



买入（首次）

所属行业：广告
当前价格(元)：8.79

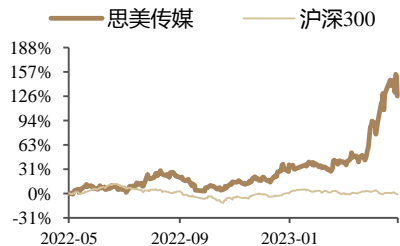
证券分析师

马笑

资格编号：S0120522100002

邮箱：maxiao@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	21.24	60.69	62.78
相对涨幅(%)	25.13	61.44	66.88

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

思美传媒（002712.SZ）首次覆盖报告： 困境反转拥抱 AI，文旅融合未来可期

投资要点

- **背靠四川省旅游投资集团，广告业务资源丰富。**思美传媒股份有限公司成立于2000年，以“全景·精准·传播”为定位，为客户提供全方位整合营销服务。2008年，公司加入中国4A协会。2019年，四川省旅游投资集团控股思美传媒，文旅融合，协同发展。公司为客户提供品牌管理、全国媒体策划及代理、广告创意设计、娱乐内容营销、公关推广活动、户外媒体运营、数字营销等全方位整合营销传播服务。拥有矩阵化的媒体资源布局，合作媒体200余家。客户资源丰富，覆盖汽车、互联网、电商、游戏、金融、旅游、快速消费品等行业。
- **宏观经济复苏有望带动广告业务基本盘顺周期上行。**广告行业的表现受宏观经济的影响，2022年以来的疫情反复造成宏观经济波动，导致了广告需求的下滑。随着疫情结束，全市场广告刊例花费进入复苏前的震荡期，有望在进入复苏区间后迎来上涨。广告为公司基本盘，公司积极进行品牌营销直播电商等广告业务拓展。
- **与智谱华章达成战略合作，协助AI大模型在传媒领域变现。**思美传媒与智谱华章签署了《战略合作协议》，将围绕传媒各个业务领域，包括媒体、数字人、智能写作等方面进行业务探索，并充分探讨智谱华章主导研发的大模型的商业化落地模式。未来随着双方业务合作的进一步加深，预计将对公司经营发展产生积极影响。
- **与川旅投旗下安逸酒店集团开展战略合作，促进文旅融合产业的开发及落地，有望贡献增量。**安逸酒店集团于2021年成立，为四川旅投旗下子公司，管理167家酒店、超3万张床位。公司与安逸酒店集团开展战略合作，并设立文旅电商服务平台“安逸旅途”，拟就文旅产品再塑及产品推、销数字一体化，以及文旅电商服务及红人经纪开展合作。此次联合有望推动安逸酒店集团的文旅资源，与公司旗下的整合营销资源的互相促进和融合，为公司在文旅产业实现展业打开空间。
- **盈利预测与投资建议：**除广告影视阅读等业务的AI积极赋能外，文旅本地生活等空间广阔，新业务战略规划进行中，预计公司2023-2025年实现营业收入60/81/105亿元，同比增长44%/34%/30%；实现归母净利润1.8/2.5/3.4亿元，同比变化143%/42%/33%。考虑到公司净利润预计在2023-2025年处于高速增长放量期，我们给予公司2023年35x PE，对应目标市值62亿元，对应目标价11.43元，仍有较大空间。我们看好公司的困境反转，股东和管理层业务动力强，战略规划清晰，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；战略合作进度不及预期风险；行业监管趋严风险。

股票数据

总股本(百万股):	544.28
流通A股(百万股):	537.64
52周内股价区间(元):	3.85-9.89
总市值(百万元):	4,784.19
总资产(百万元):	2,623.35
每股净资产(元):	2.86

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,451	4,186	6,021	8,096	10,494
(+/-)YOY(%)	12.4%	-6.0%	43.9%	34.5%	29.6%
净利润(百万元)	59	-409	176	253	336
(+/-)YOY(%)	105.1%	-789.5%	143.0%	43.8%	32.7%
全面摊薄EPS(元)	0.11	-0.75	0.32	0.46	0.62
毛利率(%)	7.2%	5.7%	8.0%	8.0%	8.0%
净资产收益率(%)	3.0%	-26.3%	10.1%	12.7%	14.5%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 思美传媒：困境反转，四川旅投控股	4
2. 主营业务：广告营销服务随市场复苏，网络文学及影视内容搭建生态圈	7
2.1. 宏观经济环境复苏协同 AI 大模型赋能，广告营销服务业务利好	7
2.2. 布局网络文学与影视内容制作，构建思美生态圈	10
2.3. 四川旅投控股，开拓文旅融合	12
3. 盈利预测与投资建议	17
3.1. 盈利预测	17
3.2. 投资建议	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1: 股权结构图	4
图 2: 子公司架构图及持股比例	5
图 3: 2019 年-2022 年总收入及同比增速	5
图 4: 2019 年-2022 年分业务收入	6
图 5: 2019 年-2022 年各项业务收入比例	6
图 6: 2019 年-2022 年公司整体毛利率	6
图 7: 2019 年-2022 各项业务毛利率变化	6
图 8: 2019-2022 年公司销售、管理, 研发费用率	7
图 9: 2018 年-2022 年归母净利润及增减	7
图 10: 2018 年-2022 年扣非归母净利润及增减	7
图 11: 广告营销服务业务流程	8
图 12: 2018 年-2022 年广告营销服务业务收入及增速	8
图 13: 19-22 全媒体刊例花费、GDP 不变价增速同比变化	9
图 14: 18 年 2 月-23 年 2 月全市场广告刊例价花费变化趋势	9
图 15: 四川旅投“1363”战略	12
表 1: 历史大事表	4
表 2: 收入预测表	17
表 3: 利润预测表	17
表 4: 可比公司估值表	18
表 5: 估值表	18

1. 思美传媒：困境反转，四川旅投控股

深耕广告市场，近年四川旅投控股，开展文旅融合。思美传媒股份有限公司成立于2000年，以“全景·精准·传播”为定位，为客户提供全方位整合营销服务。2008年，思美传媒受邀加入中国4A协会。2014年，公司在A股主板上市，成为第一家在国内上市的民营广告公司。2019年，四川省旅游投资集团控股思美传媒，文旅融合，协同发展。2023年，公司拟与安逸酒店等公司设立安逸旅途科技有限公司，促进文旅融合产业的开发及落地。同年，公司与智谱华章达成战略合作，协助AI大模型在传媒领域变现。

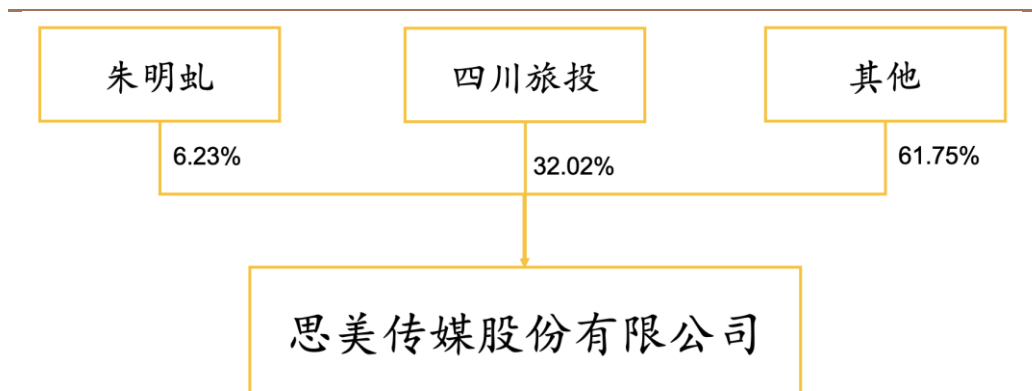
表 1：历史大事表

时间	事件
2000年	思美传媒成立
2007年	改制为股份有限公司
2008年	加入中国4A协会
2014年	在A股上市，成为第一家在中国上市的民营广告公司
2015年-2017年	投资收购科翼传媒、掌维科技、观达影视，智海扬涛等公司，打造思美生态圈
2019年	四川省旅游投资集团控股思美传媒
2021年	设立全资子公司八方腾泰
2023年	与智谱华章达成战略合作，协助AI大模型在传媒领域变现。

资料来源：公司官网、公司公告，德邦研究所

股权结构集中，四川旅投为控股股东。四川省旅游投资集团有限责任公司为第一大股东，截至2023年5月10日，持股比例为32.02%。朱明虬为公司第二大股东，持股比例6.23%。

图 1：股权结构图



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

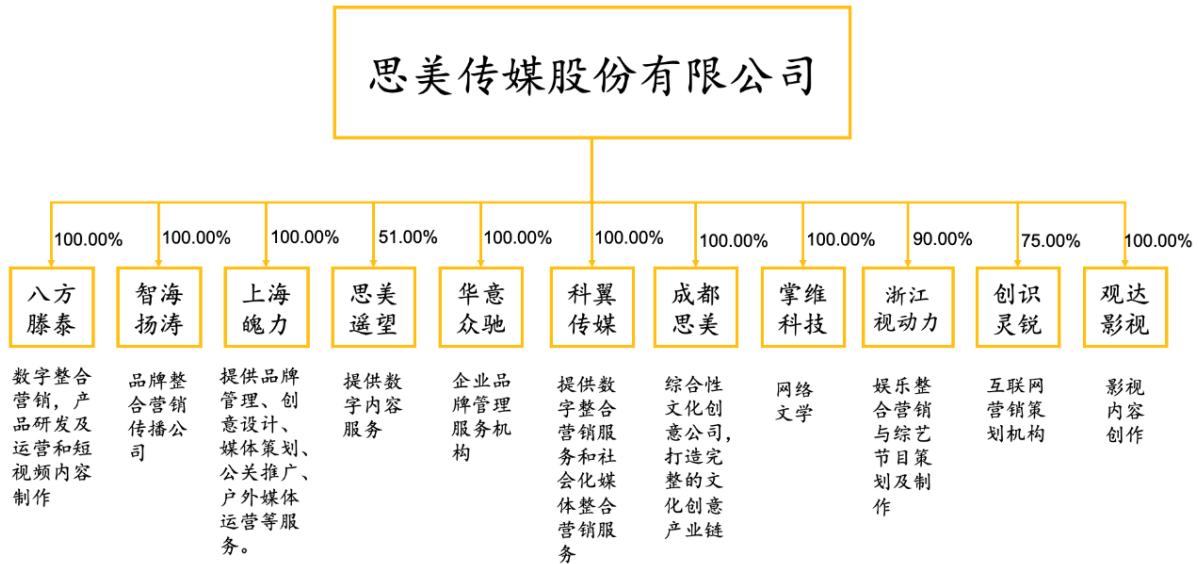
注：截止2023年5月10日

高管行业经验丰富，部分任职多年。总经理高笑河曾任英特尔 Linux 操作系统国际开发成员，赛门铁克项目经理，微软搜索广告验证平台主要负责人，搜狐畅游移动事业部首席技术官，艾德思奇高管，并长期在多家互联网公司从事技术研发营销管理工作，具有扎实的互联网技术背景。副总经理虞军、江山、俞建华在2000年代初就任职于思美传媒，跟随公司多年，皆为资深传媒人。副总经理、董事会秘书李子木具备丰富的资本市场投资履历工作经验，深耕传媒行业多年。

组织架构上，子公司业务范围覆盖互联网营销、网络文学、品牌管理、影视

内容创作等。四川八方腾泰科技有限责任公司，上海智海扬涛广告有限公司，上海科翼文化传播有限公司，浙江创识锐网络传媒技术有限公司，成都思美传媒有限责任公司及浙江思美遥望影视文化有限公司主要业务为数字营销及数字内容服务。上海智海扬涛广告有限公司，上海魄力广告传媒有限公司及浙江华意纵驰营销企划有限公司主要业务为品牌管理。杭州掌维科技有限公司主要业务为网络文学。上海观达影视文化有限公司及浙江视动力影视娱乐有限公司主要业务为影视内容创作。

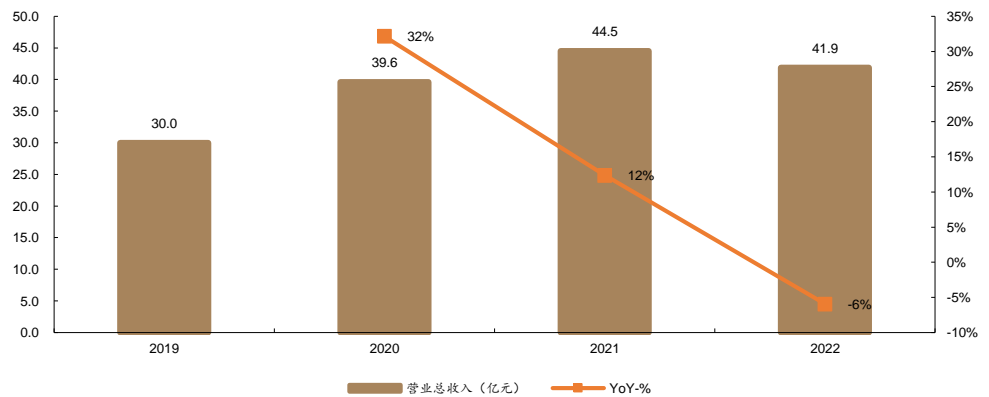
图 2：子公司架构图及持股比例



资料来源：公司公告、Wind、公司官网，德邦研究所

2020 年和 2021 年总收入稳定增长，2022 年由于疫情反复以及宏观经济的下行，广告市场需求下滑，总收入小幅下降。依托思美生态圈的多元化发展，公司数字营销业务表现良好，2020 年及 2021 年总收入均有上涨，同比增长分别为 32% 和 12%。2022 年受到疫情影响以及宏观经济冲击，公司广告业务承压，总收入同比较去年小幅下降 6%。2019-2022 年 CAGR11.78%。

图 3：2019 年-2022 年总收入及同比增速

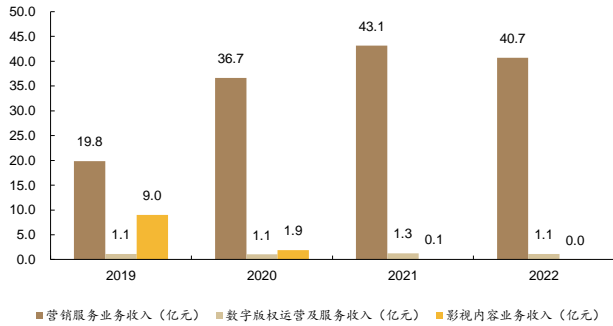


资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

受疫情的影响影视内容投资减少，导致公司影视内容业务收入下滑。受疫情影响，公司投资、制作的各类影视作品由于影视产业链上下游复工影响均有一定

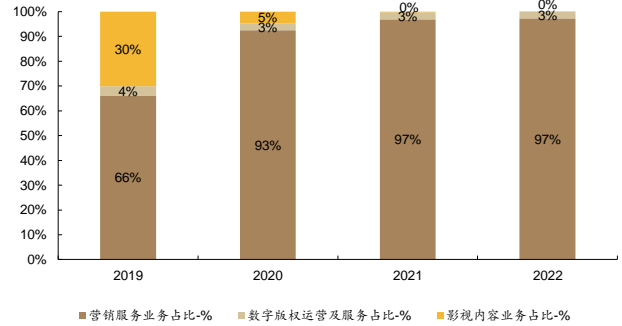
的延期，并且由于影视投资风险的上升，从2020年开始，公司在影视产业的投入减少，从而对经营业绩产生影响。

图 4：2019 年-2022 年分业务收入



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

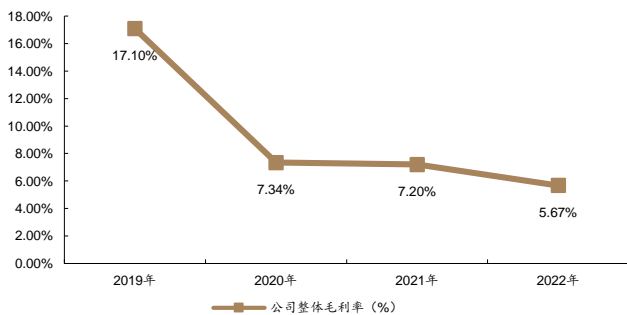
图 5：2019 年-2022 年各项业务收入比例



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

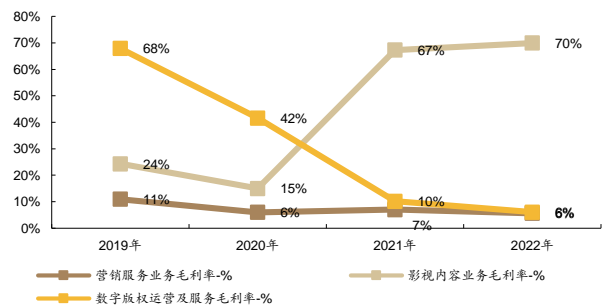
毛利率有所下滑，源于公司收入结构变化。公司毛利率在2019年达到17.1%，后随低毛利率的互联网广告收入占比增加而下降。2022年公司毛利率为5.67%，小幅度下滑，源于营销服务业务收入占比巨大，且在去年大环境不利的情况下承压。营销服务业务的毛利率在2020年下滑明显，2020年至2022年基本维持稳定。

图 6：2019 年-2022 年公司整体毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

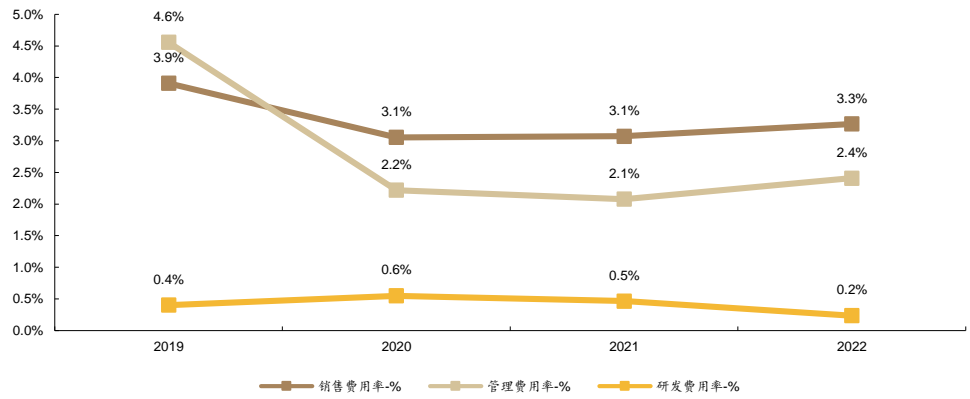
图 7：2019 年-2022 各项业务毛利率变化



资料来源：公司公告，德邦研究所

费用率相对稳定，研发费用率在2022年有所下降。2019年以来，公司销售费用率较为稳定。2019年公司管理费用偏高主要是预提观达影视和掌维科技业绩承诺超额完成管理层奖励1655万元。2022年研发费用率为0.2%，同比下降，主要由于研发项目减少导致职工薪酬及数据费下降所致。

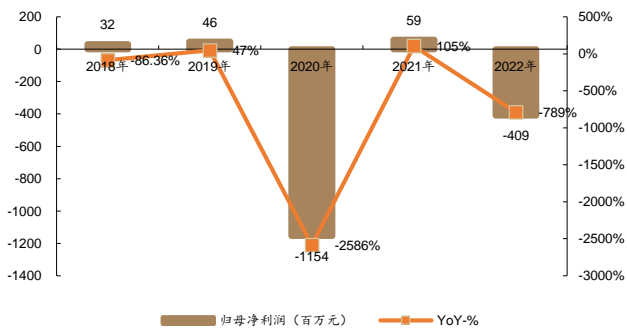
图 8：2019-2022 公司销售、管理，研发费用率



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

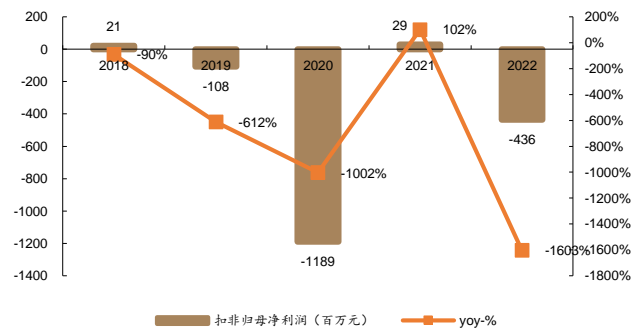
利润端有所承压，静待修复。2018 年至 2021 年公司归母净利润整体呈上升趋势（2020 年计提商誉减值准备 12.12 亿元），2022 年受到疫情影响，宏观经济波动对公司收入端的影响，及公司计提了商誉减值，利润端有所波动。如今疫情影响消退，广告市场需求上升，利润端有望修复。在扣非归母净利润端，公司在 2022 年同比去年下降 1603%，主要是由于疫情影响以及公司计提了商誉减值所致。

图 9：2018 年-2022 年归母净利润及增减



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

图 10：2018 年-2022 年扣非归母净利润及增减



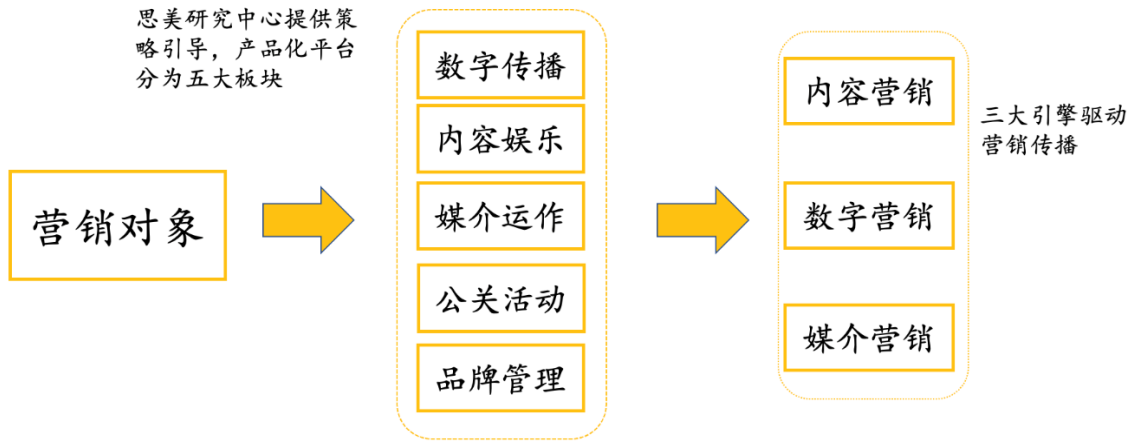
资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

2. 主营业务：广告营销服务随市场复苏，网络文学及影视内容搭建生态圈

2.1. 宏观经济环境复苏协同 AI 大模型赋能，广告营销服务业务利好

以“全景·精准·传播”为定位，为客户提供品牌管理、全国媒体策划及代理、广告创意设计、娱乐内容营销、公关推广活动、户外媒体运营、数字营销等全方位整合营销传播服务。

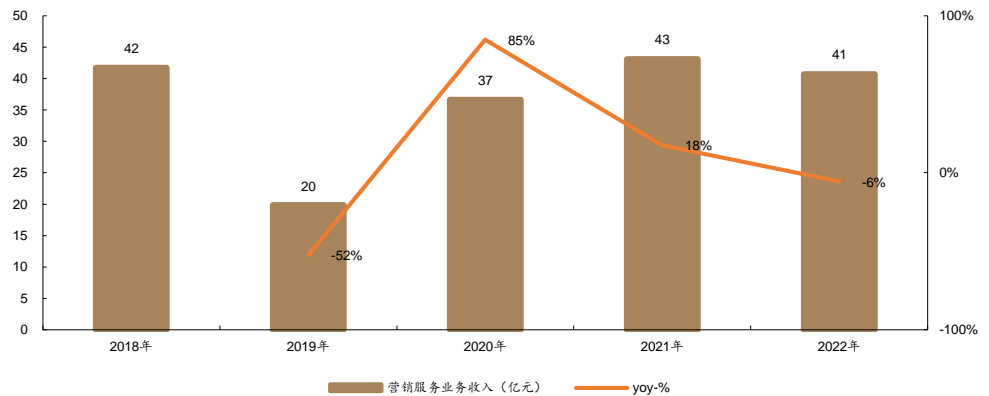
图 11: 广告营销服务业务流程



资料来源: 公司官网, 德邦研究所绘制

营销收入逐渐稳定, 短期波动受宏观因素影响。2019 年后营销服务业务收入由高速上涨到逐步稳定在 40 亿元左右。2022 年以来, 由于疫情导致的宏观经济波动, 收入规模有小幅下滑。2019-2022CAGR 为 27.08%。

图 12: 2018 年-2022 年广告营销服务业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

媒介资源丰富, 覆盖多种类。公司拥有矩阵化的媒体资源布局, 合作媒体 200 余家, 媒体发布城市近 60 个。媒介种类包含互联网垂直媒体, OTT 整合营销, SNS 社会化媒体, OTV 整合营销, 电视台以及户外媒体资源。

表 2: 思美传媒的媒介资源

媒介种类	合作媒体
互联网垂直媒体	网易, 搜狐, 携程, 新浪, 驴妈妈旅游网, 凤凰网, 汽车之家等
SNS 社会化媒体	抖音, 小红书, 微博, 微信, 淘宝, 今日头条
OTT 整合营销	长虹, 海信, 创维, TCL, 康佳等
OTV 整合营销	优酷, 腾讯视频, 爱奇艺, 搜狐视频, 芒果 TV, PPTV 等
TV 电视台	央视 (与北京未来共 CCTV5 体育营销优势资源), 东方卫视, 浙江卫视, 湖南卫视, 江苏卫视, 北京卫视等
户外媒体资源	自行车亭: 点位 2500 余个, 广告灯箱接近 8000 个, 覆盖人口 1000 多万 机场: 77 座机场资源, 1 万+媒体资源

资料来源: 公司官网、公司公告, 德邦研究所

贮备大量优质客户资源, 大多为行业龙头。公司的客户资源丰富, 覆盖汽车、

互联网、电商、游戏、金融、旅游、快速消费品等行业。客户包括一汽大众，工商银行，淘宝，oppo，海尔集团，中国电信等，大多数位于所属行业头部位置。2022年，公司新开辟了一批新能源汽车客户，获得了吉利汽车客户数字媒体广告投放业务，开启汽车数字化营销业务模式与全链路营销服务体系。

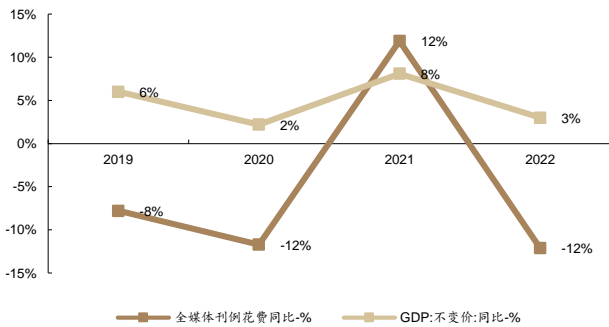
表 3: 主要客户及所处行业

行业	客户
汽车	上海通用汽车、一汽大众、一汽马自达、福特、尼桑、吉利汽车、观致汽车、众泰汽车、JMC 江铃汽车等
金融	财通证券、中国工商银行、浙江稠州商业银行、支付宝、中国平安、中国农业银行等
电商	淘宝、京东、天猫等
快速消费	光明、好时、江中集团、海尔集团、雅迪、九阳、欧莱雅等

资料来源：公司官网，德邦研究所

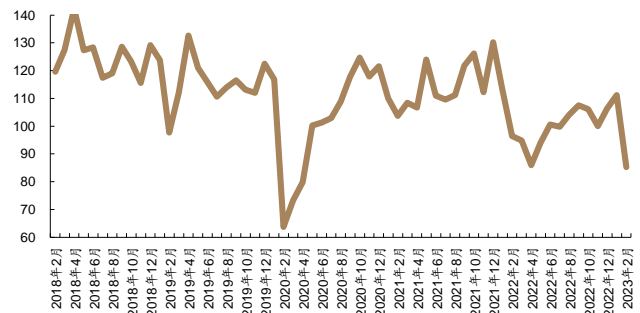
广告行业的复苏周期有望驱动公司营销服务业务上行。广告行业的表现受宏观经济的影响。2022年以来的疫情反复造成宏观经济波动，导致了广告需求的下滑，使得全市场广告花费降低。随着23年疫情结束，全市场广告刊例花费进入复苏前的震荡期，近几个月环比有些许波动，有望在进入复苏区间后迎来上涨。2022年公司的营销服务业务的收入同比下滑小于全市场广告刊例花费同比下滑，展现了韧性，有望在广告行业大环境改善后重新增长。

图 13: 19-22 全媒体刊例花费、GDP 不变价增速同比变化



资料来源：CTR 央视市场研究、国家统计局，德邦研究所

图 14: 18 年 2 月-23 年 2 月全市场广告刊例价花费变化趋势



资料来源：CTR，德邦研究所测算

注：CTR 仅披露同比、环比变化数据，此处我们假设 22 年 11 月为 100 进行标准化

与智谱华章战略合作，协助 AI 大模型在传媒等领域变现。思美传媒与北京智谱华章科技有限公司签署了《战略合作协议》，将围绕传媒各个业务领域开展共同研究、充分探讨智谱华章主导研发的多语言千亿级超大规模预训练模型大模型的商业化落地模式，并在智谱大模型的基础上训练并生成公司的专业化模型，在传媒及其他领域实现 AI 商业化落地。

具体合作事项如下：

1) 媒体：预训练大模型服务 (Model as a Service)、提供大语言模型训练调优接口、大模型调用接口、私有化部署以及必要的技术支持。通过预训练大模型媒体解决方案服务实现多场景的文本摘要、评论写作、文章写作等功能，助力提升媒体行业智能化业务能力以及市场发展。

2) 数字人：数字人生成系统，提供通用数字人形象、真人数字人形象构建功能、数字人播报生成功能并进行私有化部署，助力媒体宣传发展实现 IP 打造、对

外宣传等多场景需求。

3) AI 智能写作: 基于预训练模型的文本生成能力, 实现包括文本摘要、商品评论等各种任务的文本生成功能。以大模型的文本生成能力为基础, 具备不同行业、不同场景、不同人设的摘要及评论能力。包括小说、新闻、金融等行业在内, 行业模型在训练中吸收了更多的行业背景知识和分析总结能力, 从而能够实现在对应行业的专业级文本摘要和评论写作。

4) 商业化落地: 探索智谱大模型在商业领域的落地, 促进智谱大模型在服务业和制造业的应用。

智谱大模型由清华大学计算机系的技术成果转化而来, 构建了高精度通用知识图谱, 打造了数据与知识双轮驱动的认知引擎。思美传媒深耕文化传媒行业多年, 积累了大量数字营销、数字阅读、视频内容资源和数据, 可为 AI 模型提供核心生产要素。同时, 智谱华章拥有领先的 AI 技术优势, 公司多年深耕文化传媒行业, 拥有大量优质的汽车、消费品、文旅及互联网客户资源, 可为 AI 商业化落地提供充分的应用场景。

2.2. 布局网络文学与影视内容制作, 构建思美生态圈

收购掌维科技, 布局网络文学内容及 ip 运营产业链。思美传媒于 2017 年完成杭州掌维科技 100% 股权的收购。掌维科技成立于 2008 年, 拥有“原创书殿文学网站”、“追书云分销平台”、“喜鹊有声”三大原创平台, 是一家全产业链运营的数字阅读服务公司。

截止 2021 年, 原创书殿签约作者 3000+, 与爱奇艺、咪咕、书旗等 40+ 家平台全面合作。主要代表作品有《神医农女: 买个相公来种田》、《弃妃小神医》、《毒妇攻略: 农家娘子致富记》、《霍先生, 你是我的言不由衷》、《豪门甜宠: 贺少的替嫁新娘》、《离职后我被前上司缠上了》及《离婚后前夫哭着求复婚》等。

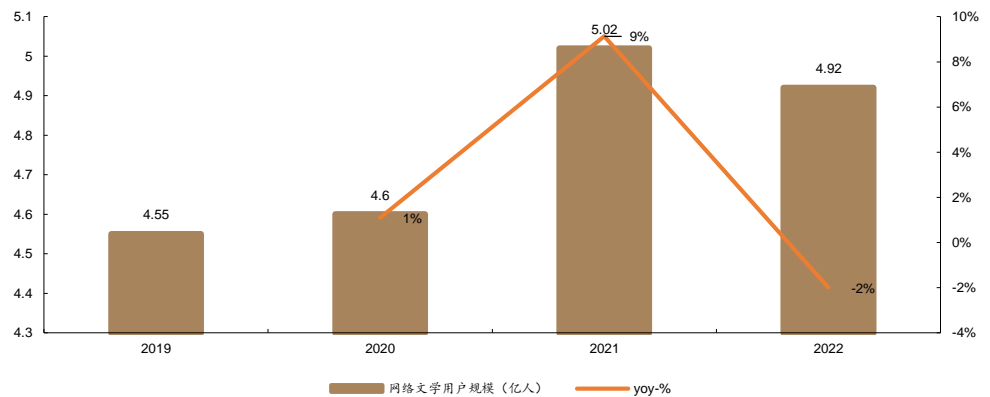
图 15: 2020 年至 2022 年掌维科技代表作品



资料来源: 原创书殿网站, 德邦研究所

全国网络文学用户规模巨大，IP 转化市场有望破 3000 亿元。根据中国社会科学院文学所《2022 中国网络文学发展研究报告》，2022 年网络文学规模破 4.92 亿人。据数据机构易观数据统计，2022 年，包括出版、游戏、影视、动漫、音乐、音频等细分赛道在内的中国网络文学的 IP 全版权运营市场，整体影响规模超过 2520 亿元，预计网络文学 IP 改编市场价值总量在 2025 年将突破 3000 亿元。

图 16：2019 年-2022 年全国网络文学用户规模及增速

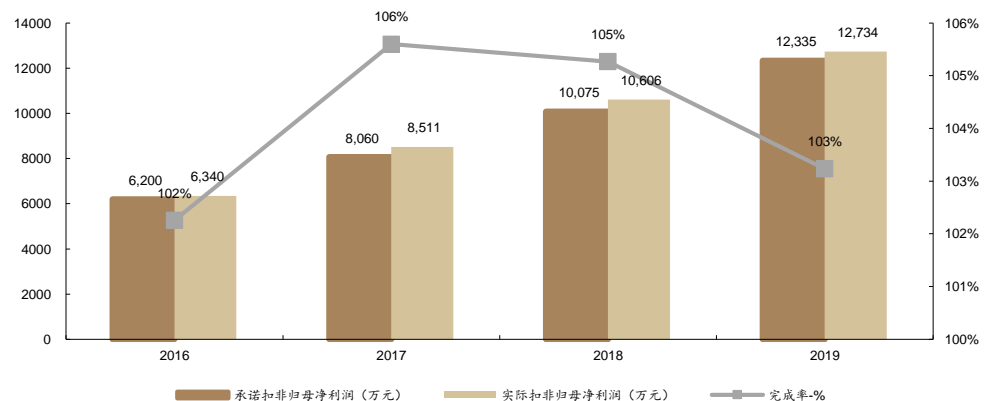


资料来源：中国社会科学院文学所统计，德邦研究所

影视内容业务全产业化运营。公司影视内容业务包括电视剧的策划、制作和发行，电影制作发行以及影视内容的相关服务，包含从原创 IP 到影视制作到影视宣发等一系列流程，形成产业链闭环。

收购观达影视，协同影视内容制作。思美传媒在 2016 年开展收购观达影视 100% 股份，切入影视内容制作领域。观达影视成立于 2014 年，围绕青春女性品牌剧主题，进行影视剧的制作与出品，已制作影视代表作品有《旋风少女》、《美丽的秘密》、《十五年等待候鸟》，以及网络影视作品《球爱酒吧》。此外，观达影视对 16-19 年扣非归母净利润承诺 6200 万元/8060 万元/1.0075 亿元/1.2335 亿元（CAGR 约 26%）。实际上，观达影视在 16-19 年分别实现扣非归母净利润 6340 万元/8511 万元/1.06 亿元/1.27 亿元，均超额完成业绩承诺。

图 17：2016 年-2019 年观达影视承诺和实际扣非归母净利润及完成率



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

影视作品多平台播放。目前，思美传媒的影视内容制作作品有《萌医甜妻》，《芝麻胡同》，《虎妈猫爸》，《真星话大冒险》等影视及综艺，在腾讯视频，爱奇艺

艺, 东方卫视等多个平台播放。其中,《虎妈猫爸》东方卫视平均收视率 1.4%, 连续抢占全国同时段收视排行榜首位。《萌医甜妻》由酷喵, 思美传媒, 观达影视联合制作, 改编自网络小说《陛下请自重》。

图 18: 思美传媒主要影视综艺内容作品



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

2.3. 四川旅投控股, 开拓文旅融合

四川旅投在 2019 至 2020 两年中合计购入思美传媒 1.74 亿股, 截至 2023 年 5 月 10 日, 持股比例为 32.02%, 为控股股东。四川省旅游投资集团有限责任公司成立于 2017 年 4 月, 是省委省政府批准组建的大型旅游旗舰型企业集团, 首批“四川省文化旅游产业优秀龙头企业”。集团业务涵盖酒店、景区、航空旅游、商汇物业、文化体育、大健康等六大板块, 着力打造文旅金融、文旅产业研发、智慧文旅三大业务支撑。集团连续入选“中国饭店集团 60 强”榜单, 2019 年位列第 17 位, 居西部第一。

图 15: 四川旅投“1363”战略



资料来源: 四川旅投官网, 德邦研究所

四川旅投大力实施“1363”战略, 重点发挥“三大平台”作用。其中四川旅

投六大板块如下：

1) 酒店：依托全省旅游市场，发挥品牌优势，布局全川、拓展全国、走向国际；聚焦多重消费需求，实施多元化酒店品牌矩阵战略；运用现代经营管理理念，推动酒店资产管理和运营服务分离，打造全国一流、世界知名的综合性酒店集团，补齐四川旅游发展短板，助力全省旅游全产业链融合发展、转型升级，服务四川建设文化强省旅游强省战略。

2) 景区：旅投创新公司目前拥有达瓦更扎、晓磧藏寨·神木垒、黑竹沟、金龙长城、街子古镇智慧文旅项目等景区开发经营权，在开发、运营、管理、创建 AAAA 景区 12 个；在成都市成华区、青羊区、龙泉驿区、崇州市、金堂县，德阳广汉市，乐山市峨边县，凉山州西昌市、德昌县、雅安市宝兴县等地布局数十个项目。

3) 航空旅游：以发展航空旅游产业为切入点，积极打造“航空+旅游”“旅游+文化”“产业+金融”的航旅创新发展平台，在发展的过程中，逐步形成以“政府引领、企业协同、民众参与”的航旅一体化发展模式，有效地发挥了对优质航空旅游资源的聚合效应，致力于成为带动全国航空旅游产业融合发展的排头兵。

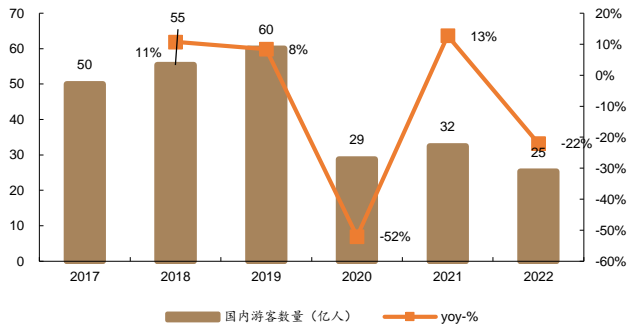
4) 商汇物业：围绕物业管理、供应链服务实施多元化产业布局，全力推进智慧物业、供应链服务高质量融合发展。依托锦宾物业、总府物业、玉沙物业、国锦物业四家公司先进、成熟的物业管理模式与政务接待优势，构建起“物业+供应链”的产业布局。力争通过资源优化、管理提档、产业升级、业务拓展、资本运作打造国内知名智慧物业服务行业标杆。

5) 文化体育：整合省内外一流的人才团队，充分挖掘四川丰富的历史文化、民族文化和红色文化等特色文化资源，融合四川特色文化元素，以创意为核心，以合作为重要方式，通过充分与新媒体、出版、影视、动漫等主流传播渠道深度结合，实现文创全产业链延伸，打造文旅品牌塑造平台和特色文化推广平台。将自身资源与体育赛事深度融合，建设具有体育特色的旅游目的地，建设体育旅游融合的休闲运动度假区。

6) 大健康：依托社区、主要景区及优质酒店、度假中心等资源，导入传统中医、新中医及健康生活理念，提供“养生保健+”系列服务，为个人、家庭、团体客户提供医疗保健、健康养生、中医理疗等品质化的健康生活服务。重点在健康管理、养生度假、医疗服务和养老服务方面进行布局，以品质化经营为导向，推进“社区+景区+养生+度假”康养生活方式的集成化发展。

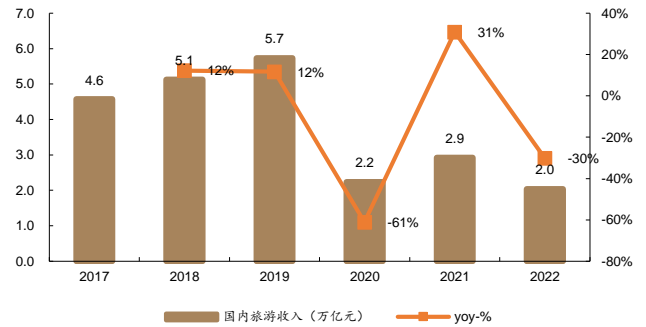
旅游行业规模受疫情冲击所影响，旅游人数及旅游收入较疫情前大幅减少。受疫情所影响，2020-2022 全国旅游人数及旅游收入较 2019 年大幅减少。同时旅游行业规模与疫情管控息息相关，2021 年随着疫情缓解，管控放松，旅游人数及旅游收入同比有所改善。但随着 2022 年疫情反复，管控收紧，旅游人数及旅游收入同比下降。因此，随着如今疫情管控放开，旅游行业规模有望复苏至疫情前水平。

图 20: 2017 年-2022 年国内游客数量及增减



资料来源：中华人民共和国文化和旅游部统计、中商情报网，德邦研究所

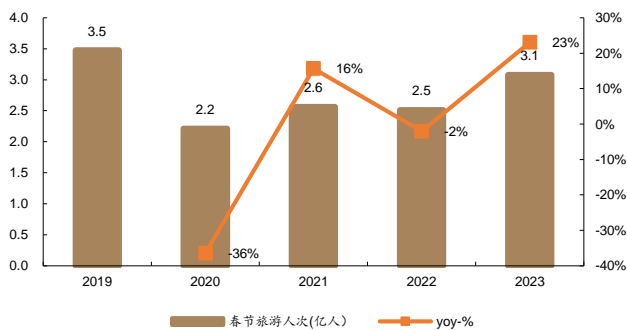
图 21: 2017 年-2022 年国内旅游收入及增减



资料来源：中华人民共和国文化和旅游部统计、中商情报网，德邦研究所

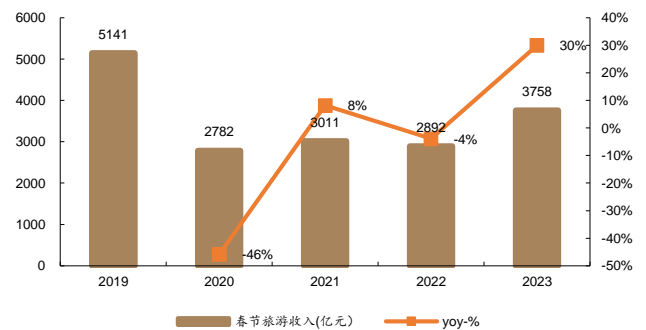
2023 年春节旅游行业规模已显复苏迹象，四川表现亮眼。作为疫情结束后的第一个旅游黄金期，2023 年春节国内旅游数据强势反弹。经文化和旅游部数据中心测算，今年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期的 88.6%；实现国内旅游收入 3758.43 亿元，同比增长 30%，恢复至 2019 年同期的 73.1%，已经显示出复苏迹象。其中，四川省春节期间全省共接待游客 5387.59 万人次，旅游收入 242.16 亿元，同比分别增长 24.73%、10.43%，分别恢复到 2019 年同期的 89.73%、84.75%，两项指标增幅均超过全国平均水平。

图 22: 2019 年-2023 年春节旅游人次及增减



资料来源：中华人民共和国文化和旅游部统计，德邦研究所

图 23: 2019 年-2023 年春节旅游收入及增减



资料来源：中华人民共和国文化和旅游部统计，德邦研究所

国家政策支持，西部发展潜力与文旅融合发展空间巨大。近年来“一带一路”、新一轮西部大开发等国家重大战略决策，体现出国家对西部地区发展的关注。党的二十大报告提出要坚持以文塑旅、以旅彰文，推进文化和旅游深度融合发展。这也为文旅融合发展提供了强有力的政策保障。

与旅投旗下子公司安逸酒店集团战略合作，促进文旅融合产业的开发及落地。思美传媒与安逸酒店集团有限责任公司签署了《战略合作协议》，双方拟就文旅融合业务展开深入合作。

具体合作事项如下：

1) 文旅产品再塑及产品推、销数字一体化：丰富四川及周边地区相关旅游产品供给，结合区域内旅游特色，引进全新旅游元素，进行文旅产品的逻辑重构，打造更为立体化、社媒适应度高、兼具快旅慢行特色的产品体系。同时对文旅产品

进行代销，对自有产品开发和销售，以及对独代产品自主创新与销售。

2) 文旅电商服务及红人经纪：文旅达人孵化，达人商务与投放，电商、达人直播代运营。通过短视频、内容种草、店铺直播及达人合作等新型营销方式吸引文旅消费者，进一步发挥双方强大的文旅电商数据分析能力、高效营销、全域精细化运营等多方面的优势。

3) 共同设立安逸旅途科技有限公司。2023年4月5日思美传媒发布公告称，拟与安逸酒店集团有限责任公司、成都旅成品牌管理合伙企业（有限合伙）共同出资人民币1,000万元设立安逸旅途科技有限公司，安逸旅途定位于文旅电商服务平台。

安逸酒店集团管理酒店数量庞大，其中包含四川“国宾馆”金牛宾馆等多家五星级酒店。安逸酒店集团于2021年12月成立，为四川旅投旗下子公司，管理167家酒店、超3万张床位，拥有“金牛宾馆”、“锦江宾馆”、“四川宾馆”等酒店品牌。2017年以来连续四年入选“中国饭店集团60强”榜单，2020年位列第20位。

图 24：安逸酒店集团旗下主要品牌



资料来源：公司官网，德邦研究所

安逸酒店集团旗下主要品牌如下：

1) 金牛宾馆：金牛宾馆始建于1957年，是四川省委、省政府重要政务接待基地和会议服务中心，是接待来川党和国家领导人、外国政要的主要场所，系四川的“国宾馆”。宾馆占地730亩，分为天府楼片区、银杏庄片区、蜀熙苑片区。宾馆环境优美，建筑风格独特、装饰典雅、服务功能齐全。拥有各类客房760间、千人大会堂和各类会议厅（室）62个、中西式多功能餐厅39个，拥有1个标准网球场和1个6泳道游泳馆，以及健身房、乒乓球室、羽毛球、护理间、医疗室等配套设施。改革开放以来，江泽民同志、胡锦涛同志均多次来川并下榻金牛宾馆。进入新时代，习近平总书记及现任政治局常委均入住过金牛宾馆。宾馆还接待过金日成、西哈努克、布什等外国元首，见证了成都会议、中苏谈判准备、中越关系改善和汶川特大地震救援等重要历史事件。

2) 锦江宾馆：四川锦江宾馆始建于1958年，由朱德和陈毅两位老中亲自选

定了锦江这一馆名。1995年，锦江宾馆荣膺五星，成为中国西南地区首家五星级酒店。1999年被美国优质服务业协会颁授全球服务业至高荣誉“五星钻石奖”。十三届全国政协副主席刘奇葆，德国总理默克尔，英国前首相卡梅伦等人曾下榻锦江宾馆。

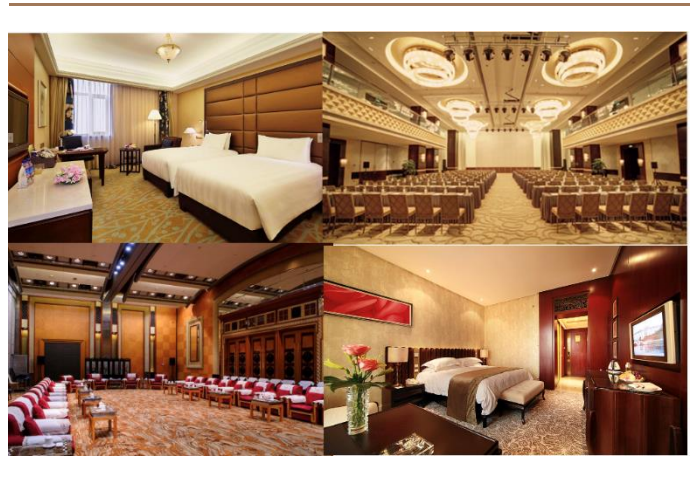
3) 四川宾馆(总府皇冠假日酒店): 1996年总府皇冠假日酒店正式开业，是西南首家国际酒管集团全责管理运营的五星酒店，1999年9月总府皇冠假日酒店被国家旅游局评为五星级饭店。酒店拥有402间高雅温馨的各式客房和套房，拥有面积达630平方米，可同时容纳600人举行大型会议的无柱宴会厅。

图 25: 金牛宾馆部分房型及会议厅



资料来源: 金牛宾馆官网, 德邦研究所

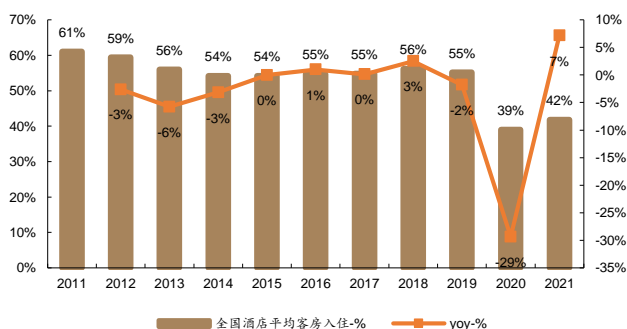
图 26: 锦江宾馆部分房型及会议厅



资料来源: 锦江宾馆官网, 德邦研究所

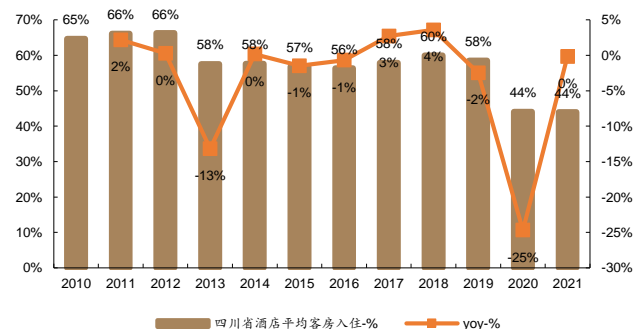
酒店客房入住率受疫情管控影响，23年有望回归19年水平。根据CEIC统计，全国及四川省2013-2019年酒店平均客房入住率基本维稳，但由于受到疫情冲击，防疫管控升级，2020-2021年酒店平均客房入住率均相比于疫情前降低将近30个百分点，2022年疫情严重程度及全国管控力度超过2021年，我们预计2022年酒店平均客房入住率同比2021年还有降低。如今防疫管控已经放开，全国及四川省酒店客房入住率有望回归至2019年水平。

图 27: 2010年-2021年全国酒店平均客房入住率及增减



资料来源: CEIC 统计, 德邦研究所

图 28: 2010年-2021年四川省酒店平均客房入住率及增减



资料来源: CEIC 统计, 德邦研究所

此次联合推动安逸酒店集团的文旅资源与公司的整合营销资源的互相促进和融合，是公司在文旅融合业务方向的探索和布局，利于公司文旅融合产业的开发和落地，为公司在文旅产业实现内容变现打开空间。

加速文旅融合，为开发西部新市场赋能。公司在《思美传媒股份有限公司“十四五”发展规划》中给出发展规划，以文化创意赋能旅游产业转型提质为主要目标，依托四川省旅投，将瞄准四川当地文化和旅游资源禀赋和产业优势，积极开拓西部新市场，快速布局数字业务，加强跨行业间合作，加速文旅融合。将创新培育围绕极致体验的文旅产品，充分发挥新媒体传播力量，进一步夯实流量变现与业务转化，实现内容衍生产品在客户端的经济效益。将以内容赋能、行销赋能、渠道赋能锻造思美在文旅板块内的核心竞争优势，通过量级客户和实战经验的积累，实现从服务品牌向品牌服务的转型升级，积极打造文旅融合新业态，实现文旅融合新发展。

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 60/81/105 亿元，同比增长 44%/34%/30%。作为核心驱动因素，我们认为公司的营销服务业务有望在下列因素的驱动下，走上复苏和快速增长的轨道：1) 前期压制收入增长的宏观因素，在 23 年以来逐步修复，带动广告业务走上顺周期的复苏；2) 与同为川旅投旗下公司的安逸酒店集团的战略合作，帮助其进行文旅产品的塑造与推广，有望贡献增量的业务。综上，预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 1.8/2.5/3.4 亿元，同比变化 143%/42%/33%。

表 2：收入预测表

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,186	6,021	8,096	10,494
YoY-%	-6%	44%	34%	30%
其中：				
营销服务	4,072	5,901	7,966	10,356
YoY-%	-6%	45%	35%	30%
数字版权运营及服务	111	118	128	136
YoY-%	-13%	6%	8%	6%
影视内容	3	2	2	2
YoY-%	-75%	-18%	0%	0%

资料来源：公司公告，德邦研究所

表 3：利润预测表

	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润 (百万元)	(409)	178	253	336
YoY-%	789%	143%	42%	33%
利润率-%	-9.8%	3.0%	3.1%	3.2%

资料来源：公司公告，德邦研究所

3.2. 投资建议

我们采用 PE 法为公司估值，由于公司绝大多数的收入和利润都来自于广告业务，我们选取了部分 A 股上市的广告公司作为可比公司；此外，考虑到公司净利润预计在 2023-2025 年处于高速增长的放量期，我们给予公司 2023 年 35x PE，对应目标市值 62 亿元，对应目标价 11.43 元，仍有较大空间。我们看好公司的困境反转，股东和管理层业务动力强，战略规划清晰，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值表

简称	市值 (亿元)	2023 年归母净利润预期 (亿元)	PE-23E-x
分众传媒*	1,008	48	21.0
东方明珠	295	11	26.6
三人行	134	10	13.0
利欧股份	164	6	28.7
易点天下	117	3	33.6
浙文互联	99	3	35.5
兆讯传媒	67	3	20.6
三维通信	50	2	29.0
兰生股份	59	2	37.1
元隆雅图	39	2	21.2
	均值		26.6

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 分众传媒已经覆盖, 采用德邦预期; 其余均采用 Wind 一致预期; 截止 5 月 12 日收盘价。

表 5: 估值表

	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润 (亿元)	(4.1)	1.8	2.5	3.4
YoY-%	789%	143%	42%	33%
目标市值 (亿元)		62		
空间-%		30%		

资料来源: 德邦研究所测算

4. 风险提示

宏观经济波动风险: 广告业务是宏观经济的顺周期行业, 若宏观经济波动, 可能会造成业绩表现不及预期;

战略合作进度不及预期风险: 若与战略合作伙伴的合作进度不及预期, 则会造成公司业绩表现不及预期;

行业监管趋严风险: 若对信息流广告或短视频平台的监管趋严, 可能会造成业绩表现不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-0.70	0.32	0.46	0.62
每股净资产	2.86	3.18	3.65	4.26
每股经营现金流	-0.56	0.10	-1.16	0.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	27.21	18.92	14.26
P/B	1.74	2.76	2.41	2.06
P/S	1.14	0.79	0.59	0.46
EV/EBITDA	29.69	18.03	14.22	10.32
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	5.7%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润率	-9.7%	3.0%	3.2%	3.3%
净资产收益率	-26.3%	10.1%	12.7%	14.5%
资产回报率	-17.1%	5.8%	7.8%	8.0%
投资回报率	1.4%	8.3%	10.6%	12.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-6.0%	43.9%	34.5%	29.6%
EBIT 增长率	-71.6%	821.3%	52.0%	33.2%
净利润增长率	-789.5%	143.0%	43.8%	32.7%
偿债能力指标				
资产负债率	33.1%	41.6%	37.0%	43.0%
流动比率	2.9	2.3	2.6	2.2
速动比率	2.4	1.9	2.0	1.8
现金比率	0.6	0.4	-0.2	0.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	89.4	82.3	85.9	84.1
存货周转天数	3.1	2.7	2.9	2.8
总资产周转率	1.7	2.0	2.5	2.5
固定资产周转率	1,127.9	1,273.3	1,392.3	1,524.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-409	176	253	336
少数股东损益	2	6	8	11
非现金支出	450	34	33	34
非经营收益	29	3	3	4
营运资金变动	-376	-166	-928	-32
经营活动现金流	-304	53	-630	351
资产	-5	-84	-38	-61
投资	11	0	0	0
其他	-17	3	3	3
投资活动现金流	-11	-81	-34	-58
债权募资	-43	51	4	28
股权募资	7	0	0	0
其他	-40	-7	-8	-8
融资活动现金流	-76	44	-4	19
现金净流量	-391	16	-669	313

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 12 日
 资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,186	6,021	8,096	10,494
营业成本	3,948	5,539	7,450	9,655
毛利率%	5.7%	8.0%	8.0%	8.0%
营业税金及附加	5	5	8	10
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	137	150	186	220
营业费用率%	3.3%	2.5%	2.3%	2.1%
管理费用	101	118	121	157
管理费用率%	2.4%	2.0%	1.5%	1.5%
研发费用	10	7	9	12
研发费用率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	25	230	350	467
财务费用	7	6	6	9
财务费用率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-394	0	0	0
投资收益	3	3	3	3
营业利润	-375	228	348	461
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	-375	229	348	462
EBITDA	90	265	383	500
所得税	32	47	87	116
有效所得税率%	-8.6%	20.6%	25.0%	25.0%
少数股东损益	2	6	8	11
归属母公司所有者净利润	-409	176	253	336

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	412	428	-240	73
应收账款及应收票据	1,170	1,582	2,279	2,622
存货	35	47	73	76
其它流动资产	484	652	781	1,045
流动资产合计	2,101	2,709	2,893	3,815
长期股权投资	89	89	89	89
固定资产	4	5	6	7
在建工程	0	0	0	0
无形资产	16	16	15	14
非流动资产合计	296	346	352	381
资产总计	2,397	3,055	3,245	4,195
短期借款	262	313	317	345
应付票据及应付账款	162	510	334	798
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	294	372	473	584
流动负债合计	718	1,195	1,124	1,727
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	76	76	76	76
非流动负债合计	76	76	76	76
负债总计	794	1,271	1,200	1,803
实收资本	544	544	544	544
普通股股东权益	1,557	1,733	1,986	2,321
少数股东权益	46	52	60	71
负债和所有者权益合计	2,397	3,055	3,245	4,195

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。