



浙江富润(600070.SH)

## 迈入大数据营销领域，业务增长可期

2016年07月12日

投资要点

增持(首次评级)

当前价：14.51元

分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001  
 电话：010-84903252  
 邮箱：wangfenghua@lxsec.com

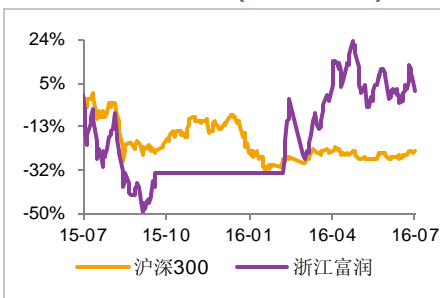
分析师：郭佳楠

执业编号：S0300515080001  
 电话：010-64814022  
 邮箱：guojianan@lxsec.com

研究助理：王瑛

电话：010-64408918  
 邮箱：Wangying\_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：联讯证券研究所

基于大数据技术的互联网营销公司，拥有四家全资子公司

泰一指尚是一家基于大数据技术的互联网营销公司，目前拥有四家全资子公司，包括德嘉信息、泰一数据、泰一传媒、盘点信息。其中德嘉信息和泰一数据主要从事大数据技术的研究、开发与应用，泰一传媒主要从事互联网营销业务，包含广告创意策划、媒体投放、营销效果监测和优化提升等内容的完整营销服务链条，盘点信息主要从事媒体资源的对接与转售。四家子公司构成大数据互联网营销的全流程业务链，能够高效率地为广告主提供整合式互联网营销方案。

◆ 泰一指尚在纯互联网营销公司中属于中等体量

公司2015年实现3.6965亿营业收入，和行业类业务相近的公司相比，属于中等体量。目前互联网营销市场分散，无绝对巨头出现，泰一指尚成为上市公司的子公司后，可以在资本市场上更便利地募集资金，不断提高技术护城河，同时上市公司可以通过继续收购的方式进行互联网营销领域更为完整的布局。

◆ 互联网营销业务盈利能力高于平均水平，收入同比增长40.06%

对具有公开资料且和泰一指尚业务模式相近的互联网营销公司（包括木瓜移动，璧合科技，多麦股份，银橙传媒，亿玛在线，铠甲网络等）进行统计，互联网营销业务平均毛利率大约在22.04%左右，泰一指尚互联网营销的毛利率在29.58%，高于行业平均水平。对于大数据营销公司，毛利率高低往往说明了公司获取第三方互联网流量后的清洗，筛选和优化的技术能力，以及和客户的商业谈判能力。

◆ 数据分析和业务—维持高毛利率的可能性

目前，泰一指尚自主研发的数据管理、分析软件技术在对外销售时的定价较高，但是随着竞争对手的不断模仿，市场同类产品的不断增多，该块业务面临的挑战可能使其很难通过原有的销售模式再保持90%以上的毛利率。但是在公司的收购草案中也看到，管理层计划“逐渐降低软件平台销售的价格，更多地从为客户提供的增值服务上获取收益”。

◆ 估值

假设公司原有业务保持稳定，成本结构没有大幅变化；此次收购成功，泰一指尚实现2016年、2017年、2018年分别为5500万，8500万和12200万元的承诺净利润。

公司原股本为356,613,052股，收购和融资完成后股本扩充至569,455,647股，我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.14/0.20/0.26元/股，对应7



月 11 日收盘价 14.51 元的 PE 为 104/73/56 倍，给予“增持”评级。



## 目 录

一、收购泰一指尚，进军大数据营销领域 .....	4
二、泰一指尚分析 .....	5
(1) 基于大数据技术的互联网营销公司，拥有四家全资子公司 .....	5
(2) 泰一指尚在纯互联网营销公司中属于中等体量 .....	5
(3) 互联网营销业务盈利能力高于平均水平，收入同比增长 40.06% .....	6
(4) 数据分析和业务服务—维持高毛利率的可能性 .....	7
(5) 客户来源于代理商偏多 .....	7
(6) 2015 年研发费用投入超过样本平均值，拟募集 7950 万元用于研发中心 .....	8
三、行业特征 .....	9
(1) 增量网络营销市场规模继续存在 .....	9
(2) 行业客户纵向做深空间巨大 .....	10
(3) 跨行业可复制性 .....	10
四、估值与评级 .....	11

## 图表目录

图表 1： 募集配套资金认购对象 .....	4
图表 2： 泰一指尚股权结构 .....	5
图表 3： 泰一指尚下属子公司 .....	5
图表 4： 营业收入对比 .....	5
图表 5： 公司业务结构 .....	6
图表 6： 公司业务毛利率情况 .....	6
图表 7： 类比公司毛利率情况 .....	7
图表 8： 公司前五大客户 .....	8
图表 9： 类比公司研发费用占比 .....	8
图表 10： 中国五大媒体广告收入规模及预测 .....	9
图表 11： 中国网络广告市场规模及预测 .....	9
图表 12： 2015 年中国展示类网络广告主要行业投放规模 .....	10
图表 13： 原有业务盈利预测 .....	11
图表 14： 泰一指尚财务预测 .....	11



## 一、收购泰一指尚，进军大数据营销领域

公司与 2016 年 2 月公布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的公告，经交易各方协商，本次交易浙江富润拟以发行股份和支付现金相结合的方式向江有归、付海鹏等泰一指尚全体股东购买对方持有的泰一指尚 100% 股权。按照收益法定价，最终双方协商后的交易价格为 120,000 万元，收购将按照 16.8% 现金支付，83.2% 股权支付进行。收购价格较泰一指尚所有者权益账面值 29,268.52 万元增值 90,882.13 万元，收购增值率为 3 倍。

同时，公司拟向惠风创投、长城集团、上峰控股、张健儿、钱安、张旭伟、陈蕴涵等 7 名认购对象发行股份募集配套资金，发行股份数量合计不超过 79,999,998 股，募集资金总额不超过 60,000 万元。其中向泰一指尚全体股东支付 20,155.20 万元现金。发行价格最终按照 2015 年 10 月 8 日停牌前 20 日均价的 90% 来确定，为 7.51 元/股。这个价格与公司停牌前 120 日均价的 90%（13.35 元/股）和前 60 日均价的 90%（9.75 元/股）相比较低，三者之间的差异主要是因为 2015 年股票市场大幅波动所致。通过此次定增取得的上市公司的股票从上市之日起 36 个月内不得转让。

本次交易前，实际控制人控制的股份比例为 27.60%，本次发行股份及支付现金购买资产完成后，实际控制人控制的股份比例约为 20.10%，仍然为公司实际控制人；本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金完成后，实际控制人控制的股份比例约为 26.63%，仍然为公司实际控制人。因此，本次交易不会导致本公司控制权变化。此次转让至今，惠风创投的股东未发生变化，目前，浙江富润的实际控制人为赵林中等惠风创投的自然人股东。

图表 1：募集配套资金认购对象

募集配套资金认购对象	认购金额（万元）	股份数量（股）
惠风创投	40,000	53,333,333
长城集团	1,500	2,000,000
上峰控股	1,500	2,000,000
张健儿	500	666,666
钱安	5,000	6,666,666
张旭伟	6,000	8,000,000
陈蕴涵	5,500	7,333,333
合计	60,000	79,999,998

资料来源:公司公告, 联讯证券

假设在不考虑配套融资的情形下，本次重大资产重组发行股份数量为 13,312.64 万股；在考虑配套融资的情形下，本次重大资产重组发行股份数量为 21,312.64 万股。公司原股本为 356,613,052 股，融资完成后股本扩充至 569,455,647 股。

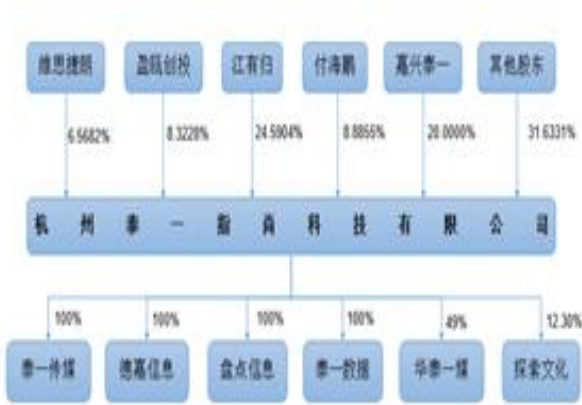


## 二、泰一指尚分析

### (1) 基于大数据技术的互联网营销公司，拥有四家全资子公司

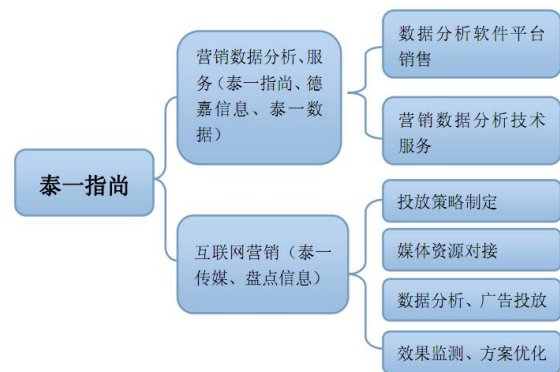
泰一指尚是一家基于大数据技术的互联网营销公司，目前拥有四家全资子公司，包括德嘉信息、泰一数据、泰一传媒、盘点信息。其中德嘉信息和泰一数据主要从事大数据技术的研究、开发与应用，泰一传媒主要从事互联网营销业务，包含广告创意策划、媒体投放、营销效果监测和优化提升等内容的完整营销服务链条，盘点信息主要从事媒体资源的对接与转售。四家子公司构成大数据互联网营销的全流程业务链，能够高效率地为广告主提供整合式互联网营销方案。

图表2：泰一指尚股权结构



资料来源:公司公告, 联讯证券

图表3：泰一指尚下属子公司



资料来源:公司公告, 联讯证券

### (2) 泰一指尚在纯互联网营销公司中属于中等体量

公司 2015 实现 3.6965 亿营业收入，和行业类业务相近的公司相比，属于中等体量。目前互联网营销市场分散，无绝对巨头出现，泰一指尚成为上市公司的子公司后，可以在资本市场上更便利地募集资金，不断提高技术护城河，同时上市公司可以通过继续收购的方式进行互联网营销领域更为完整的布局。

图表4：营业收入对比

证券代码	证券简称	2015 年营业收入（元）
833451.OC	璧合科技	217821160.29
835084.OC	多麦股份	68075920.08
830999.OC	银橙传媒	359853356.83
836346.OC	亿玛在线	663425851.81
836610.OC	铠甲网络	27217791.60
834156.OC	有米科技	735586133.48
837493.OC	木瓜移动	341296244.06
	泰一指尚	369650000.00

资料来源: 联讯证券



### (3) 互联网营销业务盈利能力高于平均水平，收入同比增长 40.06%

公司主营业务分为互联网营销和营销数据服务两块，互联网营销服务为依托公司大数据技术，为广告主量身定制从营销策略制定、媒体投放到营销效果监测和优化等全套解决方案，2015 年度实现营收 3.34 亿元，在主营收入中占比 90.45%，较 2014 年增长 9,562.10 万元，增长比例为 40.06%。

图表5： 公司业务结构

项目	2015 年度		2014 年度	
	金额	比例	金额	比例
互联网营销	33,434.18	90.45%	23,872.09	100.00%
营销数据服务	3,530.85	9.55%		
主营业务收入合计	36,965.04	100.00%	23,872.09	100.00%

资料来源:公司公告，联讯证券

互联网营销业务 2015 年度毛利率有所下降，下降接近 5 个点的原因主要是因为市场竞争更加激烈，公司为了获取更多的客户，在行业内扩大业务版图，适当降低了价格，但是毛利率仍然维持在了 29.58% 的同行业较高水平。

图表6： 公司业务毛利率情况

项目	2015 年度		2014 年度	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率
互联网营销	9,890.83	29.58%	8,234.60	34.50%
数据分析、服务	3,252.23	92.11%	-	-
合计	13,143.06	35.56%	8,234.61	34.50%

资料来源:公司公告，联讯证券





对具有公开资料且和泰一指尚业务模式相近的互联网营销公司（包括木瓜移动，璧合科技，多麦股份，银橙传媒，亿玛在线，铠甲网络等）进行统计，互联网营销业务平均毛利率大约在 22.04%左右，泰一指尚互联网营销的毛利率在 29.58%，高于行业平均水平。对于大数据营销公司，毛利率高低往往说明了公司获取第三方互联网流量后的清洗，筛选和优化的技术能力，以及和客户的商业谈判能力。

图表7： 类比公司毛利率情况

证券代码	证券简称	销售毛利率 (%)
837493.OC	木瓜移动	13.54
833451.OC	璧合科技	18.20
835084.OC	多麦股份	28.63
830999.OC	银橙传媒	22.51
836346.OC	亿玛在线	22.40
836610.OC	铠甲网络	26.98
834156.CO	有米科技	23.42
	平均值	22.24
*仅统计互联网营销业务毛利率	泰一指尚	29.58

资料来源：wind,联讯证券

#### （4）数据分析和业务—维持高毛利率的可能性

公司的营销数据分析、服务业务，主要是销售平台软件以及提供技术服务，帮助客户实现内部运营及外部用户数据的管理和分析，或者直接和第三方运营商合作为下游客户提供数据分析报告，该项业务为 2015 年新增业务，收入 3,530.85 万元，在主营收入中占比 9.55%。

在营销数据服务方面，针对不同类型企业客户，面向不同的营销数据服务需求，泰一指尚会提供两种不同的大数据管理平台解决方案。第一种，泰一指尚通过独立部署或租赁数据管理平台，对企业内部数据进行有效管理、分析和挖掘用户特征标签，从而构建企业用户人群画像模型体系及自有业务运营模型体系。第二种，泰一指尚借助自有的爬虫技术及第三方(如中国移动)合作数据进行行业态势、市场动态、营销执行效果跟踪等相关信息获取，形成行业洞察模型体系及营销闭环数据模型体系，为企业提供商业决策、领导者视窗、分析报告及相应的报表等服务。

数据分析和业务实现了 92.11%的高毛利率，主要是由于在实现该项营收的时候大部分费用已经于发生时归入相应的费用科目，如相关软件的人工成本归入管理费用-技术开发费，因此数据分析、服务业务毛利率较高。

目前，泰一指尚自主研的数据管理、分析软件技术在对外销售时的定价较高，但是随着竞争对手的不断模仿，市场同类产品的不断增多，该块业务面临的挑战可能使其很难通过原有的销售模式再保持 90%以上的毛利率。但是在公司的收购草案中也看到，管理层计划“逐渐降低软件平台销售的价格，更多地从为客户提供的增值服务上获取收益”。

#### （5）客户来源于代理商偏多

公司拥有一部分直接接触的终端客户，为其提供从营销策略制定，内容制作，广告投放，效果检测的全套服务，但是由于公司在客户资源方面尚不比传统广告代理商丰富，因此公司也会获取一部分来自代理商的互联网营销订单。2015 年公司来自于前五大客户



的订单占比 **41.90%**，而这五大客户都是广告代理商。未来公司需要增强自身的获客能力，提高服务能力，以使产品能够获得更高的市场溢价。

图表8： 公司前五大客户

客户名称	营业收入	占全部营业收入的比例
杭州泛美文化传播有限公司	4,518.68	12.20%
上海杰米罗文化传播有限公司	4,248.11	11.47%
北京林克艾普科技有限公司	2,703.77	7.30%
杭州慕尚科技有限公司	2,392.64	6.46%
北京宝盛科技有限公司	1,656.79	4.47%
<b>合计</b>	<b>15,520.00</b>	<b>41.90%</b>

资料来源：公司公告，联讯证券

#### （6）2015 年研发费用投入超过样本平均值，拟募集 7950 万元用于研发中心

截至 2015 年 12 月 31 日，泰一指尚拥有发明专利 3 项，软件著作权 22 项，逐渐打造出 DMP、DMR、DMC、DSP、Atlas 等多个软件平台，其中“Atlas 云图”获得第二届大数据营销与程序化购买金比特奖杰出平台奖。同时，泰一指尚还与浙江大学、中国科学院计算技术研究所等多所高校和研究院达成合作关系，建立《全媒体大数据分析技术联合实验室》。

2014 年至 2015 年，泰一指尚研发费用占其营业收入的比例分别为 11.06% 和 10.71%。在以技术为核心的市场竞争中，需要不断加深公司的技术护城河，泰一指尚在研发上的投入，远超过几个样本公司的平均值。

图表9： 类比公司研发费用占比

证券代码	证券简称	2015 年研发费用占比
833451.OC	璧合科技	1.63%
835084.OC	多麦股份	5.41%
830999.OC	银橙传媒	5.27%
836346.OC	亿玛在线	6.35%
836610.OC	铠甲网络	1.17%
834156.OC	有米科技	4.01%
	<b>平均值</b>	<b>3.97%</b>
	<b>泰一指尚</b>	<b>10.71%</b>

资料来源：联讯证券

另外，上市公司此次计划收购资产同时募集资金 6 亿元，其中 7950 万元将用于泰一指尚的研发中心项目。





泰一指尚研发中心建设项目将主要聚焦于以下几方面：

(1) 研发程序化广告投放平台，为客户提供一站式的方案，让广告主可以轻易、精准及大规模地接触到长尾广告空间；

(2) 研发媒体资源管理平台，智能的管理媒体广告位库存，助网络媒体实现其广告资源优化，提高其广告资源价值。平台旨在解决传统互联网媒体在自身媒体无法有效管理并使之通过广告的形式解决互联网营销的问题；

(3) 研发大数据分析管理平台，助力产业掌握互联网思维，提供产业垂直化互联网转型策略服务；

(4) 研发服务开放接口，面对传统互联网公司转型后与自有品牌无法正确传达的痛点，泰一指尚通过开放平台的综合能力，使传统互联网公司在基于泰一指尚已有的大数据分析、智能投放、实时竞价、完善的财务管理体系等能力下，只需要投入轻量级的企业成本，即可自行研发基于以上能力的精准广告投放平台，助力企业低成本、高产出的转型来完善企业的商业产业链，保护并提升其自有品牌的发展。

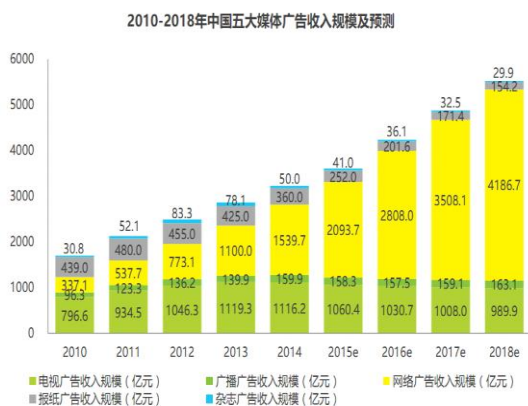
从公司的研发计划可以看出，未来公司的整体格局将是致力于以技术为核心，形成可快速规模化复制的商业模式，人均产出将会有较大提高。

### 三. 行业特征

#### (1) 增量网络营销市场规模继续存在

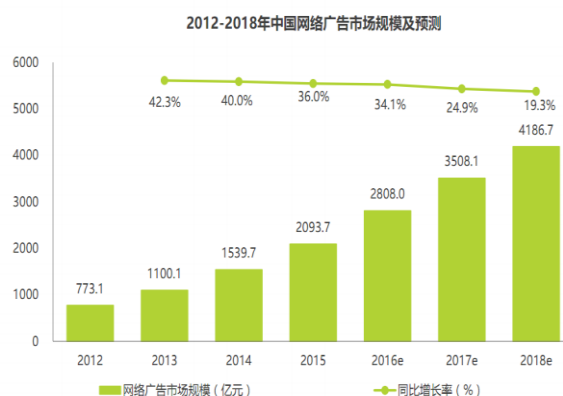
2015年，中国网络营销收入突破2000亿元，接近广电（电视+广播）整体广告规模的2倍。随着网民规模迅速扩张，互联网普及率大大提高，未来，传统广告市场仍然不容乐观，而网络营销市场却仍处在上升通道。根据艾瑞咨询2015年度中国网络广告核心数据显示，中国网络广告市场规模达到2093.7亿元，同比增长36.0%，较去年增速有所放缓，但仍保持高位，艾瑞咨询预测，2016年，2017年，2018年网络营销市场规模的同比增长率分别为34.12%、24.93%和19.34%。至2018年整体规模有望突破4000亿元，达到传统广告收入规模的4倍。

图表10：中国五大媒体广告收入规模及预测



资料来源:艾瑞咨询, 联讯证券

图表11：中国网络广告市场规模及预测

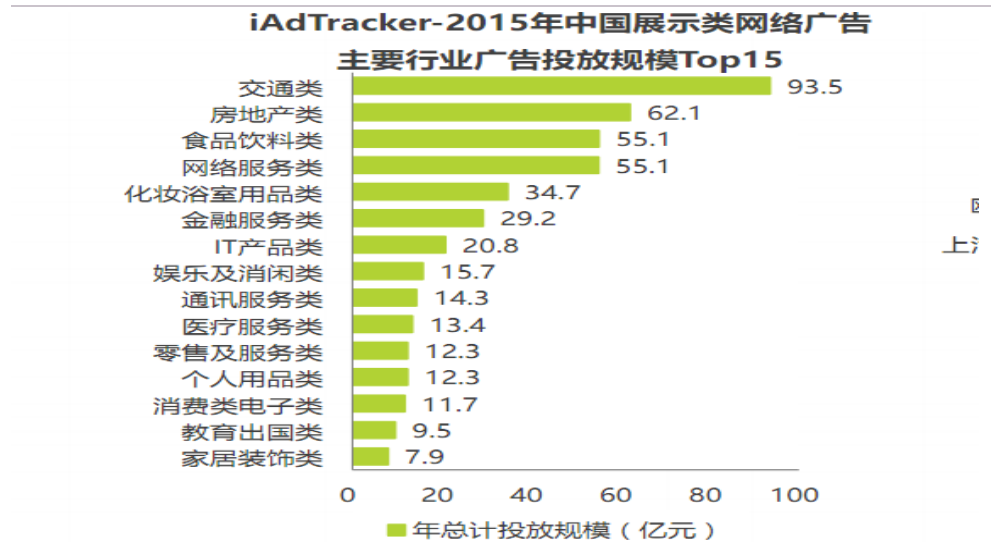


资料来源:艾瑞咨询, 联讯证券



根据艾瑞咨询的数据，2015年，在网络展示类广告的行业广告主中，前五类投放规模总计占比达整体市场规模的65.5%，主要集中在交通、房产、快消、网络服务等领域，投放集中度较强。其中，交通类广告主领先优势明显，占比达整体市场规模的20.4%。在展示类广告投放广告主Top20中，投放规模均超过2亿元，总计为99.7亿元，投放规模较去年的77.6亿有较大提升。

图表12： 2015年中国展示类网络广告主要行业投放规模



资料来源:艾瑞咨询, 联讯证券

### (2) 行业客户纵向做深空间巨大

行业客户不再满足单纯地投放互联网广告，而希望实现企业内部数据的有效管理，促进数据价值挖掘，有效识别企业内部管理与运营的问题，助力市场研判。泰一指尚在互联网营销业务基础之上，在行业内纵向扩展，自主开发了 DMP、DMC、DMR 等多款数据管理、分析平台，积极扩展营销数据分析和业务。

以某汽车服务公司为例，泰一指尚与其签署《构建数据管理凭条合作协议》，向其销售 DMP 平台相关的“大数据平台互联网行为分析系统软件”、“大数据可视化平台系统软件”及“全媒体广告监测平台软件”等软件，用以提升该公司数据管理能力。

### (3) 跨行业可复制性

对于各行业企业来说，他们在建立自己的互联网营销大数据分析平台软件时，对以下几点的需求是相同的：1) 均需要建立数据管理平台或者获取外部数据管理服务，并将自有数据导入数据管理平台，同时需要获取外部数据对平台中的数据进行补充；2) 不同的企业在进行营销活动时对于用户标签的分类较为相似，如收入水平、年龄、性别、地域等。因此，不同行业的不同企业对于运用大数据分析进行营销具有类似的需求和逻辑。泰一指尚自主开发的 DMP、DMC、DMR 等数据管理和分析软件并非针对某一特定行业进行研发，其技术框架、模块设计、功能实现基于互联网营销的共性逻辑进行设计，因此具有较强的跨行业可复制性。

对于互联网营销业务，泰一指尚的广告主来自汽车、金融、快消、广告公司等各个



行业；而互联网数据分析和业务主要应用于汽车、通信、家电等行业客户，并计划在未来一两年进一步拓展至房地产、影视娱乐等其他行业。公司下游广告主所在行业如汽车行业，属于广告预算支出较多且维持稳定的行业，或者如快消，是抗周期性行业，或者如影视娱乐行业，属于近几年蓬勃发展，未来潜力较大的行业。

#### 四、估值与评级

假设公司原有业务保持稳定，成本结构没有大幅变化；此次收购成功，泰一指尚实现 2016 年、2017 年、2018 年分别为 5500 万，8500 万和 12200 万元的承诺净利润。

公司原股本为 356,613,052 股，收购和融资完成后股本扩充至 569,455,647 股，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.14/0.20/0.26 元/股，对应 7 月 11 日收盘价 14.51 元的 PE 为 104/73/56 倍，给予“增持”评级。

图表13： 原有业务盈利预测

原有业务盈利预测-百万元（人民币）	2014A	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	963.89	804.64	820.73	845.36	870.72
增速		(0.17)	0.02	0.03	0.03
营业成本	855.07	706.21	722.25	743.91	766.23
毛利率	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12
销售费用	14.12	15.70	13.13	12.68	13.06
管理费用	49.10	43.78	42.68	43.96	45.28
财务费用	12.52	20.10	20.52	21.13	21.77
营业利润	(40.14)	28.20	31.24	33.57	35.11
利润总额	(37.98)	32.12	33.24	35.71	37.35
归属于母公司所有者的净利润	(65.64)	23.88	25.27	27.28	28.40
增速(%)	(153.60)	136.38	5.82	7.96	4.10

资料来源：联讯证券

图表14： 泰一指尚财务预测

泰一指尚（百万元）	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
营业收入	239.03	370.27			
营业利润	76.57	25.76			
利润总额	13.39	30.39			
净利润	13.61	27.37			
归属母公司所有者净利润	14.58	27.42	55	85	122

资料来源：联讯证券



## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。