

证券研究报告 行业名称 公司深度研究

## 光音网络(835505.0C):

## 领先的场景营销大数据云平台,线上+线下

### 双引擎驱动

持有 评级: 前次: 无 目标价 (元): 26~30 分析师 联系人

张帆 CFA 首席分析师 张聪

S0740515020001 021-20315209 021-20315376

zhangfan@r.qlzq.com.cn zhangcong@r.qlzq.com.

2016年4月21日

基本状况	
总股本	32 百万股
流通股本	2百万股
市价	108.9 元/股
市值	34.63 亿元
流通市值	1.96 亿元

#### 股价与行业-市场走势对比



业绩预测					
指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	55	165	299	532	976
营业收入增速	N.A.	197.8%	81.2%	77.9%	83.5%
净利润 (百万元)	1	25	64	105	214
净利润增长率	-	1686%	156%	64%	104%
市盈率 (倍)	2,489.1	138.5	54.4	33.1	16.2
每股净资产 (元)	0.03	0.80	2.28	8.84	14.94
每股现金流量	-0.03	0.41	0.63	7.81	9.09
净资产收益率	_	188%	130%	59%	56%
市净率	3,484.8	136.2	47.7	12.3	7.2
总股本(百万股)	32	32	32	32	32
最新股本摊薄每股收益	0.04	0.79	2.00	3.28	6.69

#### 投资要点

- 光音网络(835505.OC):专注于场景营销大数据云平台企业。公司是一家专注于场景营销大数据云平台 的互联网企业,公司拥有大数据场景营销平台广告家 Pro.cn 和商业 WiFi 光音小云两大产品。广告家定 位于本地场景化广告营销,通过程序化营销服务与非程序化营销服务两大业务,为广告主提供高效、精 准的场景营销与变现的解决方案。
- 数字营销份额快速增长,政策、技术厚积薄发。中国程序化购买加速发展。2015 年中国程序化购买展示 广告整体规模达到115.1亿元,同比增长137.6%,占中国展示广告整体的14.9%。国家一系列政策出台, 指导了未来互联网监管的大方向,也是移动互联产业发展的风向标;移动互联网技术进步,为移动广告 的创新和发展提供了可能,广告的精准性和创意空间得到提高,满足广告主对广告的需求。
- RTB 公司受资本市场认可度提升,各大龙头争相布局。2015 年国内众多程序化购买相关广告技术公司相 继挂牌新三板,其中不乏利润、营收体量达到上市标准的 PRE-IPO 企业,代表着国内广告公司的投资价 值已经逐渐得到资本市场认可。从战略布局上网络广告技术已经是未来发展的重要趋势、纷纷投资、控 股或者收购程序相关企业,为广大已经挂牌新三板企业提供了除了PRE-IPO 以外的更多资本退出机会。
- 专注场景营销云平台,线上线下两手抓。公司主营业务聚焦于场景互联(Connect local), 旗下拥有广告 家 Pro.cn 数字营销平台和光音小云场景无线互联解决方案两大产品。 公司的主要商业模式是"光音小云+ 广告家"双引擎驱动模式,通过光音小云线下 WiFi 建网,通过网络场景占据流量入口,线上的场景营销平 台精准投放广告,利用大数据挖掘提升盈利能力,达到精准变现的目的,构建软硬件一体的综合解决方案为 广告主提供精准的场景营销服务。



- 传统数字营销发展遇阻,场景营销或成下个爆发点。传统数字营销竞争白热化,主要面对三大挑战:挑战一: 上游媒体拥有定价权,流量成本高企;挑战二:行业联盟兴起,部分企业赚吆喝不赚买卖;挑战三:线上线 下冷热不均,本地广告主缺乏定向流量。场景营销与生活紧密结合,数据分级助企业了解用户特征。自创流 量入口平台拥抱本地商户流量,场景营销或成数字营销下个爆发点。
- 盈利预测与估值分析:不考虑保金所与公司相关后续基金销售发行等衍生业务收入,我们预测公司 2015~2017年的净利润分别为64/105/214百万元,按照最新股本(0.32亿股)摊薄的EPS分别为2/3.28/6.69 元。参考二级市场可比公司估值并考虑新三板流动性折价,我们建议给予公司的合理估值区间为 100-110元,对应 2015 年预测 EPS50-55 倍的 PE,首次覆盖,给予公司"持有"投资评级。
- 风险提示: 1.重大客户依赖风险; 2. 媒体渠道成本上升的风险; 3. 市场竞争能力下降的风险。

- 2 -



$\mathbf{r}$	7
FI	বহ
-	~1

	光音网络(835505.OC):专注于场景营销大数据云平台企业	5 -
	程序化购买蓬勃发展,RTB 公司受资本市场认可度提升	6-
	数字营销份额快速增长,政策、技术厚积薄发	
	移动广告助力精准营销高速发展,RTB 企业受资本市场认可度提升	
	专注场景营销云平台,线上线下两手抓	
	线上广告家平台精准投放,大数据挖掘提升盈利能力	
	线下搭建场景引流,软硬件提高竞争力	
	传统数字营销发展遇阻,场景营销或成下个爆发点	
	场景营销用户把握精准,流量优势铸就高毛利率	
	盈利预测与估值分析	18 -
	风险提示	19 -
囟	表目录	
Щ	χηχ.	
	图表 1: 光音网络营业收入及净利润(百万元)	5 -
	图表 2: 光音网络分项业务分布	5 -
	图表 3: 光音网络分项业务毛利率(%)	5 -
	图表 4: 公司近两年一期经营业绩(百万元)	5 -
	图表 5: 2016-2018 中国网络广告市场规模预测	6 -
	图表 6: 传统传媒业务增速	6 -
	图表 7:2014-2017 美国程序化购买广告市场规模	7 -
	图表 8: 2012-2018 中国程序化购买市场规模	7-
	图表 9: 互联网广告技术、政策厚积薄发	8-
	图表 10: 中国互联网广告市场的结构性变化	8 -
	图表 11: 程序化购买推动移动广告资源整合	9 -
	图表 12: DSP 程序化购买结构图	9-
	图表 13: 2015 年中国程序化购买相关企业融资并购事件	10 -
	图表 14: 2015 年中国程序化购买相关企业融资并购事件	10 -
	图表 15: 光音网络商业模式	11 -
	图表 16: 光音网络广告家合作伙伴	12 -
	图表 17: 广告家 SSP 平台主要特征分析	12 -
	图表 18: 光音网络构建线下场景流程	
	图表 19: 光音网络线下商业模式	
	图表 20: 光音网络硬件光音小云 WIFI	
	图表 21: 光音网络软件光音小云旺店	
	图表 22: 线上流量变现充分,成熟生态制约第三方数字营销企业发展	

#### 公司深度研究



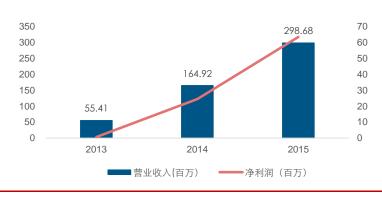
图表 23:	互联网广告媒体采购与媒体创建	16 -
图表 24:	线上线下缺乏有效互通	17 -
图表 25:	场景营销主要特点	17 -
图表 26:	场景营销	17 -
图表 27:	传统数字营销向同一用户推送不同内容却有不同转化率	18 -
图表 28:	移动时代各大流量入口对比	18 -
图表 30:	可比公司估值(2015.12.14 日收盘价)	19 -
图表 31:	麟龙股份盈利预测与估值表	19 -
图表 32:	麟龙股份财务预测	- 20 -



## 光音网络 (835505.OC): 专注于场景营销大数据云平台企业

■ 公司成立于 2003 年,是一家专注于场景营销大数据云平台的互联网企业,拥有大数据场景营销平台广告家 Pro.cn 和商业 WiFi 光音小云两大产品。广告家定位于本地场景化广告营销,通过程序化营销服务与非程序化营销服务两大业务,为广告主提供高效、精准的场景营销与变现的解决方案;光音小云则立足于本地城市社区、商铺的免费 WiFi 网络搭建及相关运营管理及大数据营销服务,帮助企业商户快速搭建场景网络入口,结合用户需求合大数据分析结果将商户产品及服务、用户与本地场 景精准互联,最终助力企业实现 O2O 布局。

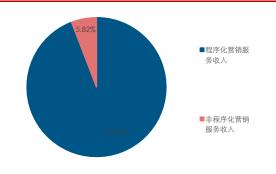
图表 1: 光音网络营业收入及净利润(百万元)



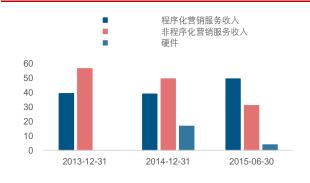
来源: 中泰证券研究所

■ 广告家平台茁壮发展,毛利率水平远超同列。2013 年、2014 年和 2015 年,公司的主营业务收入分别为 5549 万元,16295 万元和 29868 万元,公司收入逐年增加主要是因为自 2013 年 9 月起,公司成功研发广告家平台,媒体增量迅速,广告家平台的上线,公司获取大量的 DSP 客户(以百度为主)收入,导致程序化营销服务收入增加。广告家先进的场景化营销服务,逐渐得到上游 DSP 客户的认可,上游 DSP 客户购买更多的服务,而公司多数流量资源为自建线下场景营销流量,在成本端具有绝对的优势,公司具有远超同行业企业的毛利率与净利率水平。

图表 2: 光音网络 2015 年分项业务分布



图表 3: 光音网络分项业务毛利率 (%)



来源:中泰证券研究所 来源:中泰证券研究所

图表 4: 公司近两年一期经营业绩(百万元)



单位: 百万元	20131231	20141231	20150930
营收总收入	55.41	164.92	298.68
营业收入	55.41	164.92	298.68
营业总成本	54.16	138.70	228.89
营业成本	27.44	97.84	158.56
税金及附加	1.25	1.05	1.28
销售费用	16.08	26.02	42.80
管理费用	8.68	12.27	24.42
财务费用	-0.08	-0.05	-0.19
营业利润	0.93	25.87	70.59
加: 营业外收入	0.06	0.66	0.18
减:营业外支出	0.42	0.12	0.86
利润总额	0.57	26.41	69.91
减: 所得税	-0.12	1.94	6.40
净利润	0.69	24.47	63.51
经营活动现金流入	63.73	157.40	322.83
经营活动现金流出	59.55	140.88	260.90
经营活动现金流量净额	4.17	16.52	61.94
投资活动现金流入	0.01	-1.20	70.73
投资活动现金流出	5.06	2.07	131.30
投资活动现金流量净额	-5.05	-3.27	-60.58
筹资活动现金流入	0.00	0.00	41.83
筹资活动现金流出	0.00	0.00	22.72
现金及现金价物增加额	-0.88	13.25	20.47

来源: wind, 中泰证券研究所

## 程序化购买蓬勃发展,RTB公司受资本市场认可度提升

数字营销份额快速增长, 政策、技术厚积薄发

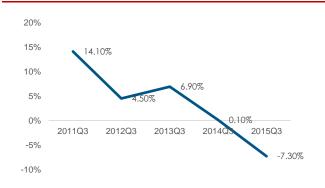
■ 数字营销快速抢占传统媒体市场份额,传统广告费用支出初现负增长。 根据易观智库数据显示,2014年中国互联网广告市场再次迎来发展小高峰,市场规模预计达到 1535.2亿元, 较 2013年增长 53.5%,预期 2015年将突破 2000亿元人民币,达到 2134.8亿元人民币。随着互联网等新兴媒体的快速崛起,传媒产业却进入业绩拐点,如报刊种数、广播和电视台的数量近六年持续下降,这一方面是由于受众规模收缩,市场需求减少;另一方面是由于部分传统媒体经营不善,难以为继,大型传媒集团为了追求规模效益,进行跨区域的兼并重组。

图表 5: 2016-2018 中国网络广告市场规模预测

图表 6: 传统传媒业务增速







来源:中泰证券研究所

来源:中泰证券研究所

■ 程序化购买蓬勃发展,整体产业链方兴未艾。中国程序化购买加速发展,产业链的各方,从品牌主、广告代理、DSP平台、广告交易平台到媒体都对程序化购买有了更加深刻的实践,并从各自角度推动网络广告的程序化步伐。2015年中国程序化购买展示广告整体规模达到115.1亿元,同比增长137.6%,占中国展示广告整体的14.9%。与美国同期相比,其程序化购买展示广告规模为154.3亿美元,在美国展示广告中占比高达59%。相比美国的成熟市场,我国的程序化购买仍然处于较为初期的阶段,市场生态的规范化、成熟化和广告主以及媒体对程序化购买的接受程度有待提升,未来发展前景远大。

图表 7: 2014-2017 美国程序化购买广告市场规模

图表 8: 2012-2018 中国程序化购买市场规模





来源:中泰证券研究所

来源:中泰证券研究所

■ 消费者互联网化提供发展基础,政策、技术厚积薄发。随着我国居民消费能力的不断提高,消费者的主要痛点将逐渐从价格优先向体验优先转变,人与互联网的关系也会进一步完成从参与到应用,再到互动的层层推进。而政策与技术的双重支持,使得互联网广告驶上成长快车道:国家一系列政策出台,指导了未来互联网监管的大方向,也是移动互联产业发展的风向标;移动互联网技术进步,为移动广告的创新和发展提供了可能,广告的精准性和创意空间得到提高,满足广告主对广告的需求。



#### 图表 9: 互联网广告技术、政策厚积薄发

# 政策

- •2009年1月1日,中国网络广告行业首个标准《中国互联网广告推荐使用标准(试行)》开始实施。
- •2013年4月11日,工业和信息化部发布了《关于加强移动智能终端进网管理的通知》,对移动智能终端安全能力和预置应用软件提出管理要求。
- •2014年8月20日,中央全面深化改革小组审核通过《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》,文件强调,积极运用大数据、云计算等新技术,发展移动客户端、手机网站等新应用新业态,以新技术引领媒体融合发展。
- •2015年3月5日,国务院总理李克强作政府工作报告,首次提出制定"互联网+"行动计划,大力推动移动互联网等的发展,"互联网+"已纳入国家发展战略。

# 技术

- •4G技术升级,三大运营商打造3G、4G一体化的网络,2015年实现移动宽带网络人口覆盖率不低于95%。
- 基于地理信息系统的服务是向用户提供实时位置相关的信息及衍生服务,地理信息将成为各类服务的新入口,同时也为移动广告创新提供了想象空间。
- •互联网精准广告定向技术,对网民几乎所有上网行为进行个性化的深度分析,按需求提供多通道投放的人群数据库管理。
- •以H5为代表的技术逐渐成熟,移动广告的创意空间和展现形式得到了极大的扩展, 满足广告主需求的同时,移动互联网行业的参与方增多,共同促进移动互联网市 场繁荣发展。

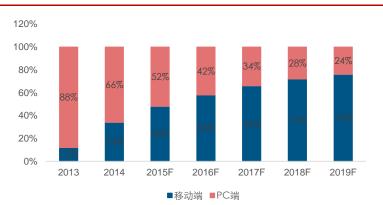
来源:中泰证券研究所

#### 移动广告助力精准营销高速发展, RTB 企业受资本市场认可度提升

■ 移动广告打开增长空间,移动搜索、移动视频、App广告将成为拉动移动营销市场发展的"三驾马车"。移动端的使用场景随着智能机的普及变得丰富,广告的互动能力也高于其他媒体,因此移动端广告具有巨大的营销价值。同时,用户触媒习惯的变化,使以百度、腾讯、阿里等为代表的互联网企业加速移动端布局,移动端广告收入规模增速明显。因此,预计未来,互联网企业一方面将持续通过广告形式创新提升广告的互动能力;另一方面挖掘用户在不同场景下的需求,通过广告和用户紧密结合,提升移动端广告价值,为整体市场发展提供动力。

图表 10: 中国互联网广告市场的结构性变化

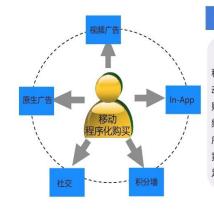
- 8 -





来源:中泰证券研究所

#### 图表 11: 程序化购买推动移动广告资源整合



#### 广告形式逐渐丰富

过去以Hero App,广告联盟以及 积分墙为主的移动广告市场不能满足移 动端高速发展的广告投放需求。程序化 购买在移动端的应用的同时,以移动视 频广告为代表的广告形式飞速增长。程 序化购买在移动端迎来媒体资源抢占的 黄金时期,DSP对接海量媒体资源,满 足广告主一站式投放的需求。

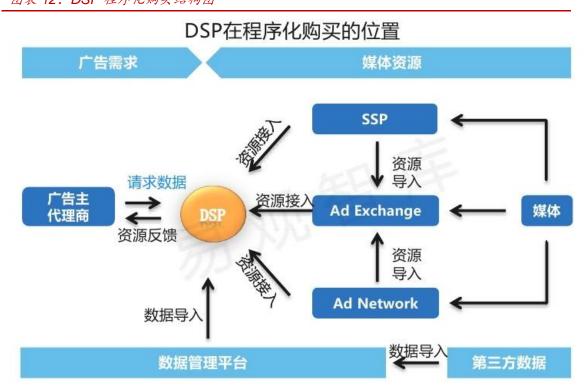
#### 资源整合加速行业发展

由于程序化购买加快了媒体资源在 移动端系统内部的流转速度,未来大量 的广告需求与移动端稀缺的优质广告资 源矛盾日益明显。同时矛盾也促进行业 前进,更多的移动端厂商意识到移动端 广告市场的价值,加入到移动端程序化 购买的市场中,带动行业蓬勃发展。

来源:中泰证券研究所

■ 移动广告程序化发展,DPS 扮演重要角色。程序化购买通过从媒体到广告主双向的数据流通,经过 SSP、AdExchange、DSP、DMP 等多个环节,最终发布广告。DSP 作为程序化购买市场中的核心环节,其重要的原因在于提升媒体流量价值,增强媒体变现能力。同时为广告主提供实时、便捷、自动化的投放体系,高效完成海量的广告投放需求。移动广告程序化购买发展,广告资源更加丰富,广告主多屏投放、广告投放管理以及本地广告投放等需求将通过 DSP 的技术能力进一步得到满足。

图表 12: DSP 程序化购买结构图





来源: 易观智库, 中泰证券研究所

■ RTB 公司受资本市场认可度提升,各大龙头争相布局。2015 年国内众多程序化购买相关广告技术公司相继挂牌新三板,其中不乏利润、营收体量达到上市标准的 PRE-IPO 企业,代表着国内广告公司的投资价值已经逐渐得到资本市场认可。而对于各大互联网巨头、传统媒体集团、代理公司来说,已上市的程序化购买广告技术公司业绩表现良好。从战略布局上网络广告技术已经是未来发展的重要趋势,纷纷投资、控股或者收购程序相关企业,为广大已经挂牌新三板企业提供了除了 PRE-IPO以外的更多资本退出机会,对广告技术公司的成长打造了良好的环境。

图表 13: 2015 年中国程序化购买相关企业融资并购事件

B5	间	标的企业	融资进程	投资/ 收购机构	投资金额	持股份额
201	.5.1	易传媒	并购	阿里妈妈	3亿美元+后续收购	100%
201	.5.1	悠易互通	战略融资	广州日报领投	2000万美元	
201	.5.3	传漾科技	并购	广东省广	4.68亿元	80%
201	.5.3	东信时代	战略融资	广东省广	1.125亿元	15%
201	.5.7	快友	B轮	好望角基金领投,正海资本和秉泓资本跟投	1亿元	
201	.5.8	智云众	并购	爱点击	不详	100%
201	5.12	品友互动	pre-IPO	中移创新产业基金、北广文资歌华基金、深创投联合领 投	5亿元	

来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

图表 14: 2015 年中国程序化购买相关企业融资并购事件

证券代码	证券简称	业务	卖点	2014 营收 (百万)	2014净利 润(百万)
834156.OC	优蜜移动	移动互联广告,游 戏联运	纯移动,DSP 较大	409.3	40.8
430177.OC	点点客	移动社交营销	微信第三方营销服务 软件	79.7	14.8
830999.OC	银橙传媒	数字营销全产业 链	流量成本低, 利润率 高	120.8	38.0
832896.OC	道有道	移动互联广告	移动广告平台+移动 开发平台	153.4	41.8
833451.OC	壁合科技	效果营销	跨屏 RTB, DSP。蓝 标,科大讯飞股东	96.9	-0.6
430346.OC	哇棒传媒	移动互联广告	代理为主,走 KA 路 线	100.9	14.3



430240.OC	随视传媒	社会化媒体营销	微信 O2O 营销解决 方案	97.4	-8.2
832638.OC	瓦力科技	网络分流与营销	导航和下载入口,预 装 OS 系统	62.0	4.9
430743.OC	尚思传媒	整合营销	媒体代理	32.3	-0.2
833402.OC	众引传播	O2O 整合营销	线上线下结合的活动 营销	90.3	3.2
832115.OC	喜宝动力	电商效果营销	淘宝份额高, KA 多	46.1	2.9
833153.OC	剧星传媒	网络视频广告	跨屏全案代理	541.2	35.1
834009.OC	盘石股份	网盟广告	无	24.9	-11.6
835505.OC	光音网络	场景营销	全产业链,技术突出	164.9	24.6

来源:中泰证券研究所

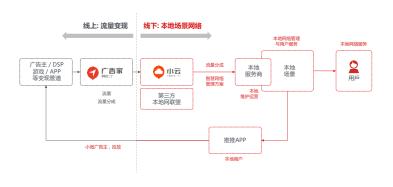
## 专注场景营销云平台,线上线下两手抓

#### 线上广告家平台精准投放,大数据挖掘提升盈利能力

■ 公司成立于 2003 年 3 月,是一家专注于场景营销大数据云平台的互联 网企业。公司主营业务聚焦于场景互联 (Connect local),旗下拥有广告家 Pro.cn 数字营销平台和光音小云场景无线互联解决方案两大产品。公司的主要商业模式是"光音小云+广告家"双引擎驱动模式,通过光音小云线下 WiFi 建网,通过网络场景占据流量入口,线上的场景营销平台精准投放广告,利用大数据挖掘提升盈利能力,达到精准变现的目的,构建软硬件一体的综合解决方案为广告主提供精准的场景营销服务。

图表 15: 光音网络商业模式

#### 商业模式



来源:公开资料,中泰证券研究所

■ 广告家联合近百媒体资源,覆盖数十万场景。 Pro.cn(www.pro.cn)



是中国首个大数据场景营销平台,致力于建设一个"无场景不广告"互联网营销生态,为广告主提供直达场景的跨屏实时解决方案。广告家 Pro.cn 现有媒体伙伴近百家,覆盖消费、公共交通、驻地、公共设施和城市热点等数十万网络场景,日均覆盖1 亿独立用户,广告展现数达5.5 亿,具体覆盖场景如下:

- 1) **商业 Wi-Fi:** 30 万家知名商户, 3 万辆公交巴士, 1500 家娱乐场所、机场、火车站、旅游巴士、商场、4S 店、咖啡厅、银行、旅游景点。
- 2) **驻地网络:**港口码头、工厂、医院、学校、社区、信息港、产业园等。
- 3) 城市热点:中国移动 CMCC、中国电信 CHINANET、中国联通 UNICOM、智慧城市、城市热点等。
- 4) 网吧:全国最大的网吧媒体投放平台,覆盖全国95%的网吧。

图表 16: 光音网络广告家合作伙伴

| The state | The sta

来源:公开资料,中泰证券研究所

■ 多元化服务提升营销价值,场景化营销生态铸就高净利率。广告家旗下 SSP 平台 Mediapro 通过独特的 Non-cookie 技术以及强大的开放 DMP 数据平台为特型媒体提供一站式管理和变现方案,并为媒体合作伙伴提供 Mediapro 媒体管理平台。平台功能包括广告位管理,广告主类型选择,广告优选,流量自动优化,程序化批量售卖资源及收益和分账系统,满足了媒体在广告定位、投放、分析、反馈等环节中的自动化与定制化需求,帮助媒体提高媒体价值高效变现。广告家通过 Adpro 本地营销自助平台、Mediapro 本地媒体流量自助平台和 DMP pro 本地场景化数据服务,建了完整的场景化营销生态系统,使得公司有远超同行业企业的净利率水平。

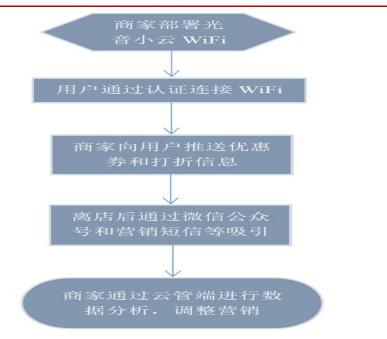


来源:公开资料,中泰证券研究所

#### 线下搭建场景引流, 软硬件提高竞争力

■ 搭建生活场景,线下流量引流。光音小云(www.xiaoyun.com)是中国最大的无线网络服务商之一,通过"云管端"等软硬结合的解决方案为中小商家和城市社区提供免费 WiFi 网络以及相关的运营管理和大数据营销等服务,助力本地传统企业快速步入移动互联网时代,成功实施O2O 和互联网+战略。目前光音小云 WiFi 已覆盖星美影院、好伦哥、味多美、浩沙健身、我爱我家、大鸭梨等全国数万家公共和消费场所,构建起一个"连接本地生活"的庞大场景网络。

图表 18: 光音网络构建线下场景流程



来源:中泰证券研究所

图表 19: 光音网络线下商业模式



来源:中泰证券研究所



■ 深耕 WIFI 解决方案,软件硬件一手抓。光音小云 WiFi 务致力于为中小商户,包括但不仅限于餐饮,娱乐,美容,咖啡厅,电影院,4S 店等场景客户提供一整套的基于 WiFi 网络的解决方案,主要服务内容包括: WiFi 建网服务,店内外的推广营销服务,审计认证服务等,客户可以透过光音小云 WiFi 一整套的方案,获取到高质量的 WiFi 网络覆盖,会员的管理,用户的沉淀,新老顾客分析,店内商品的展示,店外的营销,经营数据分析等。

硬件光音小云 WiFi : 具备营销功能的商业 WiFi 网络,能够通过多种上网认证方式轻松保留顾客信息,建立商家自有用户数据库,并通过独有的探针功能,帮助商家分析客流情况,以支持商家的运营管理。光音小云 WiFi 稳定、高速、安全,可以极大提升商户的服务水平;不仅带来良好的上网服务体验,更可为商户带来更多的线下营销的商机,助力店铺的营销推广。





来源:中泰证券研究所

软件光音小云推推:一个线下商户的微店商一体化管理系统。商家可以管理自己的微营销、会员、活动、推广以及用户数据,同时可以管理店内的 WiFi 来助力品牌营销。线上店铺让商家营业时间变长,24 小时不打烊;营销推广让商家经营面积扩大,让店铺影响力无处不在;经营管理让商家随时掌握店铺经营推广数据,成为商家的"掌上经营管家"





图表 21: 光音网络软件光音小云旺店推推

来源:中泰证券研究所

#### 传统数字营销发展遇阻,场景营销或成下个爆发点

传统数字营销竞争白热化、成熟生态制约新生公司发展

■ 挑战一:上游媒体拥有定价权,流量成本高企。除去少量拥有自有流量的第三方数字营销服务商,其余企业流量主要来自于两个方面:以百度、阿里巴巴、腾讯为代表的 BAT 巨头与以酷狗音乐、唯品会为代表的头部媒体。BAT等巨头移动互联网生态化战略给中小企业发展设置天然屏障。相比 PC 端百家争鸣,移动端寡头垄断格局更加明显,例如在大部分应用类 APP 中,七成以上的用户份额被 Top3 占据,马太效应十分明显;而在客户获取成本占营业成本主要比例的手游等细分领域,BAT 占据份额高达 75%以上。在整个生态链中传统数字营销企业处于较为弱势地位,议价权较弱,毛利率与净利率持续保持在较低水平,短期之内难以改善。





- 15 -



#### 来源:中泰证券研究所

■ 挑战二:行业联盟兴起,部分企业赚吆喝不赚买卖。伴随着 DPS、SSP 平台的兴起,头部媒体流量进一步市场化,价格竞争白热化,长尾流量质量参差不齐,在数量没有形成规模情况下企业难以盈利,成熟的生态机制使中小型数字营销企业发展初期举步维艰,目前市场上公司主要分为两种模式:第一,就是以百度联盟为首的联盟模式。联盟内部不同企业间不可替代性较小,市场份额发展天花板较为明显,且存在劣币驱逐良币的刷单现象;第二,以腾讯广点通为首的自建媒体模式。自建媒体发展初期较为苦难,需要大量资本投入且先入者逐步抬高了后入者门槛,但是一旦达到规模临界点,凭借自有媒体的高毛利率与较为明确的目标客户将获得超越行业平均水平的净利率。

### 图表 23: 互联网广告媒体采购与媒体创建



- 联盟采购模式进一步压缩营销公司毛利
- 率,市场份额发展天花板明显。 ● 行业刷单现象严重,部分企业为保持市场占有率恶意竞争,劣币驱逐良币。
- 发展初期需要大量资本投入,先入者逐步 提升进入门槛抬高收支平衡点。
- 流量来源因为模式限制较有一定局限性, 也正因为如此平台方定价权较强,易在某 细分领域有较高的市场占有率。

来源:中泰证券研究所

■ 挑战三:线上线下冷热不均,本地广告主缺乏定向流量。传统数字营销公司线上线下存在天然壁垒,难以直达广告主痛点。对于互联网企业来说,因为地域性要求往往只能采取地推等手段,存在获客成本高企、效率差、目标人群不明确等问题,很难达到精准营销的目的;对于线下企业来说,因为营销半径的缘故,传统的数字营销无法精准到特定低点或者特定目标人群使得其效率低下。线上与线下的双重壁垒使得数字营销发展受限,本地广告主缺乏精准而简便的方式投放广告,数字营销无法解决客户痛点仅仅充当上下游之间的"搬运工"难以获得超额收益。



图表 24: 线上线下缺乏有效互通

#### **迎** 河狸家 阿姨帮 互联网企业 • 依赖地推等传统手段 痛点:获客成本极高 Online to Offline 比拼价格补贴 初创企业存活率低 缺乏精准营销渠道 传统营销手段效率低下 痛点:巨大的O2O营销需求 Offline to Online 缺乏IT技术做线上推广 找不到精准定向流量 • 只需要本地或区域流量 I ● 被 ◆ 大潤發 RT-MART 正章乾洗 本地商家 红黄蓝亲子园 STARBUCKS

来源:中泰证券研究所

#### 场景营销用户把握精准,流量优势铸就高毛利率

■ 场景营销与生活紧密结合,数据分级助企业了解用户特征。场景营销意在把营销方式与人们的生活场景紧密结合起来,从而达到商家的营销目的,传统的场景营销主要分为现实场景营销、PC 端场景营销和移动端场景营销。其中 PC 端场景营销指的用户在使用浏览器、搜索引擎时,会资料搜集、信息获取和网络娱乐、网购等,针对这些场景,互联网公司和营销公司围绕网民输入信息、搜索信息、获得信息的行为路径和上网场景,构建了以"兴趣引导+海量曝光+入口营销"为线索的网络营销模式;而移动端相比 PC 端具有更强的移动性,且具有手机定位、WIFI等功能可以将网络与现实场景进行有机结合而达到更高的效率。



与人们的生活场景结合, 具有"软广告""植入式 广告"的特性

场景营销与广告技术结合, 如数据分析、用户行为分 析等,进一步帮助企业了 解消费者的生活特征。 场景营销定位于某个生活 场景,因此精准性好,有 利于提升广告转化率

场景营销结合人们生活, 给营销人员营销创意空间。

图表 26: 场景营销

包含不同个体的
小世界

「小世界

「小世界

「小世界

「大式的表现

「大式的表现

「大式的表现

「大力中心的
体验

「大力中心的
体验

「大力中心的
体验

「大力中心的
体验

「大力中心的
体验

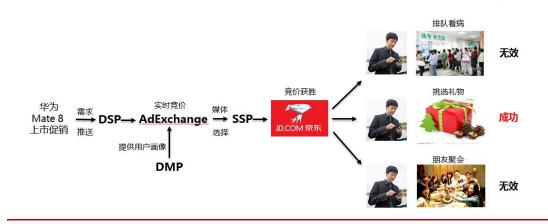
来源:中泰证券研究所

■ 场景营销让营销更精准,大数据助提升用户转化率。相对于传统户外媒体仅限于户外广告牌、易拉宝等平面媒体,它们只能提供图文承载营销创意,而移动场景营销结合了智能手机,消费者随身携带手机和移动网络,从而使得在现实生活场景营销中结合移动互联网,使生活处处可以营销;而相对数字营销企业仅仅利用用户历史阅览与用户所在区域等较为粗浅的方式打标签,场景营销对移动时代高频化、碎片化时间的占有,



通过拥有场景就拥有消费者的时间, 获得潜在的消费商机, 最终通过大 数据分析等手段达到精准营销的目的。

图表 27: 传统数字营销向同一用户推送不同内容却有不同转化率



来源:中泰证券研究所

自创流量入口平台拥抱本地商户流量、场景营销或成数字营销下个爆发 点。传统数字营销企业受制于流量成本高企而无法获得较高的毛利率水 平,且根据国外同类 DPS/SSP 企业发展历史借鉴这个趋势难以在短期 改变, 场景营销的自有线下流量入口无疑让企业在长期竞争中获取了核 心竞争力,获得远高于同行水平的毛利率水平与成长速度,未来潜在市 场规模有望达到千亿级别。

图表 28: 移动时代各大流量入口对比



来源:中泰证券研究所

## 盈利预测与估值分析

盈利预测:光音网络现阶段业务主要为程序化营销服务与非程序化营销 服务,公司"光音小云+广告家"的双轮驱动商业模式已获得行业和客 户的广泛认可, 销售收入快速增长, 市场占有率保持领先。此外, 多年 来公司积累了海量的场景数据资源,为有效进行流量变现提供了保障, 公司 2016 年广告家生态的日均 PV 超过 10 亿, 监听 PV 超过 100 亿。 而在非程序化营销服务板块公司将战略性收缩客户端游戏及网页游戏推 广业务。

- 18 -



■ 估值分析: 我们选取了A股市场上数字营销相关上市公司作为估值参考,可比公司 2015 年预测 PE 均值为 100-150 倍。参考二级市场可比公司估值并考虑新三板流动性折价,我们建议给予公司的合理估值区间为100-110 元,对应公司 2015 年预测 EPS (2.00 元) 50~55 倍的 PE。

图表 29: 可比公司估值 (2016.4.10 日收盘价)

证券代码 股票 <b>简</b> 称				总市值	市值 EPS			PE		
证券代码	股票庚齡	收盘价	(亿)	(亿元)	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
300058.	蓝色光标	10.81	19.31	209	0.74	0.03	0.17	14.6	360.3	63.6
SZ		10.61	19.51	209	0.74	0.03	0.17	14.0	360.3	03.0
002712.	<b>提</b> 思美传媒	114.2	0.88	101	0.84	1.02	1.36	136.0	112.0	84.0
SZ	小大	114.2	0.00	101	0.04	1.02	1.30	130.0	112.0	04.0
002137.	麦达数字	15.03 ■	<b>.a.</b> -70	86.81	0.03	0.04	0.29	501.0	375.8	51.8
SZ	及处数寸	13.03	<b>市</b> 78	00.01	0.03	0.04	0.29	301.0	373.0	31.0
603598.	引力传媒	51.13	场	68.18	0.5	0.23	0.62	102.3	222.3	82.5
SH	引刀传珠	31.13	波 <sup>33</sup>	00.10	0.5	0.23	0.02	102.3	222.3	02.5
000917.	电广传媒	17.99	<del>动</del> 风 <sub>i</sub> 18	255	0.23	0.43	0.67	78.2	41.8	26.9
SZ	- C / 10 株	17.55	JAC; 10	233	0.23	0.43	0.07	70.2	71.0	20.9

来源: wind, 中泰证券研究所, 盈利预测取 wind 一致预测

风

图表 30: 盈利预测与估值表

年度/项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	55	165	299	532	976
增长率 YOY (%)	N.A.	197.8%	81.2%	77.9%	83.5%
净利润(百万)	1	25	64	105	214
增长率 YOY(%)	2400%	156%	64%	104%	2400%
摊薄每股收益	0.04	0.79	2.00	3.28	6.69
运 <sup>毛利率</sup>	49.5%	40.6%	46.8%	40.4%	39.5%
净资产收益率	_	188%	130%	59%	56%
波市盈率 (%)	124	65	26	13	9

₹原: wind, 中泰证券研究所

风

#### 风险

- 严重依赖大客户的风险。2013年、2014年、2015年,公司第一大客户百度在线网络技术(北京)有限公司收入占总收入的比例分别为39.40%,79.90%和86.26%。这主要是由于在目前中国互联网广告行业的竞争格局下,百度是最大的广告联盟平台,聚合了几十万中小广告主的投放需求。未来公司如果不能与百度保持较好的合作关系,或是百度自身出现不可控的因素、将可能导致公司收入出现较大的波动。
- 媒体渠道成本上升的风险。公司主要的经营成本是购买下游媒体渠道的成本。受未来经济发展、城市生活成本上升、互联网广告位需求不断增加等因素的影响,公司的渠道成本存在持续增长的风险。如果未来互联



网媒体渠道成本上升速度过快, 将会对公司未来盈利能力产生不良的影 响。

市场竞争能力下降的风险。随着广告推广形式的千变万化,客户对广告 推广的要求和效果也随之变化,公司若不能正确判断行业技术发展趋势 和用户需求变化, 提供的服务不能满足市场的要求, 将导致公司的市场 竞争能力下降。

#### 图表 31: 光音网络财务预测

损益表 (人民币百万元)					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	55	165	299	532	976
增长率	N.A.	197.8%	81.2%	77.9%	83.5%
营业成本	-28	-98	-159	-317	-590
% 銷售收入	50.5%	59.4%	53.2%	59.6%	60.5%
毛利	27	67	140	215	386
% <i>销售收入</i>	49.5%	40.6%	46.8%	40.4%	39.5%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	-2
% 銷售收入	1.8%	0.6%	0.3%	0.4%	0.2%
营业费用	-16	-26	-43	-56	-92
% <i>销售收入</i>	28.9%	15.8%	14.4%	10.5%	9.4%
管理费用	-9	-12	-24	-38	-60
% 銷售收入	16.2%	7.3%	8.0%	7.1%	6.1%
息稅前利润 (EBIT)	1	26	72	119	232
% <i>销售收入</i>	2.5%	15.8%	24.1%	22.4%	23.8%
财务费用	0	0	0	0	0
% 銷售 <u>收入</u>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-1	-2	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1	24	70	116	229
营业利润率	2.5%	14.5%	23.4%	21.8%	23.5%
营业外收支	0	0	0	0	0
税前利润	1	24	70	116	229
利润率	2.5%	14.5%	23.4%	21.8%	23.5%
所得税	0	-2	-6	-11	-15
所得税率	0.0%	8.1%	8.6%	9.5%	6.6%
净利润	1	25	64	105	214
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利剂	1	25	64	105	214
<u> </u>	2.5%	15.2%	21.4%	19.7%	21.9%
·					

现金流量表 (人民币百万元)							
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		
净利润	1	25	64	105	214		
少数股东损益	0	0	0	0	0		
非现金支出	1	3	3	12	25		
非经营收益	1	1	8	0	0		
营运资金变动	1	-13	-13	-8	20		
经营活动现金净流	4	16	62	109	259		
资本开支	-1	-3	-70	-23	-35		
投资	0	0	131	0	0		
其他	-4	0	0	-2	-3		
投资活动现金净流	-5	-3	-60	21	32		
股权募资	0	0	19	120	0		
债权募资	0	0	0	0	0		
其他	0	0	0	0	0		
筹资活动现金净流	0	0	19	120	0		
现金净流量	-1	13	20	250	291		

资产负债表(人民币百万元)								
	2013	2014	2015E	2016E	2017E			
货币资金	7	20	41	236	432			
应收款项	16	36	40	70	96			
存货	0	1	2	4	5			
其他流动资产	2	5	12	15	17			
流动资产	25	62	95	325	550			
%总资产	75.8%	85.1%	62.4%	83.8%	88.1%			
长期投资	0	2	39	42	48			
固定资产	0	4	15	17	22			
%总资产	0.0%	5.8%	9.8%	4.4%	3.5%			
无形资产	0	4	3	4	4			
非流动资产	8	11	57	63	74			
% 总资产	24.2%	14.9%	37.6%	16.2%	11.9%			
资产总计	33	73	152	388	624			
短期借款	0	0	8	12	28			
应付款项	8	39	24	33	42			
其他流动负债	24	8	40	60	76			
流动负债	32	47	72	105	146			
长期贷款	0	0	7	0	0			
其他长期负债	0	0	0	0	0			
	32	47	79	105	146			
普通股股东权益	1	26	73	283	478			
少数股东权益	0	0	0	0	0			
负债股东权益合计	33	73	152	388	624			

比率分析					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标					
每股收益(元)	0.04	0.79	2.00	3.28	6.69
每股净资产(元)	0.03	0.80	2.28	8.84	14.94
每股经营现金净流(元)	-0.03	0.41	0.63	7.81	9.09
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	_	188%	130%	59%	56%
总资产收益率	_	47%	57%	39%	42%
增长率					
营业总收入增长率	_	198%	81%	78%	83%
EBIT增长率	_	1757%	177%	65%	95%
净利润增长率	_	1686%	156%	64%	104%
总资产增长率	_	121%	108%	155%	61%
资产管理能力					
应收账款周转天数	104.00	56.85	50.93	48.52	44.37
存货周转天数	73.32	151.23	51.27	48.73	46.35
应付账款周转天数	3.46	6.33	3.53	4.52	3.67
固定资产周转天数	30.50	54.70	24.28	28.32	31.25
偿债能力					
净负债/股东权益	3200.00%	184.93%	108.22%	37.10%	30.54%
资产负债率	97.0%	64.7%	51.9%	27.1%	23.4%

来源: wind, 中泰证券研究所

#### 中泰 (原齐鲁) 新三板研究团队

张帆 zhangfan@r.qlzq.com.cn 张俊 zhangjun@r.qlzq.com.cn 黄旭良 huangxl@r.qlzq.com.cn 马路萌 malm@r.qlzq.com.cn 陈康 chenkang@r.qlzq.com.cn 龙贡波 longgb@r.qlzq.com.cn 辛彩妮 xincn@r.qlzq.com.cn 张聪 zhangcong@r.qlze.com.cn

新三板首席分析师 TMT&高端装备制造 高端装备制造&量化 策略专题&TMT 医疗健康& 医疗健康 高端装备&新材料

TMT







#### 投资评级说明

**买入:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上 **增持:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15% **持有:** 预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%-+5% **减持:** 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上



#### 重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司(以下简称"本公司")的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而 视其为客户。

本报告涉及的麟龙股份(430515.0C)为中泰证券股份有限公司作为做市商在新三板做市交易的企业。本报告系本公司研究员根据以上公司公开信息所做的独立判断。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用,不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。

市场有风险,投资需谨慎。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。

投资者应注意,在法律允许的情况下,本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。 本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归"中泰证券股份有限公司"所有。未经事先本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为"中泰证券研究所",且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。