

投资评级 **买入** 首次覆盖

## 挑战与机遇并存，转型之路渐现曙光

### 股票数据

6个月内目标价(元)	99.40
12月02日收盘价(元)	81.28
52周股价波动(元)	58.62-127.90
总股本/流通A股(百万股)	67/36
总市值/流通市值(百万元)	5419/2934

### 主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	136.0	106.7	58.5
市净率	5.7	5.4	4.9
市销率	4.19	4.68	4.10
EV/EBITDA	94.6	157.6	42.6
分红率(%)	—	—	—

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.2	6.3	6.6
相对涨幅(%)	-8.1	-2.1	0.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张宇

Tel:(021)23219583

Email:zy9957@htsec.com

证书:S0850515080001

分析师:钟奇

Tel:(021)23219962

Email:zq8487@htsec.com

证书:S0850513110001

联系人:程碧升

Tel:(021)23154171

Email:cbs10969@htsec.com

### 投资要点:

- **品牌客户及4A客户粘性较强。**在与品牌客户及4A客户长期合作中,公司利用其对广告受众特质的掌握、对媒体资源的了解以及对客户品牌需求深刻的理解,与品牌客户及4A客户建立了良好的合作关系,形成了较强的客户粘性。
- **媒体深度合作资源。**公司自成立以来,就致力于与媒体(主要是电视媒体)深度合作,建立了“央视、省级(省级卫视及省级地面频道)、地市级”全国三级电视媒体广告资源平台,与媒体形成了常年稳定、共赢的合作局面。
- **转型之路曙光渐现。**面对行业格局变动和新的经营挑战,公司一方面致力于调整原有传统广告业务的布局和规模,另一方面着力打造以全案业务为核心的服务模式,同时积极拓展新媒体渠道,开展新媒体代理业务,并且利用计算机网络技术,开展数字营销业务,促进公司业务稳健调整和转型。
- **股权激励管理层。**公司今年5月份发布了“第一期员工持股计划”,持股计划对象主要是公司核心管理层,将公司的发展与管理层利益进行绑定,彰显了公司管理层对于公司未来发展的信心。
- **给予“买入”评级。**预计公司16、17和18年预测整体EPS分别为0.78元、1.42元和1.66元。竞争对手主要是本土综合型电视媒体广告公司,主要是省广股份与思美传媒,市场上业务相关的公司还有蓝色光标、华谊嘉信,17年PE在21X-34X之间。公司正积极朝全案业务为核心进行转型,预计17年将提高全案业务价格,全案业务收入与毛利将恢复快速增长;同时拓展新媒体业务将促进常规代理业务收入与毛利同时增长。我们预计17年将成公司转型的拐点,收入和毛利将同时增长,公司毛利率将提高到行业平均水平15%左右,未来发展值得期待。另外,考虑到公司15年上市,目前市值仅为54亿左右,给予一定的估值溢价,我们给予公司17年70XPE,对应目标价99.4元,买入评级。
- **风险提示:**市场竞争加剧风险、业务模式调整的风险、客户相对集中风险、经营性现金流不足的风险、税收优惠风险。

### 主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1177.30	1320.44	1180.20	1348.18	1613.97
(+/-)YoY(%)	2.00%	12.16%	-10.62%	14.23%	19.71%
净利润(百万元)	78.34	40.66	51.82	94.49	110.77
(+/-)YoY(%)	-5.85%	-48.10%	27.44%	82.36%	17.23%
全面摊薄EPS(元)	1.18	0.61	0.78	1.42	1.66
毛利率(%)	16.69%	10.03%	9.25%	15.41%	15.46%
净资产收益率(%)	14.44%	4.17%	5.04%	8.42%	8.99%

资料来源: 公司年报(2014-2015), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 媒体资源丰富，多平台同步运营 .....	6
1.1 公司电视媒体与客户资源丰富 .....	6
1.2 多平台同步运营 .....	7
2. 自媒体+常规代理+全案业务共助发展 .....	7
2.1 自媒体业务：调整媒体渠道，提升盈利质量 .....	9
2.1.1 媒体渠道合作共赢 .....	10
2.1.2 调整媒体渠道，提升盈利质量 .....	10
2.2 常规代理业务：以销定购，业绩稳定 .....	11
2.3 全案业务：未来持续发展的核心 .....	12
2.3.1 双重盈利：媒介代理+创意制作费 .....	12
2.3.2 创意设计助力全案业务发展 .....	13
3. 广告代理市场：增速放缓，竞争加剧 .....	14
4. 新媒体：新时代的挑战与机遇 .....	15
4.1 市场扭转，传统媒体面临挑战 .....	16
4.2 “广告内容及创意”是吸引网民的首要因素 .....	17
4.3 流量为王，BAT 等巨头聚集效应明显 .....	17
5. 传统电视媒体的困境与突围 .....	18
5.1 区域不平衡，两级分化加大 .....	18
5.2 聚焦优质节目，“现象级”节目受热捧 .....	19
5.3 电视媒体+新媒体的融合新趋势 .....	20
6. 转型之路：坚持全案业务，积极拓展新媒体业务 .....	21
6.1 收购控股子公司盛世飞扬，业务互补 .....	22
6.2 借力数字营销，实现精准营销 .....	22
6.2.1 全球广告和营销行业龙头埃培智，重点布局数字营销 .....	23
6.2.2 设立“数字营销中心”，拓展数字营销业务 .....	25
6.3 员工持股计划激励管理层，彰显公司未来发展信心 .....	26
7. 财务分析 .....	27
8. 盈利预测与估值 .....	28
9. 风险提示 .....	29
财务报表分析和预测 .....	31

## 图目录

图 1	中国广告企业（非营销服务类）广告营业额前 25 名排序（2014，人民币）.....6
图 2	公司业务介绍分类.....7
图 3	公司 2015 年各业务收入（亿元）.....7
图 4	公司媒体直接采购与间接采购占比.....9
图 5	公司前五名客户业务量及业务占比（2011-2014.9）.....9
图 6	自媒体业务收入、增长率、毛利率情况.....10
图 7	常规代理业务收入、增长率、毛利率情况.....12
图 8	全案业务流程图.....13
图 9	全案业务收入、增长率、毛利率情况.....13
图 10	文化产业链.....13
图 11	龙韵&招商银行广告.....14
图 12	龙韵&绿源电动车广告.....14
图 13	我国广告市场规模及增速（2000-2015）.....14
图 14	国内电视媒体广告公司类型.....15
图 15	新媒体示例 1.....16
图 16	新媒体示例 2.....16
图 17	中国五大媒体广告收入规模及预测（亿元，2010-2018）.....16
图 18	中国手机网民数量（2011-2015）.....17
图 19	2015 年吸引中国网民注意广告的因素.....17
图 20	年中国网络广告市场核心媒体广告收入结构（2008-2015）.....18
图 21	2014 年电视广告各行业投放占比.....18
图 22	2015 年各时间段电视媒体收视率前十名.....19
图 23	现象级节目-爸爸去哪.....20
图 24	现象级节目-奔跑吧兄弟.....20
图 25	中国互联网普及率（%，2008-2015）.....20
图 26	龙韵与新媒体进行合作.....21
图 27	龙韵与腾讯达成战略合作.....21
图 28	数字营销方式示例.....23
图 29	埃培智营业收入及增速（2006-2016.3）.....23

图 30	埃培智 2015 年收入变动因子分析 (百万美元) .....	24
图 31	埃培智在亚太地区收入 (2006-2016.3) .....	24
图 32	埃培智各地区营业收入平均增长率 (% , 2006-2015) .....	24
图 33	埃培智股价走势 (美元, 2010.6-2016.6) .....	25
图 34	公司数字化营销流程工具及作业流程.....	26
图 35	公司各类媒体数字营销方式.....	26
图 36	同行毛利率对比 (%) .....	27
图 37	同行销售商品和劳务收到现金/营业收入 (%) .....	27
图 38	同行资产负债率对比 (%) .....	28
图 39	同行流动比率对比.....	28

## 表目录

表 1	公司旗下子公司 .....	7
表 2	公司业务分类及特点 .....	8
表 3	公司独家代理电视媒体 .....	10
表 4	广告公司分类及特点 .....	15
表 5	电视媒体+新媒体融合示例 .....	21
表 6	新媒体业务分类与介绍 .....	22
表 7	埃培智最近三年收购情况 .....	25
表 8	员工持股计划份额 .....	27
表 9	公司盈利预测（百万元） .....	28
表 10	公司分业务收入毛利预测（百万元） .....	29
表 11	可比公司估值对比（2016.8.4，可比公司盈利预测全来自 wind 一致预期） .....	29

## 1. 媒体资源丰富，多平台同步运营

上海龙韵广告传播股份有限公司（龙韵股份）于2003年成立于上海，公司主营业务为媒介代理业务及全案服务，是一家国内领先的综合型4A广告公司，2014年进入广告企业（非媒体服务类）广告营业额排名前20强。公司于2015年在上交所主板上市，2015年营业收入达到13.20亿元，同比增长12.16%，公司净利润为0.49亿元，同比下滑36.88%。

图1 中国广告企业（非营销服务类）广告营业额前25名排序（2014，人民币）

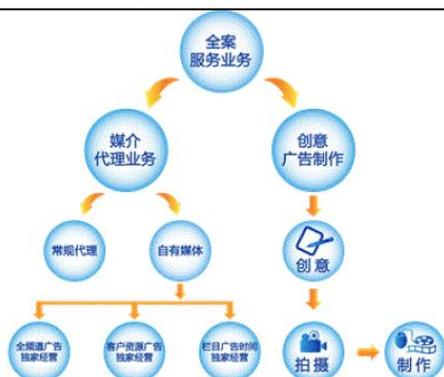
序号	单位全称	广告营业额
1	上海李奥贝纳广告有限公司	81.83
2	北京电通广告有限公司	65.42
3	广东省广告集团股份有限公司	63.38
4	盛世长城国际广告有限公司	63.17
5	思美传媒股份有限公司	21.51
6	南京银都奥美广告有限公司	16.72
7	北京互通联合国际广告有限公司	12.08
8	上海美术设计有限公司	9.52
9	广东广旭广告有限公司	9.33
10	上海腾迈广告有限公司	8.71
11	安索帕（上海）广告传播有限公司	7.92
12	上海因特菲思网络科技有限公司	6.70
13	上海广告有限公司	5.85
14	上海龙韵广告传播股份有限公司	5.82
15	上海唐神广告传播有限公司	5.72
16	上海博报堂广告有限公司	5.65
17	上海新合文化传播有限公司	5.44
18	上海安科吉通广告有限公司	5.00
19	灵通展览系统股份有限公司	4.50
20	上海剧星文化传播有限公司	4.44
21	上海有车有家广告有限公司	4.18
22	上海恺达广告有限公司	4.00
23	上海欧安派广告传播有限公司	4.00
24	上海安吉斯媒体技术有限公司	3.43
25	上海龙瑞文化广告传媒有限公司	3.37

资料来源：中国广告业协会，海通证券研究所

### 1.1 公司电视媒体与客户资源丰富

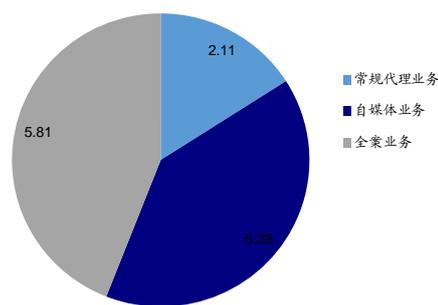
公司已经和国内数百家电视媒体建立了良好的合作关系，建立了“央视、省级（省级卫视及省级地面频道）、地市级”的全国三级电视媒体广告资源平台，目前已经和国内300余家电视台有合作关系。公司的客户有广告公司和直接客户两种，媒介代理业务服务对象绝大多数是国际4A广告公司，全案业务服务对象是直接客户，大多是国内外知名品牌客户。

图2 公司业务介绍分类



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图3 公司 2015 年各业务收入 (亿元)



资料来源：公司 2015 年年报，海通证券研究所

## 1.2 多平台同步运营

目前公司运营主体为开展媒介代理业务的母公司、开展全案业务的全资子公司新疆逸海，以及定位于开展新媒体业务的石河子盛世飞扬。根据公司中长期战略规划，母公司未来将逐步转为管理平台，具体经营业务转由各家子公司承接。

表 1 公司旗下子公司

子公司名称	主要经营地	业务介绍	持股比例
上海鸿图大洋广告有限公司	上海	设计、服务、代理、发布各类广告，展览展示服务，企业管理策划等	100%
新疆逸海电广传媒文化发展有限公司	乌鲁木齐	设计、制作、发布、代理国内各类广告，展览展示服务，企业形象策划等	100%
石河子盛世飞扬新媒体有限公司	石河子	新媒体广告创意、设计、制作、发布、代理，商业资讯，文化艺术交流，企业形象策划等	100%
西藏龙韵文化传媒有限公司	拉萨	设计、制作、发布、代理国内各类广告，展览展示服务，企业形象策划等	100%
四川竞成龙韵文化传播有限责任公司	成都	设计、制作、发布、代理国内各类广告，展览展示服务，企业形象策划等	51%
西藏竞成文化传播有限责任公司	拉萨	设计、制作、发布、代理国内各类广告，展览展示服务，企业形象策划等	间接持股 51%
安徽聚合天玺文化传媒有限公司	合肥	设计、服务、代理、发布各类广告，展览展示服务，营销策划，礼仪服务，演艺活动策划，电脑图文设计，电脑动画设计，会议及展览服务，影视策划等	51%

资料来源：公司招股说明书、2016 年半年报，海通证券研究所

## 2. 自媒体+常规代理+全案业务共助发展

**媒介代理业务**具体分为**独家代理**（又称“自有媒体”）业务和**常规代理业务**。独家代理业务是指公司在拥有广告独家代理权的媒体，为客户提供广告媒介代理的业务，或者是独家代理国际 4A 广告客户在某电视媒体的广告投放；常规代理业务是指公司在不拥有独家代理权的媒体为客户提供广告媒介代理业务。

**自媒体业务**客户多为广告公司，赚取媒介购买中间差价，需制定**播放策略**。自媒体业务投放电视媒体主要是经济欠发达地区电视媒体，主要客户群体是广告公司。盈利模式是代理客户进行媒介购买及执行，赚取中间差价。同时，公司因为独家代理缘故，因此结合客户要求，制定独家代理电视媒体的播放策略，以求提高电视媒体的投放率。

**常规代理业务**客户多为广告公司，赚取媒介购买中间差价，无需制定**播放策略**。常规代理业务投放电视媒体主要是央视和经济较发达地区市电视媒体，主要客户群体是广

告公司。其盈利模式与自媒体业务一样，赚取客户与电视媒体购买之间的中间差价。另外，因为是非独家代理，因此不需要制定电视媒体的播放策略，只需根据客户要求与电视媒体互相协商谈判确定。

**全案业务客户多为直接客户，赚取媒介购买中间差价+营销增值费。**全案服务业务模式指公司为客户提供市场研究、品牌管理、创意设计、视频制作、广告策略、广告执行、广告评估等一系列营销服务，与媒介代理业务核心差别之处在于，公司不仅为客户提供代理媒介购买，还帮助客户提供创意策划等营销增值服务。

全案业务投放电视媒体主要是央视和经济较发达省市电视媒体，主要客户群体是直接客户。盈利模式是赚取客户与电视媒体购买之间的中间差价，另外再加上为客户提供的营销增值服务费。

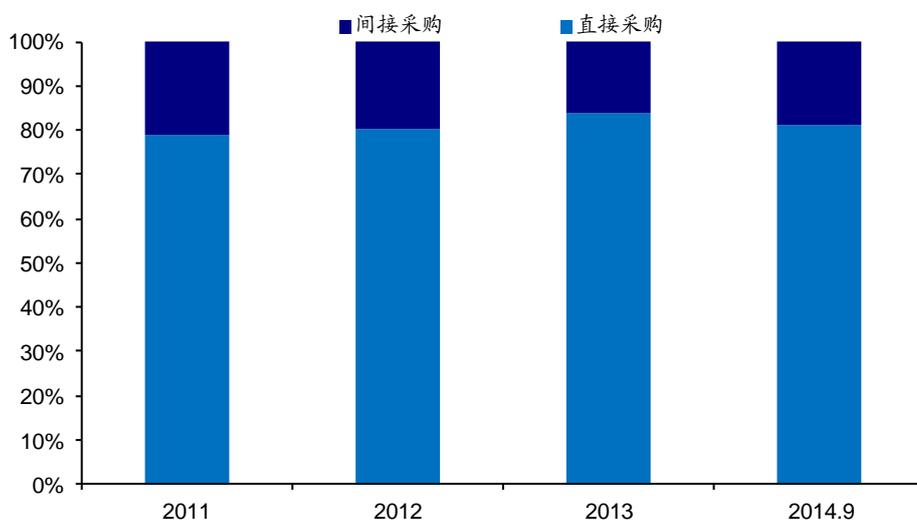
表 2 公司业务分类及特点

业务分类	业务介绍	投放电视媒体	主要客户群体	盈利模式
媒介代理业务：自媒体业务	在拥有广告独家代理权的媒体，为客户提供广告媒介代理的业务	经济欠发达省市电视媒体	广告公司	代理客户进行媒介购买、媒介执行，以赚取差价的业务模式。 <b>同时，会制定负责的独家代理的电视媒体的播放策略</b>
媒介代理业务：常规代理业务	在不拥有独家代理权的媒体为客户提供广告媒介代理的业务	主要是央视、经济较发达省市电视媒体	广告公司	直接代理客户进行媒介购买、媒介执行，以赚取差价的业务模式
全案业务	为客户提供市场研究、品牌管理、创意设计、视频制作、广告策略、广告执行、广告评估等“一站式服务”。为客户提供传统的媒介执行业务之外的整合营销增值服务	主要是央视、经济较发达省市电视媒体	直接客户	在媒介代理业务仅实施媒介购买和执行的基础上， <b>提供整合营销相关增值服务</b>

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

**媒体采购直接与间接并行。**公司电视媒体采购，主要通过直接采购进行，部分是通过其他广告代理公司进行间接采购。直接采购可以减少中间成本，也可以和合作的电视媒体形成更加紧密的关系。间接采购一般是由于其他广告代理公司和目标电视媒体先签订了代理合同，需要间接通过其他广告公司在该电视媒体进行广告投放，也可能是因为从其他广告代理公司间接采购的成本更低。

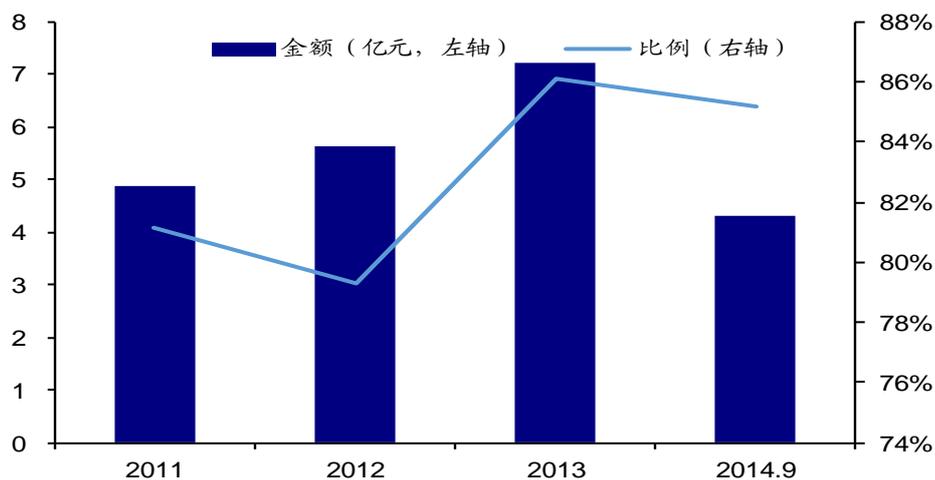
图4 公司媒体直接采购与间接采购占比



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

广告客户集中度较高且非常稳定。从2011年到2014年9月，公司排名前五的广告公司客户都是相同的五家国际4A公司，平均业务量占比达到83%，分别是盛世长城国际广告有限公司、广东凯络广告有限公司、上海李奥贝纳广告有限公司、北京恒美广告有限公司、群邑（上海）广告有限公司，间接也说明公司客户关系良好。

图5 公司前五名客户业务量及业务占比 (2011-2014.9)



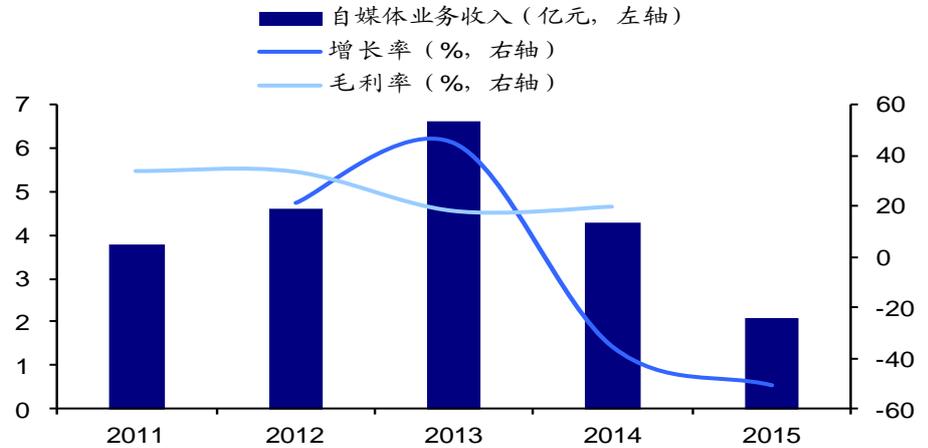
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

## 2.1 自媒体业务：调整媒体渠道，提升盈利质量

自媒体业务是指公司在拥有广告独家代理权的媒体，为客户提供广告媒介代理的业务，或者是独家代理国际4A广告客户在某电视媒体的广告投放。公司在常规代理业务中，与很多媒体及客户建立了良好稳定的关系，在此基础上，整合相关媒体资源，于2009年开展了自媒体业务。自媒体业务2015年收入2.11亿元，同比下滑50.62%，成

本为 2.16 亿元，同比下滑 36.94%，平均毛利率为-2.51%，亏损金额为 528.36 万元，主要是因为受整个广告行业的不利影响，广告客户投放量减少，独家代理的电视媒体投放利用率不足。

图6 自媒体业务收入、增长率、毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、2015 年年报，海通证券研究所

### 2.1.1 媒体渠道合作共赢

三四线电视媒体吸引力有限，可通过与广告代理公司进行合作，引入知名品牌客户进行广告投放。经济欠发达地区的电视媒体一般为三四线媒体（也有例外，如湖南卫视），广告收视率有限，且因经济较为落后，当地消费市场空间有限，对国内外知名品牌客户来说，在当地媒体进行广告投放的意愿并不强烈。另外，代理这些知名品牌的 4A 广告公司，相对来说处于强势地位，同时对这些三四线电视媒体了解的信息也不全面，因此很少会主动和这些三四线电视媒体进行合作。

通过独家代理，三四线媒体可以通过与广告代理公司进行合作，接触到优质的广告业务资源，可以增加广告引进，带来广告业务提升。同时，可以帮助 4A 公司或者客户拓展新的电视媒体投放平台。

表 3 公司独家代理电视媒体

2009	云南电视台地面频道（云南 3 套除外）、山西电视台影视频道国际台影视频道国际 4A 公司广告独家代理权
2010	昆明电视台、广西电视台、南宁电视台、桂林电视台、柳州电视台、贵阳电视台的所有频道以及河北电视台农民频道国际 4A 公司广告独家代理权
2011	漳州电视台以及广西电视台科教频道国际 4A 公司广告独家代理权和福州电视台全频道广告独家代理权
2012	又获得了漳州电视台、贵阳电视台全频道广告独家代理权
2013	获得了乌鲁木齐电视台全频道广告独家代理权、辽宁广播电视台国际 4A 公司 4A1 标段广告独家代理权、云南卫视国际 4A 公司广告独家代理权
2014	增加了四川电视台经济、新闻频道的非黄金时段广告独家代理权，山西广播电视台的国际 4A 公司广告独家代理权

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

### 2.1.2 调整媒体渠道，提升盈利质量

自媒体业务，投放量不确定、成本提前锁定，可能导致亏损。根据往年经验及公司

现有订单量，公司会对次年广告业务量有一个预测目标，在此基础上公司与电视媒体就年度任务量、价格策略、媒体买断成本、保证金进行商谈，并签订独家代理协议进行约定。

对于取得国际 4A 广告独家代理权的电视媒体，公司每年会与电视媒体，就一整年度的广告投放总量及代理成本进行协商约定，提前把最低广告投放量及代理成本提前锁定好，并支付一定比例的保证金。

如果公司承接的广告代理业务量减少，导致公司的投放量减少，公司可以与电视媒体进行协商谈判，降低之前约定好的最低投放量标准。当公司的实际投放量低于最低投放量，并且无法协商降低最低投放标准，则公司仍需支付当初约定的最低投放量代理成本。这样会导致公司独家代理电视媒体资源利用率不足，自媒体业务收入减少，而成本却被提前锁定，自媒体业务利润下滑。

**牺牲短期利益，培育市场，着眼未来业绩成长。**对于少量新合作地方电视媒体，因为刚进入这个市场，市场也不成熟，公司为了吸引客户进行广告投放，会给予客户低于媒体采购成本价的价格。看中的是未来随着该市场逐渐成熟，公司对客户的议价能力将提高，后续的销售价格可以提高到成本价之上，从而获利。如昆明电视台从最开始 2011 年广告销售率为 52.84%、毛利率为-12.01%，到 2012 年广告销售率大于 92%，毛利率也达到 26.42%。

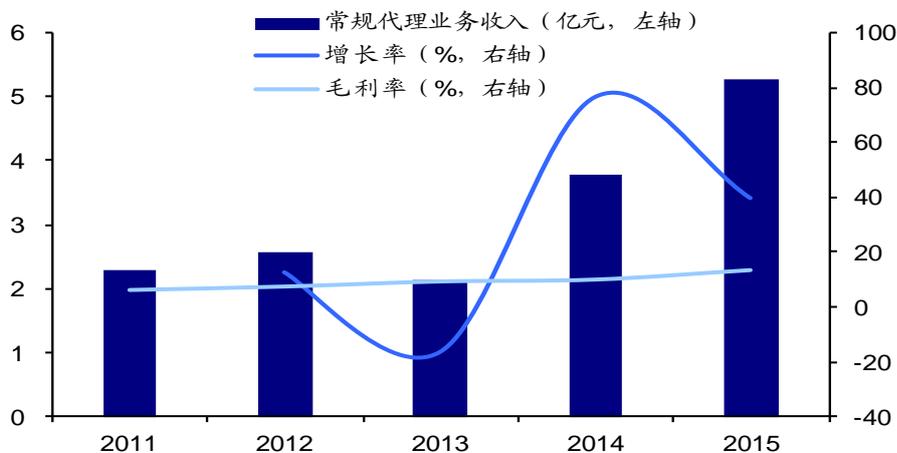
**也有可能因为定价过高，造成投放率不足，导致亏损。**这是因为公司为了整合当地电视媒体资源，避免不同电视台之间陷入价格恶性竞争，从整体大局考虑，提高一些地方电视媒体的投放价格。如广西市场中的广西科教频道、桂林电视台、柳州电视台，在 2011、2013 年都存在部分毛利率为负的情况。

**主动调整掉盈利不佳的电视媒体。**从 2014 年开始，公司开始主动调整自媒体业务，对盈利水平不佳甚至是亏损的电视媒体（宁广广播电视台、云南卫视台、福州电视台）不再进行独家广告代理，或者转为常规代理，或者直接停止合作。转而将公司资金、人员等资源合理倾斜至常规业务、全案业务、新媒体业务及数字营销业务上，进一步提高盈利质量。

## 2.2 常规代理业务：以销定购，业绩稳定

常规代理业务是指公司在不拥有独家经营权的电视媒体，为客户提供电视广告媒介代理业务。公司常规代理业务 2015 年收入 5.28 亿元，同比增长 39.71%，成本 4.58 亿元，同比增加 34.75%；毛利率 13.08%，同比增加 3.19%。主要是常规代理客户增加了在新媒体上的投入，从而带动收入与毛利同时增加。

图7 常规代理业务收入、增长率、毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、2015年年报，海通证券研究所

**操作简单、风险小、毛利较低。**公司2008年成立之初主要做常规代理业务，相较于自媒体代理业务，模式更简单，风险也更小。公司不需要承包电视台的所有广告业务，当客户有媒体代理需求，只需要寻找合适的代理电视媒体，按照客户要求投放，赚取中间差价就可以实现盈利。作为公司传统业务，因为门槛较低，市场竞争较为激烈，所以毛利率也一直比较低。然而，随着公司在新媒体上的拓展，未来有望加大常规代理客户在新媒体上的投放，提升毛利率，改善盈利质量。

**合作多为央视、经济较发达地区省市电视媒体。**常规代理客户较多选择的投放媒体是央视及经济发达地区电视媒体，如北京电视台、浙江电视台、福建电视台等。公司已经和国内数百家电视媒体建立了良好的合作关系，建立了“央视、省级（省级卫视及省级地面频道）、地市级”全国三级电视媒体广告资源平台，媒体资源有保障。

**“以销定购”的采购模式，媒体采购集中与临时并行。**常规代理业务对电视媒体的采购，主要是在当年第四季度开始进行集中谈判，主要确定次年给予公司及广告主的广告价格、执行折扣、公司代理费及广告资源等。央视一般在年底进行公开招标，各省级卫视及地面频道一般在当年第四季度召开“招商会”。其他电视媒体一般根据实时的需求，进行临时采购。常规代理业务一般采用“以销订购”模式，不会出现投放量低于采购量的情况，销售率为100%，所以不会出现亏损情况。

## 2.3 全案业务：未来持续发展的核心

### 2.3.1 双重盈利：媒介代理+创意制作费

从2008年开始，公司就开展了全案业务，2015年全案业务实现营业收入5.81亿元，同比增长56.19%，成本5.13亿元，同比增加72.41%，毛利率为11.81%，同比下降8.3%。主要是因为全案客户增加了广告投放量，公司也相应给予了客户一定价格优惠，从而带动收入上升及毛利下降。

全案业务是指公司为客户提供市场研究、品牌管理、创意设计、视频制作、广告策略、广告执行、广告评估等服务，在媒介代理业务仅实施媒介购买和执行的基础上，提供上述一项或多项整合营销相关增值服务。因此相对于媒介代理业务，全案业务利润来

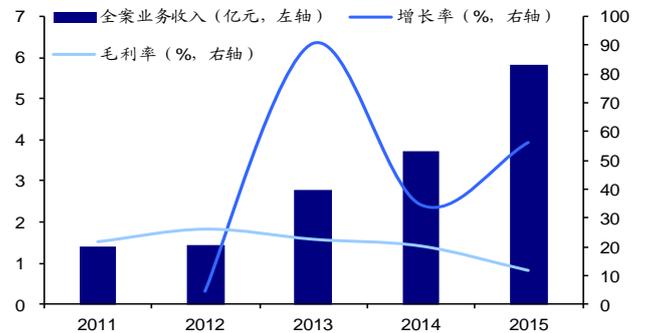
源除了媒体代理费用，还要再加上公司的创意策划制作等费用，是双重盈利模式，因而毛利率也较高。

图8 全案业务流程图



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图9 全案业务收入、增长率、毛利率情况



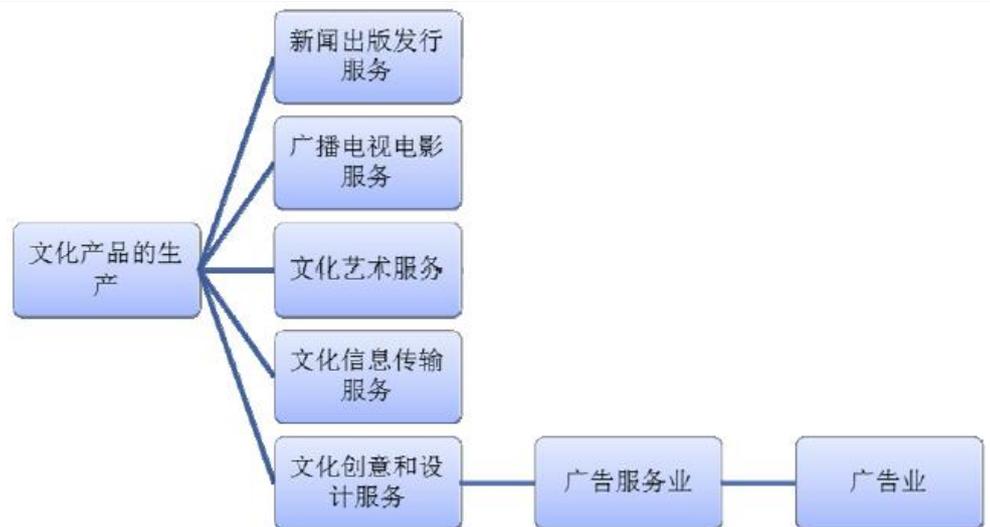
资料来源：公司招股说明书、2015年年报，海通证券研究所

### 2.3.2 创意设计助力全案业务发展

广告行业属于文化产业链，对于广告好与坏的判断，没有固定的标准，只能以最后广告带来的市场效果来评估。消费者的需求是多样化的，怎么创造出迎合消费者的广告，靠的是广告公司的创意设计水平，这也很大程度上决定着公司的业务潜力。

公司拥有较强的广告创意能力。在2014年在上海市广告协会举办的“上海市第二十届优秀广告作品展评赛”上，龙韵股份凭借为招商银行制作的平面广告——《种豆得瓜》在众多优秀作品中脱颖而出，荣获商业广告（平面广告）三等奖。

图10 文化产业链



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

公司拥有专业化创意策划团队、一站式服务、全程控制的 TVC 制作业务体系。公司拥有经验丰富的全案服务团队，创意策划人员达到 72 人；同时，公司开发了 OBM-IMC（龙韵整合营销管理）工具、OBM-CCM（龙韵股份策划管理）工具以及 OBM-NIM（龙韵新媒互动营销）工具，为客户提供包括市场研究、品牌管理、创意设计、影视制作、广告策略、广告执行、广告评估等在内的“一站式服务”全案业务；能够实现对 TVC（商

业电视广告)制作业务体系的全程参与和监控。

公司坚持将全案业务作为公司可持续发展的重要战略,在创意人才方面加大引进,在数据分析系统方面加大投资,公司的全案业务逐步积累了丰富的经验,服务的客户遍及各行各业,有诸如招商银行、绿源电动车、雪花、公牛、皖酒集团、美国亨氏等国内外知名品牌。

图11 龙韵&招商银行广告



资料来源:公司官网,海通证券研究所

图12 龙韵&绿源电动车广告

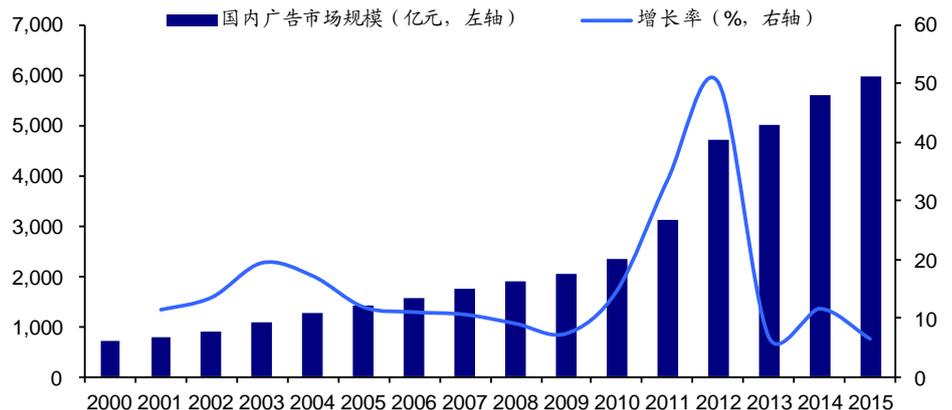


资料来源:公司官网,海通证券研究所

### 3. 广告代理市场: 增速放缓, 竞争加剧

**广告市场增速放缓。**纵观广告行业的发展轨迹,可以看到广告行业发展的明显轨迹是:媒体附庸→独立中介→专业服务→促销先锋→生活导向。广告行业也像股票市场一般,逐渐成为一个国家或地区经济的晴雨表。伴随着国内经济增速的放缓,经济结构也在逐渐升级和调整,广告市场规模虽然依旧保持增长,但增速却在逐渐下滑。其中2015年广告市场规模达到5973亿元,增长率为6.6%,位于历史最低水平。

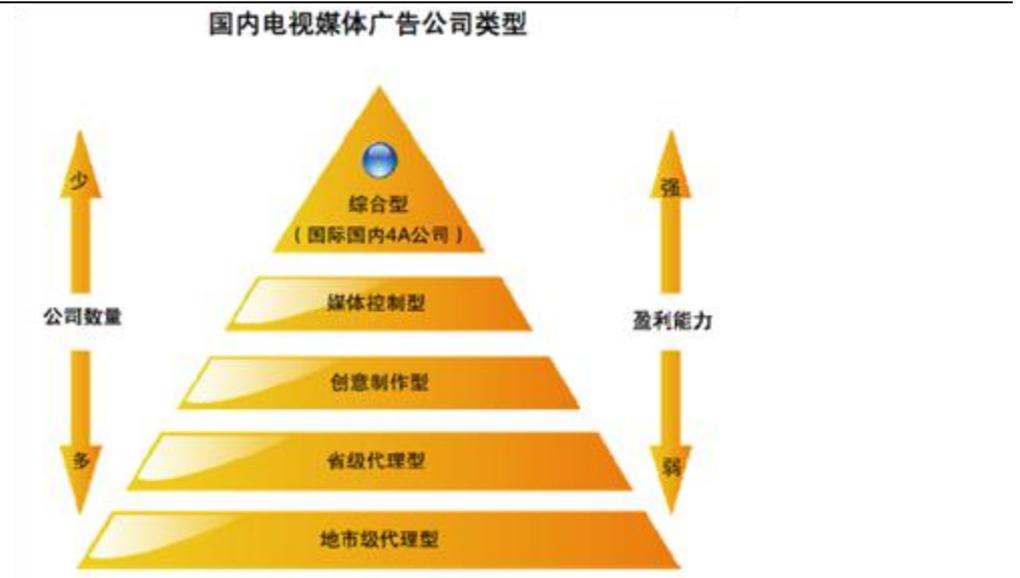
图13 我国广告市场规模及增速 (2000-2015)



资料来源:《2016-2020年中国广告业发展前景与投资预测分析报告》,海通证券研究所

**广告市场竞争越发激烈。**2015年广告业新增经营单位12.8万户,增幅达到23.58%,全国广告业经营单位总数飙升至67.2万户;全国广告业从业人数达到307万,首次突破300万大关。国内广告代理市场的参与者也迅速增加,胜三咨询发布的《2016年中国广告代理商图谱》,共收录中国本土广告代理商37,144家,跨国广告代理商277家,总收入分别为736.32亿元和246.02亿元,市场参与者众多,竞争激烈。

图14 国内电视媒体广告公司类型



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

呈现国际 4A 公司较为强势和竞争主体多元化趋势。国内目前广告公司分为媒介代理型、创意制作型、媒体控制型以及综合型（国际国内 4A 广告公司）。国际 4A 公司基本上都已在国内开展业务，凭借自身强大资源及资金优势，快速的抢占国内市场份额，很多国际知名的品牌也倾向于选择国际 4A 公司合作，总体来看竞争逐渐多元化。

表 4 广告公司分类及特点

广告公司类型	经营特点、盈利能力	代表公司
媒介代理型	多年在某区域开展媒介代理业务，具备该区域强势媒体代理能力，数量众多、规模不大、竞争激烈。盈利能力较弱	各省级、地市级媒介代理公司
创意型	专业度高、竞争压力小、但很难形成规模效益。盈利能力较强	
媒体控制型	依附于某电视媒体，经营稳定。盈利能力强	央视旗下的未来广告公司
综合型	兼营媒介代理和创意制作，拥有多年全国媒体从业经验，能整合电视媒体广告资源。具备强势媒介代理能力和广告全案服务能力，盈利能力更强	国际国内4A公司：WPP 集团、奥姆尼康、埃培智（IPG）、昌荣传播、龙韵股份、省广股份、思美传媒等

资料来源：海通证券研究所

## 4. 新媒体：新时代的挑战与机遇

新媒体是指以互联网、无线通信等技术为渠道，以电脑、手机和电视等为终端，向用户提供音频、视频、语音数据、远程教育、在线游戏等集成信息和娱乐服务的一种传播形式。

新媒体时代已经到来。随着互联网的发展，新媒体盛行的时代已经到来，广告形式开始多样化，不再只是大街上的宣传单，也不再仅仅传播于传统的电视、广播、报纸上。传统的电视、广播、报纸等媒体对于人们的吸引力在互联网的冲击下逐渐减少，转而人们花在互联网（PC 端、移动端）上的时间变多。国内传统电视广告市场份额也在逐年下滑，这主要是受到以互联网为代表的新兴媒体的分流影响，可以说以网路广告为主导的新媒体广告时代已经到来。

从客户端口来看，受经济疲弱影响，广告客户广告预算减少，行业竞争加剧，挤压

营销类公司的盈利空间；从媒体端口来看，随着互联网的高速发展，拥有内容、用户数据等优势一线媒体愈发强势，对于其上游广告营销类公司的议价能力提高，进一步挤压了媒体广告行业的利润空间。

图15 新媒体示例 1



资料来源：维普特，海通证券研究所

图16 新媒体示例 2

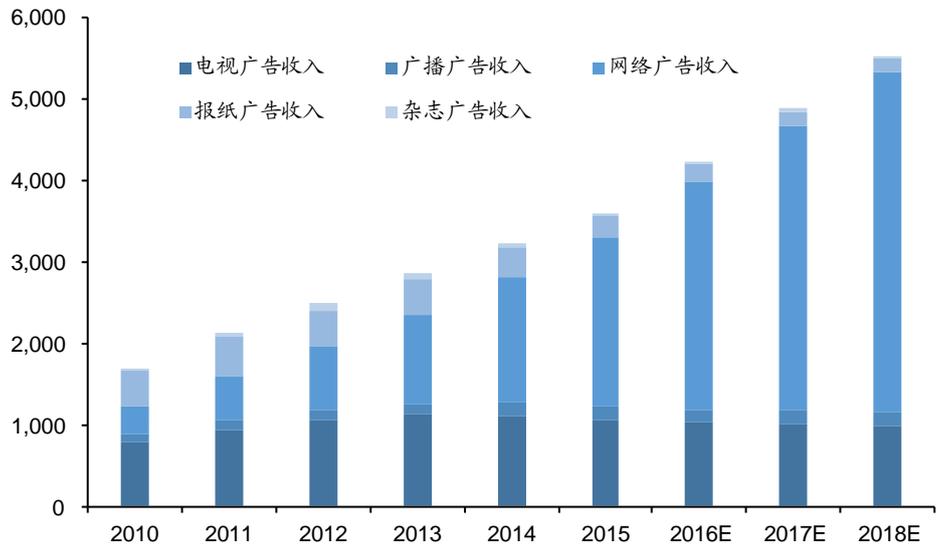


资料来源：网易，海通证券研究所

#### 4.1 市场扭转，传统媒体面临挑战

网络广告的广告花费占比已超过传统广电广告，新媒体广告市场权重将继续加大。2015 年度，国内广电（电视+广播）收入为 1060 亿，互联网广告市场的规模达到 2,093 亿元，当年度同比增速为 35.9%，网络广告几乎是广电广告的 2 倍。随着国内互联网进一步普及，未来传统广告市场可能会继续下滑，而互联网广告增长已经成为拉动中国广告行业乃至全球广告行业增速最重要的动力。

图17 中国五大媒体广告收入规模及预测（亿元，2010-2018）

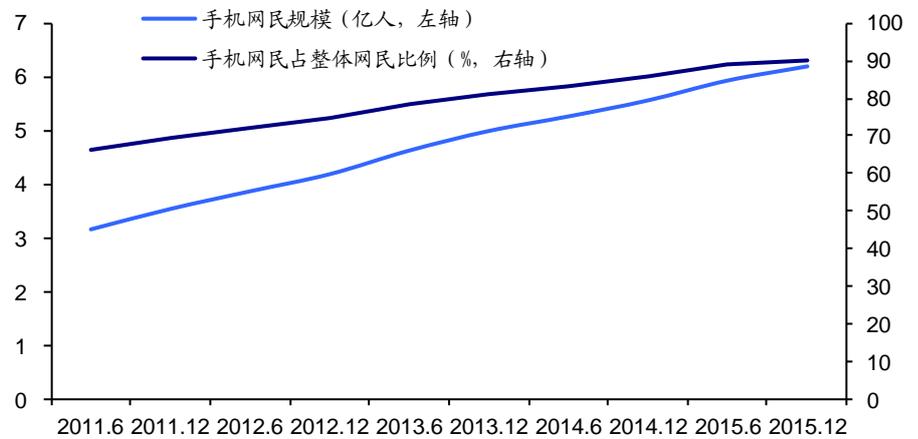


资料来源：艾瑞咨询，海通证券研究所

网民进一步向手机移动端集中，移动端的广告市场空间巨大。2015 年 12 月，我国网民规模达 6.9 亿，互联网普及率达到 50.3%，超过全球平均水平 3.9 个百分点，超过亚洲平均水平 10.1 个百分点。我国手机网民规模达 6.20 亿，网民中使用手机上网的人

群占比由 2014 年的 85.8%提升至 90.1%。

图18 中国手机网民数量 (2011-2015)

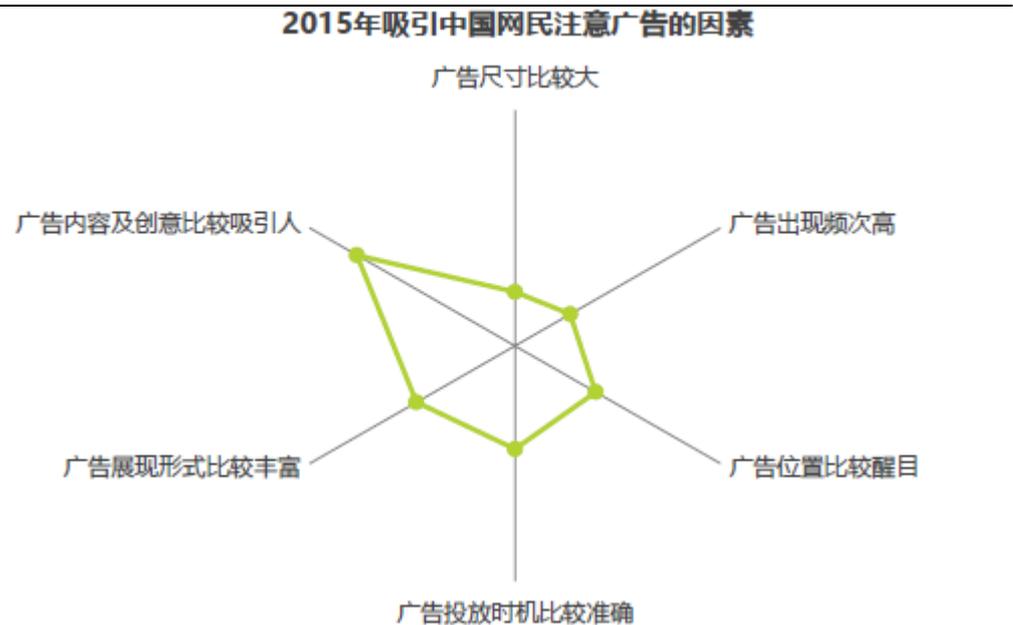


资料来源: 艾瑞咨询, 海通证券研究所

#### 4.2 “广告内容及创意”是吸引网民的首要因素

影响广告效果的因素有很多, 例如广告内容及创意、广告展现形式, 广告投放时机、广告位置、广告出现频次和广告尺寸等, 在 2015 年最吸引中国网民的广告展现因素调查中, “广告内容及创意”是最首要的因素, 占比为 61.6%, 远超过排名第二占比 38.4% 的“广告展现形式”因素。对于广告公司而言, 如何设计出具有创意的广告, 变得越来越重要。

图19 2015 年吸引中国网民注意广告的因素

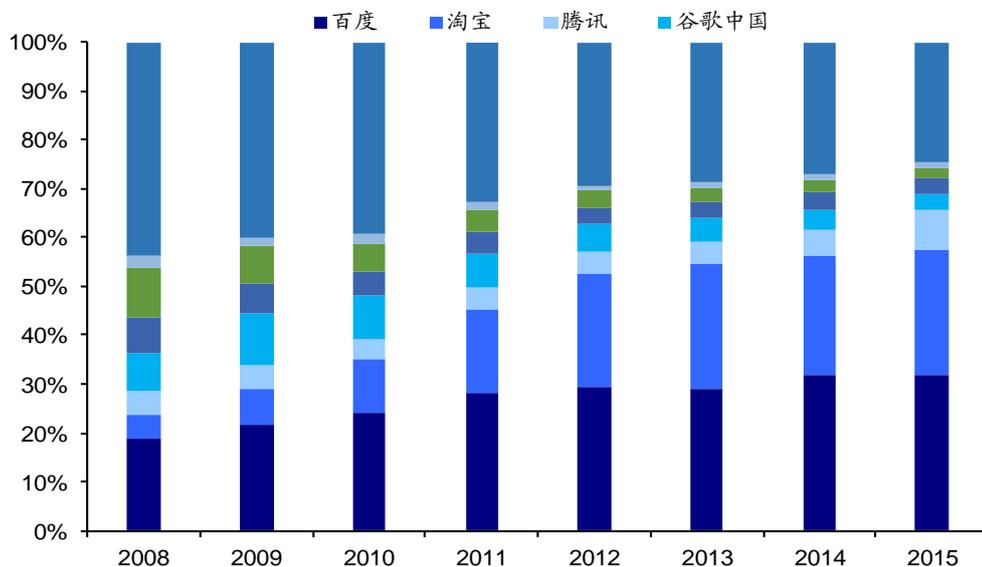


资料来源: 艾瑞咨询, 海通证券研究所

#### 4.3 流量为王, BAT 等巨头聚集效应明显

**流量转换为广告收入。**以百度为代表的搜索引擎，拥有搜索流量；以阿里巴巴为代表的电商平台，拥有电商流量；以腾讯为代表的及时通讯社交软件，拥有社交流量。这些巨大的网络用户流量，很容易吸引网民点击浏览广告，从而将用户流量转化成广告收入，2015年三家总计占据了网络广告市场65.7%的市场份额。BAT等巨头对于网民聚集效应明显，未来网络广告市场很可能出现强者愈强、弱者愈弱的市场格局。

图20 年中国网络广告市场核心媒体广告收入结构 (2008-2015)



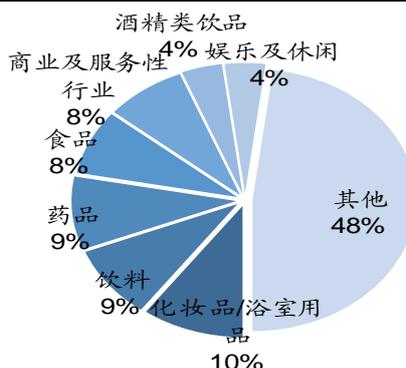
资料来源：艾瑞咨询，海通证券研究所

## 5. 传统电视媒体的困境与突围

### 5.1 区域不平衡，两级分化加大

**发达地区电视媒体广告收入更高。**一般来说一二线电视媒体多位于经济发达地区，而三四线电视媒体多位于经济欠发达省市。广告客户多以快消品为主，广告的最终目的是为了推广广告客户的产品或服务，从而促进公司的产品或服务的销售。欠发达地区的经济发展相对落后，相应的人均可支配收入也低，这也导致了消费能力更低，因而广告受众转换为实质消费者的概率更小，因此欠发达地区电视媒体对于广告客户的吸引力有限，直接导致了不同区域电视媒体之间广告收入的不平衡。

图21 2014年电视广告各行业投放占比



资料来源：媒介 360，海通证券研究所

整体市场下滑背景下，电视媒体两级分化加大，一线卫视广告收入仍持续增长。电视台的广告收入两级分化正在逐步加大，一线电视媒体一档优质节目创收就可能达到几亿甚至十几亿，这比三四线电视媒体全年的收入都高。湖南卫视、江苏卫视、浙江卫视从 2011 年至今已经连续五年位列省级卫视收视率前三名。尽管整体电视广告收入逐渐呈现下滑态势，然而收视率有保障的强势卫视凭借拥有强大的平台及资源，可以持续进行内容创新，在内容领先的基础上，广告收入仍然持续增长。根据湖南广告经营管理中心公布的一组数据显示，湖南广告经营管理中心 2015 年创收为 109.1 亿元，同比增长 30.9%，超额全年任务 31.5%。

而三四线电视媒体因为自身平台吸引力、资源优势都远不及一二线电视媒体，再加上优质节目内容的采购与制作成本逐年攀升，很难推出高收视率节目，因此很难形成对广告客户的吸引力，更难以与一二线电视媒体相竞争。

图22 2015 年各时间段电视媒体收视率前十名

时段	18:00-24:00				07:00-18:00				全天			
	序号	频道	收视率	收视变化	排名变化	频道	收视率	收视变化	排名变化	频道	收视率	收视变化
1	湖南卫视	1.02%	16%	-	湖南卫视	0.31%	0%	-	湖南卫视	0.41%	9%	-
2	浙江卫视	0.68%	10%	1	浙江卫视	0.29%	26%	-	浙江卫视	0.32%	16%	1
3	江苏卫视	0.60%	-19%	-1	江苏卫视	0.19%	-8%	1	江苏卫视	0.25%	-15%	-1
4	东方卫视	0.55%	7%	1	安徽卫视	0.17%	-13%	1	东方卫视	0.22%	10%	3
5	北京卫视	0.52%	-3%	-1	北京卫视	0.17%	-7%	2	北京卫视	0.22%	-5%	-1
6	山东卫视	0.40%	-16%	-	东方卫视	0.15%	16%	3	山东卫视	0.17%	-22%	-1
7	安徽卫视	0.31%	-1%	3	山东卫视	0.14%	-32%	-4	安徽卫视	0.16%	-7%	1
8	天津卫视	0.31%	-32%	-1	江西卫视	0.13%	-10%	-	天津卫视	0.14%	-32%	-2
9	湖北卫视	0.29%	-5%	2	天津卫视	0.13%	-32%	-3	江西卫视	0.14%	-13%	-
10	江西卫视	0.28%	-15%	-1	湖北卫视	0.11%	-15%	-	湖北卫视	0.13%	-9%	1

资料来源：CSM，海通证券研究所

## 5.2 聚焦优质节目，“现象级”节目受热捧

电视媒体广告的招商能力，很大程度上依赖于是否拥有优质的电视节目。在国内经济增速下滑的大环境下，广告投放选择越来越集中于拥有优质节目内容和广泛观众的一二线电视媒体，对于现象级电视节目广告投放的竞争尤为激烈。一线电视媒体每年的购剧、覆盖、季播项目、租赁卫星传输等虽然成本较高，但是这些投入保障了节目的优质和收视率，广告收入从而也有保障。

例如，湖南卫视制作的《花千骨》、《轩辕剑》、《武媚娘传奇》等年度精品大剧，还有《我是歌手》、《爸爸去哪儿》、《天天向上》、《快乐大本营》等吸引万千观众瞩目的王牌综艺节目；浙江卫视的《奔跑吧，兄弟》、《中国好声音》等；江苏卫视的《非常勿扰》、《最强大脑》等。

**现象级节目受热捧。**“现象级”节目《爸爸去哪儿》第一季广告冠名权收入为 2800 万元，节目的火爆带来了明显的广告效应，到了第二季冠名费马上涨到 3.12 亿元，到第三季，冠名费更是达到 5 亿元，几乎是第一季的 18 倍。因为节目的收视率有保障，广告客户争相下重金做广告，丝毫不用担心广告成本投入，因为后续的广告效应带来的收益完全可以覆盖广告成本。凭借在节目中的广告，999 小儿感冒灵、思念水饺、汽车生产商英菲尼迪瞬间成为了家喻户晓的品牌，英菲尼迪更是以几百万元的投入，获得几个亿的宣传效果。

图23 现象级节目-爸爸去哪儿



资料来源：金鹰网，海通证券研究所

图24 现象级节目-奔跑吧兄弟

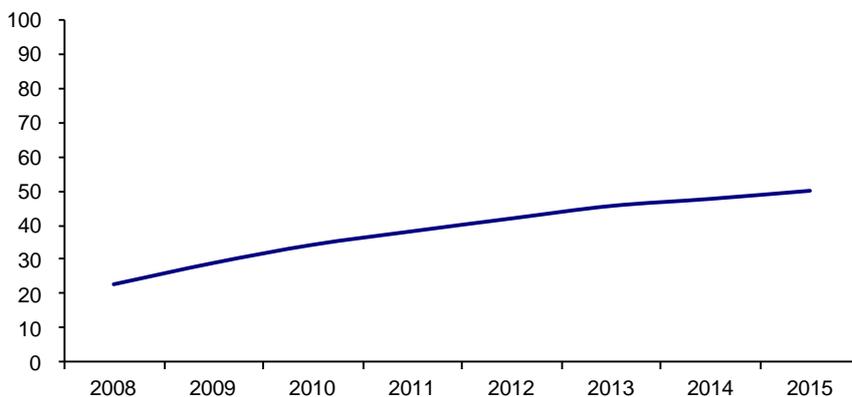


资料来源：浙江卫视，海通证券研究所

### 5.3 电视媒体+新媒体的融合新趋势

**互联网普及尚需时日，电视媒体依然强大。**虽然传统电视、广播媒体一直受到新媒体不断挑战，却依然屹立不倒，依旧占据重要地位。目前国内互联网普及率刚过 50%，还有一半人口没有连入互联网，这一半的潜在消费者还处于电视媒体时代。相反，电视却早已经在全国各省市普及，因此电视媒体对于很多广告客户的吸引力依然强大。

图25 中国互联网普及率（%，2008-2015）



资料来源：wind，海通证券研究所

**电视媒体与新媒体出现相互融合趋势。**面对互联网大浪潮，广告客户的投放选择也开始变化成打组合拳，同时进行电视、互联网及线下等多路径营销成为广告客户的标配。各电视媒体也在逐步拥抱这种变化，积极与新媒体进行合作融合，为广告客户推出了层出不穷的与新媒体相结合的营销方案。这不仅能带动原有的电视广告业务增长，还能在与新媒体的合作中攫取新的收入来源。

表 5 电视媒体+新媒体融合示例

江苏卫视	成立专门部门，利用互联网，帮助客户设计全媒体营销方案
湖南卫视	将新媒体纳入招标范围，其合作资源覆盖了互联网电视、电脑、手机、平板全媒体平台
安徽卫视	携手腾讯视频，电视、互联网、广告主三方将共同研发广告产品
天津卫视	逐渐由“平台营销”转向“核心内容为特色的整合营销”
东方卫视	推出“三高一低”（高权益、高曝光、高转化、低投入）的微博互动产品

资料来源：网路公开资料，海通证券研究所

## 6. 转型之路：坚持全案业务，积极拓展新媒体业务

**调整自媒体业务，坚持全案业务为核心，开展新媒体业务和数字营销业务。**面对行业格局变动和新的经营挑战，龙韵从 2014 年开始，公司开始主动调整自媒体业务，对盈利水平较低甚至是亏损的电视媒体不再进行独家广告代理，或者转为常规代理，或者直接停止合作。另一方面着力打造以全案业务为核心的服务模式，同时积极拓展新媒体渠道，开展新媒体的代理业务，并且利用计算机网络技术，开展数字营销业务，促进公司业务的稳健调整和转型。

**与新媒体建立良好的合作关系。**新媒体是指以互联网、无线通信等技术为渠道，以电脑、手机和电视等为终端，向用户提供音频、视频、语音数据、远程教育、在线游戏等集成信息和娱乐服务的一种传播形式。目前公司已能够提供展示类广告、网络视频广告、社会化媒体营销、搜索引擎营销等服务。

公司客户对于新媒体的投放需求持续升温，公司也顺应行业趋势，与优酷、腾讯、新浪、百度、搜狐、爱奇艺等各大门户与视频网站建立了良好的合作关系。获得了搜狐视频“2014 年锐意进取奖”，在 2016 年 3 月，公司与腾讯正式开启新一轮战略合作，双方在移动端、视频端、智能客厅终端及影视各方面展开合作、开拓市场，将双方合作提升到新的高度。

图26 龙韵与新媒体进行合作



资料来源：超越传媒，海通证券研究所

图27 龙韵与腾讯达成战略合作



资料来源：湖北文化产业网，海通证券研究所

**表 6 新媒体业务分类与介绍**

新媒体业务分类	内容概述
展示类广告服务	DSP 全称“Demand Side Platform”，意为需求方平台，是面向广告主的广告投放管理平台。DSP 通过对数据的整合及分析，实现基于受众的精准投放，以程序化购买的方式，接入众多媒体资源，帮助广告主提供跨媒介、跨平台、跨终端的广告投放，并对广告投放效果进行实时监测及优化。
网络视频广告服务	网络视频广告是采用先进数码技术将传统的视频广告以流媒体的形式通过互联网媒体进行传播。
社会化媒体营销服务	社会化媒体营销就是利用社会化网络、在线社区、博客、百科或者其他互联网协作平台和媒体来传播和发布资讯，从而形成的营销、销售、公共关系处理和客户关系服务维护及开拓的一种方式。一般社会化媒体营销工具包括论坛、微博、微信、博客、SNS 社区，也包括以图片和视频的形式通过自媒体平台或者组织媒体平台进行发布和传播。
搜索引擎营销服务	搜索引擎推广的基本思想是通过用户主动搜索行为，并通过（搜索引擎）搜索结果页面，然后点击进入网站/网页进一步了解他所需要的信息。包括三个方面：搜索引擎优化，关键词投放和网盟广告投放。

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

### 6.1 收购控股子公司盛世飞扬，业务互补

公司于 2014 年 9 月在新疆石河子注册成立了石河子盛世飞扬新媒体有限公司，定位于拓展公司新媒体渠道业务。公司股份占比 51%，石静娜占比 49%。2015 年公司新媒体业务营业收入占比 12.79%，盛世飞扬作为公司新媒体业务运营的主体，2015 年实现营业收入 1.66 亿，占公司营业总收入的 12.58%，占所有新媒体业务的 98.38%。

根据公司 2016 年 5 月 11 日发布的公告，公司拟收购石静娜持有的 49% 股份，根据 7 月 16 日最新收购进展公告，收购款已支付完毕，公司已全资控股盛世飞扬。

**业务协同互补，盛世飞扬助推公司发展。**盛世飞扬主营网络新媒体业务，先与客户签订发布网络广告合同，并且制定好广告投放计划安排，之后再与网络媒体进行沟通，并对下单执行价、折扣、金额进行谈判。盛世飞扬主营网络新媒体业务与公司全案业务协同互补，在互联网发展的浪潮下，未来将会呈现出快速发展态势，进一步助推公司发展。

### 6.2 借力数字营销，实现精准营销

数字营销指借助于互联网络、电脑通信技术和数字交互式媒体来实现广告客户产品销售目标而开展的一系列营销传播方式。具体而言就是利用先进的技术，以高营销效率、低营销成本来谋求新市场的开拓和新消费者的挖掘。

伴随着互联网、电子通信技术的发展，每天会产生大量的信息，消费者身处一个信息爆炸的时代，如何洞察消费者的消费行为和消费心理，如何挖掘出消费者真实需求，从而进行精确广告营销是每个广告公司面临的问题。各大广告公司纷纷介入数字营销领域，凭借已有的客户基础，进一步打造广告营销的综合服务能力。

图28 数字营销方式示例

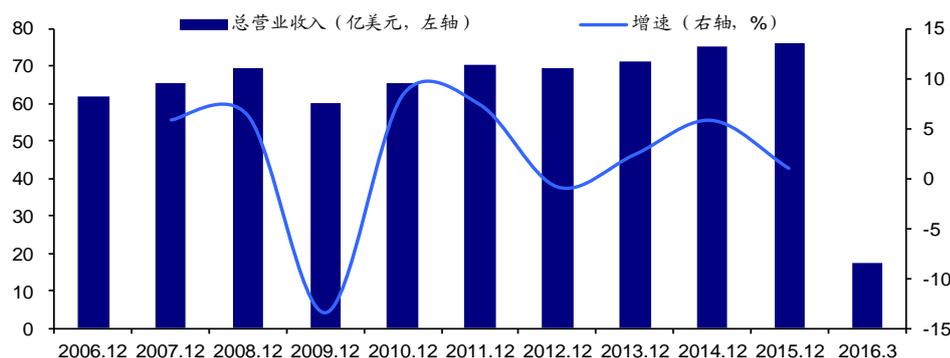


资料来源：知识库，海通证券研究所

### 6.2.1 全球广告和营销行业龙头埃培智，重点布局数字营销

美国埃培智 (IPG) 公司是世界上首屈一指的全球广告和营销服务公司，在全球拥有将近 49,200 名员工，专注于广告，数字营销，市场研究、策划、公关、媒体专业服务。公司旗下拥有麦肯世界集团 (McCann World group)、博达大桥广告公司 (FCB)、睿狮广告传播 (Mullen Lowe Group) 三家全球运作的广告公司，为客户提供全面、大规模的广告和营销服务。

图29 埃培智营业收入及增速 (2006-2016.3)



资料来源：wind，海通证券研究所

内生增长快速，汇率因素影响总体增速。埃培智 2015 年营业收入增加 0.77 亿美元，增幅为 1%，达到 76.13 亿美元，其中内生增长了 4.62 亿美元 (6.1%)，因为并购的影响增加 0.24 亿美元，但是因为受汇率浮动的不利影响，损失了 4.09 亿美元。

图30 埃培智 2015 年收入变动因子分析 (百万美元)

	变化因素				变化		
	截止2014年12月31日	汇率影响	收购/(资产剥离)	内生增长	截止2015年12月31日	内生增长	总体
合并.....	7537.1	-408.5	23.7	461.5	7613.8	6.1%	1.0%
美国.....	4184.0	0.0	7.8	283.7	4475.5	6.8%	7.0%
国际.....	3353.1	-408.5	15.9	177.8	3138.3	5.3%	-6.4%
英国.....	688.3	-49.8	3.7	45.5	687.7	6.6%	-0.1%
欧洲大陆.....	804.7	-132.3	13.3	11.5	697.2	1.4%	-13.4%
亚太地区.....	922.5	-82.3	0.5	76.2	916.9	8.3%	-0.6%
拉丁美洲.....	470.4	-105.0	(3.9)	22.0	383.5	4.7%	-18.5%
其他.....	467.2	-39.1	2.3	22.6	453.0	4.8%	-3.0%

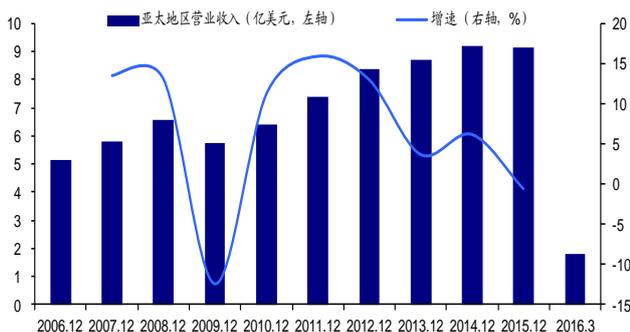
资料来源: 埃培智 2015 年年报, 海通证券研究所

**新兴国家和地区成增速最快市场。**近十年来, 埃培智收入平均增长率为 2.5%, 亚太地区和拉丁美洲等新兴市场增速较快。其中亚太地区增长最快, 增长率超过了 7%, 拉丁美洲平均增长率次之, 将近 3.5%。

具体来看, 埃培智 2015 年营业收入同比增长了 1%, 主要是因为在美国国内市场和国际市场的大多数客户增加了支出, 特别是技术、通信、健康领域客户。在美国国内市场, 主要是因为广告、媒体业务、数据专家机构和公关机构带来了收入增长; 在国际市场, 主要是因为亚太地区的广告收入增长, 特别是中国、印度和新加坡, 还有英国的增长带动。同时, 数字专业机构和公关业务带来了国际业务的增长。

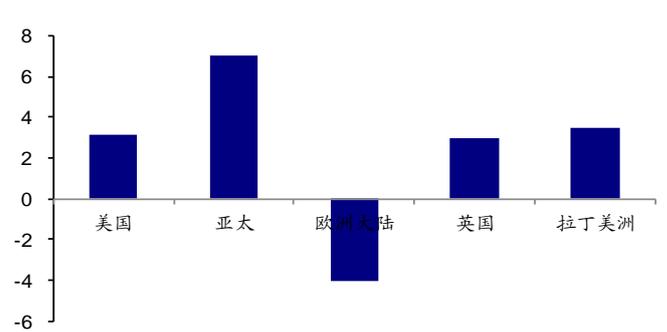
**埃培智也逐步加大了在中国、俄罗斯、巴西、印度等新兴国家和地区的投资, 以此进一步拓展在这些新兴市场的业务。**在 2015 年, 埃培智与美恒国际 (Magic Group) 在中国合资成立了公关公司高诚美恒 (Golin Magic), 专注于企业传播、消费品营销、健康事业、汽车及高科技产业等横跨消费者及 B2B 方面的传播。最近, 埃培智又通过收购战略伙伴美国 AVD 公司参股的一家俄国创意机构, 打开了俄罗斯市场。同时, 埃培智也是中东市场最大的市场营销公司 MCN 的大股东。另外, 埃培智在印度的业务成绩斐然, 将继续加大在印度的投资。

图31 埃培智在亚太地区收入 (2006-2016.3)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图32 埃培智各地区营业收入平均增长率 (% , 2006-2015)



资料来源: wind, 海通证券研究所

**成立 IPG 盟博，提供创新的媒体服务。**埃培智于 2007 年创立 IPG 盟博，负责管理埃培智旗下与全球媒体相关的所有资产，帮助埃培智重塑了应该如何为客户计划、购买和管理媒体资源，成效明显，使得埃培智成为在传统媒体和数字媒体领域，具备高效竞争力的行业领先者。目前，IPG 盟博为客户管理高达 370 亿美元的营销投资，在 130 多个国家聘用逾 8,500 名营销传播专家。

**数字营销业务高速增长，成为投资并购重点。**数字媒体逐渐走进人们生活，客户对于数字营销服务的需求迅速上升，为了满足客户需求，纵观整个行业，大多数同行都是通过大规模并购交易，来增加自身在数字营销领域的竞争力。埃培智则主要通过引进和培育数字营销和相关技术人才，使业务和数字营销进行结合。

埃培智为了满足市场的不断变化的需求，近年来，在数码、移动营销、社交媒体、医疗通讯和公关等领域进行了一些收购，未来的投资收购重点也将坚持集中在快速增长的数字营销领域和高增长或者具有战略意义的市场。

表 7 埃培智最近三年收购情况

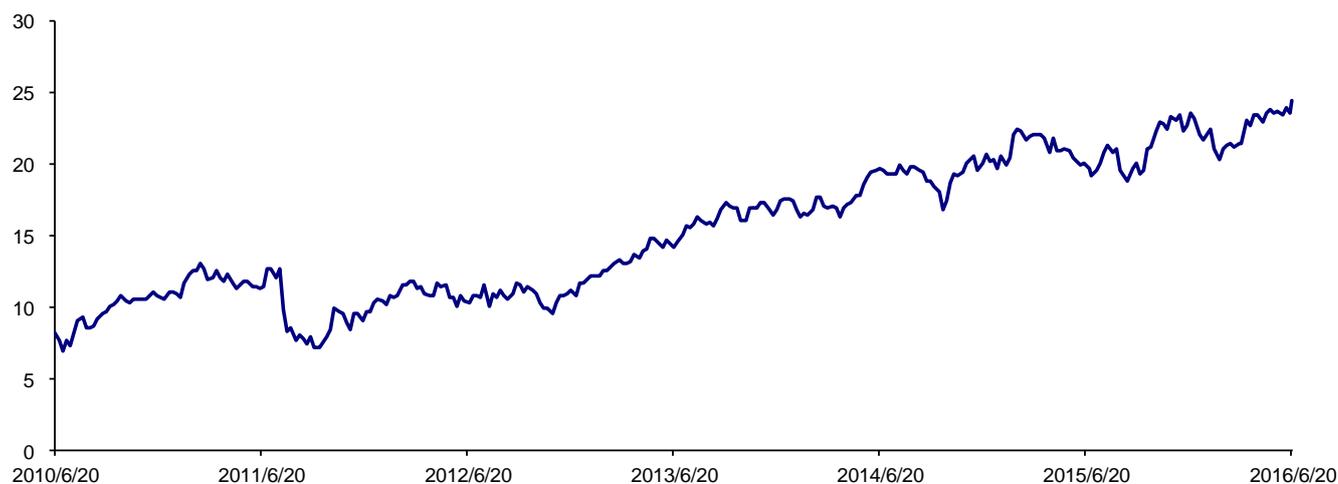
年份	划为 IAN	划为 CMG	重要收购介绍
2013	9	2	1 家在印度的综合性数字营销机构，1 家在英国的综合性服务机构，1 家在印度的公关公司
2014	6	2	1 家全球性的综合性数字营销机构，1 家在美国的数字营销机构，1 家在新西兰的搜索营销机构
2015	4	1	1 家在英国的综合性数字营销机构，1 家在俄国的创意营销机构，1 家在加拿大具有先进的数字功能的媒体策划及购买的机构

资料来源：埃培智 2015 年年报，海通证券研究所

此外，埃培智也继续加大旗下公司的数字化投资，如 Cadreon（观众管理平台）、埃培智媒体实验室，Huge，MRM/McCann 和 R/GA，这些机构除了服务外部客户，还是 IPG 内部机构的重要数字化合作伙伴。

**业绩支撑股价。**伴随着埃培智业绩的逐年提升，近年来公司股价走势也一路上涨，侧面证明了埃培智战略发展方向及业绩受到了资本市场的认可。

图 33 埃培智股价走势（美元，2010.6-2016.6）



资料来源：wind，海通证券研究所

## 6.2.2 设立“数字营销中心”，拓展数字营销业务

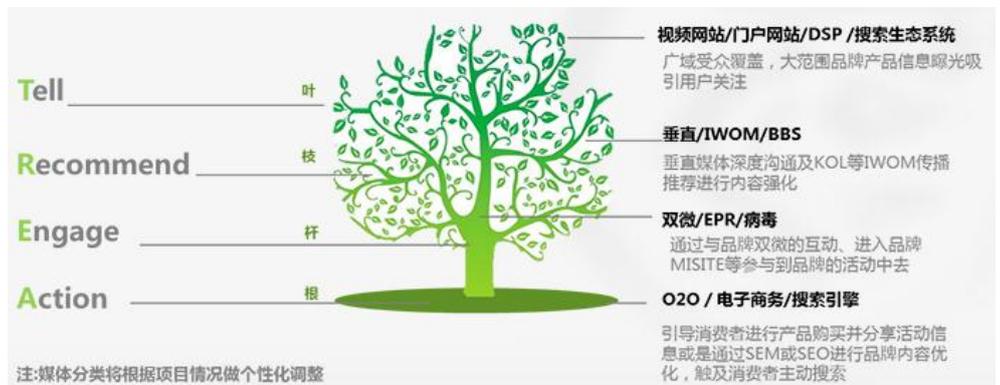
为了拓展数字营销业务,龙韵设立了“数字营销整合中心”,通过龙韵大数据平台(龙韵 DMP),为客户提供以规模化精准营销为主的互联网整合营销服务,主要包括:视频媒体营销、综合门户及垂直媒体营销、社会化媒体 EPR 营销、搜索引擎营销(SEM/SEO)和移动端 APP 营销。数字媒体购买手段包括常规购买和程序化购买。

图34 公司数字化营销流程工具及作业流程



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

图35 公司各类媒体数字营销方式



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

公司先后购买了 AC、CTR、CSM、CMMS 等系统化的数据平台和分析软件, 为客户提供最新的监测数据、媒体环境、收视率、到达率、点成本、目标人群消费指数、目标人群收视习惯等综合分析, 科学的制定媒介策略, 帮助客户实现广告投资收益的最大化。

### 6.3 员工持股计划激励管理层, 彰显公司未来发展信心

公司今年 5 月份发布了“第一期员工持股计划”, 持股计划对象主要是公司核心管理层, 将公司的发展与管理层利益进行绑定, 彰显了公司管理层对于公司未来发展的信心。

**表 8 员工持股计划份额**

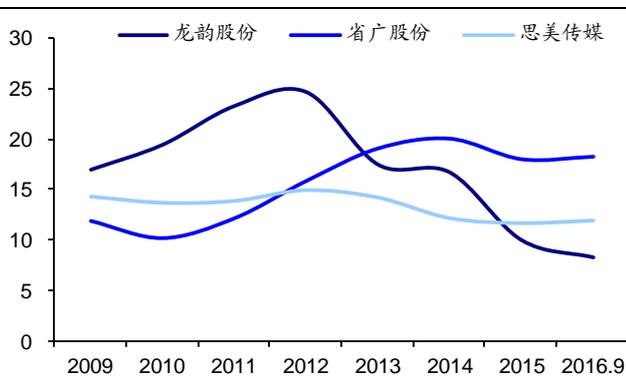
序号	姓名	职务	持有份额 (万份)	占员工持股计划总份额的比例 (%)
1	余亦坤	董事长	790	19.99
	何奕番	副总经理	430	10.88
	张霞	副总经理	430	10.88
	钟振鸿	副总经理	430	10.88
	王志强	副总裁	430	10.88
	王震宇	副总裁	430	10.88
	陶珏竹	董事会秘书	430	10.88
	李建华	监事	15	0.38
	刘莹	监事	15	0.38
	杨丽君	监事	15	0.38
2	其他员工 (不超过62名)		536.50	13.58
合计			3951.50	100.00

资料来源:《上海龙韵广告传播股份有限公司第一期员工持股计划》,海通证券研究所

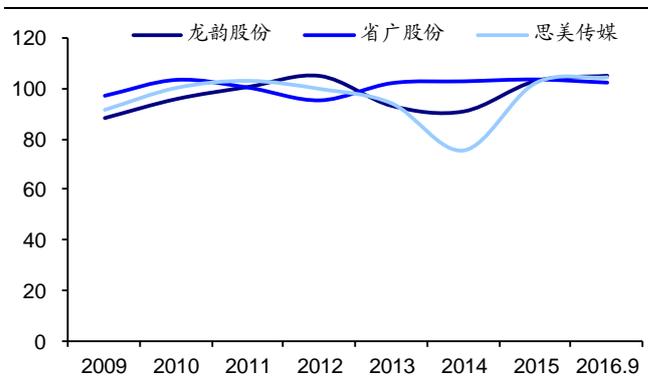
## 7. 财务分析

公司毛利率近几年下滑较为明显,未来有望提升。主要是以下几大原因导致:一,自媒体业务受到整个广告行业的大环境不景气的影响,广告客户投放量利用率不足,收入锐减,因为是独家代理,代理成本又提前锁定,严重降低了公司毛利率,导致2015年亏损;二,全案业务的利润来源除了媒体代理费用,还要再加上公司的创意策划制作等费用,毛利率也较高,但公司近年为了进一步增加全案客户广告投放量,相应地给予了客户一定价格优惠,从而导致了毛利率的下降。

随着公司主动调整掉盈利水平较低甚至是亏损的合作电视媒体,转而将公司资金、人员等资源合理倾斜至常规业务、全案业务和新媒体业务上,公司未来盈利质量将逐步提高。

**图36 同行毛利率对比 (%)**


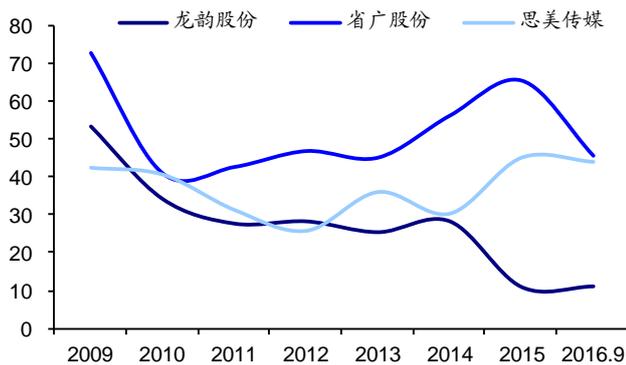
资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

**图37 同行销售商品和劳务收到现金/营业收入 (%)**


资料来源:公司2015年年报,海通证券研究所

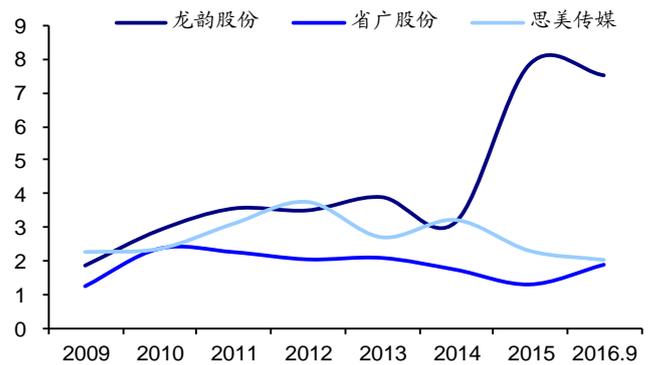
公司无长期负债,偿债能力较强。公司的资产负债率逐年降低,流动比率也逐年升高,相比同行公司,公司偿债能力较强,财务健康,不存在短期偿债压力。

图38 同行资产负债率对比 (%)



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图39 同行流动比率对比



资料来源：公司 2015 年年报，海通证券研究所

## 8. 盈利预测与估值

假设：

- 1、公司将主动调整掉自有媒体业务中亏损的代理业务，未来几年自媒体业务收入将继续下滑，但毛利率开始回升，盈利质量改善。
- 2、由于行业整体不景气、竞争加大，短期内常规代理业务收入和毛利率将下滑。在新媒体业务的促进下，17年开始常规代理业务收入和毛利率将逐步提升。
- 3、由于行业整体不景气、竞争加大，并且采取低价策略，短期内全案业务收入和毛利率将下滑。17年开始将提高全案业务价格，全案业务年收入和毛利率将逐步提升。
- 4、中国整体媒体广告花费在未来几年继续维持在 13-16%左右的增速，公司凭借其拥有的客户较强黏性、媒体深度合作资源、上市后带来的多元化融资渠道等几大优势，坚持全案业务为核心、同时积极拓展新媒体业务和数字营销业务的前景光明，未来几年公司收入增速将逐步达到行业平均增速。

表 9 公司盈利预测 (百万元)

	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1320.44	1180.20	1348.18	1613.97
营业成本	1187.96	1071.00	1140.38	1364.51
毛利率%	10.03%	9.25%	15.41%	15.46%
营业税金及附加	5.28	2.36	4.04	4.84
营业费用	20.78	15.34	17.53	20.98
管理费用	56.01	59.01	67.41	80.70
EBIT	50.40	32.48	118.82	142.94
财务费用	-2.32	-3.00	-3.00	-3.00
投资收益	0.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	50.75	55.97	113.04	134.24
利润总额	60.16	71.97	123.04	144.24
EBITDA	55.19	32.48	118.82	142.94
所得税	11.10	17.99	24.61	28.85
少数股东损益	8.40	2.16	3.94	4.62
归属母公司所有者净利润	40.66	51.82	94.49	110.77
EPS	0.61	0.78	1.42	1.66

资料来源: wind, 海通证券研究所

**表 10 公司分业务收入毛利预测 (百万元)**

		2014	2015	2016E	2017E	2018E
自媒体	收入	426.97	210.83	60.20	54.18	51.47
	Yoy	-35.64%	-50.62%	-71.45%	-10.00%	-5.00%
	毛利率	19.74%	-2.51%	-1.50%	2.00%	4.00%
	成本	342.68	216.13	61.10	53.10	49.41
常规代理	收入	378.10	528.23	620.00	744.00	930.00
	Yoy	76.58%	39.71%	17.37%	20.00%	25.00%
	毛利率	9.88%	13.08%	10.50%	13.00%	13.00%
	成本	340.75	459.14	554.90	647.28	809.10
全案业务	收入	372.23	581.37	500.00	550.00	632.50
	Yoy	34.56%	56.19%	-14.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	20.11%	11.81%	9.00%	20.00%	20.00%
	成本	297.37	512.71	455.00	440.00	506.00
合计	收入	1177.30	1320.44	1180.20	1348.18	1613.97
	Yoy	2.00%	12.16%	-10.62%	14.23%	19.71%
	成本	980.80	1187.98	1071.00	1140.38	1364.51
	毛利润	196.49	132.46	109.20	207.80	249.46
	毛利率	16.69%	10.03%	9.25%	15.41%	15.46%

资料来源: wind, 海通证券研究所

预计公司 16、17 和 18 年预测整体 EPS 分别为 0.78 元、1.42 元和 1.66 元。竞争对手主要是本土综合型电视媒体广告公司，主要是省广股份与思美传媒，市场上业务相关的公司还有蓝色光标、华谊嘉信，17 年 PE 在 21X-34X 之间。公司正积极朝全案业务为核心进行转型，预计 17 年将提高全案业务价格，全案业务收入与毛利将恢复快速增长；同时拓展新媒体业务将促进常规代理业务收入与毛利同时增长。我们预计 17 年将成公司转型的拐点，收入和毛利将同时增长，公司毛利率将提高到行业平均水平 15% 左右，未来发展值得期待。另外，考虑到公司 15 年上市，目前市值仅为 54 亿左右，给予一定的估值溢价，我们给予公司 17 年 70 XPE，对应目标价 99.4 元，买入评级。

**表 11 可比公司估值对比 (2016.12.2, 可比公司盈利预测全来自 wind 一致预期)**

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (X)		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
省广股份	002400.SZ	13.79	0.52	0.65	0.78	26.52	21.22	17.68
思美传媒	002712.SZ	31.95	0.60	0.94	1.22	53.25	33.99	26.19
蓝色光标	300058.SZ	10.59	0.36	0.48	0.64	29.42	22.06	16.55
华谊嘉信	300071.SZ	11.06	0.31	0.39	0.47	35.68	28.36	23.53
可比公司平均						36.22	26.41	20.99

资料来源: wind, 海通证券研究所

## 9. 风险提示

**市场竞争加剧风险。**公司不但要与具有一定规模的专业型广告公司在某些特定领域

竞争，同时还要与国际 4A 公司、本土大型综合型广告公司在综合领域全面竞争，公司面临着我国广告业市场竞争进一步加剧的风险。

**业务模式调整的风险。**公司将一方面致力于调整原有传统广告业务的布局和规模，另一方面着力打造以全案业务为核心的服务模式。同时，积极拓展新媒体渠道，开展新媒体的代理业务。如果转型失败，会对公司长远发展造成不利影响。

**客户相对集中风险。**公司对国际 4A 公司客户具有一定程度的依赖性，如果主要客户的广告投放量下滑或客户流失，而公司又没有足够的新增客户补充，公司营业收入可能出现下滑进而影响公司的经营业绩。

**税收优惠风险。**如果未来新疆逸海不能继续享受 15% 的优惠税率，将对公司未来的税后利润产生一定影响。此外，如果未来国家主管税务机关对西部企业的税收优惠政策作出不利调整，也可能对公司的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1320.44</b>	<b>1180.20</b>	<b>1348.18</b>	<b>1613.97</b>
每股收益	0.61	0.78	1.42	1.66	营业成本	1187.96	1071.00	1140.38	1364.51
每股净资产	14.63	15.41	16.83	18.49	毛利率%	10.03%	9.25%	15.41%	15.46%
每股经营现金流	-2.14	1.27	0.63	-0.25	营业税金及附加	5.28	2.36	4.04	4.84
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.40%	0.20%	0.30%	0.30%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	20.78	15.34	17.53	20.98
P/E	135.98	106.70	58.51	49.91	营业费用率%	1.57%	1.30%	1.30%	1.30%
P/B	5.67	5.38	4.93	4.49	管理费用	56.01	59.01	67.41	80.70
P/S	4.19	4.68	4.10	3.43	管理费用率%	4.24%	5.00%	5.00%	5.00%
EV/EBITDA	94.58	157.60	42.64	35.50	EBIT	50.40	32.48	118.82	142.94
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	财务费用	-2.32	-3.00	-3.00	-3.00
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.18%	-0.25%	-0.22%	-0.19%
毛利率	10.03%	9.25%	15.41%	15.46%	资产减值损失	1.98	-20.48	8.78	11.70
净利润率	3.72%	4.57%	7.30%	7.15%	投资收益	0.01	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	4.17%	5.04%	8.42%	8.99%	<b>营业利润</b>	<b>50.75</b>	<b>55.97</b>	<b>113.04</b>	<b>134.24</b>
资产回报率	3.67%	4.57%	7.61%	8.06%	营业外收支	9.41	16.00	10.00	10.00
投资回报率	6.07%	3.87%	14.05%	14.32%	<b>利润总额</b>	<b>60.16</b>	<b>71.97</b>	<b>123.04</b>	<b>144.24</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	55.19	32.48	118.82	142.94
营业收入增长率	12.16%	-10.62%	14.23%	19.71%	所得税	11.10	17.99	24.61	28.85
EBIT 增长率	-51.27%	-35.54%	265.79%	20.29%	有效所得税率%	18.46%	25.00%	20.00%	20.00%
净利润增长率	-36.87%	10.02%	82.36%	17.23%	少数股东损益	8.40	2.16	3.94	4.62
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>40.66</b>	<b>51.82</b>	<b>94.49</b>	<b>110.77</b>
资产负债率	10.9%	8.4%	8.3%	8.8%	<b>扣除非经常性损益净利润</b>	<b>41.39</b>	<b>41.98</b>	<b>90.43</b>	<b>107.39</b>
流动比率	7.85	10.28	10.48	10.11					
速动比率	5.95	8.33	8.67	8.10	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
现金比率	—	—	—	—	货币资金	309.01	409.56	461.85	455.34
<b>经营效率指标</b>					应收款项	396.50	320.91	378.28	466.87
应收帐款周转天数	105.58	105.58	105.58	105.58	存货	0.00	0.01	0.01	0.01
存货周转天数	—	0.00	0.00	0.00	其它流动资产	8.77	8.77	8.77	8.77
总资产周转率	1.41	1.05	1.13	1.23	流动资产合计	949.55	977.70	1084.55	1216.77
固定资产周转率	31.35	14.81	16.91	20.25	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
					固定资产	79.71	79.71	79.71	79.71
					在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
					无形资产	73.33	73.33	73.33	73.33
					非流动资产合计	157.26	157.26	157.26	157.26
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1106.81</b>	<b>1134.95</b>	<b>1241.81</b>	<b>1374.03</b>
净利润	49.06	53.98	98.43	115.39	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	4.79	0.00	0.00	0.00	应付账款	32.80	35.21	37.49	44.86
营运资金变动	-198.99	67.06	-54.93	-133.60	预收账款	4.45	7.51	9.76	9.13
<b>经营活动现金流</b>	<b>-142.83</b>	<b>84.55</b>	<b>42.29</b>	<b>-16.51</b>	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	流动负债合计	120.94	95.11	103.53	120.36
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	78.48	-16.00	-10.00	-10.00	其它长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-78.46</b>	<b>16.00</b>	<b>10.00</b>	<b>10.00</b>	非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00
债务变化	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>负债总计</b>	<b>120.94</b>	<b>95.11</b>	<b>103.53</b>	<b>120.36</b>
股票发行	410.10	0.00	0.00	0.00	实收资本	66.67	66.67	66.67	66.67
<b>融资活动现金流</b>	<b>391.89</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	普通股股东权益	975.65	1027.47	1121.96	1232.74
现金净流量	170.59	100.55	52.29	-6.51	少数股东权益	10.22	12.38	16.31	20.93
公司自由现金流	-334.47	50.46	57.70	4.15	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1106.81</b>	<b>1134.95</b>	<b>1241.81</b>	<b>1374.03</b>
股权自由现金流	-326.51	80.07	61.07	5.19					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 02 日

资料来源: 公司年报 (2015), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

张宇 中小市值团队  
钟奇 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中光防雷,继峰股份,三力士,东方锆业,乐山电力,万里扬,新宁物流,联明股份,三环集团,力星股份,艾迪西,黑猫股份,恒通股份,日发精机,青岛金王,东百集团,东杰智能,德威新材,山东如意,禾嘉股份,天奇股份,溢多利,西部牧业

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**海通证券股份有限公司研究所**

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长  
(021)23219422 klijang@htsec.com

邓勇 所长助理  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

**宏观经济研究团队**

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
联系人  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com  
张凤逸(021)23219816 zfy10791@htsec.com

**金融工程研究团队**

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
张欣慰(021)23219370 zwx6607@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
联系人  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com

**金融产品研究团队**

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
联系人  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
蔡思圆 csy11033@htsec.com

**固定收益研究团队**

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com  
联系人  
杜佳 dj11195@htsec.com  
李雨嘉(021)23154136 ljy10378@htsec.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com

**策略研究团队**

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
联系人  
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com  
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com  
李影 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

**中小市值团队**

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

**政策研究团队**

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

**批发和零售贸易行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com  
联系人  
王汉超(021)23154125 whc10335@htsec.com

**石油化工行业**

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
联系人  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com  
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

**电力设备及新能源行业**

周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com  
牛品(021)23219390 np6307@htsec.com  
房青(021)23219692 fangq@htsec.com  
徐柏乔(021)32319171 xbq6583@htsec.com  
杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com  
联系人  
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com

**有色金属行业**

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com

**医药行业**

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
高岳(010)50949923 gy10054@htsec.com  
联系人  
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
刘浩(010)56760098 lh11328@htsec.com

**汽车行业**

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com  
联系人  
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com  
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

**非银行金融行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
联系人  
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
联系人  
童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

**纺织服装行业**

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com  
唐琴(021)23212208 tl9709@htsec.com  
梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
联系人  
马榕 mr11128@htsec.com

**房地产行业**

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com  
联系人  
金晶 jj10777@htsec.com

**机械行业**

耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com  
联系人  
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com	<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com 联系人 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟 dsw11227@htsec.com 联系人 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com	<b>建筑建材行业</b> 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 联系人 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com
<b>公用事业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 联系人 赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com 张磊(021)23212001 zll10996@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com	<b>军工行业</b> 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 联系人 蒋俊 jj11200@htsec.com 张恒晖(010)68067998 zhx10170@htsec.com
<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 夏庐生(010)50949926 xls10214@htsec.com 联系人 彭虎(010)50949926 ph10267@htsec.com 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 联系人 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com	<b>银行行业</b> 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com 联系人 林瑾璐 lj111126@htsec.com 谭敏沂 tmy10908@htsec.com
<b>社会服务行业</b> 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 顾熹闽 gxm11214@htsec.com	<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李阳 ly11194@htsec.com 朱默辰 zmc11316@htsec.com	<b>互联网及传媒</b> 钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com 联系人 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com 强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com 唐宇 ty11049@htsec.com 刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
<b>造纸轻工行业</b> 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 联系人 马婷婷 mtt11022@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com 联系人 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yll11036@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 孟德伟(021)23219989 mdw8578@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 方焯晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com 杨祐昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 蒋炯 jj10873@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 张明 zm11248@htsec.com 陆铂锡 lbx11184@htsec.com 吴尹 wy11291@htsec.com
--	--	--

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: [www.htsec.com](http://www.htsec.com)