

联创互联 (300343)

聚合优质资源，打造营销闭环

——公司首次覆盖报告

首次覆盖

评级：增持

目标价格：23.38

当前价格：16.73

2017.10.10

	陈筱 (分析师)	苗瑜 (研究助理)
	021-38675863	021-38032027
	chenxiaoyu@gtjas.com	miaoyu@gtjas.com
证书编号	S0880515040003	S0880116090196

本报告导读：

公司已形成以营销和公关服务为核心、以移动端和新媒体为渠道，在数字营销产业链各环节提供全方位整合营销服务，全面受益于数字营销行业高速增长红利。

投资要点：

- **首次覆盖，目标价 23.38 元。**公司整合上海麟动、上海新合、激创广告和整投网络各自优势，实现内容与渠道、线上与线下贯通，打造了领先的全方位数字整合营销能力的数字营销矩阵。预计 2017~2019 年 EPS0.51/0.61/0.67 元，目标价 23.38 元，首次给予增持评级。
- **整合营销大势所趋，数字营销引领新方向。**随着新媒体带来传播格局的改变，传播与营销整合趋势越来越明显，公关、传统广告和数字营销的边界消失，一站式整合营销理念成为趋势。同时数字技术的进步带来传播手段和营销模式的不断进步，精准性和高转化率带来数字营销成为广告主预算新的投放方向，随着广告主品牌意识和数字技术提升，预计未来公关和营销行业仍将维持高速增长。
- **聚合优质资源，打造全方位数字整合营销能力。**公司整合不同传播手段及传播专业平台，以全面营销解决方案满足客户多元需求，为其在创意及策略制定、媒介购买、数字公关、社会化营销、电商创新应用、数据分析循环利用等各业务环节提供一站式数字营销传播服务，构建基于移动端及新媒体的传播矩阵，全力打造以“数字+内容”整合营销为特色的服务模式和行业内极具差异化的营销体系竞争力。
- **收购整投网络，继续完善营销矩阵布局。**公司公告 6 亿元控股国内领先的自媒体运营商整投网络，实现在自媒体营销领域的业务突破，从客户资源对接和媒介渠道拓展两方面实现与公司现有营销板块的协同，从而有望进一步完善公司整合营销矩阵，全面享受行业增长红利。

交易数据

52 周内股价区间 (元)	16.56-29.14
总市值 (百万元)	9,877
总股本/流通 A 股 (百万股)	590/378
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	64%
日均成交量 (百万股)	0.46
日均成交值 (百万元)	7.84

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,097
每股净资产	6.94
市净率	2.4
净负债率	-9.65%

EPS (元)	2016A	2017E
Q1	0.02	0.04
Q2	0.12	0.18
Q3	0.13	0.20
Q4	0.07	0.09
全年	0.34	0.51

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8%	-7%	-36%
相对指数	-11%	-14%	-41%

相关报告

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	965	2,331	3,209	3,582	3,927
(+/-)%	16%	142%	38%	12%	10%
经营利润 (EBIT)	46	304	394	457	492
(+/-)%	47%	557%	29%	16%	7%
净利润 (归母)	31	201	298	360	394
(+/-)%	383%	554%	48%	21%	9%
每股净收益 (元)	0.05	0.34	0.51	0.61	0.67
每股股利 (元)	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10
利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营利润率 (%)	4.8%	13.0%	12.3%	12.8%	12.5%
净资产收益率 (%)	1.8%	5.0%	7.0%	7.9%	8.0%
投入资本回报率 (%)	1.6%	5.5%	7.9%	9.0%	9.7%
EV/EBITDA	32.1	31.7	24.3	20.7	18.7
市盈率	347.9	53.2	35.9	29.8	27.2
股息率 (%)	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%



模型更新时间: 2017.10.09

股票研究

社会服务

传播文化业

联创互联 (300343)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 23.38

当前价格: 16.73

2017.10.09

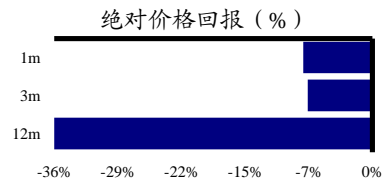
公司网址

www.lecron.cn

公司简介

公司原专注于聚氨酯硬泡组合聚醚的技术研发、生产和销售,为建筑保温、管道保温、板材、太阳能热水器、汽车等交通运输工具和家用电器等行业提供高品质的产品和行业解决方案。

2015 年公司通过重大资产重组,开始涉足互联网广告业务。



52 周价格范围

16.56-29.14

市值 (百万)

9,877

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

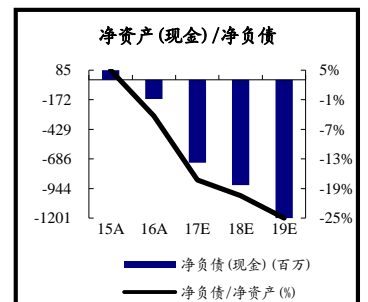
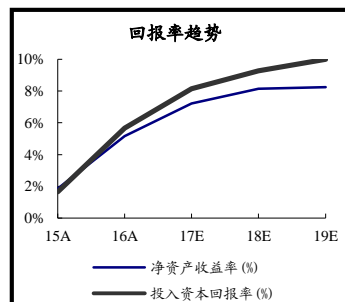
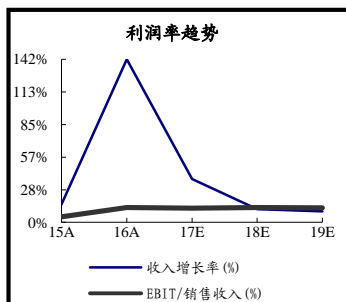
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	965	2,331	3,209	3,582	3,927
营业成本	818	1,818	2,456	2,736	3,001
税金及附加	6	23	26	32	33
销售费用	39	101	183	208	228
管理费用	55	85	150	149	173
EBIT	46	304	394	457	492
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	14	1	2	3
财务费用	12	2	-8	-23	-31
营业利润	37	269	403	482	525
所得税	17	87	125	144	154
少数股东损益	-3	-3	-6	-7	-7
净利润	31	201	298	360	394
货币资金、交易性金融资产	85	276	719	914	1,200
其他流动资产	0	19	0	0	0
长期投资	20	42	42	42	42
固定资产合计	389	157	143	128	114
无形及其他资产	1,297	2,741	2,720	2,717	2,715
资产合计	2,477	5,056	5,242	5,662	6,080
流动负债	726	1,015	983	1,109	1,200
非流动负债	52	15	0	0	0
股东权益	1,673	4,025	4,265	4,566	4,901
投入资本(IC)	1,764	3,817	3,497	3,597	3,638
NOPLAT	29	211	275	325	351
折旧与摊销	27	29	18	17	17
流动资金增量	51	-804	22	-117	-58
资本支出	-31	-12	33	15	15
自由现金流	76	-575	348	240	325
经营现金流	50	-49	537	236	327
投资现金流	-272	-860	34	17	18
融资现金流	264	1,101	-128	-59	-59
现金流净增加额	42	192	443	194	286
收入增长率	15.8%	141.7%	37.7%	11.6%	9.6%
EBIT 增长率	47.1%	557.4%	29.4%	16.2%	7.5%
净利润增长率	383.0%	553.6%	48.2%	20.7%	9.4%
利润率					
毛利率	15.2%	22.0%	23.4%	23.6%	23.6%
EBIT 率	4.8%	13.0%	12.3%	12.8%	12.5%
净利润率	3.2%	8.6%	9.3%	10.1%	10.0%
净资产收益率(ROE)	1.8%	5.0%	7.0%	7.9%	8.0%
总资产收益率(ROA)	1.2%	4.0%	5.7%	6.4%	6.5%
投入资本回报率(ROIC)	1.6%	5.5%	7.9%	9.0%	9.7%
存货周转天数	30	10	20	15	17
应收账款周转天数	119	158	138	148	143
总资产周转天数	642	590	586	556	546
净利润现金含量	1.62	-0.24	1.80	0.66	0.83
资本支出/收入	3%	1%	-1%	0%	0%
资产负债率	31.4%	20.4%	18.7%	19.6%	19.7%
净负债率	5.1%	-4.1%	-16.9%	-20.0%	-24.5%
PE	347.9	53.2	35.9	29.8	27.2
PB	1.4	2.7	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	32.1	31.7	24.3	20.7	18.7
P/S	2.4	4.6	3.3	3.0	2.7
股息率	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%



目录

1. 投资故事	4
2. 聚氨酯巨头再出发，数字营销+化工双主业持续推进	4
2.1. 调整业务结构，积极拥抱数字营销行业	4
2.1.1. 2015-2016 年：外延并购，打造数字营销矩阵	4
2.1.2. 2017 年：收购鳌投网络强化数字营销板块	5
2.2. 股权绑定并购子公司主要团队	5
2.3. 数字营销板块接力，盈利能力大幅提升	6
3. 整合营销大势所趋，数字营销引领新方向	7
3.1. 一站式整合营销成趋势	7
3.2. 新媒体传播迅猛发展，公关行业稳步增长	8
3.2.1. 公关行业稳步发展	8
3.2.2. 数字化技术带来公关行业变革	9
3.2.3. 行业格局分散，优质资源成为护城河	9
3.3. 技术、内容不断创新，数字营销引领新方向	10
3.3.1. 新媒体技术与内容平台不断创新	11
3.3.2. 移动互联网经济带动移动营销迅速发展	12
3.3.3. 大数据为支撑，精准营销成趋势	13
3.4. 整合营销市场空间广阔	13
4. 整合优质资源，打造完善数字营销矩阵	14
4.1. 上海新合：广告投放及媒体资源方面具备核心优势	14
4.1.1. 汽车与互联网行业营销占据优势地位	14
4.1.2. 展示类营销为依托，构建数字营销综合服务供应商	15
4.2. 激创广告：创意优势打造整合营销核心竞争力	17
4.2.1. 坚持创意先行，打造广泛传播创意营销内容	18
4.2.2. 整合营销能力突出	18
4.3. 上海麟动：公关业务为特色，打通线上线下营销	19
4.4. 鳌投网络：深耕自媒体渠道，延伸内容营销业务	21
4.5. 整合优质资源，打造联创数字营销品牌	23
4.5.1. 业务协同：公关+广告，为广告主提供全方位服务	23
4.5.2. 客户协同：汽车广告主全面服务，其他广告主互通有无	24
5. 公司估值	24
5.1. 相对估值法	24
5.1.1. 核心假设	24
5.1.2. 盈利预测	25
5.1.3. 可比公司估值	26
5.2. 绝对估值法	26
6. 风险提示	27
6.1. 政策风险	27
6.2. 资产整合风险	27



1. 投资故事

首次覆盖联创互联，预计 2017~2019 年 EPS 为 0.51/0.61/0.67，目标价 23.38 元，增持评级。

我们有别于市场的认知在于：

整合营销大势所趋，数字营销引领新方向。市场担心广告行业整体增速与宏观经济相关，长期来看广告主预算增长幅度与 GDP 增速相当，广告行业整体增速面临下滑。我们认为，相对于广告主的广告预算总额增速，广告主预算的投放渠道变迁更为重要；同时，随着新媒体带来传播格局的改变，传播与营销整合趋势越来越明显，公关、传统广告和数字营销的边界消失，一站式整合营销理念成为趋势。同时数字技术的进步带来传播手段和营销模式的不断进步，精准性和高转化率带来数字营销成为广告主预算新的投放方向，随着广告主品牌意识和数字技术提升，预计未来公关和数字营销行业仍将维持高速增长。

聚合优质资源，打造全方位数字整合营销能力。市场担心公司数字营销板块均为外延并购而来，其业务协同型和整合成为挑战。我们认为，公司整合不同传播手段及传播专业平台，以全面营销解决方案满足客户多元化、多层次、多专业领域的需求，为客户提供一站式数字营销传播服务，在创意及策略制定、媒介购买、数字公关、社会化营销、电商创新应用、数据分析循环利用等各业务环节提供卓越服务、构建基于移动端及新媒体的传播矩阵，全力打造以“数字+内容”整合营销为特色的服务模式 and 行业内极具差异化的体系竞争力。

2. 聚氨酯巨头再出发，数字营销+化工双主业持续推进

2.1. 调整业务结构，积极拥抱数字营销行业

2.1.1. 2015-2016 年：外延并购，打造数字营销矩阵

山东联创互联网传媒股份有限公司（以下简称公司）前身成立于 2003 年，成立以来专注于聚氨酯硬泡组合聚醚的技术研发、生产与销售，依托较强的技术研发水平和市场开拓能力，以太阳能热水器市场为支撑，以建筑节能市场为重点逐步扩大产品的应用领域，实现了对巴斯夫、拜耳等国际化工巨头在聚氨酯连续性板材生产领域垄断地位的突破。公司于 2012 年登录创业板。自 2015 年起，由于地产行业持续不景气，公司所处外墙保温材料行业竞争日益激烈，公司开始进军互联网营销行业，于 2015~2016 年先后收购了上海新合、上海麟动和激创广告三家互联网营销优质标的，综合各自优势进行合力，依托数据和技术，实现内容与渠道、线上与线下的链接与贯通，各业务板块间深度融合，提供互动营销、多屏整合营销、程序化购买、大数据分析等营销服务，打造了具备国内领先的全方位数字整合营销能力的数字营销矩阵。

表 1: 公司自 2015 年起开始布局互联网营销行业

时间	事件
2003 年	公司前身联创节能成立
2006 年	公司在太阳能创业组合聚醚方面市占率领先。
2007 年	公司打破拜耳、巴斯夫等在聚氨酯连续性板材生产领域的垄断地位
2010 年	公司完成股改，成立山东联创节能新材料股份有限公司
2012 年	公司登陆创业板
2015 年	公司收购上海新合，开启营销化工双主业战略 化工业务聚焦于聚氨酯业务，出售联创科技及卓星化工等盈利能力较弱资产
2016 年	公司收购上海麟动和激创广告，进一步完善数字营销行业布局
2017 年	拟 6.48 亿元收购自媒体运营商上海鳌投网络 50.1% 股权，布局自媒体营销业务

数据来源：公司公告，公司官网，国泰君安证券研究

2.1.2. 2017 年：收购鳌投网络强化数字营销板块

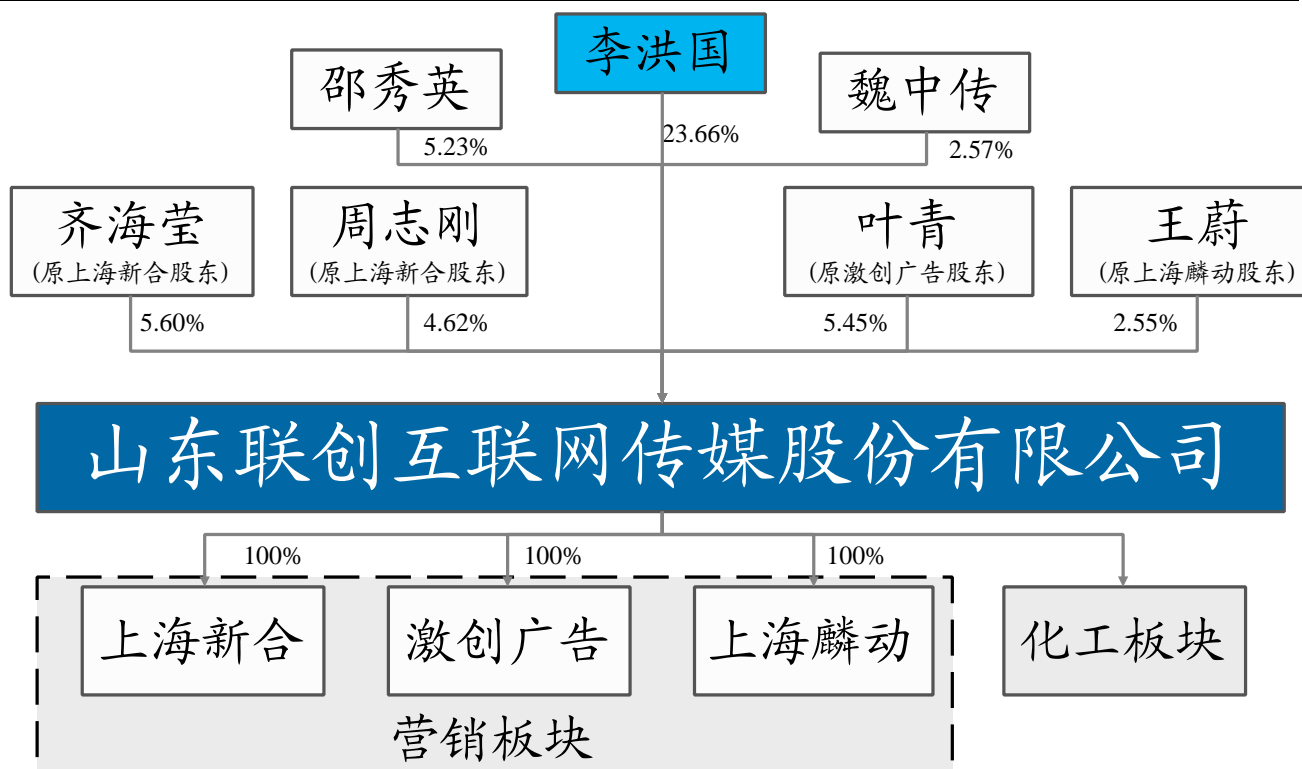
2017 年 9 月，公司公告拟 6.48 亿元收购自媒体运营商上海鳌投网络 50.1% 股权。鳌投网络是国内领先的自媒体运营公司，自主运营了多个汽车、跨界的自媒体平台，其自媒体平台广泛分布于微信、微博、今日头条、天天快报、汽车之家说客、易车自媒体、搜狐自媒体、一点资讯、凤凰、网易、百度、新浪等移动社交平台。公司通过此次收购，实现了自身数字营销业务向自媒体渠道的延伸，进一步完善数字营销业务板块，与现有的营销矩阵在媒介和客户资源形成无缝对接，全面强化公司数字营销能力。

2.2. 股权绑定并购子公司主要团队

公司实际控制人及第一大股东为李洪国先生，持股比例为 23.66%，除此之外，公司前十大股股东中已包括上海新合、激创广告和上海麟动的主要创始人，我们认为，公司通过股权关系绑定外延并购公司主要股东和创始人团队，实现了并购子公司与公司整体利益的一致，有助于激发子公司主要团队的积极性。

我们注意到，公司 9 月收购鳌投网络的方案中，鳌投网络原股东高胜宁先生等承诺以全部现金对价在二级市场增持公司股票，同时设定了 1~3 年不等的禁售期。此次交易安排实现了标的公司核心团队的持股，从而绑定了鳌投网络核心管理团队，有助于鳌投网络业务与公司现有营销业务板块的深度融合。

图 1: 公司股权结构 (暂不考虑整投网络收购事项)



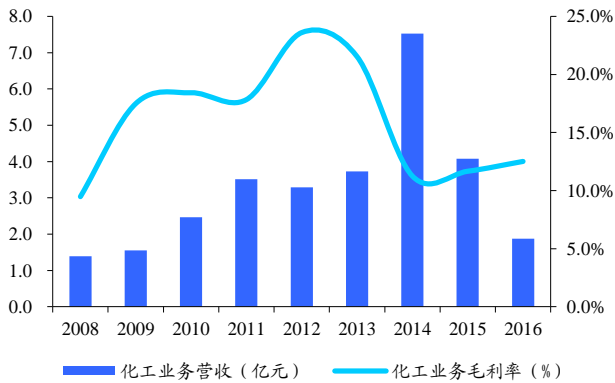
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.3. 数字营销板块接力, 盈利能力大幅提升

化工业务发展受限, 收缩战线提升盈利能力。公司上市之初主要业务为聚氨酯板材、减水剂等建材化工材料行业, 受制于宏观经济增速放缓及地产市场不景气影响, 公司化工类业务增长遭遇较大阻力, 2015 年公司实现化工材料营收 4.08 亿元, 同比下降 45.7%, 毛利率 11.7%, 较 2013 年及以前大幅下降。公司自 2015 年起开始调整业务结构, 剥离了部分盈利能力较差的减水剂等化工业务, 2016 年起公司化工业务聚焦于具有核心竞争优势的聚氨酯材料等方面, 全年实现化工产品营收 1.87 亿元, 同比下降 54%, 主要因处理部分化工资产带来的统计口径变化所致, 实现毛利率 12.5%, 较 2014~2015 年均有所提升, 化工业务盈利能力开始企稳。

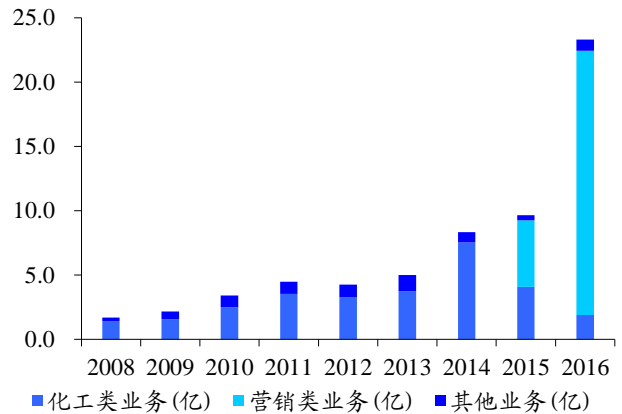
随着公司 2015 年起开始在数字营销领域布局, 公司营销业务收入占比快速上升, 2015 年实现营销业务营收 5.18 亿元, 主要因 7 月完成上海新合的并购所致。2016 年公司完成对上海麟动及激创广告的收购, 实现数字营销业务收入 20.58 亿元, 同比增长近 300%。与此同时, 公司数字营销业务毛利率不断提升, 由 2015 年 19.2% 提升至 2016 年 23.9%, 公司盈利能力得以大幅改善。

图 2: 2015 年起公司化工类业务营收大幅下降



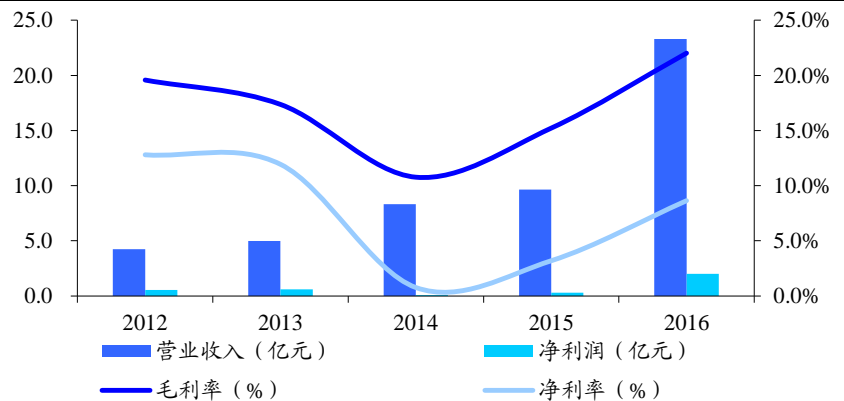
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 3: 2015 年起数字营销业务开始贡献主要收入



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 4: 转型数字营销带来 2015 年起公司盈利能力开始回升



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3. 整合营销大势所趋，数字营销引领新方向

3.1. 一站式整合营销成趋势

随着新媒体为代表的传播格局的改变，传播与营销整合趋势越来越明显，公关和广告的境界在加快消失，一站式整合营销的理念成为趋势。整合营销的概念核心在于为品牌主提供面向消费者公众的一站式营销服务解决方案，将企业进行营销活动所有的一切传播活动整合一体化，避免了不同专业营销领域的协作成本和资源整合成本带来的营销边际效益递减。随着传统媒介的衰退和数字化新媒体技术的开发，传统的广告、公关、活动营销、体验营销的营销结构划分已经越来越不能适应品牌主倾向于以“精准且有消费共鸣的内容”为核心的整合营销的服务提供商，整合营销传播体现出越来越强大的竞争力。

传播媒介多样化，传统渠道与数字渠道相互补充。内容及技术的不断创新，为品牌主营销提供了多样化的选择空间，与此同时，随着产品同质化程度的提高和行业竞争加剧，品牌主对品牌的建设由对单纯依赖媒体广告转向综合运用传统广告、数字营销、公共关系、娱乐营销以及体育营销等一系列工具。在整合营销传播的大趋势下，传统媒体在企业营销传播媒体组合中扮演的角色在发生转变，而作为传统媒体有益补充的数

字媒体，则以更加互动化、精准化的优势发挥其功用。二者有效配合，实现从孤立到联动的跨媒体传播，从而发挥媒体联动的力量。

图 5：各种媒介均具备自己的传播优势，跨媒体传播成趋势

传播优势%	电视	网络	户外	电台	平面
精准投放	10	69	18	24	19
互动性强	3	84	6	15	3
二次传播力	28	37	18	4	23
效果可量化/积累	30	56	13	6	8
创意灵活	8	76	18	12	22
覆盖广泛	87	31	36	21	10
投资回报率高	20	10	9	9	3
销售转化能力强	17	36	17	11	4
提升品牌形象	91	12	57	13	37
价格便宜	4	13	18	51	21
无优势	3	0	7	12	30

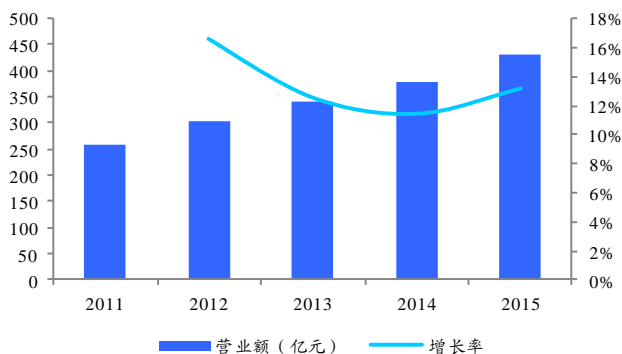
资料来源：CTR

3.2. 新媒体传播迅猛发展，公关行业稳步增长

3.2.1. 公关行业稳步发展

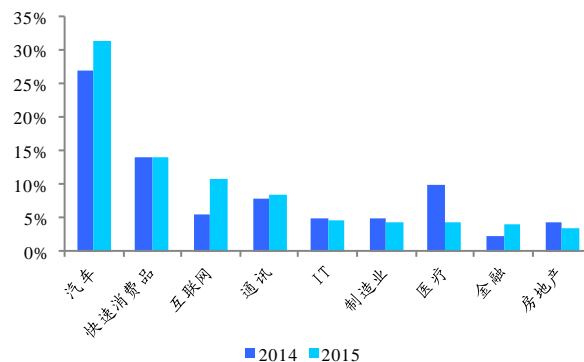
随着经济的进一步转型和升级以及新媒体传播技术的迅速发展，在公关行业持续稳步增长。据中国国际公共关系协会的数据，2011~2016 年国内公关行业的年度总营业额从 260 亿元增长到 500 亿元，每年的环比增速均维持在 10%以上，复合增速为 11.5%，公关行业的持续以较高的增速稳定增长。在公关行业稳步增长的同时，公关服务领域的市场结构基本保持稳定，汽车与快消品行业仍然是公关行业的最大的两类客户。2015 年汽车行业的市场份额达到 31.3%，比 2014 年增长了 4.4 个百分点，快消品的市场份额维持在 14%，随着近几年互联网行业的快速增长，2015 年互联网行业在公关服务领域的占比达 10.7%。

图 6：2011~2015 公关行业持续稳定增长



数据来源：中国国际公共关系协会，国泰君安证券研究

图 7：汽车行业在公关服务领域占比最高

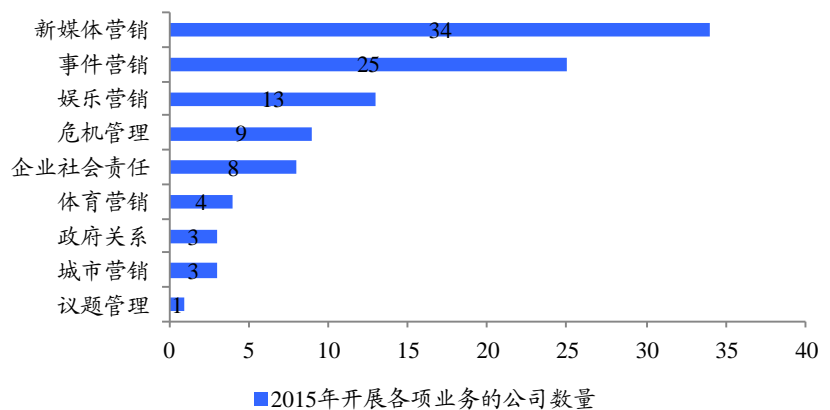


数据来源：中国国际公共关系协会，国泰君安证券研究

3.2.2. 数字化技术带来公关行业变革

随着传播环境的变化，传统公关企业正不断转变思路，打通与营销的边界。由于新媒体的影响力不断加大，公关和营销结合的趋势越来越明显，公关既为企业树立品牌服务，同时也为产品营销出力。2015 年，行业内 35 家代表性企业中，有 34 家开展新媒体营销业务，占比达 97%，25 家开展事件营销业务，13 家开展娱乐营销业务，越来越多的公关行业企业开始发展和强化多样化的营销业务。

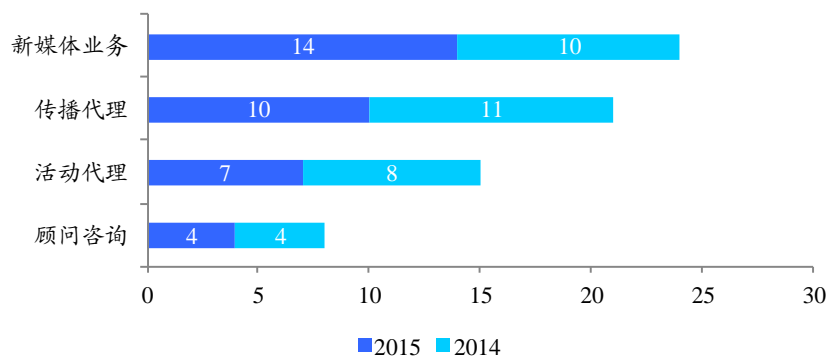
图 8：公关行业内公司开展多样化营销业务



数据来源：中国国际公共关系协会，国泰君安证券研究（注：35 家公司是由协会挑选的行业内的 TOP25 和 10 家最具成长性的公司）

新媒体时代的到来，传播媒介不断多样化，公关业务的新需求不断涌现，新媒体业务逐渐成为行业内的主营业务。2015 年，在中国国际公关协会的报告中，行业内 35 家代表性企业中，14 家以新媒体业务为主，比 2014 年增加了 4 家，占比 40%，10 家以传播代理为主，占比 29%，其余企业分别以活动代理与顾问咨询为主。新媒体业务已经成为越来越多的公关企业的主要业务或者发展重点，成为行业发展的趋势。

图 9：35 家代表性企业中以新媒体业务为主公司占比最大



数据来源：中国国际公共关系协会，国泰君安证券研究

3.2.3. 行业格局分散，优质资源成为护城河



我国公关仍处于集中度较低的阶段，业内公司数量多且普遍规模较小，市场竞争激烈且呈高度分散状态。根据 CIPRA 的数据，TOP30 公司 2015 年平均年营业额为 4.91 亿元，合计市场占有率不足 30% 单个企业所占的市场份额比较低，行业整体集中度较低，市场竞争充分。在这一背景下，具备核心客户资源和完善媒介渠道的公司具备较强的竞争力

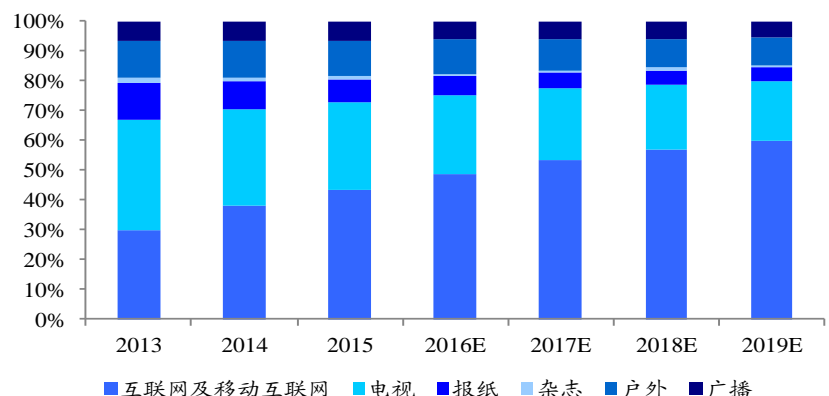
客户粘性构筑竞争壁垒。公共关系服务具有一定的特殊性，需要在对客户组织和产品深入了解的基础上，通过长期持续的沟通才能实现优质的服务。公共关系服务质量的好坏以及创意是否成功都将直接影响到客户的品牌形象和理念推广，因此，客户往往都严格挑选公关服务公司，并倾向于与优秀的公关服务公司建立长期战略合作关系。行业内知名公关公司均已培养了一批稳定合作的成熟客户，对于新进入的公关公司而言，难以获得高端客户的认可，这对其形成一定的壁垒。

媒体资源广度决定竞争优势。公关公司为客户提供服务需要与传媒进行大量沟通，借助媒体渠道进行公共关系服务的传播。对于公关公司而言，媒体资源的渠道数量跟影响力将直接影响到公共关系服务的传播范围和传播程度，进而影响到公共关系最终的服务质量。因此，强大的媒体资源成为公关公司的重要资源之一

3.3. 技术、内容不断创新，数字营销引领新方向

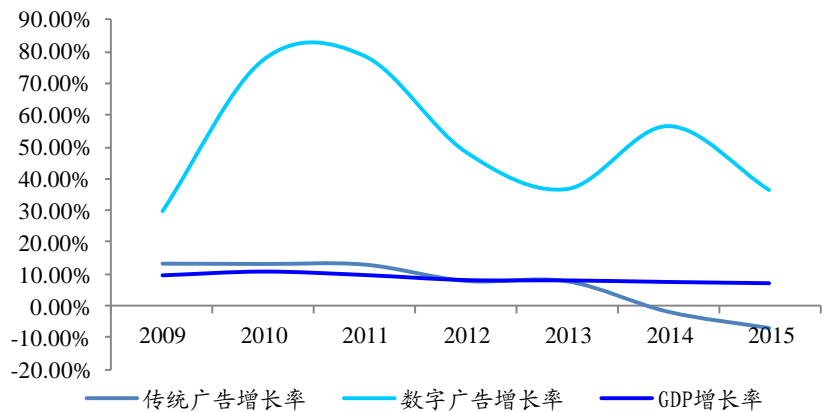
数字新媒体技术不断进步与新的内容平台不断带来营销新形式，数字营销成为最具活力的营销渠道。随着互联网及移动互联网的普及率提升，微博、微信、网络视频等新型传播方式的不断涌现，电子商务发展也日趋成熟，品牌主的传播和销售可以同时在互联网（包括移动互联网）实现，销售又为品牌主的传播提供了内容和口碑，数字营销传播呈现“传播即营销、营销即传播”的特征，数字营销传播在品牌主营销传播中的地位持续提升。包括互联网及移动互联网在内的数字广告的收入占比不断上升，由 2013 年的 30.3% 上升到 2015 年的 43.6%，2014 年开始互联网与移动互联网超越电视成为第一大广告媒介，预计至 2019 年数字广告的市场份额将达到 59.7%。

图 10：互联网及移动互联网广告收入占比不断增长



数据来源：eMarketer，国泰君安证券研究

图 11: 数字广告高速增长, 传统广告现负增长



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

3.3.1. 新媒体技术与内容平台不断创新

内容平台的创新主要体现在软性植入传播的新形式以及各类传统媒体传播形式的不断创新。品牌主借力新的内容平台不断开发新的营销形式。影视剧软植入、综艺节目冠名、道具植入等新形式的营销, 在内容资源的深入挖掘和外向延展上花了更多功夫。相对于传统硬广告, 广义上的内容营销涵盖范围较广, 包括口播、屏幕角标、实物摆放、场景植入、道具植入、片头冠名等多种形式。除了形式丰富的各类软性植入以外, 传统的媒体平台也在不断创新。广播电台、报纸、杂志等平面媒体企业更多向线下倾斜, 而户外广告则不断在创意内容和呈现形式上推陈出新、突破传统。

图 12: 热播综艺、影视剧频现多样化的内容营销形式



数据来源: 浙江卫视, 湖南卫视, 东方卫视, 国泰君安证券研究

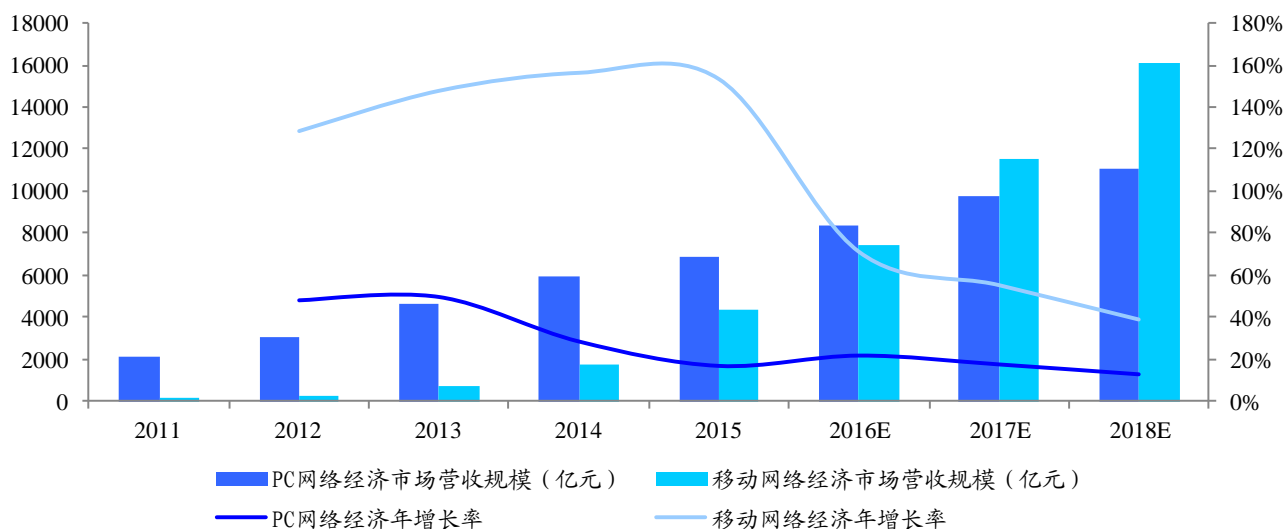
数字新媒体技术发展渐入正轨, 为创新营销提供了条件, 数字营销迎来高速发展。2011 年是智能手机这一代表性移动终端的元年, 随着智能手机的普及、3G、4G 技术推广应用, 以及微信等私人化互动平台与易新浪微博为代表的社交媒体平台的普及, 数字营销进入迅猛发展的阶段。

互联网、智能手机、手机 APP 和数字户外灯新技术为企业提供了数字化、精准化的营销传播渠道。

3.3.2. 移动互联网经济带动移动营销迅速发展

移动互联网经济是中国新经济的典型代表，在移动互联网经济高速发展的背景下，移动营销成为了数字营销发展的重点。据艾瑞咨询数据显示，2015 年移动互联网经济的市场规模为 4343.6 亿元，同比增长 153%，2011~2015 年复合增速为 146%，自 2011 年以来移动互联网经济维持高速增长，未来随着市场逐渐成熟，增速或放缓，但预计市场规模将超越 PC 互联网经济。移动互联网经济的高速增长带动了移动营销随之兴起并迅速发展。

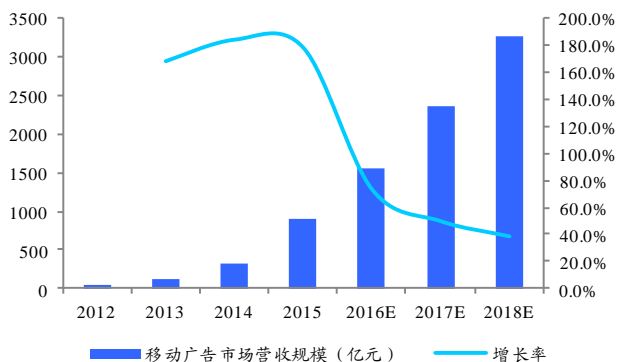
图 13: 移动互联网经济飞速增长



资料来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

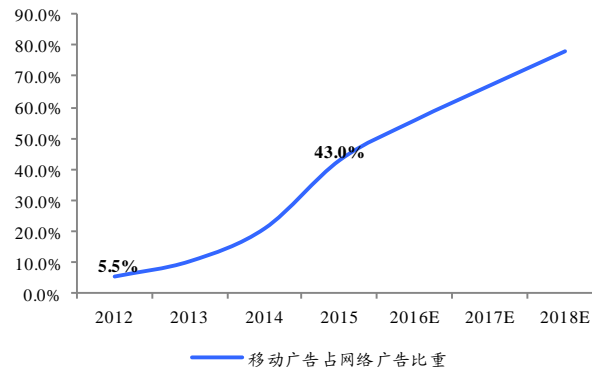
移动互联网营销的增长与移动互联网经济的增长基本保持同步，2015 年，中国移动营销的市场收规模达 901.3 亿元。2013~2015 年，中国移动营销市场收保持了超了 160% 的增长速度，未来将连续保持相对可观的增长速度，至 2018 年规模将超过 3000 亿元。

图 14: 移动广告市场规模迅猛增长



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

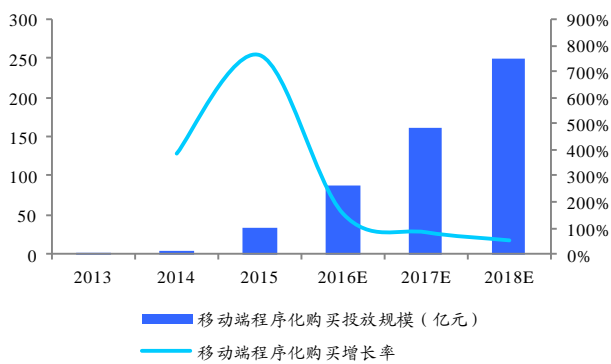
图 15: 2015 年移动广告占网络广告比重达 43%



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

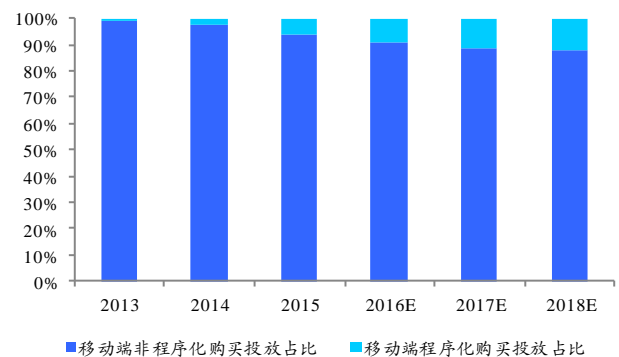
移动营销进入程序化时代，非程序化购买仍是主流，程序化购买规模快速增长。移动营销的发展经历了移动增值、Free Wap、移动互联网等多个阶段，2009 年开始移动互联网规模渐增，Wap 广告规模增长，但是流量有限，2011 年以前基本没有广告位。2011 年后 App 流量持续增长，广告位从无到有，搜索、视频、积分墙等多元化的营销形式百花齐放，但整体仍以 PC 端为主，PC 端广告程序化购买产业也在此期间快速成长；2014 年进入移动程序化元年，随着移动端活力开始全面爆发，移动程序化购买开始快速发展。至 2015 年，程序化购买的投放规模增长至 33.7 亿元，移动端展示类广告程序化投放占比 6.3%，目前移动端广告仍以非程序化购买为主，但程序化购买增速迅猛，份额将不断提升。

图 16: 移动端程序化购买投放规模快速增长



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

图 17: 移动端仍以非程序化购买为主，程序化购买份额逐步提升



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

3.3.3. 大数据为支撑，精准营销成趋势

移动互联网的不断发展，为数字营销带来了丰富的用户数据，在大数据技术的支撑下，精准营销成为可能。移动端流量的爆发式增长将快速吸引广告主投放兴趣，红利给营销带了巨大展潜能除此之外设备的独特之处在于可以对人行为进空间和时间上的记录，通过移动端返回数据分析用户地理位情况、生活习惯特征、购物需求意图信息接收方式等众多维度的状态，在合适时间地点和情境下更精准推送广告。

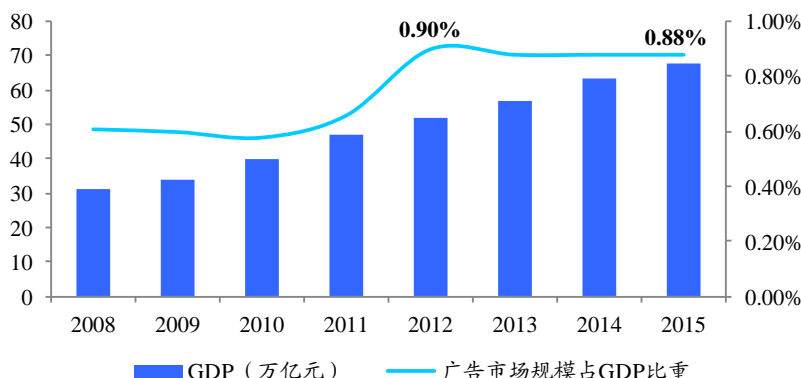
3.4. 整合营销市场空间广阔

从公关行业与广告行业的市场规模不断增长来看，整合营销行业的市场需求不断增加，市场空间广阔。

广告市场的规模主要取决于经济总量及其占比。2015 年中国广告市场规模约为 5973.4 亿元，同比增长 6.56%，自 2012 年起，复合增长率达 6.19%，过去七年广告市场的发展主要来源于经济总量的扩大，而市场规模占经济总量的比例基本保持稳定。2012 年中国广告市场规模占 GDP 的比重为 0.90%，近两年基本维持在 0.88%，之前很长一段时间内徘徊在 0.60% 与 0.70% 之间，这一数值与美国（平均约 2% 左右）、日本（平均约 1.2% 左右）等国相比明显偏低，具有较大的增长空间。随着广告行业发展逐

步成熟，产业集中度提升、企业对品牌重视程度提升，如果以 1% 的比重来算，未来广告市场的规模可能达到万亿。

图 18: 广告行业市场规模占 GDP 比重基本维持稳定



数据来源：国家统计局，中国广告协会，国泰君安证券研究

4. 整合优质资源，打造完善数字营销矩阵

4.1. 上海新合：广告投放及媒体资源方面具备核心优势

上海新合是国内较早提供互联网综合营销服务的公司之一。上海新合致力于为客户提供优质完整的互联网综合营销解决方案，具体服务包括媒介投放策略制定、创意与策划、媒介采购与执行、广告效果监测与优化等。上海新合根据自身专业团队和多年汽车行业及游戏行业的互联网整合营销经验，深入理解客户需求，把握媒介投放效果，提供性价比较高、富于竞争力的互联网营销综合服务。上海新合依托较强的资源整合程度、创新能力、广告技术、广告主口碑以及团队能力，在 2015 和 2016 年网络广告公司综合服务水平排行中均位列前十，展现了强大的整合营销服务能力。

图 19: 2015 年上海新合位列网络广告公司综合服务水平排名前十

2015 年度中国网络广告公司综合服务水平排行榜

排名	名称	资源整合度 (30%)	创新能力 (25%)	广告技术 (15%)	广告主口碑 (15%)	团队能力 (15%)	综合评分
1	华扬联众	95.29	95.29	92.82	94.82	95.79	94.92
2	新意互动	96.09	93.26	94.27	95.74	93.50	94.67
3	Cheil 鹏泰	94.04	97.32	93.62	94.48	91.79	94.52
4	群邑互动	95.06	94.44	95.39	90.75	92.35	93.90
5	互动通	95.60	92.50	92.46	94.36	90.98	93.47
6	网迈	93.11	92.14	96.53	92.89	90.29	92.92
7	电众数码	94.43	94.10	89.98	84.32	86.92	91.03
8	新合传播	88.06	88.28	91.36	90.73	89.51	89.23
9	腾信创新	86.30	87.39	86.60	92.79	95.51	88.97
10	好耶	89.50	89.92	88.66	79.04	93.86	88.56

数据来源：互联网周刊

图 20: 2016 年上海新合位列网络广告公司综合服务水平排名前十

2016 年度网络广告公司综合服务水平排行榜

排名	名称	资源整合度 (30%)	创新能力 (25%)	广告技术 (15%)	广告主口碑 (15%)	团队能力 (15%)	综合评分
1	华扬联众	96.14	97.37	94.32	95.79	95.84	96.08
2	新意互动	94.09	95.34	93.67	94.87	93.55	94.38
3	利欧	95.34	93.31	92.87	94.53	93.84	94.12
4	群邑互动	94.48	94.15	94.03	93.17	92.97	93.91
5	蓝色光标	95.11	94.49	90.80	94.24	92.40	93.77
6	电众数码	95.65	92.55	92.51	94.41	91.03	93.53
7	互动通	93.16	92.69	93.78	93.64	92.34	93.08
8	好耶	88.11	88.33	92.56	90.78	91.41	89.73
9	新合传播	92.34	87.44	86.65	86.35	93.56	89.55
10	Cheil 鹏泰	89.55	89.97	88.71	79.09	92.91	88.46

数据来源：互联网周刊

4.1.1. 汽车与互联网行业营销占据优势地位

汽车行业是上海新合营业收入最重要的来源，2012~2014 年汽车行业的收入占比超过 74%，公司主要依托在互联网综合营销解决方案制定上的实力为汽车公司进行互联网渠道广告投放业务。上海新合与国际 4A 公司合作，取得了东风标致、东风雪铁龙以及广汽菲亚特的互联网广告业务，并通过多年的业务发展，在汽车行业互联网营销领域积累了丰富的经验数据，能够帮助客户全面提升营销效果和品牌价值。为客户的保持及进一步开拓奠定了基础。

图 21：上海新合客户主要来源于汽车行业和互联网公司



资料来源：公司官网

4.1.2. 展示类营销为依托，构建数字营销综合服务供应商

- **展示类营销：**上海新合与新浪、腾讯、搜狐等门户网站，汽车之家、易车网、爱卡汽车等行业垂直网站均建立了良好的业务合作关系，根据客户的常规投放需求及专项营销需求，能够快速反应并提供媒介渠道策略、媒介购买、投放执行、效果监测与分析等一系列服务，为客户提高互联网营销的投资回报率。

图 22：公司可在各大媒体为广告主提供展示广告服务



数据来源：公司公告

- **搜索引擎营销：**一般作为上海新合向网络游戏客户及其他行业客户提供综合互联网营销服务的一部分，由上海新合进行关键词购买选择和关键词组合排列优化，从而达到投放效果最优。
- **移动营销：**上海新合凭借着在移动互联网营销方面进行研究和实践，依托在 PC 端的投放经验，经过 2012 年、2013 年的实践积累，丰富了媒介选择和投放策略。同时，上海新合不断在移动互联网营销领域进行创新，创造性的运用多种投放方式，取得了较好的移动互联网营销效果。2015 年公司作为东风标致 508 策划实施了 508 与滴滴打车合作抢红包营销活动，借助滴滴广大用户群以及抢红包的高粘度互动性，扩大 508 的品牌影响力，提升 508 车型知名度。活动中共发动红包总量为 3131 万个，红包的曝光量为 1.15 亿次，官网当日注册试驾数高达 1838（日常数据在 30 左右）。东风标致 508 的品牌喜好度、品牌推荐度、品牌预购度均获得大幅提升。

图 23：公司 508 与滴滴打车合作抢红包营销活动取得良好效果



数据来源：公司官网

- **内容营销及社交营销：**上海新合根据客户的品牌特点及营销战略，为客户制定相应内容和社会化媒体营销策略，提供内容制作与发布等营销服务。公司于 2016 年为东风标致 508 品牌选择类型化节目《最强大脑》进行合作，以“智慧”为传播核心，多屏联动，实现多屏整合，利用多种平台以极具吸引力的互动内容，最大化地增加品牌信息传播的媒体触点，提升广告营销效果，增强用户的收视粘性，更精准的锁定目标人群，在营销输出时更加精准，实现品牌的规模化与引爆性传播，与用户形成共鸣共振，赢取品牌传播最大声量，该案例获得中国网络营销 20 年峰会娱乐营销类-铜奖。

图 24：公司根据广告主要求进行内容营销



数据来源：公司官网

- 精准营销：**上海新合与客户多年合作，对客户品牌特点和营销目标人群有深刻理解，能够较为精准地定位目标消费者。依托国内传漾、易传媒等精准营销平台，上海新合为客户提供精准营销服务。同时，上海新合依靠自身业务积累的数据及网络开放数据进行技术储备，发展精准营销技术。公司所投放的人头马微信朋友圈广告通过微信朋友圈广告的精准投放，有效覆盖到微信中高端用户，活动最终使人头马官方微信累积关注人数增长超 16 万，消息发送次数最高峰达 1.8 万余次/天。真正地从人头马品牌战略层面提升了营销声量，有效推动了品牌传播。

图 25：公司为人头马精准投放微信朋友圈广告取得良好效果



数据来源：公司官网

4.2. 激创广告：创意优势打造整合营销核心竞争力

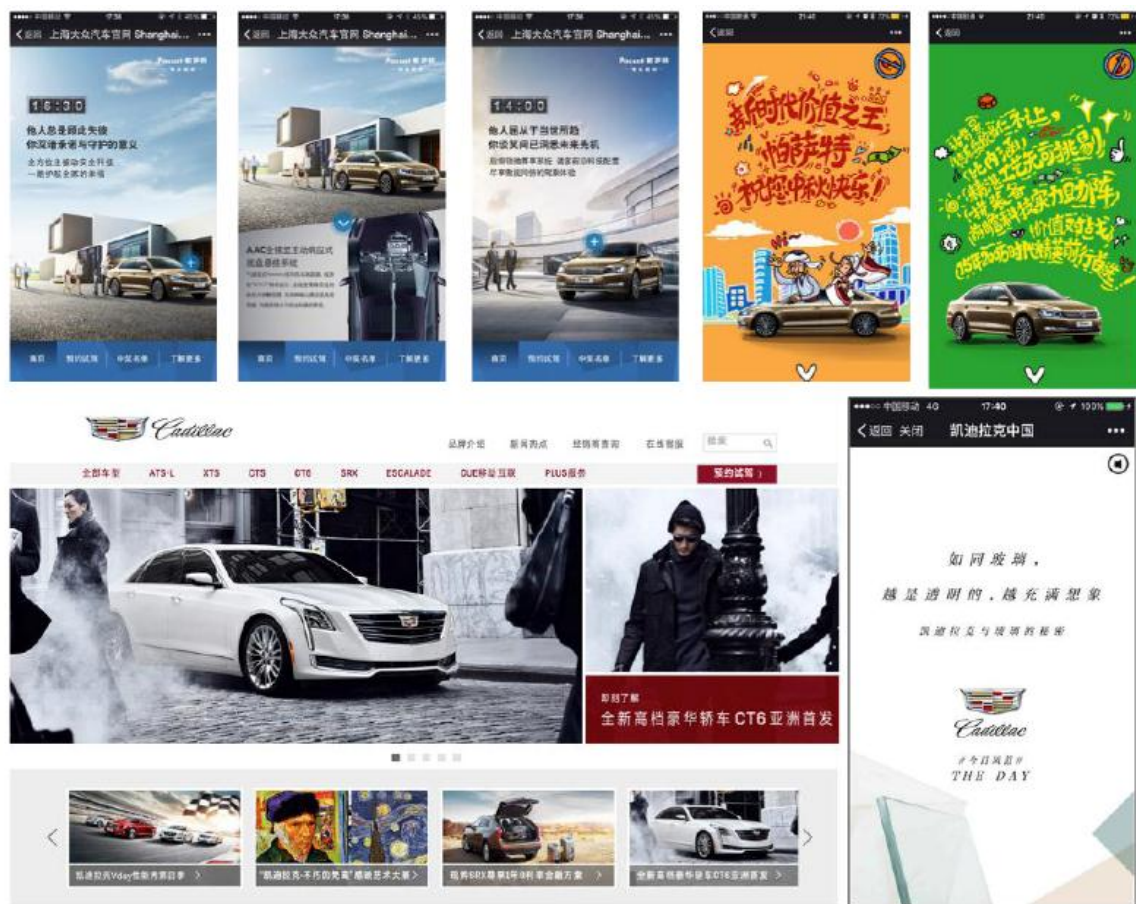
在互联网整合营销领域，上海激创拥有超过 10 年的专业服务经验，具有丰富的行业实践，核心团队拥有 8 年的合作经历。上海激创通过利用自身开发的数据系统持续的对客户及媒体数据进行收集和优化，并以其出色的策略策划、内容营销、创意制作和优秀的项目执行能力，为客户提供全面、优质的整合营销服务，服务对象包括上汽通用、广汽菲克、上汽商用车、奇瑞汽车、上海大众等著名车企，服务的知名汽车品牌有

Jeep、凯迪拉克、上汽大通、大众帕萨特、开瑞汽车等。

4.2.1. 坚持创意先行，打造广泛传播创意营销内容

上海激创始终坚持创意先行，以数据分析与洞察为基础，在战略层面上从契合客户品牌的角度开展可行性整体创意规划，设计制作出符合客户品牌与产品特点且能够高效引起广泛传播的独特创意内容，包括文案、图片、微电影等，以优化用户体验为目标，实现客户品牌和产品的高口碑传播，并不断尝试国内外前沿的媒体技术及项目管理方法，从而丰富客户的品牌内涵和提高客户的社会美誉度。

图 26: 激创广告坚持创意先行，制作出高口碑、广泛传播的创意内容



资料来源：公司官网

4.2.2. 整合营销能力突出

上海激创致力于为汽车、金融、时尚等行业一线品牌客户提供创新而高效的互联网整合营销服务，涵盖从趋势研究、策略定制、创意设计、制作、媒体合作、互动传播、社会化内容营销、数据分析与效果监测、搜索优化到电子商务的完备营销体系，初步构建了互联网领域整合营销网络。

我们注意到，公司为凯迪拉克 ATS-L 所策划的凯迪拉克 6.2 秒抢红包营销方案成为激创广告从创意策划、策略制定、到全媒介投放的整合营销

网络的代表性案例。激创广告通过将凯迪拉克百公里加速 6.2 秒产品亮点转化为互动营销切入点，以在 6.2 秒内完成互动的方式实现了产品力的转化；同时一方面选择社会化媒体平台（微信）+移动端生活触点（大众点评+格瓦拉）阵地组合，将受众主要使用的生活类 app 作为入口引流，另一方面联合顾爷等高质量原创微信 KOL，独家定制互联网语境的优质内容实现营销信息的快速传播，打造了涵盖官微、垂直网站、KOL、生活 APP 等在内的营销全渠道覆盖，大幅提升了广告受众对目标产品的记忆力，取得了良好的传播效果。该案例亦获得第七届虎啸奖整合营销奖。

图 27：公司将凯迪拉克百公里加速 6.2 秒产品亮点转化为互动营销切入点



数据来源：公司官网

图 28：激创广告通过构建全媒介渠道矩阵实现营销信息全面传播



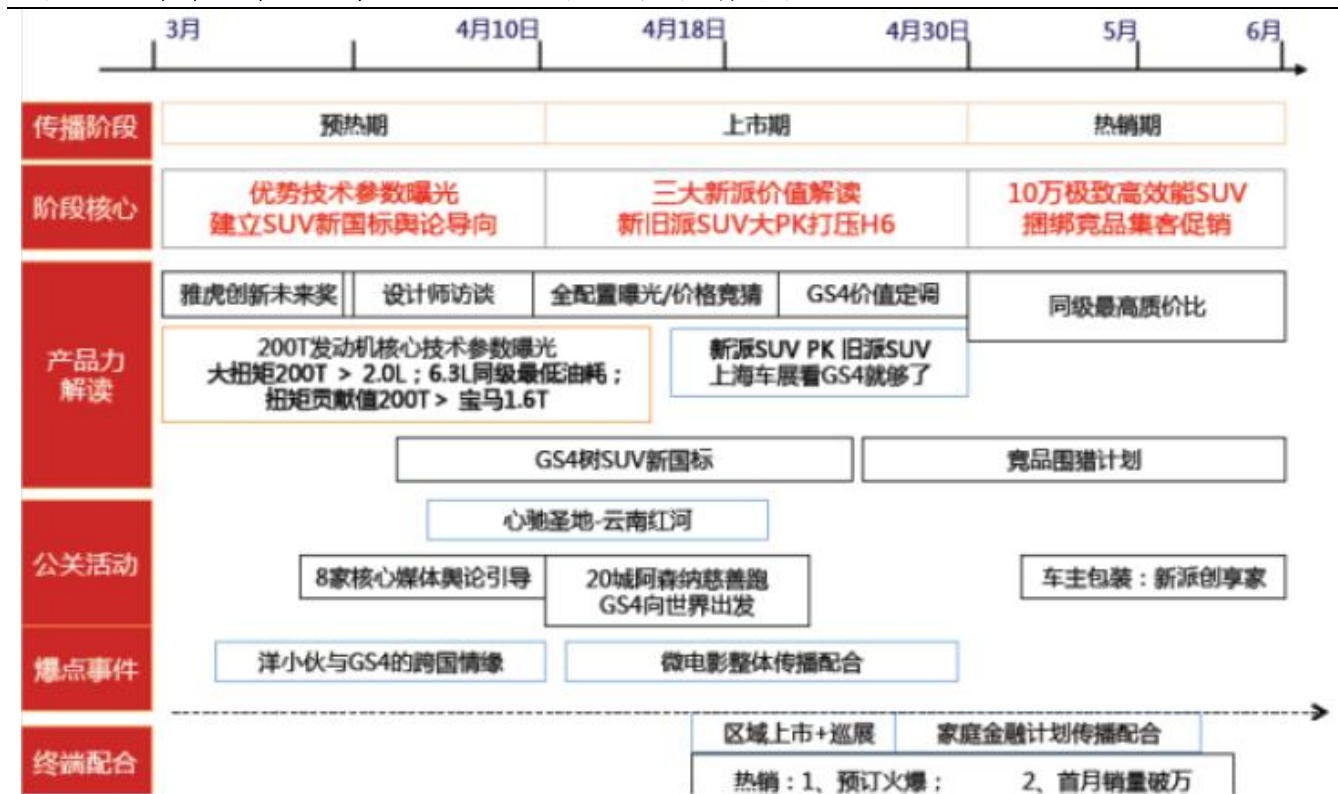
资料来源：公司官网

4.3. 上海麟动：公关业务为特色，打通线上线下营销

上海麟动及其子公司作为创新型整合营销传播服务机构，致力于帮助客户企业在组织内部搭建并完善整合高效的营销传播体系，最终帮助企业

形成独特的核心竞争力，并支持企业可持续发展。目前，上海麟动提供的服务主要包括消费者公关、财经传播、企业声誉、危机处理和体验式营销活动等公共关系服务。客户行业涉及汽车、奢侈品、电子消费品、金融等行业，能够为客户提供品牌诊断、创意方案设计、数字公关传播、品牌活动、产品推广、客户培训的全价值链公共关系服务。

图 29：上海麟动为广汽传祺 GS4 打造完整的公关营销服务体系



资料来源：公司官网

涵盖线上线下，打造完整公关服务体系。上海麟动可以为广告主提供涵盖数字公关传播、品牌活动、产品推广在内的全品类公关服务体系。

- 数字公关传播：**上海麟动及其子公司已形成品牌定位与规划、数字营销、公关传播、危机公关等线上公关业务体系，以客户品牌、产品或信息为原点，通过新媒体、电视、广播、报刊等媒体，为客户提供以内容和策略为核心的公共关系服务，形成了完善的市场战略体系。
- 线下品牌活动：**即以品牌活动管理和活动策划为主要形式的公关服务，包括品牌活动和产品推广等。其中，品牌活动业务主要包括分析客户需求、活动方案策划、活动现场设计、搭建、活动物料制作人员调配、活动现场管理，以及活动完成后形成总结分析报告并向客户反馈等。结合客户需求，上海麟动还可为客户提供前期活动预热、线上传播、媒体邀约、活动完成后对媒体稿件或新闻报道的持续跟踪等。产品推广业务主要为消费者促销、广告宣传、终端促销等推广活动，主要包括汽车 B 级、C 级车展活动、大篷车活动等。

4.4. 鳌投网络：深耕自媒体渠道，延伸内容营销业务

鳌投网络已形成涵盖自媒体 IP 内容营销、品牌广告公关营销、影视综艺视频制作等主要业务板块。

在自媒体内容营销板块，鳌投网络依托自有的自媒体资源以及与其他自媒体平台渠道良好的合作关系，为自媒体内容的发布打造了一个完善的社会化发布渠道；同时，依托其在自媒体领域积累的内容制作能力和公共关系传播领域积累的策划服务能力，打造了集合内容制作和渠道发布为一体的自媒体内容创作和传播服务；

在品牌广告公关营销板块，鳌投网络已形成品牌定位与规划、数字营销、广告投放、公关传播、危机公关等业务体系，并形成了完善的市场战略体系。

在影视综艺视频制作，2015 年起，鳌投网络依托自身媒体优势，成立和组建了以 IP 视频为核心的双擎视频团队。目前，鳌投网络视频节目主要包括周播类视频节目、季播类视频微综艺节目。

图 30：公司旗下自媒体涵盖全部主要头部媒体平台



数据来源：公司公告

鳌投网络深耕于自媒体行业，自主运营了多个汽车、跨界的自媒体平台，其自媒体平台广泛分布于微信、微博、今日头条、天天快报、汽车之家说客、易车自媒体、搜狐自媒体、一点资讯、凤凰、网易、百度、新浪等移动社交平台。通过自身强大的内容创作能力和传播服务能力，鳌投网络为客户提供包括自媒体内容创作和自媒体渠道发布为一体的自媒体内容创作和传播服务。鳌投网络目前拥有诸如排气管、文书车云、汽车内参、管叔说、九句等包括汽车、时尚、文艺等领域的自有 IP 资源。

图 31：公司旗下自媒体涵盖全部主要头部媒体平台



数据来源：公司官网

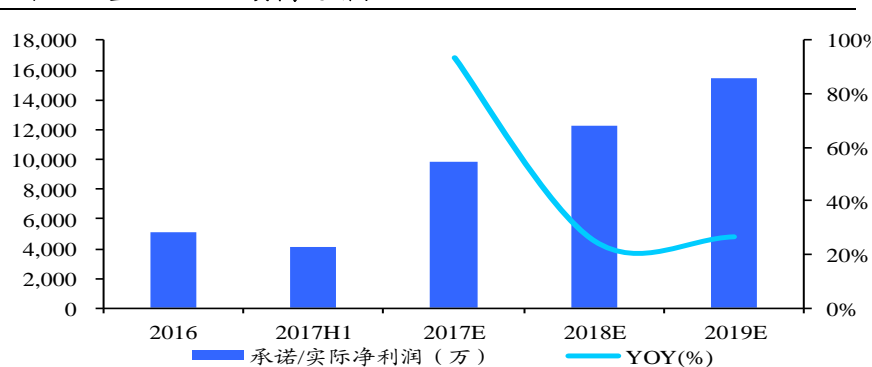
表 2: 鳌投网络通过旗下子公司运营了多个头部微信公众号 (截止 2017 年 10 月 6 日)

账号运营主体	公众号	类型	10 月 5 日文章总阅读	10 月 5 日头条总阅读量	预估活跃粉丝数
上海鳌投网络科技有限公司	生活絮语	文摘	49579	23809	121,046
	TFcars	汽车	22333	22333	207,379
	格调人生	文摘	31694	17831	77,819
	童济仁汽车评论	汽车	17457	5422	-
	文书车云	汽车	9194	3103	51,779
	汽车内参	汽车	3762	3762	52,714
	排气管	汽车	6500	3268	56,132
	汽车设计内参	汽车	2053	1884	16,458
	良夜读伴	文摘	3303	1184	7,161
	茶前饭后	文摘	811	334	2,028
厦门双子网络科技有限公司	管叔说	文摘	51628	20803	205,645
	持家有方	文摘	17693	8290	42,513
	生活灵感	时尚	12699	5455	28,981
	手工生活馆	时尚	5507	1688	18,201
	时尚社团	时尚	4769	2003	13,305
	燃后说	汽车	121	121	52,008
甜橙创新(北京)品牌管理顾问有限公司	九句	情感	61555	35876	278,314
	有调调	时尚	4041	1813	11,618
	出去玩	文摘	4150	1506	10,531
	笑死宝宝了	文摘	3825	1164	11,133
	天天扯淡	情感	3313	1494	8,110
	电影侠	时尚	2203	822	5,422
	郝妹儿	-	678	678	-

数据来源: 新榜, 清博指数, 国泰君安证券研究

盈利能力突出, 有望大幅增厚公司业绩。鳌投网络通过自身在自媒体领域深耕, 已在数字营销领域建立了强有力的竞争优势, 盈利能力突出, 2017H1 实现营收 1.97 亿元, 实现净利润 4127 万元, 基本追平 2016 年全年利润 (5055 万元)。根据交易对方的业绩承诺, 鳌投网络 2017-2019 年度归母净利润分别不低于 0.98/1.225/1.55 亿元, 本次交易将为公司培养稳定的业绩增长点, 进一步增强公司未来的整体盈利能力。

图 32: 鳌投网络业绩高速增长



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4.5. 整合优质资源，打造联创数字营销品牌

公司整合上海新合、激创广告及上海麟动三家业内优秀的营销传播企业，打造具备国内领先的“全方位数字整合营销能力”的“联创数字”业务板块。具体从三家公司的业务特征及擅长领域来看，上海新合侧重于互联网广告投放，具有很强的媒体资源优势及规模优势形成的媒体采购价格优势；上海激创除为客户提供互联网广告投放业务外，还可以为客户提供创意设计、内容营销等偏重于内容的营销服务，其全案服务能力具有很强的竞争优势；上海麟动的公关传播业务侧重于线上数字传播及线下公关活动的方案策划与执行，具有很强的方案策划及执行能力。

4.5.1. 业务协同：公关+广告，为广告主提供全方位服务

广告投放与公关传播是企业进行品牌营销传播的两大主要传播手段，二者均为品牌塑造、声誉管理、市场营销的重要手段，可以帮助企业扩大品牌知名度、深化品牌认知度、扩大产品销量、提高市场占有率。广告投放侧重于扩大品牌知名度，重点在于媒介服务，形式以单项传播方式为主；公关传播注重内容的创意策划，重点在于创造与受众互动沟通的内容，提升品牌好感度与美誉度，多为双向传播方式。从传播方式、手段以及传播目的等方面来看，二者都具有显著的区别及良好的互补协同效应。上海新合、上海麟动、鳌投网络和激创广告分别侧重于广告投放和公关服务业务，在业务层面具有很强的互补性，可以从不同层面为客户提供营销传播服务。我们认为，公司整合四家优质营销企业之后，能够帮助广告主实现从趋势研究、策略定制、创意设计与制作、媒体合作投放、社会化内容营销及数字公关、品牌活动活动及产品推广、数据分析与效果监测、搜索优化到电子商务的营销闭环。整合完成后将显著加强上市公司在整合营销传播领域的核心竞争力。

图 33：整合三方优势，打造完整数字营销平台



数据来源：公司官网

4.5.2. 客户协同：汽车广告主全面服务，其他广告主互通有无

上海激创的主要客户包括上汽通用、广汽菲克、上汽商用车、奇瑞汽车、上海大众等汽车客户，上海麟动的主要客户包括广汽传祺、一汽马自达、福建奔驰等汽车客户，上海新合的主要客户亦包括东风标致、东风雪铁龙等汽车客户，而整投网络旗下自媒体多以汽车为主题，拥有海量精准汽车受众群体。四者整合后，可以依托各自在广告营销行业的优势业务，拓展原有汽车行业客户的服务范围，进一步挖掘客户在整合营销传播方面的业务需求。此外，上海激创还拥有欧莱雅、东风日产金融等客户资源，上海麟动拥有三星、轩尼诗、米其林、银联等通讯、金融及奢侈品行业客户资源，上海新合亦拥有完美世界、世纪天成、人头马等游戏及高端消费品客户资源。上述客户在营销传播服务方面需求较大，且在产品广告投放、品牌形象建设、企业公共关系维护等方面预算较大。若三者完成整合，实现客户资源的共享，有利于业务联动增长、客户附加值及粘性的提升。

图 34：整合三方优势，打造完整数字营销平台



数据来源：公司官网

5. 公司估值

5.1. 相对估值法

考虑到公司本次收购整投网络尚未完成，我们在本次估值中暂不考虑此次收购所涉及资产以及对业绩的影响。

5.1.1. 核心假设

➤ 营收

数字营销业务：受益于公司聚焦“互联网+精准内容”的服务方式，全力打造以“数字+内容”整合营销为特色的服务模式和行业内极具差异化的体系竞争力，预计 2017~2019 年数字营销营收增速分别为 43%/12.7%/10.1%，毛利率稳中有升；

传统化工类业务：受益于公司剥离聚氨酯板材之外业务，公司化工业务以聚氨酯为主营产品，大力推进管理变革、技术创新，不断完善产品结

构,提升产品性能,公司化工业务有望企稳。预计 2017~2019 年营收增速 41%/0%/0%,毛利率稳中有升。

➤ 费用

受益于公司全面拓展数字营销业务带来人均绩效的提升,公司人力资源管理与业务升级之间存在良好管理协同,我们预计公司管理费用率和销售费用率有所下降。

5.1.2. 盈利预测

根据我们的核心假设,公司 2017-2019 年可实现的收入分别为 32.09 亿元、35.82 亿元和 39.27 亿元,分别同比增长 37.7%/11.6%/9.6%,实现归属母公司的净利润分别为 2.98 亿元、3.6 亿元和 3.94 亿元,分别同比增长 48.2%/20.7%/9.4%,对应 EPS 分别为 0.51/0.61/0.67 元。

表 3: 预测利润表 (百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	833	965	2,331	3,209	3,582	3,927
增长率	67.10%	15.8%	141.7%	37.7%	11.6%	9.6%
营业成本	-743	-818	-1,818	-2,456	-2,736	-3,001
%销售收入	89.2%	84.8%	78.0%	76.6%	76.4%	76.4%
毛利	90	147	513	752	846	926
%销售收入	10.8%	15.2%	22.0%	23.4%	23.6%	23.6%
营业税金及附加	-3	-6	-23	-26	-32	-33
%销售收入	0.4%	0.6%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%
营业费用	-28	-39	-101	-183	-208	-228
%销售收入	3.3%	4.1%	4.3%	5.7%	5.8%	5.8%
管理费用	-27	-55	-85	-150	-149	-173
%销售收入	3.3%	5.7%	3.6%	4.7%	4.2%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	31	46	304	394	457	492
%销售收入	3.8%	4.8%	13.0%	12.3%	12.8%	12.5%
财务费用	-9	-12	-2	8	23	31
%销售收入	1.0%	1.2%	0.1%	-0.3%	-0.6%	-0.8%
资产减值损失	-8	1	-47	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	14	1	2	3
%税前利润	0.0%	3.0%	4.9%	0.2%	0.4%	0.6%
营业利润	15	37	269	403	482	525
营业利润率	1.8%	3.8%	11.5%	12.6%	13.5%	13.4%
营业外收支	2	7	17	15	15	15
税前利润	17	44	286	418	497	540
利润率	2.0%	4.6%	12.3%	13.0%	13.9%	13.8%
所得税	-5	-17	-87	-125	-144	-154
所得税率	29.9%	38.0%	30.5%	30.0%	29.0%	28.5%
净利润	12	27	199	292	353	386
少数股东损益	5	-3	-3	-6	-7	-8
归属于母公司的净利润	6	31	201	298	360	394

净利率 0.8% 3.2% 8.6% 9.3% 10.1% 10.0%

数据来源：国泰君安证券研究

5.1.3. 可比公司估值

我们选取恒宣亚国际、龙韵股份、引力传媒、华扬联众与公司进行可比公司估值比较。根据可比公司估值，2017-2019 年，公司同行业可比公司平均估值分别为 46.26/35.29/29.45 倍 PE，公司对应估值水平为 46.26/35.29/29.45 倍 PE，公司估值具有一定的吸引力。

表 4: 可比公司估值比较 (截止到 2017 年 10 月 7 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股) (wind 一致预期)			PE		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300612.SZ	宣亚国际	66.33	71.64	1.37	2.08	2.41	48.57	31.84	27.50
603729.SH	龙韵股份	64.07	42.72	1.25	1.61	1.91	51.32	39.72	33.50
603598.SH	引力传媒	16.18	43.87	0.39	0.47	0.57	40.97	34.32	28.18
603825.SH	华扬联众	36.13	57.81	0.82	1.02	1.26	44.19	35.29	28.61
行业均值							46.26	35.29	29.45
300343.SZ	联创互联	18.16	107.22	0.51	0.61	0.67	35.93	29.76	27.21

数据来源：wind，国泰君安证券研究

我们认为，公司作为国内领先的整合营销传播服务商，综合上海麟动，上海新合、激创广告和鳌投网络各自优势进行合力，依托数据和技术，实现内容与渠道、线上与线下的链接与贯通，各业务板块间深度融合，提供自媒体运营、互动营销、多屏整合营销、程序化购买、大数据分析等营销服务，打造了具备国内领先的全方位数字整合营销能力的数字营销矩阵。给予公司 2017 年估值为 46.3 倍 PE，对应公司估值为 23.38 元。

5.2. 绝对估值法

我们采取 FCFF 绝对估值法对公司进行估值。在绝对估值法的条件下，公司股票估值为 22.69 元。我们绝对估值法的假设如下：

图 35: FCFF/WACC 模型核心假设

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.00	股本总额	590.39
无风险利率Rf	2.25%	股价	18.16
风险溢价	5.50%	股本价值Ve	10,721.53
资产贴现率Ka	7.75%	债务总额Vd	110.00
加权平均资本成本WACC		债务利率Kd	4.50%
债务比率D/(E+D)	1.02%	实际税率Tc	30.00%
权益比率E/(E+D)	98.98%	股票Beta	0.90
WACC	7.16%	股票贴现率Ke	7.20%

资料来源：国泰君安证券研究

综合相对估值与绝对估值两种方法，我们认为，公司整合不同传播手段及传播专业平台，以全面营销解决方案满足客户多元化、多层次、多专业领域的需求，为客户提供一站式营销传播服务。同时公司顺应行业发



展趋势，聚焦“互联网+精准内容”的服务方式，全力打造以“数字+内容”整合营销为特色的服务模式和行业内极具差异化的体系竞争力，全面受益于数字营销行业高速成长的行业红利。基于以上理由，我们首次覆盖联创互联，首次给予公司目标价 23.38 元，首次给予增持评级。

6. 风险提示

6.1. 政策风险

公司所处营销行业面临相关部门对现有法律法规政策进行修订，若出现相关限制公司所处行业发展的相关政策，则对公司业务和盈利带来一定不确定性。

6.2. 资产整合风险

公司营销板块均为外延而来，若公司未能有效整合四家外延子公司旗下资源，则业务协同效应可能无法体现，进而影响公司盈利能力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		