

光音网络 (835505.OC) 其他互联网行业

评级：买入 首次评级

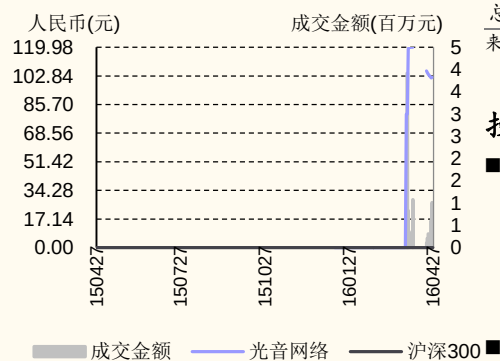
公司深度研究

市场价格 (人民币): 102.00 元
 目标价格 (人民币): 112.00-125.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 1.8
 总市值(百万元) 3,060.00
 年内股价最高最低(元) 120.00/80.00
 沪深 300 指数 3165.92



场景营销先锋

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	N/A	2.123	3.715	6.498	10.116
每股净资产(元)	2.33	2.43	6.37	13.07	23.79
每股经营性现金流(元)	1.50	2.06	5.16	8.01	12.26
市盈率(倍)	N/A	N/A	27.19	15.54	9.98
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	2925.55%	158.61%	85.48%	74.92%	55.66%
净资产收益率(%)	96.30%	87.30%	61.82%	52.70%	45.07%
总股本(百万股)	N/A	30.00	31.80	31.80	31.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **移动互联网广告行业发展迅猛, O2O 浪潮带来千亿场景营销空间。** 2014 年移动广告市场规模达到 296.9 亿元, 增速超过 100%, 远高于网络广告, 至 2018 年整体规模有望达到 2200 亿元。此外根据艾瑞咨询预测, 2015 年 O2O 行业空间将达 4655 亿元, 到 2020 年更将超过 9000 亿元, O2O 浪潮的延续也极大地支持了移动互联网场景营销的发展。

公司独有的场景营销流量和先进的广告平台和大数据技术形成壁垒, 与 BAT 形成优势互补, 具有独立的存在价值。

(1) 场景营销流量独有, BAT 空白, 先发优势明显。其场景涵盖: 消费类、公共交通类、驻地类、公共设施类、城市热点等, 有望成为继 BAT 线上流量后的第四极。

(2) 广告平台和大数据技术业界领先, 百度联盟峰会“亿元俱乐部”成员。公司的场景化营销平台, 与百度实时交换数据, 用户画像精确, 业界领先。

(3) 优秀的国际化技术团队及管理团队。技术团队来自 7 个国家和地区的 100 人组成, 技术研发具有前瞻性, 技术水准保证了各项业务行业内领先的盈利能力。

■ **受益于行业高速发展, 依托场景营销流量和智慧社区服务平台的超前布局, 未来增长可期。** 程序化购买展示广告行业继续高速发展, 企业必将在行业高速发展中受益。分别收购“享途科技”以及“效果无限”, 标志着公司逐步进入智慧社区服务平台蓝海市场。

盈利预测、估值及投资建议:

■ 我们预测公司 2016-2018 年的收入分别为 5.45 亿元、9.66 亿元和 14.90 亿元, 分别同比增长 82.6%, 77.1% 和 54.3%, 净利润分别为 1.18 亿元、2.07 亿、3.22 亿元, 分别同比增长 85.48%, 74.92%, 55.66%; EPS 分别为 3.715 元, 6.498 元和 10.116 元, 对应 PE 为 27.19, 15.54 和 9.98。

■ 公司依靠自己的自有场景流量, 盈利能力出众, 拓展蓝海市场的能力突出, 根据新三板相关精准营销业务及 A 股及海外对应公司估值, 未来上升空间广阔, 建议买入评级, 目标价约 112-125 元。

■ 光音网络作为中国领先的互联网广告投放服务提供商, 具有业界第一梯队的

张景鹏

联系人
 (8621)60935876
 zhangjingpeng@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegwen@gjzq.com.cn

大数据分析平台，拥有行业前列的数据库媒体资源，公司发展战略清晰，瞄准线下场景营销方向，已经开始布局，未来业务具有爆发点，因此我们认为公司未来的发展可以期待。

风险

- 公司在布局线下场景营销方向过程中，如何快速的抢占此领域的市场，对公司的运营管理能力提出了严格要求。

内容目录

1. 公司概况	5
1.1 公司发展历程与股权结构	5
1.2 成熟、清晰的商业模式	6
1.3 公司是中国领先的互联网场景营销服务提供商	7
2. 中国移动互联网广告行业发展迅猛，空间广阔	9
2.1 移动互联网广告市场快速发展	9
2.2 O2O 浪潮带来本地化场景营销需求	10
2.3 商业 WiFi 是最优本地流量入口	11
2.4 新三板互联网广告营销产业代表公司	12
3 公司独立于 BAT 的壁垒突出	13
3.1 场景营销流量独有，BAT 空白，先发优势明显	13
3.2 广告平台和大数据技术业界领先，百度联盟峰会“亿元俱乐部”成员 ..	15
3.3 公司精准投放技术业界领衔，团队经验丰富	16
4. 互联网 O2O 场景流量和社群场景机会为公司带来蓝海市场。	17
4.1 程序化购买展示广告市场继续高速发展。	17
4.2 公司发力于另一蓝海市场：智慧社区服务平台	17
5. 财务分析与投资建议	18
5.1 近年来公司收入和盈利爆发式增长	18
5.2 盈利预测、估值、投资建议及风险	20

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构（公开转让日）	5
图表 3：公司高管介绍	5
图表 4：公司融资情况	6
图表 5：公司的盈利模式	6
图表 6：公司收入按业务类型划分（百万元）	7
图表 7：公司收入按业务类型划分（%）	7
图表 8：公司收费方式	7
图表 9：小云 WiFi 运营模式	8
图表 10：公司通过线下 WiFi 占据流量入口	8
图表 11：小云自有场景	9
图表 12：推推精准定位投放	9
图表 13：2012-2018 年中国网络广告市场规模	10
图表 14：2012-2018 年中国移动广告市场规模	10
图表 15：新的流量入口	10
图表 16：2011-2018 年中国 O2O 市场规模及渗透率	11

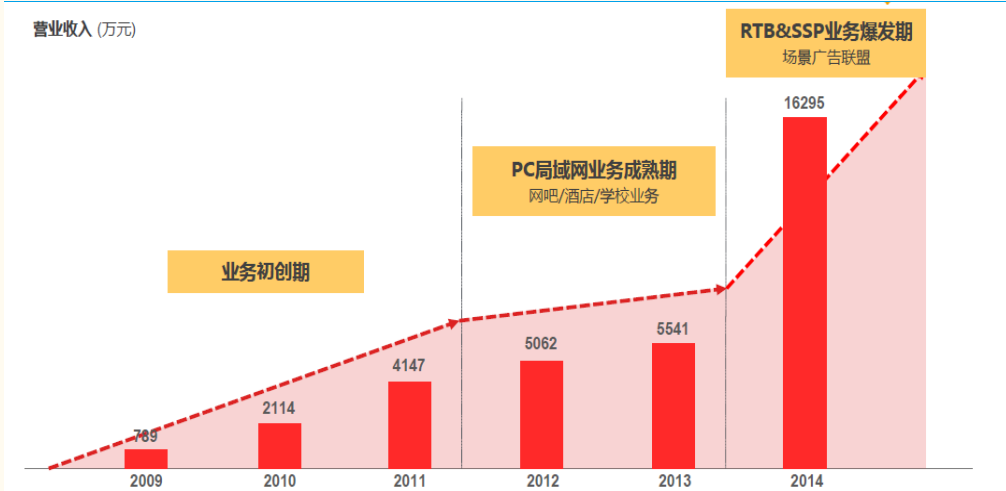
图表 17: O2O 广告市场测算	11
图表 18: 本地流量入口对比.....	11
图表 19: WIFI 接入比例不断提高	12
图表 20: 新三板相关互联网广告营销产业代表公司	12
图表 21: 场景营销流量公司独有	14
图表 22: 公司广告家和光音小云规模统计	14
图表 23: 公司场景流量覆盖.....	14
图表 24: 场景营销流量业界领先	15
图表 25: 公司双引擎场景化营销平台	16
图表 26: 公司的技术能力	16
图表 27: 八个百度联盟峰会“亿元俱乐部”之一.....	16
图表 28: 公司管理团队经验丰富	17
图表 29: 中国程序化购买展示广告市场规模	17
图表 30: 智慧社区服务平台入口	18
图表 31: 公司为用户提供服务	18
图表 32: 公司为社区提供服务	18
图表 33: 公司管理团队经验丰富	18
图表 34: 公司营业收入情况, 单位: 百万	19
图表 35: 净利润, 单位: 百万	19
图表 36: 公司经营性现金流净额, 单位: 百万	19
图表 37: 公司 ROE 情况	19
图表 38: 公司营运费用占收入比例.....	19
图表 39: 公司现金周转天数.....	19

1. 公司概况

1.1 公司发展历程与股权结构

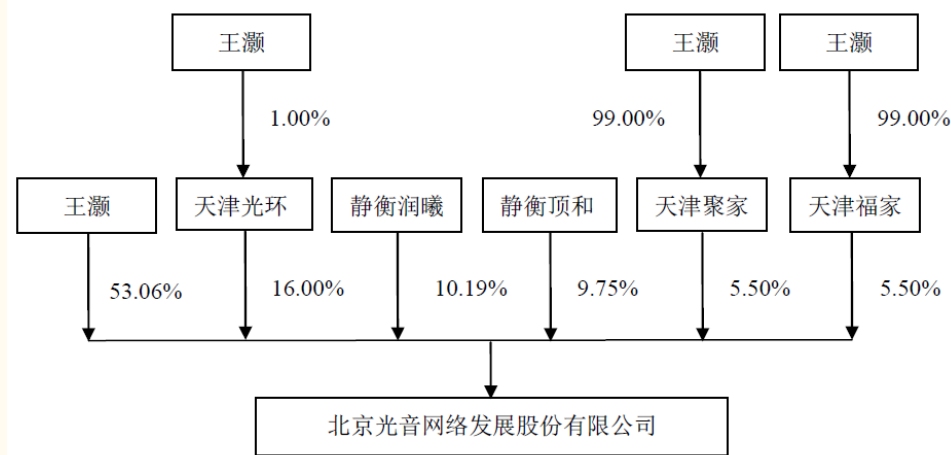
公司成立于 2003 年 3 月，是一家专注于场景营销大数据云平台的互联网企业。公司主营业务聚焦于场景互联（Connect local），旗下拥有广告家 Pro.cn 数字营销平台和光音小云场景无线互联解决方案两大产品。

图表 1：公司发展历程



来源：公司路演 PPT，国金证券研究所

图表 2：公司股权结构（公开转让日）



来源：公司公开转让说明书，国金证券研究所

王灏为公司的实际控制人。王灏除直接持有公司 50.06% 股权外，分别持有天津光环、天津聚家和天津福家 1.00%、99.00% 和 99.00% 的股权，直接间接股权总计，为绝对控股股东。

图表 3：公司高管介绍

姓名	职位	教育背景	工作经历
王灏	董事长	1976 年生，上海同济大学海洋地球物理专业，本科学历	1997 年至 2005 年就职于美国 Macromedia 软件开发公司，任中国区市场及产品顾问职务；2000 年至 2001 年就职于 iTom 公司，任公司首席执行官；2001 年至 2002 年就职于 Hdt 互动通，任总裁及 CMO；2002 年至 2005 年就职于北京依天普惠，任首席执行官；2006 年至今就职于北京光音盛世信息技术有限公司，任首席执行官；2011 年至 2014 年 9 月任有限公司董事

戴韬	总经理、董事会秘书	1979 年生，本科学历	2002 年 3 月至 2003 年 12 月就职于联想集团中国有限公司北京总部，任大客户信息技术支持处经理；2004 年 9 月至 2005 年 12 月就职于雅虎中国有限公司，任渠道经理；2006 年 3 月至 2008 年 4 月就职于北京鹏泰文化传播有限公司，任高级商务合作经理；2008 年 5 月至 2015 年 8 月就职于北京光音盛世信息技术有限公司，历任广告事业部销售总监、总经理职务
陈忠申	董事，副总经理	1970 年生，上海交通大学材料工程专业，本科学历	1994 年 7 月至 1997 年 11 月就职于北内集团，任翻译工程师职务；1997 年 12 月至 2000 年 2 月就职于北京格林沃德科技有限公司，任行政经理职务；2000 年 2 月至 2002 年 1 月就职于北京银科互动网络科技有限公司，任行政人力经理职务；2002 年 2 月至 2006 年 5 月就职于北京银天普惠科技有限公司，任业务总监职务；2006 年 5 月至 2015 年 8 月就职于北京光音盛世信息技术有限公司，任本地事业网总经理职务
苏丹	董事，副总经理	1983 年生，大专学历	2006 年 1 月至今就职于北京光音盛世信息技术有限公司，任产品经理
David Sky	CTO		外国人租房平台-几平米 CTO；流量网络 Spaiz 创始人/CTO；以色列/俄罗斯/中国超过 15 年互联网创业经验

来源：公司公开资料，国金证券研究所

公司融资情况

图表 4：公司融资情况

日期	融资方式	股票数量 (百万股)	股票单价	融资规模 (百万元)	募资用途
2016.3	定向增发股票	1.8	66.67	120.006	拓展公司主营业务，提升公司市场竞争力和抗风险能力，补充公司运营资金等

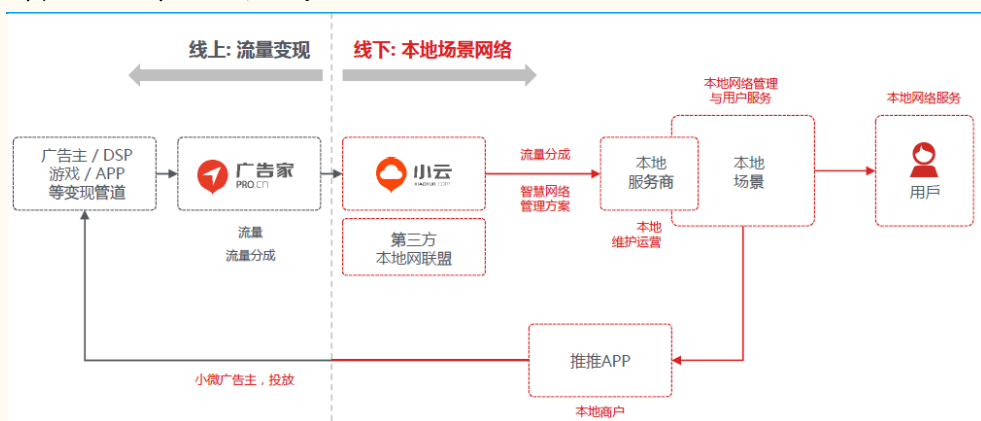
来源：公司股票发行情况报告书，国金证券研究所

1.2 成熟、清晰的商业模式

公司盈利模式成熟清晰。(1) 商业 WiFi：通过硬件收费、广告推送、内容运营、商家服务等方式进行盈利；(2) 线上的场景营销平台精准投放广告：广告家 Pro.cn 营销平台和大量 DSP 进行技术对接之后，为广告主实现广告的精准投放，以此盈利；(3) 大数据挖掘提升盈利能力：公司通过强化机器学习能力可以将用户在网吧或通过商家 WiFi 上网时数据进行抽离，之后经过广告家 Pro.cn 的大数据做标签分析，然后进行内容的精准投放。

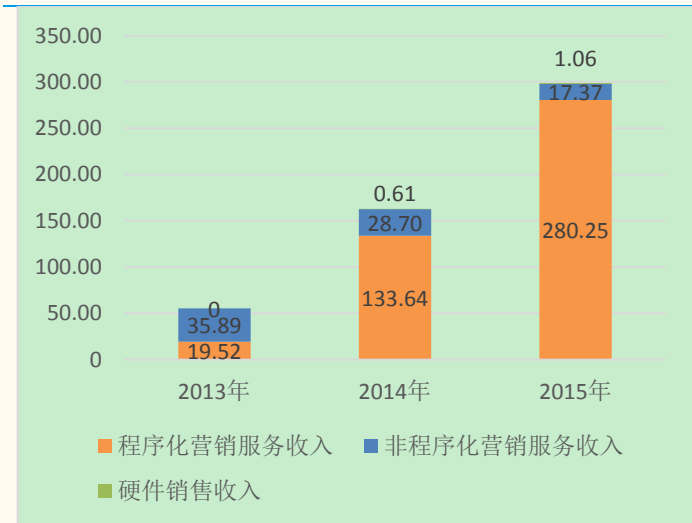
公司旗下 MediaPro 是中国最大的场景媒体流量供应方平台之一，它涵盖消费类、公共交通类、驻地类、公共设施类、城市热点等场景，通过小微广告主投放后程序化购买变现。光音小云是具备营销功能的 WiFi 网络，为用户带来良好上网体验，并且通过独有探针功能帮助商家分析客流，带来更多线下营销的商机。

图表 5：公司的盈利模式



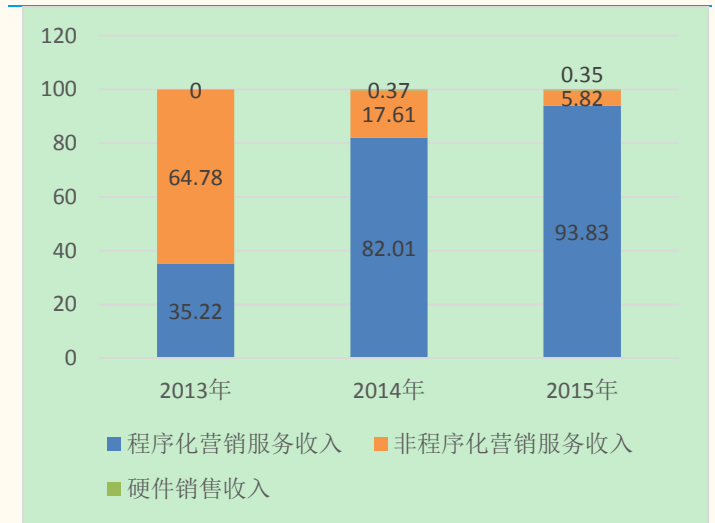
来源：公司路演 PPT，国金证券研究所

图表 6：公司收入按业务类型划分（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司收入按业务类型划分（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

公司的客户(即广告需求方)主要分为网络广告联盟、网络游戏等几大类。公司的收入主要包括：程序化营销服务收入、非程序化营销服务收入和硬件销售收入。

图表 8：公司收费方式

收入组成	收费方式
程序化营销服务收入	公司每月通过业务平台对实现的广告量与上游广告客户及下游媒体供应商进行结算
非程序化营销服务收入	为代理业务连接上游广告主和下游媒体主，在中间提供服务并赚取信息服务费，上游为广告主提供广告投放的解决方案（包括：投放方案、协调资源、效果优化、结案报告等），收取其广告发布费用。下游为媒体主提供整体流量变现解决方案，向其支付资源采购费用
硬件销售收入	通过大客户直销和渠道代理两种方式进行销售，其中大客户直销通过销售并为客户安装后，经客户验收后，确认收入。渠道代理按照产品出库，并经对方签收后，确认收入

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

1.3 公司是中国领先的互联网场景营销服务提供商

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。

■ 线下 WiFi 建网，通过网络场景占据流量入口

公司为本地商家提供免费 WiFi 网络，然后通过硬件收费、广告推送、内容运营、商家服务等方式进行盈利。因此商业 WiFi 网络在满足用户联网需求的同时能够把联网用户转化成可变现的流量资源。

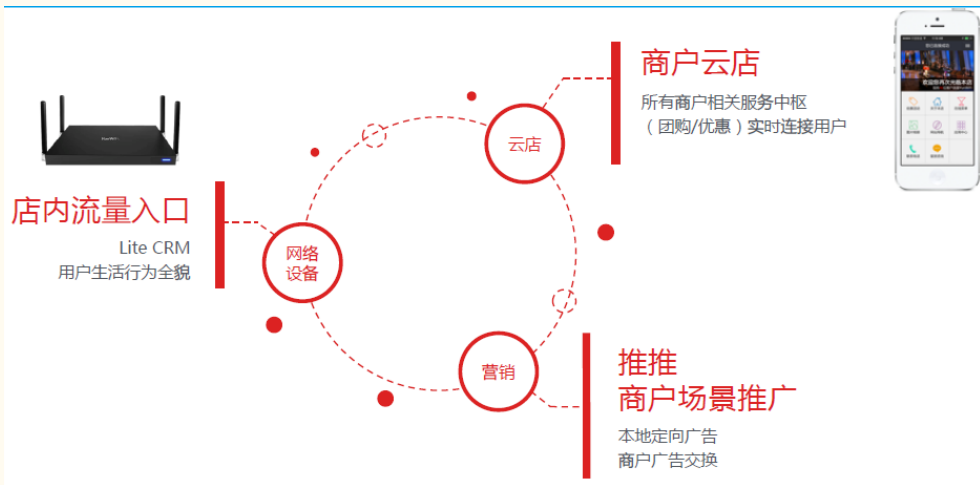
图表 9：小云 WiFi 运营模式



来源：公司路演 PPT，国金证券研究所

公司旗下光音小云是建网的一个工具，主要业务是在全国各地建立自己的虚拟运营网络。目前，公司通过旗下的光音小云和其他商业 WiFi 网络目前已经合计覆盖 30 万家知名商户、3 万辆公交巴士、1500 家娱乐场所、全国 95% 以上的网吧，以及机场、火车站、旅游景点等驻地网络。这些商业 WiFi 聚集了大量网络流量，成为一个新兴的场景流量入口，为精准分析本地网络使用行为进而实现变现打下了基础。

图表 10：公司通过线下 WiFi 占据流量入口



来源：公司公路演 PPT，国金证券研究所

图表 11：小云自有场景



来源：国金证券研究所

■ 通过线上的场景营销平台精准投放广告，精准变现

公司在 2014 年推出的广告家 Pro.cn 营销平台主要以 SSP 为主核，能够有效利用数据网络，为人群做标签。和大量 DSP 进行技术对接之后，可以为广告主实现广告的精准投放。

比如用户在咖啡厅使用店内 WiFi，广告家可以识别到此用户，并且通过大数据分析，给用户归类、贴标签，然后向用户智能推送与其相关的文字链或展示性广告，大部分以通知栏的形式展现，转化率很高。

图表 12：推推精准定位投放



来源：公司官网，国金证券研究所

■ 大数据挖掘提升盈利能力

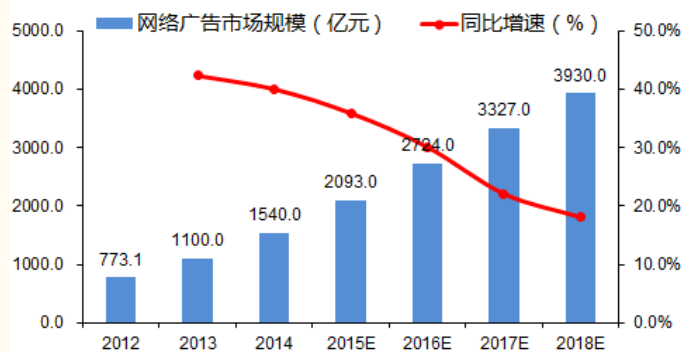
在中国拥有场景化数据的广告商很少。从数据丰富度看，公司排在前列，拥有详尽的线上线下数据。公司在线上数据投入相对较少，花更多精力去做自己的特色即 Offline 线下数据。因此，和行业内的竞争对手相比，公司依靠自身的技术实力获得了较强的盈利能力。

2. 中国移动互联网广告行业发展迅猛，空间广阔

2.1 移动互联网广告市场快速发展

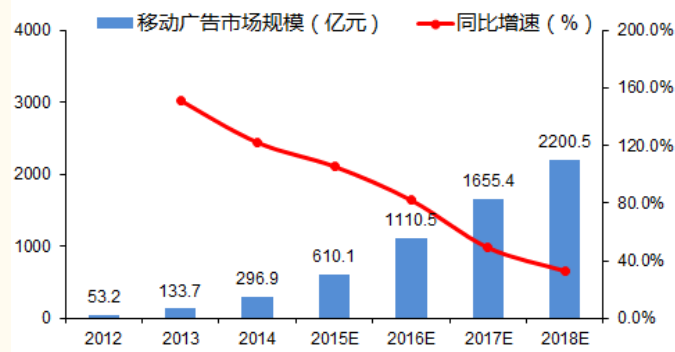
根据艾瑞咨询的数据，2014 年移动广告市场规模达到 296.9 亿元，比上年增长超过 100%，远高于网络广告，至 2018 年整体规模有望达到 2200 亿元。

图表 13：2012-2018 年中国网络广告市场规模



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 14：2012-2018 年中国移动广告市场规模



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

2.2 O2O 浪潮带来本地化场景营销需求

在百度的搜索流量、淘宝的电商流量和腾讯的社交流量以外，还存在本地场景流量的巨大市场，基于本地行为的精准营销在原来用户画像的基础上在加上一个地理的维度，对用户提高推荐的准确度，又能方便“强本地化”的线下商家加入，大大增加用户推荐的准确性，也降低了营销成本。

图表 15：新的流量入口

构建场景	获取流量	数据分析	接触点管理
以人为逻辑，以体验为核心	4G 和商业 WiFi 搭建云平台	检测和分析海量用户网络使用行为，发掘实时需求	对接 SSP 实时精准投放
围绕兴趣、情感和日常生活	为场景创造 O2O 流量入口		利用社群亚文化自我传播
在消费者需要的时间与地点提供有价值的、相关的产品和服务，才是真正精准和低成本营销。			

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

场景营销的一大驱动力是 O2O 浪潮。过去五年移动终端和社交网络的普及，移动支付、位置服务和大数据云计算技术的成熟逐步改变了人们的生活方式，促成 O2O 产业出现爆发式增长。

根据艾瑞咨询报告，2015 年 O2O 行业空间将达 3351.9 亿元，到 2018 年更将超过 6200 亿元，并且在未来三年内都至少以 20% 的速度稳定增长。无论是百度、阿里和腾讯等互联网巨头，还是数以万计的创业企业均积极布局 O2O 产业链。

图表 16：2011-2018 年中国 O2O 市场规模及渗透率



来源：艾瑞咨询报告，国金证券研究所

那么到 2020 年（假设 2019、2020 年增长率均为 20%），O2O 市场规模将达到 9017.86 亿。对 O2O 广告市场做一个简单测算：

图表 17：O2O 广告市场测算

估计程度	估计方法	估计结果
保守估计	O2O 广告占总体市场份额 10%	9017.86 亿*10%=901.79 亿
中性估计	O2O 广告占总体市场份额 15%	9017.86 亿*15%=1352.68 亿
乐观估计	O2O 广告占总体市场份额 20%	9017.86 亿*20%=1803.57 亿

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

2.3 商业 WiFi 是最优本地流量入口

通过对 O2O 和移动互联网的分析，本地流量是 BAT 现有垄断竞争格局下为数不多的能够争取的自有流量的方向，本地流量入口的三个标准：

- 1、本地化：即某一单位入口体现的是一定范围内用户的信息；
- 2、用户数据获取能力：即拥有入口的掌控权，能够通过入口掌握用户信息；
- 3、为本地用户提供便利：为本地用户提供便利能够吸引用户使用属于我方的设备，以良好的用户体验获取数据。

以传统互联网广告，运营商网络和商业 WiFi 作为比较对象，商业 WiFi 是最佳的本地流量入口的原因如下：

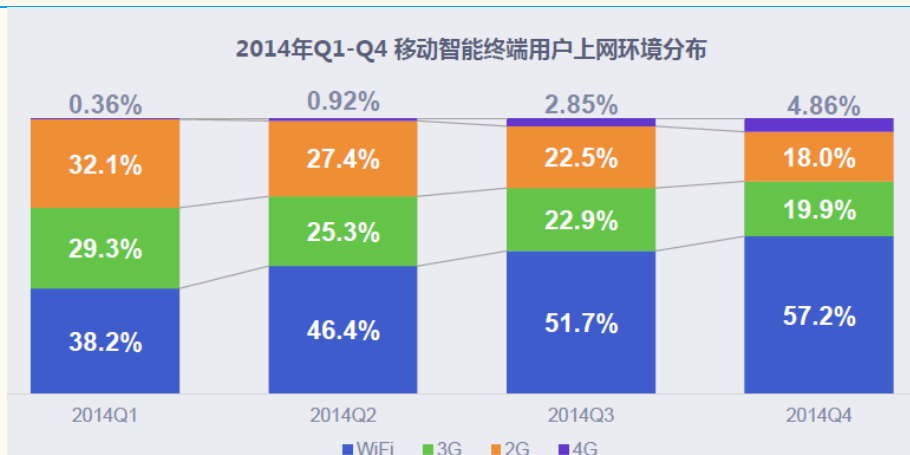
图表 18：本地流量入口对比

	传统互联网广告	运营商网络	商业 WiFi
本地化	× 几乎没有本地化服务	√ 可以通过位置信息实现本地化	√ 通过架设设备实现本地化
用户数据获取能力	√ 较强，能够获取较多用户偏好信息	× 几乎不可能从运营商手中获取用户信息	√ 由于设备归属于架设方，可以获取用户数据
为本地用户提供便利	× 几乎不能为本地用户提供便利	√ 可以为本地用户提供便利	√ 为用户免去使用流量的成本，用户体验良好

来源：公司公告，国金证券研究所

作为场景营销最重要的入口，WIFI 接入比例不断提高。

图表 19：WIFI 接入比例不断提高



来源：TalkingData《2014 移动互联网数据报告》，国金证券研究所

2014 年以来，商业 WiFi 成为 O2O 入口已成共识。2014 年手机端 WiFi 流量占比高达 57.2%，同比上升 19%，这意味着近六成移动智能设备用户使用 WiFi 上网。同时商业 WiFi 具有天然连接商家与用户的能力，已成为 O2O 重要入口。

2.4 新三板互联网广告营销产业代表公司

图表 20：新三板相关互联网广告营销产业代表公司

股票代码	公司名称	盈利模式	简介	投放目标	客户
830999	银橙传媒	覆盖全面的媒体资源，对优质媒体资源高度整合能力，为品牌客户及广告代理机构提供移动互联网广告投放服务	日均 PV 逾 100 亿，月覆盖全国 85% 以上的互联网受众。移动端：5 亿+PV，PC 端 100 亿+PV	垂直网站、应用软件、网吧等媒体资源	互联网服务：百度、去哪儿、赶集网、世纪佳缘等；电商：1 号店、国美、唯品会等；网游：网易、巨人、第七大道等；品牌：中国国际航空、follifollie、苏泊尔等 1300 多家公司
430346	哇棒传媒	通过自主广告平台和外部广告平台为品牌客户及广告代理机构提供移动互联网广告投放服务时，根据投放的量和投放形式按照约定的计费方式获得广告投放收入、服务费以及创意费用		各大主流电子市场，社会化媒体，广点通，微博微信等	电子商务、婚恋交友、投资理财、生活服务、网络游戏等行业的企业
834156	优蜜移动	通过 APP 内的广告植入进行推广，收取推广费用	累计服务 1 万家以上广告主，覆盖 12 亿终端用户；积累了 10 万以上 APP 资源；米汇平台积累 1000 多个意见领袖，10 万以上微信行业公众账号，累计粉丝数 1 亿，累计阅读量超 1 亿	智能手机 APP	唯品会、京东、网易、奇虎、掌趣科技等电商、游戏行业企业
833451	璧合科技	根据广告投放后的点击情况、注册用户数量、用户充值情况、商品销售情况等指标的实现情况按照事先约定的结算方法收取客户广告投放服务费用	积累数十万跨屏媒体，覆盖了包括 BAT、优酷土豆等诸多主流媒体资源，拥有 140 亿/日 PV 曝光	国内主流的互联网平台，阿里妈妈、淘宝、百度、优酷、土豆等	游族网络、三七玩、9377、国美等超过一千多家企业
836346.00	亿玛在线	“导购+效果联盟”向电商贡献流量和订单；易博 DSP “基于效果”精准营销；大数据管理平台（DMP）实现广告精准投放和优化	包含 90 亿+网购人群标签，覆盖超过 500 品类商品的订单数据，每日新增 100 万+订单数据和上亿条搜索数	导购门户易购网、效果联盟亿起发和跨屏 DSP 易博	天猫、淘宝、京东、苏宁易购、携程、1 号店、亚马逊、聚美优品等 400 多家电商网站，以及 4000

			据, 日均 PV 展现超过 300 亿次, 日广告点击峰值可达 2000 万		多个知名品牌店铺
83550 5.0C	光音网络	通过部署商业 WiFi 和联盟合作的方式获取场景流量, 以程序化、非程序化和硬件销售为主要的收费方式	MediaPro 覆盖全国 75% 的场景, 日均展示 5.5 亿 PV, 覆盖 1.5 亿独立用户。其场景涵盖: 消费类、公共交通工具、驻地类、公共设施类、城市热点等。全国最大的场景营销投放平台	百度广告主联盟等	公司的主要客户群体有互联网信息服务公司、广告设计服务公司等, 其中百度联盟贡献收入额的 90% 以上
83289 6.0C	道有道	整合自有媒体及合作媒体, 并基于用户位置、性别、年龄段、兴趣等多维数据和应用人群定向技术, 向客户提供移动广告精准投放等移动营销服务	公司是凤凰 (FENG.NYSE) 移动广告平台的战略合作伙伴, 双方将各自的广告渠道、广告流量的数据资源进行对接和共享	“iAD” 平台网罗明星媒体资源, 与众多知名媒体的移动端 APP 产品 (包括 APP、webAPP) 合作, 并覆盖 Android 及 iOS 系统的终端	移动互联网行业广告主及各行业品牌广告主, 包括奇虎 360、联动优势、17173 游戏门户、九游手游门户、美丽说、美团网、京东、搜狐、北大青鸟等
83334 4.0C	巨网科技	依托于自主研发的 ADSmart 云控投放系统及“灵气联盟”、“掌智无限”应用程序广告分发平台, 深入挖掘媒体资源价值, 为广告主提供精准、高效的 PC 端及移动端应用程序互联网广告分发服务。		各大网站广告位渠道	已为百度、腾讯、奇虎 360、搜狐、赶集网等广告主提供包括百度杀毒、百度卫士、91 手机助手、91 手机卫士、hao123 APP、QQ 管家、QQ 浏览器、应用宝 APP、360 浏览器、360 手机助手、搜狐影音、赶集生活 APP 等在内的多种 PC 端及移动端应用程序广告分发服务
83429 9.0C	汇量科技	通过资产重组方式整体引入 Mobvista 业务体系和管理团队, 立足中国放眼世界搭建全球移动数字广告投放平台, 主营业务转型为移动数字营销服务和移动网游海外发行业务	对接了超过 5,000 家优质海外移动媒体、覆盖了超过 10 亿用户, 日展示量和日点击量已超过 100 亿次和 2.5 亿次		累计服务了包含 360、百度、七游等在内的超过 290 家客户, 承接了超过 1,000 款应用的海外推广
43017 4.0C	沃捷传媒	为客户提供户外传播的整体解决方案和一站式服务, 具体包括针对客户需求提供市场调研、品牌策略、媒介方案策划、设计制作以及按照客户确认的方案代理客户实施媒介购买、媒介执行及管理、安装维护服务、媒介监测等业务环节	基本建成了全国一、二线城市机场媒体网络, 网络覆盖了北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、西安、重庆、成都、合肥、太原、天津、长春、贵阳、南昌和桂林等一、二线城市机场	依托全国主要城市的机场、地铁、高铁等交通枢纽和商业区建设互动展示媒体网络, 媒体形式以廊桥、立柱、LED 媒体、会展媒体为主	主要立足于高端客户, 第一类是金融类客户, 以银行为主; 第二类是汽车类客户; 第三类是其它行业的龙头企业, 例如浪潮集团、惠生集团、大自然地板、燕京啤酒、董酒等

来源: 公司官网, 公开转让说明书, 公司年报, 国金证券研究所

3 公司独立于 BAT 的壁垒突出

我们认为互联网广告精准营销公司要保持自己的独立价值, 而不受 BAT 的竞争, 最重要的是要有独立的流量以及先进的技术。

光音网络拥有自己独有的场景流量及先进的大数据分析及投放技术, 这保证了公司的核心价值所在。

3.1 场景营销流量独有, BAT 空白, 先发优势明显

BAT 垄断了搜索流量, 电商流量, 社交流量, 小公司在这些方面竞争优势已经不够明显。

而随着 O2O 市场的扩大, 对于本地场景流量的需求不断的扩大, 而 BAT 在这些网格化的领域, 竞争优势不够明显, 这也为互联网广告公司提供了机会。

图表 21：场景营销流量公司独有

流量类型	搜索流量	电商流量	社交流量	本地场景流量
典型公司				
流量空间	千万网站主； 45 万付费广告主； 490 亿广告收入； 关键词精准流量；	800 万卖家； 40 万付费广告卖家； 400 亿广告收入； 商品词精准流量；	QQ 月活跃账户数达到 8.32 亿； 季度营收 26.37 亿美元； 社交网络收入增长 32%至人民币 53.13 亿；	2000 万本地生活商户； 50 万潜在本地付费广告主； 10 亿日覆盖用户（2016E）； 千亿市场空间； 本地网行为精准流量；

来源：公司路演 PPT，国金证券研究所

公司先发优势明显，洞察到场景营销将成为数字营销行业的新的增长引擎，并相应进行了积极布局。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。

图表 22：公司广告家和光音小云规模统计

公司系统平台	定位	规模
广告家 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。	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。
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。

来源：公司公告，国金证券研究所

广告家 Pro.cn 旗下的场景媒体流量自助平台 MediaPro (SSP)，是中国最大的场景媒体流量供应方平台之一，MediaPro 日均展示 5.5 亿 PV，覆盖 1.5 亿独立用户，75%流量拥有场景标签，其场景涵盖：消费类、公共交通类、驻地类、公共设施类、城市热点等。

图表 23：公司场景流量覆盖

场景	规模
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。
驻地网络	港口码头、工厂、医院、学校、社区、信息港、产业园等。
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。
网吧	全国最大的网吧媒体投放平台，覆盖全国 95%的网吧。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：场景营销流量业界领先

股票代码	公司名称	WiFi 覆盖规模	商业模式	2015 营收 (百万)	2015 净利 (百万)
835505.OC	光音网络	自有场景： 万余家合作商家； 联盟场景： 数十万场景	公司聚焦于场景互联（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。 广告家 Pro.cn 是中国首个大数据场景营销平台，致力于建设“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。 光音小云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。	298.68	63.51
835736.OC	掌慧纵盈	北京、成都重庆等 17 家机场；上海、上海南站、虹桥站、南京合肥等 37 家车站	商业 Wi-Fi 的建设、运营和维护业务主要包含 Wi-Fi 建设、品牌广告运营和 Wi-Fi 入口流量运营。基于大数据的场景化精准营销服务利用独有的场景化精准广告模式，让广告客户的广告信息通过移动互联网各种媒体渠道触及真正有需求的受众个体。企业数据服务则通过公司强大的数据采集能力和大数据洞察能力，为企业提供全国连锁门店客流洞察、数据统计和数据分析等服务，让企业更了解其门店客户群体，以及更好的定位目标客户和潜在客户群体，并可配合公司的场景化精准营销服务，更好的服务客户和获得收入。	100.62	11.01
835924.OC	柠檬网联	网联天下累计拓展 AP（无线热点）数量达 3.9 万	子公司网联天下致力于工业园区、校园和医院等场所的免费 WIFI 布局和服务，现已涵盖富士康、比亚迪、TCL、三一重工等知名企业厂区，未来拟通过搭建移动互联应用和服务平台，开拓移动广告、应用分发、游戏联运、O2O 等移动互联网业务。 WIFI 热点作为聚拢用户的平台，为公司提供计费服务的移动互联娱乐产品拓展了推广的直接渠道；公司也可为子公司移动互联应用和服务平台上的其他移动互联娱乐产品提供计费增值服务。	26.10	-16.34
T19507.OC	百米生活	已在超过 220 个城市铺设超过 20 万个 Wi-Fi 热点，合作商户超过 14 万	公司通过有效整合吃、住、行、游、购、娱等线下服务资源，基于全国覆盖的 Wi-Fi 热点，为用户提供网址导航、新闻资讯等免费便民服务；为商户伙伴提供硬件和软件、运营服务等免费系统性解决方案；为广告主、O2O 运营商等客户伙伴和业务伙伴提供广告分发、业务运营支撑平台、大数据分析等增值服务	0.10 (2014 年)	-40.21 (2014 年)

来源：公开资料，国金证券研究所

公司在保持原有场景营销流量的同时，紧抓住商业 WIFI 流量入口，规模化价值不断显现。

(1) 通过同属光音网络旗下的“小云 WiFi”进行地面建网。

(2) 广告家联合光音小云 WiFi 以及全国其他优质商用 WiFi 覆盖了咖啡馆、餐厅、酒店、酒吧、电影院、公交车、火车站、机场等场景化媒体，合计覆盖了全国约 75% 的网络场景。

3.2 广告平台和大数据技术业界领先，百度联盟峰会“亿元俱乐部”成员

“光音小云+广告家”双引擎驱动模式，通过构建软硬件一体的综合解决方案，为广告主提供了更精准的场景营销服务。

独特的 Non-cookie 技术以及 DMP 数据平台为特型媒体提供一站式管理和变现方案，公司 Mediapro 媒体管理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，帮助媒体提高了媒体价值高效变现。

公司的场景化营销平台，与百度实时交换数据，用户画像精确。

图表 25：公司双引擎场景化营销平台



来源：公司路演 PPT, 国金证券研究所

图表 26：公司的技术能力



来源：公司路演 PPT, 国金证券研究所

八个百度联盟峰会“亿元俱乐部”之一（一年在百度联盟分成过亿元的重要合作伙伴）。

图表 27：八个百度联盟峰会“亿元俱乐部”之一

公司名称	市值（人民币：元）	公司概况	上市、融资情况
58 同城	424 亿	公司定位于本地社区及免费分类信息服务，帮助人们解决生活和工作所遇到的难题，在全国一二线城市目前共拥有 27 家直销分公司	美国上市
猎豹移动	283 亿	全球最大的移动工具开发商、中国第二大互联网及移动互联网安全公司。致力于为全球用户提供快捷、简单、安全的互联网及移动上网体验；移动端产品包括猎豹浏览器手机版，PC 端产品包括：金山毒霸、猎豹浏览器等	美国上市
UC	270 亿	全球使用量最大的第三方手机浏览器，全球用户超过 5 亿，日活跃用户超过 1 亿，是阿里巴巴移动事业部旗下核心产品。全球知名的网络流量监测机构 StatCounter 发布的最新数据所示，UC 浏览器已占据全球市场份额的 17.42%（移动浏览器月度 PV 份额），全面超越苹果 safari 成为了全球第二大浏览器	2014 年阿里巴巴收购
赶集网	186 亿	专业的分类信息网，为用户提供房屋租售、二手物品买卖、招聘求职、车辆买卖、宠物票务、教育培训、同城活动及交友、团购等众多本地生活及商务服务类信息	与 58 同城合并
2345	546 亿	方便网友们快速找到自己需要的网站，而不用去记太多复杂的网址；同时也提供多种搜索引擎入口、实用查询、天气预报、团购导航、影视大全、地方导航等服务	A 股上市
光音网络	21.2 亿（根据最新一轮定增）	小云 WiFi 能够为企业商户快速搭建专有的场景网络入口，将商户、用户、服务和本地场景连接在在一起，增强商户与用户的黏性，提升产品品牌和服务品质，助力传统企业快速步入 O2O	新三板挂牌
凤凰网	35 亿	全球领先的跨平台网络新媒体公司，整合旗下综合门户凤凰网、手机凤凰网和凤凰视频三大平台，秉承“中华情怀，全球视野，兼容开放，进步力量”的媒体理念，为主流华人提供互联网、无线通信、电视网的三网融合无缝衔接的新媒体优质内容与服务。	美国上市
快速问医生		医疗健康手机 App，以疾病信息和位置信息 LBS 为基础，达到快速咨询和询问医生的目的，实现公共平台全线服务。快速问医生日查询量突破 1000 万、总激活量达到 1300 万，拥有 6 万名持执业牌照的医生，是全国最大和最活跃的移动医疗社区之一。	

来源：互联网公开资料，国金证券研究所

3.3 公司精准投放技术业界领衔，团队经验丰富

拥有业务领先的技术团队

图表 28：公司管理团队经验丰富

王灏 董事长 & CEO	● 光音网络创始人 ● 科技寺创业空间联合创始人 ● 富媒体广告网络Hdt*互动通创始人 ● 15年互联网产品及广告经验，同济大学地球物理学士
戴韬 总经理	● 雅虎商务总监，三星鹏泰商务总监 ● 超过10年广告与媒体经验 ● 清华大学学士，中央财经大学研究生
David Sky CTO	● 外国人租房平台-几平米 CTO ● 流量网络Spaiz 创始人/CTO ● 以色列/俄罗斯/中国超过15年互联网创业经验
陈忠申 VP, 本地商户服务	● 广告网络Hdt*互动通事业部总监 ● 超过10年专业管理及线下渠道经验 ● 上海交通大学学士，中央财经大学研究生

来源：公司公告，国金证券研究所

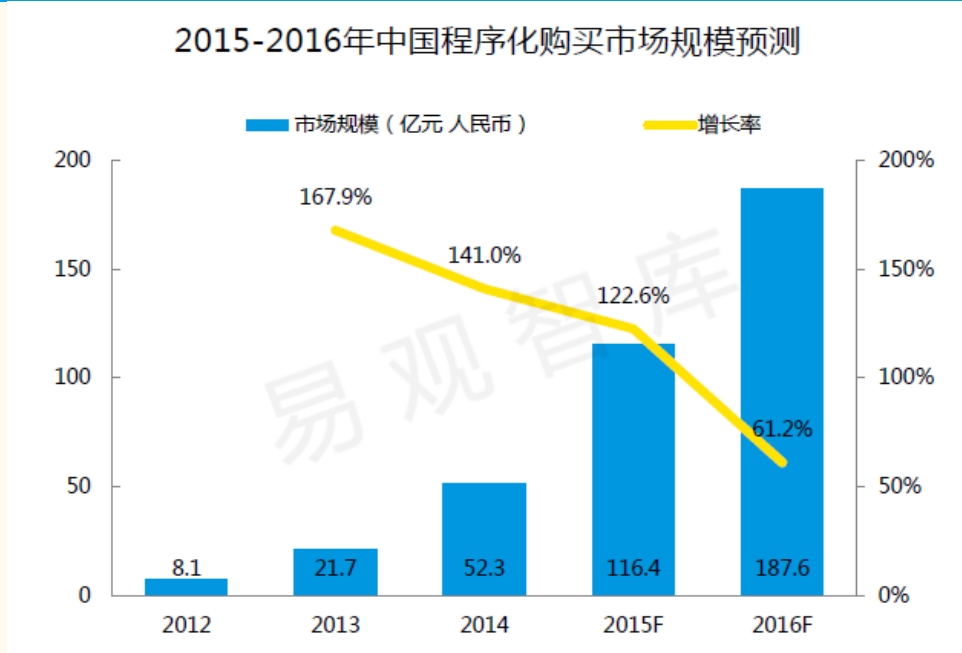
公司拥有优秀的国际化技术团队：广告家拥有来自 7 个国家和地区 100 人的国际化技术团队，技术研发具有较强的前瞻性，各产品线的技术水准在客户中有口皆碑，也保证了公司各项业务拥有行业内领先的盈利能力。

4. 互联网 O2O 场景流量和社群场景机会为公司带来蓝海市场。

4.1 程序化购买展示广告市场继续高速发展。

根据艾媒咨询的研究数据显示，预计 2016 年，中国程序化购买展示广告市场规模将会达到 187.6 亿元，增长率 61.2%，占中国展示广告市场的 20%多，增速明显。

图表 29：中国程序化购买展示广告市场规模



来源：艾瑞咨询-易观智库《中国程序化购买广告市场专题研究报告 2015》，国金证券研究所

4.2 公司发力于另一蓝海市场：智慧社区服务平台

公司依靠自有的线下场景流量和精准投放技术，可以以 APP/H5/微信公众号等作为入口，搭建智慧社区服务平台。

图表 30：智慧社区服务平台入口



来源：公司路演 PPT, 国金证券研究所

图表 31：公司为用户提供服务



来源：公司路演 PPT, 国金证券研究所

图表 32：公司为社区提供服务



来源：公司路演 PPT, 国金证券研究所

收购“享途科技”以及“效果无限”拥有的 4 项计算机软件著作权及安米网站。标志着公司逐步进入智慧社区场景机会蓝海市场。

图表 33：公司管理团队经验丰富

时间	收购标的	收购意义
2016 年 1 月 29 日	“享途科技”的 100% 股权	获取享途科技无线业务信息资源，对公司主营业务有较强互补性，能有效增强公司本地流量，占领 车用无线市场 的领导地位。
2016 年 2 月 17 日	效果无限拥有的 4 项计算机软件著作权及安米网站（appbyme.com）	获取北京效果无限传媒信息技术有限公司主营业务所占市场及信息资源，有效增强公司本地流量，占领 社区无线市场 的领导地位。

来源：公司公开转让说明书，国金证券研究所

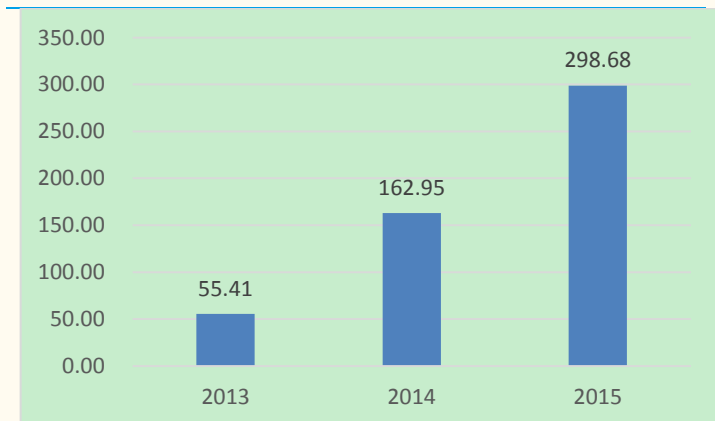
5. 财务分析与投资建议

5.1 近年来公司收入和盈利爆发式增长

2015 年，公司实现营业收入 29868 万元，同比增长 81.10%；净利润 6350.67 万元，同比增长 159.54%；每股收益 3.50 元，14 年度为 2.24 元。

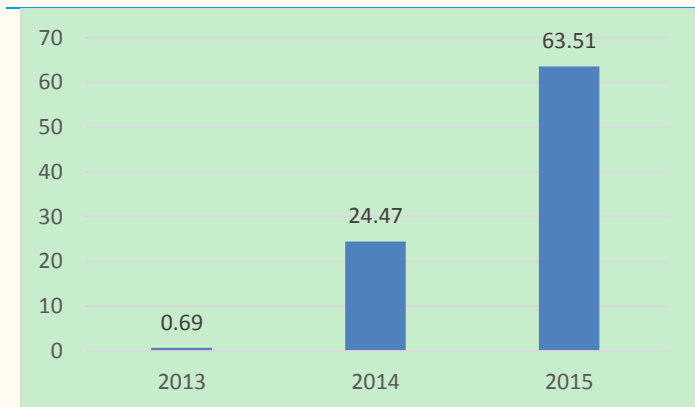
公司营业收入、净利润、基本每股收益本期均大幅增加，主要得益于公司的场景流量战略定位明确，公司“广告家”程序化业务得到客户的认可，迅速发展，产品的盈利能力不断增强。

图表 34：公司营业收入情况，单位：百万



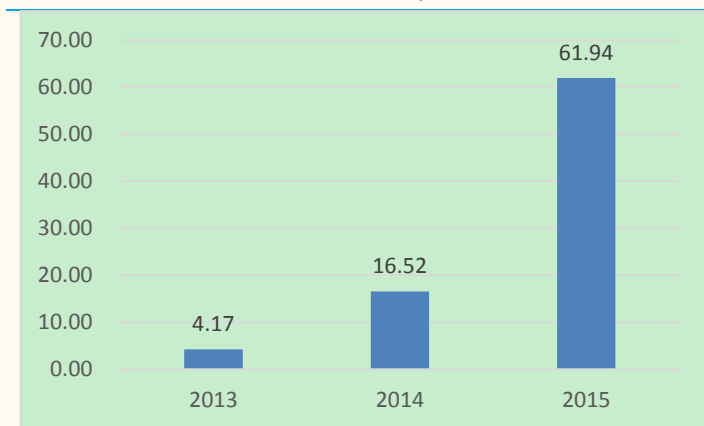
来源：WIND，国金证券研究所

图表 35：净利润，单位：百万



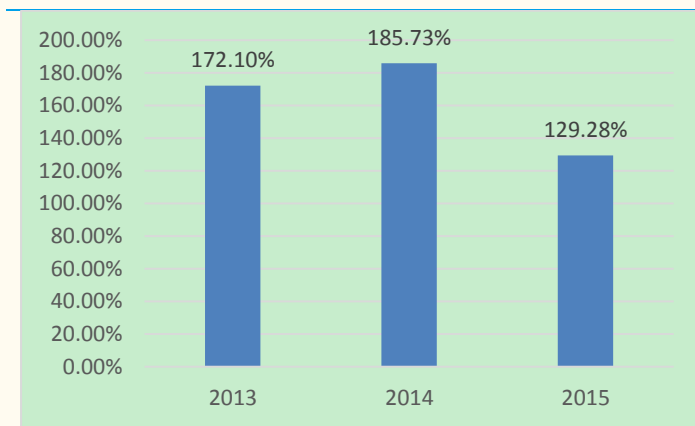
来源：WIND，国金证券研究所

图表 36：公司经营性现金流净额，单位：百万



来源：WIND，国金证券研究所

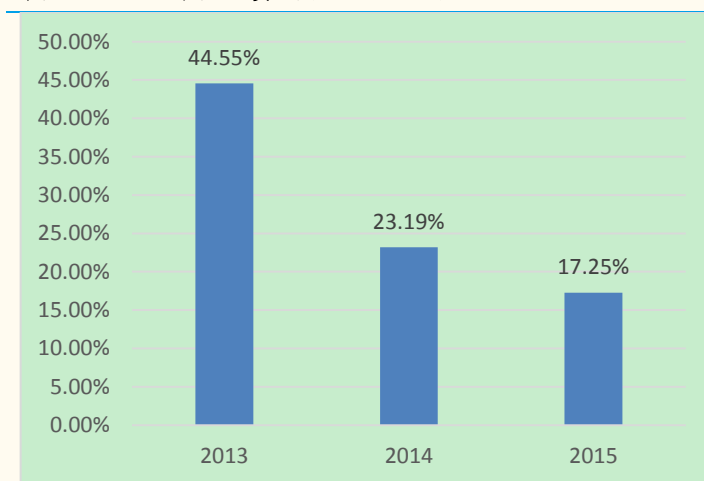
图表 37：公司 ROE 情况



来源：WIND，国金证券研究所

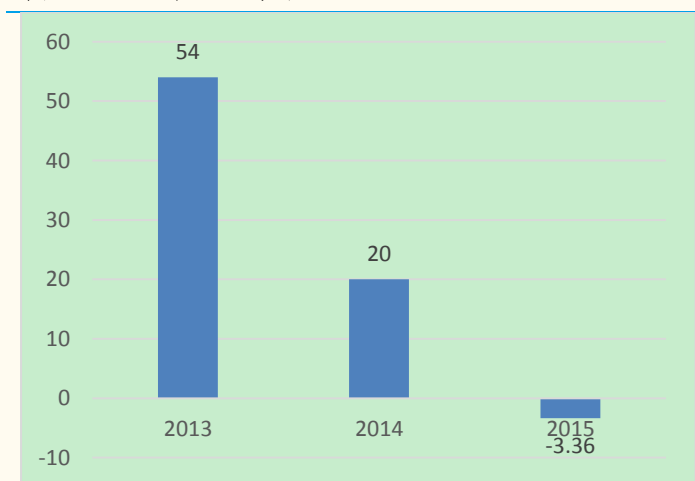
2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额 6193.87 万元，同比增长 275.01%，主要是本年营业收入及营业利润均有较大增长所致。三费占营业收入的比重较 2013 年降低较多，主要原因是公司的收入增加较大，而管理费用、销售费用中的工资及福利费、折旧及摊销、域名及互联网接入费、房租及物业水电费等费用增长的幅度低于收入增加的幅度。

图表 38：公司营运费用占收入比例



来源：WIND，国金证券研究所

图表 39：公司现金周转天数



来源：WIND，国金证券研究所

5.2 盈利预测、估值、投资建议及风险

盈利预测、估值及投资建议

我们预测公司 2016-2018 年的收入分别为 5.45 亿元、9.66 亿元和 14.90 亿元，分别同比增长 82.6%，77.1%和 54.3%，净利润分别为 1.18 亿元、2.07 亿、3.22 亿元，分别同比增长 85.48%，74.92%，55.66%；EPS 分别为 3.715 元，6.498 元和 10.116 元，对应 PE 为 27.19,15.54 和 9.98。

公司依靠自己的自有场景流量，盈利能力出众，拓展蓝海市场的能力突出，根据新三板相关精准营销业务及 A 股及海外对应公司估值，未来上升空间广阔，建议买入评级，目标价约 112-125 元。

光音网络作为中国领先的互联网广告投放服务提供商，具有业界第一梯队的大数据分析平台，拥有行业前列的数据库媒体资源，公司发展战略清晰，瞄准线下场景营销方向，已经开始布局，未来业务具有爆发点，因此我们认为公司未来的发展可以期待。

风险

公司在布局线下场景营销方向过程中，如何快速的抢占此领域的市场，对公司的运营管理能力提出了严格要求。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	55	165	299	545	966	1,490
增长率		197.6%	81.1%	82.6%	77.1%	54.3%
主营业务成本	-27	-98	-159	-297	-545	-860
%销售收入	49.5%	59.3%	53.1%	54.4%	56.5%	57.8%
毛利	28	67	140	249	420	630
%销售收入	50.5%	40.7%	46.9%	45.6%	43.5%	42.3%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-4	-7	-11
%销售收入	2.3%	0.6%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-16	-26	-43	-70	-109	-150
%销售收入	29.0%	15.8%	14.3%	12.8%	11.3%	10.1%
管理费用	-9	-12	-24	-47	-82	-125
%销售收入	15.7%	7.4%	8.2%	8.6%	8.5%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	2	28	72	128	222	343
%销售收入	3.5%	16.8%	24.0%	23.5%	23.0%	23.1%
财务费用	0	0	0	1	5	10
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.7%
资产减值损失	-1	-2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1	26	71	130	227	354
营业利润率	1.7%	15.7%	23.6%	23.7%	23.5%	23.7%
营业外收支	0	1	-1	1	1	1
税前利润	1	26	70	130	227	354
利润率	1.0%	16.0%	23.4%	23.8%	23.6%	23.8%
所得税	0	-2	-6	-12	-21	-32
所得税率	-21.0%	7.4%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
净利润	1	24	64	118	207	322
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1	25	64	118	207	322
净利率	1.5%	14.9%	21.3%	21.7%	21.4%	21.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1	24	64	118	207	322
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	5	8	8	14	21
非经营收益	0	0	-1	0	0	0
营运资金变动	1	-12	-8	29	20	25
经营活动现金净流	4	17	62	155	240	368
资本开支	-1	-3	-16	-27	-26	-31
投资	-4	0	-50	-1	0	0
其他	0	0	6	0	0	0
投资活动现金净流	-5	-3	-61	-28	-26	-31
股权募资	0	0	19	0	-6	0
债权募资	0	0	23	-16	0	1
其他	0	0	-22	-14	0	-1
筹资活动现金净流	0	0	19	-29	-6	0
现金净流量	-1	14	20	97	208	337

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	7	20	41	138	346	683
应收款项	17	39	41	94	167	258
存货	0	1	2	2	4	6
其他流动资产	1	3	11	6	10	15
流动资产	26	62	94	241	526	961
%总资产	77.3%	85.1%	62.1%	75.7%	85.3%	90.4%
长期投资	4	2	39	40	39	39
固定资产	2	4	15	23	27	28
%总资产	5.5%	5.8%	9.9%	7.2%	4.4%	2.7%
无形资产	2	4	3	12	22	32
非流动资产	8	11	57	77	91	101
%总资产	22.7%	14.9%	37.9%	24.3%	14.7%	9.6%
资产总计	33	73	153	319	618	1,063
短期借款	0	0	16	0	0	0
应付款项	28	39	29	95	171	267
其他流动负债	3	8	28	27	48	75
流动负债	32	47	73	121	219	342
长期贷款	0	0	7	7	7	8
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	32	48	80	128	226	349
普通股股东权益	1	26	73	191	392	714
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	33	73	153	319	618	1,063

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	N/A	N/A	2.123	3.715	6.498	10.116
每股净资产	0.086	2.325	2.432	6.370	13.071	23.793
每股经营现金净流	0.379	1.502	2.065	5.159	8.012	12.262
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	86.05%	96.30%	87.30%	61.82%	52.70%	45.07%
总资产收益率	2.46%	33.61%	41.73%	37.03%	33.44%	30.25%
投入资本收益率	196.05%	99.79%	68.14%	58.92%	50.64%	43.23%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	197.64%	81.10%	82.63%	77.05%	54.28%
EBIT 增长率	N/A	1324.96%	158.06%	79.30%	73.22%	54.41%
净利润增长率	N/A	2925.55%	158.61%	85.48%	74.92%	55.66%
总资产增长率	N/A	121.28%	108.33%	109.79%	93.99%	72.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.7	57.6	46.6	57.6	57.6	57.6
存货周转天数	2.5	2.4	3.4	2.4	2.4	2.4
应付账款周转天数	51.8	57.2	53.4	57.2	57.2	57.2
固定资产周转天数	12.0	9.3	18.3	14.8	9.9	6.7
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-78.73%	-25.00%	-68.57%	-86.41%	-94.52%
EBIT 利息保障倍数	-24.1	-603.6	-367.4	-116.2	-49.1	-33.9
资产负债率	96.37%	64.84%	52.20%	40.11%	36.55%	32.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD