蓝色光标（300058）

以移动互联网时期公司成长路径看 AI 时代营销新机遇

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	36,683	44,077	50,004	54,277
同比	-8%	20%	13%	9%
归属母公司净利润（百万元）	-2,175	686	841	990
同比	-	-	22%	18%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.87	0.28	0.34	0.40
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	36.83	30.07	25.53

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

- **营销科技公司，出海业务引领业绩增长：**蓝色光标是为企业智慧经营全面赋能的营销科技公司，主营业务为全案推广服务、全案广告代理和元宇宙业务，广告主以游戏、电商行业为主。自 2013 年公司开始实施国际化战略，出海业务收入迅速增长，2022 年，该板块营收占比达 71.89%。
- **回顾移动互联网阶段，技术迭代催化行业格局更替，抢先卡位的玩家抢占市场：**广告行业的规模与宏观经济强相关，尽管行业规模增长相对稳健，但格局变化较快，每次新兴技术或媒体端流量的变更将会推动行业格局重塑，移动互联网时期短视频、电商广告兴起，逐渐抢占搜索广告份额。在此时期，受益的往往是提前感知广告主动向并提前卡位的营销中介：1）抢先卡位相关技术及市场的中间商将瓜分相对滞后公司的广告主预算。2）平台侧的竞争将为广告服务商带来高返利。移动互联网时期蓝标的崛起即是通过并购，前瞻布局互联网广告及短视频广告，从而推动公司市场规模扩大。
- **AI 加持下的新型广告形式蓄势待发，公司前瞻布局有望受益：**类比移动互联网趋势，AI 有望为营销行业带来新的变革。集成 Chat GPT 类技术的微软日活已突破一亿，正探索新型广告形式。凭借规模化优势，蓝标已与微软达成战略合作，顺利卡位，有望提前抢占未来广告市场新增量，并伴随媒体流量变迁迎来返点提升。
- **全力拥抱“All in AI”，全方位赋能主业：**凭借多年积累，公司拥有全球超 3000 家优质客户资源，且基于多年营销经验，具有数据沉淀及技术积累。2023 年公司提出“All in AI”，全方位拥抱 AIGC，有望赋能主业：1）训练行业小模型，打造 Blue Focus AIGC 工具矩阵，赋能、提效、重塑不同营销场景。2）减少外包，AI 工具助力公司内部降本增效；3）向 IP/内容端渗透：将 AIGC 应用于虚拟人、内容创意制作等营销场景，赋能内容创意制作，拓展虚拟人变现空间。
- **盈利预测与投资评级：**蓝色光标在广告营销领域身处龙头地位，业务优势明显，业绩稳步增长；和微软广告的合作提前布局新广告生态，“All in AI”赋能主业，业绩和估值未来还有提升空间。我们维持此前盈利预测，预计公司 23 年归母净利润为 6.9 亿元，同比由负转正，24-25 年归母净利润为 8.4/9.9 亿元，同比增长 22%/18%，维持“买入”评级。
- **风险提示：** AI 相关技术/应用发展不完善、AI 伦理风险、行业竞争加剧风险。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

2023 年 05 月 24 日

证券分析师 张良卫
执业证书：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖
执业证书：S0600517110002
021-60199793
zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦
执业证书：S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

研究助理 晋晨曦
执业证书：S0600122090072
jincx@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	10.15
一年最低/最高价	4.36/14.90
市净率(倍)	3.38
流通 A 股市值(百万元)	23,538.37
总市值(百万元)	25,284.03

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.01
资产负债率(%,LF)	58.94
总股本(百万股)	2,491.04
流通 A 股(百万股)	2,319.05

相关研究

《蓝色光标(300058)：2022 年报&2023Q1 季报点评：商誉减值压力落地，全力拥抱“All in AI”战略》

2023-04-20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 返点差为盈利主要来源，商业模式本质是客户预算的分配 5
1.1. 营销科技公司，出海业务引领业绩增长 5
1.2. 提升盈利能力的关键在于扩大返点差及向内容端渗透 7
2. 广告市场稳健增长，行业格局变迁主因技术更替 9
2.1. 广告投放基于流量及转化率，技术变更推动行业格局变动 10
2.2. 提前卡位的营销中介在格局变更中有望抢占市场 12
3. AI 技术有望重塑行业格局，蓝标作为行业龙头将受益 15
3.1. AI 技术迎来奇点，与应用侧有望进一步结合 15
3.2. 下游媒体流量集成 GPT，新型广告形式出现，流量格局变动趋势初现 16
3.3. 公司与微软达成战略合作，有望把握格局重塑的机遇 17
4. 全力拥抱“All in AI”，全方位赋能主业 18
4.1. 全力开展 AI 布局，深化智能营销战略转型 19
4.1.1. 多年营销经验沉淀数据，为布局 AI 打下基础 19
4.1.2. 拥抱“All in AI”，前瞻布局 AI 技术 19
4.2. AI 行业模型及赋能主业并举，有望向内容端进一步渗透 20
4.2.1. 构建行业模型，将进一步提升公司核心竞争力 20
4.2.2. AIGC 赋能主业，释放创意价值 20
5. 盈利预测与投资建议 24
6. 风险提示 25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 公司主营业务构成 6
图 2: 2018-2023Q1 公司营收及增速（亿元） 6
图 3: 2018-2023Q1 公司归母净利润及增速（亿元） 6
图 4: 公司毛利率情况 7
图 5: 公司费率及净利率情况 7
图 6: 营销行业产业链格局 7
图 7: 广告公司盈利模式 8
图 8: 华扬联众返利净额与毛利情况（单位：百万） 8
图 9: 中国广告经营额与 GDP 增长率对比 10
图 10: 2013 年以来手机网民人数（万人） 10
图 11: 2013-2017 年中国互联网广告营业额（亿元） 10
图 12: 2016-2022 年中国不同媒体类型网络广告市场份额 11
图 13: 各互联网公司 MAU（百万人）与广告收入（百万元） 11
图 14: 公司并购情况（单位：亿元） 12
图 15: 重要并购取得的子公司收入与占比情况 12
图 16: 蓝色光标发展历程 13
图 17: 蓝色光标在中国广告业的市场份额（单位：亿元） 13
图 18: 2022 中国头部广告代理商营收（单位：亿元） 14
图 19: 蓝色光标位列全球营销控股集团第 8 名 14
图 20: 蓝标商誉与总资产情况 14
图 21: 短视频广告市场规模（亿元） 15
图 22: AI 底层技术领域分类 15
图 23: 中国人工智能产业规模（亿元） 16
图 24: New bing AI Chat（示例一：销量最高的三种宠物吸尘器有哪些优缺点） 16
图 25: New bing AI Chat（示例一：可以推荐清爽的饮料吗） 16
图 26: 仅用 2 个月 Chat GPT 月活突破 1 亿用户 17
图 27: Bing 美区 IOS App Store 排名 17
图 28: 微软探索将广告嵌入 bing 聊天中 17
图 29: 蓝色光标战略合作微软 18
图 30: 蓝色光标近五年人员结构变化（人） 21
图 31: 蓝色光标虚拟人“苏小妹”广告代言案例 22
图 32: 为东风标致打造的虚拟数字人“小狮妹” 22
图 33: 蓝标打造的梁平文旅 AI 推荐人“柚见欢” 22
图 34: 蓝色光标 AIGC 产品「分身有术」 23
图 35: 蓝色光标智扬团队为佳能打造的“次元世界的动漫作品” 23
图 36: 蓝色光标为伊利打造的 AI 设计牛奶包装 24

表 1: 公司主营业务 5
表 2: 不同互联网公司返利政策与投放规模关系 9
表 3: 蓝色光标 AIGC 相关布局 19
表 4: 蓝色光标销博特 AIGC“创策图文”营销套件 24
表 5: 可比公司估值表 25

1. 返点差为盈利主要来源，商业模式本质是客户预算的分配

1.1. 营销科技公司，出海业务引领业绩增长

蓝色光标是为企业智慧经营全面赋能的营销科技公司，目前，蓝色光标及其旗下子公司的主营业务主要分为全案推广服务、全案广告代理和元宇宙业务三类，服务内容涵盖营销传播整个产业链，服务地域基本覆盖全球主要市场:

1）全案推广服务: 帮助企业品牌实现全方面推广，涉及数字营销、公共关系、活动管理等业务;

2）全案广告代理: 主要包括数字广告投放、 中国企业出海广告投放以及智能电视广告 OTT 业务代理等;

3）元宇宙业务: 帮助客户提供从元宇宙策略规划、虚拟制作执行、技术与应用场景落地及相应的长期运营服务。

表1: 公司主营业务

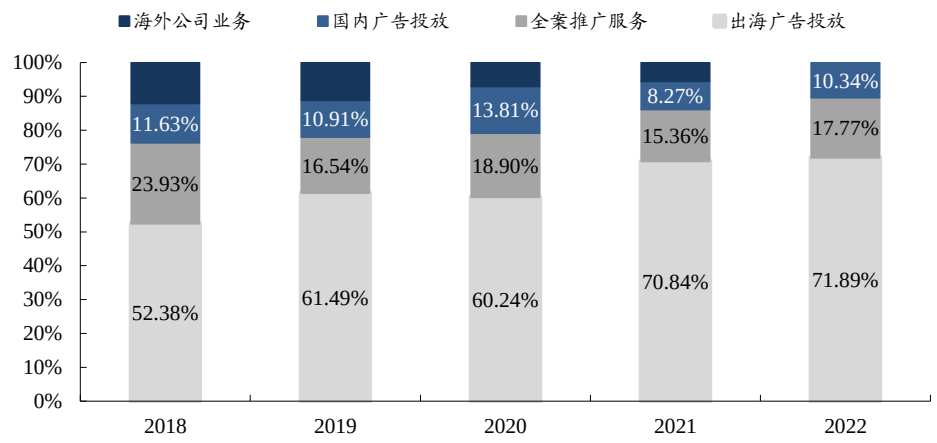
业务类型		业务内容	公司品牌及产品
全案推广服务		为客户提供消费者洞察、内容创意、活动管理、CRM 服务、自媒体智能投放、场景营销等全渠道应用。	蓝标数字、SNK、今久等。
全案广告代理	国内广告投放	包括技术驱动的短视频创作与投放、程序化媒体购买、服务驱动的头部媒体购买、互联网电视广告营销代理等。	多盟、亿动、博杰、精准等
	出海广告投放	出海业务广告投放，基于 Meta、Google、TikTok for Business、LinkedIn、 Twitter 等平台的一站式出海营销	蓝瀚互动、鲁班跨境通等
元宇宙业务		虚拟现实：专注虚拟 IP 运营、虚拟内容制作，及以裸眼 3D/VR/AR 等创新载体为承载的沉浸体验打造; WEB 3.0：探索区块链技术在营销领域的应用与落地; AIGC 板块：推出「蓝标智播」、「分身有术」两款 SaaS 产品。	苏小妹、MEME、蓝标智播、蓝宇宙等
海外公司服务（已剥离）		为境外公司提供国际化传播、广告投放等各方面服务	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

广告主以游戏行业为主，出海业务提振营收规模。公司从 2013 年开始实施国际化战略，为海外企业和中国出海企业提供智慧营销服务。随着我国出海企业的增加和公司长期在该领域的长期积累，公司出海广告投放业务收入迅速增长， 2022 年公司出海

广告投放业务占比达 71.89%。上游广告主方面，公司广告主以游戏、电商行业为主，2022 年游戏、电商行业客户为公司贡献营收占比共计为 72.1%。

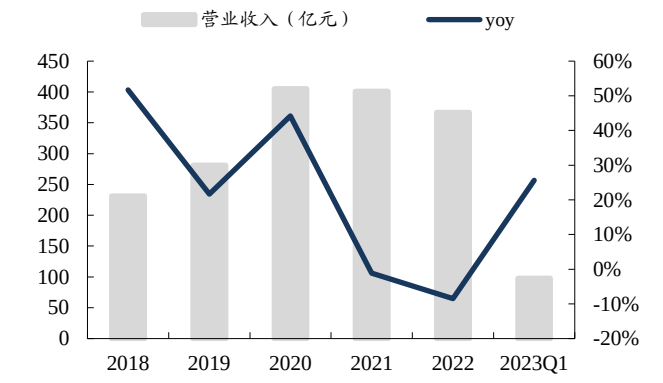
图1：公司主营业务构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

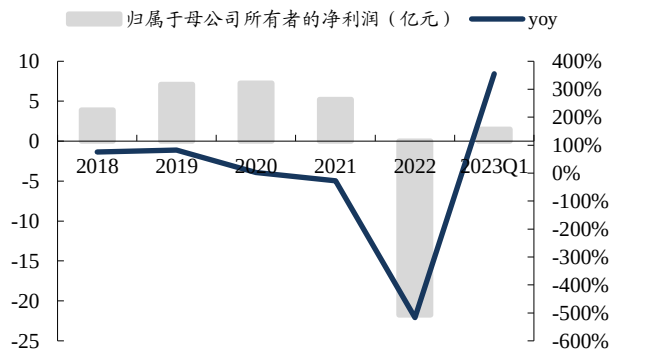
疫情压制短期业绩，长期随广告主预算增加有望修复。2022 年，受疫情反复影响，广告主缩减广告开支，公司实现营收 366.83 亿元，同比下降 8.47%；归母净利润实现-21.75 亿元，同比下降 516.85%，主因公司商誉减值较大。23Q1，随着宏观经济回暖，广告主投放逐渐提升，公司实现营收 97.74 亿元，同比提升 25.6%；归母净利润实现 1.49 亿元，同比提升 355.1%。我们认为，公司未来业绩有望延续 Q1 态势：1）伴随国内疫情防控政策放开，宏观经济复苏，广告主预算将释放；2）版号发放常态化、出海潮持续也将推动需求恢复。

图2：2018-2023Q1 公司营收及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

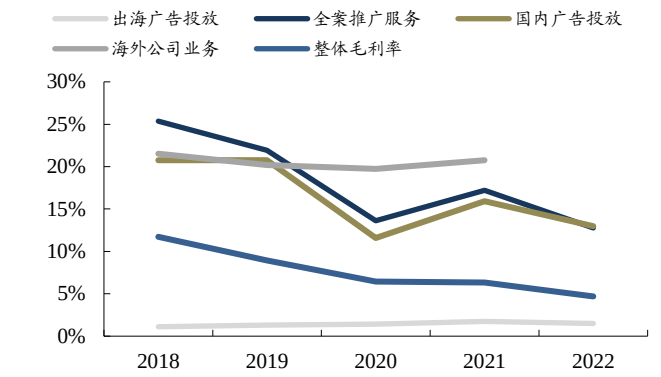
图3：2018-2023Q1 公司归母净利润及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

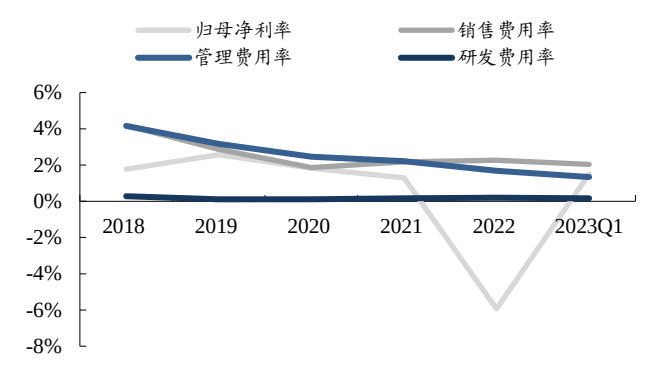
利润率下行，主因出海广告摊薄毛利率。出海业务的毛利率相对较低，2022 年仅 1.5%，公司出海投放业务收入高速增长，为拓展客户规模，进行较大程度的优惠折扣，且 Facebook 和 Google 平台集中度较高，返点政策较为严格，导致毛利率下滑较大。

图4：公司毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：公司费率及净利率情况



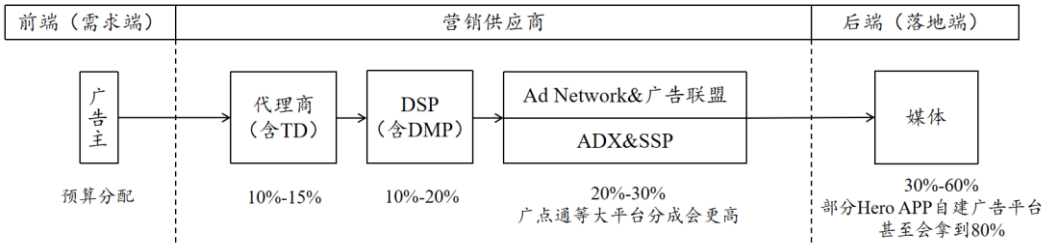
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 提升盈利能力的关键在于扩大返点差及向内容端渗透

营销服务中介，链接上游广告主及下游媒体。在营销行业产业链中，广告主通常没有足够的精力、资源与经验进行跨媒体对接；媒体需要相关的营销企业协助销售部分广告资源。因此，整条产业链需要广告营销服务公司参与其中。

广告代理商对上下游的议价能力相对较弱，一方面下游媒体控制流量资源，另一方面上游广告主作为客户是其直接收入来源。

图6：营销行业产业链格局



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

分配广告主预算，盈利来源为服务费及返点差：蓝色光标作为营销服务中介，连接广告需求方（通常为广告主）和广告资源供给方（通常为媒体）；其业务模式主要为集合上游广告主的广告预算，根据客户的营销需求制作内容，并将预算分配到下游媒体中。公司盈利来源主要为服务费及返点差：

1）**服务收入：**服务类收入是指公司为客户提供品牌管理服务提供的收入，主要内容为品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销等一体化的链条式服务。

2）**返点差：**每一期期末，广告公司向上游的广告主收取广告投放金额、扣减返还给客户的返利，同时向下游的媒体支付广告投放款、扣减媒体返还的返利，因此，广告公司毛利的重要来源为收到的媒体返利减去向客户支付返利后的返利

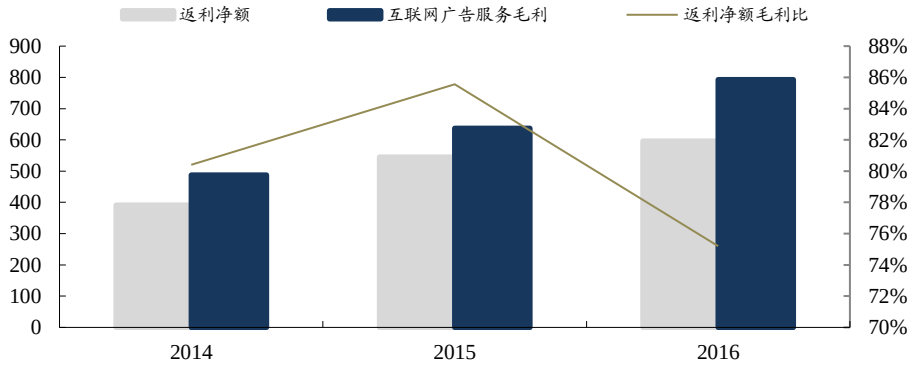
净额，也即平台返点与客户返点二者之差。

图7：广告公司盈利模式

数据来源：东吴证券研究所绘制

提升盈利能力的关键在于扩大返点差及向内容端渗透。由于营销公司大部分收入来源为广告投放代理，即赚取返点差部分，因此公司毛利也以返点差为主。以华扬联众为例，其内容/策划业务收入与广告投放代理业务收入占比在 2017 年约为 4.9%、87.57%，毛利占比则分别为 22.75%，73.74%。根据华扬联众招股说明书，公司返利净额占互联网营销服务毛利的比例在 2014、2015、2016 年分别为 80.4%、87.7%、79.7%。

图8：华扬联众返利净额与毛利情况（单位：百万）



数据来源：华扬联众招股书，东吴证券研究所

基于该商业模式，广告代理商提升盈利能力的关键在于扩大返点差以及向内容端渗透，主要有以下几种实现手段：

1）扩大广告投放规模。平台返点与广告投放规模正相关，根据华扬联众招股说明书中的媒体端返点比例，返点随着广告投放规模的增大而阶梯式地提高；通常，从最低档提高到最高档返点会提升 5%左右。

因此，随着公司掌握的广告预算不断扩大，得到的媒体返点比例将提升，这也意味着营销中介能够提高自身对广告主的让利、提高自身竞争力和扩大市场份额，最终形成“广告规模扩大-返点差提高-广告规模扩大”的正向循环。

表2：不同互联网公司返利政策与投放规模关系

媒体公司	季度返点政策	媒体公司	季度返点政策
腾讯	一般展示: 10-50 万 5%; 50-100 万 6%; 100-250 万 7%; 250-500 万 8%; 500-1000 万 9%;1000-2000 万 10%; 2000 万以上 11%; 视频: 0-500 万 9%;500-1000 万 10%;1000-5000 万 12%; 5000-10000 万 14%; 10000 万以上 16% 移动端: 0-10 万 8%;10-50 万 9%;50-100 万 10%;100-500 万 11%;500-1000 万 12%;1000-5000 万 13%; 5000 万以上 14% 特殊行业: 网络服务类代理商、网络游戏类代理商及腾讯公司推送给代理商的执行金额，返点比例下调 3 个百分点。	搜狐	一般展示类: 25-100 万 7%; 100-250 万 8%; 250-500 万 9%; 500-1000 万 10%; 1000-2500 万 11%; 2500 万以上 12%
新浪	一般展示类: 20-100 万 6%; 100-400 万 8%; 400-800 万 9%; 800-1500 万 10%; 1500-3000 万 11%: 3000 万以上 12%;超过 400 万 按阶梯计算 移动端-无线广告及汽车行业微博广告: 20-200 万 13%: 200-500 万 15%: 500 万以上 17%	百度	A1 类行业: 1% A2 类行业: 1% B 类行业: 4% C 类行业: 5% 金融(非保险) 行业: 4% 游戏行业: 1% 教育行业: 1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2）与新兴媒体合作。流量格局变迁过程中，相比传统媒体，新兴媒体在早期通常会给予广告公司更高的返点，以抢占广告增量。因此，若能积极与新兴媒体合作，则得到的平台返点越高，公司毛利越高。

3）提供增值服务。内容、创意的提供往往能让公司获得超额收益，提升毛利率。若公司加大对新技术的投入，更好地满足客户的内容及创意需求，则能提升公司的议价能力，从而提升毛利率。

2. 广告市场稳健增长，行业格局变迁主因技术更替

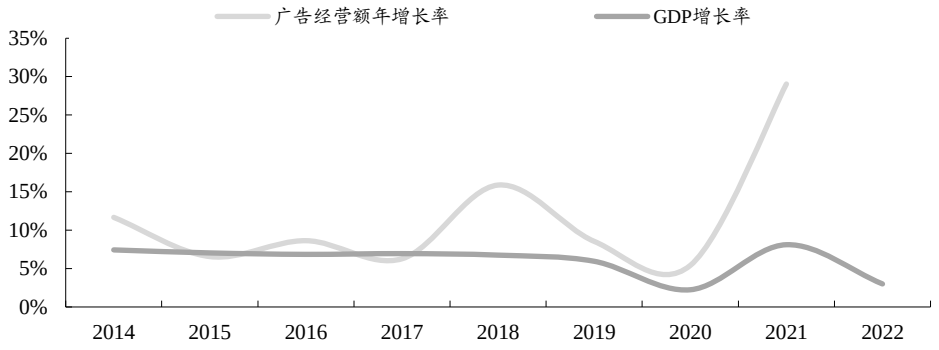
广告主投放的广告预算与经济景气度强相关。若广告主预期未来经济向好、消费需求旺盛，则会投放更多的广告预算；反之，若广告主对未来经济持有悲观预期，则会缩减广告预算。

因此，广告经营额增速与 GDP 增速基本保持同步。中国经济增速近十年来持续放

请务必阅读正文之后的免责声明部分

缓，受疫情影响，2020 年 GDP 增速 2.24%，为近 20 年来最低水平。在此经济背景下，广告主削减广告预算，故广告经营额增速也在疫情期间明显下降。伴随疫情政策放开，宏观经济回暖、消费需求复苏，广告主预算投放回升。

图9：中国广告经营额与 GDP 增长率对比



数据来源：国家统计局，国家市场监督管理总局，东吴证券研究所

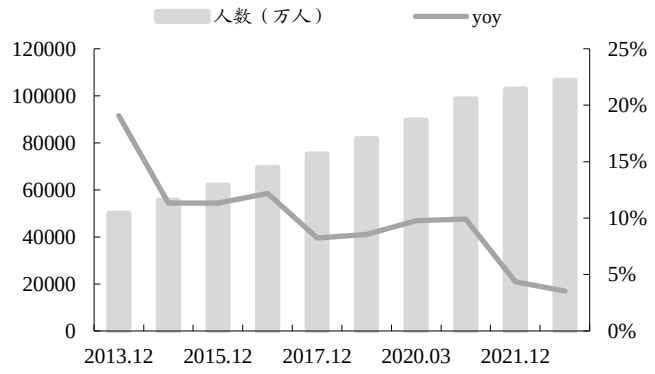
2.1. 广告投放基于流量及转化率，技术变更推动行业格局变动

广告行业的规模主要受广告主预算需求变化影响，是一个与宏观经济强相关的盘子。尽管行业规模增长相对稳健，但格局变化较快，每次新兴技术或媒体端流量的变更将会推动行业格局重塑

回顾移动互联网时期，广告营销行业的变化：

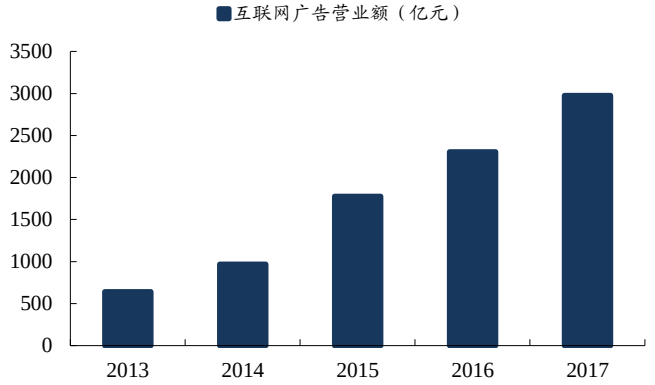
1）2013-2017：媒介变更，网络广告规模随互联网流量红利提升。2013 年起，移动互联网兴起，智能手机普及度提高，至 2013Q4，我国新出货手机的智能化比例已高达 75%； 2013 年底，我国正式发放 4G 牌照。伴随网络建设端的完善，传统媒介形式向移动端转变，移动互联网用户流量持续增长。技术推动下的媒介更迭/传播形式变化带来传媒行业的新增量：从 PC 端到移动端的变革中，广告传播途径向网络广告转变，内容形式需顺应新技术才能抢占新兴市场。

图10：2013 年以来手机网民人数（万人）



数据来源：CNNIC，东吴证券研究所

图11：2013-2017 年中国互联网广告营业额（亿元）

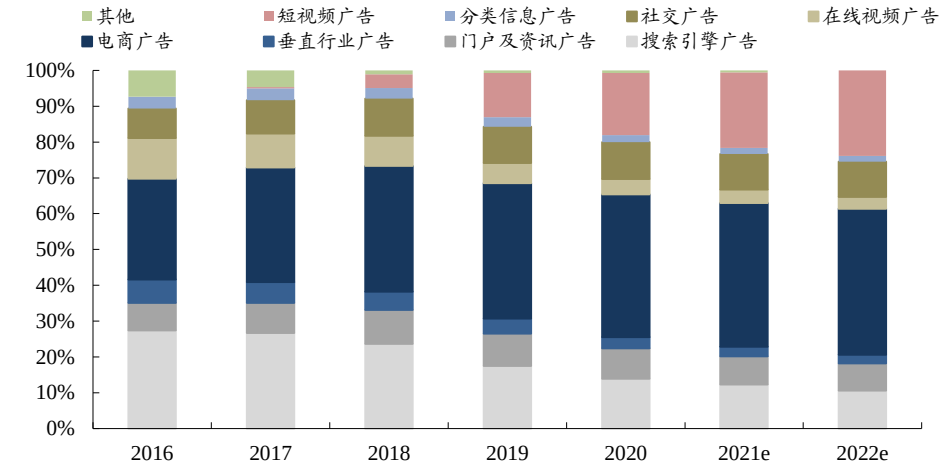


数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

2）2017-2022：效率更高的短视频广告抢占搜索、长视频广告份额。自 2017 年后，

短视频广告成长较快，短视频营销有着制作与形式灵活，内容丰富互动强等的优势，更易刺激用户消费，广告转化率相对更高。2016 年以来，短视频广告呈现快速增长态势。根据艾瑞咨询，2020 年短视频平台以 17.4%的市场份额超过搜索引擎成为网络广告市场第二大媒体类型。

图12：2016-2022 年中国不同媒体类型网络广告市场份额

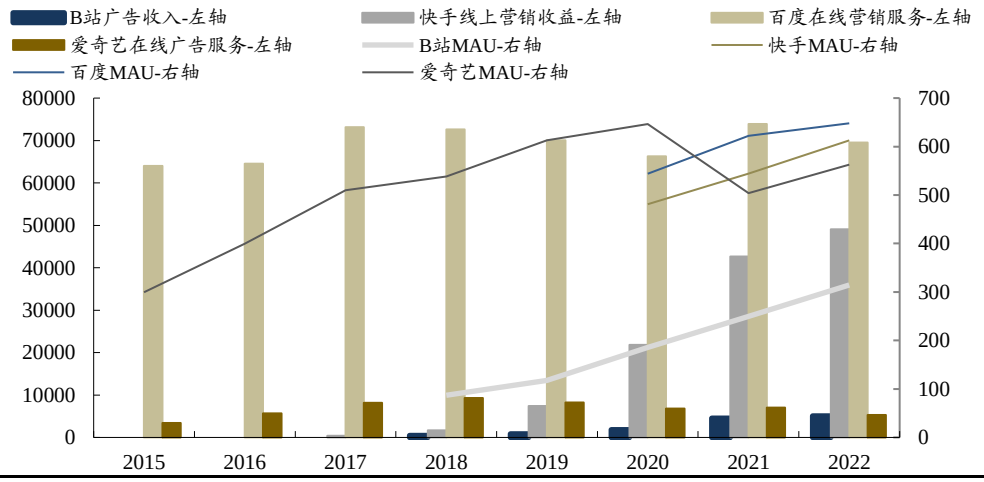


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

广告主投放的广告预算基于用户流量及投放效率。广告主分配广告预算时，倾向于集中在高流量的媒体平台及高转化率的广告形式，即让更多的人看到广告，让看到广告的人能够成为广告主的受众。

媒体端：平台用户为平台重要资产，与广告投放呈正相关。基于广大平台流量，广告能够触达的用户人群更多；同时，平台基于用户基础信息、使用行为，具有大量用户标签，广告投放具有精准化特点，定向投放至潜在用户群体，效果更优。我们对比了不同互联网公司的 MAU 数及广告收入，百度及快手具有更高的 MAU，相较于其他公司广告收入领先，广告收入与流量呈正相关关系。

图13：各互联网公司 MAU（百万人）与广告收入（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

广告形式：广告主更倾向于投放高转化的广告形式，以获取足够高的 ROI。近年来，广告主预算从搜索广告逐步向电商广告及短视频广告迁移，本质是向转化率更高的广告形式迁移。电商广告距离交易端更近，可以实现直接从营到销的转化。短视频广告通过更吸引人的内容形式（将产品核心亮点汇聚在几秒的视频内），为用户留下深刻印象，刺激用户进行消费。

因此，技术更迭下，更有效率的广告形式出现、流量格局的颠覆都将推动广告行业产生新变化，提前卡位的营销中介将获益。

2.2. 提前卡位的营销中介在格局变更中有望抢占市场

在移动互联网技术驱动的行业格局变更中，受益的往往是提前感知广告主动向并提前卡位的营销中介。

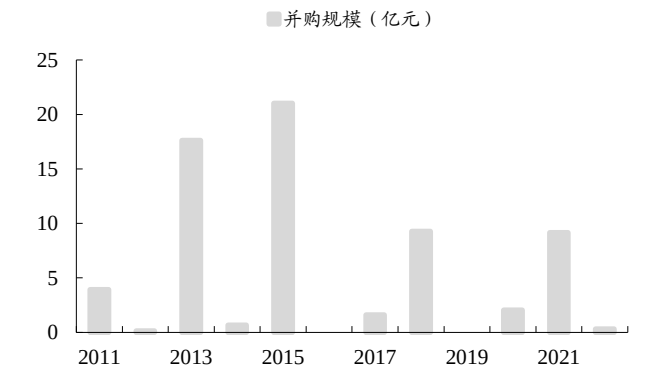
1）在技术变革的时代中，抢先卡位相关技术的中间商将瓜分相对滞后公司的广告主预算。

2）平台侧的竞争将为广告服务商带来高返利。一般而言，新的媒体平台在用户流量变现的阶段，会给予广告服务商更高的返点，从而为其带来更高的毛利。

以移动互联网时期蓝标的崛起为例：前瞻布局互联网广告及短视频广告推动公司市场规模扩大。由于广告营销行业的进入门槛相对不高，而且广告服务商处于产业链中游，受到两头挤压，议价能力通常较弱，因此，广告服务商主要依靠获取足够高的广告投放预算，以构筑市场壁垒。

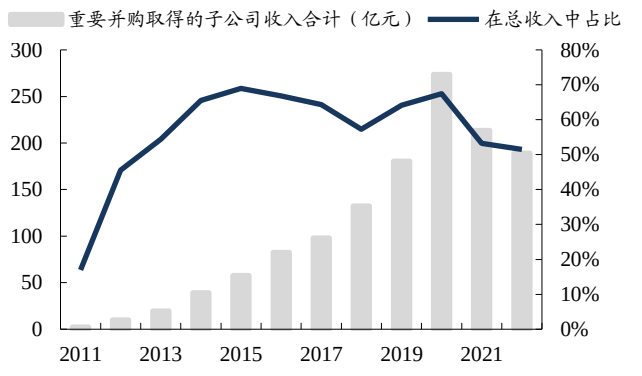
在网络广告规模持续提升的背景下，蓝标以外延式并购为主、内生式发展为辅的发展战略，把握发展机遇，逐步成长为国内营销龙头。根据 Choice，公司自上市以来累计进行了 132 次并购。

图14：公司并购情况（单位：亿元）



数据来源：Choice，东吴证券研究所
注：统计当年披露且最终实施完成的并购规模情况

图15：重要并购取得的子公司收入与占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：重要的并购取得的子公司根据公司披露的“主要控股参股子公司”统计

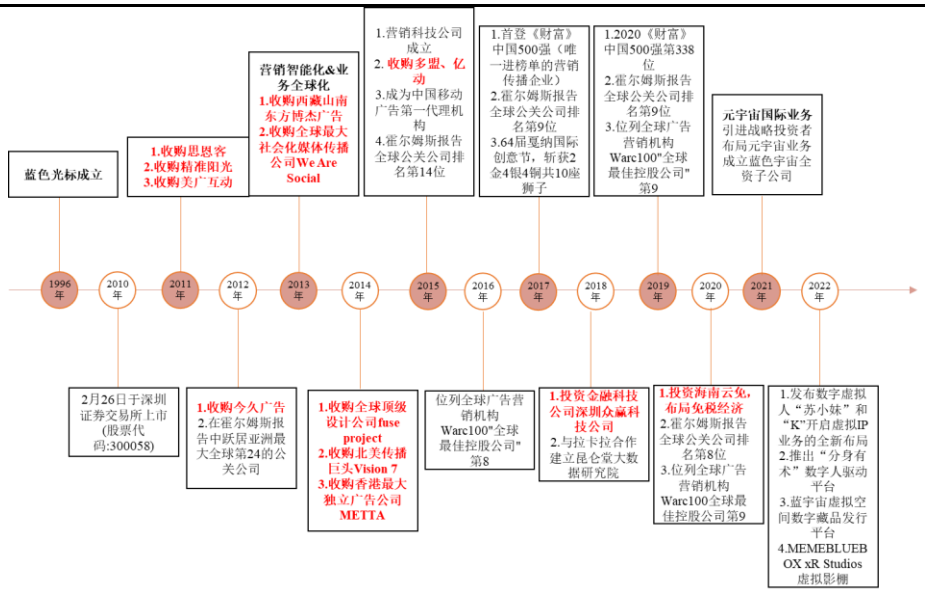
1）2011 年，公司收购思恩广告、美光互动、精准阳光，进军广告行业；

2）2013 年，公司提出“数字化、国际化”战略，以 21.93 亿元收购山南博杰，进军电视广告，同时以 5.85 亿元收购 We Are Very Social，拓展海外业务；

3）2014 年，公司收购 VISION7、FUSE PROJECT、METTA 等，进一步在海内外布局；2015 年，公司收购多盟、亿动，组建大数据科技部，布局数据科技。在此期间，重要的并购取得的子公司贡献的收入在总收入中的占比快速提高。

4）2015 年以后，公司放缓收购步伐，深入向数据科技公司方向转型。

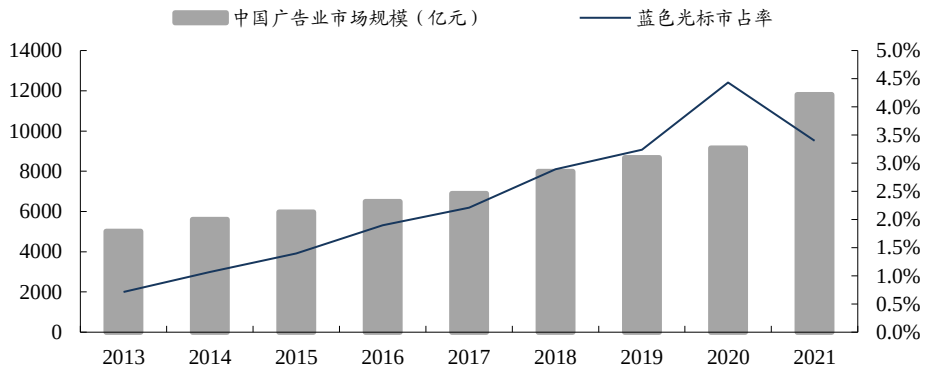
图16：蓝色光标发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

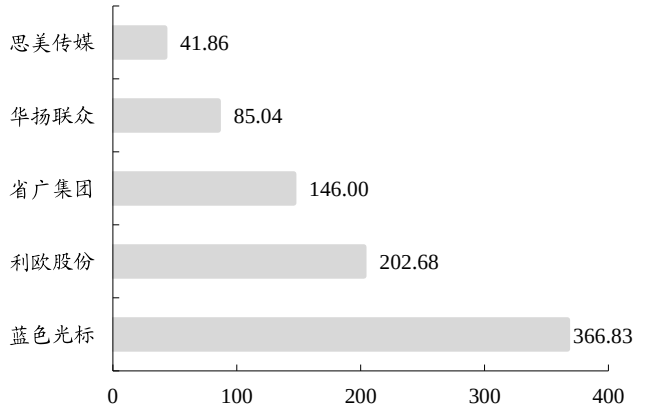
公司基于并购拓展业务，市场规模持续提升，实现营收快速增长。在格局分散的中国营销市场中，公司通过战略转型数字化、布局国际化，市占率由 2013 年的 0.71%跃升到 2020 年的 4.43%。2022 年，蓝标以 366.83 亿的营收在中国广告代理商中遥遥领先。2022 年 5 月，在全球权威公关行业咨询机构 PRovoke（原 The Holmes Report）发布的 2022 全球排名中，蓝色光标位列全球营销控股集团第 8 名，是仅有的一家进入全球前十的中国企业。

图17：蓝色光标在中国广告业的市场份额（单位：亿元）



数据来源：国家市场监督管理总局，公司公告，东吴证券研究所

图18：2022 中国头部广告代理商营收（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19：蓝色光标位列全球营销控股集团第 8 名

HOLDING GROUPS/NETWORKS

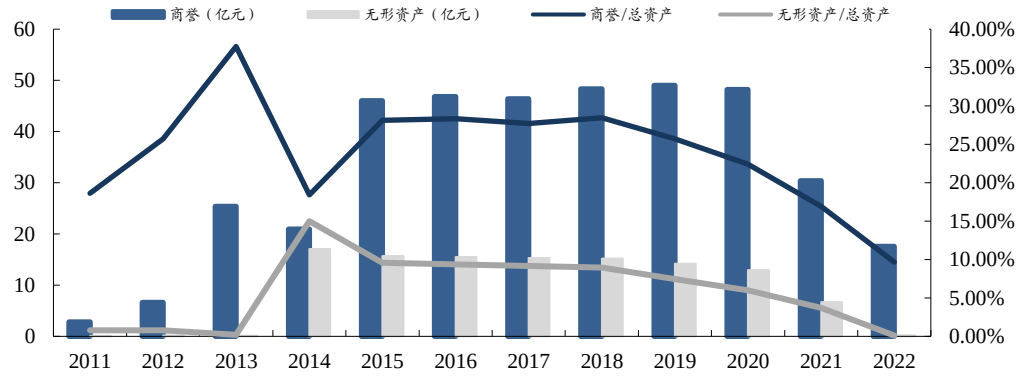
The following is the ranking of 2021 revenue from the PR operations of major holding groups and independent networks.

2022	2021	Agency	HQ	Fee Income 2021 ($)	2021 Growth (Reported)	Growth vs 2019 (Reported)
1	1	Omnicom PR Group nb	USA	1,391,700,000	6.9%	0.9%
2	2	IPG Dxtra nb	USA	1,260,000,000	10.2%	-2.8%
3	3	WPP nb	UK	1,228,500,000	5.0%	3.6%
4	4	DJE Holdings nb	USA	1,104,000,000	19.2%	13.7%
5	5	PROI Worldwide nb	USA	1,075,000,000	17.7%	8.6%
6	n/a	IPREX	USA	508,000,000	10.0%	n/a
7	7	Publicis Groupe nb	France	480,000,000	6.7%	6.7%
8	8	BlueFocus Comms Group nb	China	368,590,924	1.3%	12.0%
9	9	Havas PR nb	France	220,000,000	2.3%	n/a
10	10	Next 15 nb	UK	187,600,000	15.8%	n/a

数据来源：PRovoke，东吴证券研究所

目前，并购带来的商誉减值压力基本落地。由于公司并购对象多为营销等轻资产企业，溢价率较高，形成了较高水平的商誉。此外，一些并购中会获得并购对象重要的无形资产，如品牌、客户关系等，这些是被并购方重要的竞争优势。2015 年，公司子公司山南博杰、今久广告、We Are Very Social 业绩不及预期，计提商誉减值 2.05 亿元，并对相关的品牌等无形资产计提 7.11 亿减值。2016-2021 年，公司的无形资产与商誉规模较为稳定，资产减值损失也呈下降趋势。2022 年，公司计提 20.38 亿商誉、无形资产及其他资产减值，公司商誉总额下降到 17.56 亿，占总资产比重下降到 9.66%。公司的商誉减值压力得到释放，将不再构成对未来财务表现的重大挑战。

图20：蓝标商誉与总资产情况



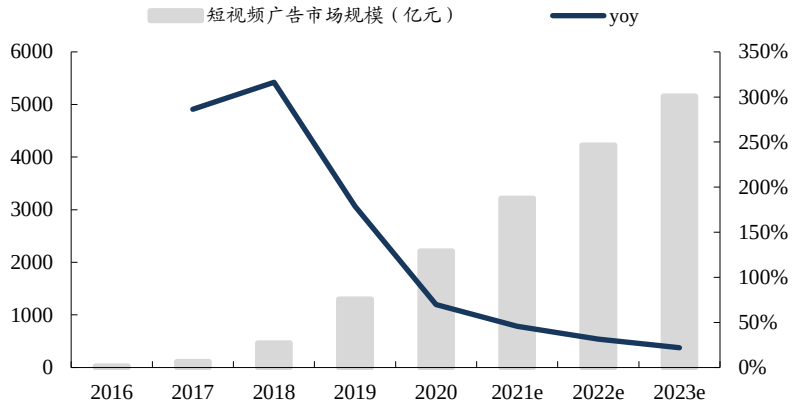
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

前瞻布局短视频赛道，为蓝标带来网络营销的主要增量。2018 年后，蓝色光标对接百亿级广告预算，敏锐察觉市场动向，积极转向，把握住了短视频营销领域的机遇。公司的短视频业务在 2019 年增长了近 10 倍，到 2020 年已经实现接近 30 亿的规模，并逐步成为继出海业务后，公司第二条营收过百亿的业务线。

同时，在短视频兴起阶段，基于新兴媒体及广告形式的出现，蓝标等营销中介手

握较大规模的广告预算，相对新兴媒体具有一定议价能力，在早期返点比例较高。

图21：短视频广告市场规模（亿元）



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

3. AI 技术有望重塑行业格局，蓝标作为行业龙头将受益

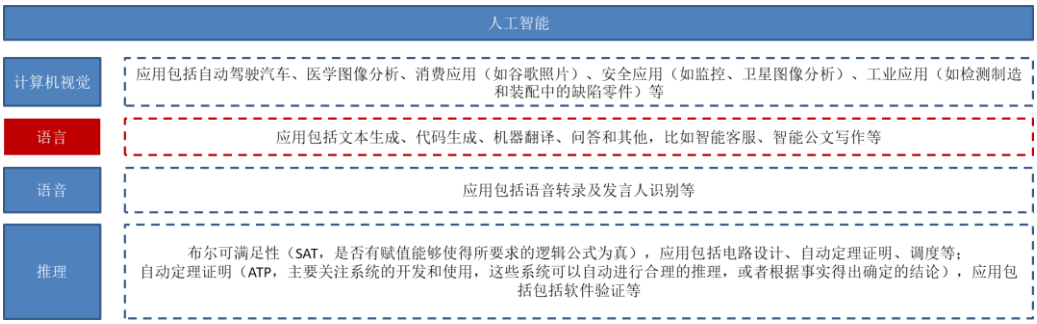
3.1. AI 技术迎来奇点，与应用侧有望进一步结合

ChatGPT 横空出世，代表着语言类 AI 底层技术 NLP 的显著进步。2022 年 11 月，Open AI 发布对话式 AI 新模型 ChatGPT，只需向 ChatGPT 提出文字需求，即可让其完成回答问题、书写代码、创作文本等指令。

ChatGPT 是 GPT-3 和 GPT-4 之间的过渡版本，GPT 是解决 NLP(自然语言处理)任务的训练模型之一，该预训练模型基于 Transformer 架构(具有自注意力机制，可以捕捉句子中的上下文关系)，可以根据给定文本预测下一个单词的概率分布，从而生成人类可以理解的自然语言。ChatGPT 从 GPT-3.5 模型微调而来，Chat 强调了其为了对话而优化，具有记忆能力，可以完成连续性对话。

ChatGPT 的上线意味着语言类 AI 底层技术 NLP 进步显著，同时启示 AI 其他领域应用更高效率的 Transformer 和产出更类人的 RLHF 算法。

图22：AI 底层技术领域分类



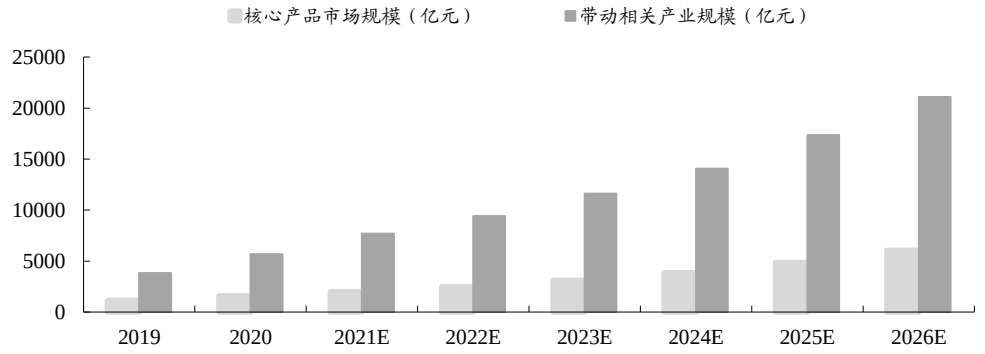
数据来源：斯坦福大学，OpenAI，东吴证券研究所

AI 技术与产业应用侧有望进一步融合，人工智能产业空间万亿可期。人工智能的

应用能够赋能各行业生产生活流程，助力企业端降本增效。以文本生成领域来看，AI 的应用将显著提升效率：截至 2021 年 3 月，推出 9 个月后的 GPT-3 日均文本生成量 45 亿，而 2021 年阅文集团新增文字量为 360 亿，相当于 GPT-3 8 天的文字内容生成量。

AI 核心技术的突破有望引领应用端效果提升，加速 AI 应用商业化落地。根据艾瑞咨询，到 2026 年，人工智能核心产业规模将超 6000 亿元，其带动相关产业规模将达 21077 亿元。

图23：中国人工智能产业规模（亿元）



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

3.2. 下游媒体流量集成 GPT，新型广告形式出现，流量格局变动趋势初现

类比移动互联网趋势，AIGC 趋势有望为营销行业带来新的变革。在当前 AI 对下游媒体流量格局的重塑过程中，广告主越来越重视新型的广告营销方式，这给了蓝色光标这样的头部整合营销企业新的发展机遇。蓝色光标可以凭借自身强大的全营销环节服务的能力，为客户提供高质量的服务。

集成 AI 功能的平台正逐步引流。微软于 2023 年 2 月推出 New Bing 浏览器，集成 Chat GPT 类技术，用户可通过 AI Chat，给定主题、关键词、数据或其他信息，AI Chat 在短时间内可以生成更可靠、更完整、更具备创意的答案，并根据实时的数据和反馈进行优化和调整，从而满足用户的不同需求。

图24：New bing AI Chat（示例一：销量最高的三种宠物吸尘器有哪些优缺点）

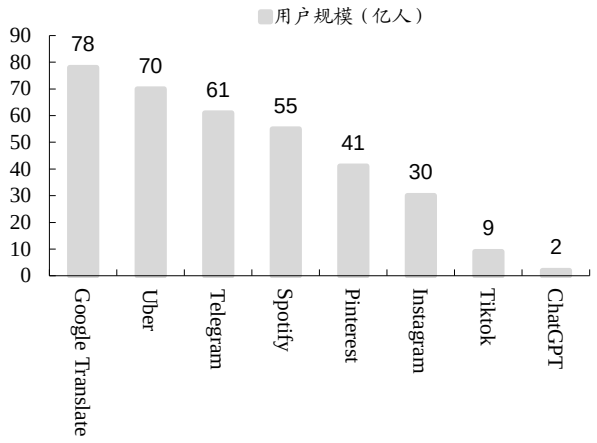
数据来源：Bing，东吴证券研究所

图25：New bing AI Chat（示例一：可以推荐清爽的饮料吗）

数据来源：Bing，东吴证券研究所

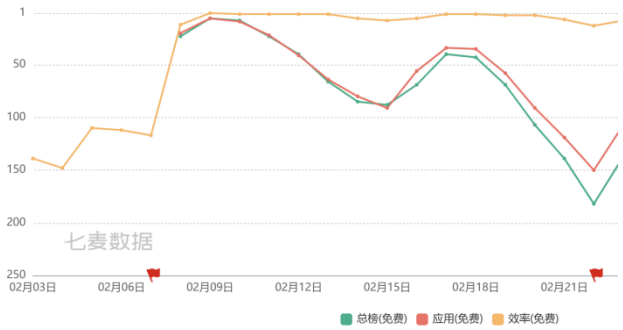
根据微软企业副总裁 Yusuf Mehdi，在 New Bing 宣布上线 48 小时内，超 100 万名用户申请加入。截至 2023 年 3 月 29 日，Bing 的 DAU 已超过 1 亿。聊天等新场景正在推动用户参与度提升，已有超过 1 亿次的聊天。此外，Chat GPT 作为 AI 行业突破性工具，其用户数自上线以来急速攀升，截至 2023 年 1 月，月活用户已经突破了 1 亿，成为史上用户增长速度最快的应用。

图26：仅用 2 个月 Chat GPT 月活突破 1 亿用户



数据来源：UBS/Yahoo Finance，东吴证券研究所

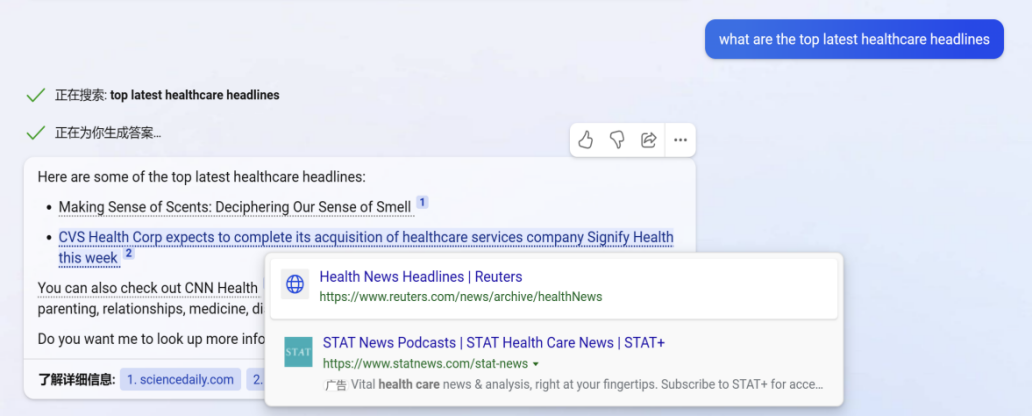
图27：Bing 美区 IOS App Store 排名



数据来源：七麦数据，东吴证券研究所

New Bing 也在探索具有更高投放效率的新型广告形式。3 月 29 日，微软表示正探索在必应聊天（Bing Chat）给出的回复中投放广告。与以往的搜索引擎广告投放依赖于用户搜索侧边栏的推荐展示页面不同，新型广告形式将在 AI 给出的回答里加入相关内容链接，有望根据用户问答及行为实现更加精准的广告推送。

图28：微软探索将广告嵌入 bing 聊天中



数据来源：微软，东吴证券研究所

3.3. 公司与微软达成战略合作，有望把握格局重塑的机遇

凭借规模化优势，目前蓝标已与微软达成战略合作。2023 年 3 月，蓝色光标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，在具备生成式 AI 能力的 New Bing 浏览器上提供营销服务；同时，公司将与微软开展基于 OpenAI 的

技术产品合作，申请成为 Azure 的营销 ISV。

图29：蓝色光标战略合作微软

数据来源：蓝色光标公众号，东吴证券研究所

对于媒体端而言，蓝色光标拥有多年积累的客户优势。在国际上，公司是中国领先的出海业务代理商，2022 年营业收入 366.83 亿元，出海业务占总收入的比例超 70%，约为 263.70 亿元。在国内，公司也是国内各媒体排名前列的采购商。因此，媒体端愿意与蓝标达成合作关系，从而抢占下游的媒体流量。

对于广告主而言，新兴的广告形式将具有较高的投放效率。例如，搜索广告转化效率相对较低，是因为对于用户来说，搜索其实是一种门槛较高的行为，用户需要通过特定且精确的关键词搜索才能得到相应信息，大多数时候，用户的搜索行为并不能给到他精准的回复。但集成 Chat GPT 类技术后，用户可以简单的使用问答，得到较为准确的结果，将合适的广告推给受众群体，从而有助于提升广告转化率。

对于公司自身而言，新兴媒体的产生将推动公司利润率提升。新兴媒体为争取广告预算，常常给出更高的返点。短视频兴起阶段，营销中介手中具有大规模广告预算，相对新兴媒体具有一定议价能力。例如，早期头条系能给到蓝标较高的返点。但随着竞争格局趋于固定，返点比例将持续下降。

随着海外微软推出 New Bing；国内百度推出文心千帆，阿里腾讯等陆续加入大模型业务浪潮，有望推动媒体端流量变迁；蓝标可以获得的返点份额将会随竞争的激烈程度提升。我们认为，新的用户流量入口、新的 AI 广告形式、与巨头的深度绑定，将推动公司在流量重组的过程中抢占广告增量，提升毛利率。

4. 全力拥抱“All in AI”，全方位赋能主业

作为中介服务商，同行业玩家提供的服务相对同质化， 对 AI 技术的应用有望赋能主业，提升中间商服务能力，蓝色光标有机会参与到重塑的每一个关键点，提供额外的增值服务，优化原有的商业模式，从投放向内容端服务渗透。

4.1. 全力开展 AI 布局，深化智能营销战略转型

4.1.1. 多年营销经验沉淀数据，为布局 AI 打下基础

公司基于 20 余年从业经验，持续为全球范围内超过 3000 家客户提供服务，涵盖游戏、汽车、互联网及应用、电子商务、高科技产品、消费品、房地产以及金融等八大行业。优质客户资源为蓝标“All in AI”提供基础：①手握百亿级预算，具有对广告预算流向的感知，媒体端将更倾向于和公司探讨广告形式的升级，达成紧密合作。②过往经验沉淀较多行业数据，能够把握多行业广告主投放喜好。

蓝色光标基于多年营销经验沉淀相关数据，且重视技术投入，为全面拥抱 AI 奠定基础：

1）数据沉淀：蓝标在基于数据的用户洞察方面有多年的专业积累，能够深度挖掘、监测、洞察到触达的数据背后的商业价值，并能为企业提供一个端到端闭环智能营销解决方案。在数据处理上实现标准化、最大化，有效节省成本，并对客户的需求做出反应，助力客户实现最具价值、最精准的营销。

2）重视技术投入：公司通过技术优势驱动融合“技术+创意”为客户提供智慧经营整合赋能服务。2015 年至 2022 年，公司累计研发投入 8.00 亿元；2021 年至 2022 年新业务投入约 2 亿元。在 AI 技术不断迭代的趋势下，公司依然可以通过加强投入手段不断吸纳新技术，实现快速转型。

4.1.2. 拥抱“All in AI”，前瞻布局 AI 技术

2023 年，公司提出“All in AI”，全方位拥抱 AIGC。在人工智能的浪潮下，新的广告模式、营销模式、媒体模式将重新塑造从营到销的价值链条上的每个环节。公司前瞻布局 AI，全力拥抱新技术。

自 2022 年底，蓝标在 AI 上不断实现投入及布局，体现其拥抱 AI 的决心。公司除了在境外业务上与微软达成深度合作外，在境内也积极地与百度、阿里、字节等合作。通过与提供生成式 AI 大模型的巨头广泛合作，公司能够及时掌握模型开发的进展，帮助客户评价不同模型的优劣势，提供合适的解决方案，实现价值和能力的链接与互补。

表3：蓝色光标 AIGC 相关布局

时间	事件
2022 年 12 月 30 日	蓝色光标“品牌集合虚拟空间”（Tomato Galaxy）海外上线，元宇宙布局向全球化启程
2023 年 02 月 15 日	蓝色宇宙宣布成为百度文心一言（英文名：ERNIE Bot）首批生态合作伙伴
2023 年 03 月 15 日	蓝色光标旗下蓝色宇宙携手微软，开启 GPT-4 元宇宙营销时代
2023 年 03 月 22 日	蓝色光标销博特发布“萧助理双子版本”
2023 年 04 月 25 日	MEME 魔因未来发布 AIGC[AI · BF]蓝标仁身份徽章

2023 年 05 月 04 日	虚拟人苏小妹亮相央视五四特别节目，跨次元合作文化融合节目《风华鉴》

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

2 月 15 日，蓝色宇宙宣布成为百度文心一言的首批生态合作伙伴。后续，蓝色光标将全面体验并接入文心一言的能力。蓝色光标将与百度在产品研发、标准制定等多个领域展开深化合作，打造联合解决方案，通过技术共享、培训赋能、联合营销等方式，强化竞争力，为用户打造包括私域运营、智慧客服在内的全场景虚拟人工智能解决方案及服务，同时依托智慧互联、创新互联，引领企业营销变革与升级。

过去，蓝标在助力企业提升营销效率的同时，也实现了不同生态间的数据打通，为企业构建新的营销生产力，实现定制化营销服务。我们看好在 AI 开启营销行业变革的背景下，具有数据沉淀，重视技术投入的蓝色光标，能够通过 AI 应用为企业提供更多高附加值的智能营销服务，开拓新型商业模式。

4.2. AI 行业模型及赋能主业并举，有望向内容端进一步渗透

4.2.1. 构建行业模型，将进一步提升公司核心竞争力

AI 通用能力迭代迅速，但在细分行业专业经验积累方面仍有欠缺：随着深度学习算法持续升级迭代，AIGC 科学技术的计算通用能力迭代进化飞快，海内外科技企业纷纷入局。然而，大模型对特定的行业数据积累较少，较难实现不同行业的差异化需求，对具体场景的推理演绎能力往往不如在其基础上开发的中小模型。

构建行业模型，有望打造全新商业模式。AI 工具的使用难度较低，较难构建公司的竞争力。公司更加专注于广告行业模型以及在应用层的创新，将基于深厚的市场营销经验、敏锐的市场洞察及变现能力，搭建 AI 垂类行业深度训练模型。公司有望利用 API 接口调动通用大模型，在不同的行业应用场景基础上，训练特有的行业模型，打造 Blue Focus AIGC 工具矩阵，赋能、提效、重塑不同营销场景。

通过开发营销行业小模型，有望为广告主提供比投放预算更多的价值，提升营销效率及多样性，实现收入增量与盈利能力提升。

4.2.2. AIGC 赋能主业，释放创意价值

AIGC 赋能营销场景，释放商业创意价值。目前，蓝色光标已将 AIGC 应用于各种各样的营销场景，如创意制作、品牌推广、用户运营、产品设计等。作为率先布局 AIGC、元宇宙等创新业务的营销科技企业，蓝色光标加速推动新技术与营销应用场景的深度融合，一方面大幅提升效率，降低内容生产与运营过程中的成本，另一方面，向 IP 内容端渗透，提升变现能力。

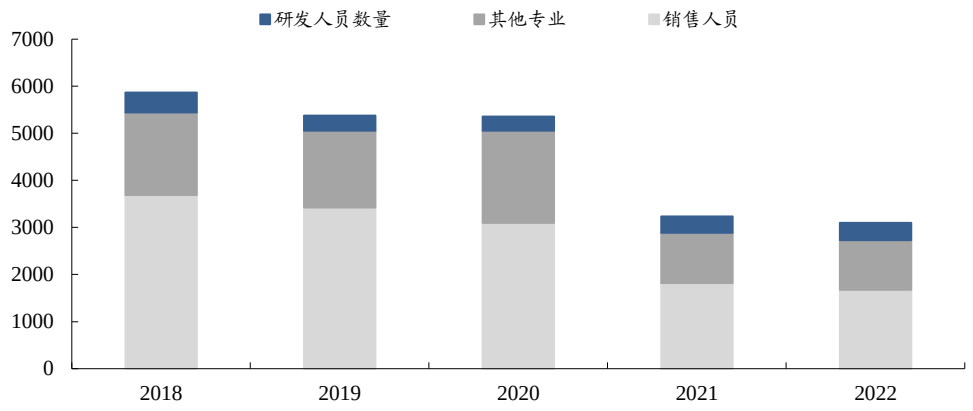
1）AI 助力公司内部降本增效：停止部分外包，降低成本费用。4 月 12 日，根据银柿财经，蓝色光标华东区总部运营采购部下发邮件称将全面停止创意设计、方案撰写、文案撰写、短期雇员四类相关外包支出。通过使用 AI 高效解决以往需要外包的业

务，公司有望缩减每年千万量级的外包费用，为后续投入 AI 奠定基础。

全面使用 AIGC 作为生产工具，提升生产效率。蓝色光标将开启“人+AI 助理”的工作模式，在日常工作场景中高频使用 AIGC 作为生产工具，提升作业效率。例如，以目前的 AIGC 工具，在短视频层面，产能可以提升 15-30%；在推广图片的效果生成批量修改方面，单位工作时间可以缩短 80%；在调研、分析效率层面能够提升 20-30%的效率。

有望推动公司员工结构持续优化，控制费用率：自 2017 年开始，蓝标已开始精简员工结构以提升净利率。2018-2022 年销售人员数量持续下降。随着 AI 投入使用，公司员工结构有望持续优化，推动费率优化。

图30：蓝色光标近五年人员结构变化（人）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2）向 IP/内容端渗透，提升变现能力：

赋予虚拟人灵魂，打造 AI 时代的优质 IP。虚拟人将不再仅仅具有外表，借助 AI 的能力也能够创造出更个性化、智能化的形象，让虚拟人不仅拥有好看的皮囊，更具备有 AI 的灵魂，在不同的场景设定中，更好地与用户互动，更高效地创造价值，向营销、陪伴、直播带货等更多元化的变现场景拓展。

公司已相继开发了符合当代年轻人审美、具有独特人设的偶像型虚拟人和作为真人数字形象的数字分身两个类别的虚拟人产品。

（1）偶像型虚拟人：

公司自有 IP：以苏小妹、K、吾音为代表，为迎合年轻人主流审美和价值观打造。此类虚拟人可应用于广告杂志拍摄、参加综艺节目、通过社交媒体发布品牌宣传内容等活动场景。

图31：蓝色光标虚拟人“苏小妹”广告代言案例

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

品牌定制 IP：公司为品牌打造的个性化专属虚拟数字人 IP，赋予虚拟偶像符合品牌调性的人设，将不容易直接表达的精神、理念、文化等集中到一个虚拟数字人上，让用户增强与品牌的互动性，提高对品牌的信任度。

图32：为东风标致打造的虚拟数字人“小狮妹”

数据来源：公开来源，东吴证券研究所

图33：蓝标打造的梁平文旅 AI 推荐人“柚见欢”

数据来源：公开来源，东吴证券研究所

（2）数字分身：

2 月 23 日，蓝色光标全资子公司蓝色宇宙正式上线“分身有术”数字人驱动平台，并同步开启售卖。“分身有术”是一款高性价比的真人数字分身驱动平台，为各行各业各领域关键人，提供基于“分享”场景下的低成本、高效率、超写真的解决方案。

图34：蓝色光标 AIGC 产品「分身有术」

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

AI 赋能内容生产，可产生新的智能内容创作方式。公司已打造多款 AI 广告作品，基于 AIGC 技术深度融合内容创作，为佳能、伊利等知名品牌打造出创新性的广告宣传视频、海报。

借助 AIGC 技术，蓝色光标智扬团队通过 AIGC 基础生成+人工后期为佳能打造动画，耗时仅几个工作日，AIGC 已经全面赋能创意执行与后期制作，利用 AIGC 与人工组合搭配，可产生新的智能内容创作方式。

图35：蓝色光标智扬团队为佳能打造的“次元世界的动漫作品”

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

蓝色宇宙旗下的营销厂牌 IF AGENT 与伊利纯牛奶联合创新推出 AI 牛奶包装，几款包装均由 AI 参与。Mid-journey 等 AI 作图软件呈现出强大的美术能力，并通过无限画的画风组合，延展想象力边界。

图36：蓝色光标为伊利打造的 AI 设计牛奶包装

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

3）AI 工具可自动生成营销策略一体化解决方案

公司旗下智能营销助手销博特于 2022 年底发布的 AIGC“创策图文”营销套件已可自动生成营销策略的一体化、自动化解决方案。3 月 22 日，蓝色光标销博特发布“萧助理双子版本”，用户通过与“萧助理”会话沟通，即可完成广告内容 AI 辅助生成工作。销博特移动端和 PC 端累计用户已突破 10 万。更多专业语料的输入加之更多的交互训练，将不断精进垂直行业 AIGC 模型的服务能力，进行迭代升级。

表4：蓝色光标销博特 AIGC“创策图文” 营销套件

营销场景	营销套件
AI 生成创意	创意风暴：通过 NLP 技术获得启发短语来捕获创意火花，组合相关元之间的关联性进行创意概念推荐； 创意罗盘：用户通过人群和卖点来获得创意启发。
AI 生成策略	智能策划：用户输入 Brief，策划后台 15 分钟生成策划案； 人群画像：结合行为心理学，通过社群数据和调研数据一键生成用户画像。
AI 生成图片	一键海报：输入关键词或句，基于营销热点生成每日打卡海报； 创意画廊：“康定斯基”一键抽象画平台。
AI 生成文本	AI 易稿：基于新闻稿模板的辅助写作； 品牌主张：用户输入品牌名和关键词、调性，来写 slogan； 国风文案：基于品牌、调性和核心句子来写品牌写真。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在 AI 技术的加持下，蓝色光标将借助 AI，推动公司向 IP/内容端渗透，实现 IP 的变现拓展及内容的创意生成。

5. 盈利预测与投资建议

蓝色光标作为国内领先的营销科技公司，在 AI 将重塑营销行业格局的背景下，公司有望凭借其长期积累的上下游广告主和媒体平台资源优势，结合公司前瞻布局的 AI 技术优势，带动业绩及估值的提升。我们维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年总

体营收增速分别为 20%/13%/9%；预计公司 23-25 年归母净利润为 6.9/8.4/9.9 亿元，同比增长 132%/22%/18%。

我们选取利欧股份(一站式整合数字营销服务的数字营销集团)、浙文互联（中国领先的“数据+技术”智能营销平台）和易点天下（技术驱动型企业国际化智能营销服务商）作为可比公司，2023 年平均 PE 为 27.9 倍，考虑到公司作为营销行业龙头，有望率先受益于行业格局重塑机遇，AI 赋能主业，维持“买入”评级。

表5：可比公司估值表

公司代码	名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002131.SZ	利欧股份	149.3	571.9	761.5	922.0	26.1	19.6	16.2
600986.SH	浙文互联	83.0	279.3	339.3	408.3	29.7	24.5	20.3
301171.SZ	易点天下	105.5	328.7	426.1	539.3	32.1	24.7	19.6
均值						**27.9**	**22.0**	**18.3**
300058.SZ	蓝色光标	252.8	686.5	840.9	990.3	36.8	30.1	25.5

数据来源：利欧股份、浙文互联、易点天下均采用 Wind 一致预测，东吴证券研究所；总市值选取 2023.5.22 日收盘价

6. 风险提示

AI 相关技术/应用发展不完善。若 AI 等技术发展不及预期，AIGC 渗透率未能如期提升、应用场景受限，潜在市场规模或无法释放。

AI 伦理风险。AI 可能会生产违反常规、违背法律和道德的内容，或帮助人类以作弊等形式完成违反常规、违背法律和道德的行为。

行业竞争加剧风险。营销传播服务行业为智力服务行业，具有人才密集、行业 集中度低、轻资产等特点，准入门槛低；行业竞争日趋激烈。

蓝色光标三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	**12,978**	**14,679**	**16,230**	**17,571**
货币资金及交易性金融资产	5,053	5,991	7,254	8,534
经营性应收款项	7,471	8,004	8,407	8,267
存货	10	3	12	5
合同资产	136	164	186	202
其他流动资产	307	517	372	563
非流动资产	**5,192**	**5,599**	**6,054**	**6,450**
长期股权投资	1,880	2,211	2,692	3,087
固定资产及使用权资产	161	239	214	212
在建工程	0	0	0	0
无形资产	19	82	132	174
商誉	1,756	1,693	1,642	1,601
长期待摊费用	10	10	10	10
其他非流动资产	1,365	1,365	1,365	1,365
资产总计	**18,169**	**20,278**	**22,285**	**24,021**
流动负债	**9,799**	**11,217**	**12,382**	**13,126**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,719	1,801	1,884	1,966
经营性应付款项	6,928	8,039	8,938	9,468
合同负债	692	828	939	1,019
其他流动负债	459	548	621	673
非流动负债	954	954	954	954
长期借款	736	736	736	736
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	25	25	25	25
其他非流动负债	193	193	193	193
负债合计	**10,753**	**12,171**	**13,336**	**14,079**
归属母公司股东权益	7,423	8,110	8,951	9,941
少数股东权益	-7	-2	-2	0
所有者权益合计	**7,417**	**8,108**	**8,949**	**9,941**
负债和股东权益	**18,169**	**20,278**	**22,285**	**24,021**

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	**36,683**	**44,077**	**50,004**	**54,277**
营业成本(含金融类)	34,962	41,817	47,433	51,426
税金及附加	13	19	23	23
销售费用	828	882	950	1,031
管理费用	543	599	680	738
研发费用	72	75	83	87
财务费用	70	0	0	0
加:其他收益	89	109	123	109
投资净收益	75	88	90	90
公允价值变动	-187	-66	-53	-43
减值损失	-2,382	-14	-22	23
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	**-2,209**	**801**	**975**	**1,151**
营业外净收支	-64	0	0	0
利润总额	**-2,274**	**801**	**975**	**1,151**
减:所得税	-96	110	134	158
净利润	**-2,177**	**691**	**841**	**993**
减:少数股东损益	-2	4	0	2
归属母公司净利润	**-2,175**	**686**	**841**	**990**
每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.87	0.28	0.34	0.40
EBIT	8	843	1,009	1,080
EBITDA	164	946	1,063	1,161
毛利率(%)	4.69	5.13	5.14	5.25
归母净利率(%)	-5.93	1.56	1.68	1.82
收入增长率(%)	-8.47	20.16	13.45	8.55
归母净利润增长率(%)	-	-	22.49	17.77

现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,080	1,308	1,623	1,603
投资活动现金流	-633	-386	-390	-363
筹资活动现金流	553	82	82	82
现金净增加额	1,126	1,005	1,316	1,322
折旧和摊销	156	103	54	81
资本开支	-104	-144	2	-58
营运资本变动	703	523	745	600

重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股净资产(元)	2.98	3.26	3.59	3.99
最新发行在外股份（百万股）	2,491	2,491	2,491	2,491
ROIC(%)	0.08	7.07	7.82	7.68
ROE-摊薄(%)	-29.30	8.46	9.39	9.96
资产负债率(%)	59.18	60.02	59.84	58.61
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	36.83	30.07	25.53
P/B（现价）	3.41	3.12	2.82	2.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn