

利欧股份 (002131)

强烈推荐

行业：营销服务

数字营销兑现高增长凸显协同效应，关注互娱板块布局

公司 2015 年扣非归母净利润 2.04 亿，同比增长 117.71%，数字营销板块备考利润 3.61 亿，同比增长 119.57%，超出对赌业绩 15.81%，基本符合预期。数字营销板块 Q1 内生增长 109%，迎来开门红，预计 2016 年 H1 实现归母净利润 2.1-2.869 亿，同比增长 35.39%-84.97%。营销板块业绩景气，说明业务协同效应凸显，布局互动娱乐有望实现业绩与估值双重提升，维持强烈推荐。

点评：

- ◇ **2015 年数字营销兑现高成长，超对赌业绩 15.81%，协同效应凸显，打消市场疑虑。** 增长不仅仅来自子公司并表增厚业绩，更来自于数字营销子公司高速内生增长，5 家公司合计全年净利润 3.61 亿，同比增长 119.57%，超对赌业绩 15.81%，其中万圣伟业净利润 1.79 亿元，超出对赌业绩 21.12%。我们认为业绩超出对赌是子公司协同效应开始显现的结果，打消市场关于营销公司并购模式难以实现业务整合与内生增长的疑虑。
- ◇ **一季报数字营销内生增速翻倍，2016 年迎来开门红。** 2016 年第一季度公司实现营业收入 138,481.46 万元，同比增长 63.24%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 11,714.96 万元，同比增长 153.56%。5 家营销子公司 Q1 净利润总和 9472.27 万元，同比增长 109%，达到此前业绩预告的上限，其中万圣伟业实现净利润 5,682.94 万元，同比增长 3.15 倍，导流向流量直售商业模式的转变带来业绩高速增长。预计 2016 年上半年实现归母净利润 2.1-2.869 亿，同比增长 35.39%-84.97%，主要因为合并报表范围相较于 15 年上半年新增万圣伟业与微创时代。
- ◇ **互动娱乐板块起航，将创造新的成长动力。** 2016 年伊始，公司相继投资了影视植入公司世纪鲲鹏和影视剧制作公司盛夏星空，实现在互动娱乐产业的初步布局，标的优质体现了公司的战略眼光，业务布局推进快速展现了公司团队超强的执行力。公司还通过体外培育的方式进行项目储备。关联公司淮安利欧影视投资合伙企业目前已经投资利欧元力影业、利欧心动影业。
- ◇ **维持强烈推荐。** 预计 16-18 年备考净利润为 8.16 /10.93/13.14 亿，其中泵维持 1 亿的净利润，营销板块 16-18 年备考净利润为 7.16/9.93/12.14 亿（考虑智趣广告 16 年并表），当前股价对应的 PE 为 35.90/26.79/22.29 倍。当前营销行业估值水平有所回落，考虑到公司数字营销领域的龙头地位有望维持内生增长持续景气，同时布局互动娱乐板块有望带动业绩与估值的双重提升，突破传统营销行业的估值瓶颈，给予营销板块 16 年 50 倍 PE，泵业板块 15 倍 PE，目标价 23.61 元，维持强烈推荐评级。
- ◇ **风险提示：** 数字营销行业竞争进一步加剧，互动娱乐板块开拓不及预期。

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：林起贤

S0960115080016

0755-82026823

linqixian@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 23.61

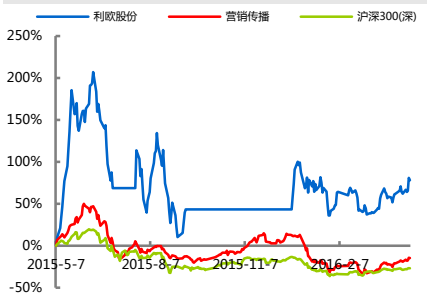
当前股价： 18.54

评级调整： 维持

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)	280
流通市值(亿元)	115
成交量(百万股)	16.48
成交额(百万元)	305.96

股价表现



相关报告

《利欧股份-公司点评-Q1 数字营销内生增长 90%以上，期待互娱板块持续落地》
2016-03-30

《利欧股份-公司点评-投资世纪鲲鹏与盛夏星空，开拓娱乐板块带来新的增长引擎》
2016-01-30

《利欧股份-公司深度-数据+流量奠定数字营销龙头地位，持续挖掘垂直行业价值》
2015-12-23

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4392	7500	9718	11650
收入同比(%)	53%	71%	30%	20%
归属母公司净利润	225	816	1093	1314
净利润同比(%)	25%	262%	34%	20%
毛利率(%)	23.0%	26.4%	27.0%	27.0%
ROE(%)	3.9%	10.7%	12.5%	13.1%
每股收益(元)	0.14	0.52	0.69	0.83
P/E	129.94	35.90	26.79	22.29
P/B	5.12	3.84	3.36	2.92
EV/EBITDA	76	26	19	16

资料来源：中国中投证券研究总部

一、2015 年数字营销兑现高成长，业务协同整合下超对赌业绩 15.81%

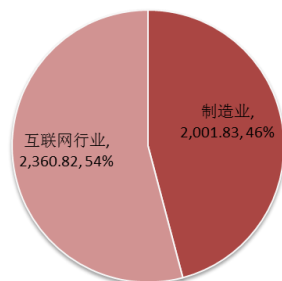
2015 年扣非后归母净利润 2.04 亿，同比增长 117.71%。公司实现营业收入 43.92 亿元，同比增长 52.81%，主营业务收入 43.63 亿，同比增长 53.73%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.25 亿，同比增长 25.29%；归属于母公司的扣除非经常性损益净利润为 2.04 亿，同比增长 117.71%。业绩的增长来自：(1) 上海氩氦+琥珀传播开始全年并表，万圣伟业+微创时代 12 月开始并表。(2) 营销板块内生增长强劲。

2015 年数字营销板块备考利润 3.61 亿，同比增长 119.57%，超出对赌业绩 15.81%，基本符合预期。公司数字营销业务板块实现的销售收入、净利润已超过了制造业板块。互联网行业营收 23.61 亿，占比已经达到 54%，互联网行业净利润 1.27 亿，占比达到 56%（万圣伟业和微创时代均于 12 月 1 日开始并表，分别贡献净利润 1220.68 万，331.47 万），按各子公司全年口径计算营销板块全年备考利润为 3.61 亿，合计超出对赌业绩 15.81%，同比增长 119.57%；制造业板块营收 20 亿，净利润 9850 万，基本符合我们此前的预期。

子公司业务协同效应出现+万圣伟业流量直销逻辑兑现致使业绩超出对赌。目前，公司数字营销服务已覆盖营销策略和创意、媒体投放和执行、效果监测和优化、社会化营销、精准营销、流量整合等完整的服务链条，成功建立了从基础的互联网流量整合到全方位精准数字营销服务于一体的整合营销平台。公司数字营销板块的各家子公司形成了良好的业务协同关系，业绩较去年同期均取得大幅的增长。上海漫酷、上海氩氦、琥珀传播、微创时代分别实现营业收入 191,015.89 万元、17,404.23 万元、12,863.40 万元、70,216.25 万元，分别实现扣除非经常性损益的净利润 6,373.14 万元、2,628.24 万元、2,137.23 万元、6,985.57 万元，全部超额完成了业绩承诺。承诺利润较高的万圣伟业实现营业收入 7.11 亿元，实现扣除非经常性损益的净利润 1.79 亿元，超出对赌业绩 21.12%。

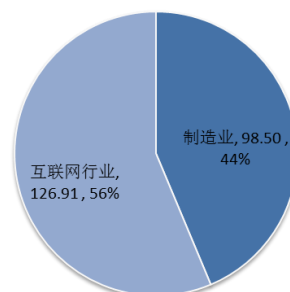
公司计划 2016 年实现销售收入 68 亿元。

图 1 公司 2015 年营收结构 (百万)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 2 公司 2015 年净利润结构 (百万)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

表 1 各业务板块的营收及毛利变化

业务	营业收入	毛利率	营业收入同比变化	毛利率相对于去年的变化
分行业				
制造业	2,001.83	28.34%	7.63%	增加 2.41 个百分点
互联网业	2,360.82	18.53%	141.38%	增加 1.18 个百分点
分产品				
民用泵(微型水泵)	1,092.54	29.71%	5.89%	增加 2.31 个百分点
工业泵	404.60	26.43%	3.05%	增加 4.68 个百分点
园林机械	145.09	15.29%	37.99%	减少 1.36 个百分点
清洗和植保机械	114.52	31.94%	2.85%	增加 4.21 个百分点
媒介代理服务	1,917.58	12.87%	102.05%	减少 3.51 个百分点
PC 端流量整合业务	45.50	23.95%	--	--
移动端流量整合业务	59.36	34.55%	--	--
精准营销业务	51.30	9.07%	--	--
配件	242.39	31.43%	13.07%	增加 1.06 个百分点
其他	2.69	34.76%	-42.16%	增加 17.76 个百分点

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

表 2 各营销子公司承诺净利润及实际完成情况

子公司	2015 承诺扣非净利润 (万)	2014 实际扣非净利润 (万)	2015 实际扣非净利润 (万)	超出对赌	净利润同比增长
上海漫酷	6,000	4700	6,373.14	6.22%	35.60%
上海氩氦	2378.75	1801.96	2,628.24	10.49%	45.85%
琥珀传播	1950	1501	2,137.23	9.60%	42.39%
万圣伟业	14800	5922	17,926.38	21.12%	202.71%
微创时代	6000	2494	6,985.57	16.43%	180.10%
合计	31,129	16418.96	36,051	15.81%	119.57%

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

二、2016 一季度数字营销内生增速翻倍，迎来开门红

数字营销板块 2016Q1 内生增长 109%。2016 年第一季度公司实现营业收入 138,481.46 万元，同比增长 63.24%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 11,714.96 万元，同比增长 153.56%。数字营销业务板块 5 家业务实体（包括上海漫酷、琥珀传播、上海氩氦、万圣伟业、微创时代）实现营业收入合计约 9.85 亿，营收占比约 71%。5 家营销子公司净利润总和 9472.27 万元，同比增长 109%，达到此前业绩预告的上限。其中，万圣伟业实现净利润 5,682.94 万元，同比增长 3.15 倍，考虑到营销行业一般一季度是淡季，可预计万圣伟业全年净利润有望达 2.27 亿以上，至少超出对赌业绩 23%。5 家数字营销公司 2015 年完成净利润 3.61 亿，若 2016 年全年维持一季度业绩景气度，加上智趣广告（16 年对承诺净利润 5800 万）并表，2016 年数字营销板块有望达到备考净利润 8.12 亿。

预计 2016 年上半年实现归母净利润 2.1-2.869 亿，同比增长 35.39%-84.97%，主要因为合并报表范围相较于 15 年上半年新增万圣伟业与微创时代。

公司 2016 年将继续推进和完善上海漫酷、上海氩氦、银色琥珀、万圣伟业和微创时代在业务上的协同与整合，充分发挥各家公司的竞争优势，进一步扩大和增强利欧数字网络在业内的影响力，高速增长仍然值得期待。

三、互动娱乐板块起航，将创造新的成长动力

2016 年，我们预计公司的战略重点除了巩固在数字营销板块的领头羊地位，布局互动娱乐板块成为又一个重大战略。2016 年，利欧股份将在内容和娱乐营销上进行持续的布局，包括影视剧植入公司、网生内容公司、影视剧制作公司以及其他的互动娱乐产业，打造专业的“利欧互娱”品牌业务。

2016 年伊始，公司相继投资了专业的影视剧植入公司北京世纪鲲鹏国际传媒广告有限公司和影视剧制作公司北京盛夏星空影视传媒股份有限公司，实现在互动娱乐产业的初步布局，标的优质也体现了公司的战略眼光，业务布局推进之快也向市场展现了公司团队超强的执行力。公司除依靠资本市场积极在互联网娱乐领域进行布局之外，也通过体外培育的方式进行项目储备。关联公司淮安利欧影视投资合伙企业目前已经投资并设立了上海利欧元力影业有限公司和上海利欧心动影业有限公司。

四、盈利预测及投资评级

预计 16-18 年备考净利润为 8.16/10.93/13.14 亿，其中泵维持 1 亿的净利润，营销板块 16-18 年备考净利润为 7.16/9.93/12.14 亿（考虑智趣广告 16 年并表）。完成增发后股本为 15.8 亿，当前股价对应的 PE 为 35.90/26.79/22.29 倍。

当前营销行业整体估值水平经过调整有所回落，考虑到公司数字营销领域的龙头地位有望维持内生增长持续景气，同时布局互动娱乐板块有望带动业绩与估值的双重提升，突破传统营销行业的估值瓶颈，给予营销板块 16 年 50 倍 PE，泵业板块 15 倍 PE，目标价 23.61 元，维持强烈推荐评级。

五、风险提示

数字营销行业竞争进一步加剧风险，互动娱乐板块开拓不及预期风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3535	5982	8026	10389
现金	771	1350	1944	2913
应收账款	1968	3375	4373	5359
其它应收款	147	239	376	448
预付账款	131	213	284	340
存货	364	592	778	1017
其他	155	213	272	313
非流动资产	4865	5778	5790	5774
长期投资	111	111	111	111
固定资产	449	465	458	424
无形资产	455	443	430	419
其他	3850	4759	4792	4820
资产总计	8400	11760	13816	16163
流动负债	2029	3504	4446	5460
短期借款	98	711	997	1512
应付账款	1139	1859	2389	2806
其他	791	934	1061	1141
非流动负债	582	552	559	563
长期借款	290	290	290	290
其他	292	262	269	273
负债合计	2610	4057	5005	6023
少数股东权益	66	81	96	111
股本	1509	1580	1580	1580
资本公积	3305	4317	4317	4317
留存收益	909	1725	2818	4132
归属母公司股东权益	5724	7622	8715	10029
负债和股东权益	8400	11760	13816	16163

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	330	-91	453	598
净利润	240	831	1108	1329
折旧摊销	91	89	121	154
财务费用	11	14	23	21
投资损失	-3	-15	-15	-15
营运资金变动	-47	-997	-791	-901
其它	37	-12	7	10
投资活动现金流	-1380	-984	-121	-124
资本支出	286	259	133	133
长期投资	-130	0	0	1
其他	-1223	-726	12	11
筹资活动现金流	1616	1655	262	495
短期借款	-316	613	285	516
长期借款	173	0	0	0
普通股增加	1118	70	0	0
资本公积增加	2395	1012	0	0
其他	-1753	-41	-23	-21
现金净增加额	586	579	594	969

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	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4392	7500	9718	11650
营业成本	3384	5520	7094	8505
营业税金及附加	33	52	68	82
营业费用	298	450	583	699
管理费用	362	487	632	757
财务费用	11	14	23	21
资产减值损失	45	30	40	45
公允价值变动收益	-9	0	0	0
投资净收益	3	15	15	15
营业利润	255	961	1293	1557
营业外收入	41	41	41	41
营业外支出	9	8	8	8
利润总额	287	994	1326	1590
所得税	47	163	218	261
净利润	240	831	1108	1329
少数股东损益	15	15	15	15
归属母公司净利润	225	816	1093	1314
EBITDA	357	1064	1437	1732
EPS (元)	0.15	0.52	0.69	0.83

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	52.8%	70.8%	29.6%	19.9%
营业利润	34.2%	276.8	34.5%	20.4%
归属于母公司净利润	25.3%	261.9	34.0%	20.2%
获利能力				
毛利率	23.0%	26.4%	27.0%	27.0%
净利率	5.1%	10.9%	11.2%	11.3%
ROE	3.9%	10.7%	12.5%	13.1%
ROIC	4.4%	11.8%	14.2%	15.3%
偿债能力				
资产负债率	31.1%	34.5%	36.2%	37.3%
净负债比率	15.93	24.68	25.71	29.93
流动比率	1.74	1.71	1.81	1.90
速动比率	1.56	1.54	1.63	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.74	0.76	0.78
应收账款周转率	2	3	3	2
应付账款周转率	3.44	3.68	3.34	3.27
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.52	0.69	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	-0.06	0.29	0.38
每股净资产(最新摊薄)	3.62	4.82	5.52	6.35
估值比率				
P/E	129.94	35.90	26.79	22.29
P/B	5.12	3.84	3.36	2.92
EV/EBITDA	76	26	19	16

相关报告

报告日期	报告标题
2016-03-30	《利欧股份-公司点评-Q1 数字营销内生增长 90%以上，期待互娱板块持续落地》
2016-01-30	《利欧股份-公司点评-投资世纪鲲鹏与盛夏星空，开拓娱乐板块带来新的增长引擎》
2015-12-23	《利欧股份-公司深度-数据+流量奠定数字营销龙头地位，持续挖掘垂直行业价值》

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

张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
林起贤,中国中投证券研究总部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	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434