



转型先锋抢滩布局移动营销全产业链

2015.11.23

强烈推荐

(首次覆盖)

张磊(分析师) 肖明亮(研究助理)
电话: 020-88831187 020-88831179
邮箱: zhanglei@gzgzhs.com.cn xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310514080003

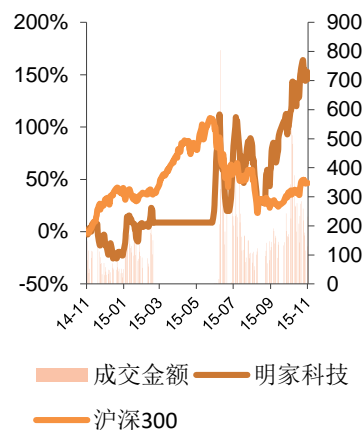
现价: 40.6
目标价: 51.2
股价空间: 26%

投资要点:

- 有别于市场的观点: ①公司作为纯正稀缺的移动营销标的, 先天优势受益未来5年行业CAGR65%的增长; 从外延标的业绩承诺超额完成以及金源互动业绩增幅超出评估增速来看, 以业绩承诺对标公司业绩偏于保守。我们看好公司业务协同效应下积极布局海内外市场、不同终端系统市场、APP和搜索主流广告市场, 提高直客模式占比, 有望实现高速的增长。②我们认为从公司参股方向来看, 公司关注技术平台领域和媒体优质流量的发展, 微赢互动和小子科技协同发展DSP和DMP将有望加快推动公司程序化购买进程, 而凭借友才等有望内生结合外延布局优质媒体流量端, 有望迎合品牌客户转移到移动端对优质媒体流量的需求, 中长期看有望稀释上下游挤压风险。
- 坚定转型积极拥抱移动端, 初步完成移动产业链布局: 2018移动广告规模达到2200亿, CAGR超60%, 公司是市场上纯正且较稀缺的移动营销标的。通过收购金源互动、微赢互动和云时空, 公司完成广告代理、增值+网络联盟+移动广告平台的产业链布局, 涵盖IOS和安卓系统, 积极布局海外业务, 深耕移动端搜索广告和高毛利率的APP主流市场, 且旗下公司竞争力提高强化直客业务模式, 保证较好的盈利。
- 看好公司进入程序化购买环节, 补齐产业链有望延伸优质媒体流量: 微赢互动与小子科技是公司布局程序化购买环节、积极发展DSP和DMP的发展主体, 积极协同合作有望确保技术平台落地, 同时与云时空等平台海量数据形成良好协同。从公司参股方向来看, 我们认为公司关注优质媒体流量和程序化购买技术平台, 公司坚定转型, 成立专门的并购部门和参股产业并购基金, 后续并购或有望从补齐产业链、充分发挥协同优势的角度, 积极外延布局优质媒体流量, 从而实现产业链良好协同互动, 实现更快增长。
- 盈利预测与估值: 考虑增发股份上市并假设掌众信息的股权转让收益于2016年确认, 我们预计公司15-17年摊薄EPS分别为0.16、0.64、0.85元, 当前股价对应248、64、48倍PE。结合市场情况给予公司2016年80倍估值, 首次覆盖长期看好, 给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 行业发展与公司整合不达预期、外延并购难度加大。

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
明家科技	17.21	68.66	137.82
传媒行业	16.27	14.37	-24.53
沪深300	8.67	5.15	-22.03

基本资料

总市值(亿元)	88.46
总股本(亿股)	2.18
流通股比例	53.21%
资产负债率	41.92%
大股东	周建林
大股东持股比例	37.89%

相关报告

广证恒生传媒行业数字营销专题: 程序化+大数据, 掘金下游流量变现新模式 20151110

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	169.00	855.47	1900.12	2809.00
同比(%)	17.54%	406.20%	122.11%	47.83%
归母净利润(百万元)	4.10	51.90	202.41	271.16
同比(%)	-	1166.32%	289.98%	33.97%
毛利率(%)	19.07%	16.00%	23.00%	21.38%
ROE(%)	1.61%	4.82%	11.50%	17.87%
每股收益(元)	0.01	0.16	0.64	0.85
P/E	717.50	248.19	63.64	47.54
P/B	11.44	6.79	7.94	6.82
EV/EBITDA	259.07	132.57	44.53	33.48

目录

1. 用户跟着手机而广告主跟着用户，积极拥抱移动端	4
1.1 用户跟着手机：网络基础设施改善手机在线体验.....	4
1.2 广告主跟着用户：积极拥抱移动端	5
2. 移动营销先锋：锐意进取坚定转型，完善移动营销产业链布局	6
2.1 参股控股快步伐，风格稳健迎风口	6
2.2 产业链协同+媒体客户资源打造竞争力	9
2.3 移动端 APP+搜索依旧是主流，先发布局受益行业成长.....	10
3. 加码程序化购买值得关注，转型坚决外延并购可期	12
3.1 加码程序化购买，DSP 和 DMP 值得关注.....	12
3.1.1 移动端程序化购买是主流	12
3.1.2 微赢互动+小子科技积极布局程序化购买产业链	14
3.2 补齐产业链，外延并购可期	15
4. 盈利预测与估值	15
5. 风险提示	15

图表目录

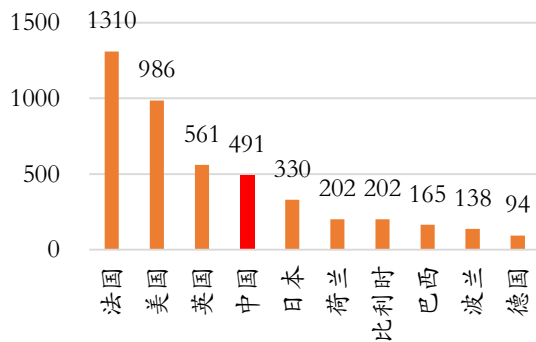
图 1 全球 WIFI 热点数量 TOP10 国家 (万)	4
图 2 中国移动 4G 用户数 (万户)	4
图 3 移动互联网用户数持续增长	4
图 4 互联网接入设备使用情况 (%)	4
图 5 移动端流量维持高增速 (%)	5
图 6 手机网民每天上网时长	5
图 7 2015 企业 PC 端投入增长意愿达到 51%	5
图 8 2015 企业移动端投入增长意愿达到 63%	5
图 9 全球移动广告支出规模及增速 (亿美元)	6
图 10 2014 美国移动端广告迅猛增长达到 PC 端约 1/3	6
图 11 美国移动广告 2019 将超越 PC 端 (10 亿美元)	6
图 12 2018 年我国移动广告规模有望达到 2200 亿	6
图 13 公司原有主业增长缓慢	7
图 14 原有主业毛利率逐渐下降	7
图 15 明家科技移动营销产业版图初现	7
图 16 相关标的全部完成业绩承诺	9
图 17 控股标的业绩承诺打造安全边际 (万元)	9
图 18 移动搜索广告和 APP 广告是主流	10
图 19 中国用户 2014 年 APP 安装量	11
图 20 中国用户 APP 使用时间情况	11
图 21 微赢互动 APP 推广形式收入及毛利率 (万、%)	11
图 22 微赢互动 APP 产品推广及收入占比 (%)	11
图 23 直客收入占比提高	12
图 24 美国程序化购买规模 (亿美元、%)	13
图 25 中国程序化购买规模 (亿元、%)	13
图 26 美国网络花费时间分布结构 (百万分钟)	14
图 27 美国程序化购买不同终端情况	14
图 28 中国移动程序化购买市场规模预测	14
图 29 2017 年程序化市场移动端占比将达到 21.5%	14
表 1 公司“三控三参”积极外延布局移动营销进行业务转型	7
表 2 公司稳健进行外延发展	9
表 3 旗下公司客户媒体渠道资源	10
表 4 BAT 和运营商布局大数据	12

1. 用户跟着手机而广告主跟着用户，积极拥抱移动端

1.1 用户跟着手机：网络基础设施改善手机在线体验

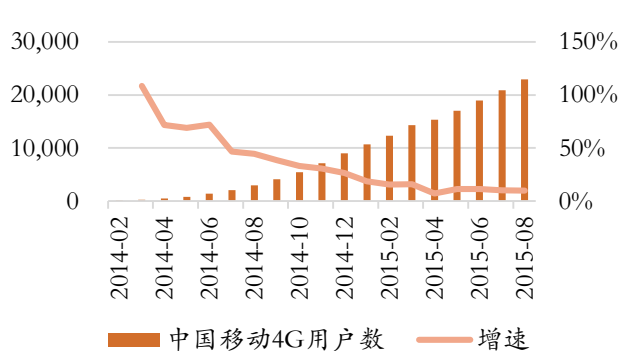
网络基础设施完善极大改善手机在线体验：国内 WIFI 热点的快速增长使得公共场合手机、在线成为可能，目前我国已经成为全球第四大 WIFI 热点数量的国家，WIFI 热点数量达到 491 万个，这一数据将继续加快增长。而随着今年来国务院督促推进网络提速降费，国内 4G 用户实现了快速增长，移动 4G 网民规模由 2014 年底的 9000 万增长到 2015 年 9 月份的 3.02 亿。智能手机的加速普及、网络连接无处不在，手机网民的网络体验感极大提高，从而使得移动互联网用户数持续增长，目前手机网民规模已经超过 6 亿，占网民比已超过 90%。尤其是随着手机屏幕不断趋大、平板电脑加快推广，移动设备的上网体验逐步向 PC 端靠拢，且随身携带的便捷性更加满足了现代网民的需求，超过 36% 的网民手机上网时间超过 4 个小时，71% 的网民每天手机上网时长超过 1 个小时。随着 PC 端网络流量增速趋稳，移动端流量增长维持高速态势，手机网络正在成为网络流量增长的主要引擎。

图1 全球WIFI热点数量TOP10国家（万）



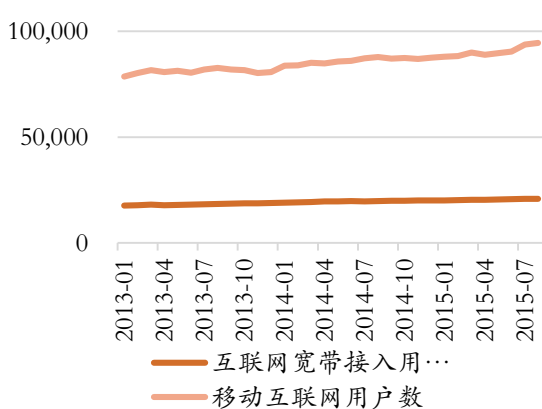
资料来源：iPASS、广证恒生

图2 中国移动4G用户数（万户）



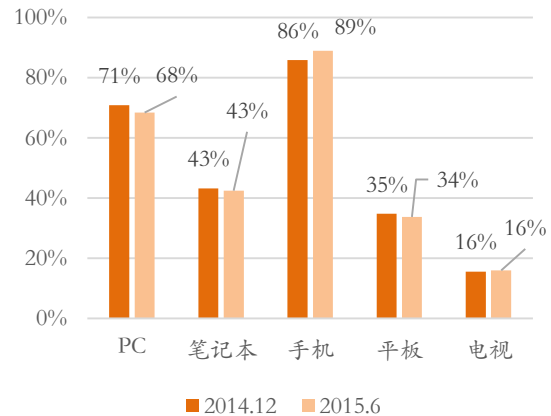
资料来源：WIND、广证恒生

图3 移动互联网用户数持续增长

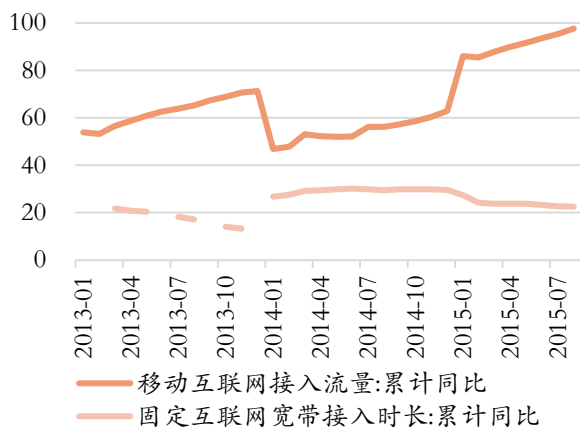


资料来源：199IT、广证恒生

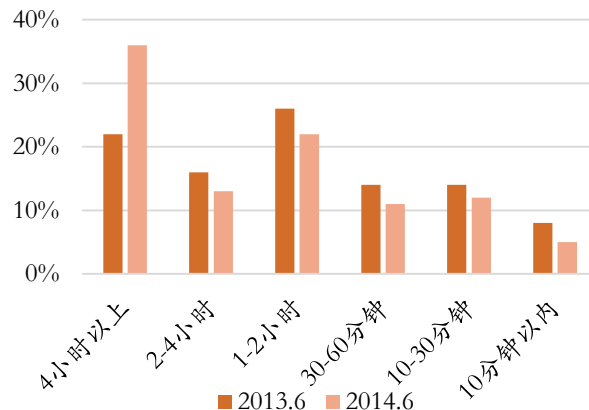
图4 互联网接入设备使用情况 (%)



资料来源：WIND、广证恒生

图5 移动端流量维持高增速 (%)


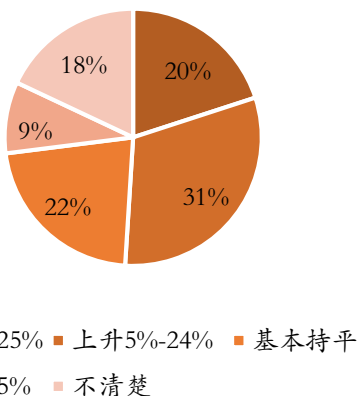
资料来源: WIND、广证恒生

图6 手机网民每天上网时长


资料来源: 易观智库、广证恒生

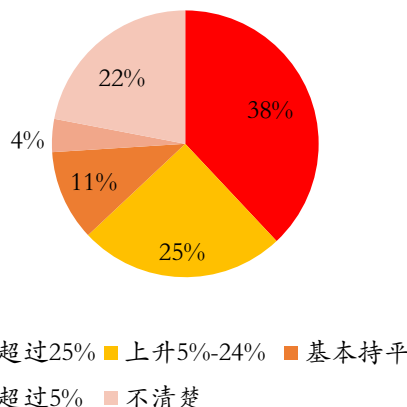
1.2 广告主跟着用户: 积极拥抱移动端

移动智能手机+无所不在的网络连接极大的满足了人们碎片化时间的上网需求, 同时社交媒体以及网络视频的火爆进一步强化了人们对手机的粘性, 移动端正在成为最重要的媒介。对于营销服务而言, 用户跟着手机, 那么广告主必然跟着用户, 从而带来移动端营销服务市场规模的高速扩容。2015 年广告主终端投入增长意愿统计结果来看, 63%的广告主倾向于在移动端增加广告投入, PC 端的这一比例只有 51%, 表明越来越多的广告主开始向移动端增加投入。

图7 2015企业PC端投入增长意愿达到51%


■ 上升超过25% ■ 上升5%-24% ■ 基本持平
 ■ 下降超过5% ■ 不清楚

资料来源: 易观、广证恒生

图8 2015企业移动端投入增长意愿达到63%


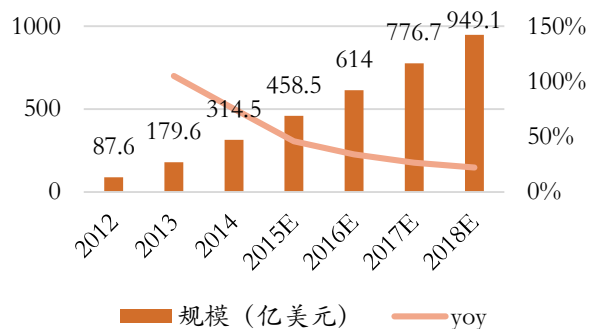
■ 上升超过25% ■ 上升5%-24% ■ 基本持平
 ■ 下降超过5% ■ 不清楚

资料来源: 易观、广证恒生

用户由线下向线上转移, 由 PC 端向移动端转移, 从而推动广告主跟着用户。全球来看, 移动端广告支出从 2012 年的 88 亿元增长到 2014 年的 315 亿元, 复合增速达到 90%, 而且预计到 2018 年这一规模将达到 950 亿美元, 复合增速达到 32%。而从数字营销发展最早美国来看, 2014 年美国移动端广告市场已经达到 PC 端的 1/3, 预计 2019 年移动端达到 520 亿美

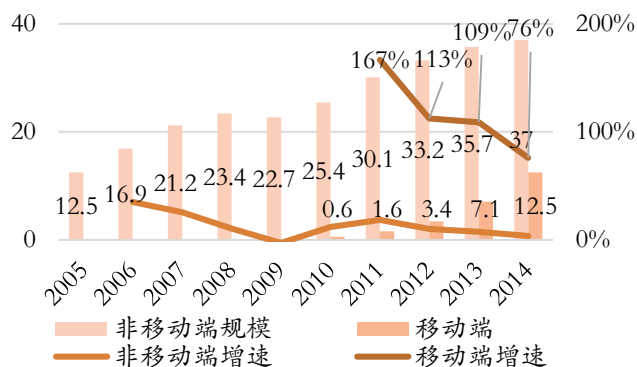
元并超越 PC 端。我国移动端广告市场 2012 年开始初见起色，2014 年达到接近 300 亿元市场规模，占 PC 端规模约 25%，预计到 2018 年移动端市场有望超过 PC 端，达到 2200 亿元，复合增速达到 65%。

图9 全球移动广告支出规模及增速 (亿美元)



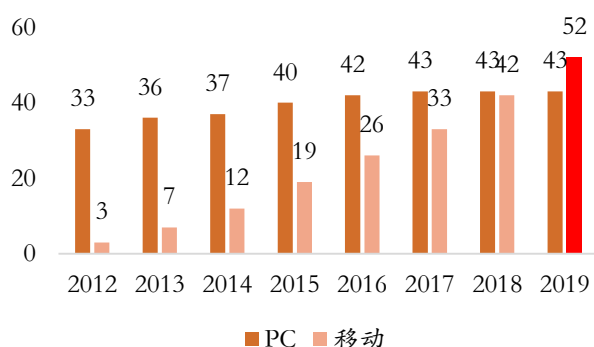
资料来源：eMarketer、广证恒生

图10 2014年美国移动端广告迅猛增长达到PC端约1/3



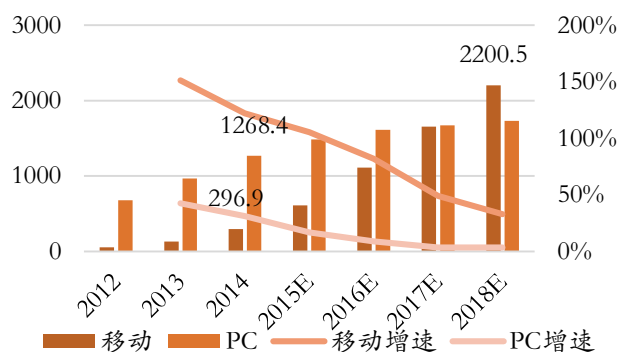
资料来源：IAB、PWC、广证恒生

图11 美国移动广告2019超越PC端 (十亿美元)



资料来源：MAGNA GLOBAL、广证恒生

图12 2018年我国移动广告规模有望达到2200亿



资料来源：易观、广证恒生

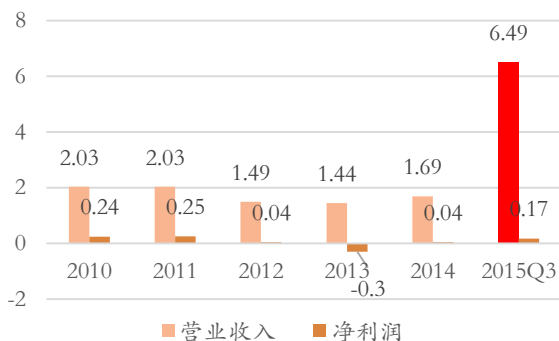
2. 移动营销先锋：锐意进取坚定转型，完善移动营销产业链布局

2.1 参股控股快步伐，风格稳健迎风口

坚决转型快节奏，“三控三参”初步完成产业链布局：公司原有主业是生产电涌保护产品和塑胶产品，产品主要销往国外，随着全球经济增速放缓行业发展趋缓，收入规模有所萎缩盈利空间被进一步挤压，各项产品毛利率逐年下滑。有鉴于对行业发展的判断，管理层锐意进取谋求转型并积极涉入移动营销领域。公司从 2014 年 3 月参股云时空开始初步试水移动营销到 2015 年 11 月微赢互动和云时空完成过户纳入公司合并报表，公司历时一年半的时间通过“三控三参”初步完成了公司在移动营销领域的布局。从产业链来看，目前已经形成了广告代理、增值服务（金源互动）+广告联盟（云时空）+移动广告平台（微赢互动+小子科技，延伸 DSP 和 DMP）；从定位系统来看，目前公司技术平台和客户与媒介资源涵盖安

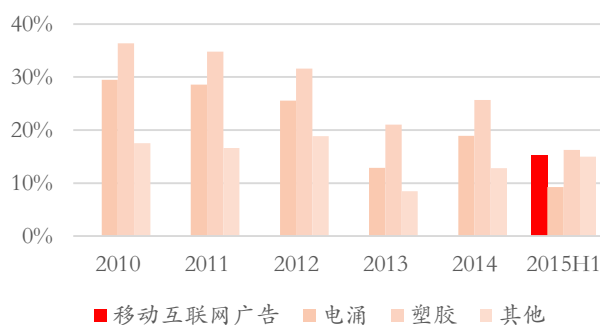
卓系统（金源互动、云时空、微赢互动）+IOS 系统（微赢互动）；从地域来看，公司开始探索海外业务，将满足广告主广告进行海外投放的需求。其中微赢互动旗下昂真科技、香港蜂鸟定位于逐步开辟海外市场，昂真科技从事海外业务平台运营及管理、国内广告主开发及维护等；香港蜂鸟主要负责利用香港地域便利条件从事海外新业务开发。我们认为，公司三控三参的布局形成了涵盖国内外市场、安卓和 IOS 系统的较为完善的产业链布局。

图13 公司原有主业增长缓慢



资料来源：WIND、广证恒生

图14 原有主业毛利率逐渐下降



资料来源：WIND、广证恒生

图15 明家科技移动营销产业版图初现



资料来源：公司公告、广证恒生

表1 公司“三控三参”积极外延布局移动营销进行业务转型

时间	投资事项	标的情况
20140321	1500 万投资云时空 11.36% 股权	移动广告平台公司，拥有海量的长尾移动媒体和客户，凭借宝传媒、蘑菇市场及云开发者三个平台，可以实现投放效果的监测，不断进行投放渠道的优化，APP 移动应用营销和 APP 移动游戏营销推广



20140826	2400 万增资参股掌众信息 12% 股权	技术型媒体公司，成立于 2010 年，核心团队成员有资深的经验和丰富的行业资源，专注于基于智能手机的广告媒体；先后研发推出《爱告 iAdMob 移动广告平台》、《多米移动广告聚合平台》、《YY 智能语音助理》、《锁屏秀秀》等基于智能移动终端的广告平台和媒体性 APP 客户端产品
20140924	4.092 亿元收购金源互动 100% 股权，2014 年底完成过户，2015 年全年并表	广告联盟平台，较早进入移动数字营销领域的企业之一，核心管理层拥有逾十年的运营经历，团队人员来自百度、腾信互动、完美世界等知名互联网企业；可以提供集创意设计、营销传播策略及媒介策划与一体的移动数字营销全案策划；百度五星级代理商
20150416	2700 万投资小子科技 13.5% 股权	系移动互联网之技术型公司，主攻数据分析和移动广告平台升级服务；未来主攻 DMP 数据分析技术，以及 DSP 程序化购买的搭建
20150416	150 万设立友才网络参股 30%	友才网络拟构建人力资源 O2O 商业模式，计划通过打造超级 APP 产品、人力资源 O2O 产品，聚集移动端客户及访问量，逐步实现广告收入。友才网络布局行业下游移动媒体端，为移动广告业务带来广泛的用户浏览量
20150601	10.08 亿收购微赢互动，3.324 亿收购云时空剩余 88.64% 股权	微赢互动主要从事移动互联网广告业务，通过移动广告平台以及广告网络联盟整合移动互联网各种类型的流量资源，为客户提供一站式落地服务，主要采用的推广方式为 APP 推广及 WAP 推广。云时空主要进行移动广告推广，依托宝传媒、蘑菇市场及云开发者业务平台，以及广泛覆盖各类媒体渠道，实现各类 APP 应用软件和手机游戏产品的推广和宣传，为广告主提供高效率、广覆盖的移动广告服务
20150805	申石软件发行股份及支付现金收购公司所持掌众信息 12% 股份	意味着掌众信息将挂牌新三板，预计公司将产生股权转让收益 1050 万元
20150814	2000 万出资合伙设立九派明家产业基金	将主要围绕移动互联网产业进行投资

资料来源：公司公告、广证恒生

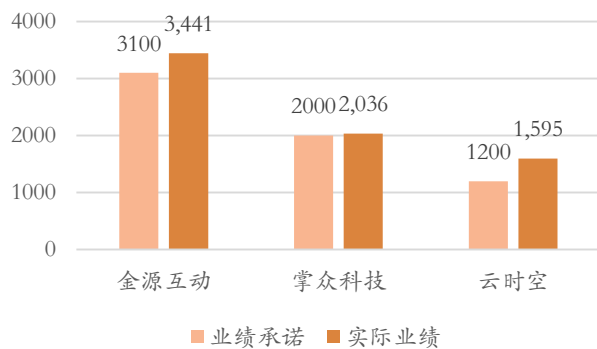
稳打稳扎外延发展打造安全边际：从公司的外延发展来看，无论是并购还是参股，公司积极与相关标的沟通协调，相关标的具备较好的协同效应同时也有业绩承诺。根据 2014 年的业绩承诺来看，云时空、金源互动与掌众科技都超额完成业绩承诺，根据云时空的超额完成任务再完成对其收购。公司根据相关业绩对赌从而能够保证标的的成长性得以有效释放，降低并购失败的风险。我们认为，公司管理层在 1 年半时间内完成了超过 17 亿元的 3 家移动营销标的的并购，相关标的的成长性也经得起考验。内生+外延依然是数字营销行业发展的方向，公司管理层具备互联网思维同时也具有稳健性，这将为公司后续的并购打下良好的基础。

表 2 公司稳健进行外延发展

参股控股公司	业绩承诺
参股云时空	2014-2016 净利不低于 1,200 万元、1,560 万元和 2,028 万元。
参股掌众信息	2014-2016 承诺净利润不低于 2000、2800、3600 万元。
收购金源互动	2014-2017 年净利润不低于 3100、4000、4800、5500 万。
参股小子科技	2015 H2 至 2016H1, 2016 H2 至 2017 H1 期间实现的净利润分别不低于 2,000 万元、4,000 万元。小子科技 2015 年 1-6 月的税后净利润不低于 300 万元。
参股友才网络	——
收购微赢互动	2015-2017 业绩承诺扣非净利不低于 7,150 万元、9,330 万元、12,000 万元；
收购云时空	2015-2017 扣非净利不低于 3,000 万元、3,900 万元、5,070 万元。

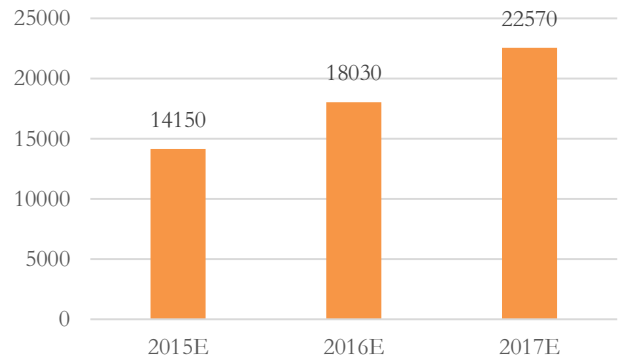
资料来源：公司公告、广证恒生

图16 相关标的全部完成业绩承诺



资料来源：公司公告、广证恒生

图17 控股标的业绩承诺打造安全边际（万元）



资料来源：公司公告、广证恒生

2.2 产业链协同+媒体客户资源打造竞争力

参股控股公司形成产业链协同：移动互联网行业是一个较为充分竞争的行业，移动广告行业在产品展示、流量整合、广告投放程序设计等方面均可能发生较大的变化升级，通过产业链上下游的协同布局，有利于公司抵抗市场风险，同时资源共享发挥协同优势。微赢互动、云时空以及金源互动三者之间可以相互推荐客户与媒体渠道资源。金源互动有较强的移动广告策划、整体方案设计能力，能够为广告主提供衍生服务内容，这使得微赢互动及云时空得以承接策划、创意等创新增值业务；微赢互动优势在于移动广告推广，拥有不同特色的移动广告平台，覆盖亿级用户流量；云时空作为具有规模化的广告网络联盟资源，能够实现有效的移动广告渠道分发和产品投放，微赢互动与云时空业务都偏向于 APP 推广和手游推广，二者在媒体资源和客户资源方面可以有效共享。此外，从公司的参股方向来看，掌众科技具有丰富媒体资源，友才网络致力于 O2O 新商业模式研发定位下游领域，小子科技主攻数据分析

和移动广告平台升级服务，优势在于丰富的数据分析与模型搭建能力，从技术与媒体渠道资源方向与控股公司形成一定互补和协同。

表 3 旗下公司客户媒体渠道资源

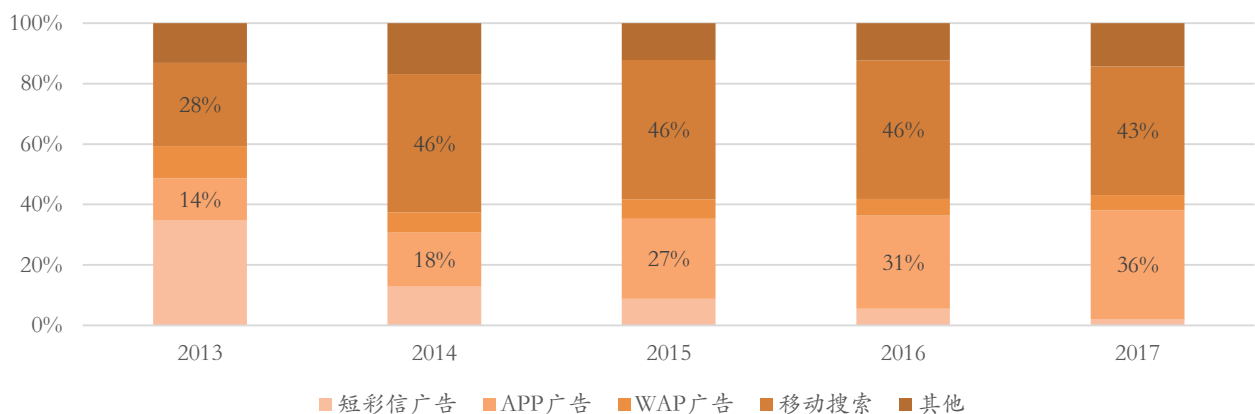
公司	客户、媒体资源
金源互动	百度、腾讯、苏宁、美团、37 游戏、美图等互联网及游戏领域客户进行过广告营销业务合作，并取得良好的推广效果，后续将向通信、汽车、金融、食品等具有广告刚性需求的行业迈进。公司是百度 91 核心代理、蝉联了百度五星级代理商，搜狗十大代理商之一
微赢互动	通过各种垂直细分平台主要覆盖海量长尾 APP 用户，随着行业发展，公司具有持续快速开发新兴业务平台的综合能力，在客户资源覆盖方面，微赢互动覆盖了主要的游戏运营商，各类热门 APP 应用等。涵盖 IOS 和安卓平台，积极开拓海外业务。
云时空	依托宝传媒平台，主要通过广告网络联盟方式进行广告推广，覆盖客户群包括了奇虎公司、百度公司等行业大型广告主；以及美丽说、考拉 FM 等热门 APP 应用软件

资料来源：公开资料、广证恒生

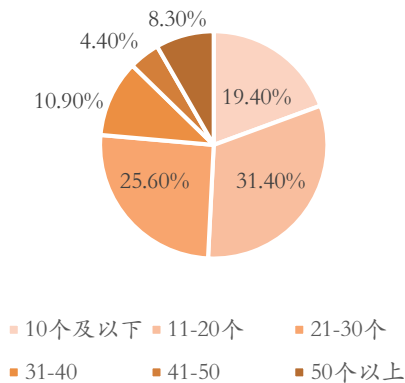
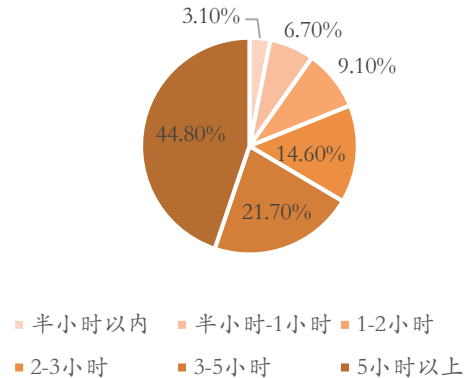
2.3 移动端 APP+搜索依旧是主流，先发布局受益行业成长

移动搜索+APP 是移动端广告的主流市场：从行业发展趋势和方向来看，移动端搜索广告和 APP 广告将是行业发展的主流方向。移动搜索广告将依旧占据移动端广告市场 45%左右市场规模。而随着智能手机用户 APP 装载量增加以及用户 APP 手机使用时间的延长，意味着移动端 APP 成为吸引人们眼球最好的场景之一。2014 年，我国 APP 安装量超过 10 个的用户占比超过 80%，APP 使用时间超过 3 小时的比例达到 66%。APP 广告将随着人们的时间和精力向 APP 端转移而带来发展空间。2014 年 APP 广告市场占比达到 18%，2017 年有望达到 36%，未来数年 APP 广告的市场占比有望继续快速提升。

图18 移动搜索广告和APP广告是主流



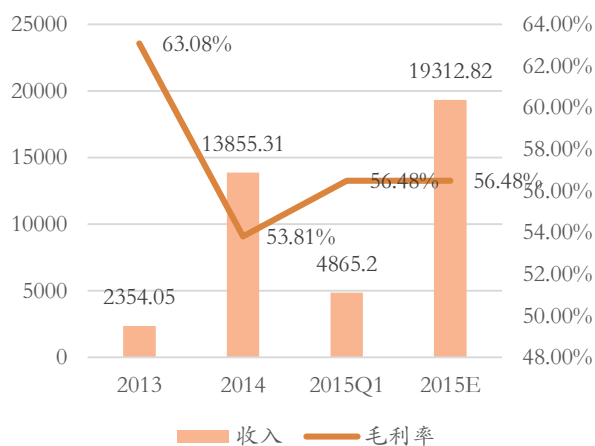
资料来源：艾媒咨询、广证恒生

图19 中国用户2014年APP安装量

图20 中国用户APP使用时间情况


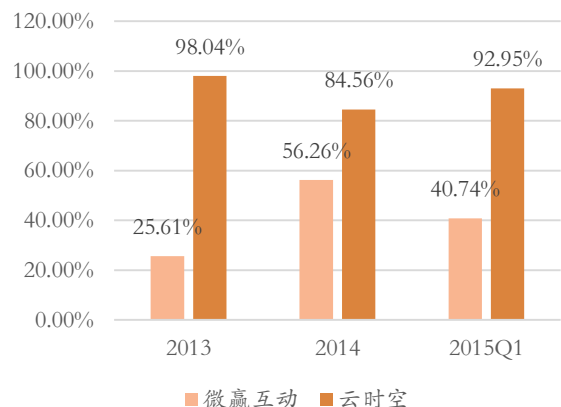
资料来源：BIG-DATA RESEARCH、广证恒生

资料来源：BIG-DATA RESEARCH、广证恒生

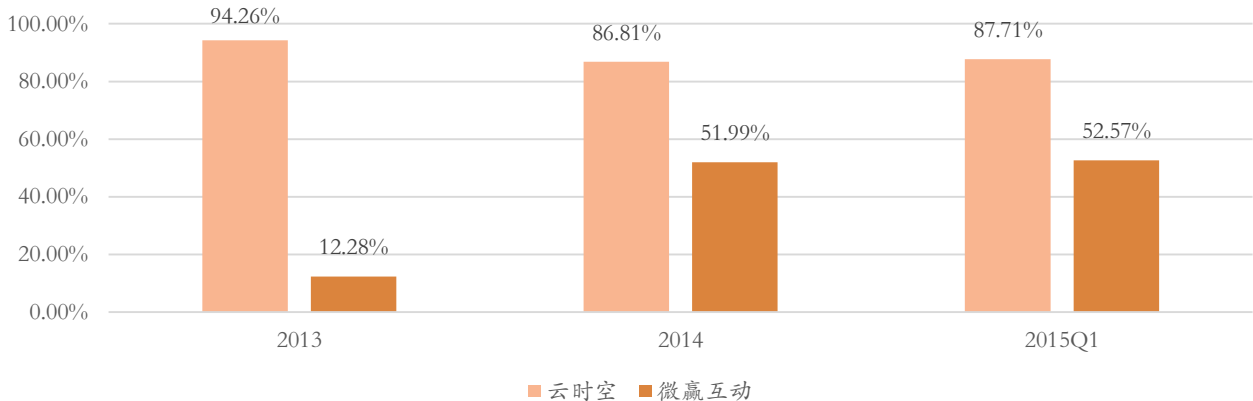
公司先后收购切入移动搜索和APP领域，完成行业主流方向布局：公司于2014年完成金源互动的收购，2014年金源互动开拓移动搜索广告业务，呈现“大客户”对“大媒体”特征，客户结构及媒体结构集中度较高，2014年即与三七玩、美团等优质大客户签订营销框架协议，取得百度搜索、搜狗搜索等国内TOP级搜索引擎工具的核心和一级代理商资质。金源互动纳入公司报表意味着公司实现了在移动搜索广告领域的布局。而随着公司收购微赢互动和云时空，意味着公司切入毛利率水平较高的APP广告和手游广告领域。2014年微赢互动APP推广收入达到1.39亿元，毛利率超过50%，远高于其他媒介代理业务的盈利水平，同时微赢互动继续加大在APP推广业务发展的力度，预计2015年APP推广收入达到1.93亿元。此外，微赢互动直客业务收入快速提高，表明公司在客户资源开拓和平台实力方面的市场认可度提高。

图21 微赢互动APP推广形式收入及毛利率（万、%）


资料来源：公司公告、广证恒生

图22 微赢互动APP产品推广及收入占比（%）


资料来源：公司公告、广证恒生

图23 直客收入占比提高


资料来源：公司公告、广证恒生

3. 加码程序化购买值得关注，转型坚决外延并购可期

3.1 加码程序化购买，DSP 和 DMP 值得关注

3.1.1 移动端程序化购买是主流

大数据资源开放与合作，程序化购买依然是主流：程序化购买实现了大幅度的人力解放，借助于大数据技术有效解决了广告投放效率的问题，致力于实现实时、精准的广告投放。程序化购买技术的出现是对于广告主与媒体的双赢：广告主较低成本获得了目标人群，媒体提高资源利用效率，有效整合利用了长尾流量。而随着三大运营商积极探索业务转型和大数据变现，第三方数据将逐步开放与合作，大数据分析将进一步推进程序化购买。

表 4 BAT 和运营商布局大数据

时间	核心数据	说明
百度	用户检索数据：非结构化数据，通过搜索关键词更直接反映用户兴趣和需求	重点推进的百度大数据引擎，百度大脑将百度此前在人工智能方面的能力开放出来，并通过百度 Inside 等平台开放给了智能硬件。现在这些能力将被用来对大数据进行智能化的分析、学习、处理、利用，并对外开放。拥有大数据的行业可以将自己的数据接入到这个引擎进行处理。Eg: 2014 年 4 月的百度技术开放日上，中国平安便介绍了如何利用百度的大数据能力加强消费者理解和预测，细分客户群制定个性化产品和营销方案。同时百度与省广、华策基于广告和影视内容的战略合作进行了部分数据的开放
阿里	电商数据：从浏览到支付形成的用户漏斗式转化数据	基于云计算的数据开放。云计算使中小企业可以在阿里云上获得数据存储、数据处理服务，也可以构建自己的数据应用。阿里的大数据开放之后，线上线下的数据能够串联起来，所有人都是数据提供方，也是数据的使用者。
腾讯	社交数据和游戏数据：基于社交的各	腾讯 90% 以上的数据已经实现集中化管理，数据集中在数据平台部，数据挖掘层面的产品应用有：精准广告系统、用户个性化推荐引擎和客户生命周期管理。精准广告系统如广点通，是基于腾讯大社交平台的海量

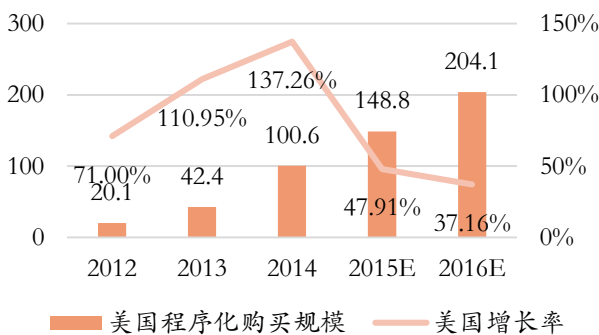


	种用户行为和娱乐数据	数据为基础，通过精准推荐算法，以智能定向推广位导向实现广告精准投放
运营	坐拥体量重大、格式丰富、维度和角度多元充分的大数据	三大运营商也在积极寻求除了主业之外的其他利润增长点，数据变现成为运营商重要转型方向。运营商内部大数据应用已久，数据对外运营事宜也早有规划，2014 年开展试点，2015 年工作会明确将推出相关产品，成为是国内通信大数据启动之年。2015 年 10 月 8 日，中国电信集团公司与人民日报社在北京签署协议，开展云计算、大数据、舆情等领域的合作；中国电信与力美科技已开展大数据合作相关事宜；中国移动也在积极探索流量和大数据运用。

资料来源：公开资料、广证恒生

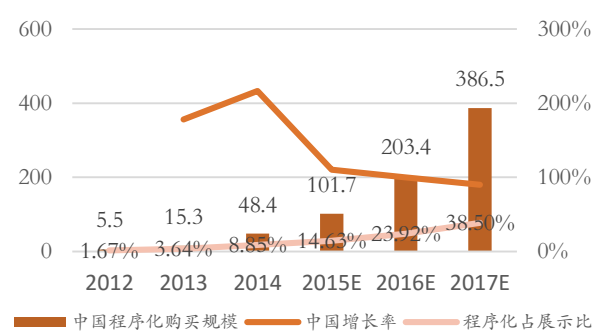
2020 年程序化购买规模有望超过 1000 亿：作为互联网发展最早的国家，美国在程序化购买方面走在前面，2009 年美国程序化购买起步，期间积累了丰富的经验。2014 年，美国程序化购买规模达到 101 亿美元，增速达到 137.3%，程序化购买占美国数字广告市场 20%，占美国展示广告市场 45%，根据 eMarketer 预测数据来看，预计 2016 年美国程序化购买规模将达到 204.1 亿美元，约占网络广告规模 30%。2012 年起中国程序化购买开始明显起步并实现快速增长，2014 年程序化购买规模 48.4 亿元，尚不到美国的 10%，占我国数字广告市场规模仅 3.2%，占 2014 年展示广告规模约 8.85%。随着移动媒体逐渐壮大为核心媒体之一，移动媒体分散化、碎片化特点突出将利于移动程序化购买，我国数字营销领域程序化尤其是移动端程序化购买依然有极大的增长空间。借鉴美国数字营销的发展路径，我国程序化购买将继续呈现爆发放量的趋势，预计到 2017 年我国程序化广告规模有望达到 387 亿元，达到展示广告规模的 38.5%。而如果以美国市场对标来看，那么或许到 2019-2020 年程序化购买市场规模将超过 1000 亿规模。

图24 美国程序化购买规模（亿美元、%）



资料来源：eMarketer、广证恒生

图25 中国程序化购买规模（亿元、%）

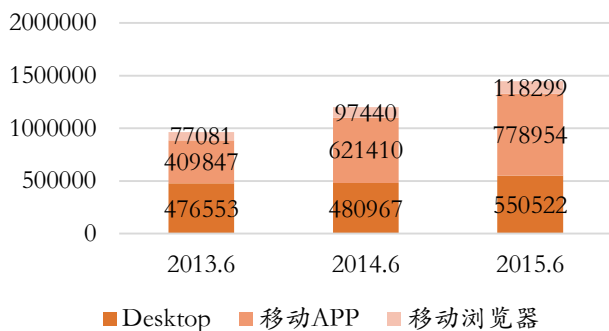


资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

移动端程序化购买将迎来快速发展：由于移动广告具有碎片化、多样化、互动性强及精准等特点，更加适合采用程序化购买的方式进行投放。美国的程序化购买始于 2009 年，随着 PC 端数字广告规模趋稳，移动端广告规模的增长构成美国数字广告增长的主流，这也使得美国数字广告程序化购买的过程中移动端程序化占比不断提高。2014 年程序化购买市场中移动端占比达到 44.1%，占比相对 2013 年提高了 12.9%，移动端程序化购买的快速增长将使得程

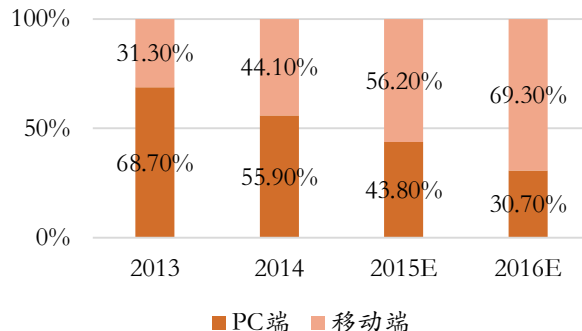
序化购买的移动端占比有望 2015 年大幅超过 PC 端，占比达到 56%。美国移动营销的发展为我国移动端的发展提供了镜鉴的方向，可以预见，接下来 5 年将是中国移动程序化购买的黄金时期。根据艾瑞咨询数据，2015 年我国移动程序化购买规模有望达到 9 亿元，而 2017 年将达到 83 亿元。按照中美程序化购买方面时间差距，2019-2020 年中国移动端程序化或将超越 PC 端。我们认为移动端程序化购买规模的快速增长将为移动 DSP 带来有利的发展机遇。

图26 美国网络花费时间分布结构（百万分钟）



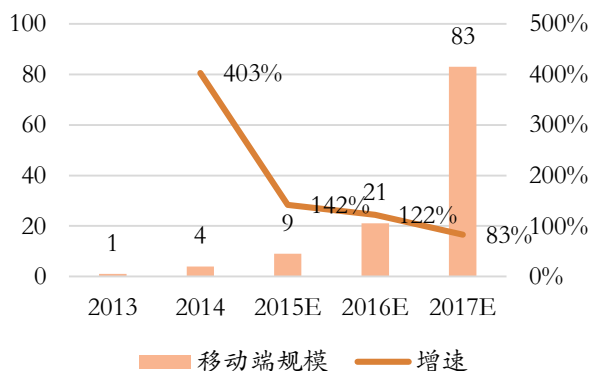
资料来源：Comscore、广证恒生

图27 美国程序化购买不同终端情况



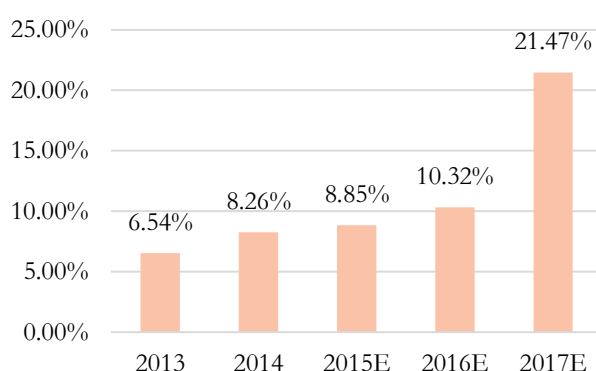
资料来源：emarketer、广证恒生

图28 中国移动程序化购买市场规模预测



资料来源：艾瑞、广证恒生

图29 2017年程序化市场移动端占比将达到21.5%



资料来源：艾瑞、广证恒生

3.1.2 微赢互动+小子科技积极布局程序化购买产业链

目前，公司已经积极布局程序化购买领域，微赢互动正在推动移动广告平台向更加高阶的业务形态 DSP 平台模式发展。依托目前覆盖的上万款 APP 应用软件及过亿手机用户，微赢互动累积了海量数据，这将有利于支撑起该公司未来持续发展标签化、多维度综合分析运用能力，并实现 DSP 平台对接亿级规模用户流量入口。而参股的小子科技主攻数据分析和网络营销技术，通过 DMP 的数据分析技术，实现移动互联营销领域的 DSP 程序化购买。微赢互动与小子科技有望在 DSP 方向合作，我们看好公司利用旗下各平台数据客户资源的协同优势积极参与到移动端程序化购买平台的搭建，将成为未来公司参与竞争的助力。

3.2 补齐产业链，外延并购可期

通过三控三参公司初步完成移动营销领域广告代理、增值服务（金源互动）+广告联盟（云时空）+移动广告平台（微赢互动+小米科技）的产业链布局，具备了内生增长的潜力。从行业发展来看，外延依然是企业发展的重要推动力量。目前公司已经参股九派明家产业并购基金并成立专门负责寻找相关标的的并购部门，我们看好公司“内生+外延”的发展步伐。

从公司参股方向来看，参股小子科技（主攻数据分析和网络营销技术，通过 DMP 的数据分析技术，实现移动互联营销领域的 DSP 程序化购买）、友才网络（媒体端，计划打造超级 APP 产品，聚集移动客户及流量）和掌众信息（自有移动数字营销媒体，直接对接消费受众），我们认为公司看好程序化购买带来的 DSP 和 DMP 平台的发展机会，同时也在积极寻求在媒体端的布局。从产业发展来看，移动端是未来五年数字营销领域增长的主要引擎，用户跟着手机而广告跟着用户的情形下，汽车、消费类电子、快消品等领域的海量传统品牌广告主势必将加大对移动端的营销预算，而品牌广告主相对更加青睐优质媒体、流量以及垂直化媒体，这对相关平台而言需要强化在优质流量和媒体方面的布局。当前公司收购云时空从而拥有了海量的长尾流量，从产业链的角度来看我们认为公司有望在优质流量和媒体以及程序化购买平台（DSP 和 DMP）方面进一步进行布局。短期看程序化购买技术平台的发展带来新在增长，中长期来看产业链进一步完善使得公司未来发展稀释上下游挤压的风险。

4. 盈利预测与估值

总结我们的投资逻辑如下：①移动端成为未来 5 年互联网营销增长的重要引擎，行业 CAGR 达到 65%，公司作为移动营销领域第一股深耕移动端营销业务，积极参与移动端广告的两大大主流方向：毛利率高的 APP 广告和作为主要市场的搜索广告领域，将充分受益于行业高成长；②数字营销竞争趋于激烈，单纯服务业某一业务环节可能面临来自上下游的挤压风险，先发布局产业链上下游环节将能够发挥协同效应降低风险，我们看好公司三控三参布局后形成了完整的广告代理、增值服务（金源互动）+广告联盟（云时空）+移动广告平台（微赢互动+小子科技，延伸 DSP 和 DMP）的产业链布局，业务发展涵盖海内外和完善的系统终端（安卓和 IOS）；③我们认为从公司参股方向来看，未来公司有望在程序化购买（微赢互动、小子科技，DSP 和 DMP）方面积极发挥内生增长趋势，在优质媒体流量端积极进行外延并购进一步完善产业链。

考虑公司 2015 年 12 月并表微赢互动和云时空，假设公司掌众信息股权转让的收益于 2016 年确认以及增发股本今年上市交易情形下，我们预计公司 2015/2016/2017 年 EPS（摊薄）分别为：0.16/0.64/0.85 元，当前股价 40.6 元/股对应 PE 为 248/64/48 倍。考虑到公司作为专门深耕移动营销的稀缺标的，看好公司后续在程序化购买领域和优质媒介领域的“内生+外延”布局，我们赋予公司 2016 年 80 倍市盈率，对应股价 51.2 元，依然存在 26% 的市场空间。

5. 风险提示

- (1) 移动营销行业发展增速放缓；
- (2) 外延并购整合不达预期；

(3) 原有主业亏损拖累公司业绩。

附录：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E		
流动资产	209	1942	1723	2068	营业收入	169	855	1900	2809		
现金	114	1629	1129	1194	营业成本	137	719	1463	2208		
应收账款	38	213	448	681	营业税金及附加	1	5	8	11		
其它应收款	5	15	38	62	营业费用	11	17	38	56		
预付账款	2	12	28	41	管理费用	19	51	114	169		
存货	45	51	48	49	财务费用	-1	2	4	4		
其他	4	22	32	41	资产减值损失	2	16	34	51		
非流动资产	106	350	363	357	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	2	28	11	25		
固定资产	66	63	55	48	营业利润	3	72	250	335		
无形资产	5	5	5	5	营业外收入	1	2	3	4		
其他	34	281	303	303	营业外支出	0	0	0	0		
资产总计	315	2292	2086	2424	利润总额	4	74	253	339		
流动负债	58	394	465	535	所得税	0	22	51	68		
短期借款	29	80	85	100	净利润	4	52	202	271		
应付账款	24	150	200	240	少数股东损益	0	0	0	0		
其他	5	164	180	195	归属母公司净利润	4	52	202	271		
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	17	85	266	352		
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.01	0.16	0.64	0.85		
其他	0	0	0	0							
负债合计	58	394	465	535	主要财务比率						
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E		
股本	75	317	317	317	成长能力						
资本公积	150	1498	1022	1022	营业收入增长率	17.5%	406.2%	122.1%	47.8%		
留存收益	32	83	282	550	营业利润增长率	108.8%	2503.6%	247.0%	33.9%		
归属母公司股东权益	257	1898	1622	1889	归属于母公司净利润增长率	-	1166.3%	290.0%	33.9%		
负债和股东权益	315	2292	2086	2424	获利能力						
					毛利率	19.1%	16.0%	23.0%	21.4%		
现金流量表					净利率	2.4%	6.1%	10.7%	9.6%		
					ROE	1.6%	4.8%	11.5%	15.4%		
					ROIC	1.9%	2.7%	12.0%	13.8%		
经营活动现金流	26	101	-9	35	偿债能力						
净利润	4	52	202	271	资产负债率	18.4%	17.2%	22.3%	22.1%		
折旧摊销	12	9	9	9	净负债比率	50.29%	20.33%	18.29%	18.70%		
财务费用	-1	2	4	4	流动比率	3.60	4.93	3.71	3.87		
投资损失	-2	-28	-11	-25	速动比率	2.82	4.81	3.60	3.77		
营运资金变动	11	67	-215	-224	营运能力						
其它	3	-2	1	0	总资产周转率	0.54	0.66	0.87	1.25		
投资活动现金流	-35	-224	-13	22	应收账款周转率	4.38	6.83	5.75	4.98		
资本支出	-4	-4	1	-2	应付账款周转率	5.43	8.28	8.36	10.04		
长期投资	31	4	27	0	每股指标 (元)						
其他	-61	-224	-42	23	每股收益(摊薄)	0.01	0.16	0.64	0.85		
筹资活动现金流	-2	1638	-478	8	每股经营现金流(摊薄)	0.35	0.32	-0.03	0.11		
短期借款	-0	51	5	15	每股净资产(摊薄)	3.43	5.98	5.11	5.96		
长期借款	0	0	0	0	估值比率						
普通股本增加	0	242	0	0	P/E	717.50	248.19	63.64	47.54		
资本公积金增加	0	1348	-476	0	P/B	11.44	6.79	7.94	6.82		
其他	-2	-3	-7	-7	EV/EBITDA	259.07	132.57	44.53	33.48		
现金净增加额	-11	1515	-500	65							



机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	金娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。