

2017年07月07日

蓝色光标 (300058.SZ)

数字营销带动业绩增长, 全面推进营销智能化全球化布局

■ **公关业务起家, 外延并购构建整合营销全产业链。**公司成立之初以公关业务为主, 2010年2月在创业板上市; 2011-2013年, 公司通过收购思恩客、美广互动、精准阳光、今久广告、博杰广告, 构建广告业务板块, 形成了涵盖广告、公共关系服务等在内的现代传播集团的架构; 2013年, 提出“数字化、国际化”战略, 投资 Huntsworth、WAVS 等, 将业务布局逐步向国际化转变; 2015年, 公司收购多盟、亿动, 布局移动互联网营销; 2016年, 公司实现营业收入 123.19 亿元, 成为国内首家收入过百亿的营销公司, 业务数字化建设第一阶段完成, 战略实施进入第二阶段, 即全面推进实现“营销智能化, 业务全球化”业务布局构建。截至目前, 公司已形成了以智能服务、智能投放、智能产品为主的业务结构。

■ **积极推进数字营销业务全面转型, 数字营销带动业绩增长, 收入占比超 80%。**以数字化为核心, 通过收购思恩客、精准阳光、今久广告、博杰广告, 布局互联网广告、户外广告、房地产营销、电视媒体广告领域, 全方位拓展广告业务。2015年, 通过蓝标投资收购多盟 (多盟开曼 100%、多盟智胜 95%)、亿动 54.77% 股权, 加码移动智能营销。2017年, 数字化转型进入第二阶段, 基于“客户+技术+资源”此三要素, 以协同、整合为核心, 对现有智能营销业务板块升级细化为智能服务、智能投放、智能产品; 未来将智能营销服务聚焦“两块屏幕”+“自媒体”布局建设 (两块屏幕为移动互联手机、互联网智能电视屏)。

■ **以美国市场为重点, 依靠并购持续拓展国际业务。**根据公司公告, 公司是国内唯一一家拥有国际业务布局的本土营销公司, 国际业务板块主要包括 Vision7 (加拿大)、WAVS (英国)、Fuse Project (美国)、Metta (香港)、Financial PR (新加坡), 公司国际业务持续扩张, 业务收入占比从 2015 年的 21.7% 提升至 2016 年的 37.7%, 公司目标是将境外收入比例提升至 50% 以上。

■ **建立完备的分层次投资体系, 提供业务持续发展动力。**截至目前, 公司投资的企业已经有 11 家在新三板挂牌, 同时参与了一线投资基金如高榕、真格、洪泰、源码等。公司公告显示, 2017 年, 公司做为基石 LP 参与设立了规模过 10 亿的蓝图产业投资基金, 重点基于营销产业、内容产业、营销技术产业进行投资, 为未来进行储备。

■ **投资建议:** 我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 8.04 亿、9.35 亿、10.56 亿, 对应每股收益分别为 0.38/0.44/0.49 元。参考同类可比公司给予 2017 年 25X 估值, 对应六个月目标价 9.50 元, 给予“买入-A”评级。

■ **风险提示:** 并购整合不及预期、商誉减值、市场竞争加剧等风险。

公司深度分析

证券研究报告

整合营销

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价: **9.50 元**
股价 (2017-07-07) **7.94 元**

交易数据

总市值 (百万元)	17,009.12
流通市值 (百万元)	12,705.13
总股本 (百万股)	2,142.21
流通股本 (百万股)	1,600.14
12 个月价格区间	7.20/11.33 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.91	-7.56	0.88
绝对收益	-2.0	-13.16	-17.24

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

蓝色光标: 历经风雨洗礼,	2016-04-14
凤凰涅槃重生/文浩	
蓝色光标: 剑指国际 4A,	2016-04-12
凤凰涅槃起航/文浩	

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	8,347.3	12,319.1	14,782.9	17,739.5	21,287.4
净利润	67.7	639.7	804.4	935.0	1,055.5
每股收益(元)	0.03	0.30	0.38	0.44	0.49
每股净资产(元)	1.97	2.53	3.07	4.33	4.77
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	247.4	26.2	20.8	17.9	15.9
市净率(倍)	4.0	3.1	2.5	1.8	1.6
净利润率	0.8%	5.2%	5.4%	5.3%	5.0%
净资产收益率	1.6%	11.8%	12.2%	10.1%	10.3%
股息收益率	0.6%	0.8%	0.0%	0.6%	0.3%
ROIC	-4.2%	15.0%	9.6%	17.0%	12.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公关业务起家，外延并购构建整合营销产业链.....	5
1.1. 营收稳步增长，净利润近年略有波动.....	6
1.2. 数字营销带动业绩增长，收入占比超 80%.....	8
2. 数字营销对传统营销的替代日益明显.....	9
3. 营销智能化，业务全球化.....	12
3.1. 数字营销业务全面转型.....	12
3.1.1. 以数字化为核心，全方位拓展广告业务.....	12
3.1.1.1. 收购思恩客，布局互联网广告.....	12
3.1.1.2. 收购精准阳光，涉足户外广告.....	13
3.1.1.3. 收购今久广告，切入房地产营销.....	14
3.1.1.4. 收购博杰广告，以布局电视广告为初心，现全面转型 OTT.....	15
3.1.2. 收购多盟亿动，加码移动智能营销.....	18
3.1.2.1. 多盟：国内智能手机广告平台领军者.....	18
3.1.2.2. 亿动：全球领先的独立移动广告平台.....	19
3.1.3. 17 年业务板块升级细化，布局“两块屏幕”+“自媒体”.....	21
3.2. 以美国市场为重点，依靠并购持续拓展国际业务.....	22
3.3. 建立完备的分层次投资体系，提供业务持续发展动力.....	23
4. 投资建议.....	24
5. 风险提示.....	24

图表目录

图 1：公司沿革.....	5
图 2：Warc100：2016 年全球营销控股集团排名.....	6
图 3：公司股权结构.....	6
图 4：2012-2016 年公司营业收入及归母净利润.....	7
图 5：2012-2016 年公司的商誉减值准备金额及同比增速.....	8
图 6：2012-2016 年公司毛利率及净利率.....	8
图 7：2012-2016 年公司三项费用情况.....	8
图 8：2014-2016 年公司细分业务收入情况（单位：亿元）.....	9
图 9：2014-2016 年细分业务收入同比增速.....	9
图 10：2014-2016 年细分业务毛利率.....	9
图 11：2008-2015 我国广告市场规模及增速.....	10
图 12：2011-2015 传统广告刊例花费同比变化.....	10
图 13：2014-2016 年互联网广告刊例花费逆势增速良好.....	11
图 14：2005-2015 全球广告市场规模及增速.....	11
图 15：2009-2014 美中日广告市场规模 GDP 占比.....	11
图 16：中国互联网广告规模增长迅速，15 年超千亿.....	12
图 17：互联网广告的崛起得益于网民的快速增长.....	12
图 18：思恩客营销案例.....	13
图 19：2012-2016 年思恩客营收及净利润.....	13
图 20：2011-2016 年精准阳光营收及净利润.....	14

图 21: 2013-2016 年今久广告营收及净利润.....	15
图 22: 博杰广告承包的央视新闻频道的五个栏目广告代理权	16
图 23: 博杰广告的套装产品	16
图 24: 2013-2016 年博杰广告业绩完成情况 (单位: 亿元)	17
图 25: OTT 广告市场未来三年预计将实现百亿规模.....	17
图 26: 公司移动智能营销业务布局	18
图 27: 多盟拥有的优质媒体资源	19
图 28: 2013-2016 年多盟开曼营收及净利润.....	19
图 29: 2013-2016 年多盟智胜营收及净利润.....	19
图 30: 亿动在全球范围内提供移动广告投放及优化服务.....	20
图 31: 亿动移动营销案例	21
图 32: 2013-2016 年亿动营收及净利润	21
图 33: 公司智能营销业务布局.....	22
图 34: 公司旗下的国际业务布局	23
表 1: 数字营销业务模式下, 广告投放的主要渠道及媒体形式.....	11
表 2: 公司投资的企业有 11 家在新三板挂牌 (市值以 2017 年 6 月 28 日收盘价为 准)	24

1. 公关业务起家，外延并购构建整合营销产业链

公司是一家为大型企业及组织提供品牌管理与营销服务的专业企业，致力于成为专业传播集团的领导者，主营业务为整合营销、移动互联以及公关，其中，整合营销业务主要包括数字营销、公共关系、广告创意策划及媒体代理、活动管理、国际传播等。

公司成立于1996年，以公关业务为主，于2010年2月在创业板上市；2011年，公司先后收购思恩客、美广互动、精准阳光，参股香港殿堂公关、博看文思，投资励唐会展、华艺百创、新加坡金融公关，将业务分别扩展至互联网广告、数字营销、高端社区广告、广告策划、微博营销、财经公关及会展服务等多个领域，打造了包括广告、公共关系服务、活动管理等增值服务在内的营销传播服务链条，使公司在原有的公共关系业务板块之外，构建了广告业务板块，初步形成了涵盖广告、公共关系服务等在内的现代传播集团的架构；2012年，收购今久广告拓展房地产营销领域，并增持思恩客的股权，使公司在互联网广告投放进一步拓展空间；2013年，收购博杰广告拓展电视广告代理领域，并提出“数字化、国际化”战略，参股Huntsworth、收购We Are Very Social股权等，将业务布局逐渐从单一的国内逐步向国际化转变；2014年，公司积极推进“数字化”与“国际化”发展战略，收购并参股众多公司，与近30家公司建立股权合作，包括收购Fuse Project、Vision 7；2015年，公司收购多盟、亿动，布局移动互联网营销，进一步加速数字化转型，公司业务构成已完全从单一公共关系服务业务逐步转型成为综合智能营销服务业务。

2016年，公司业务数字化建设第一阶段夯实完成，战略实施进入第二阶段，即全面推进实现“营销智能化，业务全球化”业务布局构建。据国际专业机构排名结果显示，蓝色光标已进入全球传播集团前10名之列，成为国际营销传播各家机构排行中唯一一家来自中国的营销传播集团，并持续位居亚洲及国内行业首位。公司拥有众多优质品牌客户，截至2016年底，公司服务客户涉及行业包括消费电子、互联网、游戏、汽车、房地产、消费品以及金融行业等，所服务客户群体多来自于各行业领先品牌及世界500强企业，基于专业服务促进共建持续稳定的商业合作关系，公司服务的客户品牌已超过2000家。

图 1：公司沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

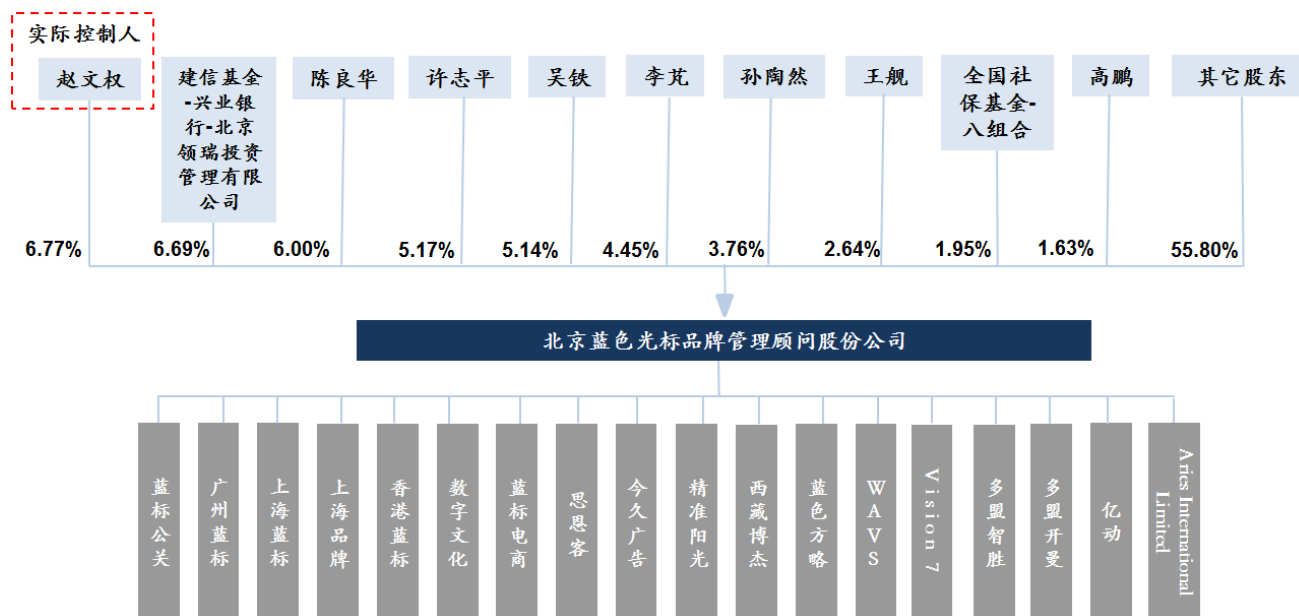
图 2: Warc100: 2016 年全球营销控股集团排名

Rank	LY	Holding company	Points
1	1	WPP	3404.8
2	2	Omnicom Group	3303.6
3	3	Publicis Groupe	2371.6
4	4	Interpublic Group	2039.9
5	6	Dentsu	319.7
6	5	Havas	311.1
7	9	MDC Partners	88.6
8	new	BlueFocus	84.3
9	8	Hakuhodo	69.3

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司的实际控制人为赵文权。2016 年 3 月, 许志平、陈良华、吴铁、孙陶然、赵文权解除一致行动人关系, 实际控制人变更为赵文权, 许志平、陈良华、吴铁、孙陶然分别将其投票权委托给赵文权先生形式, 授权后, 截至 2017 年一季度, 赵文权享有股份对应表决权总额占公司总股本的 26.84%。

图 3: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

1.1. 营收稳步增长, 净利润近年略有波动

营业收入持续稳增, 净利润近年波动幅度较大, 在 2015 年经历低谷后有所回升。2014-2016 年, 公司分别实现营业收入 59.79 亿元、83.47 亿元、123.19 亿元, 同比增速分别为 66.83%、39.61%、47.58%, 年复合增长率达 43.54%。2016 年收入增长主要来源于多盟、亿动等公

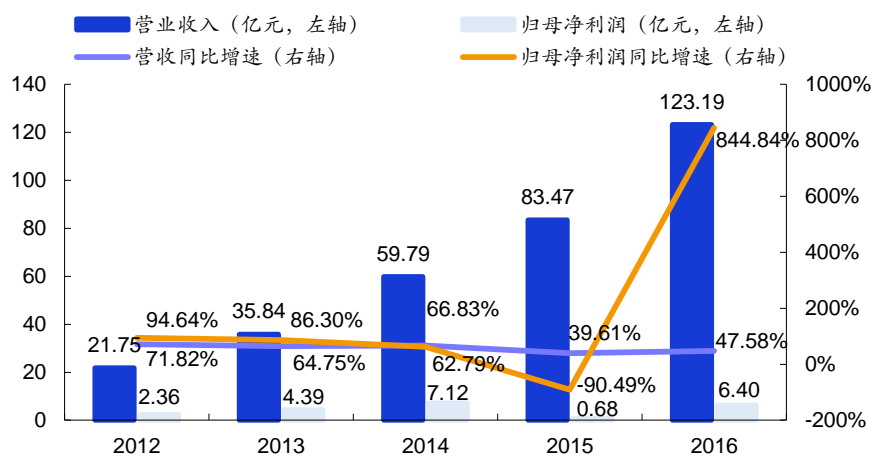
司移动互联网业务快速增长所带动的广告板块业务收入的大幅增长，2016 年广告板块收入同比增速达 92.03%。盈利能力方面，公司近五年的归母净利润年复合增长率为 28.33%，近三年的年复合增长率为-5.19%，主要源于 2015 年净利润下降幅度较大。2014-2016 年，公司分别实现归母净利润 7.12 亿元、0.68 亿元、6.40 亿元，同比增速分别为 62.79%、-90.49%、844.84%。

2015 年净利润下降的主要原因包括 1) 利息支出增加，较去年净增加 2.20 亿元，同比增长 392.62%；2) 博杰广告业绩未达预期；3) 博杰广告、今久广告、We Are Very Social Limited 由于受行业变化趋势影响业绩未达预期，从而公司计提了商誉及无形资产减值，其中，商誉减值分别为 1.09 亿元、0.53 亿元、0.43 亿元，合计 2.05 亿元；博杰广告、We Are Very Social Limited 无形资产减值分别为 6.00 亿元、1.11 亿元，合计 7.11 亿元。

2016 年，净利润大幅回升，主要是由于 1) 移动互联网广告业务盈利能力开始显现，财务费用进行有效管理较上年同期略有减少；2) 公司通过转让部分壁合科技股权、处置“云图微动”股权等部分少数股权投资，确认部分投资收益，合计 3.01 亿元；3) 受汇率波动影响，公司确认部分汇兑收益，合计 1.53 亿元。

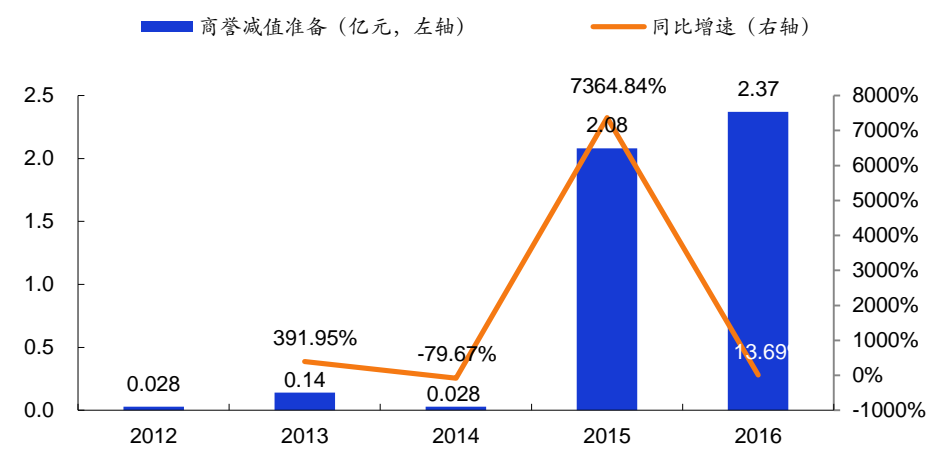
在各业务板块协同效应方面，公司在经历了大规模并购及快速扩张后，截至目前集团旗下各业务板块各子公司均已融入体系，业务协同收入增长显著，2014-2016 年，业务协同收入分别达到 1.4 亿、5 亿、10 亿元。

图 4：2012-2016 年公司营业收入及归母净利润



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：2012-2016 年公司的商誉减值准备金额及同比增速

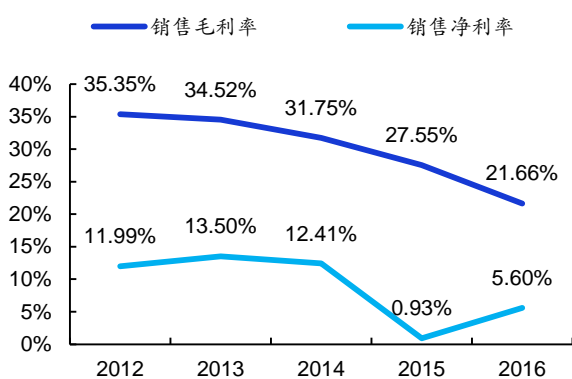


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

在毛利率方面，公司的毛利率水平呈现逐年下降的趋势，主要源于数字营销业务收入占比增加而数字营销毛利率较低。2014-2016 年，公司的毛利率分别为 31.75%、27.55%、21.66%，2016 年较 2015 年下降了 5.9 个百分点，下降幅度较明显。未来，公司将在收入继续保持较快增长的同时依靠业务创新及业务协同重点提升业务毛利率，经营利润的增长预期将快于业务增长速度。

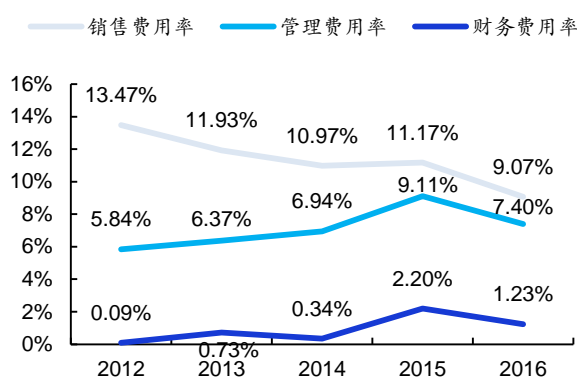
在费用率方面，公司 2016 年的销售费用率、管理费用率及财务费用率均有下降，分别为 9.07%、7.40%、1.23%，较上年分别同比下降 2.1 个、1.7 个、1.0 个百分点，财务费用总金额较上年下降 17.98%，主要原因系汇率变动较大导致汇兑收益增加（2016 年汇兑收益为 1.53 亿元，同比增加 135%）。

图 6：2012-2016 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：2012-2016 年公司三项费用情况

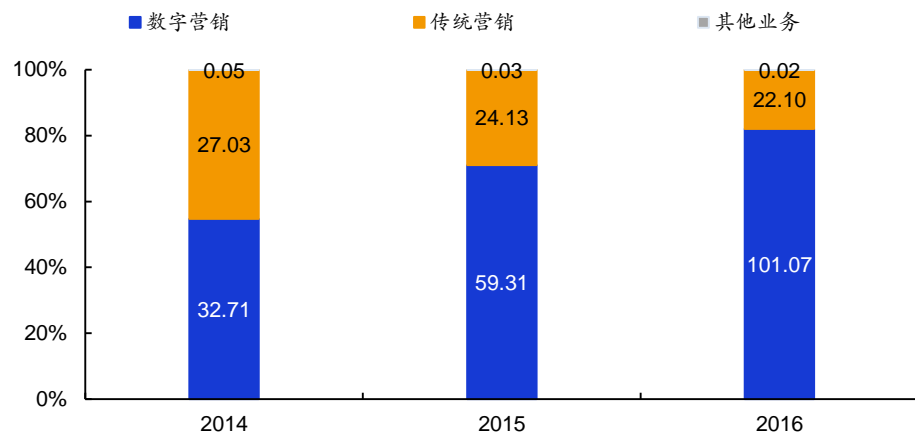


资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 数字营销带动业绩增长，收入占比超 80%

数字营销全面转型的第一阶段已完成。公司的主营业务按产品可划分为数字营销及传统营销，在传统营销方面，近两年的业务收入逐年下降，2014-2016 年业务收入分别为 27.03 亿元、24.13 亿元、22.10 亿元，同比增速分别为 38.24%、-10.75%、-8.40%，占主营业务收入比例从 2014 年的 45.21% 下降至 2016 年的 17.94%。数字营销业务收入逐年快速增长，2014-2016 年，业务收入分别为 32.71 亿元、59.31 亿元、101.07 亿元，同比增速分别为 100.84%、81.35%、70.41%，年复合增长率达 75.78%，占主营业务比例大幅提升，从 2014 年的 54.70% 提升至 2016 年的 82.05%，标志着公司数字化全面转型的第一阶段已夯实完成。

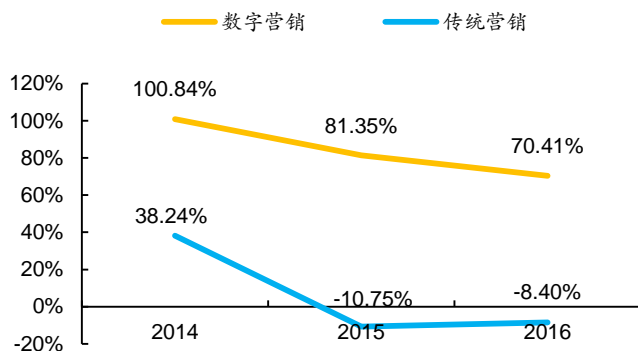
图 8：2014-2016 年公司细分业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

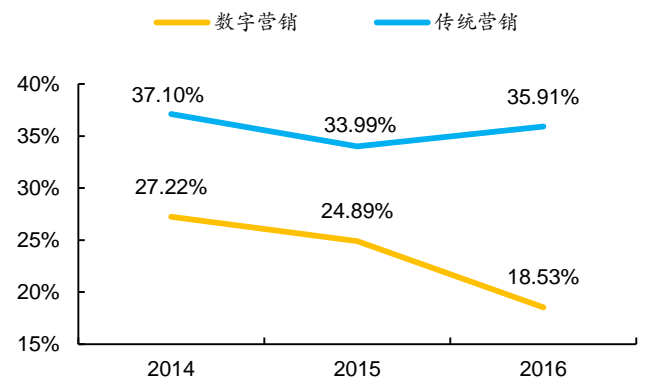
分业务毛利率来看，2016 年传统营销的毛利率为 35.91%，较 2015 年上升了 1.9 个百分点；数字营销业务因业务规模持续扩大费用有所增加，业务毛利率呈现逐年下降趋势，从 2014 年的 27.22% 下降至 2016 年的 18.53%，但未来随着业务创新及业务协同效应的逐渐放大，业务毛利率将有所上升。此外，传统营销业务的毛利率水平每年均高于数字营销业务的毛利率水平，2014 年、2015 年传统营销业务毛利率高于数字营销 9-10 个百分点，2016 年差距拉大到 17 个百分点。

图 9：2014-2016 年细分业务收入同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：2014-2016 年细分业务毛利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 数字营销对传统营销的替代日益明显

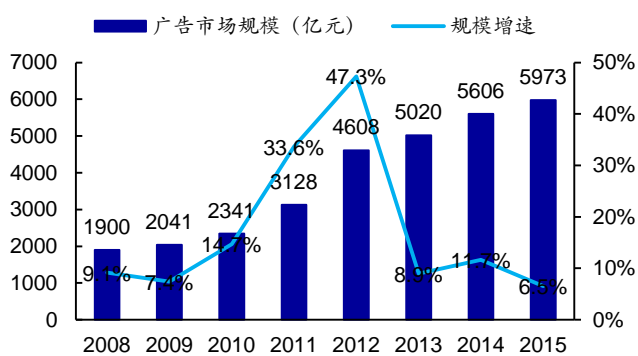
在过去几年，电商的发展大势所趋，随着电商对 ROI 的重视度不断提升，只有数字营销才能满足电商在快速发展过程中的营销需求，成为电商扩大规模的天然工具。电商的价值是为客户提供便利、快捷、高效的服务，减少不必要的中间环节，降低交易成本。根据中国电子商务研究中心发布的《2013 年度中国网络零售市场数据监测报告》，2013 年中国网络零售市场交易规模达 1.89 万亿元，较 2012 年的 1.32 万亿元增长 42.8%，占社会消费品零售总额的 8.04%。对于电商企业来说，营销能力是其获取流量的核心能力，在电商企业没有建立绝对的品牌影响力的阶段，营销能力对电商的发展至关重要。

传统企业触网（O2O）亦催生巨量数字营销市场蛋糕。O2O 的本质是以线上营销带动线下经营和购买，让互联网成为线下交易的前台。在全行业 O2O 的今天，大量的传统企业都意识到电子商务化是未来的方向，但电子商务化后应该怎样在网络上营销自己的商品则需要专

业营销机构的帮助，因此，传统企业触网（O2O）的潮流将催生巨量的数字营销市场蛋糕。2013 年网络营销工作委员会白皮书项目组的调查显示，有四分之一的企业全部或主要采用以网络营销为主的营销模式，另有 21.6%的企业网络营销与传统营销各占一半。家电、旅游、航空、教育、时尚奢侈品、汽车、家庭日用品、餐饮、娱乐等多个行业超过 30%的企业在 2013 年将半数以上营销预算投向网络。传统企业触网（O2O）后，企业形象设计、危机公关、媒介关系、活动推广等所有行为全部转到线上，需要大量的数字营销服务；而获得线下的用户消费体验的反馈、将线下用户引到线上交流、进行线上体验，也离不开数据分析和处理技术，这些都将催生巨大的数字营销需求。

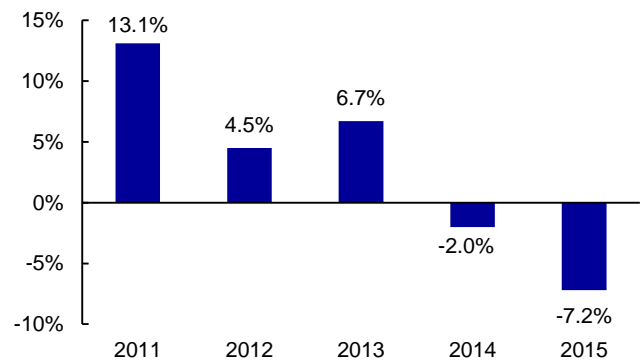
互联网广告逐渐成为广告行业增长的主要驱动力。2014 年中国广告市场规模位居全球第二，仅次于美国。在经历 2010-2012 年的高速增长后，广告市场规模整体增速回落，基本保持接近 GDP 的增长速度，主要系报纸、期刊、广电等传统媒体受到互联网新媒体冲击，整体广告收入呈现下跌趋势，互联网广告已经成为中国广告市场主要增长力量。根据中国产业信息网，2015 年，中国广告市场规模达到 5973.4 亿元，同比增长 6.6%，连续三年保持接近 GDP 的增长速度。

图 11：2008-2015 我国广告市场规模及增速



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

图 12：2011-2015 传统广告刊例花费同比变化

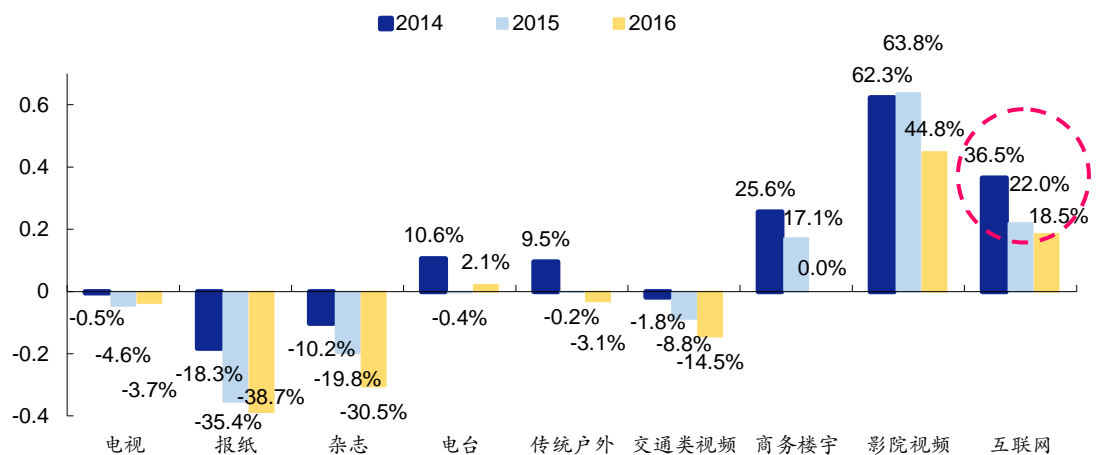


资料来源：CTR 媒介资讯，安信证券研究中心

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%，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。根据 CTR 数据，2016 年中国广告市场整体刊例花费下降 0.6%，较 2015 年 2.9%的降幅已有所收窄。从细分媒介类型来看，刊例花费的降幅主要来自于传统媒介，而互联网媒体分流传统媒介份额，互联网广告刊例花费逆势取得较快增速，2016 年同比增长 18.5%。

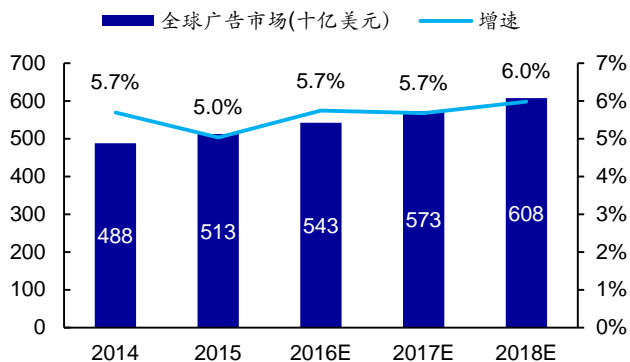
我们认为这种增长趋势具有中长期可持续性。一方面，互联网广告收入增速将受益于中国广告整体市场的增长。对标美国及日本，我国广告行业预计仍有较大增长空间，2014 年，美国广告行业 GDP 占比为 2.35%，日本广告行业 GDP 占比为 1.6%，而我国占比仅为 0.87%。虽然我国广告行业市场规 模较大，增速放缓，但对标美国及日本，我国市场预计仍有 2-3 倍增长空间；另一方面将受益于对传统媒介广告的挤出效应，近年来传统媒介广告刊例花费不断缩减，2015 年整体同比减少 7.2%。

图 13: 2014-2016 年互联网广告刊例花费逆势增速良好



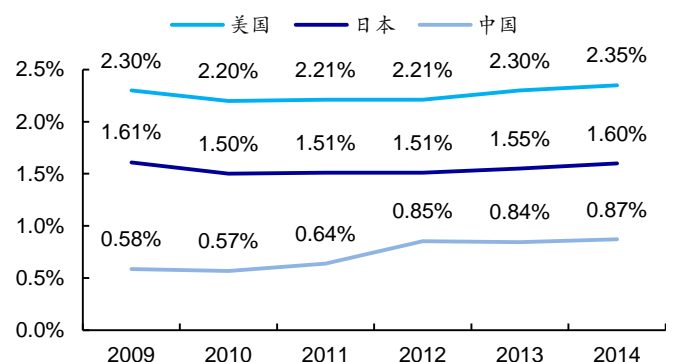
资料来源: CTR 媒介智讯, 安信证券研究中心

图 14: 2005-2015 全球广告市场规模及增速



资料来源: eMarketer, 安信证券研究中心

图 15: 2009-2014 美中日广告市场规模 GDP 占比



资料来源: Wind, 智研咨询, 安信证券研究中心

表 1: 数字营销业务模式下, 广告投放的主要渠道及媒体形式

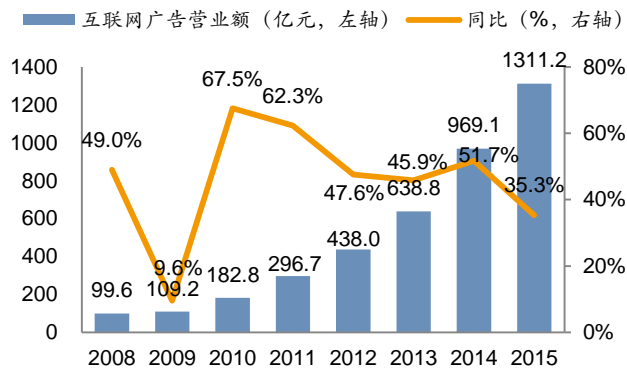
网站类型	网站特点及服务内容	典型代表
综合性网站	为用户提供新闻及综合资讯服务, 信息量大, 用户覆盖广泛, 使用频次高, 浏览量高	新浪、搜狐、网易、腾讯
垂直网站	业务集中于某些特定的细分领域, 覆盖特定领域的用户, 提供有关这个领域的全部深度信息服务, 信息资讯的专业性、针对性更强	汽车之家、太平洋电脑网、红孩子、母婴、乐蜂网、携程旅行网
搜索引擎	运用特定的计算机程序从互联网上搜集信息, 在对信息进行组织和处理后, 为用户提供检索服务并将用户检索到的信息展示给用户。用户使用频次高, 浏览量高	百度、Google、360 搜索
视频网站	指为用户提供视频浏览服务的网站, 视频内容包括电影、电视剧、音乐、动漫、游戏、新闻、综艺等多方面内容, 用户粘性高, 浏览量高	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: 公司公告, 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

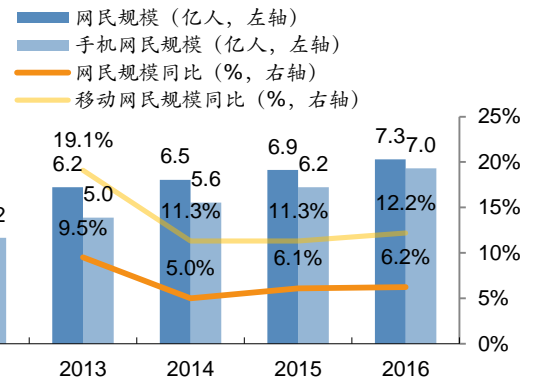
广告拥有庞大市场,据 CNNIC 发布的《第 39 次中国互联网络发展状况统计报告》,截至 2016 年底,我国网民规模达到 7.31 亿,全年共计新增网民 4299 万人,同比增速为 6.2%,较 2015 年增长率稍有提升。互联网普及率为 53.2%,较 2015 年提升 2.9 个百分点。手机网民渗透率不断提升,截至 2016 年底,我国手机网民规模达 6.95 亿,较 2015 年底增加 7550 万人,手机网民占网民比重高达 95.1%。

图 16: 中国互联网广告规模增长迅速, 15 年超千亿



资料来源: 中国产业信息网, 安信证券研究中心

图 17: 互联网广告的崛起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

3. 营销智能化, 业务全球化

3.1. 数字营销业务全面转型

3.1.1. 以数字化为核心, 全方位拓展广告业务

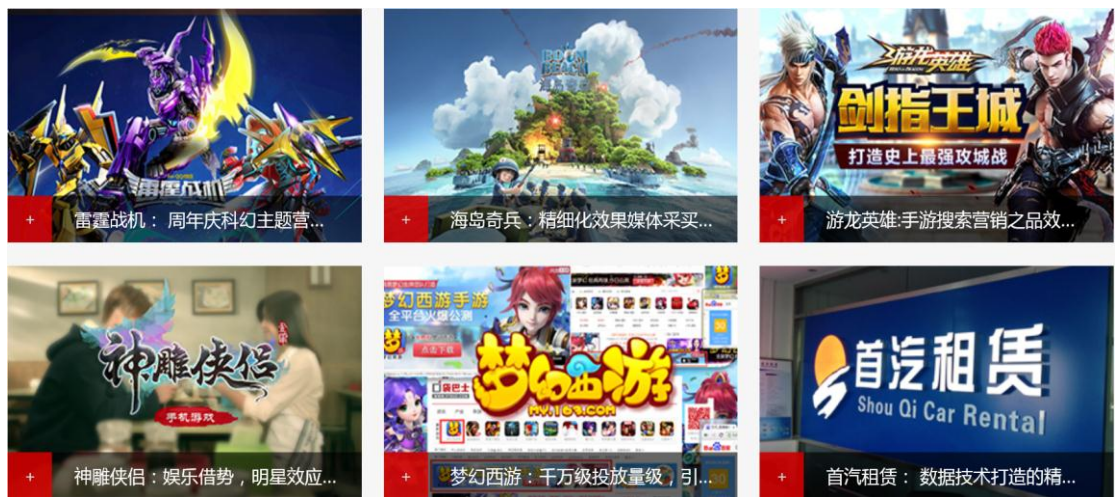
3.1.1.1. 收购思恩客, 布局互联网广告

2011 年 3 月, 公司使用超募资金 2400 万元以股权收购加增资扩股方式投资思恩客 10% 股权; 2011 年 4 月, 公司使用超募资金 9840 万元向全资子公司上海公关增资, 用于收购思恩客 41% 股权, 思恩客承诺 2011-2013 年扣非净利润分别不低于 2400 万、2880 万、3456 万; 2012 年 3 月, 公司使用自有资金及超募资金合计 1.90 亿元向全资子公司上海品牌增资, 用于收购思恩客剩余 49% 股权, 收购完成后公司、上海公关、上海品牌合计持有思恩客 100% 股权, 思恩客承诺 2012-2013 年扣非净利润分别不低于 3200 万元、3800 万元。

思恩客是国内游戏市场最大的在线广告代理商。据公司公告, 思恩客是国内互联网广告领先的服务代理商, 同时是国内最大的游戏行业数字营销解决方案提供商。思恩客创立于 2006 年, 总部设于北京, 在上海、广州、深圳、福州、北美、香港、台湾等 9 地设置分支机构, 服务网络覆盖北美与亚太地区, 旗下拥有思恩客、指点互动、尊岸广告三个子品牌, 业务涵盖媒介代理、效果营销、网络视频营销、策略与公关、国际营销。公司已为超过 800 家跨国公司、本土企业提供了专业化的一站式互联网广告营销服务, 服务行业涉及网络游戏、汽车、金融、快消、互联网服务、电子商务、旅游等领域, 日常 PC 端及移动端的影响力媒体投放超过 400 家, 数字媒体采买规模近 30 亿。

思恩客在互联网游戏营销服务行业的竞争优势明显, 收购思恩客可以为公司在网络广告行业的拓展提供有力支持, 有助于公司建立及完善传播服务链条, 拓展业务领域。

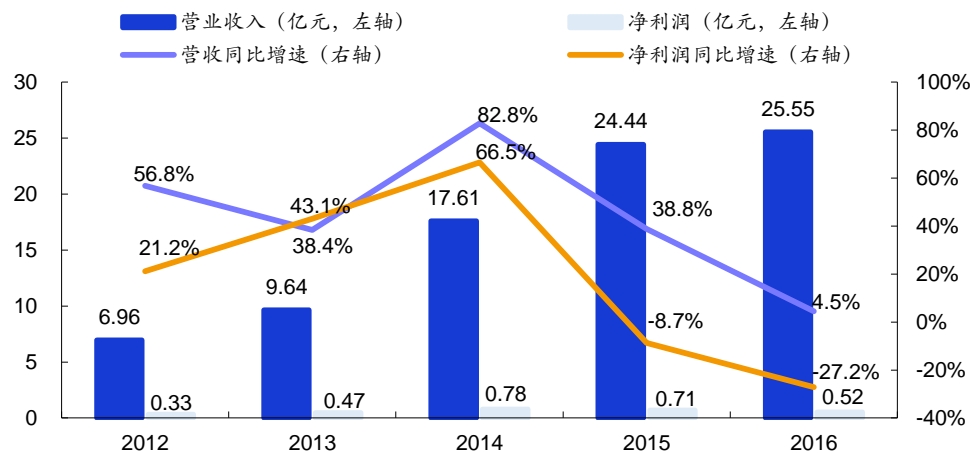
图 18: 思恩客营销案例



资料来源: 公司官网

从业绩方面来看, 自公司收购思恩客 100% 股权后, 思恩客的营业收入从 2012 年的 6.96 亿元增长至 2016 年的 25.55 亿元, 年复合增长率达 38.4%; 净利润从 2012 年的 0.33 亿元增长至 0.52 亿元, 年复合增长率达 12.2%。思恩客对公司收入的持续增长贡献较大, 2015 年思恩客的营收占公司总收入的 30%, 2016 年由于移动营销业务子公司的快速增长, 思恩客收入占比稍有下降至 21%, 但仍是公司营业收入的重要组成部分。

图 19: 2012-2016 年思恩客营收及净利润



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.1.1.2. 收购精准阳光, 涉足户外广告

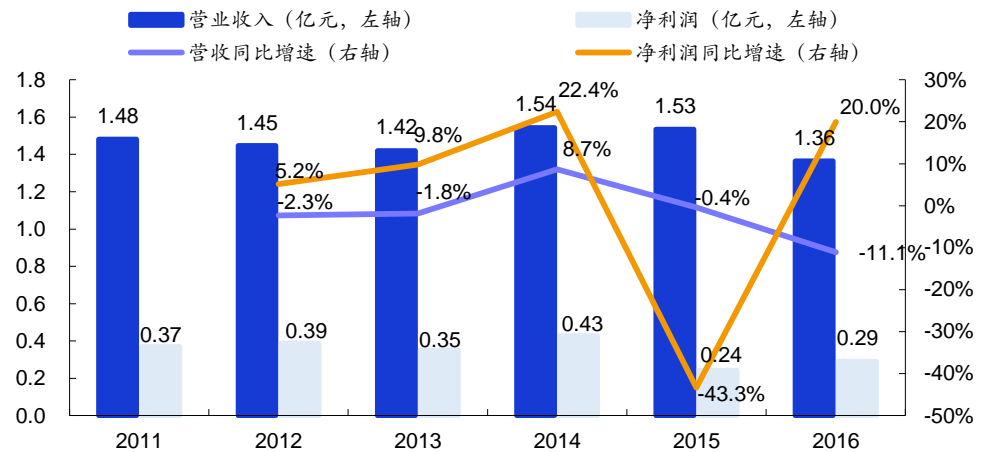
2011 年 7 月, 公司以超募资金 1.74 亿元向全资子公司上海公关增资, 用于收购精准阳光 51% 股权, 精准阳光承诺 2011-2013 年扣除净利润分别不低于 3250 万元、4225 万元、5070 万元; 2014 年 3 月, 基于精准阳光 2012 年及 2013 年为实现业绩承诺, 公司参照前次收购定价, 以 2011 年净利润 3250 万维基数, 按照 10.5 倍市盈率, 收购精准阳光 39.97% 股权作为补偿, 收购完成后公司及全资子公司合计持有精准阳光 90.97% 股权。

精准阳光是中国社区灯箱网络化媒体的开创者及领导者, 布局生活圈媒体, 主要面向中高端社区渠道。精准阳光成立于 2007 年, 主要从事城市高端社区内户外高清灯箱广告及生活杂志广告服务, 其主营业务为户外广告发布及发行生活类杂志。精准阳光主要从事高端社区 (别墅/公寓) 户外高清灯箱广告业务, 覆盖北京、上海、广州、深圳、成都、西安、长春、

武汉、杭州、郑州、东莞、佛山、南京等 20 多家城市 7000 千余家高档物业，拥有上万块社区灯箱媒体，并为品牌同时提供针对同一目标消费群的 LED 促销信息发布、DM 派送、公关活动等渠道增值服务。

业绩方面，精准阳光 2012 年及 2013 年未完成业绩承诺，主要系受宏观经济增速放缓以及行业自身波动影响。2014-2016 年，精准阳光的营业收入分别为 1.54 亿元、1.53 亿元、1.38 亿元，同比增速分别为 8.7%、-0.4%、-11.1%；净利润分别为 0.43 亿元、0.24 亿元、0.29 亿元，同比增速分别为 22.4%、-43.3%、20.0%，整体业绩的波动性较大。

图 20：2011-2016 年精准阳光营收及净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1.1.3. 收购今久广告，切入房地产营销

2012 年 4 月，公司以 4.35 亿元收购今久广告 100% 股权，其中，公司通过非公开发行股份收购今久广告 75% 股权，剩余 25% 股权由全资子公司上海蓝标以现金 1.0875 亿元收购。今久广告承诺 2011-2014 年扣非净利润分别不低于 4207 万元、5060 万元、5796 万元、6393 万元。

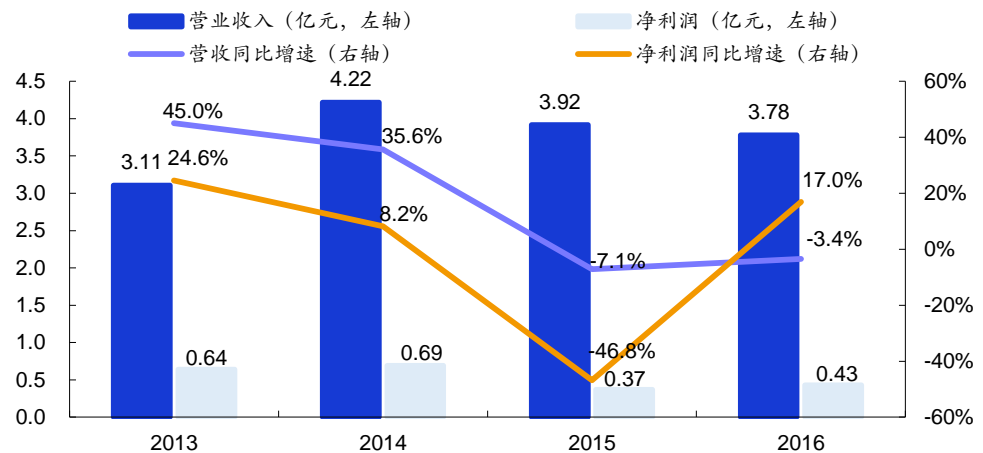
公司公告显示，今久广告是国内单体最大的房地产综合广告公司，积极进行数字化转型。今久广告成立于 1995 年，主要为房地产行业客户提供全案代理、媒介代理、公关活动等服务。2011 年，今久成立海南分公司，公司官网数据显示，目前已是海南本土最大的房地产推广公司，拥有半山半岛、鲁能、海航等优质客户；2012 年成立上海分公司，通过公关活动及新媒体推广等业务扩张；2014 年，郑州、长春、哈尔滨三地办事处落户东北，并以 1.4 亿收购沈阳新维 51% 股份，布阵房地产互联网营销。今久已形成了“纵贯南北、热点城市全覆盖”的中国地产营销全国版图。此外，依托公司强大的技术及资源优势，今久积极进行数字化转型，推出整合营销，利用数字化工具，为房地产商提供系统化、精准化的服务，形成了前期顾问、销售经纪、全案推广、公关活动、数字营销、品牌导视六大服务板块。

在完善公司传播服务链条的同时，收购进一步拓宽了覆盖的客户行业范围。今久广告的客户以国内大型房地产开发企业为主，包括绿地集团、京御地产、华润置地、中粮地产、远洋地产、保利集团、万科集团、鲁能地产、紫薇地产、北科建集团等公司。而公司的客户主要集中于高科技 (IT)、消费品、汽车、互联网、手机行业，对今久的收购有助于公司进入房地产传播服务领域，拓宽公司覆盖的客户行业范围。

在业绩方面，今久广告实现了 2011-2014 年的业绩承诺，但受房地产市场不景气的营销，营收及净利润自 2015 年出现负增长。2015 年、2016 年，公司的营业收入分别为 3.92 亿元、

3.78 亿元，分别同比下降-7.1%、-3.4%；净利润分别为 0.37 亿元、0.43 亿元，同比增速分别为-46.8%、17.0%。2016 年收入下滑趋势有所放缓，净利润实现正向增长。

图 21：2013-2016 年今久广告营收及净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1.1.4. 收购博杰广告，以布局电视广告为初心，现全面转型 OTT

2013 年 1 月，公司以自有资金 1.78 亿元增资博杰广告，取得博杰广告 11% 股权；2013 年 8 月，公司以发行股份及支付现金的方式收购博杰广告剩余 89% 股权，交易对价为 16.02 亿元，交易完成后，公司持有博杰广告 100% 股权。博杰广告承诺 2013-2016 年扣非净利润分别不低于 2.07 亿、2.38 亿、2.74 亿、2.87 亿元。

2017 年前，博杰广告是央视新闻频道的广告独家代理商，媒介资源优势明显。博杰已构建了以电视媒体广告承包代理为核心，以影院数码海报媒体开发及运营为增长点，以媒介策划及市场研究为特色的业务格局，具有较高的市场影响力。博杰广告在 2015 年、2016 年分别承包了央视新闻频道的五个栏目：《新闻 1+1》、《新闻调查》、《面对面》、《直播间》、《共同关注》，代理的栏目资源贯穿全天，覆盖各高峰收视时段，栏目类型多元化，可以根据客户行业及品牌的特点，通过科学的媒介策略分析定制专属的投放方案，达到广告传播效果最大化。此外，公司将其 5 个栏目组成套装，推出《新闻全天套》、《新闻直播套》、《新闻晚间套》三个套装产品，力求打造极高性价比优势，满足客户不同阶段的广告需求，实现品牌沟通的价值与品牌影响力。收购有助于公司加速产业整合，进一步完善传播服务链条。收购博杰广告后，公司增加了在电视媒体广告、影院数码海报广告领域的服务内容，能够为客户提供包括互联网、户外、平面、电视等各类媒体的立体整合式品牌传播方案，原有的以公共关系、广告服务为主的传播服务链条得以完善。

图 22: 博杰广告承包的央视新闻频道的五个栏目广告代理权



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

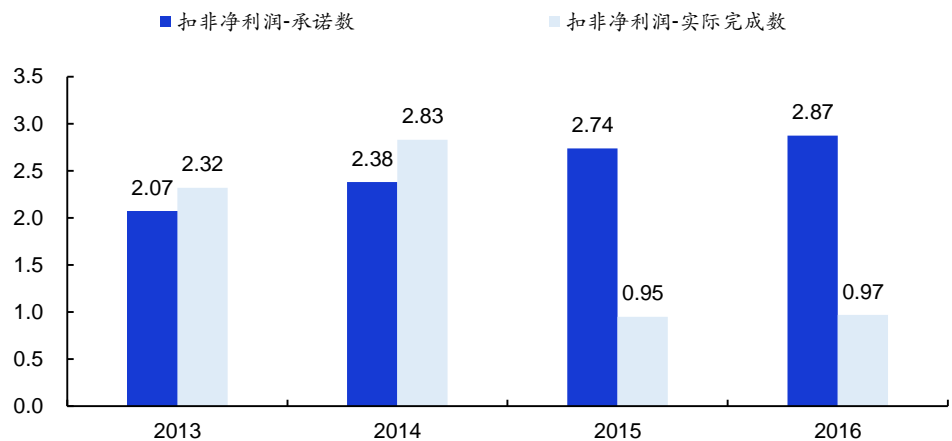
图 23: 博杰广告的套装产品



资料来源: 公司官网

未取得中央 6 套的独家代理权、央视资源成本上涨、电视广告投放量下滑等因素对博杰广告业绩造成了较大的影响。2015 年、2016 年博杰广告未完成业绩承诺主要源于 1) 未取得 2015 年及 2016 年中央 6 套的独家代理权。博杰广告原有广告资源包括中央 6 套(电影频道)及央视 13 套(新闻频道)。2014 年 12 月起, 中央 6 套由原有的广告承包代理模式变更为招标模式, 博杰广告未能赢得 2015 年、2016 年的投标。中央 6 套代理权在 2014 年给博杰广告创造了接近 40% 的收入, 2015 年、2016 年该部分资源的丧失在很大程度上影响了博杰广告的业绩水平; 2) 受央视资源成本上涨影响, 新闻频道栏目承包资源利润下降。博杰广告在 2015 年、2016 年分别承包的央视新闻频道的五个栏目因为承包秒数及承包单价的共同上涨, 2016 年涨幅金额高达约 1.3 亿元, 涨幅比例为 37%; 3) 受互联网广告、移动端广告的冲击, 电视广告投放总量下滑; 央视频道市场份额及收视率下降明显。电视广告收入逐渐向移动视频广告转移, 根据 CTR 数据显示, 2016 年电视媒介广告刊例花费同比下降 3.7%。博杰广告核心资源央视频道的收视份额下滑及加速的竞争给博杰广告近两年的创收带来了较大压力。

图 24：2013-2016 年博杰广告业绩完成情况（单位：亿元）

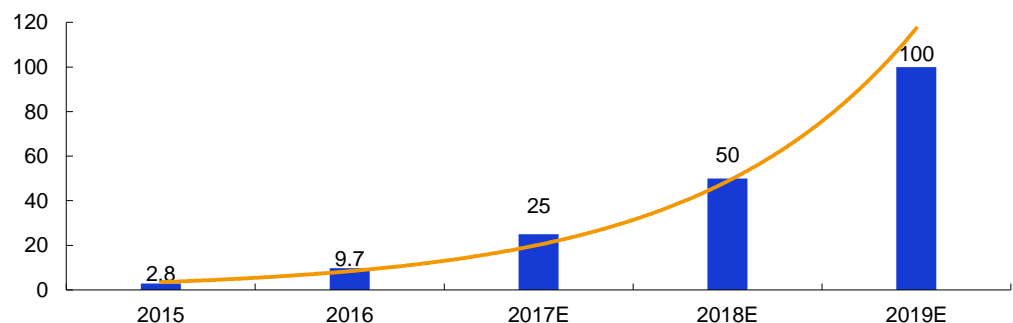


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

应对传统媒介的下滑、央视资源成本的上涨，博杰广告自 2017 年起全面转型 OTT，不再代理央视广告业务。2017 年，博杰积极进行数字化转型，基于其原有优势，全面转型 OTT 互联网智能电视广告（公司的 OTT 业务主要由博杰广告、精准阳光开展）。自 2014 年起，OTT TV 快速发展，表现为智能电视及 OTT 盒子在中国家庭迅速普及，相较于 DVB 及 IPTV 的封闭网络与有限内容资源，OTT TV 能获取互联网上的海量内容资源，在内容为王的时代背景下发展前景广阔。根据《2016 年 OTT 广告价值蓝皮书》，截至 2016 年底，中国 OTT 终端保有量达 2.1 亿台，其中激活终端达 1.15 亿台，覆盖 3.67 亿用户，智能电视的日开机率为 50%，月开机率为 71%，日开机市场时长达 6.01 个小时，由此可见，OTT 的用户行为高度活跃。

OTT 广告高速发张，市场前景广阔。OTT 行业高速发展的同时带来了 OTT 大屏广告营销的快速增长。根据蓝皮书披露，2016 年中国 OTT 广告市场规模达 9.7 亿元，较 2015 年增长 384%，预计至 2019 年中国 OTT 广告市场规模将超越 100 亿，OTT 广告市场在未来三年内将实现百亿规模的跨越。OTT 广告具备大屏高清展示、一屏多用户、强制曝光、展示形式多样、可定向、互动性强、信任度高等特点。除了广告展示之外，OTT 大屏同时是一个营销平台，凭借跨屏互动以及电视购物商城等新型营销方式实现从宣传到销售的直接转化。凭借突出的优势特点，众多广告主纷纷试水 OTT 广告投放，根据蓝皮书统计，2015 年 OTT 广告主数量仅为 100 多家，而 2016 年 OTT 广告主数量增长至 500 多家，并且宝洁、联合利华、可口可乐等知名广告主均已开展 OTT 广告投放。

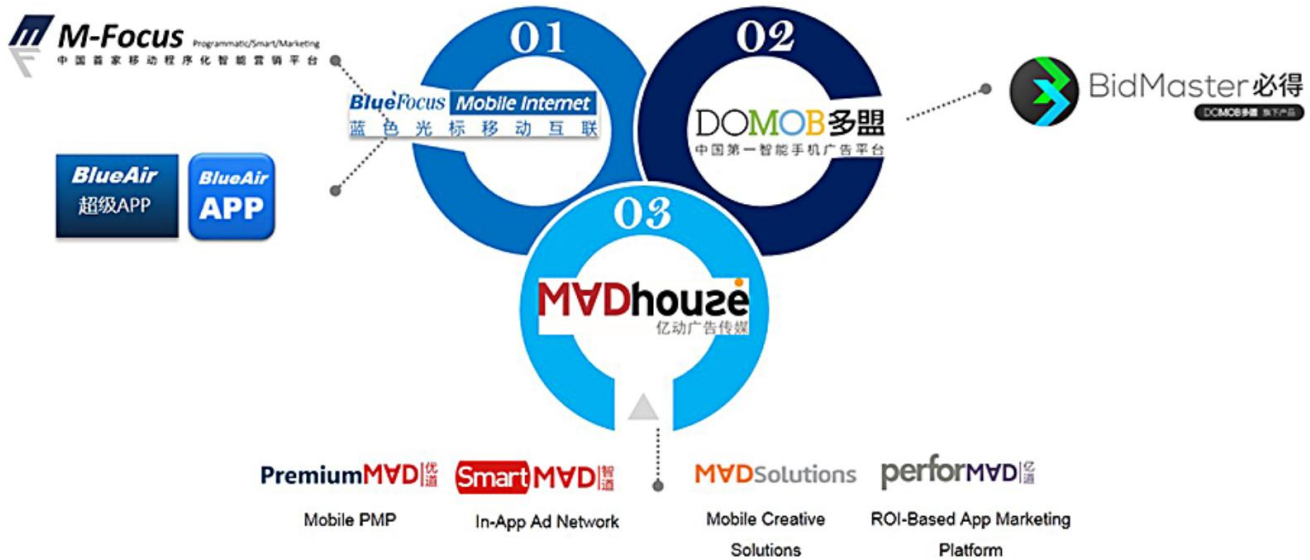
图 25：OTT 广告市场未来三年预计将实现百亿规模



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

3.1.2. 收购多盟亿动，加码移动智能营销

图 26：公司移动智能营销业务布局



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

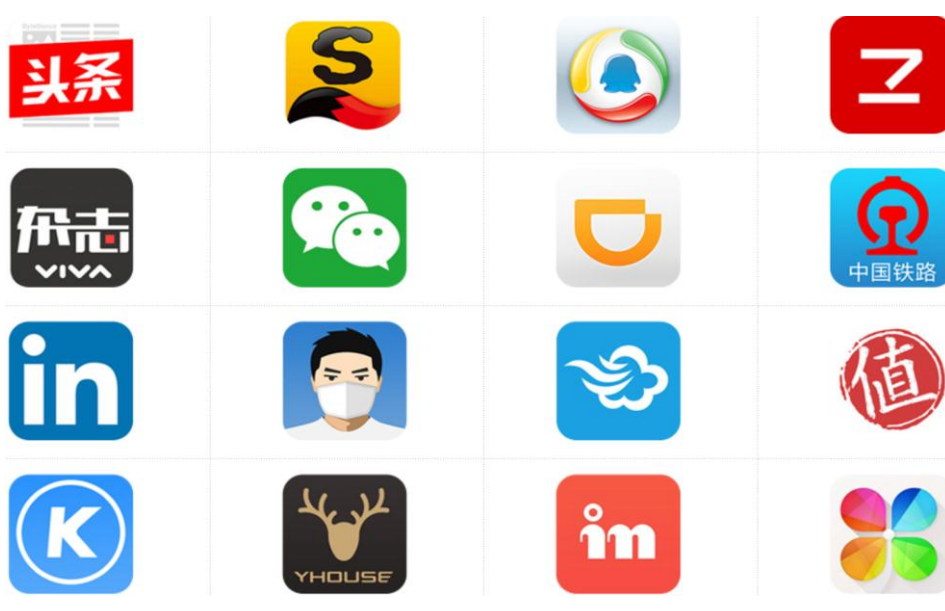
3.1.2.1. 多盟：国内智能手机广告平台领军者

2015年6月，公司全资子公司蓝标投资以1.7891亿美元（约合人民币10.9406亿元）收购Domob Limited（多盟开曼）100%股权；同时，以人民币6.7762亿元收购多盟智胜95%的股权。多盟开曼通过VIE架构对多盟智胜进行实际控制，两家公司均以“DOMOB多盟”平台开展移动互联网广告业务。

用户数据+DSP，实现精准投放，降低广告费用，提升广告主ROI。多盟专注于移动互联网广告、效果广告及APP分发等服务领域，整合了智能手机领域最优质的应用以及广告资源，搭建了广告主与应用开发者之间的广告技术服务平台，拥有一站式的程序化广告平台，支持RTB/PMP/PD/PDB等多种竞价方式，并借助大规模数据处理的平台优势以及贴近应用开发者的服务模式，为应用开发者提供产品推广服务与收益，以及为致力于在智能手机平台推广产品、品牌的广告主提供高效的服务。多盟已经开发了全国领先的移动端需求方平台（DSP），未来将通过该平台以及公司积累的庞大用户数据，为广告主实现目标受众人群精准投放，提升广告主广告投放的ROI。

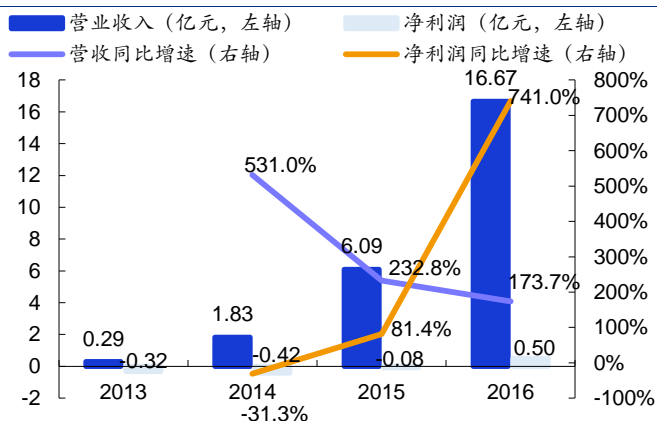
多盟媒体资源丰富，研发团队出色，竞争优势明显。多盟合作的优质媒体主要包括PM2.5、墨迹天气、今日头条、百度贴吧、滴滴打车、美图秀秀、火柴人联盟、会说话的汤姆猫等。多盟拥有以业内资深专家及知名高级工程师为核心的研发团队，对广告平台系统拥有独特的技术优势，在册300名员工中超过三分之一为产品技术人员。

图 27：多盟拥有的优质媒体资源



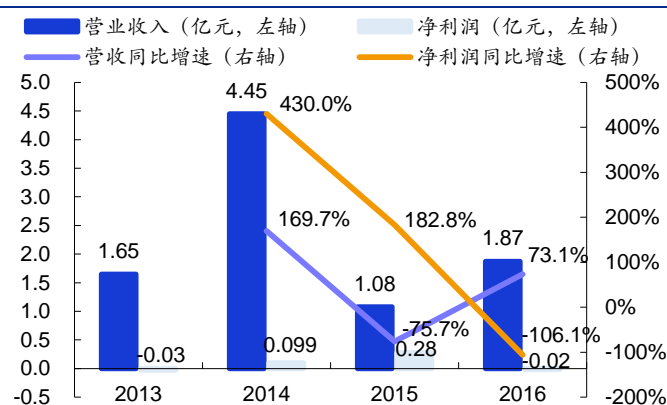
资料来源：公司官网

图 28：2013-2016 年多盟开曼营收及净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 29：2013-2016 年多盟智胜营收及净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1.2.2. 亿动：全球领先的独立移动广告平台

2015 年 6 月，公司全资子公司蓝标投资以 6120 万美元收购亿动 51% 股权，并以 1000 万美元对亿动进行增资，合计 7120 万美元，约合人民币 4.3578 亿元，交易完成后，公司持有亿动 54.77% 股权。

移动端客户资源丰富，团队能力及海外市场的开拓能力突出。亿动广告传媒成立于 2006 年 1 月，主要从事基于其自有服务平台的移动端的品牌类广告的国内推广及手机应用的海外推广。亿动立足中国与印度两大新兴市场（2012 年进入印度并已成为印度国内最大的移动广告公司），总部位于上海，在北京、广州、班加罗尔、孟买、新德里设有办公室，目前拥有 240 余名专业人员组成的团队，服务包括可口可乐、宝洁、宝马汽车、雷克萨斯、百威英博、平安集团、LVMH、玛氏等知名国际企业在内的境内外客户。亿动为移动应用开发者提供海外移动营销解决方案，全球移动应用推广经验丰富，成功出海 APP 数量超过 1000 个，海外投放国家超过 225 个，每月管理的海外投放预算超 3000 万美元；在渠道方面，拥有 Facebook、Google 的一级代理资质，并整合 80 多家海外优质渠道，实现一站式跨渠道优化。

此外，亿动拥有自主研发的广告投放系统，利用智能移动广告平台及大数据技术为广告主提供基于移动端的市场传播。通过收购亿动，公司进一步补充了客户资源，形成协同效应；加强公司移动广告团队的业务能力；补充公司满足客户在国内品牌推广的需求的能力，还可以加强公司在海外推广客户品牌或者产品的能力，符合公司“国际化”战略目标，帮助更多客户出海，在海外抢占市场份额。

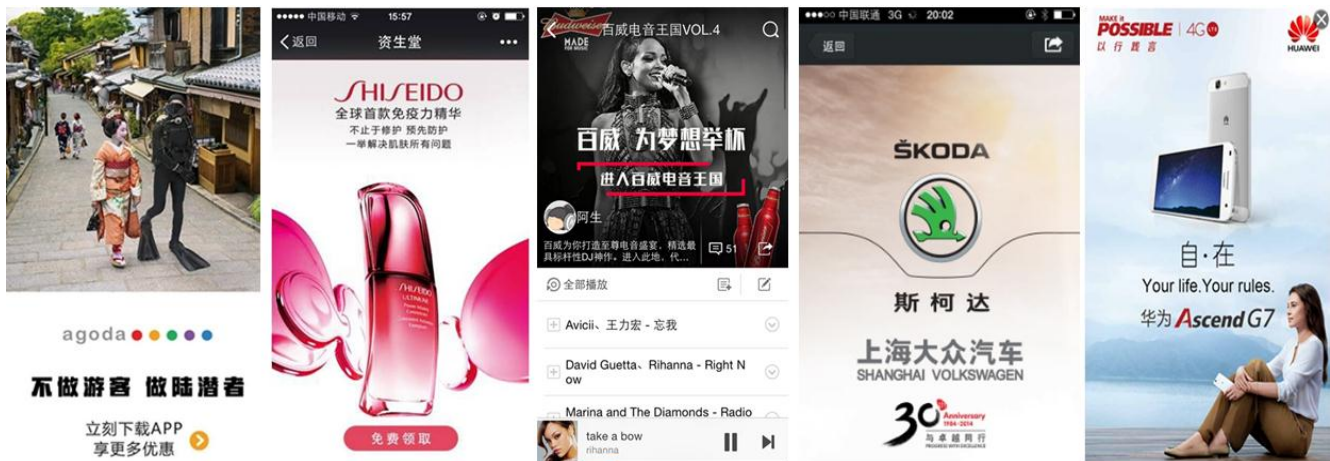
亿动的品牌推广业务通过 PremiumMad（优道）平台及 SmartMad（智道）平台实现，海外推广业务主要通过 PerforMad（亿道）平台实现。PremiumMad 是优质内容程序化直投平台，将多个 Hero App 的优质内容资源统一投放，品牌安全有保障，用户覆盖量大且丰富，有清晰的受众标签，通过一个平台管理多个 Hero App 的广告活动，实时追踪各个媒体的效果数据，实现自动实时优化。SmartMad 通过实现对国内外主流广告平台的支持，为广告主提供一站式的广告解决方案，使得品牌可以通过程序化购买长尾 App 的广告位实现品牌的推广。PerforMad 是国内首个同时是目前唯一一个以 ROI 为优化参数的广告投放平台，根据不同国家地区的文化及人群特征，后台建了差异化、多样的分析模型，可以实时提供广告投放报表，查看跨渠道的投放效果。PerforMad 对接了 80 多家渠道，特别是针对 Google、Facebook、Twitter 三大海外推广渠道，PerforMad 启动了 API 的深入对接，通过一个平台完成这几大渠道的自动化广告管理。

图 30：亿动在全球范围内提供移动广告投放及优化服务



资料来源：公司官网

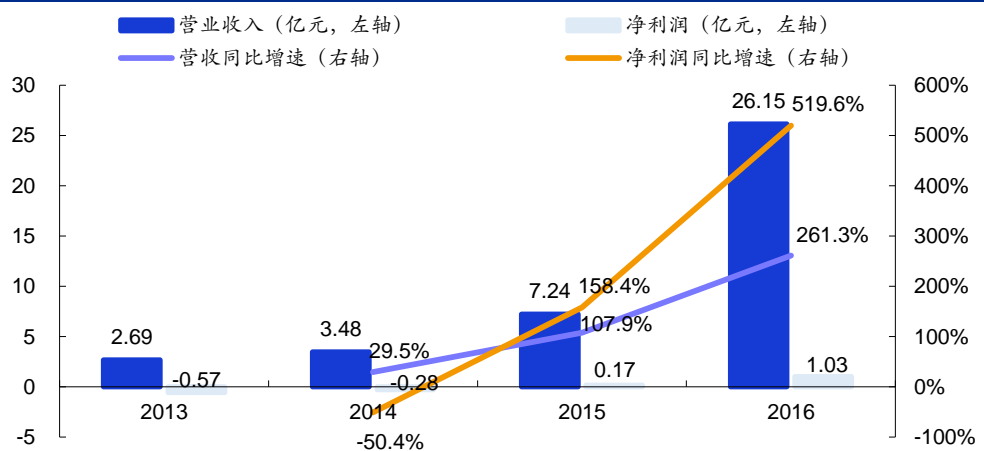
图 31：亿动移动营销案例



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

受益于移动互联网营销行业的快速发展，收入规模高速增长，成为全球最大的独立移动广告平台公司。2014-2016 年，亿动分别实现营业收入 3.48 亿元、7.24 亿元、26.15 亿元，同比增速分别为 29.5%、107.9%、261.3%；分别实现净利润-0.28 亿元、0.17 亿元、1.03 亿元，同比增速分别为-50.4%、158.4%、519.6%。

图 32：2013-2016 年亿动营收及净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1.3. 17 年业务板块升级细化，布局“两块屏幕”+“自媒体”

数字化转型进入第二阶段，基于“客户+技术+资源”此三要素，以协同、整合为核心，公司对现有智能营销业务板块升级细化为智能服务、智能投放、智能产品。具体来看，智能服务（客户）板块聚焦七个重点行业，整合协同公司各业务单元服务，如全案服务、电商服务、活动营销、娱乐营销等，深度发掘品牌客户需求空间以拓展业务机会；智能投放（资源）则主要通过媒体集中采购，重点发力超级智能电视屏、移动手机屏、网红及自媒体流量三大平台；智能产品（技术）板块主要将大数据生态驱动数据、技术、产品三项有机结合转化，通过业务流程促进产品平台化，提升作业规模效应、优化人力成本，以实现利润提升。

未来将智能营销服务聚焦“两块屏幕”+“自媒体”布局建设。首先，两块屏幕主要聚焦于“移动互联手机、互联网智能电视屏”，实现商业智能营销多入口、高协同、共场景的高触达率互动传播模式。同时来自于两块屏幕构建的跨屏互动、多屏同步的场景化体验传导，促

进营销传播效果有效提升。其次，在资讯多样化的时代背景下，传播趋势向媒体去边界化、内容传播去中心化的方向转变，来自于用户对内容的需求凸显，垂直资讯的涌现促进了新闻内容去中心化，以自媒体为代表内容细化、媒体归类正在进行，公司将基于数字化智能营销，并顺应新智能传播时代发展趋势，重点布局自媒体建设。

图 33：公司智能营销业务布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

此外，2017 年公司将实施 KA（关键客户）及媒体集中采购两大重要举措。KA 是公司推动业务协同的核心，8 个关键客户，都是多个业务单元同时服务，通过有效协同预计收入同比增长超过 50%，公司的新型业务，例如 OTT、CRM、营销云等，均将首先在这些关键客户打开空间；媒体集采是另外一项重要并且长远的部署，公司的媒体采购量已接近百亿规模，通过集中采购加强谈判能力，将有效提升毛利空间，集采预计将成为公司未来重要的利润中心。

3.2. 以美国市场为重点，依靠并购持续拓展国际业务

据公司公告，公司是国内唯一一家拥有国际业务布局的本土营销公司，在北美、西欧、东南亚等成熟市场的业务网络已基本成型。公司的国际业务板块主要包括 Vision7（加拿大）、WAVS（英国）、Fuse Project（美国）、Metta（香港）、Financial PR（新加坡），随着公司全球化业务战略的逐步落实，国际业务持续扩张，业务收入占比从 2015 年的 21.7% 提升至 2016 年的 37.7%。国际业务的快速增长需靠并购，未来，公司将继续加大国际化力度，在保持既有业务继续平稳增长的同时寻找合适的并购机会（重点在美国市场），持续提高国际业务收入占比，公司目标是将境外收入比例提升至 50% 以上。

图 34：公司旗下的国际业务布局

	总部/地区	主营业务	持股比例
	美国	<ul style="list-style-type: none"> 提供包括工业设计、品牌、用户界面及用户体验等服务的精品公司；世界闻名的jawbone旗下的产品就出自于Fuse Project。 	75% (剩余的25%收购计划目前处于董事会预案状态)
	香港	<ul style="list-style-type: none"> 香港最大的独立广告公司，主要经营业务包括市场策划、广告创作、广告设计、广告制作、媒体策划及购买。 	100%
	加拿大	<ul style="list-style-type: none"> 全球领先的综合性国际营销传播公司，旗下拥有加拿大市场领先的广告及品牌创意代理公司Cossette、加拿大最大的独立媒介购买及策划集团Vision7 media、领先公关机构Citizen Relations以及特定营销经纪公司EDC等。 	85%
	英国	<ul style="list-style-type: none"> 专注于全球社会化媒体沟通及营销的公司，致力于将社会化媒体服务与数字营销、公共关系、营销技巧相结合。 	82.84%
	新加坡	<ul style="list-style-type: none"> 亚洲的财经公关公司领导者，为上市公司及准备上市的公司提供优质且具针对性的媒体宣传及行政性服务的投资者关系顾问服务。 	40%
	韩国	<ul style="list-style-type: none"> 是韩国知名的营销传播服务公司，已在全球范围拥有22家分公司，业务覆盖广告企划、创意、媒体、数码、空间事业等传播服务，为现代、起亚汽车、汉堡王（中国）等知名品牌提供品牌战略及传播代理服务。 	战略合作

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

3.3. 建立完备的分层次投资体系，提供业务持续发展动力

公司的另一个重要方向是基于投资的未来业务布局及孵化。截至目前，公司投资的企业已经有 11 家在新三板挂牌，除了取得了可观的投资收益外，更为重要的是业务协同以及对公司整体业务变革转型的促进。未来有些企业可以选择自己去 IPO，公司将适时退出。公司同时参与了较多的市场上的一线投资基金如高榕、真格、洪泰、源码等等，通过这些基金分享大量的优质项目来源。公司公告显示，2017 年，公司做为基石 LP 参与设立了规模过 10 亿的蓝图产业投资基金，重点基于营销产业、内容产业、营销技术产业进行投资，为未来进行储备。公司未来将主要聚焦以并购为主的大多数股权投资，而相关的基金则将主要关注基于未来的少数股权投资。完备的分层次投资体系是解决公司长远发展后续动力的重要保障。

表 2：公司投资的企业有 11 家在新三板挂牌（市值以 2017 年 6 月 28 日收盘价为准）

证券简称	主营业务	持股比例	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
蓝色未来	依托自营幼儿园为学龄前儿童提供保育、教育服务及依托高校资源为知名企业提供高校传播服务。	10%	24.33	0.66	0.11
智臻智能	为智能服务机器人技术的研发及产业应用。	6.55%	20.01	0.86	-0.73
璧合科技	为广告主提供了互联网效果广告的投放平台，以及跨屏、跨终端的程序化广告投放服务以及技术解决方案。	23.34%	11.47	4.32	0.43
狮华金服	投资者关系管理及品牌管理。	持有其控股股东 Financial PR Pte Ltd 40%股份。	10.66	0.97	0.17
蓝色方略	商务服务业中的会议及展览服务提供商，主营业务为线下活动营销服务（除房地产行业），主要包含线下活动创意策划、活动全程执行等内容。	52.10%	8.78	1.73	0.20
掌慧纵盈	集智能硬件、云管理平台、精准广告营销、商业大数据应用、全球数据漫游于一体的生态型移动互联网企业。	23.04%	8.46	1.68	0.13
蓝色电商	电商营销、运营及电子零售业务。	52%	7.98	4.82	0.17
识代运筹	大数据管理平台及应用、数据营销应用产品及服务以及数据分析与洞察报告产品及服务的研发与销售。	21%	0.15	0.18	0.05
豆盟科技	精准广告投放服务及流量分发服务。	22.55%	-	2.83	0.25
天与空	广告创意设计、制作及开发以及新媒体营销策划服务。	20%	-	0.47	0.08
喜乐航	专注于航空互联网技术开发与平台运营，致力于为航空商旅人群提供互联网服务，专注于航空互联网建设及航空人群大数据开发。	12.68%	-	3.03	-0.55

资料来源：公司公告，Wind，安信证券研究中心

4. 投资建议

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 8.04 亿、9.35 亿、10.56 亿，对应每股收益分别为 0.38/0.44/0.49 元。参考同类可比公司给予 2017 年 25X 估值，对应六个月目标价 9.50 元，给予“买入-A”评级。

5. 风险提示

并购整合不及预期、商誉减值、市场竞争加剧等风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,347.3	12,319.1	14,782.9	17,739.5	21,287.4	成长性					
减:营业成本	6,047.5	9,651.3	11,575.0	13,827.9	16,561.6	营业收入增长率	39.6%	47.6%	20.0%	20.0%	20.0%
营业税费	32.6	36.3	41.4	49.7	59.6	营业利润增长率	-150.3%	-248.8%	4.6%	21.6%	19.5%
销售费用	932.8	1,117.1	1,337.9	1,605.4	1,922.3	净利润增长率	-90.5%	844.8%	25.8%	16.2%	12.9%
管理费用	760.5	912.1	1,064.4	1,273.7	1,524.2	EBITDA 增长率	-117.8%	-661.8%	8.2%	18.6%	17.5%
财务费用	184.0	150.9	181.1	195.1	212.9	EBIT 增长率	-129.4%	-403.7%	7.4%	18.8%	17.6%
资产减值损失	983.1	100.3	100.0	100.2	100.1	NOPLAT 增长率	-124.3%	-501.1%	7.0%	16.0%	17.6%
加:公允价值变动收益	95.8	29.7	29.7	29.7	29.7	投资资本增长率	12.4%	67.6%	-34.8%	55.6%	-31.2%
投资和汇兑收益	39.4	300.5	200.0	150.0	100.0	净资产增长率	17.3%	7.9%	21.3%	39.0%	10.6%
营业利润	-458.0	681.4	712.9	867.2	1,036.5	利润率					
加:营业外净收支	578.1	127.0	338.0	365.0	365.0	毛利率	27.6%	21.7%	21.7%	22.1%	22.2%
利润总额	120.0	808.4	1,050.9	1,232.2	1,401.5	营业利润率	-5.5%	5.5%	4.8%	4.9%	4.9%
减:所得税	42.5	118.9	157.6	209.5	238.3	净利润率	0.8%	5.2%	5.4%	5.3%	5.0%
净利润	67.7	639.7	804.4	935.0	1,055.5	EBITDA/营业收入	-2.1%	7.9%	7.1%	7.0%	6.8%
						EBIT/营业收入	-3.3%	6.8%	6.0%	6.0%	5.9%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	4	4	3	3	2
货币资金	3,436.2	1,016.3	1,219.6	1,463.5	4,498.7	流动营业资本周转天数	-36	-2	5	6	9
交易性金融资产	178.7	148.4	-	-	-	流动资产周转天数	275	229	189	182	204
应收账款	3,942.0	5,421.4	5,535.6	7,780.3	8,098.3	应收帐款周转天数	141	137	133	135	134
应收票据	24.1	15.5	48.5	18.5	67.8	存货周转天数	1	2	2	1	1
预付帐款	272.4	270.2	606.8	361.1	753.9	总资产周转天数	598	481	402	360	351
存货	17.4	101.2	68.9	57.2	67.6	投资资本周转天数	193	186	160	134	115
其他流动资产	36.5	789.8	280.5	534.0	408.3	投资回报率					
可供出售金融资产	1,439.9	1,684.1	1,684.1	1,684.1	1,684.1	ROE	1.6%	11.8%	12.2%	10.1%	10.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.5%	4.2%	5.4%	5.4%	5.2%
长期股权投资	524.0	508.2	862.2	1,031.3	1,292.9	ROIC	-4.2%	15.0%	9.6%	17.0%	12.9%
投资性房地产	-	-	15.0	25.0	30.0	费用率					
固定资产	128.8	137.3	144.2	148.6	137.7	销售费用率	11.2%	9.1%	9.1%	9.1%	9.0%
在建工程	-	-	70.0	90.0	70.0	管理费用率	9.1%	7.4%	7.2%	7.2%	7.2%
无形资产	1,604.7	1,556.4	1,507.2	1,464.3	1,427.0	财务费用率	2.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%
其他非流动资产	4,764.5	4,880.3	4,464.6	4,286.4	3,988.5	三费/营业收入	22.5%	17.7%	17.5%	17.3%	17.2%
资产总额	16,369.2	16,529.2	16,507.1	18,944.3	22,524.7	偿债能力					
短期债务	846.3	1,212.0	266.6	493.7	-	资产负债率	66.7%	64.5%	56.8%	47.7%	51.4%
应付帐款	4,297.0	3,584.3	5,926.6	5,400.5	8,186.9	负债权益比	200.7%	181.3%	131.7%	91.3%	105.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.08	1.04	0.89	1.20	1.26
其他流动负债	2,184.5	2,657.3	2,524.0	2,627.7	2,797.1	速动比率	1.08	1.03	0.88	1.19	1.26
长期借款	236.3	138.5	-	-	-	利息保障倍数	-1.49	5.51	4.94	5.44	5.87
其他非流动负债	3,362.3	3,061.7	665.9	521.5	593.7	分红指标					
负债总额	10,926.4	10,653.9	9,383.2	9,043.3	11,577.6	DPS(元)	0.05	0.07	-	0.05	0.03
少数股东权益	1,227.0	453.1	541.9	629.7	737.4	分红比率	147.6%	21.9%	0.0%	10.9%	5.5%
股本	1,931.2	1,998.9	2,142.2	2,142.2	2,142.2	股息收益率	0.6%	0.8%	0.0%	0.6%	0.3%
留存收益	2,685.7	3,851.5	4,655.9	7,398.3	8,396.1						
股东权益	5,442.8	5,875.3	7,123.9	9,901.1	10,947.1						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.03	0.30	0.38	0.44	0.49
现金流量表						BVPS(元)	1.97	2.53	3.07	4.33	4.77
						PE(X)	247.4	26.2	20.8	17.9	15.9
净利润	77.5	689.4	804.4	935.0	1,055.5	PB(X)	4.0	3.1	2.5	1.8	1.6
加:折旧和摊销	128.9	163.0	152.3	178.5	208.1	P/FCF	12.6	-8.5	-38.1	-10.5	5.6
资产减值准备	983.1	100.3	-	-	-	P/S	2.0	1.4	1.1	0.9	0.8
公允价值变动损失	-95.8	-29.7	29.7	29.7	29.7	EV/EBITDA	-168.3	23.6	14.7	12.5	8.3
财务费用	276.4	308.9	181.1	195.1	212.9	CAGR(%)	136.3%	19.0%	6.4%	136.3%	19.0%
投资损失	-39.4	-300.5	-200.0	-150.0	-100.0	PEG	1.8	1.4	3.3	0.1	0.8
少数股东损益	9.8	49.8	88.8	87.8	107.7	ROIC/WACC	-0.4	1.5	0.9	1.7	1.3
营运资金的变动	-1,336.6	-1,824.3	2,863.0	-2,891.6	2,481.2	REP	-14.7	1.9	3.1	1.1	1.7
经营活动产生现金流量	489.1	-90.1	3,919.4	-1,615.6	3,995.2						
投资活动产生现金流量	-1,810.2	-677.1	127.0	-50.3	-75.5						
融资活动产生现金流量	3,302.2	-1,039.6	-3,843.1	1,909.8	-884.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@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
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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