

内生延续高增长，外延明显提速

买入 首次

投资要点:

- 前3季度快速成长态势延续，主业毛利率提升
- 在国企改革背景下，公司今年资本运作步伐加快
- 发力数字营销业务，实现客户资源、数据及平台的业务协同

报告摘要:

- 前3季度业绩实现快速增长。**报告期内公司实现营业收入40.5亿元，同比增长12%，归属上市公司股东净利润2.53亿元，同比增长49.5%，对应EPS0.44元，基本符合预期，其中Q3单季收入及利润分别增长14%和51%，环比上一季度小幅下降8.7%，贡献EPS0.15元。收入增速低于利润主要源于公司主业盈利能力的持续提高。此外，公司预计今年全年的业绩增速在30%-50%之间。
- 毛利率明显提高，主业结构优化。**前3季度公司综合毛利率为19.1%。较去年同期上升1.8个百分点，其中媒介代理业务毛利率稳中有升，源于付款采购及运营模式优化升级，同时毛利率较高的自有媒体和品牌管理业务呈现较快成长，有助于盈利水平上升。
- 今年公司资本运作的步伐明显加快。**公司所处的广东省国企改革力度较大，作为省内标杆性广告企业，未来有望获得更多的资源支持，此外也不排除内部激励机制进一步理顺，在内外双重动力的驱动下可能加快通过资本运作壮大主业竞争力，报告期内公司又先后投资了“深圳尚道”、“广州中懋”、“广州旗智”及“上海窗之外”等标的，并有望近期完成对雅润文化的收购，分别涉猎社会化媒体营销、电台广告、电视媒体等多个领域，完善广告业务链的布局。
- 发力提升整合营销、数字营销能力。**此次公司还计划用现金2.43亿元收购“省广合众”45%的少数权益，将增强整合营销的能力，预计增厚业绩近0.2亿元，同时拟用2.52亿元投资上海恺达85%股权，其前身是数字广告知名品牌安瑞索思，目前是中国规模最大的独立

文化传媒研究组

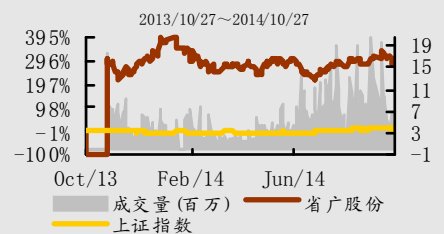
分析师:

王京乐(S1180511080003)

电话: 010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《光线传媒: 业绩逐季改善, 优质内容平台起势》 2014/10/24
- 《蓝色光标: 成长确定性高, Q4看点增多》 2014/10/23
- 《奥飞动漫: 推进电影大战略, 优化衍生品渠道》 2014/10/20
- 《奥飞动漫: 修炼内功拥抱互娱新时代》 2014/10/12
- 《综艺栏目行业专题报告 * 制播分离下的必争之地》 2014/9/12
- 《张化机: 迎娶“5173”植入互联网基因》 2014/8/31
- 《人民网: 移动增值和彩票业务是最大亮点》 2014/8/26

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	4626.65	5590.90	6373.30	7760.13	9627.95
增长率(%)	24.47%	20.84%	13.99%	21.76%	24.07%
归母净利润(百万)	180.91	287.56	413.86	530.39	700.15
增长率(%)	82.66%	58.95%	43.92%	28.16%	32.01%
每股收益	0.31	0.50	0.72	0.92	1.21
市盈率	-	-	34	26	20

互动整合营销公司之一，并拥有移动互联网广告平台 Adtouch，这是继与荣之联、百度进行大数据合作之后对数字营销产业再度布局，与公司的客户资源、系统平台及数据资源进行对接后将显著提升竞争力，同时 2014-2017 年业绩承诺为 0.3 亿元、0.36 亿元、0.42 亿元和 0.48 亿元，年复合增速近 17%。

➤ **首次给予“买入”评级。** 预计未来 3 年 EPS0.72 元、0.92 元和 1.21 元，对应明年 PE 仅为 26 倍，估值具备优势。在国企改革力度加大、内部激励机制有望理顺的情况下，公司内生成长状况良好，同时外延扩张及合作的步伐加快，数字化营销业务悄然发力，带来股价催化剂。

财务报表

利润表 (单位: 百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5590.90	6373.30	7760.13	9627.95
减: 营业成本	4526.52	5081.27	6133.00	7524.71
营业税金及附加	56.55	73.29	89.24	110.72
营业费用	419.74	478.48	582.60	722.83
管理费用	127.86	145.75	177.47	220.19
财务费用	-11.49	-15.97	-18.44	-19.40
资产减值损失	47.46	18.87	18.87	18.87
加: 投资收益	10.51	20.00	20.00	20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	434.77	611.60	797.39	1070.04
加: 其他非经营损益	24.70	8.80	8.80	8.80
利润总额	459.47	620.40	806.19	1078.84
减: 所得税	113.09	150.10	196.55	264.71
净利润	346.38	470.30	609.64	814.13
减: 少数股东损益	58.82	56.44	79.25	113.98
归属母公司股东净利润	287.56	413.86	530.39	700.15
EPS	0.497	0.716	0.917	1.211
PE	48.22	33.50	26.14	19.80

资料来源: 宏源证券

资产负债表(单位:百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	679.41	926.22	713.18	1011.65
应收和预付款项	1814.06	1848.17	2576.58	3014.00
存货	1.62	1.60	1.60	1.60
其他流动资产	11.18	11.18	11.18	11.18
长期股权投资	45.04	255.04	465.04	735.04
投资性房地产	0.66	0.58	0.49	0.41
固定资产和在建工程	33.96	34.74	41.53	44.32
无形资产和开发支出	329.59	365.12	429.65	483.17
其他非流动资产	39.87	39.44	37.00	37.00
资产总计	2955.39	3482.10	4276.25	5338.38
短期借款	78.94	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1052.73	1250.31	1514.58	1867.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	132.55	132.55	132.55	132.55
负债合计	1264.22	1382.86	1647.13	2000.42
股本	385.50	578.25	578.25	578.25
资本公积	457.91	265.16	265.16	265.16
留存收益	652.35	1003.97	1454.60	2049.46
归属母公司股东权益	1495.76	1847.38	2298.01	2892.87
少数股东权益	195.42	251.86	331.11	445.09
股东权益合计	1691.18	2099.24	2629.12	3337.96
负债和股东权益合计	2955.39	3482.10	4276.25	5338.38
现金流量表				
经营性现金净流量	121.64	629.42	145.68	731.76
投资性现金净流量	-77.27	-257.40	-297.40	-347.40
筹资性现金净流量	-3.12	-125.21	-61.32	-85.89
现金流量净额	41.24	246.81	-213.04	298.47

作者简介:

王京乐: 传媒及互联网行业研究员，东北财经大学金融学硕士，四年证券从业经历，2011年加盟宏源证券研究所，2013年开始从事传媒行业研究。

主要研究覆盖公司：奥飞动漫、华谊兄弟、思美传媒、华策影视、乐视网、光线传媒、人民网、梅花伞等。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。