

蓝色光标 (300058)

证券研究报告

2022年05月06日

疫情等影响短期业绩，元宇宙生态全景版图初现

蓝色光标 2021 年实现营业收入 400.78 亿元，同比下降 1.11%；实现归母净利润 5.22 亿元，同比下降 27.95%，扣非归母净利润 6.55 亿元，同比增长 11.35%。22Q1 公司实现营业收入 77.82 亿元，同比下降 25.11%；实现归母净利润 0.33 亿元，同比下降 91%，扣非归母净利润 1.19 亿，同比下降 42.31%。21 年疫情相对 20 年有所缓解，公司 21 年全年扣非后业绩稳健增长。22Q1 受疫情冲击、海外公司业务出表和限制性股票成本摊销等影响，公司整体业绩在 22Q1 有所下滑，后续关注疫情进展。

分业务看，21 年公司出海业务持续增长，毛利率稳步提升。2021 年全案推广服务实现营收 61.55 亿元，同比下降 19.65%，毛利率 17.22%，同比上升 3.58pct；全案广告代理业务实现营收 33.14 亿元，同比下降 40.79%，毛利率 15.91%，同比上升 4.32pct；出海广告投放业务实现营收 283.93 亿元，同比增长 16.30%，毛利率 1.74%，同比上升 0.31pct；海外公司业务实现营收 22.16 亿元，同比下降 22.41%，毛利率 20.75%，同比上升 1.02pct。

资产负债表维持健康，经营性现金流持续高于扣非后净利润。21 年 9 月海外公司业务引进战略投资完成交割，其背负的商誉近 18 亿元完全剥离。截至 2021 年末，公司商誉余额降至 30.38 亿，且均集中持续增长的数字广告和营销服务板块，中短期无商誉减值风险。21 年经营性净现金流为 7.50 亿元，22Q1 为 2.02 亿元，持续保持高于同期归母扣非净利润。

元宇宙布局全力推进，人、货、场业务生态全景基本搭建完成。公司 21 年全力投入元宇宙布局，并迅速完成组织架构调整和专业团队的搭建。目前，蓝色光标已经完成全场景业务布局：虚拟人（国风数字虚拟人“苏小妹”、虚拟音乐人 K）、虚拟物（上线自有数字艺术品发行平台 MEME）、虚拟场景（“蓝宇宙”入驻百度希壤；BlueBox xR Studios 虚拟摄影棚于 4 月正式开棚）每条赛道均有自主 IP、技术产品、定制服务三个板块，形成了交叉支撑的业务生态全景。

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，布局元宇宙等战略赛道有望打开公司未来业绩与估值空间。根据 22Q1 业绩及宏观环境，我们下调公司 22-23 年归母净利润（前值 8.01 亿/9.77 亿元），预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 7.17 亿/8.64 亿/9.88 亿元，同比增长 37.4%/20.6%/14.3%，对应 PE 分别为 19.8x/16.4x/14.4x，维持“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

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	40,526.89	40,077.91	46,559.17	56,409.51	64,902.65
增长率(%)	44.19	(1.11)	16.17	21.16	15.06
EBITDA(百万元)	1,260.38	970.87	1,060.30	1,231.03	1,382.78
净利润(百万元)	724.24	521.81	717.01	864.35	987.70
增长率(%)	1.94	(27.95)	37.41	20.55	14.27
EPS(元/股)	0.29	0.21	0.29	0.35	0.40
市盈率(P/E)	19.61	27.21	19.80	16.43	14.38
市净率(P/B)	1.58	1.51	1.40	1.30	1.20
市销率(P/S)	0.35	0.35	0.30	0.25	0.22
EV/EBITDA	10.32	23.85	8.94	7.68	5.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/广告营销
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5.7 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)	14,198.92
流通 A 股市值(百万元)	13,574.47
每股净资产(元)	3.79
资产负债率(%)	49.28
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：贝格数据

相关报告

1 《蓝色光标-首次覆盖报告:技术赋能强化龙头地位，“蓝色宇宙”开启全新篇章》 2022-01-17

单击此处输入文字。

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

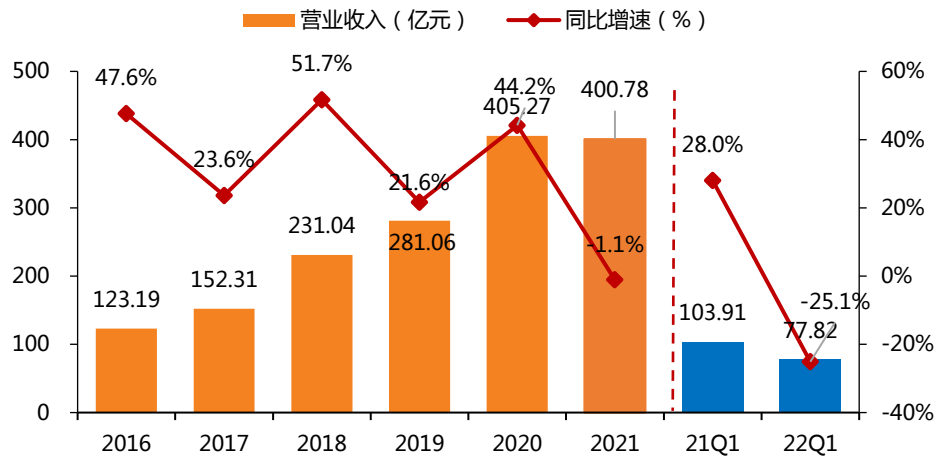
1

财务数据分析

蓝色光标 2021 年实现营业收入 400.78 亿元, 同比下降 1.11%; 实现归母净利润 5.22 亿元, 同比下降 27.95%, 扣非归母净利润 6.55 亿元, 同比增长 11.35%; 经营性现金流净额为 7.50 亿元, 同比下降 42.74%。

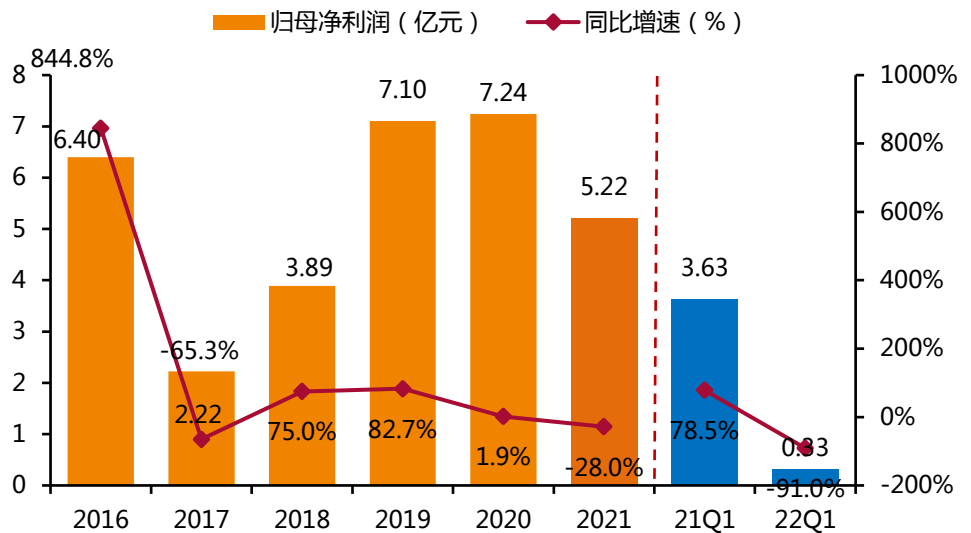
2022Q1 公司实现营业收入 77.82 亿元, 同比下降 25.11%; 实现归母净利润 0.33 亿元, 同比下降 91%, 扣非归母净利润 1.19 亿, 同比下降 42.31%; 经营性现金流净额为 2.02 亿元, 同比增加 16.64%。

