

营销资源构筑护城河，“元宇宙+营销”前景可期

投资要点

- **事件：**公司发布2021年年报及2022年第一季度报告。2021年，公司实现营业收入132.1亿元，同比增长44.5%；实现归母净利润2.3亿元，同比增长9.3%。2022Q1公司实现营业收入26.8亿元，同比增长11.9%；实现归母净利润0.2亿元，同比增长28.8%。
- **营销资源优势凸显，“数据+客户+媒体”构筑护城河。**1) 数据资源：公司多年来为客户策划和执行大量的营销活动，积累了丰富的消费者特征、行为和反馈数据；2) 客户资源：公司拥有百家左右中大型客户，长期合作客户有雅诗兰黛、OPPO、东风日产、蒙牛、京东、百胜集团、通用磨坊等，这些客户每年与公司合作金额保持稳定增长，为公司持续快速发展奠定良好基础；3) 媒体资源：公司合作的互联网媒体包括所有国内知名互联网企业，如腾讯、百度、新浪、网易等，双方合作时间较长且稳定，合作金额较大。营销资源构筑公司发展护城河，品牌营销业务或将持续贡献稳定收入。
- **积极开展新零售业务，打造新的业绩增长极。**公司聚焦汽车、免税等细分行业进行资源垂直整合：1) 拓展汽车新零售体系：公司为北京汽车BJ90车型打通汽车全链路服务体系，量身定制以技术和内容双重驱动的汽车新零售解决方案；2) 探索线上免税新零售场景：公司成立海南乐购仕合资公司，在免税商品进口、分销和零售业务的同时，协助海南旅投全面布局线上免税服务体系。新零售业务发展空间较大，或将成为盈利新增长点。
- **探索元宇宙，赋能“元宇宙+营销”无限可能。**1) 底层技术储备方面，与燃麦科技、喜悦娱乐成立合资公司，探索元宇宙数字内容的制作和搭建；2) 运用场景方面，数字藏品“秦兵马俑之蒹葭潮团”上线后登顶摩点APP商品热销榜；3) 营销和商业实现领域，为Dior开发虚拟形象“甜小甜”；4) 交易环节方面，与工商银行签署合作协议，联合开展数字人民币封闭试验。公司依托品牌营销业务的现有优势，不断探索元宇宙与营销融合的新模式，未来发展值得关注。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年归母净利润分别为3亿元、4.3亿元和4.9亿元，归母净利润CAGR为28%。公司为知名互联网广告营销企业，主营业务优势较为明显，“元宇宙+营销”助力虚拟人IP商业变现与应用场景拓展，有望成为潜在业绩新增长点。综上，我们给予公司2022年20倍估值，对应目标价23.4元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、新零售业务发展不及预期风险、行业政策风险。

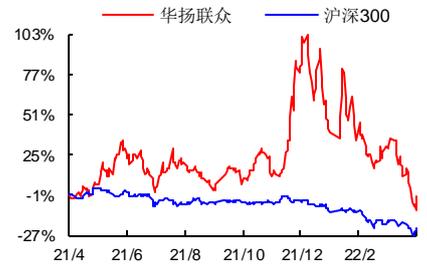
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13213.74	13992.82	15736.94	18147.20
增长率	44.51%	5.90%	12.46%	15.32%
归属母公司净利润(百万元)	228.99	296.11	431.68	490.19
增长率	9.28%	29.31%	45.78%	13.55%
每股收益EPS(元)	0.90	1.17	1.70	1.93
净资产收益率ROE	9.47%	10.93%	14.02%	14.09%
PE	16	12	8	7
PB	1.58	1.41	1.23	1.08

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)	2.53
流通A股(亿股)	2.53
52周内股价区间(元)	13.16-30.07
总市值(亿元)	36.68
总资产(亿元)	81.09
每股净资产(元)	8.81

相关研究

目 录

1 公司概况	1
2 整合营销全产业链布局领先者	3
2.1 资源优势明显，“数据+客户+媒体”构筑宽护城河	3
2.2 优质 IP 赋能，商业价值持续释放	5
2.3 科技赋能全域营销，营销新技术满足客户更高需求	6
2.4 新零售有望形成业绩新增长极	7
3 布局元宇宙，探索“元宇宙+营销”可能性	9
4 盈利预测与估值	11
4.1 盈利预测	11
4.2 相对估值	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构图.....	2
图 3：公司 2015 年以来营业收入及增速.....	2
图 4：公司 2015 年以来归母净利润及增速.....	2
图 5：公司 2019 年以来主营业务结构情况.....	3
图 6：公司 2015 年以来主营业务毛利率情况.....	3
图 7：获奖营销案例之一.....	3
图 8：华扬联众的部分客户资源.....	4
图 9：公司策划制作的《双奥之城 城市之光》系列宣传片.....	5
图 10：“秦大卫”形象 IP.....	6
图 11：故宫学校在线教育项目发布会.....	6
图 12：公司的星运营营销链.....	7
图 13：公司获得北汽汽车 BJ90 车型批发及零售专营权.....	8
图 14：海南乐购仕合资公司揭牌成立.....	8
图 15：数字藏品“秦兵马俑之蒹葭潮团”.....	9
图 16：虚拟人 Aimee.....	10
图 17：虚拟人“甜小甜”.....	10
图 18：数字人民币封闭实验框架协议签约仪式.....	10

表 目 录

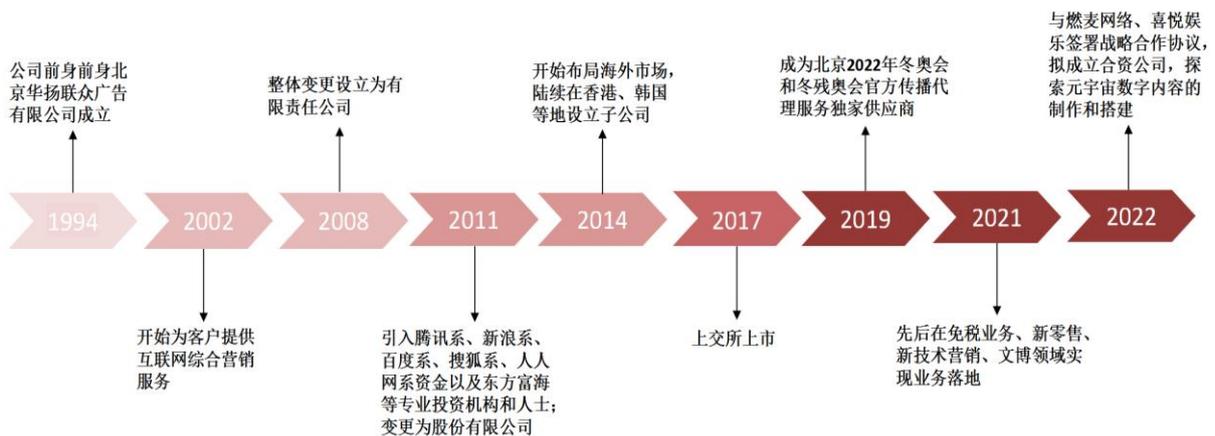
表 1：合资公司股东、拟持股比例及职责.....	9
表 2：分业务收入及毛利率.....	11
表 3：可比公司相对估值.....	12
附表：财务预测与估值.....	13

1 公司概况

华扬联众数字技术股份有限公司是以驱动增长为核心、整合全渠道营销的全域营销公司。公司旗下信息技术营销服务、新零售、综合性内容创造三大优势业务板块齐头并进，秉承着“合作共赢、科技利人、高效行动力”的价值观，致力于帮助商业伙伴在快速变化的竞争环境中实现价值最大化。互联网新时代即将来临，公司积极融入元宇宙发展浪潮，储备元宇宙相关底层技术同时积极拓展相关技术应用场景，发展势头强劲。

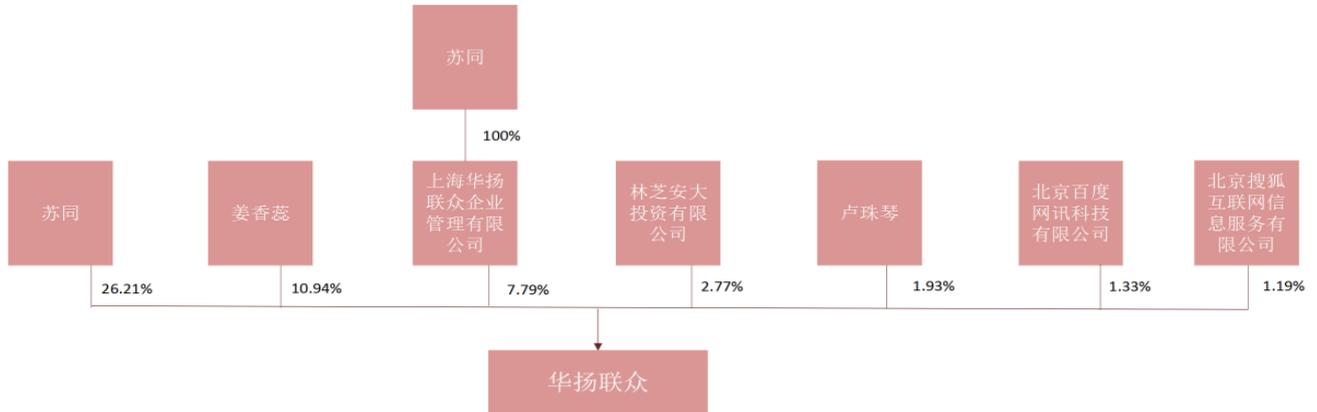
公司发展历程：公司前身北京华扬联众广告有限公司成立于 1994 年，2002 年开始为客户提供互联网综合营销服务。2011 年 5 月，腾讯、新浪、百度、搜狐、人人网分别以现金 1500 万元入股公司；同年 6 月东方富海等专业投资机构和人士入股公司；同年 9 月公司变更为股份有限公司。2014 年，公司开始布局海外市场，随后几年陆续在香港、韩国、美国、英国等地设立子公司或分公司。2017 年，公司成功在上交所上市。2019 年，公司成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方传播代理服务独家供应商。2022 年，公司与燃麦网络、喜悦娱乐签署战略合作协议，拟成立合资公司，探索元宇宙数字内容的制作和搭建。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：公司实控人持股 44.9%，百度、搜狐入股公司。公司实际控制人苏同直接持有公司 26.2% 的股权，此外还通过其一致行动人姜香蕊及其 100% 控股的上海华扬联众企业管理有限公司间接持有公司 18.7% 的股权，合计持有公司 44.9% 的股份。北京百度网讯科技有限公司持股 1.3%，北京搜狐互联网信息服务有限公司持股 1.2%。

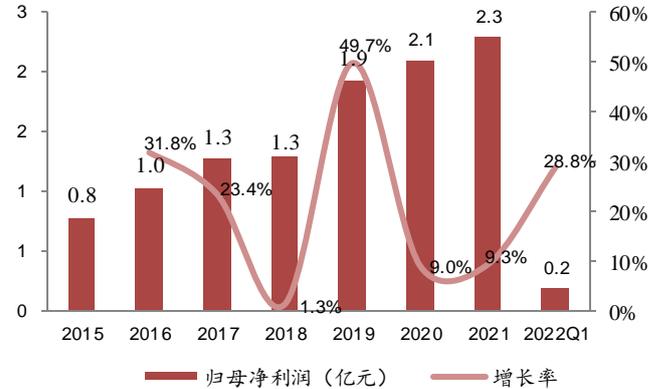
图 2：公司股权结构图


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：1) 营收方面：2015-2021 年，公司营收基本维持稳步上涨趋势，2016-2021 年复合增长率达 16.9%。2020 年公司营收有所下降，主要系品牌客户受疫情影响缩减营销预算，造成品牌营销业务收入降低所致。2021 年营收回升至 132.1 亿元，同比增长 44.5%，为 2015 年以来的最高水平；2022Q1 实现营收 26.8 亿元，同比增长 11.9%。2) 归母净利润方面：2015-2021 年，公司归母净利润逐年增长，2016-2021 年 CAGR 达 19.7%。2021 年公司实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 9.3%，2022Q1 实现归母净利润 0.2 亿元，同比增长 28.8%。

图 3：公司 2015 年以来营业收入及增速

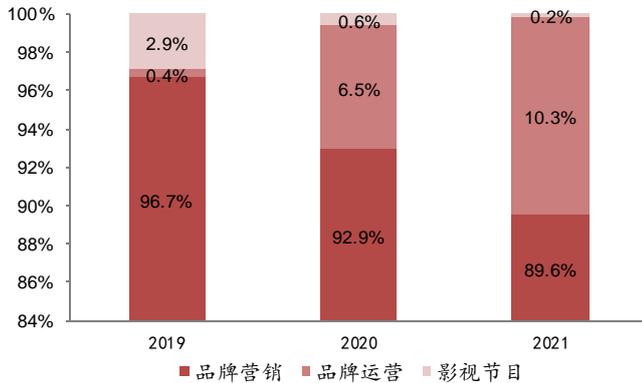

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2015 年以来归母净利润及增速


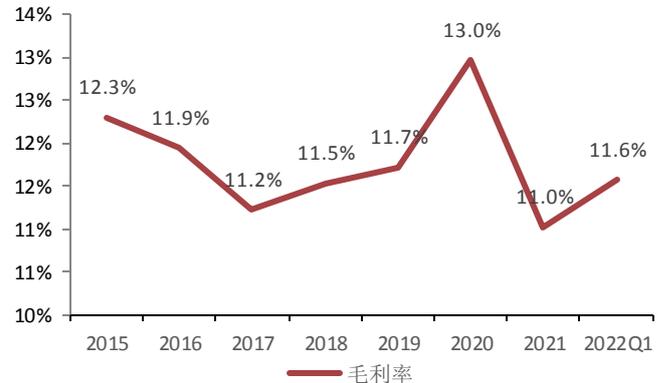
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司聚焦品牌营销主业，积极拓展品牌运营业务。近年来，品牌营销业务始终是公司的主要收入来源，2021 年公司品牌营销业务占比为 89.6%。此外，在持续发展品牌营销业务的同时，公司亦积极拓展品牌运营业务。2020 年，公司在原有运营业务基础上拓展了汽车新零售等运营品类，2021 年，公司分别与东风雪铁龙和北京汽车达成专属车型新零售合作，使得品牌运营业务收入占比快速增长。2021 年公司品牌运营业务收入占比达 10.3%，其中新零售业务占比达 9%。

毛利率：2015-2021 年公司毛利率在 11% 的水平上下波动，2021 年毛利率为 11%，2022Q1 毛利率为 11.6%。

图 5：公司 2019 年以来主营业务结构情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2015 年以来主营业务毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 整合营销全产业链布局领先者

2.1 资源优势明显，“数据+客户+媒体”构筑宽护城河

在当前复杂多变的市场竞争环境中，品牌营销服务需求日益精细化。公司在原有的营销服务基础上不断迭代更新，持续为处于不同行业、不同发展阶段、不同规模的品牌合作伙伴提供紧贴行业前沿的新营销解决方案：1) 以品牌数字化增长解决方案为代表的企业数字化转型服务；2) 以品牌本地化策略为主的国外品牌中国化运营服务；3) 以品牌升级焕新、年轻化战略、品牌与子品牌/产品线管理为主的消费升级下的品牌焕新业务；4) 全球品牌建构、区域市场进入策略等中国品牌的国际化战略支持；5) 从生意和品牌的角度上为创意和媒介制定传播策略方向的品牌数字营销传播策略规划服务。

图 7：获奖营销案例之一


数据来源：公司官网，西南证券整理

1) 数据资产：竞争优势明显。公司多年来积累了丰富的消费者特征、行为和反馈数据，每日可通过自研的技术系统分析大量互联网用户的行为数据，并结合可交易的外部合规数据等，对数据进行分类、标签、持续追踪分析和校验，对具备商业化输出和跨界应用的大数据赋予资产价值管理体系，使得公司在数据资产方面已建立起一定的竞争优势。

2) 客户资源：依托优质客户，奠定公司持续发展基础。公司目前拥有百家左右中大型客户，主要大客户均是各自行业的领军企业，这些企业对不同链路营销方式的价值和影响力认知水平高，每年与公司合作金额保持稳定增长，为公司持续快速发展奠定了良好基础。同时优质的客户资源大多拥有国际化视野，不仅帮助公司拓展眼界，更要求公司保持、并进一步提升服务的水平与质量，拓展服务范围从品牌宣传到运营，共同形成良性合作循环。公司前五大客户保持稳定，且销售金额逐年上升，客户忠诚度高，是公司持续稳定发展的基石。2021 年，前五名客户销售额 61.45 亿元，占年度销售总额 46.5%，公司长期合作的客户有雅诗兰黛、OPPO、东风日产、蒙牛、京东、百胜集团、通用磨坊等。

3) 媒体合作：公司与国内顶级互联网媒体建立了稳固的合作关系。公司合作的互联网媒体包括所有国内知名的互联网公司，如腾讯、百度、新浪、搜狐、网易、优酷、谷歌、汽车之家等，公司与上述企业合作的时间相对较长，合作较为稳定，合作金额较大。公司与新浪、腾讯、搜狐于 2003 年开始合作，与百度、人人网分别于 2004、2006 年开始合作，业务规模长期快速增长；2011 年，腾讯、新浪、百度、搜狐、人人网五家网站入股公司。多年稳定的合作关系与强大的创新和技术研发优势支撑，促使这些互联网媒体愿意与公司共同探讨、尝试全新的全链路营销技术应用以及更多创新的营销表现形式，不断探索互联网行业发展的方向，从而形成行业内独有的媒体合作优势。

图 8：华扬联众的部分客户资源

	集团客户						GLOBAL
							
							
							

数据来源：公司官网，西南证券整理

全力保障北京 2022 年冬奥会和冬残奥会成功举行，推出体育产业新营销服务。公司是北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方传播代理服务独家供应商，并承接为期 17 个月的北京 2022 年冬奥会和东残奥会国际公关传播工作。宣传周期内，公司近百人的专业团队全力支持境内外推广、宣传活动，与北京冬奥组委及相关赞助企业，共同筹备、产出并传播冬奥与冬季运动类相关内容 IP 及互动活动，实现了话题度、关注度、美誉度的多赢，

成功打造北京“双奥之城”城市名片、助力冬奥文化资产积累。其中，由北京冬奥组委新闻宣传部官方出品、华扬联众策划制作的《双奥之城 城市之光》系列宣传片在线上多次引爆，被中央及地方媒体、商业网站、名人大 V 等连续报道，转发超过 1.2 万篇，微博话题累计阅读量超过 15.8 亿。

图 9：公司策划制作的《双奥之城 城市之光》系列宣传片



数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2 优质 IP 赋能，商业价值持续释放

公司主导和参与了泛娱乐动漫、影视、音乐、游戏、文化教育、虚拟人及 XR 等内容的制作、生产和发行，并开发自主产权形象内容，结合品牌营销经验，以营销大数据、虚拟现实引擎及区块链等技术为基础，驱动 IP 内容制作，制作运维现象级 IP，为品牌营销服务提供独家资源和定制化解决方案，协助实现品牌数字资产的价值增长。

助力传承优秀传统文化，IP 价值持续释放。1) 旗下新画幅文创成为秦陵博物院文创联合开发单位。秦大卫是新画幅文创与秦始皇帝陵博物院联合开发的文化 IP 之一，在此基础上，新画幅文创设计了“和纸胶带、金属印章、冰箱贴、鼠标垫”等一系列文创产品，做到了将文化 IP 实实在在落地，兼具文化性与商业性。自成为文创联合开发合作伙伴以来，新画幅文创与秦始皇帝陵博物院已联手打造了“蒹葭十二士”、“秦风蒹葭”、“秦风数字长卷”等诸多精品系列 IP。在将这些 IP 以文创产品方式呈现的同时，还顺应时代潮流，将相关作品上线数字藏品平台。

2) 打造中国文博深度云学习平台“故宫云课”APP。2021 年 12 月，故宫博物院启动“故宫学校在线教育项目”，并发布“故宫青少年博物馆在线教育资源平台”及中国文博深度云学习平台“故宫云课”APP。“故宫青少年博物馆在线教育资源平台”结合国家“双减政策”需求，汇聚了故宫博物院、高等院校及科研院所的专家学者，全部课程将以公益普惠形式进校服务全国中小学生。“故宫云课”APP 以故宫博物院藏品为依托，由故宫博物院文物研究专家联合打造，包含中国书画、器物、古建、宫廷生活等八大门类视听课程，通过数字科技链接传统文化教育，使广大观众能够更加直观、便捷地亲近中华优秀传统文化。

图 10：“秦大卫”形象 IP



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 11：故宫学校在线教育项目发布会



数据来源：公司官网，西南证券整理

IP 内容与营销能力共振。1) 公司参与制作的《人生一串》自上线以来广受好评，热度持续不减，2021 年 12 月迎来了第三季的播出，上线以来已近 2 亿的观看人次，再次成为现象级的作品。2) 2021 年，公司助力 DIOR 构建数字孪生虚拟形象“甜小甜”，现身其时尚发布会，并为品牌提供一系列虚拟 IP 解决方案。3) 2021 年 4 月，公司旗下全资子公司旗帜传媒与文学作品《三生三世十里桃花》著作权方签署授权合作协议，携手进行线下开发，开展人物形象，人物服装设计，作品场景实体化、商务及产品等线下 IP 业务。

2.3 科技赋能全域营销，营销新技术满足客户更高需求

公司将运营过程中的品牌经营、用户行为等数据沉淀，积累在自有数据平台上，帮助公司本身及服务企业持续提升数据价值变现商业价值的的能力。公司旗下营销数据分析引擎 MADE 2.0 全新升级、星运营链 KOL 达人运营平台的持续推广以及营销创新管理引擎 DCD 的推出和应用，也为品牌客户提供更智能化、精细化、体系化的投放管理和商业决策工具。

1) 公司所开发的营销数据分析引擎 MADE：它于 2021 年年内完成了 2.0 的大版本优化升级，在原有基础上引入更多智能化模块，实现了用户链路追踪再营销，具备海量标签圈选精细化人群的功能，能够实现精准识别高价值人群，实现效率提升。MADE 系统运行至今已覆盖 10 亿台设备，用户标签超 5000+，并创建人群包近 4000 个，服务于公司 50 家广告主的投放业务。

2) 公司的星运营链 KOL 达人运营平台：已覆盖抖音、小红书、快手、微信、微博五大平台共超过 15 万认证达人及 MCN 机构的全量数据，全面覆盖 KOL 价格、传播、粉丝、标签、商广效果等重要维度的达人信息。正在为公司多个核心品牌客户提供从 KOL 挑选挖掘评估流量沉淀内容优化一站式专属服务，提升运营和转化效率，沉淀自有 KOL 流量池，有望为品牌持续拓展实效增长路径。

图 12：公司的星运营营销链



数据来源：百度百科，西南证券整理

3) 公司的创新管理系统 DCD：在美妆、手机、服饰、母婴四大垂直品类领域分别分析积累了 61 万、64 万、14 万和 32 万余创新价值数字资产，并仍在不断更新扩增，为行业客户深度挖掘消费者心理账户，协助企业实现创新洞察、创新研发和创新营销的创新价值链闭环管理，并达成研发、营销、品牌等企业创新网络的战略协同。

2.4 新零售有望形成业绩新增长极

公司新零售运营服务在传统电商代运营的基础上，2021 年以来着重围绕汽车、免税等细分行业进行资源的垂直整合，在潜力较大的消费板块，深入供应链源头合作，以品牌营销和销售经营能力孵化自主新消费品牌。

搭建线上汽车零售新模式，定制一站式解决方案。1) 2021 年 1 月，公司与武汉神龙公司达成战略合作，搭建汽车新零售模式，打通汽车全链路服务体系，改善了购车价格不固定、交易不透明、线上购买体现不成熟、交付周期长等问题。华扬联众将协助神龙公司：凭借资源整合优势实现精准的流量供给、将合作产品的特点优势高效触达消费者、通过本地营销数据完成产供销与渠道直连、拓展新的线下销售通道、实现线上集客与线下交付，真正打造出区别于传统汽车零售的“独立销售”新车专营模式。2) 2021 年 6 月，公司获得北汽汽车 BJ90 车型批发及零售专营权，将持续为汽车行业品牌客户创新销售渠道。在拓展汽车新零售体系上，公司凭借丰富的汽车行业数字营销经验、海量数据整合处理技术、强大策略创意和内容生产能力，为北汽汽车 BJ90 车型打通汽车全链路服务体系，量身定制以技术和内容双重驱动的汽车新零售解决方案。

图 13：公司获得北汽汽车 BJ90 车型批发及零售专营权


数据来源：新浪网，西南证券整理

开展免税业务，打开新的增长极。在探索线上免税新零售场景上，公司成立海南乐购仕合资公司，在免税商品进口、分销和零售业务的同时，协助海南旅投全面布局线上免税服务体系。

1) 签订合作协议：2021 年 1 月，公司与海南旅投免税品签署《战略合作框架协议》，携手推动三亚旅游消费新业态、新模式的发展。公司将负责行业峰会、大型活动的策划、推广与执行工作，建设主题社区，研发相关周边、延展。2 月，公司与腾讯广告达成合作，依托腾讯旗下的诸多媒体平台，推进海南离岛免税品网上销售及推广事宜。

2) 成立合资公司：4 月，公司与海南旅投免税品、乐弘益签订战略合作协议，三方在海南成立合资公司海南乐购仕供应链管理有限公司，公司协助海南旅投布局线上免税服务体系，为消费者提供“线下+线上”的精准服务，重构产品研发思路与场景建构。12 月 28 日，海南首家 LAOX SELECT 店在三亚海旅免税城开幕。

图 14：海南乐购仕合资公司揭牌成立


数据来源：公司官网，西南证券整理

3 布局元宇宙，探索“元宇宙+营销”可能性

探索元宇宙，赋能“元宇宙+营销”无限可能。聚焦新一代沉浸式互联网环境下的新需求与新机遇，公司通过数字科技、虚拟形象、元宇宙等新兴技术，打破传统营销模式的场景、渠道限制，从底层技术储备、运用场景、营销和商业实现、交易环节四个层面入手，积极探索“元宇宙+营销”的多样化可能。依托品牌营销业务的现有优势，不断探索元宇宙与营销融合的新模式，公司未来发展值得期待。

底层技术储备方面：整合内外部力量，积极探索元宇宙底层技术。1) 联合清华大学发布《元宇宙发展研究报告 2.0》，从元宇宙概念起源、概念与属性、技术与产业链、场景应用、风险点及治理、热点问题及未来展望七个方面，介绍元宇宙发展历程；2) 与行业领先的数字资产运营管理公司燃麦科技、娱乐内容提供商喜悦娱乐签署战略合作协议，拟成立合资公司共同探索元宇宙数字内容的制作和搭建。

表 1：合资公司股东、拟持股比例及职责

股东	拟持股比例	职责
华扬联众数字技术股份有限公司	40%	为合资公司数字虚拟 IP 的商业变现运作提供支持
上海燃麦网络科技有限公司	30%	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（杭州）股份有限公司	30%	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

数据来源：36 氪，西南证券整理

运用场景方面：基于“内容生产—营销推广—支付交易”闭环，公司积极构建多样化的元宇宙商业空间场景。日前公司旗下新画幅文创正式获得秦陵博物馆文创数字藏品发行授权，当前已制作完成的数字藏品包括铜车马创意复刻数字模型、“秦陵三宝”数字创想插画、秦风十首·蒹葭十二士、秦风数字长卷等。2022 年 4 月 25 日，首批数字藏品“秦兵马俑之蒹葭潮团”在摩点 APP 开启预约，4 月 28 日正式上线后登顶摩点 APP 商品热销榜。

图 15：数字藏品“秦兵马俑之蒹葭潮团”



数据来源：摩点 APP，西南证券整理

营销和商业实现领域：运用数字虚拟人形象，拓展数字营销、体育传播新模式。 1) 数字营销方面，2021 年，旗下子公司赛虹文化继 2020 年推出虚拟形象“Aimee”后，与顶级奢侈品品牌 Dior 展开合作，为其 2022 年品牌早春成衣发布会开发基于明星景甜形象的虚拟人“甜小甜”。Dior 官方微博于大秀前后共发布 6 条相关博文，记录“甜小甜”的看秀之旅，在各大社交平台引发广泛关注。话题“景甜虚拟形象看秀”登上微博热搜榜，截止当天 18 点话题收获 6808.5 万阅读量和 20.7 万讨论量；2) 体育传播方面，公司计划以张虹等奥运冠军为原型，开发系列体育数智人，运用在云直播、实时解说等多个体育场景，赋能体育运动传播。

图 16：虚拟人 Aimee


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 17：虚拟人“甜小甜”


数据来源：公司官网，西南证券整理

交易环节方面：开展数字人民币试验，拓展数字人民币的使用场景和范围。 2021 年 12 月 21 日，华扬联众与工商银行签署“数字人民币封闭实验框架协议”，双方将发挥自身优势并整合用户、数据和技术等方面的自有资源，联合开展数字人民币封闭试验，共同加速数字人民币场景建设和用户推广，为元宇宙场景下的交易顺利进行提供有力支撑。

图 18：数字人民币封闭实验框架协议签约仪式


数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着优质资源助力，公司各项业务稳步推进；

假设 2：互联网广告服务业务保持平稳扩容，2022-2024 年预计业务增速为 4.5%/10%/12%，毛利率维持在 12.5% 以上；

假设 3：新零售业务发展迅速，2022-2024 年业务增速分别为 20%/35%/40%，毛利率维持在 5%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
互联网广告服务	收入	11834.22	12366.76	13603.44	15235.85
	增速	39.3%	4.5%	10.0%	12.0%
	毛利率	13.3%	12.9%	12.7%	12.5%
新零售	收入	1183.73	1420.5	1917.6	2684.7
	增速		20.0%	35.0%	40.0%
	毛利率	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
买断式销售代理	收入	172.81	181.5	190.5	200.0
	增速	-70.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
影视节目	收入	22.98	24.1	25.3	26.6
	增速	-58.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	23.6%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	13213.7	13992.8	15736.9	18147.2
	增速	44.5%	5.9%	12.5%	15.3%
	毛利率	11.03%	12.1%	11.7%	11.4%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取三人行、浙文互联、蓝色光标与智度股份作为同行可比公司，4 家公司 2022 年平均 PE 为 16 倍，2023 年平均 PE 为 13 倍。公司为知名互联网广告营销企业，主营业务优势较为明显，“元宇宙+营销”助力虚拟人 IP 商业变现与应用场景拓展，有望成为潜在业绩新增长点，元宇宙布局值得期待。综上，我们给予公司 2022 年 20 倍估值，对应目标价 23.4 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		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
605168.SH	三人行	118.6	7.25	10.58	14.74	23	11	8
600986.SZ	浙文互联	5.01	0.22	0.29	0.37	38	17	14
300048.SZ	蓝色光标	5.74	0.21	0.32	0.38	51	18	15
000676.SZ	智度股份	5.17	0.10	0.30	0.36	74	17	14
平均值						37	16	13

数据来源：Wind 一致性预测，西南证券整理（统计时间为 2022.4.29）

5 风险提示

市场竞争加剧的风险、新零售业务发展不及预期风险、行业政策风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13213.74	13992.82	15736.94	18147.20	净利润	219.28	283.56	413.38	469.42
营业成本	11755.60	12305.32	13891.20	16085.16	折旧与摊销	21.49	11.66	11.66	11.66
营业税金及附加	14.52	5.05	6.16	9.06	财务费用	86.41	63.02	64.31	68.61
销售费用	563.93	965.50	975.69	1088.83	资产减值损失	-4.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	192.85	321.83	314.74	344.80	经营营运资本变动	-313.18	-294.48	-348.92	-404.55
财务费用	86.41	63.02	64.31	68.61	其他	351.09	-30.00	-28.00	-30.99
资产减值损失	-4.80	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	360.30	33.76	112.44	114.14
投资收益	-7.52	30.00	30.00	30.00	资本支出	-13.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.01	0.00	0.00	-0.01	其他	-50.72	30.00	30.00	29.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-64.28	30.00	30.00	29.99
营业利润	271.66	362.08	514.83	580.75	短期借款	458.87	-37.53	85.75	155.43
其他非经营损益	-13.78	-28.47	-28.50	-28.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	257.88	333.60	486.33	552.25	股权融资	361.78	0.00	0.00	0.00
所得税	38.59	50.04	72.95	82.84	支付股利	-63.39	-45.80	-59.22	-86.34
净利润	219.28	283.56	413.38	469.42	其他	-585.56	-126.74	-64.31	-68.61
少数股东损益	-9.71	-12.55	-18.30	-20.78	筹资活动现金流净额	171.71	-210.06	-37.78	0.49
归属母公司股东净利润	228.99	296.11	431.68	490.19	现金流量净额	463.79	-146.31	104.65	144.62
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	985.88	839.57	944.22	1088.83	成长能力				
应收和预付款项	6881.82	7641.00	8636.01	9866.60	销售收入增长率	44.51%	5.90%	12.46%	15.32%
存货	217.76	227.94	255.32	296.96	营业利润增长率	6.34%	33.28%	42.19%	12.80%
其他流动资产	134.33	24.89	27.83	31.89	净利润增长率	7.65%	29.31%	45.78%	13.55%
长期股权投资	106.32	106.32	106.32	106.32	EBITDA 增长率	11.73%	15.07%	35.27%	11.88%
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	30.67	27.60	24.53	21.47	毛利率	11.03%	12.06%	11.73%	11.36%
无形资产和开发支出	152.32	146.87	141.42	135.97	三费率	6.38%	9.65%	8.61%	8.28%
其他非流动资产	607.78	604.65	601.51	598.37	净利率	1.66%	2.03%	2.63%	2.59%
资产总计	9116.88	9618.84	10737.16	12146.42	ROE	9.47%	10.93%	14.02%	14.09%
短期借款	1632.90	1595.37	1681.12	1836.55	ROA	2.41%	2.95%	3.85%	3.86%
应付和预收款项	4342.74	4778.15	5403.01	6199.70	ROIC	10.27%	10.81%	13.20%	13.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	2.87%	3.12%	3.75%	3.64%
其他负债	825.45	651.63	705.17	779.24	营运能力				
负债合计	6801.09	7025.15	7789.31	8815.49	总资产周转率	1.65	1.49	1.55	1.59
股本	253.34	253.34	253.34	253.34	固定资产周转率	461.71	480.22	603.66	789.00
资本公积	939.87	939.87	939.87	939.87	应收账款周转率	2.46	2.26	2.25	2.28
留存收益	1166.32	1416.64	1789.10	2192.95	存货周转率	55.62	55.22	57.25	57.94
归属母公司股东权益	2319.40	2609.85	2982.30	3386.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.27%	—	—	—
少数股东权益	-3.60	-16.16	-34.45	-55.23	资本结构				
股东权益合计	2315.79	2593.69	2947.85	3330.93	资产负债率	74.60%	73.04%	72.55%	72.58%
负债和股东权益合计	9116.88	9618.84	10737.16	12146.42	带息债务/总负债	24.01%	22.71%	21.58%	20.83%
					流动比率	1.25	1.29	1.31	1.32
					速动比率	1.22	1.25	1.27	1.28
					股利支付率	27.68%	15.47%	13.72%	17.61%
					每股指标				
					每股收益	0.90	1.17	1.70	1.93
					每股净资产	9.16	10.30	11.77	13.37
					每股经营现金	1.42	0.13	0.44	0.45
					每股股利	0.25	0.18	0.23	0.34
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	379.56	436.75	590.80	661.01					
PE	16.02	12.39	8.50	7.48					
PB	1.58	1.41	1.23	1.08					
PS	0.28	0.26	0.23	0.20					
EV/EBITDA	10.12	8.81	6.48	5.81					
股息率	1.73%	1.25%	1.61%	2.35%					

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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn