光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

互联网广告代理龙头，资源禀赋强、战略再升级

新股深度

◆**公司简介：互联网广告代理龙头**

公司自 2002 年以来一直专注于为客户提供**互联网综合营销整体解决方案**，业务内容包括互联网广告业务（收入占比 90%，包括精准营销、视频营销、搜索营销广告代理及策划）以及买断式代理业务（占比 10%）；**公司 2010-16 年的《互联网周刊》网络广告公司综合服务榜单保持第 1 名。**

◆**行业分析：**

1、媒体端：流量趋于集中，资源禀赋者具核心竞争力。2010 至今细分媒体渠道平台集中度不断提升，近三年 TOP4 媒体渠道平台（淘宝、百度、腾讯、搜狐）市场份额占比近 70%。

2、中介端：大市场、小公司；技术型代理高增长，资源型、出海型成长性佳。“价差模式”之下代理类公司上下游议价权尤为重要。技术型 A 股相关并购标的净利润同增高达 62%，保持超行业水平的景气度；伴随移动流量向头部集中，国内移动应用出海业务升级，工具及游戏娱乐类应用海外收入持续爆发，资源型 DSP 以及移动出海公司成长性佳。

◆**公司分析：**

1、竞争优势：业务体系成熟、客户优质；大股东引入腾讯、百度、新浪、搜狐头部媒体平台，资源禀赋强；技术内核强大，大数据积累丰富。

2、互联网广告业务：持续受益于优质媒体资源采购成长及大客户预算增加。公司与主流互联网媒体中均有长期合作关系，其媒体采购价格稳定、优惠；2014-16 年公司在腾讯、爱奇艺等快速成长媒体的广告采购比例迅速提升至 21%、5%；公司客户以直客大客户为主（上海通用、蒙牛、京东、雅诗兰黛等），客户质量优质、广告预算实力强，同时带来高回款效率。

3、买断代理业务：代理品牌范围及毛利率均有提升空间。公司买断代理业务主要是充分发挥公司的客户和媒体资源优势扩展收入空间；该业务 15 年开始布局，16 年毛利率同比提升 40%，未来公司基于长期合作的客户关系，规模经营下公司买断式代理业务收入规模、毛利率仍有提升空间。

4、战略：营销出海、技术再升级。

◆**盈利预测与估值：**

公司持续受益于互联网优质媒体广告市场成长及大客户广告预算持续稳定成长。预测公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.83/1.02/1.22 元，对应 PE 分别为 31/25/21 倍。参考营销类次新股的元隆雅图开板时股价对应 2017 年动态 PE 为 40 倍，预计上市后股价可达 2017 年 40 倍 PE 以上。

◆**风险提示：**广告行业增速放缓；行业竞争加剧；并购风险；次新股风险。

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5,181	6,639	8,462	10,759	13,471
营业收入增长率	71.38%	28.14%	27.47%	27.15%	25.20%
净利润（百万元）	78	103	133	163	196
净利润增长率	-14.64%	31.76%	29.79%	22.66%	19.67%
EPS（元）	0.49	0.64	0.83	1.02	1.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.71%	16.08%	16.42%	16.76%	16.71%
P/E	52	40	31	25	21
P/B	7	6	5	4	3

新股（无评级）

当前价：25.55 元

分析师

王铮 (执业证书编号：S0930514070006)
021-22169115
zhengwang@ebscn.com

联系人

侯帅楠
021-22169168
houshn@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 1.60
总市值(亿元)：37.17
一年最低/最高(元)：21.12/25.55
近 3 月换手率：0.02%

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.00	0.00	0.00
绝对	0.00	0.00	0.00

相关研报

目 录

1、 华扬联众：互联网广告代理龙头，资源禀赋强 6
1.1、 综合服务能力领先，业务体系成熟、客户优质 6
1.2、 大股东引入头部媒体平台，资源禀赋强 8
1.3、 技术内核强大，数据资源积累丰富 10
2、 行业：媒体端集中度趋高，中介端进入新阶段 13
2.1、 媒体端流量趋于集中，资源禀赋者具核心竞争力 13
2.2、 技术型代理高增长，资源型、出海型成长性佳 15
2.2.1、 代理类：规模经济效益明显，并购整合提升实力 15
2.2.2、 技术型代理仍高增长，资源型、出海型成长性突出 18
3、 公司:业务驱动力强，出海、技术升级打开空间 24
3.1、 互联网广告业务成长稳健，竞争优势明显 24
3.1.1、 直客业务占比高，优质客户预算持续驱动业绩增长 25
3.1.2、 优质媒体合作密切、议价力较强，资源采购结构不断优化 27
3.2、 深耕客户资源优势，买断代理业务打开空间 30
3.3、 战略：营销出海、技术再升级 32
3.3.1、 营销出海服务打开空间 32
3.3.2、 精准广告、大数据技术有望持续提升 32
4、 业绩预测与估值 33
4.1、 关键假设与盈利预测 33
4.2、 估值 35
4.2.1、 绝对估值 35
4.2.2、 相对估值 36
5、 风险分析 36

图表目录

图表 1：2010-16 网络广告公司综合服务水平榜 6
图表 2：华扬联众主要控股公司 6
图表 3：华扬联众控股公司业务分布 7
图表 4：华扬联众细分领域营销布局 7
图表 5：2011-17Q1 公司营收及增速（亿元） 8
图表 6：2011-17Q1 公司归母净利润及增速（亿元） 8
图表 7：公司主营业务结构 8
图表 8：公司主营业务毛利率 8
图表 9：公司主要合作互联网媒体 9

图表 10：公司主要股东 9
图表 11：五大媒体股东采购金额占比（万元） 10
图表 12：公司在五大网站的资源采购占比 10
图表 13：公司重视研发部门建设 11
图表 14：公司产品开发人员占比迅速提升 11
图表 15：公司已开发核心技术 11
图表 16：公司在研核心技术 11
图表 17：精准营销所需第一方、第二方、第三方数据 11
图表 18：公司大数据资源 12
图表 19：公司研发投入持续上升（万元） 12
图表 20：公司研发投入构成变化 12
图表 21：2004-16 年互联网广告媒体端市场规模（亿元） 13
图表 22：2005-16 年 TOP4 媒体渠道市场份额 13
图表 23：2016 移动互联网用户习惯集中化 13
图表 24：2016 月活过亿的 Hero APP 13
图表 25：程序化购买服务商价值链分布 14
图表 26：第三方广告营销公司数量（2016.12） 14
图表 27：媒体平台优先使用自有数字营销中介平台 15
图表 28：第三方“中介端”公司毛利率趋降（%） 15
图表 29：“中介端”数字营销公司的分类 15
图表 30：代理类数字营销公司盈利模式 16
图表 31：2010-16 网络广告公司综合服务水平榜 16
图表 32：华扬联众盟员公司 17
图表 33：利欧数字盟员公司 17
图表 34：2013Q1-2017Q1 营销行业并购数量变化 17
图表 35：WPP 在三大传播集团中持续领先 18
图表 36：WPP 盟员公司 18
图表 37：数字营销并购标的细分领域净利润及增速对比 19
图表 38：数字营销并购标的细分领域对赌完成率对比 19
图表 39：DSP 主要参与者 19
图表 40：独立 DSP 分类 19
图表 41：优质媒体陆续推出自有 DSP 20
图表 42：ADX/SSP 平台以头部媒体平台为主 20
图表 43：技术型公司成长驱动因素分析 20
图表 44：Non-RTB 程序化交易模式 21
图表 45：DSPAN 定位与优势解析 22
图表 46：海外移动应用市场收入潜力 23
图表 47：中国发行商海外下载量 23

图表 48：中国发行商海外收入 23
图表 49：互联网广告服务以广告投放代理为主 24
图表 50：互联网广告业务子类毛利率 24
图表 51：公司互联网广告业务主要内容 24
图表 52：直客与广告公司客户收入占比 25
图表 53：公司优质客户对收入贡献度较高（万元） 25
图表 54：公司客户结构变化 26
图表 55：广告公司客户营收账款余额较低 26
图表 56：华扬联众应收账款周转率较高 26
图表 57：华扬联众应收账款基本均在 1 年之内（%） 26
图表 58：重要媒体对公司的返点政策 27
图表 59：支付给客户的返利比例提升 29
图表 60：公司收取返利总额提升（万元） 29
图表 61：媒体采购结构不断优化（万元） 29
图表 62：头部视频类媒体采购金额占比大幅提升 30
图表 63：公司传统品牌类大客户齐聚 30
图表 64：公司近年来与电商客户合作密切 30
图表 65：公司买断式代理业务流程 31
图表 66：公司买断式代理业务主要代理品牌 31
图表 67：公司买断式代理业务毛利率快速提升 32
图表 68：公司出海营销相关子公司布局 32
图表 69：公司核心技术系统升级计划 33
图表 70：公司未来三年互联网广告业务收入预测 33
图表 71：媒体返利和客户返利返还对毛利的影响（万元） 34
图表 72：公司未来三年媒体返点情况预测 34
图表 73：公司未来三年毛利率情况预测（万元） 34
图表 74：公司收入、毛利率预测表 35
图表 75：可比公司相对估值 36

投资要件

关键假设

1、假设 2017 年互联网广告市场头部媒体（淘宝、百度、腾讯、搜狐、谷歌、新浪）集中度维持提升，预计移动端、视频类广告形式依然保持较高景气度。

2、互联网广告业务：假设公司在四大媒体平台（腾讯、百度、新浪、搜狐）采购金额持续提升，并且结构持续优化；预测公司 2017-19 年互联网广告业务收入增速分别为 22%、22%、20%。

3、买断式代理业务：公司买断式代理业务仍处于快速扩张的业务培育时期，2017-19 年品牌范围有望持续扩展，规模效应之下毛利率持续提升。预测公司 2017-19 年买断式代理业务收入增速分别为 80%、60%、50%。

4、综合毛利率：2014-16 年公司媒体返利占公司毛利比例分别高达 80%、86%和 75%，我们通过测算公司在主要媒体平台收入及返利情况，预测公司 2017-19 年综合毛利率维持在 11%左右。

我们区别于市场的观点

1、互联网广告业务：我们认为持续受益于优质媒体资源采购成长及大客户预算增加。公司与主流互联网媒体中均有长期合作关系，其媒体采购价格稳定、优惠；2014-16 年公司在腾讯、爱奇艺等快速成长媒体的广告采购比例迅速提升至 21%、5%；公司客户以直客大客户为主（上海通用、蒙牛、雅诗兰黛等），客户质量优质、广告预算实力强，同时带来高回款效率。

2、买断代理业务：我们认为代理品牌范围及毛利率均有提升空间。公司买断代理业务主要是充分发挥公司的客户和媒体资源优势扩展收入空间；该业务 15 年开始布局，16 年毛利率同比提升 40%，未来公司基于长期合作的客户关系，规模经营下该业务收入规模、毛利率仍有提升空间。

3、战略优势：看好公司营销出海、技术再升级。一方面，伴随国内移动应用出海业务升级，工具及游戏娱乐类应用海外收入持续爆发，伴随客户出海的营销出海公司成长性佳、仍享红利。另一方面，互联网广告中介端服务公司数量大、市场准入门槛较低，优势媒体对行业的存在影响力，但能够广告主提供精准化、定制化的技术服务依然是中介端公司的核心竞争力。

股价上涨的催化因素

技术系统升级落地、外延并购预期落地。

估值和目标价格

预测公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.83/1.02/1.22 元，对应 PE 分别为 31/25/21 倍。公司为互联网广告代理行业龙头，媒体资源禀赋优质、技术内核强大、业务体系成熟，持续受益于互联网优质媒体广告市场成长及大客户广告预算持续稳定成长。参考营销类次新股的元隆雅图开板时股价对应 2017 年动态 PE 为 40 倍，预计上市后股价可达 2017 年 40 倍 PE 以上。

投资风险

广告行业增速放缓；行业竞争加剧；并购风险；次新股市场风险。

1、华扬联众：互联网广告代理龙头，资源禀赋强

1.1、综合服务能力领先，业务体系成熟、客户优质

◆ **公司早期深耕互联网广告业务，综合服务能力连续 7 年位列第一**

公司自 2002 年以来一直专注于为客户提供互联网广告服务，目前已发展成为国内互联网广告服务领域内具有一定竞争力的企业。公司为客户提供品牌与业务发展战略规划的**互联网综合营销整体解决方案**，并通过制作相应的广告内容、采购互联网媒体资源进行广告投放，同时运用技术手段分析和监测广告投放进程和结果，并对客户下一阶段的互联网营销策略提出调整优化建议。**公司 2010-16 年的《互联网周刊》网络广告公司综合服务榜单保持第一名。**

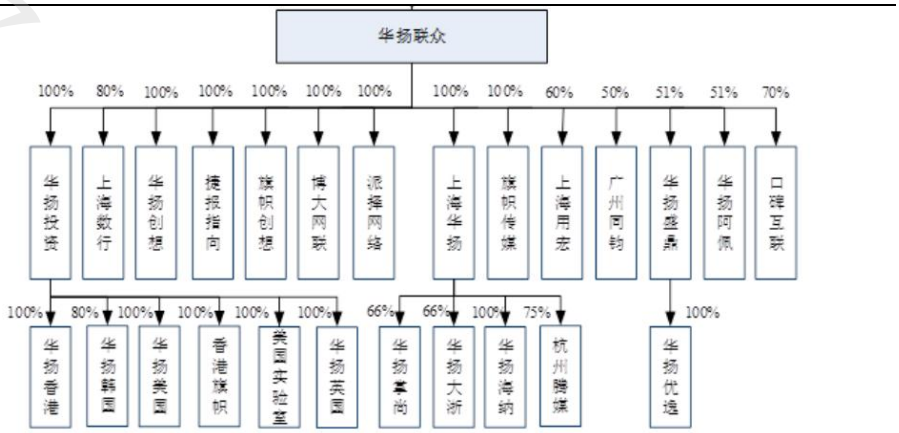
图表 1：2010-16 网络广告公司综合服务水平榜

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众
2	好耶	奥美世纪	新意互动	新意互动	新意互动	新意互动	新意互动
3	奥美世纪	新意互动	奥美世纪	奥美世纪	CHEIL 鹏泰	蓝色光标	利欧股份
4	科思世通	好耶	好耶	三星鹏泰	科思世通	利欧股份	群邑互动
5	新意互动	科思世通	三星鹏泰	科思世通	奥美世纪	CHEIL 鹏泰	蓝色光标
6	腾信创新	电众数码	易传媒	聚胜万合	利欧股份	知世安索帕	电众数码
7	三星鹏泰	三星鹏泰	聚胜万合	好耶	电众数码	互动通	互动通
8	知世 安索帕	易传媒	科思世通	电众数码	知世安索帕	新合传播	好耶
9	电众数码	腾信创新	安吉斯	网迈	互动通	网迈	新合传播
10	易传媒	聚胜万合	省广	互动通	网迈	电众数码	CHEIL 鹏泰

资料来源：2010-16 年互联网周刊，光大证券研究所整理

◆ **营销代理业务体系成熟，近不断前瞻性布局精准营销、内容营销**

图表 2：华扬联众主要控股公司



资料来源：公司公告

公司业务涵盖互联网综合营销、地方垂直网站营销、技术型精准营销、内容营销、营销出海以及配套的营销服务业务。

近年来，公司通过收购的方式取得了对派择网络、博大网联、华扬阿佩、上海用宏和口碑互联等公司的控制权，从而进一步增强了公司在**互联网精准广告、内容广告**、基于 Google 的搜索引擎广告、区域性互联网广告、基于

图片的互联网广告等领域内的服务能力。同时，公司深耕**互联网视频广告**，不断升级建成了“瞬网”移动互联网广告平台、“视线”互联网视频广告平台。

图表 3：华扬联众控股公司业务分布

互联网综合营销	地方垂直营销	精准营销	内容营销	搜索营销	营销服务	出海
•华扬优逸 •上海数行 •广州同钧 •华扬盛鼎 •华扬创想 •捷报指向（移动） •华扬时尚（奢侈品）	•上海华扬（上海） •华扬阿佩*（成都） •华扬海纳（辽宁） •华扬维思（河南）	•派择网络*（DSP/SSP）	•旗帜传媒 •口碑互联*	•博大网联*	•旗帜创想（效果监测） •上海用宏*（图片技术）	•华扬投资

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

另外，公司通过参股形式外延搭建细分领域营销体系，涵盖动漫营销、自媒体营销、奢侈品营销、移动游戏视频营销等创新性营销领域，不断提升公司互联网营销综合服务能力。

图表 4：华扬联众细分领域营销布局

动漫营销	•40%参股设立晶萃数字（2016.1）
自媒体营销	•5%参股易粉科技（2016.4）
奢侈品营销	•76%参股霓虹文化（2016.7）
游戏视频营销	•49%投资隐逸数字（2016.11）

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

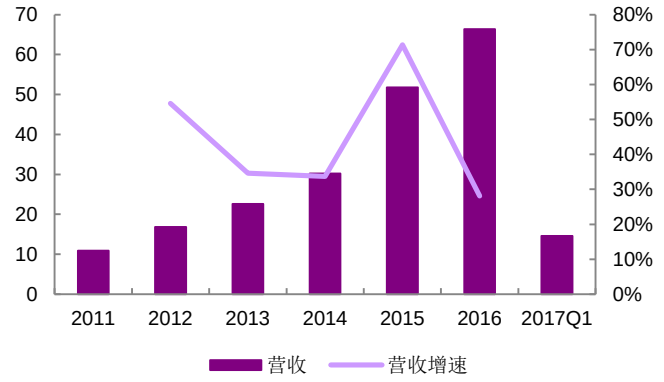
◆ **大客户优质，客户构成向广告预算快速成长的行业倾斜**

公司长期稳定合作的大客户包括上海通用、蒙牛、京东、雅诗兰黛、百胜集团（旗下包括肯德基、必胜客等品牌）、通用磨坊（旗下包括哈根达斯、湾仔码头等品牌）、克莱斯勒、苏宁、宝洁等。优质大客户资本实力较强，互联网广告预算成长性为公司业务成长性提供重要支撑。

此外公司积极开发处于快速成长期的电商、IT 通信行业客户。2016 年电商、IT 通信行业公司在公司客户收入结构中分别提升明显

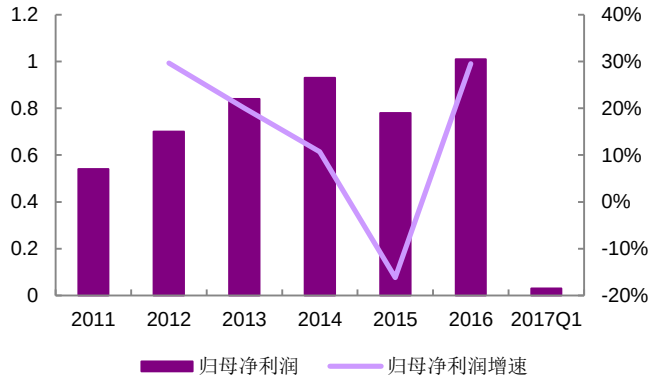
公司 2011-16 年营收、净利润持续增长，5 年复合增速分别位 43.6%、13.3%。由于广告行业周期性，一季度通常是广告公司收入淡季，但公司 2017 一季度实现营收 14.6 亿元（同比增长 52%）、净利润 0.03 亿元（扭亏）。

图表 5：2011-17Q1 公司营收及增速（亿元）



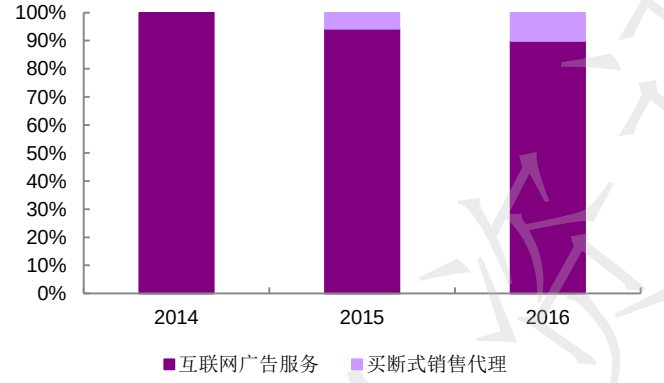
资料来源：WIND

图表 6：2011-17Q1 公司归母净利润及增速（亿元）



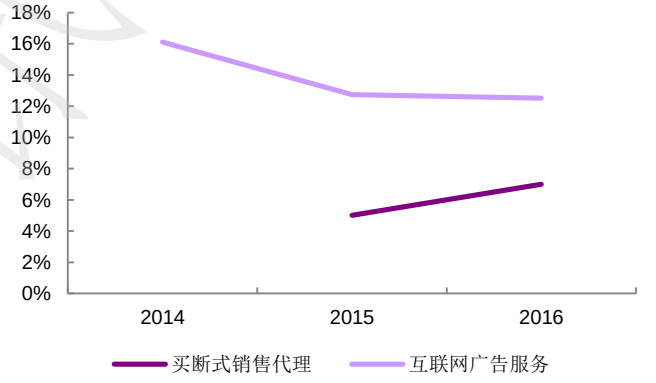
资料来源：WIND

图表 7：公司主营业务结构



资料来源：公司公告

图表 8：公司主营业务毛利率



资料来源：公司公告

公司本次发行拟募集资金在扣除发行费用后将投资于：（1）全国服务网络扩建项目，投资金额 70,805.10 万元，其中募集资金投入 48,308.05 万元；（2）技术系统升级项目，投资金额 4,347.40 万元，其中募集资金投入 4,347.40 万元；（3）偿还银行贷款项目，投资金额 17,000.00 万元，全部以自有资金投入；（4）补充流动资金项目，投资金额 15,000.00 万元，全部以自有资金投入。

1.2、大股东引入头部媒体平台，资源禀赋强

◆ **公司合作媒体资源优质、稳定，并不断迭代更新**

公司合作的互联网媒体包括了所有国内知名的互联网公司，如腾讯、百度、新浪、搜狐、网易、优酷、谷歌、汽车之家等，公司与之合作的时间相对较长，与头部媒体合作多达 10 年以上，合作关系稳定。

图表 9：公司主要合作互联网媒体

合作的主要互联网媒体	网站名称	合作年份
	腾讯，国内知名互联网公司	2003 年至今
	新浪，国内知名互联网公司	2003 年至今
	搜狐，国内知名互联网公司	2003 年至今
	网易，国内知名互联网公司	2003 年至今
	百度，国内知名互联网公司	2004 年至今
	和讯，国内知名财经资讯网站	2004 年至今
	爱卡汽车，国内知名汽车资讯网站	2005 年至今
	Google，国际知名互联网公司	2005 年至今
	淘宝，国内知名互联网公司	2006 年至今
	汽车之家，国内知名互联网公司	2007 年至今
	优酷，国内知名互联网公司	2008 年至今
	爱奇艺，国内知名互联网公司	2010 年至今
	凤凰网，国内知名互联网公司	2007 年至今

资料来源：公司公告

同时，伴随互联网媒体更迭，公司合作媒体不断更新。2003 年左右门户时期主要合作的新浪、搜狐、腾讯网、网易等；2006 年便开启与电商平台淘宝网的紧密合作；2010 至今长视频网站快速发展时期，公司率先开启与优酷和爱奇艺等头部网站的合作。

◆ **腾讯、百度 、搜狐、新浪参股，具备对优质媒体资源的议价优势**

图表 10：公司主要股东

序号	股东名称	本次发行前		本次发行后	
		持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
1	苏同	47,005,222	39.17%	47,005,222	29.38%
2	姜香蕊	28,203,132	23.50%	28,203,132	17.63%
3	华扬企管	18,802,088	15.67%	18,802,088	11.75%
4	东方富海	6,267,360	5.22%	6,267,360	3.92%
5	南海创新	4,476,682	3.73%	4,476,682	2.80%
6	东方富海二号	2,686,004	2.24%	2,686,004	1.68%
7	世纪凯旋	2,399,992	2.00%	2,399,992	1.50%
8	搜狐互联	2,399,992	2.00%	2,399,992	1.50%
9	百度网讯	2,399,992	2.00%	2,399,992	1.50%
10	金卓恒邦	2,399,992	2.00%	2,399,992	1.50%
11	千橡网景	2,399,992	2.00%	2,399,992	1.50%
12	包锦堂	559,552	0.47%	559,552	0.35%
13	本次拟发行股份	—	—	40,000,000	25.00%
-	合计	120,000,000	100%	160,000,000	100%

资料来源：公司公告

我国互联网媒体的优势资源集中度相对较高，受互联网广告行业快速发展、互联网营销的市场需求持续快速增长的影响，**我国互联网广告资源的整**

体采购价格水平呈现持续上涨的趋势。同时，我国互联网广告行业之间的竞争态势有所加剧。**公司与腾讯、百度、新浪、搜狐、人人网均绑定深厚，该五家公司均持有公司 2%的股权（上市前），具备较强的抵御媒体采购价格上涨的能力。**

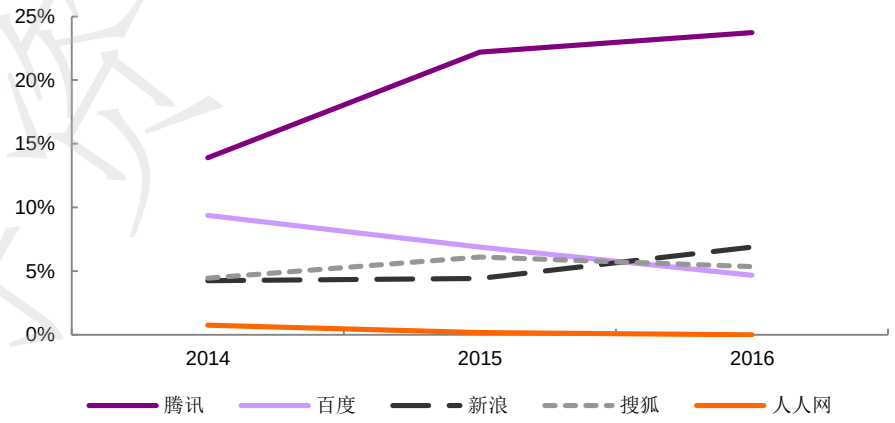
图表 11：五大媒体股东采购金额占比（万元）

项目	2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
腾讯	155,183.96	23.74%	124,971.63	22.20%	42,452.92	13.91%
百度	30,524.53	4.67%	38,753.51	6.88%	28,591.15	9.37%
新浪	45,061.32	6.89%	24,869.38	4.42%	12,972.95	4.25%
搜狐	35,014.15	5.36%	34,355.15	6.10%	13,544.14	4.44%
人人网	-	0.00%	931	0.17%	2,263.37	0.74%
合计	**265,783.96**	**40.67%**	**223,880.67**	**39.77%**	**99,824.53**	**32.71%**

资料来源：公司公告

公司向五家网站采购互联网媒体资源的金额维持较高水平。同时，**伴随媒介更迭，社交广告市场发展趋势趋于上行，而门户、搜索网站广告趋于下行市场之下，公司在腾讯、新浪广告位资源采购占比持续提升。**

图表 12：公司在五大网站的资源采购占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.3、技术内核强大，数据资源积累丰富

互联网媒体种类众多、长尾流量巨大，而互联网广告中介端服务公司数量同样巨大，且市场准入门槛较低。在这种格局下，优势媒体对行业的影响力依然相对有限，为广告主提供精准化、定制化的优质服务依然也是中介端代理类公司核心竞争力，技术能力、媒体资源能力均十分重要。

◆ **公司重视技术研发，深耕视频广告技术、精准 DSP 及移动广告技术**

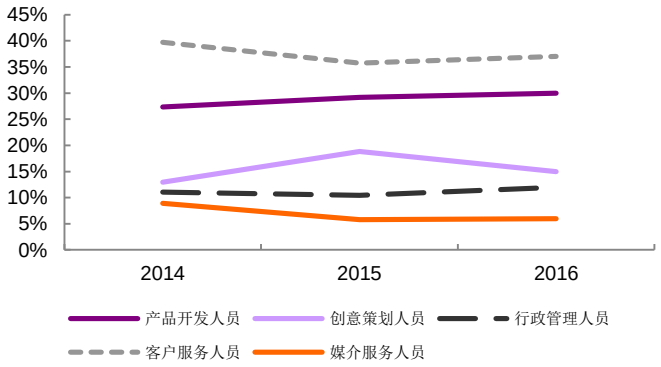
公司建立了较为全面的互联网营销技术研发组织体系，建立了包括产品、研发、测试和运维在内的各具体部门，**在技术人才聚集效应较为明显的北京、上海和西安三地建立了三大研发中心**。除互联网营销技术相关的研发中心外，公司还设立了华扬数字营销研究院，**从事数字营销领域方法论、技术、社会文化及产业的研究工作，以挖掘和积累数字营销领域基础洞察和理论**，面向

行业和产业进行相关交流并传播，发展公司未来的营销产品、平台化创意产品、新型服务模式和创新性数字营销盈利模式。

图表 13：公司重视研发部门建设

资料来源：光大证券研究所

图表 14：公司产品开发人员占比迅速提升



资料来源：公司公告

图表 15：公司已开发核心技术

广告形式	技术	数据
•视频广告投放系统 •移动广告投放平台	•基于用户行为特征的分类模型 •网页抓取分析系统 •精准投放系统 •DSP 广告系统 •受众分析系统	•海量数据仓储平台 •数据管理平台

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

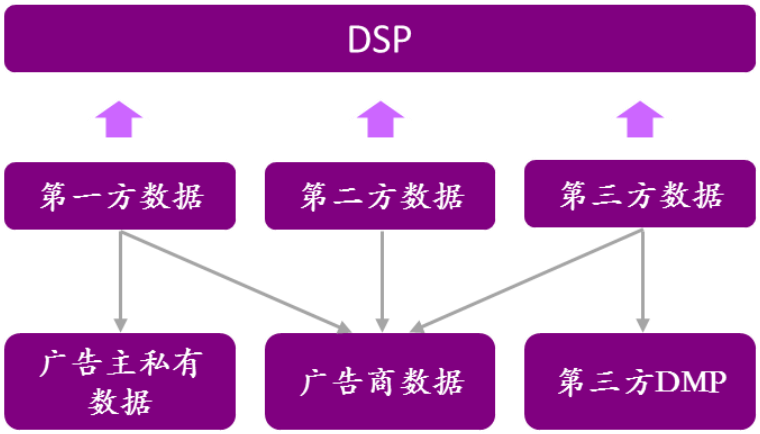
图表 16：公司在研核心技术

广告形式	技术	数据
•视频广告投放系统 2.0 •图片广告营销平台 •移动广告投放平台 2.0	•DSP 广告系统 2.0 •US3.0（SEM管理平台） •广告精准投放平台（DAP2.0）	•移动数据管理平台 1.0 •海量数据仓储平台（DMP2.0）

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

◆ **公司大数据资源积累丰富，积极引入电信数据，提升精准营销实力**

图表 17：精准营销所需第一方、第二方、第三方数据



资料来源：光大证券研究所

图表 18：公司大数据资源

属性	数据来源	数据类型	数据发挥的作用和时点
第二方数据	广告投放的展现与点击	域名、IP、cookie、省份、城市、国家、时间、广告商 ID、广告活动 ID、广告位 ID、广告 ID、网站 ID、创意 ID、来源 URL、广告位标签、广告位名称、是否手机、浏览器、分辨率、操作系统	评估广告效果。 积累行为定向数据。 广告投放优化。 为重定向等策略提供数据依据。 贯穿营销活动全过程。
	营销活动专属页面或客户官网	域名、IP、cookie、用户自定义变量、省份、城市、国家、时间、网站 ID、来源 URL、页面 URL、页面自定义变量、页面标题、是否手机、浏览器、分辨率、操作系统	评估广告效果。 营销活动网站优化。 为重定向等策略提供数据依据。 贯穿营销活动全过程。
	媒体合作	域名、IP、cookie、省份、城市、国家、时间、访问 URL、来源 URL、是否手机、浏览器、分辨率、操作系统	为重定向等策略提供数据依据。 补充行为定向数据。 贯穿营销活动全过程。
第三方数据	运营商合作	营销服务类标签、泛义征信类标签、人群研究、市场研究类标签	为重定向等策略提供数据依据。 补充行为定向数据。 用于研发项目。 贯穿营销活动全过程。

资料来源：光大证券研究所整理

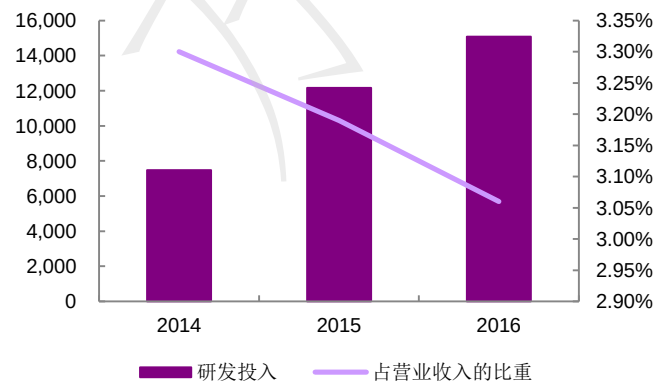
公司深耕互联网广告行业多年，通过广告投放点击反馈、营销界面和媒体合作方面，积累了大量的第二方数据。同时公司 2016 与中电领航（北京）信息咨询有限公司（系中国电信之全资子公司）合作，**获得的电信公司数据主要包括营销服务类标签、泛义征信类标签、人群研究、市场研究类标签等，进一步补充了行为定向数据和大数据分析技术研发能力。**

另外，公司积极投资数据分析技术型公司。公司 2016 年 3 月 27%参股青棵万维，青棵万维主要从事电信运营商大数据挖掘和整理分析，公司创始人及核心团队来自**华为、京东、McCANN-ERICKSON** 等业界知名公司，具备横跨通信技术、互联网传播、大数据处理三个领域的综合性复合型人才队伍，具备较强的大数据数字化营销产品的技术研发与迭代优化能力。

◆ **研发投入不断提升，研发投入结构不断优化**

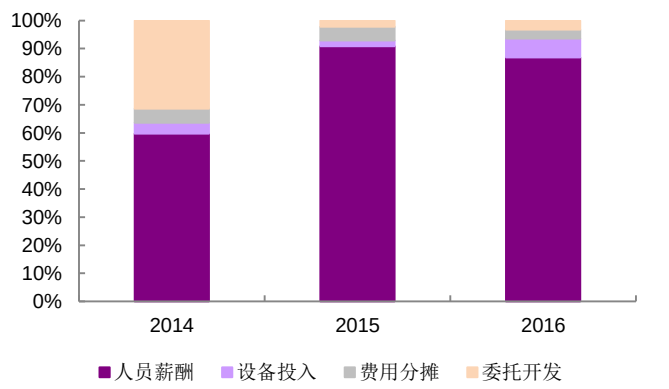
公司研发收入逐年提升，占收入比重稳定在 3%-3.3%；重要的是，从公司研发投入结构上看，公司研发投入中**委托开发占比下降迅速**，而公司**自有技术开发投入增长迅速。**

图表 19：公司研发投入持续上升（万元）



资料来源：公司公告

图表 20：公司研发投入构成变化



资料来源：公司公告

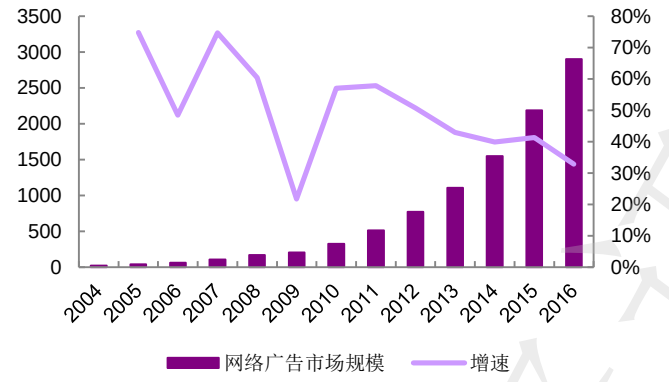
2、行业：媒体端集中度趋高，中介端进入新阶段

2.1、媒体端流量趋于集中，资源禀赋者具核心竞争力

◆ **媒体流量高度集中，BAT 市场份额超 60%**

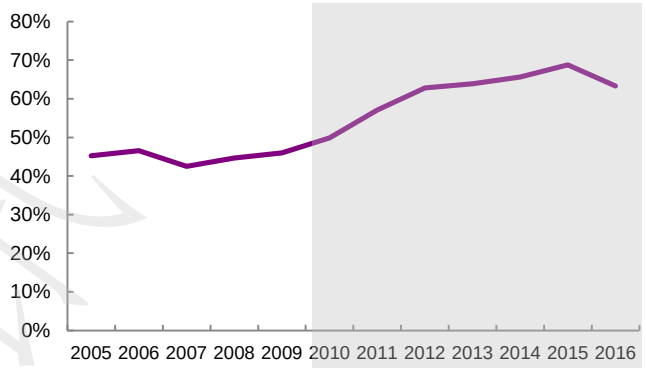
互联网广告媒体渠道经历了 2004-2009 年间的分散阶段（长尾流量占比超 50%，网络联盟广告盛行），2010 至今细分媒体渠道平台集中度不断提升，近三年 BAT 广告份额占比均在 60%以上，TOP4 媒体渠道平台（淘宝、百度、腾讯、搜狐）市场份额占比近 70%。

图表 21：2004-16 年互联网广告媒体端市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞，光大证券研究所整理
注：不包括“中介端”数字营销公司收入

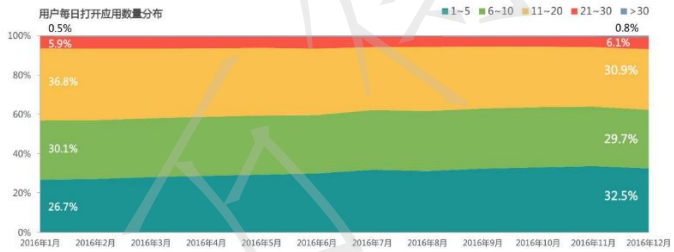
图表 22：2005-16 年 TOP4 媒体渠道市场份额



资料来源：艾瑞，光大证券研究所整理

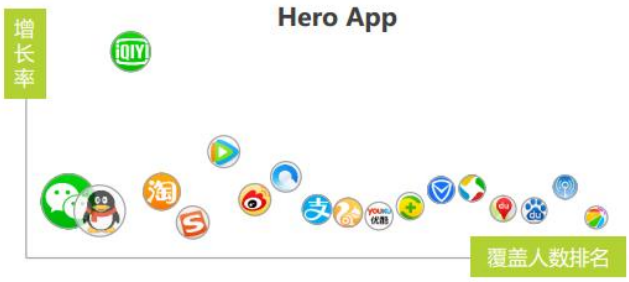
移动互联网媒体（即 APP）的用户使用习惯趋于集中化。2016 年，每日使用 1-5 款应用的用户占比增长 20%左右，达到了 32.5%；月活过亿的 Hero APP 仅 20 个左右。

图表 23：2016 移动互联网用户习惯集中化



资料来源：Trustdata

图表 24：2016 月活过亿的 Hero APP



资料来源：Trustdata

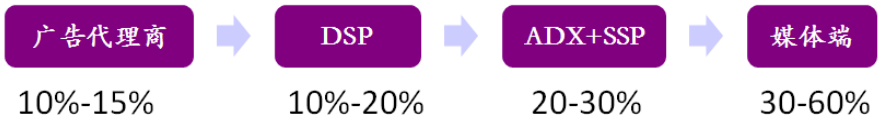
◆ **中介服务大市场小公司，受媒体端挤压**

艾瑞统计 2016 年 2902 亿的互联网广告市场规模并不包含第三方中介服务公司（如渠道代理）的收入，仅包括媒体端收入及媒体自有数字营销服务平台收入。我们参照产业链分成比例，可以推算数字营销“中介端”的实际市场规模。

我们测算 2016 年“中介端”数字营销服务公司市场规模约为 406 亿，而 A 股 50 家“中介端”数字营销服务公司 2016 年营收中值 4.56 亿元（包含部分媒体端收入），净利润中值仅 5478 万元，市场高度分散。

方法一：媒介端收入在产业链中占比大约为 30%-60%，大媒体议价权高，通常分成接近上限；小媒体议价能力低，分成偏低。考虑媒体市场格局 TOP4 媒体平台收入占比 60%以上，我们测算媒介端综合分成率约为 50%。

图表 25：程序化购买服务商价值链分布

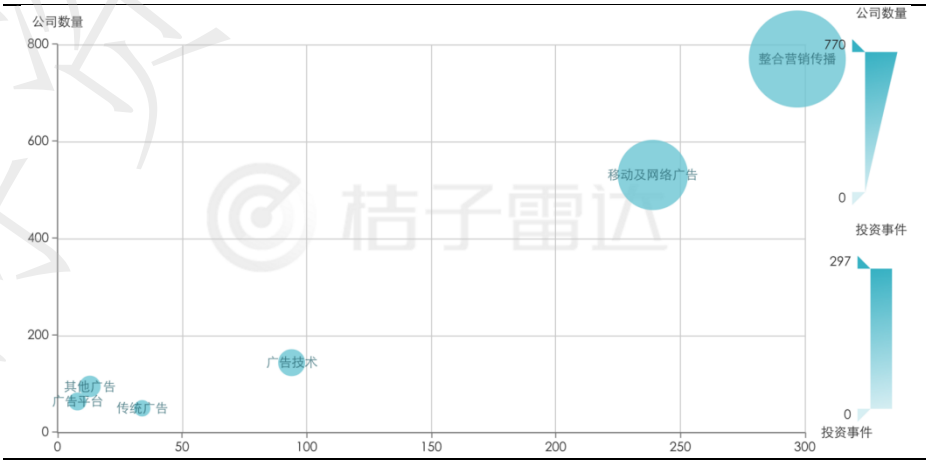


资料来源：艾瑞，光大证券研究所整理

方法二：广告主付费流向是先经过中介公司，再由中介端与媒介结算。根据我们统计，数字营销中介类公司平均毛利率约为 21-25%（结合中值及均值），营业成本中约 80-90%为媒介采购成本（即分给媒体的服务费），因此我们可以推算，中介端与媒体端的服务费分成大约为 35%：65%。

综合两种测算方法，我们假设中介端与媒介端实际收入比例为 43%：57%，则第三方中介端数字营销服务市场规模约为 406 亿；其中代理型公司市场规模约 156 亿，技术型公司市场规模约为 250 亿（因为包括巨头 ADX 收入，所以按 50%剔除）。

图表 26：第三方广告营销公司数量（2016.12）



资料来源：IT 桔子

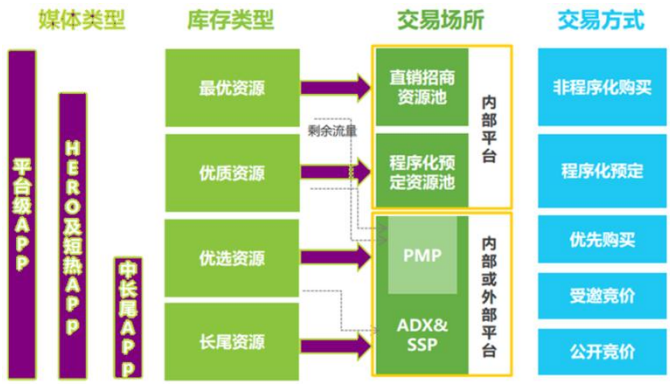
一方面，数字营销的进入壁垒并不高，互联网长尾资源依然众多，使得各类营销公司取得生存空间；另一方面运营网络广告公司没有政策牌照限制，资金要求也较低。这些都促使了“大市场、小公司”格局的形成。

◆ **中介端议价能力弱，分成份额和生存空间受媒体端挤压严重**

一方面，伴随媒体渠道集中度高、中介端公司市场高度分散，媒体端议价能力进一步趋于强势。

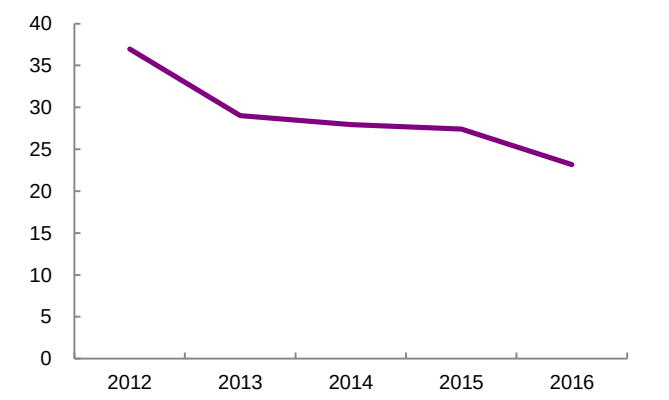
另一方面，媒体端自建“中介端”广告服务部门（如 DSP、广告交易平台等），最优资源、优质资源均优先内部平台购买（例如 WIFI 万能钥匙披露通过自有数字营销平台，最高能够直接拿到产业链 80%左右的广告分成收入），第三方中介数字营销服务公司生存空间受挤压严重，利润水平趋降。

图表 27：媒体平台优先使用自有数字营销中介平台



资料来源：艾瑞

图表 28：第三方“中介端”公司毛利率趋降（%）



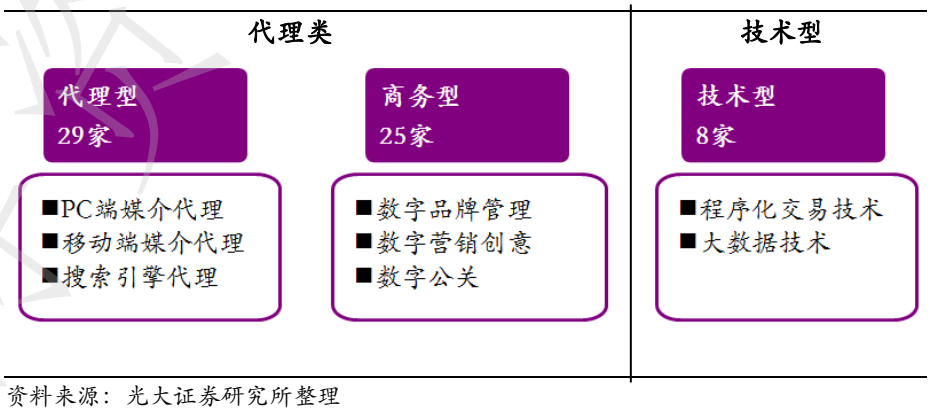
资料来源：WIND

2.2、技术型代理高增长，资源型、出海型成长性佳

“中介端”数字营销服务公司可以分为三类：代理型、商务型和技术型。我们依此对 A 股数字营销并购标的进行分类，得到代理型公司 29 家，商务型公司 25 家，技术型公司 8 家。

代理型和商务型公司业务重合度很高，近年来代理类（代理型+商务型）公司通过并购及自建技术型（如 DSP 等）公司，三类公司融合度越来越高。

图表 29：“中介端”数字营销公司的分类



资料来源：光大证券研究所整理

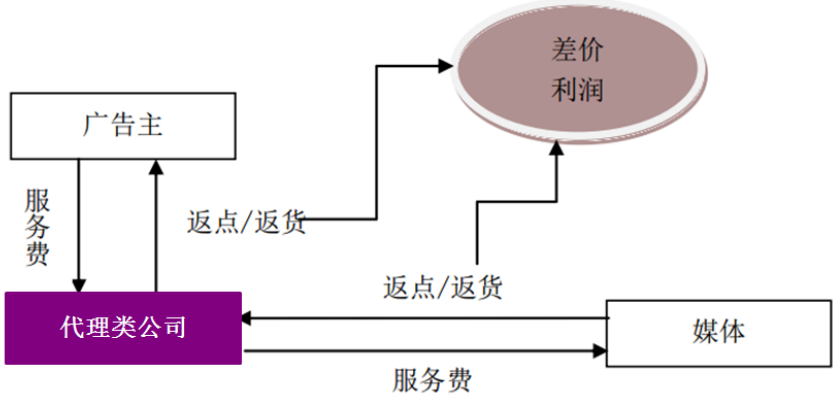
2.2.1、代理类：规模经济效益明显，并购整合提升实力

◆ **价差模式下“规模经济效应”凸显，并购整合成为代理类公司发展的重要战略**

代理类“中介端”数字营销服务公司的盈利模式主要有服务费和返点两种，整体来说就是获取“差价利润”。

1）服务费：公司按照订单需求，采购指定数量的广告曝光，公司根据该部分曝光的采购成本，向客户收取一定比例的服务费。服务费模式下公司毛利率较高。**2）返点/返货：**客户在 DSP 系统的账户，所扣除的费用包含实际采购成本，及一定比例的预留利润。

图表 30：代理类数字营销公司盈利模式



资料来源：光大证券研究所

一方面规模化的代理类公司对广告主的议价能力提升；另一方面，整合多垂直渠道广告代理资源，对于媒体端的议价权也能够有所增强，提升广告费用分成比例。因此，对于代理类公司，持续并购成为其提升竞争优势的发展战略。

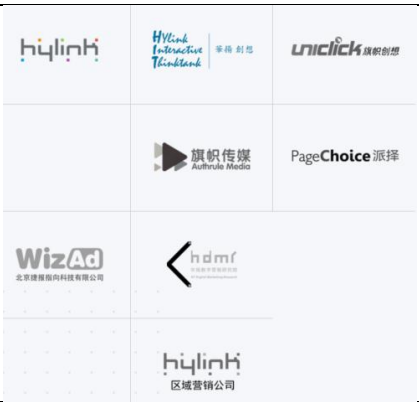
图表 31：2010-16 网络广告公司综合服务水平榜

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众
2	好耶	奥美世纪	新意互动	新意互动	新意互动	新意互动	新意互动
3	奥美世纪	新意互动	奥美世纪	奥美世纪	CHEIL 鹏泰	蓝色光标	利欧股份
4	科思世通	好耶	好耶	三星鹏泰	科思世通	利欧股份	群邑互动
5	新意互动	科思世通	三星鹏泰	科思世通	奥美世纪	CHEIL 鹏泰	蓝色光标
6	腾信创新	电众数码	易传媒	聚胜万合	利欧股份	知世安索帕	电众数码
7	三星鹏泰	三星鹏泰	聚胜万合	好耶	电众数码	互动通	互动通
8	知世 安索帕	易传媒	科思世通	电众数码	知世安索帕	新合传播	好耶
9	电众数码	腾信创新	安吉斯	网迈	互动通	网迈	新合传播
10	易传媒	聚胜万合	省广	互动通	网迈	电众数码	CHEIL 鹏泰

资料来源：互联网周刊，光大证券研究所整理

华扬联众作为老牌的网络广告公司通过一系列的巩固、布局和收购，2010-16 年的《互联网周刊》网络广告公司综合服务榜单保持第一名：好耶由于管理层变动，经营状况下滑；而最具代表性的是利欧（2012-13 年的聚胜万合），2014 年起，利欧整合三大盟员公司**聚胜万合、氩氪、琥珀后**，通过一系列的对细分垂直领域代理公司的收购（智趣广告、微创时代等），完善数字营销服务链条，2016 年跻身网络广告公司综合服务水平 TOP3，成长十分迅速。

图表 32：华扬联众盟员公司



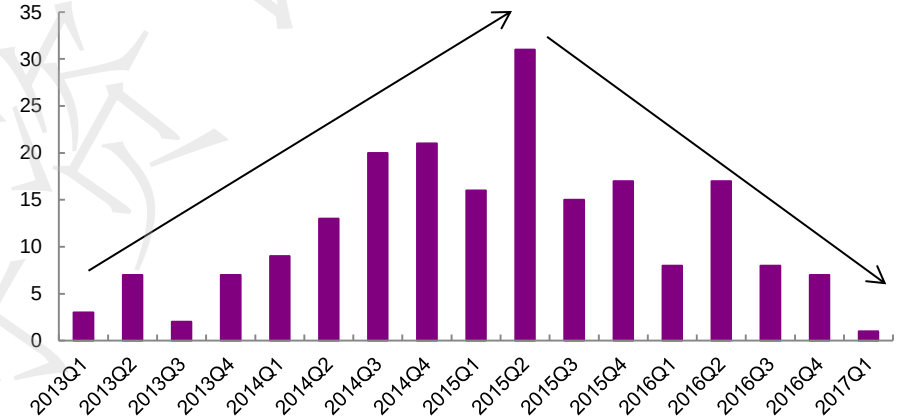
资料来源：公司官网

图表 33：利欧数字盟员公司

资料来源：公司官网

A 股营销行业公司 2014-2016 年间大规模并购案例频发；期间行业最高单季度并购数量达到 30 起(2015Q2)，并购金额最高达到 619 亿元(2015Q3)。其中，**2014-15 年间，数字营销并购标的主要是代理类公司（共 161 起）**，业务通常包括 PC 端媒介代理、移动端媒介代理、数字品牌管理、数字营销创意、数字公关。

图表 34：2013Q1-2017Q1 营销行业并购数量变化

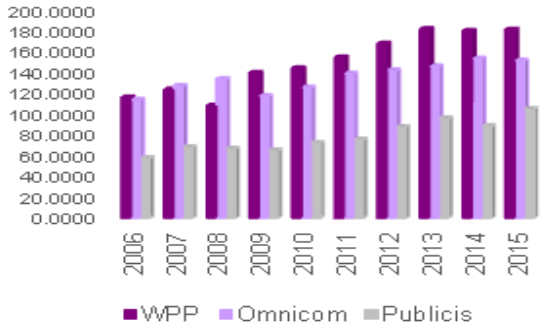


资料来源：WIND

- **互联网营销代理类公司的并购整合战略与传统 4A 有着异曲同工之处，都是“价差模式”之下希望获得最优化的上下游议价权**

再以 WPP 发展为例，WPP 集团作为一家以并购增长为原动力的企业，经过近 20 年的持续性并购，至今公司已完成 400 余起并购事件。自 1986 年公司转型公关行业，至 2002 年公司加力发展数字营销业务，至 2016 年收入达 176.5 亿美元，净利润 17.2 亿美元，完成了从一家超市购物车生产商向全球最大传播集团（数字营销业务占比超 40%）的完美蜕变。

图表 35：WPP 在三大传播集团中持续领先



资料来源：WIND

图表 36：WPP 盟员公司

资料来源：公司官网

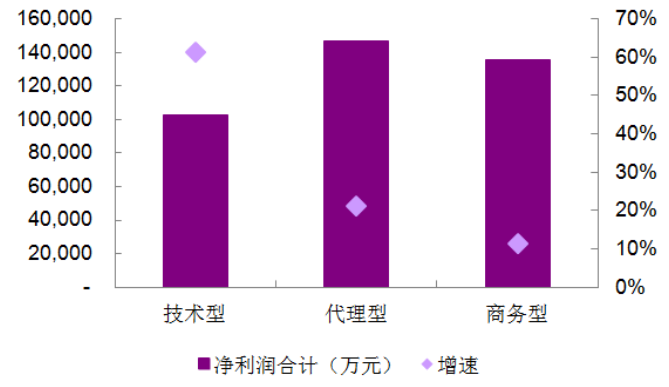
2.2.2、技术型代理仍高增长，资源型、出海型成长性突出

◆ **虽受头部媒体自建平台挤压，技术型公司行业景气度依然高**

1、从 A 股技术型公司来看，整体盈利增速快，保持超行业水平的景气度

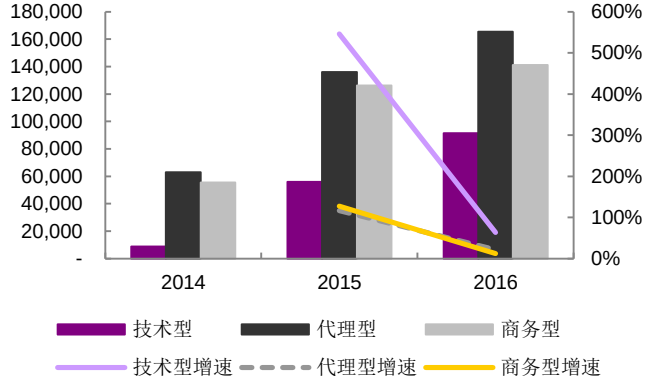
2016 年，代理型公司 29 家净利润合计 14.65 亿元（均值 5020 万元），同比增速 22%；商务型公司 25 家净利润合计 13.56 亿元(均值 5424 万元)，同比增速 12%；技术型公司 8 家净利润合计 10.28 亿元（均值 1.29 亿，剔除 BBHI 均值 7029 万元），同比增速高达 62%。

图表 37：数字营销并购标的细分领域净利润及增速对比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图表 38：数字营销并购标的细分领域对赌完成率对比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理（单位：万元）

从数字营销产业链来看，无论是代理、商务还是技术型，数字营销行业标的公司均为中介端公司，市场高度分散。代理型、商务型公司高度同质化竞争（整合策划能力和优化运营能力差异化不大），技术型公司的差异化产品（如具备资源、技术优势的 DSP 平台）、大数据能力（DMP）所打造的核心竞争力将具备可持续发展潜力。

图表 39：DSP 主要参与者

资料来源：光大证券研究所整理

图表 40：独立 DSP 分类

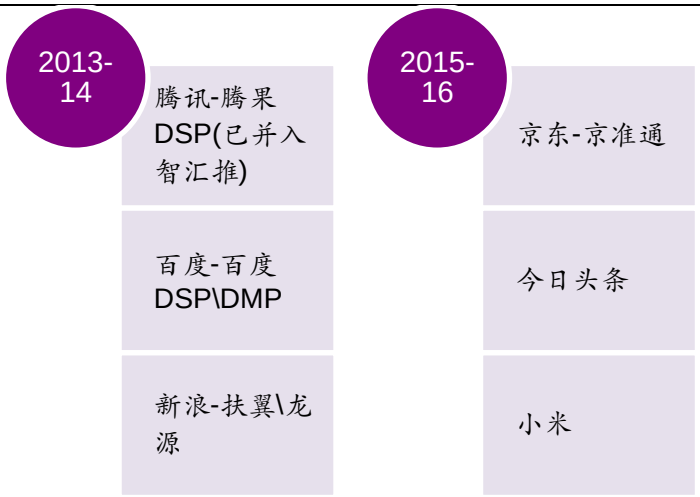
资料来源：艾瑞

2、头部媒体自建平台挤压国内第三方技术型公司生存空间

1）头部媒体自建 DSP 优势显著，早期处于优势的第三方 DSP 竞争力不足

2016 年，DSP 参与者面临主要的变化是媒体端自建 DSP 进一步增长，加剧了行业竞争。在 2016 年 DSP 数量爆发式增长过程中，由于程序化交易作弊问题大，单体 DSP 服务商信任度较低，媒体自建 DSP 投放量增长迅速。互联网媒体以及小米等硬件厂商均不断深化程序化购买广告布局。2016 京东京准通 DSP 排名由 25 位（2015 年）提升至 17 位，而作为硬件厂商试图构造生态的小米公司 2016 年也积极布局了 DSP 建设，不断加剧非媒体自建 DSP 的行业竞争态势。

图表 41：优质媒体陆续推出自有 DSP



资料来源：光大证券研究所整理

2）DMP 及 ADX/SSP，头部媒体优势不可替代

DMP 即数据管理平台，它为 DSP 提供数据来源。大数据是精准营销的基础，而数据源实际上是独立 DSP 的弱项。DSP 虽然有机会接触到众多长尾流量，但是数据的类型局限于广告展示和点击数据。无法对用户进行全面和深度的建模，缺少社交，搜索和电商的数据会降低程序化购买的精准度。头部媒体大量的搜索、电商、社交数据是独立 DSP、DMP 无法比拟的。

Ad Exchange 即互联网广告交易平台，它联系着 DSP（买方平台）和 SSP（卖方平台），通过接入 SSP 汇集大量媒体流量，是实现精准营销的交易场所。由于成功的 Ad Exchange 需要以大量媒体流量为基础，目前其运营商多为互联网巨头。

图表 42：ADX/SSP 平台以头部媒体平台为主

平台名称	运营商	开放性	主要移动媒体来源	主要广告类型
AMAX	芒果移动	开放	国内App资源为主	弹出广告（横幅、插屏）、原生广告
AdView	AdView	开放	国内App资源为主	弹出广告（横幅、插屏）、原生广告、视频广告
DoubleClick	谷歌	开放	AdMob、AdSense等	弹出广告，视频贴片
百度	百度	开放	百度移动联盟、百度网盟等	弹出广告（横幅、插屏）、视频贴片等
InMobi	InMobi	开放	海外App资源为主	弹出广告、原生广告、视频贴片
Appflood	木瓜移动	开放	海外App资源为主	弹出广告（横幅、插屏）
XTrader	灵集科技	开放	国内视频媒体移动端资源	视频贴片
VoiceAds	科大讯飞	开放	国内App资源为主	语音互动广告、原生广告及其他
PPadX	PPTV	私有	PPTV自有视频贴片资源	视频贴片
爱奇艺PPS ADX	爱奇艺PPS	私有	爱奇艺PPS自有视频贴片资源	视频贴片
优酷土豆ADX	优酷土豆	私有	优酷土豆自有视频贴片资源	视频贴片
MOMO Ad Exchange	陌陌	私有	陌陌App自有资源为主	主做原生广告

资料来源：艾瑞

◆ **资源型公司竞争力强，移动营销出海蓝海空间巨大**

图表 43：技术型公司成长驱动因素分析

公司	成立时间	2016 业绩	备注	交易特征	优势	媒体资源	数据	客户
壁合科技	2012	收入 YOY98%; 净利润 YOY71%	效果转品牌 PC 转移动	RTB PDB	视频互动广告 LBS 定位技术，精准定位 10 米之	PC:100 亿/天，数十万优质媒体; 移动：40 亿/天，数万 APP；ADX	科大讯飞	游戏等效果类为主

					内			
新数网络	2011	收入 YOY66%; 净利润 YOY62%	效果转品牌 PC 转移动 出海	RTB PMP	平均响应时间不到 8ms，是 TANX 中行业 TOP5 平均 14.77%的 1.6 倍	PC130 亿/天，门户、视频网站 44 万； 移动 50 亿/天，资讯、视频等各类 APP4 万个	-	汽车、金融、快消、网络垂直
亿玛	2004	收入 YOY18%; 净利润扭亏	出海 构建生态	RTB	专注电商	300 亿/天，各大主流门户网站、1000 多家优质垂直媒体及 60 万中小网站	3 亿网购数据	京东、唯品会、聚美优品等
汇量科技	2013	收入 YOY153%; 净利润 YOY341%	出海	原生广告 手游海外发行平台	原生信息流广告 反作弊技术	100 亿/天，覆盖 243 个国家和地区， Google、Facebook 一级地方性媒体	拥有涵盖超过 20 亿设备数据	360、百度、七游
易点天下	2005	收入 YOY1164%; 净利润 YOY587%	出海	游戏广告 海外发行	策略营销 APP 和游戏，实现高下载量高留存率.	Google,facebook,twitter,paypal 等	-	猎豹、今日头条、比价、一元购、YY、91、58
传漾	2009	收入 YOY7.8%; 净利润 YOY15%	-	RTB	AdSame Eagle 广告监测协作平台	PC 门户、垂直类网站； 移动主要是 PC 合作媒体的 APP	-	汽车、快消、金融、小电商
力美	2011	收入 YOY11%; 净利润 YOY5%	-	RTB	LBS 数据；LBS 场景营销	80 亿/天，视频网站	-	汽车、快消、装修服务
有米	2010	收入 YOY42%; 净利润 YOY-204%	-	ASO 营销优化	ASO 优化	游戏、WIFI 等 APP	-	电商、游戏、金融 APP

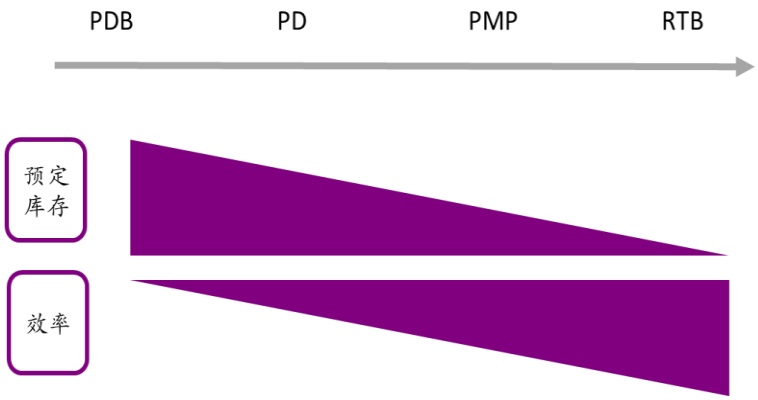
资料来源：公司官网，WIND 等，光大证券研究所整理

成长性较好的技术型数字营销公司通常有两个特征，一个是向非 RTB 交易模式的品牌类广告发展，另一个是移动出海营销（伴随国内 APP 出海的海外营销）。

1、Non-RTB 模式运营的资源型 DSP 有望突围

一方面，**优质媒体留给第三方 DSP 的空间通常存在于 Non-RTB 模式。优质**媒体通常不愿引入过多的外部 DSP，因为需要优先满足自有广告主的需求，它们的自有广告主常常通过自己销售或者代理引入。对于优质媒体也会有一部分流量会引入外部 DSP，合作方式包括 PDB，PD 和 PMP 为主，这是因为 Non-RTB 能够将广告主常规按天购买的**高端优质黄金媒体资源**，能够保证广告主质量，因此 DSP 在这几种模式下发力仍具较大空间。

图表 44：Non-RTB 程序化交易模式



资料来源：光大证券研究所

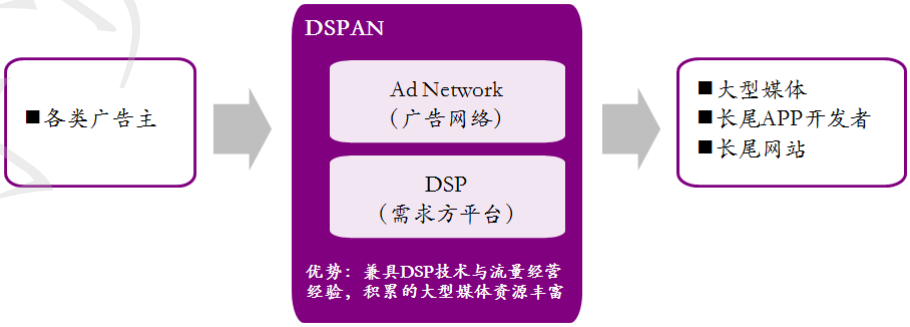
另一方面，在品牌广告主对优质资源需求度提升趋势之下，加之技术巨大差异化尚未出现，我们认为非独立 DSP（大多是 DSPAN）的生存力和盈利能力在激烈竞争中有望突围。

1）从流量质量的角度。品牌类广告主需要有质量的流量，但是大多数独立 DSP（少数如品友互动独立 DSP 专注品牌广告主除外）能够拿到的流量质量不如深耕多年的 Ad Network（DSPAN 就是 Ad Network 向 DSP 的延伸）。

2）从技术与数据的角度。精准营销核心在于，整个转化链需要精准四个维度的判断"正确的时间，正确的位置，给正确的人，看正确的广告"。技术入门虽然门槛较低，但由于对于用户行为习惯的洞察、对于媒体流量质量分类和反作弊的分析，每一个维度精确度提升都需要投入大量的研发时间；而大数据是支撑人群画像精准度的必备资源，独立 DSP 行业资源积累不深，难有突破非独立 DSP 广告投放数据积累的实力。国内独立 DSP 积累的时间并不长，我们认为在现阶段独立 DSP 并未具备突出的技术实力。

例如，Criteo 在英国和美国的重定向市场份额位居第一，分别达到了 32%和 22%。而在电商领域，Criteo 在上述两大市场的占比分别达到了 41%和 26%。但 Criteo 作为外来者，媒体资源量少难以形成差异化优势，虽然国内 DSP 技术未必能比得上 Criteo，但资源和客户优势明显。2017 年 5 月，效果类广告科技公司科韬 Criteo 向所有中国客户发送公开邮件，正式宣布其中国国内业务将于 5 月 25 日全部终止。

图表 45：DSPAN 定位与优势解析



资料来源：光大证券研究所

2、国内媒体渠道马太效应强，移动出海营销蓝海空间巨大

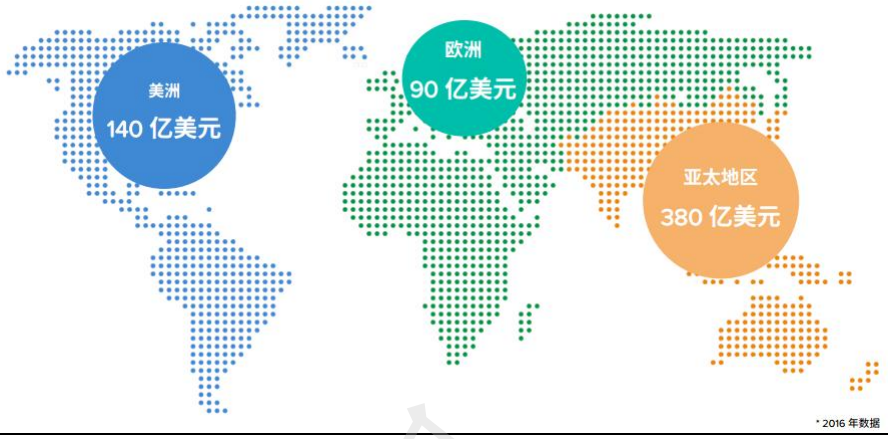
移动出海营销的逻辑在于：

供给端：头部媒体自建广告平台填充率高，国内独立 DSP 竞争加剧，流量获取日益困难。而同样是移动互联网的广告营销，海外 Facebook、Google 等的流量相对开放，新兴市场（印度、巴西等），媒体非常分散，还没有形成明显的强势媒体，因此也需要第三方平台。因此，客户优势和先发优势，是海外移动营销服务极为重要的优势。

需求端：移动应用广告主出海带来的海外营销需求。目前中国移动应用主要分为工具类 APP、移动游戏、跨境电商和社交娱乐，2014-16 年中国占

据 TOP10 内的出海公司分别达到 4、6、9 家，未来游戏、社交类产品广告主依然会大力发展海外蓝海市场，移动海外营销机会巨大。

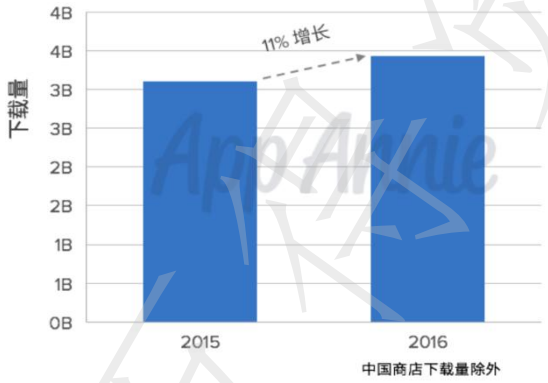
图表 46：海外移动应用市场收入潜力



资料来源：APP ANNIE

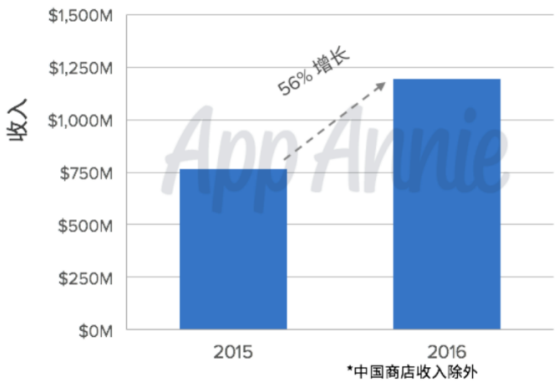
海外市场移动应用空间大、增速高。2016 年中国发行商海外下载量同比增长 11%，海外市场收入约 12 亿美元，同比增长达到 56%；据 APP Annie 预计，2016 年亚太、欧洲、美洲移动应用收入规模高达 610 亿美元，中国移动应用出海收入渗透率仅 1.9%。其中，中国发行商在美国、日本、韩国、德国海外市场收入增长分别达到 170%、260%、120%、150%。

图表 47：中国发行商海外下载量



资料来源：APP ANNIE

图表 48：中国发行商海外收入



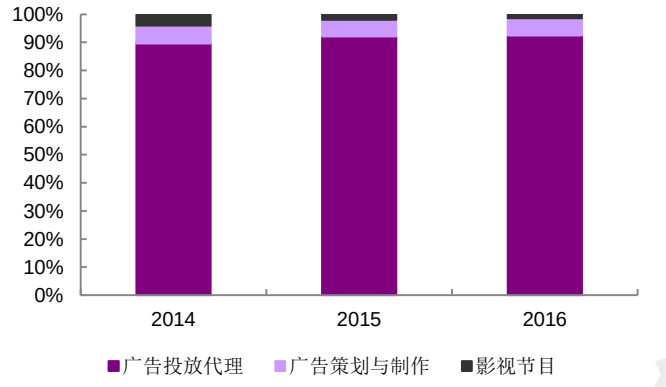
资料来源：APP ANNIE

移动应用出海类型升级，娱乐类、游戏类将持续拉动增长。2014-15 年，海外非发达国家手机功能有限的情况下，我国移动应用出海类型以工具类为主，年出海的多是 360、猎豹；2015-16 年，国内游戏应用出海日益普遍；2016 年，伴随国内直播等应用平台的成熟，娱乐类逐渐成为重要的出海应用类型，收入增速高达 190%（仅统计 Google Play 收入）。我们认为，伴随移动应用出海类型升级，海外市场蓝海空间依然很大，移动海外营销公司同步受益。

3、公司:业务驱动力强，出海、技术升级打开空间

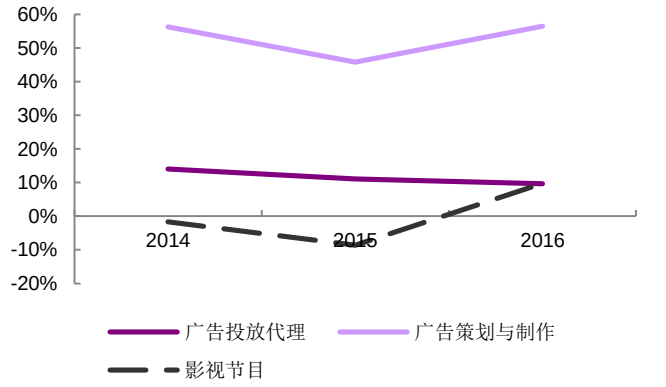
3.1、互联网广告业务成长稳健，竞争优势明显

图表 49：互联网广告服务以广告投放代理为主



资料来源：公司公告

图表 50：互联网广告业务子类毛利率



资料来源：公司公告

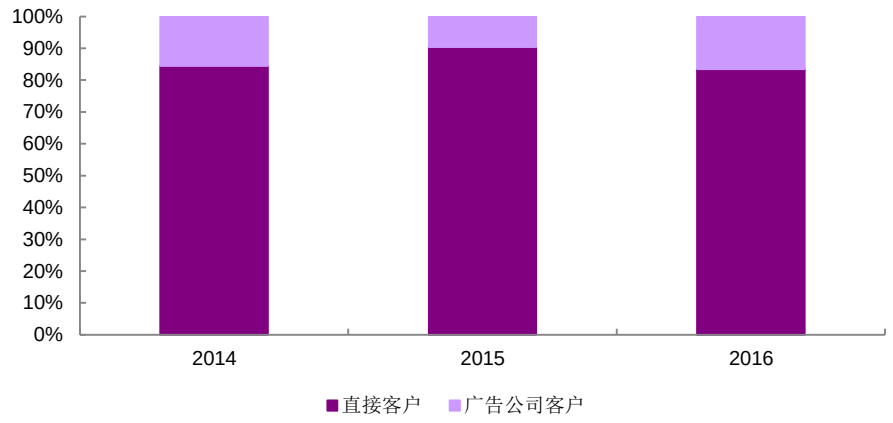
图表 51：公司互联网广告业务主要内容

分类	具体内容	结果
1、广告投放代理	1、与客户讨论具体广告投放方案,获得客户审批后与媒体确定广告素材物料对接、具体播放要求和价格； 2、与媒体沟通配置客户广告监测代码或其他效果追踪手段。	1、广告投放排期表 2、广告顺利上线 3、广告投放进度监测报告
2、广告策划与制作	1、了解客户需求，为客户制定年度营销策略、确定广告投放方案及广告监测标准， 广告内容制作， 广告投放计划等； 2、通过技术手段检测和分析广告投放数据， 调整和优化广告投放方案。	1、年度营销策略方案 2、具体广告投放方案 3、广告内容(图片、flash、动画、视频等) 4、广告投放监测报告和营销优化意见等
3、影视节目业务	1、了解客户对影视内容的广告合作需求，投资制作影视作品。 2、针对公司现有或者新广告客户进行影视节目资源宣传推广，影视作品相关权益和广告资源。	1、影视节目作品顺利制作和播映上线 2、售卖影视节目作品相关权益和广告资源

资料来源：公司公告

3.1.1、直客业务占比高，优质客户预算持续驱动业绩增长

图表 52：直客与广告公司客户收入占比



资料来源：公司公告

◆ **直接客户为业务重心，客户质量优质、广告预算实力强**

公司为直接客户提供的服务一般均包括了互联网广告策略、广告内容制作、广告投放、广告效果监测与评估等在内的完整广告服务业务链条，**能够为客户提供互联网广告整体解决方案，因此公司直客客户多为大型公司，资本实力及广告投放需求较强、且持续性高。**

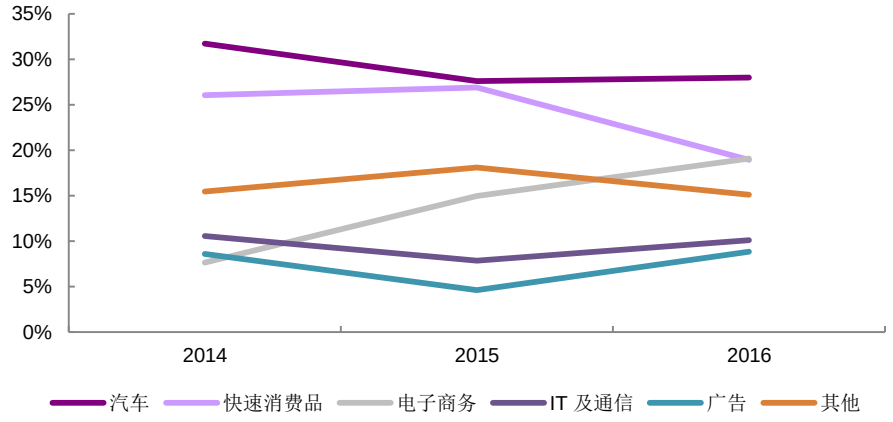
图表 53：公司优质客户对收入贡献度较高（万元）

年度	客户	销售金额	占收入比例	广告投放代理	广告策划与制作收入
2016 年	上海通用	98,370.82	14.82%	94,338.26	4,032.56
	京东	67,348.29	10.14%	67,019.88	328.41
	鑫诺	64,647.15	9.74%	-	-
	OPPO 手机	29,900.46	4.50%	29,853.70	46.76
	盟博广告（上海）有限公司	24,980.36	3.76%	24,980.36	0
	合计	285,247.08	42.97%	216,192.19	4,407.74
2015 年	上海通用	90,694.34	17.51%	86,669.27	4,025.07
	京东	49,871.73	9.63%	49,871.73	0
	鑫诺	29,990.33	5.79%	-	-
	蒙牛	25,112.45	4.85%	21,309.18	3,803.27
	雅诗兰黛	21,745.69	4.20%	21,373.54	372.15
	合计	217,414.54	41.98%	179,223.72	8,200.49
2014 年	上海通用	62,061.55	20.53%	59,465.20	2,596.35
	蒙牛	22,083.75	7.30%	19,142.32	2,941.43
	盟博广告（上海）有限公司	21,756.31	7.20%	21,756.31	0
	晶赞	11,624.10	3.85%	11,624.10	0
	克莱斯勒（中国）汽车销售有限公司	10,384.40	3.44%	10,148.55	235.85
	合计	127,910.12	42.32%	122,136.50	5,773.61

资料来源：公司公告

同时，高成长性行业客户收入占比不断提升，2016 年电商、IT 通信行业公司在公司客户收入结构中提升明显，而传统高花费、低增速的快消行业在公司的收入结构中占比下降明显。

图表 54：公司客户结构变化



资料来源：公司公告

◆ **广告公司客户收入占比较低，保证公司较高的回款效率**

由于公司媒体采购资源规模较大，并且公司与主流互联网媒体中均有长期合作关系，因此部分互联网媒体采购规模相对较小的广告公司客户，会**通过公司进行广告投放，以享受公司的规模采购优势，从而为公司带来一定的广告公司客户。**

相对于高质量的直客大客户而言，广告公司客户资金回款流程环节较长，相比之下存在一定的不确定性。公司广告对广告公司客户收入规模占比较低，因此应收账款余额及占比较低，2014-16 年占比均未超过 20%，保证公司较高的回款效率。

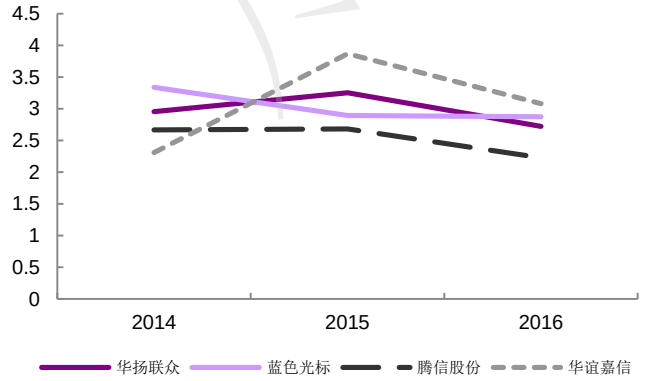
图表 55：广告公司客户营收账款余额较低

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末
广告公司客户应收账款余额（万元）	11,261.14	12,688.24	46,324.76
占应收账款余额比例	9.93%	5.66%	15.82%

资料来源：公司公告

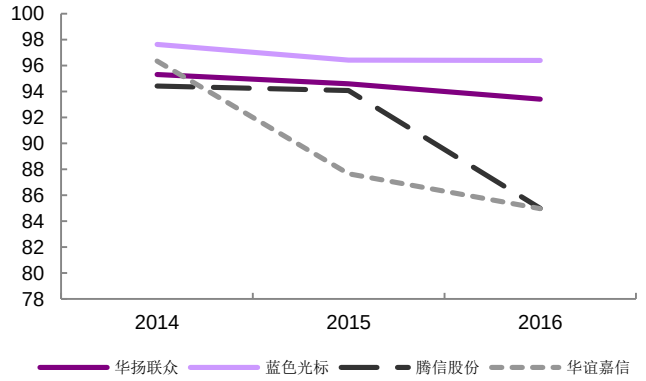
与可比公司相比，公司应收账款周转率维持在 3 左右，在可比公司中处于中上水平；同时，公司 94%左右的应收账款账龄在 1 年之内，**在可比公司中，华扬联众应收账款质量处于较高水平。**

图表 56：华扬联众应收账款周转率较高



资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 57：华扬联众应收账款基本均在 1 年之内（%）



资料来源：WIND，光大证券研究所

3.1.2、优质媒体合作密切、议价力较强，资源采购结构不断优化

◆ **与优质媒体资源合作密切，具备相对较强的议价能力**

媒介采购成本是互联网广告投放代理公司的主要成本，其规模效应十分明显。一方面规模化的代理类公司对广告主的议价能力提升；另一方面，整合多垂直渠道广告代理资源，对于媒体端的议价权也能够有所增强，提升广告费用分成比例。**因此，对于代理类公司，与优质媒体长期稳定合作关系能够有效降低媒体集中度提升市场之下，优质媒体稳固的合作关系对于拿到稳定的媒体采购价格。**

由于公司通过汇总众多大型广告客户的广告投放需求，向媒体集中大规模采购广告资源，并与众多大型媒体能获得更低的采购成本。公司通常与各大互联网媒体均会签署年度合作协议，约定当年双方的权利义务、定价机制、价款支付、返利条件等采购政策。**由于公司媒体采购资源规模较大，并且公司与主流互联网媒体中均有长期合作关系，在主流互联网媒体中均系级别较高的合作方之一，能够享受相对优惠的媒体采购价格。**

图表 58：重要媒体对公司的返点政策

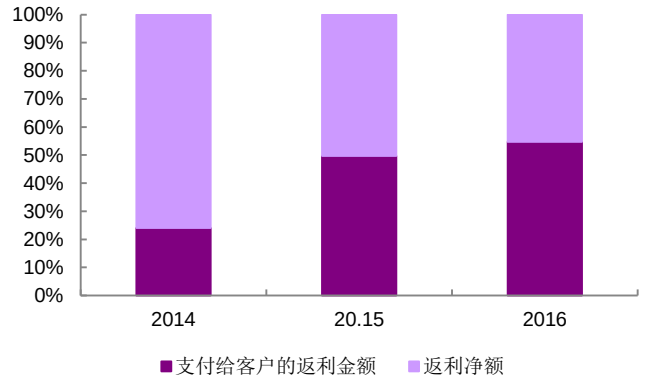
媒体	2016	2015	2014
腾讯	季度返点： 一般展示类 10-50 万 5% 50-100 万 6% 100-250 万 7% 250-500 万 8% 500-1000 万 9% 1000-2000 万 10% 2000 万以上 11% 视频 0-500 万 9% 500-1000 万 10% 1000-5000 万 12% 5000-10000 万 14% 10000 万以上 16% 移动端 0-10 万 8% 10-50 万 9% 50-100 万 10% 100-500 万 11% 500-1000 万 12% 1000-5000 万 13% 5000 万以上 14% 特殊行业：网络服务类代商、网络游戏类代理商及腾讯司推送给代理商的执行金额，返点比例下调 3 个百分点。	季度返点： 一般展示类 50-200 万 5% 200-500 万 6% 500-1000 万 7% 1000-2500 万 8% 2500-5000 万 9% 5000-10000 万 10% 10000 万以上 11% 视频 0-100 万 10% 100-500 万 13% 500-2000 万 15% 2000-6000 万 17% 6000-10000 万 19% 10000 万以上 21% 对网络服务类/网络游戏/腾讯公司推送给代理商的客户所产生季度执行金额，返点比例下调 3 个百分点	季度返点： 一般展示类 50-100 万 7% 100-250 万 8% 250-500 万 9% 500-1000 万 10% 1000-2500 万 11% 2500-4000 万 12% 4000 万以上 13% 视频 0-50 万 10% 100-200 万 13% 250-500 万 17% 500-1000 万 20% 1000-2500 万 22% 2500 万以上 24% 对网络服务类/网络游戏/腾讯公司推送给代理商的客户所产生季度执行金额，返点比例下调 3 个百分点

新浪	季度返点： 一般展示类 20-100 万 6% 100-400 万 8% 400-800 万 9% 800-1500 万 10% 1500-3000 万 11% 3000 万以上 12% 超过 400 万按阶梯计算移动端-无线广告及汽车行业微博广告 20-200 万 13% 200-500 万 15% 500 万以上 17%	季度返点： 一般展示类 20-100 万 6% 100-400 万 8% 400-800 万 9% 800-1500 万 10% 1500-3000 万 11% 3000 万以上 12% 视频 25% 按视频广告返点比例与普通品牌广告季度返点比例的差额补足结算。 移动端-无线广告及汽车行业微博广告 20-200 万 13% 200-500 万 15% 500 万以上 17%	季度返点： 一般展示类 20-50 万 4% 50-100 万 6% 100-500 万 8% 500-1000 万 9% 1000-2500 万 10% 2500-4500 万 11% 4500 万以上 12% 超过 500 万按阶梯计算 视频 25% 按视频广告返点比例与普通品牌广告季度返点比例的差额补足结算。 移动端 15% 按视频广告返点比例与普通品牌广告季度返点比例的差额补足结算。
搜狐	季度返点： 一般展示类 25-100 万 7% 100-250 万 8% 250-500 万 9% 500-1000 万 10% 1000-2500 万 11% 2500 万以上 12% 视频 尚未签署年度合作协议，公司按上年政策暂估	半年返点： 一般展示类 50-200 万 7% 200-500 万 9% 500-2000 万 10% 2000-5000 万 11% 5000 万以上 12% 超过 200 万按阶梯计算 视频 年度返点： 0-14000 万 28% 14000-16000 万 30% 16000-20000 万 33% 20000 万以上 35%	半年返点： 一般展示类 50-200 万 7% 200-500 万 9% 500-2000 万 10% 2000-5000 万 11% 5000 万以上 12% 超过 200 万按阶梯计算 视频 年度返点： 0-6000 万 28%; 6000-7000 万 30% 7000-9000 万 32% 9000 万以上 35%
百度	季度返点： A1 类行业： 1% A2 类行业： 1% B 类行业： 4% C 类行业： 5% 金融（非保险）行业： 4% 游戏行业： 1% 教育行业： 1%	季度返点： A1 类行业： 2% A2 类行业： 4% A3 类行业： 2% B1 类行业： 3% B2 类行业： 4% C 类行业： 5%	季度返点： A1 类行业： 2% A2 类行业： 4% B1 类行业： 3% B2 类行业： 4.5% C 类行业： 5%

资料来源：公司公告

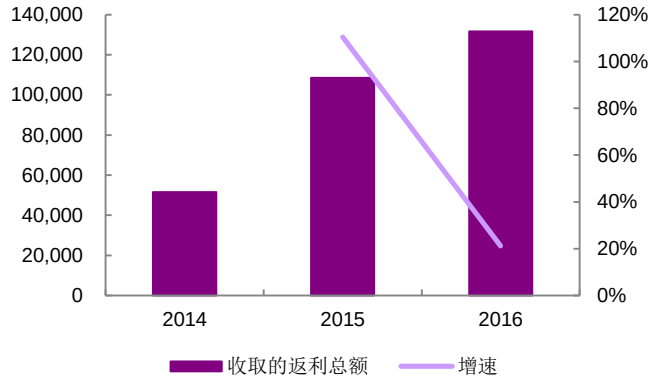
公司对广告主返利比例增加，寻求规模效应与返利比例最优解。公司支付给客户的返利金额逐年增加，支付给客户的返利金额占媒体返利总额的比例逐年提高，2015 年度、2016 年度支付给客户返利金额和返利比例均有较大幅度增加，主要原因为公司整体广告投放规模快速增长，公司提升客户返利利于媒体资源采购规模扩大，提升返利总额，2014-16 年公司返利总额复合增速达到 59.7%。

图表 59：支付给客户的返利比例提升



资料来源：公司公告

图表 60：公司收取返利总额提升（万元）



资料来源：公司公告

◆ **媒体资源结构不断优化，反哺客户服务能力**

资源采购金额分布来看，整体上，处于高速增长期的腾讯广告采购金额攀升，搜索广告采购占比有所下降，视频平台广告位采购由优酷土豆排位第一到爱奇艺位主转变。公司媒介采购资源结构不断优化，为公司大客户提供最具流量优势的媒体平台，反哺客户服务能力。

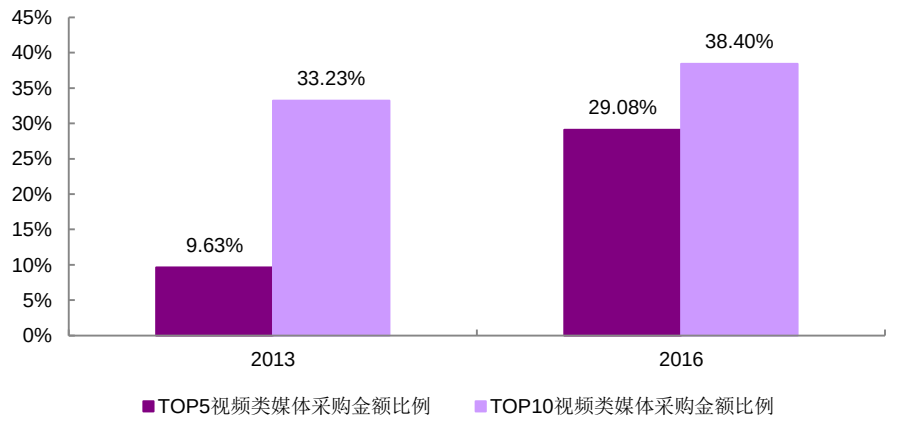
图表 61：媒体采购结构不断优化（万元）

	供应商	采购金额	占比
2016	腾讯	122,335.85	20.93%
	飞利浦	57,719.12	9.87%
	百度	40,688.68	6.96%
	谷歌	38,566.04	6.60%
	爱奇艺	29,744.34	5.09%
	合计	28,760.38	49.44%
2015	腾讯	97,283.92	21.41%
	百度	35,553.68	7.82%
	优酷土豆	27,263.68	6.00%
	搜狐	25,634.95	5.64%
	谷歌	24,565.79	5.41%
	合计	210,302.02	46.28%
2014	腾讯	33,927.89	13.38%
	百度	25,825.08	10.18%
	谷歌	17,668.01	6.97%
	优酷土豆	15,173.53	5.98%
	新浪	11,696.64	4.61%
	合计	104,291.15	41.12%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

视频类媒体采购金额迅速攀升、采购预算向 TOP5 视频网站集中。2013-16 年公司自 TOP5 视频网站获得返利比例由 9.63%增加至 29.08%，达到 5 亿元；而公司在 TOP10 视频网站获得返利仅从 33.23%提升至 38.40%。

图表 62：头部视频类媒体采购金额占比大幅提升



资料来源：公司公告

3.2、深耕客户资源优势，买断代理业务打开空间

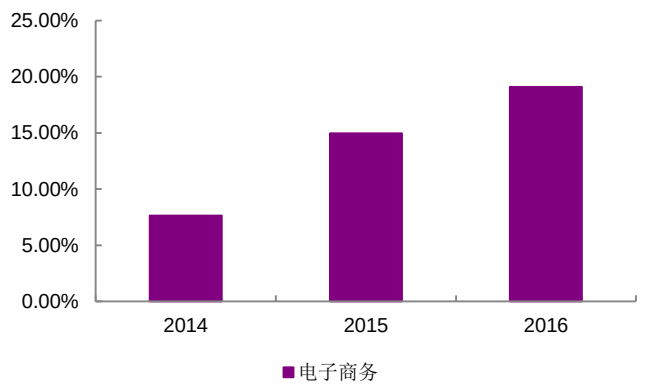
公司买断代理业务主要是充分发挥公司的客户和媒体资源优势，帮助品牌客户进行产品宣传推广并买断产品通过知名电商平台进行线上销售。公司买断代理业务充分发挥了多年来积累的广告服务经验和客户、媒体资源，开展基于线上销售平台的买断式销售代理服务， 有效连接产品生产商和电商平台，促进客户产品的宣传推广和线上销售。

图表 63：公司传统品牌类大客户齐聚

主要客户	客户简介	合作年份
上海通用汽车	上海通用，国内知名汽车厂商	2003 年至今
中国移动通信 CHINA MOBILE	中国移动，国内知名移动通讯运营商	2003 年至今
Yum!	百胜集团，全球知名餐饮集团，拥有“肯德基”、“必胜客”等著名餐饮品牌	2005 年至今
Suning 苏宁	苏宁，国内知名连锁商业企业	2008 年至今
贵人鸟	贵人鸟，国内知名运动服饰品牌	2011 年至今
GENERAL MILLS	通用磨坊，全球知名食品企业，拥有哈根达斯、湾仔码头等著名品牌	2011 年至今
蒙牛	蒙牛，国内知名乳品企业	2012 年至今
CHRYSLER	克莱斯勒，全球知名汽车品牌	2012 年至今
P&G	宝洁，全球知名日用消费品公司	2012 年至今
oppo	OPPO，国内知名手机品牌	2014 年至今
IKEA	宜家家居，全球知名家居品牌	2014 年至今
JD 京东	京东，国内知名电商品牌	2015 年至今
ESTÉE LAUDER	雅诗兰黛，全球知名化妆品品牌	2015 年至今

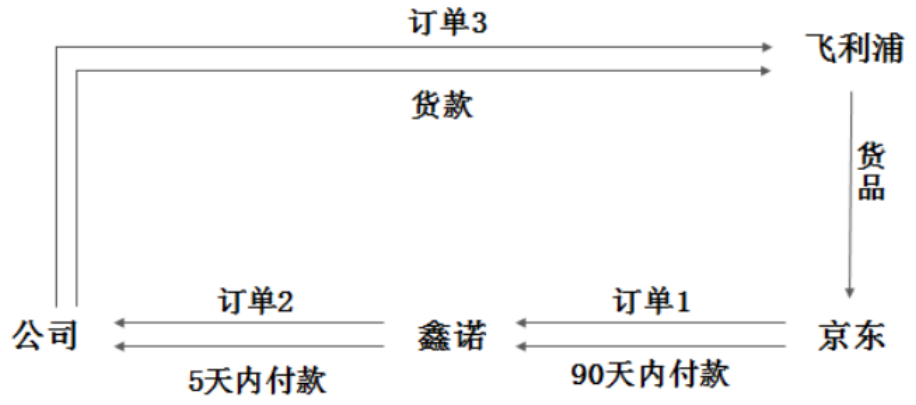
资料来源：公司公告

图表 64：公司近年来与电商客户合作密切



资料来源：公司公告

图表 65：公司买断式代理业务流程



资料来源：公司公告

公司合作模式主要是通过与鑫诺（京东商城连续多年的合格供应商）签订买断式经销协议，由鑫诺将上海华扬所采购的飞利浦小家电商品销售给京东商城。公司买断代理业务从 2015 年代理飞利浦，到 2016 年开始代理荣事达和远大空品，未来公司有望持续开发其长期合作的广告主客户，逐步打开买断代理业务空间。

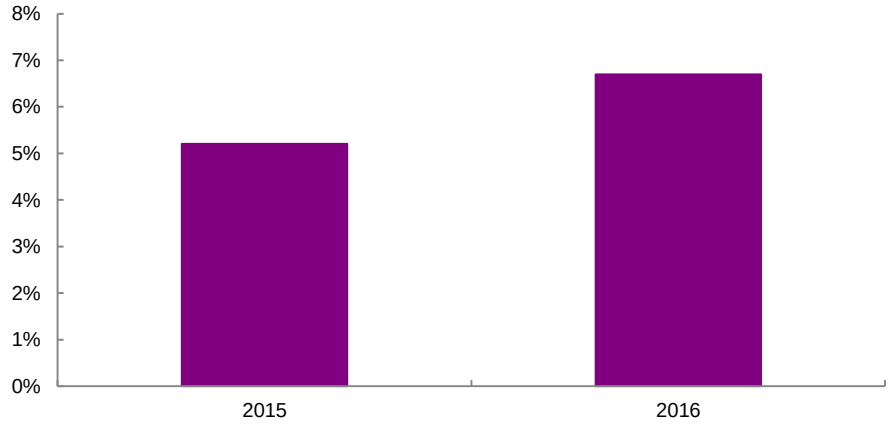
图表 66：公司买断式代理业务主要代理品牌

项目	飞利浦	荣事达	远大空品
采购内容	健康生活类小家电	智能洁身器	净化机、新风机等家用环保产品
采购定价机制	飞利浦统一定价	荣事达统一定价	远大空品统一定价
终端销售平台	京东商城	京东商城	京东商城、天猫商城
主要客户	鑫诺	京东	湖南博动电子工程有限公司
销售定价机制	与下游经销商或电商销售平台协商确定		
收入确认方法	在上海华扬所售产品出库并取得客户验收证明后确认收入		
实际开始合作时间	2015 年开始合作	2016 年开始合作	2016 年开始合作
收入规模	2015 年，销售收入为 29,990.33 万元，营业收入占比为 5.79%。2016 年，销售收入为 67,348.29 万元，营业收入占比为 10.14%。	2016 年，销售收入为 254.31 万元，营业收入占比为 0.04%。	2016 年，销售收入为 1,756.24 万元，营业收入占比为 0.26%。

资料来源：公司公告

公司买断式代理业务已实现净毛利，同时毛利率 2016 年提升 40%，我们认为未来公司基于长期合作的客户关系，规模经营下公司买断式代理业务收入规模、毛利率仍有提升空间。

图表 67：公司买断式代理业务毛利率快速提升



资料来源：公司公告

3.3、战略：营销出海、技术再升级

3.3.1、营销出海服务打开空间

公司为适应客户走出去以及海外营销需求的趋势而投资设立海外子公司。公司目前互联网广告服务已重点覆盖北京、上海、广州和深圳四个重点核心服务城市，并覆盖地方互联网广告平台：华东、东北、华北、西北和东南地区。同时，公司将逐步在海外设立广告服务网络，审慎、稳妥地拓展海外互联网广告市场份额，争取海外优质客户，并更好地满足境内客户对海外互联网广告的扩展需求。

图表 68：公司出海营销相关子公司布局

设立时间	一级子公司	持股比例	二级子公司	持股比例
2014.11	华扬投资	100%	华扬香港	100%
2015.2	华扬韩国	80%		
2014.12	华扬美国	100%		
2016.7	香港旗帜	100%		
2017.2	华扬英国	100%		
2016.11	美国实验室	100%		

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司目前海外服务范围已触达美国、韩国、香港、英国，未来一方面公司有望逐步开拓海外互联网营销市场，另一方面伴随公司所服务的客户的海外互联网营销的实际需求，海外业务持续扩张。

3.3.2、精准广告、大数据技术有望持续提升

公司目前已深耕视频广告技术、精准 DSP 及移动广告技术，并积累了大量第二方大数据资源，积极引入电信数据。

未来公司将针对精准广告、搜索引擎、移动广告、视频广告平台技术不断升级，同时构建 PC 端、移动端数据存储 DMP 大数据平台。同时计划收购互联网广告领域内在商业模式、技术或人才方面具有独特优势的公司，以不断巩固和提高自身在互联网广告领域内的综合竞争优势，进一步提高为客户提供基于互联网的综合广告服务能力。

图表 69：公司核心技术系统升级计划

技术系统	升级计划
“派择”精准广告系统	技术升级完成后，公司的互联网用户行为数据库将支持 6 亿活跃用户，能够涵盖我国主流的互联网用户，系统将支持单日 T 级数据收集处理，行为数据存储期可以延长到 1 年以上。
“Voomword”技术系统	集成、统一的多搜索引擎关键词投放和管理环境，对接多个互联网广告平台、对关键词进行持久、深入地优化，为客户提供跨媒体、多形式的在线广告广告的整体效果评估，可从多个角度分析和改善广告投放效果；可与第三方监测系统集成，实现客户竞品监测功能，帮助客户了解竞品广告信息。
“魔图”技术系统	升级后的“魔图”技术系统将支持单日 10 亿 PV 值的图片广告投放及效果报告，将图片广告投放的效率提升 50%以上，可有效降低广告运营成本
“视线”互联网视频广告平台	进一步改善和提高对客户端和互联网媒体端的广告订单管理、数据监测与统计分析等各项功能
“瞬网”移动互联网广告平台	构建数据存储的 DMP 平台，升级与各互联网主流媒体 API 接口功能，实现多维度报表功能，开发适用于 Appnetwork 以及 SuperAPP 排期对接的接口及相关功能以及底层架构更新

资料来源：光大证券研究所整理

4、业绩预测与估值

4.1、关键假设与盈利预测

1、假设 2017 年互联网广告市场头部媒体（淘宝、百度、腾讯、搜狐、谷歌、新浪）集中度维持提升，预计移动端、视频类广告形式依然保持较高景气度。

2、互联网广告业务：假设公司在四大媒体平台（腾讯、百度、新浪、搜狐）采购金额持续提升，并且结构持续优化；预测公司 2017-19 年互联网广告业务收入增速分别为 22%、22%、20%。

图表 70：公司未来三年互联网广告业务收入预测

媒体收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
腾讯	42,452.92	124,971.63	155,183.96	201,739.15	252,173.94	315,217.42
YOY		194%	24%	30%	25%	25%
百度	28,591.15	38,753.51	30,524.53	32,050.76	30,448.22	28,925.81
YOY		36%	-21%	5%	-5%	-5%
新浪	12,972.95	24,869.38	45,061.32	81,647.49	142,883.11	214,324.67
YOY		92%	81%	75%	50%	50%
搜狐	13,544.14	34,355.15	35,014.15	36,764.86	38,603.10	40,533.26
YOY		154%	2%	5%	5%	5%
其他媒体	205,355.93	339,057.90	387,890.31	443,755.76	510,319.12	571,557.42
YOY		65%	14%	15%	12%	10%
收入预测	302,917.09	562,007.57	653,674.27	795,958.01	974,427.49	1,170,558.57
YOY		86%	16%	22%	22%	20%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、买断式代理业务：公司买断式代理业务仍处于快速扩张的业务培育时期，2017-19 年品牌范围有望持续扩展，规模效应之下毛利率持续提升。预测公司 2017-19 年买断式代理业务收入增速分别为 80%、60%、50%。

4、综合毛利率：2014-16 年公司媒体返利占公司毛利比例分别高达 80%、86%和 75%，我们通过测算公司在主要媒体平台收入及返利情况，预测公司 2017-19 年综合毛利率维持在 11%左右。

图表 71：媒体返利和客户返利返还对毛利的影响（万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
返利净额	39,165.50	54,533.56	59,586.70
毛利	48,710.89	63,738.60	79,236.73
返利净额占毛利比例	80.40%	85.56%	75.20%

资料来源：公司公告

图表 72：公司未来三年媒体返点情况预测

媒体	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
腾讯	19%	16%	14%	13%	12%	11%
百度	4%	3%	3%	3%	3%	3%
新浪	17%	18%	15%	14%	13%	12%
搜狐	24%	24%	24%	24%	24%	24%
其他媒体返点估测	8%	4%	4%	4%	4%	4%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 73：公司未来三年毛利率情况预测（万元）

项目	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
四大媒体返利	12,785.60	29,886.35	32,783.49	47,441.83	59,013.87	70,988.63
其他媒体返利	24,414.44	22,517.54	22,878.60	17,750.23	20,412.76	22,862.30
返利占比	80%	86%	75%	75%	75%	75%
毛利估算	46,268.71	61,248.12	74,018.73	86,922.74	105,902.18	125,134.57
毛利率预测	-	-	-	11%	11%	11%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

综上，我们预测公司 2017-19 年营业收入增速分别为 27.5%、27.1%、25.2%；毛利率分别为 11.3%、11.0%、11.0%。预测公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.83/1.02/1.22 元，对应 PE 分别为 31/25/21 倍。

图表 74：公司收入、毛利率预测表

利润表预测（百万元）		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入		3,023.11	5,181.03	6,638.73	8,462.22	10,759.32	13,471.12
互联网广告业务	广告投放代理	2,708.58	4,494.83	5,518.93	6733.09	8214.38	9857.25
	广告策划与制作	193.05	292.66	366.28	446.86	545.17	654.21
	影视节目	121.48	93.64	82.30	74.07	66.66	60.00
买断式销售代理			299.90	671.22	1208.20	1933.11	2899.67
营业收入增速			71.4%	28.1%	27.5%	27.1%	25.2%
互联网广告业务	广告投放代理		65.95%	22.78%	*22.00%*	*22.00%*	*20.00%*
	广告策划与制作		51.60%	25.16%	*22.00%*	*22.00%*	*20.00%*
	影视节目		-22.92%	-12.11%	*-10%*	*-10%*	*-10%*
买断式销售代理				123.81%	*80%*	*60%*	*50%*
营业收入构成		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
互联网广告业务	广告投放代理	89.60%	86.76%	83.13%	79.57%	76.35%	73.17%
	广告策划与制作	6.39%	5.65%	5.52%	5.28%	5.07%	4.86%
	影视节目	4.02%	1.81%	1.24%	0.88%	0.62%	0.45%
买断式销售代理		0.00%	5.79%	10.11%	14.28%	17.97%	21.53%
毛利率		16.2%	12.5%	11.9%	11.3%	11.0%	11.0%
互联网广告业务	广告投放代理	14%	11%	10%	*9.16%*	*8.70%*	*8.46%*
	广告策划与制作	56%	46%	56%	*50.00%*	*50.00%*	*50.00%*
	影视节目	0%	0%	10%	*10%*	*10%*	*10%*
买断式销售代理		0%	5%	7%	*9%*	*10%*	*11%*
主营成本		2,534.00	4,535.65	5,846.42	7,505.90	9,572.11	11,985.13
互联网广告业务	广告投放代理	2,328.02	3,999.05	4,986.35	6,116.34	7,499.72	9,023.33
	广告策划与制作	84.50	158.68	159.51	223.43	272.59	327.10
	影视节目	121.48	93.64	74.30	66.66	60.00	54.00
买断式销售代理		-	284.28	626.25	1,099.46	1,739.80	2,580.71

资料来源：WIND，光大证券研究所

4.2、估值

4.2.1、绝对估值

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β(βlevered)	0.77
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	9.17%
税率	20.00%
Kd	0.00%
Ve	78598.60
Vd	0
目标资本结构	0.00%
WACC	9.17%

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	336.45	7.34%
第二阶段	1076.52	23.48%
第三阶段（终值）	3171.12	69.18%
企业价值 AEV	4584.09	100.00%
加：非经营性净资产价值	(131.43)	-2.87%

减：少数股东权益（市值）	0.00	0.00%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	4452.67	97.13%
股本（百万股）	160.00	
每股价值（元）	**27.83**	
PE（隐含）	33.41	
PE（动态）	25.36	

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	27.83	20.99	-	39.92	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	27.13	20.29	-	39.22	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	36.19	31.70	-	43.99	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

4.2.2、相对估值

营销类上市公司 2017 年动态 PE 均值为 19 倍，同为营销类次新股的元隆雅图（002878.SZ）开板时股价对应 2017 年动态 PE 为 40 倍（考虑 2017 年 20%的业绩增速）。

公司为互联网广告代理龙头公司、享受一定估值溢价，并具备良好的业绩成长性（我们预测公司 2017-19 年净利润增速分别为 29.8%、22.7%、19.7%），主要考虑次新股上市后开板时估值水平，预计公司上市后股价可达 2017 年 40 倍 PE 以上。

图表 75：可比公司相对估值

证券代码	证券简称	收盘价 2017.8.3	EPS（元）			PE			总市值（亿元）
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
002027.SZ	分众传媒	8.88	0.52	0.44	0.52	24	19	16	1,068
002400.SZ	省广股份	6.55	0.50	0.42	0.48	19	16	13	112
300058.SZ	蓝色光标	7.28	0.33	0.39	0.48	25	18	15	159
002131.SZ	利欧股份	3.10	0.37	0.14	0.18	30	22	17	172
均值						25	19	16	

资料来源：WIND 一致预期

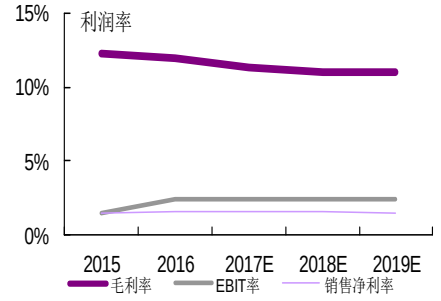
5、风险分析

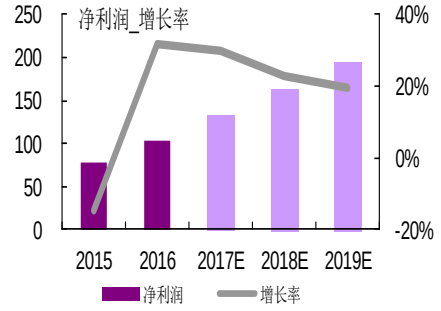
1）宏观经济影响下的广告行业增速整体下行风险；

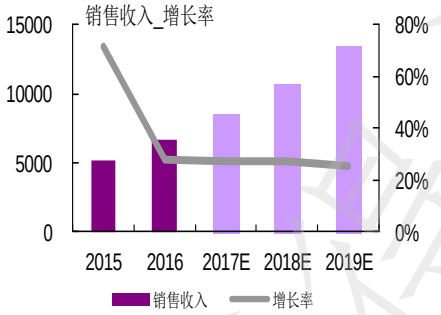
2）互联网广告代理行业依然是大市场、小公司的市场格局，未来存在行业竞争加剧、媒介采购成本存在持续上升可能性，处于中介端的代理服务公司可能存在盈利表现不及预期风险；

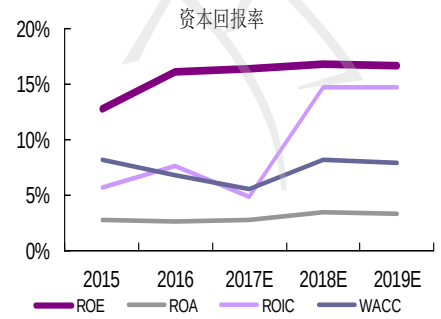
3）公司披露未来有收购兼并计划，可能存在商誉减值等并购风险；

4）次新股市场风险。









利润表（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**5,181**	**6,639**	**8,462**	**10,759**	**13,471**
营业成本	4,544	5,846	7,506	9,572	11,985
折旧和摊销	16	17	7	9	8
营业税费	26	26	5	6	8
销售费用	385	476	592	753	943
管理费用	86	88	110	140	175
财务费用	13	37	39	56	84
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	33	2	2	3	3
营业利润	**98**	**125**	**163**	**200**	**240**
利润总额	99	126	167	204	244
少数股东损益	0	-2	0	0	0
归属母公司净利润	**77.92**	**102.67**	**133.26**	**163.44**	**195.60**

资产负债表（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	**2,806**	**3,924**	**4,929**	**4,872**	**6,076**
流动资产	2,439	3,524	4,694	4,652	5,826
货币资金	146	360	762	968	1,212
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,117	2,763	3,435	3,047	3,815
应收票据	25	55	68	86	108
其他应收款	61	65	85	108	135
存货	0	0	0	0	0
可供出售投资	202	177	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	14	46	46	46	47
固定资产	18	37	71	104	121
无形资产	10	13	2	-55	-45
总负债	**2,177**	**3,270**	**4,102**	**3,881**	**4,890**
无息负债	1,812	2,263	1,606	3,442	4,282
有息负债	365	1,007	2,496	439	608
股东权益	**629**	**654**	**827**	**990**	**1,186**
股本	120	120	160	160	160
公积金	147	158	172	188	193
未分配利润	266	326	446	593	784
少数股东权益	16	15	15	15	15

现金流量表（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	**-238**	**-175**	**-1,218**	**2,368**	**186**
净利润	78	103	133	163	196
折旧摊销	16	17	7	9	8
净营运资金增加	382	543	1,584	-1,879	335
其他	-713	-838	-2,942	4,075	-353
投资活动产生现金流	**-6**	**-106**	**129**	**-48**	**-27**
净资本支出	-13	-23	-50	-50	-30
长期投资变化	14	46	0	0	0
其他资产变化	-7	-129	179	3	3
融资活动现金流	**241**	**409**	**1,490**	**-2,114**	**85**
股本变化	0	0	40	0	0
债务净变化	195	642	1,489	-2,058	169
无息负债变化	873	451	-657	1,837	840
净现金流	**-3**	**131**	**401**	**207**	**244**

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	71.38%	28.14%	27.47%	27.15%	25.20%
净利润增长率	-14.64%	31.76%	29.79%	22.66%	19.67%
EBITDAEBITDA 增长率	3.84%	88.72%	16.68%	27.23%	25.44%
EBITEBIT 增长率	-2.03%	105.86%	24.82%	27.17%	26.60%
估值指标					
PE	52	40	31	25	21
PB	7	6	5	4	3
EV/EBITDA	38	23	32	17	14
EV/EBIT	46	26	33	18	15
EV/NOPLAT	58	32	41	22	18
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	3	2	2	3	3
盈利能力（%）					
毛利率	12.30%	11.94%	11.30%	11.03%	11.03%
EBITDA 率	1.81%	2.66%	2.44%	2.44%	2.44%
EBIT 率	1.50%	2.41%	2.36%	2.36%	2.38%
税前净利润率	1.91%	1.90%	1.97%	1.90%	1.81%
税后净利润率（归属母公司）	1.50%	1.55%	1.57%	1.52%	1.45%
ROA	2.79%	2.56%	2.70%	3.36%	3.22%
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.71%	16.08%	16.42%	16.76%	16.71%
经营性 ROIC	5.61%	7.59%	4.87%	14.68%	14.71%
偿债能力					
流动比率	1.13	1.08	1.14	1.20	1.19
速动比率	1.13	1.08	1.14	1.20	1.19
归属母公司权益/有息债务	1.68	0.63	0.33	2.22	1.93
有形资产/有息债务	7.34	3.76	1.93	10.99	9.90
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.49	0.64	0.83	1.02	1.22
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-1.49	-1.10	-7.61	14.80	1.16
每股自由现金流(FCFF)	-1.59	-2.38	-8.87	12.97	-0.39
每股净资产	3.83	3.99	5.07	6.09	7.32
每股销售收入	32.38	41.49	52.89	67.25	84.19

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“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@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com

	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com

万得资讯