

日期：2015年3月13日

行业：文化传媒



胡卉  
021-53519888-1927  
huhui@shzq.com  
执业证书编号：S0870514030001

IPO 价格 RMB 26.61 元  
上市合理定价 RMB 41.32-49.50 元

**基本数据 (IPO)**

发行数量不超过 (百万股)	16.67
发行后总股本 (百万股)	66.67
发行数量占发行后总股本	25%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	华林证券有限公司

**主要股东 (IPO 前)**

段佩璋	42.78%
方小琴	13.56%
许龙	5.78%
段智瑞	5.78%

**收入结构 (14H1)**

媒介代理	76.04%
全案服务	23.9%

报告编号：HH15-NSP03

首次报告日期：2015年3月13日

# 国内媒介广告代理龙头企业

**■ 投资要点：****公司为国内主要电视媒介广告代理企业**

公司是专业从事品牌管理、广告全案服务及电视媒体广告经营的综合型广告公司。为客户提供市场研究、品牌管理、创意设计、影视制作、广告策略、广告执行、广告评估的一站式全方位广告服务。核心业务为媒介代理和全案服务，核心服务对象为电视媒体。

**扩大全案服务改变单一媒介代理业务结构**

公司主营业务为媒介代理业务和全案服务业务。从2010年以后无4A每段业务。从主营业务收入构成来看，媒介代理业务为核心业务，2011年、2012年、2013年占公司主营业务收入的比例分别为81.33%、83.13%和76.04%。其中全案服务业务比例逐渐上升，逐渐改变以媒介代理为主的单一业务结构。

**募投项目为媒体专项基地和资源建设**

本次募集资金投资项目总额为43,332.95万元，预计使用募集资金投入40,102.55万元，不足部分由公司自筹解决，本次募集资金拟投资的创意制作基地建设项目和媒体资源建设项目的建设。

**盈利预测**

公司在未来几年将保持增长势头，初步预计2014-2016年归于母公司的净利润将实现年递增-6.87%、42.18%和13.66%，相应的稀释后每股收益为1.16元、1.65元和1.88元。

**定价结论**

综合考虑可比同行业公司的估值情况，我们认为给予公司合理估值定价为41.32元-49.50元，对应2015年每股收益的25~30倍市盈率。

**■ 数据预测与估值：**

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	859.88	1154.21	1177.29	1354.83	1573.23
年增长率 (%)	15.50%	34.23%	2.00%	15.08%	16.12%
归属于母公司的净利润	85.89	83.21	77.49	110.18	125.24
年增长率 (%)	18.85%	-3.12%	-6.87%	42.18%	13.66%
(发行后摊薄) 每股收益(元)	1.288	1.248	1.162	1.653	1.878

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

## 一、行业背景

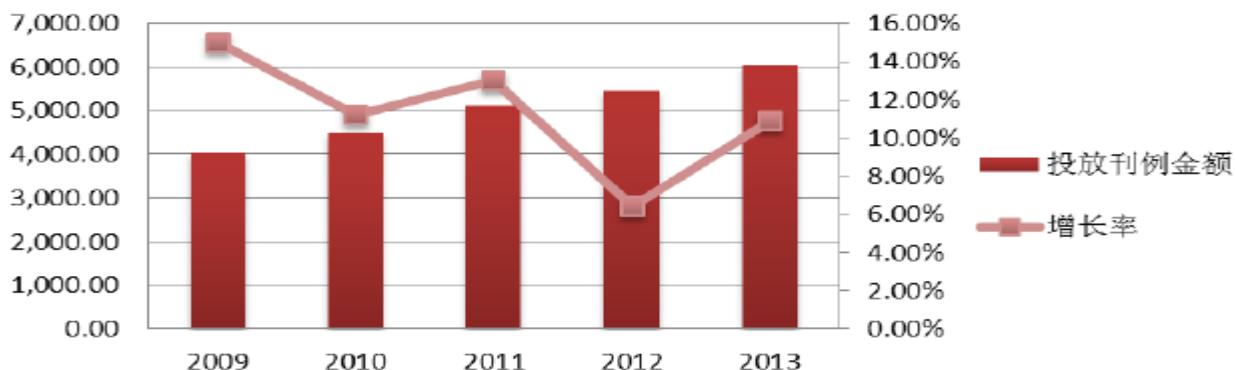
### ● 传统广告行业增速放缓 新媒体广告前景广阔

广告作为一个行业的形成，是以专门公司的出现为标志的，于 19 世纪初兴起于西方。回顾国际广告业的发展历程，可以勾勒出一条十分明显的轨迹：媒体附庸 → 独立中介 → 专业服务 → 促销先锋 → 生活导向。目前广告行业成为越来越引人注目的热门。

我国国内广告业近年来基本保持高速增长，其中电视媒体广告维持统治地位。根据央视市场研究（CTR）的中国广告投放数据：2009 年中国广告市场刊例花费（包含电视、报纸、杂志、电台）突破 5,000 亿，增幅达 13.5%。相对于平面媒体、电台和户外广告的增速放缓，电视媒体的广告投放量增幅最大达到 15%，比整个市场高出两百分点，同时占比 77%，为 2009 年度广告业整体增长的主要贡献者。2011 年开始广告投放增长有所放缓。2013 年中国传统媒体广告投放总额为 7,621 亿元人民币，相较于 2012 年的 7,045 亿元增长 8.2%。其中电视媒体广告投放额占据绝对优势，达到 6,045 亿元人民币，增幅高于 2012 年的 6.4%。

图 1 央视索福瑞关于电视媒体广告投放的统计

2009-2013年电视广告投放量及增长率（单位：亿元）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

随着新媒体的迅速发展，新媒体广告作为传统广告的补充近年来一直保持快速发展的势头，目前占据主要份额的是网络广告。根据艾瑞咨询发布的中国网络广告核心数据，2013 年度国内网络广告市场规模达到 1,100 亿元，同比增长 46.1%，与去年保持相当的增长速度。相较传统媒体广告，新媒体广告仍处于快速成长期。在以数字化和网络化为特征的信息技术的飞速发展下，新媒体广告业的发展为广告传播增加了一条重要渠道，拓展了广告业的市场空间。

### ● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

目前，国内的广告公司在经营业态上已出现了比较明显的分化。虽然参与者众多，但行业集中度较高，一些拥有资本和规模优势的公司不断收

购兼并其他广告公司或拓展分支机构，规模不断扩张。在近几年的中国广告企业（非媒体服务类）广告营业额前 20 强中，主要为国际 4A 在中国的合资公司以及几个内广告公司，市场较为集中。

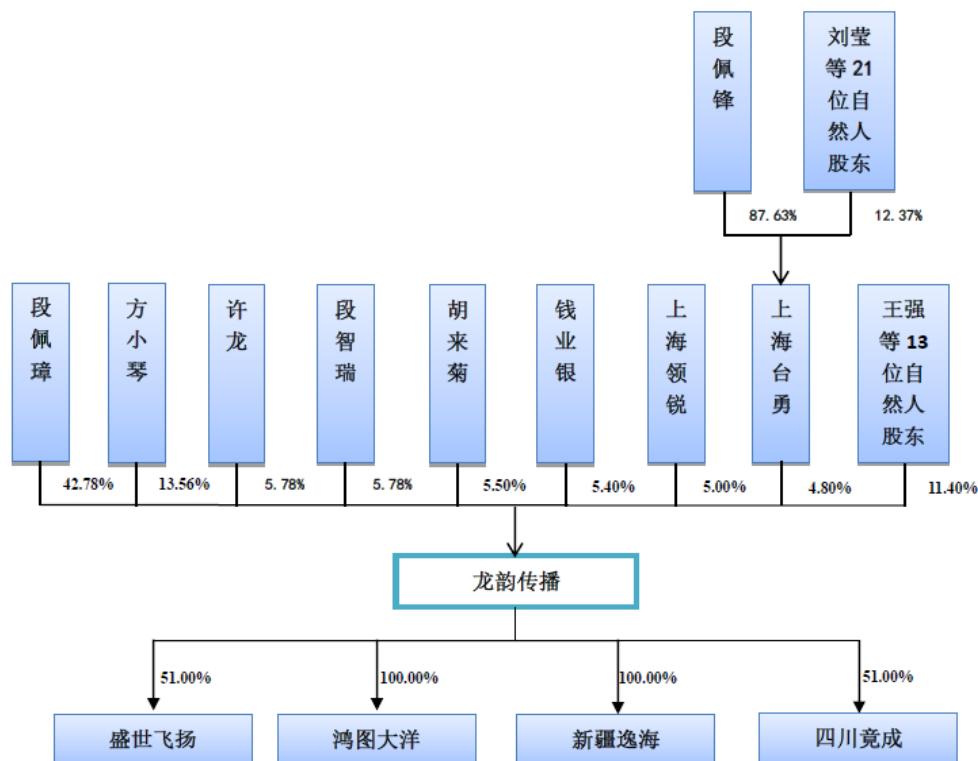
公司多年来在省级、地市级电视媒体广告行业深厚积累，以及具有稳定的国际 4A 广告公司客户资源，积极整合区域电视媒体，与部分电视媒体建立了合作联盟，实现全频道广告独家代理或国际 4A 公司广告的独家代理。2014 年与之广告独家代理合作的包括 10 个区域的电视台。自 2009 年开始，公司在部分区域电视台拥有国际 4A 客户广告独家代理权，进一步巩固了与国际 4A 公司的合作关系，目前国际 4A 公司已经成为公司重要收入来源，来源于国际 4A 公司的收入占营业收入的比例分别为 75.58% 、72.12% 、63.93% 和 51.42% 。2011-2013 年营业收入实现了较快增长，复合增长率达到 24.52% 。根据央视索福瑞公布的数据，国内电视广告投放额（刊例价）在 2011-2013 年增长率分别为 13% 、 6.4% 和 10.9% 。若以公司营业收入和国内电视广告投放估算额的增长速度推算，公司市场份额呈逐年上升趋势。公司主要竞争对手为省广股份、思美传媒等。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司前身为成立于 2003 年 6 月 10 日的龙韵有限。2008 年 9 月 22 日，龙韵有限股东会做出决议，将龙韵有限整体变更为龙韵股份。公司注册资本为 5,000 万元。公司是专业从事品牌管理、广告全案服务及电视媒体广告经营的综合型广告公司。为客户提供市场研究、品牌管理、创意设计、影视制作、广告策略、广告执行、广告评估的一站式全方位广告服务。与国际及本土客户的全案合作伙伴包括：美国亨氏、瑞士先正达、德国拜耳、青蛙王子、上海家化、中山榄菊、两面针芳草、绿源电动车、雁皇羽绒等众多国内外知名品牌。公司控股股东为段佩璋，实际控制人为段佩璋、方小琴夫妇。段佩璋持有公司 42.78% 的股权，方小琴持有公司 13.56% 的股权，二人合计持有公司 56.34% 的股权。

图 2 龙韵股份发行前股权结构

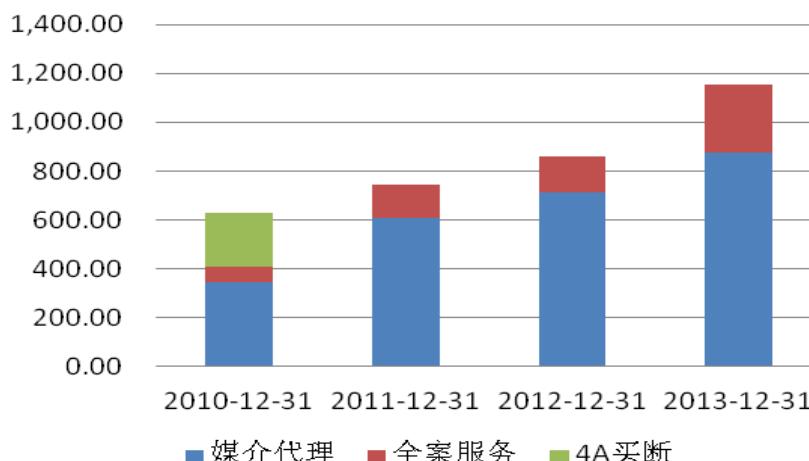


资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

公司主营业务为媒介代理业务和全案服务业务。从 2010 年以后无 4A 买断业务。从主营业务收入构成来看，媒介代理业务为核心业务，2011 年、2012 年、2013 年占公司主营业务收入的比例分别为 81.33%、83.13% 和 76.04%。其中全案服务业务比例逐渐上升，逐渐改变以媒介代理为主的单一业务结构。

图 3 公司近年营业收入结构 单位：百万元



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 募资项目

公司本次拟向社会公众公开发行 A 股 1667 万股（占本次发行后公司总股本的 25%），仅限于新股发行。本次募集资金投资项目总额为 43,332.95 万元，预计使用募集资金投入 40,102.55 万元，不足部分由公司自筹解决，本次募集资金拟投资的创意制作基地建设项目和媒体资源建设项目的具体情况如下：

表 1 公司 IPO 募集资金项目概况 单位：万元

序号	项目名称	项目投资额	拟使用募集资金
1	创意制作基地建设项目	9,722.33	9,722.33
2	移动网络游戏代理项目	33,610.62	30,380.22
	合计	43,332.95	40,102.55

资料来源：公司招股意向书、上海证券研究所整理

(1) “创意制作基地建设项目”总投资为 9,722.33 万元，其中建设投资 6,859.72 万元，项目铺底流动资金 2,862.61 万元，本项目建设期为 5 个月，第 6 个月正式投入运营。项目建设投资资金根据项目建实施计划和进度安排分批投入使用；流动资金按照项目实际情况分期投入使用。

(2) “媒体资源建设项目”总投资为 33,610.62 万元，拟使用本次发行募集资金 30,380.22 万元，主要用于补充未来三年公司业务的运营资金。

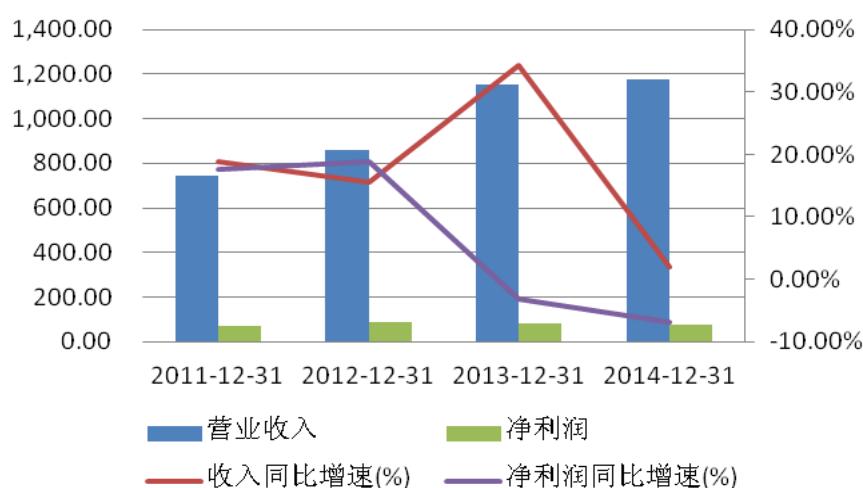
本次募集资金到位后，发行人将首先置换已提前投入的资金，若实际募集资金少于项目所需资金，公司将通过银行贷款和自有资金解决。

## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 2013 年开始收入和净利润增速放缓

近三年来，公司主营业务增长迅速。2011 年-2013 年，公司分别实现营业收入 7.44、8.59 和 11.54 亿元，2014 年 1-9 月份营收为 8.65 亿元，一直保持较高的增速。2013 年公司的综合毛利率为 17.46%，结合公司 2014 年 1-9 月份的业绩来看，公司综合毛利率基本维持在 16.69% 左右。2013 年，公司营业收入受独家代理媒体和全案服务业务规模扩大的推动而取得了 34.23% 的高速增长，但净利润同比小幅下滑 3.12%，主要系独家代理媒体辽宁广播电视台和云南电视台采购成本较高而实际实现的媒体运营收入低于预期，以致广告独家代理业务毛利率水平下降影响所致。2014 年 1-9 月营业收入和净利润较上年同期水平略有增长，主要系 2014 年 1-9 月，全案服务业务取得大幅增长。

图 4 公司近年收入和净利润增速 单位：百万元



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 业绩预测

假设行业景气度不出现大幅下降，公司在未来几年将保持增长势头，初步预计 2014-2016 年归于母公司的净利润将实现年递增-6.87%、42.18% 和 13.66%，相应的稀释后每股收益为 1.16 元、1.65 元和 1.88 元。

表 2 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	859.88	1154.21	1177.29	1354.83	1573.23
营业总成本	754.85	1057.39	1080.42	1217.1	1416.69
营业成本	648.32	952.70	980.80	1121.80	1306.57
营业税金及附加	10.33	7.37	7.52	6.77	7.87
销售费用	44.11	43.15	50.68	50.13	58.21
管理费用	51.54	47.46	47.55	46.06	53.49
财务费用	-0.62	0.28	-6.13	-7.66	-9.45
资产减值损失	0.43	6.06	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.74	0.37	0.00	0.00	0.00
营业利润	106.51	97.55	96.87	137.73	156.54
加：营业外收入	10.62	7.72	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.1	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.03	105.25	96.87	137.73	156.54
减：所得税	31.14	22.04	19.37	27.55	31.31
净利润	85.89	83.21	77.49	110.18	125.24
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	85.89	83.21	77.49	110.18	125.24
摊薄 EPS	1.288	1.248	1.162	1.653	1.878

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

## 四、风险因素

### 单一业务结构的风险

公司存在结构较为单一，媒介代理业务占比过高的情形。虽然公司全案服务收入呈升趋势，且增长较快，但是占比仍小。公司的收入 65%以上均来自媒介代理业务。该结构将在较长时间内持续存，一旦本行政策、市场竞争环境等方面发生不利变化，公司经营将面临较大风险。

### 经营业绩下滑的风险

公司 2013 年度营业收入较上增长 34.23%，但营业利润、利润总额、净利润分别较上年下降 8.41%、10.06% 和 3.12%，主要原因系公司 2013 年部分新增独家代理媒体采购成本较高，投放利用率不足而导致广告独家代理业务毛利率大幅下降。2014 年对业务结构进行调整，加大全案业务和常规代理业务开拓。若未来市场环境进一步发生变化而公司不能及时进行有效应对，仍可能对公司未来经营业绩产生不利影响，出现经营业绩下滑的风险。

### 受新媒体冲击的风险

公司的业务主要集中在电视媒体广告领域。虽然近年来我国电视媒体广告市场增长平稳，但随着新兴媒体（如互联网、移动互联网、楼宇电视）的兴起，媒体平台以及广告载体的物理形式更加多样。这一趋势在改变媒体结构同时，也将改变受众的媒体接触习惯和广告接触习惯，从而导致广告市场结构变化。虽然公司从战略层面高度重视新媒体广告业务的发展，并组建了“新媒体互动营销部”等专门的部门以及在新疆设立全资子公司盛世飞扬，在新媒体广告业务领域不断发展，但公司目前集中于电视媒体广告领域的业务结构使得可能将面临电视媒体广告行业被新兴载体冲击所引致的市场风险。

### 规模扩张带来的管理风险

公司在报告期内经历了持续快速的发展过程，总资产由 2011 年末的 40,843.49 万元增长到 2014 年 9 月 30 日的 72,397.75 万元，增长了 77.26%；员工人数由 2011 年末的 159 人增至 2014 年 9 月 30 日的 258 人，增长了 62.26%。上市后公司的经营规模将进一步扩大，使得组织结构和管理体系更趋于复杂。这些重大的变化对公司管理将提出新要求。虽然本公司的管理层在管理快速成长的企业方面已经积累了一定的经验，但是如果不能及时适应资本市场要求和公司业务发展的需求，将直接影响公司的发展速度、业绩水平以及在资本市场的形象。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中，同行业上市公司的 15 年平均 PE 为 40.13 倍。

表 3 国内可比公司估值情况（剔除负值）

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
002181.SZ	粤传媒	19.75	0.45	0.32	0.41	0.52	23.79	60.83	48.32	38.34
002400.SZ	省广股份	29.71	0.75	0.70	0.99	1.17	48.60	42.55	30.16	25.31
300058.SZ	蓝色光标	29.43	1.04	0.77	0.99	1.22	54.78	38.44	29.60	24.11
002712.SZ	思美传媒	67.10	1.15	0.98	1.28	1.55	58.35	71.38	52.42	27.93
平均							46.38	53.3	40.13	28.92

数据来源：WIND 资讯，上海证券研究所；股价以 2015 年 3 月 12 日收盘价计

### ● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司自身的成长性，我们认为给予公司合理估值定价为 41.32 元-49.50 元，对应 2015 年每股收益的 25~30 倍市盈率。

## 分析师承诺

分析师 胡 卉

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。