

# 三人行 (605168)

证券研究报告

2021年06月29日

## 具备核心大客优势，扎根品牌广告利基市场

头部客户为大消费品牌及运营商，广告投放需求具备持续性。三人行成立于2003年，以校园代理起家，2004年开始建立与中国移动等国企的合作关系，2014年成功转型至互联网营销领域，不仅保留原有的以大客户为主的客户结构，更拓宽大客户的行业分布，相继开拓与中国工商银行、京东、农业银行的合作关系。2015年开始与伊利合作，2020年底，公司前五大客户销售额合计占公司营收比例为73.81%。头部大客户通过公司进行的广告投放占其营收比例相对稳定，叠加广告主行业景气度较高，有利于公司业绩持续高增长。

公司逐步向头部互联网营销服务商发展，业绩稳健增长。2018-2020年公司分别实现营收11.00/16.31/28.08亿元，对应同比增速分别为45%/48%/72%，归母净利润分别为1.24/1.94/3.63亿元，对应同比增长27%/56%/87%。2021Q1实现营收5.63亿元，同比增长26.6%，归母净利润0.53亿元，同比增长32%。2020年数字营销业务占比为91.39%，受业务结构调整影响出现毛利率下降，但受益于大客户结构，公司的毛利率水平和盈利能力仍高于同行。2018-2020年三人行数字营销业务毛利率分别为22.76%、20.26%、17.89%，同期，公司净利率分别为11.3%、11.9%、12.9%。毛利率和净利率均优于可比公司，反映公司在数字营销为主导的业务中仍具备较强的盈利能力。

关注长远发展，实施高分红及股权激励。2020年年报披露公司拟每股派发现金红利3.00元(含税)，预计共派发现金红利2.09亿元，分红率为57.61%。公司实施限制性股权激励计划，向包括董事、高级管理人员在内的2名激励对象，首次授予61.11万股，授予价格104.85元/股，预留15.2775万股；并设置2020年公司净利润不低于3.50亿元、2021年公司净利润不低于5.00亿元、2022年公司净利润不低于7.00亿元的业绩考核目标。

投资建议：公司保留原有核心国企等大客户优势，逐步向头部互联网整合营销商发展。受益于广告主行业景气度和广告投放的规模效应，公司主营业务的数字营销业务将持续向好。公司应收回款良好，经营性现金流净额总体健康，助力数字规模营销业务的持续健康发展。广告主-收入假设下，我们预计2021-2023年净利润分别是5.17/7.41/9.33亿元，对应估值20x/14x/11x，根据可比公司给予22年20x P/E目标估值，目标价为212.8元/股，考虑到公司受益核心国企持续营销推广投入增长趋势，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济不景气；市场竞争加剧；广告主流失；行业监管趋严

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,631.43	2,807.75	4,594.96	6,569.86	8,965.41
增长率(%)	48.38	72.10	63.65	42.98	36.46
EBITDA(百万元)	220.02	402.08	594.05	853.72	1,078.09
净利润(百万元)	193.62	362.82	516.63	741.07	933.26
增长率(%)	56.11	87.39	42.39	43.44	25.93
EPS(元/股)	2.78	5.21	7.41	10.64	13.39
市盈率(P/E)	54.27	28.96	20.34	14.18	11.26
市净率(P/B)	27.92	6.22	5.51	4.73	4.01
市销率(P/S)	6.44	3.74	2.29	1.60	1.17
EV/EBITDA	0.00	28.16	15.31	10.54	8.15

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/营销传播
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	150.82元
目标价格	212.8元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	69.68
流通A股股本(百万股)	30.33
A股总市值(百万元)	10,508.81
流通A股市值(百万元)	4,573.83
每股净资产(元)	25.10
资产负债率(%)	25.92
一年内最高/最低(元)	307.00/110.21

### 作者

冯翠婷 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090001  
fengcuiting@tfzq.com

文浩 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1《营销传播-行业专题研究:整合营销服务商上市，从校园到数字，大客户大渠道》2020-06-05
- 2《营销传播-行业点评:年报及一季报总结：经历疫情低谷，已见边际恢复》2020-05-18
- 3《营销传播-行业点评:疫情好转边际改善可期，多热点触发情绪提升》2020-04-20

## 内容目录

<b>1. 公司介绍：综合型广告传媒企业，整合营销服务能力强</b>	<b>4</b>
1.1. 发展历程	4
1.2. 股权结构及管理团队	4
1.3. 公司业务：三大核心业务支撑营销服务	6
1.3.1. 数字营销服务	6
1.3.2. 场景活动服务	8
1.3.3. 校园媒体营销服务	8
<b>2. 行业分析：经济影响广告投放，数字营销驱动影响行业增长</b>	<b>9</b>
2.1. 宏观经济受疫情影响下行，经济后周期	9
2.2. 数字营销：市场规模扩张迅速，成广告行业发展重要增长点	10
2.3. 其他：场景活动、校园营销与互联网营销的协同效应	11
<b>3. 财务分析：数字营销服务助力营收高增长，现金流总体健康</b>	<b>11</b>
3.1. 营收、归母、扣非：营收持续增长，数字营销为营收主要来源	11
3.2. 营业成本：成本结构与业务发展相匹配，媒体资源成本占比最高	12
3.3. 毛利率及净利率：净利率总体稳定，毛利率受业务比重变动影响略有下滑	13
3.4. 费用：期间费用率整体下滑，收入增加规模效应显现	14
3.5. 现金流量：营收回款良好，经营性现金流净额总体健康	15
<b>4. 投资要点：盈利能力强，优质媒体资源与广告客户助力公司长线稳定发展</b>	<b>16</b>
4.1. 公司直接客户占比高，客户黏性较强	16
4.2. 供应商为互联网主流媒体，头部渠道覆盖持续增长	17
4.3. 毛利率高、盈利能力强，看好未来发展空间	18
<b>5. 盈利预测</b>	<b>18</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>19</b>
6.1. 宏观经济不景气	19
6.2. 市场竞争加剧	20
6.3. 广告主流失	20
6.4. 行业监管趋严	20

## 图表目录

图 1：三人行发展历程	4
图 2：三人行股权架构	5
图 3：已流通、待解禁股份占总股本比（20Q3）	5
图 4：未来解禁时点与流通股数量变化（万股）	5
图 5：员工构成（2020A）	6
图 6：广告投放代理业务和广告方案与执行的业务模式简图	7
图 7：项目活动场景例	8

图 8: 场景活动服务流程图 .....	8
图 9: 项目活动场景例 .....	9
图 10: 场景活动服务流程图 .....	9
图 11: 2016Q4-2021Q4 国内生产总值当季值及同比增速 .....	9
图 12: 社会消费品零售总额分月同比增长速度 .....	10
图 13: 2017-2020 年中国市场互联网广告总体收入情况 .....	10
图 14: 2015-2022 年中国五大媒体广告收入规模及预测 (亿元) .....	10
图 15: 广告投放代理业务和广告方案与执行的业务模式简图 .....	11
图 16: 公司营业收入 (亿元) 及增速 (%) .....	12
图 17: 公司归母净利润 (亿元) 及增速 (%) .....	12
图 18: 公司分业务营收占比 .....	12
图 19: 公司分业务营收 (亿元) .....	12
图 20: 成本构成及占比 .....	13
图 21: 公司毛利率净利率走势 .....	13
图 22: 公司分业务毛利率 .....	14
图 23: 公司三费率走势 .....	15
图 24: 2018-21Q1 年经营性现金流情况 .....	16
图 25: 2017-2020 年可比公司营业收入 .....	18
图 26: 同业毛利润率对比 .....	18
图 27: 同业净利率对比 .....	18
表 1: 管理团队简介 .....	5
表 2: 数字营销业务细分类别介绍 .....	8
表 3: 公司主要成本构成 .....	13
表 4: 2017-2019 年前五大客户销售情况 .....	16
表 5: 公司主要成本构成 .....	17
表 6: 可比公司估值 .....	19

## 1. 公司介绍：综合型广告传媒企业，整合营销服务能力强

### 1.1. 发展历程

公司成立于 2003 年，2014 年快速切入互联网领域，2016 年加入中国 4A 广告协会，是专业从事整合营销服务的综合型广告传媒企业，主营业务包括数字营销服务、场景活动服务和校园媒体营销服务。公司于 2020 年 5 月 28 日起在上交所上市交易，证券代码“605168.SH”。

图 1：三人行发展历程



资料来源：公司官网、招股说明书，天风证券研究所

我们认为大致可以把公司的发展历程分为两个阶段：

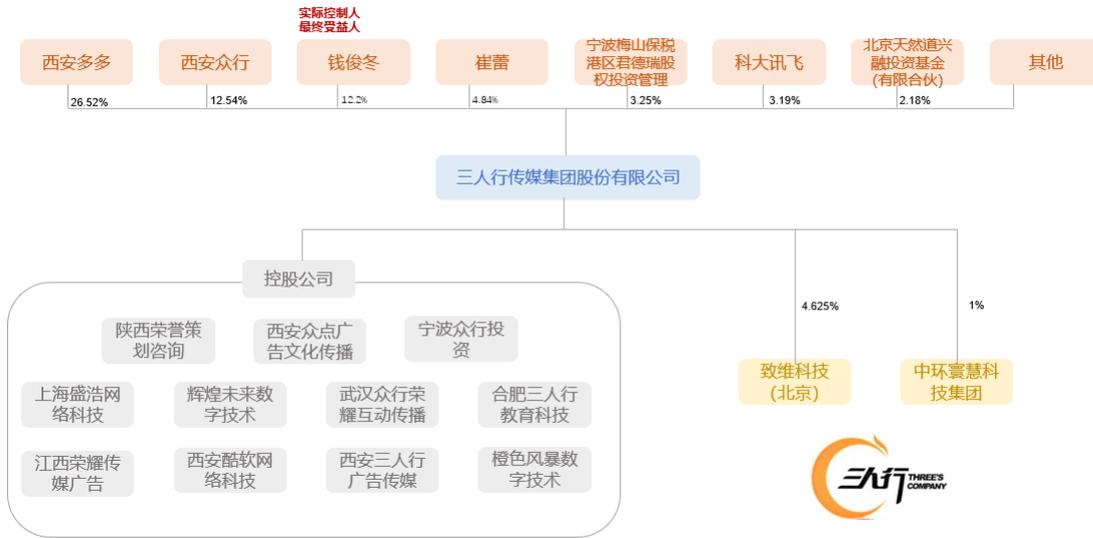
**2003-2014 校园代理商起家后转型媒体领域专注校园媒体资源拓展，期间建立与大客户的良好客户关系，为后来以大客为主的客户结构打下基础。**2003 年公司西安注册成立，2004 年开始与中国移动合作，2008 年开始中国电信成为公司客户，2013 年公司建立与中国工商银行和京东的合作关系，2014 年中国农业银行成为公司的大客户之一。

**2015-2020 成功挺进互联网营销领域，伊利成为最大广告主，字节跳动成为最大投放平台。**公司自 2015 年开始与伊利的合作。截至 2020 年，电信运营领域公司的主要客户包括中国电信、中国移动、中国联通等；金融领域客户包括工商银行、农业银行、建设银行、人保集团等；互联网客户包括京东、滴滴等；快消品行业客户包括伊利、农夫山泉、伊利和青岛啤酒等；汽车领域，公司在 20H1 新增客户一汽大众。在线上媒体资源方面，公司与头部互联网媒体建立良好的合作关系，头部媒体采购占比逐渐加大。2017-2020 年公司前五大供应商采购占比由 30.51%提升至 63.06%，头部渠道优质资源的获取能力持续提升。其中，在字节跳动的采买占比不断提升，首次合作在 2016 年，2017 字节跳动已成为第一大供应商，采购金额占比为 7.75%，截至 2019 年年底，已提升至 20.08%。

### 1.2. 股权结构及管理团队

**公司股权相对集中，核心管理团队稳定。**公司控股股东为西安多多投资管理有限公司，实际控制人为钱俊冬和崔蕾。截至 1Q21 公司董事长、总经理钱俊冬直接持股 12.09%，同时作为西安多多的控股股东、西安众行的执行事务合伙人，通过西安多多、西安众行间接支配股 38.72%；崔蕾直接持股 4.79%。钱俊冬与崔蕾为夫妻关系，两人合计支配的发行人股份表决权比例为 55.6%。西安多多（由钱俊冬和崔蕾控股）持有公司股权 26.29%，为控股股东。

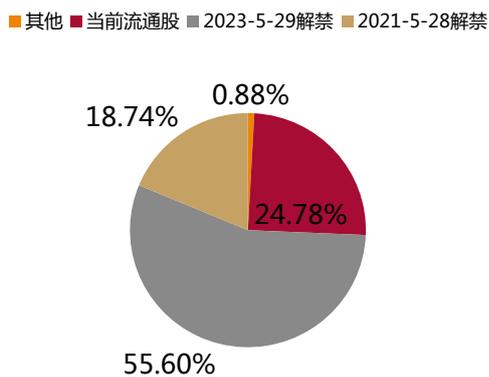
图 2：三人行股权架构



资料来源：企查查，天风证券研究所；注：企查查为实时数据而文字叙述基于 21Q1 公告，二者口径不同

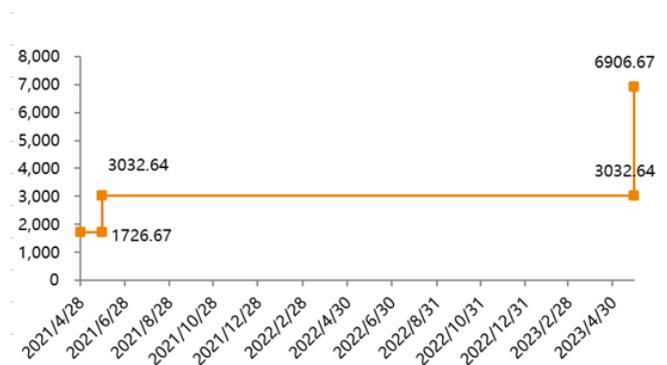
西安众行上市后锁定期为 36 个月；实际控制人钱俊冬和崔蕾所持股份的锁定期为 36 个月。此外，钱俊冬作为公司董事、高级管理人员在任职期间每年转让的股份不超过本人直接/间接持有总数的 25%。公司的非自然人股东宁波君度、科大讯飞、北京天然道、共青城银汐、珠海光控、宿迁新锐扬、新疆诚维佳、深圳酷开、共青城安丰此次公开发行限售期为 12 个月；自然人股东马勇、范兴红、韩小舟、吴德海、燕宁、王道远未在公司任职，公开发行限售期为 12 个月。

图 3：已流通、待解禁股份占总股本比（20Q3）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：未来解禁时点与流通股数量变化（万股）



资料来源：Wind，天风证券研究所

董事长兼总经理钱俊冬于 2014 年加入公司，帮助公司成功完成从校园营销到互联网营销的转型。高管团队中王川有多年营销工作经验，曾任职于鹏远、奥美等头部广告机构。

表 1：管理团队简介

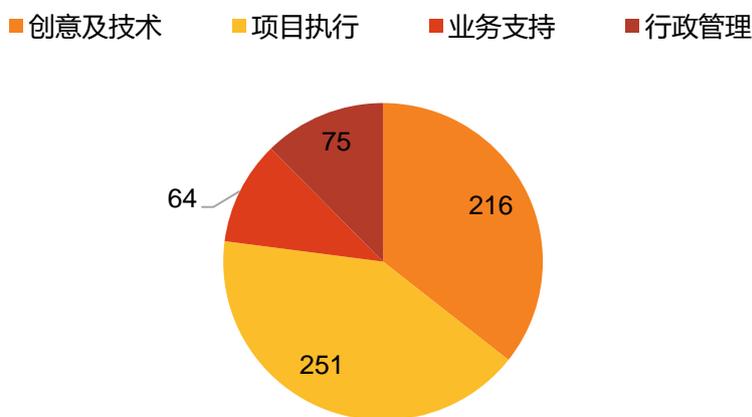
姓名	职务	主要经历
钱俊冬	董事长、总经理	现任全国青联常委、全国大学生创业联盟副理事长、中国青年志愿者协会副秘书长；曾荣获第六届中国青年创业奖、第十三届安徽省青年五四奖章；被评为 2012 年全国就业创业优秀个人、第十三届安徽省青年五四奖章；被评为 2012 年全国就业创业优秀个人、2018 年陕西省优秀民营企业家、陕西省十大杰出青年。

王川	董事、副总经理、核心技术人员	曾在阳光卫视、北京广告有限公司、鹏远（北京）管理咨询有限公司、奥美世纪（北京）广告有限公司、北京泰弈传奇文化传播有限公司任职，曾负责多个世界 500 强广告主的整合营销项目，对整合营销传播理论具有深刻的理解和丰富的实践经验，所负责的项目获得过多个知名奖项，2016 年加入三人行。
张昊	董事、副总经理	曾在陕西移动西安周至分公司、陕西移动西安长安分公司、陕西移动西安金花分公司、陕西移动西安分公司任职，2016 年加入三人行。
陈胜	财务总监	曾在湖北昌友置业股份有限公司、湖北会计师事务所、北京京都会计师事务所武汉分公司、中山大洋电机股份有限公司等。2014 年加入三人行
李达	董事会秘书	曾在中国银河证券股份有限公司、四川省新万兴碳纤维复合材料有限公司任职。现任广东多多基金管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人、北京本源常棣投资管理有限公司监事，2017 年加入三人行。

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

据 2020 年年报披露，公司共拥有 606 名员工，其中创意技术岗共 216 人，占比为 35.64%；项目执行岗位共 251 人，占比为 41.42%。此外，公司于 2020 年 11 月 30 日公布进行首次股票激励计划。首次授予计划共授予数量为 61.11 万股，授予价格为 104.85 元/股。授予对象为副总经理王川( 54.98%)和品效业务运营总监李可可( 25.02%)，预留部分占比为 20%。授予的限制性股票在 12、24、36 个月的限售比例分别为 40%、30%、30%。相对应的业绩考核目标分别为 2020 年净利润不低于 3.5 亿元、2021 年净利润不低于 5 亿元、2022 年净利润不低于 7 亿元。股权结构方面，西安多多持股比例从 26.52%下降至 26.29%，仍为控股股东，控制权无变化。该股权激励计划产生的激励成本将在经常性损益中体现，2020 年-2023 年共需摊销 2825.12 万元。2020-2023 年需摊销的费用分别为：169.8、2130.4、447.2、50.6 万元。据公司公告，限制性股票费用的摊销对各年净利润有所影响，但考虑到激励计划对公司发展的正向作用，影响程度不大。

