

2018年11月16日

证券研究报告·公司研究报告

智度股份 (000676) 传媒

买入 (首次)

当前价: 11.41 元

目标价: 16.20 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

手握海外稀缺流量，打造互联网营销旗舰

投资要点

- 自 2016 年完成主营业务转型以来，实现了“互联网媒体+数字营销”两大核心业务协同发展，现已成为国内领先的互联网营销公司。公司业绩表现出色，2018 年前三季度营收、净利润实现 27.9% 和 75.9% 同比增速，是营销板块增长最快、壁垒最高的公司之一。
- 行业进入存量竞争，创新&流量是核心要素。互联网广告占 GDP 比例接近天花板，行业或进入低速增长阶段。互联网使用时长已达“4 小时”瓶颈，对用户时长的竞争已臻白热化，未来市场竞争核心在于创新能力和流量积累，拥有创新技术及全案服务能力的营销服务商将拥有更强的议价能力和更大的盈利空间。
- “流量+平台+渠道”三位一体，构筑牢固护城河。公司是拥有移动互联网流量入口、流量经营平台和商业变现渠道三位一体的移动互联网公司。

Spigot: “算法+大数据”驱动的顶尖互联网科技公司。 Spigot 是公司海外互联网媒体平台，是国内稀缺的境外流量入口平台，算法技术壁垒高，利润空间有保障，是公司核心利润来源。

境内媒体平台: 聚合中长尾资源，建立流量矩阵。 境内媒体平台以 FMOBI、万流客、应用汇为主，拥有海量资源，广泛覆盖用户群体，建立了庞大的流量矩阵，为商业变现提供了基础条件。

数字营销业务: 对接优质客户，媒体资源丰富。 公司数字营销业务拥有腾讯广点通、百度、VIVO 等核心代理资质；服务于快消、家电、汽车等品牌商，拥有主流论坛、新闻、问答、视频等平台的优质媒介资源，有很强的整合营销能力。

此外，公司为丰富互联网产业布局，着力延伸至互金、游戏业务，有望进一步提升公司盈利能力。

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.81 元、1.04 元、1.23 元，未来三年归母净利润将保持 31% 的复合增长率。参考可比公司估值，给予公司 2018 年 20 倍估值，对应目标价 16.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险，海外业务大幅波动的风险，核心人才流失的风险，业务开拓或不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	6375.39	8698.45	10769.96	12856.86
增长率	169.69%	36.44%	23.81%	19.38%
归属母公司净利润 (百万元)	527.33	778.68	1002.01	1192.13
增长率	66.82%	47.67%	28.68%	18.97%
每股收益 EPS (元)	0.55	0.81	1.04	1.23
净资产收益率 ROE	10.45%	13.56%	15.21%	15.73%
PE	21	14	11	9
PB	2.18	1.92	1.67	1.45

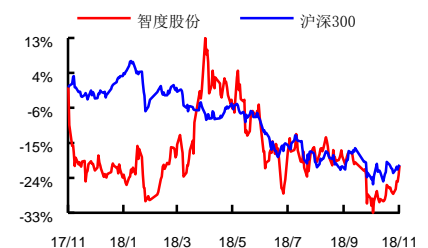
数据来源: Wind, 西南证券

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: 杭爱
电话: 010-57758568
邮箱: ha@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)	9.66
流通 A 股(亿股)	3.17
52 周内股价区间(元)	9.61-16.35
总市值(亿元)	110.19
总资产(亿元)	78.13
每股净资产(元)	5.93

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：国内领先的互联网营销企业	1
2 行业分析：行业进入存量竞争，创新&流量成核心要素	3
2.1 互联网广告市场高增长长期将结束.....	3
2.2 移动互联网人口红利逐步消失，消费时长触顶.....	4
2.3 优质流量和创新技术构筑护城河.....	4
3 公司分析：“流量入口+经营平台+变现渠道”三位一体，构筑牢固护城河	6
3.1 境外媒体平台：Spigot，“算法+大数据”驱动的顶尖互联网科技公司.....	7
3.2 境内媒体平台：聚合中长尾资源，建立流量矩阵.....	10
3.3 数字营销业务：对接优质客户，媒体资源丰富.....	13
3.4 迅速开拓互联网金融、游戏业务.....	15
4 财务分析	16
4.1 高利润率造就高 ROE.....	16
4.2 现金流转好，盈利质量改善.....	16
4.3 偿债能力领跑行业.....	17
5 盈利预测与估值	18
6 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司主营业务结构一览	1
图 2: 公司股权结构一览	1
图 3: 公司营收及增速情况	2
图 4: 公司归母净利润及增速情况	2
图 5: 公司营收占比变化情况	2
图 6: 2018 年上半年公司毛利占比情况	2
图 7: 互联网广告占比提升	3
图 8: 互联网广告移动端占比上升明显	3
图 9: 中国网络广告市场规模及增速 (亿元)	3
图 10: 中国互联网广告市场规模占 GDP 比重变化率 (%)	3
图 11: 人均互联网消费时长 (分钟)	4
图 12: 互联网人口红利逐步消失	4
图 13: 移动营销行业价值链分布情况	5
图 14: 移动广告产业链	5
图 15: 2017 年移动广告收入细分情况	5
图 16: Spigot 跨平台解决方案产业链	6
图 17: 万流客商业模式	6
图 18: Spigot 全球月均新增用户数量	7
图 19: 稀缺海外流量入口	7
图 20: Spigot 旗下专注于隐私保密的搜索引擎	8
图 21: 美国网民对“数据泄露”和“隐私保护”关键词搜索量	9
图 22: Spigot 和传统移动营销公司商业模式对比	9
图 23: Spigot 合作客户	10
图 24: Spigot 2017 年业绩	10
图 25: 全球搜索广告市场规模预测 (百万美元)	10
图 26: FMOBI 集主流社交广告、信息流广告群	11
图 27: 猎鹰移动原生广告平台移动联盟	11
图 28: FMOBI 定向与优化流程	11
图 29: 专业 RTB/DMP 解决方案	11
图 30: 应用汇基本功能及产品结构	13
图 31: 2012-2017 年 Android 平台新增恶意软件数量	13
图 32: 2017 年 Android 平台新增恶意软件类型分布	13
图 33: 互联网营销产业链	14
图 34: 数字营销业务服务客户及代理平台	14
图 35: 范特西官网一览	16
图 36: 公司收益质量处于行业领先水平	17
图 37: 主流营销公司资产负债率情况	17
图 38: 主流营销公司短期偿债能力对比	17

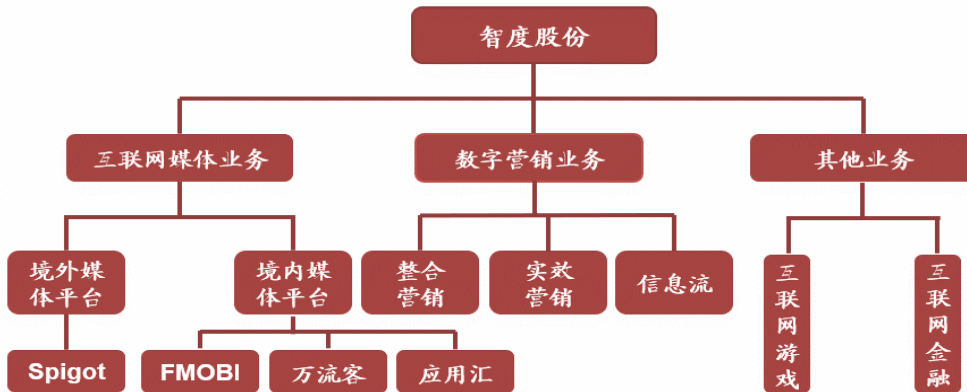
表 目 录

表 1: 数字营销子公司运营模式.....	7
表 2: FMOBI 平台优势.....	12
表 3: 数字营销精彩案例.....	15
表 4: 主流互联网营销公司杜邦分析.....	16
表 5: 分业务收入及毛利率.....	18
表 6: 可比公司相对估值.....	18
附表: 财务预测与估值.....	19

1 公司概况：国内领先的互联网营销企业

智度科技股份有限公司转型前主要经营电力二次设备、信息技术产品开发、生产和销售业务，2016 年转型成功后成为一家同时拥有移动互联网流量入口、流量经营平台和商业变现渠道三位一体的移动互联网公司。公司通过外延并购，实现了互联网媒体业务和数字营销业务协同发展，逐渐成为拥有技术、流量平台和媒体资源的国际化互联网公司。

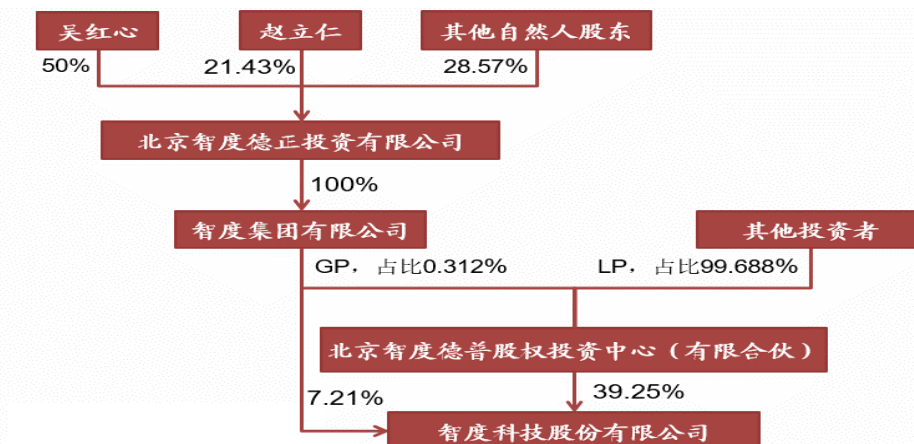
图 1：公司主营业务结构一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

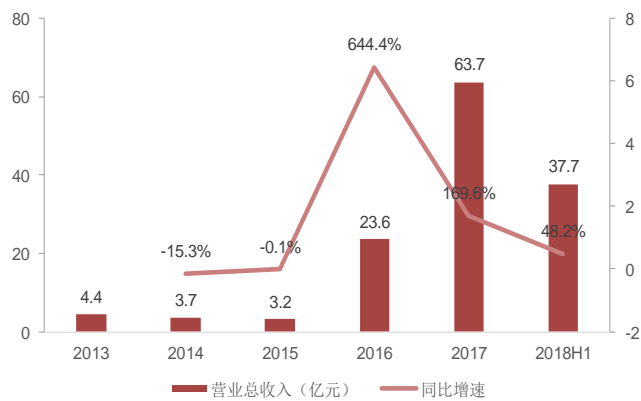
公司股权结构：公司控股股东北京智度德普股权投资中心由智度集团发起成立，基金投资者既包括国开金融、百颐资本、暖流资产等顶尖金融投资机构，又有阳光保险、蓝色光标、宇通客车、荣盛集团、海航投资、华胜天成、太阳纸业、海思科、国光电器、金洲集团、盛景网联、物产中大、中城联盟、惠买集团等国内知名的上市公司和民营企业。公司旗下包括参控股子公司超过 40 家，主要经营范围包括互联网媒体业务和数字营销业务，同时积极拓展互联网游戏和互联网金融业务，助力公司全产业链的优化整合。

图 2：公司股权结构一览

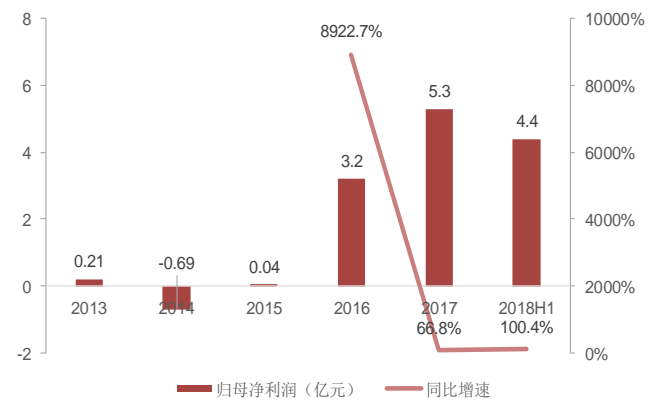


数据来源：西南证券整理

公司业绩情况：公司自 2016 年启动重大资产重组，剥离传统仪表业务、向移动互联网流量经营公司转型以来，坚持技术驱动和互联网媒体、数字营销两大业务齐头并进，同时积极推进全球化布局、稳步向互联网游戏及金融领域拓展，不断提升公司的业务规模和持续盈利能力。2015-2016 年营业总收入和归母净利润分别大幅增长 6.4 倍和 89.2 倍，主要因为业绩并表（合并的公司业绩为境内子公司 5-12 月的财务数据和境外子公司 Spigot 6-12 月的财务数据）。2017 年公司实现收入和归母净利润 63.7 亿元和 5.3 亿元，分别同比增长 169.6%和 66.8%；2018 年上半年公司实现营业总收入和归母净利润各 37.7 亿元和 4.4 亿元，分别同比增长 48.2%和 100.4%。

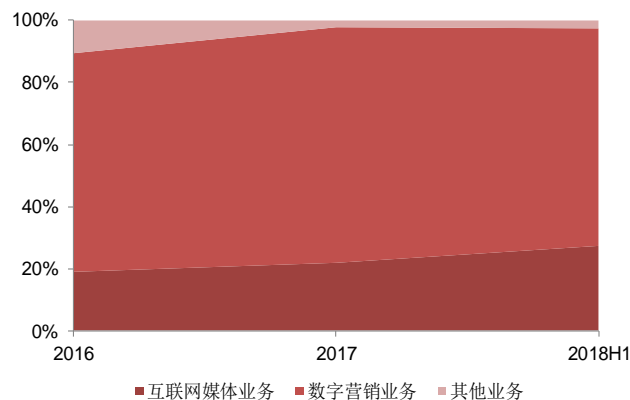
图 3：公司营收及增速情况


数据来源：西南证券整理

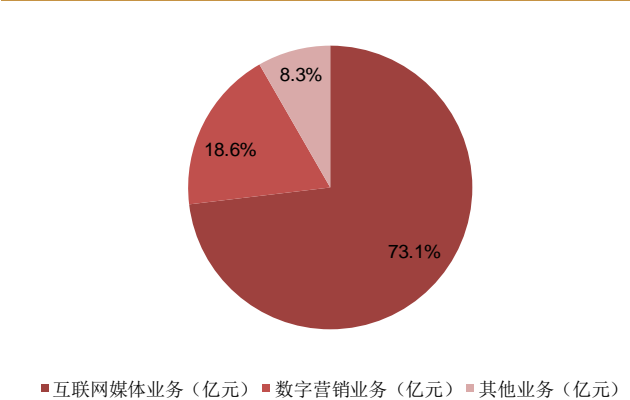
图 4：公司归母净利润及增速情况


数据来源：西南证券整理

公司主营业务结构：2016 年完成重大资产重组后，公司的主营业务为互联网媒体业务、数字营销业务和其他业务（互联网游戏和互联网金融）。其中，数字营销业务为公司带来大部分营业收入，而互联网媒体业务则拥有较高的毛利率。数字营销业务的营业收入在 2016、2017 年分别占 70.1%和 76.0%，而毛利润贡献率仅为 19.2%和 17.8%，低于互联网媒体的毛利润占比（71.3%和 75.1%）；互联网媒体业务 2016、2017 年的毛利率分别为 64.4%和 46.9%，远高于数字营销业务所对应的 6.2%和 3.6%。2018 年上半年，互联网媒体和数字营销业务两大核心业务进一步发展，营业规模继续保持较快增长，毛利率分别为 50.0%、5.0%，均较去年同期有所提升，三者毛利贡献率分别为 73%、18.6%。

图 5：公司营收占比变化情况


数据来源：西南证券整理

图 6：2018 年上半年公司毛利占比情况


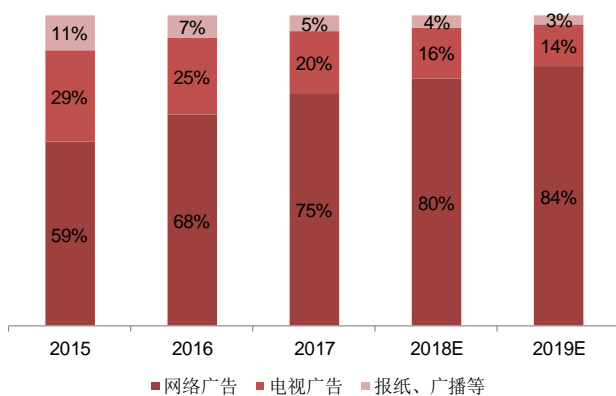
数据来源：西南证券整理

2 行业分析：行业进入存量竞争，创新&流量成核心要素

2.1 互联网广告市场高增长长期将结束

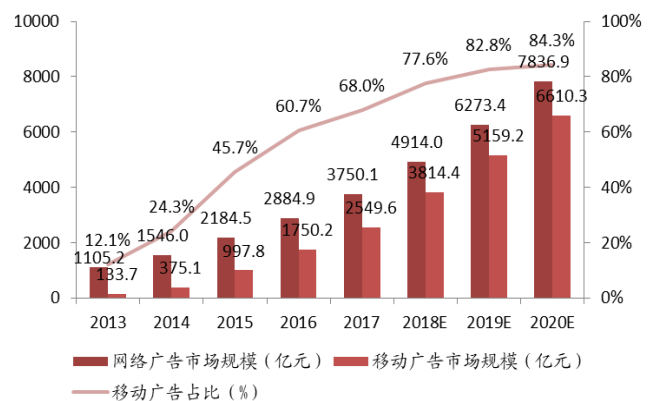
随着互联网技术的不断发展、移动端的普及和电信基础设置的完善，中国互联网广告市场规模呈现大幅增长，预计 2019 年我国网络广告市场规模将达到 6000 亿元，在整个广告市场中的占比将达 84%，其主要的增长驱动力来源于移动互联网发展红利及移动广告产业链的不断完善，2017 年移动广告规模达 2549.6 亿，占总体网络广告比例近 70%，预计 2020 年这一比例将达到 84.3%。

图 7：互联网广告占比提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

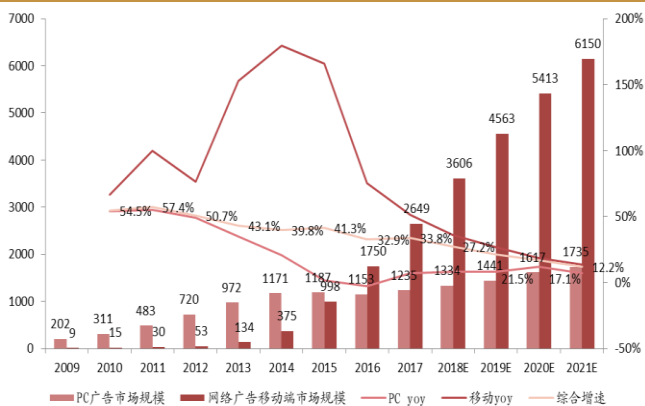
图 8：互联网广告移动端占比上升明显



数据来源：见智预测，西南证券整理

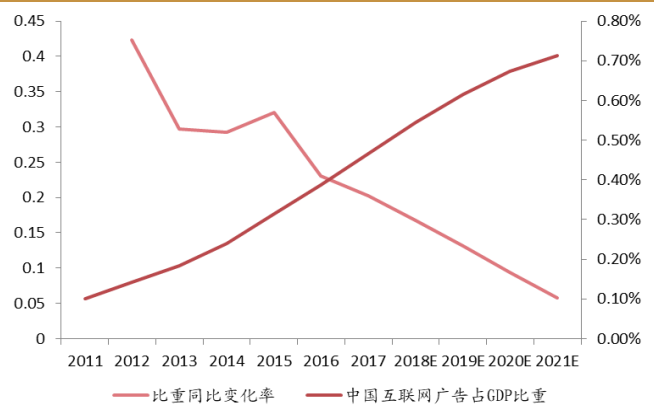
在市场规模持续扩大的背后，网络广告的整体增速呈现逐渐放缓的趋势。根据见智预测数据，2018 年或成为网络广告市场的转折点，移动互联网广告市场爆发所带来的营收高速增长时期结束，2019 年互联网广告市场规模增速将下滑至 21%，并于三年内下滑至 12%，进入低速增长阶段。同时，互联网广告市场规模占 GDP 比重的变化率也呈现逐年递减特征，说明广告主广告投放从线下向线上迁移的过程已到尾声，网络广告占 GDP 的比例逐步接近天花板。互联网广告行业“增量竞争”时代结束，进入“存量竞争”的发展阶段。

图 9：中国网络广告市场规模及增速 (亿元)



数据来源：艾瑞咨询，见智预测，西南证券整理

图 10：中国互联网广告市场规模占 GDP 比重变化率 (%)

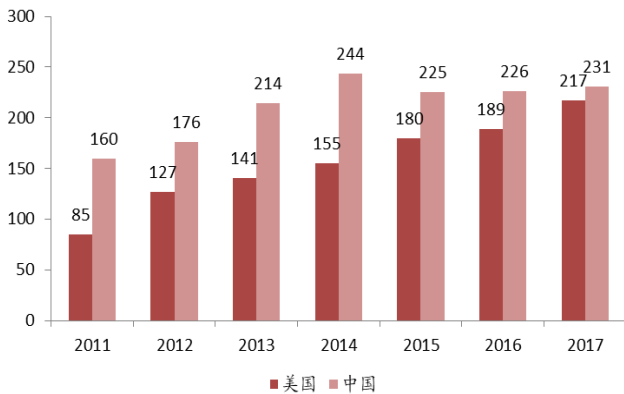


数据来源：见智预测，西南证券整理

2.2 移动互联网人口红利逐步消失，消费时长触顶

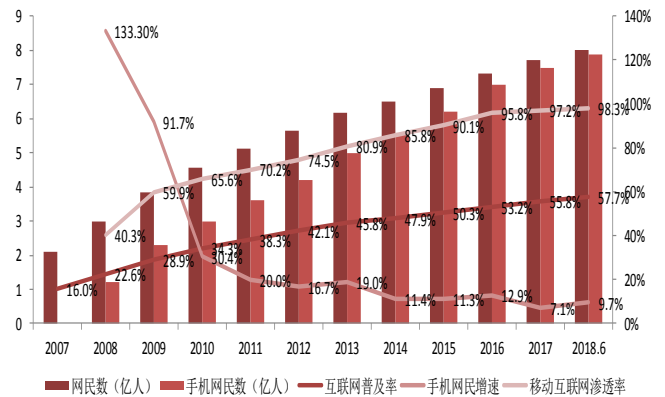
自 2014 年中国互联网人均消费市场达到 4 小时以来，近三年尚未有所突破，人均消费时长进入低速增长、甚至负增长阶段，互联网使用时长已达到瓶颈。在“4 小时魔咒”的限制下，业内对用户时长的竞争已经进入白热化阶段，未来互联网广告行业的竞争核心将落脚在流量规模和广告变现能力上。

图 11：人均互联网消费时长（分钟）



数据来源：见智预测，西南证券整理

图 12：互联网人口红利逐步消失



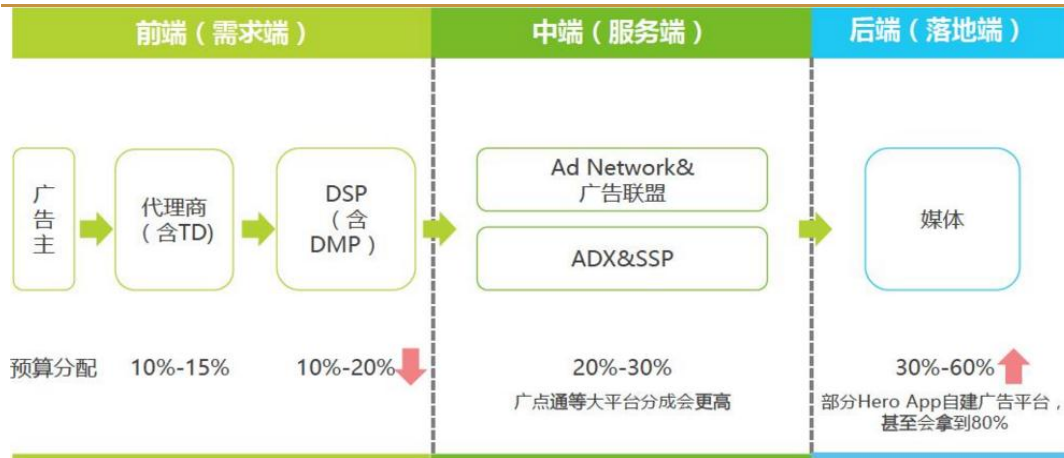
数据来源：CNNIC，西南证券整理

根据中国互联网络信息中心 (CNNIC) 的数据显示，截至 2018 年 6 月，中国网民规模已突破 8 亿，互联网普及率达到 57.7%，其中通过手机端接入互联网的比例高达 98.3%。在此背景下，人口红利带来的渗透率增长已不再是行业整体增长和发展的主要驱动力，移动互联网网民快速增长的时代将结束，未来 3-5 年取而代之的将是技术革新、模式创新、跨领域服务以及服务细分化。因此，拥有流量入口、创新技术、大量媒体资源并能够将其转化为丰富变现渠道的公司将具备更大的竞争优势和可持续快速发展能力。

2.3 优质流量和创新技术构筑护城河

从移动营销产业链的价值分布来看，媒体资源是产业链的最大赢家，但不同类型的媒体议价能力差别较大，掌握丰厚且优质流量资源的强势媒体会拿到广告费中多达 60% 的分成比例。目前在移动广告行业，流量是媒体资源变现的关键资本，是移动应用开发者获得收益的重要渠道，也是通过大数据分析实现精准投放广告的依据，而市场上流量来源众多、类型丰富，因此手握巨大流量资源且资源整合能力强大的平台将会在市场竞中中脱颖而出。

图 13: 移动营销行业价值链分布情况



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

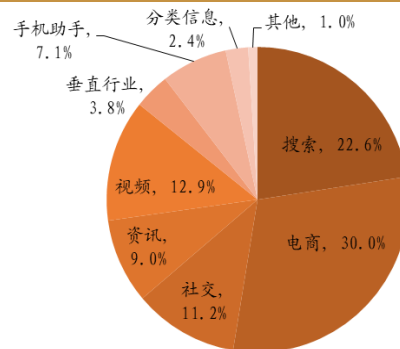
互联网媒体作为互联网营销的供给方, 主要包括搜索引擎、综合门户网站、垂直门户网站、垂直搜索网站、视频网站等各类网站, 在互联网广告传媒业务中起着重要作用。据艾瑞咨询的统计, 移动媒体中, 电商类、搜索类、社交类、视频类分别作为用户使用频率最高、用户使用时间最长的媒体, 有较大的业务增长空间。

图 14: 移动广告产业链



数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

图 15: 2017 年移动广告收入细分情况



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

中端广告服务商 ADX&SSP 对接了产业链上游 DSP 的广告主资源和下游媒体资源, 通过协助媒体端优化其广告收益、协助 DSP 端提高其数据服务能力向两端收费。在技术进步的带动下电视跨屏技术出现, API、大数据、CRM、程序化购买等创新技术得到应用, IAB 协议等行业通用技术标准得到普及, 营销的全过程包括采买、创意素材、受众分析、效果监测等都在向技术化发展, 可见拥有创新技术及全案服务能力的营销服务商将拥有更强的议价能力和更大的盈利空间。

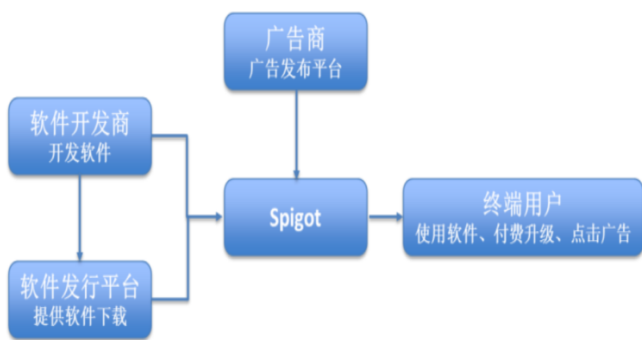
3 公司分析：“流量入口+经营平台+变现渠道”三位一体，构筑牢固护城河

公司自 2016 年完成主营业务转型以来，实现了“互联网媒体+数字营销”两大核心业务协同发展，现已成为国内领先的互联网营销公司，成功打造流量入口、流量经营平台、商业变现渠道三位一体的产业链。公司充分利用独特的商业生态模式，利用境内外流量经营平台将海量流量高效、系统地聚合，输出给境内外具有较强商业变现渠道的公司，再精准地分发给各行业广告主，从而实现流量变现。

互联网媒体业务：业务规模增长快、毛利率高，是公司最主要的利润来源，主要包括境外媒体平台 Spigot 和境内媒体平台 FMOBI、万流客及应用汇的相关业务。

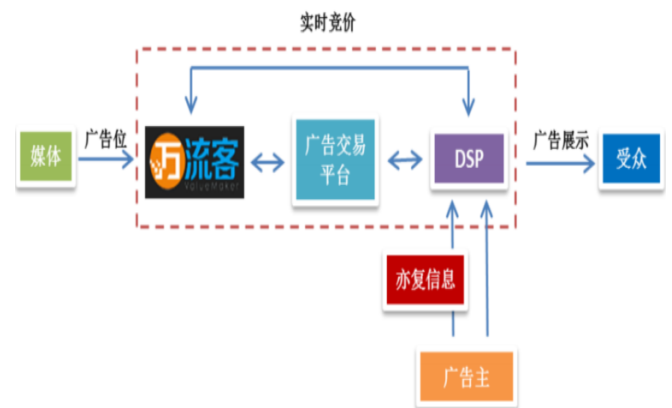
- **境外媒体平台——Spigot：**公司是连接全球广告客户和软件开发商的跨平台解决方案提供商。主要为电商平台、搜索引擎等开发浏览器插件，并将插件分发到自有及第三方浏览器和热门流行软件中，通过改变用户对搜索引擎的偏好实现流量变现，最终与软件开发商、搜索引擎分成广告收入。
- **境内媒体平台——FMOBI 平台、万流客和应用汇：**FMOBI 平台和万流客具有国内领先的 SSP 平台技术处理能力，聚合并承载庞大的优质中长尾流量，基于大数据分析技术进行实时信息处理，更加高效精准地匹配广告受众和投向帮助媒体以更加高效的形式实现流量变现最大化。
- **应用汇：**为掌汇天下旗下的第三方安卓应用商店，作为自有流量媒体聚合了大量移动互联网内规模级用户流量，逐渐演变为国内移动互联网市场上知名的流量入口，通过广告和游戏来实现商业变现。

图 16: Spigot 跨平台解决方案产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17: 万流客商业模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

数字营销业务：作为公司的基础业务，主要包括整合营销、实效营销和信息流业务。通过多年的实战，公司积累了产生爆款内容且行之有效的营销模式，基于优质的内容 IP，以创意整合驱动营销，为大量客户提供了个性化服务。

表 1: 数字营销子公司运营模式

子公司名称	商业模式
菲索广告	无缝对接多家顶尖程序化购买系统, 整合为程序化交易系统平台, 为广告主提供以效果为导向的全媒体程序化购买服务
佑迎搜索	为广告主提供搜索引擎营销服务
塔倍思社交	为品牌提供社交媒体策略、创意、媒介、技术、产品和数据服务
谛视传媒	整合娱乐资源, 为娱乐资源出品方及宣传方提供互联网娱乐营销解决方案

数据来源: 亦复集团官网, 西南证券整理

其他业务: 公司其他业务为互联网金融和游戏业务, 金融相关业务主要通过设立智度互联网小额贷款公司和保理公司进行布局, 游戏方面通过旗下全资子公司范特西投资的北京奇酷工场科技有限公司来开展业务。2018 年上半年公司其他业务共实现营业收入 1.02 亿元, 同比增长 124.9%, 毛利率达到 57.9%, 比上年同期增加 14.9%, 该类业务在逐步提升业务规模的同时, 也能反哺广告平台业务, 使公司业务更加多元化, 增强了上市公司的持续盈利能力。

3.1 境外媒体平台: Spigot, “算法+大数据”驱动的顶尖互联网科技公司

作为海外互联网媒体平台, Spigot 是国内稀缺的境外流量入口平台。Spigot 的业务覆盖 50 个国家, 包括俄罗斯、欧洲、加拿大、印度、巴基斯坦、南非等, 最大的业务在美国。借助稀缺的海外流量入口, 其广泛并多元的第三方以及自有自营类热门应用程序库为 Spigot 聚合了海量流量资源。

图 18: Spigot 全球月均新增用户数量


数据来源: Spigot 官网, 西南证券整理

图 19: 稀缺海外流量入口


数据来源: 投中资本, 西南证券整理

技术优势明显, 隐私保密服务先进

- Spigot 的主营业务集中于互联网软件开发、应用和分发, 依托行业领先的专有技术平台和分销网络, Spigot 可帮助广告主和开发者快速、经济高效地获得新客户。主要商业模式为 Spigot 首先通过购买搜索关键词的方式推广软件获取自有用户, 接着以插件形式将自有用户和流量导向客户端, 凭借逐步形成的算法和技术壁垒, 平台正不断获取更多的自有流量, 以提高综合广告分成比例。

- 基于隐私保护的需求开发出搜索引擎插件 search encrypt (搜索保密)，该插件利用先进的 SSL 保密技术，可检测并停止可能盗取个人信息的搜索进程，保护用户在使用搜索引擎时个人隐私和搜索记录不被泄露。

图 20: Spigot 旗下专注于隐私保密的搜索引擎



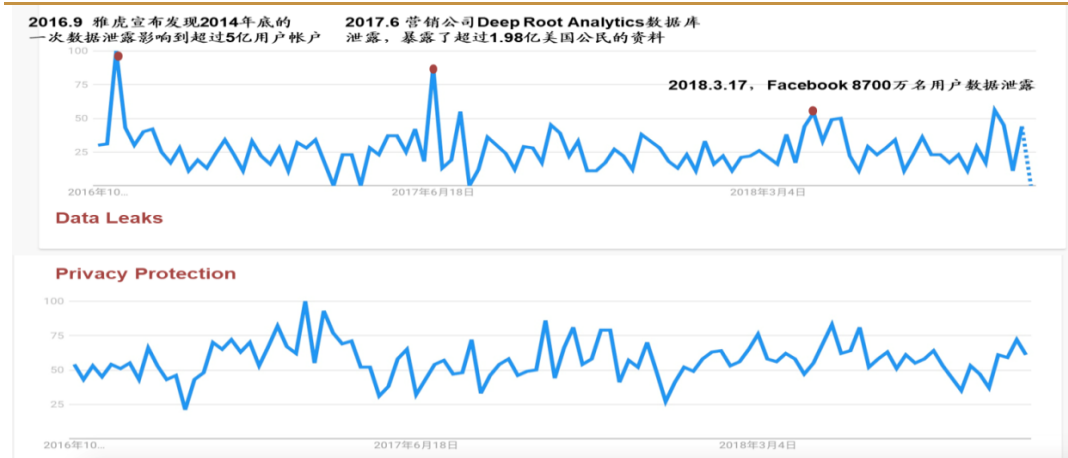
数据来源: search encrypt 主页, 西南证券整理

- 从成本控制方面看, Spigot 拥有强大的媒体购买以及媒体质量分析优化的团队, 通过大数据和算法对发行渠道和产品用户进行多维度分析, 以低成本获取高质量用户。
- 智度股份被列入 2017 年美国对中国的“301 调查”名单, 此次 301 的重点是调查在技术转让领域中国是否涉嫌违反美国知识产权, 而被列入名单的原因在于收购了 Spigot 这一行业内利润率最高、成长最快的公司。公司作为贸易战里的一个分支龙头, 拥有领先的技术与灵活的变现模式, 被列入名单后公司股票涨停启动, 龙虎榜买入 4900 多万。

下游海外用户需求稳定, 获客能力强

- Spigot 的研发能力出色, 能快速迭代应用产品并调整其分发策略; 允许用户安装定制的浏览器工具栏, 以最大限度增加客户的终身价值, 提升长期用户参与度, 提高用户体验, 从而增加用户粘性。
- 自 2013 年美国“棱镜”项目被曝光以来, 微软、谷歌、苹果、Facebook、雅虎等网络巨头的数据安全性质遭到质疑; 加上 2018 年以来大数据隐私泄露事件频发, 引发民众恐慌, 民众对于保护网络数据和个人隐私安全的要求不断升级。根据谷歌趋势显示, 美国民众对于数据泄露和隐私保护等关键词的搜索量居高不下, 尤其是当重大数据泄露事件爆发时。在此背景下, Spigot 拥有的搜索保密技术迎合了市场需求, 预计将成为新的业绩增长点。用户的隐私保护需求不会改变和消退, 反而会随着大数据技术的发展和应用而增加, 因此 Spigot 具有强大且稳定的获客能力。

图 21: 美国网民对“数据泄露”和“隐私保护”关键词搜索量

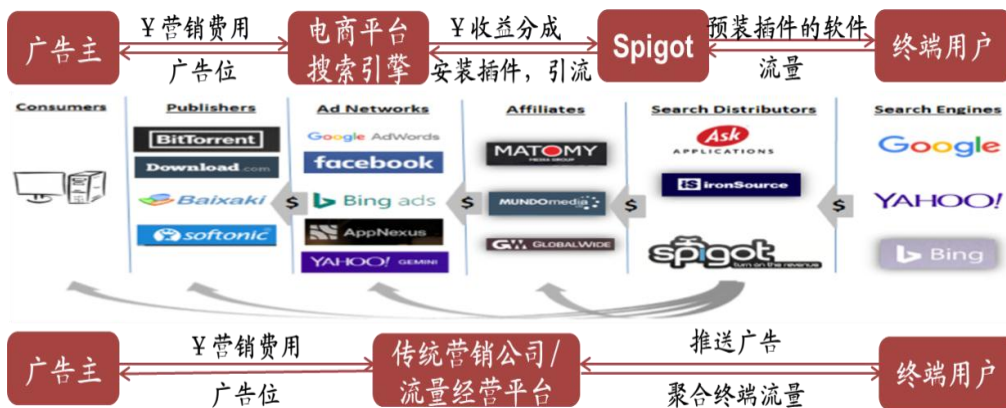


数据来源: Google Trends, 西南证券整理

商业模式独特、客户关系稳定, 盈利空间有保障。

- Spigot 在产业链下游对接搜索引擎而非直接面对广告主, 通过为搜索引擎或其他客户开发浏览器插件、并将插件分发到自有或第三方应用中, 实现平台自有流量对客户导入, 进而通过改变用户对搜索引擎的偏好实现流量变现、获得客户从广告主处收取的营销费用分成。由于整个过程不直接面对广告主, 因此受各个行业景气波动的影响较小, 收益较传统广告营销公司和流量经营平台更有保障。

图 22: Spigot 和传统移动营销公司商业模式对比



数据来源: 公司公告、Spigot 官网, 西南证券整理

- Spigot 与大客户合作关系稳定且对第一大客户雅虎的依赖性较小。首先, 虽然 Yahoo 的市场份额不断受到挤压但受限于国外的反垄断法并不会被吞并, 因此 Yahoo 对于流量导入的需求将会一直存在。其次, 根据公司公布的收购说明书, 2013 年-2015 年上半年 Yahoo 的销售额/总营收分别为 68.13%、76.7%和 75.75%, 占比较大但 Spigot 为其提供的是增量流量、对 Yahoo 有利; 且 Spigot 在 Yahoo 流量供应商排名多年保持前三, 每年为雅虎推送的搜索请求约有 50 亿次, Yahoo 对其有一定的依赖性, 两者合作关系稳固。第三, 除 Yahoo 外, Spigot 还在积极开拓其他客户, 随着 2017 年与谷歌达成合作, 预计未来将带动公司业绩进一步增长。

图 23: Spigot 合作客户



数据来源: Spigot 官网, 西南证券整理

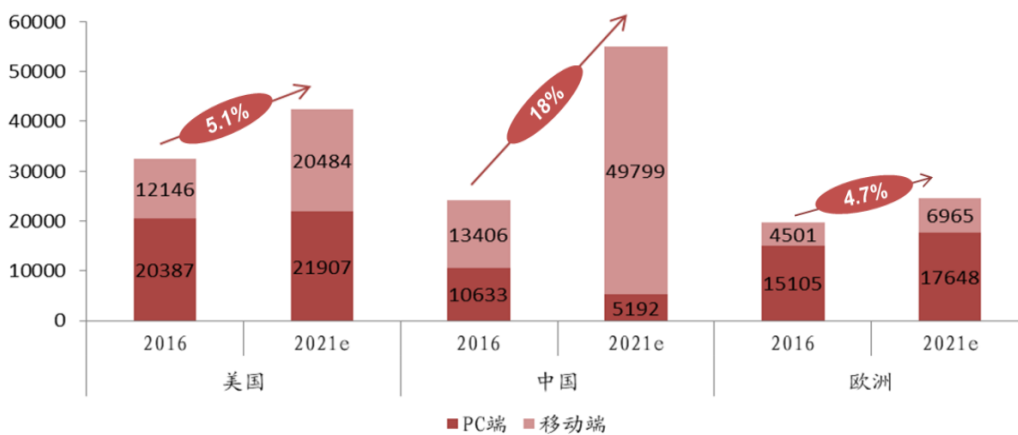
图 24: Spigot 2017 年业绩

项目	金额 (百万美元)	同比增速 (%)	占公司总营收/总利润 (%)
营业收入	165.3	305.2%	17.5%
营业利润	42.8	85.2%	52.6%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

根据 PWC 的预测, 2016-2021 年全球搜索广告复合年增长率在 9.4% 左右, 到 2021 年市场规模将达到 1425 亿美元, 中国是增速最快的国家, 5 年复合增长率为 18%, 2021 年中国搜索广告收入将接近 549 亿美元。在此行业大背景下, 工具栏搜索引擎作为 Spigot 平台贡献 80% 以上收入的业务将会迎来更大的发展空间, 显著利好公司业绩表现。

图 25: 全球搜索广告市场规模预测 (百万美元)



数据来源: PWC, 西南证券整理

3.2 境内媒体平台: 聚合中长尾资源, 建立流量矩阵

3.2.1 FMOBI: 聚合海量资源, 精准触达用户

FMOBI 隶属于猎鹰网络, 是国内领先的原生信息流广告效果服务平台, 通过整合移动互联网领域的优质流量猎鹰网络旗下自研移动产品, 有效构筑移动端流量闭环生态链, 覆盖了超级 App、应用市场、手机厂商和热门游戏等。平台基于优质流量和大数据, 结合精准算法与程序化广告投放服务, 提供给广告主更高效的用户触达方式, 实现完美 ROI 配比。

- **核心流量管理平台, 承载庞大精品流量:** 平台覆盖 90% 的整体社交用户份额, 85% 的无线社交份额; 拥有 160 亿广告日均整体流量, 8 亿日活跃用户; 坐拥资讯、娱乐、社交、电商、生活等多元用户场景与丰富用户数据维度。在信息流广告和电商广告占比持续提升的背景下, FMOBI 拥有的海量社交媒体和电商用户资源自带强大的变现能力。

- **拥有海量资源，广泛覆盖用户群体：** FMOBI 通过整合移动互联网领域优质流量，全面覆盖 16-58 岁用户群体，占全网活跃用户总量的 75%；平台资源属性以大媒为主，社交触达率达 80%，其原生广告联盟涵盖众多优质 APP，日均流量已达 10 亿；且拥有独家资源 91 系列、奇点系列、黄历天气等。

图 26: FMOBI 集主流社交广告、信息流广告群



数据来源: FMOBI 官网, 西南证券整理

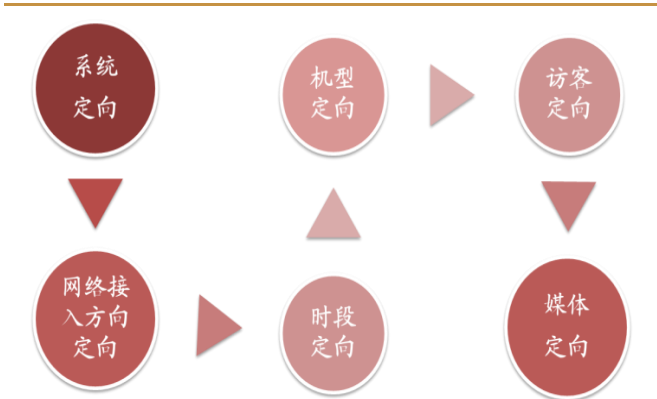
图 27: 猎鹰移动原生广告平台移动联盟



数据来源: FMOBI 官网, 西南证券整理

- **技术优势助力广告精准定向：** FMOBI 的程序化广告购买技术使广告投放在众多优质、成本可控、具有规模优势的媒体上呈现；同时平台还拥有专业的 RTB（实时竞价）和 DMP（数据管理平台）系统，通过强大的数据能力实现多元价值，提升广告主 ROI；平台结合第一、第二和第三方数据，利用 ID Mapping 定位客户，通过机器学习和大数据分析技术，刻画用户特征，分析用户偏好、地区偏好、用户属性等信息,实现精准定向和匹配广告内容。

图 28: FMOBI 定向与优化流程



数据来源: FMOBI 官网, 西南证券整理

图 29: 专业 RTB/DMP 解决方案



数据来源: FMOBI 官网, 西南证券整理

FMOBI 平台依托庞大的用户群体、优质的 APP 平台资源和先进的定向技术，精耕于原生信息流广告，实现精准触达每一台移动设备背后的生态，从而能够更加有针对性地为广告主实现内容投放。

表 2: FMOBI 平台优势

产品优势	主要内容	亮点
海量覆盖	多种自营流量分发渠道, 专注于互动媒体移动端, 精准技术整合、营销积累	3 亿+移动终端数据; 30 万+次每日成功推送; 2 万+开发者 APP 及多种自营流量分发渠道完美结合。
智能展现	多终端数据整合, 信息同步、智能推送, 覆盖主流广告样式	BANNER: 广告条的新突破, 完美融合最新 HTML5 技术; 智能插屏广告: APP 在暂停、资源加载等碎片时间显示广告; 推广墙广告: 多种皮肤选择、页面美观大方。
技术实力	集成 SDK, 高效资源分配, 通过智能终端接收广告信息, 有效提升企业品牌影响力	解决方案: 多维度定向, 整合营销方案创意制作、投放策略推广于一体; 反作弊系统完善: 流量更加真实有效; 实时数据: 多年经验, 有效降低安全风险。
投资回报	多重额外激励奖金回馈, 持续不断扶植代理, 分成+激励多效结合	安全放心: 高额的收入回报、弹性的代理计佣模式, 审核结算迅速精准; 资深顾问: 提供一对一金牌顾问服务, 保障后期客户稳定性。

数据来源: FMOBI 官网, 西南证券整理

3.2.2 万流客: 优质的供应方平台

与 FMOBI 类似, 万流客是子公司亦复信息自主研发的 SSP 平台, 万流客平台在供给端提供从媒体处采购其库存广告位, 在需求端对接 DSP 或 Ad Exchange (广告交易平台), 广告主可通过 DSP 在“万流客”平台上对广告位进行实时竞价, 从而获得广告投放。

- **平台对接顶级优质买家 31 家:** 为 PC 页游及网服电商领域广告主投放超过 500 个广告项目, 对接 Google、百度、淘宝、腾讯私有 Exchange 平台进行流量合作。
- **广告位资源丰富:** 平台对接超过 60 家卖家, 拥有 1 万余个广告位资源, 日均流量超 5 亿、广告位 725 个、日处理日志数超过 10 亿; 拥有的媒体资源包括网易、搜狐、优酷、爱奇艺、乐视、暴风影音等各大门户和视频网站, 同时与新闻、女性、娱乐、阅读、财经等优质垂直网站进行流量合作。

3.2.3 应用汇: 汇聚移动互联网规模级用户流量

应用汇是公司持续布局的自有流量媒体, 通过开发者上传、爬虫搜索等方式, 不断上架、更新手机软件产品, 从而为移动互联网用户提供优质、便利的应用服务。

- **打造“广告主-用户渠道-游戏厂商”产业链:** 应用汇已从单一应用下载产品, 发展成一个连接用户和开发者, 拥有广告主、用户渠道、游戏的开发商或代理商等众多合作伙伴的高品质移动应用商店。
- **拥有具有粘性的规模级流量:** 应用汇目前已拥有累计用户约 1 亿, 其官网目前拥有约 100 万日均访问量。应用汇全平台应用下载量累计近 60 亿次, 并仍在持续成长。

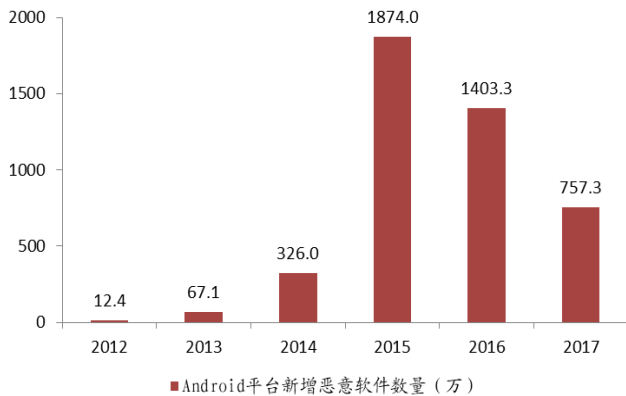
图 30: 应用汇基本功能及产品结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

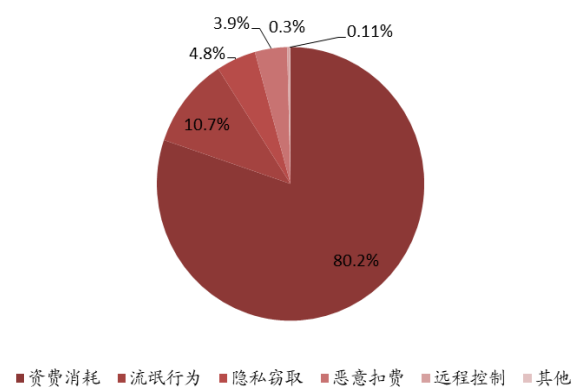
- 国内首家提供第三方赔付的 Android 应用商店, 高安全性或成为吸引用户的最大卖点: 2012 年“应用汇”联合腾讯手机管家共同承诺对手机应用实施第三方赔付机制。用户凡在应用汇平台下载应用, 如因应用中包含病毒而引发暗扣信息费(包括短信扣费和 IVR 扣费), 在核实情况后, 应用汇将对用户损失的信息费用进行双倍赔付。根据 360 互联网安全中心的统计, 目前我国移动恶意软件仍处于平稳高发期, 2017 年 Android 平台新增恶意软件中资费消耗和恶意扣费类软件占比高达 84.1%; 同时在第三方手机应用市场马太效应明显的局势下, 应用汇本身市场份额并不占据优势, 但其“承诺赔付”的条款无疑会吸引重视手机安全的忠实用户, 从而带来较为稳定的流量。

图 31: 2012-2017 年 Android 平台新增恶意软件数量



数据来源: 360 安全卫士, 西南证券整理

图 32: 2017 年 Android 平台新增恶意软件类型分布

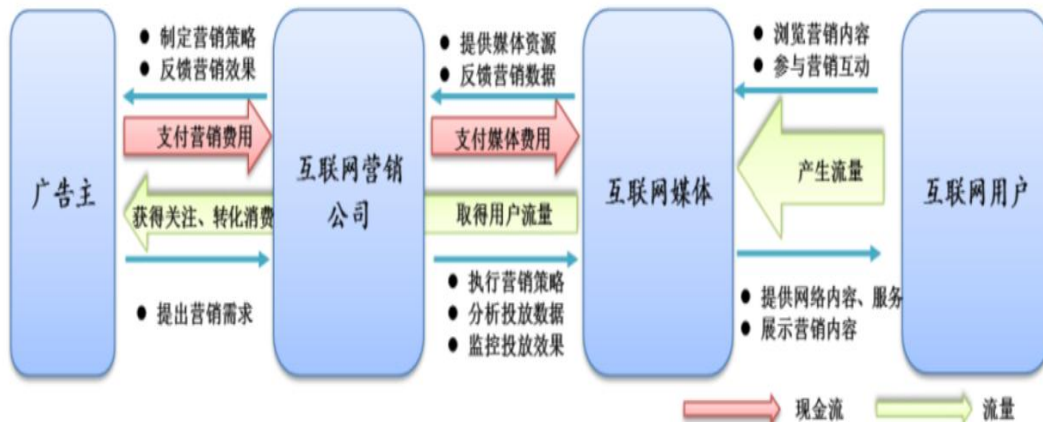


数据来源: 360 安全卫士, 西南证券整理

3.3 数字营销业务: 对接优质客户, 媒体资源丰富

数字营销业务是公司的基础业务, 主要由境内平台亦复信息的旗下子公司开展, 其在互联网营销产业链中扮演着互联网营销公司的角色, 利润空间相对受到上下游企业的挤压。因此上游能够对接优质广告商家、下游能够整合并提供强大的媒体资源对于一家处于产业链中游的营销公司来说显得尤为重要。

图 33: 互联网营销产业链



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

- **客户及代理资源稳定优质:** 开展数字营销业务以来, 公司不断深化与头部广告主和媒体的合作关系。公司是腾讯广点通、百度、阿里神马、360 和搜狗搜索的核心代理商, 并取得了 VIVO、小米、一点资讯等硬核媒体厂商的核心代理资质; 为快消、家电、汽车、游戏和金融等行业的品牌广告主提供营销服务, 服务品牌包括联合利华、松下、法拉利、东风日产、三七互娱、招商银行、太平洋保险等。
- **社交媒体资源丰富、曝光度高:** 亦复信息旗下子公司菲索广告可为广告主提供的 PC 端和移动端日均曝光次数分别超过 80 亿次和 10 亿次, 公司管理的 cookie 数量超过 28 亿、覆盖 95% 的中国互联网网民和 3500 种兴趣分类。塔倍思社交则拥有多维度的社交媒体资源, 拥有 2 亿 4000 万粉丝的一手微信意见领袖资源、10 万个微博意见领袖资源和主流论坛、新闻、问答、视频等平台的优质媒介资源。强大的互联网媒体资源结合大数据技术, 能够帮助客户提升投放效率和品牌营销曝光度, 优化投放效果, 在数字营销领域具备较强的竞争力。

图 34: 数字营销业务服务客户及代理平台



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

- **精彩营销案例频出，大大提升公司品牌影响力。**公司通过综合运用搜索引擎营销、精准营销、娱乐影视整合营销和社交媒体整合营销四类数字营销业务，运作了多个成功的营销案例，获得了腾讯社交广告 2017 年度 KA 服务商最佳贡献奖、爱奇艺 2017 内容贡献奖、爱奇艺 2017 内容营销大奖、360MASTER2017 营销大奖金奖、梅花网最佳影视娱乐营销创新奖金奖，2017 年虎啸银奖和铜奖等奖项。其营销能力赢得了客户的认可，精彩案例构筑起品牌优势、提高公司核心竞争力和知名度，同时品牌效应有利于拓展新的优质客户，推动公司业绩不断增长。

表 3：数字营销精彩案例

客户	案例名称/介绍	时间	获奖情况
红星美凯龙	五一一大设天下 Mpay 颜支付	2016	梅花网最佳 O2O 营销创新奖金奖
农夫山泉	茶派 BIGBANG 广告片推广	2016	梅花网最佳社媒营销创新奖铜奖
	农夫山泉 x 中国有嘻哈：通过捆绑 IP 整合线上线下资源，打动年轻消费群体。节目累计播放量超过 27 亿，微博话题阅读量超过 67 亿，热搜超过 250 次，品牌赞助参与指数峰值达 108.1，远超行业均值的 50.6	2017	爱奇艺 2017 内容营销大奖 爱奇艺 2017 内容贡献奖
东风日产	东风日产-金字塔营销：使东风日产流量获取提升超过 50%，关键词本地化投放的集客成本下降 20%，PMP 点击率高达 3.6%，PC 端集客成本达到甚至优于关键词，助力产突破了流量瓶颈，实现了品牌和效果双赢	2017	MASTER2017 年营销大奖金奖

数据来源：公开信息，西南证券整理

3.4 迅速开拓互联网金融、游戏业务

公司逐步向互联网金融、游戏领域拓展，形成第三块业务布局。上半年，公司互金、游戏业务实现 1 亿元营收，较去年同比增长 125%，毛利率同比增长 14.9%。

互金业务：公司于 2017 年设立了智度小贷等互联网金融公司，开展小额贷款、保理业务等金融服务强化客户黏性；并于 2018 年 8 月设立了智度保险经纪公司，进一步丰富业务模式，提升盈利能力。

游戏业务：公司游戏业务实施主体是范特西（猎鹰网络旗下），后者成立于 2008 年 11 月，是国内第一家从事实时体育网页游戏的公司。自成立以来，范特西汇聚了一批拥有丰厚经验的游戏团队，推出了包括《NBA 范特西手游》、《NBA 范特西页游》、《篮球经理》、《足球经理 2》、《精灵究极进化》等游戏产品。公司目前已取得“国家高新技术企业认证”、“双软认证”“国家火炬计划创新型产业集群重大项目”等多项资质，并赢得“年度最受欢迎模拟经营类游戏”、“深圳市重点软件企业”等殊荣。

图 35: 范特西官网一览



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

4 财务分析

4.1 高利润率造就高 ROE

我们对互联网营销公司进行杜邦分析, 公司 2018 年上半年 ROE 为 8.3%, 为行业之最。对 ROE 进行拆解, 可以看到公司净利率水平显著高于行业平均水平, 总资产周转率处在行业中游水平, 权益乘数行业倒数第二, 公司是典型的高利润率模式。

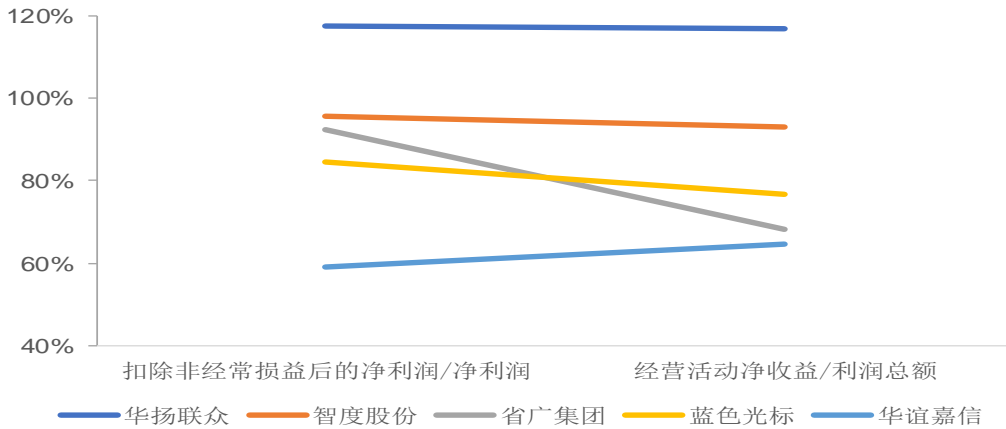
表 4: 主流互联网营销公司杜邦分析

证券代码	证券简称	ROE (%)	总资产周转率 (%)	净利率 (%)	权益乘数
000676.SZ	智度股份	8.2850	0.5316	11.5780	1.3466
300058.SZ	蓝色光标	5.0991	0.6405	3.0548	2.7250
603825.SH	华扬联众	3.2070	0.9669	0.7072	4.2305
002400.SZ	省广集团	2.4267	0.5366	2.6380	1.9757
300612.SZ	宣亚国际	0.5730	0.2943	1.7412	1.3145

数据来源: Wind, 西南证券整理 (数据整理自半年报)

4.2 现金流转好, 盈利质量改善

随着公司业务稳步开展, 加大对财务管控力度, 公司现金流表现得到显著改善, 经营性净现金流扭亏, 2018 年前三季度经营性净现金流总额为 1.25 亿元, 去年同期水平为-2.36 亿元。其中, 互联网媒体、数字营销业务产生经营性净现金流 2.28 亿元, 考虑到处于业务开拓期的互金业务 (经营性净现金流流出 1.02 亿元), 整体实现大规模盈余, 公司造血能力得到极大改善。

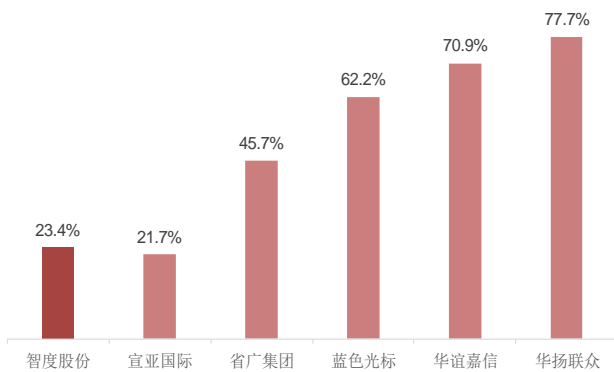
图 36: 公司收益质量处于行业领先水平


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

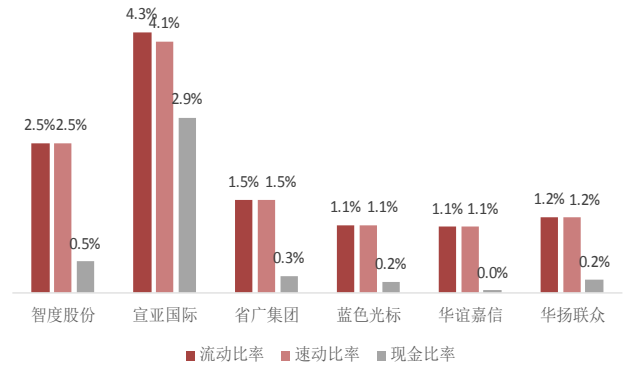
从扣非后净利润在净利润中占比、经营活动净收益占利润总额比例两个维度考量公司盈利质量, 我们可以看到公司均处于行业上游水平, 仅次于华扬联众。

4.3 偿债能力领跑行业

公司资产负债率仅有 23.4%, 仅高于宣亚国际, 远低于行业平均水平, 公司长期偿债能力优异。无论从流动比率、速动比率和现金比率来看, 公司整体表现均显著高于行业绝大多数公司, 体现了公司较好的短期偿债能力。

图 37: 主流营销公司资产负债率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 38: 主流营销公司短期偿债能力对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 境外媒体平台以 Spigot 为主, 未来仍保持快速增长态势, 毛利率维持在 48% 左右; 境内媒体平台步入精细化运营阶段, 毛利率维持在 45%;

假设 2: 数字营销业务依托固有优势继续平稳发展, 毛利率维持在 4%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
互联网媒体	收入	1391.9	2242.7	2846.7	3363.1
	增速	207.4%	61.1%	26.9%	18.1%
	毛利率	46.8%	47.5%	47.6%	47.6%
数字营销	收入	4844.5	6297.9	7746.4	9295.7
	增速	192.3%	30.0%	23.0%	20.0%
	毛利率	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%
其他	收入	137.3	157.9	176.9	198.1
	增速	14.7%	15.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	63.4%	64.0%	64.0%	64.0%
合计	收入	6375.4	8698.5	10770.0	12856.9
	增速	169.7%	36.4%	23.8%	19.4%
	毛利率	14.4%	16.3%	16.5%	16.3%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选择华扬联众、蓝色光标、省广集团作为可比公司, 2018 年 PE 均值为 19.75, 我们给予公司 2018 年 20 倍估值, 对应目标价为 16.20 元/股。

表 6: 可比公司相对估值

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
603825.SH	华扬联众	16.84	0.79	0.90	1.20	38.21	16.60	12.01
300058.SZ	蓝色光标	5.01	0.10	0.27	0.34	54.96	18.41	14.72
002400.SZ	省广集团	3.03	-0.11	0.13	0.16	-50.47	24.23	18.41
中值						—	18.41	14.72
均值						—	19.75	15.05

数据来源: Wind 一致性预测, 西南证券整理 (数据截至 2018.11.15)

6 风险提示

市场竞争加剧的风险, 海外业务大幅波动的风险, 核心人才流失的风险, 业务开拓或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6375.39	8698.45	10769.96	12856.86	净利润	528.48	779.93	1003.81	1194.20
营业成本	5458.78	7279.30	8991.83	10755.99	折旧与摊销	228.72	52.36	52.36	52.36
营业税金及附加	8.86	12.09	14.97	17.87	财务费用	22.13	33.08	39.83	37.27
销售费用	99.17	176.38	201.43	237.85	资产减值损失	14.34	0.00	0.00	0.00
管理费用	298.25	437.32	528.92	617.13	经营营运资本变动	14.51	-597.49	-763.70	-594.49
财务费用	22.13	33.08	39.83	37.27	其他	-819.30	-50.00	-50.00	-50.00
资产减值损失	14.34	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-11.12	217.89	282.30	639.34
投资收益	64.08	50.00	50.00	50.00	资本支出	-422.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	689.61	111.71	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	266.98	111.71	50.00	50.00
营业利润	549.27	810.27	1042.97	1240.75	短期借款	80.00	190.13	70.42	-242.98
其他非经营损益	-0.19	0.08	-0.01	0.02	长期借款	97.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	549.09	810.35	1042.96	1240.77	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	20.61	30.42	39.15	46.57	支付股利	0.00	-105.47	-155.74	-200.40
净利润	528.48	779.93	1003.81	1194.20	其他	-413.80	-265.54	-39.83	-37.27
少数股东损益	1.15	1.25	1.80	2.07	筹资活动现金流净额	-235.97	-180.87	-125.15	-480.65
归属母公司股东净利润	527.33	778.68	1002.01	1192.13	现金流量净额	12.16	148.72	207.15	208.69
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	721.12	869.85	1077.00	1285.69	成长能力				
应收和预付款项	1815.17	2742.31	3474.06	4030.55	销售收入增长率	169.69%	36.44%	23.81%	19.38%
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	56.93%	47.52%	28.72%	18.96%
其他流动资产	1444.27	1886.81	2336.15	2788.83	净利润增长率	67.10%	47.58%	28.70%	18.97%
长期股权投资	93.41	93.41	93.41	93.41	EBITDA 增长率	89.25%	11.95%	26.73%	17.20%
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	8.90	8.18	7.45	6.72	毛利率	14.38%	16.31%	16.51%	16.34%
无形资产和开发支出	2834.05	2783.67	2733.30	2682.93	三费率	6.58%	7.44%	7.15%	6.94%
其他非流动资产	110.39	109.13	107.86	106.60	净利率	8.29%	8.97%	9.32%	9.29%
资产总计	7027.31	8493.35	9829.23	10994.72	ROE	10.45%	13.56%	15.21%	15.73%
短期借款	100.00	290.13	360.55	117.56	ROA	7.52%	9.18%	10.21%	10.86%
应付和预收款项	935.68	1679.72	2012.57	2340.16	ROIC	11.34%	14.60%	16.26%	16.97%
长期借款	98.38	98.38	98.38	98.38	EBITDA/销售收入	12.55%	10.30%	10.54%	10.35%
其他负债	838.09	673.15	757.69	844.77	营运能力				
负债合计	1972.15	2741.38	3229.18	3400.87	总资产周转率	0.94	1.12	1.18	1.23
股本	965.71	965.71	965.71	965.71	固定资产周转率	692.87	1018.65	1378.58	1814.53
资本公积	3501.95	3501.95	3501.95	3501.95	应收账款周转率	6.00	5.04	4.58	4.53
留存收益	607.43	1280.64	2126.91	3118.64	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	5052.74	5748.30	6594.57	7586.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.11%	—	—	—
少数股东权益	2.43	3.68	5.48	7.55	资本结构				
股东权益合计	5055.16	5751.98	6600.05	7593.85	资产负债率	28.06%	32.28%	32.85%	30.93%
负债和股东权益合计	7027.31	8493.35	9829.23	10994.72	带息债务/总负债	10.06%	14.17%	14.21%	6.35%
					流动比率	2.55	2.36	2.44	2.71
					速动比率	2.55	2.36	2.44	2.71
					股利支付率	0.00%	13.54%	15.54%	16.81%
					每股指标				
					每股收益	0.55	0.81	1.04	1.23
					每股净资产	5.23	5.95	6.83	7.86
					每股经营现金	-0.01	0.23	0.29	0.66
					每股股利	0.00	0.11	0.16	0.21
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	800.13	895.72	1135.16	1330.38					
PE	20.90	14.15	11.00	9.24					
PB	2.18	1.92	1.67	1.45					
PS	1.73	1.27	1.02	0.86					
EV/EBITDA	13.31	11.66	9.08	7.40					
股息率	0.00%	0.96%	1.41%	1.82%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn