

国内领先的 AIoT 营销服务平台

核心观点

趣致集团是国内领先的 AI 互动营销服务提供商，公司主营面向 B 端快消品牌的产品营销及孵化服务。公司增长由创新和技术驱动，自主研发软硬件配套的 AIoT 营销平台，针对传统零散的品牌方“派发→反馈”需求场景提供平台化服务，同时对 C 端客户进行运营和转化，壁垒来自于技术理解、算法科技、软硬件研发、线上线下场景数据及品牌积累。截至 2023 年底共铺设 7,500+ 台机器、累计 5,000w+ 注册用户；2023 年收入超过 10 亿元，调整后的净利润 2 亿元。

独创 AI 互动式营销服务，2023 年单项创收 1.4 亿元(yoy+157%)，业务毛利率高达 85%。公司自研的 AIoT 智能终端内置 AI 工控主机、视觉互动摄像头、语音互动模块等功能组件，根据业务场景需求为品牌方设计个性化互动营销方案，延长服务的价值链路，作为创新式服务市场空间广阔。因 AI 互动营销服务依托于公司自研的终端进行，具有一定的技术壁垒，公司在细分赛道内保持领先地位。

线下终端 7,500+ 台，覆盖 22 个城市，注册用户超过 5,000 万；核心城市持续渗透加密；进场模式从场租转向合作。公司选择高级城市的写字楼、长租公寓等年轻用户集中的区域，以场地租赁形式投放终端，2021 年公司迅速扩大了终端网络，2022 疫情期间优化调整，2023 年底布有终端 7500 台，注册用户超 5,000 万。随着各类鼓励线下消费的政策推出，未来公司于与场馆的合作形式有望从场租转向要素合作。

市场空间来自快消品的营销总预算。公司针对成熟品牌以及新锐品牌公司的新产品孵化的刚性需求打造差异化服务，相比梯媒等户外媒体，公司在产品营销的同时为品牌方提供分销服务，为孵化中的产品提供线下效果测试工具，做到品效合一；对比线上营销平台，公司的线下网络具备近场优势，满足了产品孵化过程中的刚需，作为快消品营销的一种独特业态，公司不断从小品品牌的“小而美”向快消品全市场扩张，从饮料零食向日用品和化妆品行业扩张，抢占全市场品牌方营销预算份额。

趣致集团 (0917. HK)

首次评级

增持

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期：2024 年 09 月 19 日

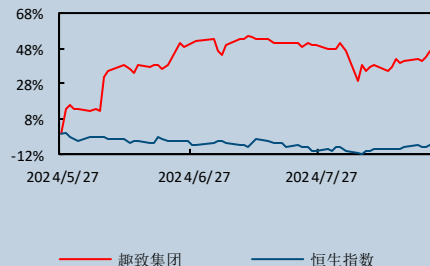
当前股价：44.60 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.90/-11.22	-7.95/-6.38	/
12 月最高/最低价 (港元)		54.40/35.00
总股本 (万股)		26,270.54
流通 H 股 (万股)		26,270.54
总市值 (亿港元)		117.17
流通市值 (亿港元)		117.17
近 3 月日均成交量 (万)		29.34
主要股东		
Beyond Branding Limited		27.52%

股价表现



相关研究报告

利润高速增长，拟启动海外扩张。公司已实现稳定盈利，2023 年公司经营现金流录得 2.1 亿元，调整后的净利润录得 2.0 亿元，连续三年调整后的净利润率分别为 10%/14%/20%；根据公司 2024 中报，公司拟于 2024 在中东启动国际业务。海外扩张的空间来自（1）中东市场广阔，营销行业有高质量数字化发展的需要；（2）国产品牌出海大趋势下，公司的 AIoT 终端能够同时提供营销和零售的渠道。

盈利预测及估值：预计公司 2024/2025/2026 总营收分别为 13.8/17.8/22.1 亿元，对应增速 37%/29%/24%；预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润 2.0/2.5/3.0 亿元（yoy+52%/27%/19%），趣致集团 2023-2026 经调整净利润 CAGR 27%，对应 PEG 0.99x，高于行业均值，但由于标的具备稀缺性且流通盘比例不高，存在一定估值溢价。首次覆盖并给予“增持”评级。

目录

一、趣致集团：创新驱动，规模与利润双增	1
国内领先的 AIoT 营销服务平台，主要获取品牌新品营销预算	1
终端规模化布局+AI 赋能，持续获取客户预算	4
点位 UE 模型跑通，增值业务利润弹性可观	11
二、行业概况：品牌预算向效果广告迁移，新品营销注重及时反馈	12
快消品行业：疫后零售渠道及市场格局重塑，新品多元化趋势延续	12
广告营销行业：宏观承压导致预算谨慎，品牌方更注重推新与营销效能	14
行业对比	16
对比梯媒，趣致以差异化服务切入市场	16
对比线上营销平台，趣致在产品反馈周期上更具近场优势	17
与自动贩卖机运营商不具备可比性	18
三、盈利预测	19
风险分析	21
报表预测	22

图目录

图 1: 趣致集团业务模式	1
图 2: 趣致集团历史沿革	2
图 3: 公司上市后股权结构	2
图 4: 集团管理层介绍	3
图 5: 公司营业收入拆分	4
图 6: 趣致为传统线下营销活动提供基于 AIoT 智能终端的平台化服务	5
图 7: 品牌展示及互动体验案例	5
图 8: 第五代 AIoT 智能终端功能图示	6
图 9: 线下场景营销案例	7
图 10: 公司 AIoT 智能终端地理分布（台）	8
图 11: 2021-2023 年末线下终端按城市线级划分（台）	8
图 12: 2021-2023 年末线下终端按点位类型划分（台）	8
图 13: 公司 KA、非 KA 客户分部收入（百万元）	9
图 14: 公司 KA 客户及非 KA 客户数量（个）	9
图 15: 公司 KA 客户及非 KA 客户平均支出（百万元）	9
图 16: 公司单一大客户收入占比变化趋势（%）	10
图 17: 公司前五大客户收入占比变化趋势（%）	10
图 18: 2021-2023 年公司服务 SKU 分品类数量及占比	10
图 19: 公司官网合作品牌部分展示	10
图 20: 趣致 AIoT 终端 UE 模型（非增值业务部分）	11
图 21: 公司调整后的净利润及占收入比例（百万元，%）	12

图 22:公司调整后的 EBITDA 及占收入比例（百万元，%）	12
图 23:社会消费品零售总额同比增长速度（%）	12
图 24:2024Q1 快消品分类增速（%）	12
图 25:2024Q1 快消品零售线下渠道同比增速（全国 1-6 线城市）	13
图 26:2021-2023 饮料全渠道份额及变化（%）	13
图 27:中国软饮市场头部品牌占有率变化趋势	14
图 28:2023 饮料创新关键词及多样化的品种结构	14
图 29:2024H1 各户外广告渠道花费同比变化	14
图 30:趣致 AIoT 智能终端点位分布（截至 2023 年底）	14
图 31:2023H1 户外广告分行业增速	15
图 32:2024H1 户外广告分行业增速	15
图 33:2024 广告主年度营销主题词	15
图 34:2022-2024 广告主用于新品推广的营销费用占比	15
图 35: 不同类型品牌方传统投放策略对比品效内容营销	16
图 36: 趣致与梯媒商业模式对比	17
图 37:休闲零食上市公司 2023 线上线下销售额占比（%）	18
图 38:2021-2023 中国饮料全渠道份额及变化（%）	18
图 39: 中国饮料消费者了解饮料品牌的渠道	18
图 40: 趣致智能终端与友宝无人零售机对比	19
图 41: 可比公司 PEG 估值	20

一、趣致集团：创新驱动，规模与利润双增

国内领先的 AIoT 营销服务平台，主要获取品牌新品营销预算

趣致集团是国内领先的 AI 互动营销服务提供商，公司向快消品牌提供产品推广、新品营销服务。趣致集团是中国领先的 AIoT 营销平台，公司融合线下智能终端网络及线上渠道，旨在让品牌孵化更简单、让用户体验更有趣。趣致集团基于用户体验和垂直应用场景的 AIoT 创新，利用人工智能硬科技、大数据算法、多感官互动技术赋能平台，为品牌方提供高效、个性化的一站式营销服务，荣获国家高新技术企业、科技小巨人和专精特新企业称号。

智能硬件打造智能物联网，用科技创新带动消费升级。具体来看，公司以线下的 AIoT 智能终端为载体，为快消品品牌方提供广告展示、产品上架及分销、AI 互动营销、用户转化、数据策略支持等一系列服务，同时对 C 端注册用户进行运营和维护，打通 B 端、C 端、线上及线下四大环节，截至 2023 年底布局机器数量超过 7,500 台，线上平台注册用户超过 5,000 万。公司将智能终端布点在一线及超一线城市的写字楼、长租公寓、学校周边等具有高价值稳定客群的场景中，进行线下导流，个体消费者在使用终端进行消费后，被引流至公司的线上平台（趣拿 App、微信小程序）。公司通过线上平台推送新品、邀请填写问卷领取优惠券等活动引导用户复购，同时将产品派发全流程的数据进行收集，将用户画像、用户评分、消费量价等进行综合分析，为所服务品牌方提供数据策略支持。

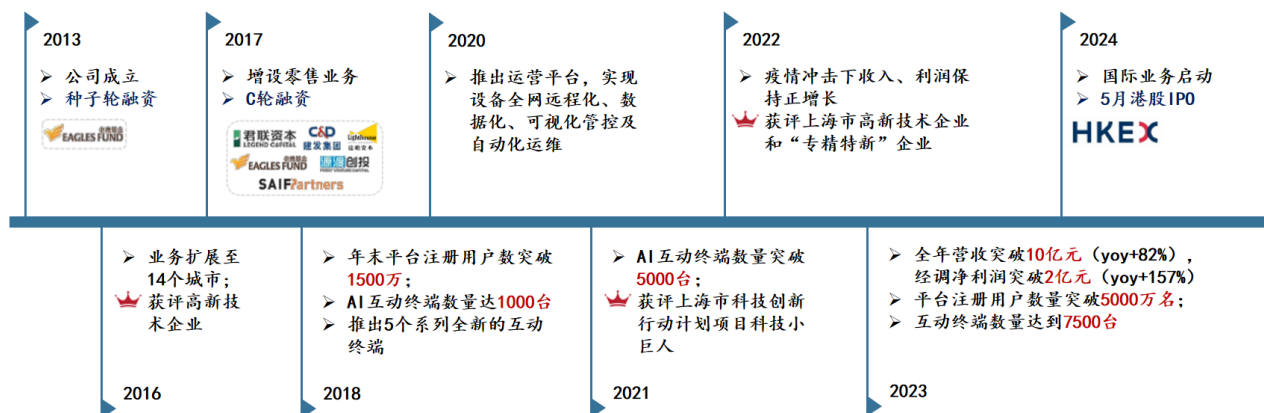
图 1：趣致集团业务模式



数据来源：招股书，中信建投

历史沿革：主营业务稳健经营，2024 年启动海外扩张。趣致成立于 2013 年，公司于 2015 年首次推出年度营销活动 99 趣拿节；2016 年业务扩展至中国 14 个城市，获得了高新技术企业认证；2017 年增设零售业务；2018 年年末平台注册用户数突破 1,500 万；AI 互动终端数量达 1,000 台；年内推出 5 个系列全新的互动终端；2020 年推出了 AIoT 运营平台，实现设备全网远程化、数字化、可视化管控及自动化运维；2022 年因公司终端大量布局在超一线城市，受疫情封控影响较大，但收入及净利润仍实现正增长；2023 年业绩高速增长，全年营收突破 10 亿元，经调净利润突破 2 亿元，平台注册用户数量突破 5,000 万名；互动终端数量达到 7,500 台。根据公司 2024 中期报告，公司拟于 2024 下半年于中东启动国际业务。

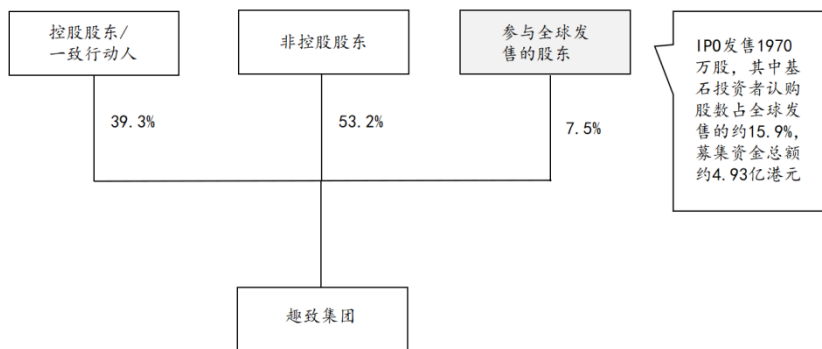
图 2: 趣致集团历史沿革



数据来源：招股书，公司官网，中信建投

IPO 融资概况：本次赴港上市所募集资金约 5 亿港元，所发售股份占公司总股份数的 7.5%。公司于 2024 年 5 月完成港股公开上市，IPO 全球发售 1,970.4 万股，所发售股份占公司总股份数的 7.5%；基石投资者认购 312.76 万股，占全球发售股份约 15.87%、全球发售完成后总股本的 1.19%；公司每股发售价 25.00 港元，募集资金总额约 4.93 亿港元，对应发售即刻公司总市值 65.7 亿港元；在全球发售完成后，公司执行董事、董事长兼首席执行官殷女士、首席财务官殷珏莲女士、首席客户关系顾问吴文洪先生、执行董事兼销售副总裁曹理文先生、执行董事兼首席技术官黄爱华先生及执行副总裁钱俊先生将通过其各自的控股公司及一致行动协议间接控制已发行股份总数约 39.27%，成为公司控股股东。**需要注意的是，公司目前流通股份占比较低，控股股东上市度过 6 个月禁售期存在股份减持的潜在压力，这可能会构成潜在的流动性风险。**

图 3: 公司上市后股权结构



数据来源：招股书，中信建投

图 4: 集团管理层介绍

高管姓名	高管职务	介绍
殷珏辉	执行董事、董事长兼首席执行官	南京大学经济学学士，拥有逾 24 年的电信及技术相关行业经验，负责监督及提供本集团整体管理、经营及战略；2013 年 7 月创立公司。
曹理文	执行董事兼销售副总裁	北京航空航天大学计算机科学与技术学士，拥有约 22 年的销售经验，负责日常经营、销售业务、销售战略及销售团队管理；2013 年 7 月加入公司。
黄爱华	执行董事兼首席技术官	北京大学电子专业理学学士、微电子学与固体电子学硕士，拥有逾 17 年的计算机编程及软件开发经验，负责产品技术研发及研发部的日常管理；2015 年 4 月加入公司。
殷珏莲	首席财务官	南京理工大学工业外贸专业工学学士，于贸易管理领域拥有逾 24 年经验，于 2023 年 8 月 23 日获委任为首席财务官；2013 年 7 月加入公司。
王晓晖	投资副总裁	长江商学院 EMBA 硕士学位、洛桑国际管理发展学院 EMBA 硕士学位，拥有逾 15 年的投资经验。

数据来源：招股书，公司官网，中信建投

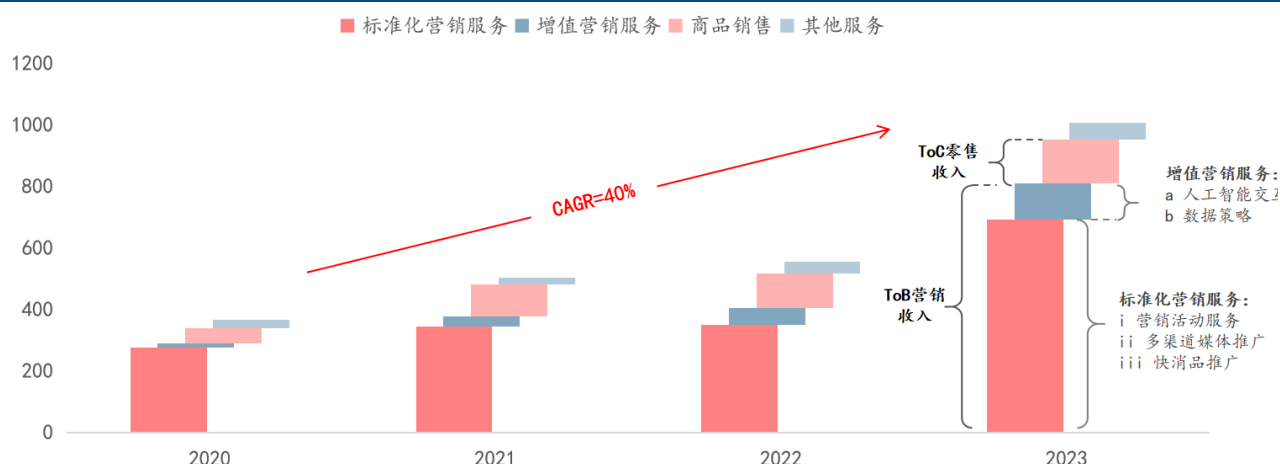
主营拆分：2023 年公司 80% 的收入来自 ToB 营销业务，14% 的收入来自作为补充的商品销售业务。对公司收入进行拆分，公司 80% 的收入来自营销服务，其中标准化营销服务 2023 年占总营收的 69%，增值营销服务的收入占 12%；商品销售收入 2023 年占总营收的 14%。对公司收入进行拆分：

(1) 标准化营销服务：2021/2022/2023，公司标准化营销服务收入分别为 3.4 /3.5 /6.9 亿元(yoy+2%/98%)，分别约占公司总营收的 68%/63%/69%。标准化营销服务为快消品品牌客户设计及推出定制化营销活动，在不同类型的媒体上以确定好的频次及形式发布所提供的快消品的形象及价值。业务服务模块主要包括：1) LCD 屏幕展示，2) 在线平台展示，3) 终端外壳展示，4) 消费者流量引导，5) 社交媒体平台帖子及第三方媒体资源采购，品牌客户根据所需服务模块组合定价。

(2) 增值营销服务：2021/2022/2023，公司增值营销解决方案营收分别为 0.3/0.6 /1.2 亿元(yoy+66%/107%)，分别约占公司总营收的 7%/10%/12%。公司增值营销服务主要是利用 IoT、AI、大数据及嵌入终端及运营系统的算法等技术为品牌客户设计及推出高互动性及沉浸式游戏主题活动，以增进消费者对产品的感知；此外，公司还就数据策略服务向品牌客户收取费用，通过对相应快消品的设计、包装、配方、口味、气味、价格及消费场景等不同维度的评估，提供快消品的评价及分析，为有关品牌客户可改进其未来在市场定位、推广内容设计及活动策划等营销相关决策方面的策略。

(3) 商品销售：2021/2022/2023，公司商品销售业务产生的收入分别为 1.0 /1.1 /1.4 亿元(yoy+6%/30%)，分别占总收入的 21%/20%/14%，为更好地服务于试销及与竞品的比较，公司于 2017 年开始从事商品销售业务，通过自有终端网络销售饮料、食品、日用品及化妆品等快消品。公司的商品销售业务一方面通过提供消费者经常购买的快消吸引足够的人群流量，方便公司展开营销项目，另一方面，商品销售业务产生的有关消费者喜好及行为数据为营销服务业务的品牌客户提供了更多数据参考。

图 5: 公司营业收入拆分



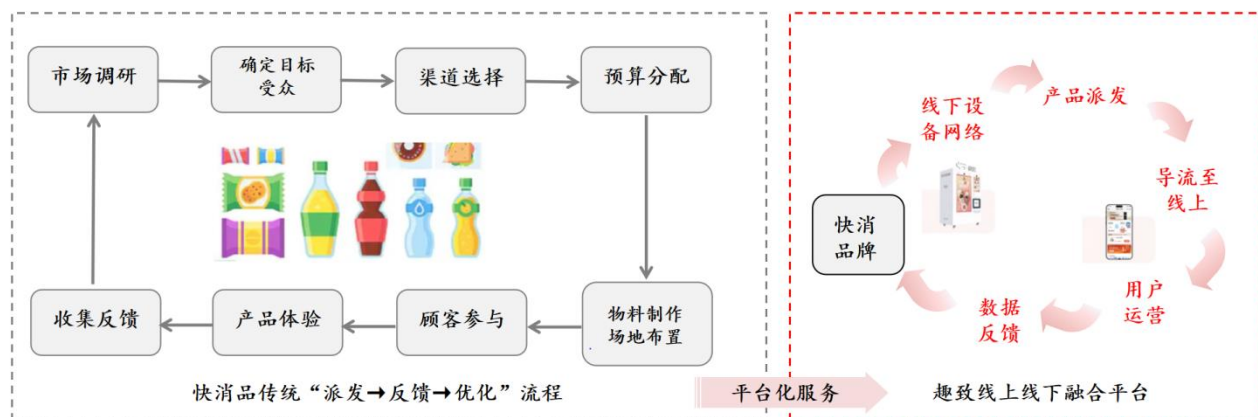
数据来源：公司公告，中信建投

政策端，响应“五篇大文章”对新质生产力、新消费场景、数字化转型应用场景的号召。2024年6月国家发改委印发《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》的通知，明确指出培育购物消费新场景，相关条款包括（1）推动鼓励消费多元化融合发展；（2）利用新技术拓展购物消费体验；（3）培育国货“潮品”消费，明确鼓励建设和升级信息消费体验中心，推动信息消费示范城市建设；探索利用人工智能大模型、虚拟现实全景和数字人等技术拓展电商直播场景。公司的AIoT智能终端网络为上述业务的开展提供了落实落地场景。

终端规模化布局+AI 赋能，持续获取客户预算

公司运营创新式的 AIoT 营销平台：针对传统零散的品牌方“派发→反馈”需求场景提供平台化模块化服务。公司针对饮料、零食、日用品等快消品必需的“产品派发→用户反馈”营销场景，通过公司自研的 AIoT 智能终端网络提供一站式平台服务。传统快消品营销活动的步骤包括市场调研、目标设定、渠道选择、活动策划、顾客互动、数据收集、效果评估和策略调整等环节，核心环节是产品的派发及用户反馈的收集，通过数据评估活动效果并为未来的营销活动进行规划和调整，确保产品本身及营销活动能够持续优化和适应市场变化。而传统的“产品派发→用户反馈”若在线上进行，将面临反馈周期长、反馈难以回收、派发物流成本高等问题，线下派发则面临覆盖区域有限、效率低下的问题。而趣致的线上线下融合平台通过线下网点布局、从线下引流至线上，为成熟品牌以及新锐品牌公司的新产品孵化提供了更为便捷的产品派发及用户反馈机制，解决了品牌方的核心痛点，且能够进行规模化复制。

图 6: 趣致为传统线下营销活动提供基于 AIoT 智能终端的平台化服务



数据来源: 公司官网, 招股书, 中信建投

AI 增值营销服务: 深度产品体验和沉浸式场景营销。公司在提供标准化服务的基础上, 为品牌方设计个性化增值服务, 延长营销价值链条。公司自研的 AIoT 智能终端设备提供一系列基于 AI 硬件的特殊互动: **(1) 视觉互动:** 具备离线人脸识别、基础属性识别、图片相似度对比、手部特征点识别、AR 贴图+视觉美颜、远程直播互动等功能, 能够识别用户的性别、年龄并激活对应的互动体验; 识别用户姿势、运动跟随、进行特征点跟踪等, 判定发放奖励; 远程直播与后台人员互动并发放奖励等。**(2) 语音互动:** 进行声源定位+降噪, 进行音量检测及语音识别, 适配线下开放环境, 精准定位使用者声源; 基于离线词组识别库, 用户喊出指定的词语, 完成挑战并发放奖励;**(3) 嗅觉互动:** 终端装有 4 路香水喷雾模块, 可编程, 开放 API 使其应用层灵敏控制喷雾时间以及强度, 用于解决品牌同一期新品数量选择问题, 同时增加互动趣味性, 令用户更好地体验香水、茶包等气味属性突出的商品。

图 7: 品牌展示及互动体验案例



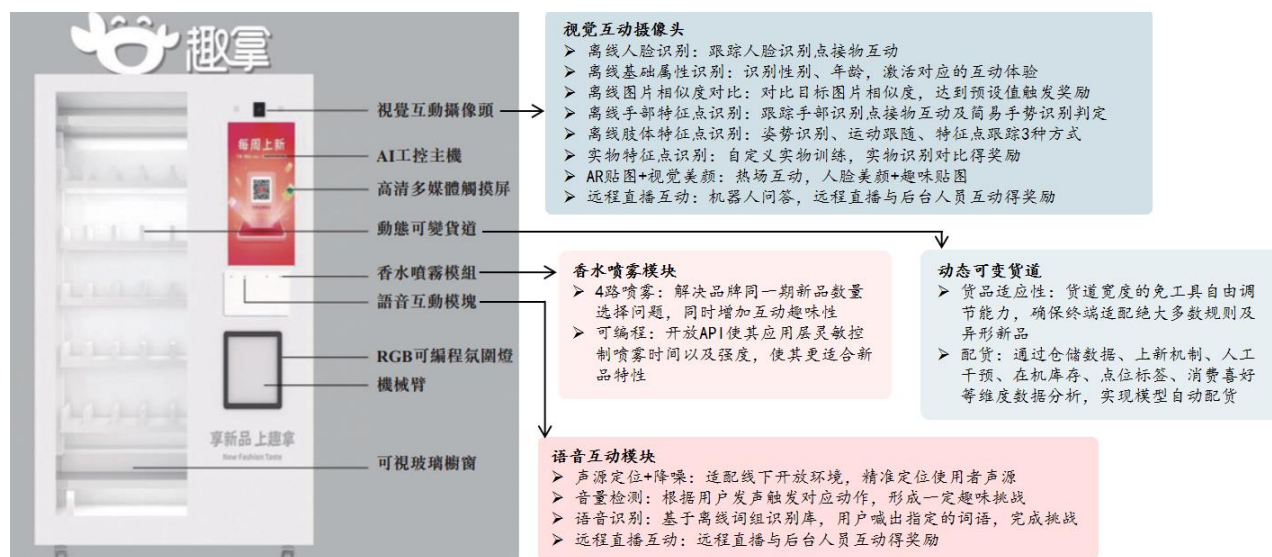
数据来源: 招股书, 中信建投

公司自研的 AIoT 智能终端根据业务场景需求内置 AI 工控主机、视觉互动摄像头、语音互动模块等功能组件。公司研发的智能终端装配一系列 AI 功能部件, 例如, AI 工控主机支持多种 AI 能力, 例如人脸识别、肢体识别、手势识别、美颜算法、人脸识别锁定、物体识别等功能, 能够增强用户与终端的交互, 实现多人同屏联动; 双麦克风的配置具有人类语音识别和声源定位能力, 从而通过传输准确的语音和位置信息与人类语音交互,

同时使用算法降噪；红外触摸框使用户可以通过手机远程验证二维码来提货，而无需亲身接触终端机器。这些功能使公司能够对快消品的各个方面（如香气、味道、包装及品牌定位）收集更准确的反馈信息，以服务公司的市场测试以及竞品对比。

图示为公司第五代 AIoT 智能终端，与前代相比，第五代终端具有进行气味散发及音频交互的机器部件；动态可变货道设计，实现机器货架可容纳不同尺寸的货物，使其更加适应不同的营销活动；为低温存储提供更优支持及光声展示能力，使机器营销服务高效互动。

图 8: 第五代 AIoT 智能终端功能图示



数据来源: 招股书, 中信建投

AI 互动式营销案例: (1) 2018 年俄罗斯世界杯期间, 趣致集团与百威合作, 通过智能终端提供八国语言加油的活动, 用户参与后可获得印有不同国家标志的产品, 活动有效提升了用户的参与度和品牌体验; (2) 为茶包品牌茶里定制通过气味散发营销方案, 根据散发气味判断茶包种类并给予参与者相应的优惠奖励, 助力茶里成为天猫相关类目 Top1 的品牌; (3) 为益生菌饮料品牌均瑶定制通过肢体动作识别进行的场景式营销, 参与者通过移动肢体操纵屏幕上的主体左右移动, 完成游戏后获得相应优惠奖励。

图 9：线下场景营销案例



数据来源：招股书，中信建投

终端网络布局：核心城市持续渗透加密，缩短目标消费用户触达半径。长期深耕的终端网络是公司提供营销服务的基石。自公司成立以来至 2021 年，公司迅速扩大了终端网络，面对 2022 年疫情带来的市场变化，公司调整并优化了终端网络布局，2023 年随着整体线下活动的增加，公司机器数量整体回升，截至 2023 年底，公司在全国 14 个省级行政区、22 个城市运营 7543 台终端。未来公司将持续关注在新一线及超一线城市的渗透趋势，通过综合考虑终端网络的覆盖密度和效率，缩短目标消费者的触达半径，提升终端网络的规模效益，公司预计在 2027 年底前将终端的数量增加至 15000 台。

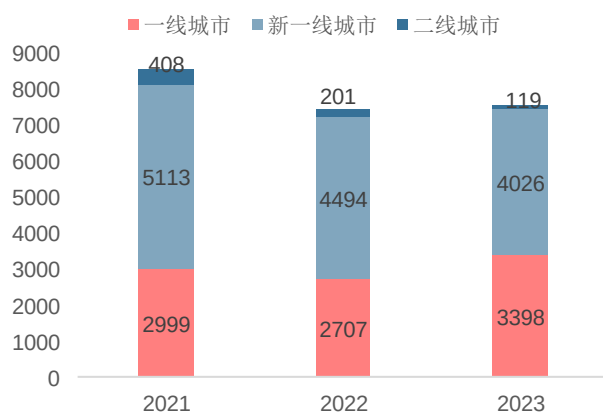
具体来看，终端的分布按照城市线级划分，一线城市、新一线城市和二线城市的终端数量占比分别为 45.0%、53.4%和 1.6%。在一线城市，机器数量持续增长，而在新一线和二线城市，终端数量则在不断优化。从站点类型来看，办公楼、长租公寓和商场的终端数量占比分别为 44.8%、39.2%和 4.9%。2023 年，公司在商场、学校周边及酒店等其他场景的终端数量有较多新增，尤其是商场，公司通过举办创意营销活动，为场馆吸引更多客流，随着各类刺激线下消费的政策推出，未来与场馆的合作形式有望从场租转向要素合作。

图 10: 公司 AIoT 智能终端地理分布 (台)



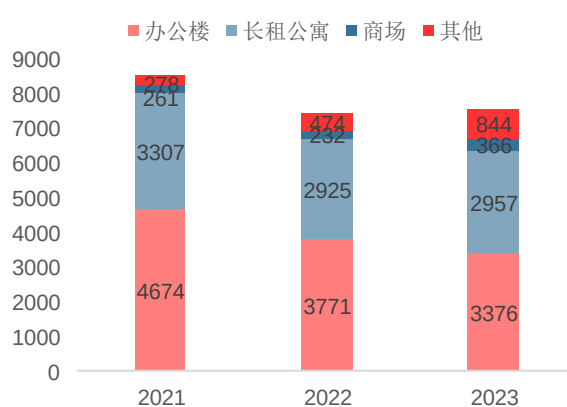
数据来源: 招股书, 中信建投

图 11: 2021-2023 年末线下终端按城市线级划分 (台)



数据来源: 招股书, 中信建投

图 12: 2021-2023 年末线下终端按点位类型划分 (台)

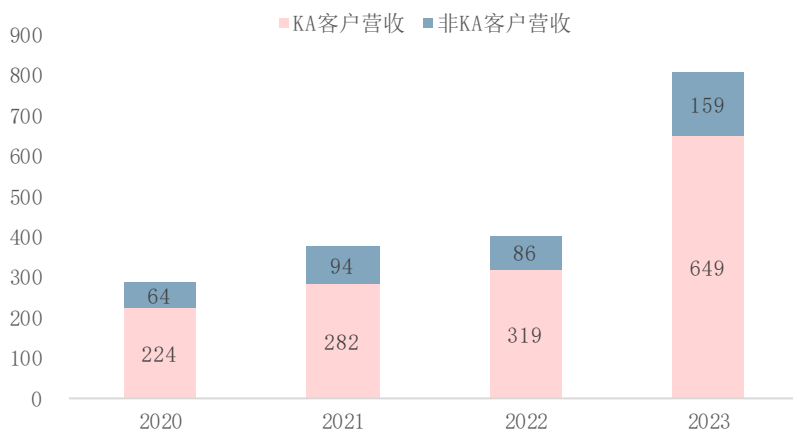


数据来源: 招股书, 中信建投

市场空间广阔, 客户寻求数字化的营销推广途径。传统的新品推广包括线下问卷调查、渠道反馈等, 往往品牌方获取的是群体层面的二手信息, 但随着消费者偏好分化, 越来越多的消费品倾向于挖掘小众、个性化的需求, 过往的推广途径有效性下降, 因而基于数字化的推广重要性提升, 例如天猫新品营销中心基于淘宝、天猫的销售数据和用户行为路径、售后反馈等帮助品牌方打磨新品。趣致则依托线下“所见即所得”链路, 缩短反馈周期, 提供补充反馈。在终端网络进行规模化部署后, 公司实现了持续高速的业务扩张, 2021/2022/2023 年公司 KA 客户 (平均年支出>500 万元) 的总收入为 2.8/3.2/6.5 亿元, KA 客户数量为 27/28/47 个, 平均支出从

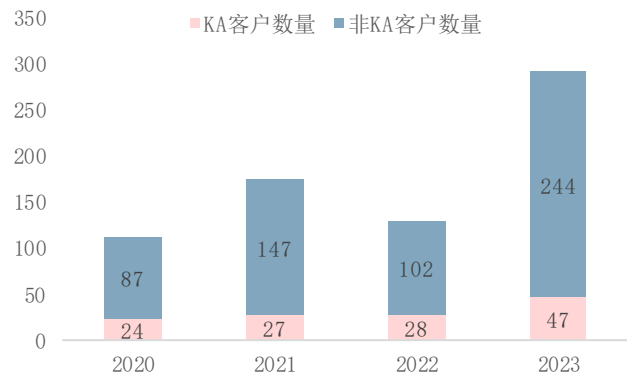
2020 年的 930 万元逐步增长到 2023 年的 1380 万元；非 KA 客户数量 2021/2022/2023 年收入分别为 0.9、0.9、1.6 亿元，数量分别为 147/102/244 个，2022 年数量下降主要因疫情导致的部分客户流失，疫后这一数字快速回升；非 KA 客户的平均支出稳定在 60-80 万间。总体而言，公司客户数量、支出均呈高速增长。

图 13: 公司 KA、非 KA 客户分部收入（百万元）



数据来源：招股书，中信建投

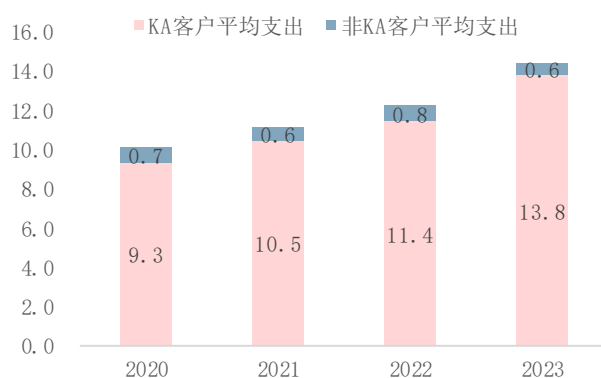
图 14: 公司 KA 客户及非 KA 客户数量（个）



数据来源：招股书，中信建投

备注：KA 客户=大客户=年支出超过500 万元的客户

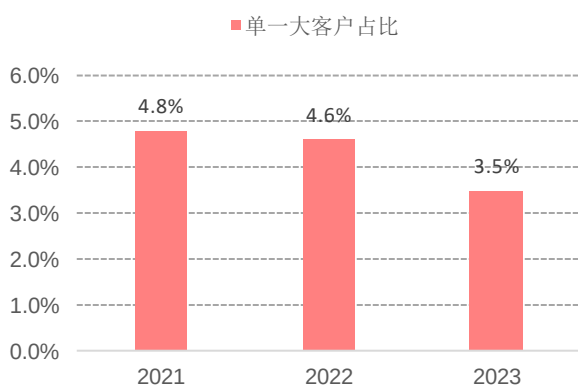
图 15: 公司 KA 客户及非 KA 客户平均支出（百万元）



数据来源：招股书，中信建投

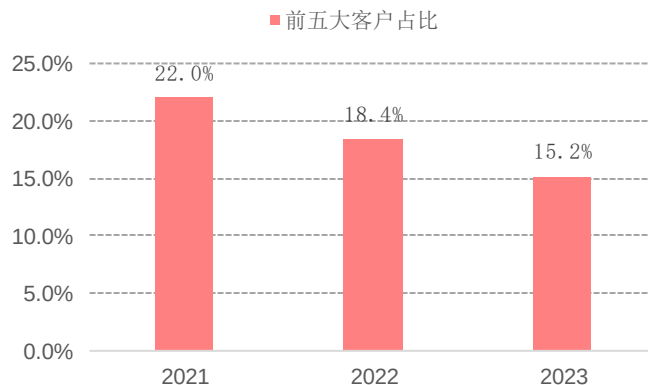
客户类型分布均衡，大客户依赖度下降；客户行业从饮料、食品拓展至日用品、化妆品。公司的客户类型分布呈现出均衡的态势，2021/2022/2023 公司前五大客户收入占比分别占总收入的 22.0%/18.4%/15.2%，最大客户的收入占比分别为 4.8%/4.6%/3.5%，客户集中度逐渐下降；客户的行业范围也从传统的饮料和食品行业拓展至日用品和化妆品等更为广泛的快速消费品领域。整体看客户行业仍然集中于快消行业，并从食品饮料等快速周转行业拓展至日用、化妆等周转更慢的行业，反映这些行业客户库存压力缓解，逐步开启新一轮新品周期。

图 16: 公司单一大客户收入占比变化趋势 (%)



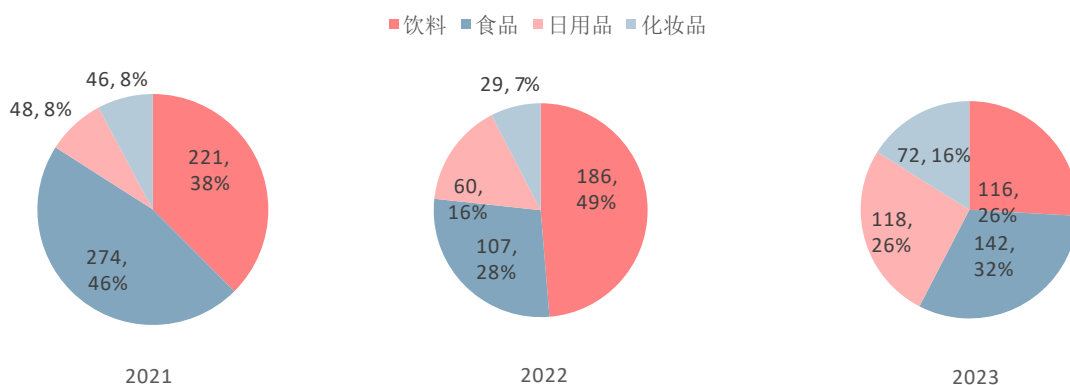
数据来源: 招股书, 中信建投

图 17: 公司前五大客户收入占比变化趋势 (%)



数据来源: 招股书, 中信建投

图 18: 2021-2023 年公司服务 SKU 分品类数量及占比



数据来源: 招股书, 中信建投

2023 年与中国饮料食品日用品行业前 100 家新兴品牌合作比例超过 70%。根据灼识咨询, 2023 年公司为饮料、食品日用品行业前 100 家新兴品牌中的 74 家提供了服务; 截至 2024 年 8 月, 根据官网, 公司服务的品牌包括可口可乐、资生堂等快消/美妆国际品牌, 也包括均瑶、张裕等细分赛道国货品牌。

图 19: 公司官网合作品牌部分展示



数据来源: 公司官网, 中信建投 (2024.8)

点位 UE 模型跑通，增值业务利润弹性可观

从 UE 模型角度看，单机零售毛利覆盖点位费用，营销及增值营销业务贡献丰厚的边际利润。因公司点位扩张的策略为提升核心区域的终端密度，而非进行地区扩张，可归属至单个点位的成本与费用大致包括（1）零售商品的售货成本；（2）点位费用，包括水电物业费及场租；（3）商品物流及运输开支；（4）终端折旧，（5）点位扩容费；考虑到营销业务必须的边际推广开支，加入（6）平均销售及推广费用作为固定费用。按照招股书披露的成本及费用项进行计算，2023 年每台终端的零售业务毛利润为 4,621 元，而单个终端一年的点位费用为 4,279 元，即目前每新增终端的零售毛利能够覆盖其自身的场租及水电固定费用。

收入方面，可归属至单个点位的常态业务收入包括（1）商品销售收入；（2）LCD 广告展示收入；（3）终端外壳展示收入。将单台机器的常态收入进行加总，减去成本与费用的加总，单台终端的平均经营利润为 9,231 元，这一数字可粗略代表在目前的管理、研发支出水平下，每新增一台机器带来的常态化边际经营利润。而在此基础上衍生的增值业务，包括 AI 互动营销活动、数据策略等作为轻资产投入的业务能够带来更丰厚的毛利。

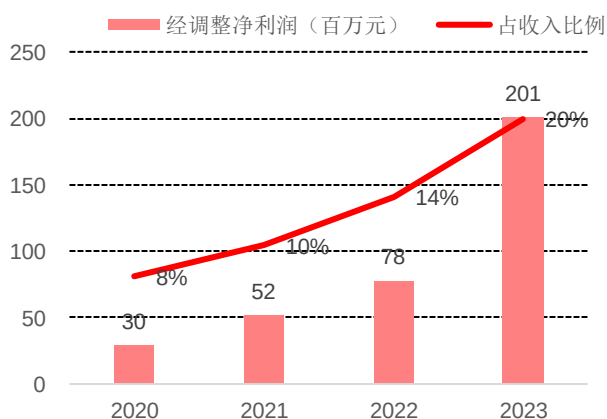
图 20: 趣致 AIoT 终端 UE 模型（非增值业务部分）

	2021	2022	YoY	2023	YoY
终端平均零售收入（元）	18489	13199	-29%	22427	70%
平均订单总数（百万）	13	17	28%	17	-1%
每笔购买平均单价（元）	8.5	6.9	-19%	9.8	42%
终端平均 LCD 屏展示收入（元）	19107	20053	5%	41439	107%
终端平均外壳展示收入（元）	3599	1837	-49%	1692	-8%
可归属至单台终端的收入（元）	41195	35089	-15%	65558	87%
平均零售 CoGS	11833	11034	-7%	17806	61%
平均零售毛利（元）	6656	2165	-67%	4621	113%
预估单台终端造价（元）	35000	35000		35000	
折旧期数	5	5		5	
每期折旧金额（元）	7000	7000		7000	
平均物流及运输成本（元）	5865	2761	-53%	4163	51%
平均点位费（场租+物业）（元）	3862	3767	-2%	4279	14%
平均销售及推广费用（元）	15372	8258	-46%	23079	179%
终端平均成本及费用（元）	43932	32819	-25%	56327	72%
终端平均经营利润（元）	-2737	2270	/	9231	307%
年度每日平均终端数量（台）	5677	8435		6435	
年末终端数量（台）	8520	7402		7543	

数据来源：招股书，中信建投

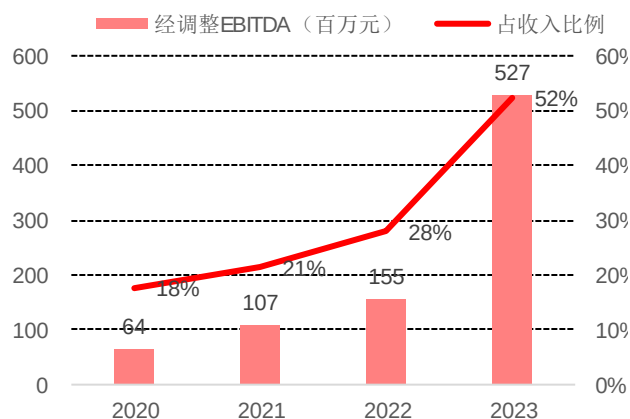
公司 2023 年调整后的净利润率达 20%。公司在 2021 年至 2023 年期间的营收分别为 5.02 亿元、5.54 亿元和 10.07 亿元；相应的净利润分别为人民币-1.39 亿、-1.16 亿和 1.37 亿元，相应的经调整净利润分别为人民币 0.52 亿、0.78 亿和 2.01 亿元。2023 年公司营收和经调整净利润的同比增幅分别为 81.8%和 157.7%。2024 年上半年实现收入 5.15 亿元，同比增长 41.7%；毛利 2.81 亿元，同比增长 45.0%；经调整 EBITDA 为 1.21 亿元，同比增长 35.9%；2024H1 收入录得 5.15 亿元，同比增长 41.7%；毛利 2.81 亿元，同比增长 45.0%；净亏损为 18.4 亿元，亏损主要因可转换可赎回优先股转换为普通股导致的一次性非现金公允价值变动，影响预计持续至 2024 全年；经调整 EBITDA 为 1.21 亿元，同比增长 35.9%。

图 21:公司调整后的净利润及占收入比例（百万元，%）



数据来源：招股书，中信建投

图 22:公司调整后的 EBITDA 及占收入比例（百万元，%）



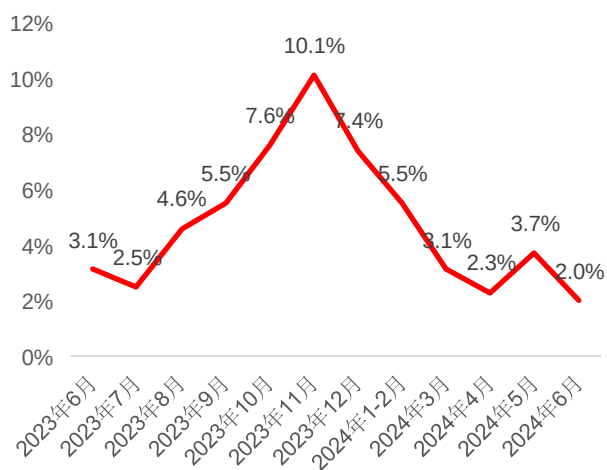
数据来源：招股书，中信建投

二、行业概况：品牌预算向效果广告迁移，新品营销注重及时反馈

快消品行业：疫后零售渠道及市场格局重塑，新品多元化趋势延续

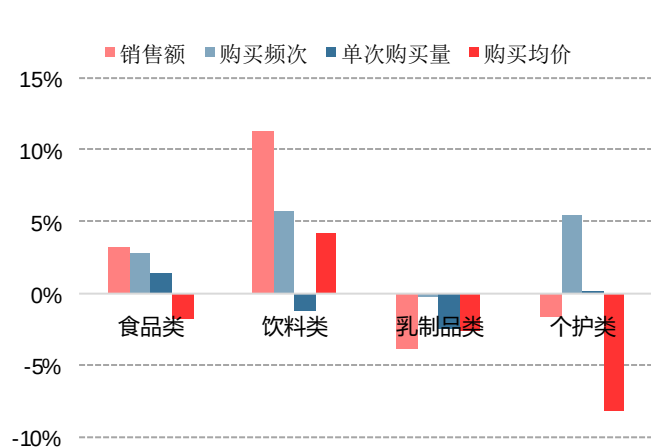
2024 年上半年社零延续弱复苏，快消品内部增速分化。根据国家统计局数据显示，2024H1 社会消费品零售总额同比增长 3.7%，最终消费支出对经济增长的贡献率达到 60.5%。凯度消费者指数发布的 2024 年一季度中国零售报告显示，中国城镇快消品（FMCG）一季度销售额同比增长 2.6%，整体市场在 2024 年前六个月同比增长 2.3%，不同品类之间的表现差异继续扩大，一季度饮料类成为市场增长的主要动力，销售额同比增长 11.3%，购买频次、价格均价分别增长 5.8%、4.2%；食品类在销售额上呈现了 3.3% 的增长，购买频次也增长了 2.8%。

图 23:社会消费品零售总额同比增长速度（%）



数据来源：国家统计局，中信建投

图 24:2024Q1 快消品分类增速（%）

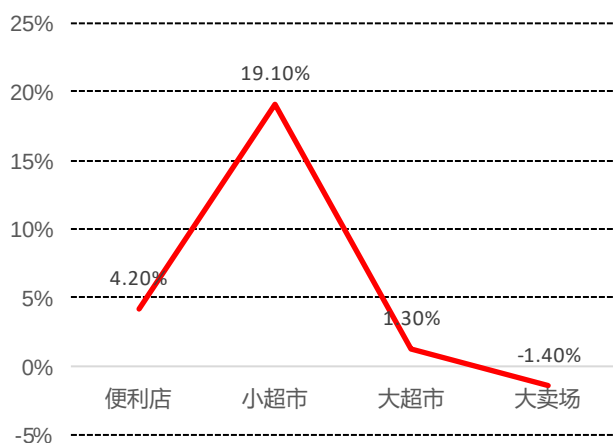


数据来源：凯度数据，中信建投

渠道方面，线下近场小业态是最主要的增长驱动力。零售品近场化趋势凸显，根据凯度数据，2024Q1 小超市和便利店依然是现代渠道中的主要增长渠道，便利店同比实现了 4.2% 的增长，小超市实现 19.1% 的增长，大卖场则同比下降 1.4%。聚焦细分渠道，以占比最高的饮料品类为例，虽然线上渠道增速更快可以提供一定的补

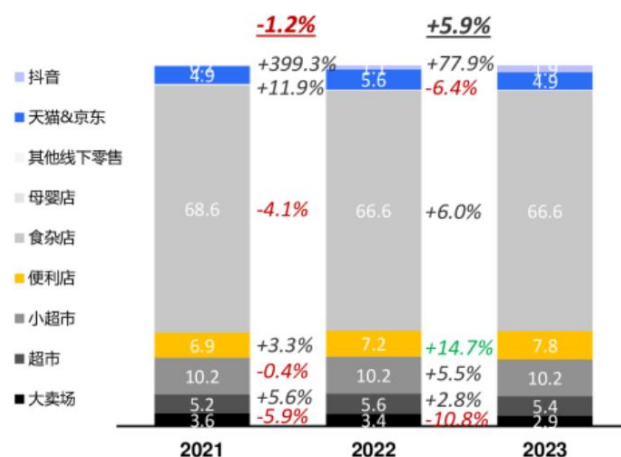
充，但是线下渠道依然是销售的重心。根据尼尔森，2023 年饮料品类全渠道中天猫&京东、抖音的份额分别仅有 4.9%、1.9%，而线下渠道中，食杂店、便利店等近场业态的份额不断提升。对于快消品，消费者愈发追求便利性和即时满足性，而疫情期间全面铺开的无人零售基建加速这一趋势，为趣致集团的机器点位扩张提供便利条件。

图 25:2024Q1 快消品零售线下渠道同比增速（全国 1-6 线城市）



数据来源：凯度数据，中信建投证券

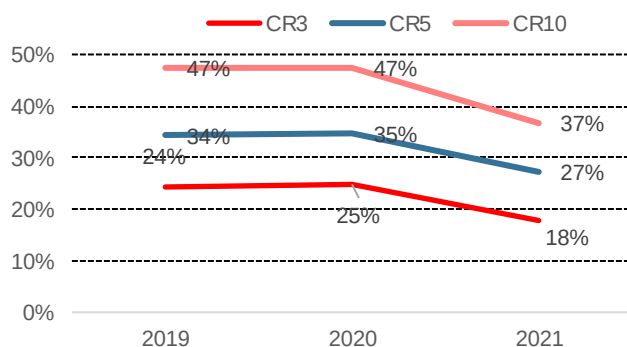
图 26:2021-2023 饮料全渠道份额及变化（%）



数据来源：尼尔森 IQ 零售研究，中信建投证券

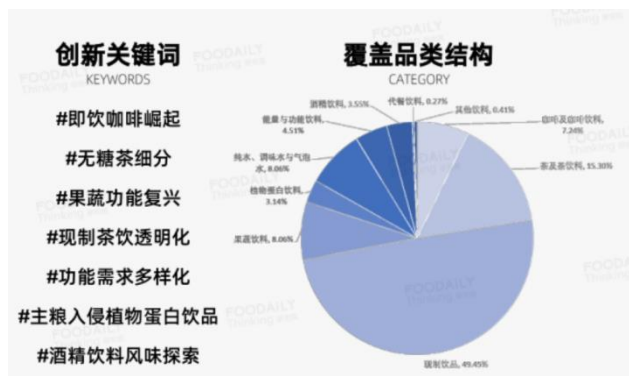
品牌头部集中度下降，个性消费需求推动产品更新迭代，促新品周期缩短。以软饮为例，根据 Euromonitor 等机构，2019 年，中国软饮品牌 CR3 占有率为 24%，CR5 为 34%，CR10 为 47%；2021 年，CR3 降至 18%，CR5 减少到 27%，CR10 也降低到 37%。从更长的时间跨度看，2012 年，中国软饮料 CR8 占有率达到 51.5%，市场集中度较高，头部厂商对市场控制力较大，到了 2021 年，中国软饮料 CR8 市占率下降到 40.7%。从产品种类看，据 Foodaily 新品趋势报告，2023 年饮料产品供给呈多元化趋势，例如即饮咖啡崛起、无糖茶细分功能需求多样化等等。软饮市场份额从头部流向中小及长尾品牌、产品持续多元化的原因包括：（1）年轻一代成为主要的购买力，新生代消费者更加注重个性化与情感价值，更愿意为 IP 联名、创新口味等概念型新品买单；（2）新零售渠道及营销模式的崛起；（3）消费者对进口和本土品牌认知差异逐渐缩小，为国货品牌提供发展机会；（4）国内制造业基建完善，支撑特殊功能及包装的食品饮料产品的生产。

图 27:中国软饮市场头部品牌占有率变化趋势



数据来源：华经产业研究院，Euromonitor，中信建投

图 28:2023 饮料创新关键词及多样化的品种结构

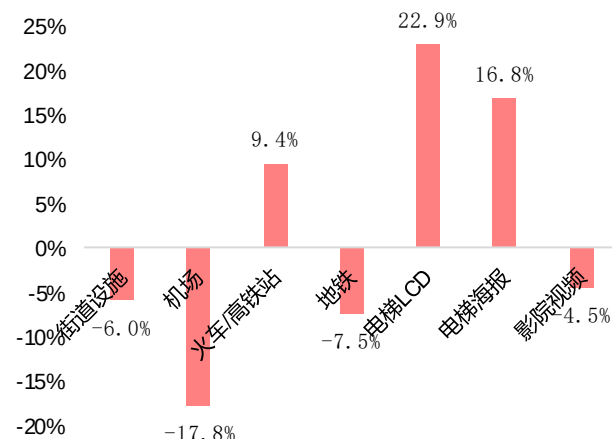


数据来源：Foodaily《2023 年度新品趋势报告》，中信建投

广告营销行业：宏观承压导致预算谨慎，品牌方更注重推新与营销效能

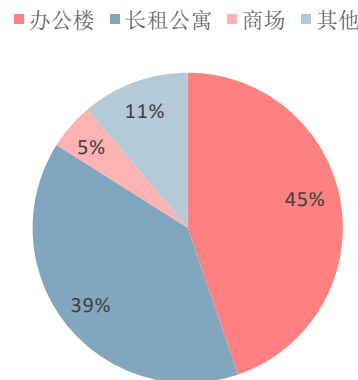
户外广告行业：24H1 楼宇内投放总量大幅增长，契合趣致布点场景。据 CTR，2024 年上半年电梯 LCD、电梯海报、火车/高铁站广告刊例花费保持正增长，电梯 LCD、电梯海报分别同比增长 22.9%、16.8%，增速在细分场景中领先；街道设施、地铁、影院视频广告花费同比均有减少，机场广告花费同比下跌 17.8%。截至 2023 年底，趣致 AIoT 智能终端在写字楼、长租公寓中的布点占比分别为 45%、39%，加总占到点位总量的 84%，未来计划扩张的商场等场景亦属于室内场景，随着规模扩张，趣致有望承接一部分广告主增长的楼宇内投放预算。

图 29:2024H1 各户外广告渠道花费同比变化



数据来源：CTR，中信建投

图 30:趣致 AIoT 智能终端点位分布（截至 2023 年底）



数据来源：招股书，中信建投

分行业看，24H1 广告主中清洁用品户外广告领跑，饮料食品投放缩减。2024H1 清洁用品行业的户外广告增投迅猛，其次化妆品/浴室用品、娱乐及休闲、酒精类饮品等多个行业都在户外广告渠道加大宣传力度。饮料和食品则分别呈现 5.0%和 21.1%的花费缩减。对比 23H1 数据，24H1 各赛道同业呈现较大的增速分化。

图 31:2023H1 户外广告分行业增速

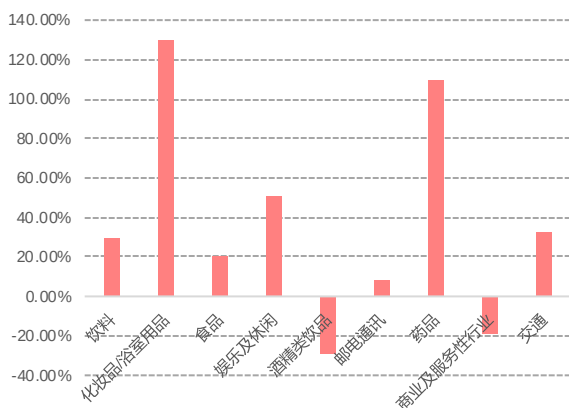
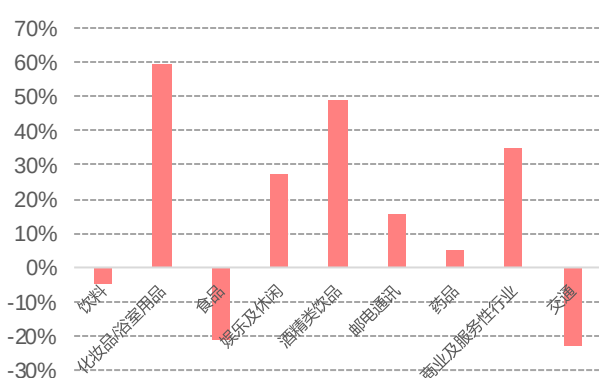


图 32:2024H1 户外广告分行业增速



数据来源: CTR, 中信建投

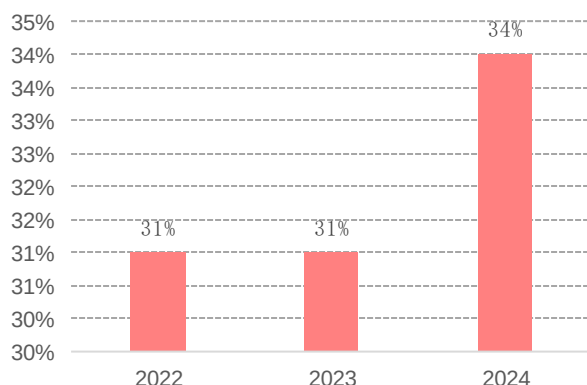
数据来源: CTR, 中信建投

品牌推新内卷加剧，广告主更追求高效率、精细化营销。根据 CTR 发布的《2024 中国广告主营销趋势调查报告》，对于宏观因素导致广告策略更偏保守谨慎的广告主来说，同样的广告支出必须具有更高的触达效率。同时，品牌方比以往更希望通过打造新的爆品引领市场，对新品投放的力度持续增长，根据 CTR 报告调研，2024 年新品推广的营销费用预算预期增长 3 个百分点。

图 33:2024 广告主年度营销主题词



图 34:2022-2024 广告主用于新品推广的营销费用占比



数据来源: CTR《2024 中国广告主营销趋势调查报告》, 中信建投

数据来源: CTR《2024 中国广告主营销趋势调查报告》, 中信建投

融合式营销对于各类型品牌方都具备吸引力。传统来看，市场上的国际品牌、国产成熟品牌、国产新锐品牌各有一套固定的营销模式，但国内宏观消费环境的急剧变化导致品牌方需要不断寻求更高效的营销方式，同时不断发展的数字广告行业催生了更多元的广告功能和产品形态，广告逐渐从单一形式过渡到品效合一形态，这类广告往往有更重的内容、更强的社交属性，更贴合互联网环境、易于传播，并且能够直接促进购买。

图 35: 不同类型品牌方传统投放策略对比品效内容营销

品牌属性	传统投放策略	品效内容营销
国际品牌	线上线下、品牌与效果广告的投放预算占比相对均衡。国际品牌在中国市场的策略偏向长期建设品牌，相比于短期业绩压力大的企业，品牌广告对国际品牌来说更适用。同时广告主在投放品牌广告时仍然希望从中换取一定的销售机会，促进合理的资源转化。	交互式营销、场景式营销、传播事件、话题营销等等。 本质是通过加深消费者的记忆点、引发情感共鸣等方式，或是提供一个完整的消费场景，将品牌与效果广告合一，直接促成转化，为各种类型的品牌方提供兼具品牌曝光与成交转化的效益，对于各类型品牌方都具有吸引力。
国内成熟品牌	曾经主要投品牌广告，如今也把一部分预算向流量平台迁移，兼顾直接的转化效果，已经成熟的品牌可能会在明星产品和新产品的广告投放预算占比上有所权衡，比如老产品已经有比较高的用户黏性，就侧重把广告预算放在新品上，建立用户心智，以新带老的方式提振品牌的整个产品矩阵。	
国内新锐品牌	包括“抖品牌”等依托各大流量平台而生的新品牌，电商运营能力强，往往会非常聚焦于某一个平台砸效果广告，新生品牌的销售压力大，更希望短期看到回报，所以通常采用“大量投放效果广告—拉动销量—做品牌广告—形成品牌”的投放模式。	

数据来源: CTR 《2023 中国广告主营销趋势调查报告》，中信建投

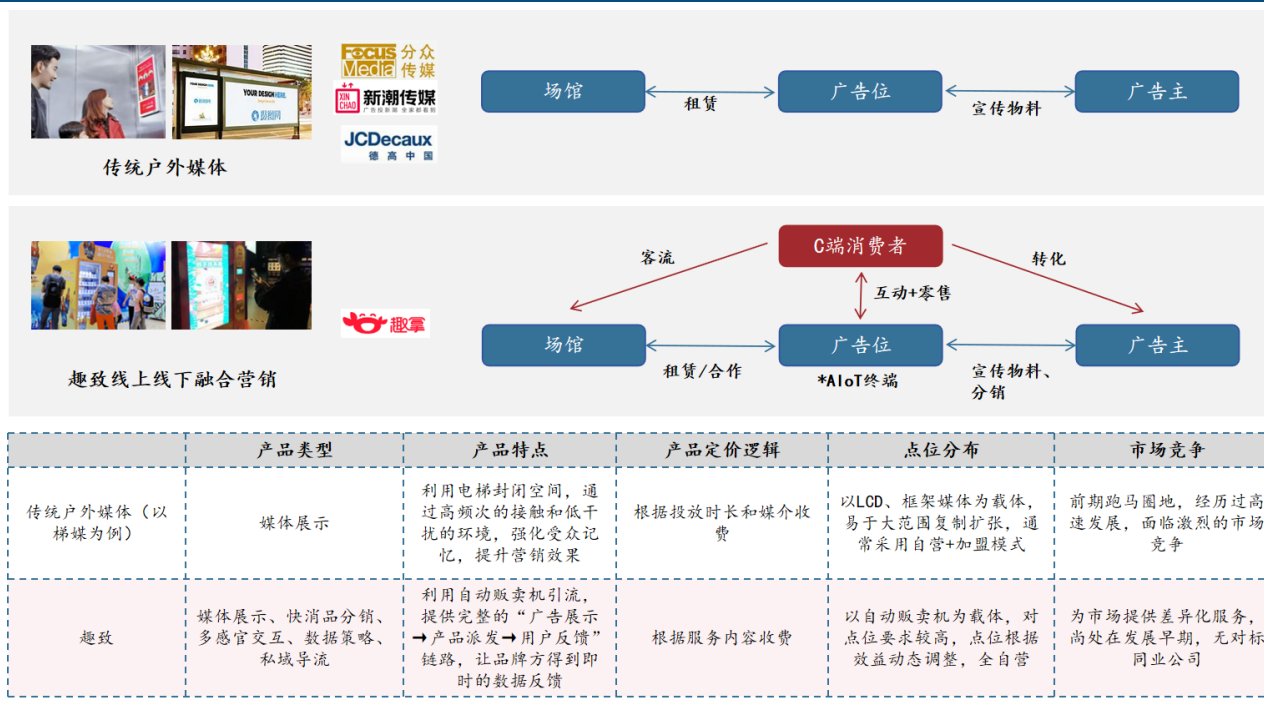
行业对比

对比梯媒，趣致以差异化服务切入市场

趣致的 AIoT 终端与梯媒都以楼宇商场为主要的布点场景，但两者业务模式存在显著区别。趣致集团的 AIoT 终端互动以自动贩卖功能引流功能以及趣味性的互动游戏吸引消费者，完成从线下到线上的导流，实现线上线下融合营销；而梯媒主要利用电梯封闭空间，通过高频次的接触和低干扰的环境，强化受众记忆，提高广告的传播效果。趣致集团的商业模式更加侧重于技术互动和线上线下融合的体验营销，而梯媒则依赖于其在消费者日常生活中的高覆盖率和接触频率，两者在快消品户外营销领域各有所长，为市场提供差异化服务：

（1）从产品类型来看，梯媒提供 LCD、框架等媒体展示，趣致提供线上 App、小程序和线下终端外壳、LCD 屏幕展示，快消品分销，多感官交互，数据策略，私域导流等；（2）从产品特点来看，梯媒利用电梯封闭空间，通过高频次的接触和低干扰的环境，强化受众记忆，提升营销效果，趣致利用无人零售机引流，提供完整的“广告展示→产品派发→用户反馈”链路，让品牌方得到即时的数据反馈；（3）从定价逻辑来看，梯媒一般根据投放时长收费，而趣致根据服务的类型和内容收费；（4）从点位分布来看，梯媒以 LCD、框架媒体等为载体，易于大范围复制扩张，通常采用自营+加盟模式；趣致的终端属于重型设备，对点位要求较高，点位根据效益动态调整，目前是全自营模式；（5）从竞争与发展阶段来看，梯媒的商业逻辑较为简单直接，因此在经历过跑马圈地、高速扩张后，面临激烈的市场竞争；而趣致以差异化的服务为切入点，其商业模式对公司的运营能力要求较高，同行业公司很难通过资本支出直接入局，因而面临较轻的竞争压力，从收入规模上来说还有较大的可渗透市场空间。

图 36: 趣致与梯媒商业模式对比



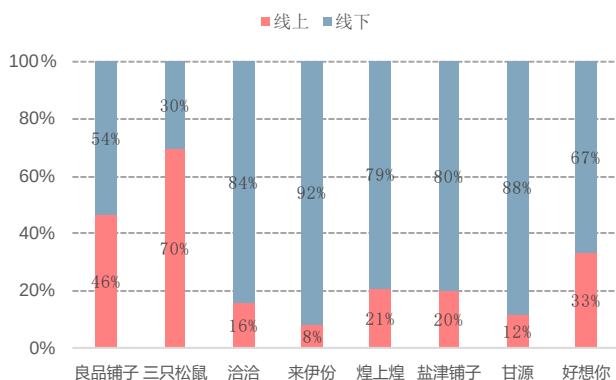
数据来源: 招股书, 各公司官网, 中信建投

对比线上营销平台, 趣致在产品反馈周期上更具近场优势

虽然电商异军突起, 饮料零食销售依然以线下为主。根据财报披露, 2023 年 8 家头部休闲零食上市公司中, 5 家公司的线下占比接近或超过 80%, 8 家公司中仅三只松鼠、良品铺子线上份额显著偏高, 但线上占比对比 2021 年均有几个百分点的下滑; 饮料方面, 销售渠道占比最大的是食杂店, 连续三年超过 65%; 抖音渠道在 2021-2023 仅分别占 0.2%、1.1%、1.9%; 天猫&京东渠道占比仅有 4.9%、5.6%、4.9%。

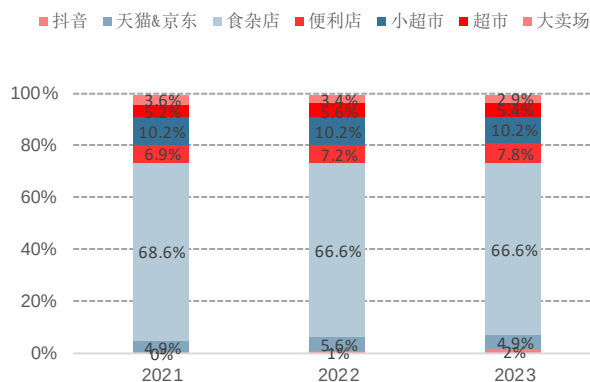
线下曝光是消费者了解快消品最主要的途径之一。根据艾媒咨询, 以饮料为例, 从饮料品牌知晓方式看, 线下实体店的陈列就是较好的品牌传播方式, 从这一渠道了解产品的消费者占调查总数的 52.7%; 广告传播渠道方面, 电视广告 (51.9%)、短视频平台 (48.0%) 和线下广告 (39.6%) 的传播效果也比较明显。作为日常消费频率高、即时性需求强的产品, 饮料购买依然以线下为主, 且饮料产品的展示具有最直接的广告效果。

图 37:休闲零食上市公司 2023 线上线下销售额占比 (%)



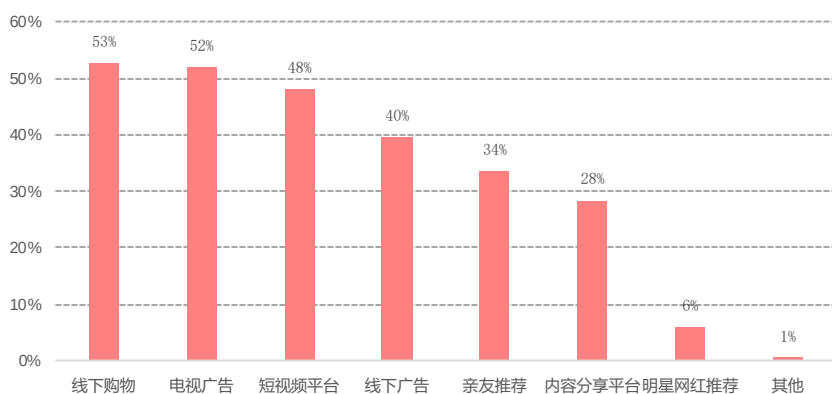
数据来源: 各公司财报, 中信建投

图 38:2021-2023 中国饮料全渠道份额及变化 (%)



数据来源: 尼尔森 IQ 零售研究, 中信建投

图 39: 中国饮料消费者了解饮料品牌的渠道



数据来源: 艾媒咨询, 中信建投

备注: 样本量=1767, 调查时间为2022 年 8 月

趣致 AIoT 终端营销品效一体, 对于高频次低单价商品具有近场派发优势。对比线上营销, 趣致 AIoT 终端网络营销的优势在于: (1) 线上流量成本日益高昂的背景下, 线下流量的获取成本相对较低; (2) 终端能够为品牌提供实物展示和体验的机会, 消费者可以直接与产品互动, 这种亲身体验可以增加消费者对新品的感知和兴趣; (3) 终端提供了一种即时满足消费者需求的方式, 这种即时性是线上购物无法比拟的, 对于低单价、高频次消费的快消品来说, 线上购物需要消费者负担额外的时间和物流成本, 更适用对熟悉快消品的批量“囤货”, 新产品触达用户的比例有限, 而在线下零售场景下, 消费者更愿意花小钱尝鲜; (4) 终端通常位于人流量大的区域, 如办公楼、学校周边、商场等, 在户外场景下为品牌提升了曝光度。

与自动贩卖机运营商不具备可比性

虽然终端形态相似, 趣致与自动贩卖机运营商在机器的功能与技术、网络布局、收入利润来源等方面有本质差异, 对比自动贩卖机运营商, 趣致集团 (1) 商业模式和运营策略上存在显著差异: 趣致集团的终端不仅是销售商品的机器, 而是集成了多媒体展示和 AI 互动功能, 如大尺寸互动屏幕和多种 AI 功能模块, 这与传统的以容量和排布效率为设计重点的自动贩卖机有很大的不同, 趣致的终端作为一台为商家展示商品的多媒体机器, 强调实现更丰富的用户互动体验, 而自动贩卖机追求更高的零售效率, 两者技术路径和迭代方向差异较大; (2)

从网络布局上来看，趣致集团的智能终端主要部署在高线城市写字楼、长租公寓和学校周边等具有稳定客群的地点，这些地点的选择不仅考虑了人流量，还考虑了目标客群的消费能力和品牌方的市场定位，更注重地点的商业价值和目标用户的匹配度；（3）趣致集团的终端有线上平台配套，包括 app 和微信小程序，本质是将线下流量引至线上，通过线上活动和反馈问卷，公司能够收集用户画像和反馈数据，为品牌提供深度数据支持服务，且线上配套使得趣致的终端物理覆盖半径优于传统自动贩卖机，公司可以通过线上推送优惠活动，使消费者主动去寻找终端，而自动贩卖机更依赖网点的自然客流；（4）收入与利润方面，趣致的收入主要来自 B 端营销，自动贩卖机经销商的收入主要来自 C 端零售。

图 40: 趣致智能终端与友宝无人零售机对比

		趣致智能终端	友宝无人零售机器
机型展示		 最新第五代终端具有进行气味散发及音频交互部件；动态可变货道，可容纳不同尺寸的货物；支持低温存储及无声展示，支持各类异形及特殊材质包装的产品多样化的展示需求	 应对不同类型的商品和购物场景采用不同终端，例如弹黄螺旋式（适用小商品如休闲零食）、蛇形货道（用于销售瓶装和罐装饮料）、格子式自动贩卖机等
终端硬件	技术类型	采用自研的机械臂自动贩卖机，机械臂的高度灵活性和精确性使其能够处理各种形状和大小的商品，包括易碎或需要特殊处理的物品，这在传统自动贩卖机中往往难以实现；由于机械臂的精确控制，减少了商品在分发过程中的损耗，且自动化程度高，能够实现24小时无人值守运营；初始投资成本相对较高	主要采用直推式、弹黄式、蛇形货道的自动贩卖机，这些类型的机器经过长期市场验证，简易便捷、排布销售效率高；例如蛇形货道，商品像子弹一样层层堆积，空间利用率高，尤其适用于饮料；例如直推式自动贩卖机，补货过程相对简单，商品依靠重力掉落，降低了卡货率，等等
	功能	产品展示、多感官互动（包括视觉、语音、嗅觉交互等）、商品零售	商品零售、数字交互
网络布局	经营模式	全自营	经销商模式，直营+合伙人+加盟商
	点位覆盖	点位7500+，点位覆盖不仅考虑人流量，还考虑目标客群的消费能力和品牌方的市场定位，主要部署在一线和超一线城市的商场、写字楼、长租公寓和学校等具有稳定客群的地点，覆盖22个城市，主要获取Y/Z世代的新中产阶层消费者，根据实际效益不断动态调整点位	饮料、饮料及零售自动贩卖机2w+，主要分布在学校、工厂、办公场所、公共场所、交通枢纽等消费场景，符合人口密度规律，布点超过150+城市；自营毛利最高的售货场景是在交通枢纽和公共场所，盖率在中国大陆客运量前40大机场中的45%
公司运营	业务逻辑	服务于品牌方的新品，对于品牌客户的商品不赚取零售收入，以商品优惠的部分让利给消费者以获取C端用户，少量零售配套	销售成熟商品、大单品，赚取零售利润，少量额外的附加服务收入
	财务情况	2023年收入10亿元，广告营销收入占比80%，调整后的净利润率20%，收入与利润均来自广告营销	2023年收入27亿元，零售收入占比76%，广告收入占3.8%，调整后的净亏损2亿元

数据来源：招股书，公司财报（所有经营数据为2023年数据），公司官网，中信建投

三、盈利预测

收入端：预计公司 2024/2025/2026 总营收分别为 13.8/17.8/22.1 亿元，对应增速 37%/29%/24%。

（1）国内业务方面，营销业务：因新兴赛道市场广阔，疫后公司 23 年呈现强劲的增势，23 年全年收入从 5.5 亿元增长至 10.1 亿元，同比增速高达 82%；预计 2024-2026 业务规模持续扩大，2024/2025/2026 年营销服务中的 KA 客户部分增速在 2023 年的基础上略微放缓，预计大客户营销收入为 9.4/10.6/12.0 亿元；对应收入增速 46%/12%/13%；非 KA 客户方面，预计保持平缓增长，预计 2024/2025/2026 年收入达到 1.6 亿/1.7 亿/1.8 亿元，对应增速 1%/5%/5%。预计营销业务整体收入达到 11.0/12.3/13.7 亿元（yoy+37%/11%/12%）。商品销售：预计 2024/2025/2026 商品销售收入达到 1.9/2.3/2.6 亿元（yoy+30%/20%/15%），增长主要来自于机器点位数增加、品牌客户持续开拓、零售业务效率提升。

（2）海外业务：根据 2024H1 业绩中报，公司宣布进军海外市场，海外业务预计在 2025 年后开始产生收入及利润。预计 2025/2026 年收入为 2/4 亿元，分别占全年总收入的 12%/14%。

成本与费用方面，2023 年整体毛利率为 53.1%，调整后的净利润率为 19.9%，因公司业务扩张过程广告售出率的爬坡周期，预计盈利水平略有下降。分业务看，（i）国内营销业务作为公司收入占比最大的业务，面临广告营销行业较为激烈的市场竞争，2023 年营销业务毛利率为 59%，2024-2026 毛利水平有进一步下滑风险；

（ii）零售业务因业务性质在几大块业务中毛利最低，仅有 21%，因零售行业整体毛利波动不大，预计未来维持在 20%左右的毛利水平；（iii）因定价、市场环境等因素，公司营销业务在海外市场将有更高的利润率，预计未来海外业务毛利率稳定在 60%；2025 年后随着海外业务逐步产生利润并提升占比，与国内营销业务的毛利下滑相抵，从而实现公司整体层面毛利企稳。费用层面，2023 年公司销售、管理、研发费用率分别为 24%、5%、6%，预计未来整体费用率持平。

利润端：预计公司 2024/2025/2026 年公司毛利润维持在 50% 左右，对应毛利润 7.0/8.9/10.9 亿元（yoy+30%/28%/22%）；归母净利润 2.0/2.5/3.0 亿元（yoy+52%/27%/19%）。

估值：选取分众传媒、兆讯传媒、易点天下、蓝色光标作为可比公司，2023-2026 可比公司净利润增速 CAGR 为 34%，平均 PEG 为 0.65x；趣致集团 2023-2026 净利润 CAGR 27%，对应 PEG 0.99x，高于行业均值，这主要是由于标的具备稀缺性且流通盘比例不高，存在一定估值溢价。

图 41: 可比公司 PEG 估值

证券简称及代码	收盘价 (元)	总市值 (亿 元)	净利润 (人民币亿元)			PE (倍)			净利润 CAGR	PE G
			2024 E	2025 E	2026 E	2024 E	2025 E	2026 E		
分众传媒 (002027.SZ)	5.36	774.00	53.44	58.54	63.56	14.48	13.22	12.18	10%	1.27
兆讯传媒 (301102.SZ)	7.43	30.20	1.78	1.78	2.59	16.97	16.97	11.66	25%	0.47
易点天下 (301171.SZ)	12.60	59.50	2.81	2.81	4.15	21.17	21.17	14.34	24%	0.59
蓝色光标 (300058.SZ)	5.18	129.00	3.72	3.72	6.40	34.68	34.68	20.16	76%	0.26
平均值						21.83	21.51	14.58	34%	0.65
趣致集团 (0917.HK)	44.60	107.64	2.51	3.26	4.08	42.93	33.07	26.38	27%	0.99

数据来源：Wind，中信建投（数据为 2024 年 9 月 18 日收盘价），人民币对港元汇率取 0.92

风险分析

新业务发展不及预期：AIGC 及相关新技术领域仍处于快速发展阶段，技术距离成熟存在较大差距，当前发展预期可能存在过度乐观的情况，业务实际发展仍存在较大不确定性。

宏观或行业环境变化：由于公司部分业务处于探索期或成长期，业务模式尚未成熟，同时宏观、行业环境可能发展变化，因此当前时点对未来的预判多数依赖上述环境变化不大或基本稳定的假设。若宏观、行业环境发生较大变化，公司业务受到的影响可能超出我们的预期范围。

客户信用风险：客户的支付能力下降可能导致应收账款无法及时收回。此外，账期变化可能会占用公司的流动资金，影响现金流。

表 1:2024 年 KA 客户数量及单价波动对经调整净利润的影响

	数量+10%	数量+20%	数量+30%	数量+40%	数量+50%
单价-10%	-23.8%	-18.1%	-12.4%	-6.7%	-1.0%
单价-5%	-20.3%	-14.3%	-8.2%	-2.2%	3.8%
单价 0%	-16.8%	-10.5%	-4.1%	2.2%	8.6%
单价+5%	-13.3%	-6.7%	0%	6.7%	13.3%
单价+10%	-9.8%	-2.9%	4.1%	11.1%	18.1%
单价+15%	-6.3%	1.0%	8.2%	15.5%	22.8%

资料来源：公司公告，中信建投

报表预测

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	638.34	897.60	1,179.53	1,521.70	1,913.82
现金	87.34	299.02	137.85	177.73	241.92
应收票据及应收账款合	461.90	494.00	831.31	1,071.76	1,331.84
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	27.34	73.44	78.48	101.18	125.73
存货	32.69	27.79	76.95	100.21	126.31
其他流动资产	29.06	3.36	54.94	70.83	88.01
非流动资产	185.26	169.78	150.95	134.53	119.85
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	174.62	117.65	99.22	80.79	62.36
无形资产	2.09	2.36	1.97	1.85	2.10
其他非流动资产	8.54	49.76	49.76	51.89	55.40
资产总计	823.59	1,067.37	1,330.49	1,656.23	2,033.67
流动负债	70.37	166.90	228.20	296.25	367.08
短期借款	26.25	119.94	2.21	3.23	0.00
应付票据及应付账款合	20.79	11.45	100.85	131.33	165.54
其他流动负债	23.33	35.51	125.14	161.69	201.54
非流动负债	1,326.88	1,268.42	1,268.42	1,268.75	1,268.75
长期借款	15.00	13.50	13.50	13.84	13.84
其他非流动负债	1,311.88	1,254.92	1,254.92	1,254.92	1,254.92
负债合计	1,397.25	1,435.32	1,496.62	1,565.00	1,635.83
少数股东权益	0.16	19.88	22.74	26.37	30.69
股本	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
资本公积	-573.82	-387.83	-387.83	-386.83	-384.83
留存收益	0.00	0.00	198.95	451.68	751.97
归属母公司股东权益	-573.82	-387.83	-188.88	64.86	367.14
负债和股东权益	823.59	1,067.37	1,330.49	1,656.23	2,033.67

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-108.93	191.712	-40.89	38.75	67.43
净利润	-116.06	136.70	201.81	256.37	304.60
折旧摊销	62.96	57.71	18.83	19.43	20.68
财务费用	3.29	1.61	2.55	0.23	0.01
其他经营现金流	-59.12	-4.31	-264.07	-237.27	-257.85
投资活动现金流	-0.42	-39.26	0.00	0.00	0.00
资本支出	-372.56	92.43	0.00	3.00	6.00
其他投资现金流	372.15	-131.69	0.00	-3.00	-6.00
筹资活动现金流	4.94	59.23	-120.28	1.12	-3.23
短期借款	-74.13	93.69	-117.73	1.02	-3.23
长期借款	-17.20	-1.50	0.00	0.34	0.00
其他筹资现金流	96.27	-32.97	-2.55	-0.23	-0.01
现金净增加额	-104.41	211.68	-161.16	39.87	64.20

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	553.62	1,006.70	1,378.54	1,777.27	2,208.54
营业成本	218.98	471.43	682.14	888.32	1,119.67
其他营业费用	1.36	2.12	2.79	3.59	4.47
销售和管理费用	167.23	239.28	327.67	422.44	524.95
研发费用	56.89	117.79	161.30	207.95	258.41
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	3.29	1.61	2.55	0.23	0.01
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	105.88	174.47	202.10	255.74	303.04
其他非经营损益	-211.05	-17.63	0.00	1.00	2.00
利润总额	-105.17	156.84	202.10	256.74	305.04
所得税	10.89	20.13	0.29	0.37	0.44
净利润	-116.06	136.70	201.81	256.37	304.60
少数股东损益	-0.03	5.76	2.86	3.63	4.32
归属母公司净利润	-116.03	130.94	198.95	252.73	300.29
EBITDA	-38.92	216.15	223.47	276.39	325.72
EPS(元)	-0.44	0.50	0.76	0.96	1.14

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	10.20	81.84	36.94	28.92	24.27
归属于母公司净利润	16.79	217.79	47.63	27.03	18.82
获利能力					
毛利率(%)	60.45	53.17	50.52	50.02	49.30
净利率(%)	-20.96	13.58	14.64	14.42	13.79
ROE(%)	20.22	-33.76	-105.33	389.67	81.79
ROIC(%)	-21.01	-27.59	-47.21	-169.25	277.59
偿债能力					
资产负债率(%)	169.65	134.47	112.49	94.49	80.44
净负债比率(%)	8.04	45.00	73.52	-176.11	-57.33
流动比率	9.07	5.38	5.17	5.14	5.21
速动比率	8.19	5.19	4.59	4.56	4.63
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.94	1.04	1.07	1.09
应收账款周转率	1.20	2.04	1.66	1.66	1.66
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.44	0.50	0.76	0.96	1.14
每股经营现金流(最新)	-0.41	0.73	-0.16	0.15	0.26
每股净资产(最新摊薄)	-2.18	-1.48	-0.72	0.25	1.40
估值比率					
P/E	-100.98	89.48	58.89	46.36	39.02
P/B	-20.42	-30.21	-62.03	180.65	31.91
EV/EBITDA	-0.25	-0.21	0.17	0.16	0.07

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及海外 TMT 龙头公司研究，2021 年加入中信建投，2022-2023 年新财富海外研究最佳研究入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名团队成员。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网与美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023 第十七届水晶球最佳分析师海外行业入围。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk