

数字营销龙头瞄准户外广告市场, 打造生活圈媒体“小分众”

——华扬联众（603825）深度报告

2018年08月23日

推荐/首次

华扬联众

深度报告

报告摘要:

拟通过收购龙帆广告进军户外广告市场, 打造生活圈媒体“小分众”。公司是互联网广告行业极具竞争力的服务厂商, 2010-2017年, 公司连续八年获得《互联网周刊》网络广告公司综合服务榜单第一名。当前移动互联网流量向巨头集中, 数字营销企业在产业链地位受到挤压, 与此同时线下生活圈媒体价值凸显。基于公司拥有行业领先的线上广告营销经验, 可以提供全方位的广告营销解决方案, 而标的公司覆盖的众多户外媒体资源系统, 通过本次收购, 公司将切入线下, 有望成为生活圈媒体“小分众”。

立足互联网广告主业, 连接优质媒体资源与知名企业客户, 数字营销行业地位凸显。2011年, 腾讯、百度、新浪、搜狐、人人网等五家互联网企业因看好公司发展前景出资入股公司, 目前五家互联网平台也是公司重要媒体资源采购方; 同时公司与主要知名企业客户保持长期稳定合作关系, 主要客户包括上海通用、蒙牛、京东、雅诗兰黛、百胜集团、克莱斯勒、苏宁、宝洁等, 体现公司数字营销具有较强竞争力。

以技术与人才为发展动力, 发展后劲足。作为互联网广告服务商, 公司重视技术研发, 拥有行业较为稀缺的创新力, 根据公司招股书, 公司拥有11项国内领先的核心技术以及1项国际领先的核心技术; 公司高管整体素质较高, 具有较深的行业积累, 公司已推出限制性股票激励计划, 实现公司与高管深入绑定, 保证公司长期稳定发展。

公司盈利预测及投资评级。我们预计2018-2020年公司净利润分别为1.90亿元、2.70亿元、3.75亿元, 对应PE分别为20X、14X、10X。拟收购标的龙帆广告承诺2018-2020年净利润1.68亿元、1.93亿元、2.22亿元, 因此考虑收购完成, 预计公司2018-2020年备考净利润为3.58亿元、4.63亿元、5.97亿元, 对应PE为15X、11X、9X。公司在数字营销领域具有较强的创新力, 我们看好收购龙帆广告后的协同发展, 因此我们给予公司目标价22.30元, 给予“推荐”评级。

财务指标预测

| 指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6638.73 | 8,216.44 | 10,493.3 | 13,436.5 | 17,238.7 |
| 增长率(%) | 28.14% | 23.77% | 27.71% | 28.05% | 28.30% |
| 净利润(百万元) | 100.52 | 124.08 | 190.10 | 270.35 | 375.19 |
| 增长率(%) | 28.39% | 23.44% | 53.21% | 42.21% | 38.78% |
| 净资产收益率(%) | 16.08% | 10.50% | 12.90% | 15.67% | 18.09% |
| 每股收益(元) | 0.86 | 0.93 | 0.83 | 1.17 | 1.63 |
| PE | 19.40 | 17.94 | 20.19 | 14.20 | 10.23 |
| PB | 3.14 | 2.21 | 2.60 | 2.22 | 1.85 |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

石伟晶

010-66554067

shi_wj@dxzq.net.cn

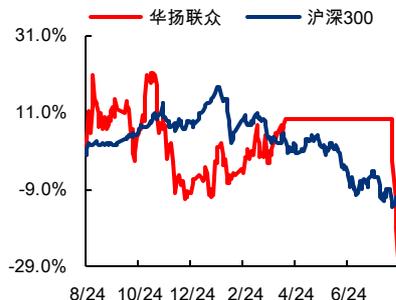
执业证书编号:

S1480518080001

交易数据

| | |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间(元) | 16.27-34.13 |
| 总市值(亿元) | 37.44 |
| 流通市值(亿元) | 15.03 |
| 总股本/流通A股(万股) | 23010/9239 |
| 流通B股/H股(万股) | / |
| 52周日均换手率 | 3.55 |

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 1. 创新型数字营销龙头，上市开启成长新征程 | 5 |
| 1.1 厚积薄发，上市开启新征程 | 5 |
| 1.2 借力资本，发行股份及支付现金购买龙帆广告 | 6 |
| 1.3 内生强劲，收入及净利润快速增长 | 8 |
| 1.4 广告投放代理为公司核心主营 | 9 |
| 2. 立足互联网广告主业，连接优质媒体资源与知名企业客户 | 11 |
| 2.1 乘互联网广告快速发展之风，伴随腾讯广告业务快速发展 | 11 |
| 2.2 密切合作一流互联网企业，运营优质媒体资源 | 13 |
| 2.3 持续服务知名客户，互联网营销能力获行业认可 | 14 |
| 3. 重视技术与人才，夯实内生发展基础 | 17 |
| 3.1 重视技术研发，拥有稀缺创新优势 | 17 |
| 3.2 人才储备充分，股权激励到位 | 19 |
| 4. 拟并购龙帆广告，进军户外广告市场 | 21 |
| 4.1 户外广告市场增长稳健，数字化是未来发展趋势 | 21 |
| 4.2 国内户外广告市场分散，全国性与区域性龙头企业并存 | 24 |
| 4.3 龙帆广告：储备丰富生活圈媒体资源，与上市公司实现协同互补发展 | 25 |
| 4.3.1 公交候车亭媒体广告 | 26 |
| 4.3.2 公交车媒体广告 | 27 |
| 4.3.3 公话亭媒体广告 | 27 |
| 4.3.4 地铁广告媒体广告 | 28 |
| 4.3.5 自行车亭媒体广告 | 28 |
| 4.4 龙帆广告：直客+代理客户混合模式销售自有媒体资源 | 29 |
| 5. 盈利预测及估值 | 31 |
| 5.1 盈利预测 | 31 |
| 5.2 估值 | 32 |
| 6. 风险提示 | 32 |

表格目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 1：五家互联网企业入股公司 | 6 |
| 表 2：公司收购龙帆广告交易方案 | 7 |
| 表 3：交易前后上市公司股权分布结构 | 8 |
| 表 4：公司分业务工作内容介绍 | 10 |
| 表 5：2014-2016 年公司在五家网站采购金额 | 13 |
| 表 6：2014-2016 年公司在五家网站采购金额占比其网络广告收入比例 | 14 |
| 表 7：2014-2016 年公司营收的来源行业 | 14 |
| 表 8：2014-2016 年公司营收按行业划分的毛利率 | 14 |
| 表 9：公司拥有核心技术列表 | 18 |

| | |
|--|----|
| 表 10: 2010-2017 年公司连续八年获得《互联网周刊》网络广告公司综合服务榜单保持第一名..... | 19 |
| 表 11: 公司高管介绍..... | 19 |
| 表 12: 公司股权激励行权条件..... | 21 |
| 表 13: 国内户外广告竞争格局..... | 24 |
| 表 14: 公司自有公交候车亭媒体资源..... | 26 |
| 表 15: 公司公用电话亭媒体资源..... | 27 |
| 表 16: 公司旗下地铁媒体资源站内广告位..... | 28 |
| 表 17: 公司旗下列车车厢内展板广告位..... | 28 |
| 表 18: 按产品类型分类, 公司主营业务收入及成本..... | 29 |
| 表 19: 按产品类型分类, 公司主营业务毛利及毛利率..... | 29 |
| 表 20: 公司自有媒体与代理媒体收入及成本..... | 30 |
| 表 21: 公司自有媒体与代理媒体毛利及毛利率..... | 30 |
| 表 22: 公司直客及渠道收入及占比..... | 30 |
| 表 23: 2016-2020E 公司分业务营收预测..... | 31 |
| 表 24: 2016-2020E 公司营收及净利润预测..... | 31 |
| 表 25: 数字营销行业 PE 比较..... | 32 |
| 表 26: 公司盈利预测表..... | 33 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 5 |
| 图 2: 公司股权结构..... | 5 |
| 图 3: 2014-2017 年公司主营收入..... | 9 |
| 图 4: 2014-2017 年公司归母净利润..... | 9 |
| 图 5: 2014-2017 年公司毛利率及三费费率..... | 9 |
| 图 6: 2014-2017 年公司分业务营业收入 (亿元)..... | 10 |
| 图 7: 2014-2017 年公司分业务毛利率..... | 11 |
| 图 8: 2013-2020e 中国网络广告市场规模..... | 11 |
| 图 9: 2013-2020e 中国不同形式网络广告市场份额..... | 12 |
| 图 10: 2015-2018E BAT 占中国互联网广告市场份额..... | 12 |
| 图 11: 2014-2017 年公司采购腾讯媒体资源金额逐年增长..... | 12 |
| 图 12: 公司与主要互联网媒体形成稳定合作关系..... | 13 |
| 图 13: 2014-2016 年公司直客收入以及广告客户收入 (亿元)..... | 15 |
| 图 14: 公司与主要知名企业客户保持长期稳定合作关系..... | 16 |
| 图 15: 2014-2017 年公司前五大销售客户..... | 16 |
| 图 16: 公司建立以北京为核心的三大技术研发中心..... | 17 |
| 图 17: 公司以北京为核心的三大技术研发中心职能..... | 17 |
| 图 18: 2014-2017 年公司研发投入..... | 18 |
| 图 19: 2017 年公司员工专业构成类别..... | 20 |
| 图 20: 2017 年公司员工教育程度..... | 20 |

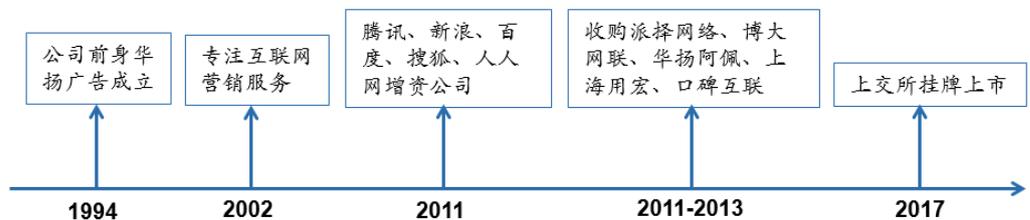
| | |
|--|----|
| 图 21：2003-2017 年中国户外广告市场规模 | 21 |
| 图 22：2015-2017 年各户外媒体市场规模 | 22 |
| 图 23：不同形式广告未来发展前景 | 22 |
| 图 24：传统户外公路广告牌画面 | 23 |
| 图 25：数字化公路广告牌画面 | 23 |
| 图 26：2017-2022（E）全球户外广告市场及数字户外市场规模预测 | 23 |
| 图 27：龙帆广告所处的户外广告产业链环节 | 25 |
| 图 28：2016-2018.1-5 龙帆广告收入及归母净利润 | 25 |
| 图 29：公司旗下公交候车亭媒体 | 26 |
| 图 30：公司旗下公交车媒体资源 | 27 |
| 图 31：公司旗下地铁广告图例 | 28 |
| 图 32：公司旗下自行车亭媒体资源展示 | 29 |

1. 创新型数字营销龙头，上市开启成长新征程

1.1 厚积薄发，上市开启新征程

公司前身华扬广告成立于1994年，自2002年以来一直专注于为客户提供互联网综合营销服务；2011年5月，腾讯、新浪、百度、搜狐、人人网等基于与公司多年来的长期稳定合作，认同公司在互联网营销领域的综合竞争优势，对公司进行增资；2011年-2013年期间，公司为增强在精准营销服务、搜索引擎营销服务、互联网内容营销等方面竞争优势，收购派择网络、博大网联、华扬阿佩、上海用宏、口碑互联等标的；目前公司已经发展成为国内互联网营销行业最具竞争力企业之一，并于2017年完成上交所上市。

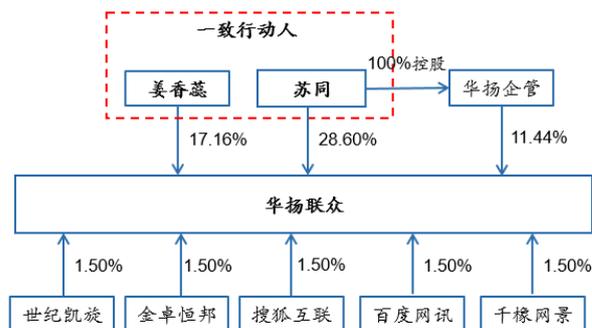
图 1：公司发展历程



资料来源：招股书，东兴证券研究所

大股东持股比例高，公司股权结构稳健。截至2017年年底，公司总股本1.60亿，大股东苏同直接持有28.60%公司股权，通过母亲姜香蕊（作为一致行动人）、华扬企管间接控制公司45.76%股权。根据公司2017年财报，公司限售股份1.20亿股，占公司总股本的75%，其中东方富海、南海创新等合计0.26亿股于2018年8月解禁。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

大股东格局高远，接受新浪、腾讯、百度、搜狐、人人网等五家互联网企业入股。2011年5月5日，华扬有限股东会通过决议，同意世纪凯旋（系腾讯的主要经营实体之一）、金卓恒邦（系新浪的主要经营实体之一）、百度网讯（系百度的主要经营实体之一）、搜狐互联（系搜狐的主要经营实体之一）及千橡网景（系人人网的主要经营实体之一）分别以现金1500万元对公司增资，上市后五家互联网企业分别持股占比公司总股本的1.46%。五家互联网企业基于认同公司在互联网领域的综合竞争优势，看好公司发展，因而入股实现长期合作发展。

表 1：五家互联网企业入股公司

| 股东 | 持股数 | 持股比例 |
|------|-----------|-------|
| 世纪凯旋 | 2,399,992 | 1.46% |
| 搜狐互联 | 2,399,992 | 1.46% |
| 百度网讯 | 2,399,992 | 1.46% |
| 金卓恒邦 | 2,399,992 | 1.46% |
| 千橡网景 | 2,399,992 | 1.46% |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 借力资本，发行股份及支付现金购买龙帆广告

公司拟收购户外广告媒体公司龙帆广告，打造互联网、户外等各类媒体的立体整合式品牌传播方案服务商。

- ◆ **交易方案：**2018年7月，公司发布购买资产交易预案，拟收购龙帆广告100%股权，交易价格18.9亿元，其中现金对价支付金额为4.9亿元，占本次交易对价总额的25.90%；股份对价支付金额为14亿元，合计发行股份6736万股，占本次交易对价总额的74.10%；
- ◆ **业绩承诺：**本次交易对方刘武龙、王翠云、新余康荣及广州悟修承诺龙帆广告2018年、2019年和2020年经审计后扣除非经常性损益孰低净利润分别不少于16,800万元、19,320万元和22,200万元；若因项目交割迟于2018年12月31日需要延长业绩承诺至2021年，则2021年承诺净利润数不少于25,500万元。

表 2: 公司收购龙帆广告交易方案

| 序号 | 名称 | 对价金额(万元) | 股份对价(万元) | 发行股数(万股) | 现金对价(万元) | 现金对价 |
|----|--------------------------|----------|----------|----------|----------|------|
| 1 | 刘武龙 | 91,544 | 57,723 | 2,776 | 33,821 | |
| 2 | 王翠云 | 17,400 | 10,971 | 527 | 6,429 | |
| 3 | 新余高新区康荣投资管理 中心(有限合伙) | 17,400 | 8,700 | 418 | 8,700 | |
| 4 | 新余岚帆启鑫投资管理 中心(有限合伙) | 7,656 | 7,656 | 368 | - | |
| 5 | 广州悟修股权投资中心 (有限合伙) | 24,350 | 24,350 | 1,171 | - | |
| 6 | 北京中关村并购母基金 投资中心(有限合伙) | 24,350 | 24,350 | 1,171 | - | |
| 7 | 陶学群 | 1,500 | 1,500 | 72 | - | |
| 8 | 深圳一本传播投资有限 公司 | 4,800 | 4,800 | 230 | - | |
| | 合计 | 18,900 | 140,050 | 6,736 | 48,950 | |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

收购龙帆广告不会导致公司控制权变更。本次交易前公司总股本为 2.30 亿股, 本次发行股份及支付现金购买资产交易完成后, 不考虑募集配套资金对公司股本的影响, 公司总股本将增加至 2.97 亿股。苏同直接及通过其一致行动人姜香蕊、华扬企管及广州悟修合计控制上市公司 1.43 亿股, 持股比例达 48.18%, 仍为上市公司实际控制人。

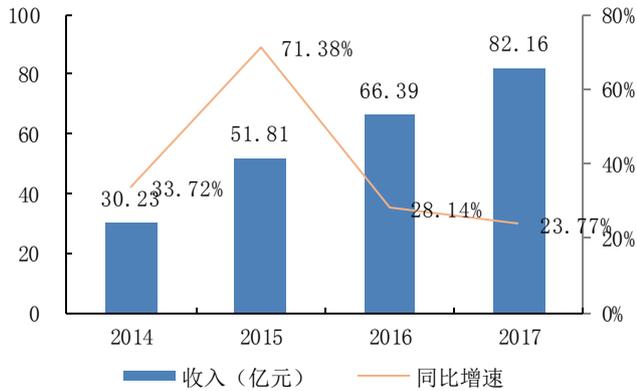
表 3：交易前后上市公司股权分布结构

| 股东名称 | 本次交易前 | | 本次交易后（不考虑配套融资） | |
|--------------------------|---------|---------|----------------|---------|
| | 持股数（万股） | 持股比例 | 持股数（万股） | 持股比例 |
| 原上市公司股东： | | | | |
| 苏同 | 6,580 | 28.60% | 6,580 | 22.12% |
| 姜香蕊 | 3,948 | 17.16% | 3,948 | 13.27% |
| 上海华扬联众企业管理 有限公司 | 2,632 | 11.44% | 2,632 | 8.85% |
| 其他股东 | 9,848 | 42.80% | 9,848 | 33.11% |
| 小计 | 23,010 | 100.00% | 23,010 | 77.35% |
| 资产购买交易对方： | | | | |
| 刘武龙 | - | - | 2,776 | 9.33% |
| 王翠云 | - | - | 527 | 1.77% |
| 新余高新区康荣投资管理中心 （有限合伙） | - | - | 418 | 1.41% |
| 新余岚帆启鑫投资管理中心 （有限合伙） | - | - | 368 | 1.24% |
| 广州悟修股权投资中心 （有限合伙） | - | - | 1,171 | 3.94% |
| 北京中关村并购母基金投资中心 （有限合伙） | - | - | 1,171 | 3.94% |
| 陶学群 | - | - | 72 | 0.24% |
| 深圳一本传播投资有限公司 | - | - | 230 | 0.78% |
| 小计 | - | - | 6,736 | 22.65% |
| 上市公司总股本 | 230,102 | 100.00% | 297,466 | 100.00% |

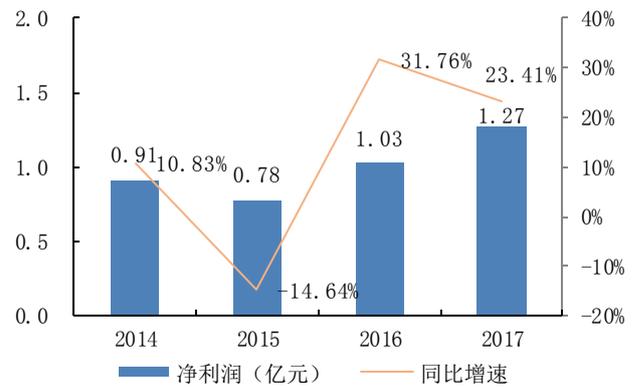
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 内生强劲，收入及净利润快速增长

2014-2017 年，公司营业收入及归母净利润实现较快增长。2014-2017 年，公司主营业务收入由 30.23 亿元增长至 82.16 亿元，年均复合增速为 39.55%；公司归母净利润由 0.91 亿元增长至 1.27 亿元，其中 2015 年归母净利润增速为-14.64%，主要源于公司 2014 年转让持有的优蜜科技的股权，实现投资收益 4291 万元，从而导致 2014 年归母净利润基数较高。

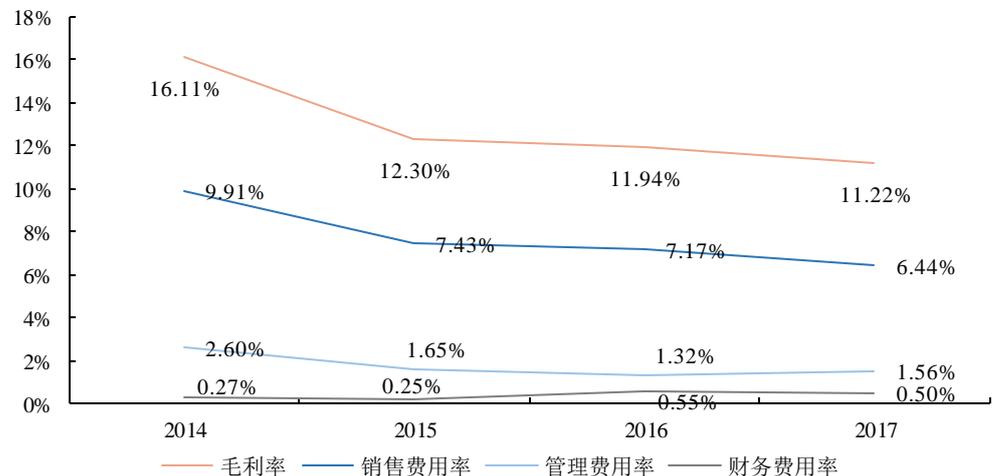
图 3: 2014-2017 年公司主营收入


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 2014-2017 年公司归母净利润


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2017 年公司毛利率及三费率相比 2016 年保持稳定。其中 2015-2017 年, 公司毛利率由 12.30% 下滑至 11.22%, 毛利率下降主要原因为公司提高新业务投入以及部分新拓展客户毛利率相对较低; 2015-2017 年, 公司销售费用率由 7.43% 下降至 6.44%, 管理费用率由 1.65% 下降至 1.56%, 财务费率由 0.25% 提升至 0.50%。

图 5: 2014-2017 年公司毛利率及三费率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.4 广告投放代理为公司核心主营

公司经营模式有两类, 分别为互联网广告服务与买断式销售代理服务。其中互联网广告服务内容主要是为客户提供互联网广告服务, 可细分为广告投放代理、广告策划与制作及影视节目业务; 买断式销售代理服务主要内容是向知名品牌企业采购商品并销售给下游客户, 同时利用自身互联网广告服务经验协助该品牌企业制定广告策划和投放方案。

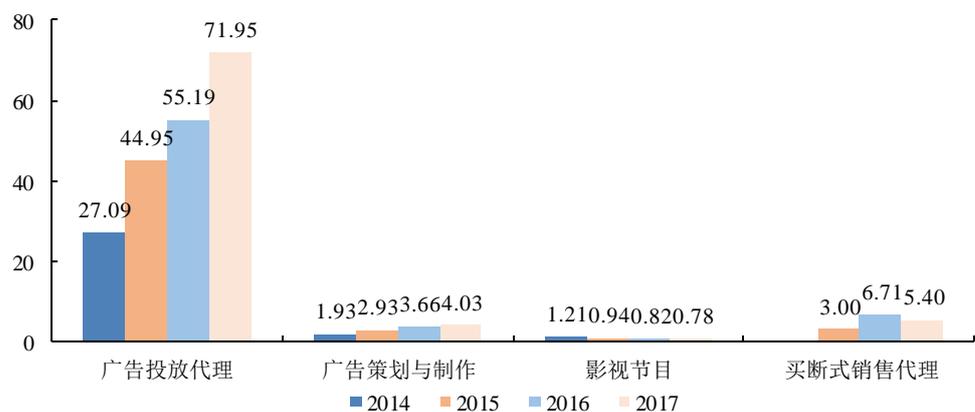
表 4：公司分业务工作内容介绍

| 分业务 | 具体工作内容 |
|---------|--|
| 广告投放代理 | 1、与客户讨论具体广告投放方案，获得客户审批后与媒体确定广告素材物料对接、具体播放要求和价格； 2、与媒体沟通配置客户广告监测代码或其他效果追踪手段。 |
| 广告策划与制作 | 1、了解客户需求，为客户制定年度营销策略、确定广告投放方案及广告监测标准，广告内容制作，广告投放计划等； 2、通过技术手段检测和分析广告投放数据，调整和优化广告投放方案。 |
| 影视节目 | 1、了解客户对影视内容的广告合作需求，投资制作影视作品； 2、针对公司现有或者新广告客户进行影视节目资源宣传推广，售卖影视作品相关权益和广告资源。 |
| 买断式销售代理 | 1、向客户采购特定商品； 2、将商品直接或者间接销售给特定的线上平台； 3、帮助客户或者线上销售平台制定导流及营销策划服务。 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

广告投放代理是公司互联网广告服务重心业务。2017 年，公司实现营业收入 82.16 亿元，其中广告投放代理业务实现收入 71.95 亿元，同比增长 30.37%；广告策划与制作业务实现收入 4.03 亿元，同比增长 9.99%，继续保持较高速增长。公司影视节目业务收入有所下降，主要系部分制作的影视节目因审批手续导致延期播出所致；买断式销售代理业务收入有所下降，主要系生产厂商与在线销售平台对公司采购的特定商品，因产品升级或刺激销量而进行大幅降价促销所致。

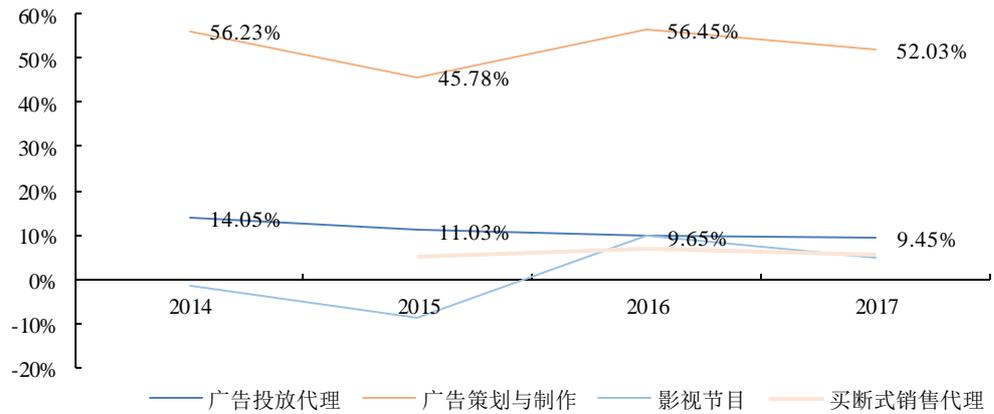
图 6：2014-2017 年公司分业务营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

重点广告投放代理业务毛利率保持稳定。2017 年广告投放代理业务毛利率 9.45%，同比减少 0.2 个百分点。广告策划与制作业务毛利率较高，2017 年该业务毛利率 52.03%；影视节目以及买断式销售代理业务毛利率较低，且业务收入占公司总营收比例较低，对公司整体业务贡献较低。

图 7：2014-2017 年公司分业务毛利率



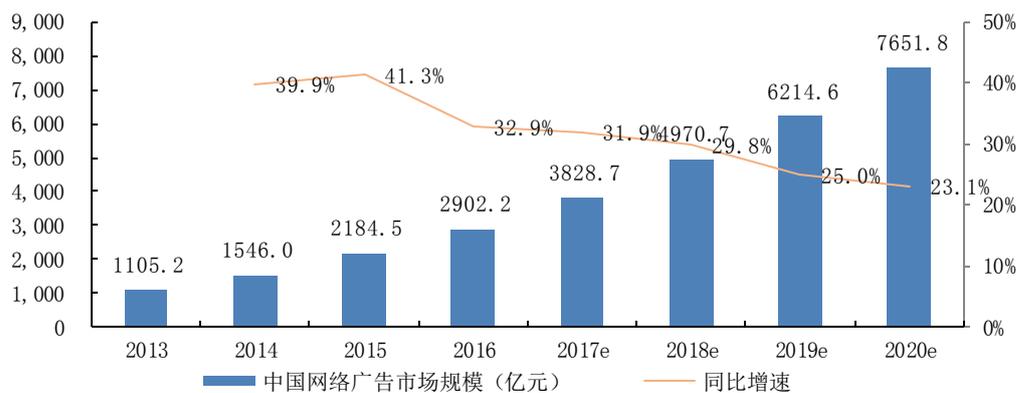
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 立足互联网广告主业，连接优质媒体资源与知名企业客户

2.1 乘互联网广告快速发展之风，伴随腾讯广告业务快速发展

中国互联网广告市场处于快速增长阶段。根据艾瑞统计，2017 年中国互联网广告市场规模预计 3829 亿元，同比增速 31.9%，并在“智能化”、“原生化”推动下，预计 2020 年将达到 7651 亿元。公司作为中国最早的互联网广告服务企业，将持续受益行业发展红利。

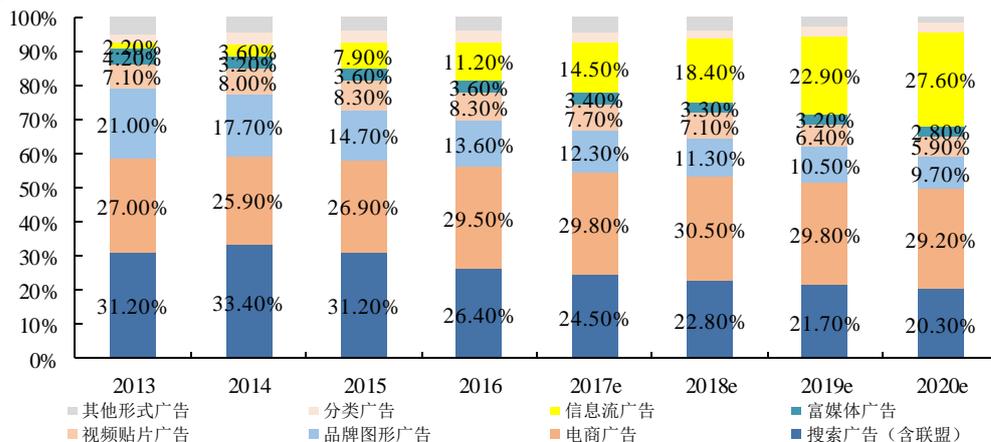
图 8：2013-2020e 中国网络广告市场规模



资料来源：艾瑞，东兴证券研究所

信息流广告是未来广告市场主要增长点, 搜索广告、电商广告、信息流广告是主要细分市场。2017年, 搜索广告占比24.5%, 市场份额持续下降; 电商广告占比29.8%, 市场份额基本保持稳定, 但受到其他新兴广告产品的侵蚀; 信息流广告占比14.5%, 仍处于快速扩张阶段。公司在展示类营销、搜索引擎营销、精准营销、内容营销、移动互联网营销等业务类别具有较强竞争力, 均能为客户提供互联网营销整体解决方案。

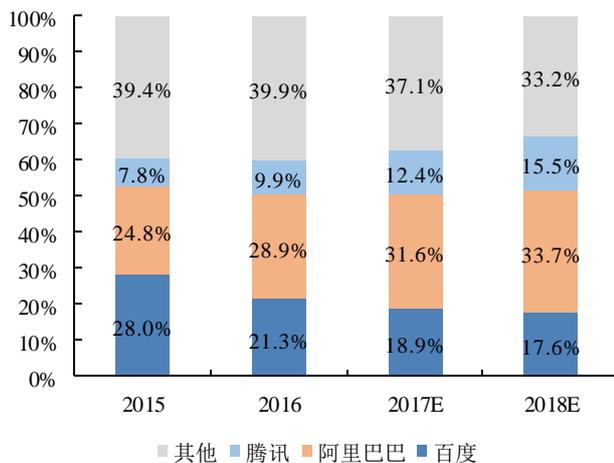
图 9: 2013-2020e 中国不同形式网络广告市场份额



资料来源: 艾瑞, 东兴证券研究所, 电商广告包括垂直搜索广告及展示类广告

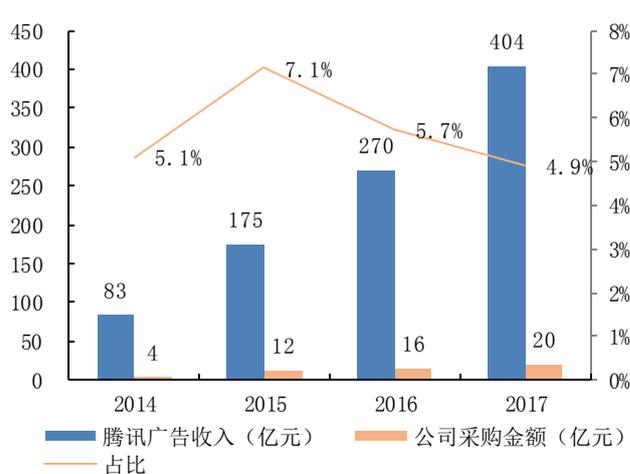
公司是腾讯广告业务重要代理商, 将伴随腾讯一同成长。百度、阿里巴巴、腾讯占据中国网络广告市场前三大市场份额, 根据 eMarketer 预测, 2018 年三家互联网企业广告收入合计将占据中国互联网广告市场份额 66.8%。2017 年腾讯广告收入 404 亿元, 同比增长 49.63%, 对比脸书, 腾讯广告业务仍有较大发展空间。2017 年公司采购腾讯媒体资源金额达到 20 亿元, 占比腾讯广告收入 4.9%, 已经成为腾讯重要互联网广告代理商。我们认为, 凭借公司在互联网广告领域的深厚技术及经验积累, 公司将紧跟行业发展趋势, 伴随腾讯一同成长。

图 10: 2015-2018E BAT 占中国互联网广告市场份额



资料来源: eMarketer, 东兴证券研究所

图 11: 2014-2017 年公司采购腾讯媒体资源金额逐年增长

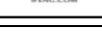


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2.2 密切合作一流互联网企业，运营优质媒体资源

与主要互联网媒体保持长期稳定合作关系。公司合作的互联网媒体包括了所有国内知名的互联网公司，如腾讯、百度、新浪、搜狐、网易、优酷、谷歌、汽车之家等，公司与之合作的时间相对较长，合作较为稳定，合作金额较大。

图 12：公司与主要互联网媒体形成稳定合作关系

| 合作的主要互联网媒体 | 网站名称 | 合作年份 |
|---|------------------|----------|
|  | 腾讯，国内知名互联网公司 | 2003 年至今 |
|  | 新浪，国内知名互联网公司 | 2003 年至今 |
|  | 搜狐，国内知名互联网公司 | 2003 年至今 |
|  | 网易，国内知名互联网公司 | 2003 年至今 |
|  | 百度，国内知名互联网公司 | 2004 年至今 |
|  | 和讯，国内知名财经资讯网站 | 2004 年至今 |
|  | 爱卡汽车，国内知名汽车资讯网站 | 2005 年至今 |
|  | Google，国际知名互联网公司 | 2005 年至今 |
|  | 淘宝，国内知名互联网公司 | 2006 年至今 |
|  | 汽车之家，国内知名互联网公司 | 2007 年至今 |
|  | 优酷，国内知名互联网公司 | 2008 年至今 |
|  | 爱奇艺，国内知名互联网公司 | 2010 年至今 |
|  | 凤凰网，国内知名互联网公司 | 2007 年至今 |

资料来源：招股书，东兴证券研究所

五家互联网企业既是公司股东也是公司重要媒体资源采购方。2014-2016 年，公司在腾讯、百度、新浪、搜狐、人人网五家互联网企业的媒体采购额合计分别为 9.98 亿元、22.39 亿元、26.58 亿元，采购额逐年增长。公司与互联网知名企业合作，采购优质媒体资源，体现公司较强的媒体资源运营能力。

表 5：2014-2016 年公司在五家网站采购金额

| 项目 | 2014 年 | | 2015 年 | | 2016 年 | |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 采购金额 | 占比 | 采购金额 | 占比 | 采购金额 | 占比 |
| 腾讯 | 4.25 | 13.91% | 12.50 | 22.20% | 15.52 | 23.74% |
| 百度 | 2.86 | 9.37% | 3.88 | 6.88% | 3.05 | 4.67% |
| 新浪 | 1.30 | 4.25% | 2.49 | 4.42% | 4.51 | 6.89% |
| 搜狐 | 1.35 | 4.44% | 3.44 | 6.10% | 3.50 | 5.36% |
| 人人网 | 0.23 | 0.74% | 0.09 | 0.17% | - | 0.00% |
| 合计 | 9.98 | 32.71% | 22.39 | 39.77% | 26.58 | 40.67% |

资料来源：招股书，东兴证券研究所

表 6: 2014-2016 年公司在五家网站采购金额占比其网络广告收入比例

| 网站 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|-----|--------|--------|--------|
| 腾讯 | 4.08% | 5.57% | 7.81% |
| 百度 | 0.53% | 0.56% | 0.64% |
| 新浪 | 2.96% | 4.49% | 4.68% |
| 搜狐 | 0.74% | 3.54% | 3.38% |
| 人人网 | 3.26% | 10.87% | - |

资料来源: 招股书, 东兴证券研究所

2.3 持续服务知名客户, 互联网营销能力获行业认可

公司在汽车、快速消费品、电子商务、IT 及通信、广告等行业具有较强竞争优势。2014-2016 年, 公司来自汽车、快速消费品等细分行业的营收实现稳定增长, 但整体毛利率略有下滑, 主要源于汽车行业客户业务毛利率降低。

表 7: 2014-2016 年公司营收的来源行业

| 网站 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 汽车 | 9.40 | 13.23 | 17.54 |
| 快速消费品 | 6.54 | 10.23 | 8.44 |
| 电子商务 | 2.13 | 13.28 | 18.59 |
| IT 及通信 | 2.12 | 2.75 | 4.24 |
| 广告 | 5.60 | 4.69 | 9.84 |
| 其他 | 4.45 | 7.63 | 7.73 |
| 合计 | 30.23 | 51.81 | 66.39 |

资料来源: 招股书, 东兴证券研究所

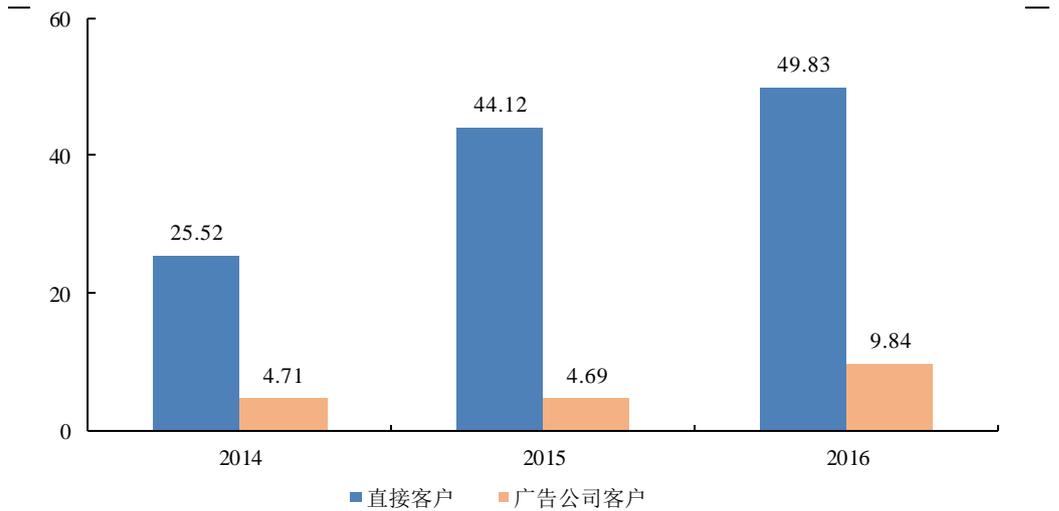
表 8: 2014-2016 年公司营收按行业划分的毛利率

| 网站 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 汽车 | 16.43% | 13.30% | 12.64% |
| 快速消费品 | 19.41% | 16.76% | 17.76% |
| 电子商务 | 17.52% | 7.18% | 8.13% |
| IT 及通信 | 24.28% | 18.21% | 18.85% |
| 广告 | 7.46% | 6.24% | 7.11% |
| 其他 | 16.93% | 15.11% | 15.46% |
| 合计 | 16.11% | 12.30% | 11.94% |

资料来源: 招股书, 东兴证券研究所

直接客户为公司营收主体。2014-2016年，来自直客的收入分别为25.52亿元、44.12亿元、49.83亿元，在公司业务收入结构中占主导作用。公司为直接客户提供的服务一般均包括了互联网广告策略、广告内容制作、广告投放、广告效果监测与评估等在内的完整广告服务业务链条，能够为客户提供互联网广告整体解决方案，可充分体现公司在互联网广告服务领域内的综合竞争优势。

图 13：2014-2016 年公司直客收入以及广告客户收入（亿元）



资料来源：招股书，东兴证券研究所

公司与主要知名企业客户保持长期稳定合作关系。公司主要客户包括上海通用、蒙牛、京东、雅诗兰黛、百胜集团（旗下包括肯德基、必胜客等品牌）、OPPO、克莱斯勒、苏宁、宝洁等。这些客户实力较强、对互联网广告的行业价值认识充分，互联网广告预算每年持续稳定增长，为公司在互联网广告领域持续发展奠定了良好基础。

图 14：公司与主要知名企业客户保持长期稳定合作关系

| 主要客户 | 客户简介 | 合作年份 |
|---|------------------------------------|----------|
|  | 上海通用，国内知名汽车厂商 | 2003 年至今 |
|  | 中国移动，国内知名移动通讯运营商 | 2003 年至今 |
|  | 百胜集团，全球知名餐饮集团，拥有“肯德基”、“必胜客”等著名餐饮品牌 | 2005 年至今 |
|  | 苏宁，国内知名连锁商业企业 | 2008 年至今 |
|  | 贵人鸟，国内知名运动服饰品牌 | 2011 年至今 |
|  | 通用磨坊，全球知名食品企业，拥有哈根达斯、湾仔码头等著名品牌 | 2011 年至今 |
|  | 蒙牛，国内知名乳品企业 | 2012 年至今 |
|  | 克莱斯勒，全球知名汽车品牌 | 2012 年至今 |
|  | 宝洁，全球知名日用消费品公司 | 2012 年至今 |
|  | OPPO，国内知名手机品牌 | 2014 年至今 |
|  | 宜家家居，全球知名家居品牌 | 2014 年至今 |
|  | 京东，国内知名电商品牌 | 2015 年至今 |
|  | 雅诗兰黛，全球知名化妆品品牌 | 2015 年至今 |

资料来源：招股书，东兴证券研究所

公司具有较强开拓客户能力。2017 年，公司第一大客户上汽通用维持每年增加互联网广告预算，雅诗兰黛首次跻入前五大客户，体现公司开拓客户能力；鑫诺是公司买断式代理业务的主要下游经销商，负责将公司经销的飞利浦产品销售至京东商城；东莞市永盛通信科技有限公司为 OPPO 手机商，珠海横琴玖富为新增客户。

图 15：2014-2017 年公司前五大销售客户

| 2014 | 销售金额 (亿元) | 2015 | 销售金额 (亿元) | 2016 | 销售金额 (亿元) | 2017 | 销售金额 (亿元) |
|----------|--------------|------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
| 上海通用 | 6.21 | 上海通用 | 9.07 | 上海通用 | 9.84 | 上汽通用 | 11.75 |
| 蒙牛 | 2.21 | 京东 | 4.99 | 京东 | 6.73 | 雅诗兰黛 | 5.88 |
| 盟博广告 | 2.18 | 鑫诺 | 3.00 | 鑫诺 | 6.46 | 鑫诺 | 5.58 |
| 品赞 | 1.16 | 蒙牛 | 2.51 | OPPO手机 | 2.99 | 东莞永盛通信 | 4.87 |
| 克莱斯勒 | 1.04 | 雅诗兰黛 | 2.17 | 盟博广告 | 2.50 | 珠海横琴玖富 | 4.41 |
| 合计收入 | 12.79 | | 21.74 | | 28.52 | | 32.48 |
| 前五客户占总收入 | 42.32% | | 41.98% | | 42.97% | | 39.53% |

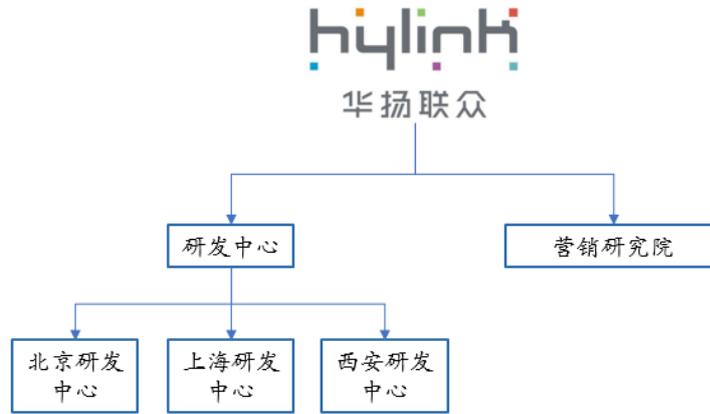
资料来源：招股书，东兴证券研究所

3. 重视技术与人才，夯实内生发展基础

3.1 重视技术研发，拥有稀缺创新优势

建立以北京为核心的三大技术研发中心，完成技术研发体系搭建。公司已经拥有较为全面的互联网营销技术研发组织体系，建立了包括产品、研发、测试和运维在内的各具体部门，在技术人才聚集效应较为明显的北京、上海和西安三地建立了三大研发中心，并根据公司在三大城市所辐射区域的业务发展重心、人员配备和技术环境特点，对三大研发中心统一规划和管理，共同构成公司的技术研发体系。

图 16：公司建立以北京为核心的三大技术研发中心



资料来源：招股书，东兴证券研究所

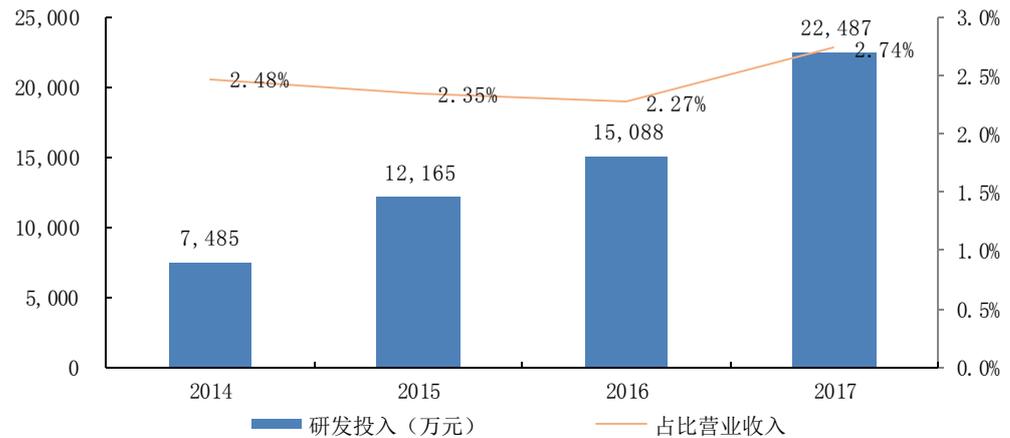
图 17：公司以北京为核心的三大技术研发中心职能

| 研发中心 | 职能 |
|--------|--|
| 北京研发中心 | 北京是众多优质的互联网媒体及大、中型营销客户的聚集地，是公司业务发展的重要区域 公司在北京设立的研发中心贴近业务前端，便于灵活了解客户的需求、洞察市场走向，将业务需求迅速转换为产品，使产品更贴近市场的需求 北京研发中心主要开发和业务相关性较强、需要对业务有着理解深刻的产品或模块，如前段营销管理系统等 |
| 上海研发中心 | 目前上海研发中心人员拥有丰富的Web 开发实践，熟练掌握 JavaScript、PHP、Python、Java、C++等主流的前端和后端开发技术，专注对浏览器的兼容性处理，对高并发的后台服务建设也有丰富的经验，主要以魔图系统的开发为主 |
| 西安研发中心 | 西安在技术人才供给和人力成本方面具备一定优势，特别在基础技术研发、大数据技术、算法建模等方面较强。公司西安研发中心的技术团队主要从事底层、后台的基础性开发优化工作，如精准投放系统内核研发等 |

资料来源：招股书，东兴证券研究所

公司研发投入持续增长。2014-2017年，公司研发投入由0.75亿元增长至2.25亿元，研发投入占比公司总收入保持稳定。

图 18：2014-2017 公司研发投入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司掌握多项具有国内领先水平核心技术，创新优势突出。根据公司招股书，公司拥有11项国内领先的核心技术以及1项国际领先的核心技术；根据2017年年报，公司在北美硅谷建立的技术研发实验室，已经在“非关系型数据库”等先进软件技术领域取得了世界领先的阶段性成果，而且开始与美国伯克利大学、中国清华大学开展了深度技术合作，为公司未来的技术发展和应用奠定了坚实的科研人才和技术基础。

表 9：公司拥有核心技术列表

| 名称 | 先进性 |
|---------------|------|
| 海量数据仓储平台 | 国内领先 |
| 基于用户行为特征的分类模型 | 国内领先 |
| 网页抓取分析系统 | 国内领先 |
| 精准投放系统 | 国内领先 |
| MF 前端开发框架 | 国际领先 |
| 视频广告投放系统 | 国内领先 |
| DSP 广告系统 | 国内领先 |
| 移动广告投放平台 | 国内领先 |
| 受众分析系统 | 国内领先 |
| 资源管理平台 | 国内领先 |
| 项目管理平台 | 国内领先 |
| 数据管理平台 | 国内领先 |

资料来源：招股书，东兴证券研究所

以技术与人才为核心竞争力，公司已获得行业客户认可。2010-2017年，公司连续八年获得《互联网周刊》网络广告公司综合服务榜单第一名，彰显公司在数字营销领域的强劲实力。

表 10: 2010-2017 年公司连续八年获得《互联网周刊》网络广告公司综合服务榜单保持第一名

| 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------|------|------|------|----------|----------|----------|----------|
| 华扬联众 | 华扬联众 | 华扬联众 | 华扬联众 | 华扬联众 | 华扬联众 | 华扬联众 | 华扬联众 |
| 好耶 | 奥美世纪 | 新意互动 | 新意互动 | 新意互动 | 新意互动 | 新意互动 | 新意互动 |
| 奥美世纪 | 新意互动 | 奥美世纪 | 奥美世纪 | CHEIL 鹏泰 | 蓝色光标 | 利欧股份 | 利欧股份 |
| 科思世通 | 好耶 | 好耶 | 三星鹏泰 | 科思世通 | 利欧股份 | 群邑互动 | 群邑互动 |
| 新意互动 | 科思世通 | 三星鹏泰 | 科思世通 | 奥美世纪 | CHEIL 鹏泰 | 蓝色光标 | 知世安索帕 |
| 腾信创新 | 电众数码 | 易传媒 | 聚胜万合 | 利欧股份 | 知世安索帕 | 电众数码 | CHEIL 鹏泰 |
| 三星鹏泰 | 三星鹏泰 | 聚胜万合 | 好耶 | 电众数码 | 互动通 | 互动通 | 互动通 |
| 知世安索帕 | 易传媒 | 科思世通 | 电众数码 | 知世安索帕 | 新合传播 | 好耶 | 好耶 |
| 电众数码 | 腾信创新 | 安吉斯 | 网迈 | 互动通 | 网迈 | 新合传播 | 省广股份 |
| 易传媒 | 聚胜万合 | 省广集团 | 互动通 | 网迈 | 电众数码 | CHEIL 鹏泰 | 腾信创新 |

资料来源:《互联网周刊》, 东兴证券研究所

3.2 人才储备充分, 股权激励到位

公司高管及员工整体素质较高, 人才储备充分。其中高管绝大多数为 70 后人, 均有较深的行业积累。另外, 2017 年公司拥有员工 1895 人, 其中 97.5% 员工学历为本科以上学历教育程度, 为公司长期发展奠定良好人才基础。

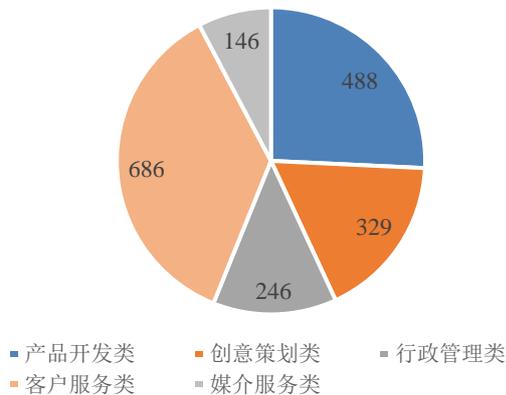
表 11: 公司高管介绍

| 姓名 | 出生年份 | 职位 | 工作经历 |
|-----|------|------------------|--|
| 苏同 | 1973 | 董事长、总经理 | 一直担任华扬联众数字技术股份有限公司总经理 |
| 隋丹 | 1976 | 创新业务部总经理、监事会主席 | 曾任北京盛世长城广告有限公司实力媒体策划经理, 智威汤逊-中乔广告有限公司传立媒体策划总监 |
| 范雪莉 | 1962 | 行政副总监、职工监事 | 曾任职于北京国际邮电局 |
| 白欣悦 | 1978 | 副总经理、监事 | 曾任职于摩托罗拉中国有限公司 |
| 贾建萍 | 1980 | 副总经理、全国媒介购买中心总经理 | 曾在 21CN 任职工作 |
| 王海龙 | 1976 | 副总经理、子公司旗帜数字总经理 | 曾在 24/7Asia Media Beijing、Lycos Asia 公司任职 |
| 陈嵘 | 1968 | 副总经理、上海分公司总经理 | 曾先后在交通银行上海分行信贷科、智威汤逊广告有限公司、精信广告有限公司、李奥贝纳广告有限公司、实力媒体、群邑集团传立媒体等公司或机构任职 |
| 郝涛 | 1975 | 副总经理、全国技术总监 | 曾先后在中国软件与技术服务总公司、斯伦贝谢(中国)北京办事处、Smart Trust Limited Beijing Representative Office、西门子(中国)有限公司等公司或机构任职 |
| 孙学 | 1972 | 副总经理、首席运营官 | 曾先后在戏剧电影报、上海奥美广告有限公司、广州达彼思(达华)广告有限公司、上海灵狮广告有限公司、尚思咨询(上海)有限公司、智威汤逊-中乔广告有限公司、威汉营销传播集团、上海中方广告有限公 |

| | | | |
|-----|------|---------------------|--|
| | | | 司任职。 |
| 郭建军 | 1973 | 副总经理、财务总监、 董事会秘书 | 曾先后在埃尔夫阿托化学、施耐德电气（中国）投资有限公司、上海奥美广告有限公司北京分公司任职。 |
| 赵轶俊 | 1978 | 副总经理 | 曾任美国嘉盛集团上海分公司高级市场经理，上海达闻文化传播有限公司 SEM & SEO 总监。 |
| 刘松 | 1975 | 全国策略中心总经理 | 曾先后在麦肯光明、李奥贝纳、智威汤逊等公司或机构任职 |
| 章骏 | 1966 | 副总经理、首席技术官 | 曾先后在新西兰的梅西大学、美国的 Ardent Software/Informix、PayPal 等高校或公司任职； |

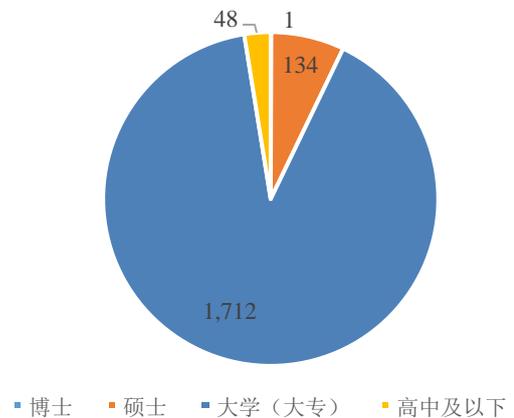
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 19：2017 年公司员工专业构成类别



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 20：2017 年公司员工教育程度



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

推出限制性股票激励计划，实现公司与高管深入绑定。公司上市后，为吸引和留住专业管理、核心技术和业务人才，从而有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，推出限制性股票激励计划。公司以 2018 年 2 月 13 日为授予日，向符合条件的 129 名激励对象授予 443.895 万股限制性股票。公司对本次限制性股票在公司层面制定严格解除限售条件，共分三期解除限售股，业绩考核指标分别为以 2017 年净利润为基数，2018 年度公司实现的净利润较 2017 年增长率不低于 50%，2019 年度公司实现的净利润较 2017 年增长率不低于 110%，2020 年度公司实现的净利润较 2017 年增长率不低于 190%。

表 12: 公司股权激励行权条件

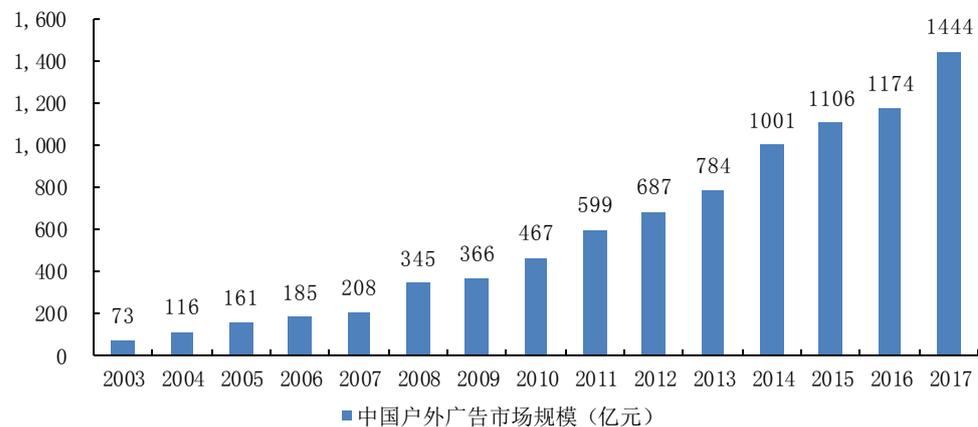
| 解除限售安排 | 业绩考核目标 |
|----------|--|
| 第一个解除限售期 | 以 2017 年净利润为基数, 2018 年度公司实现的净利润较 2017 年增长率不低于 50% |
| 第二个解除限售期 | 以 2017 年净利润为基数, 2019 年度公司实现的净利润较 2017 年增长率不低于 110% |
| 第三个解除限售期 | 以 2017 年净利润为基数, 2020 年度公司实现的净利润较 2017 年增长率不低于 190% |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 拟并购龙帆广告, 进军户外广告市场

4.1 户外广告市场增长稳健, 数字化是未来发展趋势

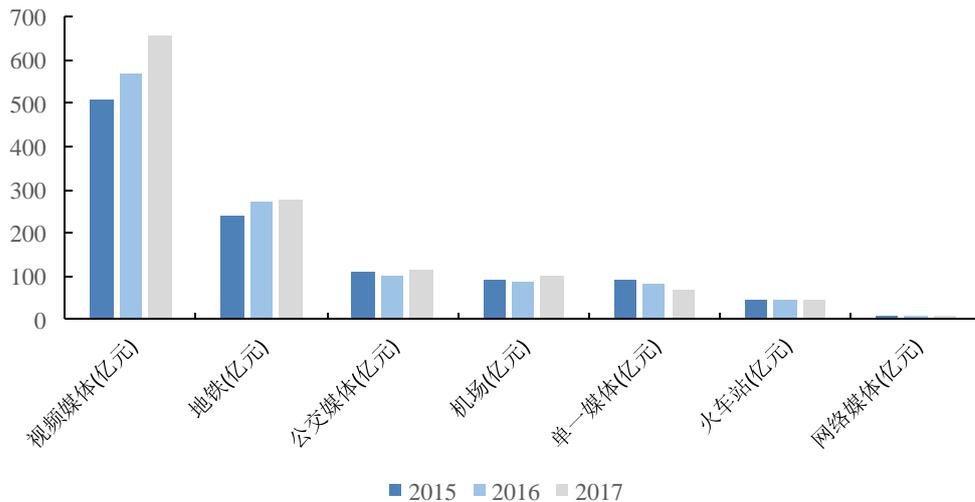
千亿户外广告市场, 保持稳健增长趋势。户外广告主要包括楼宇液晶、LED 灯箱、公交地铁电视、机场大屏等户外广告, 近年互联网媒介对电视、平面媒介等传统媒介替代日益明显, 但户外广告并未受影响, 仍保持稳定增长。据前瞻产业研究院统计, 2016 年中国户外广告市场规模达 1174 亿元, 2017 年市场规模测算约 1444 亿元。

图 21: 2003-2017 年中国户外广告市场规模


资料来源: 前瞻产业研究院, 东兴证券研究所

视频媒体、地铁、公交媒体是主要户外细分市场。根据 CODC 户外广告统计, 视频媒体细分市场近三年保持较快增长, 地铁广告、公交媒体、机场、单一媒体、火车站和网络媒体市场规模较为稳定。

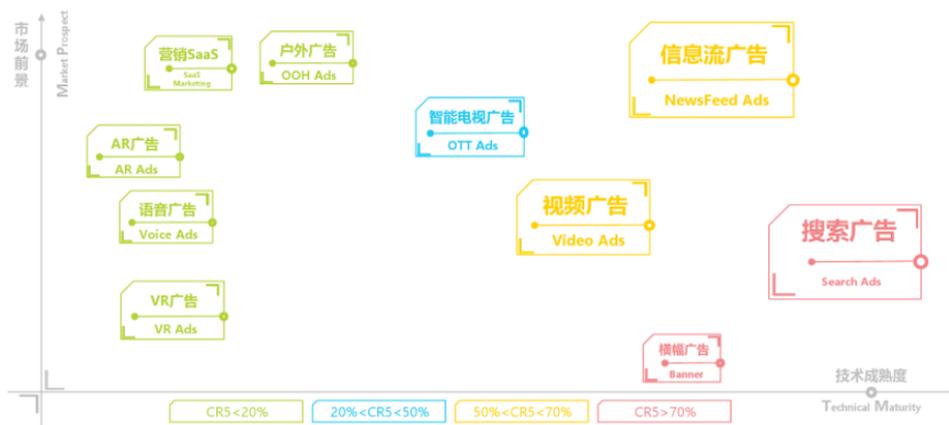
图 22: 2015-2017 年各户外媒体市场规模



资料来源: CODC 户外广告, 东兴证券研究所

户外广告数字化是未来发展趋势。数字户外具备较好的吸引消费者的注意力优势。Alfresco 实验室对 1000 名英国居民进行调查, 询问他们对周围环境中数字屏幕的看法。74% 的受访者表示他们发现数字海报“引人注目”; 三分之二以上的人认为数字海外“有吸引力”。根据艾瑞报告, 户外广告与营销 SaaS 是当前最有潜力的营销领域。

图 23: 不同形式广告未来发展前景



来源: 毕命企业财经及专家访谈, 根据艾瑞统计模型推算。

资料来源: 艾瑞, 东兴证券研究所

数字化广告形态在优化广告触达和传播效果方面, 相对于传统静态广告具有巨大优势。2017 年, 麦当劳在英国的高速公路旁放置广告牌, 广告可以调用谷歌的实时交通数据(Google Traffic API), 根据数据决定不同的广告牌上显示不同的创意内容。当交通较为畅通时, 这些广告牌上将展示巨无霸的特写图像。当车流量开始增加时, 广告牌画面中将会显示 “Stuck in a jam? There’s a light at the end of the tunnel.”。

图 24: 传统户外公路广告牌画面



资料来源: 华通传媒, 东兴证券研究所

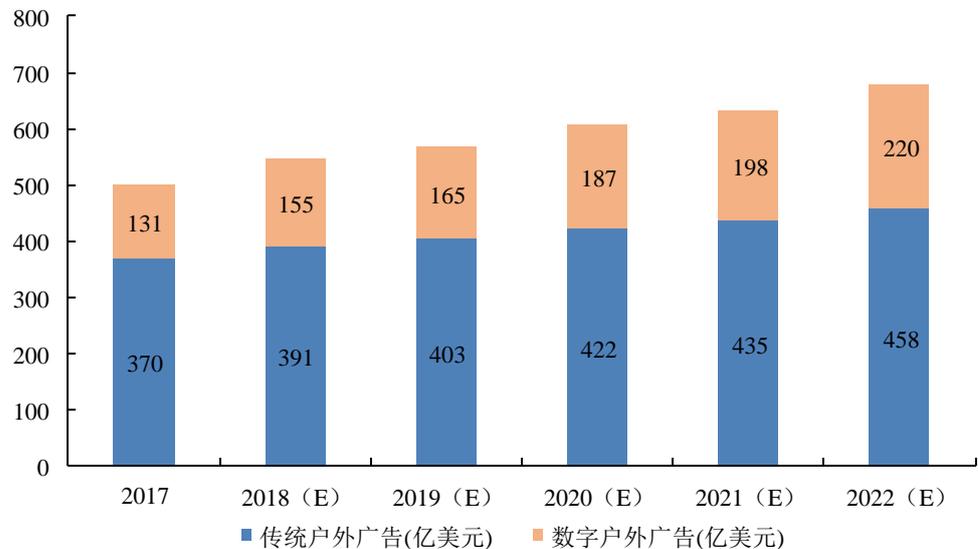
图 25: 数字化公路广告牌画面



资料来源: CODC 户外广告研究, 东兴证券研究所

数字户外广告市场渗透率将持续提升。根据普华永道统计, 2017 年全球户外广告总市场 501 亿美元, 其中传统户外广告市场规模约 370 亿美元, 数字户外广告市场规模约 131 亿美元, 数字户外广告占比总市场的 26%; 普华永道预计, 2022 年数字户外广告规模有望达到约 220 亿美元, 占整体户外广告市场的比重将达到 32%。

图 26: 2017-2022 (E) 全球户外广告市场及数字户外市场规模预测



资料来源: PwC, 东兴证券研究所

4.2 国内户外广告市场分散，全国性与区域性龙头企业并存

国内户外广告市场竞争格局分散，全国性与区域性龙头企业并存。户外广告行业可以细分为公交媒体广告、地铁广告、户外大牌、楼宇电梯广告等，不同子行业竞争格局差异较大。对于全国性的细分行业龙头，公司依靠自身强大的资本实力与渠道网络，建造自有媒体，另一方面与区域企业建立媒体代理关系，拓展市场份额，扩大影响力；对于区域性细分行业龙头，行业先行者在区域市场开展垄断竞争或完全垄断，并借助先发优势形成较高的品牌、客户壁垒，新入者通常难以直接进入本地市场。

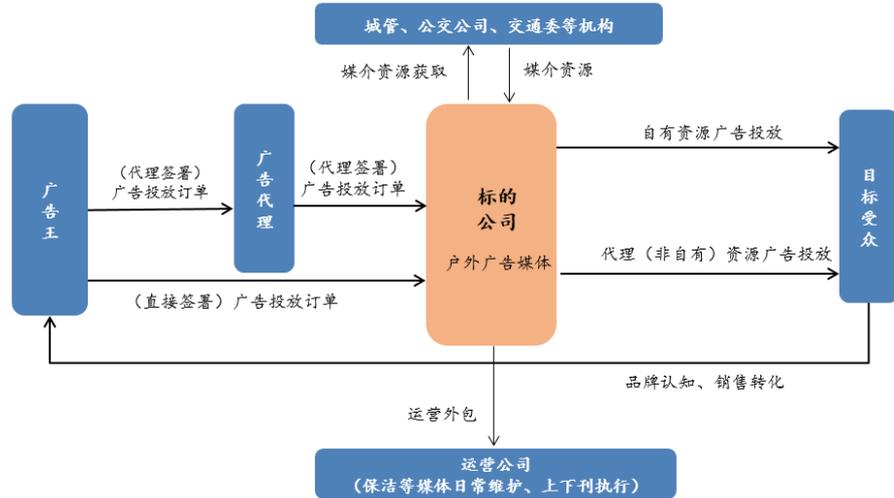
表 13：国内户外广告竞争格局

| 细分行业 | 主要参与方 | 简介 |
|----------|----------|---|
| 公交媒体广告 | 白马户外 | 白马户外媒体主营候车亭媒体，候车亭资源以网络式覆盖全国 24 座城市，合计共超过 51,000 个牌位。 |
| | 龙帆广告 | 公司主要从事户外广告业务，以运营覆盖全国的候车亭媒体为基础，在全国 17 个城市投资建设户外媒体资源，目前自有媒体及取得运营权的媒体资源总量约 5 万个。 |
| 地铁广告 | 深圳报业地铁传媒 | 深圳报业集团地铁传媒负责经营深圳地铁 1、2、5、7、9、11 号线，在深圳经营线路总里程超过 220 公里。 |
| | 德高中国 | 全球排名第一的国际性户外媒体公司，业务覆盖北京、上海、青岛、成都、沈阳、香港、澳门等 14 座城市的地铁媒体网络。 |
| 户外大牌/LED | 凤凰都市传媒 | 由凤凰卫视控股的户外 LED 大屏幕媒体运营公司，管理运营总部设于北京，并相继在江苏、浙江、上海、深圳、四川、广州等地设立经营机构。 |
| | TOM 集团 | 拥有大型广告牌及单立柱为全国之最，媒体资源逾三十万平方米，分布近六十个城市。 |
| 楼宇电梯广告 | 分众传媒 | 截至 2018 年 3 月末，分众传媒电梯媒体覆盖 300 多个城市，自营 128.6 万块电梯海报，31.3 万块电梯电视。 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司拟收购户外广告媒体公司龙帆广告处于产业链中游环节，具有较强不可替代性。行业上游主要为媒体资源拥有方，由于公交、地铁、电话亭等属于公共资源，广告运营商通常需要从城管、公交公司和交通委等机构处取得一定期限的经营权；下游主要包括有广告投放需求的广告主和广告代理公司，广告主根据自身产品特点、目标客户、预算金额等选择合适的媒体形式。

图 27：龙帆广告所处的户外广告产业链环节

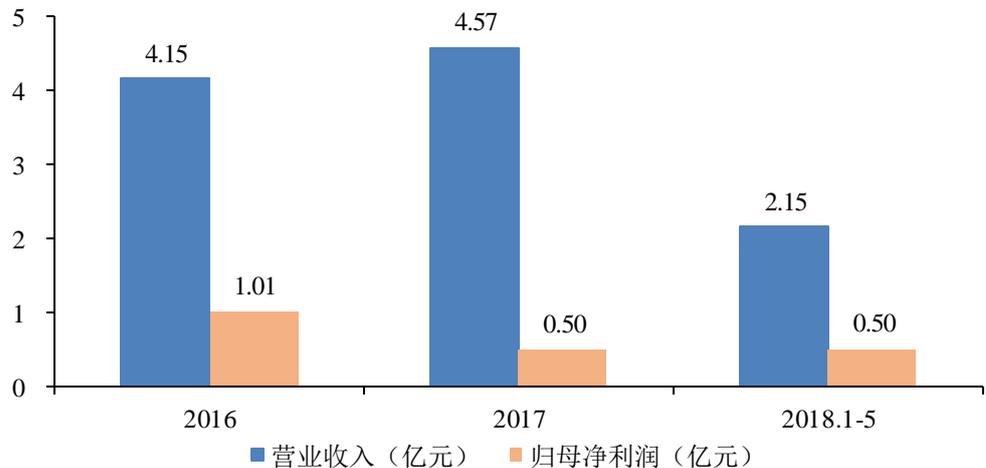


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.3 龙帆广告：储备丰富生活圈媒体资源，与上市公司实现协同互补发展

龙帆广告营业收入在户外广告行业中位居前列。标的公司专注于户外广告媒体运营领域，经过多年发展，已在全国范围内建立了跨区域、跨媒体的媒体资源经营网络，其户外广告媒体网络覆盖全国十七个一至四线核心城市。2016-2017 年龙帆广告收入分别为 4.15 亿元、4.57 亿元，同比增长 10.23%。2017 年净利润下降较多，主要源于新余康荣员工持股平台 6119.42 万元股份支付费用，从而对净利润影响较大。

图 28：2016-2018.1-5 龙帆广告收入及归母净利润



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.3.1 公交候车亭媒体广告

公交候车亭为龙帆广告的主要媒体资源类型。公交候车亭媒体是与公共设施相配套、建在公交车站上的户外媒体，以灯箱为主要表现形式。目前龙帆广告的候车亭灯箱媒体已经覆盖至全国 14 个一至四线核心城市，截至 2018 年 5 月 31 日，龙帆广告候车亭灯箱自有点位数量超过 1.8 万，是国内领先的公交车候车亭媒体资源运营商。

图 29：公司旗下公交候车亭媒体



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 14：公司自有公交候车亭媒体资源

| 城市 | 大牌 (3.5m*1.5m) | 中牌 (1.8m*1.2m) | 小牌 (1.5m*1m) | 合计 |
|----|-------------------|-------------------|-----------------|--------|
| 深圳 | 3,037 | | 1,267 | 4,304 |
| 北京 | 1,946 | | 525 | 2,471 |
| 合肥 | 1,486 | | 280 | 1,766 |
| 青岛 | 1,565 | 10 | 74 | 1,649 |
| 武汉 | 1,494 | | 13 | 1,507 |
| 长沙 | 1,174 | | 152 | 1,326 |
| 长春 | 1,143 | - | 180 | 1,323 |
| 滁州 | 903 | 71 | 211 | 1,185 |
| 沈阳 | 1,093 | - | - | 1,093 |
| 昆明 | 767 | - | 196 | 963 |
| 广州 | 506 | - | 258 | 764 |
| 宜昌 | 81 | - | 22 | 103 |
| 南昌 | 91 | - | - | 91 |
| 芜湖 | 54 | - | 20 | 74 |
| 合计 | 15,340 | 81 | 3,198 | 18,619 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.3.2 公交车媒体广告

龙帆广告储备一线城市优质公交车媒体资源。公交车身媒体覆盖城市主要商圈、主要干道、人口密集区域, 具有高频次曝光及广告信息有效提醒的特性。截至 2018 年 5 月 31 日, 龙帆广告已在深圳市拥有 55 块公交车体广告资源, 代理经营期限为 2014 年 1 月 1 日至 2019 年 7 月 31 日; 在昆明拥有 6 块公交车体广告资源, 代理经营期限为 2011 年 12 月至 2021 年 11 月。

图 30: 公司旗下公交车媒体资源



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4.3.3 公话亭媒体广告

龙帆广告是全国最大的公话亭媒体运营商。公司旗下公话亭媒体全部为自有资源, 分布于上海、南京和苏州。截至 2018 年 5 月 31 日, 龙帆广告在上海拥有 5,058 个公话亭媒体, 南京 1,115 个公话亭媒体, 苏州 640 个公话亭媒体。

表 15: 公司公用电话亭媒体资源

| 地点 | 图示 | 规格 | 材质 | 资源数量 |
|----|---|---------------------|------------------|------|
| 上海 |  | 1.0M*1.5M | 钢化玻璃面板 | 5058 |
| 南京 |  | 1.2M*1.8M | LED 内打灯箱 | 1115 |
| 苏州 |  | 1.8M*1.2M/1.8M*0.4M | 钢化玻璃面板、 不锈钢箱体 | 640 |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4.3.4 地铁广告媒体广告

龙帆广告取得武汉地铁 1 号线、3 号线一期、8 号线一期全线媒体独家经营权，签约期限为 2018 年 3 月至 2024 年 3 月。公司将提供站台灯箱，立柱、墙面、地铁车厢里广告等多类型地铁广告。

图 31：公司旗下地铁广告图例



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 16：公司旗下地铁媒体资源站内广告位

| 地铁线 | 站点数 | 站厅、通道区 | | | | | | | 总数量 |
|--------|-----|-----------|------------|--------|-------|----------------|------|------|-----|
| | | 轨行区 灯箱 | 灯箱/滚 动灯 | LED 大屏 | 立式广告牌 | 拉布灯箱/拉 布广告牌 | 梯牌 | | |
| 1 号线 | 32 | 389 | 20 | - | 314 | 12 | 808 | 1543 | |
| 3 号线一期 | 24 | 1037 | 776 | 121 | - | - | 2277 | 4211 | |
| 8 号线一期 | 12 | 816 | 453 | 2 | | | 1136 | 2407 | |
| 合计 | 68 | 2242 | 1249 | 123 | 314 | 12 | 4221 | 8161 | |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 17：公司旗下列车车厢内展板广告位

| 地铁线 | 列车车厢数量 | 列车车厢内展板广告 | | | | | 总数量 |
|--------|--------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------|-----|
| | | 车窗两侧 壁展板 | 车窗上部玻璃 贴 | 车门下部玻璃 贴 | 车座椅隔断 玻璃贴 | | |
| 1 号线 | 72 | 1208 | 1728 | 4608 | 3790 | 11334 | |
| 3 号线一期 | 29 | 696 | 1044 | 2784 | 2088 | 6612 | |
| 8 号线一期 | 20 | 720 | 960 | 2400 | 1920 | 6000 | |
| 合计 | 121 | 2624 | 3732 | 7392 | 7798 | 23946 | |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.3.5 自行车亭媒体广告

龙帆广告储备一定数量自行车亭媒体资源。自行车亭媒体主要指设置于城市中供市民停放公共自行车的服务亭，以灯箱为主要表现形式。截至 2018 年 5 月底，龙帆广告已获得武汉 1,534 个，苏州 89 个自行车亭媒体经营权。

图 32: 公司旗下自行车亭媒体资源展示


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4.4 龙帆广告: 直客+代理客户混合模式销售自有媒体资源

龙帆广告旗下公交媒体资源贡献主要收入。根据户外广告展示场所分类, 公司收入主要来自公交 (候车亭、车体)、电话亭、地铁、自行车亭等广告服务, 其中公交广告业务贡献主要收入及毛利。以 2018 年 1-5 月为例, 公司总收入 2.15 亿元, 其中公交广告服务贡献收入 1.45 亿元, 占比 67%; 公司总毛利 1.04 亿元, 其中公交广告服务贡献毛利 0.77 亿元, 占比 74%。

表 18: 按产品类型分类, 公司主营业务收入及成本

| 项目 (单位: 万元) | 2018 年 1-5 月 | | 2017 年度 | | 2016 年度 | |
|-------------|--------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 收入 | 成本 | 收入 | 成本 | 收入 | 成本 |
| 公交 (候车亭、车体) | 14,511 | 6,817 | 37,979 | 17,280 | 37,099 | 17,562 |
| 电话亭 | 1,240 | 864 | 2,028 | 1,858 | 1,444 | 1,407 |
| 地铁 | 3,766 | 1,737 | 563 | 517 | - | - |
| 自行车亭 | 544 | 447 | 1,308 | 1,219 | 1,342 | 1,490 |
| 其他 | 1,391 | 1,237 | 3,818 | 3,211 | 1,570 | 938 |
| 合计 | 21,453 | 11,101 | 45,696 | 24,085 | 41,455 | 21,397 |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 19: 按产品类型分类, 公司主营业务毛利及毛利率

| 项目 (单位: 万元) | 2018 年 1-5 月 | | 2017 年度 | | 2016 年度 | |
|-------------|--------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 毛利 | 毛利率 | 毛利 | 毛利率 | 毛利 | 毛利率 |
| 公交 (候车亭、车体) | 7,694 | 53.02% | 20,699 | 54.50% | 19,537 | 52.66% |
| 电话亭 | 376 | 30.33% | 170 | 8.37% | 37 | 2.59% |
| 地铁 | 2,030 | 53.89% | 45 | 8.05% | - | - |

| | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 自行车亭 | 97 | 17.86% | 89 | 6.80% | 149 | -11.10% |
| 其他 | 154 | 11.10% | 608 | 15.91% | 632 | 40.25% |
| 合计 | 10,352 | 48.25% | 21,611 | 47.29% | 20,057 | 48.38% |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司获取的公交候车亭主要经营期限较长。其中, 自行车亭经营期限为 3-8 年, 电话亭经营年限为 3-10 年, 公交车体经营期限为 5-10 年, 地铁媒体经营年限为 6 年, 广播电台经营媒体为 3 年;

公司自有媒体资源贡献主要收入。自有媒体资源网络覆盖国内 17 个城市, 布局一线城市资源的同时, 近 60% 的自有媒体资源来自二级及以下城市。以 2018 年 1-5 月为例, 公司自有媒体收入 1.93 亿元, 毛利率 52.11%, 代理媒体收入 0.22 亿元, 毛利率 14.07%。

表 20: 公司自有媒体与代理媒体收入及成本

| 项目 | 2018 年 1-5 月 | | 2017 年度 | | 2016 年度 | |
|------|--------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 收入 | 成本 | 收入 | 成本 | 收入 | 成本 |
| 自有媒体 | 19,279 | 9,234 | 37,299 | 17,113 | 36,044 | 16,765 |
| 代理媒体 | 2,173 | 1,867 | 8,397 | 6,972 | 5,411 | 4,632 |
| 合计 | 21,453 | 11,101 | 45,696 | 24,085 | 41,455 | 21,397 |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 21: 公司自有媒体与代理媒体毛利及毛利率

| 项目 | 2018 年 1-5 月 | | 2017 年度 | | 2016 年度 | |
|------|--------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 毛利 | 毛利率 | 毛利 | 毛利率 | 毛利 | 毛利率 |
| 自有媒体 | 10,046 | 52.11% | 20,185 | 54.12% | 19,278 | 53.49% |
| 代理媒体 | 306 | 14.07% | 1,425 | 16.98% | 779 | 14.40% |
| 合计 | 10,352 | 48.25% | 21,611 | 47.29% | 20,057 | 48.38% |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

标的公司销售模式主要采用直接客户销售和向广告公司销售相结合的混合型模式。其中, 在直客模式下, 公司直接与广告主洽谈媒体网络投放意向及具体细节, 合作意向确定后, 与直接客户签订投放合同; 在渠道销售模式下, 公司与广告主的广告代理公司洽谈媒体网络投放意向及具体细节, 并与广告代理公司签订投放合同。

表 22: 公司直客及渠道收入及占比

| 媒体资源类型 | 2018 年 1-5 月 | | 2017 年 | | 2016 年 | |
|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 直客销售 | 9981 | 46.52% | 29044 | 63.56% | 22377 | 53.98% |
| 渠道销售 | 11472 | 53.48% | 16651 | 36.44% | 19077 | 46.02% |
| 合计 | 21453 | 100% | 45696 | 100% | 41455 | 100% |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

仅对上市公司当前业务盈利预测, 核心假设如下:

- 1) 互联网广告市场仍处在快速增长阶段, 公司在互联网广告领域具有较强的竞争力, 广告代理业务增速高于行业增速;
- 2) 广告策划与制作、影视节目、买断式销售代理业务目前占公司营收比例仍较低, 业务保持稳定发展;

表 23: 2016-2020E 公司分业务营收预测

| 单位: 百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 6,639 | 8,216 | 10,493 | 13,437 | 17,239 |
| yoy | 28% | 24% | 28% | 28% | 28% |
| 互联网广告服务 | 5,968 | 7,676 | 9,899 | 12,783 | 16,520 |
| yoy | 22% | 29% | 29% | 29% | 29% |
| 广告投放代理 | 5,519 | 7,195 | 9,354 | 12,160 | 15,808 |
| yoy | 23% | 30% | 30% | 30% | 30% |
| 广告策划与制作 | 366 | 403 | 463 | 533 | 613 |
| yoy | 25% | 10% | 15% | 15% | 15% |
| 影视节目 | 82 | 78 | 82 | 90 | 99 |
| yoy | -12% | -5% | 5% | 10% | 10% |
| 买断式销售代理 | 671 | 540 | 594 | 654 | 719 |
| yoy | 124% | -19% | 10% | 10% | 10% |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

根据以上假设, 我们预计 2018-2020 年公司营收分别为 104.93 亿元、134.37 亿元、172.39 亿元, 净利润分别为 1.90 亿元、2.70 亿元、3.75 亿元, 同比增长 50.03%、42.21%、38.78%。

表 24: 2016-2020E 公司营收及净利润预测

| 单位: 百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 6,639 | 8,216 | 10,493 | 13,437 | 17,239 |
| 增长率 (%) | 28% | 24% | 28% | 28% | 28% |
| 净利润 | 103 | 127 | 190 | 270 | 375 |
| 增长率 (%) | 32% | 23% | 50% | 42% | 39% |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5.2 估值

我们预计 2018-2020 年公司净利润分别为 1.90 亿元、2.70 亿元、3.75 亿元，对应 PE 分别为 20X、14X、10X。拟收购标的龙帆广告承诺 2018-2020 年净利润 1.68 亿元、1.93 亿元、2.22 亿元，因此考虑收购完成，预计公司 2018-2020 年备考净利润为 3.58 亿元、4.63 亿元、5.97 亿元，对应 PE 为 15X、11X、9X。公司在数字营销领域具有较强的创新力，我们看好收购龙帆广告后的协同发展，因此我们给予公司目标价 22.30 元，给予“推荐”评级。

表 25：数字营销行业 PE 比较

| 公司 | 市值(亿元) | 营收(亿元) | | | 净利润(亿元) | | | PE | | |
|------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E |
| 华扬联众 | 38 | 104.93 | 134.37 | 172.39 | 1.90 | 2.70 | 3.75 | 20 | 14 | 10 |
| 分众传媒 | 1350 | 145.65 | 172.46 | 204.89 | 69.04 | 81.19 | 95.43 | 20 | 17 | 14 |
| 蓝色光标 | 113 | 190.08 | 231.99 | 270.7 | 5.76 | 7.48 | 8.4 | 20 | 15 | 13 |
| 科达股份 | 69 | 128.05 | 167.03 | 238.67 | 6.54 | 8.07 | 10.65 | 11 | 9 | 6 |

资料来源：Wind，东兴证券研究所，20180822

6. 风险提示

户外广告数字化改造低于预期、互联网媒介资源方议价权持续提升、市场竞争过于激烈等风险。

表 26: 公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位: 百万元 | | | | | 利润表 | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产合计 | 3524 | 4389 | 5249 | 5192 | 6498 | 营业收入 | 6639 | 8216 | 10493 | 13437 | 17239 |
| 货币资金 | 360 | 422 | 539 | 1617 | 1806 | 营业成本 | 5846 | 7295 | 9346 | 12009 | 15467 |
| 应收账款 | 2763 | 3142 | 4013 | 2577 | 3306 | 营业税金及附加 | 26 | 40 | 52 | 50 | 50 |
| 其他应收款 | 65 | 70 | 89 | 114 | 146 | 营业费用 | 476 | 529 | 658 | 825 | 1012 |
| 预付款项 | 245 | 267 | 454 | 694 | 1004 | 管理费用 | 88 | 128 | 142 | 171 | 208 |
| 存货 | 0 | 98 | 126 | 161 | 208 | 财务费用 | 37 | 41 | 49 | 55 | 61 |
| 其他流动资产 | 3 | 10 | 28 | 28 | 28 | 资产减值损失 | 42.20 | 28.20 | 18.00 | 16.00 | 15.00 |
| 非流动资产合计 | 400 | 374 | 248 | 243 | 236 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 46 | 73 | 73 | 73 | 73 | 投资净收益 | 2.09 | -2.74 | 0.00 | 5.00 | 8.00 |
| 固定资产 | 37 | 32 | 30 | 42 | 71 | 营业利润 | 125 | 151 | 227 | 316 | 433 |
| 无形资产 | 13 | 12 | 11 | 10 | 8 | 营业外收入 | 4.93 | 1.50 | 5.00 | 10.00 | 16.00 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 3.83 | 2.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 3924 | 4763 | 5497 | 5435 | 6734 | 利润总额 | 126 | 150 | 232 | 326 | 449 |
| 流动负债合计 | 3264 | 3543 | 4020 | 3707 | 4657 | 所得税 | 26 | 26 | 42 | 55 | 74 |
| 短期借款 | 1007 | 952 | 1045 | 0 | 0 | 净利润 | 101 | 124 | 190 | 270 | 375 |
| 应付账款 | 1974 | 2177 | 2561 | 3290 | 4238 | 少数股东损益 | -2 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 58 | 208 | 209 | 211 | 214 | 归属母公司净利润 | 103 | 127 | 190 | 270 | 375 |
| 一年内到期的非 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 180 | 211 | 279 | 376 | 502 |
| 非流动负债合计 | 6 | 0 | 56 | 56 | 56 | EPS (元) | 0.86 | 0.93 | 0.83 | 1.17 | 1.63 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 负债合计 | 3270 | 3543 | 4077 | 3763 | 4713 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 15 | 13 | 13 | 13 | 13 | 营业收入增长 | 28.14% | 23.77% | 27.71% | 28.05% | 28.30% |
| 实收资本(或股 | 120 | 160 | 230 | 230 | 230 | 营业利润增长 | 27.98% | 20.42% | 50.58% | 39.01% | 37.25% |
| 资本公积 | 113 | 599 | 599 | 599 | 599 | 归属于母公司净利润 | 31.76% | 23.41% | 50.03% | 42.21% | 38.78% |
| 未分配利润 | 326 | 409 | 548 | 745 | 1019 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 638 | 1207 | 1474 | 1726 | 2075 | 毛利率(%) | 11.94% | 11.22% | 10.93% | 10.62% | 10.28% |
| 负债和所有者权 | 3924 | 4763 | 5564 | 5502 | 6801 | 净利率(%) | 1.51% | 1.51% | 1.81% | 2.01% | 2.18% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位: 百万元 | | | | | | 总资产净利润(%) | 2.62% | 2.66% | 3.46% | 4.97% | 5.57% |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | ROE(%) | 16.08% | 10.50% | 12.90% | 15.67% | 18.09% |
| 经营活动现金流 | -175 | -280 | -131 | 2208 | 283 | 运营能力 | | | | | |
| 净利润 | 101 | 124 | 190 | 270 | 375 | 总资产周转率 | 1.97 | 1.89 | 2.03 | 2.43 | 2.80 |
| 折旧摊销 | 18 | 19 | 0 | 5 | 7 | 应收账款周转率 | 3 | 3 | 3 | 4 | 6 |
| 财务费用 | 37 | 41 | 49 | 55 | 61 | 应付账款周转率 | 3.77 | 3.96 | 4.43 | 4.59 | 4.58 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -871 | 1436 | -729 | 每股指标(元) | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 1 | 2 | 2 | 每股收益(最新摊薄) | 0.86 | 0.93 | 0.83 | 1.17 | 1.63 |
| 投资活动现金流 | -106 | -51 | 138 | -11 | -7 | 每股净现金流(最新 | 1.06 | 0.78 | 0.51 | 4.69 | 0.82 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 5.32 | 7.54 | 6.41 | 7.50 | 9.02 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 152 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 投资收益 | 2 | -3 | 0 | 5 | 8 | P/E | 19.40 | 17.94 | 20.19 | 14.20 | 10.23 |
| 筹资活动现金流 | 409 | 456 | 110 | -1119 | -87 | P/B | 3.14 | 2.21 | 2.60 | 2.22 | 1.85 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 14.69 | 15.16 | 15.57 | 5.91 | 4.05 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 40 | 70 | 0 | 0 | | | | | | |
| 资本公积增加 | -1 | 486 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 现金净增加额 | 127 | 125 | 117 | 1078 | 189 | | | | | | |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

石伟晶

上海交通大学工学硕士。曾任华创证券、安信证券传媒互联网行业分析师, 2018 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。