

疫情之下业绩逆势增长，蓝标在线开拓全新赛道

买入（维持）

2020 年 04 月 27 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	28,106	31,885	38,227	45,137
同比（%）	21.6%	13.4%	19.9%	18.1%
归母净利润（百万元）	710	647	820	1,009
同比（%）	82.7%	-9.0%	26.7%	23.2%
每股收益（元/股）	0.29	0.26	0.33	0.41
P/E（倍）	24.12	26.50	20.91	16.98

投资要点

- 公司 2019 年实现收入 281.06 亿元，同比增长 21.6%，归母净利润 7.1 亿元，同比增长 82.7%，其中因拉卡拉上市带来公允价值变动损益 3.58 亿元，扣除非经常性损益影响，公司归母净利润为 4.54 亿元，同比增长 39.18%。公司 2019 年四季度实现收入 84.18 亿元，同比增长 38.0%，实现归母净利润 0.82 亿元，去年同期为亏损，公司业绩改善明显。公司同时公布 2020 年一季报，实现收入 81.17 亿元，同比增长 45.1%，归母净利润 2.04 亿元，同比下滑 8%，扣非归母净利润 1.46 亿元，同比增长 15.26%，符合之前业绩指引。
- **业绩持续向好，疫情之下公司依然保持强劲增长：**公司一季度业绩情况稳健，主要基于游戏等行业的线上广告投入大幅增加以及出海业务的持续增长；同时，由于公司有息负债相比去年同期大幅下降，本报告期内管理费用和销售费用占比持续下降；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润保持稳健增长。
- **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，2019 年仅 1.29%，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。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 318.85/382.27/451.37 亿元，同比增长 13.4%/19.9%/18.1%；归母净利润 6.47/8.20/10.09 亿元，同比增长 -9.0%/26.7%/23.2%，对应 PE 分别为 26.50/20.91/16.98 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，我们维持公司“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)	6.88
一年最低/最高价	3.90/8.76
市净率(倍)	1.94
流通 A 股市值(百万元)	15967.92

基础数据

每股净资产(元)	3.55
资产负债率(%)	51.92
总股本(百万股)	2491.04
流通 A 股(百万股)	2320.92

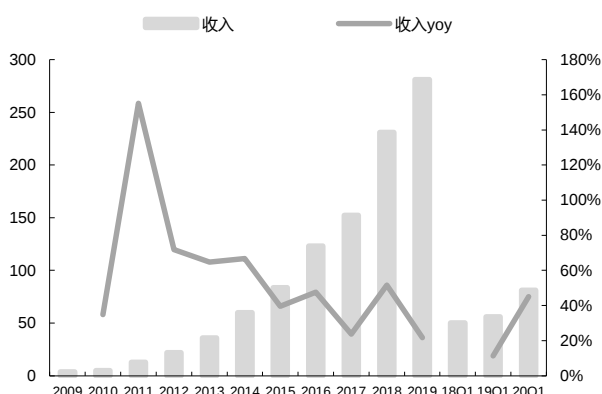
相关研究

- 1、《蓝色光标 (300058)：出海业务展现盈利弹性，蓝标在线开拓广告营销新赛道》2020-03-22

□ 公司 2019 年实现收入 281.06 亿元，同比增长 21.6%，归母净利润 7.1 亿元，同比增长 82.7%，其中因拉卡拉上市带来公允价值变动损益 3.58 亿元，扣除非经常性损益影响，公司归母净利润为 4.54 亿元，同比增长 39.18%。

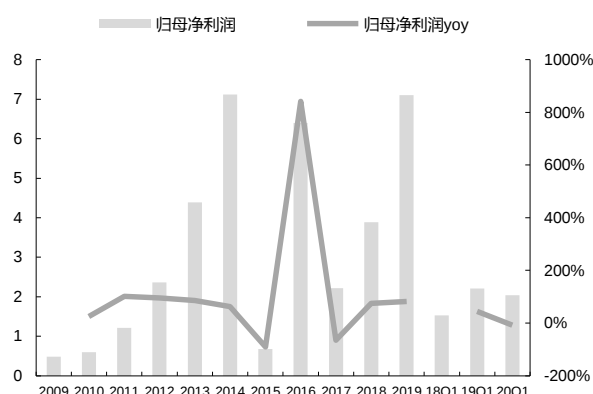
公司 2019 年四季度实现收入 84.18 亿元，同比增长 38.0%，实现归母净利润 0.82 亿元，去年同期为亏损，公司业绩改善明显。公司同时公布 2020 年一季报，实现收入 81.17 亿元，同比增长 45.1%，归母净利润 2.04 亿元，同比下滑 8%，扣非归母净利润 1.46 亿元，同比增长 15.26%，符合之前业绩指引。

图 1：公司收入变化（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 2：公司归母净利润变化（亿元）



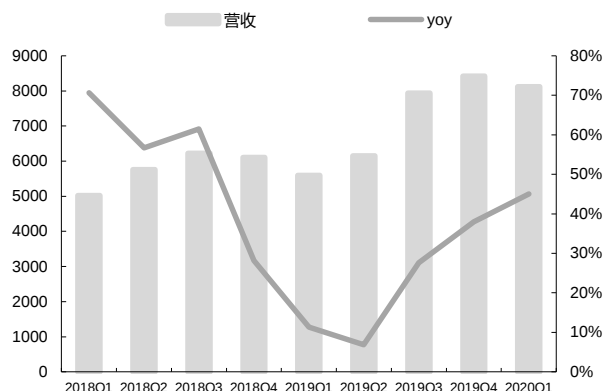
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1. 业绩持续向好，疫情之下公司依然保持强劲增长

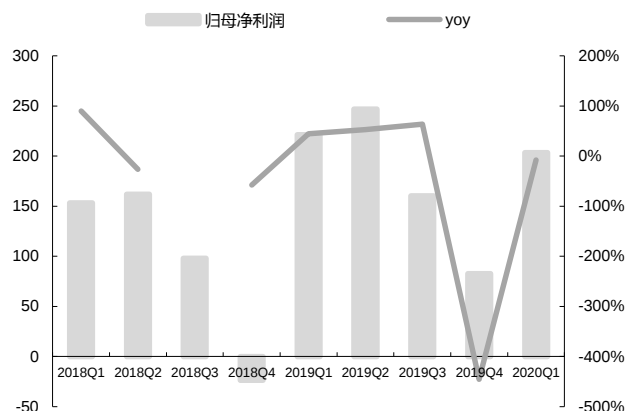
2019 年整体经济环境较为低迷，广告投放意愿受到压制，但公司 2019 年以来，收入和利润增长在持续向好，主要受益于出海业务与短视频业务的高速增长，以及游戏板块的复苏，公司收入得到快速提升；同时，伴随公司营销智能化产品的逐步应用，人效和净利润稳步提升，公司有息负债较去年同期亦有下降，利息支出明显减少，实现公司净利润的稳步提升。公司参与投资的拉卡拉支付股份有限公司于 4 月成功上市，公司公允价值变动产生的收益亦有大幅增加。

图 3：公司季度收入变化（亿元）

图 4：公司季度归母净利润变化（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

在疫情影响下，2020年一季度，公司收入仍然实现了增长，归母净利润也维持在较快的增长速度。公司一季度业绩情况稳健，主要基于游戏等行业的线上广告投入大幅增加以及出海业务的持续增长；同时，公司大力继续推进基于数据科技的营销智能化转型，并于今年陆续推出了以蓝色光标服务与 SaaS 营销平台模式相结合的“蓝标在线”，以及布局在线职业教育领域，帮助营销人更好地把握数字化与智能化机遇的“蓝标大学”两个板块，服务内容和公司的单位人效稳步提升；同时，由于公司有息负债相比去年同期大幅下降，本报告期内管理费用和销售费用占比持续下降；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润保持稳健增长。

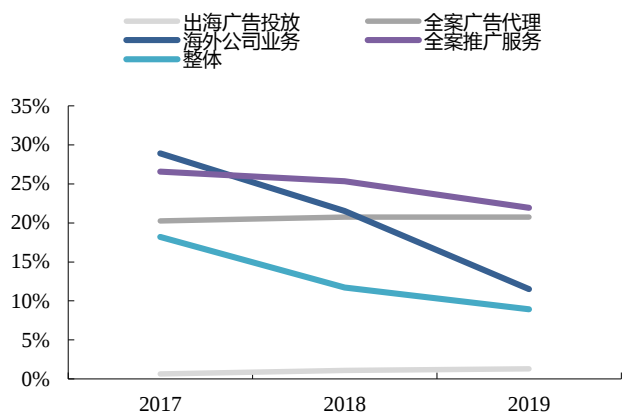
2. 出海业务占比持续增加，毛利率预计将出现积极变化

公司2019年出海业务收入达到172.83亿元，同比增长42.82%，出海业务占公司整体收入比重持续增加，而出海业务的毛利率水平很低，导致公司整体毛利率出现一定幅度的下滑。但当前公司出海业务的盈利能力出现了较为积极的变化，毛利率有望提高：当前公司在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；公司在调整出海业务媒体资源布局，降低对Google和Facebook等平台的依赖，发展Tiktok、Twitter等腰部平台业务，毛利率高的中型媒体资源越来越多；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。

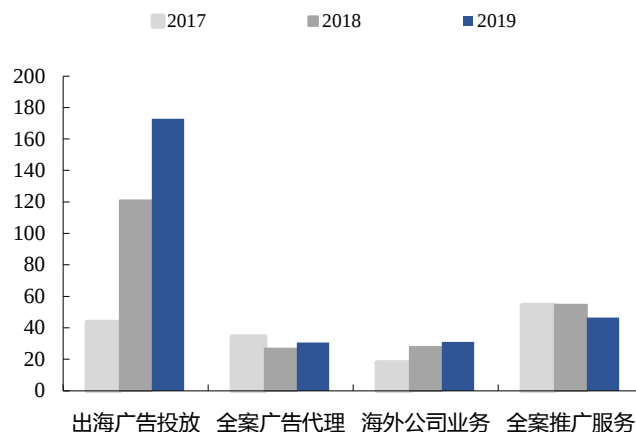
根据出海业务的收入体量，1%的毛利率提高就意味着1.73亿的毛利额增加，对公司业绩的贡献非常显著。以上这些措施将促进出海业务毛利率的提升，从而为公司带来较大的业绩弹性。

图5：公司各项业务毛利率变化

图6：公司收入结构（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所



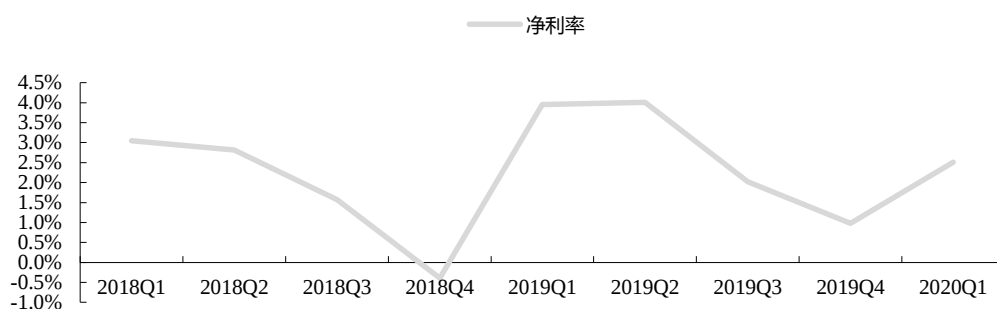
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

海外疫情爆发，公司海外公司业务预计将受到一定程度的负面影响。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，公司归母净利润中国际业务占比下降，因疫情影响盈利下滑对归母净利润的负面影响因而减弱。

3. 三费控制效果显著，抵消毛利率下滑带来的负面影响

公司毛利率虽然有一定幅度的下滑，但净利率却相对稳定。主要原因在于公司自2019年以来三费控制成效显著，占收入的比重在逐步走低，成为利润增长的主要推动力。其中受益于有息负债规模的大幅缩减，公司财务费用下滑较为明显。此外拉卡拉公允价值变动收益为 3.58 亿元，对净利润起到增厚的作用。

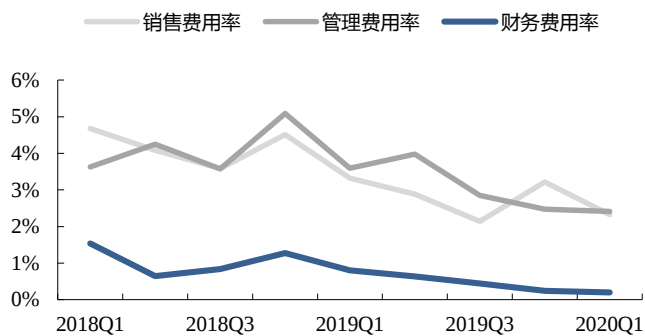
图 7：公司净利率变化



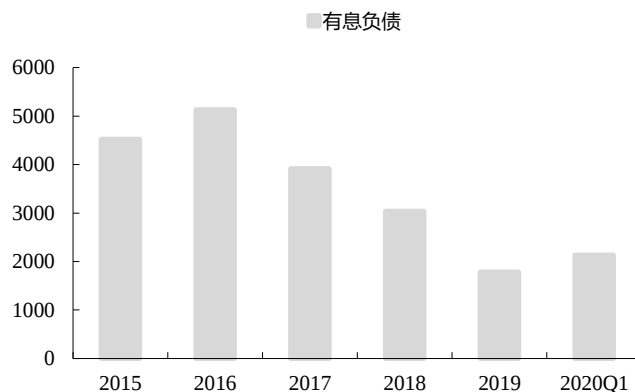
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 8：三费控制成效显著

图 9：有息负债金额显著减小（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

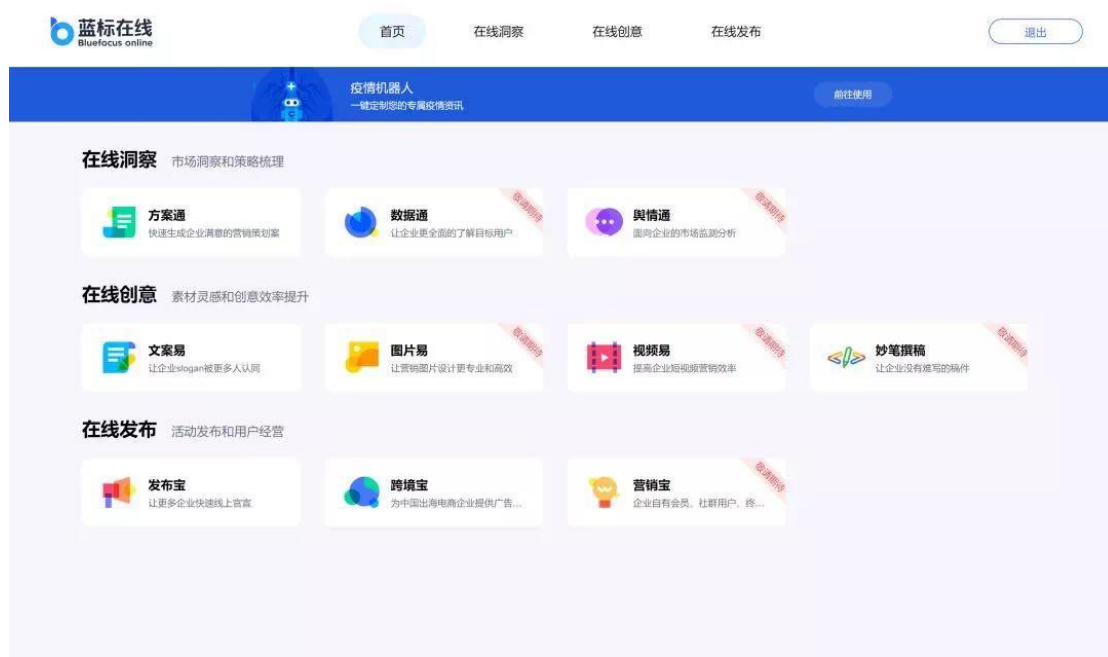


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4. 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 10：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。

4.1.1. 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 11：2017-2019 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



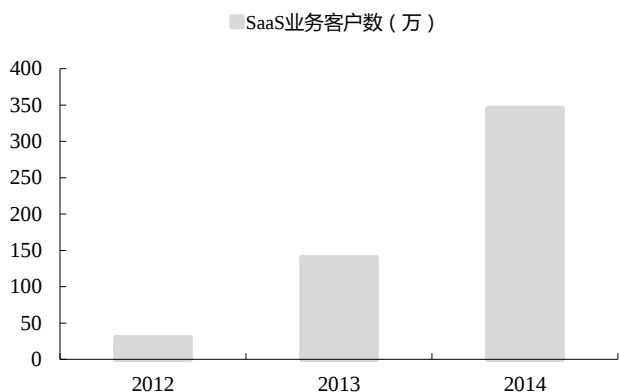
数据来源：CTR，东吴证券研究所

4.1.2. 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

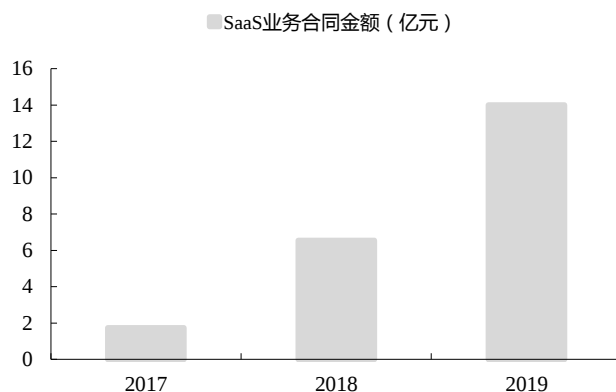
要人工服务则会另外收费。我们认为，公司技术实力雄厚，营销服务经验丰富，蓝标在线有望大幅改善目标客户的营销服务体验与效果，受到目标客户的欢迎。蓝标在线业务从2月份推出至今1个月的时间已经获取2000个注册用户，预计一年内就将获取1万个以上用户。根据其他SaaS公司转型初期的用户获取和业务增长情况看，短期内复合增长率约200%（Adobe在2012-2014年客户数复合增速239%，广联达2017-2019年SaaS合同收入复合增速183%）。我们因此预计公司3年内有望获取约10万个用户。

图 12: Adobe 云转型初期 SaaS 业务客户数



数据来源: adobe 公司年报, 东吴证券研究所

图 13: 广联达云转型初期 SaaS 业务合同金额



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 $1 \times 3 \times 50\% = 1.5$ 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 $1 \times 6.5 \times 50\% = 3.25$ 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 $3 \times 3 \times 50\% = 4.5$ 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 $3 \times 6.5 \times 50\% = 9.75$ 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 $10 \times 3 \times 50\% = 15$ 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 $10 \times 6.5 \times 50\% = 32.5$ 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 1：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 2：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

5. 盈利预测与评级

5.1. 收入预测

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 318.85/382.27/451.37 亿元，同比增长 13.4%/19.9%/18.1%。具体拆分如下：

5.1.1. 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 2020-2022 年收入分别为 216.04/263.57/311.01 亿元，同比增长 25%/22%/18%。

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 2020-2022 年毛利率分别为 1.53%/1.69%/1.85%。

5.1.2. 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 2020-2022 年同比增长,达到 24.86/29.83/35.20 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。

5.1.3. 中国业务

中国业务受疫情影响,但游戏、电商、工具类广告主 2020 年一季度投放情况较好,我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 77.15/84.87/91.66 亿元,同比增长 0%/10%/8%。

5.1.4. 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 2020-2022 年收入分别为 0.8/4/13.5 亿。

5.2. 基础假设

业绩预测基础假设表如下:

表 3: 其他基础假设

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业费用率	2.9%	2.7%	2.5%	2.3%
管理费用率	3.1%	2.9%	2.7%	2.6%
财务费用率	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失/收入	-0.1%	0.2%	0.0%	0.1%
税率	23.5%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益/净利润	1.8%	8.0%	7.0%	7.0%
应收账款周转率	4.18	4.00	4.30	4.60
应付账款周转率	95	140	80	70
预收账款周转率	4.73	4.80	5.00	5.25

数据来源:公司财报,东吴证券研究所

5.3. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 318.85/382.27/451.37 亿元,同比增长

13.4%/19.9%/18.1%;归母净利润 6.47/8.20/10.09 亿元，同比增长-9.0%/26.7%/23.2%，对应 PE 分别为 26.50/20.91/16.98 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，我们维持公司“买入”评级。

6. 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

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,843	11,640	13,674	15,477	营业收入	28,106	31,885	38,227	45,137
现金	1,586	1,683	2,739	3,277	减:营业成本	25,600	29,309	35,231	41,576
应收账款	7,464	8,478	9,302	10,323	营业税金及附加	21	44	41	56
存货	0	0	0	0	营业费用	804	861	956	1,038
其他流动资产	794	1,479	1,633	1,877	管理费用	858	925	1,032	1,174
非流动资产	9,208	9,153	9,404	9,698	财务费用	140	76	86	56
长期股权投资	890	1,087	1,300	1,508	资产减值损失	-26	48	11	40
固定资产	120	126	138	138	加:投资净收益	81	30	73	66
在建工程	0	10	15	17	其他收益	314	150	75	0
无形资产	1,418	1,393	1,267	1,188	营业利润	942	858	1,084	1,342
其他非流动资产	6,780	6,536	6,684	6,848	加:营业外净收支	3	21	17	15
资产总计	19,051	20,793	23,078	25,176	利润总额	945	879	1,102	1,357
流动负债	9,002	10,046	11,591	12,647	减:所得税费用	222	176	220	271
短期借款	1,447	1,201	1,324	1,262	少数股东损益	13	56	62	76
应付账款	6,065	6,147	7,946	7,893	归属母公司净利润	710	647	820	1,009
其他流动负债	1,490	2,698	2,321	3,492	EBIT	1,015	923	1,121	1,350
非流动负债	1,222	1,217	1,117	1,093	EBITDA	1,199	1,094	1,302	1,547
长期借款	451	317	220	124					
其他非流动负债	771	899	897	969					
负债合计	10,224	11,263	12,708	13,740	重要财务与估值指 标				
少数股东权益	133	189	251	327		2019A	2020E	2021E	2022E
归属母公司股东权益	8,694	9,341	10,120	11,108	每股收益(元)	0.29	0.26	0.33	0.41
负债和股东权益	19,051	20,793	23,078	25,176	每股净资产(元)	3.49	3.75	4.06	4.46
					发行在外股份(百万 股)	2491	2491	2491	2491
					ROIC(%)	7.0%	6.5%	7.4%	8.3%
					ROE(%)	8.2%	7.4%	8.5%	9.5%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	8.9%	8.1%	7.8%	7.9%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	2.5%	2.0%	2.1%	2.2%
经营活动现金流	699	1,234	1,083	1,300	资产负债率(%)	53.7%	54.2%	55.1%	54.6%
投资活动现金流	156	-688	123	-553	收入增长率(%)	21.6%	13.4%	19.9%	18.1%
筹资活动现金流	-779	-448	-151	-209	净利润增长率(%)	82.7%	-9.0%	26.7%	23.2%
现金净增加额	101	98	1,056	538	P/E	24.12	26.50	20.91	16.98
折旧和摊销	184	172	181	197	P/B	1.97	1.83	1.69	1.54
资本开支	62	-1,010	-138	-181	EV/EBITDA	15.09	15.50	12.52	10.03
营运资本变动	-183	402	84	33					

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>