

首次覆盖

评级: 谨慎增持
 目标价格: 3.27

当前价格: 2.99

2019.12.18

省广集团 (002400)

以大数据为抓手，强化整合营销服务能力

——省广集团首次覆盖报告

陈筱 (分析师)

021-38675863

chenxiaogtjas.com

证书编号 S0880515040003

本报告导读:

公司依托数据和技术优势强化以数字营销为核心的一站式整合营销服务能力，持续强化与客户的深度合作关系。

投资要点:

- **首次覆盖，目标价 3.27 元，谨慎增持评级。**公司持续布局基于大数据的数字营销业务，并依托数据平台赋能传统营销行业，有望不断整合资源，为广告主提供多元一站式整合营销业务。预计 2019-2021 年 EPS0.12/0.14/0.17 元，目标价 3.27 元，首次覆盖给予谨慎增持评级。
- **背靠中国电信，多项业务齐头并进。**公司作为国内最早一批广告公司，与众多广告主形成了长期深度合作关系。同时公司顺应行业发展趋势外延式并购发展数字营销，已成为横跨品牌策划、公关、传统媒介广告投放、数字营销、内容营销在内的国内一流整合营销服务商。
- **品牌管理发展前景广阔，数字营销占据整合营销主流地位。**收入增长引致我国主流+价值消费人群数量不断提升，而消费者品牌意识的提升成为企业通过营销传递品牌价值的最根本推动力，品牌管理未来发展可期。与此同时，广告行业已经向技术驱动的数字营销转型，数字广告已占据绝对优势市场份额，而大数据+人工智能+线上线下场景融合则为以数字营销为核心的整合营销带来更多可能性。
- **以大数据为抓手，推动省广全营销业务转型。**公司依托多元一站式整合营销业务与众多优质客户建立长期稳定合作关系，同时顺应行业发展趋势，不断强化以技术和数据为核心的数字营销能力，构建出更多满足不同行业、不同营销环节的消费者研究工具，以及推出更丰富的消费者洞察产品，强化大数据技术在不同营销场景的应用及变现。
- **风险提示：行业竞争、人才流失及资产减值带来不确定性**

交易数据

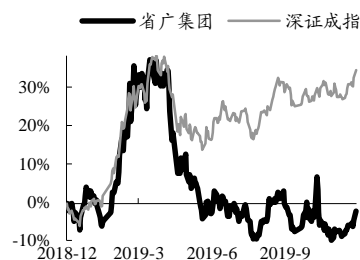
52 周内股价区间 (元)	2.66-4.27
总市值 (百万元)	5,213
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,743/1,675
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	22.80
日均成交值 (百万元)	67.66

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,299
每股净资产	3.04
市净率	1.0
净负债率	-2.86%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.05	0.04
Q2	0.03	0.02
Q3	0.01	0
Q4	0.02	0.06
全年	0.11	0.12

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	0%	0%
相对指数	2%	-6%	-37%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,295	12,115	12,806	13,872	14,919
(+/-)%	3%	7%	6%	8%	8%
经营利润 (EBIT)	330	566	365	431	543
(+/-)%	-67%	71%	-36%	18%	26%
净利润 (归母)	-184	186	205	242	301
(+/-)%	-130%	201%	10%	18%	24%
每股净收益 (元)	-0.11	0.11	0.12	0.14	0.17
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	2.9%	4.7%	2.9%	3.1%	3.6%
净资产收益率 (%)	-3.7%	3.6%	3.9%	4.4%	5.2%
投入资本回报率 (%)	6.2%	7.8%	4.6%	5.5%	6.6%
EV/EBITDA	25.98	8.56	14.82	12.03	9.36
市盈率	—	27.75	25.20	21.30	17.15
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%

模型更新时间: 2019.12.18

股票研究

社会服务
传播文化业

省广集团 (002400)

首次覆盖

评级: 谨慎增持

目标价格: 3.27

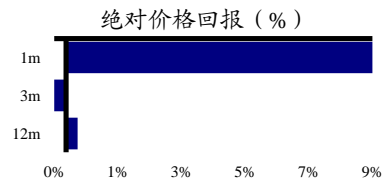
当前价格: 2.99

2019.12.18

公司网址
www.gimc.cn

公司简介

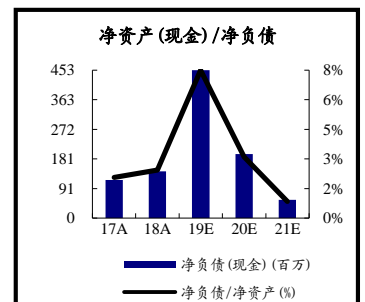
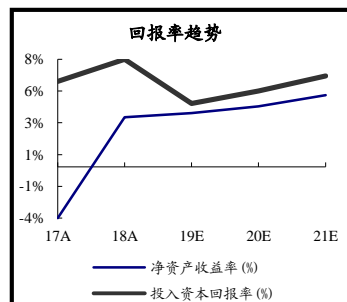
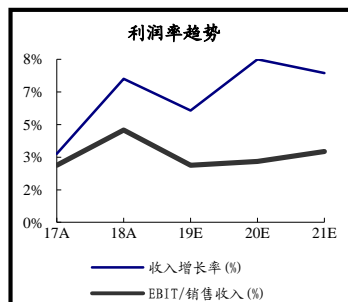
公司是中国本土最优秀的大型综合性广告公司之一、国家一级广告企业。主营为客户提供整合营销传播服务, 具体包括品牌管理、媒介代理和自有媒体等业务。



52 周价格范围 2.66-4.27
市值 (百万) 5,213

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	11,295	12,115	12,806	13,872	14,919
营业成本	9,916	10,378	11,276	12,202	13,054
税金及附加	68	71	76	82	88
销售费用	661	547	563	596	634
管理费用	206	240	244	270	287
EBIT	330	566	365	431	543
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	205	104	100	100	100
财务费用	50	50	44	51	40
营业利润	-182	353	300	358	449
所得税	-1	81	77	91	113
少数股东损益	83	67	36	43	53
归母净利润	-184	186	205	242	301
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,193	709	1,200	1,100	1,100
其他流动资产	4,730	4,535	5,134	5,339	5,767
长期投资	720	871	871	871	871
固定资产合计	621	701	700	699	697
无形及其他资产	2,767	2,412	2,344	2,342	2,340
资产合计	10,031	9,229	10,250	10,352	10,775
流动负债	3,854	3,221	4,196	4,033	4,122
非流动负债	856	488	388	388	388
股东权益	5,321	5,519	5,666	5,931	6,264
投入资本(IC)	5,260	5,525	5,963	5,986	6,189
现金流量表					
NOPLAT	327	429	277	327	412
折旧与摊销	31	52	12	13	15
流动资金增量	-609	-134	410	27	207
资本支出	-221	-53	15	9	9
自由现金流	-471	295	714	376	642
经营现金流	353	550	-127	229	106
投资现金流	-916	-193	76	109	109
融资现金流	37	-846	542	-438	-216
现金流净增加额	-526	-489	491	-100	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	3.5%	7.3%	5.7%	8.3%	7.6%
EBIT 增长率	-66.7%	71.4%	-35.6%	18.0%	26.0%
净利润增长率	-130.1%	201.0%	10.1%	18.3%	24.2%
利润率					
毛利率	12.2%	14.3%	11.9%	12.0%	12.5%
EBIT 率	2.9%	4.7%	2.9%	3.1%	3.6%
归母净利润率	-1.6%	1.5%	1.6%	1.7%	2.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	-3.7%	3.6%	3.9%	4.4%	5.2%
总资产收益率(ROA)	-1.8%	2.0%	2.0%	2.3%	2.8%
投入资本回报率(ROIC)	6.2%	7.8%	4.6%	5.5%	6.6%
运营能力					
存货周转天数	0	0	0	0	0
应收账款周转天数	94	79	87	83	85
总资产周转天数	331	290	278	271	258
净利润现金含量	-191.6%	295.8%	-62.1%	94.4%	35.4%
资本支出/收入	2.0%	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
偿债能力					
资产负债率	47.0%	40.2%	44.7%	42.7%	41.9%
净负债率	2.2%	2.6%	8.0%	3.3%	0.9%
估值比率					
PE(现价)	—	27.75	25.20	21.30	17.15
PB	1.85	0.99	0.97	0.93	0.89
EV/EBITDA	25.98	8.56	14.82	12.03	9.36
P/S	0.46	0.43	0.40	0.37	0.35
股息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%



目录

1. 业内领先的整合营销集团	4
1.1. 全面实施数字化、平台化战略，内生外延促进发展	4
1.2. 营收稳健增长，收入结构持续优化	5
1.3. 管理层持股，两次股权激励彰显发展信心	6
2. 品牌管理发展前景广阔，数字营销占据主流地位	6
2.1. 消费升级带来品牌意识增强，带动品牌管理产业迅速发展	6
2.1.1. 收入增加促使消费观念转变，品牌偏好得以释放	7
2.1.2. 广告主品牌意识增强，催生品牌管理需求扩大	8
2.2. 传统营销衰退明显，技术驱动数字广告占比持续提升	8
3. 以大数据为抓手，推动省广全营销业务转型	11
3.1. 位处行业上游的品牌管家，具有深厚客户积累	11
3.2. 重塑互联网时代核心竞争力，加速构建大数据营销系统	13
4. 盈利预测与估值	14
4.1. 核心假设	14
4.1.1. 公司 2019-2021 年营收预测	14
4.1.2. 期间费用率预测	15
4.2. 盈利预测	15
4.3. 可比公司估值	16
4.4. 绝对估值法	16
5. 风险提示	17
5.1. 行业竞争风险	17
5.2. 人才流失风险	17
5.3. 资产减值风险	17

1. 业内领先的整合营销集团

1.1. 全面实施数字化、平台化战略，内生外延促进发展

广东省广告集团股份有限公司成立于 1979 年，是我国最早一批成立的广告公司，也是目前我国最大的营销传播集团之一。2010 年公司在深交所中小板挂牌上市，成为“中国广告第一股”。上市后持续收购兼并以延伸产业链；2011-2013 年，省广集团以拓展和协同主营业务为目的的大举收购兼并，收购了多家行业内营销公司并获得大量媒介资源和渠道，巩固了省广集团在国内营销行业的龙头地位；2014-2016 年，省广集团不仅巩固其原有媒介代理业务，还通过外延式并购发展数字营销等其他子行业，并加强对体育营销、电子商务领域的关注。截止到目前，公司已成为横跨品牌策划管理、公关活动、传统媒介广告投放、数字营销、内容营销在内的国内一流整合营销服务商，在电商、体育、汽车等多个细分垂直领域营销占据优势地位。

表 1: 省广集团上市后进行多次收购，切入多个营销细分领域，扩展业务范围

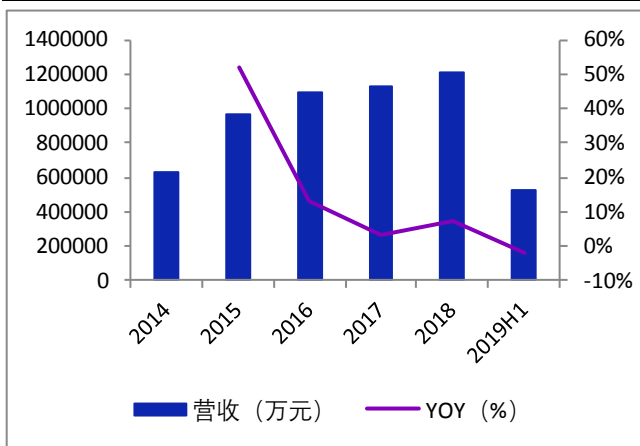
时间	事件
2011 年	3 月，公司出资 1.1 亿元增资和受让重庆年度公司 51% 股权，增强媒体广告代理资源优势；
	6 月，公司出资 255 万元设立合力唯胜，954.7 万元增资旗智公司，切入体育与公共关系领域；
	12 月，以 1000 万元设立全资子公司深圳经典视线文化传播有限公司，推动公司自有媒体业务；
2012 年	6 月，公司 3595 万元增资和受让上海窗之外 51% 股权，推动户外广告业务；
	6 月，公司 5100 万元增资和受让青岛先锋广告 51% 股权，增强媒介采买能力； 6 月，出资 500 万元设立广州指标品牌管理咨询有限公司打造自主品牌智库；
2014 年	7 月，公司以 1.9 亿元增资并受让广州中懋 55% 股权，扩展电台广告代理业务；
	9 月，公司与百度合作大数据市场研究、大数据解决方案、大数据营销产品开发等；
	10 月，公司以 2.5 亿元投资上海恺达后持有其 85% 股权，提升公司数字营销能力； 11 月，以股权+现金 5.7 亿元购买雅润文化 100% 的股权，增强电视台媒体资源；
2015 年	1 月，公司出资 1000 万元与合智文化传媒、赵薇等设立合宝娱乐，进一步延长省广集团产业链与价值链；
	3 月，公司以 1.125 亿元增资投资东信时代 15% 的股权，进一步完善省广集团移动营销布局；
	3 月，公司以 2.27 亿元收购省广智义持有的上海韵翔 55% 股权，延伸公司的户外媒体网络；
	3 月，公司以 2.98 亿元收购省广智义持有的传漾广告 51% 股权，增强互联网广告布局；
	9 月，公司以 6.24 亿元受让晋拓文化 80% 的股权，加强公司在网页游戏营销领域的布局； 9 月，公司出资 7293 万元受让并增资取得蓝门数字 51% 的股权，蓝门数字致力于精准深度数字商业，主要为国际知名快消品及汽车客户提供服务，此次投资可提升省广集团在新媒体领域的份额；
2016 年	3 月，公司与上海双刃剑增强体育营销方面的合作；
	3 月，公司以 6175 万元入股上海凯淳 19% 的股权，加强公司在电子商务领域的布局； 7 月，公司出资 200 万元与北京阳光天女传媒有限公司等合资设立省广阳光，加速贯通公司营销传播产业链； 公司投资上海拓畅，进一步增强在移动游戏营销、移动电商营销细分领域的产业布局，与上海传漾、上海晋拓等一同
2017 年	构建公司数字营销核心竞争力。 公司与全球六大广告集团之一 HAVAS S.A. 合资设立省广汉威士，实现双方优势互补，进一步健全服务体系
2018 年	7 月，GIMC 云平台正式上线，G-Desk、G-PB Hub、G-Radar、GIMC 云计算中心等一系列战略级的标准化产品已经陆续投入商业运营。
2019 年	正式实施并完成了“大平台、强中台、小前端”的组织变革，重新组建了以事业群为单位的业务经营版块及大数据·全营销支持平台

数据来源：公司公告，公司官网，国泰君安证券研究

1.2. 营收稳健增长，收入结构持续优化

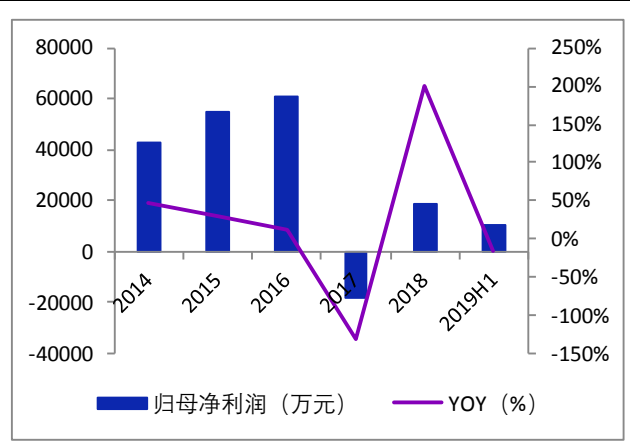
公司营收利润稳健增长，营收结构持续优化。公司近年来在全面实施广告平台战略的大背景下，取得了较好的经营成绩，实现了快速健康的发展。2015年以来，受益于数字营销业务的重大发展，公司实现营业收入保持稳定增长，2018年全年营收121亿元，同比增长7.26%；由于前期并购带来的商誉减值及应收款计提减值，公司2017年以来利润端波动较大，2017年亏损1.84亿元，主要系处置子公司雅润带来的商誉减值等因素影响，2018年实现归母净利润1.86亿元，仍低于2016年水平，主要系子公司上海恺达商誉减值等因素影响。从营收结构上看，公司进一步优化业务结构，加快发展包括数字营销、娱乐营销、体育营销、IP内容营销等整合营销传播的全链条业务，不断延伸产业链上下游，丰富公司盈利模式，整合资源，提高各业务板块的协同效应，公司营收结构由以前的媒介代理为主，逐步向传统媒介代理和数字营销相辅相成转变，到2019H1，公司数字营销营收27.1亿元，营收占比首次超过50%至51.6%。毛利率方面，传统媒介代理业务因包括咨询及媒介策划类业务，毛利率显著高于同行业其他公司的纯媒介代理业务，2015-2019H1基本稳定在13%左右，数字营销业务因行业竞争激烈及业务规模扩张，2019H1毛利率有所下降至9.8%。

图 1: 2014 年以来公司营收保持稳定增长



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 2: 2017 年起公司归母净利润出现较大波动



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 3: 数字营销相关业务占收入比重逐年提升

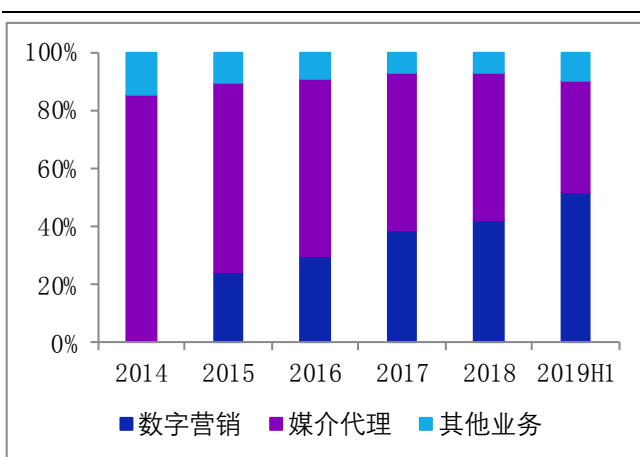
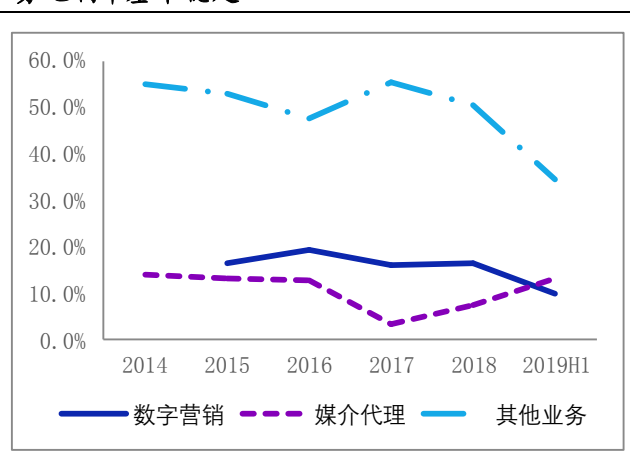


图 4: 数字营销业务毛利率有所下降，媒介代理业务毛利率基本稳定



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

管理层持股表明高管团队与公司共同成长。公司董事长陈钿隆自 1988 年加入省广, 从基层逐步晋升, 拥有丰富的管理与实干经验, 截至 2018 年底持有公司股票 2723 万股, 占公司总股本的 2.03%, 为公司的前十大股东; 副董事长、总经理何滨 1994 年加入省广, 历任业务员, 客户主任, 国内广告三部副经理, 业务一局客户经理, 策划总监兼业务一局局长, 总经理助理等职务, 截至 2018 年底持股 1657 万股, 占总股本 0.95%。营销领域经验丰富的管理团队为省广的发展把握了良好的方向。

表 2: 公司高管团队持股情况

姓名	职位	持股数量(万股, 截至 2018 年底)
陈钿隆	董事长	3539
夏跃	董事、常务副总经理	1657
何滨	副董事长, 总经理	1657

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.3. 管理层持股, 两次股权激励彰显发展信心

两次股权激励计划分别以营收及净利持续增长为行权条件, 激发员工工作积极性。2015 年 9 月, 公司发布首次股权激励计划预案, 拟向 267 名公司核心骨干授予 903.3 万份股票期权, 行权价格为 30.50 元/股。2016 年 3 月, 公司发布 2016 年股权激励计划预案, 拟向 423 名激励对象授予 2698 万份股票期权, 行权价格为 13.91 元/股。两次股权激励的行权期皆为 3 年, 并对营收及净利润的指标都实施了相应规定, 降低了公司核心人员离职的风险, 同时激发员工工作积极性, 为公司未来业绩稳健增长奠定良好的人员基础。

表 3: 公司两次股权激励行权期的业绩考核指标

行权期	第一次股权激励计划业绩目标	第二次股权激励计划业绩目标
第一个	2016 年度, 扣除非经常损益后的归属母公司股东 净利润较 2014 年度增长不低于 44% , 扣除非经常性损益后的每股收益高于 0.49 元/股, 主营业务收入占营业收入 90% 以上。	2016 年度, 主营业务收入较 2015 年增长不低于 10% , 主营业务收入占营业收入 90% 以上。
第二个	2017 年度, 扣除非经常损益后的归属母公司股东 净利润较 2014 年度增长不低于 72.8% , 扣除非经常性损益后的每股收益高于 0.49 元/股, 主营业务收入占营业收入 90% 以上。	2017 年度, 主营业务收入较 2015 年增长不低于 15% , 主营业务收入占营业收入 90% 以上。
第三个	2018 年度, 扣除非经常损益后的归属母公司股东 净利润较 2014 年度增长不低于 107.36% , 扣除非经常性损益后的每股收益高于 0.49 元/股, 主营业务收入占营业收入 90% 以上。	2018 年度, 主营业务收入较 2015 年增长不低于 20% , 主营业务收入占营业收入 90% 以上。

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

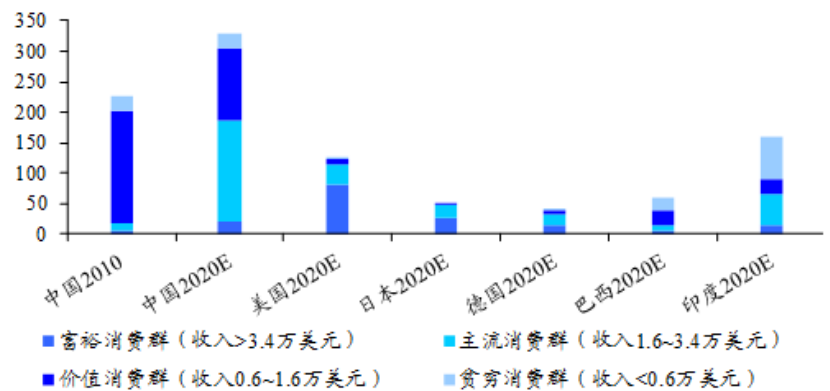
2. 品牌管理发展前景广阔, 数字营销占据主流地位

2.1. 消费升级带来品牌意识增强, 带动品牌管理产业迅速发展

2.1.1. 收入增加促使消费观念转变，品牌偏好得以释放

收入增长引致我国主流+价值消费人群数量不断提升。随着我国经济转入新常态发展，传统的出口+投资驱动模式已经不能继续经济增长，居民消费的重要性开始凸显。根据麦肯锡的数据，以收入为衡量基准，到2020年我国将拥有1.67亿户（约4亿人口）的主流消费人群（家庭年收入在1.6~3.4万美元之间），占总户数的51%，较2010年提升了44.7个百分点；另外拥有1.16亿户（约3.07亿人）的价值消费人群（年收入在0.6~1.6万美元之间），占总户数的35.5%。收入的快速上升使得许多价值消费者会在2020年前进入到主流消费群中，从而进一步充实主流消费人群占比。

图 5: 到 2020 年我国将拥有世界上最大的主流+价值消费人群(万户)



数据来源：麦肯锡，国泰君安证券研究

居民购买力上升引致消费升级，品牌成为产品选择重要标准。消费升级的根本原因是消费者收入增长后改善生活和提升自己社会地位的意愿，而消费产品的品牌则是判断生活质量和社会地位的重要方式之一。以婴童类产品消费者为例，根据CTR的数据，我们发现质量是相关消费群体在购买婴幼儿产品时最为看重的因素，而判断质量最为重要的标志则是品牌，其中超过七成的消费者表示更信赖知名品牌，同时超过半数的消费者表示不会轻易更换孩子已经用惯的品牌，品牌忠诚度高。

图 6: 质量是婴童产品消费群体购买产品时最为关注的因素



数据来源：CTR

图 7: 消费者品牌意识与忠诚度皆有所提高



数据来源：CTR

2.1.2. 广告主品牌意识增强，催生品牌管理需求扩大

消费者品牌意识的提升成为企业通过营销传递品牌价值的最根本推动力。随着消费者需求升级，其对商品的要求不再仅限于商品使用价值，而是更注重商品在时尚、品质和个性等方面的附加价值，产生从价格敏感群体向价值敏感群体转变，愿意为品牌产品支付高溢价的消费趋势。这一趋势使得具有强大品牌的企业能够从烧流量与价格战的局面中脱颖而出，占据市场份额。因此，越来越多的企业意识到树立品牌的重要性，据 CTR 对广告主广告营销调查报告显示，83% 的广告主认同品牌形象的塑造与提升是广告营销工作的重中之重。

表 4: 广告主在营销中强调品牌树立效果

观点 (非常同意+比较同意)	比例 (%)
我越来越倾向选择多媒体组合进行广告营销	97
我认为品牌形象的塑造和提升是广告营销工作的重中之重	83
传统媒体从人群覆盖的角度，依然是性价比最好的媒体	72
我的传播预算中，传统媒体占比越来越低，新媒体比例越来越高	66
我投放网络广告的目的是产生更好的销售转化	63
网络广告是我进行传统广告的补充	60
覆盖和精准都很重要，我认为精准更重要	52
虽然现在有多种媒体出现，但我仍认同传统媒体传播效果最好	49
我投放网络广告的目的是进行品牌形象传播	47
覆盖和精准都很重要，我认为覆盖更重要	34

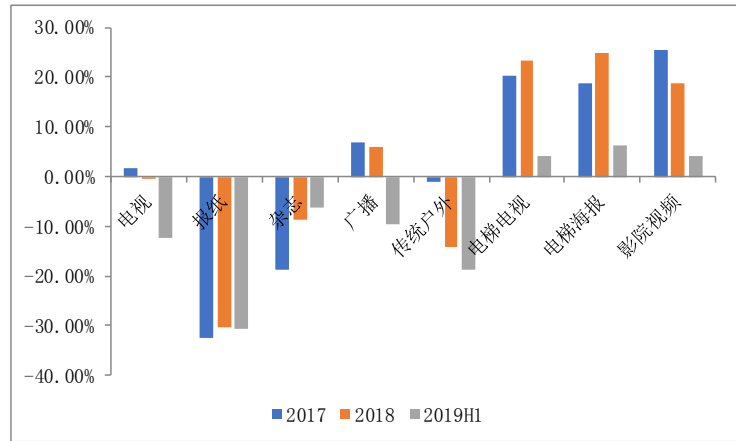
数据来源：CTR，国泰君安证券研究

国内品牌管理产业处于起步阶段，未来发展可期。目前我国大部分营销公司的主营业务仍以媒介代理为主，但在头部内容水涨船高的背景下，媒介代理毛利率持续下降，因此品牌管理等毛利率较高的业务成为营销公司谋求转型的方向。根据奥美国际在 20 世纪 90 年代提出的品牌管家概念，品牌管理可以理解为营销公司为企业规划一套完整的营销方案，用以确保所有营销活动都反映品牌本身独有的核心价值及精神。我们认为，在广告主品牌意识增强，营销公司谋求转型的背景下，品牌管理业务占比将大幅提高，进入快速发展阶段。

2.2. 传统营销衰退明显，技术驱动数字广告占比持续提升

2019H1 电视等传统媒介广告下滑显著，楼宇、电梯等生活圈媒体增速亦开始放缓。根据 CTR 数据，2019H1，以电视、广播、户外为代表的传统媒体个媒介渠道广告刊例价持续下降，即便是前几年表现较为亮眼的生活圈媒体（电梯电视、电梯海报、影院视频），2019H1 刊例价涨幅亦大幅收窄。

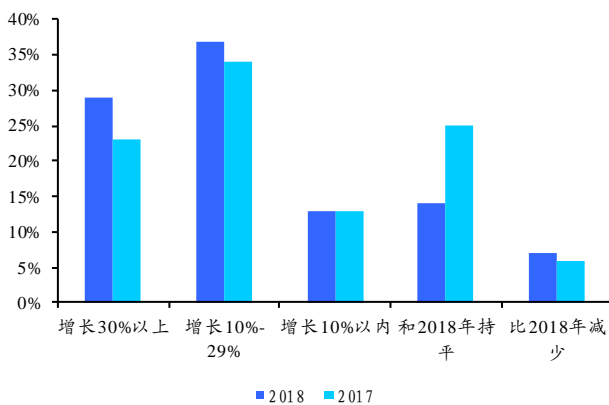
图 8: 2019H1 传统广告刊例价同比增速下降明显



数据来源: CTR, 国泰君安证券研究

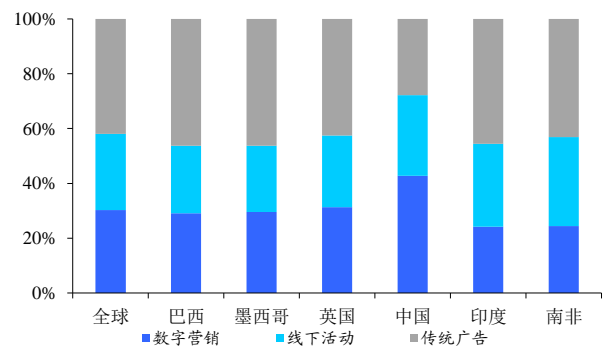
数字广告预算占比持续提升。根据 AdMaster 数据显示, 79% 的广告主表示在 2019 年继续增加数字营销领域的预算, 其中预算增长量预计达到 10% 以上的品牌近七成, 发展态势积极。约有 7% 的广告主表示将缩减预算, 这一比例略高于 2017 年的 6%。从全球各国在市场营销预算在各领域的分布来看, 基于互联网在中国的快速发展和深度渗透, 中国在数字营销的投入高达 42.7%, 显著高于全球的平均水准 30.2%。传统广告在中国占比相对较少, 占比仅为 27.8%。进一步, 根据艾瑞咨询的数据 2018 年网络广告市场规模 4844 亿元, 占广告市场整体规模的 74%, 其中, 2018 年中国移动广告市场规模达到 3663 亿元, 整体市场增速高于网络广告市场增速, 2021 年移动广告占网络广告的比例将超过 85%。

图 9: 广告主数字营销 2019 年预算增长比例提升



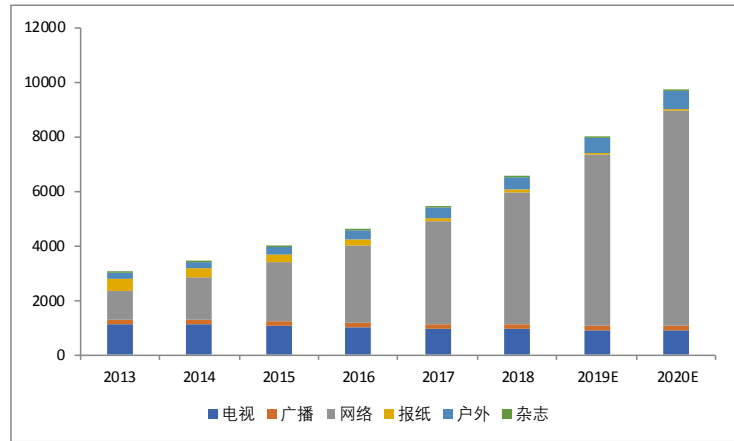
数据来源: AdMaster, 国泰君安证券研究

图 10: 各国市场营销预算分布



数据来源: 胜三管理咨询, 国泰君安证券研究

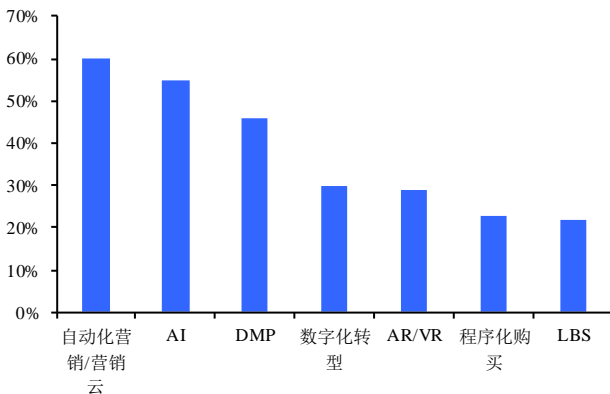
图 11: 数字广告占据广告市场据大多数份额 (亿元)



数据来源: 艾瑞, 国泰君安证券研究

大数据+人工智能, 为营销带来更多可能性, 据 Admaster 调查显示, 数据管理平台 (DMP) 和 AI 在数字营销领域的应用和发展最受关注, 54% 的广告主对此表示了认可。2016 年“双 11”期间, 1.7 亿广告横幅由阿里的设计人工智能产品“鲁班”设计, 实现了千人千面的广告投放。正如 AI 在全球各领域的快速发展, 在提升效率、实现大规模的个性化、精准预测消费者行为上, 人工智能的应用仍大有想象空间。2019 年, 预计将看到更多在该领域的投入和实验, 主流品牌进入 AI 测试阶段, 尝试运用机器学习算法提升广告投放效果。

图 12: 2019 年受到广泛关注的数字营销技术



数据来源: AdMaster, 国泰君安证券研究

图 13: “鲁班” 2016 年双十一设计的广告横幅



数据来源: 阿里鲁班工作室

媒体渠道的碎片化甚于以往, 传统渠道与数字渠道整合效果最大化。互联网时代媒体渠道更加多元, 受众被严重分化, 广告主既希望获得更高的曝光度, 而广告预算又无法使其在每个媒介渠道上都进行投放, 因此媒介渠道的整合变得十分的必要。此外不同的媒介具有各自独特的传播优势, 通过跨媒体整合传统媒体和数字媒体的优势, 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。事实上, 在传统媒介电视与各种数字媒介进行有效整合后, 到达率能从原先的 86% 最高上升至 98%, 基本能做到完全覆盖各类受众。

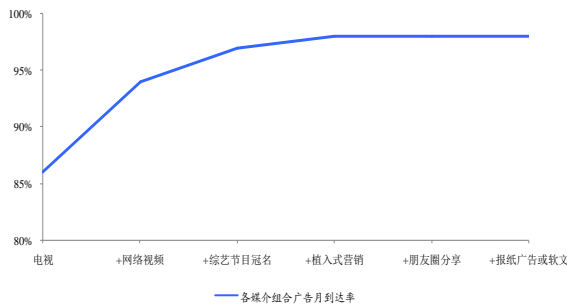
图 14: 各种媒介均具备自己的传播优势, 跨媒体传播成趋势

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

头部媒体通过整合渠道发展场景营销。阿里基于淘宝强大的数据流, 在场景、用户、生态三个方面联动发力, 通过接入优酷、UC、高德、支付宝、微博、分众、线下零售等多端平台, 形成支付、社交、资讯、视频、地图、线下零售、楼宇的线上线下场景互融, 最终影响用户观影决策的方式, 实现了用户全流程触达, 真正落地了全链路营销策略。腾讯在广告体系也引入了各种全新的资源, 譬如将腾讯新闻、腾讯视频等各种信息流资源对接到社交广告的平台之上; 另外, 拥有不少年轻用户的 QQ 看点、QQ 空间也成为了广告主可以投放的资源, 确保了从场景到目标受众的多样化, 让广告主拥有了更多的投放选择。

图 15: 媒介组合投放显著提升广告到达率



数据来源: CTR, 国泰君安证券研究

图 16: 以阿里为代表巨头正在打造全媒体生态



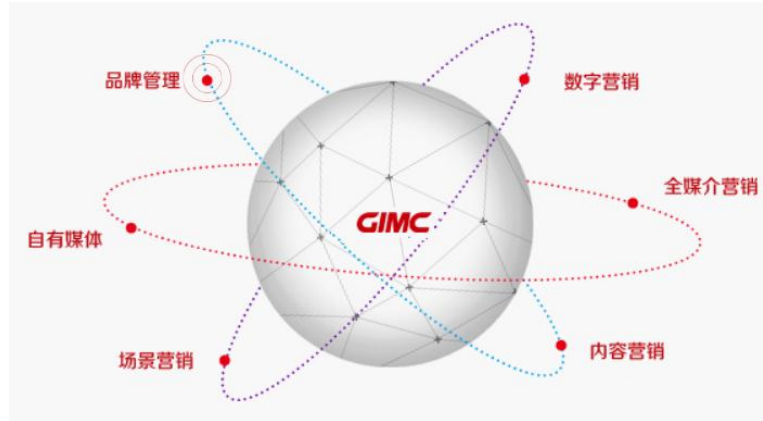
数据来源: 群邑集团

3. 以大数据为抓手, 推动省广全营销业务转型

3.1. 位处行业上游的品牌管家, 具有深厚客户积累

品牌管理是公司业务源头活水，一线率以引动全身。品牌管理是公司业务结构中最为核心的部分，以提升客户品牌价值和产品销售为目标，针对每个广告主企业从产品线、经销渠道、竞品策略、经营管理等多个角度出发，为客户制定全面的品牌推广策略。公司发挥营销产业链的上游地位优势，不断整合资源，为广告主提供多元一站式整合营销业务：从广告主处获取订单并通过大量调研分析为其制定营销方案及预算，并分发至下游公司进行对接。

图 17: 省广以品牌管理为核心，打造全媒介营销平台



数据来源：公司官网

与众多优质客户建立长期稳定的营销合作关系，营收来源稳定。公司客户群体非常稳定，达成营销服务合作超过 10 年的客户占到总客户的 75%，从利润的角度考虑，服务时间越长的客户，对新业务推广的接受度越高，毛利率就越高。此外，公司主要客户集中于汽车与快消行业，包括东风汽车、上汽集团、美的集团、海尔集团等，这些客户实力较强，对营销的行业价值认识充分、营销预算持续稳定增长，且与公司保持长期合作关系，为公司发展奠定良好基础。

图 18: 省广为众多优质客户所设计的营销方案

	<p>广汽本田：歌诗图第三届跨界之旅案例</p> <p>本案例线下体验活动+线上内容扩散传播，通过探秘西南、访古中原、穿越北纬三条线路产出大量跨界素材进行网...</p> <p>谭伟彬 2016年12月21日 3 801</p>
	<p>沃尔沃XC60：“别赶路，去感受路”玩转跨屏DSP营销</p> <p>本案例配合新车型发布，以“别赶路，去感受路”为主题，借助PC+移动端DSP优选程序化广告交易平台，针...</p> <p>王蕾 2016年12月21日 0 661</p>



数据来源：公司官网

人才创意及技术优势是客户选择省广的重要原因。公司作为业内一流的营销公司，被称为营销业黄埔军校，吸引并培养了大批核心人才，且同时采用股权与现金激励，人才流失率较低，始终为客户提供富有创新性的营销战略。此外，公司紧跟技术发展的趋势，拥有前瞻性技术储备，公司建立起全行业领先的“广告数字化运营系统”和“指标品牌力模型”，集消费者洞察、品牌策略、创意发想、媒介策划、功能和情感价值，为企业营销全链条解决方案。

3.2. 重塑互联网时代核心竞争力，加速构建大数据营销系统

自 2017 年以来，公司围绕大数据全营销战略，持续推动数字化转型升级，不断驱动公司在技术、业务等方面的发展：

- 在专业技术层面，通过升级“大数据全营销”战略，进一步提升公司数字化转型的执行力；
- 在业务运营层面，通过打造“大平台、小前端”的运营模式，激活业务单元的生产力；
- 在品牌价值层面，打造省广技术品牌与专业品牌，强化“技术领先，专业至上”的公司形象，为数字化战略的实现提供强有力的支撑。

2018 年 7 月，公司大数据系统运营主体 GIMC 云平台正式上线，大数据系统的硬件产品及设施均达国家信息安全等级保护三级水平，获得 30 项以上相关知识产权，系统最为核心的 DMP 营销数据库，通过外延并购及与国内外众多顶级互联网平台合作，公司营销数据库不断充实，全平台数据总量超过 17 亿，覆盖人群超过 3 亿，人群标签达到 1300 个，而截止到 2019H1，消费者数据总量超过 7 亿，达到行业领先的水平。

表 5: 公司持续通过并购及合作模式拓展数字营销布局

年份	数字营销布局	详细战略
2012.5	设立赛铂互动	加速深度开发客户数字化营销需求，实现新老客户增长
2012.11	收购合众盛世	旗下合众互动是中国优秀的大健康行业网络营销传播服务商，其合作媒体超过 500 家，并拥有独特优势的互联网广告资源

2014.3	产业并购基金	与上海智义设立 5 亿元产业并购基金
2014.7	合作荣之联	荣之联是国内领先的数据中心解决方案和服务提供商
2014.7	投资尚道微营销	以微信、微博为主的社会化媒体营销企业
2014.9	与百度战略合作	以大数据市场研究、大数据解决方案、发数据营销产品开发等方式为基础展开合作。
2014.10	收购上海恺达	是中国规模最大的独立互动整合营销公司之一，拥有行业领先的移动互联网广告平台 AdTOUCH
2015.2	与腾讯战略合作	借助腾讯大数据优势，实现对广告主高价值的大数据服务。腾讯完整的用户生态体系为广告主提供了用户群的准确画像，能够为广告主在通讯平台的推广提供更精准、高效的通道，增加用户对省广集团业务的依赖和信赖程度
2015.3	收购传漾科技	精准营销领域的领先企业，拥有 DSP\SSP\DMP 三大平台为核心的互联网广告生态系统。整合 PC+Mobile 精准营销业务
2015.3	投资东信时代	全国最大的本地移动营销服务提供商，日均广告展示流量已超 7 亿，国内流量覆盖率超过 75%
2015.9	投资蓝门数字	业务以微信、微博平台为主，为国际知名快消品以及汽车客户提供服务
2015.9	收购晋拓文化	网络游戏数字广告营销，引进大数据分析、算法优化研发团队，打造了领先的精准 DSP/DMP 平台及投放策略系统。服务知名的游戏研发、运营公司
2017.5	收购上海拓畅	增强在移动游戏营销、移动电商营销细分领域的产业布局，获取客观、海量的用户数据，提升移动营销方案设计能力

数据来源：公司公告，公司官网，国泰君安证券研究。

公司在大数据营销层面不断创新，构建出更多满足不同行业、不同营销环节的消费者研究工具，以及推出更丰富的消费者洞察产品，帮助客户提升营销的精准度。此外，公司加速构建全媒介供应链整合平台，将累积多年的营销传播实战经验，迅速转化为数字营销的核心竞争力，帮助不同行业的客户重新定义消费者，重新定义营销价值链，不断创新商业模式，实现对营销内容、渠道资源的跨平台整合和数据化管理，开发出更多可以跨界创新、动态组合的营销产品，强化大数据技术在不同营销场景的应用及变现。

表 6: 公司大数据产品持续赋能整合营销

产品	特性	效用
G-Desk	以人群洞察系统为核心，以全媒介资源库、视频优选工具、明星资源库等模块共同组成	可以全面提高内部协同效率，形成一个高效整体的统一的大数据全营销数字化工作平台
G-PB Hub	是省广集团程序化智能投放平台，具备一系列行业独特的先进功能，已完成大部门主流门户媒体、垂直媒体的技术对接测试	可以帮助客户实现线上广告千人前面的精准投放，提升数字广告的转化率和 ROI，帮助客户完成程序化投放
G-Radar	是省广集团的线下大数据营销解决方案	服务广汽传祺、广汽三菱、东风纳智捷等
G-Eagle	省广集团线上智能流量监测系统	更精准地分析目标人群消费行为，帮助客户及时调整后续的投放方案，提升营销的 ROI

数据来源：公司公告，公司官网，国泰君安证券研究。

4. 盈利预测与估值

4.1. 核心假设

4.1.1. 公司 2019-2021 年营收预测

数字营销业务：考虑到公司大数据产品持续丰富，数字化转型升级持续推进，预计 2019-2021 年数字营销业务有望维持稳定增长，毛利率基本

维持稳定；

媒介代理及其他传统营销业务：与众多优质客户建立长期稳定的营销合作关系，依托大数据赋能不断整合资源，为广告主提供多元一站式整合营销业务，预计 2019-2021 年板块收入维持稳定，毛利率基本持平；

4.1.2. 期间费用率预测

综合考虑到公司大数据平台投入带来的研发费用增长及大数据平台赋能提升运营效率，我们预计公司销售及管理费用率基本保持稳定且有所下降。

4.2. 盈利预测

根据我们的核心假设，公司 2019-2021 年可实现的收入分别为 128.06 亿元、138.72 亿元和 149.19 亿元，分别同比增长了 5.7%/8.3%/7.6%，实现归母净利润 2.05/2.42/3.01 亿元，分别同比增长 10.1%/18.3%/24.2%，对应 EPS 分别为 0.12/0.14/0.17 元。

表 7: 预测利润表 (百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	10,915	11,295	12,115	12,806	13,872	14,919
增长率	—	3.5%	7.3%	5.7%	8.3%	7.6%
营业成本	8,937	9,916	10,378	11,276	12,202	13,054
%销售收入	81.9%	87.8%	85.7%	88.1%	88.0%	87.5%
毛利	1,978	1,379	1,737	1,530	1,670	1,865
%销售收入	18.1%	12.2%	14.3%	11.9%	12.0%	12.5%
税金及附加	66	68	71	76	82	88
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	635	661	547	563	596	634
%销售收入	5.8%	5.9%	4.5%	4.4%	4.3%	4.3%
管理费用	286	206	240	244	270	287
%销售收入	2.6%	1.8%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
研发费用	0.0	114.6	311.9	281.7	291.3	313.3
%销售收入	0.0%	1.0%	2.6%	2.2%	2.1%	2.1%
财务费用	63	50	50	44	51	40
%销售收入	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	992	330	566	365	431	543
%销售收入	9.1%	2.9%	4.7%	2.9%	3.1%	3.6%
资产减值损失	126	682	280	152	163	205
信用减值损失	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	14	11	30	40	50
投资收益	54	205	104	100	100	100
%税前利润	6.1%	-200.4%	31.3%	31.5%	26.6%	21.4%
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	1	1	1

营业利润	857	-182	353	300	358	449
营业利润率	7.9%	-1.6%	2.9%	2.3%	2.6%	3.0%
营业外收支	29	80	-19	18	18	18
税前利润	886	-102	333	318	376	467
利润率	8.1%	-0.9%	2.8%	2.5%	2.7%	3.1%
所得税	188	-1	81	77	91	113
所得税率	21.3%	—	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
合并报表的净利润	698	-101	253	241	285	354
少数股东损益	87	83	67	36	43	53
归属于母公司的净利润	611	-184	186	205	242	301
净利率	5.6%	-1.6%	1.5%	1.6%	1.7%	2.0%

数据来源：国泰君安证券研究

4.3. 可比公司估值

我们选取行业代表性公司蓝色光标、华扬联众、电声股份、分众传媒、麦达数字与公司进行可比公司 PE 估值比较。根据可比公司估值，2019~2021 年，公司同行业可比公司平均估值分别为 30.87/23.32/18.48 倍 PE, 给予公司 2020 年行业平均估值 23.32 倍 PE, 对应公司估值为 3.27 元。

表 8: 可比公司 PE 估值比较 (截止到 2019 年 12 月 16 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)(wind 一致预期)			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300058.SZ	蓝色光标	5.42	135.01	0.33	0.31	0.36	16.49	17.32	14.95
603825.SH	华扬联众	14.85	34.31	0.74	0.95	1.18	19.99	15.55	12.61
300805.SZ	电声股份	25.60	108.35	0.61	0.80	1.04	41.93	32.10	24.66
002027.SZ	分众传媒	5.86	860.12	0.14	0.22	0.28	43.25	27.13	20.76
002137.SZ	麦达数字	7.34	42.39	0.22	0.30	0.38	32.69	24.51	19.40
行业均值		-	-	-	-	-	30.87	23.32	18.48

数据来源：wind，国泰君安证券研究

4.4. 绝对估值法

我们采取 DCF 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 3.27 元。我们绝对估值法的假设如下：

图 19: FCFE 模型核心假设-贴现率

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.10	股本总额	1,743.34
无风险利率Rf	2.50%	股价	2.96
风险溢价	8.00%	股本价值Ve	5,160.28
资产贴现率Ka	11.30%	债务总额Vd	4,584.03
		债务利率Kd	6.00%
		实际税率Tc	24.18%
加权平均资本成本WACC			
债务比率D/(E+D)	47.04%	股票Beta	1.00
权益比率E/(E+D)	52.96%		
WACC	7.70%	股票贴现率Ke	10.50%

数据来源: 国泰君安证券研究

图 20: FCFE 模型核心假设-永续增长率

每股价值	3.27	TV增长率	3.0%
隐含P/E	27.80	Ke	10.50%
企业值	5,693.37	债务	845.14
		投资	1,965.82
股票价值	5,693.37	少数股东权益	310.37

$$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e - TV)}$$

数据来源: 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,公司持续布局基于大数据的数字营销业务,同时依托数据平台赋能传统营销行业,有望不断整合资源,为广告主提供多元一站式整合营销业务。基于以上理由,我们首次覆盖省广集团,首次给予公司目标价 3.27 元,首次给予谨慎增持评级。

5. 风险提示

5.1. 行业竞争风险

广告行业是充分竞争的行业。近年来伴随着行业高速发展,业内企业规模逐渐扩大、数量逐步增加,行业竞争不断加剧。此外,随着移动互联网的不断发展,对营销内容与形式都带来了变革,广告营销行业特别是中小广告企业的竞争将更加激烈。

5.2. 人才流失风险

广告行业属于人才密集型行业,对于广告公司而言,专业的广告人才是企业的核心资源,是保持和提升公司核心竞争力的关键要素,随着企业业务规模的扩大,对专业广告人才和管理人才的需求日益增强。由于专业广告人才的需求旺盛,广告行业的人才流动性相对较高,若公司专业人才持续流失,则公司存在业务规模与人员规模不匹配的情况,进而影响公司整体业务拓展。

5.3. 资产减值风险

广告行业作为轻资产行业,产业链上下游收购标的企业均为轻资产公司,商誉减值对业绩的敏感性较大。广告行业存在普遍的垫资现象,因此行业应收款项普遍较高。受宏观经济增速放缓影响,中小广告主资金压力加大,部分业务的结算周期延长使得公司的回款周期变长进而造成相应的资产减值风险。

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	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 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甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		