

2017年02月08日
证券研究报告·专题报告

思美传媒 (002712) 传媒

买入 (首次)

当前价: 26.61元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

一站式整合营销扬帆启航

投资要点

- **立足传统广告, 构建“电视广告营销+数字营销+内容营销”的一站式整合营销服务体系。**公司于2014年1月登陆深交所, 此后在巩固传统媒介代理的基础上, 积极布局互联网营销、内容营销等新媒体板块。2015年12月, 公司完成对科翼传播80%股权收购, 涉足电视剧植入和综艺节目营销业务, 科翼传播是国内领先的综艺节目和影视剧宣发公司, 参与营销的案例包括《奔跑吧兄弟》《中国好声音》《极限挑战》等, 并积极进军网络综艺制作, 已与爱奇艺等合作伙伴出品了《美丽野兽》《有料》等作品。2016年4月, 公司完成了对爱德康赛100%股权的收购, 进军搜索引擎营销(SEM)领域, 爱德康赛专注于搜索引擎营销(SEM)服务业务, 是百度五星级代理, 360教育行业核心代理, 目前大KA客户过百。
- **积极发展内容营销, 构建泛内容产业链。**公司坚持内生与外延结合的发展模式, **内生方面**, 以综艺冠名、植入为切入点布局内容营销, 天猫再度冠名《极限挑战》、华润三九深度植入《二十四小时》, 联合同程旅游、腾讯视频出品网络剧《世界辣么大》; **外延方面**, 收购掌维科技、观达影视, 并完成对科翼传播100%控股, 业绩承诺可实现性强。思美传媒已打通IP版权、内容制作、内容宣发及营销的完整产业链, 未来可充分发挥各板块的协同效应, 实现全产业链变现。
- **协同效应加强, “大营销、泛内容”格局初现。**思美传媒旗下各资产间资源共享, 协同共振有望持续加强。公司可以借助科翼传播在影视剧和综艺节目宣发领域的优势, 结合观达影视在影视剧制作领域的实力以及掌维科技的优质IP, 为商业品牌客户提供多维度、全方位的营销服务, 提升公司客户粘性, 同时也提高了上市公司在争取客户时的比稿竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**预计2016-2018年EPS(暂未考虑2017年非公开发行带来的股本变化)分别为0.50元、1.04元、1.37元, 给予公司2017年30倍估值, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 并购整合风险、广告行业增速下滑风险、标的业绩承诺或无法实现的风险、商誉价值的风险。

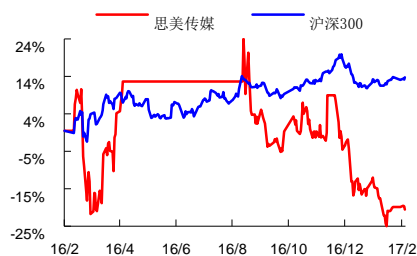
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2493.73	3591.62	4142.47	4691.08
增长率	15.95%	44.03%	15.34%	13.24%
归属母公司净利润(百万元)	88.33	142.65	296.12	393.01
增长率	24.73%	61.49%	107.59%	32.72%
每股收益EPS(元)	0.31	0.50	1.04	1.37
净资产收益率ROE	9.54%	13.74%	10.18%	12.29%
PE	86	53	26	19
PB	8.16	7.28	2.60	2.36

数据来源: Wind, 西南证券整理

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 罗亚琨
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.86
流通A股(亿股)	1.25
52周内股价区间(元)	25.11-114.2
总市值(亿元)	76.07
总资产(亿元)	25.90
每股净资产(元)	5.05

相关研究

目 录

1 公司概况：传统广告代理升级一站式整合营销	1
2 传统媒体颓势已显，网络广告一骑绝尘	4
3 收入结构调整，“数字营销+内容营销”顺势起航	5
3.1 传统广告：冲击之下保持稳定	5
3.2 数字营销：互联网广告业务从无到有，并购助推业务板块扩展.....	6
3.3 内容营销：布局网络综艺，发力内容营销	9
3.4 标的发挥协同效应，泛内容格局初现	15
3.5 设立并购基金，加快外延发展	16
4 盈利预测与估值	17
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司服务的部分广告主	1
图 2: 思美传媒股权结构 (2016 年三季度)	2
图 3: 公司 2016 年上半年主营业务结构情况	2
图 4: 公司 2016 年上半年主营业务毛利率情况	2
图 5: 公司 2011 年以来营业收入及增速	3
图 6: 公司 2011 年以来归母净利润及增速	3
图 7: 2012-2018 年中国网络广告市场规模及预测	4
图 8: 2012-2018 年中国移动广告市场规模及预测	4
图 9: 2012-2018 年不同形式网络广告市场份额	4
图 10: 2012-2018 年中国传统广告收入规模及预测	5
图 11: 公司 2012-2016 年上半年传统媒介代理营业收入及增速	6
图 12: 公司 2012-2016 年上半年品牌管理营业收入及增速	6
图 13: 公司 2014-2016 年上半年互联网广告营业收入及增速	7
图 14: 爱德康赛 2015-2019 年承诺净利润及增速	7
图 15: 公司 2012-2018 年中国搜索广告收入规模及趋势	8
图 16: 2015 年中国搜索广告收入市场份额	8
图 17: 公司 2015-2016 年上半年内容营销营业收入	9
图 18: 公司部分内容营销案例	9
图 19: 科翼传播过去营收及净利润情况	10
图 20: 科翼传播 2016-2018 年业绩承诺及增速	10
图 21: 科翼传播成功营销案例 (综艺节目及影视剧营销)	10
图 22: 掌维科技主营业务介绍	11
图 23: 观达影视拍摄电视代表	13
图 24: 并购标的协同效应	16

表 目 录

表 1：思美传媒外延并购梳理	1
表 2：思美传媒主要业务介绍	3
表 3：2016 年上半年传统广告收入变化情况	6
表 4：掌维科技的签约的代表作家及其代表作品	12
表 5：掌维科技签约的主要作品	12
表 6：观达影视已拍摄影视	14
表 7：观达影视 IP 储备	14
表 8：精品剧版权价格	15
表 9：分业务收入及毛利率	17
附表：财务预测与估值	18

1 公司概况：传统广告代理升级一站式整合营销

思美传媒成立于 2000 年，早期专注于媒介代理和品牌管理。公司以“提供合理传播方案，提升客户品牌价值”为发展宗旨，致力于为客户提供包括消费者调研、数字营销、品牌管理、广告创意设计、媒介策划与代理、户外媒体运营及影视娱乐营销等全方位、全媒体的传播服务。

2014 年 1 月 23 日，思美传媒在深圳证券交易所 A 股挂牌上市（股票代码：002712），此后公司在巩固传统媒介代理的基础上，积极布局互联网营销、内容营销等新媒体板块。2015 年 12 月，公司收购科翼传播 80% 股权，发力内容营销；2016 年 3 月，公司收购爱德康赛 100% 股权，加码数字营销；2016 年 8 月，公司公告收购从事网络文学版权运营服务的掌维科技 100% 股权、“青春派”电视制作及发行商的观达影视 100% 股权、以及内容营销公司科翼传播剩余 20% 股权，打通“IP+内容制作+内容宣发”的内容营销全产业链。公司通过内延增长及外延扩充，已经逐步形成了电视广告营销+内容营销+数字营销的一站式整合营销体系。

表 1：思美传媒外延并购梳理

收购公司	并表时间	主营业务	收购比例	交易金额 (亿元)	承诺归母净利润 (万元)				实际业绩 (万元)
					2015	2016	2017	2018	
爱德康赛	2016.03	搜索引擎营销	100%	2.9	1400	2700	3510	4563	1536.5
科翼传播	2015.12	内容营销、内容制作	80%	4	-	3350	4020	4824	1297.4
	20%		1						
掌维科技	2017.1 (证监会批复)	网络文学版权运营	100%	5.3	-	3600	4400	5500	1163.1
观达影视		电视剧策划制作发行	100%	9.17	-	6200	8060	10075	3034.0
智海扬涛	2016.12 (首次公告)	汽车数字整合营销	60%	0.9		1250	1560	1950	625.8
合计 (对应思美传媒所占比例)						16600	20926	26132	

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 1：公司服务的部分广告主



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构：董事长朱明虬为公司的控股股东、实际控制人。截至 2016 年三季报，其直接持有 1.3 亿股上市公司股份，持股比例为 46.0%；同时持有首创投资 43.0% 的合伙份额，直接和间接持有公司股份合计 1.4 亿股，占公司的股权比例为 48.4%。近期公司收购掌维科技、观达影视的非公开发行方案获得证监会正式批复，定增完成后（考虑募集配套资金）朱明虬持股比例将下降至 40.5%，但仍为公司实际控制人。

朱明虬曾获“2006 年中国本土电视广告代理行业年度人物”、“2009 年影响中国广告业年度人物”、“2009 年度浙商新锐榜”、“2009-2010 中国最具影响力十大广告风云人物”、“中国企业年度创新人物”等荣誉称号，有多年的广告从业和公司管理经验。

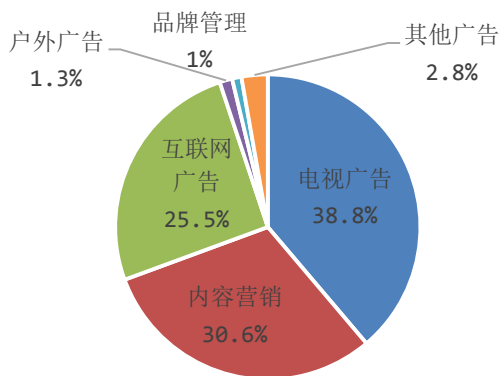
图 2：思美传媒股权结构（2016 年三季报）



数据来源：公司公告，西南证券整理

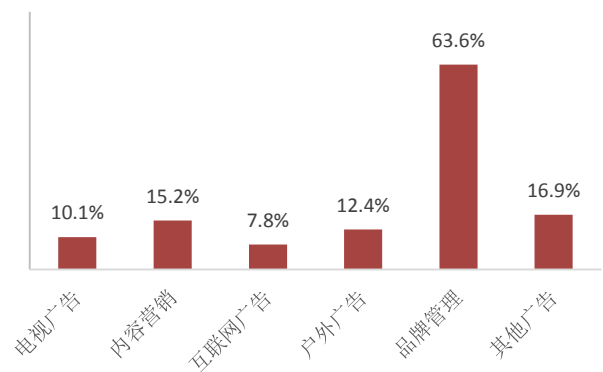
公司主营业务结构：2016 年上半年，公司营收主要来源于电视广告、内容营销和互联网广告，其中：电视广告占比 38.8%，毛利率为 10.1%；内容营销占比 30.6%，毛利率为 15.2%；互联网广告占比 25.5%，毛利率为 7.8%。对比 2014 年 87.8% 营收来源于电视广告，**公司业务结构向多元化、高毛利方向转变。**

图 3：公司 2016 年上半年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2016 年上半年主营业务毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

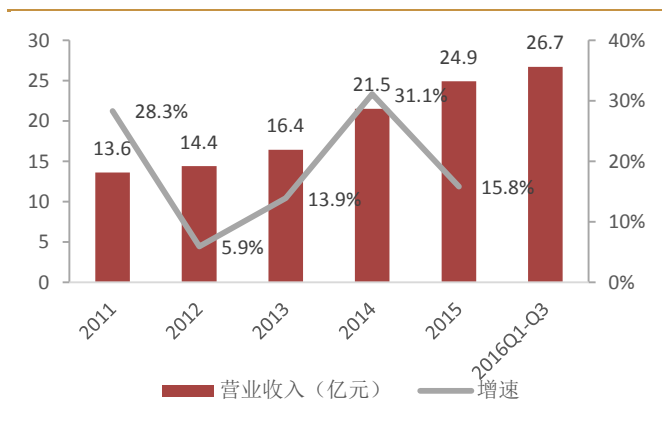
表 2: 思美传媒主要业务介绍

主要业务	业务介绍
电视广告业务	对于电视广告而言, 公司的经营模式主要为以销定购。以销定购模式下, 公司在承接客户业务, 确定客户广告投放需求后根据媒介排期表向电视台下达广告时段资源采购订单。报告期内, 以销定购为公司的电视广告主要经营模式, 即电视广告代理。
内容营销业务	内容营销是指以电视内容和网生内容等介质传达有关企业或产品的相关内容来吸引用户关注, 给用户以信心, 从而达到促进销售的一种营销方式。报告期内, 公司的内容营销业务包括综艺节目及影视剧宣发、商业品牌整合营销和内容制作等。
互联网广告业务	互联网广告是指利用网站上的广告横幅、文本链接、多媒体的方法, 在互联网刊登或发布广告, 通过网络传递到互联网用户的一种广告运作方式。报告期内, 公司互联网广告业务以综合性互联网营销服务为发展方向, 互联网视频投放、搜索引擎营销 (SEM) 为主要互联网业务增长点, 其他互联网营销服务协调发展。
户外广告业务	户外广告是指在城市的交通要道两边, 主要建筑物的楼顶和商业区的门前、路边等户外场地设置的发布广告的信息的媒介。报告期内, 公司以自有资源与户外媒介代理相结合为经营模式。公司经营的户外广告资源主要包括: 地下通道、公共自行车亭、户外大牌、户外 LED 等广告位。
品牌管理业务	品牌管理业务是指通过广告的创意策划、市场调研、创意设计等活动, 从企业营销的战略角度和产品销售的战术角度协助企业建立具有其特色的企业及产品形象的商务活动。公司品牌管理业务体系完善, 能为客户提供一站式服务。
其他广告业务	报告期内, 公司的其他广告业务主要包括广播、杂志、报纸等传统媒体。公司一般采用以销定购的采购模式, 即代理模式。

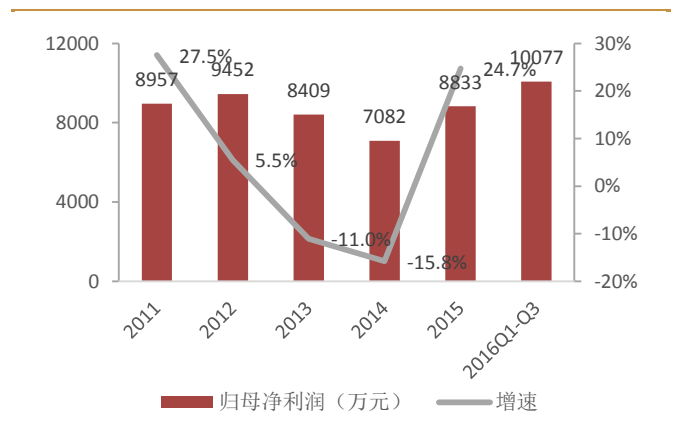
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司业绩状况: 2015 年, 公司实现营业收入 24.9 亿元, 同比增长 15.8%; 实现归母净利润 8833 万元, 同比增长 24.7%。业绩增长的主要原因是业务结构优化, 由电视广告独大的业务单一格局向电视广告营销+数字营销+内容营销的架构转变 (科翼传播自 2015 年 12 月 1 日起并表, 对业绩贡献十分有限)。

2016 年前三季度实现营收 26.7 亿元, 同比增长 51.2%, 主要是科翼传播与爱德康赛并表所致; 实现归母净利润 1.0 亿元, 同比增加 70.3%。根据公司季报中的业绩指引, 2016 年全年预计实现归母净利润在 1.2-1.7 亿元区间, 同比增长 40%-90%。

图 5: 公司 2011 年以来营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司 2011 年以来归母净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

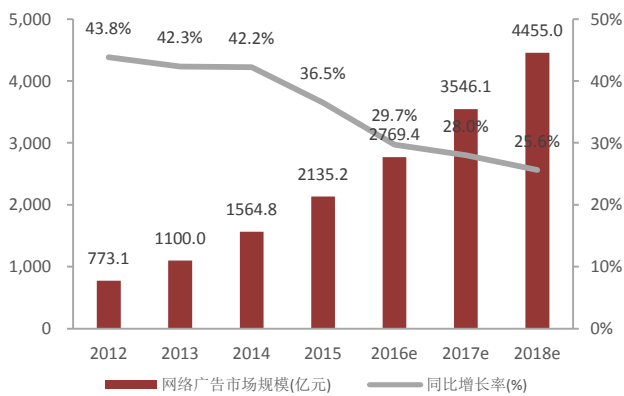
2 传统媒体颓势已显，网络广告一骑绝尘

根据中国广告协会数据显示，2015年我国广告经营额攀升至5973.4亿元，同比增长6.6%（数据与艾瑞咨询有差异、但放缓的趋势一致），市场规模已位居世界第二，广告业成为改革开放以来我国国民经济中增长最快的行业之一。

近年，我国广告市场整体增速放缓，结构性变化凸显。在新媒体冲击下，四大传统媒体广告（电视广告、广播广告、报纸广告、期刊广告）均呈现萎缩态势。

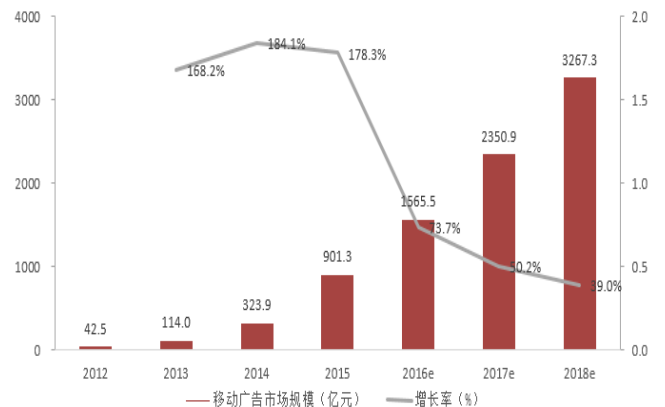
根据艾瑞咨询数据显示，2015年，网络广告市场规模2135.2亿元，同比增长36.5%；2016年市场规模直逼2800亿，预计未来三年增速均超20%，网络广告已经成为占比最高的广告类型。其中有两点值得关注：1) **搜索引擎广告是份额最大的网络广告形式**，2015年占比高达32%，其特点是成本低廉、流量巨大、关联度高。电商网站紧随其后，占比为27.5%。未来几年，搜索引擎、电商网站及其他类型展示广告三分天下。2) **移动端渗透不断加深**，2015年移动广告市场规模901.3亿元，增速高达178.3%，预计到2018年，中国移动广告市场规模将突破3000亿，在网络广告市场的渗透率近80%。

图7：2012-2018年中国网络广告市场规模及预测



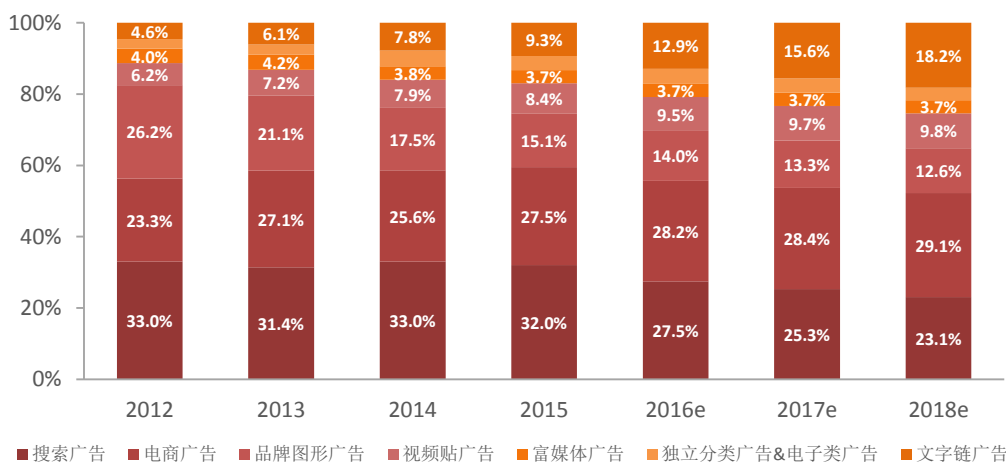
数据来源：艾瑞咨询（2017.1），西南证券整理

图8：2012-2018年中国移动广告市场规模及预测



数据来源：艾瑞咨询（2016.3），西南证券整理

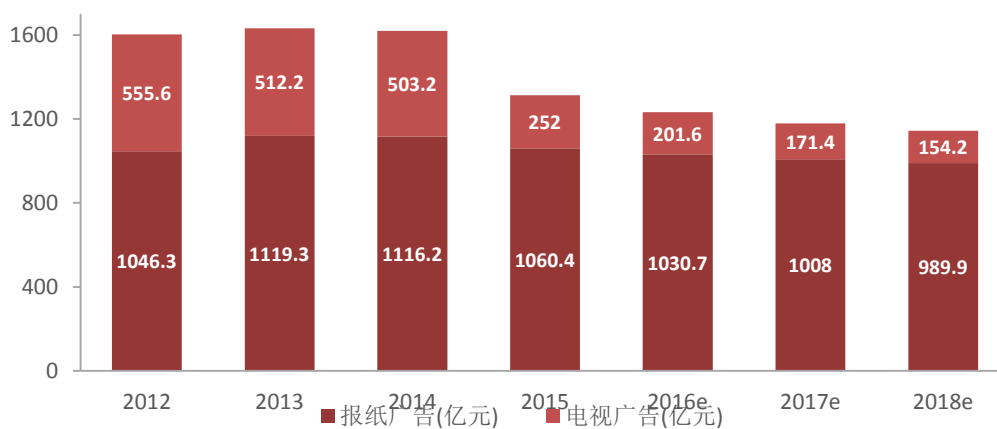
图9：2012-2018年不同形式网络广告市场份额



数据来源：公司公告，西南证券整理

与此同时,传统广告延续前几年的下滑趋势。传统广告中收入占比最高为电视广告,2015年电视广告市场规模为1060.4亿元,同比下滑5%。更加细致地分析,市场内部同样表现出结构性变化:即一线卫视收入逆势上升、地方频道持续下滑。据《中国广播电影电视发展报告》显示,2015年上半年,电视广告收入535.4亿元,同比减少2.1%,电视广告刊例广告花费同比减少3.4%,电视时段广告资源量同比减少10.2%。其中,省级卫视在广告时长同比缩减3.5%的情况下仍然实现广告收入一成的增长。在综艺节目的时段广告收入中,省级卫视广告同比增长11%,头部综艺成为拉动广告的中流砥柱。此外,广告主较以前更加重视营销效果,在尝试到植入式的性价比后,开始逐渐地降低时段硬广告的投入比例,内容营销成为市场核心关注点。

图 10: 2012-2018 年中国传统广告收入规模及预测



数据来源: 艾瑞咨询 (2017.1), 西南证券整理

3 收入结构调整,“数字营销+内容营销”顺势起航

3.1 传统广告: 冲击之下保持稳定

媒介代理和品牌管理是思美传媒的传统主营业务,为客户提供从品牌策划、广告创意、广告设计到媒介策划、媒介购买和监测评估的全方位服务,协助客户解决“怎么广告”和“广告什么”两个基本问题。其中,传统媒介代理包括电视媒介代理、户外媒介代理以及其他媒介代理(包括广播、报纸、杂志等),主要面对的客户分为直接客户(各大广告主,比如三九药业、祐康食品、伊力特、相宜本草、百胜投资、卡夫、通用集团、淘宝网、云南白药等)和广告公司客户(群邑、广东凯络等国际4A广告公司),主要盈利模式是向客户收取广告发布费。但在新媒体强势崛起、广告行业结构性分化的大背景下,公司自2013年开始向数字营销与内容营销转型,预计传统业务未来维持稳定或略有下降。

传媒媒介代理: 整体看,2012-2014年,传统媒介代理(电视、户外、其他)分别实现营收14.2亿、16.2亿、21.3亿,年均复合增长率超过22%,增长较为稳健;2015年实现营收17.4亿元,较2014年微降;2016年上半年实现营收7.9亿元,同比下降22%,但依然是公司目前最主要的收入来源。从各项业务拆分看,电视广告是贡献收入最多的类型并且仍在继续增长,其他业务在公司的战略调整以及广告主向新媒体倾斜的刺激下都出现明显下滑。

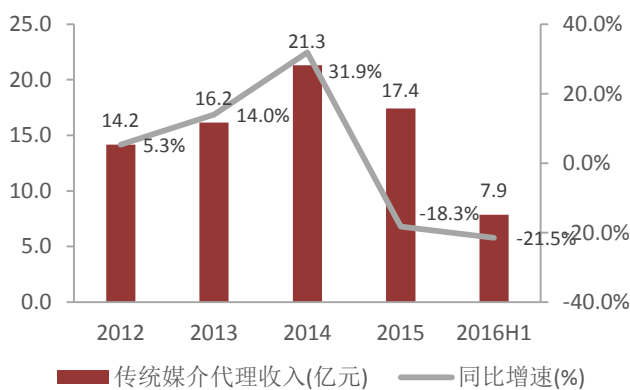
品牌管理：2016 年上半年品牌管理业务收入为 1809.1 万元，同比增长 74.1%。大幅增长原因是公司品牌管理部门与贵阳银行、云南白药、九阳股份等老客户的合作进一步深入，同时赢得了海尔电器、绿宇环保、雷神科技等新客户。自 2014 年到 2016 年上半年，品牌管理占主营收入比重一直稳定在 1% 左右，这块业务的特点是毛利率非常高，高达 80% 以上，但是体量较小。

表 3：2016 年上半年传统广告收入变化情况

业务	收入 (万元)	增速	变化原因
电视广告	71000.9	7.66%	增速稳定，电视广告业务依然是公司整合营销体系的重要组成部分
户外广告	2447.6	-35.27%	公司与杭州市公共自行车交通服务发展有限公司的合同到期，公司出于战略和结构调整考虑，不再续签，导致相关的公共自行车停车棚内灯箱广告媒体及公共自行车车身广告媒体业务减少
其他广告	5077.7	-29.67%	相关客户的媒体投放倾向有所改变，减少了传统媒体的投放预算
品牌管理	1809.1	74.08%	公司品牌管理部门与贵阳银行、云南白药、九阳股份等老客户的合作进一步深入，增加了业务收入，同时赢得了海尔电器、绿宇环保、雷神科技等新客户

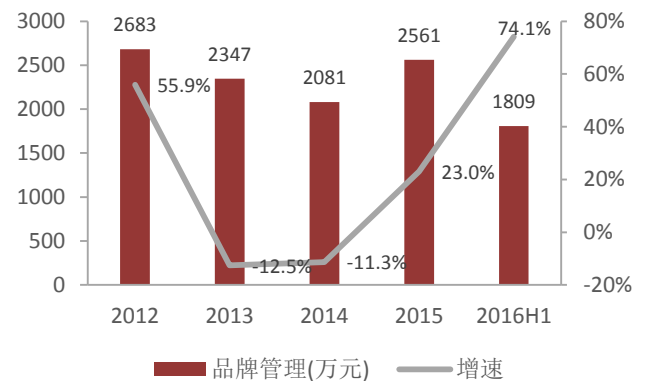
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司 2012-2016 年上半年传统媒介代理营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司 2012-2016 年上半年品牌管理营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 数字营销：互联网广告业务从无到有，并购助推业务板块扩展

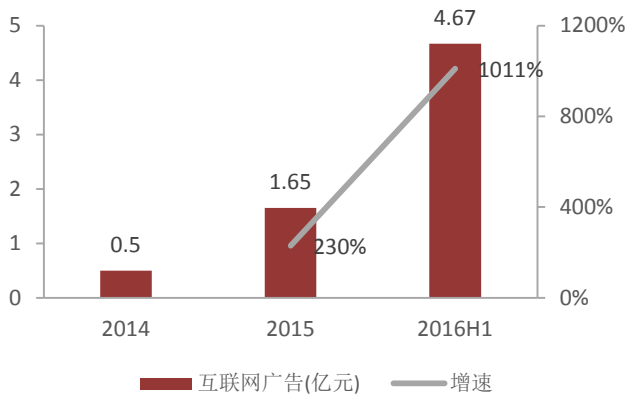
3.2.1 内生：互联网视频投放、搜索引擎广告为主要发力点

2013 年，公司通过完善部门架构、培养和引进专业人才，初步建立起互联网广告业务架构雏形，并成功开发了一批优质客户，为互联网媒体领域的发展奠定了基础。2014 年，公司以综合性互联网营销服务为发展方向，互联网视频投放为主要突破口，实现互联网广告业务收入 4993 万元，同比增长 142%。2015 年，公司继续以互联网视频投放、搜索引擎 (SEM) 为主要互联网业务增长点，成功获取上海家化、云南白药等原有大客户的互联网营销需求，实现互联网广告业务收入 1.6 亿元，同比增长 228%。2016 年上半年，公司加强对互联网广告业务的布局，完成对北京爱德康赛广告有限公司 100% 股权的收购，实现互联网广告业务收入 4.7 亿元，同比增长 1010.7%，我们认为随着国内互联网广告市场规模稳健增长以及公司积极向新媒体转型，互联网广告业务有望成为公司未来主要盈利点。

3.2.2 外延：收购爱德康赛，数字营销上新台阶

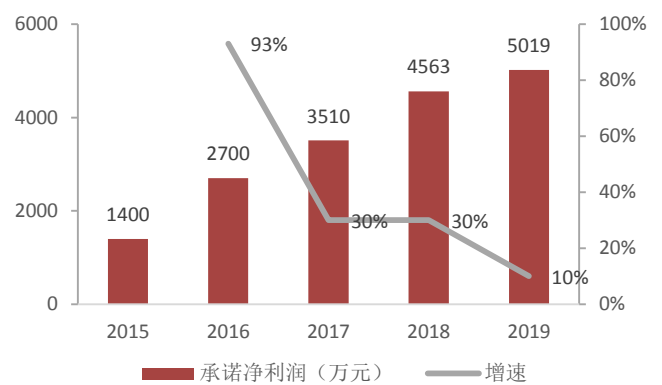
2016年3月，公司通过发行股份及支付现金的方式完成对爱德康赛100%股权的收购，作价2.9亿元，其中50%以股份支付，50%以现金支付。爱德康赛承诺业绩2015-2019年归母净利润分别不低于1400万元、2700万元、3510万元、4563万元、5019.3万元，2015年实现归母净利润1536.5万元，完成承诺业绩。爱德康赛成立于2010年，主要为KA客户提供定制化的搜索引擎整合营销解决方案，服务内容涵盖互联网营销活动中的各项关键环节，包括：搜索引擎营销策略制定、媒介及服务采购、广告投放、关键词优化与竞价、竞争力分析、账户报表分析等，盈利主要来源于媒体返点和客户服务费（新布局的移动互联网广告业务主要通过媒体采购与客户销售获取差价）。

图 13：公司 2014-2016 年上半年互联网广告营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

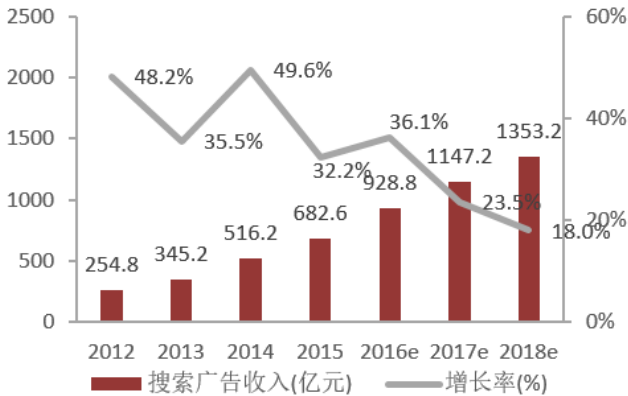
图 14：爱德康赛 2015-2019 年承诺净利润及增速



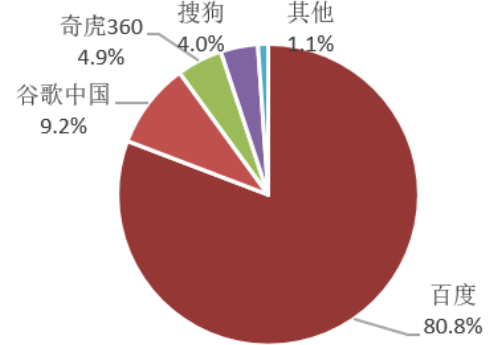
数据来源：公司公告，西南证券整理

行业层面：搜索市场增速 30% 以上，渠道头部优势显著

从行业层面看，搜索广告市场空间广阔。根据艾瑞咨询《2016年中国网络广告行业年度监测报告》数据显示，2015年中国搜索广告收入规模（包括关键词广告及联盟广告收入）达到682.6亿元，同比增长32.2%；其中搜索关键字广告收入占比72.2%。2016年中国搜索广告收入规模预计将超900亿元，同比增长预计将超35%。预计到2018年，市场规模将超1300亿元。此外，2015年中国搜索广告业务收入市场份额中，百度搜索广告业务收入占比80.8%，是最核心的搜索引擎；谷歌中国、奇虎360、搜狗的搜索广告收入占比分别为9.2%、4.9%、4.0%。

图 15: 公司 2012-2018 年中国搜索广告收入规模及趋势


数据来源: 艾瑞咨询 (2016.4), 西南证券整理

图 16: 2015 年中国搜索广告收入市场份额


数据来源: 艾瑞咨询 (2016.4), 西南证券整理

标的层面: 建立稳定的媒体合作关系, 积极布局互联网广告业务

经过多年的发展, 爱德康赛已经建立了稳固的媒体渠道网络, 目前是百度认证五星级代理商 (全国共十三家), 360 教育行业核心代理商 (全国共两家), 并与搜狗、神马搜索建立了稳定的业务合作关系。除此之外, 爱德康赛积极拓展移动互联网营销服务业务, 一方面通过与百度移动搜索、神马无线搜索、360 点睛平台等移动互联网搜索引擎媒体合作, 积极拓展移动互联网 SEM 服务业务, 同时爱德康赛也通过采购移动互联网媒体流量资源的方式解决客户广告投放的多样化需求, 帮助客户实现多维、高效的广告投资回报。爱德康赛通过多年的深耕细作积累了丰富的广告投放经验, 为 KA 客户提供了优质服务, 目前, 爱德康赛已树立了其在 SEM 领域的品牌知名度和市场影响力, 竞争优势突出。

我们认为, 此次交易完成后, 思美传媒在互联网广告方面的业务得以增补, 使公司在广告产业的板块布局进一步完善, 在客户资源整合、品牌内容资源、媒体资源、渠道资源等方面得到极大补充, 广告技术和团队能力方面的实力也进一步提升, 为公司成为国内领先的综合型广告企业奠定了基础。

3.2.3 外延: 控股智海扬涛, 布局汽车数字整合营销

2016 年 12 月, 公司公告拟以自筹资金 9000 万元收购智海扬涛 60% 股权。标的承诺 2016-2018 年净利润分别不低于 1250 万元、1560 万元、1950 万元。智海扬涛成立于 2002 年, 主营业务为基于数字的整合营销服务, 客户群体以汽车整车厂和快消品牌为主, 服务内容涵盖品牌策略定制、创意设计制作、媒介投放、互动传播、社会化内容营销、数据分析与效果监测、搜索优化和公关活动等内容。其主要服务的品牌包括全顺、新全顺、途睿欧、丹麦皇冠猪肉、康师傅等, 同时与国内领先的数字媒体建立了战略合作, 如今日头条、爱卡汽车、汽车之家、易车网、澎湃新闻、优酷、爱奇艺、百度、滴滴、微博、微信等。

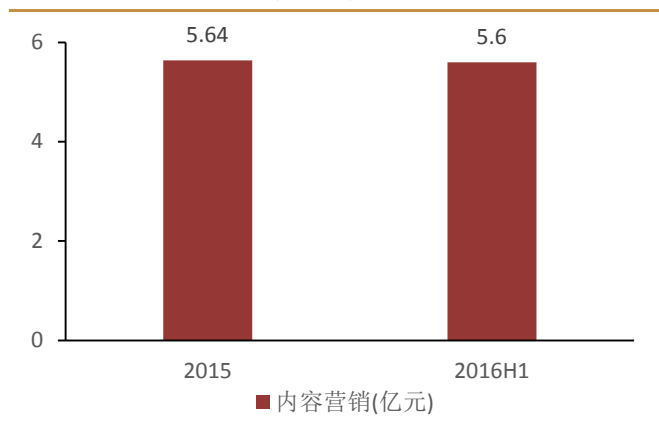
收购智海扬涛主要是为公司提供打造汽车业务事业群的良好契机。从行业层面看, 中国汽车销售市场全球第一, 2015 年我国汽车工业销售产值 2.8 万亿元, 按照 5% 的销售费用率估算, 2015 年汽车厂家的销售费用大约为 1400 亿元, 市场空间广阔。标的在汽车领域服务众多品牌客户, 业内占据领先地位, 其核心团队亦拥有经验丰富, 能够增强公司在细分领域的竞争优势。

3.3 内容营销：布局网络综艺，发力内容营销

3.3.1 内生：以综艺冠名、植入为切入口布局内容营销

思美传媒 2014 年开始在传统媒介代理的基础上布局内容营销板块；2015 年公司顺应形势，持续发力，在栏目冠名、植入营销、影视剧合作等方面均有不俗表现，2016 年公司全面开展内容营销，天猫再度冠名《极限挑战》，华润三九深度植入《二十四小时》，康师傅、云南白药特约《燃烧吧少年》，联合同程旅游、腾讯视频出品网络剧《世界辣么大》，为公司“大营销、泛内容”的战略布局打下了坚实基础。2015 年，公司实现内容营销业务收入 5.6 亿元，同比增长 379.5%。2016 年上半年，在内生与外延的共同促进下，公司实现内容营销业务收入 5.6 亿元，比上年同期增长 196.1%。

图 17：公司 2015-2016 年上半年内容营销营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

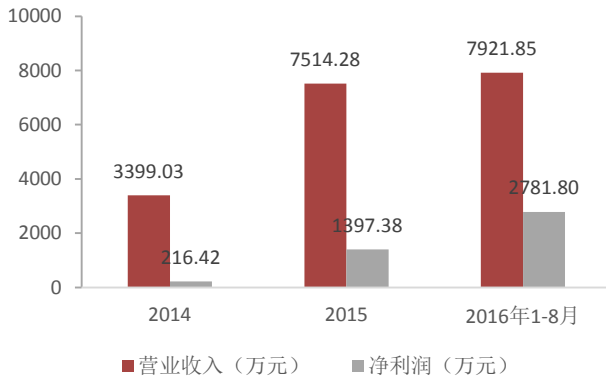
图 18：公司部分内容营销案例



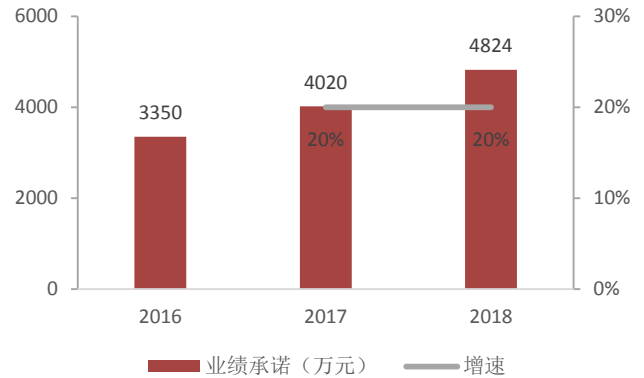
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3.2 收购科翼传播，外延内容营销第一步

2015 年 12 月，公司现金收购科翼传播 80% 股权，作价 4 亿。2016 年 8 月，公司以 1 亿元继续收购科翼传播剩下 20% 股权，完成后，科翼传播将成为公司全资子公司。标的承诺业绩 2016-2018 年归母净利润分别不低于 3350 万元、4020 万元、4824 万元。科翼传播成立于 2012 年，是国内领先的整合服务营销商，其主营业务包括内容整合营销传播服务和内容制作业务，具体可分为综艺节目及影视剧宣发、商业品牌整合营销和内容制作三大业务板块。2015 年三大业务板块业务收入比例大致如下：综艺节目及影视剧宣发 54.2%，商业品牌整合营销 17.8%，内容制作 28%。

图 19: 科翼传播过去营收及净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 科翼传播 2016-2018 年业绩承诺及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

综艺节目及影视剧营销: 科翼传播形成了以中央电视台、浙江卫视、湖南卫视、东方卫视、江苏卫视、灿星制作等全国强势卫视及制作公司为主的客户群体, 参与营销的案例包括《奔跑吧! 兄弟》、《中国好声音》、《欢乐喜剧人》、《蒙面歌王》、《极限挑战》、《十二道锋味》、《爸爸回来了》、《龙门镖局》、《蜀山战纪》、《明若晓溪》等热门综艺及影视剧。

商业品牌整合营销: 科翼传播的商业品牌整合营销业务主要借助其在综艺节目宣发领域的领先优势, 为综艺节目的冠名商、赞助商等提供整合营销服务。目前, 科翼传播形成了以上海大众、可口可乐、伊利、美丽说、百雀羚、蒙牛、相宜本草、宝马等中国及世界 500 强企业为主的客户群体, 并获得了商业品牌客户的高度赞誉。

内容制作: 科翼传播积极参与到互联网综艺制作的中, 专注于网络原生内容的研发、制作和投资, 为互联网用户量身定做他们所需要的内容。目前, 科翼传播联合腾讯视频、爱奇艺等合作伙伴出品了《魅力野兽》、《有料》、《剧透》、《oh my 思密达》、《我的老妈是极品》、《男左女右网络版》等网络自制内容, 未来科翼传播还将联袂电视媒体、互联网媒体等各类强势媒体开内容制作方面的深度合作, 完成从内容制作到整合营销的全产业链布局, 以提升科翼传播的市场影响力。

图 21: 科翼传播成功营销案例 (综艺节目及影视剧营销)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

我们认为科翼传播三大业务板块之间具有协同效应：一方面，公司可以通过参投、承制等灵活多样的方式进入综艺影视制作的上游领域，以此分享包括广告、版权分销、用户付费、衍生产品等在内的更多综合收益；另一方面，公司通过作为热门影视综艺整合营销服务提供商的资源优势成功切入顶级商业品牌的互联网营销服务供应商，以此赢得客户青睐。

3.3.3 收购掌维、观达，进一步加深内容营销布局

2016年8月3日，公司公告拟通过发行股份及支付现金方式，收购掌维科技100%股权（对价5.3亿）、观达影视100%股权（对价9.17亿）及公司控股子公司科翼传播剩余20%股权（对价1亿）。其中现金支付6.56亿元，发行股份支付8.91亿元。掌维科技主要从事网络文学版权运营服务。观达影视则主要从事电视剧的策划、制作与发行业务。本次收购可以横向拓展公司的业务板块，纵向开拓公司业务的产业链，助力公司业务登上新的台阶。

➤ 掌维科技：优质IP孵化器

2016年8月，公司以5.3亿元收购掌维科技100%股权，掌维科技承诺业绩2016-2018年归母净利不低于3600万元、4400万元、5500万元。掌维科技成立于2008年，主要从事网络文学版权运营服务，致力于为网络用户提供优质网络文学内容资源，并基于优质文学内容开展全版权IP推广、运营和服务，包括数字阅读业务（包括手机阅读和互联网阅读）和版权衍生业务。目前，掌维科技旗下拥有两大互联网阅读平台“原创书殿”和“言情书殿”以及Android系统手机阅读客户端“奇悠阅读APP”。

图 22：掌维科技主营业务介绍



数据来源：公司公告，西南证券整理

行业层面：用户付费行为养成，数字阅读行业快速发展

随着移动互联网支付环境日益成熟，第三方支付平台逐渐兴起，用户付费习惯加速养成。手机阅读产品方面，2015年月均付费用户为64.2万人，截至2016年1-8月月均付费用户达134.8万人，是2015年月均付费用户人数的两倍多；互联网阅读产品方面，2015年月均订阅用户为7.7万人，增长率为707%，截至2016年1-8月月均订阅用户为31.07万人。随着互联网用户付费习惯的养成，数字阅读行业的大力发展，同时掌维科技对自有平台内容的丰富及对自有平台的大力推广，其未来手机端+互联网的付费用户数将持续上涨。

公司层面：丰富数字内容，优化渠道建设

掌维科技为获得更多的阅读用户，提高自身的优势和竞争力，采取内容+渠道两种方式吸引阅读用户。

在数字内容方面，掌维科技通过与众多版权机构、作者建立长期的合作关系，并运营自有互联网阅读平台“原创书殿”、“言情书殿”及手机阅读客户端“奇悠阅读 APP”，建立了稳定的数字内容获取渠道。截至 2016 年 8 月末，公司已成功签约作者 1700 余名，签约优质版权数量 2100 余本，数字内容涵盖玄幻仙侠、现代言情、古代言情、游戏竞技、军事历史、悬疑灵异等多个阅读系列。除了自身拥有 1700 余名签约作家自创优秀 IP 以外，更投入资金引入大量优质内容的网络当红 IP，截止 2016 年 8 月 31 日，掌维科技已拥有诸多优质的 IP 资源共计 3566 个，其中签约 IP2111 个，外购 IP1455 个，如“不眠之夜”、“守婚如玉”、“来自星星的你”、“心花路放”等。

表 4：掌维科技的签约的代表作家及其代表作品

代表作家	作家简介	代表作品
紫色流苏	言情书殿人气作者，常幻想横刀策马、铁血柔情的古代生活，善于透过文字表现感悟出的深层意义，以轻快的文字滋润人心。	《媚君欢：一品弃妃》、《霸气宝宝：带着娘亲闯江湖》
秀儿	原创书殿白金作者，擅长描述以灵异为背景的，男女爱情纠葛的故事，其作品引起灵异爱情类风格作品的火爆，并被其他同类网站大量推荐和模仿。	《我的猛鬼新郎》、《我的吸血鬼恋人》
檀舒	原创书殿知名作者，主打现言总裁，虐恋情深。笔下痴男怨女的爱恨故事，催人泪下。作品受到广大粉丝的喜爱，日点击破千万，连续打榜原创书殿、言情书殿销售前列。	《甜蜜蜜》、《爱情保卫战》
灵溪蝌蚪	原创书殿白金作者，新锐言情作家，文字趋于成熟，风格偏向严肃，擅长人物的内心独白和空间感的塑造，角色塑造清淡却又不失个性。作品中有七董年、安妮宝贝等众家神韵，语境简洁，表面松散、质地紧凑，拨人心弦，受到广大女性读者的青睐。	《豪门首席的心尖宠儿》
小阿妆妆妆	原创书殿白金作者，笔法真实残酷，风格偏于抒情，善于掌控男女主人公内心描写，留有无限想象空间，用文字方式诉说苍白人生中的一丝光明挚爱，作品中有飞烟、海岩等众家独特描写方式，创造童话意境却不失伦常。	《对不起，我爱你》

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 5：掌维科技签约的主要作品

作品类型	代表作品
玄幻仙侠	《丹帝独尊》《星辰神尊》《疾风剑豪》《花贼异界行》《逍遥玄天》《火影之 lol 召唤师》《至尊玄兽》《异界邪君》《傲视天地》《老子就是孙猴子》
现代言情	《不眠之夜》《小时代》《守婚如玉》《现在只想爱你》《我的少女时代》《大漠皇妃》《半生缘》《花样年华》《栀子花开》《心花路放》
古代言情	《凰医废后》《锦绣未央》《皇后驾到》《第一嫡女》《狂女重生：纨绔七皇妃》《浴血承欢》《天下第一盗：神偷王妃》《春色生活：傲娇女财迷》《弃妃宝典》《美人心计》
游戏竞技	《英雄联盟》《英雄联盟之战斗之夜》《英雄联盟之职业联赛》《英雄联盟之战斗无眠》《英雄联盟之绝对信仰》《英雄联盟之网恋时代》《英雄联盟 O》《英雄联盟之国服教父》《英雄联盟之谁主沉浮》《超神学院》
军事历史	《郎无此意》《误读红楼》《极品掌柜》《白话史记》《重生之逆臣》《桃花初溅血》《居中的局外人》《混在明朝玩暧昧》《我是雇佣兵》《秦朝遗民》
悬疑灵异	《最后一个风水师》《盗墓鬼纪》《风水师怪谈》《我和僵尸有个约会》《幽冥地藏使》《哈喽，鬼小姐》《蛇女》《生存游戏》《探花道士》《阴阳判官》

数据来源：公司公告，西南证券整理

在渠道优化方面，1) 自有渠道上，掌维科技的两大互联网阅读平台积累了大量的用户资源，截至 2016 年 8 月末，掌维科技互联网阅读平台累计注册用户数超过 740 万，其中“原创书殿”作为最主要的阅读平台，累积注册用户数超过 670 万；“奇悠阅读 APP”累计下载用户超过 3600 万，激活用户超过 1200 万，月活跃用户超过 470 万，日活跃用户超过 24 万；掌维科技运营的“原创书殿”和“小说阅读”微信订阅号合计关注用户超过 220 万。掌维科技多元化的渠道优势为更多的阅读用户提供阅读便利，也使得消费公司阅读产品的用户数逐渐增加。2) 合作方渠道上，掌维科技与中国移动、中国联通、中国电信等三大运营商均开展了手机阅读内容合作业务，其中，中国移动手机阅读基地是国内最大的手机阅读平台。掌维科技是中国移动手机阅读基地的深度合作伙伴，为中国移动手机阅读基地提供内容和运营支撑服务。作为正处于发展上升阶段的企业，掌维科技优质的合作方渠道为其内容的推广和用户群的积累，提供了重要的支持和保障。

➤ 观达影视：“青春派”电视制作及发行商

2016 年 8 月，公司公告拟以 9.17 亿元收购观达影视 100% 股权，观达影视承诺业绩 2016-2018 年归母净利润不低于 0.62 亿元、0.81 亿元、1 亿元。观达影视成立于 2014 年 1 月，主要从事电视剧的策划、制作与发行业务，一直致力于创作观众喜爱的“青春女性品牌剧”，以“观好剧，达人心，用影视作品传递正能量”为宗旨，主打“青春派，少女心”的口号，立志做全世界都爱看的电视剧。自成立以来，观达影视投资、制片或合作摄制的电视剧和周播栏目共 5 部，均实现在国内主流卫视和网络视频平台播映，包括《美丽的秘密》、《球爱酒吧》、《旋风少女》（第一季、第二季）、《十五年等待候鸟》。其中，《旋风少女》凭借热门 IP+高颜值小鲜肉，获得 2.4% 的平均收视率和 15.3% 的平均市场份额，一举夺得湖南卫视“青春进行时”两年来收视率第一，微博话题讨论超过 50 亿次，被称为“周播爆品”；轻体量偶像剧《十五年等待候鸟》Imarket 指数排名第三，日均搜索热度超过 10 万；《美丽的秘密》播出期间平均收视率 2.8%，仅次于《芈月传》，成为 2016 年上半年湖南卫视全国网收视率最高的剧目。2017 年，观达影视还将有 3-4 部作品推向市场，整体上形成青春热血、青春情感和青春玄幻三大系列产品线。

图 23：观达影视拍摄电视代表



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6: 观达影视已拍摄影视

作品名称	类型	播出频道	首播时间	首播全网收视率	主要演员
球爱酒吧	当代都市	优酷、土豆	2014 年	点击量: 优酷土豆 2 亿	袁成杰、王姿允
旋风少女	当代都市	湖南卫视、芒果 TV	2015 年	2.42%	杨洋、胡冰卿、陈翔、白敬亭、赵圆瑗、吴磊
美丽的秘密	当代都市	湖南卫视、东南卫视、芒果 TV、乐视等	2015 年	3.98%	宋茜、何润东、魏千翔
十五年等待候鸟	当代都市	湖南卫视、芒果 TV	2016 年	0.67%	张若昀、孙怡、邓伦
旋风少女第二季	当代都市	湖南卫视、芒果 TV	2016 年	1.58%	池昌旭, 陈翔, 安悦溪, 吴磊, 谭松韵

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

IP 储备丰富, 作品定位契合市场。自成立以来, 观达影视一直注重版权资源的储备, 目前观达影视储备的小说改编权和原创策划项目数量足够自身开发 3-4 年:

- 1) 已确定的联合拍摄项目有安宁的小说《温暖的弦》、电影版《旋风少女》;
- 2) 已获得的电视剧改编权包括酒小七的小说《隔壁那个饭桶》和《浪花一朵朵》、盈风的小说《约会黑色盛装骑士》;
- 3) 已达成购买意向的电视剧改编权包括明晓溪的《旋风少女》系列第三季和第四季;
- 4) 正在策划和创作的储备作品包括《超感恋人》、《玄天战士》、《幸福的意外》、《篮球兄弟》等。

表 7: 观达影视 IP 储备

作品名称	作者	许可内容	许可期限	许可方式
《十五年等待候鸟》	盈风	电影、网络剧、电视剧、周播栏目改编权	2014 年 6 月 21 日起七年	独家
《旋风百草 (1-4 部)》	明晓溪	改编拍摄电视剧《旋风少女》第二季	2015 年 8 月 31 日-2017 年 1 月 31 日	独家
《旋风少女》	明晓溪	电影剧本改编权、摄制语言为中文的电影摄制权	2015 年 9 月 5 日-2018 年 9 月 4 日	独家
《约会黑色盛装骑士》	盈风	电影、网络剧、电视剧、周播栏目改编权	2016 年 3 月 14 日起 7 年	独家
《隔壁那个饭桶》	酒小七	影视剧、游戏、动画、舞台剧、广播剧等其他形式的完全著作权	2016 年 5 月 15 日至 2022 年 5 月 14 日	独家

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

主创团队出自克顿传媒, 经验丰富、发行预售能力强。观达影视的核心主创团队由周丹、沈璐和严俊杰三人组成, 三位团队成员均有 10 年以上的影视行业从业经历, 具有丰富的专业经验。观达影视的创始管理团队于 2011 年起负责独立运作克顿传媒子公司好剧影视, 至 2012 年, 好剧影视的盈利水平已达到 4100 万以上。可见, 观达影视的创始管理层团队具有完整的“创意策划-剧本创作-拍摄制作-宣传发行”业务实力, 也具备独立运作且在 2-3 年内将影视公司培养做大的实力, 这也是观达影视成立并迅速成长的重要基础。观达影视已与湖南卫视、浙江卫视、福建东南卫视、广东卫视等各省级电视台在内的数十家电视剧播出机构和优酷土豆、乐视网等网络视频新媒体企业建立了合作关系, 形成了较为完整的电视剧发行网络。强大的发行和预售能力确保观达影视规避了电视剧作品最重要的销售风险, 在客户端则积攒了良好的口碑, 将双方的战略合作引入良性循环, 同时, 作品的预售带来了预收账款, 保障了观达影视现金流的稳定。

影视剧制作精良，单集价格呈上涨趋势。近年来，国内影视剧行业发展迅速，市场容量不断增加，行业产值屡创新高，电视剧精品大剧的每集销售单价水涨船高。根据《2015 腾讯娱乐白皮书》的年度统计，卫视购买精品大剧单集价格 2014 年为 200 万至 300 万元，2015 年则基本在 240 万至 300 万，价格小幅上升。与此同时，视频网站的单集购买价格从 2014 年的 150 万上涨到 2015 年的 300 万至 350 万，增长 217%。自成立以来，观达影视深耕精品剧制作，先后推出《旋风少女》、《美丽的秘密》、《十五年等待候鸟》三部精品剧，平均收视率均超过 1%、单集收入基本都在 200-300 万区间。我们认为，观达影视制作水平精良、定位精准、主创团队经验丰富，预测未来单集价格会持续上涨。

表 8：精品剧版权价格

年度	电视剧名称	单价 (万/集)		
		电视版权	网络版权	合计
2012 年	《甄嬛传》	95	25	120
2013 年	《武媚娘传奇》	338	82	420
2014 年	《琅琊榜》	335	145	480
2015 年	《半月传》	620	190	810
未开播	《如懿传》	600	900	1500
电视剧单集销售价格累计涨幅				1150%

数据来源：公司公告，西南证券整理

深耕周播剧，加强与主流卫视合作。经过数年的培育，周播剧场已进入爆发期，通过不同的播放形式，使观众获得了更丰富的电视剧观看体验，也培育了一批新的电视剧受众，带动了电视剧市场的创新和繁荣。周播剧的战略地位凸显，价值有待不断挖掘，俨然成为各大卫视新的竞争领域。湖南卫视在经历数年的尝试后，2015 年周播电视剧《花千骨》横空出世，短时间内成为现象级作品。自成立以来，观达影视着力开发周播栏目这一细分市场，通过两年的成功运作，与湖南卫视形成了紧密的合作，双方将来还会就周播栏目进行深入的合作。观达影视已与芒果影视文化有限公司签订委托定制合作框架协议，至 2020 年 12 月 31 日，观达影视为芒果影视文化有限公司制作不少于 8 部或 200 集（每集 45 分钟）影视节目，其中每年制作不少于 1 部或不少于 40 集影视节目。同时，观达影视与优酷土豆、乐视网等在线视频服务企业也保持着良好的业务合作。

3.4 标的发挥协同效应，泛内容格局初现

公司外延布局涵盖业务同处于文化传媒产业链上下游，交易完成后，可以通过上市公司平台对各标的公司进行整合，充分发挥协同效应，以增加公司的服务内容，为商业品牌客户提供多维度、全方位的营销服务，提升公司客户粘性，同时也提高了上市公司在争取客户时的比稿竞争力，从而增强公司在行业中的整体竞争力。

图 24：并购标的协同效应


数据来源：公司公告，西南证券整理

IP 资源方面：掌维科技的主营业务包括数字阅读业务和版权衍生业务，目前掌维科技已拥有丰富的、优质的网络文学 IP 资源，并已开始基于该等优质 IP 资源开展衍生业务。收购完成后，掌维科技可以为观达影视的电视剧制作业务、科翼传播的内容制作业务等提供优质 IP 内容，并由观达影视、科翼传播对相关优质 IP 进行衍生开发，极大地提高了优质 IP 的商业变现能力。

客户资源方面：观达影视主要从事电视剧的策划、制作与发行业务，致力于创作观众喜爱的“青春女性品牌剧”，在青春题材市场日益火爆的背景下，由观达影视所制作的《旋风少女》、《美丽的秘密》、《十五年等待候鸟》等青春品牌剧在国内影视市场尤为亮眼。同时，科翼传播已经进入“互联网+娱乐制作”领域，积极参与到互联网综艺制作中，目前主要专注于网络原生内容的研发、制作和投资。收购完成后，观达影视、科翼传播可以充分利用上市公司的商业品牌客户资源，在观达影视拍摄的青春影视剧或科翼传播制作的网络综艺中植入大量的商业品牌，实现上市公司客户商业品牌价值的最大化，提升上市公司的客户服务能力。

媒体资源方面：科翼传播作为国内内容整合营销领域的领先企业，拥有一定的行业地位和市場影响力，在综艺节目及影视剧营销领域，形成以浙江卫视、东方卫视、江苏卫视等国内众多强势媒体为主的客户群体；同时，观达影视主要从事电视剧的策划、制作与发行业务，与湖南卫视、浙江卫视、江苏卫视、东方卫视等各省级电视台在内的数十家电视剧播出机构建立了良好的合作关系。收购完成后，一方面，科翼传播可以利用其在影视剧宣发领域的优势对观达影视剧作品进行网络推广，以扩大观达影视制作的影视剧影响力；另一方面，将进一步加强上市公司与国内主流地方卫视媒体的业务合作，增强公司在与地方卫视媒体业务合作中的话语权。

3.5 设立并购基金，加快外延发展

公司出资 3000 万元与浙江复聚投资联合发起文化产业并购基金，投资于互联网广告传播、营销推广、内容制作、传播媒体等企业，挖掘合适的并购标的，加快整合行业资源。此外，公司拟出资 5000 万元设立浙江文化产业成长基金，重点投资于与新媒体相结合的 TMT 领域，如新媒体平台、移动互联网、在线教育、云计算等，进一步加强对新行业、新热点优秀企业的扶持，实现新产业集群的新生态。

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 数字营销行业市场规模三年维持 20% 以上稳定增速, 整体广告市场行业市场规模保持稳定;

假设 2: 非公开发行业务正常推进 (2017 年 1 月 18 日获得证监会正式批复), 上半年完成;

假设 3: 公司三费率无明显变化。

盈利预测:

我们按照业务板块对公司进行盈利预测:

1) 传统广告业务, 2016-2018 年有所下滑, 营收增速在 -10% 左右, 毛利率维持在 10%-12% 之间;

2) 互联网广告业务, 在收购爱德康赛以及控股智海扬涛之后, 营收呈现快速增长态势, 2016-2018 年增速分别为 480%、30%、25%, 毛利率稳定在 10%;

3) 内容相关业务, 在完成对观达影视、掌维科技收购后营收和毛利率有望大幅提振, 2016-2018 年营收增速分别为 90%、40%、25%, 毛利率分别为 15%、28%、30%。

我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表:

表 9: 分业务收入及毛利率

单位: 万元		2015A	2016E	2017E	2018E
传统广告业务	收入	176624.1	157072.5	140820.1	127324.4
	增速	-17.9%	-11.1%	-10.3%	-9.6%
	毛利率	10.9%	12.4%	10.5%	10.9%
互联网广告业务	收入	16376.2	94981.9	123476.5	154345.6
	增速	228.0%	480.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%
内容相关业务	收入	56372.3	107107.4	149950.4	187438.0
	增速	379.5%	90.0%	40.0%	25.0%
	毛利率	12.1%	15.0%	28.0%	30.0%
合计	收入	249372.6	359161.8	414247.0	469108.0
	增速	15.9%	44.0%	15.3%	13.2%
	毛利率	11.2%	12.5%	16.7%	18.2%

数据来源: 公司公告, 西南证券

5 风险提示

营销行业政策或收紧、广告行业增速下滑风险、标的业绩承诺或无法实现的风险、商誉价值的风险、各板块之间整合协同或不及预期、核心人员流失的风险、募投项目未能达到预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2493.73	3591.62	4142.47	4691.08	净利润	88.80	143.40	297.68	395.09
营业成本	2205.32	3141.29	3451.47	3835.74	折旧与摊销	4.55	2.62	2.77	3.63
营业税金及附加	1.61	3.36	3.47	4.09	财务费用	0.48	4.22	4.88	5.91
销售费用	76.82	104.58	122.14	138.32	资产减值损失	-6.01	0.58	0.00	0.00
管理费用	103.04	140.93	162.76	184.64	经营营运资本变动	77.77	-244.09	-194.82	-145.17
财务费用	0.48	4.22	4.88	5.91	其他	145.66	10.06	5.50	0.00
资产减值损失	-6.01	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	311.25	-83.22	116.01	259.46
投资收益	1.70	-10.64	-5.50	0.00	资本支出	-392.75	0.00	0.00	-13.23
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	28.18	-10.64	-5.50	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-364.57	-10.64	-5.50	-13.23
营业利润	114.18	186.03	392.26	522.38	短期借款	0.00	285.91	-285.91	0.00
其他非经营损益	4.58	4.85	4.73	4.73	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	118.76	190.88	396.98	527.11	股权融资	104.15	0.00	1632.59	0.00
所得税	29.96	47.48	99.30	132.02	支付股利	-13.20	-30.92	-49.93	-103.64
净利润	88.80	143.40	297.68	395.09	其他	-22.73	-26.59	-4.88	-5.91
少数股东损益	0.47	0.75	1.56	2.07	筹资活动现金流净额	68.21	228.40	1291.88	-109.55
归属母公司股东净利润	88.33	142.65	296.12	393.01	现金流量净额	14.89	134.55	1402.38	136.67
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	224.62	359.16	1761.55	1898.22	成长能力				
应收和预付款项	872.17	1216.04	1450.73	1667.60	销售收入增长率	15.95%	44.03%	15.34%	13.24%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	25.42%	62.93%	110.86%	33.17%
其他流动资产	158.83	153.10	205.67	221.92	净利润增长率	24.23%	61.49%	107.59%	32.72%
长期股权投资	7.50	7.50	7.50	7.50	EBITDA 增长率	32.53%	61.78%	107.35%	33.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	10.72	9.40	7.93	18.83	毛利率	11.57%	12.54%	16.68%	18.23%
无形资产和开发支出	399.01	398.25	397.50	396.74	三费率	7.23%	6.95%	7.00%	7.01%
其他非流动资产	20.54	19.99	19.44	18.90	净利率	3.56%	3.99%	7.19%	8.42%
资产总计	1693.38	2163.44	3850.32	4229.72	ROE	9.54%	13.74%	10.18%	12.29%
短期借款	0.00	285.91	0.00	0.00	ROA	5.24%	6.63%	7.73%	9.34%
应付和预收款项	513.94	599.80	691.92	778.79	ROIC	9.62%	12.63%	20.81%	23.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.78%	5.37%	9.65%	11.34%
其他负债	248.37	234.18	234.50	235.59	营运能力				
负债合计	762.31	1119.89	926.43	1014.38	总资产周转率	1.73	1.86	1.38	1.16
股本	88.29	285.87	342.12	342.12	固定资产周转率	614.56	1006.34	1090.34	428.44
资本公积	420.98	223.41	1799.75	1799.75	应收账款周转率	3.30	4.43	3.94	3.77
留存收益	500.96	612.69	858.89	1148.26	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	927.93	1039.66	2918.45	3207.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.94%	—	—	—
少数股东权益	3.13	3.89	5.45	7.53	资本结构				
股东权益合计	931.07	1043.55	2923.90	3215.34	资产负债率	45.02%	51.76%	24.06%	23.98%
负债和股东权益合计	1693.38	2163.44	3850.32	4229.72	带息债务/总负债	0.00%	25.53%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.32	1.92	4.84	4.77
					速动比率	2.32	1.92	4.84	4.77
					股利支付率	14.94%	21.67%	16.86%	26.37%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.50	1.04	1.37
					每股净资产	3.26	3.65	10.23	11.25
					每股经营现金	1.09	-0.29	0.41	0.91
					每股股利	0.05	0.11	0.17	0.36
业绩和估值指标									
EBITDA	119.21	192.86	399.90	531.92					
PE	86.02	53.27	25.66	19.33					
PB	8.16	7.28	2.60	2.36					
PS	3.05	2.12	1.83	1.62					
EV/EBITDA	17.86	38.94	18.30	13.50					
股息率	0.17%	0.41%	0.66%	1.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn