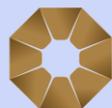


日期: 2021年05月06日

行业: 传媒



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师: 胡纯青
Tel: 021-53686150
E-mail: huchunqing@shzq.co
SAC 证书编号: S0870518110001

业绩高增长, 规模效应显现

基本数据 (2021.4.30)

报告日股价 (元)	6.18
12mth A 股价格区间 (元)	5.55-9.91
总股本 (百万股)	2491.04
无限售 A 股/总股本	95.61%
流通市值 (亿元)	14718
每股净资产 (元)	3.75
PBR (X)	1.65

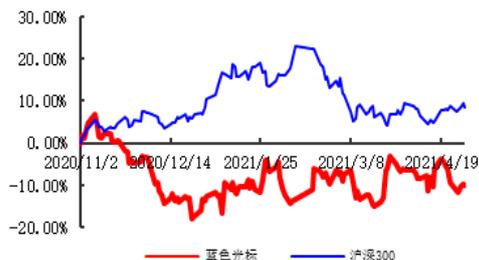
主要股东 (2021Q1)

西藏耀旺网络科技有限公司	7.70%
赵文权	5.82%
建信基金-兴业银行-北京领瑞投资管理有限公司	5.75%

收入结构 (2020H1)

出海广告投放	60.24%
中国业务	32.71%
海外业务	7.05%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



首次报告日期: 2020年8月24日

■ 公司动态事项

- 1、公司公布了2020年年报, 全年实现营收405.27亿元, 同比增长44.19%; 实现归母净利润7.24亿元, 同比增长1.94%; 实现扣非后归母净利润5.89亿元, 同比增长29.79%。
- 2、公司公布了2021年一季报, Q1实现营收103.91亿元, 同比增长28.01%, 实现归母净利润3.63亿元, 同比增长78.48%; 实现扣非后归母净利润2.06亿元, 同比增长41.08%。

■ 事项点评

国内及出海业务收入大幅增长, 规模优势显著

2020 年公司营收规模突破 400 亿元关口, 其中, 国内业务 (全案推广服务+全案广告代理) 实现收入 132.57 亿元; 出海业务实现收入 244.14 亿元, 同比增长 41.26%, 收入占比超 60%, 业务毛利率上升 0.14 个百分点至 1.43%。公司是国内领先的出海业务代理商, 基于公司的规模优势, 公司可以拿到各家媒体最优的返点政策, 进而形成正反馈, 带动公司营收持续快速增长, 毛利率向好。从广告主结构来看, 公司主要服务于游戏、电商以及互联网行业的客户, 三大行业的收入占比分别达到总收入的 45%、18%及 16%。公司是 Facebook、Google、TikTok、Twitter 等平台国内直接授权代理商, 能够较好地满足游戏出海、跨境电商等新兴赛道高速增长境外广告投放需求。同样基于规模优势, 公司拥有了较强的账期管理能力, 2020 年, 公司通过加强应收账款管理, 使得年底应收账款占营收比例下降 4 个百分点至 22.55%, 促使公司经营性现金流净额同比大幅增长 87.38%至 13.10 亿元。2021Q1, 公司业绩继续保持高增长, 归母净利润同比增长 78%, 经营性现金流同比增长 46%。

优化资产负债结构, 海外业务拟引入战投实现商誉出表

作为A股互联网营销行业的领军企业, 公司曾采用大规模的外延并购方式以实现营收规模的快速扩张。经过几年的消化, 由此前大量并购所形成的沉重负担已得到较为充分的解决: 一方面, 公司有息负债已经从历史高点的57亿元下降到了17亿元; 另一方面, 公司计划为从事国际业务的四家子公司引入战略投资者, 意向合作方计划收购4家子公司60%的股权。成功引入战投后, 公司国际业务将剥离近18亿元商誉出表, 剩下的商誉规模约30亿, 占净资产比重将下降到35%以下, 其中60%的剩余商誉集中在增长最快的数字广告业务板块, 中短期内公司商誉减值风险有望大幅减少。

发展SaaS业务等新业务

公司致力于发展SaaS业务、短视频业务、唤醒业务等新形态业务。公司的SaaS业务主要是依托“蓝标在线”SaaS营销平台，将传统的营销服务线上化，其目标是扩大客户服务范围和市场渗透率，为更多中小客户和下沉客户提供服务；短视频业务是指公司为客户完成短视频的创作及投放，公司预计短视频业务有望成为公司第二条过百亿的产业线；唤醒业务是指通过数据分析，帮助广告主实现存量用户的再度激活、提升存量用户商业价值的一种深度营销服务模式。

■ 投资建议

公司深耕数字营销领域多年，其创意及技术水平在业内受到广泛认可，出海业务的规模优势逐步彰显，通过新SaaS产品有望拓展公司覆盖的客户群体。预计2021-2023年归属于母公司股东净利润分别为9.43亿元、12.06亿元和14.87亿元，EPS分别为0.38元、0.48元和0.60元，对应PE为16.32、12.77和10.35倍。维持“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

政策风险、宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、商誉减值风险、出海企业缩减广告预算、隐私保护政策趋严

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	40526.89	51907.36	66323.71	84426.53
年增长率	44.19%	28.08%	27.77%	27.29%
归母净利润	724.24	943.30	1205.59	1487.07
年增长率	1.94%	30.25%	27.81%	23.35%
每股收益（元）	0.29	0.38	0.48	0.60
PE	21.26	16.32	12.77	10.35

资料来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,782.18	2,595.37	3,316.19	5,345.12
应收和预付款项	9,638.31	12,602.13	14,795.74	18,879.15
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	618.43	618.43	618.43	618.43
流动资产合计	12,038.92	15,815.93	18,730.36	24,842.70
长期股权投资	766.85	766.85	766.85	766.85
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	126.02	108.96	91.91	74.86
无形资产和开发支出	6,114.04	5,849.11	5,584.19	5,319.26
其他非流动资产	425.31	403.63	381.94	381.94
非流动资产合计	7,432.23	7,128.56	6,824.89	6,542.91
资产总计	19,471.15	22,944.49	25,555.25	31,385.61
短期借款	1,695.66	1,126.44	174.15	(0.00)
应付和预收款项	8,232.72	11,307.78	13,634.33	18,113.64
长期借款	358.47	358.47	358.47	358.47
其他负债	199.92	199.92	199.92	199.92
负债合计	10,486.76	12,992.61	14,366.87	18,672.02
股本	2,491.04	2,491.04	2,491.04	2,491.04
资本公积	3,306.83	3,306.83	3,306.83	3,306.83
留存收益	3,180.54	4,123.85	5,329.44	6,816.52
少数股东权益	5.97	30.16	61.07	99.20
股东权益合计	8,984.39	9,951.88	11,188.38	12,713.59
负债和股东权益总计	19,471.15	22,944.49	25,555.25	31,385.61
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,152.96	1,340.32	1,584.89	2,074.64
投资活动现金流	354.45	109.55	109.55	109.55
融资活动现金流	(711.22)	(636.69)	(973.62)	(155.26)
净现金流	685.87	813.18	720.82	2,028.94

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	40,526.89	51,907.36	66,323.71	84,426.53
营业成本	37,922.41	48,641.37	62,238.83	79,374.74
营业税金及附加	14.12	18.09	23.11	29.42
营业费用	755.16	960.29	1,193.83	1,477.46
管理费用	955.66	1,193.87	1,492.28	1,857.38
财务费用	158.30	147.47	121.32	101.11
资产减值损失	(1.47)	0.00	0.00	0.00
投资收益	340.83	250.00	100.00	100.00
公允价值变动损益	(114.70)	(150.00)	0.00	0.00
营业利润	845.94	1,146.27	1,474.34	1,826.41
营业外收支净额	40.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	886.09	1,146.27	1,474.34	1,826.41
所得税	143.22	178.78	237.83	301.21
净利润	742.86	967.49	1,236.51	1,525.20
少数股东损益	18.63	24.19	30.91	38.13
归属母公司股东净利润	724.24	943.30	1,205.59	1,487.07
财务比率分析				
指标	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入增长率	44.19%	28.08%	27.77%	27.29%
EBIT 增长率	-7.61%	27.72%	23.23%	20.85%
净利润增长率	1.94%	30.25%	27.81%	23.35%
毛利率	6.43%	6.29%	6.16%	5.98%
EBIT/总收入	2.34%	2.34%	2.26%	2.14%
净利润率	1.73%	1.86%	1.86%	1.81%
资产负债率	54.69%	57.37%	56.88%	60.06%
流动比率	1.19	1.26	1.34	1.36
净资产收益率 (ROE)	7.61%	9.51%	10.83%	11.79%
总资产周转率	2.11	2.29	2.63	2.72
应收账款周转率	4.43	4.47	4.78	4.86

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

胡纯青

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。