

携手希壤推进元宇宙，虚拟人业务前景可期

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司是全面赋能企业智慧经营的营销科技龙头企业, 2021 年全球公关公司中位列第 8, 业务实力突出; 2) 《虚拟数字人深度产业报告》显示, 预计 2030 年我国虚拟人市场将达到 2700 亿元; 公司为虚拟人行业先行者, 或将享受扩容红利; 3) 出海业务厚积薄发: 2021H1, 出海业务收入同比增长 41.6%, 毛利率提升 0.61pp; 品牌叠加丰富的海外媒体资源, 增长有望提速。
- **虚拟人市场持续扩容, 产业政策释放积极信号。** 1) 市场端: 根据《虚拟数字人深度产业报告》披露, 预计到 2030 年我国虚拟人整体市场规模将达到 2700 亿元; 2) 政策端: 自 2017 年起, 我国将虚拟现实、AI 等核心技术纳入鼓励类范围, 同时提出加快推进虚拟现实产业发展。伴随技术升级迭代与制作成本下降, 虚拟人 C 端应用或将大规模普及, 行业有望进入发展快车道。
- **“内容+营销+技术”相辅相成, 营销科技赋能虚拟 IP。** 公司是一家为企业智慧经营全面赋能的营销科技公司, 为最早一批数字化转型的营销机构, 具有深厚的数字化基础。公司从 2019 年开始为客户设计、制作并运营虚拟形象, 代表作包括多个知名虚拟人; 2022 年首日, 公司自主 IP 虚拟人“苏小妹”正式推出。内容营销加技术驱动有望助力公司虚拟人业务稳步推进。
- **加码元宇宙相关领域, 增长新动能有望显现。** 元宇宙布局进行时: 1) 正式推出自主 IP 虚拟人; 2) 与阿里达摩院共同打造虚拟直播间业务, 打造虚拟人 1.0 版本, 赋能电商交易; 3) 成立蓝色宇宙全资子公司; 4) 与当红齐天及其子公司齐乐无穷共同探索线上虚拟空间与线下实体空间的融合, 以及 XR 技术更广泛的营销应用; 5) AI 技术方面, 与百度希壤达成战略合作, 共同推动元宇宙技术与营销联合。多项举措或将形成公司自有 IP、技术和营销之间显著的协同效应, 构筑业绩新增长极。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.6 亿元、8.3 亿元和 9.8 亿元, 对应 PE 分别为 41 倍、32 倍、27 倍。公司为广告营销龙头企业, 主营业务优势显著, “内容+营销+技术”助力虚拟人 IP 商业变现与应用场景拓展, 或为潜在业绩新增长点, 公司元宇宙布局值得关注。综上, 我们给予公司 2022 年 40 倍估值, 对应目标价 13.2 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧风险, 广告行业下行风险, 出海业务不及预期风险, 元宇宙战略进展不及预期风险。

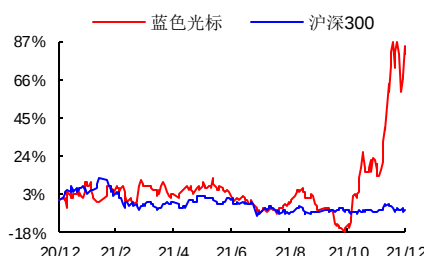
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	40526.89	45289.32	50938.88	58312.51
增长率	44.19%	11.75%	12.47%	14.48%
归属母公司净利润(百万元)	724.24	659.01	829.67	981.35
增长率	1.94%	-9.01%	25.90%	18.28%
每股收益 EPS(元)	0.29	0.26	0.33	0.39
净资产收益率 ROE	8.27%	6.67%	7.84%	8.61%
PE	37	41	32	27
PB	2.98	2.64	2.47	2.30

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	24.91
流通 A 股(亿股)	23.81
52 周内股价区间(元)	4.87-11.14
总市值(亿元)	267.29
总资产(亿元)	185.30
每股净资产(元)	3.76

相关研究

目 录

1 公司概况：数字赋能营销的全球化公司	1
2 公司主营业务分析：“国内+出海”并驾齐驱	2
3 公司财务分析：控费降本，毛利率稳中有升	3
4 加码元宇宙，“内容+营销+技术”有望赋予增长新动能	4
4.1 虚拟现实产业政策向好，行业前景较为乐观	4
4.2 虚拟人行业空间广阔，或遇新发展机会	5
4.3 “强大的营销实力+成熟的技术基础”形成良性循环	5
4.4 公司发布元宇宙战略，虚拟业务潜沉而跃	7
5 盈利预测与估值	9
5.1 关键假设	9
5.2 相对估值	9
6 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司 2018 年以来主营业务结构	2
图 4: 公司 2018-2020 年主营业务营收 (单位: 亿元)	2
图 5: 蓝标数字精选作品集	3
图 6: 多萌精选服务案例	3
图 7: 公司 2016 年以来营收与增速	3
图 8: 公司 2016 年以来归母净利润变动	3
图 9: 公司 2016 年以来毛利率与净利率变动情况	4
图 10: 公司 2016 年以来三费率变动情况	4
图 11: 2030 年我国虚拟数字人整体市场规模约 2703 亿	5
图 12: 元宇宙中虚拟人的路径: 沉浸 VS 叠加	5
图 13: 蓝色光标 2021 年全球公关公司排名第 8	6
图 14: 青岛地铁云站务员——青青	6
图 15: 总台央视新闻 AI 手语主播	6
图 16: 蓝色光标数字达人服务全景图 1.0	7
图 17: 《王者荣耀》虚拟偶像无限王者团	8
图 18: 自有 IP 虚拟人“苏小妹”正式推出	8
图 19: 蓝色光标虚拟人直播间	8
图 20: 齐乐无穷 AI 虚拟人 ViVi 子涵京东双 11 元宇宙直播	8

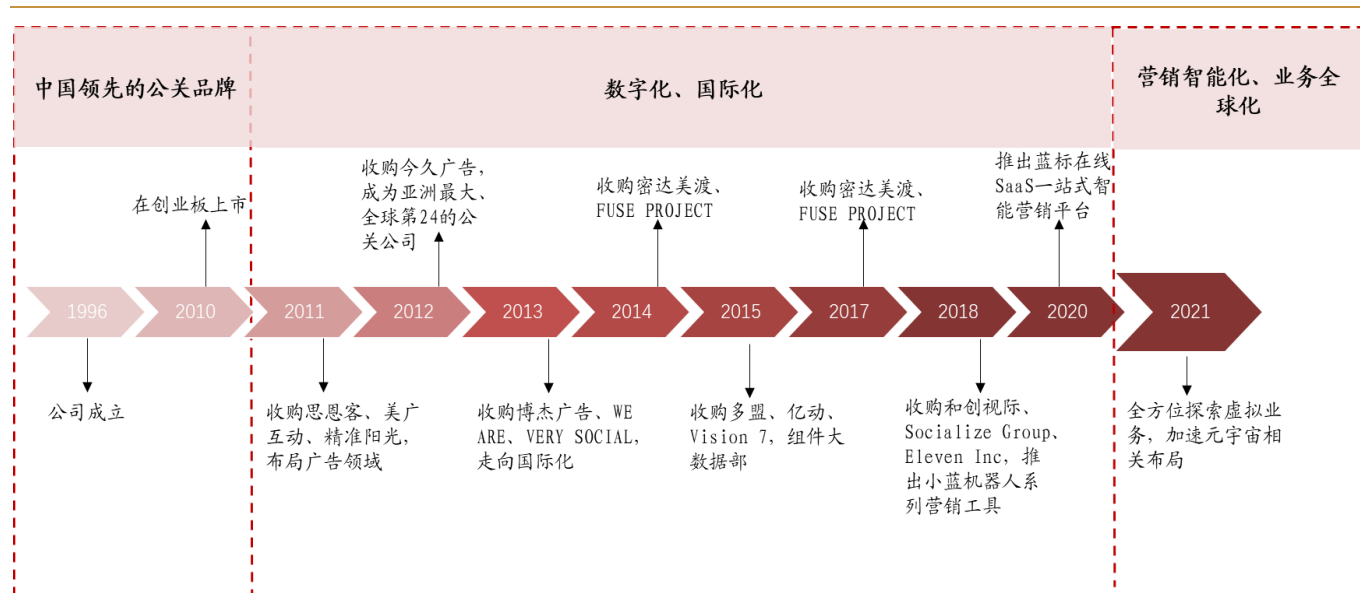
表 目 录

表 1: 近年来我国产业相关政策	4
表 2: 分业务收入及毛利率	9
表 3: 可比公司相对估值	10
附表: 财务预测与估值	11

1 公司概况：数字赋能营销的全球化公司

蓝色光标是一家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。蓝色光标及其旗下子公司的业务板块有营销服务（数字营销、公共关系、活动管理等）、数字广告（移动广告、智能电视广告、中国企业出海数字广告）和国际及港澳台地区业务。

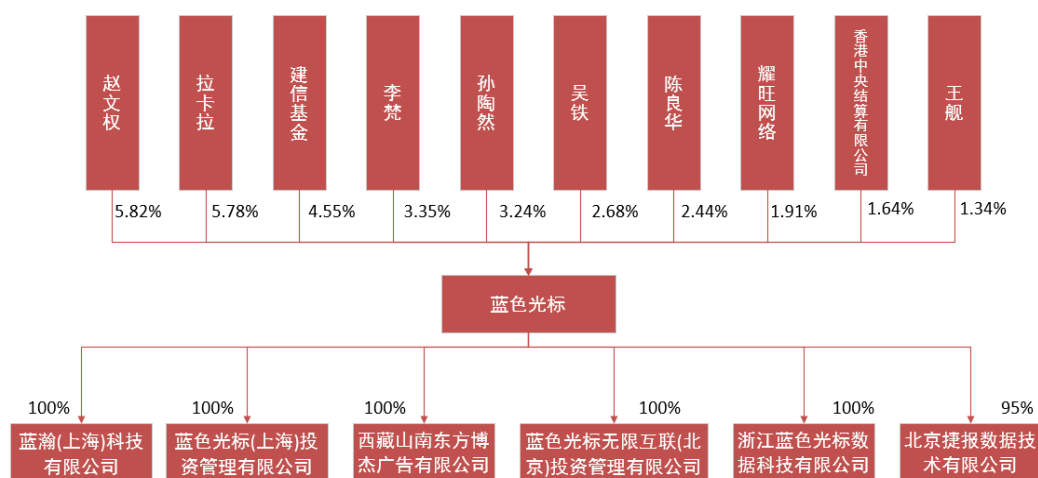
图 1：公司历史沿革



数据来源：前瞻产业研究院，公司公告，西南证券整理

公司股权结构：董事长赵文权为第一大股东，持股比例 5.82%。外部股东中，拉卡拉持股比例 5.78%，为公司第二大股东。公司旗下持股超 50% 比例的共 6 家公司，股权结构较为均衡。

图 2：公司股权结构

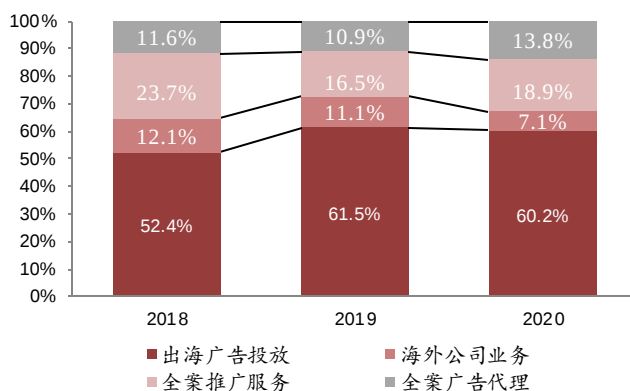


数据来源：Wind，西南证券整理

2 公司主营业务分析：“国内+出海”并驾齐驱

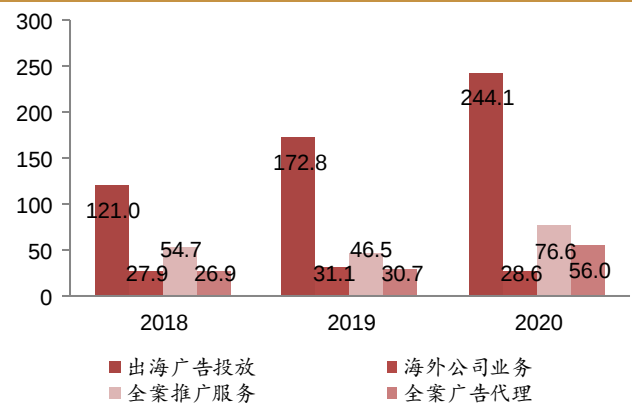
公司主营业务结构：2020 年公司收入 60.2%来自出海广告投放，而海外公司业务占总营收的 7.1%，全案推广服务占 18.9%，全案广告代理占 13.8%。整体营业收入为 405.3 亿元 (+44.2%)，出海广告投放收入为 244.1 亿元 (+41.3%)，海外公司业务小幅回落为 28.6 亿元 (-8.1%)，全案推广服务与全案广告代理均大幅增长，分别为 76.6 亿元 (+64.8%)、56.0 亿元 (+82.6%)。其中，全案推广业务和海外公司业务主要是以数字营销为主的数据科技业务；全案广告代理和出海广告投放主要业务则围绕数字广告展开。

图 3：公司 2018 年以来主营业务结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2018-2020 年主营业务营收（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

全案推广业务主要包括数字营销、公共关系、活动管理等。公司以创意服务与产品技术为两条主线，旗下拥有蓝标数字、SNK、今久等子品牌，为游戏、汽车、互联网等八大行业品牌持续提供高质量的服务与应用，主要包括消费者洞察、内容创意、活动管理、CRM 服务、自媒体智能投放、场景营销等；同时，公司也发力全价值链服务体系，例如企业销售促进解决方案等。

全案广告代理业务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。全案广告代理业务主要是为客户提供全方位数字广告投放以及获客能力提升方案，其中核心业务包括技术驱动的程序化媒体购买、服务驱动的头部分媒体购买、基于 Facebook、Google、LinkedIn、Twitter 等平台的一站式出海营销，互联网电视广告营销代理，以及面向大客户的移动营销全案。公司拥有强大的技术、大数据和服务能力，同时旗下包括多盟、亿动、蓝瀚互动、博杰传媒、精准阳光等子品牌，能够为客户提供全方位媒体购买服务。目前公司与子公司已成功打造 Data+，DSP，DMP 等多个产品，未来将在全案广告代理业务方面持续发力。

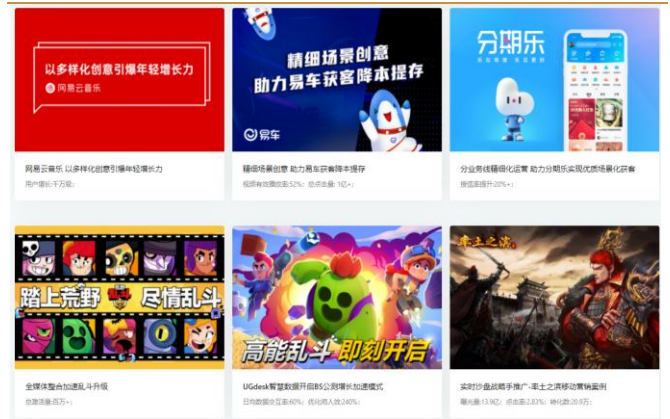
海外公司业务主要提供国际化传播服务。公司主要服务客户涵盖大型消费品制造商到前沿技术公司，包括众多全球 500 强品牌以及“出海”的中国品牌。主要业务包括品牌战略咨询、数字创意制作、电商运营、CRM、大数据分析、数字和传统媒介购买以及社交媒体洞察和营销的全球智能营销方案。同时，公司旗下拥有 Vision7、We Are Social、Metta 等多家知名数字营销、公共关系、整合传播和广告代理公司的子品牌，以及工业设计公司 Fuse Project。

图 5：蓝标数字精选作品集



数据来源：蓝标数字官网，西南证券整理

图 6：多萌精选服务案例

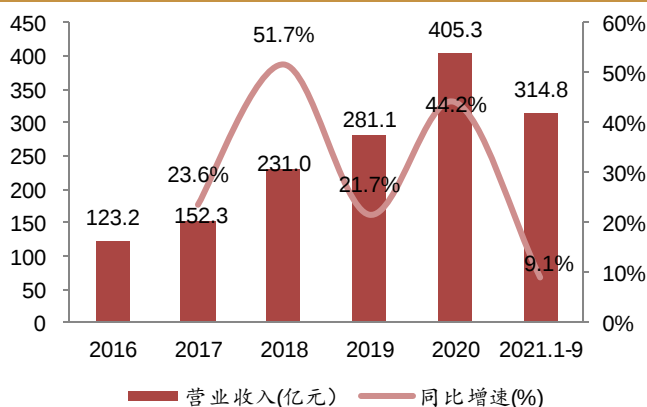


数据来源：多萌官网，西南证券整理

3 公司财务分析：控费降本，毛利率稳中有升

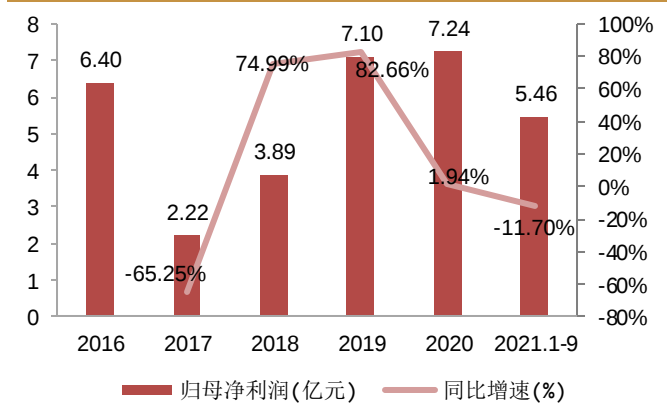
公司业绩情况：单季度来看，2021年Q3公司实现营收93.7亿元，较上年同期下降18.4%；归母净利润-0.3亿元，同比下降-110.37%，扣非净利润1.62亿元，同比下降8.4%。前三季度整体来看，公司实现营收314.83亿元，较2020年同期增长9.1%；归母净利润5.46亿元，同比下降11.7%，扣非净利润5.94亿元，同比增长30.13%。21Q3营收下降归因于公司全资子公司蓝标国际引入战略投资者，并在9月完成交割。交易完成后，蓝标国际收入不再纳入公司报表范围。公司归母净利润下降主要是受非经常性损益影响，蓝标国际完成交割增加21Q3非经常性损失约为2200万美元。

图 7：公司 2016 年以来营收与增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2016 年以来归母净利润变动

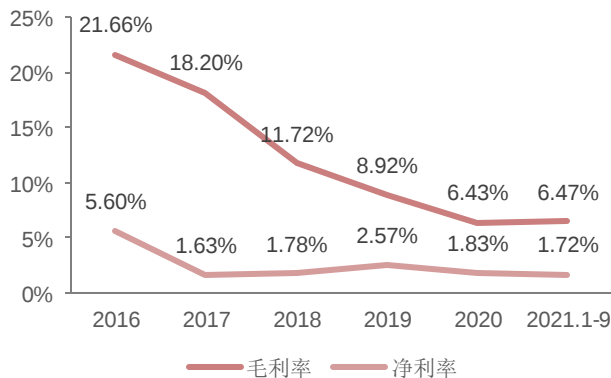


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率稳中有涨，费用率控制良好。2021Q1-Q3，公司毛利率6.47%，较上年同期增长0.16个百分点。近年来，由于公司持续发展毛利率较低的出海业务，导致毛利率水平较低。21H1，公司分产品业务毛利率均有所上升，其中出海业务毛利率较20H1增长0.61个百分点，公司未来毛利率有望不断提升。

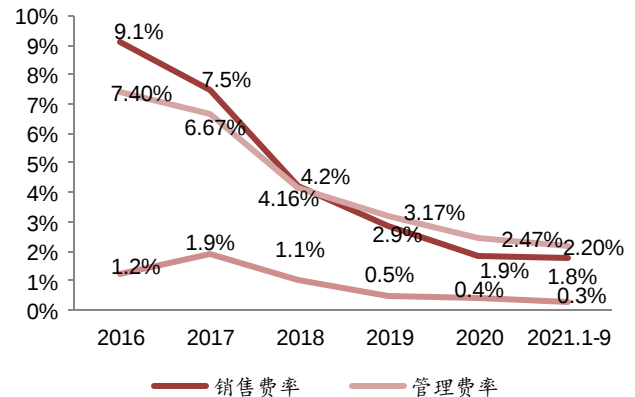
费用率方面，21Q3管理费用率为2.2%，较20年同期下降0.06个百分点。21Q3销售费用率为1.8%，较20年同期上升0.11个百分点。财务费用率由20Q3的0.35%降至21Q3的0.26%。

图 9：公司 2016 年以来毛利率与净利率变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2016 年以来三费率变动情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 加码元宇宙，“内容+营销+技术”有望赋予增长新动能

4.1 虚拟现实产业政策向好，行业前景较为乐观

产业政策释放利好，虚拟人前景可期。自 2017 年起，国家陆续出台各类发展规划与指导意见等，统一将虚拟现实、人工智能等核心技术纳入鼓励类范围，同时提出加快推进虚拟现实产业发展，提升虚拟现实应用能力，虚拟人作为虚拟现实产业重要的应用之一有望享受政策利好带来的红利释放期，伴随技术提升与成本下行，虚拟人应用场景或将由 to B 端更多的向 to C 端拓展。

表 1：近年来我国产业相关政策

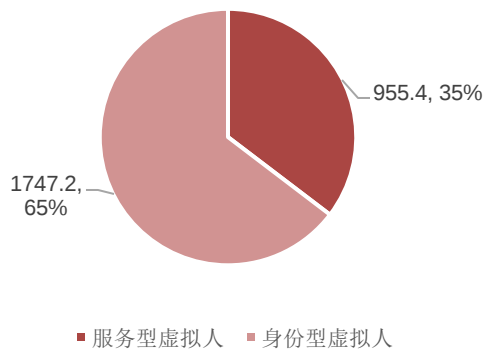
时间	文件	相关要点
2017 年	《信息通信行业发展规划（2016-2020 年）》	1) 推动从研发到应用的产业链深层次互动和协作，拓展信息服务范围，提升信息服务层次和水平； 2) 加强通信网络、数据中心等基础设施规划与布局，提升互联网在信息汇聚、信息分析和处理等方面的支撑能力； 3) 发挥互联网企业创新主体地位和主导作用，以技术创新为突破，带动移动互联网、5G、云计算、大数据、物联网、虚拟现实、人工智能等领域核心技术的研发和产业化等。
2018 年	《关于加快推进虚拟现实产业发展的指导意见》	1) 到 2020 年，我国虚拟现实产业链条基本健全，在经济社会重要行业领域的应用得到深化，建设若干个产业技术创新中心，核心关键技术创新取得显著突破； 2) 到 2025 年，我国虚拟现实产业整体实力进入全球前列，掌握虚拟现实关键核心专利和标准，形成若干具有较强国际竞争力的虚拟现实骨干企业，创新能力显著增强； 3) 应用服务供给水平大幅提升，产业综合发展实力实现跃升，虚拟现实应用能力显著提升，推动经济社会各领域发展质量和效益显著提高。
2019 年	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	将 VR、AR 纳入 2019 年“鼓励类产业”。
2020 年	《国家新一代人工智能标准体系建设指南》	在人工智能标准结构体系中，关键领域技术标准主要围绕自然语言处理、智能语音、计算机视觉、生物特征识别、VR / AR、人机交互 AR 等方面，为人工智能应用提供领域技术支撑。

数据来源：各政府机构官网，西南证券整理

4.2 虚拟人行业空间广阔，或遇新发展机会

根据量子位报告显示，我国虚拟数字人市场规模 2030 年预计将达到 2700 亿元，其中身份型虚拟人将在未来发展中占据主导地位达到约 1750 亿元，服务型虚拟数字人则相对稳定发展，总规模也将超过 950 亿元。另据 Research And Markets 数据显示，预计到 2028 年，全球虚拟活动市场规模将达到 5047.6 亿美元（约 32707.44 亿元）。

图 11：2030 年我国虚拟数字人整体市场规模约 2703 亿



数据来源：量子位，西南证券整理

图 12：元宇宙中虚拟人的路径：沉浸 VS 叠加



数据来源：智东西，西南证券整理

4.3 “强大的营销实力+成熟的技术基础”形成良性循环

营销端：以强营销实力为抓手，赋能虚拟人 IP。公司在 2021 年全球公关公司排名第 8，连续 6 年位列全球公关公司 Top10。近年来，公司顺应市场及传播发展趋势，利用大数据及优质算法等方式实现营销传播服务科技化，挖掘其价值，从而帮助客户完成基于大数据及社交网络的顾客所转变。公司推出了企业数字化营销增长平台——蓝标在线，为客户提供品效合一的营销 SaaS 工具服务及体系化知识服务；

同时，公司推出的一站式跨境社交智能引流系统——“鲁班跨境通”已累计为超过 2 万家出海中小企业客户提供服务。在庞大的营销渠道加持下，公司着手布局元宇宙，进军虚拟人领域，目前已经打造多款知名虚拟人形象，同时与国内互联网大厂优势互补，在营销、技术、平台三端互相促进，虚拟人业务未来可期。

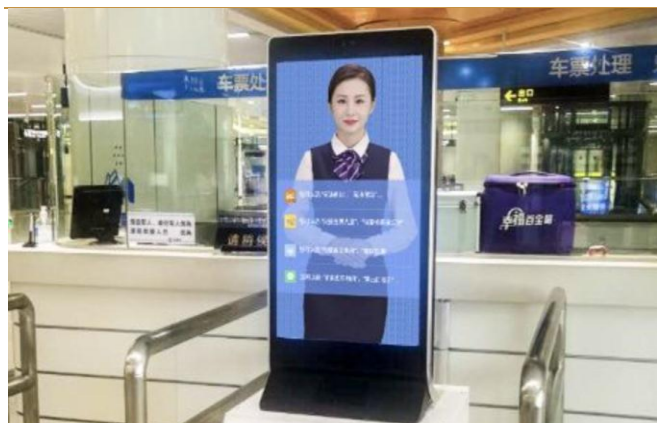
图 13: 蓝色光标 2021 年全球公关公司排名第 8

HOLDING GROUPS/NETWORKS					
The following is the ranking of 2020 revenue from the PR operations of major holding groups and independent networks.					
2021	2020	Agency	HQ	Fee Income 2020 (\$)	Growth
1	1	Omnicom PR Group ^{nb}	USA	1,301,800,000	-5.6%
2	2	IPG Dextra ^{nb}	USA	1,143,000,000	-11.8%
3	3	WPP ^{nb}	UK	1,169,980,000	-1.3%
4	5	DJE Holdings ^{nb}	USA	926,016,010	-4.6%
5	4	PROI Worldwide ^{nb}	USA	913,000,000	-7.8%
6	n/a	Ultra European Network ^{nb}	Italy	678,180,000	-11.0%
7	6	Publicis Groupe ^{nb}	France	450,000,000	0.0%
8	8	BlueFocus Comms Group ^{nb}	China	363,988,458	10.6%
9	10	Havas PR ^{nb}	France	225,000,000	0.0%
10	9	Next 15 ^{nb}	UK	192,485,000	8.0%

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

技术端: 虚拟人技术门槛逐步降低, AI 虚拟人大有可为。伴随着需求逐步从 B 端向 C 端延伸, 虚拟人市场逐渐扩大, 而 AI 虚拟人作为其中重要的分支, 市场关注度与业务量快速增长。随着 unity、unreal 等游戏引擎更新完善, AI 技术已逐渐从最初的游戏领域拓展至虚拟人制作环节。虚拟主播、讲解员、直播带货、7X24 智能客服等虚拟数字人后端应用逐渐被大众接受和认可。未来, 在技术持续更新迭代与市场需求不断扩大的双重因素叠加下, 虚拟人应用场景或将进一步拓宽。

图 14: 青岛地铁云站务员—青青



数据来源: 标贝科技, 西南证券整理

图 15: 总台央视新闻 AI 手语主播



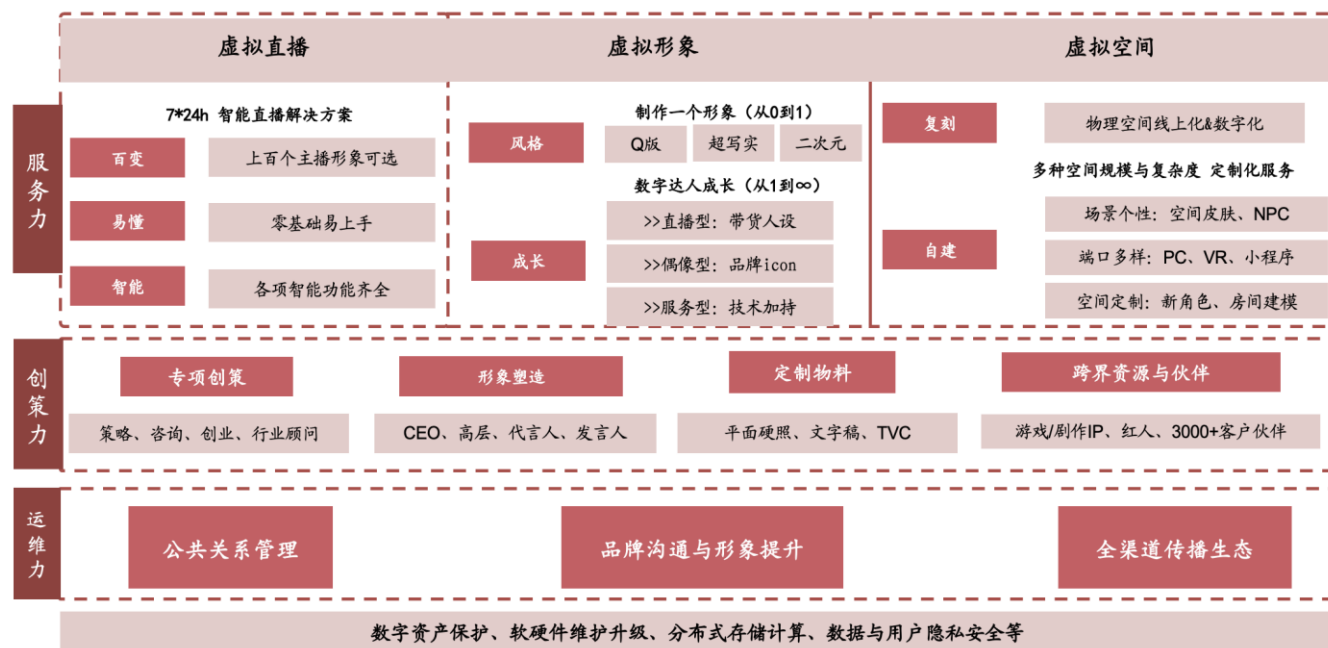
数据来源: 腾讯网, 西南证券整理

4.4 公司发布元宇宙战略，虚拟业务潜沉而跃

公司发布元宇宙战略布局全景图，全力进军元宇宙领域。在服务力、创策力、运维力三个维度展开规划。在服务力维度，主要布局虚拟直播、虚拟形象、虚拟空间三个方面：1) 在虚拟直播业务方面，公司将百变、易懂、智能赋能于虚拟人，提供全天候智能直播解决方案；2) 虚拟形象方面，公司以形象制作为基础，长线布局虚拟达人制作。虚拟形象风格涵盖 Q 版、写实、二次元，能够满足不同场景需求；而数字达人类型包括直播型、偶像型、服务型，从带货人设、品牌 icon、技术加持层层推进；3) 虚拟空间方面，公司将从简单的物理空间数字化，逐渐布局多空间定制化服务，力求自建空间场景个性化、端口多样化、空间定制化。

在创策力维度，公司从专项创策到跨界资源业务均有布局，包括策略、咨询、创业等业务的专项创策，为 CEO、代言人、发言人进行形象塑造，在平面硬照、文字稿、TVC 方面的定制物料，同时也拥有游戏/剧集 IP、红人和丰富的客户伙伴资源。

图 16：蓝色光标数字达人服务全景图 1.0



数据来源：公司公告，西南证券整理

元宇宙方兴未艾，公司为行业先行者。公司从 2019 年开始为客户设计、制作并运营虚拟形象，作为行业的领跑者，公司在技术能力、IP 积累、品牌运营等方面均具有丰富的经验。公司成立蓝色宇宙数字科技全资子公司，将以此为平台，全方位探索元宇宙相关投资和运营业务。合作方面，与阿里达摩院、当红齐天、百度希壤等行业知名企业达成战略合作；虚拟人制作经验方面，公司拥有众多成功案例，帮助客户打造伊利牛奶虚拟 IP 形象典典子、《王者荣耀》虚拟偶像无限王者团、QQ 炫舞虚拟形象代言人星瞳等；2022 年 1 月 1 日，公司自有 IP 虚拟人“苏小妹”正式推出。

图 17:《王者荣耀》虚拟偶像无限王者团



数据来源: 无限王者团官网, 西南证券整理

图 18: 自有 IP 虚拟人“苏小妹”正式推出



数据来源: 蓝色光标视频号, 西南证券整理

强强联手有望加速战略落地。1) 公司与阿里达摩院合作, 双方将携手开拓虚拟直播技术应用。主要针对电商的虚拟直播业务, 帮助品牌打造独具特色的直播场景, 提供专业、智能的直播体验。目前达摩院已拥有智能直播间及智能辅播(千人千面)两项产品; 公司拥有超 25 年的服务经验, 同时也拥有如虚拟偶像无限王者团等成熟案例, 并且近年来不断加大营销智能化研发投入, 积累了技术、产品、数据能力, 公司有望快速切入虚拟人赛道, 享受市场先发优势;

2) 公司与当红齐天及其子公司齐乐无穷共同探索线上虚拟空间与线下实体空间的融合, 以及 XR 技术更广泛的营销应用。当红齐天集团成立于 2015 年, 是一家致力于创造极致沉浸式体验, 集“XR 内容制作+载具研发+数字运营整体解决方案及产品落地”于一体的文化科技公司; 围绕 VR 交互、5G 云渲染、AI+等最新技术布局。公司旗下的齐乐无穷是一家打造元宇宙基建及 XR 体感模拟产品的文化科技公司, 拥有虚拟人制作、机械设计、系统架构搭建等领域的核心技术及军用级别算法, 在虚拟仿真、运动控制、感知交互等领域拥有深厚的技术积累。

图 19: 蓝色光标虚拟人直播间



数据来源: 淘宝直播间, 西南证券整理

图 20: 齐乐无穷 AI 虚拟人 ViVi 子涵京东双 11 元宇宙直播



数据来源: 界面新闻, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设 1: 品牌效应叠加丰富的海外媒体资源, 公司出海广告业务预计将维持快速增长, 毛利率逐步提升, 预计 2021-2023 年收入增速分别为 15%/16%/17%;

假设 2: 假设全案推广服务与全案广告代理业务毛利率未来呈提升趋势, 随着广告市场恢复, 叠加公司广告服务客户范围与涉及的领域较广, 预计 2021-2023 年营收增速分别为 5%/6%/10%和 5%/7%/10%;

假设 3: 假设公司国际化传播服务规模稳步提升, 预计海外公司业务 2021-2023 年收入增速为 6%/8%/10%, 毛利率企稳;

假设 4: 广告市场逐步恢复至疫情前水平。

表 2: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
出海广告投放	收入	24413.59	28075.63	32567.73	38104.24
	增速	41.3%	15.0%	16.0%	17.0%
	毛利率	1.43%	1.8%	1.9%	2.0%
全案推广服务	收入	7660.52	8043.5	8526.2	9378.8
	增速	64.8%	5.0%	6.0%	10.0%
	毛利率	13.6%	15.0%	16.0%	17.0%
全案广告代理	收入	5596.65	5876.48	6287.84	6916.62
	增速	82.6%	5.0%	7.0%	10.0%
	毛利率	11.6%	12.0%	13.0%	14.0%
海外公司业务	收入	2856.14	3027.5	3269.7	3596.7
	增速	-8.1%	6.0%	8.0%	10.0%
	毛利率	19.7%	18.0%	18.0%	18.0%
合计	收入	40526.89	45289.3	50938.9	58312.5
	增速	44.2%	11.8%	12.5%	14.5%
	成本	37921.01	42279.4	47498.2	54283.4
	毛利率	6.4%	6.65%	6.75%	6.91%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取三人行、浙文互联、华扬联众与智度股份作为可比公司, 4 家公司 2021 年平均 PE 为 28 倍, 2022 年平均 PE 为 19 倍。公司为广告营销龙头企业, 主营业务优势显著, “内容+营销+技术”助力虚拟人 IP 商业变现与应用场景拓展, 或为潜在业绩新增长点, 公司元宇宙布局值得关注。综上, 我们给予公司 2022 年 40 倍估值, 对应目标价 13.2 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 3：可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
605168.SH	三人行	158.4	5.21	7.47	10.62	35	23	15
600986.SZ	浙文互联	7.66	0.07	0.22	0.30	60	38	29
603825.SZ	华扬联众	29.83	0.92	1.11	2.05	20	26	14
000676.SZ	智度股份	7.81	-	0.19	0.32	-	40	24
平均值						38	28	19

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券整理（统计时间为 2021.12.31）

6 风险提示

市场竞争加剧风险，广告行业下行风险，出海业务不及预期风险，元宇宙战略进展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	40526.89	45289.32	50938.88	58312.51	净利润	742.86	675.96	851.01	1006.59
营业成本	37922.41	42279.39	47498.20	54283.39	折旧与摊销	171.54	200.20	200.20	200.20
营业税金及附加	14.12	34.63	31.83	36.47	财务费用	158.30	122.50	121.08	111.84
销售费用	755.16	1170.43	1288.75	1475.31	资产减值损失	-1.47	0.00	0.00	0.00
管理费用	955.66	1172.79	1279.78	1480.03	经营营运资本变动	186.27	-1113.20	-116.08	-270.70
财务费用	158.30	122.50	121.08	111.84	其他	52.98	-65.66	-59.95	-39.75
资产减值损失	-1.47	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1310.48	-180.20	996.26	1008.18
投资收益	340.83	30.00	30.00	30.00	资本支出	68.99	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-114.70	35.66	31.95	8.75	其他	285.46	69.66	61.95	38.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	354.45	69.66	61.95	38.75
营业利润	845.94	575.25	781.19	964.23	短期借款	249.00	185.09	-466.36	-326.74
其他非经营损益	40.15	220.00	220.00	220.00	长期借款	-92.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	886.09	795.25	1001.19	1184.23	股权融资	-240.21	300.00	0.00	0.00
所得税	143.22	119.29	150.18	177.63	支付股利	0.00	-144.85	-131.80	-165.93
净利润	742.86	675.96	851.01	1006.59	其他	-627.08	63.73	-121.08	-111.84
少数股东损益	18.63	16.95	21.34	25.24	筹资活动现金流净额	-711.22	403.97	-719.24	-604.51
归属母公司股东净利润	724.24	659.01	829.67	981.35	现金流量净额	843.39	293.43	338.97	442.42
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2423.93	2717.36	3056.33	3498.75	成长能力				
应收和预付款项	9638.31	11875.88	13126.85	14937.90	销售收入增长率	44.19%	11.75%	12.47%	14.48%
存货	0.00	0.00	-2.00	-1.00	营业利润增长率	-10.24%	-32.00%	35.80%	23.43%
其他流动资产	1088.77	646.24	683.96	733.21	净利润增长率	2.70%	-9.01%	25.90%	18.28%
长期股权投资	766.85	766.85	766.85	766.85	EBITDA 增长率	-7.15%	-23.63%	22.78%	15.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	126.02	110.67	95.32	79.97	毛利率	6.43%	6.65%	6.75%	6.91%
无形资产和开发支出	6114.04	5933.53	5753.01	5572.50	三费率	4.61%	5.44%	5.28%	5.26%
其他非流动资产	1361.05	1356.71	1352.38	1348.04	净利率	1.83%	1.49%	1.67%	1.73%
资产总计	21518.97	23407.24	24832.71	26936.22	ROE	8.27%	6.67%	7.84%	8.61%
短期借款	1695.66	1880.75	1414.39	1087.65	ROA	3.45%	2.89%	3.43%	3.74%
应付和预收款项	8647.62	10202.08	11355.13	12919.26	ROIC	9.88%	6.34%	7.61%	8.74%
长期借款	358.47	358.47	358.47	358.47	EBITDA/销售收入	2.90%	1.98%	2.16%	2.19%
其他负债	1832.83	830.05	849.63	875.09	营运能力				
负债合计	12534.58	13271.35	13977.61	15240.46	总资产周转率	2.00	2.02	2.11	2.25
股本	2491.04	2491.04	2491.04	2491.04	固定资产周转率	329.40	382.70	494.58	665.30
资本公积	3456.89	3706.89	3706.89	3706.89	应收账款周转率	4.88	4.48	4.36	4.43
留存收益	3500.93	4015.10	4712.97	5528.38	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	8978.41	10112.97	10810.84	11626.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.45%	—	—	—
少数股东权益	5.97	22.92	44.26	69.50	资本结构				
股东权益合计	8984.39	10135.89	10855.10	11695.76	资产负债率	58.25%	56.70%	56.29%	56.58%
负债和股东权益合计	21518.97	23407.24	24832.71	26936.22	带息债务/总负债	16.39%	16.87%	12.68%	9.49%
					流动比率	1.14	1.24	1.30	1.35
					速动比率	1.14	1.24	1.30	1.35
					股利支付率	0.00%	21.98%	15.89%	16.91%
					每股指标				
					每股收益	0.29	0.26	0.33	0.39
					每股净资产	3.60	4.06	4.34	4.67
					每股经营现金	0.53	-0.07	0.40	0.40
					每股股利	0.00	0.06	0.05	0.07
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1175.78	897.95	1102.47	1276.26					
PE	36.91	40.56	32.22	27.24					
PB	2.98	2.64	2.47	2.30					
PS	0.66	0.59	0.52	0.46					
EV/EBITDA	21.12	27.98	22.06	18.45					
股息率	0.00%	0.54%	0.49%	0.62%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn