

思美传媒 (002712.SZ)

强烈推荐

行业：营销服务

数字营销+内容营销带来新动力，持续扩张仍 可期待

思美传媒是有15年行业经验的民营广告商，基于整合营销商的定位形成了传统板块+数字营销+内容营销三大业务架构。传统板块内生增长稳健，拟收购数字营销商爱德康赛和内容营销商科翼传播。我们认为公司作为业内质地较优的营销商，将充分享受数字营销成长、内容营销崛起的红利，也具有持续拓展业务边界、力争上游的决心，公司市值较小也有较大的弹性。

投资要点：

- ◇ **整合营销成行业趋势，网络广告持续景气，内容营销热度渐升：**广告行业近年来三大趋势：(1) **服务模式：整合营销需求渐强烈。**横向整合媒介与垂直业务，纵向提供一站式服务，实现1+1>2的整合营销效果是赢得大广告主的关键，而外延并购是整合营销商边际成本较低、效率较高的成长路径。(2) **媒介供应：卫视渐强势、移动广告、关键词广告持续景气。**电视广告内部分化，卫视凭优质内容收入上扬；移动广告持续高度景气，关键词广告未来三年复合增长29%。(3) **新业态：预计内容与营销跨界融合带来800亿市场。**内容营销的成长来自植入对电视、视频硬广的替代+多种IP、播出渠道的拓展，广告商与内容商通过资本运作加速内容营销布局。
- ◇ **媒介代理+品牌管理稳扎稳打，内生增长稳定：**公司5年复合增长22%，三大优势为内生增长护航：(1) 进入亿级大直客时代，大额收益较有保障；客户分散在汽车、电商、金融、医药等多个行业，有利于经济疲弱下业务稳定。(2) 江浙卫视媒介资源+合宜的购买方式助益激烈竞争中保持营收与毛利稳定。(3) 成立思美研究院提升专业能力。
- ◇ **收购搜索引擎营销商爱德康赛，数字营销战略落地：**爱德康赛承诺15-19净利润分别为2500万、3250万、4225万、4648万和5112万，其是百度五星级代理、360教育行业核心代理，正在积极拓展移动广告业务。数字营销行业高景气+客户资源协同+优异团队，大概率能兑现业绩承诺。
- ◇ **拟收购科翼传播80%股权，实现内容营销全产业链布局：**公司上半年已有多个内容营销成功的案例，本身也有投资、制作影视的内生基因；而拟收购的科翼传播涵盖了内容宣发+品牌内容整合营销+内容制作等内容营销产业链各环节，曾为《中国好声音》连续4季、《奔跑吧！兄弟》连续3季提供互联网营销，还联合腾讯视频、爱奇艺等自制纯网内容。
- ◇ **设立产业并购基金，储备并购项目池，有望加速外延扩张步伐。**
- ◇ **盈利预测：**假设爱德康赛16年并表，预计15-17年最新摊薄EPS分别为1.14元、1.98元、2.66元，16、17年备考利润1.75亿、2.34亿，对应当前股价的PE为44.8倍、33.4倍，若将持续的外延并购预期纳入考虑，

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：林起贤

S0960115080016

0755-82026823

linqixian@china-invs.cn

6-12个月目标价：122.50

当前股价：88.98

评级调整：首次

基本资料

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 88 |
| 流通股本(百万股) | 29 |
| 总市值(亿元) | 78 |
| 流通市值(亿元) | 26 |
| 成交量(百万股) | 1.76 |
| 成交额(百万元) | 159.84 |

股价表现



相关报告

对应的 PE 将更低。看好公司在数字营销与内容营销的持续布局，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

- ◇ **风险提示**：传统广告代理竞争进一步加剧风险，收购公司业绩不达预期造成商誉减值风险，外延扩张不达预期风险。

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2151 | 2549 | 4201 | 5385 |
| 收入同比(%) | 31% | 19% | 65% | 28% |
| 归属母公司净利润 | 71 | 100 | 175 | 234 |
| 净利润同比(%) | -16% | 41% | 75% | 34% |
| 毛利率(%) | 12.1% | 12.1% | 11.2% | 11.3% |
| ROE(%) | 8.5% | 10.1% | 10.9% | 13.0% |
| 每股收益(元) | 0.80 | 1.14 | 1.98 | 2.66 |
| P/E | 110.55 | 78.33 | 44.83 | 33.40 |
| P/B | 9.42 | 7.91 | 4.87 | 4.33 |
| EV/EBITDA | 85 | 61 | 34 | 25 |

资料来源：中国中投证券研究总部

目 录

| | |
|--|-----------|
| 一、公司概况：从江浙广告龙头到全景整合营销服务商 | 6 |
| 二、行业分析：整合营销需求渐强烈，数字营销持续景气、内容营销热度渐升 | 9 |
| 1. 市场规模：2014 中国广告市场超 5600 亿，但占 GDP 比重低于 1% | 9 |
| 2. 服务模式：大客户对整合营销需求强烈，外延并购是行业成长推手 | 9 |
| 3. 媒介供应：电视广告市场卫视渐强势；移动营销持续景气，关键词广告仍受青睐 | 11 |
| 4. 新业态：内容即营销，跨界融合带来内容营销 800 亿市场 | 12 |
| 三、业务分析：传统板块+数字营销+内容营销多头并进，推动资源整合 | 15 |
| 1. 内生增长：媒介代理+品牌管理稳扎稳打，业绩优于同行业公司 | 15 |
| 2. 数字营销：收购爱德康赛，互联网广告布局落地 | 18 |
| 3. 内容营销：收购科翼传播，实现内容营销全产业链布局 | 20 |
| 4. 并购基金：储备并购项目池，有望加速外延扩张步伐 | 22 |
| 四、盈利预测 | 22 |
| 五、风险提示 | 22 |

图目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1 思美传媒发展历程 | 6 |
| 图 2 思美传媒营业收入及增长 | 7 |
| 图 3 思美传媒归母净利润及增长 | 7 |
| 图 4 思美传媒毛利率及净利率 | 7 |
| 图 5 思美传媒费用率 | 7 |
| 图 6 思美传媒资产减值损失及变化 | 7 |
| 图 7 思美传媒传统板块业务构成 | 8 |
| 图 8 思美传媒主营业务构成 | 8 |
| 图 9 收购爱德康赛后公司的股权结构 | 9 |
| 图 10 中国广告营业额 | 9 |
| 图 11 省广股份前五大客户营业额（亿元） | 10 |
| 图 12 整合营销服务将成行业趋势 | 10 |
| 图 13 省广股份外延并购情况 | 10 |
| 图 14 中国五大媒体广告收入规模（2008-2014） | 11 |
| 图 15 电视广告 2014 年刊例价变化 | 11 |
| 图 16 卫视 2014 年创收（亿元） | 11 |
| 图 17 网络广告与移动广告规模 | 12 |
| 图 18 不同形式网络广告市场份额 | 12 |
| 图 19 关键字广告规模及增长 | 12 |
| 图 20 本土品牌冠名及植入广告投入 | 12 |
| 图 21 2015 上半年卫视频道软广品牌、节目数前十 | 12 |
| 图 20 内容营销领跑视频营销 | 14 |
| 图 21 精品内容和传播渠道都在不断拓展 | 14 |
| 图 23 内容营销产业链 | 14 |
| 图 25 思美传媒客户 | 15 |
| 图 26 思美传媒 2014 年主要客户销售额（百万） | 15 |
| 图 27 电视广告营收及毛利率 | 16 |
| 图 28 思美传媒 2014 年主要供应商采购额（百万） | 16 |
| 图 29 思美传媒广告资源采购模式金额占比 | 16 |
| 图 30 思美传媒广告资源采购模式时长占比 | 16 |
| 图 31 三家公司媒介代理业务毛利比较 | 16 |
| 图 32 户外广告营收及毛利率 | 17 |
| 图 33 其他广告营收及毛利率 | 17 |
| 图 34 思美传媒品牌管理业务收入及毛利 | 17 |
| 图 35 SEM 产业链 | 18 |
| 图 36 爱德康赛七大产品 | 18 |
| 图 37 爱德康赛主要客户 | 19 |
| 图 38 爱德康赛 2014 年主要客户销售额（百万） | 19 |

图 39 科翼传播娱乐营销服务过的部分节目..... 21
图 40 科翼传播内容营销业务服务过的部分品牌..... 21

表目录

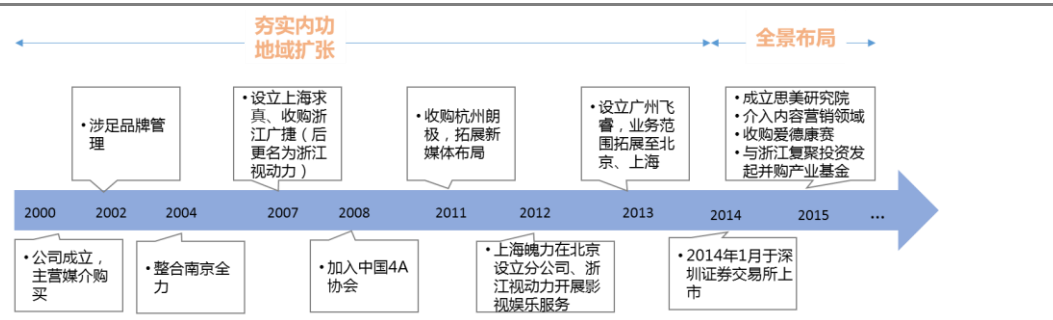
表 1 公司股权激励分配情况..... 8
表 2 湖南卫视 2016 长沙、北京招商已中标额（软广资源部分）..... 13
表 3 A 股公司在内容营销上的布局..... 15
表 4 爱德康赛主要财务数据..... 18
表 5 数字营销行业并购标的盈利承诺..... 19
表 6 思美传媒部分内容营销案例..... 20
表 7 科翼传播出品的内容..... 21

一、公司概况：从江浙广告龙头到全景整合营销服务商

2000年浙江思美广告有限公司在杭州成立，2007年12月整体变更设立思美传媒股份有限公司，2014年1月在深圳证券交易所挂牌上市。

地域扩张+业务拓展，全方位产业链布局雄心尽显。公司的发展大致可以分为两个阶段：**第一阶段，修炼内功+规模扩张**：IPO募投7559万建设媒介传播研发中心、2000万扩大媒介代理规模，拓展业务规模，强化专业能力；先后整合收购南京全力、浙江广捷、杭州朗极，设立上海魄力北京分公司、广州飞瑞，逐步扩展至华北、华中、华南，向全国广告市场进军。**第二阶段，拓展业务疆域，全景营销版图初现**：进入2015年，公司围绕全媒体覆盖与全产业链布局、为客户提供“一站式”整合营销服务的战略目标，确立了“传统板块+数字营销+内容营销”三大重点业务，与浙江复聚投资发起设立并购产业基金，加快产业链布局步伐。

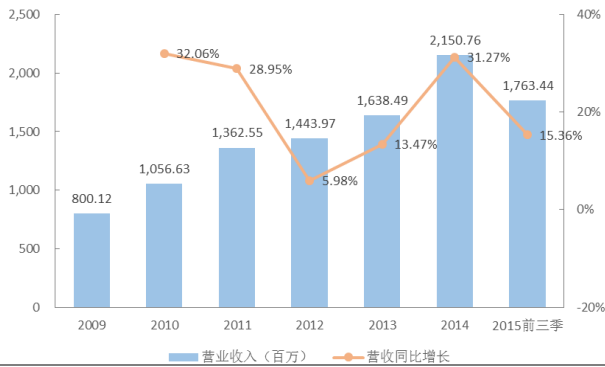
图1 思美传媒发展历程



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

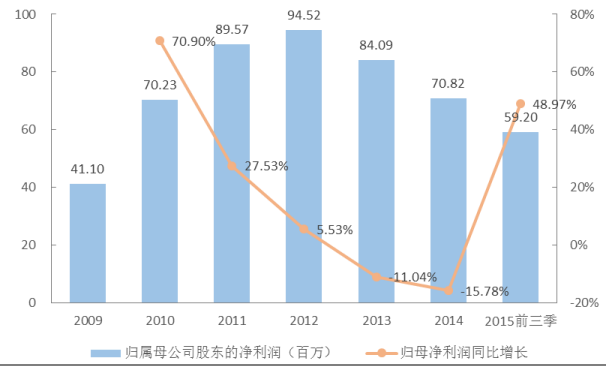
现有业务板块稳健增长，期待数字营销+内容营销带来成长动力。思美传媒自2009年起，营业收入保持稳定增长。2009-2014年营收复合增长率约为22%，2014年收入21.51亿，同比增长31.27%。10年来净利下降，2014年同比下降15.78%，为7,082万元。究其原因主要是资产减值损失较高掩盖了公司稳健的增长。从财务数据来看：(1)虽然市场竞争激烈以及区域拓展的影响，近两年毛利小幅下滑，但总体较为稳定；(2)2014-2015销售费用率和管理费用率上升系加强高端人才、互联网及品牌管理等业务人员布局所致，但人力投入有利于中长期发展；(3)2013-2014年资产减值损失较高直接掩盖了公司真实的成长能力。随着公司营业收入的扩大以及加强应收账款管理，冲回资产减值准备，净利实现回升。2015年前三季度营收增长15.36%，随着资产减值损失回归正常水平，净利润增长48.97%。

图 2 思美传媒营业收入及增长



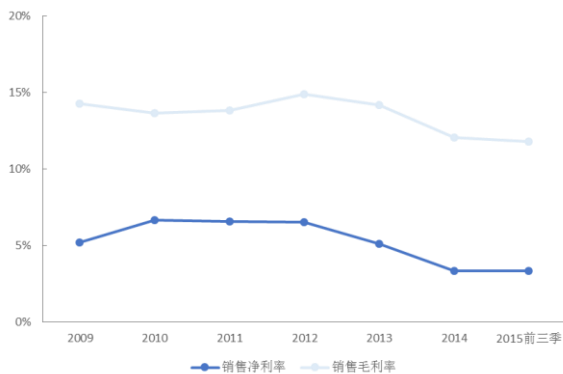
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 思美传媒归母净利润及增长



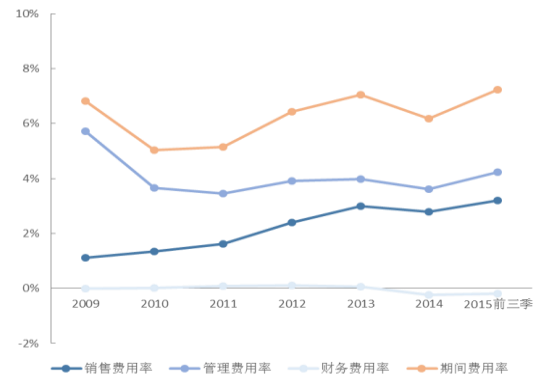
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 思美传媒毛利率及净利率



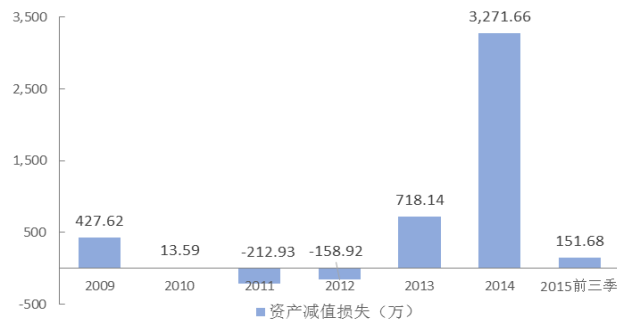
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 5 思美传媒费用率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 思美传媒资产减值损失及变化



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

思美传媒目前的主营业务按业务模式划分可以分为媒介代理和品牌管理服务。其中媒介代理服务是公司的业务，占比达到 95%以上。按服务内容划分包括媒介策略服务,购买执行服务,按媒体种类划分包括电视、户外、其他媒体(主要是互联网广告)。其中电视广告代理一直是公司是最重要的业务,近年占比虽有小幅下降,但仍保持在 80%左右,其他广告(包括互联网广告)基数小,但上升较快。公司今年加大力度促进业务多元化,着力点为业内炙手可热的垂直领域——数字营销和内容营销。公司以 32,500 万收购互联网搜索营销公司爱德康赛 100%股权,一半以发行股份支付,一半

以现金支付，交易正处于证监会反馈意见阶段。爱德康赛承诺 2015 -2019 年度经审核税后净利润分别不低于 2,500 万元、3,250 万元、4,225 万元、4,647.5 万元、5,112.3 万元，若实现业绩承诺，并表将直接增厚公司利润。此外，公司开始介入内容营销，拟以 40,000 万元收购内容营销商科翼传播 80%股权。

图 7 思美传媒传统板块业务构成

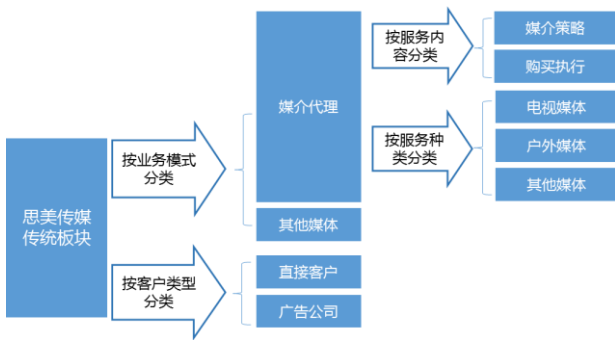
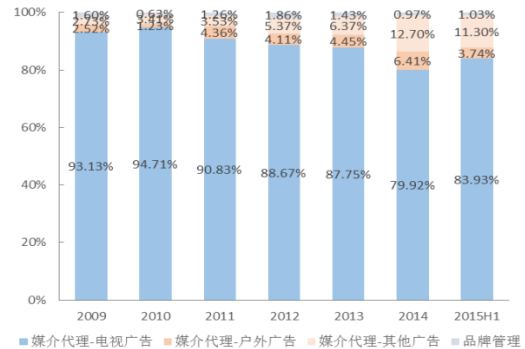


图 8 思美传媒主营业务构成



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

股权激励提振士气，发展动力加足：2014 年底，公司面向公司员工制定了限制性股权激励草案，解锁条件要求 14-17 年净利润和收入的年复合增速为 14.4%，方案已经实施。广告是人力资本密集型行业，股权激励为公司的长期发展加足马力。

表 1 公司股权激励分配情况

| 姓名 | 职务 | 授予限制性股票数量(万股) | 占实际授予股票总数的比例 | 占公司总股本的比例 |
|-----------------------|------------|---------------|--------------|-----------|
| 潘海强 | 副总经理、董事会秘书 | 15 | 5.05% | 0.18% |
| 张国昀 | 副总经理、财务总监 | 15 | 5.05% | 0.18% |
| 核心技术、业务、管理人员(共计 63 人) | | 233 | 78.45% | 2.73% |
| 预留限制性股票 | | 30 | 10.10% | 0.35% |
| 合计(66 人) | | 297 | 100.00% | 3.48% |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

注：公司总股本按收购爱德康赛之前的股本统计

公司通过发行股票及募集配套资金的方式收购爱德康赛 100%的股权，交易完成后，思美传媒麾下共有 8 家控股子公司，包括爱德康赛(数字营销)，华意纵驰(创意策划)、浙江视动力(影视娱乐，内容营销)，朗极科技(新媒体)，上海魄力(媒介策略与代理)，以及上海、广州等地的区域公司，南京全力于 2015 年 1 月清算并注销。思美传媒董事长朱明虬持有 46.31%的股权，仍为公司控股股东及实际控制人，爱德康赛交易方刘申、西藏爱威诚投资管理中心分别持股 2.09%、0.75%。

图 9 收购爱德康赛后公司的股权结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

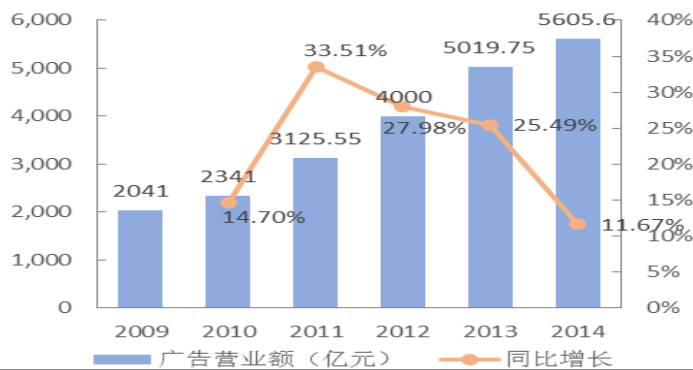
注：刘申、西藏爱信威诚投资管理中心为爱德康赛交易方

二、行业分析：整合营销需求渐强烈，数字营销持续景气、内容营销热度渐升

1. 市场规模：2014 中国广告市场超 5600 亿，但占 GDP 比重低于 1%

2011-2014 中国广告业营业额复合增长率为 22.39%，2014 年中国广告经营额再创新高，达到 5605.6 亿元，但仍仅为 GDP 的 0.88%。随着中国企业创新战略、品牌战略的持续推进，广告行业仍有较大的成长空间。

图 10 中国广告营业额



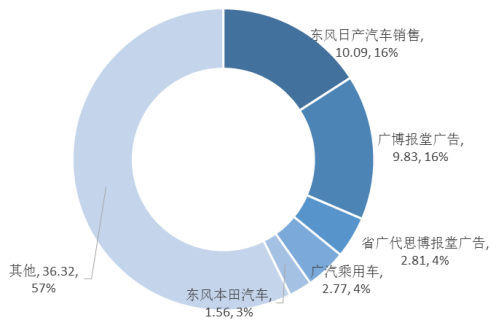
资料来源：工商总局、中国中投证券研究总部

2. 服务模式：大客户对整合营销需求强烈，外延并购是行业成长推手

大客户是广告服务商持续稳定营收的重要保证：广告行业是客户导向型的行业，大型广告主不仅能保证业务收入的稳定性，并且交易成本也能逐次降低。以国内行业龙头省广股份为例，2014 年前五大客户贡献了 43% 的收入，尤其东风日产、广博报堂广告两个十亿级的大客户，是其收入来源的重要保证。

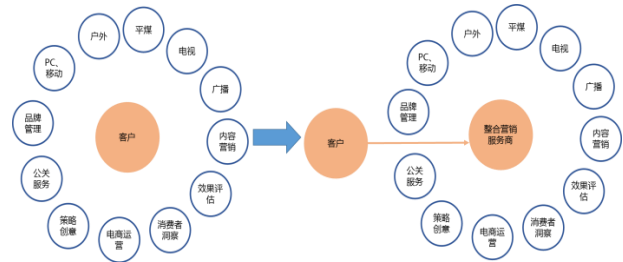
大客户对整合营销服务需求越来越强烈：过去，营销行业的服务模式主要是多家专注于不同垂直领域的营销商各司其职，共同为客户服务。随着媒介碎片化，受众注意力分散化，新的传播媒介、新的营销手段不断涌现，对整合营销服务的需求也更为强烈。整合营销包括横向整合不同媒介渠道与纵向上打通品牌管理、策略、创意、投放、监测、电商服务等多个产业链环节，以实现 1+1> 2 的营销效果，同时降低广告主的营销成本。整合营销服务模式下，广告主与整合营销商签约，由整合营销商负责整合旗下多家专业机构。通过业务协同整合为广告主提供一站式服务，是开拓增量大客户、增强存量客户的粘性的重要路径。

图 11 省广股份前五大客户营业额（亿元）



资料来源：工商总局、中国中投证券研究总部

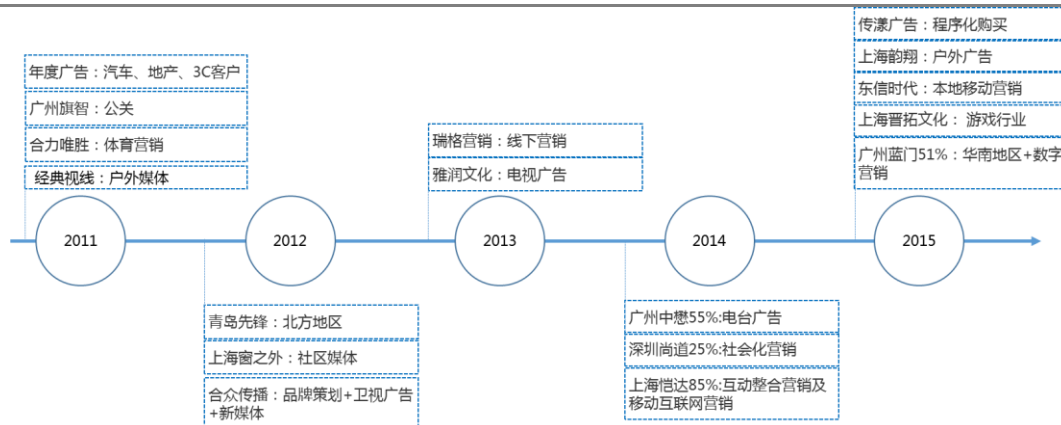
图 12 整合营销服务将成行业趋势



资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

通过外延并购，进行产业链延伸是整合营销商的成长之路：营销行业具有开拓存量客户壁垒较高、新增媒体培育期长等特点，通过外延并购来扩展实现多元化业务布局是边际成本较低、效率较高的整合营销服务商成长途径。以省广股份为例，其原是立足于华南地区的传统媒介代理商，上市以来通过多次资本运作，进行区域拓展、行业客户拓展、多元化业务布局，以整合更多优质资源服务，打造专业的整合营销传播运营平台。

图 13 省广股份外延并购情况

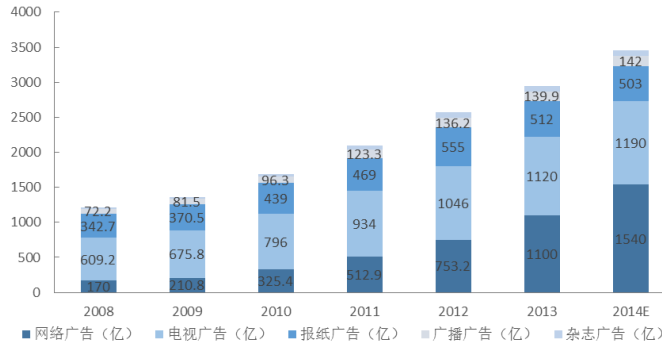


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

3. 媒介供应：电视广告市场卫视渐强势；移动营销持续景气，关键词广告仍受青睐

电视广告增速放缓，但总体上仍是国内广告主媒介投资的主导力量之一。从广告行业细分产业市场看，电视广告仍是最主要的广告渠道，但是增速放缓，并且被互联网广告赶超，但根据艾瑞的数据，总体而言电视广告市场份额仍有 35%，2014 规模为 1190 亿。

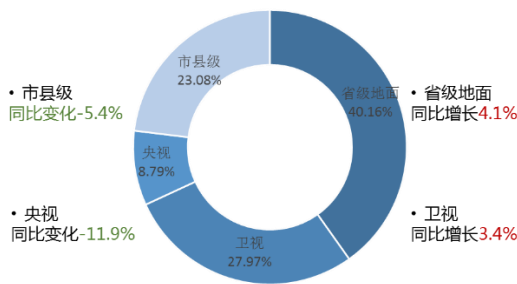
图 14 中国五大媒体广告收入规模（2008-2014）



资料来源：艾瑞、中国中投证券研究总部

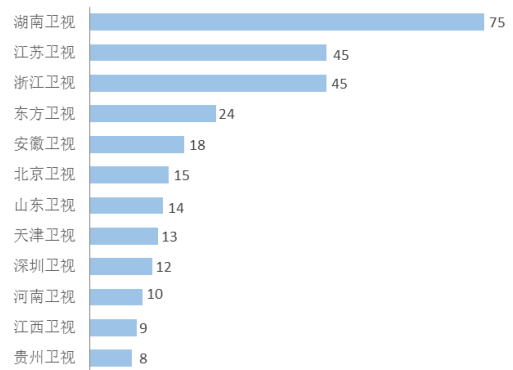
电视媒体冰火两重天，拥有优质内容的卫视渐强势：2014 年电视媒体刊例营收增幅呈现两极分化，省级地面频道组和省级卫视频道组分别增长 4.1%和 3.4%。而央视频道组同比下降 11.9%，市县级频道组同比下降 5.4%。卫视创收马太效应明显，第一梯队湖南卫视、江苏卫视、浙江卫视、东方卫视创收总 189 亿，而这些卫视的共同特点是依靠优质的节目内容占有较高的收视份额。

图 15 电视广告 2014 年刊例价变化



资料来源：CTR、中国中投证券研究总部

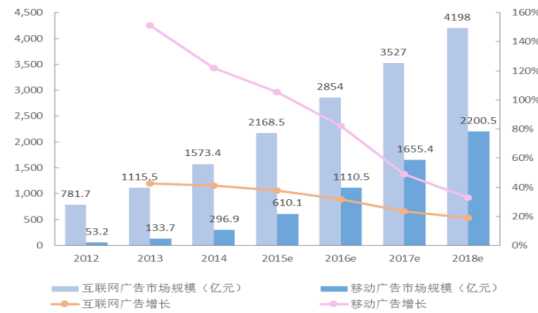
图 16 卫视 2014 年创收（亿元）



资料来源：CTR、中国中投证券研究总部

互联网广告规模超过 1500 亿，移动营销持续高度景气：2012 年-2014 年，互联网广告市场规模从 781.7 亿元增长到 1,573.4 亿元，14 年同比增长 41.0%。目前网络广告市场趋于成熟，预计未来增速有所放缓。移动广告 2014 年的规模为 296.9 亿，增速高达 122%，预计 15-17 年增速为 105.5%、82.0%、49.1%。

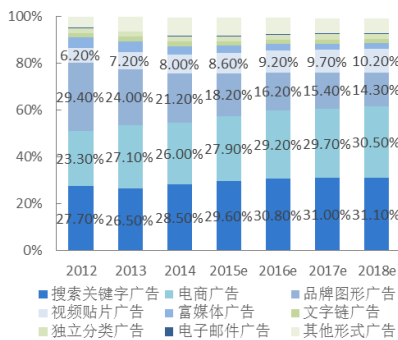
图 17 网络广告与移动广告规模



资料来源：艾瑞、中国中投证券研究总部

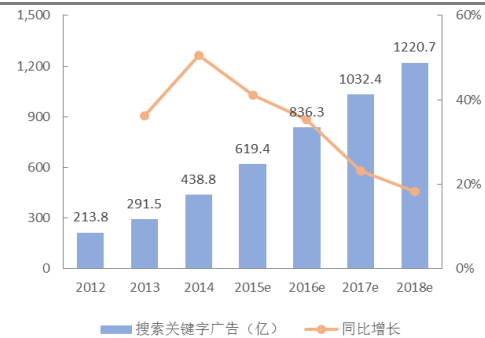
关键字广告最受青睐，预计 14-17 复合增长 29%：在不同的互联网广告形式中，关键字搜索广告 2014 年市场规模达 438.8 亿元，占比达 28.5%，份额最高，预计 15、16、17 年增速为 41.2%、35.3%、23.2%，14-17 年复合增速为 29.15%。关键字搜索广告的增长动力来自百度、360 等巨头的布局，也得益于移动搜索广告的迅速成长。

图 18 不同形式网络广告市场份额



资料来源：中国产业信息网、中国中投证券研究总部

图 19 关键字广告规模及增长



资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

4. 新业态：内容即营销，跨界融合带来内容营销 800 亿市场

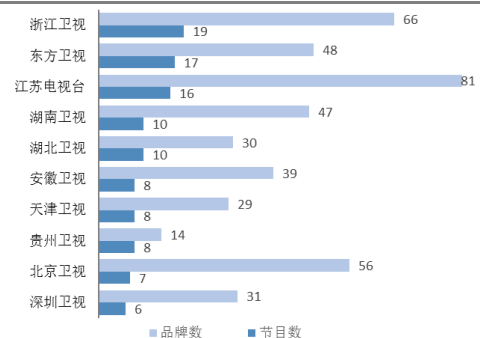
在媒介碎片化，受众注意力分散化的时代，硬广的营销作用正在下降，强调情感链接、娱乐化的内容营销越来越成为链接品牌与消费者的重要手段。广告主对内容营销的热情从上亿冠名费可见一斑，各大卫视依托优质节目参与到内容营销的大军，浙江卫视、东方卫视、湖南卫视、江苏卫视植入品牌数、节目数最多。

图 20 本土品牌冠名及植入广告投入



资料来源：击壤电视广告云监测、中国中投证券研究总部

图 21 2015 上半年卫视频道软广品牌、节目数前十



资料来源：击壤电视广告云监测，中国中投证券研究总部

我们认为，内容营销市场仍有很大成长空间，2017 年约为 800 亿：

(1) 软广对电视、视频硬广的替代日渐明显：几大卫视依靠优质节目吸金，以湖南卫视为例，2016 年广告招商计划为 100 亿，目前通过两场招商会已完成 75 亿的招商，其中冠名、合作伙伴等软性广告中标额已总计达 59 亿，超过全年目标额的一半。华扬联众的调查显示，42% 的广告主计划 2015 年在视频营销中经常使用品牌自制内容；38% 将会经常使用内容植入、冠名和赞助，但是对 PC 视频展示广告、贴片广告的热情在下降。

(2) 内容营销的外延仍在不断拓展。1.0 时代，内容营销几乎主要表现为影视剧植入、软文，是一个狭小的垂直市场。到了 2.0 时代，内容营销的范围扩大了。在内容生产方面，围绕品牌定位利用影视、综艺、体育、游戏、文字等文化内容进行整合营销都属于这一范畴，文化内容的制作方不再局限于电视台和制片厂，爱奇艺、腾讯、乐视等在线视频网站纷纷提出纯网内容的战略，加入内容制作的大军；传播渠道上，不再局限于电视台、院线和平媒，同样的内容可以在多个渠道同时播出，形在立体式传播。营销形式上，新的业态也在不断出现，品牌植入之外、结合 IP 的品牌线上线下传播，伴随内容产生的衍生产品、“边看边买”的电商模式等。此外，同一个 IP 可以开发出不同形态的内容，同一个 IP 也可以与多个品牌深度融合，朝向生态圈的方向演化。

表 2 湖南卫视 2016 长沙、北京招商已中标额（软广资源部分）

| 品牌 | 中标额（亿元） | 内容 | 营销形式 |
|--------------|----------------|-------------------|-----------|
| 伊利 | 11 | 《我是歌手 4》《爸爸去哪儿 4》 | 独家冠名 |
| 韩束 | 10 | 《金鹰独播剧场》《天天向上》 | 独家冠名 |
| 蒙牛 | 8 | 《全员加速中 2》《夏日甜心》 | 独家冠名 |
| Vivo | 7 | 《快乐大本营》 | 独家冠名及相关资源 |
| OPPO | 5 | 《偶像来了》 | 独家冠名及相关资源 |
| 蓝月亮 | 4 | 《旋风孝子》 | 独家冠名及相关资源 |
| 君乐宝 | 3 | 《金鹰独播剧场》《钻石独播剧场》 | 合作伙伴 |
| 唯品会/RIO/某品牌 | 1.3/1.05/1.02 | 《全员加速中 2》 | 合作伙伴 |
| 乐视/美丽说 | 1.01/0.95 | 《我是歌手 4》 | 合作伙伴 |
| 滋源/法兰琳卡 | 0.61/0.61 | 《金鹰独播剧场》第一季度 | 合作伙伴 |
| 滋源/法兰琳卡/某品牌 | 0.61/0.61/0.27 | 《金鹰独播剧场》第二季度 | 合作伙伴 |
| 滋源/法兰琳卡/引力传媒 | 0.61/0.61/0.28 | 《金鹰独播剧场》第三季度 | 合作伙伴 |
| 滋源/法兰琳卡 | 0.61/0.61 | 《金鹰独播剧场》第四季度 | 合作伙伴 |

资料来源：网络公开资料、中国中投证券研究总部

(3) 我们测算，品牌内容营销 2017 年约为 800 亿。内容营销目前主要形式是电影、电视剧、综艺节目植入与在线视频的植入广告。电视广告：假设电视广告年增速 7%，2017 年约 1458 亿，市县级电视广告之外的市场软广占比达一半，则有 583 亿。视频广告：艾瑞预计 17 年视频广告规模 427 亿。随着视频网站大力布局网生内容战略，预计软广的比例将达 50%，即规模有 214 亿。电影植入广告收入 根据艺恩咨询统计，2013 年电影植入广告近 10 亿元，占当年电影产业规模(277

亿)的3.6%，若按15年电影产业470亿，此后16、17年同比增速20%，植入广告占比不变计算，则17年电影植入广告规模有25亿。**三部分加总，2017年内容营销规模总计822亿。**若将广告主在基于IP授权的线上线下二次传播、电商营销、捆绑品牌与IP的衍生品开发等支付的费用、以及游戏、软文植入等细分领域规模也计算在内，规模则更大。

图 20 内容营销领跑视频营销

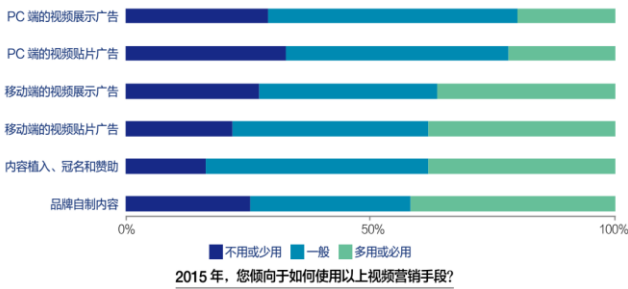
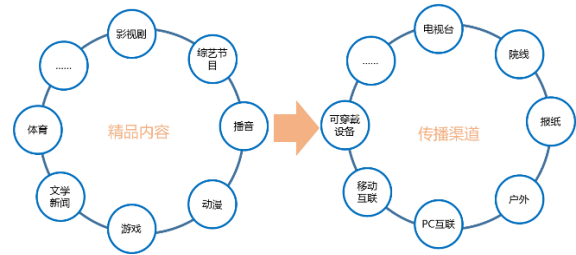


图 21 精品内容和传播渠道都在不断拓展

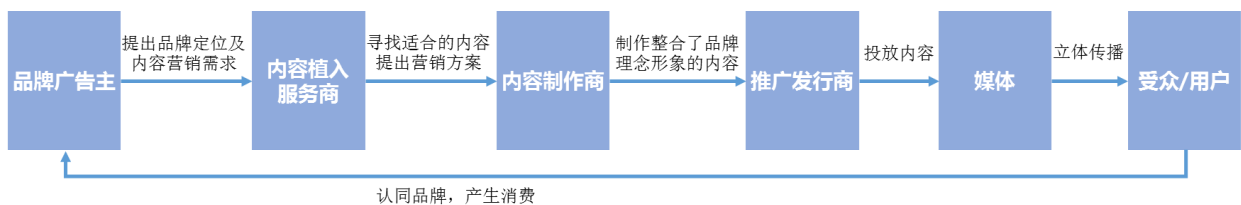


资料来源：华扬联众、中国中投证券研究总部

资料来源：华扬联众，中国中投证券研究总部

内容+营销跨界合作，产业链布局上下游渐打通。内容营销产业链包括品牌广告主、受众，以及植入方案、制作文化内容、推广发行、内容投放、立体传播等环节的中间服务商。中间服务商主要包括两类：(1) 整合营销服务商：主要职能体现在内容植入、媒介代理、内容播出后的二次传播等，制胜要素在于客户资源，以及提供一站式服务的能力。(2) 内容制作商：内容制作商将品牌广告主的诉求融入到精品文化内容的制作当中，目前一二线卫视凭借优质节目资源吸引众多品牌植入广告，随着网生内容、自媒体、体育、游戏等IP多点开花，充足的内容供给将进一步促进产业链的繁荣。(3) 内容制作商与整合营销商的边界正在逐渐消融，传统影视公司通过介入广告业务促进文化内容的商业化，一些营销服务商加大内容营销力度，介入节目制作与投资，呈现出向前端渗透趋势。华录百纳收购蓝色火焰、华策影视投资合润传媒、引力传媒投资中视星驰，就是这种并购融合趋势的体现。

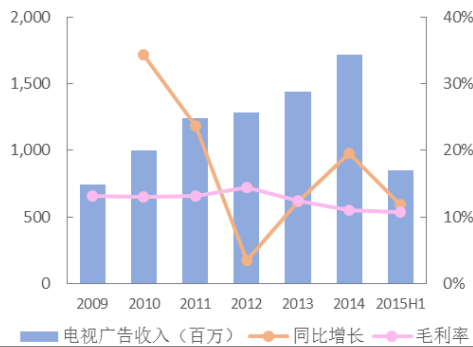
图 23 内容营销产业链



资料来源：中国中投证券研究总部

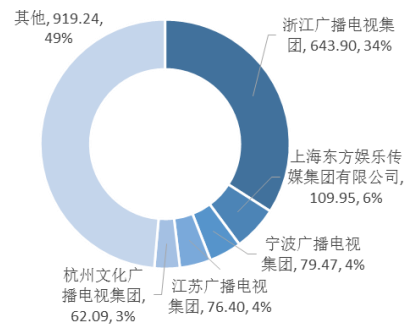
利为 11.02%。在电视广告增速放缓、媒介代理竞争日趋积累的情况下，公司媒介代理毛利与主营电视广告的同行业公司相比较为稳定，我们认为不仅得益于比稿能力提升带来增量直客，还得益于与上游媒介供应商建立稳定的合作：(1) 凭借江浙地区卫视的媒介资源优势，能获得品牌主青睐。2014 年的主要供应商包括浙江广电(浙江卫视)、东方娱乐(东方卫视)、江苏广电(江苏卫视)。(2) 采购方式以销订购为主，强势资源以买断为主，控制渠道成本上升：公司以销订购的媒介资源 80%以上，通过为客户量身定做广告投放策略，实现广告边际效用最大化；用时间买断来抵御电视广告刊例价的变化风险，同时进一步提升媒体广告定价权，在近年强势媒体市场话语权较大、渠道成本上升的背景下意义较大。公司买断式资源包括浙江卫视、杭州电视台少儿频道、杭州电视台明珠频道、江苏影视频道、江苏综艺频道等。

图 27 电视广告营收及毛利率



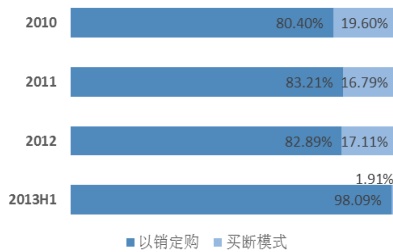
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 28 思美传媒 2014 年主要供应商采购额 (百万)



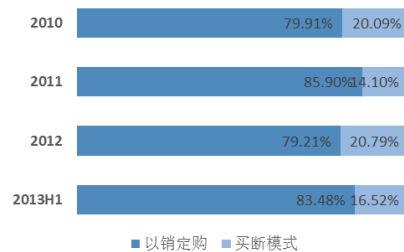
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 29 思美传媒广告资源采购模式金额占比



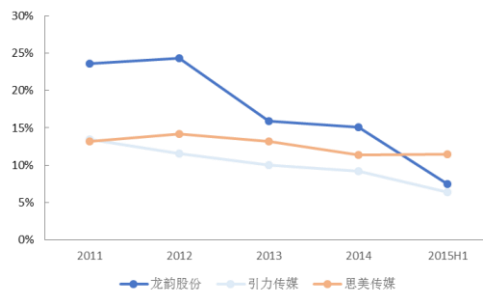
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 30 思美传媒广告资源采购模式时长占比



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 31 三家公司媒介代理业务毛利比较

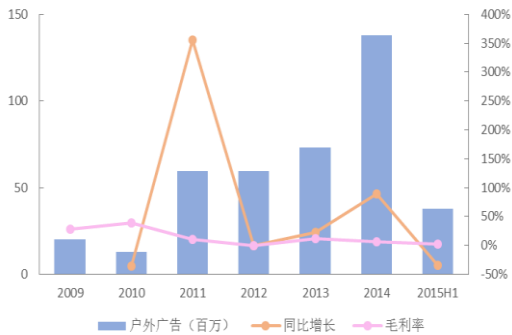


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

注：龙韵股份由于 11-14 年媒介代理超过一半是独家代理故整体毛利较高，但随着一线媒介资源常规代理业务（引力传媒、思美传媒主要是常规代理）的拓展，整体毛利下滑严重。

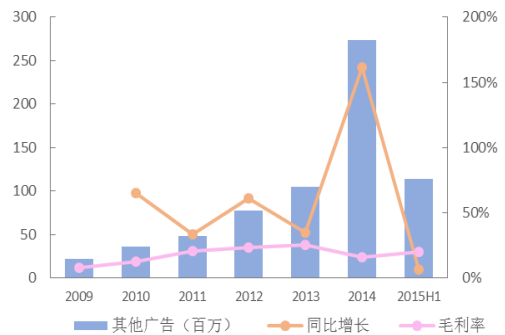
户外广告+互联网广告，初步具备多媒体整合营销能力：公司的户外广告与互联网广告占比较小，但是通过多种媒介的覆盖，有助于满足客户的多种需求。户外广告方面，公司开拓了杭州市地下通道和杭州延安路黄金商区的户外大幅广告牌资源，并建造了龙翔服饰城户外大幅 LED 广告屏，由于户外资源通常打包销售，因此毛利波动性较大。互联网广告代理方面：营收规模较小，但是增长较快，是电视广告、户外广告之外的主要的业务：2014 年公司互联网业务以综合性互联网营销服务为发展方向，互联网视频投放为主要突破口，实现业务收入 4,993 万元，同比增长 142%。2015 年上半年，以互联网视频投放、搜索引擎营销为主要增长点，营收 0.42 亿元，约占其他广告业务 37%，营收比去年同期增长约 190%。

图 32 户外广告营收及毛利率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

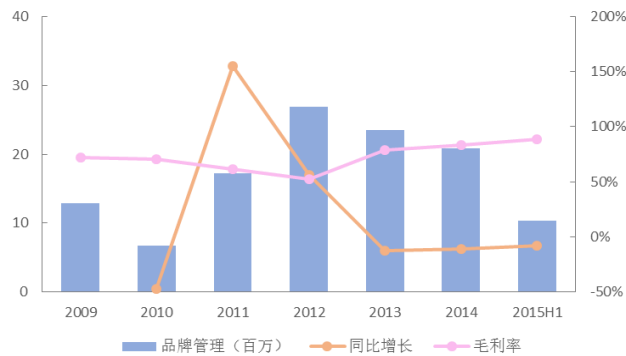
图 33 其他广告营收及毛利率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

品牌管理业务注重扩大单个优质客户业务规模：2010 年，公司调整品牌管理发展策略，从追求客户数量向扩大单个优质中大型客户的业务规模转变，使营收同比下滑但很快恢复，2013-2015 上半年营收下滑则系剥离毛利较低的产品设计业务所致。战略调整虽使短期收入下降但长期来看，公司集中资源进行大客户服务且集中于利润较高的业务领域，有助于提升盈利能力，2015H1 毛利率达到 89%。2015 年公司赢得了友邦吊顶、贵阳银行、凯蒂猫主题公园等优质客户，为后续获取家居、金融、旅游等高潜力行业大客户奠定了基础。预期未来随着公司在细分领域树立品牌影响力，品牌管理业务规模将进一步扩大。

图 34 思美传媒品牌管理业务收入及毛利



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

加强媒介传播研究，提升运营效率与专业服务能力：公司投入 2500 万元建设的媒介传播研发中心项目已经完成，将提高公司运营效率程度与媒介策略研究能力；2015

年上半年公司设立思美研究院，邀请业内知名市场研究专家加盟，提升重点行业研究与消费者洞察能力，以提升思美的专业服务能力，为获取增量客户建立扎实根基。

2. 数字营销：收购爱德康赛，互联网广告布局落地

爱德康赛是一家服务于 KA 客户的 SEM (Search Engine Marketing , 搜索引擎营销) 代理商，为广告主提供搜索营销策略、广告投放、优化、效果监测等服务，向客户收取服务费，同时根据其在搜索引擎投放的广告量获得搜索引擎的销售返点。爱德康赛目前已开发七大产品协助广告主优化其数字营销策略。

图 35 SEM 产业链

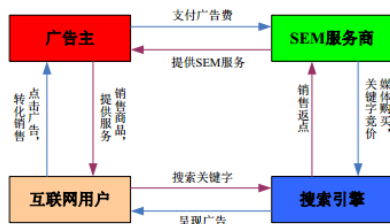


图 36 爱德康赛七大产品



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：爱德康赛官网、中国中投证券研究总部

爱德康赛承诺 2015-2019 净利润分别为 2500 万元、3250 万元、4225 万元、4647.5 万元和 5112.3 万元，并与思美传媒签订业绩补偿协议，其中 2015 年承诺净利润为 2014 年的 54.5 倍。

表 4 爱德康赛主要财务数据

| 项目 | 2015 年 1-3 月 | 2014 年度 | 2013 年度 |
|------------|--------------|-----------|----------|
| 营业收入 (万) | 8,168.32 | 32,819.69 | 9,689.57 |
| 毛利率 | 2% | 7% | 9% |
| 净利润 (万) | 79.74 | 45.87 | -170.31 |

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

我们认为爱德康赛业绩承诺的可实现性在于：

互联网广告市场处于高速增长通道：(1) 数字营销行业总体景气，根据艾瑞咨询的估计，2015-2018 年搜索关键词广告 15、16、17 年增速为 41.2%、35.3%、23.2%；移动营销的增长率为 105.5%，82.0%，49.1%；(2) 横向来看，数字营销公司被收购时做出的盈利承诺都较高，如煜唐联创（SEM 营销商品众互动的母公司）承诺 2014 年实现净利润 2673% 的增长。

表 5 数字营销行业并购标的盈利承诺

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | |
|----------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 煜唐联创 | 利润 (百万) | 2.37 | 65.63 | 100.00 | 130.00 | 169.00 |
| (天龙集团收购) | 增长率 | | 2673% | 52% | 30% | 30% |
| 金源互动 | 利润 (百万) | 3.30 | 34.31 | 40.00 | 48.00 | 55.00 |
| (明家科技收购) | 增长率 | | 941% | 17% | 20% | 15% |
| 互众广告 | 利润 (百万) | 1.50 | 51.89 | 100.06 | 130.00 | 169.02 |
| (吴通通讯收购) | 增长率 | | 3355% | 93% | 30% | 30% |
| 上海传漾 | 利润 (百万) | | 12.50 | 45.00 | 58.50 | 76.05 |
| (省广股份投资) | 增长率 | | | 260% | 30% | 30% |
| 爱德康赛 | 利润 (百万) | -1.70 | 0.46 | 24.74 | 32.14 | 42.18 |
| (思美传媒收购) | 增长率 | | | 5293% | 30% | 31% |

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

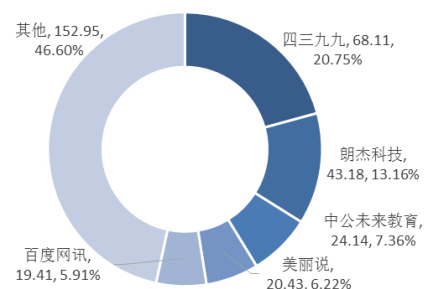
爱德康赛具备丰富的 SEM 经验+加速移动营销业务布局：(1) SEM 经验丰富打下扎实根基：爱德康赛技术研发团队超过 50 人，来自百度、搜狐、友盟、艾德思奇、友盟等互联网公司，在 SEM 广告系统/工具研发、网站搭建、数据库产品开发和无线 APP 开发方面拥有丰富经验。目前，爱德康赛是百度认证五星级代理商（全国共十三家），360 教育行业核心代理商（全国共两家），并与搜狗、神马搜索建立了稳定的业务合作关系；客户方面，目前已为近 100 家企业提供互联网营销解决方案，客户行业分布在教育、金融、电商、游戏、电子产品、快消等。(2) 积极布局移动营销，带来新驱动：移动营销增长较快，毛利也较高。在百度、360 等搜索引擎向移动端转移时，爱德康赛也拓展了移动搜索广告业务，2014 年获得百度颁发的“百度无线突破奖”；2014 年引进移动营销团队（主要来自移动广告平台友盟），开拓移动展示广告业务，并大力研发移动 APP 投放分发监控技术、移动 DSP 技术等移动互联网广告技术，支撑爱德康赛在移动互联网领域的快速发展。

图 37 爱德康赛主要客户



资料来源：爱德康赛官网、中国中投证券研究总部

图 38 爱德康赛 2014 年主要客户销售额 (百万)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

爱德康赛历史业绩基数较小，正处于快速增长中：爱德康赛 2014 年营业收入和净利润较 2013 年分别增长 238.70%和 126.97%，业务规模的增长受益于搜索关键字广告增长的行业红利+引进新团队强化客户拓展能与服务能力，盈利能力的提高缘于代理规模提升可获得搜索引擎更高的返点+拓展 360、搜狗、神马搜索等搜索引擎媒体业务，相比于百度，这些搜索引擎媒体的销售毛利率更高。爱德康赛成立时间短，14 年才实

现盈利且仅为 46 万元,基数较小,在加强移动端业务布局+品牌影响力增强的前提下,业绩进一步爆发可期。截止 2015 年上半年,爱德康赛已签订合同金额为 20805 万元,占预计总收入比为 31%,广告支出的季节性+移动端开拓两重影响下,下半年业绩有望超过上半年。

与思美传媒客户资源协同可带来广阔市场:思美传媒的客户主要是大中型广告主营销支出大,全媒体覆盖的需求较高,预期爱德康赛被收购后,将与思美传媒实现业务整合,客户资源协同效应发挥前提下,专业服务能力的积淀带来业绩的释放有较大的可实现性。

3. 内容营销:收购科翼传播,实现内容营销全产业链布局

2015 年上半年,思美传媒开始介入内容营销业务,并将内容营销作为三大重点业务之一。内容营销近来受到品牌广告主重金追捧,开拓这一新业务有望驱动公司业绩进一步提升。

公司本身具有融合内容与营销的内生基因:(1) 公司上半年已实现多个成功案例:公司设立了植入营销部,专业为品牌量身打造媒体植入营销方案。上半年试水内容营销,包括天猫冠名《极限挑战》,佰草集冠名《出发吧爱情》,蘑菇街首席赞助《花样姐姐》,来伊份植入《虎妈猫爸》等,上述综艺及电视剧收视成绩都较为亮丽。以来伊份植入为例,思美传媒来伊份的品牌调性与《虎妈猫爸》剧情相融合,同时利用各类授权在实体店及网点等渠道进行 O2O 整合营销推广。(2) 丰富的内容投资制作经验+卫视渠道资源:公司旗下的思美视动力有微电影制作经验。2015 年公司与新丽传媒联合出品电视剧《虎妈猫爸》、电影《杜拉拉追婚记》(定档 12 月上映),其中《虎妈猫爸》2015 年多次成为同时段收视冠军,网络点击更创造了 9 天破 10 亿、16 天破 21 亿的成绩,同时在全球 9 个国家和地区同步播出(来源:公司官方微信公众号)。此外,公司与既是强势媒介渠道,又是优质节目生产商的东方卫视、浙江卫视等有长期稳定的合作。

表 6 思美传媒部分内容营销案例

| 品牌广告主 | 营销形式 | 内容 | 首播渠道 |
|-------------|---------------|-----------|------|
| 天猫国际(电商平台) | 独家冠名 | 综艺《极限挑战》 | 东方卫视 |
| 佰草集(护肤美妆) | 独家冠名 | 综艺《出发吧爱情》 | 浙江卫视 |
| 蘑菇街(时尚电商平台) | 首席赞助 | 综艺《花样姐姐》 | 东方卫视 |
| 来伊份(食品) | 植入+O2O 整合营销推广 | 电视剧《虎妈猫爸》 | 东方卫视 |

资料来源:爱德康赛官网、中国中投证券研究总部

收购科翼传播 80% 股权,外延扩张加速内容营销布局:公司 11 月公告拟使用自筹资金购买上海巧瞰投资管理中心持有的科翼传播 80% 的股权,预计交易价格为 4 亿元。科翼传播在娱乐营销+品牌内容整合营销+内容制作等产业链各环节都有布局。

- **娱乐整合营销:**科翼传播为综艺节目及影视剧提供营销推广服务,通过明星话题、节目形式、行业深度等多角度挖掘节目宣传点,借势营销策划事件和话题,

借助电视、网络、平面等立体化娱乐行销平台，将节目宣传效果最大化。科翼曾服务超过 50% 的现象级节目，与湖南卫视、浙江卫视、东方卫视、天津卫视、深圳卫视、星空传媒、灿星制作、贵州卫视、腾讯视频、爱奇艺建立了合作，是《中国好声音》连续 4 季的唯一娱乐整合营销服务提供商，也是《奔跑吧！兄弟》连续 3 季的互联网营销公司。

- **内容营销**：将娱乐内容与商业品牌的营销相结合，致力于帮助商业品牌制定内容营销策略、digital 领域的互动活动设计、社会化媒体营销。目前，已有上海大众、可口可乐、伊利、美丽说、百雀羚、蒙牛等商业客户，由科翼提供内容营销、数字化品牌与互动创意和社会化媒体营销服务。

图 39 科翼传播娱乐营销服务过的部分节目



资料来源：科翼传播官网、中国中投证券研究总部

图 40 科翼传播内容营销业务服务过的部分品牌



资料来源：科翼传播官网、中国中投证券研究总部

- **“互联网+娱乐制作”**：科翼传播近年逐渐向内容制作端渗透，并主要从形式与题材都更为灵活的网生内容入手，曾联合腾讯视频、爱奇艺等合作伙伴出品了《魅力野兽》、《有料》、《剧透》、《oh my 思密达》、《我的老妈是极品》、《男左女右网络版》等网络自制内容。

表 7 科翼传播出品的内容

| 节目 | 内容简介 | 总播放量 | 联合出品方 |
|-----------|-------------|-------------------|-------|
| 魅力野兽 | 特效化妆恋爱真人秀 | 腾讯视频 25348 万次 (总) | 腾讯视频 |
| 有料 | 资讯类娱乐节目 | 腾讯视频 57019 万 (总) | 腾讯视频 |
| 剧透 | 影视幕后揭秘节目 | 腾讯视频 18677 万 (总) | 腾讯视频 |
| oh my 思密达 | 韩娱评论类节目 | 腾讯视频 58572 万 (总) | 腾讯视频 |
| 我的老妈是极品 | 《妈妈咪呀》节目后传 | 爱奇艺最新一期播出 27 万 | 爱奇艺 |
| 男左女右网络版 | 李湘主持的明星互动节目 | 爱奇艺最新一期播出 197 万 | 爱奇艺 |

资料来源：科翼传播官网、中国中投证券研究总部

内外双修,实现内容营销全产业链覆盖：科翼传播与公司现有的卫视广告代理业务、内生的整合营销服务协同性较高，经过整合后公司将具备从品牌内容整合营销、内容制作、媒介代理的内容营销一站式服务能力，并且实现内容资源上从传统影视到网络自制内容的拓展、媒介渠道从强势卫视到大流量、高粘性的在线视频的拓展，实现内容营销业务全面升级。科翼传播成长路径是从内容的推广与商业化运营逐步向内容制作端渗透，预期公司将通过资源整合以及加大内容投资力度持续加强内容营销的战略布局。

4. 并购基金：储备并购项目池，有望加速外延扩张步伐

公司与浙江复聚投资联合发起文化产业并购基金，总规模 1 亿元，思美传媒作为基金有限合伙人，出资总额 3000 万元。该并购基金重点关注互联网广告、营销推广、内容制作、传播媒体等领域。参考省广股份等行业龙头的成长路径，我们认为，公司持续继续通过外延并购强化整合营销能力的预期较强。而产业并购基金可为思美传媒储备并购项目，加快公司外延式发展的步伐。

四、盈利预测

核心假设：(1) 内生增长：市场研究专业能力的增强以及直接客户的大力开拓前提下，预期公司内生增长仍旧稳健。(2) 外延扩张：考虑到关键字广告与移动广告的迅猛成长与爱德康赛的丰富 SEM 经验+优质团队，预期完成业绩承诺是大概率事件，假设爱德康赛 16 年并表；暂不将考虑内容营销公司科翼传播的并表效应。基于上述三个假设，我们预计公司 15/16/17 年最新摊薄 EPS 分别是 1.14 元，1.98 元，2.66 元。

估值：公司 16、17 年的备考利润是 1.75、2.34 亿，对应当前股价的 PE 为 44.8 倍、33.4 倍。目前，公司已经初步确立收购科翼传播 80% 股权，并且公司以具备全案能力的整合营销作为发展方向，持续外延并购实现成长预期较强。若将外延并购预期纳入考虑，则对应当前股价的估值水平更低。我们认为思美传媒作为业内一家专业能力与盈利能力较优的营销服务商，将充分享受数字营销成长、内容营销崛起浪潮带来的红利，也具有持续拓展业务边界、力争上游的决心。公司市值较小也有较大的弹性。首次覆盖公司，给予强烈推荐评级。

五、风险提示

传统广告代理行业竞争进一步加剧风险。

收购标的业绩不达预期造成商誉减值风险：若爱德康赛未来经营中不能较好地实现收益，那么收购标的资产所形成的商誉将会面临减值风险。

外延扩张不达预期风险。

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|---------------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017 |
| 流动资产 | 1162 | 1356 | 2176 | 2552 | 营业收入 | 2151 | 2549 | 4201 | 5385 |
| 现金 | 209 | 410 | 673 | 612 | 营业成本 | 1891 | 2241 | 3729 | 4779 |
| 应收账款 | 834 | 725 | 1195 | 1531 | 营业税金及附加 | 3 | 4 | 6 | 8 |
| 其他应收款 | 7 | 9 | 14 | 18 | 营业费用 | 60 | 77 | 105 | 127 |
| 预付账款 | 92 | 125 | 199 | 259 | 管理费用 | 78 | 100 | 126 | 152 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | -5 | -6 | -11 | -13 |
| 其他流动资产 | 19 | 87 | 95 | 131 | 资产减值损失 | 33 | 5 | 15 | 20 |
| 非流动资产 | 32 | 26 | 64 | 56 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 4 | 4 | 5 | 5 | 营业利润 | 91 | 129 | 231 | 312 |
| 无形资产 | 5 | 4 | 11 | 5 | 营业外收入 | 9 | 6 | 6 | 6 |
| 其他非流动资产 | 23 | 18 | 47 | 46 | 营业外支出 | 4 | 2 | 3 | 3 |
| 资产总计 | 1193 | 1382 | 2240 | 2608 | 利润总额 | 96 | 133 | 235 | 315 |
| 流动负债 | 361 | 392 | 628 | 794 | 所得税 | 24 | 33 | 59 | 79 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 71 | 100 | 176 | 237 |
| 应付账款 | 237 | 261 | 446 | 571 | 少数股东损益 | 1 | 0 | 2 | 2 |
| 其他流动负债 | 125 | 131 | 182 | 223 | 归属母公司净利润 | 71 | 100 | 175 | 234 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 90 | 125 | 225 | 305 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.83 | 1.14 | 1.82 | 2.44 |
| 其他非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 361 | 392 | 628 | 794 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 3 | 5 | 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017 |
| 股本 | 85 | 88 | 96 | 96 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 320 | 388 | 844 | 844 | 营业收入 | 31.3% | 18.5 | 64.8 | 28.2 |
| 留存收益 | 426 | 513 | 670 | 870 | 营业利润 | -14.3% | 41.5 | 79.7 | 34.8 |
| 归属母公司股东权益 | 831 | 989 | 1609 | 1809 | 归属于母公司净利润 | -15.8% | 41.1 | 74.7 | 34.2 |
| 负债和股东权益 | 1193 | 1382 | 2240 | 2608 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 12.1% | 12.1 | 11.2 | 11.3 |
| | | | | | 净利率(%) | 3.3% | 3.9% | 4.2% | 4.4% |
| | | | | | ROE(%) | 8.5% | 10.1 | 10.9 | 13.0 |
| | | | | | ROIC(%) | 10.4% | 16.0 | 17.8 | 18.8 |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 30.3% | 28.3 | 28.0 | 30.4 |
| | | | | | 净负债比率(%) | 0.00% | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | 流动比率 | 3.21 | 3.46 | 3.46 | 3.21 |
| | | | | | 速动比率 | 3.21 | 3.46 | 3.46 | 3.21 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 2.16 | 1.98 | 2.32 | 2.22 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 4 | 3 | 4 | 4 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 9.36 | 9.01 | 10.55 | 9.40 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.80 | 1.14 | 1.98 | 2.66 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | -4.23 | 1.56 | -1.75 | -0.46 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 9.44 | 11.24 | 18.29 | 20.5 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 110.55 | 78.33 | 44.83 | 33.4 |
| | | | | | P/B | 9.42 | 7.91 | 4.87 | 4.33 |
| | | | | | EV/EBITDA | 85 | 61 | 34 | 25 |

| 现金流量表 | | | | |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 经营活动现金流 | -372 | 138 | -154 | -40 |
| 净利润 | 71 | 100 | 176 | 237 |
| 折旧摊销 | 4 | 3 | 4 | 5 |
| 财务费用 | -5 | -6 | -11 | -13 |
| 投资损失 | -0 | -1 | -0 | -0 |
| 营运资金变动 | -473 | 44 | -348 | -290 |
| 其他经营现金流 | 30 | -1 | 25 | 20 |
| 投资活动现金流 | -8 | -1 | -40 | 1 |
| 资本支出 | 8 | 1 | 2 | 1 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | 0 | -39 | 2 |
| 筹资活动现金流 | 250 | 65 | 456 | -22 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 12 | 3 | 8 | 0 |
| 资本公积增加 | 263 | 69 | 455 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -25 | -7 | -7 | -22 |
| 现金净增加额 | -130 | 202 | 262 | -61 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中国中投证券首席分析师，清华大学经管学院 MBA
林起贤，中国中投证券传媒互联网行业研究员，北京大学社会学硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关转载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

| 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|--|---|---|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939 | 上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434 |