

## 蓝色光标 (300058)

### “AIGC+虚拟人”，拓展数字营销新边界

- ◆ 国内广告营销龙头，营销传播集团全球 TOP10。公司成立于 2002 年，定位是在大数据和社交网络时代为企业智慧经营全面赋能的营销科技公司，已持续服务超过 3000 家国内外领先客户，其中数十个客户的持续服务年限超过 10 年，客户数量及质量常年稳居国内头部位置。2021 年蓝色宇宙以虚拟人业务为切入元宇宙相关领域，近日公司旗下蓝标传媒已正式宣布与微软广告达成战略合作，并成为其官方代理商，未来有望与微软在 AIGC 领域不断碰撞出新的火花，深度赋能营销传媒业务。
- ◆ 业绩短期承压，计提商誉减值轻装上阵。据业绩预告，2022 年公司营收超 360 亿元，同比减少约 10%，归母净利润亏损 12-22 亿元，扣非后归母净利润亏损 15-19 亿元，主要原因在于：1) 国内：报告期间，国内客户预算明显减少，媒体返点减少，客户因地区防控政策导致投放预算延期立项，暂估相关商誉与无形资产计提资产减值准备合计 13.5-14 亿元，同时主营业务毛利、净利有所下降；2) 海外：线下消费复苏背景下，线上流量逐渐走出红利期，跨境电商出海受制，叠加海外游戏类客户因 ATT 政策影响营销效果，预算投入减少，暂估相关商誉计提减值准备 1.5-2.5 亿元；3) 投资：部分参投企业业绩未达预期，暂估长期股权投资计提减值准备 1-1.5 亿元，投资的境内外基金公司或产品产生公允价值变动损失，暂估非经常性损失 2.5-3 亿元。
- ◆ 公司主营经营性利润为正，复苏势能稳健。公司前三季度公司营收 265.72 亿元，同比减少 15.60%，归母净利润同比减少 94.43%至 0.30 亿元，销售/管理/财务费用率分别为 2.10%/1.39%/0.21%，分别同比 +0.30pct/-0.69pct/-0.05pct，毛利率 4.99%/同比-1.48pct，净利率 0.10%/同比-1.62pct。整体来看，公司费用控制合理，虽然牺牲了部分毛利与净利，但保证了客户与媒体合作关系以及收入规模的稳定，商誉减值对公司日常经营和正常业务的开展并无影响，报告期内公司的经营活动现金流净额超 10 亿元，同时若剔除商誉及无形资产减值准备、长期股权投资减值准备、公允价值变动损失等非现金性损失外，

投资评级

买入

首次评级

2023年04月12日

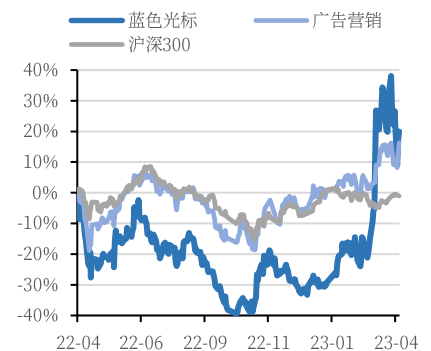
收盘价(元):

8.70

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	2,491.04
总市值(百万)	21,672.03
流通股本(百万股)	2,319.01
流通市值(百万)	20,175.41
12月最高/最低价(元)	10.20/4.36
资产负债率(%)	53.53
每股净资产(元)	3.90
市盈率(TTM)	3,404.89
市净率(PB)	2.23
净资产收益率(%)	0.31

#### 股价走势图



#### 作者

裴伊凡

分析师

SAC 执业证书: S0640516120002

联系电话: 010-59562517

邮箱: peiyf@avicsec.com

#### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

主营业务经营性利润保持正向，公司运营依旧保持稳健态势，有望直接受益于消费复苏，带来边际改善。

◆ **构筑 AIGC 营销新业态，助力出海客户抓住 AI 红利。**

- a) **与微软广告达成战略合作关系。**3月13日，蓝色光标表示，公司旗下蓝标传媒与微软广告达成战略合作，并成为其官方代理商，加速公司“AIGC+营销”模式发展。
- b) **接入百度文心一言生态。**蓝色宇宙宣布成为百度文心一言首批生态合作伙伴，未来蓝色宇宙将把百度智能对话技术应用在 AIGC 营销场景，包括以“苏小妹”为代表的虚拟人驱动与实时对话能力升级，及其他商业化解决方案如蓝标智播、分身有术、MEME 等产品的生产创造能力提升等。
- c) **与 ChatGPT 母公司 OpenAI 开展技术产品合作。**微软投资 OpenAI 约 130 亿美金，且已在 Newbing 中集成 ChatGPT 功能，公司有望为出海客户提供基于 Newbing 的 AI 互动营销服务，并率先共享 OpenAI 推出的新技术和应用，助力客户享受 AI 带来的营销效率升级、虚实结合的内容拓展与实时交互的新型体验的同时，进一步提升业务质量和品牌影响力，做大业务规模。
- d) **设立“出海 AIGC 中心”，吹响智媒时代的号角。**蓝标传媒将在国际元宇宙团队设立“出海 AIGC 中心”，加速 AIGC 赋能各项出海服务的业务需求，进而突破各类营销圈层，使科技智媒深入人心；
- e) **发布 AIGC “创策图文”营销套件，提升内容营销效率。**蓝色光标销博特发布 AIGC “创策图文”营销套件，该套件结合内容营销业务“Know-How”提供从创意、策划、文案、图片等内容一体化智能生成解决方案，实现个性化内容营销。

◆ **以虚拟人为切入点，积极布局元宇宙生态。**公司从 2021 年下半年率先战略性布局元宇宙赛道，“虚拟人+虚拟物+虚拟场景”三条业务条线并驾齐驱，构筑了交叉支撑的业务生态全景。

- 1) **虚拟人：**2022 年初，公司接连发布数字虚拟人“苏小妹”和音乐人“K”，开启虚拟 IP 布局，打造数字营销新业态。
- 2) **虚拟物：**2022 年 3 月，公司孵化首个数字藏品发行平台 MEME 魔因未来，发起成立“UDA 数字艺术家联盟”；
- 3) **虚拟场景：**2022 年 3 月，旗下“蓝宇宙”营销空间正式上线入驻百度希壤，成为国内首个“元宇宙营销空间”；11 月，“蓝宇宙”空间正式上线，打造出以 APP、电脑 PC、VR 等多端应用为

核心的“最美元宇宙”；12月30日，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，建立品牌出海营销全新阵地。

◆ **投资建议：**公司作为国内头部数字营销企业，率先布局“虚拟人+虚拟物品+虚拟空间”的元宇宙生态，同时携手微软和百度抢占 AIGC 内容营销竞争先机，有望实现降本增效助推经营效率稳步提升，打开新增量。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为-18.82/6.43/7.78 亿元，EPS 分别为-0.76/0.26/0.31 元，对应目前 PE 分别为-12/34/28 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**业务拓展不顺风险、政策变动风险、竞争压力加大、头部客户流失风险。

◆ **盈利预测**

单位/百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	40526.89	40077.91	36488.68	43134.41	47332.07
增长率 (%)	44.19%	-1.11%	-8.96%	18.21%	9.73%
归属母公司股东净利润	724.24	521.81	-1882.12	643.12	778.33
增长率 (%)	1.94%	-27.95%	-460.69%	134.17%	21.02%
每股收益 EPS(元)	0.29	0.21	-0.76	0.26	0.31
PE	29.92	41.53	-11.51	33.70	27.84

资料来源：同花顺，中航证券研究所

## ◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	40526.89	40077.91	36488.68	43,134.41	47,332.07
yoy	44.19%	-1.11%	-8.96%	18.21%	9.73%
毛利率	6.43%	6.34%	4.83%	6.41%	6.81%
1、出海广告投放					
收入	24,413.59	28,393.20	25,553.88	30,664.65	33,731.12
yoy	41.26%	16.30%	-10.00%	20.00%	10.00%
毛利率	1.43%	1.74%	1.50%	1.80%	1.90%
2、全案推广服务					
收入	7,660.52	6,155.11	5,847.35	6,724.46	7,396.90
yoy	64.76%	-19.65%	-5.00%	15.00%	10.00%
毛利率	13.63%	17.22%	12.00%	17.00%	19.00%
3、全案广告代理					
收入	5,596.65	3,313.60	2,982.24	3,429.58	3,772.54
yoy	82.56%	-40.79%	-10.00%	15.00%	10.00%
毛利率	15.91%	10.00%	18.00%	17.00%	17.00%
4、海外公司业务					
收入	2,856.14	2,216.01	2,105.21	2,315.73	2,431.51
yoy	-8.08%	-22.41%	-5.00%	10.00%	5.00%
毛利率	19.73%	20.75%	18.00%	21.00%	22.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所



## 财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表							
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1585.51	2423.93	2779.19	3648.87	4313.44	4733.21	营业收入	28105.72	40526.89	40077.91	36488.68	43134.41	47332.07
应收票据及账款	7508.99	9608.65	7012.91	8261.58	9766.27	10716.68	营业成本	25599.73	37922.41	37537.70	34726.53	40369.96	44109.50
预付账款	284.42	106.31	103.93	186.53	220.50	241.96	税金及附加	21.30	14.12	23.32	20.53	24.27	26.63
其他应收款	368.58	393.69	263.60	357.66	422.80	463.94	销售费用	804.35	755.16	868.01	729.77	992.09	1135.97
存货	0.00	0.00	1.25	0.38	0.45	0.49	管理费用	857.92	955.66	825.91	729.77	905.82	1041.31
其他流动资产	95.92	618.43	1384.90	1442.52	1470.28	1487.81	研发费用	31.99	46.82	65.42	47.44	64.70	71.00
流动资产总计	9843.42	13151.01	11545.78	13897.54	16193.74	17644.09	财务费用	140.40	158.30	97.16	111.02	165.18	163.90
长期股权投资	889.51	766.85	1506.10	1554.42	1602.75	1651.07	资产减值损失	-26.04	-1.47	0.01	-1650.00	4.00	4.00
固定资产	332.04	401.97	110.57	93.25	75.93	58.60	信用减值损失	-126.04	-114.23	-154.36	-100.00	-100.00	-100.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1418.21	1291.89	666.63	555.53	444.42	333.32	投资收益	81.01	340.83	269.66	-71.68	98.32	98.32
长期待摊费用	59.42	43.37	25.53	12.77	0.00	0.00	公允价值变动损益	314.09	-114.70	-247.78	-300.00	100.00	100.00
其他非流动资产	6508.73	5863.87	4079.29	4080.62	4080.62	4080.62	资产处置收益	0.29	-16.11	-2.64	-6.15	1.00	1.00
非流动资产合计	9207.92	8367.96	6388.13	6296.59	6203.72	6123.62	其他收益	49.08	77.20	122.81	83.03	83.03	83.03
资产总计	19051.34	21518.97	17933.91	20194.13	22397.46	23767.71	营业利润	942.44	845.94	648.11	-1921.17	798.74	970.12
短期借款	1446.66	1695.66	1597.46	3973.35	4242.23	4027.54	营业外收入	37.96	75.76	10.95	41.55	41.55	41.55
应付票据及账款	6065.28	8127.55	5585.01	6945.68	8074.42	8822.37	营业外支出	35.00	35.61	4.84	25.15	25.15	25.15
其他流动负债	1490.04	1681.49	1048.98	1492.15	1747.51	1913.20	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	9001.98	11504.69	8231.44	12411.17	14064.16	14763.11	利润总额	945.40	886.09	654.22	-1904.77	815.14	986.53
长期借款	635.13	608.82	30.08	15.35	2.36	-8.10	所得税	222.09	143.22	136.13	0.00	164.29	198.83
其他非流动负债	587.25	421.07	269.24	269.24	269.24	269.24	净利润	723.31	742.86	518.09	-1904.77	650.86	787.70
非流动负债合计	1222.39	1029.89	299.32	284.59	271.60	261.14	少数股东损益	12.86	18.63	-3.72	-22.65	7.74	9.37
负债合计	10224.37	12534.58	8530.76	12695.76	14335.77	15024.26	归属母公司股东净利	710.45	724.24	521.81	-1882.12	643.12	778.33
股本	2491.04	2491.04	2491.04	2491.04	2491.04	2491.04	EBITDA	1313.76	1215.93	894.81	-1652.56	1121.52	1278.85
资本公积	3697.10	3456.89	3500.25	3500.25	3500.25	3500.25	NOPLAT	587.92	966.24	839.34	-1526.38	689.01	824.82
留存收益	2505.87	3030.48	3411.62	1529.50	2085.08	2757.47	EPS(元)	0.29	0.29	0.21	-0.76	0.26	0.31
归属母公司权益	8694.01	8978.41	9402.91	7520.79	8076.37	8748.76							
少数股东权益	132.96	5.97	0.23	-22.42	-14.68	-5.31							
股东权益合计	8826.97	8984.39	9403.14	7498.37	8061.69	8743.45							
负债和股东权益合计	19051.34	21518.97	17933.91	20194.13	22397.46	23767.71							

现金流量表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	723.31	742.86	518.09	-1626.38	412.31	549.15
折旧与摊销	227.96	171.54	143.44	141.20	141.20	128.43
财务费用	140.40	158.30	97.16	111.02	165.18	163.90
投资损失	-81.01	-340.83	-269.66	71.68	-98.32	-98.32
营运资金变动	-183.12	313.22	-242.81	321.76	-247.52	-116.95
其他经营现金流	-128.18	189.08	384.72	26.43	197.76	197.76
经营性现金净流量	699.36	1234.17	630.94	-954.30	570.61	823.96
资本支出	13.66	233.96	184.73	0.00	-0.00	0.00
长期投资	138.29	409.06	-938.58	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	31.24	179.35	1282.72	-426.15	90.79	90.79
投资性现金净流量	155.87	354.45	159.41	-426.15	90.79	90.79
短期借款	593.32	249.00	-98.20	2375.89	268.89	-214.69
长期借款	-1079.68	-26.31	-578.74	-14.73	-12.99	-10.46
普通股增加	308.92	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1061.30	-240.21	43.36	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1663.23	-693.70	26.95	-111.02	-252.72	-269.84
筹资性现金净流量	-779.37	-711.22	-606.63	2250.14	3.18	-494.98
现金流量净额	101.17	767.09	135.13	869.68	664.57	419.77

主要财务比率						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力						
营收增长率	21.65%	44.19%	-1.11%	-8.96%	18.21%	9.73%
营业利润增长率	91.34%	-10.24%	-23.39%	-396.43%	141.58%	21.46%
EBITDA增长率	44.15%	-3.81%	-28.06%	-338.73%	154.65%	17.35%
EBITDA增长率	40.75%	-7.45%	-26.41%	-284.68%	167.87%	14.03%
归母净利润增长率	82.66%	1.94%	-27.95%	-490.69%	134.17%	21.02%
经营现金流增长率	-63.05%	76.47%	-48.88%	-251.25%	159.79%	44.40%
盈利能力						
毛利率	8.92%	6.43%	6.34%	4.83%	6.41%	6.81%
净利率	2.57%	1.83%	1.29%	-5.22%	1.51%	1.66%
营业利润率	3.35%	2.09%	1.62%	-5.27%	1.85%	2.05%
ROE	8.17%	8.07%	5.55%	-25.03%	7.96%	8.90%
ROA	3.73%	3.37%	2.91%	-9.32%	2.87%	3.27%
ROIC	7.38%	10.00%	8.18%	-16.94%	7.28%	8.02%
估值倍数						
P/E	30.50	29.92	41.53	-11.51	33.70	27.84
P/S	0.77	0.53	0.54	0.59	0.50	0.46
P/B	2.49	2.41	2.30	2.88	2.68	2.48
股息率	0.00%	0.69%	0.48%	0.00%	0.40%	0.49%
EV/EBIT	13.85	15.54	35.05	-13.17	24.36	20.57
EV/EBITDA	11.45	13.34	29.43	-14.29	21.29	18.51
EV/NOPLAT	25.58	16.79	31.38	-15.47	34.66	28.69

数据来源: 同花顺iFind, 中航证券有限公司



### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637