



布局元宇宙和电商服务，未来业绩大幅增厚可期 —— ITP HOLDINGS (08446·HK) 投资价值分析报告

核心观点

◎元宇宙火爆全球，电商行业迎来高速增长期

元宇宙已被视为未来数字经济创新和产业链延伸的新高地。2021 年，美股元宇宙概念股全线大涨，Cloudflare 大涨 14.52%，Roblox 上涨 13.8%，Block 涨超 6%，Meta 涨超 3%。尚有万亿美元的市场规模等待开发。传统产业与互联网进入深度融合阶段，电子商务生态圈已经形成。我国的互联网用户规模突破 10 亿，全球电商零售市场仍在以 10% 的年复合增长率扩大规模，给电子商务市场带来了可观的增长空间和市场活力。

◎进入元宇宙和电商赛道，加速推动业绩增厚

2022 年，公司通过收购鑫杭信息强势进入了元宇宙和电商服务行业，借助鑫杭信息两大产业的业务现状和发展趋势，仅三个月，就让公司整体业绩拔高了一个层次，直接跨越盈亏临界点。最新一季报显示：公司的营收结构发生了很大的改变，传统视像显示解决方案服务收益占比由 95% 缩减到了 65%。季度收益共 11.15 百万港元，是上年同期的 1.41 倍。鑫杭信息的优势产业带来了较大的盈利空间，季度经营利润实现 8.16 百万港元。本次收购活动，公司扭转了连续三年亏损的局面，在传统业务的基础上找到了加速业绩增长的强心剂。

◎专利和技术团队突显核心竞争力

鑫杭信息拥有自主知识产权的电商平台系统，取得 12 项元宇宙底层专利技术以及由 BAT 和华为等互联网大厂引进的资深工程师组建的技术团队，这些优势资源筑成了坚固的护城河，让一家初创二年多的互联网高科技公司获得快速成长。2022 年，鑫杭信息的电商平台系统成功应用于 18 个 APP，元宇宙底层技术也开始投入商业应用，正在蓄势待发。公司还在向综合电商服务领域进军，正在推进的智慧商圈项目大受欢迎，项目启动 2 个月，就有 1,000 多家实体商家参与联盟商圈，有望在年底实现 200 万商家入驻。

◎公司盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年每股收益（EPS）分别为 0.005 港元、0.02 港元、0.06 港元。DCF 估值模型下：给予公司的合理估值为 10.32 元。我们给予公司“强烈推荐（首次）”的评级。

◎投资风险提示

政治风险、技术替代风险、劳动市场供应不足的风险、市场经济波动及汇率风险。

财务摘要

(百万港元)	2021A	2022E	2023E	2024E
收益	20.35	88.87	194.12	445.60
(+/-) (%)	64.78%	336.71%	118.43%	129.55%
拥有人占收益	-24.24	0.04	0.29	1.61
(+/-) (%)	30.68%	100.17%	625%	445.17%
每股收益 (元)	-0.03	0.005	0.02	0.06
P/E	-246.56	1,579	480.51	128.6

数据来源：华通证券研究

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

公司投资评级

强烈推荐（首次）

公司深度报告

研究部

化工行业组

SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据 2022.12.2

收盘价 (元)	7.53
一年中最低/最高	0.23/12
总市值 (亿元)	60.56
总股本 (亿元)	8
ROE (TTM)	-21.12%
PE (TTM)	-617.24

股价相对走势



数据来源：Choice 数据



正文目录

一、元宇宙爆发无限潜力，电商服务稳步前进.....	4
1.元宇宙行业分析	4
(1) 元宇宙行业的基本情况.....	4
(2) 元宇宙产业政策利好.....	4
(3) 元宇宙行业的发展趋势及全球竞争格局.....	5
2.电商服务行业分析	7
(1) 电商服务行业的基本情况.....	7
(2) 电商服务行业政策.....	8
(3) 电商服务行业的发展情况及预测.....	8
(4) 电子商务代运营的发展趋势及竞争格局.....	11
3.演出行业分析	12
(1) 演出行业的现状	12
(2) 演出行业的成长情况及发展趋势.....	13
二、新旧业务珠联璧合，助力公司未来成长	14
1. 新业务元宇宙和电商服务即将引爆.....	14
(1) 主要经营活动	15
(2) 公司发展及未来	15
(3) 同业比较	16
(4) 核心竞争力	16
2.未来三年毛利率预测	17
3.未来三年服务的演出数量预测.....	18
4.未来三年收益预测	18
三、业绩预测.....	18
四、估值分析.....	20
1.相对估值	20
2.DCF 模型.....	20
五、新产业助力未来，业绩大规模增厚.....	21
1.股价催化剂	21
2.六个月目标价	22
六、股票投资评级.....	22
法律声明及风险提示	23



图目录

图 1: 元宇宙产业集群及重点企业	4
图 2: 基础设施层发展情况	5
图 3: 核心层发展情况	6
图 4: 2021-2026 年 AR/VR 头显出货量预测 (万台)	6
图 5: 2017-2021 年网络支付用户和网络游戏用户规模及使用情况	7
图 6: 电商服务行业产业链	8
图 7: 2017-2021 年我国电子商务交易额及电子商务营收规模	8
图 8: 2017-2021 年中国网民规模及网络用户购物规模	9
图 9: 2020-2025 年全球电商销售额预测	9
图 10: 2022 年电商零售总额	10
图 11: 电子商务代运营服务内容及国内头部企业	11
图 12: 2017-2021 年中国电商代运营市场规模 (单位: 亿元)	11
图 13: 2021 年四家公司的营收结构	11
图 14: 消费者眼中的演出行业	12
图 15: 2017-2025 年演出市场规模及预测	13
图 16: 近几年演出细分市场票房收入	13
图 17: 2022-2023 年演唱会排期及海报	14
图 18: 香港红馆 2022 年 12 月—2023 年 9 月的预订情况	14
图 19: 2021 和 2022 年地区市场收入	15
图 20: 2022 年年报和一季度报的营收结构	15
图 21: 2022 年一季度与可比公司管理效率及盈利能力比较	16
图 22: 12 项元宇宙专业技术	16
图 23: 公司平台系统成功应用的 APP	17
图 24: 公司近一年的 PB (MRQ) 和可比公司 PB (MRQ)	20
图 25: DCF 模型测算数据	21
图 26: DCF 敏感性测试	21

表目录

表 1: 2022-2024 年的各产业毛利率预测	18
表 2: 2022-2024 服务的演出数量预测	18
表 3: 2022-2024 年收益预测	18
表 4: 2022-2024 年财务报表预测及比率分析	19
表 5: 未来三年 PB 预测	20

一、元宇宙爆发无限潜力，电商服务稳步前进

1.元宇宙行业分析

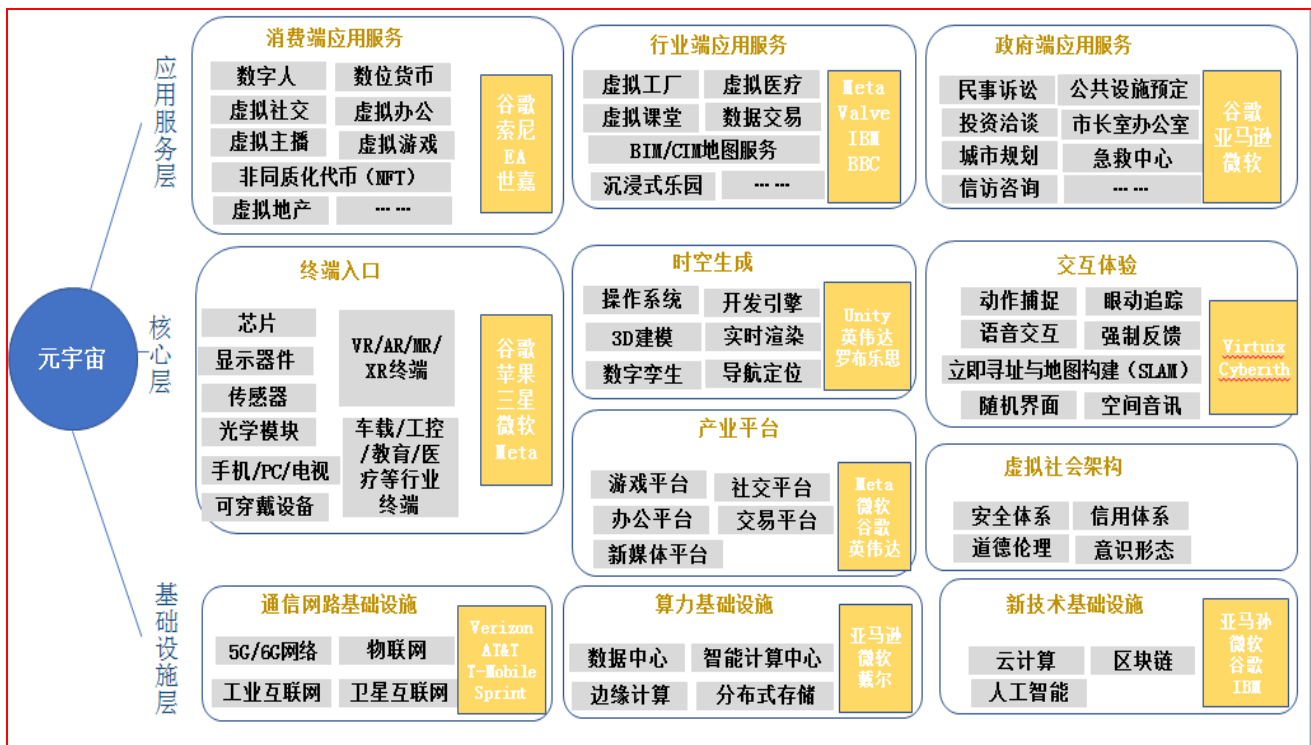
元宇宙是一种新型的互联网应用和社交形式，通过整合多种新技术，将虚拟和现实世界融为一体。作为重要的新兴产业，元宇宙行业受到了社会的广泛重视。Wind 数据显示，今年 4 月底以来，元宇宙主题指数累计涨幅近 40%，元宇宙已被视为未来数字经济创新和产业链延伸的新高地。

(1) 元宇宙行业的基本情况

元宇宙 (Metaverse) 的概念最早由美国作家于 1992 年提出。2021 年 3 月，美国 Roblox 公司首次将“元宇宙”写进招股说明书，引发了社会各界的关注。2021 年 10 月，Facebook 更名为 Meta，引发了“元宇宙”概念第二波热潮。国内外巨头企业纷纷布局元宇宙领域。我国一些地方政府也积极布局元宇宙，上海、武汉、合肥、无锡、杭州、南昌、厦门等地先后提出重点发展元宇宙相关产业。元宇宙成为各界关注热点，新模式新业态不断涌现。

元宇宙的“元”具备创新、创造的特征，“宇宙”代表时间、空间和人的概念。元宇宙提供基于增强现实技术的沉浸式体验，基于数字孪生技术生成现实世界的镜像，基于区块链技术构建经济系统，在经济系统、社会系统和身份系统上将虚拟世界与现实世界紧密结合，并允许每个用户生产内容和编辑世界。元宇宙将实现游戏、社交、娱乐、办公等行为方式的升级，面向 C 端的云技术、区块链技术、显示系统高宽带互联网、VR/AR/MR、脑机接口等新应用所需要的软件基础和硬件基础，正处于快速发展期。

图 1：元宇宙产业集群及重点企业



资料来源：《元宇宙产业链生态白皮书》 华通证券研究部整理

(2) 元宇宙产业政策利好

2021 年，《中国经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》指出：充分发挥海量数据和丰富应用场景优势，促进数字技术与实体经济深度融合，赋能传统产业转型升级，催生新产业新业态新模式，壮大经济发展新引擎。聚集高端芯片、操作系统、人工智能关键算法、传感器等关键领域、加快推进基础理论、基础算法、装备材料等研发突破与迭代应用。

2022 年，工业和信息化部在《中小企业发展情况发布会》上决议：通过“创客中国”创新创业大赛等多种方式，引导和支持中小企业加快推进数字产业化和产业数字的进程，培育一批数字产业化专精特新中小企业、特别要注重培育一批深耕专业领域工业互联网、工业软件、网络与数据安全、智能传感器等方面的“小巨人”企业，培育一批进军元宇宙、区块链、人工智能等新兴领域的创新型中小企业。

2022 年，全国政协委员谈剑锋在《十三届全国人大五次会议》提出：在加强对元宇宙市场的监管方面，提前研究制定“元宇宙”监管法律和规范，系统布局核心技术，占据未来竞争制高点；在关键数据管控方面，设立国家“数据银行”，优先收储个人生物特征、医疗健康数据等具有唯一性、不可再生性数据。

(3) 元宇宙行业的发展趋势及全球竞争格局

近年来，我国 ICT 产业快速发展，并逐步在虚拟现实/增强现实（VR/AR）终端、通信网络设备、数通设备、液晶显示面板、软件交互等领域取得显著进步，构筑起产业发展长板。2021 年元宇宙爆火的热度直击 2022 年春晚，沈腾在春晚上的一句“我是元宇宙的 DOG KING”，让一个同名虚拟币 dogeking 一度涨超 1000%。美股元宇宙概念股全线大涨，Cloudflare 大涨 14.52%，Roblox 上涨 13.8%，Block 涨超 6%，Meta 涨超 3%。

基础设施发展情况

作为支撑“元宇宙”运行的血液系统——通讯网络基础设施，当前处在 5G、千兆光网为代表的“双千兆”网络基础设施建设中。国外科技巨头引领“元宇宙”算力基础设施。区块链技术目前已经发展至 NFT 阶段，开启了数字内容资产化时代，受到大量巨头追捧和资金注入，国内互联网大厂也开始尝试数字藏品。2021 年 NFT 总销量约 60 亿，Metaverse 占到 6.4%。

我国自 5G 商用以来基建部署持续加速，各省市从站址规划、资源开放、用电优惠等方面给予有力支持，截至 2022 年 2 月末，我国 5G 基站建设总数达 150.6 万，覆盖范围不断扩大，且有望在 2022 年底建成 200 万座，为“元宇宙”等创新应用提供基础支撑。根据《“十四五”信息通信行业发展规划》，到 2025 年每万人拥有 5G 基站数量达到 26 个。

图 2：基础设施层发展情况



资料来源：中国电子信息产业发展研究院 华通证券研究部整理

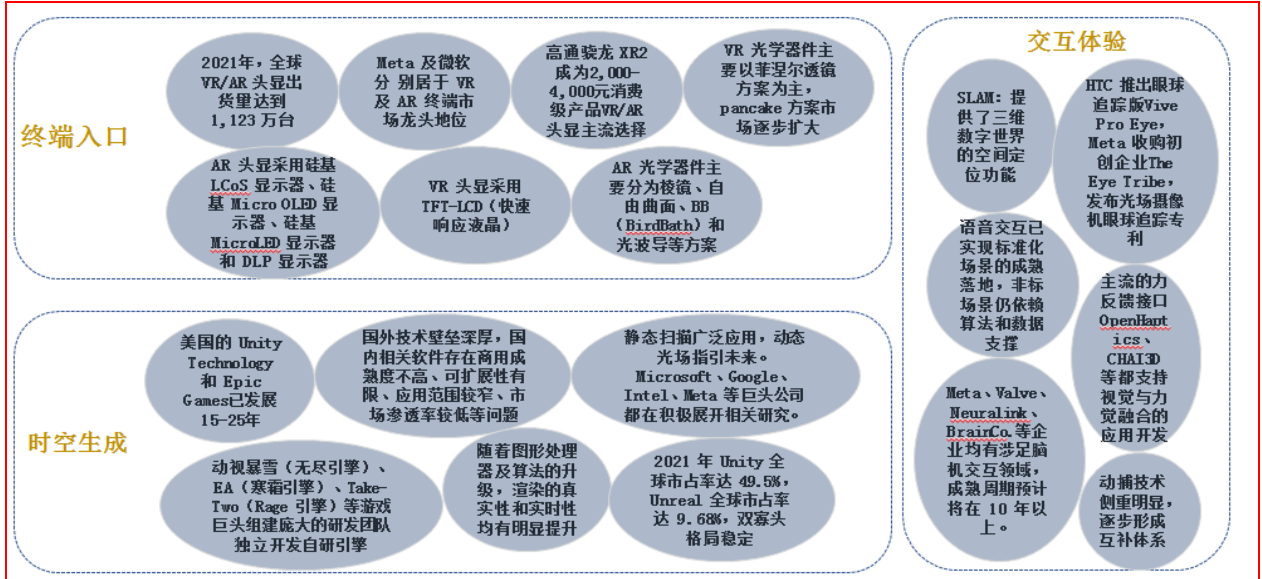
核心层发展情况

相较于其他终端入口，虚拟现实（VR/AR/MR/XR）头显的感知体验和交互特性直接决定了元宇宙对于用户的吸引力，其也是实现计算、感知、交互、融合等功能的重要载体。VR 与 AR 头显采用的光学方案明显不同，对显示器件需求差别较大，VR 头显追求高分辨率、大视场角，AR 头显则追求轻量型、低功耗和高亮度。在时空生成方面，国外企业已建立深厚的技术壁垒，我国企业未推出市场主流产品；3D 建模技术目前主要包含静态扫描技术与动态光场重建两类；硬件与算法突破，渲染真实性与实时性大幅提升；越来越多的游戏厂商在商用引擎 Unity 和 Unreal 基础上，针对开发特性对引擎进行深度定制化，以适配特定项目的开发。

元宇宙中的交互方式包括语音交互、手势交互、嗅觉、触感、脑机接口等，但单一交互方式只可实现部分沉浸，多模态融合交互方式保障全场景交互体验。多模态交互核心是将物理人 100% 投射到元宇宙中，形成虚拟化的感官交互，增强交互体验，为元宇宙全场景落地提供技术基础。元宇宙助力社交平台场景化，游戏化社交体验增强元宇宙社交沉浸感。从长期来看，元宇宙的核心在于经济体系的形成，未来的元宇宙将不仅是用户获得更好的娱乐和体验的地方，同时也会成为创造价值、实现价值和分享价值的平台，而社交元宇宙作为其中一部分，也将催生出不同的商业模式，从而进一步放大社交平台的商

业化价值。

图 3：核心层发展情况

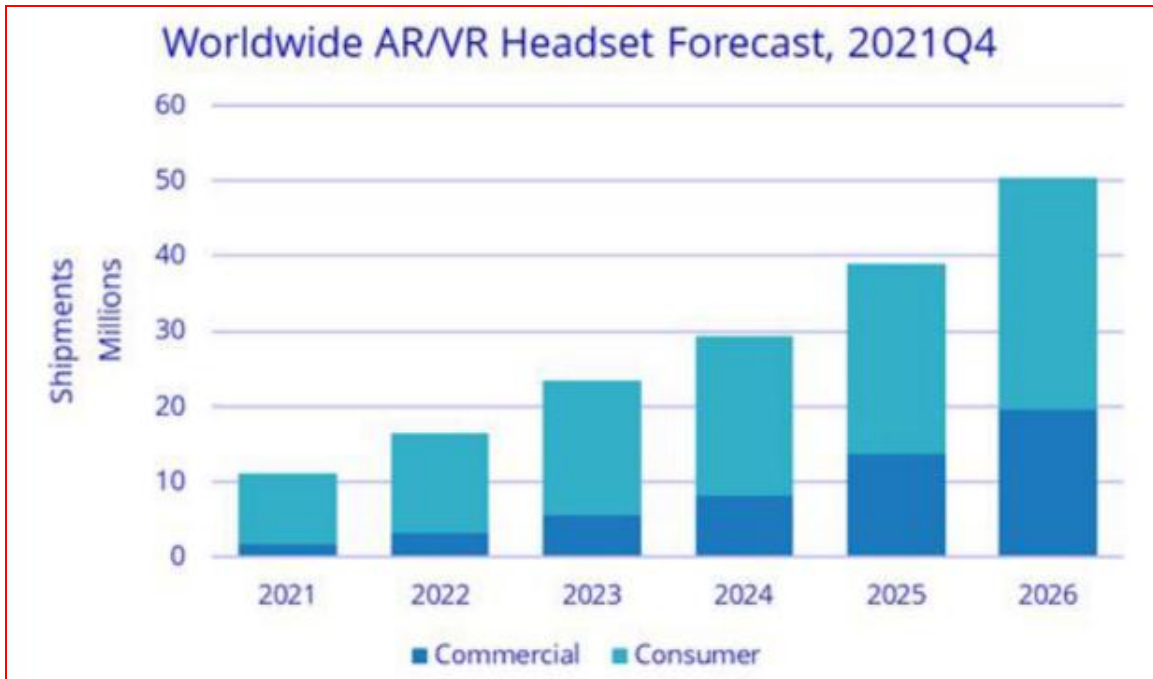


资料来源：中国电子信息产业发展研究院 华通证券研究部整理

全球虚拟现实头显市场迎来高速增长。据 IDC 数据显示，2021 年全球 VR/AR 头显出货量达到 1,123 万台，市场同比增长 92.1%。其中 VR 头显出货量达 1,095 万台，2C 端 VR 头显出货量首次超过 2B 端，VR 头显开启消费级市场之路。预计 2022 年全球 VR 头显出货量将突破 1,573 万台，同比增长 43.6%。Meta 旗下 Oculus Quest 2 出货量约 880 万台，市场占有率 80%，已成为全球 VR 头显市场的代表性产品。AR 眼镜市场龙头地位被微软占据。国内品牌方面，字节跳动旗下 VR 头显品牌 Pico 市场占有率为 6%，全球第二。我国 VR 头显设备市场较小，2021 年出货量不足百万台，其中 Pico、爱奇艺瓜分了过半市场份额。

