

公司研究/首次覆盖

2017年01月03日

传媒/传媒 II

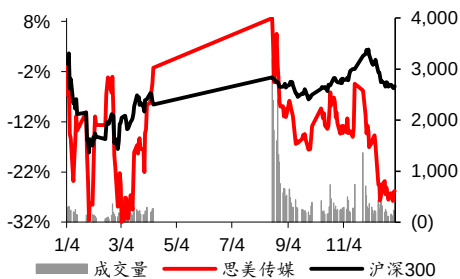
投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 28.6
合理价格区间(元): 29.10~34.00

许娟 执业证书编号: S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

吕默馨 0755-23952835
联系人 lvmoxin@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

战略升级, 大营销、泛内容格局初成 思美传媒(002712)

战略布局再升级, 贯通营销及内容产业链, 大营销、泛内容格局初成

以传统媒介代理为基础, 公司构建起“传统媒介代理+数字营销+内容营销”的一站式整合营销服务体系。此次收购后, 公司战略再升级, 发展为依托一站式整合营销服务能力, 以综艺、网络综艺和网剧作为突破口, 贯通 IP 储备、内容制作、宣发与招商, 构建完整的营销及内容产业链。

夯实传统媒介代理, 整合资源稳健增长

思美传媒是一家综合服务类广告企业, 以电视广告媒介代理为传统核心业务。立足华东地区, 经过多年积累具备较大的规模优势, 在江浙沪地区拥有丰富的媒介资源, 16 年上半年电视广告业务逆势稳健增长。

并购标的质地优异, 落子高成长细分领域

公司收购掌维科技、观达影视、科翼传播 20% 股权的方案已获证监会通过。掌维科技从事网络文学版权运营服务, 自有互联网平台用户数超 740 万, 今年来保持每月环比 20% 的高速增长, 签约版权数量 2100 余部。观达影视专注青春女性品牌影视内容, IP 储备丰富, 制作精良品质稳定, 受益于精品剧的稀缺售卖价格有望持续提升。科翼文化是中国领先的娱乐整合营销服务商, 作为《中国好声音》、《奔跑吧! 兄弟》连续多季的唯一娱乐整合营销服务提供商, 在“互联网+娱乐”领域开创出一片蓝海。

外延式发展, 构建完整的营销及内容产业链

此前已将爱德康赛、科翼传播 80% 股权收入麾下, 从以传统电视广告的媒介代理公司构建起“传统媒介代理+数字营销+内容营销”的一站式整合营销体系。此次收购后, 公司战略再升级, 发展为依托一站式整合营销服务能力, 以与品牌营销联动紧密的综艺、网络综艺和网剧作为突破口, 贯通 IP 储备、内容制作、宣发与招商, 构建完整的营销及内容产业链。

资源协同共振, “大营销、泛内容”格局初成

思美传媒旗下各资产间资源共享, 协同共振有望持续加强。通过整合掌维科技 IP 储备和开发能力, 观达影视的内容制作能力, 科翼传播的综艺制作和营销优势, 公司整合营销服务能力持续提升, 公司在客户资源、媒体资源方面的积累又将反哺各业务主体的发展, 形成完备大营销、泛内容格局。

首次覆盖, 给予增持评级

目前外延并购方案已通过证监会通过, 以此次收购标的 2017 年全年并表计算, 预计公司 2016-18 年分别实现净利润 1.56 亿元、3.31 亿元、4.05 亿元, 对应增发完成股本摊薄后 EPS 为 0.46 元、0.97 元和 1.18 元。参考可比公司平均市盈率, 给予公司 2017 年 30X-35X 的 PE 估值区间, 合理估值范围为 99 亿元-116 亿元, 对应目标价 29.1-34.0 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 传统媒介代理业务不景气、并购标的业绩承诺无法实现的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	286.09
流通 A 股 (百万股)	89.39
52 周内股价区间 (元)	27.84-115.20
总市值 (百万元)	8,182
总资产 (百万元)	2,590
每股净资产 (元)	5.05

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,151	2,494	3,276	4,129	5,014
+/-%	31.27	15.95	31.36	26.05	21.43
净利润 (百万元)	70.82	88.33	120.58	145.57	176.24
+/-%	(15.78)	24.73	36.51	20.72	21.07
EPS (元)	0.22	0.28	0.38	0.46	0.56
PE (倍)	127.61	102.31	74.94	62.08	51.28

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点	4
立足华东，借助媒介资源优势起步于广告代理	5
电视媒体整体增速放缓，内部出现结构性分化	5
广告主不断积累，直客比例持续上升	7
持续布局高成长细分营销板块，增强公司整体实力	8
试水互联网营销以及内容营销，成果显著	8
加大布局力度，构建内容营销产业链	8
收购标的业绩扎实，质地优良	12
掌维科技：用户快速增长，经营状态稳健	12
观达影视：IP 储备丰富，品质稳定的精良制作，售卖价格有望持续提升	15
科翼传播：内容营销大热，娱乐行销迎来春天	18
战略布局迎来新升级，大营销、泛内容格局已成	22
传统广告+数字营销+内容营销，具备一站式整合营销服务能力	22
全业务链布局，贯通产业链上下游，泛内容架构初建立	22
业务板块资源共享，协同共振有望持续加强，料将带来营收、毛利双升	22
盈利预测与估值	24
估值假设	24
盈利预测与估值	25
PE/PB – Bands	25
风险提示	25

图表目录

图表 1：2016 年 12 月 31 日思美传媒股权结构及子公司	5
图表 2：思美传媒在浙江、江苏等地电视台拥有媒介优势	5
图表 3：电视广告刊例收入整体增幅放缓	6
图表 4：强势卫视营销收入逆势增长	6
图表 5：思美传媒直客比例不断提升	7
图表 6：思美传媒 2015 年客户结构	7
图表 7：传统媒介代理业务营收贡献不断增长，毛利率下降	7
图表 8：思美传媒积极开拓内容营销和互联网营销业务，收入占比提升	8
图表 9：思美传媒 2016 上半年营收项目拆分	8
图表 10：思美传媒上市以来进行三次外延收购，战略不断升级	9
图表 11：爱德康赛业绩和未来四年业绩承诺（单位：万元）	9
图表 12：科翼传播业绩和未来三年业绩承诺（单位：万元）	10
图表 13：掌维科技业绩和未来三年业绩承诺（单位：万元）	10
图表 14：观达影视业绩和未来三年业绩承诺（单位：万元）	10

图表 15: 收购标的业绩承诺汇总 (单位: 万元)	11
图表 16: 收购事项和募集配套资金事项完成后, 上市公司前十大股东	11
图表 17: 掌维科技互联网阅读平台“原创书殿”用户数快速增长	12
图表 18: 原创书殿用户付费率稳中有升	13
图表 19: 原创书殿用户 ARPPU 值保持增长	13
图表 20: 掌维科技手机阅读产品内容分成和推广分成两种盈利模式	13
图表 21: 掌维在 IP 运营上已形成诸多布局	14
图表 22: 掌维科技 2014 至今业绩快速增长	14
图表 23: 掌维科技互联网平台收入占比大幅提升	14
图表 24: 互联网平台用户数增长迅速	14
图表 25: 观达影视成立以来完成的作品市场表现亮眼	15
图表 26: 观达影视 IP 资源储备丰富	16
图表 27: 观达影视未来 3 年投拍计划	17
图表 28: 精品大剧销售单价水涨船高	18
图表 29: 2015 年卫视渠道电视剧 vs 综艺节目收视率对比	18
图表 30: 2015 年最受欢迎综艺节目 TOP10	19
图表 31: 头部娱乐内容广告价值凸显	19
图表 32: 科翼文化综艺节目、影视剧营销案例	20
图表 33: 科翼文化整合营销客户	21
图表 34: 行业内可比公司盈利及估值情况	25
图表 35: 思美传媒历史 PE-Bands	25
图表 36: 思美传媒历史 PB-Bands	25

核心观点

广告行业仍在扩张,但行业内格局正在进行显著的调整。公司起家于传统电视广告代理业务,依托资本的力量进行外延并购,实现公司两次战略升级,预期将实现营业收入和毛利率的双升。

第一次战略升级为从单一的电视媒介代理起步,到布局数字营销和内容营销,具备了一站式整合营销的服务能力,可以服务广告主在全媒体的投放计划,实现在媒介投放方面的一站式全方位服务。

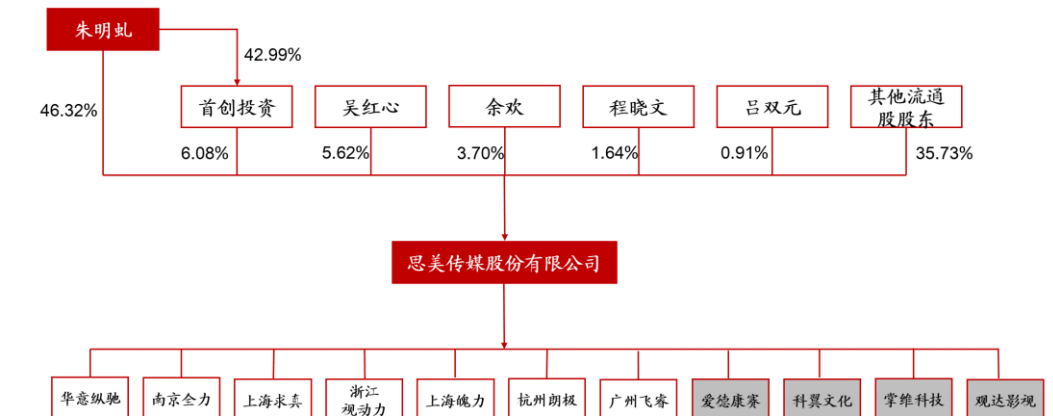
第二次战略升级为收购内容产业链的上游 IP 储备、中游内容制作、下游宣传和内容营销,初步搭建起内容产业链的各环节,进一步为广告主的定制化营销和依托内容的营销需求服务,更充分的挖掘广告主需求,扩大收入来源,同时内容营销等高毛利业务将显著提升公司的盈利水平。

以此次收购的掌维科技 100%股权、观达影视 100%股权和科翼传播剩余 20%股权于 2017 年全年并表计算,预计公司 2016-2018 年实现净利润 1.56 亿元、3.31 亿元、4.05 亿元,合理估值范围为 99 亿元-116 亿元,对应目标价 29.1-34.0 元,首次覆盖给予“增持”评级。

立足华东，借助媒介资源优势起步于广告代理

思美传媒成立于 2000 年，是中国一级综合服务类广告企业、中国 4A 组织成员。公司主要业务是媒介代理和品牌管理两部分业务，提供从市场调研、品牌策划、广告创意、广告设计到媒介策划、媒介购买、监测评估的一系列广告服务。公司核心优势在于拥有江浙沪地区丰富的电视媒体资源，以浙江为例，公司 2015 年对浙江文广的广告代理额占浙江文广广告总收入的 10% 以上。

图表1： 2016 年 12 月 31 日思美传媒股权结构及子公司



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

备注：灰色底色方框为外延并购形成的资产，掌维科技、观达影视还未并表

电视媒体整体增速放缓，内部出现结构性分化

公司建立以来，核心竞争力和主营业务主要是江浙沪本地电视台广告资源的代理以及其他相关营销活动。经过多年积累具备较大的规模优势，在江浙沪地区拥有丰富的媒介资源，与浙江、江苏、福建、安徽等多地电视台建立广泛而密切的合作关系。2015 年主要媒体资源采购来源于浙江文广、上海东方娱乐传媒集团、湖南广播电视广告总公司、湖南浩博国际传媒有限公司、江苏电视台等。

图表2： 思美传媒在浙江、江苏等地电视台拥有媒介优势

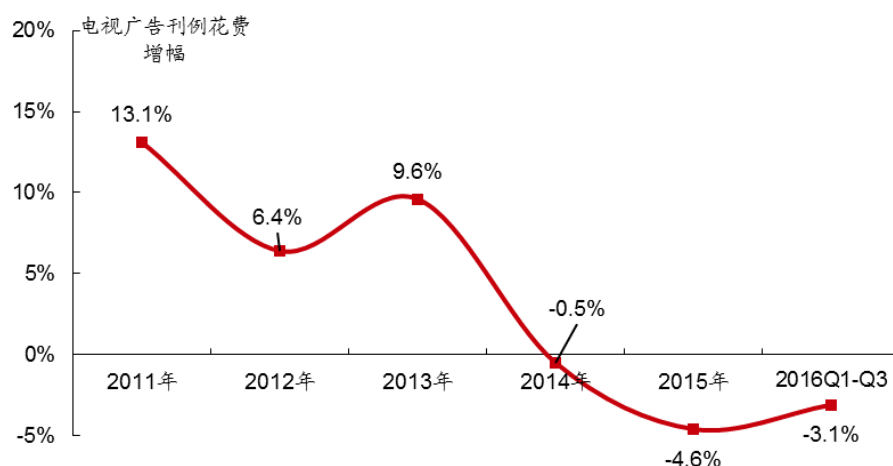
序号	媒介	对应的频道
1	浙江电视台	浙江卫视、教育科技频道、经济生活频道、民生休闲频道、钱江都市频道、少儿频道、影视娱乐频道
2	宁波电视台	宁波社会生活频道、新闻综合频道、少儿频道、影视剧频道、文化娱乐频道、社会生活频道
3	杭州电视台	杭州电视台少儿频道、生活频道、西湖明珠频道、影视频道、综合频道
4	江苏电视台	江苏卫视、江苏综艺频道、体育频道、城市频道、影视频道
5	无锡电视台	无锡都市资讯频道、新闻综合频道、娱乐频道
6	群邑	中央电视台，北京电视台、上海新娱乐频道、东方电影频道、新闻综合频道、哈少儿频道等
7	温州电视台	温州一套、二套、三套、四套
8	苏州电视台	苏州文化生活频道、社会经济频道、新闻综合频道、电影娱乐频道
9	常州电视台	常州新闻综艺频道、都市频道、生活频道
10	绍兴电视台	绍兴公共频道、新闻综合频道、影视娱乐频道
11	福建电视台	福建新闻频道、电视剧频道、都市时尚频道、综合频道、少儿频道
12	安徽电视台	安徽卫视、公共频道、影视频道
13	广东电视台	体育频道、珠江频道

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

受到互联网和移动互联网的冲击，电视媒体受众呈现出总量下降、结构分化的特点，电视媒体广告刊例收入增速放缓，并于 2014 年首次出现负增长。2014 年电视刊例花费同比下降 2%，2015 年、2016 年前三季度延续负增长趋势，分别为下跌 7.2%，下跌 5.5%，并且我们预计在未来 2-3 年内仍延续调整的态势。但不可否认的是，电视媒体依旧是覆盖人群最广、公信力最强的媒体之一，同时电视媒体作为众多电视内容的第一出口，综艺冠名等与内容深度绑定的电视广告可以获得电视媒体之外的全网广泛传播，放大了广告的传播范围，获得更广泛的关注。因此，电视媒体仍是广告主宣传的重要媒介之一。

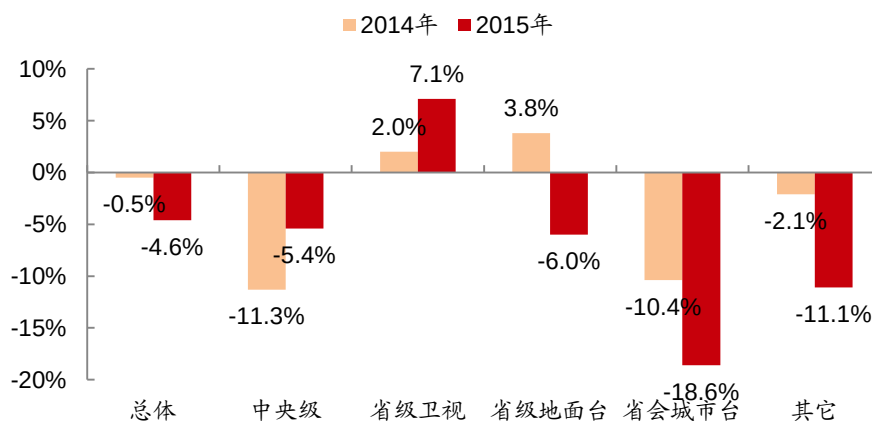
此外，电视媒体内部出现结构性分化。以 2015 年为例，刊例收入增幅呈现两极分化，省级卫视收入逆势上涨。广告媒体刊例收入中，中央频道组同比下降 5.4%，省级地面频道和城市地面频道分别下降 6.0%和 18.6%，而省级卫视频道逆势增长 7.1%，显示出省级卫视频道强劲的活力。卫视内部同样马太效应明显，正是依靠优质的内容享有较高的市场份额，据相关领导在公开场合发言所述，湖南卫视 2014 年收入 75 亿元，2015 年收入超 125 亿元，浙江卫视 2014 年收入 48 亿元，2015 年收入超 85 亿元，以湖南卫视、浙江卫视为代表的一线卫视在电视媒体整体暗淡的市场表现中一枝独秀，一线卫视爆发出相当大的量能。因此整体上呈现省级卫视表现超越整体电视市场，而一线卫视又起到当仁不让的领头羊作用。

图表3：电视广告刊例收入整体增幅放缓



资料来源：CTR、华泰证券研究所

图表4：强势卫视营销收入逆势增长

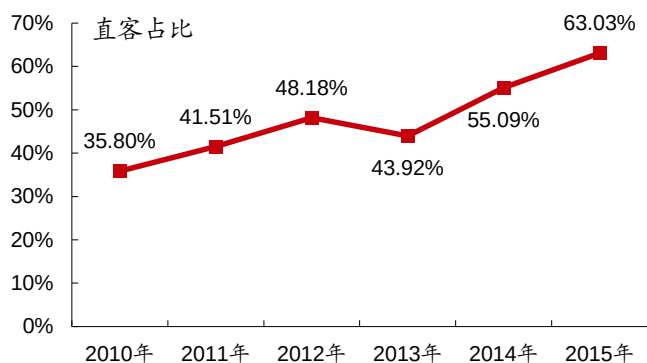


资料来源：CTR、华泰证券研究所

广告主不断积累，直客比例持续上升

公司客户包括国际 4A 广告公司和直接客户。公司为国际 4A 广告公司提供的服务以区域性媒介策划和媒介购买为主，服务 WPP 集团旗下的群邑、安吉斯集团旗下广东凯络等国际 4A 广告公司，建立了长期稳定的合作关系。经过多年积累，公司沉淀了众多直接客户，包括欧莱雅、中粮集团、娃哈哈、中国平安、中国银行、三九药业、伊力特、相宜本草、百胜投资（KFC）、卡夫、通用集团、云南白药等。上市之后又赢得了吉利、淘宝网、一汽大众、京东、滴滴等很多国内外知名品牌。对于品牌直客，公司可提供媒介策略和品牌管理在内的整合营销服务，绕开国际 4A 和他们在中国的代理公司，直接为客户服务可以获得更高的毛利率水平。公司实施大客户战略，强化直客开发力度，直客比例不断提升，持续挖掘直客品牌广告主的单客价值。此外，发展直接客户可以降低公司对国际 4A 广告公司的依赖，分散收入来源，降低单一客户对公司收入的影响。

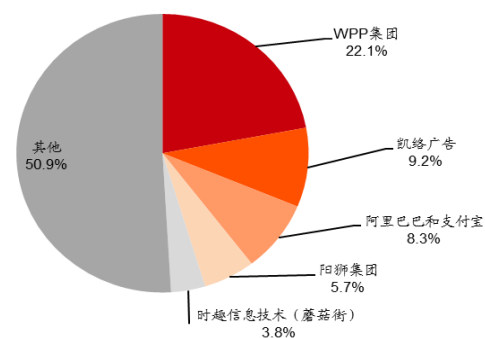
图表5： 思美传媒直客比例不断提升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

注：2013 年以后以非五大客户均为直客来计算

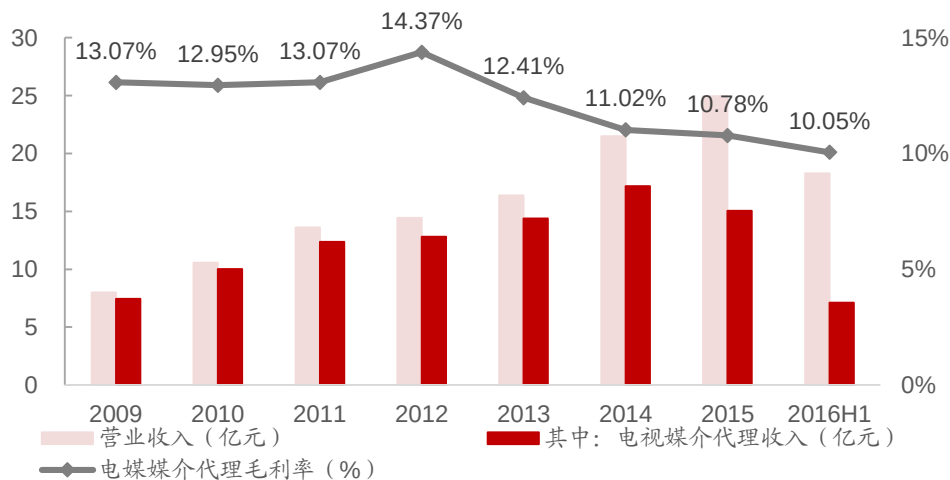
图表6： 思美传媒 2015 年客户结构



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

从 2009 年-2016 年上半年财务数据看，传统电视媒介代理业务在 2013 年以前都是公司的主要收入来源，并且快速增长。2014 年以后受制于广告主预算向互联网迁移的大趋势，电视媒体整体出现总量下降、结构分化的特点，公司在这样的竞争环境下，毛利逐年下滑，但下滑幅度相比同行业其他公司较小，目前下滑趋势已趋于稳定。

图表7： 传统媒介代理业务营收贡献不断增长，毛利率下降



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

持续布局高成长细分营销板块，增强公司整体实力

试水互联网营销以及内容营销，成果显著

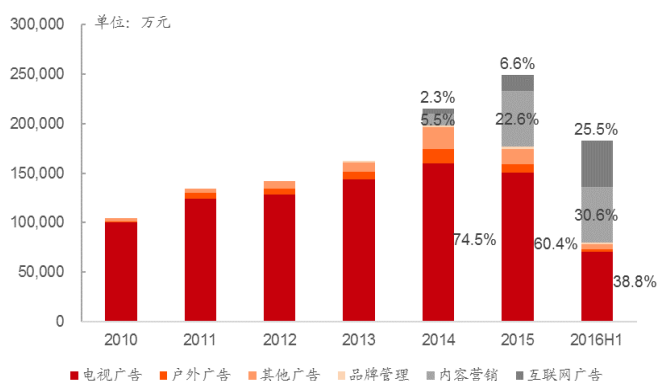
2015 年 12 月，收购科翼文化 80% 股权，介入内容营销领域，2016 年 1 月，收购爱德康赛 100% 股权，介入互联网营销领域。在巩固传统媒介代理的基础上，积极布局内容营销、互联网营销板块，形成“传统媒介代理+数字营销+内容营销”的一站式整合营销体系，为公司持续发展提供新的动力。

2015 年，思美传媒实现营业收入 24.94 亿元，同比增长 16%，实现净利润 8880 万元，同比增长 24%。其中，媒介代理和品牌管理约占总收入的 70.8%，内容营销收入贡献 22.6%、互联网广告收入贡献 6.6%。

2016 年上半年，公司实现营业收入 18.30 亿元，同比增长 81%，实现净利润 5911 万元，同比增长 70%。其中，媒介代理和品牌管理约占总收入的 43.9%，内容营销收入贡献 30.6%、互联网广告收入贡献 25.5%。

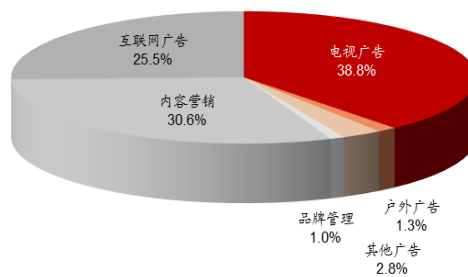
公司在互联网营销和内容营销上的布局已经初显成效，得益于内容营销较高的毛利率，2016 年上半年公司的整体毛利率水平上升至 11.80%，比 2015 年毛利率提升 0.23%。

图表8：思美传媒积极开拓内容营销和互联网营销业务，收入占比提升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表9：思美传媒 2016 上半年营收项目拆分

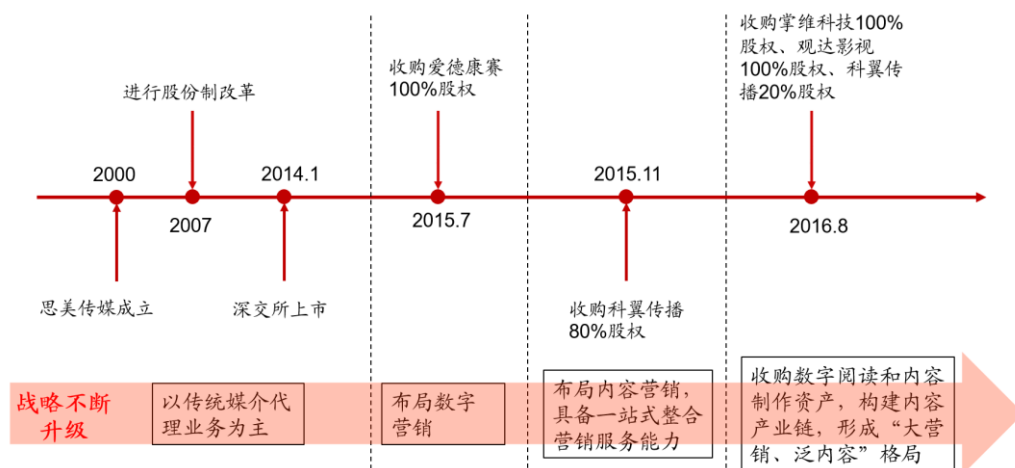


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

加大布局力度，构建内容营销产业链

公司收购爱德康赛以及科翼传播试水取得成效之后，加大了布局力度。2016 年 8 月 3 日，公司公告预案，拟以发行股份及支付现金的方式收购掌维科技 100% 股权、观达影视 100% 股权、科翼传播剩余 20% 股权，共作价 15.47 亿元，其中现金支付 6.56 亿元，股份支付 8.91 亿元，并募集配套资金不超过 8.91 亿元。方案已获证监会有条件通过。

至此，公司完成业务布局的两次升级，从单一的电视媒介代理，到布局数字营销爱德康赛、内容营销科翼传播，具备了一站式整合营销的服务能力，可以服务广告主在全媒体的投放计划，实现在媒介投放方面的一站式全方位服务；此后，又收购内容产业链的上游 IP 储备掌维科技、中游内容制作观达影视，并收购下游宣传和内容营销科翼传播剩余股权，初步搭建起内容产业链的各环节，进一步为广告主的定制化营销和依托内容的营销需求服务，更充分的挖掘广告主需求，扩大收入来源，同时内容营销等高毛利业务将显著提升公司的盈利水平。

图表10： 思美传媒上市以来进行三次外延收购，战略不断升级

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

1. 收购爱德康赛

通过发行股份及支付现金的方式收购爱德康赛 100% 股权，作价 2.9 亿元，其中 50% 以股份支付，50% 以现金支付。爱德康赛承诺业绩 2015-2019 年税后净利润分别不低于 1400 万元、2700 万元、3510 万元、4563 万元、5019.3 万元。

爱德康赛主要从事搜索引擎营销，作为搜索引擎营销（SEM）服务商，为客户提供搜索关键字广告代理和投放服务。在 PC 端，爱德康赛已经与百度、360 等主流搜索引擎平台长期合作，是百度认证五星级代理商，360 教育行业核心代理商，并与搜狗、神马搜索建立了稳定的业务合作关系。在移动端，通过与百度移动搜索、神马无线搜索、360 点睛平台等移动互联网搜索引擎媒体合作，积极拓展移动互联网 SEM 服务业务。爱德康赛目前服务于上百家 KA 客户，与多个优质品牌客户建立了稳定的合作关系，拥有丰富的客户资源，是国内优秀的互联网广告企业之一。

图表11： 爱德康赛业绩和未来四年业绩承诺（单位：万元）

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,689.57	32,819.69					
营业利润	-169.89	112.97					
利润总额	-169.89	106.62					
净利润	-170.31	45.87	1,536.49	2,700	3,510	4,563	5,019
归母净利润	-170.31	75.72	（超业绩承				
扣非归母净利润	-170.31	75.72	诺 9.7%）				

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2. 收购科翼文化

通过发行股份及支付现金的方式先后收购科翼文化累计 100% 股权，作价 5 亿元，其中 4 亿元现金支付，1 亿元股份支付。科翼文化承诺业绩 2016-2018 年净利润分别不低于 3350 万元、4020 万元、4824 万元。

科翼传播主营业务包括内容整合营销传播服务和内容制作业务，具体可分为综艺节目及影视剧宣发、商业品牌整合营销和内容制作三大业务板块。科翼传播作为国内内容整合营销领域的领先企业，在内容整合营销传播和内容制作领域具有丰富的业务经验和良好的渠道优势，公司收购科翼传播，可以加强公司在内容整合营销领域的战略布局，进一步完善公司的产业链布局。

图表12：科翼传播业绩和未来三年业绩承诺（单位：万元）

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年 1-3 月	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,399.04	7,515.55	2,187.05	(业绩承诺)		
营业利润	295.29	1,903.88	1,220.69			
利润总额	294.76	1,913.58	1,220.19			
净利润	216.42	1,397.38	908.67	3,350	4,020	4,824
归母净利润	216.42	1,397.38	908.67			
扣非归母净利润	218.19	1,481.81	908.67			

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

3. 收购掌维科技

通过发行股份及支付现金的方式收购掌维科技 100% 股权，作价 5.3 亿元，其中现金支付 2.66 亿元，股份支付 2.64 亿元。掌维科技承诺业绩 2016-2018 年净利润分别不低于 3600 万元、4400 万元、5500 万元。

掌维科技是一家数字阅读企业，为用户提供手机阅读、互联网阅读等多种数字阅读产品，主营业务包括数字阅读业务和版权衍生业务。

图表13：掌维科技业绩和未来三年业绩承诺（单位：万元）

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年 1-3 月	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,101.65	4,673.92	3,015.23	(业绩承诺)		
营业利润	398.33	677.21	1,061.62			
利润总额	396.60	667.66	1,058.60			
净利润	287.80	475.74	899.35	3,600	4,400	5,500
归母净利润	286.39	483.13	899.35			
扣非归母净利润	228.66	1,163.14	876.70			

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

4. 收购观达影视

通过发行股份及支付现金的方式收购观达影视 100% 股权，作价 9.17 亿元，其中现金支付 3.90 亿元，股份支付 5.27 亿元。观达影视承诺业绩 2016-2018 年净利润分别不低于 6200 万元、8060 万元、10075 万元。

观达影视自 2014 年成立以来，致力于创作观众喜爱的“青春女性品牌剧”。曾出品《旋风少女》、《美丽的秘密》、《十五年等待候鸟》等优秀电视剧作品，其中《美丽的秘密》收官阶段收视率将近 4%。相关剧目在湖南卫视、浙江卫视、福建东南卫视、广东卫视等各省级电视台和优酷土豆、乐视网等网络视频新媒体企业播出，并打入海外市场，在韩国 MBC 电视台、日本 Home Drama Channel 等媒体播出。

图表14：观达影视业绩和未来三年业绩承诺（单位：万元）

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年 1-3 月	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,902.76	16,567.23	3,435.88	(业绩承诺)		
营业利润	102.70	3,600.25	750.46			
利润总额	170.74	3,811.03	750.07			
净利润	125.57	3,034.03	726.67	6,200	8,060	10,075
归母净利润	125.57	3,034.03	726.67			
扣非归母净利润	53.92	2,210.96	726.49			

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表15： 收购标的业绩承诺汇总（单位：万元）

收购标的	2016E	2017E	2018E	2019E
爱德康赛	2,700	3,510	4,563	5,019
掌维科技	3,600	4,400	5,500	
观达影视	6,200	8,060	10,075	
科翼文化	3,350	4,020	4,824	
总计	15,850.00	19,990.00	24,962.00	5,019.30

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

收购事项和募集配套资金事项均完成后，三家并购标的掌维科技、观达影视、科翼传播的创始人和高管团队均将成为上市公司的前十大股东，并购标的和上市公司实现利益的深度绑定，股权层面的深度联结预计将带来更好的整合效果，后续业绩不达预期和商誉减值的压力也较小。

图表16： 收购事项和募集配套资金事项完成后，上市公司前十大股东

序号	股东名称	备注	持股数量（股）	持股比例（%）
1	朱明虬	上市公司实际控制人	131,573,433	20.77
2	鹿捷咨询	观达影视	16,814,702	2.65
3	首创投资	上市公司原股东	16,116,327	2.54
4	董监高持股	上市公司	12,682,023	2.00
5	张子钢	掌维科技	6,544,905	1.03
6	陆慧斐	科翼传播	1,727,115	0.27
7	邓翀	科翼传播	1,727,115	0.27
8	芒果投资	观达影视	1,102,603	0.17
9	鼎维投资	掌维科技	915,371	0.14
10	张瑾	掌维科技	640,759	0.10

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

收购标的业绩扎实，质地优良

掌维科技：用户快速增长，经营状态稳健

掌维科技主要从事网络文学版权运营服务，致力于为网络用户提供优质、丰富的网络文学内容资源，并基于优质文学内容开展全版权 IP 推广、运营和服务。

公司主营业务包括数字阅读业务和版权衍生业务。其中数字阅读业务是公司的基础业务。目前公司提供互联网阅读产品和手机阅读产品，拥有“原创书殿”和“言情书殿”两大网页端阅读平台和 Android 平台客户端“奇悠阅读 APP”。

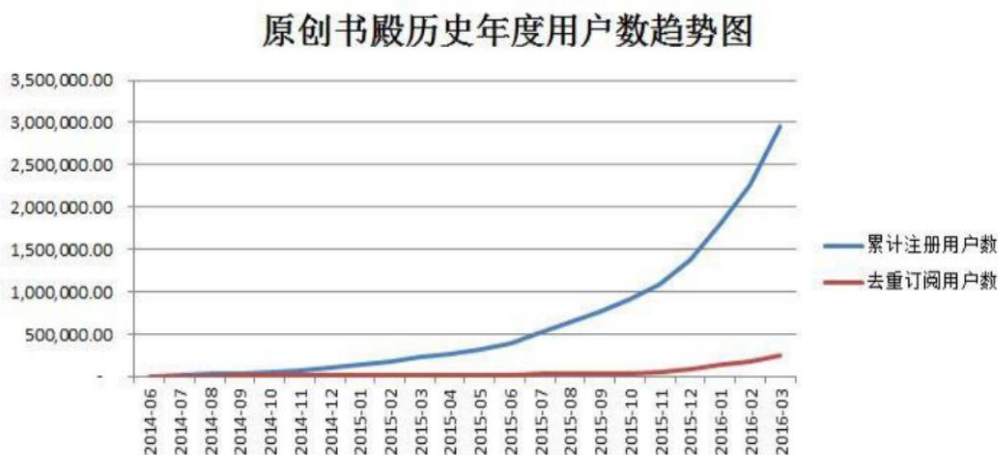
互联网阅读产品以“原创书殿”和“言情书殿”为平台，公司通过与版权机构、作者签约等方式获得图书、小说等作品版权，然后对作品数字化，制作成各类数字阅读产品，内容涵盖玄幻仙侠、现代言情、古代言情、游戏竞技、军事历史、悬疑灵异等多个阅读系列。通过首页推荐、排行榜、营销策划、渠道推广等多种方式吸引阅读用户。采取试读免费，后续收费的方式，按字数计费，用户可通过网络银行、手机短信、第三方支付平台多种方式向账户充值。

截至 2016 年 8 月末，两平台累计注册用户数超过 740 万，其中“原创书殿”作为最主要的阅读平台，累积注册用户数超过 670 万。平台已成功签约作者 1,700 余名，签约优质版权数量 2,100 余本。每天更新作品 300 部，月销过万作品超过 100 部。

成立两年多以来，公司一直非常重视渠道的建设推广和新用户挖掘，为获取更多的阅读用户，掌维科技加大了对阅读产品的推广力度，持续加大了对渠道平台的投入，推广成本的绝对金额逐年增加，随着推广投入的大幅增加相应数字阅读业务收入亦大幅提升。

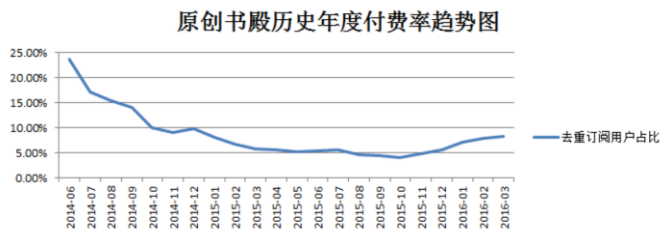
2016 年 1 月以来，原创书殿注册用户数每月环比增长 20%，同时月流水也迅速增长，每月环比增长 15%-20%。用户付费率和 ARPPU 值保持稳中有升。

图表17：掌维科技互联网阅读平台“原创书殿”用户数快速增长



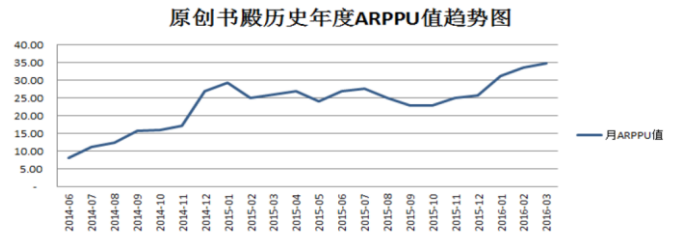
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表18：原创书殿用户付费率稳中有升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表19：原创书殿用户 ARPPU 值保持增长

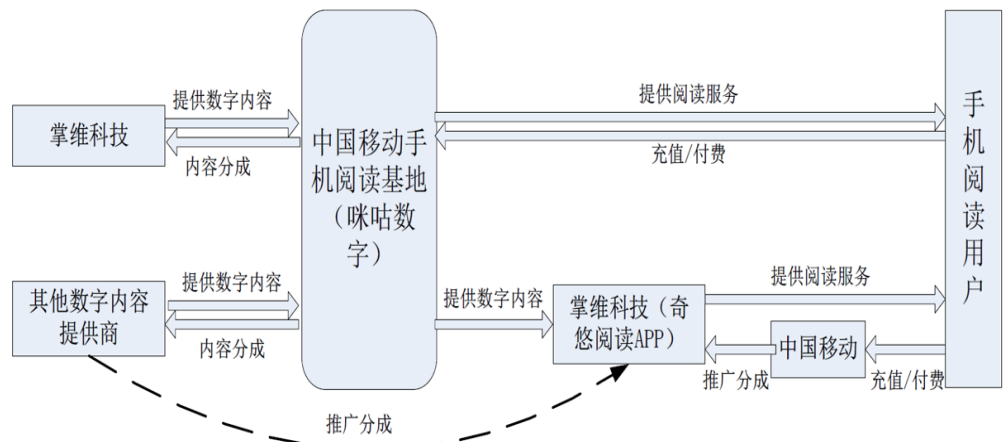


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司手机阅读产品有内容分成和推广分成两种盈利模式。手机阅读产品主要与中国移动合作为主，包括两个方面：一方面是指掌维科技作为数字内容提供商，为中国移动手机阅读基地提供数字内容产品，并以内容分成的形式获得收入；另一方面是指掌维科技作为电信运营商的分销渠道为其提供推广服务。手机阅读用户通过“奇悠阅读 APP”接入到中国移动阅读基地的所有数字内容，订购内容产生的收入，掌维科技按一定比例获得推广分成。目前“奇悠阅读 APP”累计下载用户已超过 3,600 万，激活用户超过 1,200 万，月活跃用户和日活跃用户分别达到 470 万和 24 万。上架作品总量 14 余万册。

掌维科技已成为咪咕数字主要的内容和推广合作伙伴，双方合作关系稳定且具有可持续性。

图表20：掌维科技手机阅读产品内容分成和推广分成两种盈利模式



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

此外，掌维科技还运营“原创书殿”和“小说阅读”两大微信订阅号，目前合计关注用户已超过 220 万。

版权衍生业务布局进行中：2015 年开始，掌维开始对拥有版权的数字内容深度挖掘，将优质内容改编为影视剧游戏动漫等，或将改编权授权给第三方，范围涵盖影视、游戏、动漫等众多领域。目前，已与万花筒影业签订小说《天价前妻》的网剧衍生开发合作协议，与厦门仙侠、上海趣味等网游公司达成多部小说作品的游戏开发意向。动漫衍生方面，与浙江如涵、雨歌动漫进行战略合作，开发如涵网红 IP 的小说作品和动漫形象，打造小说、动漫全版权的网红 IP。

截止目前，掌维已储备 100 多部衍生开发的版权作品，涵盖都市言情、校园青春、科幻悬疑、都市异能等多个系列，在网络剧、网络大电影上的开发指日可待。

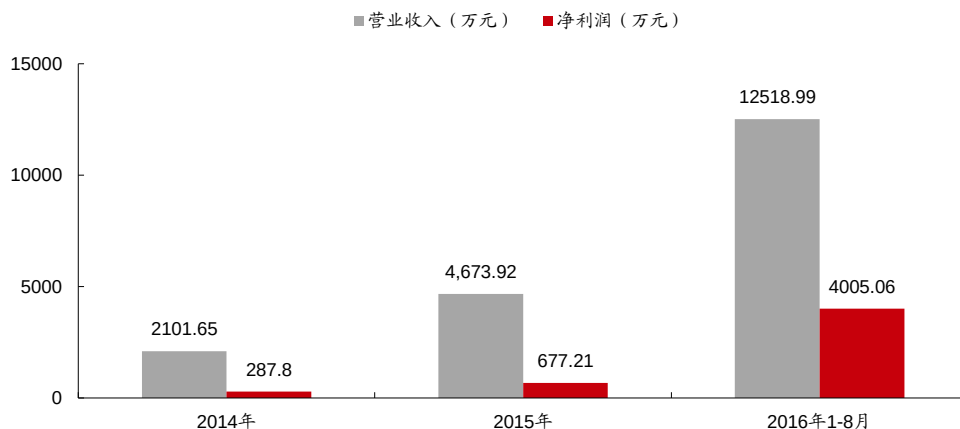
图表21：掌维在 IP 运营上已形成诸多布局

IP 运营种类	具体进展
影视	与万花筒影业签订小说《天价前妻》的网剧衍生开发合作协议
游戏	与厦门仙侠、上海趣味等网游公司达成多部小说作品的游戏开发意向
动漫	与浙江如涵、雨歌动漫进行战略合作，开发如涵网红 IP 的小说作品和动漫形象，打造小说、动漫全版权的网红 IP
网络剧、网络大电影	100 余部作品版权储备，包括《最后一个风水师》《一见你就污终生》《花样年华》《媚君欢：一品弃妃》等

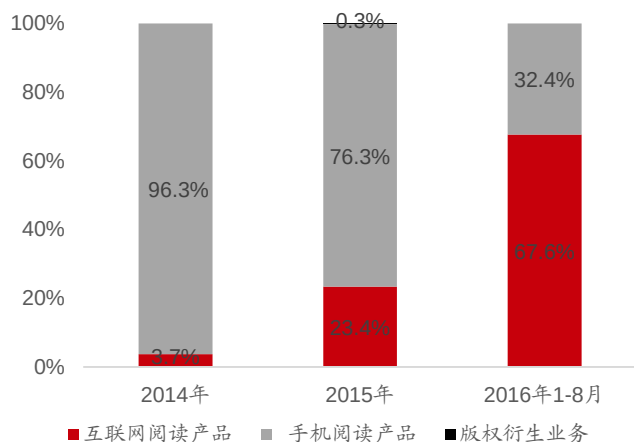
资料来源：华泰证券研究所

整体业绩快速增长，版权衍生蕴藏潜力

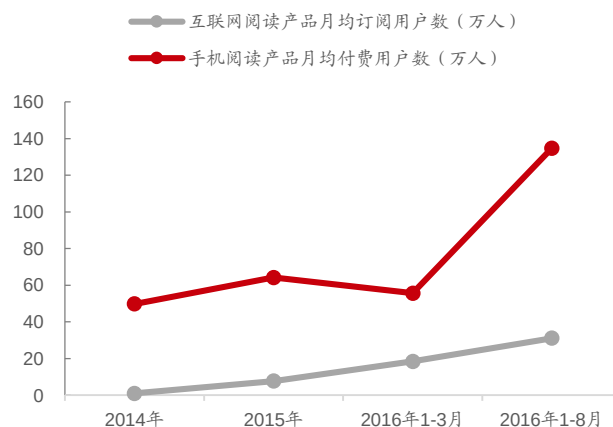
成立 2 年多以来，公司业绩快速增长，今年 1-8 月已实现净利润 4005 万元，提前超额完成 2016 年 3600 万净利润的业绩对赌。此外，从业绩的结构来看，互联网阅读产品的收入贡献比不断上升。互联网阅读产品对外部渠道的依赖度低，未来收入的确定性强。互联网阅读业务的核心内容均来自公司自有版权自有渠道的作品，其营收和盈利的快速增长反映了公司版权内容的价值正在逐步积累并蕴藏相当大的潜力，为公司以后开展版权运营业务提供了 IP 保障。公司的 IP 价值正在不断积累，展现出良好的发展前景。

图表22：掌维科技 2014 至今业绩快速增长

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表23：掌维科技互联网平台收入占比大幅提升

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表24：互联网平台用户数增长迅速

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

观达影视：IP 储备丰富，品质稳定的精良制作，售卖价格有望持续提升

观达影视成立于 2014 年，主要从事电视剧的策划、制作与发行业务，专注于创作年轻人喜爱的“青春女性品牌”影视内容，以“青春派、少女心”为内容定位。

公司自 2014 年成立以来，已完成投资、制片或合作摄制的电视剧和网络剧共 5 部，分别为《球爱酒吧》、《美丽的秘密》、《十五年等待候鸟》、《旋风少女》1-2 季，均在国内一流的省级卫视平台和视频网站上播出，其中尤其以由著名作家明晓溪作品改编的《旋风少女》1-2 季以及由宋茜、何润东主演的《美丽的秘密》大获好评，均获得同时段收视冠军。另外，公司还在成立初期代理发行了《一见不钟情》和《西游记 2》2 部电视剧。

图表 25：观达影视成立以来完成的作品市场表现亮眼

时间	剧目名称	集数	单集均价 (万元)	版权费用总计 (万元)	电视平台	新媒体平台	收视率/点
2014	球爱酒吧	20	29.3	586	-	优酷土豆	2 亿
2015	美丽的秘密	37	214.7	7,943	湖南卫视	乐视视频	3.98%
2015	旋风少女	32	238.6	7,636	湖南卫视	芒果 TV	2.42%
2016	十五年等待候鸟	24	195.1	4,681	湖南卫视	芒果 TV	0.76%
2016	旋风少女 2	36	329.4	11,858	湖南卫视	芒果 TV	1.49%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

主创团队经验丰富，公司拥有强大的预售和发行能力。观达影视的核心主创团队由周丹、沈璐和严俊杰三人组成，三位团队成员均在电视剧产业从业多年，具有丰富的专业经验，作为一个完整的管理团队曾在克顿传媒共事多年，形成了完整的“创意策划-剧本创作-拍摄制作-宣传发行”主创团队，构筑了观达影视牢固的市场竞争力。

此外公司已与湖南卫视、浙江卫视等数十家电视剧播出机构和优酷土豆、乐视网等网络视频新媒体企业建立了合作关系，形成了较为完整的电视剧发行网络。自成立至今，观达影视的所有作品均由自己的发行团队负责宣传发行，每部作品均实现了在国内领先的卫视频道首播播出或在优酷土豆、乐视网等知名视频网站播出。强大的发行和预售能力确保观达影视规避了电视剧作品最重要的销售风险，在客户端则积攒了良好的口碑，将双方的战略合作引入良性循环，同时，作品的预售带来了预收账款，保障了观达影视现金流的稳定。

IP 资源储备丰富，网络文学 IP 运营能力强。自成立以来，观达影视一直注重优秀小说改编权或剧本的储备，也具备很强的 IP 运营能力。2014 年推出了网络电视剧《球爱酒吧》，2015 年推出了由明晓溪的网络人气文学作品《旋风少女》改编的同名周播栏目，2016 年推出了由盈风的网络小说《十五年等待候鸟》改编的同名周播栏目，均取得了良好的收视效果。《旋风少女 2》已在 2016 年暑假档期在湖南卫视播出，收视率位列双网同时段第一。未来公司已储备了多项优质作品版权，并将推出相关改编影视作品，包括联合拍摄安宁的小说《温暖的弦》、电影版《旋风少女》，已获得酒小七的小说《隔壁那个饭桶》和《浪花一朵朵》的电视剧改编权、获得盈风的小说《约会黑色盛装骑士》的改编权，对明晓溪的《旋风少女》系列第三季和第四季的电视剧改编权已达成购买意向。同时，公司也在有序培养自己的策划团队和创作团队，目前正在策划和创作的储备作品包括《超感恋人》、《玄天战士》、《幸福的意外》、《篮球兄弟》等。

图表26： 观达影视 IP 资源储备丰富

作品	作者	许可内容	许可方式
《十五年等待候鸟》	盈风	电影、网络剧、电视剧、周播栏目改编权	独家
《旋风百草》（1-4 部）	明晓溪	改编拍摄电视剧《旋风少女》第二部	独家
《旋风少女》	明晓溪	电影剧本改编权、中文电影摄制权	独家
《旋风少女》（1-4 部）	明晓溪	手机游戏改编权	独家
《约会黑色盛装骑士》	盈风	电影、网络剧、电视剧、周播栏目改编权	独家
《隔壁那个饭桶》	酒小七	影视剧、游戏、动画、广播剧等其他形式的完全著作权	独家

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

项目储备充裕，与头部卫视紧密合作，业绩确定性强。公司 2016 年拍摄的都市情感励志剧《因为遇见你》5 月开机，目前已完成剧组拍摄阶段，网络播映权已销售完成，由乐视视频获得，电视台播映权也正在售卖沟通中。另外自成立以来，观达影视着力开发周播栏目这一细分市场，通过两年的成功运作，与湖南卫视形成紧密的合作，双方将来还会就周播栏目进行深入的合作。公司已与芒果影视签订委托定制合作框架协议，于 2020 年 12 月 31 日前，公司为芒果影视制作不少于 8 部或不少于 200 集（每集 45 分钟）影视节目，其中每年制作不少于 1 部或不少于 40 集影视节目。同时，公司与优酷土豆、乐视网等在线视频服务企业也保持着良好的业务合作。目前观达影视储备的小说改编权和原创策划项目数量足够自身开发 3-4 年。

图表27： 观达影视未来3年投拍计划

名称	题材	集数	拍摄计划	人员团队	取得著作权及发行许可证情况	拍摄模式	收益比例
旋风少女第二季	青春热血	36	已播出	导演：成志超 编剧：明晓溪、李雷	已取得该项目 30% 的著作权	受托制作	委托制作费
旋风少女之燃烧的青春	青春热血	1	拟 2017 年开机	编剧：明晓溪 导演和演员待定	按投资比例分享著作权；已备案公示	联合投资，观达负责制作	投资比例不高于 65%，按投资比例分享收益
因为遇见你	都市情感	56	2016.5 开机，已完成剧组拍摄	导演：周晓鹏 编剧：璐敏工作室	按投资比例分享著作权；已取得制作许可证并拍摄完毕，预计 2016 年内取得发行许可证	联合投资，观达负责制作	预计投资比例为 70%，按投资比例分享收益
浪花一朵朵	青春热血	36	拟 2017 年开机	编剧：林瑞、简思其他待定	已取得文学作品改编权	预计为联合投资，观达负责制作	预计投资比例为 90%，按投资比例分享收益
超感恋人	情感悬疑	36	拟 2017 年开机	编剧：郭博雅其他待定	原创项目，拟按投资或制作约定分享著作权	预计为受托制作	委托制作费
温暖的弦	都市情感	42	拟 2017 年开机	编剧：昀桐其他待定	已签署联合制作协议，与获得文学作品改编权的机构共同制作，按投资占比分享著作权和收益	联合投资，观达负责制作	投资比例为 60%，按投资比例分享收益
约会黑色盛装骑士	情感悬疑	28	拟 2018 年开机	编剧：李雷其他待定	已取得文学作品改编权	预计为受托制作	委托制作费
玄天战士	古装玄幻	40	拟 2018 年开机	待定	原创项目，拟按投资或制作约定分享著作权	预计为联合投资，观达负责制作	预计投资比例为 60%，按投资比例分享收益
隔壁那个饭桶	都市情感	32	拟 2019 年开机	待定	已取得文学作品改编权	预计为联合投资，观达负责制作	预计投资比例不低于 60%，按投资比例分享收益
篮球兄弟	青春热血	35	拟 2019 年开机	待定	已取得文学作品改编权	预计为全额投资	预计为全额收益

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

内容泛滥，头部精品内容的稀缺性和引爆力更加凸显。随着互联网和移动互联网的发展，内容创作和传播的门槛不断降低，而过剩的内容也在不断分散着受众的注意力。在内容泛滥的大环境下，头部精品内容的引爆力和稀缺性更加凸显。**头部精品内容带动卫视收视率，带来丰厚的广告收益，而广告收益增厚又反哺精品内容版权采购，形成良性正向循环。**以东方卫视为例，其 2015 年卫视剧场定位“大剧品相、都市气质、新鲜多元”，重金采购和编播了包括《半月传》、《平凡的世界》、《琅琊榜》等一批口碑与收视居俱佳精品大剧，让其主打的梦想剧场收视成绩大步进阶。据东方卫视领导在公开场合的发言，2016 东方卫视在影视剧版权采购上的投入将在原有基础上继续增加 35% 以上。

优质独播内容采购，推动在线视频内容付费加速成型。在线视频网站目前已形成腾讯视频、优酷土豆、爱奇艺、乐视网几大巨头群雄割据的竞争态势，付费会员成为各家视频网站的必争之地。两部会员模式的超级网剧——《盗墓笔记》与《蜀山战纪》使得爱奇艺会员数量从 2015 年 6 月的 500 万，增长到 2015 年 12 月突破 1000 万，短短五个月会员数量的翻倍显示出用户对优质内容的青睐。而会员付费作为视频网站的主要盈利模式之一也使得其对优质版权内容的采购投入不断加大，优质内容获得明显溢价。

制作精良品质稳定，售卖价格有望持续提升。根据《2015 腾讯娱乐白皮书》的年度统计，2014 年收视率破 1 的精品电视剧共 26 部，2015 年为 21 部，卫视购买精品大剧单季价格为 200-300 万元，2015 年则基本在 240-300 万元，价格小幅上升。与此同时，视频网站的单集购买价格从 2014 年的 150 万上涨到 2015 年的 300-350 万，增长高达 217%。近年来，国内影视剧行业发展迅速，视频网站的入局使得市场容量不断增加，行业产值屡创新高，电视剧精品大剧的单集销售价格水涨船高，从 2012 年《甄嬛传》的台网售价合计 120 万元，迅速增长至还未播出的《如懿传》台网售价合计 1500 万。

图表28：精品大剧销售单价水涨船高

年度	电视剧名称	电视版权	网络版权	单价（万元/集）
				合计
2012 年度	《甄嬛传》	95	25	120
2014 年度	《武媚娘传奇》	338	82	420
2015 年度	《琅琊榜》	335	145	480
2015 年度	《芈月传》	620	190	810
未开播	《如懿传》	600	900	1500

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

观达影视经过 2 年的市场检验，推出《美丽的秘密》、《旋风少女 1》、《旋风少女 2》均为收视率超过 1 的精品大剧。《美丽的秘密》播出期间平均收视率高达 3.98%，同期卫视收视仅次于《芈月传》，且为 2015 年上半年湖南卫视全国网收视率最高的剧目。《旋风少女 1》平均收视率达到 2.42%，获得 15.31% 的收视份额，也就是同时段在看电视的 6 个人中，就有 1 个在观看《旋风少女 1》，《旋风少女 2》也取得了 2016 年以来省级卫视周播剧类项目唯一一个城市网平均收视率破 1 的好成绩。

观达影视历年影视作品制作水准精良，出品质量稳定，且属于内容面向年轻人群的青春剧，售卖价格也呈现上涨趋势，未来品牌逐步被市场认可后存在售卖价格提升的空间。

科翼传播：内容营销大热，娱乐行销迎来春天

综艺节目关注度提升，广告价值凸显。近几年电视媒体最大的变化无疑是真人秀综艺节目的崛起，不仅在收视率上远超电视剧，其单集网络播放量也远在电视剧之上。综艺节目因其周播机制，可以延续更长时间热度，其更好的互动性也引起了观众在互联网上广泛的参与和讨论。

不同于电视剧中较为生硬的插片广告，综艺节目中嘉宾的表现更灵活，嘉宾之间的互动性也更强，广告产品可以生动、充满趣味的嵌入节目之中，不仅给观众带来深刻印象，更成为观众热议的对象。加多宝对中国好声音的冠名使其红遍中国每一个角落，成为过年过节人们餐桌上的标配。品牌广告主最需要寻找的是人们目光的焦点，而头部娱乐内容正是仅存的为数不多的载体。

图表29：2015 年卫视渠道电视剧 vs 综艺节目收视率对比

排名	电视剧名称	收视率%	季播综艺名称	收视率%
1	武媚娘传奇/湖南卫视	3.062	中国好声音第 4 季/浙江卫视	4.879
2	芈月传/东方卫视	2.623	奔跑吧兄弟第 2 季/浙江卫视	4.755
3	芈月传/北京卫视	2.615	我是歌手第 3 季/湖南卫视	2.756
4	花千骨/湖南卫视	2.123	笑傲江湖第 2 季/东方卫视	2.354
5	锋刃/CCTV-1	2.102	爸爸去哪儿第 3 季/湖南卫视	2.266
6	好大一个家/CCTV-1	1.998	极限挑战/东方卫视	2.195
7	王大华的革命生涯/CCTV-1	1.996	最强大脑/江苏卫视	2.137
8	锦绣缘华丽冒险/湖南卫视	1.994	挑战者联盟/浙江卫视	2.114
9	伪装者/湖南卫视	1.922	出彩中国人/CCTV-1	2.038
10	活色生香/湖南卫视	1.892	偶像来了/湖南卫视	2.019

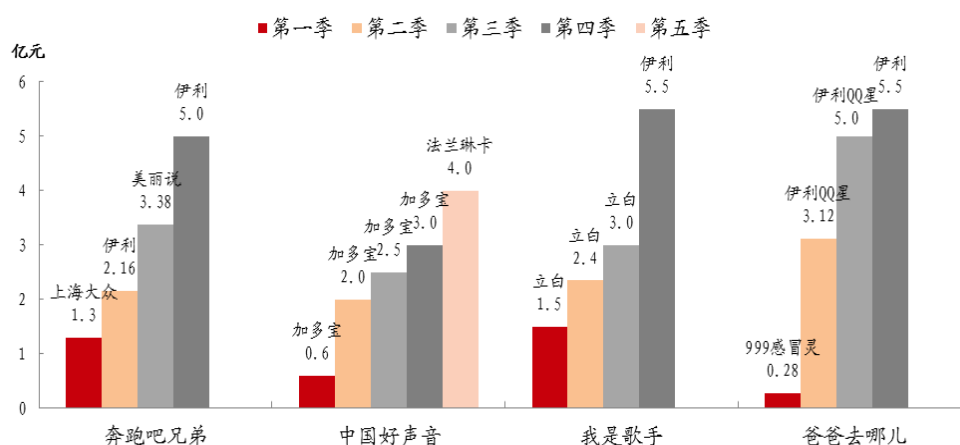
资料来源：收视率排行、华泰证券研究所

图表30： 2015 年最受欢迎综艺节目 TOP10

排名	季播综艺名称	网络播放量 (亿)	来源网站 (20150101-20160103)
1	奔跑吧兄弟第 2 季	60.33	优酷、土豆、爱奇艺、搜狐、腾讯、乐视
2	中国好声音第 4 季	40.69	腾讯视频
3	欢乐喜剧人 2015	36.36	优酷、土豆、爱奇艺、腾讯、乐视
4	奔跑吧兄弟第 3 季	24.13	爱奇艺
5	爸爸回来了第 2 季	23.69	优酷、土豆、爱奇艺、搜狐、腾讯、乐视
6	极限挑战 2015	21.48	优酷、土豆、爱奇艺、搜狐、腾讯、乐视
7	音乐大师课 2015	18.97	优酷、土豆、爱奇艺、腾讯、乐视
8	笑傲江湖第 2 季	18.86	优酷、土豆、爱奇艺、搜狐、腾讯、乐视
9	挑战者联盟 2015	18.48	优酷、爱奇艺、搜狐、腾讯、乐视
10	爸爸去哪儿 第 3 季	17.42	芒果 TV

资料来源：剧星传播、华泰证券研究所

图表31： 头部娱乐内容广告价值凸显



资料来源：湖南卫视官网，华泰证券研究所

开拓“互联网+娱乐”蓝海，助力中国近半数现象级综艺宣发。而探寻这些大热的娱乐节目背后的推手，娱乐营销服务的提供商可谓功不可没，可以说是放大了节目原有热度，甚至是节目的直接引爆者。娱乐营销贯穿综艺节目前期策划、中期录制制作、后期播放的全过程。通过节目策划、节目模式、行业深度等多角度挖掘节目宣传点，制定针对节目品牌的整合营销方案，借助电视、网络、平面等立体化传播平台，为综艺节目提供全方位、全过程的整合营销传播服务，以促进综艺节目及影视剧的宣传效果最大化。

科翼文化是中国领先的娱乐整合营销服务商，在“互联网+娱乐”领域开创出一片蓝海。每年为超过 30 档以上的国内知名综艺节目宣传推广，并且数字处于不断增长中。科翼文化目前已形成了以浙江卫视、江苏卫视、东方卫视、深圳卫视、灿星制作等强势卫视及制作公司为主的主要客群，包揽浙江卫视、东方卫视、江苏卫视在内的一线卫视的综艺营销，并与众多视频媒体深度合作，不仅提供最新最吸引眼球的宣传物料，更提供独家制作等深度定制内容。

在娱乐整合营销领域，科翼是《中国好声音》连续 4 季的唯一的娱乐整合营销服务提供商，也是《奔跑吧！兄弟》连续 3 季的互联网营销公司。在中国综艺节目狂飙突进的这三年，超过 50% 的现象级节目，都在科翼的助力下创造了一个个收视奇迹。

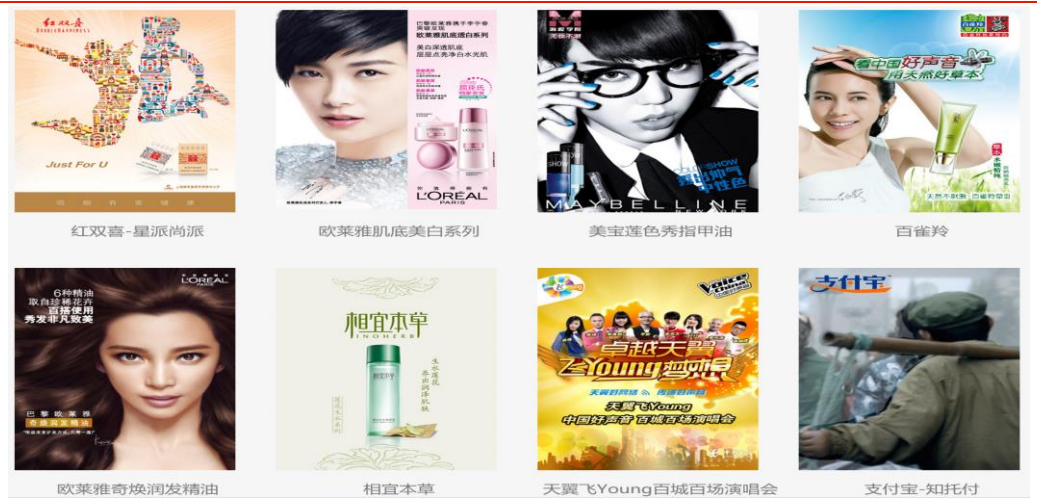
整合娱乐内容与商业品牌，实现冠名商、赞助商宣传效果最大化。科翼文化擅于将娱乐内容与商业品牌的营销相结合，致力于帮助商业品牌制定内容营销策略、数字领域的互动活动设计、社会化媒体营销。科翼传播顺应内容营销的趋势，将娱乐内容、商业品牌和传播媒介三方进行有效整合，并基于消费者特征的多维度分析，借势娱乐产业的内容方，选择营销效果最优的媒介组合和营销方式，对商业品牌进行精准营销和推广。科翼传播借助在综艺节目宣发领域的领先优势，为综艺节目冠名商、赞助商提供整合营销服务。目前，已有上海大众、可口可乐、伊利、美丽说、百雀羚、蒙牛相宜本草、宝马等知名企业客户，为其提供包含内容营销、数字化品牌与互动创意和社会化媒体营销等在内的一系列服务。

图表32： 科翼文化综艺节目、影视剧营销案例



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表33： 科翼文化整合营销客户



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

按需定制，娱乐营销出现新玩法。在“互联网+娱乐营销”之余，科翼文化还开拓了“互联网+娱乐制作”的领域，积极参与到互联网综艺、影视内容制作的浪潮中。截止目前，已联合腾讯视频、爱奇艺等合作伙伴出品了《魅力野兽》、《有料》、《剧透》、《oh my 思密达》、《我的老妈是极品》、《男左女右网络版》等网络自制内容。科翼文化布局贯通从制作到营销的全环节，构建了较为完整的产业链环节，在互联网和综艺节目两大风口迎风起舞，创造辉煌。

战略布局迎来新升级，大营销、泛内容格局已成

传统广告+数字营销+内容营销，具备一站式整合营销服务能力

公司立足浙江，传统业务围绕以电视为主的媒介代理和品牌管理开展，积累了许多优质的品牌广告客户，经过多年积累具备较大的规模优势，在江浙沪地区拥有丰富的媒介资源，与浙江、江苏、福建、安徽等多地电视台建立广泛而密切的合作关系。公司顺应广告及营销的新生态，积极布局爱德康赛、科翼传播，形成传统电视广告营销+数字营销+内容营销的架构，通过整合多渠道资源，满足客户多元化、全方位、全渠道的广告需求，更好服务客户，大营销格局增强公司在营销新生态下的竞争力。

全业务链布局，贯通产业链上下游，泛内容架构初建立

依托在营销领域积累的丰富经验，公司积极布局内容产业链，目前已建立了较为完整的产业布局，上游网络文学 IP 储备、中游影视制作、下游内容宣发和内容营销。

IP 立体化开发，多元化变现平滑利润波动风险。依托公司在内容产业链上的全面布局，网络文学 IP 储备可实现多元立体化开发。网络文学采用会员付费阅读模式，优质 IP 内容可以改编为影视剧作品或出售影视剧改编权，商业品牌植入和内容营销会进一步增厚 IP 改编影视作品的变现，提前锁定收益，通过多元化变现模式平滑利润波动的风险。

内容营销符合趋势，往上游延伸提升盈利空间。以综艺节目和影视剧宣发为起点的娱乐营销，通过营销放大综艺节目的商业价值。借助在综艺节目宣发领域的领先优势，将娱乐内容、商业品牌和传播媒介三方进行有效整合，为综艺节目冠名商、赞助商提供整合营销服务。继而进入品牌客户的年度营销框架，提供全方位、多渠道的整合营销方案。通过传统营销、互联网营销、娱乐内容营销的结合，顺势而为为客户提供全方位的整合营销解决方案正当其时。

定制内容提升服务能力，客户优势提升变现能力。在商业客户内容营销需求不断提升的驱动下，与品牌定位相符、主题契合的娱乐和影视内容更加受到广告主青睐，而根据广告主需求进行定制化内容制作更是未来的大势所趋。定制化内容可以提升单一客户的深入服务能力，增强用户黏性，而优质且充足的客户资源将为公司娱乐及内容制作业务的变现提供强大支撑。

业务板块资源共享，协同共振有望持续加强，料将带来营收、毛利双升

与单纯广告营销公司相比，思美拥有突出的文化内容自有资源优势；与纯粹内容制作公司相比，思美又拥有强大的商业客户资源优势。

公司影视、娱乐、内容等业务与传统营销业务可以形成了良性的协同和互动。一方面，内容制作品类、规模和质量提升，内容资源的可控性和丰富程度大大增加，能够为商业客户提供更合适的内容营销载体，创造客户价值；另一方面，内容营销能力将会成为公司影视、娱乐、内容业务板块的重要竞争优势，提升公司对内容制作产业链中上游制作资源和下游播放平台的话语权，不仅可以有效提升公司电视剧、综艺栏目等文化内容制作业务的盈利能力，而且有助于公司未来快速进入其他新兴产业领域并建立领先地位。

整合协同预计将带来公司营收、毛利双升。收购完成后，三家标的的业绩并表将直接扩大公司的营收规模。此外，公司原有广告客户和标的公司的客户可以实现相互导流，媒体资源可以实现共享，扩大公司整体的广告主积累和媒体资源积累。从服务分散客户的单一需求进化成为服务大量客户的全方位需求。多种媒体类型营销方式的完善也可以更好服务广告主，争取到更多的广告预算分配，实现 $1 \times 1 + 1 \times 1$ 到 2×2 的跃变。

更大的业务量形成规模效应也有助于公司在媒体端的议价能力提升，得到更高的媒体返点提升整体毛利率。同时内容营销的毛利率显著高于传统媒介代理业务，内容营销收入占比的提升也将对整体毛利率起到提振拉升的作用。

未来公司业务将围绕一站式整合营销和内容产业链全面展开，开启发展新篇章。2016 年下半年到 2017 年，公司预计参与电视栏目 2 部，网络综艺 2-3 部，电影 0-1 部，网剧 3 部，电视剧 5 部，网络大电影 20-30 部，内容以客户定制化为主，贯彻大营销、泛内容的战略，公司发展有望开启新篇章。

盈利预测与估值

估值假设

公司内生业务主要由传统媒介代理业务、品牌管理业务、互联网广告业务和营销业务构成，其中传统媒介代理业务包括电视广告、户外广告和其他广告。

外延方面，此次收购完成后公司并表范围包含爱德康赛 100% 股权（已与 2016 年 3 月并表）、科翼传播 100% 股权（其中 80% 股权已于 2015 年 12 月并表）、掌维科技 100% 股权和观达影视 100% 股权（收购已获证监会批准，以 2017 年全年并表计算）。

传统媒介代理-电视广告业务：电视媒体虽然增速放缓，但仍是广告主宣传最重要的媒介之一。公司立足华东地区，经过多年积累具备较大的规模优势，在江浙沪地区拥有丰富的媒介资源。预计公司电视广告业务在经历 2015 年的波动后能回到正常发展轨道，预计 2016-2018 年的收入增速为 8%、7%、5%。

传统媒介代理-户外广告业务：2016 年公司处于战略和业务调整考虑，不在续签与杭州市公共自行车相关的到期合同，相关的公共自行车停车棚内灯箱广告及公共自行车车身广告业务将减少。考虑到行业情况和公司战略调整，预计这一部分业务 2016-2018 年收入增速为同比下降 40%、30%、20%。

传统媒介代理-其他广告业务：公司其他广告业务主要包括广播、杂志、报纸等传统媒体。根据广告行业投放趋势的不可逆投向变化，预计报纸杂志广播等传统媒体业务 2016-2018 年收入增速为同比下降 30%、20%、15%。

品牌管理业务：2016 年公司继续服务上年度客户，与中粮集团、云南白药、友邦吊顶、稠州银行、顾家家居、贵阳银行、智美等忠实老客户的合作进一步深入，2016 年上半年又赢得了海尔电器、绿宇环保、雷神科技等新客户。我们认为凭借公司一站式整合营销的全产业链布局，以及长期服务积累的对客户品牌深刻的理解，品牌管理业务将实现较快的发展，预计 2016-2018 年收入增速分别为 50%、40%、30%。

互联网广告业务：考虑到广告主对互联网广告的投放意愿和行业整体快速增长，公司拥有丰富的客户资源，且互联网广告业务发展时间较短具有低基数效应，预计 2016-2018 年的收入增速分别为 100%、60%、40%。

内容营销业务：内容营销是公司目前业务布局的重点，也是品牌客户投放意愿最强的领域，是未来公司业务快速增长的核心。收购完成后，公司在内容产业链形成完整的布局，与原有丰富的渠道资源和客户资源形成协同共振，2016 年上半年同比增长 196.08%，预计内容营销业务 2016-2018 年可实现收入增长 100%、50%、35%。

外延方面，各收购标的质地优良，在前述部分已经进行过详细的探讨，预计未来均可以完成业绩承诺。

预计 2016-2018 年公司总体毛利率基本保持稳定，其中传统媒介代理业务随着广告主投放意愿减弱，毛利率小幅下跌，互联网广告、内容营销及品牌管理业务毛利率随着业务成长成熟逐步提高。

预计公司销售费用和管理费用率将维持稳定水平。

盈利预测与估值

以此次收购的掌维科技 100%股权、观达影视 100%股权和科翼传播剩余 20%股权于 2017 年全年并表计算，预计公司 2016-2018 年实现净利润 1.56 亿元、3.31 亿元、4.05 亿元，对应摊薄股本后 EPS 为 0.46 元、0.97 元和 1.18 元。参考可比公司平均市盈率，给予公司 2017 年 30X-35X 的 PE 估值区间，合理估值范围为 99 亿元-116 亿元，对应目标价 29.1-34.0 元，首次覆盖给予“增持”评级。

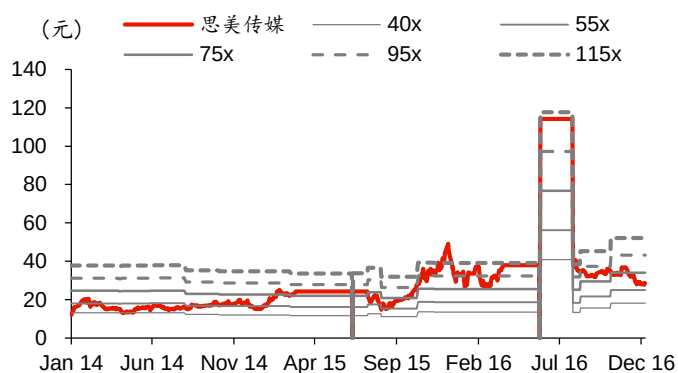
图表34：行业内可比公司盈利及估值情况

代码	公司	股价 (元)	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	P/E			备考净利润 (亿元)		
						2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
300058.SZ	蓝色光标	9.91	19.99	198	141	292	26	21	0.7	7.7	9.5
002400.SZ	省广股份	13.79	13.41	185	151	34	27	22	5.5	6.8	8.4
002131.SZ	利欧股份	16.63	16.07	267	131	118	30	24	2.3	9.0	11.0
603598.SH	引力传媒	23.27	2.71	63	22	232	140	90	0.3	0.5	0.7
	行业均值						56	39			

资料来源：Wind、华泰证券研究所

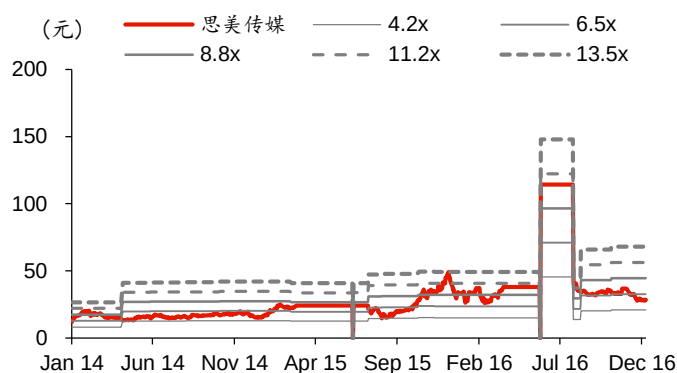
PE/PB – Bands

图表35：思美传媒历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表36：思美传媒历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

传统媒介代理业务不景气的风险、并购标的业绩承诺无法实现的风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,162	1,256	1,534	1,839	2,177
现金	208.72	224.62	341.59	334.75	350.23
应收账款	834.22	675.72	982.71	1,239	1,504
其他应收账款	7.00	7.07	0.00	0.00	0.00
预付账款	92.33	95.53	144.67	182.77	221.85
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	19.36	252.69	65.51	82.58	100.28
非流动资产	31.63	437.76	413.04	410.00	408.06
长期投资	0.00	7.50	0.00	0.00	0.00
固定投资	3.89	4.23	5.33	3.91	2.79
无形资产	5.12	4.77	4.77	4.77	4.77
其他非流动资产	22.62	421.27	402.94	401.32	400.51
资产总计	1,193	1,693	1,948	2,249	2,585
流动负债	361.35	542.38	615.72	771.39	930.94
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	236.84	377.50	434.02	548.31	665.56
其他流动负债	124.51	164.88	181.70	223.09	265.38
非流动负债	0.00	219.93	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	219.93	0.00	0.00	0.00
负债合计	361.35	762.31	615.72	771.39	930.94
少数股东权益	0.95	3.13	3.13	3.13	3.13
股本	85.32	88.29	316.87	316.87	316.87
资本公积	319.81	420.98	403.50	403.50	403.50
留存公积	425.83	500.96	608.31	753.87	930.11
归属母公司股	830.95	927.93	1,329	1,474	1,650
负债和股东权益	1,193	1,693	1,948	2,249	2,585

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(372.20)	311.25	(154.34)	(19.09)	3.05
净利润	71.48	88.80	120.58	145.57	176.24
折旧摊销	4.02	4.55	2.15	3.04	1.94
财务费用	(5.11)	0.48	(9.97)	(12.25)	(12.43)
投资损失	(0.02)	(1.70)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(472.51)	230.58	(182.26)	(155.45)	(162.70)
其他经营现金	29.95	(11.47)	(84.84)	0.00	0.00
投资活动现金	(8.27)	(364.57)	7.50	0.00	0.00
资本支出	8.31	8.39	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	7.50	(7.50)	0.00	0.00
其他投资现金	0.04	(348.67)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	250.39	68.21	263.82	12.25	12.43
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	12.35	2.97	228.58	0.00	0.00
资本公积增加	263.24	101.18	(17.48)	0.00	0.00
其他筹资现金	(25.20)	(35.93)	52.72	12.25	12.43
现金净增加额	(130.08)	14.89	116.98	(6.84)	15.47

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,151	2,494	3,276	4,129	5,014
营业成本	1,891	2,205	2,893	3,655	4,437
营业税金及附加	3.26	1.61	2.12	2.67	3.24
营业费用	60.14	76.82	98.27	123.87	150.41
管理费用	77.63	103.04	131.03	165.16	200.55
财务费用	(5.11)	0.48	(9.97)	(12.25)	(12.43)
资产减值损失	32.72	(6.01)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.02	1.70	0.00	0.00	0.00
营业利润	91.03	114.18	160.78	194.09	234.98
营业外收入	8.82	7.28	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.12	2.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	95.73	118.76	160.78	194.09	234.98
所得税	24.25	29.96	40.20	48.52	58.75
净利润	71.48	88.80	120.58	145.57	176.24
少数股东损益	0.66	0.47	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	70.82	88.33	120.58	145.57	176.24
EBITDA (倍)	89.95	119.21	152.96	184.88	224.49
EPS (元)	0.22	0.28	0.38	0.46	0.56

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	31.27	15.95	31.36	26.05	21.43
营业利润	(14.28)	25.42	40.82	20.72	21.07
归属母公司净利润	(15.78)	24.73	36.51	20.72	21.07
获利能力 (%)					
毛利率	12.07	11.57	11.67	11.47	11.50
净利率	3.29	3.54	3.68	3.53	3.52
ROE	8.52	9.52	9.08	9.87	10.68
ROIC	10.44	11.05	11.36	11.88	12.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.28	45.02	31.62	34.30	36.02
净负债比率 (%)	0	2.93	0	0	0
流动比率	3.21	2.32	2.49	2.38	2.34
速动比率	3.21	2.32	2.49	2.38	2.34
营运能力					
总资产周转率	2.16	1.73	1.80	1.97	2.07
应收账款周转率	3.77	3.13	3.86	3.72	3.66
应付账款周转率	9.36	7.18	7.13	7.44	7.31
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.28	0.38	0.46	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.17)	0.98	(0.49)	(0.06)	0.01
每股净资产(最新摊薄)	2.62	2.93	4.19	4.65	5.21
估值比率					
PE (倍)	127.61	102.31	74.94	62.08	51.28
PB (倍)	10.88	9.74	6.80	6.13	5.48
EV_EBITDA (倍)	88.41	66.71	51.99	43.01	35.42

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com