

蓝色光标 (300058)

证券研究报告

2022年01月17日

技术赋能强化龙头地位,“蓝色宇宙”开启全新篇章

25年不断进取成就全球前十营销集团,聚焦技术赋能与元宇宙新场景,探索新成长曲线。蓝色光标成立于1996年,以公关业务起家,经过并购整合后快速扩大产业版图,成为全球化营销集团,公司董事长及实际控制人为赵文权先生。公司2011年起通过并购转型整合营销传播,15年并购多盟亿动,确立移动数字广告领军地位,而后重视布局数据及科技业务,20年发布蓝标在线,21年开始全面推进元宇宙相关业务的探索和落地。

以全案推广服务、全案广告代理、出海广告投放为核心业务,国内业务稳步提升,出海投放蓬勃发展。公司中国业务主要包含国内全案推广服务(包括内容创意、活动管理等)和全案广告代理(包括移动数字广告和OTT广告投放)。蓝标中国业务稳健,与国内宏观经济及游戏、消费等市场景气度相关,20年营收规模132亿,21H1为50.5亿元。出海广告投放为近年收入高速增长板块,也是当前蓝标第一大收入来源,20年营收规模244亿元,同比增长41%,公司是国内仅有的一家拥有Meta、Google、Twitter、等全球十大媒体平台官方授权代理商。

从管理架构到资本、技术、人才全面推进元宇宙,不断明确元宇宙业务为公司未来的战略核心。蓝标目前主要在虚拟直播技术、虚拟数字人创设运营、虚拟空间等领域开展布局。公司21年10月与阿里达摩院合作开展虚拟直播间服务,公司首个自有知识产权的虚拟人“苏小妹”在22年开年正式推出。在架构上,成立蓝色宇宙全资子公司,作为蓝光专注探索元宇宙相关投资和运营业务的主阵地;12月16日,赵文权辞任蓝色光标总经理,继续担任公司董事长并将出任蓝色宇宙董事长,专注元宇宙业务布局。

财务恢复健康节奏,营收及扣非后净利润稳健增长,商誉负担大幅降低。并购之路带来前期公司规模扩大,但也从16年带来商誉减值压力,经过几年消化后,财务恢复健康节奏。20年蓝标营收405亿元,同比增长44.2%;20年扣非后净利润5.89亿元,同比增长29.8%,21Q1-Q3同比增长30%。公司人效近五年持续上升,20年单员工创收同比增长44.1%。21年9月蓝标国际相关超18亿元商誉全部剥离,蓝色光标剩余商誉净额降至30亿。

投资建议:蓝色光标作为国内营销龙头,在业务能力、产业链布局、大客户、技术前瞻探索等方面领先,近年财务表现也体现了公司规模优势和持续稳健的增长能力。同时,公司基于多年积累的内容创作与运营、广告精准投放、多元渠道连接等能力,布局元宇宙、推进蓝标在线MaaS平台等,有望打开公司未来业绩与估值空间。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为6.36亿/8.01亿/9.77亿元,同比增长-12.2%/26.0%/22.0%,对应PE分别为41.4x/32.9x/27.0x,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:宏观经济变化及行业监管对广告投放影响,国内外疫情不确定性,广告主投放意愿不确定性,新业务拓展进度不达预期,商誉减值风险,近期股价上涨较多。

投资评级

行业	传媒/营销传播
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	10.58元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,491.04
流通A股股本(百万股)	2,381.49
A股总市值(百万元)	26,355.18
流通A股市值(百万元)	25,196.11
每股净资产(元)	3.76
资产负债率(%)	49.47
一年内最高/最低(元)	12.88/4.83

作者

文浩	分析师
SAC执业证书编号: S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
张爽	分析师
SAC执业证书编号: S1110517070004	
zhangshuang@tfzq.com	

股价走势



资料来源:聚源数据

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	28,105.72	40,526.89	41,504.31	53,936.14	64,969.94
增长率(%)	21.65	44.19	2.41	29.95	20.46
EBITDA(百万元)	1,407.93	1,260.38	1,083.02	1,245.80	1,454.67
净利润(百万元)	710.45	724.24	635.96	801.15	977.22
增长率(%)	82.66	1.94	(12.19)	25.97	21.98
EPS(元/股)	0.29	0.29	0.26	0.32	0.39
市盈率(P/E)	37.10	36.39	41.44	32.90	26.97
市净率(P/B)	3.03	2.94	2.61	2.43	2.25
市销率(P/S)	0.94	0.65	0.63	0.49	0.41
EV/EBITDA	9.10	10.32	18.86	16.61	10.38

资料来源:wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 公司概况：25 年积淀成就营销领军，科技赋能迈向新征程	4
1.1. 公司发展历程：公关业务起家，并购整合成为全球化营销集团	4
1.2. 股权结构及管理层：赵文权先生为大股东及实际控制人，高管变动突出元宇宙战略	4
1.3. 财务情况：营收体量跨越式增长，内部改善与智能化提升盈利能力	6
2. 公司业务分析：“创意+技术”双轮驱动，核心优势业务与新兴业务开拓齐头并进 ..	10
2.1. 中国业务：涵盖营销全产业链，数字化推动业务升级	11
2.1.1. 全案推广服务	11
2.1.2. 全案广告代理	16
2.2. 出海业务：核心优势显著，乘企业出海东风，出海业务蓬勃发展	20
2.3. 海外业务：已引入境外战略投资者完成剥离，18 亿商誉出表	22
2.4. 创新业务：蓝标在线打开中小企业空间，战略布局元宇宙面向新浪潮	23
2.4.1. 蓝标在线：MaaS 平台打开中小企业市场	23
2.4.2. 战略进军元宇宙：资本、技术、人才全面布局，虚拟人业务已陆续落地 ..	24
3. 盈利预测与投资建议	26

图表目录

图 1：蓝色光标历史沿革及股价复盘	4
图 2：蓝色光标股权架构（截止 2021 年三季报披露）	5
图 3：2015-2020,19Q1-Q3~21Q1-Q3 蓝色光标营业收入（亿元）及同比增速	6
图 4：2015-2020,19Q1-Q3~21Q1-Q3 蓝色光标归母净利润（亿元）及同比增速	6
图 5：2015-2020,19Q1-Q3~21Q1-Q3 蓝色光标扣非后归母净利润（亿元）及同比增速 ..	7
图 6：公司 2019-2020 年营业收入构成	7
图 7：2015-2020，19Q1-Q3~21Q1-Q3 公司毛利率及净利率	8
图 8：19A-20A,19H1-21H1 公司分业务营收及毛利率（由于公司中报不分拆中国业务，因而将年报两项全案业务合并为中国业务）	8
图 9：2015-2020,19Q1-Q3~21Q1-Q3 公司四项费用情况（亿元）	8
图 10：2015-2020,19Q1-Q3,20Q1-Q3,21Q1-Q3 公司费用率情况	9
图 11：2015-2020,2020Q1-Q3,2021Q1-Q3 蓝色光标经营活动产生的现金流量净额（亿元） ..	9
图 12：2014-2020 年蓝色光标员工人数及同比	10
图 13：2014-2020 年蓝色光标人效情况及同比	10
图 14：蓝色光标商誉变动情况	10
图 15：蓝色光标业务板块布局	11
图 16：蓝色光标全案推广服务子品牌一览	12
图 17：蓝标数字主要客户	12
图 18：蓝标数字部分获奖案例展示	13

图 19: SNK 代表案例	14
图 20: 2015-2020 年 SNK 收入及同比增长	14
图 21: 2015-2020 年 SNK 归母净利润及同比增长	14
图 22: 欧泰普产品和服务	15
图 23: 欧泰普客户	15
图 24: 大颜色产品和服务	16
图 25: 蓝色光标全案广告代理子品牌一览	16
图 26: 多盟在移动广告产业链的位置	17
图 27: 多盟主要发展节点	18
图 28: 亿动六大产品矩阵	19
图 29: 美国消费者了解中国品牌的渠道占比情况(百分比, 2017-2021 年美国受访者总计)	21
图 30: 欧洲消费者了解中国品牌的渠道占比情况(百分比, 2021 年德国法国受访者总计)	21
图 31: 蓝色光标出海广告投放收入(亿元)及同比增速	22
图 32: 鲁班系统核心优势	22
图 33: 蓝色光标国际原有业务子品牌(引入战略投资者之前)	23
图 34: 交易完成后股权结构图	23
图 35: 蓝标在线产品介绍	24
图 36: 蓝标光标数字达人服务全景图 1.0	25
图 37: 蓝色光标首个自有知识产权的虚拟数字人“苏小妹”	26
图 38: 当红齐天“首钢 1 号高炉 5G XR 乐园”效果图	26
表 1: 蓝色光标高管成员介绍	5
表 2: 多盟主营业务分类及盈利模式	17
表 3: 亿动主营业务情况和盈利模式	19

1. 公司概况：25 年积淀成就营销领军，科技赋能迈向新征程

1.1. 公司发展历程：公关业务起家，并购整合成为全球化营销集团

蓝色光标成立于 1996 年，以公关业务起家，并于 2011 年开启并购转型之路，通过不断并购整合成为全球化营销集团，2021 年，蓝色光标位列全球营销控股集团第 8 名，是仅有的几家进入全球前十的中国企业。截至目前，公司持续为全球范围内 3000 家客户提供服务，客户涵盖游戏、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，150 多个行业的领先品牌及世界 500 强企业。

复盘蓝色光标的发展历程，我们认为主要分为四个阶段：

- 1) 1996-2010 年，公司创立并聚焦公共关系，服务网络覆盖中国 24 个城市，2007 年名列全球公关 250 强第 75 位，成为唯一入选全球公共关系企业百强的中国本土公共关系企业；
- 2) 2011-2013 年，公司接连并购整合恩思客、今久广告等广告营销公司，转型整合营销传播；
- 3) 2013-2015 年，公司施行“数字化、国际化”战略，一方面布局数字营销领域，并购多盟亿动，成为移动广告领先者，一方面开启海外战略布局，实现营销智能化及业务全球化；
- 4) 2016-2021 年，公司巩固领先营销集团地位，并开启智慧经营平台布局，2020 年发布蓝标在线，转型营销科技公司；2021 年，公司与阿里巴巴达摩院共同打造虚拟直播间，并成立全资子公司“蓝色宇宙数字科技有限公司”，全面推进元宇宙相关业务的探索和落地。

图 1：蓝色光标历史沿革及股价复盘



资料来源：公司公告，公司公众号，Wind，天风证券研究所

1.2. 股权结构及管理层：赵文权先生为大股东及实际控制人，高管变动突出元宇宙战略

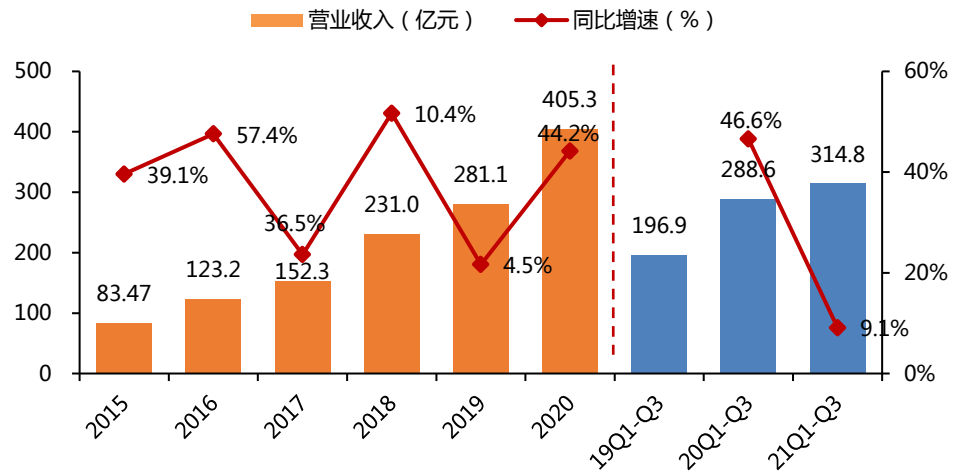
公司第一大股东为赵文权先生，也是公司的董事长、实际控制人。赵文权先生持有公司 5.82% 的股份，并与股东孙陶然先生于 20 年 4 月签署了《一致行动协议》，孙陶然先生将其持有 3.24% 股份及其孳生股份所对应的表决权委托赵文权先生代为行使，并在协议约定事项上与赵文权先生保持一致行动，赵文权先生投票权占比为 9.06%。

1.3. 财务情况：营收体量跨越式增长，内部改善与智能化提升盈利能力

蓝色光标 2020 年成为中国市场第一家营收规模超过 400 亿元的营销类上市公司。

从 2010 年的 4.96 亿元到 2020 年的 405.27 亿元，蓝标 10 年营收的年复合增速为 55.3%。2020 年公司实现营收同比增长 44.2%，2021 年 Q1-Q3 公司实现营收 315 亿元，同比增长 9.1%，增速放缓主要由于宏观经济及监管影响，公司 Q3 的营收有所下滑，我们预计 2022 年营收将恢复正常节奏。

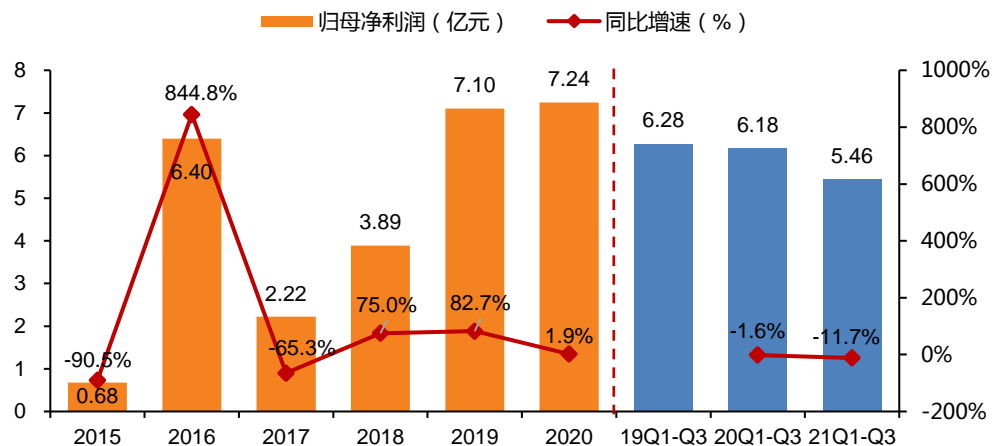
图 3：2015-2020,19Q1-Q3~21Q1-Q3 蓝色光标营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

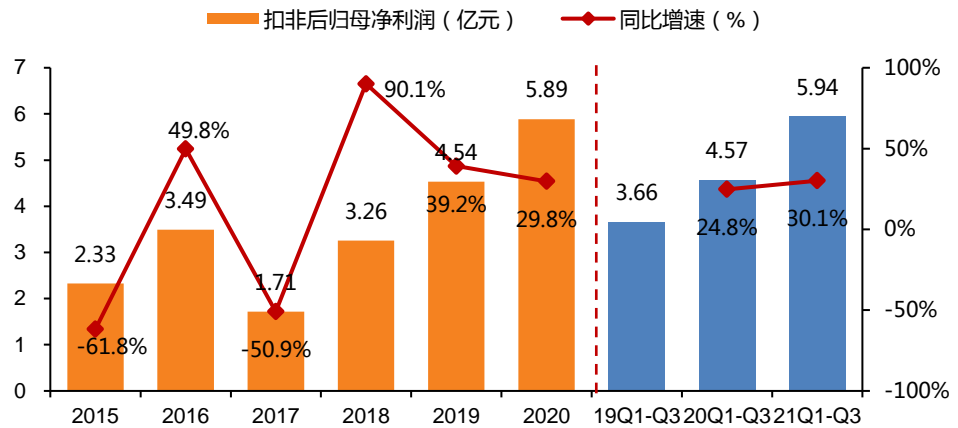
净利润方面，由于公司非经常损益影响较大，扣非后归母净利润更能反馈公司经营状况，近年公司扣非后归母净利润保持优质增长。2020 年公司实现归属母公司的净利润 7.24 亿元，同比增长 1.9%，扣非后归母净利润 5.89 亿元，同比增长 29.8%。2021 年 Q1-Q3 公司实现扣非后净利润 5.94 亿元，同比增长 30%。

图 4：2015-2020,19Q1-Q3~21Q1-Q3 蓝色光标归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：2015-2020,19Q1-Q3~21Q1-Q3 蓝色光标扣非后归母净利润（亿元）及同比增速

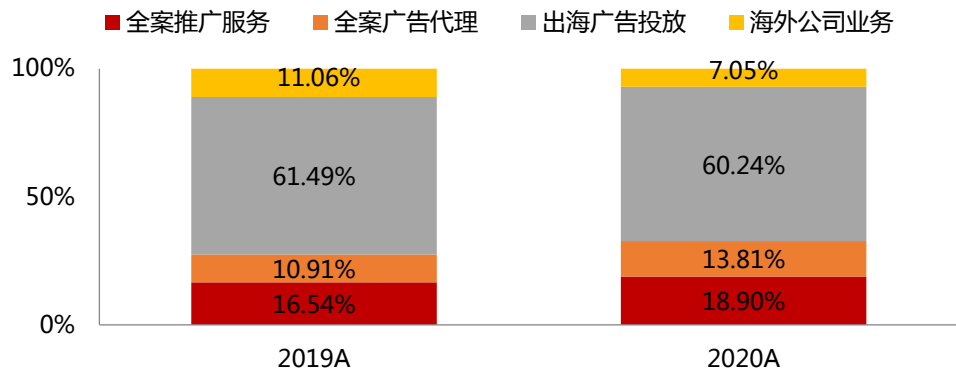


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务看，公司当前国内业务稳健，出海广告投入保持高增长。公司主营业务主要包括全案推广服务、全案广告代理、出海广告投放及海外公司业务，其中 21 年 9 月，公司海外业务剥离，后续将不再并入营收中。

目前出海广告投放为公司主要收入来源。2020 年，公司出海广告投放业务收入 244.14 亿元，占比 60.24%，全案推广业务收入 76.61 亿元，占比 18.9%，全案广告代理业务收入 55.97 亿元，占比 13.8%，海外公司业务收入 28.56 亿元，占比 7.1%。

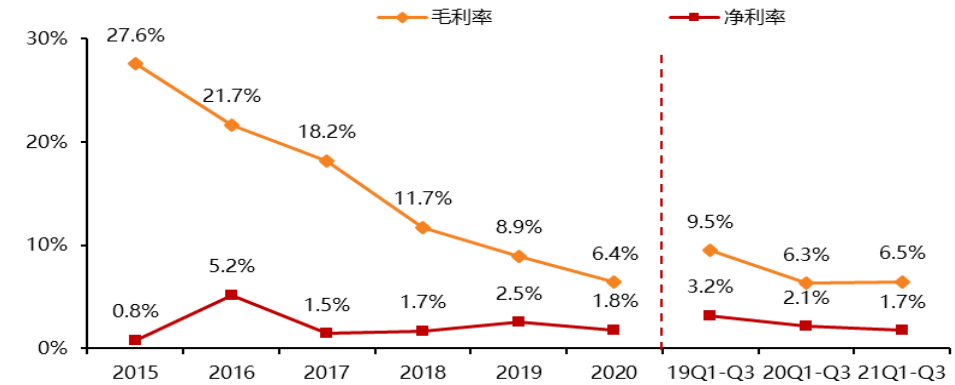
图 6：公司 2019-2020 年营业收入构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

受收入结构变动影响毛利率有所降低，但出海广告投放业务毛利率持续提升。公司毛利率呈下降趋势，特别是 18 年起下降明显，一方面是 18 年之前，公司作为营销中介方，业务毛利率受到一定挤压；另一方面，18 年起结构性影响因素更为主要，公司发展出海广告投放业务，而出海业务毛利率较低，随着出海业务收入占比提升，公司毛利率有自然下降，但单独来看出海广告投放业务，业务毛利率在逐步提升。

图 7：2015-2020, 19Q1-Q3~21Q1-Q3 公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

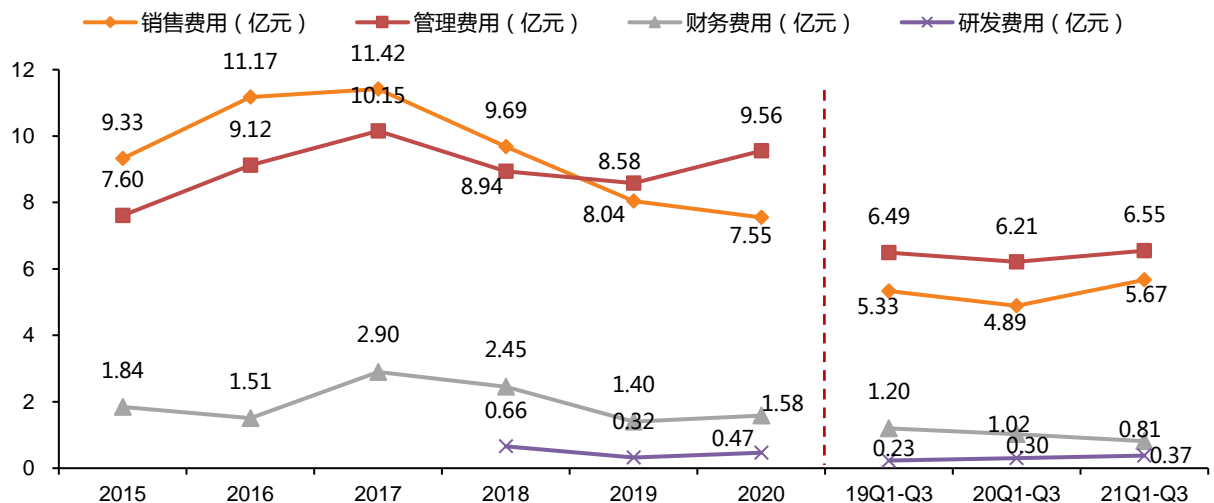
图 8：19A-20A,19H1-21H1 公司分业务营收及毛利率(由于公司中报不分拆中国业务，因而将年报两项全案业务合并为中国业务)

主营业务	指标	2019A	2020A	2019H1	2020H1	2021H1
中国业务	营业收入 (亿元)	77.2	132.6	34.2	52.3	50.5
	YOY (%)	-6.1%	71.8%	-20.2%	53.0%	-3.5%
	营业收入占比	27.5%	32.7%	29.1%	30.1%	22.8%
	毛利率	21.5%	12.8%	24.3%	15.6%	16.1%
出海广告投放	营业收入 (亿元)	172.8	244.1	68.6	108.8	154.1
	YOY (%)	42.8%	41.3%	30.1%	58.5%	41.7%
	营业收入占比	61.5%	60.2%	58.4%	62.6%	69.7%
	毛利率	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%	2.1%
海外公司业务	营业收入 (亿元)	31.1	28.6	14.6	12.6	16.5
	YOY (%)	1150.0%	82.3%	20.1%	-13.8%	30.8%
	营业收入占比	11.1%	7.0%	12.4%	7.3%	7.5%
	毛利率	20.2%	-8.1%	20.9%	18.6%	18.8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用端近年持续改善，经营效率不断提高。蓝标在 18 年起不断改善内部经营，良好控制费用，21Q1-Q3 公司的销售费用率和管理费用率分别为 1.8%和 2.1%，相比前期有明显改善，显现规模效应及公司营销智能化产品的应用成果。公司推进偿还有息负债，19 年起财务费用下降明显，21Q1-Q3 公司的财务费用为 0.81 亿元，财务费用率下降至 0.1%。

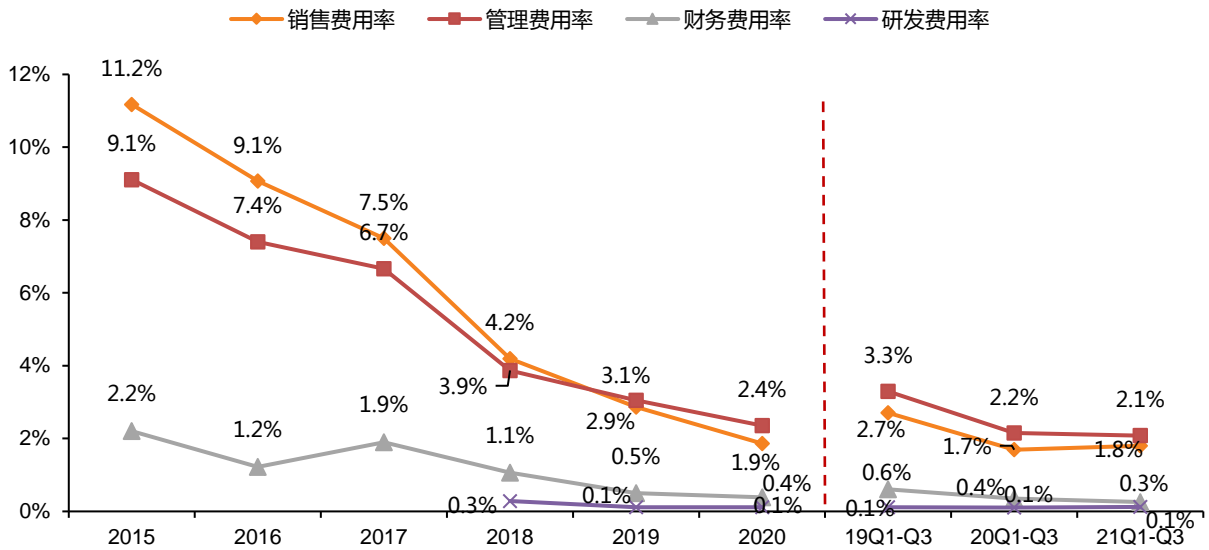
图 9：2015-2020,19Q1-Q3~21Q1-Q3 公司四项费用情况 (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：研发费用 2018 年前合并和管理费用中

图 10：2015-2020,19Q1-Q3,20Q1-Q3,21Q1-Q3 公司费用率情况

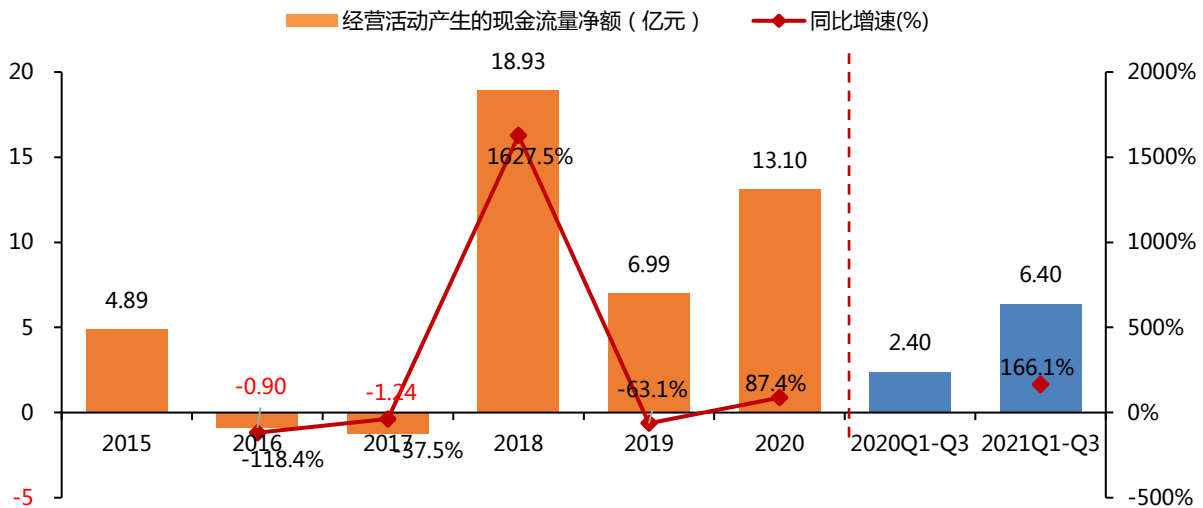


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：研发费用 2018 年前合并和管理费用中

公司持续的业务增长及经营改善，带来经营性净现金流的良好趋势。2018 年公司经营性净现金流量净额回正，21 年 Q1-Q3 公司经营性净现金流为净流入 6.4 亿元，同比大幅提升 166.1%。

图 11：2015-2020,2020Q1-Q3,2021Q1-Q3 蓝色光标经营活动产生的现金流量净额（亿元）

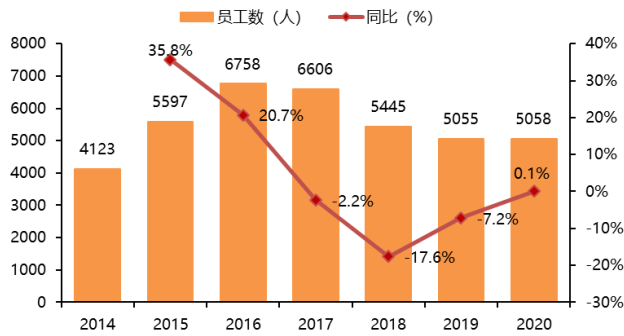


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司人效不断提升，提升公司盈利能力。公司近三年在保持收入增长的同时员工人数减少，体现了公司通过优化管理和运营以及数据科技产品的研发和投入的方式，不断提升公司业务效率的效果。

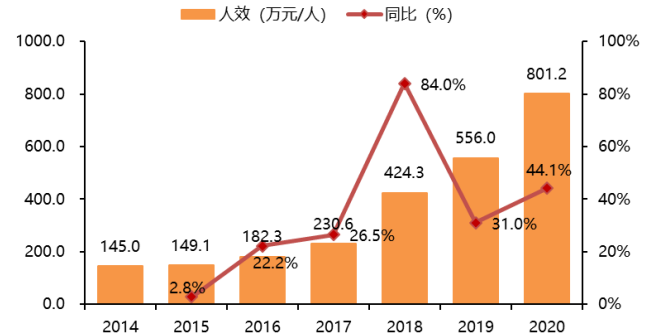
公司人效近五年持续上升，2020 年平均每名员工为公司带来 801.2 万元收入，同比增长 44.1%。

图 12：2014-2020 年蓝色光标员工人数及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：2014-2020 年蓝色光标人效情况及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

国际业务于 21 年 9 月份完成交割，18 亿商誉出表，商誉风险进一步降低。21 年 9 月 13 日，公司旗下蓝标国际与战略投资者就旗下 Vision 7、We Are Social(含 Metta)、Fuse Project 四家全资控股公司股权转让完成交割。交割完成后，国际业务营业收入不再并表纳入蓝色光标合并报表范围，蓝色光标将按股权比例获得 Bentley (买家公司) 的 34.51% 的投资收益，后续公司将对标的公司采用权益法进行核算，同时相关超 18 亿元商誉全部剥离，蓝色光标剩余商誉净额占公司净资产的比重将降至 33% 以下。

截至 21Q3，蓝标剩余商誉净值 30.38 亿元，其中以多盟亿动为主体的移动传媒资产组商誉最高为 14.48 亿元，该部分业务从收购起至今增速明显，商誉减值风险较低。

图 14：蓝色光标商誉变动情况

被投资单位名称或形成商誉的事项	21H1			21Q3	
	商誉原值 (亿元)	减值 (亿元)	商誉净值 (亿元)	剥离导致商誉减值 (亿元)	商誉净值 (亿元)
整合营销 (国内)	5.09	0.99	4.10		4.10
移动传媒 (国内)	14.48	0.00	14.48		14.48
数字广告 (国内)	9.20	1.33	7.87		7.87
Madhouse Inc. (Madhouse)	3.85	0.00	3.85		3.85
We Are Very Social Limited (含 Metta)	5.30	0.49	4.81	4.81	0.00
Fuse Project, LLC (FUSE)	1.25	0.00	1.25	1.25	0.00
Vision 7 International Inc. (Vision 7)	11.94	0.00	11.94	11.94	0.00
北京捷报数据技术有限公司 (捷报数据)	0.14	0.06	0.08		0.08
上海欣风翼市场营销顾问有限公司	0.07	0.07	0.00		0.00
合计	51.32	2.94	48.38	18.00	30.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 公司业务分析：“创意+技术”双轮驱动，核心优势业务与新兴业务开拓齐头并进

公司业务布局分为四大板块：

1) 中国业务：包含国内全案推广服务和全案广告代理两项业务，其中，

国内全案推广服务：为游戏、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品牌，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，以及企业销售促进解决方案等全价值链服务体系。旗下拥有蓝标数字、SNK、今久等子品牌。

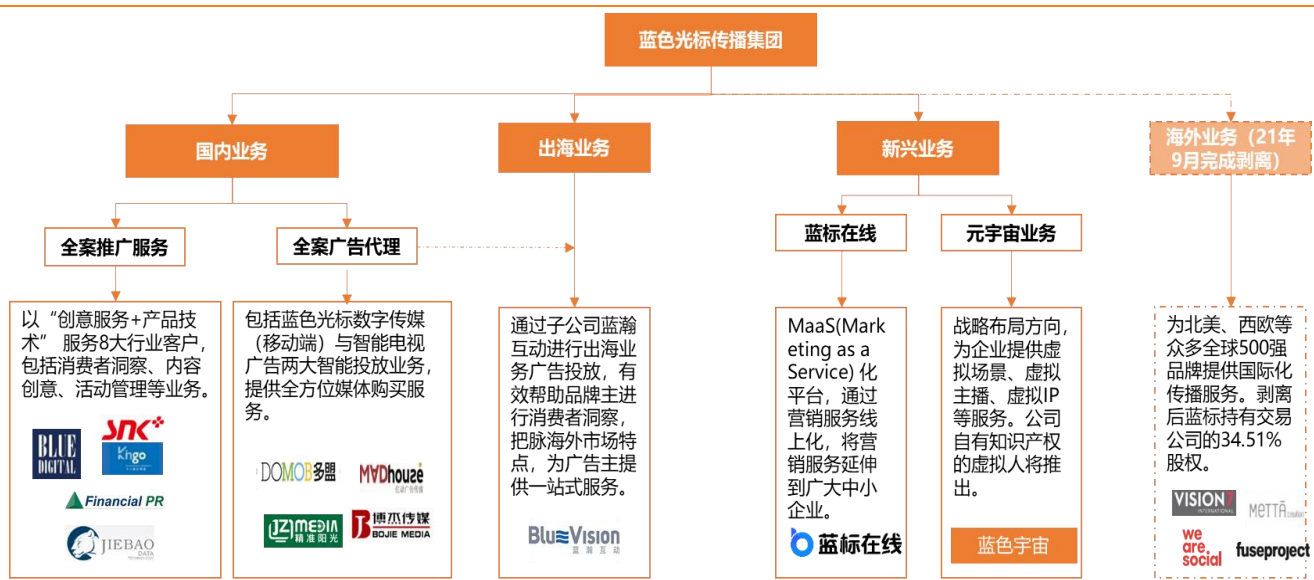
国内全案广告代理：基于强大的技术、大数据及服务能力，为客户提供全方位数字广告投放及有效提升客户的获客能力。具体技术驱动的短视频创作与投放、程序化媒体购买、服务驱动头部媒体购买，互联网电视广告营销代理，以及面向大客户的移动营销全案等。旗下包括多盟、亿动、博杰、精准等子品牌。

2) 出海业务：即出海广告投放，以子公司蓝瀚互动为主体，在业务模式上也属于全案广告代理，投放渠道为海外媒体。公司作为 Meta 等媒体的中国区官方代理，通过全方位的社文化媒体平台为国内企业提供海外社交媒体营销解决方案、广告创意及优化、海外网红营销以及粉丝页创意及运营等一站式营销解决方案。

3) 新兴业务：该板块主要有两个方向，一是基于过往经验搭建 SaaS 平台“蓝标在线”，实现营销产品/服务的模块化产出，以更低的价格开拓中小企业市场；二是打造虚拟场景及虚拟人，积极布局和探索元宇宙时代的营销方式。

4) 海外业务：海外业务主要由海外子公司完成，蓝色光标于 2021 年引入海外战略投资者，相关业务在完成交割后营收不再合并报表。

图 15：蓝色光标业务板块布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 中国业务：涵盖营销全产业链，数字化推动业务升级

2.1.1. 全案推广服务

蓝标全案推广服务提供消费者洞察、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，以及企业销售促进解决方案等全价值链服务体系。业务旗下包括蓝标数字、智扬公关、思恩客、今久传播等子品牌，以及欧泰谱、大颜色科技等通过数据和算法驱动的新型业务品牌。

图 16：蓝色光标全案推广服务子品牌一览



资料来源：公司官网，天风证券研究所

蓝标数字：公关服务能力领先，数字化浪潮持续跟进

蓝色光标在公共关系市场遥遥领先，在数字化营销浪潮中也保持领军地位。蓝标数字成立于 1996 年，前身为蓝色光标公共关系机构。2013 年更名为蓝色光标数字营销机构。公司在保持 IT 和汽车领域传统优势的前提下在消费品、金融和互联网领域连续取得重要突破，同时全面整合了媒介购买、电子商务、营销云、泛娱乐和 OTT 等专业能力和资源，形成从消费者洞察、到内容创意、全渠道应用和企业销售促进解决方案提供的全价值链服务体系，致力于通过一站式的数字整合营销解决方案实现客户商业价值最大化，为客户在数字时代的品牌和产品沟通需求提供更专业的整合营销解决方案。

蓝标数字不断为客户带来有价值且高效的服务，获得了众多优质品牌的认可。公司主要客户横跨消费电子、汽车、快消品等多个行业，包括腾讯、京东、索尼、联想等巨头公司。

图 17：蓝标数字主要客户



资料来源：公司官网，天风证券研究所

蓝标数字凭借高效营销活动斩获国内外奖项，验证业务能力并提升品牌形象。例如在《百度 - 唤醒城市的记忆》案例中，针对百度集中投入和布局人工智能、大数据等技术领域，蓝标数字利用可感知、可体验的营销活动让百度的 AI 技术应用落地，使大家看到百度品牌的技术及商业价值。此外，《京东×孩之宝变形金刚品牌联合营》，《英菲尼迪车主忠诚度平台》，《西铁城 - Black Party》等案例凭借出色的创意策划和整合传播能力在国际上斩获奖项。

图 18：蓝标数字部分获奖案例展示



百度 - 唤醒城市的记忆

近年来，百度集中投入和布局人工智能、大数据等技术领域，并成为全球行业领跑者。我们利用可感知、可体验的营销活动让百度的AI技术应用落地，使大家看到百度品牌的技术价值及商业价值。



京东×孩之宝变形金刚品牌联合营

联合变形金刚IP推出具有京东符号的全新内容，将电影与品牌形象进行深度结合，成就一场专属京东的品牌联合营销。引导消费者情感代入，从而刺激销售转化。



英菲尼迪车主忠诚度平台

借助移动互联网的形式树立全新品牌和产品形象，建立重功能、轻社交的科技用车体验。通过车主、车辆、轨迹等大数据分析，优化经销商营销体验，大幅提升车主再次消费成单率。



资料来源：公司官网，天风证券研究所

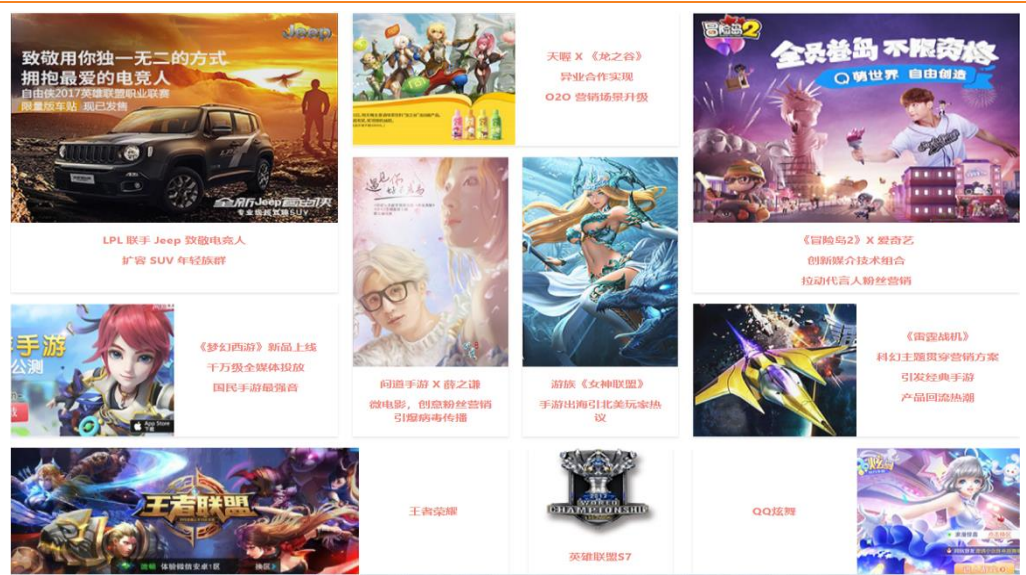
SNK：国内最大的游戏数字营销解决方案提供商，腾讯 IEG 战略合作伙伴

北京思恩客广告有限公司 (SNK) 是蓝色光标旗下泛娱乐营销服务品牌，创立于 2006 年，2011 年起成为 4A 会员机构。公司专注于影响年轻人群，为网络游戏、FMCG、汽车、金融等行业提供基于游戏、电竞、二次元、影视游漫联动、音乐、网综等资源的营销解决方案。

核心客户覆盖全球互联网游戏产业 90% 的品牌主，打造多个游戏推广典型案例，与腾讯 IEG 达成五年战略合作协议。经过十几年的发展，SNK 的核心客户群覆盖全球互联网游戏产业 90% 的品牌主，如腾讯游戏、网易游戏、金山、暴雪、Supercell、完美世界、心动游戏等，也打造了多个游戏推广的典型案例，如《梦幻西游》新品上线时，公司实现千万级全媒体投放；《问道》手游联合薛之谦打造微电影，利用创意粉丝营销引爆病毒传播；《冒险岛 2》与爱奇艺合作，利用创新媒介技术组合，拉动代言人粉丝营销。

2020 年 4 月 30 日，SNK 与腾讯互动娱乐事业群就 2020-2025 年战略合作达成正式协议。根据协议约定，SNK 将代理腾讯 IEG 媒介线上广告业务，为腾讯 IEG 在媒介策略、广告投放规划及采买、流量采买、数据分析等多个细分板块提供服务。

图 19: SNK 代表案例

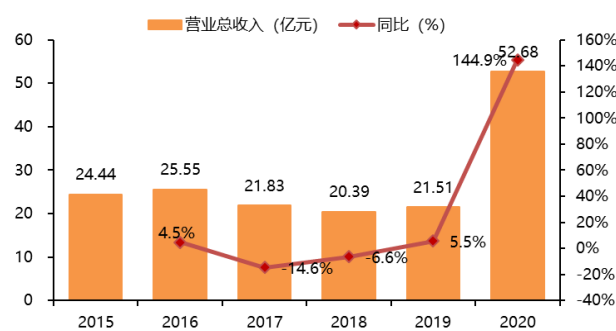


资料来源: SNK 官网, 天风证券研究所

SNK 同时也触达其他行业客户, 如克莱斯勒、苏宁易购、中国移动、首汽租车、TCL 等。

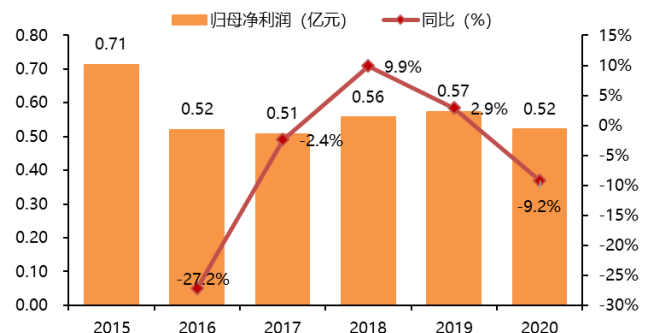
受益于疫情期间游戏流量大幅增长, 20 年收入大幅提升。受 2020 年年初疫情影响, 游戏用户与流水呈现大幅增长, 根据公司发布报告显示, 2020 年春节游戏整体大盘投放较 2019 年春节期间同比增长 300%。2020 年 SNK 营业收入 52.68 亿元, 同比增长 144.94%。

图 20: 2015-2020 年 SNK 收入及同比增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 2015-2020 年 SNK 归母净利润及同比增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

新型品牌欧泰普、大颜色: 数据驱动, 提升营销效率

欧泰普 (OTYPE): 进行全域 CRM 运营, 推动企业走向“数智化”。

企业进行精准营销的基础设施也日趋完善, 越来越多的品牌认识到用户与数据对品牌的重要性, 消费者逐步变成一个个可识别、可分析、可触达的个体。数据并不仅仅是“获取”即可, 而是要通过“深加工”, 挖掘其背后潜在的商业价值。

2016 年 3 月, 蓝色光标设立子公司欧泰普 (OTYPE), 致力于帮助品牌主构建起一整套的粉丝/会员/用户管理体系。其方法论为通过各种方式招募新客户, 同时培养已有客户群体, 加强互动, 进而提高用户的转化率与留存率。

图 22：欧泰普产品和服务

<p>零售会员管理</p> <ul style="list-style-type: none"> 零售CRM策略规划及目标制定 用户生命周期管理设计与执行 会员忠诚度计划设计及运营 	<p>电商媒介规划及评估</p> <ul style="list-style-type: none"> 电商创意营销方案策划 电商媒介投放策略 整合营销策划 	<p>系统搭建服务</p> <ul style="list-style-type: none"> CRM - 客户关系管理系统 WMP - 微信管理平台 LiveChat - 统一客服平台 SGM - 导购管理 CTools - 精准沟通管理 Campaigns - 在线运营活动
<p>内容创意及社群运营</p> <ul style="list-style-type: none"> 沟通内容创意输出 微信运营与管理 精准沟通及推送 	<p>营销数据挖掘与洞察</p> <ul style="list-style-type: none"> 数据收集及管理 消费者细分及应用 CRM业务指标分析 	
<p>电商消费者资产运营</p> <ul style="list-style-type: none"> 行业分析与品类洞察 品牌增长机会定位 	<p>数据中台搭建及应用</p> <ul style="list-style-type: none"> 数据双中台系统搭建及应用 品牌信息系统建设规划 	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

基于对消费者的深入洞察与理解，借助最新的技术与数据手段，OTYPE 已经为其服务的企业搭建起了一整套的消费者智慧经营平台，并在此基础上帮助品牌进行精细化的消费者价值管理与提升。目前，欧泰普的服务范围已覆盖至北京、上海、广州、深圳等地，团队聚合国际、本土 CRM 专业及视野，为多个美妆、母婴、服饰、个护等行业的顶尖零售品牌提供服务。通过上述策略及运营手段，OTYPE 成功帮助企业客户实现用户招募效率提升 25% 以上，用户有效互动率提升 50% 以上，对销售的贡献度提升 20% 以上。

图 23：欧泰普客户



资料来源：公司官网，天风证券研究所

大颜色：专注于社交技术营销创新，为广告主提供基于社交链的裂变传播。

大颜色科技成立于 2017 年，团队拥有 7 年+的社交开发专业技术、5 亿+社交数据积累。大颜色科技致力于在社交媒体生态中，以数据为基础，利用 Martech 的技术和产品更新，不断尝鲜去中心化营销、社交裂变传播、小程序营销、泛娱乐营销、粉丝运营、短链营销，帮助广告主依托社交媒体，获取更高效的流量红利，实现品效合一收益最大化。大颜色科技的优势在于对营销的理解，数据积累更成体系。通过爬虫技术以及与平台的合作，监测、积累百万自媒体账号，根据营销场景需求帮助广告主遴选优质的 KOL。

大颜色能为广告主提供基于微信社交关系链的裂变传播服务，强化去中心化营销的 SE 模式，驱动 CPM、CPA、CPS 等营销。大颜色还以深度合作模式，为广告主及合作方提供自有流量池（粉丝社群）的创建和精细化运营，帮助流量主实现用户增长模式的互联网+改造。

图 24：大颜色产品和服务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.1.2. 全案广告代理

蓝标全案广告代理即数字广告业务，包括蓝色光标数字传媒（移动手机屏）与智能电视广告（智能电视屏）两大智能投放业务，为客户提供全方位媒体购买服务。旗下包括多盟、亿动、蓝瀚互动、博杰传媒、精准阳光等子品牌，拥有 Data+，DSP，DMP 等多个产品。其中，蓝瀚互动主要为出海广告投放，我们将在出海业务部分进行分析。

图 25：蓝色光标全案广告代理子品牌一览



资料来源：公司官网，天风证券研究所

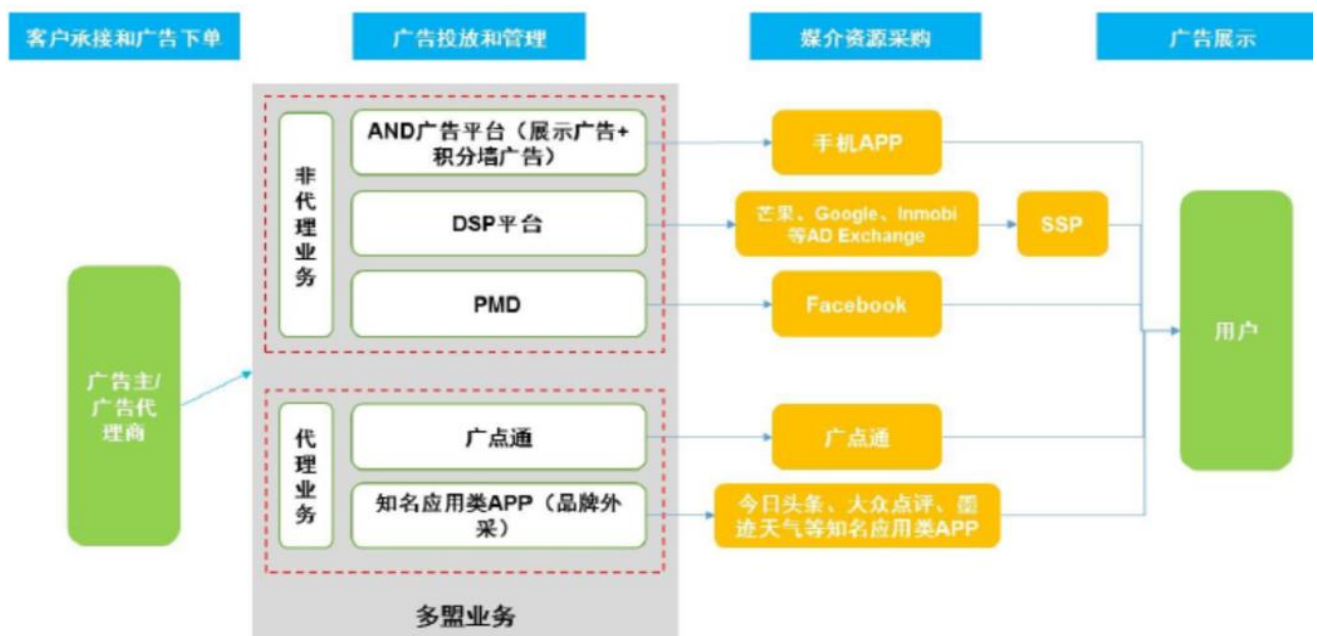
多盟+亿动：整合技术优势与服务能力，奠定蓝标移动营销领先地位

并购多盟亿动，布局以移动数字营销领域。2015 年公司以发行股份并支付现金形式购买蓝瀚科技 96.32% 的股权，同时定向发行股份募集配套资金，金额不超过 18.02 亿元，主要为为了并购在移动营销领域具有先发技术优势和优质客户资源的多盟和亿动。

多盟作为中国移动营销领域的领导者，在移动广告产业链中扮演着移动广告平台运营商的角色，为客户在移动互联网领域提供精准、高效的整合营销推广服务。

多盟成立于 2010 年，是中国第一智能手机广告平台，现有员工 300 余名，其中技术产品团队超过 100 人，为近 5500 个客户提供服务。多盟专注于移动端品牌广告、效果广告及 APP 分发，旗下拥有自主研发的 Ad network 和移动 DSP 平台“多盟-必得”，支持 RTB/PMP/PD/PDB 等多种竞价方式，基于海量数据深度挖掘为广告主提供包括策略、创意、投放优化等全生命周期的移动智能营销整合服务。

图 26：多盟在移动广告产业链的位置



资料来源：公司公告，天风证券研究所

多盟拥有强大的媒体资源及技术领先优势。多盟整合了智能手机领域优质的应用以及广告资源，搭建了广告主和应用开发者之间的广告技术服务平台，并借助大规模数据处理的平台优势以及贴近应用开发者的服务模式，为应用开发者提供产品推广服务和收益。多盟已经开发了全国领先的移动端需求方平台 (Demand-side platform)，通过该平台以及公司积累的庞大用户数据，为广告主实现目标受众人群精准投放，提升广告主广告投放的 ROI。

表 2：多盟主营业务分类及盈利模式

经营模式		与客户结算方式	与媒体结算方式	盈利模式
非代理业务	采用自有 ADN 平台	将客户的 APP 展示在媒体应用的广告列表上供用户点击下载，采取 CPA 等模式与客户结算	主要为与媒体采用分成方式结算，分成比例约为 70%~90%	实现优化赚取分成
		以开屏、插屏、横幅等形式将广告展示在游戏和应用中，与客户结算以 CPC 和 CPM 为主	主要为与媒体采用分成方式结算，分成比例约为 70%~80%	实现优化赚取分成

	采用 DSP 平台	DSP	RTB 和非 RTB 并存 (以 RTB 为主), CPC、CPM、CPA 等方式	RTB 和非 RTB 并存(以 RTB 为主), CPC、CPM、CPA 等方式	实现优化赚取结算价差
	自有 PMD 项目	PMD	服务费, 不超过流水的 5%	取得按流水 10% 的媒体返点	实现优化赚取服务费和返点
代理业务	广点通	广点通合作	对客户采用预收款模式, 按季度计算返点	对广点通采用预付款模式, 按季度计算返点	按照广点通平台的消耗结算, 赚取返点差
	知名应用类 APP	知名应用类 APP	CPC 为主, 按活动计算客户返点	CPC 为主, 按活动计算媒体返点	赚取媒体和客户的返点差

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

多盟在移动互联网广告市场的市场份额和收入排名靠前, 成为蓝标移动广告板块的重要组成部分。多盟在数字智能营销领域中的深耕探索, 不仅仅获得广告主的高度评价, 也先后获得连续五年快手效果广告全国 KA 代理商资质、bilibili 效果整合营销核心代理商、腾讯广告 2021 “域见超新星” 服务商等, 是 1500+ 客户的信赖选择, 包括中国银行、雷克萨斯、联想、三星、中国移动等, 覆盖手游、快消、汽车、金融、电商、智能硬件、生活出行等众多领域。

图 27: 多盟主要发展节点

多盟重要发展节点		
ADN	2010	·推出移动广告平台
激励广告	2012	·推出富媒体广告 ·引进海外资源
DSP	2014	·前瞻性布局移动DSP领域 ·接入Tencent DMP为DSP的运行提供优质基础 ·研发OCPC智能算法并成功上线
	2015	·加入蓝色光标大家庭, 并成为蓝标传媒旗下子业务品牌之一 ·快速完成与今日头条、贴吧、微博、陌陌等头部移动应用的程序化对接 ·成为中国区Facebook Marketing Partner
代理	2016	·成为腾讯社交广告KA数据合作伙伴 ·成功代理京腾计划广告投放, 打造SK-II样板案例
短视频	2017	·布局短视频业务, 成为快手效果广告全国KA代理商 ·推出智能代理平台星云 ·推出京腾计划的升级版DATA+ ·推出自主研发的App Store营销一站式技术服务平台ASMax
	2018	·打破快手日耗记录, 投放消耗在代理商中排名第一 ·今日头条长期核心代理, 荣获2018年优秀创意营销奖 ·推出程序化广告平台-必得优选
UGdesk	2019	·推出UGdesk用户增长平台, 用数据技术助推用户增长 ·短视频营销持续领跑, 整合信息流投放和KOL内容营销
	2020	·正式成为bilibili效果整合营销核心代理商 ·两大短视频拍摄基地正式投入使用
效品协同	2021	·UGdesk用户增长服务多行业拓展 ·开启新消费赛道, 布局微信品商私域、抖音直播电商、阿里Uni Desk业务, 全面赋能客户生意增长

资料来源: 公司官方公众号, 天风证券研究所

亿动是一家领先的移动广告平台公司和移动营销服务商, 拥有自主开发的广告投放系统, 主要从事基于其自有服务平台的移动端的品牌类广告的国内推广和手机应用的海外推广。即将品牌广告主的品牌信息投放到国内的移动应用程序上, 和手机应用广告主的手机应用信息投放到海外的移动推广渠道上如 Google、Meta 等, 帮助客户优化移动营销的投入和扩大海外市场。

亿动的品牌推广业务通过 Premiummad 平台和 Smartmad 平台实现。

Premiummad 是优质内容程序化直投平台，将多个 Hero app 的优质内容资源统一投放，品牌安全有保障，用户覆盖量大且丰富，有清晰的受众标签。根据用户使用的 Hero app 的内容，亿动平台定制不同内容的创意，让用户在不同的场景都能看到相关的广告创意。通过一个平台管理多个 Hero app 的广告活动，实时追踪各个媒体的效果数据，实现自动实时优化。Premiummad 平台积累了海量用户数据和属性标签，在不同媒体间锁定独立用户或同类用户以实现精准定向深度沟通。

Smartmad 通用 SDK，通过实现对国内外主流广告平台的支持，为广告主提供一站式的广告解决方案，Smartmad 平台使得品牌可以通过程序化购买长尾 app 的广告位实现品牌的推广。

表 3：亿动主营业务情况和盈利模式

类型	平台	服务	客户	结算	盈利	案例
应用推广业务	Performad	基于 ROI 效果的程序化广告购买，海外一站式手机推广服务	直客（手机应用发行方） 广告代理（手机应用代理方）	按 CPC 和 CPA 等计费方式，以合作的广告网络平台统计数据为准；通过 Google、Meta、Twitter 平台的广告投放主要以 CPC 向广告主和供应商结算；通过其他广告网络的投放存在 CPC 和 CPA 等结算方式	CPC 和 CPA 差价、供应商返利	微信、Efun Company Limited 等 Mobile Push Media Limited、Mobie exchanger Co.Limited 等
品牌推广	移动开发的 Premiummad 平台直接购买广告位以及亿动的 Smartmad 平台对长尾媒体的广告位进行程序化购买。	Premiummad 平台只对接中国的超大媒体，Smartmad 平台接入了约 20,000 个流量较小的长尾媒体	直客（手机应用发行方） 广告代理（手机应用代理方）	Premiummad 平台在广告排期时已约定了在各媒体上的投放天数和单价，并通过第三方监控广告投放的 KPI，以 CPD 为主进行结算；) Smartmad 平台的计费，以平台数据和第三方监控数据核对为准进行结算，以 CPC 为主进行结算，通过 CPC 差价盈利。	媒体返利、特殊折扣的刊例价差	直客比例较少 可口可乐、Dior、联合利华等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

亿动具有成熟的产品体系，产品覆盖六个模块，并与谷歌、Meta、Twitter、美图秀秀、滴滴出行、墨迹天气等优质媒体合作，为客户提供一站式解决方案。亿动旗下分为亿道，优道，乐道，Travel MAD，MadSolutions 及 Madsense 六大板块，分别负责不同细分领域的投放业务。

图 28：亿动六大产品矩阵



资料来源：公司官网，天风证券研究所

通过收购多盟与亿动，蓝色光标加强了其在移动互联网营销产业的布局，提升了公司的核心竞争力，成为移动广告的领先者。以技术为专长的多盟充分利用了移动及互联网技术的优势来发展业务，在大规模海量数据存储和处理、实时数据流处理、广告策略和算法、海量受众数据分析、手机客户端优化、广告反作弊等技术的不断研发和拓展的基础上，开发出 ADN 平台、DSP 平台等，通过对平台上不断积累的广告投放数据进行充分分析，优化广告主的投放行为，极大的提升了广告主投放的效果。

亿动在品牌推广及海外推广具有较大的优势，尤其是其海外市场推广方面，囊括了海外最大的 Google、Meta、Twitter 三大推广渠道，企业品牌优势凸显；在品牌广告方面，亿动具有丰富的广告策划及营销经验，为客户提供了良好的客户体验，也是公司未来业务发展的重点。

OTT 广告：以博杰传媒为主体，覆盖大屏消费领域

2017 年 1 月 1 日蓝色光标推出“Blue-Max”业务，宣布正式进入智能电视广告领域。蓝色光标与电视厂商的合作将不限于智能电视平台的广告投放，为加强品牌与消费者的互动，蓝色光标还将结合大数据洞察、用户画像等创新研究，在精准投放、品商结合等层面与电视厂商开展更多合作，通过开发多元化的营销产品，为广告主构建一个基于 OTT 的营销生态环境。

OTT 广告价值逐渐受到认可。截至 2020 年 12 月，IPTV+OTT 激活终端的联合规模已经突破 6 亿台，日活联合规模突破 2.5 亿台。其中，OTT 激活规模达 2.95 亿台，增长动力主要来自于智能电视的稳定增速；活跃方面，OTT 日活规模突破亿台，智能电视日活贡献超 9500 万台。OTT 日每终端单次开机时长达 155 分钟，较去年同期增长 22 分钟，用户黏性稳步提升。OTT 已经成为越来越多广告主的首选投放媒体之一，其投放份额占比已经超过广告主数字媒介投放总预算的 10%。OTT 的广告价值，尤其是开机广告的独占性和稀缺性，正得到越来越多客户的认同，不仅市场投放总量越来越大，市场价格也在逐步提升向其应有的价值靠近。

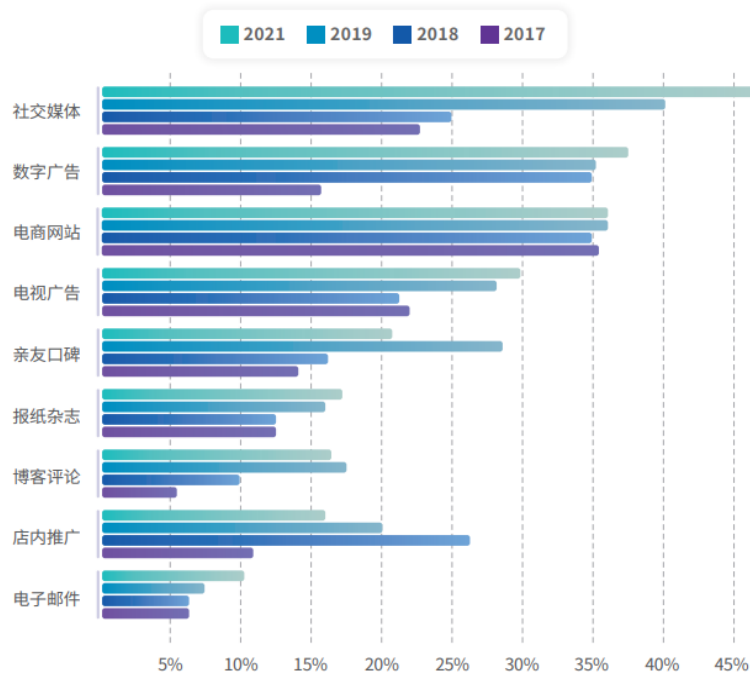
蓝色光标抓住 OTT 广告成长空间，稳居龙头地位。公司目前已经构建了包含传统电视品牌“海信、创维、康佳、TCL、长虹”等、互联网电视品牌“小米”等在内的大屏营销体系。

2.2. 出海业务：核心优势显著，乘企业出海东风，出海业务蓬勃发展

蓝色光标发布的《2021 中国品牌海外传播报告》中的问卷调查结果所示，社交媒体已经成为海外消费者获取中国品牌信息的最主要渠道之一。与此同时，借助不同的媒体传播渠道，中国品牌在新型市场的存在感与可见度稳步提升。

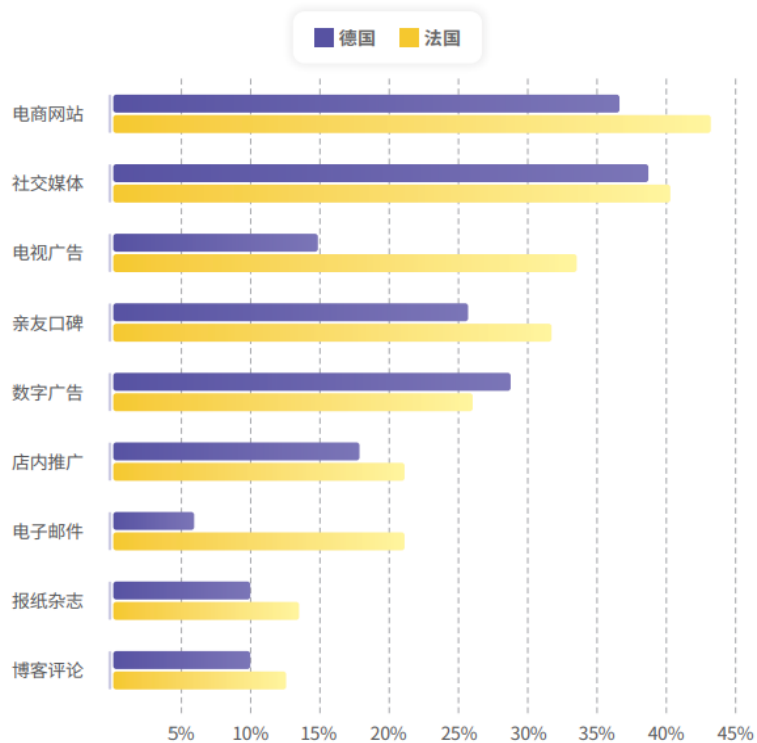
同时，面对海外市场不同的政治、经济、社会与媒体环境，中国出海品牌需要制定具有针对性的策略，优化品牌传播、规避经营风险，出海业务代理商对中国品牌海外传播有着直接赋能的作用。随着新的媒体传播平台 and 数据分析工具的普及，中国品牌客户对出海广告的需要与投入逐年增加。

图 29：美国消费者了解中国品牌的渠道占比情况（百分比，2017-2021 年美国受访者总计）



资料来源：《2021 中国品牌海外传播报告》，天风证券研究所

图 30：欧洲消费者了解中国品牌的渠道占比情况（百分比，2021 年德国法国受访者总计）

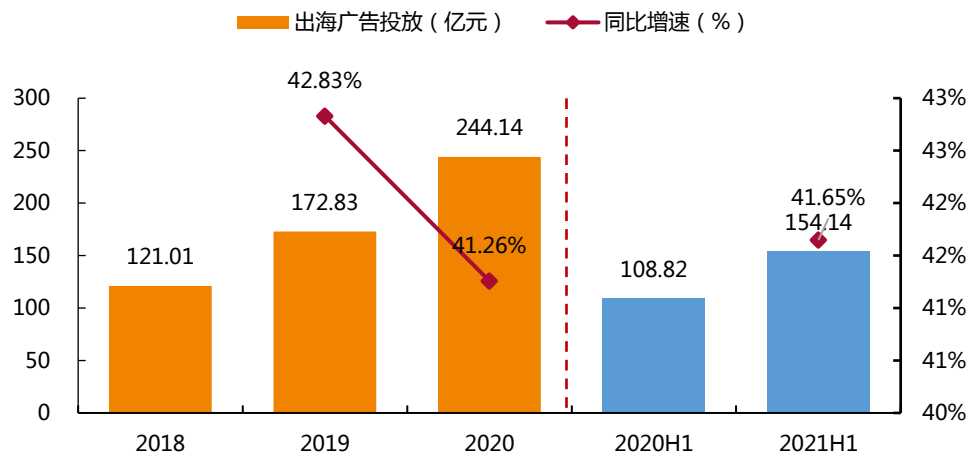


资料来源：《2021 中国品牌海外传播报告》，天风证券研究所

蓝色光标出海业务 18 年收入已过百亿收入，19 年同比增长 43%达到 173 亿元，20 年再次实现 40%以上增长至 244 亿收入，成为公司第一大收入来源。蓝色光标通过子公司蓝瀚互动进行出海业务广告投放，基于国内营销经验以及海外丰富资源，可以有效地帮助品牌主进行消费者洞察，把脉海外市场消费者的数量及特点，为广告主提供海外社交媒体营销解决方案、海外数字媒体营销解决方案、Meta 账户管理、广告优化以及粉丝页管理等一站

式服务。同时整合蓝标集团旗下的多渠道资源实现整合营销，为中国品牌进军海外市场提供强有力支持，并在海外市场实现更好的营销效果。

图 31：蓝色光标出海广告投放收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前，蓝标是国内仅有的一家拥有 Meta、Google、Twitter、Linkedin、TikTok For Business、Outbrain 等全球十六大媒体平台官方授权代理商，几乎包揽国外头部资源的全部代理权。

蓝色光标是 Meta 全球第一个 10 亿美元合作伙伴，并斩获 2018 年度“最佳业务增长”、“最佳伙伴管理”、“最佳产品应用”及“最佳游戏潜力客户增长”四项大奖。

蓝标与 Google 在 15 年达成官方战略合作，正式成为 Google 中国区官方代理商，且蓝标传媒的 Google 出海业务份额已远超国内其他代理商，旗下蓝标传媒荣获 Google2021 年优秀合作伙伴大奖。

21 年 7 月，蓝标旗下子品牌西红柿互动正式认证成为 Snapchat 中国区官方广告服务商；21 年 11 月，西红柿互动正式成为快手国际版 Kwai for Business 一级代理商。

蓝色光标出海业务具体分为游戏推广、电商推广、品牌推广、工具推广四个板块，其中游戏推广通过 D3 Meta 广告智投工具，可以提供落地页自动生成，智能投放策略等服务，电商推广通过鲁班系统实现。21 年上半年，“鲁班跨境通”实现营收近 3 亿元，新增客户超万家，同比增长 340%以上，目前“鲁班跨境通”已累计服务超过两万家出海中小企业客户。

图 32：鲁班系统核心优势



资料来源：公司官网，天风证券研究所

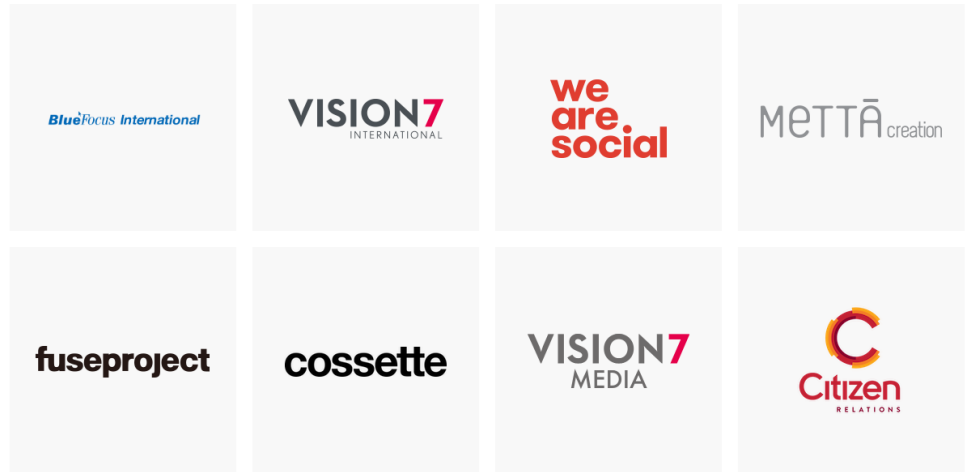
2.3. 海外业务：已引入境外战略投资者完成剥离，18 亿商誉出表

蓝标海外业务主要为 Vision7、We Are Social、Metta 等多家行业内享有盛誉的数字营销、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，主要业务

是为众多 500 强品牌提供覆盖品牌战略咨询、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。

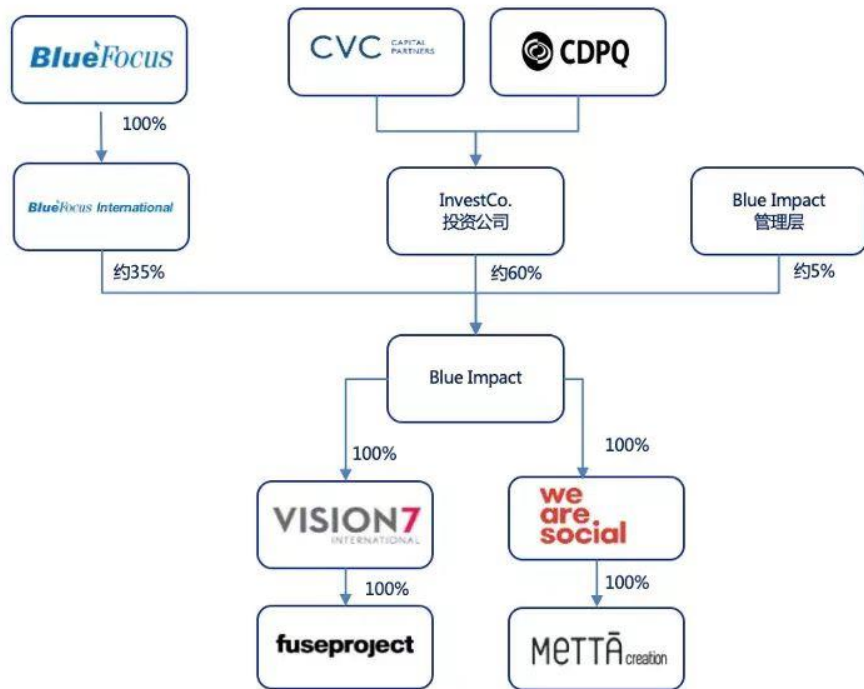
2021年9月13日蓝标引进战略投资者转让蓝标国际旗下四家全资子公司 Vision7、We Are Social、Metta、Fuse Project（标的公司）股权。交割完成后，标的公司的商誉将从公司完全剥离，且营收不再纳入公司合并报表范围。此次交易中，公司取得 Bentley Investment Company Limited（交易中的买家）发行的 34.51%普通股，收到 2.0566 亿美元处置股权款及 0.18 亿美元股权资本退还款，按 2021 年 8 月 31 日汇率计算，折合人民币共计 14.47 亿元，剥离商誉 18 亿元。

图 33：蓝色光标国际原有业务子品牌（引入战略投资者之前）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 34：交易完成后股权结构图



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

2.4. 创新业务：蓝标在线打开中小企业空间，战略布局元宇宙面向新浪潮

2.4.1. 蓝标在线：MaaS 平台打开中小企业市场

20 年 9 月 23 日蓝标正式推出营销 MaaS(Marketing as a Service) 化平台“蓝标在线”，通过营销服务线上化，将营销服务延伸到广大中小企业。

“蓝标在线”将蓝色光标原有的服务能力，通过在线方式一站式解决策略洞察、创意、内容制作、信息发布与广告投放等营销需求，帮助企业打通线上营销全链路，提高营销效率。“蓝标在线”目标是让更多的企业以合理的价格享受蓝色光标品质的营销服务，推动线上标准化营销产品与定制化营销服务实现闭环打通。

图 35：蓝标在线产品介绍



资料来源：公司官网，天风证券研究所

助力公司突破大客户服务模式，打开中小企业商业空间。“蓝标在线”能够服务中小客户，有望助力公司突破过去为大客户服务的模式，把客户范围从大客户转扩大到中小企业。蓝标在线以较低的价格通过智能化的方式为中小企业提供专业高效的营销服务，同时智能化营销有助于公司提升营销转化率，且智能化营销边际成本低，毛利率更高，如果规模实现，则具备更高盈利能力。

2.4.2. 战略进军元宇宙：资本、技术、人才全面布局，虚拟人业务已陆续落地

蓝色光标在元宇宙方向全面布局，从管理架构，到业务推进，不断明确元宇宙业务已经成为公司未来的战略核心。

管理架构方面，21 年 12 月 16 日，蓝色光标发布公告，宣布公司董事会及战略委员会进行一系列调整：赵文权辞任蓝色光标总经理，继续担任公司董事长并将出任蓝色宇宙董事长，专注元宇宙业务布局；蓝色光标创始人之一孙陶然作为一致行动人，加入蓝色光标董事会并担任董事会战略委员会主任委员；同时，蓝色光标聘请中关村大数据产业联盟秘书长、国家发改委数字经济新型基础设施课题组牵头人、《元宇宙》作者赵国栋先生担任蓝色光标独立董事。

此次调整之后，赵文权先生将把更多时间和精力放在“营+销”业务布局、元宇宙等创新业务的探索和落地上，同时更多地从战略层面关注内容和技术融合生态、元宇宙产业化的布局和建设。孙陶然作为蓝色光标的创始人和一致行动人，再度回归蓝色光标董事会并担任战略委员会主任委员，为蓝色光标未来战略规划及元宇宙业务带来重要推动，并将推动蓝色光标开启新的征程。

在业务及产业生态方面，蓝标在元宇宙领域快速布局：

1) **业务方面**，蓝标目前主要在虚拟直播技术、虚拟数字人创设运营、虚拟空间等领域开展业务布局、研发投入和实践落地。帮助客户发行 NFT，通过数字化技术让传统文化和企业品牌向元宇宙迁移。

2) **产业生态方面**，公司在虚拟直播间与阿里达摩院合作，在虚拟数字人与虚拟空间领域的技术和产品研发方面，战略合作当红齐天。

3) **成立蓝色宇宙全资子公司**，将作为蓝色光标专注探索元宇宙相关投资和运营业务的主阵地，将整合蓝色光标已经具备的虚拟直播间、虚拟 IP 运营相关资源和团队，全面推进元宇宙相关业务的探索和落地。

公司在云栖大会上展示蓝色光标数字达人服务全景图 1.0，充分展示了公司的全方位布局与前瞻探索。

图 36：蓝标光标数字达人服务全景图 1.0



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

具体到业务进展及规划上，

虚拟直播：2021年10月，公司与阿里巴巴达摩院基于智能直播解决方案达成战略合作，该方案由智能直播间及智能辅播（千人千面）两项构成，旨在帮助品牌打造独具特色的直播场景，为消费者提供专业、智能的直播体验。11月19日，蓝色光标公布与阿里巴巴达摩院共同打造的虚拟直播间业务进展：已签约售出34间，价格为9.9万元/间，购买品牌涵盖母婴、美妆、保健、家清、3C等多品类头部企业。目前，蓝色光标仍在持续接洽数十家品牌，预计未来短期内即可签约超百间。

虚拟形象：在偶像型虚拟人领域，公司过去两年帮助品牌客户打造伊利金典牛奶虚拟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案例，并推出国内首位广告公司虚拟创意人蓝零壹。

根据蓝色光标在互动平台表示，公司未来将重点打造虚拟人IP以及虚拟空间；同时，公司会批量推出更多的虚拟人形象（IP）以及促成更多的虚拟空间/场景落地，并且对虚拟人与虚拟空间的运营战略更加完善。此外，公司正在与蓝标的企业客户洽谈高管虚拟人分身业务。

公司自有知识产权的首个虚拟数字人“苏小妹”于22年1月1日正式推出，这既是蓝色

光标元宇宙战略的标志性落地，也将开启蓝色光标虚拟 IP 业务的全新布局。

图 37：蓝色光标首个自有知识产权的虚拟数字人“苏小妹”



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

虚拟空间：依托庞大的客户资源，蓝色光标能够帮助品牌打造虚拟现实商业化场景。公司与当红齐天及其旗下子公司齐乐无穷展开战略合作，各施所长共同探索线上虚拟空间与线下实体空间的融合，探索 XR 在营销场景下更广泛的应用落地。2021 年 12 月 27 日，百度希壤与蓝色光标宣布达成战略合作，以希壤虚拟空间为基石，共同助力品牌方在元宇宙时代与消费者建立新连接、开拓新场景，赋能营销形态进化。蓝标和百度将携手在希壤虚拟空间的核心区域打造一座蓝色光标专属建筑，同时，蓝色光标成为希壤虚拟空间内“全行业营销场景代理”，以及汽车行业营销独家代理。

图 38：当红齐天“首钢 1 号高炉 5G XR 乐园”效果图



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

NFT 领域：帮助客户发行 NTF，布局数字藏品领域，通过数字化技术让传统文化和企业品牌向元宇宙迁移。NFT 是数字世界中独一无二的资产，当前最大的使用场景集中在数字艺术和游戏领域，在营销和传统文化传播中也正在发挥作用，蓝色光标已经开始帮助客户发行 NFT，通过数字化技术让传统文化和企业品牌向元宇宙迁移。

3. 盈利预测与投资建议

业绩方面，我们预计蓝色光标 2021-2023 年营业收入分别为 415.0 亿/539.4 亿/649.7 亿元，同比增速分别为 2.4%/30.0%/20.5%。2021 年三季度起宏观经济及监管影响，广告市场整体疲软，公司相应业务也受到影响，同时海外公司将于 21 年 9 月起剥离，营业收入不再合并至报表，21 年整体营收增速平缓。我们预计 2022 年恢复正常增长节奏。

预计公司 2021-2023 年毛利率分别为 6.59%/6.17%/5.96%，毛利率有所下行主要为我们预计出海广告投放收入占比将提升，该业务毛利率低于其他业务，带来整体毛利率的自然结构性变化。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.36 亿/8.01 亿/9.77 亿元，同比增速分别为 -12.2%/26.0%/22.0%。21 年归母净利润同比下滑主要为公司 20 年非经常损益影响较大，20 年公司扣非后归母净利润为 5.89 亿元，21 年我们预计非经常损益影响降低。由于元宇宙业务在布局起始阶段，我们暂不考虑元宇宙业务带来的业绩影响，但不排除在商业模式成熟后为公司带来增量。

蓝色光标作为国内营销龙头，在业务能力、产业链布局、大客户、技术前瞻探索等方面领先，近年优秀财务表现也体现了公司规模优势和持续稳健的增长能力。公司基本业务牢固，并基于多年积累的内容创作与运营、广告精准投放、多元渠道连接等能力，积极布局元宇宙、推进蓝标在线 MaaS 平台等，更加顺应数字科技时代营销新变化，有望打开公司未来业绩与估值空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

宏观经济变化及行业监管对广告投放影响。广告行业与宏观经济及消费情况紧密相关，宏观经济增速放缓或消费下行对广告投放产生影响。监管领域如对个人信息保护等对广告业务，或游戏、教育、电商等行业政策对相应行业投放会产生影响。

国内外疫情不确定性。国内外疫情将影响企业经营及广告主投放，进而影响公司国内及出海广告投放业务。

广告主投放意愿不确定性。广告主预算变化及投放意愿变化将对公司业务产生影响。

新业务拓展进度不达预期。公司元宇宙、蓝标在线等新业务在起步阶段，存在不达预期风险。

商誉减值风险。公司商誉体量及减值风险已大幅降低，但账面仍存在商誉，存在减值风险。

近期股价上涨较多。公司近期股价上涨幅度较大，存在股价波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,585.51	2,423.93	5,653.37	5,289.67	10,850.02
应收票据及应收账款	7,465.06	9,138.31	8,846.89	9,431.46	9,698.57
预付账款	284.42	106.31	324.48	237.83	441.04
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	500.54	1,478.46	1,572.43	1,734.23	1,827.87
流动资产合计	9,835.53	13,147.01	16,397.16	16,693.19	22,817.50
长期股权投资	889.51	766.85	766.85	766.85	766.85
固定资产	120.05	126.02	106.01	86.00	65.99
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,418.21	1,291.89	1,015.79	904.14	792.49
其他	6,780.14	6,183.20	6,418.45	6,277.66	6,327.85
非流动资产合计	9,207.92	8,367.96	8,307.10	8,034.65	7,953.18
资产总计	19,051.34	21,518.97	24,710.21	24,732.82	30,776.14
短期借款	1,446.66	1,695.66	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	6,065.28	8,127.55	6,303.90	9,159.50	9,509.39
其他	1,490.04	1,681.49	5,930.96	2,691.33	7,407.04
流动负债合计	9,001.98	11,504.69	13,234.86	12,850.82	17,916.43
长期借款	451.40	358.47	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	471.82	157.27	209.70
其他	770.98	671.42	721.20	696.31	708.76
非流动负债合计	1,222.39	1,029.89	1,393.03	1,053.59	1,118.46
负债合计	10,224.37	12,534.58	14,627.89	13,904.41	19,034.89
少数股东权益	132.96	5.97	2.58	3.60	7.62
股本	2,491.04	2,491.04	2,491.04	2,491.04	2,491.04
资本公积	3,697.10	3,456.89	3,483.61	3,483.61	3,483.61
留存收益	6,477.24	6,957.83	7,588.71	8,333.77	9,242.59
其他	(3,971.37)	(3,927.34)	(3,483.61)	(3,483.61)	(3,483.61)
股东权益合计	8,826.97	8,984.39	10,082.33	10,828.41	11,741.25
负债和股东权益总计	19,051.34	21,518.97	24,710.21	24,732.82	30,776.14

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	723.31	742.86	635.96	801.15	977.22
折旧摊销	183.51	171.54	116.10	131.66	131.66
财务费用	147.92	139.33	96.29	107.87	103.95
投资损失	(81.01)	(340.83)	(54.23)	(64.00)	(68.00)
营运资金变动	(1,932.69)	1,089.15	2,353.80	(994.94)	4,497.45
其它	1,658.32	(491.56)	(34.03)	33.28	44.78
经营活动现金流	699.36	1,310.48	3,113.90	15.01	5,687.06
资本支出	123.45	(69.73)	(229.78)	24.89	(12.44)
长期投资	225.15	(122.66)	0.00	0.00	0.00
其他	(192.73)	546.84	492.70	7.82	39.20
投资活动现金流	155.87	354.45	262.92	32.71	26.76
债权融资	2,078.71	2,188.28	1,671.82	1,424.35	1,443.24
股权融资	1,726.88	(581.63)	413.93	(94.81)	(90.89)
其他	(4,584.96)	(2,317.87)	(2,233.14)	(1,740.96)	(1,505.82)
筹资活动现金流	(779.37)	(711.22)	(147.38)	(411.42)	(153.47)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	75.86	953.71	3,229.44	(363.70)	5,560.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	28,105.72	40,526.89	41,504.31	53,936.14	64,969.94
营业成本	25,599.73	37,922.41	38,771.04	50,607.46	61,098.17
营业税金及附加	21.30	14.12	13.86	16.18	19.49
营业费用	804.35	755.16	828.03	1,093.13	1,251.85
管理费用	857.92	955.66	955.68	1,136.17	1,301.16
研发费用	31.99	46.82	60.51	124.05	142.93
财务费用	140.40	158.30	96.29	107.87	103.95
资产减值损失	(26.04)	(1.47)	(68.14)	(58.74)	(57.93)
公允价值变动收益	314.09	(114.70)	(30.64)	32.26	40.75
投资净收益	81.01	340.83	54.23	64.00	68.00
其他	(661.46)	(396.19)	(3.00)	(167.07)	(197.66)
营业利润	942.44	845.94	826.45	980.82	1,199.21
营业外收入	37.96	75.76	7.56	9.50	9.50
营业外支出	35.00	35.61	6.89	12.07	12.07
利润总额	945.40	886.09	827.12	978.25	1,196.64
所得税	222.09	143.22	194.55	176.08	215.40
净利润	723.31	742.86	632.57	802.16	981.25
少数股东损益	12.86	18.63	(3.39)	1.01	4.02
归属于母公司净利润	710.45	724.24	635.96	801.15	977.22
每股收益(元)	0.29	0.29	0.26	0.32	0.39

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	21.65%	44.19%	2.41%	29.95%	20.46%
营业利润	91.34%	-10.24%	-2.30%	18.68%	22.27%
归属于母公司净利润	82.66%	1.94%	-12.19%	25.97%	21.98%
获利能力					
毛利率	8.92%	6.43%	6.59%	6.17%	5.96%
净利率	2.53%	1.79%	1.53%	1.49%	1.50%
ROE	8.17%	8.07%	6.31%	7.40%	8.33%
ROIC	12.66%	11.33%	10.02%	21.49%	20.71%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	53.67%	58.25%	59.20%	56.22%	61.85%
净负债率	5.59%	-2.62%	-39.49%	-35.70%	-80.12%
流动比率	1.09	1.14	1.24	1.30	1.27
速动比率	1.09	1.14	1.24	1.30	1.27
营运能力					
应收账款周转率	4.16	4.88	4.62	5.90	6.79
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	1.56	2.00	1.80	2.18	2.34

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.29	0.29	0.26	0.32	0.39
每股经营现金流	0.28	0.53	1.25	0.01	2.28
每股净资产	3.49	3.60	4.05	4.35	4.71
估值比率					
市盈率	37.10	36.39	41.44	32.90	26.97
市净率	3.03	2.94	2.61	2.43	2.25
EV/EBITDA	9.10	10.32	18.86	16.61	10.38
EV/EBIT	10.30	11.75	21.13	18.57	11.41

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com