图 5：2020A 员工构成（单位：人）



资料来源：2020 公司年报；天风证券研究所

### 1.3. 公司业务：三大核心业务支撑营销服务

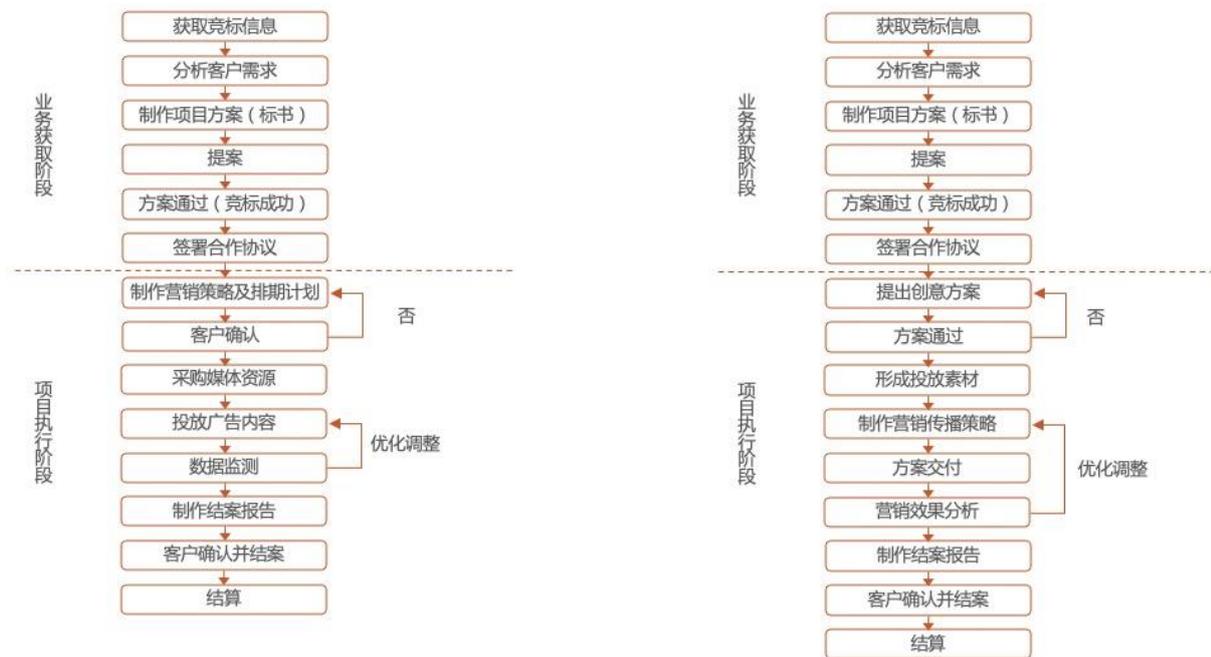
三人行主要向客户提供数字营销服务、场景活动服务和校园媒体营销服务。贡献主要营收的数字营销服务可以进一步拆分为广告投放代理、广告方案策划与执行两类。

公司拥有 10 家全资子公司。其中，橙色风暴、合肥三人行、西安三人行、众点广告、盛浩科技分区负责主营业务的开展。江西荣耀和武汉众行是媒介采购中心负责媒体购买；陕西荣誉负责市场调查与监测服务的中台分析；酷软科技负责后台软件开发与系统集成，提供技术支持。近期新设霍尔果斯辉煌未来。

#### 1.3.1. 数字营销服务

数字营销服务作为主要营收来源，是公司的重点业务板块。公司为满足客户在互联网媒体上的营销传播需求，向客户提供以创意策划、媒介策略、媒体资源采购、营销效果评估为主要内容的专业化服务。公司数字营销服务可以分为广告投放代理、广告方案策划与执行两大主要类型。

图 6：广告投放代理业务和广告方案与执行的业务模式简图



资料来源：招股说明书；天风证券研究所

**创意策划服务：**创意策划服务附加值较高。公司依托专业化团队深刻洞察客户产品及其目标市场定位、广告受众心理行为和各媒体的特点，在发掘广告主及其产品或服务营销亮点的基础上，结合社会热点，策划营销创意方案，实现既易于被受众接受又契合广告主产品或服务特色的营销效果。

**媒介策略服务：**媒介策略服务是能够体现出公司对互联网媒体资源统筹安排专业化能力。公司能够根据客户品牌及其产品或服务的定位、营销受众及媒体资源的特点，针对不同广告主提供定制化媒体资源整合方案，并统筹安排营销信息在各互联网媒体上的投放，实现营销信息的快速高效传播。

**媒体资源采购服务：**目前，公司已与字节跳动、腾讯、新浪、爱奇艺等国内主流互联网媒体建立良好的合作关系，通过采购视频贴片广告、创意中插广告、顶部通栏广告、画中画广告、擎天柱广告、信息流广告等多种形式广告资源，满足客户多媒体渠道、多营销方式传播营销信息的需求。

**营销效果评估服务：**营销效果评估服务是提升营销服务水平和质量的重要一环。在数字营销服务中，公司通常根据与客户的约定，以周报、结案报告等形式向客户反馈营销信息的传播进程及投放分析结果，并根据投放分析结果，优化创意策划、广告投放内容、媒介策略等，提升营销转化率。

表 2：数字营销业务细分类别介绍

类别	主要服务项目	主要服务内容
广告投放代理	媒介策略	根据客户的营销需求提出媒介策略建议，并制定媒体资源传播组合方案
	媒体资源采购	与客户沟通广告内容及排期表，获得客户确认后，与媒体确定广告素材及排期表等要素，并进行采购，根据排期表进行广告投放，并向客户提供营销信息广告投放传播效果，
	营销效果评估	根据排期表进行广告投放，并向客户提供营销信息广告投放传播效果，并根据评估结果提出相应的优化建议
广告方案策划与执行	创意策划	了解客户需求，根据对广告受众的洞查为客户进行创意策划，制定营销方案
	媒介策略	根据客户的营销需求提出媒介策略建议，并制定媒体资源传播组合方案
	营销效果评估	根据营销方案执行情况，向客户提供营销信息传播效果评估服务，并根据评估结果提出相应的优化建议

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 1.3.2. 场景活动服务

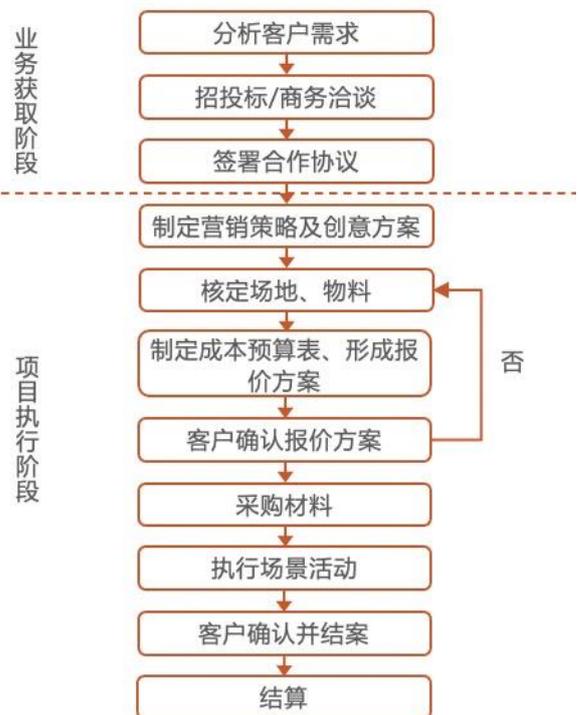
公司场景活动服务经验丰富，满足客户线下营销需求。公司有较为丰富的活动策划与执行经验，能够为客户设计出互动性、体验性及感染力较强的活动营销方案。通过在不同场景中植入客户品牌及产品信息服务信息，增强传播效果，满足广告主的品牌推广、产品营销等多样化营销需求；或者依托专业的会议组织及管理的能力，圆满完成客户会议活动方案的执行工作，实现客户高标准的会议组织要求。

图 7：项目活动场景例



资料来源：招股说明书；天风证券研究所

图 8：场景活动服务流程图



资料来源：招股说明书；天风证券研究所

### 1.3.3. 校园媒体营销服务

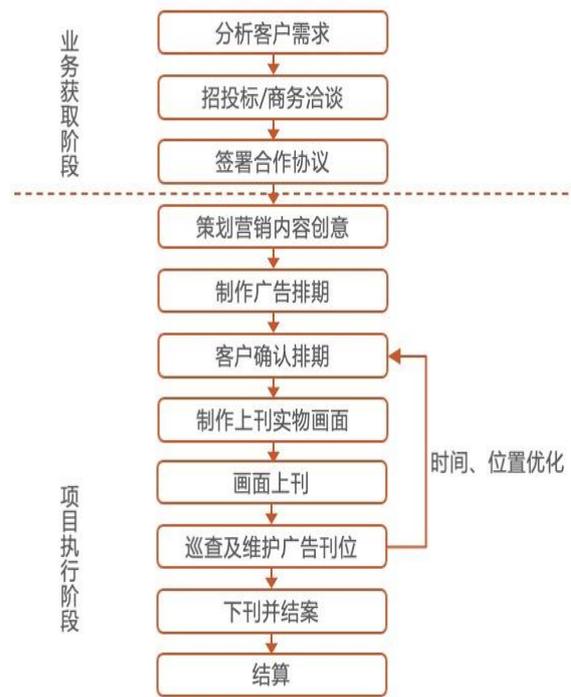
校园媒体资源具备先发优势及规模优势，处于国内市场领先地位。公司校园媒体营销服务主要包括运营校园公告栏、运动场围栏等校园媒体资源，并进行创意策划等相关服务。公司在校园媒体营销领域的核心竞争力体现在数量众多、品类丰富、分布较为广泛的校园媒体网络，目前公司在该领域已处于国内领先地位。通过校园媒体渠道，广告主能够精准针对校大学生开展营销活动，因此公司校园媒体营销服务需求良好。

图 9：项目活动场景例



资料来源：招股说明书；天风证券研究所

图 10：场景活动服务流程图



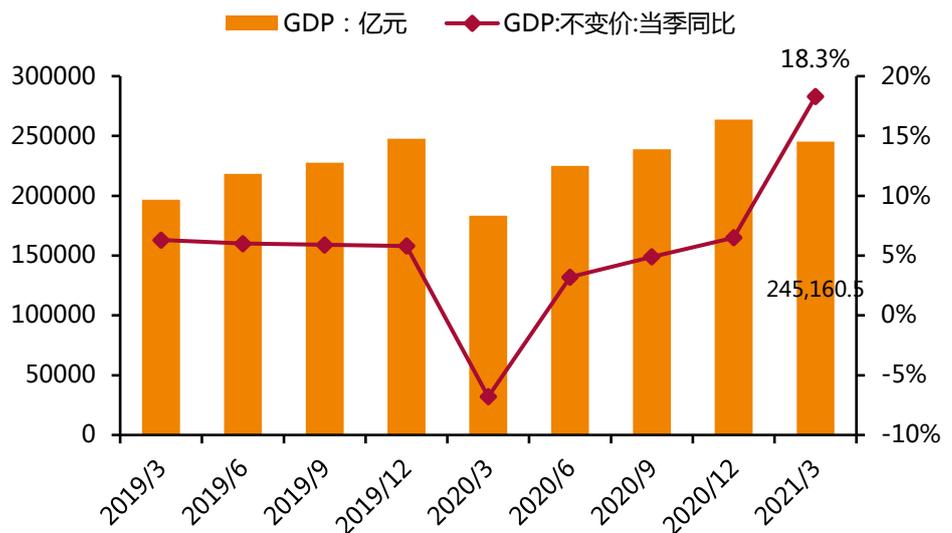
资料来源：招股说明书；天风证券研究所

## 2. 行业分析：经济影响广告投放，数字营销驱动影响行业增长

### 2.1. 宏观经济受疫情影响下行，经济后周期

2021 年 Q1 季度社会消费品零售额受 2020 年同期低基数影响，2020 年 3 月同比增长达到 34.2%。2021 年 1-2 月宏观经济受到来自疫情反复、气温偏低、就地过年、政策融资后置等短期因素影响，3 月后短期因素逐渐消退、经济增长动能有所加强。

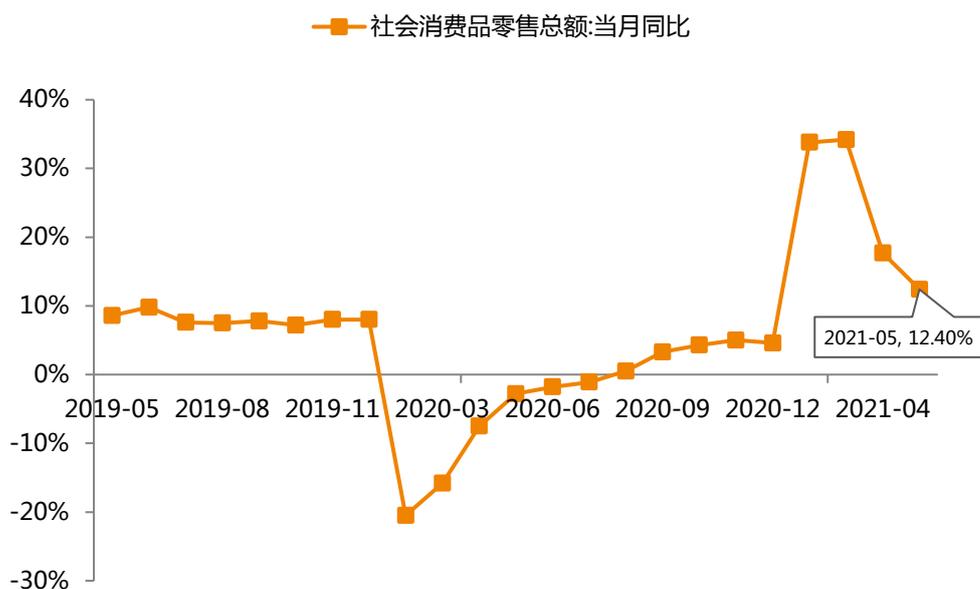
图 11：2016Q4-2021Q4 国内生产总值当季值及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

广告支出相对企业利润存在滞后效应，我们认为疫情恢复将使企业会增加广告预算，广告主全年预算投放总量大概率会有回升。

图 12: 社会消费品零售总额分月同比增长速度



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2.2. 数字营销: 市场规模扩张迅速, 成广告行业发展重要增长点

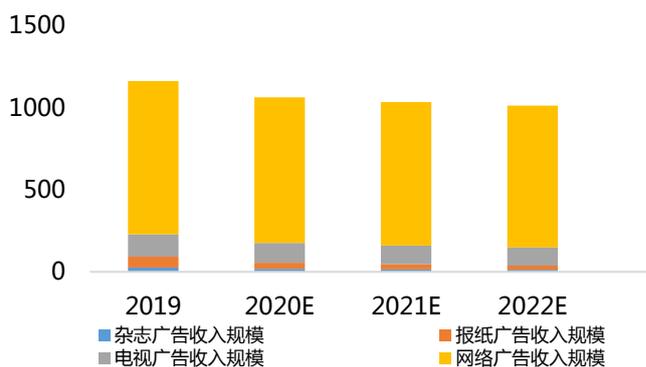
互联网媒体成为主流媒体形式, 数字营销市场规模呈现高速增长态势。近年来, 微博、微信、短视频、直播等新型互联网媒体快速发展, 不断为线上广告贡献新库存。相较于传统媒体, 互联网媒体具有信息可存储、可检索、可计量的优势和特点, 互联网媒体通过更加精准、及时地定位受众群体, 提升营销传播信息的便利性, 促进广告主与消费者进行更加紧密的互动。互联网媒体逐渐发展成为主流的媒体资源形式, 数字营销市场规模也随之呈现高速增长态势, 据中关村互动营销实验室的数据显示, 我国互联网广告营业额已从 2013 年的 639 亿元增长至 2020 年的 4972 亿元, 年复合增长率达到 34.06%。

图 13: 2017-2020 年中国市场互联网广告总体收入情况



资料来源: 中关村互动营销实验室, 天风证券研究所

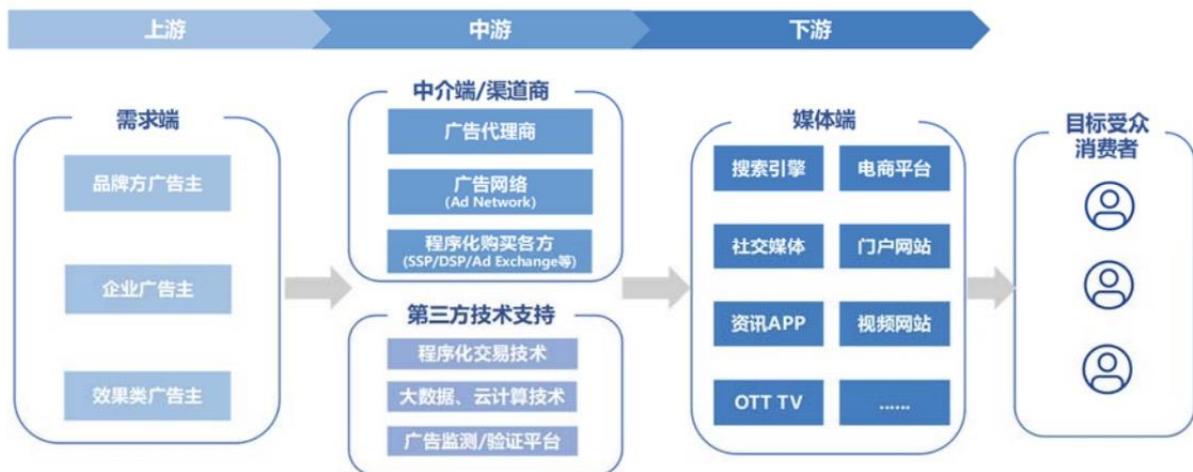
图 14: 2015-2022 年中国五大媒体广告收入规模及预测 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 天风证券研究所

从广告营销产业链来看, 拥有核心流量资源的平台地位持续提升, BATT 等互联网流量巨头均建立自己的广告体系, 传统中介端代理平台受压。我们认为在这样的行业背景下, 破局的关键在于广告主资源和是否具备一站式代理能力。

图 15：广告投放代理业务和广告方案与执行的业务模式简图



资料来源：头豹研究院《2019年中国数字营销行业市场研究》、沙利文研究院；天风证券研究所

### 2.3. 其他：场景活动、校园营销与互联网营销的协同效应

场景活动又称为公共关系活动，场景活动服务指在文艺赛事、节目、会展、路演以及会议、发布会或座谈会等各种活动中，为客户提供创意策划、文案撰写、场地租赁、物料采购、活动现场管理协调等专业化服务。

随着各类新兴媒体蓬勃发展，场景活动与互联网营销等其他营销方式实现较好的融合，以数字场景活动、娱乐场景活动及体育场景活动等为代表的新兴场景活动领域迅速发展，促进提升场景活动营销方案的互动性、体验性及感染性，带动我国场景活动市场规模的不断增长。

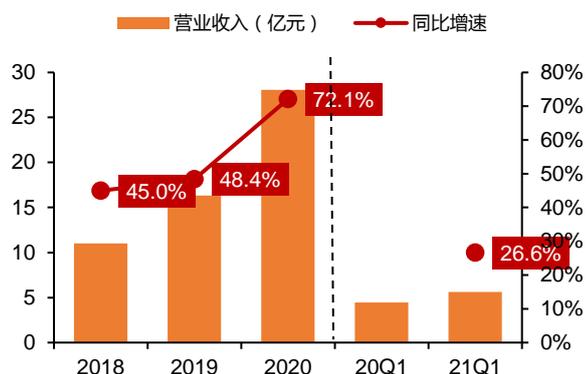
校园媒体营销天然定位大学生群体，广告主重视程度加强、高校扩张带动市场规模提升。高校校园封闭性较强，是在校大学生的主要学习生活场所，营销受众天然地限定于在校大学生，有助于广告主对在校大学生展开精准营销，并形成口碑效应。同时，大学生消费习惯和品牌意识可塑性较强，消费行为易受同龄人影响，易于接受品牌主的宣传推广。因此，广告主逐渐加强对校园场景的营销信息投放的重视程度。

## 3. 财务分析：数字营销服务助力营收高增长，现金流总体健康

### 3.1. 营收、归母、扣非：营收持续增长，数字营销为营收主要来源

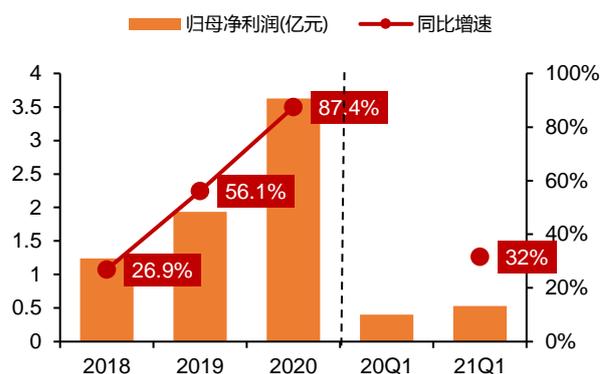
2018-2020 年公司分别实现营收 11、16.31、28.08 亿元，对应同比增速分别为 45%、48%、72%。公司归母净利润分别为 1.24、1.94、3.63 亿元，对应同比增长 27%、56%、87%。2021 年 Q1 季度公司实现营收 5.63 亿元，同比增长 26.6%。归母净利润为 0.53 亿元，同比增长 32%。数字营销服务驱动营收快速增长，长期积累的营销服务经验、以运营商和快消品等广告投放景气度高的行业为主要客户资源以及较强的媒体资源整合能力是营收增长的基础。

图 16: 公司营业收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 公司归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



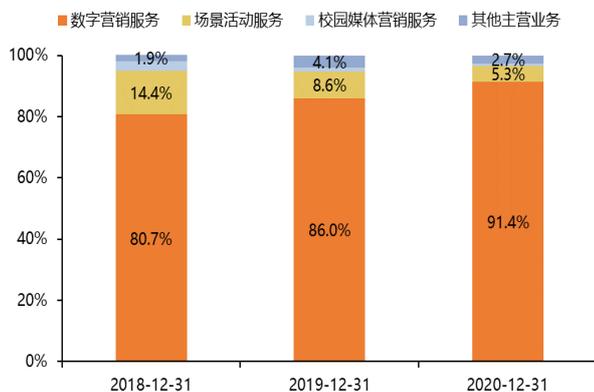
资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 数字营销服务收入规模及占比持续提高

分业务看, 公司主要依靠数字营销服务拉动收入增长。2020 年, 数字营销服务、场景活动服务、校园媒体营销服务及其他主营业务分别占主营业务收入比重的 91.39%、5.26%、0.63%、2.71%。2017-2019 年, 数字营销服务收入由 5.52 亿元增长至 14.03 亿元, 年复合增长率 59.43%, 同时其占主营业务收入比重也逐年攀升, 成为公司营收增长的重要驱动力。

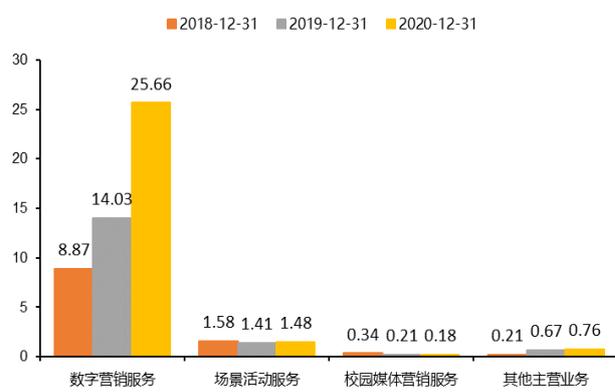
2019 年校园媒体营销服务收入规模同比下降 39.27%, 主要是由于公司在全国范围内仍有较多校园媒体宣传点位尚待布局, 存在无法完全满足客户在特定校园媒体宣传点位的营销投放需求的情况。公司其他主营业务收入主要包括社交媒体营销服务、软件开发与系统集成业务等, 总体占比较小。

图 18: 公司分业务营收占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 公司分业务营收 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.2. 营业成本: 成本结构与业务发展相匹配, 媒体资源成本占比最高

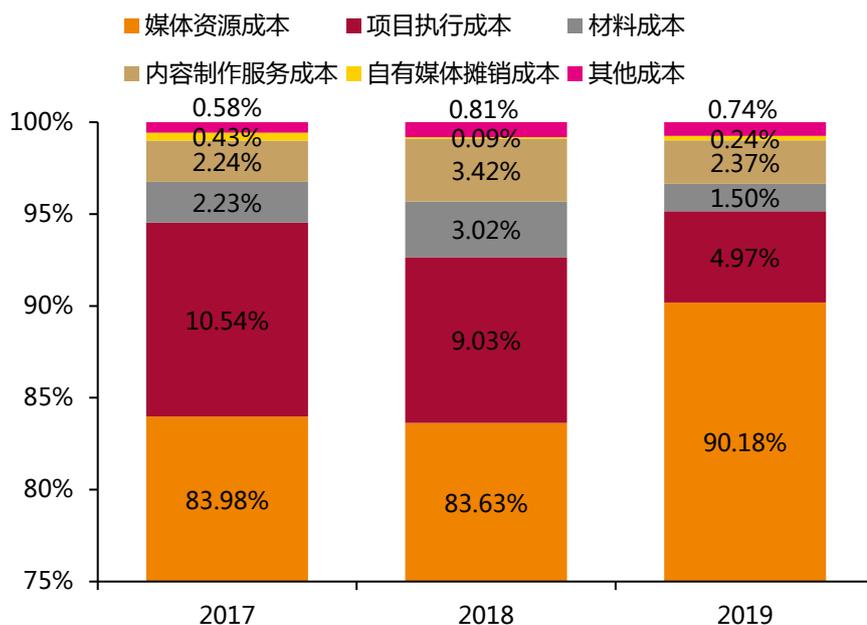
公司数字营销服务规模扩张促进媒体资源成本成为营业成本主要部分。从业务类型看公司的成本构成, 广告投放代理服务的成本 99% 以上为媒体资源成本, 场景活动服务成本主要为项目执行成本, 校园媒体营销服务成本主要为项目执行成本和媒体资源成本。

表 3：公司主要成本构成

主要业务	成本类型	具体成本构成
广告投放代理服务成本	媒体资源成本	采购互联网媒体资源的成本
	内容制作服务成本	视频拍摄、画面美工、成果展示等成本
场景活动服务成本	项目执行成本	场地搭建、场所及设备租赁、现场服务及差旅等成本
	材料成本	活动器材及消费品、印刷喷绘、展具展示等物料成本
	内容制作服务成本	视频制作、美工等成本
校园媒体营销服务成本	项目执行成本	营销宣传材料的制作、上下刊及巡刊维护等费用
	媒体资源成本	外采的校园公告栏、运动场围栏等校园媒体资源成本
	自有媒体摊销成本	公司自有的校园公告栏摊销

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 20：成本构成及占比



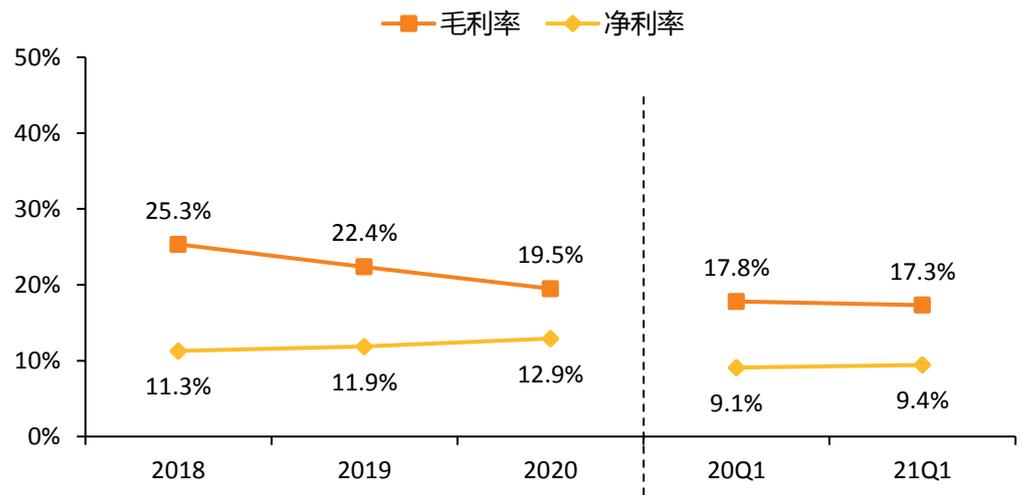
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：公司未披露 2020 年成本构成明细

### 3.3. 毛利率及净利率：净利率总体稳定，毛利率受业务比重变动影响略有下滑

2018-2020 年，公司净利率在 12%左右，综合毛利率受业务结构调整影响略有下滑。2020 年公司综合毛利率为 19.5%，同比下降 2.9pct，我们认为这主要是由于数字营销服务收入规模与收入占比逐年增长，同时数字营销服务的毛利率相对低于场景活动服务和校园媒体营销服务的毛利率，因此拉低公司的综合毛利率水平。同时，对比同行业可比上市公司毛利率水平，得益于客户行业广告投放景气度高，三人行毛利率依然十分有竞争力。

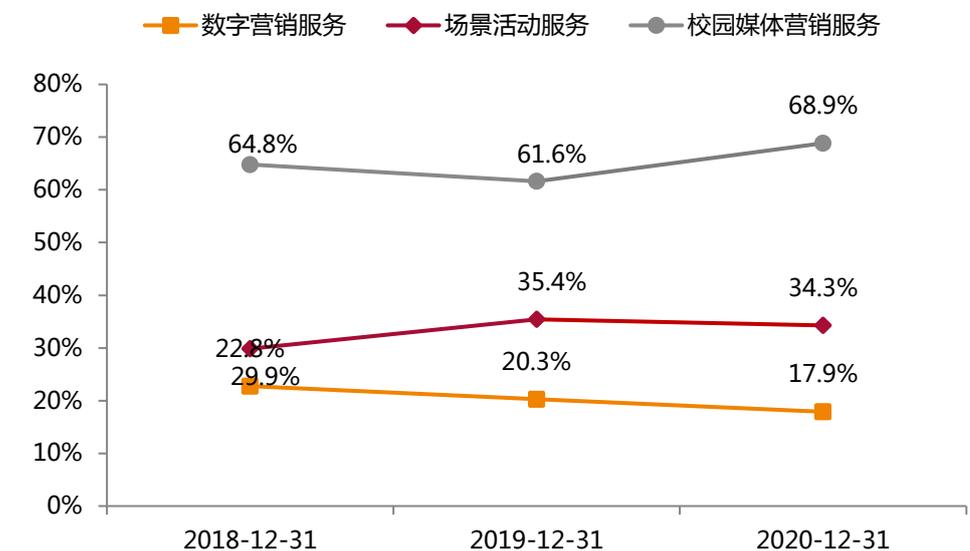
图 21：公司毛利率净利率走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

分业务看，数字营销服务中的广告投放代理的毛利率相对较低，而数字营销服务中的广告方案策划与执行、校园媒体营销服务的毛利率相对较高。数字营销服务毛利率主要受广告投放代理业务影响。因 2020 年未披露相关数据，此处以 2019 年数据为基础做说明。2019 年广告投放代理业务的毛利率为 18.99%，同比下降 2.41pct，这主要由于毛利率较低的快消品行业的收入占比提升；相比之下，由于广告方案策划与执行提供的创意策划服务附加值较高，因此毛利率更高。场景活动服务毛利率及校园媒体营销服务毛利率总体保持稳定，校园媒体营销服务毛利率高是由于公司的校园媒体主要为自有媒体，且较多校园媒体已摊销完毕，成本较低。

图 22: 公司分业务毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.4. 费用：期间费用率整体下滑，收入增加规模效应显现

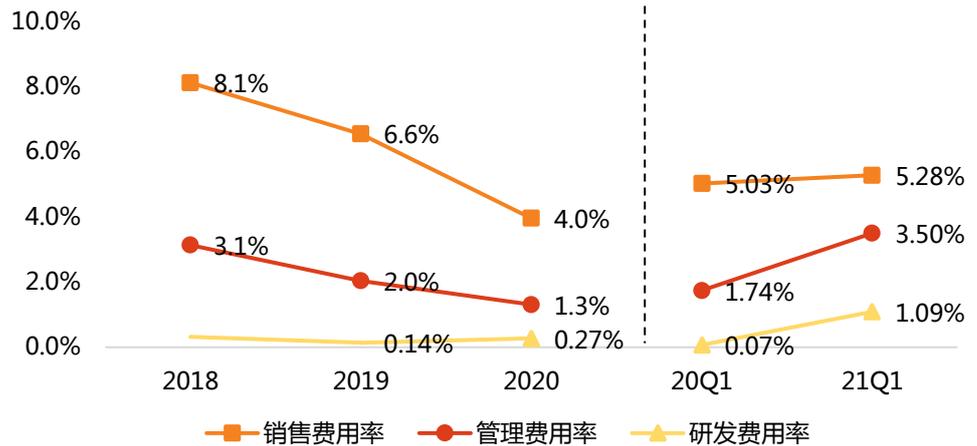
公司整体费用控制有效，2020 年销售、管理费用率改善明显。

- **销售费用率：**2020 年销售费用 1.11 亿，同比上升 3.96%，销售费用率 3.96%，同比下降 2.59pc。2021 年 Q1 季度销售费用率是 5.28%，同比上升 0.25pct。销售费用率在公司加大市场拓展，增加人员的影响部分被国家疫情政策带来的系列社保费减免抵消。
- **管理费用率：**2020 年管理费用 3684.67 万，同比上升 10.55%，管理费用率 1.31%，同比下降 0.73pct；2021 年 Q1 季度管理费用率是 3.5%，同比上升 1.76pct。管理费用同

比增加主要系办公房租及行政费用增加导致。

- **研发费用率：**2020 年研发费用 753.98 万，同比上升 229.58%。研发费用率 0.27%，同比上升 0.13pct；2021 年 Q1 季度研发费用率是 1.09%，同比上升 1.02pct。研发费用率增长主要系随公司规模扩大，研发投入相应增加。
- **财务费用率：**2020 年财务费用-355.68 万，同比下降 206.32%，财务费用率-0.13%，同比下降 0.33pct。财务费用率下降系 2020 年公司发行股份，存款增加、贷款减少带来利息收入较去年同比增加而利息支出减少。2021 年 Q1 季度财务费用率-0.56%，同比下降 0.71pct。

图 23：公司三费率走势

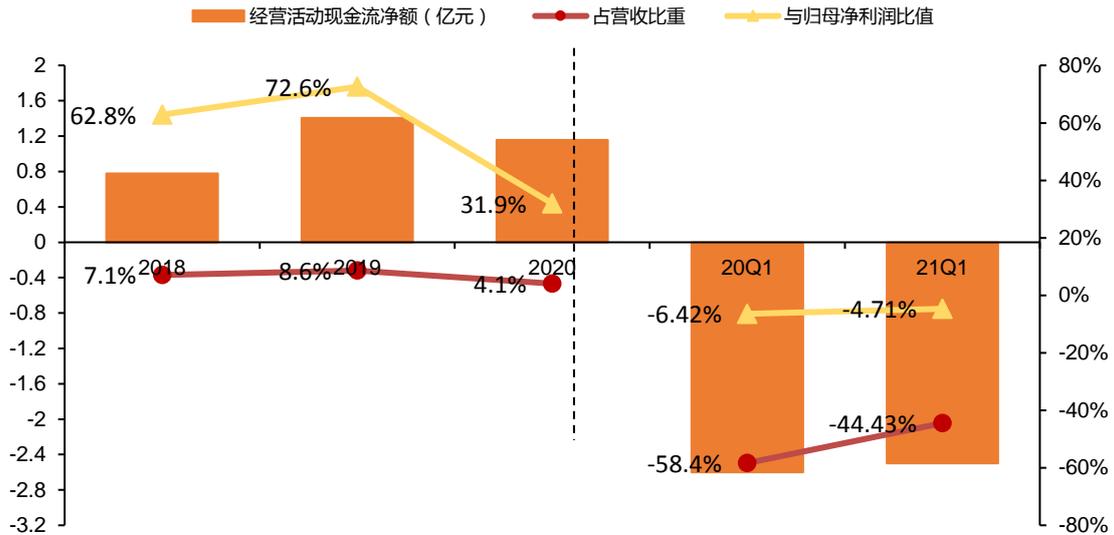


资料来源：招股说明书、公司公告，天风证券研究所

### 3.5. 现金流量：营收回款良好，经营性现金流净额总体健康

2020 年公司经营活动产生的现金流量净额为 1.16 亿元，同比下降 17.54%，经营性现金流净额/营业收入为 4.13%，同比下降 4.49pct，经营现金流净额受公司销售规模扩大，部分垫款增加影响，同时新增个别客户回款为银行承兑汇票，将于到期后增加经营活动现金流。应收账款周转率为 4.12，同比下降 0.65%，主要系公司销售规模增加应收账款增加。21Q1 公司经营活动产生现金净额为-2.5 亿，同比增长 3.57%。经营性现金流净额/营业收入为 -44.43%，同比上升 13.97%pct。

图 24：2018-21Q1 年经营性现金流情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 4. 投资要点：盈利能力强，优质媒体资源与广告客户助力公司长线稳定发展

### 4.1. 公司直接客户占比高，客户黏性较强

直销模式提升客户黏性，招投标为主、商务洽谈为辅的方式获取业务机会。公司的客户类型以直接客户为主，在业务拓展过程中，公司能够深入挖掘客户在数字营销、场景活动、校园媒体营销等领域中的多样化营销需求，为客户提供覆盖线上线下的整合营销服务，2020 年营业收入增长主要系公司积极把握数字营销行业发展机遇。自身跨媒体资源整合能力不断增强，原有大客户的投放金额提升，收入规模及占比提高。2021 年根据公司的中标情况，公司将继续为伊利、中国移动、中国电信、中国联通、中国一汽、京东、国有大型银行中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行、中国银行、光大银行、华夏银行、中信银行、北京银行、中国人保、中国人寿等客户提供服务。此外，今年新增华润集团旗下怡宝、雪花、喜力等快消品客户；以及邮储银行等金融客户。

2017-2019 年，直接客户占公司主营业务收入的比例分别为 98.07%、96.17%及 98.12%，是公司收入的主要来源，主要客户黏性较强。同时，采用招投标为主、商务洽谈为辅的方式获取业务机会，2017-2019 年，公司通过招投标方式获取的收入金额分别为 6.25 亿元、9.84 亿元、15.15 亿元，占同期营业收入的比例分别为 82.36%、89.48%及 92.86%。2020 年披露前五大客户销售额为 20.72 亿，占年度销售总额为 73.8%，未披露细分数据。

表 4：2017-2019 年前五大客户销售情况

期间	序号	客户名称	销售额 (万元)	占营业收入比例
2019 年度	1	伊利集团	63,292.47	38.80%
	2	中国电信	24,497.01	15.02%
	3	中国移动	19,440.85	11.92%
	4	中国工商银行	8,742.10	5.36%
	5	中国农业银行	8,586.52	5.26%
	合计		124,558.94	76.35%
2018 年度	1	伊利集团	25,684.23	23.36%
	2	中国电信	25,084.20	22.81%
	3	中国移动	20,623.46	18.76%

2017 年度	4	京东集团	5,762.68	5.24%
	5	中国工商银行	5,702.88	5.19%
	合计		82,857.46	75.36%
	1	中国电信	30,413.65	40.10%
	2	中国移动	11,028.44	14.54%
	3	京东集团	8,854.64	11.68%
	4	中国工商银行	4,812.69	6.35%
	5	伊利集团	3,896.48	5.14%
	合计		59,005.90	77.80%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：2020 年未披露相关细分数据

## 4.2. 供应商为互联网主流媒体，头部渠道覆盖持续增长

与字节跳动等主要互联网媒体建立良好合作关系，前五供应商采购额及采购金额占比持续增长。2020 年 向前五供应商采购金额总计 14.25 亿元，占年度采购总额 63.06%。对应同比增长 100.52%，7.13pct。获得字节跳动（运营今日头条、抖音等 APP）、腾讯、新浪（含新浪微博）、搜狐、网易、爱奇艺、优酷、人民网、凤凰网等国内众多知名互联网优势媒体的认可，2020 年获字节跳动“2020 年度服务突破合作伙伴奖”、腾讯“招商卓越贡献奖”、腾讯“进取奖-责任奖”、百度“品牌突破奖”、京东“杰出贡献奖”、搜狐“杰出贡献奖”、喜马拉雅“声入人心奖”等奖项。公司与字节跳动首次合作时间为 2016 年，2019 年字节跳动采购占比达到 20.08%，公司获字节跳动“2018 仓颉·高效传播奖”。头部渠道优质资源的获取能力持续提升。

表 5：公司主要成本构成

期间	序号	供应商名称	采购金额（万元）	占采购金额比例
2019 年度	1	字节跳动	25,519.55	20.08%
	2	新浪	24,483.82	19.26%
	3	网易	8,010.09	6.30%
	4	爱奇艺	6,580.86	5.18%
	5	搜狐	6,490.44	5.11%
	合计		71,084.77	55.93%
2018 年度	1	字节跳动	12,597.39	15.37%
	2	新浪	12,585.11	15.35%
	3	网易	5,701.81	6.96%
	4	腾讯	4,760.74	5.81%
	5	爱奇艺	4,564.66	5.57%
	合计		40,209.71	49.05%
2017 年度	1	字节跳动	4,244.26	7.75%
	2	土豆文化	3,488.44	6.37%
	3	乐视	3,306.20	6.04%
	4	腾讯	3,110.15	5.68%
	5	爱奇艺	2,553.78	4.66%
	合计		16,702.83	30.51%

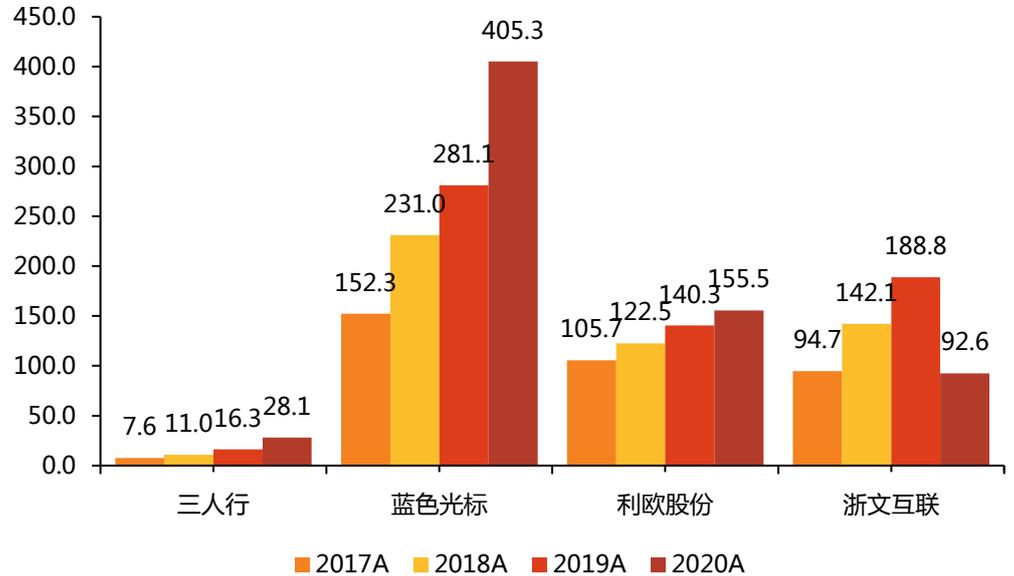
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：2020 年未披露相关细分数据

### 4.3. 毛利率高、盈利能力强，看好未来发展空间

三人行营收规模小于同行业可比公司，但是营收增速较快。2018-2020 年营收增速分别为 44.97%、48.38%、72.1%，显著高于其他可比上市公司，公司处在高速成长阶段，看好未来发展。

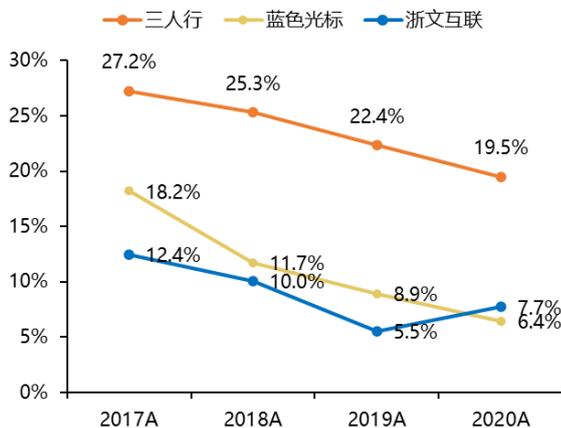
图 25：2017-2020 年可比公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

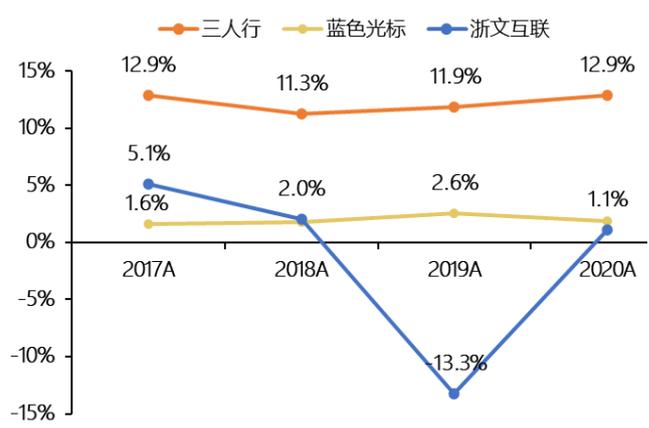
受客户行业分布差异影响，2017-2020 年，三人行广告投放代理业务毛利率高于可比公司，同时净利率表现同样显著优于可比公司，反映出公司较强的盈利能力，看好公司未来发展。

图 26：同业毛利润率对比



资料来源 Wind，天风证券研究所

图 27：同业净利率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司广告投放代理业务的客户行业分布包括电信运营商、快消品、金融、互联网等行业；可比公司客户行业分布主要包括汽车、快消品、电子商务、IT 等行业。快消品及运营商行业广告投放需求较大，广告投放景气度高，未来有望保持较高的盈利能力。

## 5. 盈利预测

我们以广告主-收入为核心假设，我们推断 2021-2023 年 TOP5 头部客户贡献营收 30.51、40.22、49.40 亿元，对应同比增速 47.2%、31.8%、22.8%。我们预计除 Top5 外其他客户贡献总营收分别为 14.05、25.28、40.45 亿元，对应同比增速 91%、80%、60%。其他客户包括

中邮、交通、联通、一汽长春及消费行业国企等重要国企。

假设未来数字营销服务、场景活动服务、校园媒体营销、其他主营业务占比稳定，则对应各业务营收拆分如下：

表 6：2019A-2023E 分业务营收拆分（万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	163,142.61	280,774.72	459,496.08	656,986.13	896,541.28
YoY	48.4%	72.1%	63.7%	43.0%	36.5%
数字营销服务	140,271.45	256,602.63	422,736.40	604,427.24	824,817.97
YoY		82.9%	64.7%	43.0%	36.5%
场景活动服务收入	14,111.15	14,759.16	25,272.28	36,134.24	49,309.77
YoY		4.6%	71.2%	43.0%	36.5%
校园媒体营销收入	2,073.35	1,770.15	2,297.48	3,284.93	4,482.71
YoY		-14.6%	29.8%	43.0%	36.5%
其他主营业务	6,686.66	7,642.78	9,189.92	13,139.72	17,930.83
YoY		14.3%	20.2%	43.0%	36.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率及净利方面，根据公司坚持在品牌广告主为主，品效结合的策略。由于公司在效果广告领域的布局以盈利能力和保障回款质量为首要目标，我们预计毛利率将呈小幅下降态势——2021-2023 年毛利率分别为 18.5%、16.5%、15.0%。根据公司过去 3 年费用率走势，我们预计 2021 年-2023 费用率呈下行态势——销售费用率分别为 3.0%、2.6%、2.2%；管理费用率分别为 0.9%、0.7%、0.5%；研发费用率分别为 0.2%、0.2%、0.2%。

表 7：2019A-2023E 三人行核心费用率假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	22.4%	19.5%	18.5%	16.5%	15.0%
销售费用率	6.55%	3.96%	2.96%	2.57%	2.19%
管理费用率	2.04%	1.31%	0.87%	0.68%	0.54%
研发费用率	0.14%	0.27%	0.22%	0.19%	0.17%

资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

广告主-收入假设下，我们预计 2021-2023 年净利润分别是 5.17/7.41/9.33 亿元，对应 P/E 估值 20x/14x/11x。

根据可比公司估值法，我们以蓝色光标、浙文互联、分众传媒为可比公司估值作为参考，结合公司获取核心客户的能力及显著高于同业的盈利能力，给与公司 20x P/E 目标估值，对应目标价为 212.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

证券简称	总市值 (亿元)	2020A 净利润	2021E 净利润	2022E 净利润	2020A 增速	2021E 增速	2022E 增速	2020 PE	2021 PE	2022 PE
蓝色光标	153.95	7.43	8.85	10.72	2.7%	19.1%	21.1%	20.72	17.40	14.36
浙文互联	56.93	1.00	2.98	4	104.0%	197.7%	34.2%	56.88	19.11	14.23
分众传媒	1313.67	40.01	60.56	73.51	115.7%	51.4%	21.4%	32.83	21.69	17.87
							均值	28.4	19.4	15.5

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所

## 6. 风险提示

### 6.1. 宏观经济不景气

若未来国际贸易摩擦加剧、投资增速持续放缓，叠加全球疫情蔓延影响，各行业经济修复不力，宏观经济下行，将会对广告行业整体造成负面影响。

## 6.2. 市场竞争加剧

我国广告行业的市场集中度相对较低，广告受众关注的信息热点频繁转换，媒介内容及载体的形式日益复杂，若公司未来不能持续满足客户的营销需求，则将面临市场竞争不断加剧的风险，对公司行业地位和经营业绩造成不利影响。

## 6.3. 广告主流失

公司客户均为各自领域内的大型知名企业，客户集中度较高，一旦出现客户在营销方面的预算金额减少，或者其营销需求发生重大变化，导致客户流失，可能会给公司的业务发展带来不利影响。

## 6.4. 行业监管趋严

若未来相关行业的广告政策发生较大变动，行业监管趋严，将对整个广告行业的发展产生较大影响，并进而影响公司经营业绩。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	322.03	1,103.70	1,246.01	1,332.24	1,793.08
应收票据及应收账款	437.72	925.48	1,305.44	1,884.32	2,468.51
预付账款	27.99	39.82	72.53	92.06	136.58
存货	9.82	7.80	21.40	21.38	38.05
其他	37.08	205.97	186.50	207.06	271.80
<b>流动资产合计</b>	<b>834.64</b>	<b>2,282.78</b>	<b>2,831.87</b>	<b>3,537.05</b>	<b>4,708.03</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2.96	3.22	3.08	2.93	2.78
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.87	1.34	0.86	0.38	0.00
其他	11.07	145.37	143.27	142.32	142.32
<b>非流动资产合计</b>	<b>14.90</b>	<b>149.93</b>	<b>147.21</b>	<b>145.63</b>	<b>145.10</b>
<b>资产总计</b>	<b>849.54</b>	<b>2,432.71</b>	<b>2,979.08</b>	<b>3,682.68</b>	<b>4,853.12</b>
短期借款	67.00	20.00	0.00	0.00	261.13
应付票据及应付账款	300.81	620.02	905.66	1,329.27	1,775.36
其他	91.34	102.36	164.10	129.97	197.62
<b>流动负债合计</b>	<b>459.15</b>	<b>742.38</b>	<b>1,069.76</b>	<b>1,459.25</b>	<b>2,234.11</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.00	0.40	0.40	0.40	0.40
<b>非流动负债合计</b>	<b>14.00</b>	<b>0.40</b>	<b>0.40</b>	<b>0.40</b>	<b>0.40</b>
<b>负债合计</b>	<b>473.15</b>	<b>742.78</b>	<b>1,070.17</b>	<b>1,459.65</b>	<b>2,234.51</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	51.80	69.68	69.68	69.68	69.68
资本公积	18.68	1,055.11	1,055.11	1,055.11	1,055.11
留存收益	324.60	1,620.25	1,839.24	2,153.35	2,548.94
其他	(18.68)	(1,055.11)	(1,055.11)	(1,055.11)	(1,055.11)
<b>股东权益合计</b>	<b>376.40</b>	<b>1,689.93</b>	<b>1,908.91</b>	<b>2,223.03</b>	<b>2,618.61</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>849.54</b>	<b>2,432.71</b>	<b>2,979.08</b>	<b>3,682.68</b>	<b>4,853.12</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	193.62	362.82	516.63	741.07	933.26
折旧摊销	3.18	4.15	0.63	0.63	0.53
财务费用	2.69	1.04	(7.58)	(8.61)	(7.40)
投资损失	0.00	(4.27)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(33.12)	(428.30)	(117.30)	(218.52)	(183.06)
其它	(25.87)	180.40	(60.00)	10.00	13.33
<b>经营活动现金流</b>	<b>140.50</b>	<b>115.85</b>	<b>332.37</b>	<b>524.57</b>	<b>756.66</b>
资本支出	(7.37)	15.90	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.19	(242.35)	120.00	(20.00)	(26.67)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3.18)</b>	<b>(226.45)</b>	<b>120.00</b>	<b>(20.00)</b>	<b>(26.67)</b>
债权融资	67.00	24.00	4.00	4.00	265.13
股权融资	(3.35)	1,057.87	7.58	8.61	7.40
其他	(116.61)	(191.41)	(321.64)	(430.95)	(541.68)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(52.95)</b>	<b>890.45</b>	<b>(310.07)</b>	<b>(418.34)</b>	<b>(269.15)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>84.37</b>	<b>779.85</b>	<b>142.31</b>	<b>86.23</b>	<b>460.85</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,631.43</b>	<b>2,807.75</b>	<b>4,594.96</b>	<b>6,569.86</b>	<b>8,965.41</b>
营业成本	1,266.69	2,260.48	3,745.29	5,486.40	7,621.38
营业税金及附加	5.60	6.04	9.89	14.14	19.30
营业费用	106.89	111.13	136.23	168.82	196.45
管理费用	33.33	36.85	39.97	44.61	48.77
研发费用	2.29	7.54	10.16	12.79	15.29
财务费用	3.35	(3.56)	(7.58)	(8.61)	(7.40)
资产减值损失	0.00	(0.31)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	2.68	(60.00)	10.00	13.33
投资净收益	0.00	4.27	0.00	0.00	0.00
其他	(15.45)	(39.59)	120.00	(20.00)	(26.67)
<b>营业利润</b>	<b>228.73</b>	<b>422.22</b>	<b>601.00</b>	<b>861.71</b>	<b>1,084.96</b>
营业外收入	0.16	0.00	0.00	0.00	0.01
营业外支出	0.51	0.76	0.76	0.76	0.76
<b>利润总额</b>	<b>228.38</b>	<b>421.46</b>	<b>600.24</b>	<b>860.96</b>	<b>1,084.20</b>
所得税	34.76	58.64	83.61	119.89	150.95
<b>净利润</b>	<b>193.62</b>	<b>362.82</b>	<b>516.63</b>	<b>741.07</b>	<b>933.26</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>193.62</b>	<b>362.82</b>	<b>516.63</b>	<b>741.07</b>	<b>933.26</b>
每股收益(元)	2.78	5.21	7.41	10.64	13.39

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	48.38%	72.10%	63.65%	42.98%	36.46%
营业利润	54.57%	84.59%	42.34%	43.38%	25.91%
归属于母公司净利润	56.11%	87.39%	42.39%	43.44%	25.93%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.36%	19.49%	18.49%	16.49%	14.99%
净利率	11.87%	12.92%	11.24%	11.28%	10.41%
ROE	51.44%	21.47%	27.06%	33.34%	35.64%
ROIC	359.66%	326.77%	136.25%	148.75%	130.18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.69%	30.53%	35.92%	39.64%	46.04%
净负债率	-67.76%	-63.89%	-65.06%	-59.75%	-58.35%
流动比率	1.82	3.07	2.65	2.42	2.11
速动比率	1.80	3.06	2.63	2.41	2.09
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.15	4.12	4.12	4.12	4.12
存货周转率	279.74	318.57	314.66	307.13	301.71
总资产周转率	2.17	1.71	1.70	1.97	2.10
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.78	5.21	7.41	10.64	13.39
每股经营现金流	2.02	1.66	4.77	7.53	10.86
每股净资产	5.40	24.25	27.40	31.90	37.58
<b>估值比率</b>					
市盈率	54.27	28.96	20.34	14.18	11.26
市净率	27.92	6.22	5.51	4.73	4.01
EV/EBITDA	0.00	28.16	15.31	10.54	8.15
EV/EBIT	0.00	28.27	15.32	10.55	8.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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