

# 营销传播

## 20 年 & 21Q1 传媒财报总结-营销电商服务篇：宏观复苏叠加新经济竞争，助力板块持续改善

Q1 复苏态势明显，宏观和微观合力后续有望持续恢复。20Q1 低基数下，21Q1 我国 GDP 增速为 18.3%，社零同增 33.9%，CTR 数据显示 2021 年 3 月全媒体广告刊例花费同比增长 52.3%，环比增长 4.1%。除宏观驱动和短视频模式创新，从互联网到新消费品牌广泛增加的预算也是重要原因。

互联网广告方面，短视频成为移动广告收入份额增长最为迅速的赛道，其次为电商、社交平台。单 MAU 广告价值来看，根据测算短视频广告价值最高，电商类其次，随购物节时间周期波动，社交平台广告基本回到疫前水平。

我们选取 A 股营销板块包括分众、蓝标、星期六等 23 家有代表性公司，以整体法对行业表现进行分析：

**整体营收保持增长趋势**，2020 年营业收入同增 9.13%，21Q1 整体营收同增 22.15%，达 378 亿，主要系蓝色光标 Q1 营收逆势增长 25 亿。剔除受出海业务带动的蓝色光标后，板块 2020 年营收为 1091 亿元，同比增长 0.1%，21Q1 整体营收达 274 亿元，同增 20.55%。

**21Q1 毛利率下降趋势减缓，分众等部分公司开始提升**。2020 年营销行业毛利率整体呈现下降趋势，营销板块整体毛利率为 14.98%，较 19 年下降 1.19pct，在 23 家公司中共有 17 家公司毛利率出现下降。21Q1 整体毛利率好于同期，回到 19 年同期水平，主要系分众带动。

**营销板块归母净利润在 20 年回升至 18 年水平，21Q1 持续高增**。2020 年归母净利润同比增长 267.08%，为 73.16 亿元（剔除智度股份，省广集团、思美传媒 20 年受减值影响的异常值；剔除利欧股份受投资理想汽车的公允价值变动收益影响的异常值）。2021Q1 归母净利润同增 490.15%，为 25.5 亿元（剔除利欧股份受理想汽车减值影响的异常值），16 家公司归母净利呈现增长。根据整体法再剔除净利行业占比最大的分众，2020 年归母净利润同比增长 2710.82%，为 33.12 亿元，2021Q1 归母净利润同增 199.75%，为 11.81 亿元。

**应收账款管理及现金流表现良好**。2020 年末应收账款余额总额为 425.61 亿元，同比上升 9.92%，21Q1 应收账款余额为 405.57 亿元，相比 20 年末变化不大。经营活动现金流量净额持续改善。2020 年经营活动现金流量净额为正的共有 16 家，为负的有 7 家，2019 年为正的有 20 家，为负的有 3 家。20 年整体经营活动现金流量净额为 85.36 亿元，同减 9.55%，21Q1 经营活动现金流量净额为 1.34 亿元，20 年同期为 -4.01 亿元。

**投资建议**：综合推荐渠道龙头【快手、腾讯】，建议关注【字节跳动】；A 股推荐关注龙头【分众传媒（消费行业广告主占比持续提升，盈利能力持续改善）、视觉中国（21 年同比明显改善）】，广告代理及电商运营高成长代表【星期六（发力直播电商黄金赛道，快手、抖音排名持续提升）、引力传媒（如期迎来拐点，效果营销及内容电商打开增长新空间）、蓝色光标（业绩及报表结构持续向好，整合效应和规模优势逐步凸显）、值得买（内容社区变现能力提升，星罗业务增速迅猛）】等，建议关注【三人行（头部客户投放增长，受核心渠道认可）】，其他关注【中广天择、锦泓集团】。最后提示从 19 年开始的直播电商高速增长后，21 年更具差异化，抖音品牌电商、快手信任电商、阿里加强精准及内容社区化给产业链带来的机遇

**风险提示**：疫情及经济边际改善不及预期、隐私保护带来精准营销不及预期、MCN 表现不及预期等风险。

证券研究报告

2021 年 05 月 13 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516050002

wenhao@tfzq.com

冯翠婷

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090001

fengcuiting@tfzq.com

张爽

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517070004

zhangshuang@tfzq.com

翟一柠

联系人

zhaiyining@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《营销传播-行业点评:蓝色光标:业绩及报表结构持续向好,整合效应和规模优势逐步凸显》 2021-05-07

2 《营销传播-行业点评:蓝色光标:拟引进国际业务战投,商誉体量有望降低》 2021-04-19

3 《营销传播-行业点评:蓝色光标:21Q1 经营性利润创新高,国内外业务全面向好》 2021-03-23

## 目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1. 营销行业回顾 .....                    | 3  |
| 1.1. 经济稳定恢复，一季度复苏态势进一步增强。 .....    | 3  |
| 2. 互联网广告 .....                     | 5  |
| 2.1. 各广告渠道全景：社交平台、电商、短视频增长领跑 ..... | 5  |
| 3. A 股营销板块整体财报业绩表现 .....           | 8  |
| 3.1. 营销板块整体业绩保持增长趋势 .....          | 8  |
| 3.2. 毛利率 .....                     | 10 |
| 3.3. 归母净利润及净利率 .....               | 11 |
| 3.4. 资产减值损失及信用减值损失 .....           | 14 |
| 3.5. 应收账款 .....                    | 16 |
| 3.6. 偿债能力 .....                    | 18 |
| 3.7. 经营活动现金流量净额 .....              | 21 |
| 4. 投资建议：宏观复苏叠加新经济竞争，助力板块持续改善 ..... | 24 |

## 1. 营销行业回顾

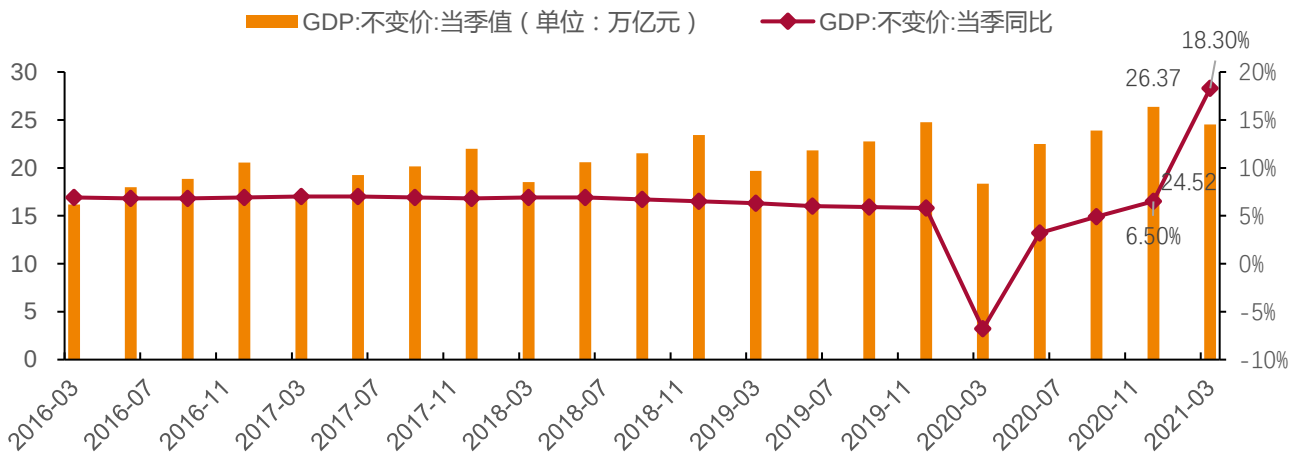
### 1.1. 经济稳定恢复，一季度复苏态势进一步增强。

**经济稳定恢复，一季度复苏态势进一步增强。**21Q1 我国 GDP 增速为 18.3%。21Q1 市场销售大幅反弹，复苏态势进一步增强。21Q1 社会消费品零售总额同比增长 33.9%，两年平均增长（是指以 2019 年一季度为基期，采用几何平均的方法计算的增速）4.2%，20Q1 的同比增速是-19%；21Q1 相比 20Q4 环比+1.86%。

一季度，限额以上单位各类商品零售额同比增速均超过 10%。其中，化妆品、体育娱乐用品、通讯器材等 8 类商品零售额基本恢复至疫情前增长水平，两年平均增速超过 10%。从月度数据看，3 月份商品零售额同比增长 29.9%，两年平均增长 6.9%，增速比 1—2 月份加快 3.1 个百分点。

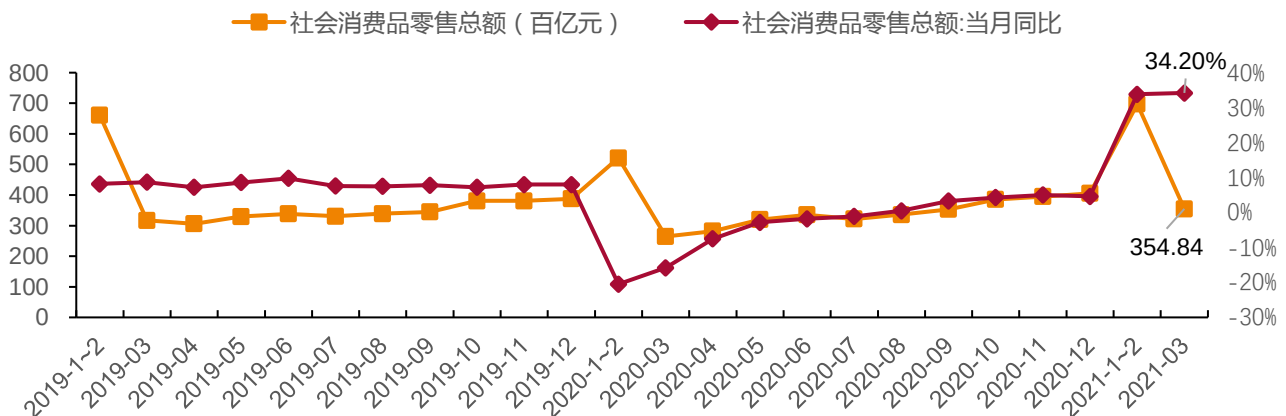
一季度，全国实物商品网上零售额同比增长 25.8%，增速比上年同期提高 19.9 个百分点，比 2020 年全年提高 11 个百分点，两年平均增速为 15.4%。从与网购密切相关的邮政快递业发展情况看，2021 年，我国快递业务量突破 200 亿件用时仅 83 天，比 2020 年缩短 45 天。一季度，限额以上零售业实体店商品零售额同比增长 42.2%，两年平均增长 4.5%，增速比 1—2 月份加快 0.4 个百分点，实体零售进一步恢复。超市在上年同期增长 1.9% 的基础上继续保持增长，便利店、专卖店等实体零售业态经营明显恢复。超市、便利店和专卖店商品零售额两年平均增速分别为 4.5%、5.3%和 7.7%。

图 1：2016-2021Q1 国内生产总值当季值及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

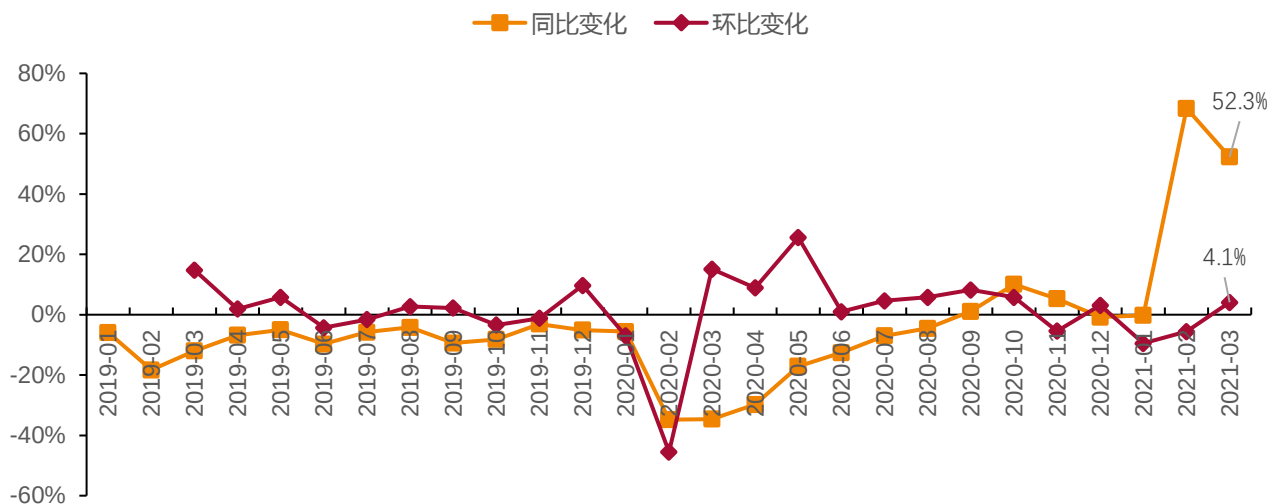
图 2：2019-2021.03 社会消费品零售总额分月值及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

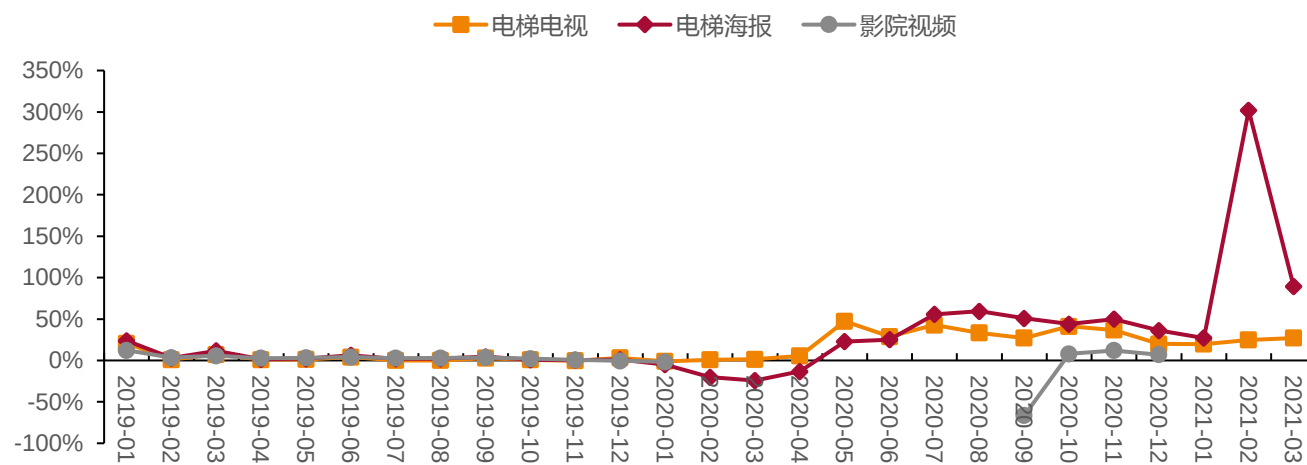
**经济数据回暖，广告行业数据有望进一步恢复。**20Q1 因疫情总体处于低基数，根据 CTR 数据，2021 年 3 月全媒体广告刊例花费同比增长 52.3%，环比增长 4.1%。生活圈媒体，电梯电视及电梯海报均处于密集投放状态，电梯电视同比增长 27.1%，电梯海报同比增长 89.6%，主要因为新消费、互联网、在线教育等广告主投放需求。我们认为，如今线上渠道获客成本不断拉升，线下渠道越来越受到广告主的重视，梯媒等线下渠道投放将趋增长。

图 3：2019-2020 全媒体广告刊例花费变化



资料来源：CTR，天风证券研究所

图 4：生活圈媒体刊例花费变动情况



资料来源：CTR，天风证券研究所

**广告主行业竞争激烈广告投放密集，愈发重视线下梯媒等性价比高的有效渠道。**20 年 1 月以来，大部分月份电梯 LCD 及的电梯海报广告刊例花费 TOP10 品牌中，消费类广告占半数或以上，其次为互联网广告。这与过去的行业发展状况相似，近几年以完美日记、花西子、元气森林、钟薛高等新消费品牌涌现，需要快速占领用户心智，均有较大的销售费用用于广告投放；由于线上渠道获客成本急剧飙升，互联网平台愈发重视争夺线下场景的获客或拉新。由于疫情带动在线教育行业迅速发展，教育类广告在 20 年疫情以来异军突起，教育类广告主进入广告刊例花费 TOP10 次数增加，但由于 21 年 3 月以来在线教育行业监管政策趋严，教育类广告主投放明显减少。

图 5：电梯 LCD 各月广告刊例花费 TOP10 品牌及分类

| 电梯LCD (品牌排名) | 2020-01  | 2020-02 | 2020-03 | 2020-04 | 2020-05  | 2020-06 | 2020-07 | 2020-08  | 2020-09 | 2020-10 | 2020-11 | 2020-12    | 2021-01 | 2021-02 | 2021-03 |
|--------------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|---------|
| 1            | 布鲁可      | 马丁      | 猿辅导     | 58同城    | 58同城     | 猿辅导     | 猿辅导     | 斑马AI课    | 斑马AI课   | 瓜子二手车   | 京东金融    | 汤臣倍健       | 妙可蓝多    | 妙可蓝多    | BOSS直聘  |
| 2            | 铂爵旅拍     | 西贝      | 石榴云医    | BOSS直聘  | 元氧森林     | 元氧森林    | 元氧森林    | 京东金融     | 京东金融    | 南顺人     | 妙可蓝多    | 铂爵旅拍       | 元气森林    | 原始传奇    | 新氧      |
| 3            | 斑马英语手机软件 | 君乐宝     | BOSS直聘  | 猿辅导     | 安晨客      | 安晨客     | 安晨客     | 新氧       | 新氧      | 天猫到家    | 天猫到家    | 美团         | 高途课堂    | 清露      | 简爱      |
| 4            | 妙可蓝多     | 林清轩     | 西贝      | 布鲁可     | 斑马英语手机软件 | 天猫      | 天猫      | 农夫山泉     | 九牧王     | 妙可蓝多    | 作业帮     | 作业帮        | 作业帮     | 作业帮     | 清露      |
| 5            | 马丁       | 金笛      | 步步高     | 西贝      | 布鲁可      | 易车      | 易车      | 铂爵旅拍     | 元氧森林    | 学而思     | 学而思     | 京东金融       | 波司登     | 波司登     | 清露      |
| 6            | 君乐宝      | 猿辅导     | 麦吉丽     | 妙可蓝多    | 易车       | 易车      | 易车      | 铂爵旅拍     | 学而思     | 学而思     | 学而思     | 天猫         | 波司登     | 波司登     | 清露      |
| 7            | 洽洽       | 瑞幸      | 智联招聘    | 蜜雪冰城    | 伊利       | 伊利      | 伊利      | 斑马英语手机软件 | 三星      | 小仙炖     | 小仙炖     | 天猫         | 波司登     | 波司登     | 清露      |
| 8            | 农夫山泉     | 蒙牛      | 智联招聘    | 蜜雪冰城    | 伊利       | 伊利      | 伊利      | 58同城     | 日加满     | 君乐宝     | 君乐宝     | LIFE SPACE | 妙可蓝多    | 搜狐      | ULIKE   |
| 9            | 宝沃       | 大搜车     | 瑞幸      | 君乐宝     | 日加满      | 新氧      | 蒙牛      | 慕思       | 慕思      | 布鲁可     | IBABY   | 麦吉丽        | 云南白药    | 苏宁易购    | 小天才     |
| 10           | 步步高      | 康恩贝     | 竹叶青     | 洽洽      | 小猿       | 飞鹤      | 腾讯开心鼠   | 洽洽       | 安晨客     | 君乐宝     | 苏宁易购    | 汤臣倍健       | BOSS直聘  | 智联招聘    | 小天才     |
| 互联网广告        | 0        | 0       | 3       | 3       | 2        | 4       | 3       | 2        | 3       | 4       | 4       | 0          | 3       | 2       | 5       |
| 日用消费品广告      | 7        | 7       | 5       | 5       | 4        | 5       | 4       | 6        | 5       | 4       | 4       | 3          | 4       | 8       | 5       |
| 汽车广告         | 1        | 1       | 0       | 0       | 1        | 0       | 0       | 0        | 0       | 1       | 0       | 6          | 0       | 0       | 0       |
| 医药广告         | 0        | 0       | 0       | 0       | 0        | 0       | 0       | 0        | 0       | 0       | 0       | 0          | 0       | 0       | 0       |
| 房产家居广告       | 0        | 0       | 2       | 1       | 0        | 0       | 0       | 1        | 0       | 0       | 0       | 0          | 0       | 0       | 0       |
| 商业及服务广告      | 0        | 0       | 0       | 0       | 0        | 0       | 0       | 0        | 0       | 0       | 0       | 1          | 0       | 0       | 0       |
| 教育类          | 2        | 1       | 2       | 0       | 2        | 1       | 3       | 2        | 1       | 1       | 2       | 0          | 3       | 0       | 0       |

资料来源：CTR，天风证券研究所

图 6：电梯海报各月广告刊例花费 TOP10 品牌及分类

| 电梯海报 (品牌排名) | 2020-01 | 2020-02 | 2020-03 | 2020-04  | 2020-05 | 2020-06 | 2020-07  | 2020-08 | 2020-09 | 2020-10 | 2020-11 | 2020-12 | 2021-01 | 2021-02 | 2021-03 |
|-------------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1           | 君乐宝     | 养生堂     | 马丁      | 君乐宝      | 君乐宝     | 学而思     | 学而思      | 农夫山泉    | 斑马AI课   | 苏宁      | 苏宁      | 波司登     | 天猫      | 支付宝     | 饿了么     |
| 2           | 瑞幸      | 瑞幸      | 瑞幸      | 石榴云医     | 蒙牛      | 蒙牛      | 蒙牛       | 斑马AI课   | 学而思     | 大麦      | 大麦      | 波司登     | 习酒      | 乌江榨菜    | 乌江榨菜    |
| 3           | 天猫      | 神州租车    | 钉钉      | 一汽大众捷达   | 恒大      | 苏宁易购    | 君乐宝      | 苏宁易购    | 君乐宝     | 大麦      | 小仙炖     | 君乐宝     | 支付宝     | 君乐宝     | 新氧      |
| 4           | 宝沃      | 林清轩     | 养生堂     | 大麦       | 大麦      | 蒙牛      | 斑马英语手机软件 | 学而思     | 学而思     | 大麦      | 天猫      | 天猫      | 乌江榨菜    | 苏宁      | 蒙牛      |
| 5           | 苏宁      | 美的      | 神州租车    | 衣邦人      | 石榴云医    | 京东商城    | 大麦       | 大麦      | 大麦      | 58到家    | 京东商城    | 精锐      | 伊利      | 团油      | 天猫到家    |
| 6           | 沃尔沃     | 沃尔沃     | 石榴云医    | 伊利       | 学而思     | 大麦      | 哔哩哔哩     | 大麦      | 波司登     | 波司登     | 波司登     | 苏宁      | 君乐宝     | 飞鹤      | 天猫      |
| 7           | 京东商城    | 蒙牛      | 麦当劳     | 华帝       | 铂爵旅拍    | 伊利      | 伊利       | 小仙炖     | 小仙炖     | 威马      | 火花思维    | 江中      | 波司登     | 习酒      | 大麦      |
| 8           | 神州租车    | 中国移动通信  | 蒙牛      | 蒙牛       | 易车      | 君乐宝     | 蒙牛       | 比亚迪     | 君乐宝     | 君乐宝     | 君乐宝     | 苏宁      | 泸州      | 君乐宝     | 飞鹤      |
| 9           | 铂爵旅拍    | 三全      | 衣邦人     | 斑马英语手机软件 | 伊利      | A2      | 恒大       | 长安福特    | 斑马      | 君乐宝     | 朗迪      | 云南白药    | 京东商城    | 京东商城    | 飞鹤      |
| 10          | 波司登     | 广汽丰田    | 美的      | 光明       | 一汽丰田    | 石榴云医    | 石榴云医     | 慕思      | 小鹅      | 云南白药    | 支付宝     | 支付宝     | 火花思维    | 沃尔沃     | 贝特佳     |
| 互联网广告       | 3       | 0       | 3       | 2        | 2       | 0       | 3        | 1       | 1       | 4       | 4       | 1       | 4       | 4       | 4       |
| 日用消费品广告     | 4       | 6       | 6       | 6        | 5       | 6       | 5        | 5       | 4       | 5       | 5       | 5       | 5       | 5       | 6       |
| 汽车广告        | 3       | 3       | 1       | 1        | 2       | 0       | 1        | 2       | 2       | 1       | 0       | 0       | 0       | 1       | 0       |
| 医药广告        | 0       | 1       | 0       | 0        | 0       | 0       | 0        | 0       | 0       | 0       | 0       | 1       | 0       | 0       | 0       |
| 房产家居广告      | 0       | 0       | 0       | 0        | 0       | 0       | 0        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 商业及服务广告     | 0       | 0       | 0       | 0        | 0       | 0       | 0        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 教育类         | 0       | 0       | 0       | 1        | 1       | 4       | 1        | 2       | 3       | 1       | 1       | 3       | 1       | 0       | 0       |

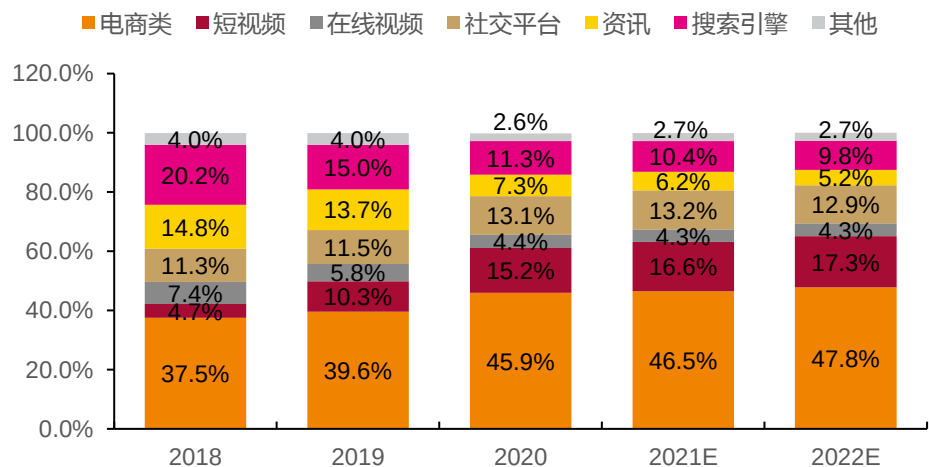
资料来源：CTR，天风证券研究所

## 2. 互联网广告

### 2.1. 各广告渠道全景：社交平台、电商、短视频增长领跑

短视频成为移动广告收入份额增长最为迅速的赛道，其次为电商、社交平台。根据 QuestMobile，2021 年预计短视频广告所占份额为 16.6%，同比增长 1.4pct，是所有互联网媒体中增速最高的；其次为电商广告（2020 年占比 45.9%，同比增长 0.6pct）；社交平台广告占比预计小幅增长（2020 年占比 13.1%，同比增长 0.1pct）；资讯类广告的占比在不断被压缩。

图 7：2019-2022E 中国互联网媒介广告市场份额分布



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

从各类互联网公司单季度单 MAU 广告价值来看，根据测算短视频广告价值最高，电商类其次且随购物节时间周期波动，社交平台广告基本回到疫前水平。



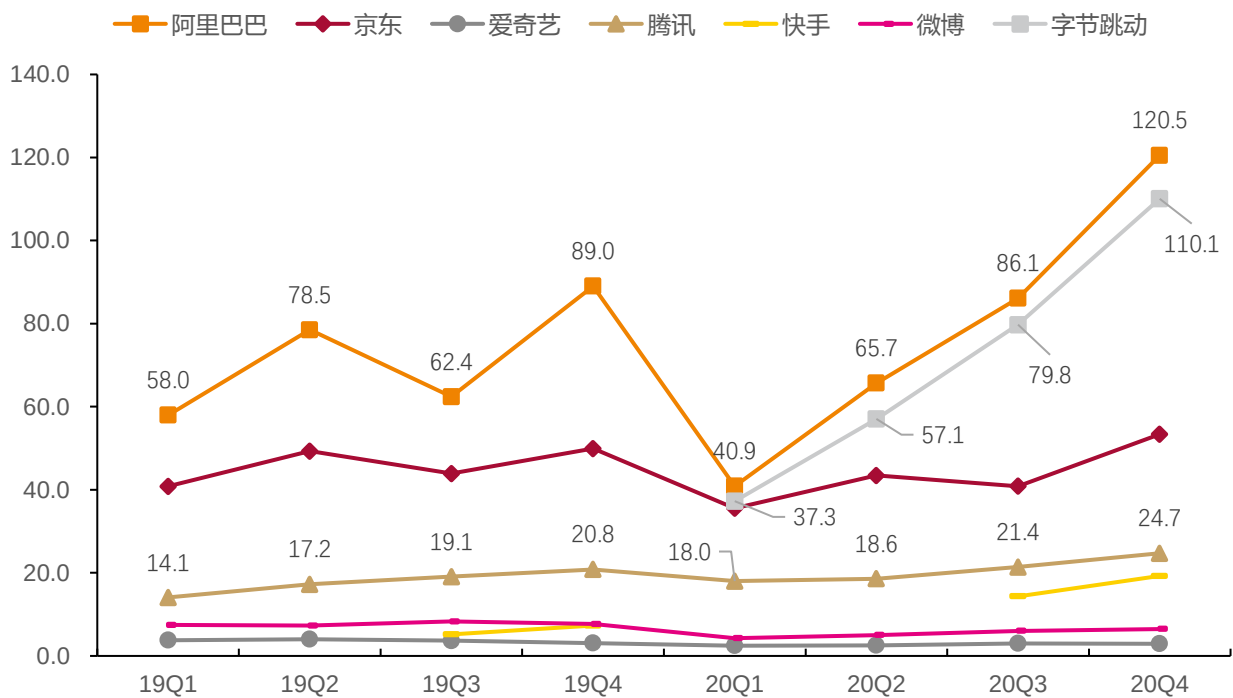
**短视频方面**，目前处于广告投放的高速增长期，还在大幅吸收优质流量以及开拓新业务生态的阶段，快手、字节多方位布局（电商、直播等）构建短视频生态系统。字节跳动单季度单 MAU 广告价值较高（阿里将佣金合并至广告收入，故数据冲高幅度大），约在 37-110 元区间范围内；而快手虽然营收增长，但广告商业化未如抖音完善，20Q4 为 19.3 元/人。短期看，短视频广告将会在 Adload 提升上下功夫，长期看赛道稳定后 AdPrice 的提升。

**电商广告方面**，由于大横幅广告的变现效率下滑，电商类阿里、拼多多纷纷下调/下线首页焦点展示位以提升首页变现率。与以往“人找货”逻辑不同，目前淘宝新商业逻辑为“货找人”，旨在增强 APP 的逛街功能。阿里巴巴 20Q4 为 120.5 元/人；京东其次，20Q4 为 53.4 元/人，从往年曲线形态可以看出 Q2 对应 618 购物节、Q4 对应双十一狂欢节，这两个时间段电商类广告价值大幅上升。

**社交平台广告方面**，社交类腾讯、微博对应 Q1 疫情影响广告价值降低，腾讯 20Q3 后回升至疫前水平，微博 20Q4 回升至疫前水平。以微信为例，社交广告聚焦在 Adload 上发力。短期微信将在朋友圈广告发力以提升信息流广告收入驱动；中期看，用户画像日益精准以及投放效率提升继续带来信息流广告收入，公众号及小程序收益分成贡献增量；长期来看，腾讯继续布局短视频、直播业务，视频号和搜一搜等开辟新的广告位，打破原有广告位瓶颈限制。

**长视频类**代表爱奇艺的广告价值 20Q3 回升至疫前水平，但增长停滞，一定程度上说明长视频广告价值增长疲软。行业景气度与上线内容质量双向拉扯长视频行业广告收入。短视频行业挤兑用户时长使整体行业有效播放量下降，但优质内容（如爱奇艺迷雾剧场、芒果超媒《浪姐》）上线获取用户流量会激发广告收入的拉升。

图 8：各大互联网公司单季度单 MAU 广告价值（元/人）



资料来源：wind、天风证券研究所；注：单季度单 MAU 广告价值=公司单季度广告收入/单季度 MAU；字节跳动为自行测算值

表 1：各大互联网公司 19Q1-20Q4 广告营收（亿元）

|          | 19Q1   | 19Q2   | 19Q3   | 19Q4   | 20Q1   | 20Q2   | 20Q3   | 20Q4     |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 阿里巴巴     | 301.19 | 419.54 | 413.00 | 612.01 | 309.06 | 514.34 | 693.38 | 1,019.19 |
| 京东       | 81.44  | 110.77 | 99.86  | 134.73 | 95.27  | 140.53 | 124.12 | 174.80   |
| 爱奇艺      | 21.19  | 22.01  | 20.67  | 19.00  | 15.37  | 15.86  | 18.40  | 19.00    |
| 腾讯       | 133.77 | 164.09 | 183.66 | 202.25 | 177.13 | 185.52 | 213.51 | 246.55   |
| 快手       |        |        | 20.47  | 31.51  |        |        | 61.81  | 85.11    |
| 微博       | 24.16  | 26.26  | 29.22  | 28.75  | 17.93  | 22.24  | 27.20  | 29.63    |
| 字节跳动     |        |        |        |        | 210    | 350    | 490    | 700      |
| bilibili | 1.13   | 1.68   | 2.47   | 2.90   | 2.14   | 3.49   | 5.58   | 7.22     |

资料来源：wind、天风证券研究所；注：字节跳动广告季节广告收入比例测算参考阿里广告季节比例（快手广告营收的季节分布亦与阿里相当）

表 2：各大互联网公司 19Q1-20Q4 单季度 MAU（亿人）

|      | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q4 | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 阿里巴巴 | 5.19 | 5.34 | 6.62 | 6.87 | 7.56 | 7.83 | 8.05 | 8.46 |
| 京东   | 2.00 | 2.25 | 2.27 | 2.70 | 2.68 | 3.24 | 3.04 | 3.28 |
| 爱奇艺  | 5.58 | 5.48 | 5.65 | 6.13 | 6.25 | 6.24 | 6.12 | 6.46 |
| 腾讯   | 9.50 | 9.51 | 9.63 | 9.71 | 9.83 | 9.98 | 9.97 | 9.97 |
| 快手   | 3.16 | 3.66 | 3.95 | 4.33 | 4.70 | 4.67 | 4.31 | 4.42 |
| 微博   | 3.24 | 3.60 | 3.52 | 3.74 | 4.20 | 4.43 | 4.52 | 4.57 |
| 字节跳动 | 2.51 | 2.93 | 4.91 | 5.36 | 5.64 | 6.13 | 6.14 | 6.36 |

资料来源：wind、天风证券研究所；注：字节跳动广告季节广告收入比例测算参考阿里广告季节比例（快手广告营收的季节分布亦与阿里相当）

### 3. A 股营销板块整体财报业绩表现

为分析营销板块年报及一季报情况,我们选取营销板块 23 家相关公司进行财务数据对比,并以整体法对行业表现进行分析。

表 3: 营销板块公司列表

|           | 证券简称 | 公司属性  |
|-----------|------|-------|
| 002027.SZ | 分众传媒 | 广告渠道  |
| 300280.SZ | 紫天科技 | 广告渠道  |
| 300058.SZ | 蓝色光标 | 广告代理  |
| 002131.SZ | 利欧股份 | 广告代理  |
| 300063.SZ | 天龙集团 | 广告代理  |
| 002400.SZ | 省广集团 | 广告代理  |
| 603825.SH | 华扬联众 | 广告代理  |
| 002878.SZ | 元隆雅图 | 广告代理  |
| 000676.SZ | 智度股份 | 广告代理  |
| 605168.SH | 三人行  | 广告代理  |
| 300781.SZ | 因赛集团 | 广告代理  |
| 600986.SH | 浙文互联 | 广告代理  |
| 002712.SZ | 思美传媒 | 内容营销  |
| 603721.SH | 中广天择 | 内容营销  |
| 300805.SZ | 电声股份 | 终端展示  |
| 603466.SH | 风语筑  | 终端展示  |
| 002751.SZ | 易尚展示 | 终端展示  |
| 002291.SZ | 星期六  | 电商及广告 |
| 603598.SH | 引力传媒 | 电商及广告 |
| 300785.SZ | 值得买  | 电商及广告 |
| 300792.SZ | 壹网壹创 | 电商及广告 |
| 000681.SZ | 视觉中国 | 工具    |
| 300766.SZ | 每日互动 | 工具    |

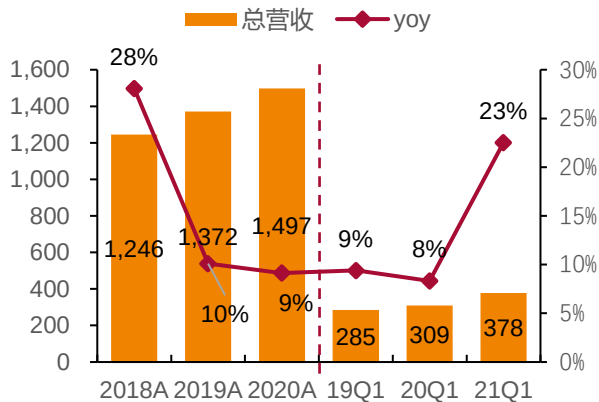
资料来源: Wind、天风证券研究所

#### 3.1. 营销板块整体业绩保持增长趋势

**板块整体营收保持增长趋势**, 2020 年营业收入达到 1497.13 亿元, 相较 2019 年同比增长 9.13%。2021Q1, 整体营收同比增长 22.51%, 达 378.16 亿元, 主要系蓝色光标 Q1 营收逆势增长 25.22 亿元。蓝色光标出海业务高速发展, 营收增速较快, 但由于出海业务净利率不高, 利润增加幅度与营收变动幅度差异较大。剔除蓝色光标后, 营销行业 2020 年营收为 1091.86 亿元, 同比增长 0.1%, 21Q1 整体营收达 274.25 亿元, 同比增长 20.55%。

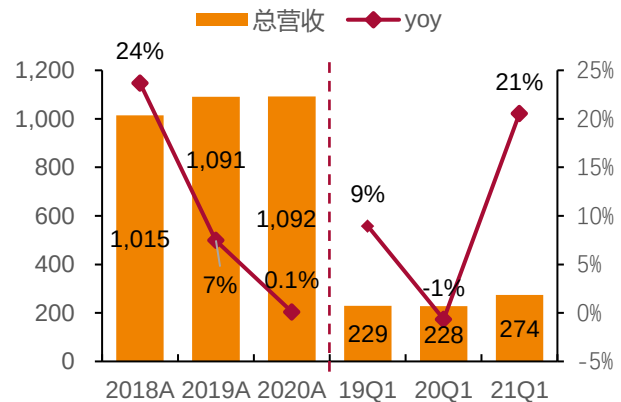


图 9：2018-2021Q1 营销板块营业收入及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：2018-2021Q1 营销板块营业收入及增速（剔除蓝色光标）



资料来源：Wind、天风证券研究所

2020 年营销板块共有 15 家公司营收呈现增长，8 家公司营收下滑。

分公司来看：

**分众传媒：**20 年营收为 120.97 亿元，同比微降 0.32%，归母净利润 40.04 亿元，同增 113.51%；21Q1 营收 35.93 亿元，同增 85.4%；归母净利 13.68 亿元，同增 3511%；业绩增长主要系公司把握疫情后梯媒需求复苏，同时降本增效。

**蓝色光标：**20 年营收 405 亿元，同增 44%，同比增长 124 亿元，系营销板块 19 年营收的最大增量。21Q1 实现营收 103.9 亿元，同增 28.01%；实现归母净利 3.63 亿元，同增 78.5%，均创历史同期新高，主要系出海业务、短视频业务以及唤醒业务的高速发展，国际业务实现较高增长。

**紫天科技：**20 年营收 14.16 亿元，同增 64.37%，归母净利润 3.01 亿元，同增 78%；21Q1 营收 5.16 亿元，同增 120%，归母净利润 1.51 亿元，同比增长 970.31%。主要系公司并购河马游戏（河马与快手、字节跳动等头部短视频平台深度合作）加速互联网广告业务发展，互联网广告及休闲游戏内容变现业务驱动增长，转型成果明显。

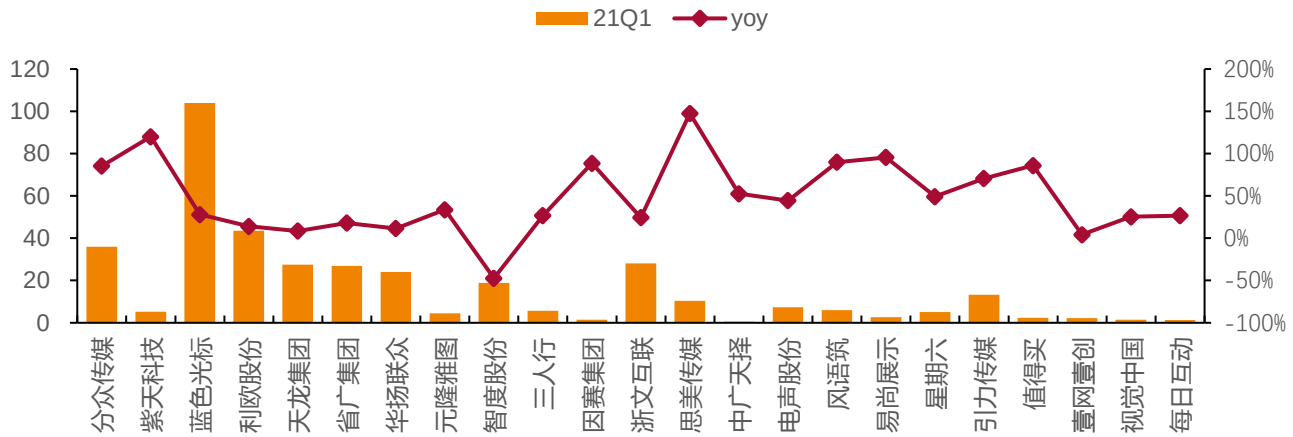
**引力传媒：**20 年营收 55.96 亿元，同增 86.55%，归母净利润 1.02 亿元（vs 去年同期亏损 2.11 亿元）。21Q1 营收 13.28 亿元，同增 70.62%，归母净利润 1573.4 万元，同增 80.3%。业绩增长主要源于公司抓住短视频红利扩张团队，积极布局效果营销、红人营销、内容电商；品牌营销业务持续健康发展，与网服、新国货、新消费类品牌的合作深度进一步提升。

图 11：营销板块 20A 营收及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：营销板块 21Q1 营收及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3.2. 毛利率

**21Q1 毛利率下降趋势减缓，分众等部分公司开始提升。**2020 年营销行业毛利率整体呈现下降趋势，营销板块整体毛利率为 14.98%，较 19 年下降 1.19pct，在 23 家公司中共有 17 家公司毛利率出现下降。21Q1 整体毛利率好于同期，回到 19 年同期水平，主要系分众带动。

分公司来看：

**分众传媒：**20 年毛利率回升 18.03pct 至 63.24%，主要是公司降本增效导致。自 20H2 公司开始逐步完成点位优化，进入点位扩张进程；人员方面公司通过数字化升级及劳务外包方式上减少 3475 个运营人员，总员工减少 4226 人，致营业成本职工薪酬同比减少 39.74%。

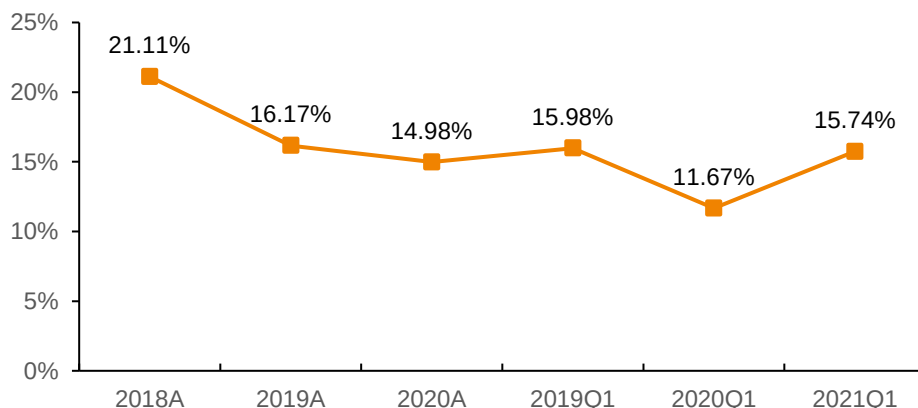
**蓝色光标：**20 年毛利率略降 2.49pct 至 6.43%，主要是疫情致高毛利业务全案推广及全案广告代理业务收入占比下降，但出海业务毛利率同比增加 0.14pct 至 1.43%，发展势头良好。

**思美传媒：**20 年毛利率为 7.34%，同比减少 9.76pct，主要是 2020 年宁波爱德康赛广告有限公司、淮安爱德康赛广告有限公司两家公司纳入公司合并报表范围，但两家公司毛利率较低；受疫情影响，公司影视投入减少，影响业绩；数字版权运营及服务由于 20 年流量采购较多，增加运营成本。

**中广天择：**20 年毛利率为 9.41%，同比减少 9.5pct，主要是大型节目制作成本上升。

**星期六：**20 年毛利率为 32.74%，同比减少 15.51pct，主要是公司业务转型，杭州遥望子公司的业务规模增加所致。

图 11：营销行业毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 4：2018-2021Q1 毛利率 (%)

|      | 2018A | 2019A | 2020A | 2019Q1 | 2020Q1 | 2021Q1 |
|------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 分众传媒 | 66.21 | 45.21 | 63.24 | 36.54  | 37.55  | 65.72  |
| 紫天科技 | 38.10 | 61.37 | 30.59 | 51.06  | 21.03  | 36.12  |
| 蓝色光标 | 11.72 | 8.92  | 6.43  | 10.44  | 7.96   | 6.75   |
| 利欧股份 | 11.51 | 10.79 | 8.79  | 10.75  | 7.14   | 6.75   |
| 天龙集团 | 7.71  | 6.45  | 5.57  | 8.24   | 4.63   | 5.64   |
| 省广集团 | 14.34 | 15.10 | 10.37 | 14.53  | 10.56  | 9.36   |
| 华扬联众 | 11.54 | 11.72 | 12.96 | 10.76  | 11.30  | 11.09  |
| 元隆雅图 | 24.34 | 22.46 | 22.25 | 23.75  | 21.99  | 19.43  |
| 智度股份 | 18.74 | 11.73 | 4.01  | 13.28  | 5.00   | 9.63   |
| 三人行  | 25.34 | 22.36 | 19.49 | 16.58  | 17.80  | 17.32  |
| 因赛集团 | 40.42 | 40.49 | 38.88 | 40.64  | 38.06  | 31.82  |
| 浙文互联 | 10.03 | 5.50  | 7.72  | 6.30   | 7.35   | 6.33   |
| 思美传媒 | 11.29 | 17.10 | 7.34  | 19.69  | 18.57  | 7.65   |
| 中广天择 | 27.48 | 18.90 | 9.41  | 9.77   | 17.19  | 29.60  |
| 电声股份 | 21.87 | 19.53 | 16.36 | 18.10  | 14.69  | 11.66  |
| 风语筑  | 30.17 | 28.73 | 34.88 | 32.39  | 32.05  | 41.66  |
| 易尚展示 | 33.48 | 36.53 | 31.32 | 35.85  | 30.28  | 27.02  |
| 星期六  | 54.64 | 48.25 | 32.74 | 50.42  | 29.46  | 27.29  |
| 引力传媒 | 8.42  | 10.80 | 5.58  | 9.90   | 4.89   | 4.40   |
| 值得买  | 73.68 | 71.57 | 67.33 | 73.69  | 71.89  | 60.95  |
| 壹网壹创 | 42.59 | 43.04 | 47.83 | 41.80  | 44.58  | 48.57  |
| 视觉中国 | 64.65 | 63.10 | 63.52 | 67.21  | 67.43  | 61.55  |
| 每日互动 | 83.25 | 72.54 | 61.89 | 75.47  | 71.38  | 60.90  |

资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3.3. 归母净利润及净利率

营销行业归母净利润在 20 年回升至 18 年水平，2020 年归母净利润同比增长 267.08%，为 73.16 亿元（剔除智度股份，省广集团、思美传媒 20 年受减值影响的异常值；剔除利欧股份受投资理想汽车的公允价值变动收益影响的异常值），12 家公司归母净利呈现增长，11 家公司归母净利下滑。2021Q1 归母净利润同增 490.15%，为 25.5 亿元（剔除利欧股份受理想汽车减值影响的异常值），16 家公司归母净利呈现增长，7 家公司归母净利下滑。

根据整体法再剔除净利行业占比最大的分众，2020 年归母净利润同比增长 2710.82%，为 33.12 亿元，2021Q1 归母净利润同增 199.75%，为 11.81 亿元。

分公司来看：

**分众传媒：**2020 年归母净利润为 40.04 亿元，同增 113.51%，净利率为 33.07%，同增 17.79pct。21Q1 归母净利润为 13.68 亿元，同增 3511%，净利率为 38.24%，同增 36.47pct。主要是公司抓住疫情后经济整体回暖，新消费品、互联网赛道高速增长下的品牌投放需求提升的机会；成本及费用方面，公司持续推进点位资源优化、人员优化，并加强客户回款管理，提升利润质量，实现净利润的大幅增长。

**紫天科技：**2020 年归母净利润为 3.01 亿元，同增 78%，净利率为 21.89%，同减 8.86pct；21Q1 归母净利润为 1.51 亿元，同增 970%，净利率为 29.19%，同增 23.17pct。主要是公司 20 年转型现代广告行业的成果显著，互联网广告及休闲游戏内容变现业务驱动增长；同时，

公司于 20Q3 剥离传统锻压业务，产生一定投资收益。

**蓝色光标：**2020 年归母净利润为 7.24 亿元，同增 1.94%；21Q1 归母净利润 3.63 亿元，同增 78%，净利率为 1.83%，同减 0.74pct；21Q1 归母净利润为 3.63 亿元，同增 78.48%，净利率为 3.49%，同增 0.93pct。主要系广告主需求旺盛，游戏/电商广告主投入稳步提升，汽车/快消等行业加大投入，公司国际业务企稳回升，出海、短视频及唤醒业务保持增长。

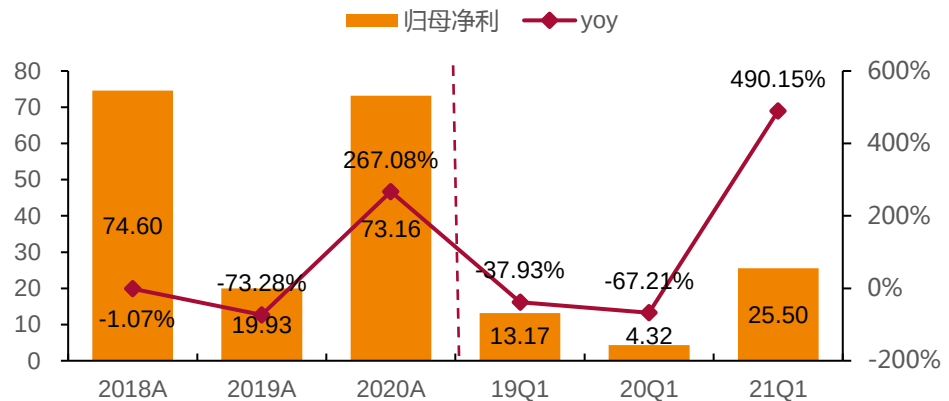
**利欧股份：**2020 年归母净利润为 47.72 亿元，同增 1451%，净利率为 30.7%，同增 28.5pct，主要是公司投资理想汽车确认的公允价值变动收益为 60.05 亿元人民币，对归属于上市公司股东的净利润影响数为 45.04 亿元；公司在字节跳动（巨量引擎）上的投放量同比增长 17%，在快手的投放量同比增长近 200%，数字营销板块营业收入同比增长 12.36%；并通过主动调整业务策略和客户结构，销售回款逾期率下降，销售费用管控成效显著。21Q1 归母净利润为 -5.08 亿元，同减 679%，主要是理想汽车股份公允价值变动损失所致。

**智度股份：**2020 年归母净利润为 -29.23 亿元，同比下降 572%，主要系公司 20 年受国内外新冠疫情、宏观经济及整体消费环境变化等因素的影响，部分子公司的经营未达预期，依据会计准则相关规定及综合客观因素和未来业务发展判断，公司对部分子公司所在资产组的商誉计提减值准备，资产减值较大。但是此项不具有可持续性，属异常值，本年归母净利的分析剔除智度股份。

**省广集团：**2020 年归母净利润为 -9.32 亿元，同比下降 724%，主要系 20 年计提长期股权投资减值和商誉减值准备，资产减值达 11.44 亿元，但是此项不具有可持续性，属异常值，本年归母净利的分析剔除省广集团。

**思美传媒：**2020 年归母净利润为 -11.54 亿元，同比下降 2586%，主要系商誉减值损失，属异常值，本年归母净利的分析剔除思美传媒。

图 14：2018-2021Q1 营销行业归母净利润（亿元）及同比



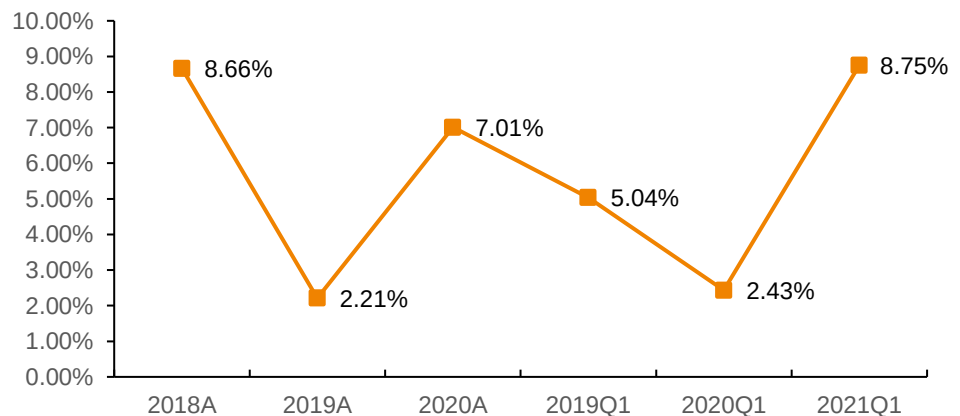
资料来源：Wind、天风证券研究所；注：年度数据剔除智度、省广、思美、利欧，季度数据剔除利欧

表 5：2018-2021Q1 归母净利润

|      | 2018A   | 2019A   | 2020A   | 19Q1   | 20Q1   | 21Q1   |
|------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 分众传媒 | 58.23   | 18.75   | 40.04   | 3.40   | 0.38   | 13.68  |
| 紫天科技 | 0.78    | 1.69    | 3.01    | 0.14   | 0.14   | 1.51   |
| 蓝色光标 | 3.89    | 7.10    | 7.24    | 2.21   | 2.04   | 3.63   |
| 利欧股份 | (18.60) | 3.08    | 47.72   | 1.35   | 0.88   | (5.08) |
| 天龙集团 | (9.06)  | 0.76    | 1.23    | 0.22   | 0.28   | 0.29   |
| 省广集团 | 1.86    | 1.49    | (9.32)  | 0.63   | 0.34   | 0.45   |
| 华扬联众 | 1.28    | 1.92    | 2.10    | (0.00) | 0.13   | 0.15   |
| 元隆雅图 | 0.94    | 1.15    | 1.63    | 0.25   | 0.19   | 0.28   |
| 智度股份 | 7.13    | 6.20    | (29.23) | 1.71   | (1.20) | 0.83   |
| 三人行  | 1.24    | 1.94    | 3.63    | 0.15   | 0.40   | 0.53   |
| 因赛集团 | 0.66    | 0.53    | 0.16    | 0.10   | 0.09   | 0.12   |
| 浙文互联 | 2.63    | (25.09) | 0.94    | 0.22   | 0.17   | 0.48   |
| 思美传媒 | 0.32    | 0.46    | (11.54) | 1.24   | 0.18   | 0.12   |
| 中广天择 | 0.27    | 0.19    | (0.24)  | (0.09) | (0.07) | 0.04   |
| 电声股份 | 1.92    | 2.20    | 1.40    | 0.16   | (0.04) | (0.02) |
| 风语筑  | 2.11    | 2.62    | 3.43    | 0.77   | 0.47   | 1.58   |
| 易尚展示 | 0.81    | 0.43    | 0.53    | 0.07   | 0.00   | 0.17   |
| 星期六  | 0.04    | 1.50    | 0.24    | 0.21   | (0.49) | 0.09   |
| 引力传媒 | 0.57    | (2.11)  | 1.02    | 0.09   | 0.09   | 0.16   |
| 值得买  | 0.96    | 1.19    | 1.57    | 0.18   | 0.19   | 0.26   |
| 壹网壹创 | 1.63    | 2.19    | 3.10    | 0.32   | 0.47   | 0.53   |
| 视觉中国 | 3.21    | 2.19    | 1.42    | 0.58   | 0.29   | 0.42   |
| 每日互动 | 2.49    | 0.76    | 0.72    | 0.60   | 0.28   | 0.19   |

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：营销板块净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所；注：剔除智度股份、省广集团、思美传媒、利欧股份

表 6：2018-2021Q1 净利率（%）

|      | 2018A   | 2019A   | 2020A   | 2019Q1  | 2020Q1  | 2021Q1  |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 分众传媒 | 39.81   | 15.29   | 33.07   | 12.68   | 1.77    | 38.24   |
| 紫天科技 | 17.00   | 30.75   | 21.89   | 16.63   | 6.01    | 29.19   |
| 蓝色光标 | 1.78    | 2.57    | 1.83    | 4.04    | 2.56    | 3.49    |
| 利欧股份 | (15.12) | 2.20    | 30.70   | 4.17    | 2.30    | (11.69) |
| 天龙集团 | (11.36) | 0.89    | 1.17    | 1.48    | 1.13    | 1.19    |
| 省广集团 | 2.09    | 1.58    | (6.78)  | 3.12    | 2.06    | 1.64    |
| 华扬联众 | 1.08    | 1.85    | 2.23    | 0.06    | 0.50    | 0.52    |
| 元隆雅图 | 9.36    | 8.47    | 9.42    | 9.13    | 6.72    | 7.54    |
| 智度股份 | 9.32    | 5.59    | (27.67) | 6.41    | (3.79)  | 4.44    |
| 三人行  | 11.28   | 11.87   | 12.92   | 4.71    | 9.09    | 9.44    |
| 因赛集团 | 15.51   | 13.41   | 8.45    | 10.75   | 10.83   | 11.84   |
| 浙文互联 | 2.01    | (13.26) | 1.08    | 0.62    | 0.78    | 1.74    |
| 思美传媒 | 0.74    | 1.90    | (28.95) | 12.04   | 4.40    | 1.44    |
| 中广天择 | 8.74    | 7.19    | (8.01)  | (13.32) | (22.00) | 7.76    |
| 电声股份 | 7.38    | 6.78    | 4.25    | 3.17    | (0.76)  | (0.32)  |
| 风语筑  | 12.35   | 12.92   | 15.18   | 17.51   | 14.70   | 26.29   |
| 易尚展示 | 9.65    | 7.30    | 6.95    | 5.71    | 1.42    | 6.07    |
| 星期六  | 0.85    | 7.96    | 1.27    | 5.23    | (15.02) | 2.11    |
| 引力传媒 | 1.94    | (7.03)  | 1.82    | 1.82    | 1.12    | 1.18    |
| 值得买  | 18.86   | 17.98   | 17.24   | 17.55   | 15.01   | 10.86   |
| 壹网壹创 | 16.06   | 15.10   | 26.60   | 13.97   | 22.12   | 26.45   |
| 视觉中国 | 33.94   | 30.11   | 24.95   | 34.08   | 26.31   | 30.43   |
| 每日互动 | 46.45   | 16.44   | 15.40   | 42.89   | 28.86   | 16.18   |

资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3.4. 资产减值损失及信用减值损失

营销板块公司在 2020 年共计提资产减值损失 42.64 亿元，信用减值损失 18.03 亿元，以资产减值损失和信用减值损失合计金额来看，2020 年共计提减值损失 60.67 亿元，同增 6.13 亿元，主要系商誉减值上升。2020 年共计提商誉减值损失 40.51 亿元，而 19 年为 34.85 亿元，同增 16.25%。

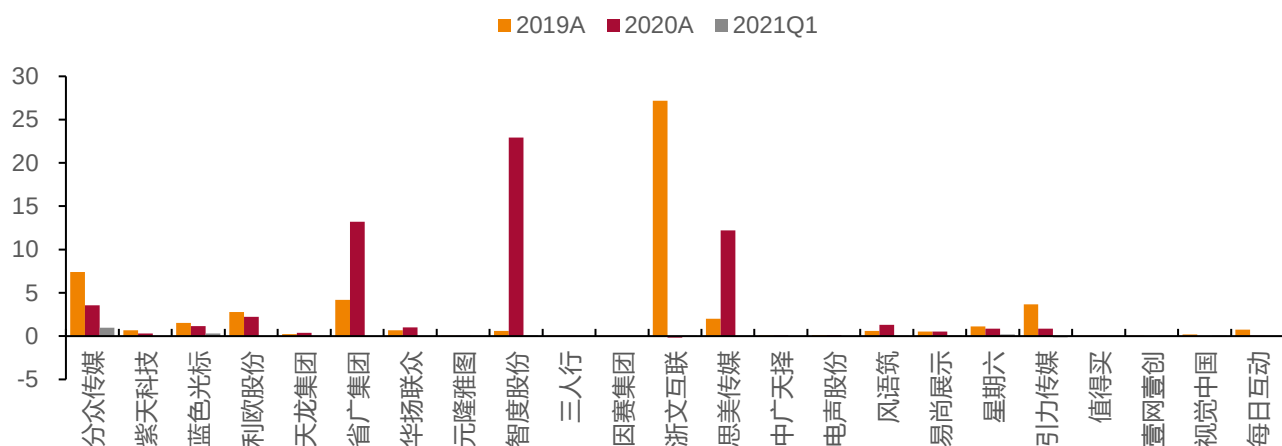
表 6：2018-2020 商誉减值损失计提金额（亿元）

|      | 2018A | 2019A | 2020A |
|------|-------|-------|-------|
| 蓝色光标 | 0.53  | 0.04  | 0.00  |
| 利欧股份 | 18.09 | 0.96  | 0.73  |
| 天龙集团 | 9.61  | 0.00  | 0.12  |
| 省广集团 | 0.77  | 1.46  | 10.98 |
| 智度股份 | 0.00  | 0.00  | 16.09 |
| 浙文互联 | 2.69  | 25.97 | 0.00  |
| 思美传媒 | 0.00  | 3.21  | 12.12 |
| 易尚展示 | 0.00  | 0.04  | 0.00  |
| 引力传媒 | 0.00  | 3.17  | 0.46  |

资料来源：Wind、天风证券研究所



图 16：2019-2021Q1 资产减值损失及信用减值损失合计（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 7：2019-2021Q1 资产减值损失及信用减值损失合计（亿元）

|      | 2019A | 2020A  | 2021Q1 |
|------|-------|--------|--------|
| 分众传媒 | 7.40  | 3.55   | 0.96   |
| 紫天科技 | 0.69  | 0.31   | (0.08) |
| 蓝色光标 | 1.52  | 1.16   | 0.30   |
| 利欧股份 | 2.80  | 2.21   | (0.06) |
| 天龙集团 | 0.25  | 0.38   | (0.00) |
| 省广集团 | 4.19  | 13.22  | (0.09) |
| 华扬联众 | 0.69  | 0.99   | (0.01) |
| 元隆雅图 | 0.02  | 0.04   | (0.01) |
| 智度股份 | 0.61  | 22.93  | 0.07   |
| 三人行  | 0.03  | 0.05   | 0.00   |
| 因赛集团 | 0.03  | 0.05   | 0.00   |
| 浙文互联 | 27.19 | (0.18) | 0.00   |
| 思美传媒 | 1.99  | 12.19  | 0.03   |
| 中广天择 | 0.09  | 0.07   | (0.01) |
| 电声股份 | 0.11  | 0.12   | (0.06) |
| 风语筑  | 0.60  | 1.30   | 0.04   |
| 易尚展示 | 0.54  | 0.52   | 0.07   |
| 星期六  | 1.10  | 0.87   | 0.18   |
| 引力传媒 | 3.66  | 0.87   | (0.13) |
| 值得买  | 0.02  | 0.03   | 0.00   |
| 壹网壹创 | 0.04  | (0.02) | 0.01   |
| 视觉中国 | 0.20  | (0.03) | 0.00   |
| 每日互动 | 0.77  | 0.04   | 0.02   |

资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3.5. 应收账款

从整体来看，2020 年末应收账款余额总额为 425.61 亿元，同比上升 9.92%，21Q1 应收账款余额为 405.57 亿元，相比 20 年末变化不大。其中 20 年变动最大的有，三人行同增 112%，引力传媒同增 95.21%；紫天科技同增 80.31%，蓝色光标同增 22.42%，分众传媒、元隆雅图、智度股份、星期六、因赛集团、浙文互联同比下降。从应收账款周转天数来看，分众传媒、蓝色光标、引力传媒、中广天择、元隆雅图有明显下降，回款周期缩短。

分公司来看：

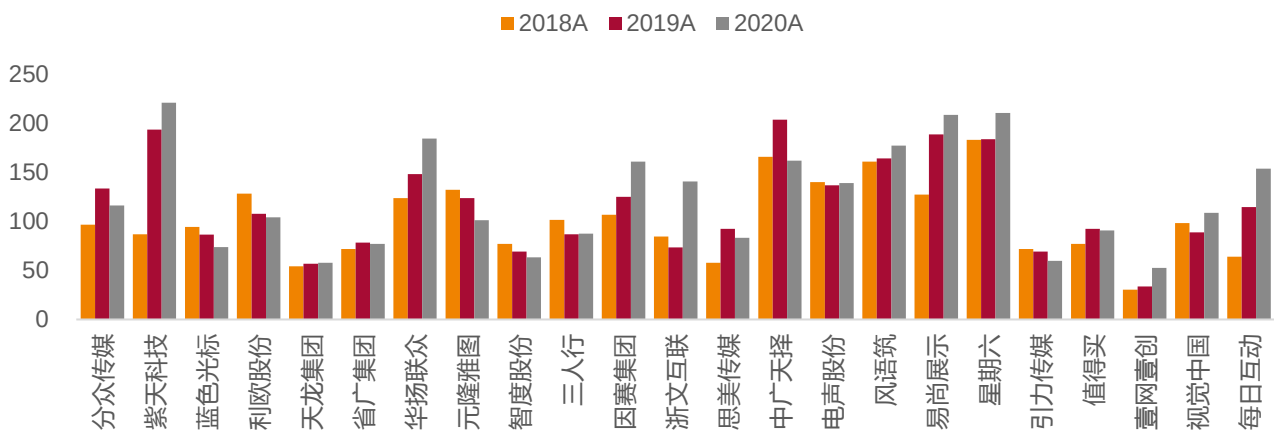
**分众传媒：**20 年末应收账款余额为 36.19 亿，同减 13%，主要系应收账款信用减值损失造成账面价值下降。

**蓝色光标：**20 年末应收账款余额为 91.37 亿，同增 22%。

**引力传媒：**20 年末应收账款余额为 12.22 亿，同比增长 95%，主要系营业规模的增长所致。

从坏账损失计提情况来看，2020 年营销板块公司共计提信用减值损失 18.39 亿元，而 2019 年计提信用损失为 15.22 亿元。20Q1 信用减值损失共计 0.87 亿元，20 年同期为 1.52 亿元。

图 17：2018-2020 应收账款周转天数变动



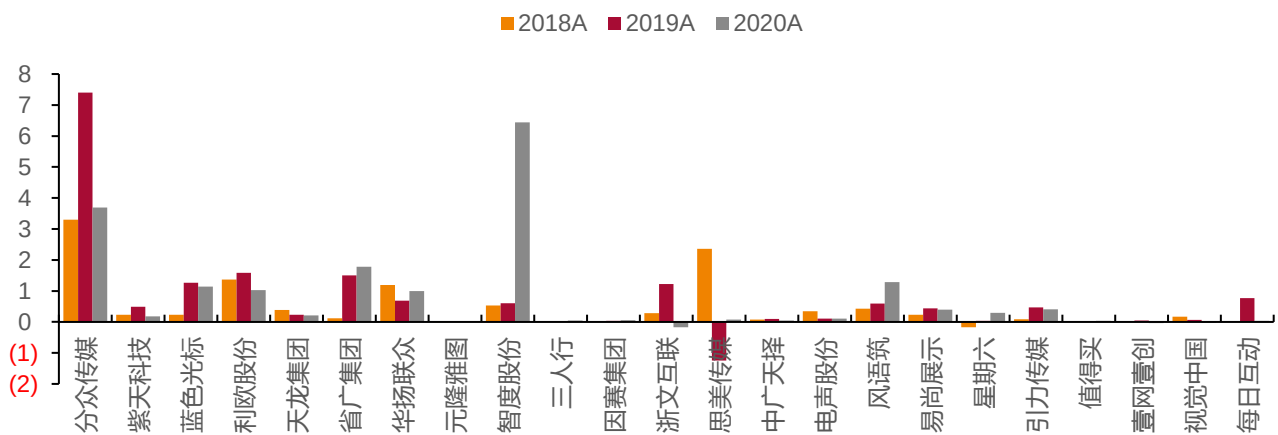
资料来源：Wind、天风证券研究所

表 8：2018-2021Q1 应收账款占营收比例

|      | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2019Q1  | 2020Q1  | 2021Q1  |
|------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 分众传媒 | 33.15% | 34.36% | 29.92% | 156.01% | 192.26% | 97.52%  |
| 紫天科技 | 45.70% | 71.86% | 78.83% | 299.58% | 380.66% | 283.75% |
| 蓝色光标 | 25.96% | 26.56% | 22.55% | 114.71% | 86.99%  | 85.08%  |
| 利欧股份 | 36.50% | 27.88% | 32.54% | 132.23% | 114.07% | 109.74% |
| 天龙集团 | 14.60% | 18.17% | 17.24% | 77.26%  | 78.03%  | 67.15%  |
| 省广集团 | 20.59% | 21.83% | 23.71% | 106.86% | 121.91% | 85.47%  |
| 华扬联众 | 39.29% | 41.97% | 53.94% | 213.79% | 201.02% | 174.37% |
| 元隆雅图 | 47.75% | 36.67% | 27.17% | 141.04% | 136.66% | 114.28% |
| 智度股份 | 24.71% | 20.86% | 13.92% | 90.42%  | 26.72%  | 74.63%  |
| 三人行  | 31.77% | 26.80% | 32.96% | 0.00%   | 152.23% | 172.35% |
| 因赛集团 | 28.33% | 38.79% | 41.52% | 117.44% | 164.02% | 107.01% |
| 浙文互联 | 26.41% | 20.86% | 35.50% | 98.69%  | 128.03% | 124.01% |
| 思美传媒 | 12.36% | 29.34% | 23.94% | 0.00%   | 194.06% | 94.69%  |
| 中广天择 | 48.87% | 55.92% | 39.55% | 259.53% | 454.61% | 204.08% |
| 电声股份 | 42.20% | 41.76% | 36.00% | 0.00%   | 213.75% | 138.05% |
| 风语筑  | 49.32% | 49.52% | 53.69% | 197.97% | 285.50% | 205.31% |
| 易尚展示 | 45.63% | 55.62% | 58.87% | 291.69% | 422.55% | 254.42% |
| 星期六  | 51.43% | 64.28% | 54.86% | 242.99% | 397.40% | 237.52% |
| 引力传媒 | 16.65% | 20.87% | 21.84% | 109.81% | 75.95%  | 72.93%  |
| 值得买  | 27.15% | 30.48% | 28.17% | 139.74% | 145.80% | 107.37% |
| 壹网壹创 | 9.31%  | 12.15% | 15.59% | 0.00%   | 55.51%  | 85.45%  |
| 视觉中国 | 18.74% | 23.62% | 30.30% | 0.00%   | 163.34% | 162.39% |
| 每日互动 | 20.41% | 41.55% | 43.76% | 87.24%  | 192.69% | 196.34% |

资料来源：Wind、天风证券研究所；

图 18：2018-2020 坏账损失计提金额（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所；注：19-20 坏账损失以信用减值损失列示

表 9：2018-2021Q1 坏账损失计提金额（亿元）

|      | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2019Q1 | 2020Q1 | 2021Q1 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 分众传媒 | 3.30   | 7.40   | 3.70   | 0.00   | 0.83   | 0.96   |
| 紫天科技 | 0.23   | 0.49   | 0.18   | 0.00   | 0.04   | (0.08) |
| 蓝色光标 | 0.24   | 1.26   | 1.14   | (0.27) | 0.38   | 0.30   |
| 利欧股份 | 1.37   | 1.58   | 1.03   | 0.00   | 0.08   | (0.07) |
| 天龙集团 | 0.39   | 0.24   | 0.21   | 0.00   | 0.04   | 0.01   |
| 省广集团 | 0.11   | 1.50   | 1.78   | 0.00   | 0.10   | (0.09) |
| 华扬联众 | 1.19   | 0.69   | 0.99   | 0.00   | 0.02   | (0.01) |
| 元隆雅图 | (0.00) | 0.01   | 0.01   | 0.00   | 0.00   | (0.01) |
| 智度股份 | 0.53   | 0.61   | 6.44   | (0.14) | 0.17   | 0.07   |
| 三人行  | 0.01   | 0.03   | 0.04   | (0.02) | 0.03   | (0.00) |
| 因赛集团 | 0.02   | 0.03   | 0.05   | 0.00   | (0.00) | 0.00   |
| 浙文互联 | 0.28   | 1.22   | (0.17) | (0.01) | (0.19) | 0.00   |
| 思美传媒 | 2.36   | (1.25) | 0.07   | 0.00   | (0.02) | 0.03   |
| 中广天择 | 0.07   | 0.09   | 0.05   | 0.00   | 0.00   | (0.01) |
| 电声股份 | 0.34   | 0.11   | 0.11   | 0.13   | (0.05) | (0.06) |
| 风语筑  | 0.43   | 0.59   | 1.29   | 0.00   | 0.11   | 0.04   |
| 易尚展示 | 0.23   | 0.44   | 0.40   | 0.00   | (0.10) | 0.10   |
| 星期六  | (0.17) | 0.04   | 0.29   | 0.00   | 0.04   | (0.02) |
| 引力传媒 | 0.09   | 0.47   | 0.41   | 0.00   | 0.01   | (0.13) |
| 值得买  | 0.02   | 0.02   | 0.03   | (0.00) | (0.01) | 0.00   |
| 壹网壹创 | 0.02   | 0.04   | (0.04) | 0.01   | (0.03) | 0.01   |
| 视觉中国 | 0.17   | 0.07   | (0.03) | (0.02) | 0.01   | 0.00   |
| 每日互动 | 0.03   | 0.77   | 0.04   | 0.00   | 0.01   | 0.02   |

资料来源：Wind、天风证券研究所；注：19-21 坏账损失以信用减值损失列示

### 3.6. 偿债能力

20 年营销板块总体货币资金为 208.85 亿元，同增 11.64%，21Q1 总体货币资金为 207.91 亿元。20 年营销板块总体资产负债率为 40.54%，21Q1 为 39.69%，从近三年来看，行业资产负债率呈下降趋势。

分公司来看：

**分众传媒：**20 年货币资金为 47.3 亿元，同增 22.53%。主要系受疫情影响公司楼宇媒体及影院媒体的租赁成本均有所减少，加之各项成本费用得到有效的控制，使得经营活动现金流出减少。

**蓝色光标：**20 年货币资金为 24.24 亿元，同增 52.88%。主要系公司业务增长且持续加强现金流管理，导致货币资金增加。

**智度股份：**20 年货币资金为 11.04 亿元，同增 51.23%。主要系业务经营收付款、赎回银行理财产品、新增银行贷款提款、退还股权激励注资款等事项开展所致。

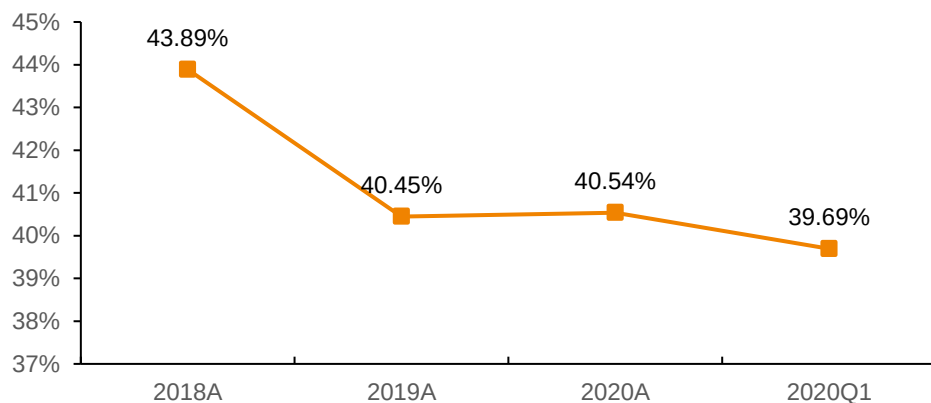
**三人行：**20 年货币资金为 11.04 亿元，同增 242.73%。主要系募集资金到账以及公司自身利润积累所致，

**易尚展示：**20 年货币资金为 4.8 亿元，同增 165.45%。主要是银行借款及销售回款增加所致。

**值得买：**20 年货币资金为 12.47 亿元，同增 1448.1%，主要系公司完成向特定对象发行股

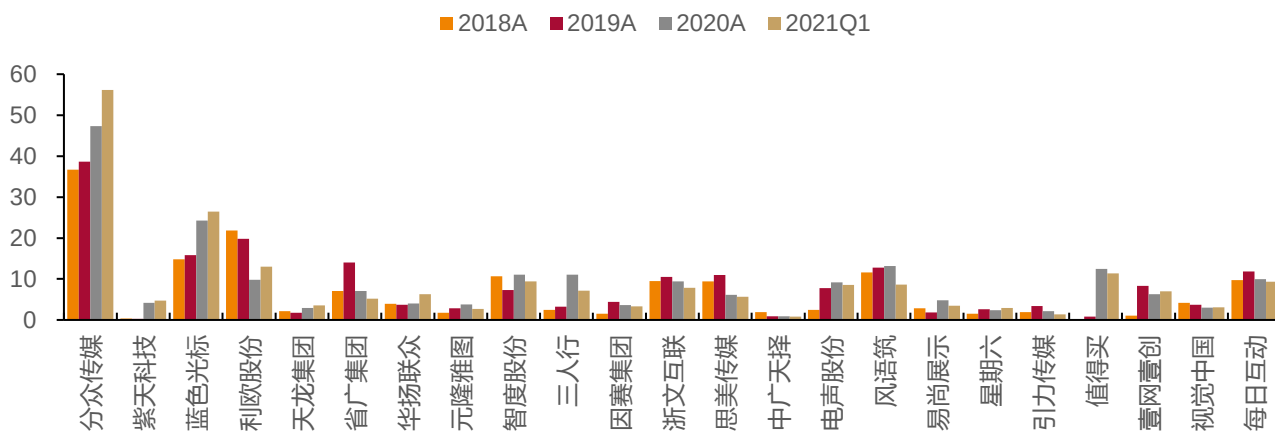
票，募集资金到位；公司加强对应收账款管理力度，经营活动产生的现金流量净额 1.67 亿元，较上年同期增加 28.23% 所致。

图 13：2018-2021Q1 营销板块总体资产负债率



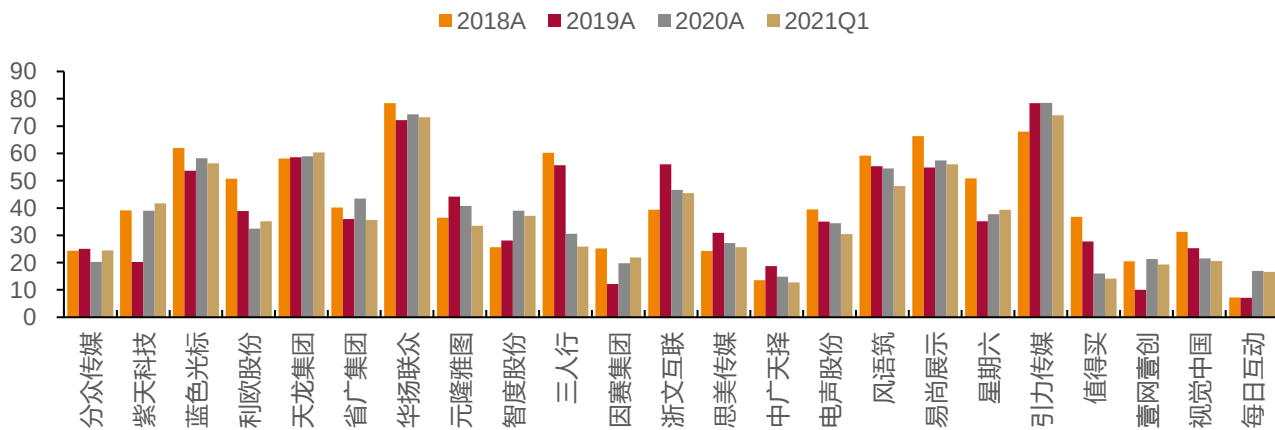
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：2018-2021Q1 货币资金（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 21：2018-2021Q1 资产负债率(%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 9：2018-2021Q1 货币资金（亿元）

|      | 2018A | 2019A | 2020A | 2021Q1 |
|------|-------|-------|-------|--------|
| 分众传媒 | 36.72 | 38.61 | 47.30 | 56.15  |
| 紫天科技 | 0.35  | 0.26  | 4.17  | 4.72   |
| 蓝色光标 | 14.84 | 15.86 | 24.24 | 26.47  |
| 利欧股份 | 21.85 | 19.81 | 9.83  | 12.97  |
| 天龙集团 | 2.16  | 1.75  | 2.90  | 3.57   |
| 省广集团 | 7.09  | 13.99 | 7.07  | 5.15   |
| 华扬联众 | 3.95  | 3.72  | 4.05  | 6.26   |
| 元隆雅图 | 1.73  | 2.82  | 3.76  | 2.66   |
| 智度股份 | 10.67 | 7.30  | 11.04 | 9.39   |
| 三人行  | 2.43  | 3.22  | 11.04 | 7.14   |
| 因赛集团 | 1.54  | 4.39  | 3.63  | 3.31   |
| 浙文互联 | 9.52  | 10.48 | 9.39  | 7.89   |
| 思美传媒 | 9.40  | 10.98 | 6.14  | 5.66   |
| 中广天择 | 1.92  | 0.85  | 0.87  | 0.81   |
| 电声股份 | 2.49  | 7.78  | 9.20  | 8.56   |
| 风语筑  | 11.58 | 12.78 | 13.17 | 8.65   |
| 易尚展示 | 2.87  | 1.81  | 4.80  | 3.49   |
| 星期六  | 1.55  | 2.60  | 2.34  | 2.88   |
| 引力传媒 | 1.93  | 3.39  | 2.18  | 1.35   |
| 值得买  | 0.07  | 0.81  | 12.47 | 11.39  |
| 壹网壹创 | 1.07  | 8.29  | 6.32  | 6.98   |
| 视觉中国 | 4.18  | 3.73  | 3.02  | 3.09   |
| 每日互动 | 9.75  | 11.87 | 9.93  | 9.35   |

资料来源：Wind、天风证券研究所



表 10：2018-2021Q1 资产负债率(%)

|      | 2018A | 2019A | 2020A | 2021Q1 |
|------|-------|-------|-------|--------|
| 分众传媒 | 24.31 | 25.05 | 20.21 | 24.01  |
| 紫天科技 | 39.13 | 20.23 | 38.99 | 43.44  |
| 蓝色光标 | 61.95 | 53.67 | 58.25 | 51.92  |
| 利欧股份 | 50.79 | 38.94 | 32.43 | 38.88  |
| 天龙集团 | 58.13 | 58.58 | 58.92 | 61.35  |
| 省广集团 | 40.20 | 35.92 | 43.47 | 38.59  |
| 华扬联众 | 78.38 | 72.15 | 74.26 | 71.40  |
| 元隆雅图 | 36.48 | 44.19 | 40.73 | 36.90  |
| 智度股份 | 25.66 | 28.12 | 38.97 | 34.02  |
| 三人行  | 60.27 | 55.69 | 30.53 | 50.79  |
| 因赛集团 | 25.23 | 12.12 | 19.73 | 10.41  |
| 浙文互联 | 39.35 | 55.99 | 46.58 | 45.47  |
| 思美传媒 | 24.26 | 30.92 | 27.17 | 22.70  |
| 中广天择 | 13.52 | 18.73 | 14.90 | 15.96  |
| 电声股份 | 39.51 | 35.06 | 34.41 | 28.11  |
| 风语筑  | 59.19 | 55.35 | 54.43 | 52.83  |
| 易尚展示 | 66.34 | 54.83 | 57.44 | 54.90  |
| 星期六  | 50.80 | 35.18 | 37.70 | 35.43  |
| 引力传媒 | 67.93 | 78.45 | 78.51 | 76.97  |
| 值得买  | 36.76 | 27.77 | 15.99 | 22.49  |
| 壹网壹创 | 20.53 | 10.09 | 21.33 | 9.20   |
| 视觉中国 | 31.21 | 25.34 | 21.53 | 25.14  |
| 每日互动 | 7.25  | 7.14  | 16.97 | 5.21   |

资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3.7. 经营活动现金流量净额

行业经营活动现金流量净额持续改善。2020 年经营活动现金流量净额为正的公司共有 16 家，为负的有 7 家，2019 年为正的有 20 家，为负的有 3 家。20 年整体经营活动现金流量净额为 85.36 亿元，同减 9.55%，21Q1 经营活动现金流量净额为 1.34 亿元，20 年同期为 -4.01 亿元。

分公司来看：

**分众传媒：**2020 年经营活动现金流量净额为 52.23 亿元，同增 52%，占营收 43.18%，19 年为 28.26%，上升 14.92pct。主要系 20 年受疫情影响公司楼宇媒体及影院媒体的租赁成本均有所减少，加之各项成本费用得到有效的控制，使得经营活动现金流出减少。

**蓝色光标：**2020 年经营活动现金流量净额为 13.1 亿元，同增 87%，占营收 3.23%，19 年为 2.49%。主要系公司业务大幅增长，同时持续优化客户结构，加强应收款项管理，导致经营性现金流净额较上年同比增加。

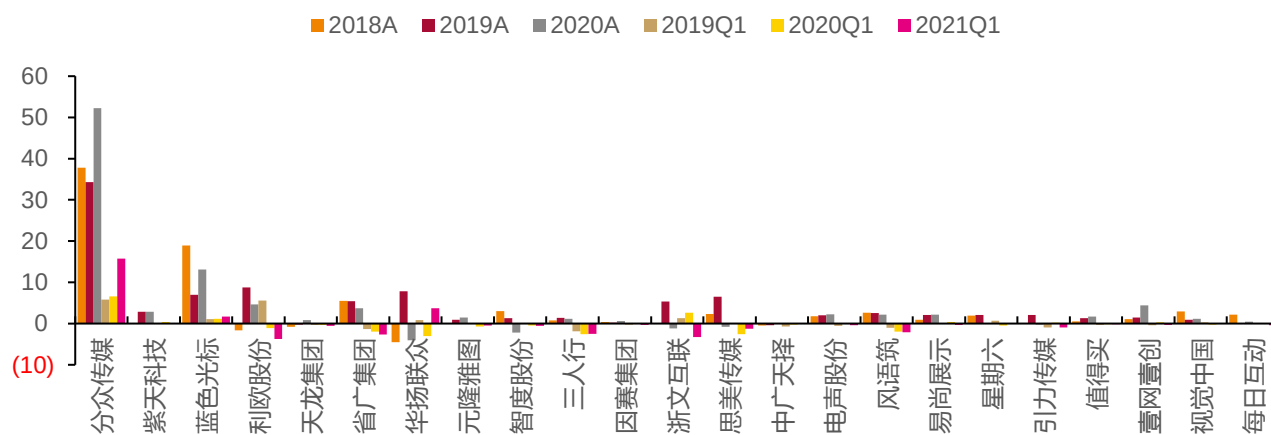
**星期六：**2020 年经营活动现金流量净额为 -0.08 亿元，同减 104%，占营收 -0.35%，19 年为 9.93%，下降 10.29pct。主要系受疫情影响，回款不达预期影响所致。

**引力传媒：**2020 年经营活动现金流量净额为 -0.23 亿元，同减 111%，占营收 -0.42%，19 年为 6.99%，下降 7.4pct。主要系公司业务规模增长，新开拓业务实现规模性收入，业务结

构及客户结构发生变化。

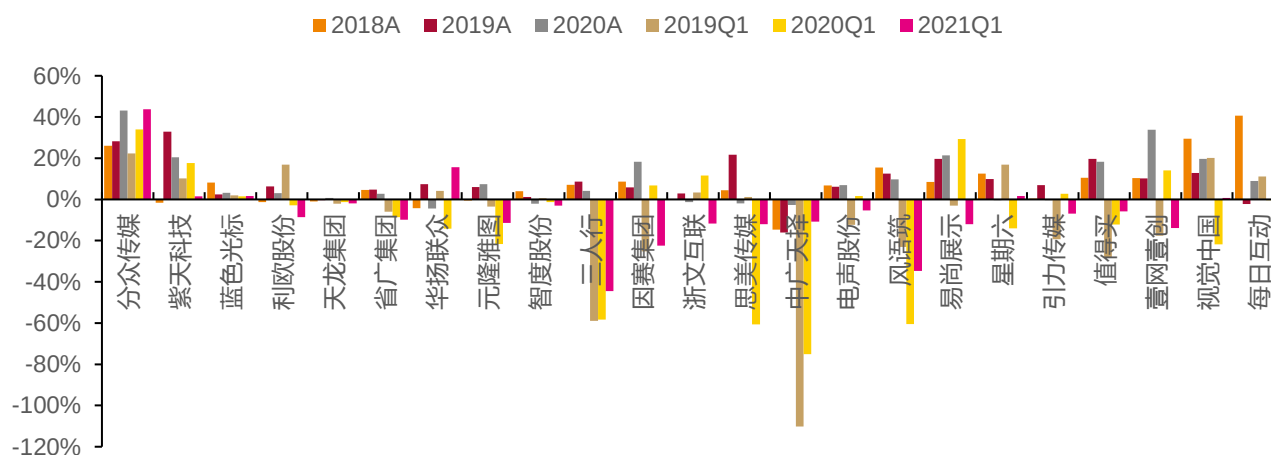
**每日互动：**2020 年经营活动现金流量净额为 0.45 亿元，19 年为-0.11 亿元，经营性现金流净额占营收 8.96%，19 年为-2.16%。主要系应收款项收回。

图 22：2018-2020A 经营性现金流净额（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 23：2018-2020A 经营性现金流净额占营收比重



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 11：2018-2020A 经营性现金流净额（亿元）

|      | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2019Q1 | 2020Q1 | 2021Q1 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 分众传媒 | 37.83  | 34.30  | 52.23  | 5.82   | 6.58   | 15.73  |
| 紫天科技 | (0.11) | 2.84   | 2.89   | 0.12   | 0.41   | 0.08   |
| 蓝色光标 | 18.93  | 6.99   | 13.10  | 1.07   | 1.19   | 1.73   |
| 利欧股份 | (1.67) | 8.77   | 4.64   | 5.56   | (1.09) | (3.75) |
| 天龙集团 | (0.77) | (0.26) | 0.83   | (0.34) | (0.34) | (0.55) |
| 省广集团 | 5.50   | 5.45   | 3.73   | (1.34) | (1.97) | (2.65) |
| 华扬联众 | (4.51) | 7.80   | (4.06) | 0.87   | (3.06) | 3.74   |
| 元隆雅图 | (0.05) | 0.94   | 1.48   | (0.11) | (0.72) | (0.51) |
| 智度股份 | 3.01   | 1.29   | (2.21) | 0.17   | (0.48) | (0.56) |
| 三人行  | 0.78   | 1.41   | 1.16   | (1.91) | (2.60) | (2.50) |
| 因赛集团 | 0.37   | 0.23   | 0.59   | (0.24) | 0.05   | (0.33) |
| 浙文互联 | 0.07   | 5.33   | (1.14) | 1.30   | 2.61   | (3.28) |
| 思美传媒 | 2.35   | 6.51   | (0.77) | 0.12   | (2.55) | (1.25) |
| 中广天择 | (0.46) | (0.43) | (0.08) | (0.72) | (0.25) | (0.06) |
| 电声股份 | 1.77   | 1.99   | 2.26   | (0.59) | 0.09   | (0.39) |
| 风语筑  | 2.64   | 2.53   | 2.19   | (1.01) | (1.92) | (2.09) |
| 易尚展示 | 0.95   | 2.06   | 2.18   | (0.05) | 0.39   | (0.31) |
| 星期六  | 1.90   | 2.06   | (0.08) | 0.72   | (0.47) | 0.08   |
| 引力传媒 | 0.12   | 2.10   | (0.23) | (0.93) | 0.22   | (0.91) |
| 值得买  | 0.53   | 1.30   | 1.67   | (0.29) | (0.15) | (0.14) |
| 壹网壹创 | 1.05   | 1.47   | 4.38   | (0.41) | 0.30   | (0.31) |
| 视觉中国 | 2.91   | 0.93   | 1.12   | 0.33   | (0.24) | 0.01   |
| 每日互动 | 2.19   | (0.11) | 0.45   | 0.16   | (0.00) | (0.43) |

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 12：2018-2020A 经营性现金流净额占营收比重

|      | 2018A   | 2019A   | 2020A  | 2019Q1   | 2020Q1  | 2021Q1  |
|------|---------|---------|--------|----------|---------|---------|
| 分众传媒 | 26.00%  | 28.26%  | 43.18% | 22.27%   | 33.96%  | 43.77%  |
| 紫天科技 | -1.69%  | 32.92%  | 20.44% | 10.15%   | 17.65%  | 1.47%   |
| 蓝色光标 | 8.19%   | 2.49%   | 3.23%  | 1.91%    | 1.46%   | 1.67%   |
| 利欧股份 | -1.36%  | 6.25%   | 2.99%  | 16.84%   | -2.84%  | -8.60%  |
| 天龙集团 | -0.97%  | -0.30%  | 0.78%  | -2.11%   | -1.34%  | -1.99%  |
| 省广集团 | 4.54%   | 4.72%   | 2.80%  | -6.00%   | -8.66%  | -9.85%  |
| 华扬联众 | -4.19%  | 7.42%   | -4.44% | 4.06%    | -14.25% | 15.58%  |
| 元隆雅图 | -0.48%  | 5.98%   | 7.45%  | -3.51%   | -21.67% | -11.39% |
| 智度股份 | 3.92%   | 1.19%   | -2.05% | 0.64%    | -1.34%  | -2.97%  |
| 三人行  | 7.09%   | 8.61%   | 4.13%  | -58.86%  | -58.35% | -44.43% |
| 因赛集团 | 8.67%   | 5.84%   | 18.35% | -25.30%  | 6.72%   | -22.37% |
| 浙文互联 | 0.05%   | 2.82%   | -1.23% | 3.43%    | 11.54%  | -11.66% |
| 思美传媒 | 4.44%   | 21.71%  | -1.94% | 1.16%    | -60.58% | -12.01% |
| 中广天择 | -14.63% | -16.08% | -2.69% | -110.20% | -75.16% | -10.81% |
| 电声股份 | 6.80%   | 6.15%   | 6.88%  | -12.26%  | 1.67%   | -5.29%  |
| 风语筑  | 15.44%  | 12.45%  | 9.72%  | -22.99%  | -60.42% | -34.73% |
| 易尚展示 | 8.50%   | 19.71%  | 21.31% | -3.01%   | 29.29%  | -12.07% |
| 星期六  | 12.58%  | 9.93%   | -0.35% | 16.89%   | -13.98% | 1.62%   |
| 引力传媒 | 0.38%   | 6.99%   | -0.42% | -19.38%  | 2.77%   | -6.89%  |
| 值得买  | 10.54%  | 19.64%  | 18.33% | -28.06%  | -12.21% | -5.77%  |
| 壹网壹创 | 10.35%  | 10.13%  | 33.77% | -17.62%  | 14.10%  | -13.96% |
| 视觉中国 | 29.46%  | 12.83%  | 19.72% | 20.11%   | -21.85% | 0.68%   |
| 每日互动 | 40.62%  | -2.16%  | 8.96%  | 11.21%   | -0.30%  | -32.96% |

资料来源：Wind、天风证券研究所

#### 4. 投资建议：宏观复苏叠加新经济竞争，助力板块持续改善

综合推荐渠道龙头【快手、腾讯】，建议关注【字节跳动】；A 股推荐关注龙头【分众传媒（消费行业广告主占比持续提升，盈利能力持续改善）、视觉中国（21 年同比明显改善）】，广告代理及电商运营高成长代表【星期六（发力直播电商黄金赛道，快手、抖音排名持续提升）、引力传媒（如期迎来拐点，效果营销及内容电商打开增长新空间）、蓝色光标（业绩及报表结构持续向好，整合效应和规模优势逐步凸显）、值得买（内容社区变现能力提升，星罗业务增速迅猛）】等，建议关注【三人行（头部客户投放增长，受核心渠道认可）】，其他关注【中广天择、锦泓集团】。最后提示从 19 年开始的直播电商高速增长后，21 年更具差异化，抖音品牌电商、快手信任电商、阿里加强精准及内容社区化给产业链带来的机遇。

表 13：A 股可比公司估值表

| 证券简称 | 公司属性  | 总市值（亿元）  | 2021E 净利润 | 2022E 净利润 | 2021E 增速 | 2022E 增速 | 2021PE       | 2022PE       |
|------|-------|----------|-----------|-----------|----------|----------|--------------|--------------|
| 分众传媒 | 广告渠道  | 1,486.87 | 60.56     | 73.51     | 51.25%   | 21.38%   | 24.55        | 20.23        |
| 紫天科技 | 广告渠道  | 66.63    | 6.06      | 8.68      | 101.06%  | 43.23%   | 10.99        | 7.68         |
| 蓝色光标 | 广告代理  | 157.93   | 8.85      | 10.72     | 22.20%   | 21.13%   | 17.85        | 14.73        |
| 天龙集团 | 广告代理  | 33.31    | 1.59      | 1.91      | 29.78%   | 20.13%   | 20.95        | 17.44        |
| 元隆雅图 | 广告代理  | 41.23    | 2.30      | 3.13      | 40.99%   | 36.11%   | 17.92        | 13.17        |
| 三人行  | 广告代理  | 77.84    | 5.47      | 7.85      | 50.68%   | 43.59%   | 14.24        | 9.92         |
| 浙文互联 | 广告代理  | 62.49    | 2.98      | 4.00      | 215.81%  | 34.23%   | 20.97        | 15.62        |
| 电声股份 | 终端展示  | 56.20    | 2.37      | 2.84      | 69.39%   | 19.87%   | 23.69        | 19.76        |
| 风语筑  | 终端展示  | 85.07    | 4.66      | 5.91      | 35.90%   | 26.85%   | 18.28        | 14.41        |
| 星期六  | 电商及广告 | 141.32   | 6.77      | 11.65     | 2686.14% | 72.16%   | 20.88        | 12.13        |
| 引力传媒 | 电商及广告 | 31.50    | 2.16      | 3.10      | 111.48%  | 43.52%   | 14.58        | 10.16        |
| 值得买  | 电商及广告 | 77.55    | 2.05      | 2.54      | 30.75%   | 24.06%   | 37.83        | 30.49        |
| 壹网壹创 | 电商及广告 | 108.52   | 4.18      | 5.55      | 34.81%   | 32.78%   | 25.96        | 19.55        |
| 视觉中国 | 工具    | 90.86    | 2.56      | 3.28      | 80.89%   | 28.11%   | 35.49        | 27.70        |
| 行业中枢 |       |          |           |           |          |          | <b>21.73</b> | <b>16.64</b> |

资料来源：Wind、天风证券研究所；备注：截至 2021 年 5 月 11 日收盘，全部采用 wind 一致预期，由于部分公司未有 wind 一致预期所以没有统计在内。

表 14：港股（渠道龙头）可比公司估值表

| 公司   | 收盘价   | 市值（亿人民币）  | PE   |       |      | Price to Sales |      |      |
|------|-------|-----------|------|-------|------|----------------|------|------|
|      |       |           | 2021 | 2022  | 2023 | 2021           | 2022 | 2023 |
| 腾讯   | 584.5 | 46,419.59 | 31.0 | 25.1  | 20.4 | 7.9            | 6.5  | 5.5  |
| 快手   | 227.2 | 7,820.92  | -    | 113.6 | 41.9 | 8.9            | 6.3  | 4.7  |
| 阿里巴巴 | 207.6 | 37,267.78 | 21.0 | 19.1  | 15.5 | 5.3            | 4.0  | 3.4  |

资料来源：Bloomberg、天风证券研究所；备注：截至 2021 年 5 月 11 日收盘，全部采用 Bloomberg 一致预期。

**风险提示：**疫情及经济边际改善不及预期、隐私保护带来精准营销不及预期、MCN 表现不及预期等风险。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                   | 上海                   | 深圳                   |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99       | 上海市浦东新区兰花路 333       | 深圳市福田区益田路 5033 号     |
| 邮编：100031            | 号保利广场 A 座 37 楼       | 号 333 世纪大厦 20 楼      | 平安金融中心 71 楼          |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071            | 邮编：201204            | 邮编：518000            |
|                      | 电话：(8627)-87618889   | 电话：(8621)-68815388   | 电话：(86755)-23915663  |
|                      | 传真：(8627)-87618863   | 传真：(8621)-68812910   | 传真：(86755)-82571995  |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |