

营销服务

发力数字营销，有望打破相持阶段，重建成长逻辑

报告日期: 2015-08-19

评级: 推荐
上次评级: 推荐
目标价: 23.38~26.72 元
上次预测: 无

当前价格(元) 14.3
52周价格区间(元) 10.98-47.69
总市值(百万) 27615.72
流通市值(百万) 20095.76
总股本(万股) 193116.95
流通股(万股) 140529.76
公司网址 www.bluefocusgroup.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
蓝色光标	-0.69	-15.56	71.23
上证综指	-4.13	-14.11	68.98

研究发展中心

杜杨
(0731)84779566
duyang@cfzq.com
S0530514070001

相关研究报告:

- 《公司研究*蓝色光标(300058)调研点评:以数字化与国际化为核心持续扩张》 2014-05-16
- 《公司研究*蓝色光标(300058):年报符合预期 内生外延双轮驱动》 2014-04-11
- 《公司研究*蓝色光标(300058):收购独立广告公司 投资并购基金》 2014-03-31

预测指标 (乐观预测)	2014A	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	5979.09	8427.52	11867.64
同比增速(%)	66.83%	40.95%	40.82%
净利润(百万元)	711.88	829.92	1289.27
同比增速(%)	62.14%	16.58%	55.35%
EPS(元)	0.369	0.430	0.668
市盈率	38.79	33.28	21.42

资料来源: 财富证券

事件: 近期, 公司因为系统性风险股价大幅下跌。

投资要点

- 公司 14 年底发力程序化购买领域(多盟、亿动、Admaster、iClick 等), 有望打破困扰公司成长的逻辑, 股价平台也有望被打破:
 - 上市以来, 公司核心成长逻辑是外延式并购, 公司所处行业特征, 学习榜样, 自身财务结构, 组织结构都证明了该逻辑的合理性和可行性, 而且公司的财务飞速增长正是反映了外延式并购逻辑的正确性。
 - 数字营销(公关、广告)的出现, 将对公司的传统模式构成巨大挑战; 因为互联网世界依靠数字扩张, 打破了公司原有线性并购扩张模式; 同时营销行业的广告主投放, 逐步向数字营销倾斜, 有可能对公司的前期并购标的产生不利影响, 从而可能打破公司的线性增长逻辑。
 - 公司 14 年底以来发力程序化购买领域, 截至 15 年 6 月多盟的并购, 公司数字营销布局已成型, 如果多盟能如期带动公司在数字营销的扩展, 公司有望打破原有线性增长逻辑, 进入到指数增长阶段。

➤ **盈利预测:** 我们分悲观和乐观两种情况进行预测, 预计悲观情况下, 净利润增速为 10.88%、47.93%、24.91%, 乐观情况下, 净利润增速为 16.58%、55.35%、34.13%。

➤ **投资建议:** 公司外延战略清晰, 执行力强, 行业空间巨大, 且强力进入数字营销领域, 有望重建成长逻辑。给予公司 16 年乐观预期的 35~40 倍市盈率, 目标价 23.38~26.72 元。给予推荐评级。如果公司能成功利用好数字营销的发展机遇, 我们认为公司成长边界将被打破, 进入指数发展阶段, 未来可以上看千亿市值。

➤ **风险提示:** 数字营销发展低于预期。

目 录

一、成长初级阶段：外延战略指导下快速成长的营销集团.....	- 4 -
1.1、公司的核心发展战略是外延式发展.....	- 4 -
1.2、公司选择外延方法论的原因.....	- 5 -
1.3、国际化进一步打开蓝标的成长空间.....	- 6 -
1.4、蓝标的基因适合外延战略.....	- 8 -
1.5、外延方法论要注意的风险.....	- 10 -
二、成长相持阶段：数字营销是公司的重大“危”“机”.....	- 11 -
2.1、数字营销发展趋势不可阻挡.....	- 11 -
2.2、2014年年底以前，蓝标的数字营销布局，主要是传统营销的变种.....	- 16 -
2.3、2014年年底起，蓝标频繁布局“程序化购买”公司，公司数字营销军团初见雏形.....	- 16 -
三、成长破局阶段：公司数字营销业务前景展望.....	- 18 -
3.1、与同类数字营销公司对比.....	- 18 -
3.2、与数字媒体公司不直接竞争.....	- 21 -
四、盈利预测和投资建议.....	- 22 -
五、风险提示.....	- 22 -

图表目录

图表 1: 公司主营业务为公关和广告	- 4 -
图表 2: 上市以来营业收入复合增速为 74.64%.....	- 4 -
图表 3: 上市以来净利润复合增速为 71.49%.....	- 4 -
图表 4: WPP 的成长史就是一部收购史	- 6 -
图表 5: 2014 年广告市场总规模约 838 亿美金.....	- 6 -
图表 6: 2014 年公关市场总规模约 380 亿人民币.....	- 6 -
图表 7: “一带一路”战略规划图	- 7 -
图表 8: 蓝标海外重要收购	- 8 -
图表 9: 公司主营业务毛利率基本维持稳定	- 9 -
图表 10: 公司三项费用率基本维持稳定或下降	- 9 -
图表 11: 公司净利率维持稳定	- 10 -
图表 12: 中国传统广告增速下降, 而数字广告尤其是移动互联网广告增速较高.....	- 12 -
图表 13: 美国传统广告占总广告投放量的比例逐年下降, 而(移动)互联网广告持续增加.....	- 13 -
图表 14: 精准化广告程序化购买流程.....	- 14 -
图表 15: 移动互联网广告将在全球范围内投放加速.....	- 15 -
图表 16: 2011-2017 年中国网络广告市场规模及预测.....	- 16 -
图表 17: 2011-2017 年中国移动广告市场规模及预测.....	- 16 -
图表 18: 中国程序化广告技术生态图.....	- 18 -
图表 19: 2015 福布斯中国移动互联网 30 强	- 20 -
图表 20: 悲观、乐观两种情况预测.....	- 22 -
图表 21: 利润表预测 (悲观)	- 23 -
图表 22: 利润表预测 (乐观)	- 23 -

一、 成长初级阶段：外延战略指导下快速成长的营销集团

公司 1996 年由公关业务起家，通过 2009 年第一批创业板上市后，完成资本金积累，并迅速通过外延式并购，形成覆盖广告服务、公关服务两大核心业务的综合性营销传播集团构架。

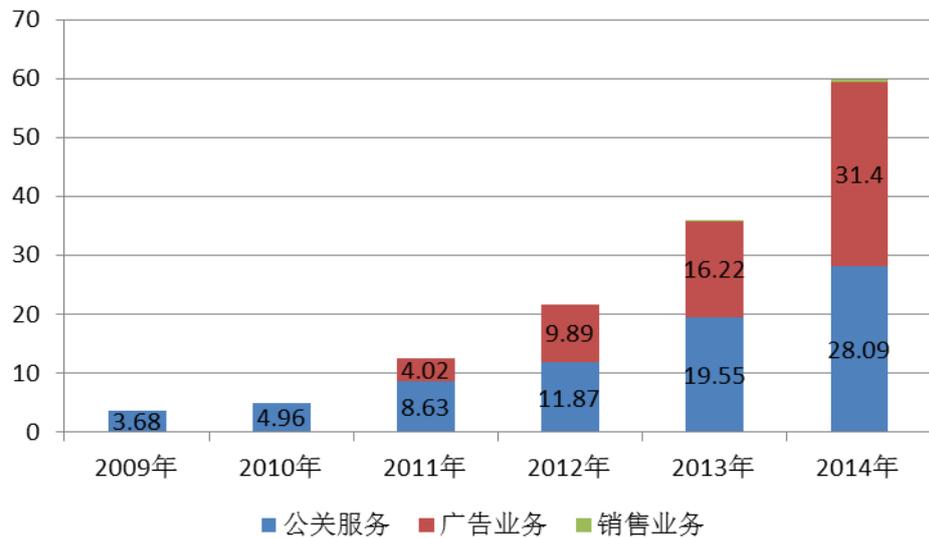
1.1、公司的核心发展战略是外延式发展

公司上市之前就明确了外延并购的战略。我们认为 2009 年~2015 年是公司的外延并购的蜜月期，也是公司的成长初级阶段。

从年报可以看到，公司直至 2010 年其主营业务仅有公关业务，而从 2011 年开始，公司通过收购向广告领域进军。2011 年，公司收购了思恩客、精准阳光、AriesCapital、美广互动；2012 年收购今久广告；2013 年，收购了西藏博杰、蓝色方略、Huntsworth、WAVS；2014 年，公司收购了 FUSE PROJECT,LLC、Vision 7 International ULC 等；2015 年，公司收购了多盟、亿动等。

随着并购广告公司的并表，公司主营业务变为了公关、广告并重。从 2014 年年报来看，广告业务营业收入为 31.4 亿，公关业务为 28.09 亿，广告业务的收入占比已经超过了公关业务。

图表 1：公司主营业务为公关和广告

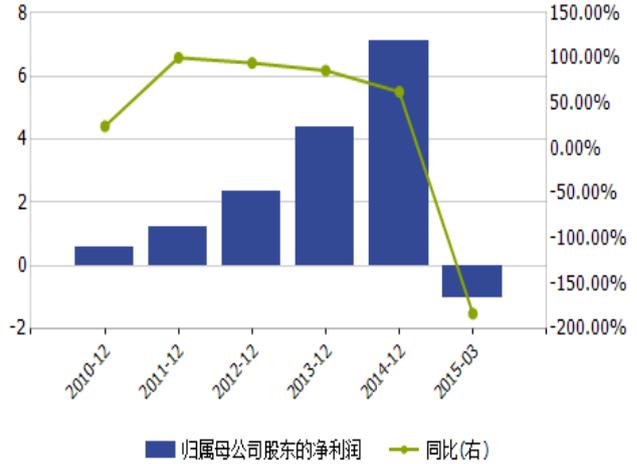
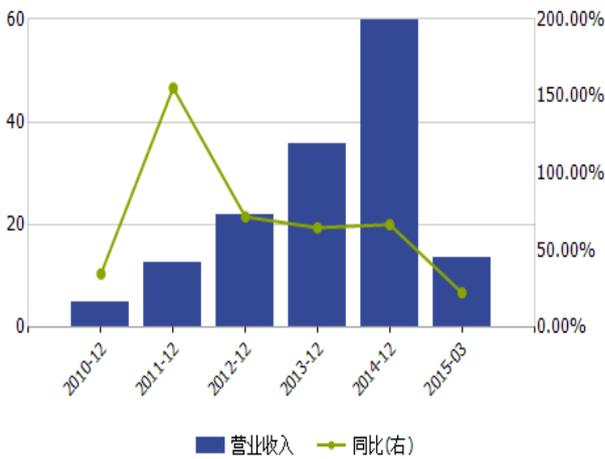


资料来源：wind，财富证券整理

通过多年的快速并购+内生发展，公司营业收入和净利润取得快速增长。上市以来，公司营业收入从上市之前 2009 年的 3.68 亿增长到 2014 年的 59.79 亿，五年复合增速为 74.64%；净利润从上市之前 2009 年的 0.48 亿增长到 2014 年的 7.12 亿，五年复合增速为 71.49%。

图表 2：上市以来营业收入复合增速为 74.64%

图表 3：上市以来净利润复合增速为 71.49%



来源: wind、财富证券

资料来源: wind、财富证券

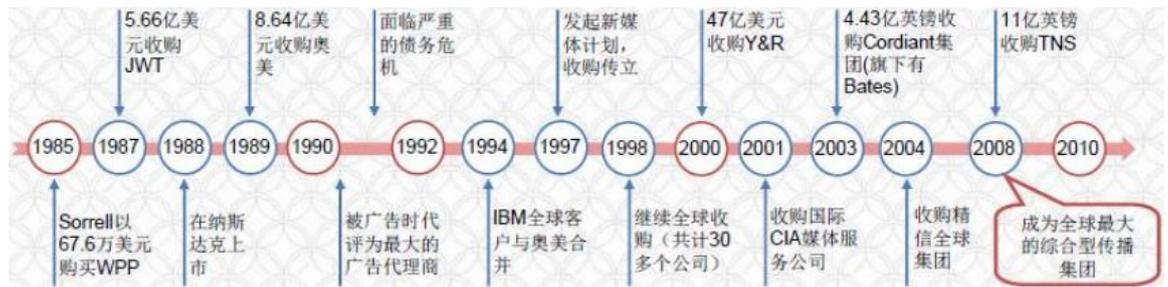
1.2、公司选择外延方法论的原因

公司之所以采取外延的发展方式,主要因为公司所处的公关和广告行业有如下特点。

- ◆ 行业空间极大但极度分散: 公关和广告行业极度分散, 2013 年中国广告代理公司达 196460 家, 其中跨国代理商 250 家, 本土代理商 196210 家; 其中跨国代理商平均收入 7431 万元/家, 而本土代理商收入平均 9.54 万元。收购成熟品牌公司成为公关、广告公司快速做大做强最有效的手段。由于新设品牌的塑造需要较长时间的市场积累和沉淀, 需要的时间和成本较多, 因此通过收购合适的公司, 并充分利用被收购公司的品牌, 能够迅速占领市场, 扩大市场份额。据 WPP 集团统计, 目前全球公共关系行业以平均每周收购一家的速度不断扩张。
- ◆ 多品牌运营: 公共关系公司的客户大多是跨国大型企业, 该类企业对商业秘密的保护较为重视, 通常均会要求公共公司在其所属行业内仅为其一家企业提供服务, 因此公共关系公司为避免泄漏客户商业秘密, 通常也只为某一细分行业中的一家企业提供服务。如果公共关系公司采用单一品牌进行经营运作的模式, 会因此失去该行业其他潜在客户。为避免丢失客户, 公共关系公司一般通过实施多品牌策略的方式开展业务, 使用不同的品牌独立的为不同客户服务, 所以, 只有通过外延方式才能快速拥有有多个品牌。
- ◆ 收购不整合: 由于同一家公共关系公司不能同时服务于两具有直接竞争关系的客户, 被收购的新品牌公司一般不会被整合, 收购方仅从股权关系上对被收购方给予控制, 被收购原品牌仍旧保留, 独立运作, 在保留原有客户的同时, 增加潜在客户数量, 扩大市场份额。

而公司的榜样 wpp, 也为公司指明了如此的道路。

图表 4: WPP 的成长史就是一部收购史



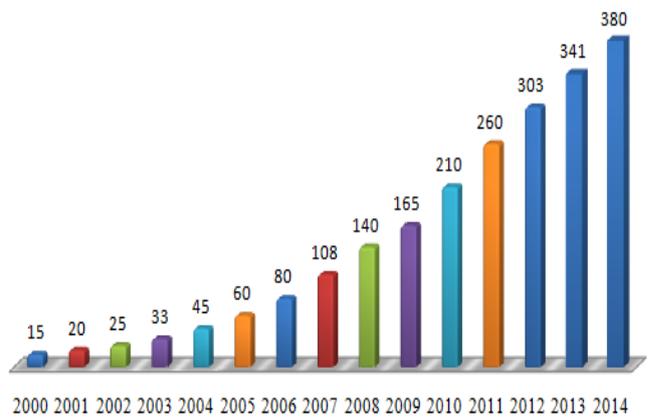
资料来源: 财富证券

通过这样的方式, WPP 在近 26 年 (1985 年至 2011 年) 保持了 35.11% 的年复合增长率, 从 1985 年的 4 百万英镑, 成长为 2011 年的 100 亿英镑的国际巨头, 旗下有奥美、智威汤逊广告等八大品牌, 名列全球 500 强, 有 338 家子公司, 员工超过 16 万。其主营业务也从成立之初的单纯广告业务, 通过外延式扩张, 扩展到公关、媒体投资管理、市场调查、医疗卫生、数字化营销等综合领域, 成全球领先的综合型传播集团。

从我国的公关行业和广告行业的市场容量来看, 2014 年, 我国广告市场规模约 5000 亿, 而公关市场约 380 亿, 而蓝标 2014 年的广告营业收入为 31.4 亿, 公关业务为 28.09 亿, 占全国市场份额的 0.63% 和 7.49%。

图表 5: 2014 年广告市场总规模约 838 亿美金

图表 6: 2014 年公关市场总规模约 380 亿人民币



来源: 中国产业信息网、财富证券

资料来源: CIPRA、财富证券

而从国际巨头的榜样示范效应来看, WPP 的 2013 年营收 1109 亿 rmb, 净利润 94 亿, 是蓝色光标 2013 年的 42 倍和 21 倍, 蓝色光标还有巨大的成长空间。

1.3、国际化进一步打开蓝标的成长空间

公司从 2013 年, 提出国际化战略, 而公司的国际化进程将无疑再次扩大蓝标的成长空间。

我们看好公司的国际化战略, 主要逻辑是中国企业走出去, 需要中国自己的营

重要性，在自己产品好，服务好的同时，还需要通过合理的渠道和好的方式去宣传这些产品。虽然过去多年中国发展迅速，海外留学、旅游人数快速增加，知名企业如华为已经为中国产品在海外打开了知名度，但新的中国企业进入到海外市场，虽然不再有 90 年代的难度，但依然面临了巨大的困难。

蓝标明确提出了国际化战略，希望未来来自国际的收入达到公司营收规模的 1/3，公司过去几年使用超过 10 亿资金持续收购和投资了多家国际知名营销公司，如下图所示。

图表 8：蓝标海外重要收购

时间	标的	业务类型	收购股权	投资金额
2011年6月	AriesCapital	财经公关	40%	6664万人民币
2014年2月	AriesCapital	财经公关	25%	5000万人民币
2013年5月	Huntsworth	公关和综合医疗通讯集团	20%	约3.5亿人民币
2013年12月	WAVS	社交媒体、数字营销等	83%	约2078万英镑
2014年7月	Fuseproject	工业设计、品牌、用户界面及用户体验等设计业务	75%	约3500万美元
2014年12月	Vision 7	北美重要的独立传播公司	85%	约1.785亿加元

资料来源：财富证券

其中，各个公司都自有特色：

- ◆ FuseProject 是蓝色光标产业链布局的重要一环，主要是帮助企业做产品、商业模式、营销模式的设计。从蓝色光标全产业链的布局上来看，Fuse 公司处于最上游的一环，可以借此介入客户产品研发设计环节，通过这笔投资，蓝标希望利用 Fuse 公司的设计能力为中国企业提供工业设计等服务，尤其是为那些希望“走出去”、参与全球竞争的企业服务。
- ◆ WAVS 是一家专注数字营销的公司，核心是社会化媒体传播咨询。着眼点非常专一，大数据报告比较权威，在英美被认为是比较专业和权威的机构，客户一般也是比较大的，多偏向于欧美的品牌。
- ◆ 而最近 4.36 亿收购的 54.77% 股份的亿动广告，在印度有较好的业务基础。

我们相信，随着我国“一带一路”战略的提出和实施，公司将有望获取中企的海外营销传播业务，海外业务将取得快速增长，而公司的成长空间进一步打开。

1.4、蓝标的基因适合外延战略

显然，蓝色光标适合外延战略，一是所处行业空间非常大，公司所占市场份额较小；二是，公关广告行业的规模效应非常明显，规模大了，返点就高，利润率就高；三是蓝标采用了多种方式来保证收购的安全性：

- ◆ 慢即是快，分阶段收购：每年看项目达 100 个以上，但签约项目大约 3~8 个；每个项目一般考察半年到一年；寻找特定细分领域里面的排名靠前的企业，不考虑大而全小而全的没特色的企业；针对不熟悉的领域先参股，熟悉并规范之后再增持到控股；在支付上采取分期付款，现金+限制性股票结合

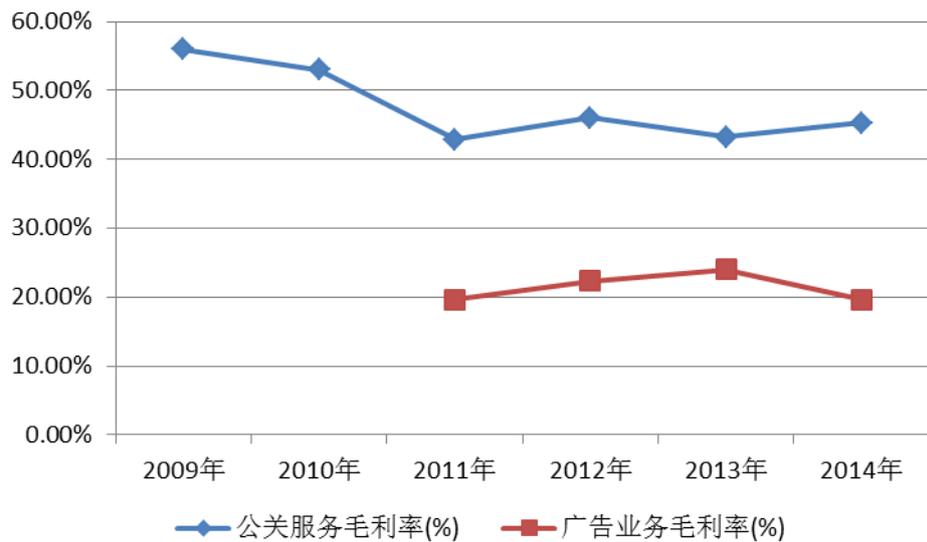
的方式节约现金；

- ◆ 人是关键，签订对赌协议：保留管理层，签订业绩承诺或对赌协议，在达到业绩预期后进一步增持股份；与现有管理层签订同业竞争条例防范业务风险；对骨干员工授予股票期权保证工作积极性；
- ◆ 并购不整合：品牌端是独立的，后端有一部分是打通的，比如说管理思路一样，比如蓝色光标旗下各品牌之间的审计、HR、财务以及法律等是打通的，前端各个公司在自己的平台上自由发挥。

如下的财务数据增长即是公司适合外延式战略的明证：

在过去五年公司营收，净利润出现 70% 以上的复合增长的情况下，公司公关业务和广告业务毛利率得以维持，公关业务上市后基本维持在 42%~46% 的毛利率，广告业务维持在 19%~22% 的毛利率。

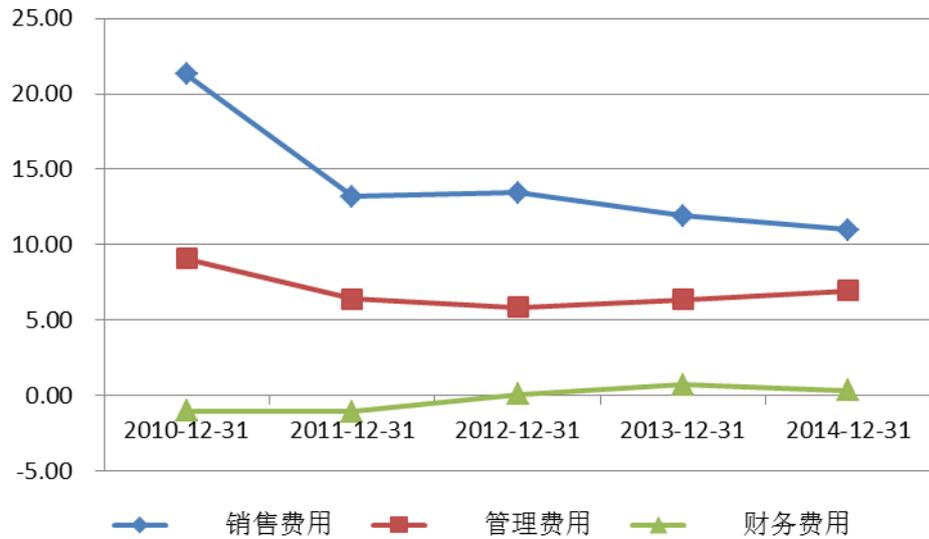
图表 9：公司主营业务毛利率基本维持稳定



资料来源：wind，财富证券整理

公司三项费用率，保持了稳定甚至或下降，说明外延并购后，公司整合的非常好。

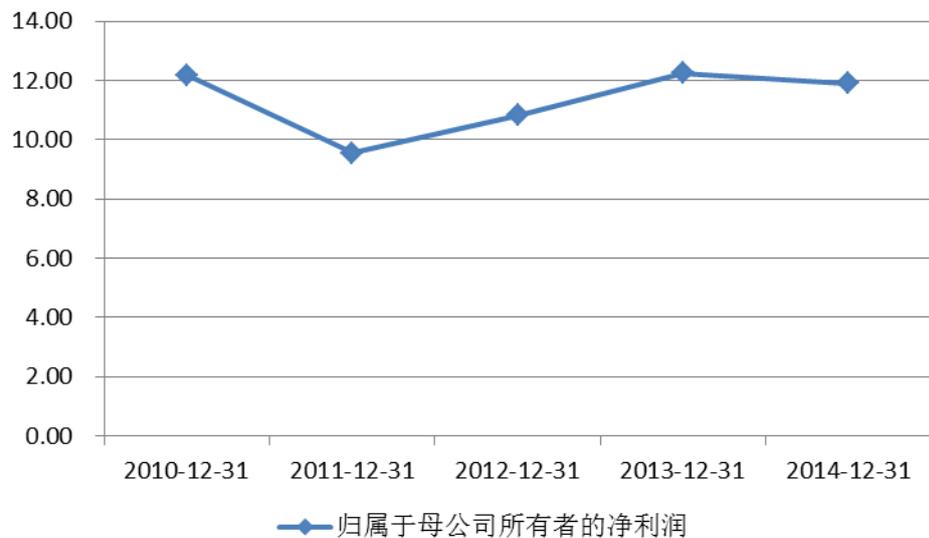
图表 10：公司三项费用率基本维持稳定或下降



资料来源: wind, 财富证券整理

公司净利率也保持稳定, 甚至略有提升。

图表 11: 公司净利率维持稳定



资料来源: wind, 财富证券整理

如上, 我们看到公司在大量外延式并购和营收快速增长的背景下, 公司的利润率以及费用率水平, 都维持了稳定, 可见, 外延方法论是适合公司的。

1.5、外延方法论要注意的风险

即使外延式发展是适合广告和公关行业公司的发展方式, 但外延方法论还是有几个风险点值得注意。

1) 商誉减值对利润表的影响:

公司持续的收购,使得公司商誉持续增加,截止 2014 年年报,公司商誉高达 20.96 亿元。2015 年一季度,由于公司境外参股子公司 Huntsworth 在其 2014 年度财务报表中确认高额商誉减值损失,导致公司本期确认受商誉减值影响的投资损失 1.29 亿元。商誉减值虽然只是会计科目的调整,不影响公司现金流,但对公司净利润构成重大影响;使得公司 15 年 2 季度业绩同比下降 75%~67%,但如果不计算该商誉的话,公司 15 年 2 季度净利润应该只是同比下降 32%~24%。

2) 外延并购业绩不达预期:

上市之后,公司收购的标的一般都会签订对赌协议,但也存在并购业绩不达预期的情况。比如 2011 年收购的精准阳光,其业绩就没达到预期。但除此之外,公司绝大部分并购基本达成了业绩承诺。

3) 体量大了,进入并购第二阶段对市值的影响

2015 年 6 月初,公司约 22 亿人民币收购了多盟和亿动的多数股份,本次收购的两家公司在业内知名,但是短期还处在亏损阶段,这是公司在并购 2.0 阶段的重要举措(按公司的解释,并购 1.0 重在当期财务贡献,而并购 2.0 更加看重战略和布局,而不局限于当下的财务贡献)。因为公司已经达到了 50 亿营收,8 亿净利润,最高 500 多亿市值的体量,在如此大的体量阶段,资本市场期待公司的收购立马就有较大的财务增长贡献,但本次因为公司的收购主要考虑战略布局,财务贡献要 2 年后才能显现,低于了资本市场的预期,再加上市场出现系统性风险,公司股价近期最大下挫近 60%。

二、 成长相持阶段:数字营销是公司的重大“危”“机”

我们认为,09 年到 14 年,是公司的成长初级阶段。公司上市 5 年间,营业收入增长 16 倍;净利润增长 15 倍,股价最大增长 9 倍,这是公司的外延战略蜜月期。

实际上,我们认为进入到 13 年,已经是公司的成长相持阶段。虽然公司营收和净利润还在快速增长,但公司股价增长进入相持期。我们认为背后的原因是市场已经快速步入(移动)互联网时代,而营销也进入到“数字营销”阶段,公司传统增长逻辑出现了问题。

2.1、数字营销发展趋势不可阻挡

进入到(移动)互联网时代以后,广告和公关的边界逐步融合,有些专家将两者统称为营销。数字营销出现的背景是互联网、移动互联网巨头成为了主要媒体。数字营销,在这里泛指在数字媒体,如互联网和移动互联网上的进行的营销活动(包括公关和广告)。而传统营销,泛指在传统媒体,如纸媒、电视、广播等媒体上进行的营销活动。

数字营销是蓝标最大的“危”“机”，因为数字营销改变了营销行业的方法论。广告业界有一个像“歌德巴赫猜想”一样的难题，它是由著名广告大师约翰·沃纳梅克提出：“我知道我的广告费有一半浪费了，但遗憾的是，我不知道是哪一半被浪费了。”但数字营销的兴起，尤其是基于数字媒体的精准广告的出现，有望使得广告主能使用各种技术手段，只为合适的人投放合适的广告，从而破解“歌德巴赫猜想”。

- ◆ **传统营销的核心是“规模”，**1)只要蓝标外延战略实施得当，蓝标的成长几乎是无边界的，因为，全球广告市场有5000亿美元的体量，是公司体量的1000倍以上（扣除媒体采购费）。2)规模越大越有利于降低采购成本，从而提升整体利润率。但传统营销也有明显缺点是，只能做到“广而告之”，不能做到“告之即买”。所以，才有了上面所说的广告界“歌德巴赫猜想”。
- ◆ **数字营销的核心是“精准”，且精准就是规模。**数字营销使用各种手段为消费者精确画像，从而让广告主找到消费者，从而达成销售目标，未来将完美的解决“歌德巴赫猜想”；而且更加重要的是，数字营销是基于数字媒体，而不是传统媒体，可以通过程序化做快速复制，因此，“精准就是规模”。

蓝标的“危”：基于如上逻辑，数字营销规模将趋势性提升，而传统营销将增速减小甚至下降，蓝标的传统营销的线性成长的逻辑将出现破坏，因为即使外延式并购再多的传统媒体也难以在传统营销领域投放增速向下的背景下，形成持续向上的趋势和二级市场较高的估值。

- ◆ 根据 eMarketer 的预测，国内传统媒体的增长已经放缓，比如 tv 广告的增速在 15~17 年仅 2.5%、2.2%、2.0%，低于 13 年 10% 的增速；而纸媒广告将出现负增长。但是由于 2014 年的高速增长，中国网络广告规模首次超过电视，成为媒体广告支出中份额最大的部分。未来三年还有 30%、28% 和 23% 的增长。

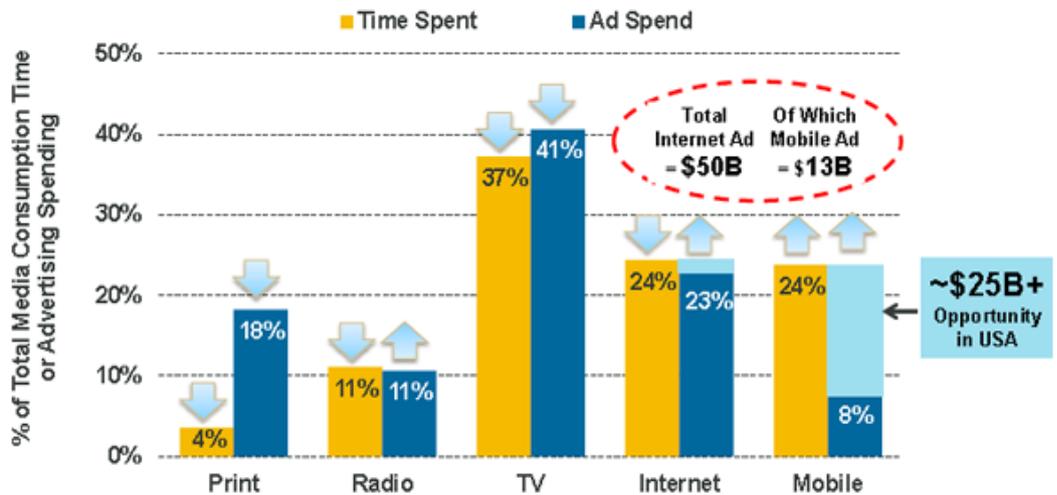
图表 12：中国传统广告增速下降，而数字广告尤其是移动互联网广告增速较高

% change							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Digital	43.0%	45.0%	30.0%	28.0%	23.0%	18.0%	13.0%
—Mobile	109.7%	330.0%	80.0%	55.0%	40.0%	29.0%	19.6%
Radio*	13.5%	12.0%	11.0%	10.0%	8.0%	6.0%	4.0%
Outdoor	23.0%	18.0%	10.0%	8.0%	5.0%	4.0%	3.0%
TV*	10.0%	3.0%	2.5%	2.2%	2.0%	1.5%	1.5%
Print	-7.7%	-12.3%	-8.2%	-6.2%	-5.2%	-3.9%	-1.8%
—Magazines**	-3.0%	-7.5%	-2.8%	-2.5%	-2.3%	-2.0%	-1.0%
—Newspapers**	-8.3%	-13.0%	-9.0%	-6.8%	-5.7%	-4.2%	-2.0%
Total	16.6%	15.9%	13.2%	13.9%	12.5%	10.5%	8.2%

