



构建大营销+泛内容的传媒生态圈

分析师: 滕文飞
Tel: 021-53686151
E-mail: tengwenfei@shzq.com
SAC 证书编号: S0870510120025

基本数据 (2017.11.15)

报告日股价 (元)	27.23
52 周内 A 股价格区间 (元)	18.00/36.80
总股本 (百万股)	316.56
无限售 A 股/总股本	51.52%
流通市值 (亿元)	44.41
每股净资产 (元)	7.90
PBR (X)	3.45

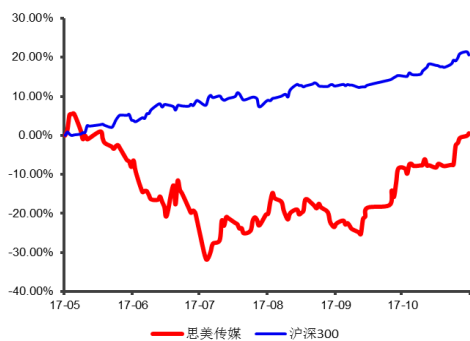
主要股东 (2017Q3)

朱明虬	41.56%
上海鹿捷企业管理咨询合伙企业	5.31%
昌吉州首创投资有限合伙企业	4.48%
余欢	3.07%
吴红心	2.98%

收入结构 (2017H)

媒介代理	73.35%
内容营销	26.65%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 投资摘要

实现“IP源头+内容制作+营销宣发”的产业化运营

思美传媒是中国壹级广告企业(综合服务类),为客户提供消费者调研、品牌管理、全国媒体策划及代理、广告创意设计、娱乐行销、公关推广活动、户外媒体运营、数字营销等全方位整合营销传播服务。公司近年来完成等多项并购,开始涉足内容制作与宣发、SEM服务、汽车数字整合营销等领域,与宝洁、上海家化、相宜本草、百事可乐、云南白药、中粮集团等知名品牌客户保持长期合作关系。2008年加入中国4A协会,2010年成为中国4A组织综合代理专业委员会第五届理事单位,2012年成为中国4A协会副理事长单位。

我们认为:(1)国内广告市场增速趋稳,互联网广告相比传统媒体板块有更高的增速及更好的发展前景,思美传媒近年逐渐削减传统媒体业务而在互联网广告等新型业务上逐渐发力,符合行业发展规律。(2)思美近些年完成的收购整合,可打通文化传媒产业链上下游,发挥协同效应,增加公司的服务内容,实现“IP源头+内容制作+营销宣发”的内容产业化运营,从而提升客户粘性和公司的整体竞争力。(3)公司因收购观达影视、科翼传播等涉足内容制作,相比于之前公司仅涉及营销来说,有利于提升公司整体估值。

■ 盈利预测

我们预计2017-2019年公司收入分别增长22.87%、24.84%、25.22%,归母净利润分别增长66.94%、44.24%、31.37%。按目前3.17亿股股本测算得到2017-2019年EPS分别为0.75元、1.08元和1.42元,对应的PE为36.31倍、25.21倍和19.18倍(股价为2017年11月14日收盘价27.23元/股)。同行业可比上市公司17、18年动态市盈率的中值分别为23.71倍、18.17倍,公司估值水平高于同行业可比上市公司的中值。首次给予“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险、行业监管带来的政策性风险、市场竞争加剧、收购整合风险等。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日	¥ 百万	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入		3821.74	4695.70	5862.27	7340.92
年增长率		53.25%	22.87%	24.84%	25.22%
归属于母公司的净利润		141.55	236.32	340.87	447.80
年增长率		60.25%	66.94%	44.24%	31.37%
每股收益 (元)		0.45	0.75	1.08	1.42
PE (X)		44.67	36.31	25.21	19.18

数据来源: wind, 上海证券研究所 (股价为 2017/11/14 收盘价)

目 录

一、公司概况	4
1.1 思美传媒：以媒介代理为主，打通娱乐产业链上下游	4
1.2 公司股权结构	5
1.3 财务分析：媒介代理为主，内容营销增长迅速	6
二、行业分析	8
2.1 广告行业总规模增速趋稳，内部结构发生变化	8
2.2 电视剧市场趋于饱和，对精品剧仍相对稀缺	10
2.3 汽车行业相关的广告市场空间巨大	10
三、公司分析	11
3.1 构建大营销+泛内容的“传媒生态圈”	11
3.2 IP 源头的布局：掌维科技	12
3.3 内容制作及宣发：观达影视、科翼传播	13
3.4 专注 SEM 服务：爱德康赛	17
3.4 汽车数字整合营销：智海扬涛	18
四、盈利预测	19
4.1 预测假设	19
4.2 投资逻辑及盈利预测	19

图

图 1 思美传媒发展历史	4
图 2 公司服务范围与内容	5
图 3 公司营业收入及增速	6
图 4 公司净利润及增速	6
图 5 公司占比最大的三项业务收入及增速	6
图 6 公司收入结构	6
图 7 公司期间费用率水平	7
图 8 公司毛利率及归母净利率水平 (%)	7
图 9 公司分业务毛利率水平	7
图 10 同行业主要上市公司综合毛利率比较	7
图 11 同行业主要上市公司流动资产周转率比较	8
图 12 同行业主要上市公司总资产周转率比较	8
图 13 中国广告行业市场规模及预测	8
图 14 全媒体广告刊例花费同比增幅	8
图 15 全国电视广告收入规模	9
图 16 中国网络广告&移动广告市场规模及预测	9
图 17 中国汽车销售统计	10
图 18 思美传媒服务的部分品牌	11
图 19 公司在文化传媒产业链上的布局	12
图 20 原创书殿网站主页	12
图 21 言情书殿网站主页	12
图 22 手机阅读产品具体业务流程如下（以中国移动为例）	13
图 23 科翼传播合作伙伴	15
图 24 科翼传播综艺节目、影视剧营销案例	15
图 25 科翼传播商业品牌整合营销案例	16
图 26 爱德康赛所处行业明细分类	17
图 27 SEM 产业链情况	17

表

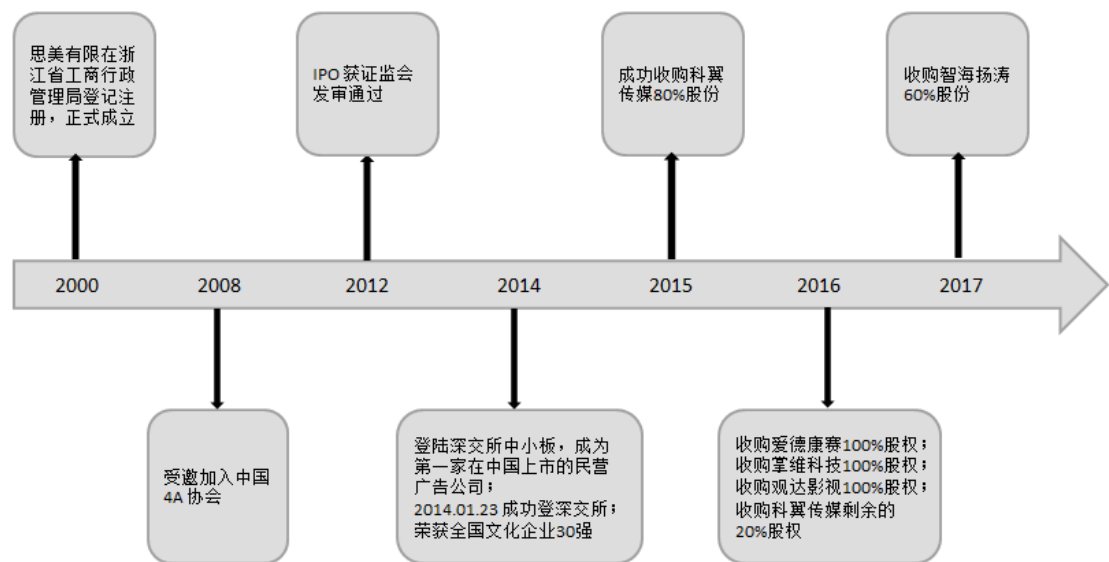
表 1 公司前十大流通股东情况（2017.9）	5
表 2 全国国产电视剧发行许可证颁发情况	10
表 3 原创书殿“道具分享”奖励分成方式	13
表 4 观达影视出品的部分剧目	13
表 5 观达影视未来年度销售收入预测情况（元）	14
表 6 公司主要网络自制综艺介绍	16
表 7 爱德康赛研发并已掌握的核心技术（2016.3）	18
表 8 智海扬涛服务范围	18
表 9 公司三表预测摘要（单位：百万元）	21

一、公司概况

1.1 思美传媒：以媒介代理为主，打通娱乐产业链上下游

思美传媒成立于2000年，为全国文化企业三十强，中国4A副理事长单位，于2014年1月23日在深交所中小板挂牌上市，是中国第一家在主板上市的民营广告公司。公司现有员工800余人，在北京、上海、广州、杭州均设有分公司，是一家在业内具有较强影响力的广告传媒集团。思美传媒近年来相继完成对科翼传媒、爱德康赛、掌维科技、观达影视、智海扬涛等多家公司的收购，旨在打通与主业相关的娱乐产业链上下游，通过并购完成全产业链生态建设。

图1 思美传媒发展历史



数据来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所

公司现在以“全景 精准 传播”为定位，业务范围包括消费者调研、品牌管理、全国媒体策划及代理、广告创意设计、内容娱乐行销、公关推广活动、户外媒体运营、数字营销等全方位整合营销服务。2016年，公司实现营业收入38.22亿元，其中媒介代理业务收入26.92亿元，营收占比70.43%；内容营销业务收入11.30亿元，占比29.57%。公司目前仍以媒介代理业务为主，但是内容营销业务增长迅速。

图 2 公司服务范围与内容



数据来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 公司股权结构

2017 年 9 月 30 日，公司前十大股东中，朱明虬先生持有思美传媒 131,573,433 股，占思美传媒总股本的 41.56%，为第一大股东；上海鹿捷企业管理咨询合伙企业持有 16,814,702 股，占总股本的 5.31%，为第二大股东。

表 1 公司前十大流通股股东情况（2017.9）

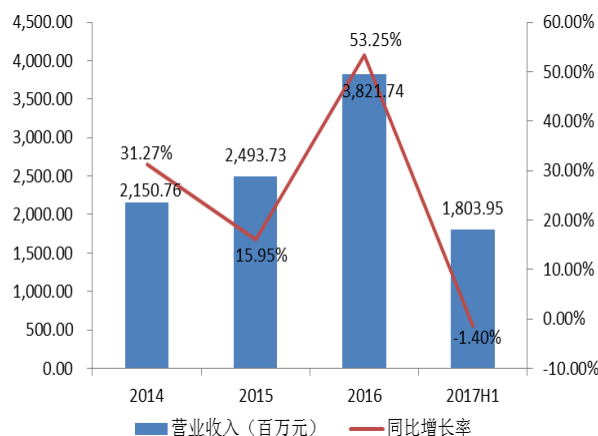
序号	股东名称	股数（百万股）	占总股本比例（%）
1	朱明虬	32.89	10.39
2	昌吉州首创投资有限合伙企业	14.18	4.48
3	余欢	9.68	3.06
4	吴红心	8.70	2.75
5	马希骅	6.20	1.96
6	程晓文	4.08	1.29
7	王云	1.40	0.44
8	五矿国际信托有限公司-五矿信托-优质精选上市公司投资 2 号单-资金信托	1.40	0.44
9	交通银行股份有限公司-长信量化先锋混合型证券投资基金	1.25	0.39
10	中国民生信托有限公司-中国民生信托-至信 238 号集合资金信托计划	1.22	0.38
合计		80.99	25.58

数据来源：公司公告，上海证券研究所

1.3 财务分析：媒介代理为主，内容营销增长迅速

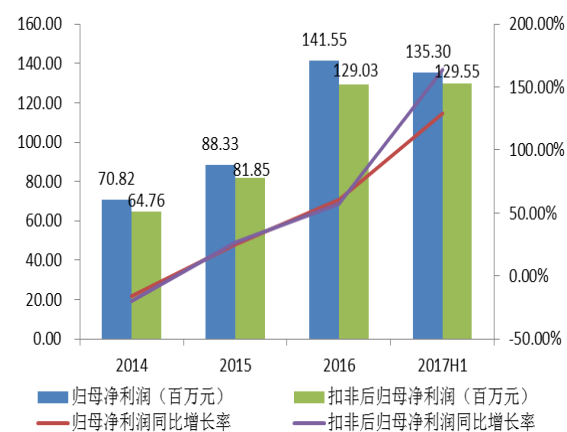
2016 年，公司实现营业收入 38.22 亿元，同比增长 53.25%；实现归母净利润 1.42 亿元，同比增长 60.25%，净利增速高于营收增速；扣非后公司实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 57.65%。2017 上半年，公司实现营业收入 18.04 亿元，同比减少 1.40%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比大幅增长 128.87%；实现扣非后归母净利润 1.30 亿元，同比大幅增长 163.52%。

图 3 公司营业收入及增速



数据来源：Wind，上海证券研究所

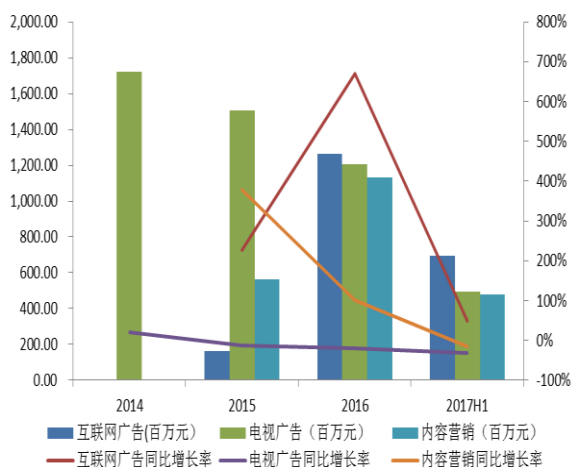
图 4 公司净利润及增速



数据来源：Wind，上海证券研究所

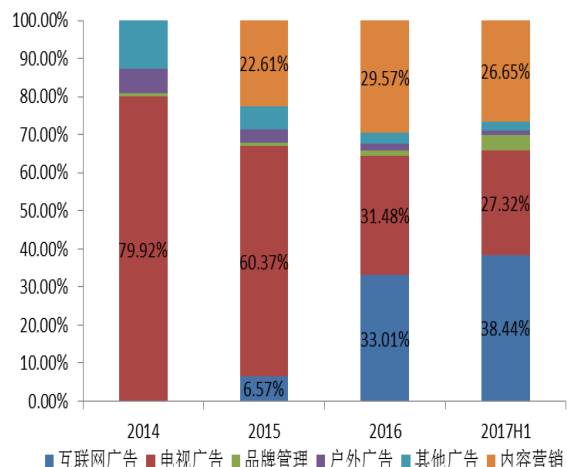
媒介代理为主。公司的主营业务收入主要来自于媒介代理，2016 年全年媒介代理实现营收 13.23 亿元，同比增长 399.46%，营收占比 70.43%，主业性质突出。公司近些年来，在巩固传统媒介代理的基础上，公司开始积极布局互联网营销、内容营销等新媒体板块。因此，电视广告等传统业务在公司营收中所占比重呈下降趋势，而互联网广告业务在公司营收中的比重则越来越大。其中互联网广告占比从 2015 年的 6.57% 上升到 2017 年 H1 的 38.44%。

图 5 公司占比最大的三项业务收入及增速



数据来源：Wind，上海证券研究所

图 6 公司收入结构

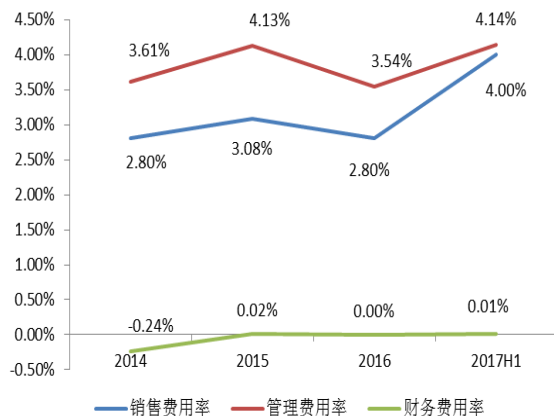


数据来源：Wind，上海证券研究所

期间费用率基本稳定，毛利率连年下降后有所抬升。2017 年 H1，公司销售费用支出约 7200 万元，同比增长 25.90%，销售费用率相比 2016 年升高 1.20pp 至 4.00%；管理费用支出约 7500 万元，同比增长 1.28%，管理费用率相比 2016 年上升 0.60pp 至 4.14%，增长幅度不大；财务费用支出约 16 万元，同比增长 133.31%，财务费用率为 0.01%，主要系贷款引起的利息增加所致，但绝对数额仍然较小。总体来看，公司的总体期间费用率基本稳定。

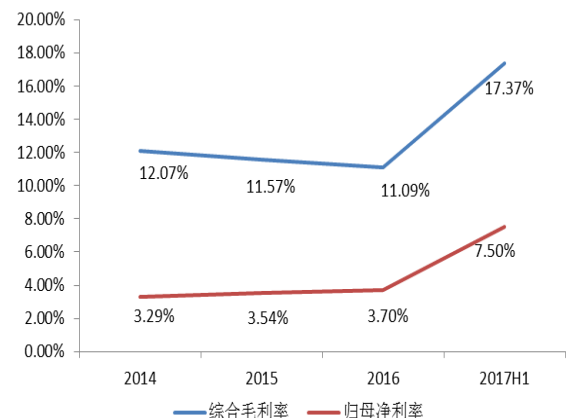
综合毛利率方面，公司 2016 年之前呈下降趋势，自 2014 年末的 12.07% 下降至 2016 年末的 11.09%，2017 年 H1 又上升至 17.37%。这主要是因为自 2015 年起，公司发起多项并购，相应标的公司业务的毛利率对合并报表产生一定影响。归母净利率方面，公司近些年来则稳步提升，自 2014 年的 3.29% 升至 2017 年 H1 的 3.70%。同行业比较来看，分众传媒因为经营的媒介领域较为特殊，与同行业大多数公司不具备可比性。2017 年 H1，思美传媒的综合毛利率处于行业中游水平。

图 7 公司期间费用率水平



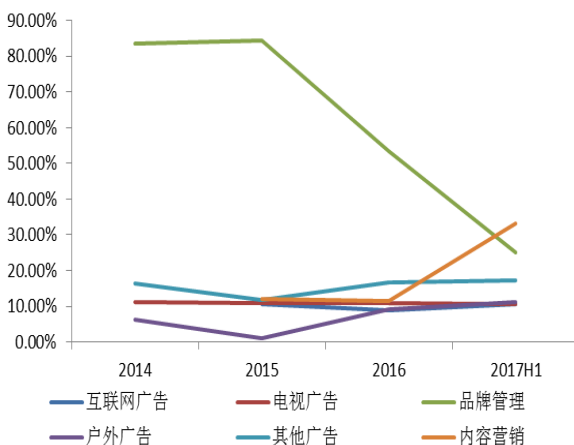
数据来源：Wind，上海证券研究所

图 8 公司毛利率及归母净利率水平 (%)



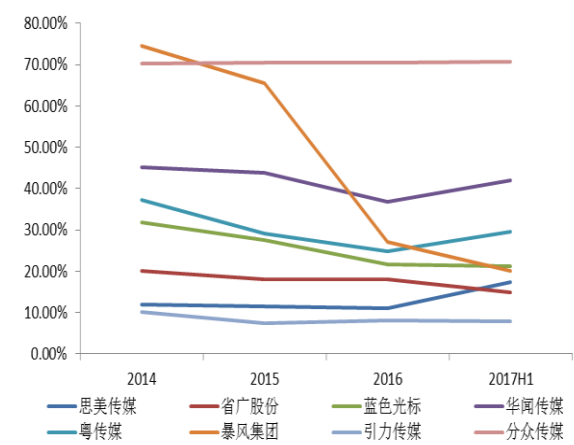
数据来源：Wind，上海证券研究所

图 9 公司分业务毛利率水平



数据来源：Wind，上海证券研究所

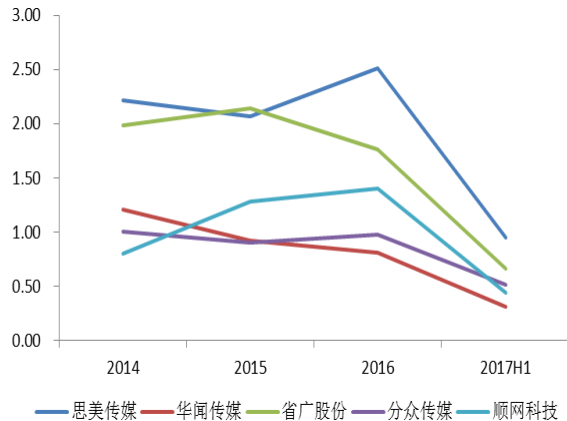
图 10 同行业主要上市公司综合毛利率比较



数据来源：Wind，上海证券研究所

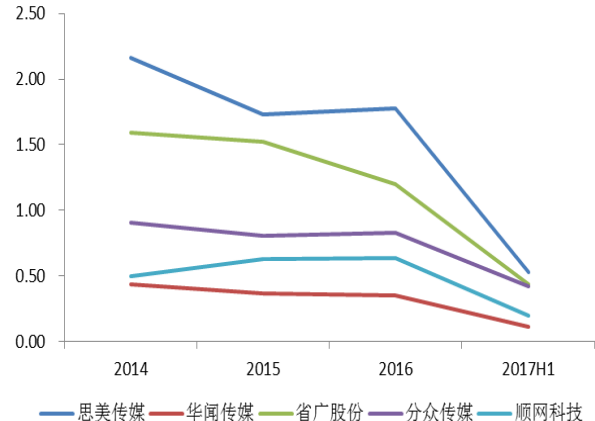
总资产周转率和流动资产周转率基本稳定，资产运营效率处于行业较高水平。2014-2016 年，公司流动资产周转率分别为 2.22、2.06、2.51，基本保持稳定；总资产周转率分别为 2.16、1.73、1.78，略有下降。与同行业上市公司相比，均处于较高水平。

图 11 同行业主要上市公司流动资产周转率比较



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 12 同行业主要上市公司总资产周转率比较



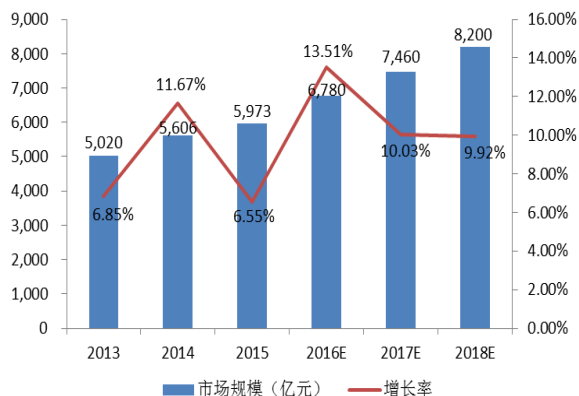
数据来源: Wind, 上海证券研究所

二、行业分析

2.1 广告行业总规模增速趋稳，内部结构发生变化

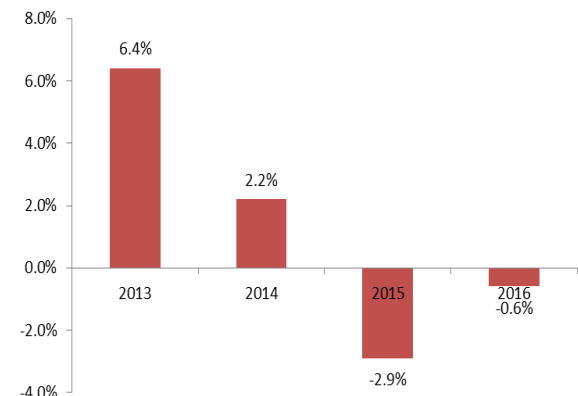
中国广告市场总体规模在 2001-2015 年间，由 794.89 亿元增长到 5,973 亿元，年均复合增长率达到 14.32%。预计 2017 年、2018 年我国广告市场规模将稳步增长，分别突破 7000 亿元、8000 亿元关口。根据 CTR 媒介智讯发布的《2016—2017 年中国广告市场回顾及展望》，2016 年中国全媒体广告刊例花费同比下降 0.6%，降幅相较于 2015 年的 2.9% 有所收窄，走势趋于平稳。

图 13 中国广告行业市场规模及预测



数据来源: 智研咨询, 上海证券研究所

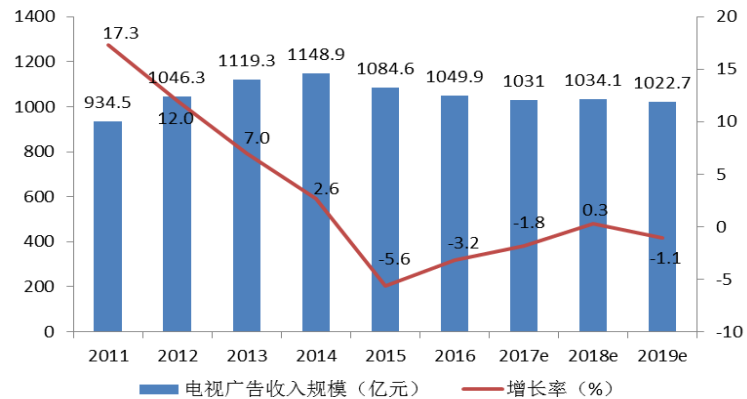
图 14 全媒体广告刊例花费同比增幅



数据来源: CTR 媒介智讯, 上海证券研究所

电视等传统媒体广告收入迎来拐点。2016 年，全国电视广告总收入 1049.9 亿元，相比去年减少 3.2%。根据艾瑞咨询的测算，从 2015 年开始到 2019 年，电视广告行业收入增速基本为负，收入规模不断下降，在经历了高速增长之后迎来拐点。

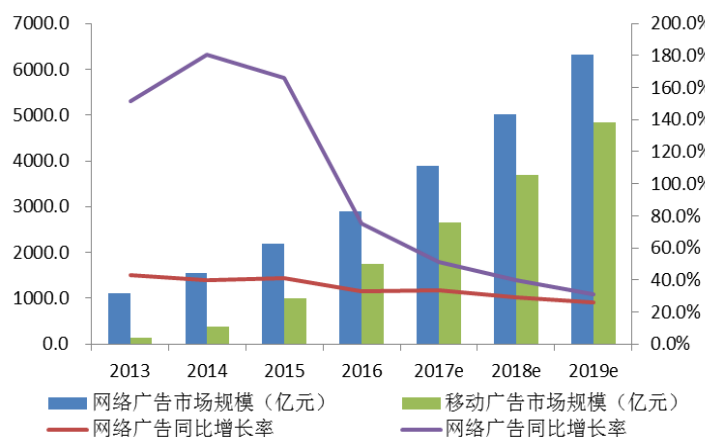
图 15 全国电视广告收入规模



数据来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

随着互联网的发展，媒介数量增多，生活圈媒体和互联网媒体优势凸显。在各方力量的竞争之下，媒体格局逐渐改变。传统媒体市场地位依旧，但份额被其他媒体分流。在这种变动中，逐渐形成了三大媒体生态格局：一是以央视为代表的传统媒体生态圈，覆盖面广、公信力强；二是以 BAT 为代表的互联网媒体生态圈，互动性强、连接性大、精准度高；三是以户外为主的出行场景媒体生态圈，此类媒体匹配度、贴近度高，以分众传媒为代表。其中网络广告与移动广告预计在未来几年将是广告行业的高速增长点。根据艾瑞咨询的数据显示，2016 年中国网络市场规模达到 2902.7 亿元，同比增长 32.9%，保持高位；移动广告市场规模为 1750 亿，同比增长 75.4%。预计到 2019 年移动广告市场规模将接近 5000 亿，在网络广告市场的渗透率近 80%。

图 16 中国网络广告&移动广告市场规模及预测



数据来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

2.2 电视剧市场趋于饱和，对精品剧仍相对稀缺

思美传媒收购的公司观达影视，业务内容涉及综艺、电视剧等内容制作。目前我国电视剧播放市场趋于饱和，但精品剧集仍相对稀缺。2011 年我国共有 14942 集电视剧被颁发发行许可证，在经历了随后 5 年的曲折增长后，又于 2016 年回落到了与 2011 年基本持平的水平。

表 2 全国国产电视剧发行许可证颁发情况

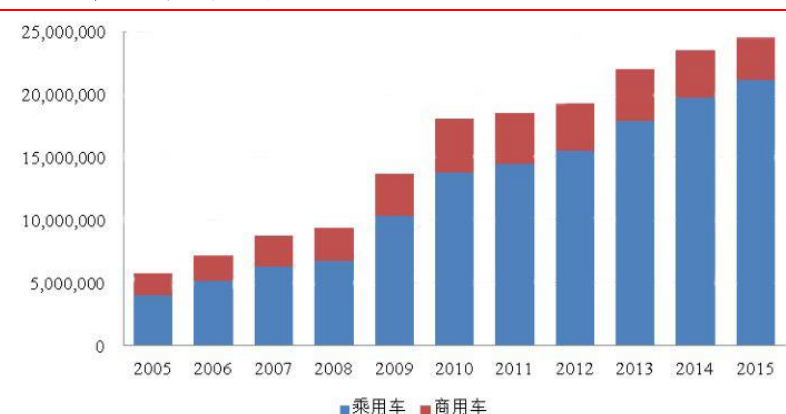
年份	部数	集数
2011	469	14942
2012	506	17703
2013	441	15770
2014	429	15983
2015	394	16540
2016	334	14912

数据来源：国家广播电影电视总局，上海证券研究所

2.3 汽车行业相关的广告市场空间巨大

思美传媒收购的上海智海扬涛广告有限公司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。而汽车行业作为我国的支柱产业，经过快速的发展，中国汽车销售市场早已成为全球第一。我国汽车工业销售产值由 2005 年的 5,696 亿元增长至 2015 年的 2.8 万亿元，按 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，汽车行业相关的广告市场空间巨大。

图 17 中国汽车销售统计



数据来源：公司公告，上海证券研究所

三、公司分析

3.1 构建大营销+泛内容的“传媒生态圈”

公司以“全景·精准·传播”的定位，提供消费者调研、品牌管理、全国媒体策划及代理、广告创意设计、内容娱乐行销、公关推广活动、户外媒体运营、数字营销等全方位整合营销传播服务，致力于全方位提升客户的品牌价值。经过多年在广告行业的经营，公司沉淀了欧莱雅、相宜本草、中粮集团、娃哈哈、上海通用、一汽大众、中国平安、中国银行、农业银行、阿里巴巴、京东、滴滴出行、三九医药、滇虹药业等一大批知名的商业品牌客户。

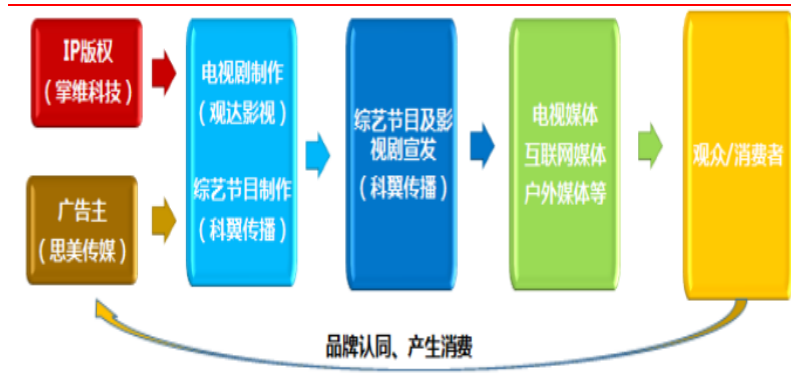
图 18 思美传媒服务的部分品牌



数据来源：公司官网，上海证券研究所

2015 年以来，公司完成了对娱乐互动行销商——科翼传媒、搜索引擎营销服务机构——爱德康赛、新锐影视公司——观达影视、专业移动互联网公司——掌维科技的收购，以及基于数字的整合营销服务商——智海扬涛 60% 股权的收购。思美对这些标的公司进行收购整合，可打通文化传媒业链上下游，发挥协同效应，增加公司的服务内容，实现“IP 源头+内容制作+营销宣发”的内容产业化运营，从而为商业品牌客户提供多维度、全方位的营销服务，提升客户粘性和公司的整体竞争力。

图 19 公司在文化传媒产业链上的布局



数据来源：公司公告，上海证券研究所

3.2 IP 源头的布局：掌维科技

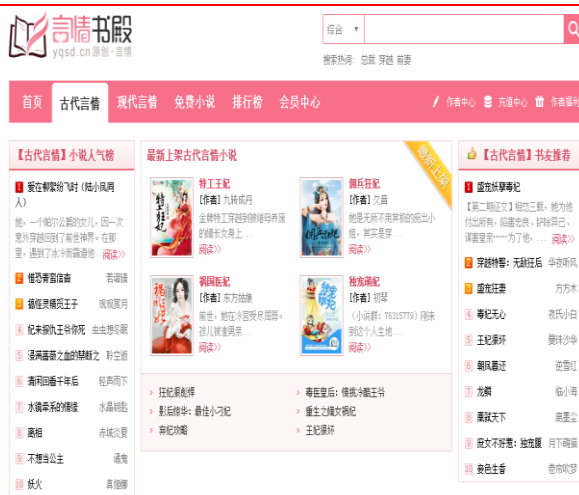
杭州掌维科技有限公司成立于 2008 年，为国家重点高新技术企业，是中国音像与数字出版协会会员单位，浙江省网络作家协会成员。掌维科技专注于移动互联网创新、开发和运营，致力于提供最有价值的移动增值服务给用户，提供优质丰富的网络文学内容资源，打造明星作家。公司主要从事网络文学版权运营服务，主要收入来源于自有互联网阅读平台“原创书殿”、“言情书殿”及手机阅读客户端“奇悠阅读 APP”。

图 20 原创书殿网站主页



数据来源：公司官网，上海证券研究所

图 21 言情书殿网站主页



数据来源：公司官网，上海证券研究所

掌维科技主营业务收入主要来源于数字阅读业务。其中数字阅读业务按照销售渠道类型，可分为互联网阅读产品（自有平台）和手机阅读产品（基于第三方机构）两类。其中自有平台如原创书殿收入近年来增长迅速，主要系 2014 年下半年开始正式上线运行后，掌维科技通过微信、微博等多种渠道持续推广，用户数逐渐增加，用户对原创书殿的认同度逐渐增加，消费金额随之日益增大。

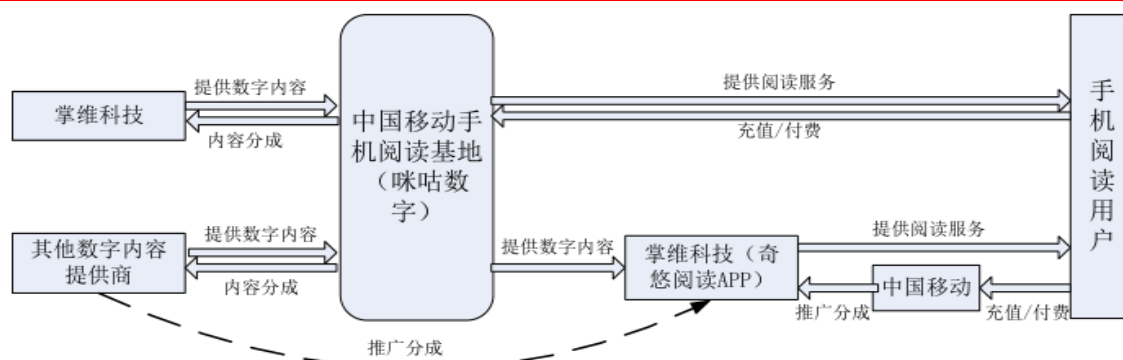
表 3 原创书殿“道具分享”奖励分成方式

签约类型	等级	作者分成	网站分成
分成签约	分为 A、B、C、D 共 4 个等级	80%	20%
保底签约	S 级	50%	50%
买断签约	SS 级	20%	80%

数据来源：公司官网，上海证券研究所

手机阅读产品的收入主要来自于两个方面：一是为三大电信运营商提供数字内容，并以内容分成的形式获得收入；二是作为电信运营商的分销渠道为其提供推广服务。以该业务最主要的合作伙伴中国移动为例，掌维科技作为中国移动手机阅读基地（咪咕数字）的分销渠道，通过手机阅读客户端“奇悠阅读 APP”接入到中国移动阅读基地的所有数字内容，为移动互联网用户提供手机阅读服务产品，并以推广分成的形式获得收入。

图 22 手机阅读产品具体业务流程如下（以中国移动为例）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

3.3 内容制作及宣发：观达影视、科翼传播

上海观达影视文化有限公司成立于 2014 年，在青春剧的制作中旗帜鲜明地打出“青春派·少女心”的口号，致力于创作观众喜爱的“青春女性品牌剧”。公司团队成员自 2003 年起从事省级卫视顾问咨询、影视剧购买发行等工作，参与领导创作了多部卫视冠军剧，包括《璀璨人生》、《爱的蜜方》、《娘家的故事》三部曲等，与电视媒体和视频网站均有良好的合作关系。2014 年，公司出品的电视剧《一见不钟情》在湖南卫视首播夺冠，公司制作的网络影视作品《球爱酒吧》在优酷网播出三个月取得网络点击量超过 1.7 亿的优异成绩。公司制作的电视剧还有《旋风少女》、《因为遇见你》、《浪花一朵朵》、《温暖的弦》等等，不少都获得较高的口碑。

表 4 观达影视出品的部分剧目

剧目名称	联合出品公司	首播时间	主演
温暖的弦	聚美影视	未播出	张翰、张钧甯
超感	公安部金盾影视文化中心、公安部华盛音像出版社、企鹅影视	未播出	焦俊艳、魏大勋

浪花一朵朵	芒果影视	2017.7	谭松韵、熊梓淇
因为遇见你	-	2017.3	孙怡、邓伦
旋风少女 2	芒果影视	2016.7	池昌旭、陈翔、吴磊
十五年等待候鸟	芒果影视	2016.3	张若昀、孙怡、邓伦、张雪迎
美丽的秘密	好剧影视、上海世茂文化传媒有限公司	2015.12	何润东、宋茜、弦子
旋风少女	芒果影视	2015.7	胡冰卿、杨洋
一见不钟情	上海品盈影视传媒、上海宜辰工作室	2014.8	杨丞琳、郑恺
球爱酒吧（网络剧）	优酷土豆集团	2014.7	袁成杰、王姿允、SNH48

数据来源：互联网公开资料，上海证券研究所

我国电视剧制作行业属于充分竞争的市场，行业内企业数量众多，市场集中度低，精品剧和网络端成为主要竞争方向。目前虽然拥有广播电视节目制作资质的企业众多，但真正有实力制作电视剧的企业相对较少，特别是具备制作精品电视剧能力的企业属于行业的稀缺资源。国内本行业的龙头企业主要有华策影视、海润影视、长城影视等。观达影视通过主打系列青春优质偶像剧和系列青春女性情感剧，不仅可延长观达影视电视剧产品的生命周期，而且更容易得到观众的认可。观达影视注重购买优质的小说改编权，不断在剧本创意上进行探索，增加原创剧本的储备，避免陷入题材跟风现象并有效降低剧本采购成本。同时，观达影视不断学习国外的先进制作理念和探索国内电视剧的策划和营销模式，提高公司在策划、制作、发行等方面的综合能力，建立公司在电视剧全业务链上的竞争优势并不断巩固和加强。

表 5 观达影视未来年度销售收入预测情况（元）

收入类别	2017	2018	2019	2020	2021
电视剧收入	245,609,433.96	420,240,566.04	362,754,716.98	386,607,804.46	430,971,440.82
栏目剧收入	117,358,490.57	81,132,075.47	236,792,452.83	293,018,867.92	305,566,037.74
电影收入	15,471,698.11	0.00	0.00	0.00	0.00
主营收入合计	378,439,622.64	501,372,641.51	599,547,169.81	679,626,672.38	736,537,478.56

数据来源：公司公告，上海证券研究所

上海科翼文化传播有限公司专注于内容整合营销传播服务和内容制作业务，具体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，致力于为综艺节目及影视剧、商业品牌客户提供全方位、全过程的整合营销传播及内容制作服务。公司在综艺节目及影视剧营销领域已经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。

图 23 科翼传播合作伙伴



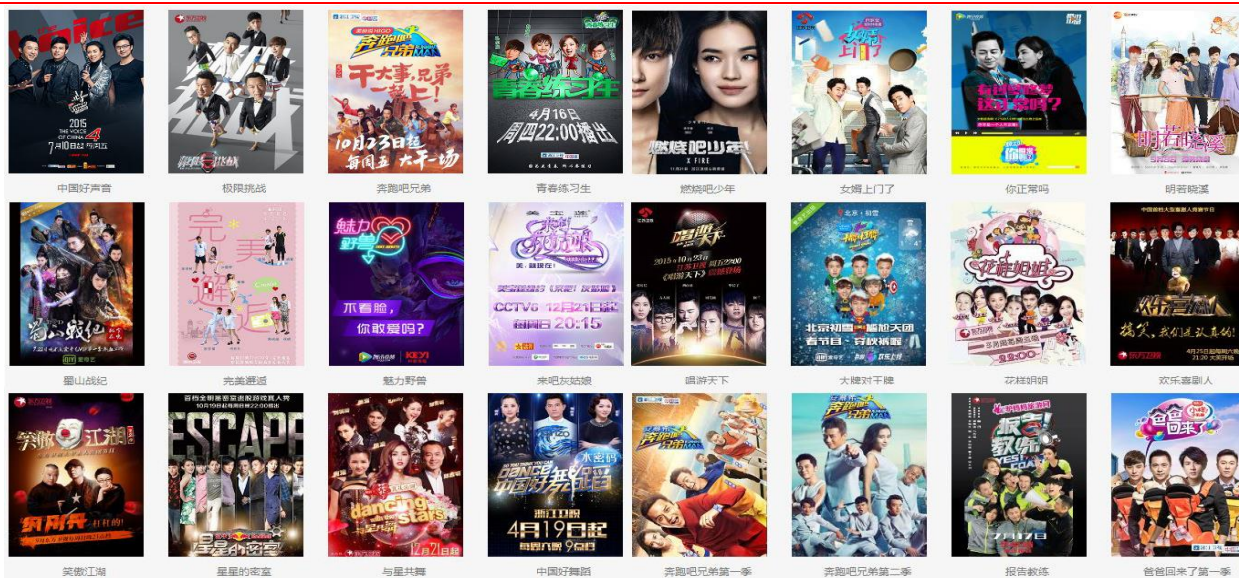
数据来源：公司官网，上海证券研究所

科翼传播的主营业务具体可分为三部分：综艺节目及影视剧宣发、商业品牌整合营销和内容制作。

1、综艺节目及影视剧宣发

科翼传播将娱乐营销应用于综艺节目及影视剧的推广宣传，通过明星话题、节目形式、行业深度等多角度挖掘节目宣传点，借助营销策划时间和话题，借助电视、网络、平面等立体化娱乐行销平台，提供全方位、全过程的整合营销传播服务，使节目宣传效果最大化。科翼传播在综艺节目及影视剧营销领域已经形成以中央电视台、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，参与了《奔跑吧！兄弟》、《中国好声音》、《欢乐喜剧人》、《蒙面歌王》、《极限挑战》、《十二道风味》、《中国好舞蹈》、《中国好歌曲》、《爸爸回来了》、《花样姐姐》、《极速前进》、《中国梦之声》、《龙门镖局》、《明若晓溪》、《蜀山战纪》等热门综艺及影视剧的整合营销。

图 24 科翼传播综艺节目、影视剧营销案例



数据来源：公司官网，上海证券研究所

2、商业品牌整合营销

科翼传播通过将娱乐内容和商业品牌的营销相结合，致力于帮助商业品牌制定内容营销策略、数字化品牌、互动创意和社会化媒体营销服务。顺应内容营销的趋势，将商业植入彻底与内容融为一体，同时利用互联网进行广泛的二次传播。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。

图 25 科翼传播商业品牌整合营销案例



数据来源：公司公告，上海证券研究所

3、内容制作

科翼传播积极拓展业务边界，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。公司与腾讯视频合作制作的作品有《魅力野兽》、《有料》、《剧透》、《ohmy思密达》、《奇了个葩》等，与爱奇艺合作制作的作品有《男左女右网络版》、《我的老妈是极品》等。

表 6 公司主要网络自制综艺介绍

作品名称	节目简介	合作方	网络播放量
魅力野兽	由腾讯视频携手欧洲著名制作公司 ALL3Media 联合研发的全新特效化妆相亲真人秀节目。通过好莱坞特效化妆术使约会男女无法看到对方真实面貌，而是用真听、真感觉做出心动抉择。打造一档颠覆现有模式的相亲节目。	腾讯视频	腾讯视频累计播放 2.53 亿次
有料	腾讯视频出品的综艺爆料类脱口秀节目。“猛料爆料娱乐料，给你生活加点料”。每日爆料不断，充分开展黑人和紫黑犀利点评热播综艺台前幕后的故事。	腾讯视频	腾讯视频累计播放 5.65 亿次
剧透	引爆噱头、直击热点的独家幕后揭秘节目。独家爆料电视剧拍摄的精彩花絮，专访主创别样角度剖析剧中人物情感。结合最受网友关注的综艺节目，推出最具话题性的幕后探访。	腾讯视频	腾讯视频累计播放 1.87 亿次

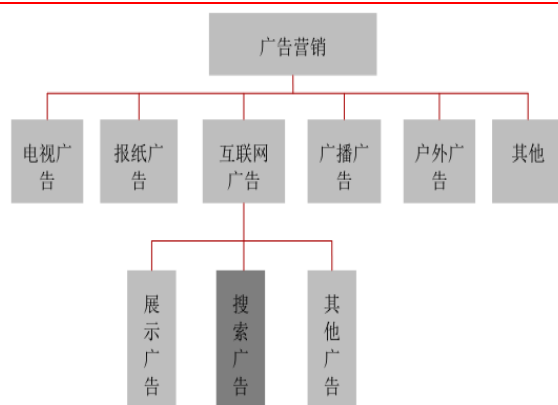
ohmy 思密达	国内首档韩娱评论类节目，腾讯视频自制节目，已接韩国地气的展现方式对热门韩剧、韩星等进行幽默犀利点评，深刻剖析韩娱背后的文化现象。	腾讯视频	腾讯视频累计播放 5.85 亿次
奇了个葩	腾讯视频 V+开放平台出品，不谈国际政治，网罗天下奇闻的原创栏目。爱吐槽、爱分享、脑洞大开，亦庄亦谐。	腾讯视频	腾讯视频累计播 2453 万次

数据来源：公司公告，上海证券研究所

3.4 专注 SEM 服务：爱德康赛

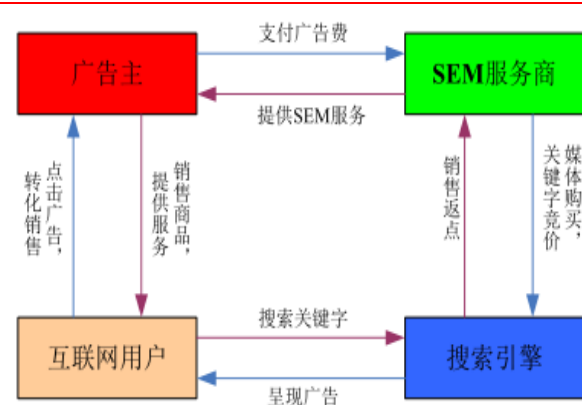
北京爱德康赛广告有限公司，2010 年 10 月成立，2016 年被思美传媒以发行股份（50%）+现金支付（50%）的方式收购 100% 股权，总交易达 2.9 亿元，是思美传媒所有并购交易中金额最大的一笔。爱德康赛专注于搜索引擎营销（SEM）服务业务，通过其拥有的国内主要搜索引擎媒体资源，为 KA 客户提供基于搜索关键字广告的整合营销服务。搜索引擎营销（SEM，Search Engine Marketing）是基于搜索引擎平台的互联网营销，利用用户对搜索引擎的使用，在用户检索信息时将营销信息传递给用户。

图 26 爱德康赛所处行业明细分类



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 27 SEM 产业链情况



数据来源：公司公告，上海证券研究所

爱德康赛研发了多款支持几大搜索引擎平台的 SEM 管理工具，且已经与百度、360 等主流搜索引擎平台长期合作，已经建立了稳固的媒体渠道网络。爱德康赛目前是百度认证五星级代理商，360 教育行业核心代理商，并与搜狗、神马搜索建立了稳定的业务合作关系。随着移动互联网的快速发展，以及百度从 PC 端向移动端的转型，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。

表 7 爱德康赛研发并已掌握的核心技术（2016.3）

序号	核心技术名称	所属阶段	技术功能	来源
1	大数据跟踪技术	上线运营	基于 Cookie 技术, JavaScript 技术, 以及数据采集, 存储等技术实现对互联网用户行为的监控。	自研
2	大数据存储及数据库架构	上线运营	采用一种基于分布式计算技术进行管理和存储海量互联网数据的方法, 应用 Linux 集群技术开发的基于 Hadoop 和 HBase 的海量数据存储技术, 实现系统管理、数据收集、加载存储、查询、备份和恢复等模块, 支持海量互联网数据的存储。	自研
3	监控第三方 IM 系统	发布前测试	基于自研数据跟踪技术, 监控嵌入式第三方 IM 系统流量, 并实现 IM 系统数据与搜索流量数据的对接和分析。	自研
4	流量分析模型	上线运营	基于自研数据仓库, 多维数据库模型, 用户行为数据, 网站流量数据搭建的网站流量分析模型, 进行网站流量分析和投放效果分析。	自研
5	智能竞价技术	上线运营	基于爬虫技术和数据跟踪技术, 研制的搜索引擎投放智能竞价系统, 提供多种预设策略以及根据绩效进行科学竞价	自研
6	移动 APP 投放分发监控技术	上线运营	基于移动 SDK 技术, iOS/安卓技术等自主研发的移动数据监控分发系统, 实现监控移动端 APP 流量, 投放效果, 用户行为数据的监测、分析以及报表生成。	自研
7	调词助手系统	上线运营	实现 360 点睛推广账户高速精准自动竞价功能, 提供多种策略多任务多地域自动竞价, 并提供强大的价格保护功能和定时自动运行功能, 大大提升效率, 控制成本。	自研
8	排名助手系统	上线运营	实现自动获取推广账户关键词排名以及竞争对手分析功能, 为客户监控竞争对手投放, 关键词创意优化提供数据服务。	自研
9	搜索引擎推广关键词智能拓词分组系统	上线运营	实现搜索引擎推广账户关键词的智能拓词以及智能分组功能, 通过大数据分析, 为客户提供优质的关键词拓展服务和便捷的智能分组服务。	自研

数据来源：公司公告，上海证券研究所

3.4 汽车数字整合营销：智海扬涛

上海智海扬涛广告有限公司成立于 2002 年，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，包括品牌策略定制、创意设计制作、媒介投放、互动传播、社会化内容营销、活动公关等内容，2016 年公司数字营销收入占总营收的 70%，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，与国内领先的数字媒体建立了战略合作，如今日头条、汽车之家、澎湃新闻、优酷、爱奇艺、百度、滴滴、微博、微信等。

表 8 智海扬涛服务范围

服务大类	细分
策略	品牌策略、传播策略、营销策略
活动	各式路演、会展会务、上市发布、实体活动、体验营销
创意	企业视觉识别、视频广告、平面广告、数字广告、视觉物料延展

媒体	媒体策略、媒体计划、媒体合作、媒体监控、媒体购买
公关	公关策略、公关计划、媒体邀约、舆情监测、危机公关、新闻发布
数字	网络营销、网络口碑 EPR、社交媒体运营、微信/微博、网站建制
礼品	促销赠品、商务礼品、节日礼品、活动物料

数据来源：公司公告，上海证券研究所

汽车行业是互联网广告最大的广告主之一，也是各大广告和数字营销公司最为重视的行业之一。收购智海扬涛将有效强化和提升思美传媒的整合营销服务能力，大幅提升公司在汽车行业的竞争实力，为后续大力开拓汽车行业营销领域的奠定基础，是公司增强平台效用的战略布局。同时，智海扬涛可协助公司增强汽车和快消等行业的服务经验，提升公司的整合营销尤其是数字营销方面的能力，有利于公司与智海扬涛之间实现渠道、媒体、人才、客户等资源的共享。另外，智海扬涛具有良好的运营及盈利能力，公司在并表后可有效提高盈利能力，以增强公司抗风险能力。

四、盈利预测

4.1 预测假设

（1）收入方面：公司的互联网广告业务、品牌管理业务、会跟随行业趋势而高速增长；包括电视广告的其他广告业务收入预计逐年下降；内容营销业务在 2017 年短暂调整后预计未来几年仍可保持较高增速。

（2）毛利率方面：由于公司在产业链上的收购行为可打通产业链，预计收购公司与思美之间的协同效应将逐渐显现，由此带动公司整体毛利率稳步提升。

（3）费用率方面：预计公司的销售费用率和财务费用率会有小幅提升。

4.2 投资逻辑及盈利预测

公司近年来在加强自身营销能力的基础上，完成多项并购，旨在打通全产业链上下游，布局具有前瞻性。公司将自身擅长的营销业务与内容制作宣发业务相结合，与并购标的公司资源共享，可产生协同效应，构建大营销+泛内容的传媒生态圈。

我们认为：（1）国内广告市场增速趋稳，互联网广告相比传统媒体板块有更高的增速及更好的发展前景，思美传媒近年逐渐削减传统媒体业务而在互联网广告等新型业务上逐渐发力，符合行业发

展规律。(2) 思美近些年完成的收购整合,可打通文化传媒产业链上下游,发挥协同效应,增加公司的服务内容,实现“IP 源头+内容制作+营销宣发”的内容产业化运营,从而提升客户粘性和公司的整体竞争力。(3) 公司因收购观达影视、科翼传播等涉足内容制作,相比于之前公司仅涉及营销来说,有利于提升公司整体估值。

➤ **盈利预测:** 我们预计 2017-2019 年公司收入分别增长 22.87%、24.84%、25.22%, 归母净利润分别增长 66.94%、44.24%、31.37%。按目前 3.17 亿股股本测算得到 2017-2019 年 EPS 分别为 0.75 元、1.08 元和 1.42 元,对应的 PE 为 36.31 倍、25.21 倍和 19.18 倍(股价为 2017 年 11 月 14 日收盘价 27.23 元/股)。同行业可比上市公司 17、18 年动态市盈率的中值分别为 23.71 倍、18.17 倍,公司估值水平高于同行业可比上市公司的中值。首次给予“谨慎增持”评级。

➤ **风险提示:** 宏观经济波动风险、行业监管带来的政策性风险、市场竞争加剧、收购整合风险等。

表9 公司三表预测摘要（单位：百万元）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	557	471	748	828
应收和预付款项	965	1,594	1,692	2,215
存货	0	210	210	210
其他流动资产	223	185	185	185
长期股权投资	114	114	114	114
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	6	2	11	10
无形资产和开发支出	647	645	643	642
其他非流动资产	26	23	20	18
资产总计	2,538	3,243	3,623	4,221
短期借款	0	0	0	0
应付和预收及款项	771	1,279	1,374	1,595
长期借款	0	0	0	0
其他负债	248	247	246	246
负债合计	1,018	1,526	1,620	1,842
股本	286	286	286	286
资本公积	594	594	594	594
留存收益	628	816	1,088	1,444
归属母公司股东权益	1,508	1,697	1,968	2,324
少数股东权益	11	21	35	55
股东权益合计	1,519	1,717	2,003	2,379
负债和股东权益合计	2,538	3,243	3,623	4,221

现金流量表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	391	(21)	354	168
投资活动现金流	(203)	(18)	-9	1
融资活动现金流	191	(47)	(68)	(89)
净现金流	380	(86)	277	80

数据来源：Wind，上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,822	4,696	5,862	7,341
营业成本	3,398	3,983	4,940	6,146
营业税金及附加	4	5	6	8
营业费用	107	181	226	283
管理费用	135	180	225	281
财务费用	0	5	6	8
资产减值损失	-3	26	0	0
投资收益	3	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	183	315	459	615
营业外收支净额	13	15	15	15
利润总额	196	330	474	630
所得税	46	84	119	163
净利润	149	246	355	468
少数股东损益	8	10	14	20
归属母公司净利润	142	236	341	448

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	53.25%	22.87%	24.84%	25.22%
EBITDA 增长率	69.90%	67.58%	43.09%	31.89%
EBIT 增长率	69.94%	68.06%	43.64%	33.01%
净利润增长率	68.28%	64.73%	44.21%	31.71%
毛利率	11.09%	15.17%	15.73%	16.28%
EBITDA/总收入	5.32%	7.25%	8.31%	8.75%
EBIT/总收入	5.12%	7.00%	8.05%	8.55%
销售净利率	3.91%	5.24%	6.06%	6.37%
资产负债率	40.13%	47.04%	44.72%	43.63%
流动比率	1.95	1.75	1.89	2.00
速动比率	1.70	1.47	1.63	1.77
总资产回报率 (ROA)	7.70%	10.13%	13.03%	14.87%
净资产收益率 (ROE)	9.38%	13.93%	17.32%	19.27%

分析师承诺

滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。