

与浙江移动杭分签订合作协议，虚拟人产品逐步落地

2022年07月08日

➤ **事件概述**：2022年7月7日，公司发布公告，与浙江移动杭州分公司签订《关于虚拟数字人的合作协议》，公司为浙江移动杭州分公司提供“小胖说云”虚拟数字人服务，浙江移动杭州分公司可使用虚拟数字人小胖向客户讲解云服务内容。

➤ **小胖说云项目正式落地试点，虚拟人产品商用迈出坚实一步。**

在2021年年报中，公司已表明和中国移动杭州分公司共同筹备“小胖说云”项目，为运营商企业客户提供数字虚拟人服务，试点成功后将帮助公司打开中国移动的数字虚拟人市场。此次合作协议明确了公司开启虚拟数字人试点阶段，合作初期免费向浙江移动杭州分公司提供虚拟数字人业务（即“小胖说云”），若后续移动向其客户提供数字人产品，或公司对产品进行升级迭代，经协调后另行约定相关费用。

我们认为，此次对运营商进行虚拟数字人项目试点是里程碑式的一步：1) 公司深化与运营商之间的合作关系，积极参与其元宇宙早期布局，将凭借先发优势提前卡位；2) 免费提供虚拟数字人产品尽管短期对业绩无贡献，但却是布局新兴市场的良好开端，通过试用使客户熟悉了解产品，公司将借助运营商独特渠道优势和用户规模效应建立客户粘性并不断完善迭代产品，在新的虚拟人产品规模商用后迅速占领市场，付费后对公司业绩亦有可观贡献。

➤ **与业务部门直接合作，且体现了公司运营商合作的非排他性。**

公司已多次携手运营商探索元宇宙领域：1) 2021年11月，与中移虚拟现实、达闼机器人签订战略合作协议，就VR/AR、机器人元宇宙、人工智能、数字孪生等领域达成战略合作；2) 2022年3月，与联通在线、新华网达成战略合作，成立元宇宙联合实验室，联合推动元宇宙产业制度建设和产业落地；3) 2022年6月，与联通灵境视讯、快手签订合作协议，联合推动VR/AR、企业数字员工、家庭数字成员、数字孪生等成果在相关场景应用，共同促进元宇宙产业落地。**我们认为此前虽有多项合作协议签署，但均停留在运营商专业子公司层面（且多为战略合作），此次与移动业务部门——浙江移动杭州分公司直接签约，且有具体产品——“小胖说云”落地，具有极强的示范效应，一旦试点成功可快速推广至其他省分公司。同时公司分别与联通和移动合作，也体现了未来与国内三大运营商均可合作的可能性，目标市场应为三大国内B/H/C端全系用户，若商业模式打通，则成长可期。**

➤ **投资建议**：我们认为公司在元宇宙领域的布局十分清晰且正在有序推进，同时中短期受益于千兆渗透率快速提升带来的业绩确定性，看好公司发展。预计公司22-24年归母净利润分别为3.72亿/5.50亿/7.40亿，当前市值对应PE倍数为15X/10X/7X，公司近5年估值中枢为28倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：元宇宙进展不及预期，市场竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,601	5,496	7,840	10,023
增长率(%)	49.6	52.6	42.6	27.8
归属母公司股东净利润(百万元)	244	372	550	740
增长率(%)	15.7	52.5	48.1	34.6
每股收益(元)	1.75	2.66	3.94	5.31
PE	22	15	10	7
PB	3.6	2.9	2.2	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年7月8日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

38.68元



分析师：马天诣

执业证号：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理：于一铭

执业证号：S0100121090001

电话：021-80508468

邮箱：yuyiming@mszq.com

相关研究

- 1.平治信息(300571.SZ)事件点评：左手运营商，右手互联网，元宇宙再下一城
- 2.平治信息(300571.SZ)2021年年报及2022年一季报点评：Q1业绩超预期，千兆宽带高景气，元宇宙进展顺利
- 3.平治信息(300571.SZ)公司深度报告：智慧家庭+元宇宙齐头并进，成长路径愈发清晰

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,601	5,496	7,840	10,023
营业成本	3,063	4,769	6,833	8,742
营业税金及附加	6	9	13	16
销售费用	38	44	59	70
管理费用	73	99	118	130
研发费用	52	82	110	130
EBIT	328	493	708	933
财务费用	44	54	67	75
资产减值损失	-20	-20	-21	-21
投资收益	6	0	0	0
营业利润	281	436	644	864
营业外收支	-3	-5	-5	-4
利润总额	278	431	639	860
所得税	42	56	83	112
净利润	236	375	556	748
归属于母公司净利润	244	372	550	740
EBITDA	378	543	763	994

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	724	611	490	501
应收账款及票据	2,492	3,729	5,151	6,312
预付款项	118	184	262	332
存货	312	452	653	838
其他流动资产	107	159	223	277
流动资产合计	3,754	5,135	6,779	8,260
长期股权投资	114	116	118	120
固定资产	59	73	86	98
无形资产	50	52	57	65
非流动资产合计	371	386	402	420
资产合计	4,125	5,521	7,181	8,680
短期借款	798	1,114	1,458	1,615
应付账款及票据	810	1,243	1,687	2,003
其他流动负债	756	1,024	1,346	1,642
流动负债合计	2,364	3,381	4,491	5,259
长期借款	218	218	218	218
其他长期负债	8	8	8	8
非流动负债合计	226	226	226	226
负债合计	2,590	3,607	4,717	5,485
股本	140	140	140	140
少数股东权益	29	33	39	46
股东权益合计	1,535	1,914	2,464	3,195
负债和股东权益合计	4,125	5,521	7,181	8,680

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	49.57	52.62	42.64	27.84
EBIT 增长率	-0.78	50.31	43.66	31.81
净利润增长率	15.74	52.49	48.10	34.55
盈利能力 (%)				
毛利率	14.96	13.23	12.84	12.77
净利润率	6.55	6.83	7.09	7.46
总资产收益率 ROA	5.91	6.73	7.66	8.53
净资产收益率 ROE	16.19	19.75	22.69	23.52
偿债能力				
流动比率	1.59	1.52	1.51	1.57
速动比率	1.40	1.32	1.30	1.34
现金比率	0.31	0.18	0.11	0.10
资产负债率 (%)	62.79	65.33	65.69	63.19
经营效率				
应收账款周转天数	233.05	230.00	225.00	220.00
存货周转天数	37.24	35.77	35.73	35.65
总资产周转率	0.87	1.00	1.09	1.15
每股指标 (元)				
每股收益	1.75	2.66	3.94	5.31
每股净资产	10.79	13.48	17.38	22.57
每股经营现金流	-1.92	-2.20	-2.23	0.26
每股股利	0.11	0.15	0.23	0.31
估值分析				
PE	22	15	10	7
PB	3.6	2.9	2.2	1.7
EV/EBITDA	15.33	11.46	8.76	6.87
股息收益率 (%)	0.28	0.40	0.59	0.79

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	236	375	556	748
折旧和摊销	50	50	55	61
营运资金变动	-650	-814	-1,018	-879
经营活动现金流	-267	-307	-311	36
资本开支	-44	-48	-55	-61
投资	-17	-1	-1	-1
投资活动现金流	-57	-49	-56	-62
股权募资	575	0	0	0
债务募资	133	316	344	157
筹资活动现金流	627	243	246	36
现金净流量	303	-113	-121	11

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001