

省广股份 (002400.SZ)

拟现金收购拓畅，强化移动营销服务能力

事件：

公司拟以自筹资金 5.28 亿元收购上海拓畅 80% 股权。

核心观点：

1、收购拓畅进一步完善公司全营销生态平台，强化移动营销服务能力，后续拓畅可与公司大数据平台、晋拓等子公司实现协同合作，实现媒体资源互补、拓展业务范围、拓展客户资源。

2、上海拓畅专注于移动互联网广告的精准化投放，主要为游戏类及电商应用类开发者提供以效果为导向的移动端广告推广服务。上海拓畅依托其自有的畅思广告平台，通过包含畅思广告管理平台、畅思广告 DSP、畅思广告 SSP、AdExchange 和畅思广告 DMP 管理等功能的广告矩阵，为广告主提供覆盖主要互联网媒体资源的广告投放服务。根据广告投放效果或展示次数向广告主收取广告费并向媒介方支付广告投放费或流量费。

拓畅以成功服务 Supercell 为契机，通过客户推荐及口碑宣传方式逐步与其他客户建立业务合作关系。覆盖 Supercell、游族网络、网易等国内外知名游戏客户，以及映客、花椒、网易考拉、唯品会等 app 应用及电商平台。

3、此次收购符合公司一贯的收购风格，也体现公司龙头地位优势：11 倍收购 PE 较低，承诺业绩相对比较合理，与省广业务互补性强；收购 80% 股权，标的管理层仍持股 20%，绑定管理团队。

上海拓畅 100% 股权估值 6.62 亿，对应 16 年收购 PE 为 11 倍。上海拓畅 2017~2019 年各年承诺净利润分别不少于 6,000 万元、7,500 万元和 8,800 万元。畅拓 2015 年和 2016 年收入分别为 2.3 亿和 5.7 亿，归母净利润分别为 536 万和 4,316 万。

4、维持“买入”评级。省广是老牌整合营销公司，业务发展和管理风格偏稳健型，客户沉淀、全营销服务能力、及资源整合能力在业内领先；对标的公司会进行整合发展，合作与互补，具有强把控能力。假设拓畅从 6 月份开始并表，我们预测公司 17~18 年净利润分别为 7.51 亿 (+23%) 和 8.89 亿 (+18%)，当前股价对应 17~18 年 EPS 为 0.56 元和 0.66 元，对应 17~18 年 PE 分别为 25 倍和 21 倍。

5、风险提示：收购整合不达预期，宏观经济不景气对公司广告投放影响。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,629	10,915	13,226	15,379	17,369
增长率(%)	52%	13%	21%	16%	13%
EBITDA(百万元)	827	927	1,116	1,284	1,552
净利润(百万元)	548	611	751	889	1,056
增长率(%)	29%	12%	23%	18%	19%
EPS(元/股)	0.41	0.46	0.56	0.66	0.79
市盈率(P/E)	34	30	25	21	18
市净率(P/B)	8	4	3	3	3
EV/EBITDA	7	6	5	5	4

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	13.79 元
前次评级	买入
报告日期	2017-05-25

相对市场表现



分析师： 杨琳琳 S0260514050004
 755-23480370
 yll@gf.com.cn

相关研究：

- 省广股份(002400)——16年 2017-04-04
收入破百亿，数字化升级加速
- 省广股份(002400)——16年 2017-03-01
收入破百亿，加速数字化升级
- 省广股份(002400)：短期 2016-10-28
费用增长拖累业绩，长期稳健增长持续可期

联系人： 沈明辉
 755-23942150
 shenminghui@gf.com.cn

事件：

公司拟以自筹资金5.28亿元收购上海拓畅80%股权（拓畅100%股权估值6.62亿）。交易金额将分3期或5期支付；交易对方触控科技及李健将分2期购买上市公司股份不低于8千万元。公司拟向银行贷款不低于3.2亿用于此次收购。

点评：

一、收购拓畅进一步完善公司全营销生态平台，强化移动营销服务能力，后续拓畅可与公司大数据平台、晋拓等子公司实现协同合作，实现媒体资源互补、拓展业务范围、拓展客户资源。

上海拓畅专注于移动互联网广告的精准化投放，主要为游戏类及电商应用类开发者提供以效果为导向的移动端广告推广服务。上海拓畅依托其自有的畅思广告平台，通过包含畅思广告管理平台、畅思广告 DSP、畅思广告 SSP、AdExchange 和畅思广告 DMP 管理等功能的广告矩阵，为广告主提供覆盖主要互联网媒体资源的广告投放服务。根据广告投放效果或展示次数向广告主收取广告费并向媒介方支付广告投放费或流量费。

上海拓畅的主要服务客户覆盖游戏和电商等领域：包括Supercell、游族网络、网易等国内外知名游戏客户，以及映客、花椒、网易考拉、唯品会等 app 应用及电商平台。上海拓畅以成功服务 Supercell 为契机，通过客户推荐及口碑宣传的方式逐步与其他客户建立业务合作关系。

二、此次收购符合公司一贯的收购风格，也体现公司龙头地位优势：11倍收购PE较低，承诺业绩相对比较合理，与省广业务互补性强；收购80%股权，标的管理层仍持股20%，绑定管理团队。

上海拓畅100%股权估值6.62亿，对应16年承诺业绩PE为11倍。上海拓畅 2017~2019 年各年承诺净利润分别不少于人民币 6,000 万元、7,500 万元和 8,800 万元。畅拓2015年和2016年收入分别为2.3亿和5.7亿，归母净利润分别为536万和4,316万。

收购80%股权，标的管理层仍持股20%，绑定标的管理团队。原股东畅思互娱保留20%股权，畅思互娱主要股东为上海拓畅董事长李健等。收购80%股权的现金对价5.28亿元将分3期（原投资人）或5期（业绩承诺人）支付；业绩承诺人触控科技及拓畅法定代表人李健在收到第二期股权转让款后，将分2期购买上市公司股份不低于8千万元。

三、此次由发行股份购买资产方式改为现金收购方式，只需经过公司董事会通过，加快收购进程，减少收购不确定的风险。公司已于 2017 年 5 月 22 日召开董事会审议通过该项收购议案。

四、上海拓畅所处的移动广告行业增长迅速。2016年中国网络营销收入规模达到2,902.7亿，同比增长32.9%，增长速度仍维持高位。其中2016年移动广告市场规模达1,750亿，同比增长75.4%，占网络广告市场60.3%。

五、公司全营销服务能力和行业影响力获得国际营销巨头Havas及业内相关产业认可。公司拟与Havas S.A.合资设立省广汉威士，公司持股49%，Havas持股51%，看中的是省广本土化全营销服务能力，省广也可通过合资公司拓展国际性客户。另外省

广与杨澜成立合资公司、投资合宝娱乐、易简集团等，不断完善拓展营销边界，强化服务实力。

2016年公司着力打造覆盖全产业链的全营销生态平台。形成品牌营销、数字营销、媒介营销、内容营销、场景营销、自有媒体六大业务板块，各板块形成良好的协同效应。已有超过11家平台公司落地，提升了营销的技术创新和资源的跨界整合能力；公司数字星云联盟首批有54家企业加入，包括腾讯、IBM、阿里妈妈、今日头条等。

六、维持“买入”评级。省广是老牌整合营销公司，业务发展和管理风格偏稳健型，客户沉淀、全营销服务能力、及资源整合能力在业内领先；对标的公司会进行整合发展，合作与互补，具有强把控能力。假设拓畅从6月份开始并表，我们预测公司17~18年净利润分别为7.51亿（+23%）和8.89亿（+18%），当前股价对应17~18年EPS为0.56元和0.66元，对应17~18年PE分别为25倍和21倍。

七、风险提示：收购整合不达预期，宏观经济不景气对公司广告投放影响。

表 1：此次交易前上海拓畅股权结构

序号	股东名称	出资金额（万元）	持股比例
1	触控科技	39	36.0%
2	畅思互娱	29	26.4%
3	晨晖盛景	19	17.6%
4	瑞创星宸	6	5.6%
5	瑞创智酷	6	5.1%
6	长安财富	9	7.9%
7	上海景控	1	1.4%
合计		108	100%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2：此次交易后上海拓畅股权结构

序号	股东名称	出资金额（万元）	持股比例
1	省广股份	86	80.0%
2	畅思互娱	22	20.0%
合计		108	100%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

附、上海拓畅详细介绍

上海拓畅专注于移动互联网广告的精准化投放，主要为游戏类及电商应用类开发者提供以效果为导向的移动端广告推广服务。上海拓畅依托其自有的畅思广告平台，通过包含畅思广告管理平台、畅思广告 DSP、畅思广告 SSP、AdExchange 和畅思广告 DMP 管理等功能的广告矩阵，为广告主提供覆盖主要互联网媒体资源的广告投放服务。

畅思广告管理平台矩阵：广告管理平台矩阵在明确广告主投放需求后，一方面可实现对互联网媒体资源的整合与对接，另一方面也可实现对投放数据及投放效果的监

测，并将其及时反馈给广告主，通过后续持续的优化调试，帮助广告主实现更加高效及精准的投放。

畅思广告 DSP 矩阵：DSP 矩阵在接受投放需求后寻找受众数据，是实现投放竞价等功能的中央管理控制平台。它是连接不同模块的中心枢纽，包括 AdExchange，广告网络及广告联盟和供应方平台，并通过实时竞价机制完成广告投放。需求方平台汇集多种广告交易平台的广告库存，当广告主或者广告公司发出投放请求后，DSP 矩阵根据需求进行广告交换，并从供应方平台获得相应投放位置，进行价格控制。

SSP 矩阵：SSP 媒介供应矩阵将媒介资源方接入广告交易，帮助其库存广告变现。畅思广告 SDK 作为自主研发的广告 SDK，拥有多种展现形式，如 banner，插屏广告，视频广告，开屏广告以及信息流广告。Banner 广告，是一种常见的以横条方式展示的广告。插屏广告是以全屏方式或基本全屏方式展示的大图广告，可以通过按钮关闭。视频广告，以视频的方式展现广告，在视频播放完成后展现广告插页。信息流广告，以纯数据方式告知开发者广告内容，开发者可根据自身 APP 样式布局各广告元素。开屏广告是在应用开启时加载，展示固定时间，展示完毕后自动关闭并进入应用主页面的一种广告形式。

DMP 矩阵：DMP 矩阵作为重要支持矩阵，专为 DSP 矩阵提供数据决策支持。DMP 矩阵通过研判广告主及其产品特点、目标受众特征，通过画像功能识别符合要求的目标人群，分析优化目标受众的定位过程，为精准化投放策略的制订提供数据支持。

图 1：上海拓畅服务广告主

序号	广告主/游戏名称		投放效果
1	部落冲突：皇室战争		APP Store：免费榜Top1 APP Store：畅销榜Top2
2	部落冲突		APP Store：免费榜连续5日Top1
3	秦时明月		APP Store：免费榜Top3 APP Store：畅销榜Top11
4	爱养成2		独家推广，单日最高激活量>20万 一周内由APP Store免费榜100名升至第5名
5	咪咕游戏		日均激活量3万 单日最高激活量5万
6	花椒直播		日均激活量1.5万，单日最大激活量2万
7	洋码头		日均激活量0.4万，单日最大激活量0.6万
8	唯品会		日均激活量0.8万 新客成本100元以内

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资产负债表		单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产	5,254	7,104	8,132	9,702	11,721	
货币资金	808	1,748	1,725	2,699	3,355	
应收及预付	4,375	4,789	5,693	6,233	7,497	
存货	1	2	0	0	0	
其他流动资产	70	565	714	769	868	
非流动资产	2,525	3,359	3,536	3,433	3,430	
长期股权投资	165	328	328	328	328	
固定资产	32	29	34	38	42	
在建工程	3	4	4	4	4	
无形资产	31	33	29	26	24	
其他长期资产	2,294	2,966	3,140	3,036	3,032	
资产总计	7,780	10,463	11,667	13,135	15,151	
流动负债	4,042	3,949	4,516	5,243	6,355	
短期借款	918	153	0	0	0	
应付及预收	1,963	2,150	2,610	3,084	3,995	
其他流动负债	1,161	1,647	1,906	2,159	2,361	
非流动负债	1,065	1,041	1,040	1,040	1,043	
长期借款	0	278	278	278	278	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	1,065	764	762	762	765	
负债合计	5,107	4,990	5,556	6,282	7,398	
股本	905	1,341	1,341	1,341	1,341	
资本公积	31	1,819	1,819	1,819	1,819	
留存收益	1,501	2,031	2,557	3,179	3,918	
归属母公司股东权益	2,437	5,191	5,717	6,340	7,079	
少数股东权益	236	281	393	512	674	
负债和股东权益	7,780	10,463	11,667	13,135	15,151	

利润表		单位：百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
营业收入	9,629	10,915	13,226	15,379	17,369	
营业成本	7,899	8,937	10,875	12,638	14,267	
营业税金及附加	60	66	79	92	104	
销售费用	585	635	762	877	1,007	
管理费用	221	286	345	400	434	
财务费用	35	63	51	42	35	
资产减值损失	81	126	99	91	90	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	37	54	56	60	75	
营业利润	785	857	1,070	1,239	1,507	
营业外收入	37	33	40	50	50	
营业外支出	5	4	4	5	5	
利润总额	817	886	1,106	1,284	1,552	
所得税	210	188	243	276	334	
净利润	606	698	863	1,008	1,218	
少数股东损益	59	87	112	119	162	
归属母公司净利润	548	611	751	889	1,056	
EBITDA	827	927	1,116	1,284	1,552	
EPS (元)	0.41	0.46	0.56	0.66	0.79	

现金流量表		单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	265	597	528	1,109	937	
净利润	548	611	751	889	1,056	
折旧摊销	0	0	12	11	10	
营运资金变动	0	0	(342)	128	(254)	
其它	(282)	(14)	108	81	125	
投资活动现金流	(1,089)	(1,663)	(188)	92	(7)	
资本支出	0	0	(8)	(8)	(8)	
投资变动	(1,089)	(1,663)	(180)	100	1	
其他	0	0	0	0	0	
筹资活动现金流	1,108	2,034	(363)	(227)	(274)	
银行借款	0	0	(157)	0	0	
债券融资	0	0	0	0	0	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	1,108	2,034	(206)	(227)	(274)	
现金净增加额	285	968	(23)	975	656	
期初现金余额	0	0	1,748	1,725	2,699	
期末现金余额	808	1,748	1,725	2,699	3,355	

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	52%	13%	21%	16%	13%
营业利润增长	25%	9%	25%	15%	22%
归属母公司净利润增长	29%	12%	23%	18%	19%
获利能力(%)					
毛利率	18.0%	18.1%	17.8%	17.8%	17.9%
净利率	5.7%	5.6%	5.7%	5.8%	6.1%
ROE	22.5%	11.8%	13.1%	14.0%	14.9%
ROIC	17.0%	12.3%	13.5%	14.0%	15.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	65.6%	47.7%	47.6%	47.8%	48.8%
净负债比率	11.8%	4.1%	2.4%	2.1%	1.8%
流动比率	1.3	1.8	1.8	1.9	1.8
速动比率	1.3	1.8	1.8	1.9	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.1
应收账款周转率	5.0	4.4	4.6	4.7	4.5
存货周转率					
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.46	0.56	0.66	0.79
每股经营现金流	0.20	0.45	0.39	0.83	0.70
每股净资产	1.82	3.87	4.26	4.73	5.28
估值比率					
P/E	33.8	30.3	24.6	20.8	17.5
P/B	7.6	3.6	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	7.1	6.3	5.2	4.6	3.8

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 杨艾莉：联系人，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 沈明辉：联系人，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 朱可夫：联系人，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。