



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

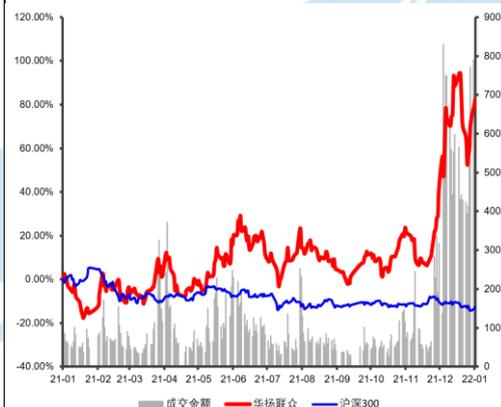
## 华扬联众（603825）： 乘政策东风，借多方合力，引领数字经济新浪潮

行业分类：社会服务

2022年01月18日

公司投资评级	买入
当前股价（22.01.17）	27.73元
<b>基础数据（22.01.17）</b>	
总市值（亿元）	70.25
流通市值（亿元）	62.78
总股本（亿股）	2.53
流通A股（亿股）	2.26
近三个月换手率	288.84%
PE（TTM）	31.02

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

- **事件：**2022年1月15日，华扬联众与上海燃麦网络科技有限公司、喜悦娱乐（杭州）股份有限公司签署战略合作协议，三方拟成立合资公司（华扬联众拟持股40%，燃麦科技拟持股30%、喜悦娱乐拟持股30%），探索元宇宙数字内容的制作和搭建，为数字变革的商业时代注入新动能，为推进重点领域数字产业发展、规范数字经济发展尽一份力。
- **投资亮点：**

  - **数字经济迎政策东风，元宇宙行业加速落地。**1月12日，国务院正式印发《“十四五”数字经济发展规划》，提出到2025年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%，软件和信息技术服务业规模将达到14万亿元等；1月16日出版的第2期《求是》杂志发表重要文章《不断做强做优做大我国数字经济》，文章指出，要加强关键核心技术攻关，加快新型基础设施建设，推动数字经济和实体经济融合发展，推进重点领域数字产业发展，规范数字经济发展，完善数字经济治理体系，积极参与数字经济国际合作。
  - **三方优势互补，合力打造元宇宙数字商业新生态。**华扬联众与燃麦科技、喜悦娱乐三方拟成立合资公司，华扬联众作为2022年冬奥会和冬残奥会官方传播代理服务独家供应商，具备扎实的客户、媒介资源、大数据技术，整合各方优势，为合资公司数字虚拟IP的商业变现运作提供支持；燃麦科技将全力为合资公司数字虚拟IP制作提供技术支持，共同探索已有的数字虚拟IP的资源授权；喜悦娱乐将负责引擎技术的开发和优化，并为虚拟IP开发更多的影视化内容和商业化应用。
  - **数字人产业进入加速期，元宇宙时代的流量密码。**虚拟数字人是以数字形式存在的，具有人的外观、特点、行为，依赖科技展示的虚拟形象，是进入数字世界的必要化身。伴随着元宇宙行业的发展，数字员工、虚拟偶像、虚拟代言人、虚拟主播等在时尚、体育、影音娱乐等领域的应用开始崭露头角，探索全新商业模式。《虚拟数字人深度产业报告》则预计，到2030年我国虚拟数字人整体市场规模将达到2700亿元，迎来广阔的应用空间。
  - **盈利预测与投资评级：**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 25/14/10 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
<b>营业利润</b>	255.46	314.17	583.36	761.38
其他非经营损益	-14.97	-8.82	-8.82	-8.82
<b>利润总额</b>	240.49	305.36	574.55	752.56
所得税	36.79	35.94	76.32	103.02
<b>净利润</b>	203.70	269.42	498.23	649.54
少数股东损益	-5.84	-11.28	-20.86	-27.20
<b>归属母公司股东净利润</b>	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
<b>资产总计</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>归属母公司股东权益</b>	1776.23	1981.11	2359.99	2853.93
少数股东权益	1.07	-10.21	-31.07	-58.27
<b>股东权益合计</b>	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
<b>现金流量净额</b>	-76.16	-110.98	25.35	22.81

数据来源：wind 中航证券研究所

## 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。