资料来源：eMarketer，财富证券

◆ 从另一个角度,比较人们花费在各种媒体上的时间和广告主在该项媒体上投放的广告金额。从 KPCB 在美国的统计结果来看:传统媒体,包括电视、报纸、广播,占用了人们 52%的时间,同时花费了广告主 69%的广告金额投放;数字媒体,包括互联网和移动互联网,占用了人们 48%的时间,但仅仅花费了广告主 31%的广告金额投放;其中,特别值得注意的是,移动互联网(手机)占据了人们 24%的时间,但广告主投放在手机上的广告仅占广告总额的 8%。花费时长和投放金额的不对称是明显不合理的,所以,数字媒体(包括互联网和移动互联网)的广告投放,有巨大的上升空间。

图表 13: 美国传统广告占总广告投放量的比例逐年下降,而(移动)互联网广告持续增加



资料来源: KPCB, 财富证券

蓝标的“机”: 数字营销,尤其是精准营销和程序化购买,现在仅是小荷才露尖尖角,如果蓝标能在该领域提早卡位,那蓝标将有望打破传统并购的线性成长逻辑,获得指数级成长。

我们用一个案例来解释精准化广告程序化购买流程:

假设有个用户是一个上海地区的女性,1月2日在 google 上搜索过“奔驰汽车”。同时假设有三家广告代理公司 DSP1、DSP2、DSP3,分别代理了奔驰、宝马、奥迪的广告投放。当该上海女性用户点击某媒体(app、网页等)的时候,就在等待页面缓冲的 0.1 秒中发生了如下事情:

1, 该媒体通过 SSP (媒体管理平台,术语为供应方平台)告诉 AD Exchange(广告竞价平台),有一个访问过“奔驰汽车”的消费者会看到一个广告位,哪家有兴趣给它展示广告?

2, AD Exchange 把该信息告诉所有对接的 DSP (广告主代理平台,术语为需求方平台);

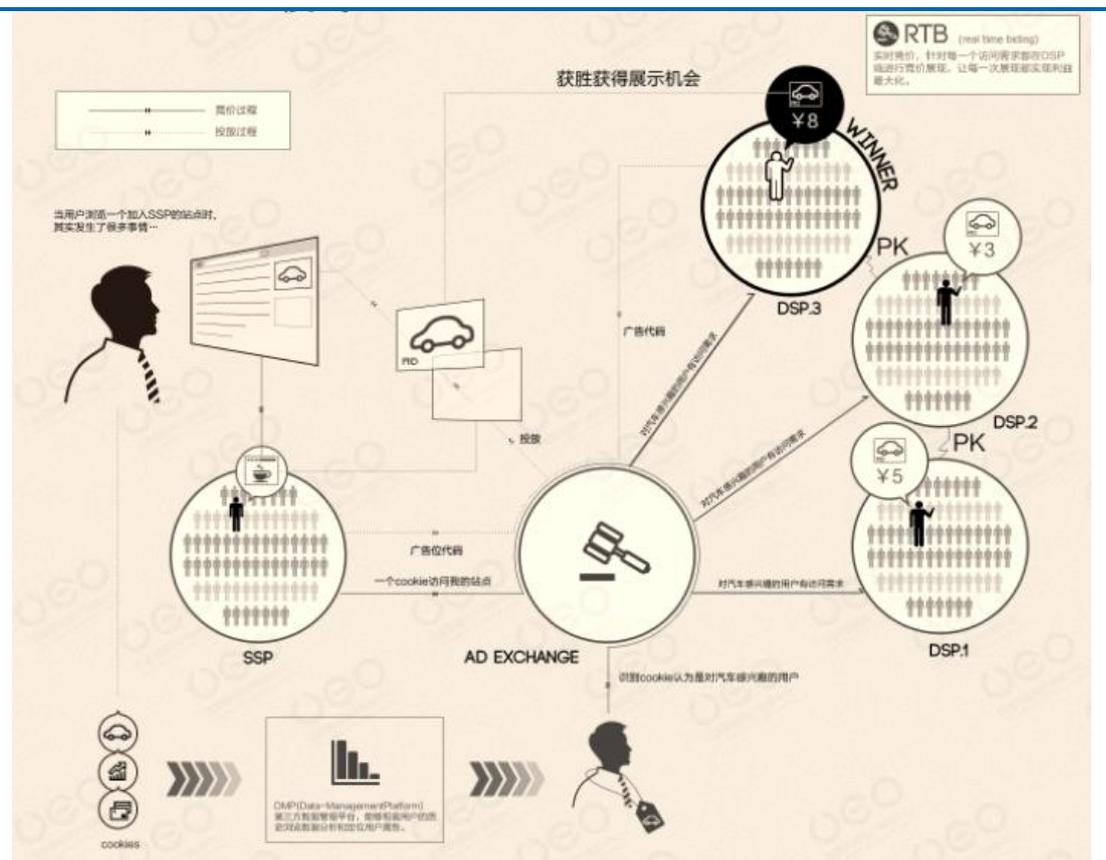
3, 所有 DSP 根据算法查询其代理广告主的意向,以及自身对接的 DMP (数据

管理平台) 来争取更加精细化画像该用户; 其中, DSP1、DSP2、DSP3 三家 DSP 的算法得到的结论认为该上海女性用户符合他们广告主的需求, 因此在 0.0x 秒内给出了一次 RTB (即实时竞价), 比如, DSP1 的奔驰客户, 对这次的曝光出价 5 块钱, DSP2 的宝马客户出价 3 块钱, DSP3 的奥迪客户出价 8 块钱。

4, AD Exchange 通过比价, 选择出价最高的那个客户 (DSP3 的奥迪客户), 然后将该信息告知该媒体。

5, 0.1 秒缓冲完毕, 当该媒体的页面展示给该上海女性用户时, 广告栏显示的是奥迪的广告。

图表 14: 精准化广告程序化购买流程



资料来源: 百度, 财富证券

我们认为, 移动营销终将走向 DSP 的阶段。移动 DSP 在 2014 年也开始起步, 在 2014 年更多的平台愿意把大量优质的、高质量的流量已经放到 Exchange 里, 移动数据呈现出更开放、规模更大的态势, 从媒体端逐渐在走向成熟。可以说 2014 是一个起步阶段, 2015 年是一个蓄势阶段, 2016 年将是一个爆发阶段。

随着程序化购买的成熟, 未来的流量将足够多, 从当前各家 dsp 公布的数据看, 大多都宣布能接触到几十亿的流量, 比如百度 DSP 每日汇聚 72 亿的展示机会, 如果每次展示都能产生点击, 即使每次点击 1 元, 那也会产生 72 亿的收入, 那么全年将产生 26000 亿的收入, 这个数值是我国广告行业的 5 倍容量。如此测算虽然乐观,

短期几无可能实现，但方向正确，只要点击能带来销售，则企业花费相应营销费用也能增加。目前，绝大部分行业产能过剩，只要能产生销售，供应都不是问题，而销售产生的营销费用也随之增加。所以说，数字营销行业是没有天花板的行业，行业的主要矛盾不在规模上，而在效率，即把适合的广告给适合的人，从而产生销售，提升广告主的 ROI。

我们认为提升 ROI，主要关键点是：

- ◆ DMP：数据管理平台，整合尽可能多和优质的数据，有利于对消费者精准画像。
- ◆ DSP：在每一个单一的展示机会下，通过精准画像，使广告主只对那些他们想获取的目标消费者付费，同时通过精确的算法，尽可能降低投标价，从而提高广告预算的回报。

从全球和我国的互联网、移动互联网广告行业预测也显示，指数级增长有其行业背景。

从全球的数字营销的趋势来看，2016 年，移动广告市场有望超过一千亿美元，占全球所有广告的 16.5%，预计到 2019 年，移动广告市场将占全球广告投放的 26.8%。

图表 15：移动互联网广告将在全球范围内投放加速

% of total media ad spending							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
UK*	8.3%	14.7%	20.1%	25.6%	30.8%	35.8%	39.6%
China**	1.7%	11.7%	19.6%	27.3%	34.3%	40.3%	44.7%
Norway	4.1%	12.6%	18.8%	25.0%	31.3%	37.5%	41.6%
Denmark	5.1%	12.7%	18.2%	23.4%	28.9%	34.4%	37.8%
South Korea	4.6%	9.9%	15.4%	19.6%	22.9%	26.4%	29.5%
US	6.2%	10.6%	15.2%	20.2%	23.8%	26.2%	28.5%
Australia	3.3%	8.0%	12.6%	19.0%	26.1%	33.3%	37.6%
Netherlands	3.1%	8.5%	12.6%	17.6%	22.7%	28.2%	31.2%
Sweden	3.9%	8.0%	11.9%	15.8%	20.2%	23.9%	25.9%
Canada	3.5%	7.4%	11.7%	17.6%	22.2%	27.6%	30.1%
Japan	5.0%	7.5%	10.4%	13.4%	16.7%	19.8%	21.7%
Finland	2.5%	6.3%	9.4%	12.1%	14.9%	17.6%	19.6%
Germany	1.7%	4.8%	7.6%	11.0%	14.9%	18.4%	20.1%
Mexico	2.3%	4.3%	7.3%	10.6%	15.0%	20.1%	24.7%
Russia	0.8%	2.3%	5.0%	8.7%	11.5%	13.9%	16.8%
Italy	1.8%	3.2%	4.8%	6.7%	8.8%	11.2%	12.9%
France	1.6%	3.0%	4.7%	6.8%	9.4%	12.6%	14.4%
Brazil	0.4%	1.3%	2.7%	4.4%	6.9%	9.7%	11.2%
Spain	0.9%	1.6%	2.7%	4.5%	7.3%	11.3%	13.3%
India	0.5%	1.3%	2.6%	4.9%	7.9%	11.9%	14.4%
Argentina	0.3%	0.6%	1.5%	2.9%	4.6%	6.8%	7.9%
Indonesia	0.2%	0.4%	1.1%	2.4%	4.9%	8.7%	13.7%
Worldwide***	3.7%	7.8%	11.9%	16.5%	20.5%	24.1%	26.8%

资料来源：eMarketer，财富证券

从我国互联网、移动互联网广告的投放预测来看，指数型增长也有行业背景。我国互联网广告市场从 2014 年~2017 年，市场规模将再翻一倍，达到 3190 亿元。而

移动广告市场，2014 年的移动广告规模为 472.2 亿元，规模较小，仅占互联网广告规模的 1/4~1/3，但增速非常快，预计 15~17 年有 40%~70% 的快速增长，2017 年的市场规模预计有 2014 年的 4 倍。

图表 16: 2011-2017 年中国网络广告市场规模及预测



图表 17: 2011-2017 年中国移动广告市场规模及预测



来源: 易观智库、财富证券

资料来源: 易观智库、财富证券

2.2、2014 年年底以前，蓝标的数字营销布局，主要是传统营销的变种

实际上，蓝色光标从 2010 年起就开始提出“数字化”（数字营销）是公司的核心发展目标，并且快速推进。

- ◆ 2011 年~12 年，蓝标分三次 3 亿收购思恩客，思恩客目前是互联网游戏领域的最大广告投放商。
- ◆ 2011 年~14 年，蓝标分两次收购美广互动股份；
- ◆ 2014 年，蓝标计划分三次收购英国 WAVS83% 的股份，WAVS 是全球领先的互联网社交媒体传播咨询公司；
- ◆ 2014 年，蓝标投资杭州网营、上海凯诘、上海易络客等，布局电子商务领域。

但是 2010 年~2014 年，公司在数字营销的收购布局，包括收购的思恩客、美广互动，与传统媒体营销公司并没有大的区别，这些数字营销是以网络为销售渠道的营销公司而已。他们销售收入的增长只能是依靠订单增长和人力资源的增长，而获得的线性增长。

2.3、2014 年年底起，蓝标频繁布局“程序化购买”公司，公司数字营销军团初见雏形

2014 年年底开始，蓝标开始布局“程序化购买”类公司：1) 首先收购了几家大数据公司股份，因为数字营销必须以大数据作为支撑；如 Admaster(精硕科技)11.69%

的股权，Zamplus（晶赞科技）14.29%股权；2）收购优质广告平台，因为广告主未来将主要通过广告平台来达成营销目的：iClick（爱点击）14.59%股权，多盟近100%股权，亿动54.77%股权。如下所示：

- ◆ **2014年12月，大数据公司—Admaster：**AdMaster 是一家营销数据技术公司，通过数据应用帮助品牌监管市场营销投资回报成果。AdMaster 通过软件即服务(SaaS)平台整合多源数据，提供多种大数据解决方案，多源数据来自第三方广告监测数据、跨多屏到达分析数据、社交媒体数据和电商营销数据。目前，AdMaster 为超过80%的全球Top 100品牌及近乎所有国内知名品牌提供服务。**蓝色光标以2400万美元投资 AdMaster 11.69%股权。**
- ◆ **2014年12月，大数据公司—Zamplus：**晶赞科技自主研发的UMA 大数据平台，是中国互联网垂直领域第一个大数据平台。晶赞科技为中国各垂直行业，特别是旅游，汽车，教育，电子商务领域提供大数据解决方案。晶赞科技是微软(Microsoft)在中国唯一的大数据战略合作伙伴。现服务于多家知名500强企业，特别是美国上市的中国互联网前十名企业中，六家使用着晶赞的产品和服务；而注重高ROI、高安全性、高可靠性及高效性的电商企业十五强中，有十家与晶赞科技履行着长期服务合同。**蓝标通过2500万美元获得晶赞科技14.29%股权。**
- ◆ **2014年12月，广告平台—iClick：**成立于2009年，是亚洲领先的互联网广告购买方平台（online buy-side platform），为广告主提供全面的广告优化服务，包括营销战略规划、市场定位分析、设立广告方案、数据追踪、持续优化、广告媒介分析及广告投资回报率分析等整体解决方案。iClick 研发的跨媒介广告优化系统 XMO 从各个行业中累积海量广告及业务数据，从而计算出一系列的优化算法(Optimization Algorithms)，全自动优化广告效果，实时调整预算分配。其预测算法能够应用在不同广告媒体上——从搜索引擎、展示类广告、电子邮件、移动广告到社交媒体。**蓝标通过6000万美金获取 iClick 14.59%股份。**
- ◆ **2014年12月，广告平台--璧合科技：**璧合科技是国内领先的技术型互联网广告及营销公司，公司为广告主提供基于RTB（Real Time Bidding）模式的互联网广告发布及相关的服务。DSP（Demand Side Platform）系统是公司最核心的广告技术平台，用于通过RTB的方式为广告主提供互联网广告发布服务。**蓝标以4300万元，收购璧合科技25%股份。**
- ◆ **2015年6月，广告平台--多盟：**以移动广告平台起家，13年底正式提出dsp，是国内dsp+an的代表。多盟合作媒体超过16万，日均PV达36.5亿，同时拥有1.8亿的日活用户和7.2亿的月活用户，App Store畅销榜TOP50合作覆盖超过80%，TOP100合作覆盖超70%，广告主数量超过5500个，覆盖全球一线知名品牌广告主，在2014年给开发者分成高达6个亿。2014年，多盟营业收入55407万元，亏损人民币992万元。**蓝标15年6月公告投资**

17.71 亿元获取 Domob Limited 100% 股权和多盟智胜 95% 股权。

- ◆ **2015 年 6 月，广告平台--亿动：**知名移动广告科技公司，以客户服务和创意见长，亿动拥有自主开发的广告投放系统，利用智能移动广告平台和大数据技术为广告主提供基于移动端的数字营销服务，主要市场是中国和印度。2014 年亿动营业收入为 3.84 亿元，亏损 2903 万；蓝标 15 年 6 月公告，投资 4.36 亿元获取亿动 54.77% 股权，剩余 45.23% 股权由亿动广告传媒创始人继续持有。

我们认为，公司投资并购多家 DSP 公司、以及 DMP 公司，有望为蓝标带来移动端精准投放广告的数据、技术和程序化广告平台交易能力。至此，蓝标的数字营销军团初见雏形。

三、 成长破局阶段：公司数字营销业务前景展望

根据公司的规划，我们认为以多盟为核心的数字营销板块能在 17 年形成 100 亿的销售收入，这将打破公司原有线性增长逻辑，而给公司带来指数级的扩张。

虽然规划美好，但投资者主要担忧公司作为营销公司，不但面临产业链上的同类公司的竞争，同时也和媒体产生竞争。

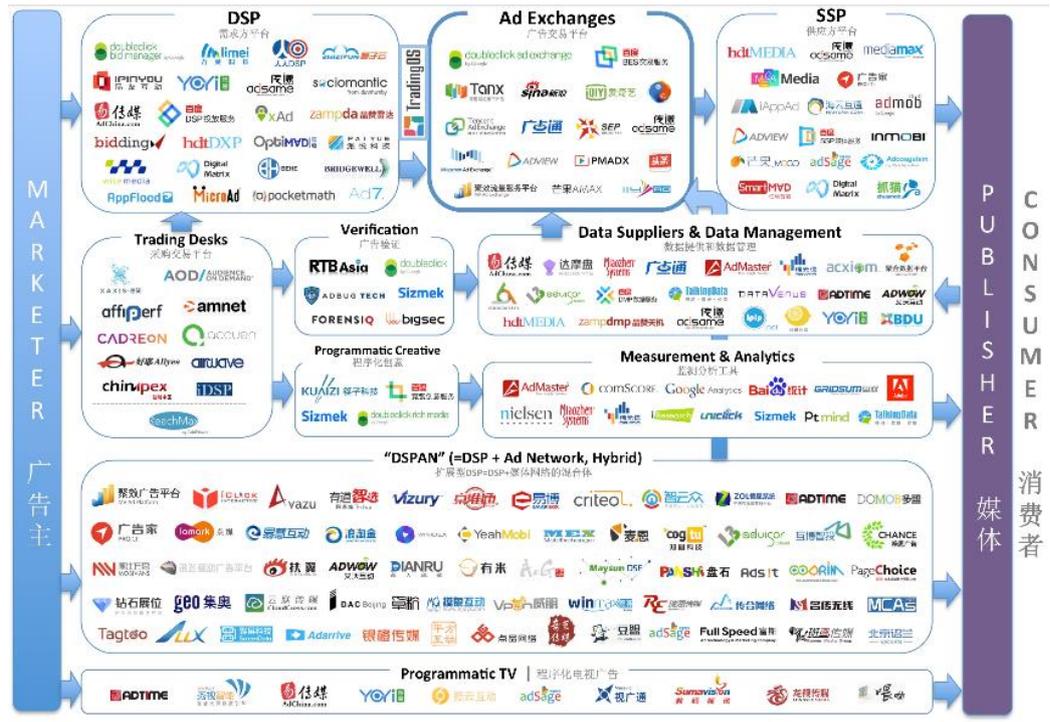
在数字营销产业链上，有广告主、营销公司、媒体和消费者四种角色。

- ◆ **广告主：**互联网、移动互联网出现后，新增如手游、app 推广等广告主。但核心依然是快消品、汽车、金融、it 等广告主。
- ◆ **营销公司：**营销公司本质上是中介代理机构，营销服务主要是为企业做品牌管理，包括品牌建立、品牌传播和品牌维护。而营销服务的方式，主要是通过媒体，与消费者互动，从而产生消费。
- ◆ **媒体：**传统媒体主要是纸媒、电视、广播；新媒体包括移动互联网和互联网媒体。
- ◆ **消费者：**各大（移动）互联网都有大量的用户，他们是数字营销的目标消费者。

3.1、与同类数字营销公司对比

我们认为在同类数字营销公司中，以多盟为核心的蓝标数字营销板块具备一定的竞争优势：

图表 18：中国程序化广告技术生态圈



资料来源：互联网，财富证券

多盟是国内数字营销企业的领军者，多盟的核心业务是 ad network—广告联盟，13 年底开始转型 DSPAN(即 ad network + dsp)。

Ad network:在移动互联网发展的初期，因为 app 大多数是免费的，app 开发者没有收入，ad network 的出现就是为了连接 app(媒体)和广告主两方，通过自身专业的服务去匹配 app(媒体资源)和广告主需求，通过广告在 app 里的展示或点击，将广告主的钱付给 app 开发者，而 app 开发者通过广告赚到钱，就可以加大对 app 的开发，ad network 相当于一个循环系统，推动移动互联网的发展。

DSP: 是广告主需求方平台，通过单一的用户界面连接众多的广告交易平台和其他媒体供给(Ad Exchange 和其他流量)，支持自动优化广告竞价活动，一般拥有 RTB(real time bidding)实时竞价能力，基于先进的分析技术，对每次广告展示进行估值，把购买广告位变成购买用户，并且可接入第三方数据。

DSPAN: 公司结合新推出的 DSP，进行组合的模式，13 年底正式推出 DSP+A(d)N(network)。因为在不断演变的移动市场大环境下，广告主诉求将越来越多，因此需要很大的流量作为支撑。那么只有 Ad network 的流量是远远不够的。因此，多盟已有的 ad network 成为多盟的“后花园”，它是相对封闭的，但其流量是非常优质，这也是多盟能给广告主提供的独特价值。至于 DSP 中 RTB 的竞价流量，多盟 DSP 平台都已经对接市场上存在的 Ad Exchange，所以，在 DSPAN 的模式下，公司与其他 DSP 一样，对接了同样的公共的流量，但同时拥有自己独特的 ad network 资源。

在福布斯刚公布的《福布斯中国移动互联网 30 强》榜单中，福布斯以移动端年度收入为主要指标，将多盟列为 2014 年度中国移动互联网领域收入排名第 28 位，

营收为 6 亿。

图表 19：2015 福布斯中国移动互联网 30 强

2015福布斯中国移动互联网30强

排名	公司	2014年移动收入 (亿元人民币)	主要收入来源
1	腾讯	221.71	移动收入
2	百度	181.49	移动营销收入
3	阿里巴巴	137.55	移动收入
4	京东	40.47	移动收入
5	唯品会	31.5	移动收入
6	携程	30.47	移动收入
7	奇虎360	28.38	移动游戏渠道
8	昆仑游戏	15.93	移动游戏发行
9	触控科技	12.82	移动游戏研发、发行
10	美团	12.6	移动团购佣金收入
11	中国手游	12.32	移动游戏研发、发行
12	优酷土豆	11.86	移动营销收入
13	神州租车	10.4	移动收入
14	网易	10.29	移动营销收入+移动游戏收入
15	爱奇艺PPS	10.13	移动营销收入
16	乐逗游戏	9.55	移动游戏发行
17	IGG	9.52	移动游戏研发、发行
18	聚美优品	8.5	移动收入
19	亚马逊中国	8.43	移动收入
20	搜狐	7.74	移动营销收入
21	新浪微博	7.52	移动营销收入
22	中青龙图	7.4	移动游戏研发、发行
23	斯凯	7.3	移动收入
24	Google中国	7.1	移动营销收入
25	去哪儿	7.09	cps+pcpc等收广告费
26	空中网	6.7	移动增值+移动营销
27	蓝港在线	6.6	移动游戏研发、发行
28	多盟	6	移动营销收入
29	小米	5.76	分发+推广+游戏
30	新浪	5.44	移动营销收入

资料来源：福布斯，财富证券

我们认为数字营销业务发展前景主要取决于三个方面，而以多盟为首的蓝标数字营销业务在这三方面都有优势：

- ◆ **广告主：**多盟在加入蓝标之前，本身就拥有大量的品牌广告主，已经是国内数字营销公司的领头羊；而加入蓝标以后，蓝标作为国内最大的营销传播公司，可以为多盟引入更多的广告主资源；这是其他纯技术派的数字营销公司不具备的资源。
- ◆ **媒体/流量：**DSP 公共流量是所有的数字营销公司都可以接触到的，所以多盟与其他数字营销公司在同一起跑线；但多盟作为数字营销的领头羊，还有 ad network 的大量自有流量，这是多盟的优势。
- ◆ **转换率：**多盟 ceo 齐玉杰是前百度网盟、凤巢的技术负责人，公司有大规模

数据处理经验。业界并没有公允的转换率指标，但我们从公司作为一家纯移动广告平台公司，能做到6亿的营收，同时14年为开发者分红6亿，就可以看出多盟的转换率应该是业界前茅，否则无法获得这样的营收数据。

因此，我们看好以多盟为首的蓝标数字传媒集团在与其他数字营销公司的竞争优势，认为在行业高速发展的背景下，公司未来三年的也会取得高速增长。

3.2、与数字媒体公司不直接竞争

数字媒体公司主要是互联网巨头。最近，bat加紧进入程序化购买市场，加剧了投资者的担忧情绪。

比如，腾讯不但有QQ、QQ空间、微信、QQ音乐以及腾讯新闻客户端等媒体，也推出广点通这样的DMP和Ad Exchange；而阿里，拥有淘宝、天猫等电子商务平台，也推出DMP达摩盘，还收购了DSP易传媒进入到广告投放市场；而百度也是全系标配。

我们认为，蓝标作为营销公司并不直接与bat这样的互联网媒体公司竞争，实际上两者是共生关系，而且各自的产业链定位不一样。蓝标属于营销公司，为广告主服务，通过媒体去影响消费者。而互联网巨头属于媒体，他们掌握了大量的用户，希望把流量变现。

- ◆ **互联网公司进入营销市场，目的是为更好的流量变现：**bat从媒体向上延伸，通过建设dsp、dmp等进入营销领域。我们认为，此举的意义不为抢夺营销公司市场，而是通过建设各种工具来向广告主展示自己媒体的价值，从而更好的为自己的流量变现服务。
- ◆ **移动互联网媒体更分散，第三方营销公司价值更大：**互联网时代，关键是信息，搜索引擎的广告份额最大；而移动互联网时代，搜索引擎的地位下降，很多垂直行业开始兴起，每一个垂直行业都有很强大的几个app，所以移动互联网时代媒体的数量在增多，同时长尾也更多，据统计，移动互联网上有70万个app。所以，广告主在移动互联网上投放广告，因为面临对接更加海量的媒体，更加需要依赖第三方营销公司。
- ◆ **程序化购买时代，流量是多余的，效果为王：**据估算，目前互联网上90%的流量都是浪费的，bat的流量也是如此，所以bat的流量也对外开放。而“程序化购买”的中标规则，就是为流量找到广告主，以及高价买主（实际上可能是维克里拍卖原则）。在这样的规则下，只要将流量卖出更好的价格，即使蓝标与bat同场竞争，蓝标也会因为“程序化购买”的中标规则而中标。

所以，我们认为，数字营销领域，蓝标是帮bat卖流量的公司，bat的入场并不会挤压蓝标的生存空间，两者是共生的关系。而且，在数字营销时代，营销企业发

展的关键因素是效果为王，蓝标通过收购多家 dmp 和 dsp 公司，积极加强自己的技术实力，未来有望在数字营销领域，开始指数增长时代。

四、盈利预测和投资建议

我们分悲观，乐观两种情况对公司进行预测：

- ◆ 悲观情况下，公司数字营销业务发展不力，核心发展逻辑依然依赖外延并购，假设公司传统营销业务、数字营销业务都按 30%、28%、25% 的营收增速递减发展。毛利率考虑到广告业务的增加，每年递减。
- ◆ 乐观情况下，公司在外延发展的同时，数字营销业务开启指数级内生发展，传统营销业务按 30%、28%、25% 增速递减，数字营销业务未来三年呈现 50% 的复合增长。毛利率考虑到广告业务的增加，每年递减。

图表 20：悲观、乐观两种情况预测

乐观情况下	2014年	2015年	2016年	2017年		悲观情况下	2014年	2015年	2016年	2017年
数字营销营业收入	32.71	49.07	73.60	110.40		数字营销营业收入	32.71	42.52	54.43	68.04
数字营销增速		50%	50%	50%		数字营销增速		30%	28%	25%
传统营销营业收入	27.03	35.14	44.98	56.22		传统营销营业收入	27.03	35.14	44.98	56.22
数字营销增速		30%	28%	25%		数字营销增速		30%	28%	25%
总营收	59.74	84.20	118.58	166.62		总营收	59.74	77.66	99.41	124.26
总营收增速		40.95%	40.82%	40.52%		总营收增速		30.00%	28.00%	25.00%
数字营销毛利率	27.22%	26%	25%	24%		数字营销毛利率	27.22%	26%	25%	24%
传统营销毛利率	37.10%	37.00%	36.50%	36.00%		传统营销毛利率	37.10%	37.00%	36.50%	36.00%
毛利率	31.69%	30.59%	29.36%	28.05%		毛利率	31.69%	30.98%	30.20%	29.43%

资料来源：互联网，财富证券

因此，基于两种情况：

- ◆ 悲观情况下，我们预计公司 2015~2017 年净利润增速为 10.88%、47.93%、24.91%，eps 为 0.409 元、0.605 元、0.755 元。现价 14.30 元相当于 15 年~17 年的 34.99 倍、23.65 倍、18.93 倍。
- ◆ 乐观情况下，我们预计公司 2015~2017 年净利润增速为 16.58%、55.35%、34.13%，eps 为 0.430 元、0.668 元和 0.895 元。现价 14.30 元相当于 15 年~17 年的 33.28 倍、21.42 倍和 15.97 倍。

我们判断公司实现乐观场景可能性大，故给予公司 16 年乐观预期 eps 的 35~40 倍市盈率，目标价 23.38~26.72 元，给予公司推荐评级。

如果公司能成功利用好数字营销的发展机遇，我们认为公司成长边界将被打破，进入指数发展阶段，未来可以上看千亿市值。

五、风险提示

公司数字营销战略不成功。

图表 21: 利润表预测 (悲观)

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3584.00	5979.09	7772.81	9949.20	12436.0
减: 营业成本	2346.93	4080.57	5364.80	6944.54	8776.44
营业税金及附加	19.52	29.66	38.56	49.35	61.69
营业费用	427.72	655.63	759.40	922.29	1078.24
管理费用	228.12	415.10	508.34	600.93	701.42
财务费用	26.10	20.17	78.74	43.24	25.57
资产减值损失	11.28	6.14	6.14	6.14	6.14
加: 投资收益	27.20	116.79	20.00	140.00	140.00
公允价值变动损益	0.00	22.88	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	551.52	911.49	1036.84	1522.70	1926.99
加: 其他非经营损益	83.50	36.47	53.67	53.67	53.67
利润总额	635.03	947.95	1090.50	1576.37	1980.66
减: 所得税	151.06	205.84	267.63	359.09	460.17
净利润	483.97	742.12	822.88	1217.28	1520.50
减: 少数股东损益	44.92	30.23	33.52	49.59	61.94
归属母公司股东净利润	439.05	711.88	789.36	1167.69	1458.56

资料来源: 财富证券

图表 22: 利润表预测 (乐观)

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3584.00	5979.09	8427.52	11867.64	16676.41
减: 营业成本	2346.93	4080.57	5849.55	8383.30	11998.68
营业税金及附加	19.52	29.66	41.81	58.87	82.73
营业费用	427.72	655.63	823.37	1100.13	1445.84
管理费用	228.12	415.10	551.16	716.81	940.55
财务费用	26.10	20.17	81.25	49.67	38.07
资产减值损失	11.28	6.14	7.18	7.18	7.18
加: 投资收益	27.20	116.79	20.00	140.00	140.00
公允价值变动损益	0.00	22.88	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	551.52	911.49	1093.21	1691.69	2303.36
加: 其他非经营损益	83.50	36.47	53.67	53.67	53.67
利润总额	635.03	947.95	1146.88	1745.36	2357.03
减: 所得税	151.06	205.84	281.72	401.34	554.26
净利润	483.97	742.12	865.16	1344.02	1802.77
减: 少数股东损益	44.92	30.23	35.24	54.75	73.44
归属母公司股东净利润	439.05	711.88	829.92	1289.27	1729.33

资料来源: 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10% 以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5% 以上；

免责声明

本报告仅供财富证券有限责任公司内部客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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（包括本公司内部客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研发中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研发中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438