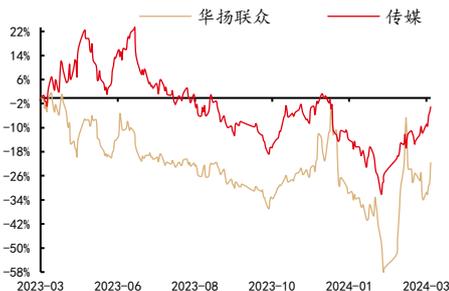


股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.89
总股本/流通股本(亿股)	2.53 / 2.53
总市值/流通市值(亿元)	33 / 33
52周内最高/最低价	16.71 / 6.92
资产负债率(%)	75.4%
市盈率	-5.05
第一大股东	苏同

研究所

分析师:王晓萱
SAC 登记编号:S1340522080005
Email:wangxiaoxuan@cnpsec.com
研究助理:刘静茹
SAC 登记编号:S1340123090003
Email:liujingru@cnpsec.com

华扬联众(603825)

多模态 AI 赋能营销全链条，迁址长沙战略布局数字文旅

● 事件

1月27日公司发布2023年业绩预告，预计全年实现归母净利润-4.4亿元到-6.4亿元，同比增长1.0%-32.0%；扣非后归母净利润-4.3亿元到-6.3亿元，同比增长0.5%-32.1%。2月4日、5日公司上线了全流程AI贺年短片《龙境之年》；3月23日公司试用Suno V3，并集结最前沿的AI生成技术，出品了《大荒之宙重金属版》。3月24日公司宣布接入Kimi，小脉营销助手焕新推出3.0版本

● 点评

营销主业度过业务调整阵痛期，人员精减优化公司成本结构。2023年公司加强了现金流和应收账款的管理，放弃了部分账期过长的业务订单，营收规模有所减少。此外，2023年因整体消费恢复不及预期，公司为帮助客户挖掘流量效果，根据客户情况对业务组合进行了调整，一定程度影响了毛利率。为了优化长期业务模式，2023年公司整合主营业务线，裁减了非重点业务，收缩相关业务人员，承担了较多转换成本，也在一定程度上拖累盈利能力。随着公司聚焦核心主业以及顺利度过业务结构调整阵痛期，营收规模有望持续增长，人员费用成本将大幅压缩，从而确保公司实现长期稳定发展。

重构营销 workflow，实现全链赋能、多维增效。公司推出了“算力（大模型计算能力）+脑力（人的创造力）”完美结合的“华扬营销大脑”，实现 workflow 优化再造。算力层面，华扬营销大脑可以抓取消费者行为数据，以及时掌握真正驱动消费的DCD系统，挖掘代表用户需求的关键词，并进行分析与解读；脑力层面，华扬营销大脑进一步结合集成ChatGPT-4、Midjourney V5等大模型，经过公司专属多年的大数据进行私有化训练和部署的创意协作工具HIGC，将关键词重新解构，转化为Midjourney等图像创作模型可识别的高度精准“prompt”指令词，智能化生成从文本到视觉的一站式品牌内容。华扬营销大脑通过集成数据能力，实现文字解读与图像创作联动，不仅显著减少了品牌洞察的时间成本，更能激发创作灵感，并形成完整的数据驱动内容闭环，实现持续优化。

《龙境之年》震撼上线彰显核心优势，AI视频工具快速迭代提升生产效能。AI贺岁短片《龙境之年》全长4分钟，短片采用了ChatGPT、Dall E、Midjourney、Runway Gen2、Elevenlabs、Stable Audio等主流AI应用，处理原画、视频生成、人声、音乐声效等工作内容，最终呈现了大片级别的画面质感，实现了故事情节的完整表达，以及拟态任务对白、音乐的精准匹配，展现了公司在想象力、审美力、视频语言力等方面的独特优势。视频创作具有主观性和原创性，蕴含了人文关怀和情感表达，AI工具更多起到了降本增效的

作用。公司强大的创意思维及表达能力，在 AI 时代仍然是核心竞争力。Sora、LTX Studio 等 AI 视频工具相继问世，升级了视频生成、剪辑、渲染等全流程制作功能，解决了视频连贯性、角色一致性问题，能够提升公司广告生产速度，使得公司专注于创意环节，充分发挥核心优势。

AI 音乐迎来 ChatGPT 时刻，Suno V3 赋能营销公司实现音乐自由。Suno V3 版本 3 月 22 日上线，支持用户通过提示词在极短时间内生成完整的 2 分钟歌曲，提高了创作效率，且 V3 在音质、风格以及用户响应方面得到显著改善，AI 音乐迎来 ChatGPT 时刻：1) 卓越音质：通过精细的技术调整和优化，V3 提供接近广播级别的高音质输出；2) 多元风格：V3 模型提供了更丰富的音乐风格和流派选择；3) 精准用户响应：V3 模型不仅提高了对用户指令的精准响应，减少了误解现象，还确保了音乐的结尾更加流畅自然。公司用 Suno V3 直接将 AI 全流程短片《大荒之宙》的旁白变成了重金属，然后混剪了《大荒之宙》和《无尽狂奔》两片的画面，出品了全流程 AI 制作的《大荒之宙重金属版》。AI 音乐技术的快速迭代，未来将与 AI 视频制作形成良好协同，进一步提升公司 AI 全流程制作效率。

小脉营销助手焕新 3.0 版本，接入 Kimi、升级核心功能。小脉营销助手是公司 2023 年 9 月推出的 AI 数据分析工具，能够为客户及员工提供精准、高效的数据洞察和分析结果。近日，小脉营销助手焕新 3.0 版本，接入 Kimi、升级了核心功能：1) 分析时间更短：采用先进的算法优化，能够迅速响应用户的分析请求，并且采用了并行处理技术，同时处理多个数据分析任务，进一步提高分析效率。2) 查询成功率更高：内置多种优化算法，能够针对不同类型的数据和分析需求，选择最合适的算法进行处理，同时具备自我学习的能力，能够根据历史分析结果不断优化算法，提高分析的成功率。3) 稳定性更好：通过多重容错机制确保分析任务的稳定执行，还能实时监控运行状态和分析任务，一旦发现异常立即进行处理，保证服务的连续性和稳定性。4) 费用更低：采用全新的智能多进程方式，大幅降低 token 的数量；提供智能化服务，提高工作效率，从而降低成本。Kimi 的大量训练数据来源于中文世界，接入 Kimi 后，生成的营销文案更符合中文语境。此外，广告行业中的舆情及市场数据分析通常需要输入大量的数据作为基础，Kimi 对长上下文的支持提升了公司数据分析的能力，使其更具竞争力和前瞻性。

迁址长沙发挥协同优势，打造数字化文旅生态。公司凭借营销能力以及数字化技术优势，与故宫、秦始皇帝陵等多个博物馆进行合作，将传统文物与现代艺术结合，守正创新，推出故宫首款数字艺术藏品-故宫云课二十四节气数字徽章，并成功孵化了赢小政、秦大伟等文创 IP。2023 年 9 月，公司加入湖南省“金芙蓉”跃升行动计划，正式变更注册地址至长沙，未来将与湖南财信金控、湘江集团等地方国企深度战略合作，为城市和公司的高质量发展注入新动能。长沙市文旅资源丰富，拥有长沙世界之窗、梅溪湖国际文化艺

术中心、大王山湘江欢乐城、华谊（长沙）兄弟电影小镇等知名旅游景点，公司主业与长沙文旅业态完全契合，未来有望利用自身数字文旅运营经验盘活当地存量文旅项目，并充分享受产业聚集带来的协同优势及各项政策的扶持，未来也将服务更多省域文化旅游景点的传播需求，积累文旅 IP 资源并改善盈利能力。

● **投资建议：**

公司营销主业成本结构大幅改善，业绩有望迎来拐点阶段。此外，公司迁址长沙打造数字文旅生态，叠加 AI 视频、AI 音乐等技术赋能，进一步释放了增长潜力，兼具业绩修复与新业务成长性。我们预计公司 23-25 年有望实现营业收入 63.18/85.57/102.94 亿元，归母净利润-4.92/0.50/0.85 亿元，对应 EPS 为-1.94/0.20/0.33 元，根据 2024 年 3 月 22 日收盘价，24-25 年分别对应 65/39 倍 PE，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

AI 工具效果不及预期风险；核心客户流失风险；市场竞争加剧风险；宏观环境波动风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,504	6,318	8,557	10,294
增长率(%)	-35.64	-25.71	35.43	20.31
EBITDA（百万元）	-339	-445	174	202
归属母公司净利润（百万元）	-647	-492	50	85
增长率(%)	-382.37	23.86	110.21	68.50
EPS(元/股)	-2.55	-1.94	0.20	0.33
市盈率（P/E）	-5.05	-6.63	64.96	38.55
市净率（P/B）	2.09	3.24	3.08	2.85
EV/EBITDA	-13.89	-9.61	23.27	18.56

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	8,504.30	6,318.08	8,556.71	10,294.32	营业收入	-35.64%	-25.71%	35.43%	20.31%
营业成本	7,538.07	5,611.47	7,403.82	8,888.52	营业利润	-342.62%	16.24%	110.21%	68.50%
税金及附加	19.01	5.05	8.56	13.38	归属于母公司净利润	-382.37%	23.86%	110.21%	68.50%
销售费用	661.55	600.22	684.54	813.25	获利能力				
管理费用	178.67	151.63	162.58	190.44	毛利率	11.36%	11.18%	13.47%	13.66%
研发费用	264.57	227.45	256.70	308.83	净利率	-7.60%	-7.79%	0.59%	0.82%
财务费用	98.30	57.51	54.32	48.74	ROE	-41.42%	-48.80%	4.75%	7.40%
资产减值损失	-210.39	0.00	0.00	0.00	ROIC	-14.31%	-17.63%	3.77%	4.84%
营业利润	-659.09	-552.08	56.37	94.98	偿债能力				
营业外收入	8.16	0.00	0.00	0.00	资产负债率	75.35%	78.33%	79.92%	79.98%
营业外支出	22.25	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.22	1.15	1.13	1.14
利润总额	-673.18	-552.08	56.37	94.98	营运能力				
所得税	-11.19	-49.69	5.07	8.55	应收账款周转率	1.74	1.99	3.54	4.09
净利润	-661.99	-502.39	51.29	86.43	存货周转率	52.04	57.70	71.41	74.08
归母净利润	-646.60	-492.35	50.27	84.70	总资产周转率	1.10	1.17	1.76	1.91
每股收益(元)	-2.55	-1.94	0.20	0.33	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-2.55	-1.94	0.20	0.33
货币资金	370.23	556.94	849.93	1,101.41	每股净资产	6.16	3.98	4.18	4.52
交易性金融资产	32.21	32.21	32.21	32.21	估值比率				
应收票据及应收账款	3,962.57	2,401.50	2,465.28	2,589.54	PE	-5.05	-6.63	64.96	38.55
预付款项	576.35	392.80	481.25	533.31	PB	2.09	3.24	3.08	2.85
存货	109.09	109.89	129.77	148.14	现金流量表				
流动资产合计	5,580.82	3,923.63	4,479.78	4,946.48	净利润	-661.99	-502.39	51.29	86.43
固定资产	28.48	26.28	25.29	23.28	折旧和摊销	102.22	49.60	63.54	57.97
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资本变动	531.29	308.80	230.86	203.65
无形资产	46.16	52.33	58.59	64.76	其他	553.65	326.06	58.18	55.18
非流动资产合计	698.99	624.32	683.62	662.76	经营活动现金流净额	525.17	182.06	403.87	403.23
资产总计	6,279.82	4,547.94	5,163.40	5,609.24	资本开支	-12.07	-104.23	-127.77	-47.82
短期借款	1,247.49	1,384.42	1,454.55	1,395.10	其他	-32.91	14.47	6.64	12.77
应付票据及应付账款	2,984.23	1,667.39	2,110.71	2,477.18	投资活动现金流净额	-44.99	-89.76	-121.13	-35.05
其他流动负债	351.73	362.07	412.79	465.17	股权融资	0.56	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,583.45	3,413.88	3,978.04	4,337.45	债务融资	-506.07	85.54	70.13	-59.45
其他	148.65	148.65	148.65	148.65	其他	-487.49	5.83	-59.89	-57.24
非流动负债合计	148.65	148.65	148.65	148.65	筹资活动现金流净额	-993.00	91.37	10.24	-116.69
负债合计	4,732.10	3,562.53	4,126.69	4,486.11	现金及现金等价物净增加额	-505.73	186.71	292.99	251.49
股本	253.34	253.34	253.34	253.34					
资本公积金	940.33	940.33	940.33	940.33					
未分配利润	313.32	-305.98	-263.25	-191.26					
少数股东权益	-13.51	-23.55	-22.53	-20.80					
其他	54.23	121.28	128.82	141.53					
所有者权益合计	1,547.72	985.42	1,036.71	1,123.14					
负债和所有者权益总计	6,279.82	4,547.94	5,163.40	5,609.24					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048