

数字营销布局扎实，互动娱乐打开空间

公司深度

◆ 程序化购买、移动营销、内容营销引领互联网广告成长

2013-15年互联网广告三年复合增速38%，程序化购买、移动营销、内容营销高成长性成为重要引擎。我们统计A股并购标的及新三板标的，程序化购买、移动营销、影视植入与影视内容营销细分领域2015年利润增幅分别达435%、234%、331%和585%。

◆ 坚定转型数字营销行业，业绩高成长

公司2013年起转型数字营销行业，第一阶段：完成对漫酷、氩氦、琥珀的收购，整合营销龙头地位奠定，2014-2016互联网整合营销排名进入TOP6；第二阶段：扩展流量入口、扩大数字营销变现出口，至2016年数字业务占比快速提升至73%，2014-2016数字板块收入复合增速高达134%。剔除并表因素，2016年公司数字营销并购标的内生增长21%，标的公司均超额完成业绩承诺（剔除限制性股票摊销成本）。

◆ 战略升级，进军内容营销及内容制作领域

2016年公司开始布局互动娱乐版块，先后投资世纪鲲鹏、盛夏星空，并设立成立利欧元力、利欧心动进行体外培育。世纪鲲鹏已整合全国700余家优质内容制作方，拥有100多个知名品牌服务客户。受益于网内容流量进入“10亿点击”时代，影视植入与内容制作结合的商业模式不断升级；公司切入内容营销及内容制作领域，享受行业发展红利。

◆ 业务向移动端转移，数字营销技术升级在即

公司通过对微创时代（移动营销代理）和万圣伟业布局，打通移动端和PC端数字营销产业，并积极向高成长性的移动营销业务转型。2013-16年万圣伟业移动端流量整合业务占比不断提升，2016年移动端流量整合业务已突破性地达到PC端流量整合业务的3.2倍，收入规模达到6.5亿。同时，公司近期拟发行近30亿可转换公司债券加强营销技术布局，并参与投资利欧鼎晖并购基金（总规模80亿），将用于并购海外处于稳定成长期且排名靠前的互联网技术型企业；我们认为公司有望进一步提升技术实力。

◆ 盈利预测

预测公司2017-19年EPS分别为0.47/0.58/0.72元，对应PE 28/22/18倍。目标价15元（对应2017年32倍动态PE），“买入”评级。

◆ 风险提示：整合风险、并购标的业绩不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,392	7,354	9,584	11,817	14,517
营业收入增长率	52.81%	67.44%	30.32%	23.29%	22.85%
净利润(百万元)	225	571	757	934	1,153
净利润增长率	25.29%	153.32%	32.66%	23.33%	23.37%
EPS(元)	0.14	0.36	0.47	0.58	0.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.94%	7.74%	9.03%	10.02%	11.00%
P/E	92	36	28	22	18

买入(维持)

当前价/目标价：13.06/15.00元

目标期限：6个月

分析师

王铮(执业证书编号：S0930514070006)

021-22169115

zhengwang@ebsec.com

联系人

侯帅楠

021-22169168

houshn@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：16.07

总市值(亿元)：207.59

一年最低/最高(元)：12.91/21.02

近3月换手率：68.02%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.19	-10.46	-36.55
绝对	-13.23	-5.62	-30.20

相关研报

投资要件

关键假设

- 1、假设 2017 年互联网广告增速 25%，移动互联网广告增速 45%。预计社会化营销、移动营销、内容营销服务商仍将保持高景气度。
- 2、预计公司高景气度业务：氩氩（社会化营销）、智趣广告（移动营销）、微创时代（移动营销）、万圣伟业（流量整合业务，主要受益于业务向移动流量整合转移）2017 分别实现收入增速 50%\55%\40%\40%；此外预计漫酷、琥珀 2017 年分别实现收入增速 20%\15%。

利欧数字板块并购标的收入预测（万元）

		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
氩氩	营收	8,338.55	17,404.23	26,770.08	40,155.12	56,217.17	73,082.32
	营收增速		109%	54%	50%	40%	30%
智趣	营收	3,911.72	28,928.01	61,399.58	95,169.35	123,720.15	160,836.20
	营收增速		640%	112%	55%	30%	30%
微创时代	营收	32,121.22	70,216.25	111,473.60	156,063.04	210,685.10	273,890.64
	营收增速		237%	119%	59%	40%	35%
万圣伟业	营收	46,561.18	71,016.08	150,809.44	211,133.22	274,473.18	356,815.14
	营收增速			53%	112%	40%	30%
漫酷	营收	95,656.60	191,015.90	224,543.75	269,452.50	323,343.00	388,011.60
	营收增速			100%	18%	20%	20%
琥珀	营收	7,284.74	12,863.40	14,409.63	17,291.56	20,749.87	24,899.84
	营收增速			77%	12%	15%	15%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

- 3、预计公司泵类传统业务 2017 实现收入增速 4%。
- 4、预计各细分业务毛利率保持稳定。

我们区别于市场的观点

- 1、我们认为公司成长性在于：1) 设立并购基金、拟发可转债近 30 亿，发力精准营销技术实力提升；2) 业务积极向高增速的移动端转移；3) 以影视植入为切入点进入内容营销行业，进一步打开成长空间。程序化购买、移动营销、内容营销高成长性已成为互联网广告发展的重要引擎，利欧有望受益行业高成长性。
- 2、我们认为公司在并购后积极进行集团内部整合，促进了标的间协同效应的发挥：1) 基于利欧各子公司之间的业务具有天然的协同性，公司在集团层面设立专职的业务协调机构；2) 三家创始盟员公司聚胜万合、琥珀传播、氩氩集团实现了同地办公、坚实整合；3) 公司重视多渠道薪酬激励体系，激发员工工作动力，如：匹配市场标准的薪酬体系、奖金体系、员工持股计划（已推出两期）、限制性股票激励计划（已推出一期）等。2016 年公司费用率、管理费用率分别达到新低 4.64%、5.88%，充分体现公司内部整合高效性和协同作用的发挥。

股价上涨的催化因素

外延营销技术布局落地，移动营销、内容营销标的增长超预期

估值和目标价格

预测公司 2017-19 年净利润分别为 7.57/9.34/11.53 亿元，同比增速分别为 33%/23%/23%；EPS 分别为 0.47/0.58/0.72 元，对应 PE 28/22/18 倍。公司近年来坚定转型数字营销行业，实现业绩高成长；同时积极战略升级，进军内容营销及内容制作领域，进一步打开了成长空间。给予目标价 15 元（对应 2017 年 32 倍动态 PE），“买入”评级。

投资风险： 并购标的业绩不达预期、整合风险等

目录

1、 公司简介：扎实布局，成就互联网营销龙头.....	2
2、 行业：程序化、移动营销、内容营销引领增长.....	11
3、 转型史：整合营销、数字营销到内容布局.....	15
3.1、 整合营销：优势互补，牢牢把控龙头地位.....	18
3.1.1、 漫酷、氩氦、琥珀业务领域各有侧重.....	18
3.1.2、 整合营销实力强大，深度挖掘客户价值.....	20
3.2、 数字营销：全方位的媒介代理，协同效应明显.....	21
3.2.1、 数字营销媒介资源协同、互补.....	21
3.2.2、 客户资源深耕各个细分领域.....	23
3.2.3、 业务向高成长的移动端迁移.....	23
3.3、 战略升级，进军内容.....	25
3.3.1、 世纪鲲鹏:影视植入业界领先，向上游布局内容制作.....	26
3.3.2、 盛夏星空：行业资源丰富、运营实力强.....	28
4、 协同效应强，2016 业绩保持高增长.....	29
5、 员工激励激发骨干内在潜能.....	31
6、 盈利预测与估值评级.....	33
6.1、 关键假设与盈利预测.....	33
6.2、 估值水平与评级.....	34
6.2.1、 绝对估值.....	34
6.2.2、 相对估值.....	35
6.2.3、 估值结论与投资评级.....	36
7、 风险分析.....	36

图表目录

图表 1：公司发展史.....	7
图表 2：利欧数字营销业务并购事件详解.....	7
图表 3：利欧数字营销并购标的主营领域划分.....	8
图表 4：2014-16 利欧股份行业地位不断提升.....	8
图表 5：2016 年中国互联网广告公司新资源整合发展力排行榜.....	8
图表 6：利欧数字全面的客户资源.....	9
图表 7：2014-16 年公司数字营销备考净利润（万元）.....	10
图表 8：2014 年以来公司销售及管理费用率下降（%）.....	10
图表 9：互联网广告市场规模（亿元）.....	11
图表 10：移动互联网广告市场规模（亿元）.....	11
图表 11：A 股数字营销行业公司 2016 业绩预告区间（亿元）.....	11

图表 12：内容营销与互联网广告细分领域净利润增速对比（万元）	12
图表 13：中国程序化购买广告市场规模（亿元）	12
图表 14：美国程序化购买广告市场规模（亿美元）	12
图表 15：PC/移动端互联网接入流量累计同比增长分化	13
图表 16：重要移动 APP 活跃数持续上升（万）	13
图表 17：2014-2015 年中国程序化购买公开交易市场可竞价流量规模	13
图表 18：内容营销的三种形式	14
图表 19：网生内容数量不断增长（个）	14
图表 20：2014-16 年网络剧总流量迅速提升（亿）	14
图表 21：2013-16H 网综播放量迅速提升（亿）	14
图表 22：奠定整合营销产业链地位	15
图表 23：深耕垂直细分领域和流量经营	16
图表 24：利欧数字营销变现出口拓展布局	16
图表 25：利欧营销+利欧互娱协同发展	17
图表 26：聚胜万合数字媒介投放体系	18
图表 27：聚合数据管理平台的数据来源及 BI 计算	18
图表 28：聚胜万合主要的整合营销客户	19
图表 29：氩氟主营业务一览	19
图表 30：琥珀传播业务三个层次	20
图表 31：琥珀主营业务一览	20
图表 32：琥珀为春晚提供创意支持	20
图表 33：利欧西门子整合营销案例	21
图表 34：利欧股份全方位的媒体资源	22
图表 35：万圣伟业主营业务一览	22
图表 36：利欧并购标的客户资源的垂直细分领域布局	23
图表 37：微创时代主营业务一览	24
图表 38：移动营销业务占比逐步提升	24
图表 39：移动端流量整合业务收入持续上升	25
图表 40：利欧内容业务重要布局及详解	25
图表 41：世纪鲲鹏发展历程	26
图表 42：世纪鲲鹏业务体系	26
图表 43：影视植入业务产业链	27
图表 44：鲲鹏内容生产布局	28
图表 45：高管班底业务能力资深	29
图表 46：盛夏星空参投或协助发行的影视作品	29
图表 47：2007-2016 公司营收及增速（亿元）	30
图表 48：2007-2016 公司归母净利润及增速（亿元）	30
图表 49：2007-2016 公司三费费用率	30

图表 50：2007-2016 公司毛利率及净利率.....	30
图表 51：数字营销板块收入占比快速提升.....	30
图表 52：数字营销板块收入及增速（亿元）.....	30
图表 53：2016 年并购标的营收及净利润（元）.....	31
图表 54：2015-16 年并购标的对赌完成率.....	31
图表 55：利欧数字营销板块并购标的备考净利润（万元）.....	31
图表 56：公司三次员工激励计划.....	31
图表 57：公司两次大面积员工持股计划详解.....	32
图表 58：公司第一期限制性股权激励计划基本情况.....	32
图表 59：公司限制性股权激励计划对数字、互娱板块净利润解锁条件（亿元）.....	33
图表 60：利欧数字板块并购标的收入预测（万元）.....	33
图表 61：利欧股份收入、毛利率预测表.....	34
图表 62：可比公司估值一览.....	35

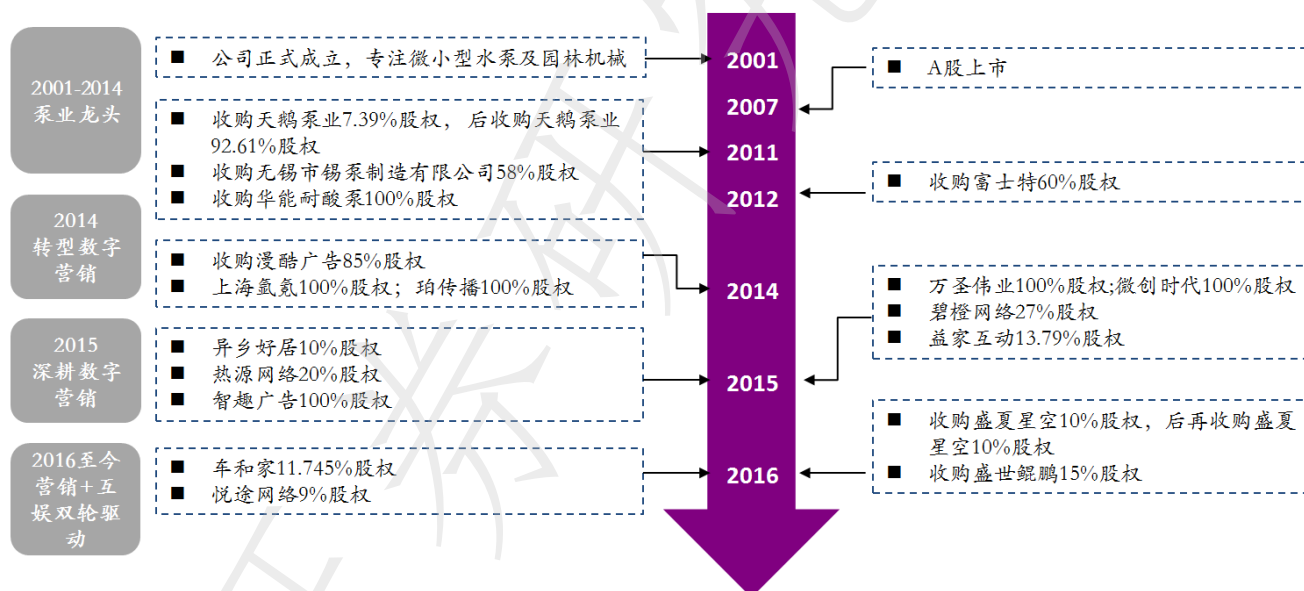
1、公司简介：扎实布局，成就互联网营销龙头

利欧股份成立于 2001 年，成立之初专注于微小型水泵制造，业务范围已逐步由单纯的民用泵业务拓展到工业泵业务，并于 2007 年登陆 A 股上市，是泵类机械制造的领先公司。

2014 年起，公司发力数字营销业务，通过一系列的对优质标的的收购，已形成覆盖营销策略、创意、执行、媒体投放、监测、评估、优化提升、社会化营销等完整的数字营销服务链条，2016 年公司位列网络广告公司综合服务水平 TOP3，以资源整合力和广告主口碑尤为突出。

2016 年公司依托营销优势，以影视植入营销为切入点，通过参股和体外孵化的模式构建互动娱乐版块，实现“营销+互娱”协同发展，进一步打开公司成长空间。

图表 1：公司发展史



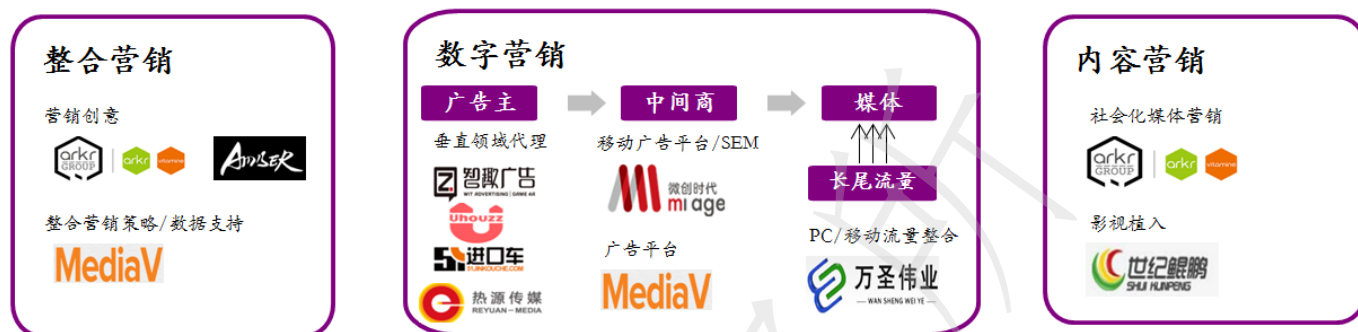
资料来源：光大证券研究所

图表 2：利欧数字营销业务并购事件详解

并购标的	详细信息
漫酷广告 (MediaV)	2014 年 3 月，利欧以 4.90 亿人民币的交易价格收购聚胜万合 (Media V) 85% 的股权。聚胜万合在电商、汽车、消费品等领域积累了丰富的客户资源，专注于面向数字媒体 (包括互联网、移动互联网、智能电视) 提供整合营销服务，是一家技术驱动型的大数据精准营销公司。
琥珀传播	2014 年 12 月，利欧以 1.95 亿元的交易价格全资收购琥珀传播 (Amber)。琥珀传播是一家以策略和创意驱动的整合数字营销公司。善于突破数字营销与传统广告的藩篱，实现品牌与消费者之间的有效互动。
氩氩集团	2014 年 12 月，利欧以 2.26 亿的交易价格全资收购氩氩集团 (arkr GROUP)，氩氩集团专注于为客户提供个性化及创新性的社会化营销服务。
万圣伟业	2015 年 12 月，利欧 20.72 亿元全资收购数字媒体流量整合巨头万圣伟业。通过和万圣伟业的协同，使整个集团的数据得到增厚，增强集团的精准营销能力。而万圣伟业也可以依托集团的资源，提高单位流量的价值，寻求更多的流量变现方式。
微创时代	2015 年 12 月，利欧以 8.40 亿元全资收购精准营销和移动营销服务商微创时代 (Miage)。微创所服务的对象代表了整个新兴行业。利欧股份收购微创，不仅仅是看重微创的搜索营销业态，更看重的是微创所服务的客户结构。与此同时，利欧股份也借助微创时代和万圣伟业，真正将移动端和 PC 端数字营销产业链打通。
智趣广告	2015 年 12 月，利欧拟收购上海智趣广告有限公司 100% 股权，交易价格预估为 7.54 亿元。智趣广告主要为游戏、金融等行业客户提供媒体资源整合与投放等数字营销服务。利欧股份以收购智趣广告为契机，切入游戏这一垂直领域，提升长尾流量的利用效率。在数字营销全产业链布局的基础上，集团未来将继续拓展在垂直细分领域的版图。

数据来源：公司公告、光大证券研究所

图表 3：利欧数字营销并购标的主营领域划分



资料来源：光大证券研究所

◆ 互联网整合营销龙头公司，综合实力突出

转型三年、扎实布局，成就互联网整合营销龙头公司。2014 年起，公司发力数字营销业务，通过一系列的对优质标的的收购，已形成覆盖营销策略、创意、执行、媒体投放、监测、评估、优化提升、社会化营销等完整的数字营销服务链条，2016 年公司位列网络广告公司综合服务水平 TOP3。

图表 4：2014-16 利欧股份行业地位不断提升

	2014	2015	2016
1	华扬联众	华扬联众	华扬联众
2	新意互动	新意互动	新意互动
3	CHEIL 鹏泰	蓝色光标	利欧股份
4	科思世通	利欧股份	群邑互动
5	奥美世纪	CHEIL 鹏泰	蓝色光标
6	利欧股份	知世安索帕	电众数码
7	电众数码	互动通	互动通
8	知世安索帕	新合传播	好耶
9	互动通	网迈	新合传播
10	网迈	电众数码	CHEIL 鹏泰

资料来源：互联网周刊，光大证券研究所

图表 5：2016 年中国互联网广告公司新资源整合发展力排行榜

排名	名称	综合评分	资源整合度	创新能力	广告技术	广告主口碑	团队能力
1	华扬联众	96.08	96.14	97.37	94.32	95.79	95.84
2	新意互动	94.38	94.09	95.34	93.6	94.87	93.55
3	利欧股份	94.12	95.34	93.31	92.87	94.53	93.84
4	群邑互动	93.91	94.48	94.15	94.03	93.17	92.97
5	蓝色光标	93.77	95.11	94.49	90.8	94.24	92.5
6	电众数码	93.53	95.65	92.55	92.51	94.41	91.03
7	互动通	93.08	93.16	92.69	93.78	93.64	92.34
8	好耶	89.73	88.11	88.33	92.56	90.78	91.41
9	新合传播	89.55	92.34	87.44	86.65	86.35	93.56
10	Cheil鹏泰	88.46	89.55	89.97	88.71	92.91	92.91

资料来源：互联网周刊

全方位的整合营销实力助力客户粘性提升。整合营销主要针对品牌类广告主（大广告主），目的在于提高品牌曝光和品牌价值的提升，是以广告主为核心的全面营销服务。聚胜万合基于数据的数字整合营销能力与整合营销策略能力，与琥珀传播营销创意能力、氩氩的社会化营销经验结合，以及协同深耕数字营销垂直细分领域的智趣广告、热源网络、异乡好居等代理类公司，形成跨媒体整合营销一条链服务。公司整合营销生态的形成极大助于客户粘性提升和新客户的获取能力提升。

图表 6：利欧数字全面的客户资源



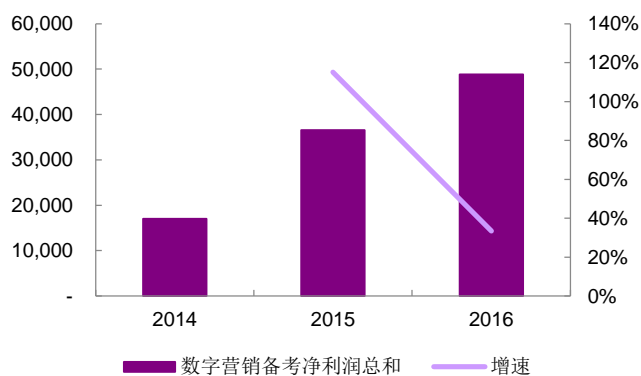
资料来源：光大证券研究所

◆ 重视内部整合，协同效应明显

公司在并购后积极进行集团内部整合、促进标的间协同效应的发挥。1) 利欧各子公司之间的业务（主要体现在媒体资源互补和客户资源深耕各个细分领域两个方面）具有天然的协同性，公司在集团层面设立专职的业务协调机构；2) 三家创始盟员公司聚胜万合、琥珀传播、氩氩集团共同乔迁至上海月星环球港，更是实现了同地办公、坚实整合；3) 公司重视多渠道薪酬激励体系，激发员工工作动力，如：匹配市场标准的薪酬体系、奖金体系、员工持股计划（已推出两期）、限制性股票激励计划（已推出一期）等。可见公司非常重视内部整合，以最大化助于并购标的间媒体资源和客户资源协同效应充分发挥。

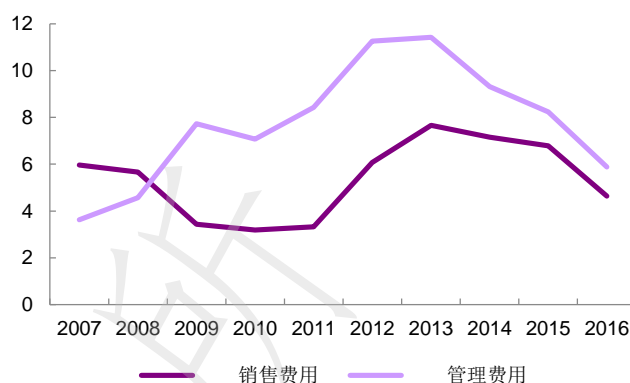
内生增长强劲、三费下降，充分体现公司内部整合高效性。公司 2014 年以来销售费用率、管理费用率逐年下降，2016 年公司并购标的备考净利润达到 4.88 亿，三年复合增长率；销售费用率、管理费用率分别达到新低 4.64%、5.88%，充分体现公司内部整合高效性和协同作用的发挥。

图表 7: 2014-16 年公司数字营销备考净利润 (万元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图表 8: 2014 年以来公司销售及管理费用率下降 (%)



资料来源: WIND

◆ 布局影视植入、切入内容制作标的, 占领互动娱乐新高地

2016 年起, 公司从参股主业为影视植入的世纪鲲鹏开始涉足互娱产业并, 向上游布局盛夏星空等内容生产端(即影视植入产业链的上游媒体端), 设立利欧元力影业、心映动画和利悦影业, 把控内容营销产业链核心竞争力、反哺公司影视植入业务, 并享受内容产业高成长空间。

入股世纪鲲鹏: 影视植入业务业界领先、上游布局内容生产。公司参股影视植入公司世纪鲲鹏深耕影视植入行业 11 年, 整合全国 700 余家优质内容制作方, 拥有 100 多个知名品牌服务客户, 植入案例包括:《一仆二主》《我们结婚吧》《美人鱼》《速度与激情 8》等著名影视剧。2014 年, 成为电视剧植入广告领域综合收视率及网络点击量全国第一, 并在 2015 年实现了操作电影项目票房累计突破 80 亿的佳绩。目前公司已向上游布局内容生产业务, 合作《爱情公寓》编剧曹小林及著名作家张嘉佳, 看好公司成长弹性。

入股盛夏星空: 新锐娱乐公司, 老牌制作班底, 行业资源丰富。公司参股内容公司盛夏星空定位于年轻观众, 班底成员资深, 行业资源包括林心如工作室、田亮一家、马天宇等, 曾参与出品电视剧《秀丽江山之长歌行》、电影《夏有乔木》等。公司储备 IP 丰富, 包括玄幻爱情题材《长生引》、金庸名著《神雕侠侣》、新魔幻题材偶像剧《三途魔志》、谍战题材《远东护卫队》、都市情感题材《疯狂的主妇》等, 影视制作业务具备成长性。

◆ 业务向高成长的移动端转移, 数字营销技术升级在即

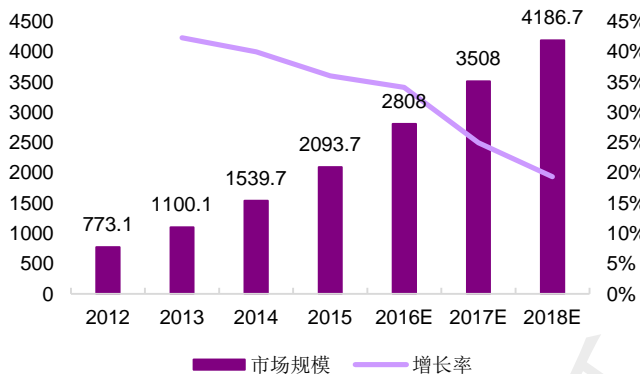
公司通过对微创时代(移动营销代理)和万圣伟业布局, 打通移动端和 PC 端数字营销产业, 并积极向高成长性的移动营销业务转型。2013-16 年万圣伟业移动端流量整合业务占比不断提升, 2016 年移动端流量整合业务已突破性地达到 PC 端流量整合业务的 3.2 倍, 收入规模达到 6.5 亿。

同时公司重视数字营销技术升级, 近期拟发行近 30 亿可转换公司债券加强营销技术布局。2017 年 4 月 1 日公司公告拟发行 29.48 亿可转换公司债券, 主要投向数字营销云平台建设、数字化广告交易平台建设并收购上海漫酷剩余 15% 股权。此前公司参与投资利欧鼎晖并购基金(总规模 80 亿), 将用于并购海外处于稳定成长期且排名靠前的互联网技术型企业。公司进一步提升技术实力决心可鉴。

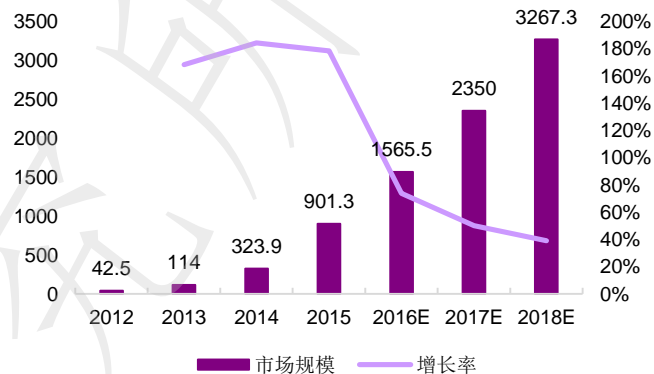
2、行业：程序化、移动营销、内容营销引领增长

互联网广告三年复合增速 38%，移动互联网广告三年复合增速 181%。据艾瑞数据，2015 年中国网络广告市场规模为 2093.7 亿元，三年复合增速 38%；移动广告市场规模为 901.3 亿元，三年复合增速 181%，移动广告增长速度远超网络广告增长速度。

图表 9：互联网广告市场规模 (亿元)



图表 10：移动互联网广告市场规模 (亿元)

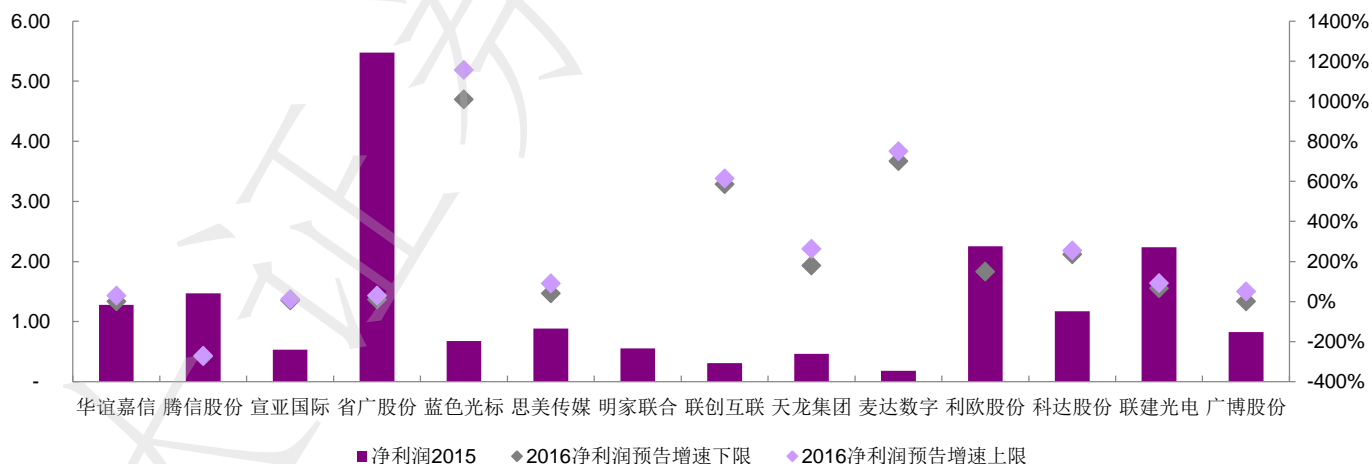


资料来源：艾瑞

资料来源：艾瑞

受益于行业景气及并购业绩增厚，2016 年度 A 股数字营销公司净利润平均增速预计在 190%左右。我们根据 A 股数字营销公司业绩预告和业绩快报数据，估算数字营销公司 2016 平均增速为 190%左右，该增速包含了并购带来的业绩增厚。

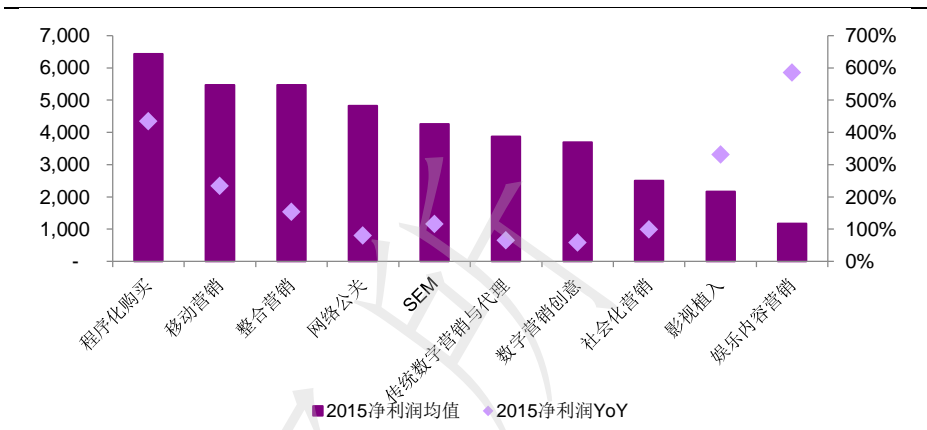
图表 11：A 股数字营销行业公司 2016 业绩预告区间 (亿元)



资料来源：WIND,光大证券研究所整理

细分领域来看：程序化购买（精准营销）、移动营销、内容营销内生增速领先。我们统计 A 股并购标的及新三板影视植入（内容营销重要子类）标的净利润数据显示，程序化购买、移动营销、影视植入、娱乐内容营销细分领域 2015 年利润增幅分别高达 435%、234%、331%和 585%。

图表 12: 内容营销与互联网广告细分领域净利润增速对比 (万元)



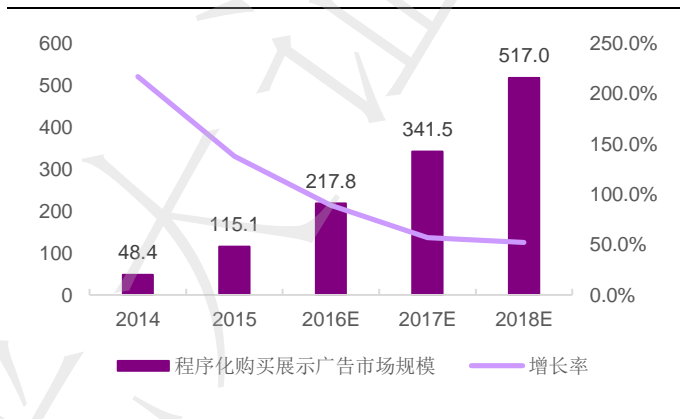
资料来源: 公司公告、WIND、光大证券研究所整理
注: 影视植入和娱乐内容营销统计新三板标的 (18 家); 其他营销统计 A 股并购 (54 家)

◆ 程序化购买: 渗透率有望持续提升

程序化购买模式具有受众广、精准、效率高三大优势, 是行业技术发展方向。1) DSP 平台承担广告主的投放任务, SSP 平台则汇集了媒体拥有的资源, DSP 与 SSP 在广告交易平台达成交易, 因此相较于传统购买模式, 供求双方 (广告主和媒体), 选择的范围更广。2) 程序化购买的优势在于通过精准营销模式, 让广告主直接购买受众, 简化了购买流程, 节省了广告主的媒介采购成本, 并且保障了广告主精准获得广告的投放效果反馈, 解决了介绍购买效果的问题。3) 广告主的投放时间以及投放形式较为灵活, 能够较好地做合理分配与掌控, 如此更能够提升广告投放效率, 并减少不必要的人力成本。

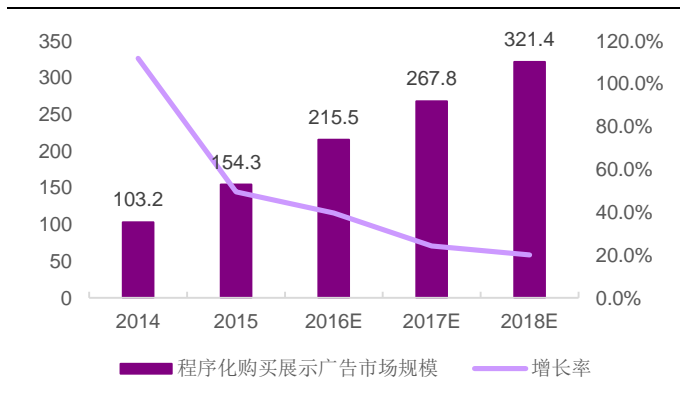
程序化购买模式渗透率有望持续提升。2015 年, 中国程序化广告市场规模达到 115.1 亿, 增速高达 138%; 但程序化购买广告占展示类广告规模仅为 19%, 相比于美国程序化购买市场 50% 的程序化购买广告占比, 我国程序化购买市场仍具提升空间。

图表 13: 中国程序化购买广告市场规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 光大证券研究所

图表 14: 美国程序化购买广告市场规模 (亿美元)



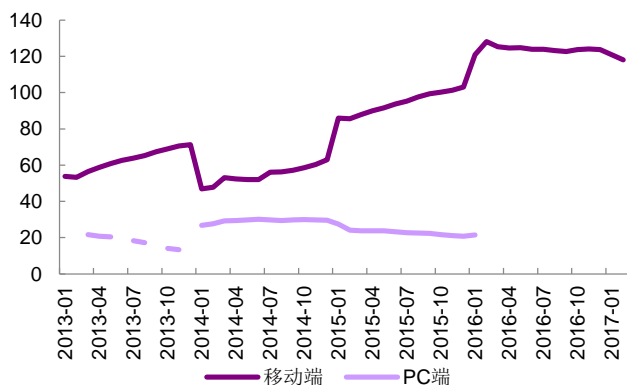
资料来源: 艾瑞咨询, 光大证券研究所

◆ 移动营销: 受益于移动流量对 PC 流量的替代

移动端流量对 PC 流量替代仍在持续。伴随 2014 年以来智能手机普及以及 3G/4G 用户数提升 (2016 年 3G/4G 用户占比已达到 60%), 移动互

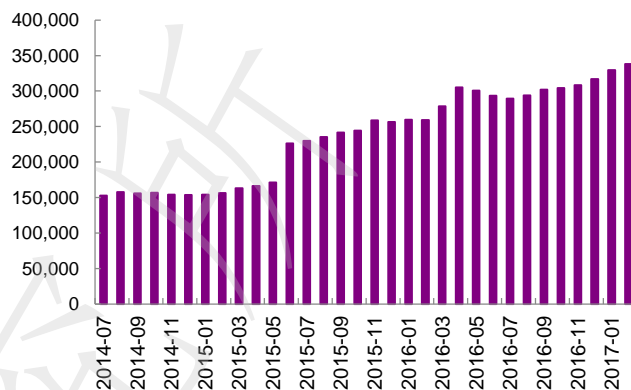
联网流量接入量累计同比增长迅速，相比之下 PC 端流量已进入萎缩；重要移动 APP 流量不断攀升，我们认为受益于 5G 引领新一轮移动互联网提速、降费，移动端流量对 PC 流量替代仍将持续。

图表 15: PC/移动端互联网接入流量累计同比增长分化



资料来源: 工信部; 单位: 亿分钟

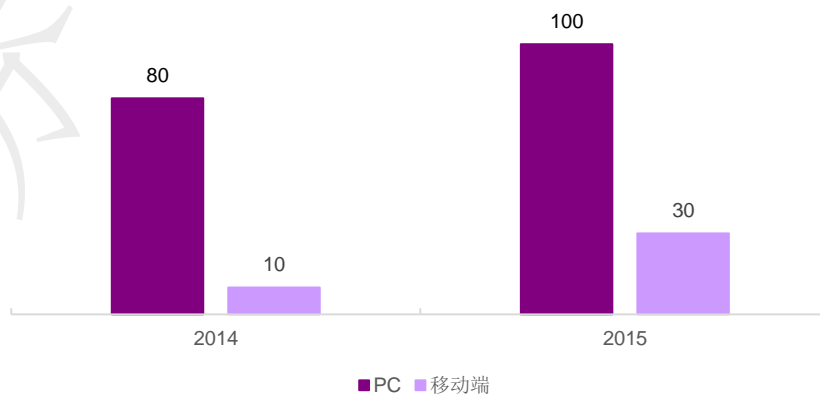
图表 16: 重要移动 APP 活跃数持续上升 (万)



资料来源: WIND

移动程序化购买公开市场上可竞价流量快速增长。2015 年, PC 端公开交易市场中日均可竞价流量约为 100 亿左右, 较 2014 年规模增长约 25%; 移动端公开交易市场中日均可竞价流量约为 30 亿左右, 较 2014 年规模增长约 200%。

图表 17: 2014-2015 年中国程序化购买公开交易市场可竞价流量规模



资料来源: 艾瑞咨询; 单位: 亿 PV/日

◆ 内容营销-植入式广告: 受益于网生内容爆发

植入式广告是内容营销重要子类之一, 内容营销主要有三种表现形式: 植入式广告、社会化媒体营销和社群营销。

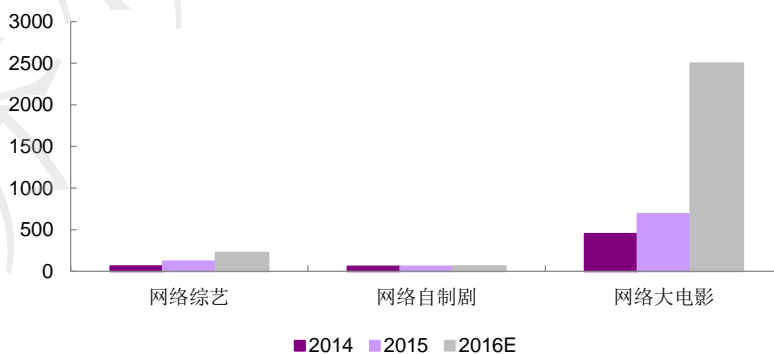
图表 18：内容营销的三种形式



资料来源：光大证券研究所

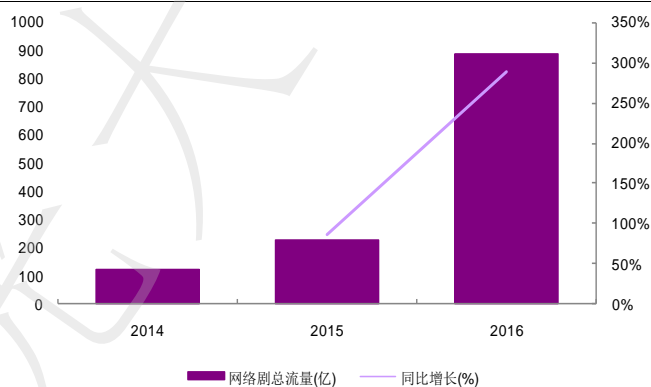
需求端来说，广告实际是流量的追逐者，网生内容流量爆发增加有力吸引广告主对影视植入类广告的投放需求。2015 年以来，各大网络视频平台网生内容数量快速增加，同时，受益于 2016 年以来网生内容走向精品化，2016 年网生内容总流量出现爆发式增长。以网络剧和网络综艺为例，2016 年受网络剧监管趋严，网络剧上线数量有所下降，但总播放量同比增长超 300%，攀升至 2016 年 892 亿；2016 年网综数量较 2015 年仅增加 15 部，而 2016 年网综播放量预计达到 2015 的 4 倍。

图表 19：网生内容数量不断增长（个）



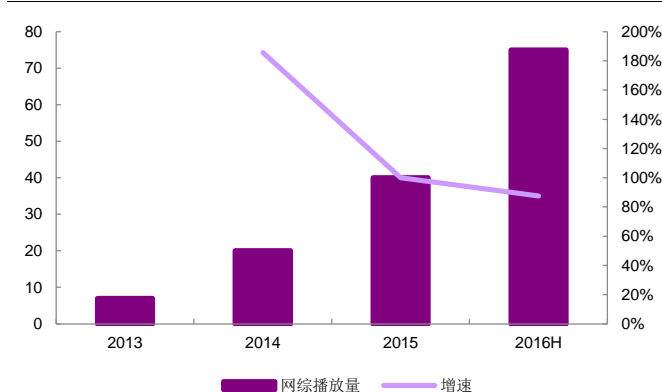
资料来源：CBNDATA

图表 20：2014-16 年网络剧总流量迅速提升（亿）



资料来源：骨朵传媒

图表 21：2013-16H 网综播放量迅速提升（亿）



资料来源：中投产业信息中心

供给端来看，植入类原生广告定制化、创意性强，突围信息过载的互联网环境。互联网不断成熟带来营销渠道入口丰富、内容信息过载等问题，定制化、与内容融合度高的原生广告价值得到强调。定制化的原生广告创意频出，成为高关注度高讨论量、且更易被观众接受的广告形式：如《老九门》中插播的原创帖、《拜托了冰箱》中的“冰箱心理学”以及《诛仙青云志》中的藏头诗广告等，将广告与内容深度融合，降低广告对用户产生的视觉疲劳和厌烦感，将品牌特性以内容展示的方式融入用户，实现广告对用户的深度触达和影响。

3、转型史：整合营销、数字营销到内容布局

◆ 第一阶段：整合营销地位奠定

2013-14年，公司通过收购漫酷、氩氦、琥珀，快速奠定其整合数字营销的地位。漫酷是互联网媒体策略和购买大数据的电商，客户资源丰富、技术实力强，能够实现广告精准投放。琥珀传播拥有出色的营销策划和创意实力，氩氦的O2O营销创意和社会化营销服务经验丰富。

图表 22：奠定整合营销产业链地位



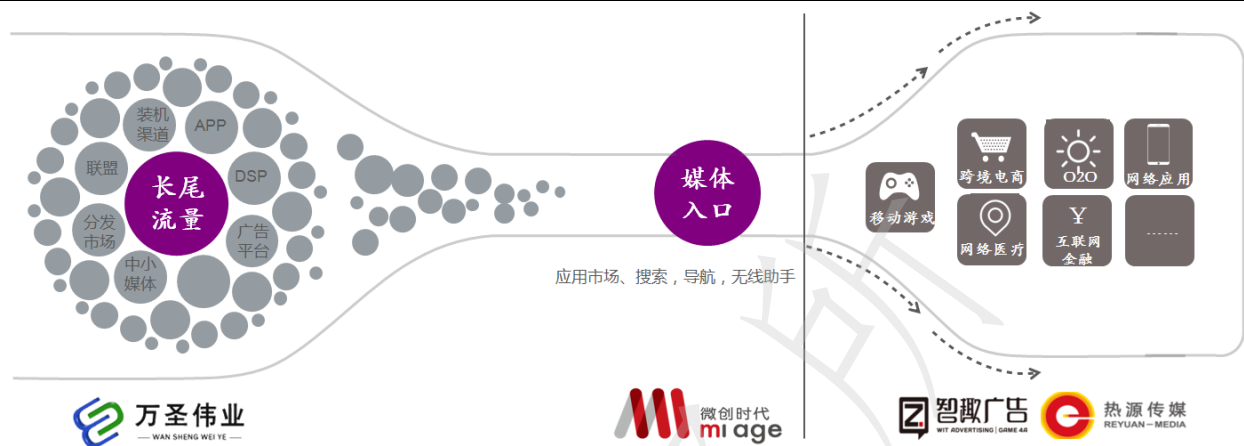
资料来源：光大证券研究所

三家实力公司聚合了从营销策略制定，到创意策划，再到数字营销和社会化营销服务的整合营销完整产业链，公司整合营销地位奠定；同时，标的间客户资源互通，共同提供“一条龙”式的营销服务，提升了客户粘性。

◆ 第二阶段：扩展流量入口、扩大数字营销变现出口

2015年起，公司一方面通过并购智趣广告，参股热源网络、异乡好居、51进口车等细分领域营销平台，扩大数字营销的变现出口，同时能够在数字营销服务收入之外，获得新兴产业增长红利；并通过并购微创时代布局移动端营销代理入口。另一方面并购万圣伟业深挖流量导入，扩展媒体端价值。

图表 23: 深耕垂直细分领域和流量经营



资料来源: 光大证券研究所

公司在互联网各细分领域所收购的公司领头羊, 且一个领域仅收购一家, 彼此业务不同但客户和媒体资源存在协同, 因此直接增强整体的综合竞争力。

图表 24: 利欧数字营销变现出口拓展布局

并购标的	详细信息
碧橙网络	2015年5月, 利欧以人民币4千万元投资碧橙网络, 投后股权占比27%。碧橙网络是国内领先的品牌电商服务商, 在母婴、汽车用品、家电、健康四大行业电商领域建立了先发优势, 并且在跨境电商、移动电商应用、市场数据挖掘等方面有丰富的技术积累。投资碧橙网络, 不仅获得了数字营销中重要的销售数据和消费者数据返回端口, 更可在业务层面与集团进行深度整合。
益家互动	2015年6月, 利欧与益家互动签署投资意向书, 投后股权占比13.79%。益家互动是国内领先的智能大屏数字营销服务商。作为中国互联网电视入口的探索者, 拥有对智能大屏终端用户数据收集、分析和监测的领先技术。利欧通过本次投资, 谋求实现PC互联网入口、移动互联网入口和智能电视入口的三屏合一、多屏互动战略布局, 为广告主提供多元化的数字营销服务。
异乡好居	2015年7月, 利欧增资异乡好居, 增资后股权占比10%。异乡好居由前新东方集团华北区总裁印建坤先生创立。异乡好居致力于留学产业链上下游业务和资源的整合, 搭建一套完整的互联网留学生态系统, 做留学领域的“天猫”。本次增资由利欧股份、东方卓永(新东方旗下投资机构)、众信旅游共同实施, 旨在实现出境消费、出境金融的精准营销领域提前布局、占得先机。
51进口车	2015年10月, 利欧增资亿嘉轮, 增资后股权占比5%。亿嘉轮打造的51进口车是国内领先的进口车垂直电商平台。平台以51海外物流中心为采购中心, 在宁波梅山保税港区建立国内口岸展示中心, 以口岸直销电商模式为国内消费者带来高性价比的进口车。利欧通过战略投资亿嘉轮, 为51进口车电商平台提供互联网流量和技术支持, 提供品牌推广策略, 拓宽传播路径, 共同打造全球采购、电商直销、完善服务的进口车电商新模式。
热源网络	2015年12月, 利欧股份以股权转让与增资相结合的方式投资北京热源, 投后股权占比20%。热源网络是国内较早专注于医疗行业的数字营销服务机构, 2012年自主开发并上线的“医广在线平台”, 致力于为医疗行业广告主与互联网媒体搭建一座互联互通的桥梁。平台已累计向数字媒体引入近千家医疗客户, 服务近三百家网络广告媒体。利欧通过战略投资热源网络, 介入泛医疗、泛健康这一垂直领域, 提升长尾流量的利用效率, 并能够持续贡献并受益于整个医疗行业大发展。
车和家	2016年5月, 公司以3.5亿元增资车和家, 完成后持股11.75%。车和家定位城市智能交通服务商, 采用互联网账号入口构建车联网系统, 为车辆用户提供娱乐和智能化体验。另外公司正在研发两款智能化家用电动汽车, 将分别于2017年和2018年面世, 其配套整车工厂已经开工建设, 电池组厂房也将于2016年投入使用。
上海西翠	2016年7月, 公司出资1538万元增资上海西翠, 持股20.00%。上海西翠主要从事长途客运站取票机商业化运营业务, 整合长途客运站内的广告投放流量资源, 并对接其大股东携程(交易后持股58.50%)的旅游资源为用户在客运站特殊场景下提供配套服务。
悦途网络	2016年9月, 公司公告拟出资2700万元增资悦途网络, 完成后持股9.00%。悦途网络主要针对个人用户以航空和高铁(尤其是高铁)出行提供车站基础信息指引服务以及代取票、快捷通道、贵宾厅休息等增值服务, 将线上和线下服务结合打造综合出行服务平台, 是继上海西翠之后公司布局的又一优质的出行流量入口。另外悦途网络还为企业客户提供车站贵宾厅全流程定制冠名服务。

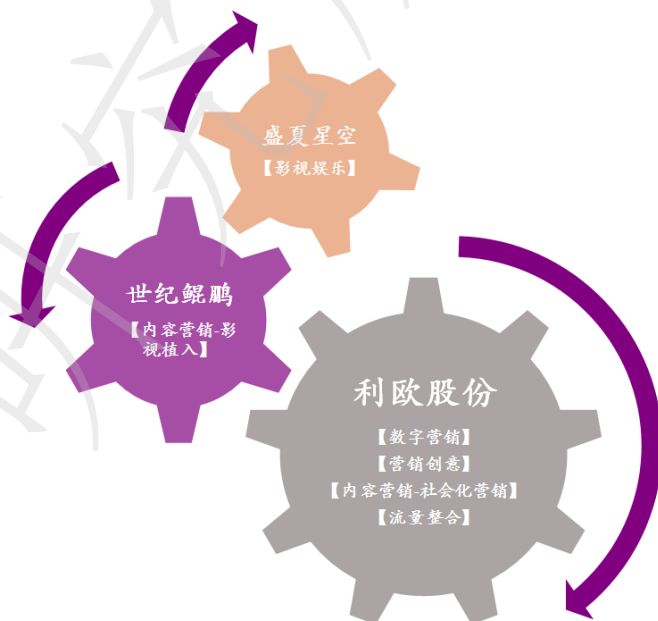
数据来源: 公司公告、光大证券研究所

◆ 第三阶段：业务延伸至内容营销及内容生产

2016年起,利欧从参股主业为影视植入的世纪鲲鹏开始涉足内容产业,公司原收购标的强大的创意策划能力与影视植入业务存在天然协同作用,可以为客户提供以植入为先导,网络创意传播与社会化营销为终端的“一站式”娱乐营销。

同时,公司以影视植入为切入点,向上游布局盛夏星空等内容生产端(即影视植入产业链的上游媒体端),设立利欧元力影业、心映动画和利悦影业,把控内容营销产业链核心竞争力、反哺公司影视植入业务,并享受内容产业高成长空间。

图表 25：利欧营销+利欧互娱协同发展



资料来源：光大证券研究所

公司原有强大的创意策划能力与影视植入业务存在天然协同作用。我们认为公司以影视植入为入口切入互娱板块,很好地利用了公司原有的营销、策划、创意优势,与世纪鲲鹏专业的影视剧植入能力和多点布局的内容生产业务结合,可以为客户提供以植入为先导,网络创意传播与社会化营销为终端的“一站式”娱乐营销。未来有望打造一个与数字影响板块规模匹敌的互动娱乐板块,进一步打开公司成长空间。

影视植入与内容生产结合紧密,把控内容源头反哺植入业务。一方面,影视植入作为内容营销的一种,其本身原生于影视剧、社交话题中(影视剧内容、社交内容就是内容营销中的广告媒介),内容的创造与制作与广告的植入密不可分,是内容与媒介的合二为一;而影视植入也往往存在于制作阶段,天然与内容生产结合。另一方面,影视内容相当于影视植入广告产业链的媒体端,是内容植入营销的核心竞争力所在。公司涉入内容制作业务作为内容营销产业链上游媒体端,反哺公司内容营销业务良性循环。

3.1、整合营销：优势互补，牢牢把控龙头地位

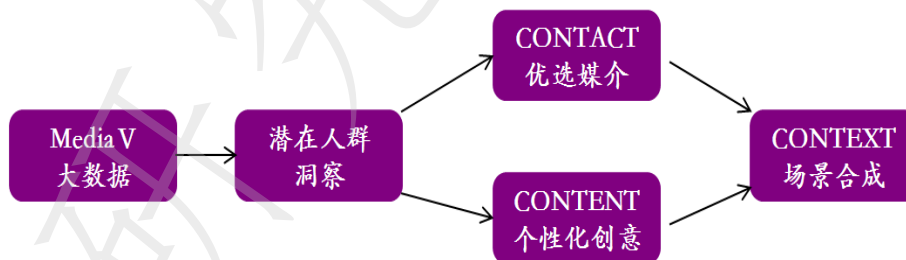
3.1.1、漫酷、氩氩、琥珀业务领域各有侧重

三大原始盟员公司漫酷、氩氩、琥珀业务领域各有侧重，奠定其整合数字营销的地位。漫酷是互联网媒体策略和购买大数据的电商，客户资源丰富、技术实力强，能够实现广告精准投放。琥珀传播拥有出色的营销策划和创意实力，氩氩的 O2O 营销创意和社会化营销服务经验丰富。

◆ 漫酷偏重大数据支持和数字营销技术

漫酷广告有限公司主要以其全资子公司 Media V 为平台开展业务。聚胜万合多年来积累的丰厚的消费者大数据，为品牌广告主数字媒体（包括互联网、移动互联网、智能电视）投放提供整合营销服务及数据支持。

图表 26：聚胜万合数字媒介投放体系

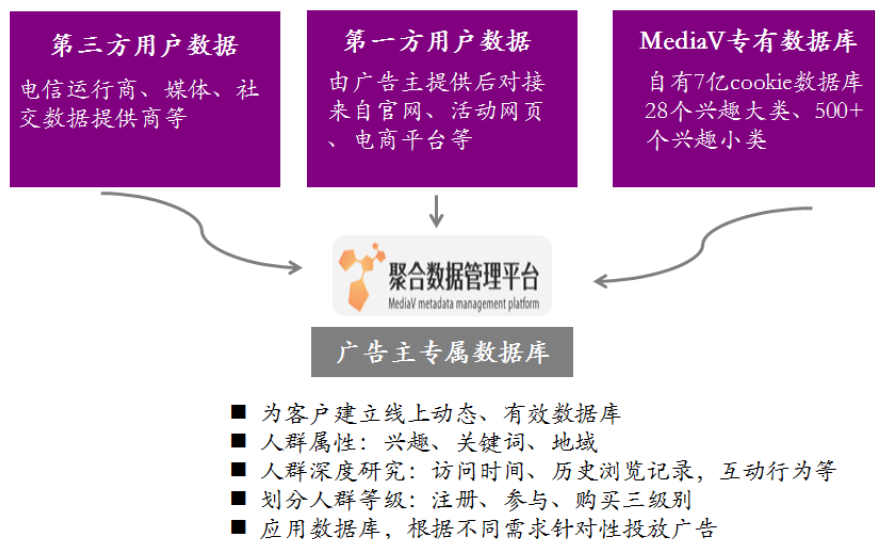


资料来源：公司官网

1、海量数据优化数字媒介投放效果

聚胜万合旗下“聚合数据”是海量消费者互联网、移动互联网行为数据库，并拥有消费者行为商业智能（BI）分析技术，能够全面支持利欧各个并购标的公司的广告投放业务，提高公司针对品牌广告主全面整合营销的效果。目前聚合数据管理平台已拥有超过 2022 个广告主客户。

图表 27：聚合数据管理平台的数据来源及 BI 计算



资料来源：光大证券研究所

2、专注数字媒体的技术公司，支持 RTB、PDB、PMP

集中数字媒体多屏多渠道投放资源，提供对接程序化精准营销的广告交易平台。公司开发的 AdGenius 是服务于广告主的程序化营销交易平台，直接对接多家 DSP、Ad Network、媒体包段资源、其他私有优质资源，覆盖展示广告、视频贴片、原生广告、富媒体广告等多种广告形式，并支持 RTB、PDB、PMP，能够满足广告主全数字媒体投放的要求。

3、丰富的客户资源、优质的媒体资源

深耕数字营销行业多年，聚胜万合积累了丰富的客户资源，主要覆盖电商、汽车、消费品；其中中国前 50 大电商的 70%，京东、易迅、唯品会、1 号店等均是 Media V 的客户。媒体资源覆盖百度、腾讯、新浪、搜狐、网易等所有知名网络媒体。

图表 28：聚胜万合主要的整合营销客户

SIEMENS	昆仑山 天然雪山矿泉水	PHILIPS	小天鹅	UNI QLO	THE NORTH FACE	Abbott A Promise for Life	999 三九医药
恒大冰泉	立白	Coolpad 酷派	CHRYSLER	HAMA	BYD 比亚迪汽车	FIAT 广汽菲亚特	华晨汽车
ORLANDO BOMB 海澜之家	CF 英孚教育 English First	gb 好孩子	ROBAM 老板	中国移动通信 CHINA MOBILE	中国电信 CHINA TELECOM	HUAWEI	lenovo
LOTTE 乐天*	L'ORÉAL PARIS	EAU THERMALE Avène	招商银行 CHINA MERCHANTS BANK	HYUNDAI	BUICK*	Cadillac	MAZDA
众泰汽车 ZOTYE AUTO	Ford Go Further	Nike	中国平安 PING AN	Höegaarden	P&G	SUPOR 苏泊尔	天猫 Tmall.com

资料来源：公司官网

◆ 氩氩侧重社会化营销

氩氩业务包括创意服务和社会化营销两方面，公司整合营销中侧重社会化营销。氩氩主要业务是为客户提供营销创意内容服务，包括创意策略服务、创意内容制作服务和社会化营销服务。

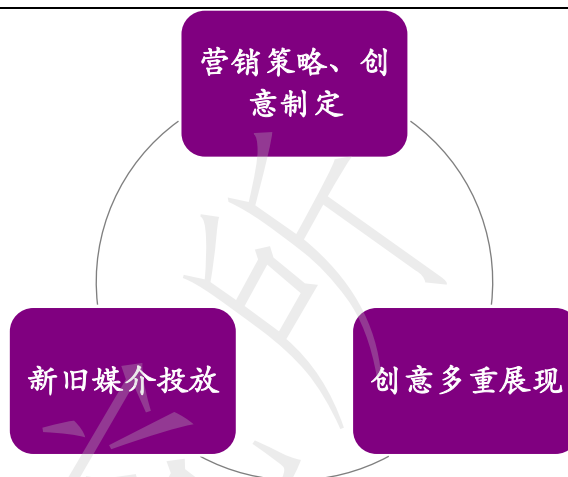
图表 29：氩氩主营业务一览

创意策略、创意制作服务	社会化营销																								
<p>该业务方面公司在服饰、时尚、汽车、快消等领域积累了丰富的客户资源，与各个行业的高端品牌（如，米其林、丝芙兰、沃尔玛、莱珀妮、雅培、耐克、荷氏等）建立了良好的长期合作关系</p>  <p>案例：娇韵诗“寻找V女郎”创意推广活动</p>	<p>旗下全资子公司上海沃动主要为客户提供社会化营销服务。</p> <p>业务模式为：上海氩氩接受客户委托，代为维护其官方微信、微博、博客等社会化媒体账户，根据客户需求制作并发布创意内容，激发与“粉丝”、“大V”等网友之间富含创意的互动，树立积极的品牌形象。</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>客户</th> <th>微博地址</th> <th>微信 ID</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>强生婴儿</td> <td>http://weibo.com/p/1006062505935841</td> <td>imomcommunity</td> </tr> <tr> <td>露得清</td> <td>http://weibo.com/neutrogena</td> <td>露得清</td> </tr> <tr> <td>大宝</td> <td>http://weibo.com/dabaohuodong</td> <td>dabaoskincare</td> </tr> <tr> <td>The North Face</td> <td>http://weibo.com/thenorthface</td> <td>tnfchina</td> </tr> <tr> <td>Timberland</td> <td>http://weibo.com/timberlandchina</td> <td>TimberlandChina</td> </tr> <tr> <td>PUMA</td> <td>http://weibo.com/pumablog</td> <td>PUMA</td> </tr> <tr> <td>crocs</td> <td>http://weibo.com/crocs001</td> <td>welovecrocs</td> </tr> </tbody> </table>	客户	微博地址	微信 ID	强生婴儿	http://weibo.com/p/1006062505935841	imomcommunity	露得清	http://weibo.com/neutrogena	露得清	大宝	http://weibo.com/dabaohuodong	dabaoskincare	The North Face	http://weibo.com/thenorthface	tnfchina	Timberland	http://weibo.com/timberlandchina	TimberlandChina	PUMA	http://weibo.com/pumablog	PUMA	crocs	http://weibo.com/crocs001	welovecrocs
客户	微博地址	微信 ID																							
强生婴儿	http://weibo.com/p/1006062505935841	imomcommunity																							
露得清	http://weibo.com/neutrogena	露得清																							
大宝	http://weibo.com/dabaohuodong	dabaoskincare																							
The North Face	http://weibo.com/thenorthface	tnfchina																							
Timberland	http://weibo.com/timberlandchina	TimberlandChina																							
PUMA	http://weibo.com/pumablog	PUMA																							
crocs	http://weibo.com/crocs001	welovecrocs																							

资料来源：公司公告，光大证券研究所

◆ 琥珀侧重营销创意、营销策略制定

图表 30：琥珀传播业务三个层次



资料来源：光大证券研究所

琥珀业务主要在营销策略与创意制定、新旧媒体投放及创意内容多重展现，在公司整合营销中侧重营销策略与创意能力的发挥。

图表 31：琥珀主营业务一览

营销策略与创意制定	媒介投放	创意内容多重展现
包括整体营销策略制订、创意内容制作与执行、社会化营销、媒介投放与效果监测等所有环节的营销服务。	利用不同媒体的特性，采用跨媒体平台的投放方式，代理投放新旧媒体。	除通常使用的网络广告片、电视广告片外，还包括针对社交网站和社交媒体（微信、微博）制作的视频、微电影、互动游戏，以及用于线上活动的网络剧，用于线下活动的舞台剧等多样化的展现方式。

资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所

图表 32：琥珀为春晚提供创意支持



资料来源：公司官网

三家实力公司聚合了从营销策略制定，到创意策划，再到数字营销和社会化营销服务，“一点多能”整合营销地位奠定。

3.1.2、整合营销实力强大，深度挖掘客户价值

公司是整合营销龙头公司，全方位的服务助于客户价值深度挖掘。整合营销主要针对品牌类广告主（大广告主），目的在于提高品牌曝光和品牌价值的提升，是以广告主为核心的全面营销服务。聚胜万合基于数据的数字整

合营销能力与整合营销策略能力，与琥珀传播营销创意能力、氩氩的社会化营销经验结合，形成跨媒体整合营销一条链服务。公司整合营销生态的形成极大助于客户粘性提升和品牌客户价值的深度挖掘，2016年利欧整合营销能力跻身进入TOP3。

◆ 品牌客户价值深度挖掘案例

——公司旗下子公司琥珀、漫酷、氩氩共同为西门子提供全案服务

例如漫酷重要的实体经济品牌西门子。此前，漫酷为数字投放和精准营销服务；在琥珀、氩氩进入营销体系后，除漫酷服务的数字媒体的整合投放外，包括西门子整个的数字创意、社会化营销、创意营销均由利欧股份服务。

图表 33：利欧西门子整合营销案例



资料来源：光大证券研究所

利欧作为整合一个平台，在沟通上能够内部消化掉客户给到的简报和修改建议，集团各个分部门完成与客户的无缝对接，实现了整合营销服务的效率及效果的提升。

3.2、数字营销：全方位的媒介代理，协同效应明显

3.2.1、数字营销媒介资源协同、互补

◆ “大媒体”资源互补

媒体资源是互联网广告主要的投放传播平台，也是互联网用户接触信息和广告的窗口。全媒体资源覆盖的业务布局，有利于发挥协同效应交叉销售提升客户的服务深度和广度，强化与数字媒体的合作关系，并降低媒介采购和运营成本，提升经营效率。

利欧收购项目整合的大媒体资源包括：

1) 互联网端超级媒体（Media V 服务新浪等门户、视频类、电商类大型网站）、搜索引擎（微创时代提供搜索引擎营销服务）；2) 移动互联网端超级媒体（氩氩服务覆盖微博、微信等大型社交媒体）、移动搜索和分发（微创时代覆盖的移动 APP）；3) 智能电视媒体（秀视智能覆盖的智能电视端）等。

漫酷、微创时代、氩氩、万圣伟业等并购标的在媒体资源方面各有侧重，互补性明显。

图表 34：利欧股份全方位的媒体资源



资料来源：公司公告、光大证券研究所

◆ 万圣伟业补充“小媒体”入口

长尾流量巨大，流量整合业务具空间。无论互联网还是移动互联网中，长尾流量仍有很大的占比，大型媒体亲自对上游巨大而零散的流量进行整合的难度较大，进而涌现一类平台类公司，整合小媒体的流量资源。万圣伟业是一家数字媒体流量整合巨头。

公司通过对万圣伟业的整合，1) 使整个集团数字营销的媒体资源扩展至大量长尾小媒体；2) 万圣伟业也可以依托集团的资源，提高单位流量的价值。

图表 35：万圣伟业主营业务一览

PC 端流量整合	移动端流量整合
<p>1、为特定网站导入 百度、360、2345 等是该业务的主要客户</p>	<p>1、移动 APP 的推广业务 (APP 是大媒体角色)</p>
<p>2、网站资源包断 百度、谷歌、淘宝、搜狗等大型网络联盟是该业务主要客户；同时，万圣伟业也利用买断的广告位资源经营直客业务，即将广告位出售给万圣伟业直接代理的品牌广告主</p> <p>注：上图红框处为万圣伟业买断的某网站广告位通过百度网络联盟（红框右下角有百度的商标）获得了美国著名运动品牌的广告投放</p>	<p>2、推广搜索类 APP 后的持续性收益</p> <p>例如，由万圣推广下载了“好搜”，后“美团”在“好搜”投放的移动搜索广告，“美团”需要为该次点击向 360 付费，那么 360 就要按合同将该广告收入与万圣伟业分成</p>

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

我们认为，公司布局的七家数字营销公司媒体资源各有侧重互补性明显，媒体资源的整合将促进公司业务形成良性循环，加速流量价值变现。

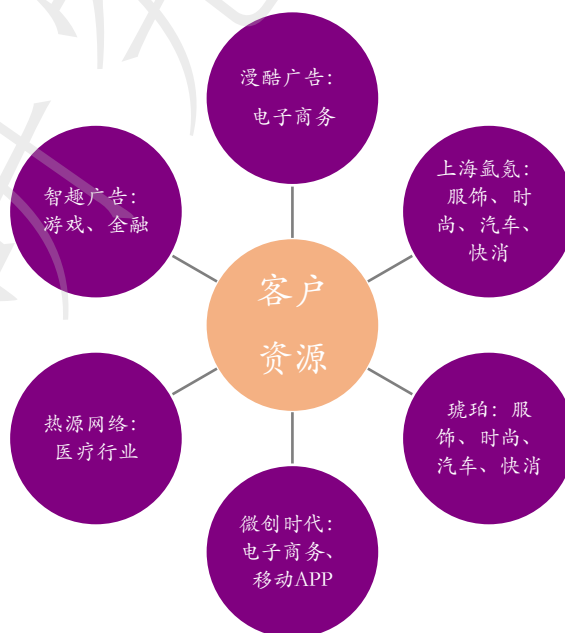
3.2.2、客户资源深耕各个细分领域

媒介代理公司客户资源各具优势领域。利欧数字主要收入来自媒介代理业务，即代理广告主购买数字广告位的第三方服务业务。通常媒介代理公司拥有自身的优势领域，例如漫酷是国内最大的电商数字营销代理商等等。利欧股份通过收购各个广告主细分领域的龙头公司，充分整合广告主客户资源。

公司并购（参股）标的整合的垂直细分领域客户资源包括：

1) 漫酷广告主要为电子商务类客户服务，2) 上海氩氩和琥珀传播主要为服饰、时尚、汽车、快消等领域客户服务，3) 万圣伟业主要为百度、360、淘宝等互联网媒体服务，4) 微创时代主要为电子商务、网络服务类客户服务，5) 热源网络专注于国内医疗行业的数字营销服务，6) 智趣广告主要为游戏、金融等行业客户提供媒体资源整合与投放服务。

图表 36：利欧并购标的客户资源的垂直细分领域布局



资料来源：光大证券研究所

客户资源整合提高媒介代理业务效率和盈利能力。一方面，客户资源的整合能够为公司整合营销带来新的广告主，**增厚公司整合营销市场规模**。另一方面，我们在行业部分强调，媒介代理作为一种中介服务，两端（客户和媒体）的资源整合能力至关重要，公司**通过深耕各个细分领域媒介代理业务，丰厚的客户资源能够有效提高媒介采购的议价能力，降低资源采购成本和运营成本，公司业务形成良性循环。**

3.2.3、业务向高成长的移动端迁移

◆ 布局移动 APP 广告代理商，移动端业务不断提升

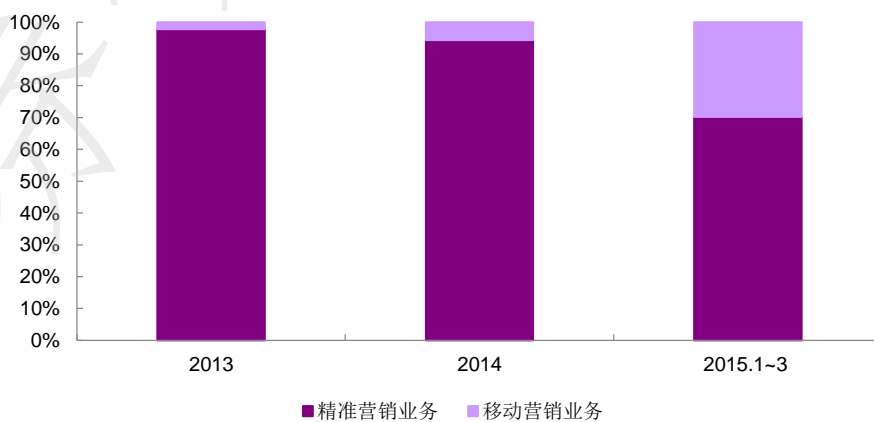
2015 年 12 月，利欧以 8.4 亿元全资收购精准营销和移动营销服务商微创时代 (Miage)。微创时代业务分为移动营销代理和精准营销代理两部分。移动营销代理主要是代理移动 APP 对接移动应用市场资源。截至 2015.3 微创时代移动代理业务营收占比已提升至 30%。

图表 37: 微创时代主营业务一览

移动营销代理	精准营销代理
<p>代理广告主在移动互联网各终端投放广告。</p> <p>移动应用市场资源包括 360 手机助手、百度手机助手、腾讯应用宝、小米应用商店等，移动浏览器及 WAP 站资源包括 360 移动浏览器、360 好搜、百度搜索、神马搜索等，移动精准投放平台资源包括聚效 DSP 平台、腾讯广点通平台、人人 DSP 平台等。</p> 	<p>1) 搜索精准营销 (包括移动和 PC)</p> <p>用户搜索特定关键词时, 根据词汇匹配程度定向投放</p> <p>2) 其他精准营销 (包括移动和 PC)</p> <p>通过导航网站“发现你喜欢”专栏、广点通、DSP 等媒介投放平台为广告主投放广告。而这些广告投放平台实现了从购买媒体到购买受众的精准营销模式</p> 

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图表 38: 移动营销业务占比逐步提升

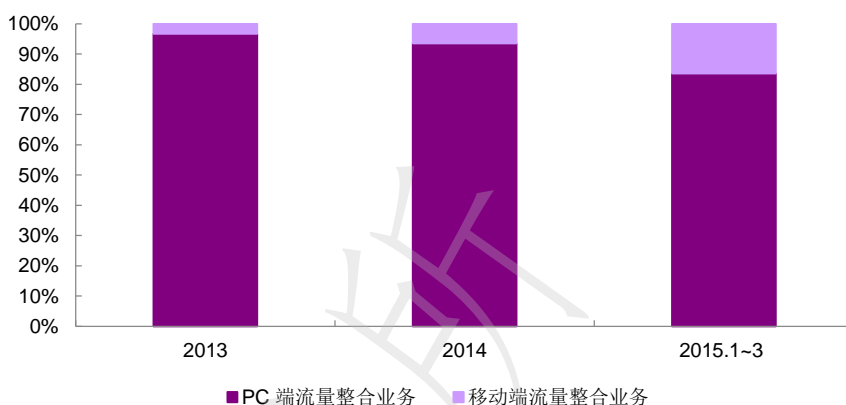


资料来源: 公司公告

◆ 万圣伟业移动端流量整合业务占比持续提升

2013-16 年万圣伟业移动端流量整合业务占比不断提升, 2016 年移动端流量整合业务已突破性地达到 PC 端流量整合业务的 3.2 倍, 收入规模达到 6.5 亿。

图表 39：移动端流量整合业务收入持续上升



资料来源：公司公告

借助微创时代和万圣伟业,真正将移动端和 PC 端数字营销产业链打通,并积极向高成长性的移动营销业务转型。

3.3、战略升级，进军内容

2016 年公司开始布局互动娱乐版块,先后投资盛夏星空、世纪鲲鹏,并设立成立利欧元力、利欧心动进行体外培育。

图表 40：利欧内容业务重要布局及详解

并购标的	详细信息
世纪鲲鹏	<ul style="list-style-type: none"> 利欧股份 2016 年 1 月 30 日公告拟投资世纪鲲鹏事项。8 月 23 日,公司公告标的公司完成业务重组,已满足投资先决条件,公司以 8437.5 万元受让世纪鲲鹏部分股权并增资,完成后持股 15.00%。 津世纪鲲鹏是一家专业的影视植入营销全案服务商,为客户提供专业的一站式植入营销服务,是影视植入行业龙头之一,业内预计 2016 年净利润有望达到 4500 万元。目前世纪鲲鹏传媒业务范围已涉及影视植入、影视投资与制作、影视整合营销、艺人经纪多个领域。
盛夏星空	<ul style="list-style-type: none"> 利欧股份 2016 年 1 月 30 日公告以 5333.33 万元增资盛夏星空,完成后持股 10.00%,7 月 7 日,公司再次以 9500.00 万元对标的进行增资,完成后合计持股 20.00%。 已投资的项目包括电视剧《骄阳似我》、《长歌行》、《淘婚记》以及电影《将错就错》、《夏有乔木雅望天堂》等;储备优质 IP 资源,包括玄幻爱情题材作品《长生引》、金庸名著《神雕侠侣》等。
心动映画	<ul style="list-style-type: none"> 心动映画于 2016 年 2 月成立,其主要业务为储备、开发 IP 资源并将其内容衍生至影视、动漫、网剧等多个领域进行衍生开发,实现“1+N”的业务模式。 利欧心动映画的创始团队在影视制作和整合行业资源方面都有着丰富的从业经验。总经理陈璐沂从事影视行业十年,分别在上影集团、克顿传媒、嘉图传媒等国内大型影视集团担任要职,擅长整合行业核心资源。副总经理袁国俊深耕影视综艺行业十多年,早年在 SMG 文广集团综艺部及东方卫视担任编导及现场导演,后从事独立制作人工作。创始团队先后参与电影《蓝莓之夜》、《梅兰芳》、《画皮》;电视剧《锦绣缘》、《隐婚男女》,以及《我型我秀》、《加油好男儿》等大型综艺节目的制作,积累了丰富的影视剧制作经验和影视资源。
元力影业	<ul style="list-style-type: none"> 元力影业成立于 2016 年 2 月,由前游族影业副总裁杨璐担任公司总裁,主要面向青少年群体从事 IP 开发和影视剧制作业务。 杨璐在游族影业任职期间,曾出任科幻巨作《三体》总策划,推动电影《三体》如期开拍,成功提升《三体》的知名度,并通过陆续推出《三体》话剧、电视剧、社区等构建《三体》大 IP 战略。目前元力影业即将启动一超级青少年科幻 IP,公司将投入 20 亿资金,进行孵化,打造贯通影视剧、游戏、实景体验、VR、产品授权等娱乐全产业链的国际级品牌。

数据来源：公司公告、光大证券研究所

利欧股份在数字产业的布局已经清晰可见：

利欧数字：整合大数据、策略创意、社交媒体、流量运营、移动营销等业务品类,扩大数字营销业务规模,持续提升竞争能力,巩固数字营销行业龙头企业的市场地位。

利欧互娱：加速进入以影视娱乐开发为主体的大娱乐产业，协助集团扩大数字板块的业务边界，以差异化竞争策略构建独特的业务模式，持续扩大业务规模，将公司打造为国内领先的互动娱乐集团。

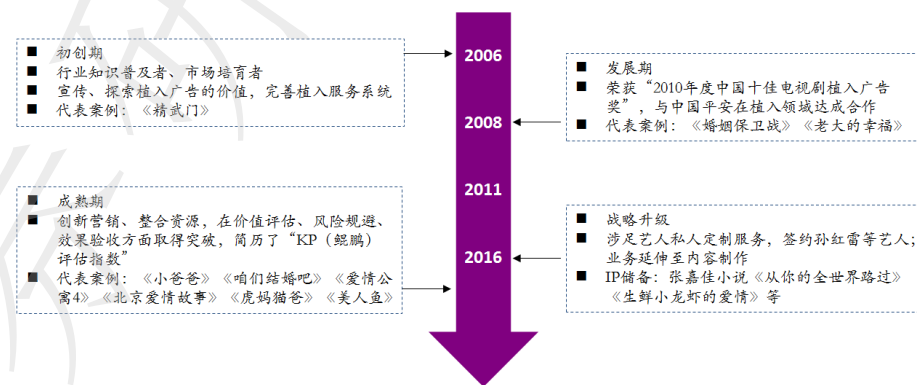
我们判断，利欧股份将通过将其数字营销板块的创意、流量整合、精准投放能力及广告资源，与世纪鲲鹏专业的影视剧植入能力和多点布局的内容生产业务结合，未来有望打造一个与数字影响板块规模匹敌的互动娱乐板块。

3.3.1、世纪鲲鹏：影视植入业界领先，向上游布局内容制作

世纪鲲鹏是国内首家影视植入营销方案服务商，为客户提供一站式植入营销服务，包括媒体资源管理、商务创意策划、品牌营销顾问和植入制片执行等服务。2006 年成立以来，世纪鲲鹏已整合全国 700 余家优质内容制作方，拥有 100 多个知名品牌服务客户，并多次获得金投赏、艾菲奖等行业广告大奖。代表植入案例包括：《一仆二主》《我们结婚吧》《美人鱼》《速度与激情 8》等。

2015 年来公司已快速整合并升级为集植入广告、艺人经纪、影视投资等多项业务并行互通的综合性娱乐内容营销服务机构。

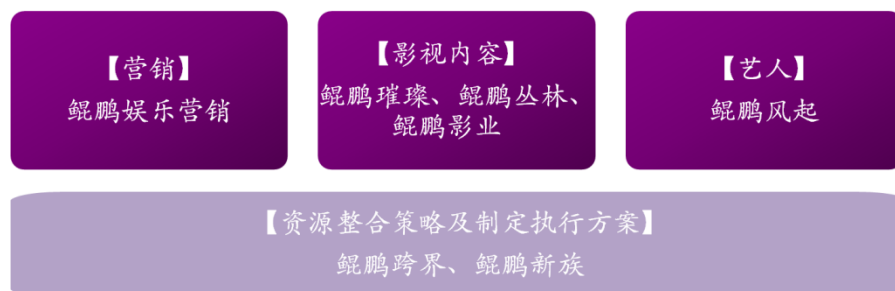
图表 41：世纪鲲鹏发展历程



资料来源：光大证券研究所整理

鲲鹏现有的娱乐营销平台已经涵盖了营销、影视内容（影视剧+综艺）、艺人三大板块业务板块。

图表 42：世纪鲲鹏业务体系



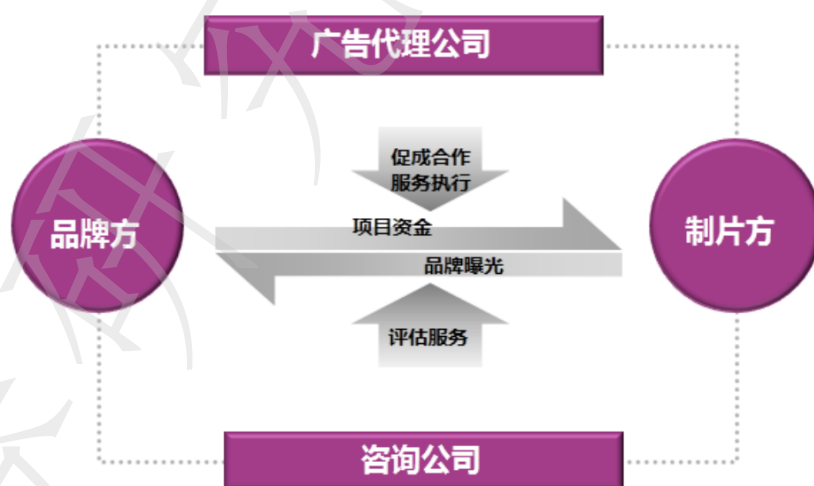
资料来源：光大证券研究所

◆ 植入业务先发优势明显，业务不断升级

世纪鲲鹏业内先发优势明显。世纪鲲鹏深耕影视植入行业 11 年，整合全国 700 余家优质内容制作方，拥有 100 多个知名品牌服务客户，植入案例包括：《一仆二主》《我们结婚吧》《美人鱼》《速度与激情 8》等著名影视剧。2014 年，成为电视剧植入广告领域综合收视率及网络点击量全国第一，并在 2015 年实现了操作电影项目票房累计突破 80 亿的佳绩。

影视植入通电在于项目与资金匹配间的交易成本。影视内容广告植入业务的客户与服务机构之间通常存在较大的交易成本，通常是植入需求的品牌商通过服务商找到合适的内容商项目，或是服务商与建立密切联系的内容商处拿到项目，再寻找品牌商拿到广告预算。由于合适项目和资金预算的资源调配都需要一定的流程，传统影视植入公司的中介作用发挥不完全。

图表 43：影视植入业务产业链



资料来源：艺恩

针对影视植入业务痛点，世纪鲲鹏优势在于两个方面：

1、对项目、资金间的衔接效用提高

项目获取方面：与 700 余家内容商建立合作关系；

预算资金方面：以自有资金设立 2 亿元，对优质植入项目直接自有资金采购，再分发给品牌商，充分把握优质项目机会。另外与客户达成战略合作协议，客户将每年的植入预算提前放入世纪鲲鹏账号中，由世纪鲲鹏将这些预算最大化的利用，这样的“一揽子计划”服务大大提升影视支出产业链运转的效率。

2、项目执行透明化、低风险

世纪鲲鹏推出植入宝和鲲鹏商城。植入宝类似于娱乐宝的保险体系，品牌商购买后如果因世纪鲲鹏方面导致服务不好，可以要求全额退款；鲲鹏商城透明化地将每一个合作项目的进展呈现在网络，合作信息公开化和透明化。

鲲鹏植入营销新模式的提升大大提高客户粘性，并与内容商合作加深，利于公司在影视植入行业的地位稳固和长足发展。

◆ 艺人私人定制服务

基于鲲鹏多年来的影视内容营销能力，公司推出艺人私人定制服务，主要服务艺人的商务形象树立和危机公关。目前已签约第一位一线明星孙红雷，以及孔垂楠、晏紫东、蒋梓乐、卢卓（小灿）在内的 10 个自有艺人，预计 2017 年该业务规模会继续扩大。

◆ 从娱乐营销到内容生产，世纪鲲鹏全面升级

世纪鲲鹏在原营销业务不断升级的基础上，积极向影视植入营销的上游——内容制作产业布局，已布局以影视投资为主的鲲鹏影业、与《爱情公寓》编剧曹小林合资成立的以 IP 孵化为主的灵感丛林和内容制作及艺人培养为主的鲲鹏璀璨。

图表 44：鲲鹏内容生产布局

鲲鹏影业	灵感丛林	鲲鹏璀璨
■ IP 储备	■ 开发中	■ 已出品
《从你的全世界路过》之《生鲜小龙虾的爱情》（张嘉佳）	《人间大炮》（日本电视剧改编）	网络大电影《类似爱情 2 只有我知》
		■ 开发中
		《识汝不识丁》《愉此一生》《阴司守门人》《朽木皆栋梁》等

资料来源：艺恩网

世纪鲲鹏已完成从上游内容制作到植入广告再到后端整合营销的全面布局，已形成了覆盖上游、中游、下游的全娱乐营销全产业链。以《识汝不识丁》为例，从剧本和内容制作，到主演艺人，到植入广告（百万级招商），再到后期新媒体营销均由公司内部分工完成，形成了完整闭环。

3.3.2、盛夏星空：行业资源丰富、运营实力强

盛夏星空成立于 2008 年，是一家新锐文化娱乐公司，定位于年轻观众。业务范围涵盖影视剧投资、制作和艺人经纪等领域。

2013 年以来，通过吸纳知名导演等人才的加入并不断提升影视团队的专业水平，挖掘稀缺的明星资源并扩大签约艺人队伍，研发及储备具有潜在市场影响力的 IP 资源，公司的影视业务和艺人经纪业务得到迅速、协同的发展。

◆ 行业资源、影视制作团队完善

1、同时拥有多位签约导演、签约制作人和签约演员

公司旗下艺人包括田亮一家、马天宇、陈德容、胡静、翁虹等，公司大力挖掘并培养新生代偶像艺人，为其量身制作符合当下主流观众品味的角色并加大投资力度，深入青少年娱乐消费市场。旗下战略合作导演包括林峰、香港著名导演钱永强和内地新锐导演杨永春等。

2、著名艺人林心如为公司合作艺人

公司与林心如保持良好合作关系，公司参投电视剧《秀丽江山长歌行》就是由公司合作艺人林心如和公司签约艺人马天宇共同主演，未来公司与著名艺人林心如的后续合作影片值得期待。

3、管理层业内资源深厚，项目经验丰富

图表 45：高管班底业务能力资深

高管	职务	资历
穆小勇	盛夏星空董事、副总经理	<ul style="list-style-type: none"> 明星经纪经验：曾管理钟汉良、田亮、陆毅、伊能静、编剧于正等多名一线明星经纪事务； 影视项目经验：如电影《日照重庆》、《匹夫》电视剧《骄阳似我》、《铁嘴钢牙纪晓岚》等； 曾服务于欢瑞传媒、华谊兄弟、天宝华映、中乾隆德等
李志强	盛夏星空董事、副总经理	<ul style="list-style-type: none"> 影视项目经验：如电影《画皮》、电影《小时代》、电影《将错就错》、电影《天狐令》、电视剧《古剑奇谭》、电视剧《抓紧时间爱》等； 曾服务于麒麟影业、欢瑞传媒等
甘牧京	盛夏星空影视策划部总监	<ul style="list-style-type: none"> 曾任职于欢瑞世纪影视传媒股份有限公司电影事业部，担任总裁助理

资料来源：公司公告、光大证券研究所

◆ 依托于完善和成熟的发行营销体系，公司影视作品发行成功率高

盛夏星空长期与多家主流、高收视率的电视台有着稳定的合作关系，同时迎合了年轻观众的需求，与优酷、腾讯、爱奇艺、PPTV 等视频网络平台建立了业务合作关系。

图表 46：盛夏星空参投或协助发行的影视作品

名称	播映时间	播映信息	人员信息	备注
骄阳似我	2014 年 7 月	浙江卫视中国蓝剧场/优酷	王兵、杨永春共同执导；伊一、田亮、沈泰、常铖等主演	盛夏星空投资制作的电视剧，导演之一杨永春为公司签约导演，主演之一田亮为公司签约艺人
将错就错	2015 年 3 月	票房 3937.4 万	王宁编剧并执导；田亮、小沈阳、陈小春、熊黛林主演	盛夏星空制作、宣发的电影，主演之一田亮为公司签约艺人
缘来幸福	2016 年 4 月 2016 年 6 月	腾讯视频 VIP 独家/深圳卫视	林合隆执导；马天宇、邓家佳、陈伟霆、吕佳容、赵柯	盛夏星空投资的电视剧，主演之一马天宇为公司签约艺人
淘婚记	(未播出)	-	林合隆执导；刘涛，马天宇、王耀庆、吕佳容、李茂、郑罗茜主演	盛夏星空投资的电视剧，主演之一马天宇为公司签约艺人
夏有乔木	2016 年 8 月	票房 1.56 亿	赵真奎执导；吴亦凡、韩庚、卢杉、周元主演	盛夏星空投资影片，主演：吴亦凡、韩庚
秀丽江山长歌行	2016 年 7 月	江苏卫视幸福剧场/爱奇艺、腾讯、乐视	林峰、陈权执导；林心如担任艺术总监；林心如、袁弘、李佳航、王媛可主演	盛夏星空投资电视剧，公司签约导演林峰执导，主演之一马天宇为公司签约艺人，主演之一林心如为公司合作艺人

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

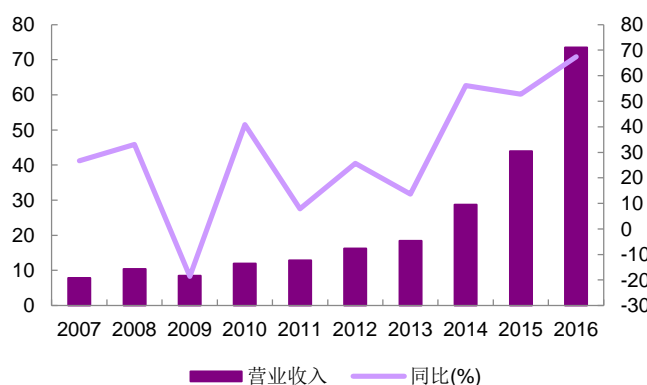
◆ 重视储备和开发娱乐 IP 资源

公司以新时代的主力消费人群为重点客户对象，针对娱乐内容的发展方向和合作艺术人的特点自主开发、合作开发或外购了一系列有潜在市场影响力的剧本、IP 等内容资源，例如：玄幻爱情题材《长生引》、金庸名著《神雕侠侣》、新魔幻题材偶像剧《三途魔志》、谍战题材《远东护卫队》、都市情感题材《疯狂的主妇》等，为公司未来影视制作业务的发展提供了坚实的基础。

4、协同效应强，2016 业绩保持高增长

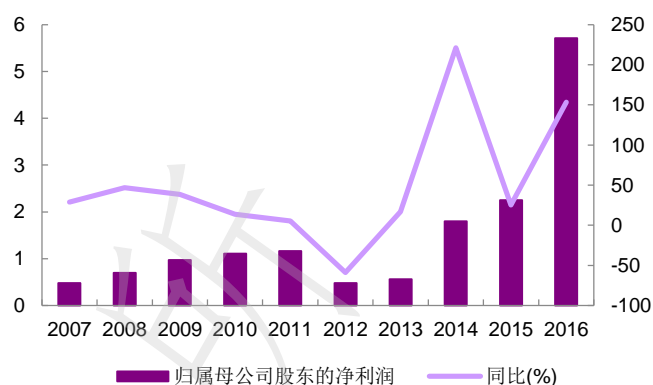
并表增厚利润，公司业绩保持较高增速。公司 2014 年业务转型以来，受益于优质并购标的并表，公司营收及净利润高速增长。2016 年，公司实现营收 73.54 亿元，同比增长 67.44%；实现归母净利润 5.71 亿元，同比增长高达 153.32%。

图表 47: 2007-2016 公司营收及增速 (亿元)



资料来源: WIND

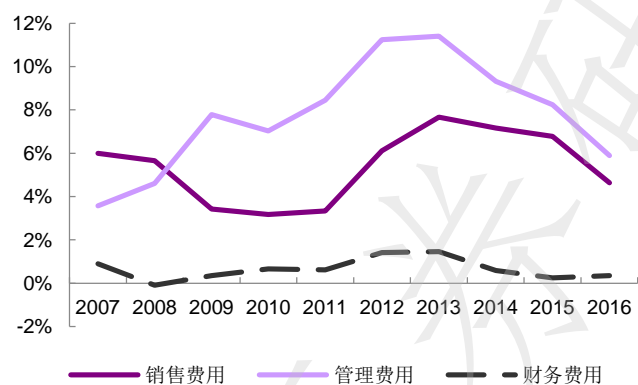
图表 48: 2007-2016 公司归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: WIND

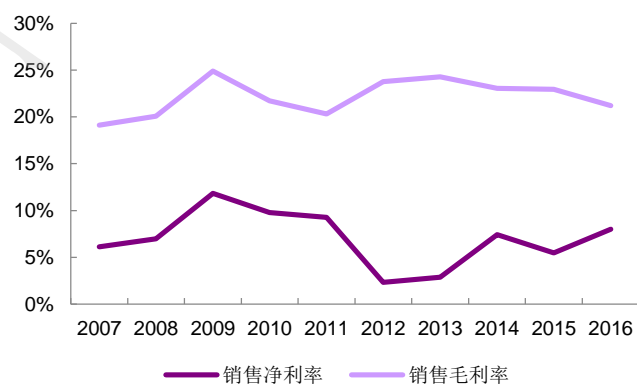
数字营销标的公司协同效应明显, 公司三费下降、盈利能力提升。2014 年公司转型数字营销行业以来, 销售费用率、管理费用率逐年下降, 特别是 2016 年公司销售费用率、管理费用率均大幅下降 2%, 可见公司数字营销业务整合效果明显。

图表 49: 2007-2016 公司三费费用率



资料来源: WIND

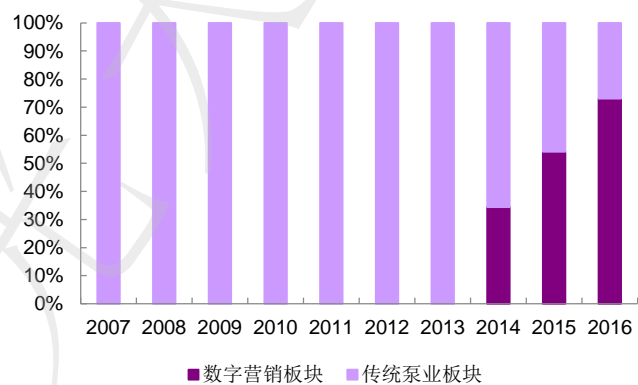
图表 50: 2007-2016 公司毛利率及净利率



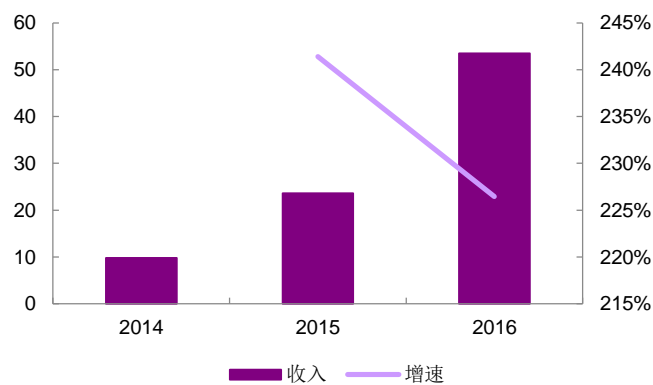
资料来源: WIND

2016 年数字营销占比快速提升至 73%, 2014-16 数字板块收入复合增速高达 134%。公司转型坚定, 充分布局数字媒介代理、精准营销、移动营销、流量整合、内容营销多业务板块优质标的, 2014-16 年三年来公司数字板块收入占比快速提升至 73%。

图表 51: 数字营销板块收入占比快速提升



图表 52: 数字营销板块收入及增速 (亿元)

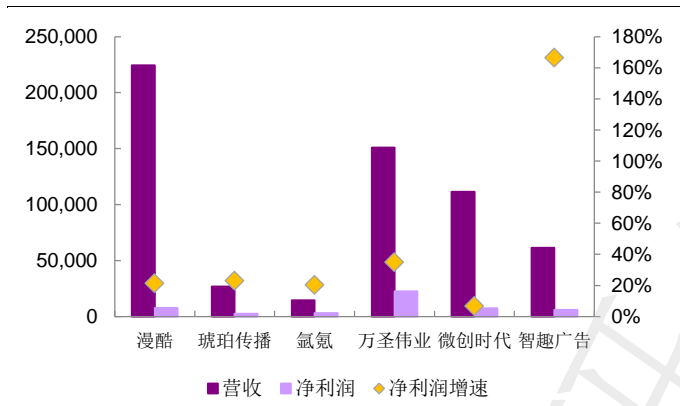


资料来源：WIND

资料来源：WIND

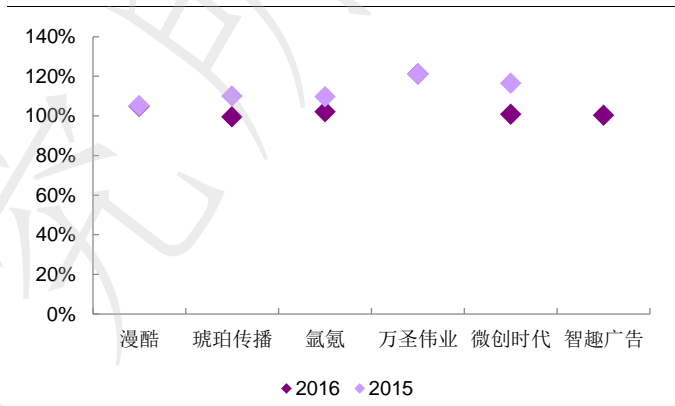
2016 年公司数字营销并购标的内生增长 21%，剔除限制性股票摊销成本，标的公司均超额完成对赌利润。2016 年共 6 家并购标的并表（其中智趣广告并表 4 个月，漫酷收购比例为 85%），6 家公司净利润合计 4.44 亿，同比内生增速为 21%，其中智趣广告业绩增速高达 166%。琥珀传播因 28.72 万元(税后)限制性股票摊销而未完成业绩承诺(业绩承诺差额 13.23 万元)，剔除该因素，公司并购标的均完成业绩承诺。

图表 53：2016 年并购标的的营收及净利润（元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 54：2015-16 年并购标的的对赌完成率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

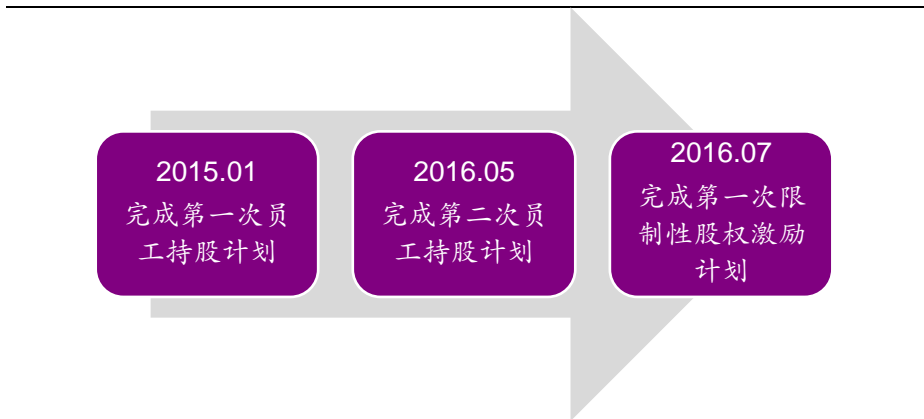
图表 55：利欧数字营销板块并购标的的备考净利润（万元）

并购标的	收购时间	交易价格 (亿)	比例	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
漫酷	2014	3.44	85%	2,689.06	5,025.32	6,303.00	7,300.00		
					87%	25%	16%		
琥珀传播	2014	1.95	100%	452.57	1,568.14	2,064.85	2,550.02		
					246%	32%	23%		
氩氩	2014	2.26	100%	101.97	1,874.75	2,547.77	3,065.00		
						36%	20%		
万圣伟业	2015	20.72	100%	-110	5,922.19	16,680.96	18,561.00	23,125.00	
						182%	11%	25%	
微创时代	2015	8.40	100%	980.81	2,427.84	6,798.02	7,200.00	9,360.00	
						148%	180%	20%	30%
智趣广告	2016	7.54	100%		184.95	2,184.43	5,800.00	7,540.00	9802
						1081%	166%	30%	30%

资料来源：公司公告；2016-18 年为承诺业绩

5、员工激励激发骨干内在潜能

图表 56：公司三次员工激励计划



资料来源：光大证券研究所

一方面整合数字营销产业是典型的知识密集型产业，现有优质人才对于营销策略、营销创意、植入内容质量的稳定性起决定性作用。

另一方面，历经多次并购整合，人员的持续稳定至关重要。公司布局数字营销和互动娱乐产业以来，耗资几十亿的陆续进行数十次并购与参股，公司内部整合协同对于集团整合营销优势的发挥至关重要。

公司三次员工激励计划（两次员工持股、一次限制性股权激励计划）的实施将公司持股计划员工的利益与二级市场投资者的利益更加牢固地捆绑在一起，增加了员工稳定性和积极性，更彰显了公司稳定经营、市值增长的信心，同时也有益于公司数字营销、互动娱乐人才队伍核心竞争力的稳定与提升。

图表 57：公司两次大面积员工持股计划详解

项目	第一期	第二期
首次公告日期	2014.12	2016.01
完成日期	2015.01	2016.05
参与对象	公司董事、监事、高级管理人员以及任职一年以上的、且具有主管以上职务资格的核心业务和技术骨干	公司董事、监事、高级管理人员以及任职一年以上的、且具有主管以上职务资格的核心业务和技术骨干
人数限制	不超过 400 人	不超过 400 人
资金总额上限	1250 万元	5000 万元
购买数量	435.15 万股，占当时总股本 1.11%	1567.3 万股，占当时总股本 1.04%
购买均价	25.57 元/股（2016 年 8 月公司 10 股转增 20 股，因此复权价格为 8.52 元/股）	15.94 元/股
存续期	18 个月	24 个月
锁定期	12 个月	12 个月
分级设置	利欧投资 1 号份额上限为 11,250 万份，按照不超过 2:1 的比例设立优先级 A 份额和次级份额，次级份额又分为次级 B 份额和次级 C 份额。公司控股股东、实际控制人王相荣先生以 2,500 万元全额认购利欧投资 1 号次级 C 份额，与次级 B 份额投资者认购的 1,250 万元共同以出资额为限承担对优先级 A 份额本金及预期年化收益的担保责任。	利欧股份 1 号份额上限为 25,000 万份，即资产规模不超过 25,000 万元。利欧股份 1 号按照不超过 1.5:1 的比例设立优先级 A 份额和次级份额，次级份额又分为次级 B 份额和次级 C 份额。公司控股股东、实际控制人王相荣先生以 5,000 万元全额认购利欧股份 1 号次级 C 份额，与次级 B 份额委托人认购的 5,000 万元共同以出资额为限承担对优先级 A 份额委托人的本金及预期年化收益的担保责任。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

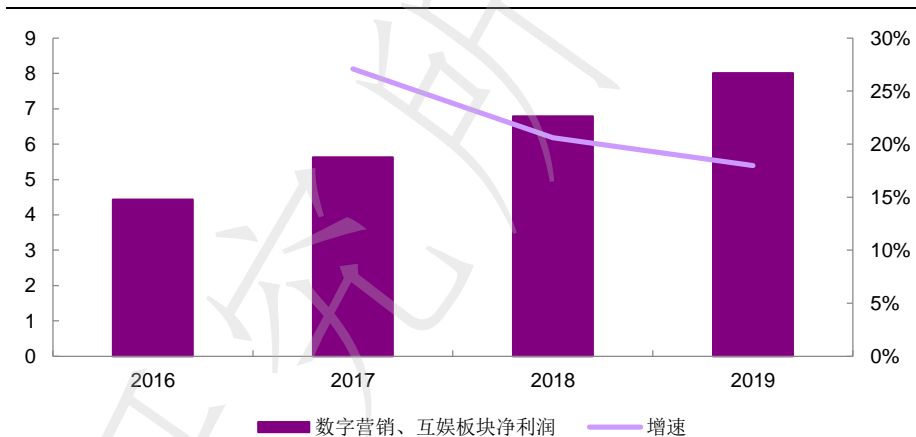
图表 58：公司第一期限限制性股权激励计划基本情况

项目	内容
授予日	2016.07
实际授予人数	138
参与对象	公司董事、监事、高级管理人员以及任职一年以上的、且具有主管以上职务资格的核心业务和技术骨干
实际授予股票数量	2993.4 万股
授予的限制性股票价格	8.49 元/股
占授予前公司总股本的	1.98%
解锁方式	自授予之日起满 12 个月后，满足解锁条件的，激励对象可以在未来 48 个月内按 15%:25%:30%:30% 的比例分四期解锁。

解锁条件	2016-2019 年公司互联网板块（包括数字营销、互动娱乐以及未来开展的互联网服务业务相关的业务板块）实现的净利润分别不低于 4.43 亿元、5.63 亿元、6.79 亿元、8.01 亿元；互联网板块实现的净利润占公司 2016 年、2017 年、2018 年、2019 年各年度净利润总额的比例分别不低于 65%、70%、75%、80%。
------	---

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 59：公司限制性股权激励计划对数字、互娱板块净利润解锁条件（亿元）



资料来源：公司公告

6、盈利预测与估值评级

6.1、关键假设与盈利预测

- 1、假设 2017 年互联网广告增速 25%，移动互联网广告增速 45%。预计社会化营销、移动营销、内容营销服务商仍将保持高景气度。
- 2、预计公司高景气度业务：氩氩（社会化营销）、智趣广告（移动营销）、微创时代（移动营销）、万圣伟业（流量整合业务，主要受益于业务向移动流量整合转移）2017 分别实现收入增速 50%\55%\40%\40%；此外预计漫酷、琥珀 2017 年分别实现收入增速 20%\15%。

图表 60：利欧数字板块并购标的收入预测（万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
氩氩	营收	8,338.55	17,404.23	26,770.08	40,155.12	56,217.17	73,082.32
	营收增速		109%	54%	50%	40%	30%
智趣	营收	3,911.72	28,928.01	61,399.58	95,169.35	123,720.15	160,836.20
	营收增速		640%	112%	55%	30%	30%
微创时代	营收	32,121.22	70,216.25	111,473.60	156,063.04	210,685.10	273,890.64
	营收增速	237%	119%	59%	40%	35%	30%
万圣伟业	营收	46,561.18	71,016.08	150,809.44	211,133.22	274,473.18	356,815.14
	营收增速		53%	112%	40%	30%	30%
漫酷	营收	95,656.60	191,015.90	224,543.75	269,452.50	323,343.00	388,011.60
	营收增速		100%	18%	20%	20%	20%
琥珀	营收	7,284.74	12,863.40	14,409.63	17,291.56	20,749.87	24,899.84
	营收增速		77%	12%	15%	15%	15%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

- 3、预计公司泵类传统业务 2017 实现收入增速 4%。

4、预计各细分业务毛利率保持稳定。

图 61：利欧股份收入、毛利率预测表

单位：万元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	184,127	287,427	439,223	735,438	958,434	1,181,651	1,451,653
媒介代理服务		94,908	191,758	287,293	356,592	444,591	550,484
水泵	98,178	103,177	109,254	117,542	126,945	135,832	142,623
工业用泵	44,001	39,262	40,460	25,888	22,005	19,804	18,814
数字营销服务		2,896	28,707	40,547	49,416	65,724	83,366
配件	18,295	21,437	24,239	24,586	25,324	26,590	27,919
园林机械	9,385	10,514	14,509	14,911	15,657	16,439	17,261
清洗和植保机械	9,794	11,135	11,452	11,224	11,224	11,336	11,450
移动端流量整合业务			5,936	65,507	185,797	241,536	313,997
精准营销业务			5,130	121,129	131,706	175,899	228,669
PC端流量整合业务			4,550	20,324	25,336	32,937	42,818
其他	518	465	269	6,487	8,433	10,963	14,252
营收增速		56%	53%	67%	30%	23%	23%
媒介代理服务			102%	50%	24%	25%	24%
水泵		5%	6%	8%	8%	7%	5%
工业用泵		-11%	3%	-36%	-15%	-10%	-5%
数字营销服务			891%	41%	22%	33%	27%
配件		17%	13%	1%	3%	5%	5%
园林机械		12%	38%	3%	5%	5%	5%
清洗和植保机械		14%	3%	-2%	0%	1%	1%
移动端流量整合业务				1003%	184%	30%	30%
精准营销业务				2261%	9%	34%	30%
PC端流量整合业务				347%	25%	30%	30%
其他		-10%	-42%	2313%	30%	30%	30%
毛利率(%)	24%	23%	23%	21%	22%	22%	22%
媒介代理服务	0%	16%	13%	14%	15%	15%	15%
水泵	25%	27%	30%	38%	38%	40%	40%
工业用泵	24%	22%	26%	11%	12%	12%	12%
数字营销服务	0%	49%	54%	51%	55%	55%	55%
配件	25%	30%	31%	26%	28%	28%	28%
园林机械	16%	17%	15%	14%	13%	12%	12%
清洗和植保机械	25%	28%	32%	39%	40%	40%	40%
移动端流量整合业务	0%	0%	35%	24%	25%	25%	25%
精准营销业务	0%	0%	9%	9%	9%	9%	9%
PC端流量整合业务	0%	0%	24%	24%	24%	24%	24%
其他	33%	17%	35%	35%	35%	35%	35%

资料来源：WIND，光大证券研究所

预测公司 2017-19 年净利润分别为 7.57/9.34/11.53 亿元，同比增速分别为 33%/23%/23%；EPS 分别为 0.47/0.58/0.72 元，对应 PE 28/22/18 倍。

6.2、估值水平与评级

6.2.1、绝对估值

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (levered)	0.91
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	10.20%
税率	16.00%
Kd	0.00%

Ve	14099
Vd	992
目标资本结构	6.57%
WACC	9.53%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1120.37	3.60%
第二阶段	8265.93	26.55%
第三阶段 (终值)	21749.84	69.85%
企业价值 AEV	31136.14	100.00%
加: 非经营性净资产价值	972.39	3.12%
减: 少数股东权益 (市值)	173.94	-0.56%
减: 债务价值	991.90	-3.19%
总股本价值	30942.70	99.38%
股本 (百万股)	1606.70	
每股价值 (元)	19.26	
PE (隐含)	40.85	
PE (动态)	27.40	

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	19.26	14.41 - 28.36	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	17.76	13.35 - 25.82	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	13.72	11.93 - 16.59	贴现率±1%，长期增长率±1%

6.2.2、相对估值

营销类上市公司 2017 年动态 PE 在 22 倍左右，影视类上市公司 2017 年动态 PE 在 30 倍左右，公司目前 2017 年动态 PE 为 28 倍；考虑公司业绩成长性（我们预测公司 2017 年净利润增速为 32.7%，未考虑外延预期），认为给予公司 2017 年 30 倍左右（对应 PEG=1 左右）的动态 PE 为合理估值。

图表 62：可比公司估值一览

	公司名称	收盘价 2017.4.20	EPS (元)			PE			市值 (亿元)
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	
营销	分众传媒	11.74	0.39	0.46	0.56	30	27	22	1,089
	思美传媒	27.83	1.03	0.48	1.07	90	55	25	84
	蓝色光标	8.35	0.04	0.35	0.46	213	23	18	173
	省广股份	13.79	0.61	0.51	0.62	23	27	22	185
	均值							22	
影视	光线传媒	8.85	0.28	0.25	0.31	32	34	27	247
	欢瑞世纪	11.20	0.00	0.32	0.38	4,113	33	28	104
	慈文传媒	35.72	0.76	0.92	1.34	50	40	27	115
	骅威文化	10.67	0.35	0.38	0.49	32	44	32	87
	华录百纳	20.08	0.38	0.46	0.62	53	34	27	162

均值							30		
利欧股份	13.06	0.19	0.36	0.47	71	37	28	209	

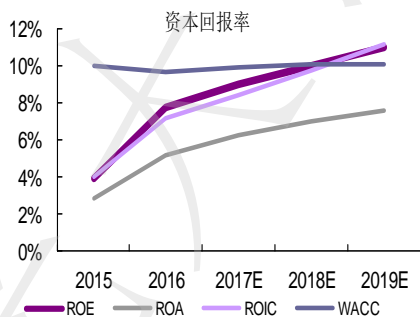
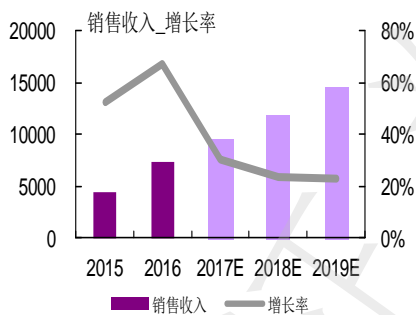
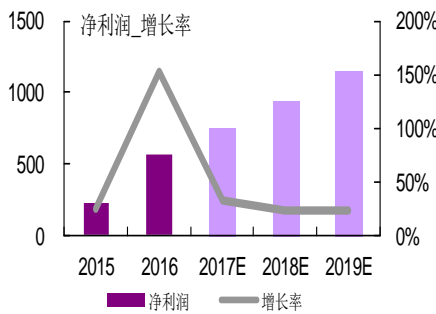
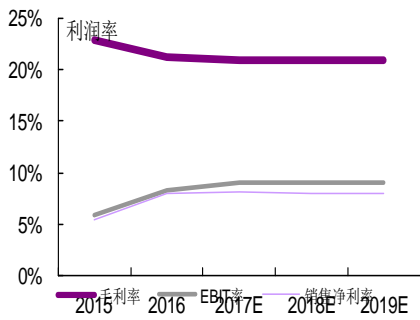
资料来源：WIND

6.2.3、估值结论与投资评级

综合绝对估值和相对估值结果，我们认为给予公司 2017 年动态 PE=32 倍为合理估值。预测公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.47/0.58/0.72 元，对应 PE 28/22/18 倍。公司近年来坚定转型数字营销行业，实现业绩高成长；同时积极战略升级，进军内容营销及内容制作领域，进一步打开了成长空间。催化剂：延营销技术布局落地，移动营销、内容营销标的增长超预期。给予目标价 15 元（对应 2017 年 32 倍动态 PE），“买入”评级。

7、风险分析

并购标的业绩不达预期、整合风险。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,392	7,354	9,584	11,817	14,517
营业成本	3,384	5,795	7,572	9,335	11,468
折旧和摊销	91	109	119	136	143
营业税费	33	35	48	59	73
销售费用	298	341	479	591	726
管理费用	362	433	575	709	871
财务费用	11	26	23	30	39
公允价值变动损益	-9	11	0	0	0
投资收益	3	37	50	65	80
营业利润	255	662	886	1,098	1,359
利润总额	287	696	919	1,129	1,389
少数股东损益	15	18	15	15	15
归属母公司净利润	225.41	571.01	757.49	934.19	1,152.53

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	8,400	11,291	12,312	13,559	15,412
流动资产	3,535	4,629	5,944	7,262	9,265
货币资金	771	688	958	1,182	1,804
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,968	2,855	3,604	4,443	5,458
应收票据	77	93	147	179	209
其他应收款	147	246	289	380	462
存货	364	372	454	462	573
可供出售投资	102	590	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	111	427	427	427	427
固定资产	449	404	589	616	566
无形资产	455	416	400	385	371
总负债	2,610	3,825	3,820	4,118	4,804
无息负债	2,195	2,751	3,248	3,852	4,596
有息负债	416	1,074	572	266	209
股东权益	5,790	7,466	8,492	9,441	10,608
股本	1,509	1,607	1,607	1,607	1,607
公积金	3,415	4,705	4,781	4,874	4,989
未分配利润	798	1,319	2,001	2,842	3,879
少数股东权益	66	87	102	116	131

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	330	76	377	556	628
净利润	225	571	757	934	1,153
折旧摊销	91	109	119	136	143
净营运资金增加	273	910	776	717	912
其他	-261	-1,514	-1,276	-1,231	-1,579
投资活动产生现金流	-1,380	-1,698	161	0	87
净资本支出	-284	-507	-214	-65	-5
长期投资变化	111	427	0	0	0
其他资产变化	-1,207	-1,618	375	65	92
融资活动现金流	1,616	1,547	-268	-333	-93
股本变化	1,118	97	0	0	0
债务净变化	-123	659	-502	-306	-58
无息负债变化	616	556	497	604	743
净现金流	586	-75	270	223	623

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	52.81%	67.44%	30.32%	23.29%	22.85%
净利润增长率	25.29%	153.32%	32.66%	23.33%	23.37%
EBITDA/EBITDA 增长率	89.57%	105.36%	30.72%	22.52%	21.96%
EBIT/EBIT 增长率	156.81%	135.71%	34.31%	23.75%	24.02%
估值指标					
PE	92	36	28	22	18
PB	4	3	2	2	2
EV/EBITDA	54	28	21	17	14
EV/EBIT	72	33	24	19	15
EV/NOPLAT	86	39	29	23	18
EV/Sales	4	3	2	2	1
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	22.96%	21.21%	21.00%	21.00%	21.00%
EBITDA 率	8.01%	9.83%	10.21%	10.14%	10.07%
EBIT 率	5.93%	8.35%	8.96%	9.00%	9.08%
税前净利润率	6.54%	9.46%	9.59%	9.56%	9.57%
税后净利润率 (归属母公司)	5.13%	7.76%	7.90%	7.91%	7.94%
ROA	2.86%	5.22%	6.27%	7.00%	7.57%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.94%	7.74%	9.03%	10.02%	11.00%
经营性 ROIC	4.00%	7.15%	8.46%	9.74%	11.14%
偿债能力					
流动比率	1.74	1.39	1.80	2.01	2.16
速动比率	1.56	1.28	1.66	1.89	2.03
归属母公司权益/有息债务	13.77	6.87	14.67	35.05	50.25
有形资产/有息债务	11.36	6.47	14.08	35.02	53.65
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.14	0.36	0.47	0.58	0.72
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.21	0.05	0.23	0.35	0.39
每股自由现金流(FCFF)	-0.12	-0.41	-0.06	0.19	0.25
每股净资产	3.56	4.59	5.22	5.80	6.52
每股销售收入	2.73	4.58	5.97	7.35	9.04

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王铮，武汉大学理学学士，中国科学院研究生院理学硕士。曾任国金证券研究所传媒行业分析师、中信证券研究部传媒行业高级分析师。2011年中国证券业金牛奖TMT第4名团队成员；2013年11月获得汤森路透StarMine全球卖方分析师评选可选消费行业“最佳选股奖”第2名。2013年12月获得东方财富十佳分析师奖项——全市场第四。2015年12月获得东方财富十佳分析师奖项——全市场第三。2016年7月获得年度“天眼”中国最佳证券分析师传媒行业第三名。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	