

营销版图扩大，并表增厚利润

投资要点

- 事件:**公司发布2017半年度报告，2017上半年实现营业收入18.04亿元，同比减少1.4%，实现归母净利润1.35亿元，同比增长128.9%，达业绩预告上限，实现归母扣非净利润1.30亿元，同比增长163.5%。公司同时公告2017年1-9月的业绩预计，2017年1-9月归母净利润变动区间为1.61-2.12亿元，同比变动60%-110%。
- 电视广告业务营收下滑，互联网广告业务保持高增长，智海扬涛并表拉动品牌管理业务营收大幅增长。**1) **电视广告:**2017H1，电视广告实现营收4.93亿元，同比减少30.6%。虽广告主减少了对电视广告的投放，但电视广告仍是重要的营销传播形式。2) **互联网广告:**2017H1，互联网广告实现营收6.94亿元，同比增长48.6%，互联网视频投放、搜索引擎营销成为增长点，客户涉及汽车、快销品、医药、金融等行业。3) **品牌管理:**2017H1，公司完成了对智海扬涛60%股份的收购，品牌管理业务实现营收7763万元，同比大幅增长329.1%。
- 内容及内容营销版图扩大，高毛利率提升公司整体盈利能力。**2017上半年，公司完成了对掌维科技100%股权、观达影视100%股权、科翼传播剩余20%股权的收购，进一步扩大了内容及内容营销业务的版图。2017H1实现内容及内容营销业务收入4.81亿元，由于收购标的的毛利率较高，2017H1该项业务毛利率达33.2%，同比提升18个百分点，带动公司整体毛利率提升到17.4%，同比提升5.6个百分点。**内容方面:**公司首次试水台综，与浙江卫视共同出品自制综艺《真星话大冒险》；观达影视出品的《因为遇见你》平均收视率高达1.93%，获2017上半年收视亚军。**内容营销方面:**公司继续向客户提供《挑战者联盟》、《二十四小时》、《王牌对王牌》、《梦想的声音》等爆款综艺的内容营销服务。
- 总经理增持，公司信心可鉴。**公司总经理于7月25日和26日，在二级市场合计增持公司股份24.2万股，增持金额超500万元，显示出对公司未来发展的坚定信心。
- 盈利预测与投资建议。**2017/2018年行业平均估值水平为25倍/20倍，考虑到公司2017上半年完成4家子公司的收购带来的协同效应，以及公司内容领域业务的高速增长，给予公司2017年30倍估值，持续看好公司，目标价27.6元，维持“买入”评级。
- 风险提示:**收购标的业绩实现或不达承诺；并购整合风险；传媒行业政策风险。

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)	3.17
流通A股(亿股)	1.63
52周内股价区间(元)	18.47-36.8
总市值(亿元)	68.41
总资产(亿元)	42.21
每股净资产(元)	7.68

相关研究

- 思美传媒(002712): 一站式整合营销扬帆起航 (2017-02-09)

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3821.74	4923.83	5831.23	6947.27
增长率	53.25%	28.84%	18.43%	19.14%
归属母公司净利润(百万元)	141.55	290.74	376.22	484.31
增长率	60.25%	105.39%	29.40%	28.73%
每股收益EPS(元)	0.45	0.92	1.19	1.53
净资产收益率ROE	9.84%	17.07%	18.58%	19.87%
PE	48	24	18	14
PB	4.54	3.86	3.27	2.74

数据来源: Wind, 西南证券

关键假设：

公司的主要业务可以拆分为互联网广告、电视广告、户外广告、内容营销和品牌管理等。

假设 1：互联网广告业务：考虑公司互联网广告业务 2015 年开始起步，目前正处于快速发展时期，预计公司互联网广告业务发展的增速高于互联网广告的行业增速（2017H1 增速为 14.5%），毛利率维持 9%。

假设 2：电视广告业务：受有线电视用户数自 2016 年四季度开始出现负增长的影响，预计公司 2017-2019 年该项业务增速与行业同步下滑，毛利率维持 10%。

假设 3：内容营销：由于掌维科技、观达影视、科翼传播的业务毛利率较高，预计公司内容营销业务的毛利率将上升至 25%。

假设 4：品牌管理：由于智海扬涛品牌管理业务的毛利率与公司原有的品牌管理业务相比较低，预计公司品牌管理业务的毛利率将受此影响下滑至 15%。

表 1：分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
互联网广告	收入	1,262	1766.3	2296.2	2755.4
	增速	670.4%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
电视广告	收入	1,203	842.2	589.6	412.7
	增速	-20.1%	-30.0%	-30.0%	-30.0%
	毛利率	10.9%	10.0%	10.0%	10.0%
内容营销	收入	1,130	2034.3	2644.6	3438.0
	增速	100.5%	80.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	11.5%	25.0%	25.0%	25.0%
品牌管理	收入	50	150.4	195.5	254.2
	增速	95.8%	200.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	53.6%	15.0%	15.0%	15.0%
户外广告	收入	70	55.8	53.0	50.4
	增速	-14.6%	-20.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	9.0%	5.0%	5.0%	5.0%
其他广告	收入	107	74.8	52.3	36.6
	增速	-30.4%	-30.0%	-30.0%	-30.0%
	毛利率	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	3821.7	4923.8	5831.2	6947.3
	增速	53.3%	28.8%	18.4%	19.1%
	毛利率	11.1%	16.0%	16.6%	17.2%

数据来源：wind、西南证券

估值：

我们选取 A 股上市公司中主业为广告营销、影视的传媒公司进行对比，2017 年/2018 年行业平均估值水平为 25 倍/20 倍，考虑到公司 2017 上半年完成 4 家子公司的收购带来的协同效应，以及公司内容领域业务的高速增长，给予公司 2017 年 30 倍估值，持续看好公司，目标价 27.6 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300058.SZ	蓝色光标	7.54	0.37	0.46	0.56	20.48	16.50	13.37
300291.SZ	华录百纳	19.92	0.61	0.77	0.98	32.47	25.85	20.43
002027.SZ	分众传媒	9.11	0.44	0.52	0.61	20.56	17.46	14.99
002131.SZ	利欧股份	3.05	0.14	0.18	0.22	21.57	17.16	13.94
300251.SZ	光线传媒	8.79	0.30	0.36	0.44	29.39	24.13	20.07
均值						24.89	20.22	16.56

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3821.74	4923.83	5831.23	6947.27	净利润	149.44	306.93	397.17	511.28
营业成本	3397.99	4135.50	4864.64	5752.38	折旧与摊销	7.69	4.91	4.91	4.91
营业税金及附加	4.15	6.93	6.95	8.17	财务费用	0.00	62.58	65.31	68.98
销售费用	106.83	142.31	166.69	199.33	资产减值损失	-2.62	0.00	0.00	0.00
管理费用	135.22	184.54	218.20	257.74	经营营运资本变动	134.01	-330.45	-43.77	-151.29
财务费用	0.00	62.58	65.31	68.98	其他	102.56	-3.00	-3.00	-3.00
资产减值损失	-2.62	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	391.07	40.97	420.61	430.88
投资收益	3.09	3.00	3.00	3.00	资本支出	-235.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	32.63	3.00	3.00	3.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-202.87	3.00	3.00	3.00
营业利润	183.26	394.98	512.44	663.67	短期借款	0.00	61.43	-61.43	0.00
其他非经营损益	12.68	10.11	10.59	10.12	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	195.93	405.08	523.03	673.79	股权融资	428.54	0.00	0.00	0.00
所得税	46.50	98.15	125.86	162.52	支付股利	-14.30	-28.31	-58.15	-75.24
净利润	149.44	306.93	397.17	511.28	其他	-222.96	-187.79	-65.31	-68.98
少数股东损益	7.88	16.19	20.95	26.97	筹资活动现金流净额	191.28	-154.68	-184.89	-144.22
归属母公司股东净利润	141.55	290.74	376.22	484.31	现金流量净额	379.48	-110.71	238.73	289.66
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	603.09	492.38	731.11	1020.77	成长能力				
应收和预付款项	964.78	1528.15	1712.33	2025.29	销售收入增长率	53.25%	28.84%	18.43%	19.14%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	60.50%	115.53%	29.74%	29.51%
其他流动资产	223.31	287.71	340.73	405.94	净利润增长率	68.28%	105.39%	29.40%	28.73%
长期股权投资	113.99	113.99	113.99	113.99	EBITDA 增长率	60.18%	142.19%	25.99%	26.58%
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	6.11	5.33	4.55	3.77	毛利率	11.09%	16.01%	16.58%	17.20%
无形资产和开发支出	646.79	645.18	643.57	641.95	三费率	6.33%	7.91%	7.72%	7.57%
其他非流动资产	41.18	38.66	36.14	33.62	净利率	3.91%	6.23%	6.81%	7.36%
资产总计	2599.26	3111.40	3582.41	4245.33	ROE	9.84%	17.07%	18.58%	19.87%
短期借款	0.00	61.43	0.00	0.00	ROA	5.75%	9.86%	11.09%	12.04%
应付和预收款项	746.69	1025.74	1201.11	1406.00	ROIC	12.43%	22.92%	24.40%	27.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.00%	9.39%	9.99%	10.62%
其他负债	333.14	226.19	244.25	266.23	营运能力				
负债合计	1079.83	1313.36	1445.35	1672.23	总资产周转率	1.78	1.72	1.74	1.78
股本	285.87	316.65	316.65	316.65	固定资产周转率	739.58	861.10	1180.85	1670.72
资本公积	651.95	621.17	621.17	621.17	应收账款周转率	5.74	5.35	4.70	4.92
留存收益	628.21	890.64	1208.71	1617.78	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	1508.47	1770.90	2088.97	2498.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.94%	—	—	—
少数股东权益	10.96	27.15	48.09	75.06	资本结构				
股东权益合计	1519.42	1798.04	2137.06	2573.09	资产负债率	41.54%	42.21%	40.35%	39.39%
负债和股东权益合计	2599.26	3111.40	3582.41	4245.33	带息债务/总负债	0.00%	4.68%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	1.87	1.94	2.11	2.23
EBITDA	190.95	462.46	582.66	737.56	速动比率	1.87	1.94	2.11	2.23
PE	48.33	23.53	18.18	14.13	股利支付率	10.11%	9.74%	15.46%	15.54%
PB	4.54	3.86	3.27	2.74	每股指标				
PS	1.79	1.39	1.17	0.98	每股收益	0.45	0.92	1.19	1.53
EV/EBITDA	29.77	13.83	10.46	7.87	每股净资产	4.77	5.59	6.60	7.89
股息率	0.21%	0.41%	0.85%	1.10%	每股经营现金	1.24	0.13	1.33	1.36
					每股股利	0.05	0.09	0.18	0.24

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn