



Research and
Development Center

乘数字营销之风，高 ROE 驱动业绩快速增长

—— 三人行（605168.SH 深度报告）

2020 年 6 月 10 日

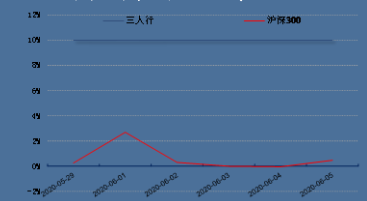
王建会 传媒行业分析师

三人行 (605168.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

三人行相对沪深 300 表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据 (2020. 6. 9)

收盘价 (元)	187.11
52 周内股价波动区间 (元)	96.02/187.11
最近一月涨跌幅 (%)	94.87
总股本 (亿股)	0.69
流通 A 股比例 (%)	25
总市值 (亿元)	107

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

王建会 传媒行业分析师
执业编号: S1500519120001
联系电话: (010) 83326755
邮箱: wangjianhui@cindasc.com

相关研究

《元隆雅图 (002878.SZ):深耕促销品行业,收购谦玛网络享 MCN 行业红利》2020.3

乘数字营销之风, 高 ROE 驱动业绩快速增长

2020 年 6 月 10 日

本期内容提要:

◆ **业绩快速增长, ROE 优于行业平均。**2017-2019 年间, 公司主营业务收入 CAGR 为 46.8%, 业务规模和盈利能力快速提升。2019 年实现营收 16.31 亿元, yoy+48.38%, 实现归母净利润 1.94 亿元, yoy+56.11%, 2020Q1 实现营收 4.45 亿元, yoy+37.16%, 归母净利润 0.4 亿元, yoy+165%, 除因为去年同期基数低外, 费用率下降明显也是主要原因之一。由于公司内部加强费用管控, 期间费用率水平持续下降, 2019 年为 8.94%, 同比下降 2.52pct, 2020Q1 继续下降到 6.92%。对比其他数字营销公司, 三人行盈利能力远高于行业平均水平, 2019 年公司毛利率、净利率分别为 22.4%、11.9%, 行业中枢值为 10%、2%左右。从净资产收益率 (ROE 摊薄) 指标来看, 公司亦远高于行业整体水平, 2019 年公司 ROE (摊薄) 为 51.44%, 可比公司中 ROE 最高的华扬联众 2019 年为 11.37%。公司盈利能力远高于营销公司整体平均水平, 我们认为主要因为公司合作的都是伊利、运营商、国有银行等知名大客户, 且都有长达 5 年甚至 10 年以上的合作历史, 不仅黏性较高, 且合作模式较为成熟、经验较为丰富, 已形成较高的行业壁垒。公司上游供应商皆为字节跳动、新浪、网易等主流媒体, 媒体资源丰富且效能较高, 互联网媒体持续返利使得公司营业成本不断下降。

◆ **围绕核心大客户整合营销体系持续深耕老客户, 未来有望受益 5G 下运营商营销预算支出增加带来的业绩增量。**分业务来看, 数字营销服务是公司第一大主营业务, 2019 年收入占比高达 86%。其次是场景活动服务和校园媒体营销服务, 收入占比分别为 8.7%、1.3%。近年来数字营销市场规模超越传统媒介并呈现快速增长趋势, 互联网广告经营额已从 2013 年的 12.7%提升到 2018 年的 46.2%。公司处于整合营销行业领先地位, 业务覆盖全国大部分区域, 建立了较高的品牌知名度和市场地位。核心客户包括三大运营商、中农建行及中国人保等金融客户、京东、滴滴等互联网客户以及伊利、农夫山泉和青岛啤酒等快消客户, 大多属于国民经济重要领域大型知名企业客户, 未来公司有望持续深耕已有老客户的业务。2020 年是 5G 建设和铺设较为重要的一年, 我们预计运营商的支出预算包括营销预算将较往年有所提升, 公司有望受益于这部分增量业务。主要供应商为字节跳动、新浪、网易、爱奇艺、搜狐等主流媒体, 能满足大部分品牌广告主的市场营销需求。随着公司业务规模的增加, 媒体对公司的返点也在增加, 2019 年公司从媒体收到的返点为 4.16 亿元, 返点给客户的金额为 2.13 亿元。

◆ **校园媒体营销服务先发优势和规模优势显著。**公司创业早期即以校园公告栏、运动场围栏等校园媒体为切入点, 深入开拓校园媒体资源, 截至 2019 年底, 校园媒体网络已覆盖 31 省 800 余所高校 (全国总共约 2600 多所高校), 先发优势和规模优势显著。校园媒体资源的长期深耕, 使得公司获得了优质客户资源、渠道资源以及大型活动策划服务经验, 充分发挥与场景活动服务的协同效应, 2018 年场景活动服务收入同比大幅增长。

◆ **盈利预测与投资评级:**我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 31 亿元、46.5 亿元、65.1 亿元, 同比增加 90%、50%、40%, 归母净利润分别为 3.36 亿元、5.04 亿元、7.19 亿元, 同比增加

73.45%、50.07%、42.62%，摊薄 EPS 分别为每股 4.86 元、7.30 元、10.41 元，对应 2020 年 6 月 9 日收盘价(每股 187.11 元)动态 PE 分别为 38 倍、26 倍、18 倍。按照营销行业 2020 年 6 月 9 日收盘价计算，2020 年行业平均估值为 52.21X。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**移动互联网广告投放预算占比提高、核心大型知名企业客户自身业绩规模增长

◆**风险因素：**经济形势严峻的风险；新客拓展不达预期的风险；核心客户业绩规模不达预期的风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,099.51	1,631.43	3,099.71	4,649.56	6,509.39
增长率 YoY %	44.97%	48.38%	90.00%	50.00%	40.00%
归属母公司净利润(百万元)	124.03	193.62	335.84	504.00	718.80
增长率 YoY%	26.87%	56.11%	73.45%	50.07%	42.62%
毛利率%	25.34%	22.36%	23.00%	23.00%	23.00%
净资产收益率 ROE%	55.28%	60.80%	30.14%	23.95%	26.47%
EPS(摊薄)(元)	1.80	2.80	4.86	7.30	10.41
市盈率 P/E(倍)	104	67	38	26	18
市净率 P/B(倍)	49.61	34.33	6.98	5.49	4.20

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 6 月 9 日收盘价

目 录

投资聚焦	2
财务分析：业绩快速增长，ROE 优于行业平均	3
（一）公司发展历程	3
（二）公司财务分析	4
行业分析：营销行业媒介分化明显，5G 运营商有望带来行业增量	11
（一）数字营销行业：切分营销预算的实力竞争者，短视频媒介成为营销新阵地	11
（二）场景活动市场：科技结合场景营销，市场规模增长值得期待	12
（三）5G 运营商业务拓展有望带来营销行业市场规模增量	13
公司业务：优秀的服务能力，围绕核心大客户的整合营销体系	15
1、业务介绍：线上、线下与活动的整合营销体系	15
2、公司核心竞争力：客户资源、服务能力与媒体资源	20
3、公司未来增长驱动力分析	23
盈利预测、估值与投资评级	27
（一）收入假设：	27
（二）费用率假设：	27
（三）公司估值及评级	28
风险因素	28

表 目 录

表 1 可比公司杜邦分析	9
表 2 近年来三大运营商资本开支及增速	13
表 3 数字营销服务业务主要服务内容	15
表 4 公司开展的场景服务案例	19
表 5 公司主要客户情况	21
表 6 募集资金用于校园媒体扩建项目资金使用计划（万元）	23
表 7 募集资金使用计划（万元）	23
表 8 2020-2022 年各业务收入预测	27
表 9 公司 2020-2022 年营业成本及各项费用率假设	27
表 10 可比公司估值表（截至 2020.6.9）	28

图 目 录

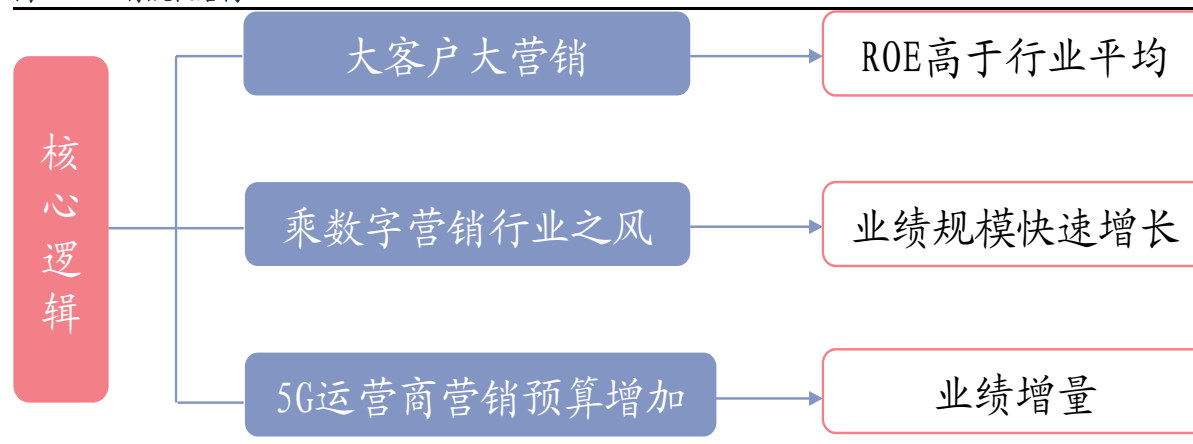
图 1 三人行股权结构	2
图 2 三人行股权结构	3
图 3 2016-2020Q1 营业收入及增速	4
图 4 2016-2020Q1 归母净利润及增速	4
图 5 2015-2019 年各业务营收构成（亿元）	5
图 6 主营业务成本结构（百万元）	6
图 7 毛利率与净利率	6
图 8 分业务毛利率	6
图 9 期间费用率（%）	6
图 10 可比公司毛利率	7
图 11 可比公司净利率	7
图 12 可比公司 ROE	8
图 13 可比公司应收账款周转天数（天）	9
图 14 可比公司收现比（销售商品提供劳务收到的现金/营业收入，%）	9
图 15 2015-2018 年互联网广告营业额以及占广告规模的比例（亿元）	11
图 16 2015-2018 年各大媒介的营业额占比	11
图 17 2015-2018 年互联网广告营业额以及占广告规模的比例（亿元）	12
图 18 广告主移动端投放媒体平台偏好调查	12
图 19 2013-2018 年场景活动市场规模（亿元）	12
图 20 广告投放代理业务流程	15
图 21 广告方案策划与执行业务流程	15
图 22 2017-2019 年数字营销各业务毛利率情况	16
图 23 2019 年公司互联网媒体资源采购前五名	17
图 24 公司从互联网媒体收到的返点	18
图 25 公司对客户的返点	18
图 26 公司场景活动服务主要业务	18
图 27 公司场景活动服务主要业务	19
图 28 公司从互联网媒体收到的返点	20
图 29 主要广告公司前五大客户收入占比	22
图 30 伊利的广告营销费用支出（亿元）	24
图 31 伊利在三人行采买的广告销售额（亿元）	24
图 32 三大运营商资本开支情况（亿元）	24
图 33 三大运营商历年营销推广费用（亿元）	24
图 34 2019.6 短视频行业典型 APP 月活跃用户数	25
图 35 移动网民人均 APP 每日使用时长 top8 类型	25

