

00917.HK

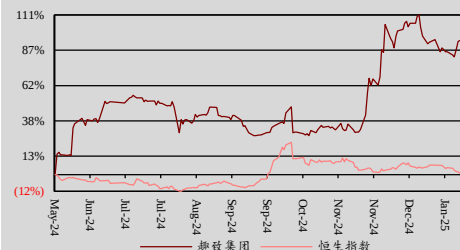
买入

原评级：未有评级

市场价格:港币 67.75

板块评级:强于大市

## 股价表现



| (%)    | 今年<br>至今 | 1<br>个月 | 3<br>个月 | 12<br>个月 |
|--------|----------|---------|---------|----------|
| 绝对     | 4.2      | (5.9)   | 49.1    |          |
| 相对恒生指数 | 7.1      | 0.2     | 58.0    |          |

|                         |           |
|-------------------------|-----------|
| 发行股数 (百万)               | 262.71    |
| 流通股 (百万)                | 262.71    |
| 总市值 (港币 百万)             | 17,798.29 |
| 3 个月日均交易额 (港币 百万)       | 16.62     |
| 主要股东                    |           |
| Beyond Branding Limited | 27.52     |

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以 2025 年 1 月 10 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

传媒：广告营销

证券分析师：周政宇

zhengyu.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524120001

证券分析师：苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522080003

## 趣致集团

## AI 互动营销领导者，公司业绩高速增长

趣致集团作为中国领先的 AIoT 互动终端网络的营销服务提供商，推出的 AI 互动营销解决方案已成功实现商业化，业绩处于快速增长阶段。随着国内业务的成长与海外业务的开拓，公司业绩有望保持高速增长。首次覆盖，给予买入评级。

## 支撑评级的要点

- **AI 互动营销的领导者，业绩高速增长。**趣致集团是中国领先的 AIoT 互动终端网络营销服务提供商，利用自研的多感官 AI 互动终端，为消费者提供沉浸式购物体验，并将线下终端访问者转化为在线平台用户。公司业务包括标准化营销服务和增值营销服务，2023 年营销服务收入涨幅接近 100%，有望继续保持强劲增长势头。
- **AI、IoT 持续获得政策重点支持，多样化 AI 互动助力营销革新。**AI、IoT 领域持续获得政策重点支持，多样化 AI 应用持续涌现，正应用于内容密集的营销行业，显著降低广告制作成本和时间。此外，生成式 AI 如端侧多模态大模型的发展观正推动人机互动朝着更个性化、互动性更强的方向发展。决策式 AI 在商品推荐和广告分发领域的应用也在扩大，并持续提升广告投放效率。综合当前技术发展和应用趋势，我们认为营销行业正处于大规模产业变革的前夜。趣致集团通过 AI、IoT、大数据及嵌入终端和运营系统的算法等技术，提供个性化、沉浸式的深度体验，提升品牌和产品的消费者心智渗透，有望顺应行业发展趋势，获取进一步增长空间。
- **AIoT 增长潜力与市场优势显著。**根据灼识咨询报告，预计 2022 年至 2027 年中国快消品 AIoT 营销市场规模年复合增速为 30.1%，为公司提供广阔的发展空间。同时，趣致集团已宣布启动全球化战略，进军中东市场。根据 Grand View Research，中东和非洲的人工智能营销市场预计 2023-2030 年复合增长率达 27.3%。公司通过线上线下融合的一站式触达渠道，实现目标用户高频立体覆盖，累积用户画像与点位数据，提升营销服务能力和盈利能力，市场优势显著。

## 估值

- 趣致集团当前处于扩张阶段，公司业务高速增长，因此我们采用 PEG 估值法。可比公司 2026 年 PEG 平均值为 1.97。我们预计 2024/25/26 年趣致集团经调整净利润为 2.44/ 3.05/ 3.86 亿元，对应 PE 67.52/ 53.93/ 42.57 倍，2026 年 PEG 为 1.75；2026 年 PEG 小于可比公司。首次覆盖，给予买入评级。

## 评级面临的主要风险

- 宏观消费疲软，广告主预算削减；营销行业竞争加剧，公司服务价格降低；AI 技术发展不及预期，难以在落地场景中变现；行业政策变化以及超预期的监管措施。

## 投资摘要

| 年结日：12 月 31 日   | 2022  | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 销售收入 (人民币 百万)   | 554   | 1,007  | 1,323 | 1,752 | 2,283 |
| 变动 (%)          | 10.20 | 81.84  | 31.44 | 32.40 | 30.29 |
| 经调整净利润 (人民币 百万) | 78    | 201    | 244   | 305   | 386   |
| 变动 (%)          | 49.39 | 156.78 | 21.33 | 25.20 | 26.68 |
| 经调整每股收益 (人民币)   | 0.75  | 1.92   | 0.93  | 1.16  | 1.47  |
| 市盈率(倍)          | 84    | 33     | 68    | 54    | 43    |
| 市净率(倍)          | (11)  | (18)   | 11    | 9     | 8     |

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| AI 互动营销的领导者，公司业绩高速增长 .....         | 5  |
| 中国领先的 AIoT 互动终端网络的营销服务提供商 .....    | 5  |
| 公司营收、经调整净利润双双实现高速增长 .....          | 6  |
| AI 技术推动营销行业变革，AIoT 营销潜力初显 .....    | 13 |
| AI 技术推动营销行业变革，AIoT 营销优势明显 .....    | 13 |
| AI、IoT 获政策重点支持，AIoT 营销将全方位获益 ..... | 15 |
| AIoT 营销受快消品品牌广告方青睐，行业潜力显著 .....    | 16 |
| 多感官 AI 互动持续升级，进军海外市场 .....         | 19 |
| 多感官 AI 互动加速品牌心智渗透，盈利能力强 .....      | 19 |
| 线上线下整合的触达渠道，先发布局海外 .....           | 20 |
| 盈利预测及估值 .....                      | 23 |
| 风险提示 .....                         | 26 |

## 图表目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 股价表现.....                                          | 1  |
| 投资摘要.....                                          | 1  |
| 图表 1. 公司业务模式.....                                  | 5  |
| 图表 2. 公司主营业务.....                                  | 5  |
| 图表 3. 公司发展历程.....                                  | 6  |
| 图表 4. 公司股权结构.....                                  | 6  |
| 图表 5. 2021-2024H1 趣致集团总营收 .....                    | 7  |
| 图表 6. 2021-2024H1 趣致集团各业务营收分布（亿元） .....            | 7  |
| 图表 7. 2021-2024 H1 广告行业规模及增速 .....                 | 7  |
| 图表 8.趣致集团营销服务两大细分业务收入（亿元） .....                    | 7  |
| 图表 9. 2021-2024 H1 公司标准化营销服务营收（亿元） .....           | 8  |
| 图表 10. 2021-2024 H1 公司增值营销服务营收（亿元） .....           | 8  |
| 图表 11.2021-2023 趣致营销服务的 SKU 数分类别统计 .....           | 8  |
| 图表 12. 2021-2024 H1 趣致集团营销服务的品牌客户数 .....           | 9  |
| 图表 13. 2021-2024 H1 趣致集团营销服务的大客户数 .....            | 9  |
| 图表 14. 2021-2023 趣致营销服务的 SKU 数分类别统计 .....          | 10 |
| 图表 15. 2021-2024H1 趣致集团商品销售营收（亿元） .....            | 10 |
| 图表 16. 2021-2024 H1 趣致集团存货余额及周转天数 .....            | 10 |
| 图表 17. 趣致集团总毛利及毛利率.....                            | 11 |
| 图表 18. 趣致集团各业务板块毛利率.....                           | 11 |
| 图表 19. 趣致集团期间费用情况（亿元） .....                        | 11 |
| 图表 20. 趣致集团期间费用率.....                              | 11 |
| 图表 21. 趣致集团经调整净利润（亿元） .....                        | 12 |
| 图表 22.趣致集团毛利率及经调整净利润率.....                         | 12 |
| 图表 23. AIGC 应用的直接、间接、最终价值.....                     | 13 |
| 图表 24. 感知型 AI 和决策型 AI 常常融合在一个系统中执行任务.....          | 13 |
| 图表 25. 分析型 AI 常用作智能推荐 .....                        | 14 |
| 图表 26. 生成式 AI 通常以模态进行划分 .....                      | 14 |
| 图表 27. AI（人工智能）行业政策梳理.....                         | 15 |
| 图表 28.IoT(物联网)行业政策梳理.....                          | 16 |
| 图表 29. 按产品成熟度划分的中国快消品营销市场规模.....                   | 17 |
| 图表 30. 中国快消品 AIoT 营销的市场规模，2018 年至 2027 年（估计） ..... | 18 |
| 图表 31. 公司互动终端功能及技术底座.....                          | 19 |
| 图表 32. 趣致 AI 互动终端目前支持的互动形式 .....                   | 19 |
| 图表 33. 公司合作推广案例.....                               | 20 |
| 图表 34. 2021-2023 年末趣致集团线下终端按城市级别划分（台） .....        | 20 |

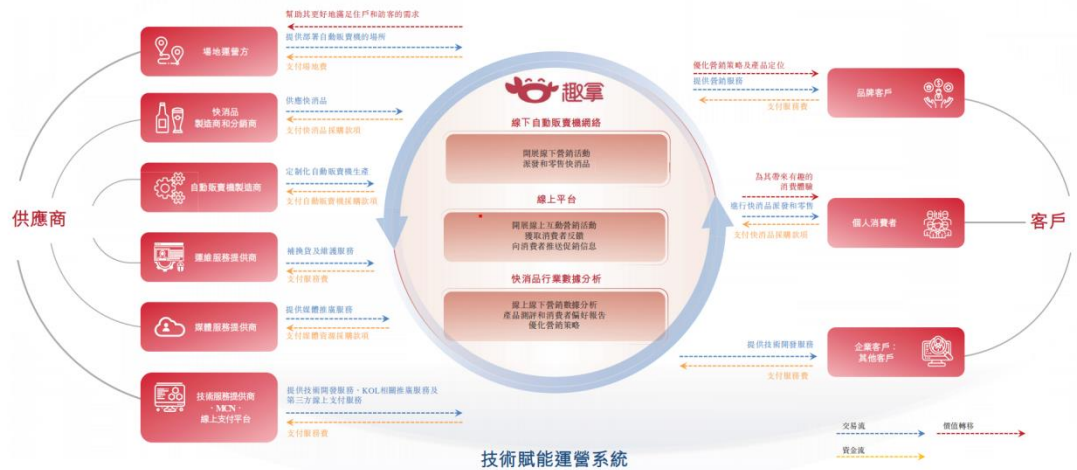
|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图表 35. 2021-2023 年末趣致集团线下终端按场景划分（台） ..... | 20 |
| 图表 36. 2023 年末趣致集团各城市线下终端数量分布图（台） .....   | 21 |
| 图表 37. 2021-2023 年公司线上平台注册用户人数（万人） .....  | 21 |
| 图表 38. 2018-2030 年中东和非洲人工智能营销市场规模 .....   | 22 |
| 图表 39. 趣致集团营业收入预测 .....                   | 23 |
| 图表 40. 趣致集团毛利率和费用率预测 .....                | 24 |
| 图表 41. 趣致集团经调整净利润及归母净利率预测 .....           | 24 |
| 图表 42. 公司核心财务数据（百万元） .....                | 25 |
| 图表 43. 可比公司估值表 .....                      | 25 |
| 损益表(人民币 百万) .....                         | 27 |
| 资产负债表(人民币 百万) .....                       | 27 |
| 现金流量表 (人民币 百万) .....                      | 27 |
| 主要比率 (%) .....                            | 27 |

## AI 互动营销的领导者，公司业绩高速增长

### 中国领先的 AIoT 互动终端网络的营销服务提供商

趣致集团是中国领先的以体验式智能终端提供 AIoT 营销解决方案的公司，也是目前中国领先的 AIoT 互动终端网络营销服务提供商。公司以自研的多感官 AI 互动终端作为触点，以创新、有趣的沉浸式购物体验连接消费者与快消品品牌，并将访问线下终端的消费者转化为其在线平台“趣拿”用户，在融合线上、线下渠道之外，打造了一体化的信息系统，在为用户提供有趣且沉浸式的快消品体验的同时，为品牌方提供多渠道、一站式、闭环的营销服务以及真实精准的消费反馈。

图表 1. 公司业务模式



资料来源：招股书，中银证券

公司主营业务主要由营销服务和商品销售两大板块组成，其中营销服务包括标准化营销服务和增值营销服务。标准化营销服务旨在帮助快消品行业的品牌方提高品牌知名度，并以相比其他常见方式更有效率及更具成本效益的方式触达和获取目标消费者。主要包括营销活动服务、多渠道媒体推广及快消品推广，快消品推广又包括快消品派发及快消品上架。增值营销服务旨在满足品牌客户的多样化需求，进一步加深消费者印象、优化营销策略及提高产品竞争力。主要包括人工智能交互和数据策略，人工智能交互指自动贩卖机作为核心载体为用户提供互动体验，数据策略指使用大数据及算法提供快消品评价及分析。

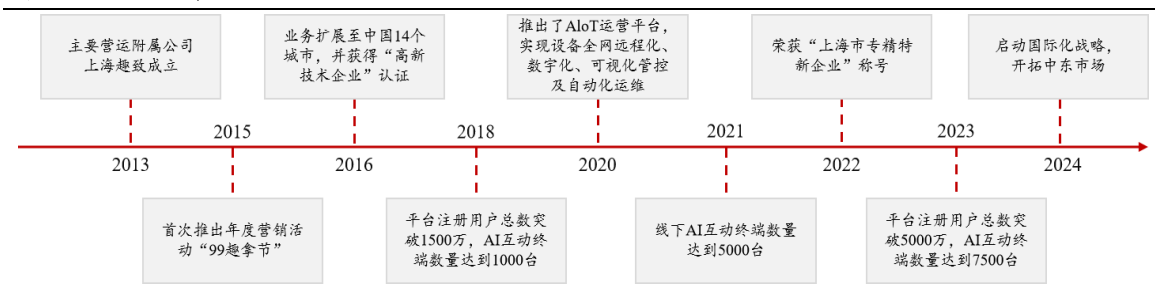
图表 2. 公司主营业务

| 公司主营业务 | 业务介绍                                                                                                                                         |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 营销服务   | <b>标准化营销服务:</b> 趣致集团通过线下自有的自动贩卖机网络和线上平台，为快消品品牌客户设计和提供定制化的营销活动。这些服务主要包括产品派发、媒体推广、消费者流量引导等。                                                    |
|        | <b>增值营销服务:</b> 在标准化服务的基础上，加入了更多互动性和沉浸式的游戏主题活动，旨在进一步吸引消费者的兴趣。增值服务包括利用技术支持的互动功能，如动作识别、语音交互和数据分析等，帮助品牌优化营销策略。此外，趣致集团还通过数据策略服务，提供基于消费者行为反馈的产品分析。 |
| 商品销售   | 通过公司的自助贩卖机和线上平台进行商品销售。商品销售不仅为公司带来直接收入，还通过吸引消费者使用自动贩卖机网络引流，为公司开展更广泛的营销服务奠定基础。                                                                 |
| 其他服务   | 主要包括技术开发相关的服务，如 IT 系统开发和软件开发。这类服务通常根据客户需求提供，并涉及特定的技术项目。                                                                                      |

资料来源：招股书，中银证券

公司于 2013 年成立，至 2016 年业务扩展至中国 14 个城市，获得高新技术企业认证；2018 年末平台注册用户总数突破 1500 万，线下 AI 互动终端数量达到 1000 台；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；2021 年荣获上海市科技创新行动计划项目科技小巨人，线下 AI 互动终端数量达到 5000 台；2022 年荣获上海市专精特新企业称号，2023 年末平台注册用户总数突破 5000 万，线下 AI 互动终端数量达到 7500 台。截至 2023 年底，公司在全国 22 个城市运营 7543 台 AI 互动终端，覆盖中国所有一线城市及大部分的新一线城市，其主要位于写字楼、长租公寓及商场等商业物业；累计拥有超过 5000 万名注册用户。2024 年公司将以更积极的姿态为品牌客户提供服务，并启动国际化战略，开拓中东市场。

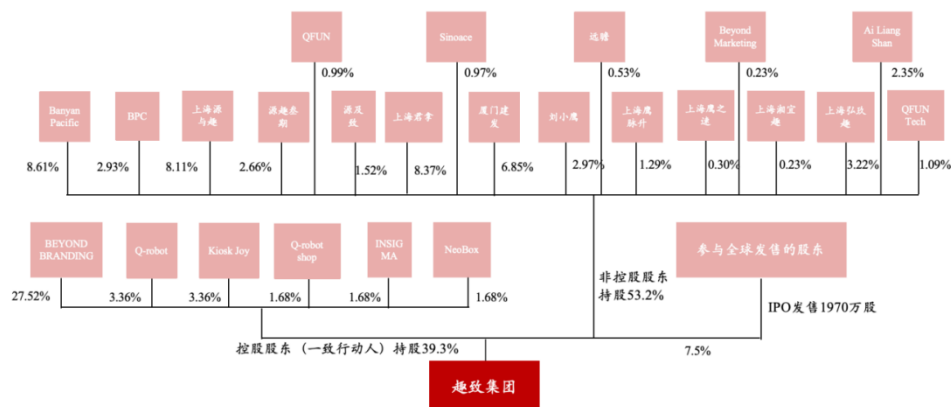
图表 3. 公司发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

公司于 2024 年 5 月完成港股公开上市，IPO 全球发售 1970.4 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。公司核心管理层已于 2023 年 6 月 27 日订立一致行动协议，一致行动人士已确认彼等自拥有上海趣致权益以来在本集团股东大会上行使投票权时一直一致投票及遵循殷珏辉女士的指示一致行动，其合计持股约 39.3%。

图表 4. 公司股权结构



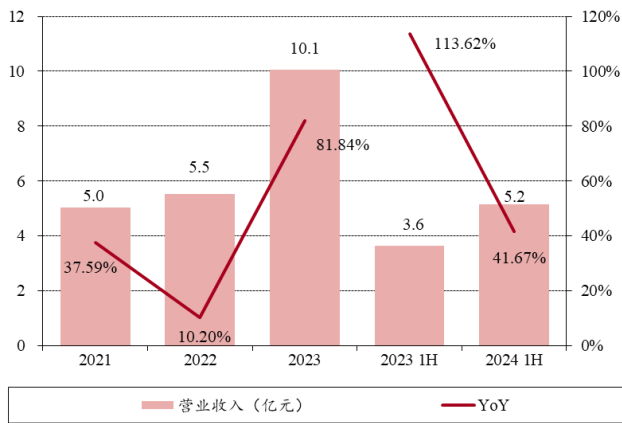
资料来源：招股书，中银证券

## 公司营收、经调整净利润双双实现高速增长

从收入端来看，2021-2023 年公司整体营收分别为 5.0 / 5.5 / 10.1 亿元，同比+37.6%/+10.2%/+81.8%；2024 年上半年，公司延续快速增长的势头，实现营收 5.2 亿元，同比增长 41.7%。

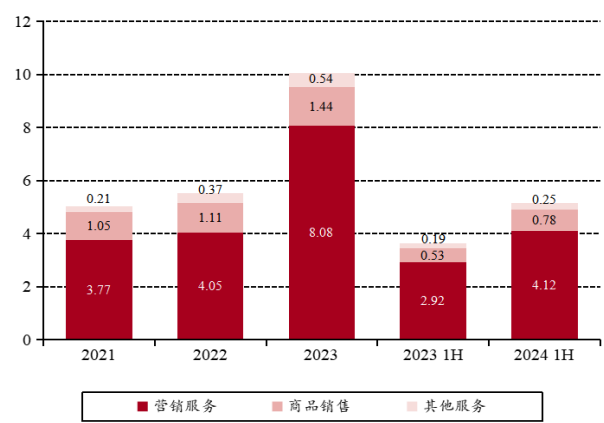
公司主营业务分为营销服务、商品销售和其他服务。其中营销服务作为公司的核心业务，收入占比超过 70%，2023 年大幅增长近 100%，增长势头较为强劲。商品销售方面，除 2023 年营销服务收入大幅增长导致商品销售收入占比缩减至 14%外，2021-2022 年该业务整体收入占比约为 20%，而其他服务在整体收入中所占比例较小。2021-2023 年间，商品销售与其他服务的收入均保持了一定的增长，呈稳步扩展趋势。

图表 5. 2021-2024H1 趣致集团总营收



资料来源：公司财报、招股书，中银证券

图表 6. 2021-2024H1 趣致集团各业务营收分布 (亿元)

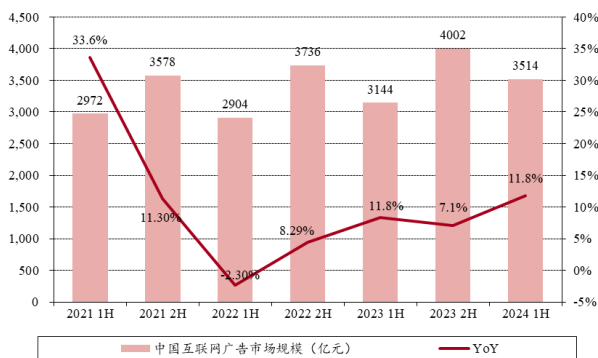


资料来源：公司财报、招股书，中银证券

**营销服务：**公司营销服务收入在 2021-2023 年分别为 3.8/4.0/8.1 亿元，同比+30.8%/+7.5%/+99.6%，大幅超过同期中国广告市场的增速，2024 年上半年，营销服务收入继续维持高速增长的势头，实现营收 4.1 亿元，同比增长 41.1%。

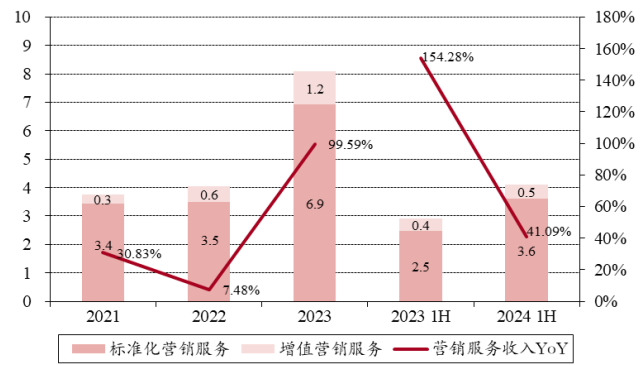
中国互联网广告市场在 2021 年到 2024 年期间，总体呈现增长趋势，由 2021 年的 6,550 亿元上升至 2023 年的 7,146 亿元。2024 年上半年国内互联网广告市场保持活跃，广告规模达到 3,514 亿元，同比增长 11.8%。

图表 7. 2021-2024 H1 广告行业规模及增速



资料来源：中国广告协会，艾瑞咨询，中银证券

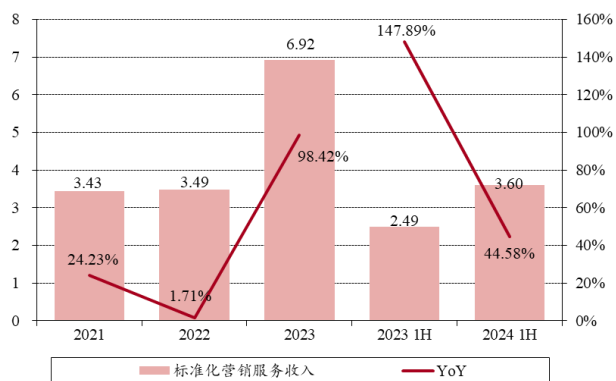
图表 8. 趣致集团营销服务两大细分业务收入 (亿元)



资料来源：招股书，中银证券

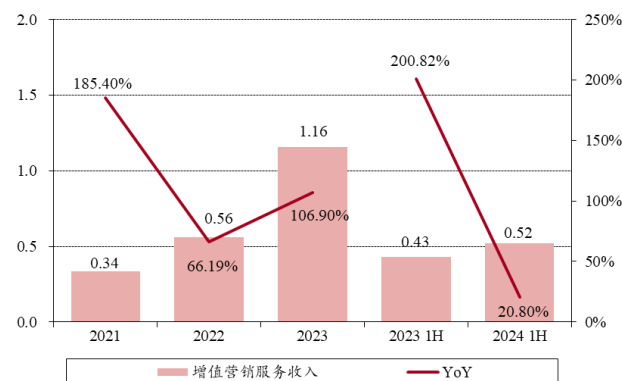
其中，标准化营销服务收入在 2021-2023 年分别为 3.4/3.5/6.9 亿元，同比+24.2%/+1.7%/+98.4%；2024 年上半年达人民币 3.6 亿元，同比增长 44.6%。增值营销服务收入在 2021-2023 年分别为 0.34/0.56/1.16 亿元，同比+185.4%/+66.2%/+106.9%；2024 年上半年达人民币 0.52 亿元，同比增长 20.8%。

图表 9. 2021-2024 H1 公司标准化营销服务营收（亿元）



资料来源：公司财报、招股书，中银证券

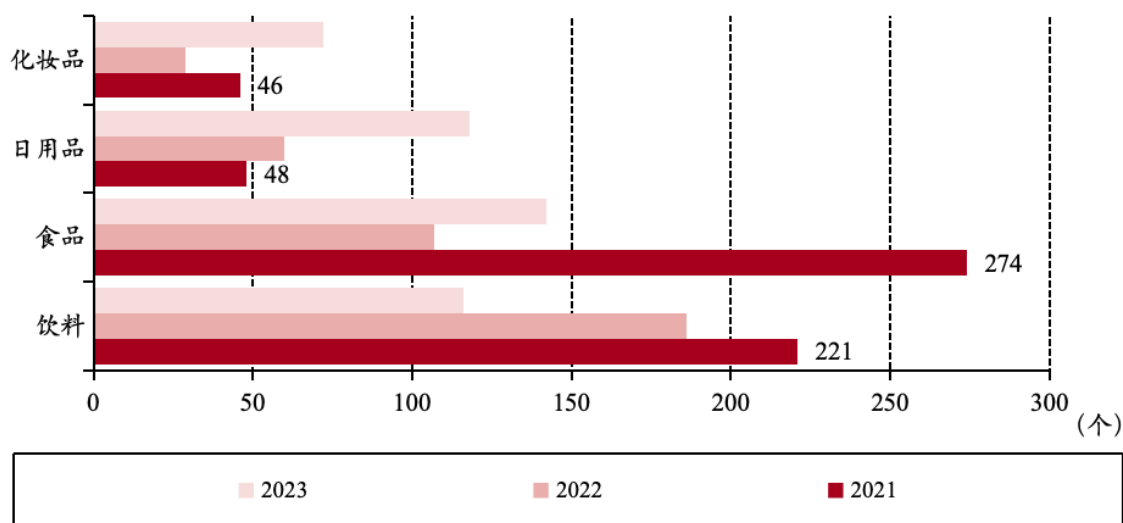
图表 10. 2021-2024 H1 公司增值营销服务营收（亿元）



资料来源：公司财报、招股书，中银证券

分客户行业来看，公司目前主要服务快速消费品牌，业务主要来自于饮料、食品行业。这两个品类具有消费频率高、货架期短及消费者偏好高速迭代的特点，通常需要保持常规曝光强化用户心智，广告营销需求较高，持续为公司营收的增长提供动能。同时，公司目前正在积极地进行品类扩张，日用品和化妆品业务 SKU 数量显著上升，为营收增长提供新的成长空间。

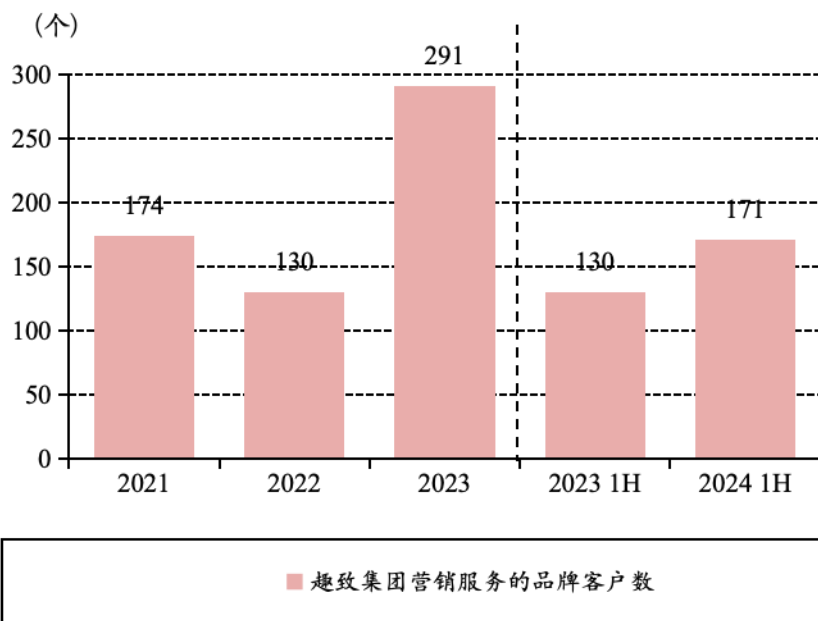
图表 11. 2021-2023 趣致营销服务的 SKU 数分类统计



资料来源：招股书，中银证券

趣致集团在实现服务品牌数量持续增长的同时，也与原有客户维持了良好稳定的合作关系，并进一步推动了合作范围的扩大，表现了品牌对公司的服务能力和营销价值高度认可。公司营销服务的客户总数持续上升，公司在 2022 年、2023 年全年分别为 130 名、291 名品牌客户提供营销服务；在 2024 年上半年为 171 名品牌客户提供营销服务，比 2023 年同期增加了 41 名。

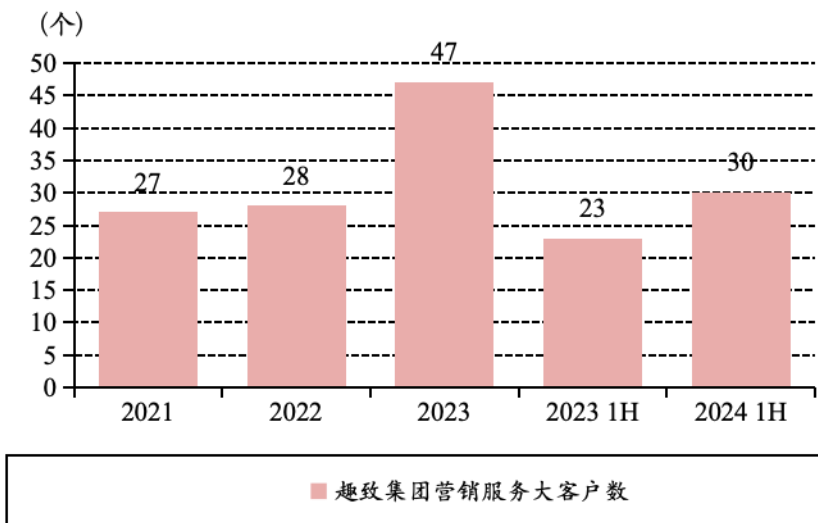
图表 12. 2021-2024 H1 趣致集团营销服务的品牌客户数



资料来源：公司财报、招股书，中银证券

**大客户数量、大客户平均收入保持上升趋势。**公司将年度购买其营销服务且总销售额贡献至少五百万元（含税）的客户定义为大客户。在 2022 年、2023 年全年分别为 28 名、47 名大客户提供营销服务，在 2024 年上半年为 30 名大客户提供营销服务，每名大客户的平均收入约为一千万元，双双实现同比增长。公司持续挖掘数据价值，开发商业化产品，利用丰富的行业数据库为品牌客户提供决策支持，我们预计未来将通过品牌客户池实现快速商业变现，推动业绩增长。

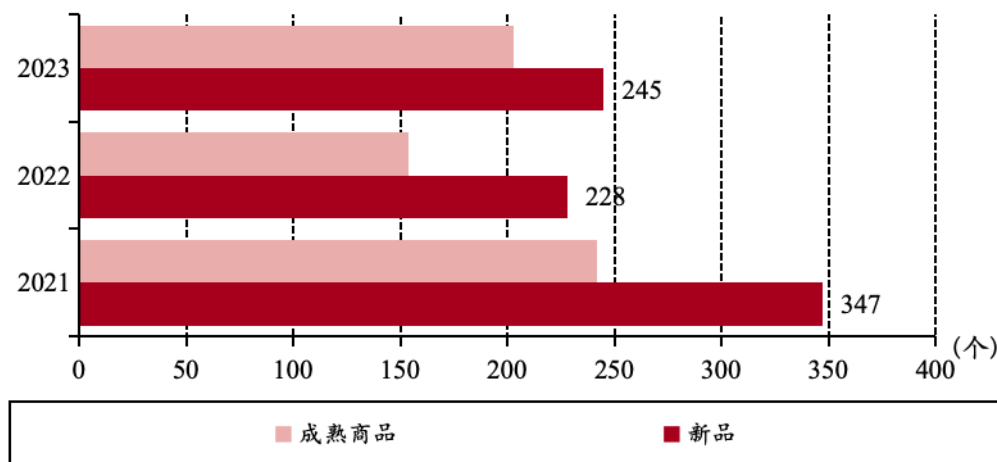
图表 13. 2021-2024 H1 趣致集团营销服务的大客户数



资料来源：公司财报、招股书，中银证券

分产品类型来看，公司的营销服务涵盖快消品行业的新品和成熟商品，以新品的战略营销、推广、派发和消费者偏好测试为重点。新品是指推出市场少于一年的新品牌、新品类、新口味、新配方、新包装或外观的产品，而成熟商品是指推出超过一年的产品。公司在过去 3 年为约 1,400 个 SKU 产品提供营销服务，其中大部分为新品。

图表 14. 2021-2023 趣致营销服务的 SKU 数分类统计

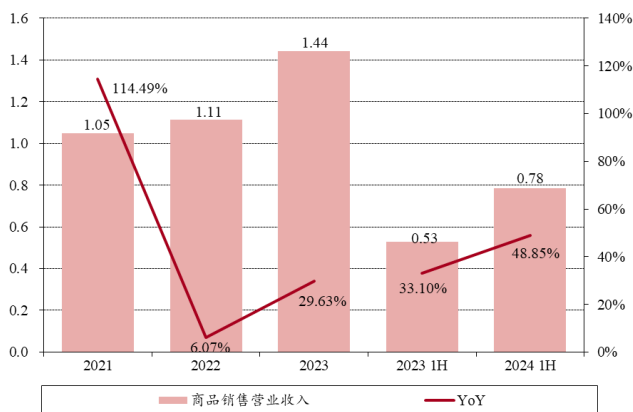


资料来源：招股书，中银证券

**商品销售：**商品销售收入在 2021-2023 年分别为 1.0/1.1/1.4 亿元，同比+114.5%/+6.1%/+29.6%。2024 年上半年，商品销售收入高速增长，实现营收 0.78 亿元，同比增长 48.9%。

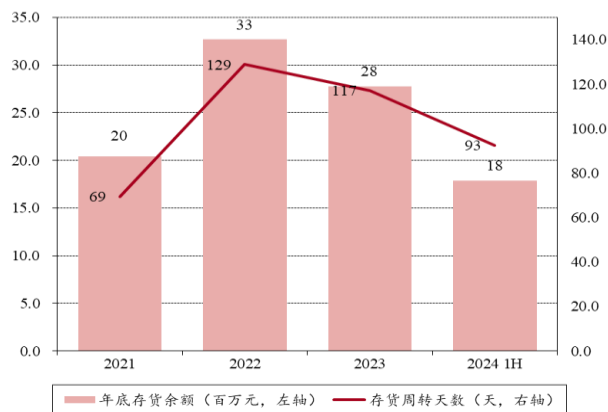
存货管理方面，公司存货主要包括饮料和食品等快消品，存货余额及存货周转天数均呈先升后降趋势，存货于 2022 年大幅增加，主要是由于疫情反复期间存货消耗减少。截至 2024 年上半年，公司存货余额为 0.18 亿元，存货周转天数由 2022 年的 129 天下滑至 2024 年上半年的 93 天。

图表 15. 2021-2024H1 趣致集团商品销售营收（亿元）



资料来源：公司财报，招股书，中银证券

图表 16. 2021-2024 H1 趣致集团存货余额及周转天数

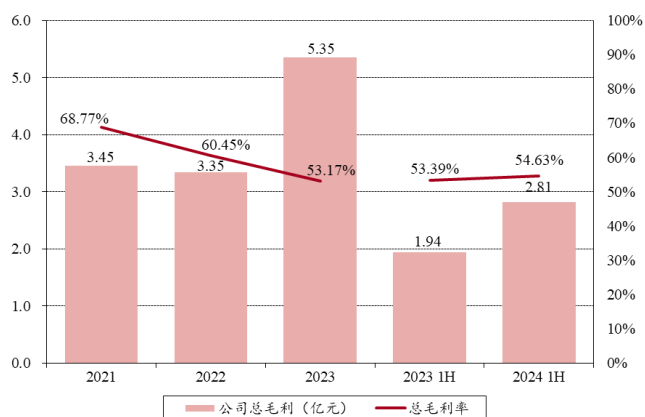


资料来源：公司财报，招股书，中银证券

受到疫情影响，2022 年公司总毛利略有下降，毛利率由 2021 年的 68.77% 下降至 60.45%。2023 年总毛利显著上升至 5.35 亿元，但由于公司的服务创新和扩张战略，毛利率下滑至 53.17%。2024 年上半年的毛利率回升至 54.63%。

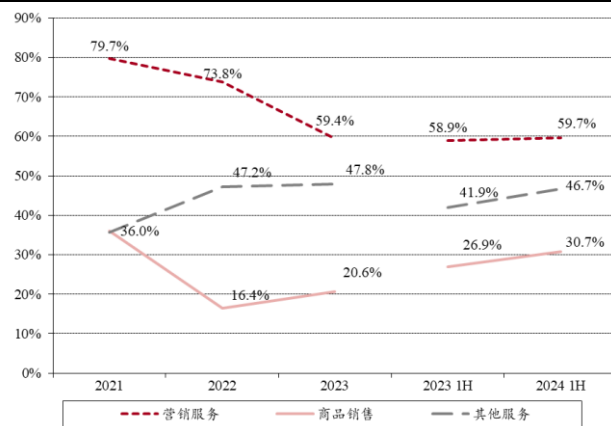
业务毛利方面，2021-2024 年营销服务收入占比超过 85%，且其毛利率较高，在收入高速增长的同时维系 55% 以上的毛利率，显示出市场对于其基于 AI 互动终端的营销解决方案价值的认可。此外，2022 年后商品销售和其他服务的毛利率总体均呈现上升趋势。

图表 17. 趣致集团总毛利及毛利率



资料来源：公司财报，招股书，中银证券

图表 18. 趣致集团各业务板块毛利率

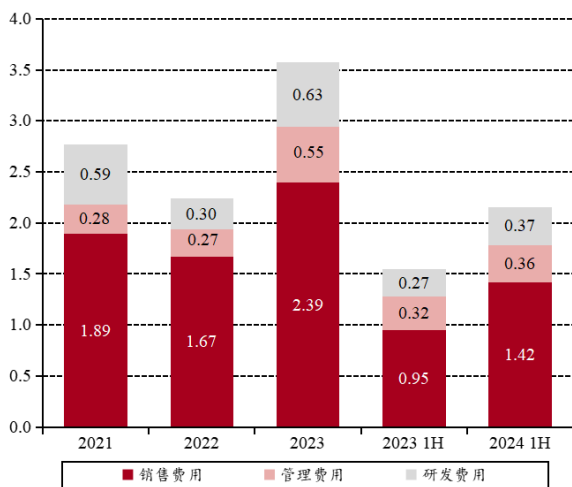


资料来源：公司财报，招股书，中银证券

2021-2024 年期间，公司销售费用有所波动，但总体呈上升趋势，2023 年达到 2.39 亿元，2024 年上半年达到 1.42 亿元。研发费用由 2021 年的 0.59 亿元减少至 2022 年的 0.30 亿元，而在 2023 年反弹至 0.63 亿元，2024 年上半年达到 0.37 亿元。管理费用整体保持稳定，2023 年随收入增长提升至 0.55 亿元，2024 年上半年达 0.36 亿元。

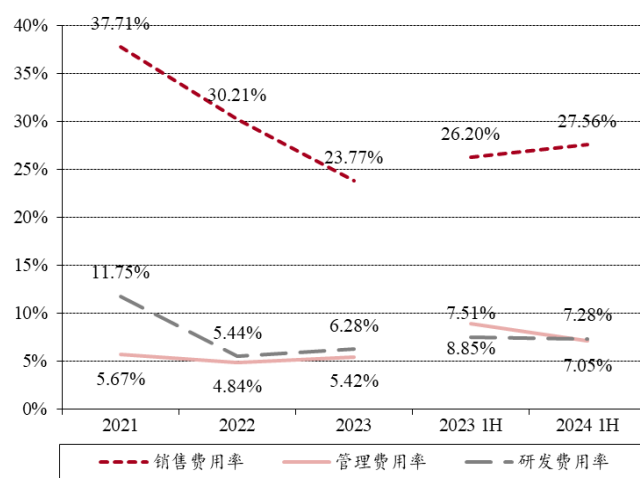
公司的销售费用率总体呈下降趋势，由 2021 年的 37.71% 下降至 2023 年的 23.77%，2024 年上半年反弹至 27.56%；研发费用率先降后升，于 2024 年上半年达到 7.28%；管理费用率整体波动较小。

图表 19. 趣致集团期间费用情况 (亿元)



资料来源：公司财报，招股书，中银证券

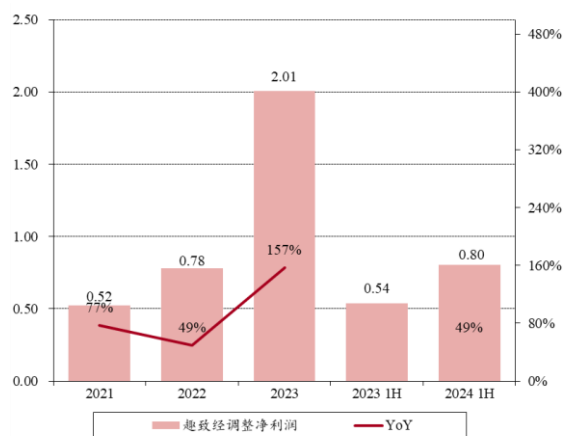
图表 20. 趣致集团期间费用率



资料来源：公司财报，招股书，中银证券

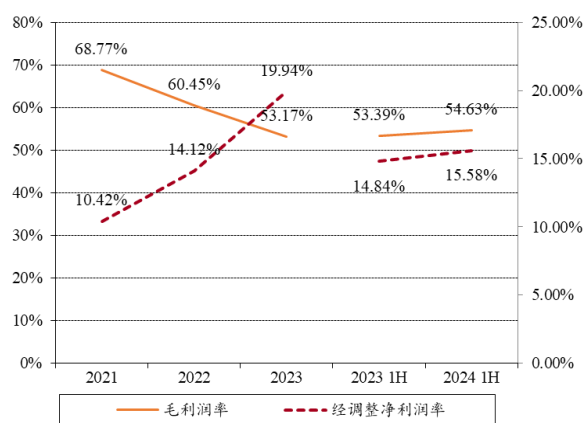
从盈利能力来看，2021-2023 年公司经调整净利润分别为 0.52/0.78/2.01 亿元，同比 +76.67%/+49.39%/+156.78%。2024 上半年经调整净利润为 0.80 亿元，同比增长 48.79%。2021-2023 年间，公司经调整净利润率总体呈上升趋势，2024H1 经调整净利润率达 15.58%，同比仍保持上升趋势。

图表 21. 趣致集团经调整净利润（亿元）



资料来源：公司财报、招股书，中银证券

图表 22. 趣致集团毛利率及经调整净利润率



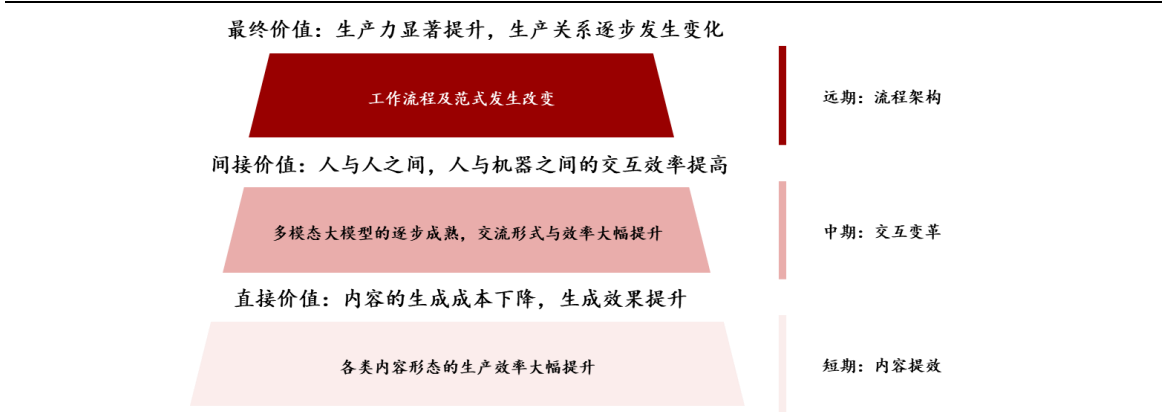
资料来源：Wind、公司 2024 年半年报，中银证券

## AI 技术推动营销行业变革，AIoT 营销潜力初显

### AI 技术推动营销行业变革，AIoT 营销优势明显

近年来 AI 相关技术迅猛发展，其中生成式 AI 如多模态大语言模型持续迭代，推动文本、图片、视频和音频生成领域的突破性进步。我们认为 AI 的价值由短期到远期可以分为三个层次：短期直接价值，即改变诸多模态内容的生产方式，提升生产效率，优化生产环节中大量重复性工作，降低内容创作的门槛与成本，加快优质内容生产。中期间接价值，即在多模态大模型的逐步成熟下，提升人与人之间、人与机器之间的交互效率。远期最终价值，即生产力显著提升后，生产关系发生重构。

图表 23. AIGC 应用的直接、间接、最终价值

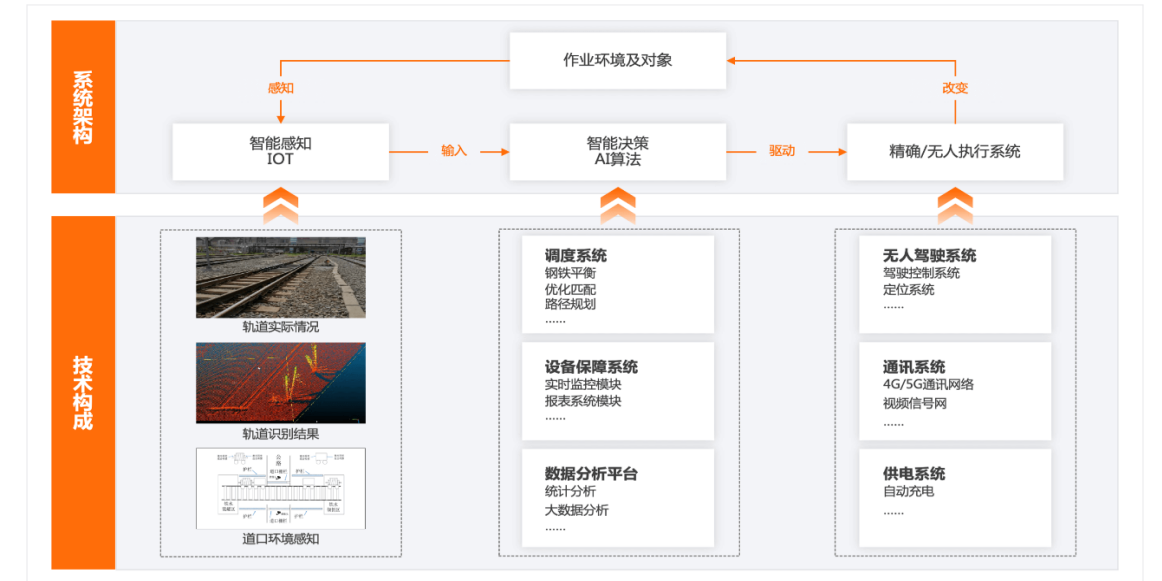


资料来源：甲子光年《2023 年 AIGC 应用与实践展望报告》，中银证券

从应用类型来看，AI 可以分为四类，但这四种类型不是完全独立的，实际中的 AI 应用可以涵盖多种类型的技术。

- 1) **感知型 AI**：基于计算机视觉、语音识别等感知技术的 AI 应用，应用于人脸识别、目标行为识别、工业场景视觉识别、全屋智能家居等。这类 AI 通常是通过对输入数据进行分类、聚类简单处理来实现对环境理解，而且通常不需要进行复杂的推理和决策。
- 2) **决策型 AI**：通过与外界的交互，自主学习并不断优化策略，以实现最优的决策和行动，应用于棋类策略游戏、无人驾驶、铁路调度系统、投资决策系统等等。

图表 24. 感知型 AI 和决策型 AI 常常融合在一个系统中执行任务

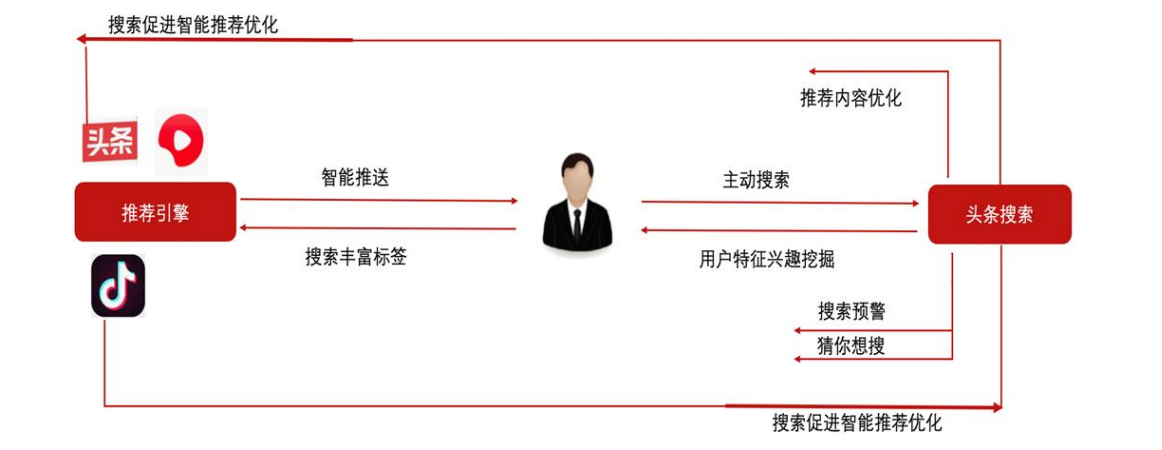


资料来源：创新奇智官网，中银证券整理

- 3) **分析型 AI**: 基于数据挖掘、机器学习等数据分析技术的 AI 应用，主要通过对大量数据的分析和挖掘，构建模型和算法来预测未来趋势、发现隐藏规律、优化决策等。应用于内容推荐、金融保险风控、商业分析、拦截垃圾邮件等场景。

以字节跳动的推荐算法“灵驹”为例，该算法通过对平台用户的基本特征、行为数据进行归纳分析，打上专属标签，实现内容和广告的精准推送。Instagram、YouTube 等社交媒体巨头使用的核心推荐算法有 Reels、Feed 等，亚马逊则通过 FBT 算法（Frequently Bought Together）推荐用户搜索过的类似商品。

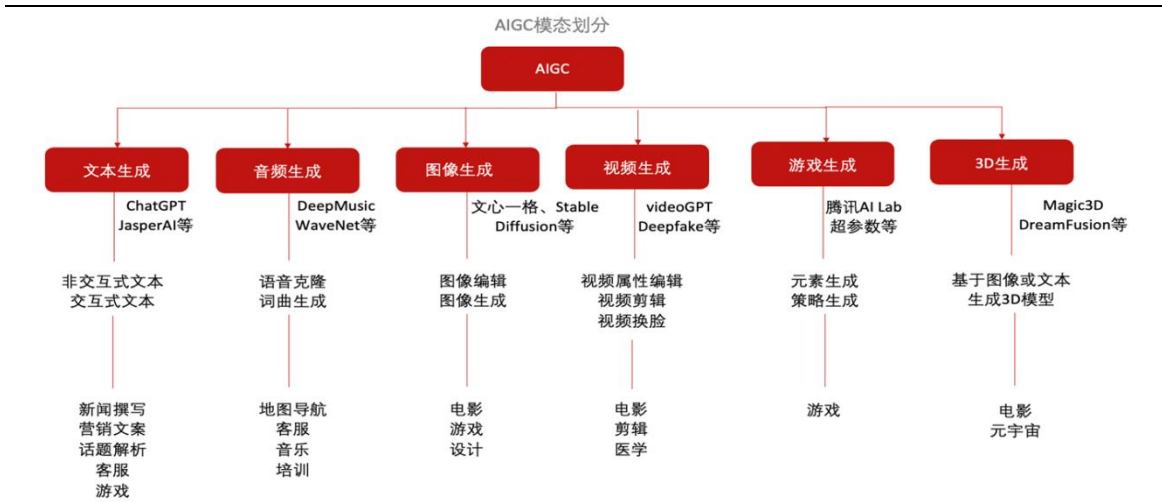
图表 25. 分析型 AI 常用作智能推荐



资料来源：界面新闻，中银证券

- 4) **生成式 AI**: 即 AIGC，是指利用生成式 AI 技术，例如深度学习、自然语言处理等，让机器能够自动地创造文本、图像、音频、视频等多媒体内容。其工作方式是基于学习和推理，通过大量数据训练来学习规律并创造新的内容，而非仅仅分析现有的数据。生成式 AI 可以通过输入一些参数或者文本，生成出符合语义的自然语言或者图像，应用场景包括自然语言生成、机器翻译、图像生成、音频合成等。

图表 26. 生成式 AI 通常以模态进行划分



资料来源：36 氪，中银证券

随着多样化的 AI 相关应用快速涌现，生成式 AI 凭借其高效、灵活且易于使用的特点，广泛应用于内容密集的营销行业，显著降低广告制作成本和时间。此外，生成式 AI 如端侧多模态大模型的发展观正持续推动人机互动朝着更个性化、互动性更强的方向发展。决策式 AI 在商品推荐和广告分发领域的应用也在扩大，持续提升广告投放效率。综合当前技术发展和应用趋势，我们认为营销行业正处于大规模产业变革的前夜，广告创意、制作及投放模式都将迎来深刻变革。

## AI、IoT 获政策重点支持， AIoT 营销将全方位获益

AI（人工智能）政策频繁助力，推动场景应用研发与传统行业智能化升级。自“十三五”规划以来，我国人工智能产业在政策的扶持下，关键技术发展迅速，逐渐渗透入各行各业。我国较为强调人工智能技术在各个行业场景的应用，加快传统产业智能化升级，改善人们的生活质量和水平，推动建设智能社会进程。

图表 27. AI（人工智能）行业政策梳理

| 政策名称                                     | 发布时间             | 发布机构                             |
|------------------------------------------|------------------|----------------------------------|
| 《关于“双一流”建设高校促进学科融合 加快人工智能领域研究生培养的若干意见》   | 2020 年 1 月 21 日  | 教育部、发展改革委、财政部                    |
| 《智能汽车创新发展战略》                             | 2020 年 2 月 10 日  | 国家发展改革委                          |
| 《教育部关于公布 2019 年度普通高等学校本科专业备案和审批结果的通知》    | 2020 年 2 月 25 日  | 教育部                              |
| 《全国人大常委会 2020 年度立法工作计划》                  | 2020 年 6 月 20 日  | 全国人大                             |
| 《国家新一代人工智能标准体系建设指南》                      | 2020 年 7 月 27 日  | 国家标准化管理委员会、中央网信办、国家发展改革委、科技部、工信部 |
| 《国家新一代人工智能创新发展试验区建设工作指引(修订版)》            | 2020 年 10 月 29 日 | 科技部                              |
| 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》 | 2021 年 3 月 12 日  | 全国人大                             |
| 《人工智能医用软件产品分类界定指导原则》                     | 2021 年 7 月 1 日   | 国家药监局                            |
| 《智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范(试行)》                | 2021 年 7 月 27 日  | 工信部、公安部、交通运输部                    |
| 《实施第二批人工智能助推教师队伍建设行动试点工作》                | 2021 年 9 月 7 日   | 教育部                              |
| 《关于加强科技伦理治理的意见》                          | 2022 年 3 月 24 日  | 国务院                              |
| 《支持建设新一代人工智能示范应用场景》                      | 2022 年 8 月 12 日  | 科技部                              |
| 《统筹推进场景创新,让人工智能充分赋能经济社会发展》               | 2022 年 8 月 28 日  | 科技部                              |
| 《规范和加强人工智能司法应用的意见》                       | 2022 年 12 月 9 日  | 最高人民法院                           |
| 《启动”人工智能驱动的科学研究”专项部署工作》                  | 2023 年 3 月 27 日  | 科技部                              |

资料来源：政府网、零壹智库、数字化讲习、中银证券

**IoT(物联网)相关政策鼓励深度挖掘数据要素价值，促进各行各业创新。**国家陆续出台了多项政策，鼓励 IoT(物联网)行业发展与创新，《数字中国建设整体布局规划》《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》《工业能效提升行动计划》等产业政策为物联网行业的发展提供了明确、广阔的市场前景，为公司提供了良好的生产经营环境。各项支持政策已推动物联网的广泛应用，并鼓励各行各业场景应用创新。

图表 28.IoT(物联网)行业政策梳理

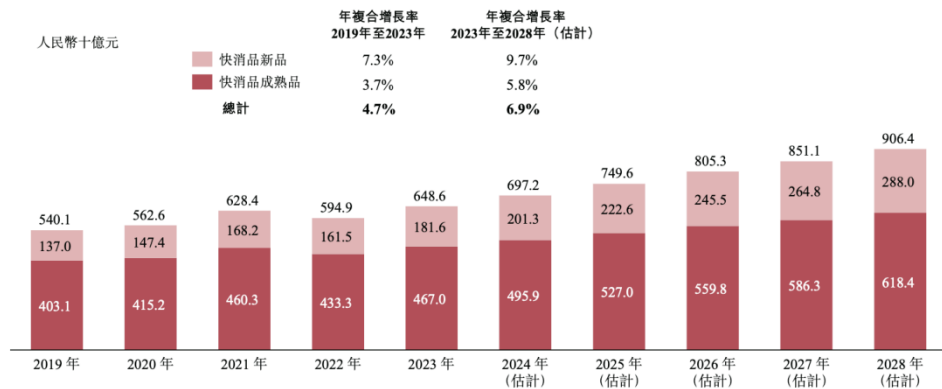
| 政策名称                             | 发布时间        | 发布机构    | 主要内容                                                                                                                          |
|----------------------------------|-------------|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 《数字中国建设整体布局规划》                   | 2023 年 2 月  | 国务院     | 加快 5G 网络与千兆光网协同建设,深入推进 IPv6 规模部署和应用,推进移动物联网全面发展,大力推进北斗规模应用。                                                                   |
| 《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》        | 2022 年 12 月 | 国务院     | 加快物联网、工业互联网、卫星互联网、千兆光网建设,构建全国一体化大数据中心体系,加快物联网、人工智能等技术与商贸流通业态融合创新,同时注意防范垄断和安全风险。                                               |
| 《工业能效提升行动计划》                     | 2022 年 6 月  | 工信部等    | 推动 5G、云计算、边缘计算、物联网、大数据、人工智能等数字技术在节能提效领域的研发应用,积极构建面向能效管理的数字孪生系统。发挥 5G 应用产业方阵、“绽放杯”5G 应用征集大赛等平台作用,深入挖掘 5G 赋能工业领域节能提效的典型场景并加以推广。 |
| 《关于开展营商环境创新试点工作的意见》              | 2021 年 11 月 | 国务院     | 深化“互联网+监管”,加快构建全国一体化在线监管平台,积极运用大数据、物联网、人工智能等技术为监管赋能,探索形成市场主体全生命周期监管链。                                                         |
| 《关于拓展农业多种功能促进乡村产业高质量发展的指导意见》     | 2021 年 11 月 | 农业农村部   | 实施“互联网+”农产品出村进城工程,利用 5G、云计算、物联网、区块链等技术,加快网络体系、前端仓库和物流设施建设,把现代信息技术引入农业产加销各个环节,建立县城农产品大数据,培育农村电商实体及网络直播等业态。                     |
| 《物联网新型基础设施建设三年行动计划(2021-2023 年)》 | 2021 年 10 月 | 工信部等八部门 | 目标到 2023 年底,在国内主要城市初步建成物联网新型基础设施,社会现代化治理、产业数字化转型和民生消费升级的基础更加稳固。                                                               |
| 《“十四五”电子商务发展规划》                  | 2021 年 10 月 | 商务部     | 深度挖掘数据要素价值,推动 5G、大数据、区块链、物联网等先进技术的集成创新和融合应用,实现电子商务高质量发展                                                                       |
| 《物联网新型基础设施建设三年行动计划(2021-2023 年)》 | 2021 年 9 月  | 工信部等    | 聚焦发展基础好、转型意愿强的重点行业和地区,加快物联网新型基础设施部署,提高物联网应用水平。                                                                                |
| 《商务部关于加强“十四五”时期商务领域标准化建设的指导意见》   | 2021 年 8 月  | 商务部     | 研究建立统一的大数据全流程管理标准,推动 5G、人工智能、物联网、区块链等新技术标准化应用。                                                                                |
| 《关于推进城市一刻钟便民生活圈建设的意见》            | 2021 年 5 月  | 商务部     | 鼓励应用 5G、大数据、人工智能、物联网等先进信息技术,驱动发展无接触交易、智能结算、网订店取(送)、直播带货、自助售卖等创新                                                               |

资料来源：新华网，中国政府网，中商产业研究院，中银证券

## AIoT 营销受快消品品牌广告方青睐，行业潜力显著

快消品作为营销行业的主要服务对象，具有消费频率高、货架期短和消费者偏好快速变化的特点。以“Y/Z 世代”为代表的年轻消费者是快消品的主要消费群体，该类人群青睐能够提供新鲜体验和展现个性化生活方式的产品。根据灼识咨询，快消品新品市场规模年复合增长率领先于成熟品。新品品牌在营销中主要关注提升公众知名度、市场认可度和促进销售，而成熟品牌则通过增加营销投入，努力延长产品生命周期、刷新品牌形象，并提高市场渗透率及利用竞争优势。准确、真实且多维度的消费者反馈始终是快消品营销解决方案中的核心需求，因为这种反馈对品牌调整营销策略、产品孵化及业务运营计划至关重要。

图表 29. 按产品成熟度划分的中国快消品营销市场规模



资料来源：灼识咨询，招股书，中银证券

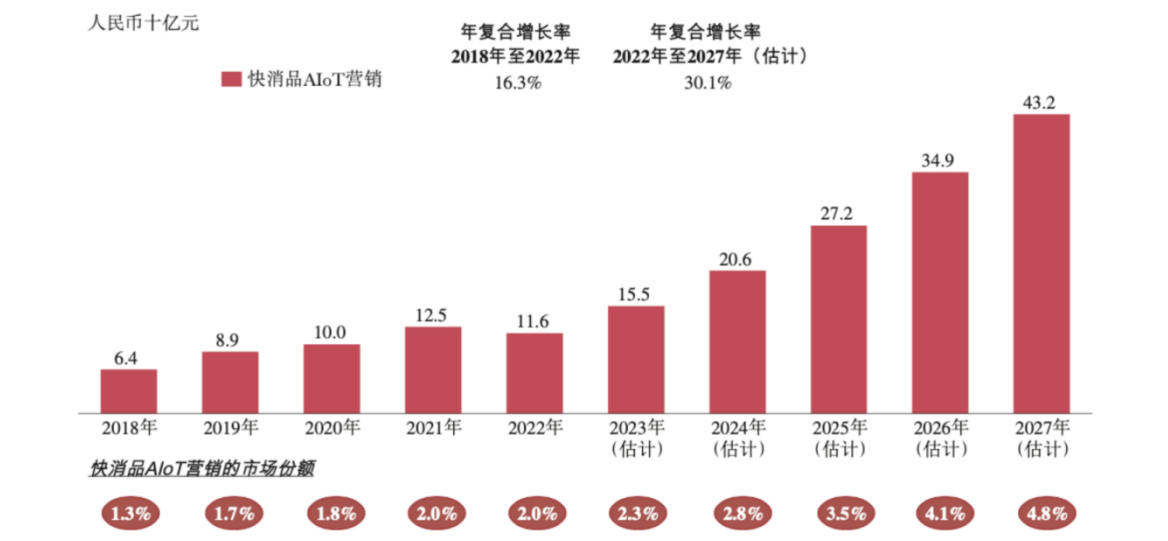
目前由于新产品发布加速、竞争加剧以及消费者偏好快速变化，快消品品牌在营销中面临以下主要痛点：

- 1) **新品发布投入高、周期长且覆盖有限。**新品发布成本高且耗时，例如现场营销活动涉及货架费、配送费和人力成本，通常至少需两个月准备。消费者转化率不高，依赖营销人员经验，且活动覆盖范围有限，难以快速在多地传播。
- 2) **线上渠道（电商、社交平台等）流量趋于饱和，获客成本逐年攀升。**中国涵盖电子商务、社交平台及搜索引擎等的公共领域线上流量总体逐步接近饱和，其中电子商务流量由头部互联网公司主导，相关线上渠道的获客成本持续攀升。根据灼识咨询报告，2022 年主流电商平台的消费者获取成本超过人均人民币 300 元。快消品品牌寻求降低成本且能提供全面数据分析的替代方案。
- 3) **缺乏有效的消费者反馈机制。**传统渠道多为单向传播，消费者难以有效反馈新品市场测试信息。传统纸质问卷和现场调查反馈成本高且覆盖面有限，品牌需要更快速、真实、多维度的反馈机制。

在目前产业变革的实践中，AIoT 营销作为能整合多种 AI 技术优势并以 IoT 技术链接线下实体的新兴营销解决方案，正逐步展现出其优势。AIoT 营销围绕 AI 分析决策和内容生产能力，以多维度数据信息积累为媒介，以结合多类型感知型 AI 能力的 IoT 设备为触手，实现终端的智能决策并丰富和优化人机交互、提升运营效率。我们认为该行业发展有望为品牌客户带来更高效可追踪的营销成果与精准且个性化的数据信息服务，此外也将极大丰富消费者体验。

根据灼识咨询报告，预计 2022 年至 2027 年中国快消品 AIoT 营销市场规模年复合增速为 30.1%，具备可观的发展潜力。作为行业领导者，众多消费品牌已成为趣致集团的客户，推动公司快速发展。

图表 30. 中国快消品 AIoT 营销的市场规模，2018 年至 2027 年（估计）



资料来源：灼识咨询，招股书，中银证券

根据当前市场情况和技术发展，我们预计中国快消品 AIoT 营销市场将呈现以下趋势：1) 为应对消费者个性化需求，AIoT 营销将更加注重多感官互动和贴近实地消费场景来深化消费者体验，增强品牌黏性和购买转化率。2) AIoT 营销解决方案提供商将扩展服务组合，采用多样化营销方式、提升定制能力，并通过数智化技术创造协同效应。3) 随着快消品品牌对快速产品推广的需求增加，AIoT 营销将朝着一站式端到端解决方案发展，涵盖从产品定位到消费者反馈收集的完整营销闭环，进一步优化营销效果并推动业务增长。

## 多感官 AI 互动持续升级，进军海外市场

### 多感官 AI 互动加速品牌心智渗透，盈利能力强

趣致集团利用 AI、IoT、大数据及嵌入终端和运营系统的算法等技术，自研了集视觉、听觉、触觉、嗅觉、动作交互为一体的多感官 AI 互动终端，为消费者提供个性化、沉浸式的深度体验，以加速品牌和客户产品对消费者的心智渗透。

图表 31. 公司互动终端功能及技术底座



资料来源：公司公告，中银证券

其多感官互动功能通过在 AI 互动终端中装配一系列的 AI 功能部件来实现，部件包括人工智能工控主机、视觉互动双摄像头、香水喷雾模组、语音互动模组、高清多媒体触摸屏、动态可变货道和 RGB 可编程氛围灯等。

图表 32. 趣致 AI 互动终端目前支持的互动形式

| 交互类型 | 交互形式                |
|------|---------------------|
| 视觉交互 | 人脸识别、人脸锁定、物体识别、美颜算法 |
| 语音交互 | 语音互动                |
| 触控交互 | 多媒体触摸屏互动            |
| 嗅觉交互 | 气味散发                |
| 动作交互 | 肢体识别、手势识别、表情&情绪识别   |

资料来源：公司公告，中银证券

**以技术为核心，趣致集团持续推进 AI 交互开发和优化。**2024 年上半年，公司新增情绪识别技术，该技术能够动态识别体验者在多种情绪下的表情表现，在面部特征识别和微表情动态评测上持续领跑业内，进一步丰富 AI 互动的形式，为品牌和消费者带来更优良的体验，并获取更详尽的消费行为分析。此外，公司也对现有的互动形式进行优化升级，如在香氛散发模块上集成了可视化雾化效果，使香味释放更加直观，以增强体验者的多维度沉浸感；推动技术专家深入营销活动设计的经营实践，以扩大气味散发、动作识别、语音交互等 AI 互动形式的应用场景和适用范围，以优化与消费者的交互方式。

在具体的营销企划方面，趣致集团根据所服务品牌和产品的特点以及计划植入的心智，量身定制 AI 互动内容和形式，选取与品牌和产品相关的消费和购买场景作为线下营销触点，并对终端外观和部署场景进行个性化的设计，以进一步增加营销活动的沉浸感，加速消费者心智渗透。随着多渠道协同开展的营销项目增加，公司持续增加对第三方短视频媒体的资源采购，进一步的扩张媒体投放的服务范围，有望不断提升渠道整合与一站式服务能力，以进一步满足品牌方的需求。

图表 33. 公司合作推广案例



### 健康活力，动作识别技术强化产品属性 益生菌新品推广案例

某乳业品牌推出了全新的益生菌产品系列，邀请我们提供新品推广服务。为了增强这一新产品的市场影响力，并向消费者传达其健康益处，我们为其设计了一项特别的营销活动。此活动通过游戏化的任务设计，采用动作姿态识别技术，创造出互动而有趣的用户体验，通过体感交互方式有效地强化了产品的健康利益点传递。这种创新的市场营销策略不仅给消费者留下了深刻的印象，而且显著提升了新品的认知度，并成功突出了其益生菌饮料的健康属性。该乳业品牌对我们所带来的显著价值高度认可，继而邀请我们参与推广其他新产品，以复制这一成功的营销模式。



### 茶香逸动，用AI技术赋能场景式营销 花茶系列推广案例

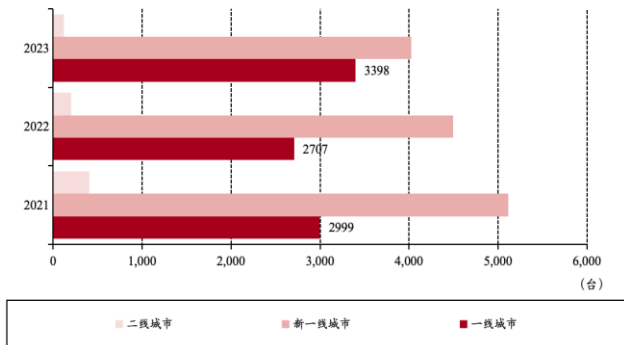
趣拿作为某茶饮品牌的长期合作伙伴，自品牌创立之初便携手共进，致力于提供卓越的品牌推广服务，并为之共同挖掘并实践创新而高效的营销策略。为扩大该品牌的消费者群体并增强市场吸引力，我们利用创新的AI驱动的香氛交互模块，为其策划并实施了极具特色的互动营销活动，并巧妙地融入消费者的日常生活场景，如饮茶、购茶等，从而为品牌营造了沉浸式的体验营销环境。在活动中，消费者得以通过嗅觉、听觉和视觉等多重感官的全面刺激，获得全方位品牌和产品体验，提升了品牌的美誉度和忠诚度。

资料来源：公司官网，中银证券

### 线上线下整合的触达渠道，先发布局海外

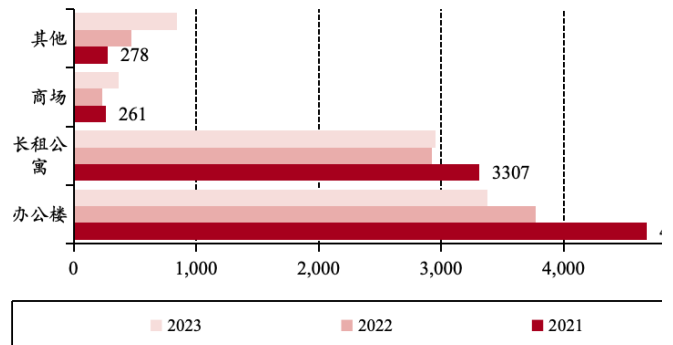
趣致集团利用 AIoT 互动终端网络、线上平台“趣拿”、第三方渠道打造了线上线下融合的一站式触达渠道，实现目标用户高频立体覆盖。公司持续发挥渠道协同效应，多渠道营销活动项目增长迅猛，实现业务快速规模化扩张。

图表 34. 2021-2023 年末趣致集团线下终端按城市级别划分（台）



资料来源：招股书，中银证券

图表 35. 2021-2023 年末趣致集团线下终端按场景划分（台）



资料来源：招股书，中银证券

截至 2023 年底，公司的 AIoT 互动终端网络由 7543 台终端组成，覆盖全国 22 个城市，包括所有一线城市（即北京、上海、广州和深圳）及大部分新一线城市（包括杭州、成都、重庆、天津、西安、武汉、郑州、南京、苏州、无锡、宁波、厦门、东莞、佛山、合肥、济南、青岛以及烟台），终端主要位于办公楼、长租公寓、商场等年轻人聚集的商业物业中。

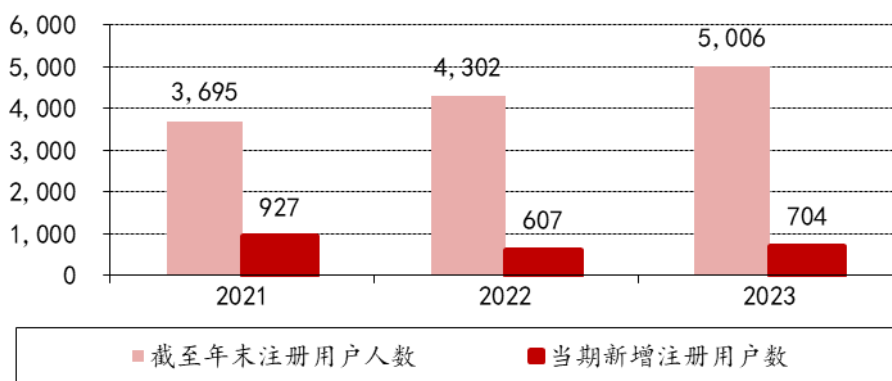
图表 36. 2023 年末趣致集团各城市线下终端数量分布图（台）



资料来源：招股书，中银证券

公司通过将访问线下终端的消费者转化为其在线平台“趣拿”用户，从而脱离线下环境限制，并由 AI 和大数据赋能的运营平台实现精准、多频的用户触达，累积用户画像与点位数据。截至 2023 年底，在线平台“趣拿”累计拥有超过 5000 万名注册用户，用户数持续上升，媒体价值持续提升。我们认为持续累积的用户与数据积累有望不断增强公司对外营销服务能力、丰富数据产品，同时强化内部精细化运营能力，持续提升盈利能力。

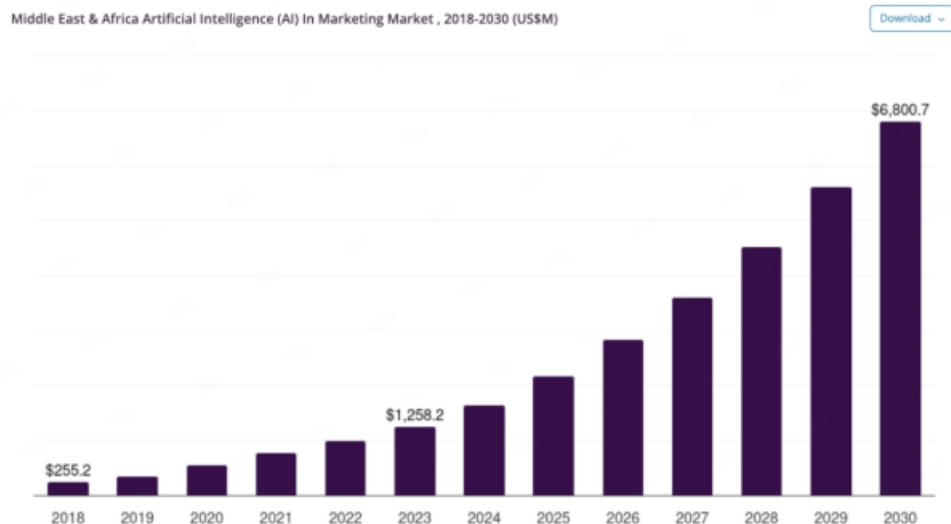
图表 37. 2021-2023 年公司线上平台注册用户人数（万人）



资料来源：招股书，中银证券

根据公司 2024 中期业绩报告,趣致集团将启动国际化战略,开拓中东市场。根据 Grand View Research 的数据,中东和非洲的人工智能营销市场规模预计将从 2023 年的 12.58 亿美元增长至 2030 年的 68.01 亿美元,年复合增长率高达 27.3%。中东广告市场的快速发展受益于数字内容和互联网普及,以及沙特阿拉伯等国家推动的数字化转型。其中,数字广告已成为中东和北非地区的主导力量,占据了该地区近一半的广告支出。Emarketer 的报告显示,2022 年中东和北非地区的数字广告支出达到 55 亿美元,同比增长 20%,预计到 2024 年将增长至 255 亿美元。此外,个性化广告的趋势日益明显:随着数字内容和互联网的普及,依托大数据和 AI 技术的高度定制化广告比传统广告更能满足本土市场需求。因此,公司提供的高度个性化、全链路营销服务有望成功开拓中东市场。

图表 38. 2018-2030 年中东和非洲人工智能营销市场规模



资料来源: Grand View Research, 中银证券

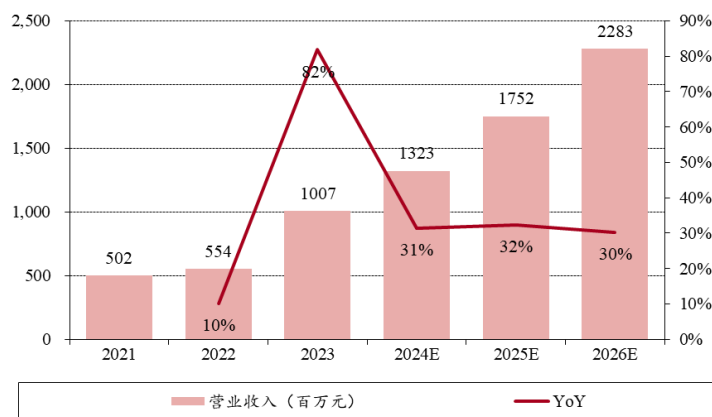
## 盈利预测及估值

**收入端：**预计公司 2024/2025/2026 年总营收分别为 13.23 /17.52 /22.83 亿元，同比+31%/ +32%/ +30%。

**(1) 国内业务方面，**因新兴赛道市场广阔，疫后公司整体营业收入呈现强劲的增势；**营销业务方面，**预计 2024/2025/2026 年营销服务中 KA 客户收入增速相较 2023 年放缓，但仍保持较高增速；非 KA 客户营销收入预计保持平缓增长；预计 2024/2025/2026 年营销业务整体收入达 10.25 /12.71 /16.01 亿元，同比+27%/ +24%/ +26%。**商品销售方面，**预计 2024/2025/2026 年商品销售收入达到 2.16/ 3.25/ 4.55 亿元，同比+50%/ +50%/ +40%，增长主要来自于机器点位数增加、品牌供应商持续开拓、零售业务效率提升等。

**(2) 海外业务：**根据 2024H1 业绩中报，公司宣布进军海外市场，我们预计海外业务将以 2025 年为起点产生收入，预计 2025/2026 年收入为 0.50/ 1.00 亿元。

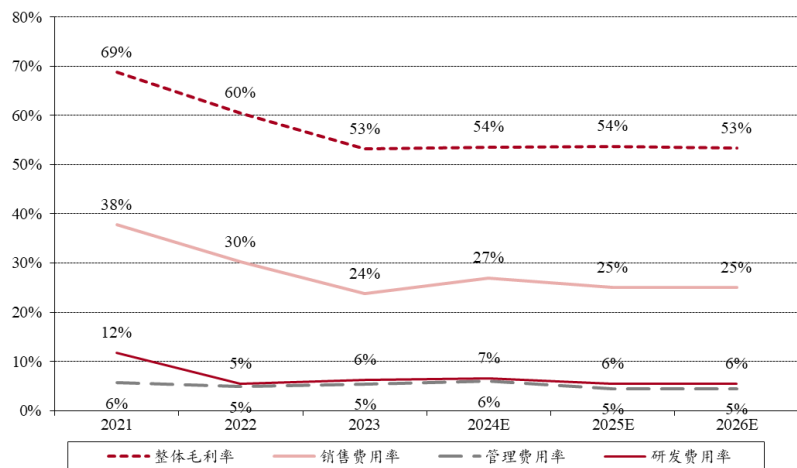
图表 39. 趣致集团营业收入预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

**毛利润方面，**预计公司 2024/2025/2026 年公司毛利润 7.08/ 9.42 /12.17 亿元，同比+32%/ +33%/ +29%，对应整体毛利率基本维持在 50%以上。分业务看，(i) 国内营销业务作为公司收入占比最大的业务，2023 年营销业务毛利率为 59.35%，预计 2024-2026 年整体毛利波动不大，维持在 60%左右的毛利率水平；(ii) 零售业务因业务性质在几大块业务中毛利率较低，预计随着点位开拓，公司有望在拓展品类的同时对供应商获得更大议价权，毛利率将有所上升；(iii) 因定价、市场环境等因素，预计公司营销业务在海外市场将有更高的利润率；2025 年后随着海外业务逐步产生利润并提升收入占比，与国内业务由零售收入占比提升带来的毛利率下滑相抵，从而实现公司整体层面毛利率企稳。**费用方面，**2023 年公司销售、管理、研发费用率分别为 23.77% /5.42% /6.28%，预计未来整体费用率持平，研发及营销费用率平缓小幅下降。

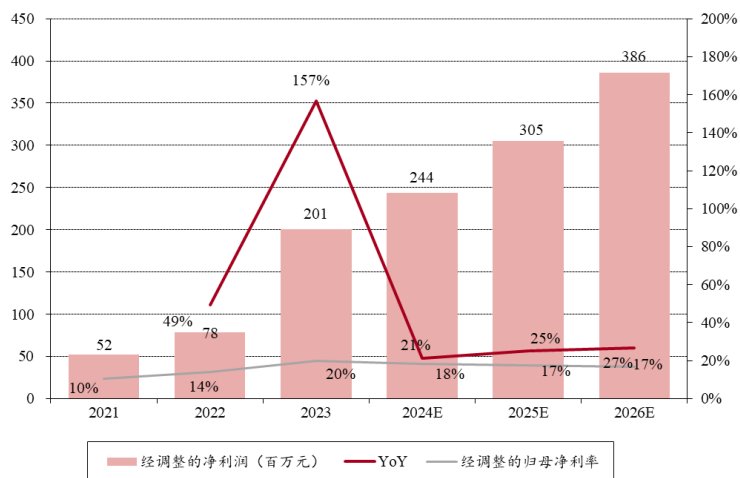
图表 40. 趣致集团毛利率和费用率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

**净利润方面**，因公司业务扩张过程中高净利与相对低净利业务均存在较大成长空间，我们预计公司 2024/2025/2026 年调整后净利率水平基本稳定在 17% 左右，对应调整后的净利润 2.44/ 3.05/ 3.86 亿元，同比+21%/ +25%/ +27%。

图表 41. 趣致集团经调整净利润及归母净利率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 42. 公司核心财务数据（百万元）

| 人民币      | 2022 | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 总收入      | 554  | 1,007 | 1,323 | 1,752 | 2,283 |
| yoy      | 10%  | 82%   | 31%   | 32%   | 30%   |
| 营销收入     | 405  | 808   | 1,025 | 1,271 | 1,601 |
| yoy      | 7%   | 100%  | 27%   | 24%   | 26%   |
| 零售收入     | 111  | 144   | 216   | 325   | 455   |
| yoy      | 6%   | 30%   | 50%   | 50%   | 40%   |
| 其他收入     | 37   | 54    | 82    | 106   | 127   |
| yoy      | 81%  | 45%   | 50%   | 30%   | 20%   |
| 海外收入     |      |       |       | 50    | 100   |
| yoy      |      |       |       |       | 100%  |
| 总毛利      | 335  | 535   | 708   | 942   | 1217  |
| 毛利率      | 60%  | 53%   | 54%   | 54%   | 53%   |
| 销售费用率    | 30%  | 24%   | 27%   | 25%   | 25%   |
| 管理费用率    | 5%   | 5%    | 6%    | 5%    | 5%    |
| 研发费用率    | 5%   | 6%    | 7%    | 6%    | 6%    |
| 调整后的净利润  | 78   | 201   | 244   | 305   | 386   |
| yoy      | 49%  | 157%  | 21%   | 25%   | 27%   |
| 调整后的净利润率 | 14%  | 20%   | 18%   | 17%   | 17%   |

资料来源：公司财报，中银证券预测

### 估值

趣致集团主营业务涉及标准化营销服务、增值营销服务与商品销售，因此我们选取了国内的营销服务相关上市公司，尤其是同样使用技术驱动线下设备或线上平台结合的公司：分众传媒、因赛集团、易点天下、彩讯股份。由于公司处于扩张阶段，业务高速增长，因此我们采用 PEG 相对估值法。

可比公司的 2024/25/26 年 PE 平均值分别为 54.83/ 42.78/ 34.86 倍；以 2023 年为基期，2023-2026 年可比公司的 3 年归母净利润 CAGR 平均值为 17%，2026 年 PEG 平均值为 1.97。我们预计 2024/25/26 年趣致集团调整后归母净利润 2.44/ 3.05/ 3.86 亿元，对应 PE 分别为 67.52/ 53.93/ 42.57 倍，2023-2026 年调整后净利润 CAGR 为 24%，2026 年 PEG 为 1.75；2026 年 PEG 小于可比公司。我们认为公司业务前景宽阔，持续累积技术、数据及点位优势，具备长期成长空间。首次覆盖，给予买入评级。

图表 43. 可比公司估值表

| 证券代码      | 证券简称 | 收盘价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | 归母净利润（人民币，亿元） |       |       |       | PE（倍）  |       |       | 2023-2026 年<br>净利润<br>CAGR | PEG<br>2026E |
|-----------|------|------------|-------------|---------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|----------------------------|--------------|
|           |      |            |             | 2023A         | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E  | 2025E | 2026E |                            |              |
| 002027.SZ | 分众传媒 | 6.44       | 930.08      | 48.27         | 53.17 | 57.84 | 62.52 | 17.49  | 16.08 | 14.88 | 9%                         | 1.65         |
| 300781.SZ | 因赛集团 | 54.66      | 60.11       | 0.42          | 0.47  | 0.64  | 0.81  | 126.92 | 93.78 | 73.93 | 25%                        | 2.95         |
| 301171.SZ | 易点天下 | 26.41      | 124.63      | 2.17          | 2.73  | 3.34  | 4.05  | 45.60  | 37.26 | 30.76 | 23%                        | 1.33         |
| 300634.SZ | 彩讯股份 | 19.21      | 86.68       | 3.25          | 2.96  | 3.61  | 4.36  | 29.30  | 24.01 | 19.89 | 10%                        | 1.93         |
| 平均值       |      |            |             |               |       |       |       | 54.83  | 42.78 | 34.86 | 17%                        | 1.97         |
| 0917.HK   | 趣致集团 | 67.75      | 164.44      | 2.01          | 2.44  | 3.05  | 3.86  | 67.52  | 53.93 | 42.57 | 24%                        | 1.75         |

资料来源：可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期，趣致集团盈利预测来自中银证券预测

注：收盘价时间为北京时间 2025 年 1 月 10 日收盘

## 风险提示

**宏观经济增速放缓，居民消费意愿和水平下滑，影响广告主投放意愿：**宏观经济增速放缓影响居民消费意愿，或导致整体消费疲软，快消品营销行业与宏观消费趋势相关度高，广告主预算收缩将影响公司整体收入增长空间。

**营销行业竞争加剧，公司服务价格降低：**国内营销行业竞争较为激烈，若营销相关业务价格下滑将导致营销客单价降低，公司核心收入增速下滑。

**AI 技术发展不及预期，难以在落地场景中变现：**公司大力发展 AI 技术在营销场景中的应用，若未来技术发展或变现方式遇到瓶颈，或导致收入无法大幅增长。

**行业政策变化以及超预期的监管措施：**国内营销行业监管变动，如隐私相关政策更新，或导致公司数据采集、利用相关环节变化，对公司业绩造成影响。

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日  | 2022  | 2023  | 2024E   | 2025E | 2026E   |
|--------------|-------|-------|---------|-------|---------|
| 营业收入         | 554   | 1,007 | 1,323   | 1,752 | 2,283   |
| 营业成本         | (219) | (471) | (615)   | (810) | (1,066) |
| 毛利润          | 335   | 535   | 708     | 942   | 1,217   |
| 销售费用         | (167) | (239) | (357)   | (438) | (571)   |
| 管理费用         | (27)  | (55)  | (79)    | (79)  | (103)   |
| 研发费用         | (30)  | (63)  | (86)    | (96)  | (126)   |
| 其他收入         | 6     | 6     | 5       | 6     | 6       |
| 财务成本净额       | (3)   | (2)   | (4)     | (4)   | (3)     |
| 其他损益         | (219) | (26)  | (2,012) | (15)  | (14)    |
| 税前损益         | (105) | 157   | (1,825) | 317   | 407     |
| 所得税          | (11)  | (20)  | 18      | (32)  | (41)    |
| 净损益          | (116) | 137   | (1,806) | 285   | 366     |
| 少数股东权益       | (0)   | (20)  | (20)    | (20)  | (20)    |
| 经调整净利润       | 78    | 201   | 244     | 305   | 386     |
| 普通股数(摊薄, 百万) | 104   | 104   | 263     | 263   | 263     |
| EPS(调整后, 摊薄) | 0.75  | 1.92  | 0.93    | 1.16  | 1.47    |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2022  | 2023 | 2024E   | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|------|---------|-------|-------|
| 净损益         | (116) | 137  | (1,806) | 285   | 366   |
| 折旧与摊销       | 63    | 58   | 70      | 65    | 61    |
| 运营资本变动      | (298) | (56) | (92)    | (113) | (120) |
| 其他经营现金流     | 242   | 53   | 1,986   | 36    | 45    |
| 经营活动产生的现金流  | (109) | 192  | 159     | 273   | 351   |
| 资本支出        | (0)   | (35) | (150)   | (50)  | (50)  |
| 短期理财增加净值    | 0     | 0    | 0       | 0     | 0     |
| 长期投资及其他     | 0     | (4)  | 0       | 0     | 0     |
| 投资活动产生的现金流  | (0)   | (39) | (150)   | (50)  | (50)  |
| 净增债务        | 85    | 68   | 225     | (24)  | (24)  |
| 净增权益        | (80)  | (9)  | 0       | 0     | 0     |
| 其他融资现金流     | 0     | 0    | 436     | 0     | 0     |
| 融资活动产生的现金流  | 5     | 59   | 661     | (24)  | (24)  |
| 现金变动        | (104) | 212  | 670     | 199   | 278   |
| 期初现金及等价物    | 192   | 87   | 299     | 969   | 1,167 |
| 期末现金及等价物    | 87    | 299  | 969     | 1,167 | 1,445 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及等价物      | 87    | 299   | 969   | 1,167 | 1,445 |
| 短期定期存款      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收款项        | 462   | 494   | 584   | 696   | 817   |
| 其他流动资产      | 89    | 105   | 109   | 115   | 123   |
| 流动资产总计      | 638   | 898   | 1,663 | 1,979 | 2,384 |
| 固定资产        | 175   | 118   | 196   | 180   | 169   |
| 无形资产        | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 其他非流动资产     | 9     | 50    | 50    | 50    | 50    |
| 非流动资产总计     | 185   | 170   | 248   | 233   | 221   |
| 总资产         | 824   | 1,067 | 1,911 | 2,212 | 2,605 |
| 应付账款        | 21    | 11    | 15    | 20    | 26    |
| 合约负债        | 0     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 其他流动负债      | 49    | 153   | 403   | 403   | 403   |
| 流动负债总计      | 70    | 167   | 420   | 425   | 431   |
| 非流动负债总计     | 1,327 | 1,268 | 14    | 14    | 14    |
| 总负债         | 1,397 | 1,435 | 435   | 440   | 446   |
| 归属于母公司权益    | (574) | (388) | 1,456 | 1,752 | 2,140 |
| 非控制性权益      | 0     | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 权益总额        | (574) | (368) | 1,476 | 1,772 | 2,160 |
| 总负债及权益      | 824   | 1,067 | 1,911 | 2,212 | 2,605 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

| 年结日: 12月31日  | 2022     | 2023     | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|----------|----------|-------|-------|-------|
| 成长能力         |          |          |       |       |       |
| 营业收入增长率 (%)  | 10.20    | 81.84    | 31.44 | 32.40 | 30.29 |
| 归属于母公司净利润增长率 | 49.39    | 156.78   | 21.33 | 25.20 | 26.68 |
| 获利能力         |          |          |       |       |       |
| 毛利率 (%)      | 60.45    | 53.17    | 53.54 | 53.75 | 53.31 |
| 调整后净利率 (%)   | 14.12    | 19.94    | 18.40 | 17.40 | 16.92 |
| ROE          | (13.63)  | (54.55)  | 16.50 | 17.20 | 17.88 |
| 偿债能力         |          |          |       |       |       |
| 资产负债率 (%)    | 169.65   | 134.47   | 22.75 | 19.87 | 17.11 |
| 净负债比率 (%)    | (243.57) | (390.09) | 29.46 | 24.80 | 20.64 |
| 流动比率 (%)     | 9.07     | 5.38     | 3.96  | 4.66  | 5.53  |
| 速动比率 (%)     | 9.07     | 5.38     | 3.96  | 4.66  | 5.53  |
| 营运能力         |          |          |       |       |       |
| 总资产周转率       | 1.34     | 1.06     | 0.89  | 0.85  | 0.95  |
| 应收账款周转率      | 2.40     | 2.11     | 2.45  | 2.74  | 3.02  |
| 应付账款周转率      | 21.06    | 29.24    | 46.60 | 46.82 | 46.78 |
| 每股指标 (元)     |          |          |       |       |       |
| 经调整每股收益      | 0.75     | 1.92     | 0.93  | 1.16  | 1.47  |
| 每股销售收入       | 5.30     | 9.65     | 5.04  | 6.67  | 8.69  |
| 估值比率         |          |          |       |       |       |
| P/E          | 83.57    | 32.55    | 67.52 | 53.93 | 42.57 |
| P/S          | 11.80    | 6.49     | 12.43 | 9.39  | 7.20  |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371