

2020 年 06 月 16 日

三人行 (605168.SH)

由校园营销向整合营销升级,重点发力大客户与抖音渠道

■三大业务协同布局,构建整合营销服务能力。公司依托校园营销起家,逐步将线下场景活动拓展至校园之外,并于 2014 年切入数字营销领域,发展成为覆盖线上线下,集媒介投放、营销策划等业务于一体的整合营销公司,其中数字营销为最主要的业务,2019 年营收占比为 85.98%。受益于数字营销行业的快速发展与内部服务能力的提升,公司实现了快速的增长,2019 年公司实现营业收入 16.31 亿,2017-2019 年复合增速为 46.67%;归母净利润为 1.94 亿,2017-2019 年复合增速为 40.7%。

■数字营销市场规模高速增长,广告主预算持续向短视频平台倾斜。2019 年中国广告行业经营额达到 8674.28 亿元,同增 8.54%;互联网广告经营额达 4367 亿元,同增 18.22%,是行业增长的主要驱动力。随着短视频崛起,广告主预算进一步向抖音、快手等短视频平台倾斜。根据 Sensor Tower,抖音及海外版 TikTok,5 月份实现营收 9570 万美元(约 6.8 亿元人民币),为去年同期的 10.6 倍。

■坐拥长期稳定优质客户资源,背靠抖音渠道增长可期。1) 公司锁定规模较大信誉良好的企业实行小组专项制,充分挖掘服务需求并形成长期稳定的合作关系,2019 年公司前五大客户包括伊利、中国电信、中国移动、中国工商银行、中国农业银行,营收合计占比 76.35%,背靠大客户营收稳定且可持续;2) 公司主要对接社交媒体与长视频平台媒体资源,其中字节跳动连续三年为公司最大的媒体资源供应商,总采购金额占比逐年提升,2019 年达 20.08%,背靠字节跳动系增长红利,有望持续增厚业绩。

■投资建议:公司拥有长期稳定的优质客户资源,在短视频行业的增长红利下,背靠字节跳动渠道有望实现快速增长,我们预计公司 2020 年-2022 年将实现归母净利润 3.34 亿、4.91 亿、6.97 亿,对应 EPS 为 4.84 元、7.11 元、10.09 元;公司成长性突出,首次覆盖给予“增持-A”评级。

■风险提示:广告行业竞争加剧,大客户流失风险,媒介平台政策变化。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,099.5	1,631.4	2,954.2	4,376.1	6,068.7
净利润	124.0	193.6	334.1	490.9	697.2
每股收益(元)	1.80	2.80	4.84	7.11	10.09
每股净资产(元)	3.77	5.45	10.54	17.64	27.74

公司分析

证券研究报告

投资评级 **增持-A**

首次评级

股价(2020-06-15) **273.94 元**

交易数据

总市值(百万元)	18,920.13
流通市值(百万元)	4,730.04
总股本(百万股)	69.07
流通股本(百万股)	17.27
12 个月价格区间	87.29/273.94 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.75	-0.09	-0.28
绝对收益			

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	138.7	88.8	51.5	35.0	24.7
市净率(倍)	66.0	45.7	23.6	14.1	9.0
净利润率	11.3%	11.9%	11.3%	11.2%	11.5%
净资产收益率	47.6%	51.4%	45.9%	40.3%	36.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	819.0%	359.7%	303.7%	283.5%	223.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 由校园营销向整合营销升级，实现规模快速扩张	4
1.1. 校园营销起家，顺势切入数字营销	4
1.2. 业绩规模高速扩张，现金流管控能力突出	5
2. 数字营销高速增长，场景活动营销仍具重要性	7
2.1. 数字营销高速增长，广告主预算向社交渠道倾斜	7
2.2. 场景活动仍具重要性，校园是线下最集中的流量入口之一	8
3. 重点布局大客户与抖音渠道，校园营销特色鲜明	10
3.1. 三大业务协同布局，紧抓优质客户与媒体资源	10
3.2. 校园营销先发优势突出，线下流量价值有望提升	13
4. 投资建议	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：三人行历史沿革	4
图 2：三人行股权结构（IPO 后）	4
图 3：2017-2019 年公司营业收入及增速	5
图 4：2017-2019 年公司归母净利润及增速	5
图 5：2017-2019 年公司主营业务收入及增速	5
图 6：2017-2019 年公司主营业务构成	5
图 7：2017-2019 年公司营业成本构成	6
图 8：2017-2020Q1 公司毛利率及净利率	6
图 9：2016-2019 年公司各业务毛利率	6
图 10：2016-2019 年公司期间费用率变化情况	7
图 11：2017-2019 年公司应收账款及营收增速对比	7
图 12：公司销售商品、提供劳务收到的现金占当期营收比例	7
图 13：2013-2019 年中国广告行业经营额及互联网广告市场规模	8
图 14：2015-2019 年广告经营额结构变化	8
图 15：2018-2019 年泛娱乐典型行业月人均使用时长	8
图 16：2020 年广告主采用的数字营销形式占比	8
图 17：2018 年不同行业数字营销投放占比	9
图 18：2018 年不同行业场景活动投放占比	9
图 19：2013-2019 年场景活动市场规模	9
图 20：2013-2019 年普通高等学校及在校生数量	10
图 21：公司数字营销案例	11
图 22：公司直接客户与广告公司客户占比	12
图 23：2018-2019 年 TikTok 排名及营收	13
图 24：公司主要校园媒体资源	14
表 1：各主营业务的主要服务内容	10
表 2：2017-2019 年公司前五大客户	12
表 3：2017-2019 年公司前五大供应商	13
表 4：公司募集资金投资项目及金额（万元）	14

1. 由校园营销向整合营销升级，实现规模快速扩张

1.1. 校园营销起家，顺势切入数字营销

以校园营销起家，以数字营销为切入点构建整合营销能力。三人行成立于2003年，2005年由北京起步拓展全国高校的校园媒体营销业务，发展成为校园营销领域领先公司；2014年为顺应移动互联网快速发展导致的营销传播方式变化，公司快速切入数字营销领域，并于2016年加入中国4A广告协会，正式进入中国广告第一集群；截止目前公司形成数字营销服务、场景活动服务及校园媒体营销服务三大业务体系，并为多家大品牌企业提供整合营销服务。2020年5月28日公司于上交所上市，正式登陆资本市场。

图1：三人行历史沿革

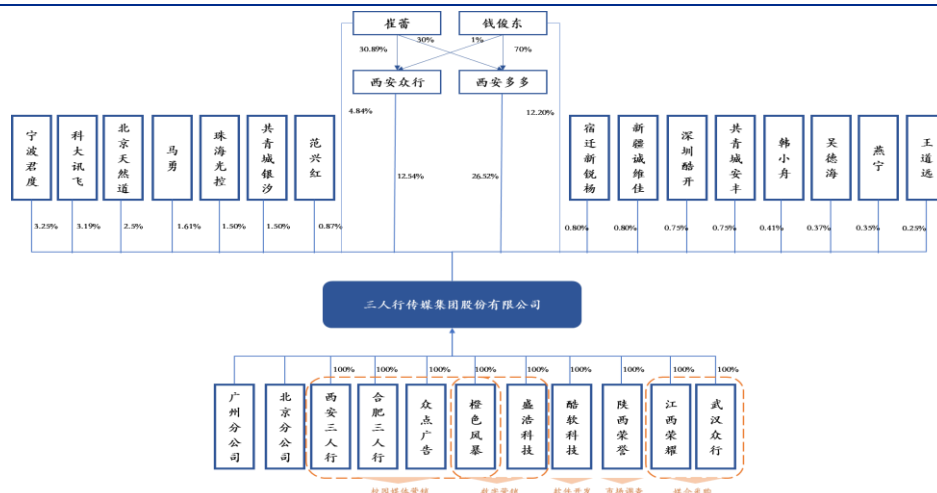


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

股权相对集中，拥有多家子公司。公司实际控制人为钱俊东与其妻子崔蕾，两人分别直接持股12.20%与4.84%，并通过西安多多与西安众行间接持股39.05%，合计持股比例达到56.09%，股权比例集中且掌握在创始人手中，有利于推动公司整体战略布局。

旗下拥有11家子公司，协同布局构建整合营销能力。公司拥有北京、广州两家分公司，以及9家全资子公司，其中由橙色风暴、合肥三人行、西安三人行、众点广告为客户提供校园营销服务；盛浩科技提供数字营销服务；酷软科技、陕西荣誉分别提供软件开发、市场调查服务；江西荣誉、武汉众行负责媒介采买，形成覆盖线上线下的综合服务能力。

图2：三人行股权结构（IPO后）

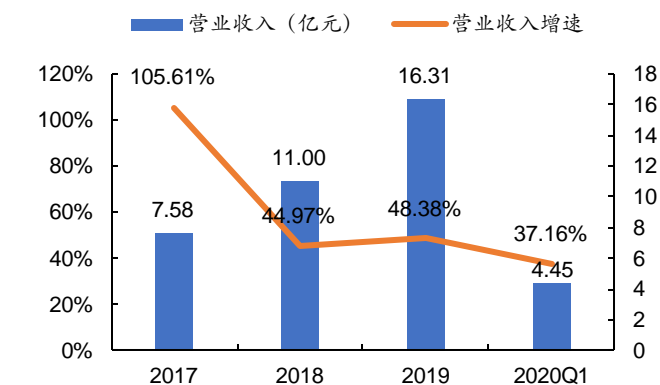


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 业绩规模高速扩张，现金流管控能力突出

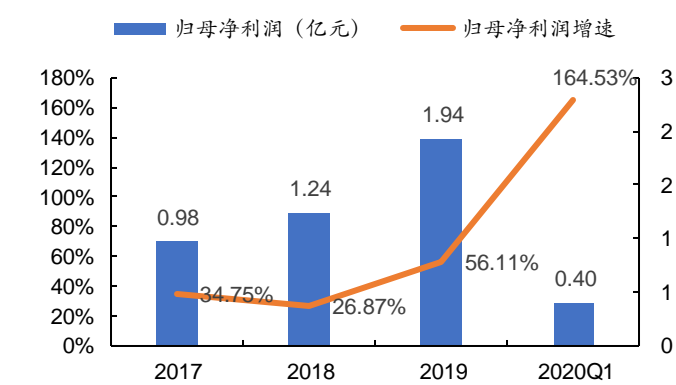
营收高速增长，净利润稳步上升。2019 年公司营业收入为 16.31 亿元，同增 48.38%，2017-2019 年营收复合增速为 46.67%；2019 年归母净利润 1.94 亿元，同增 56.11%，2017-2019 年归母净利润复合增速为 40.7%。公司积极把握数字营销行业发展机遇，并依靠专业的整合营销服务能力满足客户体验，从而实现营收及归母净利润持续高增。

图 3：2017-2019 年公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：2017-2019 年公司归母净利润及增速



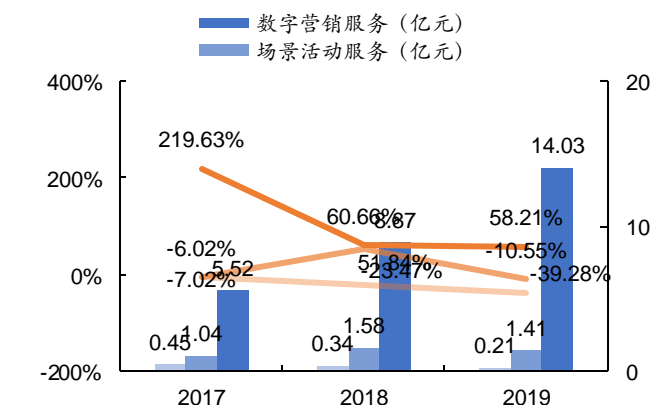
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

数字营销为主要的收入来源，是公司业务增长的主要驱动力。公司目前形成了数字营销服务、场景活动服务、校园媒体营销三大业务板块，2019 年营业收入分别为 14.03 亿、1.41 亿、0.2 亿，营收占比分别为 85.98%、8.6%、1.3%，数字营销服务已经成为公司的第一大收入来源。

从趋势来看，数字营销服务占比持续提升，而场景活动服务、校园媒体营销均有所下滑，我们判断主要原因在于行业处于互联网营销的大趋势之下，广告主将其线下预算向线上转移，导致场景活动营销与校园媒体营销的收入有所下降，而数字营销实现了快速的增长。

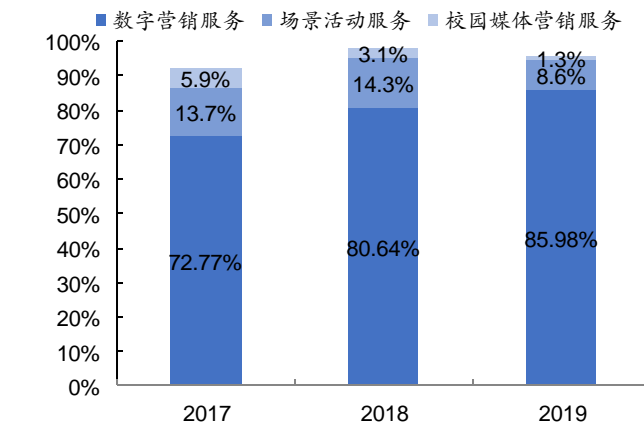
具体来看，受益于互联网营销的快速发展，2019 年公司数字营销服务营业收入增长至 14.03 亿元，2017-2019 年复合增速为 59.4%。进一步地，数字营销业务可以分为广告投放代理业务、广告方案策划与执行两部分，2019 年分别实现收入 13.62 亿、0.40 亿元，同比增长 61.31%、-4.14%，即公司主要作为代理中介为客户提供媒介采买服务。

图 5：2017-2019 年公司主营业务收入及增速



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

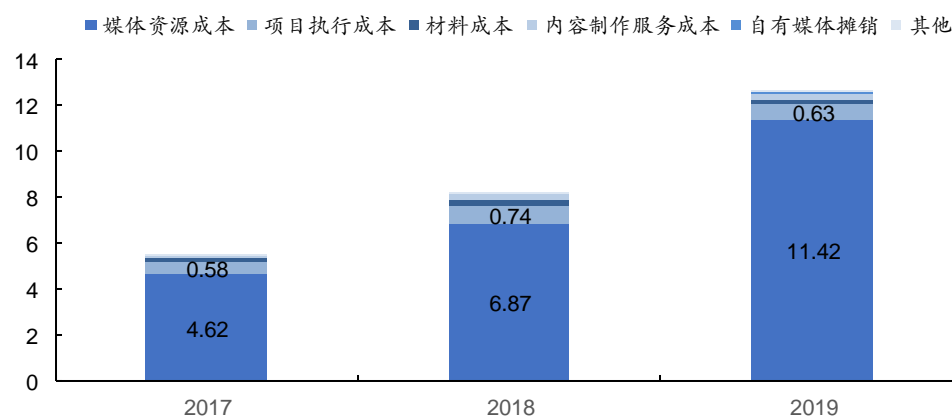
图 6：2017-2019 年公司主营业务构成



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

媒体资源采购成本为主要成本项，占比超九成。2019 年公司营业成本为 12.66 亿，成本构成主要包括媒体资源采购成本、项目执行成本、材料成本、内容制作成本等，其中媒体资源成本为 11.42 亿元，占总成本的比重为 90.23%，是成本的主要构成项。

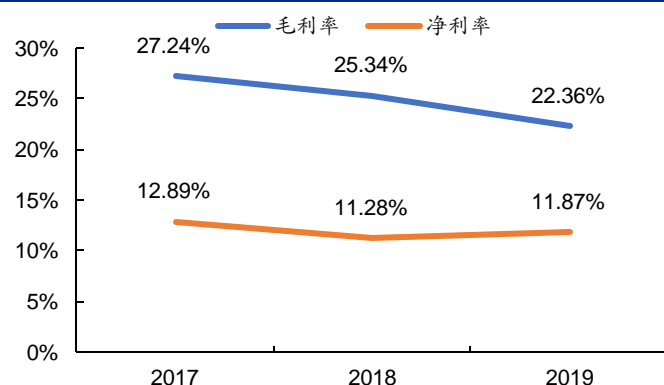
图 7：2017-2019 年公司营业成本构成



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

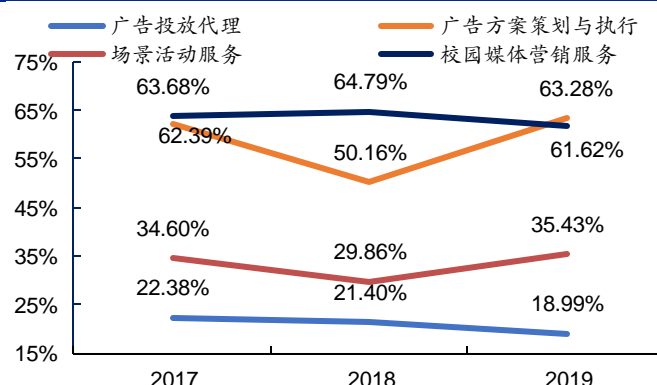
低毛利的广告投放代理业务占比提升，导致毛利率有所下滑。2019 年公司综合毛利率为 22.36%，较 2018 年下降 2.98pct，毛利率整体呈缓慢下滑趋势，主要是因为低毛利的广告投放代理占比提升所导致。2019 年数字营销服务中广告投放代理、广告方案策划与执行、场景活动、校园媒体营销服务的毛利率分别为 18.99%、63.28%、35.43%、61.62%，相较于广告方案策划与执行、场景活动服务、校园媒体营销等业务具有非标性，公司能够提供更多的附加值而导致毛利率更高，广告投放代理业务基于数字媒介投放透明度高毛利率相对较低。

图 8：2017-2020Q1 公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

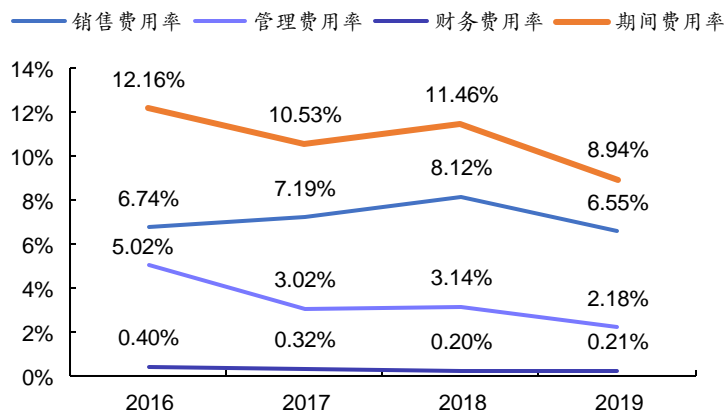
图 9：2016-2019 年公司各业务毛利率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

整体费用率呈下降趋势，控费能力突出。2019 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.55%、2.18%、0.21%，分别下降 1.57pct、0.96pct、-0.01pct；期间费用率合计为 8.94%，相较 2018 年下降 2.52pct，表现出较好的控费能力。

图 10：2016-2019 年公司期间费用率变化情况

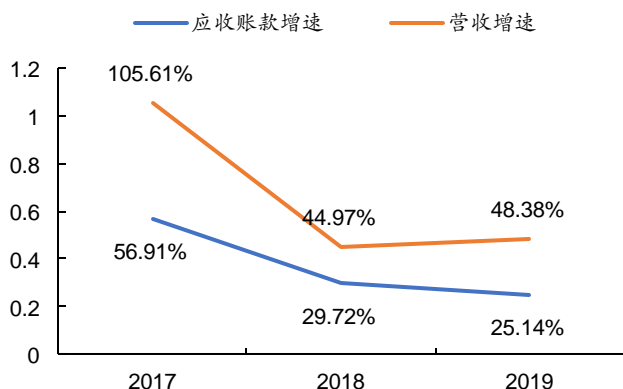


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

营收回款良好，经营活动现金流量健康。公司业务规模扩张，应收账款持续增长，但应收账款增速低于营收增速且呈逐年下降趋势，2019 年营收占比为 26.8%，应收账款规模合理，主要债务人均为资信状况良好的知名客户。应收账款周转天数连续三年下降，2019 年公司应收账款周转天数为 86.78 天，远低于同业平均水平，资金管理良好。

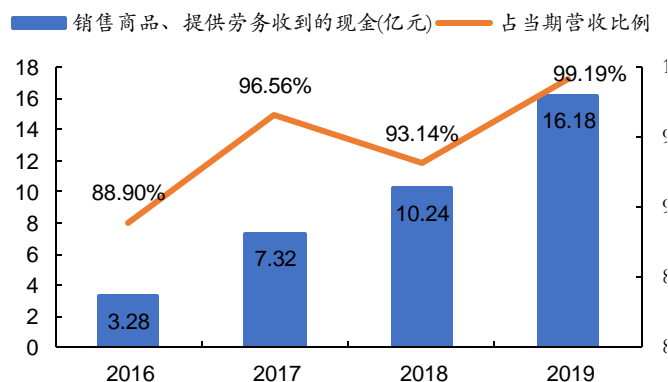
2017-2019 年，公司经营现金流净额均为正，分别为 1.32 亿元、0.78 亿元、1.41 亿元，2019 年经营现金流净额占归母净利润比例为 72.57%。销售商品、提供劳务收到的现金占同期营业收入的比重逐年上升，2019 年占比高达 99.19%，主要系应收账款管理力度加强。

图 11：2017-2019 年公司应收账款及营收增速对比



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 12：公司销售商品、提供劳务收到的现金占当期营收比例



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 数字营销高速增长，场景活动营销仍具重要性

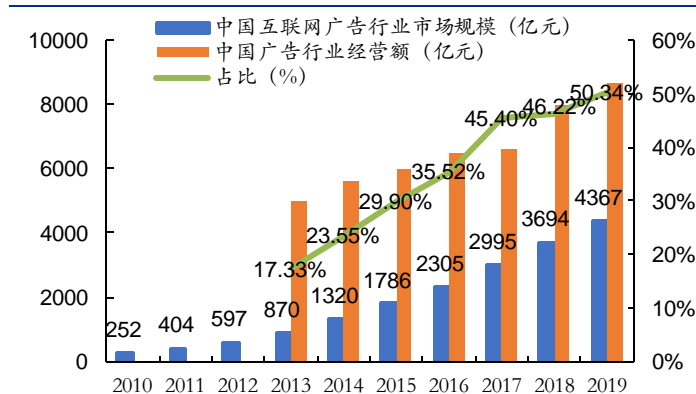
2.1. 数字营销高速增长，广告主预算向社交渠道倾斜

数字营销市场规模高速增长，互联网广告占比过半。随着移动互联网的快速发展，加之互联网媒体拥有互动性强、覆盖范围广、精准化程度高、传播效率高的优势，数字营销迎来快速增长。截止 2019 年中国广告行业经营额达到 8674.28 亿元，同增 8.54%，其中互联网广告经营额达 4367 亿元，同增 18.22%，广告市场占比提升至 50.3%。

互联网媒体已经超越传统媒体，是投放规模最大的广告媒介。根据《现代广告》与《中国市

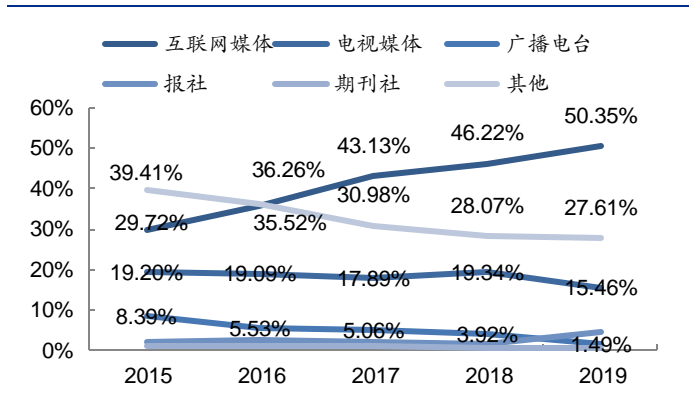
场监管报》，按照媒体形式划分，2019 年互联网媒体经营额占比为 50.35%，是我国市场规模最大的广告形式。2015-2019 年互联网媒体占比持续提升，与电视、广播、报刊等传统媒体的规模差距进一步扩大，广告主预算持续向线上迁移。

图 13：2013-2019 年中国广告行业经营额及互联网广告市场规模



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

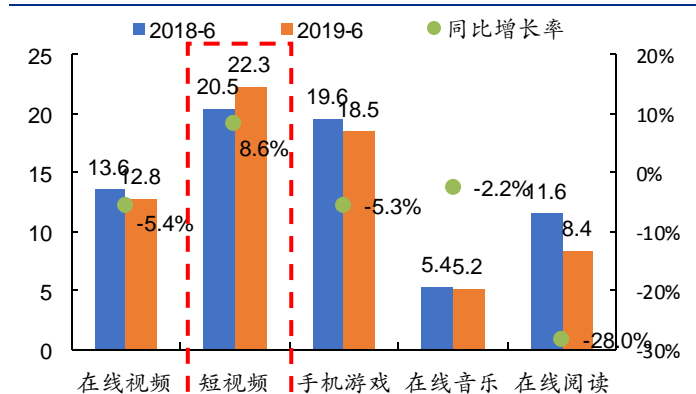
图 14：2015-2019 年中国广告行业经营额结构变化



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

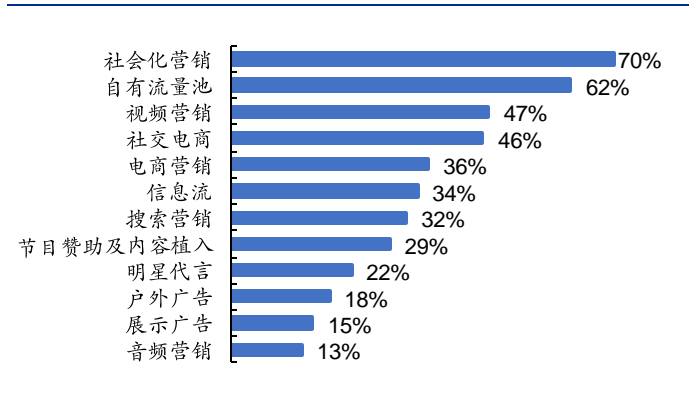
短视频等社交媒体崛起，社交营销预算持续增长。短视频持续抢占用户的使用时长，2019 年短视频月人均使用时长为 22.3 小时，较 2018 年同增 8.6%，成为用户停留时间最长的泛娱乐应用。随着短视频崛起，广告主将预算进一步向社交媒体倾斜。根据 Admaster 数据，2020 年社会化营销是广告主最关注的营销方式，有 70% 的广告主将于社交营销上进行投放，拥有相关媒体资源的营销公司将受益。

图 15：2018-2019 年泛娱乐典型行业月人均使用时长



资料来源：QuestMobile、安信证券研究中心（单位：小时）

图 16：2020 年广告主采用的数字营销形式占比

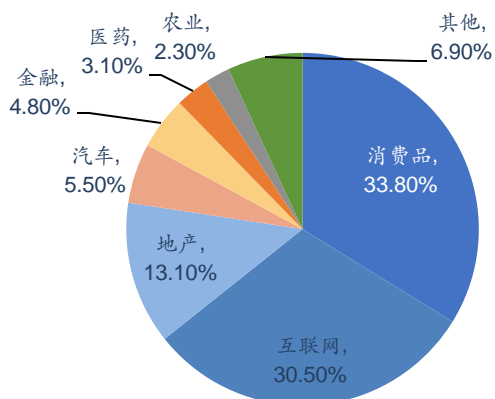


资料来源：Admaster、安信证券研究中心

2.2. 场景活动仍具重要性，校园是线下最集中的流量入口之一

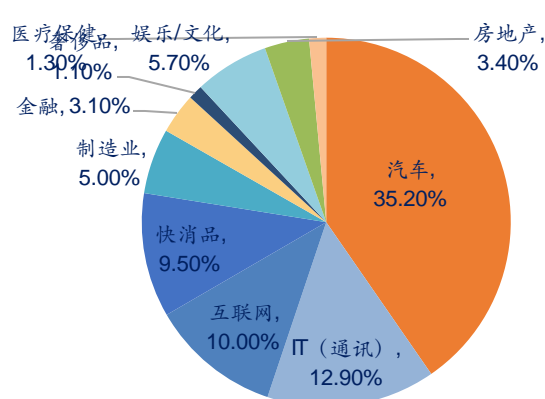
场景活动营销是线下重要的营销方式之一。场景活动亦称为公共关系活动，是较为常见的线下营销推广方式，主要包括举办文艺赛事、节目、会展、路演及会议、发布会或座谈等各类活动。场景活动具有较强的体验性，特别是某些产品的体验对消费者的购买决策有直接影响时，场景活动营销的重要性较为突出。2018 年场景活动市场份额排名第一的行业为汽车，占比为 35.2%，占比高于数字营销的 5.5%，主要原因为体验是汽车购买路径中重要的一环，因而广告主通过线下体验活动进行促销，有利于品牌扩大销售规模。

图 17: 2018 年不同行业数字营销投放占比



资料来源: CCID、安信证券研究中心

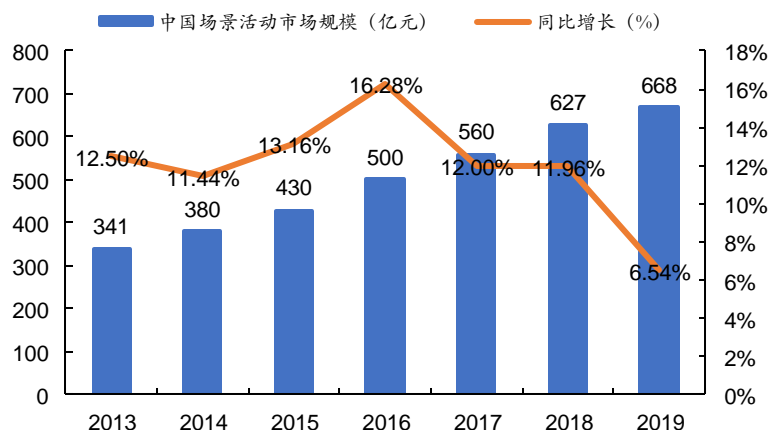
图 18: 2018 年不同行业场景活动投放占比



资料来源: 《中国公共关系业年度调查报告》、安信证券研究中心

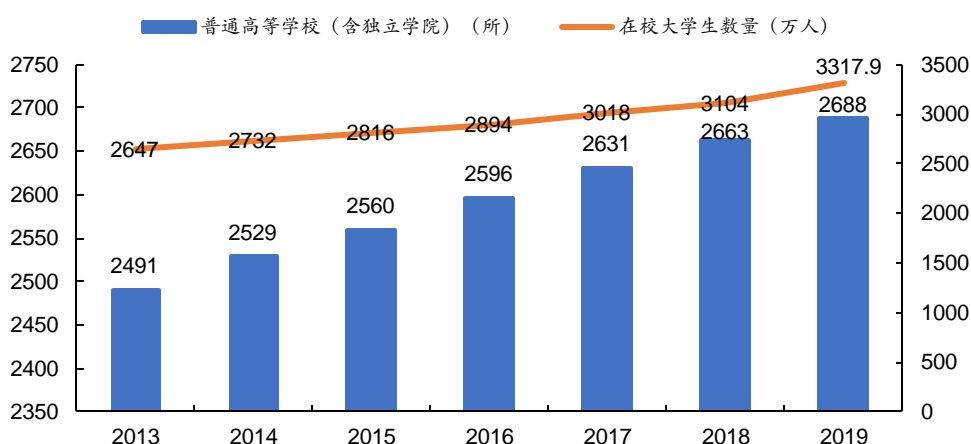
场景活动营销规模超过 600 亿，行业增速可观。2019 年场景活动市场规模约为 668 亿元，同增 6.54%，相较 2018 年增速有所放缓，但整体来看 2013-2019 年复合增速为 11.86%，增速较为可观，主要原因在于随着场景活动与互联网营销等营销方式快速融合，催生出一系列以数字场景活动、娱乐场景活动、体育场景活动等为代表的新兴活动领域，促使场景活动市场规模进一步增长。

图 19: 2013-2019 年场景活动市场规模



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

在校大学生日益增长，校园将成为重要的流量入口。根据教育部《全国教育事业统计公报》，2019 年我国普通高等学校（含独立学院）合计 2688 所，较 2013 年增加 197 所；在校大学生（含普通高等教育本专科学生及研究生）合计 3317.9 万，较 2013 年增加 670.9 万人，均呈稳定上升趋势。围绕年轻大学生消费群体，校园营销市场日益被重视。广告主愈发重视校园场景的营销信息投放，一方面因为营销受众限定于在校大学生，有利于针对性营销的开展，另一方面大学生的消费行为易受同学影响，品牌意识较弱，易于接受广告主的品牌宣传，并且大学生数量稳定，能够保证刚需消费。

图 20：2013-2019 年普通高等学校及在校生数量


资料来源：教育部《全国教育事业统计公报》，安信证券研究中心

3. 重点布局大客户与抖音渠道，校园营销特色鲜明

3.1. 三大业务协同布局，紧握优质客户与媒体资源

三大业务协同，满足客户整合营销诉求。公司目前拥有数字营销、场景活动、校园营销三大主营业务，基于这三大业务，公司覆盖了线上线下多元的营销场景，形成联动从而满足品牌主更立体的营销诉求，具体来看：

- 1) **数字营销业务**主要针对客户在互联网媒体的营销传播需求，为其提供以创意策划、媒介策略、媒体资源采购、营销效果评估为主的专业化整合服务；具体分为广告投放代理业务、广告方案策划与执行，主要指公司作为代理中介，为客户进行媒介代理采购，同时提供策划、方案设计等附加增值服务；
- 2) **场景活动业务**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；
- 3) **校园营销业务**指包括校园公告栏、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。

表 1：各主营业务的主要服务内容

期间	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，根据广告受众的洞察为客户进行创意策划，指定营销方案
	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
场景活动服务	创意策划	根据客户需求提出营销策略及创意方案，并据此核定场地、物料等，获得客户确认后，形成活动报价方案
	物料采购	根据与客户确认后的活动方案，采购场景活动所需物料
	活动执行	提供搭建/调试/彩排、现场接待、流程控制、后勤管理、人员管理、质量监控、应急处理、撤场与收尾等服务
校园媒体营销服务	创意策划	根据客户需求进行营销内容创意策划

媒介策略	根据拟投放的媒体资源类型制作广告排期,获得客户确认后,形成广告投放计划
画面上刊	根据与客户约定制作上刊图文,并根据排期将广告图文刊登在校园媒体上
巡刊及优化	对上刊广告进行巡查及维护,并根据巡刊结果及时对广告投放的时间、位置进行优化

资料来源:公司公告、安信证券研究中心

围绕大客户实行小组专项制,充分挖掘客户需求。公司设有专门收集招投标信息的业务团队,能够及时根据招标信息评估客户广告内容、市场声誉、投放规模等关键信息,并对照公司客户标准选择合适的潜在客户准备竞标,筛选掉一部分规模较小、还款能力存疑的企业,集中资源攻破优质的头部及中部客户。

不同于传统广告公司设立具体职能部门负责推进项目的各个部分,公司内部管理实行小组专项制,即围绕客户需求组建相应小组,既能充分利用人员,最大化满足客户所需的职能,又能实现团队内的知识共享,在不牵涉商业机密的情况下分享经验。特定团队负责特定客户,较传统模式下的团队对客户其他营销需求了解更深,能够深度挖掘存量客户新的业务机会,促使公司团队高度绑定核心客户。

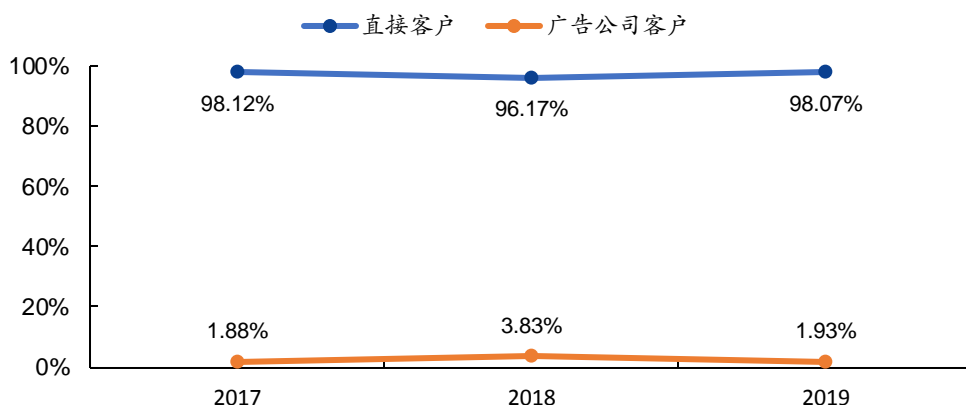
图 21: 公司数字营销案例

<p>“上海电信新春传播三部曲”</p> <p>公司提出“你爱的人,值得更好”的情感创意,引起大众共鸣,在此基础上导入电信“十全十美”产品,于元宵节投放,2018年荣获金网奖互联网传播奖金奖</p>	<p>“凯迪拉克XTS新车上市传播”</p> <p>公司设计了创意短视频、互动H5页面等形式的营销创意方案,并通过社交媒体的KOL进行传播,荣获2018年金网奖社会化营销奖银奖</p>	<p>“伊利谷粒多‘喝饱一起嗨’整合传播”</p> <p>公司选择时下流行的短视频社交平台抖音作为营销媒体,利用明星及KOL的号召力发起“抗饿魔性舞蹈挑战赛”,在天猫平台打造重点传播事件</p>
		

资料来源:公司公告、安信证券研究中心

拥有丰富的客户资源,且直客占比较高。目前拥有 40 多家主要客户,覆盖中国电信、中国移动等电信运营商、伊利、农夫山泉、青岛啤酒等快速消费品领域客户,根据公告披露,2020Q1 新增一汽-大众等新用户。公司以直接对接客户为主,2017-2019 年直客占比分别为 98.12%、96.17%、98.07%。

图 22：公司直接客户与广告公司客户占比



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

客户稳定且持续加大投放。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 年开始与中国工商银行、京东集团合作，自 2014 年开始与中国农业银行合作，自 2015 年开始与伊利集团合作，与核心客户均有稳定长期的合作。2019 年公司前五大客户依次为伊利、中国电信、中国移动、中国工商银行、中国农业银行，分别为公司贡献收入为 6.33 亿、2.45 亿、1.94 亿、0.87 亿、0.86 亿，合计占比为 76.35%。整体对比来看，前五的客户中预算均有所增加，特别是伊利集团占公司整体营收的比例快速上升，2017-2019 年由 5.14% 增长至 38.8%，成为公司第一大客户。

表 2：2017-2019 年公司前五大客户

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：公司公告、安信证券研究中心

媒介端覆盖多个主流平台，字节跳动为最大供应商且占比持续上升。从媒介端来看，公司与国内众多主流互联网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，2019 年公司前五大媒介资源供应商依次为字节跳动、新浪、网易、爱奇艺、搜狐，采购金额占比分别为 20.08%、19.26%、6.3%、5.18%、5.11%，合计占比为 55.93%。

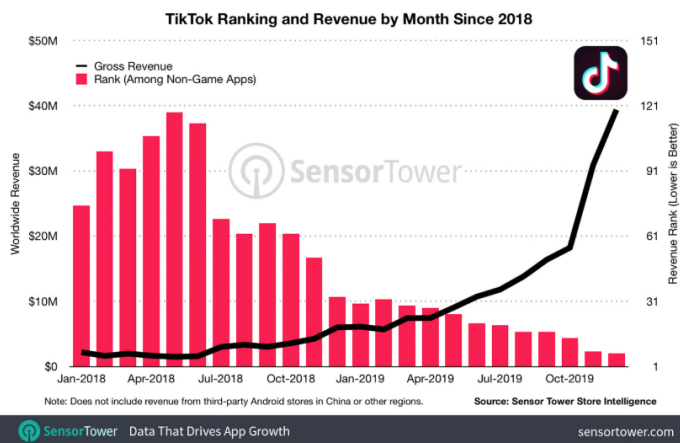
表 3：2017-2019 年公司前五大供应商

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：公司公告、安信证券研究中心

有望受益于字节跳动增长红利，实现业绩增量。公司主要覆盖社交媒体与长视频平台媒介资源，其中字节跳动为公司第一大采购供应商，根据 Sensor Tower，抖音及海外版 TikTok，5 月份实现营收 9570 万美元（约 6.8 亿元人民币），为去年同期的 10.6 倍。根据公司公告，2020Q1 客户通过公司向今日头条、抖音等字节跳动系媒体下单量同比增长 79%，公司未来有望持续受益于字节跳动系媒体的影响力，吸引更多广告主，带来业绩增量。

图 23：2018-2019 年 TikTok 排名及营收



资料来源：Sensor Tower

3.2. 校园营销先发优势突出，线下流量价值有望提升

以校园营销起家，形成覆盖广泛的校园媒介资源网络。公司 2006 年由北京高校开始发展，逐渐拓展形成数量众多、分布较为广泛校园媒体资源网络，截至 2019 年末，公司校园媒体网络已辐射 2500 余所高校，所覆盖的线下资源包括运动场围栏、阅读栏、餐厅桌贴、候车厅、新生手册，线上资源包括校园 BBS、校园 KOL、团中央的媒体资源等，影响 3000 万学

生，在校园营销领域已经具备行业领先地位及先发优势，具有较高的护城河。

图 24：公司主要校园媒体资源



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

根据招股说明书披露，公司拟募投 2.15 亿用于校园媒体扩建项目，具体包括建设校园媒体（1.66 亿）、扩建销售及服务网络（0.24 亿）、扩建校园广告营销平台（0.05 亿）等，将一方面进一步拓展校园媒体资源以提高市场占有率，另一方面将升级校园媒体实时管控系统及数字显示媒体投放管理系统，使公司能够掌握校园媒介数据资源从而持续优化投放效率。

表 4：公司募集资金投资项目及金额（万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投资总额
1	数字整合营销服务体系扩建项目	24020.41	22170.55
2	场景活动服务体系扩建项目	13928.35	12855.70
3	校园媒体扩建项目	21488.65	19833.77
4	创意中心及业务总部建设项目	12966.74	12966.74
5	补充营运资金项目	31000.00	31000.00
合计		103404.15	98826.77

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

校园营销价值有望提升，看好公司在校园领域的差异化布局。校园作为特色鲜明的线下场景之一，天然筛选出消费意愿较强且消费潜力强的大学生群体，同时人群集中度高，引爆话题的能力较高，作为优质的线下营销场景受到广告主的青睐。随着大学生数量的增加，校园作为优质的线下流量入口的价值有望继续提升。公司深耕于校园营销领域多年积攒的媒体及高校资源能够为适合在校园场景推广营销的广告主提供优质媒介，作为差异化布局校园媒体的公司，未来或具备一定的增长潜力。

4. 投资建议

我们基于以下假设作出盈利预测：

- 1) 基于抖音等社交媒体的增长红利，预计公司广告投放代理业务将实现高速增长；
- 2) 由于低毛利率的广告投放代理业务规模增长较快，将导致公司综合毛利率有所下滑；
- 3) 假设规模效应下，公司各项费用率将有所下降。

公司拥有长期稳定的优质客户资源，在短视频行业的增长红利下，背靠字节跳动渠道有望实现快速增长。我们预计公司 2020 年-2022 年将实现归母净利润 3.34 亿、4.91 亿、6.97 亿，对应 EPS 为 4.84 元、7.11 元、10.09 元。公司成长性突出，首次覆盖给予“增持-A”评级。

表 5：盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	758.4	1099.5	1631.4	2954.2	4376.1	6068.7
yoy	105.61%	44.97%	48.38%	81.08%	48.13%	38.68%
综合毛利率	27.24%	25.34%	22.36%	22.24%	22.00%	21.81%
数字营销服务	551.9	886.6	1402.7	2773.2	4152.5	5800.5
yoy	219.63%	60.66%	58.21%	97.70%	49.74%	39.69%
毛利率	23.17%	22.76%	20.26%	21.28%	21.20%	21.10%
场景活动服务	103.9	157.8	141.1	119.9	161.9	194.3
yoy	-6.02%	51.84%	-10.55%	-15.00%	35.00%	20.00%
毛利率	34.60%	29.86%	35.43%	35%	35%	35%
校园媒体营销服务	44.6	34.1	20.7	12.4	16.2	20.2
yoy	-7.02%	-23.47%	-39.27%	-40.00%	30.00%	25.00%
毛利率	63.68%	64.79%	61.62%	65%	62%	62%
销售费用率	7.2%	8.1%	6.6%	6.5%	6.4%	6.0%
管理费用率	2.8%	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
财务费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%
归属于母公司所有者的净利润	97.8	124.0	193.6	334.1	490.9	697.2
同比	34.7%	26.9%	56.1%	72.5%	47.0%	42.0%
归母净利润率	12.9%	11.3%	11.9%	11.3%	11.2%	11.5%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

5. 风险提示

广告行业竞争加剧：广告行业市场集中度较低，且科技发展导致营销环境复杂多变，若公司未来不能及时应对市场变化以持续满足客户的营销需求，或将面临竞争加剧的风险；

大客户流失风险：公司客户集中度较高，若未来主要客户经营业绩波动导致其营销预算减少或营销需求发生重大变化，可能会导致公司收入不及预期；

媒介平台政策变化：公司业务高度集中于广告投放代理，依托媒介平台完成投放，需关注其政策变化带来的影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,099.5	1,631.4	2,954.2	4,376.1	6,068.7	成长性					
减:营业成本	820.9	1,266.7	2,297.1	3,413.2	4,745.4	营业收入增长率	45.0%	48.4%	81.1%	48.1%	38.7%
营业税费	8.0	5.6	9.8	20.4	23.1	营业利润增长率	25.3%	54.6%	72.0%	46.9%	42.0%
销售费用	89.3	106.9	191.6	278.0	361.9	净利润增长率	26.9%	56.1%	72.5%	47.0%	42.0%
管理费用	31.0	33.3	60.5	87.6	120.2	EBITDA 增长率	25.0%	46.5%	79.5%	46.1%	41.8%
财务费用	2.2	3.3	0.7	-2.0	-3.2	EBIT 增长率	26.0%	47.0%	80.0%	46.2%	41.9%
资产减值损失	1.5	-	1.6	1.0	0.9	NOPLAT 增长率	26.6%	55.7%	70.2%	46.2%	41.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	254.6%	101.6%	56.6%	79.9%	38.4%
投资和汇兑收益	-	-	0.5	0.2	0.2	净资产增长率	38.4%	44.5%	93.3%	67.5%	57.2%
营业利润	148.0	228.7	393.3	578.0	820.6	利润率					
加:营业外净收支	-0.5	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	毛利率	25.3%	22.4%	22.2%	22.0%	21.8%
利润总额	147.4	228.4	393.0	577.6	820.2	营业利润率	13.5%	14.0%	13.3%	13.2%	13.5%
减:所得税	23.4	34.8	59.0	86.6	123.0	净利润率	11.3%	11.9%	11.3%	11.2%	11.5%
净利润	124.0	193.6	334.1	490.9	697.2	EBITDA/营业收入	13.7%	13.5%	13.4%	13.2%	13.5%
						EBIT/营业收入	13.5%	13.4%	13.3%	13.2%	13.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	0	1	0	0	0
						流动营业资本周转天数	12	20	18	20	22
						流动资产周转天数	190	163	163	168	177
						应收账款周转天数	109	93	104	102	100
						存货周转天数	1	1	1	1	1
						总资产周转天数	193	166	165	169	177
						投资资本周转天数	11	18	17	20	22
						投资回报率					
						ROE	47.6%	51.4%	45.9%	40.3%	36.4%
						ROA	18.9%	22.8%	18.0%	21.8%	18.7%
						ROIC	819.0%	359.7%	303.7%	283.5%	223.6%
						费用率					
						销售费用率	8.1%	6.6%	6.5%	6.4%	6.0%
						管理费用率	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
						财务费用率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%
						三费/营业收入	11.1%	8.8%	8.6%	8.3%	7.9%
						偿债能力					
						资产负债率	60.3%	55.7%	60.8%	45.9%	48.6%
						负债权益比	151.7%	125.7%	155.2%	84.9%	94.6%
						流动比率	1.64	1.82	1.65	2.19	2.06
						速动比率	1.64	1.80	1.64	2.17	2.05
						利息保障倍数	66.88	65.44	548.86	-294.82	-255.18
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	124.0	193.6	334.1	490.9	697.2	EPS(元)	1.80	2.80	4.84	7.11	10.09
加:折旧和摊销	1.8	3.2	0.9	0.9	0.7	BVPS(元)	3.77	5.45	10.54	17.64	27.74
资产减值准备	1.5	-	-	-	-	PE(X)	138.7	88.8	51.5	35.0	24.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	66.0	45.7	23.6	14.1	9.0
财务费用	2.1	2.7	0.7	-2.0	-3.2	P/FCF	184.5	110.2	82.7	48.6	29.9
投资损失	-	-	-0.5	-0.2	-0.2	P/S	15.6	10.5	5.8	3.9	2.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	42.1	28.2	19.2
营运资金的变动	-55.4	-33.1	-59.7	-138.0	-119.5	CAGR(%)	58.2%	53.3%	50.6%	58.2%	53.3%
经营活动产生现金流量	77.9	140.5	275.5	351.7	575.0	PEG	2.4	1.7	1.0	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-2.1	-3.2	0.5	0.2	0.2	ROIC/WACC	78.0	34.3	28.9	27.0	21.3
融资活动产生现金流量	-44.8	-53.0	-47.1	3.1	1.4	REP	-	-	3.3	1.9	1.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034