

利欧股份 (002131)

强烈推荐

行业：营销服务

前三季业绩同增 1.5 倍，数字营销持续高成长

利欧股份前三季度营业收入为 50.22 亿元，同比增长 68.33%，归属于母公司所有者的净利润为 4.36 亿元，同比增长 153.69%；6 家营销公司净利润 4.07 亿，完成全年对赌业绩的 92%。预计 2016 年净利润 5.20-6.00 亿，同比增长 1.31 倍-1.66 倍。股权激励，超额奖励，无形资产摊销等费用影响短期业绩，但不改营销板块快速增长态势，产业链纵伸布局也有望带来业绩弹性。

点评：

- ◇ **数字营销持续高成长，全年有望超额完成对赌业绩。** 2016 年前三季，数字营销板块 6 家公司实现营业收入合计约 40.01 亿元，同比增长 45.86%；实现净利润合计约 4.07 亿元，同比增长 55.34%。上海漫酷、上海氩氟、琥珀传播、万圣伟业、微创时代、智趣广告前三季净利润分别为 0.59 亿、0.25 亿，0.19 亿，2.00 亿，0.60 亿，0.44 亿，分别完成全年对赌业绩的 81%，83%，75%，108%，83%，76%，合计完成全年对赌业绩的 92%。
- ◇ **全年业绩预告区间低于市场预期，系智趣广告 9 月开始并表及合并报表层面费用较多所致。** 业绩预告区间相较于市场一致预期（全年净利润 7.2 亿）约有 1.2 亿缺口。智趣广告 16 年承诺业绩 5800 万，于 9 月 1 日起已纳入合并财务报表范围；此外预计全年在合并报表层面产生限制性股权激励费用约 5000 万、无形资产摊销约 2400 万（主要来自收购万圣伟业及微创时代时产生的软件著作权及域名组合，分 10 年摊销），给予数字营销子公司的超额奖励，以及天鹅泵业评估增值冲回等。
- ◇ **预计产业链纵伸发展，包括业务出海、互娱布局、流量平台深入垂直领域将是明年着力点。** 出海方面，公司与鼎晖合作设立专注并购海外互联网技术型企业的不超过 80 亿的并购基金（公司认购出资额不超过 8 亿）。互娱方面，公司已经投资影视制作公司盛夏星空、内容营销公司世纪鲲鹏，并在体外孵化培育了设立了元力影业和心动映画两家制作公司；流量运营方面，目前汽车是重点布局的垂直领域之一，已投资 51 进口车和车和家，关联方经营车城网，深耕互联网+汽车；携手浙大联创投资、宁波利欧数娱成立 20 亿互联网产业并购基金（公司认购不超过 30%）；发起设立 10 亿的微信营销生态圈专项并购基金，以抢占微信生态营销入口。
- ◇ **维持强烈推荐。** 我们认为公司第一期限制性股票授予完成，部分数字营销标的即使将不在业绩对赌期，但不减增长动能；产业链纵伸布局有望带来业绩弹性；各项费用影响短期报表业绩但不能反映公司真实成长。考虑股权激励、超额奖励、无形资产摊销等费用，不考虑外延并购预期，预计 16-18 年净利润为 5.92/8.48/10.11 亿元。其中泵板块稳健增长，6 家营销标的在协同效应凸显与万圣伟业流量向直销模式转变提升毛利率两大因素的驱动下维持快速增长态势，16-18 年备考净利润为 5.60/7.84/9.80 亿，17、

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

参与人：宫尧

S0960116080090
0755-88320860
gongyao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 23.12

当前股价： 17.24

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,607
流通股本(百万股)	687
总市值(亿元)	277
流通市值(亿元)	118
成交量(百万股)	7.08
成交额(百万元)	122.65

股价表现



相关报告

- 《利欧股份-上半年数字营销内生增长 45%，产业链不断纵深发展》2016-09-01
- 《利欧股份-第一期股权激励+设立 20 亿并购基金，加码互联网板块布局》2016-06-21
- 《利欧股份-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

18年分别同比增长40%，28%。当前股价对应的PE为47/33/27倍，若将外延并购预期考虑在内，估计有望进一步降低。当前价格接近定增价格，具备安全边际。综合考虑强劲的内生增长与强烈的外延预期，给予营销板块17年42倍PE，合理市值约为330亿，泵板块市值40亿，合理市值约为370亿。维持强烈推荐。

- ✦ **风险提示：**数字营销行业竞争进一步加剧，互动娱乐板块及海外业务拓展不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4392	6917	9000	10859
收入同比(%)	53%	57%	30%	21%
归属母公司净利润	225	592	848	1011
净利润同比(%)	25%	163%	43%	19%
毛利率(%)	23.0%	22.9%	24.0%	23.8%
ROE(%)	3.9%	7.8%	10.0%	10.7%
每股收益(元)	0.14	0.37	0.53	0.63
P/E	122.89	46.81	32.65	27.39
P/B	4.84	3.64	3.27	2.92
EV/EBITDA	75	33	23	20

资料来源：中国中投证券研究总部

附：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	3535	5695	7523	9607	营业收入	4392	6917	9000	10859
现金	771	1245	1800	2715	营业成本	3384	5330	6840	8271
应收账款	1968	3193	4121	4973	营业税金及附加	33	52	67	81
其它应收款	147	258	322	388	营业费用	298	325	423	510
预付账款	131	213	274	331	管理费用	362	484	630	760
存货	364	583	748	904	财务费用	11	8	15	16
其他	155	203	258	297	资产减值损失	45	55	45	45
非流动资产	4865	5768	5769	5740	公允价值变动收益	-9	11	0	0
长期投资	111	111	111	111	投资净收益	3	22	22	22
固定资产	449	467	459	425	营业利润	255	695	1002	1197
无形资产	455	431	408	385	营业外收入	41	40	40	40
其他	3850	4759	4792	4820	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	8400	11464	13292	15347	利润总额	287	726	1033	1228
流动负债	2029	3212	4170	5195	所得税	47	119	170	202
短期借款	98	507	837	1356	净利润	240	607	863	1026
应付账款	1139	1795	2303	2729	少数股东损益	15	15	15	15
其他	791	910	1030	1109	归属母公司净利润	225	592	848	1011
非流动负债	582	552	559	563	EBITDA	357	804	1149	1379
长期借款	290	290	290	290	EPS (元)	0.15	0.37	0.53	0.63
其他	292	262	269	273					
负债合计	2610	3764	4729	5758	主要财务比率				
少数股东权益	66	81	96	111	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	1509	1607	1607	1607	成长能力				
资本公积	3305	4545	4545	4545	营业收入	52.8%	57.5%	30.1%	20.7%
留存收益	909	1456	2304	3316	营业利润	34.2%	172.5	44.2%	19.5%
归属母公司股东权益	5724	7619	8467	9478	归属于母公司净利润	25.3%	162.6	43.3%	19.2%
负债和股东权益	8400	11464	13292	15347	获利能力				
					毛利率	23.0%	22.9%	24.0%	23.8%
					净利率	5.1%	8.6%	9.4%	9.3%
					ROE	3.9%	7.8%	10.0%	10.7%
					ROIC	4.4%	8.6%	11.4%	12.5%
					偿债能力				
					资产负债率	31.1%	32.8%	35.6%	37.5%
					净负债比率	15.93	21.18	23.84	28.59
					流动比率	1.74	1.77	1.80	1.85
					速动比率	1.56	1.59	1.62	1.67
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.70	0.73	0.76
					应收账款周转率	2	3	2	2
					应付账款周转率	3.44	3.63	3.34	3.29
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.14	0.37	0.53	0.63
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	-0.13	0.22	0.33
					每股净资产(最新摊薄)	3.56	4.74	5.27	5.90
					估值比率				
					P/E	122.89	46.81	32.65	27.39
					P/B	4.84	3.64	3.27	2.92
					EV/EBITDA	75	33	23	20

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2016-09-01	《利欧股份-上半年数字营销内生增长 45%，产业链不断纵深发展》
2016-06-21	《利欧股份-第一期股权激励+设立 20 亿并购基金，加码互联网板块布局》
2016-05-22	《利欧股份-定增顺利过会，营销龙头产业整合提速，打消跨界并购担忧》
2016-05-02	《利欧股份-战略投资车和家介入智能电动汽车，互联网流量运营平台再下一城》
2016-04-19	《利欧股份-数字营销兑现高增长凸显协同效应，关注互娱板块布局》
2016-03-30	《利欧股份-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-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-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

张镭,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

宫尧,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学经济学学士,香港科技大学硕士

李磊,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

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