投资聚焦

与市场主流认识不同的是，我们认为公司受经济下滑、广告主预算减少的影响较小。公司的核心竞争力在于其拥有黏性很强的大型知名企业客户资源以及字节跳动等主流媒体资源，这也是为什么公司的毛利率、净利率和 ROE 指标远高于行业平均，我们看好公司强于行业可比公司的盈利能力。此外，公司在 2020 年面临着核心大客户三大运营商带来的机遇。2020 年是 5G 建设和铺设较为重要的一年，我们预计运营商的支出预算包括营销预算将较往年有所提升。三人行与三大运营商有着长达 10 年左右的密切合作，我们预计公司今年有望受益于运营商业务拓展带来的增量业绩。

我们核心的推荐逻辑主要有 3 点：（1）**大客户大营销战略，使得公司 ROE 处于行业领先水平**。毛利率、净利率和 ROE 等指标表明公司的盈利能力强于行业其他可比公司，虽然后面随着数字营销业务占比持续提升，毛利率水平略有下滑，但整体盈利能力仍远高于行业平均水平。我们认为主要跟公司的客户和供应商结构相关，公司的核心大客户皆是伊利、运营商、国有大金融企业等，自身实力较强、规模较大，有比较稳定的营销支出。此外，公司供应商主要是字节跳动、网易、新浪等主流媒体，媒体资源丰富，返点较高。（2）**乘数字营销行业之风，业绩规模快速提高**，公司起步于校园媒体营销，但是在移动互联网兴起之后顺应行业趋势大力发展数字营销，占比迅速达到 80%以上，积累了像伊利、三大运营商、国有金融企业等大型知名企业。得益于大客户拓展，公司整合营销服务处于行业领先水平，竞争力和业绩迅速提升。（3）**5G 时代核心客户运营商带来增量机会**，运营商资本开支从 2019 年开始进入上升轨道，2020 年是 5G 建设和铺设较为重要的一年，我们预计运营商的支出预算包括营销预算将较往年有所提升。与三大运营商有密切合作的营销公司将受益于这部分增量业务。

图 1 三人行股权结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心

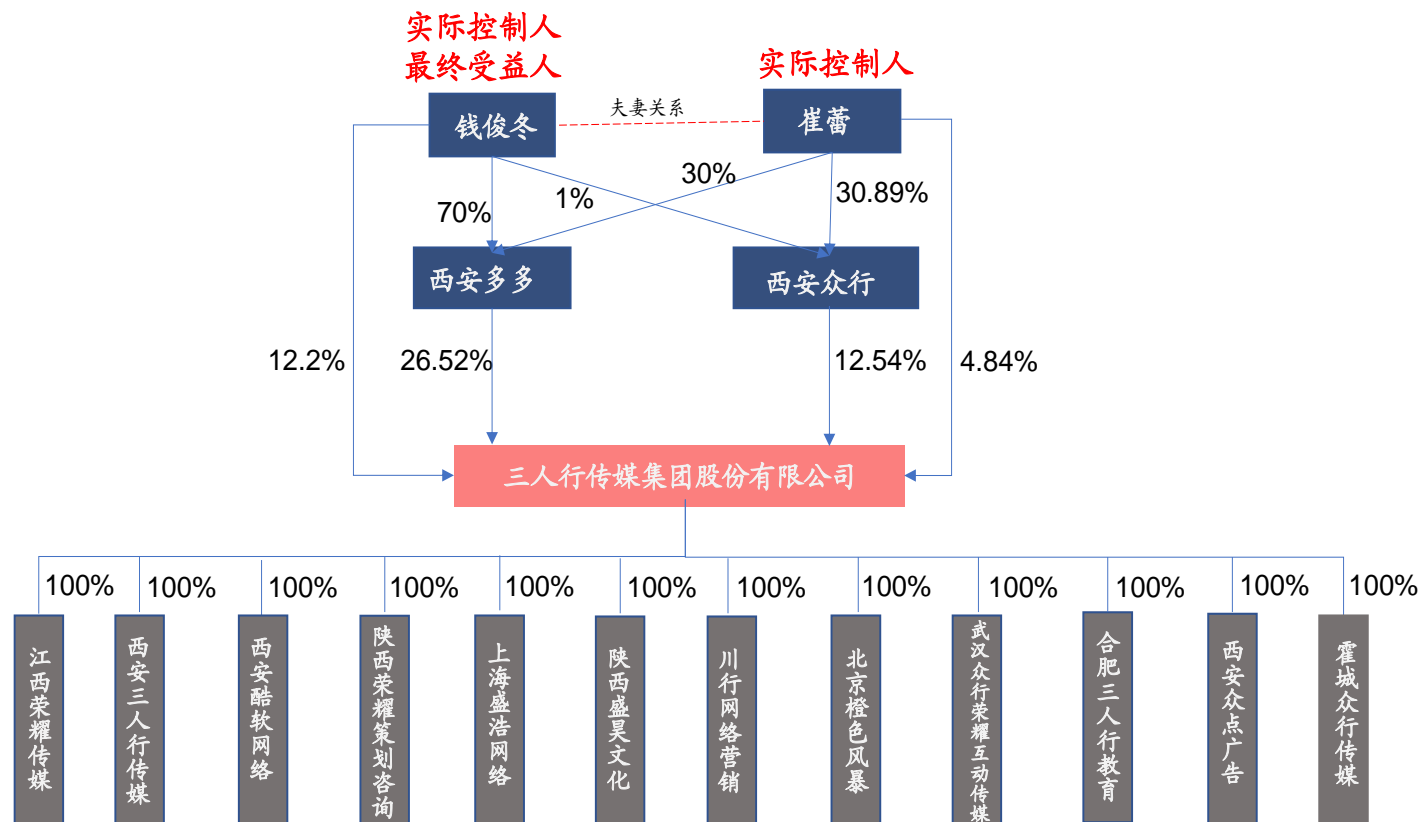
财务分析：业绩快速增长，ROE 优于行业平均

（一）公司发展历程

校园媒体营销起步，顺应互联网营销发展趋势大力发展数字营销业务。公司成立于 2003 年，起初专注于校园媒体营销业务，早期以校园公告栏、运动场围栏等校园媒体为切入点，深入开拓校园媒体资源，截至 2019 年底，校园媒体网络已覆盖 31 省 800 余所高校，先发优势和规模优势显著。2014 年后，随着移动互联网的兴起，企业对于线上广告的投放需求快速增强，三人行顺应行业发展趋势，大力发展数字营销业务。目前公司三大主营业务分别为数字营销服务、场景活动服务以及校园媒体营销业务，2019 年数字营销业务收入占比已达到 86%。

公司股权结构相对稳定集中。公司实际控制人钱俊东和崔蕾系夫妻关系，钱俊东实际拥有三人行传媒集团股份有限公司 30.89%的股权（通过持有西安多多 70%股权、西安众行 1%股权间接持有三人行 18.69%股权和直接持有 12.2%三人行的股权）。公司另一实际控制人崔蕾实际拥有三人行 16.67%的股权（通过持有西安多多 30%股权、西安众行 30.89%股权间接持有三人行 11.83%的股权和直接持有 4.84%三人行的股权）。公司旗下包括江西荣耀传媒、西安三人行传媒、西安酷软网络、上海盛浩网络、北京橙色风暴、合肥三人行教育等 12 家全资子公司。

图 2 三人行股权结构



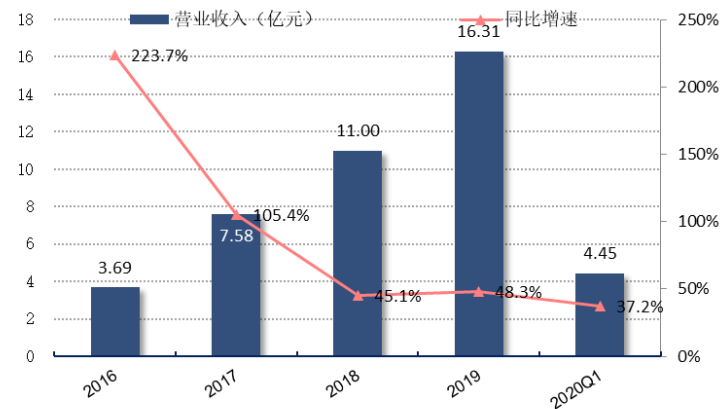
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(二) 公司财务分析

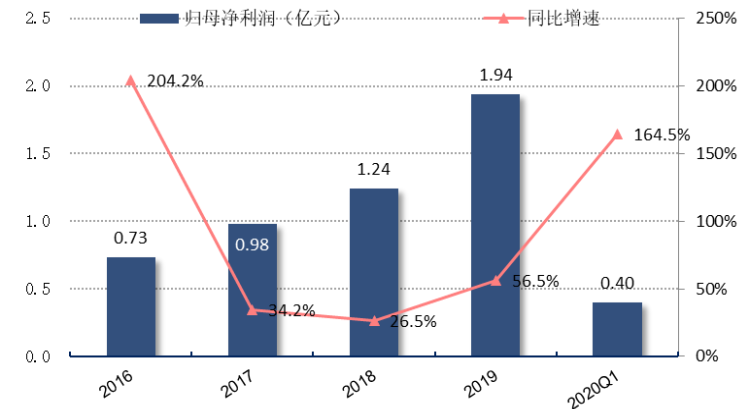
数字营销业务驱动业绩规模快速增长。公司 2014 年以来, 顺应互联网营销发展趋势, 大力发展数字营销业务, 目前处于整合营销行业领先地位, 核心客户包括三大运营商、伊利、农夫山泉以及京东、滴滴等大型知名企业客户, 供应商包括字节跳动、新浪网易等主流媒体。随着与核心大客户的合作不断深入, 数字营销业务收入快速增长并带动公司整体业绩规模快速增长。2017-2019 年间, 公司主营业务收入 CAGR 为 46.8%, 超过互联网营销行业大盘增速。2019 年实现营业收入 16.31 亿元, 同比增长 48.38%, 实现归母净利润 1.94 亿元, 同比增长 56.5%。2020 年一季度实现营业收入 4.45 亿元, 同比增长 37.2%, 实现归母净利润 0.4 亿元, 同比增长 164.5%, 疫情影响下, 公司业绩依然稳定增长。

图 3 2016-2020Q1 营业收入及增速

图 4 2016-2020Q1 归母净利润及增速



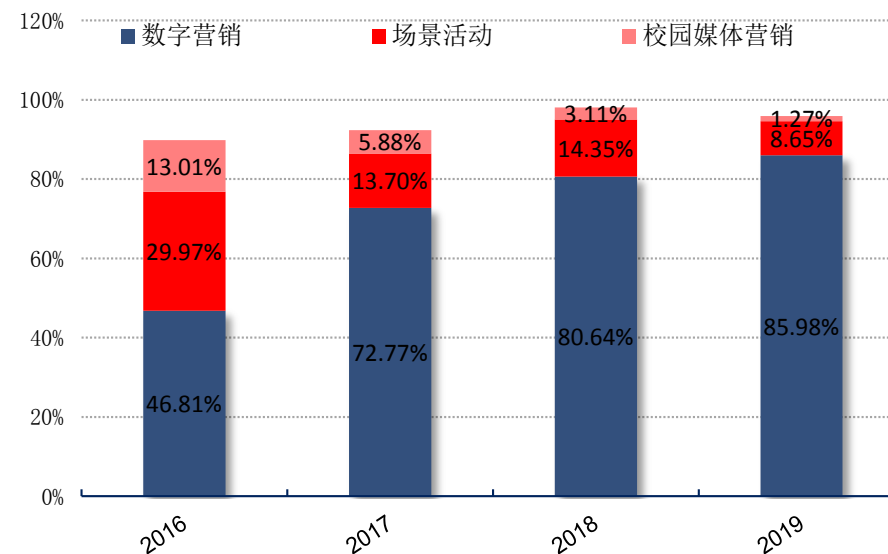
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

数字营销是公司第一大主营业务，并且占比不断提高。三人行以校园媒体营销起步，后随着移动互联网时代的兴起，企业对线上广告投放预算的持续增加，公司顺应潮流大力发展数字营销业务。2019年数字营销业务实现营收14.03亿元，占总营收比重达到86%，较2016年提升39pct。场景互动服务业务和校园媒体营销业务营收占比分别为8.65%、1.27%。未来，随着互联网广告市场规模的不断扩大，公司数字营销业务收入占比可能进一步提高。

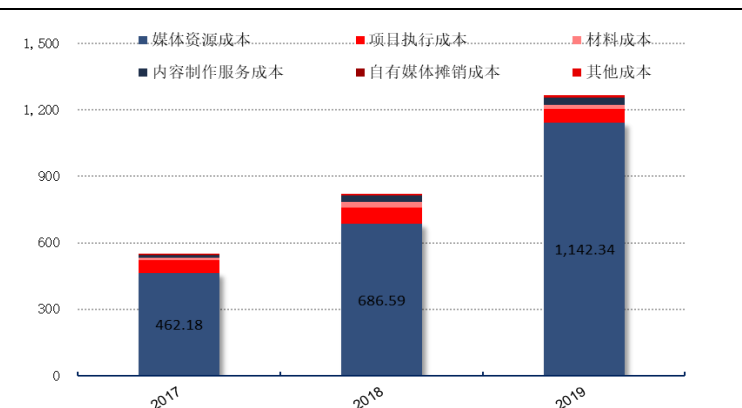
图 5 2015-2019 年各业务营收构成 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

主要成本来源于媒体资源成本。公司的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、自有媒体摊销成本以及其他成本。作为整合营销公司, 三人行最大的成本是媒体资源成本, 主要是从字节跳动、新浪、网易等互联网媒体处采购的媒体资源。2019 年媒体资源成本 11.4 亿元, 占总成本的 90%, 较去年占比有所提升, 主要因为数字营销业务规模不断扩张, 采买媒体资源成本增加。

图 6 主营业务成本结构 (百万元)

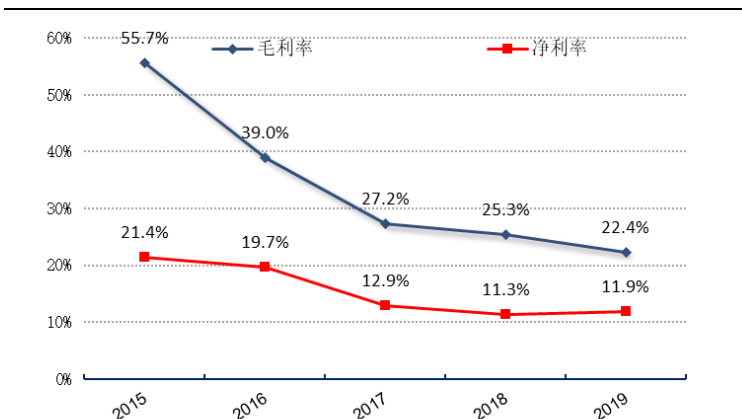


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

由于业务结构变化和新客户开拓, 公司毛利率呈现下降趋势。2019 年毛利率和净利率分别为 22.4% 和 11.9%, 毛利率较 2018 年下降 2.9pct, 净利率小幅提升 0.6pct。毛利率从 2015 年以来呈现快速下降趋势, 从 2015 年的 55.7% 快速下滑到 2019 年的 22.4%, 主要因为公司主营业务中毛利率较低的数字营销业务规模占比不断提升。2019 年数字营销业务毛利率为 20.26%, 相较于校园媒体营销的 60%-70% 的毛利率水平有较大的差距, 业务结构的变化导致毛利率逐年下降。此外, 公司稳定大客户的同时在不断开拓多元化客户, 新客开拓也会对毛利率产生一定影响。费用端来看, 由于公司销售收入的快速提升, 规模效应下, 费用率水平保持下降趋势, 2019 年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 6.55%、2.18% 和 0.21%, 期间费用率水平较去年下降 2.52pct。成本和费用端共同作用下, 公司 2019 年净利率小幅提升。

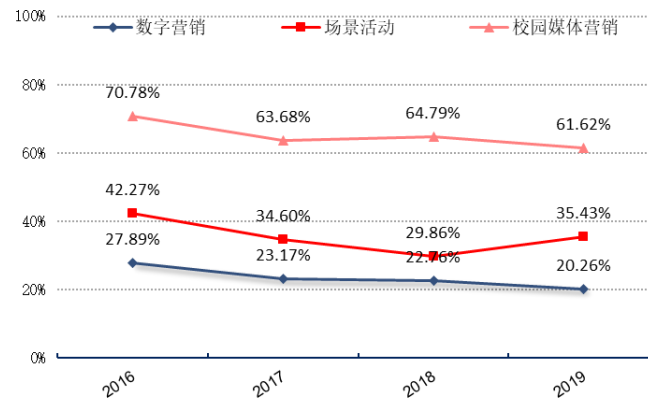
图 8 分业务毛利率

图 7 毛利率与净利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

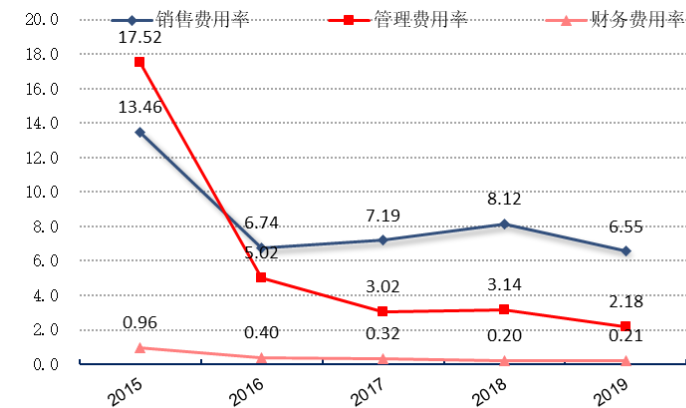
图 9 期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

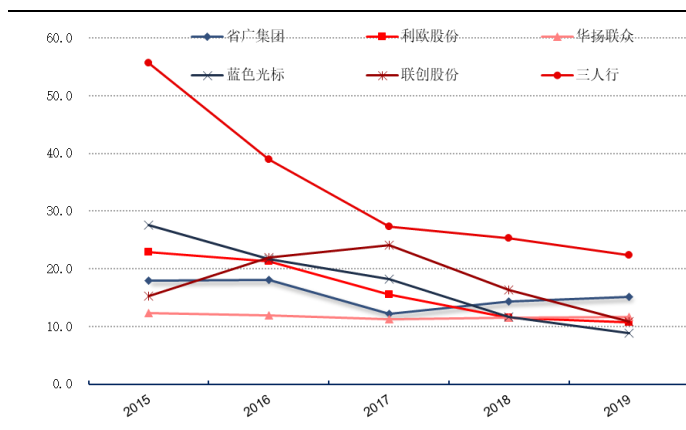
与可比营销公司相比，公司 ROE 表现优异。根据公司招股说明书，三人行同业竞争公司主要有省广集团、利欧股份、华扬联众、蓝色光标以及联创股份。我们以这 5 家公司作为可比公司，研究三人行在营销公司中的盈利能力水平。我们发现虽然三人行近 5 年的毛利率下降较快，但是在可比营销公司中仍处于较高水平。公司 2019 年的毛利率为 22.4%，可比公司毛利率在 10% 左右，公司毛利率水平是同业的 2 倍以上。净利率表现更是超出同业一大截，剔除联创股份这一异常数据，营销公司 2019 年净利率在 1.5%-2.5% 之间，而公司净利率高达 11.87%。从净资产收益率（ROE 摊薄）指标来看，公司亦远高于行业整体水平，2019 年公司 ROE（摊薄）为 51.44%，可比公司中 ROE 最高的华扬联众 2019 年为 11.37%。公司盈利能力远高于营销公司整体平均水平，我们认为主要因为公司合作的都是伊利、运营商、国有银行等知名大客户，且都有长达 5 年甚至 10 年以上的合作历史，不仅黏性较高，且合作模式较为成熟、经验较为丰富，已形成较高的行业壁垒。公司上游供应商皆为字节跳动、新浪、网易等主流媒体，媒体资源丰富且效能较高，互联网媒体持续返利使得公司营业成本不断下降。

图 10 可比公司毛利率

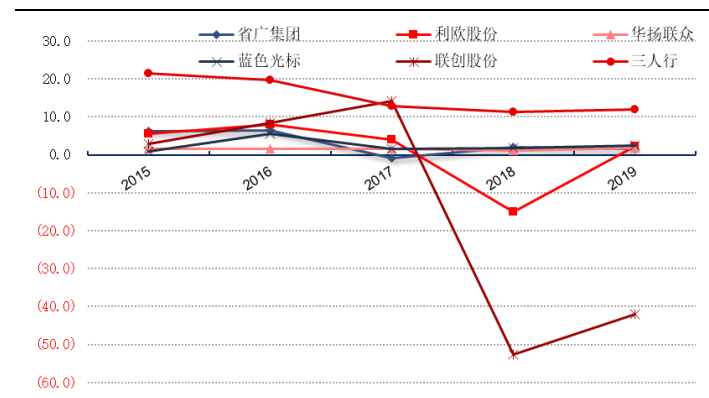


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11 可比公司净利率

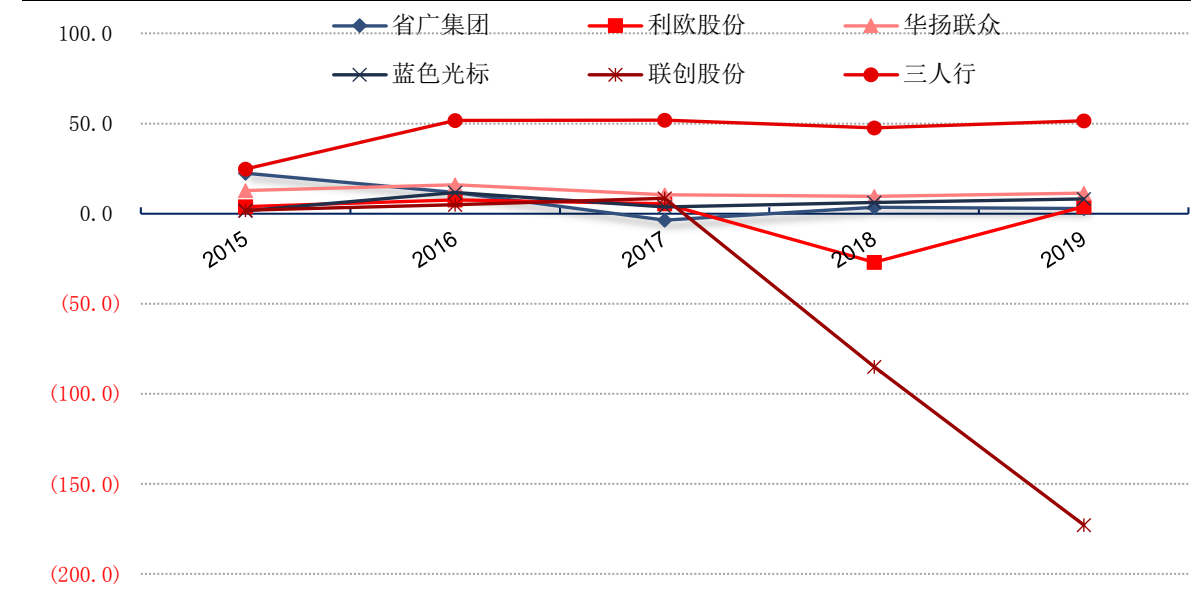


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12 可比公司 ROE



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们采用杜邦分析法拆解可比公司 ROE 各项指标：2017-2019 年可比公司（省广集团、利欧股份、华扬联众、蓝色光标、三人行）与三人行平均销售净利率分别为 3.85%/12.89%、0.22%/11.28%、4.02%/11.87%；总资产周转率分别为 1.32%/1.84%、1.47%/1.87%、1.55%/2.17%；资产负债率分别为 57.99%/63.94%、58.32%/60.27%、51.27%/55.69%。由此可见，三人行无论是净利率还是资产的周转情况皆优于行业，其中净利率是主要拉动因素。

表 1 可比公司杜邦分析

公司	销售净利率（%）			总资产周转率（%）			资产负债率（%）		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
省广集团	-0.90	2.09	1.58	1.10	1.26	1.28	46.95	40.20	35.92
利欧股份	4.12	-15.12	2.20	0.86	0.89	1.02	42.58	50.79	38.94
华扬联众	1.51	1.08	1.85	1.89	1.96	1.71	74.39	78.38	72.15
蓝色光标	1.63	1.78	2.57	0.92	1.37	1.56	62.08	61.95	53.67
三人行	12.89	11.28	11.87	1.84	1.87	2.17	63.94	60.27	55.69
行业平均	3.85	0.22	4.02	1.32	1.47	1.55	57.99	58.32	51.27

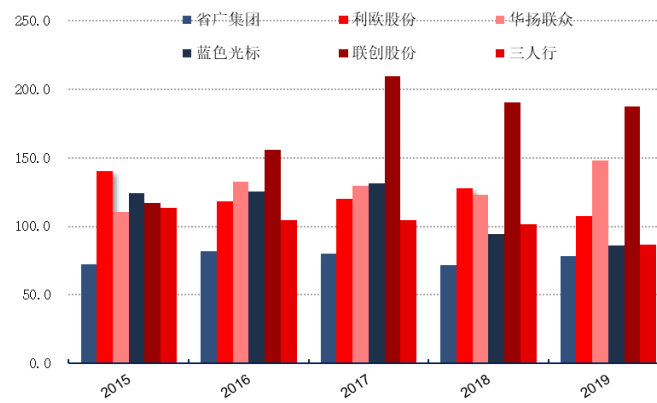
资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：为避免联创股份数据异常干扰行业平均水平，此处我们剔除联创股份这一可比公司

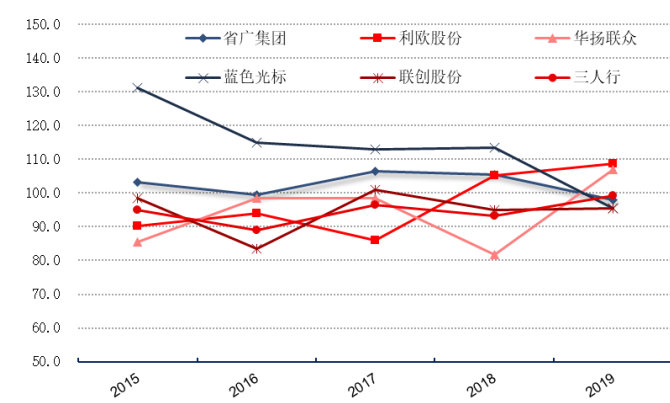
公司应收账款周转情况逐年向好，现金流表现较好。公司 2015-2019 年应收账款周转情况逐年向好，由 2015 年的 113.5 天下降为 2019 年的 86.8 天。与可比公司相比，公司应收账款周转情况较好，处于行业平均偏上。对应的，公司现金流表现也好于行业平均，2019 年收现比（销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入）为 99.19%，同比增长 6.05pct。

图 13 可比公司应收账款周转天数（天）

图 14 可比公司收现比（销售商品提供劳务收到的现金/营业收入，%）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



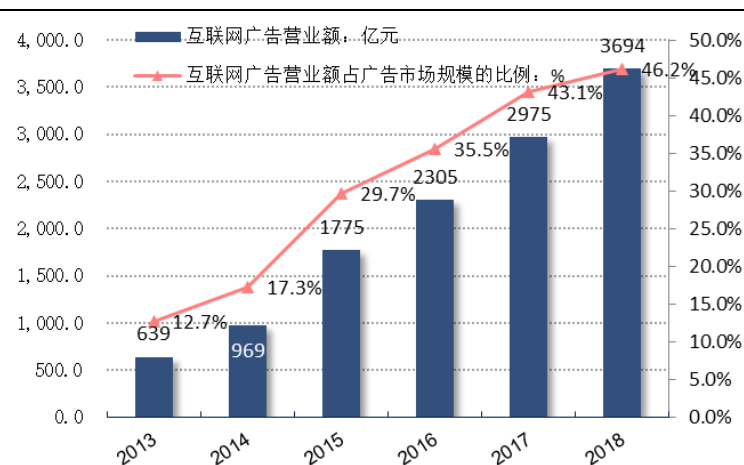
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

行业分析：营销行业媒介分化明显，5G 运营商有望带来行业增量

（一）数字营销行业：切分营销预算的实力竞争者，短视频媒介成为营销新阵地

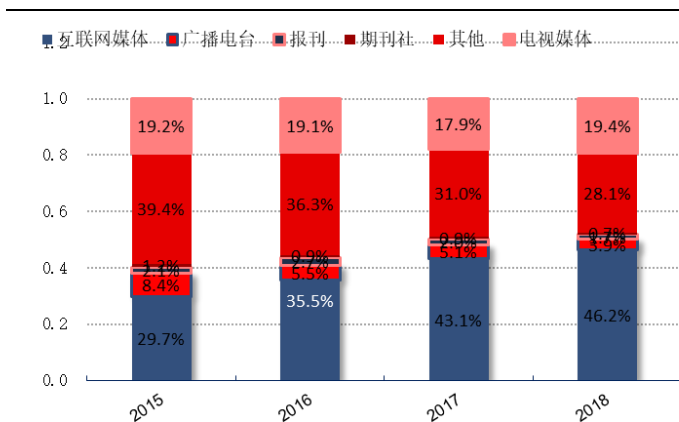
经济环境下行压力仍在，不改数字营销火热现状。反映出优质传媒效率的媒介仍有实力分割营销蛋糕。短期来看，疫情影响使得大规模的线下营销活动逐渐延后，线上数字营销受疫情影响较小。长期来看，互联网，尤其是移动互联网，已成为消费人群日常生活最为丰富的曝光渠道，数字营销行业成为广告主主要选择的宣传阵地。根据《现代广告》与中国市场监管报统计，2018 年我国互联网广告营业额达到 3694 亿元，同比增长 24.17%。互联网广告的营业额也从 2013 年的 639 亿元迅速成长，年均增长率达到了 42.04%。从广告主的媒体偏好来看，互联网媒体逐渐成为各大品牌方投放的主要渠道。以广泛投放的品牌广告为主体的传统媒体日渐式微，精准化推送的数字营销成为各大广告主青睐的主要媒介。根据《现代广告》与中国市场监管报披露，互联网媒体渠道自 2016 年开始成为主要的曝光途径，其营业额占比自 2015 年开始逐年上升，从 2015 年的 29.7% 成长至 2018 年的 46.2%。

图 15 2015-2018 年互联网广告营业额以及占广告规模的比例（亿元）



资料来源：《现代广告》、中国市场监管报，信达证券研发中心

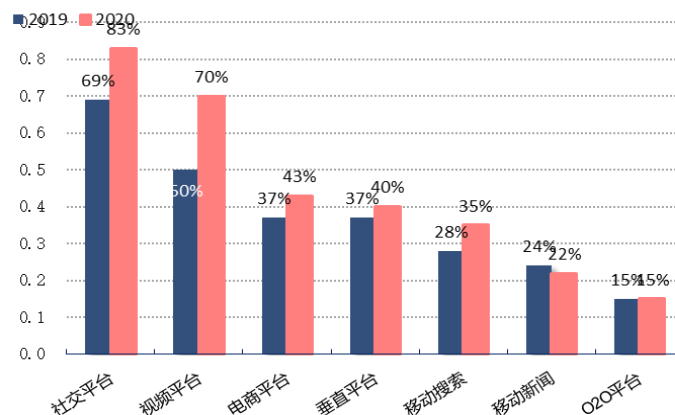
图 16 2015-2018 年各大媒介的营业额占比



资料来源：《现代广告》、中国市场监管报，信达证券研发中心

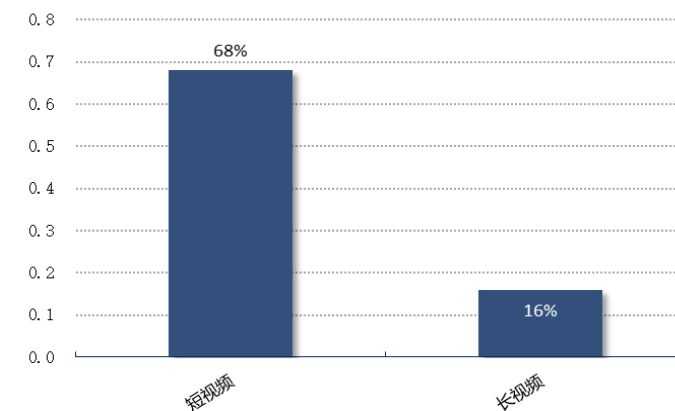
从广告主的投放角度来看，移动端字节跳动为代表的新的流量聚集地成为未来广告投放的关键点。根据 Admaster 发布的《2020 年中国数字营销趋势报告》显示，2020 年广告主在移动端，广告主的投放重点仍然聚焦于社交平台与视频平台，有 83% 的广告主选择投放社交平台，70% 的广告主选择视频平台，相较于 2019 年的 69% 与 60% 均有提升空间。在视频平台的选择方面，68% 的广告主选择短视频平台作为主要的投放渠道，16% 的广告主选择长视频平台作为主要的投放渠道，短视频平台的广告表现潜力获得市场认可，未来流量集聚效应将更加明显。

图 17 2015-2018 年互联网广告营业额以及占广告规模的比例（亿元）



资料来源: Admaster 《2020 年中国数字营销趋势报告》，信达证券研发中心

图 18 广告主移动端投放媒体平台偏好调查

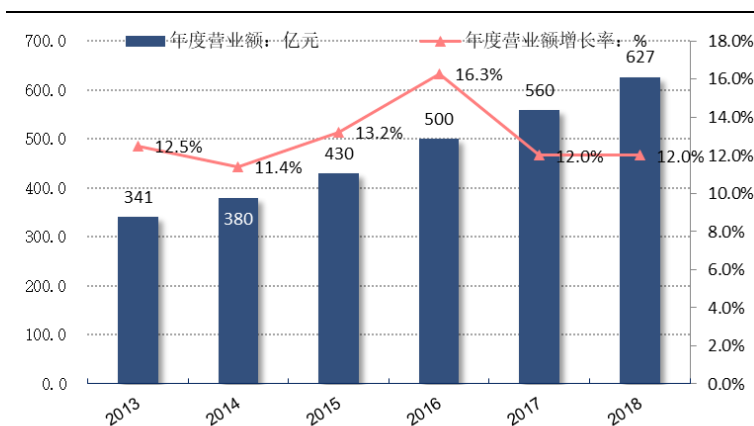


资料来源: Admaster 《2020 年中国数字营销趋势报告》，信达证券研发中心

（二）场景活动市场：科技结合场景营销，市场规模增长值得期待

科技与场景营销结合，挖掘现实场景下的消费需求，市场规模增长进行中。场景活动主要包括广告经营者为客户举办文艺赛事、节目、会展、路演以及会议、发布会或座谈会等各类活动。场景活动服务是我国现代服务业的组成部分之一，在国内宏观经济稳定发展的背景下，我国场景活动服务领域市场规模呈现出良好的增长趋势。随着科学技术的成熟与不断应用，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迅速发展，进一步促进了我国场景活动市场规模的不断增长。根据 CIPRA（中国国际公共关系协会）发布的 2016-2018 年《中国公共关系业调查报告》显示，2018 年场景活动市场实现营业收入 627 亿，同比增长 12%，自 2013 年开始，年均复合增长率达 12.95%。

图 19 2013-2018 年场景活动市场规模（亿元）



资料来源: CIPRA《中国公共关系调查报告》, 信达证券研发中心

营销与公共关系活动在科技浪潮下相互交融, 整体营销服务能力的公司将在市场争夺中脱颖而出。以场景活动服务为代表的公关活动更倾向于进行小范围的认知传播, 常作为整合营销方案的前期预热环节。拥有丰富营销经验的广告主选择根据经营需求将营销和公关在活动在不同阶段和层面进行融合, 并在传播策略上实现不同受众的信息倾向性变化。具有较强整合营销服务能力的综合型广告传媒企业, 由于能够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、效果评估及优化等服务在内的全流程整合营销服务, 协助客户高效地实现跨媒体、多渠道的品牌曝光和产品或服务的营销推广, 因此将具有较强的竞争优势、较高的行业地位和良好的发展前景。

(三) 5G 运营商业务拓展有望带来营销行业市场规模增量

2020 年运营商资本开支提速, 5G 业务进入快速拓展期。2019 年移动、电信、联通的资本开支分别为 1659 亿元、776 亿元、564 亿元, 总计 2999 亿元, 同比去年增长 4.5%。2020 年三大运营商的资本开支计划为 1798 亿元、850 亿元和 700 亿元, 总计 3348 亿元, 同比增长 11.6%。在 5G 方面, 移动 5G 相关投资计划约 1000 亿元, 同比增长 316.7%; 电信 5G 资本开支约 453 亿元, 同比增长 387%; 联通 5G 资本开支预算约 350 亿元, 同比增长 343%。

运营商资本开支从 2019 年开始进入上升轨道, 2020 年是 5G 建设和铺设较为重要的一年, 我们预计运营商的支出预算包括营销预算将较往年有所提升。与三大运营商有密切合作的营销公司将受益于这部分增量业务。

表 2 近年来三大运营商资本开支及增速

年份	移动	电信	联通	总计	YoY
----	----	----	----	----	-----

2015	1956	1091	1339	4386	
2016	1873	968	721	3562	-18.79%
2017	1775	887	421	3083	-13.45%
2018	1671	749	449	2869	-6.94%
2019	1659	776	564	2999	4.53%
2020E	1798	850	700	3348	11.64%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司业务：优秀的服务能力，围绕核心大客户的整合营销体系

1、业务介绍：线上、线下与活动的整合营销体系

公司业务包括三大块，数字营销服务、场景活动服务和校园媒体营销服务，覆盖的流量场景分别为互联网线上、线下活动及校园空间，满足客户跨媒体、多渠道的品牌曝光及产品推广。

1.1 数字营销服务

数字营销服务按类别可以分为广告投放代理、广告方案策划与执行两类，两项业务的不同之处在于公司主要提供投放创意策划还是流量/媒体代理中介，广告投放代理业务性质为流量中介业务，为广告主向媒体提供流量购买服务，并提供数据等监测结果；广告方案策划与执行业务中公司不必须提供媒体位，广告创意的成分增加，并加入执行后的策划评估效果环节。

表 3 数字营销服务业务主要服务内容

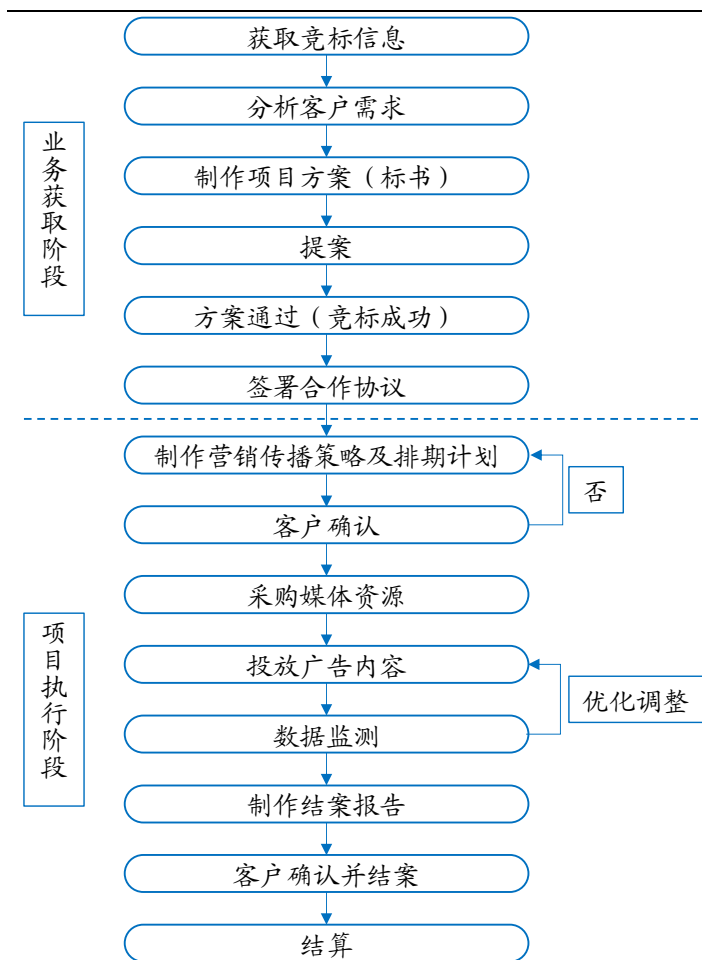
类别	主要服务项目	主要服务内容
广告投放代理	媒介策略	根据客户的营销需求提出媒介策略建议，并制定媒体资源传播组合方案
	媒体资源采购	与客户沟通广告内容及排期表，获得客户确认后，与媒体确定广告素材及排期表等要素，并进行采购
	营销效果评估	根据排期表进行广告投放，并向客户提供营销信息广告投放传播效果，并根据评估结果提出相应的优化建议
广告方案策划与执行	创意策划	了解客户需求，根据对广告受众的洞察为客户进行创意策划，制定营销方案
	媒介策略	根据客户的营销需求提出媒介策略建议，并制定媒体资源传播组合方案
	营销效果评估	根据营销方案执行情况，向客户提供营销信息传播效果评估服务，并根据评估结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

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

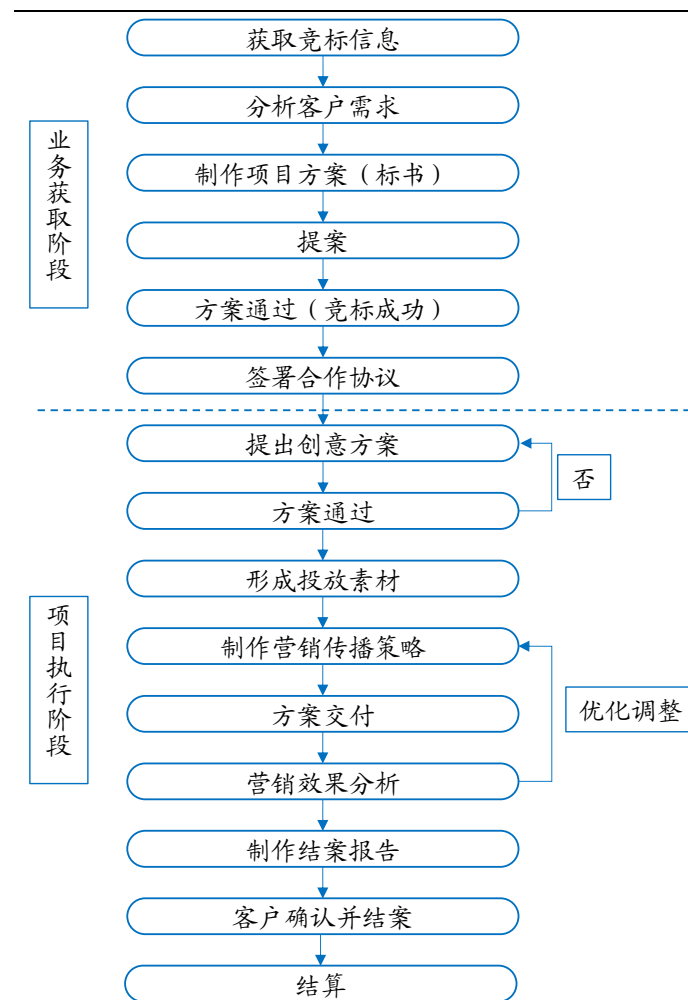
广告投放代理的主要流程为首先通过竞标、中标进入客户采购体系内，为客户制作营销传播策略，根据策略采购相应的媒体位形成排期表，后续进行一系列的物料投放，在实施过程中引入数据监测机制，对结果分析并反馈给客户，投放结束后形成结案报告，客户对服务进行评价。广告方案策划与执行业务在中标后为客户制作创意方案，在进入购买、投放、效果评估环节。

图 20 广告投放代理业务流程

图 21 广告方案策划与执行业务流程



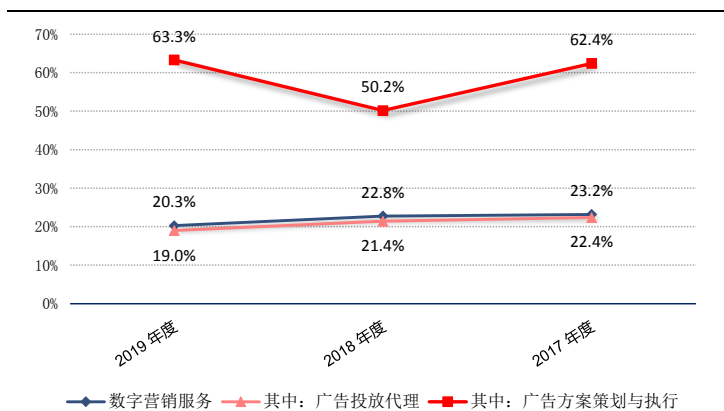
资料来源：Wind，信达证券研发中心



资料来源：Wind，信达证券研发中心

广告方案策划与执行的毛利率高于广告投放代理，主要由于广告投放代理中流量媒体成本占比较高，压缩了公司业务的弹性。广告方案策划与执行业务以创意为核心，需要结合客户需求和行业特点，对经验要求较高，有较高的人才壁垒，毛利率相对较高。

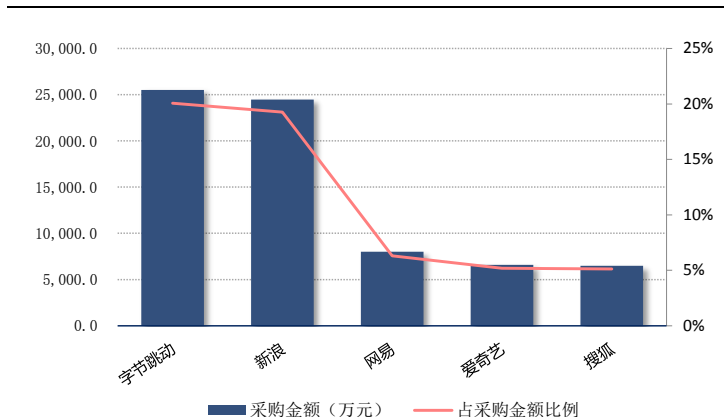
图 22 2017-2019 年数字营销各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

互联网媒体资源丰富，公司的媒体资源包括字节跳动、新浪、网易、爱奇艺、腾讯、搜狐等互联网广告行业的主流媒体，影响力较大，营销受众面较广，能够满足大部分品牌广告主的市场营销需求，其中字节跳动连续三年为公司最大的媒体采购方，其次是新浪微博。

图 23 2019 年公司互联网媒体资源采购前五名

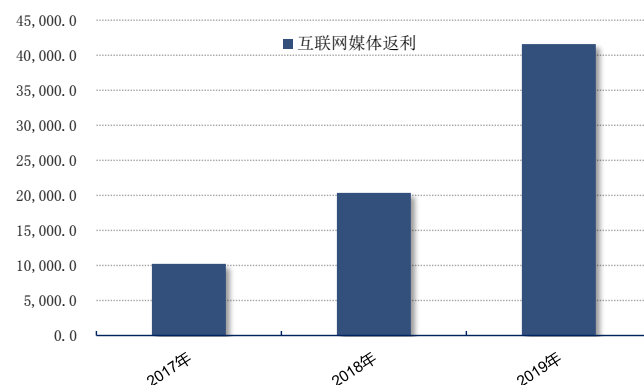


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

流水及返点快速增长。随着公司业务规模的增加，媒体对公司的返点也在增加，2019 年公司从媒体收到的返点为 4.16 亿元，

返点给客户的金额为 2.13 亿元。

图 24 公司从互联网媒体收到的返点



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

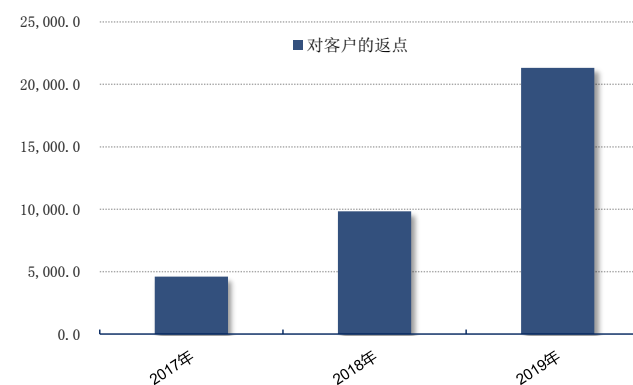
互联网媒体对公司的返利政策主要包括阶梯式返利政策和固定比例返利政策。阶梯式返利模式中, 由于公司流水加大可以获得较高的返利金额。公司对部分客户会有返点, 属于商业折扣, 不计入收入, 同时返点的金额属于价格的范畴中, 会在合同中约定。存量客户在确定返利返还政策时, 会综合考虑当年广告投放规模及过往服务质量等因素与公司协商确定; 对于新增客户, 公司综合客户所处行业、声誉及广告投放规模、公司人力成本及财务投入情况, 在竞标时报出。

1.2 场景活动服务

公司的场景活动服务是指在文艺赛事、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。场景活动服务作为整合营销中的一个重要营销方式, 满足了客户的品牌宣传与推广需求, 部分项目如天翼飞 Young 校园好声音歌手大赛项目等已进入成熟的商业运作模式, 客户会根据需要定期举办并持续开展市场推广活动, 为公司带来了较为稳定的收入。

图 26 公司场景活动服务主要业务

图 25 公司对客户的返点



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 4 公司开展的场景服务案例

序号	客户名称	活动名称
1	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
2	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
3	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
4	中国移动通信集团江苏有限公司	动感地带手机嘉年华活动
5	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
6	中移互联网有限公司	城市微徒步、第五届百万青年创业就业计划校园合作推广、上海酷狗蘑菇 Y3 动漫音乐节活动
7	中国联合网络通信有限公司江苏省分公司	联通沃派大学生音乐超级联赛

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 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，以及在此基础上的创意策划等相关服务。截至 2019 年末，公司已与全国 800 余所高校建立了良好的合作关系，占全国普通高等学校（含独立学院）总数的 33%。公司的校园媒体网络具有较强的资源先发优势及规模优势。

公司校园媒体资源包括校园公告栏、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、候车亭等，覆盖了在校学生的课外活动、就餐及出行等多种场景。

图 27 公司场景活动服务主要业务



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 28 公司从互联网媒体收到的返点



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2、公司核心竞争力：客户资源、服务能力与媒体资源

2.1 业务核心壁垒一：长期积累的客户资源与服务能力

公司拥有多个优质大客户，而且合作时间较长。公司 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。公司与主要大客户合作良好，业务收入中前 5 大客户占比在 75%-80%，且占比相对稳定。其中相对较新的大客户伊利销售金额快速上升，2019 年达到 6.3 亿元，相比 2018 年上升 3.8 亿元。

表 5 公司主要客户情况

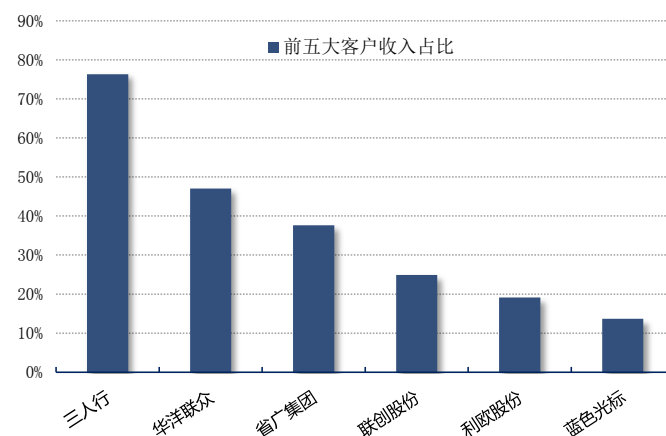
期间	序号	客户名称	销售额 (万元)	占营业收入 比例
2019 年度	1	伊利集团	63292.47	38.8%
	2	中国电信	24497.01	15.0%
	3	中国移动	19440.85	11.9%
	4	中国工商银行	8742.1	5.4%
	5	中国农业银行	8586.52	5.3%
	合计		124558.9	76.4%
2018 年度	1	伊利集团	25684.23	23.4%
	2	中国电信	25084.2	22.8%
	3	中国移动	20623.46	18.8%
	4	京东集团	5762.68	5.2%
	5	中国工商银行	5702.88	5.2%
	合计		82857.46	75.4%
2017 年度	1	中国电信	30413.65	40.1%
	2	中国移动	11028.44	14.5%
	3	京东集团	8854.64	11.7%
	4	中国工商银行	4812.69	6.4%
	5	伊利集团	3896.48	5.1%
	合计		59005.9	77.8%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

和其他广告公司相比，公司客户结构特点为大客户、单客户收入较高、收入相对集中、合作时间长的特点。公司为这些客户提供全媒体、全链条的整合营销，覆盖线上各种渠道的广告代理投放、广告创新策划，线下最重要的场景—校园，还可帮助策划举办各种线下活动，比如校园歌手大赛、公司年会等，公司可提供全方位的服务为客户节省选择时间，具有服务外包的

性质，因此公司也可获得相对稳定的、长期的收入。从另一个方面说，每增加一个大客户对公司具有重要的长线意义。

图 29 主要广告公司前五大客户收入占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司重视获客，协议年限一般为 1-2 年，客户获取以招投标为主、商业洽谈为辅，数字营销服务通过招投标方式获取业务机会，数字营销服务主要通过招投标方式获取业务机会，场景活动服务通过招投标及商务洽谈相结合的方式获取业务机会，校园媒体营销服务主要通过商务洽谈方式获取业务机会。招投标方式的招标信息来源主要为客户在互联网上公开发布的招标信息及客户的招标邀请。公司组建负责各类网站招标信息的业务团队，发掘新的业务机会，结合公司行业、声誉、市场投放规模等方面情况，选出符合公司客户标准的潜在客户。客户与公司签署的协议期限一般为 1-2 年，协议期满后，公司会再通过招投标方式获取客户业务机会。公司与主要客户合作较久，也说明公司服务能力的优秀。

公司业绩增长点之一在于吸引原有线下客户线上投放广告。公司有对大客户多年的服务经验，线下客户若投放线上广告将优先选择公司作为代理商。

2.2 业务核心壁垒二：不同媒体间的整合能力

校园服务业务处于领先地位，具有先发优势。公司创业早期，即以校园公告栏、运动场围栏等校园媒体为切入点，深入开拓校园媒体资源。经过不断的发展积累，截至 2019 年末公司校园媒体网络已覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）的 800 余所高校，具有较为明显的先发优势及规模优势，数量众多、品类多样、分布较为广泛的校园媒体是公司在校园媒体营销领域的核心竞争力。目前公司在校园媒体营销服务领域已处于国内领先地位。

公司校园媒体包括自建媒体和采购媒体，目前校园服务广告位处于供不应求状态，公司募集资金的用处之一为新建校园媒体位。公司拟投资 2.1 元用于扩建校园媒体，其中 1.66 亿元为媒体建设。

表 6 募集资金用于校园媒体扩建项目资金使用计划（万元）

序号	项目	投资金额
1	建设校园媒体	16,590.00
2	扩建销售及服务网络	2,353.82
3	扩建校园广告营销平台	536.20
4	基本预备费	389.60
5	铺底流动资金	1,619.03
合计		21,488.65

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司与众多优质终端媒体保持长期稳定的合作关系，为客户提供全面、优质的营销服务，并拟扩充渠道资源体系。公司已与今日头条、微博、网易、腾讯、爱奇艺、搜狐、新浪、优酷土豆、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，形成了多场景、跨平台的媒体资源整合能力。另外公司拟投入 2.4 亿元用于数字整合营销服务体系扩建，投入 1.39 亿用于场景活动服务体系扩建，投入 1.3 亿用于创意中心及业务总部建设项目。

表 7 募集资金使用计划（万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投资总额	备案情况
1	数字整合营销服务体系扩建项目	24,020.41	22,170.55	已备案
2	场景活动服务体系扩建项目	13,928.35	12,855.70	已备案
3	校园媒体扩建项目	21,488.65	19,833.77	已备案
4	创意中心及业务总部建设项目	12,966.74	12,966.74	已备案
5	补充营运资金项目	31,000.00	31,000.00	-
合计		103,404.15	98,826.77	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3、公司未来增长驱动力分析

3.1 客户数量的增加

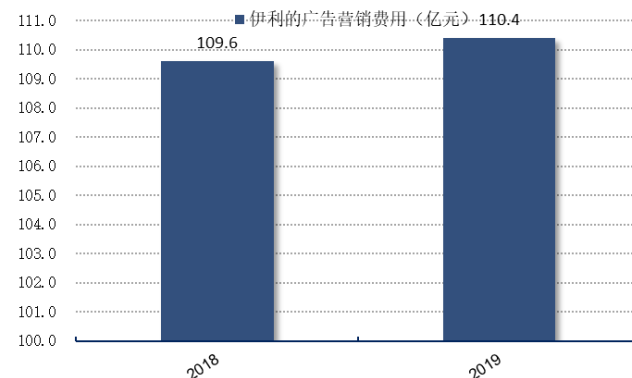
公司目前客户以大型知名企业为主，与大客户的合作时间大多在 5 年甚至 10 年以上，对于整合营销服务经验较为丰富，新客拓展优势显著。公司重视获客，协议年限一般为 1-2 年，客户获取以招投标为主、商业洽谈为辅，数字营销服务通过招投标方式获取业务机会，数字营销服务主要通过招投标方式获取业务机会，场景活动服务通过招投标及商务洽谈相结合的方式获取业务机会，校园媒体营销服务主要通过商务洽谈方式获取业务机会。招投标方式的招标信息来源主要为客户在互联网上公

开发布的招标信息及客户的招标邀请。公司组建负责各类网站招标信息的业务团队，发掘新的业务机会，结合公司行业、声誉、市场投放规模等方面情况，选出符合公司客户标准的潜在客户。客户与公司签署的协议期限一般为 1-2 年，协议期满后，公司会再通过招投标方式获取客户业务机会。公司与主要客户合作较久，也说明公司服务能力的优秀。

3.2 单个客户订单量的增加

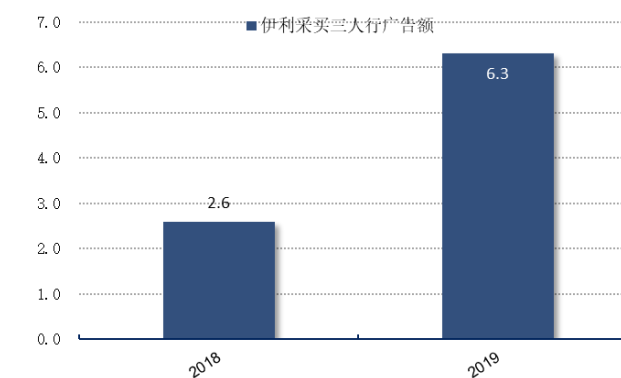
除新客开拓外，公司业绩增长主要驱动力来源于既有老客户订单量的持续增长。2019 年公司第一大客户伊利的销售额为 6.3 亿元，相比于 2018 年的销售额增加了 3.7 亿元，伊利本身 2019 年的广告营销费用支出相较于 2018 年仅增加 0.86 亿元，说明在客户自身营销预算支出没有显著增加的情况下，三人行通过自己的营销能力和影响力抢占了其他营销公司的份额。我们认为在已有大客户的持续深耕上，公司未来大有作为。

图 30 伊利的广告营销费用支出（亿元）



资料来源：伊利公司公告，信达证券研发中心

图 31 伊利在三人行采买的广告销售额（亿元）



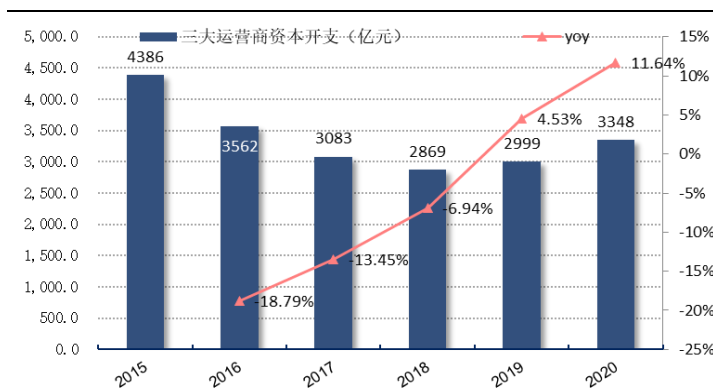
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 5G 换代周期中运营商加大广告营销预算

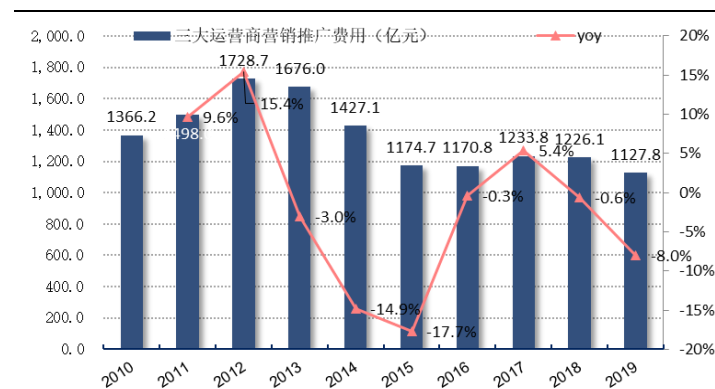
根据历史经验，3G-4G 换代周期中，三大运营商营销推广费用预算大大增加。2011-2014 年间 3G-4G 的更新换代周期中，运营商的营销预算始终保持在 1400 亿元总预算的高位，到 2015 年以后营销预算开始大幅下降，保持在 1100 亿元总预算的水平。根据三大运营商财报，2020 年资本开支将同比增加 11.6% 至 3348 亿元，我们预计随着 5G 建设周期的展开，相应的营销推广预算将快速提升。在公司历年的客户结构中，运营商销售额占比一度达到 50% 以上，2019 年占比将近三分之一，故运营商加大广告营销预算将大幅提振公司业绩。

图 32 三大运营商资本开支情况（亿元）

图 33 三大运营商历年营销推广费用（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.4 抖音等新兴媒介快速增长下公司效率有望提升

抖音短视频爆发，巨大流量池下，媒介成本降低的同时效率有望提升。近年来，短视频用户规模快速增长，内容发展更加良性，行业逐渐进入到健康发展的新阶段。2020年3月，短视频用户规模达到7.73亿，使用率达到85.6%。以抖音和快手为例，二者吸引了大量用户与内容生产者，截至2019年6月，两者的月活跃用户数分别达到4.86亿和3.41亿。短视频的爆发下，新兴媒介多元化发展有利于降低流量曝光成本的同时提升转化率。字节跳动连续三年为公司最大的媒体采购方，其次是新浪、微博，这类媒体较其他媒介平台返点额多，有利于降低公司的营业成本，同时因为其流量曝光度更高，广告营销效率也更高。

图 34 2019.6 短视频行业典型 APP 月活跃用户数

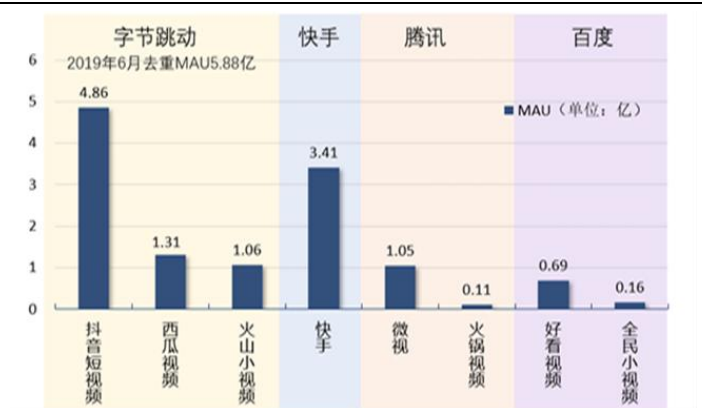
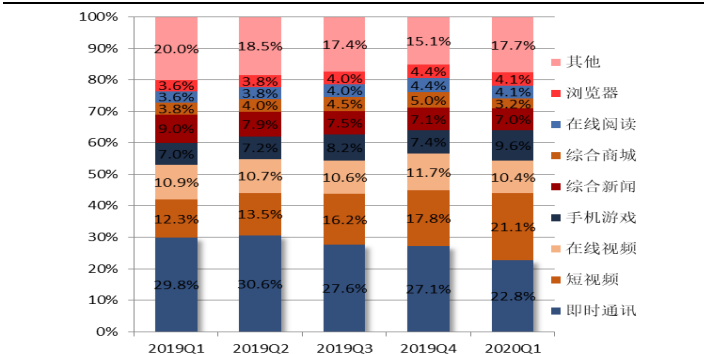


图 35 移动网民人均 APP 每日使用时长 top8 类型



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

（一）收入假设：

公司顺应移动互联网广告营销行业的发展趋势大力发展数字营销业务，凭借多年整合营销经验拿下大型知名企业客户如伊利、三大运营商和国有银行。一方面老客户自身业务规模的不断扩张带动公司数字营销业务收入的持续快速增长，另一方面我们预计今年公司在新客开拓上面临诸多机遇，数字营销业务营收占比继续快速提升。基于以上，我们对公司三大业务进行收入增速的拆解：2020-2022 年公司数字营销业务、场景活动服务业务、校园媒体营销业务收入增速分别为 105%/54%/42%、-10%/-10%/-10%、-30%/-20%/-10%，公司 2020-2022 年总营收增速为 90%/50%/40%。

表 8 2020-2022 年各业务收入预测

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
数字营销业务	8.87	14.03	28.76	44.29	62.90
yoy	60.69%	58.17%	105%	54%	42%
场景活动	1.58	1.41	1.27	1.14	1.03
yoy	51.92%	-10.76%	-10%	-10%	-10%
校园媒体营销	0.34	0.21	0.15	0.12	0.11
yoy	-24.44%	-38.24%	-30%	-20%	-10%
其他	0.21	0.66	0.86	1.12	1.45
yoy		114.29%	30.00%	30.00%	30.00%
总计	11	16.31	31.04	46.67	65.48
yoy	45.12%	48.27%	90%	50%	40%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

（二）费用率假设：

根据公司公告，由于上游供应商字节跳动、新浪、网易等互联网公司对三人行返点额增加，公司的业务成本有望降低。此外，随着公司新客拓展，费用率较 2019 年略有提升。

表 9 公司 2020-2022 年营业成本及各项费用率假设

	2019	2020 年	2021 年	2022 年
营业成本	77.64%	77.00%	77.00%	77.00%
营业税金及附加率	0.34%	0.34%	0.34%	0.34%
销售费用率	6.55%	7.29%	7.32%	7.05%
管理费用率	2.04%	2.55%	2.47%	2.35%

研发费用率	0.14%	0.23%	0.23%	0.23%
-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

综上所述，我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 31 亿元、46.5 亿元、65.1 亿元，同比增加 90%、50%、40%，归母净利润分别为 3.36 亿元、5.04 亿元、7.19 亿元，同比增加 73.45%、50.07%、42.62%，摊薄 EPS 分别为每股 4.86 元、7.30 元、10.41 元，对应 2020 年 6 月 9 日收盘价（每股 187.11 元）动态 PE 分别为 38 倍、26 倍、18 倍。

（三）公司估值及评级

按照营销行业 2020 年 6 月 9 日收盘价计算，2020 年行业平均估值为 52.21X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10 可比公司估值表（截至 2020.6.9）

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	EPS（元/股）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603825.SH	华扬联众	25.91	0.83	1.29	1.79	2.25	23.26	20.90	15.12	12.01
300058.SZ	蓝色光标	7.77	0.29	0.28	0.33	0.37	19.81	28.89	24.25	21.37
002400.SZ	省广集团	10.35	0.09	0.14	0.17		38.48	82.05	65.97	
002291.SZ	星期六	24.58	0.2	0.39	0.74	0.95	86.24	65.60	34.34	26.49
300785.SZ	值得买	178.08	2.23	2.8	3.46	4.22	64.53	63.63	51.44	42.20
平均								52.21	38.22	25.52

资料来源：Wind，信达证券研发中心

风险因素

- 1、经济形势严峻的风险；
- 2、新客拓展不达预期的风险；
- 3、核心客户业绩规模不达预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	641.57	834.64	2,642.30	3,499.47	4,642.11
货币资金	243.00	322.03	1,702.30	2,108.01	2,708.90
应收票据	0.00	0.54	1.03	1.54	2.15
应收账款	349.36	437.18	830.64	1,245.96	1,744.34
预付账款	19.03	27.99	52.74	79.11	110.75
存货	1.84	9.82	18.51	27.77	38.87
其他	28.34	37.08	37.08	37.08	37.08
非流动资产	14.07	14.90	14.91	15.73	16.69
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	1.66	2.96	3.02	3.19	3.37
无形资产	0.65	0.87	0.20	0.40	0.53
其他	11.77	11.07	11.69	12.14	12.79
资产总计	655.64	849.54	2,657.20	3,515.20	4,658.80
流动负债	391.17	459.15	792.02	1,146.02	1,570.82
短期借款	39.00	67.00	67.00	67.00	67.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	256.96	300.81	566.81	850.21	1,190.30
其他	95.21	91.34	158.21	228.81	313.52
非流动负债	4.00	14.00	14.00	14.00	14.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.00	14.00	14.00	14.00	14.00
负债合计	395.17	473.15	806.02	1,160.02	1,584.82
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	260.47	376.40	1,852.05	2,356.05	3,074.85
负债和股东权益	655.64	849.54	2,657.20	3,515.20	4,658.80

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,099.51	1,631.43	3,099.71	4,649.56	6,509.39
同比（%）	44.97%	48.38%	90.00%	50.00%	40.00%
归属母公司净利润	124.03	193.62	335.84	504.00	718.80
同比（%）	26.87%	56.11%	73.45%	50.07%	42.62%
毛利率（%）	25.34%	22.36%	23.00%	23.00%	23.00%
ROE%	55.28%	60.80%	30.14%	23.95%	26.47%
EPS (摊薄)(元)	1.80	2.80	4.86	7.30	10.41
P/E	104	67	38	26	18
P/B	49.61	34.33	6.98	5.49	4.20
EV/EBITDA	64.35	41.66	32.14	21.48	15.09

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,099.51	1,631.43	3,099.71	4,649.56	6,509.39
营业成本	820.94	1,266.69	2,386.78	3,580.16	5,012.23
营业税金及附加	7.97	5.60	10.63	15.95	22.33
销售费用	89.25	106.89	225.85	340.28	459.06
管理费用	30.99	33.33	78.95	114.82	153.18
研发费用	3.51	2.29	7.28	10.92	15.29
财务费用	2.23	3.35	4.65	1.83	1.89
减值损失合计	1.47	-2.92	2.79	0.36	-1.77
投资净收益	0.00	0.00	0.68	0.34	0.34
其他	4.83	12.52	17.16	15.62	9.70
营业利润	147.98	228.73	400.63	601.20	857.23
营业外收支	-0.54	-0.35	-0.30	-0.42	-0.39
利润总额	147.44	228.38	400.33	600.78	856.84
所得税	23.41	34.76	64.49	96.79	138.04
净利润	124.03	193.62	335.84	504.00	718.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	124.03	193.62	335.84	504.00	718.80
EBITDA	151.38	234.25	404.12	604.66	860.70
EPS (当年)(元)	2.39	3.74	4.86	7.30	10.41

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	77.95	137.58	243.68	409.42	604.54
净利润	124.03	193.62	335.84	504.00	718.80
折旧摊销	1.84	3.18	0.49	0.50	0.53
财务费用	2.10	2.69	3.30	3.37	3.34
投资损失	0.00	0.00	-0.68	-0.34	-0.34
营运资金变动	-51.78	-61.42	-91.72	-97.10	-118.73
其它	1.76	-0.50	-3.53	-1.01	0.95
投资活动现金流	-2.10	-3.18	0.07	-0.33	-0.32
资本支出	-2.10	-3.18	-0.62	-0.67	-0.66
长期投资	0.00	0.00	0.68	0.34	0.34
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-44.77	-52.95	1,136.52	-3.37	-3.34
吸收投资	0.00	0.00	1,243.42	0.00	0.00
借款	8.50	18.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	52.21	79.99	106.90	3.37	3.34
现金流净增加额	31.07	84.37	1,380.27	405.71	600.89

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3 年卖方研究经验，2019 年 11 月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020 年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@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。