

思美传媒 (002712)

业绩符合预期，三驾马车齐头并进，外延收购红利释放

买入（维持）

事件：2016 年公司实现营业总收入 38.22 亿元，较去年同期增长 53.25%，实现归属于上市公司股东净利润为 1.42 亿元，较去年同期增长 60.25%；销售费用 1.07 亿，同比增长 39.07%，管理费同比增长 31.23%，达到了 1.35 亿，二者增长主要是因为完成对爱德康赛收购，并表所致；财务费用 0.46 亿，同比减少 99.03%，主要是报告期应收账款的收回。2017 年一季度实现营收 7.04 亿元，同比增长 2.2%，实现归母净利 0.53 亿，同比增长 125%。

投资要点：

- **业绩符合市场预期，外延并购红利释放。**2016-2017 年公司陆续完成对科翼传播（内容营销）、爱德康赛（SEM）、观达影视（内容）、掌维科技（内容）100%股权和智海扬涛（营销）60%股权收购，2016 年公司实现营业总收入为 38.22 亿元，较去年同期增长 53.25%，实现归属于上市公司股东净利润为 1.42 亿元，较去年同期增长 60.25%，各业务综合毛利率 11.09%；2017 年一季度实现营收 7.04 亿元，同比增长 2.2%，实现归母净利 0.53 亿，同比增长 125%，净利增速较大，外延收购红利释放初显。
- **三驾马车齐头并进，“电视广告营销+内容营销+数字营销”格局形成。**公司以电视广告业务起家，自收购科翼传播、爱德康赛布局内容营销和数字营销后，目前已形成电视广告+内容营销+互联网广告三支柱为主的多渠道广告业务构成。2016 年电视广告业务实现收入 12.04 亿元，占比仍超过 30%；内容及内容营销收入 11.3 亿元，同比增长超过 100%，占比 30%；互联网广告方面由于并表爱德康赛，实现收入 12.61 亿元，同比增长 670.3%，占比 33%。公司外延并购红利初显，净利增长亮眼，“电视广告营销+内容营销+数字营销”三支柱业务格局基本成形。
- **整合优质标的，打通泛内容产业链，各业务协同红利可期。**公司积极拓展内容营销业务并战略布局新媒体营销及内容制作，相继收购科翼传播、爱德康赛、观达影视、掌维科技 100%股权和智海扬涛 60%股权，整合多家优质标的资源，以传统电视广告为基石，左手数字营销，右手内容营销，布局多领域，打通“IP 版权+内容制作+宣发+营销”泛内容产业链，各子公司之间的客户资源和业务的协同优势逐步体现，贡献业绩稳步增长，未来外延红利还将进一步释放。
- **投资建议** 我们预计内生增长和外延并购促使业绩释放，预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.36 亿、4.35 亿、5.47 亿，摊薄后 EPS 分别为 1.06、1.37、1.73，对应当前股价 PE 分别为 26.4、20.4、16.2。“内容+营销”战略持续推进，看好公司长期发展前景，维持买入评级。
- **风险提示：**电视广告增速下滑；行业竞争加剧；协同效应不佳。

2017 年 4 月 27 日

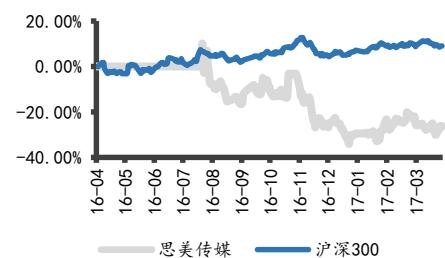
证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0600516070001

联系电话：021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.05
一年最低价/最高价	24.06/42.50
市净率	3.79
流通 A 股市值(亿)	44.36

基础数据

每股净资产(元)	7.41
资产负债率	41.59%
总股本(百万股)	317
流通 A 股(百万股)	158

相关研究

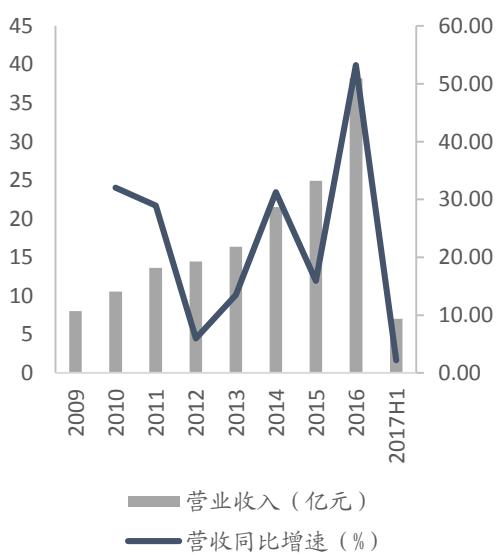
- 《内容为王，打造一站式整合营销服务，加速布局泛娱乐产业链》

1. 思美传媒：业绩基本符合预期，外延收购红利释放

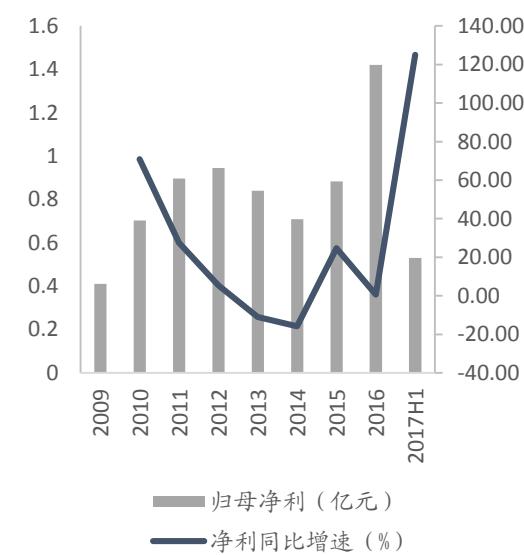
思美传媒 2000 年成立于杭州，以浙江省电视媒介代理服务起家，逐步开拓全国性电视广告代理市场，业务范围辐射浙江、江苏、上海、北京、广州等地。公司于 2014 年上市，2015 年涉足内容营销领域，并于 2016-2017 年陆续完成对科翼传播（内容营销）、爱德康赛（SEM）、观达影视（内容）、掌维科技（内容）100% 股权和智海扬涛（营销）60% 股权收购，发力“电视广告营销+内容营销+数字营销”，打通“IP 版权+内容制作+宣发+营销”泛内容产业链。

2016 年公司实现营业总收入为 38.22 亿元，较去年同期增长 53.25%，实现归属于上市公司股东净利润为 1.42 亿元，较去年同期增长 60.25%，各业务综合毛利率 11.09%；2017 年一季度实现营收 7.04 亿元，同比增长 2.2%，实现归母净利 0.53 亿，同比增长 125%，净利增速较大，外延收购红利释放初显。

图表 1：2012-2017 年 H1 公司营收变化



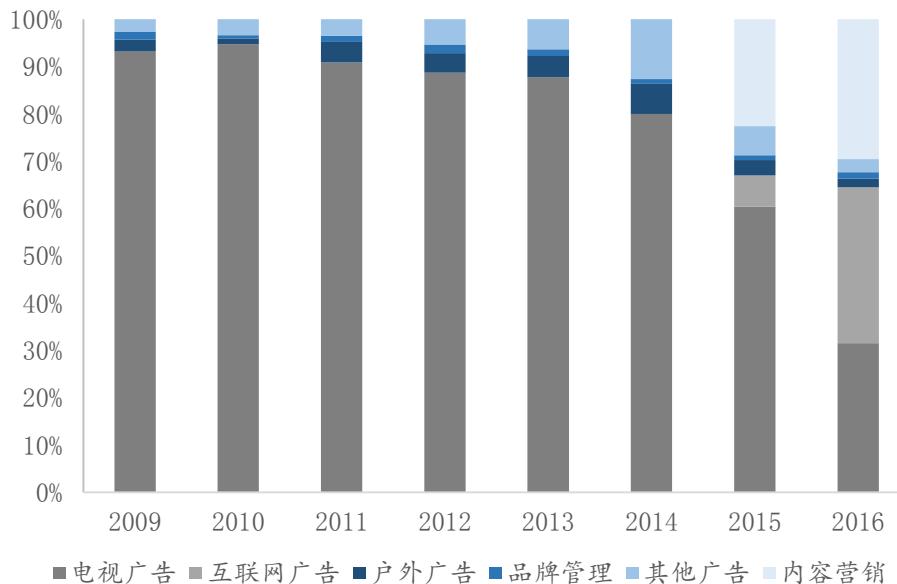
图表 2：2012-2017 年 H1 公司净利变化



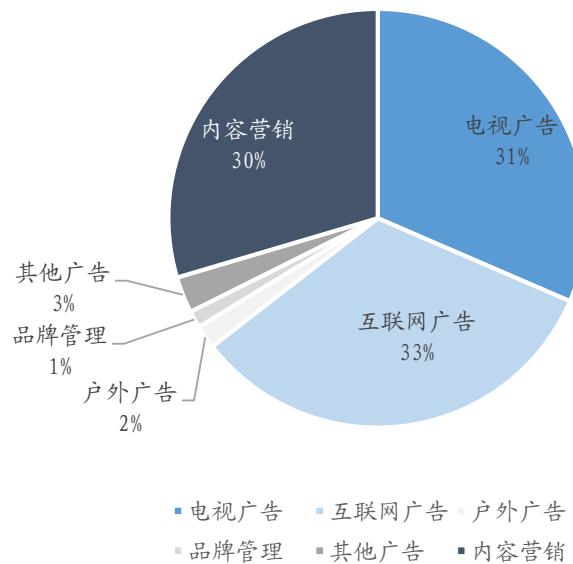
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

主营业务方面，公司以电视广告业务起家，自收购科翼传播、爱德康赛布局内容营销和数字营销后，目前已形成电视广告+内容营销+互联网广告三支柱为主的多渠道广告业务构成。2016 年电视广告业务实现收入 12.04 亿元，占比仍超过 30%；内容及内容营销收入 11.3 亿元，同比增长超过 100%，占比 30%；互联网广告方面由于并表爱德康赛，实现收入 12.61 亿元，同比增长 670.3%，占比 33%；户外广告业务进行了调整，收入达 0.7 亿元，同比有所下降，但毛利率有所提升；品牌管理业务收入 0.5 亿元，同比增长 96%，其他广告业务收入 0.11 亿元，同比减少 30%。

图表 3：公司主营构成变化

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：公司 2016 年主营构成

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

费用方面，2016年公司销售费用1.07亿，同比增长39.07%，管理费同比增长31.23%，达到了1.35亿，二者增长主要是因为完成对爱德康赛收购，并表所致；财务费用0.46亿，同比减少99.03%，主要是报告期应收账款的收回。

整体来看，公司外延并购红利初显，净利增长亮眼，“电视广告营销+内容营销+数字营销”三支柱业务格局基本成形。

2. 整合优质标的，打通泛内容产业链，各业务协同红利可期

2010年至2014年，由于受到新媒体冲击，公司电视代理业务利润增速放缓，2015年以来公司在原有传统营销业务基础上，积极拓展内容营销业务并战略布局新媒体营销及内容制作，相继收购科翼传播、爱德康赛、观达影视、掌维科技100%股权和智海扬涛60%股权，打通“IP版权+内容制作+宣发+营销”泛内容产业链。

图表 5：思美传媒外延收购历程



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1) 传统电视广告业务稳健，手握多家省级卫星频道资源。公司深耕多年电视广告营销，整合浙江卫视、东方卫视、湖南卫视、江苏卫视、北京卫视五大省级电视台卫星频道资源，2016年电视广告业务实现收入12.04亿元，占比有所下降，但仍超过30%，是公司整合营销体系不可或缺的一环。

2) 收购科翼传播，整合客户资源，布局内容及内容营销。2015年12月公司收购科翼80%股权，2017年3月完成剩余20%股权收购。科翼传播深耕多年内容营销，是四季《中国好声音》和《中国新歌声》的唯一娱乐整合营销服务提供商，并为《奔跑吧兄弟》、《欢乐喜剧人》、《极限挑战》等现象级综艺提供宣发服务，和多家一线卫视、新媒体平台形成深度合作，并积累了上海大众、可口可乐等广告客户资源，此外依托强大的宣发能力，科翼已切入网综制作领域。科翼传播承诺2016-18年各年考核实现的净利润分别不少于人民币3350万元/4020万元/4824万元。

图表 6：科翼传播三大业务

	项目
内容宣发	《奔跑吧兄弟》(4季)、《中国好声音》(4季)、《欢乐喜剧人》(2季)、《极限挑战》(2季)、《龙门镖局》、《明若晓溪》、《蜀山战纪》、《煎饼侠》等

				
广告营销	中国好声音1-4季	中国新歌声	奔跑吧兄弟1-4季	爸爸回来了
内容制作	《燃卡100天》、《魅力野兽》、《有料》、《剧透》、《oh my思密达》			

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3) 收购爱德康赛，延伸数字营销。爱德康赛目前是百度认证五星级代理商之一（共17家）、360教育行业核心代理商，并和搜狗、神马搜索建立了稳定的业务合作关系，有着较高的市场知名度和营销力。公司2016年初完成收购拥有多年搜索引擎营销服务经验的爱德康赛，拓宽现有互联网营销服务业务领域，提升网络营销技术实力。爱德康赛承诺2016-18年各年考核实现的净利润分别不少于人民币2700万元/3510万元/4563万元。

4) 收购掌维科技，储备优质IP。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。在泛内容产业链形成后，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，极大的提高了优质IP的商业变现能力。掌维科技承诺2016-18年各年考核实现的净利润分别不少于人民币3600万元/4400万元/5500万元。

5) 收购观达影视，储备优质IP和知名艺人，发力内容制作。2017年3月公司正式完成对观达影视的收购，观达在作品发行、战略关系、人才合作、IP储备等方面可圈可点，未来优秀作品可期。观达影视致力于创作“青春女性品牌剧”，具有十余年的丰富经验，曾出品如《旋风少女》、《美丽的秘密》、《十五年等待候鸟》和《球爱酒吧》等热播电视剧。2017年继《因为遇见你》之后将推出的电视剧《浪花一朵朵》和《超感恋人》能够带来的业绩同样可期。观达16-18年对赌业绩为6200/8060/10075万元，未来预计将持续为思美创造稳定的高业绩。

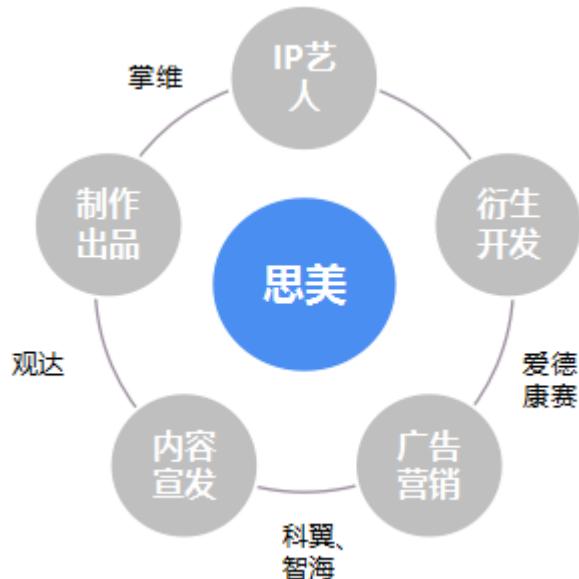
图表 7: 观达影视 IP 储备

作品名称	作者	许可方	许可内容	许可期限	许可方式
十五年等待候鸟	盈风	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)	明晓溪	上海明若影视文化工作室	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	上海明若影视文化工作室	电影剧本改编权、摄制语言为中文的电影(单片)摄制权	2015年9月5日-2018年9月4日	独家
旋风少女(1-4)	明晓溪	栗剑	手机游戏改编权	2015年2月1日-2017年1月31日	独家
约会黑色盛装骑士	盈风	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	崔燕冬	影视剧、游戏、动画、舞台剧、广播剧等其他形式的完全著作权(复制权、改编权、摄制权等)	2016年5月15日至2022年5月14日	独家

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

6) 收购智海扬涛 60% 股权，加码内容+营销。智海扬涛主要向汽车和快消等行业知名品牌客户提供基于数字的整合营销服务，主要服务品牌包括江铃汽车旗下全顺、新全顺、途睿欧三款车品牌及康师傅等。此次收购将补全公司在汽车领域的线上营销版图，结合公司存量汽车客户和线下服务能力，后续将大举开展汽车领域线上线下互动营销。掌维科技承诺 2016-18 年各年考核实现的净利润分别不少于人民币 1250 万元/1560 万元/1950 万元。

图表 8: 思美传媒打通泛内容产业链



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司整合多家优质标的资源，以传统电视广告为基石，左手数字营销，右手内容营销，布局多领域，打通泛内容产业链，各子公司之间的客户资源和业务的协同优势逐步体现，贡献业绩稳步增长，未来外延红利还将进一步释放。

3. 投资建议

我们预计内生增长和外延并购促使业绩释放，预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.36 亿、4.35 亿、5.47 亿，摊薄后 EPS 分别为 1.06、1.37、1.73，对应当前股价 PE 分别为 26.4、20.4、16.2。“内容+营销”战略持续推进，看好公司长期发展前景，维持买入评级。

图表 9：公司盈利预测

财务摘要 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入 (百万元)	3821.74	5702.61	7452.39	9315.49
同比%	53.25%	49.22%	30.68%	25.00%
净利润 (百万元)	141.55	335.89	434.58	547.08
同比%	60.25%	137.29%	29.38%	25.89%
每股净收益 (元)	0.447	1.061	1.373	1.728

资料来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

电视广告增速下滑；行业竞争加剧；协同效应不佳。

资产负债表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,745.1	2,748.4	2,936.5	3,908.2	营业收入	3,821.7	5,702.6	7,452.4	9,315.5
货币资金	557.0	57.0	691.6	93.2	营业成本	3,398.0	5,006.1	6,581.9	8,242.4
应收和预付款项	964.8	2,468.1	2,021.5	3,591.8	营业税金及附加	4.1	6.2	8.1	10.1
存货	-	-	-	-	营业费用	106.8	172.0	223.6	279.5
其他流动资产	223.3	223.3	223.3	223.3	管理费用	135.2	229.3	298.1	372.6
非流动资产	792.7	780.1	767.5	767.5	财务费用	0.0	-49.9	-102.4	-151.0
长期股权投资	114.0	114.0	114.0	114.0	资产减值损失	-2.6	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	3.1	-	-	-
固定资产和在建工程	6.1	6.1	6.1	6.1	其他经营损益	12.7	12.7	12.7	12.7
无形资产和开发支出	646.8	646.8	646.8	646.8	营业利润	183.3	341.9	446.1	564.9
其他非流动资产	25.8	13.2	0.6	0.6	利润总额	195.9	354.6	458.8	577.5
资产总计	2,537.8	3,528.6	3,704.0	4,675.8	所得税	46.5	-	-	-
流动负债	770.8	1,464.2	1,254.8	1,742.2	净利润	149.4	354.6	458.8	577.5
短期借款	-	528.7	-	296.3	少数股东损益	7.9	18.7	24.2	30.5
应付和预收款项	770.8	935.5	1,254.8	1,446.0	归属母公司股东净利润	141.6	335.9	434.6	547.1
长期借款	-	-	-	-	EBIT	195.9	361.7	464.4	576.6
其他负债	247.6	247.6	247.6	247.6	EBITDA	203.6	374.3	477.0	576.6
负债合计	1,018.3	1,711.7	1,502.4	1,989.8	ROIC (%)	17.6%	34.9%	19.3%	35.6%
股本	285.9	285.9	285.9	285.9	ROE (%)	9.4%	18.8%	20.2%	21.0%
资本公积	594.4	594.4	594.4	594.4	毛利率 (%)	11.1%	12.2%	11.7%	11.5%
留存收益	628.2	906.9	1,267.5	1,721.4	EBIT Margin (%)	5.1%	6.3%	6.2%	6.2%
归属母公司股东权益	1,508.5	1,787.2	2,147.7	2,601.7	销售净利率 (%)	3.9%	6.2%	6.2%	6.2%
少数股东权益	11.0	29.7	53.9	84.3	资产负债率 (%)	40.1%	48.5%	40.6%	42.6%
股东权益合计	1,519.4	1,816.8	2,201.6	2,686.0	收入增长率 (%)	53.3%	49.2%	30.7%	25.0%
负债和股东权益合计	2,537.8	3,528.6	3,704.0	4,675.8	净利润增长率 (%)	68.3%	137.3%	29.4%	25.9%
					P/E	62.7	26.4	20.4	16.2
					P/B	5.9	5.0	4.1	3.4
					EV/EBITDA	36.9	22.9	15.6	14.6

资料来源：wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：**行业投资评级：**

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>