

## 引力传媒 (603598.SH)

### 内容营销龙头，积极布局创新业务

随着经济恢复，我们预计公司传统主业将快速增长。此外，公司积极布局 AI、出海等新业务，有望赋能业务高速发展。考虑到公司业务处于快速增长期，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

- 公司成立于 2005 年，以内容创新和科技创新为核心战略，不断拓展外延增长领域，成为最大内容营销公司。2005-2009 年，公司以品牌营销为起点，广泛铺开业务范围。2010-2015 年，布局互联网媒体，成长为最大内容营销公司。2016-至今，完成数字营销转型，健全全链路全域营销能力。2023 年起收入端逐步恢复，利润端有所修复。2023 年实现收入 47.4 亿元，同比增长 9.3%；归母净利润 4804.1 万元，22 年同期为亏损 1 亿元。
- 营销业务基本盘方面，公司发挥客户及媒体优势，布局全域营销能力。客户端来看，公司覆盖客户行业包括食品快消、美妆日化、数码 3C 等，并先后获得伊利、阿里、抖音电商等行业头部客户的社交营销年度合作业务。媒体端方面，字节为最大供应商，占比超过 50%。2023 年山东巨量引擎及武汉巨量星图采购额占比为 53.68%；前五大供应商占年度采购总额为 81.25%。此外，公司还常年与 300 多家媒体长期紧密合作，涵盖传统电视媒体、长视频媒体、短视频平台、垂直细分领域头部 APP 等。
- 公司积极拓展 AI、出海等新业务，有望成为未来业务增长极。公司积极搭建出海营销服务团队，并以 Google、Meta、TikTok 等主流媒体平台为主业务阵地，拓展承接电商、游戏、应用等行业客户的出海营销业务。目前，引力传媒英国分公司已获得 TikTok 英区 TSP（品牌商家代运营）与 TAP（达人短视频内容及分销）双经营牌照认证。AI 布局上，公司已完成 DeepSeek-R1 本地化部署，并将基于其模型底座，训练符合数字营销和 AIGC 业务的全新模型。同时，公司将 DeepSeek 与各大平台、第三方等 AI 工具集成，赋能公司全域营销和内容创作，并将与 AI 大模型与平台下单 API、履约结算 API 等系统功能进行融合。
- 首次覆盖，给予“增持”投资评级。我们预计公司 FY2024-2026 年收入分别为 63.9/83.3/103.9 亿元，对应增速分别为 35%/30%/25%。归母净利润分别为 0.38/0.92/1.56 亿元。
- 风险提示：新业务拓展不及预期风险、广告需求增长不及预期、舆情风险、监管风险

#### 财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4333	4738	6390	8334	10389
同比增长	-21%	9%	35%	30%	25%
营业利润(百万元)	(99)	64	50	122	206
同比增长	-48%	-165%	-21%	141%	70%
归母净利润(百万元)	(100)	48	38	92	156
同比增长	-52%	-148%	-22%	144%	70%
每股收益(元)	-0.37	0.18	0.14	0.34	0.58
PE	-48.9	101.9	130.0	53.4	31.4
PB	33.7	24.8	20.8	15.1	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 增持 (首次)

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

当前股价：18.23 元

### 基础数据

总股本 (百万股)	268
已上市流通股 (百万股)	268
总市值 (十亿元)	4.9
流通市值 (十亿元)	4.9
每股净资产 (MRQ)	0.8
ROE (TTM)	14.8
资产负债率	86.2%
主要股东	罗衍记
主要股东持股比例	36.97%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	61	2
相对表现	-13	43	-7



资料来源：公司数据、招商证券

### 相关报告

- 徐帅 S1090523070014  
✉ xushuai2@cmschina.com.cn
- 顾佳 S1090513030002  
✉ gujia@cmschina.com.cn
- 谢笑妍 S1090519030003  
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、 公司简介 .....	4
1、 发展历程：头部内容营销公司，打造全域生态营销解决方案 .....	4
2、 组织结构及管理层：公司股权结构集中，管理团队经验丰富 .....	5
3、 财务分析：盈利能力回升，精细化管理降本提效 .....	6
二、 业务分析：发挥客户及媒体优势，布局全域营销 .....	7
1、 效果营销：自研引力核力系统，覆盖投放全链条 .....	8
2、 品牌营销：头部内容营销公司，创新“IP 全域营销”方法论 .....	9
3、 社交营销：覆盖客户行业丰富度高，“核力星推”系统智能生产 KOL 营销方案 .....	10
4、 创新业务：出海+短剧+AIGC，持续多维度创新业务边界 .....	11
（1）出海业务：探索营销业务范围 .....	11
（2）短剧业务：寻找新兴内容载体 .....	12
（3）AI+应用：AIGC 产品赋能创意内容生成，助力业务降本增效 .....	13
三、 投资建议 .....	13
四、 风险提示 .....	15
1、 新业务拓展不及预期风险 .....	15
2、 广告需求增长不及预期 .....	15
3、 监管风险 .....	15
4、 舆情风险 .....	15

## 图表目录

图 1：2005 年-2015 年引力传媒发展历程 .....	4
图 2：2016 年-至今引力传媒发展历程 .....	5
图 3：引力传媒股权架构图 .....	5
图 4：FY2015-FY2023 引力传媒营业收入及同比增速 .....	6
图 5：FY2014-FY2023 引力传媒归母净利润及同比增速 .....	7
图 6：2020-2023 年引力传媒三费率 .....	7
图 7：2020-2023 年引力传媒毛利率及净利率 .....	7
图 8：引力传媒合作客户示例 .....	8
图 9：引力传媒合作媒体资源 .....	8

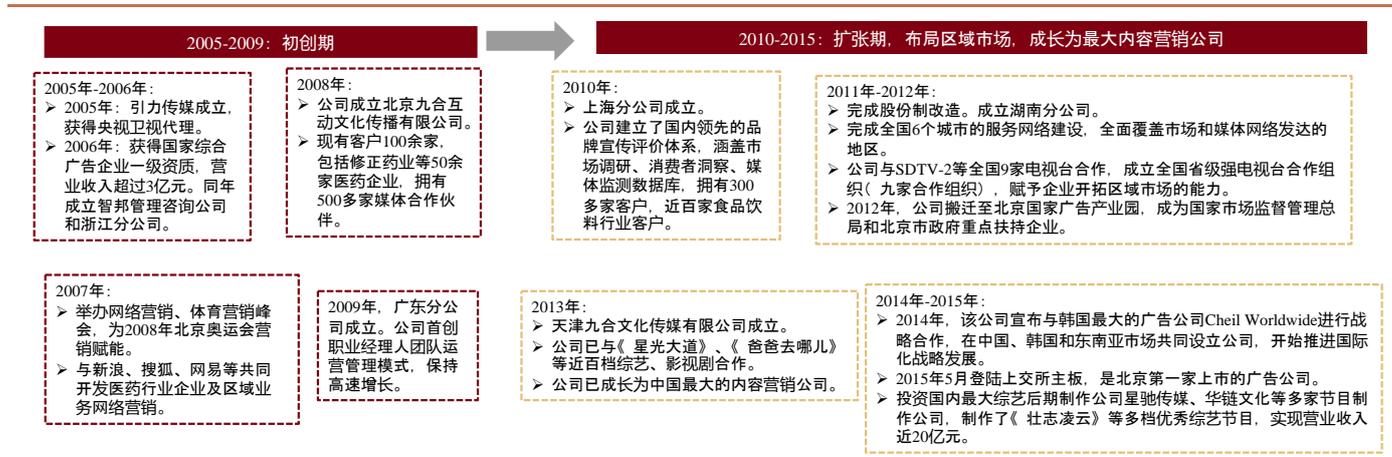
图 10: 引力传媒引力智投系统.....	9
图 11: 引力传媒综艺营销部分案例展示 .....	10
图 12: 引力传媒社交营销案例.....	11
图 13: 引力传媒 TikTok 双经营牌照认证.....	11
图 14: 2023 年引力传媒分地区营业收入.....	12
图 15: 引力传媒《金猪玉叶》短剧.....	12
图 16: 引力传媒“全面应用 AIGC 多模态产品” .....	13
表 1: 引力传媒高管简介 .....	5
表 2: 收入分拆表 .....	14
表 3: 费用及利润端预测一览.....	14
附: 财务预测表 .....	16

## 一、公司简介

### 1、发展历程：头部内容营销公司，打造全域生态营销解决方案

引力传媒是一家聚焦互联网生态、提供一站式营销解决方案、助力企业实现生意增长的全链路营销运营公司。公司成立于2005年，以内容创新和科技创新为核心战略，不断拓展外延增长领域，先后在北上广等6个内地城市和香港设立分公司。

图 1：2005 年-2015 年引力传媒发展历程

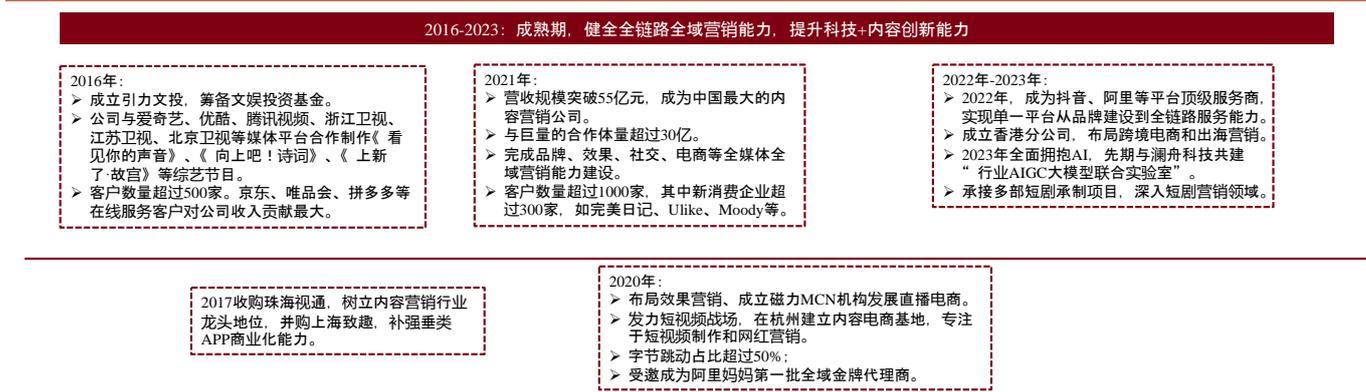


资料来源：公司官网、招商证券

**初创期：2005-2009年，以品牌营销为起点，广泛铺开业务范围。**2005年引力传媒成立。2006年，获得国家综合广告企业一级资质。2007-2010年，引力传媒专注于医药行业与区域业务网络营销，医药行业客户占总客户一半以上，逐步设立各省份分公司。公司与电视节目、报纸、户外营销、广播、网络五大媒体平台上500多家媒体达成合作伙伴关系，建立了国内领先的品牌宣传评价体系和涵盖市场调研、消费者洞察、媒体监测数据库，客户数量由2008年100余家迅速增长至2010年300余家。

**扩张期：2010-2015年，布局互联网媒体，成长为最大内容营销公司。**2011-2012年引力传媒完成全国6个城市服务网络建设，与全国9家省级电视台达成合作组织，成为国家市场监督管理总局和北京市政府重点扶持企业，至2013年发展成为全国最大的整合营销机构。2014年，该公司宣布与韩国最大的广告公司Cheil Worldwide进行战略合作，布局国际战略发展。2015年5月引力传媒登陆上交所主板，同时改革经营模式，发展内容营销。投资国内最大综艺后期制作公司星驰传媒、华链文化等多家节目制作公司。2016年，成立引力文投，筹备文娱投资基金，与各大视频平台、电视台合作制作了多档优秀综艺节目和电视剧。

图 2：2016 年-至今引力传媒发展历程



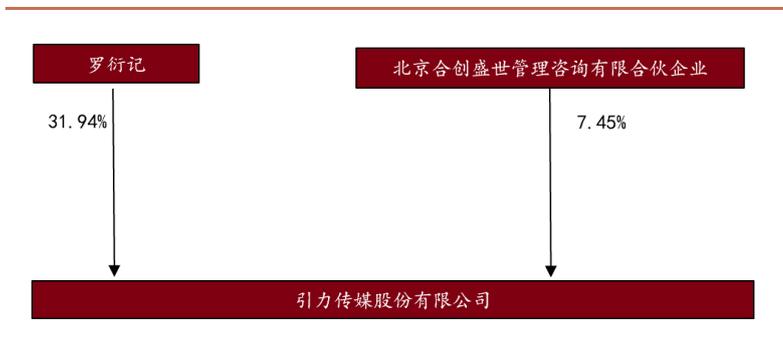
资料来源：公司官网、招商证券

**成熟期：2016-至今，完成数字营销转型，健全全链路全域营销能力，提升科技加内容创新能力。**2017 年收购珠海视通，树立内容营销行业龙头地位，并购上海致趣，补强垂类 APP 商业化能力，数字化转型成效显著，通过外延增长实现跨越式发展。2020 年布局效果营销、成立磁力 MCN 机构发展直播电商，发力短视频战场，在杭州建立内容电商基地，专注于短视频制作和网红营销。2021 年完成品牌、效果、社交、电商等全媒体全域营销能力建设。2022 年公司成为抖音、阿里等平台顶级服务商，实现单一平台从品牌建设到全链路服务能力。同年成立香港分公司，布局跨境电商和出海营销。2023 年全面拥抱 AI，先期与澜舟科技共建“行业 AIGC 大模型联合实验室”，并承接多部短剧承制项目，探索短剧营销领域。

## 2、组织结构及管理层：公司股权结构集中，管理团队经验丰富

公司股权结构集中。董事长罗衍记为公司第一大股东及实际控制人，持股比例为 31.94%。一致行动人北京合创盛世管理咨询有限合伙公司持股 7.45%。

图 3：引力传媒股权架构图



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：引力传媒高管简介

姓名	职位	获委任为董事或高级管理人员的	简介
----	----	----------------	----

敬请阅读末页的重要说明

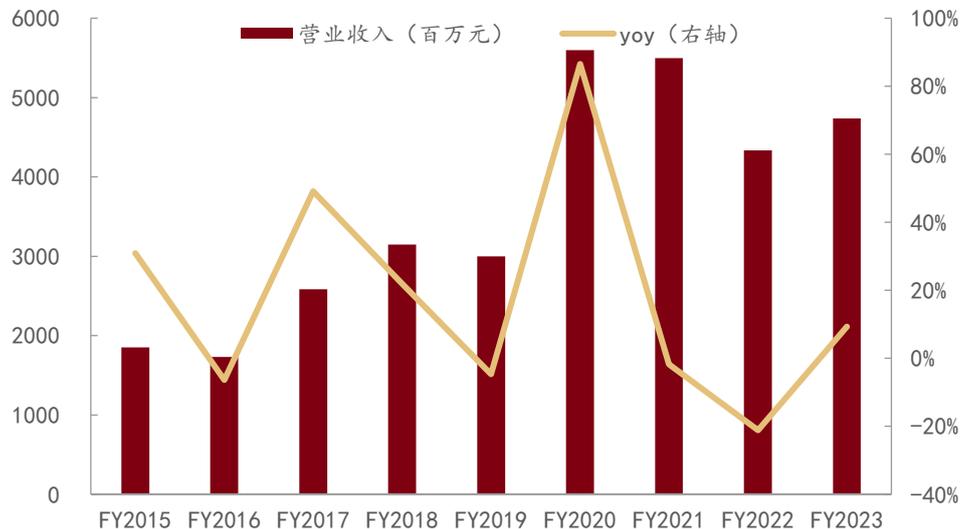
		日期	
罗衍记	董事长	2005 年	硕士研究生学历。自 2005 年 8 月起至 2021 年 12 月任引力传媒股份有限公司董事长、总裁。2021 年 12 月至今担任引力传媒股份有限公司董事长。
潘欣欣	董事、 总裁	2021 年	工商管理硕士。2005 年 8 月加入公司，历任引力传媒股份有限公司媒体合作部专员、总监，媒体合作中心总经理，大客户中心总经理及广州公司总经理，公司助理总裁，总裁。2017 年 12 月至 2021 年 12 月，担任引力传媒股份有限公司董事。2021 年 12 月至今，担任引力传媒股份有限公司董事、总裁。
贾延广	董事、 副总裁	2023 年	本科学历，曾在中国教育电视台广告部任职。2005 年加入公司，先后在北京公司任营销总监，上海公司任副总经理，杭州公司任总经理职务。现任引力传媒股份有限公司董事、副总裁。
顾彬	董事、 副总裁	2023 年	硕士学位，曾在北京众成就广告有限公司任职。2018 年 7 月加入引力传媒股份有限公司，历任广州公司销售副总经理、广州公司总经理、引力传媒股份有限公司助理总裁。现任引力传媒股份有限公司董事、副总裁。
王晓颖	财务 总监	2014 年	大学本科学历。自 2008 年 8 月至 2023 年 12 月任引力传媒股份有限公司董事、财务总监。现任引力传媒股份有限公司财务总监。
穆雅斌	董 事 会 秘 书	2023 年	硕士学位，曾在德勤华永会计师事务所、中植企业集团、招商证券任职。2018 年 1 月加入引力传媒股份有限公司，曾在引力传媒股份有限公司担任战略投资部投资总监及证券事务总监、证券事务代表、董事会秘书。现任引力传媒股份有限公司董事会秘书。

资料来源：公司公告、招商证券

### 3、财务分析：盈利能力回升，精细化管理降本提效

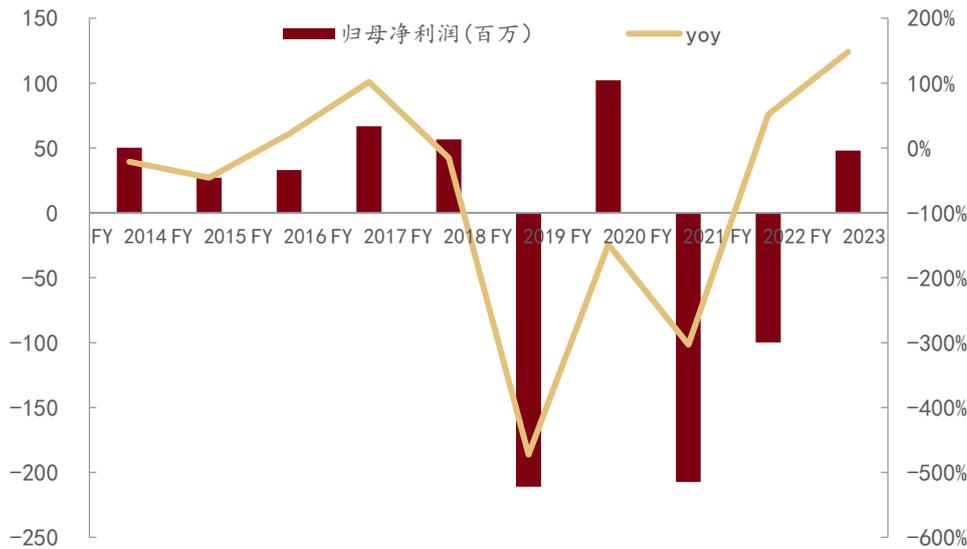
收入端逐步恢复,盈利能力逐步稳定。2023 年实现收入 47.4 亿元,同比增长 9.3%;归母净利润 4804.1 万元,22 年同期为亏损 1 亿元;2024 年前三季度实现收入 44.3 亿元,同比增长 28.4%。实现归母净利润 1950.6 万元,同比下降 44.6%。

图 4: FY2015-FY2023 引力传媒营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 5: FY2014-FY2023 引力传媒归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

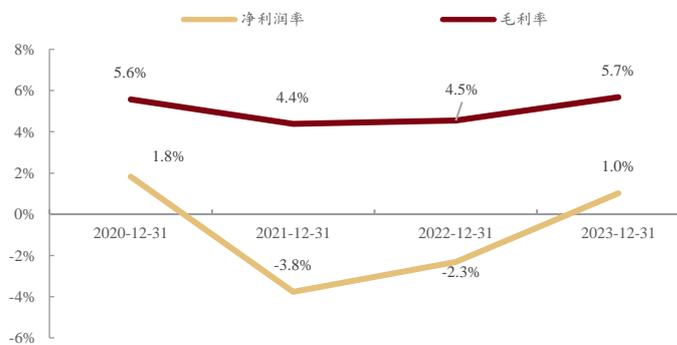
受业务结构和客户调整影响毛利率有所波动，持续降本增效。2023 年公司实现毛利率为 5.7%；净利率 1.0%，前值分别为 4.5%/2.3%。2024 年前三季度毛利率为 4.4%，同比下降 1.1pct。前三季度净利率为 0.4%，同比下降 0.6pct。费用端来看。2023 年公司销售费用率、管理费用率分别为 2.5%/1.7%，同比下降 1.2/0.2pct。

图 6: 2020-2023 年引力传媒三费率



资料来源：公司公告、招商证券

图 7: 2020-2023 年引力传媒毛利率及净利率



资料来源：公司公告、招商证券

## 二、业务分析：发挥客户及媒体优势，布局全域营销

公司有丰富的客户及媒体资源，字节跳动为最大供应商。客户端来看，覆盖行业包括食品快消、美妆日化、数码 3C 等，并先后获得伊利、美的、阿里、抖音电商等行业头部客户的社交营销年度合作业务。此外，公司先后服务国内外品牌企业上千家，并与多数客户保持着长期稳定的合作关系，合作超 10 年的企业有近百家，合作消费品牌 500 余家。

图 8: 引力传媒合作客户示例



资料来源：公司官网、招商证券

媒体端来看，字节跳动采购量占比较大。2023 年山东巨量引擎及武汉巨量星图采购额占比为 53.68%；前五大供应商占年度采购总额为 81.25%。公司常年与 300 多家媒体长期紧密合作，形成了覆盖全域媒体与全域流量的媒体资源矩阵，涵盖传统电视媒体、长视频媒体、短视频平台、200 多家垂直细分领域头部 APP 等。公司是快手优秀合作伙伴、快手品牌广告代理商、磁力方舟数据服务商、磁力聚星代理商、磁力金牛服务商等；微博 2023 年度整合营销代理商、2023 年爱奇艺核心代理等资质及荣誉。同时，引力传媒也同时拥有阿里和字节双平台顶级资质。

图 9: 引力传媒合作媒体资源



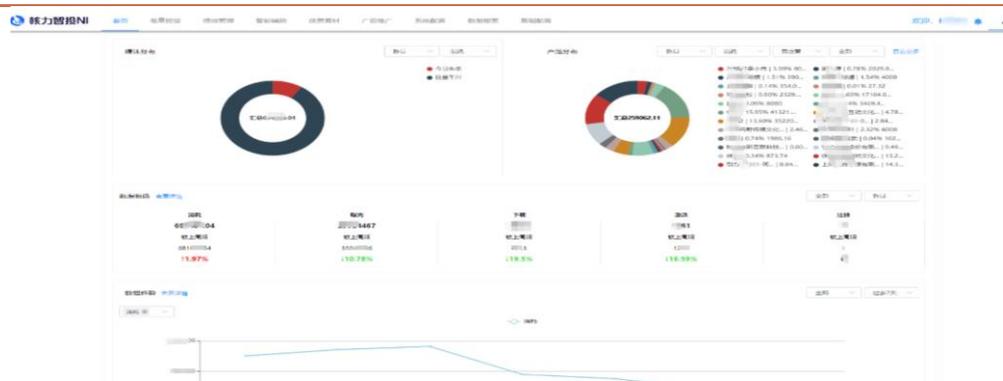
资料来源：公司官网、招商证券

### 1、效果营销：自研引力核力系统，覆盖投放全链条

效果营销是指企业按照营销的实际效果来支付推广费用，营销效果通常用销售额、引导数、行动和点击数等指标来表示，作为企业付费的依据。公司自身研发线上一体化智能营销系统——引力核力系统，主要包括“核力智投”、“核力智选”、“核

力星推”等系列智能营销工具，已实现“智能化策略产出、智能化精准投放、全数据贯通、全链路可视”。

图 10: 引力传媒引力智投系统



资料来源：公司公告、招商证券

目前，公司效果营销业务团队 2023 年累计服务 500 余客户，客户结构丰富，覆盖美妆、快消、网服、电商等板块。公司效果营销团队的短视频工场专业能力认证提升，团队中多数已获得“巨量引擎广告营销资格认证”。

## 2、品牌营销：头部内容营销公司，创新“IP 全域营销”方法论

品牌营销是公司通过市场营销使用户形成对企业品牌和产品的认知过程，使用户加深对营销内容的印象，提高用户对品牌的感知强度。引力传媒利用全域营销服务能力和全媒体资源优势，提出“IP 全域营销 4.0”方法论，基于多年影视剧、综艺节目等 IP 内容营销基因，以 IP 为依托、“数据+内容”为双核驱动战略，坚持全平台品牌营销思维，助力品牌实现全网内容资产联动。公司利用微博、小红书、抖音等社交和短视频媒体平台生态，拉升品牌社交声量，助力品牌长效生意增长。2014-2023 年，引力传媒累计合作执行 1000+ 剧综项目，成为 IP 全域全链路营销先行者。

图 11: 引力传媒综艺营销部分案例展示



资料来源：公司公众号、招商证券

### 3、社交营销：覆盖客户行业丰富度高，“核力星推”系统智能生产 KOL 营销方案

社交营销具有内容、互动、转化属性，成为品牌传播与电商销售转化的核心枢纽。基于市场流量生态的变化和客户品牌需求，公司对“核力星推”、“核力智选”两大社交 AI 营销系统进一步优化迭代，系统覆盖了抖音、快手、小红书、B 站等多个媒体平台，沉淀的 KOL/KOC 红人数量已达到百万级。

“核力星推”系统已经具备红人批量筛选、智能推荐、一键触达、实时监测、效果追踪等功能，能够结合品牌推广需求和消费者个性定制 KOL 社交营销方案。

“核力星推”系统目前可以实现跨平台红人选择、整合和自助式合作，可以实现单平台全链路社交营销的定制化解决方案，可自助式生成新型媒体策略（从“+ 达人”到“达人+”），形成了“社交传播-销售转化”营销闭环。

公司社交营销客户覆盖食品快消、美妆日化、数码 3C 等多个行业，并获得伊利、美的、阿里、抖音电商等行业头部客户社交营销年度合作业务，业务能力显著，营销效果突出。例如，引力传媒为挪瓦咖啡打造的“秋天第一杯奶茶”，助推挪瓦品牌推出草莓拿铁；产出医美爆文公式，为修丽可定制穿透医美场景的脚本。

图 12: 引力传媒社交营销案例



资料来源: 公司微信公众号、招商证券

## 4、创新业务：出海+短剧+AIGC，持续多维度创新业务边界

### (1) 出海业务：探索营销业务范围

公司积极搭建出海营销服务团队，并以 Google、Meta、TikTok 等主流媒体平台为主业务阵地，拓展承接电商、游戏、应用等行业客户的出海营销业务，为广告主提供涵盖投放洞察、媒介策略、素材优化、投放追踪等全流程精细化运营服务，实现高效媒介采买的同时保障广告主投放效果预期。

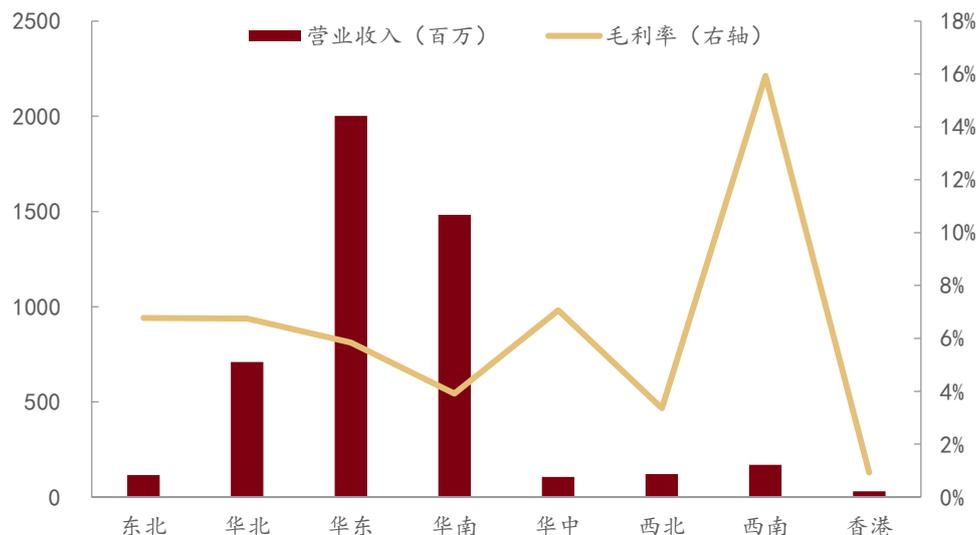
目前，引力传媒英国分公司已获得 TikTok 英区 TSP（品牌商家代运营）与 TAP（达人短视频内容及分销）双经营牌照认证。2023 年香港地区营业收入约 3000 万，毛利率 1%。

图 13: 引力传媒 TikTok 双经营牌照认证



资料来源: 公司官网、招商证券

图 14: 2023 年引力传媒分地区营业收入



资料来源: 公司公告、招商证券

## (2) 短剧业务: 寻找新兴内容载体

2023 年, 公司深入短剧营销领域, 将短剧视为新兴“内容载体”, 通过营销植入及品牌定制等合作模式将品牌产品无缝融入短剧剧情情节, 拓宽受众群体的同时实现品牌曝光与产品销售需求。例如, 在与 AKF 合作的《金猪玉叶》短剧中, 引力传媒紧密链接 AKF 品牌核心受众, 使 AKF 散粉与女主角在内的多位女性角色进行深度互动。结合狂跑暴汗、日常补妆等场景, 让 AKF 植入片段更加贴近消费者生活, 生动展示出 AKF 散粉清爽控油、持久定妆的效果。

目前公司均衡发力于精品短剧、定制短剧、小程序剧等多个赛道, 推动斐乐、碧然德、小度、安慕希、唯品会、科施佳等多个客户合作短剧项目, 探索更加成熟多元的商业化路径。

图 15: 引力传媒《金猪玉叶》短剧



资料来源: 公司公告、招商证券

### (3) AI+应用：AIGC 产品赋能创意内容生成，助力业务降本增效

公司已推出自有营销电商行业模型并推出三大智能体（Agent）-感知智能体、决策智能体、内容智能体，用以增强营销决策、创意素材、视频混剪等环节内容产出的精准性与稳定性。此外，公司基于实际业务应用场景推出“创意助手”、“视频助手”和“通用助手”三大 AIGC 产品应用，业务团队只需简单描述需求，由“创意助手”生成相关视频脚本，基于视频脚本自动匹配相应素材并一次性迅速生成十条视频，实现了从 AI 口播到 AI 混剪的全链路产出，至少提高业务团队 30% 工作效率。引力传媒已为敷尔佳、HBN、逐本、伊利等品牌客户提供 AI Native 内容素材创作并实际用于营销服务过程。

此外，公司通过接入外部 AI 大模型赋能自身业务。2023 年公司先后接入百度“文心一言”（ERNIE Bot）、阿里“通义千问”大模型，并参与了豆包 AI 工具的小范围测试应用。2024 年，公司电商营销与内容创作团队与火山引擎建立起常规沟通机制，豆包、即梦等 AI 工具在内部广泛应用。当前公司已完成 DeepSeek-R1 本地化部署，并将基于其模型底座，训练符合数字营销和 AIGC 业务的全新模型。同时，公司将 DeepSeek 与各大平台、第三方等 AI 工具集成，赋能公司全域营销和内容创作。此外，还将与 AI 大模型与平台下单 API、履约结算 API 等系统功能进行融合。

图 16：引力传媒“全面应用 AIGC 多模态产品”



资料来源：公司公告、招商证券

## 三、投资建议

我们预计引力传媒 2024-2026 年收入分别为 63.9/83.3/103.9 亿元，对应增速分别为 35%/30%/25%。归母净利润分别为 0.38/0.92/1.56 亿元。考虑到公司收入增速相对较高，且内容营销具备一定稀缺性，首次覆盖，给予“增持”评级。

收入端来看：

（1）数字营销收入：考虑到数字营销成为主要业务，且短剧等数字营销新模式带来业务增速提高，预计 2024-2026 年数字营销业务同比增长 36.5%/31.1%/25%。

（2）传统媒介代理收入：考虑到传统媒介代理业务相对稳定，历年营业收入逐渐下滑，我们持相对谨慎态度，预计 2024-2026 年传统媒介代理业务同比增长 -20%/-8%/-3%。

(3) 专项广告服务收入：考虑到专项广告业务相对稳定，历年营业收入维持平稳中缓慢下滑，我们持相对谨慎态度，我们预计 2024-2026 年，专项广告服务将实现同比增长-15%/-5%/-3%。

表 2: 收入分拆表

单位: 百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,333	4,738	6,390	8,334	10,389
YOY	-21.2%	9.3%	34.9%	30.4%	24.7%
营业总成本	4399	4469	6077	7932	9821
毛利率	4.5%	5.69%	4.89%	4.83%	5.46%
数字营销	4,112	4,599	6,278	8,231	10,288
yoy	-17.9%	11.9%	36.5%	31.1%	25.0%
毛利率	4.2%	5.3%	4.65%	4.65%	5.33%
成本	3939	4355	5986	7848	9740
传统媒介代理	190	118	94	87	84
yoy	-60.5%	-37.9%	-20.0%	-8.0%	-3.0%
毛利率	5.2%	15%	16%	16%	16%
成本	180	101	79	73	71
专项广告服务	31	21	18	17	16
yoy	254.5%	-34.1%	-15.0%	-5.0%	-3.0%
毛利率	44.5%	36.5%	32.0%	35.0%	36.5%
成本	17	13	12	11	10

资料来源：公司公告，招商证券

成本及费用端来看，考虑到公司业务增长较快，返点的规模效应或稍有滞后，预计在 2024-2026，毛利率分别为 4.89%/4.83%/5.46%。营业费用方面，考虑到公司营业精细化管理，人效比提高，销售费用占比有望有所优化。管理费用方面，由于公司采取精细化管理，我们预计其占收比整体呈稳定下降趋势。研发费用方面，考虑到 AI 投入等相对前置，整体呈相对稳定态势。

表 3: 费用及利润端预测一览

单位: 百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用	164	120	142	150	197
yoy	5.6%	-26.5%	18.3%	5.3%	31.6%
销售费用率	3.8%	2.5%	2.2%	1.8%	1.9%
管理费用	81	81	110	117	145
yoy	-18.0%	0.4%	35.2%	6.2%	24.7%
管理费用率	1.9%	1.7%	1.7%	1.4%	1.4%
研发费用	1	8	10	13	15
yoy	-92.6%	1065.8%	25.8%	30.4%	16.3%
研发费用率	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
归母净利润	-100	48	38	92	156
yoy	-52%	-148%	-22%	144%	70%
归母净利润率	-2.3%	1.0%	0.6%	1.1%	1.5%

资料来源：公司公告，招商证券

## 四、风险提示

### 1、新业务拓展不及预期风险

公司新业务的拓展可能面临市场需求不足、竞争激烈或技术变革等风险因素，导致业务增长不及预期，同时市场接受度低或客户需求变化可能导致新业务无法获得足够的市场份额或实现盈利。

### 2、广告需求增长不及预期

广告为顺周期行业，如宏观经济修复不及预期或公司获取客户能力减弱或造成广告需求增长不及预期，对公司业绩产生不利影响。

### 3、监管风险

公司在业务拓展过程中可能受到监管机构的审查和监管限制，监管政策和法规的变化可能导致公司的业务模式、运营方式或产品需要调整，增加了不确定性和遵从成本。违反监管要求可能面临罚款、行政处罚、业务暂停或撤销许可等风险，对公司业务和声誉造成负面影响。

### 4、舆情风险

负面舆情可能对公司品牌声誉、客户信任和市场地位造成损害。社交媒体和网络的广泛使用使得信息传播更加迅速和广泛，负面消息可能在短时间内扩散，可能导致公众对公司产生误解、不信任或抵制，对业务运营带来困扰。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1278	1107	1259	1623	2043
现金	313	323	290	386	533
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	13	17	23	28
应收款项	701	540	639	817	997
其它应收款	26	24	32	50	73
存货	0	0	0	0	0
其他	238	207	280	347	411
<b>非流动资产</b>	106	116	115	114	113
长期股权投资	14	14	14	14	14
固定资产	6	5	5	5	5
无形资产商誉	6	5	4	4	3
其他	80	91	91	91	90
<b>资产总计</b>	<b>1384</b>	<b>1222</b>	<b>1373</b>	<b>1736</b>	<b>2156</b>
<b>流动负债</b>	1193	977	1089	1362	1629
短期借款	124	152	130	125	110
应付账款	606	374	474	619	766
预收账款	283	261	354	476	599
其他	181	190	131	142	154
<b>长期负债</b>	46	48	49	50	51
长期借款	40	30	31	32	33
其他	6	18	18	18	18
<b>负债合计</b>	<b>1239</b>	<b>1025</b>	<b>1139</b>	<b>1412</b>	<b>1680</b>
股本	268	268	268	268	268
资本公积金	4	4	4	4	4
留存收益	(126)	(75)	(37)	53	204
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司所有者权益	145	197	235	325	476
<b>负债及权益合计</b>	<b>1384</b>	<b>1222</b>	<b>1373</b>	<b>1736</b>	<b>2156</b>

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	122	21	50	95	158
净利润	(100)	48	38	92	156
折旧摊销	6	4	3	2	2
财务费用	12	12	11	10	10
投资收益	3	0	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	201	(49)	23	3	2
其它	0	6	(5)	6	6
<b>投资活动现金流</b>	(2)	(2)	17	17	17
资本支出	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)
其他投资	0	0	19	19	19
<b>筹资活动现金流</b>	(19)	(9)	(101)	(16)	(29)
借款变动	1	(5)	(90)	(4)	(14)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(4)	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(2)	(5)
其他	(17)	(4)	(11)	(10)	(10)
<b>现金净增加额</b>	<b>101</b>	<b>10</b>	<b>(33)</b>	<b>96</b>	<b>147</b>

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	4333	4738	6390	8334	10389
营业成本	4136	4469	6077	7932	9821
营业税金及附加	6	6	8	10	13
营业费用	164	120	142	150	197
管理费用	81	81	110	117	145
研发费用	1	8	10	13	15
财务费用	10	11	11	10	10
资产减值损失	(54)	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	23	19	19	19	19
投资收益	(3)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>营业利润</b>	(99)	64	50	122	206
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	(98)	63	50	121	205
所得税	2	15	12	29	49
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	(100)	48	38	92	156

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-21%	9%	35%	30%	25%
营业利润	-48%	-165%	-21%	141%	70%
归母净利润	-52%	-148%	-22%	144%	70%
<b>获利能力</b>					
毛利率	4.5%	5.7%	4.9%	4.8%	5.5%
净利率	-2.3%	1.0%	0.6%	1.1%	1.5%
ROE	-51.0%	28.1%	17.4%	32.8%	39.0%
ROIC	-19.7%	12.8%	10.3%	21.4%	28.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	89.5%	83.9%	82.9%	81.3%	77.9%
净负债比率	19.0%	22.9%	13.8%	10.7%	8.0%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.8	3.6	4.9	5.4	5.3
存货周转率					
应收账款周转率	4.9	7.6	10.6	11.1	11.1
应付账款周转率	5.6	9.1	14.3	14.5	14.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.37	0.18	0.14	0.34	0.58
每股经营净现金	0.45	0.08	0.19	0.35	0.59
每股净资产	0.54	0.73	0.87	1.21	1.77
每股股利	0.00	0.00	0.01	0.02	0.03
<b>估值比率</b>					
PE	-48.9	101.9	130.0	53.4	31.4
PB	33.7	24.8	20.8	15.1	10.3
EV/EBITDA		83.2	99.4	47.4	29.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。