

投资评级 **优于大市** 维持

2023 年公司业务重启增长，全方位拥抱 AIGC

股票数据

05月16日收盘价(元)	11.67
52周股价波动(元)	4.36-14.90
总股本/流通A股(百万股)	2491/2319
总市值/流通市值(百万元)	29070/27063

相关研究

《受疫情等多因素影响业绩承压，积极推进新技术应用、新场景营销》2022.09.08

《营销业务基本盘稳健，持续加快新业务开拓》2022.05.05

《出海营销优势持续扩大，加速“蓝色宇宙”新业务探索》2022.03.09

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	32.2	46.6	92.6
相对涨幅(%)	34.9	45.6	95.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@haitong.com

证书:S0850518080001

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@haitong.com

证书:S0850517080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxg11774@haitong.com

证书:S0850519070002

分析师:康百川

Tel:(021)23212208

Email:kbc13683@haitong.com

证书:S0850523030003

联系人:崔冰睿

Tel:(021)23219774

Email:cbr14043@haitong.com

投资要点:

- 受疫情和资产减值影响，公司 22 年业绩下滑，但经营性现金流净额较高增长。**2022 年，公司总营收 366.8 亿元(-8.5%)，归母净利-21.8 亿元(-516.9%)，扣非归母净利-19 亿元(-389.6%)，主要受疫情大环境影响，出海业务下滑，各项业务毛利率下滑，同时计提 20.4 亿元商誉、无形资产及其他资产减值。但公司持续加强现金流管理，经营活动现金流净额 10.8 亿元(+43.9%)。
- 从分项业务看：**2022 年，公司国内全案推广服务和全案广告代理业务收入分别为 65.2 亿元和 37.9 亿元，仍实现同比增长，增速分别为 5.9%和 14.5%，毛利率分别为 12.8%和 13%，同比均小幅下滑，降幅分别为 4.5pct 和 2.9pct；出海广告投放业务收入 263.7 亿元，同比下滑 7.1%，毛利率 1.5%(-0.24pct)，Meta 在第四季度恢复增长，Tik Tok For Business、Snapchat、Kwai for Business 等新渠道投放发展迅速。从广告主行业看：游戏客户投放收入 174 亿元，占比稳定；电商客户投放收入 90 亿元(+23%)，占比 25%，显著增长；互联网及应用客户投放收入 47 亿元(-32.5%)，占 13%，呈现较大下滑。
- 2023 年 Q1 业绩率先实现高增长，全方位拥抱 AIGC。**2023Q1，公司总营收 97.7 亿元(+25.6%)，归母净利 1.5 亿元(+355.1%)，扣非归母净利 1.4 亿元(+14.4%)，表现出强劲复苏势头。2023 年，公司全方位拥抱 AIGC。第一，拥抱巨头，探索全新商业模式，2023 年 3 月，公司跨境出海业务与 Microsoft 广告达成战略合作，在具备生成式 AI 能力的 New Bing 浏览器上提供营销服务。同时，公司也正在申请成为 Azure 的营销 ISV。国内合作百度文心，开发智能营销解决方案，提升综合服务能力。第二，加大投入，“BlueFocus AI”。我们认为，公司有望结合蓝标海量营销数据，积极开发专有的营销应用工具矩阵，赋能、提效、重塑不同营销场景。第三，全面应用，推动内部改革。将在公司日常工作场景中高频使用 AIGC，全员开启“人+AI 助理”的工作模式，我们认为公司经营有望全面实现降本增效。此外，公司将积极开拓小红书业务、星合达人业务、营+销业务，寻求第二增长曲线。
- 盈利预测与估值。**我们对公司分项业务收入假设如下：1) 出海广告投放：随着大环境向好及合作渠道增加，2023-2025 年，我们预计公司出海广告业务收入将呈现较高增长，同比增速分别为 20%、18%和 15%；2) 全案推广服务：我们预计随着公司在营销方式和场景的积极创新，2023-2025 年全案推广服务业务收入增速分别为 10%。3) 全案广告代理：我们预计随着公司主要游戏、互联网等行业客户投放回暖，2023-2025 年全案广告代理业务收入增速分别为 15%。

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	40078	36683	44496	52460	61121
(+/-)YoY(%)	-1.1%	-8.5%	21.3%	17.9%	16.5%
净利润(百万元)	522	-2175	683	856	1031
(+/-)YoY(%)	-28.0%	-516.8%	131.4%	25.3%	20.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.21	-0.87	0.27	0.34	0.41
毛利率(%)	6.3%	4.7%	5.3%	5.4%	5.5%
净资产收益率(%)	5.5%	-29.3%	8.4%	9.5%	10.3%

资料来源：公司年报(2021A-2022A)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 整体，我们预计公司 2023-2025 年总营收分别为 445 亿元、524.6 亿元和 611.2 亿元，同比增速分别为 21.3%、17.9% 和 16.5%；归母净利润分别为 6.8 亿元、8.6 亿元和 10.3 亿元，同比增速分别为 131.4%、25.3%和 20.4%；全面摊薄 EPS 分别为 0.27、0.34 和 0.41 元/股。考可比公司 2023 年 39 倍 PE 估值，给予公司 2023 年 40-45 倍 PE 估值，对应合理价值区间 10.80-12.15 元/股，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：疫情反复广告投放需求增长不及预期，AI 新方向布局进度不及预期。

表 1 我们对公司分项主营业务收入预计 (万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
出海广告投放	2636970.02	3296212.53	3955455.03	4667436.94
YOY (%)	-7.1%	25.0%	20.0%	18.0%
全案推广服务	651953.66	717149.03	788863.93	867750.32
YOY (%)	5.9%	10.0%	10.0%	10.0%
全案广告代理	379334.86	436235.09	501670.35	576920.91
YOY (%)	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
总营业收入	3668258.53	4449596.64	5245989.31	6112108.16
YOY (%)	-8.5%	21.3%	17.9%	16.5%

资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600556	天下秀	129	1.80	2.75	4.02	72	47	32
600986	浙文互联	88	0.81	2.79	3.39	109	31	26
均值							39	29

 注：收盘价为 2023 年 5 月 16 日价格，归母净利润为 wind 一致预期
 资料来源：wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	36683	44496	52460	61121
每股收益	-0.87	0.27	0.34	0.41	营业成本	34962	42134	49604	57749
每股净资产	2.98	3.25	3.60	4.01	毛利率%	4.7%	5.3%	5.4%	5.5%
每股经营现金流	0.43	0.41	0.42	0.44	营业税金及附加	13	22	26	31
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	828	756	892	1039
P/E	-13.36	42.57	33.97	28.20	营业费用率%	2.3%	1.7%	1.7%	1.7%
P/B	3.92	3.59	3.24	2.91	管理费用	543	623	734	856
P/S	0.79	0.65	0.55	0.48	管理费用率%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
EV/EBITDA	68.39	28.05	22.17	17.99	EBIT	8	943	1150	1358
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	70	87	77	67
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
毛利率	4.7%	5.3%	5.4%	5.5%	资产减值损失	-2038	0	0	0
净利润率	-5.9%	1.5%	1.6%	1.7%	投资收益	75	89	105	122
净资产收益率	-29.3%	8.4%	9.5%	10.3%	营业利润	-2209	862	1081	1302
资产回报率	-12.0%	3.6%	4.1%	4.6%	营业外收支	-64	0	0	0
投资回报率	0.1%	7.1%	8.0%	8.7%	利润总额	-2274	862	1081	1302
盈利增长 (%)					EBITDA	164	954	1162	1373
营业收入增长率	-8.5%	21.3%	17.9%	16.5%	所得税	-96	172	216	260
EBIT 增长率	-98.9%	11197.3%	21.9%	18.2%	有效所得税率%	4.2%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	-516.8%	131.4%	25.3%	20.4%	少数股东损益	-2	7	9	10
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-2175	683	856	1031
资产负债率	59.2%	57.4%	56.5%	54.9%					
流动比率	1.32	1.39	1.44	1.51	资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.30	1.36	1.41	1.48	货币资金	3846	4796	5788	6860
现金比率	0.39	0.48	0.54	0.61	应收账款及应收票据	7317	7214	7755	8173
经营效率指标					存货	10	2	3	3
应收账款周转天数	72.81	60.00	55.00	50.00	其它流动资产	1804	1809	1857	1902
存货周转天数	0.10	0.02	0.02	0.02	流动资产合计	12978	13822	15402	16937
总资产周转率	2.02	2.34	2.54	2.76	长期股权投资	1880	1880	1880	1880
固定资产周转率	359.99	368.86	380.51	397.92	固定资产	102	121	138	154
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	19	19	19	19
					非流动资产合计	5192	5211	5228	5244
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产总计	18169	19032	20630	22181
净利润	-2175	683	856	1031	短期借款	1680	1680	1680	1680
少数股东损益	-2	7	9	10	应付票据及应付账款	6928	6926	7475	7911
非现金支出	2537	111	163	214	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	16	33	17	0	其它流动负债	1191	1366	1550	1624
营运资金变动	703	179	-6	-153	流动负债合计	9799	9972	10705	11215
经营活动现金流	1080	1013	1039	1102	长期借款	736	736	736	736
资产	-104	-30	-30	-30	其它长期负债	218	218	218	218
投资	-710	0	0	0	非流动负债合计	954	954	954	954
其他	181	89	105	122	负债总计	10753	10926	11659	12168
投资活动现金流	-633	59	75	92	实收资本	2491	2491	2491	2491
债权募资	745	0	0	0	归属于母公司所有者权益	7423	8106	8962	9993
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-7	0	9	19
其他	-192	-122	-122	-122	负债和所有者权益合计	18169	19032	20630	22181
融资活动现金流	553	-122	-122	-122					
现金净流量	1126	950	992	1072					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 16 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

毛云聪 互联网及传媒
孙小雯 互联网及传媒
陈星光 互联网及传媒
康百川 互联网及传媒

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 蓝色光标,芒果超媒,光线传媒,掌阅科技,完美世界,华策影视,中南传媒,欢瑞世纪,值得买,风语筑,电魂网络,云音乐,梦网科技,捷成股份,皖新传媒,阜博集团,三人行,乐享集团,易点天下,分众传媒,浙数文化,腾讯控股,中信出版,华立科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维,百奥家庭互动,盛天网络,吉比特

投资评级说明

	类别	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;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。