



Research and
Development Center

服务优质国企等头部客户的整合营销龙头

——三人行 (605168.SH) 首次覆盖报告

2022 年 03 月 20 日

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师
S1500522010001
+86 17317141123
fengcuiting@cindasc.com

证券研究报告

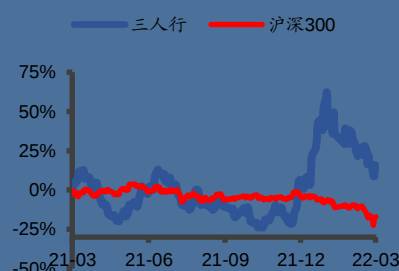
公司研究

公司首次覆盖报告

三人行 (605168.SH)

投资评级 买入

上次评级



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	159.06
52 周内股价波动区间 (元)	104.0-240.0
最近一月涨跌幅 (%)	-7.90%
总股本 (百万股)	69.68
流通 A 股比例	43.87%
总市值 (亿元)	110.83

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

服务优质国企等头部客户的整合营销龙头

2022 年 03 月 20 日

本期内容提要:

- **公司与已有头部客户合作稳定, 持续拓展多行业头部客户为未来业绩增长奠定基础。**三人行成立于 2003 年, 初期专注拓展校园媒体资源, 2014 年转型互联网营销领域后继续拓展各行业头部客户, 目前已覆盖电信运营商、金融、互联网、快消、汽车等多行业头部客户, 并不断拓展新头部客户, 为长期增长注入源源不断的活力。
- **公司业绩稳健增长, 盈利能力行业领先。**2018-2020 年公司分别实现营收 11.00/16.31/28.08 亿元, 对应同比增速为 45.0%/48.4%/72.1%, 归母净利润分别为 1.24/1.94/3.63 亿元, 对应同比增长 26.9%/56.1%/87.4%。2021 年度业绩快报预计 2021 年公司营业收入 35.71 亿元, 同比增长 27.18%, 归母净利润 5.06 亿元, 同比增长 39.42%, 预计 2018-2021 年净利复合增速将达到 59.8%。公司主营业务盈利能力较强, 2020 年/2021 年前三季度毛利率、净利率分别为 19.5%/19.8%、12.9%/12.2%, 系行业领先水平。
- **股权激励再延长, 彰显公司长期发展信心。**公司于 22 年 1 月发布最新限制性股票激励计划草案, 实质系 2020 年第一次发布的股权激励计划的延长, 对应 22-24 年净利目标 7.3/10/13 亿元 (之前 20-22 年净利目标为 3.5/5/7 亿元), 新激励计划展现公司领导层的长期信心, 将充分调动员工积极性。
- **NFT 与虚拟人业务将进一步催化公司业绩。**公司于 22 年 1 月与北文中心签订战略合作协议, 拟共同建立数字文化创意产品交易平台, 进军 NFT 领域。该平台有望于今年落地, 成为公司第二增长曲线。公司同时积极布局虚拟人领域, 未来将为公司带来更多业绩增量。

投资建议:三人行拥有多行业稳定头部客户, 包括伊利、三大运营商、四大银行等头部国企, 21 年更新开拓华润集团、一汽大众、东风本田、一汽丰田等多行业新客户, 未来 2-3 年或有投资收益弹性。我们预计 2021-2023 年净利润为 5.07/7.77/10.71 亿元, 对应估值 22x/14x/10x。根据可比公司给予 22 年 23x P/E 目标估值, 目标价为 256.68 元/股, 考虑到公司受益于核心国企持续营销推广投入增长趋势, 以及 NFT、数字虚拟人等布局有望形成的催化, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素:市场竞争加剧、经营性利率下降、行业政策变化等风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,631	2,808	3,579	6,529	9,038
增长率 YoY %	48.38%	72.10%	27.47%	82.42%	38.43%
归母净利(百万元)	194	363	507	777	1,071
增长率 YoY%	56.1%	87.4%	39.67%	53.44%	37.76%
毛利率%	22.36%	19.49%	21.10%	18.20%	17.20%
净资产收益率ROE%	51.4%	21.5%	23.1%	26.1%	26.5%
EPS(摊薄)(元)	3.74	5.86	7.27	11.16	15.37
市盈率 P/E(倍)	-	30.95	21.87	14.26	10.35
市净率 P/B(倍)	-	7.48	5.05	3.73	2.74

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年03月18日收盘价

目 录

投资聚焦	6
1. 公司介绍：综合型广告传媒企业，以整合营销为特色	7
1.1. 发展历史概况	7
1.2. 主营业务：三大核心业务构成公司整合营销服务	7
1.2.1. 数字营销服务	8
1.2.2. 场景活动服务	9
1.2.3. 校园媒体营销服务	9
1.3. 主要经营模式：直接销售，以销定购	10
1.3.1. 销售模式	10
1.3.2. 采购模式	10
2. 行业分析：疫情转好利好广告行业，数字经济推动技术革新	11
2.1. 宏观经济：后疫情环境，社会消费回暖	11
2.2. 广告行业：疫情转好，整体呈修复性增长，广告主信心充沛	11
2.3. 数字经济发展，推动数字营销技术变革	13
3. 财务分析：营收稳定增长，盈利能力行业领先	15
3.1. 营收、归母净利：营收持续稳定增长，数字营销服务贡献大部分收入	15
3.2. 营业成本：成本结构与业务匹配，媒体资源成本占比最大	16
3.3. 毛利率、净利率：与业务紧密相关，毛利率小幅波动，净利总体稳定	16
3.4. 期间费用：期间费用率随业务规模扩大总体呈下降趋势	17
3.5. 现金流量：经营活动现金流净额总体健康	18
3.6. 资产、负债：总资产随业务规模增大而提升，应收账款管理良好	19
4. 投资要点：主营业务稳定增长，第二曲线有望今年落地	21
4.1. 优质、稳定的客户基础，保证业务可持续	21
4.2. 供应商多为互联网主流媒体，高效满足广告主营销需求	21
4.3. 股权激励再延长，彰显公司长期发展信心	22
4.4. NFT、虚拟人布局有望催化业绩	23
5. 盈利预测、估值与投资评级	25
5.1. 盈利预测及假设	25
5.2. 估值分析与投资评级	26
6. 风险因素	27

表 目 录

表 1: 数字营销业务主要服务内容	8
表 2: 部分场景活动服务案例	9
表 3: 数字经济相关国家政策梳理	13
表 4: 公司主营业务成本构成	16
表 5: 可比公司毛利率对比 (%)	17
表 6: 2017-2020 年度计提坏账准备	20
表 7: 资产负债相关重要比率分析	20
表 8: 2017-2019 年度公司前五大客户及销售情况	21
表 9: 2017-2019 年度公司前五大供应商及采购情况	22
表 10: 2019A-2023E 分业务营收 (万元)	25
表 11: 2019A-2023E 核心费用率假设	26
表 12: 可比公司估值	26

图 目 录

图 1: 三人行发展历程	7
图 2: 数字营销业务实施案例“上海电信新春传播三部曲”项目	9
图 3: 校园媒体应用实景	10
图 4: 社会消费品零售总额: 当月同比 (%)	11
图 5: 2017-2021 年广告刊例花费同比增幅	11
图 6: 广告主对当年营销推广费用占比的预期	11
图 7: 2016-2023 年中国网络广告市场规模	12
图 8: 营销服务商在产业技术端的创新价值	14
图 9: 公司营业收入 (亿元) 及增速 (%)	15
图 10: 公司归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	15
图 11: 公司各业务营收 (亿元)	15
图 12: 公司各业务营收占比	15
图 13: 公司主营业务成本占比	16
图 14: 公司毛利率及净利率	17
图 15: 各业务毛利率	17
图 16: 公司三费走势	18
图 17: 公司营业现金流	19
图 18: 公司资产、负债情况	19
图 19: 2017-2020 年应收账款及占收入比值	19

投资聚焦

- **整合营销服务行业的龙头企业，客户资源优质。**公司成立初期拓展校园媒体的过程中积累了包括中国移动、中国电信、中国工商银行、中国农业银行等优质国企客户资源，2014 年转型互联网营销后仍与三大运营商、四大银行、伊利集团等众多国企保持良好合作关系，是公司收入的重要组成部分。凭借专业的整合营销服务能力，2020 年新增汽车行业头部客户一汽，2021 年又新增华润集团旗下怡宝、雪花、喜力以及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等。同时开拓汽车行业业务发展，中标东风本田 2022 年度网络广告投放代理项目，中选一汽丰田新车型的宣传、传播等营销服务。客户资源优质，收入稳定，是整合营销服务行业的龙头企业。
- **22 年股权激励再延长，长期发展信心十足。**公司 22 年延长了 2020 年首次授予的股权激励，22-24 年的净利目标为 7.3/10/13 亿元（之前 20-22 年考核目标为 3.5/5/7 亿元），新激励计划展现出公司领导层对未来长期发展的十足信心，也将充分调动员工积极性。
- **NFT、虚拟人业务相关布局进一步催化公司业绩。**公司 22 年 1 月与北文中心签订战略合作协议，拟共同建立数字文化创意交易平台。该平台将充分利用北文中心在首都文化产权交易领域的公信力和三人行在文化传媒领域的丰富资源与经验，实现“强强联合”。长期来看，有望形成公司的第二增长曲线。公司同时积极布局虚拟人相关业务，争取为公司业绩带来更多增量。
- **本篇报告特色之处：**盈利预测部分基于“广告主-收入”假设，逐一测算了公司头部客户的收入。此拆分方法可跟踪单个广告主收入变化及其所属行业景气度的变化，整体逻辑更加细化、准确。

1. 公司介绍：综合型广告传媒企业，以整合营销为特色

1.1. 发展历史概况

公司成立于 2003 年，通过成功的传媒领域转型和移动互联网营销领域转型，于 2015 年 4 月挂牌新三板，成为“全国校园传媒第一股”。2017-2019 年，公司主营业务收入年复合增长率达到 46.82%，业务规模快速增长。2020 年 5 月 28 日，公司登录上海证券交易所主板上市，股票代码：605168，2020 年营业收入突破 28 亿元。

图 1：三人行发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司成立初期专注于拓展校园媒体资源，与中国移动、中国电信等知名企业建立良好的合作关系，为之后的优质头部客户资源打下基础。发展初期公司建立了覆盖全国重点城市的高校媒体网络，2004 年开始与中国移动合作，2008 年开始与中国电信合作，2013 年开始与中国工商银行、京东集团合作，2014 年开始与中国农业银行合作。这些优质的头部客户资源为公司未来业务规模的扩大奠定了基础。

2014 年顺应营销传播方式的改变趋势，转型互联网营销领域，客户、供应商构成较集中。公司与主要客户长期合作，2019 年度的前五大客户分别是：伊利集团、中国电信、中国移动、中国工商银行和中国农业银行。其中，于 2015 年开始合作的伊利集团所占公司营业收入的占比从 2017 年的 5.14% 上升至 2019 年的 38.8%。关于供应商，公司同样选择主流媒体作为主要供应商并与之开展长期业务合作，2019 年度前五大供应商分别是：字节跳动、新浪、网易、爱奇艺和搜狐。其中，于 2016 年首次合作的字节跳动所占公司采购金额的比例从 2017 年度的 7.75% 上升至 2019 年度的 20.08%，头部媒体采购占比逐渐加大。

近年来公司持续拓展更多行业头部客户。2020 年新增汽车行业头部客户一汽，2021 年新增多行业头部客户包括华润集团旗下怡宝、雪花、喜力等快速消费品客户、医美行业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、邮储银行等金融行业头部优质客户，为公司带来增量收入。

1.2. 主营业务：三大核心业务构成公司整合营销服务

公司专业从事整合营销服务，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。通过洞察客户品牌的市场定位、发掘营销亮点，结合自己多业务领域的布局，为客户提供包括品牌策略、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

等一系列的整合营销服务。

1.2.1. 数字营销服务

数字营销服务是指公司针对客户在互联网媒体上的营销传播需求,为客户提供包括创意策划、媒介策略、媒体资源采购、营销效果评估等主要内容的专业化服务。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类,其中包括媒介策略、媒体资源采购等多种形式的服务项目。

表 1: 数字营销业务主要服务内容

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
	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,信达证券研发中心

➤ 创意策划服务

公司依托高素质、专业化的创意人才团队,积累了丰富的创意策划经验,深刻洞察客户的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。通过深入发掘广告主及其产品或服务的营销亮点,并结合社会热点话题,策划出既易于被营销受众接受又契合广告主产品或服务特色的营销创意方案。创意策划服务总体附加值较高。

➤ 媒介策略服务

公司洞悉各类互联网媒体特点并能够进行媒体资源整合,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,策划出各具特色的媒体资源整合方案,统筹营销信息在各互联网媒体上的投放安排,实现营销信息的快速高效传播。该服务能够体现出公司对互联网媒体资源统筹安排能力。

➤ 媒体资源采购服务

广告公司代理广告主的需求并向各类媒体采购媒体资源。目前,公司已与字节跳动、腾讯、新浪、搜狐、网易、爱奇艺等国内主流知名互联网媒体建立了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、擎天柱广告、信息流广告等多种形式的广告资源,满足客户传播营销信息的需求。

➤ 营销效果评估服务

公司向客户反馈营销信息传播效果并提出优化建议。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,并依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。提供此项服务的过程中,公司也

通过回顾、评估与总结提升而积累更多经验，进一步提升数字营销服务水平。

图 2：数字营销业务实施案例“上海电信新春传播三部曲”项目



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

1.2.2. 场景活动服务

场景活动服务是指在文艺赛事、节目、会展、路演、会议、发布会等各种场景活动中，为客户提供包括创意策划、文案撰写、场地租赁、物料采购、活动现场管理协调等在内的一系列专业化服务。公司通过在不同场景中植入客户品牌及产品服务信息，增强传播效果，满足广告主品牌推广、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能力和实现客户高标准的会议组织要求。公司与中国电信、中国移动、中国联通、中国工商银行等国内众多知名企业合作，提供了一系列的场景活动服务，其中部分合作项目如“天翼飞 Young 校园好声音歌手大赛项目”等商业模式已较为成熟，可贡献稳定收入。

表 2：部分场景活动服务案例

客户名称	活动名称
中国电信股份有限公司	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、暑期社会实践、天翼云杯云创业大赛
中国工商银行股份有限公司	工商银行杯金融创意设计大赛项目
中国移动通信有限公司	移动政企全年会议、移动政企场景活动类
咪咕音乐有限公司	咪咕移动音乐大赛、音为青春·2018 中国大学音乐超级联赛

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

1.2.3. 校园媒体营销服务

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及以此为基础的创意策划等相关服务。公司成立初期构建的校园媒体网络给其带来较强的校园媒体资源先发优势及规模优势。目前运营的校园媒体包括校园公告栏、校园运动场围栏，以及校园食堂餐桌桌贴、新生手册、校园内灯箱、车棚、休息座椅棚等，覆盖在校学生的课外活动、就餐及出行等多种场景，满足客户在校园领域多场景传播营销信息的需求。校园媒体营销由于受众独特，定位清晰，营销效果显著，通过该渠道可以帮助广告主实现精准营销的需求。

图 3：校园媒体应用实景



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

1.3. 主要经营模式：直接销售，以销定购

1.3.1. 销售模式

公司主要采用直接销售的销售模式。客户类型以直接客户为主，是收入的主要来源。公司主要通过招投标的方式获取业务机会，招标信息主要来源于客户在互联网上公开发布的招标信息及客户的招标邀请。不同服务类型的销售合同签订模式略有不同，数字营销服务一般通过签署年度合作协议确立合作关系，部分客户在执行具体项目时还会签署项目协议或直接与公司协商确定广告活动排期表，另有少量客户通过直接签订单项合同的方式确立业务关系。场景活动服务和校园媒体营销服务则一般依照具体项目签署框架协议或单项服务协议。

1.3.2. 采购模式

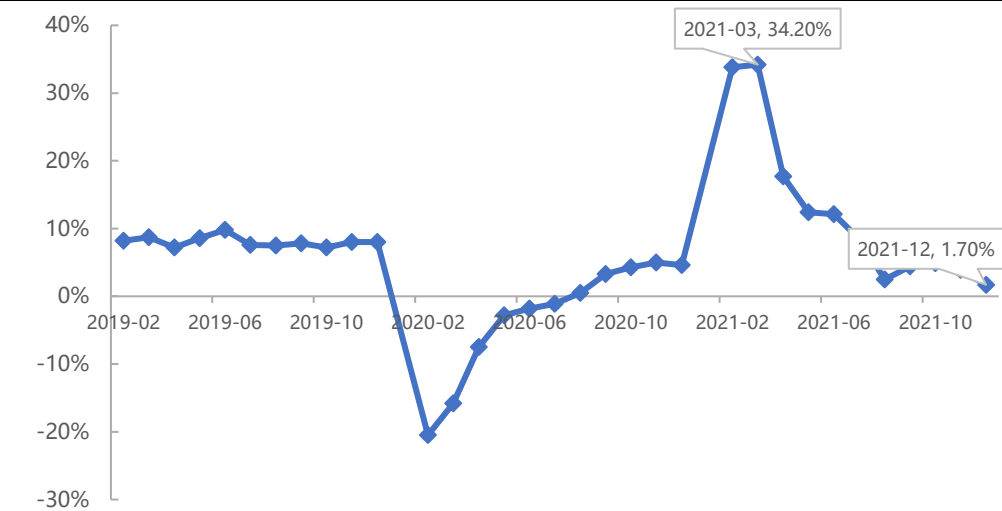
公司数字营销服务采用以销定购即根据客户的广告投放需求进行采购的模式。公司与字节跳动、新浪、网易、腾讯等主要供应商媒体通过商务洽谈的方式采购其多种形式的广告资源。公司通常与供应商签订年度合作协议确立合作关系，具体广告投放时视情况签署项目协议，另与少量供应商签署单项采购合同。场景活动服务同样主要采用以销定购的采购模式，按客户需求采购专业服务、物料、场地租赁等内容。关于校园媒体营销服务，公司主要通过自建的方式取得自有媒体资源，并依据客户需求向其他供应商采购部分校园媒体资源。

2. 行业分析：疫情转好利好广告行业，数字经济推动技术革新

2.1. 宏观经济：后疫情环境，社会消费回暖

2020 年受疫情影响，中国经济增速整体放缓，中国广告市场规模受大环境影响，总体下降幅度达 11.6%。2021 年，随疫情防控逐渐常态化，社会消费品零售总额当月同比恢复正额，社会消费情况有所回暖，预计将带动整体广告行业消费回升。

图 4：社会消费品零售总额：当月同比（%）

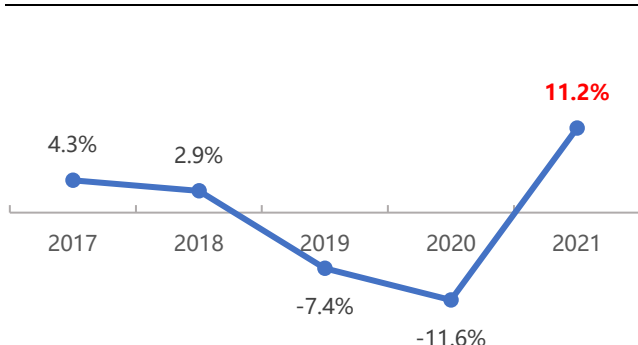


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.2. 广告行业：疫情转好，整体呈修复性增长，广告主信心充沛

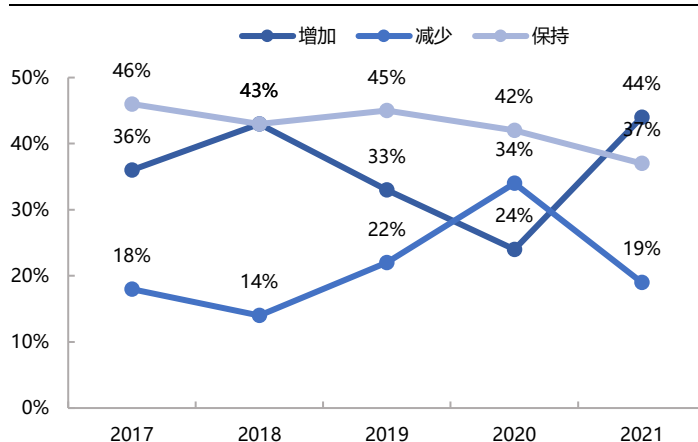
2021 年疫情情况有所转好，广告市场整体呈现修复性增长。根据 CTR 媒介智讯数据显示，**2021 年广告市场整体同比增长 11.2%**，恢复性增长主要源于广告主对市场的积极预判。2021 年，有 44% 的广告主会选择增加营销预算，19% 的广告主会较少营销预算，总体呈增量，广告主信心充沛，广告行业的整体修复将为公司带来更大市场空间。

图 5：2017-2021 年广告刊例花费同比增幅



资料来源：CTR，信达证券研发中心

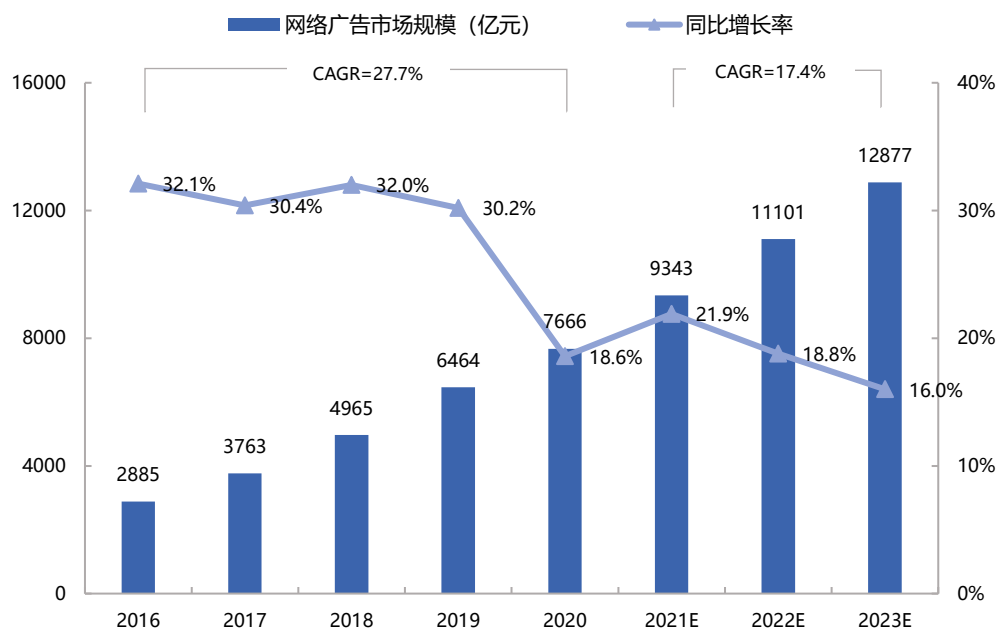
图 6：广告主对当年营销推广费用占比的预期



资料来源：CTR，信达证券研发中心

同时，伴随品牌方市场信心度的提升，部分品牌方对网络广告预算重新进行了配置与规划，根据艾瑞咨询数据显示，预计 21-23 年中国网络广告市场规模将稳定在 17.4%左右的年复合增长率。

图 7：2016-2023 年中国网络广告市场规模



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

2.3. 数字经济发展，推动数字营销技术变革

国家政策高度强调数字经济发展，推动数字技术变革。国家高度重视数字经济发展，自 2015 年提出“大数据战略”以来，不断推出有关数字经济发展及数字化转型的国家政策，全面推进“互联网+”进程。2022 年 1 月 12 日发布《“十四五”数字经济发展规划》，再次倡导把握数字化发展新机遇，拓展经济发展新空间，推动数字经济健康发展。

表 3：数字经济相关国家政策梳理

时间	政策文件/会议	政策内容
2015 年	《“十三五”国家信息化规划》	统筹实施网络强国战略、大数据战略、“互联网+”行动，整合集中资源力量，为深化改革开放、推进国家治理体系和治理能力现代化提供数字动力引擎。
2019 年	《关于促进平台经济规范健康发展的指导意见》	围绕更大激发市场活力，聚焦平台经济发展面临的突出问题，遵循规律、顺势而为，加大政策引导、支持和保障力度，创新监管理念和方式，落实和完善包容审慎监管要求，推动建立健全适应平台经济发展特点的新型监管机制，着力营造公平竞争市场环境。
2019 年	《国家数字经济创新发展试验区实施方案》	选择数字化转型走在前列、代表性引领性较强的浙江省、福建省、广东省、重庆市、四川省、河北省（雄安新区）先行先试，建设国家数字经济创新发展试验区，着力打造中国数字经济创新发展的标杆，做强、做大数字经济，有力支撑高质量发展。
2020 年	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	深化要素市场化配置改革，促进要素自主有序流动，提高要素配置效率，进一步激发全社会创造力和市场活力，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革。
2020 年	《关于推进“上云用数赋智”行动，培育新经济发展实施方案》	大力培育数字经济新业态，深入推进企业数字化转型，打造数据供应链，以数据流引领物资流、人才流、技术流、资金流，形成产业链上下游和跨行业融合的数字化生态体系，构建设备数字化-生产线数字化-车间数字化-工厂数字化-企业数字化-产业链数字化-数字化生态的典型范式。
2020 年	《关于支持新业态新模式健康发展，激活消费市场带动扩大就业的意见》	支持新业态、新模式健康发展，激活消费市场带动扩大就业，打造数字经济新优势。深入推进各行业各领域数字化转型，着力提升数字化转型公共服务能力和平台“赋能”水平，推进普惠性“上云用数赋智”服务，增强转型能力供给，促进企业联动转型、跨界合作，培育数字化新生态，提高转型效益。
2020 年	《中小企业数字化赋能专项行动方案》	以新一代信息技术与应用为支撑，以提升中小企业应对危机能力、夯实可持续发展基础为目标，集聚一批面向中小企业的数字化服务商，培育推广一批符合中小企业需求的数字化平台、系统解决方案、产品和服务，助推中小企业通过数字化网络化智能化赋能实现复工复产，增添发展后劲，提高发展质量。
2021 年	《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》	统筹推进新型数据中心发展，构建以新型数据中心为核心的智能算力生态体系，发挥对数字经济的赋能和驱动作用。
2022 年	《“十四五”数字经济发展规划》	力争 2035 年形成统一公平、竞争有序、成熟完备的数字经济现代市场体系，包括建立数据要素市场体系、加速产业数字化转型、提高数字技术自主创新能力等。

资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

企业数字化转型推动服务商革新营销技术。疫情的爆发一定程度上催化了企业数字化升级以及营销工作的数字化变革，超过九成的广告主认为“数字化转型是公司市场营销工作的必然趋势”。企业的数字化转型追求也推动着互联网营销服务商加大技术研发投入，通过人工智能算法、大数据技术等技术不断精细化和优化营销策略，满足客户的新需求，为客户带来更好的服务体验。整体环境越发复杂，营销技术门槛不断提高，许多数字营销企业都以成熟的营销服务和优质的客户资源为基础，积极创新研发营销服务产品，深入探索营销发展新空间。例如，大型数字营销整合公司蓝色光标在 2021 年宣布旗下蓝色国际引进战略投资者，帮助其加速发展以技术和数据为驱动力的国际营销业务。

图 8：营销服务商在产业技术端的创新价值



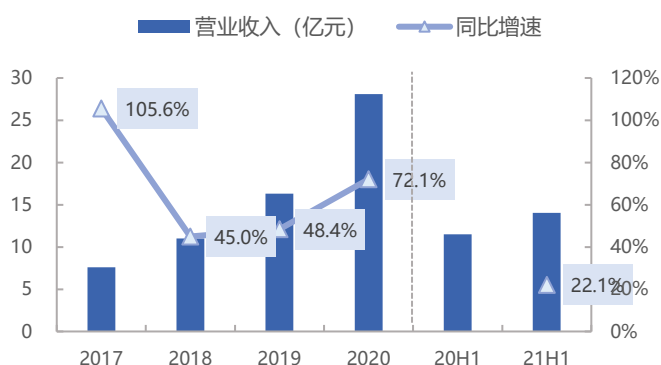
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

3. 财务分析：营收稳定增长，盈利能力行业领先

3.1. 营收、归母净利润：营收持续稳定增长，数字营销服务贡献大部分收入

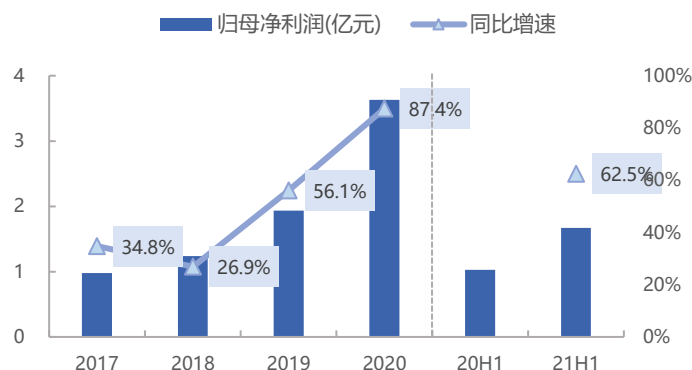
2018-2020 年公司分别实现营收 11.00、16.31、28.08 亿元，对应同比增速分别为 45.0%、48.4%、72.1%。公司归母净利润分别为 1.24、1.94、3.63 亿元，对应同比增长 26.9%、56.1%、87.4%。2021H1 公司实现营收 14.03 亿元，同比增长 22.1%，归母净利润 1.67 亿元，同比增长 62.5%。2021 年度业绩快报预计 2021 年度公司营收 35.71 亿元，同比增长 27.18%，归母净利润 5.06 亿元，同比增长 39.42%。公司拥有众多稳定头部客户，加以长期积累的营销服务经验，共同驱动公司营收、净利的稳定增长。

图 9：公司营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

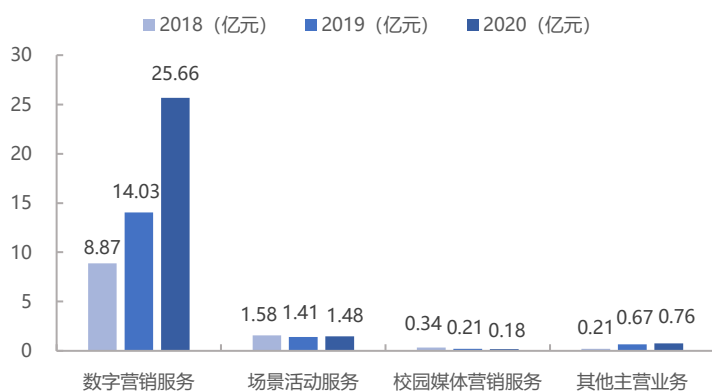
图 10：公司归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

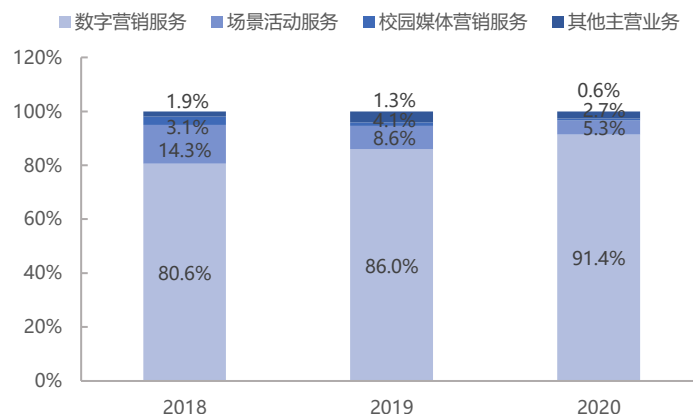
分业务看公司营收，公司收入主要来自数字营销服务。2020 年，数字营销服务、场景活动服务、校园媒体营销服务及其他主营业务分别占主营业务收入比重的 91.4%、5.3%、0.6%、2.7%。其中，数字营销服务的收入自 2018 年的 8.87 亿元增长至 2020 年的 25.66 亿元，年复合增长率为 70.1%，营收占比也从 2018 年的 80.6% 上升至 2020 年的 91.4%，是公司整体营收的关键组成部分。

图 11：公司各业务营收（亿元）



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 12：公司各业务营收占比



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

3.2. 营业成本：成本结构与业务匹配，媒体资源成本占比最大

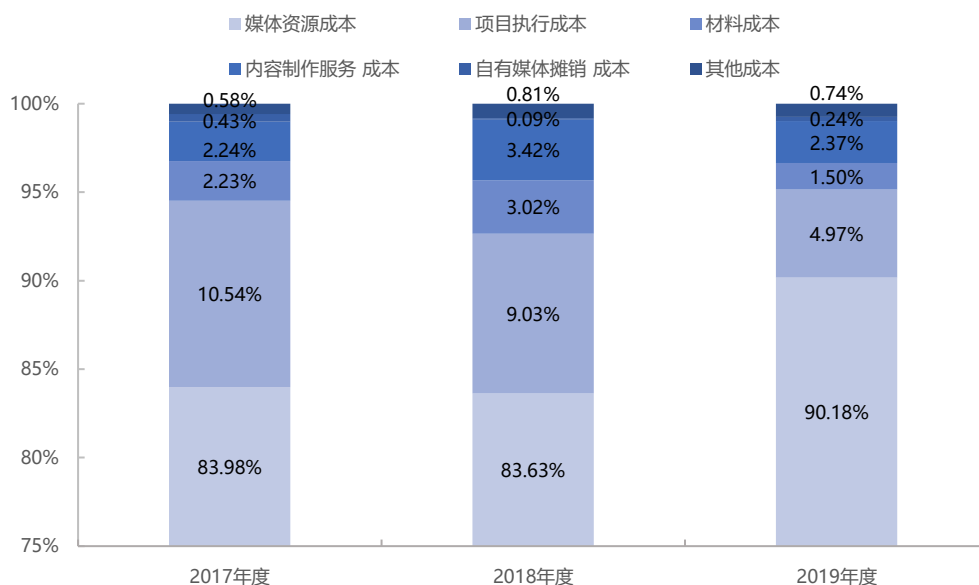
公司主营业务成本主要包括媒体资源成本、项目执行成本、材料成本、内容制作服务成本和自有媒体摊销成本。其中，**媒体资源成本是主营业务成本最主要的构成部分**，2017-2019 年因数字营销业务规模的迅速扩大导致的互联网媒体采购成本不断增加而一直呈增长趋势。

表 4：公司主营业务成本构成

主营业务	成本类型	具体构成
广告投放代理服务	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	发行人自有的校园公告栏摊销

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 13：公司主营业务成本占比



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

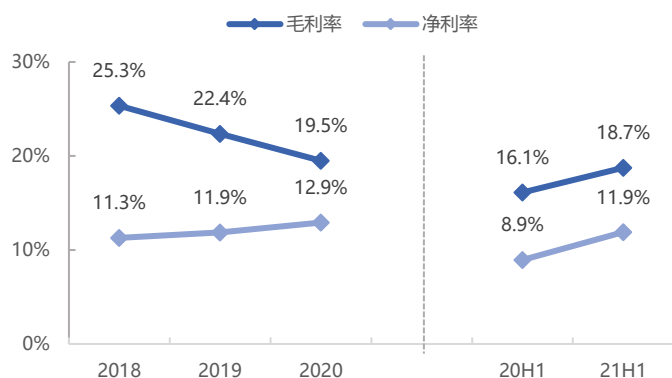
3.3. 毛利率、净利率：与业务紧密相关，毛利率小幅波动，净利总体稳定

公司综合毛利率与各业务比重紧密相关。2018-2020 年公司综合毛利率受业务结构调整和公司不断开拓不同行业客户的影响略有下滑，净利率分别为 11.3%、11.9%、12.9%，基本稳定维持在 12% 左右。2020 年公司综合毛利率为 19.5%，同比下降 2.9pct，主要系数字营

销服务收入规模与收入占比逐年增长,而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。

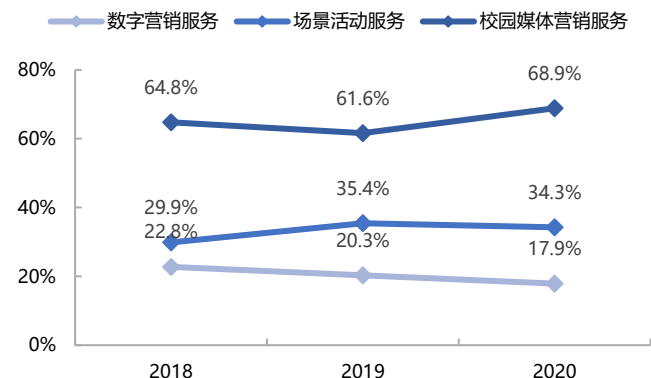
分业务看毛利率,数字营销服务中的广告投放代理的毛利率相对较低,而数字营销服务中的广告方案策划与执行、校园媒体营销服务的毛利率相对较高,主要是由于广告方案策划与执行服务对创意要求较高,毛利率相对较高。2019 年广告代理业务毛利率的下降造成数字营销服务总体毛利率的下降,主要系公司业务中毛利率较低快速消费品行业收入占比上升。2018 年场景活动服务毛利率较低,主要系运营商行业客户的毛利率下降所致。发行人的校园媒体主要为自有媒体,且较多校园媒体已摊销完毕,成本较低,因此毛利率较高且较稳定。

图 14: 公司毛利率及净利率



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

图 15: 各业务毛利率



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

盈利能力行业内出众: 蓝色光标 (300058.SZ) 的数字营销业务、浙文互联 (600986.SH) 的互联网服务业务、华扬联众 (603825.SH) 的广告投放代理业务、联创股份 (300343.SZ) 的数字营销/广告代理业务、利欧股份 (002131.SZ) 的媒介代理服务与三人行 (603118.SH) 的广告投放代理业务较为相似,相应毛利率对比如下表,公司广告投放代理业务毛利率在行业内处于领先地位。

表 5: 可比公司毛利率对比 (%)

公司名称/代码	业务类型	2020	2019	2018	2017
蓝色光标 (300058.SZ)	全案广告代理/数字营销/数据科技业务	11.58	20.76	20.75	16.17
浙文互联 (600986.SH)	互联网服务	7.20	5.38	9.64	12.44
华扬联众 (603825.SH)	广告投放代理业务/互联网广告服务	13.41	11.75	11.90	9.45
联创股份 (300343.SZ)	数字营销/广告代理	未披露	未披露	17.24	26.29
利欧股份 (002131.SZ)	媒介代理服务	4.00	5.42	6.98	10.79
可比公司平均		9.05	10.83	13.30	15.03
三人行	广告投放代理	未披露	18.99	21.40	22.38

资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

3.4. 期间费用: 期间费用率随业务规模扩大总体呈下降趋势

期间费用随着业务规模的扩大持续增长，期间费用率因规模效应总体呈下降趋势。

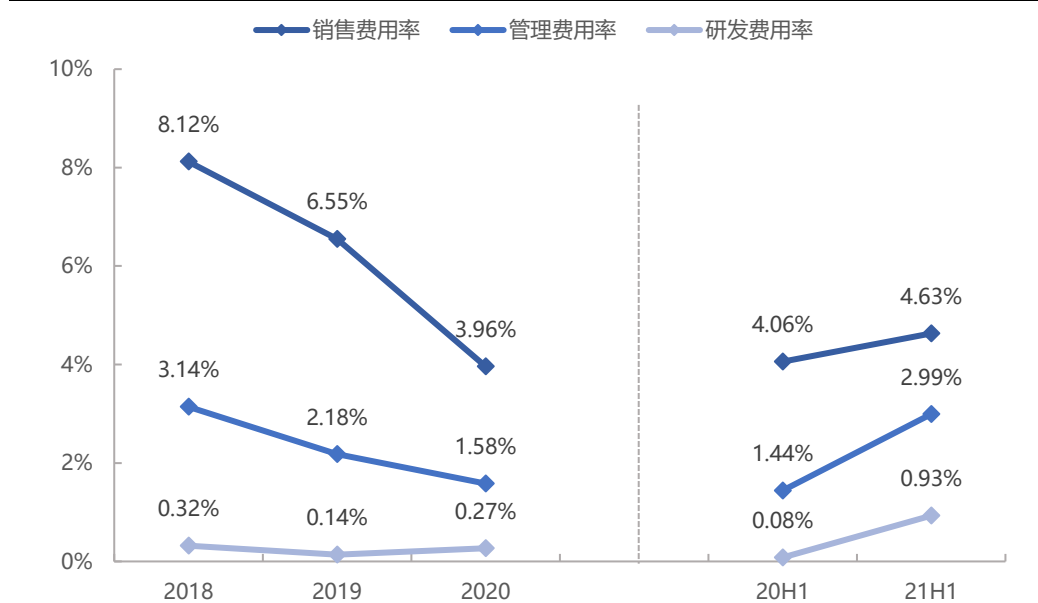
销售费用率：2020 年销售费用 1.11 亿元，同比上升 3.96%，销售费用率 3.96%，同比下降 2.59pct。2021 年 H1 销售费用率是 4.63%，同比上升 0.57pct。2020 年销售费用率增长但变化不大，主要系公司大力拓展市场，人员增加，同时疫情期间系列减免社保费。

管理费用率：2020 年管理费用 3684.67 万元，同比上升 10.55%，管理费用率 1.31%，同比下降 0.73pct。2021 年 H1 管理费用率是 2.99%，同比上升 1.55pct。2020 年管理费用同比增加主要系办公房租及行政费用增加。

研发费用率：2020 年研发费用 753.98 万元，同比上升 229.58%，研发费用率 0.27%，同比上升 0.13pct。2021 年 H1 研发费用率是 0.93%，同比上升 0.85pct。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 年财务费用减少 334.54 万元，同比下降 206.32%，财务费用率-0.13%，同比下降 0.34pct。2021H1 财务费用率为-0.3%，同比下降 0.4pct。2020 年财务费用率下降主要系本期发行股份，存款增加、贷款减少，故利息收入较去年同期增加较多，利息支出减少所致。

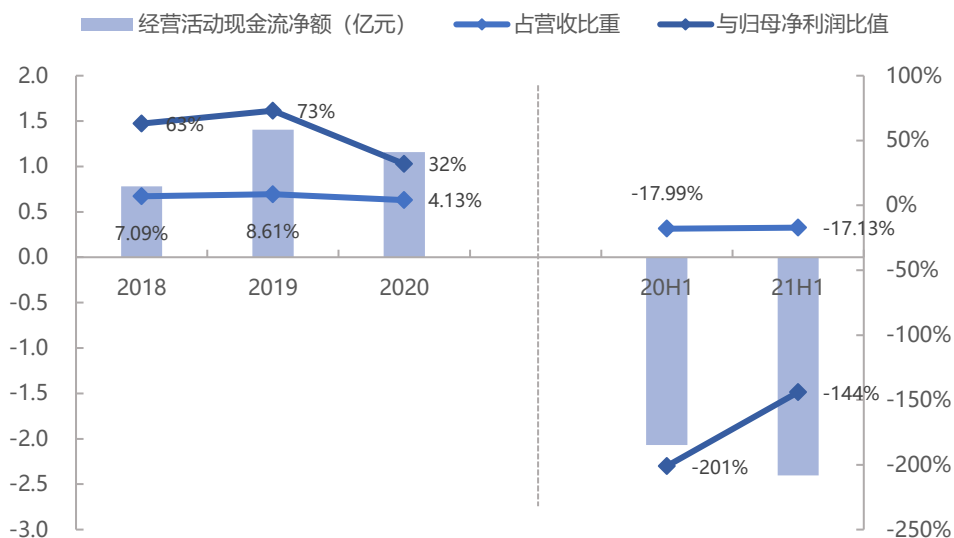
图 16：公司三费走势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.5. 现金流量：经营活动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。2021H1 公司经营活动产生现金净额为-2.404 亿元，同比增长 3.57%，经营性现金流净额/营业收入为-17.13%，同比上升 0.86pct。

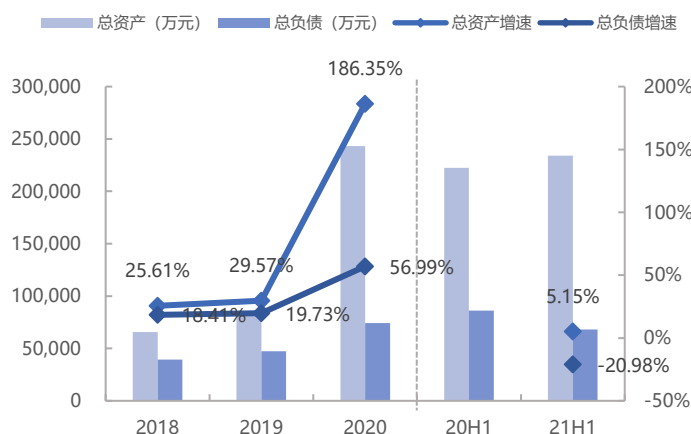
图 17：公司营业现金流


资料来源：Wind，信达证券研发中心

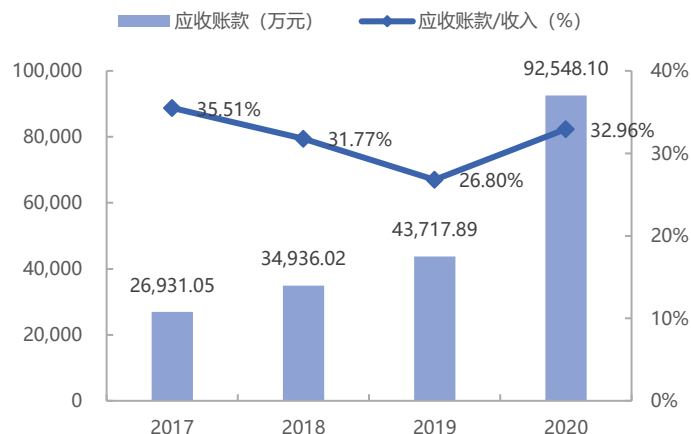
3.6. 资产、负债：总资产随业务规模增大而提升，应收账款管理良好

资产、负债总额随业务规模增大而提高。公司经营规模持续扩大，盈利水平不断提高，2018-2020 年资产总额一直处于增长状态，2020 年末资产总额同比增长率达到 186.35%。公司 2021 年度业绩预告表示，2021 年公司总资产为 321,109.90 万元，较报告期初增长 32.00%，主要系公司加大对外投资的力度和随销售收入增加而增加的应收账款。公司 2020 年新增投资华龙证券股份有限公司、道有道科技集团股份公司、中环寰慧科技集团有限公司等公司，2021 年上半年新增投资中环新能源生物发电有限公司、宁波众行投资有限公司等企业，未来 2-3 年或有投资收益弹性。

应收账款总额持续增加，其占收入比例较稳定。伴随公司业务规模扩大，应收账款总额也持续上升。2017-2019 年度应收账款占收入比例呈下降趋势，应收账款规模合理。2020 年度应收账款大幅增长主要系公司销售规模增加，其占收入比例上升 6.16pct，主要系公司为头部客户垫款的比例上升。

图 18：公司资产、负债情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 19：2017-2020 年应收账款及占收入比值


资料来源：Wind，信达证券研发中心

坏账计提充分：公司前五大客户主要为电信运营商、金融、快速消费品及互联网等行业的头部优质客户，资信良好，回款及时，发生坏账的可能性较小。公司应收账款账龄构成比较稳定，主要在 1 年以内，坏账准备计提充分。

表 6：2017-2020 年度计提坏账准备

	2017	2018	2019	2020
6 个月以内（含 6 个月）	115.96	170.43	212.04	459.11
6 个月至 1 年（含 1 年）	1	37.32	57.46	20.30
1-2 年（含 2 年）	77.75	117.74	141.01	283.80
2-3 年（含 3 年）	23.21	35.84	101.39	137.29
3 年以上	86.46	12.93	19.07	44.33
合计	495.52	374.26	530.97	944.82

资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

表 7：资产负债相关重要比率分析

	2017	2018	2019	2020
资产负债率（合并）	63.94	60.27	55.69	30.53
流动资产/总资产（%）	99.24	97.85	98.25	93.84
流动比率（倍）	1.62	1.64	1.82	3.08
应收账款周转率（次）	3.44	3.55	4.15	4.12

资料来源：Wind，信达证券研发中心

4. 投资要点：主营业务稳定增长，第二曲线有望今年落地

4.1. 优质、稳定的客户基础，保证业务可持续

公司凭借其专业的整合营销服务能力，在广告行业建立了较好的品牌知名度，拥有众多大型知名企业客户，且多为长期稳定合作，主要客户黏性、稳定性及可持续性都较高，为业务增长打下坚实基础。公司自 2004 年开始与中国移动合作，2008 年开始与中国电信合作，2013 年开始与中国工商银行、京东集团合作，2014 年开始与中国农业银行合作，2015 年开始与伊利集团合作。2021 年新增多个行业头部客户包括华润集团旗下怡宝、雪花、喜力等快速消费品客户、医美行业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、邮储银行等金融行业头部优质客户。公司还中标了东风本田 2022 年度网络广告投放代理项目、中选了一汽丰田新车型的宣传、传播等营销服务，为公司未来业务发展打开新局面。

公司以直接客户为主，2017-2019 年度，直接客户占公司主营业务收入的比例分别为 98.09%、96.17%及 98.12%，是公司收入的主要来源。服务直接客户的同时，公司也会依据业务开拓情况向广告公司客户提供服务，以获得更多的业务机会。公司采用招投标为主、商务洽谈为辅的方式获取业务机会。2017-2019 年，通过招投标方式获取的收入金额分别为 62,463.43 万元、98,386.98 万元、151,492.24 万元，占当年营业收入的比例分别为 82.36%、89.48%、92.86%。

表 8：2017-2019 年度公司前五大客户及销售情况

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%
	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%
2017 年度	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，信达证券研发中心

4.2. 供应商多为互联网主流媒体，高效满足广告主营销需求

供应商为主流媒体，为客户提供多样资源，高效满足广告主多样需求。公司一般选择互联网

广告行业的主流媒体作为主要供应商，该类媒体市场影响力较大、营销受众面较广，能够辅助公司高效满足大部分品牌广告主的市场营销需求。2020 年，公司前五名供应商采购额 142,538.47 万元，占年度采购总额 63.06%。

表 9：2017-2019 年度公司前五大供应商及采购情况

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，信达证券研发中心

4.3. 股权激励再延长，彰显公司长期发展信心

2020 年 9 月 28 日，公司公布计划进行首次股票激励计划。2020 年 11 月 30 日，公司向激励对象首次授予限制性股票，授予数量为 61.11 万股，授予价格为 104.85 元/股。授予对象为董事及副总经理王川（54.98%）和品效业务运营总监李可可（25.02%），预留部分占比 20%。本激励计划授予限制性股票的限售期分别为自相应限制性股票授予登记完成之日起的 12 个月、24 个月、36 个月，限售比例分别为 40%、30%、30%。考核年度为 2020-2022 年三个会计年度，业绩考核目标为公司净利润分别不低于 3.50 亿元、5.00 亿元、7.00 亿元。

2022 年 1 月 26 日，公司公告调整 2020 年限制性股票激励计划。本次调整系综合考虑宏观经济环境、行业发展状况及市场竞争情况等，根据公司新业务的开展增量、持续开发客户及未来业务发展预期情况等相关因素制定，只涉及对公司 2020 年限制性股票激励计划第三个解除限售期设置的业绩目标即 2022 年度公司层面的业绩考核指标调整。调整后，2020-2022 年的业绩考核目标为公司净利润分别不低于 3.50 亿元、5.00 亿元、7.30 亿元。

调整 2020 年限制性股票激励计划的同时，公司发布了 2022 年限制性股票激励计划草案，拟授予的限制性股票数量 46.9375 万股，其中首次授予 37.55 万股，预留 9.3875 万股。本激励计划首次授予的限制性股票的授予价格为 96.33 元/股，激励对象包括董事、高级管理人员、中层管理人员及业务骨干，共计 52 人。考核业绩目标为 2022-2024 年公司净利润分

别不低于 7.30 亿元、10.00 亿元、13.00 亿元，是 2020 年股权激励的延展，彰显公司领导层对长期发展的信心。

4.4. NFT、虚拟人布局有望催化业绩

2022 年 1 月 10 日公司公告，与北京文化产权交易中心有限公司（“北文中心”）签订战略合作框架协议，拟共同建立数字文化创意产品交易平台。数字文化创意产品交易平台，定位于数字文化创意产品的在线交易。创作者可以制作数字文化创意产品后在平台上展示销售。对数字文化创意产品感兴趣的用戶，可以进入交易平台，浏览和购买数字文化创意产品。

北文中心，背景是由北京市国有文化资产监督管理办公室出资的北京市文化投资发展集团有限责任公司控股、中国文化产业集团等央企参股的于 2015 年正式成立的以北京为中心的全国文化要素市场建设与文化金融创新服务综合性平台。是首都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。

该合作旨在充分利用双方优势，一同努力打造一个具有核心竞争力的数字文化创意产品交易平台，成为用户购买数字文化创意产品、创作者出售数字文化创意产品的双向选择平台。通过平台聚合优质、丰富的数字文化创意产品资源，对数字文化创意产品进行价值发现和确认。该平台最快有望于今年落地，长期来看，公司将充分运用北文中心在首都文化产权交易领域的公信力和领袖地位，加之三人行在文化传媒领域的丰富资源和从业经验，突出互补优势，实施强强联合。

从形式上，数字文化创意产品分为短视频、IP 形象、图片、音乐、文字以及其他类。从长远看，凡是可以在计算机上合法储存和复制的数字产品，均可纳入交易范围。根据平台的不同发展阶段，双方合作内容包括：

- **初建阶段：**1) 乙方针对全社会不同类型的广告主，组织自有创意资源，为广告主提供创意，吸引广告主来平台付费选用并完成交易。2) 乙方组织自己已经签约的广告客户，拿出一部分预算在平台征集广告作品，吸引更多的创作者将作品加入平台。3) 乙方组织自己有接触的创意人员，参加平台的创意作品征集活动，在过程中宣讲数字版权的逻辑和优势，吸引他们持续的将作品发布在平台进行数字化打造确权 and 交易。
- **发展阶段：**1) 扩大合作范围，逐步吸引其他广告行业、影视行业、游戏行业等从业者将其具有自主知识产权的作品在平台进行数字化打造及确权和上架交易。2) 扩大需求范围，基于乙方的客户资源，吸引各地方政府、地方企业、旅游文化产品等需求方进入平台，为更多创作资源方提供买方市场。3) 入驻国内外广告创意组织和活动，进行宣讲，扩大平台的知名度，力争将平台作为全国创意数字版权交易的最核心平台。
- **成熟阶段：**除前期阶段的文化创意作品的交易外，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，进一步扩大影响范围。

双方合作盈利模式是通过提供产品及服务，吸引创作者、收藏者、游戏公司、影视公司、广告公司等各类用户加入并建立长期合作关系。平台盈点主要来源在以下几方面：

- **数字化转化确权及上链费用和交易中介费：**创作者将自己拥有的文化创意作品转化成数字作品并被上链存储时支付一定金额的费用及数字文化创意产品发生交易时需要支付的交易费用。

- **平台数字文化创意产品的销售分成费用：**由平台取得授权，并由乙方组织完成创意设计的数字文创产品在平台进行销售的收益分成。
- **广告费：**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，向平台按照 CPM 或 CPC 结算广告费。

公司的数字资产业务有望于今年落地并为公司带来收入，长期来看有望成为公司的第二增长曲线。虚拟人方面，公司正在与国内比较头部的虚拟人制作公司合作开发数字虚拟人资产，未来可能会授权客户在营销活动、智能客服等情境中使用。公司也将在虚拟人领域积极布局，争取带来更多增量。

5. 盈利预测、估值与投资评级

5.1. 盈利预测及假设

基于三人行前五大客户的高收入占比，我们以“广告主-收入”为核心假设对其进行盈利预测。宏观经济环境转好及广告行业的修复为业务发展提供良好的环境，公司不断挖掘存量客户深层预算，同时拓展新头部客户，包括 21 年新增华润集团旗下怡宝、雪花、喜力等快速消费品客户，中标东风本田、一汽丰田两大汽车行业头部客户。

公司主营业务基本假设如下：

- 存量客户收入维持稳定增长，包括伊利集团、三大运营商、四大银行等；
- 新拓展的汽车行业头部客户预计将成为公司 22 年新增收入的重要来源，东风本田、一汽丰田单客户预算规模较大，将为汽车行业客户收入带来较大增量；
- 新增华润集团旗下怡宝、雪花、喜力以及海天味业等快速消费品客户，预计 21 年带来较大增量，并在未来保持稳定增长；
- 公司整体毛利率、净利率较稳定；
- 三大业务中数字营销服务业绩弹性较大，未来在主营业务中占比继续提升。

基于以上假设，未来数字营销服务、场景活动服务、校园媒体营销及其他主营业务对应的营收结果如下：

表 10：2019A-2023E 分业务营收（万元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	163,142.61	280,774.72	357,905.92	652,883.88	903,819.45
YoY	48.4%	72.1%	27.5%	82.4%	38.4%
数字营销服务	140,271.45	256,602.63	329,273.44	607,182.01	849,590.28
YoY		82.9%	28.3%	84.4%	39.9%
场景活动服务收入	14,111.15	14,759.16	19,684.83	32,644.19	45,190.97
YoY		4.6%	33.4%	65.8%	38.4%
校园媒体营销收入	2,073.35	1,770.15	17,895.53	32,644.42	45,191.10
YoY		-14.6%	1.1%	82.4%	38.4%
其他主营业务	6,686.66	7,642.78	7,158.12	9,793.26	45,191.10
YoY		14.3%	-6.3%	36.8%	-53.9%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

根据公司 2018-2020 年毛利率小幅下降、净利率整体较平稳的趋势，我们预计 2021-2023 年毛利率基本维持稳定、小幅下降，分别为 21.1%/18.2%/17.2%，净利率总体稳定，分别为 14.16%/11.91%/11.85%；期间费用率随业务的扩张总体呈下行态势，研发费用依据 21H1 同比的大幅增长预计有所上升。

表 11: 2019A-2023E 核心费用率假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	22.36%	19.49%	21.10%	18.20%	17.20%
净利率	11.87%	12.92%	14.16%	11.91%	11.85%
销售费用率	6.55%	3.96%	3.45%	3.24%	2.52%
管理费用率	2.04%	1.31%	1.32%	1.29%	1.09%
研发费用率	0.14%	0.27%	0.53%	0.49%	0.47%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5.2. 估值分析与投资评级

广告主-收入假设下, 我们预计 2021-2023 年净利润分别是 5.07/7.77/10.71 亿元, 对应 P/E 估值 22x/14x/10x。我们以蓝色光标、浙文互联为可比公司估值作为参考, 考虑到公司受益核心国企持续营销推广投入的增长趋势, 以及 NFT、数字虚拟人等布局有望形成的催化, 给与公司 23x P/E 目标估值, 对应目标价为 256.68 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	21E 净利 (百万元)	22E 净利 (百万元)	23E 净利 (百万元)	21 净利 增速	22 净利 增速	23 净利 增速	21PE	22PE	23PE
300058.SZ	蓝色光标	208.00	673.30	828.22	969.71	-7.03%	23.01%	17.08%	30.89	25.11	21.45
600986.SH	浙文互联	78.55	295.35	401.60	510.84	213.00%	35.97%	27.20%	26.60	19.56	15.38
均值									28.75	22.34	18.41

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 总市值对应 2022.3.18 收盘价

6. 风险因素

市场竞争加剧:我国广告行业市场集中度总体较低,科技的进步使得营销环境更加复杂多变。尽管本公司已经是国内广告行业内具有一定竞争优势的企业,如果未来不能持续保证满足客户全国范围的跨媒体、多渠道品牌曝光及产品、服务推广的需求,则会面临市场竞争不断加剧的风险。

经营性利率下降:公司提供数字营销服务时,存在从互联网取得返利及向部分客户返还互联网媒体返利的情形。其中,互联网媒体返利属于商业折扣性质,将导致公司营业成本的减少;对客户的返利同样属于商业折扣,将导致公司营业收入的减少。如果未来渠道返点政策发生变化,可能出现互联网媒体返利与向客户返利返还不匹配的情况,导致经营性利率下降。

行业政策变化风险:若广告主所处领域内的广告宣传法律法规或政策发生调整变化,可能会影响到该行业广告主的广告投放需求及营销行为。随着《数据安全法》、《网络安全法》及《个人信息保护法》的实施,互联网数字营销将面临一定的挑战。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	835	2,283	3,005	4,564	6,334
货币资金	322	1,104	1,631	2,121	2,955
应收票据	1	0	0	1	1
应收账款	437	925	1,099	2,011	2,814
预付账款	28	40	57	105	145
存货	10	8	13	26	34
其他	37	206	205	301	385
非流动资产	15	150	150	151	151
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合	3	3	3	3	3
无形资产	1	1	2	2	3
其他	11	145	145	145	145
资产总计	850	2,433	3,156	4,715	6,485
流动负债	459	742	959	1,740	2,439
短期借款	67	20	20	20	20
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	301	620	758	1,417	2,004
其他	91	102	180	304	415
非流动负债	14	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	14	0	0	0	0
负债合计	473	743	959	1,741	2,439
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东	376	1,690	2,197	2,974	4,045
负债和股东权益	850	2,433	3,156	4,715	6,485

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,631	2,808	3,579	6,529	9,038
同比(%)	48.4%	72.1%	27.5%	82.4%	38.4%
归属母公司净利	194	363	507	777	1,071
同比(%)	56.1%	87.4%	39.7%	53.4%	37.8%
毛利率(%)	22.4%	19.5%	21.1%	18.2%	17.2%
ROE%	51.4%	21.5%	23.1%	26.1%	26.5%
EPS(摊薄)(元)	3.74	5.86	7.27	11.16	15.37
P/E	0.00	30.95	21.87	14.26	10.35
P/B	0.00	7.48	5.05	3.73	2.74
EV/EBITDA	-1.15	29.08	17.11	10.68	7.03

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,631	2,808	3,579	6,529	9,038
营业成本	1,267	2,260	2,824	5,341	7,484
营业税金及附加	6	6	12	20	27
销售费用	107	111	123	212	228
管理费用	33	37	47	84	98
研发费用	2	8	19	32	43
财务费用	3	-4	-5	0	0
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	0	4	0	0	0
其他	15	29	36	68	94
营业利润	229	422	594	909	1,252
营业外收支	0	-1	0	0	0
利润总额	228	421	594	909	1,252
所得税	35	59	87	132	181
净利润	194	363	507	777	1,071
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利	194	363	507	777	1,071
EBITDA	222	397	554	841	1,159
EPS(当年)(元)	3.74	5.86	7.27	11.16	15.37

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	141	116	528	491	834
净利润	194	363	507	777	1,071
折旧摊销	3	4	0	0	0
财务费用	3	1	0	0	0
投资损失		0	-4	0	0
营运资金变动	-61	-250	21	-287	-237
其它	2	2	0	0	0
投资活动现金流	-3	-226	-1	-1	-1
资本支出	-3	-26	-1	-1	-1
长期投资	0	-205	0	0	0
其他	0	4	0	0	0
筹资活动现金流	-53	890	0	0	0
吸收投资	0	1,052	0	0	0
借款	115	30	0	0	0
支付利息或股息	-80	-105	0	0	0
现金流净增加额	84	780	527	491	834

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队成员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。