市场新进入者以及更广泛的商业采用将进一步推动 AR/VR 头显出货量，IDC 预计 2022 年 AR/VR 头显出货量同比增长 46.9%，至 2026 年将实现两位数增长，复合年增长率为 35.1%，全球 AR/VR 头显出货量将超过 5,000 万台。

图 4：2021-2026 年 AR/VR 头显出货量预测（万台）



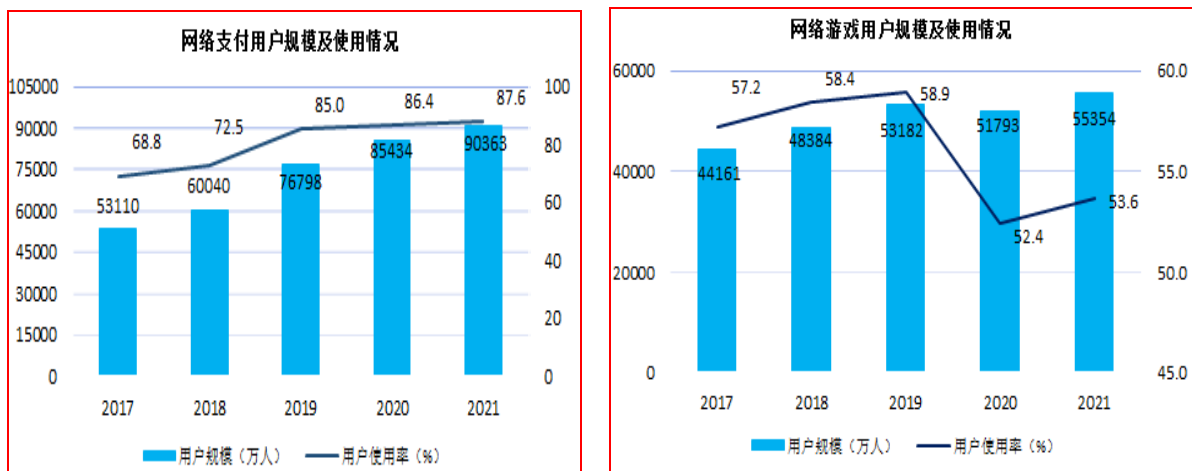
资料来源：IDC

服务层发展情况

2021 年国内数字人发展势头迅猛, 打造数字人无疑是文娱产业的潮流趋势之一, 伴随着各大互联网巨头对数字人市场的布局, 一条较为完善的数字人商业途径已经形成。元宇宙在行业端的应用由工业元宇宙引领, 数字孪生与智能工厂助力工业元宇宙先行一步。元宇宙在其他行业也表现出了极强的吸引力, VR、AR、MR 等技术在医学成像、手术辅助、医学教育、远程医疗、康复训练、药物研发等方面彰显价值。疫情期间学生教育由线下搬到了线上, 打破学习和生活的空间阻隔。元宇宙也不会落下政府端的应用服务, 当下, 元宇宙+政务仍处在发展早期阶段, 政务服务的数字化转型已经开启。

第 50 次《中国互联网络发展状况统计报告》发布数据, 截止 2022 年 6 月份, 我国网民规模达 10.51 亿人。随着民众生活水平的提高, 网络支付已融入民众的日常生活, 中国网络支付用户近几年来不断增长。截至 2021 年 12 月, 中国网络支付用户规模达 9.04 亿, 较 2020 年 12 月增长 4,929 万, 占网民整体的 87.6%。2021 年, 国家主管部门加大了对网络游戏的治理力度, 保护未成年人健康成长, 推动网络游戏行业更加规范。网络游戏行业持续发展, 海外拓展平稳推进。2021 年我国网络游戏用户规模达 5.54 亿, 较 2020 年增长 3,561 万, 占网民整体的 53.6%

图 5: 2017-2021 年网络支付用户和网络游戏用户规模及使用情况



资料来源: 中国互联网络信息中心 华通证券研究院整理

全球竞争格局

元宇宙产业已经引起全球的关注。美国最先推出元宇宙概念, 拥抱创新的同时积极关注数据安全与加密货币监管。韩国表现出对元宇宙强烈的紧迫感, 已出现从用户群体到平台搭建者共同营造的元宇宙热潮, 政企合作共同布局该领域。日本经济产业省发布了《关于虚拟空间行业未来可能性与课题的调查报告》, 归纳总结日本虚拟空间行业亟须解决的问题, 以期能在全球虚拟空间行业中占据主导地位。

美国作为元宇宙开拓者, 底层技术领先, 产业布局全面。Meta、微软的 XR 头显设备占据 XR 半壁江山, 占据了元宇宙的硬件接口; Amazon、微软、Google、IBM 等科技巨头在云计算领域的市占率排在全球前列, 目前全球 90% 以上大型游戏公司依托 Amazon 云在线托管。此外, 在算法方面, Google、Mate、亚马逊、微软等科技巨头纷纷布局基础算法框架, 开发 TensorFlow、MXNet、CNTK、Caffe 等一批主流人工智能算法框架; 底层工具方面, Unity 开发的游戏引擎、Epic Games 的虚幻引擎、Decentraland 的经济系统等, 为元宇宙世界创作者提供了强大的创作工具。

中国发展元宇宙的潜力在于用户基数大, 而且有强大的新基建支持。基于消费和社交互联网发展优势, 目前主要互联网平台企业都在布局元宇宙。国内产业元宇宙尚未看到有代表性的企业案例, 提出以产业元宇宙为主打的企业不多, 华为公司较有竞争力。而消费元宇宙则具备发展潜力, 如百度开发元宇宙虚拟社交平台, 腾讯计划以游戏切入布局元宇宙。

2. 电商服务行业分析

随着互联网行业的深入发展, 许多行业都开始从最初的与互联网结合开始转向深度融合阶段。电商行业乘着互联网发展的东风一路发展壮大, 用户规模持续增加, 网上零售额扩大。

(1) 电商服务行业的基本情况

电子商务服务业是伴随电子商务发展而逐渐兴起的一种新兴服务行业, 是为电子商务活动的开展提供各种专业服务的总称, 在电子商务的发展中占据了举足轻重的地位。根据商务部《中国电子商务报

告 2020》对电子商务服务业的分类，电子商务服务业包括交易服务、支撑服务和衍生服务三大类。其中，交易服务主要包括 B2B 交易服务、B2C 交易服务、C2C 交易服务三种类型，主体是电子商务平台企业；支撑服务是确保电子商务活动顺利完成的基础支撑体系，主要包括电子支付服务、物流服务、信息技术服务三种类型；衍生服务是指伴随着电子商务的深入应用而催生的各类专业服务，如电子商务代运营服务、电子商务品牌服务、电子商务咨询服务、电子商务教育培训服务、电子商务安全服务等。

图 6：电商服务行业产业链



资料来源：艾瑞咨询 华通证券研究部整理

(2) 电商服务行业政策

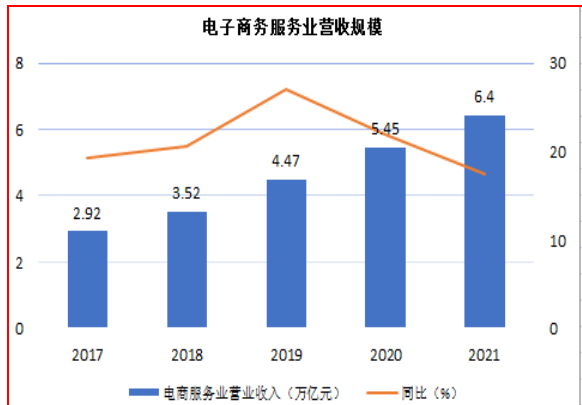
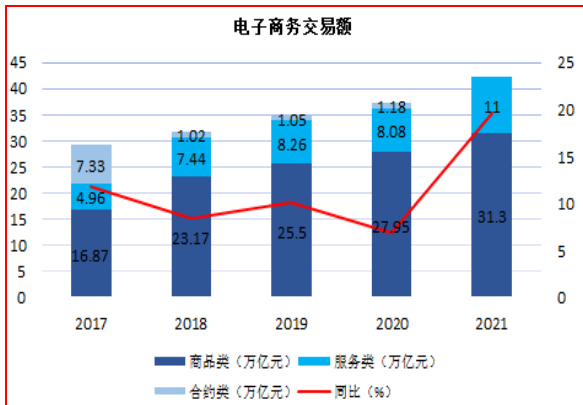
2021年10月，商务部、中央网信办和发展改革委确定了电子商务，十四五发展目标：到2025年，我国电子商务高质量发展取得显著成效，电子商务新业态新模式蓬勃发展，企业核心竞争力大幅增强，网络零售持续引领消费增长，高品质的数字化生活方式基本形成，电子商务与一二三产业加速融合，全面促进产业链供应链数字化改造，成为助力传统产品转型升级和乡村振兴的重要力量。到2035年，电子商务成为我国经济实力、科技实力和综合国力大幅跃升的重要驱动力，成为人民群众不可或缺的生产生活方式，成为推动产业链供应链资源高效配置的重要引擎，成为我国现代化经济体系的重要组成，成为经济全球化的重要动力。

(3) 电商服务行业的发展情况及预测

电子商务的快速发展源于20世纪90年代，具有开放性、全球化、低成本、高效率的优势。经过近三十年的快速发展，电子商务行业走过了从电子商务技术、电子商务平台到电子商务生态圈的发展道路，在培育新业态、创造新需求、拓展新市场、促进传统产业转型升级、推动公共服务创新等方面的作用日渐凸显，成为国民经济和社会发展新动力。

在物流快递、在线支付和电子认证等服务业发展推动下，电子商务服务业正迈入快速发展通道。据商务部统计：2021年，全国电子商务交易额达到42.3万亿元（其中商品类交易额31.3万亿元，服务类交易额11万亿元），同比增长19.6%，恢复高速增长。2021年我国电子商务服务业营收规模达到6.4万亿元，同比增长17.4%。

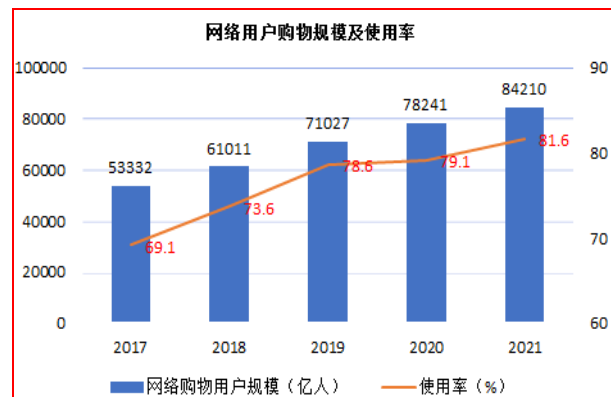
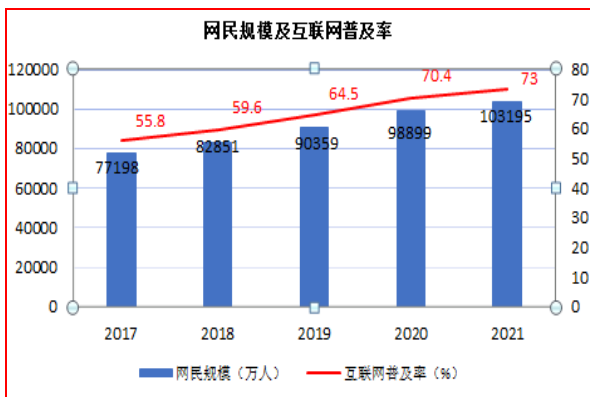
图 7：2017-2021 年我国电子商务交易额及电子商务营收规模



资料来源: 国家统计局 华通证券研究部整理

我国互联网用户规模的增长及新增消费需求的释放也为电子商务市场带来可观的增长空间和市场活力。根据中国互联网络信息中心 (CNNIC) 发布的第 49 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示, 截至 2021 年 12 月, 我国网民规模达 10.32 亿, 较 2020 年底新增网民 4,296 万, 互联网普及率为 73%, 较 2020 年底提升 2.6 个百分点。十亿网民开启“十四五”数字经济发展新篇章。随着电子商务行业尤其是移动互联网电子商务应用的快速发展、城乡物流配送体系的不断完善, 网络购物消费逐渐取代线下到店消费, 同时也出现了线上引流线下消费等新模式, 线上购物越来越成为人们生活中必不可少的消费方式。2021 年末, 通过移动互联网进行网络购物的用户规模已达 8.42 亿人, 消费方式已基本实现移动化。消费场景的移动化能够刺激线上消费频率的提升, 进而促进电子商务市场的进一步发展。

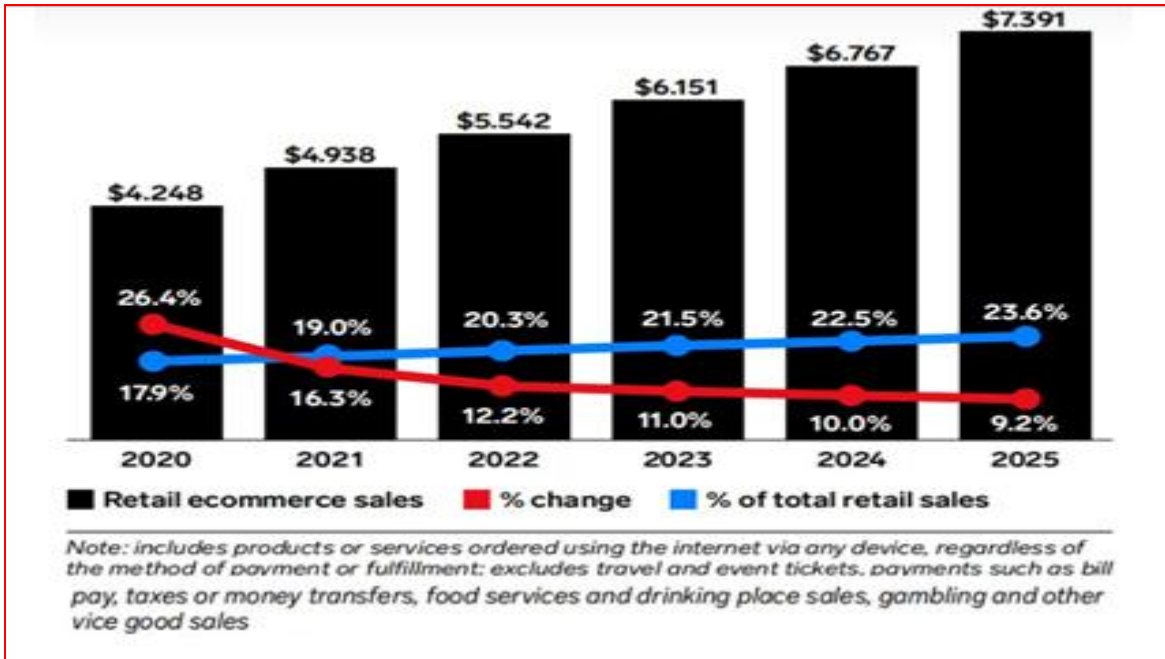
图 8: 2017-2021 年中国网民规模及网络用户购物规模



资料来源: 中国互联网络信息中心 华通证券研究院整理

根据 eMarketer 对全球电商市场 2011 年以来的数据进行追踪得出, 全球电商销售额每年的增幅都超过 20%, 但 2021 年是个例外。2020 年本该是电商市场发展增幅放缓的拐点, 而突如其来疫情, 使得实体店消费的市场份额急剧收窄, 各国颁布的防疫措施为电商的红利期“续命”。尽管受疫情影响各国经济下行, 但不少国家的电商市场反而在这段时间里逆势而上。据 eMarketer 预测: 2022 年, 全球电商销售额预计将首次突破 5 万亿美元, 涨幅下跌至 12.2%, 甚至不到过去 10 年均值的一半。未来几年, 全球电商每年的新增销售额仍将超过 5 万亿美元, 到 2025 年将达到 7,391 万亿美元。

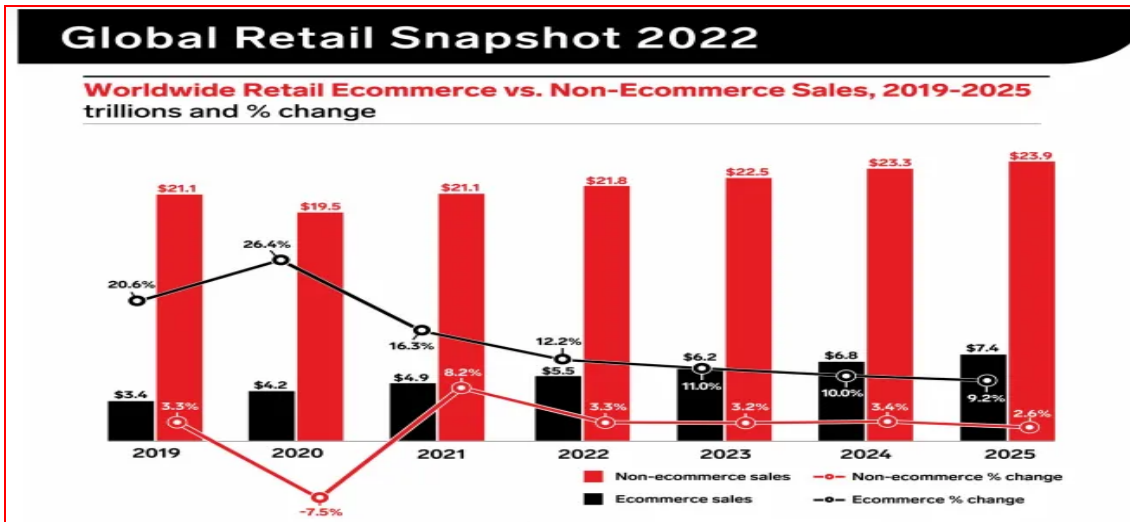
图 9: 2020-2025 年全球电商销售额预测



资料来源: eMarketer

2022 年, 电商销售额将占全球零售总额的 20% 以上, 实现很大程度的跃进, 但事实上大多数国家或者地区都是被以中国为首的电商强国“平均”, 电商销售额在总的零售占比不到 15%。2021 年, 全球实体和电商两者的销售额增幅差距缩至 8.1%, 为历史最低。反观 2020 年两者 33.9% 的差距实属“反常”。未来几年两者的差距将延续 2021 年水平。

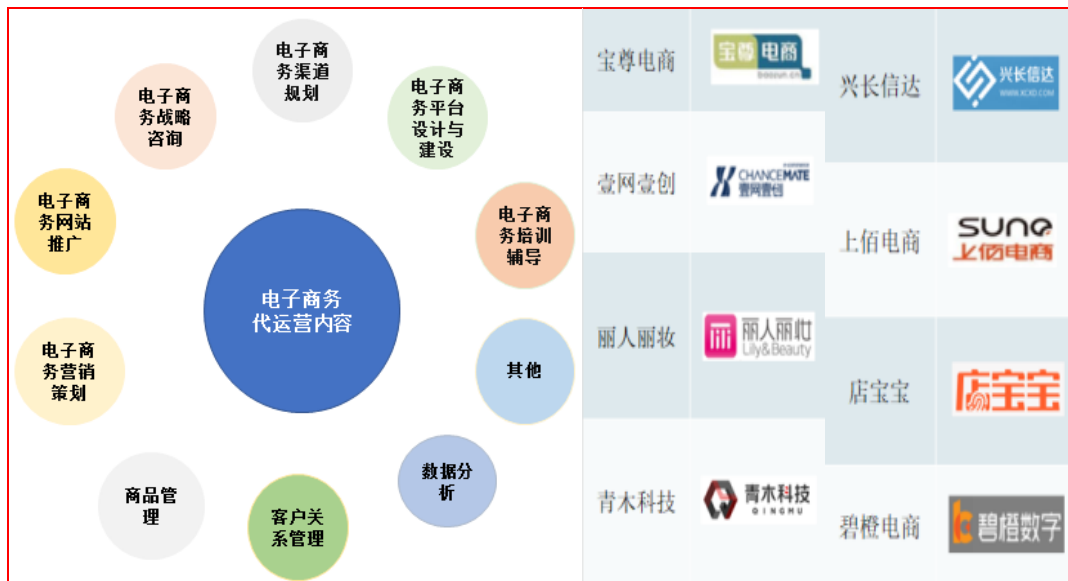
图 10: 2022 年电商零售总额



(4) 电子商务代运营的发展趋势及竞争格局

电子商务代运营是针对企业对电子商务的需求开展的一种商业服务。电子商务代运营企业是传统品牌企业以合同的方式委托专业电子商务服务商为企业提供部分或全部的电子商务运营服务或网络营销服务。

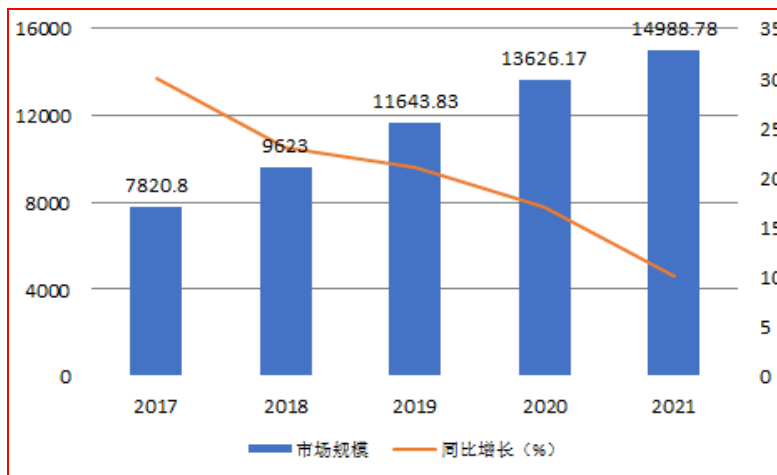
图 11：电子商务代运营服务内容及国内头部企业



资料来源：智研咨询 华通证券研究部整理

电商市场的繁荣，促使中国电商代运营市场规模不断扩大，2021 年中国电商代运营市场规模达 14,988.78 亿元，较 2020 年增加了 1,362.61 亿元，同比增长 10.00%，近年来增速有所放缓。

图 12：2017-2021 年中国电商代运营市场规模（单位：亿元）

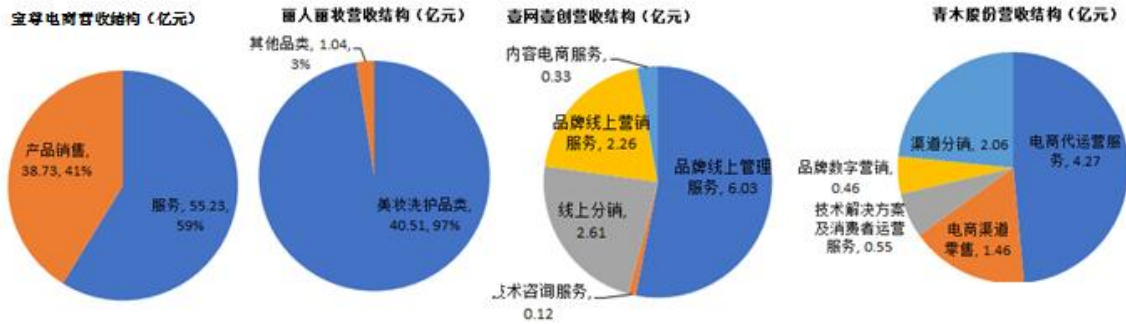


资料来源：网经社 华通证券研究部整理

国内知名电商代运营头部企业有宝尊电商、壹网壹创、丽人丽妆和青木股份。宝尊电商专注提供以品牌电子商务为核心的一站式商业解决方案，涉及店铺运营、数字营销、IT 解决方案、仓储配送和客户服务。壹网壹创专注快速消费品垂直领域的电子商务服务。丽人丽妆是中国知名的线上化妆品营销零售服务商。青木股份是为全球知名品牌提供一站式综合服务的公司。

头部公司的业务布局差异呈现出不同的营收规模。根据上市公司公告显示：2021 年，宝尊电商实现营业收入 93.96 亿元，壹网壹创完成营业收入 11.35 亿元，丽人丽妆实现营业收入 41.55 亿元，青木股份实现营业收入 8.8 亿元。

图 13：2021 年四家公司的营收结构



资料来源：公司公告 华通证券研究部整理

3.演出行业分析

近年来，随着人民收入水平的提高，物质需求基本得到了很好的满足，开始追求精神上的需求。民众在文化娱乐活动中花费的时间逐渐增多，在文化娱乐方面的支出也在不断增加。现今，民众的精神娱乐消费已进行了升级，对文化产品的选择意向更偏向于高层次的精神追求，娱乐性强、影响力大的演出节目已成为民众最为普遍的文化消遣方式之一。

(1) 演出行业的现状

宏观政策层面利好演出产业发展。《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》明确了“建成文化强国；国民素质和社会文明程度达到新高度；国家文化软实力显著增强”。2021 年底，文化和旅游部办公厅发布《文化和旅游部办公厅关于简化跨地区巡演审批程序的通知》，针对演出市场巡演审批程序繁复的行业痛点，切实简化跨地区巡演审批材料、审批环节、审批要件，大大压缩审批时间，为企业纾困。

中国经济持续发展下的文化娱乐产业正在蓬勃发展，推动演出产业不断推陈出新，加快行业转型升级。为迎合消费人群的性别、年龄、区域、喜好、各种热门文学、影视、游戏 IP 改编的舞台作品不断涌现，“粉丝”和“爱豆”文化的兴起，改变了人们的娱乐方式，促使大众消费方式向演出行业倾斜，随之衍生出众多的演出类型：话剧、儿童剧、音乐剧、戏曲、舞蹈、音乐会、演唱会和音乐节、相声以及脱口秀。

图 14：消费者眼中的演出行业



资料来源：百度文库

现场音乐演出从演唱会阶段到音乐节阶段，已形成独特多元的文化场域。到 Web2.0 时代，网络科技的成熟和用户付费意愿的提升为现场音乐演出线上化创造良好先决条件，2020 年疫情爆发更是催生现场演出更快走向线上。2021 年上半年全国剧场演出和大型演唱会、音乐节演出市场已明显走过止损临界点。目前，传统演出市场、互联网演出市场和第三方演出市场并存，三方市场的合作与共享是当下

行业的整体态势。

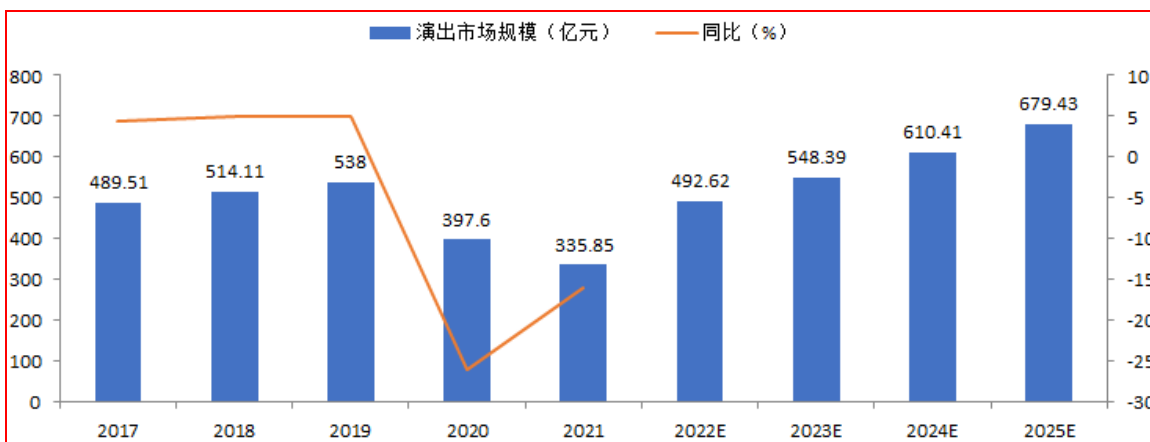
(2) 演出行业的成长情况及发展趋势

得益于国内经济稳定发展，中国演艺市场规模连续多年出现了稳步上涨趋势。2019 年演出行业市场规模达到 538 亿元。2020 年初在新冠疫情的席卷下，全国演出行业一度停摆，一季度全国已取消或延期的演出近 2 万场，直接票房损失 20 亿元。线上演出成了演出行业的主要复工方式。疫情对我国演出行业的打击是不可否认的，却也给演出行业带来了新的机遇和挑战。

2021 年，全国演出市场稳步发展，尽管散点疫情对演出市场的影响依然存在，但疫情防控常态化下，全年演出市场平稳有序，总体呈现供需两旺的发展态势。演艺新空间快速发展，在些基础上，沉浸式演出等互动性较强的新业态热度将持续上升。

据中国演出行业协会统计：2021 年演出市场总体经济规模 335.85 亿元，相较于上年同比增长 27.76%。其中，演出票房收入 140.28 亿元，与上年同比增长 183.11%。未来，全国疫情得到有效控制，加上“互联网+”、数字经济、新媒体技术的赋能，我国演出市场规模还将持续扩大，形成高速增长态势。据前瞻预测：到 2025 年演出行业市场规模将达到 679.43 亿元。

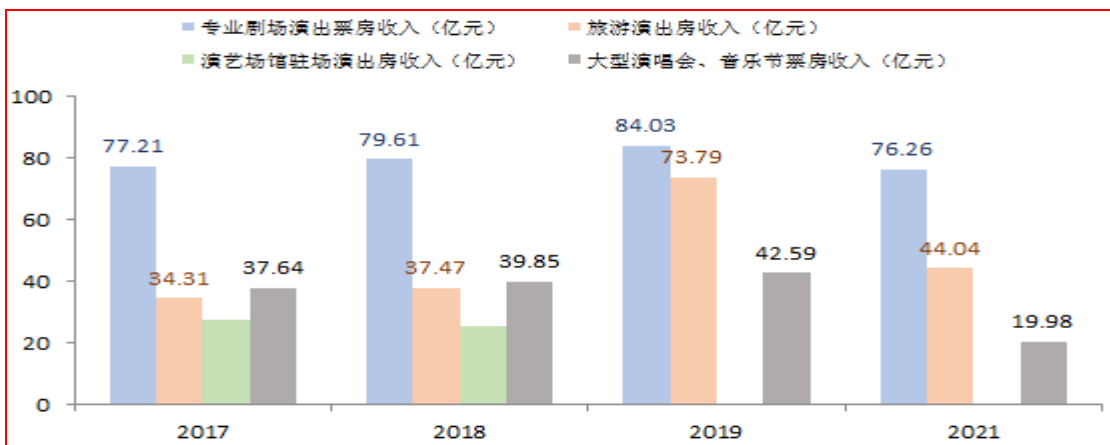
图 15：2017-2025 年演出市场规模及预测



资料来源：中国演出行业协会 前瞻产业研究部 华通证券研究部整理

演出市场可进一步细分为专业剧场、大型演唱会或音乐节、旅游演出和演艺场馆驻场四个市场。其中，专业剧场演出票房收入占比最大。截止到 2019 年，各细分市场发展稳定增长。2020 年受不可抗力影响过大，演出票房收入不到 50 亿元，不作为观测值考虑。2021 年票房收入 140.28 亿元，逐渐恢复往年水平。

图 16：近几年演出细分市场票房收入



资料来源：中国演出行业协会 华通证券研究部整理

据凤凰网娱乐报道：2023 年预计将有大批歌手陆续在香港开演唱会。陈奕迅、郑伊健、孙燕姿、容祖儿、林俊杰、郑秀文、蔡依林、Twins 等都已陆续公开演唱会信息。演唱会大潮已从 2022 年年底陆续开始。据悉，陈奕迅 18 场演唱会门票已全部售罄，目前又加开 4 场，粉丝购票热情火爆。

图 17: 2022-2023 年演唱会排期及海报



资料来源: 凤凰网娱乐 百度

目前香港红馆在 2022 年 11 月至 2023 年 1 月的流行音乐演唱会排期有 31 场, 据乐托邦发布的香港演唱会最新情报, 香港红馆表演场的档期从 2022 年 12 月至 2023 年 9 月大多已被订租。未来随着疫情逐渐好转, 香港演唱会会出现井喷, 加上中国内地各大表演场馆陆续开放, 演出市场有望回归 2019 年时的盛况, 未来将保持稳定增长。

图 18: 香港红馆 2022 年 12 月—2023 年 9 月的预订情况



资料来源: 乐托邦微博

二、新旧业务珠联璧合, 助力公司未来成长

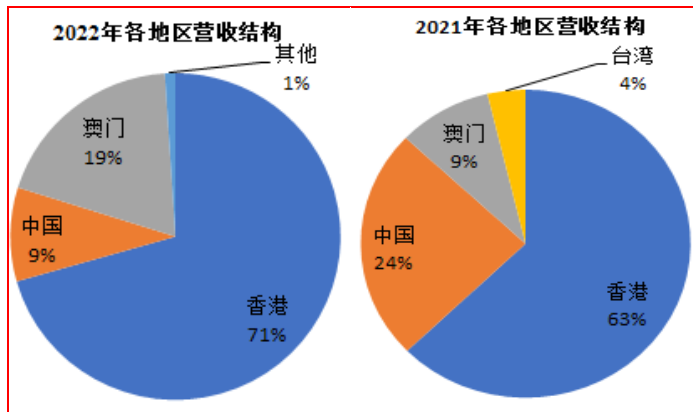
公司主要从事定制视觉显示设备和解决方案、提供设备安装与演出活动中的技术支持以及资讯科技咨询服务。公司未来会积极探索有关视像显示技术及其他资讯科技相关的投资机会以使其商业范畴更多元化, 并为股东及本公司创造长远价值。

1. 新业务元宇宙和电商服务即将引爆

(1) 主要经营活动

2021年（2021/6/1—2022/5/31），公司业务分成两块：视像显示解决服务和设备租赁服务。报告期内，因疫情得到好转，公司实现收入 20.35 百万港元，较上年同期增长 64.77%。公司的此项服务收入主要来自以下地区市场：香港、中国、澳门和台湾。其中，本报告期为香港及非香港艺人/乐队的 107 场（香港 106 场，澳门 1 场）流行音乐演唱会提供服务，为企业活动、展览、体育及休闲活动以及其他现场表演等其他现场活动共计 1,253 场提供服务，获得视像显示解决服务收入 19.43 百万港元，取得设备租赁收入 0.92 百万港元。

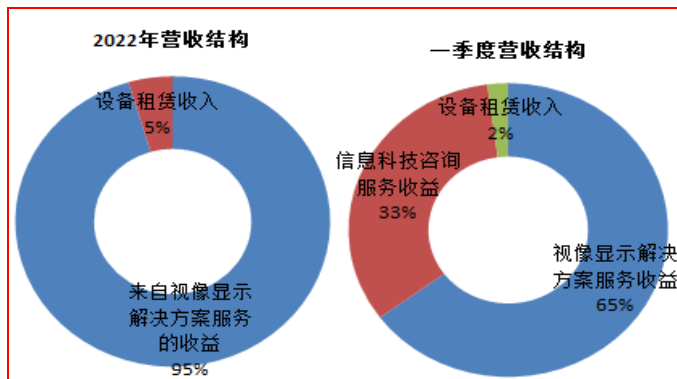
图 19：2021 和 2022 年地区市场收入



资料来源：公司公告 华通证券研究部整理

2022年8月公司收购深圳市鑫杭信息科技有限公司 22.9% 已发行股本，并取得控制权，一季度报（2022/6/1—2022/8/31）显示的营收结构有了很大的改变，本季度实现营业收入 11.15 百万港元，较上年同期增长 1.41 倍。除了演唱会和其他活动服务数量增加使视像显示解决服务收入提升外，收购带来了资讯科技咨询服务收入 3.69 百万港元，主要由一名中国客户的资讯科技项目贡献。

图 20：2022 年年报和一季度报的营收结构



资料来源：公司公告 华通证券研究部整理

公司专注于多产业布局，构建多产业投资并购的大循环。根据 2022 年一季报（2022/6/1—2022/8/31）的公告，公司经营利润 815.5 万港元。一项并购举动，公司业绩成功由亏转盈。自 2019 年以来，传统业务不足以填补期内服务成本（包含高额的设备折旧费）和行政开支，导致公司处于亏损状态。传统演出及活动受疫情影响，推动了“互联网+”对线下演出及活动的冲击，对公司原有业务造成了不小的打击，但是却为公司找寻新的业绩增长点带来了契机。2022 年，公司成功探索出现有视像显示服务业务的新机会，充分运用元宇宙带来的新技术，找出一条将互联网与现实世界融合的通道，创造出与众不同的视像显示新服务。

(2) 公司发展及未来

ITP Holdings 是一家香港本地的视像显示解决方案供应商，专门为香港，澳门及中国内地举行的流行音乐演唱会，企业活动及各类展览会提供视像显示解决方案及其相关器材。公司现已拥有较全面的专业视频显示器材，具备成熟的各场所及会场的显示器材安装经验，能更有效地提供令客户满意的定制视像显示服务方案。公司 2016 年已拥有 38,197 块 LED 显示屏（总显示面积达约 7,523 平方米），25 台投影机及 94 台视像控制单元。近几年，公司不断地添置显示设备，更换老旧装备，截至 2022 年 5 月 31 日，公司视频显示规模已达到 2 亿多港元。

公司一直以来都为香港及国内主流艺人或乐队提供服务，最近一年，曾为陈奕迅，Mirror（中国香港男子乐队组合）、莫文蔚、黎明、张敬轩、谢安琪等艺人或乐队的演唱会提供服务，根据演出行业分析，这些艺人年后还会举办多场演唱会，香港红馆的预订爆满，未来视像显示服务业务将稳步增长。

旗下鑫杭信息科技有限公司（以下简称“鑫杭信息”）专注于为电商平台公司提供一站式技术服务。目前公司的电商平台系统已实现商业化，即将进入大规模电商化阶段，成为综合电商服务商。鑫杭信息的电商服务系统已开挂。2022年一季度，鑫杭信息营业收入达580万元，净利润实现239万元。鑫杭信息计划将业务延伸至数字营销、客户数据管理、收付款管理等综合性的电商服务上。据公司预估：收入规模有望提升20倍以上。2022年，公司推进的智慧商圈项目大受欢迎，项目启动2个月，就有1,000多家实体商家参与联盟商圈，预计2022年底，可实现200万商家入驻，估算日流水可达1.2亿元。

鑫杭信息的元宇宙正处在萌芽阶段。目前，元宇宙在国内市场正处于探索期，公司入场元宇宙是看好了该行业未来万亿美元的市场规模。公司已开始将元宇宙技术投入商业：为服务的直播平台公司及视频公司开发虚拟人主播，与网上婚恋平台签订关于“共同开发相亲人员的网上数字人物形象系统”的合作协议，推动电商行业更广泛的消费者触达渠道，实现“在线即在场”的沉浸式购物体验，拓宽VR/AR的应用场景。公司还在关注着区域链、NFT的商业应用。

有了元宇宙和电商服务两个高增值赛道，鑫杭信息未来可实现大规模的商业化，收入和利润将迎来大规模的增长。ITP Holdings将借助新业务的未来发展，创新老业务，提升服务效率和质量，为公司的长期成长和可持续打开通道。

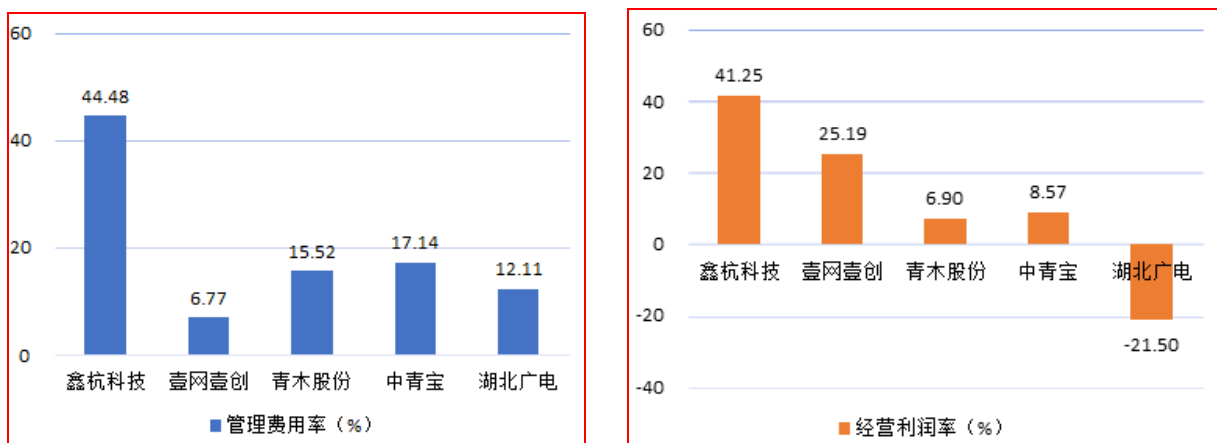
（3）同业比较

根据同花顺iFinD金融终端显示的恒生业务分类，将公司归入影视娱乐业，经查可比上市公司的主营业务，基本在电影和娱乐运营上，与本公司的视像显示服务不具有可比性。预计公司未来的业务收入占比将由附属公司鑫杭信息贡献近70%或以上。针对鑫杭信息的电商服务，我们选择壹网壹创和青木股份作为公司的对照企业；从鑫杭信息在元宇宙产业上的布局看，选择中青宝和湖北广电作对比。

从管理效率上看，鑫杭信息的管理费用占营业收入的比率为44.48%，对比的四家公司该指标均在20%以下，管理效率最高的壹网壹创的管理费用率不到7%，管理费用率较高的中青宝也只有17.14%。鑫杭信息的管理费用率较对比公司高了1.5倍以上，管理成本中并入了研发经费，作为初创的高科技公司，前期在研究与开发活动的投入会较大，主要分布在高端的信息设备和高科技人工支出上。

从盈利能力上看，鑫杭信息的经营利润同营业收入的比率高达41.25%，远超经营利润率最高的壹网壹创16个百分点，根据Choice金融终端查询：40%以上的经营利润率远超整个互联网电商——商贸零售行业内的19家上市公司，公司的盈利能力极强。

图 21：2022 年一季度与可比公司管理效率及盈利能力比较



资料来源：公司内部资料 公司公告 华通证券研究部整理

（4）核心竞争力

12 项元宇宙底层技术

公司的元宇宙技术取得突破，2021 年完成 12 项元宇宙底层技术开发，拥有 AR、MR、人工智能、脑机交互、虚拟现实、元宇宙地图、虚拟世界人物定位、全系影像等专利技术。

图 22：12 项元宇宙专业技术

软件名称	软件持有者	发布日期	登记号	登记批准日期	软件名称	软件持有者	发布日期	登记号	登记批准日期
元世界运算力支撑系统V1.0	深圳市鑫杭信息科技有限公司	2020年12月24日	2021SR1724870	2021年11月12日	脑机交互系统V1.0	深圳市鑫杭信息科技有限公司	2021年4月14日	2021SR1725363	2021年11月12日
AR增强现实系统V1.0	深圳市鑫杭信息科技有限公司	2021年7月14日	2021SR1725242	2021年11月12日	全系影像交互系统V1.0	深圳市鑫杭信息科技有限公司	2021年5月21日	2021SR1725364	2021年11月12日
虚拟世界人物定位系统V1.0	深圳市鑫杭信息科技有限公司	2020年11月3日	2021SR1709466	2021年11月11日	元宇宙地图扩张系统V1.0	深圳市鑫杭信息科技有限公司	2020年10月29日	2021SR1724869	2021年11月12日
VR虚拟现实系统V1.0	深圳市鑫杭信息科技有限公司	2021年6月8日	2021SR1725362	2021年11月12日	计算机视觉支撑系统V1.0	深圳市鑫杭信息科技有限公司	2021年1月5日	2021SR1724873	2021年11月12日
人工智能数据分析系统V1.0	深圳市鑫杭信息科技有限公司	2020年9月24日	2021SR1725366	2021年11月12日	虚拟现实技术支持系统V1.0	深圳市鑫杭信息科技有限公司	2020年10月14日	2021SR1724871	2021年11月12日
MR混合现实系统V1.0	深圳市鑫杭信息科技有限公司	2021年8月11日	2021SR1725365	2021年11月12日	境体感传感系统V1.0	深圳市鑫杭信息科技有限公司	2021年9月21日	2021SR1724874	2021年11月12日

资料来源：公司内部资料

优秀的技术团队

鑫杭信息的核心团队曾都是 BAT（百度、阿里巴巴、腾讯）和华为等互联网大厂的资深工程师，有着深厚的专业知识和研究开发能力。公司总经理兼技术总监，为资深网络安全专家、Unix 及系统内核研究专家、曾任数十家企业的网络安全特聘顾问。毕业于清华大学计算机科学与技术专业，曾任阿里巴巴高级程序员和腾讯技术专家加入公司任技术专家。U3D 项目主管毕业于北京大学计算机科学与技术专业，有百度 AR 智能导航和腾讯游戏光子工作室负责人资历。Web 前端主管曾任华为云的前端开发专家和腾讯 CDC 墨子工作室的 Web 前端主管。

截止 2015 年，公司的视像显示服务团队就已参与了 800 场流行音乐演唱会的现场服务，对各会场及场馆的显示设备及仪器布置和安装有着丰富的实施经验。

自主知识产权的电商平台系统

鑫杭信息已开发出智能进化引擎系统、智能升级进化程序系统等服务于电商平台的系统，极大提升了客户建立电商销售平台的效率与管理效率。公司已将自有的知识产权成功应用于 18 个 APP。

图 23：公司平台系统成功应用的 APP



资料来源：公司内部资料

2.未来三年毛利率预测

视像显示解决服务：根据行业分析，国内的元宇宙目前只在底层技术阶段，公司要借助元宇宙的技术成功探索出现有视像显示服务业务的新机会，至少要到 2025 年之后，未来三年，公司的视频显示服务收益不会出现大的变化。在疫情管控常态化下，视频显示服务数量会有所增长，但是随着全球经济的衰退，民众收入会缩水，直接造成单次服务收费下降。新的显示技术在不断发展，2022 年报告期，公司对设备供应商形成了极大的依赖性，最大供应商的采购占比高达 87.3%，未来更换设备必然带来新的成本，报告期内视频显示服务成本中有近 60%都来自设备折旧，未来这一比率有持续增加的趋势，而人工成本占比为 25.8%，人力成本也是一大消耗。我们判断该业务未来三年毛利率不会有大的变化，仍然是负值。

资讯科技咨询服务：鑫杭信息的电子商务服务已迎来高速增长期，在元宇宙技术商业化的助力下，未来三年都将表现为大规模的增长。根据公司 2022 年一季度的表现及未来财务预测，2022-2024 年，



净利率为 8.38%、11.52%、17.74% 和 21.03%。调整鑫杭信息的报告期为 ITP Holdings 一致，预测未来三年此项业务的毛利率为 40%、40% 和 35%。

综合以上两项业务占比和毛利率预测，我们给出公司 2022-2024 年三年的综合毛利率分别为 13.26%、25.44% 和 28.3%。

表 1: 2022-2024 年的各产业毛利率预测

业务毛利率	2021A (%)	2022E (%)	2023E (%)	2024E (%)
视像显示解决服务	-53.56%	-52.56%	-53.56%	-53.56%
资讯科技咨询	—	40%	40%	35%
设备租赁	-119.5%	13%	11%	10%

资料来源：公司公告 华通证券研究部整理

3.未来三年服务的演出数量预测

公司前五名客户的视像显示解决服务收益占比 50% 以上，其中最大客户贡献收益 26.2%，公司此业务有着稳定的客源。根据香港红馆 2023 年的订租安排以及香港知名艺人的红馆演唱会排期，我们相信未来演出场馆不会再出现大规模闭馆的情形，但是由于线上演出的崛起，会对线下演出形成一部分冲击。另外，近几年，老一辈的港台艺人/组合纷纷淡出演出市场，演唱会市场已难回 2015 年的盛况，其他演出市场仍然会延续 2019 年的增长态势。公司未来三年承接的流行音乐演唱会服务会以 2020 年的数目为基数缓慢增加，其他现场活动则呈现微增长趋势。

表 2: 2022-2024 服务的演出数量预测

演出数目 (场)	2021A	2022E	2023E	2024E
流行音乐演唱会	107	280	300	350
其他现场活动	1,253	1,260	1,350	1,400

资料来源：公司公告 华通证券研究部整理

4.未来三年收益预测

视像显示解决服务收益根据目前单次服务收费呈现下降的趋势，演唱会服务在 2022-2024 年的平均价格在每场 6 万港元左右，其他现场服务的平均价格在每场 0.8 万港元左右。

根据鑫杭信息财务预测资料 2022-2024 年（调整与公司一致的报告期）营业收入分别为 61.06 百万港元、164.37 百万港元、412.41 百万港元。预测 2022-2024 年的收益分别为 88.87 百万港元、194.12 百万港元、445.6 百万港元，收益增长率分别为 336.71%、118.43%、129.55%。

表 3: 2022-2024 年收益预测

业务	2021A	2022E	2023E	2024E	
视像显示解决服务	收益 (百万港元)	19.43	26.88	28.8	32.2
	收益增长率 (%)	61.65%	38.34%	7.14%	11.81%
	服务成本 (百万港元)	29.83	38.59	44.22	49.45
资讯科技咨询服务	收益 (百万港元)		61.06	164.37	412.41
	收益增长率 (%)			169.19%	150.90%
	服务成本 (百万港元)		36.64	98.62	268.07
设备租赁收入	收益 (百万港元)	0.92	0.93	0.95	0.99
	收益增长率 (%)	178.79%	1.30%	1.93%	4.21%
	服务成本 (百万港元)	2.01	1.87	1.89	1.98

资料来源：公司公告 华通证券研究部整理

三、业绩预测

公司的行政开支较高，占收益的 70% 以上。2022 年鑫杭信息一季度的管理费用率较高，是由于公司处于成立初期，管理费用中包含了研发经费，这对于初创期的高科技公司而言实属正常，而互联网高科技公司的特点就是后期管理成本会逐渐被高收益冲散。随着营收大规模增长，预计 2022-2024 年公司合并后的行政费用开支占比会大幅缩减。

预计 2022-2024 年年度收益分别为 3.81 百万港元、12.52 百万港元、46.78 百万港元。



表 4：2022-2024 年财务报表预测及比率分析

损益表 (百万港元)	2021A	2022E	2023E	2024E
收益	20.35	88.87	194.12	445.6
服务成本	-31.84	-77.09	-144.73	-319.49
毛损	-11.49	11.78	49.39	126.11
其他收入	2.71	19.87	12.44	19.8
行政开支	-14.39	-17.77	-34.94	-66.84
应收款项减值亏损	-1.16	-5.8	-8.12	-14.97
经营亏损/收益	-24.33	8.08	18.77	64.1
财务成本	-0.64	-1.74	-3.12	-3.35
所得税前亏损	-24.97	6.34	15.65	60.75
所得税	0.57	-2.53	-3.13	-13.97
年度亏损/收益	-24.4	3.81	12.52	46.78
年度其他全面收益	0.01	0.15	-0.08	0.09
年度全面收益总额	-24.39	3.96	12.44	46.87
本公司拥有人占收益	-24.24	0.04	0.29	1.61

财务状况表 (百万港元)	2021A	2022E	2023E	2024E
物业、厂房及设备	68.23	129.65	126.82	116.82
使用权资产	4.5	13.79	11.37	8.95
预付款项及按金	2.29	28.01	28.64	34.58
递延税项资产	0.14	5.76	5.77	3.94
无形资产		70.25	82	80.36
非流动资产	75.16	247.46	254.6	244.65
贸易应收款项	4.18	6.36	15.53	44.25
预付款项、按金及其他	7.28	9.74	12.02	36.62
现金及现金等价物	0.83	8.89	14.41	24.56
流动资产	12.29	24.99	41.96	105.43
其他应付款项及应计负债	19.29	25.37	30.92	35.32
应付关联方款项	4.33	0	0	0
银行借款及透支	11.51	15.19	16.31	9.9
租赁负债	2.97	3.74	4.71	5.94
应付税项	0.63	2.86	5.54	12.43
流动负债	38.73	47.16	57.48	63.59
租赁负债	1.84	2.32	2.92	3.68
合约负债	0.94	3.56	4.31	4.09
资产净值	45.94	219.41	231.85	278.72
股本	8	8	8	8
储备	38.46	38.5	38.79	40.4
本公司拥有人权益	46.46	46.5	46.79	48.4
非控股权益	-0.52	172.91	185.06	230.32
权益总额	45.94	219.41	231.85	278.72

现金流量表 (百万港元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动所得亏损	-24.97	6.34	15.65	60.75
财务成本	0.64	1.74	3.12	3.35
资产折旧	22.25	34.02	45.6	41.67
应收款项减值准备	1.16	2.77	4.08	7.53
贸易应收款项变动	-0.63	-2.18	-9.17	-28.72
预付款项、按金及其他	1.59	-2.46	-2.28	-24.6
其他应付款项及应计负债	5.5	6.08	5.55	4.4
已付利得税	-0.64	-2.19	-2.5	-4.69
合同负债变动	0.58	2.62	0.75	-0.22
经营活动所得现金净额	5.48	46.74	60.8	59.47
购买附属公司投资		-34		
收购物业、厂房及设备	-8.67	-15	-36	-10
来自直接控股公司款项	0.05	-0.2	0.8	1.2
投资活动所用现金净额	-8.62	-49.2	-35.2	-8.8
银行借款及透支所得款项	7.33	25	19.02	5.68
偿还银行借款及利息	-5.69	-6.89	-23.92	-15.06
应付关联方款项变动	4.33	-5	-10	-27.25
偿还租赁负债	-3.25	-4.09	-5.15	-7.49
融资活动所得现金净额	2.72	9.02	-20.05	-44.12
现金及现金等价物变动额	-0.42	6.56	5.55	6.55
外汇汇率变动的影响	0.09	1.5	-0.03	3.6
年初现金及现金等价物	1.16	0.83	8.89	14.41
年末现金及现金等价物	0.83	8.89	14.41	24.56

财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
获利能力				
毛利率	-56.46%	13.26%	25.44%	28.30%
净利率	-119.90%	4.29%	6.45%	10.50%
ROE	-41.38%	0.09%	0.62%	3.38%
ROA	-25.71%	0.02%	0.10%	0.50%
ROIC	-25.81%	4.49%	6.59%	19.82%
EBITDA/销售收入	-10.27%	47.37%	33.15%	23.73%
成长能力				
收益增长率	64.78%	336.71%	118.43%	129.55%
经营利润增长率	38.37%	133.21%	132.30%	241.50%
净利润增长率	30.44%	115.61%	228.61%	273.64%
EBITDA 增长率	87.37%	2114.35%	52.87%	64.33%
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.49	0.68	1.38
固定资产周转率	0.29	0.90	1.51	3.66
应收账款周转率	4.58	16.86	17.74	14.91
资本结构				
资产负债率 (%)	47.47%	19.47%	21.82%	20.38%
带息债务/总负债	39.32%	40.06%	37.00%	27.35%
流动比率	31.73%	52.99%	73.00%	165.80%
速动比率	12.94%	32.34%	52.09%	108.21%
每股指标				
每股收益	-0.03	0.005	0.02	0.06
每股净资产	0.06	0.27	0.29	0.35
每股经营现金	0.01	0.09	0.12	0.12

说明：2021 年度报告期为 2021 年 6 月 1 日—2022 年 5 月 31 日。

资料来源：华通证券研究部整理

四、估值分析

1. 相对估值

根据公司 2023 年一季报披露的综合权益变动表可以看出，公司将鑫杭信息纳入合并范围后，权益总额发生了很大的变化，较上一报告期增加了 3.87 倍。我们认为，鑫杭信息已经对公司的每股净资产产生重大影响，在进行相对估值分析时，可比公司选择互联网电商板块的上市公司：壹网壹创、青木股份、南极电商和 ST 通葡。经过比较，公司的 PB (MRQ) 高达 130.95 倍，与可比公司和行业的相关指标差异过大，公司从 2019 年起连续 3 年累计亏损 83.79 百万港元，致使每股净资产数值很低。我们看好鑫杭信息未来的成长性和盈利能力，对公司目前的 PB(MRQ) 进行修正，排除以前年度的累计亏损影响，得出调整后的 PB₂(MRQ) 为 46.37 倍。

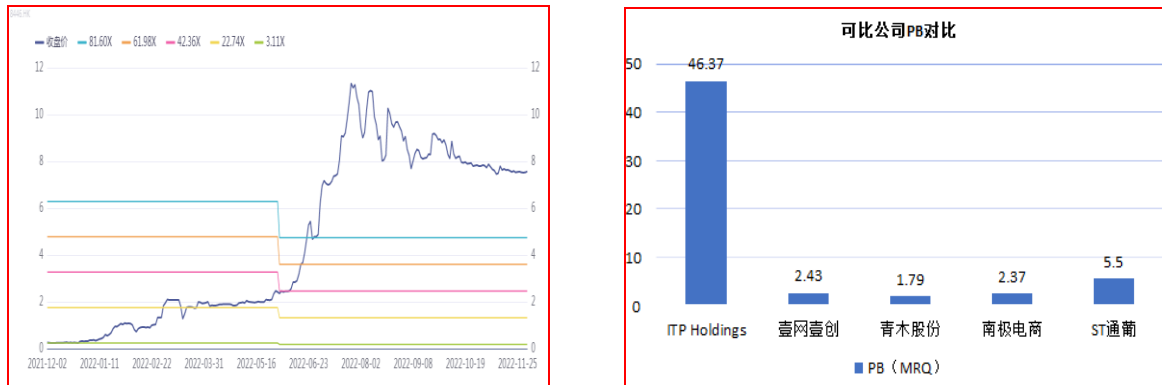
表 5：未来三年 PB 预测

估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
PB	130.95	27.42	25.95	21.58
PB ₂	46.37	19.84	19.06	16.60

数据来源：华通证券研究部整理 PE

根据同花顺 iFinD 金融数据终端查询可比公司的 PB (MRQ)，与本公司 PB₂ (MRQ) 不具有可比性。同时根据恒生分类，非必须性消费行业中寰亚传媒市净率最高，也只有 3.6 倍。故我们认为，无法找到合适的目标公司的市净率指标对标的公司的内在价值进行估计。

图 24：公司近一年的 PB (MRQ) 和可比公司 PB (MRQ)



资料来源：同花顺 iFinD 金融数据终端 华通证券研究部整理

2. DCF 模型

以业绩预测数据计算得出的公司未来三年的 FCFF 分别为 0.98 百万港元、3.38 百万港元、6.35 百万港元。

DCF 估值假设：

- (1) 根据行业分析和公司内部数据，假设高速增长期可维持 8 年，到 2030 年，年复合增长率为 20%。
- (2) 公司专注于多产业布局，通过收购优质公司可以获得持久的成长性，假设永续增长率为 6%。
- (3) 无风险利率选用十年期国债收益率 2.88%（最新公布数据）。
- (4) Beta 值选用近两年的平均观测值 0.96。
- (5) 假设未来市场预期回报率为 6.9%。
- (6) 税后债务资本成本按 18% 的综合税率测算为 3.44%。

根据以上假设，测算得到的 WACC 为 6.53%。对高速增长期的 FCFF 进行预测，得出公司价值为 8,442.64 百万港元，公司股份为 10.32 元。

图 25: DCF 模型测算数据

项目	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	永续期
FCFF (百万港元)	5.98	13.38	26.35	31.62	37.94	45.53	54.64	65.57	
PV-FCFF	5.80	12.17	22.51	25.36	28.56	32.18	36.25	40.83	8238.98
企业价值 (AEV)	8442.64								
带息债务	15.19								
非控股权益	172.91								
公司股权价值	8254.54								
总股本 (百万股)	800.00								
每股价值 (港元)	10.32								

资料来源: 华通证券研究部整理

图 26: DCF 敏感性测试

每股价值 (港元)		G						
		5.55%	5.70%	5.85%	6.00%	6.15%	6.30%	6.45%
WACC	6.38%	6.58	8.04	10.32	14.40	23.82	68.53	-78.39
	6.53%	5.54	6.56	8.02	10.32	14.45	24.10	72.17
	6.68%	4.73	5.46	6.46	7.89	10.13	14.14	23.38
	6.83%	4.14	4.69	5.41	6.40	7.81	10.04	14.01
	6.98%	3.66	4.10	4.64	5.36	6.34	7.74	9.94
	7.13%	3.28	3.63	4.06	4.60	5.31	6.28	7.67
	7.28%	2.96	3.25	3.59	4.02	4.56	5.26	6.22

资料来源: 华通证券研究部整理

五、新产业助力未来，业绩大规模增厚

1. 股价催化剂

宏观政策给力，新产业市场前景乐观

“十四五规划和 2035 远景目标”为元宇宙和电商服务两大产业铺好了路。“充分发挥海量数据和丰富应用场景优势，促进数字技术与实体经济深度融合，培育一批进军元宇宙、区块链、人工智能等新兴领域的创新型中小企业”，赋予了元宇宙产业未来发展的明确方针。

“到 2025 年，我国电子商务与一二三产业加速融合，全面促进产业链供应链数字化改造，成为助力传统产品转型升级和乡村振兴的重要力量”，给予了电商服务行业未来发展的期望。

现今，国内元宇宙产业处于探索阶段，还在基础设施层徘徊，预计 2025 年能实现每万人拥有 26 个 5G 基站的目标，为国内公司的元宇宙产业发展打下了牢固的基础。元宇宙未来仍有万亿美元的市场空间待开发。AR/VR 头显市场未来就有望实现 35.1% 增长率，尽显元宇宙极强的爆发力和吸金能力。

我国互联网用户规模现已达到 10.32 亿，据 eMarketer 对未来全球电商销售额的预计，未来几年仍能保持 10% 以上的复合增长率，我国的互联网用户规模还会保持增长，持续释放消费需求，将为电子商务市场带来可观的增长空间和市场活力。

技术投入商业，释放业绩增长信号

现已拥有元宇宙底层专利技术 12 项，覆盖运算、AR/VR、人工智能、脑机交互等多个领域。公司已开始将这些底层技术投入商业实践，为直播平台公司及视频公司开发虚拟人主播、拓宽 VR/AR 的应用场景等服务将给公司带来爆发性的业绩增长，成功进入了数字经济创新和产业链延伸的新高地。公司积极探索元宇宙对原有产业的赋能，为公司业绩增厚打开了通道。



公司已经拥有自主知识产权的电商平台系统，并将其成功运用于 18 个 APP。公司计划将电商服务业务延伸至数字营销、客户数据管理、收付款管理等综合性的电商服务中，为进入大规模电商化阶段做好了充分的准备。2022 年，公司电商服务的业绩增长达到 21.88%，加上新的业务延伸布局，电商服务业绩有望高速增长。

优秀的技术人才，强化科技创新力

科技是第一生产力，创新是第一动力，人才是第一资源。鑫杭信息以成为技术和数据驱动的服务专家为愿景，一直走在科技创新之路上。公司提供了很好的科技创新平台，现有核心团队曾是 BAT（百度、阿里巴巴、腾讯）和华为等互联网大厂的资深工程师，有着深厚的专业技术和研究开发能力。未来有这批优秀技术人才坐镇，公司必将走上更高的科技赛道。

2.六个月目标价

根据估值分析，预计未来六个月股价将达到 8 元，对应的 PE 为 1,889.76，PB 为 32.82，PS 为 81.02。当前股价为 7.57 元。

六、股票投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“强烈推荐（首次）”的投资评级。

华通证券股票投资评级	
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上
基准指数说明：A 股——主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作并发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。