

公司评级：买入（首次覆盖）

明家科技 (300242 CH)	买入
收盘价 (元)	39.56
目标价 (元)	60.57
上次目标价 (元)	不适用

明家科技 (300242 CH, 买入) 首次覆盖——基本面强劲

陈净娴

分析师 执业证书编号：S1100515020001
8621-68416988
chenzhengxian@cczq.com

欧阳宇剑

联系人 8621-68416988-218
ouyangyujian@cczq.com

川财证券研究所

成都：
交子大道177号中海国际B座17楼，
610041
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002

核心观点

- ◆ **社交化、移动化风头正劲：**社交软件为移动端最受欢迎的APP，诞生了如微信、LINE、Kakaotalk 以及 Facebook 等超级APP。移动广告、数字内容、电子商务和金融服务等为移动端流量变现的主要模式。流量（MAU），参与度（停留时间，加载场景和对话的可能，对应广告展示量）和广告价格，是移动端广告流量变现的核心驱动因素。
- ◆ **中国移动营销渗透率为5%（同期美国为11%），具提升空间：**中国超过90%的智能手机渗透率，移动广告渗透率提升具备现实基础。渠道调研显示，移动广告需求强劲，好的商业模式（如腾讯9月份推出移动广告平台“智慧推”），将释放广告主的潜在需求。
- ◆ **并购仍是主旋律：**中国的互联网行业以BAT为主导，其流量合计约占七成，且数据均不对外开放，难以形成BAT之外的巨头，更多的机会出现在细分市场和垂直领域。该等格局下，体量不大的标的是充沛的，上市公司无论是出于规模壁垒还是市值考量，都有动力进行频繁并购。
- ◆ **首选股特质——小市值，并购驱动型：**我们认为产业中公司基本遵循两种发展模式：类4A全案代理型和技术&数据驱动型（程序化购买）。目前类4A全案代理型仍为主流。企业要想做全（纵向并购），或做大（横向并购），一定是并购驱动。
- ◆ **我们首次覆盖给予明家科技「买入」的投资评级，基于：**（1）移动营销方兴未艾，中国未来三年移动营销市场容量的复合增长率约为60-70%，而明家科技为纯正的移动营销标的；（2）持续外延式并购可期；（3）基于2017年净利润3.2亿的预估，给予2017年PE60X的估值，对应目标市值为192亿，对应目标价60.57元，目前股价隐含上涨空间53%。新的并购将触发股价进一步上行。

目 录

中国移动营销渗透率为 5%，具提升空间.....	5
频繁并购带动行业集中度快速上行.....	7
社交化、移动化风头正劲.....	10
中国移动营销产业——小市值、并购驱动型为选股方向.....	15
明家科技（300242 CH，买入，首次覆盖）.....	18
投资建议.....	25
风险提示.....	25

图表目录

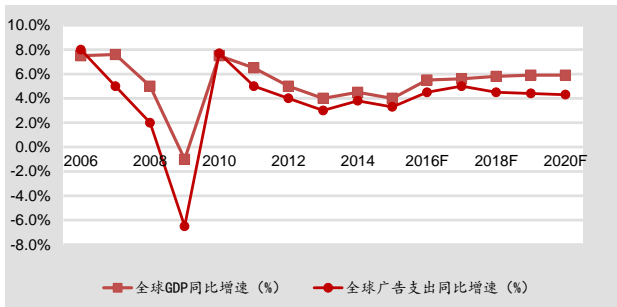
图 1:	历史数据显示全球广告支出与 GDP 呈现一定相关性	5
图 2:	GroupM 预估中国 2015 和 2016 年广告支出的同比增速分别为 6.0% 和 6.5% 5	5
图 3:	GroupM 数据显示 2014 年中国广告支出为 880 亿美元.....	5
图 4:	GroupM 数据表明 2014 年中国和美国广告支出占 GDP 比重分别为 1.03% 和 0.88%.....	5
图 5:	eMarketer 数据显示 2014 年中国数字广告（不含移动）和移动广告市场规 模分别为 200 亿美元和 50 亿美元.....	6
图 6:	eMarketer 数据显示 2014 年中国移动广告的渗透率为 5%，而同期美国为 11% 6	6
图 7:	Facebook 的信息流广告引爆美国移动广告市场，2010 至 2014 年美国移动 广告支出的复合增长率为 113.6%.....	7
图 8:	eMarketer 数据显示 2012 至 2014 年中国移动广告支出的复合增长率为 77.4% 7	7
图 9:	美国数字广告的格局已较为稳定，CR10 稳定在 70%.....	7
图 10:	中国数字广告行业新兴市场特征明显，BAT 主导下，频繁并购带动集中 度快速上行	7
图 20:	全球移动社交 APP 分布	10
图 30:	Facebook 信息流广告变现模式.....	13
图 31:	Facebook Messenger 广告变现模式	13
图 32:	Facebook 信息流广告收入形成过程.....	14
图 33:	有米实例，精准定位后到达率显著提升.....	14
图 34:	广点通实例一：如何实施推广计划.....	14
图 35:	广点通实例二：如何精准定位	15
图 36:	移动营销产业链示意图	16
图 37:	数字营销产业链概览之一——4A 公司型	17
图 38:	数字营销产业链概览之一——程序化购买	17
图 41:	主要管理层及关联方持股.....	19
图 42:	3Q15 前十大股东.....	20
图 43:	管理层简介.....	20
图 48:	明家科技商业模式示意图.....	21

图 49:	金源互动商业模式示意图.....	22
图 50:	微赢互动商业模式示意图.....	22
图 51:	云时空商业模式示意图.....	23
图 52:	金源互动、微赢互动和云时空合计 2015 至 2017 年承诺净利润分别为 1.4 亿、1.8 亿和 2.3 亿.....	23
图 53:	参股公司简介, 公司已形成三参五控格局.....	23
图 56:	A 股及全球主要数字营销、4A 公司和互联网公司估值一览.....	26

中国移动营销渗透率为 5%，具提升空间

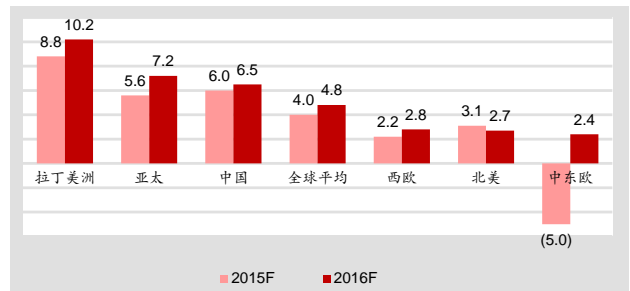
无论是数字营销还是移动营销，其本质都是广告主为追随消费者注意力的转移，将广告投放由线下迁移至线上，由 PC 端迁移至移动端。GroupM (隶属于 WPP (WPP LN)，为全球最大的 4A 公司，2014 年，GroupM 全球媒介承揽额 735 亿美元，占全球媒体公司承揽额的 32.7%) 数据显示广告主投放节奏与经济增速呈现较强的相关性。根据 GroupM 的数据，2014 年中国广告支出为 880 亿美元，占同期 GDP 的 0.88% (同期美国为 1.03%)，并预估 2015 年和 2016 年中国广告支出的同比增速分别为 6.0% 和 6.5%。

图 1：历史数据显示全球广告支出与 GDP 呈现一定相关性



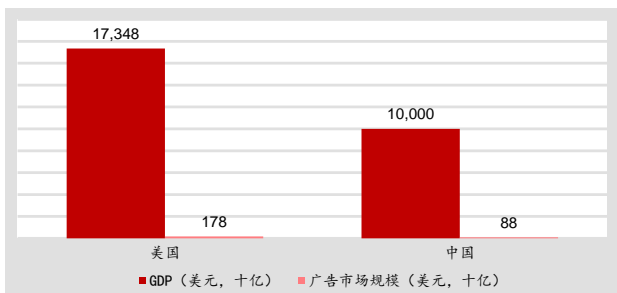
资料来源：IMF, GroupM, 川财证券研究所

图 2：GroupM 预估中国 2015 和 2016 年广告支出的同比增速分别为 6.0% 和 6.5%



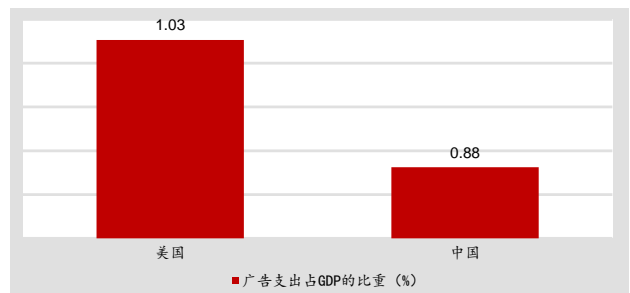
资料来源：GroupM, Carat, 川财证券研究所

图 3：GroupM 数据显示 2014 年中国广告支出为 880 亿美元



资料来源：中国国家统计局, GroupM, 川财证券研究所

图 4：GroupM 数据表明 2014 年中国和美国广告支出占 GDP 比重分别为 1.03% 和 0.88%



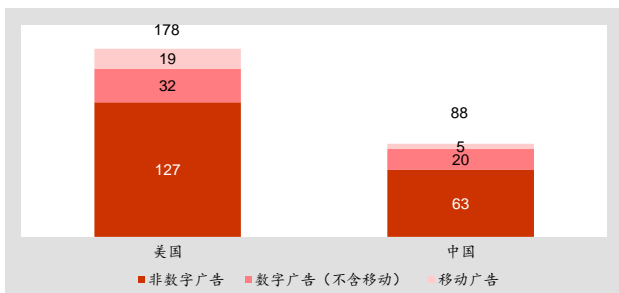
资料来源：中国国家统计局, GroupM, 川财证券研究所

将视线聚焦至数字广告，eMarketer 数据显示，2014 年中国数字广告 (不含移动) 和移动广告的市场规模分别为 200 亿美元和 50 亿美元，对应中国移动广告的渗透率为 5% (同期美国为 11%)，考量中国超过 90% 的智能手机渗透率 (数据来自

Garner)，我们认为移动广告渗透率提升具备现实基础。

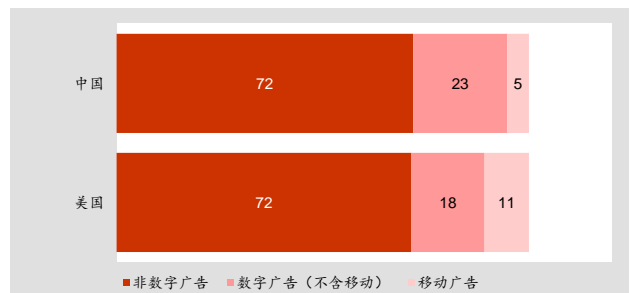
渠道调研显示，目前中国移动广告的需求是非常强劲的，特别来自中小广告主端，该等广告主有拥抱新媒体的诉求，但普遍规模较小（成为百年老店为小概率事件，因此较为重视短期投资的收回，更为关心效果，而非品牌，天生适合移动端），缺乏广告创意和策划的能力，需要依赖外部资源（如代理商）实现广告的成功投放。如果缺乏能够理顺产业链参与各方利益的商业模式，将导致该等需求被压制。我们对中国领先的移动广告投放平台——腾讯（0700 HK）广点通的了解显示，即便是业内普遍评价极高的广点通，其广告主留存率也不高，原因是多方面，①腾讯的生态圈战略，而非将广告作为营收的主要来源；②“2C”模式下产品思维根深蒂固，重产品轻渠道（广告业务为“2B”），代理商激励不足；③技术瓶颈等。结果是，广点通广告收入和 Facebook（FB US）的营收也不在同一数量级，目前广点通广告收入仅约为 Facebook 的信息流（Facebook Newsfeed）广告的 2%。

图 5：eMarketer 数据显示 2014 年中国数字广告（不含移动）和移动广告市场规模分别为 200 亿美元和 50 亿美元



资料来源：eMarketer，艾瑞咨询，川财证券研究所

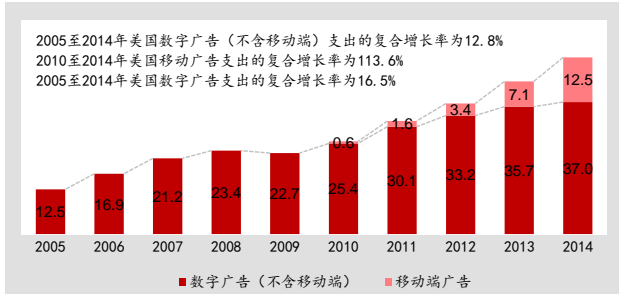
图 6：eMarketer 数据显示 2014 年中国移动广告的渗透率为 5%，而同期美国为 11%



资料来源：eMarketer，艾瑞咨询，川财证券研究所

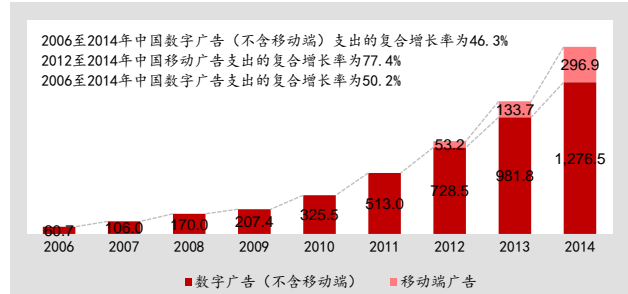
商业模式创新的力量是惊人的，Facebook 的信息流广告引爆了美国移动广告的需求，受此带动，美国移动广告行业呈现爆发式增长，2010 至 2014 年美国移动广告支出的复合增长率达 113.6%，遥遥打败贵为新兴市场的中国（2012 至 2014 年中国移动广告支出的复合增长率为 77.4%）。腾讯在 9 月推出了“智慧推”（类似广点通的产品），该产品的代理商返点比广点通体系有数倍提升空间，这将极大提升代理商的积极性，我们认为这将有助于部分释放潜在的移动广告需求。

图 7: Facebook 的信息流广告引爆美国移动广告市场, 2010 至 2014 年美国移动广告支出的复合增长率为 113.6%



资料来源: eMarketer, 艾瑞咨询, 川财证券研究所

图 8: eMarketer 数据显示 2012 至 2014 年中国移动广告支出的复合增长率为 77.4%

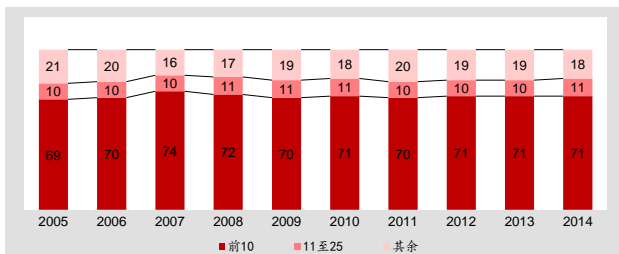


资料来源: eMarketer, 艾瑞咨询, 川财证券研究所

频繁并购带动行业集中度快速上行

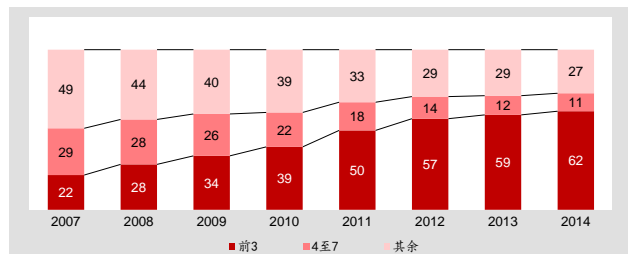
伴随中国资本市场的热络, 并购在数字营销行业十分频繁, 我们认为这有行业现实基础。中国的互联网行业以 BAT 为主导, 其流量合计约占七成, 且数据均不对外开放, 因此难以形成除 BAT 之外的巨头, 更多的机会出现在细分市场和垂直领域。数字营销的核心之一是“精准”, 如果定位细分市场, 则需要较少的标签就能把客户分类, 完成定向, 对数据量的要求级数降低, 这是细分市场领导者能出挑的重要原因。该等格局下, 体量不大的标的是充沛的, 上市公司无论是出于规模壁垒还是市值考量, 都有动力进行频繁并购。

图 9: 美国数字广告的格局已较为稳定, CR10 稳定在 70%



资料来源: IAB, PwC, 川财证券研究所

图 10: 中国数字广告行业新兴市场特征明显, BAT 主导下, 频繁并购带动集中度快速上行



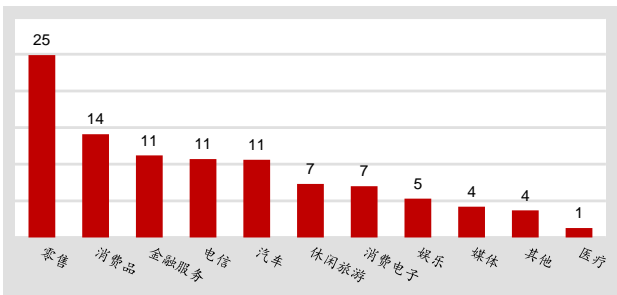
说明: 前三分别为百度、淘宝和腾讯

资料来源: IAB, PwC, 川财证券研究所

类比中美数字广告行业占比发现，中国网络服务（游戏和工具类 APP 为主）占比较高。对腾讯的调研亦显示，广点通约五成收入来自游戏和工具类 APP，与品牌类广告主相比，这类广告主的累积投放效用不强，游戏和工具下载后，后续累计投放的必要性就降低了，不像品牌类讲究持续投放构筑品牌忠诚度。因此，随品牌类广告主逐渐向数字端特别是移动端倾斜，行业生态将更为改善。

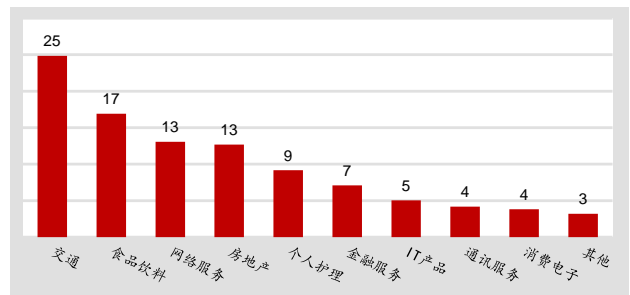
此外中国的金融服务类广告主投放占比明显偏低，我们对百度（BIDU US）的调研显示，现在 P2P 行业数字广告的增长势头极为强劲。上市公司等如果加强对该等高潜质标的的布局力度，将为业绩高增长打下基础。

图 11：2014 年美国数字广告品牌展示类分行业占比，零售、消费品和金融占比居前



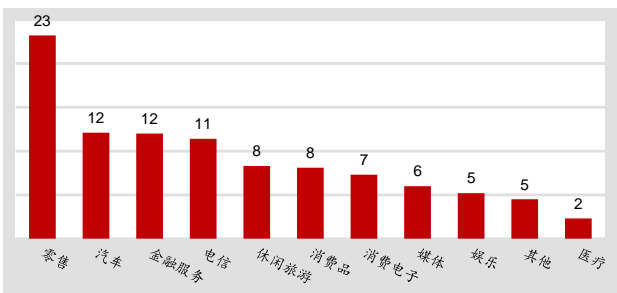
资料来源：eMarkter，川财证券研究所

图 12：2014 年中国数字广告品牌展示类分行业占比，交通、食品饮料和网络服务位列前三甲



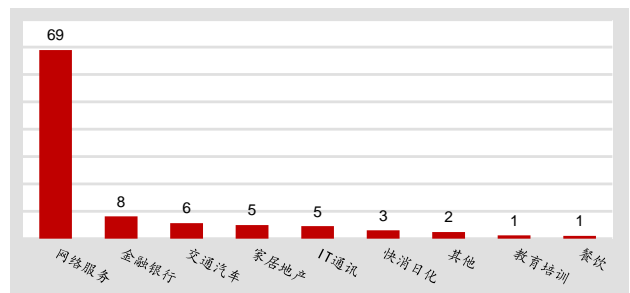
资料来源：eMarketer，川财证券研究所

图 13：2014 年美国移动广告前三行业仍是零售、汽车和金融服务，与数字广告分布一致



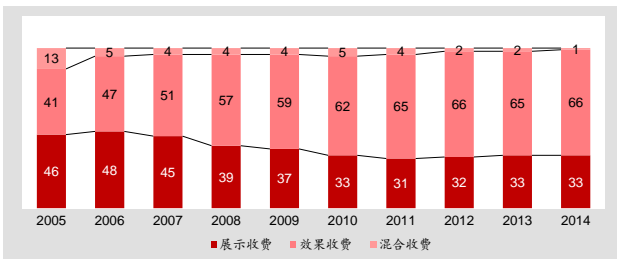
资料来源：eMarkter，川财证券研究所

图 14：2014 年中国移动广告网络服务（多为游戏和工具类 APP）一枝独秀，新兴市场特征明显，显示其他细分领域存在机会



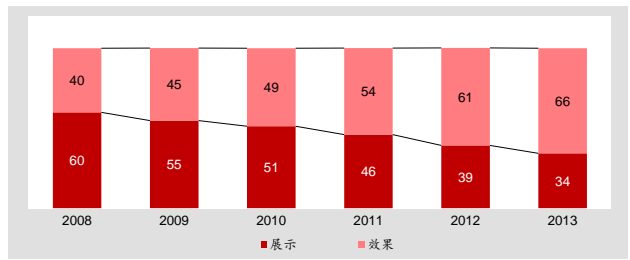
资料来源：艾媒资讯，川财证券研究所

图 15: 2014 年美国数字广告效果类占 66%



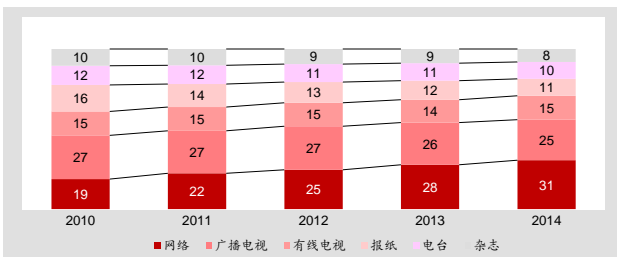
资料来源: IAB/PwC, 川财证券研究所

图 16: 中国数字广告效果类占比快速提升



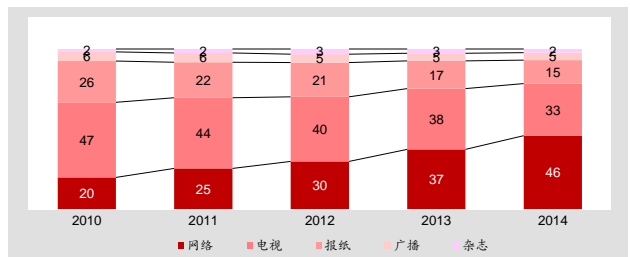
资料来源: 艾瑞资讯, 川财证券研究所

图 17: 2014 年美国数字广告分渠道占比



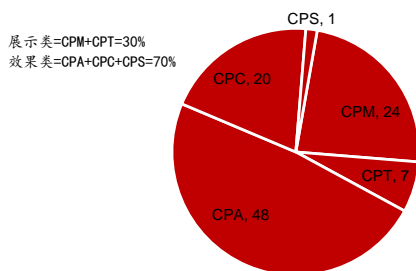
资料来源: IAB/PwC, 川财证券研究所

图 18: 2014 年中国数字广告分渠道占比, 网络广告快速上行



资料来源: 艾瑞资讯, 川财证券研究所

图 19: 2014 年中国移动广告收费模式占比, 效果类占 70%



资料来源: 艾媒资讯, 川财证券研究所

社交化、移动化风头正劲

从东半球到西半球，社交软件已成为移动端最受欢迎的 APP，过去几年，见证了微信在中国，LINE 在日本，Kakaotalk 在韩国，以及 Facebook 和 Whatsapp（2014 年 2 月被 Facebook 以 190 亿美元收购）在西半球等成为移动社交 APP 的领导者。这几个全球超级 APP 累积的 MAU 已达 39 亿人，同期全球智能手机用户为 25 亿人，即表示平均单个智能手机用户使用 1.6 个社交软件。

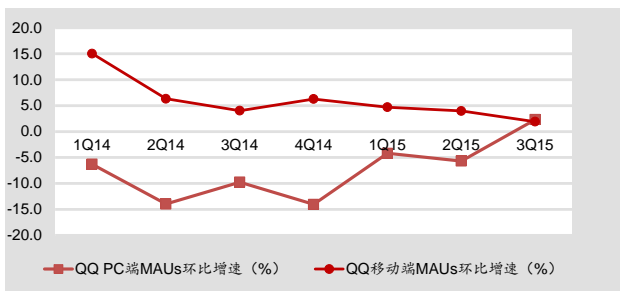
时至今日，即便经历了前期的爆发性增长，用户由 PC 端向移动端迁徙的趋势仍在延续。QQ 的数据显示，2Q15，QQ 的 PC 端和移动端的 MAUs 的环比增速分别为 -6% 和 4%，3Q15 则分别为 2% 和 2%；Facebook 用户向移动端迁徙的趋势更为明显，2Q15，Facebook 的 PC 端和移动端的 MAUs 的环比增速分别为 -6% 和 5%，3Q15 则分别为 -14% 和 6%。

图 20：全球移动社交 APP 分布



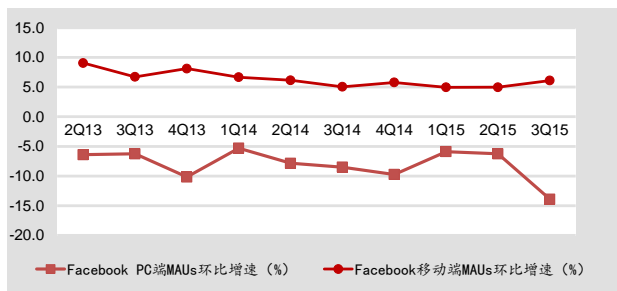
资料来源：川财证券研究所

图 21：QQ 用户 PC 端向移动端迁徙态势延续



资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 22：Facebook 移动端 MAUs 持续增长

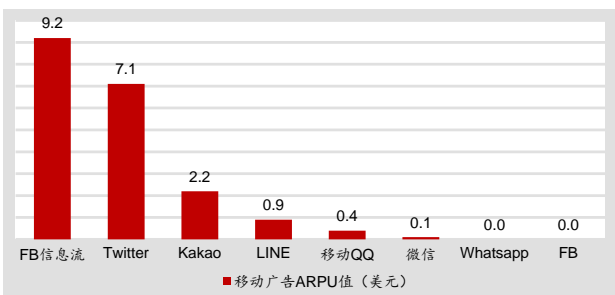


资料来源：公司资料，川财证券研究所

概括而言，这些超级 APP 基本有移动广告、数字内容（含游戏）、电子商务、O2O 和金融服务几个主要的流量变现方式。目前大部分 APP 的收入主要来自广告或者游戏，在金融服务和 O2O 等还几乎是空白，有些已经开始尝试，如腾讯和京东（JD US）的合作。

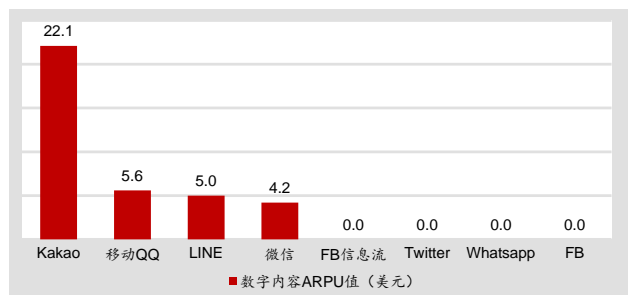
ARPU 值是衡量商业模式成功与否的重要标准。我们看到，即便以在中国极为成功的 QQ 和微信而言，移动广告商业化仍有极大提升空间，2014 年 QQ 移动广告和微信朋友圈广告的 ARPU 值分别为同期 Facebook 信息流广告 ARPU 值的 4% 和 1%，电子商务和 O2O 领域则基本是空白。Kaokao（腾讯为第一大股东）在流量变现领域是佼佼者，2014 年其综合 ARPU 值为 25.6 美元，为同期 Facebook 的 2.8 倍，移动 QQ 的 4.1 倍，微信的 5.6 倍。

图 23： 2014 年移动广告 ARPU 值



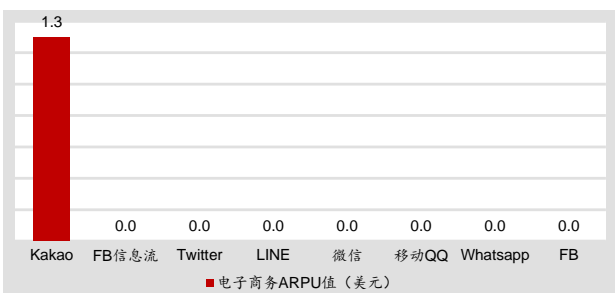
资料来源：Garner，川财证券研究所

图 24： 2014 年数字内容 ARPU 值（含游戏）



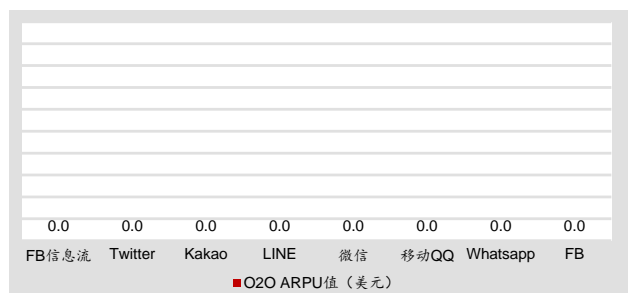
资料来源：Garner，川财证券研究所

图 25： 2014 年电子商务 ARPU 值



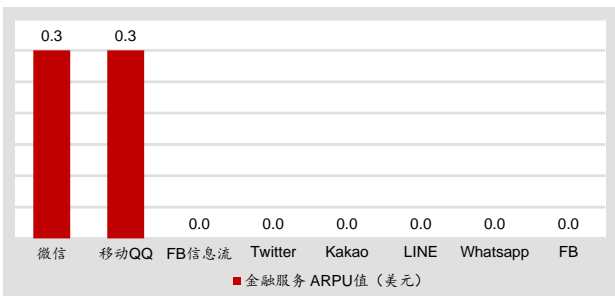
资料来源：Garner，川财证券研究所

图 26： 2014 年 O2O ARPU 值



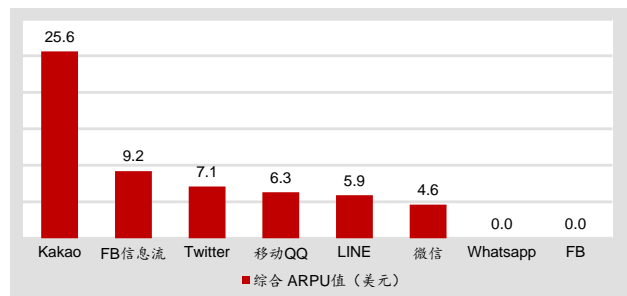
资料来源：Garner，川财证券研究所

图 27: 2014 年金融服务 ARPU 值



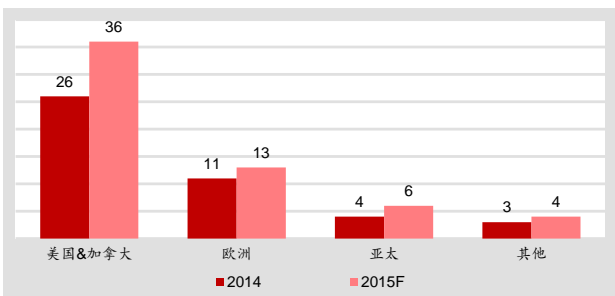
资料来源: Garner, 川财证券研究所

图 28: 2014 年综合 ARPU 值



资料来源: Garner, 川财证券研究所

图 29: 2014 年分地区 ARPU 值 (美元)

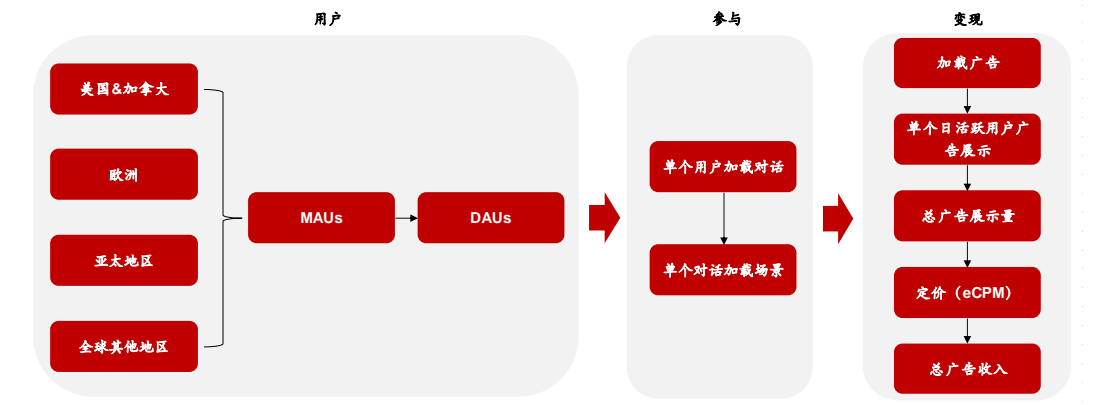


资料来源: Garner, 川财证券研究所

我们认为移动端流量变现（无论是广告、金融服务还是 O2O 等）的关键点在于理解用户的意图和识别位置。意图决定了用户的诉求偏好，例如：经常在微信与朋友交换护肤品心得的用户，可定位为美妆品牌的目标客户；经常分享海外旅行照片、攻略或高尔夫等较为高端的可选消费，可定向推送奢侈品。识别用户的基础位置，是定位用户 ARPU 潜力的重要一步，位于中国一线城市，三、四线城市的微信用户，与身处海外的用户，其消费选择和习惯会有较大不同。

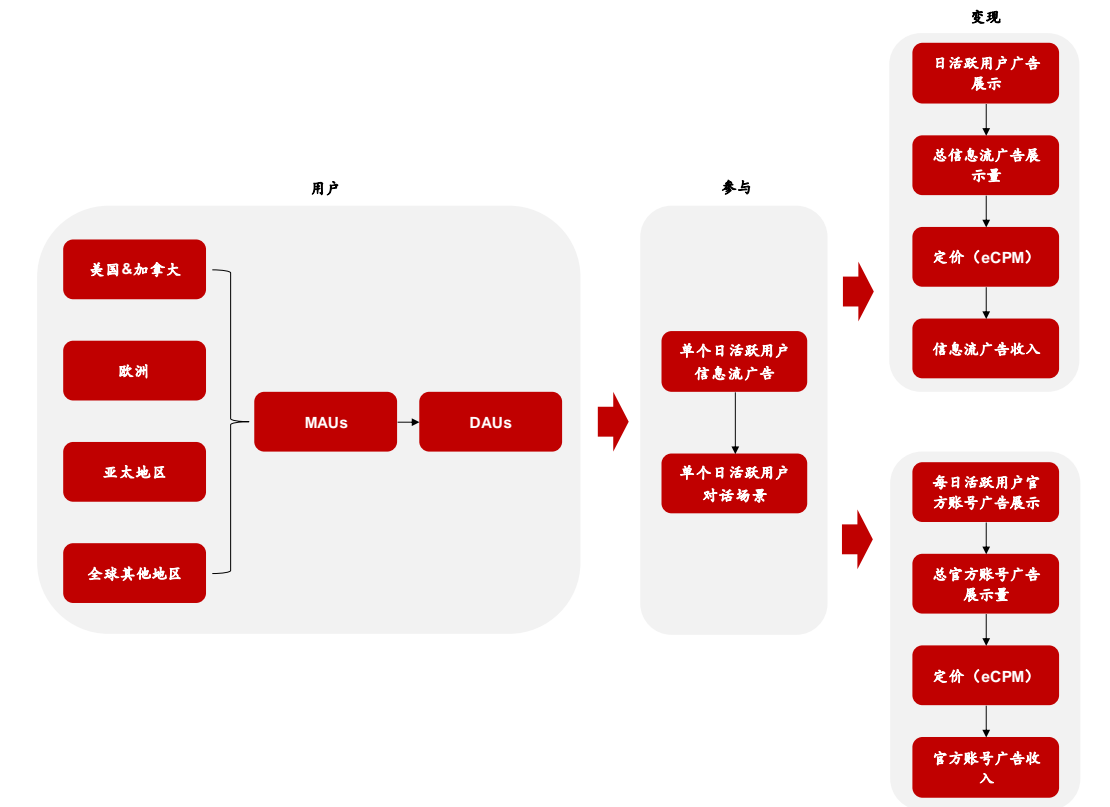
我们简单以 Facebook 的信息流广告变现来说明，移动端广告流量变现的核心驱动因素，分别是，(1) 流量，即 MAU；(2) 参与度，更长的停留时间能加载更多的场景和对话，意味着更多的广告展示量；(3) 广告价格，数字时代，广告价格的决定因素日益复杂，是否能够“精准”识别用户是决定数字广告价格的重要因素。有米资料显示，通过精准定向，点击率明显提升，这明显提高了广告主的 ROI，即意味着广告主愿意为该等广告位支付更高价格。

图 30: Facebook 信息流广告变现模式



资料来源: 公司资料、川财证券研究所

图 31: Facebook Messenger 广告变现模式



资料来源: 公司资料、川财证券研究所

图 32: Facebook 信息流广告收入形成过程

			2015F
用户	移动日活跃用户数 (百万)	A	863.6
x			
参与度	单个日活跃用户对话数	B	15
	单个对话场景数	C	20
x			
广告展示	广告填充率	D	5%
	每日日活跃用户展示量	E=B*C*D	15
x			
总展示量	总展示量 (百万)	F	12,954
x			
广告价格	eCPM (美元)	G	2.55
Facebook 移动端信息流广告收入		H=F*G	33,033

说明: 数据为假设值, 经过四舍五入

资料来源: 川财证券研究所

图 33: 有米实例, 精准定位后到达率显著提升

广告类型	定向人群	不定向	定向	效果
维品会女装	女性	2.50%	3.50%	140.0%
奥迪汽车	男性年龄30岁以上 高端	2.10%	3.20%	152.4%
作业帮APP	学生	1.25%	3.70%	296.0%
雅培奶粉	女性 年龄25岁以上	1.20%	2.80%	233.3%
梦幻西游	游戏爱好者	2.70%	4.10%	151.9%
平均点击率		1.95%	3.46%	177.4%

资料来源: 有米, 川财证券研究所

图 34: 广点通实例一: 如何实施推广计划

资料来源: 广点通, 川财证券研究所

图 35: 广点通实例二: 如何精准定位



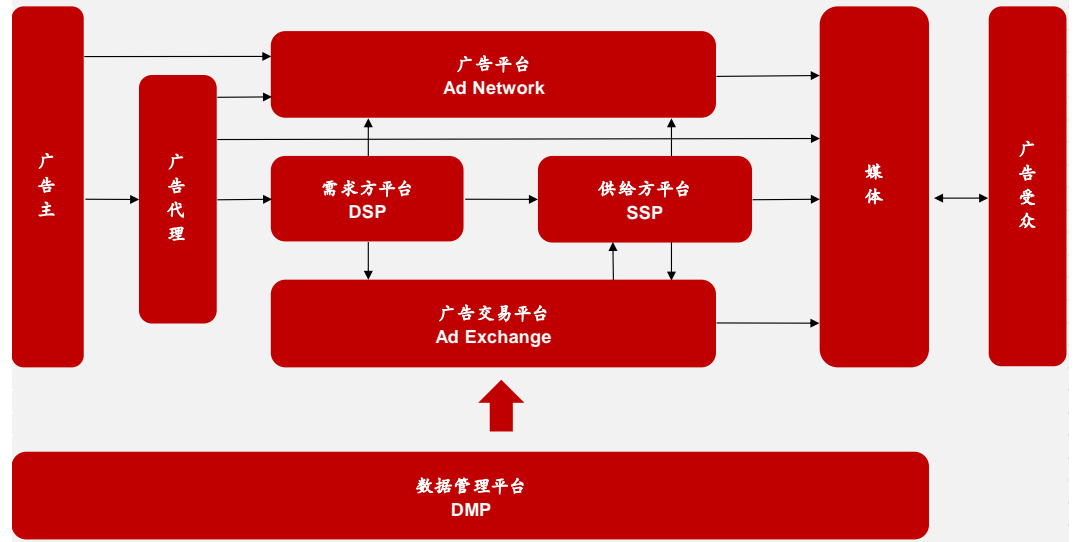
资料来源: 广点通, 川财证券研究所

中国移动营销产业——小市值、并购驱动型为选股方向

简而言之, 移动营销产业链可分为: ①上游: 广告主; ②广告(交易)平台, 构建平台的方式有多种, 如 DSP 对接 SSP 或 Ad Exchange 等; ③下游: 媒体, 广告主与下游的对接也可通过代理。其中又有多种合作方式, 基本上头部客户对接头部流量, 甚至绕过平台方, 如宝洁(PG US)年广告预算 20-30 亿美金, 有能力自建 DSP 体系,

GroupM（全球最大的 4A 公司）建立了 Xaxis（全球最大程序化数字媒体平台）等。

图 36： 移动营销产业链示意图

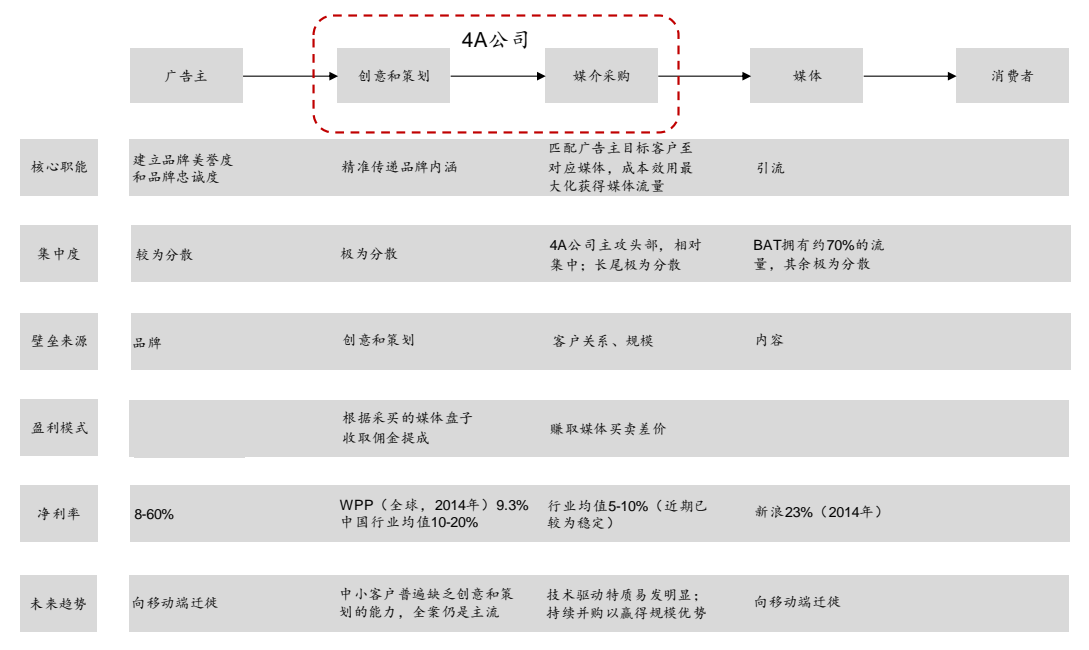


资料来源：川财证券研究所

我们认为，产业中公司基本遵循两种发展模式，可概括为：类 4A 全案代理型和技术&数据驱动型（程序化购买）。我们认为中期来看，类 4A 全案代理型为主流，如明家科技（300242 CH，买入）和利欧股份（002131 CH，未评级）等；技术&数据驱动型的典型例子来自 BAT，如阿里巴巴（BABA US）旗下的易传媒（AdChina）以及腾讯广点通。

如我们之前提到的，头部客户对应头部流量，中小广告主对应次头部和长尾，由于头部客户和头部流量隐藏于大型广告主和大型媒体内部，无法拆分出来作为单独的（移动）数字广告标的来投资。同时我们也观察到，时下大部分标的都是由代理转型或由网盟转型而来的类 4A 全案代理（移动）数字营销标的，且并购案例层出不穷。这是有产业深层次原因的，渠道调研表明，中小广告的痛点在于，缺乏创意和策划能力，其需求是对广告投放一站式的服务，这就决定了服务他们的商业模式应以全案为主，而中国约七成的流量属于 BAT（这些大部分是头部流量），由于数据的数量和品质的限制（长尾流量的价值低，且品质不稳定），决定了在 BAT 以外很难形成大型的数字媒体平台，但在细分市场和垂直领域是有领导者可以出现的，因为细分市场用户具备一定同质性（如都是学生，都是游戏爱好者等）仅需较少的用户标签就可完成定位，对数据量的要求明显降低。因此企业要想做全（上下游并购），或做大（横向并购），一定是以并购来驱动。我们认为在相当长的一段时间内，数字营销行业仍然是以并购推动行业向前发展，这个阶段也是该领域资本市场的盛宴。

图 37: 数字营销产业链概览之一——4A 公司型



资料来源: 川财证券研究所

图 38: 数字营销产业链概览之一——程序化购买



资料来源: 川财证券研究所

综上, 我们的选股思路是: 小市值 (更容易找到理想的并购标的, 因为细分市场、垂直领域的标的是充沛的, 且市值弹性大), 并购驱动型 (一次并购只是开始, 需补全版图, 才能给客户一站式服务) 为首选股。特别关注移动端的机会, 因为移

移动端可以捕捉用户的位置，全方位获得用户数据标签，流量变现模式更为丰富，潜在 ARPU 值上行空间大。

图 39：2014 至 2015 年中国数字营销并购案例一览表

并购方	股票代码	市值(人民币, 亿元)	商业模式	并购时间	被并购方	并购价格(人民币, 亿元)	持股比例	业务简介	覆盖行业
蓝色光标	300058 CH	309	类4A公司	2015年6月	多盟(程序化投放平台)	18.13	95%	多盟目前的主要业务为移动互联网广告业务, 为客户在移动互联网领域提供精准、高效的整合营销推广服务。	品牌客户有直营和广告代理公司、行业客户有手机游戏、手机应用
					亿动(程序化投放平台)	4.54	55%	亿动主要从事移动端的品牌类广告的境内推广和手机应用的海外推广。	
省广股份	002400 CH	212	类4A公司	2015年9月	普拓文化(媒介投放服务商、DSP平台)	6.24	80%	普拓文化拥有庞大的网络广告资源库, 全面覆盖视频类、文字类、门户类和游戏类等广告资源, 是腾讯、百度、优土、暴风等媒体的战略合作伙伴。凭借多年对游戏行业的深刻理解, 以及海量的广告投放数据的积累, 普拓文化引进了大数据分析和算法优化研发团队, 打造了领先的精准DSP/DMP平台及投放策略系统。	网络游戏、网页游戏为主
					省广先锋(移动广告平台)	1.65	49%	省广先锋的业务主要分为三大板块: 媒体代理、品牌管理和数字营销。	国际知名品牌消费品及汽车
科达股份	600986 CH	200	类4A公司	2015年1月	广州蓝门(社会化媒体营销服务商)	0.73	51%	广州蓝门以微信、微博平台为主, 亦在积极关注其他具有影响力的社交媒体的发展, 并已开始为客户其他社交媒体的监测、发布等业务。	
					百孚思(全案服务提供商)	6.08	100%	百孚思是专注于汽车行业的数字整合营销专业服务提供商, 主营业务为品牌及产品的互联网营销、网络公关与网站建设。	
					上海网立(全案服务提供商)	4.46	100%	上海网立, 立足于线下会展服务, 以客户体验为导向, 结合互联网营销推广, 为客户提供线上线下的整体式营销服务。	
					华巴众为(全案服务提供商)	4.05	100%	华巴众为提供创意策划、品牌营销、产品推广等互联网营销服务。	
利欧股份	002131 CH	175	类4A公司	2015年5月	添瑞威行(程序化购买、全案服务)	9.50	100%	添瑞威行主要从事电商客户的互联网广告投放代理业务, 利用自有的数据平台系统对媒体及客户投放数据进行深度分析, 为客户实现广告精准投放; 同时, 还为客户提供策略制定、创意策划、媒介购买、广告效果监测及优化等服务。	快消品、汽车、电商
					雨林木风(数字媒介)	5.40	100%	为第三方搜索引擎、电商网站等互联网媒体平台客户提供流量导入。	114浏览器及网页导航
					2014年3月	漫融广告(整合营销服务)	3.44	85%	漫融广告旗下有两家公司, 上海聚数万舍广告(Media V)和上海勇舍广告; 其中Media V是中国最大的为电商提供整合营销服务的数字营销机构。
腾信股份	300392 CH	170	类似于广告主将销售能力外包给广告公司	2015年7月	上海鑫晨(全案服务提供商)	2.26	100%	上海鑫晨主攻社会化平台(微博和微信等)和数字化平台(门户网站和网站等)。	服饰、时尚、汽车和快消品
					2014年7月	琥珀传媒(全案服务提供商)	1.95	100%	琥珀传媒旗下的数字营销服务主要包含品牌数字整合策略和品牌数字创意传播管理; 数字媒介代理服务主要业务是为大型数字媒体提供流量整合服务。即, 作为流量整合平台, 万圣伟业将中小数字媒体的分散流量聚合起来, 经分析和整理后导入给有需求的大型数字媒体。
天龙集团	300063 CH	133	技术类数字营销公司	2015年4月	车瑞信息(电商)	4.60	46%	公司转型成为互联网营销+电商模式。通过与主机厂和经销商的合作采取包断整车的方法, 通过买断获得整车的定价权, 同时通过微信提供的数据和投放的广告(包括搜索、视频、社会化媒体、汽车垂直媒体媒体整合)去获取用户, 通过车风网的销售顾问电话回访的方法去跟进潜在客户进一步的沟通, 潜在客户对购车有意向的话通过线上的方法下定金, 然后通过线下的方法跟车风网合作的4S店去提车。	汽车
					2014年9月	北京智创(移动互联网营销服务)	2.34	100%	专注于移动互联网营销, 利用移动设备为主要传播平台, 为品牌客户提供移动营销解决方案。
久其软件	002279 CH	125	媒体资源类数字营销公司	2014年9月	广州橙果(数字营销服务)	0.60	60%	广州橙果成立四年以来, 主要为客户提供全链条的数字营销服务, 包括: 网络营销、移动营销、大数据营销、口碑社区营销、网络公关和网络营销效果监测等。	汽车
					2014年9月	亿起联科技(移动广告平台)	4.80	100%	中国最早的移动营销解决方案提供商, 主营移动广告网络平台(AdNetwork)、海外市场推广和自媒体运营等业务。在覆盖用户规模、行业信誉、市场份额、数据吞吐量、收益稳定性多方面处于行业领先地位。
联创股份	300343 CH	109	全案类数字营销公司	2015年3月	上海新舍(全案服务公司)	13.20	100%	上海新舍致力于为客户提供优质完整的互联网综合营销解决方案, 具体服务包括媒介策略制定、创意与策划、媒介采购与执行以及广告效果监测与优化等。	汽车、金融、美妆、家电、快消等多个领域, 尤其
					2015年10月	上海瀚创(全案互联网整合营销服务公司)	10.15	100%	上海瀚创拥有多年的互联网整合营销全案管理经验, 不仅与众多优质品牌广告主建立了良好的合作关系, 并凭借口碑传播的媒介采购与管理经验, 与主流互联网媒体形成了长期稳定的合作关系。
智度投资	000676 CH	101	媒体资源类数字营销公司	2015年10月	猎鹰网络(移动互联网广告平台)	9.90	100%	猎鹰网络主营为移动互联网广告业务, 致力于成为搭建互联网流量级平台, 为客户提供精准、高效的整合营销推广服务, 且注重自主研发的互联网企业。	互联网行业
					2015年9月	Spigot(全球应用分发)	16.11	100%	Spigot是连接全球广告客户和软件开发者的跨平台解决方案提供商, 主营业务集中于互联网软件开发、应用和分发。
思美传媒	002712 CH	78	媒体资源类数字营销公司	2015年9月	掌汇天下(安卓应用分发)	0.47	47%	主打Android移动应用商店-应用汇。	应用分发
					2015年7月	亦复信息(移动广告平台)	3.85	100%	亦复信息主要从事数字整合营销专业服务, 主营业务由下属五家公司分别运营, 分为搜索引擎整合营销、精准营销、“万通客”SSP(Supply Side Platform)、娱乐影视整合营销和社交媒体整合营销五类数字营销业务。
华谊嘉信	300071 CH	89	媒体资源类数字营销公司	2015年2月	爱德康赛(搜索引擎广告服务)	3.25	100%	爱德康赛经过多年的发展, 已经建立了稳固的媒体渠道网络, 爱德康赛目前为百度互五代理商, 360教育行业核心代理商(仅两家), 同时爱德康赛与搜狗、神马搜索等均建立了稳定的业务合作关系, 爱德康赛是国内领先的SEM服务商。	汽车、快消品、电商
					2015年10月	易瑞科技(程序化投放)	0.25	35%	公司拥有新型数字营销广告平台, 主要基于大数据分析为广告主提供精准广告投放和移动互联网领域的品牌营销及产品推广。
万润科技	002654 CH	89	媒体资源类数字营销公司	2015年11月	浩耶(全案服务提供商)	4.67	100%	公司能够为客户提供包括上述各营销类别的互联网营销整体解决方案。浩耶上海的主营业务分为三部分: (1) 数字品牌整合营销, 主要为展示类营销业务(包括移动互联网营销); (2) 效果营销业务, 主要为搜索引擎营销和精准营销业务; (3) 互联网增值服务, 主要为营销网站建设及内容营销。	汽车、快消品、金融、医药保健品行业
					2015年5月	鼎盛志轩(搜索引擎广告服务)	4.15	100%	鼎盛志轩凭借对互联网广告及百度平台的深刻理解和持续的创新力, 为客户持续提供富有价值的互联网整合营销服务, 具体服务内容包含大数据服务、SEM服务、新媒体营销服务三大类。
实益达	002137 CH	64	全案类数字营销公司	2015年7月	讯友数码(全案类数字营销服务提供商)	0.20	20%	讯友数码通过整合各类移动媒体资源, 凭借丰富的移动互联网广告运营经验, 深入挖掘客户核心需求。	汽车、电商
					2015年7月	顺为广告(全案类数字营销服务提供商)	3.13	100%	顺为广告(以广告创意和内容制作为核心服务的社会化媒体营销服务提供商)
利安广告	002137 CH	64	全案类数字营销公司	2015年7月	奇思广告(以广告创意为核心服务的广告服务提供商)	2.52	100%	四家公司都是以创意、策划为主的广告服务商。	汽车
					2015年7月	利安广告(以广告创意和内容制作为核心服务的社会化媒体营销服务提供商)	0.70	100%	利安广告(以广告创意和内容制作为核心服务的社会化媒体营销服务提供商)

说明: 市值基于 2015 年 11 月 17 日盘中价, 为增发稀释前市值

资料来源: 川财证券研究所

明家科技(300242 CH, 买入, 首次覆盖)

公司成立于 2002 年, 创设之初的主营业务为电涌保护产品的开发、生产和销售, 2008

年改制为股份公司，2011年深圳证券交易所创业板上市，由于主业行业空间有限，2014年开始向移动营销转型，先参股后控股了云时空（下游媒体），全资控股金源互动（上游广告代理），全资控股微赢互动（技术驱动型，SSP+Ad Exchange，DSP研发进行中）等。

图 40：明家科技历史大事件回顾

年份	大事件	说明
2002	公司成立	创设之初主营业务为电涌保护产品的研发、生产和销售
2007		公司被评为广东省民营科技企业，东莞市民营科技企业，被中国产品质量协会评为国家质量信誉AAA等级企业
2008	改制为股份公司	整体改制为股份有限公司，MIG产品被评为广东省名牌产品，公司被评为国家高新技术企业
2010		被评为东莞市专利培育企业，获得中国防雷企业杰出创新奖
2011	创业板上市	在深圳证券交易所创业板挂牌上市
2014	开始向移动营销转型	
	参股云时空（下游媒体）	2014年3月，参股云时空11.36%的股权，价格1,500万
	参股小子科技（数据平台）	小子科技定位于以精准营销为核心理念的移动互联网广告服务，依托领先的数据分析技术和网络营销技术，实现对网络用户的精准定向、对广告资源的智能管理
	参股掌众信息（下游媒体）	2014年8月，参股掌众信息12.00%的股权，价格2,400万
	全资收购金源互动（全案）	2014年9月，公司公告拟购买金源互动100%的股权，价格40,920万（股权60%+现金40%），其中现金支付16,368万，剩余24,552万以发行股份的方式支付（发行价格20.21元/股（除权前）），该方案2014年12月获证监会批准
2015	参股有才科技（开发和运营人力资源O2O产品）	2015年4月，公司与安赐创投及若干自然人共同出资500万设立有才科技，公司出资150万，拥有30%的股权
	全资收购微赢互动（SSP）	2015年4月，公司与珠海安赐（公司副董事长陈长洁在珠海安赐之执行事务合伙人珠海横琴安赐文化互联股权投资基金管理企业中担任合伙人，且陈长洁先生的配偶张婷女士为珠海安赐的实际控制人之一）及自然人李怀状先生（小子科技创始人之一）等对小子科技增资，公司持有小子科技13.5%的股权，珠海安赐持有小子科技1.5%的股权
	设立移动互联网产业基金	2015年6月，公司拟以10.08亿全资收购微赢互动（股权60%+现金30%），发行股份购买价格为34.90元/股；拟以3.32亿收购云时空剩余的88.64%的股权，发行股份购买价格为38.04%，该项交易2015年10月获得证监会批准
		2015年7月，公司与九派资本签订了《战略合作框架协议》，双方拟共同发起设立产业基金，做为公司布局移动互联网产业战略发展平台，推动公司外延式发展
		2015年8月，公司与九派资本成立产业基金，总出资额1亿，其中公司出资2,000万，九派与九派明家管理企业出资2,100万，其余向社会投资人（有限合伙人）募集
	参股齐欣互动（移动互联网广告）和北京点酷（移动互联网广告）	公司2015年三季报显示，截至2015年9月底，公司全资控股的金源互动参股齐欣互动（移动互联网广告，注册资本200万）5%；参股北京点酷时代网络科技有限公司（移动互联网广告，注册资本100万）2%的股权

资料来源：川财证券研究所

公司的管理层预估东利益较为一致，核心参股控股公司的创始人均有持股。

图 41：主要管理层及关联方持股

股东名称	持股比例	说明
周建林	26.02%	董事长，公司实际控制人
上银计划	10.15%	上银基金成立于2013年8月，上海银行持有其90%股权
甄勇	8.77%	金源互动总经理
李佳宇	8.35%	微赢互动董事长
广发信德	2.53%	专业股权投资方
陈忠伟	2.44%	云时空总经理，持有云时空28.81%股权，筋斗云50%股权
张翔	1.96%	微赢互动董事
傅晗	1.71%	云时空副总经理，持有云时空20.16%股权、筋斗云35%股权
陈阳	1.57%	微赢互动董事
杜海燕	0.90%	微赢互动董事
苏培	0.73%	云时空副总经理，持有云时空8.64%的股权、筋斗云15%股权
好望角	0.40%	投资管理和投资咨询业务
众赢投资	0.03%	为广发信德总经理肖雪生及TMT团队成员于2014年4月25日出资设立的有限合伙企业

说明：数据来自2015年6月15日发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）修订稿

资料来源：公司资料、川财证券研究所

图 42: 3Q15 前十大股东

股东名称	持股比例	说明
周建林	37.89%	公司实际控制人
甄勇	12.78%	金源互动总经理
中国建设银行股份有限公司-易方达国防军工混合型证券投资基金	2.18%	
王文霞	1.36%	
中国工商银行股份有限公司-易方达价值精选混合型证券投资基金	1.34%	
全国社保基金四一八组合	1.33%	
全国社保基金一零七组合	1.32%	
交通银行股份有限公司-科瑞证券投资基金	1.24%	
新余市红日兴裕投资管理中心(有限合伙)	1.16%	
合计	70.20%	

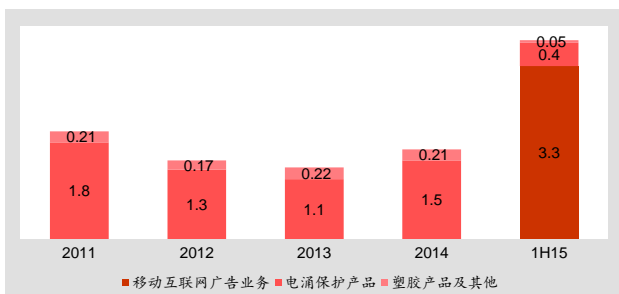
资料来源: 公司资料、川财证券研究所

图 43: 管理层简介

名称	职位	管理层背景
周建林	董事长	1971年出生, 1991年参加工作, 先后在宏达电子厂, 东莞市东大电业有限公司工作, 2002年起在东莞市明家电子工业有限公司工作, 先后任广东明家科技股份有限公司监事, 执行董事兼总经理, 现任广东明家科技股份有限公司董事长兼总经理。
陈长洁	副董事长	1979年出生, 中国国籍, 无永久境外居留权。本科学历, 毕业于中国政法大学。2001年至今, 先后担任广东广大律师事务所, 北京市君合律师事务所, 安赐资本的合伙人, 长期从事上市公司并购重组业务。曾兼任佛山市国星光电股份有限公司独立董事, 现兼任江苏新美星包装机械股份有限公司独立董事以及一家聚焦于移动互联网的创业孵化机构“广州文创孵化中心”(GCIC)的创业导师。
黎伟	董事	1975年6月出生, 大学本科学历, 会计师。1998年8月起至2009年4月在广东正中珠江会计师事务所有限公司工作。2009年4月起在明家科技工作, 现任广东明家科技股份有限公司董事, 财务总监。
陈涵涵	董事	1981年10月出生, 毕业于中山大学法学院法学专业, 本科学历。2004年7月至2012年4月在国信联合律师事务所从事律师工作。2012年4月起在明家科技工作, 现为明家科技的董事, 董事会秘书。
曾文国	董事	1979年出生, 1998年参加工作, 先后在东莞下岭贝元山电子厂, 湖南省衡阳市第五建筑工程公司, 东莞建辉五金厂工作。2002年5月至今在广东明家科技股份有限公司工作, 历任技术员, 班长, 组长, 课长, 业务副经理, 制造部经理。2008年10月至2014年11月任广东明家科技股份有限公司职工监事。
阮航	董事	1973年出生, 研究生学历。1994年参加工作, 先后在长春市工商银行, 东莞市电信局厚街分局工作。1997年至2007年在中国联通东莞分公司任职。2008年至2009年, 任东莞市民营科技企业协会秘书长; 2009年至2010年8月, 任东莞市华南专利商标事务所副总经理; 2010年11月至今, 任中国联通东莞分公司客服部经理。2009年6月至2014年11月任广东明家科技股份有限公司监事会主席。

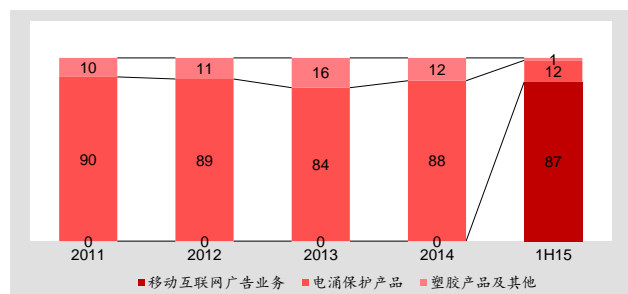
资料来源: 公司资料、川财证券研究所

图 44: 1H15 移动互联网广告业务收入 3.3 亿



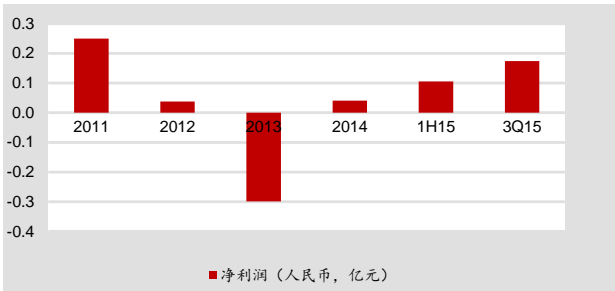
资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

图 45: 1H15 移动互联网广告业务收入占全部营收的 87%



资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

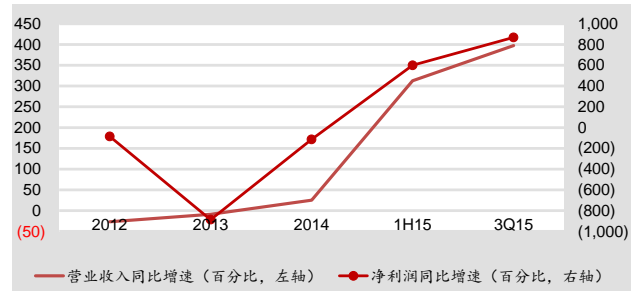
图 46: 至 3Q15 累计净利润为 0.17 亿



说明: 财务数据为收购并表前

资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

图 47: 至 3Q15 营业收入和净利润同比增速分别为 397%和 868%

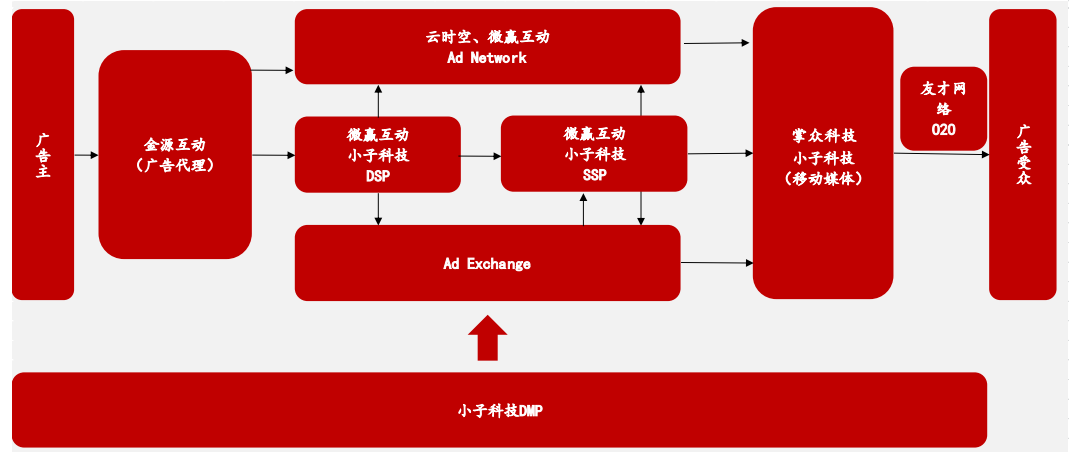


说明: 财务数据为收购并表前

资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

在收购了金源互动、微赢互动和云时空后,公司在移动互联网领域布局已较为完善,涵盖上游广告主(含创意策划)——金源互动、数字广告投放平台——微赢互动和下游媒介(网盟)——云时空。我们认为公司仍存在外延并购的预期,以进一步完善产业链及增强规模效应。

图 48: 明家科技商业模式示意图



资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

图 49: 金源互动商业模式示意图



资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

图 50: 微赢互动商业模式示意图



资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

说明: 数据统计截止2015年4月

图 51: 云时空商业模式示意图



资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

说明: 数据统计截止2015年6月

图 52: 金源互动、微赢互动和云时空合计 2015 至 2017 年承诺净利润分别为 1.4 亿、1.8 亿和 2.3 亿

公司名称	收购方案	公司简介	承诺净利润(人民币, 万元)		
			2015	2016	2017
金源互动	金源互动100%股权对价4.1亿元, 其中以现金支付1.64亿元, 剩余2.46亿元以发行股份的方式支付。本次发行的价格为20.21元/股, 向甄勇、红日兴裕发行11,136,071股和1,012,370股, 共计12,148,441股。	行业顶尖的广告代理公司: 专注于移动数字营销的量化匹配、整合传播、全程监测, 凭借丰富的媒体渠道、多元化的客户资源、专业的移动数字营销全案策划能力, 将上下游资源进行精准匹配, 采用分类创意的方式精准锚定目标受众, 对接精准媒体进行全网覆盖, 达到精准投放的效果。	4,000	4,800	5,500
微赢互动	微赢互动100%股权交易作价为100,800万元, 云时空88.64%股权交易作价为33,240万元。其中70%的股权对价采用定向发行股份的方式支付, 以34.90元/股发行股份, 购买资产发行股份数量为26,884,809股。	微赢互动是行业内规模最大、推广技术领先的移动广告平台之一。主营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, 一般采用APP推广及WAP推广, 为广告主快速、精准推广各种产品提供一站式落地服务, 获取产品推广收入。	7,150	9,330	12,000
云时空		云时空是移动广告领域内较为重要的移动广告平台之一, 是360布局移动端的重要合作伙伴。主要业务为移动广告推广, 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。云时空推广的主要产品, 主要为各类各家互联网公司的核心产品, 如360安全卫士、腾讯应用宝等等。	3,000	3,900	5,070
合计			14,150	18,030	22,570

资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

图 53: 参股公司简介, 公司已形成三参五控格局

公司名称	主要业务	注册资本(万元)	投资金额(万元)	持股比例(%)	投资方式
掌众信息	移动互联网广告	568	2,400	12.0	增资扩股
小子科技	数据分析和移动广告平台升级服务	118	2,700	13.5	增资扩股
友才网络	开发和运营人力资源O2O产品	500	150	30.0	新设成立
齐欣互动	移动互联网广告	200	10	5.0	增资扩股
点酷时代网络科技	移动互联网广告	100	200	2.0	增资扩股

资料来源: 公司资料, 川财证券研究所

我们预估公司 2015 年、2016 年和 2017 年营业收入分别为 7.9 亿、18.1 亿和 24.7 亿，同比增速分别为 368%（收购并表）、129%和 36%，净利润分别为 0.53 亿、2.5 亿和 3.15 亿。川财 2015 年净利润预估中包含投资收益 2,761 万元，来自于原持有的云时空 11.36%股权由可供出售金融资产专为长期股权投资，以及来自掌众信息新三板挂牌录得的投资收益，川财 2016 年净利润预估中包含来自于掌众信息新三板挂牌录得的投资收益。我们 2016 年和 2017 年净利润的预估分别较万得一一致预估高 48.0%和 49.4%。

图 54：财务预估及关键假设

营业收入 (人民币, 百万)	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	说明
金源互动			43	397	655	982	1276	数字营销行业增速未来三年复合增长70%，对比美国以及广告主投放意愿调研来看，未来品牌主将是行业增长主要驱动力，金源互动目前客户为行业内客户，因公司目前尚未有品牌客户获取，预估金源互动15、16、17年营业收入同比增速分别为65%、50%、30%。
同比增速 (%)				828	65	50	30	
云时空			33	81	171	307	508	云时空已在行业内形成一定先发以及规模优势，考虑到明家整合后的协同效应，云时空目前营收基数不高，预估云时空15、16、17年营业收入同比增速分别为110%、80%、65%。
同比增速 (%)				145	110	80	65	
微赢互动			24	164	278	445	623	公司2015年1季度完成收入为2014年全年40%，考虑到明家整合后的协同效应，微赢互动是行业内比较重要的广告平台，预计15、16、17年营业收入同比增速分别为70%、60%、40%。
同比增速 (%)				595	70	60	40	
电涌保护产品	182	131	113	148	89	71	57	
同比增速 (%)		-28	-14	31	-40	-20	-20	
塑胶产品	15	13	15	12	7	6	4	
同比增速 (%)		-13	15	-23	-40	-20	-20	
其他	6	4	7	9	3	2	2	
同比增速 (%)		-32	70	22	-70	-20	-20	
合计	203	149	136	169	791	1813	2469	微赢互动、云时空公司仅有2015年12月的经营业绩合并入公司
同比增速 (%)		-27	-9	25	368	129	36	
毛利 (人民币, 百万)	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	
金源互动			11	61	98	157	217	
云时空			10	23	48	86	142	
微赢互动			15	82	139	200	249	
电涌保护产品	52	34	15	28	8	7	5	
塑胶产品	5	4	3	3	1	1	1	
其他	1	1	1	1	0	0	0	
合计	58	39	18	32	124	451	614	微赢互动、云时空公司仅有2015年12月的经营业绩合并入公司
销售费用	10	14	19	11	33	55	91	
管理费用	25	24	27	19	75	120	165	
财务费用	0	-3	-1	-1	-12	-24	-27	
分部毛利率 (%)	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	
金源互动			25.8	15.3	15.0	16.0	17.0	考虑金源互动已开始于云时空、微赢互动已开始业务协作，移动营销产业链协同效应有望使公司在竞争激烈的广告市场中维持现有毛利率水平。
云时空			31.2	28.6	28.0	28.0	28.0	根据我们调研以及云时空亦表示行业利润率基本企稳，公司维持目前毛利水平为大概率事件。
微赢互动			63.1	50.2	50.0	45.0	40.0	移动互联网行业竞争越来越激烈，未来新广告产品及DSP等所需技术、数据对公司要求越来越高，预计15、16、17年公司毛利水平略有下滑，分别为50%、45%、40%。
电涌保护产品	28.5	25.5	12.9	18.9	9.3	9.3	9.3	
塑胶产品	34.8	31.6	21.1	25.7	16.2	16.2	16.2	
其他	16.6	18.9	8.4	12.8	15.0	15.0	15.0	
财务比率 (%)	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	
综合毛利率	28.6	25.9	13.6	19.1	15.6	24.9	24.9	
销售费用率	5.1	9.1	13.9	6.6	4.2	3.1	3.7	
管理费用率	12.2	16.3	19.7	11.3	9.4	6.6	6.7	
财务费用率	0.1	-2.2	-0.4	-0.8	(1.5)	(1.3)	(1.1)	
税前利润率	14.2	3.2	-21.9	2.4	7.2	16.2	15.0	
净利润率	12.3	2.5	-22.1	2.4	6.7	13.8	12.8	

注：2013、2014年公司金源互动、云时空、微赢互动未并入公司报表

说明：2013、2014 年公司金源互动、微赢互动、云时空未并入公司报表

资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 55：川财预估与万得一一致预估差异

	川财预估			万得一一致预估			预估差 (川财/万得一一致-1, %)		
	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
营业收入 (人民币, 百万元)	791	1,813	2,469	838	1,256	1,579	-5.7%	44.3%	56.3%
净利润 (人民币, 百万元)	53	250	315	106	169	211	-49.7%	48.0%	49.4%
EPS	0.168	0.787	0.992	0.487	0.775	0.967			

说明：川财 2015 年净利润预估中包含投资收益 2,761 万元，来自于原持有的云时空 11.36%股权由可供出售金融资产专为长期股权投资，以及来自掌众信息新三板挂牌录得的投资收益；川财 2016 年净利润预估中包含来自于掌众信息新三板挂牌录得的投资收益

资料来源：Wind，川财证券研究所

投资建议

我们首次覆盖给予明家科技「买入」的投资评级，基于，（1）移动营销方兴未艾，中国未来三年移动营销市场容量的复合增长率约为 60-70%，而明家科技为纯正的移动营销标的；（2）持续外延式并购可期；（3）基于 2017 年净利润 3.2 亿的预估，给予 2017 年 PE60X 的估值，对应目标市值为 192 亿，对应目标价 60.57 元，目前股价隐含上涨空间 53%。新的并购将触发股价进一步上行。

风险提示

并购不如预期。

图 56: A 股及全球主要数字营销、4A 公司和互联网公司估值一览

代码	公司	投资评级	股价 当地货币	市值 十亿, 美元	EPS (财报货币)				PE (X)				PS (X)				2014-2017F 2015 PEG		股息率 (%)
					2014	2015F	2016F	2017F	2014	2015F	2016F	2017F	2014	2015F	2016F	2017F	股东净利润的 GAGR (%)	(X)	
A股数字营销																			
600986.CH	科达股份	未评级	22.4	3.0	0.03	0.10	0.41	0.87	597.4	185.2	45.2	21.3	15.7	14.2	7.7	4.4	203.9	0.9	N.A.
300392.CH	腾信股份	未评级	48.5	2.9	0.16	0.37	0.47	0.50	93.3	40.5	31.5	29.8	6.2	3.4	2.5	2.0	46.2	0.9	N.A.
002131.CH	利欧股份	未评级	14.9	2.8	0.01	N.A.	N.A.	N.A.	5,635.1	N.A.	N.A.	N.A.	14.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
000676.CH	智度投资	未评级	42.7	2.1	0.11	N.A.	N.A.	N.A.	125.1	N.A.	N.A.	N.A.	6.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
300063.CH	天龙集团	未评级	43.4	2.0	0.29	0.35	0.53	0.77	169.0	140.5	92.3	63.3	22.3	15.1	11.5	8.9	38.7	3.6	N.A.
300071.CH	华谊嘉信	未评级	13.9	1.5	0.16	N.A.	N.A.	N.A.	140.0	N.A.	N.A.	N.A.	18.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
002654.CH	万润科技	未评级	39.2	1.5	(0.22)	N.A.	N.A.	N.A.	(196.0)	N.A.	N.A.	N.A.	36.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
002712.CH	思美传媒	未评级	104.8	1.4	0.84	1.25	2.10	2.52	124.7	83.8	49.9	41.6	4.3	3.3	2.1	1.7	44.2	1.9	0.2
002137.CH	实益达	未评级	18.5	1.3	0.33	0.45	0.63	0.75	121.4	89.0	63.6	53.4	12.1	9.9	7.4	6.2	31.5	2.8	0.1
300038.CH	梅泰诺	未评级	40.1	1.2	0.23	0.52	0.59	0.74	170.5	75.4	66.5	53.0	18.3	16.1	16.3	17.3	47.6	1.6	N.A.
A股数字营销平均					0.24	0.51	0.79	1.02	797.4	102.4	58.2	43.7	13.0	10.3	7.9	6.7	68.7	2.0	0.2
移动数字营销																			
300242.CH	明家科技	买入	37.9	0.7	0.02	60.43	48.18	38.93	1,894.5	3,251.3	67.0	53.4	28.4	3.9	2.7	2.0	N.A.	N.A.	N.A.
A股4A公司																			
300058.CH	蓝色光标	未评级	16.3	4.9	0.49	0.75	1.00	1.22	49.6	32.9	24.5	20.1	3.5	2.6	2.1	1.7	35.2	0.9	0.6
002400.CH	省广股份	未评级	24.5	3.5	0.37	0.50	0.71	0.80	44.1	32.8	23.0	20.5	5.3	3.4	2.5	2.1	29.1	1.1	0.8
A股4A公司平均					0.43	0.62	0.85	1.01	46.9	32.9	23.8	20.3	4.4	3.0	2.3	1.9	32.2	1.0	0.7
全球可比4A公司																			
WPP.LN	WPP集团	未评级	1,515.0	29.9	0.81	0.93	1.02	1.10	18.8	16.3	14.9	13.8	1.7	1.6	1.6	1.5	11.0	1.5	2.9
OMC.US	奥姆尼康	未评级	73.2	17.7	3.16	4.24	4.65	5.04	18.6	13.8	12.6	11.6	1.8	1.4	1.3	1.3	16.8	0.8	2.5
NLSN.US	尼尔森控股	未评级	47.7	17.4	4.24	4.39	4.70	5.09	17.3	16.7	15.6	14.4	1.2	1.2	1.1	1.1	6.3	2.6	2.7
4324.JP	电通	未评级	6,950.0	16.3	1.00	2.62	2.93	3.27	47.7	18.2	16.3	14.6	2.8	2.8	2.7	2.6	48.4	0.4	2.3
PUB.FP	阳狮集团	未评级	58.6	13.9	1.12	1.16	1.33	1.51	20.8	20.1	17.5	15.5	1.3	1.2	1.2	1.1	10.4	1.9	2.0
IPG.US	Interpubli	未评级	23.3	9.5	241.43	227.63	318.64	356.82	28.8	30.5	21.8	19.5	3.0	3.0	2.4	2.2	13.9	2.2	1.0
全球可比4A公司平均									25.3	19.3	16.4	14.9	2.0	1.9	1.7	1.6	17.8	1.6	2.3
全球数字营销公司																			
ADS.US	Alliance D	未评级	286.1	17.5	7.87	15.03	17.22	19.64	36.3	19.0	16.6	14.6	3.3	2.7	2.4	2.1	35.6	0.5	0.0
FUEL.US	Rocket Fue	未评级	3.2	0.1	(1.74)	(1.39)	(1.14)	(0.84)	(1.8)	(2.3)	(2.8)	(3.8)	0.3	0.3	0.3	0.2	(21.6)	0.1	N.A.
CRTO.US	Criteo股份	未评级	37.6	2.3	0.55	0.99	1.45	1.94	68.6	38.1	25.9	19.4	3.1	4.9	3.8	3.2	52.4	0.7	N.A.
6094.JP	Freakout	未评级	2,155.0	0.1	8.11	49.05	108.00	201.70	265.7	43.9	20.0	10.7	4.2	2.0	1.6	1.1	191.9	0.2	0.0
全球数字营销公司平均									92.2	24.7	14.9	10.2	2.7	2.5	2.0	1.7	64.6	0.4	0.0
互联网公司																			
GOOG.US	Alphabet公	未评级	738.4	514.6	0.86	0.59	0.55	0.65	37.9	55.4	59.1	50.2	6.7	7.6	8.0	7.8	(8.9)	(6.2)	0.0
FB.US	Facebook公	未评级	106.3	300.7	1.10	2.16	2.86	3.72	96.6	49.1	37.1	28.6	24.1	17.3	12.5	9.5	50.0	1.0	0.0
BABA.US	阿里巴巴集	未评级	77.9	192.8	(0.96)	0.35	0.56	0.90	(27.4)	75.0	47.3	29.4	12.8	8.1	5.8	4.4	(197.7)	(0.4)	0.0
700.HK	腾讯控股	未评级	155.2	188.0	N.A.	29.04	34.35	39.63	N.A.	25.4	21.5	18.6	7.8	8.5	7.3	6.3	N.A.	N.A.	0.0
BIDU.US	百度	未评级	207.8	71.8	0.51	2.35	6.61	10.49	241.6	52.5	18.6	11.7	9.9	4.7	2.7	1.8	174.0	0.3	0.0
YHOO.US	雅虎	未评级	32.6	30.8	10.00	16.79	21.87	27.70	49.7	29.6	22.7	17.9	23.4	12.6	9.7	7.6	40.4	0.7	0.0
TWTR.US	推特公司	未评级	26.3	18.0	37.32	35.16	45.04	62.23	35.5	37.7	29.5	21.3	9.3	6.9	5.5	4.4	18.6	2.0	0.0
CMCM.US	猎豹移动公	未评级	19.3	2.7	2.55	3.29	4.25	5.44	50.2	38.9	30.1	23.5	15.2	12.0	9.4	7.5	28.8	1.4	0.3
互联网公司平均									69.2	45.4	33.2	25.2	13.7	9.7	7.6	6.2	15.0	(0.2)	0.0

说明: 基于 2015 年 11 月 20 日盘中价, 市值为增发稀释前

资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

报表预测					
利润表 (人民币, 百万)					
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
营业收入	144	169	791	1,813	2,469
减: 营业成本	127	137	667	1,361	1,855
营业税金及附加	2	1	5	11	15
营业费用	19	11	33	55	91
管理费用	27	19	75	120	165
财务费用	-1	-1	-12	-24	-27
资产减值损失	2	2	0	0	0
加: 投资收益	0	2	34	4	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	-31	3	57	293	370
加: 其他非经营损益	2	1	0	0	0
利润总额	-30	4	57	293	370
减: 所得税	0	0	3	43	56
净利润	-30	4	53	250	315
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	-30	4	53	250	315
资产负债表 (人民币, 百万)					
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
货币资金	122	112	1,807	1,914	2,194
应收和预付款项	48	47	437	660	834
存货	56	45	35	35	35
其他流动资产	3	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	34	38	38
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	73	66	56	45	35
无形资产和开发支出	4	5	5	4	3
其他非流动资产	4	34	8	0	0
资产总计	311	312	2,384	2,698	3,142
短期借款	29	29	0	0	0
应付和预收款项	28	26	236	300	429
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0	0
负债合计	58	55	236	301	430
股本	75	75	317	317	317
资本公积	150	150	1,745	1,745	1,745
留存收益	28	32	85	335	650
归属母公司股东权益	253	257	2,148	2,398	2,712
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	253	257	2,148	2,398	2,712
负债和股东权益合计	311	312	2,384	2,698	3,142

现金流量表 (人民币, 百万)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
经营性现金净流量	-16	26	-151	77	254
投资性现金净流量	-19	-35	25	6	0
筹资性现金净流量	-4	-2	1,820	24	27
现金流量净额	-40	-10	1,694	107	280

财务分析和估值指标	2013	2014	2015F	2016F	2017F
盈利能力					
毛利率	11.78%	19.07%	15.62%	24.88%	24.88%
销售净利率	-20.82%	2.43%	6.74%	13.78%	12.75%
ROE	-11.84%	1.59%	2.48%	10.42%	11.61%
ROA	-10.17%	0.97%	1.89%	9.97%	10.94%
ROIC	-21.55%	1.25%	29.68%	65.32%	56.16%
成长能力					
销售收入增长率	-3.59%	17.54%	367.82%	129.26%	36.20%
净利润增长率	-896.32%	113.69%	1200.32%	368.67%	26.03%
资本结构					
资产负债率	18.56%	17.71%	9.89%	11.14%	13.68%
流动比率	3.98	3.74	9.68	8.68	7.14
速动比率	2.96	2.87	9.52	8.56	7.05
经营效率					
总资产周转率	0.46	0.54	0.33	0.67	0.79
存货周转率	2.26	3.02	19.06	38.90	52.99
业绩和估值					
EPS	-0.094	0.013	0.168	0.787	0.992
BPS	0.797	0.810	6.769	7.557	8.549
PE	-419.19	3062.37	235.51	50.25	39.87
PB	49.63	48.83	5.84	5.24	4.63

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司