

优质客户池驱动高增长，全渠道构建营销闭环

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司为国内领先的从事整合营销服务的综合型广告传媒企业，手握电信运营商、汽车、消费品、金融等行业头部客户，2021年实现营收35.7亿元，2017-2021年CAGR达57.5%；2) 具有专业整合营销服务能力和覆盖线上线下的媒体资源网络，2021年前三季度毛利率、净利率分别为19.8%、12.2%，高于行业平均(15.8%、5.5%)；3) 战略布局元宇宙业务，推出自有IP虚拟人计划，与北文中心共建数字文化创意产品交易平台，有望成为第二增长曲线。
- **“整合营销+头部媒介+优质客户池”三位一体构筑公司护城河。** 1) 公司具有专业的整合营销服务能力，为客户提供品牌策略、内容制作、广告投放、效果评估及优化等全流程的整合营销服务；2) 覆盖全国的场地资源叠加多领域互联网主流媒体，满足客户跨媒体、多渠道的营销需求；3) 公司手握电信运营商、汽车、消费品等行业头部客户，叠加新领域头部客户，营收保持稳健增长。2021年公司实现营收35.7亿元(+27.2%)，归母净利润5.1亿元(+39.4%)。
- **股权激励绑定核心员工利益，创新活力持续迸发。** 公司于2020年首次授予2名高管共61.1万股限制性股票；2022年实施新一轮股权激励，拟以96.3元/股的价格向52名激励对象授予46.9万股限制性股票。2022-2024年考核目标净利润不低于7.3/10/13亿元，对应2023、2024年净利润增速37%、30%。股权激励有利于调动激励对象积极性，形成公司利益共同体。
- **布局元宇宙相关业务，第二增长曲线可期。** 1) 公司与行业领先的人工智能公司魔法科技开展虚拟人合作，打造自有虚拟人资产，并推出定制虚拟人计划，对接客户新营销需求；2) 与北文中心共建数字文化创意产品交易平台，国资背景授权叠加自身头部效应，有望成为营收潜在增长新动能。
- **盈利预测与投资建议。** 根据公司2021年业绩快报，预计公司2021-2023年归母净利润分别为5.1亿元、7.4亿元、10.3亿元，净利润年复合增速为42%，对应PE分别为23倍、15倍、11倍。公司为本土领先的整合营销广告传媒公司，主要客户黏性强、营销预算高，有望持续贡献营收高增；2022年公司或在存量用户基础上拓展新客户，业绩延续增长值得期待；叠加元宇宙业务布局，或构筑潜在第二增长极。综上，我们给予三人行2022年20倍PE，对应目标价211元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业监管政策趋严风险，市场竞争加剧风险，广告行业下行风险，元宇宙战略进展不及预期风险。

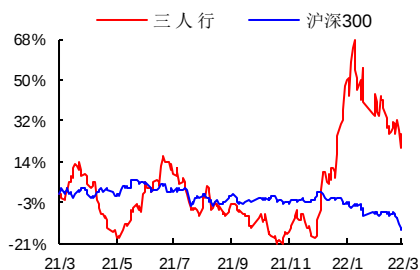
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2807.75	3570.96	5076.68	7014.51
增长率	72.10%	27.18%	42.17%	38.17%
归属母公司净利润(百万元)	362.82	505.84	735.38	1033.92
增长率	87.39%	39.42%	45.38%	40.60%
每股收益EPS(元)	5.21	7.26	10.55	14.84
净资产收益率ROE	21.47%	24.00%	27.14%	29.15%
PE	31	23	15	11
PB	7.00	5.61	4.37	3.34

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.70
流通A股(亿股)	0.31
52周内股价区间(元)	105.8-225.0
总市值(亿元)	113.88
总资产(亿元)	25.13
每股净资产(元)	25.24

相关研究

目 录

1 公司概况：本土领先的整合营销广告传媒公司	1
1.1 发展历程	1
1.2 股权结构及管理团队	2
1.3 主营业务及财务分析	5
1.4 核心竞争力概览	6
2 广告市场稳中向好，数字营销成主流	7
2.1 互联网广告成宣传主阵地，广告投放注重品效合一	7
2.2 场景活动市场需求强劲，线上营销助力公关大势渐起	9
2.3 校园营销市场容量可观，潜力不容低估	10
3 “整合营销+头部媒介+优质客户池” 构筑核心竞争力	11
3.1 深入绑定优质客户，品牌力助力新客户获取	11
3.2 媒体资源丰富，整合能力行业领先	13
4 乘元宇宙之风，紧跟营销新需求	14
4.1 虚拟人延伸营销创意空间，助力品牌吸引流量	14
4.2 与魔法科技打造虚拟人资产，拓宽营销新渠道	15
4.3 共建数字文化创意产品交易平台，构筑潜在第二增长极	16
5 盈利预测与估值	17
5.1 关键假设	17
5.2 相对估值	18
6 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 三人行全国业务版图	2
图 3: 公司股权结构.....	3
图 4: 公司获得行业各类知名奖项	4
图 5: 公司 2018 年以来主营业务结构	5
图 6: 公司 2018-2020 年主营业务营收 (单位: 亿元)	5
图 7: 公司 2016 年以来营业收入及增速	6
图 8: 公司 2016 年以来归母净利润及增速	6
图 9: 公司 2015 年以来毛利率变化情况	6
图 10: 公司 2015 年以来三费率变化情况	6
图 11: 公司核心竞争力一览	7
图 12: 2017 年以来中国市场互联网广告收入及增速	8
图 13: 广告主 2022 年对比 2021 年各媒介类型增加投放对比	8
图 14: 2021-2022 年广告主对广告投放目标意向	8
图 15: 2022 年广告主对新营销概念应用现状及预期	8
图 16: 2019-2021 年各广告形式收入占比情况对比	9
图 17: 2022 年广告主媒介选择挑战	9
图 18: 2015-2020 年中国公共关系行业市场规模及增速	10
图 19: 2019 和 2020 年公共关系分行业份额	10
图 20: 2013-2021 年我国普通高等学校及在校生数量	11
图 21: 截至 2022 年公司和主要客户合作时长情况 (年)	12
图 22: 公司丰富的客户矩阵	12
图 23: 2017-2023 年中国虚拟偶像市场规模及预测	14
图 24: 2020 年中国虚拟偶像主要应用领域市场份额	14
图 25: 魔法科技原创虚拟 IP: 翎	16
图 26: 魔法科技原创虚拟 IP: Sam&Liz	16
图 27: 数字文化创意平台交易平台	17

表 目 录

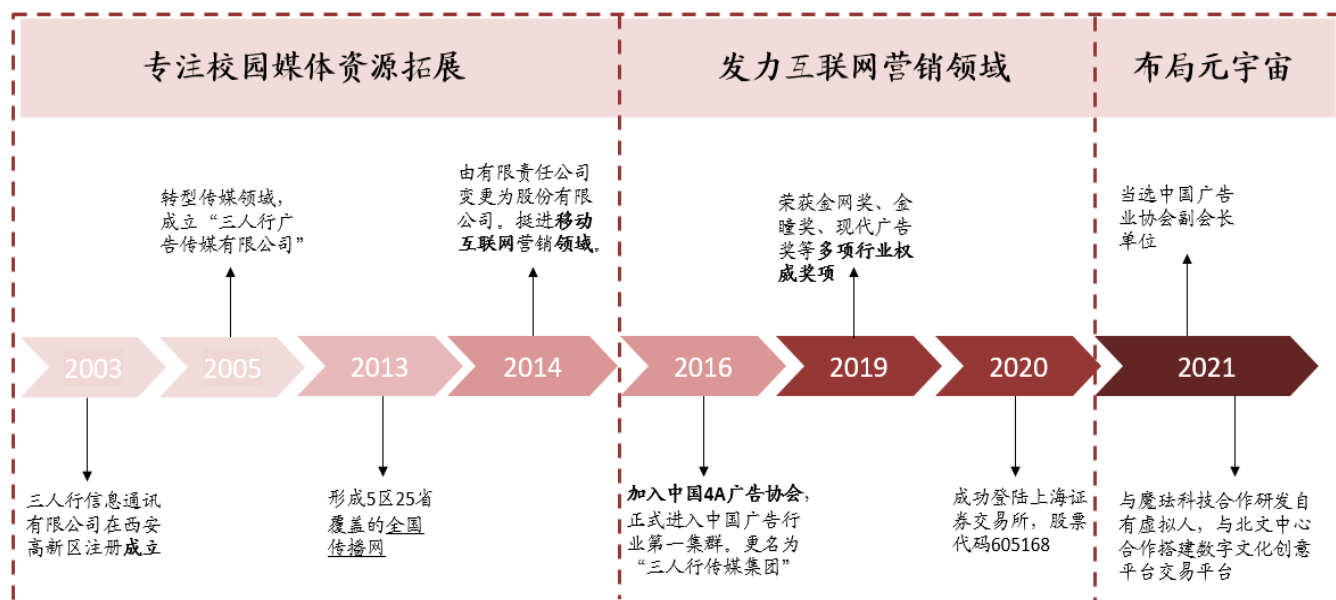
表 1: 公司股权激励计划	3
表 2: 公司管理团队	4
表 3: 互联网广告法律和监管政策概览	9
表 4: 2017-2019 年公司前五大客户销售额及占比	11
表 5: 2017-2019 年公司前五大供应商采购金额及占比	13
表 6: 三人行部分营销案例	13
表 7: 多领域应用虚拟人代言	14
表 8: 分业务收入及毛利率	18
表 9: 可比公司估值情况	18
附表: 财务预测与估值	19

1 公司概况：本土领先的整合营销广告传媒公司

1.1 发展历程

三人行是本土领先的从事整合营销服务的综合型广告传媒企业。公司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，为客户多场景、广覆盖、高效率地传播营销信息，满足其全国范围内跨媒体、多渠道的品牌曝光和产品或服务推广的营销需求。公司于 2003 年成立，起步于校园媒体营销，与中国移动、三星、诺基亚等公司的长期合作，为后续发展数字营销积累了客户资源。2014 年挺进互联网营销领域，两年后加入中国 4A 广告协会，2019 年斩获多项行业权威奖项，主要客户为头部知名企业，2020 年在上海证券交易所上市（股票代码：605168），2021 年积极布局元宇宙业务对接市场新需求，与魔法科技合作研发自有虚拟人，与北文中心合作搭建数字文化创意平台交易平台。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司招股书，西南证券整理

商业版图持续扩张，规模优势明显。2003-2013 年，公司专注于校园媒体资源拓展，不断扩大全国重点城市高校客户，形成了华北、西北、华东、华中、西南 5 区 25 省覆盖的全国传播网。2015 年总部由西安迁至北京，形成北京、西安双总部的布局。截至 2019 年底，校园媒体网络已覆盖 31 省 800 余所高校。截至 2022 年，集团以北京为总部，辐射华北、西北、华南、西南、华中、上海公司、江浙公司、安徽公司八大片区，在北京、西安、上海、广州、合肥、成都、武汉、南京等多个城市下设分子公司及办事处，业务辐射城市 29 地。

图 2：三人行全国业务版图

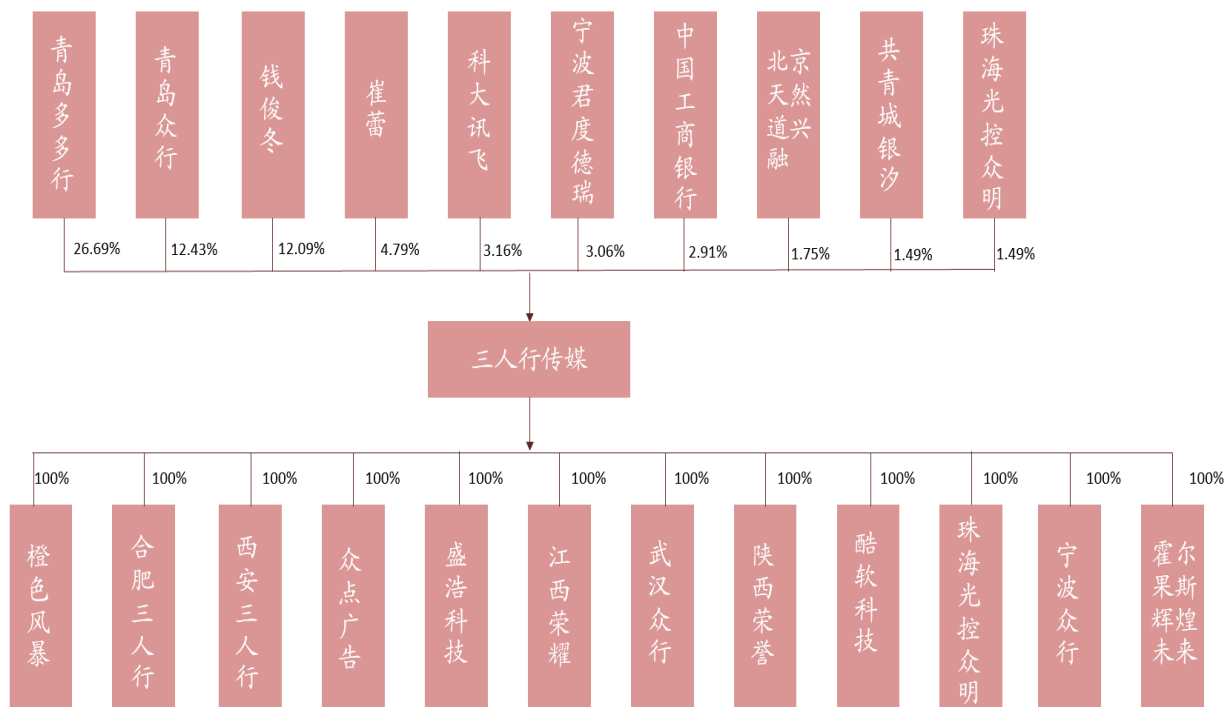


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 股权结构及管理团队

公司股权稳定集中。青岛多多行投资有限公司为第一大股东，持股比例 26.7%，由钱俊冬与崔蕾创始人夫妇共同控制。钱俊冬直接持股 12%，其控制的青岛众行投资合伙企业持有 12.4% 的股份，崔蕾直接持股 4.8%，创始人夫妇合计持有公司 56.3% 的股份。公司实控人、控股股东西安多多投资管理有限公司、公司核心团队的持股平台西安众行投资管理有限合伙企业，所持有公司的股份均限售三年，限售期到期前股份不会发生变动，有助于稳定管理层及核心团队，专注于公司业绩。

图 3：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

股权激励绑定愈加紧密，彰显企业发展信心。公司于 2020 年进行首次股权激励计划，以 104.9 元/股的价格向公司董事兼副总经理王川、品效业务线运营总监李可可合计 2 人授予 61.1 万股限制性股票，同时设立 2020-2022 年公司净利润不低于 3.5/5/7 亿元的业绩考核目标；2022 年公司实施新一轮股权激励，拟以 96.3 元/股的价格向部分董事、中高层管理人员和业务骨干合计 52 人授予 46.9 万股限制性股票，同时设立了 2022-2024 年公司规模净利润不低于 7.3/10/13 亿元的业绩考核目标。充分调动激励对象的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，继续积淀稳定充分的人才储备。

表 1：公司股权激励计划

	首轮（2020 年）	第二轮（2022 年）
激励对象	公司董事兼副总经理王川、品效业务线运营总监李可可合计 2 人	部分董事、中高层管理人员和业务骨干合计 52 人
授予股数	61.11 万股限制性股票	46.9 万股限制性股票
授予股价	104.85 元/股	96.3 元/股
业绩考核目标	2020-2022 年公司净利润不低于 3.5/5/7 亿元	2022-2024 年公司规模净利润不低于 7.3/10/13 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

管理团队成熟，人才团队稳定。公司创始人、董事长兼总经理钱俊冬长期致力于广告行业，拥有丰富的经营及管理经验。管理层及核心业务骨干通过西安众行持有公司股份，公司人才团队优质且稳定。

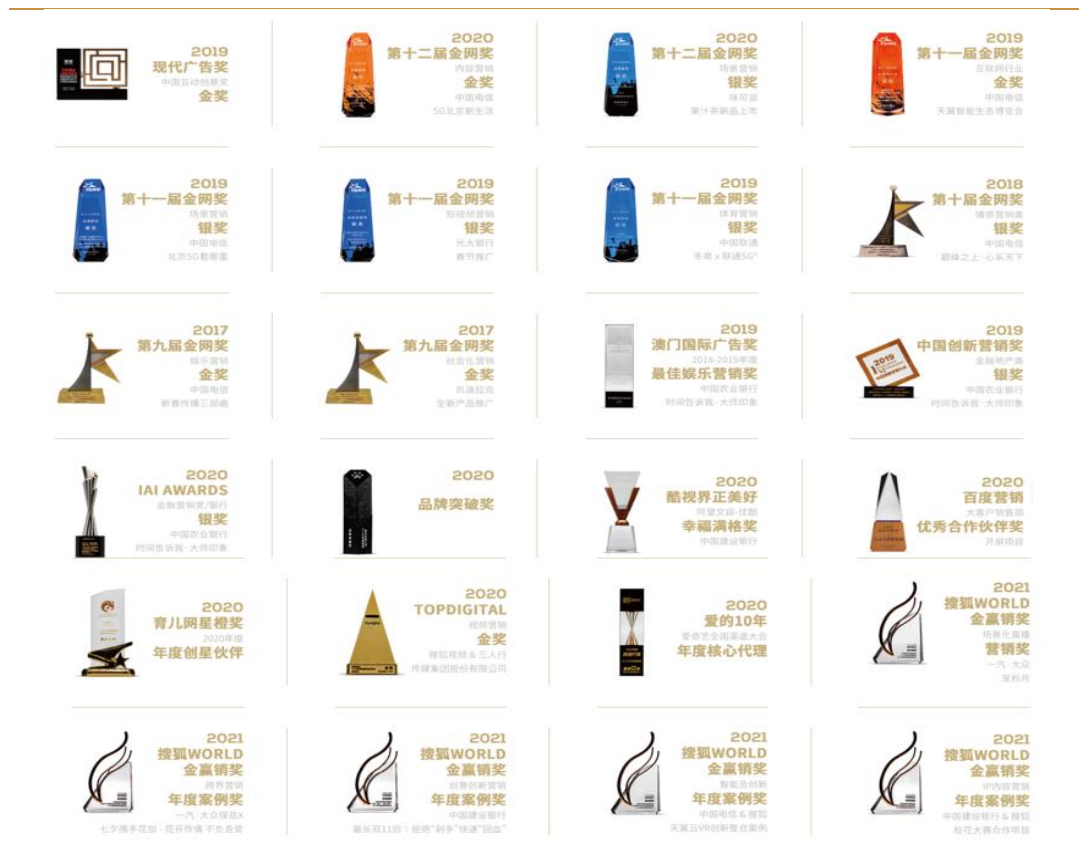
表 2：公司管理团队

核心成员	职级	简介
钱俊冬	创始人、董事长、总经理	现任全国青联常委、中国青年企业家协会副会长；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、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，曾在国际 4A 公司负责多个世界 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，现任执行总裁。
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、北京本源常康投资管理有限公司监事，2017 年加入三人行。

数据来源：wind，西南证券整理

打造复合型人才聚集地，业务骨干多次荣获行业知名奖项。公司自主培养高素质人才，并招聘曾就职于奥美、电通、智威汤逊等国际知名 4A 广告公司的专业人才。在创意策划、内容制作、媒介策略及媒体资源采购等专业领域均有较强的复合型人才储备。公司业务骨干曾获得众多行业知名奖项，如法国戛纳广告节创意媒体类铜狮奖、英国伦敦广告节设计类金奖等，体现出公司人才队伍丰富的营销经验及较强的创意策划能力。

图 4：公司获得行业各类知名奖项



数据来源：公司官网，西南证券整理

1.3 主营业务及财务分析

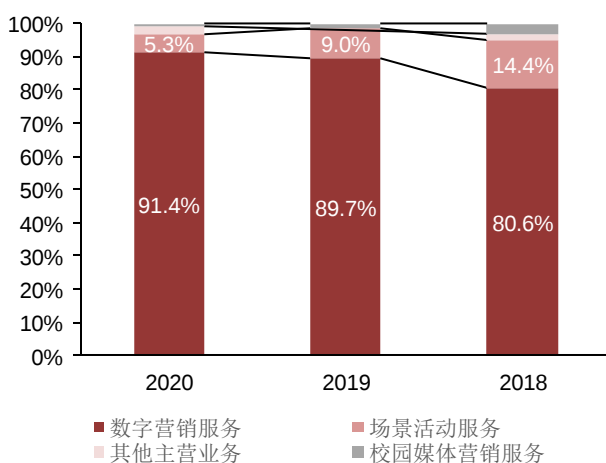
公司主营业务结构：数字营销为第一大主营业务，驱动营收快速增长。2020 年公司收入 91.4% 来自数字营销服务；场景活动业务、校园媒体营销服务分别占总营收的 5.3%、0.6%；其他主营业务占 2.7%。整体营业收入为 28.1 亿元 (+72.1%)，数字营销服务大幅增长为 25.7 亿元 (+83%)；场景活动业务为 1.5 亿元 (+5%)；其他主营业务收入为 0.76 亿 (+13.4%)；校园媒体营销服务回落为 0.2 亿 (-14.3%)。其中，数字营销服务围绕广告投放代理和广告方案策划与执行展开。

数字营销服务主要包括广告投放代理、广告方案策划与执行。公司针对客户在互联网媒体上的营销传播需求，为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。在媒体资源方面，公司已与字节跳动(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、凤凰网等国内主流知名互联网媒体建立良好的业务合作关系，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、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。

公司的场景活动服务能够为客户设计出互动性、体验性及感染性较强的活动营销方案。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场景活动中，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。

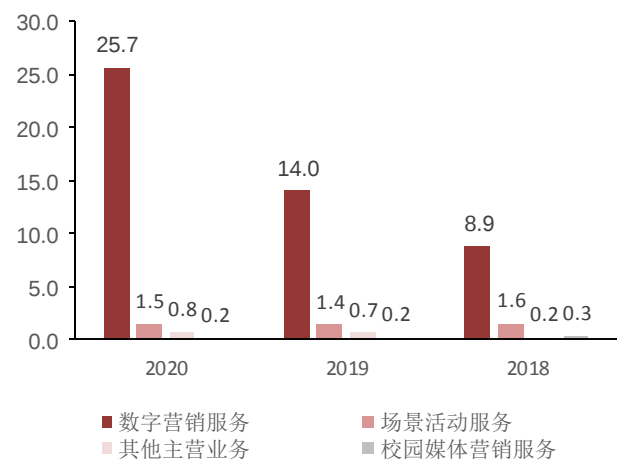
发挥各业务板块协同优势，打造营销闭环。公司校园媒体营销服务主要包括校园公告栏、运动场围栏等校园媒体资源运营，以及在此基础上的创意策划等相关服务；公司其他主营业务包括社交媒体营销服务、软件开发与系统集成业务，可多场景、广覆盖、高效率地传播客户营销信息。

图 5：公司 2018 年以来主营业务结构



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 6：公司 2018-2020 年主营业务营收（单位：亿元）

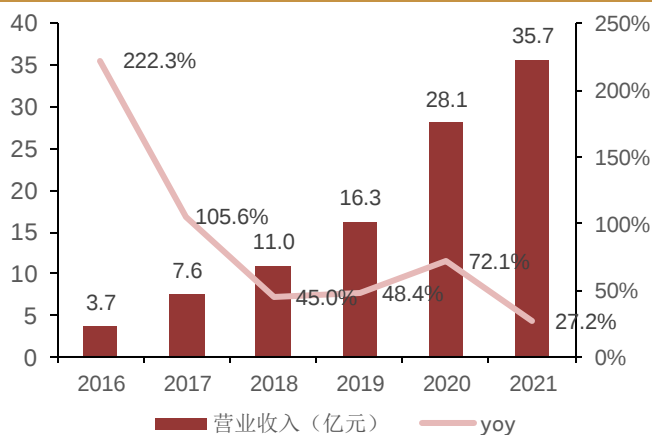


数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司业绩情况：2020 年和 2021 年，公司分别实现营收 28.1 亿元 (+72.1%)、35.7 亿元 (+27.2%)，分别实现归母净利润 3.6 亿元 (+87.4%)、5.1 亿元 (+39.4%)；2020 年，扣非净利润为 3.5 亿元，同比上升 90.5%。全年业绩快速增长主要系原有核心大客户的投放金额提升和积极拓展新的头部客户，公司继续挖掘原有消费品、电信运营商、金融、汽车等行业头部客户的深层营销预算，新增华润集团旗下怡宝、雪花、喜力、海天味业等快速消费

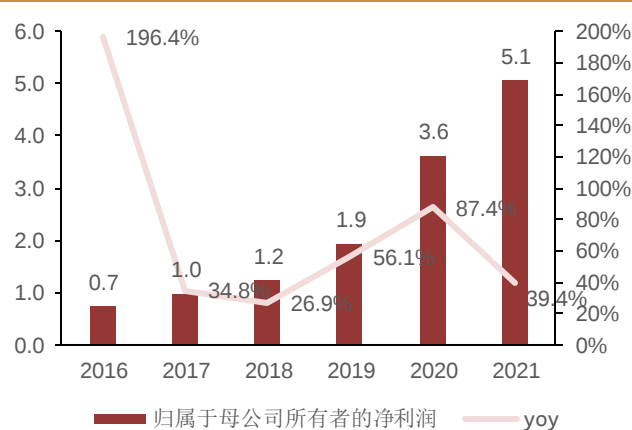
品客户，医美行业的头部企业巨子生物等新消费客户，国家体育总局体育彩票管理中心客户，邮储银行、民生银行等金融行业头部优质客户。

图 7：公司 2016 年以来营业收入及增速



数据来源：公司招股书，西南证券整理

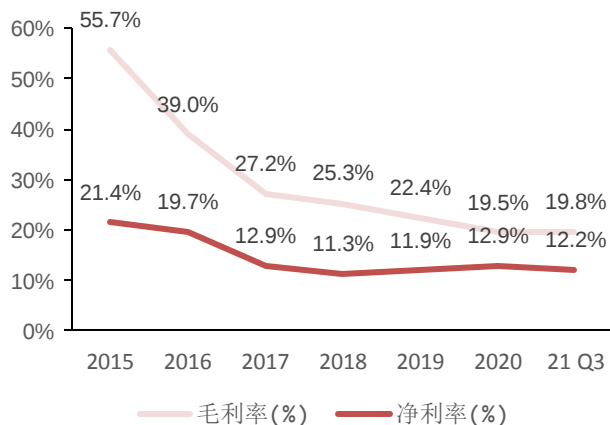
图 8：公司 2016 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司招股书，西南证券整理

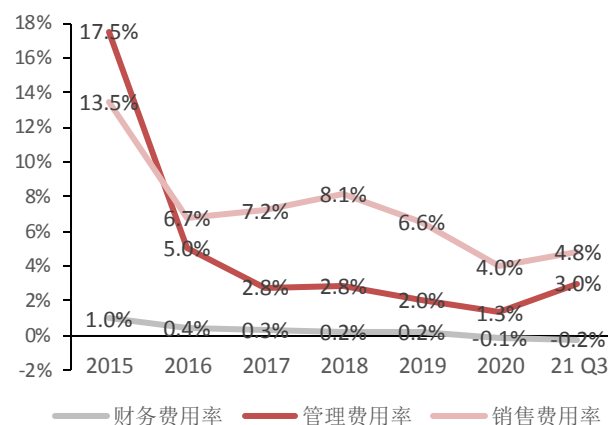
毛利率有所下滑但仍高于同业，净利率保持稳定。公司毛利率从 2015 年的 55.7% 下降至 2020 年的 19.5%，主要系毛利率较低的数字营销服务的营收占比不断提高以及开拓新客户所致，但仍高于行业平均 (8.8%)。公司从 2017-2021Q3 的净利率维持在 12% 左右。三费率中，自 2015 年以来，公司业务结构调整和规模效应带来费用率不断下降。2021 年前三季度，公司人员规模增加相应费用增加使销售费用率略微上升至 4.8%。管理费用率升至 3% 主要系计提股份支付费用所致；研发费用率提升主要系公司规模扩大研发投入增加所致。

图 9：公司 2015 年以来毛利率变化情况



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 10：公司 2015 年以来三费率变化情况



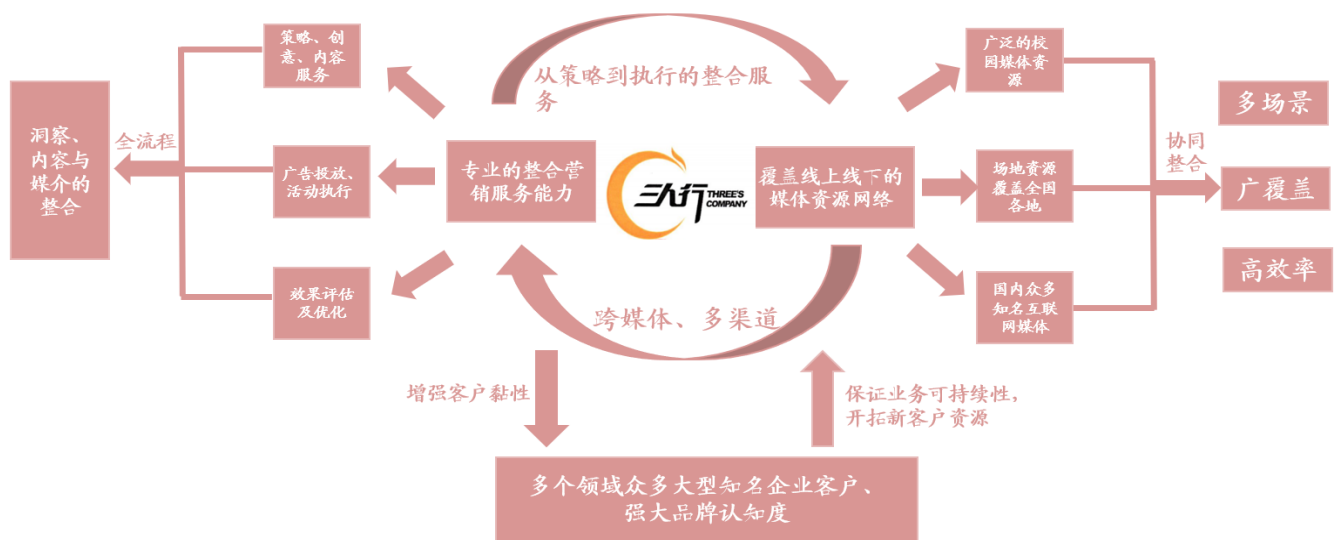
数据来源：公司招股书，西南证券整理

1.4 核心竞争力概览

“专业整合营销服务能力+覆盖线上线下媒体资源网络+知名客户企业资源”三位一体构筑公司核心竞争力。1) 公司具有专业的整合营销服务能力，为客户提供品牌策略、创意策划、内容制作、媒介策略、广告投放、活动执行、效果评估及优化等全流程的整合营销服务，

高效地满足客户在全国范围内跨媒体、多渠道的品牌曝光和产品或服务推广的营销需求；2) 公司协同整合了媒体与场景、线上与线下等营销信息传播渠道，可以多场景、广覆盖、高效率地传播客户营销信息；3) 公司凭借专业的整合营销服务能力，已经在广告行业建立了较高的品牌知名度，得到国民经济重要领域众多大型知名企业客户的长期认可保证了业务的可持续性，同时公司凭借已经积累的优质客户营销案例不断开拓新客户资源，发掘新的业务机会，进一步拓展营销服务对象。

图 11：公司核心竞争力一览



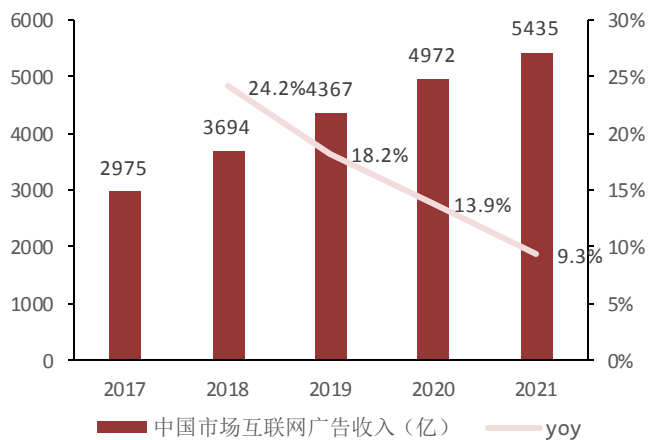
数据来源：公司招股书，西南证券整理

2 广告市场稳中向好，数字营销成主流

2.1 互联网广告成宣传主阵地，广告投放注重品效合一

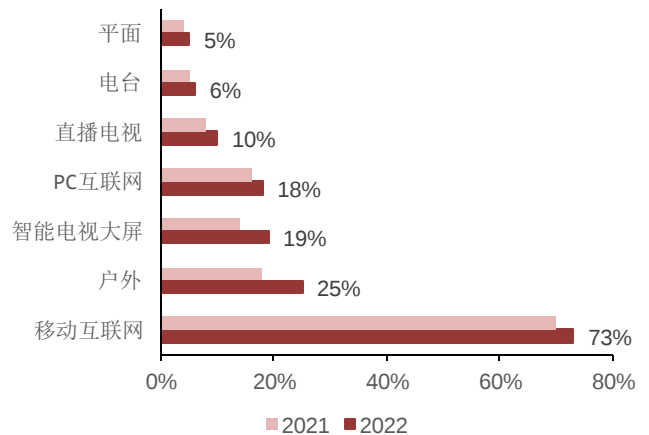
互联网广告市场增速放缓，流量价值由注重增量转向盘活存量。据《2022 中国数字营销趋势报告》显示，2022 年 73% 的广告主选用移动互联网增加广告投放，一定程度上表明数字营销已逐步成为宣传主阵地。该报告显示，2017 年以来，我国互联网广告市场规模增速逐渐放缓，2017-2021 年 CAGR 为 16.3%。2021 年中国互联网广告市场、营销市场规模预计约分别为 5435 (+9.3%)、6173 亿人民币 (+12.4%)，广告与营销市场规模合计约为 11608 亿元，较 2020 年增长 11%。CNNIC 发布的《中国互联网络发展状况统计报告》披露，截至 2021 年 12 月，我国网民规模为 10.3 亿，较 2020 年 12 月增长 4296 万，互联网普及率为 73 %。网民规模和互联网普及率已处于高位，新增流量红利或逐步见顶，寻求流量增量市场拓展有限，故盘活存量、高效触达用户、深度营销将成为新发力点，具有专业整合营销服务能力的公司优势愈发明显。

图 12：2017 年以来中国市场互联网广告收入及增速



数据来源：中关村互动营销实验室，西南证券整理

图 13：广告主 2022 年对比 2021 年各媒介类型增加投放对比

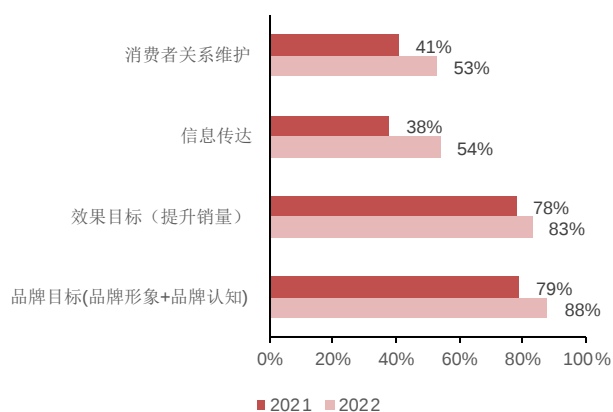


数据来源：《2022 中国数字营销趋势报告》，西南证券整理

视频广告增长潜力大。从广告形式收入占比情况看，视频类广告继续快速增长，2021 年市占率达到 20.4%，同比增长 52.7%。电商和展示类广告并列第一，市占率达 29%。展示类和搜索类广告市场份额呈现下降趋势，搜索类广告下滑至 11.9%。

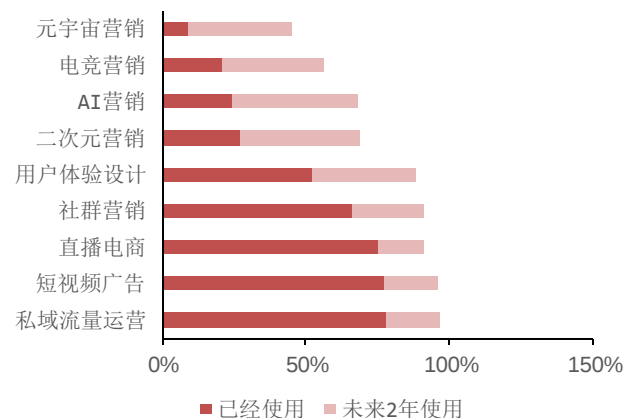
品牌目标依然成主流，近三成广告主未来或将使用“元宇宙”营销。从广告主投放广告目标意向来看，相较于 2021 年品牌目标和效果目标相近，2022 年品牌目标的比例相对更高，但总体趋势是品效合一。分别有 54% 和 53% 的广告主投放广告目标是传达信息和维护消费者关系。随着新营销概念的兴起，高达 77% 的广告主表示，已经使用短视频广告形式进行数字营销，仅次于自有流量池营销。36% 的广告主表示未来两年预期使用“元宇宙”概念进行数字营销。

图 14：2021-2022 年广告主对广告投放目标意向



数据来源：中关村互动营销实验室，西南证券整理

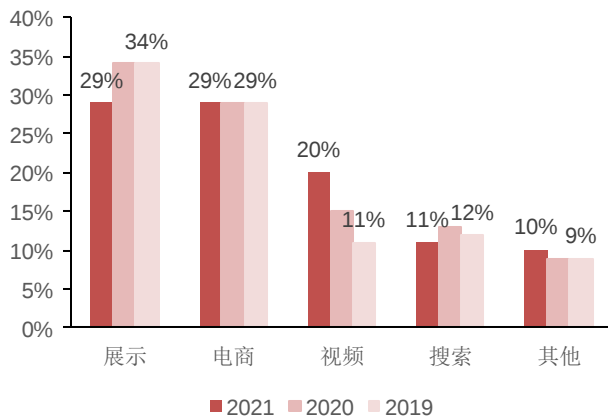
图 15：2022 年广告主对新营销概念应用现状及预期



数据来源：《2022 中国数字营销趋势报告》，西南证券整理

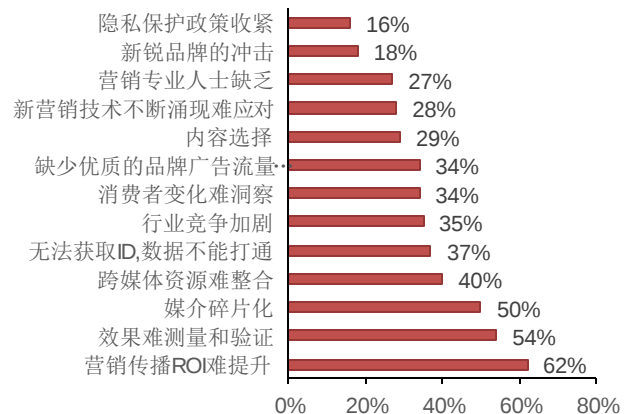
数字营销挑战犹存。营销传播 ROI 难提升、效果难测量和验证、媒介碎片化和跨媒体资源难整合是报告中广告主普遍最担心的四个营销挑战；27% 的广告主担心营销专业人士的缺乏、34% 的广告主担心缺少优质的品牌广告流量资源。随着已经出台的《个人信息保护法》和即将在 2022 年 3 月 1 日正式实施的《互联网信息服务算法推荐管理规定》，有 16% 的广告主担心隐私保护政策收紧对广告投放的营销。

图 16：2019-2021 年各广告形式收入占比情况对比



数据来源：中关村互动营销实验室，西南证券整理

图 17：2022 年广告主媒介选择挑战



数据来源：《2022 中国数字营销趋势报告》，西南证券整理

中国互联网广告法律和监管政策日益严格，行业野蛮生长时代逐渐落幕。《中华人民共和国数据安全法》、《中华人民共和国个人信息保护法》、《互联网广告管理办法（公开征求意见稿）》和《互联网信息服务算法推荐管理规定》的正式实施，标志着行业进入规范化的发展轨迹。法律中明确了广告主对于个人信息与数据的获取和使用的标准，进一步细化广告主等主体的责任，互联网广告或将迎来新发展拐点。

表 3：互联网广告法律和监管政策概览

规定名称	时间	相关部门、企业	政策内容简介
《移动互联网应用程序（APP）启动屏广告行为规范（征求意见稿）》	2021.4.28	中国广告协会、中国互联网协会	“启动屏广告时长最长不超过 5 秒。”“不得通过误导用户点击行为直接启动 APP 下载，设置领取步骤诱导下载或未取得用户同意以违法方式收集用户的个人信息。”“通过程序化购买方式发布启动屏广告时，广告需求方平台经营者应当清晰标明广告来源。”
《中华人民共和国数据安全法》	2021.9.1	全国人大常委会	规范数据处理活动，保障数据安全，促进数据开发利用，保护个人、组织的合法权益
《中华人民共和国个人信息保护法》	2021.11.1	全国人大常委会	禁止平台大数据杀熟、禁止平台强制推送个性化广告、禁止平台过意收集用户个人信息
《互联网广告管理办法（公开征求意见稿）》	2021.11.26	市场监管总局	进一步强化对植入广告的管理、进一步强化对弹出广告一键关闭的管理、对校外培训、保健食品、美容、游戏等广告发布场景进行限制、进一步细化广告主等主体的责任
《互联网信息服务算法推荐管理规定》	2022.3.1	国家网信办	要求保障用户的算法知情权和算法选择权，应当向用户提供不针对其个人特征的选项，或者便捷的关闭算法推荐服务的选项。
《互联网弹窗信息推送服务管理规定（征求意见稿）》	2022.3.2	网信办、互信办、工信部、公安部、国家市场监督管理总局	弹窗推送广告信息，必须进行内容合规审查，不得违反国家相关法律法规；应当具有可识别性，显著标明“广告”，明示用户，确保弹窗广告一键关闭；不得滥用个性化弹窗服务，利用算法屏蔽信息、过度推荐

数据来源：中国人大网，市场监管总局、工业和信息化部、中国广告协会，西南证券整理

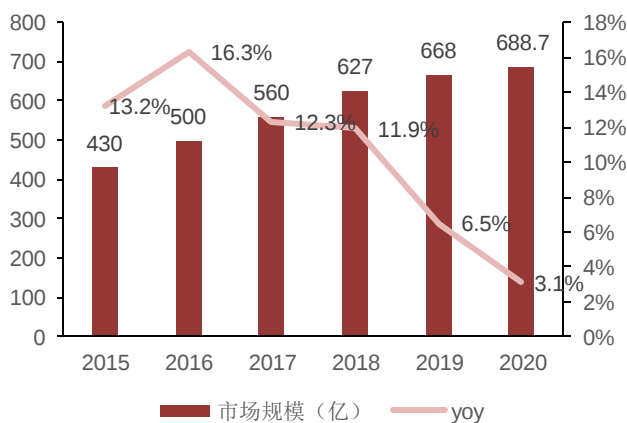
2.2 场景活动市场需求强劲，线上营销助力公关大势渐起

场景活动市场需求强劲，规模持续增长。场景活动亦被称为公共关系活动，主要包含广告经营者为客户举办文艺赛事、节目、会展、发布会或座谈会等各类活动。《中国公共关系业 2020 年度调查报告》显示，我国公共关系行业市场规模从 2015 年的 430 亿元增长至 2020 年的 688.7 亿元，CAGR 为 9.9%。受疫情和整体经济下行的影响，行业收入增幅有较大的回落，但市场需求仍存。

行业层面，汽车市占率多年高居榜首。2020 年汽车、IT（通讯）、互联网、快速消费品、金融行业的广告主开展场景活动所花费金额持续排名行业前五，与三人行客户行业分布高度匹配。其中，汽车行业 2020 年市占率 40.5%（+3.1%），多年高居榜首。

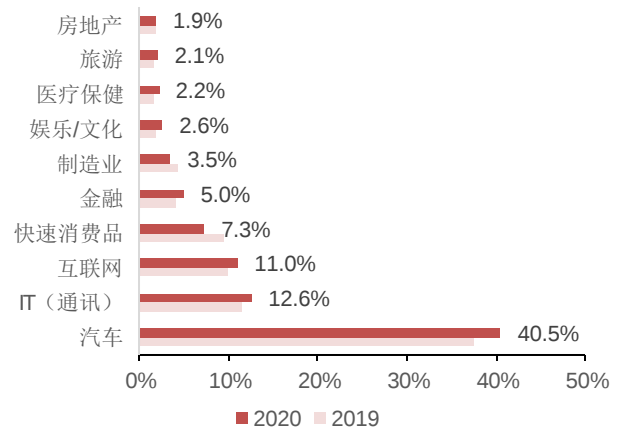
后疫情时代，“互联网+场景活动”渐成行业大势。场景活动与互联网营销等其他营销方式或将快速融合，以数字场景活动、娱乐场景活动及体育场景活动等为代表的新兴场景活动领域有望得到快速发展，进一步促进我国场景活动市场规模不断增长。

图 18：2015-2020 年中国公共关系行业市场规模及增速



数据来源：《中国公共关系业 2020 年度调查报告》，西南证券整理

图 19：2019 和 2020 年公共关系分行业份额



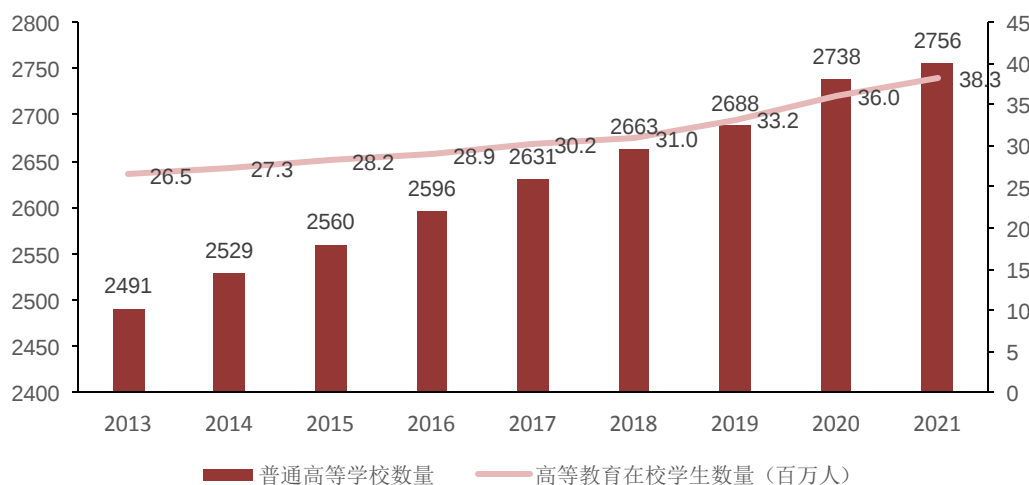
数据来源：《中国公共关系业 2020 年度调查报告》，西南证券整理

2.3 校园营销市场容量可观，潜力不容低估

高校营销市场具有受众明确、传播能力迅速等特点，在广告主中的战略意义愈发凸显。一方面，高校学生人口集中，消费集中，具有一定的封闭性；故校园媒体的广告受众集中且较为明确，有助于广告主开展针对性较强的营销活动。另一方面，大学时期是人生消费的初始阶段和价值观、品牌的形成阶段，品牌意识较弱但可塑性较强，叠加对新鲜事物敏感度高，好奇心强，对新产品接受较快，且具有群体性和高辐射性，易于接受广告主的品牌宣传并形成巨大的市场效应。因此，校园场景的营销信息投放有望延续，并通过培养大学生品牌意识和忠诚度，影响其消费习惯，进而推广产品或服务。

全国高校和在校生数量逐年上升，校园营销市场潜力值得期待。《全国教育事业统计公报》显示，2021 年我国普通高等学校（含独立学院）增至 2756 所；在校大学生（含普通高等教育本专科学生及研究生）增至 3830 万人，较 2020 年增加了 230 万人。我国普通高等学校及在校大学生的数量均呈现逐年上升的趋势，大学生的消费能力不断增强，为校园营销市场提供用户保障，校园营销市场规模平稳增长可期。

图 20：2013-2021 年我国普通高等学校及在校生数量



数据来源：全国教育事业统计公报，西南证券整理

3 “整合营销+头部媒介+优质客户池” 构筑核心竞争力

3.1 深入绑定优质客户，品牌力助力新客户获取

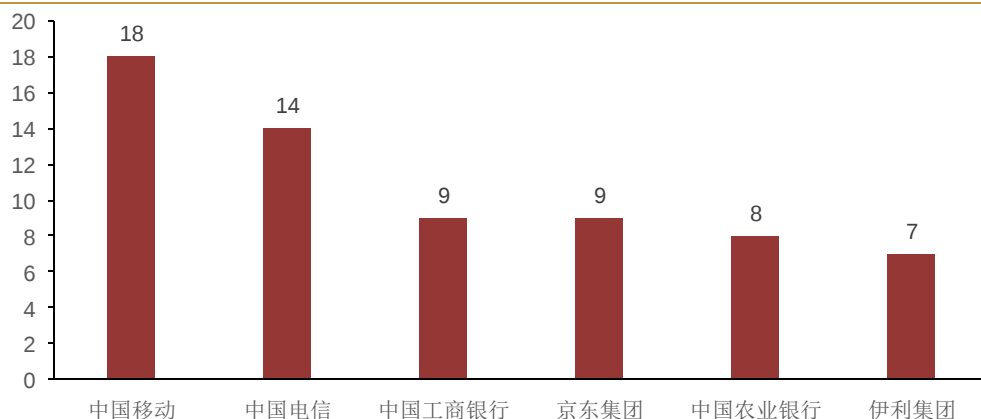
大客户资源优质稳定，客户集中度高。客户资源是广告公司的立足之本。公司主要客户具备三大特征：1) 主要客户为多领域世界 500 强企业，包括中国电信、中国移动、中国联通等电信运营商领域客户；中国工商银行、中国农业银行等金融领域客户；京东、滴滴等互联网领域客户；伊利、农夫山泉等快速消费品领域客户等，每年营销预算较高；2) 前五大客户贡献高营收。2017-2019 业务收入前 5 大客户分别占比在 76%、75%、76%，其中伊利集团销售金额快速上升，从 2017 年的 0.4 亿上升至 2019 年的 6.3 亿，合作深度得到体现；3) 主要客户合作时间较长、黏性较强，合作期限大于 7 年：公司自 2004 年开始与中国移动合作，自 2008 年开始与中国电信合作，自 2013 年起与中国工商银行、京东集团合作，自 2015 年开始与伊利集团合作，客户稳定性及可持续性方面优势明显。

表 4：2017-2019 年公司前五大客户销售额及占比

序号	年份	客户名称	销售额 (亿元)	占比	年份	客户名称	销售额 (亿元)	占比	年份	客户名称	销售额 (亿元)	占比
1	2019	伊利集团	6.3	38.8%	2018	伊利集团	2.6	23.4%	2017	中国电信	3.0	40.1%
2		中国电信	2.5	15.0%		中国电信	2.5	22.8%		中国移动	1.1	14.5%
3		中国移动	1.9	11.9%		中国移动	2.1	18.8%		京东集团	0.9	11.7%
4		中国工商银行	0.9	5.4%		京东集团	0.6	5.2%		中国工商银行	0.5	6.4%
5		中国农业银行	0.9	5.3%		中国工商银行	0.6	5.2%		伊利集团	0.4	5.1%

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：截至 2022 年公司和主要客户合作时长情况（年）



数据来源：CryptoPunks, 头豹研究院, 西南证券整理

开拓新用户方面，2021 年公司成功拓展新的头部客户，新增华润集团旗下怡宝、雪花等快速消费品客户，医美行业的头部企业巨子生物等新消费客户，国家体育总局体育彩票管理中心客户，邮储银行、民生银行等金融行业头部优质客户，新增客户推动新一轮营收增长，具有重要的长线意义。

公司开拓汽车行业整合营销业务成效显著。2021 年，凭借专业的整合营销服务能力中标东风本田 2022 年度网络广告投放代理项目，并中选为一汽丰田全新车型提供品牌宣传和传播等营销服务。中标此类营销预算规模较大的头部汽车客户，有望为后续业绩增长奠定坚实基础。

图 22：公司丰富的客户矩阵



数据来源：公司官网, 西南证券整理

3.2 媒体资源丰富，整合能力行业领先

涵盖主流媒体资源，具备强大的媒介购买谈判能力。在线上媒体资源方面，公司以互联网广告行业的主流媒体作为主要供应商，已与字节跳动（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建立了良好的业务合作关系，主要涵盖新闻资讯、长视频、短视频、社交平台等新兴媒体领域，具有影响力较大、营销受众面较广的特点，能够满足大部分品牌广告主的市场营销需求，专业能力或将继续助推品牌力沉淀。

表 5：2017-2019 年公司前五大供应商采购金额及占比

序号	年份	客户名	销售额 (亿元)	占比	年份	客户名	销售额 (亿元)	占比	年份	客户名	销售额 (亿元)	占比
1	2019	字节跳动	255.2	20.1%	2018	字节跳动	126.0	23.4%	2017	字节跳动	42.4	7.8%
2		新浪	244.8	19.3%		新浪	125.9	22.8%		土豆文化	34.9	6.4%
3		网易	80.1	6.3%		网易	57.0	18.8%		乐视	33.1	6.0%
4		爱奇艺	65.8	5.2%		腾讯	47.6	5.2%		腾讯	31.1	5.7%
5		搜狐	64.9	5.1%		爱奇艺	45.6	5.2%		爱奇艺	25.5	4.7%

数据来源：公司公告，西南证券整理

线下媒体资源网满足客户大范围、快传播的营销需求。截至 2019 年末，公司拥有覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）的 800 余所高校的校园媒体资源网络，占全国普通高等学校（含独立学院）总数的 33%（院校数量为截至 2018 年末数据），与全国上千所高校、大型媒体形成稳定深层次的良好战略合作，与高校各部门均有长期合作关系，具有较强的校园媒体资源先发优势及规模优势，以确保媒体投放的准确度、完成度、曝光度及长期的校园影响力；公司拥有覆盖全国各地的场地、展馆资源、丰富的户外及交通枢纽黄金媒体资源，形成高速、机场、城市三大重点区域的户外传播网络，全面覆盖户外出行人群；并以“资源+创意”的专业化服务，实现客户品牌传播价值最大化。

协同整合媒体与场景、线上与线下媒体资源，多场景、广覆盖、高效率营销。公司在洞察客户品牌的市场定位、发掘客户产品或服务的营销亮点的基础上，结合自身在数字营销、场景活动和校园媒体营销等业务领域的布局，能够为客户提供品牌策略、创意策划、内容制作、媒介策略、广告投放、活动执行、效果评估及优化等全流程的整合营销服务，高效地满足客户在全国范围内跨媒体、多渠道的品牌曝光和产品或服务推广的营销需求。

表 6：三人行部分营销案例

	客户名称	活动名称
数字营销	中国电信	“上海电信新春传播三部曲”项目，荣获 2018 年金网奖互联网传播奖金奖
	通用汽车	“凯迪拉克 XTS 新车上市”项目，通过微博等社交媒体的 KOL 进行传播，荣获 2018 年金网奖社会化营销奖银奖
	伊利	“伊利谷粒多‘喝饱一起嗨’整合传播”项目，协同抖音、天猫平台配合线下活动等共同打造传播矩阵
场景活动	中国电信	天翼飞 Young 校园好声音歌手大赛、与信仰对话、飞 Young 创业英雄汇
	中国工商银行	工商银行杯金融创意设计大赛项目
	中国移动	移动政企全年会议、移动政企场景活动类
	咪咕音乐	咪咕移动音乐大赛、音为青春·2018 中国大学音乐超级联赛

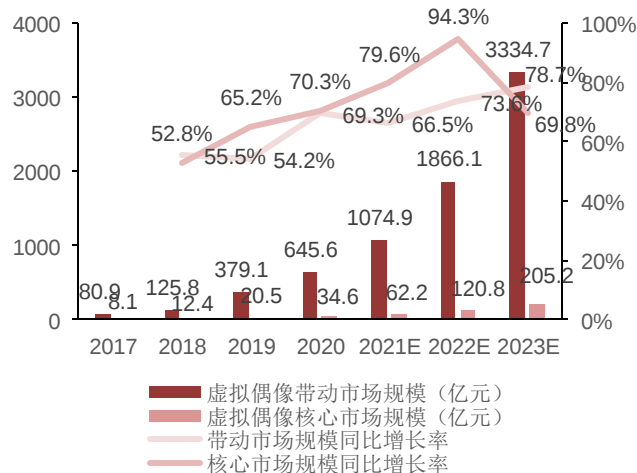
数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 乘元宇宙之风，紧跟营销新需求

4.1 虚拟人延伸营销创意空间，助力品牌吸引流量

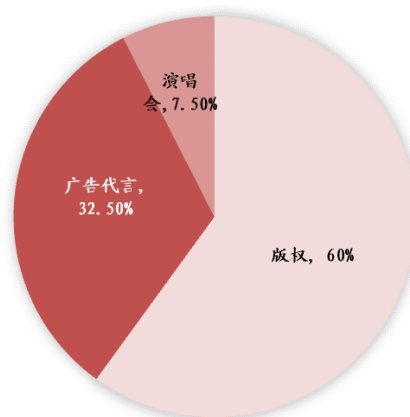
虚拟偶像产业逐渐兴起，渐成品牌营销新商机。据艾媒咨询数据显示，2020 年中国虚拟偶像核心产业规模为 34.6 亿元 (+70.3%)，预计 2021 年达到 62.2 亿元；虚拟偶像带动产业规模 2020 年为 645.6 亿元，预计 2021 年为 1074.9 亿元。虚拟偶像 IP 的商业价值凸显使得越来越多品牌愿意使用虚拟偶像作为产品代言形象。

图 23：2017-2023 年中国虚拟偶像市场规模及预测



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 24：2020 年中国虚拟偶像主要应用领域市场份额



数据来源：头豹咨询，西南证券整理

虚拟代言人兼顾社交、娱乐、服务三重角色，助力品牌快速切入年轻圈层。与真人代言相比，虚拟人代言生命周期长、可不断迭代、延展空间大、可以长期高频次与用户交互。众多知名品牌热衷于打造虚拟代言人，如肯德基为虚拟人“KI 上校”建立人设、打造故事，屈臣氏打造虚拟美妆顾问“屈晨曦 Wilson”并推出多种互动玩法，强化品牌与用户之间的情感联系，进一步扩大品牌影响力。

表 7：多领域应用虚拟人代言

领域	品牌	虚拟形象	图例	领域	品牌	虚拟形象	图例
美妆护肤	花西子	花西子		潮流服饰	GUCCI、Givenchy	ALICE	

领域	品牌	虚拟形象	图例	领域	品牌	虚拟形象	图例
	屈臣氏	屈晨曦 Wilson		食品饮料	麦当劳	开心姐姐	
	欧莱雅	M姐			肯德基	虚拟网红 上校	
	SK-II	IMMA		企业服务	钉钉	“钉哥、钉妹”	

数据来源：百度，西南证券整理

4.2 与魔法科技打造虚拟人资产，拓宽营销新渠道

开展虚拟人合作，探索营销新方式。公司与国内领先的虚拟人技术公司魔法科技合作，打造自身的虚拟人资产。魔法科技创立于2018年初，已完成三轮来自红杉资本、字节跳动等著名投资机构的数亿元人民币融资。创始人柴金祥博士是计算机图形学、人工智能领域知名专家，核心研发团队均来自于世界知名实验室从事相关技术研究的学者与行业专家。魔法科技通过三大关键平台化产品服务了例如淘宝、天猫、bilibili、小米、游族、欧莱雅集团、伊利等优质企业；其中，为法国美妆巨头欧莱雅全流程打造全球首位虚拟代言人—M姐；其打造的爆款原创虚拟IP—翎，为首个登上央视综艺《华彩少年》的虚拟人，已有40余万微博粉丝基数，与奈雪的茶、特斯拉、太平鸟乐町、KEEP、天梭等实现跨界合作。

推出虚拟人定制计划，迎合客户定制化营销需求。公司和客户一起探寻虚拟人应用场景落地，将结合客户的品牌调性、品牌战略、品牌特征等为客户针对性定制虚拟人产品，以满足客户在新型营销场景中的营销需求。

图 25：魔法科技原创虚拟 IP：翎



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 26：魔法科技原创虚拟 IP：Sam&Liz



数据来源：头豹咨询，西南证券整理

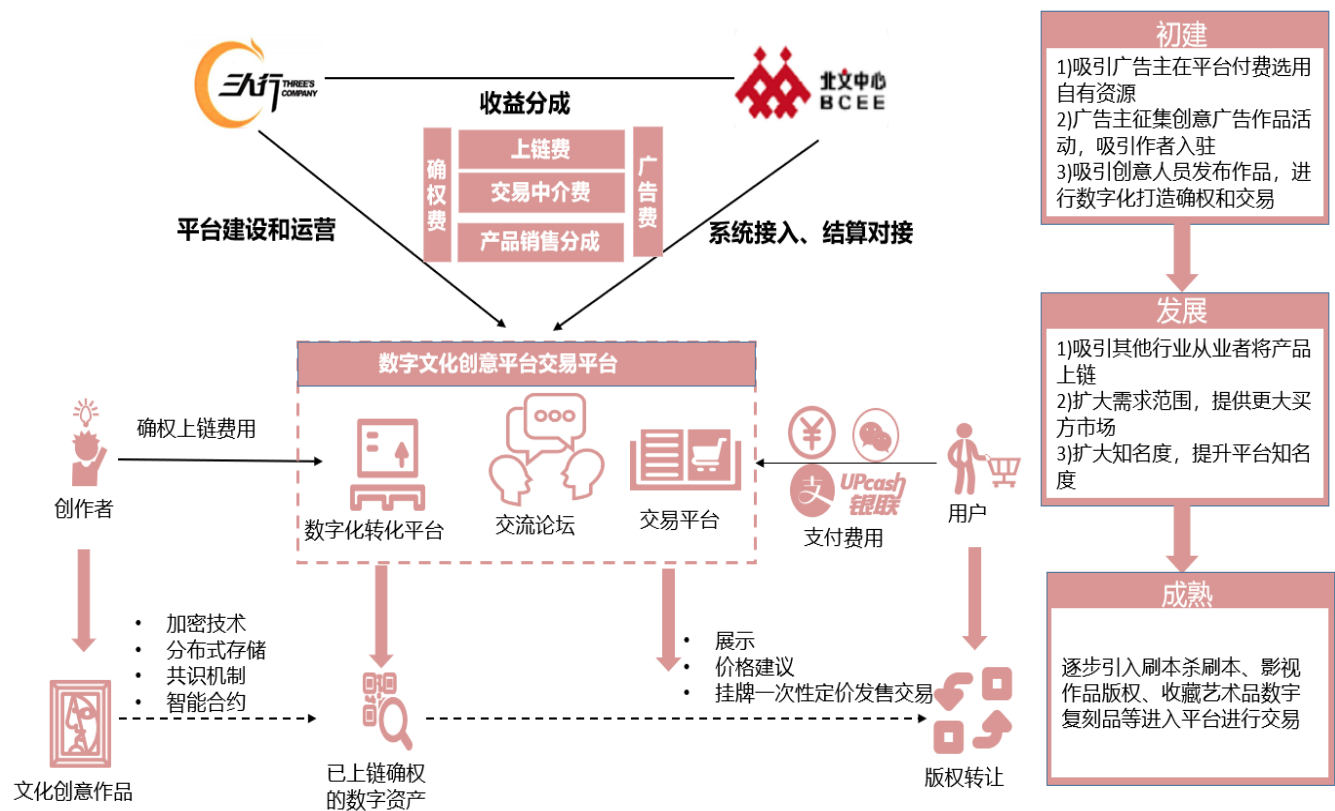
4.3 共建数字文化创意产品交易平台，构筑潜在第二增长极

与北文中心签署《战略合作框架协议》，拟共建数字文化创意产品交易平台。数字文化创意产品交易平台，定位于利用区块链技术实现数字文化创意产品的在线交易。该平台由三部分组成：数字化转化平台、交易平台、论坛。北京文化产权交易中心有限公司（简称“北文中心”），是有国资背景的北京唯一从事国有文化企事业单位产权、股权及实物资产交易服务的授权机构，是集国有文化企事业单位产权、股权和实物资产交易系统、资金结算、登记托管和法律风控为一体的平台。

强强联合，国资背景授权平台叠加自身龙头效应。结合运用北文中心在全国首都文化产权交易领域的公信力和领袖地位，及利用公司在文化传媒领域的丰富客户资源和行业领先的创意能力经验，实施强强联合，布局文化数字资产的综合应用、交易等业务领域。根据协议的规划，平台在初建阶段，公司利用优质客户资源和自有创意资源，吸引广告主来平台交易和征集广告作品，同时吸引更多创作者。在发展阶段，从供需两端出发，将逐步吸引其他广告、影视、游戏行业等从业者，在平台将作品进行数字化转化和交易，吸引政企等需求端等，不断扩大平台的知名度。在成熟阶段，有望逐步引入剧本杀剧本、影视作品版权、收藏艺术品数字复刻品等进入平台进行交易。

盈利模式多元化，第二增长曲线可期。平台可通过三种途径盈利：1）创作者将文创作品转化成数字作品并被上链存储时所需支付的数字化转化确权及上链费用，发生交易时的中介费；2）在平台组织完成创意设计的数字文创产品的销售分成费用；3）品牌广告主客户在将其自有 IP 或者虚拟形象数字创意产品放置在交易平台或者社区进行宣传收取的广告费。此外，该平台还将与主营业务产生协同效应，助力公司将自身的创意作品转化为数字资产，并满足资深客户数字版权营销需求，拓宽营销渠道。

图 27：数字文化创意平台交易平台



数据来源：《关于签订战略合作框架协议的公告》，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 关键假设

假设 1：2022 年数字营销市场稳中有升，预计公司主要头部客户营销预算或将随销量成比例增长，且公司持续拓展新领域头部客户，预计 2021-2023 年数字营销业务客户需求增速分别为 29%/45%/40%，毛利率企稳向好；

假设 2：在疫苗高接种率和全球疫情逐渐回落背景下，线下营销活动需求有望逐渐复苏，预计场景活动服务需求保持平稳，2021-2023 年场景活动服务需求增速分别为 6%/4%/4%；

假设 3：公司数字营销业务日趋成熟，在规模效应下，与媒介购买谈判能力或将得到一定提高，互联网公司对三人行返点额有望随着采购媒体资源金额增加而增加，预计整体毛利率企稳并略有上升，2021-2023 年分别为 20.2%/20.3%/20.6%；费用率略微收窄。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
数字营销服务	收入	2566	3315.3	4807.2	6730.1
	增速	82.9%	29.2%	45.0%	40.0%
	毛利率	17.9%	19.0%	19.5%	20.0%
场景活动服务	收入	147.6	155.9	162.1	168.6
	增速	4.6%	5.6%	4.0%	4.0%
	毛利率	34.3%	34.0%	33.8%	33.5%
校园媒体营销服务	收入	17.7	15.9	15.1	14.4
	增速	-14.6%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	68.9%	69.0%	69.0%	69.0%
其他主营业务	收入	76.4	83.9	92.3	101.5
	增速	14.3%	9.7%	10.0%	10.0%
	毛利率	33.3%	33.0%	33.0%	33.0%
合计	收入	2807.7	3571.0	5076.7	7014.5
	增速	72.1%	27.2%	42.2%	38.2%
	毛利率	19.5%	20.2%	20.3%	20.6%

数据来源：wind，西南证券

5.2 相对估值

我们选取蓝色光标、华扬联众、联创股份 3 家作为可比公司，2022 年 3 家公司平均 PE 为 16 倍。公司为本土领先的整合营销广告传媒公司，主要客户黏性强、营销预算高，有望持续贡献营收高增；2022 年公司或在存量用户基础上拓展新客户，业绩延续增长值得期待；叠加元宇宙业务布局，或构筑潜在第二增长极。综上，我们给予三人行 2022 年 20 倍 PE，对应目标价 211 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值情况

证券代码	可比公司	股价	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
300058.SZ	蓝色光标	7.80	0.29	0.27	0.33	0.39	21	29	23	20
603825.SH	华扬联众	18.47	0.92	0.96	1.46	1.86	20	19	13	10
300343.SZ	联创股份	15.02	-0.08	0.42	1.39	1.44	-	36	11	10
平均值							20.5	28	16	13

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

行业监管政策趋严风险，市场竞争加剧风险，广告行业下行风险，元宇宙战略进展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2807.75	3570.96	5076.68	7014.51	净利润	362.82	505.84	735.38	1033.92
营业成本	2260.48	2849.39	4043.60	5568.61	折旧与摊销	4.15	1.05	1.05	1.05
营业税金及附加	6.04	7.69	10.93	15.10	财务费用	-3.56	-3.95	-5.76	-7.59
销售费用	111.13	138.55	187.84	259.54	资产减值损失	-0.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	36.85	57.17	81.28	112.30	经营营运资本变动	-248.84	4.95	-172.86	-220.68
财务费用	-3.56	-3.95	-5.76	-7.59	其他	1.58	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-0.31	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	115.85	507.89	559.81	805.70
投资收益	4.27	0.00	0.00	0.00	资本支出	-4.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.68	0.00	0.00	0.00	其他	-222.35	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-226.45	0.00	0.00	0.00
营业利润	422.22	522.11	758.79	1066.55	短期借款	-47.00	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.76	-0.62	-0.67	-0.65	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	421.46	521.49	758.12	1065.90	股权融资	1054.31	0.00	0.00	0.00
所得税	58.64	15.64	22.74	31.98	支付股利	-103.60	-88.00	-133.17	-197.09
净利润	362.82	505.84	735.38	1033.92	其他	-13.26	-0.05	5.76	7.59
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	890.45	-108.05	-127.41	-189.49
归属母公司股东净利润	362.82	505.84	735.38	1033.92	现金流量净额	779.85	399.84	432.41	616.20
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1103.70	1503.54	1935.95	2552.15	成长能力				
应收和预付款项	1004.48	1213.77	1724.83	2404.94	销售收入增长率	72.10%	27.18%	42.17%	38.17%
存货	7.80	9.84	11.96	18.22	营业利润增长率	84.59%	23.66%	45.33%	40.56%
其他流动资产	166.79	102.13	107.24	113.82	净利润增长率	87.39%	39.42%	45.38%	40.60%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	79.72%	22.80%	45.24%	40.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3.22	2.92	2.62	2.32	毛利率	19.49%	20.21%	20.35%	20.61%
无形资产和开发支出	1.34	0.89	0.45	0.00	三费率	5.14%	5.37%	5.19%	5.19%
其他非流动资产	145.37	145.06	144.76	144.45	净利率	12.92%	14.17%	14.49%	14.74%
资产总计	2432.71	2978.16	3927.80	5235.91	ROE	21.47%	24.00%	27.14%	29.15%
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.91%	16.99%	18.72%	19.75%
应付和预收款项	686.26	866.36	1212.27	1681.60	ROIC	76.96%	72.42%	82.10%	81.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.06%	14.54%	14.85%	15.11%
其他负债	36.52	4.03	5.55	7.49	营运能力				
负债合计	742.78	870.39	1217.82	1689.09	总资产周转率	1.71	1.32	1.47	1.53
股本	69.68	69.68	69.68	69.68	固定资产周转率	908.61	1161.83	1830.19	2835.16
资本公积	1055.11	1031.11	1031.11	1031.11	应收账款周转率	4.12	3.53	3.82	3.74
留存收益	565.14	982.99	1585.20	2422.03	存货周转率	256.48	323.06	339.87	335.64
归属母公司股东权益	1689.93	2107.77	2709.99	3546.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.69%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1689.93	2107.77	2709.99	3546.82	资产负债率	30.53%	29.23%	31.01%	32.26%
负债和股东权益合计	2432.71	2978.16	3927.80	5235.91	带息债务/总负债	2.69%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.07	3.25	3.10	3.01
					速动比率	3.06	3.24	3.10	3.00
					股利支付率	28.55%	17.40%	18.11%	19.06%
					每股指标				
					每股收益	5.21	7.26	10.55	14.84
					每股净资产	24.25	30.25	38.89	50.90
					每股经营现金	1.66	7.29	8.03	11.56
					每股股利	1.49	1.26	1.91	2.83
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	422.81	519.21	754.08	1060.01					
PE	31.39	22.51	15.49	11.01					
PB	6.74	5.40	4.20	3.21					
PS	4.06	3.19	2.24	1.62					
EV/EBITDA	23.83	26.15	17.43	11.82					
股息率	0.91%	0.77%	1.17%	1.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn