

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年04月22日

市场数据

目前股价	4.02
总市值（亿元）	70.08
流通市值（亿元）	66.62
总股本（万股）	174,334
流通股本（万股）	165,710
12个月最高/最低	4.34/2.31

分析师

分析师：杨晓峰 S1070518090002

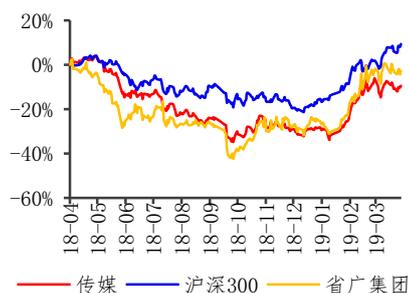
☎ 021-31829781

✉ yangxiaofeng@cgws.com

分析师：何思霖 S1070518070001

☎ 0755-83515591

✉ hesilin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<一张图看懂省广的GIMC云>> 2019-03-11

<<资产减值拖累全年业绩，未来仍需关注子公司风险>> 2018-03-28

<<传统业务转型阵痛，商誉减值拖低业绩>> 2017-10-25

年报点评：18年毛利率回升，19年利润回归

——省广集团（002400）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019E	2020E
营业收入	12114.75	12993.51	14032.99
(+/-%)	7.26%	7.00%	8.00%
净利润	185.93	400.82	480.24
(+/-%)	200.99%	110.75%	19.81%
摊薄 EPS	0.11	0.23	0.28
PE	33.29	15.44	12.89

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**公司于4月17日晚间发布2018年年报，2018年实现营业总收入121.15亿元，同比增长7.26%；实现归属于上市公司股东的净利润1.86亿元，同比增长200.99%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.23亿元，同比上升132.48%。
- **公司毛利率有所回升，**主要原因是媒介代理毛利率回暖且毛利率保持稳定的数字营销板块营收占比上升。我们预计2019年媒介代理业务的毛利率相比2018年将会保持稳中或有微升，数字营销领域的毛利率水平在2019年能够维持稳定。
- **目前仍有较高商誉净值的子公司**主要是上海晋拓、上海传漾、上海拓畅、上海韵翔和广州蓝门。我们从三个维度来衡量营销类子公司：**1）公司主要客户所处行业及周期；2）公司核心人员的稳定性；3）宏观经济环境。**目前各个主要子公司所处的市场环境均较为乐观，人员也比较稳定，预计2019年子公司发生商誉减值或利润下滑的风险相对较小。
- **18年潜在盈利还原：**在18年1.2亿扣非净利润的基础上，我们还还原计算得到公司调整后的盈利能力为4亿元。
- **投资建议：**我们预计19年的净利润增量来自于较低的资产减值损失，晋拓和传漾费用回落带动业绩增长，同时拓畅因业绩对赌也将有所增长。预测公司2019-2020年EPS分别为0.23元、0.28元，对应目前股价PE分别为17x、14x，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**子公司业务风险，商誉减值风险，核心客户流失风险，宏观经济风险

1. 毛利率上升：媒介代理回暖，数字营销保持稳定

公司毛利率有所回升，主要原因是媒介代理毛利率回暖且毛利率保持稳定的数字营销板块营收占比上升。公司 2018 年综合毛利率为 14.34%，高于去年的 12.21%，上升了 2.12 个百分点，公司综合毛利率水平仍未恢复至 16 年水平。

图 1：省广 2012~2018 毛利率变动情况



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

2018 年公司将部分抗风险能力较差的子公司移出表外后，业务总体回升。但媒介代理中较高毛利率的内容业务，主要是电视综艺内容策划类业务在 18 年开展较少，进而影响了媒介代理类的毛利率水平。分业务版块来看，公司的传统媒介代理的毛利率为 7.35%，相较去年的 3.52% 有大幅回升，但仍低于 15-16 年的 13% 左右的毛利率，主要原因是部分抗风险能力较差的子公司在 2017 年遇到经营困难，造成当年传统媒介代理部分的毛利率大幅下滑。目前省广的媒介代理业务逐渐由原先各子公司分别执行转向由母公司统一采购媒体，借助集团的规模优势，预期采购成本将保持稳定，同时基于电视综艺内容业务的不确定性，我们预计 2019 年媒介代理业务的毛利率相比 2018 年将会保持稳中或有微升。

公司数字营销板块毛利率处行业较高水平，主要原因是公司具备数字端全营销服务产业链，不仅提供数字端媒体的投放，还包括更高毛利率水平的内容及策划服务等。公司数字营销板块的毛利率为 16.39%，与去年的 16.14% 相比变化不大，但与其他仅做数字媒体投放的公司相比这个毛利率水平比较高，这一部分业务抵消了大环境下数字媒体投放毛利率的下滑。

同时公司的 GIMC 云也于 18 年 7 月正式上线试运营，综合以上因素我们预计公司在数字营销领域的毛利率水平在 2019 年能够维持稳定。GIMC 云目前已经有一系列标准化的产品投入使用，并且已经对内部大客户开放测试试用。目前 GIMC 云并未单独对外界开放收费，均占用大客户总包预算中的一部分，我们预计未来不排除会有进一步开放使用并单独计费的可能。

2. 商誉减值：18 年集中于 4 家数字营销公司，19 年关注上海拓畅

在公司将雅润、中懋、恺达等公司移出表外后，公司目前商誉账面余额为 21.31 亿元，已经计提商誉减值准备为 3.05 亿元，净值为 18.26 亿元。公司母公司业务保持了基本稳定，公司主要广告主客户未见流失。尤其是数字营销领域表现突出，普遍能达到预期。

表 1: 目前仍有商誉净值的子公司（单位：万元）

并购公司	商誉原值	减值准备	商誉净值
上海晋拓	61823	2100	59723
上海传漾	52011	3400	48611
上海拓畅	43854	0	43854
上海韵翔	22556	1500	21056
广州蓝门	6441	600	5841
上海窗之外	2582	787	1795
海口中策	1447	0	1447
广州旗智	256	0	256
重庆年度	7412	7412	0
省广先锋	2644	2644	0
省广合众	11203	11203	0

资料来源：公司公告，长城证券研究所

目前仍有较高商誉净值的子公司主要是上海晋拓、上海传漾、上海拓畅、上海韵翔和广州蓝门。除了拓畅的业绩承诺到 2019 年才到期，其他子公司的业绩承诺均于 2017 年结束。2018 年省广商誉减值主要集中在传漾、晋拓、韵翔和蓝门四家子公司，在母公司层面表现较为稳定的情况下，19 年应该关注上海晋拓业绩经营情况。

表 2: 目前仍有较高商誉净值子公司的业绩承诺（单位：万元）

并购公司	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
上海晋拓	6000	7800	10000	0	0
上海传漾	4500	5850	7605	0	0
上海拓畅	0	0	4800	6000	7040
上海韵翔	4340	5035	5790	0	0
广州蓝门	1300	1600	2000	0	0

资料来源：公司公告，长城证券研究所

从业绩完成情况来看，在 2017 年之前，大部分子公司均完成了业绩承诺。而 2018 年除了仍在业绩承诺期的拓畅外，各子公司均出现了一定的业绩下滑。

表 3: 目前仍有较高商誉净值子公司的业绩完成情况 (单位: 万元)

并购公司	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
上海晋拓	1017	6764	9257	10650	6583
上海传漾	1250	6191	7134	7827	5564
上海拓畅	0	536	4316	4771	8685
上海韵翔	3869	4672	5909	6786	2830
广州蓝门	346	1413	1655	1920	517

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

我们从三个维度来衡量营销类子公司: 1) 公司主要客户所处行业及周期; 2) 公司核心人员的稳定性; 3) 宏观经济环境。营销类公司均是轻资产运营, 人力资源是这类公司最核心的资源, 无论是维护客户关系、维持媒介关系以及内容创意策划等都离不开公司核心人员。同时, 公司客户投入多少营销预算, 进而成为公司的营收取决于公司客户的行业及周期, 也离不开外围的宏观经济情况。

通过分析这些因素, 我们对这些子公司的经营情况进行如下讨论:

➤ **上海晋拓: 营销型公司, 专注游戏客户**

上海晋拓贡献利润占总利润的比重稳中有升, 由于游戏市场政策放松, 预计 2019 年游戏公司客户将会增加, 有利于晋拓业绩增长。上海晋拓主要为游戏公司提供数字营销服务, 主要客户包括 37、91wan、多益、要玩、恺英、趣游等公司。公司目前通过与子公司主要创始人及核心人员进行利益深度绑定, 同时晋拓已经是该细分行业内的龙头企业, 有利于吸引人才留住人才, 该子公司在省广集团的子公司版图中重要性较高。

表 4: 上海晋拓业绩完成情况 (单位: 万元)

	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y
营收	31,306	61,163	121,906	125,901
净利润	6,764	9,257	10,650	6,583
业绩承诺	6,000	7,800	10,000	-
业绩承诺完成率	112.7%	118.7%	106.5%	-
占总利润比重	12.4%	15.1%	-	35.4%
净利润率	21.6%	15.1%	8.7%	5.2%
净利润增长率	-	36.9%	15.0%	-38.2%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

➤ **上海传漾: 技术型公司, 助力广告代理业务**

上海传漾在业绩承诺期内表现稳定, 18 年费用率相对较高, 预计 19 年能够恢复正常水平, 目前公司人员情况稳定。该公司主要是提供数字营销技术服务 (优化方案和咨询业务, 提供广告投放算法的优化), 在与客户技术合作过程中也涉及部分广告代投。其服务的行业包括汽车、金融、IT、美容护理、电子商务等, 服务的客户包括迪奥、三星、百事可乐、惠普、IBM、高露洁、华硕、联想、一汽大众等公司。这些客户所处行业均属于快速上升行业, 且均为预算支出较稳定的大公司客户等。

表 5: 上海传漾业绩完成情况 (单位: 万元)

	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y
营收	17,918	19,314	18,987	38,733
净利润	6,191	7,134	7,827	5,564
业绩承诺	4,500	5,850	7,605	
业绩承诺完成率	137.6%	121.9%	102.9%	
占总利润比重	11.3%	11.7%	-	29.9%
净利润率	34.6%	36.9%	41.2%	14.4%
净利润增长率		15.2%	9.7%	-28.9%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

➤ 上海拓畅: 专注游戏公司全案投放, 稳中有增

拓畅是唯一没有结束业绩承诺的公司, 目前经营稳定, 18 年业绩较大幅度超过业绩承诺。公司毛利率与净利率与同行相比类似, 远高于仅具有投放能力的公司, 具备完善的内容生产能力和游戏营销行业全产业链的核心竞争能力。公司专注国外游戏公司投向国内, 主要大客户有 Supercell (买量稳定, 流水均匀, 不会有太大的波动)。旗下主要广告品牌为畅思广告, 拥有谷歌海外和国内核心代理商资质, 与 BAT、网易等均有合作, 不仅限于广告代理投放, 也提供全案服务活动运营等, 为主要大客户 super cell 成功运营了《部落冲突》《部落冲突: 皇室战争》等游戏。

表 6: 上海拓畅业绩完成情况 (单位: 万元)

	2016Y	2017Y	2018Y
营收	-	41,255	106,949
净利润	4,316	4,771	8,685
业绩承诺	-	4,800	6,000
业绩承诺完成率	-	99.4%	144.8%
占总利润比重	7.1%	-	46.7%
净利润率	-	11.6%	8.1%
净利润增长率	-	10.5%	82.1%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

➤ 上海韵翔: 主要投向为传统户外媒体

上海韵翔主要从事户外广告代理业务, 其团队主要来自海外企业, 因而具有较多的国际广告主资源, 麦当劳是其重要的客户。

表 7: 上海韵翔业绩完成情况 (单位: 万元)

	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y
营收	38,505	38,098	44,847	46,360
净利润	4,672	5,909	6,786	2,830
业绩承诺	4,340	5,035	5,790	-
业绩承诺完成率	107.6%	117.4%	117.2%	-
占总利润比重	8.5%	9.7%	-	15.2%
净利润率	12.1%	15.5%	15.1%	6.1%
净利润增长率	-	26.5%	14.9%	-58.3%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

➤ **广州蓝门：电商代运营业务，梦洁家纺为主要客户**

蓝门主要从事电商代运营，主要利润来源为与梦洁家纺的合营企业广州梦洁宝贝蓝门数字商业有限公司，该公司主要从事梦洁宝贝品牌的运营工作。

表 8: 广州蓝门业绩完成情况（单位：万元）

	2015Y	2016Y	2017Y	2018Y
营收	6,768	7,453	18,765	20,072
净利润	1,413	1,655	1,920	517
业绩承诺	1,300	1,600	2,000	-
业绩承诺完成率	108.7%	103.4%	96.0%	-
占总利润比重	2.6%	2.7%	-	2.8%
净利润率	20.9%	22.2%	10.2%	2.6%
净利润增长率	-	17.1%	16.0%	-73.1%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

3. 18 年潜在盈利还原

由于公司在 17~18 年存在大量的资产减值损失，我们对利润还原为扣除资产减值和资产处置损失之前的利润。调整后的潜在盈利能力=净利润+本期增加的商誉减值损失+本期增加的坏账损失+非处置子公司损失（若为收益则为负）

公司预计 7000 万应收账款大概率能够收回。此前《于 2018 年度计提资产减值准备的公告》显示会有 3.5 亿的资产减值损失，而实际仅有约 2.8 亿元，其中减少的 7000 万资产减值损失为此前预估无法收回的重庆的两家新能源汽车公司。

我们预计 19 年的净利润增量来自于较低的资产减值损失，拓畅因业绩对赌也将有所增长。在 18 年 1.2 亿净利润的基础上，我们还原计算得到公司调整后的盈利能为 4 亿元。

