

艾德韦宣集团
(09919.HK)

泛时尚数据互动营销集团，多元业务深度布局

——港股公司首次覆盖报告

2023年11月30日

初敏 (分析师)

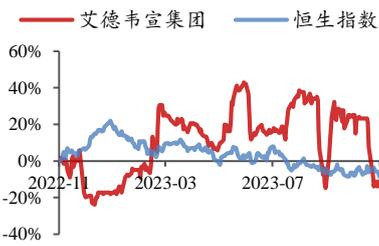
chumin@kysec.cn

证书编号: S0790522080008

投资评级: 买入 (首次)

| | |
|------------|-------------|
| 日期 | 2023/11/29 |
| 当前股价(港元) | 0.970 |
| 一年最高最低(港元) | 1.640/0.870 |
| 总市值(亿港元) | 7.22 |
| 流通市值(亿港元) | 7.22 |
| 总股本(亿股) | 7.45 |
| 流通港股(亿股) | 7.45 |
| 近3个月换手率(%) | 10.72 |

股价走势图



数据来源: 聚源

● 国内领先的泛时尚数据互动营销集团，疫后经营业绩弹性显现

艾德韦宣业务涵盖体验营销、数字营销及品牌推广，拥有多个国际顶级 IP 在中国授权。2022 年体验营销市占比约 10%，排名第一。公司客户基础稳定，来自全球泛时尚中高端品牌客户超 550 家，高净值客户覆盖超 314 万。2023H1 伴随线下复苏，公司实现营收 3.5 亿元/yoy+103.5%，恢复至 2019 年同期 90%，归母净利润 0.38 亿元/yoy+547%，创半年度业绩新高。我们预计公司 2023~2025 年净利润 1.06/1.42/1.86 亿元，yoy+347.2%/+34.5%/+31.1%，EPS 为 0.15/0.21/0.27 元，当前股价对应 PE 为 6.3/4.7/3.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 营销解决方案市场增量显著，团队经验+客户资源+科技赋能打造坚实护城河
受益于奢侈品市场持续扩容和数字化革新，2014-2019 年，大中华区高端和奢侈品牌营销解决方案服务市场规模从 169 亿元增长至 286 亿元，CAGR 达 11.1%，预计 2022-2025 年 CAGR 达 16.9%，2025 年市场规模将达到 466 亿元，其中体验营销/数字营销/公共关系 CAGR 分别为 16%/20.2%/14.5%。公司优势：团队经验丰富，人效显著。客户资源丰富且保持高速增长，具备较高客户粘性，成为百度文心一言 ERNIE Bot 首批生态合作伙伴，将赋能公司营销体验与内容创作。

● 持续探索多元业务布局，IP 业务贡献新增量

公司以数据互动为核心构建资源流通正向循环，三大业务协同共促可持续发展。

(1) 体验营销服务：公司目前已获得全球及本地多个营销服务项目，并且与复朗集团达成合作，为复朗集团提供一站式营销服务并共同发掘孵化新品牌，拓展新业务模式。(2) 数字营销：公司在拓展新客户的基础上，AI+元宇宙领域布局持续。与“为快科技”达成战略合作，与百度希壤达成共创协议，有望拓展新的业绩增长点。(3) IP 业务：2023 年环法自行车赛事和西甲俱乐部赛事将恢复举办，上海设计周（20 年）与香港置地展馆运营（20 年）等高毛利稳定优质业务有序推进，未来有望贡献更大业绩增量。

● 风险提示：宏观经济波动风险、客户流失风险、行业竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 904 | 695 | 920 | 1,191 | 1,495 |
| YOY(%) | 97.4 | (23.1) | 32.4 | 29.5 | 25.5 |
| 净利润(百万元) | 92 | 24 | 106 | 142 | 186 |
| YOY(%) | 294.9 | (74.4) | 347.2 | 34.5 | 31.1 |
| 毛利率(%) | 29.6 | 29.1 | 31.1 | 32.1 | 32.9 |
| 净利率(%) | 11.3 | 4.1 | 11.5 | 11.9 | 12.5 |
| ROE(%) | 23.9 | 8.0 | 20.9 | 20.1 | 19.1 |
| EPS(摊薄/元) | 0.1 | 0.0 | 0.155 | 0.207 | 0.268 |
| P/E(倍) | 7.1 | 27.7 | 6.3 | 4.7 | 3.6 |
| P/B(倍) | 1.5 | 1.9 | 1.3 | 0.9 | 0.7 |

数据来源: 聚源、开源证券研究所 注: 2023 年 11 月 29 日港元兑人民币收盘价为 0.91358

目 录

| | |
|--|----|
| 1、 公司概况：大中华区领先的泛时尚品牌数据互动营销集团..... | 4 |
| 1.1、 公司简介：三大板块深耕一站式营销服务..... | 4 |
| 1.2、 公司业务与财务：体验营销贡献主要营收，疫后复苏业绩亮眼..... | 6 |
| 2、 营销解决方案市场广阔，体验营销/数字和品牌传播增长最为显著..... | 9 |
| 3、 以数据互动为核心构建资源流通正向循环，三大业务协同共促可持续发展..... | 13 |
| 3.1、 体验营销：体验营销核心地位牢固，握手关键伙伴助力新发展..... | 13 |
| 3.2、 数字营销：全方位数字营销方案落地，开辟业务新增长点..... | 14 |
| 3.3、 IP 拓展：文化体育双轮发展，世界级 IP 蕴藏较大开发潜力..... | 15 |
| 4、 公司优势：管理经验+客户资源优势显著，AI 赋能营销体验再升级..... | 17 |
| 4.1、 公司治理：管理经验丰富，人效优异..... | 17 |
| 4.2、 与大客户深度绑定，客户群体不断扩容..... | 18 |
| 4.3、 率先引入 AI 技术赋能营销服务，拓展业务范围并提高效率..... | 18 |
| 5、 盈利预测与投资建议..... | 20 |
| 6、 风险提示..... | 21 |
| 附：财务预测摘要..... | 22 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1： 公司三大板块协同共促持续发展..... | 4 |
| 图 2： 公司与国际顶尖品牌合作超 14 年..... | 4 |
| 图 3： 公司股权结构较为集中..... | 5 |
| 图 4： 公司在营销领域多元化布局..... | 5 |
| 图 5： 三大业务为公司带来多方面收入来源..... | 6 |
| 图 6： 2023H1 公司 IP 拓展业务复苏..... | 6 |
| 图 7： 公司体验营销业务占比较高..... | 6 |
| 图 8： 公司毛利率水平较为稳定..... | 7 |
| 图 9： 中国内地营收占比稳定在 95%左右..... | 7 |
| 图 10： 2023H1 公司营收大幅增长..... | 7 |
| 图 11： 2023H1 公司归母净利润 yoy+547.1%..... | 7 |
| 图 12： 公司下半年营收普遍高于上半年..... | 7 |
| 图 13： 疫情影响，2022 年公司盈利能力承压..... | 8 |
| 图 14： 销售费用为公司主要费用支出..... | 8 |
| 图 15： 营销解决方案服务提供商位于价值链第二环节..... | 9 |
| 图 16： 中国奢侈时尚产品行业销售规模增速高于全球..... | 10 |
| 图 17： 中国消费者将占全球个人奢侈品市场更多份额..... | 10 |
| 图 18： 2021 年 1-7 月奢侈品品牌在营销内容数量和互动量上领先..... | 10 |
| 图 19： 科技赋能新品牌营销预计将带来 600-1200 亿欧元的行业销售..... | 10 |
| 图 20： 大中华区高端和奢侈品牌营销服务解决方案市场规模高增（十亿元）..... | 11 |
| 图 21： 普通营销市场份额逐步收缩..... | 11 |
| 图 22： 2018 年国内高端及奢侈品牌体验营销市场 CR5 达 19%..... | 12 |
| 图 23： 2018 年国内高端及奢侈品牌数字营销市场 CR5 达 4.6%..... | 12 |
| 图 24： 国内高端及奢侈品牌公关服务市场 CR5 达 11.2%..... | 12 |
| 图 25： 数据互动打通三大业务..... | 13 |

| | |
|--|----|
| 图 26: 2022H2 体验营销线下复苏较好 (亿元) | 13 |
| 图 27: 体验营销活动在线上渠道引发较大关注和传播 | 13 |
| 图 28: 2022FY 较 2020FY 疫情前期数字营销服务收入增长显著 (百万元) | 14 |
| 图 29: 数字营销服务客户反馈极佳 | 14 |
| 图 30: 截至 2022 财年年底, 旗下共有 6 位明星红人 | 15 |
| 图 31: 公司开拓收购电商业务公司计划 | 15 |
| 图 32: 大中华体育市场 IP 销售收益趋势 (含预测) | 15 |
| 图 33: 体育赛事 IP 行业产业格局清晰 | 15 |
| 图 34: 上海设计周 IP 开发盈利模式 | 16 |
| 图 35: 首届世界设计之都大会 (WDCC) 话题阅读量超 7.2 亿次 | 16 |
| 图 36: 上海徐汇滨江西岸金融城展示中心 | 17 |
| 图 37: 艾德韦宣与香港置地优势互补 | 17 |
| 图 38: 与时俱进, 多元立体的员工培训计划 | 17 |
| 图 39: 前五大品牌高收益贡献率体现高客户集中度 | 18 |
| 图 40: 品牌客户总数保持高速增长 | 18 |
| 图 41: 公司与百度希壤达成深度共创合作 | 18 |
| 图 42: 设计元宇宙 (D UNIVERSE) 成功搭建 | 19 |
| | |
| 表 1: 公司收入预测拆分 | 20 |
| 表 2: 盈利预测与估值 | 21 |

1、公司概况：大中华区领先的泛时尚品牌数据互动营销集团

1.1、公司简介：三大板块深耕一站式营销服务

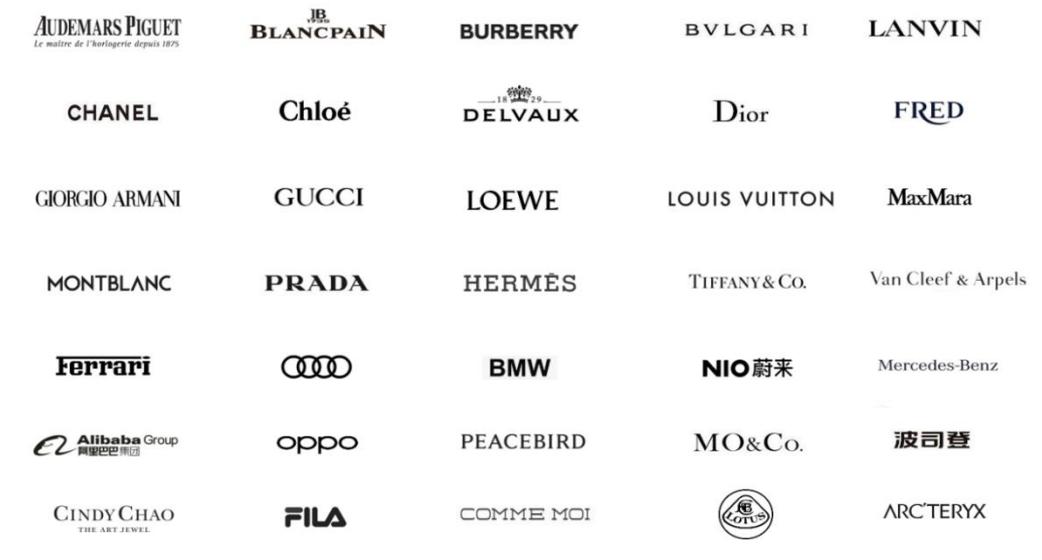
大中华区领先的泛时尚品牌数据互动营销集团。公司前身艾德韦宣商务咨询成立于 2013 年，业务涵盖体验营销、数字营销及品牌推广，拥有多个国际顶级 IP 在中国的授权。2022 年公司取得上海设计周 20 年独家运营权。2022 年 7 月，公司与百度网讯科技达成深度共创合作协议，设计及开发互动在线平台 D UNIVERSE 设计元宇宙，并入驻百度希壤元宇宙平台。公司与 LV、Prada、Dior 等轻奢品牌保持稳定客户关系，覆盖品牌数超过 550 家，高净值客户覆盖超 314 万。2022 年体验营销市占比约 10%，排名第一。

图1：公司三大板块协同共促持续发展



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图2：公司与国际顶尖品牌合作超 14 年

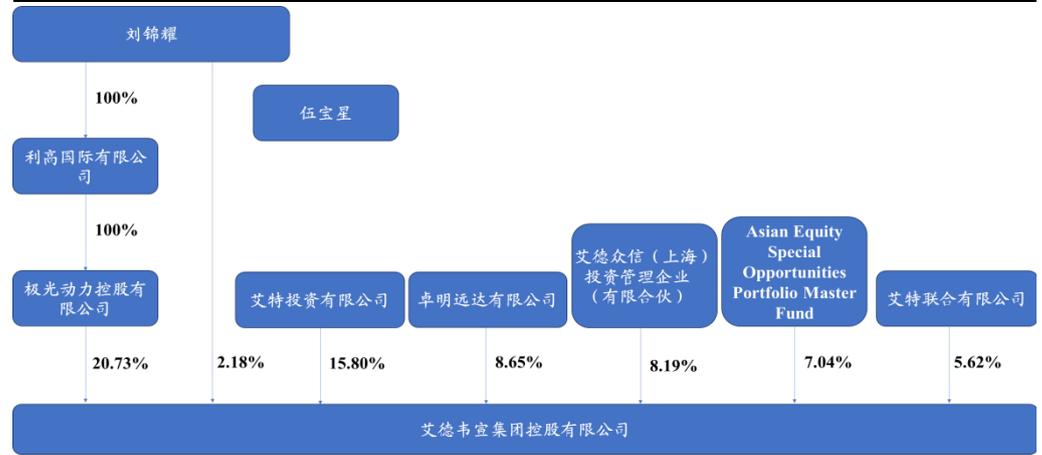


资料来源：公司业绩发布会资料

股权结构相对集中，实控人深耕集团业务。公司实控人刘锦耀先生为控股股东，通过极光动力持有 20.73% 股权，另一控股股东伍宝星先生通过艾特投资持有 15.8% 的股权，此外，ACT Holdings 通过卓明远达持有 8.65% 股份。ACT Holdings 所持于 ACT Partners 的股份由一名专业受托人为公司执行董事、高级管理层及其他主要人员

利益以全权信托持有。创始人刘锦耀先生此前拥有 21 年营销行业经验，曾任职于戴尔（中国）亚太及日本地区市场营销总监，目前担任集团联席主席与行政总裁，负责集团整体策略发展及领导业务发展。

图3：公司股权结构较为集中



资料来源：Wind、开源证券研究所

三大板块深耕一站式营销服务。（1）**体验营销**：主要包括线下活动策划和承办、公关、时装秀、大型展览等，客群主要针对国际高端及奢侈品牌。（2）**数字营销**：包括线上电商运营、精准投放广告、抖音电商直播以及全域电商运营等。（3）**IP 拓展业务**：聚焦体育和时尚市场，2016 年公司取得“西甲俱乐部”品牌使用权和“环法自行车赛”品牌赛事举办权，正式开始体育 IP 运营。公司业务均以数据互动营销为核心，并不断加快数字化能力的全面营销布局，包括打造元宇宙营销生态圈，为客户提供“线上+线下+元宇宙”一站式全方位营销服务解决方案。

图4：公司在营销领域多元化布局



资料来源：公司业绩发布会资料

多元商业模式扩大服务范畴，轻资产模式保障盈利稳健性。公司体验营销、数字营销业务的营收主要来自品牌预算、项目费及固定月费，数字营销收入来源还有直播业务，IP 拓展业务收入来源还有门票费、转播权、赞助费等。项目报价采取成本定价模式，根据第三方成本+净利率确定报价。IP 拓展业务是采取净利润分成机制。公司业务模式无需投入较多固定资产，抗风险能力较强。

图5：三大业务为公司带来多方面收入来源



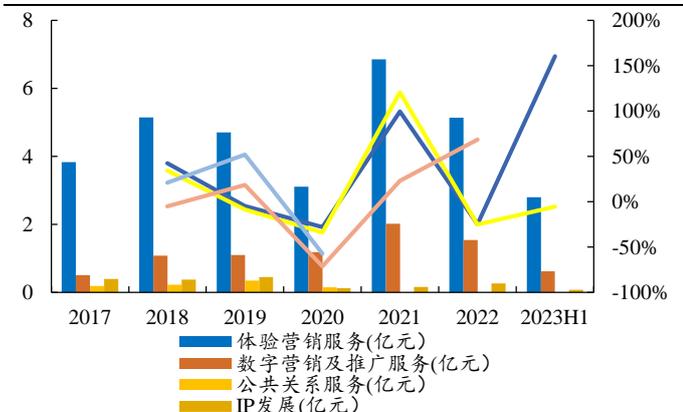
资料来源：公司发布会路演资料

1.2、公司业务与财务：体验营销贡献主要营收，疫后复苏业绩亮眼

体验营销服务贡献主要营收，疫后复苏多板块表现提升显著。公司体验营销收入占比超过 70%，2023H1 受益于线下复苏，营收达 1.08 亿元/yoy+160.4%，占比也达到 80%。同时，疫后部分客户倾向于将营销预算更多分配至线下营销，2023H1 数字营销需求较 2022 年略有下滑，营收 0.62 亿元/yoy-5%，随着公司拿下多个上海设计周等国际级 IP 运营权，IP 拓展业务收入也稳健增长，2023H1 收入 850 万元，收入占比低但发展潜力较大。公司业务以中国内地市场为主，在中国香港、新加坡也持续拓展业务，未来也将持续推动全球化布局。

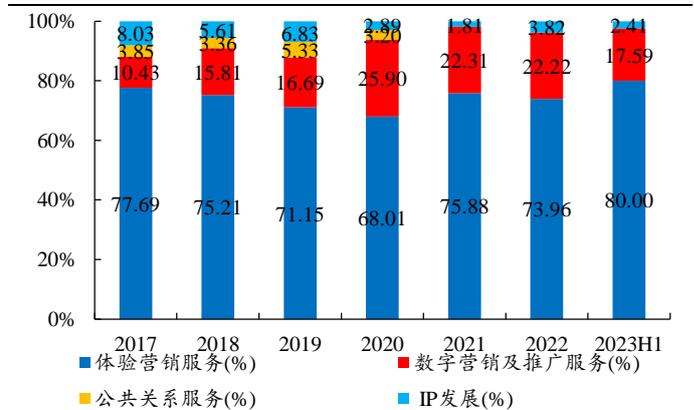
各项业务恢复整体盈利能力提升，IP 拓展业务毛利率较高。疫后各项线下活动恢复举办，公司毛利率也稳步上升，2023H1 公司毛利率达 30%。体验营销毛利率在 28% 左右，数字营销毛利率超过 30%，IP 拓展业务 2021 年毛利率达到 57.6%，2022 年受制于西甲俱乐部及环法自行车赛品牌的线下活动及赛事因疫情影响被暂停，盈利能力受到影响。随着疫后线下活动恢复，2023H1 IP 拓展业务盈利能力修复，毛利率达 66.3%。

图6：2023H1 公司 IP 拓展业务复苏



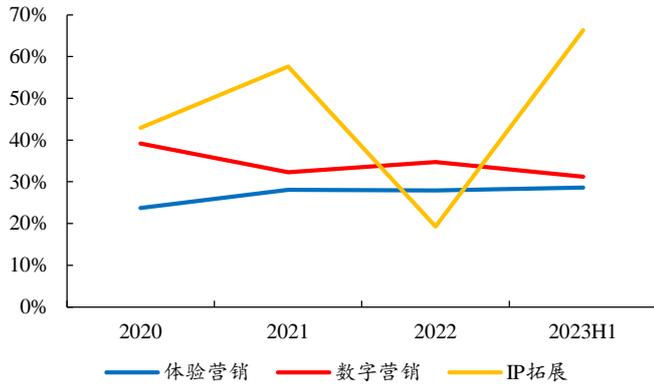
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司体验营销业务占比较高



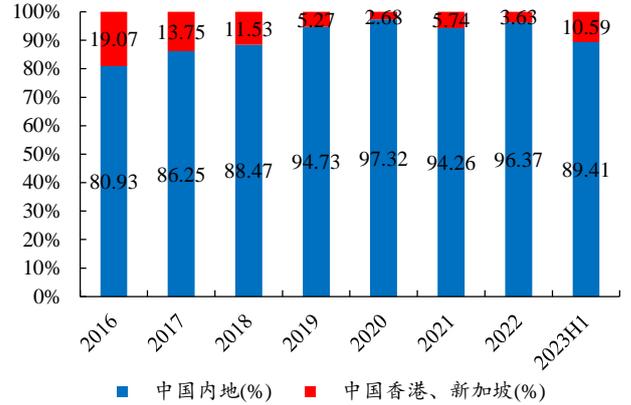
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司毛利率水平较为稳定



数据来源：公司业绩发布会资料、开源证券研究所

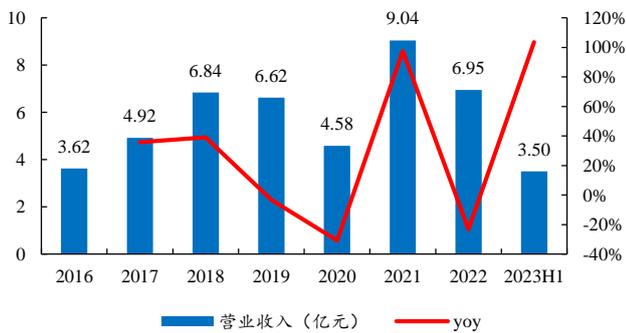
图9：中国内地营收占比稳定在95%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

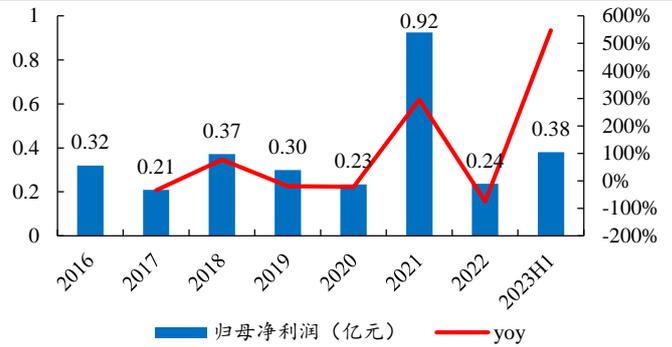
疫前公司业绩稳步增长，疫后复苏业绩表现亮眼。2016-2021年公司营收由3.63亿元增长至9.07亿元，CAGR为20.1%，归母净利润由0.32亿元增长至0.92亿元，CAGR为23.3%。2023H1伴随线下活动全面复苏，公司实现营收3.5亿元/yoy+103.5%，恢复至2019年同期90%，归母净利润0.38亿元/yoy+547%，创半年度业绩新高。行业呈现季节性，下半年活动赛事普遍比上半年密集，2018、2019年下半年营收是上半年的1.65和1.42倍，预计公司2023H2业绩将延续亮眼表现。

图10：2023H1公司营收大幅增长



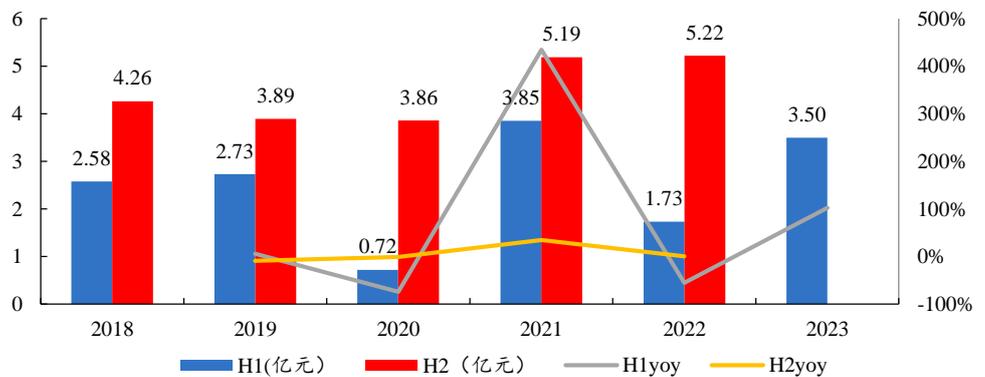
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023H1公司归母净利润yoy+547.1%



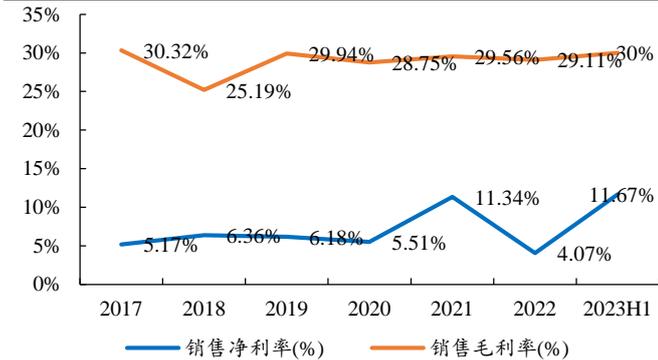
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：公司下半年营收普遍高于上半年

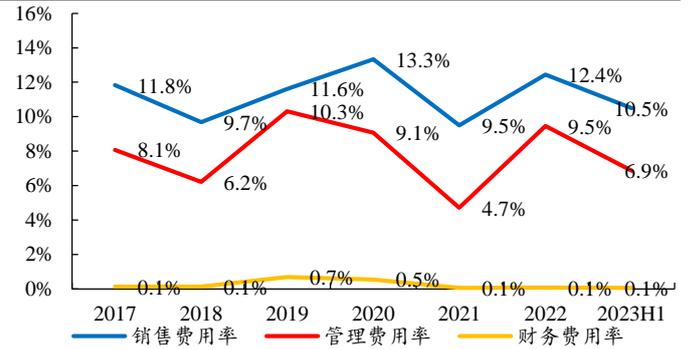


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023H1 盈利能力创历史新高，销售费用为主要费用投放项。2022 年在整体业务受扰动情况下，全年毛利率 29.11%，净利率 4.1%，2023H1 随着疫后复苏，公司毛利率 30%，净利率上升至 11.7%，创半年度历史新高。公司销售费用率基本稳定，2019-2023H1 公司销售费用率分别为 11.6%/13.3%/9.5%/12.4%/10.5%，2022 年销售费用略有增长系员工成本上升，2023H1 销售及分销开支 0.36 亿元/yoy+0.4%，与 2022 年同期基本持平，而营收上涨致销售费用率下降。2023H1 一般及行政开支率下降 8.8pct 至 6.8%，股权激励费用减少。

图13：疫情影响，2022 年公司盈利能力承压


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：销售费用为公司主要费用支出


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、营销解决方案市场广阔，体验营销/数字和品牌传播增长最为显著

营销解决方案服务位于价值链第二环节。营销解决方案服务指一系列推广方式及活动旨在建立品牌形象、提升品牌知名度及吸引新客户。(1) **体验营销**：指品牌广告商使用节目、派对、发布会、展览等特殊活动，利用个人投入来推广产品及服务的营销活动。(2) **公共关系**：指帮助品牌广告商制定传播计划以增强目标消费者的品牌理解力及忠诚度的营销活动。包括媒体关系、文案写作、名人及关键意见领袖管理、活动及会议管理等。(3) **数字营销**：指通过互联网、移动电话及任何其他数字媒体上的社交平台，利用数字技术在数字空间产生强大影响力的营销活动。(4) **普通营销**：指通过报纸、杂志、电视等普通营销渠道帮助品牌广告商建立及提升品牌形象以及推广产品的营销活动。

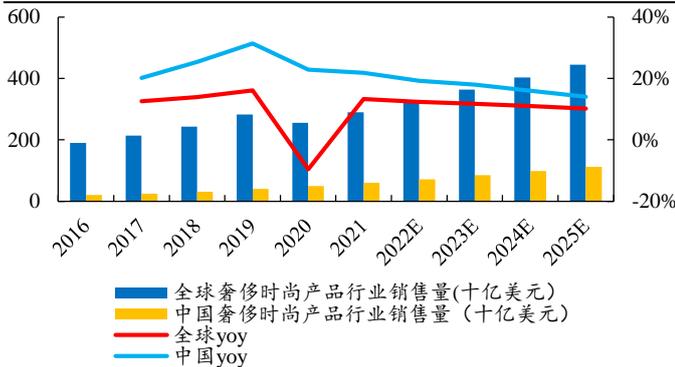
图15：营销解决方案服务提供商位于价值链第二环节



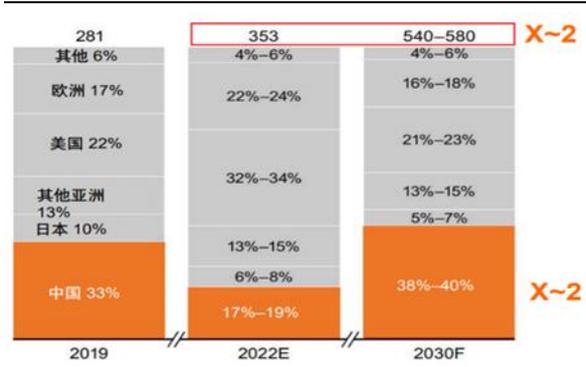
资料来源：灼识咨询

全球奢侈品市场规模持续扩容，中国市场潜力更大。根据弗若斯特沙利文数据，2016-2019年全球奢侈品市场规模由1899亿美元增长至2827亿美元，CAGR为14.2%，预计2020-2025年CAGR达11.7%，且2023年全球个人奢侈品的市场价值将增至5400-5800亿欧元，相比2022年增幅超过50%。而中国市场奢侈品增速高于全球，2016-2019年中国市场规模由203亿美元增加至402亿美元，CAGR达25.5%，预计2020-2025年CAGR达17.8%，占全球奢侈品市场消费规模比重超过25%。预计随着疫后复苏，中国消费者消费力恢复，2030年中国市场占全球个人奢侈品市场份额将达到38-40%。

多因素驱动中国奢侈品消费市场扩容：(1) **中国高净值人群持续增长**：中国内地高净值人群2020年达220万人，预计仍将以约10%的CAGR持续增长至2025年。(2) **中国高净值奢侈品消费能力持续增长**：2019年，中国高净值消费者奢侈品消费占比为73%，疫情后的2020和2021年，分别为77%和80%，预计随着疫后复苏，奢侈品消费将重回高增长。(3) **Z世代和千禧代购买力强劲**：2020年，Z世代和千禧一代约占中国内地奢侈时尚产品总支出的60%，高于全球50%的平均水平。

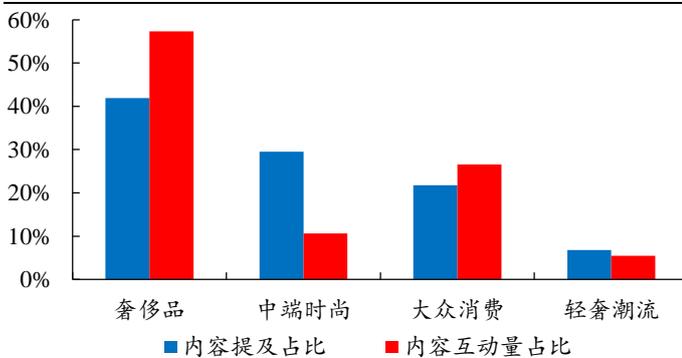
图16：中国奢侈时尚产品行业销售规模增速高于全球


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

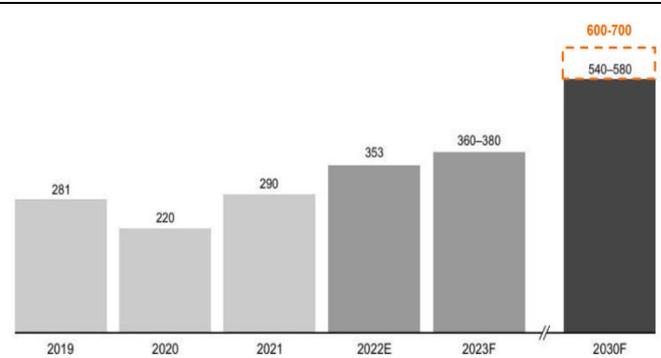
图17：中国消费者将占全球个人奢侈品市场更多份额


资料来源：公司业绩发布会资料

奢侈品品牌在营销内容数量和互动量上领先于其他品牌，科技革新持续拓展营销新需求。根据 QuestMobile 数据，2021 年 1-7 月奢侈品品牌在营销内容数量和互动量占比分别为 41.9%和 51.3%,高于中端时尚、轻奢潮流等品类。AI、元宇宙等新兴技术将创造奢侈品行业全新商业模式，从传统的商品生产销售拓展至 NFT 数字藏品、虚拟活动、数字购物等消费新形式。根据贝恩公司数据，到 2030 年，AI 科技落地预计为奢侈品行业增加 600 亿至 1200 亿欧元行业销售额。科技赋能基础上，丰富数字产品形式及营销场景将进一步扩容奢侈品营销市场规模，拓展 Web3.0 时代营销新需求。

图18：2021年1-7月奢侈品品牌在营销内容数量和互动量上领先


数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图19：科技赋能新品牌营销预计将带来600-1200亿欧元的行业销售


数据来源：公司业绩发布会资料

奢侈品市场快速发展驱动营销解决方案需求增长。据灼识咨询数据，2014-2019 年，大中华区高端和奢侈品品牌营销解决方案服务市场规模从 169 亿元增长至 286 亿元，CAGR 达 11.1%，2020 和 2022 年受疫情影响，体验营销、公共关系等营销形式受限，整体市场规模有所下滑，但随着疫后复苏，预计整体市场将重回高速增长，2025 年市场规模将达到 466 亿元，2022-2025 年 CAGR 达 16.9%。

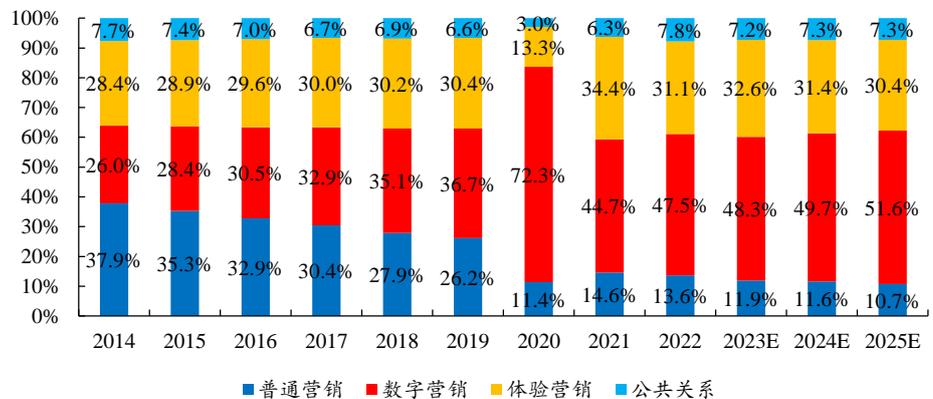
图20: 大中华区高端和奢侈品牌营销服务解决方案市场规模高增 (十亿元)



数据来源: 灼识咨询、开源证券研究所

营销从传统营销转向体验式活动/数字/公关, 数字营销增速最快。营销解决方案服务市场中, 体验营销和数字营销市场份额逐步提升, 数字+体验式活动+公关占比由2014年62.1%上涨至86.4%, 其中体验营销市场规模占比保持相对稳定, 除2020年疫情扰动, 其余年份均保持30%左右市占率水平, 数字营销受数字革新推动, 同时营销线上化趋势增强, 市场规模占比由2014年26%上涨至2022年47.5%, 预计2025年市占率将达到51.6%。

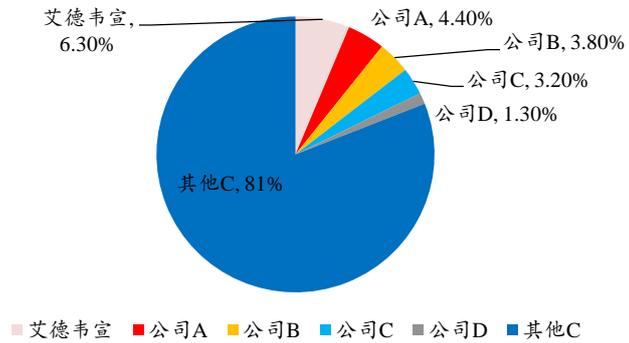
图21: 普通营销市场份额逐步收缩



数据来源: 灼识咨询、开源证券研究所

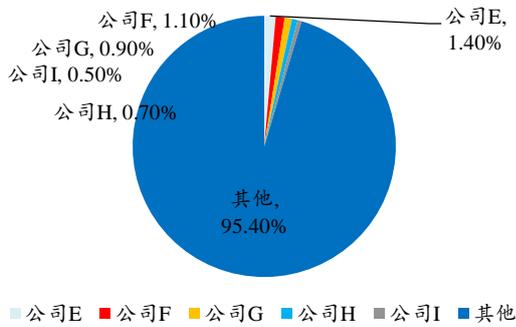
高端及奢侈品牌体验营销市场集中度相较数字营销、公共服务更高。高端及奢侈品牌体验营销包括时装表演、新产品发布会等大型体验营销以及快闪活动、现场直播活动等小型体验营销。大型体验营销执行程序复杂, 需要协调各环节人员设施, 资本投入较高。而领先参与者拥有强大管理和营销解决方案能力, 在项目执行时更能够妥善控制制作细节。根据灼识咨询数据, 按2018年收益计, 大中华区高端及奢侈品牌体验营销市场CR5达19%, 其中艾德韦宣市占率第一, 为6.3%, 市占率前5中的其他四家公司市占率分别为4.4%/3.8%/3.2%/1.3%, 而相应数字营销市场CR5为4.6%, 公关服务市场CR5为11.2%。

图22：2018年国内高端及奢侈品牌体验营销市场 CR5 达 19%



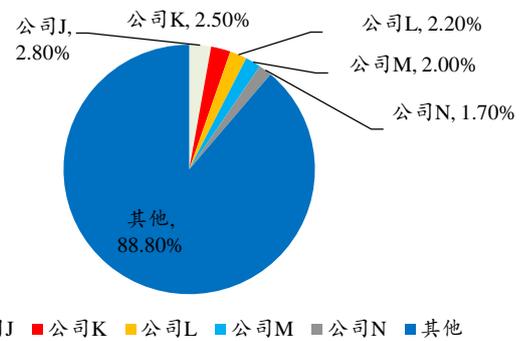
数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图23：2018年国内高端及奢侈品牌数字营销市场 CR5 达 4.6%



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图24：国内高端及奢侈品牌公关服务市场 CR5 达 11.2%

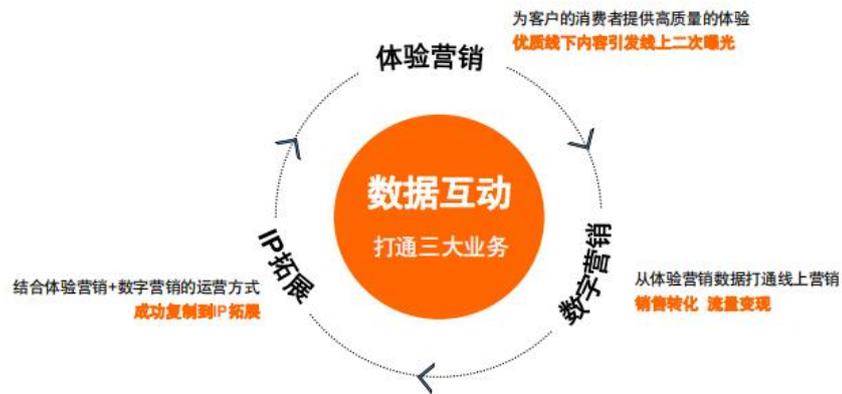


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

3、以数据互动为核心构建资源流通正向循环，三大业务协同共促可持续发展

数据互动打通三大业务，线上线下赋能协同效应显著。公司通过体验营销为客户提供高质量体验，通过线上营销扩展体验营销效果，优质线下内容引发线上二次曝光，进而打通线上营销，进行销售转化和流量变现，同时将体验营销+数字营销的运营方式成功复制到IP拓展，最后吸粉引流回归体验营销业务，为公司打开更多品牌营销业务空间。

图25：数据互动打通三大业务

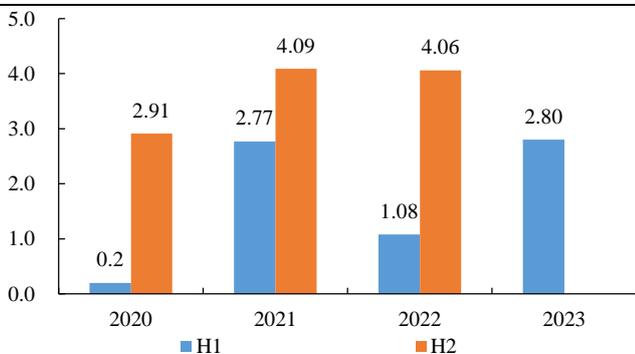


资料来源：公司业绩发布会资料

3.1、体验营销：体验营销核心地位牢固，握手关键伙伴助力新发展

线下活动迅速复苏，优质内容引发线上大量二次曝光。2023H1 受益于线下复苏，公司成功举办始祖鸟、卡地亚展、香奈儿、迪奥等多品牌活动，验证自身专业能力，同时公司提供数据互动营销方案量化高质量服务，体验营销活动在线上渠道（尤其是社交媒体渠道）引发了较大关注和传播。如某奢侈品牌男装时装秀在微博话题讨论度达到 20.2 亿，抖音直播点击量达 1.4 亿，腾讯视频点击量 5300 万，小红书话题量 420 万。

图26：2022H2 体验营销线下复苏较好（亿元）



数据来源：公司业绩发布会资料、开源证券研究所

图27：体验营销活动在线上渠道引发较大关注和传播

| | 某奢侈品牌男装时装秀 | 某奢侈品牌展览 | 某奢侈品牌女装时装秀 |
|------|---------------|---------------|---------------|
| 微博 | 话题讨论度: 20.2亿 | 话题讨论度: 8.1亿 | 话题讨论度: 10.1亿 |
| 抖音 | 直播点击量: 1.4亿 | 直播点击量: 4,800万 | 直播点击量: 6,200万 |
| 腾讯视频 | 视频点击量: 5,300万 | 视频点击量: 1,000万 | 视频点击量: 3,000万 |
| 小红书 | 话题量: 420万 | 话题量: 170万 | 话题量: 280万 |

资料来源：公司业绩发布会资料

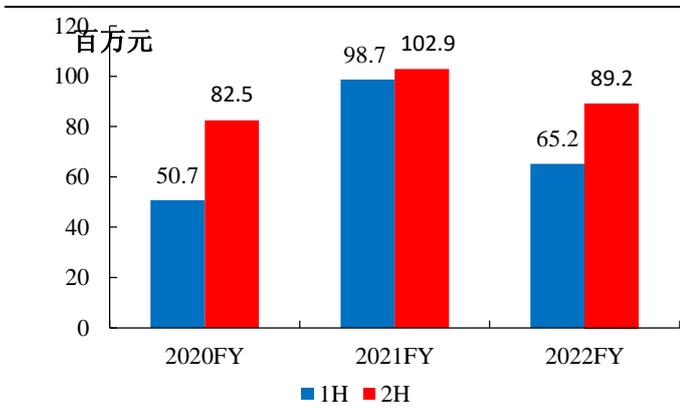
与复朗集团达成战略同盟，探索新业务模式。2021年4月公司与复星国际旗下复朗集团达成战略联盟，与宝尊电商一同入股复朗集团。复朗集团是在中国创立全

球奢侈时装集团的前驱之一，具备 Wolford、LANVIN 等全方位奢侈时装的传统品牌组合，拥有顶级生态系统。艾德韦宣将为复朗集团所有品牌组合的首选一站式营销平台。同时，基于复朗集团广泛的行业资源，艾德韦宣将拓展业务版图，与复朗集团共同发掘并孵化新品牌，共同发掘其他潜在投资项目。

3.2、数字营销：全方位数字营销方案落地，开辟业务新增长点

业务范围不断拓展，为客户提供较高品牌效益。疫情期间线下体验营销服务实施受阻，而线上数字营销业务不断发展。2022 年公司获“人头马”新客户为其提供全方位数字营销服务，并开展内外 2022 年春夏在线时装秀，路虎揽胜“胜为典范”全新一代上市发布会等若干项目，营销效果显著，助力客户销售收入实现跃升。如某化妆品品牌在电商平台的双十一线上营销项目，助推品牌在 2019/2020/2021 分别实现销售收入 yoy+86%/78%/91%。2021 年和 2022 年公司均实现较高数字营销服务收入。

图28：2022FY 较 2020FY 疫情前期数字营销服务收入增长显著（百万元）



资料来源：公司业绩发布会资料、开源证券研究所

图29：数字营销服务客户反馈极佳

| 案例分享 | | |
|----------|--|--|
| 项目名称 | 某化妆品品牌在某电商平台的双十一营销 | 某品牌社交媒体效果营销 |
| 数字营销服务描述 | 公司负责其在该电商平台上的策略输出、创意设计以及数字营销活动执行 | 公司负责其社交媒体策略输出、创意设计以及KOL推荐 |
| 营销效果 | 2019年销售增长：+86% YoY 2020年销售增长：+78% YoY 2021年销售增长：+91% YoY | 2019年销售增长：+31% YoY 2020年销售增长：+36% YoY 2021年销售增长：+41% YoY |

资料来源：公司业绩发布会资料

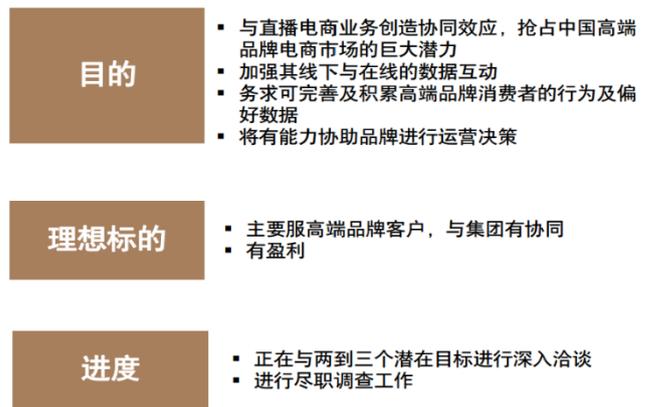
探索电商直播与 MCN 业务，提供一站式线上营销方案。公司搭建 MCN 事业部 Avant Plus，2021 年与头部抖音 MCN 公司愿景娱乐成立合营公司，专注抖音直播电商业务。合营公司建立抖音明星电商矩阵，链接中高端品牌资源，以销售分成的方式形成广告+电商商业流量闭环。2021H2 公司抖音电商直播业务在仅有张俪及陈彦纪两位明星带货情况下，GMV 达到 4.739 亿元。公司未来将进一步增加数字营销业务投资，寻求服务高端客户、与集团有协同效应，盈利前景较好的电商业务公司，和现有直播电商业务创造协同效应。

图30: 截至 2022 财年年底, 旗下共有 6 位明星红人



资料来源: 公司业绩发布会资料

图31: 公司开拓收购电商业务公司计划

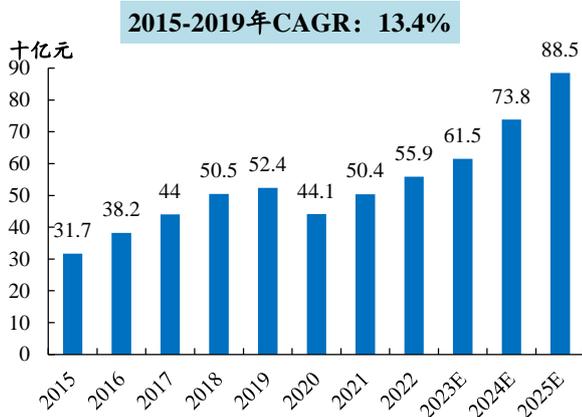


资料来源: 公司业绩发布会资料

3.3、IP 拓展: 文化体育双轮发展, 世界级 IP 蕴藏较大开发潜力

紧抓体育 IP 市场扩容之机, 获大型体育赛事长期举办权/使用权。公司于 2016 年分别获得西甲俱乐部 10 年品牌使用权以及环法自行车赛 12 年品牌赛事举办权, 包括官方经授权活动以及营销、赞助、商品推广等。线下活动重启背景下, 两大世界顶级赛事 IP 相关品牌营销、赛事承办、周边销售、球迷活动组织、青年培训等多元业务条件成熟, 体育 IP 资产进入变现阶段。根据灼识咨询数据, 中国体育 IP 市场规模从 2014 年 266 亿元增长至 2018 年 505 亿元, CAGR 达 17.4%, 预计 2023 年将达到 795 亿元, 2021-2025 年 CAGR 达 15.1%。体育 IP 已成为重要的流量门户及消费场景, 市场规模迅速扩容。

图32: 大中华体育市场 IP 销售收益趋势 (含预测)



数据来源: 灼识咨询、开源证券研究所

图33: 体育赛事 IP 行业产业格局清晰



资料来源: 公司公告

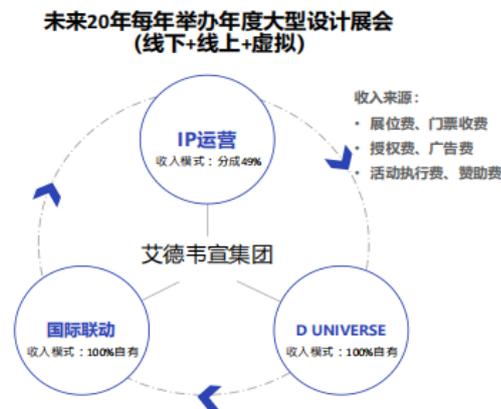
获上海设计周独家运营权 20 年, 展会业务新升级。2022 年 2 月公司成功获得上海设计周独家 IP 运营权 20 年并控股 49%, 收入来源主要是展会 IP 运营、国际联动活动及元宇宙收入。其中 IP 运营领域公司可获得收入分成 49%, 包含展位费、门票收费、授权费、广告费、活动执行费、赞助费等, 国际联动以及元宇宙收入都归艾德韦宣所有。

上海创意和设计产业总产出规模持续扩容, 预计 2025 年上海创意和设计产业总

产出将超人民币 2 万亿元，其中上海设计周由中国贸促会商业行业委员会主办，是国内唯一官方背景的国际设计周，主要包含工业设计、建筑设计、时尚设计、数字设计、服务设计等。成立 5 年来规模，辐射主体、影响力逐渐扩大，未来影响力有望比肩米兰时装周，助力上海成为“国际设计之都”。

国内外成功举办设计展。目前上海设计周已成功举办多个设计展会活动，在本土已成功举办 WDC 世界设计之都大会（线下+线上+元宇宙）、上海制造佳品汇、AIGC 创建者大会等，以及成功发布数字产品及举办元宇宙时装秀。同时，也在欧洲（法国、意大利、英国）举办设计展会活动，助力本土品牌通过海外办展，提升国际知名度。

图34：上海设计周 IP 开发盈利模式



资料来源：公司业绩发布会资料

展会之首个世界设计之都大会落地并创造收益。2022H2 公司成功举办首届世界设计之都大会，大会总面积 6000 平方米，包含 50 余场高峰论坛、设计活动，网站相关主题浏览量超过 7.2 亿次，同时与百度希壤达成合作，设立 WDC 元宇宙分会场。百度希壤为分会场提供技术支持和元宇宙虚拟场地，总占地面积 4 万平方米，中央舞台面积近 7000 平方米，可容纳悬浮空中超过 1000 个 VIP 观众席，助力元宇宙分会场达到 28 万人次元宇宙流量。此外，更有数字藏品等周边支持，助力 IP 生命力持续，为客户提供更全面的营销方案。

图35：首届世界设计之都大会（WDC）话题阅读量超 7.2 亿次



资料来源：公司业绩发布会资料、开源证券研究所

合作香港置地，长期绑定达到品牌、流量及利润最大化。公司与香港置地成立

合资公司，共同运营上海徐汇滨江西岸金融城 3 万平方米的展示中心，致力于将其打造为上海的世界级滨水、地标和全球新品首发地，未来有望复制至其他城市类似项目，扩大地产与体验营销在各个垂直行业的能力，发掘时尚奢侈品、银行金融、互联网、体育娱乐等板块，合约长达 20 年，于 2023Q3 已经投入使用。

图36：上海徐汇滨江西岸金融城展示中心



资料来源：公司业绩发布会资料

图37：艾德韦宣与香港置地优势互补



资料来源：公司业绩发布会资料

4、公司优势：管理经验+客户资源优势显著，AI 赋能营销体验再升级

4.1、公司治理：管理经验丰富，人效优异

公司注重管治水平优化，雇员人效表现优异。公司重视员工个人价值塑造，开展全方位人才培养计划，持续提升员工业务技能和综合素养，福利活动常态化，保持个体积极性，多举措促进雇员高效产出。2022 年公司员工人均产出达 267 万元，员工产出效率显著，凸显公司雇员素质和内部管治水平。

图38：与时俱进，多元立体的员工培训计划

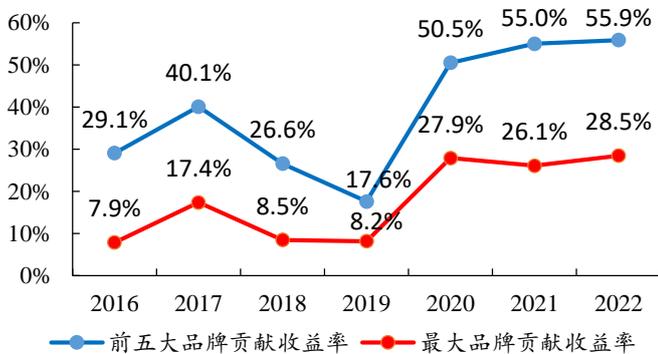


资料来源：公司公告

4.2、与大客户深度绑定，客户群体不断扩容

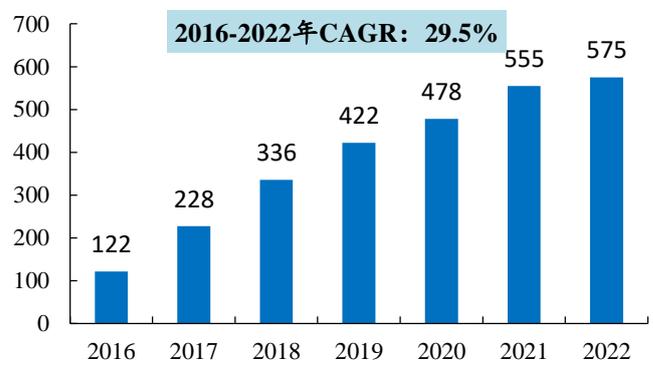
与大客户深度绑定黏性较强，稳步提升国际市场份额的同时延伸至国内中高端客户群体覆盖。公司自2009年成立以来陪伴各奢侈品牌在中国成长，跟随品牌总部在大中华区设立办公室，增强沟通效率并强化合作关系，具备较好合作粘性。2018-2022年前五大客户营收贡献从26.6%上升至55.9%，前五大客户主要是国际大型奢侈品集团如LVMH、Hermes、Kering、Chanel、richemont等。其中最大客户LVMH集团营收贡献从2018年8.5%上升至2022年28.5%。凭借长期口碑资源积累，公司服务的品牌客户数由2016年122个增长至2022年575个，CAGR达29.5%。据灼识咨询数据，以收入规模计，公司在时尚体验式服务营销市场市占率由2020年7%上升至2022年10%。公司稳定提升国际客户市场份额的同时也在增加国内中高端品牌客户覆盖范围，如FILA、波司登、太平鸟等。

图39：前五大品牌高收益贡献率体现高客户集中度



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图40：品牌客户总数保持高速增长



数据来源：公司业绩发布会资料、开源证券研究所

4.3、率先引入AI技术赋能营销服务，拓展业务范围并提高效率

成为百度文心一言 ERNIE Bot 首批生态合作伙伴，提升线上+线下营销体验。公司引入百度产业级知识增强文心大模型 ERNIE，模型具备跨模态、跨语言的深度语义理解与生成能力，未来将为公司打造线上元宇宙空间+线下沉浸式场景营销模式，丰富交互体验，提升用户参与度与流量转化率。并依托生产式AI技术，推进设计链条自动化，大幅提升建模和数字内容生产设计效率，拓展公司数字营销业务边界与体量。

图41：公司与百度希壤达成深度共创合作



资料来源：公司业绩发布会资料

同时，公司 AI+元宇宙领域布局持续。2020 年，公司与 VR 虚拟现实游戏设备制造商 HTC VIVE 战略合作，推进 XR Suite 虚拟应用套装沉浸式解决方案。2022 年 1 月，公司与 VR 内容领域领军企业“为快科技”达成战略合作，共同打通元宇宙营销业务模式。2022 年 7 月 10 日，公司与百度希壤达成深度共创协议，其中设计元宇宙（D UNIVERSE）已正式入驻百度希壤元宇宙平台，亦成功推出全球首个虚实互动数字人+真人同频时装秀，实现设计产业“在线+线下+元宇宙”无缝连接的产业模式搭建。

图42：设计元宇宙（D UNIVERSE）成功搭建



(正在搭建中的设计元宇宙 (D UNIVERSE) 广告陈列区)

资料来源：公司业绩发布会资料

5、盈利预测与投资建议

收入假设：我们预计公司 2023-2025 年将实现营收 9.2/11.91/14.95 亿元，yoy+32.4%/+29.5%/+25.5%。

体验营销服务：预计 2023 年疫情影响逐渐消退，内需带动消费，线下体验营销活动将恢复正常举办，预计体验营销服务业务将显著改善，2023 年艾德韦宣正为超过 50 家客户筹备品牌营销方案，如 CARTIER、CHANEL、DIOR、FENDI、GUCCI、HERMES、LV、PRADA、ROLLS-ROYCE 等。预计 2023/2024/2025 年体验营销服务 yoy+40%/+30%/+25%，对应营收为 7.19/9.35/11.69 亿元。

数字营销服务：公司持续探索直播电商业务和 MCN 业务，布局品牌运营直播间，并且成为百度文心一言 ERNIE Bot 首批生态合作伙伴，数字营销业务将实现较快增长。我们预计 2023/2024/2025 年公司数字营销服务营收分别为 1.62/1.95/2.33 亿元，yoy+5%/+20%/+20%。

IP 拓展：未来上海设计周、体育 IP 赛事及中国香港置地展馆运营有序推进，预计未来 3 年将迎来高速发展机会，我们预计 2023/2024/2025 年公司 IP 拓展业务将实现收入 38.47/61.55/92.33 百万元，yoy+45%/+60%/+50%。

毛利率假设：公司毛利率受业务结构影响较大，数字营销及 IP 拓展业务毛利率相对较高，未来 3 年收入占比将提升，我们预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 31.1%/32%/32.9%。

表1：公司收入预测拆分

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 458.05 | 904.07 | 694.81 | 920.02 | 1191.35 | 1494.85 |
| YOY | | 97.4% | -23.1% | 32.4% | 29.5% | 25.5% |
| 毛利率 | 28.8% | 29.6% | 29.1% | 31.1% | 32.1% | 32.9% |
| 体验营销服务 | | | | | | |
| 收入(百万元) | 311.49 | 686.02 | 513.88 | 719.43 | 935.26 | 1169.07 |
| YoY | | 120.2% | -25.1% | 40.0% | 30.0% | 25.0% |
| 毛利率 | 23.7% | 28.1% | 27.9% | 29.0% | 29.6% | 30.2% |
| 业务比例 | 68.0% | 75.9% | 74.0% | 78.2% | 78.5% | 78.2% |
| 数字营销及推广服务 | | | | | | |
| 收入(百万元) | 133.30 | 201.70 | 154.40 | 162.12 | 194.54 | 233.45 |
| YoY | | 51.3% | -23.5% | 5.0% | 20.0% | 20.0% |
| 毛利率 | | 39.2% | 32.3% | 34.7% | 35.1% | 36.1% |
| 业务比例 | 29.1% | 22.3% | 22.2% | 22.7% | 23.1% | 23.6% |
| IP 拓展 | | | | | | |
| 收入(百万元) | 13.26 | 16.35 | 26.53 | 38.47 | 61.55 | 92.33 |
| YoY | | 23.3% | 62.3% | 45.0% | 60.0% | 50.0% |
| 毛利率 | 43.0% | 57.5% | 19.2% | 53.0% | 56.6% | 58.5% |
| 业务比例 | 2.9% | 1.8% | 3.8% | 4.2% | 5.2% | 6.2% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

估值：公司作为国内领先的泛时尚品牌数据互动营销平台，主营业务包括体验营销、数字营销、IP 拓展等。我们选取了提供品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销、企业社会责任等一体化的链条式服务的企业蓝色光标，整合营销服务提供商宣亚国际，公司获得上海设计周独家 IP 运营权，每年举办大型设计展会，IP 拓展业务有较多会展属性业务，我们也选取了米奥会展公司作为可比公司。我们预计公司 2023~2025 年实现归母净利润 1.06、1.42、1.86 亿元，对应 EPS 预测分别为 0.15、0.21、0.27 元，当前股价对应 PE 为 6.3、4.7、3.6 倍，低于可比公司平均估值 41、29.6、23 倍，**首次覆盖，给予“买入”评级。**

表2：盈利预测与估值

| 代码 | 公司名称 | 2023 年 11 月 | EPS | | | PE | | |
|-----------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 29 日 | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| | | 收盘价 | | | | | | |
| 300795.SZ | 米奥会展 | 34.54 | 1.18 | 1.83 | 2.48 | 28.4 | 19.2 | 14.2 |
| 300058.SZ | 蓝色光标 | 7.47 | 0.19 | 0.27 | 0.34 | 38.6 | 27.4 | 21.9 |
| 300612.SZ | 宣亚国际 | 19.68 | 0.35 | 0.47 | 0.60 | 55.9 | 42.3 | 32.9 |
| | 平均值 | | | | | 41 | 29.6 | 23 |
| 9919.HK | 艾德韦宣集团 | 0.98 | 0.15 | 0.20 | 0.26 | 6.3 | 4.7 | 3.6 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：股价截至 2023 年 11 月 29 日；除米奥会展外，均使用 Wind 一致预期

6、风险提示

宏观经济波动风险、客户流失风险、行业竞争加剧等。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 671 | 625 | 690 | 904 | 1,198 |
| 现金 | 406 | 300 | 369 | 545 | 797 |
| 应收账款 | 232 | 309 | 305 | 343 | 385 |
| 存货 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 其他流动资产 | 33 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 非流动资产 | 46 | 86 | 88 | 89 | 91 |
| 固定资产及在建工程 | 5 | 6 | 8 | 10 | 12 |
| 无形资产及其他长期资产 | 40 | 79 | 79 | 79 | 79 |
| 资产总计 | 716 | 711 | 778 | 993 | 1,289 |
| 流动负债 | 279 | 348 | 263 | 275 | 305 |
| 短期借款 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 应付账款 | 222 | 290 | 205 | 217 | 247 |
| 其他流动负债 | 58 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| 非流动负债 | 7 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 长期借款 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 其他非流动负债 | 7 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 负债合计 | 287 | 358 | 273 | 285 | 315 |
| 股本 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 储备 | 406 | 336 | 487 | 690 | 956 |
| 归母所有者权益 | 406 | 336 | 487 | 690 | 957 |
| 少数股东权益 | 23 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 负债和股东权益总计 | 716 | 711 | 778 | 993 | 1,289 |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 175 | 61 | 73 | 181 | 258 |
| 税前利润 | 145 | 56 | 151 | 203 | 266 |
| 折旧和摊销 | 1 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| 营运资本变动 | 9 | 77 | (4) | 38 | 42 |
| 其他 | 21 | (74) | (77) | (63) | (55) |
| 投资活动现金流 | 0 | (39) | (5) | (5) | (6) |
| 资本开支 | (4) | (3) | (5) | (5) | (6) |
| 其他 | 5 | (36) | -0 | -0 | -0 |
| 融资活动现金流 | (69) | (127) | -0 | -0 | -0 |
| 股权融资 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 银行借款 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 其他 | (69) | (127) | -0 | -0 | -0 |
| 汇率变动对现金的影响 | (4) | (0) | -0 | -0 | -0 |
| 现金净增加额 | 107 | (105) | 68 | 176 | 252 |
| 期末现金总额 | 406 | 300 | 368 | 545 | 797 |

| 利润表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 营业收入 | 904 | 695 | 920 | 1,191 | 1,495 |
| 营业成本 | (637) | (493) | (634) | (809) | (1,002) |
| 营业费用 | (86) | (86) | (87) | (116) | (145) |
| 管理费用 | (43) | (66) | (53) | (69) | (87) |
| 其他收入/费用 | 10 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 营业利润 | 149 | 56 | 151 | 203 | 266 |
| 净财务收入/费用 | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 其他利润 | (4) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 除税前利润 | 145 | 56 | 151 | 203 | 266 |
| 所得税 | (42) | (27) | (45) | (61) | (80) |
| 少数股东损益 | 10 | 5 | -0 | -0 | -0 |
| 归母净利润 | 92 | 24 | 106 | 142 | 186 |
| EBITDA | 146 | 58 | 154 | 207 | 271 |
| 扣非后净利润 | 145 | 56 | 151 | 203 | 266 |
| EPS(元) | 0.15 | 0.04 | 0.16 | 0.21 | 0.27 |

| 主要财务比率 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 97.4 | (23.1) | 32.4 | 29.5 | 25.5 |
| 营业利润(%) | 102.9 | (24.3) | 41.5 | 33.5 | 28.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | 294.9 | (74.4) | 347.2 | 34.5 | 31.1 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 29.6 | 29.1 | 31.1 | 32.1 | 32.9 |
| 净利率(%) | 11.3 | 4.1 | 11.5 | 11.9 | 12.5 |
| ROE(%) | 23.9 | 8.0 | 20.9 | 20.1 | 19.1 |
| ROIC(%) | 793.2 | 157.0 | 144.7 | 162.5 | 195.7 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 40.0 | 50.3 | 35.1 | 28.7 | 24.5 |
| 净负债比率(%) | (92.8) | (83.1) | (71.8) | (76.1) | (81.1) |
| 流动比率 | 2.4 | 1.8 | 2.6 | 3.3 | 3.9 |
| 速动比率 | 2.4 | 1.8 | 2.6 | 3.3 | 3.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.4 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.3 |
| 应收账款周转率 | 4.0 | 2.6 | 3.0 | 3.7 | 4.1 |
| 应付账款周转率 | 3.5 | 1.9 | 2.6 | 3.8 | 4.3 |
| 存货周转率 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.1 | 0.0 | 0.155 | 0.207 | 0.268 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.4 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 1.0 | 1.4 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 7.1 | 27.7 | 6.3 | 4.7 | 3.6 |
| P/B | 1.5 | 1.9 | 1.3 | 0.9 | 0.7 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn