



## 拟布局虚拟数字人，与现有业务强协同效应有望带动估值提升 ——ITP HOLDINGS (08446.HK) 动态跟踪报告

### ● 事件：拟收购魔拟科技，元宇宙协同生态有望进一步丰富

2023年3月7日，公司与深圳市魔拟科技有限公司签署谅解备忘录，拟通过注资或转让股权方式收购魔拟科技股权。魔拟科技为一家致力于打造中国专业版虚拟人 ChatGPT 的科技公司，目前拥有：AI 人工智能及其驱动的自然语言处理、三维数字虚拟人成像、AR 增强现实、虚拟人直播等多项人工智能核心技术。我们认为，此次收购如获得成功，将进一步增强公司元宇宙核心技术储备，筑高公司技术壁垒。而在收购时机把握上，公司也敏锐抓住了技术突破有望带来的产业高速发展契机，从而取得业务先发优势。同时，魔拟科技所拥有的 AI 人工智能技术，有望为公司现有业务有效赋能，实现各项业务间的良好协同发展。

### ● 内在驱动技术薄弱环节——交互模块有望迎来突破

基于自然语言处理技术的 ChatGPT 有望在短期内将虚拟数字人的交互能力大幅提高。目前，ChatGPT 已经拥有较为理想的强交互能力，其可以支持结合用户提问语境的连续多轮对话，交互过程已经达到了高度拟人化的程度。通过未来将 ChatGPT 强大的自然语言处理能力应用于虚拟数字人领域，将为虚拟人安装上超级大脑，有望带来人工智能驱动型虚拟数字人产业的快速发展。

### ● 行业潜在市场规模庞大，细分产业或将迎来井喷式增长

根据量子位预测，至 2030 年，我国虚拟数字人行业整体规模将有望突破 2,700 亿元。我们认为，拥有着庞大、优质潜在客户基础的虚拟数字人，将成为帮助企业实现业务电子商务数字化转型的有力工具，虚拟人产业也有望在电商领域率先实现规模化商业落地。同时，作为元宇宙发展重要一环的虚拟分身细分产业目前尚处于发展初期，随着元宇宙用户规模不断扩大，作为元宇宙入口的虚拟分身潜在生成需求规模庞大，有望迎来井喷式增长。

### ● 魔拟科技产业链多项目落地，如收购成功业务间协同效应可期

魔拟科技公司研发团队实力雄厚，拥有全栈式虚拟人生产能力，其核心竞争力和先发优势明显。同时，魔拟科技还拥有虚拟数字人下游产业链多项布局，可进一步提升其业务的附加值。

虚拟数字人技术赋能公司现有业务前景广阔，可通过虚拟人+视象显示/电子商务/文旅业务等全方位、多角度赋能，有望带来良好的协同效应。

### ● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 财年营收分别为 2.65/11.31/15.07 亿港元；EPS 分别为 0.004/0.08/0.25 港元。假设此次收购顺利完成，并根据合理估值测算，上修公司六个月内目标价至 15.50 港元/股，维持公司“强烈推荐”投资评级。

### ● 投资风险提示

收购魔拟科技公司进展、与慧旅联盟合作情况、AI 视频短剧平台项目商业化落地进展不及预期。

### ● 核心业绩数据预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万港元)	12	20	265	1,131	1,507
YOY	-72.4%	64.8%	1202.4%	326.9%	33.2%
摊薄 EPS(港元)	-0.04	-0.03	0.004	0.08	0.25

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

### 公司投资评级

强烈推荐

### 公司深度报告

华通证券国际研究部

TMT 行业组

SFC:AAK004

Email: research@waton.com

### 主要数据

2023.3.7

收盘价(港元)	9.88
一年中最低/最高(港元)	1.23/12.00
总市值(亿港元)	79.04
ROE(平均)	8.04%

### 股价相对走势





## 目录

1.事件：拟收购魔拟科技，元宇宙协同生态有望进一步丰富.....	3
2.行业发展加速，虚拟数字人强交互性迎来突破.....	3
2.1. 虚拟数字人行业已进入快速成长期.....	3
2.2. 内在驱动技术薄弱环节有望通过 ChatGPT 应用取得突破.....	4
3.主要客户群体规模庞大，看好行业未来增长潜力.....	6
3.1. Z 世代预计将成为虚拟数字人行业的主要优质客户群体.....	6
3.2. 服务型虚拟人稳步发展，身份型虚拟人快速崛起，潜在整体市场规模庞大.....	7
4.虚拟数字人行业主要细分领域分析.....	8
4.1. 虚拟分身产业或将迎来井喷式增长.....	8
4.2. 虚拟偶像/主播赋能电商领域——企业品牌塑造有利抓手.....	9
5.魔拟科技产业链多项目落地，如收购成功业务间协同效应可期.....	11
5.1. 虚拟数字人+ChatGPT，魔拟科技人工智能核心技术已落地应用场景丰富.....	11
5.2.虚拟数字人技术赋能公司现有业务前景广阔.....	11
6.公司业绩预测与估值.....	13
6.1. 分业务板块业绩预测.....	13
6.2.公司分部估值.....	14
6.3.公司投资评级.....	15
7.风险提示.....	16
图 1：中金财富推出首位虚拟数字人——Jinn.....	4
图 2：数字虚拟人通用技术框架.....	5
图 3：自然语言处理（NLP）关键技术助力 ChatGPT 获得强交互能力.....	6
图 4：2022 年我国虚拟数字人爱好者用户画像.....	7
图 5：2030 年我国虚拟数字人市场规模情况预测.....	8
图 5：《头号玩家》中真实玩家与其元宇宙对应虚拟分身.....	9
图 6：2017 年-2023 年我国虚拟偶像核心、带动市场规模及预测.....	10
图 7：2022 年江苏卫视跨年演唱会现场，周深与邓丽君跨越时空，同台献唱.....	12
表 1：2023-2025 财年分业务板块收入、毛利预测.....	14
表 2：公司 SOTP 估值.....	15



## 1.事件：拟收购魔拟科技，元宇宙协同生态有望进一步丰富

2023年3月7日，公司与深圳市魔拟科技有限公司签署谅解备忘录，拟通过注资或转让股权方式收购魔拟科技股权。魔拟科技成立于2022年4月成立，公司致力于成为全球第一家以自然语言处理（NLP）技术为基础、AI人工智能驱动虚拟数字人应用平台，未来通过更加形象的智能虚拟人链接全球数十亿用户，打造中国专业版 ChatGPT，成为全球领先的 AI 智能应用科技独角兽。魔拟科技以智能化发展为业务方向，其核心技术包含：AI 人工智能及其驱动的自然语言处理技术、三维数字虚拟人成像技术、AR 增强现实技术、虚拟人直播技术等。

我们认为，此次收购如获得成功，将进一步增强公司元宇宙核心技术储备，筑高公司技术壁垒。而选择此时收购，也敏锐抓住了虚拟数字人关键技术突破有望带来的产业高速发展契机，从而取得业务先发优势。同时，魔拟科技所拥有的 AI 人工智能技术，有望为公司现有视象显示解决方案、电子商务、文旅业务有效赋能，实现各项业务间的良好协同发展。

## 2.行业发展加速，虚拟数字人强交互性迎来突破

在中国人工智能产业发展联盟与中关村数智人工智能产业联盟联合发布的《2020年虚拟数字人发展白皮书》中所给出的虚拟数字人定义为：依赖显示设备存在，具有数字化外形的虚拟人物。理想的虚拟数字人应具备高度拟人化的三大主要特征：（1）人的外观，具有特定的相貌、性别和性格等人物特征；（2）人的行为，具有用语言、面部表情和肢体动作表达的能力；（3）人的思想，具有识别外界环境、并能与人交流互动的能力。

### 2.1. 虚拟数字人行业已进入快速成长期

虚拟人概念最早在上世纪80年代就已被提出，当时在音乐领域萌芽，虚拟人生成技术以手工绘制为主。自2000年起，受益于传统手绘方式逐渐被CG、动作捕捉等技术取代，虚拟数字人产业正进入产业化探索阶段。早期的虚拟数字人技术实现价格昂贵，主要应用在影视制作领域，采用真人驱动型的方式实现。通过对真人的动作、表情进行捕捉后，在将其用于为虚拟数字人后期进行CG建模，如：影片《指环王》中的经典角色咕噜便是通过上述技术呈现于大银幕；至今保持着全球票房第一的《阿凡达》更是全程运用动作捕捉+CG技术进行制作。

而近年来，随着产业技术不断成熟，虚拟数字人制作过程得到简化，制作成本逐步降低，其应用场景也在不断丰富，行业已迈入快速发展期。特别是随着以深度学习为核心的 AI 技术不断取得突破，人工智能驱动型虚拟人开始进入大众视野，并不断得到精细化完善，在电子商务、新闻媒体、金融、文旅等多个领域实现有效应用。如：中金财富定制化打造的首位全能型虚拟数字人员工——Jinn。Jinn 拥有足以以假乱真的外表，年轻朝气的形象，既可作为企业的品牌代言人，打造公司 IP，也可以让其服务于直播业务和客户服务方面，提高客户对公司产品的记忆点和服务满意度。

图 1：中金财富推出首位虚拟数字人员工——Jinn



资料来源：中金财富，华通证券国际研究部

目前，在虚拟数字人相关成本构成中，前期制作成本占据主要部分。以虚拟偶像投入成本为例，根据头豹研究院数据显示，前期制作成本约为 60%，后期运营成本为 40%。因虚拟偶像需要依赖后期大量的内容生产成本，维持其 IP 热度，其他类型数字虚拟人应用领域前期制作成本占比会更大，后期运营成本相对更少。我们认为，虚拟数字人产业凭借其后期运营成本不高的优势，并随着虚拟人可应用场景不断扩大，其有望实现在多个领域对真员工的规模化路替代，帮助企业降本增效。而产业规模化也将有效地推动前期制作的工业化流程建立，使得前期制作成本得到降低，进而又推动客户需求进一步增加。产业有望形成良好的飞轮效应，助力产业市场规模的高速增长。

## 2.2. 内在驱动技术薄弱环节有望通过 ChatGPT 应用取得突破

作为元宇宙构成要件中重要的一环，虚拟数字人应用实现同样需要运用多个方面前沿技术的支持。在人物视觉呈现上，虚拟人需要运用 3D 建模、图形渲染、语音合成、动作捕捉等技术。从内在驱动技术上看，行业一般将数字虚拟人划分为：真人驱动和人工智能驱动两大类

型，其中：人工智能驱动型虚拟人的生成，需要配置大量的交互模块，涉及感知识别、深度学习等技术使用。

图 2：数字虚拟人通用技术框架



资料来源：甲子光年，《2020年虚拟数字人发展白皮书》，华通证券国际研究部

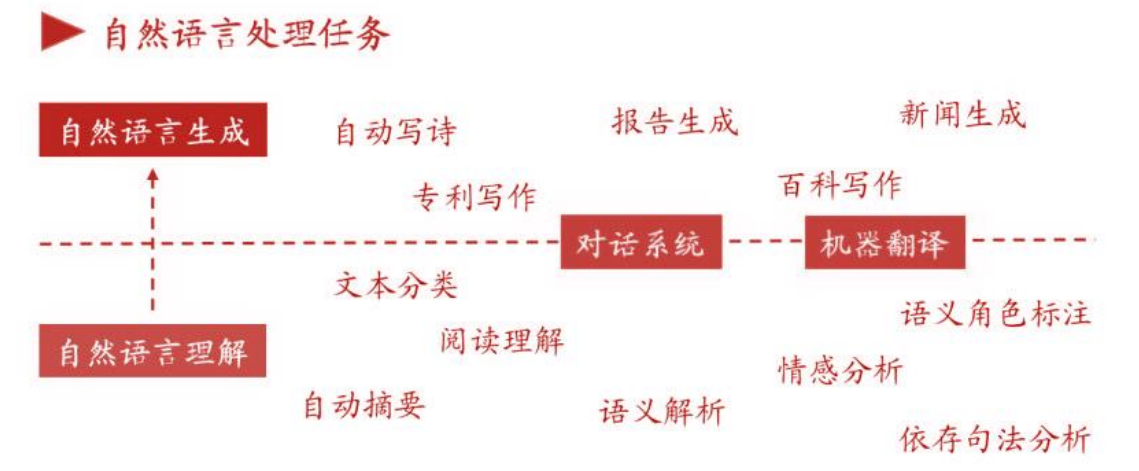
就目前产业技术发展情况来看，虚拟数字人视觉呈现相关技术运用已日趋成熟，虚拟人的制作周期得到大幅缩短。（1）在人物建模技术上，静态重建技术随着毫秒级高速拍照扫描的实现已经得到广泛应用；更为先进的动态三维重建技术，微软、谷歌和国内华为等多个机构也已经实现。（2）在动画智能生成技术上，关键的嘴型动作已经能够实现智能生成，其他面部表情方面捕捉与还原生成精准度上还有待进一步突破。（3）虚拟人物实时渲染方面，随着计算机图形引擎的升级迭代、硬件算力的提升，目前主流的虚幻、Unity 引擎已经能够实现高交互性和实时性的图形渲染，在渲染真实度已经达到了分高的水平。

我们认为，目前的虚拟数字人相关技术中最为复杂，也是较为薄弱的一环为交互模块相关技术。该技术对于人工智能驱动型虚拟数字人来说，相当于其统领、调动身体各部位运行的大脑。具有强人工智能，拥有高度拟人化的思想，具有识别外界环境、与人自然交流互动的能力是理想虚拟数字人的核心要素，而高度拟人化的虚拟人又是未来实现具有强交互能力、真实沉浸感的高阶段元宇宙的必要组成要件。

2022年年末以来，基于自然语言处理（NLP）技术聊天机器人 ChatGPT 掀起的应用热潮，有望在短期内将虚拟数字人的交互能力大幅提高。NLP 底层关键技术主要包括：自然语言理解（NLU）与自然语言生成（NLG）技术。早在自然语言处理领域刚兴起时，OpenAI 就推出的初代 GPT，通过海量模型参数的设置与庞大的计算训练，OpenAI 完成了从 GTP-1 到 ChatGPT 的主要 5 次产品技术迭代。目前，ChatGPT 已经拥有较为理想的强交互能力，其可

以支持结合用户提问语境的连续多轮对话，交互过程顺畅、自然，对话前后具有较强的逻辑能力，已经达到了高度拟人化的程度。

图 3：自然语言处理（NLP）关键技术助力 ChatGPT 获得强交互能力



资料来源：世界人工智能融合发展大会，华通证券国际研究部

我们认为，ChatGPT 的兴起与实现规模化应用，将对虚拟数字人技术中人工智能驱动的交互模块技术大幅补强。通过 ChatGPT 强大的自然语言处理能力应用于虚拟数字人领域，将为虚拟人安装上超强大脑，使其能快速、有效地判断、决策并生成与用户互动的信息，有望大幅提高用户使用的真实感、沉浸感与互动感，从而带来人工智能驱动型虚拟数字人产业的快速发展。

### 3.主要客户群体规模庞大，看好行业未来增长潜力

#### 3.1.Z 世代预计将成为虚拟数字人行业的主要优质客户群体

根据艾媒咨询 2022 年 1 月的调研数据显示，Z 世代为虚拟数字人的主要潜在终端客户群体，在虚拟人爱好者数据画像中，有 63.4% 的爱好者年龄在 19-30 岁之间。作为我国社会发展的中坚力量之一，Z 世代人口基数规模庞大。根据易观分析数据显示，2022 年，我国 Z 世代数字用户规模约为 1.84 亿，占总体规模比重达 17.5%。

我们认为，Z世代是虚拟数字人产业最为优质的客户群体。伴随着互联网而成长的Z世代，对于新生事物，特别是新潮的电子、数字化产品有更高的接受度。同时，Z世代也具有更强的消费意愿和能力，更愿意为兴趣买单。

艾媒咨询调研数据还显示，女性用户、中高收入、二线城市以上的群体在虚拟人爱好者中占比均远超五成，而上述潜在用户群体的消费能力和意愿也相对较高。

图 4：2022 年我国虚拟数字人爱好者用户画像



资料来源：艾媒咨询，华通证券国际研究部

### 3. 2. 服务型虚拟人稳步发展，身份型虚拟人快速崛起，潜在整体市场规模庞大

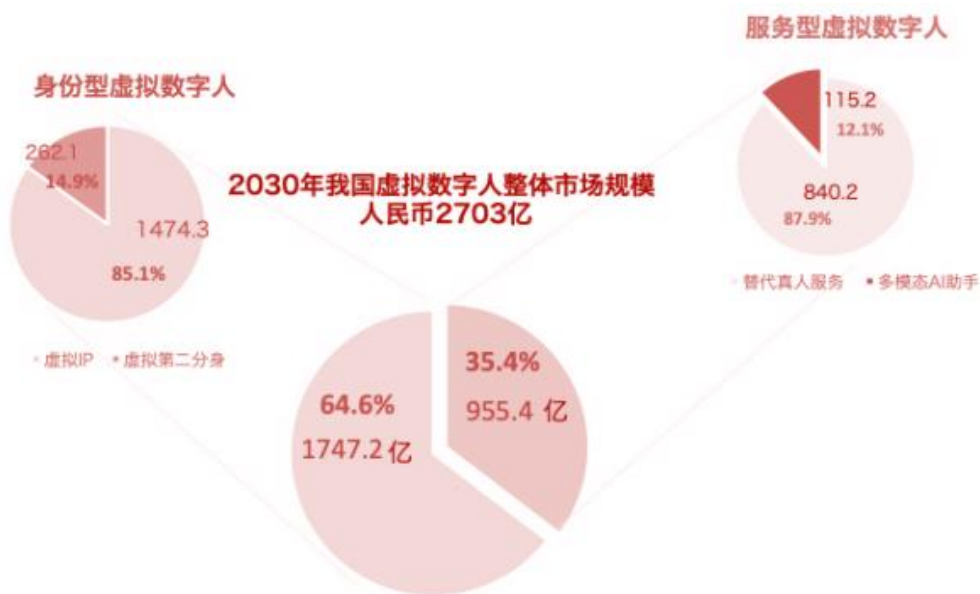
我们认为，拥有着庞大、优质Z世代潜在客户基础的虚拟数字人有望成为企业电子商务数字化转型的有力工具，产业将在电商领域率先实现规模化落地。虚拟数字人可以在电商销售各个环节的全流程覆盖：售前，通过虚拟人品牌IP的个性化建立和运营打造虚拟偶像、培养粉丝经济；售中，虚拟人与企业各大线上营销活动联动、参与直播推广带货，有效提高用户转化率；售后，实现虚拟人24小时在线智能服务，有效提高客户满意度和粘性。

另一方面，身份型虚拟数字人未来市场发展潜力巨大。作为高阶阶段元宇宙构成重要一环的身份型虚拟数字人市场目前尚处于发展初期，随着元宇宙应用场景和落地性不断增强，用户规模有望实现高速增长。作为进入元宇宙的必备ID形象要素，以及用户个性化需求的日益提高，身份型虚拟数字人市场未来市场需求广阔。

根据量子位预测，至2030年，我国虚拟数字人行业整体规模有望突破2700亿元。其中：服务型虚拟数字人占比35.4%，将呈现稳步发展；而身份型虚拟数字人未来将快速崛起，有望

占据市场主导地位，占比预计达 64.6%。

图 5：2030 年我国虚拟数字人市场规模情况预测



资料来源：量子位，华通证券国际研究部

#### 4.虚拟数字人行业主要细分领域分析

##### 4.1. 虚拟分身产业或将迎来井喷式增长

目前，元宇宙行业已经进入独立初步子元宇宙阶段，形成一定规模、业内认可度较高的游戏、工业、社交元宇宙平台陆续涌现。亿欧智库预计，子元宇宙之间的连接和交互协议将在 3 年内出现，并在 2030 年实现大范围互通，最终在 2036 年实现元宇宙的大融合，那时子元宇宙之间的边界将再次模糊，共同组成一个整体的庞大元宇宙体系。

我们认为，未来高阶阶段的元宇宙已离我们不再遥远，而作为元宇宙入口的 ID——虚拟分身制作产业或将率先迎来井喷式增长。在现阶段元宇宙中，每个用户都需要以一个虚拟分身存在于平行数字世界；同时，在元宇宙庞大生态中，还需制作千万个多样化 AI 机器虚拟人提供与用户的交互服务，未来虚拟分身制作产业需求或将迎来井喷式增长。



图 5：《头号玩家》中真实玩家与其元宇宙对应虚拟分身



资料来源：《头号玩家》电影，华通证券国际研究部

未来庞大虚拟数字人生成需求，必将诞生虚拟人生成行业巨头平台公司。我们认为，平台生成虚拟人过程的友好度将成为身份型虚拟人生产企业成功的关键，拥有全栈技术、可实现一站式、轻量便捷操作生成方式的平台公司，将会在行业竞争中拥有明显优势。

同时，企业还可将身份型虚拟人生产平台打造成为强社交属性产品，其市场先行者容易凭借用户规模基础形成可观的网络效应，进而占据市场主导地位。而庞大用户基础又能使得用户对于平台的依赖度提高，形成天然的高用户壁垒。如：腾讯开发的国民级社交产品——微信，凭借用户基础庞大、转换成本高的优势，在众多知名互联网企业推出各自社交通信软件向微信发起进攻的情况下，至今微信的霸主地位仍无可撼动。

#### 4.2. 虚拟偶像/主播赋能电商领域——企业品牌塑造有利抓手

随着 Z 世代逐渐成为市场主流消费群体，虚拟偶像的价值日益凸显，其商业热度已经可以比肩众多演艺界顶流明星。根据腾讯数据显示，在我国 00 后中，被提及最多的两位偶像分别为洛天依和初音未来，而其均为虚拟偶像。

与真人明星相比，虚拟偶像运营拥有诸多优势。首先，更便于企业统一、高效、低成本的数字形象运营，其技术实现工业流程化和规模化后，前期制作成本也将更为经济。同时，虚拟偶像也能有效避免真人明星近年来频发的舆情风险，企业可以通过不断地丰富虚拟偶像内容

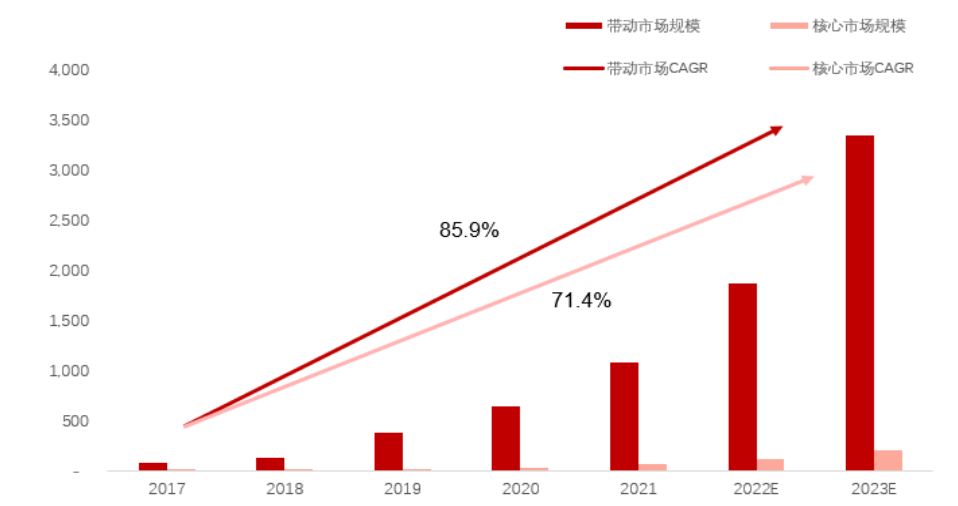
创造和生态体系构建，将其打造为公司强有力的新型品牌核心资产。在如今信息爆炸，用户媒体使用时间日益碎片化的情况下，自建虚拟偶像 IP 有望成为企业打造品牌形象的有利抓手。

根据艾媒咨询调研数据显示，超过半数达 54.1% 的我国网民愿意为虚拟数字人消费，其中：77.2% 乐于购买虚拟数字人所代言产品或相关周边。虚拟偶像+直播带货的商业化落地模式已得到有效验证。早在 2017 年，虚拟偶像洛天依于双 11 当晚空降光明乳业官方旗舰店直播，并通过首次现场演唱品牌新歌，参与现场互动等多种方式与粉丝互动，并进行直播带货。当天光明乳业的总销售额高达 3 千万元，是常规日均销售额的 25 倍。据不完全统计，仅 2017 年，洛天依就签约多达 10 个品牌和游戏代言，虚拟偶像强大的市场号召力可见一斑。

目前，各大国内互联网巨头已纷纷启动相关布局，引导虚拟人主播业态的健康发展。如：阿里于 2020 年积极推进其直播平台虚拟主播布局，在 2021 年进一步推进打造整体虚拟直播间，帮助企业降本增效，实现数字化转型。

目前，虚拟数字人在电商直播领域的渗透率还不高，根据头豹研究院预测，2025 年，其渗透率将为 0.39%，虚拟人电商直播行业未来前景广阔。艾媒咨询预测，到 2023 年，我国虚拟偶像核心市场将达 205 亿元，带动整体市场规模将达 3,335 亿元，2017 年-2023 年期间 CAGR 高达 71.4% 和 85.9%。

图 6：2017 年-2023 年我国虚拟偶像核心、带动市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，华通证券国际研究部



## 5. 魔拟科技产业链多项目落地，如收购成功业务间协同效应可期

### 5.1. 虚拟数字人+ChatGPT，魔拟科技人工智能核心技术已落地应用场景丰富

魔拟科技公司以智能化发展为业务方向，其核心技术团队成员均来自华为、腾讯、达摩院等国内知名企业，公司拥有强大的技术研发能力。其拥有核心技术包含：AI 人工智能及其驱动的自然语言处理技术、三维数字虚拟人成像技术、AR 增强现实技术、虚拟人直播技术等。目前，魔拟科技已落地项目包含：虚拟人自动生成系统，虚拟人 AR 电商，虚拟人 AR 场景社交等多个应用场景。

在虚拟数字人自动生成领域，如前述行业分析所述，我们认为，具备全栈技术、可实现一站式、轻量便捷化生成方式的平台公司，将会在行业竞争中拥有重要优势。同时，市场先行者容易凭借用户规模基础形成可观的网络效应，从而占据市场主导地位。而魔拟科技致力于成为全球第一家以自然语言处理技术为核心、AI 人工智能驱动的数字虚拟人应用平台，并拥有全栈式虚拟人生产能力，公司核心竞争优势明显，我们看好公司未来在虚拟数字人自动生成领域的表现。

另外，魔拟科技开创性研发出具有边界的、中国专业版虚拟人 ChatGPT，在有望大幅提高用户使用的真实感、沉浸感与互动感同时，通过智能虚拟人建立有边界、专属的数据库，也能使虚拟人所提供信息更有权威、准确性，也更加安全可控。

同时，魔拟科技还拥有着丰富的虚拟人下游产业链布局，具备元宇宙 APP 研发运营、元宇宙线下实体空间构建能力，已研发出国内首个 2B、2C 虚拟人 AR 应用 APP。我们认为，魔拟科技产业链上下游较为完善的布局可进一步提升其业务附加值。

### 5.2. 虚拟数字人技术赋能公司现有业务前景广阔

虚拟数字人+视象显示。公司可运用现有的全息投影等先进视象显示技术，将魔拟科技所定制打造的虚拟偶像、虚拟主持人等呈现于大型演唱会和大型晚会、活动现场，可有效提升演出活动的话题度和吸引力，增加演唱会上座率、晚会活动收视率。

图 7：2022 年江苏卫视跨年演唱会现场，周深与邓丽君跨越时空，同台献唱



资料来源：江苏卫视，华通证券国际研究部

虚拟数字人+电子商务。目前，虚拟偶像直播带货的商业化落地模式已得到有效验证；同时，国内各大互联网电商巨头也在积极引导虚拟人主播产业的发展。公司旗下鑫杭信息的电商平台业务可通过引入魔拟科技开创性、具有边界的中国专业版虚拟人 ChatGPT，帮助平台应用商家降本增效，提高终端客户转化率。

虚拟数字人+文旅业务。公司所运营文旅业务可运用魔拟科技的虚拟数字人技术为景区量身打造符合当地特色文化特点的虚拟形象代言人，并将其运用于品牌宣传、旅游线路导览、景点图文并茂讲解等景区全方面运营，提高游客对景区的新鲜感、记忆点和满意度。

我们认为，此次收购如获得成功，将进一步增强公司元宇宙核心技术储备，筑高公司技术壁垒。同时，魔拟科技所拥有的 AI 人工智能技术，能与公司现有视象显示解决方案、电子商务、文旅业务布局进行较好协同、相互促进，实现各项业务的共同发展。



## 6. 公司业绩预测与估值

### 6.1. 分业务板块业绩预测

基于公司现有业务经营情况、未来战略规划部署及行业发展前景预估，我们对公司 2023-2025 财年分业务板块的业绩进行了预测。

#### 关键假设：

假设 1：线上文旅业务通过良好合作关系建立，慧旅联盟整体业务假设能在较短期间内注入公司。预测数据从此次公告日：2023 年 3 月 3 日起，假设对慧旅联盟整体业务进行并表。

假设 2：2023 年，线上文旅业务主要构成上，预计慧旅联盟自营业务能恢复至疫情前水平；假设加盟商新业务拓展成效显著，通过良好的品牌和网络效应，加盟商业务营收规模在年内突破自营业务预计规模。2024-2025 年，通过元宇宙技术赋能商业化落地，文旅板块业务营收以较优于行业的双位数增长。

假设 3：公司视像显示业务能够继续保持可观的恢复增速，香港地区业务至 2024 财年演唱会服务场次及单场演出收益均能够恢复至疫情前水平；内地业务恢复速度相对滞后于香港地区，预计相关运营指标在 2025 财年前中期逐步恢复至疫情前水平。

假设 4：2023 财年，公司电商服务平台业务刚进入规模商业化阶段，我们预计该业务预测期内成长性高，仍能够继续保持理想的高增速。

假设 5：AIGC 业务，我们预计 2023 财年将主要为搭建业务体系，探索有效业务模式阶段。2024 财年，假设业务模式得到有效验证。同时，我们参考短剧头部平台方九州、柚子等预估的单月营收规模 2,000 万元进行测算。2025 财年，考虑 AIGC 整体产业处于快速发展阶段，该板块收入预计将有高双位数增长。

假设 6：公司原有业务毛利率参考公司疫情前后运营情况进行预测，新业务综合参考行业可比公司情况进行预测。

基于上述预测依据和关键假设，我们预计公司 2023-2025 财年分业务板块业绩如下：



表 1：2023-2025 财年分业务板块收入、毛利预测

项目		2021	2022	2023E	2024E	2025E
视像显示解决方案服务	收入 (百万港元)	12	19	46	76	101
	YOY	-72.9%	61.6%	136.8%	64.8%	33.4%
	毛利	-19	-10	-5	19	46
资讯科技咨询服务	收入 (百万港元)			62	114	165
	YOY				83.5%	45.3%
	毛利			35	71	108
线上文旅业务	收入 (百万港元)			157	759	898
	YOY				383.2%	18.3%
	毛利			33	179	216
AIGC 业务	收入 (百万港元)				183	343
	YOY					87.5%
	毛利				167	316
合计	收入 (百万港元)	12	20	265	1,131	1,507
	YOY	-72.4%	64.7%	1203.0%	326.9%	33.2%
	毛利	-23	-11	63	435	687

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

## 6.2. 公司分部估值

由于公司各大版块业务性质、盈利模式、发展阶段均有较大差别，因此我们采用分部估值法对公司整体进行估值。

**关键假设：**对于收购魔拟科技事项，由于目前尚在双方磋商阶段并未最终成型，我们仅就假设该项收购顺利完成后，魔拟科技所能够产生的协同效应，将为公司现有业务板块带来的估值提升情况进行预测。

其中：

(1) 视像显示解决方案服务业务：考虑到未来公司内地部分业务尚有较大提升空间；同时，结合公司未来通过元宇宙、虚拟数字人技术赋能视像显示解决方案、提高产业附加值的可能性，上调后给予视像显示解决方案服务业务 24X P/E。

(2) 资讯科技咨询服务业务：该分部业务已进入规模化商业落地阶段，业务技术含量、成长性高，盈利模式稳定。同时，我们考虑虚拟偶像、虚拟主播未来在电商领域的应用前景可观，公司两项业务协同效应预计较强，上调后给予该板块业务 40X P/E。

(3) 线上文旅业务：由于为公司新业务板块，业务前期运营预计以拓展规模为主要目标，我



们采用 P/S 进行估值，参考行业可比公司估值水平，同时结合公司元宇宙、虚拟数字人赋能文旅行业的广阔前景，上调后给予线上文旅新业务 6.5X P/S。

(4) AIGC 业务：考虑公司拥有成熟、先进的 AI 视频生成技术，自研平台独特的竞争优势，以及视频短剧市场未来的高景气度，维持前次 AIGC 业务 68X P/E。

表 2：公司 SOTP 估值

单位：百万港元		2024E	估值比率		估值
视像显示解决方案服务	分部利润	7.96	P/E	24X	190.98
资讯科技咨询服务	分部利润	21.94	P/E	40X	877.60
线上文旅业务	分部营收	759.08	P/S	6.5X	4,934.00
AIGC 业务	分部利润	93.78	P/E	68X	6,376.80
<b>总市值</b>					<b>12,379.37</b>

资料来源：华通证券国际研究部

通过汇总公司各分部的估值，我们预估公司整体价值为 123.79 亿港元，并上修公司六个月内目标价至 15.50 港元。

### 6.3. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价和基准指数的波动预期，我们维持公司“强烈推荐”投资评级。

#### 华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
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 股一主板基准为沪深 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。



## 7.风险提示

收购魔拟科技公司进展不及预期，公司现有业务间协同效果不理想。

与慧旅联盟合作情况不及预期。公司文旅板块新业务的运营成效与慧旅联盟合作情况紧密相关。如果双方合作情况不理想，将会对公司营收增长带来较大影响。

AI 视频短剧平台项目商业化落地进展不及预期。目前，公司该项目仍在筹备阶段，如果项目最终落地推广不理想，将会对公司高附加值业务板块估值带来不利影响。





附表：财务报表预测与主要财务比率（单位：百万港元）

资产负债表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1	1	37	418	842
定存及受限资金	-	-	-	-	-
应收账款	5	4	23	76	106
存货	-	-	-	-	-
预付及其他流动资产	9	7	186	55	54
短期投资	-	-	-	-	-
固定及无形资产	80	73	68	65	63
预付款项及按金	7	2	51	174	205
递延所得税资产	-	0	-	-	-
定存及长期股权投资	-	-	-	-	-
<b>资产合计</b>	<b>101</b>	<b>87</b>	<b>366</b>	<b>789</b>	<b>1,271</b>
应付账款	-	-	6	24	33
应付职工薪酬	-	-	-	-	-
应交税费	1	1	8	34	38
短期借款	10	12	9	9	8
递延收益	-	-	-	-	-
预提债项及其他应付款	16	27	53	226	301
递延所得税负债	0	-	-	-	-
长期经营租赁负债	3	2	2	2	2
合同负债	0	1	7	28	38
<b>负债合计</b>	<b>31</b>	<b>42</b>	<b>85</b>	<b>323</b>	<b>419</b>
归属于母公司股东权益	71	46	106	172	374
少数股东权益	(0)	(1)	175	294	477
<b>股东权益合计</b>	<b>70</b>	<b>46</b>	<b>281</b>	<b>465</b>	<b>851</b>

资本结构	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资产负债率	30.4%	47.5%	23.2%	41.0%	33.0%
流动比率	0.6	0.3	3.2	1.9	2.6
速动比率	0.6	0.3	3.2	1.9	2.6

现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>(40)</b>	<b>(25)</b>	<b>5</b>	<b>185</b>	<b>386</b>
折旧与摊销	23	22	17	16	16
资产减值准备	6	1	6	35	20
运营资本变动及其他	3	7	15	165	57
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>(8)</b>	<b>5</b>	<b>43</b>	<b>401</b>	<b>479</b>
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>(0)</b>	<b>(9)</b>	<b>(5)</b>	<b>(2)</b>	<b>(5)</b>
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>(3)</b>	<b>(17)</b>	<b>(51)</b>
现金净变动	(3)	(0)	36	382	424
期初现金余额	5	1	1	36	418
期末现金余额	1	1	36	418	842

利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>12</b>	<b>20</b>	<b>265</b>	<b>1,131</b>	<b>1,507</b>
营业成本	35	32	202	696	820
销售费用	-	-	16	102	131
管理费用	14	14	42	84	97
研发费用	-	-	-	-	-
其他收益净额	2	3	3	3	3
信用减值损失	6	1	6	35	20
财务费用	1	1	2	5	6
其他收益	-	-	12	-	-
<b>利润总额</b>	<b>(40)</b>	<b>(25)</b>	<b>6</b>	<b>205</b>	<b>429</b>
减：所得税	(5)	(1)	1	21	43
净利润	(35)	(24)	5	185	386
少数股东损益	(0)	(0)	2	119	183
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>(35)</b>	<b>(24)</b>	<b>3</b>	<b>66</b>	<b>203</b>

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>					
营收增长率	-72.4%	64.8%	1202.4%	326.9%	33.2%
营业利润增长率	49.9%	-38.4%	-82.7%	-5108.7%	107.0%
归母净利润增长率	44.4%	-30.8%	-112.7%	2027.7%	209.6%
<b>盈利能力</b>					
销售毛利率	-182.2%	-56.5%	23.6%	38.5%	45.6%
销售费用率	0.0%	0.0%	6.0%	9.1%	8.7%
管理费用率	110.0%	70.7%	15.8%	7.5%	6.4%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利率	-284.0%	-119.9%	2.0%	16.3%	25.6%
ROE	-39.7%	-41.4%	3.2%	49.5%	58.7%
ROA	-34.2%	-25.8%	2.3%	32.0%	37.5%
ROIC	-36.7%	-34.6%	4.1%	49.6%	58.8%
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.4	4.6	19.2	22.8	16.6
应付账款周转率	193.6	48.8	29.7	21.3	13.3
<b>估值倍数</b>					
P/E	-225.8	-326.2	2566.9	120.6	39.0
P/S	0.640	0.388	0.030	0.007	0.005
P/B	0.112	0.172	0.028	0.017	0.009
<b>每股指标</b>					
每股收益（摊薄）	-0.04	-0.03	0.004	0.08	0.25
每股净资产	87.9	57.4	350.9	581.6	1064.3
每股经营现金流	-10.0	6.9	53.8	501.3	599.1

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

## 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”）在香港制作及发布。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。