

# 因赛集团 (300781.SZ)

## 公司快报

### AI 洞察创意营销，数智赋能战略出海

#### 投资要点

- 事件：**2024H1，公司实现营业收入 4.07 亿元，同比增长 100.42%；归母净利润 0.20 亿元，同比下降 9.8%；扣非净利润 0.18 亿元，同比增长 34.30%。不分红，不转增。
- 品牌营销持续拓展，多元业务纵深推进。**品牌管理方面：公司及子公司与汽车、游戏、互联网、快消、3C 通信、金融等领域的主要客户关系保持稳定，持续提供年度框架性整合营销服务，并积极拓展母婴、酒水、大健康、科技等行业。报告期内，公司品牌管理业务收入 1.52 亿元，相比去年同期有所增长。效果营销方面：公司分别与知名出海营销服务商试玩互动和业内资深团队设立了因赛互动和因赛信息两家合资公司，拓展出海信息流投放业务，主要服务游戏、电商、社交、金融、工具等行业客户；公司与九牛电商集团合资经营“因赛河南”，为支持国内效果营销领域优秀团队设立“赛成数科”，填补在中原地区的业务布局，增强效果转化及媒介投放的能力，拓展酒水、科技、教育、文娱等领域的客户资源，实现了纵向完善营销链路，横向拓展行业领域的发展目标。报告期内，公司效果营销业务收入 2.14 亿元，较去年同期大幅增长，增幅近 700%。战略咨询业务方面：公司子公司睿丛因赛持续为香奈儿、路易威登、阿里巴巴、维沃移动、联合利华、百威、蒙牛、美的、瑞安、小红书等客户提供多方面的高价值战略咨询服务，并新增拓展了迪士尼、星巴克等战略级客户。报告期内，公司战略咨询业务收入较去年同期增长近 23%。数字整合营销方面：相关业务快速增长，公司与子公司影行天下持续进行协同整合，强化在短视频移动端内容营销和内容电商方面的专业实力和服务能力。报告期内，公司数字整合营销业务收入较去年同期增长超 55%。
- 数智赋能战略出海，AI 助力创意营销。**报告期内，品牌营销领域，公司中标的捷途汽车海外市场营销策略及创意代理项目正在落地执行中；战略咨询领域，公司子公司睿丛因赛正筹备在东南亚及欧洲设立子公司，为国内客户提供一揽子服务；效果营销领域，公司已与知名出海营销服务商试玩互动和业内资深团队进行合资，加速助力品牌出海，帮助客户最终在 Google、Meta、TikTok、Kwai 等海外媒体平台投放广告，主要覆盖欧美、东南亚、中东等地区。报告期内，公司出海营销业务收入约 1 亿元，较去年同期大幅增长。AI 赋能方面：公司持续加大技术研发投入力度，营销 AIGC 应用大模型的功能与产品不断完善，陆续上线了“视频智剪”功能、“龙年营销裂变”活动、“图生视频”营销应用产品、“文生视频”营销应用产品等，探索 AIGC 赋能短剧创作及制作提质增效，拓宽 AIGC 技术落地场景。报告期内，公司持续进行营销 AIGC 应用大模型的商业化探索和尝试，包括积极参与汽车、游戏、电商、大消费、大健康等行业知名品牌方相关 AIGC 营销项目的比稿及竞标，其中有关“爆款视频”解决方案已向某 3C 数码领域知名客户进行交付。游戏领域，公司为知名韩国游戏研发公司 Krafton 旗下游戏产品《PUBG》精心打造了一支 AI 创意短片，在实现创意飞跃同时大幅提升创作效率：作业时间相比之前缩短了近 50%，制作成本相比之前降低了近 90%，视频制作流程更加自动化、智能化和经济化，公司营销大模型的生成能力得到进一步提升。基于公司的持续探索，有望进一步提升出海精准营销及效果转化能力。
- 创意禀赋内容洞察，短剧赛道持续探索。**目前公司已逐步打通微短剧产业链上下游，业务覆盖内容端、制作端、IP 端、发行端及变现端等关键链路，在业务拓展过程中不断丰富营销变现的新场景，持续打造短剧营销的新模式。AI+短剧变现：2024 年 4-5 月，公司子公司影行天下、玖娱文化相继取得了“短剧制作必备三证”，正式切入微短剧赛道，公司在微短剧赛道的布局渐趋完善。报告期内，公司子公司天与空参与了闲鱼自制短剧《傅太太全程开挂》的脚本策划及制作；玖娱文化作为公司布局微短剧业务的重要抓手，参与出品了女频情感类微短剧《永不消逝的爱》和 AI 商业微短剧《西西里的美丽传说》，与国内某知名相声社团联合出品的励志逆袭类微短剧、都市爱情等题材的微短剧将于近期上映；影行天下积极整合资源，已成功为腾讯游戏、魅族、途游、iQOO 等多个品牌客户分别定制出品了《辰光之巅》、《重生之我是我上司》、《完蛋！你要被包围了》、《酷

传媒 | 其他广告营销 III

投资评级

**增持-A(首次)**

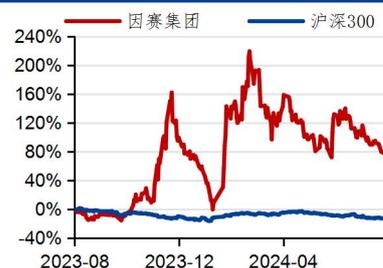
股价(2024-08-29)

39.99 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	4,397.69
流通市值(百万元)	3,243.36
总股本(百万股)	109.97
流通股本(百万股)	81.10
12个月价格区间	68.19/19.59

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.11	-0.53	95.8
绝对收益	-14.44	-9.82	82.28

分析师

倪爽

 SAC 执业证书编号：S0910523020003  
 nishuang@huajinsec.com

#### 相关报告



玩战队》等多部微短剧，其参与出品的都市热血穿越等题材的微短剧将于近期上映。预计公司将基于禀赋整合自身营销创意策划能力、业务资源以及 AIGC 技术等，持续打通微短剧产业链上下游，持续完善 IP 孵化、AI 内容生成及剪辑、发行投放、账号运营、品牌定制及广告植入等环节，与优秀创作者共建技术驱动的优质内容生态。

- ◆ **市场需求日新月异，创意+洞察禀赋或深度受益。**营销行业是 AIGC 短期应用场景聚集度最高的领域之一。AIGC 在营销领域的应用贯穿营销活动全链路，覆盖客户/人群洞察、内容及创意生成以及传播投放等环节。据艾瑞咨询《2023 年中国营销领域 AIGC 技术应用研究报告》，AIGC 预计将于 2025 年撬动千亿营销科技市场。移动互联网目前已经进入下半场时期，据 QuestMobile《2023 年中国营销市场洞察·市场篇》，2023 年中国移动互动网用户数同比增长 2.0%，人均单日使用时长同比下降 6.2%，互联网获客成本日趋昂贵、存量竞争加剧，品牌建设日渐受重视，以 BGC(Brand Generated Content，即品牌方生产内容)+KOL/KOC 种草为代表的依照消费者喜好精准投放、具有高价值的内容营销模式更受消费者青睐。叠加广告主对品效销协同发展的新需求，公司加快构建“品效销合一”的全链路营销服务体系，各项业务在 AI+ 出海+内容的战略下持续优化。
- ◆ **投资建议：洞察禀赋品牌主业，AI+ 出海赋能创意营销。**公司持续探索“AI+”赋能品牌营销，不断迭代垂类 AI 模型，积极拓展出海业务，有望优化产业闭环，有效提升利润空间，主业长效发展。“AI+”赋能叠加公司创意洞察禀赋，营销等业务有望迎来加速扩张，我们预测公司 2024 年至 2026 年收入分别为 12.70 亿元、18.07 亿元、23.02 亿元；归母净利润分别为 0.43 亿元、0.58 亿元、0.73 亿元；EPS 分别为 0.40、0.52 和 0.67 元；对应 PE 分别为 101.2、76.2、60.1；首次覆盖，给予“增持-A”建议。
- ◆ **风险提示：政策不确定性、宏观经济波动风险、AI 技术版权授权潜在风险等。**

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	485	536	1,270	1,807	2,302
YoY(%)	-22.2	10.5	136.7	42.3	27.4
归母净利润(百万元)	32	42	43	58	73
YoY(%)	-44.7	28.2	4.5	32.9	26.8
毛利率(%)	43.2	39.8	21.0	17.7	16.1
EPS(摊薄/元)	0.30	0.38	0.40	0.52	0.67
ROE(%)	7.3	8.4	8.0	9.2	10.5
P/E(倍)	135.6	105.8	101.2	76.2	60.1
P/B(倍)	6.6	6.4	6.1	5.7	5.3
净利率(%)	6.7	7.8	3.4	3.2	3.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

1. 品牌管理：品牌管理业务是公司的核心主营业务。报告期内，公司新增中标极氪汽车年度品牌代理、吉利汽车品牌战略代理、东风汽车品牌战略代理、博世新品上市推广、中智药业草晶华破壁黄芪内容营销、PUBG中国区市场营销全案、《地下城与勇士》端游品牌代理、《极品飞车》手游创意制作等项目；子公司天与空新增中标拍拍贷奥运营销、联想集团 F1 联想中国大奖赛营销推广、某国际 500 强快消品牌品牌推广等金额在数百万级的大型项目。预计公司 2024-2026 年对应收入分别为 3.65 亿元、3.65 亿元、3.65 亿元，总体基本稳定。

2. 数字整合营销：公司与子公司影行天下持续进行协同整合，强化在短视频移动端内容营销和内容电商方面的专业实力和服务能力。报告期内，公司数字整合营销业务收入较去年同期增长超 55%。预计公司 2024-2026 年对应收入分别为 0.54 亿元、0.70 亿元、0.92 亿元，同比增速分别为 30.00%、30.00%、30.00%。

3. 效果营销：报告期内，公司分别与知名出海营销服务商试玩互动和业内资深团队设立了因赛互动和因赛信息两家合资公司，拓展出海信息流投放业务，主要服务游戏、电商、社交、金融、工具等行业客户。近期，公司与九牛电商集团合资经营“因赛河南”，为支持国内效果营销领域优秀团队设立“赛成数科”。此举为公司填补在中原地区的业务布局，增强成果转化及媒介投放的能力，拓展酒水、科技、教育、文娱等领域的客户资源，实现了纵向完善营销链路，横向拓展行业领域的发展目标。报告期内，公司效果营销业务收入 2.14 亿元，较去年同期大幅增长，增幅近 700%。预计公司 2024-2026 年对应收入分别为 8.17 亿元、13.32 亿元、17.98 亿元，同比增速分别为 700%、63%、35%。

4. 战略咨询和其他：公司子公司睿丛因赛正在筹备在东南亚及欧洲设立子公司，为国内客户提供包括品牌海外定位与战略、品牌本土化策略、消费者研究与产品创新等一揽子服务。预计公司 2024-2026 年对应收入分别为 0.34 亿元、0.40 亿元、0.48 亿元，同比增速分别为 21.25%、19.49%、19.57%。

综上，我们预计 2024-2026 年对应公司整体收入分别为 12.70 亿元、18.07 元、23.02 亿元，同比增速分别为 136.68%、42.33%、27.40%，对应毛利率分别为 21.01%、17.65%、16.11%。

表 1: 收入成本拆分

业务收入(百万元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
品牌管理	401.27	366.91	364.74	364.74	364.74	364.74
YOY	89.40%	-8.56%	-0.59%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	43.71%	45.82%	46.08%	42.00%	42.00%	42.00%
数字整合营销	19.56	19.91	41.66	54.16	70.41	91.54
YOY	106.52%	1.77%	109.31%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	83.10%	58.07%	37.24%	42.00%	42.00%	42.00%
效果营销	142.73	74.96	102.11	816.87	1331.51	1797.53
YOY	137.74%	-47.48%	36.22%	700.00%	63.00%	35.00%
毛利率	14.77%	15.81%	7.80%	7.74%	7.76%	7.78%
战略咨询和其他	60.59	23.73	27.92	33.86	40.45	48.37
YOY	57.21%	-60.84%	17.70%	21.25%	19.49%	19.57%
毛利率	45.14%	75.87%	79.42%	81.49%	81.41%	81.34%
营业总收入	624.15	485.50	536.43	1269.63	1807.11	2302.18
YOY	95.10%	-22.21%	10.49%	136.68%	42.33%	27.40%
毛利率	38.47%	43.16%	39.84%	21.01%	17.65%	16.11%

资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

## 二、可比公司估值

作为知名的综合性品牌管理与整合营销传播代理服务集团，公司致力于成为具有国际一流水准的品牌管理与营销传播服务集团。依托品牌战略规划管理能力、营销传播内容策划创意能力、整合营销传播执行能力等核心竞争优势，公司为互联网、通信、消费电子、汽车、家用电器、金融、日化、文化旅游、家居、医疗保健、房地产等众多行业的客户提供专业及优质的品牌管理与整合营销传播综合服务。根据主营业务和行业相似性，我们选择蓝色光标（品牌管理）、浙文互联（全链数字营销）、天娱数科（广告营销&影视娱乐）3家公司作为可比公司，从PE上看，3家可比公司2024-2026年平均PE分别为45.00、36.10、29.80。由于公司新兴业务仍处于扩张期，利润并未得到充分释放，导致公司估值偏高。2024H1报告期内，公司主营业务效果营销取得近700%收入增长，伴随“AI+”赋能营销业务加速扩张，后续随着相关业务逐步成熟，我们预计利润增长可逐渐消化估值。公司持续探索“AI+”赋能品牌营销，不断迭代垂类AI模型，积极拓展出海业务，有望优化产业闭环，有效提升利润空间，主业长效发展。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300058.SZ	蓝色光标	125.62	0.15	0.21	0.26	34.08	24.17	19.57
600986.SH	浙文互联	58.90	0.16	0.19	0.21	24.43	21.27	18.73
002354.SZ	天娱数科	42.03	0.03	0.04	0.05	76.51	62.87	51.11
	均值	75.52	0.11	0.15	0.17	45.00	36.10	29.80
300781.SZ	因赛集团	43.98	0.40	0.52	0.67	101.21	76.17	60.07

资料来源：wind，华金证券研究所（可比公司数据来自wind一致预期，截止日期2024年08月29日）

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	574	679	835	1091	1246	<b>营业收入</b>	485	536	1270	1807	2302
现金	236	152	254	361	460	营业成本	276	323	1003	1488	1931
应收票据及应收账款	195	273	235	282	260	营业税金及附加	2	1	3	4	5
预付账款	5	12	28	29	44	营业费用	109	101	114	126	138
存货	0	0	0	0	0	管理费用	44	42	43	58	64
其他流动资产	137	243	319	420	482	研发费用	6	8	10	14	18
<b>非流动资产</b>	418	426	418	409	400	财务费用	-0	0	4	8	13
长期投资	34	26	18	10	2	资产减值损失	-2	-19	-19	-15	-10
固定资产	95	89	85	82	79	公允价值变动收益	0	22	0	0	0
无形资产	12	17	20	23	27	投资净收益	12	13	5	5	5
其他非流动资产	277	295	294	294	293	<b>营业利润</b>	66	82	83	104	131
<b>资产总计</b>	992	1106	1253	1500	1646	营业外收入	0	1	0	0	0
<b>流动负债</b>	225	302	387	559	608	营业外支出	0	2	0	0	0
短期借款	50	25	111	173	277	<b>利润总额</b>	66	81	83	104	131
应付票据及应付账款	85	98	103	126	131	所得税	11	15	15	19	24
其他流动负债	90	180	172	260	199	<b>税后利润</b>	55	66	68	85	108
<b>非流动负债</b>	15	16	16	16	16	少数股东损益	22	25	24	27	34
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	32	42	43	58	73
其他非流动负债	15	16	16	16	16	EBITDA	68	86	88	111	141
<b>负债合计</b>	240	318	403	575	624	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	82	99	124	151	185	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	110	110	110	110	110	<b>成长能力</b>					
资本公积	340	328	328	328	328	营业收入(%)	-22.2	10.5	136.7	42.3	27.4
留存收益	229	260	310	372	453	营业利润(%)	-38.4	25.3	0.6	25.0	26.8
归属母公司股东权益	670	688	726	774	836	归属于母公司净利润(%)	-44.7	28.2	4.5	32.9	26.8
<b>负债和股东权益</b>	992	1106	1253	1500	1646	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	43.2	39.8	21.0	17.7	16.1
						净利率(%)	6.7	7.8	3.4	3.2	3.2
						ROE(%)	7.3	8.4	8.0	9.2	10.5
						ROIC(%)	6.9	8.7	7.8	8.8	9.7
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	24.2	28.8	32.1	38.3	37.9
						流动比率	2.6	2.3	2.2	2.0	2.0
						速动比率	2.2	2.2	2.1	1.9	2.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.5	1.1	1.3	1.5
						应收账款周转率	2.4	2.3	5.0	7.0	8.5
						应付账款周转率	3.0	3.5	10.0	13.0	15.0
						<b>估值比率</b>					
						P/E	135.6	105.8	101.2	76.2	60.1
						P/B	6.6	6.4	6.1	5.7	5.3
						EV/EBITDA	62.5	50.3	49.1	38.8	30.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

倪爽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn