安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 03 月 09 日

宣亚国际（300612.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

整合营销

国内领先整合营销传播服务商

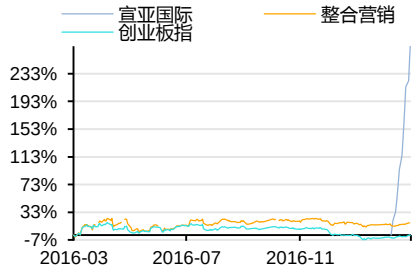
- 公司 2017 年 2 月 15 日成功登陆 A 股市场，首次公开发行人民币普通股 1800 万股，占发行后总股本的 25%，发行完成后公司总股本增加至 7200 万股。张秀兵、万丽莉夫妇系公司实际控制人，持有发行后股权比例为 37.5%。
- 公司连续八年入选中国国际公共关系协会评选的 TOP 公司之列。根据《互联网周刊》先后发布的“2015 年互联网+公关传播业 TOP100”和“2015 年度 PR 公关传播 50 强”，公司分别位列第 7 位、第 5 位。
- 公司始终秉持“合适就是竞争力”的传播哲学。自设立以来，公司一直从事整合营销传播服务，现已经形成以营销策略及创意内容为核心、以“传统传播渠道+数字传播渠道”为通路的品牌全传播服务模式，未来力争实现“数字化、全球化”的战略目标。公司主营业务按盈利模式分为常年顾问服务、项目服务两类；按传播渠道不同，分为传统营销、数字营销两大业务板块，公司发展经历了两个阶段：第一个阶段是 2007 年-2011 年，主要从事传统营销服务；第二个阶段是 2012 年至今，公司顺应互联网、数字传播技术迅猛发展的大趋势，新增加了数字营销板块。公司数字营销收入实现快速增长，由 2013 年的 3192.50 万元增长至 2016 年上半年的 1.35 亿元。
- 公司客户主要分布在汽车、互联网及信息技术、快速消费品、制造业等行业，尤其集中于汽车行业，2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年 1-6 月，公司来源于汽车行业的收入占公司当年（期）营业收入的比重分别为 48.37%、55.39%、65.22%和 69.93%。
- 为顺应数字广告、数字公关的发展，特别是程序化广告行业迅速发展的趋势，公司本次募集资金拟投资实施数字营销平台建设项目，总投资额约 1.78 亿元，其中募集资金投资额约为 1.1 亿元。具体实施包括私有云项目、精准广告投放平台（其中包含 DSP 平台建设）、数字内容营销工具，本项目成功实施后，公司的整合营销传播服务产业链将进一步完善，在数字营销领域的竞争力将得到进一步增强，并大幅提升公司盈利能力。
- **投资建议：**不考虑外延的情况下，我们预计公司内生业务 16-18 年净利润分别为 6010 万元、7800 万元、9670 万元，对应每股收益分别为 1.11 元、1.08 元、1.34 元。参考同类可比新股，给予 2017 年 90X 估值，对应 6 个月目标价 97.2 元，维持“买入-A”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、人才流失、宏观经济下行超预期等风险。

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价：	97.2 元
股价（2017-03-08）	86.55 元

交易数据

总市值（百万元）	6,231.60
流通市值(百万元)	1,557.90
总股本（百万股）	72.00
流通股本(百万股)	18.00
12 个月价格区间	23.24/86.55 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.2	7.1	1.88
绝对收益			

焦娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	267.0	390.6	632.8	759.3	918.8
净利润	8.1	53.6	60.1	78.0	96.7
每股收益(元)	0.11	0.74	1.11	1.08	1.34
每股净资产(元)	1.22	1.96	3.72	4.13	5.47

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	765.4	116.4	77.8	79.9	64.5
市净率(倍)	71.1	44.2	23.2	21.0	15.8
净利润率	3.0%	13.7%	9.5%	10.3%	10.5%
净资产收益率	9.3%	38.0%	29.9%	26.2%	24.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	28.3%	74.9%	94.4%	71.5%	91.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 国内领先的整合营销传播服务商 5
1.1. 数字营销发展势头较好，收入占比逐步提升 6
1.2. 客户资源稳定，主要来源于汽车行业 9
1.3. 募集资金主要用于数字营销平台等 4 个项目 10
2. 顺应行业趋势，投资建设数字营销平台等项目 11
2.1. 广告行业潜在空间仍然可观 11
2.2. 程序化购买广告市场迅速崛起 12
2.3. 数字营销对传统营销方式的替代日益明显 13
2.4. 公关行业增速平稳 15
2.5. 公司顺应行业趋势，投资数字营销平台等项目 16
3. 投资建议 20
4. 风险提示 20

图表目录

图 1：公司作品——阿斯顿·马丁百年庆 5
图 2：公司作品——TWG Tea 赞助第 18 届上海国际电影节 5
图 3：公司首次公开发行前股权结构图 6
图 4：2015 年公司营收结构（按盈利模式分） 6
图 5：2015 年公司营收结构（按传播渠道分） 6
图 6：2012-2016 年公司营收变化趋势 7
图 7：2012-2016 年公司归母净利润变化趋势 7
图 8：公司 2012-2015 三项费用率情况 7
图 9：公司 2012-2015 毛利率、净利率情况 7
图 10：公司主要客户资源 9
图 11： 2009-2015 年中国广告市场规模及同比增速 11
图 12：中国与发达国家广告渗透率比较 12
图 13： 2012-2018 年中国程序化购买广告市场规模 12
图 14：2009-2015 年中国传统广告和数字广告增长率 13
图 15：互联网广告挤压传统渠道广告份额 13
图 16：中国互联网广告规模增长迅速，15 年超千亿 14
图 17：互联网广告的崛得益于网民的快速增长 14
图 18：我国公关行业市场规模增长态势良好 15
图 19：2015 年和 2014 年中国公关行业市场份额对比 16
图 20：中国公关市场业务类型市场构成（公司数） 16

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：首次公开发行前后公司股本结构（单位：百万股）.....5
表 2：公司主营业务之一常年顾问服务描述.....6
表 3：收入按盈利模式划分的毛利率分析.....8
表 4：收入按盈利模式划分的毛利率分析.....8
表 5：与同类龙头公司蓝色光标毛利率对比情况.....8
表 6：与同类龙头公司蓝色光标整合营销服务（不含广告代理业务）毛利率对比情况.....9
表 7：公司主营业务收入按客户所属行业分类情况.....9
表 8：公司来自于汽车行业重要客户的销售收入情况.....10
表 9：募集资金投资项目情况.....10
表 10：数字营销业务模式下，广告投放的主要渠道和媒体形式.....14
表 11：2015 互联网+公关传播业 top10.....16
表 12：利欧股份外延收购整合历程.....17
表 13：蓝色光标外延收购整合历程.....18
表 14：华谊嘉信外延收购整合历程.....19
表 15：省广股份外延收购整合历程.....19

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 国内领先的整合营销传播服务商

公司 2017 年 2 月 15 日成功登陆 A 股市场。公司始终秉持“合适就是竞争力”的传播哲学，是国内领先的整合营销传播服务商，可以配合客户的目标市场及渠道、终端，为客户量身定制从品牌认知到产品体验的全方位整合营销传播服务，经过多年的行业积累，已经形成以营销策略及创意内容为核心、以“传统传播渠道+数字传播渠道”为通路的品牌全传播服务模式，公司目前拥有 2 家分公司、9 家全资或控股子公司、以及 1 家参股公司。

公司连续八年入选中国国际公共关系协会评选的 TOP 公司之列。根据《互联网周刊》先后发布的“2015 年互联网+公关传播业 TOP100”和“2015 年度 PR 公关传播 50 强”，公司分别位列第 7 位、第 5 位。

图 1：公司作品——阿斯顿·马丁百年庆

资料来源：宣亚国际官网

图 2：公司作品——TWG Tea 赞助第 18 届上海国际电影节

资料来源：宣亚国际官网

公司的发展历程可分为两个阶段：1） 2007 年-2011 年，公司主要从事传统营销服务；2）2012 年至今，在互联网、移动互联网和数字传播技术迅猛发展的大趋势下，公司顺应“互联网+”的发展趋势，结合营销传播服务以“精准且有消费共鸣的内容”为本质的属性，率先提出“互联网+精准内容”的营销概念，并适时推出了数字营销业务板块，实现了营销理念的创新。公司数字营销收入由 2013 年的 3192.50 万元增长至 2016 年上半年的 1.35 亿元。

公司首次公开发行前总股本为 5400 万股，宣亚投资为公司控股股东（发行前持有 2700 万股，持股比例为 50%）。张秀兵、万丽莉夫妇持有宣亚投资 100%股权，从而间接控制公司 50%的股权，系公司实际控制人。此次发行人民币普通股 1800 万股，占发行后总股本的 25%，发行完成后公司总股本增加至 7200 万股；控股股东宣亚投资持有发行后股权比例为 37.5%。

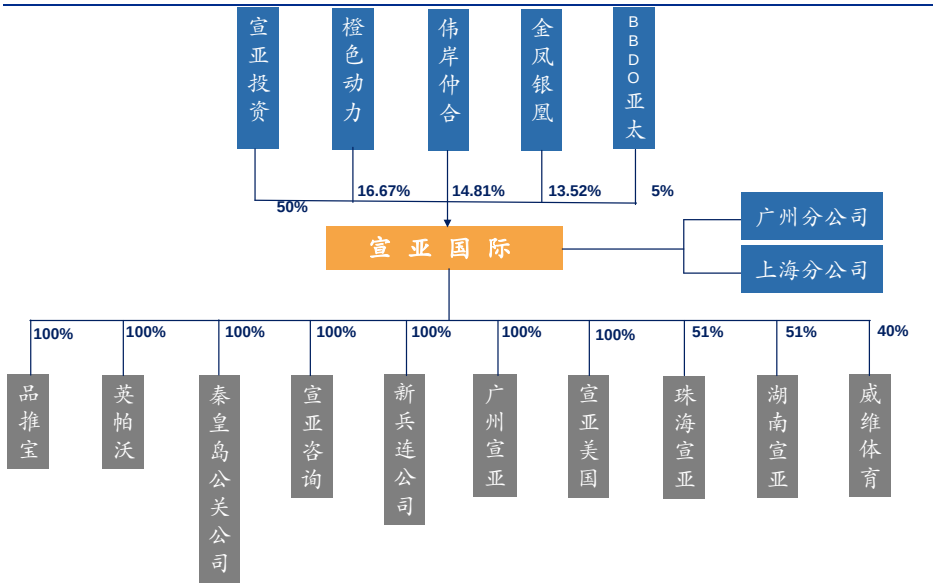
表 1：首次公开发行前后公司股本结构（单位：百万股）

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
宣亚投资	27	50.00%	27	37.50%
橙色动力	9	16.70%	9	12.50%
伟岸仲合	8	14.80%	8	11.10%
金凤银凰	7	13.50%	7	10.10%
BBDO 亚太	3	5.00%	3	3.80%
本次发行的股份	-	-	18	25.00%
合计	54	100%	72	100%

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 3：公司首次公开发行前股权结构图

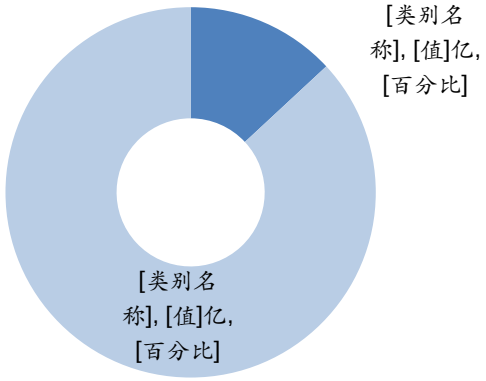


资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

1.1. 数字营销发展势头较好，收入占比逐步提升

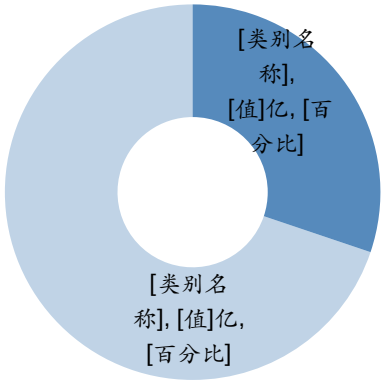
2013 年至 2016 年报告期内，公司的营业收入全部来源于主营业务收入，即整合营销传播服务收入，主营业务突出。公司主营业务按盈利模式分为常年顾问服务、项目服务两类；整合营销传播服务的核心目标是实现有效“传播”，按传播渠道不同，分为传统营销、数字营销两大业务板块。

图 4：2015 年公司营收结构（按盈利模式分）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：2015 年公司营收结构（按传播渠道分）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 2：公司主营业务之一常年顾问服务描述

服务分项	服务内容	服务目标
策略制定	在对客户品牌深度洞察和调研分析客户产品的目标受众消费行为和消费习惯的基础上，为客户提供针对目标用户的沟通策略和传播策略、传播媒介选择、传播方式选择等服务，并定期向客户提交相关的建议书、工作总结及计划报告等书面文件。	满足客户品牌规划、产品营销规划、媒介传播规划的需求
日常公关传播	**内容策划：**凭借对各类媒体特点的了解，结合对客户品牌核心信息的把握，以及对客户目标群体认知度的研究，负责传播稿件的撰写、发布、媒体沟通/跟进并及时向客户通报情况，传播稿件包括新闻稿、深度稿、微博策划/稿件、微信策划/稿件、评论、采访稿及其他类型稿件等；企业文化、技术创新、公益、领导人形象、行业影响力等方面的主动策划； **工作报告及剪报：**定期向客户提交公关传播报告、提供纸质版剪报服务等； **公关例会：**按照需要安排公关例会，对日常公关工作进行审核及规划。	维护客户的品牌形象，促进产品销售
媒体关系及媒体活动管理	**媒体开拓：**帮助客户进行新媒体、新版面的合作关系建立及合作范围拓展； 自媒体开拓维护：配合客户进行自媒体的开拓及关系维护，提供维护策略建议，制订维护计划、定期及不定期沟通；	——

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

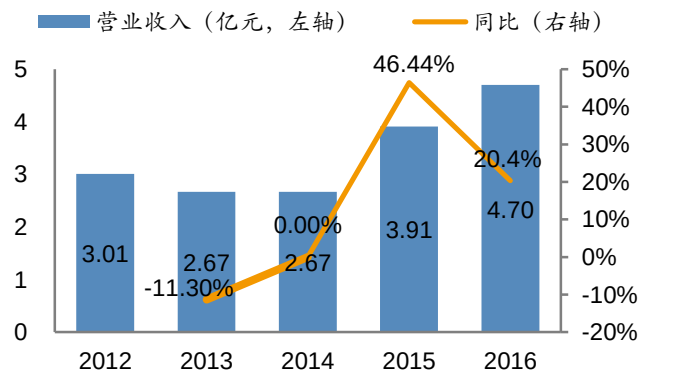
	媒介研究报告：定期或不定期提供媒介研究及媒介反馈报告； **媒介互动：**安排及跟进媒体专访、媒体垂询、媒体邀请等。	
媒体监测与舆情分析	通过报纸、杂志、网络等各类媒体收集与客户有关的各类新闻、报道和评论，并对收集的信息加以分析整理，撰写舆情分析报告，提供给客户，使客户即时获得市场动态、行业新闻等报道，协助客户进行舆情管理；监测客户行业竞争对手的市场活动，向客户提交行业竞争对手报告，并及时向客户提供竞争对手的最新和重大信息。	——
危机管理	为客户建立系统的危机预警及管理体系，为危机事件提供事前预防、预警及事后处理等服务。公司通过自身舆情监测体系，对客户信息加以整理和分析，如出现危机事态的征兆，及时制作危机预防建议书，协助客户预防危机事件的发生，如危机事件发生，则制作危机管理建议书，为客户提供危机管理咨询服务和指导，将危机事件对客户的影响控制在最低程度。	维护客户的品牌形象

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

纵向来看，公司 2013 年、2014 年营业收入表现比较平稳，分别为 2.67 亿（同比下降 11.30%）、2.67 亿（与上年同期持平），归母净利润增速曾出现下滑，分别为 1253 万（同比增长 50.06%）、814 万（同比下降 35.04%）。2015 年以来，公司持续增加优秀人才的引进、持续增强公司业务团队的建设，加大市场拓展力度尤其数字营销业务的拓展力度，自存续的重要客户处深挖需求并获取了更多的业务机会和收入，同时，数字营销收入取得快速增长；通过不断开拓新市场，获取了一批优质新客户，扩大收入来源。由此，2015、2016 年度公司主营业务收入规模持续增长，净利润增速亮眼，营收分别为 3.91 亿（同比增长 46.27%）、4.70 亿（同比增长 20.36%），归母净利润分别为 5355 万（同比增长 557.86%）、5826 万（同比增长 8.79%）。

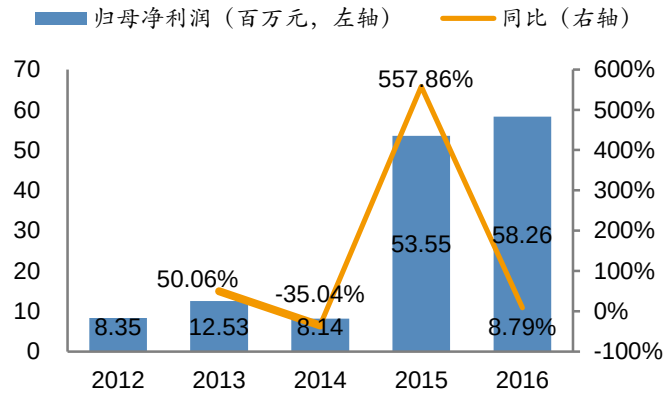
根据公司发布的 2016 年度业绩快报，从公司盈利能力来看，公司 2016 年度实现营业收入 4.7 亿元，同比增长 20.36%，主要受益于业务扩大，项目收入增加。实现归属于上市公司股东的净利润 5826 万元，同比增长 8.79% 。每股收益为 1.08 元，同比增长 9.09 %，增长原因主要系归属于上市公司股东的净利润增加导致每股收益同比增长。从资产、权益规模来看，2016 年末公司总资产余额为 3.18 亿元，比期初增长 31.44%，主要原因系 2016 年报告期业务规模提升；2016 年末归属上市公司股东的所有者权益为 1.89 亿元，比期初增长 33.88 %；2016 年末归属上市公司股东的每股净资产为 3.5 元，比期初增长 33.88 %。经营业绩增长是引起净资产增长的根本原因。

图 6：2012-2016 年公司营收变化趋势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：2012-2016 年公司归母净利润变化趋势



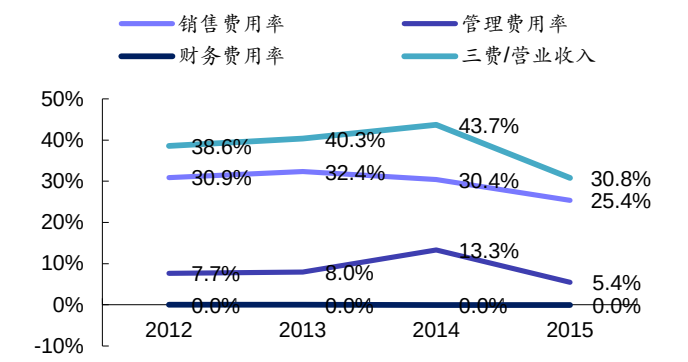
资料来源：Wind，安信证券研究中心

就毛利率整体水平来看，公司 2012-2014 年度毛利率较为平稳，分别为 46.5%、48.5%、50.6%，2015-2016H 报告期内毛利率呈现下降趋势，分别为 47.5%、43.98%，这主要是公司受到整合营销传播服务行业市场竞争日趋激烈等因素所致。

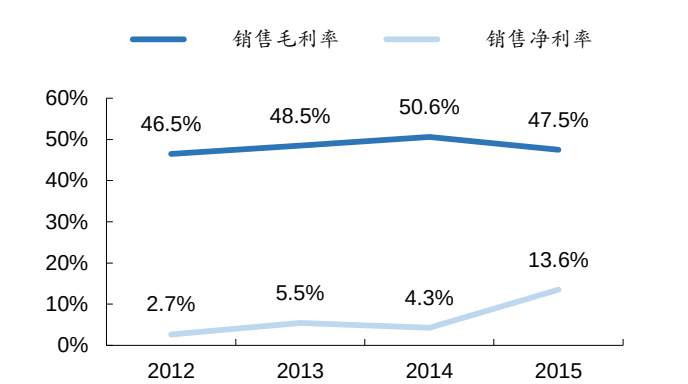
图 8：公司 2012-2015 三项费用率情况

图 9：公司 2012-2015 毛利率、净利率情况

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。



资料来源：Wind，安信证券研究中心



资料来源：Wind，安信证券研究中心

就收入按盈利模式划分的毛利率来看，常年顾问服务的核心是创意及策略，技术含量及层级相对较高，更多强调的是高水准的人力投入及智力投入，相对而言其毛利率通常高于具体项目服务的毛利率。公司常年顾问服务毛利率处于 61%-73%区间内，具体项目服务毛利率区间在 41%-47%的水平。总体而言，常年顾问服务业务及项目服务类业务毛利率呈逐年下降趋势。

表 3：收入按盈利模式划分的毛利率分析

项目	2016 年 1-6 月	2015 年度	2014 年度	2013 年度
常年顾问服务	61.86%	64.49%	72.90%	70.20%
项目服务	41.21%	44.94%	46.91%	45.09%
合计	43.98%	47.50%	50.59%	48.51%

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司传统营销收入占比较高，属于公司的核心业务模块，数字营销呈现较好发展趋势、收入占比逐步提升。报告期传统营销、数字营销业务模块毛利率均保持在 50%上下的水平，处于合理、良性水平，2016 年 1-6 月，公司传统营销及数字营销毛利率较以往年度有所下降，主要系受行业整体毛利率下行及部分重要客户的大型项目毛利率较低影响所致。

表 4：收入按盈利模式划分的毛利率分析

项目	2016 年 1-6 月		2015 年度	
	毛利率（%）	收入占比（%）	毛利率（%）	收入占比（%）
传统营销	40.03	39.91	46.01	69.83
数字营销	46.59	60.09	50.95	30.17
合计	43.98	100	47.5	100

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

横向对比来看，公司与同类龙头公司蓝色光标业务模式较为相似，从下表数据可以看出，公司以除广告代理业务外的其他整合营销服务为主，广告代理业务占比极小，而蓝色光标广告代理业务占比较高。比较期内，公司与蓝色光标整合营销服务（不含广告代理业务）的毛利率的增减变动趋势总体一致，公司整合营销服务（不含广告代理业务）的毛利率水平略高于蓝色光标。

但公司与蓝色光标在发展阶段、发展战略方面存在显著的差异。蓝色光标为相对成熟的上市公司，近年来通过不断的兼并收购获取经营的规模效应，巩固其在整合营销行业的服务能力及获取客户的能力，达到扩张市场占有率的目标。与蓝色光标相比，公司尚处于成长期，在业务规模的量级上无法与业内成熟的上市公司相比较，故公司对业务的战略目标定位在维护和稳定现有的重要客户，深挖客户需求、增强客户黏性，有针对性的遴选价值较高的客户和项目，将有限的人、财、物等资源投入到相对高利润回报的项目之中，在行业中逐步树立优质的品牌形象和建立良好的品牌口碑。

表 5：与同类龙头公司蓝色光标毛利率对比情况

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

项目	2016 年 1-6 月			2015 年度		
	收入（百万元）	占比	毛利率	收入（百万元）	占比	毛利率
1、蓝色光标						
整合营销服务（不含广告代理业务）	2378.74	46.27%	35.64%	3976.15	47.63%	41.42%
广告代理业务	2730.78	53.12%	13.75%	4308.20	51.61%	15.08%
合计	5109.52	99.39%	23.94%	8284.35	99.24%	27.72%
2、宣亚国际						
整合营销服务（不含广告代理业务）	214.96	95.49%	45.62%	375.48	96.13%	48.79%
广告代理业务	10.15	4.51%	9.14%	15.12	3.87%	15.53%
合计	225.11	100%	43.98%	390.60	100%	47.5

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

表 6：与同类龙头公司蓝色光标整合营销服务（不含广告代理业务）毛利率对比情况

公司名称	整合营销服务（不含广告代理业务）的毛利率（%）			
	2016 年 1-6 月	2015 年度	2014 年度	2013 年度
蓝色光标	35.64	41.42	45.31	43.29
宣亚国际	45.62	48.79	51.68	49.99
差值（宣亚-蓝标）	9.98	7.37	6.37	6.7

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 客户资源稳定，主要来源于汽车行业

公司凭借优秀的创意策划能力和高效的执行管理能力，已为包括惠普、宝洁、富士施乐、戴尔、三星、华为、周大福、壳牌、百度、康师傅、平安金融、长安福特、东风日产、长安马自达、上海大众、猎豹汽车、比亚迪戴姆勒、宝马、比亚迪、北汽新能源、海航集团、老板电器、长城润滑油、泸州老窖等世界 500 强和国内外知名企业提供全方位的整合营销传播服务，通过深刻把握客户需求以及对客户品牌的深入洞察，公司已与大多数客户建立了长期的合作关系，积累了大批稳定而优质的客户资源。

图 10：公司主要客户资源

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司客户主要分布在汽车、互联网及信息技术、快速消费品、制造业等行业，尤其集中于汽车行业，2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年 1-6 月，公司来源于汽车行业的收入占公司当年（期）营业收入的比重分别为 48.37%、55.39%、65.22%和 69.93%。

表 7：公司主营业务收入按客户所属行业分类情况

客户所处行业	2016 年 1-6 月		2015 年度		2014 年度	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
汽车	15742.32	69.93%	25474.41	65.22%	14792.85	55.39%
互联网及信息技术	2104.00	9.35%	4848.48	12.41%	3490.43	13.07%
快速消费品	848.94	3.77%	3058.96	7.83%	4601.12	17.23%
制造业	2087.26	9.27%	2049.06	5.25%	1177.06	4.41%
金融	499.22	2.22%	1066.71	2.73%	362.40	1.36%
交通运输业	570.50	2.53%	817.89	2.09%	413.59	1.55%
奢侈品	165.38	0.73%	133.41	0.34%	529.18	1.98%
能源	122.45	0.54%	345.89	0.89%	380.46	1.42%
文化	34.82	0.15%	221.93	0.57%	351.51	1.32%
其他	335.72	1.49%	1042.87	2.67%	605.93	2.27%
合计（亿元）	**2.25**	**100%**	**3.91**	**100%**	**2.67**	**100%**

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

表 8：公司来自于汽车行业重要客户的销售收入情况

客户名称	2016 年 1-6 月	2015 年度	2014 年度	2013 年度
长安福特	1964.89	10295.53	2756.43	4388.11
长安马自达	1426.90	5869.76	5278.34	1238.69
比亚迪戴姆勒	2656.60	1740.44	-	-
猎豹汽车	85.94	1306.49	2285.16	1837.74
马自达中国	401.69	1192.75	-	-
重庆长安	406.23	998.74	1186.32	1767.43
上汽通用	339.71	966.36	785.71	247.50
东风日产	6354.24	960.11	782.57	1109.37
通用汽车	112.20	778.53	675.14	1548.27
宝马中国	218.81	247.71	311.42	301.02
比亚迪	788.04	-	-	-
东风汽车	550.57	866.59	-	-
北汽新能源	216.46	-	-	-
其他	220.05	251.40	731.75	476.60
合计	**15742.32**	**25474.41**	**14792.85**	**12914.73**

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

1.3. 募集资金主要用于数字营销平台等 4 个项目

公司首次公开发行人民币普通股 1800 万股，募集资金将全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金项目，包括数字营销平台项目、信息化数字平台升级项目、境内业务网络扩建项目、境外业务网络建设项目、以及补充流动资金项目。

表 9：募集资金投资项目情况

序号	项目名称	总投资（万元）	其中募集资金投资额（万元）
1	数字营销平台项目	17822.14	10961.33
2	信息化数字平台升级项目	1522.53	936.42
3	境内业务网络扩建项目	2645.12	1626.85
4	境外业务网络建设项目	6500.00	3997.76
5	补充流动资金项目	12000.00	7380.48

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

数字营销平台项目是公司顺应数字营销的发展趋势，为了提升公司在数字营销服务中的技术水平和服务能力，按照云计算技术理念架构，设计符合公司业务发展需要的平台，本项目的建设内容包括：私有云项目、精准广告投放平台、数字内容营销工具。

信息化数字平台升级项目是在现有信息化数字平台的基础上的升级改造项目，以提高公司的

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

管理效率和满足多元化的业务管理需求为目标的系统升级项目。项目的实施有利于提高公司员工的工作效率，更好的服务客户，降低营业成本，提升企业综合竞争力。

境内业务网络扩建项目是对公司在境内的营销网络的升级和优化，旨在为公司业绩增长提供强有力的渠道保障。本项目在中国大陆 16 个城市设立分支机构，将巩固并扩展公司境内营销网络布局，公司的渠道将拓展至更多的城市，有利于实现公司在境内各线城市营销市场的全面覆盖。

境外业务网络建设项目将在北美、欧洲和亚太（除中国大陆外）三个主要地区的 11 个城市设立业务网点，进而构建覆盖全球主要市场的境外业务网络体系，实现全球营销资源体系的整合与协调机制，为公司服务的中国本土品牌走向世界和服务的国际品牌深耕中国提供全方位的支持。

2. 顺应行业趋势，投资建设数字营销平台等项目

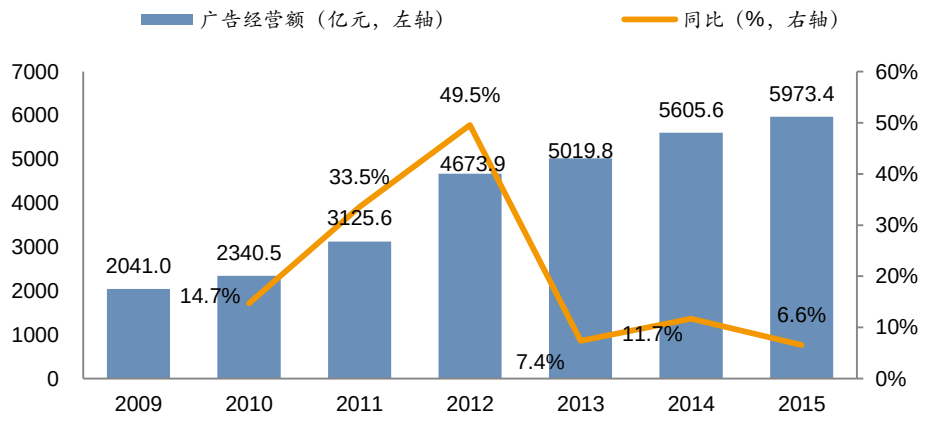
公司主营整合营销传播服务。整合营销传播服务主要是通过整合不同媒介资源（包括电视、报纸、杂志、户外广告、互联网、移动互联网等）、整合各种营销技术和手段（包括广告、公关、体验营销以及社会化营销等）、整合各种不同服务机构（包括媒介资源提供商、传播内容提供商、营销传播执行机构等），配合客户的目标市场及渠道、终端，为客户量身定制从品牌认知到产品体验的全方位营销传播解决服务。

近十年以来，随着传统媒介的衰退及数字化媒介技术的开发，传统意义上以营销手段进行划分的广告、公关、活动营销、体验营销等营销结构的划分越来越不适应营销服务的新需求以及社会传播环境的剧烈变化，品牌主的需求越来越转向于以“精准且有消费共鸣的内容”为核心的整合营销服务供应商，整合营销传播体现出越来越强大的竞争力。

2.1. 广告行业潜在空间仍然可观

中国广告业自 1979 年重新起步发展以来，经历了萌芽期和高速发展期两个阶段，目前已经进入平稳发展期。中国的广告行业面临着激烈的竞争，同时拥有巨大的市场潜力。根据中国广告协会发布的最新数据，2015 年中国广告市场规模约为 5973.41 亿元，同比增长 6.56%，自 2012 年起，复合增长率达 6.19%，过去七年广告市场的发展主要来源于经济总量的扩大，而市场规模占经济总量的比例基本保持稳定。根据前瞻产业研究院预测数据，中国广告经营额将将在 2020 年突破万亿。

图 11： 2009-2015 年中国广告市场规模及同比增速

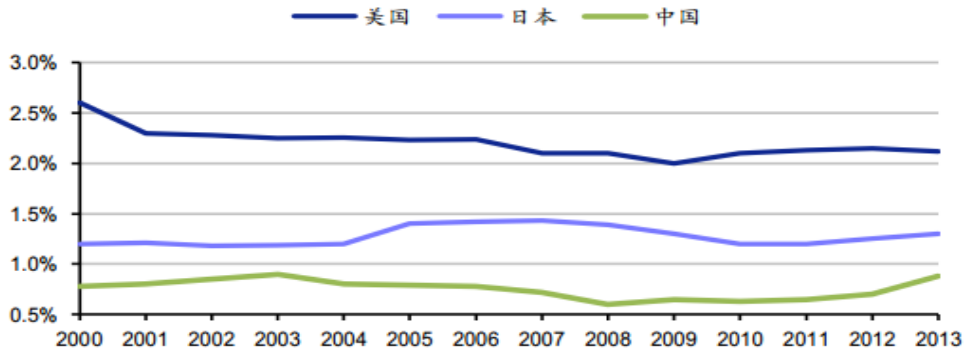


资料来源：中国产业信息网

中国广告行业在 2013 年的经营额突破了 5000 亿，结合 Kantar Media 和日本电通数据，美国广告行业渗透率超过 2%，日本的渗透率在 1.4%附近，而中国只有 0.8%。对标之下，我

国广告行业潜在空间仍然可观。可以预见，随着经济市场化程度进一步提高，企业良性竞争意识的增强，对于不同类型专广告营销服务的需求还将进一步增长，精细化分工之下还会创造更大的市场空间，中国广告渗透率将看齐发达国家水平。

图 12：中国与发达国家广告渗透率比较

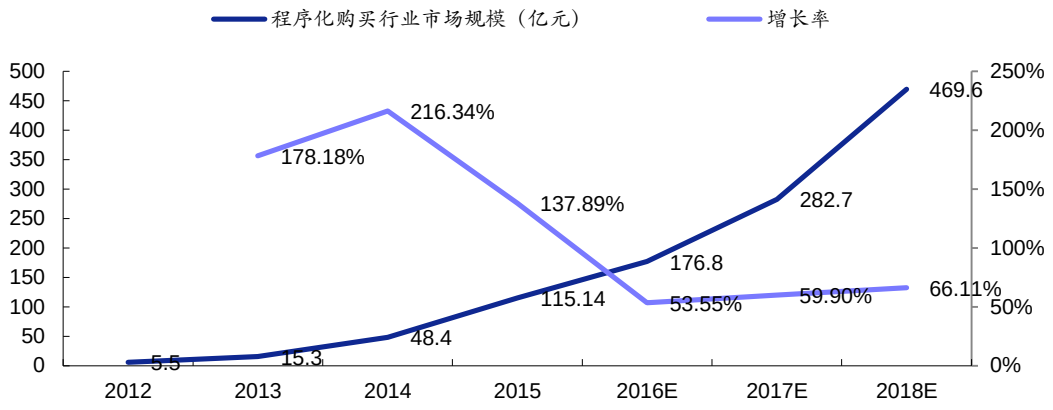


资料来源：Kantar Media，日本电通，中国广告年鉴

2.2. 程序化购买广告市场迅速崛起

随着互联网和移动互联网的普及以及大数据的广泛应用，一方面媒介资源提供方希望能够借助数字平台实现媒介资源销售率的提升；另一方面，品牌主及品牌主的代理机构希望借助数字平台实现优质资源的挑选、优质低价媒介资源的购买，在这种背景下，程序化购买广告市场应运而生。

图 13： 2012-2018 年中国程序化购买广告市场规模



资料来源：艾瑞咨询

程序化购买以 DSP 作为桥梁，通过对接 PC、移动端的广告交易平台 AD EXCHANGE、AS network、SSP 等，为企业提供 RTB 实时竞价购买和 PPB 程序化优化购买。在程序化购买下，品牌主或者品牌主的代理机构通过数字平台（包括互联网及互联网），自动地执行广告媒体购买、投放和优化，相较传统的人工购买，可以提升广告投放的效率，并实现包括人工成本、广告成本在内的企业成本降低。

我国程序化购买发展于 2012 年，至 2015 年我国程序化广告市场规模已达 115.14 亿元，同比增长率为 137.60%，据艾瑞咨询预测，到 2018 年，中国程序化购买市场整体规模将达到约 469.60 亿元。

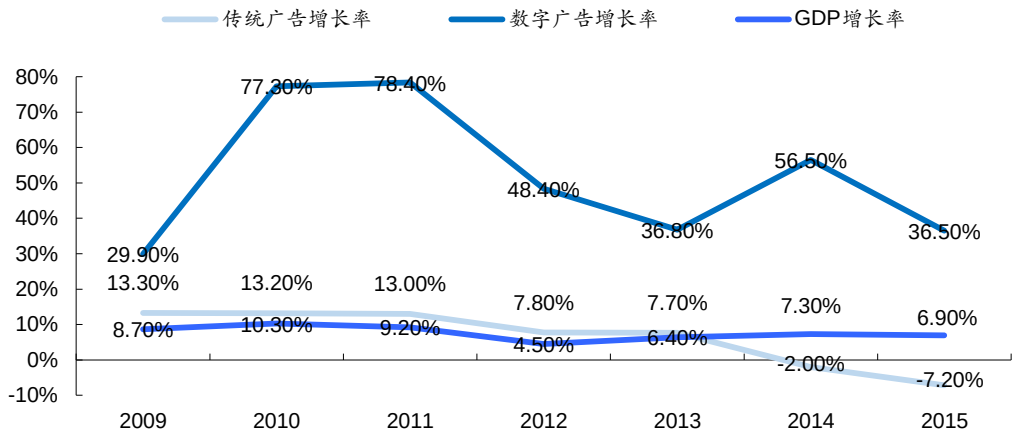
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

由此可见，随着行业逐渐成熟和市场认知水平逐渐提升，程序化购买市场将继续保持高速发展。当前中国程序化广告市场正处于快速成长期，一方面是由于程序化购买得到市场广泛认可，RTB 市场高速增长；另一方面由于大型品牌广告主对 PMP 交易方式和程序化购买对品牌带来的帮助有了充分的认知。同时，移动端程序化购买正式投放市场，成为市场新的增长动力。

2.3. 数字营销对传统营销方式的替代日益明显

近年来，随着互联网及移动互联网应用的普及率提升，微博、微信、视频、SNS 等新型传播方式频现，电子商务发展日趋成熟，品牌主的传播和销售可以同时在互联网（包括移动互联网）实现，销售又为品牌主的传播提供了内容和口碑，数字营销传播呈现“传播即营销、营销即传播”的特征，数字营销传播在品牌主营销传播中的地位持续提升，数字广告收入（包括互联网及移动互联网）占中国广告市场总收入的份额由 2013 年的 25.8%上升到 2015 年的 41.60%，数字广告已经超越电视成为第一大媒体。

图 14：2009-2015 年中国传统广告和数字广告增长率

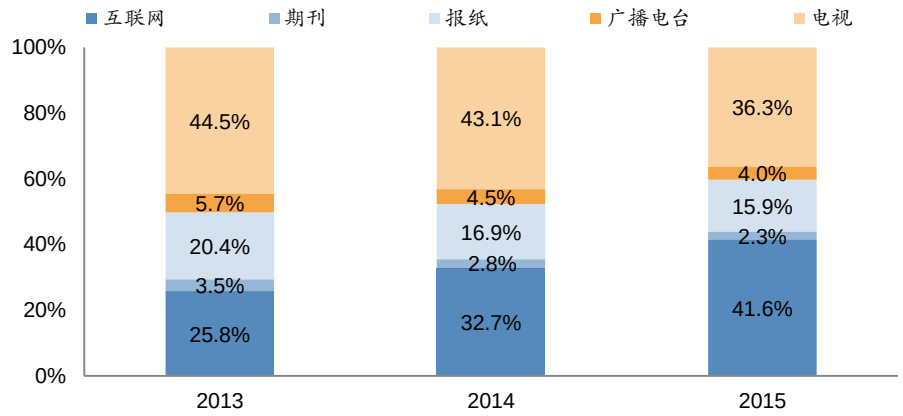


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

互联网广告逐渐成为广告行业增长的主要驱动力。2014 年中国广告市场规模位居全球第二，仅次于美国。在经历 2010-2012 年的高速增长后，广告市场规模整体增速回落，基本保持接近 GDP 的增长速度，主要系报纸、期刊、广电等传统媒体受到互联网新媒体冲击，整体广告收入呈现下跌趋势，互联网广告已经成为中国广告市场主要增长力量。根据中国产业信息网，2015 年，中国广告市场规模达到 5973.4 亿元，同比增长 6.6%，连续三年保持接近 GDP 的增长速度。

报纸、期刊、广播电台、电视等传统渠道广告份额不断被互联网广告挤压，15 年互联网广告市场份额高达 41.6%。2015 年，互联网广告市场份额达到 41.6%，相比 2014 年提高了 8.9 个百分点，而相比之下报纸、期刊、广播电台和电视广告市场份额不断下降，2015 年市场份额分别为 15.9%、2.3%、4%和 36.3%。电视广告虽然市场份额下降，但仍是中国广告市场上重要一环，占比超过三分之一。

图 15：互联网广告挤压传统渠道广告份额



资料来源：中国产业信息网

表 10：数字营销业务模式下，广告投放的主要渠道和媒体形式

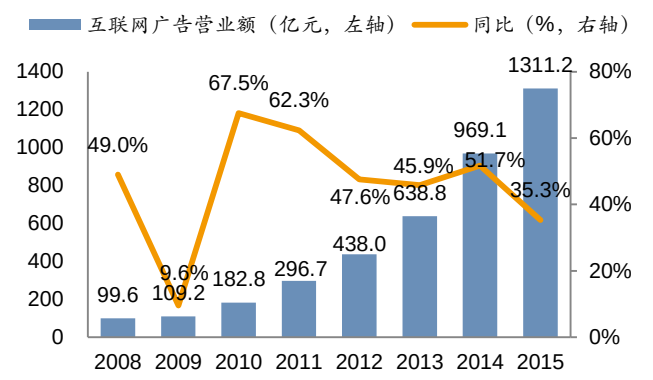
网站类型	网站特点及服务内容	典型代表
综合性网站	为用户提供新闻及综合资讯服务，信息量大，用户覆盖广泛，使用频次高，浏览量大	新浪、搜狐、网易、 腾讯
垂直网站	业务集中于某些特定的细分领域，覆盖特定领域的用户，提供有关这个领域的全部深度信息服务，信息资讯的专业性、针对性更强	汽车之家、太平洋电脑网、红孩子母婴、乐蜂网、携程旅行网
搜索引擎	运用特定的计算机程序从互联网上搜集信息，在对信息进行组织和处理后，为用户提供检索服务并将用户检索到的信息展示给用户。用户使用频次高，浏览量大	百度、Google、360 搜索
视频网站	指为用户提供视频浏览服务的网站，视频内容包括电影、电视剧、音乐、动漫、游戏、新闻、综艺等多方面内容，用户粘性高，浏览量大	优酷土豆、爱奇艺、腾讯视频、搜狐视频
电商网站	指电子商务公司建立并运营的网站，主要功能为展示商品及交易信息，为用户提供商品买卖及其他交易的网上平台	京东商城、苏宁易购、淘宝、天猫、唯品会、1 号店
社交网站(SNS)	英文名为 Social Network Site，指利用互联网平台创造用户之间的社会关系网络并提供社交服务的网站，以用户间的互动交流和信息分享为业务特色，用户粘性高，在网时间长	新浪微博、腾讯微博、人人网
移动互联网	指互联网服务商将互联网的技术、商业模式和应用与移动通信技术相结合，为智能手机、平板电脑等移动终端用户提供的互联网服务的统称，包括新闻、生活资讯、音乐、视频、游戏、社交等各方面服务，用户数增长很快，前景广阔	微信、手机 QQ、各类 APP 应用

资料来源：安信证券研究中心

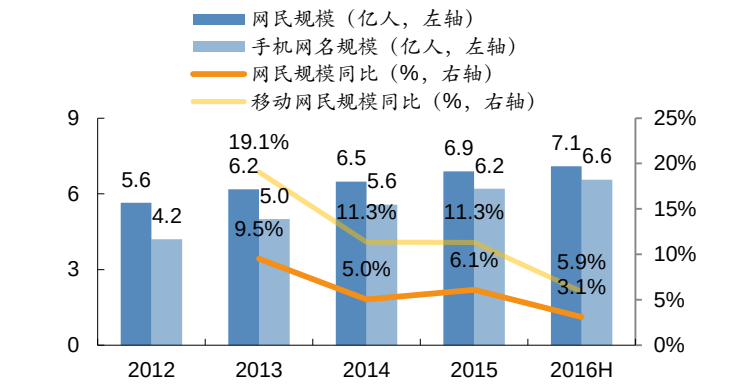
互联网广告市场经历近 10 年高速发展后，正式市场规模已经超过千亿，在广告行业占据半壁江山，成为广告行业增长主要驱动力。根据中国产业信息网，2015 年互联网广告营业额达到 1311.2 亿，同比增长高达 35.3%，远高于行业平均增速。中国网民基数庞大，互联网广告拥有庞大市场，据 CNNIC 发布的《第 38 次中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2016 年 6 月，我国网民规模达到 7.10 亿，半年共计新增网民 2132 万人，半年增长率为 3.1%，较 2015 年下半年增长率有所提升。互联网普及率为 51.7%，较 2015 年底提升 1.3 个百分点。手机网民渗透率不断提升，截至 2016 年 6 月，我国手机网民规模达 6.56 亿，较 2015 年底增加 3656 万人，手机网民占网民比重高达 92.5%。

图 16：中国互联网广告规模增长迅速，15 年超千亿

图 17：互联网广告的崛得益于网民的快速增长



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

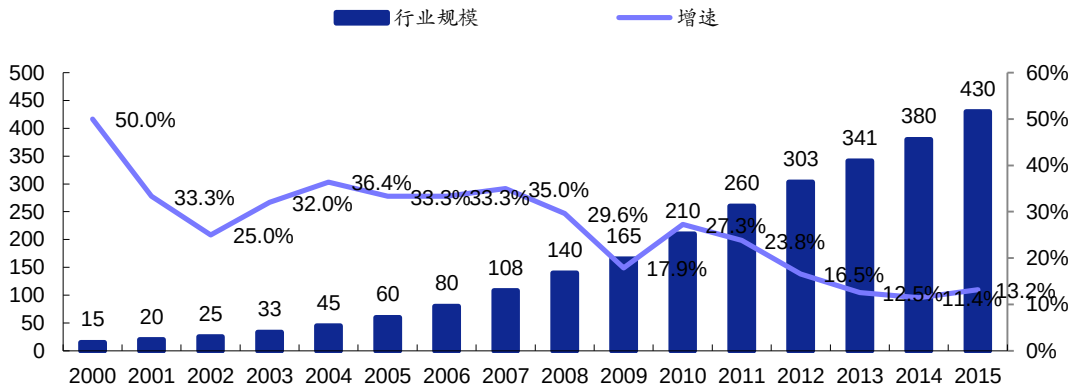


资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

2.4. 公关行业增速平稳

据中国公关网官网数据显示，2015 年，随着新媒体传播的迅猛发展，中国公共关系市场依然保持稳定而快速增长的势头。据调查估算，整个市场的年营业规模约为 430 亿元，年增长率为 13.2%。相比 2014 年 11.5%的增长率，增幅略有上升。2015 年度中国公共关系服务领域的前 5 位为汽车、快速消费品、互联网、通讯、IT。汽车和快速消费品，依然是排名前两位的行业。

图 18：我国公关行业市场规模增长态势良好



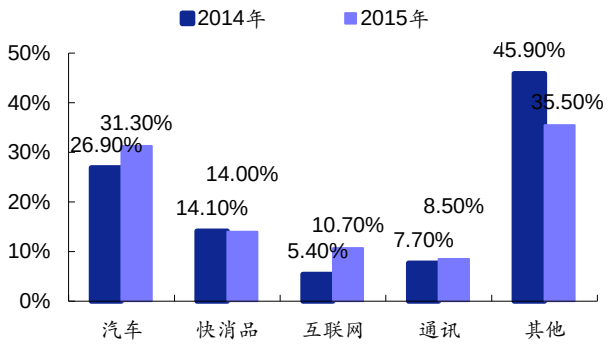
资料来源：中国公关网（http://t.cn/RiWMtj7）

2015 年中国公共关系行业有四个显著特点：一是“互联网+”趋势的形成，数字营销(网络公关、社交媒体等)业务发展迅猛，与传统营销平分秋色，且从趋势上看市场份额将进一步扩大。二是行业集中度提升，强者恒强，大者愈大。第一梯队的公司从规模上日益占据行业的主导地位，其中行业龙头蓝色光标通过一系列并购，已成为具有全球影响力的综合性传播集团。作为本土公关公司，蓝色光标已发展成为亚洲最大、全球第九大的公关传播集团。三是随着以新媒体为代表的传播格局的改变，传播与营销整合趋势越来越明显，公关和广告的边界在加快消失。公共关系的服务面临着以内容驱动为核心的大传播及营销整合的转型趋势，公关公司在这一转型趋势上占有先机，有望重新拓展行业的发展空间。四是行业与资本市场对接趋势加快，引发资本市场的高度关注。行业公司通过主板、新三板上市以及兼并收购多种形式，打通与资本市场的通道。

随着新媒体的不断发展，公关行业正在发生结构性变化，传统公关业务增速放缓，而新兴公关业务（如数字公关、娱乐公关、体育公关等）发展迅猛，特别是在互联网和移动互联网的大规模普及，大数据广泛应用，以及微博、微信等社会化媒体快速、深入发展的背景下，数

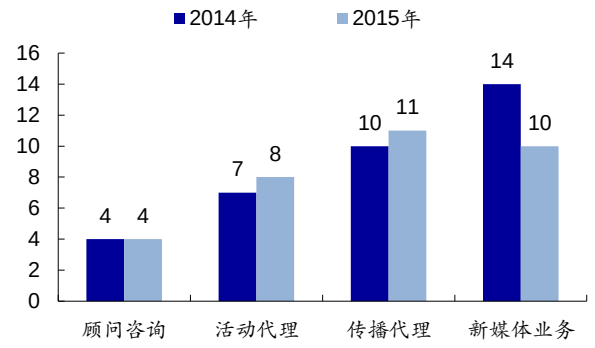
字公关已经成为客户非常认可的重要传播手段。在未来我国经济持续稳定增长的整体背景下，预计作为新兴产业的公共关系行业，行业的成长速度仍然要高于整体经济发展的增速，预计未来 5 年内，我国公关行业的市场规模将超过 500 亿元。

图 19：2015 年和 2014 年中国公关行业市场份额对比



资料来源：中国公关网（http://t.cn/RiWMtj7）

图 20：中国公关市场业务类型市场构成（公司数）



资料来源：中国公关网（http://t.cn/RiWMtj7）

在《互联网周刊》发布的“2015 互联网+公关传播业 Top100”榜单通过 iBrand、iSite 和 iPower 三个维度考量了其网络社会影响力、自身的互联网建设水平及行业地位延续，衡量了全面接入互联网时代后中国公关行业参与者的综合竞争实力，**其中宣亚国际综合实力排名第七。**

表 11：2015 互联网+公关传播业 top10

排名	公司	iBrand	iSite	iPower	综合得分
1	奥美公关	94.85	97.66	98.59	97.03
2	蓝色光标	96.19	98.01	96.07	96.76
3	博雅公关	92.07	96.65	96.88	94.87
4	万博宣伟	97.25	91.68	94.01	94.31
5	迪斯传媒	95.76	95.96	88.35	93.36
6	罗德公关	91.92	91.74	94.08	92.58
7	**宣亚国际**	**92.31**	**92.05**	**93.05**	**92.47**
8	际恒集团	95.05	97.02	85.02	92.36
9	爱德曼国际公关	96.63	83	95.12	91.58
10	上海海天网联公关	92.17	91.82	90.04	91.34

资料来源：《互联网周刊》

2.5. 公司顺应行业趋势，投资数字营销平台等项目

为顺应数字广告、数字公关的发展，特别是程序化广告行业迅速发展的趋势，宣亚国际本次募集资金拟投资实施数字营销平台建设项目，总投资额约 1.78 亿元，其中募集资金投资额约为 1.1 亿元。具体实施包括私有云项目、精准广告投放平台（其中包含 DSP 平台建设）、数字内容营销工具，本项目成功实施后，公司的整合营销传播服务产业链将进一步完善，在数字营销领域的竞争力将得到进一步增强，并大幅提升公司盈利能力。

2017 年 3 月，公司向全资子公司品推宝增资 9500 万元，用于“数字营销平台项目”建设。

目前，我国整合营销传播行业已进入行业整合阶段，跨行业以及行业内部的并购成为常态。2014 年 6 月，华谊嘉信以发行股份和支付现金相结合的方式购买迪思传媒 100%股份，估值 4.60 亿元；2014 年 9 月，联建光电发布公告，以现金及发行股份方式收购上海友拓公关顾问有限公司，交易作价为 4.60 亿元；2014 年 11 月，利欧股份以发行股份及支付现金购买资产收购上海氩氪广告有限公司 100%股权和银色琥珀文化传播（北京）有限公司 100%股权，交易作价分别为 2.26 亿元和 1.95 亿元；未来，行业整合的格局将使得实力强大的营销

传播集团开始形成。

表 12：利欧股份外延收购整合历程

事件	时间	标的	投资金额（亿元）	持股比例	业绩承诺	产业链环节	客户覆盖领域	主营业务
收购	2014.3	浸酷广告	3.45	85%	14-16 年净利润分别不少于 4700 万、6000 元、7300 万	营销渠道供应商	电商、汽车、消费品	专注于精准数字营销，子公司 Media V（聚胜万合）专注于面向数字媒体提供整合营销服务。
收购	2014.12	上海氩氪	2.26	100%	14-16 年净利润分别不少于 1802 万、2379 万、3005 万	营销内容提供商：创新营销和社会化营销	服饰、时尚、汽车、快消	为客户提供个性化及创新的数字营销服务
收购	2014.12	琥珀传播	1.95	100%	14-16 年净利润分别不少于 1501 万、1950 万、2550 万	营销内容提供商：创新营销和整合营销策略	快消、电子等	为客户提供完整的以数字创意驱动的全整合营销方案
对外投资	2015.5	碧橙网络	0.4	27%	——	电商代运营服务提供商	各行业品牌企业	为品牌企业提供整体电商解决方案
对外投资	2015.6	益家互动	0.2	13.79%	——	智能电视数字营销整体解决方案	品牌广告主	为客户提供智能电视终端数字营销整体解决方案
对外投资	2015.7	异乡好居	0.15	10%	——	海外租房、买房 O2O 平台	——	以留学生海外租房、买房 O2O 服务为切入点打造互联网留学服务生态
收购	2015.12	万圣伟业	20.72	100%	15-17 年净利润分别不少于 1.48 亿、1.85 亿、2.31 亿	中小媒体流量整合	大型数字媒体（如百度、谷歌、淘宝、360 等）	为大型数字媒体提供流量整合服务
收购	2015.12	微创时代	8.4	100%	15-17 年净利润分别不低于 6000 万、7200 万、9360 万	移动互联网营销：移动商店媒体流量整合	互联网媒体、电商	为广告主提供数字营销投放解决方案
对外投资	2015.12	热源网络	0.84	20%	2016/2017 年净利润分别不低于 3000 万元和 3750 万元	医疗行业数字营销整合	医疗	自主开发并上线了医广在线互联网广告在线发布平台”
收购（预案）	2015.12	智趣广告	7.54	100%	16-18 年净利润分别不低于 5800 万、7540 万、9802 万	媒介代理、精准营销	游戏、金融	为广告主提供数字营销综合解决方案
对外投资	2016.01	世纪鲲鹏	1.35	20%	——	影视植入营销	——	为广告主提供一站式植入营销服务
对外投资	2016.01	盛夏星空	0.53	10%	——	影视制作、明星经纪	——	影视制作、明星经纪、音乐项目、娱乐营销
通过基金设子公司	2016.02	利欧元力	——	——	——	影视IP 孵化、影视投资制作、IP 系统管理	——	以为 95 后青少年生产影视作品为核心，以生产顶级 IP 为重心展开业务
通过基金设子公司	2016.03	利欧心动	——	——	——	打造以 IP 内容为核心的泛娱乐互动作品	——	完善IP 内容运营中的全媒体视频开发，实现一个 IP 多屏衍生
对外投资	2016.05	车和家	3.5	11.75%	——	互联网+汽车	——	从汽车营销、汽车大数据延伸到上游产业链、汽车电商、汽车后市场和汽车金融。
设立并购基金	2016.06	并购基金总规模为 20 亿元	认购出资额不超过 6 亿元	——	——	——	——	充分利用互联网行业资源，寻求对利欧股份的互联网产业拓展有利的投资标的
增资	2016.07	盛夏星空	0.95	20%（累计）	16 及 17 年实现实际净利润总额不低于 1.3 亿元	影视制作、明星经纪		影视制作、明星经纪、音乐项目、娱乐营销
对外投资	2016.07	上海西翠	0.15	20.00%		整合长途客运站内的广		从事长途客运站自助取票机的运营和维护，负责取票机商业

						告投放流量资源		化运营等广告投放的业务
对外投资	2016.08	世纪鲲鹏	0.84	15.00%	-	影视植入营销	-	为广告主提供一站式植入营销服务
专项投资基金	2016.08	目标规模不超过80亿元	认购出资额不超过8亿元	-	-	-	-	仅用于并购美国等海外市场处于稳定成长期且排名靠前的互联网技术型企业
对外投资	2016.09	悦途网络	0.27	9.00%		线上+线下（高铁）的智能出行综合服务平台	高铁出行客户	线上+线下的智能出行综合服务平台，为出行人群提供免费出行基础信息指引服务，并为中高端出行人群提供收费增值服务
设立并购基金	2016.09	总规模10亿元的微信小程序基金	认购出资额不超过4亿元	40.00%	-	-	-	投资聚合与微信营销业务相关的产业资源，构建完整的微信营销生态圈

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 13：蓝色光标外延收购整合历程

年份	并购标的	股权占比	交易对价	标的方所在行业	备注
2015	飞猫无限	20%	1000 万元	网络入口	——
	多盟	100%	10.94 亿元	移动数字营销	——
	多盟智胜	95%	6.78 亿元	移动数字营销	——
	亿动	54.77%	4.36 亿元	移动数字营销	——
	博看文思	16.71%		移动应用	——
	喜乐航	25%	2 亿元	航空互联网应用	15 年营收不低 1.5 亿，16 年营收不低于 3 亿
	界面	3.89%	3500 万元	新闻平台	——
	拉卡拉电商	4.55%		电商	——
	蓝瀚科技	96.32%	18.52 亿元	数字营销	承诺 16-18 年净利润分别不低于 5152.35 万元、1.2 亿元和 2.14 亿元
2014	玩乐云	10%		视频真人秀、移动应用	——
	云图微动	10%	6150 万元	移动应用	——
	Optimix Media	14.59%	6000 万美元	数字营销、海外市场、DSP	——
	玄鸟传媒	30%	3000 万元	广告公关	——
	Vision 7	85%	11 亿元	海外市场、广告公关	——
	沈阳新维	51%	1.377 亿	数字营销、互联网房产广告	——
	Admaster（精硕科技）	11.69%	2437.5 万美元	数字营销、广告监测	——
	晶赞科技	14.29%	2500 万美元	数字营销、DSP	——
	乐约信息	27%	1000 万	移动医疗	——
	微岚星空	30%	1500 万	数字营销、社交广告	——
	有车以后	10%	300 万	汽车后服务、数字营销	——
	壁合科技	25%	4300 万	数字营销、DSP	——
	车汇网络	15%	500 万	汽车后服务	——
	掌上云景	24%	4800 万	移动广告、数字营销	——
	识代运筹	21%	630 万	舆情监测、社交广告、数据分析	——
	捷报数据	51%	2550 万	舆情监测、数据分析	形成商誉 1783 万
	建飞科联	23.04%	6865 万	网络入口	——
	北联伟业	51%	4500 万	电商服务	形成商誉 2826 万

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

	杭州网营	22.67%	5100 万	电商服务	——
	上海凯诘	19.90%	2350 万	电商服务	——
	Fuse Project	75%	2037 万美元	设计公司、海外市场	形成商誉 1.1 亿
	易试互动	20%	1500 万	数字营销	——
	天与空	20%	800 万	广告公关	——
	拉卡拉	2%	6000 万	金融服务	——
	彪洋科技	15%		数字营销、CRM	——
	美广互动	49%	2550 万	数字营销	——
	密达美渡（Matta）	100%	1.43 亿	海外市场、广告公关	形成商誉 9.9 亿
	Aries International	25%	6664 万	金融公关、海外市场	——
2013	博杰广告	100%	17.8 亿	广告公关	形成商誉 18.5 亿
	蓝色方略	51%		活动策划	形成商誉 3558 万元
	Huntsworth	19.80%	3.47 亿	海外市场、广告公关	——
	We Are Social	83%	1871 英镑	海外市场、广告公关、社交广告	——
2012	今久广告	100%	4.4 亿	广告公关	形成商誉 3.7 亿
	思恩客	49%	1.9 亿	广告公关	——
	博思瀚扬	16%	480 万	企业策划	——
2011	思恩客	51%	1.74 亿	广告公关	形成商誉 1.12 亿
	Aries Capital	40%	6664 万	金融公关、海外市场	——
	精准阳光	51%	1.74 亿	户外广告	——

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 14：华谊嘉信外延收购整合历程

首次披露日	交易标的	标的方所在行业	交易总价值	最新进度
2016-08-04	Smaato100%股权	广告	9.78 亿元	签署转让协议
2016-05-07	快友世纪 10%股权	信息科技咨询与其它服务	1 亿元	完成
2016-01-26	SIGNAL12.62%的股权	电影与娱乐	11.80 亿元	失败
2015-10-24	凯铭风尚 69.76%股权	互联网软件与服务	5.81 亿元	董事会预案
2015-10-13	浩耶上海 100%股权	信息科技咨询与其它服务	5.87 亿元	完成
2015-02-18	执惠旅游 15%股权	酒店、度假村与豪华游轮	100 万元	董事会预案
2015-02-18	易臻科技 35%股权	信息科技咨询与其它服务	2500 万元	董事会预案
2014-06-27	迪思传媒 100%股权	广告	4.6 亿元	完成
2013-05-14	东汐广告 49%股权,波释广告 49%股权,美意互通 70%权	广告	2.06 亿元	完成
2011-09-29	上海东汐广告传播有限公司 51%股权	广告	3060 万元	董事会预案
2011-03-28	上海波释广告有限公司 51%股权	广告	25.5 万元	完成

资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 15：省广股份外延收购整合历程

首次披露日	交易标的	标的方所在行业	交易总价值	最新进度

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2016-04-26	南奥体育 10%股权	特殊消费者服务	333.33 万元	进行中
2016-04-26	海口中策 60%股权	广告	1380 万元	完成
2016-03-31	上海凯淳 19%股权	互联网软件与服务	6175 万元	完成
2015-09-16	蓝门数字 51%股权,省广先锋 49%股权和晋拓文化 80%股权	调查和咨询服务	8.62 亿元	发审委通过
2015-03-31	旗智企业 49.02%股权	信息科技咨询与其它服务	1.73 亿元	完成
2015-03-31	深圳尚道 25%股权	广告	1356.37 万元	完成
2015-03-31	上海窗之外广告 49%股权	广告	615.47 万元	完成
2015-03-31	传漾广告 80%股权	广告	4.68 亿元	股东大会通过
2015-03-31	上海韵翔 55%股权	广告	2.27 亿元	股东大会通过
2015-03-31	上海恺达 85%股权	广告	2.78 亿元	完成
2015-03-31	东信时代 15%股权	互联网软件与服务	1.13 亿元	董事会预案
2014-10-28	上海恺达 85%股权	广告	2.52 亿元	董事会预案
2014-10-28	省广合众 45%股权	广告	2.43 亿元	完成
2014-07-28	尚道公司 25%股权	广告	1250 万元	董事会预案
2014-07-28	广州中懋 55%股权	广告	1.88 亿元	完成
2013-11-21	雅润文化 100%股权	广告	5.7 亿元	完成
2013-08-22	瑞格营销 55%股权	消费品经销商	1.16 亿元	完成
2012-11-21	合众传播 55%股权	广告	1.35 亿元	董事会预案
2012-06-25	上海窗之外广告 51%股权	广告	3595 万元	董事会预案
2011-03-28	重庆年度广告传媒有限公司 25.07%股权	--	5435 万元	完成

资料来源：Wind，安信证券研究中心

3. 投资建议

不考虑外延的情况下,我们预计公司内生业务16-18年净利润分别为6010万元、7800万元、9670万元，对应每股收益分别为1.11元、1.08元、1.34元。参考同类可比新股，给予2017年90X估值，对应6个月目标价97.2元，维持“买入-A”评级。

4. 风险提示

行业竞争加剧、人才流失、宏观经济下行超预期等风险。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	267.0	390.6	632.8	759.3	918.8
减:营业成本	131.9	205.1	323.6	387.4	473.6
营业税费	1.6	2.2	4.4	4.7	5.8
销售费用	81.2	99.2	158.2	189.8	229.7
管理费用	35.5	21.3	56.4	60.7	73.5
财务费用	-0.1	-0.1	-0.4	-1.2	-2.0
资产减值损失	0.8	-0.5	0.2	0.2	-0.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	1.3	1.1	0.7	1.1	1.0
营业利润	17.3	64.6	91.1	118.8	139.2
加:营业外净收支	0.1	2.9	1.7	1.6	2.1
利润总额	17.4	67.5	92.8	120.4	141.2
减:所得税	6.1	14.6	23.2	30.1	35.3
净利润	8.1	53.6	60.1	78.0	96.7

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	19.9	74.3	83.7	203.2	252.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	45.9	110.7	227.0	135.5	296.9
应收票据	5.9	6.6	5.0	13.4	9.5
预付帐款	0.1	2.4	0.9	1.7	2.2
存货	25.5	25.3	53.2	54.0	67.1
其他流动资产	65.2	1.3	22.6	29.7	17.8
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2.5	4.1	4.1	4.1	4.1
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	4.4	4.9	3.4	1.9	0.5
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	5.2	4.3	2.9	1.4	-
其他非流动资产	7.1	7.7	6.1	5.3	4.4
资产总额	181.7	241.6	409.0	450.3	655.4
短期债务	-	10.0	-	-	-
应付帐款	40.3	42.9	140.8	74.8	164.7
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	47.5	45.5	55.8	55.1	64.5
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	87.9	98.4	196.6	129.9	229.3
少数股东权益	6.2	2.2	11.3	23.4	32.4
股本	54.0	54.0	54.0	72.0	72.0
留存收益	33.6	87.0	147.1	225.1	321.7
股东权益	93.9	143.2	212.4	320.4	426.2

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	0.0%	46.3%	62.0%	20.0%	21.0%
营业利润增长率	-8.1%	274.4%	40.9%	30.4%	17.2%
净利润增长率	-35.0%	557.7%	12.2%	29.8%	24.0%
EBITDA 增长率	-10.0%	230.4%	38.4%	28.6%	16.3%
EBIT 增长率	-8.6%	275.5%	40.6%	29.5%	16.7%
NOPLAT 增长率	-14.3%	351.5%	34.5%	29.5%	16.7%
投资资本增长率	70.9%	6.7%	71.2%	-8.6%	50.6%
净资产增长率	1.2%	52.6%	48.3%	50.9%	33.0%
利润率					
毛利率	50.6%	47.5%	48.9%	49.0%	48.4%
营业利润率	6.5%	16.5%	14.4%	15.6%	15.1%
净利润率	3.0%	13.7%	9.5%	10.3%	10.5%
EBITDA/营业收入	7.7%	17.3%	14.8%	15.9%	15.2%
EBIT/营业收入	6.4%	16.5%	14.3%	15.5%	14.9%
运营效率					
固定资产周转天数	6	4	2	1	0
流动营业资本周转天数	56	52	48	51	53
流动资产周转天数	220	177	174	197	212
应收帐款周转天数	90	72	96	86	85
存货周转天数	30	23	22	25	24
总资产周转天数	243	195	185	204	217
投资资本周转天数	72	64	56	56	55
投资回报率					
ROE	9.3%	38.0%	29.9%	26.2%	24.6%
ROA	6.2%	21.9%	17.0%	20.0%	16.2%
ROIC	28.3%	74.9%	94.4%	71.5%	91.3%
费用率					
销售费用率	30.4%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
管理费用率	13.3%	5.4%	8.9%	8.0%	8.0%
财务费用率	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
三费/营业收入	43.7%	30.8%	33.9%	32.8%	32.8%
偿债能力					
资产负债率	48.4%	40.7%	48.1%	28.8%	35.0%
负债权益比	93.6%	68.7%	92.6%	40.5%	53.8%
流动比率	1.85	2.24	2.00	3.37	2.82
速动比率	1.56	1.98	1.73	2.95	2.53
利息保障倍数	-198.96	-492.75	-233.08	-94.36	-69.32
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

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	11.3	53.0	60.1	78.0	96.7
加:折旧和摊销	4.1	4.2	2.9	2.9	2.9
资产减值准备	0.8	-0.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.2	0.3	-0.4	-1.2	-2.0
投资损失	-1.3	-1.1	-0.7	-1.1	-1.0
少数股东损益	3.2	-0.6	9.6	12.3	9.3
营运资金的变动	-28.0	20.5	-58.3	9.0	-57.5
经营活动产生现金流量	62.0	1.3	13.2	99.9	48.4
投资活动产生现金流量	-69.8	57.7	0.7	1.1	1.0
融资活动产生现金流量	-27.5	-4.6	-4.4	18.5	0.3

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.11	0.74	1.11	1.08	1.34
BVPS(元)	1.22	1.96	3.72	4.13	5.47
PE(X)	765.4	116.4	77.8	79.9	64.5
PB(X)	71.1	44.2	23.2	21.0	15.8
P/FCF	-240.8	105.5	-3,853.8	70.3	157.1
P/S	23.3	16.0	7.4	8.2	6.8
EV/EBITDA	-	-	49.1	50.2	42.9
CAGR(%)	99.6%	26.0%	68.4%	99.6%	26.0%
PEG	7.7	4.5	1.1	0.8	2.5
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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、王中骁声明，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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。