

2020年03月20日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

## 出海业务展现盈利弹性，蓝标在线开拓广告营销新赛道

买入 (首次)

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	23,104	28,085	30,399	37,043
同比 (%)	51.7%	21.6%	8.2%	21.9%
归母净利润 (百万元)	389	720	681	803
同比 (%)	75.0%	85.1%	-5.4%	17.9%
每股收益 (元/股)	0.16	0.29	0.27	0.32
P/E (倍)	40.28	21.76	23.01	19.52

### 投资要点

- **蓝色光标是为企业智慧经营全面赋能的营销科技公司。**蓝色光标及其旗下子公司的业务板块包括营销服务(数字营销、公共关系、活动管理等)、数字广告(移动广告、智能电视广告、中国企业出海数字广告)以及国际业务,服务内容涵盖营销传播整个产业链,以及基于营销科技的智慧经营服务,服务地域基本覆盖全球主要市场。
- **出海业务毛利率提高将贡献主要业绩弹性。**公司出海业务收入体量大,增长快,但毛利率偏低,2018 年仅 1.11%,当前公司出海业务的毛利率有望提升: 1、加大品牌客户和重度服务客户的出海业务开拓,这部分广告主的毛利率高于公司当前游戏、电商、工具类广告主; 2、调整出海业务媒体资源布局,让毛利率高的中型媒体资源越来越多; 3、通过蓝标在线等方式智能化降低中小企业投放门槛,而中小企业毛利率高于大型企业。出海业务毛利率的提升将为公司带来较大的业绩弹性。
- **蓝标在线 SaaS 服务开拓广告营销行业全新赛道。**公司推出了针对中小企业线上标准化智能营销 SaaS 服务——蓝标在线。蓝标在线汇集了公司多年来的营销服务经验,将这些能力以 SAAS 的模式提供给中小客户。体验版上线以来至 2 月底已有数千外部注册用户,正式版完整功能会员费为 3-10 万元, SaaS 服务具有标准化、用户粘性高、需求持续性强等特点,未来将成为公司重要的收入来源。蓝标在线服务开拓了广告营销领域的全新赛道,将营销服务落实到中小型企业,根据 CTR 数据,近三年,只有中小型广告主营销预算占比始终上升,而且加速增长。
- **短视频广告有望成为公司第二条营收过百亿的业务线。**短视频是互联网广告增速最快的领域,公司 2018 年短视频广告贡献收入 2-3 亿元,2019 年公司在抖音平台上投放约 20 亿元,预计 2020 年将投放超过 50 亿元,我们认为短视频将是公司继出海业务后第二条营收过百亿的业务线。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 280.85/303.99/370.43 亿元,同比增长 21.6%/8.2%/21.9%; 归母净利润 7.20/6.81/8.03 亿元,同比增长 85.1%/-5.4%/17.9%,对应 PE 分别为 21.76/23.01/19.52 倍。扣除公允价值变动因素,归母净利润约为 4.58/5.61/8.03 亿元,同比增长率为 17.74%/22.49%/43.14%,对应 PE 为 34.21/27.93/19.52 倍。公司在数字科技营销领域优势稳固,拥有丰厚的经验积累和先发优势,蓝标在线业务开拓了行业增长的新赛道,我们用 SOTP 方法估算公司价值为 245 亿元,对应 9.84 元/股,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**行业竞争加剧,宏观环境超预期下滑,应收账款回款不利,商誉减值风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.29
一年最低/最高价	3.90/8.76
市净率(倍)	1.80
流通 A 股市值(百万元)	13697.06

### 基础数据

每股净资产(元)	3.50
资产负债率(%)	52.58
总股本(百万股)	2491.04
流通 A 股(百万股)	2177.59

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 智慧营销科技公司：三步走奠定公司龙头地位</b>	<b>4</b>
<b>2. 业务概况：详解广告营销公司的核心竞争力</b>	<b>4</b>
2.1. 公共关系	5
2.2. 广告营销业务	7
2.3. 规模决定广告营销公司的竞争优势	7
<b>3. 公司经营情况与成长逻辑</b>	<b>9</b>
3.1. 网络广告	11
3.1.1. 短视频：网络营销领域的主要增量	11
3.2. 智能电视（OTT）广告：OTT 广告价值亟待挖掘，公司大屏端资源优势显著	12
3.2.1. 5G 有望在短期内促进大屏端超清视频发展，释放大屏广告价值	13
3.2.2. 中国已具备发展超清视频产业的条件，政策大力推进	14
3.2.3. 公司在大屏端资源优势显著，将受益于大屏广告价值的释放	14
3.3. 海外公司业务	14
3.4. 出海业务	14
3.4.1. 游戏客户毛利率较低，但品牌客户和重度服务客户将越来越多的进入出海市场	15
3.4.2. 调整出海业务资源布局，让毛利率高的中型媒体资源越来越多	16
3.4.3. 智能化降低中小企业投放门槛，毛利率高于大型企业	16
3.5. 基于数据科技的 SaaS 服务开拓营销行业新模式	17
3.5.1. 蓝标在线：开拓广告营销行业全新赛道	17
3.5.2. 中小型企业营销市场广阔	18
3.5.3. 蓝标在线收入弹性分析	19
<b>4. 盈利预测</b>	<b>21</b>
4.1. 收入预测	21
4.1.1. 出海业务	21
4.1.2. 海外公司业务	21
4.1.3. 中国业务	21
4.1.4. 蓝标在线	21
4.2. 基础假设	22
4.3. 盈利预测	22
<b>5. 分部估值</b>	<b>22</b>
5.1. 营销主业部分估值	22
5.2. 蓝标在线业务估值	23
<b>6. 投资评级</b>	<b>24</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

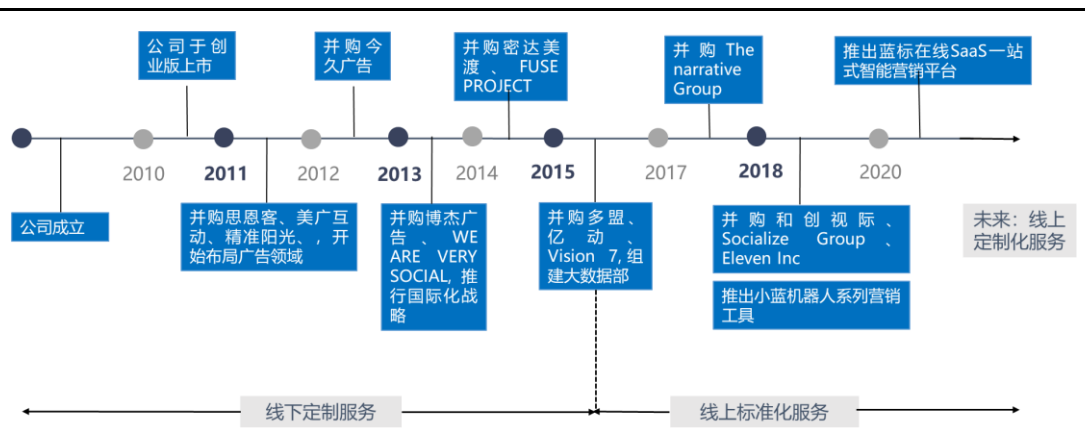
图 1: 公司战略阶段 .....	4
图 2: 品牌管理业务链 .....	5
图 3: 2018 全球公关公司排行榜 .....	6
图 4: 广告营销业务产业链 .....	7
图 5: 华扬联众返利净额占毛利比例 (百万元) .....	9
图 6: 公司收入波动情况 (亿元) .....	9
图 7: 公司归母净利润变化 (亿元) .....	10
图 8: 公司收入结构变化 (亿元) .....	10
图 9: 公司分业务毛利率情况 (%) .....	10
图 10: 互联网广告市场规模 (亿元) .....	11
图 11: 短视频营销市场规模 .....	12
图 12: OTT 广告市场规模 .....	12
图 13: 中国互联网广告流量屏端占比 .....	12
图 14: 不同电视类型订户数 (万) .....	13
图 15: 公司分业务收入结构变化 (亿元) .....	15
图 16: 公司分业务毛利率变化 .....	15
图 17: 2019 中国出海企业赛道分布 .....	15
图 18: 公司数字营销与传统营销占比 .....	17
图 19: 蓝标在线产品概况 .....	17
图 20: 2017-2019 中小型广告主对当年营销推广费用占比的预期及投放净增长情况 .....	18
图 21: Adobe 云转型初期 SaaS 业务客户数 .....	19
图 22: 广联达云转型初期 SaaS 业务合同金额 .....	19
表 1: 不同互联网公司返利政策与投放规模关系 .....	8
表 2: 蓝标在线收入敏感性测算 .....	20
表 3: 蓝标在线毛利敏感性测算 .....	20
表 4: 其他基础假设 .....	22
表 5: 可比公司 PS 估值 .....	23

## 1. 智慧营销科技公司：三步走奠定公司龙头地位

蓝色光标是一家在大数据和社交网络时代为企业智慧经营全面赋能的营销科技公司。蓝色光标及其旗下子公司的业务板块包括营销服务（数字营销、公共关系、活动管理等）、数字广告（移动广告、智能电视广告、中国企业出海数字广告）以及国际业务，服务内容涵盖营销传播整个产业链，以及基于营销科技的智慧经营服务，服务地域基本覆盖全球主要市场。

公司成立于 2002 年 11 月，2008 年 1 月公司整体变更为股份有限公司。2010 年 2 月，公司于创业板成功上市。上市初，公司主要业务为公关服务。上市后，公司抓住市场机遇，利用自身优势，以内延式发展和外延式并购与投资结合，逐步布局广告业务。2011 年起，公司先后收购思恩客、美广互动、精准阳光、今久广告、博杰广告等公司，使得公司由单一的公关公司成长为综合传媒集团。

图 1：公司战略阶段



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

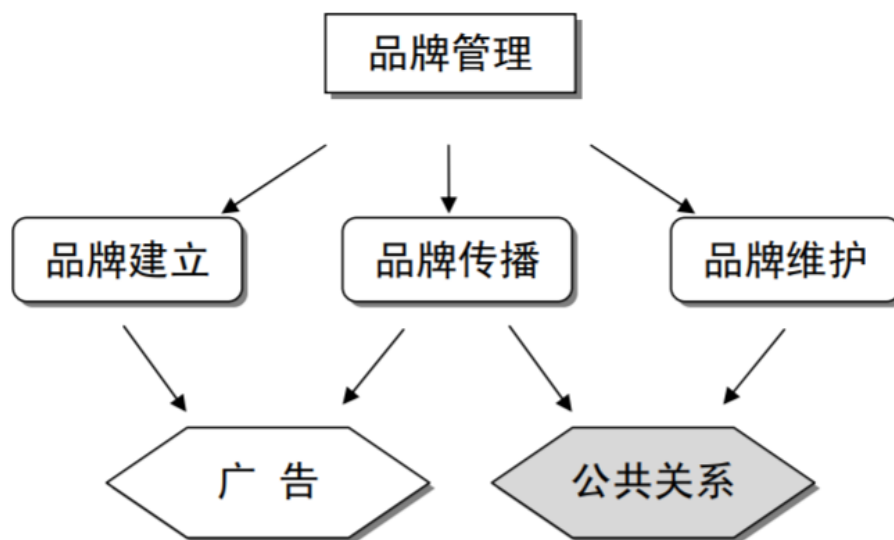
公司自 2013 年提出“数字化、国际化”的战略，一方面通过收购与投资等方式，拓展海外业务，实现业务全球化布局；另一方面，公司积极推动数字营销业务的发展。公司从 2015 年组建内部大数据部和并购多盟亿动；2016 年，公司数字化战略第一阶段取得成功，数字化战略第二阶段营销智能化开始推进；2017 年，公司初步转型为一家数据及算法驱动的互联网公司，成为为品牌客户在大数据及社会化营销时代开展智慧经营的赋能平台；2018 年推出小蓝机器人系列营销工具，到 2020 年，公司推出蓝标在线，专为中小广告主提供服务的 SaaS 工具。公司战略实际上经历了从线下的定制服务，到线上的标准化服务，未来公司将逐步走向线上定制化服务的发展阶段。

## 2. 业务概况：详解广告营销公司的核心竞争力

公司从事的营销服务、数字广告业务属于品牌管理范畴，品牌管理业务从阶段上分类包括品牌建立、品牌传播和品牌维护。

品牌管理是通过全面统筹的策划，对企业品牌施加一系列合理科学的管理活动，以提升其品牌的价值影响力，从而树立企业形象。品牌建立是从无到有的品牌形成；品牌传播是指从小到大的品牌培育，是企业特色载体的传承；品牌维护则是良好形象的保持，是优质品质的延续。品牌维护对已建立的品牌，通过各种手段，加强品牌与消费者的沟通，增加品牌的美誉度，提高消费者对品牌的忠诚度，从而提升品牌的价值。

图 2：品牌管理业务链



数据来源：蓝色光标招股书，东吴证券研究所

广告和公共关系在品牌建设的不同阶段都能发挥作用，但效果有所不同。其中广告在品牌建立和品牌传播阶段起主要作用，而公共关系则在品牌建立以后的品牌传播和品牌维护方面发挥重要作用。

公司上市之初主要从事公共关系服务，上市后借助资本市场的融资功能进行了多次收购整合，先后收购思恩客、美广互动、精准阳光、今久广告、博杰广告等公司。上市公司通过并购获取了大量的新客户，开拓了多样化媒体的广告服务能力，并且将原有的以公共关系、广告服务为主的传播服务链条得以完善。上市公司为客户提供一体化的品牌传播服务的能力进一步增强，将在行业内取得更为有利的竞争优势。

## 2.1. 公共关系

公共关系服务是营销服务的主要内容，包括品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、企业社会责任等一体化的链条式服务。

其中，品牌传播服务是指通过电视、杂志、网络等手段收集与客户有关的各类新闻、报道和评论，并对收集信息加以分析，撰写舆情分析报告，提供给客户，使客户即时获得市场动态、行业新闻等报道，协助客户进行舆情管理，凭借对各类媒体特点的了解，结合对客户品牌核心信息的把握，针对客户目标群体认知度的研究，撰写传播稿件，稿件包括新闻资料、行业深度分析资料、评论案例、外文资料的翻译服务。实现正面声音

持续维护，达到维护客户品牌形象的目的。

产品推广服务是指针对客户产品销售目标，为客户提供产品推广方案、产品核心信息规划、产品推广媒体传播规划和执行等服务，通过广泛传播产品的各种关键信息，使目标消费群对特定产品产生更多了解，从而促进产品销售。

危机管理服务是指为客户建立系统的危机预警及管理体系，为危机事件提供事前预防、预警及事后处理等服务。公司通过自身舆情监测体系，对客户信息加以整理和分析，如出现危机事态的征兆，及时制作危机预防建议书，协助客户预防危机事件的发生，如危机事件发生，则制作危机管理建议书，为客户提供危机管理咨询服务和指导，将危机事件对客户的影响控制在最低程度。

活动管理服务是指根据客户需要，挖掘需求的核心价值，并策划相应的活动方案，根据方案提供活动执行服务，执行服务包括活动执行文件的撰写、活动现场的设计、管理和总控、活动场地设备的采购及人员的调配，活动完成后继续对媒体稿件或新闻报道进行跟踪，确保传播信息无误导和遗漏，并通过舆情监测体系实时监测，形成舆情分析报告，以剪报等形式向客户反馈。活动包括新品发布会、媒介沟通会、战略发布会、新品发布会、巡展等。

企业社会责任服务是指针对企业承担各种社会责任的需求而提供的公共关系服务。例如，汶川地震捐款活动、西部扶贫、志愿者计划、公益创投基金、残疾儿童捐助等活动。

根据全球权威公关行业咨询机构 The Holmes Report 发布 2018 全球公关公司 Top10 排行榜，蓝色光标凭借旗下境内外的公关业务再度位列第九，是唯一进入前十的中国本土营销企业。

图 3：2018 全球公关公司排行榜

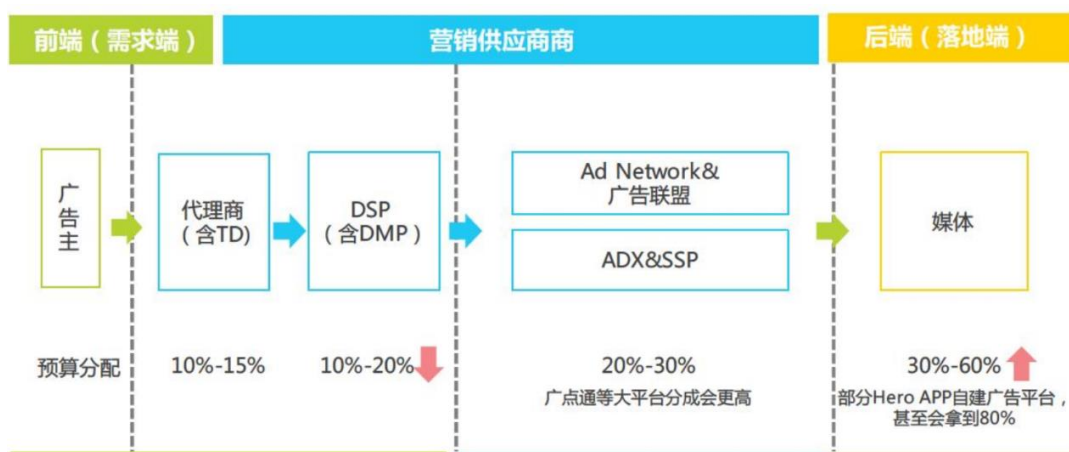
GLOBAL TOP 250 PR AGENCY RANKING 2018					THE HOLMES REPORT			
2018	2017	Agency	HQ	Fee Income 2017 (\$)	Fee Income 2016 (\$)	Staff	Growth (USD)	Growth (Constant Currency)
1	1	Edelman 1	USA	893,591,000	874,968,000	5940	2.1%	2.1%
2	2	Weber Shandwick 2	USA	805,000,000	825,000,000		-2.4%	-2.4%
3	3	FleishmanHillard 3	USA	570,000,000	570,000,000		0.0%	0.0%
4	4	Ketchum 4	USA	550,000,000	562,000,000		-2.1%	-2.1%
5	5	Burson-Marsteller 5	USA	463,000,000	480,000,000	3133	-3.5%	-3.5%
6	6	MSL 6	France	460,000,000	460,000,000	3022	0.0%	0.0%
7	7	Hill+Knowlton Strategies 7	USA	400,000,000	395,000,000		1.3%	1.3%
8	8	Ogilvy 8	USA	354,000,000	361,000,000		-1.9%	-1.9%
9	9	BlueFocus 9	China	321,849,607	268,675,634		19.8%	12.3%
10	12	Cohn & Wolfe 10	USA	246,000,000	224,000,000		9.8%	9.8%
11	10	Golin 11	USA	240,000,000	245,000,000		-2.0%	-2.0%
11	11	Brunswick	UK	240,000,000	240,000,000		0.0%	0.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 广告营销业务

广告营销服务的市场参与主体主要包括广告需求方（通常为广告主）、广告资源供给方（通常为媒体）、营销服务提供商（通常为连接营销需求方、互联网媒体和营销内容受众的服务中介）、营销内容受众等。具体产业链如下图所示：

图 4：广告营销业务产业链



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

在产业价值链中，媒体控制着宝贵的流量资源，议价能力强，而广告主又是甲方，因此营销供应商在产业中较为弱势。

受企业规模与预算的限制，广告主难以较低的资源投入实现完整的营销传播，而且一般广告主没有足够的精力、资源与经验进行跨媒体对接；而媒体也需要相关的营销企业协助销售部分广告资源。因此，整条产业链需要广告营销服务公司参与其中，一方面提高广告主投放的效率，另一方面帮助媒体扩展业务。不仅如此，蓝色光标等大型广告营销企业媒体采购资源量大，合作的媒体数量较多并建立长期良好的合作关系，其能够依靠汇集众多广告主大规模的广告预算而享受相对优惠的媒体采购价格（享受更高水平的返点），降低广告主投放广告的成本。广告营销公司能汇集的预算规模越大，其对媒体的议价能力就会越强，广告投放的成本就更低，从而对广告主而言就越具有吸引力。规模就是广告媒介公司最重要的竞争优势。

## 2.3. 规模决定广告营销公司的竞争优势

不同的媒体所对外报出的刊例价水平不尽相同，并在实际操作中，按照刊例价的一定折扣对外销售媒体广告资源。不同媒体都有自己的返利政策，针对一定时期内不同规模的广告投放量给予广告主或者广告服务提供商不同的返利政策。一般媒体给出的都是阶梯式的返利政策，而返利规模与公司广告采购量直接相关。我们以互联网媒体为例，

如下表所示，可以看到返点率高低与广告投放规模具有明显的正相关关系。

**表 1：不同互联网公司返利政策与投放规模关系**

媒体公司	季度返点政策	媒体公司	季度返点政策
腾讯	一般展示类 10-50 万 5%；50-100 万 6%；100-250 万 7%；250-500 万 8%；500-1000 万 9%；1000-2000 万 10%；2000 万以上 11%；	搜狐	一般展示类 25-100 万 7% 100-250 万 8%
	视频 0-500 万 9%；500-1000 万 10%；1000-5000 万 12%；5000-10000 万 14%；10000 万以上 16%		250-500 万 9% 500-1000 万 10%
	移动端 0-10 万 8%；10-50 万 9%；50-100 万 10%；100-500 万 11%；500-1000 万 12%；1000-5000 万 13%；5000 万以上 14%		1000-2500 万 11% 2500 万以上 12%
	特殊行业：网络服务类代理商、网络游戏类代理商及腾讯公司推送给代理商的执行金额，返点比例下调 3 个百分点。		
新浪	一般展示类 20-100 万 6%；100-400 万 8%；400-800 万 9%；800-1500 万 10%；1500-3000 万 11%；3000 万以上 12%；超过 400 万按阶梯计算	百度	A1 类行业：1% A2 类行业：1% B 类行业：4% C 类行业：5%
	移动端-无线广告及汽车行业微博广告 20-200 万 13%；200-500 万 15%；500 万以上 17%		金融（非保险）行业：4% 游戏行业：1% 教育行业：1%

注：上表为各主要互联网媒体对华扬联众 2016 年的返利政策，可以作为行业参考

数据来源：华扬联众招股书，东吴证券研究所

广告营销服务公司根据与媒体约定的返利政策，按期计提返利。每季度末，公司与互联网媒体就上一季度的广告投放款及应计提的返利进行对账，同时向媒体公司支付上一季度的广告投放款，而支付的款项为上季度广告投放款扣减上季度应计提返利金额后的净额。因此，**媒体返利实质上导致公司当期营业成本的减少**，公司在计提当期媒体返利时冲减主营业务成本，并做进项税转出处理，同时减记对互联网媒体的应付账款。

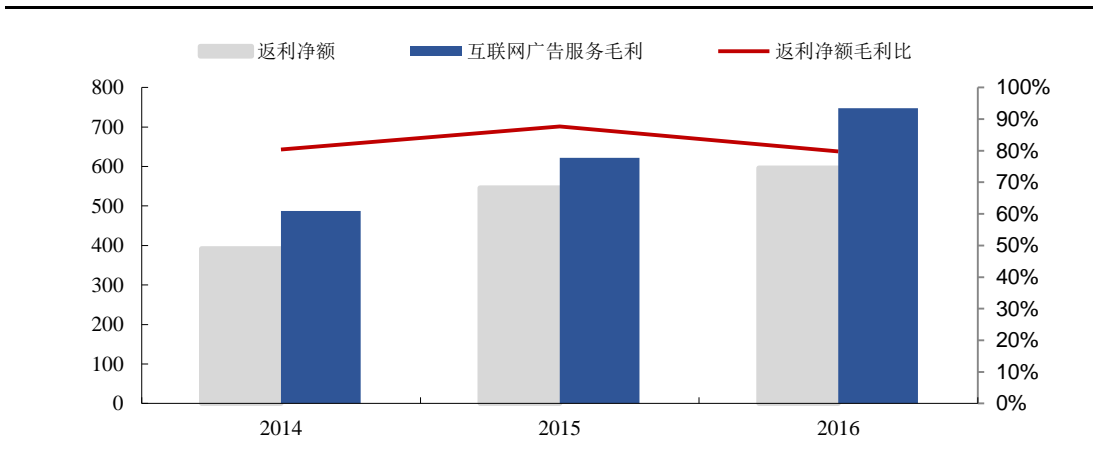
公司在期末计提媒体返利的同时，还要根据与部分客户的约定，计提需要返还给该等客户的返利金额。该等客户在向公司支付广告投放款项时，实际支付的款项为应支付的广告投放金额扣减公司应返还返利后的净额。因此，**向客户返还返利的行为实质上导**



致公司当期营业收入的减少，公司在计提客户返利返还时，冲减主营业务收入和销项税金，并减记对客户的应收账款。

所以收到的媒体返利减去向客户支付返利后的返利净额是广告营销服务公司毛利的重要来源。蓝色光标的直接竞争对手华扬联众在其招股说明书中披露了返利净额数据，返利净额占互联网营销服务毛利的比例在 2014、2015、2016 年分别为 80.4%、87.7%、79.7%。

图 5：华扬联众返利净额占毛利比例（百万元）



数据来源：华扬联众财报，招股说明书，东吴证券研究所

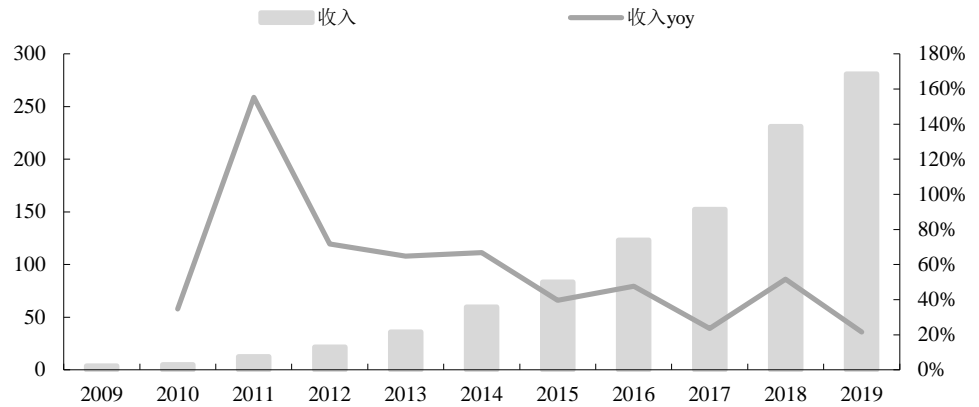
理解了广告营销服务公司的收入成本确认和盈利模式，我们就更容易理解这个生意的竞争壁垒。

若广告主 A 想在腾讯投放一般展示类广告，但因业务规模限制，季度投放量仅能达到 400 万元，则该广告主仅能享受 8% 的返点。但如果广告主 A 将其预算通过蓝标等广告营销服务公司投放，由于这类公司投放量大，其媒体返点水平可以轻松达到 11% 以上，这中间 3% 的返点差距就是广告营销服务公司存在的价值，在扣除与广告主约定好的客户返点后，剩余的返点即是蓝标等公司的毛利润。而返还给客户的返点实际上降低了广告主的广告投放成本。广告营销服务公司通过集约式的广告投放，不仅降低了广告主多媒介多平台的协调成本，而且降低了广告主投放广告的直接成本，在这个过程中，广告投放规模起着近乎决定性的作用。投放规模越大媒体返点越高，进而能够让利给客户的客户返点就越高，从而可以支撑公司更大的广告投放规模，形成良性循环。

### 3. 公司经营情况与成长逻辑

公司上市来营收增长迅速，营业收入由 2009 年的 3.68 亿元迅速增长至 2019 年的 280.85 亿元。近年来，公司营收增速虽有所放缓，但增速始终保持在 20% 以上。

图 6：公司收入波动情况（亿元）

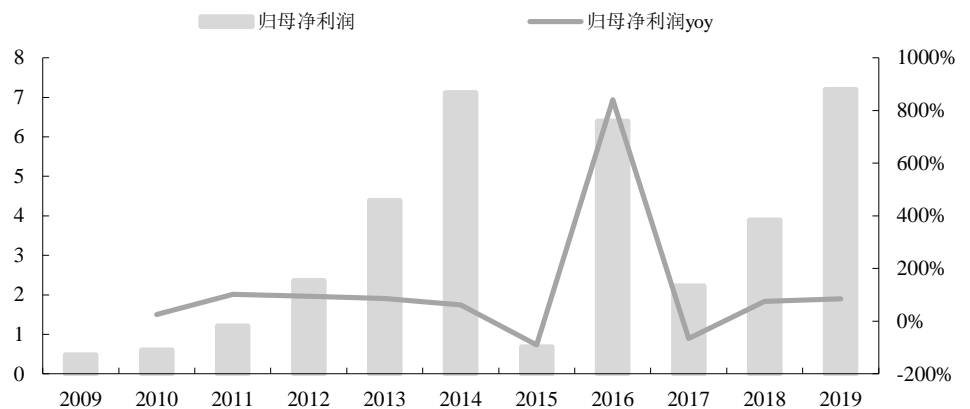


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 2019 年整体收入增速略有下滑，原因在于 2019H1 中国业务收入同比下降 20.21%，主要受游戏行业版号数量审批受到限制和汽车行业不景气影响，其他行业客户保持稳定。随着游戏行业版号逐步正常化，公司中国业务收入有望回升。在疫情背景下，数字营销对企业更显重要，我们认为公司今年中国业务将保持稳定增长。同时随着营销智能化产品的研发与应用，公司经营效率与利润率有望提升。

公司归母净利润呈现较大的波动，在 2015 年及 2017 年同比出现了大幅下滑。2015 年的下滑主要源自公司收购业务表现不及预期，计提商誉及无形资产减值，而 2017 年的下滑主要由于营业成本上升。2017 年之后，公司归母净利润重现良好增长势头。

图 7：公司归母净利润变化（亿元）

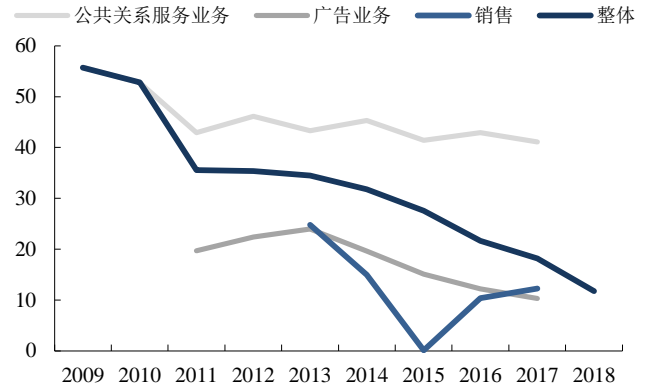
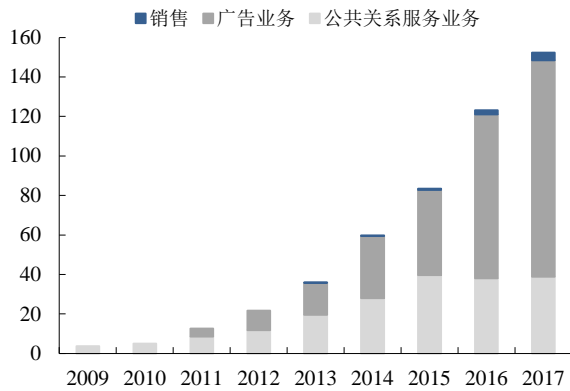


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

收入构成方面，随着公司坚持外延式并购与内生式发展等手段，2009-2017 年，公司广告业务收入规模迅速增长，在总营收中的占比不断提升，而公关业务发展渐趋停滞。其中，广告业务的毛利率较低，随着其在收入中占比的不断提升，公司整体毛利率出现下滑。

图 8：公司收入结构变化（亿元）

图 9：公司分业务毛利率情况（%）



注：2018年后公司更改了业务口径  
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

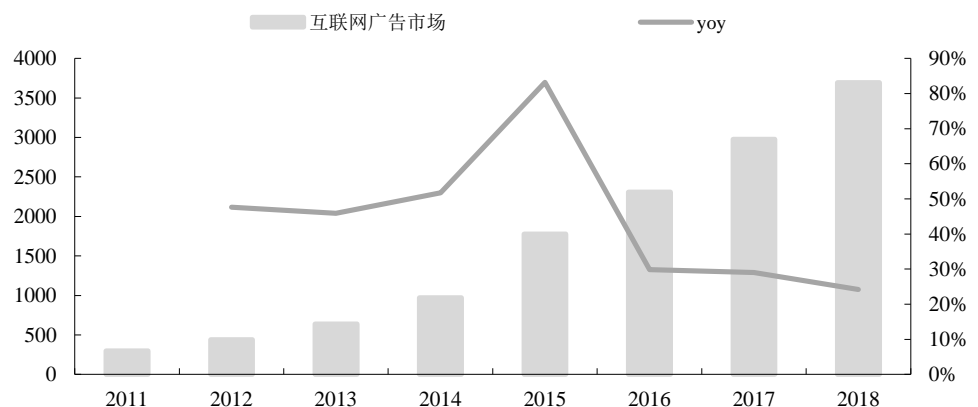
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

可以看到，公司数字广告业务已经成为公司收入最主要组成部分，而且是公司收入增长的主要来源。公司的数字广告业务主要包括网络广告、智能电视广告、中国企业出海数字广告三大类。

### 3.1. 网络广告

据艾瑞咨询预计，中国网络广告市场将在保持 20% 以上的稳定增长，2018 年市场规模达到 3694 亿元。网络广告市场仍然前景广阔。营销行业市场集中度低，头部公司与中小企业提供的服务质量差距较大。随着蓝色光标技术的不断积累和营销智能化战略的推进，公司的优势将更加明显。

图 10：互联网广告市场规模（亿元）



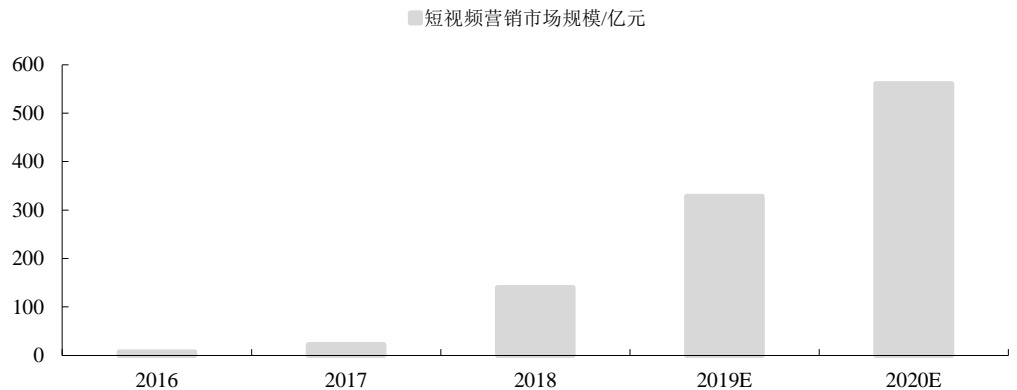
数据来源：中国广告统计年鉴，东吴证券研究所

#### 3.1.1. 短视频：网络营销领域的主要增量

短视频是移动互联网近年兴起的品类，短视频广告呈现快速增长，是互联网广告最具成长性的广告品类之一。短视频营销有着制作与形式灵活，内容丰富互动强等的优势。随着短视频的迅速发展，短视频营销市场规模也在迅速扩大，由 2016 年的 7.5 亿元，预

计增长至 2020 年的 560.9 亿元。越来越多的广告主重视短视频营销领域，这给了蓝色光标这样的头部整合营销企业新的发展机遇。蓝色光标可以凭借自身强大的全营销环节服务的能力，为客户提供高质量的服务。

图 11：短视频营销市场规模



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

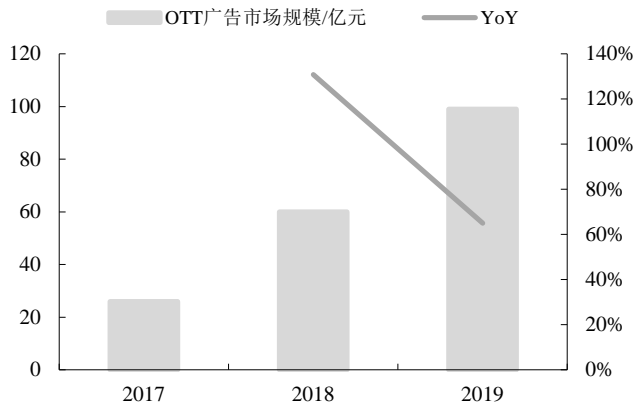
蓝色光标在短视频营销领域发展迅速。公司 2018 年短视频业务贡献收入 2-3 亿元，2019 年公司在抖音平台上投放约 20 亿元，预计 2020 年将投放超过 50 亿元，我们认为短视频将是公司继出海业务后第二条营收过百亿的业务线。目前公司短视频团队已达成上百人，与抖音、快手等短视频平台建立了良好的合作关系。公司与字节跳动在品牌、效果、出海、KOL 运营商等全方位建立了紧密的合作关系，并为其出海提供营销服务。2019 年，公司旗下品牌蓝标传媒获字节跳动旗下营销品牌巨量引擎颁发的“巨量引擎 2019 年度最佳整合营销合作伙伴”和“巨量引擎 2019 年度出海精英合作伙伴”两项大奖。公司凭借短视频业务的布局及与字节跳动的紧密合作，短视频营销业务有望继续保持快速增长。

### 3.2. 智能电视 (OTT) 广告：OTT 广告价值亟待挖掘，公司大屏端资源优势显著

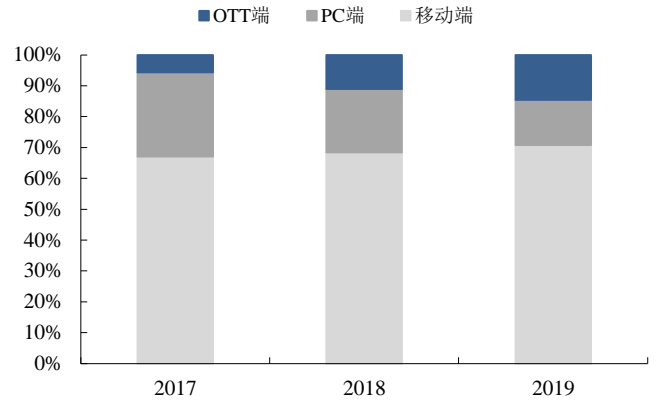
经过技术、内容等的不断积累，近年来 OTT 发展迅猛。OTT 大屏兼具互联网与电视双重属性，通过接入互联网，形成了独特的内容与体验优势。对于营销企业而言，OTT 所带来的互联网电视广告代理业务是增量媒体资源带来的新业务。据奥维互娱数据显示，2019 年底，全国智能电视保有量达 2.7 亿台，同比增长 12.5%，占全国彩电保有量的 45.76%，OTT 端流量在互联网广告流量屏端占比不断提高，2019 年 OTT 广告总规模达 99 亿元。

图 12：OTT 广告市场规模

图 13：中国互联网广告流量屏端占比

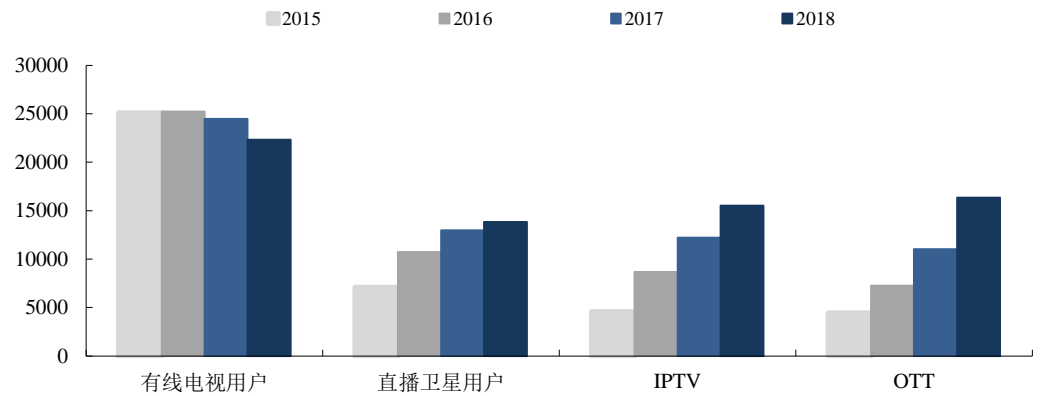


数据来源：奥维数据，东吴证券研究所



数据来源：奥维数据，东吴证券研究所

图 14：不同电视类型订户数（万）



数据来源：有线电视行业发展公报，东吴证券研究所

### 3.2.1. 5G 有望在短期内促进大屏端超清视频发展，释放大屏广告价值

5G 网络可针对性的解决超高清视频大数据量传输痛点。超高清视频大信息量、大数据流量传输对现有传输网络构成较大挑战。5G 无线通信技术标准支持 100Mbps - 1000Mbps 的传输速率，可有效解决超高清视频传输速率的痛点。这将带来超高清视频产业的革命性变革，其大流量、低时延、高速率将支持 4K/8K 超高清内容高质、高速及稳定传输，未来有望成为大屏在 5G 技术下最先落地的应用场景。

超高清视频应用场景在电视大屏，有望提升用户粘性。受屏幕尺寸显示，用户在移动端观看超高清视频无法获得较好体验，超高清视频有望推动用户回归电视大屏，并可能在体育赛事、家庭影院、高质量纪录片、大型演唱会等方面得到率先落地，在上述方面，用户能够获得远超传统大屏的沉浸式观影体验。用户粘性有望提升，进而释放大屏端的广告价值。

### 3.2.2. 中国已具备发展超清视频产业的条件，政策大力推进

我国当前已经具备了超清视频发展的产业基础和市场条件，5G 的商用将给整个产业带来发展契机。工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台三部门于 2019 年 3 月 1 日联合印发了《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》的通知，要求：

到 2020 年实现“中央广播电视总台和有条件的地方电视台开办 4K 频道，不少于 5 个省市的有线电视网络和 IPTV 平台开展 4K 直播频道传输业务和点播业务，实现超高清节目制作能力超过 1 万小时/年；4K 超高清视频用户数达 1 亿；在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域开展基于超高清视频的应用示范”；

到 2022 年实现“4K 频道供给能力大幅提升，有线电视网络升级改造和监测监管系统建设不断完善，实现超高清节目制作能力超过 3 万小时/年，开展北京冬奥会赛事节目 8K 制播试验；超高清视频用户数达到 2 亿；在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域实现超高清视频的规模化应用”。

### 3.2.3. 公司在大屏端资源优势显著，将受益于大屏广告价值的释放

蓝色光标是较早布局 OTT 业务的营销企业之一。在 OTT 市场起步的 2016 年，公司已初步完成 OTT 资源布局；2017 年公司推出智能电视营销聚合平台 BLUE-MAX，正式进军 OTT 领域，并跻身行业，稳居 OTT 市场领先地位。至 2019 年上半年，公司已与海信、创维、康佳、TCL、长虹、海尔、小米、风行等厂商达成深度合作，覆盖国内 90% 以上的智能电视家庭。公司基于对智能电视的用户洞察，为广告主提供包括开机广告、贴片广告、品牌专区、互动弹窗、开屏广告、屏保广告等在内的立体化营销矩阵，帮助客户在家庭场景下开展全方位营销活动。未来随着 OTT 领域的快速发展，公司作为该领域的领先营销企业，有望从中获益。

## 3.3. 海外公司业务

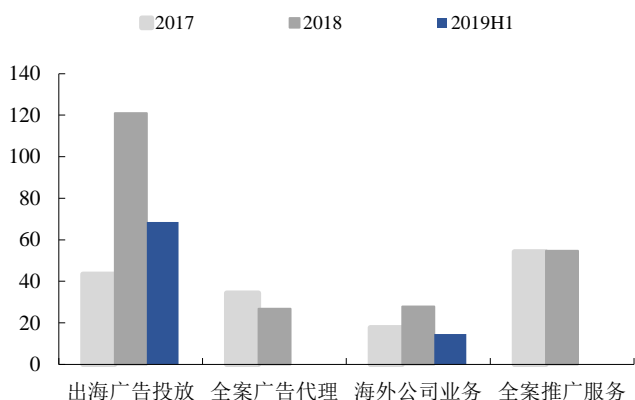
据 WARC 统计，2018 年全球展示类广告支出总额达 3341 亿美元。另据 Zenith 测算与预计，全球广告市场在近年来保持 4% 左右的稳定增速。公司海外公司业务依托收购与投资发展迅速，目前已实现全球化布局。2019H1，蓝色光标海外业务收入同比增长 20.88%。国际业务各板块保持良好增长，2018 年旗下 We Are Social 与 Vision 7 成功收购业务的整合效益增加了公司的营收。在未来全球广告市场稳步增长的背景下，蓝色光标的国际业务依托公司资源与布局仍能保持良好发展。

## 3.4. 出海业务

公司基于全球化的布局与丰富的经验，出海业务保持持续快速增长。2018 年公司出海业务收入达 121.01 亿元，同比增长 178.75%，当年公司收入增量全部来自于出海与海外业务增长；2019 年上半年，出海业务营收继续保持同比 30.14% 的快速增长。在营收

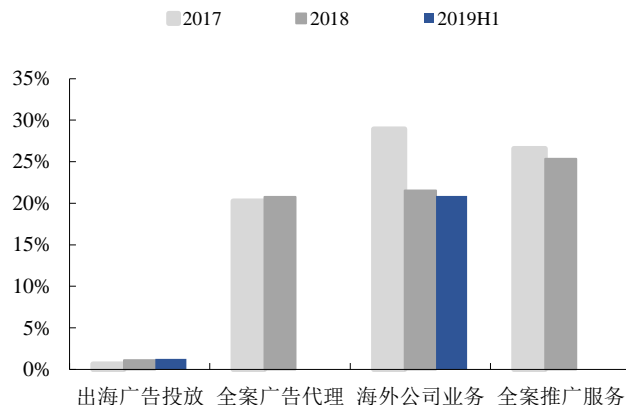
增长的同时，出海业务的毛利率也出现了明显改善，2019年上半年毛利率达到1.25%，同比增长0.28个百分点（2018H1毛利率为0.97%）。由于出海业务主要客户来自工具、电商和游戏行业，对经济波动不敏感，所以公司出海业务的增长稳定性强，参考国内疫情期间线上娱乐的大幅增长，预计出海业务广告投放仍将实现较快增长。

图 15：公司分业务收入结构变化（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16：公司分业务毛利率变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

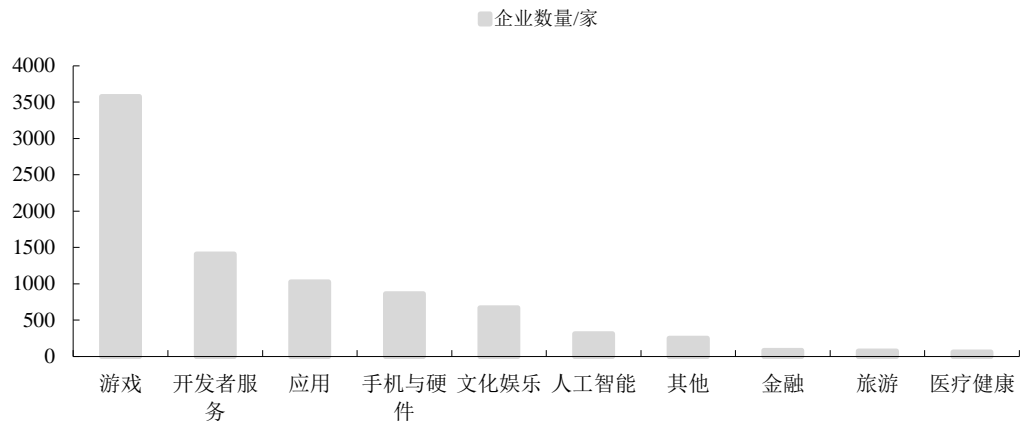
蓝色光标旗下蓝瀚互动是 Facebook 的官方授权代理商之一。2017 年公司向 Facebook 采购超 28 亿人民币，是 Facebook 在国内最大的代理商；2018 年，公司成为 Facebook 全球第一个 10 亿美元合作伙伴。

出海业务将成为公司盈利弹性的重要来源，以 2018 年数据为例，出海业务毛利率提高 0.5%，就可使毛利增加超 6000 万元，使毛利总额增加超 2%。我们认为，公司出海业务毛利率将有显著提升空间，主要在于：

### 3.4.1. 游戏客户毛利率较低，但品牌客户和重度服务客户将越来越多的进入出海市场

2018 年游戏版号限制等强政策监管下，更多的游戏企业选择出海以获得发展空间，导致中国出海企业中，游戏赛道的出海企业数量远远领先从事其他行业的企业，是出海企业中的主力军。但除了游戏公司外，一些企业从事的领域在国内已是红海，企业需要通过出海寻求新增长点，而企业在国内的竞争中积累的丰富经验可以帮助其在海外市场中取得优势。基于全球化的大背景下，出海越来越受到客户重视，越来越多的企业已经将海外市场视为重要战略组成部分。

图 17：2019 中国出海企业赛道分布



数据来源：白鲸出海，创业邦&Facebook，东吴证券研究所

因此，就公司而言，工具、电商和游戏是现在主要的客户类型，主要投放效果引流广告，这部分业务的毛利率低。未来随着出海大军的不断增多，将有越来越多的品牌广告预算和相应的重度服务，而这些服务的毛利率会显著高于效果广告，这将对整体毛利率有显著的带动。

#### 3.4.2. 调整出海业务资源布局，让毛利率高的中型媒体资源越来越多

公司在保持增长的同时，也会构建越来越丰富的资源矩阵。公司在 2017 年成为 Google 和 Facebook 在中国最大的广告代理商，Facebook 和 Google 平台虽然预算投放量大，但毛利率低。公司当前已开始包括 TikTok、Twitter 和海外大屏上布局，挖掘出更多新的流量平台，对 Facebook 和 Google 等平台的依赖度逐渐减小。资源布局的调整将整合更多相对高毛利率的腰部媒体平台，因此媒体矩阵的扩充将在未来一到两年就能看到毛利率的提高。

在出海营销产品上，公司拥有鲁班、PerforMad 等工具。鲁班平台目标为中小出海电商商家，在海外媒体平台上展开营销活动，PerforMad 则是一站式整合 Facebook、Google、Twitter 等主流渠道的 ROI 优化平台，提供定制化 SaaS 解决方案。公司未来将不仅仅依赖于主流渠道，也会向腰部平台投放，并建立自己的工具化平台。

#### 3.4.3. 智能化降低中小企业投放门槛，毛利率高于大型企业

公司在 2020 年 2 月 20 日推出目标中小企业的一站式智能营销平台——蓝标在线体验版（预计正式版将于 5-6 月上线运营）。蓝标在线其中的一款产品“跨境宝”，可以引导有出海想法的中小企业逐步投入，让他们以较低的门槛进行出海的尝试。过去对于较小的预算，广告主难以拿到优惠，甚至难以达到出海投放的门槛，但蓝标在线 SaaS 平台可以低成本地满足这部分广告主并降低广告投放的成本。这部分业务直接成本低，且中小客户议价能力弱，公司预计蓝标在线收入的毛利率在无代理商的情况下或能达到 70%-80% 的水平。

因此，广告主结构变化、媒介结构变化、线上智能化业务都将使海外业务毛利率朝

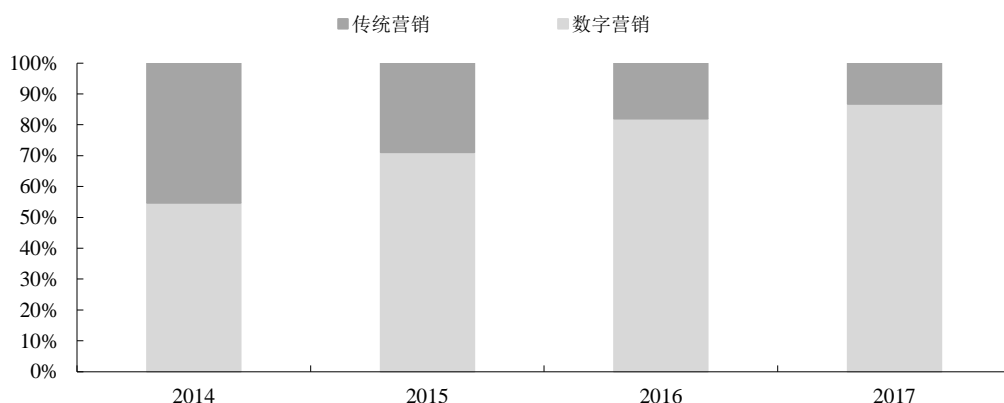


更高的水平抬升，我们预计将看到公司出海业务毛利率的稳步上升。

### 3.5. 基于数据科技的 SaaS 服务开拓营销行业新模式

公司多年来坚持数字化转型的战略方向，数字营销贡献的收入占比不断提高，数字化转型成效明显。公司坚持开展以营销科技为核心的技术与产品相结合的变革与创新，并基于大数据及智能算法等技术，开发出一系列包括分析与策略、创意产出、智能投放及监测评估的营销全产业链产品。

图 18：公司数字营销与传统营销占比



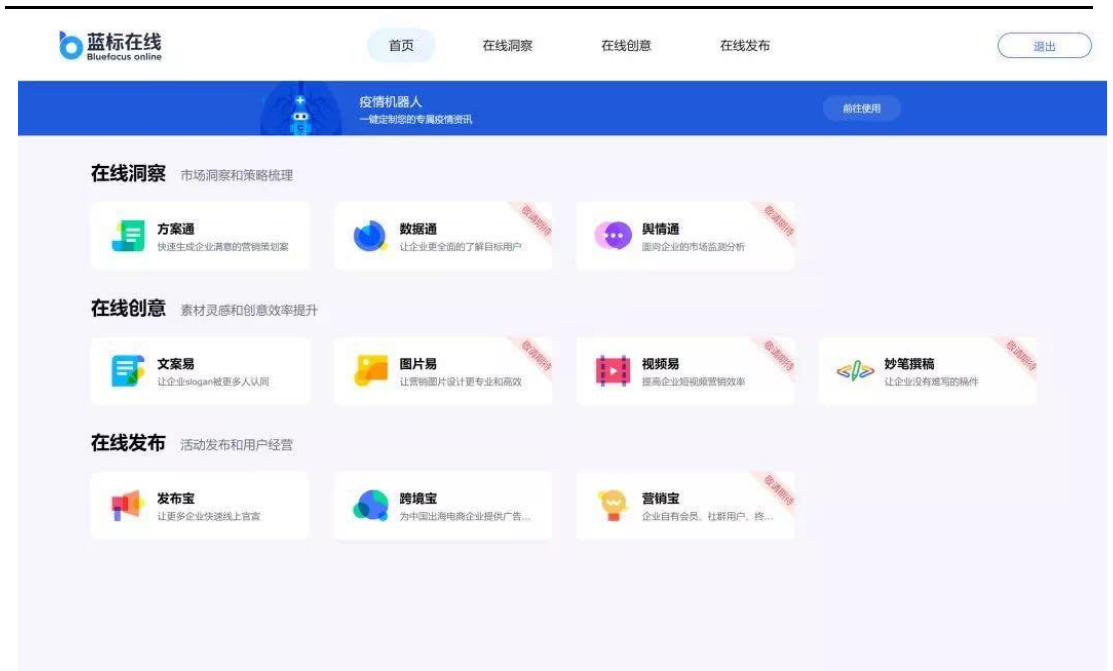
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

当前公司基于数据科技的业务收入占比已超过 90%，超过 20% 的创意实现自主研发的智能服务机器人完成。智能化营销有助于公司提升营销转化率，且智能工具由于边际成本低，毛利率相比传统业务更高，如智能化产品收入占比不断提升，则有助于改善公司整体利润率。

#### 3.5.1. 蓝标在线：开拓广告营销行业全新赛道

2020 年 2 月 20 日，公司推出一站式营销平台——蓝标在线体验版。蓝标在线是由公司的小蓝机器人等前期技术产品的基础上整合迭代而推出，目标是让中小广告主和地方广告营销公司能以合理的价格享受蓝标的服务。蓝标在线体验版包括洞察&策划、创意&文案、发布&活动三个板块，细分包含舆情通、数据通、方案通、文案易、图片易、视频易、发布宝、跨境宝、营销宝、直播宝等十多个在线营销工具。体验版先行开放方案通、文案易、发布宝、跨境宝四大工具，同时针对疫情特别推出疫情机器人板块。预计正式版将于今年 5、6 月开放，未来还将逐步延伸至移动端。

图 19：蓝标在线产品概况



数据来源：蓝标在线官网，东吴证券研究所

蓝标在过去 20 多年的发展以来，积累了很多大客户服务经验，3000 家优质客户，150 家行业领军品牌和世界 500 强的企业。蓝标自 2015 年并购多盟、亿动以来，大数据、AI 技术持续提升，推出了一系列的产品和工具，不断提高公司人效。技术不断应用、越来越多的深入到我们的产品和服务中。目前这些技术产品已经可以相当于一个入门一两年的新人水平，使得我们能够把更多的精力放到高附加值的创意里面。

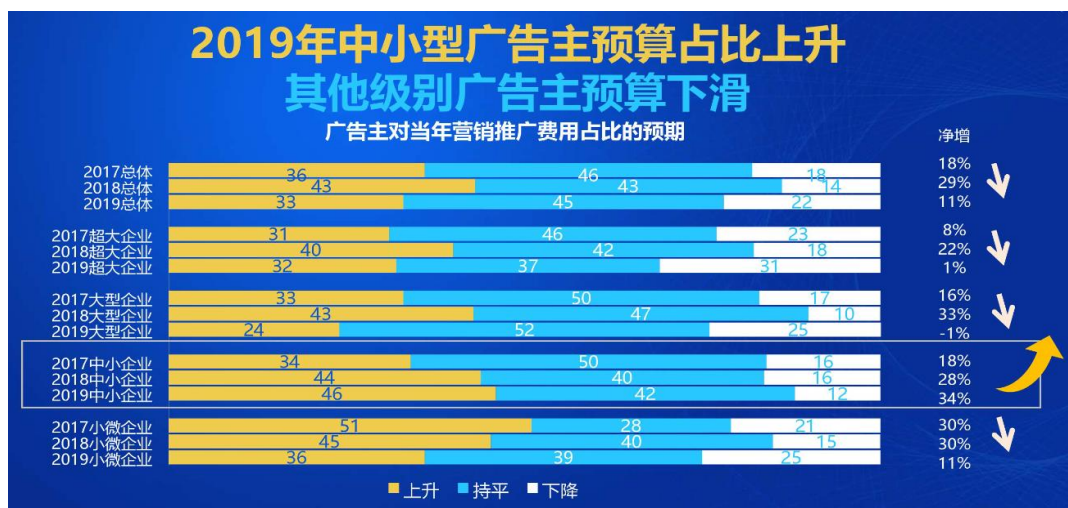
蓝标在线进一步标准化，以 SAAS 的模式提供给中小客户，为 80% 的企业，提供 80% 的营销服务，达到 80 分的服务水平。蓝标在线主要包括十多个在线营销的工具，现在是基于 PC 的版本，未来会开发基于移动的产品。上线以来至 2 月底已经有数千的外部注册用户，公司也在积极的接受反馈，正式版上线运营会有更多的功能出来，包括收费方式，完整功能会员费为 3-10 万元，未来将成为公司重要的收入来源。

### 3.5.2. 中小型企业营销市场广阔

传统上，营销服务行业主要针对大型企业与优质客户，广大中小企业难以享受优质的广告营销服务，由于单客户投放规模较小的原因，市场上并无实力较强的营销公司覆盖。

CTR 数据显示，近三年，从企业规模角度来看，只有中小型广告主营销预算占比始终上升，而且加速增长。通过推出蓝标在线平台，公司可以打入中小企业营销的广阔市场，全方面提高这些客户所享受的营销服务。

**图 20：2017-2019 中小型广告主对当年营销推广费用占比的预期及投放净增长情况**



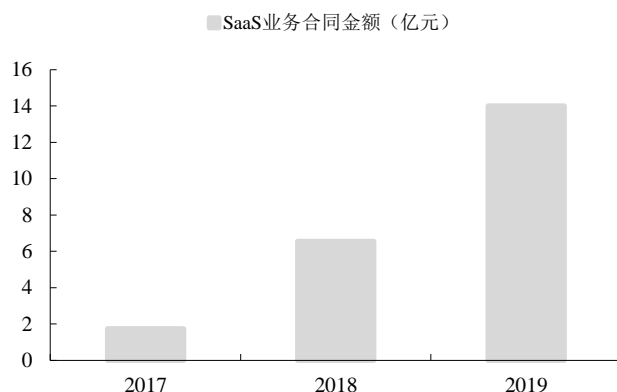
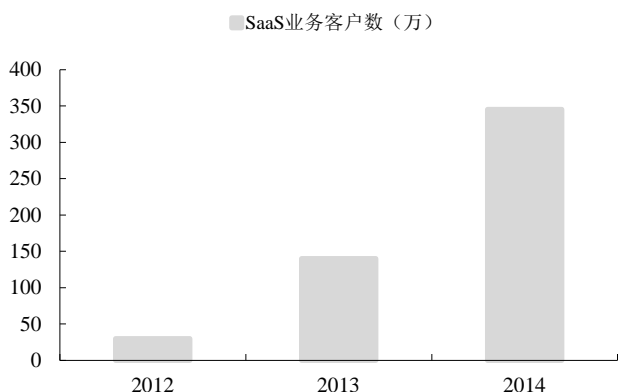
数据来源：CTR，东吴证券研究所

### 3.5.3. 蓝标在线收入弹性分析

目前公司计划采取的推广模式是自行推广与代理相结合，收费模式上门槛较低，单个产品或功能的收费为千元级，完整功能的全年会员收费为 3-10 万元左右，而若客户需要人工服务则会另外收费。我们认为，公司技术实力雄厚，营销服务经验丰富，蓝标在线有望大幅改善目标客户的营销服务体验与效果，受到目标客户的欢迎。蓝标在线业务从 2 月份推出至今 1 个月的时间已经获取 2000 个注册用户，预计一年内就将获取 1 万个以上用户。根据其他 SaaS 公司转型初期的用户获取和业务增长情况看，短期内复合增长率约 200%（Adobe 在 2012-2014 年客户数复合增速 239%，广联达 2017-2019 年 SaaS 合同收入复合增速 183%）。我们因此预计公司 3 年内有望获取约 10 万个用户。

图 21: Adobe 云转型初期 SaaS 业务客户数

图 22: 广联达云转型初期 SaaS 业务合同金额



数据来源：adobe 公司年报，东吴证券研究所

数据来源：广联达公司年报，东吴证券研究所

按照 50% 的付费率计算，我们预计蓝标在线为公司贡献的营收如下：

**第一年**

以付费客户平均 3 万元支出计算，则能实现  $1*3*50%=1.5$  亿元营收；

若付费客户平均支出能达到 6.5 万元的中值，则能贡献  $1*6.5*50%=3.25$  亿元营收；

**第二年**

以付费客户平均 3 万元支出计算，则能实现  $3*3*50%=4.5$  亿元营收；

若付费客户平均支出能达到 6.5 万元的中值，则能贡献  $3*6.5*50%=9.75$  亿元营收；

**第三年**

以付费客户平均 3 万元支出计算，则能实现  $10*3*50%=15$  亿元营收；

若付费客户平均支出能达到 6.5 万元的中值，则能贡献  $10*6.5*50%=32.5$  亿元营收；

不同于传统低毛利率业务，蓝标在线的营业成本主要为无形资产摊销和人员维护费用，因此毛利率有望达到 70% 以上，考虑到推广代理商初期分成较高，我们按照 35% 的毛利率计算，10 万家用户，3 万元 ARPU 能贡献 5.25 亿元纯毛利，6.5 万元 ARPU 值能贡献 11.38 亿元纯毛利。公司出海业务 2018 年有 121 亿元的收入体量，但当年仅贡献毛利 1.34 亿元。由此可见蓝标在线业务推动公司业绩增长的潜力。

**表 2：蓝标在线收入敏感性测算**

用户数/单用户付费	3	4	5	6	7
1	1.5	2	2.5	3	3.5
3	4.5	6	7.5	9	10.5
5	7.5	10	12.5	15	17.5
8	12	16	20	24	28
10	15	20	25	30	35

注：横列为单用户付费，单位万元，纵列为用户数，单位万家，测算结果单位亿元

数据来源：东吴证券研究所整理

**表 3：蓝标在线毛利敏感性测算**

用户数/单用户付费	3	4	5	6	7
1	0.53	0.70	0.88	1.05	1.23
3	1.58	2.10	2.63	3.15	3.68
5	2.63	3.50	4.38	5.25	6.13
8	4.20	5.60	7.00	8.40	9.80
10	5.25	7.00	8.75	10.50	12.25

注：横列为单用户付费，单位万元，纵列为用户数，单位万家，测算结果单位亿元

数据来源：东吴证券研究所整理

## 4. 盈利预测

### 4.1. 收入预测

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 280.85/303.99/370.43 亿元，同比增长 21.6%/8.2%/21.9%。具体拆分如下：

#### 4.1.1. 出海业务

公司主营互联网广告投放，且当前出海业务主要客户来自工具、电商和游戏行业，对经济波动不敏感，所以公司出海业务的增长稳定性强，虽然当前受到疫情影响，但线上业务所受影响远小于线下，游戏类公司反而因此受益，因此，我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 166.99/200.39/250.49 亿元，同比增长 38%/20%/25%。

与此同时，公司当前采取了提高品牌广告占比、调整出海媒体资源、提高中小广告主占比等一系列措施，预计出海业务毛利率将有所提高，我们预计 2019-2021 年毛利率分别为 1.32%/2.15%/2.54%。

#### 4.1.2. 海外公司业务

海外公司业务因受海外疫情影响，我们预计收入增长将受负面影响，预计 2019-2021 年同比增长 28.2%/-20%/20%，达到 35.73/28.58/34.30 亿元。

但公司于 2019 年 3 季度末将主要国际业务资产注入海外上市平台 Legacy，注入完成后公司持有 Legacy 公司 44.4% 的股权，国际业务因疫情原因盈利下滑对归母净利润的负面影响因而减弱。

#### 4.1.3. 中国业务

中国业务受国内宏观经济影响，2019 上半年因汽车行业不景气及游戏版号放开速度较慢，导致中国业务收入出现 20.21% 的同比下滑，下半年随着线上娱乐行业逐渐好转，增长有所恢复。我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 78.13/74.22/81.65 亿元，同比增长 -4.91%/-5%/10%。

#### 4.1.4. 蓝标在线

蓝标在线业务为针对中小型企业开发的标准化 SaaS 业务，其增长潜力较大，但短期内业务体量尚小，难以贡献利润，根据我们上文对蓝标在线业务收入敏感性的测算，保守以 3 万元的付费客户 ARPU 值计算，预计该业务 2019-2021 年收入分别为 0/0.8/4 亿。由于 SaaS 业务和公司传统业务的生意属性不同，我们将在下文采用分部估值计算

公司价值。

## 4.2. 基础假设

业绩预测基础假设表如下：

表 4：其他基础假设

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业费用率	4.2%	2.8%	2.6%	2.4%
管理费用率	3.9%	3.5%	3.3%	3.1%
财务费用率	1.1%	0.7%	0.6%	0.6%
资产减值损失/收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%
税率	18.9%	20.0%	19.8%	19.5%
少数股东损益/净利润	5.7%	10.0%	10.0%	12.0%
应收账款周转率	3.82	4.14	3.90	4.20
应付账款周转率	4.85	4.90	4.65	5.25
预收账款周转率	51	60	55	50

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

## 4.3. 盈利预测

根据我们以上对收入成本和费用的分析预测，我们预计 2019-2021 年，公司将实现归母净利润 7.20/6.81/8.03 亿元，同比增长 85.1%/-5.4%/17.9%，对应 PE 分别为 21.76/23.01/19.52 倍。公司 2019 年归母净利润中包含因拉卡拉股价变动产生的公允价值变动损益，因此对整体业绩增速造成影响，扣除公允价值变动因素（由于公司尚未披露报表，数据为估算），公司归母净利润约为 4.58/5.61/8.03 亿元，同比增长率为 17.74%/22.49%/43.14%，对应 PE 为 34.21/27.93/19.52 倍。

## 5. 分部估值

由于蓝标在线业务属于 SaaS 类业务，具有标准化服务、用户粘性高、需求持续性强等特点，因此其估值不同于传统广告营销类业务，所以我们采用分部估值法对公司价值进行评估。传统广告营销类业务我们采用 DCF 估值方法，而蓝标在线业务则采用可比公司法，通过对比其他 SaaS 类企业进行 PS 估值。核心过程如下：

### 5.1. 营销主业部分估值

对公司主业部分采用 DCF 方法进行估值。我们在计算整体自由现金流时减去了蓝标在线业务所能贡献的业绩，用得到的结果作为传统主业的 DCF 测算；

除了上述业绩预测假设外，DCF 模型的基本假设如下：

- 预测区间为 3 年，过渡期为 6 年，过渡期增长率为 10%；
- 公司加权平均资本成本为 9.53%，其中债务资本成本 5.1%，股权资本成本 11.7%。债务资本成本根据公司财务费用与有息借款金额测算；股权资本成本的计算基于 CAPM 模型，无风险收益率取 10 年期国债利率近 4 年均值，根据公司最近 4 年股价波动相对沪深 300 市场波动的幅度测算出贝塔系数；
- 永续增长率  $g$  为 3%；
- 资金综合收益率和借款利息率取过往 3 年平均值；

根据 DCF 模型，我们测算公司传统主业价值为 164.4 亿元。

## 5.2. 蓝标在线业务估值

SaaS 业务一般选用 P/S 估值方法，我们对比主要 SaaS 服务公司的 P/S 平均水平，来对蓝标在线业务进行估值。主要可比公司的 PS 估值如下所示：

表 5：可比公司 PS 估值

	市值	收入 2021E	19-21 预计收入复合增速	PS 倍数
广联达	501.76	50.83	19.81%	9.87
金蝶国际	284.31	46.31	19.11%	6.14
Adobe	1602.50	151.93	16.62%	10.55
<b>平均</b>			<b>18.51%</b>	<b>9.08</b>
金山办公	1055.69	35.01	48.90%	30.15

注：广联达、金山办公、金蝶国际收入市值单位为亿元，港币：人民币=1:0.9；Adobe 市值和收入数据均为亿美元。2021 年收入及复合增速均为万得一致预期数据。

数据来源：wind，公司财报，东吴证券研究所

通过上表我们看到，PS 估值与公司在业务发展常态的收入增速呈正相关关系，由于蓝标在线业务尚处于发展初期，早期从 0 到 1 的过程中会呈现非常态的业务增长速度，因此这样的增长速度不具有可比性。由于公司未来几年以 10 万个客户为积累目标，我们则以公司达到 10 万个客户后进入常态增长阶段。根据我们在前文中的测算，10 万个客户，以 3 万元的 ARPU 值计算，能贡献年营收 15 亿元。以自然年计算，则 3 年后蓝标在线营收为 13.5 亿元，保守以 PS 倍数平均值计算，则蓝标在线业务的合理价值为 122.6 亿元。我们预计公司需要 3 年才能达到 10 万个客户的体量，由于新兴业务固有的经营风险，我们按照 15% 的风险报酬率进行贴现，则蓝标在线业务当前的合理市值为 80.6 亿元。

根据上述估值结果，公司传统主业部分合理估值为 164.4 亿元，蓝标在线业务合理估值为 80.6 亿元，合计 245 亿元，对应 9.84 元/股。

## 6. 投资评级

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 280.85/303.99/370.43 亿元，同比增长 21.6%/8.2%/21.9%；归母净利润 7.20/6.81/8.03 亿元，同比增长 85.1%/-5.4%/17.9%，对应 PE 分别为 21.76/23.01/19.52 倍。扣除公允价值变动因素（由于公司尚未披露报表，数据为估算），公司归母净利润约为 4.58/5.61/8.03 亿元，同比增长率为 17.74%/22.49%/43.14%，对应 PE 为 34.21/27.93/19.52 倍。公司在数字科技营销领域优势稳固，蓝标在线业务开拓了行业增长的新赛道，公司具有丰厚的经验积累和先发优势，我们用 SOTP 方法估算公司价值为 245 亿元，对应 9.84 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

## 7. 风险提示

1、行业竞争加剧风险。营销传播服务行业为智力服务行业，具有人才密集、行业集中度低、轻资产等特点，准入门槛低；行业竞争日趋激烈。随着广告主对策略要求的提升，擅长策略制定的咨询公司（埃森哲、德勤等）积极入局。艾瑞咨询将营销供应商分为媒介主导型、创意主导型、整合营销型、技术主导型、社会化营销、数据服务型等六类。一些在特定领域有专长的企业凭借自身优势介入营销行业，使行业竞争更加激烈。

2、宏观环境超预期下滑。广告主广告投放情况受宏观环境影响大，若宏观经济出现超预期下滑，则会对公司业绩造成重大影响。

3、应收账款回款不利。公司应收账款规模较大，截止 2019Q3 应收账款规模为 74.77 亿元，然而公司全年归母净利润仅 7.2 亿元，因此应收账款减值问题容易对公司业绩造成较大的影响，应重点关注。

4、商誉减值风险。公司历史上进行了多起公司并购，至 2019Q3，公司商誉余额 49.11 亿元，绝对额较大，占总资产的比重达到 26.38%，若收购公司业绩表现不佳则会产生商誉减值风险，从而对公司业绩造成不利影响。



蓝色光标三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>8,425</b>	<b>11,061</b>	<b>11,783</b>	<b>13,292</b>	<b>营业收入</b>	<b>23,104</b>	<b>28,085</b>	<b>30,399</b>	<b>37,043</b>
现金	1,484	2,142	2,274	1,966	减:营业成本	20,396	25,240	27,556	33,504
应收账款	5,997	7,570	8,019	9,620	营业税金及附加	47	67	67	85
存货	0	0	0	0	营业费用	969	786	790	889
其他流动资产	944	1,349	1,490	1,706	管理费用	894	983	1,003	1,148
<b>非流动资产</b>	<b>8,537</b>	<b>7,643</b>	<b>7,699</b>	<b>7,986</b>	财务费用	245	208	197	221
长期股权投资	664	862	945	1,088	资产减值损失	91	181	158	216
固定资产	123	146	139	156	加:投资净收益	128	30	107	89
在建工程	0	37	54	57	其他收益	-70	300	150	0
无形资产	1,521	1,502	1,425	1,370	<b>营业利润</b>	<b>493</b>	<b>986</b>	<b>926</b>	<b>1,118</b>
其他非流动资产	6,229	5,096	5,137	5,315	加:营业外净收支	16	14	17	15
<b>资产总计</b>	<b>16,963</b>	<b>18,704</b>	<b>19,483</b>	<b>21,278</b>	<b>利润总额</b>	<b>508</b>	<b>1,000</b>	<b>943</b>	<b>1,134</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,254</b>	<b>9,527</b>	<b>9,991</b>	<b>11,274</b>	减:所得税费用	96	200	186	222
短期借款	853	1,201	1,027	1,114	少数股东损益	23	80	76	109
应付账款	4,752	5,550	6,302	6,462	<b>归属母公司净利润</b>	<b>389</b>	<b>720</b>	<b>681</b>	<b>803</b>
其他流动负债	2,649	2,776	2,662	3,699	EBIT	629	1,054	974	1,153
<b>非流动负债</b>	<b>2,253</b>	<b>1,684</b>	<b>1,309</b>	<b>982</b>	EBITDA	809	1,224	1,157	1,353
长期借款	1,715	1,098	717	350					
其他非流动负债	539	586	591	632	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,507</b>	<b>11,211</b>	<b>11,300</b>	<b>12,257</b>	每股收益(元)	0.16	0.29	0.27	0.32
少数股东权益	121	201	277	386	每股净资产(元)	2.54	2.93	3.17	3.47
归属母公司股东权益	6,334	7,291	7,906	8,635	发行在外股份(百万股)	2182	2491	2491	2491
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,963</b>	<b>18,704</b>	<b>19,483</b>	<b>21,278</b>	ROIC(%)	5.3%	8.3%	7.6%	8.7%
					ROE(%)	6.4%	10.7%	9.2%	10.1%
					毛利率(%)	11.7%	10.1%	9.4%	9.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	1.7%	2.6%	2.2%	2.2%
经营活动现金流	1,893	594	588	770	资产负债率(%)	61.9%	59.9%	58.0%	57.6%
投资活动现金流	-38	408	369	-507	收入增长率(%)	51.7%	21.6%	8.2%	21.9%
筹资活动现金流	-1,463	-344	-825	-571	净利润增长率(%)	75.0%	85.1%	-5.4%	17.9%
现金净增加额	406	658	132	-309	P/E	40.28	21.76	23.01	19.52
折旧和摊销	180	170	183	200	P/B	2.47	2.15	1.98	1.81
资本开支	53	-812	-106	-110	EV/EBITDA	21.67	13.00	13.50	11.53
营运资本变动	991	-268	-284	-455					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