4. 风险提示

子公司业务风险，商誉减值风险，核心客户流失风险，宏观经济风险

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	11295.20	12114.75	12993.51	14032.99	成长性				
营业成本	9915.79	10378.10	11429.09	12316.75	营业收入增长	3.5%	7.3%	7.0%	8.0%
销售费用	660.95	547.07	781.82	843.38	营业成本增长	11.0%	4.7%	5.9%	7.8%
管理费用	320.28	240.34	361.33	386.41	营业利润增长	-121.3%	293.4%	111.9%	10.5%
财务费用	50.39	50.39	73.10	108.53	利润总额增长	-111.6%	-425.5%	96.8%	10.1%
投资净收益	205.17	104.14	93.39	107.50	净利润增长	-130.1%	-201.0%	110.7%	19.8%
营业利润	-182.33	352.57	362.96	401.12	盈利能力				
营业外收支	79.97	-19.40	44.10	47.19	毛利率	12.2%	14.3%	12.0%	12.2%
利润总额	-102.36	333.17	407.05	448.31	销售净利率	-0.9%	2.1%	2.6%	2.7%
所得税	-0.96	80.55	66.75	63.06	ROE	-1.9%	4.6%	5.9%	6.4%
少数股东损益	82.71	66.68	-60.52	-94.98	ROIC	-1.0%	4.5%	5.9%	5.2%
净利润	-184.11	185.93	400.82	480.24	营运效率				
资产负债表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	销售费用/营业收入	5.9%	4.5%	6.0%	6.0%
流动资产	5923.33	5244.35	6193.80	8567.71	管理费用/营业收入	2.8%	2.0%	2.8%	2.8%
货币资金	1193.19	709.37	1325.72	1126.79	财务费用/营业收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%
应收票据及账款	2327.07	2494.05	2681.20	3620.67	投资收益/营业利润	-112.5%	29.5%	25.7%	26.8%
预付账款	317.62	111.15	357.99	465.42	所得税/利润总额	0.9%	24.2%	16.4%	14.1%
存货	1.89	1.59	1.85	2.73	应收账款周转率	4.49	5.03	4.46	4.45
非流动资产	4107.87	3984.22	4404.90	4623.23	存货周转率	4925.79	5973.16	5773.16	5370.71
固定资产合计	620.54	701.23	581.47	565.97	流动资产周转率	1.73	2.17	1.90	1.90
资产总计	10031.21	9228.58	10598.70	13190.93	总资产周转率	1.10	1.26	1.18	1.18
流动负债	3854.16	3221.49	4090.47	6412.39	偿债能力				
短期借款	1028.00	642.30	672.61	2351.38	资产负债率	47.0%	40.2%	45.9%	54.1%
应付票据及账款	1699.43	1851.13	1896.24	2245.68	流动比率	1.54	1.63	1.51	1.34
非流动负债	855.73	488.22	771.32	727.19	速动比率	1.54	1.63	1.51	1.34
长期借款	202.84	130.24	118.42	74.30	每股指标 (元)				
负债合计	4709.89	3709.71	4861.79	7139.59	EPS	-0.11	0.11	0.23	0.28
股东权益	5321.31	5518.87	5736.91	6051.35	每股净资产	2.88	2.99	3.16	3.40
股本	1743.34	1743.34	1743.34	1743.34	每股经营现金流	-0.40	0.11	1.06	-0.84
留存收益	1796.02	1981.95	2267.16	2628.97	每股经营现金/EPS	3.81	1.02	4.62	-3.04
少数股东权益	307.30	310.37	226.89	131.91	估值	2017A	2018A	2019E	2020E
负债和权益总计	10031.21	9228.58	10598.70	13190.93	PE	-33.62	33.29	15.44	12.89
现金流量表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	PEG	0.21	-1.31	-0.73	-0.05
经营活动现金流	352.74	549.90	1852.13	-1460.62	PB	1.23	1.19	1.12	1.05
其中营运资本减少	-417.12	-51.80	1482.50	-1929.68	EV/EBITDA	-213.14	16.11	11.55	13.24
投资活动现金流	-915.75	-193.45	-435.89	-193.60	EV/SALES	0.59	0.55	0.46	0.55
其中资本支出	221.35	52.99	208.21	-33.96	EV/IC	1.05	1.10	0.93	0.91
融资活动现金流	36.85	-845.93	-119.08	-284.88	ROIC/WACC	-0.11	0.52	0.60	0.60
净现金总变化	-526.01	-488.05	1297.17	-1939.10	REP	-9.56	2.11	1.55	1.53

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级： 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级： 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

李双红：0755-83699629, lishuanghong@cgws.com
程曦：0755-83516187, chengxi@cgws.com
黄秋瑾：0755-83515203, huangqiuyu@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, huangyq@cgws.com
佟骥：0755-83661411, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东：010-88366060-8730, zhaodong@cgws.com
王媛：010-88366060-8807, wyuan@cgws.com
秦韵然：-, qinyunran@cgws.com
褚颖：010-88366060-8795, chuying@cgws.com
王耽棋：010-88366060-1133, wangdanqi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, xieyw@cgws.com
陈钟山：021-31829712, chenzt@cgws.com
张好元：021-31829699, zhangyuyuan@cgws.com
张溪钰：021-31829710, zhangxiyu@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126 传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>