

利欧股份 (002131)

强烈推荐

行业：营销服务

## 数据+流量奠定数字营销龙头地位，持续挖掘垂直行业价值

利欧股份跨界转型数字营销以大数据精准营销商漫酷广告作为第一块拼图，又通过万圣伟业掌握了庞大的流量资源，目前已经形成了完备的产业链布局，并开始深挖垂直行业的价值，看好公司通过持续整合扩张提升行业集中度。

### 投资要点：

✧ **数字营销行业具有“大市场小公司”的特点，本土数字营销龙头有望通过整合提高行业集中度。**数字营销步入 2000 亿时代，预计 2018 年达 4200 亿，但是行业集中度低，规模超过 10 亿的公司仅有 4 家，经过前期的并购扩张，预期未来将进入寡头竞争阶段；另一方面，国际 4A 公司在数字营销的垄断地位被打破，具备数据、技术+创意+流量优势的本土数字营销龙头有望发动行业整合。

✧ **产业链布局完善，跻身行业第一梯队。**公司以强于数据、技术的精准营销商漫酷广告为基础进行产业链布局，目前已经打通广告投放（漫酷广告、热源网络、智趣广告、益家互动）+社会化营销（上海氩氦）+策略创意（琥珀传播）+电商运营（碧橙网络）+流量运营（万圣伟业）等产业链环节，各子公司质地优秀，在业务规模与综合实力上均处于业内第一梯队。

✧ **覆盖三大入口、掌握长尾流量的稀缺标的。**公司掌握了 PC+移动+智能电视三大入口，跨屏营销优势将使公司受益移动营销高成长；通过万圣伟业公司掌握长尾流量，不仅能加强对媒介端的掌控力，长期有望基于流量运营深度分享互联网增值服务收益。

✧ **深入垂直行业，挖掘“技术+数据+流量”价值。**公司在产业链搭建基本完备的基础上，通过投资异乡好居、热源网络，收购智趣广告，深挖留学 O2O、医疗 O2O、游戏等垂直行业，使原有的技术能力、数据和流量资源价值进一步发挥。看好公司持续向富有增长潜力的垂直领域持续拓展的决心。

✧ **给予强烈推荐评级：**预计传统板块 15-17 年扣非净利润为 0.97 亿、1.02 亿、1.07 亿，给予 16 年 30 倍 PE，则对应市值为 30.6 亿。假设智趣广告 16 年并表，数字营销 15-17 年备考净利润 3.47 亿，6.65 亿，8.25 亿，考虑到数字营销的广阔市场空间、目前较为分散的竞争格局，以及利欧股份作为具备互联网基因的龙头率先卡位，内在整合、外延扩张的预期，我们认为公司有望在行业整合中扮演领军者角色。给予数字营销板块 16 年 65 倍 PE，对应市值为 432.25 亿，则 16 年市值为 462.85 亿，按增发后的股本计算，目标价为 29.29 元。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

✧ **风险提示：**业务整合不达预期风险；智趣广告收购进展不顺利风险；子公司业绩未实现承诺业绩，商誉减值风险。

### 作者

署名人：张镭

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： 29.29

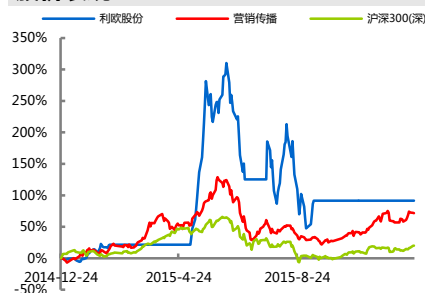
当前股价： 16.41

评级调整： 首次

### 基本资料

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 1,509 |
| 流通股本(百万股) | 620   |
| 总市值(亿元)   | 248   |
| 流通市值(亿元)  | 102   |
| 成交量(百万股)  | 0.14  |
| 成交额(百万元)  | 2.26  |

### 股价表现



### 相关报告

## 主要财务指标

| 单位：百万元    | 2014   | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 2874   | 5635  | 7872  | 9776  |
| 收入同比(%)   | 56%    | 96%   | 40%   | 24%   |
| 归属母公司净利润  | 180    | 468   | 767   | 932   |
| 净利润同比(%)  | 221%   | 160%  | 64%   | 21%   |
| 毛利率(%)    | 23.1%  | 21.8% | 23.1% | 23.0% |
| ROE(%)    | 9.0%   | 8.0%  | 10.1% | 11.1% |
| 每股收益(元)   | 0.12   | 0.31  | 0.51  | 0.62  |
| P/E       | 137.67 | 52.98 | 32.28 | 26.59 |
| P/B       | 12.36  | 4.25  | 3.27  | 2.96  |
| EV/EBITDA | 86     | 37    | 22    | 18    |

资料来源：中国中投证券研究总部

## 目 录

|           |                                                     |           |
|-----------|-----------------------------------------------------|-----------|
| <b>一、</b> | <b>公司概况：一纵一横九次扩张，奠定行业龙头地位</b>                       | <b>6</b>  |
| 1.        | 历史沿革：泵业龙头跨界布局互联网，转型落子有力                             | 6         |
| 2.        | 财务数据：数字营销将成第一主业，预期带领公司持续高成长                         | 7         |
| 3.        | 业务布局：数字营销板块产业链布局完整，跻身行业第一梯队                         | 8         |
| 4.        | 股权结构：发行股份收购，利益绑定有助于长期发展                             | 9         |
| <b>二、</b> | <b>行业分析：“大市场，小公司”，本土营销龙头有望提升市场集中度</b>               | <b>10</b> |
| 1.        | 市场规模：网络广告步入 2000 亿时代，网络行业存量市场较大，传统行业市场潜在增长空间巨大...   | 10        |
| 2.        | 竞争要素：掌握数据、技术+创意+流量优势的公司有望率先卡位                       | 11        |
| 3.        | 竞争格局：本土数字营销公司与国际 4A 同起点，市场集中度待提升                    | 13        |
| <b>三、</b> | <b>业务分析：转型三步曲，搭建数字营销王国版图</b>                        | <b>15</b> |
| 1.        | 搭建全产业链：覆盖广告投放+策略创意+电商运营等环节                          | 15        |
| 2.        | 布局入口与流量：实现 PC+移动+智能电视三屏合一，形成主流+长尾的流量矩阵              | 19        |
| 3.        | 深挖细分市场价值：投资异乡好居、热源网络，收购智趣广告，深度分享留学、医药、游戏、金融等垂直行业的价值 | 23        |
| 4.        | 增长空间：内生外延双轮驱动，推动持续成长                                | 26        |
| <b>四、</b> | <b>盈利预测与估值</b>                                      | <b>27</b> |
| <b>五、</b> | <b>风险提示</b>                                         | <b>28</b> |

## 图目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1 利欧股份历史沿革 .....                   | 6  |
| 图 2 公司营业收入及增长 .....                  | 8  |
| 图 3 公司归母净利润及增长 .....                 | 8  |
| 图 4 公司盈利能力 .....                     | 8  |
| 图 5 公司各业务毛利率 .....                   | 8  |
| 图 6 利欧股份营业收入构成 .....                 | 8  |
| 图 7 利欧股份 2014 备考利润构成 ( 亿 ) .....     | 8  |
| 图 8 利欧股份的数字营销版图 .....                | 9  |
| 图 9 利欧股份在网络广告公司排行榜位居第四 .....         | 9  |
| 图 10 交易完成后利欧股份的股权结构 .....            | 10 |
| 图 11 中国网络广告与移动广告市场规模 .....           | 11 |
| 图 12 2014 年各行业广告花费 .....             | 11 |
| 图 13 2014 网络广告主行业分布 .....            | 11 |
| 图 14 2014 移动广告主行业分布 .....            | 11 |
| 图 15 大数据营销包含多种应用 .....               | 12 |
| 图 16 传统购买与程序化购买的差异 .....             | 12 |
| 图 17 MEDIAV 广告投放流程 .....             | 15 |
| 图 18 漫酷广告营收及净利润 .....                | 15 |
| 图 19 上海氩氦营收及盈利 ( 2011-2015H1 ) ..... | 17 |
| 图 20 上海氩氦客户销售额 ( 万元 ) .....          | 17 |
| 图 21 琥珀传播营收及盈利 ( 2011-2015H1 ) ..... | 18 |
| 图 22 琥珀传播的客户销售额 ( 万元 ) .....         | 18 |
| 图 23 收购碧橙网络之后公司的产业链布局 .....          | 19 |
| 图 24 微创时代为聚美优品进行 APP 推广 .....        | 20 |
| 图 25 微创时代为国美投放搜索引擎广告 .....           | 20 |
| 图 26 微创时代营业收入及盈利 .....               | 20 |
| 图 27 微创时代的主要客户 .....                 | 20 |
| 图 28 万圣伟业现有的业务模式 .....               | 22 |
| 图 29 万圣伟业营业收入及盈利能力 .....             | 22 |
| 图 30 万圣伟业客户销售额 ( 万元 ) .....          | 22 |
| 图 31 百度流量获取成本 ( 亿元 ) .....           | 22 |
| 图 32 万圣伟业分业务收入及毛利 .....              | 23 |
| 图 33 万圣伟业两类业务收入占比 ( 2015.1-7 ) ..... | 23 |
| 图 34 万圣伟业被收购后有望拓展变现方式 .....          | 23 |
| 图 35 为 4399 提供的《战天》视频广告 .....        | 25 |
| 图 36 为银天下提供的移动搜索营销 .....             | 25 |

## 表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1 利欧股份互联网板块的布局.....         | 7  |
| 表 2 子公司业绩承诺情况 .....           | 7  |
| 表 3 两类数字营销需求方的特征.....         | 11 |
| 表 5 A 股营销公司向下游延伸情况 .....      | 13 |
| 表 4 数字营销公司营收情况.....           | 14 |
| 表 6 MEDIA V 数据资源 .....        | 16 |
| 表 7 漫酷广告主要客户 .....            | 16 |
| 表 8 上海氩氦所获部分奖项.....           | 17 |
| 表 9 琥珀传播所获奖项 .....            | 18 |
| 表 10 微创时代分业务收入及毛利 .....       | 20 |
| 表 11 秀视智能合作伙伴 .....           | 21 |
| 表 12 智趣广告财务数据 .....           | 25 |
| 表 13 利欧股份互联网板块盈利预测的关键假设 ..... | 27 |

## 一、公司概况：一纵一横九次扩张，奠定行业龙头地位

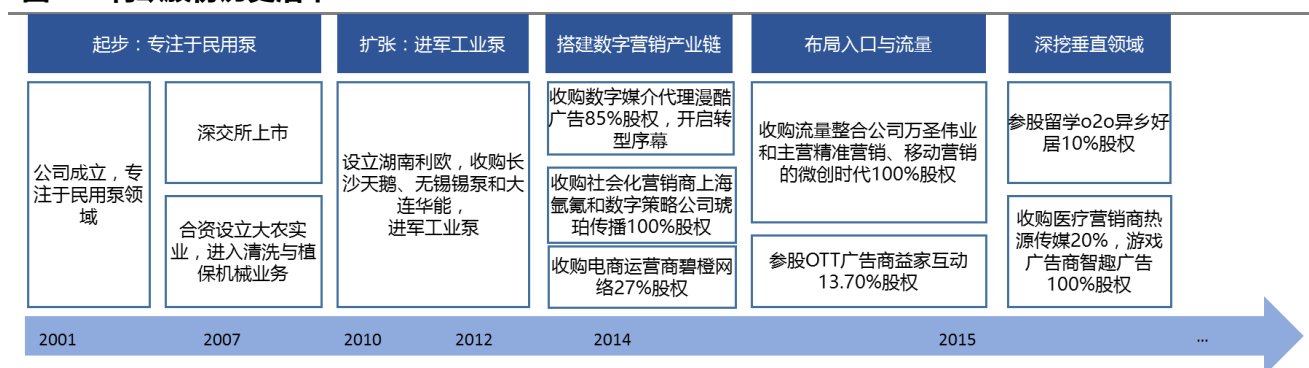
### 1. 历史沿革：泵业龙头跨界布局互联网，转型落子有力

利欧股份于 2001 年 5 月成立，2007 年 4 月公司在深圳证券交易所上市。公司的发展历程分为两个阶段：

**2014 年之前深耕泵业，从民用泵拓展至工业用泵领域实现业务升级。**成立之初，利欧股份专注于生产和销售民用水泵及园林机械，通过设立大农实业、湖南利欧、收购长沙天鹅、无锡锡泵和大连华能，业务拓展至清洗与植保机械和工业泵领域。在国内外经济增速放缓、传统制造业趋冷背景下，泵业增速放缓，扣除掉数字营销业务收入之后，2014 年营收 18.59 亿，同比增长 3.27%，净利润为 1.44 亿，若扣除非经常性损益传统业务贡献将近 5803 万元。考虑到公司业务范围覆盖民用泵和工业泵，产品和业务布局较为完整，已建立起国内外营销网络，业绩稳定较有保障，预计公司未来在机械制造的资本支出将逐渐减少，转而把重心放在控制费用、提高效率上。

**2014 年之后一纵一横，九次收购、投资建构数字营销生态圈。**公司决定在保持机械制造业务稳步发展的基础上，以数字营销为突破口，谋求向互联网产业转型。2014 年公司收购业内领先的数字媒介代理漫酷广告（MediaV）85%的股权，获得互联网板块的第一张拼图；此后，公司制定“一纵一横”的外延扩张计划，借助资本市场的力量逐步完善业务布局。上海氩氩、琥珀传播于 2014 年底并表，万圣伟业、微创时代 2015 年 11 月完成过户。假若投资热源网络、收购智趣广告的交易完成，公司数字营销板块将拥有 9 家盟员公司。

图 1 利欧股份历史沿革



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**表 1 利欧股份互联网板块的布局**

| 时间      | 标的   | 投资金额 (亿) | 支付方式           | 持股比股   | 业务简介           |
|---------|------|----------|----------------|--------|----------------|
| 2014.3  | 漫酷广告 | 3.44     | 现金             | 85%    | 精准营销, PC 端为主   |
| 2014.11 | 上海氩氩 | 2.26     | 50%现金, 50%发行股份 | 100%   | 社会化营销          |
| 2014.11 | 琥珀传播 | 1.95     | 50%现金, 50%发行股份 | 100%   | 数字营销创意及整合营销策略  |
| 2015.5  | 碧橙网络 | 0.4      | 现金             | 27%    | 电商代运营          |
| 2015.6  | 益家互动 | 0.2      | 现金             | 13.79% | 智能电视精准营销服务     |
| 2015.6  | 万圣伟业 | 20.72    | 60%股份, 40%现金   | 100%   | PC 端、移动端流量整合服务 |
| 2015.6  | 微创时代 | 8.4      | 65%股份, 40%现金   | 100%   | 精准营销、移动营销      |
| 2015.7  | 异乡好居 | 0.15     | 现金             | 10%    | 留学 O2O         |
| 2015.12 | 热源网络 | 0.84     | 现金             | 20%    | 医药健康行业数字营销     |
| 2015.12 | 智趣广告 | 7.54     | 55%股份, 45%现金   | 100%   | 游戏、互联网金融行业数字营销 |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 2. 财务数据：数字营销将成第一主业，预期带领公司持续高成长

受益于数字营销行业的高景气度，利欧股份投资、收购的公司中有 8 家做出了较高的利润承诺，其中 6 家控股子公司 15-16 年合计承诺净利润分别为 3.31 亿，4.44 亿。从过往的业绩来看，布局数字营销带领公司进入高成长通道。2014 年 4 月漫酷广告并表，上海氩氩、琥珀传播 12 月并表，带动公司当年实现营收 28.74 亿，同比增长 56.10%，净利润 1.80 亿，同比增长 221%。2015 年前三季度由于氩氩与琥珀并表，营收同比增长 53.01%，净利润同比增长 20.63%，持续景气。从盈利能力来看，互联网板块盈利能力强于传统制造业：数字营销服务（指上海氩氩与琥珀传播的业务）毛利远高于公司传统的机械制造业务，互联网板块带动公司 2014 年整体净利润率从 2.86% 回升至 6.19%。2015 年上半年，互联网板块已占总体营收的比例为 34.03%。若按 6 家控股子公司备考利润计算，2014 年互联网板块的净利贡献已经超过了一半，为 54%，将成为第一主业。

**表 2 子公司业绩承诺情况**

| 子公司  | 承诺净利润     |           |           |           |        | 购买日        |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|------------|
|      | 2014A     | 2015E     | 2016E     | 2017E     | 2018E  |            |
| 漫酷广告 | 4,700 万   | 6,000 万   | 7,300 万   | -         | -      | 2014/04/01 |
| 上海氩氩 | 1801.96 万 | 2378.75 万 | 3004.98 万 | 3133.24 万 | -      | 2014/12/01 |
| 琥珀传播 | 1501 万    | 1950 万    | 2550 万    | 2608.94 万 | -      | 2014/11/30 |
| 碧橙网络 | 403.06 万  | 1000 万    | 1000 万    | 1000 万    | -      | -          |
| 万圣伟业 | 5922 万    | 1.48 亿    | 1.85 亿    | 2.31 亿    | -      | 2015/11/4  |
| 微创时代 | 2494 万    | 6000 万    | 7200 万    | 9356 万    | -      | 2015/11/6  |
| 热源网络 | -         | -         | 3000 万    | 3750 万    | -      | -          |
| 智趣广告 | 203.47 万  | 1927.65 万 | 5800 万    | 7540 万    | 9802 万 | -          |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

注：智趣广告 2015 年利润按前三季估计。

图 2 公司营业收入及增长

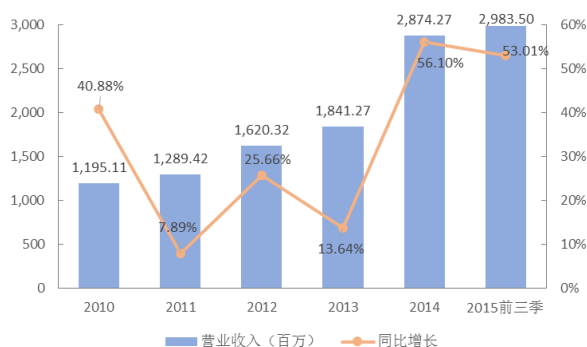
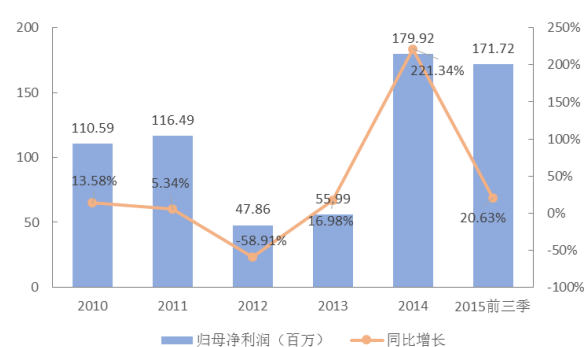


图 3 公司归母净利润及增长



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

图 4 公司盈利能力

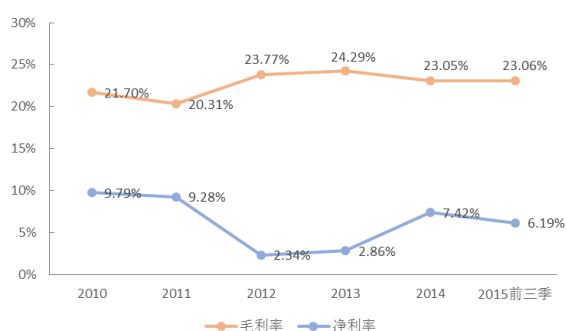
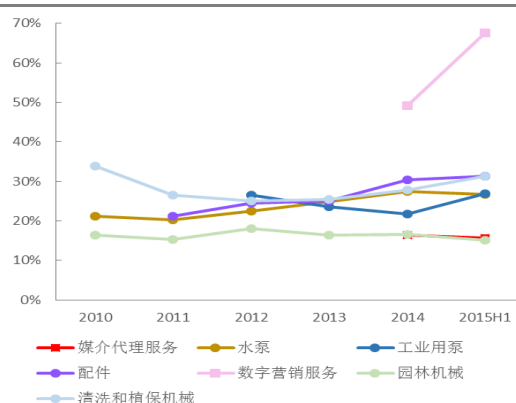


图 5 公司各业务毛利率



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

图 6 利欧股份营业收入构成

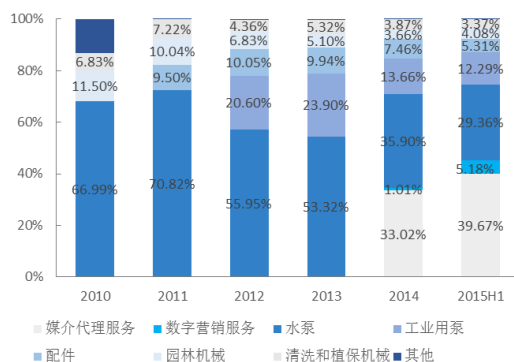
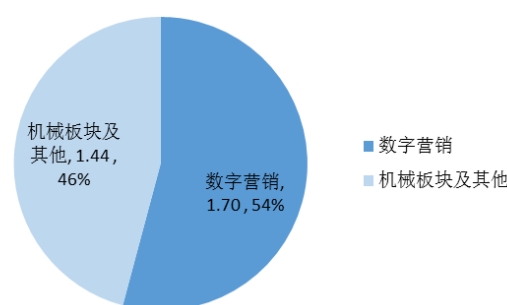


图 7 利欧股份 2014 备考利润构成 (亿)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

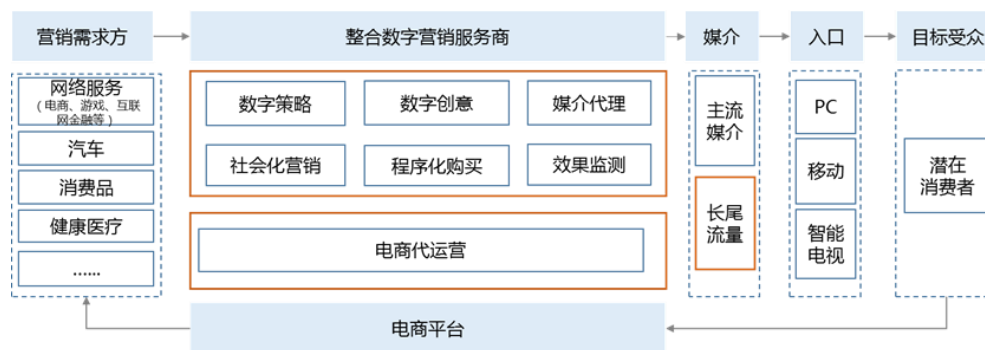
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 3. 业务布局：数字营销板块产业链布局完整，跻身行业第一梯队

通过 9 次并购，公司的产业链布局已经较为完整，可以为客户提供一站式数字营销服务，并开始深挖垂直领域。在纵向布局上，公司相继收购漫酷广告（数字媒介代理）、上海氩氩（社会化营销）、琥珀传播（创意策略）、万圣伟业（流量整合）、微创时代（精准营销+移动营销）、100%的股权，并购碧橙网络（电商运营）27%的股权、益家互动（智能大屏精准营销）13.79%的股权，构建起覆盖三屏、跨越主流媒介+长尾流量，

打通策略+广告投放+电商运营的数字营销产业链；横向布局上，公司在服务原有电商、汽车、消费品等行业客户基础上，通过战略投资异乡好居、收购热源网络 20%股权、收购智趣广告，深挖留学 O2O、医疗 O2O、游戏等垂直领域，利欧数字网络整合营销生态圈呼之欲出。

图 8 利欧股份的数字营销版图



资料来源：中国中投证券研究总部 注：红框部分为利欧股份提供的服务

**综合实力跻身行业第一梯队。**公司在每一个垂直领域的盟员公司都有良好的业内口碑。2015 年公司在《互联网周刊》的中国网络广告公司新资源整合发展排行榜中从第六名上升至第四名（当时数字营销板块仅有三家子公司）排名。随着 9 家盟员公司的整合，预计公司实力居于业内领先。

图 9 利欧股份在网络广告公司排行榜位居第四

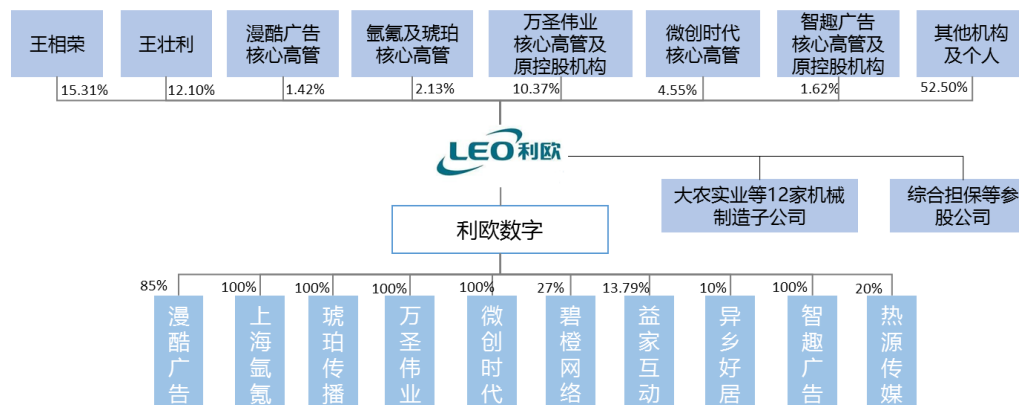
| 2015 中国网络广告公司新资源整合发展力排行榜 |          |       |                |               |                |               | 2014 中国网络广告公司新资源整合发展力排行榜 |      |          |                |               |                |               |       |       |
|--------------------------|----------|-------|----------------|---------------|----------------|---------------|--------------------------|------|----------|----------------|---------------|----------------|---------------|-------|-------|
| 排名                       | 公司       | 综合评分  | 资源整合度<br>(30%) | 创新能力<br>(25%) | 广告主口碑<br>(15%) | 团队能力<br>(15%) | 排名                       | 企业名称 | 综合评分     | 资源整合度<br>(30%) | 创新能力<br>(25%) | 广告主口碑<br>(15%) | 团队能力<br>(15%) |       |       |
| 1                        | 华扬联众     | 91.01 | 93.67          | 89.72         | 86.61          | 89.71         | 93.57                    | 1    | 华扬联众     | 89.99          | 92.65         | 88.70          | 85.59         | 88.69 | 92.55 |
| 2                        | 新意互动     | 89.35 | 91.56          | 87.56         | 86.26          | 89.15         | 91.20                    | 2    | 新意互动     | 88.33          | 90.54         | 86.54          | 85.24         | 88.13 | 90.18 |
| 3                        | 蓝色光标     | 89.02 | 92.49          | 86.43         | 85.33          | 88.84         | 90.27                    | 3    | Cheil 鹏泰 | 88.00          | 91.47         | 85.41          | 84.31         | 87.82 | 89.25 |
| 4                        | 利欧       | 88.69 | 90.38          | 86.34         | 85.39          | 89.16         | 92.04                    | 4    | 科思世通     | 87.67          | 89.36         | 85.32          | 84.37         | 88.14 | 91.02 |
| 5                        | Cheil 鹏泰 | 87.17 | 90.03          | 83.65         | 83.87          | 87.40         | 90.39                    | 5    | 奥美世纪     | 86.15          | 89.01         | 82.63          | 82.85         | 86.38 | 89.37 |
| 6                        | 知世安索帕    | 87.05 | 89.15          | 83.79         | 82.64          | 89.09         | 90.64                    | 6    | 利欧       | 86.03          | 88.13         | 82.77          | 81.62         | 88.07 | 89.62 |
| 7                        | 互动通      | 86.75 | 88.26          | 84.43         | 83.19          | 88.34         | 89.58                    | 7    | 电众数码     | 85.73          | 87.24         | 83.41          | 82.17         | 87.32 | 88.56 |
| 8                        | 新合传播     | 86.48 | 89.33          | 82.09         | 82.50          | 87.84         | 90.73                    | 8    | 知世安索帕    | 85.46          | 88.31         | 81.07          | 81.48         | 86.82 | 89.71 |
| 9                        | 上海网迈     | 85.51 | 85.43          | 82.87         | 83.53          | 88.06         | 89.49                    | 9    | 互动通      | 84.49          | 84.41         | 81.85          | 82.51         | 87.04 | 88.47 |
| 10                       | 电众数码     | 85.40 | 90.39          | 78.19         | 81.47          | 88.28         | 88.49                    | 10   | 网迈       | 84.38          | 89.37         | 77.17          | 80.45         | 87.26 | 87.47 |

资料来源：《互联网周刊》、中国中投证券研究总部

#### 4. 股权结构：发行股份收购，利益绑定有助于长期发展

投资热源网络、收购智趣广告的交易完成后，王相荣持股比例为 15.31%，仍为实际控制人，并与王利壮为一致行动人，两人合计持有 25.41%的股权。通过换股收购上海氩氩、琥珀传播、万圣伟业、微创时代、智趣广告 5 家控股子公司，向漫酷广告核心高管增发募集资金的方式，公司引入盟员公司高管以及原控股机构作为股东，有利于保持高层核心利益一致，维持原有业务团队的稳定，降低并购整合带来的不确定性因素。

图 10 交易完成后利欧股份的股权结构



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

## 二、 行业分析：“大市场，小公司”，本土营销龙头有望提升市场集中度

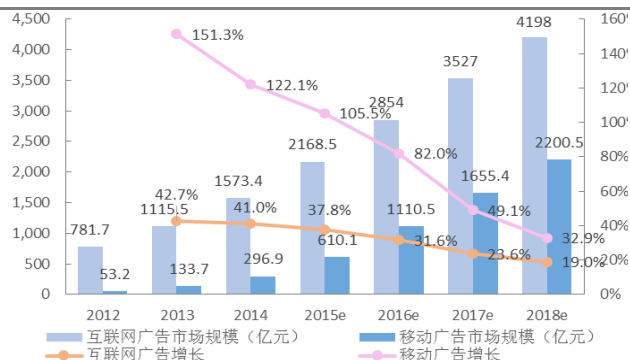
### 1. 市场规模：网络广告步入 2000 亿时代，网络行业存量市场较大，

#### 传统行业市场潜在增长空间巨大

**网络广告步入 2000 亿时代，移动广告高速增长。**根据艾瑞从数字媒体供应商收入测算的数据，2015 年网络广告将达 2168.5 亿，网络广告迎来黄金时代，预计网络广告 15-18 年增速为 37.8%，31.6%，23.6%，19.0%，2018 年规模将近 4200 亿，还有一倍的增长空间。其中移动广告持续爆发式增长，预计 15-17 年增速为 105.5%，82.0%，49.1%。若将中游营销商的策略创意、公关等服务以及介入销售环节的电商运营服务计算在内，数字营销规模更大。

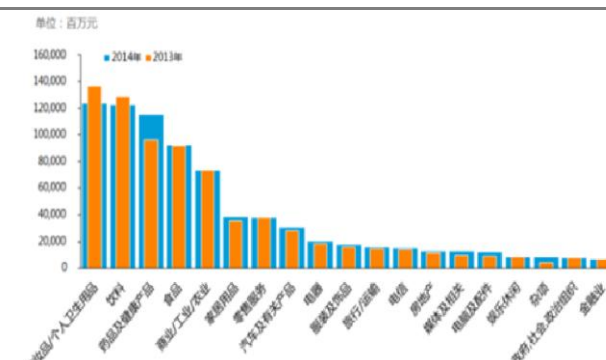
**网络行业广告主存量市场较大，传统行业广告主潜在增量市场庞大。**数字营销可以从行业的需求方的角度，划分为传统行业客户两个细分市场以及网络服务行业客户（即通常所说的行业广告主）。网络服务行业与数字营销同具有互联网属性，因而成为数字营销服务的第一批尝试者，过去新经济客户的崛起是数字营销成长的主要动力，2014 年，网络服务行业贡献了网络广告 16.8% 的份额（约 263 亿），移动广告占据将近 70% 的市场。随着垂直电商、网络医疗、互联网金融等新兴业态不断涌现，艾瑞预计 2015 年网络经济规模将超过万亿，同比增长 33.47%，预计网络服务行业营销需求景气度仍将持续。传统行业广告主市场总量庞大，其中化妆品/个人卫生用品、饮料、药品及健康产品等行业整体广告花费上千亿，但是对数字营销认识较晚、渗透率较低，网络广告份额 10%-20% 左右，在移动广告方面，传统行业广告主投放份额更是均低于 10%。随着传统企业触网，企业形象设计、危机公关、媒介关系、活动推广等所有行为全部转到线上，为获得线下的用户消费体验的反馈、将线下用户引到线上交流、进行线上体验，也离不开数据分析和处理技术，这些都将催生巨大的数字营销需求。

图 11 中国网络广告与移动广告市场规模



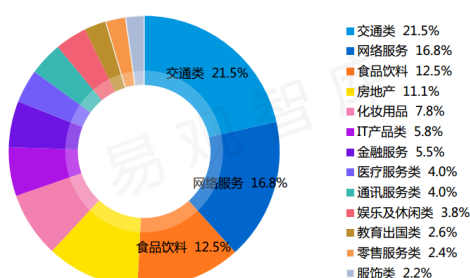
资料来源：艾瑞、中国中投证券研究总部

图 12 2014 年各行业广告花费



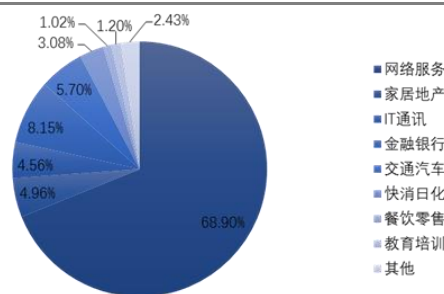
资料来源：尼尔森、中国中投证券研究总部

图 13 2014 网络广告主行业分布



资料来源：易观、中国中投证券研究总部

图 14 2014 移动广告主行业分布



资料来源：艾媒、中国中投证券研究总部

## 2. 竞争要素：掌握数据、技术+创意+流量优势的公司有望率先卡位

数字营销行业的核心竞争要素是由营销需求方的诉求决定的。营销需求方可分为品牌广告主与效果广告主。品牌广告主的核心诉求是对潜在消费者的有效曝光与有效互动，如消费品、汽车、时尚等行业，而效果广告主则要求实现更高的用户转化率，直接提升实际的交易量，如电商、游戏等互联网企业以及餐饮、医院等本地化广告主。两类营销需求并非绝然对立，而会相互转化：部分强调线下体验的品牌广告主也会产生线下引流的营销需求；而随着互联网企业逐步成长越发注重品牌塑造与消费者互动，对品牌营销的需求也会逐渐产生。

表 3 两类数字营销需求方的特征

|      | 品牌广告主                                            | 效果广告主                             |
|------|--------------------------------------------------|-----------------------------------|
| 典型行业 | 消费品、汽车、时尚等                                       | 电商、游戏、互联网金融等行业广告主<br>餐饮、医院等本地化广告主 |
| 营销诉求 | 提升对潜在消费者的有效曝光，加强互动                               | 提升实际的下载、在线交易为主<br>线下引流提升到店率       |
| 营销形式 | 展示广告、社会化营销、内容营销等                                 | 效果广告为主                            |
| 投放媒体 | BAT、门户、在线视频、社交网络、Hero APP<br>等主流媒体，与受众重合度较高的垂直媒体 | 中小网站、中小 APP 等长尾媒体                 |
| 价值贡献 | ARPU 值高，粘性高                                      | ARPU 值低，粘性低                       |

资料来源：中国中投证券研究总部

**基于数据+技术实现精准营销的能力是两类广告主的共同要求：**对于效果广告主，由于按效果付费，基于数据与技术实现潜在受众转化的精准营销能力是中游营销商的核心竞争力。对于品牌广告主，营销诉求是消费者互动与品牌曝光，但仍需解决精准匹配潜在消费者的问题，以提升互动与曝光的效果。

- **数据成为贯穿整个营销过程的核心资源：**用户不仅具有性别、年龄、地域、职业、收入等属性特征，还具有浏览行为、活跃频率、使用习惯等行为数据，数据对于营销传播的作用，体现在用户画像、消费者洞察、精准投放、程序化购买、CRM、还有广告创意优化等诸多细分领域，通过对用户信息分析解决精准营销和个性化广告推介等问题，以改善营销效果。在多个终端拥有数据沉淀优势并且与广告主、BAT、互联网垂直媒体有深入数据合作的公司，有望抢先卡位。
- **程序化购买提升营销精准度：**精准营销涉及一系列关键技术，如语义识别、定向技术、数据挖掘、机器学习等。近年来程序化购买作为一种精准与高效率的采购媒体方式逐步得到广告主认可。程序化购买与传统面向广告网络的投放方式差异在于依据数据以及算法，基于受众精准定位，进行即时撮合与自动化购买，实现广告资源的优化匹配，提高广告转化率与投放效率。产业链包括四大技术平台：面向广告主的 DSP（需求方平台）、面向媒体的 SSP（供应方平台）以及 ADX（广告交易平台）、DMP（数据管理平台）。目前程序化购买的媒介供应方主要是中小媒体，主要服务网络行业客户与中小企业客户；品牌广告主目前参与不多，但是随着打包售卖的框架协议、固定价格结算等非 RTB（Real Time Bidding, 实时竞价）结算方式的成熟，与主流媒体的加入，品牌广告主程序化购买的参与度将进一步提升。

图 15 大数据营销包含多种应用

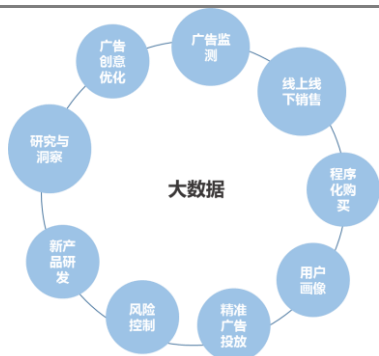


图 16 传统购买与程序化购买的差异



资料来源：中国中投证券研究总部

资料来源：艾瑞，中国中投证券研究总部

**策略+创意是品牌广告服务高溢价的保证：**营销包括制定策略、创意制作与投放环节，投放环节主要利润主要归属于媒体，中游营销商盈利空间有限（约 10%-20%），但策略与创意制作环节主要参与者是中游营销商，毛利较高（30%-50%左右）。策略与创意是传统 4A 公司的强项，但本土少数营销公司凭借对本土消费者与媒介生态的理解，比稿能力也在逐步提升。

**掌控流量与入口有利于改变中游营销商利润空间被挤压的问题**：流量是数字营销触发潜在消费者的入口，也是数据积累沉淀的入口。

- **掌握流量能提升广告投放的毛利率**：流量包括主流媒体与长尾媒体。主流媒体集中度较高，议价能力强，一定程度上会挤压中游营销商的利润空间，但是中游营销商要重新打造一个主流数字媒体成本较为高昂。长尾流量则较难引起广告主的注意，依赖中游营销商实现，因此营销商利润分成较高。借助于营销商的精准营销能力，长尾媒体的变现能力得到提升：媒体供给方可以提升冗余库存广告位的售卖率，增加营收规模，需求方则可以更低的成本在冗余广告位上投放广告，覆盖更大范围的潜在消费者。
- **介入流量运营，可分享互联网服务的增值收益**：传统的数字营销变现方式是将网络流量导入营销需求方，但现在越来越多的代理商通过介入流量端的运营，以分享互联网创业公司成长的成果。互联网媒介代理商能够介入流量端在于具有如下优势：（1）若拥有丰富的客户资源，与媒介建立合作，对中小媒体能力较强的掌控力，但不同营销商掌握的媒体资源规模不同；（2）掌握了大数据分析能力与用户数据资源，能够筛选出具有成长性的创业公司。数字营销公司介入流量端的方式通常是战略入股创业公司，为其提供资金、数据资源、推广服务，从而分享创业公司成长的增值收益。数字营销公司向流量端延伸拓展变现出口，有望突破 2000 多亿的数字营销市场瓶颈，向更广阔的网络经济市场开拓。

**表 4 A 股营销公司向流量端延伸情况**

| 公司   | 布局方式        | 标的主营业务         |
|------|-------------|----------------|
| 蓝色光标 | 持有喜乐航 25%股份 | 航空互联网技术开发与平台运营 |
| 腾信股份 | 参股车风网       | 汽车电商           |
| 利欧股份 | 参股异家互动      | 留学 O2O 服务      |
| 明家科技 | 参股友才网络      | 人力资源 O2O       |

资料来源：中国中投证券研究总部

### 3. 竞争格局：本土数字营销公司与国际 4A 同起点，市场集中度待提升

**本土营销公司与国际 4A 站在同一起跑线上**。传统广告市场由于国际品牌广告投放量巨大、与国际 4A 进入较早而导致 4A 公司在传统广告市场垄断性较高。和传统营销领域的竞争格局不同，数字营销这一新兴领域中，本土营销商凭借对本土消费者与数字媒体生态的理解以及技术实力，和全球顶尖广告公司站在一个起跑线上。《互联网周刊》排名前十的数字营销公司中，除 Cheil 鹏泰、知世安索帕、电众数码属于外资子公司，其余均是本土成长起来的数字营销公司（互动通、上海网迈已被国际 4A 收购），从得分来看，本土公司在数字营销的资源整合能力、创新能力和技术实力并不逊于国际 4A，在本土化明显的互联网广告市场，国内品牌商和网络广告主可能扶持出一批具有竞争力的互联网广告服务商。

中国数字营销市场目前较为分散，行业整合仍有较大空间。在可获得数据的公司中，数字营销收入超过 10 亿的公司仅有 4 家，位于首位的蓝色光标 2014 年数字营销收入为 41.04 亿，与 2014 年 1500 亿的市场容量相比，份额仍然较小。相比之下，世界最大的国际 4A 巨头之一 WPP 集团 2013 财年的营业额达到了 723.4 亿美元，数字业务占比约为 35%，根据 EMarketer 对全球数字营销市场规模的估计（1184 亿美元），WPP 的数字业务营业额在全球市场占比超过了 21%，并且其通过并购与整合数字业务仍在增长，行业仍呈现集中态势。对标 WPP，我们预期数字营销龙头有望通过整合提升中国市场的集中度。

**表 5 数字营销公司营收情况**

| 公司     | 营业收入（亿元） | 备注                                   |
|--------|----------|--------------------------------------|
| 蓝色光标   | 41.04    | 2014 年，数字营销业务营收+多盟+亿动                |
| 华扬联众   | 22.61    | 2013 年                               |
| 利欧股份   | 18.43    | 2014 年，漫酷广告+上海氩氦+琥珀传播+万圣伟业+微创时代+智趣广告 |
| 浩耶上海   | 14.36    | 2014 年                               |
| 腾信股份   | 8.39     | 2014 年                               |
| 上海新合   | 7.71     | 2014 年                               |
| 知世·安索帕 | 6.81     | 2012 年                               |
| 新意互动   | 3.55     | 2014 年                               |
| 上海网迈   | 2.82     | 2012 年                               |

资料来源：各公司公告，网络公开资料，中国中投证券研究总部

#### 行业集中度进一步提升的基础在于：

- **一站式整合服务模式要求各细分领域跨界融合**：过去营销行业往往由多家专注不同细分业务的公司为大客户提供服务，公关、广告、渠道营销等环节相互独立，因而市场集中度较低。在互联网时代，消费者是营销的核心，在消费者洞察的基础上打通公关、广告、甚至电商运营、O2O 服务等营销环节，并使所有这些环节集中于一个统一的整合营销平台，才能使基于消费者理解的营销策略得到贯通执行，同时降低营销成本。具备全案能力的整合营销公司更有竞争力获得营销需求多元的大客户，从而有望成为行业龙头。
- **持续的并购使行业跑马圈地初步完成，后续有望逐步形成寡头竞争格局。**2014-2015 年是上市公司通过并购跑马圈地的阶段，数字营销行业呈现诸侯混战的格局。并购参与主体的包括传统营销、传媒类上市公司，以及跨行业转型的公司。对成熟品牌、技术类标的收购、投资，是短期实现拓展市场份额，贯通产业链的捷劲，有助于提供全媒体、多业务的整合营销服务。但随着并购推进，另一方面大规模优质资产所剩无几；另一方面由于品牌广告主对合作稳定性要求较高，后进入者争夺客户资源有一定难度，因此我们认为在第一轮扩张中具备一定客户规模，又具有数据、技术、创意、与流量资源的营销商有望通过内在整合，以及有战略规划的外延，继续做大，提升行业集中度。

### 三、 业务分析：转型三步曲，搭建数字营销王国版图

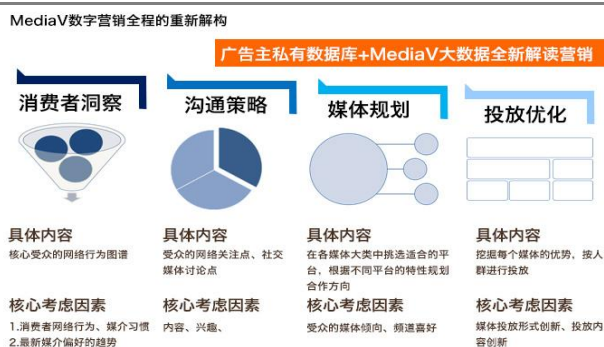
#### 1. 搭建全产业链：覆盖广告投放+策略创意+电商运营等环节

##### 1.1 漫酷广告：技术+数据，筑就数字营销坚实根基

漫酷广告 2005 年成立，主营业务是依托子公司聚胜万合（MediaV）面向 500 万以上广告预算的大中型客户提供大数据精准营销服务，盈利来于广告投放额毛利，以及单独收取的广告投放优化、策略服务费。漫酷广告服务流程：基于数据库的消费者洞察，与广告主沟通适合目标受众的投放策略；规划融合投放策略的媒介资源；针对每个媒体平台，根据语义关键词、地域、兴趣等人群定向，为其推送千人千面的个性化广告展示；后台跟踪投放效果，进行投放优化，提高精准度。

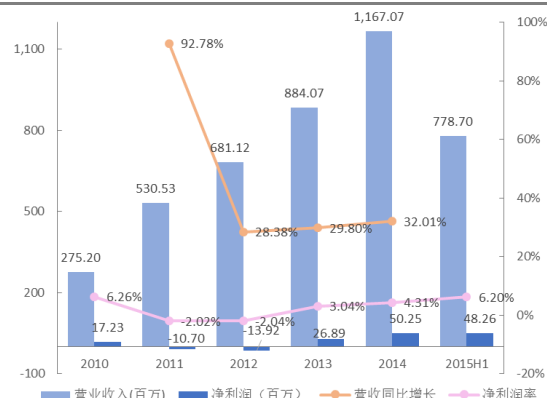
**业务规模迅速壮大，今年有望超预期。**漫酷广告与 PC 端各大门户网站、视频网站、垂直网站等主流媒体建立合作，广告投放量快速增长。漫酷广告成立初期由于技术研发、团队组建投入较大，三项费用上升较快，加上市场开拓期让利客户，净利率较低。随着业务规模的提升，盈利能力逐步回升至正常水平，15 年上半年净利率为 6.20%。漫酷广告 2014 年顺利完成业绩承诺，2015 年上半年已完成 7.79 亿的收入，利润占全年业绩承诺的 80.47%，考虑到汽车、电商行业客户的广告投放订单主要在下半年，预计漫酷广告今年将超额完成 6000 万的业绩承诺。根据收购方案，若漫酷广告 2016 年度的税后净利润达到或超过承诺指标的 90% 利欧股份将于 2017 年收购漫酷广告剩余 15% 的股权。

图 17 MediaV 广告投放流程



资料来源：Media V 官网、中国中投证券研究总部

图 18 漫酷广告营收及净利润



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**分拆 DSP 业务不影响漫酷广告的技术实力：**漫酷广告公司是一家有较深厚互联网技术基因的广告公司，核心技术团队由来自谷歌、微软、好耶等，在互联网广告投放技术、效果监测、目标受众精细分类、智能匹配广告等方面有丰富的研发经验。在被收购之前 Media V 分拆了专注于面向中小企业的聚效广告平台（DSP/DMP）业务，但与互联网整合营销业务有关的所有技术及无形资产均完整地保留在 Media V 名下。15 年 1 月，公司以自有资金投资 500 万设立上海聚嘉，依托 MediaV 的技术和业务团队从

事 DSP 的开发和运营，强化 DSP 业务的实力。

**数据资源奠定精准营销基础：**Media V 基于拥有的大数据资源，依靠先进的数据分析、处理与计算技术，帮助客户充分挖掘数据价值。通过自建数据库，对接广告主、第三方数据供应商的数据接口，MediaV 拥有了海量的数据，收集和分析的数据量达 5,900GB（上海市浦东软件评测中心测试报告，2013 年 9 月）。随着公司在不同类型行业客户的持续拓展以及各收购子公司的整合，MediaV 的数据维度和体量在拓展。

**表 6 Media V 数据资源**

| 数据来源     | 具体资源                                               |
|----------|----------------------------------------------------|
| 自有数据库    | 已拥有超过 7 亿的 cookie，并根据其属性分成 28 个兴趣大类、超过 500 个兴趣小类。  |
| 广告主数据    | 对接客户的官网、活动网页和电商平台等获得的用户数据。在多年为电商服务的过程中还积累了大量的商品数据。 |
| 第三方数据提供商 | 电信运营商、媒体、社交数据提供商获得的第三方数据。                          |

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

**电商客户资源丰富、品牌客户资源持续拓展：**从客户预算来看，MediaV 主要服务 500 万以上广告预算的大客户；从行业分布来看，凭借精准营销技术实力和数据资源的积累，Media V 成为中国最大的电商整合营销服务机构，包括京东、1 号店在内的中国前 50 大电商网站中，超过 70% 都是 Media V 的客户。随着电商品牌化，电商营销需求将更多元，存量单个客户价值未来仍可进一步挖掘，垂直品类电商、跨境电商的成长有望带来增量客户资源。此外，Media V 积极拓展品牌客户，已经成为国内最知名的汽车网络营销机构之一，在快消品、家电、金融保险等领域也积累了相当数量的客户，如雅培、东风柳汽、西门子。目前非电商客户的收入约占销售收入的 60%。随着传统企业“触网”产业变革的推进，广告主预算进一步向数字媒介转移，Media V 有望凭借技术+数据的竞争优势获得更多的增量品牌客户。

**表 7 漫酷广告主要客户**

| 行业   | 电商                                                 | 汽车                 | 消费品                                 | 金融   | 其他           |
|------|----------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------------|------|--------------|
| 主要代表 | 京东商城、易讯、1 号店、唯品会、酒仙网、当当网、百姓网、凡客诚品、我买网、优购商城、易讯网、尚品网 | 东风柳汽、北京现代、海马汽车、比亚迪 | 雅培、The North Face、达芙妮、相宜本草、美特斯邦威、安踏 | 中国平安 | 红星美凯龙、海信、西门子 |

资料来源：MediaV 官网，中国中投证券研究总部

## 1.2 上海氩氪与琥珀传播：创意内容的品牌影响力带来高议价能力

上海氩氪公司依托子公司上海沃动，提供从需求分析、策略整合、品牌管理、创意内容制作创作到社会化营销精准投放于一体的社会化媒体营销全方案服务。上海氩氪的业绩成长动力来自：

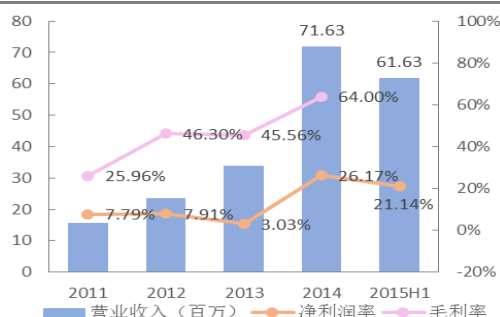
- **口碑营销占比提升，业务结构优化**：受益于数字营销市场需求旺盛，上海氩氦近年来收入持续增长，2014 年营收约为 7000 万，毛利率高达 64%，净利率为 26.17%，盈利能力改善相较于此前改善的原因是逐渐剥离了毛利较低的媒介代理业务，专注于毛利率较高的口碑营销。上海氩氦被收购之后，专注于社会化营销领域，因而较高的毛利水平有望得以持续。
- **先发优势+品牌影响力，享受社会化营销成长红利**：作为业内进入社会化营销较早的公司，上海氩氦创造了多个知名营销案例，获得亚洲广告节、亚洲营销大奖、亚洲 PRWeek 奖、全球 SABRE 奖、金投赏等多家业内较有影响力的颁奖单位的嘉奖。凭借专业的社会化营销能力，氩氦与多个重视品牌建设与社会化传播的时尚、消费品行业客户建立了合作，这是营收规模持续扩大的重要保证。前五大客户中，丝芙兰、米其林（中国）、强生等企业客户合作较为稳定，销售额均在 200 万以上；同时 14、15 年又拓展了北京大宝、公牛集团、三得利、索尼中国、上海家化、伊利、舒克等新的品牌客户。易观智库数据显示，2014 年中国互联网社会化营销市场将达到 87.3 亿元规模，15、16 同比增长 42.7%，34.8%。作为具有先发优势与品牌影响力的公司，上海氩氦有望持续受益于社会化营销的高景气度。

表 8 上海氩氦所获部分奖项

| 年份   | 颁奖单位         | 奖项名称                       |
|------|--------------|----------------------------|
| 2014 | 金鼠标          | 社会化营销类金奖、创意传播类金奖、品牌最佳活动网站  |
| 2013 | 亚洲广告节        | 企业声誉奖银奖、最佳互动公关奖银奖          |
| 2013 | 亚洲营销大奖       | 最佳企业形象和信息奖决选名单             |
| 2013 | 亚洲 PRWeek 奖  | 最佳互动应用奖优秀证书、年度企业社会责任活动决选名单 |
| 2013 | 亚太地区 SABRE 奖 | 客户关系顾问奖金奖、大中华地区金奖          |
| 2013 | 全球 SABRE 奖   | 年度最佳公共关系活动奖前 50 佳          |
| 2013 | 金投赏          | 最佳社会化媒体应用奖金奖、最佳公关奖银奖       |
| 2013 | 口碑营销奖        | 慈善分类银奖                     |
| 2013 | 口碑营销奖        | 社会化媒体分类银奖                  |

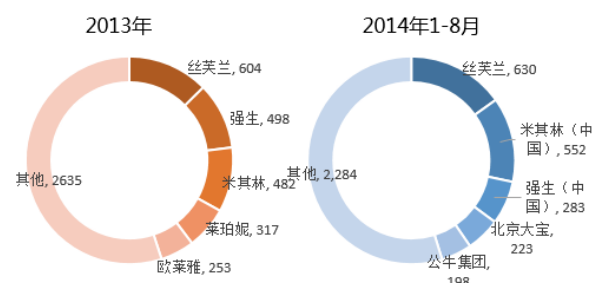
资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

图 19 上海氩氦营收及盈利（2011-2015H1）



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

图 20 上海氩氦客户销售额（万元）



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

琥珀传播主营品牌数字整合推广策略以及品牌数字创意传播管理，增长动力来自：

- **数字创意品牌优势带来高溢价。**琥珀传播主要创始股东刘阳、王英杰是北京服装学院的教师，在创意传播理论研究及教学活动中积累了深厚的专业素养。琥珀传播成立以来频频赢得数字传播领域各大奖项，被“Advertising Age”(广告时代)誉为中国“炙手可热的数字广告公司”。品牌优势带来业界领先的盈利水平，2012、2013 年毛利均在 60%以上，随着数字营销行业竞争日趋激烈，行业毛利率水下降，但受益于琥珀传播业内知名度，2014 年公司毛利仍高达 57%。净利率方面，琥珀传播 2013 年净利率较低系加大人才储备，职工薪酬增加所致，随着琥珀传播营业收入的大幅增长，费用率大幅降低，2015 年上半年净利率为 19.95%。预计品牌优势带来的议价能力将平滑行业整体的盈利下跌带来的影响，使得毛利变化相对平稳。

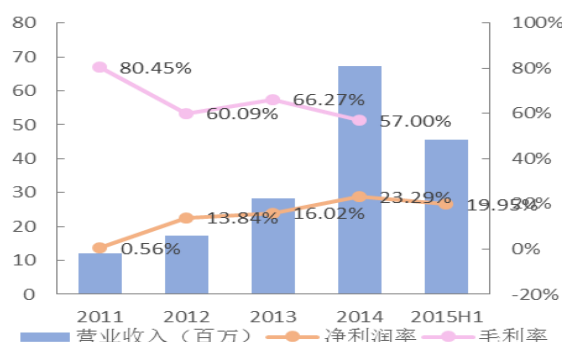
**表 9 琥珀传播所获奖项**

| 年份   | 颁奖单位               | 奖项名称                                      |
|------|--------------------|-------------------------------------------|
| 2014 | 中国广告协会、大中华区艾菲推广委员会 | 大中华区艾菲实效代理公司 TOP10 (综合排名第六)               |
| 2014 | 中国商务广告协会           | 金鼠标数字营销全场大奖、最佳媒介策略大奖、整合金奖、社会化营销类银奖        |
| 2014 | 《广告大观》、中国广告协会      | 中国经典传播呼啸奖最佳整合大奖、案例类金奖、铜奖、代理机构奖            |
| 2013 | Campaign 亚太地区      | “Campaign” 2013 大中华区最佳独立数字服务商             |
| 2013 | 中国广告协会、大中华区艾菲推广委员会 | 中国艾菲奖大中华区时尚风格类金奖、企业声誉类金奖、家居用品类铜奖          |
| 2013 | 中国商务广告协会           | 中国 4A 金印奖企业网站类银奖、整合营销类银奖、社会化营销类银奖、无线营销类铜奖 |
| 2013 | 中国广告协会             | 中国广告长城奖案例类金奖、铜奖、3 项优秀奖                    |

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

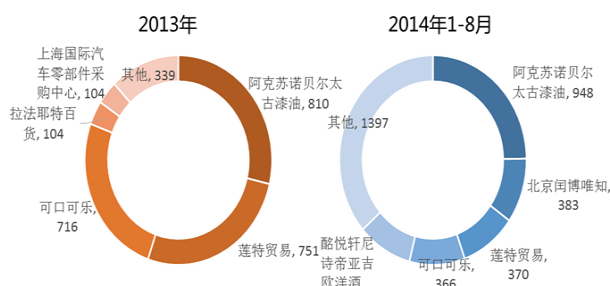
- **专业的创意策略服务赢得品牌客户青睐：**面向的市场涵盖化妆品、体育用品、电子产品、服饰、食品饮料、奢侈品等传统的广告投入大户，包括百度、可口可乐、戴尔、多乐士、巴黎老佛爷、瑞士莲、ZARA 等。未来依托利欧数字网络盟员公司的客户协同，创意策略业务规模仍有进一步拓展的空间。

**图 21 琥珀传播营收及盈利 (2011-2015H1)**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 22 琥珀传播的客户销售额 (万元)**



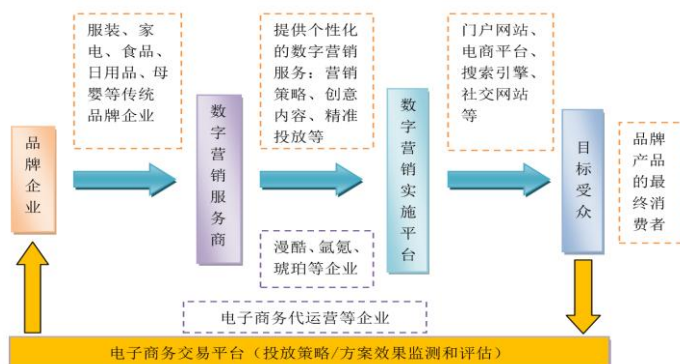
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 1.3 参股碧橙网络，开拓电商代运营，实现营销服务最后一公里

碧橙网络具有丰富的电商运营经验：与天猫、亚马逊、京东等电商合作，提供电商战略、网络品牌定位、营销策划、直营渠道代运营、数据服务、会员管理等服务，主要通过服务费、销售佣金、销售奖励获取收入，客户包括西门子、海信、欧姆龙、好孩子、新希望六合等品牌，碧橙网络同时经营电子商务经销服务。公司持有碧橙网络 27% 股权，若碧橙网络 2015 年税后净利润达到 1000 万，公司有权于 2016 年收购剩余股权。

**利欧股份介入电商运营环节有助于形成营销闭环。**(1) 渗透入营销服务最后一公里，数字营销服务链条更加完整：传统企业触网过程中由于线上运营经验缺乏，会产生对第三方电商运营的需求，利欧股份将电商代运营服务纳入数字营销服务体系之中，能为广告主提供更全方位的服务，也有助于降低广告主营销成本，提高客户粘性。(2) 获得电商数据实现营销效果反馈闭环：掌握消费者的购买转化率数据，实现“品牌-传播-消费者-数据”的营销反馈闭环。(3) 对标蓝色光标电商业务的布局，以及考虑到公司电商行业营销的积累，我们认为公司仍有望进一步深挖电商服务的价值。蓝色光标目前基于社群电商、多渠道布局、技术与数据支持的核心竞争力，提供策略、营销、代运营、代销、产品的整合电商服务；利欧股份若整合消费者洞察与推广优势，也可促使碧橙网络由单一代理运营和卖货模式转变为具有营销、销售、客户关系管理等能力的综合服务商。

图 23 收购碧橙网络之后公司的产业链布局



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

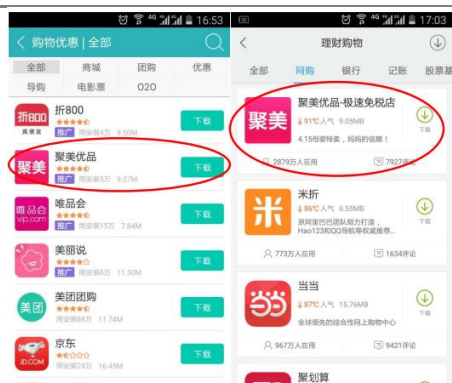
## 2. 布局入口与流量：实现 PC+移动+智能电视三屏合一，形成主流+长尾的流量矩阵

### 2.1 收购微创时代，掌控移动入口

微创时代提供移动营销与精准营销服务，盈利来自广告投放优化服务费以及媒体返点。移动营销包括移动应用市场推广 APP、在移动浏览器投放广告链接、在移动精准营销平台投放精准广告。移动营销业务发展迅速，2015 年第一季度收入占比约为 30%。精准营销是指搜索引擎、导航网站、DSP 的广告投放及优化服务。微创时代是 360 网

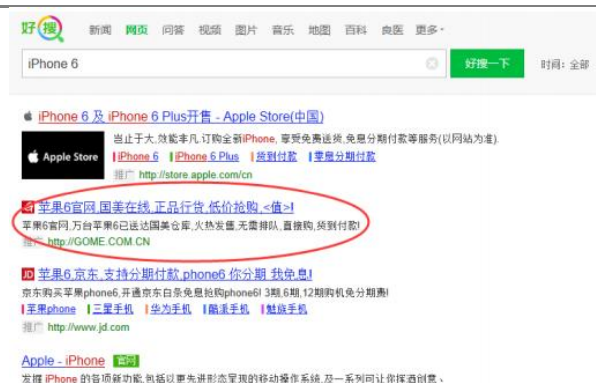
络广告的代理商（零售团购和网络服务行业）、百度 2015 年度广告业务核心代理商。

图 24 微创时代为聚美优品进行 APP 推广



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

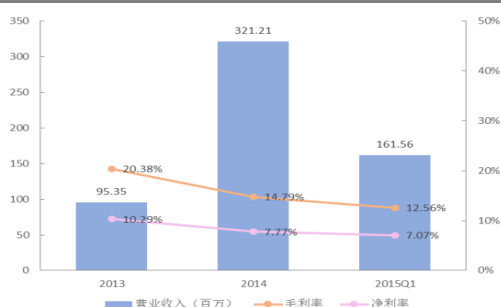
图 25 微创时代为国美投放搜索引擎广告



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**受益于搜索营销、移动营销成长的行业红利，微创时代完成业绩较有保障：**受益于移动营销、搜索广告等细分市场的飞速成长，微创时代在 2014 年营业收入进入爆发期，营业收入从 0.95 亿增至 3.2 亿，15 年增长趋势仍在持续，第一季度收入为 1.62 亿。微创时代主要服务对移动营销认识较早、接受度较高的电商零售、移动 APP 等行业广告主。从盈利能力看，2014 年毛利下滑至 14.79%，主要是为了迅速扩大业务规模，主动让利于客户所致，预计毛利未来将趋于稳定。**短期来看**，截至今年 7 月末，微创时代净利润规模占预测数的 55.78%（未审计），下半年“国庆”、“双十一”、“双十二”、“元旦”等节日众多，电商和网络服务行业广告主通常会加大数字营销投放金额，因此下半年会有更多的新增数字营销投放合同，今年有望顺利完成业绩承诺。**中期来看**，根据艾瑞数据，15-17 年搜索关键字广告增速 41.2%，35.3%，23.2%，移动营销增速为 105.5%，82.0%，49.1%，行业景气度较高，完成业绩承诺较有保障。

图 26 微创时代营业收入及盈利



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 27 微创时代的主要客户



资料来源：微创时代官网、中国中投证券研究总部

表 10 微创时代分业务收入及毛利

| 业务   | 项目        | 2013 年  | 2014 年    | 2015 年 1-3 月 |
|------|-----------|---------|-----------|--------------|
|      | 营业收入 (万元) | 9318.82 | 30,313.52 | 11,338.03    |
| 精准营销 | 毛利率       | 20.34%  | 14.66%    | 10.60%       |
|      | 营收占比      | 97.73%  | 94.37%    | 70.18%       |
| 移动营销 | 营业收入 (万元) | 216.15  | 1,807.70  | 4,818.36     |

|      |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|
| 毛利率  | 22.15% | 16.97% | 17.19% |
| 营收占比 | 2.27%  | 5.63%  | 29.82% |

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

## 2.2 认购益家互动 13.79%股权，进军智能大屏广告

智能电视 2014 年销量接近 3000 万台，占当年电视机销量近 70%（数据来源：艾瑞）。客厅智能大屏成为继 PC 互联网、移动互联网之后新的消费热点和营销终端。益家互动子公司秀视智能是中国最早专注于从事智能大屏数据系统搭建到广告媒介资源整合的互联网企业，拥有智能大屏广告三大平台：智能大屏需求方平台 DSP、智能大屏广告运营平台 Adkey、智能大屏广告口碑及效果管理平台 Admonitor，数据平台 Oghma，通过智能终端用户全路径的数据收集与挖掘，进行用户画像分析，以支持大屏广告精准投放，并作为第三方提供数据产品和服务。秀视智能目前与智能电视厂商、牌照方、第三方监测公司建立合作，包括与华数传媒战略签订战略合作协议，基于华数传媒 6000 万互联网电视终端覆盖量，共建客厅大屏营销平台。目前智能大屏广告平台已经覆盖 3800 万中国中高端家庭客厅大屏幕。

表 11 秀视智能合作伙伴

| 电视厂商                                                                                | 牌照方                                                                                 | 广告主                                                                                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
|  |  |  |

资料来源：秀视智能官网，中国中投证券研究总部

**利欧股份向三屏合一迈进：**通过控股漫酷广告、收购微创时代、投资益家互动，利欧股份实现三屏合一、多屏互动战略布局，建立针对同一消费者的全方位、立体式数字营销传播通路。

## 2.3 收购万圣伟业，成为掌握流量资源的稀缺标的，实现商业模式升级

万圣伟业成立于 2011 年，是流量整合服务市场的早期进入者，目前已经成为百度、360、2345、搜狗、金山等大型数字媒体的核心流量供应商，采用分散采购+集中销售的业务模式，将分散的中小媒体长尾流量通过“新传播平台”聚合起来，集中销售给大型数字媒体，获取流量供应收入，同时向上游的中小网站支付相应的流量采购款项。万圣伟业积累了丰富的长尾流量。在 PC 端，根据“新传播平台”统计，万圣伟业为特定网站导入的日均流量已超过 1200 万 IP；在移动端，万圣伟业为客户提供的 APP 日均有效激活量已超过 10 万次。

**万圣伟业处于业绩爆发期：**随着流量规模的扩大以及客户的拓展，万圣伟业业绩迅猛发展，2014 年的营业收入增长率将近 700%，毛利率随着业务结构优化在提升，（2015 年 Q1 为 21.87%），净利率也在逐步提升（2015 年 Q1 为 14.79%）。万圣伟业 1-7 月营收将近 3 亿，净利润为 7113 万（未经审计），将近今年业绩承诺的一半，考虑广告行业的季度性因素，今年有望顺利完成业绩承诺。

图 28 万圣伟业现有的业务模式

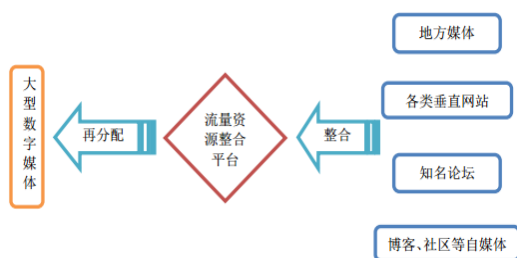
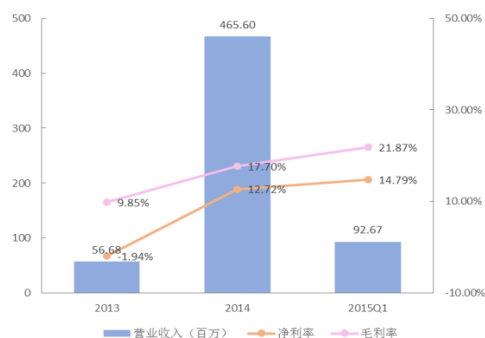


图 29 万圣伟业营业收入及盈利能力



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 万圣伟业持续成长的动力来自：

- **下游数字媒体流量成本攀升催生流量整合生长空间,长尾流量规模效应提升议价能力：**今年来，大型数字媒体流量获取成本攀升，以百度为例，2014 年流量获取成本占营收比重增长至 12.9%，高达 63.3 亿。为了获得大规模的流量，大型数字媒体对其长尾流量供应商制定了阶梯定价政策，支付单价随流量导入规模升高。（见表 14）凭借庞大的长尾流量，万圣伟业增强了与客户的议价能力。目前万圣伟业 2014 年 65% 的收入来自百度和 360，是因为流量阶梯定价政策下，集中销售盈利空间较大，优质的大客户资源能保证销售收入增长的稳定性。

图 30 万圣伟业客户销售额（万元）

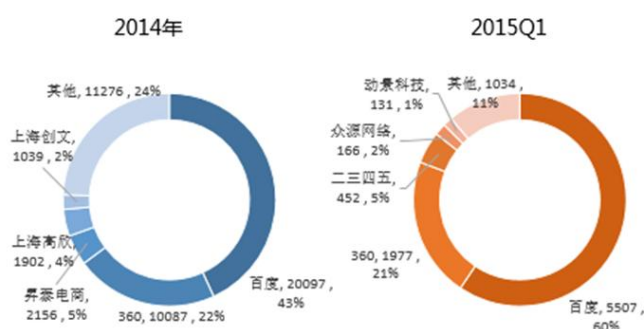
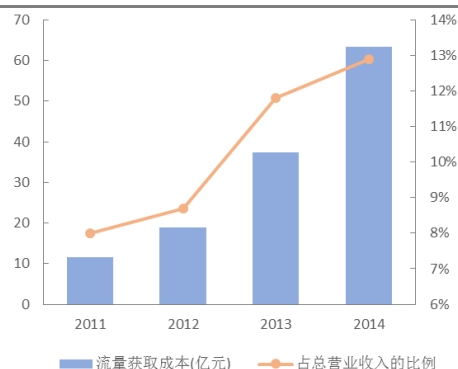


图 31 百度流量获取成本（亿元）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

- **向移动端加速渗透，提升整体毛利：**万圣伟业的流量整合业务包括采购地方媒体网站、专业垂直门户、各类社区论坛等中小网站的长尾流量集中售给百度、360 导航网站等的 PC 端业务，也包括分发 APP 下载包的移动 APP 推广业务。PC 端流量整合业务毛利较低，移动端业务毛利为 35.11%，较 PC 端业务盈利

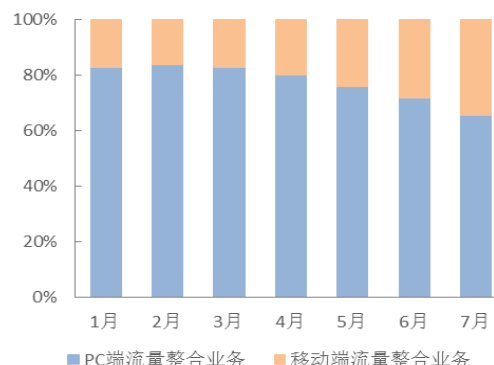
能力较强，目前万圣伟业积极拓展移动端业务，收入占比从年初的 17% 快速上升至 7 月份的 34.21%。通过向移动端持续渗透，万圣伟业有望继续提升盈利能力。

图 32 万圣伟业分业务收入及毛利

| 业务      | 项目       | 2013  | 2014   |
|---------|----------|-------|--------|
| PC 流量整合 | 营业收入（百万） | 54.80 | 435.37 |
|         | 毛利率      | 17.0% | 9.0%   |
| 移动流量整合  | 营业收入（百万） | 1.88  | 30.23  |
|         | 毛利率      | 27.6% | 35.1%  |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

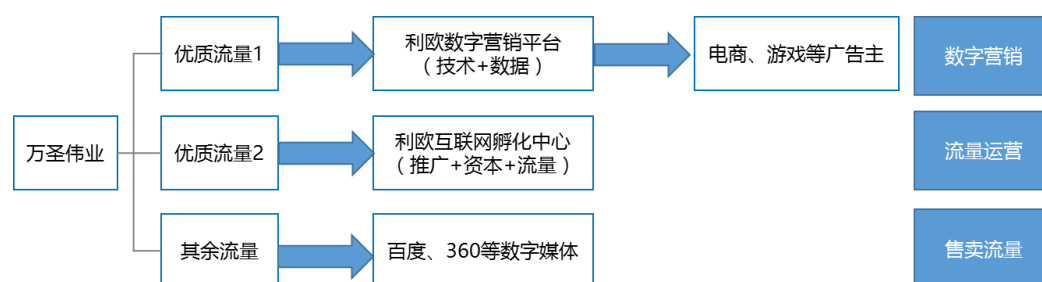
图 33 万圣伟业两类业务收入占比（2015.1-7）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

- **依托利欧股份的技术与客户，提供多元化增值服务，提升变现能力：**由于缺乏精准投放的能力以及丰富的客户资源，目前万圣伟业的长尾流量主要由数字媒体整合分析后售卖给广告资源需求方，长尾流量的价值主要被数字媒体掌握，因此单一的导流售卖服务利润较低。被收购之后通过与利欧盟员公司的协同，有望实现拓展变现方式：一方面，通过对接漫酷广告的数据与精准投放技术，万圣伟业长尾流量中有价值的部分可以直接销售给行业客户，实现营销价值；其余流量再打包出售给大型数字媒体，从而提升单个流量的价值。另外，由于万圣伟业能监测到供应商的中小网站、APP 的运营情况，若甄选优质成长性公司的能力进行投资，并为成长性企业导入流量，实现流量运营变现。

图 34 万圣伟业被收购后有望拓展变现方式



资料来源：中国中投证券研究总部

**在利欧股份公司层面，收购万圣伟业的价值在于：**（1）提升营销服务竞争力：成为营销公司中对下游大规模长尾媒介具备掌控力的稀缺标的，加上与 BAT、门户、Hero APP 等主流媒介建立的合作关系，建立起完善的流量矩阵。（2）商业模式升级：凭借利欧股份的资金及流量资源、推广资源，可以通过投资孵化介入到长尾流量中的优质 APP，通过流量运营分享数字营销之外的价值。

### 3. 深挖细分市场价值：投资异乡好居、热源网络，收购智趣广告，深度分享留学、医药、游戏、金融等垂直行业的价值

利欧股份在打通数字营销产业链，布局入口与流量的基础上，积极深入发展潜力巨大的垂直领域，进一步发挥公司在精准营销的技术优势，提升长尾流量资源的利用率。

#### 3.1 投资异乡好居、热源网络，分享留学服务、医疗服务 O2O 成长价值

**收购留学 O2O 服务商异乡好居 10%股权 流量多元变现初次探索** 异乡好居 2015 年 1 月成立，主要通过 App 以及微信公众账号等线上平台，为海外留学生提供租房服务，目前已在美国、英国、加拿大、澳大利亚、新西兰五个英语国家的优质教育资源所在地布局房源。公司创始人印建坤先生原为新东方高管，熟悉出国留学业务。异乡好居未来的战略是以留学房产服务作为入口，通过对接三家上市公司战略投资者——新东方、利欧股份、众信旅游的教育资源、营销资源和旅游资源，实现留学产业链的整合，逐步发展留学地产、留学金融、留学教育、留学旅游等业务。此次收购是利欧股份超越传统营销产业边界，拓展变现方式的重要探索：整合数字营销商不仅可以通过提供整合营销与电商服务，为实体经济提供转型互联网的入口，还可以成为互联网与移动互联企业的孵化中心，通过提供流量导入与资金支持，助力成长。

**收购热源网络 20%股权，介入医疗营销行业**：热源网络成立于 2009 年，是国内较早专注于医疗行业的数字营销服务机构，开发并上线了“医广在线互联网广告在线发布平台”，已整合全国各地地方主流新闻网站、综合门户数百家，服务客户上千家医疗企业提供流量整合和精准营销服务。热源网络原股东承诺 16、17 年实现税后净利润 3,000 万元、3750 万元，若实现净利承诺，投资方计划于 2016 年第三季度启动收购公司剩余股权。**医疗营销市场空间较大**：中国医疗机构总数超过 10 万家，医院接近 3 万家，民营医院超过 1 万家，民营的专科医院由于行业竞争激烈，对广告依赖度较高。根据艾德康赛与艾德思奇的统计，2014 年医疗网络广告市场规模为 86.9 亿，未来三年复合增速为 22.3%，17 年达到 161.7 亿。结合热源网络在医疗行业的客户资源、数据分析基础与原有的流量资源及精准投放能力，利欧股份将为医疗行业广告主与互联网媒体之间搭建更全面的技术与资源服务平台。

#### 3.2 收购智趣广告，深度挖掘游戏、互联网金融行业营销价值

智趣广告成立于 2013 年 4 月，2014 年 8 月开始承接业务，并取得了顺网独家网页游戏广告代理商资质；当年营收 3912 万，净利润为 203 万，15 年业务规模迅速壮大，1-9 月营收为 1.93 亿，净利润为 1456 万。

从业务构成来看，主要包括媒介代理和精准营销。媒介代理指在代理广告主在网吧、各类互联网网站、移动 WAP 端、应用市场、APP 客户端等渠道投放广告，2015 年前三季占比达 77.12%，精准营销业务以搜索引擎精准营销为主。

从客户构成来看，智趣广告主要服务网络游戏行业客户，2015 年前三季销售占比为 96.5%，近期逐步拓展至互联网金融领域，目前主要的客户包括 37 游戏、9377、蜗牛、4399、新浪游戏、网易、爱奇艺 PPS 游戏、2144、顺网、宣诚、趣游、银天下等，主要的投放渠道为猎鹰网络、顺网、悦石信息等数字媒体。

**表 12 智趣广告财务数据**

| 项目       | 2015 年 1-9 月 | 2014 年 |
|----------|--------------|--------|
| 营业收入(百万) | 192.98       | 39.12  |
| 媒介代理服务占比 | 77.12%       | 98.33% |
| 精准营销服务占比 | 22.88%       | 1.67%  |
| 毛利率      | 12.17%       | 9.97%  |
| 净利润(百万)  | 14.56        | 2.03   |

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

**图 35 为 4399 提供的《战天》视频广告**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 36 为银天下提供的移动搜索营销**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

智趣广告承诺 16-18 年实现净利润 5800 万、7540 万、9802 万，与现有业绩相比仍有较大差距，实现承诺业绩的支撑包括：

- **游戏与互联网金融行业的营销需求较为强劲**：根据艾瑞数据，网络游戏市场规模 1108.1 亿元，15-17 年增速为 19.6%，15.9%，14.5%，12.1%，根据文化部的数据，2014 年全国新增具有网络游戏运营资质的企业 1,183 家，截至 2014 年底，具备网络游戏运营资质的企业累计达到 4,661 家。激烈的竞争使游戏厂商存在较强劲的推广需求。若按按销售费用 20%计算，游戏营销市场 2014 年规模约为 217 亿。根据互联网金融行业协会数据，2014 年中国的互联网金融规模突破 10 万亿，庞大市场容量将催生较强劲的营销需求。
- **智趣广告处于初创期，业绩历史基数较小**，若服务能力优秀快速占领市场具有可能性，15 年公司的业绩已经呈现出爆发增长迹象。
- **被收购之后，智趣广告可借助依托万圣伟业的流量资源、与盟员公司的媒介资源与数据资源相协同**，提升营销服务能力以及凭投放规模优势提升毛利率。

收购智趣广告使利欧股份行业客户布局实现横向拓展，从消费品、时尚、汽车、电商、零售等行业拓展至游戏、金融行业，多元的业务布局有助于公司既有的技术、数据、

流量资源最大化。

## 4. 增长空间：内生外延双轮驱动，推动持续成长

### 4.1 内生增长：加强既有业务的协同，夯实根基

利欧股份在上海设立办公室，几家盟员公司在上海一起办公。今年 10 月公司成立利欧数字网络子公司，作为各子公司数字营销业务整合的平台。由于各子公司分布在产业链的不同环节，客户并不重叠，具备协同基础。我们认为，公司未来可以从以下几方面加强整合，发挥协同效应：

■ **客户协同，相互转化提升业务规模：**目前各子公司覆盖了电商、汽车、消费品、医疗、游戏、金融等行业，涵盖品牌广告主与效果广告主，通过上市公司平台对客户资源进行整合，充分发挥协同效应，实现交叉营销和更大范围的客户覆盖。比如随着互联网企业的成长，会产生更多的品牌营销需求，可提升创意、策略业务的规模、从而提升整体毛利；而传统品牌广告主也会产生效果营销需求，可扩大精准营销业务的规模。

■ **媒介协同，规模效应降低采购成本：**公司现已形成了跨越三屏、主流媒体+长尾流量的媒介矩阵，通过对既有渠道、媒体资源的整合与共享，可发挥规模效应，降低采购成本，而具有竞争力的销售价格将帮助公司开拓更多客户，提高业务规模、增加销售收入。

■ **实现数据、流量价值的进一步挖掘：（1）数据：**通过整合盟员公司的数据资源，公司将掌握移动、PC、智能电视端的数据，涵盖营销互动以及销售环节，既有数据资源不仅能进一步提升广告投放与监测的效率，还能为策略、创意、流量运营等环节服务。（2）流量：将大量优质的流量资源导入几大广告投放平台，提升广告对有效人群的曝光度，漫酷广告、微创时代、智趣广告对万圣伟业的海量、优质流量资源进行数据分析和用户画像，也能进一步优化广告的精准投放。

### 4.2 外延扩张：持续深挖垂直领域与拓宽下游变现出口

公司目前已经完成了中游营销服务平台的搭建与上游流量入口的布局，除了通过业务整合实现内生增长，我们预计以外延扩张的方式深挖垂直领域以及流量运营拓宽变现出口也是维持成长的主要路径。具体而言：

■ **挖掘数字营销的垂直细分领域，**包括垂直行业营销、体育营销、娱乐营销等，对于新行业与新的营销方式的布局，外延会比内生进展更快，并且由于公司已完成了产业链条的搭建，持续布局垂直领域的边际成本较低。

■ **向下游持续拓宽变现出口：**公司掌握了长尾流量资源与数据资源，可为移动电商、跨境电商等大量新兴经济领域客户提供流量支持与数据服务，公司有望在此基础上战略性投资入股，以分享下游企业增值收益，拓宽流量变现方式。

## 四、盈利预测与估值

**机械制造板块：**假设业务营收维持稳定，费用率小幅下降，则 15-17 年扣非（主要是搬迁奖励）后的净利润为 0.97 亿、1.02 亿、1.07 亿，给予 16 年 30 倍 PE，则对应的市值为 30.6 亿。

**数字营销板块：**关键假设（具体见表 13）：**（1）营收假设：**假设万圣伟业、微创时代、智趣广告作为初创型公司被收购之初呈现爆发增长，其余年份、其余业务增速略高于行业增速（考虑到公司完整的产业链布局、客户协同以及龙头地位）；**（2）毛利假设：**策略创意类（上海氩氦、琥珀传播）业务由于较强的品牌影响力维持高毛利，其中上海氩氦 15 年由于提升口碑营销占比，毛利提升；广告投放类业务（漫酷广告、微创时代、智趣广告）由于媒介协同、以及投放额增长产生的规模效应，毛利小幅提升；微创时代 15 年毛利根据上半年数据估计；流量整合类业务（万圣伟业）由于被收购后可以向客户直销流量，毛利提升，15 年毛利根据上半年数据估计。**（3）智趣广告 16 年并表。**我们预计数字营销板块 15-17 年备考净利润约为 3.47 亿，6.65 亿，8.25 亿。考虑到数字营销的广阔市场空间、目前较为分散的竞争格局，以及利欧股份作为具备互联网基因的本土龙头率先卡位，以及内在整合+外延扩张的预期，看好公司未来在推进行业整合中扮演领军者的角色。给予数字营销板块 16 年 65 倍 PE，则对应市值为 432.25 亿。

因此，我们认为公司 16 年合理市值为 462.85 亿，按增发后的股本计算，目标价为 29.29 元。首次覆盖公司，给予强烈推荐评级。

**表 13 利欧股份互联网板块盈利预测的关键假设**

| 业务板块             | 指标       | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 机械制造             | 营业收入（百万） | 1858.89 | 1951.84 | 2049.43 | 2151.90 |
|                  | yoy      |         | 5%      | 5%      | 5%      |
|                  | 毛利率      | 25.92%  | 26%     | 26%     | 26%     |
|                  | 营业费用率    | 7.67%   | 7.50%   | 7.50%   | 7.50%   |
|                  | 管理费用率    | 12.56%  | 11%     | 11%     | 11%     |
| 媒介代理<br>（漫酷广告）   | 营业收入（百万） | 1167.07 | 1750.61 | 2363.32 | 3072.32 |
|                  | yoy      |         | 50%     | 35%     | 30%     |
|                  | 毛利率      | 16.33%  | 18%     | 20%     | 22%     |
| 数字营销服务<br>（上海氩氦） | 营业收入（百万） | 71.63   | 94.25   | 127.23  | 165.41  |
|                  | yoy      |         | 50%     | 40%     | 35%     |
|                  | 毛利率      | 64%     | 68%     | 68%     | 68%     |
| 数字营销服务<br>（琥珀传播） | 营业收入（百万） | 67.32   | 100.29  | 130.37  | 156.45  |
|                  | yoy      |         | 40%     | 30%     | 20%     |
|                  | 毛利率      | 57.00%  | 57%     | 57%     | 57%     |
| PC 端流量整合         | 营业收入（百万） | 435.37  | 783.67  | 1057.95 | 1322.44 |

|                            |             |        |        |        |        |
|----------------------------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| ( 万圣伟业 )                   | yoy         |        | 80%    | 35%    | 25%    |
|                            | 毛利率         | 8.99%  | 20%    | 25%    | 27%    |
| 移动端流量整合<br>( 万圣伟业 )        | 营业收入 ( 百万 ) | 30.23  | 188.80 | 349.29 | 523.93 |
|                            | Yoy         |        | 525%   | 85%    | 50%    |
|                            | 毛利率         | 27.62% | 25%    | 27%    | 30%    |
| 精准营销<br>( 微创时代 )           | 营业收入 ( 百万 ) | 303.14 | 530.49 | 716.16 | 895.20 |
|                            | yoy         |        | 75%    | 35%    | 25%    |
|                            | 毛利率         | 14.66% | 12%    | 14%    | 16%    |
| 移动营销<br>( 微创时代 )           | 营业收入 ( 百万 ) | 18.08  | 235.00 | 434.75 | 652.13 |
|                            | yoy         |        | 1200%  | 85%    | 50%    |
|                            | 毛利率         | 16.97% | 19%    | 22%    | 24%    |
| 游戏、互联网金融<br>广告<br>( 智趣广告 ) | 营业收入 ( 百万 ) | 39.18  | 257.30 | 643.26 | 836.23 |
|                            | yoy         |        | 557%   | 150%   | 30%    |
|                            | 毛利率         | 9.97%  | 12%    | 16%    | 18%    |

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

## 五、 风险提示

业务整合不达预期风险；智趣广告收购进展不顺利风险；子公司业绩未实现承诺业绩，商誉减值风险。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 会计年度           | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2322 | 3757  | 5302  | 6598  |
| 现金             | 179  | 892   | 1595  | 2130  |
| 应收账款           | 1461 | 1985  | 2631  | 3248  |
| 其它应收款          | 70   | 180   | 244   | 295   |
| 预付账款           | 81   | 106   | 180   | 219   |
| 存货             | 449  | 493   | 518   | 543   |
| 其他             | 82   | 102   | 135   | 162   |
| <b>非流动资产</b>   | 1880 | 4745  | 5597  | 5601  |
| 长期投资           | 97   | 114   | 198   | 198   |
| 固定资产           | 459  | 455   | 439   | 407   |
| 无形资产           | 237  | 227   | 216   | 206   |
| 其他             | 1087 | 3950  | 4745  | 4790  |
| <b>资产总计</b>    | 4201 | 8502  | 10899 | 12199 |
| <b>流动负债</b>    | 1815 | 2204  | 2794  | 3271  |
| 短期借款           | 414  | 400   | 500   | 600   |
| 应付账款           | 829  | 1197  | 1606  | 1913  |
| 其他             | 573  | 607   | 687   | 758   |
| <b>非流动负债</b>   | 302  | 354   | 363   | 363   |
| 长期借款           | 118  | 118   | 118   | 118   |
| 其他             | 184  | 237   | 245   | 246   |
| <b>负债合计</b>    | 2117 | 2559  | 3157  | 3634  |
| 少数股东权益         | 80   | 120   | 162   | 208   |
| 股本             | 391  | 1509  | 1580  | 1580  |
| 资本公积           | 910  | 3162  | 4174  | 4174  |
| 留存收益           | 703  | 1149  | 1823  | 2601  |
| 归属母公司股东权益      | 2004 | 5823  | 7580  | 8357  |
| <b>负债和股东权益</b> | 4201 | 8502  | 10899 | 12199 |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -110 | 313   | 538   | 674   |
| 净利润            | 213  | 507   | 809   | 978   |
| 折旧摊销           | 84   | 79    | 102   | 128   |
| 财务费用           | 17   | 11    | -16   | -34   |
| 投资损失           | -109 | -14   | -16   | -16   |
| 营运资金变动         | -376 | -310  | -407  | -434  |
| 其它             | 61   | 39    | 65    | 52    |
| <b>投资活动现金流</b> | -262 | -2924 | -940  | -117  |
| 资本支出           | 163  | 259   | 133   | 131   |
| 长期投资           | 129  | 88    | 84    | 0     |
| 其他             | 31   | -2577 | -723  | 14    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 48   | 3324  | 1105  | -20   |
| 短期借款           | -21  | -14   | 100   | 100   |
| 长期借款           | 18   | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 16   | 1118  | 70    | 0     |
| 资本公积增加         | 317  | 2252  | 1012  | 0     |
| 其他             | -281 | -32   | -78   | -120  |
| <b>现金净增加额</b>  | -313 | 712   | 703   | 536   |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

| 会计年度            | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2874 | 5635  | 7872  | 9776  |
| <b>营业成本</b>     | 2212 | 4405  | 6051  | 7530  |
| <b>营业税金及附加</b>  | 16   | 31    | 43    | 54    |
| <b>营业费用</b>     | 206  | 304   | 379   | 451   |
| <b>管理费用</b>     | 268  | 283   | 361   | 469   |
| <b>财务费用</b>     | 17   | 11    | -16   | -34   |
| <b>资产减值损失</b>   | 55   | 24    | 34    | 43    |
| <b>公允价值变动收益</b> | -21  | 2     | 0     | 0     |
| <b>投资净收益</b>    | 109  | 14    | 16    | 16    |
| <b>营业利润</b>     | 190  | 593   | 1035  | 1280  |
| <b>营业外收入</b>    | 68   | 24    | 24    | 0     |
| <b>营业外支出</b>    | 6    | 6     | 8     | 10    |
| <b>利润总额</b>     | 252  | 611   | 1051  | 1270  |
| <b>所得税</b>      | 39   | 104   | 242   | 292   |
| <b>净利润</b>      | 213  | 507   | 809   | 978   |
| <b>少数股东损益</b>   | 33   | 40    | 42    | 46    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 180  | 468   | 767   | 932   |
| <b>EBITDA</b>   | 291  | 683   | 1121  | 1374  |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.46 | 0.31  | 0.49  | 0.59  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 营业收入            | 56.1%  | 41.4%  | 83.8%  | 19.8%  |
| 营业利润            | 216.0% | 80.6%  | 144.3% | 21.5%  |
| 归属于母公司净利润       | 221.3% | 46.6%  | 157.3% | 19.0%  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| 毛利率             | 23.1%  | 23.3%  | 21.2%  | 21.0%  |
| 净利率             | 6.3%   | 6.5%   | 9.1%   | 9.0%   |
| ROE             | 9.0%   | 4.7%   | 9.3%   | 10.1%  |
| ROIC            | 8.0%   | 5.8%   | 11.1%  | 12.7%  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 50.4%  | 30.1%  | 28.5%  | 28.3%  |
| 净负债比率           | 25.46% | 21.29% | 17.63% | 16.30% |
| 流动比率            | 1.28   | 1.64   | 1.86   | 2.03   |
| 速动比率            | 1.03   | 1.40   | 1.66   | 1.84   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.82   | 0.65   | 0.80   | 0.82   |
| 应收账款周转率         | 3      | 2      | 3      | 3      |
| 应付账款周转率         | 3.85   | 3.14   | 4.36   | 4.31   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.12   | 0.17   | 0.45   | 0.54   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | -0.07  | 0.11   | 0.34   | 0.41   |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 1.33   | 3.72   | 4.85   | 5.28   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 125.17 | 85.40  | 33.19  | 27.88  |
| P/B             | 11.24  | 4.01   | 3.07   | 2.82   |
| EV/EBITDA       | 78     | 52     | 24     | 20     |

## 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,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

林起贤,中投证券研究所传媒互联网行业研究员,北京大学硕士。

## 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刊载或转发责任,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

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

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

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