安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 06 月 14 日

公司深度分析

证券研究报告

数字营销

光音网络（835505.OC）

场景营销先驱，构筑 O2O 流量与社群云生态

投资评级 买入-A

首次评级

6 个月目标价： 131.25 元

股价（2016-06-13） 94.30 元

交易数据

总市值（百万元）	3,211.80
流通市值(百万元)	181.80
总股本（百万股）	31.80
流通股本(百万股)	1.80
12 个月价格区间	/元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-16.74	20.63	57.93
绝对收益	-19.2	26.25	26.25

杨文硕 分析师

SAC 执业证书编号：S1450515090001

yangws@essence.com.cn

010-83321057

王晓岩 报告联系人

wangxy2@essence.com.cn

010-83321053

相关报告

■公司是国内领先的场景营销大数据云平台服务商。聚焦于场景互联，通过无线网络服务产品“光音小云”拓展场景流量入口，并利用大数据场景营销平台“广告家”进行精准流量变现。掌握基于用户兴趣和行为轨迹的场景数据，在用户画像描绘的最后一公里进行数据维度升级，极大提升大数据营销效率。公司 15 年实现营收 3 亿元，同比增长 81%，净利润 6400 万元，同比增长 159%，整体毛利率高达 47%。

■线下 WiFi 建网占据场景流量入口，社区+社群拓展场景营销渠道。1）商业 WiFi：通过小云 WiFi 和其他商业 WiFi 网络合计覆盖 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。**2）小云社区：**利用地区运营商网络，布局基于社区生活的场景营销通道，打造智慧社区与本地化 O2O 服务平台；**3）小云社群：**通过收购安米网，打造基于社群场景的垂直兴趣流量入口，已服务超过 5 万个社群，提供包括流量导入、流量沉淀和变现的一整套解决方案，日均移动 PV5000 万次，年底目标破 1 亿次。

■覆盖最广泛的场景营销，精准定向技术提升变现能力。广告家凭借自主开发的场景媒体流量自助平台 MediaPro，以及开放数据平台 DATAPRO，将程序化购买与场景结合，其中自有场景小云覆盖 70 个地区的过万家合作商家场景，联盟场景已联合近百媒体伙伴，覆盖包括消费、公共交通、驻地、公共设施和城市热点等数十万场景，综合日均覆盖 1 亿独立用户，每日 PV 超过 10 亿，为数十万广告主提供快速、高效、直达场景的跨屏实时解决方案。

■投资建议：我们预计公司 2016 年-2018 年的收入增速分别为 103.1%、72.7%、57.7%，净利润增速分别为 100.0%、68.0%、60.9%。考虑到公司所处行业高速发展，业绩正迅猛增长，且在场景营销领域具备稀缺性，首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 131.25 元，相当于 16 年 PS7X。

■风险提示：行业增速放缓，竞争风险，人才流失风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	164.9	298.7	606.7	1,047.9	1,652.3
净利润	24.6	63.7	126.6	211.7	342.5
每股收益(元)	0.77	2.00	3.98	6.66	10.77
每股净资产(元)	0.80	2.29	4.36	9.69	18.30

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	121.8	47.1	23.7	14.2	8.8
市净率(倍)	117.3	41.1	21.6	9.7	5.2
净利润率	14.9%	21.3%	20.9%	20.2%	20.7%
净资产收益率	96.3%	87.3%	91.2%	68.7%	58.8%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.8%	1.4%	2.2%
ROIC	-368.3%	1837.0%	802.3%	163.6%	167.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 公司概述：国内领先场景营销服务商，大数据云平台搭生态 4
1.1. 首个场景营销一体化服务商登陆新三板 4
1.2. 双引擎助推营收高增长，精准营销运营效率逐年提升 5
1.3. 核心管理层营销经验丰富，国际化团队技术能力突出 8
2. 行业分析： 场景营销黑马出世，商业 WiFi 方兴未艾 11
2.1. O2O 市场高速增长，场景营销成为新引擎 11
2.2. 商业 WiFI 方兴未艾，技术壁垒先入为王 13
2.3. 社群商业兴起，内容沉淀有赖大数据精准支持 16
3. 公司分析：专注场景营销云平台，打造 O2O 营销生态圈 17
3.1. 占据场景流量入口，线上+线下双引擎驱动 17
3.2. 小云 WiFi：构建综合性场景流量入口 19
3.3. 小云社区：创新智慧社区解决方案 21
3.4. 小云社群：打造国内最大的社群云平台 23
3.5. 广告家：场景营销变现引擎，大数据挖掘提升盈利能力 25
4. 盈利预测 28

图表目录

图 1：光音网络历史沿革 4
图 2：光音网络股权结构图 5
图 3：公司营业收入与增速 5
图 4：公司净利润和增速 5
图 5：公司营业收入结构变化 6
图 6：公司分项业务毛利率 6
图 7：公司毛利情况 6
图 8：公司三项费率变化情况 6
图 9：公司公司经营性现金流入和增速 7
图 10：公司经营性现金净额和增速 7
图 11：公司现金和应收账款周转情况 7
图 12：公司国际化技术团队 9
图 13：光音网络公司员工专业结构 10
图 14：光音网络公司员工学历结构 10
图 15：光音网络公司员工专业结构变化 10
图 16：光音网络公司员工学历结构变化 10
图 17：2012-2018 年中国互联网广告市场规模及预测 11
图 18：中国移动广告市场规模 11
图 19：中国互联网广告市场结构 11
图 20：中国整体网民及移动网民规模发展 12
图 21：中国 O2O 市场规模发展 12
图 22：2015 年中国 O2O 行业细分市场分布 13
图 23：2009-2014 年移动互联网流量发展情况比 13
图 24：2013-2018 年中国商业 WiFi 市场规模 13

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 25：中国互联网用户入口图谱 14
图 26：2013-2018 年中国商业 WiFi 热点数量 14
图 27：商业 WiFi 产业链分析（涉及硬件、软件和服务运营等环节） 15
图 28：商业 WiFi 商业模式 15
图 29：中国社群平台的发展历程 16
图 30：社群经济要素 16
图 31：各类流量龙头企业比较 18
图 32：公司商业模式 18
图 33：公司双引擎优势壁垒 19
图 34：小云 WiFi 本地商户 O2O 解决方案 19
图 35：光音小云后台管理界面 20
图 36：“推推”界面 20
图 37：小云 商业 WiFi 媒体合作伙伴 21
图 38：网吧媒体合作伙伴 21
图 39：小云 WiFi 合作商户 21
图 40：智慧社区架构 22
图 41：小云社区平台产品 22
图 42：小云社区本地 O2O 服务 23
图 43：小云社群客户案例 23
图 44：小云社群产品矩阵 24
图 45：小云 app 产品特点 24
图 46：小云 app 社群客户 25
图 47：广告家场景营销服务平台示意图 25
图 48：广告家覆盖场景示例 26
图 49：DATAPRO 平台示意图 27
图 50：DATAPRO 案例： xx 省电信智慧社区解决方案 28

表 1：公司前五大客户变化情况 8
表 2：公司前五大供应商变化情况 8
表 3：公司主要高级管理人员基本情况 9
表 4：公司股权激励计划持股平台情况 11
表 5：国内典型商业 WiFi 模式对比公司 15
表 6：社群典型商业模式代表 16
表 7：BAT 数字营销大事记 17
表 8：MediaPro 覆盖的场景分类 27
表 9：新三板营销公司估值比较（2016 年 6 月 12 日更新） 29
表 10：A 股营销公司估值比较（2016 年 6 月 12 日更新） 29

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

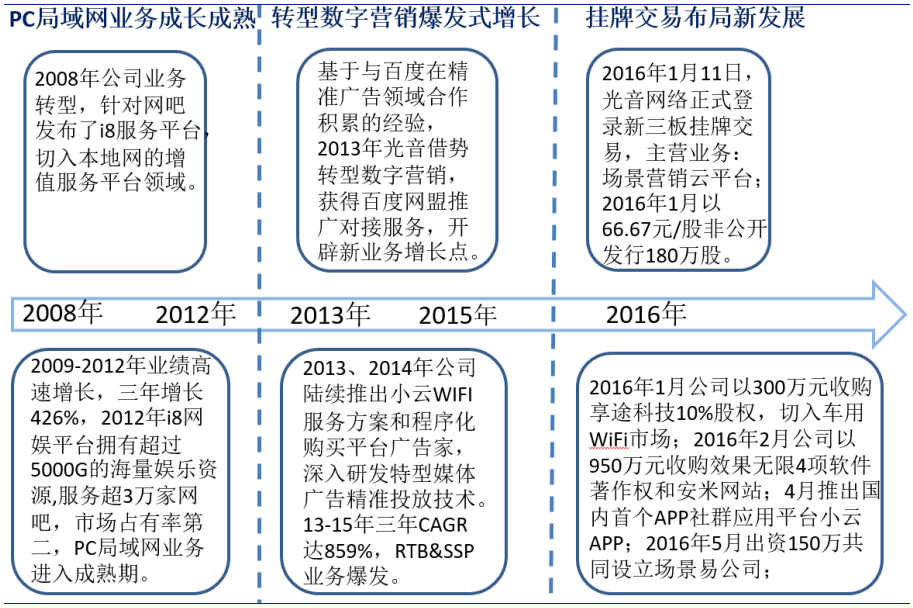
1. 公司概述：国内领先场景营销服务商，大数据云平台搭生态

1.1. 首个场景营销一体化服务商登陆新三板

光音网络 2008 年起步于本地网增值服务领域，经过三年高速增长，至 2012 年 i8 网娱已拥有超过 5000G 的海量娱乐资源，服务超过 3 万家网吧，市场占有率第二。随着 PC 局域网业务逐渐成熟饱和，以及公司 2012 年起与百度在精准广告领域的合作积累的经验，**光音网络把握住数字营销的大趋势进行转型**，获得了百度网盟推广对接服务，开辟了新业务增长点，并跻身百度联盟“亿元俱乐部”。随后公司陆续推出光音小云服务方案以及程序化购买平台广告家，持续深入研发特型媒体广告精准投放技术。**公司 RTB 和 SSP 业务高速发展，13-15 年三年营收 CAGR 高达 859%，并于 2016 年 1 月正式挂牌新三板。**

目前公司的定位是一家专注于场景营销大数据云平台的互联网企业，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，通过线上+线下的双引擎驱动模式，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。凭借核心的大数据挖掘技术、独特的海量场景数据库、以及精准的人物画像和场景定位，公司成功占据移动互联网时代场景营销领域优势地位。公司在新的起点上，将通过多样化融资布局产业链上下游，纵向拓宽双引擎模式，致力于打造一个“无场景、不广告”的互联网营销生态。

图 1：光音网络历史沿革

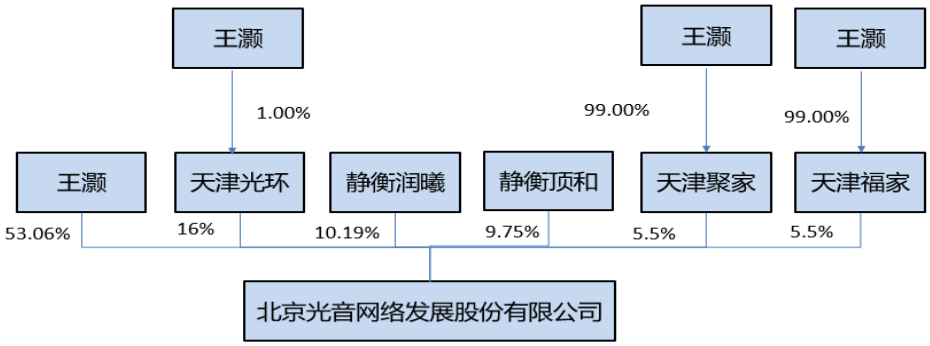


资料来源：公开资料，安信证券研究中心

自然人王灏先生直接持有公司 53.06%、间接持有公司 11.05%（通过持有津光环、天津聚家和天津福家的股权）的股份，为公司的最大股东，公司成立之后一直担任公司董事长，是公司的控股股东、实际控制人。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 2：光音网络股权结构图

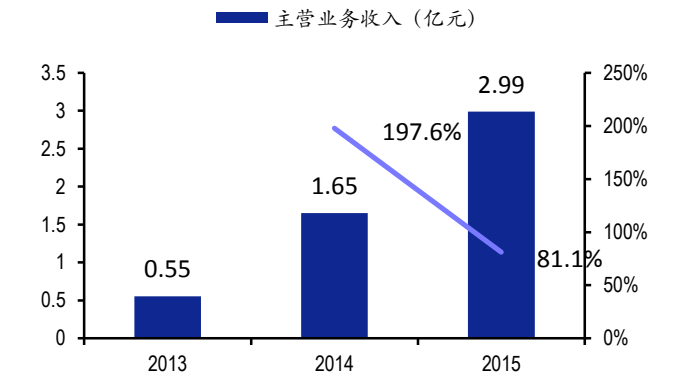


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 双引擎助推营收高增长，精准营销运营效率逐年提升

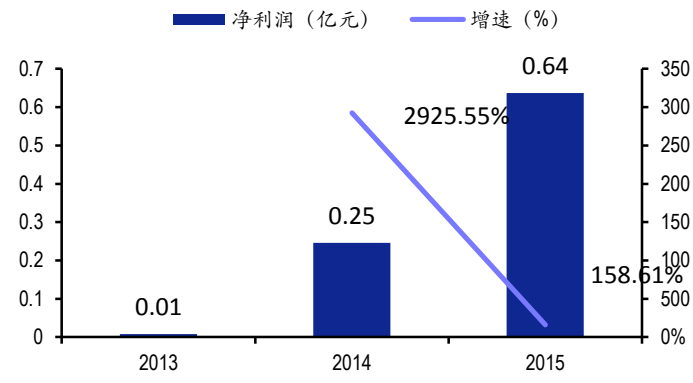
公司自 13 年转型专注场景营销以来，营业收入持续高速增长，近三年 CAGR 高达 859%。2014 年公司实现营业收入 1.65 亿元，同比增速 198%，实现净利润 0.25 亿元，同比增速 2926%；15 年实现营业收入 2.99 亿元，同比增长 81%，实现净利润 0.64 亿元，同比增长 158.6%；**2015 年营业收入的高速可持续增长，得益于公司全面推进双引擎战略模式拓展业务成效明显，广告主和媒体资源均有大幅增长，合作客户增加。**2015 年光音小云先后与北京味多美食品有限责任公司、眉州东坡餐饮管理（北京）有限公司、内蒙古西贝餐饮连锁有限责任公司就 WiFi 移动营销业务合作达成战略合作协议。**2015 年净利润的增长，主要原因为主营业收入大幅提高，同时内部控制管理的规模效益得到体现，营业成本增长速度远远低于营业收入的增长速度。**

图 3：公司营业收入与增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：公司净利润和增速

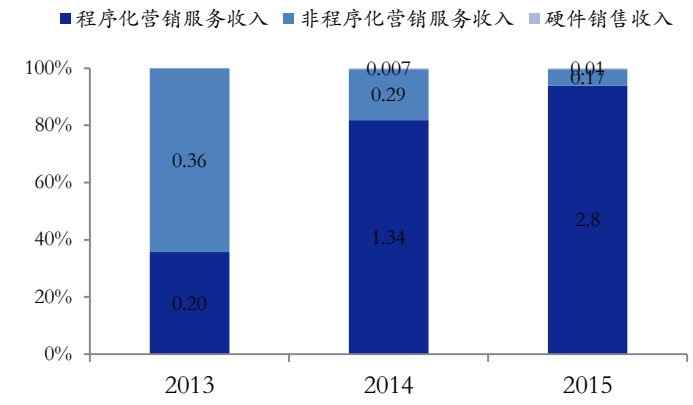


资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司主营业务明确，数字营销业务强劲增长推动整体业务收入持续增长。15 年公司进一步优化业务结构，**程序化营销收入占比提升至 93.83%**，硬件销售收入也有所增长，同比涨幅 43%。传统的非程序化营销服务随着整体营销环境的剧烈变化，其毛利率从 13 年的 55.56%降至 15 年的 23.5%，**而数字营销业务以其精准营销带来的高 ROI，毛利率不断提升从 13 年的 40%上升至 50%，随着业务结构向程序化营销服务优化，高毛利业务占比提升带动公司整体毛利率从 14 年的 40.68%提升至 15 年的 46.91%，**同比增加 6.23%。

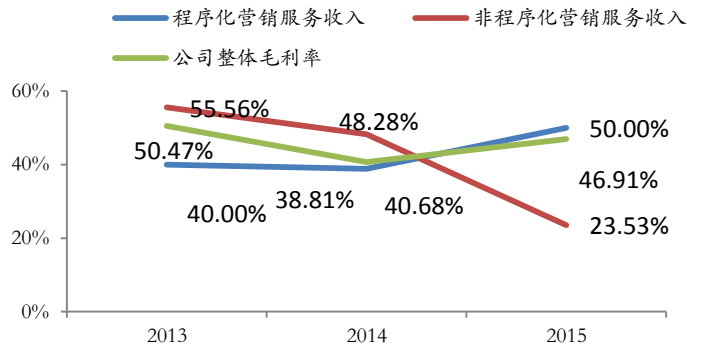
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 5：公司营业收入结构变化



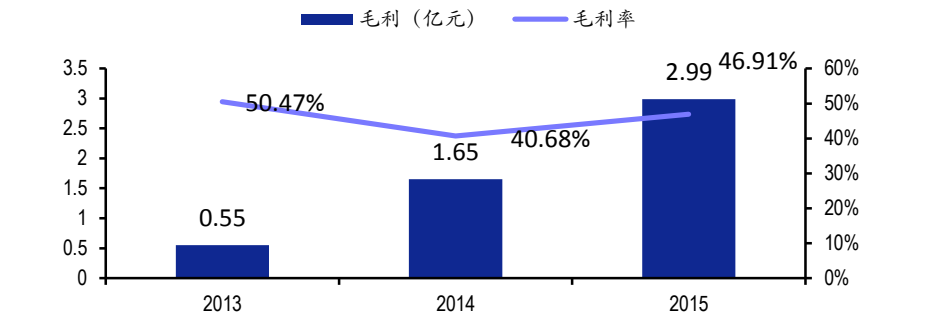
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：公司分项业务毛利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

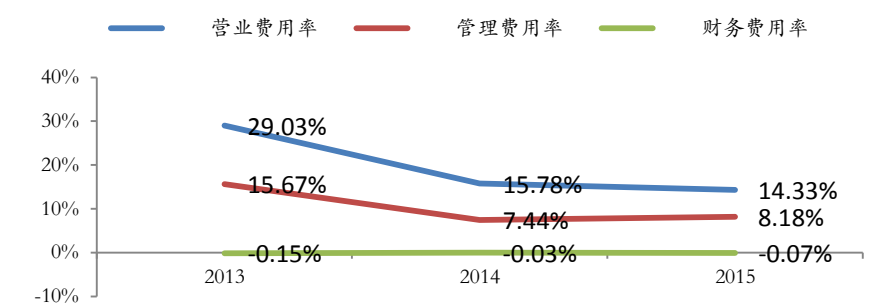
图 7：公司毛利情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2015 年公司主营业务大力拓展，相应业务成本有所上升。其中 **2015 年管理费用增加 1215 万元，同比增长 99%；销售费用增加 1678 万元，同比增长 64.5%，这两块费用的增加主要是由于公司业务增长迅速，团队规模扩张，支撑各业务线所需配套人工成本和差旅费用等均相应增加；此外，开展股改及新三板挂牌工作支付的中介机构费用也相应增加。**2015 年较 2014 年财务收益增加 14.89 万元，主要原因是 2015 年公司现金流情况良好，账面资金较充裕，除满足正常经营外，利用闲置自有资金购买购买理财产品收益及利息收入较上一年有所增长。**虽然公司主营业务成本同比上涨 62%，但公司上线了媒体评级体系，提升了对媒体的议价能力，内部控制管理的规模效益得到体现，因此成本上升增速慢于营业收入增长速度，毛利提高 。**

图 8：公司三项费率变化情况

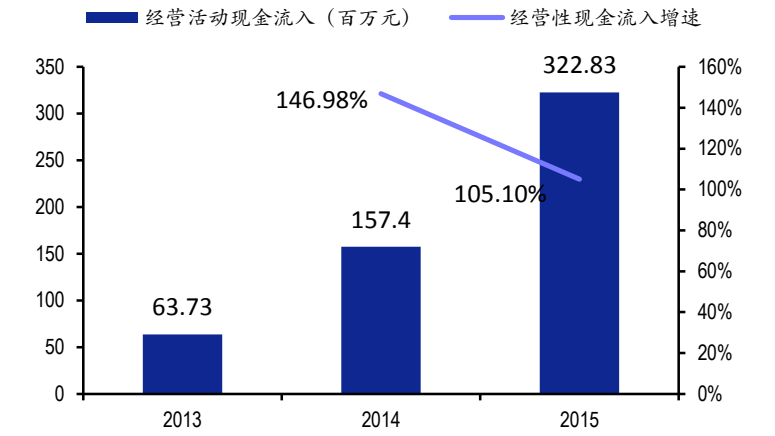


资料来源：Wind，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

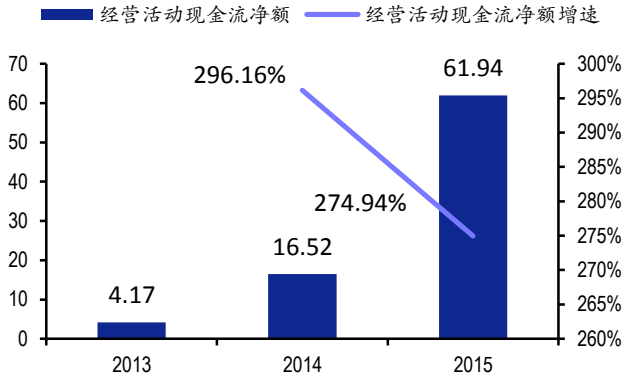
公司现金流状况一直保持良好，经营现金流入和经营性现金净额持续保持高于业绩增速的速度增长,2014 和 2015 年公司经营活动现金流入同比增速 146.98%和 105.1%,2014 和 2015 年公司经营性现金流净额同比增速为 296.16%和 274.94%。**公司现金周转天数不断缩短，从 13 年 6.7 天、14 年 2.8 天缩短至 15 年的-3.36 天，应收账款周转天数从 13 年的 104 天、14 年的 56.85 天，缩短至 15 年的 45.96 天，运营效率堪称优秀。**

图 9：公司公司经营性现金流入和增速



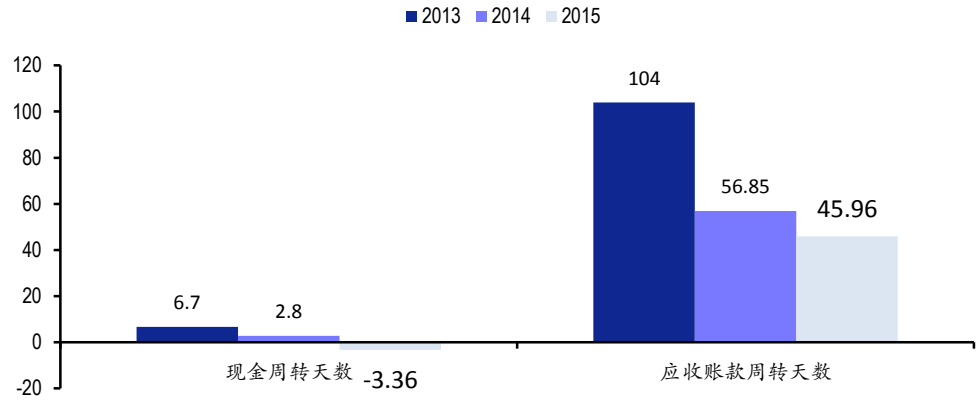
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：公司经营性现金净额和增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：公司现金和应收账款周转情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

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。此外，公司与百度有着长期稳定的合作渊源。面向未来公司正努力降低自身业务对个别大客户的依赖，**对比 15 年上半年，公司第一大客户百度的销售收入占比由 91.7%降低至 86.26%，前五大客户销售收入占比从上半年的 94.74%降低至 92%。同样，公司对第一大供应商的采购成本也由上半年占主营业务成本的 8.15%降至全年的 5.83%，前五大供应商采购成由主营业务成本的 28.32%降至 22%。**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：公司前五大客户变化情况

期间	序号	公司名称	销售收入（万元）	比例（%）	期间	序号	公司名称	销售收入（万元）	比例（%）
2015 年 H1	1	百度在线网络技术（北京）有限公司	12,792.80	91.17	2015 年	1	客户一	25,763.94	86.26
	2	深圳市腾讯计算机系统有限公司	225.30	1.61		2	客户二	554.49	1.86
	3	史努克广告（上海）有限公司	110.30	0.79		3	客户三	544.11	1.82
	4	杭州电魂网络科技股份有限公司	92.50	0.66		4	客户四	390.71	1.31
	5	达美天下科技发展（北京）有限公司	73.50	0.52		5	客户五	227.25	0.76
	合计		13,294.30	94.74		合计		27,480.50	92.01

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：公司前五大供应商变化情况

期间	序号	公司名称	采购金额（万元）	占主营业务成本比例（%）	期间	序号	公司名称	采购金额（万元）	占主营业务成本比例（%）
2015 年 H1	1	瑞得天成广告（北京）有限公司	598.6	8.15	2015 年	1	供应商一	924.8	5.83
	2	西安领跑软件科技有限公司	480.2	6.54		2	供应商二	782.7	4.94
	3	上海网恒文化传播有限公司	370.9	5.05		3	供应商三	741.5	4.68
	4	杭州顺网科技股份有限公司	334.8	4.56		4	供应商四	613.4	4.87
	5	深圳市壹叁壹强者科技有限公司	296.2	4.03		5	供应商五	456.6	2.88
	合计		2,080.8	28.32		合计		3,519.0	22.00

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 核心管理层营销经验丰富，国际化团队技术能力突出

公司的管理团队均来自于在文化传媒和数字科学技术领域专业人士，聚集了包括联想、雅虎、Macromedia 的核心部门人才。无论是从专业技术还是从管理能力上讲，都是业内一流配置水准。核心团队均有着丰富的网络广告和大数据积累经验，以及独有的大数据精准定向技术。**公司内部规定研发人员不得低于总人数三分之一，旗下广告家拥有来自 9 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。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 12：公司国际化技术团队

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 3：公司主要高级管理人员基本情况

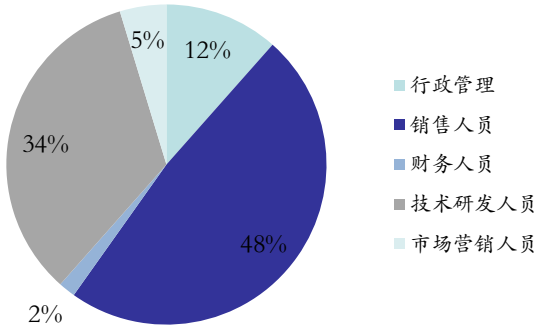
姓名	职务	背景
王濒	董事长	公司创始人、实际控制人，硕士研究生学历。1997 年至 2005 年就职于美国 Macromedia 软件开发公司，任中国区市场及产品顾问职务；2000 年至 2001 年就职于 iTom 公司，任公司首席执行官；2001 年至 2002 年就职于 Hdt 互动通，任总裁及 CMO；2002 年至 2005 年就职于北京铱天普惠科技有限公司，任首席执行官；2011 年至 2015 年 5 月，就职于北京喜宝动力网络技术股份有限公司，任董事长；2006 年至 2015 年 8 月就职于北京光音盛世信息技术有限公司，任执行董事、总经理；现担任股份公司董事长。
戴韬	总经理、董事、董事会秘书	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；现任股份公司总经理、董事、董事会秘书。
陈忠申	董事、副总经理	本科学历。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 月就职于北京铱科互动网络技术有限公司，任行政人力经理职务；2002 年 2 月至 2006 年 5 月就职于北京铱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；现任股份公司副总、经理、董事。
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。
刘勇燕	董事	硕士学历。2014 年 1 月至今就职于北京静衡投资管理有限公司，任执行董事总经理职务；2015 年 8 月至今就职于北京喜宝动力网络技术股份公司，任董事职务；2015 年 8 月至今就职于北京光音网络发展股份有限公司，任董事。
苏冉	董事	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；现任股份公司副总经理、董事。
唐丽佳	财务总监	本科学历。2003 年 7 月至 2008 年 8 月就职于北京欧美雅科技有限公司，任财务主管；2008 年 8 月至 2012 年 4 月就职于北京思源兴业房地产经纪有限公司，任财务高级经理；2012 年 4 月至今就职于北京光音盛世信息技术有限公司，任财务总监。现任股份公司财务总监。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

光音网络所处行业属于技术密集型行业，其员工的学历普遍较高，**15 年公司拥有本硕以上学历的员工过半（60%）。**在全部员工当中，**技术和销售人员的占比突出（82%），反映了公司重视技术研发以及发力市场的特点。**从近两年的变化看，公司本科学历员工人数由 14 年的 74 人上升到 15 年的 126 人，同比增长 70%，硕士以上学历员工人数由 14 年的 3 人上升到 15 年的 15 人，同比增长 400%；公司从事销售和市场营销的员工从 2014 年的 89 人上升到 15 年的 124 人，同比增长 39%；技术研发人员从 2014 年的 65 人上升到 15 年的 79 人，同比增长 21.5%。

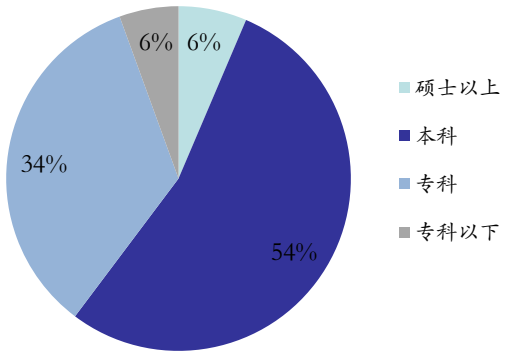
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 13：光音网络公司员工专业结构



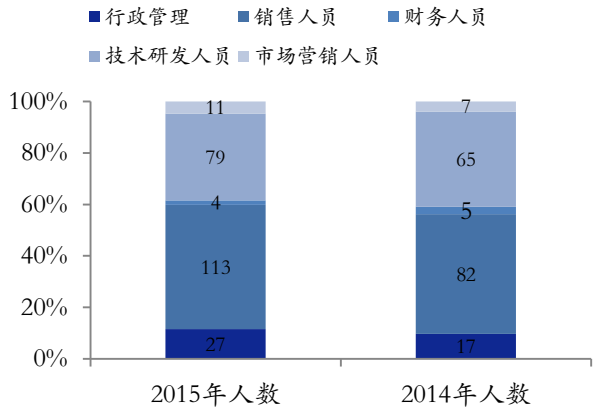
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 14：光音网络公司员工学历结构



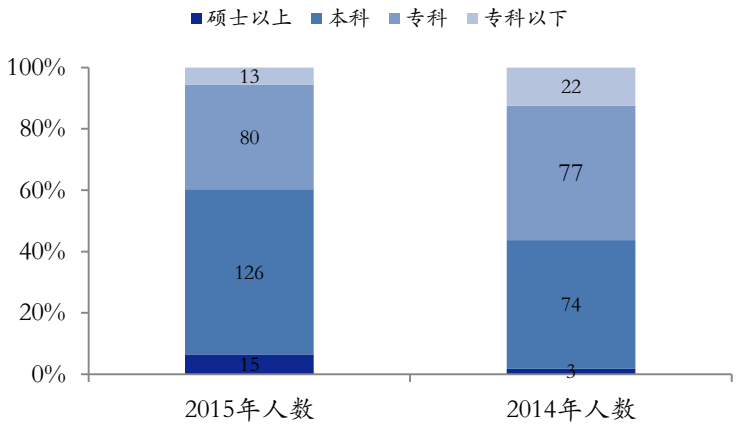
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 15：光音网络公司员工专业结构变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 16：光音网络公司员工学历结构变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司秉承技术驱动型理念，持续加大产品研发力度，经过多年技术沉淀，公司在 SSP 和商业 WiFi 领域取得了具有自主知识产权的，包括数据存储、商业 WiFi 云认证等在内的 12 项核心技术，积累了广泛的技术基础。**15 年研发费用合计达到 2933.77 万元，占总营业收入的 9.8%，同比增长 102.21%。**15 年光音小云推出了小云智慧社区产品，广告家 Pro.cn 陆续推出了 Adpro 和 Datapro 等新系统产品，进一步丰富了光音网络的产品生态。

在人才建设方面，公司十分注重人才培养和建设，建立公司的企业文化，并**使用股权激励覆盖核心团队，有效提升了团队的凝聚力和战斗力。**天津光环资产管理合伙企业（有限合伙）、天津聚家资产管理合伙企业（有限合伙）、天津福家资产管理合伙企业（有限合伙）是公司主要为激励高管团队和核心员工设立的持股平台，于公司股改之前成立。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 4：公司股权激励计划持股平台情况

员工激励计划持股平台	成立时间	认缴/实缴出资额	普通合伙人
天津光环资产管理合伙企业（有限合伙）	2015 年 06 月 23 日	603 万	王灏
天津聚家资产管理合伙企业（有限合伙）	2015 年 06 月 23 日	207 万元	熊怡
天津福家资产管理合伙企业（有限合伙）	2015 年 06 月 23 日	207 万元	熊怡

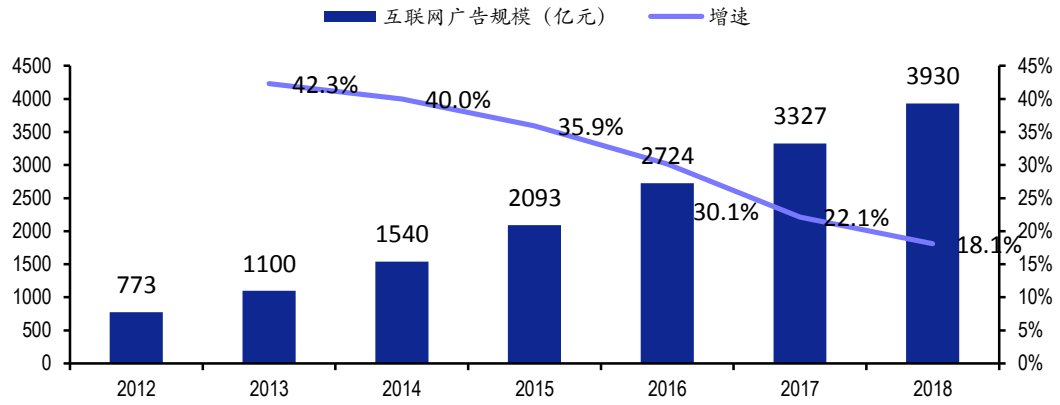
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 行业分析： 场景营销黑马出世，商业 WiFi 方兴未艾

2.1. O2O 市场高速增长，场景营销成为新引擎

我国互联网广告处于快速增长阶段，2014 年中国网络广告整体市场规模为 1540 亿元，同比增长 40%。随着新的广告技术与广告形式的涌现，考虑到广告主营销预算向数字营销的倾斜，未来三年复合增速 CAGR 超过 25% ，预计 2018 年市场规模接近 4000 亿。

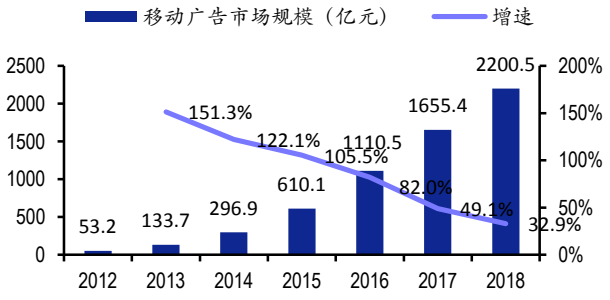
图 17：2012-2018 年中国互联网广告市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

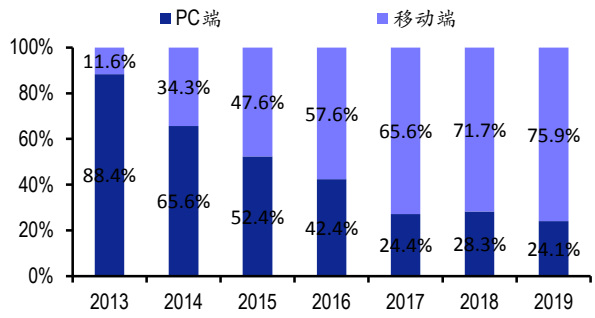
伴随人们上网终端使用习惯的变化，移动广告成为互联网广告市场增长最快的子行业，2014 年移动广告市场规模达到 296.9 亿元，同比增长 122.1%。相较于 PC 端，移动广告的投放比 PC 端更为复杂，广告投放需要更加精细的划分，包括收入分析、出入场所分析、需求分析等，对大数据、云计算技术和场景营销需求强烈。

图 18：中国移动广告市场规模



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 19：中国互联网广告市场结构

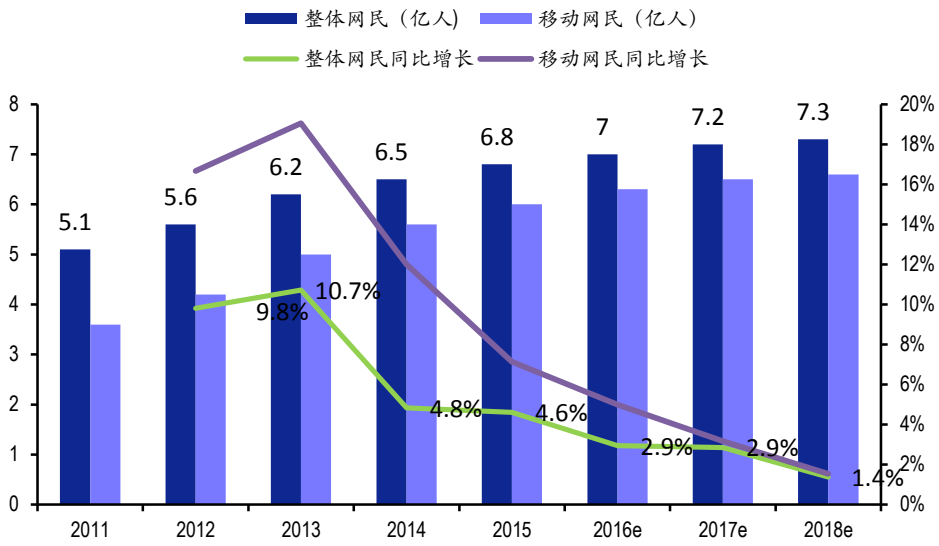


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

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 产业出现高速增长。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

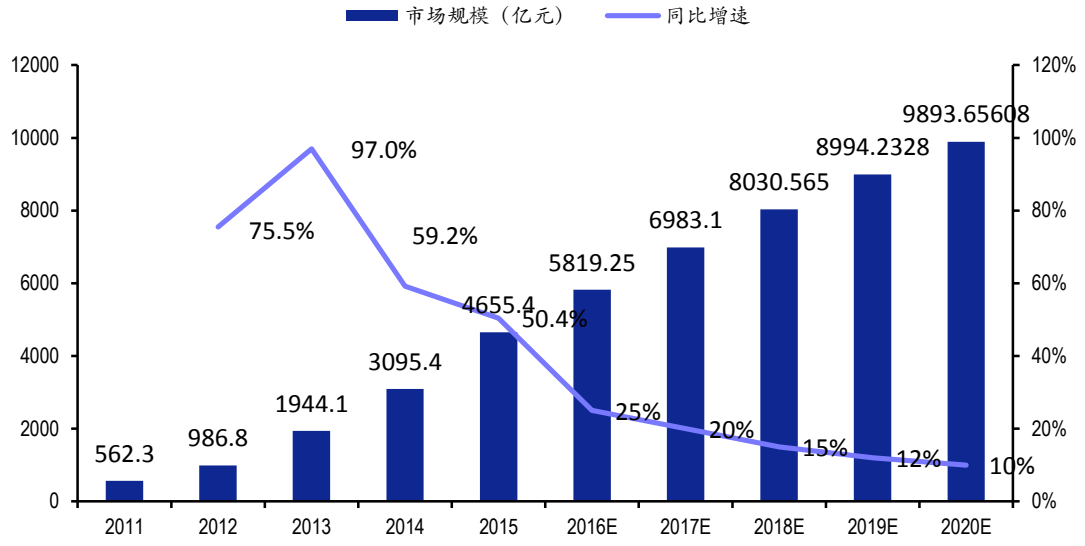
图 20：中国整体网民及移动网民规模发展



资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

根据艾瑞咨询数据，2015 年行业空间达 4655 亿元，过去五年 CAGR 高达 69.6%，考虑到当前行业进入整合期，保守推测 2020 年中国 O2O 市场规模预期超过 9000 亿元。

图 21：中国 O2O 市场规模发展



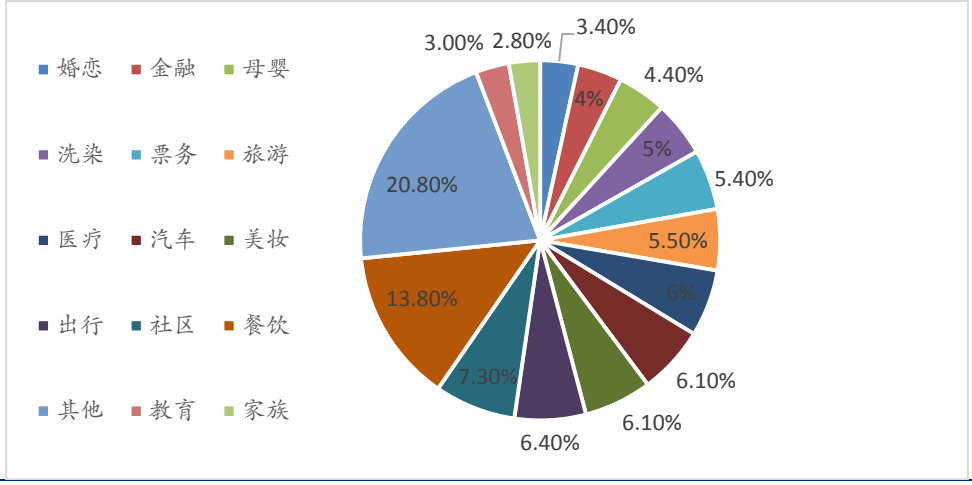
资料来源：艾媒咨询，安信证券研究中心

O2O 商户集中在本地生活领域，多为传统中小企业转型而来。然而目前 O2O 市场缺乏精准的营销推广手段，低效率的地推和高成本的补贴造成 O2O 企业平均获客成本极高（营销费用普遍达到营收的 20-30%）。相比之下，场景营销凭借对本地流量轨迹和网络使用行为的精确挖掘，能够实现在消费者需要的时间和地点提供相关的、有价值的产品和服务，有效降低 O2O 企业的营销成本。

、

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 22：2015 年中国 O2O 行业细分市场分布



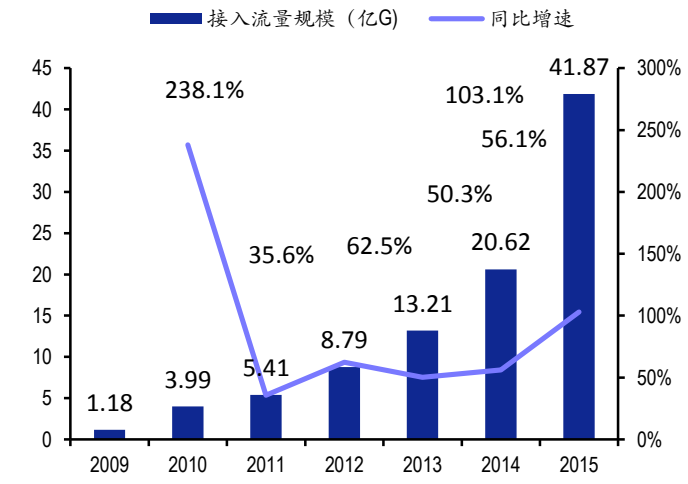
资料来源：途途研究院，安信证券研究中心

2015 年场景营销的市场空间为 690 亿元，2020 年市场空间将达到 1400 亿元。场景营销未来有望成为中国互联网广告行业一个重要的增长引擎。

2.2. 商业 WiFI 方兴未艾，技术壁垒先入为王

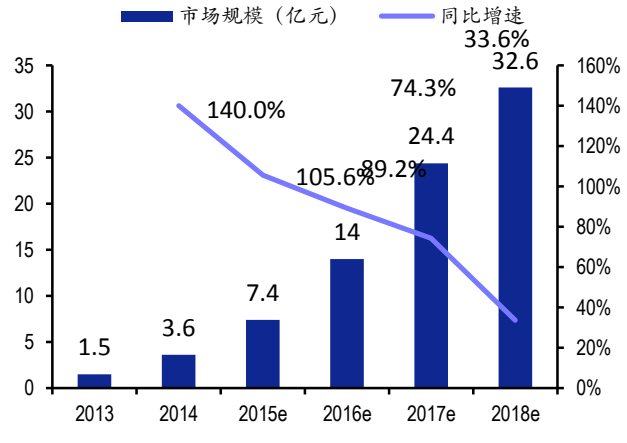
WiFi 是移动互联网重要的底层入口，流量需求是目前用户使用 WiFi 的核心驱动力：移动互联时代用户对 WiFI 需求高速增长，中国移动互联网接入流量已连续 3 年以超过 50%的增长率持续高企。**移动流量的大幅增长，意味着用户对于联网的需求愈发旺盛。移动互联网不断改变着人们的生活方式，未来人们对于移动互联网的依赖越来越强，网络接入服务亦会得到深远发展。**

图 23：2009-2014 年移动互联网流量发展情况比



资料来源：工信部，艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 24：2013-2018 年中国商业 WiFi 市场规模



资料来源：Wind，安信证券研究中心

WiFi 既是联网入口：WiFi 网络提供的是用户联网的底层通道，除传统电信运营商的网络外，是用户接入互联网的第一层应用以及管道；又是用户入口：用户对于 WiFi 的使用率极高，根据调研数据显示，有 75.6%的用户使用 WiFi 接入互联网，WiFi 网络的高速性与稳定性获得了用户的认可。

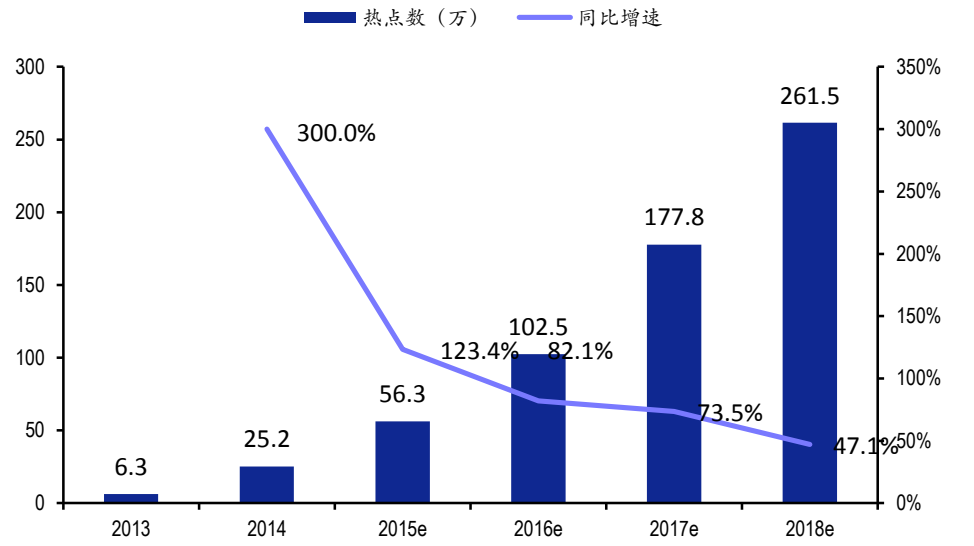
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 25：中国互联网用户入口图谱

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

但是，作为 WiFi 市场的新兴领域，**目前我国商业 WiFi 市场整体仍处于初早期阶段**。2014 年中国商业 WiFi 市场规模为 3.6 亿元，同比增长 147.1%。一方面，大部分商业 WiFi 公司成立于近两年，铺设的热点数量较少。

图 26：2013-2018 年中国商业 WiFi 热点数量



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

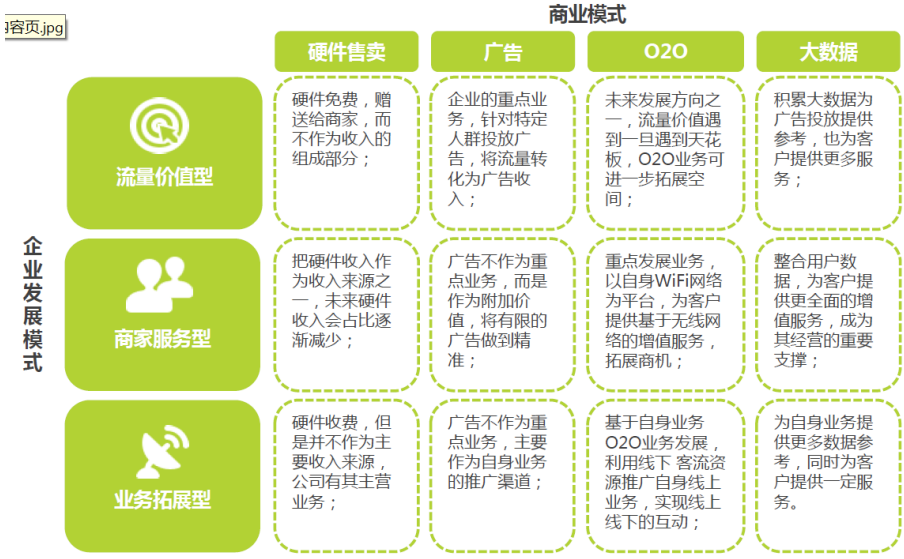
另一方面，**商业 WiFi 暂时没有较清晰的商业模式，**目前商业 WiFi 公司营收主要由广告、硬件售卖以及增值服务构成，2014 年其各部分营收占比分别为 60.3%、23.4%和 16.8%。**以硬件销售和单一的 Portal 页面广告收入为主的营收无法支撑行业的长期发展，各企业需要不断探索。**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 27：商业 WiFi 产业链分析（涉及硬件、软件和服务运营等环节）

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 28：商业 WiFi 商业模式



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

近两年，用户对于 WiFi 的需求大幅提升，互联网巨头看到了 WiFi 的入口价值，纷纷选择以 WiFi 应用平台的形式入局商业 WiFi 领域。BAT 分别投资一路热点、树熊和迈外迪等商业 WIFI 公司，可以预期 WiFi 将会成为海量用户的入口，行业迎来快速发展期。

表 5：国内典型商业 WiFi 模式对比公司

公司名称	公司定位	细分市场选择	产品形态	经营模式
光音小云	场景营销云平台服务商	中小商户、社区和社群	光音小云无线网络一体化解决方案，数字营销平台广告家	线下引流，线上数字营销，O2O 的精准流量变现
树熊	商用智能 Wi-Fi 产品和方案提供商	小额高频的消费场所	树熊 Cloud-OS 智能 Wi-Fi 平台	硬件销售、商户服务
迈外迪	商用智能 Wi-Fi 方案提供商	大流量项目	自营产品	免费为商户提供硬件，通过广告模式盈利
一路热点	公交 Wi-Fi 独家运营	公交 Wi-Fi	车载 WiFi+16WiFi 客户端	App 应用+流量变现
百米生活	搭建 Wi-Fi 环境下的移动电商平台	商业 Wi-Fi 本地生活虚拟商城	免费 Wi-Fi 覆盖下的电商平台	免费 Wi-Fi 网络和后台应用，引流到电商平台

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

WiFi 将会成为海量用户的入口，大量的用户行为数据将流经这一数据通道，而大数据能够推算出用户的消费行为习惯，满足用户需求的精准营销才能带来更高转化率，大数据驱动的 O2O 精准营销将成为 WiFi 新商业模式。

2.3. 社群商业兴起，内容沉淀有赖大数据精准支持

互联网商业模式演进可以分为三个层次，最底层是以产品为中心，其次以平台为中心，最**高层以社区为中心，由此出现了社群商业。**社群是去中心化的自组织形态，通过社交工具聚合关系链，形成社群组织中的主导者，以开放的模式打造品牌传播力，通过分享观点引起共鸣。

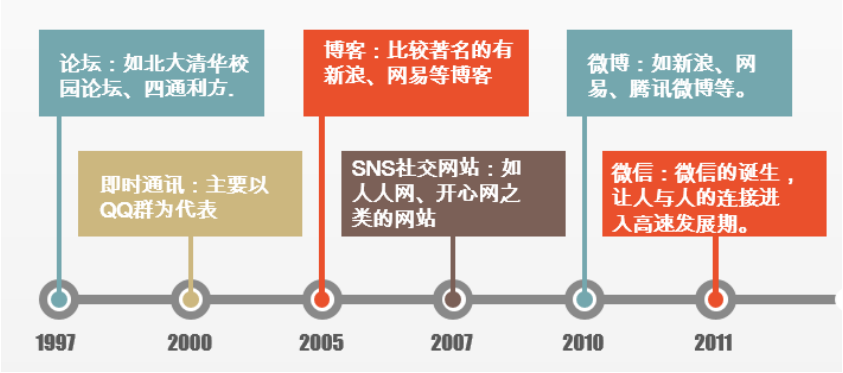
表 6：社群典型商业模式代表

模式	内容（流量导入）	社群（流量沉淀）	商业（流量变现）
小米	高性价比产品、高调营销	小米社区	小米商城
微信	社交工具	朋友圈、微信圈	嘀嘀打车、精选商品
大姨吗	女性经期管理工具	女性交流社区	女性健康电商
创业家	创业家 i 黑马	I 黑马创业者社区	黑马训练营/投融资服务
逻辑思维	微信公众账号自媒体	会员体系/会员活动	组团霸王餐/做月饼
YOHO	《YOHO!潮流志》《YOHO 女生志》	会员体系/网络社区	C2B 电商网站
和君	和君商学院/和君视野/和君微信平台	三度社区/和君荟/商学俱乐部	咨询/资本/电商

资料来源：和君咨询，安信证券研究中心

作为世界第一人口大国，中国的互联网社群的发展领先于世界，并逐渐成熟化和规范化。这种新的人的连接方式和协作方式正在对中国新经济的发展与社会进步产生潜移默化的影响。

图 29：中国社群平台的发展历程



资料来源：速途研究院，安信证券研究中心

社群经济的基础有四要素：1、承载在内容之中的共同目标或价值观，以有效区隔和凝聚不同群体；2、高效率的协同工具如微信、微博、app 等移动实时社交工具；3、常态化的线上线下互动维系社群生态、保持社群活性；4、不破坏社群生态的流量变现方案实现经济效益。

图 30：社群经济要素

资料来源：互联网公开，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

目前社群发展的难点是用户沉淀，引流成本高企的情况下对流量的留存才顺利实现流量的可持续变现，能解决这一痛点的企业将大有市场，用户画像和大数据技术可以通过对用户海量数据的分析还原用户图谱，精准解析其相关兴趣并推送合适的话题、活动等，成为社群经济竞争中的核心优势。

3. 公司分析：专注场景营销云平台，打造 O2O 营销生态圈

3.1. 占据场景流量入口，线上+线下双引擎驱动

互联网广告时代，流量基础从根本上决定了数字营销的效果保障，BAT 依靠自己的平台优势运营自有的海量流量的同时，聚合长尾流量、布局数字营销领域，分割并占据了搜索流量、电商流量和社交流量三大主要流量入口的龙头地位。

表 7：BAT 数字营销大事记

平台	数字营销大事记	发力重点
腾讯	发布 DMP,并与电商、搜索、生活服务等领域的合作伙伴签约 广点通与微信广告中心共同并入企业发展事业群（CDG），组成“腾讯社交广告部 发布腾讯程序化广告交易平台（Tencent AD exchange） 腾讯社交广告联合京东、58 同城等合作伙伴，提出电商、移动应用下载、快消等行业解决方案，同时以开放心态与 AdMaster、阳狮锐奇、品友互动、智云众等企业在 DMP、Ad Exchange 等领域达成深度合作	围绕腾讯在 QQ、QQ 空间、微信等优势渠道发力社交广告。
阿里	阿里妈妈武林大会宣布“走出”淘宝，将组建基于阿里大数据为核心的品牌营销服务中心 全面整合易传媒 自动化智能营销工具“阿里魔镜”，在达摩盘上线内测。	围绕淘宝生态，大数据支撑电商流量运营为重点
百度	发布 ssp 媒体服务，为不同媒体提供解决方案 举行百度世界大会，百度数字营销服务体系升级 发布“多元交易，全流量接入，标准化建设”三大招 向全球合作伙伴推出移动广告平台 DU AD Platform 截止到 15 年底，BES 已经覆盖 Web、APP、视频三大平台，超 20 个行业、近百万家媒体。	基于百度联盟搜索流量，继续丰富流量接入，会持续原生化、定制化、交互化等适合不同营销诉求的广告形式。 场景识别更加精准：百度将进一步结合地图服务的数据优势，通过提升基于地理位置以及用户喜好的策略，来更加精准地识别出用户场景。

资料来源：Fmarketing，安信证券研究中心

搜索流量、电商流量、社交流量均是线上流量，**在 BAT 为首的三大阵营分割下线上数据变现充分已成红海之势，成熟的线上数字营销生态制约第三方发展**。而 O2O 营销需求得不到满足，O2O 营销效率低下:线上企业线下吸客成本过高、初创企业难以存活；线下企业缺乏 IT 技术进行线上推广，本地广告主缺乏定向流量。

线上线下冰火两重天的境况孕育出了移动互联时代新的 BAT 级别的流量入口，基于场景流量的 O2O 营销变革直击行业痛点，将成为数字营销的下一个增长点。光音网络作为行业领先的本地互联网综合服务提供商，拥有场景营销的先发优势和深度理解力，坚持把互联网做到覆盖延伸范围之外的最后 100 米，占据入网用户最近的无线网络流量入口。

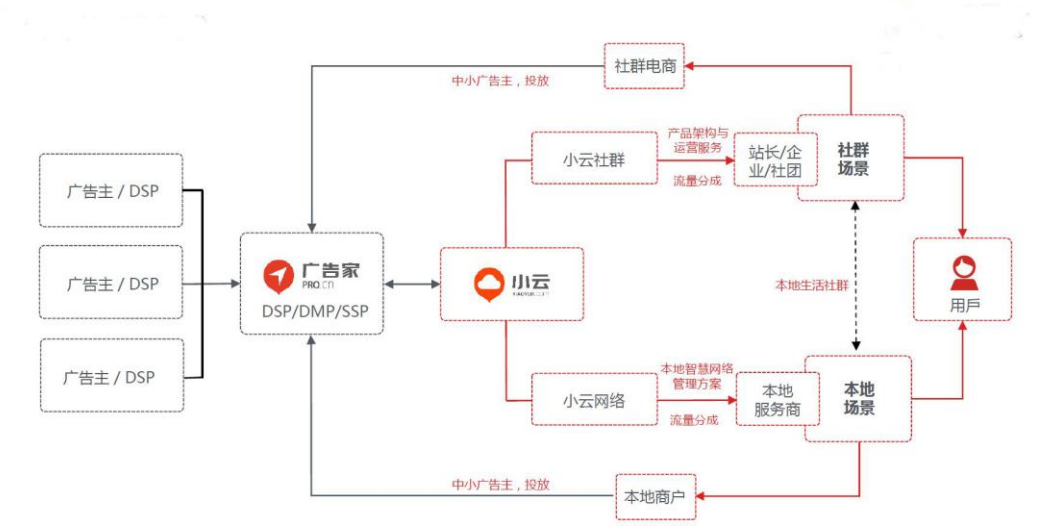
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 31：各类流量龙头企业比较

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司的主要商业模式是“光音小云+广告家”双引擎驱动模式，一方面，**光音小云引流并沉淀用户**，包括：**小云 WIFI** 通过铺设商业无线网络以及与其他商业 WIFI、网络动运营商合作构建了庞大的无线网络场景，占据了用户户外入网的场景流量入口，由此也获取了最佳场景营销渠道；同时，**小云社区**基于本地场景，通过智慧社区产品利用运营商垂直网络打造成用户服务平台，实现用户零距离触达，**服务本地商户线下定向营销**，高效分发运营商主产品及增值业务，增加用户触点，降低运营成本、增加收益，为未来**智慧城市**奠基；此外，**小云社群基于社群场景**沉淀用户，以 UGC 模式重塑广告信任感，由此纵深拓展**社群电商**。最终在大数据技术支持下，通过线上的**场景营销平台广告家**将流量精准变现并提高转化率，形成场景营销商业闭环。

图 32：公司商业模式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

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。因此，**公司将继续依托现有的 O2O 优势，将双引擎战略将纵深演化，丰富社群场景和本地场景营销服务能力和服务范围，不断巩固商业模式壁垒。**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 33：公司双引擎优势壁垒

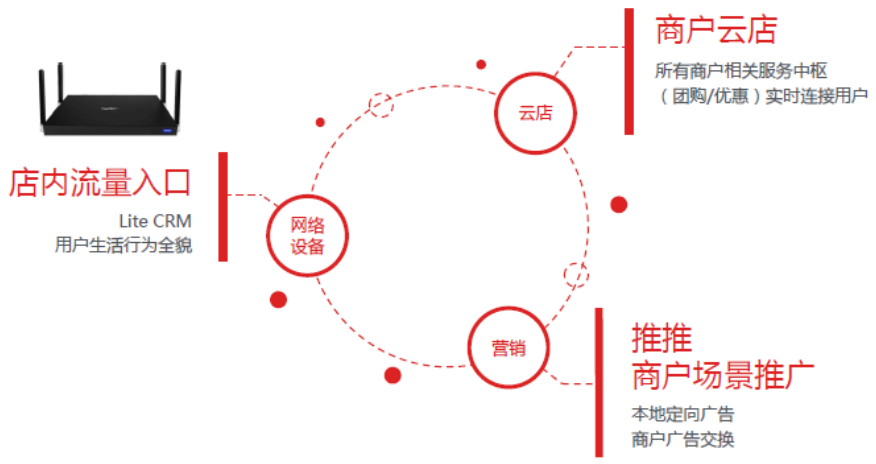
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 小云 WiFi：构建综合性场景流量入口

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覆盖了超过一万个的合作商家及运营商场景**。光音网络在传统的 PC 局域网有着丰富的营销服务经验积累，PC 端服务客户超 10 万家 。而光音小云商业 WiFi 旨在为商户提供一种移动互联网解决方案，**即致力于为中小商户，包括但不仅限于餐饮，娱乐，美容，咖啡厅，电影院，4S 店等本地场景客户提供一整套 O2O 解决方案**。

小云 WiFi 本地商户 O2O 解决方案主要包括**小云 WiFi 网络设备、商户云店（光音小云旺店）以及商户场景推广“推推”三部分**，提供的主要服务内容包括：**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。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。

图 34：小云 WiFi 本地商户 O2O 解决方案



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

小云 WiFi 是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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

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。

图 35：光音小云后台管理界面

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

“推推”是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 36：“推推”界面

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

此外，通过与其他商业 WiFi 合作、外延收购的方式扩展本地网络，**2016 年 1 月公司以 300 万元收购享途科技 10%股权，切入车用 WiFi 市场。**

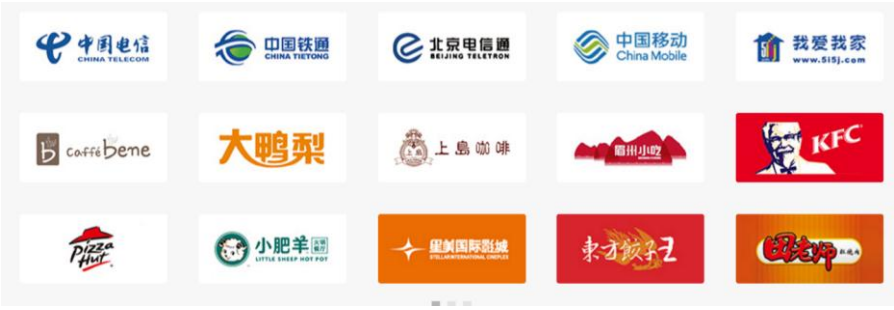
图 37：小云 商业 WiFi 媒体合作伙伴

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 38：网吧媒体合作伙伴

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 39：小云 WiFi 合作商户



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

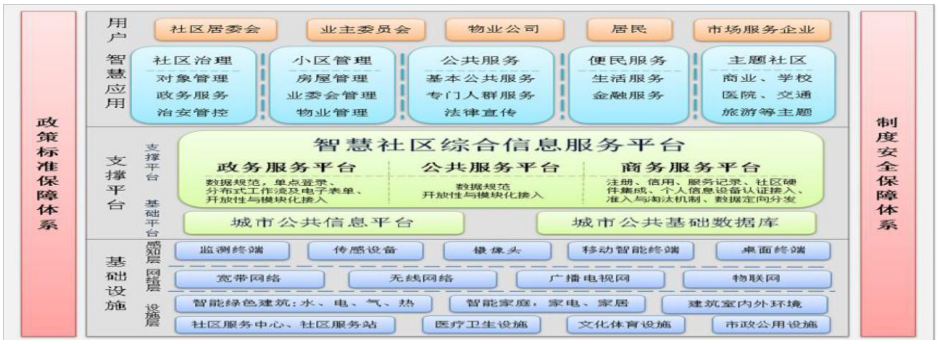
目前，**公司通过旗下的光音小云和其他商业 WiFi 网络目前已经合计覆盖包括星美影院、好伦哥、味多美、我爱我家、眉州东坡等在内的 30 万家知名商户、3 万辆公交巴士、1500 家娱乐场所、全国 95%以上的网吧，以及机场、火车站、旅游景点等驻地网络。**因此这些商业 WiFi 聚集了大量网络流量，成为一个新兴的场景流量入口，为精准分析本地网络使用行为进而实现变现打下了基础。

3.3. 小云社区：创新智慧社区解决方案

智慧社区是通过综合运用现代科学技术，整合区域人、地、物、情、事、组织和房屋等信息，统筹公共管理、公共服务和商业服务等资源，以智慧社区综合信息服务平台为支撑，依托适度领先的基础设施建设，提升社区治理和小区管理现代化，促进公共服务和便民利民服务智能化的一种社区管理和服务的创新模式。**小云社区旨在通过智慧社区产品，利用运营商垂直**

网络打造成用户服务平台，实现用户零距离触达，高效分发运营商主产品及增值业务，增加用户触点，降低运营成本，增加收益。

图 40：智慧社区架构

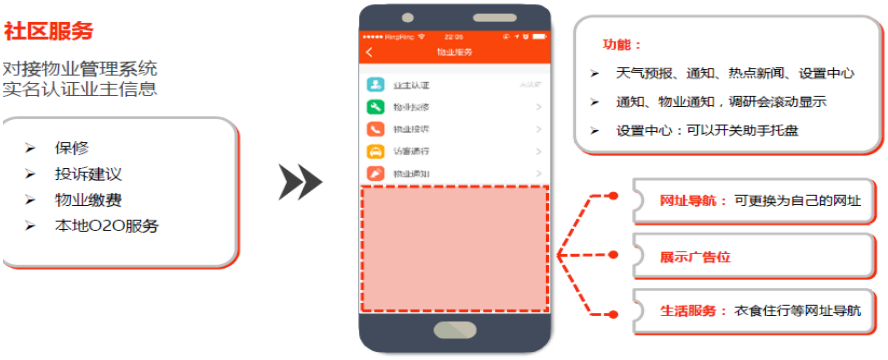


资料来源：住建部《智慧社区建设指南》，安信证券研究中心

小云社区打造了基于本地生活的用户服务平台，通过该平台提供直达用户的高效服务，包括：**通过自有应用的精准推荐和分发将自有及异网用户转化；提供有效的线上线下互动，实现电销渠道导流和营业厅网格化服务；此外，将平台监控搜集的 DMP 数据对接自有 DSP 平台建设，丰富本地广告主。**由此解决广告主 O2O 商业痛点，助力传统产业升级，打通产业通道，在共建智慧城市中发挥核心作用，形成公司核心驱动力。在此基础上，进一步进行纵深布局、整合 O2O 产业打造社区电商平台。

小云社区平台产品包括架构在智慧社区综合信息服务平台之上的智慧应用体系，涵盖了以对象管理与专门人群服务、政务服务、治安管控为主的社区治理与公共服务，以房屋管理和物业管理为主的小区管理，以生活服务和金融服务为主的便民服务，以及主题社区等五大领域，涉及社区管理、运行、服务三个层面。

图 41：小云社区平台产品



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

目**前小云社区系统已经通过了公安部信息安全系统的评审检测，并获得销售许可**。公司先后与太原市迎泽区人民防空办公室就智慧人防项目和中国铁通集团有限公司湖南分公司就智慧铁通项目达成战略合作协议。**未来公司将继续在智慧城市的基础架构上发展固网、移动通信网和卫星通信网络的连接渠道，为社区提供丰富的本地 O2O 服务，以及差异化的增值服务产品去沉淀用户。**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 42：小云社区本地 O2O 服务

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.4. 小云社群：打造国内最大的社群云平台

移动互联是社群化、去中心化的时代，社群本质上是基于共同目标、利益、兴趣等要素聚合起来的弱关系社交，但基于社群信任感的传播可以大幅降低产品传播成本，由此延伸出体验经济和口碑经济的广阔营销空间。**小云社群是公司在既有的生活场景市场外，在社群场景业务这一全新的蓝海市场所做的战略布局。**

区别于网红经济围绕个别网红进行的 PGC 内容生产，**小云社群的社群经济模式更适应移动互联“去中心化”特点，其 UGC 的内容生产方式更增强了用户参与度与粘性，盈利模式也更加丰富包括电商/广告/会员费等，生命周期不局限于某一个个体而更稳定**；目前小云社群已经为全行业超过 5 万个社群提供服务，日均移动用户服务超过 5000 万人次，年底目标破 1 亿次。

图 43：小云社群客户案例

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

小云社群为社群类客户提供**包括流量导入、流量沉淀和变现的一整套解决方案**。它能帮助定制专属社群客户端（小云 APP），并连接流量入口轻松获客，低成本、快速地构建起移动社群，并提供多样增值服务简化运营和营销，由此确立起小云社群的核心竞争优势。

具体看小云社群的产品矩阵，横向上分为开发、运营、推广、增值四个环节，纵向上分成后台支撑和前台接触层。其中，前端包括：**覆盖全移动媒介的产品模式**包括 APP、Wap APP、

H5、WEB 等；**完善的运营体系**包括用户运营、内容运营和活动运营等；**多种用户触达方式**包括移动广告、电商服务、游戏服务、应用服务等；**多样化的增值服务**包括流量服务、技术服务等； 后台包括：**基于模块的功能管理**包括内容、账户、广告和应用管理；**云端数据管理**包括数据云端、独立安全、数据同步；**支撑平台**包括管理后台、短信平台、开发者平台和服务市场；**高级支持**包括技能培训、技术支持等。

图 44：小云社群产品矩阵

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

根据公司公告，2016 年 2 月公司以 950 万元收购效果无限拥有的 4 项计算机著作权和安米网站，上线小云 APP，进一步拓展小云社群服务能力。目前，手机 APP 仍然是创业者的主流防线，也是传统企业转型不可或缺的工具。但是传统开发 APP 过高的技术门槛和漫长的周期，阻碍了很多创业者和企业主小云 APP(app.xiaoyun.com)的出现无疑很好的解决了这个难题。

小云 APP 是国内首个 APP 社群应用平台，该产品采用模块化组合，无论是技术大牛还是菜鸟小白，都可以快速构建专属的手机应用，针对专业用户，小云 APP 还提供了二次开发、APP 一键上架(苹果和各大安卓市场)、运营推广及增值服务，帮助站长做运营做推广，让站长更轻松赚钱。小云 APP 的出现让人人定制手机客户端成为可能。

图 45：小云 app 产品特点

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

5 月 9 日小云 APP 宣布推出“Discuz!&PHPWind 转 APP 插件”。利用该插件，广大站长可以轻松将自己的网站转换成手机 APP。根据 CNNIC 第 37 次中国互联网统计报告显示，目前中国网民达 6.68 亿，其中使用手机上网人群高达 90.1%，移动互联网大趋势面对急速下滑的流量，部分有先见之明的网站已经转向移动端开发各类手机 APP，但对于一没资金、二没技术的中小站长来说没有能力单独开发 APP。此次小云 APP 推出“Discuz!&PHPWind 转 APP 插件”,能够很好的解决站长们低成本开发 APP、快速转型移动互联网的难题。因此，小云 APP 转换插件的发布将推动中国网站向移动互联网加速转型。

目前已经有超过 5 万家企业和站长通过小云 APP 构建了专属的手机应用，涵盖企业、旅行、教育、兴趣、生活、汽车、地方网站等不同行业。小云 APP 已成为站长转型移动互联网、企业步入互联网+的最佳解决方案。

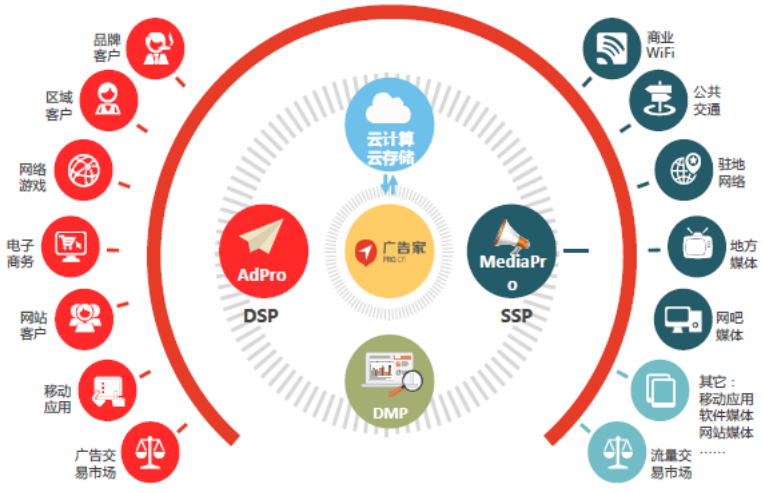
图 46：小云 app 社群客户

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.5. 广告家：场景营销变现引擎，大数据挖掘提升盈利能力

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，凭借自主开发的场景媒体流量自助平台 MediaPro，以及开放数据平台 DATAPRO，将程序化购买与场景结合，覆盖 70 个城市包括消费、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 2.5 亿独立用户，每日 PV 超 8 亿，年底预计超过 10 亿，为数十万广告主提供快速、高效、直达场景的跨屏实时解决方案。

图 47：广告家场景营销服务平台示意图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

● 广告家 Pro.cn **AdPro**3.0 **采用“场景＋程序化”的广告投放模式，拥有场景轨迹定向、实时行为定向、相似人群定向和高级回头客定向等四独特大技术**，具备程序化购买和智能投放两大优势：

程序化购买：广告主（代理商）通过 AdPro 广告平台，自主执行广告媒体购买进行广告投放，过程更加透明，投放形式、投放时间、预算分配更加灵活，大大提升广告投放效率，减少广告成本。

智能投放：支持对 Web，Mobile，APP，SEM，视频等多种广告形式的智能调度。支持各类环境下各种广告展现形式的智能投放，在不影响现有广告位收入的情况下，以全新的广告形式提升媒体收入，同时增强用户体验。支持时间、地域、频次、系统、场景、访客、行为和人群等不同标签的广告家 Pro.cnAdPro3.0，能够根据用户实时行为，结合用户所在场景，从而展现符合当时兴趣或需求的广告。例如，通过 AdPro3.0，汽车广告主可以对浏览汽车资讯、光临 4S 店、经常来往机场咖啡厅的的场景用户进行定向投放。

AdPro3.0 拥有消费、交通、驻地、公共设施、城市热点等 5 大场景媒体类型，覆盖全国 75%以上 Wi-Fi 类营销资源，多场景捕捉更多消费者需求，精准反馈受众所在场景信息，让投放更加精细透明。通过独有的四大定向技术，能够全面洞察受众在不同场景下的行为标签，并结合用户所在场景，找到更多相识受众，基于此，广告主可以按维度任意细分后，按需进行组合后进行创意推送，以满足多维且精细化的营销需求。

广告家 Pro.cn 营销平台拥有最广泛的场景营销库，除了光音小云 WiFi 之外，目前还有 70 多家商用 WiFi 网络集成到广告家 Pro.cn 的广告平台系统，覆盖了 60 万台设备。**广告家坚持技术驱动定位，陆续推出了 Adpro 和 Datapro 等新系统产品，基于原有的 MediaPro 场景媒体流量自助平台、新搭建的 Adpro 场景营销自助平台以及 Datapro 场景数据服务平台，进一步丰满了光音网络**完整的场景营销服务生态。

图 48：广告家覆盖场景示例

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

广告家场景营销平台主要做网段经营，在网段内不存在 Cookie。而用户在网吧上网或者用商用 WiFi 上网，是跨多域名的，这类媒体流量叫“具有媒体的广告属性而不具有媒体内容属性”的特型媒体。没有 Cookie 的场景造成传统数字营销技术很难做定向。但**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**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

Pro.cn 的大数据做标签分析，然后进行内容的精准投放，这是公司的核心技术。目前公司有 1000 多台服务器处理器为广告家 Pro.cn 进行数据处理工作。

●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，其中 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，具体分类如下：

表 8：MediaPro 覆盖的场景分类

场景类别	普通合伙人
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	移动 CMCC、电信 CHINANET、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。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

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。

●DATAPRO 是广告家旗下开放的场景数据服务平台，通过数据监测、数据分析、算法挖掘、数据交换和交易，构建广告家的 DMP-数据管理平台。其中，数据监测主要对广告和多渠道来源数据提供监控、比对、实时报警并逐步开发对应于各个场景的数据调查；数据分析服务用最简洁的方式搜集、处理、展示业务数据为中小 O2O 客户提供接地气的数据服务；通过高效的数据模型和算法挖掘提供更个性化和精准营销服务；此外，还通过数据交易平台撮合和交换数据提高流量使用效率，最终搭建广告家的 DMP 数据管理平台，也为其他公司建立服务 DSP 数据平台并提供管理服务。

图 49：DATAPRO 平台示意图

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 50：DATAPRO 案例： xx 省电信智慧社区解决方案

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

广告家 Pro.cn 作为公司核心的流量变现系统，未来将通过不断的技术迭代和产品升级，成为领先的开放式场景化数字营销网络，**2016 年广告家生态的日均 PV 将超过 10 亿，监听 PV 超过 100 亿，打造为赋能型产品生态，提升平台的商业化能力和溢价能力，并积极拓展更为多元的广告主和媒体资源组合。**

● 未来三年，公**司将坚持“连接一切本地生活到云端”和“无场景不广告”的战略定位，着力打造和完善场景营销大数据云平台的闭环生态圈。**进一步扩大光音小云商业 WiFi 的覆盖范围，巩固在餐饮、娱乐和网吧等领域领先优势的同时积极拓展交通枢纽、医院、学校等驻地场景。完善和推广线下商户的线上微店商一体化管理系统和解决方案。拓展商业 WiFi 网络在智慧城市的应用。加大技术研发投入，升级相关软硬件产品，重点攻关高安全性商业 WiFi 网络技术。光音小云作为公司的场景流量入口将积极拓展更丰富的流量获取模式。在智慧城市的基础架构上发展固网、移动通信网和卫星通信网络的连接渠道，并通过差异化的增值服务产品去沉淀用户。此外，在现有的生活场景市场外，光音小云将积极探索社群场景业务这一全新的蓝海市场。

4. 盈利预测

投资建议：我们预计公司 2016 年-2018 年的收入增速分别为 103.1%、72.7%、57.7%，净利润增速分别为 100.0%、68.0%、60.9%。考虑到公司所处行业高速发展,业绩正迅猛增长,且在场景营销领域具备稀缺性,首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 131.25 元，相当于 16 年 PS7X。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 9：新三板营销公司估值比较（2016 年 6 月 12 日更新）

公司简称	15 年净利润（亿元）	16E 净利润（亿元）	2015EPS	2016EPS	15PE	16PE	15PS	16PS
有米科技	0.35	0.63	0.44	0.81	58.38	32.27	2.77	1.97
点点客	0.30	0.62	0.11	0.22	68.63	30.72	10.41	5.19
银橙传媒	0.52	0.72	0.39	0.53	46.61	33.78	6.72	4.75
道有道	0.49	0.83	0.61	1.03	37.76	22.30	9.17	3.98
璧合科技	0.13	0.35	0.20	0.55	136.47	50.79	8.1	3.72
哇棒传媒	0.24	0.49	0.40	0.82	42.15	21.22	4.71	2.12
随视传媒	-0.16	N/A	-0.36	N/A	-54.99	N/A	11.61	N/A
瓦力科技	0.20	N/A	0.32	N/A	28.66	N/A	5.22	N/A
尚思传媒	-0.01	N/A	-0.03	N/A	-282.19	N/A	2.84	N/A
众引传播	0.14	N/A	0.47	N/A	46.00	N/A	8.14	N/A
喜宝动力	0.08	N/A	0.93	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
剧星传媒	0.16	N/A	0.53	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
盘石股份	0.13	N/A	0.60	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均值	0.2	0.61	0.35	0.66	9.80	31.85	6.97	3.62

数据来源：wind 一致预期,安信证券研究中心

表 10：A 股营销公司估值比较（2016 年 6 月 12 日更新）

公司简称	15 净利润	16E 净利润	2015EPS	2016EPS	15PE	16PE	15PS	16PS
巴士在线	0.11	1.37	0.04	0.46	838.33	66.45	49.89	15.76
申科股份	0.21	N/A	0.14	N/A	163.19	N/A	N/A	N/A
深大通	0.06	3.40	0.03	1.77	1841.69	32.16	35.78	N/A
三六五网	1.26	1.73	0.66	0.90	49.57	36.24	9.76	7.35
明家联合	0.55	2.12	0.17	0.67	201.66	52.59	12.39	6.65
联创股份	0.31	1.35	0.19	0.85	116.67	26.63	3.73	2.16
新文化	2.48	3.97	0.46	0.74	54.32	33.96	13.14	8.66
龙韵股份	0.41	N/A	0.61	N/A	116.99	0.00	3.60	0.00
腾信股份	1.47	2.09	0.38	0.54	70.78	49.93	7.17	5.31
广博股份	0.82	2.03	0.27	0.67	67.86	27.52	3.84	2.80
吴通控股	1.67	2.80	0.52	0.88	63.36	37.89	7.07	5.06
联建光电	2.24	3.90	0.44	0.77	55.37	31.76	8.13	5.14
天龙集团	0.47	2.09	0.16	0.72	186.36	41.51	5.06	1.71
引力传媒	0.27	0.83	0.20	0.62	240.70	79.20	3.52	2.74
科达股份	1.17	5.43	0.13	0.63	121.56	26.21	5.89	2.71
思美传媒	0.88	1.78	0.93	1.87	123.29	61.08	4.37	2.69
华谊嘉信	1.28	1.63	0.19	0.24	48.31	37.79	1.90	1.81
利欧股份	2.25	8.43	0.15	0.56	113.17	30.25	5.81	3.18
电广传媒	3.81	8.81	0.27	0.62	60.37	26.14	3.85	2.85
蓝色光标	0.68	7.58	0.03	0.38	292.29	26.12	2.37	1.55
分众传媒	33.89	44.41	0.78	1.02	40.92	31.23	16.08	12.70
刚泰控股	3.48	8.18	0.23	0.55	70.81	30.08	2.78	1.94
省广股份	5.48	7.37	0.61	0.81	22.72	16.88	1.29	10.44
平均值	**2.78**	**5.78**	**0.33**	**0.77**	**222.86**	**38.17**	**9.02**	**5.16**

数据来源：wind 一致预期,安信证券研究中心

风险提示：行业增速放缓，竞争风险，人才流失风险。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	164.9	298.7	606.7	1,047.9	1,652.3
减:营业成本	97.8	158.6	354.0	612.4	980.0
营业税费	1.0	1.3	2.9	3.5	5.1
销售费用	26.0	42.8	74.9	124.5	184.7
管理费用	12.3	24.4	38.0	73.4	100.8
财务费用	-0.0	-0.2	0.9	0.8	0.7
资产减值损失	1.6	2.0	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	0.0	-0.0	0.0
投资和汇兑收益	-0.4	0.8	2.0	2.0	1.0
营业利润	25.9	70.6	138.1	235.3	381.7
加:营业外净收支	0.5	-0.7	1.1	0.4	0.5
利润总额	26.4	69.9	139.2	235.7	382.2
减:所得税	1.9	6.4	12.7	24.0	39.8
净利润	24.6	63.7	126.6	211.7	342.5

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	20.3	40.7	335.0	555.4	892.2
交易性金融资产	-	-	0.0	0.0	0.0
应收帐款	38.6	40.6	77.3	126.4	194.8
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	1.5	1.1	8.8	8.2	19.0
存货	0.9	2.1	-	-	-
其他流动资产	1.1	10.8	10.7	10.9	10.8
可供出售金融资产	-	37.3	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2.2	1.7	1.7	1.7	1.7
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	4.2	15.0	25.0	35.0	45.0
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	3.6	2.4	1.4	0.4	-
其他非流动资产	0.9	1.0	0.3	0.3	0.3
资产总额	73.3	152.6	460.2	738.3	1,163.8
短期债务	-	8.1	120.6	163.7	212.7
应付帐款	38.6	28.0	109.7	128.5	252.6
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	8.7	36.6	29.6	30.9	32.1
长期借款	-	6.9	-	34.0	-
其他非流动负债	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
负债总额	47.5	79.7	259.9	357.2	497.5
少数股东权益	0.2	-	-	-	-
股本	11.0	30.0	31.8	31.8	31.8
留存收益	14.6	43.0	106.9	276.3	550.2
股东权益	25.8	73.0	138.7	308.1	582.0

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	24.5	63.5	126.6	211.7	342.5
加:折旧和摊销	2.9	5.6	2.5	2.5	1.6
资产减值准备	1.6	2.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	0.0	-0.0	0.0
财务费用	-	0.1	0.9	0.8	0.7
投资损失	0.4	-0.8	-2.0	-2.0	-1.0
少数股东损益	-0.2	-0.2	-	-	-
营运资金的变动	-7.2	-12.1	40.6	-28.5	46.2
经营活动产生现金流量	16.5	61.9	168.5	184.5	390.0
投资活动产生现金流量	-3.3	-60.6	39.3	1.9	1.1
融资活动产生现金流量	-	19.1	86.4	34.0	-54.3

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	197.6%	81.1%	103.1%	72.7%	57.7%
营业利润增长率	2670.9	172.8%	95.7%	70.4%	62.2%
净利润增长率	2925.6	158.6%	98.7%	67.2%	61.8%
EBITDA 增长率	1219.0	171.2%	88.6%	68.7%	61.0%
EBIT 增长率	2928.0	172.5%	97.5%	69.9%	62.0%
NOPLAT 增长率	2218.9	167.2%	97.6%	67.8%	61.6%
投资资本增长率	-153.6%	352.6%	722.9%	57.9%	7.4%
净资产增长率	2043.8	183.2%	90.1%	122.1%	88.9%
利润率					
毛利率	40.7%	46.9%	41.7%	41.6%	40.7%
营业利润率	15.7%	23.6%	22.8%	22.5%	23.1%
净利润率	14.9%	21.3%	20.9%	20.2%	20.7%
EBITDA/营业收入	16.8%	25.1%	23.3%	22.8%	23.3%
EBIT/营业收入	15.7%	23.6%	22.9%	22.5%	23.2%
运营效率					
固定资产周转天数	7	12	12	10	9
流动营业资本周转天数	-21	-6	-14	-10	-8
流动资产周转天数	96	95	156	195	198
应收帐款周转天数	60	48	35	35	35
存货周转天数	1	2	1		
总资产周转天数	116	136	182	206	207
投资资本周转天数	-3	12	43	57	46
投资回报率					
ROE	96.3%	87.3%	91.2%	68.7%	58.8%
ROA	33.4%	41.6%	27.5%	28.7%	29.4%
ROIC	-368.3%	1837.0	802.3%	163.6%	167.3%
费用率					
销售费用率	15.8%	14.3%	12.3%	11.9%	11.2%
管理费用率	7.4%	8.2%	6.3%	7.0%	6.1%
财务费用率	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
三费/营业收入	23.2%	22.4%	18.7%	19.0%	17.3%
偿债能力					
资产负债率	64.8%	52.2%	65.2%	53.7%	46.1%
负债权益比	184.4%	109.2%	187.4%	116.0%	85.5%
流动比率	1.32	1.31	1.66	2.17	2.25
速动比率	1.30	1.28	1.66	2.17	2.25
利息保障倍数	-561.77	-361.17	154.49	295.28	546.63
分红指标					
DPS(元)	-	0.18	0.80	1.33	2.15
分红比率	0.0%	9.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.8%	1.4%	2.3%

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.77	2.00	3.98	6.66	10.77
BVPS(元)	0.80	2.29	4.36	9.69	18.30
PE(X)	121.8	47.1	23.7	14.2	8.8
PB(X)	117.3	41.1	21.6	9.7	5.2
P/FCF	204.7	40.6	11.7	11.9	7.6
P/S	18.2	10.0	4.9	2.9	1.8
EV/EBITDA	-	-	22.1	13.4	8.4
CAGR(%)	105.3%	75.4%	467.5%	105.3%	75.4%
PEG	1.2	0.6	0.1	0.1	0.1
ROIC/WACC		-27.5%	-48.7%	12.4%	58.7%
REP	-	-	0.3	1.0	0.9

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于三板成分指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于三板成分指数波动；

■ 分析师声明

杨文硕声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本

■ **销售联系人**

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。