



收购快闪再下一城，打造互联网整合营销集团

2016.05.30

强烈推荐

(首次覆盖)

肖超(分析师) 肖明亮(研究助理)
电话: 020-88836107 020-88831179
邮箱: xiaoc@gzgzhs.com.cn xiaoml@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310512070009

投资要点:

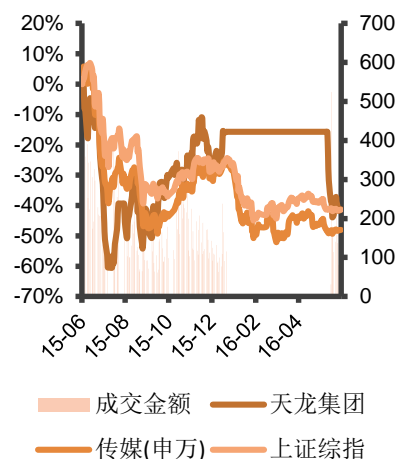
- 从行业来看:强者恒强、品效合一,品牌客户积累+优质媒介资源+技术者充分受益。我们认为营销服务行业依然是强者恒强的格局,品效合一趋势下品牌广告主继续向线上迁移成为拉动行业规模增长的重要引擎,移动端将继续快速增长,产业链条中有丰富品牌客户积累+下游优质媒介资源渠道畅通的企业有望充分受益,而在数据、技术以及行业方面的积累的企业将在品效推广方面更加具备优势。同时,内生+外延依然是行业发展整合的重要手段。
- 从公司来看:全面完善互联网整合营销,发挥协同优势,提升 ARPU 值与渗透率,外延持续可期。天龙自 2014 年转型数字营销以来仅仅围绕互联网整合营销集团的目标进行布局,此次收购快闪科技进一步强化公司在移动端的推广实力。公司在客户端积累了汽车、快消、家化等行业众多品牌客户,在渠道端与百度等头部搜索引擎、优质 APP 进行长期合作,客户+渠道、媒介+大数据服务的布局初见成效,互联网整合营销的格局将利于公司开拓新客户,提高客户 ARPU 值。看好公司后续围绕产业链继续布局优质公司,外延依然值得期待。
- 从业绩与估值来看:业绩超增长、估值偏低。从 2015 年并购标的对赌业绩来看,整体超额完成对赌业绩 27%。我们认为随着公司整合营销产业链条不断完善,新客户拓展以及存量客户的深化开发有利于提升公司综合毛利水平,后续业绩有望维持高速增长。当前股价对应 32 倍左右估值水平,低于同行业 40 倍左右的估值水平;同时当前股价在员工持股价格附近,已经具有一定的安全边际。
- 盈利预测与估值:考虑增发股份上市并假设按照当前股价 90%做配套融资,我们预计公司 16-18 年摊薄 EPS 分别为 0.96、1.11、1.37 元,当前股价对应 32、27、22 倍 PE。结合市场情况给予公司 2016 年 40 倍估值,目标价 38.4,首次覆盖,给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示:行业发展与公司整合不达预期、外延并购难度加大。

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1714.07	6009.78	7479.13	9371.60
同比(%)	89.34%	250.61%	24.45%	25.30%
归母净利润(百万元)	46.56	325.45	375.62	465.38
同比(%)	2898.58%	599.05%	15.41%	23.90%
毛利率(%)	17.48%	12.89%	12.44%	12.07%
ROE(%)	3.25%	10.92%	9.37%	10.50%
每股收益(元)	0.14	0.96	1.11	1.37
P/E	189.61	31.71	27.48	22.18
P/B	4.31	2.77	2.52	2.27
EV/EBITDA	15.20	21.11	19.15	15.53

现价: 30.38
目标价: 38.40
股价空间: 25%

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
天龙集团	-31.0	-31.0	-22.8
传媒行业	-3.3	8.0	-24.9
沪深 300	-3.0	6.4	-13.9

基本资料

总市值(亿元)	88.28
总股本(亿股)	2.91
流通股比例	41.24%
资产负债率	39.14%
大股东	冯毅
大股东持股比例	30.39%

相关报告

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

目录

1. 坚定转型，重心布局数字营销.....	4
1.1 林化、油墨产品市场艰难，转型升级意愿强烈.....	4
1.2 转型触网，进军持续增长的数字营销领域.....	5
1.2.1. 行业发展：网络营销风头正劲，依然保持较高增速.....	5
1.2.2. 坚定转型：持续外延整合进入数字营销领域.....	6
1.2.3. 顺势而为：积极拥抱移动端.....	6
2. 积累丰富品牌客户，打造互联网整合营销集团.....	7
2.1 品牌广告线上迁移拉动增长引擎，品效合一趋势.....	7
2.2 丰富品牌客户积累，深耕汽车、快消、家化等投放需求强劲的行业.....	8
2.3 收购快闪科技再下一城，打造互联网整合营销集团.....	9
3. 积极稳健外延布局，内生增长外延持续.....	11
3.1 业绩对赌超额完成，积极稳健进行外延布局.....	11
3.2 外延并购依然是行业趋势，外延持续可期.....	12
4. 盈利预测与估值.....	14
5. 风险提示.....	14

图表目录

图 1 传统业务增收不增利	4
图 2 林产化工品毛利率持续过低	4
图 3 公司旗下子公司传统业务经营情况	4
图 4 2015 企业 PC 端投入增长意愿达到 51%	5
图 5 2015 企业移动端投入增长意愿达到 63%	5
图 6 我国互联网广告市场及增速（亿元、%）	5
图 7 我国移动广告市场增长迅猛（亿元、%）	5
图 9 移动互联网用户数持续增长	7
图 10 互联网接入设备使用情况（%）	7
图 11 全球移动广告支出规模及增速（亿美元）	7
图 12 2018 年我国移动广告规模有望达到 2200 亿	7
图 13 国美与广点通合作业务数据（1 个月数据）	8
图 14 网络端分行业品牌广告商投放规模	8
图 15 公司积极布局网络营销领域	8
图 16 公司主要客户所处行业	9
图 17 快闪科技业务模式	10
图 18 公司 5 大客户情况（万元、%）	10
图 19 快闪业务结构（万元、%）	10
图 20 快闪科技利润及对赌情况（万元、%）	11
图 21 公司稳健进行外延发展	11
图 22 2015 年旗下标的超额完成利润近 27%	12
图 23 WPP 并购投入资金（亿英镑）	13
图 24 WPP 并购带来公司收入规模扩张（亿英镑）	13
图 25 美国广告公司 TOP10 市占率稳定在 70% 左右	13
图 26 我国广告单位众多集中度低	13

1. 坚定转型，重心布局数字营销

1.1 林化、油墨产品市场艰难，转型升级意愿强烈

公司传统业务包括林产化工和油墨业务，从事研发、生产、销售“天龙牌”水性油墨、“天龙牌”溶剂油墨和“天龙牌”胶印油墨三大系列产品。近年来，由于经济增长下滑，传统业务板块发展受限，传统产品的销售也呈现增收不增利的尴尬局面，尤其是林产化工产品毛利率持续维持在 5-7% 左右，亏损面有加大趋势。进入 2015 年，公司林产化工产品相关业务的子公司基本全面亏损，油墨产品盈利相对趋于稳定。公司进一步整理内部业务，形成了数字营销、林产品化工、油墨三大业务模块事业部管理模式，后续数字营销业务成为公司的核心业务资产。从同行企业来看，相关同行上市公司采取将亏损/微赢主业剥离上市公司主体，我们认为后续不排除公司也借鉴采取相关方式处理传统业务。

图1 传统业务增收不增利

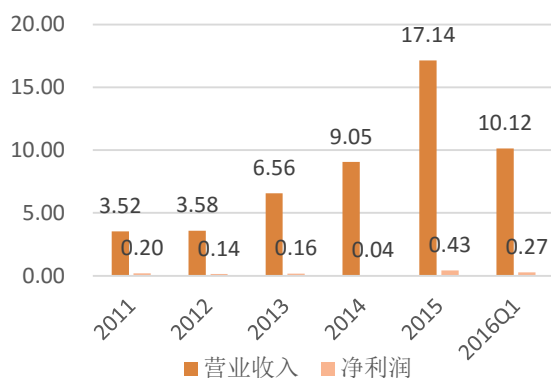
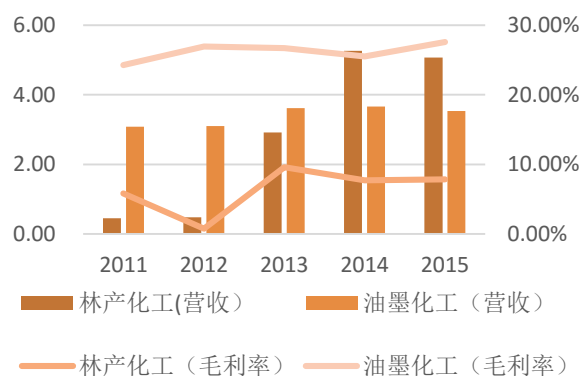


图2 林产化工产品毛利率持续过低



资料来源：iPASS、广证恒生

资料来源：WIND、广证恒生

图3公司旗下子公司传统业务经营情况

被参控公司	2013	2014	2015	主营业务
广东天龙精细化工有限公司	-121.4	-366.9	-930.1	林化产品深加工
云南美森源林产科技有限公司	153.1	56.2	-280.4	松香,松节油及其深加工产品
云南天龙林产化工有限公司	-91.7	113.7	-21.4	松香,松节油及其深加工产品
广西金秀松源林产有限公司	-279.6	15.02	-43.0	松香,松节油及其深加工产品
三惠(福建)工贸有限公司	——	-231.9	-222.7	歧化松香钾皂
云县天亿林产化工有限公司	-107.0	-408.1	-261.3	松香,松节油
贵港中加树脂有限公司	35.2	-186.0	-193.8	松香,松节油及其深加工产品
杭州天龙油墨有限公司	146.2	149.8	51.9	水性油墨,歧化松香钾皂
成都天龙油墨有限公司	-178.8	-123.0	-57.2	水性油墨,溶剂油墨
上海亚联油墨化学有限公司	519.9	410.1	254.5	水性油墨
北京市天虹油墨有限公司	-52.6	131.3	196.7	水性油墨
青岛天龙油墨有限公司	63.2	81.6	104.1	水性油墨
武汉天龙油墨有限公司	21.1	-7.4	-35.0	水性油墨
沈阳市天金龙油墨有限公司	217.9	121.6	-240.8	水性油墨

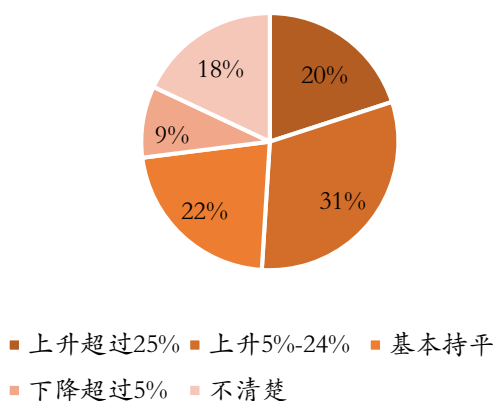
资料来源：WIND、广证恒生

1.2 转型触网，进军持续增长的数字营销领域

1.2.1. 行业发展：网络营销风头正劲，依然保持较高增速

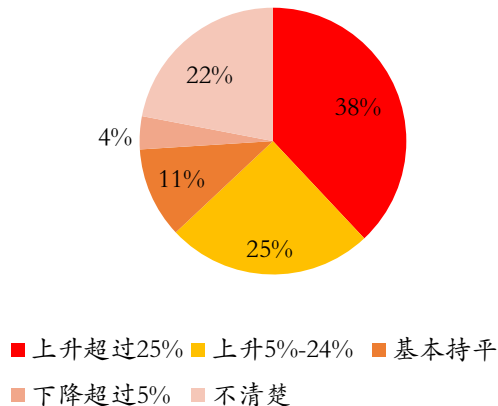
PC 和智能手机的广泛推广+无所不在的网络连接极大的满足了人们娱乐以及碎片化时间的上网需求，同时社交媒体以及网络视频的火爆进一步强化了人们对互联网的粘性，互联网已经成为人们生活工作的最重要的媒介。对于营销服务而言，用户跟着互联网，那么广告主必然跟着用户，从而带来数字营销服务市场规模的高速扩容。2015 年广告主终端投入增长意愿统计结果来看，63% 的广告主倾向于在移动端增加广告投入，PC 端的这一比例也高达 51%，表明越来越多的广告主开始向互联网尤其是向移动端增加投入。我国互联网广告的市场份额从 2009 年的 7.42% 增长到 2014 年的 27.92%，市场规模从 155.8 亿增长到 1565.3 亿元。网络营销尤其是移动营销的快速崛起，凸显数字营销风头正劲。我国互联网广告市场规模到 2018 年有望接近 4000 亿元规模，尤其是移动广告市场将继续维持迅猛增速，2017 年有望达到 1882 亿元。

图4 2015企业PC端投入增长意愿达到51%



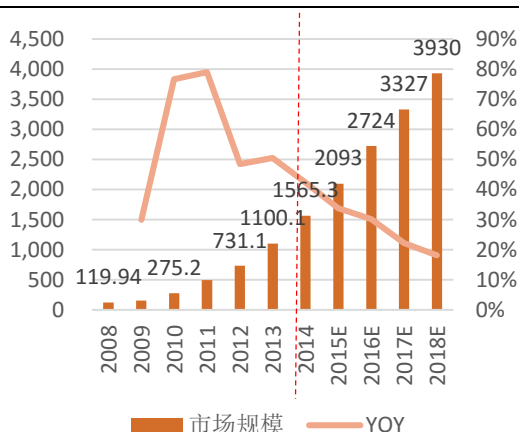
资料来源：易观、广证恒生

图5 2015企业移动端投入增长意愿达到63%



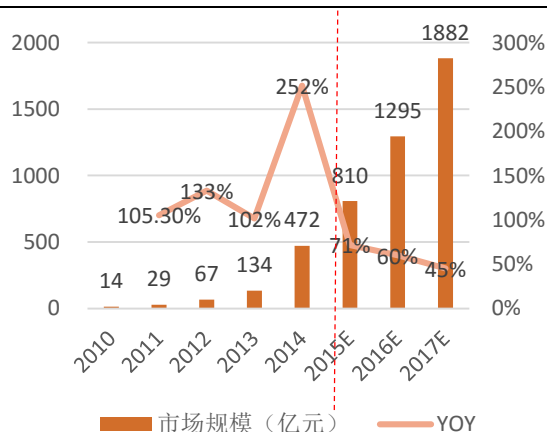
资料来源：易观、广证恒生

图6 我国互联网广告市场及增速 (亿元、%)



资料来源：艾瑞、易观、广证恒生

图7 我国移动广告市场增长迅猛 (亿元、%)



资料来源：艾瑞、易观、广证恒生

1.2.2. 坚定转型：持续外延整合进入数字营销领域

持续布局提高整合网络营销能力：公司自 2014 年 5 月收购智创 20% 股权正式进入互联网营销领域，而后在 2014 年 7 月公司进一步收购广州橙果 60% 股权。进入 2015 年，公司转型步伐加大，先后收购智创剩余 80% 股权、收购煜唐联创 100% 股权，并收购北京优力 10% 股权且保留剩余 90% 股权的优先选择权。公司的外延布局涵盖 PC+移动；形成了 CRM+SEM+EPR+整合营销的业务布局。在媒介端掌握优质搜索端的媒介以及中长尾流量，在客户端涵盖品牌客户与中小客户，为业务整合与协同提供了良好的基础。我们认为，公司在不同终端、差异化的行业以及全产业链环节的布局，能够增强公司整合营销的能力，提高客户渗透率，为客户提供互联网产业链营销上的综合服务，从而提高单个客户的 ARPU 值，形成良好的规模效应以及盈利能力。

图 8 公司积极布局网络营销领域

并购公司	公告时间	对价	现金	股权	主营业务
广州橙果 (60%)	2014 年 7 月	6000	6000	-	CRM 营销
北京智创 (100%)	2014 年 5 月	4680	4680	-	移动营销整合服务
	2015 年 2 月	18720	18720	-	
煜唐联创 (100%)	2015 年 5 月	130000	13000	117000	搜索引擎营销
北京优力 (100%)	2015 年 2 月	2660	2660		社会化整合营销和公关
	2016 年 4 月	23940	23940		
快闪科技	2016 年 4 月	89700	35800	53820	移动营销, APP 推广

资料来源：公司公告、广证恒生

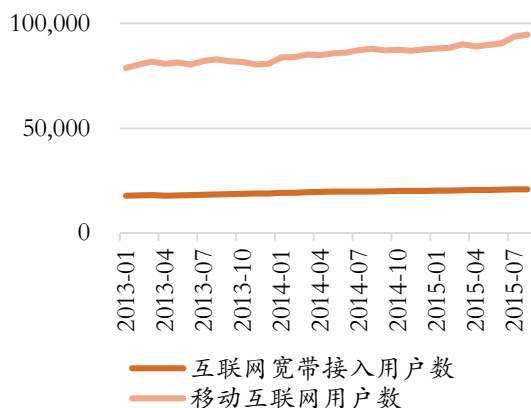
收购只是开端，整合才能进一步降低并购风险：营销服务行业并购失败案例逐步增多，并购失败成为企业业绩的不确定因素。同时，由于广告行业的自身属性，客户资源以及渠道媒介资源很大程度上是赋予个体身上而非是企业身上，一旦员工离职甚至核心管理层离职，很可能就将相应资源带走了。因此，并购之后有效整合才能实现协同效应。相应整合措施包括：①**业务整合协同：**公司在系列并购后成立了专门的**新媒体事业部**，整合和协同各个并购标的直接的业务协同与资源共享。②**员工激励：**公司在 2015 年 8 月实施了第一期员工持股计划，激励对象包括董监高以及相关下属公司的员工，员工持股价为 29.32 元，合计买入 72.64 万股。同时公司已建立起高级管理人员绩效考核的激励与约束机制，将高级管理人员的薪酬与公司经营业绩直接挂钩，以更好地激发高级管理人员工作积极性。③**管理层业绩与服务年限承诺：**收购标的核心高管在集团服务年限不低于 4-5 年，在业绩对赌的前提下超额部分作为标的公司核心管理团队的业绩奖励。

1.2.3. 顺势而为：积极拥抱移动端

移动端成为增长主要引擎，强化布局移动端：智能手机的加速普及、网络连接无处不在，手机网民的网络体验感极大提高，从而使得移动互联网用户数持续增长，目前手机网民规模已经超过 6 亿，占网民比已超过 90%。尤其是随着手机屏幕不断趋大、平板电脑加快推广，移动设备的上网体验逐步向 PC 端靠拢，且随身携带的便捷性更加满足了现代网民的需求。用户由线下向线上转移，由 PC 端向移动端转移，从而推动广告主跟着用户。全球来看，移动端广告支出从 2012 年的 88 亿元增长到 2014 年的 315 亿元，复合增速达到 90%，而且预计到 2018 年这一规模将达到 950 亿美元，复合增速达到 32%。而从数字营销发展最早的美国来看，2014 年美国移动端广告市场已经达到 PC 端的 1/3，预计 2019 年移动端达到 520 亿美元并超越 PC 端。预计到 2018 年移动端市场有望超过 PC 端，达到

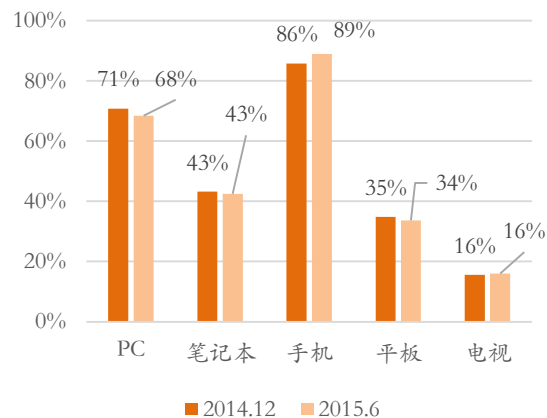
2200 亿元，复合增速达到 65%。毫无疑问，未来数年网络广告增长的核心引擎便是来自移动端广告市场规模的快速增长。公司收购的煜唐联创（品众互动）是 PC 端的头部企业，同时也是百度五星级核心代理商，与主流搜索引擎商建立了稳定的合作关系，在 PC 端领域具备领先型优势。鉴于移动端的快速增长，品众伴随百度的“第三次创业”布局移动端的步伐积极向移动端靠拢和拓展，同时公司收购智创进入移动营销领域，将充分受益移动广告市场的快速增长。

图9 移动互联网用户数持续增长



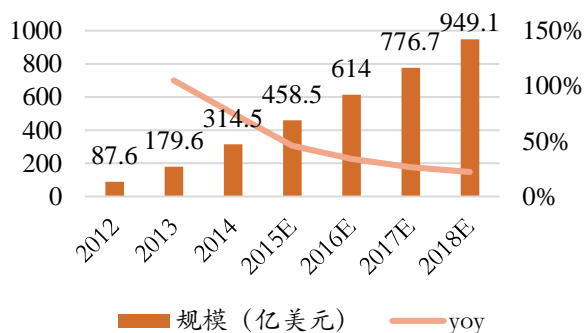
资料来源：199IT、广证恒生

图10 互联网接入设备使用情况 (%)



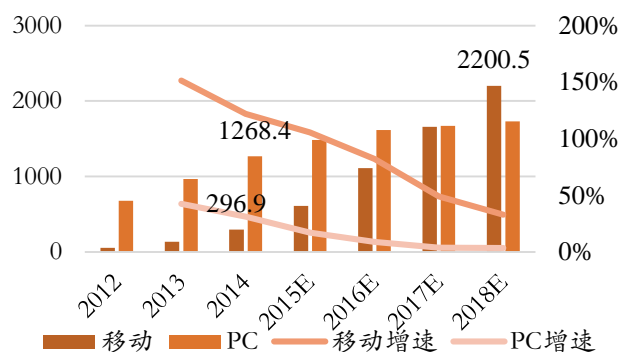
资料来源：WIND、广证恒生

图11 全球移动广告支出规模及增速 (亿美元)



资料来源：eMarketer、广证恒生

图12 2018年我国移动广告规模有望达到2200亿



资料来源：易观、广证恒生

2. 积累丰富品牌客户，打造互联网整合营销集团

2.1 品牌广告线上迁移拉动增长引擎，品效合一趋势

过去，传统广告形式下品牌广告商的广告投放更多的是关注覆盖率和到达率，对营销效果的关注较低，当然这也与传统广告形式下营销效果相对更加难以衡量有关。然而，大数据驱动场景下，品牌与效果融合的趋势愈加显著。品牌广告主也逐渐对投放广告的效果产生兴趣，品牌广告已经从单纯的到达用户进一步深化为促进交易与销售，形成转化。对于品牌广告主而言，只有带来实质销售转化和促进的推广才是更有意义的。以国美为例，过去国美的广告更多的投放是在公交站台或者电视台，2015年国美与广点通合作进一步打开了品效合一的窗口。从数据来看，单个下载成本 1 元左右，单个激活

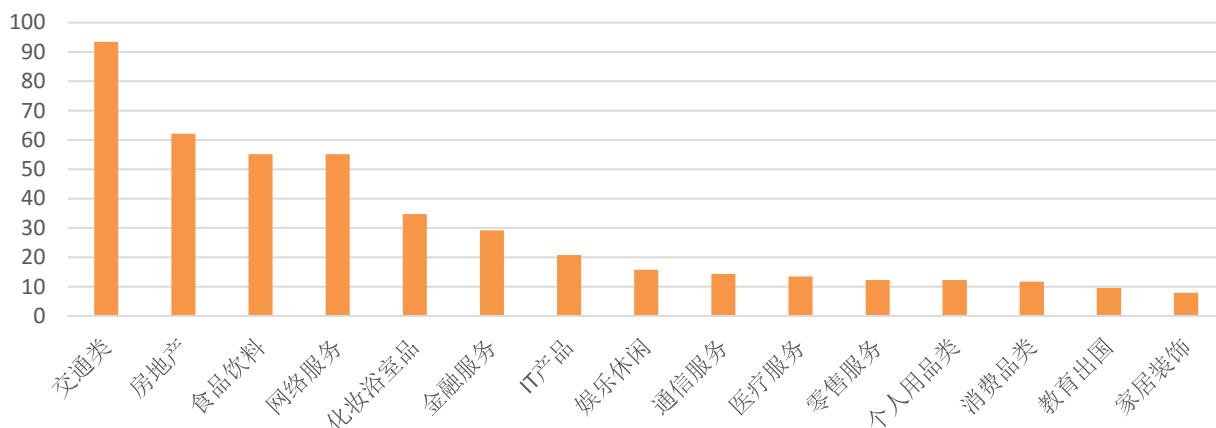
用户成本 8 元左右，ROI 达到 12-20 左右，取得了不错的效果。根据艾瑞数据显示，2015 年互联网广告投放规模 TOP15 的行业中，交通、地产以及食品饮料高居前位。这表明品牌广告主线上投放意愿与规模不断增强，品牌广告主向线上迁移成为互联网广告持续高速增长的重要引擎。具备丰富品牌客户积累的营销服务公司将充分受益于传统品牌广告商向线上迁移进而拉动网络端的广告投放。

图13国美与广点通合作业务数据（1个月数据）

日均推广成本	30000	日均下载量	30000
单位下载成本	1 元	激活率	12.5%
单位激活成本	8 元	ROI	12-20

资料来源：互联网、广证恒生

图14 网络端分行业品牌广告商投放规模



资料来源：艾瑞、广证恒生

2.2 丰富品牌客户积累，深耕汽车、快消、家化等投放需求强劲的行业

积累众多品牌广告主，深耕汽车、快消等投放需求强劲的行业：如前所述，公司目前服务领域包括搜索引擎广告+社会化整合营销+移动营销以及 CRM 营销等，基本完成了互联网整合营销的布局。而从其客户积累来看，煜唐联创覆盖 200 多品牌客户和上万中小客户，广州橙果主要面向汽车和快消领域的品牌客户；北京智创主要面向高端汽车以及家化品牌客户，北京优力则覆盖了快消品、酒店、金融等板块 60 多个国际和本土品牌客户，从而在行业方向形成深耕汽车、快消品、家化产品等领域，而这些行业恰恰是品牌广告主投放需求强劲的板块。公司进行收购标的整合，相互之间客户不冲突、行业有重叠的业务布局，有利于标的公司之间的协同整合。正如我们前面提到，品牌广告主线上迁移依然是互联网广告市场规模持续高速增长的重要引擎，同时公司积极加码移动营销领域，将充分受益于品效合一趋势以及移动端快速发展。此外，煜唐联创也覆盖众多中小广告主，这部分业务毛利率高，积少成多渐成规模。同时随着客户的成长，中小客户将成长为大客户，将与客户共成长，提高忠诚度，挖掘潜增长。

图15旗下公司所覆盖品牌客户情况

并购公司	主营业务
广州橙果（60%）	聚焦 CRM，对汽车、快消客户的全网营销服务，主要客户为国内大型汽车制造商和大型跨国快消企业

北京智创（100%）	移动营销整合服务， 汽车、家化品牌 移动营销细分领域
煜唐联创（100%）	聚焦 SEM，基于大数据应用为客户提供精准的营销服务
北京优力（100%）	聚焦 EPR，提供社会化整合营销，社会化营销及网络公关
快闪科技（100%）	移动营销服务，推广的产品包括有缘网、唯品会、贝贝、去哪儿等热门 APP

资料来源：公司公告、广证恒生

图16公司主要客户所处行业

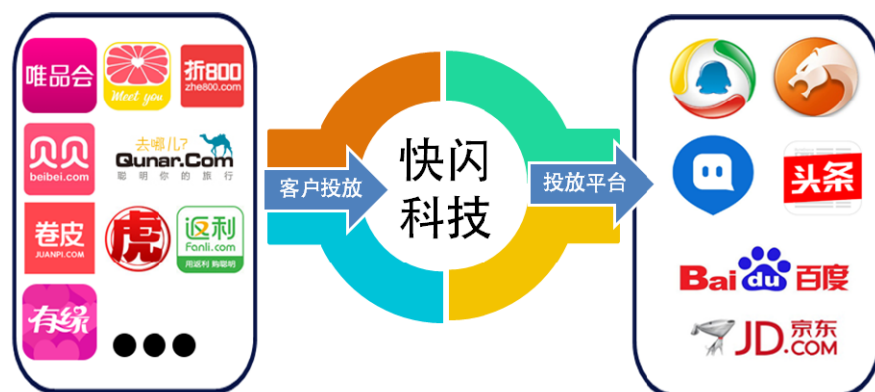
公司	所处行业	代表客户
广州橙果	汽车、快消客户的全网营销服务	国内大型汽车制造商和大型跨国快消企业；如如广汽传祺、比亚迪、吉利汽车
北京智创	高端汽车、家化品牌移动整合营销	包括奥迪、奔驰、宝马、杜蕾斯、滴露、薇婷等品牌客户；
优力	社会化整合营销	包括宝马 MINI、微软中国、凯悦酒店集团、英特尔、联合利华、中国工商银行、中国联通、蒙牛、康师傅等 超过 60 个国际和本土品牌客户 提供网络整合解决方案
煜唐联创	搜索引擎营销	KA 客户+中小客户；覆盖 200 多核心大客户
快闪科技	互联网行业移动营销	包括有缘网、百度、唯品会、返利网、贝贝等国内主要互联网行业的广告主建立了较为稳定的业务合作关系，合作的广告主已有 4000 余家。

资料来源：互联网、广证恒生

2.3 收购快闪科技再下一城，打造互联网整合营销集团

公司最近再发公告将收购快闪科技，意味着公司在移动营销领域再次实现落子。快闪科技致力于提供移动端广告营销，通过与主流移动端媒体合作并积极整合各类长尾流量，广泛覆盖下游媒体资源。已与腾讯、今日头条、百度、京东直投、猎豹等重要媒体资源建立了友好的合作关系，为唯品会、友缘股份、返利网、折 800 等著名互联网公司提供移动营销服务，推广的产品包括有缘网、唯品会、贝贝、去哪儿等热门 APP。根据腾讯旗下移动广告业务子公司腾讯文化“腾讯社交广告 2016 年 KA 服务商交流会”上公布的名单，快闪科技第三方平台业务和腾讯文化的合作规模在 28 个主要竞争对手中排名前 7。公司的盈利模式来自投放费用和快闪科技实际广告投放采购成本的差额。

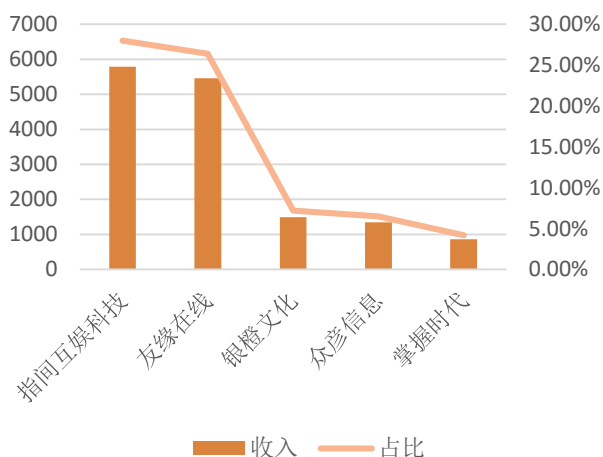
图17 快闪科技业务模式



资料来源：公司公告、广证恒生

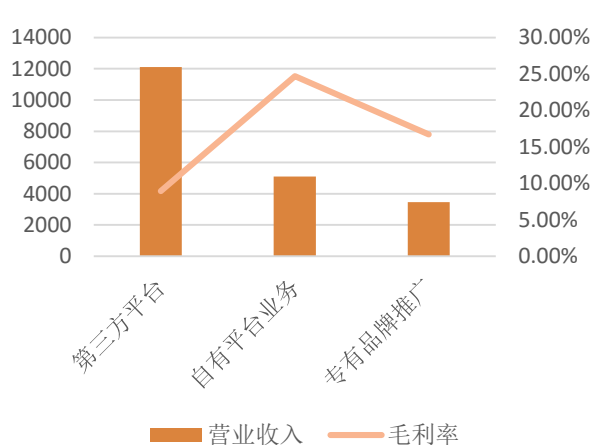
快闪科技主要业务分为三部分：第三方互联网平台（代理业务，毛利率 8.95%）、自有平台业务（自营业务，毛利率 24.7%）、专有品牌推广业务（毛利率 16.69%）。2014 年公司利润只有 307 万，2015 年自有品台业务快速增长，同时公司积极开拓代理业务以及专有品牌推广业务，2015 年实现净利润 600% 的增幅达到 2151 万。根据收购对赌协议，承诺快闪科技净利润 2016-2018 年不得低于：6000 万、7800 万、10140 万，维持 30% 的年化增速。

图18公司5大客户情况（万元、%）

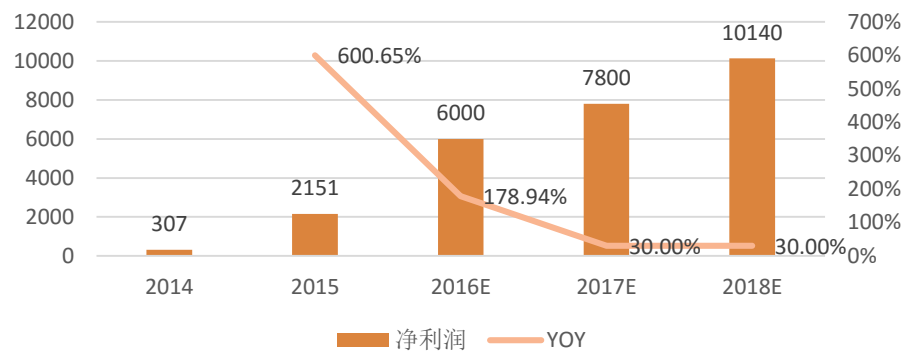


资料来源：公司公告、广证恒生

图19快闪业务结构（万元、%）



资料来源：公司公告、广证恒生

图20 快闪科技利润及对赌情况（万元、%）


资料来源：公司公告、广证恒生

3. 积极稳健外延布局，内生增长外延持续

3.1 业绩对赌超额完成，积极稳健进行外延布局

从公司的外延发展来看，管理层秉承积极稳健的并购态度，在落实对标的了解以及构建一定安全边际的基础上进行外延收购。以智创和优力为例，公司都是先收购小部分股权并同时获得优先收购权，待标的公司达成对赌业绩之后再行收购剩余股权实现控股收购。而从效果来看，公司在一年之内落地16亿收购四家标的，此后相继完成北京优力剩余股权的进一步收购，体现公司积极外延的决心。尤其是北京智创，其2015年对赌业绩为2340万，但实现业绩达到7450万元，远远超出对赌业绩额度。收购标的2015年对赌业绩合计1.67亿，实际完成2.11亿，超幅达到27%。

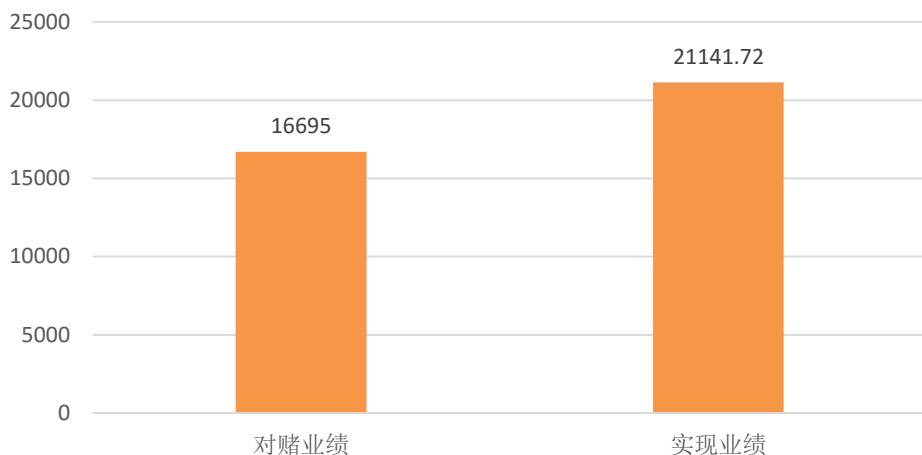
图 21 公司稳健进行外延发展

参股控股公司	业绩承诺	公司介绍
广州橙果	2014-2016 净利不低于 1300、1755、2369 万元	聚焦CRM，提供全网全程的数字营销服务。广州橙果的“全网全程”模式在业界具有一定优势，主要客户为国内大型汽车制造商和大型跨国快消企业，积累了较丰富的汽车企业服务经验。
北京智创	2014-2017 承诺净利润不低于 1800、2340、3042、3954 万元	聚焦 APP，提供移动营销整合服务。北京智创善于整合精品 APP 资源，覆盖多款精品移动应用媒体，在汽车、家化品牌移动营销细分领域确立了一定的行业地位。
优力互动	2015-2017 年净利润不低于 2,600 万元、3,380 万元、4,394 万元。	聚焦ePR，提供社会化整合营销。北京优力首推“社会化平台维护”，开创社交营销新模式，通过U-tracking舆情监测系统、KOL 评估系统的支持，深度分析品牌及客户需求，为客户及时制定跟随的市场策略。
煜唐联创	2015-2017 年净利润不低于 10000、13000、16900 万元。	代理百度、360、搜狗等国内搜索引擎广告业务，与其建立了长期稳定的合作伙伴关系，基于大数据的挖掘与分析，积累了海量的客户资源和丰富的行业营销经验，提供面向KA客户的定制化服务以及中小客户的标准化服务；不断加强百度移动搜索、91 无线以及小米、神马无线搜索、360 点睛平台等纯移动流量源的合作

快闪科技	承诺 2016-2018 年实现 归母净利不少于 6000、 7800、10140 万元	已与腾讯、今日头条、百度、京东直投、猎豹等重要媒体资源建立了友好的合作关系，为唯品会、友缘股份、返利网、折 800 等著名互联网公司提供移动营销服务，推广的产品包括有缘网、唯品会、贝贝、去哪儿等热门 APP
------	--	---

资料来源：公司公告、广证恒生

图22 2015年旗下标的超额完成利润近27%



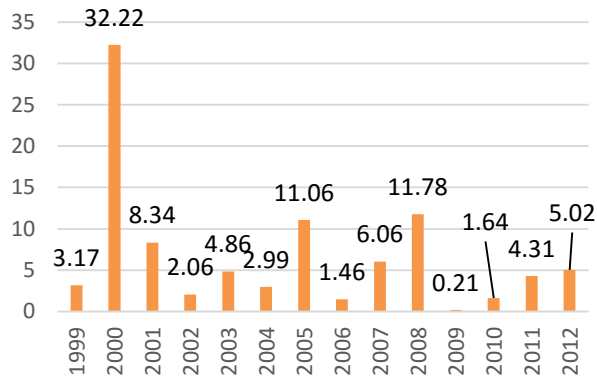
资料来源：公司公告、广证恒生

3.2 外延并购依然是行业趋势，外延持续可期

行业市场集中度低，并购整合依然是趋势：内生+外延一直是企业发展的推动力，传统营销服务公司通过外延并购切入数字营销领域成为重要方式之一，同时众多公司通过收购相关广告交易平台转型数字营销领域。全球来看，营销服务的市场规模主要集中在 WPP、Publicis、Dentsu、Omnicom 以及 IPG 五家手中，市场规模达到 56%，而美国广告规模 TOP10 公司的市占率稳定在 70%。而我国目前营销公司达到 54 万家，单家广告收入规模仅在 100 万左右，行业竞争激烈，竞争强度和深度将加剧整合进行并购从而提高行业集中度。

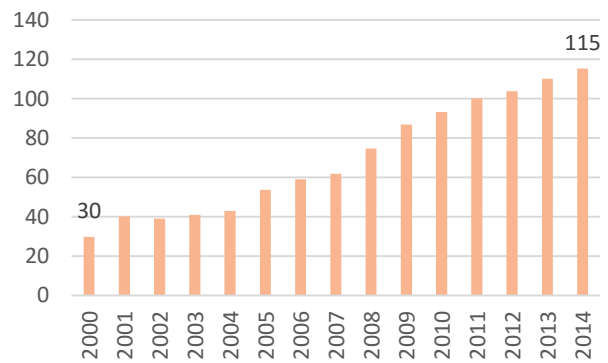
借鉴国际上 WPP 集团、日本电通、阳狮集团及哈瓦斯等公司通过并购建立起集团内多品牌独立运营，并最终成长为世界知名的营销传播集团模式的经验来看，外延并购进行资源整合一直是该领域集团化的发展趋势。数字营销上市公司凭借丰富的并购整合经验和资金实力将继续加码外延并购，关注此类公司进行外延扩张以增加其规模和市场占有率。

图23 WPP并购投入资金（亿英镑）



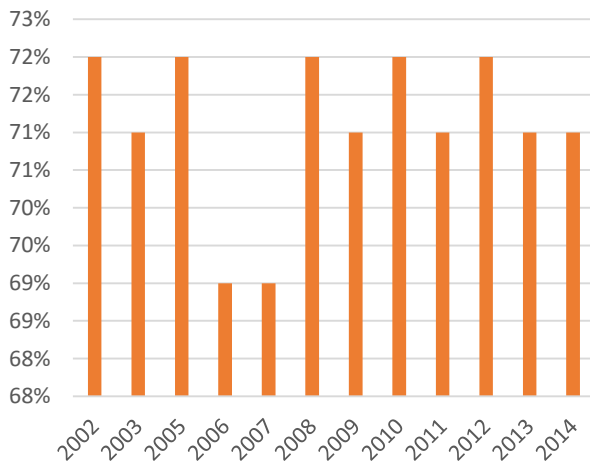
资料来源：公司公告、广证恒生

图24 WPP并购带来公司收入规模扩张（亿英镑）



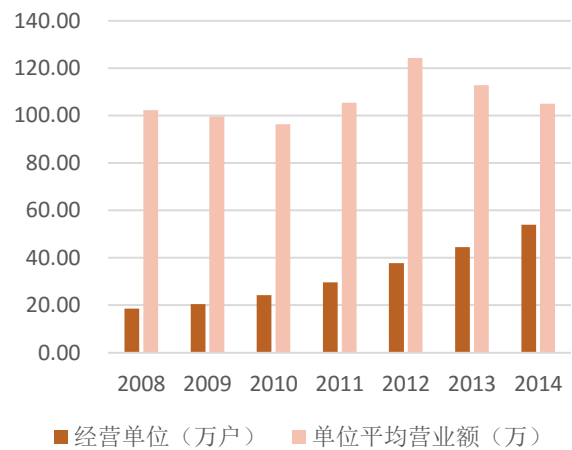
资料来源：WPP、广证恒生

图25美国广告公司TOP10市占率稳定在70%左右



资料来源：IAB、广证恒生

图26我国广告单位众多集中度低



资料来源：工商局、广证恒生

公司外延继续可期：从我国营销服务发展来看，内生+外延依然是营销服务企业壮大市场份额的主要手段，龙头企业和具有先发优势的企业将持续收购产业链上相关资产。从公司定位来看，公司定标“有规模、有特色的中国互联网营销领军集团”。后续公司将致力于强化资源型企业的投入布局，投资具有影响的广告平台和流量入口，从而强化公司在客户、优质流量和媒介方面以及数据技术方面的竞争优势，打造互联网全产业链的整合营销集团。

4. 盈利预测与估值

总结我们的投资逻辑如下：

- ① 从行业发展来看：强者恒强、品效合一格局下公司凭借品牌客户积累以及下游优质媒介流量端资源充分受益。营销服务行业依然是维持强者恒强的格局，龙头企业和先发企业相对具有优势，在品效合一趋势下，品牌广告主不断向线上迁移成为拉动互联网广告的核心引擎，而在产业链中能够较好的积累品牌客户+优质媒介以及数据技术方面的企业将具备更强的竞争优势，也是公司在行业竞争格局下强化外延布局的着力点。天龙集团 2014 年进入数字营销领域，完成互联网整合营销的布局，此次收购快闪科技进一步强化移动端的营销能力，各个标的公司都积累了丰富的品牌客户以及在下流流量端获得众多优质媒介资源，在品效合一趋势背景下，有望充分受益行业增长；
- ② 从公司来看，完善互联网整合营销布局，设立新媒体事业部统筹整合数字营销业务，促进资源协同优势互补。公司深耕汽车、快消以及家化等品牌行业，强化整合营销布局有利于开拓新的品牌客户，同时为客户提供更好的一站式互联网整合营销服务，提升单个客户的 ARPU 值，有望提升公司数字营销业务的综合盈利能力；
- ③ 相对来看：对赌标的整体业绩超预期增长，当前估值相对偏低（与员工持股价相当）。营销服务公司的估值在 40 倍左右，公司当前股价对应 2016 年盈利水平 32 倍，我们认为依然存在 25% 的增长空间。

考虑公司完成快闪科技并购整合，结合公司标的对赌实现情况来看，我们保守估计并购标的 2016 年业绩对赌超额完成 10%。假设并购配套融资按照当前价格的 90% 进行定价，则 2016-2018 年预测利润为：3.25 亿、3.76 亿、4.65 亿元，对应 2016-2018 年 EPS 为：0.96 元、1.11 元、1.37 元，对应 2016-2018 年 PE 为：32×、27×和 22×。考虑当前数字营销公司估值在 40×左右，我们认为公司依然存在 25% 的价格空间，对应股价 38.4 元。

5. 风险提示

- (1) 外延并购整合不达预期；
- (2) 原有主业亏损拖累公司业绩；
- (3) 业绩对赌不达预期；

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1490	3725	4453	5156	营业收入	1714	6010	7479	9372
现金	113	391	0	0	营业成本	1414	5235	6548	8240
应收账款	858	2222	2979	3963	营业税金及附加	7	20	25	28
其它应收款	172	259	413	621	营业费用	86	240	288	343
预付账款	45	158	197	247	管理费用	101	54	75	94
存货	189	471	589	0	财务费用	23	0	17	23
其他	112	222	274	325	资产减值损失	16	7	9	11
非流动资产	1861	786	796	515	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	1	1
固定资产	347	370	371	376	营业利润	67	454	517	633
无形资产	73	88	96	107	营业外收入	8	4	5	6
其他	1442	328	329	32	营业外支出	5	3	3	3
资产总计	3351	4511	5249	5671	利润总额	70	455	519	636
流动负债	1138	611	974	929	所得税	27	118	130	159
短期借款	293	245	519	373	净利润	43	337	390	477
应付账款	176	109	122	136	少数股东损益	-4	11	14	12
其他	669	257	333	420	归属母公司净利润	47	325	376	465
非流动负债	78	77	77	77	EBITDA	106	490	575	701
长期借款	62	62	62	62	EPS（摊薄）	0.14	0.96	1.11	1.37
其他	15	14	14	15					
负债合计	1216	688	1051	1006	主要财务比率				
少数股东权益	81	93	107	118	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	291	340	340	340	成长能力				
资本公积	1604	2918	2918	2918	营业收入增长率	89.3%	250.6%	24.4%	25.3%
留存收益	154	473	833	1288	营业利润增长率	751.8%	575.2%	14.0%	22.5%
归属母公司股东权益	2048	3731	4091	4546	归属于母公司净利润增长率	2898.6%	599.0%	15.4%	23.9%
负债和股东权益	3351	4511	5249	5671	获利能力				
					毛利率	17.5%	12.9%	12.4%	12.1%
现金流量表					净利率	2.5%	5.6%	5.2%	5.1%
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	3.3%	10.9%	9.4%	10.5%
经营活动现金流	12	-2063	-589	-67	ROIC	1.8%	8.3%	8.6%	9.9%
净利润	43	325	376	465	偿债能力				
折旧摊销	35	34	39	42	资产负债率	36.3%	15.2%	20.0%	17.7%
财务费用	23	0	17	23	净负债比率	30.32%	45.31%	55.86%	44.11%
投资损失	-1	-0	-1	-1	流动比率	1.31	6.10	4.57	5.55
营运资金变动	-106	-2433	-1033	-608	速动比率	1.14	5.32	3.97	5.55
其它	18	11	13	10	营运能力				
投资活动现金流	-240	1041	-45	243	总资产周转率	0.75	1.53	1.53	1.72
资本支出	-33	-59	-36	-46	应收账款周转率	2.98	3.90	2.88	2.70
长期投资	27	21	1	1	应付账款周转率	10.99	36.69	56.64	63.88
其他	-234	1079	-9	288	每股指标（元）				
筹资活动现金流	277	1300	242	-176	每股收益（最新摊薄）	0.14	0.96	1.11	1.37
短期借款	-11	-48	274	-145	每股经营现金流（最新摊薄）	0.04	-6.07	-1.73	-0.20
长期借款	62	0	0	0	每股净资产（最新摊薄）	7.05	10.98	12.04	13.38
普通股增加	90	49	0	0	估值比率				
资本公积金增加	1272	1314	0	0	P/E	189.61	31.71	27.48	22.18
其他	-1136	-15	-32	-31	P/B	4.31	2.77	2.52	2.27
现金净增加额	49	278	-391	0	EV/EBITDA	15.20	21.11	19.15	15.53

机构销售团队

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

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

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

重要声明及风险提示：

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

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

市场有风险，投资需谨慎。