图 1: 蓝色光标 2016-2021 年, 21Q1, 22Q1 营业收入及增速



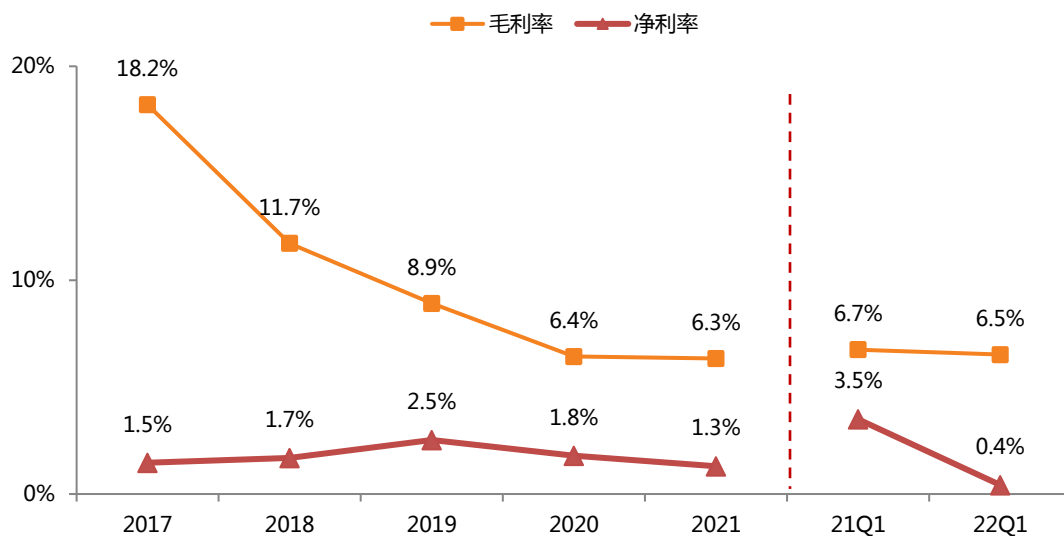
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 蓝色光标 2016-2021 年, 21Q1, 22Q1 归母净利润及增速



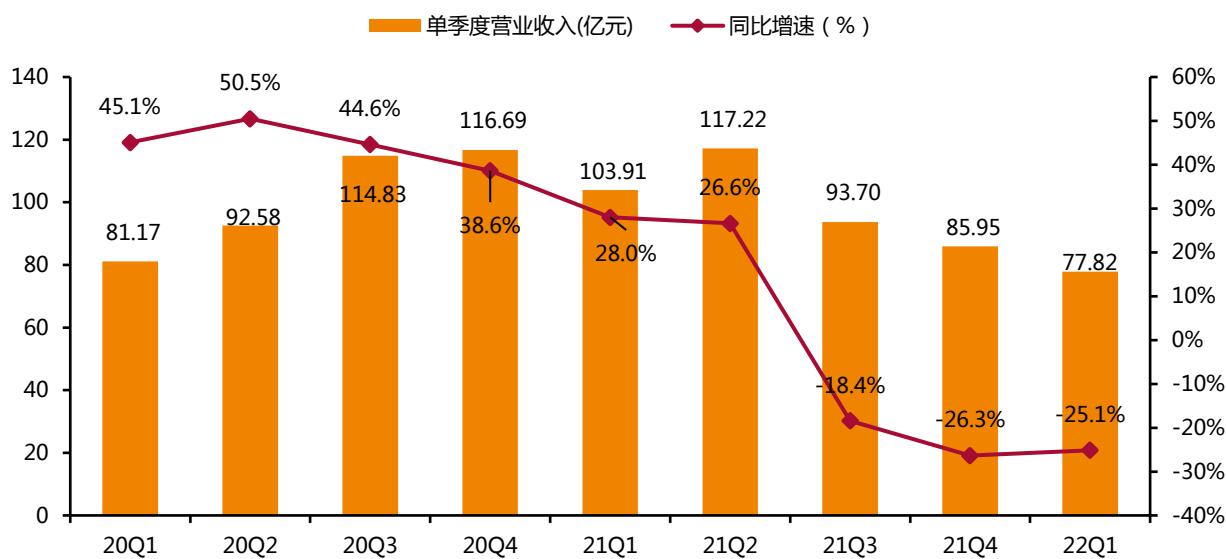
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3：蓝色光标 2017-2021 年，2021Q1 和 2022Q1 整体业务毛利率、净利率变化情况



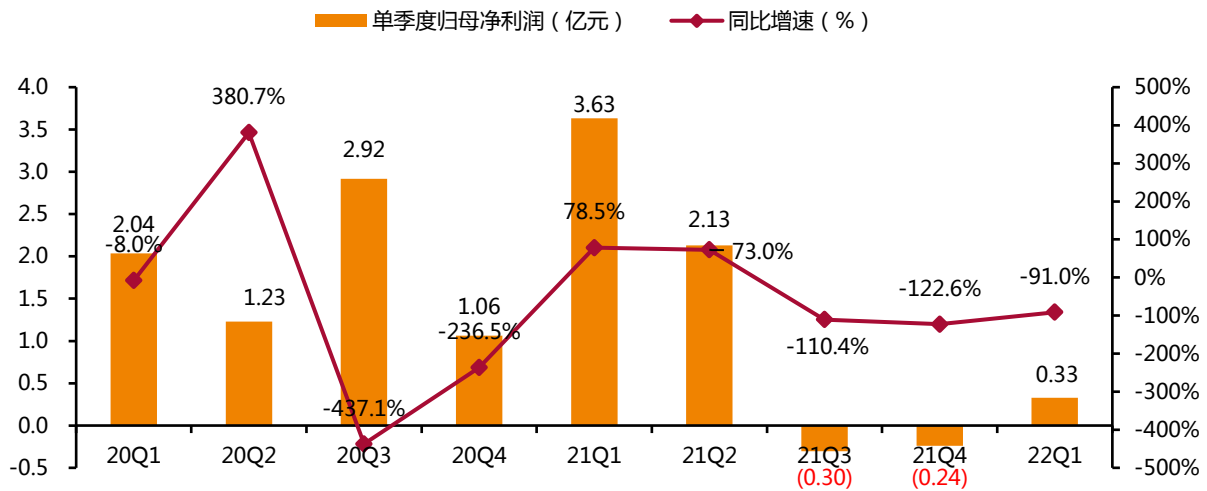
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：蓝色光标 2020Q1-2022Q1 单季度营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：蓝色光标 2020Q1-2022Q1 单季度归母净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务来看，

2021 年全案推广服务实现营收 61.55 亿元，同比下降 19.65%，营收占比 15.36%，同比降低 3.54pct，毛利率 17.22%，同比上升 3.58pct；

全案广告代理业务实现营收 33.14 亿元，同比下降 40.79%，营收占比 8.27%，同比降低 5.54pct，毛利率 15.91%，同比上升 4.32pct；

出海广告投放业务实现营收 283.93 亿元，同比增长 16.30%，营收占比 70.84%，同比提升 10.60pct，毛利率 1.74%，同比上升 0.31pct；

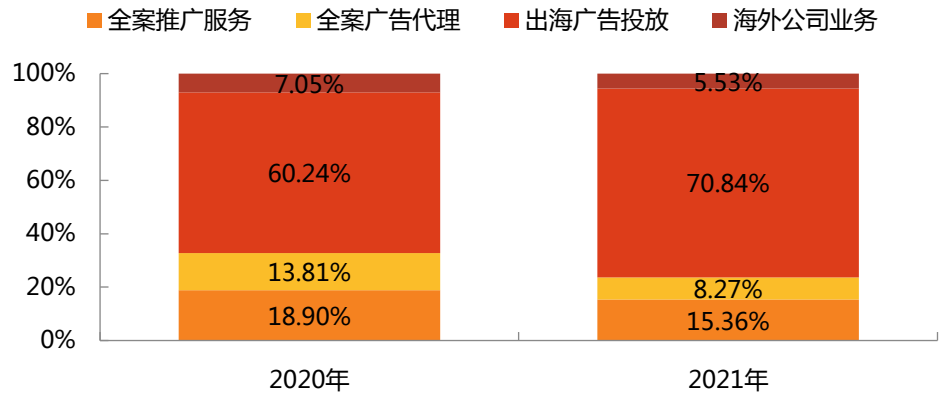
海外公司业务实现营收 22.16 亿元，同比下降 22.41%，营收占比 5.53%，同比降低 1.52pct，毛利率 20.75%，同比上升 1.02pct。

图 6：蓝色光标 2021 年业务营业收入、营业成本、毛利率及变动情况

分产品	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入比上年同期 增减	营业成本比上年同 期增减	毛利率比上年同 期增减
全案推广服务	61.55	50.95	17.22%	-19.65%	-22.99%	3.58%
全案广告代理	33.14	27.87	15.91%	-40.79%	-43.69%	4.32%
出海广告投放	283.93	279.00	1.74%	16.30%	15.93%	0.31%
海外公司业务	22.16	17.56	20.75%	-22.41%	-23.40%	1.02%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

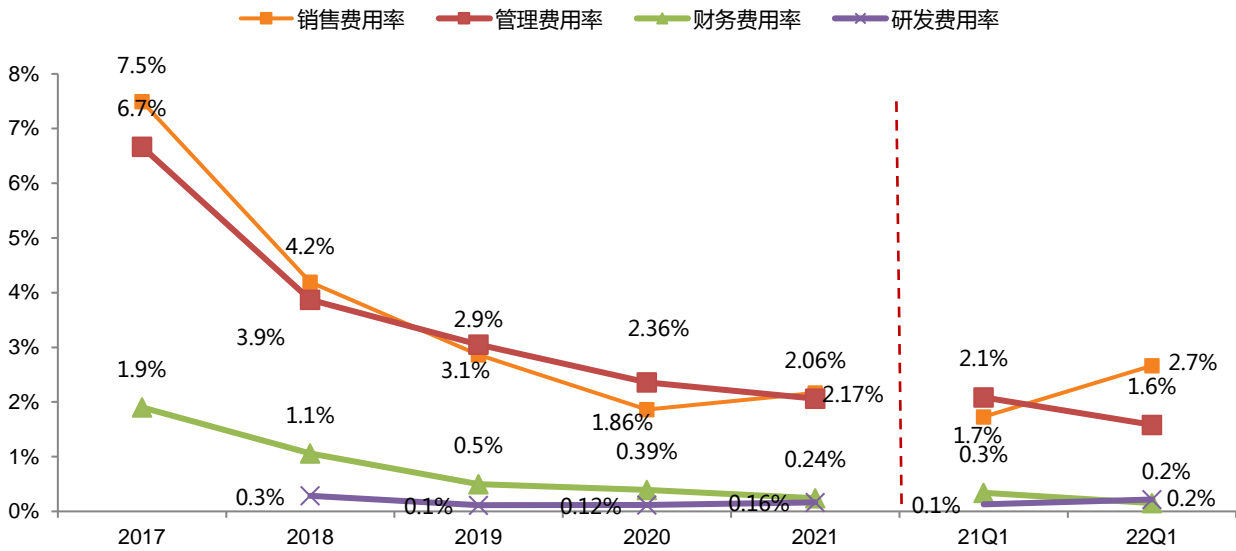
图 7：蓝色光标 2020-2021 分项业务营收比重



资料来源：公司公告，天风证券研究所

四项费用率上，2021 年销售费用 8.68 亿，同比上升 14.94%，销售费用率 2.17%，同比上升 0.30pct；管理费用 8.26 亿，同比下降 13.58%，管理费用率 2.06%，同比下降 0.30pct；研发费用 6542.26 万，同比上升 39.73%，研发费用率 0.16%，同比上升 0.04pct；财务费用 0.97 亿，同比下降 38.63%，财务费用率 0.24%，同比下降 0.15pct。

图 8：蓝色光标 2017-2021 年，2021Q1 和 2022Q1 四项费用率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,423.93	2,779.19	4,078.67	4,153.12	5,668.88
应收票据及应收账款	9,138.31	6,830.41	10,241.28	10,755.59	13,042.05
预付账款	106.31	103.93	243.90	117.26	335.04
存货	0.00	1.25	0.73	0.60	0.67
其他	1,050.44	1,684.98	2,506.20	2,192.47	2,731.41
流动资产合计	12,718.98	11,399.75	17,070.78	17,219.05	21,778.05
长期股权投资	766.85	1,506.10	1,506.10	1,506.10	1,506.10
固定资产	126.02	15.90	9.28	2.66	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,291.89	666.63	600.96	535.29	469.62
其他	6,183.20	4,199.50	4,277.31	4,219.33	4,242.01
非流动资产合计	8,367.96	6,388.13	6,393.66	6,263.38	6,217.73
资产总计	21,518.97	17,933.91	23,464.43	23,482.43	27,995.78
短期借款	1,695.66	1,597.46	1,600.00	1,600.00	1,600.00
应付票据及应付账款	8,127.55	5,585.01	8,995.24	8,769.95	11,702.73
其他	796.51	630.01	2,031.69	1,594.27	2,213.74
流动负债合计	10,619.72	7,812.47	12,626.93	11,964.22	15,516.47
长期借款	358.47	0.00	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	671.42	299.32	485.37	392.35	438.86
非流动负债合计	1,029.89	299.32	685.37	592.35	638.86
负债合计	12,534.58	8,530.76	13,312.30	12,556.56	16,155.33
少数股东权益	5.97	0.23	(2.12)	(0.24)	1.63
股本	2,491.04	2,491.04	2,491.04	2,491.04	2,491.04
资本公积	3,456.89	3,500.25	3,518.55	3,518.55	3,518.55
留存收益	3,500.93	3,919.42	4,562.18	5,381.77	6,292.76
其他	(470.45)	(507.80)	(417.51)	(465.25)	(463.52)
股东权益合计	8,984.39	9,403.14	10,152.13	10,925.86	11,840.46
负债和股东权益总	21,518.97	17,933.91	23,464.43	23,482.43	27,995.78

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	742.86	518.09	717.01	864.35	987.70
折旧摊销	171.54	143.44	72.29	72.29	68.33
财务费用	139.33	101.96	95.11	98.81	104.23
投资损失	(340.83)	(269.66)	(70.33)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	636.20	(339.23)	240.04	(753.76)	523.92
其它	(38.61)	595.74	(30.46)	41.99	42.03
经营活动现金流	1,310.48	750.34	1,023.67	223.68	1,626.22
资本支出	(69.73)	(1,282.41)	(186.05)	93.03	(46.51)
长期投资	(122.66)	739.25	0.00	0.00	0.00
其他	546.84	702.57	282.22	(32.03)	106.01
投资活动现金流	354.45	159.41	96.16	61.00	59.50
债权融资	(48.73)	(629.06)	145.05	(117.62)	(94.83)
股权融资	(586.39)	6.01	34.61	(92.60)	(75.14)
其他	(76.11)	16.42	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(711.22)	(606.63)	179.65	(210.23)	(169.97)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	953.71	303.11	1,299.48	74.46	1,515.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	40,526.89	40,077.91	46,559.17	56,409.51	64,902.65
营业成本	37,922.41	37,537.70	43,740.73	53,295.56	61,418.05
营业税金及附加	14.12	23.32	6.94	18.03	19.47
营业费用	755.16	868.01	1,062.30	1,160.11	1,298.05
管理费用	955.66	825.91	706.97	808.96	876.19
研发费用	46.82	65.42	96.69	108.04	116.82
财务费用	158.30	97.16	95.11	98.81	104.23
资产减值损失	(115.70)	(154.35)	(100.35)	(99.93)	(100.34)
公允价值变动收益	(114.70)	(247.78)	(27.84)	40.00	40.00
投资净收益	340.83	269.66	70.33	100.00	100.00
其他	(281.96)	144.77	(104.08)	(100.00)	(101.02)
营业利润	845.94	648.11	896.64	1,060.06	1,210.55
营业外收入	75.76	10.95	0.96	0.96	0.96
营业外支出	35.61	4.84	4.52	4.52	4.52
利润总额	886.09	654.22	893.08	1,056.50	1,206.99
所得税	143.22	136.13	178.70	190.17	217.26
净利润	742.86	518.09	714.38	866.33	989.73
少数股东损益	18.63	(3.72)	(2.63)	1.99	2.03
归属于母公司净利润	724.24	521.81	717.01	864.35	987.70
每股收益(元)	0.29	0.21	0.29	0.35	0.40

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	44.19%	-1.11%	16.17%	21.16%	15.06%
营业利润	-10.24%	-23.39%	38.35%	18.23%	14.20%
归属于母公司净利润	1.94%	-27.95%	37.41%	20.55%	14.27%
获利能力					
毛利率	6.43%	6.34%	6.05%	5.52%	5.37%
净利率	1.79%	1.30%	1.54%	1.53%	1.52%
ROE	8.07%	5.55%	7.06%	7.91%	8.34%
ROIC	11.33%	8.38%	13.61%	17.47%	17.45%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	58.25%	47.57%	56.73%	53.47%	57.71%
净负债率	-2.62%	-11.94%	-21.49%	-20.83%	-31.94%
流动比率	1.14	1.40	1.35	1.44	1.40
速动比率	1.14	1.40	1.35	1.44	1.40
营运能力					
应收账款周转率	4.88	5.02	5.45	5.37	5.45
存货周转率		64,234.21	47,150.76	84,904.16	101,722.15
总资产周转率	2.00	2.03	2.25	2.40	2.52
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.21	0.29	0.35	0.40
每股经营现金流	0.53	0.30	0.41	0.09	0.65
每股净资产	3.60	3.77	4.08	4.39	4.75
估值比率					
市盈率	19.61	27.21	19.80	16.43	14.38
市净率	1.58	1.51	1.40	1.30	1.20
EV/EBITDA	10.32	23.85	8.94	7.68	5.73
EV/EBIT	11.75	27.41	9.60	8.16	6.03

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