

中航证券研究所
 分析师：裴伊凡
 证券执业证书号：S0640516120002
 电话：010-59562517
 邮箱：peiyf@avicsec.com

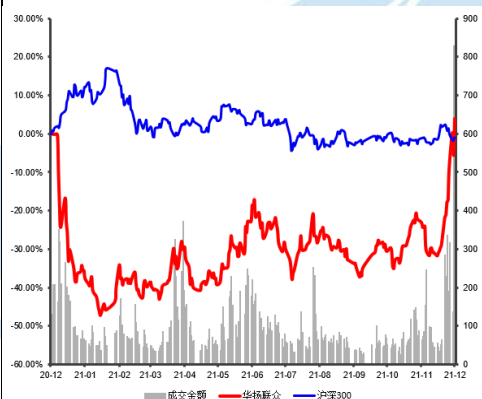
华扬联众（603825）： 加码“虚拟人+数字人民币”，精准卡位元宇宙赛道

行业分类：社会服务

2021年12月22日

公司投资评级	买入
当前股价（21.12.22）	25.04元
基础数据（2021.12.22）	
总市值（亿元）	63.44
流通市值（亿元）	56.69
总股本（亿股）	2.53
流通A股（亿股）	2.26
近三个月换手率	151.10%
PE（TTM）	28.01

近一年公司指数与沪深300走势对比



资料来源：wind，中航证券研究所

投资亮点：

- **Dior虚拟人首秀引关注，未来商业化潜力大。**目前公司在虚拟人业务的布局主要有两方面：1) **虚拟偶像**：华扬联众旗下子公司上海赛虹文化传媒有限公司（Digital Fashion Lab）与其数字技术合作伙伴（Digital Production Lab），早在去年共同推出了虚拟形象“Aimee”，是作为一个完整的虚拟形象，通过数字技术与现有审美体系中对于美的定义，将其打造成一个完整的虚拟形象，可以像真人偶像一样参与各种商业场景；2) **真人的虚拟IP**：Amiee的技术团队在DIOR的2022年早春成衣发布会上尝试打造了明星的数字化形象，大秀开始前，Dior宣布其中国护肤大使景甜将以全新的虚拟形象“甜小甜”现身希腊，还与线上观众展开互动，引起社交媒体上的广泛关注。
- **携手工商银行，开展数字人民币合作。**双方发挥各自优势，整合用户、市场、渠道、数据和技术等资源，共同加速场景建设和用户推广，为下一代沉浸式虚拟网络中创新消费场景打下扎实的支付基础。
- **元宇宙的未来已至，商业场景加速落地。**疫情引爆宅经济的兴起，线上商业场景的转型升级迫在眉睫，各路资本加速推进元宇宙业务，以目前的技术成熟程度，我们认为最快落地的应用是虚拟人、影视、广告营销、文旅、游戏等行业。
- **“数字营销+虚拟人IP+数字人民币”优势赋能，公司“元宇宙”商业生态初现。**公司作为北京2022年冬奥会和冬残奥会官方传播代理服务独家供应商，具备较强的全渠道数字营销能力和内容制作能力，伴随CG、人工智能、动态捕捉等科学技术的迭代创新，数字人的互动性和社交属性不断增强，有望呈现更丰富的沉浸式虚实结合商业交互场景，打开公司虚拟人IP的商业化变现空间。在元宇宙终极形态中，虚拟货币是虚拟经济社会中价值交换的媒介，公司开展虚拟人民币业务，提前探索虚拟场景下的支付技术和应用创新，有望进一步完善元宇宙商业生态闭环的搭建。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为老牌全域营销公司，旗下整合了信息技术营销服务、新零售、综合性内容创造三大优势业务板块，加之虚拟人和数字货币的业务布局，丰富的数字资产储备有望助力开启沉浸式虚拟商业交互场景新时代。维持“买入”评级，**预计21-23年公司归母净利润分别为2.81/5.19/6.77亿元，EPS分别为1.11/2.05/2.67元，对应PE分别为23/12/9倍，维持“买入”评级。**
- **风险提示：**宏观经济下行、疫情反复、行业竞争加剧、新业务不及预期

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

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：010-59562524
 传真：010-59562637

■ 财务报表预测

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9143.77	11696.71	14231.38	16512.67
营业成本	7958.78	9976.12	11923.05	13703.87
营业税金及附加	-8.53	18.35	22.33	25.91
销售费用	457.87	837.48	1085.85	1355.69
管理费用	147.04	194.17	243.36	284.02
财务费用	65.99	49.26	66.27	74.66
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-13.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-318.16	-307.15	-307.15	-307.15
营业利润	255.46	314.17	583.36	761.38
其他非经营损益	-14.97	-8.82	-8.82	-8.82
利润总额	240.49	305.36	574.55	752.56
所得税	36.79	35.94	76.32	103.02
净利润	203.70	269.42	498.23	649.54
少数股东损益	-5.84	-11.28	-20.86	-27.20
归属母公司股东净利润	209.54	280.70	519.09	676.74

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	404.83	116.97	142.31	165.13
应收和预付款项	5700.39	5615.98	8137.94	7811.81
存货	204.94	461.44	334.99	580.40
其他流动资产	46.52	46.52	46.52	46.52
长期股权投资	93.93	93.93	93.93	93.93
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	26.57	22.74	18.92	15.10
无形资产和开发支出	145.81	144.88	143.96	143.04
其他非流动资产	0.00	13.34	0.00	0.00
资产总计	6472.78	6515.80	8918.58	8855.92
短期借款	1174.03	813.39	1778.60	1149.53
应付和预收款项	3557.83	3767.90	4847.46	4947.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	394.58	117.94	117.94	117.94
负债合计	5126.44	4699.22	6743.99	6214.58
股本	228.58	228.58	228.58	228.58
资本公积	582.68	582.68	582.68	582.68
留存收益	108.19	1169.85	1548.73	2042.68
归属母公司股东权益	1776.23	1981.11	2359.99	2853.93
少数股东权益	1.07	-10.21	-31.07	-58.27
股东权益合计	1777.31	1970.90	2328.92	2795.66
负债和股东权益合计	6627.10	6670.13	9072.91	9010.24

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	-503.08	371.99	-736.11	906.59
投资活动现金流净额	-103.13	2.37	2.37	2.37
筹资活动现金流净额	535.09	-485.34	759.09	-886.15
现金流量净额	-76.16	-110.98	25.35	22.81

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 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。

我们设定的行业投资评级如下：

- 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。

分析师简介

裴伊凡（证券执业证书号：S0640516120002），英国格拉斯哥大学经济学硕士，中航证券社会服务行业分析师，覆盖互联网、传媒、教育、医美、免税、餐饮、旅游等行业。

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，在此申明，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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

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、内容或其复印本给予任何其他人。

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致。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。