

**投资评级：推荐（维持）**
**分析师**

金炜 010-88366060-8876

Email:jinw@cgws.com

执业证书编号:S1070512080001

**联系人：**

刘浩然 0755-83464814

Email:liuhr@cgws.com

从业证书编号:S1070112090016

何思霖 0755-83515591

Email:hesilin@cgws.com

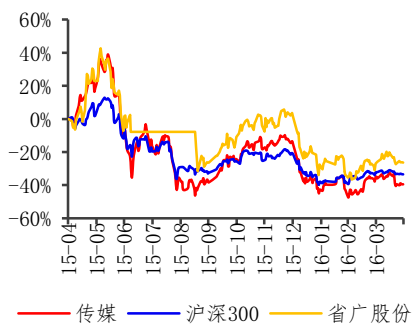
从业证书编号:S1070115120058

**市场数据**

目前股价	18.27
总市值（亿元）	165.74
流通市值（亿元）	152.59
总股本（万股）	90,472
流通股本（万股）	83,292
12个月最高/最低	36.76/15.11

**盈利预测**

	2016E	2017E	2018E
营业收入	11361.8	13293.3	15420.2
(+/-%)	18.0%	17.0%	16.0%
净利润	616.7	746.1	887.7
(+/-%)	12.6%	21.0%	19.0%
摊薄 EPS	0.68	0.82	0.98
PE	26.88	22.21	18.67

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 平台战略 2.0，省广发展新篇章

## ——省广股份（002400）公司深度报告

**投资建议**

我们认为省广股份已开始从国内最大的广告公司变身为比肩国际 4A 的整合营销传播巨头。公司的升级版平台战略会加快打造行业细分和专业领域平台，延揽人才激励员工，在为不同行业提供精准专业化一站式服务的同时，还能将盈利模式迅速复制，以期产生规模效应并扩大市场份额。预计公司将会保持高于行业平均增速的势头，在持续的外延并购+迅猛的内生增长下，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.68 元、0.82 元及 0.98 元，对应目前股价 PE 分别为 27x、22x 及 19x，维持“推荐”评级。

**投资要点**

- 平台战略打造现代化整合营销传播集团，目标是向国际 4A 看齐：**公司的营销产业链将不仅覆盖传统的营销策划、广告文案创作、媒介代理投放，而且对每个所覆盖的细分行业都能深耕细作、具备为这些行业高效细分且专业化的营销方式，同时公司也将营销链条伸向大数据、数字营销、内容营销等领域，为广告主提供越来越丰富的营销方式及更细致精准的服务。公司的平台战略引入了合伙人制度，全面激活了省广内部的创新创业能力，同时吸引聚合众多优质的外部资源。
- 消费型经济新常态下，广告市场依然有大作为，马太效应加剧：**比照国际经验，中国广告市场占 GDP 比重依然偏低，而中国经济正面临向消费型社会转型的过程，在这一新常态下消费和服务行业将直接受益，以这两个行业为主要客户来源的广告行业将面临的机遇。同时当前中国广告市场集中度非常低，在消费者群体关注度碎片化以及传统媒介影响力下降的背景下，广告主将会与广告服务机构更深度地绑定以求更精准高效地命中消费者群体，而拥有强大实力的公司将会更受广告主青睐，强者恒强。
- 营销全产业链持续布局，增强客户粘性，为赢取新客户增加筹码：**公司不仅在传统媒介代理领域和整合营销方面一骑绝尘，在内容营销、体育营销等新的热点方向持续布局，尤其在数字营销领域更是一跃成为行业龙头，越来越多的营销渠道和完善的整合营销产业链增强客户粘性，同时也为扩大市场份额的过程增添筹码。
- 风险提示：**平台战略推进不及预期；外延并购业绩承诺未能达成；文化产业政策变化；主要广告主客户流失

## 目录

1. 省广股份：国内领先整合营销集团 .....	5
1.1 中国广告第一股，广告行业翘楚 .....	5
2. 数字营销加码传统广告行业 .....	15
2.1 互联网广告市场势不可挡 .....	15
2.2 数字营销——广告市场新蓝海 .....	19
2.3 携优质客户与强大策划能力，传统广告巨头投身数字营销浪潮 .....	23
3. 大平台战略助推省广腾飞 .....	26
3.1 广告市场空间依旧广阔 .....	26
3.2 国际 4A 成长之路——一站式营销到销售伙伴 .....	30
3.3 省广 GIMC 大平台战略：比肩国际 4A .....	31
4. 打造国际营销整合传播集团，给予推荐评级 .....	33
5. 风险提示 .....	35
附：盈利预测表 .....	36

图表目录

图 1:	公司 2015 年主营业务构成比例	5
图 2:	公司主营业务按地区分布比重	6
图 3:	公司 2011-2015E 营业收入、归母净利润及增速	7
图 4:	公司 2011 年半年报至 2015 年年报主营业务构成变化	7
图 5:	公司 2011-2015 年主营业务毛利率	8
图 6:	中国汽车销量 (万辆)	10
图 7:	中国网民规模和互联网普及率	15
图 8:	新网民互联网接入设备使用情况	15
图 9:	中国手机网民规模及其占网民比例	16
图 10:	2001-2014 年六大媒介在全国居民中的日到达率	16
图 11:	中国企业移动互联网营销开展情况	17
图 12:	美国广告细分市场规 模 (亿元人民币)	17
图 13:	中国广告细分市场规 模 (亿元人民币)	18
图 14:	传统购买与程序化购买链条	19
图 15:	程序化购买途径	20
图 16:	中国网络广告程序化购买生态图	21
图 17:	美国网络广告程序化购买生态图	21
图 18:	程序化购买类型	22
图 19:	美国程序化购买市场规模	22
图 20:	中国程序化购买市场规模	22
图 21:	2014 年中国网络广告市场媒体营收规模 Top20	24
图 22:	中国广告市场规模 (广告市场经营额口径)	27
图 23:	美国广告市场规模 (广告支出口径)	27
图 24:	中国广告市场规模 (广告支出口径)	28
图 25:	美国广告市场占 GDP 比例 (广告支出口径)	28
图 26:	中国广告市场占 GDP 比例 (广告支出口径)	28
图 27:	中国广告市场占社零总额比例 (广告支出口径)	29
图 28:	省广 GMIC 平台分类	31
图 29:	GIMC 行业细分平台	32
图 30:	GIMC 专业细分平台	32
表 1:	省广股份主营业务介绍	5
表 2:	公司 2011-2015 年利润表概览	6
表 3:	公司 2011-2015 年主营业务同比增速	8
表 4:	省广股份与其他广告营销上市公司主营业务毛利率对比	9
表 5:	公司 2012-2015 年前五大客户	9
表 6:	广汽集团及上汽集团 2011 年-2015 年广告费用及比例	11
表 7:	公司三费占比及增长率	11
表 8:	公司设立的子公司 (包括平台类公司)	12
表 9:	公司投资标的情况	13
表 10:	美国广告细分市场同比增长率	18

表 11:	中国广告细分市场同比增长率 .....	18
表 12:	程序化购买名词解释 .....	19
表 13:	2015 年一季度 CSM50 城省级卫视全天收视排名 .....	23
表 14:	省广股份在数字营销领域布局 .....	24
表 15:	省广股份大数据营销系统 .....	25
表 16:	2013 年中国广告营销市场各行业占比 .....	29
表 17:	美国广告市场集中度 .....	30
表 18:	OmniCorp 和 WPP 的营收利润及 PE .....	30
表 19:	省广股份营业收入预测 .....	33
表 20:	省广股份毛利率预测 .....	34
表 21:	省广股份盈利预测 .....	34

# 1. 省广股份：国内领先整合营销集团

## 1.1 中国广告第一股，广告行业翘楚

省广股份前身广东省广告公司成立于 1981 年，2002 年改制为有限责任公司，2008 年改制为股份有限公司。公司于 2010 年 5 月 6 日登陆深交所中小企业板，目前控股股东为广东省广新控股有限公司，实际控制人广东省国资委。

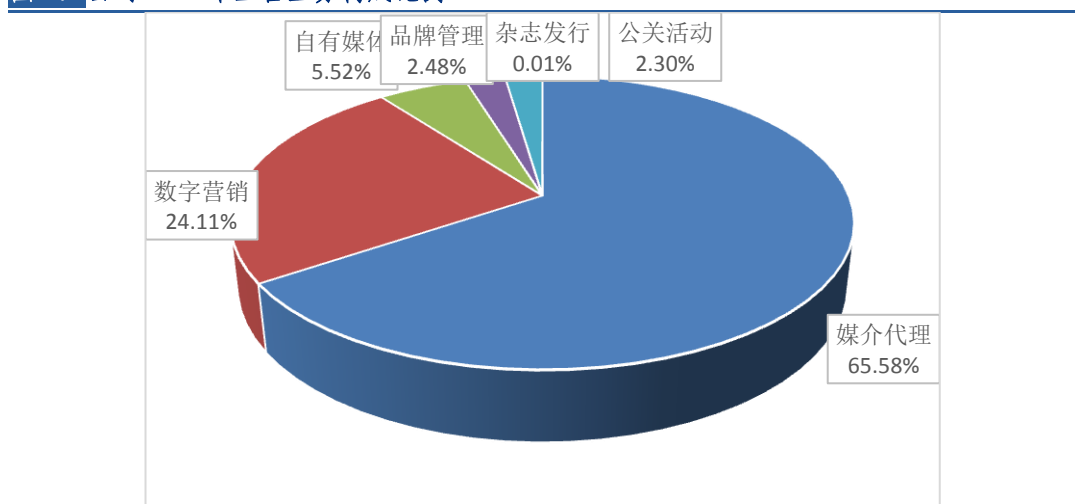
公司的主营业务是为客户提供整合营销传播服务，具体包括品牌管理、数字营销、媒介代理、自有媒体和公关活动五大类业务。

**表 1：省广股份主营业务介绍**

主营业务类型	简介
品牌管理	是以提升客户品牌价值和产品销售为目标，为客户提供品牌策略、品牌规划、广告策划、创意、设计、制作等服务
数字营销	借助于互联网络、电脑通信技术和数字交互式媒体来实现营销目标的一种营销方式。数字营销将尽可能地利用先进的计算机网络技术，以最有效最低成本的方式地谋求新的市场的开拓和新的消费者的挖掘。
媒介代理	为客户的广告投放进行媒介数据分析，制定媒介策略、媒介创新、媒介投放计划，并按照客户确认的广告投放计划代理客户实施媒介购买、媒介投放及媒介监测工作
自有媒体	利用自身合法取得的公交候车亭广告大牌、公交车车身广告位及户外广告大牌的经营权或者其他自有媒体为客户代理发布广告的业务
公关活动	主要以从事组织机构信息传播，关系协调与形象管理事务的咨询、策划、实施和服务为业务，达到促进公众对其认识，树立良好形象、维护公众关系等目的

资料来源：招股说明书，长城证券研究所整理

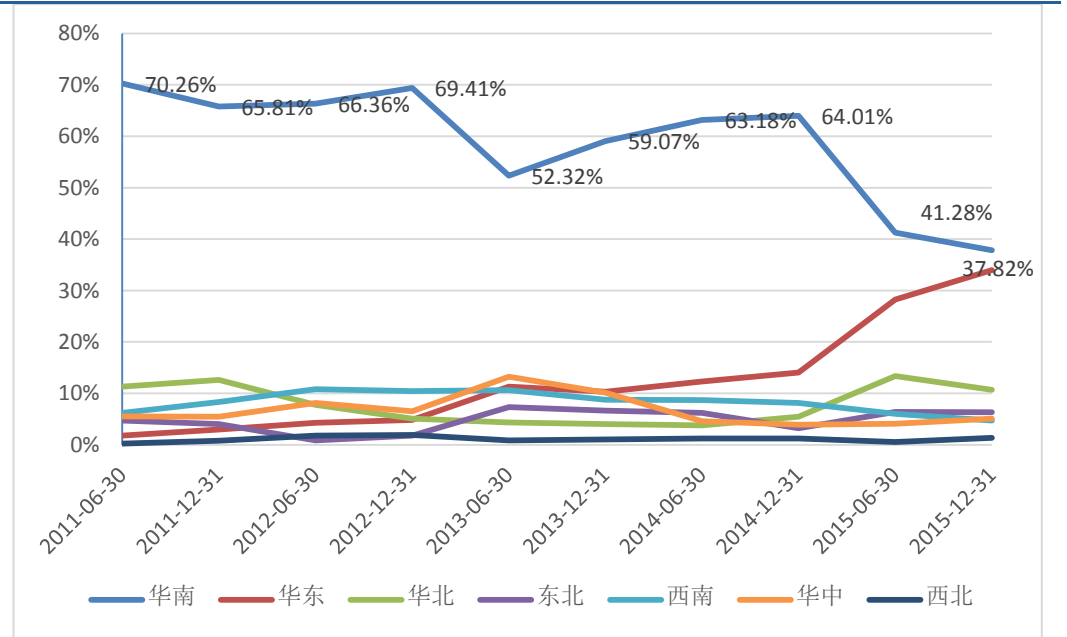
**图 1：公司 2015 年主营业务构成比例**



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

公司成立初期市场以华南为主，通过近年来在全国其他重点区域设立子公司，目前公司的业务收入范围涵盖全国各主要地区，同时公司对华南地区的依赖度在逐步下降，2015 年半年报华南地区业务占比首次下滑到 50% 以下，根据 2015 年年报，公司华南地区业务占比为 37.82%。

图 2: 公司主营业务按地区分布比重



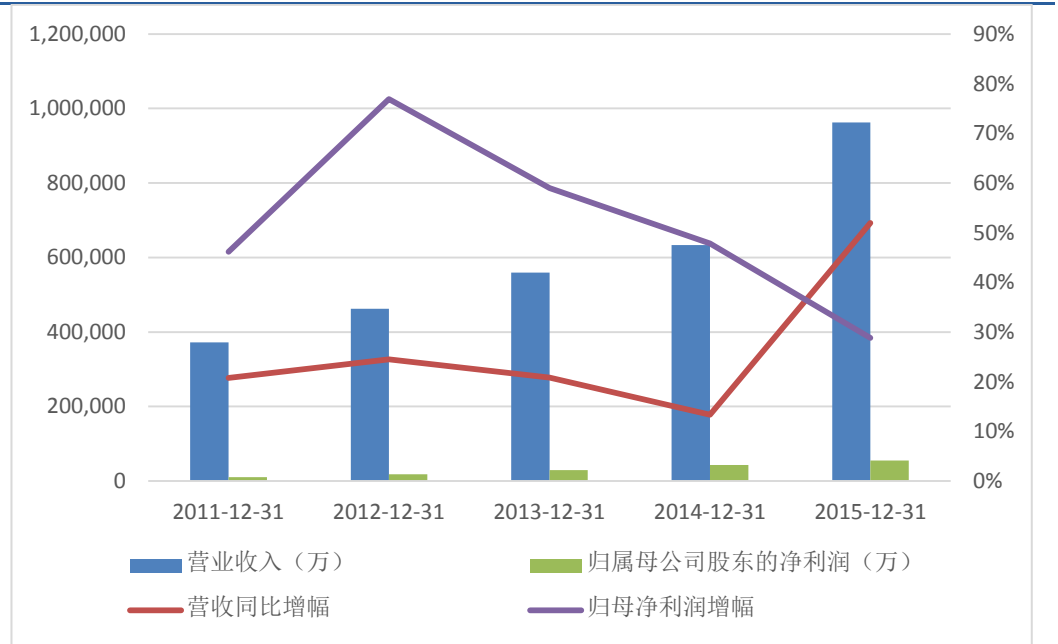
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

表 2: 公司 2011-2015 年利润表概览

	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
营业收入	962,863.67	633,758.76	559,089.73	462,664.71	371,693.95
营收同比增幅	51.93%	13.36%	20.84%	24.47%	20.73%
媒介代理	631,417.77	539,043.71	480,739.23	398,739.47	332,148.57
数字营销	232,133.38				
自有媒体	53,170.04	45,185.29	36,804.68	35,034.36	18,341.84
品牌管理	23,896.36	27,896.41	25,697.54	20,515.85	17,899.95
公关活动	22,149.92	21,233.07	15,686.82	8,210.71	3,241.11
杂志发行	61.55	366.72	129.88	137.89	56.72
营业利润	78,483.02	62,951.92	43,476.54	27,598.08	15,137.53
营业利润同比增幅	24.67%	44.80%	57.53%	82.32%	65.69%
利润总额	81,655.90	63,111.75	45,946.82	27,761.90	15,142.44
利润总额同比增幅	29.38%	37.36%	65.50%	83.34%	65.76%
净利润	60,648.44	48,727.07	34,638.20	21,355.50	11,481.60
归属母公司股东的净利润	54,764.35	42,515.05	28,755.74	18,091.15	9,904.30
归母净利增幅	28.81%	47.85%	58.95%	76.90%	46.15%
扣非后归属母公司股东的净利润	52,320.51	42,335.83	26,813.63	17,801.21	9,299.06
扣非归母净利增幅	23.58%	57.89%	50.63%	89.74%	37.23%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

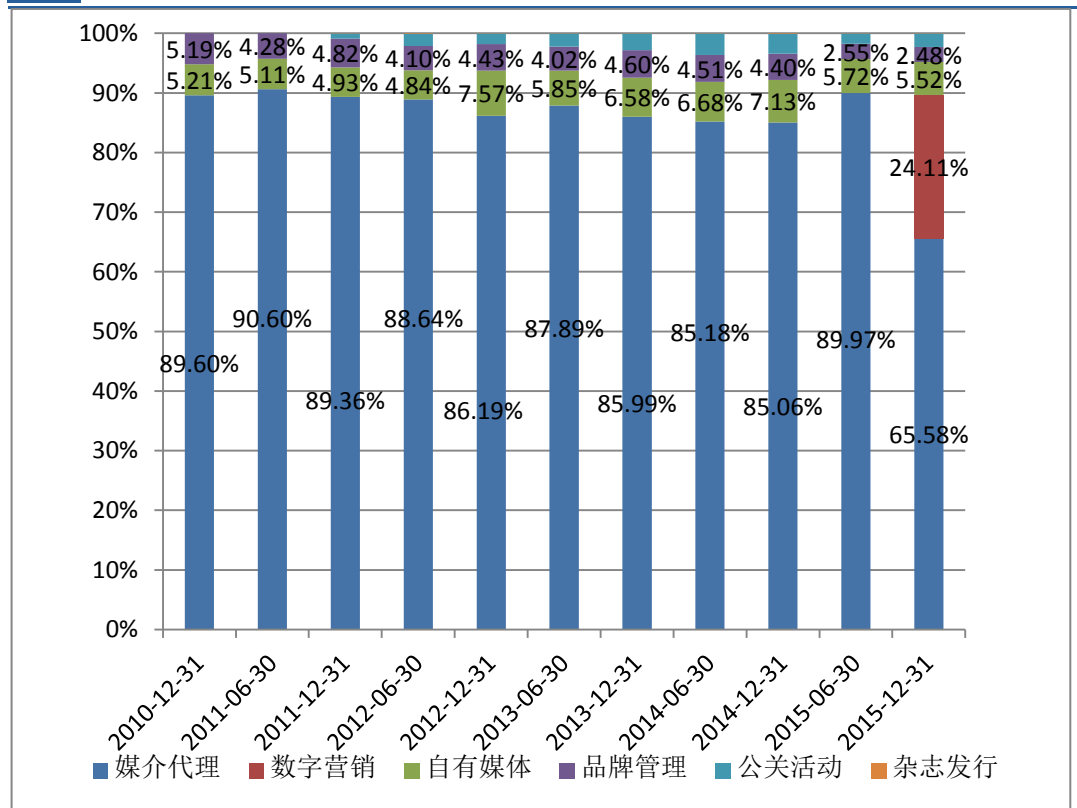
图 3: 公司 2011-2015E 营业收入、归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

公司主营业务收入基本能保持在 20%左右的增速, 六年来的年复合增长率为 27%, 受益于数字营销业务, 2015 年主营业务收入增速更是高达 51.93%。公司归母净利润增幅均保持在 25%以上, 其中 2012 年增速高达 76.90%, 六年来的年复合增长率为 53%。

图 4: 公司 2011 年半年报至 2015 年年报主营业务构成变化



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

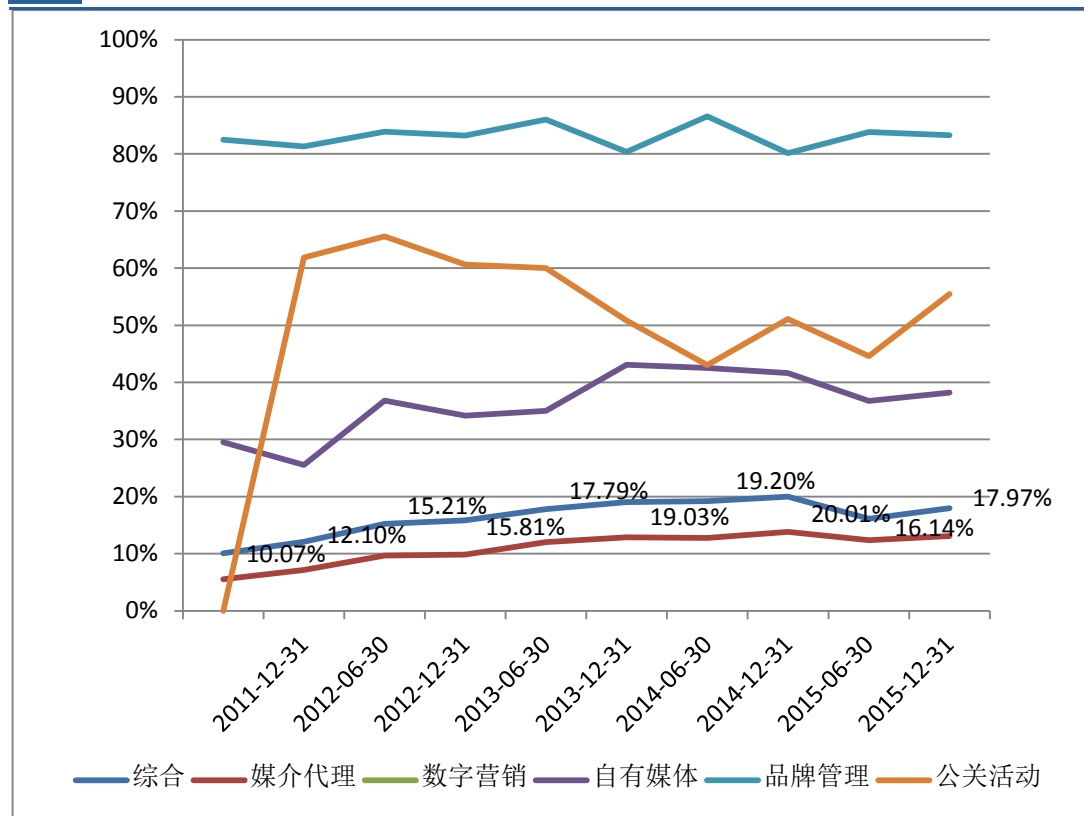
在 2015 年之前，公司主营业务构成中 85%以上为媒介代理，品牌管理和自有媒体占比变化不大，公关活动占比则出现了较大幅度的增长。公司在 2015 年深耕数字营销，目前数字营销业务占比已经达到 24%。相对而言媒介代理业务占比下滑到了 65%左右，但媒介代理业务本身依然保持了 17%的增速。品牌管理和公关活动在 2015 年增长势头放缓，其中因为统计口径变动，部分品牌管理的业务划入数字营销领域，因此该业务领域出现了一定的下滑。

表 3: 公司 2011-2015 年主营业务同比增速

	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
媒介代理	17.14%	12.00%	20.56%	20.05%	20.41%
数字营销	新增				
自有媒体	17.67%	23.00%	5.05%	91.01%	14.30%
品牌管理	-14.34%	9.00%	25.26%	14.61%	12.11%
公关活动	4.32%	35.00%	91.05%	153.33%	

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

图 5: 公司 2011-2015 年主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

公司 2011 年-2014 年主营业务综合毛利率逐年稳步上升，2014 年全年主营业务综合毛利率达到 20.01%，相较 2011 年全年的 12.10%提高了八个百分点，这主要得益于公司最主要主营业务媒介代理业务的毛利率上升。2015 年综合毛利率出现了下滑，主要原因是新增加的数字营销业务毛利率为 16.26%，低于此前的综合毛利率，其他主要业务的毛利率基本保持平稳。

分业务板块来看，媒介代理业务的收入主要是各广告主投放在各类媒介的广告费用预算，成本则是公司与各媒介进行采买的时候的支出。过去几年这一业务板块毛利率的上升主

要得益于媒介代理采购方式由分散临时的采购向集中统一采购转变，同时更多优质广告主的集中能更大幅度地提升公司面对媒介时的议价能力。数字营销的收入和成本结构与媒介代理比较类似，不同的是对应的媒介为数字媒介。自有媒体、公关活动和品牌管理营收占比较低，毛利率基本保持稳定，对公司综合毛利率变动影响不大。

公司与业内其他上市公司的主营业务对比可以发现，公司的各项主营业务毛利率均处于国内上市广告营销公司的领先水平。

**表 4: 省广股份与其他广告营销上市公司主营业务毛利率对比**

	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
<b>媒介代理</b>						
省广股份	13.10%	13.84%	12.88%	9.82%	7.16%	4.76%
思美传媒	11.40%	12.07%	14.16%	14.91%	13.81%	13.62%
利欧股份	12.87%	16.39%				
引力传媒	6.38%	9.24%	9.99%	11.56%	13.50%	
龙韵股份	13.08%	9.88%	9.24%	7.53%	6.36%	13.57%
<b>品牌管理</b>						
省广股份	83.26%	80.13%	80.35%	83.19%	81.33%	80.69%
思美传媒	84.30%	83.45%	78.98%	52.51%	61.67%	70.53%
引力传媒		20.81%		29.00%	40.44%	
<b>数字营销</b>						
省广股份	16.26%					
蓝色光标	24.89%	27.22%				
利欧股份	18.50%					
明嘉联合	13.74%					
华谊嘉信	9.15%					
<b>综合毛利率</b>						
省广股份	17.97%	20.01%	19.04%	15.81%	12.11%	10.14%
思美传媒	11.57%	12.07%	14.16%	14.91%	13.82%	13.63%
引力传媒	7.34%	10.10%	10.63%	12.43%	14.99%	
龙韵股份	10.03%	16.69%	17.46%	24.60%	23.23%	19.42%

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

**表 5: 公司 2012-2015 年前五大客户**

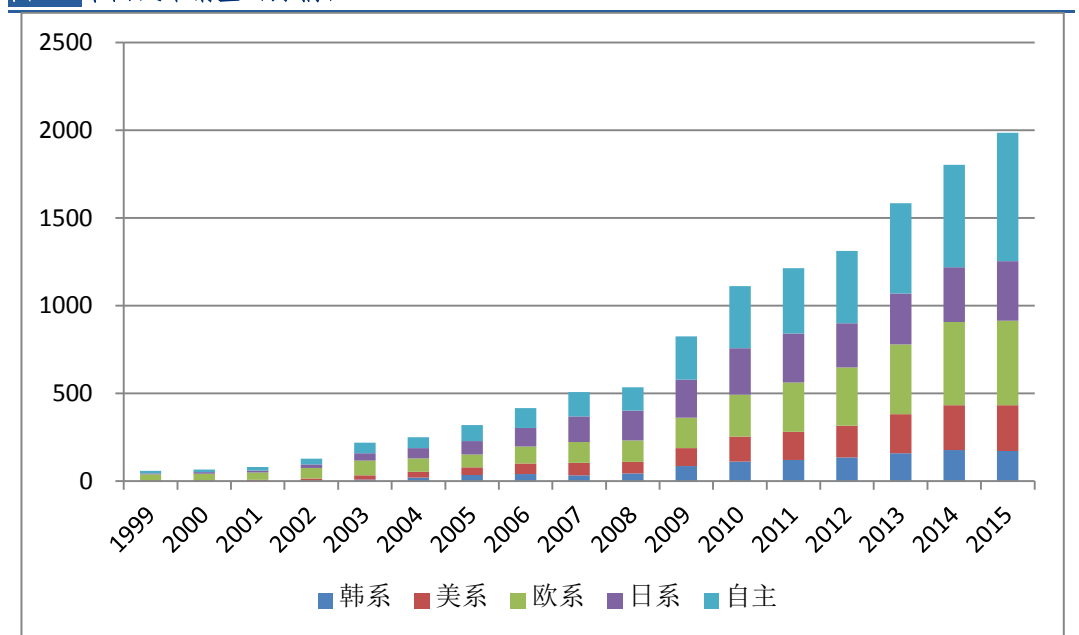
客户名称	销售金额（万元）	占总营收比例	备注
<b>2015 年报</b>			
东风日产汽车销售有限公司	80,279.56	8.34%	
广东省广博报堂广告有限公司	60,411.95	6.27%	客户为广汽本田
东风本田汽车有限公司	35,637.72	3.70%	
上海汽车集团股份有限公司	34,807.95	3.62%	
上海涛略广告有限公司	32,267.45	3.35%	
<b>前五大客户合计</b>	<b>243,404.65</b>	<b>25.28%</b>	
<b>2014 年报</b>			
东风日产汽车销售有限公司	100,902.57	15.92%	
广东省广博报堂广告有限公司	98,274.52	15.51%	客户为广汽本田

客户名称	销售金额（万元）	占总营收比例	备注
广东省广代思博报堂广告有限公司	28,135.15	4.44%	客户为广汽丰田
广州汽车集团乘用车有限公司	27,658.08	4.36%	
东风本田汽车有限公司	15,587.73	2.46%	
<u>前五大客户合计</u>	270,558.05	42.69%	
<b>2013 年报</b>			
东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	116,822.48	20.90%	
广东省广博报堂广告有限公司	66,658.13	11.92%	客户为广汽本田
广东省广代思博报堂广告有限公司	34,918.69	6.25%	客户为广汽丰田
广汽菲亚特汽车有限公司	20,437.10	3.65%	
东风本田汽车有限公司	16,196.21	2.90%	
<u>前五大客户合计</u>	255,032.60	45.62%	
<b>2012 年报</b>			
东风日产乘用车有限公司	101,641.10	21.97%	
广东省广代思博报堂广告有限公司	55,386.01	11.97%	客户为广汽本田
广东省广博报堂广告有限公司	42,192.75	9.12%	客户为广汽丰田
东风本田汽车有限公司	17,847.92	3.85%	
广州汽车集团乘用车有限公司	11,603.38	2.51%	
<u>前五大客户合计</u>	228,671.16	49.42%	

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

公司客户集中度较高，主要客户为汽车、快消和金融行业等。2014 年以前前五大客户集中度维持在 40% 以上，近年占比有所下降，但业务销售金额有所上升。东风汽车一直是公司最主要客户，销售额一直在 10 亿元以上，2014 年广博报堂（客户即“广汽本田”）的销售额大幅增加，接近 10 亿元，两者销售额总和在 20 亿元，占公司总营业收入的 30% 强。2015 年公司这两大客户的销售金额有所下降，同时因公司业务扩张，前五大客户占比出现了明显下滑，销售金额亦下滑 10%。

图 6：中国汽车销量（万辆）



资料来源：乘联会，长城证券研究所整理

从广汽集团和上汽集团的年报可以看出，这两家汽车公司广告费用占营业收入的比例没有一个明显趋势，比例集中在 1%-3% 之间。而从汽车销量来看，省广主要的汽车客户——日系车的增长较为缓慢，在广告费用增速不大可能大幅超过营收规模增长的情况下，日系汽车行业的广告费用贡献不大可能大幅增长。但在公司大平台战略下，公司按照行业进行细分打造，设立了汽车行业的细分平台公司，这一设置为汽车行业广告主提供全方位的适合汽车特定行业的营销服务。同时公司长期扎根国内市场，对国内消费者有更深刻的理解。在这个背景下，上海汽车于 2014 年底选择省广股份作为其广告代理商，负责其全案营销。

而愈加完整的营销产业链和更专业的服务也使得现有广告主的粘性得以加强。公司设立的其他行业，诸如金融、快消等的专业平台加上整合营销产业链的优势也吸引了来自这些行业的更多广告主。

公司的客户结构更为多元而稳定，目前公司前十五大客户基本均为汽车、金融、快消等行业的客户，同时也基本都是全案营销客户，即提供从广告主品牌管理、文案策划、广告投放媒介代理到效果监测反馈的整合营销全链条服务，客户粘性大且基本承接广告主的全部广告预算。根据推算，全案营销客户贡献收入占公司总营收的水平在近七成左右，这一部分广告预算将留在省广的营销全产业链条内。

**表 6: 广汽集团及上汽集团 2011 年-2015 年广告费用及比例**

	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入（万元）					
广汽集团	2,941,822	2,237,593	1,882,420	1,296,386	1,098,427
上汽集团	67,044,822	63,000,116	56,580,701	48,097,967	43,480,395
归母净利润（万元）					
广汽集团	423,235	318,589	266,892	113,358	427,162
上汽集团	2,979,379	2,797,344	2,480,363	2,075,176	2,022,187
广告费用（万元）					
广汽集团	60,671	70,476	49,517	47,442	38,239
上汽集团	972,699	1,003,914	840,207	678,882	635,871
广告费用占营业收入比					
广汽集团	2.06%	3.15%	2.63%	3.66%	3.48%
上汽集团	1.45%	1.59%	1.48%	1.41%	1.46%

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

**表 7: 公司三费占比及增长率**

	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
占总营收百分比						
销售费用	6.07%	7.49%	7.51%	6.87%	5.86%	4.96%
管理费用	2.29%	2.00%	2.29%	2.03%	1.68%	1.48%
财务费用	0.37%	-0.18%	-0.21%	-0.37%	-0.52%	-0.21%
同比增速						
销售费用	23.15%	13.14%	32.04%	46.06%	42.43%	
管理费用	74.42%	-0.96%	36.42%	49.69%	37.04%	
财务费用	407.27%	-0.08%	32.28%	12.37%	-199.45%	

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

公司的费用结构保持相对稳定，销售费用占总营收比例在 2013 年到达顶峰后近两年来有所下降；管理费用占比相较几年前有所上升，目前保持在 2%-2.2% 左右；财务费用占比较小，仅为不到 0.5%，2015 年同比大幅增长原因是超短融债券利息费用。

公司通过设立或与其他公司合营的方式设立子公司或参股公司，尤其是平台战略实施以来，公司以出资入股的方式推动了数家合资公司的成立，包括诺时大数据、省广影业、合宝娱乐、省广体验营销等一大批平台公司持续落地（部分联营企业未并表）。

**表 8: 公司设立的子公司（包括平台类公司）**

时间	公司	股权比例	投资金额（万）	主要产品或服务	2015 年实际收入	2015 年实际利润
NA	成都经典视线	100.00%		经营重点是候车亭、车身广告等户外广告	31,358	3,691
NA	深圳经典视线	100.00%		经营重点是候车亭、车身广告等户外广告	14,752	1,253
NA	海南经典视线	100.00%		负责海口公交车身广告媒体项目的经营工作	1,825	106
NA	广东三赢	100.00%		经营重点是提供专业性的媒介策划，与目前经营的户外媒体行形成联动效应	35,067	370
NA	广东广旭	60.00%		与旭通香港合资成立，经营重点是汽车、日用消费品等广告策划、创意、设计	72,568	334
2011 年 6 月	北京合力唯胜体育	69.38%	255	以体育营销为主	2,594	-544
2012 年 6 月	广东赛铂互动	100.00%	1,000	着力发展数字互联网媒体业务，增强省广股份全媒体矩阵掌控能力	20,868	310
2012 年 6 月	广州指标	100.00%	500	以自主品牌为核心的业务定位，为自主品牌提供品牌研究诊断、品牌战略及管理咨询、品牌信息发布、搭建品牌公关平台等四大服务	625	45
2014 年 10 月	广东广佛地铁广告	60.00%	960	地铁广告代理运营	1,575	-82
2015 年 2 月	珠海省广诺时	40.00%	400	拥有数据及跨媒体沟通技术、一流的创意能力及高效市场服务体系，致力于成为国内领先的市场沟通服务商	68	-208
2015 年 2 月	珠海省广汽车	51.00%	1,000	汽车行业营销	21	-366
2015 年 12 月	香港子公司	100.00%	85	充分利用香港的金融优势将其打造成公司海外并购及业务运营平台		
2016 年 3 月	深圳前海省广资本管理	100.00%	5,000	有助于公司利用资本优势寻找优质的投资项目，推动公司完善产业链上下游布局		
NA	广东省广博报堂	50.00%		与株式会社博报堂广告公司合资成立，主要服务广汽本田汽车品牌	75,407	844
NA	广东省广代思博报堂	50.00%		与株式会社博报堂广告公司、日本株式会社南北社（各 25%）合资成立，该公司主要服务广汽丰田汽车品牌	63,199	791
2015 年 1 月	合宝娱乐传媒	20.00%	1,000	将作为集节目制作、发行、广告营销及活动策划为一体的节目运营商，根据客户的需求定制包括节目贴片广告、植入式广告、活动冠名权等在内的广告形式，通过电视台、演艺活动、户外、移动多媒体等多种渠道进行整合营销，并根据客户的不同需求将业务触角延伸到电视	8,822	-1,071

时间	公司	股权比例	投资金额(万)	主要产品或服务	2015年实际收入	2015年实际利润
				剧、电影、动漫、影院投资、新媒体、演艺经纪等多个领域，形成完整的娱乐产业链		

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

公司不仅通过内生增长的模式拓宽盈利层，同时也通过外延并购积极布局产业链上下游。公司自上市以来外延并购的步伐就没有停止过，外延并购范围从完善公司自有媒体布局、延伸上下游产业链到布局新的营销领域。

**表 9: 公司投资标的情况**

时间	公司	股权比例	投资金额(万)	主要产品或服务	业绩承诺(万)			2015年营业收入	2015年净利润
					2015	2016	2017		
控股子公司									
2011年3月	重庆年度	51.00%	11,055	媒体端广告代理业务				9,734	-2,548
2011年6月	广州旗智	100.00%	955	汽车领域公关公司				20,474	3,768
2012年6月	省广先锋	100.00%	21,585	以媒介购买为主导，专而精的区域资源整合服务商	3,200	3,520		46,716	3,300
2012年11月	省广合众(北京)	100.00%	13,490	下属的合众互动是中国优秀的大健康行业网络营销传播服务商				109,545	5,416
2013年8月	上海瑞格	55.00%	11,575	从事线下营销活动，包括促销、采购、展会等服务，网络遍布国内主要城市				8,503	3,615
2014年7月	广州中懋	55.00%	18,810	深耕电台广告代理业务，客户以金融、快消品、汽车为主	4,400	5,100		63,638	4,506
2014年10月	上海恺达	85.00%	25,245	目前中国规模最大的独立互动整合营销公司之一，拥有数字营销领域著名商标安瑞索思(Energy Source)和领先的移动互联网广告平台——AdTOUCH	3,600	4,200	4,830	76,258	4,699
2014年11月	上海雅润	100.00%	57,000	电视媒介代理	7,500	8,400	8,400	103,783	7,572
2015年3月	上海传漾	80.00%	46,800	中国互联网广告领域的领军企业，在程序化购买方面拥有DSP、SSP和DMP三大平台为核心的互联网广告生态系统，深耕互联网广告，整合PC+Mobile精准营销业务	4,500	5,850	7,605	17,918	6,191
2015年3月	上海韵翔	55.00%	22,677	专注于户外媒体的广告整合代理业务	4,340	5,035	5,790	38,505	4,672
2015年9月	广州蓝门数字	51.00%	7,293	华南地区知名数字营销企业之一，主要为国际知名快消品及汽车客户提供服务	1,300	1,600	2,000	6,768	1,413
2015年9月	上海晋拓文化	80.00%	62,400	专注于游戏行业的互联网广告业务	6,000	7,800	10,000	31,306	6,764
参股公司									

时间	公司	股权比例	投资金额(万)	主要产品或服务	业绩承诺(万)			2015年营业收入	2015年净利润
					2015	2016	2017		
2014年7月	深圳钛铂新媒体(原深圳尚道微营销)	23.75%	1,250	尚道公司作为目前华南地区最大的以微信、微博为主的社会化媒体营销企业,为众多优质客户提供专业的社会化媒体整合营销策略策划及执行服务	700	840	1,008	5,866	1,098
2015年3月	深圳东信时代	15.00%	11,250	专注于移动互联网广告,集移动广告技术研发、移动广告平台运营、移动广告策划制作投放和整合营销服务于一体;点媒 Lomark 平台是中国领先的移动广告平台					
2016年3月	上海凯淳	19.00%	6,175	国内知名的淘宝金牌电商运营公司,主要为国内外知名品牌提供客户关系管理服务(CRM)以及电子商务服务。	475	523	575		
2016年3月	广州易简	1.70%	2,000	移动营销+新媒体+体育+投资+旅游的全新生态					

资料来源:公司公告,长城证券研究所整理

2015年,公司通过外延并表总体收入达47.75亿元,贡献净利润3.93亿元,归母净利润3.29亿元。其中2014年开始纳入并表的广州中懋、上海恺达在2015年全年合计贡献利润1.40亿元,2015年新并表项目上海传漾(2015年6月30日并表)、上海韵翔(2015年8月30日并表)、上海晋拓(2015年11月30日并表)、广州蓝门(2015年10月31日并表)合计贡献利润5,460万元。根据这四家新并表公司2016年的业绩承诺,在业绩承诺完成的情况下,预计2016年将为公司至少贡献归母净利润1.45亿元。

公司所处的广告行业是知识密集、技术密集、人才密集的行业,因此专业人才是公司最重要的核心资源之一。公司职工构成特征是业务和技术人员占员工比例较高,人员结构年轻化,根据公司招股说明书,公司在上市之初有90%以上员工受过大学以上高等教育,30岁以下职工占到了员工总数的62.87%。

公司自上市以来组织结构稳定,公司管理层及核心人员均为公司老员工且保持相对稳定。同时公司通过股权激励措施,将公司中高层管理人员的利益与公司的利益统一起来。

良好的人才储备塑造了省广股份的创作能力和市场竞争力,在2015年中国国际广告节上,共评出影视类、平面类、广播类、户外类、文案奖等金、银、铜奖和优秀奖作品572件,其中省广股份获奖作品数达到39件,占总获奖作品数的6.81%,并且获得1金2银9铜(总计9金17银117铜),总数位列中国本土广告公司第一。

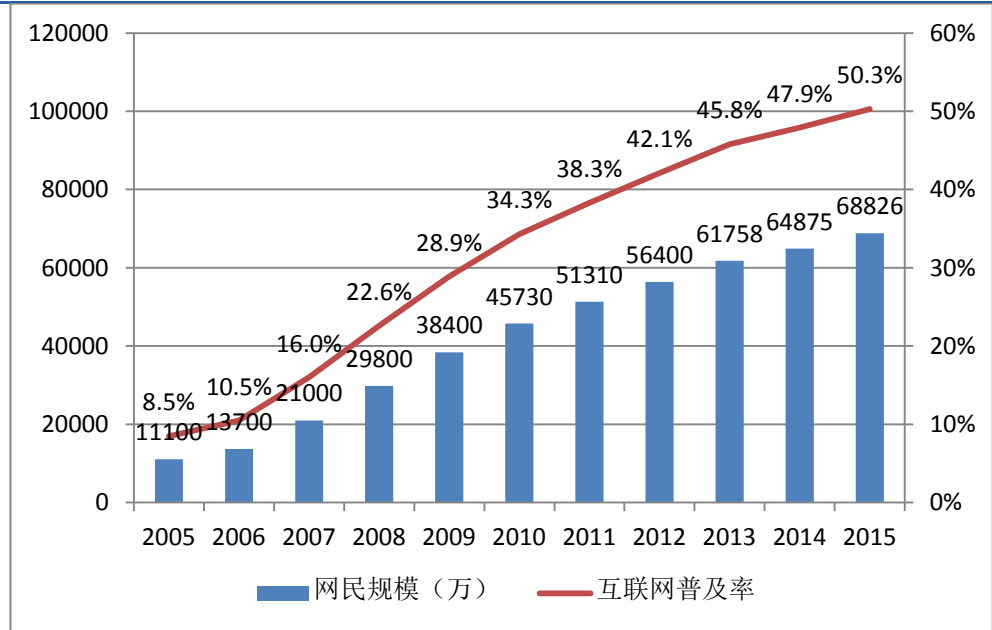
综上,公司营收在国内广告公司中名列前茅,外延+内生共同作用下,主营业务收入年复合增长率在27%左右,而归母净利润年复合增长率在53%左右。公司主营业务毛利率与业内其他公司相比处于较高水平,除了2015年新增数字营销领域毛利率稍有拉低综合毛利率外,公司综合毛利率一直处于缓慢提升阶段。同时公司费用控制良好,费用结构比较稳定。广告行业是创意行业,是人才密集型行业,公司人员构成年轻化且受教育程度高,创作能力强,保证了公司能够为广告主提供有价值的服务。

## 2. 数字营销加码传统广告行业

### 2.1 互联网广告市场势不可挡

近几年来，中国互联网市场呈现迅猛发展的态势，根据 CNNIC 数据显示，截至 2015 年 12 月，我国网民规模达 6.88 亿，互联网普及率达到 50.3%。新网民的不断增长让互联网与社会经济的融合更加坚实。

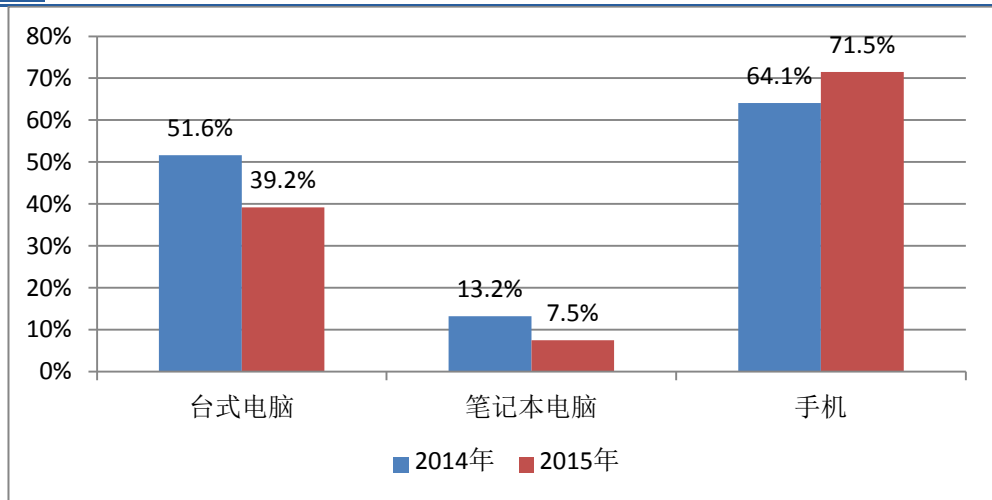
图 7: 中国网民规模和互联网普及率



资料来源: CNNIC, 长城证券研究所整理

2015 年新增网民数为 3951 万人，其中学生群体占比 46.4%，这部分人群使用互联网的目的主要是娱乐、社交等，新增网民中最主要的上网设备就是智能手机，使用率高达 71.5%。

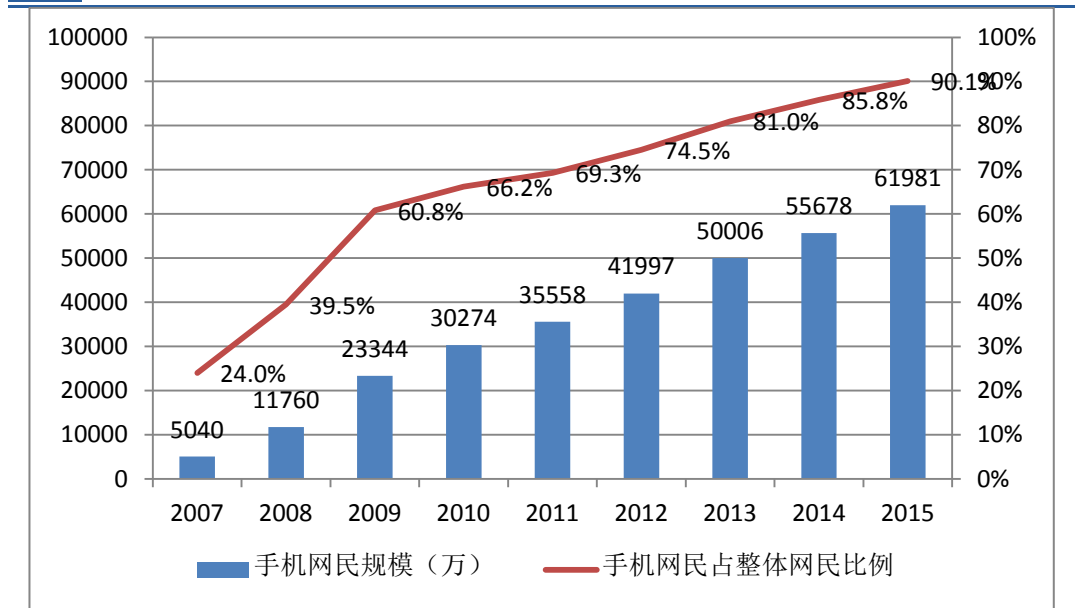
图 8: 新网民互联网接入设备使用情况



资料来源: CNNIC, 长城证券研究所整理

而截至 2015 年 12 月，中国手机网民数为 6.20 亿，网民中使用手机上网人群的占比也提升到了 90.1%，智能手机已经成为拉动网民数量增长的首要设备。

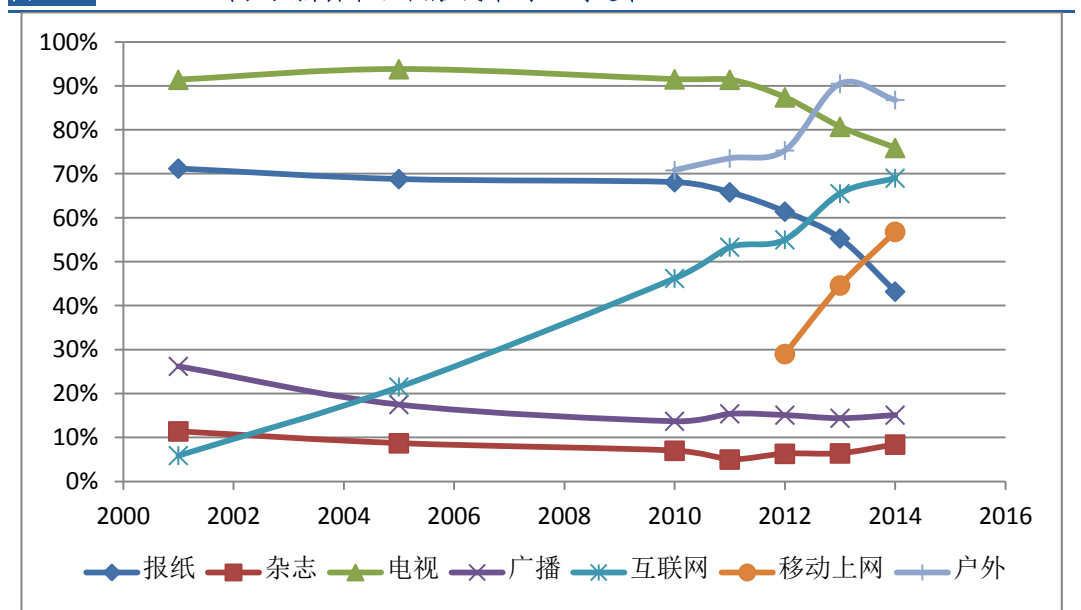
图 9: 中国手机网民规模及其占网民比例



资料来源: CNNIC, 长城证券研究所整理

互联网的迅速普及以及使用人数的爆发式增长也使互联网在广告媒介中的作用得到大幅提升。从 2001 年到 2014 年六大媒介在全国居民中的日到达率可以看到，电视的影响力依然不容小觑，但已经呈现逐年下滑的态势；户外广告则因其载体特性，受众对其具有被动接受的属性，户外广告对人群的到达率依然保持在高位；而报纸等平面媒体的到达率则呈现较大幅度的下降。而反观互联网尤其是移动互联网，其人群通达率呈现大幅上升的态势，目前互联网的通达率已经仅次于户外广告和电视，对人群的影响力也越来越大。

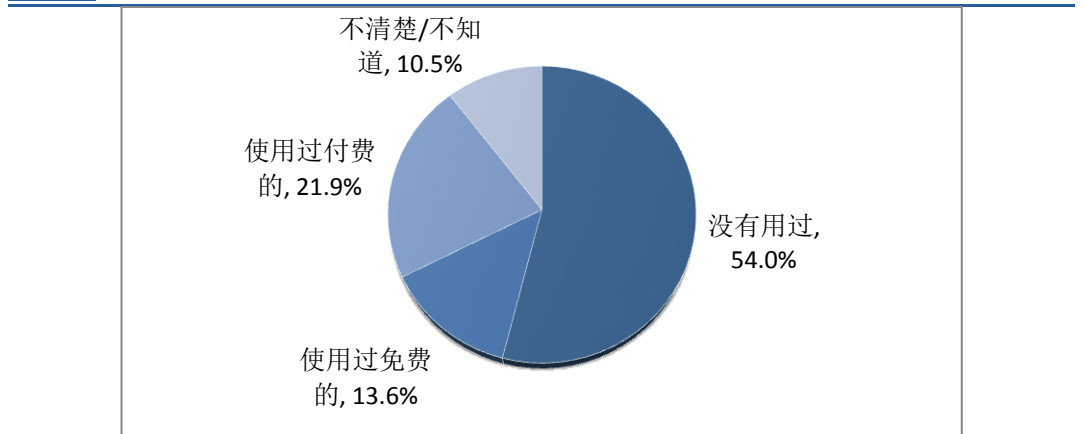
图 10: 2001-2014 年六大媒介在全国居民中的日到达率



资料来源: CNRS36 城, 长城证券研究所整理

近几年来随着移动互联网的发展，互联网也已经不再仅仅是一个信息获取和交流的工具，它已经与大多数人的生活行为密不可分，在使用互联网的过程中产生海量数据，同时人与互联网的交互方式也发生了新的变化，这种新形势将改变广告主影响受众的方式。因此，广告受众在哪里，广告主的营销重点和预算就会到哪里，越来越多的广告主开始进入互联网营销及移动营销领域。根据 CNNIC 的统计，在开展过互联网营销的企业中，35.5% 通过移动互联网进行了营销推广。而随着用户行业往移动端的转移，移动互联网领域的数字营销将成为企业推广的重点。

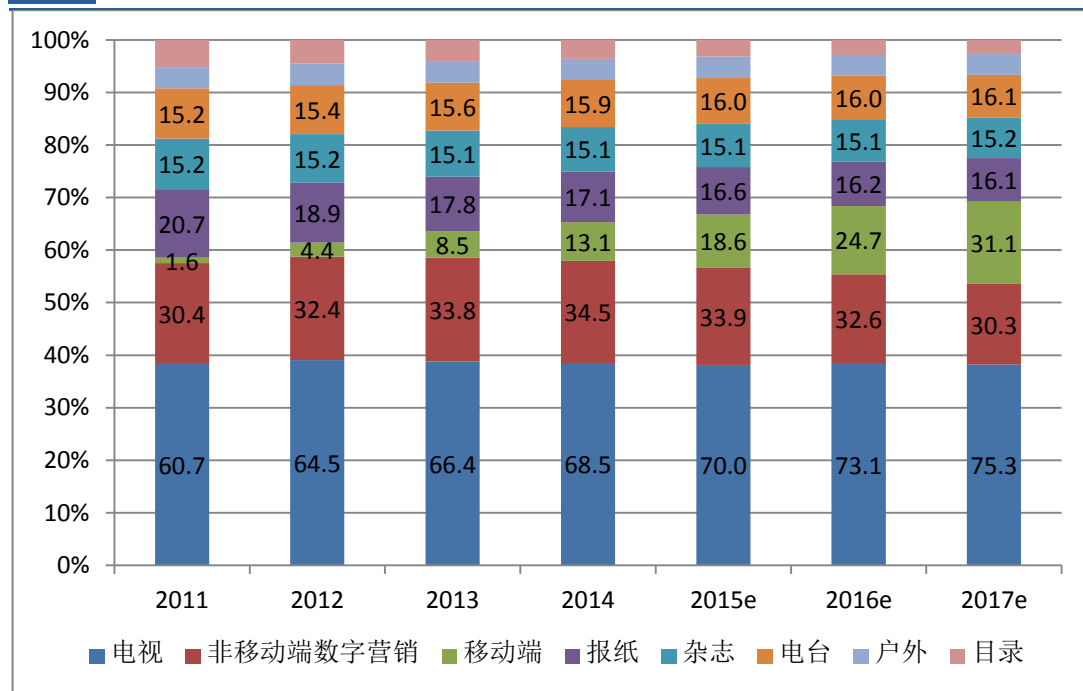
图 11: 中国企业移动互联网营销开展情况



资料来源: CNNIC, 长城证券研究所整理

对照美国经验，美国的互联网营销规模，尤其是 PC 端的规模，在 2011 年之前经历了快速增长。而在 2012 年之后，随着手机等智能移动终端的兴起，移动端广告市场的规模从无到有迅猛增长，近几年来年复合增长率高达 70% 左右，目前来看，移动端营销总体市场规模依然不高，但预计 2017 年将成为仅次于电视的第二大媒介，而加上非移动端，互联网营销领域将会比肩电视媒介广告市场规模。

图 12: 美国广告细分市场规模 (亿元人民币)



资料来源: eMarketer, 长城证券研究所整理

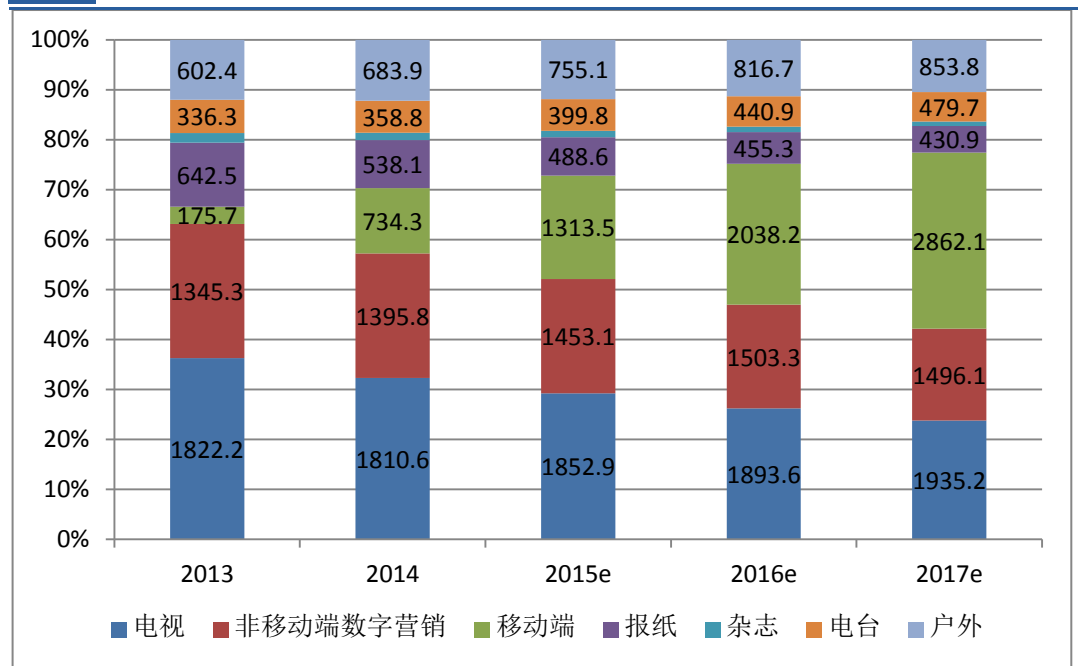
表 10: 美国广告细分市场同比增长率

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
电视	6.26%	2.95%	3.16%	2.19%	4.43%	3.01%
非移动端数字营销	6.58%	4.32%	2.07%	-1.74%	-3.83%	-7.06%
移动端	175.00%	93.18%	54.12%	41.98%	32.80%	25.91%
报纸	-8.70%	-5.82%	-3.93%	-2.92%	-2.41%	-0.62%
杂志	0.00%	-0.66%	0.00%	0.00%	0.00%	0.66%
电台	1.32%	1.30%	1.92%	0.63%	0.00%	0.63%
户外	4.69%	4.48%	2.86%	2.78%	2.70%	2.63%
目录	-8.54%	-8.00%	-7.25%	-7.81%	-6.78%	-3.64%
广告市场增长率	4.28%	3.65%	5.30%	3.21%	3.98%	3.35%

资料来源: eMarketer, 长城证券研究所整理

与美国市场类似, 中国的互联网广告增长迅猛, 而在 2014 年, 中国的互联网广告市场 (移动端加非移动端) 已经超过电视媒介成为了中国最大的广告媒介。根据预测, 未来中国移动端市场依然会保持 50% 的年复合增长速度。数字营销风头正起。

图 13: 中国广告细分市场规模 (亿元人民币)



资料来源: eMarketer, 199IT, 长城证券研究所整理

表 11: 中国广告细分市场同比增长率

	2014	2015e	2016e	2017e
电视	-0.63%	2.34%	2.20%	2.19%
非移动端数字营销	3.75%	4.11%	3.46%	-0.48%
移动端	317.97%	78.87%	55.17%	40.43%
报纸	-16.25%	-9.20%	-6.81%	-5.36%
杂志	-11.84%	-1.89%	-3.62%	-7.95%
电台	6.67%	11.43%	10.28%	8.81%
户外	13.53%	10.42%	8.16%	4.54%

资料来源: eMarketer, 长城证券研究所整理

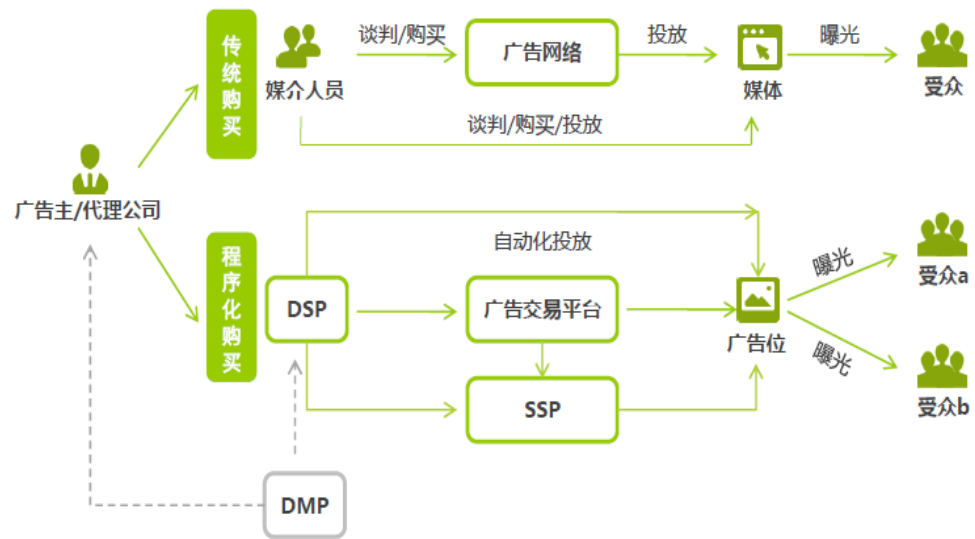
## 2.2 数字营销——广告市场新蓝海

数字营销是指借助于互联网、电脑通信技术和数字交互式媒体来实现营销目标的一种营销方式。数字营销的目标是尽可能地利用先进的计算机网络技术，帮助广告主以最有效、最低成本的方式谋求新的市场的开拓和新的消费者的挖掘。

随着互联网尤其是移动互联网的发展，以及各类接入互联网的终端数量和接入互联网人数和范围的爆发式增长，消费者的关注时间呈现碎片化和分散化的趋势，传统意义上消费者群体的界定和跟踪变得更加模糊和困难。但与此同时，互联网上包括从社交网络、电商平台、视频、搜索等，利用用户与互联网交互或用户之间的交互产生的海量数据，又可以进行分析进而产生新的对用户更精准的投放和推送。如今，数字营销的内涵也不再仅仅是广告媒介发生了改变，不再是仅仅将广告内容投放的渠道由传统的报纸电台等转向互联网，而是通过互联网产生的数据，分析用户行为并作出判断，利用新的交易方式和平台，将广告主信息精准地投向目标用户。新时期的数字营销就是精准营销。

精准营销的实现所依赖的是程序化购买。传统的媒介购买模式需要依靠大量的人工，在广告实际投放前需要经过数月甚至半年的媒介投放策划和谈判，购买和投放也需要人为干预处理。

图 14: 传统购买与程序化购买链条



资料来源：艾瑞咨询，长城证券研究所整理

与传统的媒介购买方式不同，程序化购买通过数字化、自动化、系统化的方式改造广告主、代理公司、媒体平台，进行程序化对接，帮助其找出与受众匹配的广告信息，并通过程序化购买的方式进行广告投放，并实时反馈投放报表。程序化购买最核心的要点就在于实现广告的自动化投放。因此在程序化购买产业链上出现的新角色主要包括需求方平台（DSP）、公开/私有广告交易平台（ADX）、供应方平台（SSP）、数据管理平台（DMP）以及一些其它的角色如数据交易平台、基础技术服务提供商等。

表 12: 程序化购买名词解释

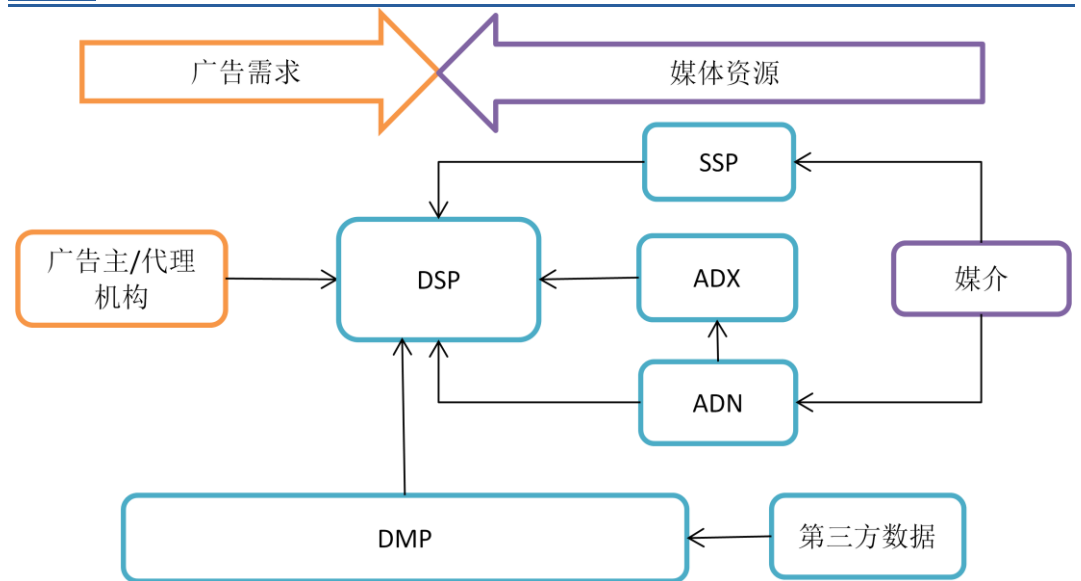
名称	属性
DSP	全称“Demand-Side Platform”，意为需求方平台，是面向广告主的广告投放管理平台。DSP 通过对数据的整合及分析，实现基于受众的精准投放，以程序化购买的方式，接入众多媒体资源，帮助广告主进行供跨媒介、跨平台、跨终端的

名称	属性
	广告投放，并对广告投放效果进行实时监测及优化。
ADX	全称“Ad Exchange”，指的是广告交易平台，一种汇聚了各种媒体流量的大规模交易平台，是 DSP 实现受众精准购买的交易场所。
SSP	全称“Sell-Side Platform”，意为供给方平台，帮助媒体更好的接入到广告交易平台中。SSP 的主要功能在于帮助媒体对自身不同的广告位进行管理，通过 SSP，媒体希望自己的资源能够获得更高的 eCPM，即更高的填充率和每次点击价格。
DMP	全称“Data-Management Platform”，意为数据管理平台，DMP 可以实现收集、存储、集中、分析、挖掘以及运用原先隔离而分散的数据，掌控自有的企业用户数据以及营销活动数据，并使用这些数据进行决策和创新，以便更多更精准地推送广告，获得更好的广告投放回报。

资料来源：长城证券研究所整理

程序化购买的途径主要是：广告主将移动端广告投放预算 100% 交给广告代理公司；广告代理公司将投放任务下放给 DSP，并将投放预算的 80% 交给 DSP，广告主也可以直接对接 DSP 并将全部预算直接交给 DSP；DSP 对接 ADX 或者媒体或者 SSP，同时 DSP 将其获得的 70% 交给媒体或者 SSP；DMP 在其中监测投放效果，并对 DSP 的投放进行数据支持。

图 15：程序化购买途径



资料来源：公开资料，长城证券研究所整理

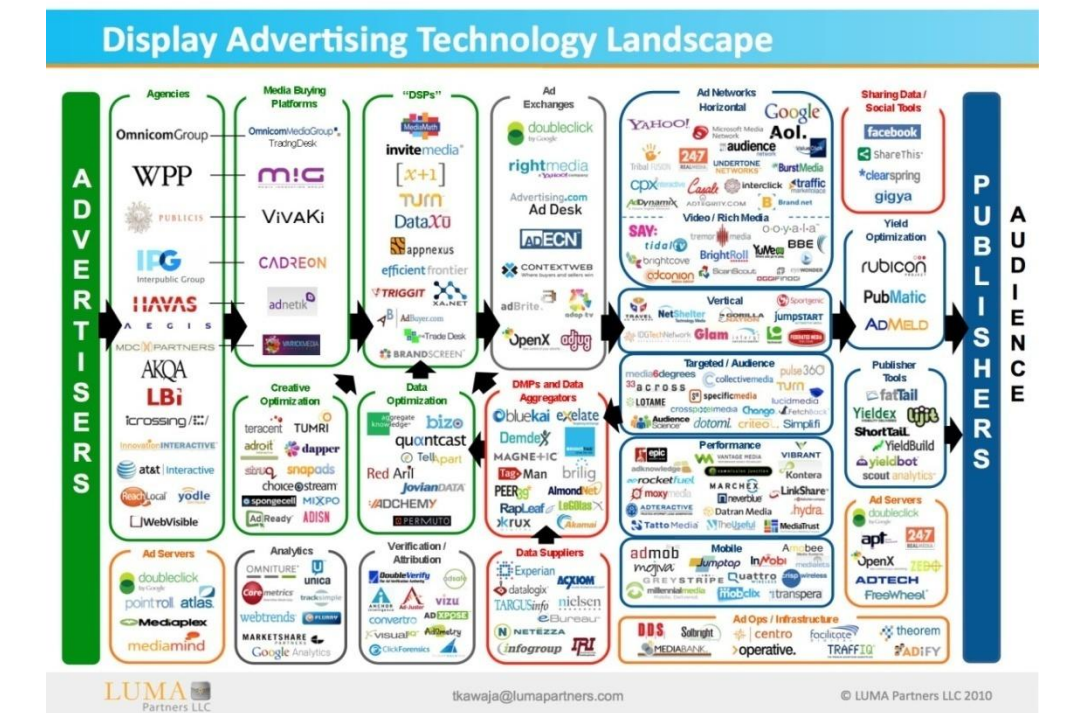
由中美两国网络广告程序化购买生态图可以看出，代理商以 4A 公司为主，同时不少公司横跨从 DSP 到 SSP 全链条，同时覆盖 DMP 等，而在这条链条中间，最核心的是 DSP。

图 16: 中国网络广告程序化购买生态图



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

图 17: 美国网络广告程序化购买生态图



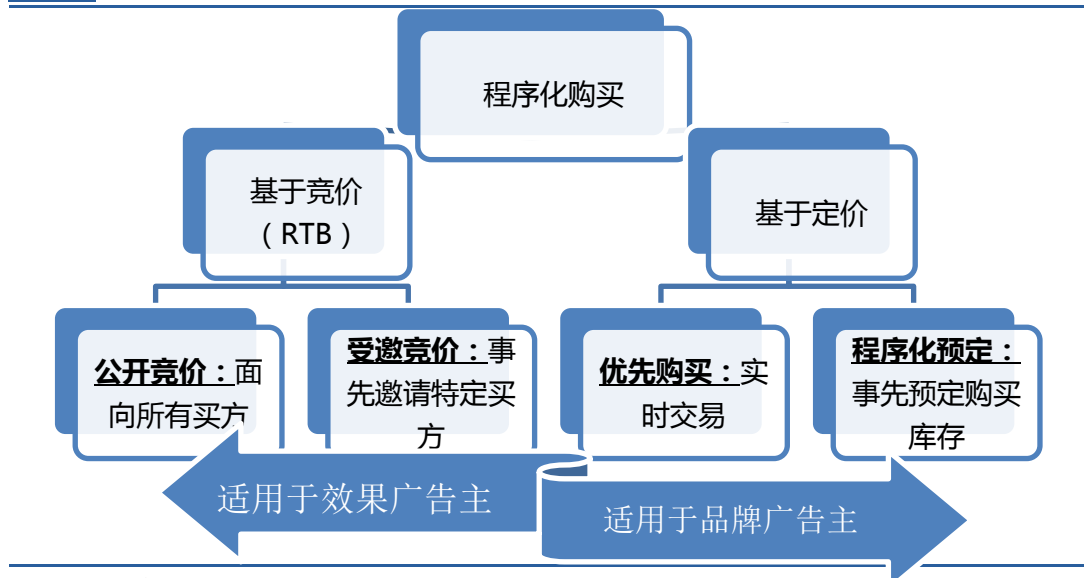
资料来源: LUMA, 长城证券研究所整理

根据 IAB 的定义, 程序化购买根据媒体资源库存的类型与购买资源采取的出价方式的不同分为以下两大类共四种主要方式。根据是否需要竞价进行程序化购买分为两大类: 定价购买和竞价购买 (即是 RTB)。定价购买模式下, 又分为程序化预定和优先购买, 其区别在于通过固定价格购买的库存是否已事先预定。程序化预定需要在定价的前提下, 买方与媒体事先签订框架协议, 而优先购买是媒体与买方进行过价格方面的约定后进行的

实时的交易，交易的库存并未事先约定。竞价购买模式下，又分为公开竞价和受邀竞价，其区别就在于未预定库存的购买是否开放给所有的买方参与者。公开竞价是指媒体通过广告交易平台/SSP 将其广告库存资源开放给所有的买方，DSP 代表广告主参与竞价，而受邀竞价则是媒体仅邀请一些特定的买方对这部分资源进行竞价。

实时竞价 (RTB) 方式购买的特点是快速高效灵活，尤其公开竞价情况下的广告资源价格更低廉，适用于效果广告主；而定价购买模式的特点则是参与到这种模式交易的媒体广告资源更为优质，尤其是程序化事先预定的广告媒体资源享有较高的优先级，更适合品牌广告主。

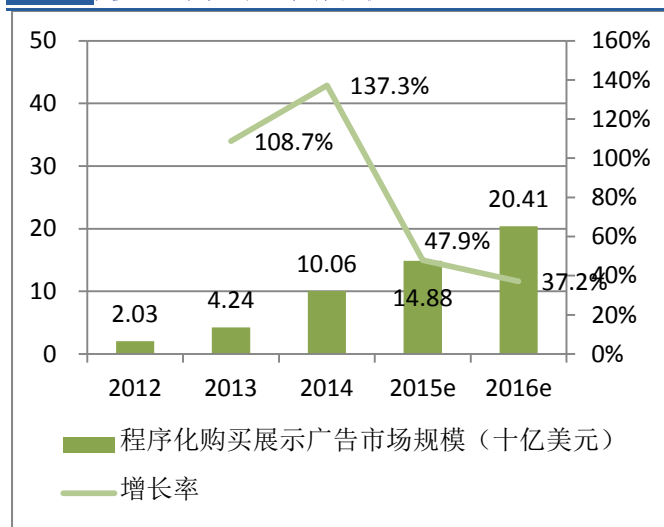
图 18: 程序化购买类型



资料来源: 长城证券研究所整理

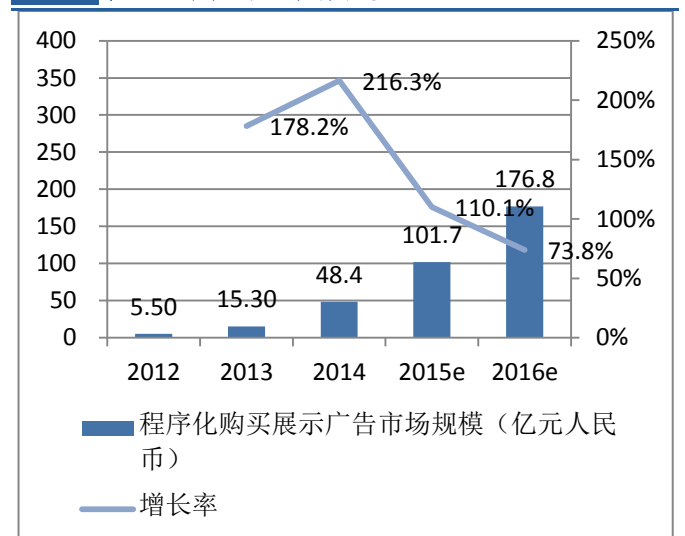
最近几年，程序化购买出现了爆发式的增长，美国的程序化购买在经历了初期成倍的爆发式增长后，目前增长速度有所回落，但预计未来的程序化购买增长速度依然会保持在 30% 以上。而中国的程序化购买更是方兴未艾，前两年的增长率高达数倍，根据机构预测未来几年的增长率依然能维持在 50% 以上。

图 19: 美国程序化购买市场规模



资料来源: eMarketer, 长城证券研究所整理

图 20: 中国程序化购买市场规模



资料来源: eMarketer, 长城证券研究所整理

数字营销链条与传统广告链条差距巨大，但省广通过外延布局和内生增长迅速往数字营销领域延展。

## 2.3 携优质客户与强大策划能力，传统广告巨头投身数字营销浪潮

与网络媒介相比，传统媒体集中度较为分散。以用户通达率比较高的电视为例，全国五大卫视在电视剧集及综艺节目等重点收视栏目的规划均比较相似，多数观众会根据自己的观看偏好选择相应的节目，而不会执着只收看固定的频道，除此之外更多的电视台则表现出比较强的区域性，电视台数量众多但覆盖人群比较有限。因此广告主为了达到广告宣传的最大效果，就需要进行多点投放，加大曝光率以覆盖更广泛的人群。

**表 13: 2015 年一季度 CSM50 城省级卫视全天收视排名**

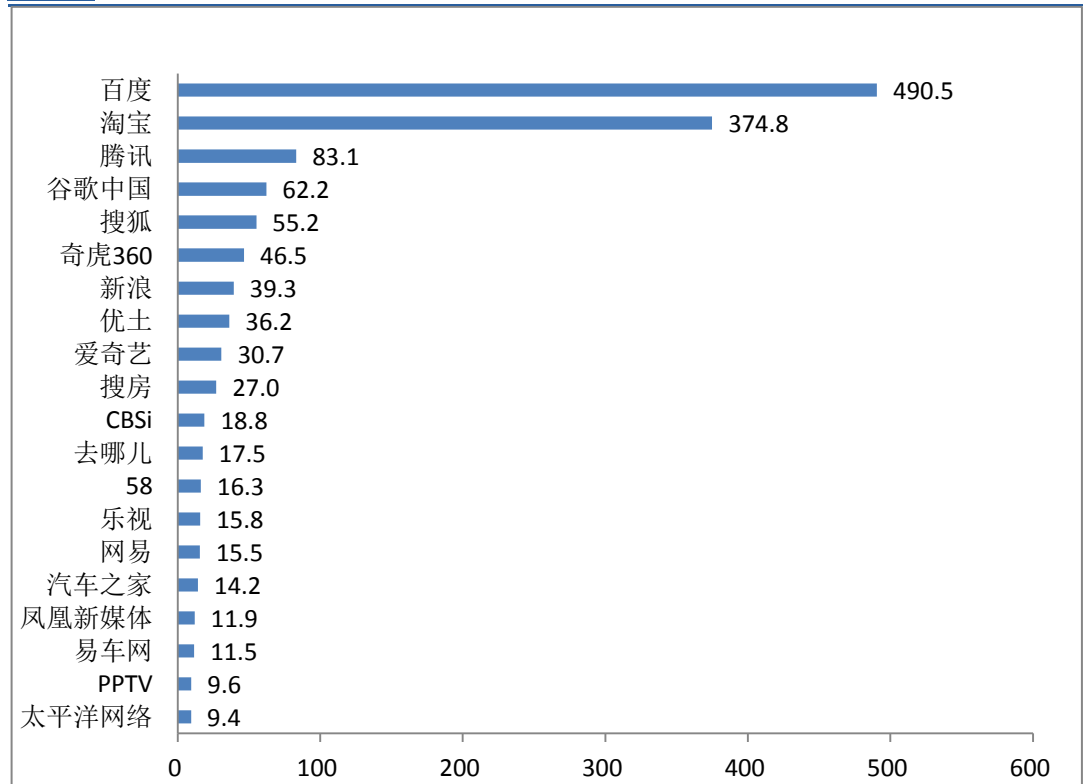
排名	频道	收视率
1	湖南卫视	0.419%
2	浙江卫视	0.307%
3	江苏卫视	0.250%
4	北京卫视	0.205%
5	上海东方卫视	0.189%
6	山东卫视	0.182%
7	安徽卫视	0.158%
8	天津卫视	0.144%
9	江西卫视	0.139%
10	湖北卫视	0.134%

资料来源: tviv.hk, 长城证券研究所整理

这种情况下广告主就需要与大量的媒体进行交涉，会产生极大的人力成本，同时信息不对称也使得广告主难以评估广告投放效果。这个时候就需要广告代理公司。广告代理机构能够集中客户资源，利用庞大的客户资源与数量众多的媒介机构进行谈判交易，然后根据广告主客户需求进行相应的媒介投放。在这个过程中，广告代理机构拥有庞大的媒体关系网，同时具有客户规模效应带来的谈判议价能力上升，并且广告代理机构具有的对媒体市场的监测及洞察能力能够更好地提升广告主的投向及投放效果。因此，在传统媒介状态下，广告代理机构对于广告主而言具有不可替代的作用。

然而，数字媒介的出现改变了这一传统模式。与传统媒介不同，数字媒介的集中度非常高。市场调查数据显示，前五名的网络媒体的广告收入集中度高达百分之 66，而前十名的集中度则达到了百分之 78。这些网络媒介巨头所拥有的用户基数及流量对广告主产生极大的吸磁效应，此时广告主只需集中在少数这几个平台上投放广告就能覆盖到广大的人群，并且通过精准营销模式降低成本，达到想要的宣传效果。在这种模式下，广告主能够绕开广告代理机构，而借助网络媒介平台直接为广告主提供精准的大面积广受众的覆盖，广告代理的作用被削弱了。广告代理公司需要完善在数字营销的布局来补足其在传统媒介代理之外的短板，同时提供更全面的营销服务能够增加客户粘性，也避免广告代理公司自身业务的边缘化。

图 21: 2014 年中国网络广告市场媒体营收规模 Top20



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所整理

公司早在 2012 年就已经开始着手布局数字营销领域, 在 2015 年更是将数字营销业务提升成公司的最主要的主营业务之一。

表 14: 省广股份在数字营销领域布局

时间	投资/合作标的	事件
2012 年 5 月	开发广告数字化运营系	建设了覆盖 7 大行业 25 个品类三年样本量超过了 20 万个的行业数据库
2012 年 11 月	收购合众盛世	其下属的属的合众互动是中国优秀的大健康行业网络营销传播服务商
2012 年 6 月	设立广东赛铂互动	着力发展数字互联网媒体业务, 利用新平台拓展业务类型、拉伸服务链的覆盖
2014 年 7 月	与荣之联战略合作	荣之联是国内领先的数据中心解决方案和服务提供商, 双方合作内容包括但不限于在 IT 服务、大数据、云计算、车联网等一系列产业领域及车联网信息营销系统平台、视讯系统广告平台、广告语义分析平台等多平台开展深度合作
2014 年 7 月	投资深圳尚道微营销 (今深圳钛铂新媒体)	尚道微营销 (今钛铂新媒体) 是目前华南地区最大的以微信、微博为主的社会化媒体营销企业
2014 年 9 月	与百度战略合作	与百度相关项目组成立联合团队, 以 (包括但不限于) 大数据市场研究、大数据解决方案、大数据营销产品开发等方式为基础展开合作
2014 年 10 月	收购上海恺达	中国规模最大的独立互动整合营销公司之一, 拥有数字营销领域著名商标安瑞索思 (Energy Source), 其核心服务包括互动整合营销及移动互联网营销; 拥有行业领先的移动互联网广告平台——AdTOUCH
2015 年 3 月	收购上海传漾科技	中国互联网广告领域的领军企业, 经过多年的研发形成了成熟的业界领先的广告发布管理系统、数据解析技术和富媒体广告协作平台, 拥有以 DSP、SSP 和 DMP 三大平台为核心的互联网广告生态系统, 推出程序化交易框架产品, 在此基础上驱动产业链延伸, 整合 PC+Mobile 精准营销业务

时间	投资/合作标的	事件
2015年3月	投资深圳东信时代	专注于移动互联网广告，集移动广告技术研发、移动广告平台运营、移动广告策划制作投放和整合营销服务于一体；其拥有的点媒 Lomark 平台是中国领先的移动广告平台，对接了百度、淘宝、Google 等 20 个以上交易平台，聚合了数千个 APPs，日均广告展示流量已超 7 亿，国内流量覆盖率达 75% 以上；打造了 DSP、DMP、本地化服务为核心的移动互联网广告生态系统
2015年9月	开发大数据营销系统	全息用户画像系统、企业智能市场管理平台、全媒体智动交易平台
2015年9月	收购广州蓝门数字	华南地区最知名的数字营销企业之一，主要为国际知名快消品及汽车客户提供服务，目前业务以微信、微博平台为主，亦在积极关注其他具影响力的社交媒体，并已开始为客户其他社交媒体的监测、发布等业务
2015年9月	收购上海晋拓文化	游戏行业的互联网广告业务领军企业，全面覆盖视频类、文学类、门户类和游戏类等优势广告资源，是腾讯、百度、优土、暴风等媒体的战略合作伙伴，引进了大数据分析和算法优化研发团队，打造了领先的精准 DSP/DMP 平台及投放策略系统
2016年3月	投资广州易简	易简广告致力于打造成为新型移动互联网传媒集团，构建移动营销+新媒体+体育+投资+旅游的全新生态。并且积极布局移动营销全产业链，构建起长尾 APP+DSP+社交媒体+HTML5 流量的庞大媒体矩阵，投资众多明星微信公众号，代理今日头条、广点通等众多优质头部媒体资源，拥有业内稀缺的自有媒体矩阵以及产业+投资双轮驱动，占据渠道、内容等优质资源

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

公司旗下涉及数字营销领域的主要公司是上海恺达、上海传漾科技、广州蓝门数字、上海晋拓文化，以及参投的深圳东信时代。同时公司以定增募资的方式筹建自有的大数据营销系统。

**表 15: 省广股份大数据营销系统**

项目	内容
全息用户画像系统	用数据精准、有效地解构用户全息画像，并识别其在各种关系中的角色以及相应的心理和行为，与企业数据及服务体系紧密联系，通过智能化、个性化的自动市场活动实施体系保证市场活动的效果；并为公司智能市场管理平台提供目标受众的全维用户画像，提供市场决策支持
企业智能市场管理平台	提供完整的企业市场运作服务，满足企业市场及自身运营的需求；通过智能化、个性化的自动市场活动实施体系保证市场活动的效果；实施简单，通过符合中国市场的应用场景、云服务（SaaS）等让企业高效实施
全媒体智动交易平台	公司全媒体智能化的程序化购买管理平台，通过数字化的广告平台，打通线上线下媒体自动的执行购买和实时竞价的程序化交易平台；针对某些特定优质资源，或者针对某些开放的广告主，提供私有程序化交易服务

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

上海恺达成立于 2001 年，也是省广股份较早布局的互联网营销公司之一。旗下安瑞索思是目前中国规模最大的互动整合营销公司之一，亦是目前亚洲最大的汽车数字营销创新公司。安瑞索思的广告主客户包括了 120 多家世界 500 强企业及国内知名客户，其中包括多家知名汽车领域客户，拥有丰富的行业经验与优势资源，其已构筑涵盖互动整合营销、数字媒体圈平台和汽车互联生活服务运营在内的产业链条服务。目前省广股份的主要广告主客户是汽车行业，收购上海恺达可以增强公司在汽车细分行业的全方面营销能力。上海恺达 2015 年至 2017 年承诺净利润分别不低于 3600 万、4200 万和 4830 万，2015 年实现净利润 4699 万。

上海传漾科技成立于 2009 年，是中国互联网营销领域的领军企业，其以业界领先的广告发布和数据解析技术为驱动，高效整合媒体资源，充分掌握网络受众行为，将数字营销从精准、高效提升至全程、智能，帮助客户在数字营销领域更智能、更简捷。目前传漾科技打造了 DSP、SSP 和 DMP 三大平台为核心的互联网广告生态系统，在 2014 年推出了中国首个程序化购买框架 Programmatic Framework，全面贯穿整个互联网广告架构的数据层、算法层、应用层及 API 层，为广告买卖双方提供最优选的定制化程序化购买解决方案。目前传漾的广告主客户涵盖了 400 家国内外高端品牌，如迪奥、三星、百事可乐、惠普、IBM、高露洁、华硕、联想和一汽大众等。传漾科技拥有基本完善的数字营销、特别是程序化购买的产业链条，同时已有客户均为品牌广告主，加入省广股份将能与公司的整合营销全产业链条发挥更大的协同作用。传漾科技 2014 年营业收入为 1.26 亿，净利润为 1300 万，传漾科技 2015 年至 2017 年承诺净利润分别不低于 4500 万、5900 万和 7600 万，2015 年实现净利润 6191 万。

广州蓝门数字于 2004 年成立，是华南地区知名的数字营销领域的公司。蓝门数字利用创新的互联网应用技术，社交网络，无线互联平台，宽带技术和蓝门行销工具 (Blue Tools)，根据用户整体的需求通过数字技术提供度身定做的从品牌建设到销售终端的全方位互动行销方案。其客户主要包括东风、日产、英菲尼迪等汽车行业公司以及亨氏、SK-II、伊卡璐等消费品行业公司。广州蓝门数字 2015 年至 2017 年承诺净利润分别不低于 1300 万、1600 万和 2000 万，2015 年实现净利润 1412 万。

上海晋拓文化成立于 2008 年，是游戏行业的互联网广告业务领军企业，全面覆盖视频类、文学类、门户类和游戏类等优势广告资源，是腾讯、百度、优土、暴风等媒体的战略合作伙伴，引进了大数据分析和算法优化研发团队，打造了领先的精准 DSP/DMP 平台及投放策略系统。省广股份对上海晋拓的收购将补齐省广在游戏行业的短板，为更大范围的广告主提供更全面的营销体验。上海晋拓文化 2015 年至 2017 年承诺净利润分别不低于 6000 万、7800 万和 1 亿，2015 年实现净利润 6764 万。

## 3. 大平台战略助推省广腾飞

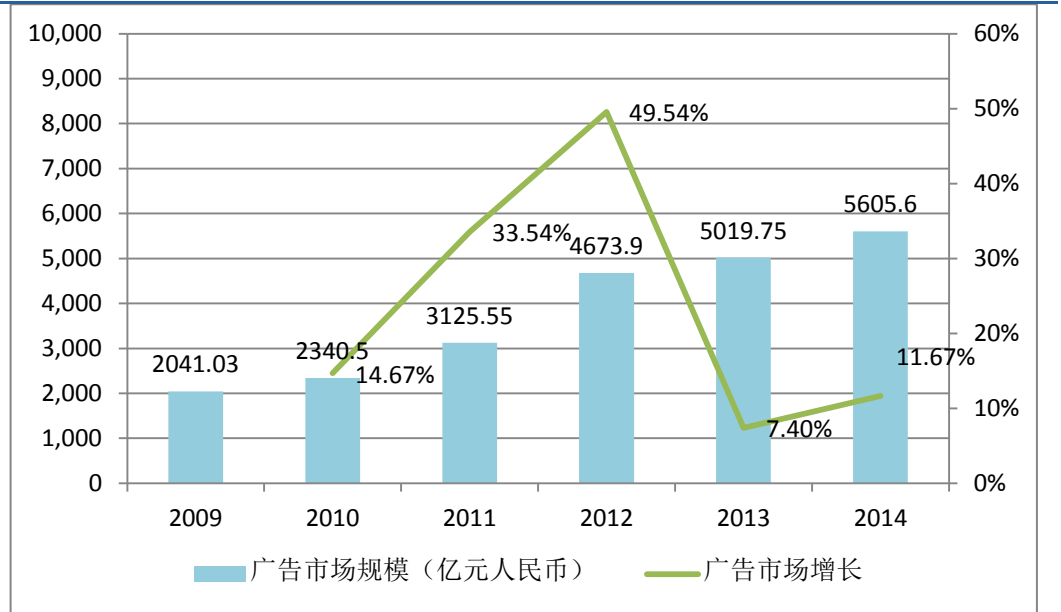
### 3.1 广告市场空间依旧广阔

广告行业与国民经济的运行密切相关，改革开放以来我国经济社会快速发展也带动了广告产业的飞速增长，在保持年复合增长 20% 以上的良好态势下，中国已经成为仅次于美国的全球第二大广告市场。按照广告市场经营额计算，2014 年中国广告市场规模已经达到了 5606 亿元人民币。如按广告支出口径计算，2014 年中国广告市场规模为大概 4000 亿元人民币，同期美国以广告支出口径计算广告市场规模为 1800 亿美元。

从广告市场规模占 GDP 比重来看，按照广告支出口径，美国广告市场规模占 GDP 的比重一直在 1% 左右，而中国广告市场规模占 GDP 比重一直徘徊在 0.58% 左右，按比例来看中国广告市场在比例上依然有较大的提升空间。

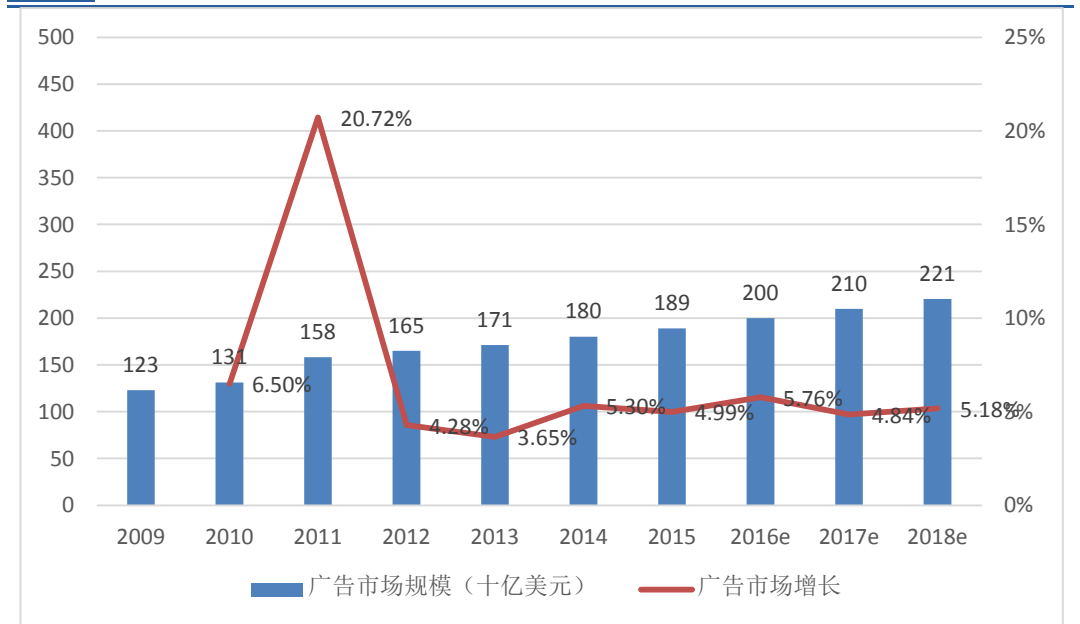
同时这也与中国经济结构相关，改革开放以来中国经济一直以出口导向和投资驱动为主，客户结构决定了企业对广告营销的需求并不强烈。但随着中国人口红利的结束以及经济结构的进一步转型升级，需求端将代替投资+出口端成为拉动 GDP 增长的新驱动力。

图 22: 中国广告市场规模 (广告市场经营额口径)



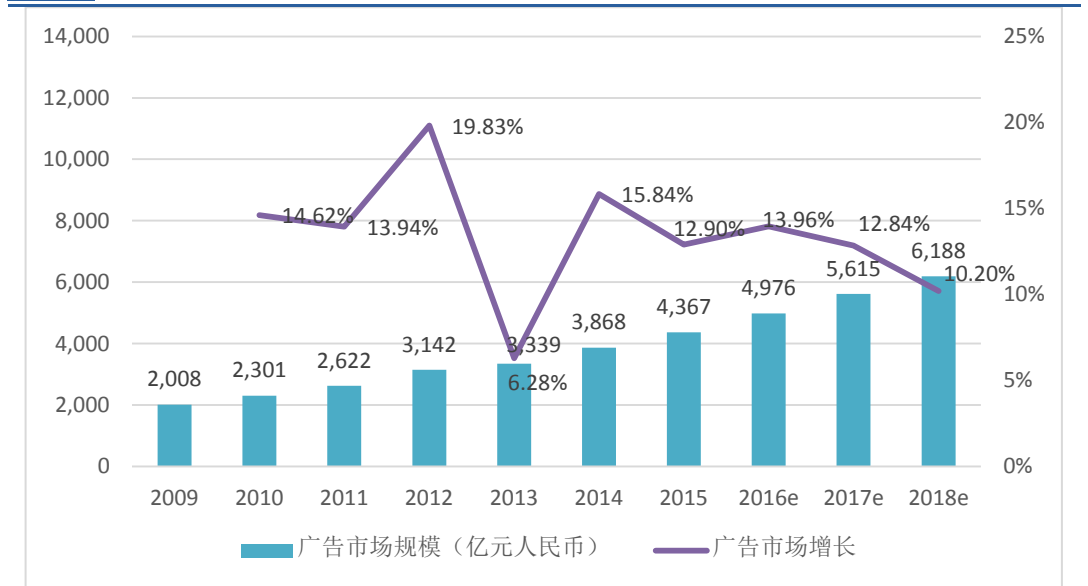
资料来源: 中国产业信息网, 长城证券研究所整理

图 23: 美国广告市场规模 (广告支出口径)



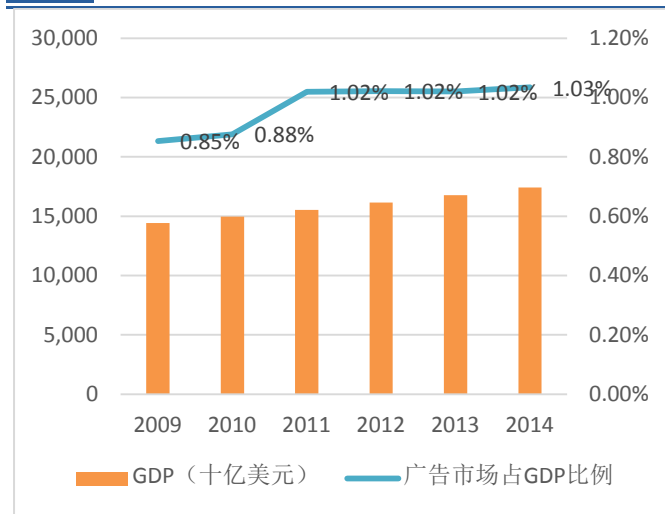
资料来源: Statista, 长城证券研究所整理

图 24: 中国广告市场规模 (广告支出口径)



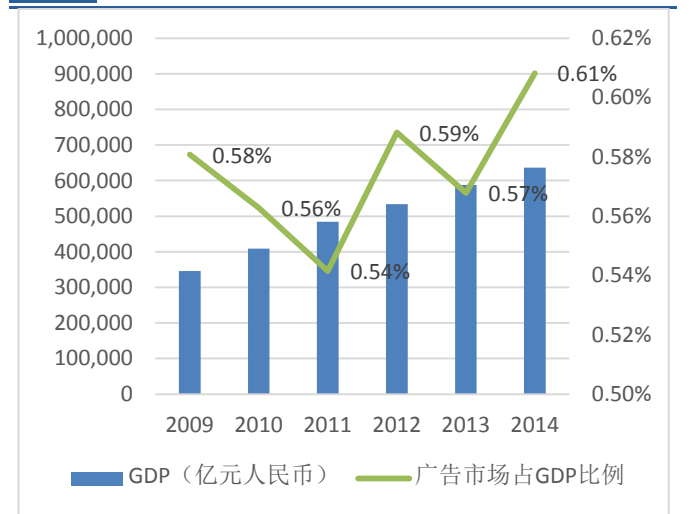
资料来源: eMarketer, Statista, 长城证券研究所整理

图 25: 美国广告市场占 GDP 比例 (广告支出口径)



资料来源: World Bank, Statista, 长城证券研究所整理

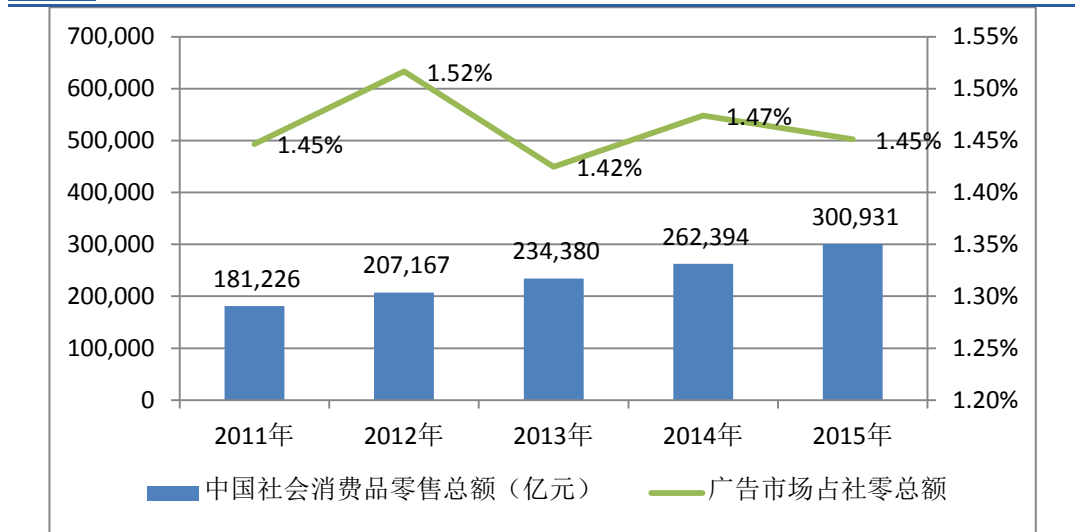
图 26: 中国广告市场占 GDP 比例 (广告支出口径)



资料来源: 国家统计局, eMarketer, Statista, 长城证券研究所整理

借鉴其他发达国家尤其是日韩的历史发展走向, 中国也将向消费型社会转型。在“新常态”下, 居民消费及服务相关产业将迎来利好, 而这些产业恰好是广告营销的最大需求方, 因此这一转变将直接带动广告营销行业的发展。根据 eMarketer 预测, 2018 年中国广告市场支出将达到 6188 亿元人民币, 较 2014 年增长 60%, 预计增速将高于同期 GDP 的增长, 广告市场空间依然有近 2000 亿元的增长空间。而根据德勤预测, 到 2025 年中国营销传播市场总规模将过万亿。

图 27: 中国广告市场占社零总额比例 (广告支出口径)



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所整理

表 16: 2013 年中国广告营销市场各行业占比

排名	行业	占总广告营销支出比例
1	日化	15%
2	饮料	14%
3	医疗保健	13%
4	食品	9%
5	房地产	7%
6	零售服务	6%
7	汽车及有关产品	5%
8	家居用品	4%
9	纺织及服装	3%
10	电脑及配件	3%
11	旅游和运输	2%
12	电器	2%
13	电信	2%
14	金融业	2%
15	娱乐休闲	1%

资料来源: 德勤, 长城证券研究所整理

广告市场持续增长的同时, 广告公司的集中度却一直保持在非常低的水平。根据德勤 2014 年底发布的《中国营销传播市场白皮书——2025 年大趋势》, 自改革开放以来, 尤其是广告业全面放开外资准入以来, 中国的广告市场竞争激烈, 市场集中度一直保持在比较低的水平。目前, 中国广告服务市场 (包括媒介代理、公关服务及品牌策划) 由 20 家左右国际领先综合广告服务机构、20 家左右的本土领先广告服务机构和超过 20 万家的本土中小及细分专业机构组成。2013 年, 中国广告服务市场中最大份额的为 WPP 旗下的群邑集团, 其占中国广告服务市场流水的份额也仅仅为 3.3%; 而这 20 家国际领先广告服务机构平均占比为 1%, 占总流水比例为 20%; 20 家本土领先广告服务机构平均流水占比接近 1%, 占总流水的 16% 左右, 这 40 家左右的领先广告服务机构流水占比在 36% 左右,

而在美国，前二十大（CR20）的集中度就可以达到40%左右。除了这些领先广告服务机构之外，还有超过20万家本土中小及细分专业机构瓜分剩下的六成多市场。由于在中国广告市场的进入门槛比较低，广告市场的开拓很大程度上取决于社会关系，以及媒介市场的碎片化，这些因素催生了超过20万家的中小广告服务机构。而同样因为这些因素，这类中小广告公司只能提供单一的广告服务或是低门槛的业务，业务结构单一而规模难以扩大。

**表 17: 美国广告市场集中度**

	1987	1992	1997	2002
前四大（CR4）	13.1%	14.1%	21.0%	34.0%
前八大（CR8）	21.9%	21.9%	30.0%	41.0%
前二十大（CR20）	33.6%	30.5%	38.1%	47.1%
前五十大（CR50）	40.5%	36.6%	44.4%	51.8%

资料来源：HBS, Economic Census, 长城证券研究所整理

**表 18: OmniCorp 和 WPP 的营收利润及 PE**

	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入（百万美元）				
OmniCorp	15,134.40	15,317.80	14,584.50	14,219.40
WPP		17,981.43	18,174.27	16,769.09
净利润（百万美元）				
OmniCorp	1,093.90	1,104.00	991.10	998.30
WPP		1,680.09	1,544.57	1,329.97
PE（TTM, 2016/4/22）				
OmniCorp	18.38			
WPP	19.84			

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

备注：1. 根据 FASB ASC Topic 605，这两家公司的大部分营业收入为“record revenue equal to the net amount retained when the fee or commission is earned”，意即广告主预算投放与媒介代理支出的净收入才确认为广告公司的收入；2. WPP 报告货币为英镑，利用历史利率转换成美元

在新的营销形势尤其是数字营销的冲击下，起步较早实力雄厚的国际领先广告公司与更了解中国消费者和企业的本土领先广告公司都将展开新一轮的跨区域收购和专业化整合，结构单一小规模低门槛的小型广告公司数量将会减少，集中度低的广告服务市场存在进一步的整合，广告服务行业的马太效应将会加重。

### 3.2 国际 4A 成长之路——一站式营销到销售伙伴

在传统的营销方式中，广告信息的传导是单向的，广告主根据其对自身的价值定位及对目标群体的理解，将广告主认为符合自身需求的广告理念通过广告服务机构单向传导给消费者。在这个过程中，广告服务机构处于较被动的地位，广告公司将广告主需要传达的理念进行处理，衍生出相应的广告媒介服务或公关服务，整个过程界限清晰、单一方向且各个环节互动较少。广告主对于消费群体的关注比较少，能够得到的消费者反馈也很少，对消费群体的需求和特征掌握甚少。

而新型的营销方式最大的特点是单向的信息传导被多向的信息交互所代替，进而衍生出一些新的营销服务。随着技术发展，尤其是大数字技术及数字营销的发展，广告主能够通过广告服务机构的反馈获得更全面的消费者信息。同时，广告服务各个环节的界限开始模糊，广告、公关与品牌管理各环节开始融合，共同为广告主提供整合营销全链条服务。同时一些新的营销服务也产生，譬如对消费者更精准的定位及标签使得广告服务机构还能从服务现有客户到挖掘潜在需求。

因此新型的营销方式要求广告服务机构能够提供一站式全方位的营销服务，并且能够成为广告主和消费者之间的联系桥梁。一方面，通过营销服务全产业链的整合，承接广告主从品牌理念、目标群体定位、媒介投放策略到消费者转化的端到端营销需求；另一方面，通过消费者行为数据以及反馈更好地掌控目标受众，不断优化广告主传递广告营销信息的方式及途径。而实现这种一站式的营销，广告服务机构需要形成完整的营销服务链条，增进内部协同及外包管理能力，给客户带来附加价值。

全球最大广告公司之一的 WPP 集团初期仅提供传统广告与公关服务。然而在过去 20 年间，WPP 不断出手收购广告行业具有声望的 JWT、奥美、Y&R、Tempus Group、Cordiant 和 Grey Group，成为了跨数字营销、SCRM、电商及 O2O 服务，提供一站式服务的专业整合营销传播巨头。

随着营销服务的进一步深化，广告主不仅期望能够获得专业化“端到端”的一站式服务，而且也期望寻找对销售结果负责的广告服务机构。越来越多的广告主开始尝试与主导的广告服务机构签约，主导的机构负责整合集团旗下多家专业机构，通过业务协同整合为广告主提供一站式营销服务，并对业主的销售结果负责，通过销售分成获取收入。国际 4A 集团也纷纷布局完善营销产业链，尤其是加强在数字营销领域和行业专业化领域的投入，由传统的“卖广告位”的媒介代理模式转向“销售伙伴”共担经营风险的模式。

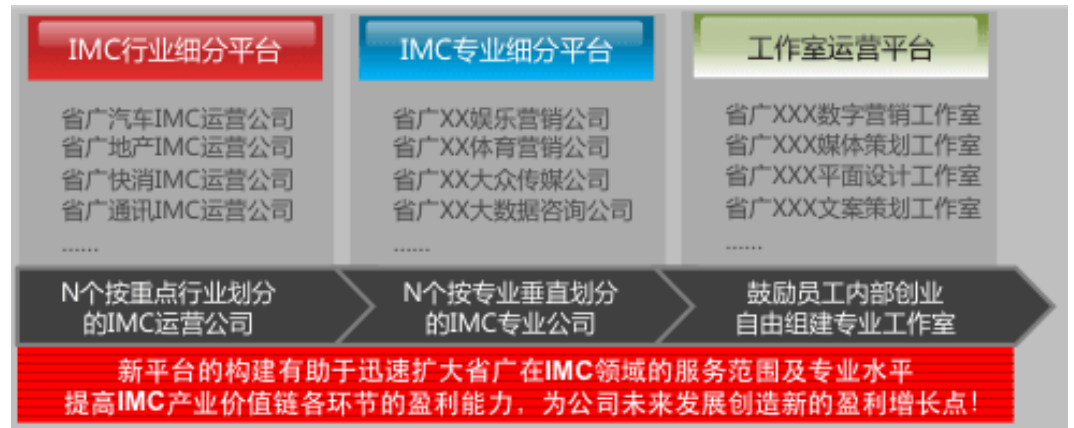
### 3.3 省广 GMC 大平台战略：比肩国际 4A

2015 年 1 月 25 日，省广股份发布“平台战略”，并宣布正式由“省广股份 GDAD”升级为“省广股份 GMC”，公司开始向国际化整合营销传播集团转型升级；同年 12 月 12 日，公司正式发布了“平台战略 2.0”。

公司实施平台战略是为了构建一种平台化的商业模式，这种商业模式能有效激励各方共同创造价值，最终形成一种多方共赢的效果。平台战略的核心是“开放、整合、激励、共赢”，愿景则是将省广股份建设成为国际化整合营销传播集团。

公司按照行业进行细分打造 IMC 行业细分平台，包括汽车、地产、快消、通讯等，日常服务内容囊括了从咨询到终端的所有营销领域，以为广告主提供全方位的适合特定行业的营销服务。与此同时，公司按照专业领域划分 IMC 专业细分平台，包括媒介、大数据咨询、娱乐营销、体验营销等细分领域，目的是把专业服务做深做透，增强广告主粘性。另外，公司鼓励员工内部创业，支持员工组建包括设计、文案、策划等在内的专业工作室运营平台。细分行业平台的建立能够打造具有特定行业属性的专业化营销全产业链团队，依托长期积累深入研究的专业能力成为某一类行业获某一领域的不可替代的专家，而整合各种资源的能力也是广告业未来竞争实力的体现。同时专业细分平台的建立使专业服务水平能力大幅提升，能够提供更多更全面的的服务给广告主。这些举措不仅可以提高广告主客户的粘性，同时也为开拓更多广告主客户提供强有力的竞争能力。

图 28：省广 GMC 平台分类



资料来源：公司网站，长城证券研究所整理

图 29: GIMC 行业细分平台



资料来源：公司网站，长城证券研究所整理

图 30: GIMC 专业细分平台



资料来源：公司网站，长城证券研究所整理

在平台 2.0 战略发布的同时，公司还同时发布“平台公司股权众筹大会”和“员工创新创业大赛”。平台将采用**合伙人制度**，不仅让公司的员工自由报名认购旗下七家平台公司股权，还通过预留动态激励股份，让后续贡献盈利增长的员工可以成为股东，减轻了创业者独立创业的风险，吸引更多的行业精英加入省广的大平台，融入平台产生更大的协同作用。省广在每个平台公司达到约定年度盈利指标后，**将考虑按市场行情回购个人股东的股权，实现多方共赢**。平台合伙人制度的目的是将激励创新、孵化创业作为平台战略 2.0 的核心任务与制度，未来通过制度加大创新创业的力度，聚合中国营销新力量，共同打造国际化整合营销控股集团。

除了之前提到的公司在数字营销的战略布局，公司也开始涉足内容营销，做大体育营销，先后与北京微影时代、黄晓明合资成立省广影业，与上海双刃剑体育达成在体育营销领域的合作，为更加广泛的广告主们提供更全面的营销方式，提高客户的粘性。作为传媒行业的一部分，广告业同娱乐业的融合是一个主流趋势，对广告业来说，渗入文化创意产业的能力将会为自己的发展拓展新的巨大空间。

公司同时还投资 5000 万自有资金设立全资子公司深圳前海省广资本管理有限公司，未来将利用资本优势寻找优质的投资项目，推动公司完善产业链上下游布局。公司还与与上海智义投资管理有限公司共同发起设立广告行业并购基金，参与投资深圳九宇银河智能互联投资基金，目的是为公司储备优质投资标的。

公司的营销产业链将不仅覆盖传统的营销策划、广告文案创作、媒介代理投放，而且对每个所覆盖的细分行业都能深耕细作、具备为这些行业高效细分且专业化的营销方式，同时公司也将营销链条伸向大数据、数字营销、内容营销等领域，为广告主提供越来越

丰富的营销方式及更细致精准的服务。公司不仅在营销全产业链上做足了功夫，建立了良好的公司基础架构，对上层建筑也做出了创新的改变。公司的平台战略引入了合伙人制度，全面激活了省广内部的创业创新能力，同时吸引聚合众多优质的外部资源。省广大平台战略将打造一个专业化、集团化的现代化整合营销传播集团，目标是向国际 4A 看齐，成为一家国际营销整合集团。

## 4. 打造国际营销整合传播集团，给予推荐评级

省广股份发布平台战略 2.0，意图打造国际营销整合传播集团。公司的营销产业链将不仅覆盖传统的营销策划、广告文案创作、媒介代理投放，而且对每个所覆盖的细分行业都能深耕细作、具备为这些行业高效细分且专业化的营销方式，同时公司也将营销链条伸向大数据、数字营销、内容营销等领域，为广告主提供越来越丰富的营销方式及更细致精准的服务。

公司所处的广告行业与宏观经济有较大的关系，主要的广告主是消费品和服务行业。中国经济面临转型阶段，以往的以出口和投资拉动经济增长的模式不再持续，而根据日韩等东亚成功国家的经验，中国也会面临着向消费型经济转型的过程。在消费经济新常态下，居民消费品相关和服务行业将迎来利好，这也同样利好于与这些行业高度相关的广告行业。当前，相比于欧美及日本等发达国家市场，中国广告行业占 GDP 的比重还有待提升，未来这一部分的市场空间还是非常大的。

除此之外，目前中国的广告行业集中度依然偏低，随着数字营销以及整合营销服务需求的上升，广告行业的马太效应也会逐步显现，大型广告公司将可以通过外延并购的方式扩大，以更好地满足广告主的多样需求，而具有一定特色的细分领域的广告公司将会被收购，而一些提供低门槛的中小广告公司将会被挤出市场，强者恒强。而在这个过程中，具有营销全产业链条布局，能给广告主提供专业服务，能满足不同行业广告主多样需求，更了解中国市场的国内广告公司巨头省广则会成为强者中的巨头。

**收入预测：**我们将公司广告主来源分为两部分，一部分是全案营销的广告主客户，也就是目前构成大概六成收入的客户，一部分是仅购买省广部分服务譬如媒介代理等的广告主客户。

全案营销包括了品牌管理、各种类营销渠道、媒介代理等，广告主来源主要是大中型消费品和服务行业企业，我们预测中国经济结构转型以及消费型社会的来临，消费品及服务行业的增速会稍高于 GDP 的增速，而公司本身因为集中度提高竞争力加强，预计增速会达到 15%-20% 左右。

而只购买部分服务的广告主，则主要分为购买传统媒介代理服务和购买数字营销服务，这两部分的客户目前预估各占一半。根据之前的不同媒介投放速增的对比，预计单纯的传统媒介代理服务增幅大概在 5% 左右甚至持平，数字营销端在 30% 左右。

**表 19: 省广股份营业收入预测**

	2015A	2016E	2017E	2018E
占比				
全案营销客户	70%	70%	69%	69%
部分服务客户				
品牌管理	2%	2%	2%	2%

		2015A	2016E	2017E	2018E
	传统媒介	13%	12%	11%	10%
	数字营销	15%	16%	18%	19%
增长率					
全案营销客户			18%	16%	15%
部分服务客户	品牌管理		6%	6%	6%
	传统媒介		8%	5%	5%
	数字营销		30%	30%	25%
综合主营业务增长率			18%	17%	16%

资料来源：长城证券研究所整理

**毛利率预测：**公司传统媒介代理行业受集中采购和广告主客户规模较大的因素影响，议价能力上升，毛利率有略微上升；数字营销方面买卖双方议价能力相近，毛利率预计保持相对稳定或略有上升。因市场条件没有发生显著变化，预测自有媒体和品牌管理业务将维持现有毛利率水平。根据收入结构变动，可以得到以下毛利率预测。

**表 20：省广股份毛利率预测**

	2015A	2016E	2017E	2018E
占比				
媒介代理	65.58%	64.26%	61.99%	60.05%
数字营销	24.11%	27.66%	30.83%	33.63%
自有媒介	5.52%	5.45%	4.16%	2.76%
品牌管理	2.48%	2.63%	3.01%	3.56%
毛利率				
媒介代理	13.10%	13.50%	13.50%	13.50%
数字营销	16.26%	17.00%	17.00%	17.00%
自有媒介	38.19%	38.19%	38.19%	38.19%
品牌管理	83.26%	83.26%	83.26%	83.26%
综合毛利率	17.97%	17.65%	17.71%	17.84%

资料来源：长城证券研究所整理

**费用率预测：**根据之前的费用分析，公司费用主要构成是销售费用和管理费用，预计销售费用和管理费用占总营收比例会大致保持在 2015 年的水平。

**盈利预测：**综上，我们得出公司未来三年盈利预测。

**表 21：省广股份盈利预测**

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万）	9628.6	11361.8	13293.3	15420.2
(+/-%)	51.9%	18.0%	17.0%	16.0%
净利润（百万）	547.6	616.7	746.1	887.7
(+/-%)	28.8%	12.6%	21.0%	19.0%
摊薄 EPS	0.61	0.68	0.82	0.98
PE	30.27	26.88	22.21	18.67

资料来源：长城证券研究所整理

## 5. 风险提示

- (1) 平台战略推进不及预期
- (2) 外延并购业绩承诺未能达成
- (3) 文化产业政策变化
- (4) 主要广告主客户流失

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6338	9629	11362	13293	15420	<b>成长性</b>					
营业成本	5069	7899	9357	10939	12669	营业收入增长	13.4%	51.9%	18.0%	17.0%	16.0%
销售费用	475	585	739	864	1002	营业成本增长	12.0%	55.8%	18.5%	16.9%	15.8%
管理费用	127	221	261	305	354	营业利润增长	44.8%	24.7%	11.9%	21.8%	19.5%
财务费用	-11	35	5	-19	-31	利润总额增长	37.4%	29.4%	11.5%	21.0%	19.0%
投资净收益	14	37	0	0	0	净利润增长	47.8%	28.8%	12.6%	21.0%	19.0%
营业利润	630	785	878	1069	1278	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	2	32	32	32	32	毛利率	20.0%	18.0%	17.6%	17.7%	17.8%
利润总额	631	817	911	1102	1311	销售净利率	7.7%	6.3%	6.0%	6.2%	6.4%
所得税	144	210	228	275	328	ROE	22.1%	22.5%	20.7%	20.5%	20.1%
少数股东损益	62	59	66	80	95	ROIC	41.6%	28.3%	21.6%	39.0%	26.3%
净利润	425	548	617	746	888	<b>营运效率</b>					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	7.5%	6.1%	6.5%	6.5%	6.5%
流动资产	3528	4924	5053	6276	7633	管理费用/营业收入	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
货币资金	267	477	1237	451	2304	财务费用/营业收入	-0.2%	0.4%	0.0%	-0.1%	-0.2%
应收账款	1732	2477	1879	3217	2695	投资收益/营业利润	2.2%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	1163	1516	1630	2049	2212	所得税/利润总额	22.8%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	1	1	3	2	4	应收账款周转率	3.66	3.89	6.05	4.13	5.72
非流动资产	1085	2508	2412	2346	2280	存货周转率	5312.60	6662.97	3368.98	5894.92	3609.54
固定资产	30	33	-28	-90	-151	流动资产周转率	1.91	1.30	1.53	1.54	1.54
资产总计	4613	7432	7465	8622	9913	总资产周转率	1.37	1.30	1.52	1.54	1.56
流动负债	1919	3696	3121	3542	3958	<b>偿债能力</b>					
短期借款	267	918	0	0	0	资产负债率	54.1%	64.0%	56.0%	53.4%	50.7%
应付款项	991	1543	1458	2050	2013	流动比率	1.84	1.33	1.62	1.77	1.93
非流动负债	575	1063	1063	1063	1063	速动比率	1.82	1.31	1.60	1.75	1.91
长期借款	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
负债合计	2494	4759	4184	4605	5021	EPS	0.47	0.61	0.68	0.82	0.98
股东权益	2119	2672	3281	4017	4892	每股净资产	2.34	2.95	3.63	4.44	5.41
股本	595	905	905	905	905	每股经营现金流	-0.37	0.31	0.84	-0.87	2.05
留存收益	1020	1501	2043	2699	3479	每股经营现金/EPS	-0.80	0.52	1.23	-1.05	2.09
少数股东权益	191	236	302	382	478	<b>估值</b>	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	4613	7432	7465	8622	9913	PE	38.98	30.27	26.88	22.21	18.67
现金流量表	(百万)					PEG	1.89	1.73	1.49	1.31	1.17
经营活动现金流	132	265	1733	-738	1905	PB	8.60	6.80	5.56	4.56	3.75
其中营运资本减少	241	-381	705	802	941	EV/EBITDA	2.62	1.72	1.46	1.25	1.07
投资活动现金流	-459	-1089	24	24	24	EV/SALES	17.65	19.77	16.26	15.05	11.41
其中资本支出	2	1	0	0	0	EV/IC	1.76	1.79	1.37	1.24	0.96
融资活动现金流	-12	1108	-998	-71	-77	ROIC/WACC	5.19	5.60	7.72	4.63	5.67
净现金总变化	-338	285	760	-785	1853	REP	0.42	0.28	0.22	0.39	0.26

**研究员介绍及承诺**

**金炜:** 通信工程专业硕士, 2010 年加入长城证券, 任通信行业分析师, 4 年通信行业工作经验。

**刘浩然:** 格拉斯哥大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 2014 年任传媒行业研究员

**何恩霖:** FRM, 美国布兰戴斯大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券并任传媒行业研究员

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>