



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪383号

## 北京蓝色光标数据科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“北京蓝色光标数据科技股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行人公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月六日

## 北京蓝色光标数据科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	北京蓝色光标数据科技股份有限公司		
发行规模	人民币 4 亿元		
债券余额	人民币 0.38 亿元		
债券代码	112320.SZ		
债券简称	16 蓝标债		
存续期限	2016/01/19~2021/01/19, 附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权		
上次评级时间	2018/6/12		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

### 概况数据

蓝色光标	2016	2017	2018	2019.3
所有者权益 (亿元)	58.75	63.45	64.55	78.48
总资产 (亿元)	165.29	167.32	169.63	176.02
总债务 (亿元)	58.78	45.02	34.91	24.26
营业总收入 (亿元)	123.19	152.31	231.04	55.95
营业毛利率 (%)	21.66	18.20	11.72	10.44
EBITDA (亿元)	12.80	7.62	9.29	-
所有者权益收益率 (%)	11.73	3.91	6.39	11.53
资产负债率 (%)	64.45	62.08	61.95	55.41
总债务/EBITDA (X)	4.59	5.91	3.76	-
EBITDA 利息倍数 (X)	4.15	2.76	3.86	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

### 分析师

王 维 [wwang@ccxr.com.cn](mailto:wwang@ccxr.com.cn)  
王 璐 [lwang@ccxr.com.cn](mailto:lwang@ccxr.com.cn)  
梁绍宁 [shnliang@ccxr.com.cn](mailto:shnliang@ccxr.com.cn)  
Tel: (021) 60330988  
Fax: (021) 60330991  
[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019 年 6 月 6 日

### 基本观点

2018 年，我国公共关系市场及广告市场继续保持增长态势。北京蓝色光标数据科技股份有限公司（以下简称“蓝色光标”或“公司”）凭借良好的品牌形象，公关业务行业地位稳固；同时得益于公司转型数据科技公司初显成效，多盟开曼、亿动等广告业务大幅上升，带动 2018 年公司营业收入大幅增长。此外，我们也关注到市场竞争加剧、公司商誉减值风险以及应收账款回款风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）维持蓝色光标主体信用级别为 AA，评级展望稳定；维持“北京蓝色光标数据科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用级别为 AA。

### 正 面

- 领先的行业地位。美国权威的第三方研究机构霍尔姆斯报告（The Holmes Report）发布的 2018 年度全球公共关系专业公司 10 强排名显示，蓝色光标继续保持在全球排名第 9 位，并继续蝉联亚洲最大的公关公司。
- 优质丰富的客户资源。近年来，随着公司服务质量的逐步提升、各品牌客户资源共享以及品牌影响力的逐渐扩大，公司客户数量稳中有升，2018 年公司服务的客户已超过 3,000 家，且主要客户多为行业龙头企业及世界 500 强企业。
- 公司营业收入增长明显。2016~2018 年公司营业总收入分别为 123.19 亿元、152.31 亿元和 231.04 亿元，近三年年均复合增长率为 36.95%，得益于公司转型数据科技公司初显成效，多盟开曼、亿动等广告业务大幅上升，公司营业收入增长明显。

### 关 注

- 市场竞争加剧风险。营销传播行业为智力服

务行业，其具有人才密集、行业集中度低、轻资产等特点，该行业市场准入门槛不高，尤其在互联网广告领域数字媒体大量涌现，营销传播行业不断出现新业态的背景下，行业竞争不断加剧。

- 商誉减值风险。公司通过一系列并购持续扩张业务范围，但持续并购给公司带来较大商誉。截至 2019 年 3 月末，公司商誉规模达到 48.04 亿元，若相关并购标的后续经营未达预期，将对公司盈利能力及资产质量造成不利影响，对被并购企业的经营业绩应予以关注。
- 应收账款回款风险。近年公司应收账款长期维持在较高水平，截至 2019 年 3 月末，公司应收账款达到 64.18 亿元，需关注其回收风险。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 行业分析

2018年公共关系服务行业营业额仍然增长较快，但增速有所回落；汽车、IT（通讯）、互联网为公共关系最主要的服务领域

根据《中国公共关系业2018年度调查报告》显示，中国公共关系市场营业额从2012年的303亿元增长到2017年的560亿元，2018年整个市场的年营业规模达到627亿元人民币，同比增长11.96%，增速同比下降0.04个百分点，尽管增幅稍有回落，但依然处于稳定增长期。

图1：2012~2018年中国公关行业营业额情况



数据来源：《中国公共关系业2018年度调查报告》，中诚信证评整理

从客户性质来看，公共关系服务的客户可以分为外资企业、内资企业、政府机构、非政府团体及个人。目前，国内公共关系公司主要的服务对象是内、外资企业和政府机构。从客户需求方面来看，目前耐用消费品、快速消费品、IT等行业对公共关系的需求较为显著，公共关系服务的客户行业分布较为集中。根据《中国公共关系业2018年度调查报告》显示，2018年度中国公共关系服务领域的前5位分别是汽车、IT（通讯）、互联网、快速消费品和娱乐/文化；市场份额分别为35.2%、12.9%、10.0%、9.5%和5.7%。汽车在近年的行业调查中均位居榜首，表明其服务需求依然很大，预计未来几年这一趋势不会有大的改变，但值得注意的是，近年来，汽车领域的危机公关事件不少，公关公司需要在品牌塑造方面与企业、媒体加强沟通，不断创新活动模式。2018年，IT（通讯）市场份额继续保持第二，互联网跃居第三，这与智能移动终端快速普及和应用密切相关。

表1：2017~2018年行业市场份额对比

行业市场份额	2017	2018
1 汽车	33.4%	35.2%
2 IT（通讯）	13.3%	12.9%
3 互联网	7.7%	10.0%
4 快速消费品	11.9%	9.5%
5 娱乐/文化	4.6%	5.7%
6 制造业	3.9%	5.0%
7 房地产	2.8%	3.4%
8 金融	2.2%	3.1%
9 旅游	1.1%	1.3%
10 医疗保健	2.3%	1.3%

资料来源：《中国公共关系业2018年度调查报告》，中诚信证评整理

行业竞争方面，经过20多年的发展，我国公共关系行业已初具规模，但整体来看仍处于发展初期，业内公司数量众多但普遍规模较小，竞争呈现高度分散的状态。据不完全统计，目前国内专业从事该类服务的公司超过3,000家，但员工数量超过150人的只有120家左右；员工数量超过300人的约20家。此外，由于公关公司属于高端服务行业，其发展与所处区域的经济水平密切相关，因此目前国内公关公司主要分布在北京、上海、广州、成都四个地区，行业区域较为集中。

整体来看，近年来中国公共关系市场总体保持增长的发展势头，但增速有所回落。随着新媒体的影响力加大，公关与营销结合的趋势越来越明显，公关既能为企业树立品牌服务，也能为产品营销出力。

### 2018年中国广告市场增速放缓，全媒体广告刊例较上年同比上涨2.9%，移动端广告收入占比继续加大，广告结构更加优化

根据央视市场研究（CTR）之《2018年中国广告市场回顾》数据显示：2018年是中国广告市场调整与发展的一年，年初的高涨幅在年末回归稳定，最终全媒体广告刊例花费同比微涨2.9%，较2017年4.3%的增幅有所回落。其中传统户外广告刊例收入减少14.2%，广告面积减少19.1%；电梯电视广告刊例收入增加23.4%；影院视频广告刊例收入增加18.8%；互联网广告刊例收入增加7.3%。随着技术的不断迭代，以互联网广告为代表的基于大数据及算法的数字媒体广告形态，正不断与传统广告投放

渠道互相结合，共同进化，催生出了各种新颖又吸引眼球的广告投放模式。中国广告市场正在走进数字化传播的新时代。

2018年互联网广告总收入3,694亿元，年增长率为24.2%，保持了较快的增长速度。由于中国宏观经济结构调整与去杠杆周期的影响，加之流量红利结束，互联网广告市场整体增长较2017年减缓了5.76个百分点，占GDP比重约为4.2%，较2017年上升0.6%。由于移动端接入流量的大幅度提高，互联网广告向移动端倾斜更加明显，移动端广告收入占比进一步增大至68%，较2017年上升6个百分点；从媒体及平台类型看，应用型平台成为互联网最主流的广告渠道，其中，电商与搜索类型收入占比之和超过50%；从广告形式看，展示、电商与搜索收入合计占比超过80%，为最主流的广告形式；从计价方式看，效果类广告迅速增长成为最主流的广告形式，广告收入占比达到64.9%。

消费市场的下沉引发了各大互联网平台对渠道下沉的思考。今日头条、美团、拼多多为互联网广告的精准地域投放和消费下沉提供了平台和渠道，从而强劲拉动了三四线消费市场的崛起。随着传统媒体的广告价值逐步减弱，同时数字营销渠道下沉拓展长尾效应的广告主资源，三四线城市的本地广告主营销预算也大幅向互联网媒体转移。

以今日头条、小米、美团为代表的新生力量的迅速崛起，拉动了互联网广告的持续增长。他们依靠创新的业务模式、产品及技术优势，为互联网广告增长植入了新动力。新生力量的崛起使互联网广告市场的竞争更加激烈，也促使头部媒体和平台的市场集中度更高，广告经营额前十的互联网公司占比由2017年的90.92%上升至2018年的92.67%；BAT三家占互联网广告收入的69%，相较于2017年的集中化程度下降2%。

总体来看，2018年在互联网及移动互联网的快速冲击下，传统媒体渠道的受众人群下降很多，消费者的注意力更多的集中在互联网等媒介，因此在未来移动端、视频端、户外端等入口将继续吸收广告主预算，数字营销市场前景广阔。

## 业务运营

在上市之初，公司的主营业务以公共关系服务和广告服务为主，随着公司一体化、数字化及国际化战略的实施，公司业务构成已转型为综合智能营销服务业务，通过与客户签订战略合作框架协议的模式，视客户需求，为其提供包括品牌传播服务、产品推广服务、活动管理服务、数字营销服务在内的一揽子服务。目前，基于“营销智能化”战略，公司数据科技业务发展基本构架完成，公司已初步转型为一家数据科技公司。

由于公司提供的营销服务类型多样且会根据不同客户的需求定制相关服务，因此无法就具体营销服务的类型进行准确分类，公司将收入划分为全案推广服务、全案广告代理、出海广告投放、数据产品服务以及海外公司业务。受出海广告投放收入增长较快影响，2018年公司营业总收入为231.04亿元，同比增长51.69%。从收入构成来看，2018年公司全案推广服务、全案广告代理、出海广告投放、数据产品服务以及海外业务收入分别为54.73亿元、26.87亿元、121.01亿元、0.57亿元和27.87亿元，占比分别为23.69%、11.63%、52.38%、0.24%和12.06%。2019年1~3月，公司实现营业总收入55.95亿元，同比增长11.36%。

公司业务的上游行业主要为传媒行业，包括传统传媒行业、互联网及移动互联网等新媒体行业，以及媒体承包商、制作公司等。公司提供专业营销服务时，需要与相关媒体（包括电视、广播、杂志、报刊、网络等）相互沟通，根据客户的需要直接采购或与媒体承包商合作集中采购各类媒体版面、栏目或流量用于品牌传播或产品推广，同时或根据客户需求与相关制作公司合作以完善广告投放内容，因此传媒行业是广告营销业务的上游行业。此外，为客户提供新产品推广、年度会议等品牌传媒服务时，需根据客户需要在会展中心或酒店举办营销活动，因此，会展、酒店行业也属公司业务所属行业的上游行业。

作为现代服务业，公司业务的下游客户，主要包括需要专业营销服务的广告主、政府机构及非政府组织，随着公司业务的客户拓展，服务客户所在

行业已经开始从单一的 IT 业，拓展到消费电子、互联网、游戏、汽车、房地产、消费品及金融等七大行业，使得原先单一行业对公司业务的影响越来越

小。目前，公司的客户主要集中在互联网、汽车、消费品等行业。

表 2：2016~2019.3 公司营业收入及毛利率情况

单位：亿元、%

业务板块	2016		2017		2018		2019.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
全案推广服务	55.55	25.61	54.21	26.60	54.73	25.36	8.76	30.63
全案广告代理	34.26	14.95	34.30	20.27	26.87	20.75	5.95	19.57
出海广告投放	13.63	0.74	43.41	0.65	121.01	1.11	34.00	1.22
数据产品服务	0.46	61.39	0.69	41.40	0.57	50.20	0.08	59.57
海外公司业务	15.80	31.16	17.73	28.93	27.87	21.52	7.16	21.37
其他业务	3.49	57.92	1.96	33.09	-	-	-	-
合计	123.19	21.66	152.31	18.20	231.04	11.72	55.95	10.44

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

### 2018 年公司全案推广服务发展良好，营业收入规模较为稳定

全案推广服务的业务模式主要以服务客户为核心，聚焦客户需求，每年年初客户提供蓝色光标一定额度的广告预算以及所需要实现的广告效果，蓝色光标为其提供包括品牌传播服务、产品推广服务、活动管理服务、数字营销服务在内的一揽子服务。全案推广服务一方面客户资源较为优质，客户主要为行业领先品牌及世界 500 强企业，如一汽、联想、腾讯等；另一方面客户粘性较高，品牌企业对广告效果要求较高，同时对公司专业能力和服务效果认可度较高，公司与客户之间形成较为稳固的长期合作关系。由于全案推广服务业务所提供的一揽子服务具备高度个性化、高度非标准化的特点，公司与客户之间的粘性较高，业务的毛利率较高。

公司全案推广服务拥有蓝色光标数字营销机构（以下简称为“蓝标数字”）<sup>1</sup>、北京思恩客科技有限公司（以下简称为“思恩客”或“SNK”）、北京今久广告传播有限责任公司（以下简称为“今久广告”）等子公司。2018 年以及 2019 年 1~3 月，公司全案推广服务分别实现收入 54.73 亿元和 8.76 亿元，毛利率分别为 25.36% 和 30.63%，2018 年收入同比增长 0.95%，毛利率同比减少 1.23 个百分点。

<sup>1</sup> 蓝色数字为公司内部简称，指公司该板块业务下多家法律主体的统称。

### 2018 年公司全案广告代理收入有所下滑；受益于出海广告市场处于高速增长阶段以及公司拥有优质媒体代理资质等核心资源，2018 年出海广告投放收入大幅增长

相较于全案推广服务，全案广告代理的盈利模式不同，决定了其商业模式不同，全案推广服务是按照服务收费，而全案广告代理是以媒体资源为基础，并为客户提供方案和创意，最终主要通过媒体返点实现盈利，今日头条、快手、爱奇艺等均为公司长期合作的媒体资源。

全案广告代理拥有移动互联广告与智能电视广告两大智能投放业务。公司移动互联广告业务板块旗下拥有多盟<sup>2</sup>、亿动<sup>3</sup>等子公司，公司智能电视广告业务旗下拥有西藏山南东方博杰广告有限公司（以下简称“博杰广告”）、精准阳光（北京）传媒广告有限公司等子公司。2018 年以及 2019 年 1~3 月，公司全案广告代理分别实现收入 26.87 亿元和 5.95 亿元，毛利率分别为 20.75% 和 19.57%，2018 年收入同比减少 21.67%，毛利率同比增加 0.48 个百分点。

2018 年，多盟智能营销程序化广告投放平台（DSP）自有平台导入数据或流量占比为 0.50%，

<sup>2</sup> 多盟指多盟体系内所有公司总称，包括多盟开曼（Domob Limited）和多盟智胜网络技术（北京）有限公司以及两家下属子公司。

<sup>3</sup> 亿动指亿动体系内所有公司总称，包括亿动开曼（Madhouse Inc.）及其子公司。

第三方导入数据或流量占比为 99.50%；移动端覆盖用户数量为 14.5 亿，日均活跃用户数量为 3.89 亿。

表 3：DSP 平台主要运营指标情况

	2016	2017	2018
自有平台导入数据或流量占比 (%)	10.60	1.19	0.50
第三方导入数据或流量占比 (%)	89.40	98.81	99.50
移动端覆盖用户数量 (亿)	9.3	10.8	14.5
日均活跃用户数量 (亿)	1.96	2.16	3.89

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年，亿动优质媒体程序化广告投放平台 (PMP) 自有平台导入数据或流量占比为 100%，第三方导入数据或流量占比为 0%；移动端覆盖用户数量为 9.345 亿，日均活跃用户数量为 1.995 亿。

表 4：PMP 平台主要运营指标情况

	2016	2017	2018
自有平台导入数据或流量占比 (%)	100	100	100
第三方导入数据或流量占比 (%)	0	0	0
移动端覆盖用户数量 (亿)	9.543	6.3	9.345
日均活跃用户数量 (亿)	1.99	1.5	1.995

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

出海广告投放业务模式与全案广告代理类似，其主要服务对象为需要在海外投放广告的国内客户，公司通过 Facebook、Google、LinkedIn、Twitter 等海外媒体平台为其进行广告营销服务，最终主要通过媒体返点实现盈利。

近年国内客户对于出海广告投放的需求处于高速增长阶段，且公司为 Facebook 国内直接授权代理商和国内首家同时拥有 Google CIP (国内核心代理资质)、DVIP (国外核心代理商资质) 以及 CEP (中国出海代理资质) 三项牌照的广告代理商，与众多品牌客户开展出海广告代理服务的合作，公司出海广告投放业务收入因此得到大幅提升，2018 年以及 2019 年 1~3 月，公司出海广告投放分别实现收入 121.01 亿元和 34.00 亿元，毛利率分别为 1.11% 和 1.22%，2018 年收入同比增长 178.75%，毛利率同比增加 0.46 个百分点。受限于 Facebook、

Google 的地位影响及互联网行业产业链利润分配的影响，使该业务体量较大但毛利率较低，但出海广告业务整体规模较大，且市场需求处于高速增长阶段，公司出海业务板块发展遵循了互联网企业的发展思路，即先扩充客户数量与收入规模再通过数据产品技术提升毛利率。通过该项业务，公司可以快速获取大量新客户，并为其他高毛利业务板块引流，从而做到对客户一站式整合营销服务。

### 近年公司通过收并购活动布局海外业务，2018 年海外公司整体经营状况较好，营业收入同比增长较快

近年公司通过一系列收并购活动，布局海外业务，目前公司收购的海外营销标的包括 Vision 7 International Inc. (以下简称“Vision 7”)、We Are Very Social Limited (以下简称“WAVS”)、密达美渡传播有限公司 (以下简称“密达美渡”)、Fuse Project LLC (以下简称“Fuse Project”) 等，覆盖公关策划、数字营销、社交媒体等业务。

Vision 7 是一家综合性广告与传播公司，主要服务于加拿大地区，Vision 7 的四部分业务组成分别为 Cossette、Vision 7 Media、Citizen Relations 和 Dare，分别负责独立广告和市场传播、媒体购买与策划、公关、数字营销与社交媒体等业务。WAVS 设立于伦敦，主要负责英国地区业务，是全球最大的社会化媒体传播咨询公司，其提供的主要服务包括：市场研究、市场营销策划、数字媒体营销、品牌咨询、社会化客户关系管理、危机公关、创意策划等。密达美渡 (Metta) 是香港最大的独立广告公司，拥有众多行业领先的品牌客户资源，主营业务包括：市场策划、广告创作、广告设计及制作、媒体策划及购买等。Fuse Project 设立于 1999 年美国，为客户提供全方位的设计服务，产品涉及科技、时尚、家居和日用消费品等多个领域。2018 年以及 2019 年 1~3 月，海外公司业务分别实现收入为 27.87 亿元和 7.16 亿元，毛利率分别为 21.52% 和 21.37%，2018 年收入同比增长 57.18%，毛利率同比减少 7.41 个百分点，主要系 Vision 7 往年收入以净额列示，2018 年实行新会计准则，按照全额列示，收入和成本同比增长较大，故 Vision 7 毛利率降低，且 Vision

7 的收入占比较大，由此带动整体毛利率下降。

## 财务分析

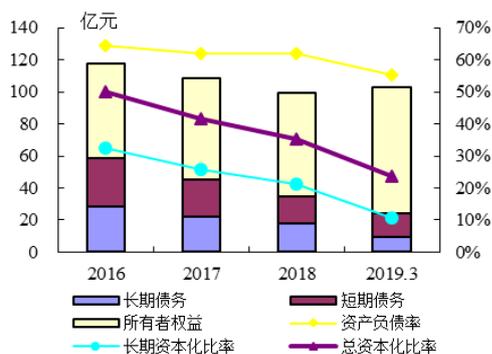
以下分析是基于经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年 1~3 月财务报表。如无特别说明，以下数据均为合并口径。

### 资本结构

随着公司业务规模的扩大以及资本实力的积累，近年公司总资产和所有者权益规模有所上升，截至 2018 年末，公司总资产为 169.63 亿元，同比增长 1.38%；同期末，得益于公司经营状况良好，2018 年公司未分配利润增加 2.72 亿元至 20.69 亿元，公司所有者权益为 64.55 亿元，同比增长 1.74%。负债方面，截至 2018 年末，公司负债总额为 105.07 亿元，同比增长 1.16%。截至 2019 年 3 月末，受“16 蓝标债”部分回售以及“蓝标转债”转股等因素影响，公司负债总额降至 97.54 亿元，所有者权益规模增至 78.48 亿元；同期末，公司资产规模进一步增长至 176.02 亿元。

从财务杠杆指标上来看，受资产规模扩张以及偿还部分债券及银行贷款等因素影响，公司财务杠杆水平有所下降，截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 61.95% 和 35.10%，同比分别减少 0.13 个百分点和 6.41 个百分点。截至 2019 年 3 月末，受“蓝标转债”转股以及“16 蓝标债”部分回售等因素影响，公司资产负债率和总资本化比率进一步下降，分别为 55.41% 和 23.61%。

图 2：2016~2019.3 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司总资产为 169.63 亿元，流动资产和非流动资产占比分别为 49.67% 和 50.33%。流动资产方面，货币资金、应收账款和其他应收款是其重要组成部分，分别占流动资产的 17.62%、71.18% 和 5.36%。具体来看，截至 2018 年末，公司应收账款为 59.97 亿元，同比减少 1.66%，应收对象主要为腾讯集团、京东集团、广汽集团、长城汽车集团、网易集团、联想集团、百度集团等多家客户，按应收对象集中度归集的期末余额原值前 5 名应收款项汇总金额 11.64 亿元，占应收款项期末余额原值的比例为 18.87%，客户较为分散；其中账龄在 6 个月以内的应收账款期末余额原值为 53.09 亿元，占账龄组合分类的 86.18%。2018 年公司营业收入同比大幅增加，但应收账款仍略有下降，主要是由于公司采取措施鼓励应收账款回流导致期末应收账款下降，但公司应收账款规模仍较大，需关注其回收风险。同期末，公司货币资金为 14.84 亿元，同比增加 38.05%，其中受限制的货币资金为 482.78 万元，公司货币资金大幅增加主要是由于公司加大催款力度，采取措施鼓励应收账款回流。截至 2018 年末，公司其他应收款为 4.52 亿元，主要由保证金及押金、应收股权对价款、股权转让款、借款及往来款构成，当期同比增加 29.01%，主要系由于公司保证金及押金增加 0.28 亿元、股权转让款增加 0.64 亿元。非流动资产方面，可供出售金融资产、无形资产、商誉是其重要组成部分，分别占非流动资产的 11.76%、17.81% 和 56.57%。具体来看，截至 2018 年末，公司可供出售金融资产账面价值为 10.04 亿元，其中按成本计量的为 7.54 亿元，按公允价值计量的为 2.50 亿元，主要投资对象为 Leading Smart Holdings Limited、上海晶赞融宣科技有限公司、北京喜乐航科技股份有限公司、拉卡拉支付股份有限公司等共计四十多家，各投资对象金额较小且比较分散。截至 2018 年末，公司无形资产为 15.21 亿元，同比减少 0.72%，无形资产主要由软件系统、商标权、特许使用权、品牌等构成。近年公司收并购活动较多使得商誉规模较大，截至 2018 年末，公司商誉为 48.30 亿元，同比增加 4.07%，其中多盟商誉账面原值为 14.48 亿元、Vision

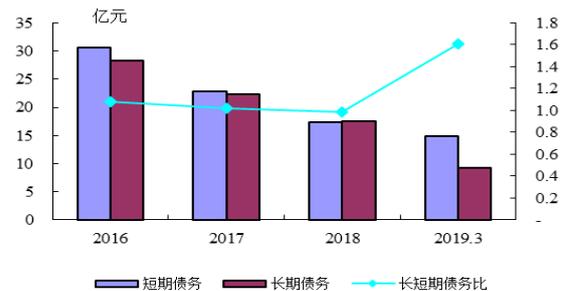
7 为 8.93 亿元、博杰广告为 7.91 亿元、亿动为 3.85 亿元、WAVS 为 4.05 亿元、今久广告为 3.70 亿元；商誉减值准备累计 2.89 亿元，当期对今久广告、捷报数据、上海欣风翼市场营销顾问有限公司等计提减值准备，分别为 4,622.12 万元、169.56 万元和 551.34 万元。公司商誉规模较大，仍存在商誉减值风险，对此应予以关注。截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 176.02 亿元，流动资产和非流动资产分别占比 52.36% 和 47.64%。

负债构成方面，公司以流动负债为主，截至 2018 年末，公司负债总额为 105.07 亿元，流动负债和非流动负债分别占比 78.55% 和 21.45%。流动负债方面，短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债是其重要组成部分，分别占流动负债的 10.34%、57.57%、10.31%、5.61% 和 5.09%。受公司业务规模扩张影响，截至 2018 年末，公司应付账款同比增加 29.65% 至 47.52 亿元；同期末，公司偿还部分短期借款，短期借款同比下降 46.40% 至 8.53 亿元。截至 2018 年末，公司其他应付款为 8.51 亿元，主要由股权转让款、限制性股票回购义务、保证金及押金、第三方资金拆借等构成，当期同比下降 18.42%，主要系限制性股票回购义务减少 1.84 亿元。同期末，公司一年内到期的非流动负债为 4.63 亿元，主要为 1 年内到期的应付债券“16 蓝标债”3.62 亿元、1 年内到期的长期应付款 0.54 亿元和 1 年内到期的长期借款 0.47 亿元。同期末，公司其他流动负债为 4.20 亿元，主要系“18 蓝色光标 SCP002”短期融资债券。非流动负债方面，截至 2018 年末，公司长期借款和应付债券分别为 2.99 亿元和 14.15 亿元，其中长期借款均为当期新增借款，应付债券较上年减少 7.18 亿元，主要系公司将“16 蓝标债”计入一年内到期的非流动负债及“16 蓝标 PPN01”到期兑付所致。截至 2019 年 3 月末，公司负债总额为 97.54 亿元，流动负债和非流动负债分别占比 84.20% 和 15.80%，受“16 蓝标债”部分回售因素影响，一年内到期的非流动负债下降至 0.56 亿元；受“蓝标转债”转股因素影响，应付债券下降至 5.88 亿元。

债务期限结构方面，受公司偿还多笔债券和银

行借款等因素影响，公司有息债务规模逐年下降，截至 2018 年末，公司总债务为 34.91 亿元，同比减少 22.47%，长短期债务比为 0.99 倍，同比减少 0.03 倍。截至 2019 年 3 月末，受“蓝标转债”转股以及“16 蓝标债”部分回售等因素影响，公司总债务为 24.26 亿元，长短期债务比为 1.60 倍。

图 3：2016~2019.3 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产和负债规模较为稳定，得益于公司自有资本实力增强以及偿还部分有息债务，公司财务杠杆水平有所降低。另公司商誉规模较大，若部分被投资企业经营未达预期，公司商誉面临一定的减值风险。

## 盈利能力

2018 年公司营业总收入为 231.04 亿元，同比增长 51.69%，主要系由于出海广告投放业务和海外公司业务大幅增长，当年同比分别增加 178.75% 和 57.18%。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 55.95 亿元，同比增长 11.36%。

从毛利率水平来看，2018 年公司综合毛利率为 11.72%，同比减少 6.48 个百分点，近年公司出海广告投放业务规模及占比增长较快，而该业务毛利率水平较低，由此带动公司综合毛利率水平下降幅度较大。2019 年 1~3 月，公司综合毛利率为 10.44%。

图 4：2016~2019.3 公司毛利率分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，鉴于公司的业务性质，期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2018 年公司销售费用为 9.69 亿元，同比减少 15.16%，2017 年公司处置了北京数聚智连科技股份有限公司（原名为北京蓝色光标电子商务股份有限公司，以下简称“数聚智连”），2018 年公司处置了北京蓝色方略市场营销顾问股份有限公司（以下简称“蓝色方略”），2017 年数聚智连及蓝色方略影响销售费用 1.63 亿元，2018 年蓝色方略影响销售费用 0.19 亿元，剔除数聚智连和蓝色方略的影响后，公司 2017、2018 年销售费用分别为 9.78 亿元和 9.49 亿元，2018 年同比减少 0.29 亿元，其中减少的主要为服务费、差旅费及房屋、物业、水电费等；2018 年公司管理费用为 9.60 亿元，同比减少 5.46%，主要原因一方面是公司研发费用支出同比减少，另一方面是受数聚智连和蓝色方略的因素影响。此外，2018 年公司财务费用为 2.45 亿元，同比减少 15.39%，主要系当期偿还部分债券及银行贷款等因素所致。综上，2018 年公司期间费用为 21.74 亿元，同比减少 11.16%，三费收入占比为 9.41%，同比减少 6.66 个百分点。2019 年 1~3 月，公司期间费用为 4.32 亿元，三费收入占比 7.72%。

表 5：2016~2019.3 公司期间费用分析

	2016	2017	2018	2019.3
销售费用	11.17	11.42	9.69	1.86
管理费用	9.12	10.15	9.60	2.01
财务费用	1.51	2.90	2.45	0.45
三费合计	21.80	24.47	21.74	4.32
营业总收入	123.19	152.31	231.04	55.95
三费收入占比	17.70	16.06	9.41	7.72

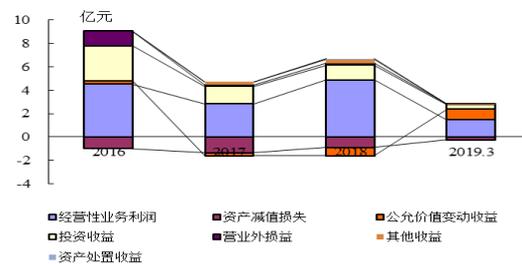
注：为增强可比性，2017、2018 年以及 2019 年一季度将研发费用计入管理费用

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2018 年公司经营性业务利润为 4.87 亿元，同比增长 72.29%，主要系公司各业务板块经营情况持续向好，尤其 2018 年出海广告投放业务和海外公司业务大幅增长。2018 年公司投资收益为 1.28 亿元，当期投资收益主要为公司处置子公司及其他投资公司产生的处置收益 9,768.22 万元、收到其他投资公司分红 2,504.41 万元等。2018

年公司公允价值变动损益为-0.70 亿元，主要是公司按比例确认应享有的对北京华泰瑞联并购基金中心（有限合伙）的公允价值变动损益的增减所致。2018 年公司其他收益为 0.31 亿元，主要系根据新会计准则，将与日常活动相关的政府补助计入“其他收益”科目核算。此外，2018 年公司资产减值损失为 0.91 亿元，主要系商誉减值损失和坏账损失。综上，2018 年公司利润总额为 5.08 亿元，同比增加 63.07%。2019 年 1~3 月，公司利润总额为 2.52 亿元，同比增加 31.90%。

图 5：2016~2019.3 公司利润总额构成



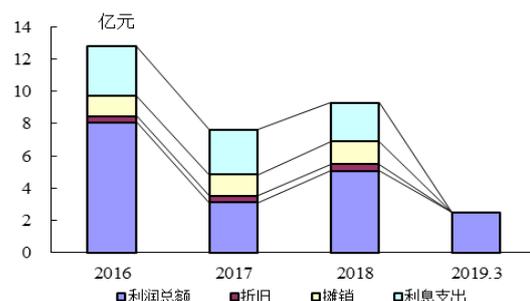
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于公司各项业务的快速发展，近年公司营业收入实现了大幅度增长，受低毛利业务收入占比增多影响，整体毛利率水平逐年下降。2018 年以来公司严控期间费用，经营性业务利润有所回升，整体盈利能力有所增强。

## 偿债能力

获现能力方面，从 EBITDA 构成来看，利润总额、摊销和利息支出是 EBITDA 的主要构成。2018 年公司 EBITDA 为 9.29 亿元，得益于 2018 年公司利润总额增幅较大影响，当期 EBITDA 同比增加 21.84%，相关偿债指标亦有所增强，2018 年公司总债务/EBITDA 为 3.76 倍，同比减少 2.15 倍；EBITDA 利息倍数为 3.86 倍，同比增加 1.10 倍。

图 6：2016~2019.3 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面,2018 年公司经营活动净现金流为 18.93 亿元,同比增加 20.17 亿元,2018 年由于公司加大催款力度,应收账款回流导致公司经营活动产生的现金流量净额大幅增加。得益于此,2018 年经营活动净现金流对债务本息覆盖能力整体有所增强,2018 年公司经营活动净现金流/总债务为 0.54 倍,同比增加 0.57 倍,经营活动净现金流/利息支出为 7.87 倍,同比增加 8.31 倍。

表 6: 2016-2019.3 公司部分偿债指标

	2016	2017	2018	2019.3
总债务(亿元)	58.78	45.02	34.91	24.26
EBITDA(亿元)	12.80	7.62	9.29	-
经营活动净现金流(亿元)	-0.90	-1.24	18.93	1.07
总债务/EBITDA(X)	4.59	5.91	3.76	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.15	2.76	3.86	-
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.02	-0.03	0.54	0.22
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.29	-0.45	7.87	-

注:2019 年一季度经营活动净现金流/总债务指标经过年化

资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末,公司银行授信额度为 12.45 亿人民币、13,500 万加元、2,350 万美元,未使用授信额度 3.34 亿人民币、7,141.21 万加元、750 万美元。对外担保方面,截至 2019 年 3 月末,公司无对合并报表范围之外的担保。

截至 2019 年 3 月末,公司共有重大诉讼事项 5 件,其中公司作为原告方有 4 件,案件涉及金额 151.21 万美元和 1.03 亿元人民币,公司作为被告方有 1 件,案件涉及金额 0.09 亿元人民币。此外,公司实际控制人赵文权先生收到北京市第二中级人民法院出具的(2018)京 02 执 930 号执行通知书及执行裁定书。李芑、刘彩玲、博杰投资及博萌投资对(2016)京民初字第 53 号民事判决书申请强制执行。赵文权先生所持公司股份已被冻结及轮候冻结。具体情况详见中诚信证评于 2018 年 12 月 12 日发布的《中诚信证评关于关注北京蓝色光标数据科技股份有限公司实际控制人涉及诉讼进展暨股份被冻结情况的公告》。

截至 2019 年 3 月末,公司所有权或使用权受到限制的资产主要为受限的货币资金 482.78 万元;

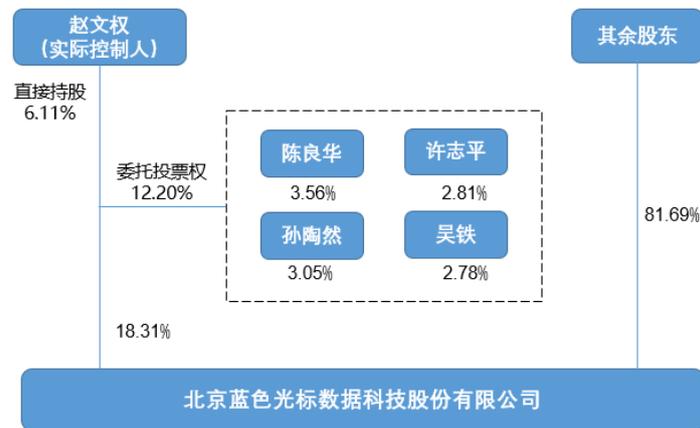
公司实际控制人赵文权及许志平、陈良华、吴铁、孙陶然等人合计持股数量 442,720,080 股,持股比例 18.31%,质押数量 424,689,006 股,质押股份占所持有股份的 95.93%,质押股数占持股数比例较高,实际控制人赵文权股票质押融资规模约 1.8 亿元,其中 1 亿元用于购买非公开限售股 800 万股,详见公司公告 2015-063,公司增发限售股用于增资蓝瀚科技;2016 年 1 月至 3 月,为响应号召,董监高增资,赵文权增持股票 5,000 万元,详见公告 2016-002、2016-023、2016-032,其余为赵文权个人用途。

总体来看,公司品牌形象良好且市场地位稳固,多年来积累了优质丰富的客户资源,转型数据科技公司效果逐步显现,广告业务收入实现大幅度增长。同时,中诚信证评也注意到公司应收账款和商誉规模较大,可能带来资产减值损失等因素可能对公司整体信用状况产生影响。

## 结 论

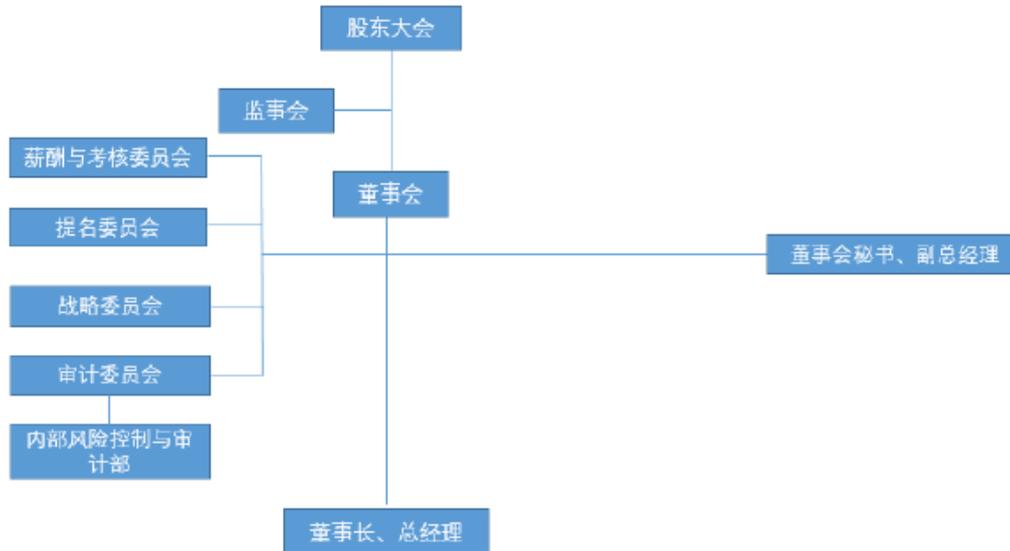
综上,中诚信证评维持蓝色光标主体信用等级为 **AA**,评级展望稳定,维持“北京蓝色光标数据科技股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用等级为 **AA**。

附一：北京蓝色光标数据科技股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：北京蓝色光标数据科技股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**附三：北京蓝色光标数据科技股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	101,634.00	107,510.80	148,417.67	130,107.86
应收账款净额	503,122.33	609,871.88	599,744.58	641,805.43
存货净额	10,121.67	0.00	0.00	0.00
流动资产	776,287.56	813,514.34	842,521.16	921,605.64
长期投资	219,231.74	203,435.88	166,867.48	145,602.44
固定资产合计	13,727.20	12,522.86	12,309.87	24,302.29
总资产	1,652,917.15	1,673,181.82	1,696,250.20	1,760,231.92
短期债务	305,456.95	227,667.70	173,629.15	149,485.29
长期债务	282,320.97	222,571.41	175,463.10	93,143.64
总债务（短期债务+长期债务）	587,777.92	450,239.11	349,092.25	242,628.93
总负债	1,065,385.56	1,038,689.85	1,050,743.77	975,385.89
所有者权益(含少数股东权益)	587,531.59	634,491.97	645,506.42	784,846.03
营业总收入	1,231,910.59	1,523,083.77	2,310,396.85	559,505.05
三费前利润	263,158.07	272,970.44	266,109.44	57,766.70
投资收益	30,052.69	14,911.39	12,802.13	3,741.82
净利润	68,944.77	24,797.02	41,232.02	22,630.85
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	127,973.76	76,240.02	92,892.73	-
经营活动产生现金净流量	-9,011.12	-12,391.06	189,276.03	10,711.77
投资活动产生现金净流量	-67,705.50	76,691.35	-3,791.72	676.40
筹资活动产生现金净流量	-103,955.04	-53,065.68	-146,304.52	-28,874.50
现金及现金等价物净增加额	-178,752.36	5,886.21	40,564.09	-18,309.82
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率（%）	21.66	18.20	11.72	10.44
所有者权益收益率（%）	11.73	3.91	6.39	11.53
EBITDA/营业总收入（%）	10.39	5.01	4.02	-
速动比率（X）	1.03	1.05	1.02	1.12
经营活动净现金/总债务（X）	-0.02	-0.03	0.54	0.22
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.03	-0.05	1.09	0.40
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.29	-0.45	7.87	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.15	2.76	3.86	-
总债务/EBITDA（X）	4.59	5.91	3.76	-
资产负债率（%）	64.45	62.08	61.95	55.41
总资本化比率（%）	50.01	41.51	35.10	23.61
长期资本化比率（%）	32.46	25.97	21.37	10.61

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2019 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务等指标经过年化；

3、将其他流动负债中的短期融资债券计入短期债务、长期应付款中的融资租赁款计入长期债务。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。