

蓝色光标 (300058.SZ)

蓝色光标 (300058.SZ) 2022 年报暨 2023 年一季报点评：低迷时期已过，AIGC 发力海外增长

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	40,078	36,683	47,515	53,782	57,741
增长率 yoy (%)	-1.1	-8.5	29.5	13.2	7.4
归母净利润 (百万元)	522	-2,175	667	806	1,094
增长率 yoy (%)	-28.0	-516.8	130.7	20.7	35.8
ROE (%)	5.5	-29.4	8.3	9.2	11.1
EPS 最新摊薄 (元)	0.21	-0.87	0.27	0.32	0.44
P/E (倍)	48.8	-11.7	38.2	31.6	23.3
P/B (倍)	2.7	3.4	3.1	2.9	2.6

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

事件: 蓝色光标年度业绩落入公告区间: 2022 年度收入 366.83 亿元, 同比下降 8.47%; 归母净利润以及扣非归母净利润分别亏损 21.8 亿元和 19.0 亿元。23Q1, 实现营业收入 97.74 亿元, 同比增长 25.6%; 实现归母净利润 1.49 亿元, 同比增长 355.1%; 扣非归母净利润 1.36 亿元, 同比增长 14.38%。

渡过低迷期, 营收逐渐恢复增长: 22 年度营收 366.83 亿元, 同比下降 8.47%, 公司 22Q4/23Q1 营收分别为 101.10/97.74 亿元, 分别同比增长 17.63%/25.60%。随着政策助推, 23 年跨境商务将有望恢复, 有益于公司出海广告投放业务; 同时国内业务也将受益于国内宏观形势转好带来的广告主营销预算提升, 公司 23 年营收存在边际向好趋势。

期间费率呈下降趋势, 经营效率逐年提升: 公司 23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.03%/1.16%/0.18%/0.17%, 公司近几年各项期间费率呈逐年下降趋势。管理费用率+研发费用率从 18 年的 4.16% 降至 23Q1 的 1.34%, 费用率连续五年下降, 同时绝对值连续三年下降, 随着 AIGC 在内容生产等领域潜在的价值逐步释放, 公司有望进一步扩大业务规模的同时避免人员的过度增长, 维持较低管理费用率。整体来看, 公司经营效率逐年提升, 期间费用控制能力显著增强。

22 年大额商誉减值完成, 23 年轻装上阵: 公司 22 年计提 20.38 亿商誉、无形资产及其他资产减值。公司曾经通过并购拓展业务, 带来商誉资产的累积, 21 年公司出售国际业务控制权, 18.34 亿商誉出表; 22 年计提 20.38 亿商誉、无形资产及其他资产减值, 目前蓝色光标商誉总额下降到 17.56 亿, 占净资产比重下降到 23.68%

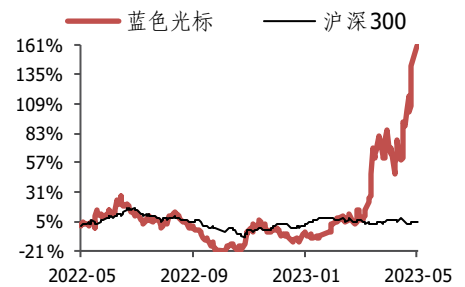
投资建议: 我们预计 2023-2025 年公司实现营收 475.15/537.82/577.41 亿元; 归母净利润 6.67/8.06/10.94 亿元; EPS 0.27/0.32/0.44 元。对应 PE 分别为 38.2/31.6/23.3 倍。公司国内线上广告营销业务有望复苏, 海外业务持续发力, 同时 AI 持续赋能公司发展, 有望在 23 年贡献业绩增量, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

增持 (首次评级)

股票信息

行业	传媒
2023 年 5 月 5 日收盘价 (元)	14.10
总市值 (百万元)	35,123.63
流通市值 (百万元)	32,698.62
总股本 (百万股)	2,491.04
流通股本 (百万股)	2,319.05
近 3 月日均成交额 (百万元)	2,678.30

股价走势



作者

分析师 侯宾

执业证书编号: S1070522080001

邮箱: houbin@cgws.com

相关研究

风险提示：AI发展不及预期；大额商誉减值风险；海外广告业务变现不及预期；国内消费复苏不及预期等。

内容目录

1.财务分析	4
1.1 至暗时刻已过，营收逐渐恢复增长	4
1.2 国内业务毛利率短期承压，出海业务毛利率近年呈上升趋势	5
1.3 期间费率呈下降趋势，经营效率逐年提升	5
1.4 22 年完成大额商誉减值，23 年轻装上阵	6
2.业务分析	6
2.1 中国互联网广告规模处于稳定提升阶段	6
风险提示	8

图表目录

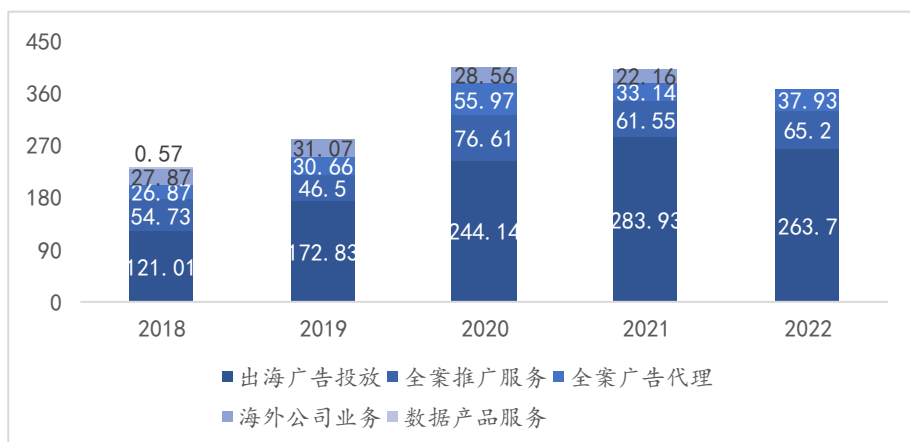
图表 1: 公司营收结构 (按业务类型)	4
图表 3: 公司按季度营业收入	4
图表 4: 公司整体以及分业务毛利率	5
图表 5: 公司各项期间费率	5
图表 6: 公司近五年经营活动产生的现金净流量	6
图表 7: 中国互联网广告市场规模以及同比增速	7
图表 8: 中国互联网广告市场及非互联网广告占比	7
图表 9: 广告市场刊例花费增速与名义 GDP、社零增速对比	7

1. 财务分析

1.1 至暗时刻已过，营收逐渐恢复增长

22 年公司实现度营收 366.83 亿元，同比下降 8.47%；从业务类型看，出海广告投放/全案推广服务/全案广告代理营收分别为 263.7/65.2/37.93 亿元，同比增长 -7.12%/5.93%/14.45%；从行业看，游戏/电商/互联网及应用营收分别为 174.06/90.44/47.16 亿元，同比增长 0.42%/22.96%/-32.46%。22 年营收下降主要原因包括：（1）2022 年公司部分互联网、汽车及房地产行业客户预算减少明显；（2）客户投放预算延期立项；（3）跨境电商行业受阶段性物流管控增加短期运营成本，进而放慢营销节奏。

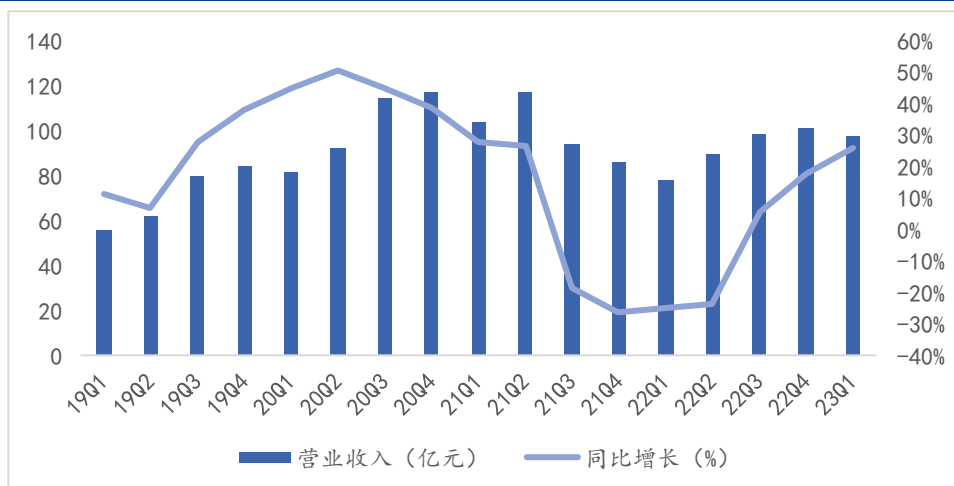
图表 1: 公司营收结构（按业务类型）



资料来源：公司公告，长城证券产业金融研究院

尽管全年营收下降，我们在 22Q4 以及 23Q1 已经看到了向好迹象，公司 22Q4/23Q1 营收分别为 101.10/97.74 亿元，分别同比增长 17.63%/25.60%。预期来看，随着政策逐步放开，23 年跨境商务将得到恢复，有益于公司出海广告投放业务；同时国内业务也将受益于国内宏观形势转好带来的广告主营销预算提升。同时，游戏政策逐步放开、互联网监管趋缓、内外部环境转好等因素亦有益于互联网及应用、游戏广告主的广告投放。总体而言，公司 23 年营收存在边际向好趋势。

图表 2: 公司按季度营业收入

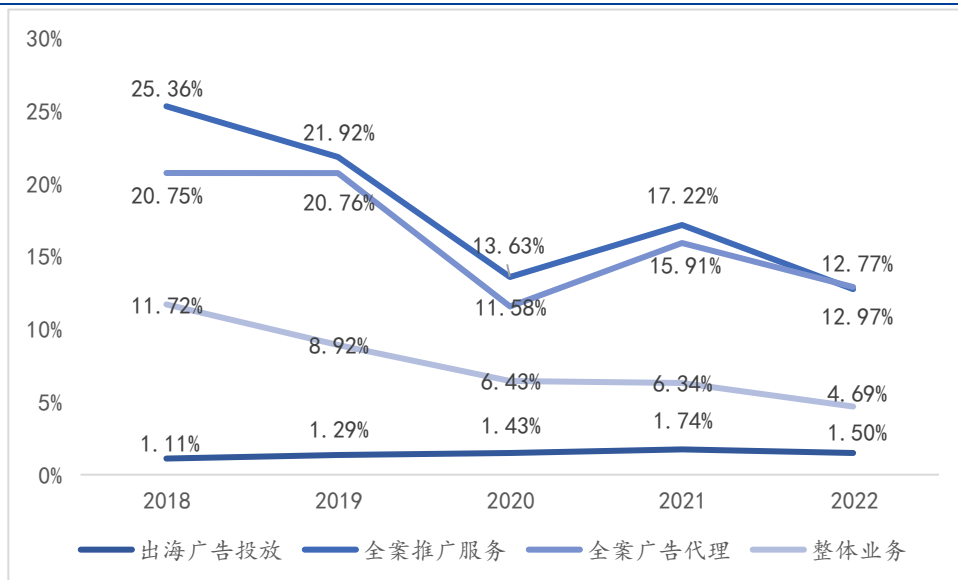


资料来源：公司公告，长城证券产业金融研究院

1.2 国内业务毛利率短期承压，出海业务毛利率近年呈上升趋势

公司 22 年出海广告投放/全案推广服务/全案广告代理/公司整体毛利率分别为 1.50%/12.77%/12.97%/4.69%，分别同比下降 0.24/4.45/2.94/1.65pct。整体来看，公司 2022 年因宏观形势恶化以及媒体返点下调的影响，牺牲了部分毛利保证了业务相对稳定。同时公司营收占比最大的出海广告投放业务近五年毛利率总体呈上升趋势，公司规模效应逐渐凸显。

图表 3: 公司整体以及分业务毛利率

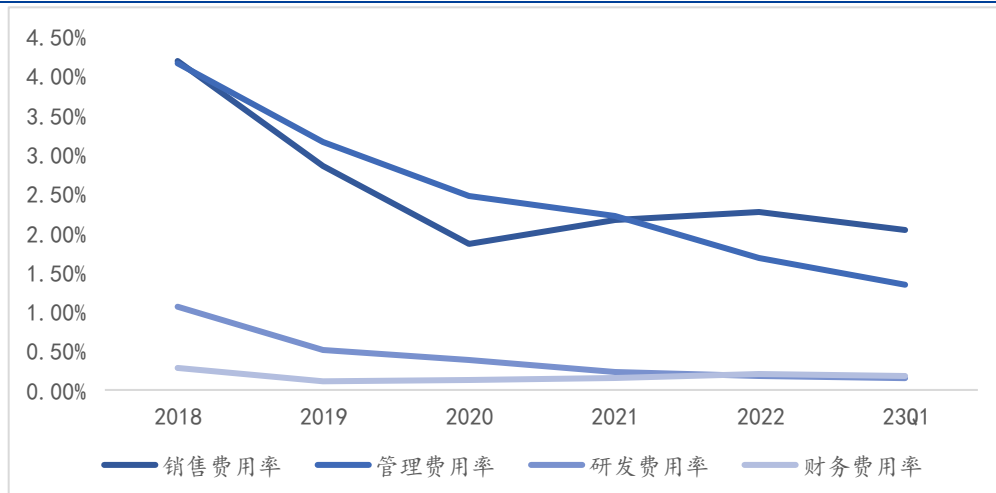


资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

1.3 期间费率呈下降趋势，经营效率逐年提升

公司 23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.03%/1.34%/0.15%/0.17%，公司近几年各项期间费率呈逐年下降趋势。管理费用率从 18 年的 4.16% 降至 23Q1 的 2.03%，连续五年下降，随着 AIGC 在内容生产等领域潜在的价值逐步释放，或可使公司进一步扩大业务规模的同时避免人员的过度增长，维持较低管理费用率。整体来看，公司经营效率逐年提升，期间费用控制能力显著增强。

图表 4: 公司各项期间费率

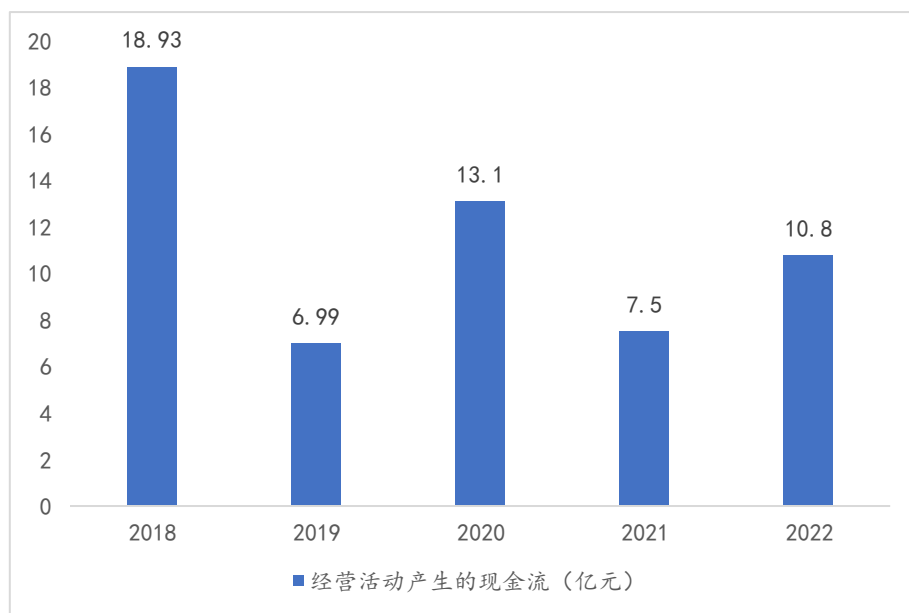


资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

1.4 22 年完成大额商誉减值，23 年轻装上阵

公司 22 年度归母净利以及扣非净利分别亏损 21.8 亿元和 19.0 亿元，同比由盈转亏，主要因（1）22 年计提 20.38 亿商誉、无形资产及其他资产减值（2）宏观环境恶化导致营收下降。公司曾经通过并购拓展业务，带来商誉资产的累积，21 年公司出售国际业务控制权，18.34 亿商誉出表；22 年计提了 20.38 亿商誉、无形资产及其他资产减值，目前蓝色光标商誉总额下降到 17.56 亿，占净资产比重下降到 23.68%。整体来看，商誉减值并不影响公司日常经营和业务开展，22 年公司经营活动产生的净现金流达 10.80 亿元，同比上升 43.9%，且剔除减值影响后，公司主营业务经营净利润为正。22 年公司实现了商誉“瘦身”，23 年轻装上阵，有望再启高增长。

图表 5: 公司近五年经营活动产生的现金净流量



资料来源: 公司公告, 长城证券产业金融研究院

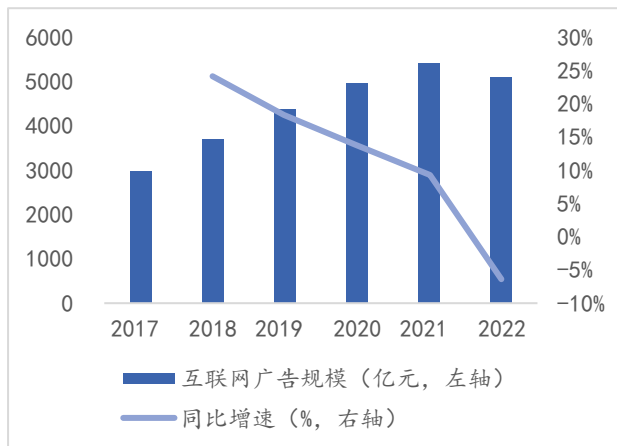
2. 业务分析

2.1 中国互联网广告规模处于稳定提升阶段

中国互联网广告规模较为稳定，23 年广告主投放意愿有望逐步回升：根据中关村互动营销实验室及 CNNIC 数据，互联网广告占中国整体广告市场比例呈上升趋势，2022 年中国互联网广告规模为 5088 亿元，同比下降 6.38%，减少 347 亿元，市场规模近七年首次出现负增长，原因包括互联网红利见顶导致流量成本激增以及 22 年国内与国际宏观形势、地缘政治的恶化等。

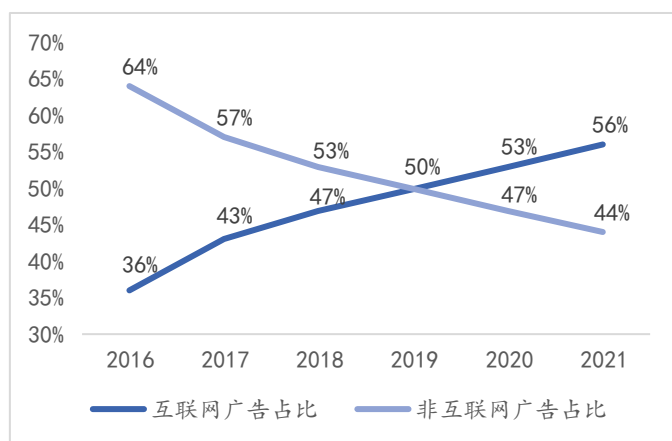
中长期来看，此次调整有利于互联网广告长期的稳定发展，中国经济潜力、韧性较强，广告行业占中国 GDP 比重较为稳定，广告行业增速和 GDP 增速呈现较强相关性，23 年一季度 GDP 同比增长 4.5%，实现超预期增长；且根据国家统计局，因去年二季度低基数效应，GDP 同比增速在二季度或有明显提升，因此互联网广告行业未来将会随中国经济平稳向上而得到稳定发展。

图表 6: 中国互联网广告市场规模以及同比增速



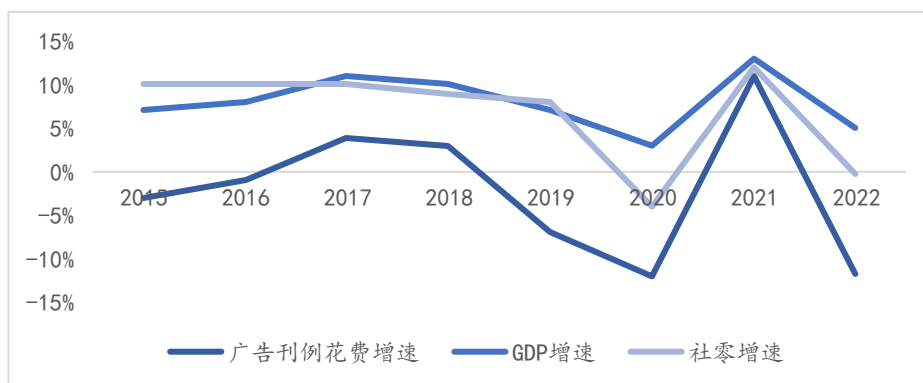
资料来源: 中关村互动营销实验室, 长城证券产业金融研究院

图表 7: 中国互联网广告市场及非互联网广告占比



资料来源: CNNIC, 中商产业研究院, 长城证券产业金融研究院

图表 8: 广告市场刊例花费增速与名义 GDP、社零增速对比



资料来源: CTR, 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

23 年看点之一—重启增长: 23Q1 蓝色光标业务已明显回暖, 公司将保证其第一增长曲线: 数字整合营销业务、智能广告业务、全球化出海营销等业务的稳定、可持续发展; 同时着力打造第二增长曲线: 小红书业务、星合达人业务、营+销业务, 该部分预计 2023 年可创造 10 亿以上增量业务, 未来几年有望成为新的利润增长点。

23 年看点之二—元宇宙业务: 公司在元宇宙业务基于“人、货、场”全方面布局, 虚拟人苏小妹已成为标志性 IP, 并已和诸多品牌展开商业化合作; MEME 平台日渐成熟, 已为北大、清华、云南白药、伊利、五粮液等标志性品牌发行数字藏品; 亚洲顶级 XR 棚正在和十几家知名品牌展开长期而深度的合作。蓝色光标 BlueNeo 国际元宇宙旗下首个虚拟空间 Tomato Galaxy(西红柿星系)正式在国际元宇宙平台 Meta Horizon Worlds 发布。截至目前, 共吸引 790 家海内外媒体报道, 全球社交媒体曝光及互动量超 2 亿, 也是 Meta 内部公认质量最高的虚拟空间之一。

23 年看点之三—All in AI: 蓝色光标将通过生产力的根本性变革, 给营销行业打开增长的花天花板。(1) 今年 3 月, 蓝标跨境出海业务与 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; (2) 公司将打造 BlueFocus AIGC 工具矩阵, 赋能、提效、重塑不同营销场景, 把所有技术数据及研发投入全面向 AIGC 转移。整体来看, 蓝色光标约 90% 以上的工作都和内容生成息息相关, 因此 AIGC 在内容生成方面的巨大想象空间将会使蓝色光标的业务受益, 有望提升其业务毛利率以及人效, 实现业务赋能。

总结：公司 23Q1 重启增长，减值“瘦身”后轻装上阵。公司 23 年将在稳定发展主营业务的同时打造小红书业务、星合达人业务等多重增长曲线。元宇宙方面，全面布局元宇宙“人、货、场”三大场景，有望为公司提供营收增量。AI 方面，公司作为国内线上广告龙头营销中介，积极探索 AI 对其主业的赋能以及如何降本增效，和微软、百度等公司开展 AI 方面的合作，公司有望在产业大变革之时有望通过其 AI 先发投入形成竞争优势，有望率先从中获益，创立营销新范式。

投资建议：

我们预计 2023-2025 年公司实现营收 475.15/ 537.82/577.41 亿元；归母净利润 6.67/8.06/10.94 亿元；EPS 0.27/0.32/0.44 元。对应 PE 分别为 38.2/31.6/23.3 倍。公司国内线上广告营销业务有望复苏，海外业务持续发力，同时 AI 持续赋能公司发展，有望在 23 年贡献业绩增量，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

AI 发展不及预期；大额商誉减值风险；海外广告业务变现不及预期；国内消费复苏不及预期等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11546	12978	18473	17216	21276
现金	2779	3846	4982	5639	6054
应收票据及应收账款	6830	7317	11307	9603	12937
其他应收款	264	134	381	202	424
预付账款	104	140	176	182	202
存货	1	10	4	12	6
其他流动资产	1567	1531	1624	1579	1654
非流动资产	6388	5192	5301	5357	5340
长期投资	1506	1880	2287	2702	3125
固定资产	16	102	125	128	122
无形资产	667	19	-285	-648	-1062
其他非流动资产	4199	3191	3174	3175	3155
资产总计	17934	18169	23774	22574	26616
流动负债	8231	9799	14920	13169	16405
短期借款	1597	1680	4225	2827	4430
应付票据及应付账款	5585	6928	9305	9015	10570
其他流动负债	1049	1191	1390	1327	1406
非流动负债	299	954	764	568	357
长期借款	0	736	545	350	139
其他非流动负债	299	218	218	218	218
负债合计	8531	10753	15684	13737	16762
少数股东权益	0	-7	-0	5	8
股本	2491	2491	2491	2491	2491
资本公积	3500	3473	3473	3473	3473
留存收益	3919	1639	2243	2950	3927
归属母公司股东权益	9403	7423	8091	8832	9845
负债和股东权益	17934	18169	23774	22574	26616

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	750	1080	-1131	2520	-738
净利润	518	-2177	673	811	1097
折旧摊销	143	84	20	24	26
财务费用	97	70	196	186	174
投资损失	-270	-75	-192	-219	-189
营运资金变动	-243	691	-1697	1825	-1722
其他经营现金流	504	2487	-132	-107	-125
投资活动现金流	159	-633	0	-19	16
资本支出	33	104	-260	-343	-410
长期投资	-939	-710	-407	-414	-424
其他投资现金流	1131	181	147	52	29
筹资活动现金流	-607	553	-279	-446	-465
短期借款	-98	82	2545	-1398	1603
长期借款	-358	736	-190	-196	-211
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	43	-28	0	0	0
其他筹资现金流	-193	-237	-2633	1147	-1857
现金净增加额	255	1126	-1409	2055	-1188

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	40078	36683	47515	53782	57741
营业成本	37538	34962	44897	50928	54305
营业税金及附加	23	13	24	24	28
销售费用	868	828	1087	1153	1278
管理费用	826	543	841	874	980
研发费用	65	72	70	84	96
财务费用	97	70	196	186	174
资产和信用减值损失	0	-2038	0	0	0
其他收益	123	89	85	94	98
公允价值变动收益	-248	-187	-59	-152	-161
投资净收益	270	75	192	219	189
资产处置收益	-3	1	-4	-6	-3
营业利润	648	-2209	807	953	1291
营业外收入	11	2	32	30	19
营业外支出	5	66	35	36	35
利润总额	654	-2274	803	947	1274
所得税	136	-96	130	136	177
净利润	518	-2177	673	811	1097
少数股东损益	-4	-2	6	6	3
归属母公司净利润	522	-2175	667	806	1094
EBITDA	811	-2154	891	1040	1353
EPS (元/股)	0.21	-0.87	0.27	0.32	0.44

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	-1.1	-8.5	29.5	13.2	7.4
营业利润 (%)	-23.4	-440.9	136.5	18.0	35.5
归属母公司净利润 (%)	-28.0	-516.8	130.7	20.7	35.8
获利能力					
毛利率 (%)	6.3	4.7	5.5	5.3	5.9
净利率 (%)	1.3	-5.9	1.4	1.5	1.9
ROE (%)	5.5	-29.4	8.3	9.2	11.1
ROIC (%)	4.8	-21.7	5.6	7.2	7.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.6	59.2	66.0	60.9	63.0
净负债比率 (%)	-11.9	-18.5	-0.6	-26.0	-13.4
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3
应收账款周转率	5.0	5.2	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	5.5	5.6	13.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.21	-0.87	0.27	0.32	0.44
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.30	0.43	-0.45	1.01	-0.30
每股净资产 (最新摊薄)	3.77	2.98	3.25	3.55	3.95
估值比率					
P/E	48.8	-11.7	38.2	31.6	23.3
P/B	2.7	3.4	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	28.4	-10.6	27.2	21.1	17.0

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686