

短视频营销初见成果，新平台研发助力竞争

投资要点

- 推荐逻辑:** 公司是以技术、内容和数据为驱动的数字商业公司，实现了品牌营销、效果营销、短视频营销及电商运营四大业务板块布局。借助行业发展东风，公司短视频营销与电商运营业务快速发展，带动公司业绩快速发展。公司重视科技创新，前瞻布局大数据、AI营销，有望进一步提升市场占有率。
- 把握行业趋势热点，短视频营销与内容电商已取得初步成果。** 当下数字营销行业格局受政策与科技影响发生巨变，短视频、直播等新兴娱乐形式带动了直播带货等新兴业态发展。公司于2019年4季度布局短视频营销业务，自主孵化和签约红人联袂打造KOL矩阵、供应链和媒体整合平台，并持续加大投入，团队规模已达近200人，全网粉丝约1.5亿。目前公司第二MCN总部正式入驻杭州未来科技城，开启直播电商新征程。我们认为，公司短视频营销与内容电商业务已初具规模，将助力公司在数字营销领域竞争，后续增长值得期待。
- 持续开拓头部客户，客户资源优势明显。** 公司有强大的客户资源，与品牌企业和传统媒体合作稳定，长期合作媒体超过300家，并进一步在效果营销方面拓展与抖音、快手等短视频新媒体的合作关系。2020年上半年，公司客户结构进一步优化，新增合作蚂蚁金服、小米等科技巨头。强大的客户资源有望助力公司的市场拓展，并通过独家供应链支撑公司内容电商业务发展。
- 前瞻开发AI内容植入和新零售大数据业务平台。** 1) 公司研发AI在内容领域的应用，基于人工智能技术自动生成创意短视频或图片，识别视频高营销价值产品，实现定制化、规模化的广告及电商业务投放。未来将有效填补5G背景下内容创意生产以及场景广告的市场空白，助力公司业绩提升。2) 公司致力于打造P2B2C模式新零售生态服务平台，实现数据积累与数据回流，反哺高效供应链管理，实现全渠道赋能消费。未来AI内容植入平台与大数据管理平台均为公司带来极大的竞争优势。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2020-2022年归母净利润分别为1.2亿元、2.2亿元和3.2亿元，对应EPS分别为0.44元、0.83元和1.16元。参考可比公司估值，给予公司2021年25倍PE，目标价20.75元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 行业政策变动风险，市场竞争加剧的风险，业务开拓不及预期的风险，核心人才流失的风险，资产减值风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2999.80	4785.52	6092.83	7125.52
增长率	-4.68%	59.53%	27.32%	16.95%
归属母公司净利润(百万元)	-210.99	117.92	224.75	315.18
增长率	-472.58%	155.89%	90.61%	40.23%
每股收益EPS(元)	-0.78	0.44	0.83	1.16
净资产收益率ROE	-60.53%	24.11%	32.50%	32.70%
PE	-16	29	15	11
PB	9.93	6.81	4.88	3.53

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

分析师: 杭爱
执业证号: S1250519080006
电话: 010-58251921
邮箱: ha@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)	2.71
流通A股(亿股)	2.68
52周内股价区间(元)	7.64-23.06
总市值(亿元)	33.96
总资产(亿元)	18.93
每股净资产(元)	1.56

相关研究

目 录

1 公司概况：技术、内容、数据驱动的数字商业公司	1
2 行业分析：直播电商行业持续增长，内容营销价值凸显	3
2.1 广告投放转向线上，直播电商渗透率持续提升.....	3
2.2 内容营销价值凸显，短视频成为最佳流量窗口.....	4
2.3 政策与新兴技术驱动产业变革，数据聚合赋能行业发展.....	5
3 公司分析：立足数字营销，不断扩展业务边界	6
3.1 深耕行业多年，上下游资源丰富.....	7
3.2 把握行业机遇，快速切入短视频营销和 MCN 业务.....	8
3.3 重视内容领域，持续推进 AI 商业平台研发.....	9
3.4 打造 P2B2C 新零售数据平台，进一步拓展全域数据能力.....	10
4 盈利预测与估值	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司基本情况.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司 2012-2019 年主营业务结构变化.....	2
图 4: 公司 2020 年前三季度分业务板块营收占比.....	2
图 5: 公司 2016 年以来营业收入和归母净利润情况.....	2
图 6: 公司 2016 年以来分产品毛利率及整体毛利率情况.....	2
图 7: 公司 2017 年以来分产品营业收入 (亿元).....	3
图 8: 公司 2017 年以来分产品毛利 (亿元).....	3
图 9: 2015-2022 年中国五大媒体广告收入规模及预测 (亿元).....	3
图 10: 直播电商规模和渗透率变化情况.....	4
图 11: 2020 中国广告主未来一年计划增加营销预算的广告形式.....	4
图 12: 2020 年中国广告主眼中内容营销的传播价值.....	4
图 13: 2016-2022 年中国短视频行业市场规模及预测.....	5
图 14: 2018-2019Q3 中国短视频季度总独立设备数及渗透率.....	5
图 15: 未来智能商业生态.....	6
图 16: 公司构建全域、全链路赋能消费.....	7
图 17: 引力传媒平台资源.....	7
图 18: 引力传媒 MCN 业务情况.....	8
图 19: 引力传媒 MCN 杭州未来科技城总部.....	8
图 20: 公司内容营销项目.....	9
图 21: 公司 AI 内容生产及视频场景商业平台.....	10
图 22: 引力“致选”平台业务模式.....	10
图 23: 公司线下新零售场景大数据平台.....	11

表 目 录

表 1: 近年国家创新领域相关政策一览.....	5
表 2: 分业务收入及毛利率.....	11
表 3: 可比公司估值.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

1 公司概况：技术、内容、数据驱动的数字商业公司

引力传媒股份有限公司是一家以技术、内容和数据为驱动，提供市场研究、消费者洞察、创意设计、媒介传播策略、内容营销和社会化传播等服务的数字商业公司。公司于 2005 年 8 月成立，2015 年 5 月登陆资本市场，依托丰富客户资源、媒体合作关系以及长期积累的内容研发、创意、设计和商业化能力，积极布局效果营销、短视频营销和内容电商业务，公司主营业务已由内容营销、数字营销为主的整合营销服务，逐步扩展到更加精准的效果营销和内容电商服务，打造了从创意、设计、传播策略、媒介分发到产品销售的全域营销与全链路的商业服务体系。

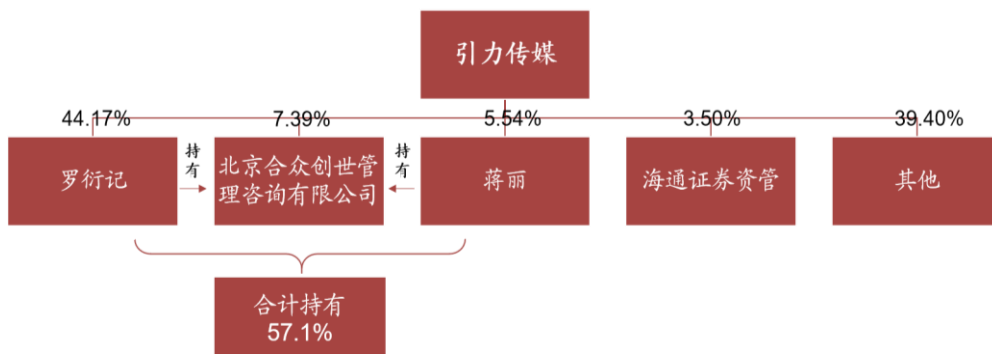
图 1：公司基本情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

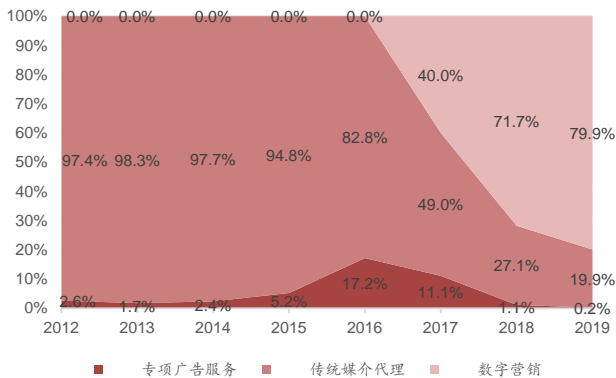
公司股权结构：截至 2020 年 9 月 30 日，公司第一大股东为罗衍记，持股比例为 44.17%，第二大股东北京合众创世管理咨询有限公司（罗衍记和蒋丽夫妇持有 100% 股权），持股比例为 7.39%；第三大股东蒋丽持有公司 5.54% 股权。

图 2：公司股权结构

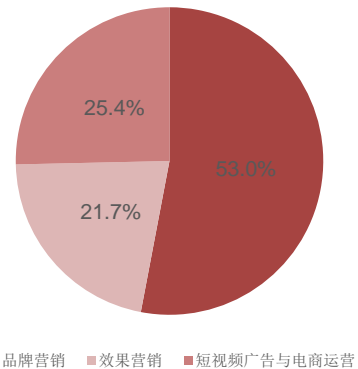


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：2017 年前，媒介代理为公司主要收入来源，之后数字营销服务业务成为营收和利润主要来源。目前，公司已完成品牌营销、效果营销、短视频营销及电商运营四大业务板块布局。2020 年前三季度，公司基于内容与创意品牌营销业务实现营收 18.6 亿元，基于视频内容创意和大数据精准营销的效果广告业务营收规模达到 7.6 亿元，短视频广告和电商运营业务收入达到 8.9 亿元。

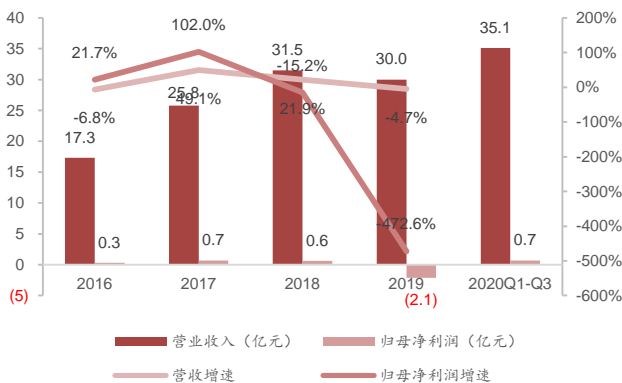
图 3: 公司 2012-2019 年主营业务结构变化


数据来源: iFinD, 西南证券整理

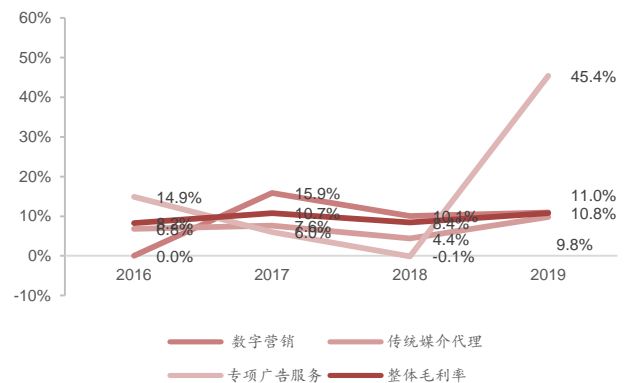
图 4: 公司 2020 年前三季度分业务板块营收占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司业绩状况: 2019 年, 公司实现营业收入 30 亿元, 同比下降 4.7%, 归母净利润亏损 2.1 亿元, 同比下降 472.6%, 业绩变动系由计提 3.2 亿元商誉减值所致。剔除商誉减值影响后, 公司 2019 年度归母净利润为 1.1 亿元, 同比增长 87.0%, 主要系业务结构明显优化和管理效率提升带来利润增厚。

图 5: 公司 2016 年以来营业收入和归母净利润情况


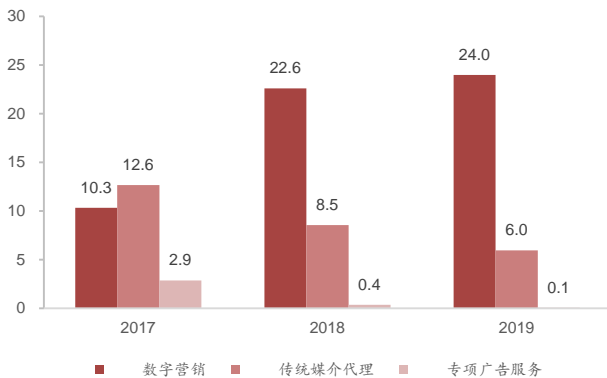
数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 6: 公司 2016 年以来分产品毛利率及整体毛利率情况


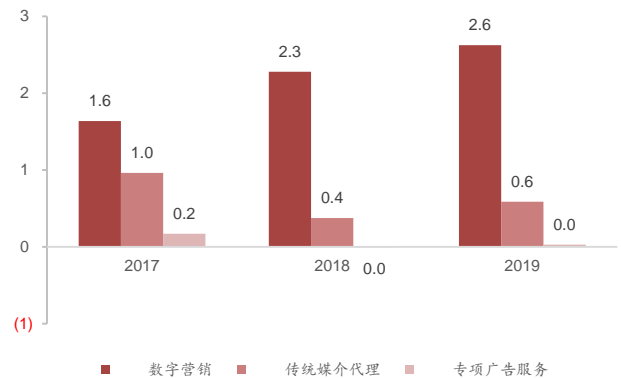
数据来源: iFinD, 西南证券整理

2019 年毛利率有所提升, 主要是因为公司对业务结构进行调整, 在对高毛利业务加强营销投入的同时, 对低毛利、回款周期长、高风险行业客户相关业务进行了削减, 并严格控制业务成本和管理费用, 使得在营业收入出现下滑的同时, 毛利率有所上升。2020 年前三季度, 公司实现营业收入 35.1 亿元, 同比增长 72.6%, 营收规模已超去年全年总量; 实现营业利润 0.9 亿元, 同比增长 21.7%; 实现归母净利润 0.7 亿元, 同比增长 18.2%, 总体经营业绩增长较为显著。

当前公司主要营收和利润均来自数字营销服务, 受整体宏观经济增速下行, 影视内容行业监管政策趋严并持续深度调整, 传统媒体影响力下降等因素影响, 经营业绩出现下滑。2019 年第四季度, 公司积极布局信息流广告和短视频营销业务以应对传统业务下滑的影响, 2020 年业务结构逐步改善。

图 7：公司 2017 年以来分产品营业收入（亿元）


数据来源：iFinD，西南证券整理

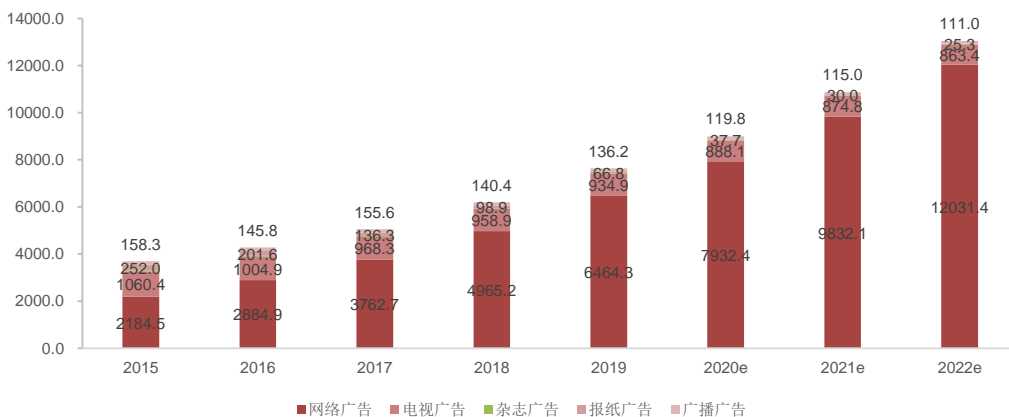
图 8：公司 2017 年以来分产品毛利（亿元）


数据来源：iFinD，西南证券整理

2 行业分析：直播电商行业持续增长，内容营销价值凸显

2.1 广告投放转向线上，直播电商渗透率持续提升

根据艾瑞咨询数据，2019 年中国五大媒体广告收入规模达 7628.1 亿元，其中网络广告的占比进一步提高，占五大媒体广告总收入规模的 84.7%，达 6464.3 亿元。而包括电视、广播、报纸、杂志广告在内的线下广告收入规模则继续保持缓慢下降的趋势至 1163.8 亿元，受疫情影响，居民的触媒习惯和时间更多集中在网络媒体，因此 2020 年线下广告收入将进一步缩减，这也推动广告主将更多的广告预算向线上倾斜，预计 2020 年全年网络广告收入规模将接近 8000 亿元，其中电商广告与信息流广告规模较大。

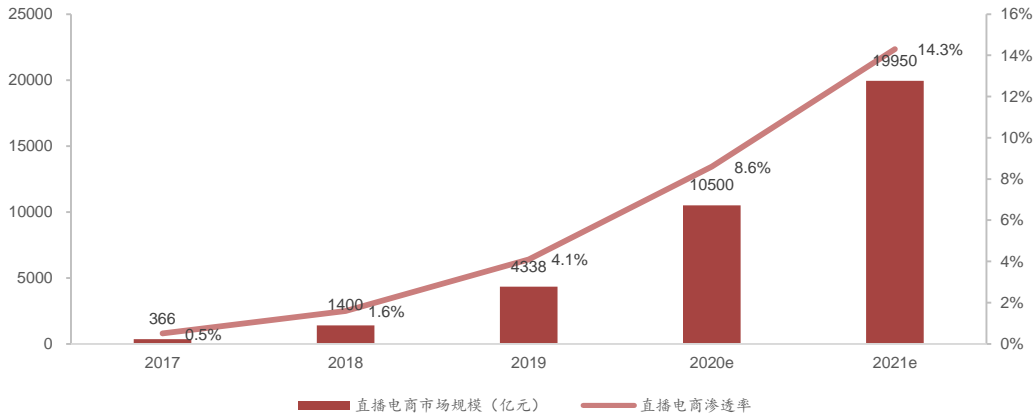
图 9：2015-2022 年中国五大媒体广告收入规模及预测（亿元）


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2019 年，直播电商市场规模达 4338 亿元，同比增长 210%，仅占网购整体规模的 4.5%，成长空间较大，预计未来两年仍会保持较高的增长态势。据阿里研究院预计，2020 年直播电商规模将突破 1 万亿，渗透率将达 8.6%；2021 年规模将达 2 万亿，渗透率将达 14.3%。随着内容平台与电商交易的融合程度不断加深，预计 2022 年直播带货的渗透率可以增长到

20.3%。短视频与直播电商成为当下数字新经济中最具活力的组成部分之一，重构了传统市场营销、电商与消费模式。从长期业态来看，直播电商将逐渐从“粗放式业态渗透”向“稳定商业链路”转化，同时，流量重心向服务重心的转移，这也是直播电商渗透率持续提升的核心驱动之一。

图 10：直播电商规模和渗透率变化情况



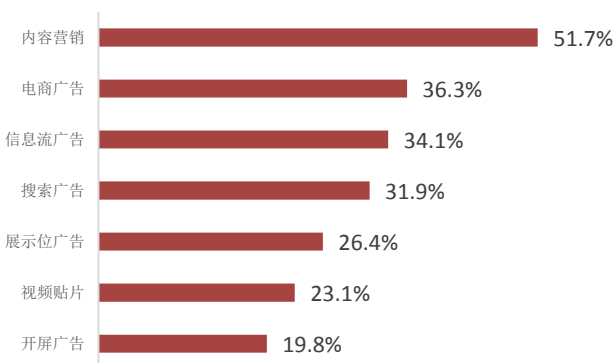
数据来源：毕马威，阿里研究院，西南证券整理

2.2 内容营销价值凸显，短视频成为最佳流量窗口

2.2.1 内容营销预算提升，品效合一进程加快

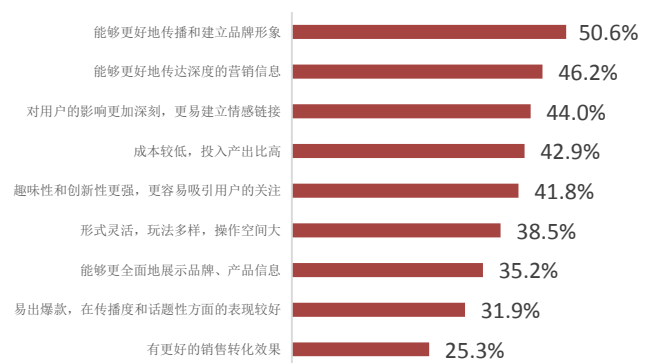
根据艾瑞咨询数据，在广告主计划增加预算的广告形式中，超过 5 成广告主计划增加内容营销预算，其次是电商广告。同时，有 50.6% 的广告主认为内容营销的价值是能够更好地传播和建立品牌形象，有 46.2% 的广告主认为内容营销能够更好地传达深度的营销信息。在众多形式中，内容营销对提升品牌价值和建立良好的品牌形象有积极作用，可以让产品价值可触摸，电商广告销售导向更强，两种形式完美匹配了广告主品效合一的诉求。

图 11：2020 中国广告主未来一年计划增加营销预算的广告形式



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 12：2020 年中国广告主眼中内容营销的传播价值

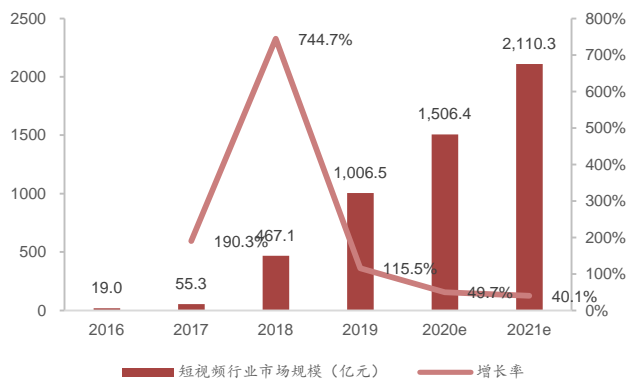


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.2.2 短视频市场规模突破千亿，KOL 优胜劣汰进程提速

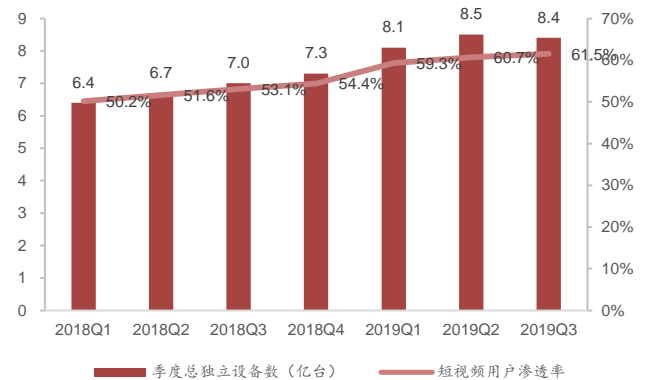
在移动互联网流量红利退潮的背景下，互联网平台寻找以内容为基础的新的流量突破口。短视频行业在 4G 时代逐渐成长并迎来爆发，以抖音和快手为代表的短视频平台汇聚了巨大的流量，成为最重要流量窗口。经过 2018 年的爆发式增长，2019 年短视频行业市场规模已突破千亿，但用户增长乏力，月独立设备数增长放缓。短视频行业需要更为精准的营销和更向核心区域外延展的市场，引进新鲜血液。短视频内容生产的专业化趋势以及电商模式的出现，凸显了专业 MCN 的价值。短视频与电商联系将更加紧密，红人继续发挥关键作用。KOL 帮助品牌提高声量、沉淀内容、实现“种草”和转化。

图 13：2016-2022 年中国短视频行业市场规模及预测



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 14：2018-2019Q3 中国短视频季度总独立设备数及渗透率



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

2.3 政策与新兴技术驱动产业变革，数据聚合赋能行业发展

5G 时代背景下，人工智能、大数据等新兴科技正悄然变革各行各业。2020 年国务院出台新基建系列政策，以信息经济、数字经济为基础设施建设重心，有力支持利用人工智能、大数据等新技术在内容创意及数字营销等领域的应用。

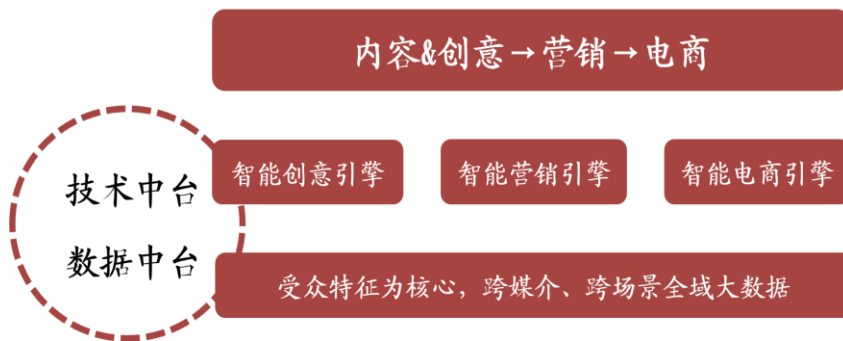
表 1：近年国家创新领域相关政策一览

发布时间	政策内容
2016.12	国务院发布《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，要求创新数字文化创意技术和装备、丰富数字文化创意内容和形式、提升创新设计水平、推进相关产业融合发展。
2017.12	《文化部关于推动数字文化产业创新发展的指导意见》出台，明确要“推动数字文化在电子商务、社交网络的应用，与社交电商、‘粉丝’经济等营销新模式相结合。”
2019.01	发改委、工信部等部门联合印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案》，《方案》指出要扩大升级信息消费，加快推出 5G 商用牌照。有条件的地方可对……虚拟现实/增强现实设备等产品推广应用予以补贴。
2020.04	国务院印发《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，明确提出要“加快培育数据要素市场”。
2020.05	工信部印发《关于深入推进移动物联网全面发展的通知》，围绕产业数字化、治理智能化、生活智慧化，推动移动物联网发展。

数据来源：公开资料，西南证券整理

营销、MCN、电商等领域正快速实现产业智能化和数据化，例如通过计算机视觉、深度学习等关键技术，AI 正对数字营销“用户洞察、创意生成、渠道投放、效果分析”等核心环节进行赋能，各类智能化创意、营销和智能化商业服务业态创新层出不穷。当前，各大互联网巨头以海量用户数据为基础，以程序化、数据化、智能化为方向，不断升级迭代营销技术产品。**数据聚合的价值开始逐渐显现**，未来线上线下数据的资源积累和整合管理能力将成为各公司升级商业模式、打造壁垒建立优势的关键。

图 15：未来智能商业生态



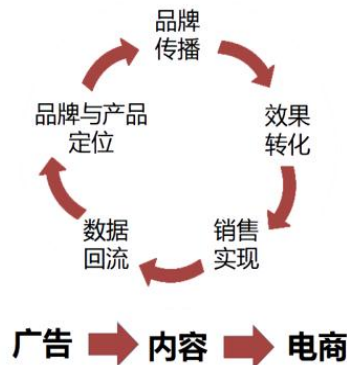
数据来源：西南证券

3 公司分析：立足数字营销，不断扩展业务边界

公司目前的商业矩阵包括三大部分，分别是广告、APP 商业化与 MCN。

- 广告业务包括内容营销和效果营销，内容营销是公司的基石，公司已成为长视频领域国内最大的传播营销公司之一；效果营销团队于 2019 年搭建，重点围绕字节跳动和腾讯。
- APP 商业化由子公司上海致趣提供，拥有从商业产品定位包装、广告投放技术数据、和策划运营变现的 APP 商业化全链路服务能力。
- MCN 是公司从 2018 年围绕抖音开启的短视频营销业务，主要以外部红人合作为主，2019 年 Q4 开始自建 MCN 团队，在 KOL 营销方面通过红人矩阵实现短视频种草、电商转化等的形式的商业变现。

图 16: 公司构建全域、全链路赋能消费



数据来源: 西南证券整理

公司不断扩展业务, 构建全域赋能消费闭环。2020 年, 公司与原阿里核心骨干共同成立合资公司九合分子, 为客户提供基于电商生态的数据策略及运营服务, 将公司的“品效合一”服务能力升级为“品、效、销”合一, 实现全域与全链路赋能消费。

3.1 深耕行业多年, 上下游资源丰富

公司先后服务国内外品牌企业 500 余家, 并与多数客户保持长期稳定的合作关系, 有近百家企业与公司合作超过 10 年, 其中包括美的集团、九阳电器、蒙牛乳业、养元饮品、雅迪集团、洽洽食品等实体经济领军品牌, 也包括阿里、腾讯、京东、百度、唯品会、网易、拼多多、快手在内的头部互联网平台, 同时为完美日记、敷尔佳、卡姿兰等美妆国货提供创新营销服务。公司顺应行业和客户需求的变化, 不断丰富业务模式, 进一步巩固和加深了客户粘性。

图 17: 引力传媒平台资源



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司与 300 多家媒体开展长期合作, 与超过 100 家媒体合作超过 10 年, 并不断创新合作形式。在传统媒体领域, 公司成立伊始就与央视、一线卫视及部分地面频道保持着业务合作; 在互联网媒体方面, 公司与阿里、腾讯和百度等主流互联网媒体的业务合作呈现规模性增长, 成为爱奇艺、优酷、腾讯广告业务的头部核心合作伙伴, 在 BAT 体系中的市场份额居

于同行前列；在移动媒体方面，公司合作了 200 多家垂直细分领域头部 APP，与知乎、网易云音乐、携程、滴滴出行、马蜂窝、陌陌、抖音、火山等移动端垂类头部 APP 连续多年保持合作。

3.2 把握行业机遇，快速切入短视频营销和 MCN 业务

公司基于内容、创意、制作等领域的人才积累及经验沉淀，应用于红人孵化、品质内容的持续生产输出，推动公司快速切入短视频营销业务领域。目前，公司短视频营销和内容电商团队已达二百人规模。上半年以来，公司聚焦抖音、快手、B 站等内容平台，逐步形成了覆盖剧情、搞笑、游戏、美妆、母婴、汽车、测评等垂类的红人矩阵。截至目前，公司全网粉丝总量约 1.5 亿，引力传媒旗下抖音 MCN 机构“磁力科技”账号矩阵粉丝数已突破 1 亿，抖音平台视频总播放量达到 197.1 亿，总点赞量达 8.2 亿。公司在短视频生产与分发上，具备平均每月完成近 5000 条短视频的创意制作与分发能力。

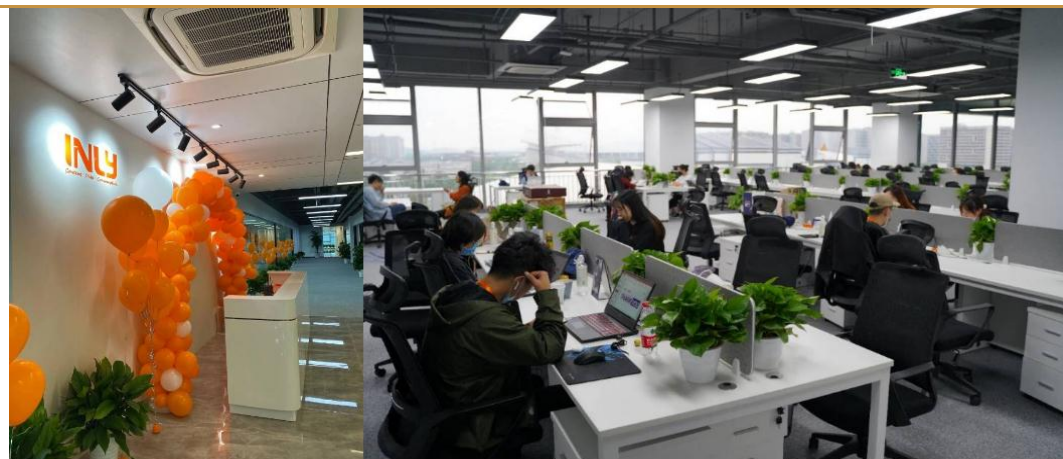
图 18：引力传媒 MCN 业务情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

2020 年 10 月 25 日，引力传媒 MCN 总部正式入驻杭州未来科技城，开启引力传媒直播电商新征程。公司将依托区域产业资源，以内容和数据作为驱动，打造超级供应链体系和红人矩阵。

图 19：引力传媒 MCN 杭州未来科技城总部



数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

3.3 重视内容领域，持续推进 AI 商业平台研发

3.3.1 专注视频内容创意与营销传播

2011 年起，公司就稳健布局影视剧、电视和网络节目内容的研发、制作、后期、发行和营销，已参与投资或独家商务运营影视剧 20 多部，与爱奇艺、腾讯、优酷、芒果 TV 等视频平台深度合作，在 200 多部影视剧中，累计创意、设计 400 多条原生广告、创意内容，350 多条明星播报，覆盖了各大视频媒体的爆款影视剧。2015 年至今，公司投资、制作并运营了近 10 档电视及网络综艺，包括生活服务和传统文化节目类型，均在一线卫视或主流视频网站播出，并累计参与 160 多部综艺节目的商业运营。近年来，公司逐步建立了完善的大剧、综艺评估工具及评估体系，搭建数据平台，对电视网络影视综艺等视频内容及植入的广告效果进行前期评估、中期监测、后期评价，以技术、数据赋能内容业务板块。

图 20：公司内容营销项目

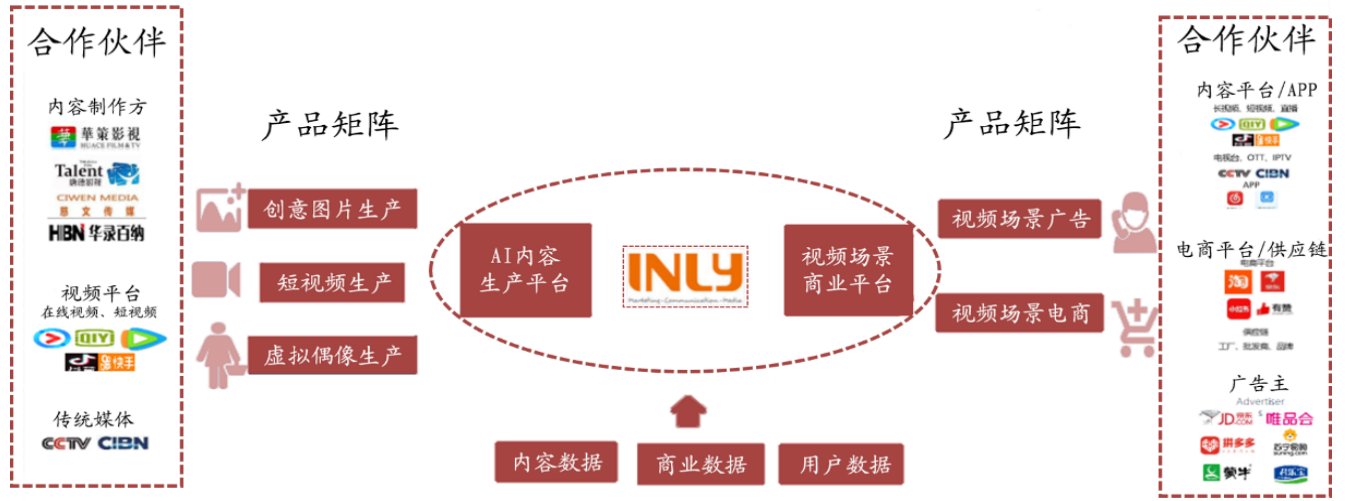


数据来源：公开资料截图，西南证券整理

3.3.2 积极研发基于 AI 的内容生产及视频场景商业平台

公司基于 AI 的内容生产及视频场景商业平台建设项目主要包括“AI 内容生产”及“视频场景商业平台”两部分，分别覆盖创意图片/短视频等内容生产以及场景广告/场景电商等；其中，“网红经济”背景下重点赋能 MCN 等业务，对比天下秀侧重“人”，有赞侧重“货”，引力更侧重“内容”。

图 21: 公司 AI 内容生产及视频场景商业平台



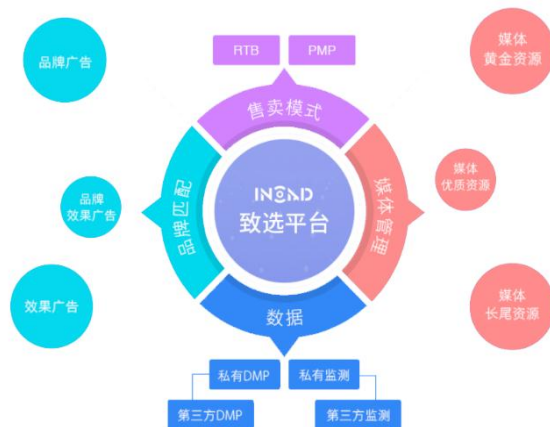
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

AI 内容创意自动生产指基于人工智能技术自动生成创意短视频/创意图片, 助力广告主/内容制作方节省内容制作成本, 提升制作效率。视频场景广告/电商指基于人工智能技术识别出视频中高营销价值场景, 实现定制化、规模化的广告及电商业务投放。公司在已有的品牌、效果、MCN 等业务和产业深度上发力, 布局智能化引擎, 以实现升级商业模式, 建立护城河优势。

3.4 打造 P2B2C 新零售数据平台, 进一步拓展全域数据能力

公司始终坚持数据驱动和科技创新, 致力于通过运用大数据、人工智能等技术对内容、营销、电商等细分领域进行赋能, 探索大数据平台及智能营销等创新业务。公司全资子公司自主开发了“致效”、“致选”等移动端 DSP、DMP 平台, 向市场上推出从移动端媒体投放决策到投放实施以及最终数据汇总与分析的全套解决方案, 多次获得国内新锐技术营销公司的奖项。目前, 公司已形成软件著作权 86 项, 有望为智能营销等创新业务提供了良好技术支持。

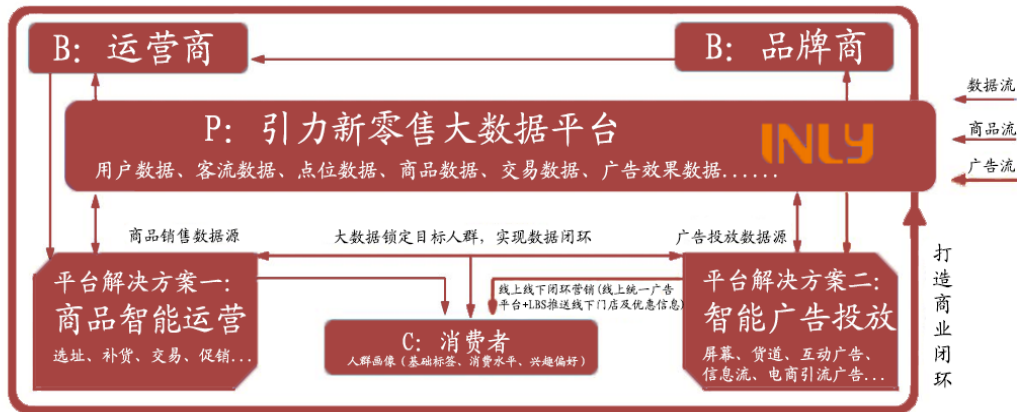
图 22: 引力“致选”平台业务模式



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

面对电商平台高速增长以及线上消费需求激增的市场变化，公司进一步拓展全域数据能力，依托阿里数据银行，以全新的数据化营销策略改变传统营销服务模式，在数据资产的分析、融合与应用方面进行全面消费赋能。公司拟通过再融资布局线下新零售数据平台，打造“人-货-场”数据闭环，通过私域流量数据管理实现线上线下数据整合。2020年5月，公司取得中国证监会关于非公开发行股份的正式批文，目前相关发行工作正在有序进行，此次非公开发行项目顺利发行后，公司资产负债结构将大幅改善，将有力促进公司持续快速发展。

图 23：公司线下新零售场景大数据平台



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：短视频营销、电商运营放量，带动公司数字营销业务快速发展，2020-2022 年毛利率分别为 7%、8%、9%；

假设 2：传统媒介代理业务保持稳定发展态势。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
数字营销	收入	2397.5	4075.8	5298.5	6252.2
	增速	6.2%	70.0%	30.0%	18.0%
	毛利率	11.0%	7.0%	8.0%	9.0%
传统媒介代理	收入	596.0	703.3	787.7	866.4
	增速	-30.2%	18.0%	12.0%	10.0%
	毛利率	9.8%	8.0%	9.0%	9.0%
其他	收入	6.3	6.5	6.7	6.9
	增速	-82.5%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	2999.8	4785.5	6092.8	7125.5
	增速	-4.7%	59.5%	27.3%	16.9%
	毛利率	10.8%	7.2%	8.2%	9.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.2 亿元、2.2 亿元和 3.2 亿元, 对应 EPS 分别为 0.44 元、0.83 元和 1.16 元。参考可比公司估值, 给予公司 2021 年 25 倍 PE, 目标价 20.75 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 3: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002291.SZ	星期六	18.75	0.20	0.27	0.69	0.99	96.67	69.29	26.82	18.52
002878.SZ	元隆雅图	24.19	0.88	0.77	1.05	1.32	33.66	31.00	22.69	18.06
605168.SH	三人行	202.00	3.74	5.03	7.62	10.67	-	40.13	26.52	18.93
平均值							65.17	46.81	25.34	18.50

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

行业政策变动风险, 市场竞争加剧的风险, 业务开拓不及预期的风险, 核心人才流失的风险, 资产减值风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2999.80	4785.52	6092.83	7125.52	净利润	-210.99	124.12	236.58	331.77
营业成本	2675.83	4441.10	5595.12	6481.82	折旧与摊销	2.79	1.44	1.44	1.44
营业税金及附加	11.38	18.15	23.11	27.03	财务费用	6.60	8.38	9.22	9.84
销售费用	86.43	95.71	109.67	128.26	资产减值损失	-318.44	0.00	0.00	0.00
管理费用	66.07	81.35	79.21	85.51	经营营运资本变动	52.67	-74.88	-52.79	-68.63
财务费用	6.60	8.38	9.22	9.84	其他	676.92	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-318.44	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	209.56	59.06	196.46	273.42
投资收益	2.12	0.00	0.00	0.00	资本支出	317.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-409.04	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	-91.38	0.00	0.00	0.00
营业利润	-198.65	140.82	276.50	393.07	短期借款	-7.74	227.57	-32.92	-115.36
其他非经营损益	14.96	10.55	12.02	11.53	长期借款	87.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-183.69	151.37	288.52	404.60	股权融资	-4.81	0.00	0.00	0.00
所得税	27.30	27.25	51.93	72.83	支付股利	0.00	42.20	-23.58	-44.95
净利润	-210.99	124.12	236.58	331.77	其他	-41.17	-188.81	-9.22	-9.84
少数股东损益	0.00	6.21	11.83	16.59	筹资活动现金流净额	33.28	80.95	-65.73	-170.15
归属母公司股东净利润	-210.99	117.92	224.75	315.18	现金流量净额	151.45	140.01	130.73	103.27
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	338.54	478.55	609.28	712.55	成长能力				
应收和预付款项	849.45	1369.04	1738.25	2027.89	销售收入增长率	-4.68%	59.53%	27.32%	16.95%
存货	0.00	0.00	-2.00	-1.00	营业利润增长率	-388.84%	170.89%	96.35%	42.16%
其他流动资产	55.26	7.74	9.86	11.53	净利润增长率	-445.05%	158.83%	90.61%	40.23%
长期股权投资	42.62	42.62	42.62	42.62	EBITDA 增长率	-351.64%	179.60%	90.62%	40.81%
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	4.26	3.61	2.97	2.32	毛利率	10.80%	7.20%	8.17%	9.03%
无形资产和开发支出	278.75	277.97	277.18	276.40	三费率	5.30%	3.88%	3.25%	3.14%
其他非流动资产	48.30	48.29	48.27	48.26	净利率	-7.03%	2.59%	3.88%	4.66%
资产总计	1617.18	2227.82	2726.44	3120.57	ROE	-60.53%	24.11%	32.50%	32.70%
短期借款	80.00	307.57	274.64	159.28	ROA	-13.05%	5.57%	8.68%	10.63%
应付和预收款项	685.01	1051.28	1349.61	1556.77	ROIC	-31.77%	17.66%	25.78%	30.46%
长期借款	87.00	87.00	87.00	87.00	EBITDA/销售收入	-6.31%	3.15%	4.71%	5.67%
其他负债	416.59	267.07	287.28	302.81	营运能力				
负债合计	1268.60	1712.92	1998.53	2105.85	总资产周转率	1.78	2.49	2.46	2.44
股本	270.62	270.62	270.62	270.62	固定资产周转率	641.42	1215.81	1851.81	2694.67
资本公积	3.82	3.82	3.82	3.82	应收账款周转率	5.22	5.89	5.37	5.16
留存收益	103.11	263.22	464.40	734.63	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	348.78	508.89	710.06	980.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.49%	—	—	—
少数股东权益	-0.19	6.01	17.84	34.43	资本结构				
股东权益合计	348.58	514.90	727.90	1014.72	资产负债率	78.44%	76.89%	73.30%	67.48%
负债和股东权益合计	1617.18	2227.82	2726.44	3120.57	带息债务/总负债	13.16%	23.03%	18.10%	11.69%
					流动比率	1.25	1.29	1.37	1.50
					速动比率	1.25	1.29	1.37	1.50
					股利支付率	0.00%	-35.79%	10.49%	14.26%
					每股指标				
					每股收益	-0.78	0.44	0.83	1.16
					每股净资产	1.29	1.88	2.62	3.62
					每股经营现金	0.77	0.22	0.73	1.01
					每股股利	0.00	-0.16	0.09	0.17
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	-189.25	150.64	287.16	404.35					
PE	-16.42	29.38	15.41	10.99					
PB	9.93	6.81	4.88	3.53					
PS	1.15	0.72	0.57	0.49					
EV/EBITDA	-18.10	22.12	11.03	7.29					
股息率	0.00%	—	0.68%	1.30%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	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
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn