

增持（首次）

利欧股份（002131.SZ）

“营销+泵业”双轮驱动，AIGC 赋能增长

2023年03月21日

市场数据

| 日期 | 2023-03-20 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 2.46 |
| 总股本(百万股) | 6754.80 |
| 流通股本(百万股) | 5834.56 |
| 净资产(百万元) | 11917.69 |
| 总资产(百万元) | 19252.19 |
| 每股净资产(元) | 1.77 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

李阳

liyanyjs@xyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

S0190521030003

投资要点

- **数字技术双翼驱动，整合营销韧性凸显。**公司旗下利欧数字通过收购上海漫酷、微创时代和智趣广告等多家营销公司，搭建了从流量整合到精准营销于一体的整合营销服务体系。此外，公司自主研发了泰坦、方舟、盘古、万鹏等面向不同媒体平台的数字化工具，实现了数据要素积累与高效用户触达，助力公司在 2022 上半年疫情冲击下韧性凸显，广告营销业务逆势同比增长 4.7%。随着疫情防控优化、国内消费复苏，公司广告业务具有巨大增长潜力。
- **“奇思妙想”再添新翼，打开广阔成长空间。**公司积极把握 AI 发展趋势，前瞻性开展 AIGC 领域的研究与合作，打造新一代 AIGC 产品——“奇思妙想”。1) 基于 AIGC 产品，公司有望实现营销创意的快速落地和爆款广告的高效复制，极大缩短内容产出周期，大幅提升产能，迅速占领市场，实现弯道超车；2) AIGC 技术有望与公司丰富的数据要素积累产生高效协同作用，深度洞悉用户肖像，实现营销内容定制输出、精准分发，提升消费者购物体验，促进商品高效转化；3) 公司有望打造 AIGC 与自身强大设计师团队相结合的 SaaS 产品，实现 To C 运营和 To B 销售，并基于不同客户定制化解决方案，打造营收增长新引擎。
- **中国泵业领军企业，海内外市场双管齐下。**公司旗下利欧泵业在泵、园林机械产品等领域，形成了高效的产业协同，并依靠高超的技术能力，打造了广域覆盖的产品矩阵，在行业内处于领先地位。2021 年，利欧泵业经营策略从“以国际市场为主”转变为“国外与国内双管齐下”，并陆续完成了中国大陆地区的营销渠道布局。2022 上半年利欧泵业实现营业收入 20.55 亿元，同比增长 18.32%，其中国内合同订单额同比增长超三成。未来三年公司泵业营收有望保持 20% 增速。
- **盈利预测：**消费复苏带动数字营销持续修复，AIGC 赋能降本增效未来可期，制造业国内扩张有望增厚公司业绩。预计公司 2022-2024 年归母净利润为 -4.07/6.03/7.99 亿元，对应当前股价（2023 年 3 月 20 日）PE 分别为 -27.6/20.8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**疫情反复风险，行业竞争加剧风险，人才流失风险，行业政策变化风险

主要财务指标

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 20281 | 22032 | 24208 | 27013 |
| 同比增长 | 30.4% | 8.6% | 9.9% | 11.6% |
| 归母净利润(百万元) | -1019 | -407 | 603 | 799 |
| 同比增长 | -121.4% | N/A | N/A | 32.6% |
| 毛利率 | 7.3% | 7.8% | 8.7% | 9.8% |
| ROE | -8.6% | -3.6% | 5.0% | 6.2% |
| 每股收益(元) | -0.15 | -0.06 | 0.09 | 0.12 |
| 市盈率 | - | - | 27.6 | 20.8 |

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1、公司介绍：中国泵业领军企业，数字营销再谱新篇..... | 4 |
| 1.1、历史沿革：泵业起家积淀深厚，数字营销开启新篇章..... | 4 |
| 1.2、主营业务：“营销+泵业”双轮驱动，打造坚实业务基座..... | 4 |
| 1.3、股权情况：创始人为公司最大股东，股权激励强化发展信心..... | 5 |
| 1.4、财务分析：营收长期稳健增长，包袱出清资金充裕..... | 6 |
| 2、制造业板块：泵业制造底蕴深厚，国内市场持续开拓..... | 8 |
| 2.1、水泵市场持续扩容，水利建设政策频出..... | 8 |
| 2.2、产业协同优势明显，技术能力行业领先..... | 9 |
| 2.3、产品矩阵广域覆盖，营销渠道全球布局..... | 10 |
| 2.4、泵业营收全面增长，民用泵毛利率回升..... | 12 |
| 3、数字营销板块：数字技术双翼驱动，AIGC 前瞻布局..... | 14 |
| 3.1、防控优化消费复苏，广告行业将迎来修复..... | 14 |
| 3.2、营销复合矩阵模块，技术赋能韧性凸显..... | 14 |
| 3.3、AIGC 开启营销新纪元，赋予未来想象空间..... | 16 |
| 4、盈利预测..... | 18 |
| 5、风险提示..... | 19 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1、利欧股份历史发展沿革..... | 4 |
| 图 2、公司主营业务类型..... | 5 |
| 图 3、2017-2022H1 公司分行业营收结构..... | 5 |
| 图 4、2017-2022H1 公司细分业务营收结构..... | 5 |
| 图 5、公司股权结构分布..... | 6 |
| 图 6、2017-2022 年前三季度公司营业收入及增速..... | 7 |
| 图 7、2017-2022 年前三季度公司归母净利润及增速..... | 7 |
| 图 8、2017-2022H1 公司整体及各业务毛利率..... | 7 |
| 图 9、2017-2022 年前三季度公司期间费用率..... | 7 |
| 图 10、2018-2022 年前三季度公司库存现金情况..... | 8 |
| 图 11、2017-2024E 全球水泵行业市场规模及预测..... | 8 |
| 图 12、2017-2022 国内水泵行业市场规模及增速..... | 9 |
| 图 13、公司国内三大生产基地..... | 10 |
| 图 14、公司技术实力行业领先..... | 10 |
| 图 15、公司技术成果收获颇丰..... | 10 |
| 图 16、公司泵业销售全球情况..... | 12 |
| 图 17、公司泵业销售国内覆盖情况..... | 12 |
| 图 18、2017-2022H1 公司泵业整体营收及增速..... | 13 |
| 图 19、2017-2022H1 公司民用/工业用泵营收及增速..... | 13 |
| 图 20、2022H1 国内主要泵业上市公司泵业务营收..... | 13 |
| 图 21、2017-2022H1 公司民用/工业用泵毛利率..... | 13 |
| 图 22、整体市场 2022 年 1 月-2023 年 1 月分月广告花费变化..... | 14 |
| 图 23、公司全新的广告业务组织架构..... | 15 |
| 图 24、2017-2022H1 公司媒介代理业务收入..... | 16 |
| 图 25、ChatGPT 落地应用场景..... | 17 |
| 图 26、AIGC 将为公司多领域高效赋能..... | 18 |

表目录

| | |
|---------------------------------------|--------|
| 表 1、公司 2022 年股权激励考核指标及增速（单位：亿元） | - 6 - |
| 表 2、国家政府关于水利建设的部分政策 | - 9 - |
| 表 3、公司全领域覆盖的产品矩阵及行业解决方案 | - 11 - |
| 表 4、公司整合营销业务矩阵历年收获奖项 | - 15 - |
| 表 5、公司媒介代理业务矩阵 | - 16 - |
| 表 6、盈利预测主要假设 | - 18 - |
| 表 7、盈利预测结果 | - 19 - |
| 附表 | - 20 - |

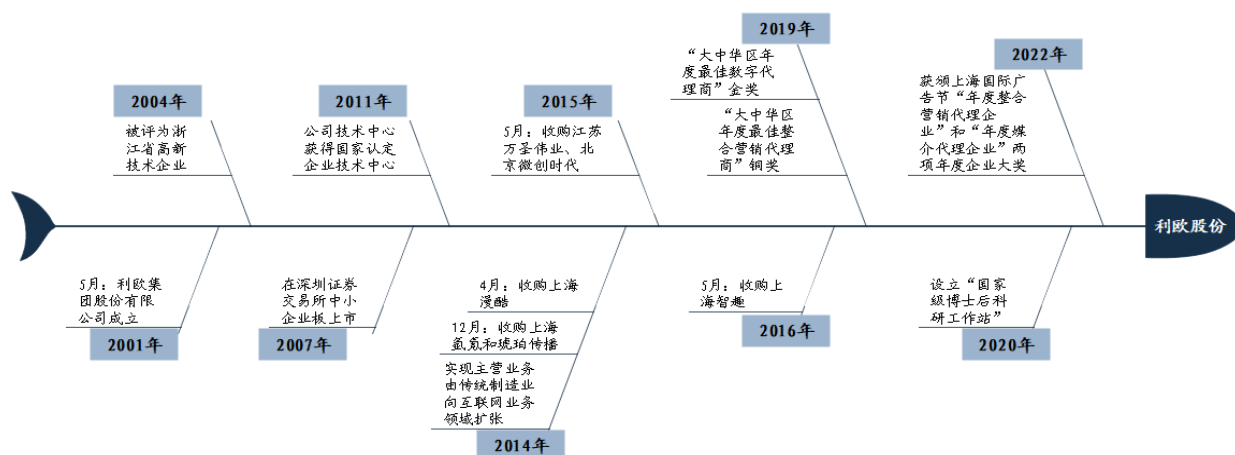
报告正文

1、公司介绍：中国泵业领军企业，数字营销再谱新篇

1.1、历史沿革：泵业起家积淀深厚，数字营销开启新篇章

利欧集团股份有限公司自 2001 年成立以来，始终专注于泵与园林和植保机械的研发、制造及销售；2007 年，凭借水泵行业的优异表现，公司成功登陆深交所中小板；2014 年，公司开启战略转型，陆续完成对上海漫酷、上海氩氩、琥珀传播、万圣伟业、微创时代和智趣广告等多家广告公司的收购，构建了集互联网流量整合与精准数字营销于一体的整合营销平台。历经数年发展，当前公司已成为中国领先的泵类机械制造企业 and 数字营销集团。

图 1、利欧股份历史发展沿革

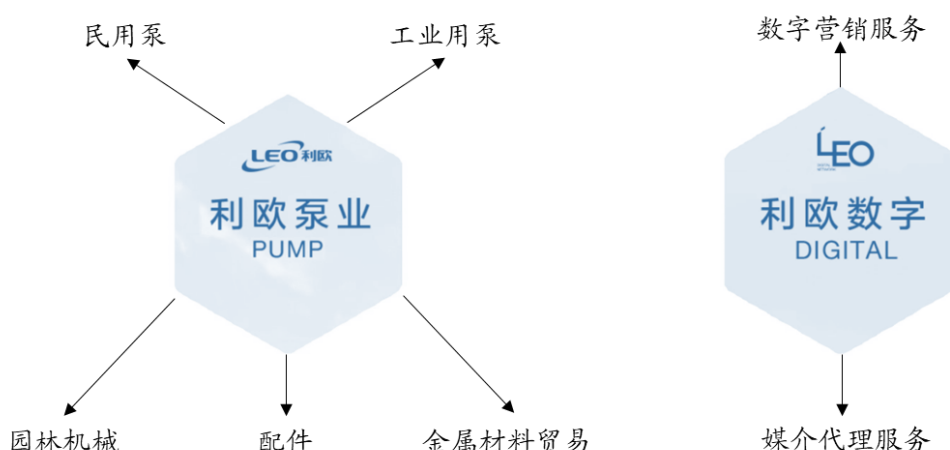


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、主营业务：“营销+泵业”双轮驱动，打造坚实业务基座

公司当前业务版图涵盖“利欧数字”和“利欧泵业”两大板块，其中“利欧数字”提供媒介代理、数字营销服务；“利欧泵业”主营民用泵、工业用泵制造及销售业务。

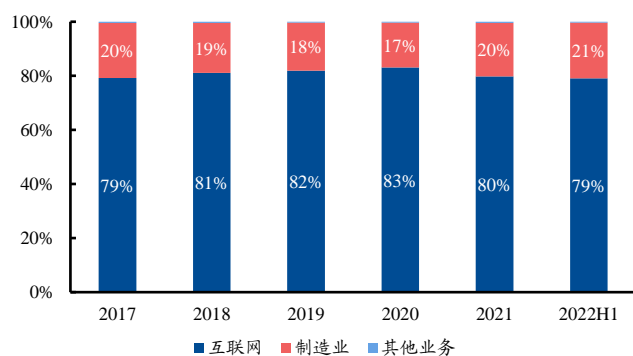
图 2、公司主营业务类型



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

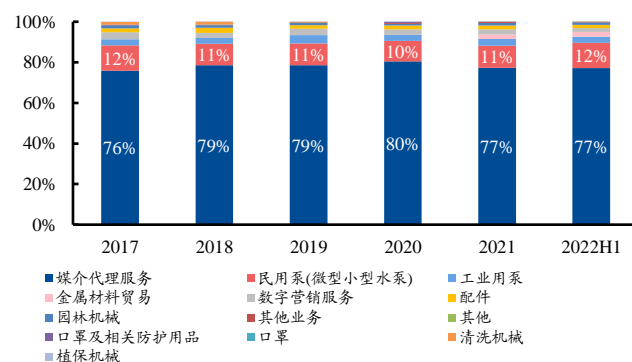
数字营销核心贡献，双业并进结构稳定。近年来公司互联网行业和制造行业营收占比基本稳定，互联网业务作为公司收入的主要来源，营收占比持续维持在 80% 左右，2022H1 占比 79%。在公司细分业务中，媒介代理服务贡献了绝大部分营业收入，2022H1 该项业务实现收入 75.84 亿元，营收占比达到 77%。

图 3、2017-2022H1 公司分行业营收结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2017-2022H1 公司细分业务营收结构

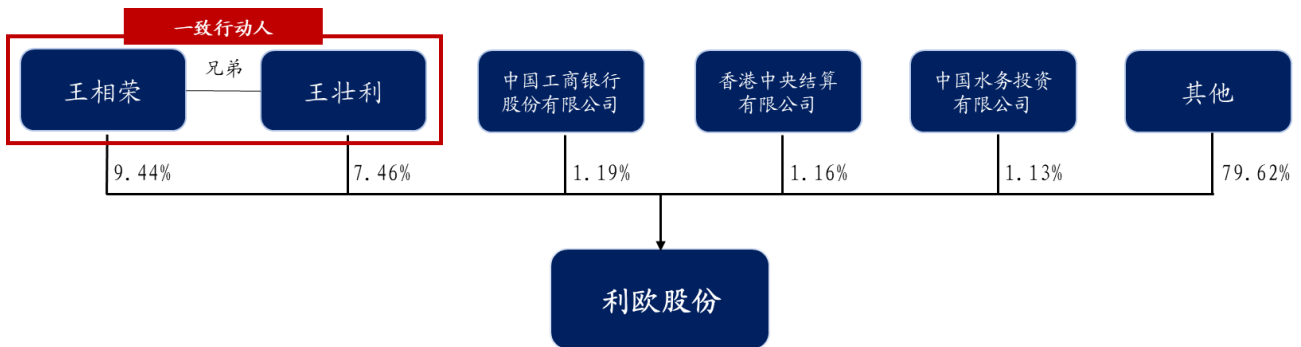


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、股权情况：创始人为公司最大股东，股权激励强化发展信心

截至 2023 年 3 月 18 日，公司实际控制人为公司创始人及董事长王相荣先生，其与副董事长王壮利先生为一致行动人，二人系兄弟关系，合计持有公司股份 16.9%。其中董事长王相荣先生持股 9.44%，为公司最大股东。

图 5、公司股权结构分布（截止 2023 年 3 月 21 日）



资料来源：Ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

股权激励目标明晰，坚定未来发展信心。2022 年 5 月公司发布股权激励计划，拟通过业绩考核方式向公司旗下 637 名核心骨干人员以 1.55 元/股的价格授予 1.66 亿份股票，占激励计划草案公告日公司股本总额的 2.45%。本次股权激励采用分业务部门考核的形式，为各业务象限锚定了明确的增长目标。

表 1、公司 2022 年股权激励考核指标及增速（单位：亿元）

| 年维度 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入考核指标 | | | | |
| 泵业板块 | 42.00 | 50.50 | 60.00 | 72.50 |
| YoY | | 20% | 19% | 21% |
| 净利润考核指标 | | | | |
| 集团层面 | 4.32 | 5.11 | 6.20 | 7.59 |
| YoY | | 18% | 21% | 22% |
| 数字板块 | 1.90 | 2.10 | 2.40 | 2.80 |
| YoY | | 11% | 14% | 17% |
| 泵业板块 | 3.00 | 3.60 | 4.40 | 5.40 |
| YoY | | 20% | 22% | 23% |

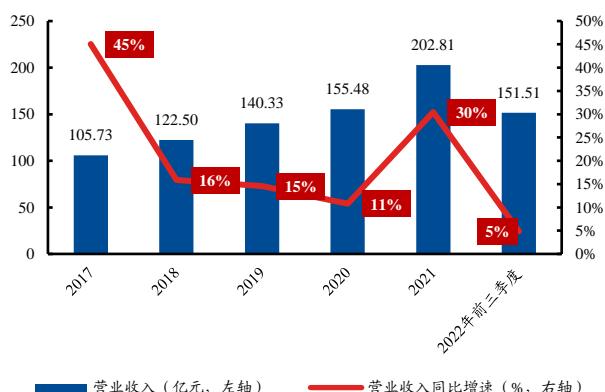
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、财务分析：营收长期稳健增长，包袱出清资金充裕

营业收入长期稳健增长，包袱出清短期利润承压。**收入侧：**在互联网和制造业两大板块的推动下，公司 2017-2021 年营收屡创新高，年复合增长率达 17.7%；2022 年前三季度，公司创收 151.51 亿元，实现 5% 的同比增长。**利润侧：**2018 年，因计提上海智趣和万圣伟业 18 亿元商誉减值、可转债 7200 万元付息、股权激励 6365 万元加速计提、主营业务毛利下降等多方面影响下，公司亏损 18.60 亿元；2019 年，公司在制造业方面积极开展产线改造和市场扩张，在互联网方面采取客户结构与结算政策调整、应收账款清收等综合性措施，实现扭亏为盈；2020 年，公司投资理想汽车获得超 45 亿利润增长；2021 年，公司计提资产减值损失 15.44 亿元，信用减值损失 2.33 亿元，业绩再度承压；2022 年公司预计亏损 3.77-4.37 亿元，主要系计提恒大坏账准备及理想汽车公允价值变动损失所致，公司包袱陆续出清，轻装上阵未来增长可期。

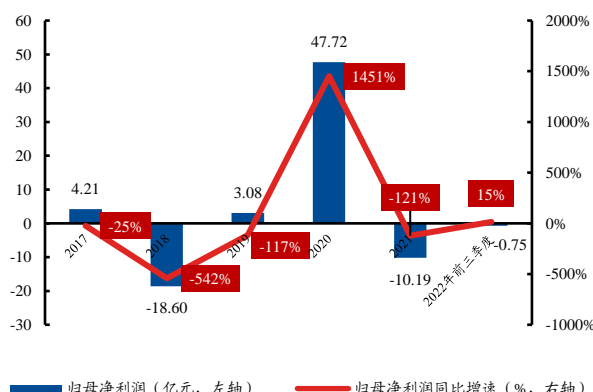
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 6、2017-2022 年前三季度公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

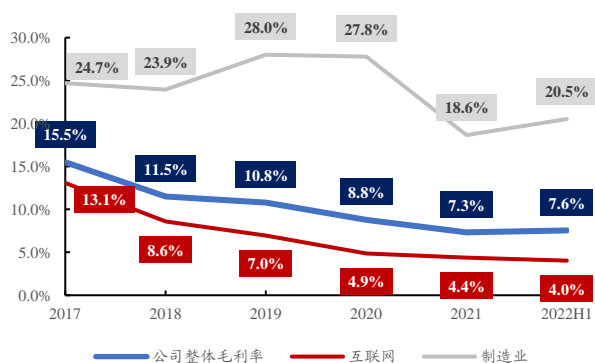
图 7、2017-2022 年前三季度公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

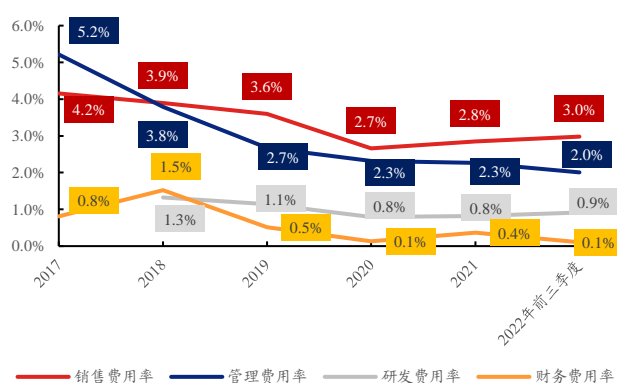
制造业带动毛利率回升，期间费用整体控制良好。毛利率方面，2017 年以来，毛利较低的媒介代理服务占比提升导致公司整体毛利率下滑；2021 年原材料价格上涨，叠加公司“对外以销售拉动为龙头，对内以生产交付为核心”战略要求，制造业毛利率有所下降；2022 年，随着公司国内泵业市场开拓的逐步深入，上半年制造业毛利率回升至 20.52%，带动公司整体毛利率增加 0.3pct 至 7.6%。**期间费用方面**，除 2018 年公司研发费用自管理费用分拆，7200 万可转债付息拉升财务费用外，研发、财务费用率近年来基本保持平稳，管理费用率呈下降趋势。2020 年，因疫情原因公司积极开展水泵产品线上营销，调整数字营销业务策略和客户结构，销售费用率大幅下降至 2.7%，2021 年公司开启国内市场扩张，销售费用率小幅提升，2022 年前三季度公司销售费用率为 3.0%。

图 8、2017-2022H1 公司整体及各业务毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

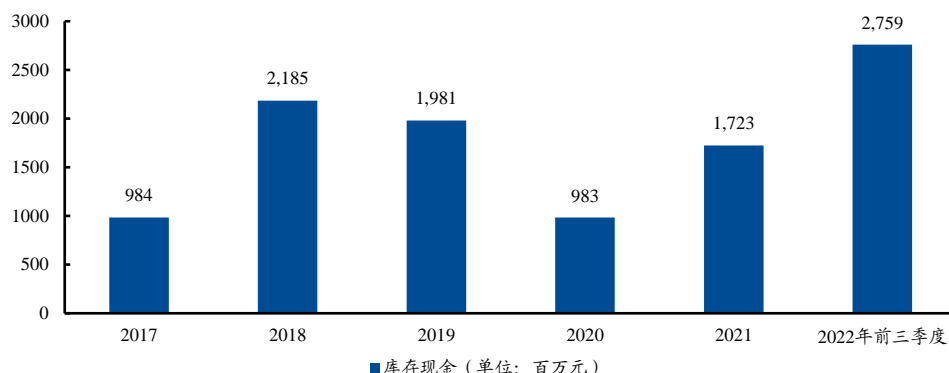
图 9、2017-2022 年前三季度公司期间费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

货币资金储备充裕。2022 年公司因处置部分理想车股票带来大量现金流入，截至 2022 年第三季度，公司货币资金余额为 27.59 亿元，资金储备较为充裕。

图 10、2017-2022 年前三季度公司库存现金情况



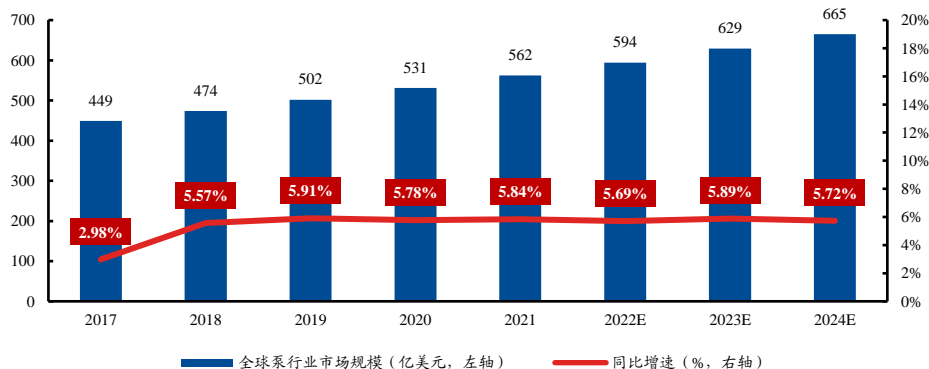
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、制造业板块：泵业制造底蕴深厚，国内市场持续开拓

2.1、水泵市场持续扩容，水利建设政策频出

全球水泵市场高速增长。近年来全球水泵市场飞速发展，据共研网数据，2021 年全球水泵行业市场规模达 562 亿美元，同比增长 5.84%，预计 2024 年全球水泵行业市场规模将达到 665 亿美元，2021-2024 年 CAGR 达 5.77%。

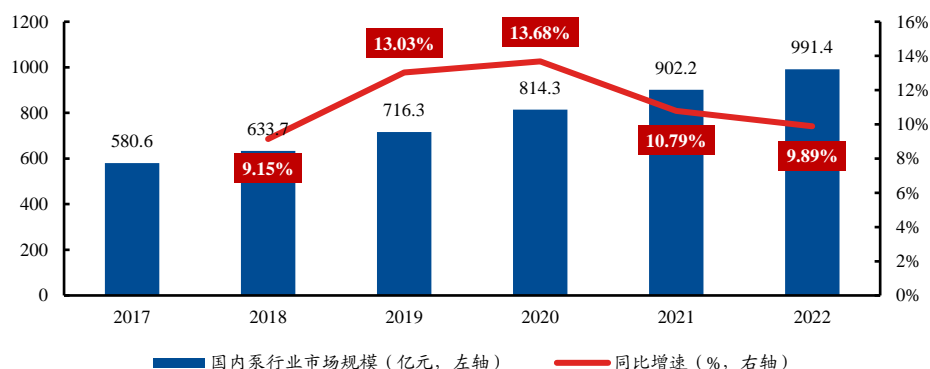
图 11、2017-2024E 全球水泵行业市场规模及预测



资料来源：共研网，兴业证券经济与金融研究院整理

国内水泵市场持续扩容，水利政策有望长期护航。随着国民经济的发展，工业投资与水利、市政管理配套投资的增加与产业升级，国内水泵市场高速增长，市场规模已由 2017 年的 580.6 亿元扩展至 2022 年的 991.4 亿元，CAGR 达 11.29%。水泵因为高效、低能耗、灵活等特点在水利领域得到广泛应用，2021 年以来国家多项水利建设政策的出台，有望持续护航水泵行业增长。

图 12、2017-2022 国内水泵市场行业规模及增速



资料来源：博研咨询市场调研，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、国家政府关于水利建设的部分政策

| 报告日期 | 指导部门 | 报告名称 | 关于水利建设的要求 |
|------------|--------------|-----------------------|--|
| 2021-11-29 | 水利部 | 《关于大力推进智慧水利建设的指导意见》 | “十四五”期间，智慧水利建设的重点是构建数字孪生流域、建设“2+N”水利智能业务应用体系和完善水利网络安全体系 |
| 2022-01-12 | 水利部 | 《“十四五”水安全保障规划》 | 加快建立水资源刚性约束制度，推动以可用水量确定经济社会发展布局、结构和规模，推进河湖生态环境复苏与地下水超采治理，提高水资源集约节约安全利用能力和水平，促进生态文明建设和高质量发展。 |
| 2022-02-08 | 水利部 | 《2022 年水资源管理工作要点》 | 以全面提升水安全保障能力为主线，强化水资源刚性约束，加快构建国家水网，加强水生态环境保护，深化水利改革创新，提高水治理现代化水平 |
| 2022-08-08 | 国家发改委 水利部 | 《“十四五”期间推进智慧水利建设实施方案》 | 以数字化、网络化、智能化为主线，以数字化场景、智慧化模拟、精准化决策为路径，以构建数字孪生流域为核心，全面推进算据、算法、算力建设，加快构建具有预报、预警、预演、预案功能的智慧水利体系，为新阶段水利高质量发展提供有力支撑和强力驱动。 |

资料来源：中国政府网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、产业协同优势明显，技术能力行业领先

产业协同优势明显，促进资源高效利用。公司机械制造业务主要为民用及商用泵、工业泵、园林机械的研发、制造和销售，形成了独特的行业协同优势：

- 1) 公司产品在应用领域、客户群体、营销网络方面有部分重叠，可以共享公司的国际营销资源，相互促进销售，降低市场信息获取、新产品市场开拓、客户关系维护等方面的费用支出。
- 2) 三类产品的核心技术工艺和装配工艺有相似性，可以共享公司的技术、研发资源，降低技术及研发费用支出，相互促进技术创新和产品开发进度。
- 3) 三类产品使用的电机等核心部件和大部分原材料相同，生产、装配过程也具有相似性，有利于降低原材料采购成本，提高设备利用率。
- 4) 公司在国内拥有三大生产基地，具备丰富的技术和人才资源，成熟的生产配套体系，公司逐步整合三大生产基地的生产资源、技术力量和销售渠道，改善生产规划，提高产能，降低采购、生产、营销成本，实现协同效应和快速成长。

图 13、公司国内三大生产基地



浙江温岭基地
主营业务：民用泵

湖南湘潭基地
主营业务：工业泵

山东大连基地
主营业务：石化泵

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

产品开发体系完备，研发设计行业领先。公司自成立以来，始终秉持技术领先发展战略，打造了 500 多人的专业研发团队，搭建了完善的产品开发体系，积淀了强大的自主研发能力和工业设计能力，在行业内处于领先地位：

- 1) **零部件自制率名列前茅。**公司自主研发制造了民用泵、商用泵和园林机械产品所用的核心零部件，如电机等，自制率达 80%。
- 2) **装备水平行业领先。**公司购置了大量的设备，如进口高速冲床、兰化炉、注塑机、数控车床、自动绕线嵌线机、自动喷漆流水线以及先进装配流水线等，提高了产品的机械化、自动化水平，大幅提升生产效率和产品质量稳定性。
- 3) **技术成果收获颇丰。**公司历年来获颁“国家科学技术进步二等奖”等一系列荣誉，并参与了多项国家、行业、浙江制造及团体标准的制定、修订工作，且获批国家级博士后科研工作站。2021 年，公司通过认定成为第六批制造业单项冠军示范企业，旗下子公司利欧浙泵、湖南利欧、大连华能均通过高新技术企业备案。

图 14、公司技术实力行业领先



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、公司技术成果收获颇丰










资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、产品矩阵广域覆盖，营销渠道全球布局

产品矩阵广域覆盖，提供多种解决方案。通过多年持续深耕，公司打造了超百款泵业产品，提供了覆盖水利、电力、石化、市政农林、建筑二供等 9 个行业的 30 余种解决方案。

表 3、公司全领域覆盖的产品矩阵及行业解决方案

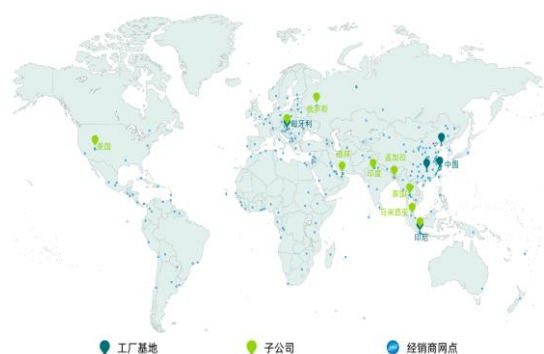
| 用途 | 解决方案 | 部分产品展示 | | |
|--------|-------------------------------|--|--|--|
| 水利行业 | 引水调水 防洪排涝 |  | DS 系列卧式多级中开离心泵 | |
| | 水环境治理 农业灌溉 造修船 | | LW 型单级单吸立式蜗壳离心泵 | |
| 电力行业 | 核能发电 |  | NW 型疏水泵 | |
| | 燃煤发电 燃机发电 生物质发电 余热发电 | | NLG 立式管道离心泵 | |
| | 石化行业 | 煤化工 石油化工 精细化工 |  | HSP 系列化工混流泵 |
| | | LNG 精食深加工 公用工程 | | HR 系列 (BB2) 重工位石油化工流程 |
| 市政农林行业 | | 市政供热 市政排水 市政污水 |  | LEP 端吸离心泵 |
| | 市政供水 轨道交通 农业灌溉及养殖 |  | | G/Q/FSJ 型系列双曲面搅拌机 |
| | 河道治理 | | | |
| | 建筑二供行业 | | 民用建筑 商用建筑 公共建筑 工业附属 二次供水 |  |
| | | | BWS-WE 全变频无负压供水系统 | |
| OEM 行业 | | 环保水处理 暖通空调 给水排水 |  | LSPA 浴缸泵 |
| | | 工业应用 食品制药 康体娱乐 | | APSm 智能自吸泵 |
| | 家用产品 | 家用产品 |  | MTC370 小精灵 |
| | 园林产品 | 园林产品 |  | XKJ 喷射泵 |

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

营销渠道网络全球布局，国内市场加速开拓。国际侧，自 2001 年开始，公司已实现面向欧盟地区的出口，当前公司产品已销往全球 150 个国家及地区，拥有 15000 多个全球销售服务网点，超 5 亿服务客户，在美国、俄罗斯、迪拜、印尼、泰国、

匈牙利、孟加拉等地设立了子公司，其中在印尼、匈牙利成立了制造基地。国内侧，公司从 2021 年开启“国内国际双循环”的策略，积极开展国内市场布局，在杭州建立利欧泵业集团总部，以统筹销售、供应链、管理环节，并在国内 GDP 排名靠前城市建立利欧销售团队，将国内团队销售人员由 100 人扩充至近 800 人。当前，公司已拥有超 1200 家国内服务商，实现了对除港澳台之外的其他中国区域内市场的销售和覆盖。2022 年上半年，利欧泵业国内营业收入同比增加 2.19 亿元，合同订单额同比增长超过三成。

图 16、公司泵业销售全球情况（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、公司泵业销售国内覆盖情况（截至 2023 年 3 月）

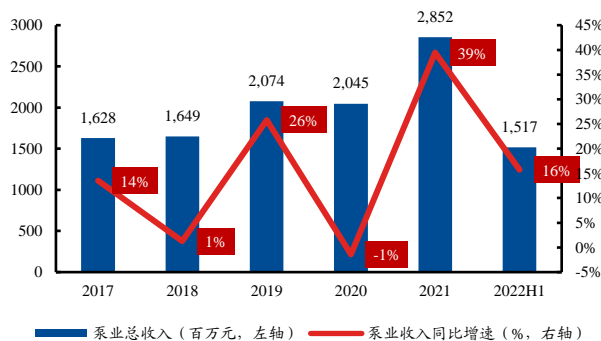


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、泵业营收全面增长，民用泵毛利率回升

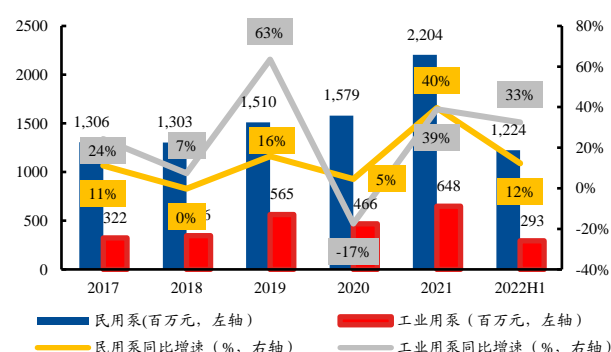
营收侧，自 2018 年开始，公司泵业营收持续增长；2020 年受疫情影响，泵业收入略有下滑；2021 年，公司积极求变，调整经营策略：业务模式上从“渠道为主”向“渠道与直销”并重转变、区域策略上从“以国际市场为主”向“国外与国内市场双管齐下”转变、市场方向上着力拓展商用泵市场，加之国内疫情的有效控制，业绩实现大幅反弹；2022 年上半年，公司泵业实现收入 15.17 亿元，同比增长 16%，其中民用泵/工业用泵分别创收 12.24/2.93 亿元，同比增长 12%/33%，位于行业第一梯队。

图 18、2017-2022H1 公司泵业整体营收及增速



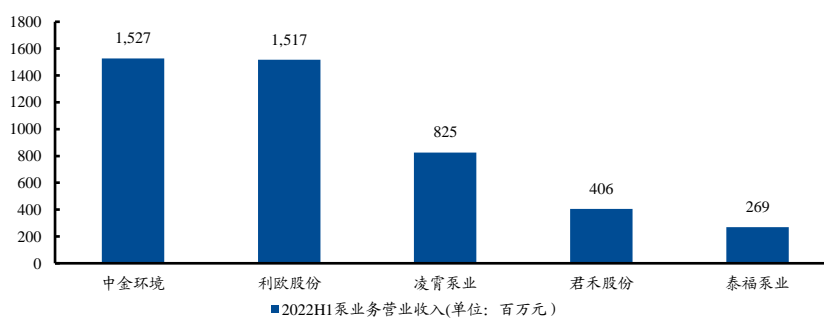
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2017-2022H1 公司民用/工业用泵营收及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

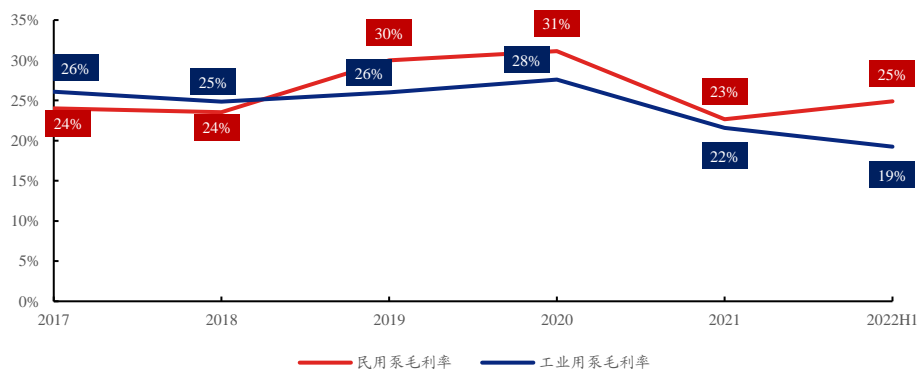
图 20、2022H1 国内主要泵业上市公司泵业务营收



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

毛利侧，2018 年至 2020 年，公司泵业毛利率持续增长；2021 年，为应对国内外诸多不稳定因素，公司践行“对外以销售拉动为龙头，对内以生产交付为核心”的战略要求，毛利率短期承压；2022 年上半年，随着公司国内市场的陆续扩张，民用泵业务毛利率反弹至 25%；预期未来随着国家水利建设的深入，工业用泵需求增长，带来规模效益，短期毛利率承压状况有望得到改善。

图 21、2017-2022H1 公司民用/工业用泵毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

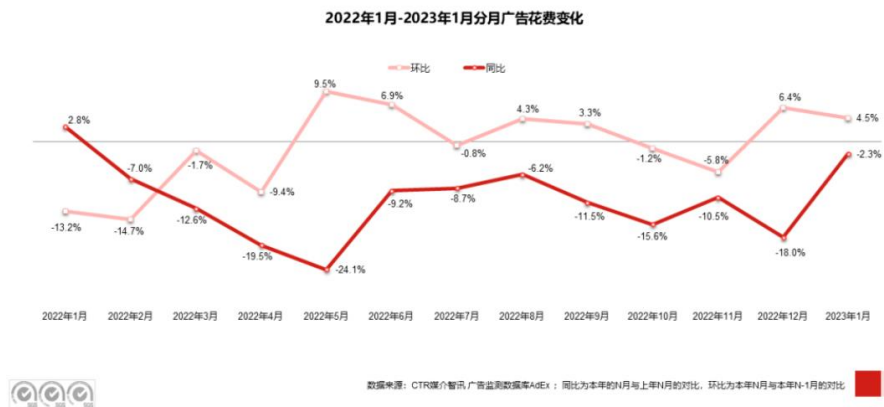
3、数字营销板块：数字技术双翼驱动，AIGC 前瞻布局

3.1、防控优化消费复苏，广告行业将迎修复

防控优化吹动经济复苏之风。2022 年 12 月，疫情防控措施优化，居民生产消费陆续恢复；2023 年 1 月，IMF 调高 2023 年中国经济同比增长预期至 5.2%；2023 年 3 月，政府工作报告进一步明确了我国 2023 年 5% 的 GDP 增长目标。市场预期积极乐观、国家政府目标坚定，推动国内经济持续回暖，汽车、奢侈品、传媒、娱乐等多个行业显现强劲的发展势头。

广告行业重回上升通道。CTR 媒介智讯数据显示，2023 年 1 月国内广告市场花费同比降幅收窄至近一年来的最小值，环比增长 4.5%，市场恢复趋势已现。据群邑全球 2023 年 3 月 9 日发布的《聚焦中国（China Spotlight 2023）》报告显示，预计 2023 年中国广告市场将增长 6.3%，扭转 2022 年度负增长 0.6% 的状况，重回快速增长轨道，2024 年增幅将达到 6.4%。中国广告市场的增长复苏将为本土和全球的营销企业带来重要机遇。

图 22、国内整体市场 2022 年 1 月-2023 年 1 月分月广告花费变化



资料来源：CTR 媒介智讯，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、营销复合矩阵模块，技术赋能韧性凸显

全产业链布局，提供一体化营销解决方案。自创立之初，公司一直致力于成为行业领先的数字营销头部集团。当前公司营销服务已形成了集营销策略和创意、媒体投放和执行、效果监测和优化、社会化营销、精准营销、流量整合等于一体的完整服务链条，成功构建了从基础的互联网流量整合到全方位精准数字营销服务于一体的整合营销平台。

2022 年上半年，公司在梳理各业务公司特点的基础上，完成了组织架构重组，划分媒体代理事业群和整合营销事业群，通过优化各业务公司的优势，实施资源整

合和协同发展，提高业务竞争力。

图 23、2022 年公司搭建的全新的告业务组织架构



资料来源：中国广告，兴业证券经济与金融研究院整理

整合营销：优秀设计师团队屡创佳绩，“品-效-销”一体客制化品牌服务。自 2018 年以来，公司设计师团队凭借出色的创意实力、整合营销案例作品，以及产品设计能力，斩获多个国内外重要奖项殊荣，并创立了全新厂牌 Q&A，提供专属品牌以及产品设计服务。此外，团队还打造了一套完整策略工具，赋能新消费品牌快速成长，2021 年成功助力新锐咖啡品牌“熊困困”问鼎天猫液体咖啡品类趋势榜。

表 4、公司整合营销业务矩阵历年收获奖项

| 业务类型 | 公司 | 年度 | 部分整合营销奖项及荣誉 |
|------|--------------------------------------|------|--|
| 整合营销 | 琥珀传播 氩氩集团 夸克上海 智趣广告 聚胜万合 | 2018 | 营销作品接连斩获戛纳国际创意节、伦敦国际广告奖、黄铅笔奖、亚太广告节、釜山国际广告节、艾菲奖、中国 4A 金印奖、金投赏、虎啸奖、金鼠标、中国广告年度数字大奖等数十座奖项，是 2018 年获得国际奖项最多的本土数字营销集团。 |
| | | 2019 | Campaign “大中华区年度最佳整合营销代理商”铜奖 |
| | | 2020 | Campaign “大中华区年度最佳整合营销代理商”银奖 |
| | | 2021 | 营销作品斩获伦敦国际广告奖 1 金 1 银、釜山国际广告节 1 金 1 银 2 铜，伦敦国际广告奖华文创意、英国黄铅笔奖、纽约年度设计大奖、美国金铅笔国际创意奖、美国克利奥大奖在内的 5 枚铜奖，4A 创意奖全场大奖及 2 金 3 银 5 铜、龙玺创意奖 1 金 1 银、数英奖 2 金 3 银，纽约广告奖和英国包装设计大奖的优秀作品提名。 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

媒体代理：多方搭建深度合作，打造行业竞争壁垒。公司媒体代理事业群搭建了具有行业竞争力的中台服务体系，当前已与多个头部媒体平台建立了深度合作关系，合作规模已达百亿元，客户涵盖电商、网服、游戏、教育、传媒等头部企业。

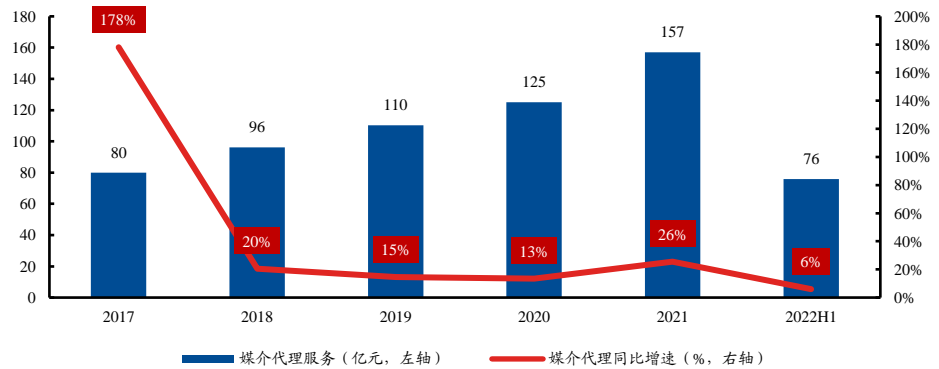
表 5、公司媒介代理业务矩阵

| 业务矩阵 | 公司 | 合作平台 | 客户覆盖 |
|------|------|--|-------------------|
| 媒介代理 | 聚胜万合 | 字节巨量引擎、快手磁力引擎、腾讯广告、京东、百度、小米、华为、OPPO、Vivo 等 | 电商、网服、游戏、教育、传媒等行业 |
| | 万圣伟业 | | |
| | 微创时代 | | |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

技术驱动：助力媒介代理服务快速腾飞。公司自主研发了泰坦、方舟、盘古、万鹏等面向不同媒体的自动化投放优化工具，实现降本增效，提升人效比的同时，实现用户、产品数据沉淀，高效择优选取创意素材。在数字化投放工具的助力下，公司媒介代理服务营收持续增长，2021 年营收近 157 亿元，同比增长 26%，并在 2022 上半年疫情冲击下韧性凸显，实现同比增速达 6%。

图 24、2017-2022H1 公司媒介代理业务收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、AIGC 开启营销新纪元，赋予未来想象空间

AIGC 打造内容营销新时代。据 OpenAI 官网显示，除问答外，AIGC 能在的句子优化、文本情绪分析、信息分类、语法纠正等多个场景实现应用。ChatGPT 作为 AIGC 的主要应用方向之一，能通过提示自动实现内容生成和图片创作，并在广告设计、内容营销等多个领域表现突出，其最新迭代版本 GPT-4 已具有多模态能力，未来有望在智能视频生成领域实现突破，大幅度提高视频类广告制作的效率，节约制作成本。具备巨大的市场前景。

图 25、ChatGPT 落地应用场景

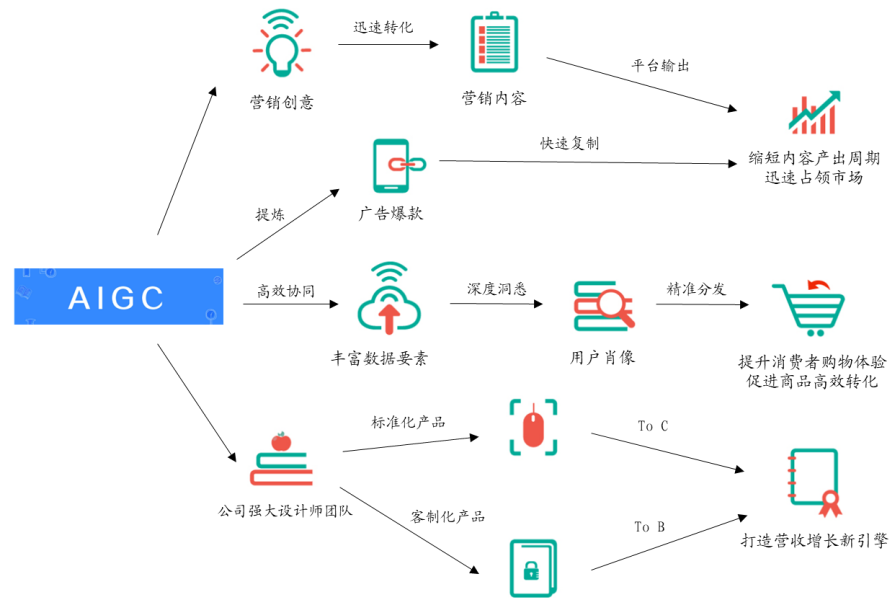


资料来源：OpenAI，智慧发展产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

公司前瞻性布局，打造“奇思妙想”AIGC产品。2023年2月23日，公司宣布成为百度“文心一言”的首批合作伙伴，并基于国内外现有AI引擎，积极推进AIGC产品内部测试；2023年3月，据《第一财经》报道，利欧数字正积极研发“奇思妙想”新一代AIGC产品，产品核心功能为在优化投放效率、提高生产力的基础上，扩展图文、视频等内容创作能力，报道称产品将于近期投入市场。

AIGC或将全方位业务赋能，打开营收天花板：1) 基于AIGC产品，公司有望实现营销创意的快速落地和爆款广告的高效复制，极大缩短内容产出周期，大幅提升产能，迅速占领市场，实现弯道超车；2) AIGC技术有望与公司丰富的数据要素积累产生高效协同作用，深度洞悉用户肖像，实现营销内容定制输出、精准分发，提升消费者购物体验，促进商品高效转化；3) 公司有望打造AIGC与自身强大设计师团队相结合的SaaS产品，实现To C运营和To B销售，并基于不同客户客制化解决方案，打造营收增长新引擎。

图 26、AIGC 将为公司多领域高效赋能



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测

利欧股份拥有独特的数字营销、制造业双轮驱动体系，在 AIGC 浪潮下，积极开发相关技术产品，未来大有可为：

数字营销业务：2022 年疫情反复公司数字营销业务短期承压，2023 年在疫情防控优化、国内消费复苏的大背景下，公司互联网业务将迎来持续修复，AIGC 近期投入使用或将带来毛利的持续提升。

制造业：公司从 2021 年开启“国内国际双循环”的策略，积极开展国内市场布局，未来随着国内市场的扩张，制造业营收有望增厚。

表 6、盈利预测主要假设

| 产品名称 | 项目 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 数字营销 | 营业收入(百万元) | 16,188.00 | 17,162.52 | 18,377.62 | 20,027.93 |
| | 增长率(%) | 25.39% | 6.02% | 7.08% | 8.98% |
| | 毛利率(%) | 4.38% | 4.08% | 4.55% | 5.25% |
| 制造业 | 营业收入(百万元) | 3,979.00 | 4,744.16 | 5,694.89 | 6,840.13 |
| | 增长率(%) | 60.83% | 19.23% | 20.04% | 20.11% |
| | 毛利率(%) | 19.00% | 20.98% | 22.13% | 23.20% |
| 其它 | 营业收入(百万元) | 114.00 | 125.27 | 135.45 | 145.21 |
| | 增长率(%) | -30.49% | 9.89% | 8.12% | 7.21% |
| | 毛利率(%) | 19.30% | 14.73% | 14.89% | 15.03% |

资料来源：IFind，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测：消费复苏带动数字营销持续修复，AIGC 赋能降本增效未来可期，制造业国内扩张有望增厚公司业绩。预计公司 2022-2024 年归母净利润-4.07/6.03/7.99 亿元，对应当前股价（2023 年 3 月 20 日）PE 分别为-27.6/20.8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7、盈利预测结果

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 20281 | 22032 | 24208 | 27013 |
| 增长率 | 30.4% | 8.6% | 9.9% | 11.6% |
| 营业利润(百万元) | -833 | -471 | 719 | 956 |
| 增长率 | -113.2% | N/A | N/A | 33.0% |
| 归母净利润(百万元) | -1019 | -407 | 603 | 799 |
| 增长率 | -121.4% | N/A | N/A | 32.6% |
| 最新摊薄每股收益(元) | -0.15 | -0.06 | 0.09 | 0.12 |
| 每股净资产(元) | 1.76 | 1.70 | 1.79 | 1.90 |
| 动态市盈率(倍) | - | - | 27.6 | 20.8 |
| 市净率 (倍) | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |

资料来源：IFind，兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

（1）疫情反复风险

国内疫情形势复杂，若未来疫情反复，可能阻碍经济复苏，降低广告主投放预算，进而影响公司广告业绩。

（2）市场竞争加剧风险

我国广告行业参与者众多，营销环境发展节奏快，竞争激烈，若公司无法顺应营销发展新趋势，将错失优质媒体资源、营销方案效果亦可能不及预期，公司行业地位将被削弱，经营业绩有不达预期的风险。

（3）人才流失风险

公司业务发展依赖于专业的人才团队，若不能持续保持良好的人才培养机制，公司人才流失，或将对业绩产生影响。

（4）行业政策变化风险

若未来广告行业监管政策发生较大变动，将对整个广告行业的发展产生较大影响，进而影响公司经营业绩。

附表

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 8816 | 45728 | 50855 | 56161 |
| 货币资金 | 1723 | 38325 | 42728 | 47163 |
| 交易性金融资产 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 应收票据及应收账款 | 5001 | 5540 | 6042 | 6762 |
| 预付款项 | 527 | 452 | 534 | 573 |
| 存货 | 791 | 779 | 888 | 956 |
| 其他 | 771 | 627 | 659 | 702 |
| 非流动资产 | 11029 | 11059 | 10560 | 10420 |
| 长期股权投资 | 574 | 585 | 581 | 582 |
| 固定资产 | 831 | 658 | 450 | 234 |
| 在建工程 | 48 | 24 | 12 | 6 |
| 无形资产 | 282 | 264 | 246 | 227 |
| 商誉 | 350 | 1056 | 703 | 880 |
| 长期待摊费用 | 26 | 7 | -17 | -34 |
| 其他 | 8918 | 8465 | 8585 | 8525 |
| 资产总计 | 19845 | 56787 | 61415 | 66582 |
| 流动负债 | 5721 | 43337 | 47353 | 51717 |
| 短期借款 | 1992 | 1269 | 1631 | 1450 |
| 应付票据及应付账款 | 2754 | 41097 | 44750 | 49295 |
| 其他 | 975 | 970 | 972 | 971 |
| 非流动负债 | 2185 | 1929 | 1933 | 1931 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 2185 | 1929 | 1933 | 1931 |
| 负债合计 | 7906 | 45266 | 49286 | 53648 |
| 股本 | 6755 | 6755 | 6755 | 6755 |
| 资本公积 | 1317 | 1317 | 1317 | 1317 |
| 未分配利润 | 3634 | 3230 | 3830 | 4626 |
| 少数股东权益 | 67 | 64 | 69 | 75 |
| 股东权益合计 | 11939 | 11521 | 12128 | 12934 |
| 负债及权益合计 | 19845 | 56787 | 61415 | 66582 |

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 归母净利润 | -1019 | -407 | 603 | 799 |
| 折旧和摊销 | 146 | 252 | 263 | 257 |
| 资产减值准备 | 1777 | -20 | 75 | 60 |
| 资产处置损失 | 4 | 0 | 2 | 2 |
| 公允价值变动损失 | -592 | 809 | 288 | 331 |
| 财务费用 | 76 | -116 | -376 | -422 |
| 投资损失 | 7 | -177 | -46 | -13 |
| 少数股东损益 | -7 | -3 | 5 | 6 |
| 营运资金的变动 | -1053 | 37859 | 2885 | 3628 |
| 经营活动产生现金流 | -499 | 38319 | 3693 | 4650 |
| 投资活动产生现金流 | -2 | -1174 | -27 | -457 |
| 融资活动产生现金流 | 1306 | -543 | 737 | 242 |
| 现金净变动 | 786 | 36602 | 4403 | 4435 |
| 现金的期初余额 | 631 | 1723 | 38325 | 42728 |
| 现金的期末余额 | 1417 | 38325 | 42728 | 47163 |

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 20281 | 22032 | 24208 | 27013 |
| 营业成本 | 18795 | 20318 | 22091 | 24353 |
| 税金及附加 | 32 | 35 | 39 | 43 |
| 销售费用 | 577 | 676 | 731 | 805 |
| 管理费用 | 460 | 518 | 562 | 635 |
| 研发费用 | 165 | 210 | 244 | 279 |
| 财务费用 | 74 | -116 | -376 | -422 |
| 其他收益 | 187 | 140 | 135 | 144 |
| 投资收益 | -7 | 177 | 46 | 13 |
| 公允价值变动收益 | 592 | -809 | -288 | -331 |
| 信用减值损失 | -233 | -351 | -70 | -166 |
| 资产减值损失 | -1544 | -18 | -18 | -22 |
| 资产处置收益 | -4 | -0 | -2 | -2 |
| 营业利润 | -833 | -471 | 719 | 956 |
| 营业外收入 | 12 | 4 | 8 | 6 |
| 营业外支出 | 23 | 15 | 13 | 15 |
| 利润总额 | -843 | -482 | 714 | 947 |
| 所得税 | 183 | -72 | 107 | 142 |
| 净利润 | -1026 | -410 | 607 | 805 |
| 少数股东损益 | -7 | -3 | 5 | 6 |
| 归属母公司净利润 | -1019 | -407 | 603 | 799 |
| EPS(元) | -0.15 | -0.06 | 0.09 | 0.12 |

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 30.4% | 8.6% | 9.9% | 11.6% |
| 营业利润增长率 | -113.2% | N/A | N/A | 33.0% |
| 归母净利润增长率 | -121.4% | N/A | N/A | 32.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 7.3% | 7.8% | 8.7% | 9.8% |
| 归母净利率 | -5.0% | -1.8% | 2.5% | 3.0% |
| ROE | -8.6% | -3.6% | 5.0% | 6.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 39.8% | 79.7% | 80.3% | 80.6% |
| 流动比率 | 1.54 | 1.06 | 1.07 | 1.09 |
| 速动比率 | 1.40 | 1.04 | 1.06 | 1.07 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 103.7% | 57.5% | 41.0% | 42.2% |
| 应收帐款周转率 | 382.1% | 410.4% | 412.6% | 415.7% |
| 存货周转率 | 2867.5% | 2530.6% | 2590.7% | 2581.2% |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | -0.15 | -0.06 | 0.09 | 0.12 |
| 每股经营现金 | -0.07 | 5.67 | 0.55 | 0.69 |
| 每股净资产 | 1.76 | 1.70 | 1.79 | 1.90 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | - | - | 27.6 | 20.8 |
| PB | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|-----|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |