

# 移动广告平台出海大趋势，新三板现集群效应

2016 年 3 月 3 日

- ❖ **新三板挂牌、定增和交易总结。**2016 年 1 月至今，新三板新增光音网络、掌慧纵盈等 4 家数字营销挂牌企业。此外，高曼重工收购全球知名的移动效果营销服务商 Yeahmobi，更名为“易点天下”，Yeahmobi 借壳高曼重工登陆第三版。2016 年 2 月 1 日至 2016 年 2 月 29 日，15 家做市企业中，随视传媒、巨网科技、众益传媒和微传播处于停牌状态，智合新天、四维传媒、银橙传媒和点点客上涨，上涨幅度分别为 2.0%、1.7%、0.7% 和 0.3%。成交额前五名银橙传媒、点点客、哇棒传媒、四维传媒和沃捷传媒的成交额分别为 2074 万元、1638 万元、1596 万元、1193 万元和 814 万元。22 家协议转让企业中仅有 5 家企业交易。众益传媒、光音网络和掌慧纵盈等 8 家企业发布了定增预案，合计募集资金 15.45 亿元。
- ❖ **行业估值分析。**截至 2016 年 2 月 29 日，A 股数字营销行业 PE (TTM)、新三板数字营销行业 PE (TTM)、一级市场数字营销行业 2015 年 PE (按照主板收购时 2015 年对赌业绩测算) 分别为 133X、85X 和 13X。三板估值水平较 A 股折价 36%，约是一级市场估值水平的 7 倍。
- ❖ **移动广告平台国际化是大趋势，东南亚市场前景看好。**中国市场智能手机渗透率已超过 90%，移动互联网市场趋于饱和，在相对单纯的流量环境、更高的用户付费意愿两大因素的吸引下，出海企业的范围不断扩大。据 IDC 数据，2015 年二季度印度智能手机出货量环比增长 44%，助推印度成为 Google Play 下载量排名第 3 的国家。同时，智能手机在印度的渗透率只有 10-15%，仍有极大增长空间。手游是出海先锋，中国是手游竞争最激烈地区，2014 年东南亚手游市场规模达 10 亿美元，预计 2019 年将超 70 亿美元，潜力巨大，生成大量移动推广需求。
- ❖ **新三板将现海外移动广告平台产业集群。**随着优蜜移动、汇量科技、Yeahmobi、木瓜移动等企业挂牌新三板，新三板将形成海外移动广告平台产业集群。与国内移动广告平台相比，海外移动广告平台整体业绩表现更佳，建议重点关注。**(1) Yeahmobi 借壳高曼重工登陆新三板。**2016 年 2 月 19 日，高曼重工收购全球知名的移动效果营销服务商 Yeahmobi，更名为“易点天下”，“移动互联网出海营销业务”成为第一主营业务。**(2) 木瓜移动申请挂牌新三板。**木瓜移动拥有全球移动数字广告投放平台 AppFlood，2013、2014、2015 年 1-9 月营业收入分别为 2874 万元、2.3 亿元、2.04 亿元；净利润分别为-1329 万元、491 万元、609 万元。
- ❖ **重要公告。**(1) 巨网科技等发布了 2015 年年报，蓝色光标、思美传媒、明家科技等发布了 2015 年业绩快报。(2) 光音网络 (835505.OC) 拟以现金收购安米网站。(3) 璧合科技、麦达数字、省广股份子公司挂牌新三板。(4) 七喜控股、龙韵股份被认定为高新技术企业。
- ❖ **风险因素：**宏观经济下滑的风险、技术更新的风险、平台衰落的风险。
- ❖ **行业判断和投资策略。**我们看好数字营销产业的发展前景，建议按照五大主线关注新三板的数字营销公司，包括：(1) 移动社交营销的点点客和随视传媒；(2) PC 程序化精准营销的璧合科技和银橙传媒；(3) 移动营销的哇棒传媒 (“买入”评级)；(4) 海外移动广告平台优蜜移动 (“买入”评级)、汇量科技和 Yeahmobi；(5) 场景营销的光音网络。



## 中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103  
 邮件：huyli@citics.com  
 执业证书编号：S1010510120019

联系人：刘凯

电话：010-60836579  
 邮件：kailiu@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 相关研究

1. 新三板市场互联网营销行业 2016 年投资策略—大数据时代的营销变革与重构.....2015-12-2
2. 新三板数字营销行业跟踪报告之二—90 后消费新主张，数字营销浪潮风起云涌.....2015-11-19
3. 新三板数字营销行业 2015 年 10 月跟踪报告—大数据时代的营销变革，程序化购买的五大趋势.....2015-10-29
4. 新三板数字营销行业跟踪报告—微信商业帝国强势崛起，点点客外延布局微商市场.....2015-09-17
5. 新三板数字营销行业跟踪报告—微信商业帝国强势崛起，点点客外延布局微商市场.....2015-09-07
6. 新三板数字营销行业深度研究报告之一：微信商业帝国强势崛起，O2O、微商和互联网金融浪潮风起云涌.....2015-06-25
7. 新三板市场数字营销行业 2015 年下半年投资策略—智慧生活开幕启，营销浪潮风起云涌.....2015-05-12

## 目录

<b>新三板数字营销行业市场回顾和精选图表</b> .....	<b>1</b>
新增公司挂牌总结：光音网络、掌慧纵盈、易点天下等.....	1
二级市场回顾（02/01~02/29）.....	1
<b>新三板数字营销行业估值分析</b> .....	<b>2</b>
三板较主板折价 36%，是一级市场的 7 倍.....	2
<b>研究专题：移动广告平台出海大趋势，新三板现集群效应</b> .....	<b>5</b>
移动互联网企业出海浪潮高涨，印度市场增长潜力巨大.....	5
手游是出海先锋：全球范围内高速增长，印度等东南亚地区发展最快.....	6
<b>风险因素</b> .....	<b>10</b>
<b>新三板数字营销投资建议</b> .....	<b>10</b>
行业趋势判断：看好互联网营销行业的发展前景.....	10
行业投资策略：建议关注“移动社交营销、PC 程序化营销、移动营销、海外移动广告平台、场景营销”五大主线的优质公司.....	10
<b>2016 年 1 月~2 月研究成果回顾</b> .....	<b>11</b>
新三板数字营销行业 2016 年 1 月跟踪报告—场景引领数字营销未来，光音网络挂牌新三板.....	11
沃捷传媒（430174）新三板公司投资价值分析报告——户外广告专家踏浪数字营销浪潮.....	12
<b>挂牌/上市公司重要公告</b> .....	<b>13</b>
新三板挂牌公司重要公告.....	13
主板涉数字营销上市公司重要公告.....	15
<b>业内动态</b> .....	<b>17</b>
移动营销.....	17
程序化精准营销.....	19
场景营销.....	20
H5 移动营销.....	21

## 插图目录

图 1：新挂牌公司营业收入.....	1
图 2：新挂牌公司净利润.....	1
图 3：新三板做市数字营销企业涨跌幅.....	2
图 4：新三板做市数字营销企业成交额.....	2
图 5：新三板协议转让数字营销企业涨跌幅.....	2
图 6：新三板协议转让数字营销企业成交额.....	2
图 7：中国与全球智能手机出货量.....	5

图 8: 全球移动应用市场规模.....	6
图 9: 全球移动游戏市场规模.....	6
图 10: 2015 年第 3 季度 4 个国家和地区 App Store 畅销榜排名段位市场份额 .....	7
图 11: 2015 年第三季度下载量指数 Top10 .....	7
图 12: 部分亚洲国家移动应用综合下载量指数 .....	7
图 13: 2014-2019 年东南亚手游市场市场规模 .....	7
图 14: 2015 年印度数字游戏市场细分 .....	8
图 15: 2012-2018 全球移动广告市场规模及增长率 .....	8
图 16: 2013-2017 海外移动广告平台营业收入对比 .....	9
图 17: 2013-2017 年海外广告平台净利润对比 .....	9

## 表格目录

表 1: 近期新增挂牌公司所属行业与经营范围介绍 .....	1
表 2: 新三板数字营销企业定增情况 .....	2
表 3: 新三板数字营销公司估值分析 .....	3
表 4: A 股布局数字营销领域的公司估值分析 .....	3
表 5: 2014~2015 年 A 股上市企业参与投资或并购数字营销企业部分案例 .....	4
表 6: 移动应用热门地区（按下载量/收入） .....	6
表 7: 2015 年 10 月印度移动游戏发展四大指标 .....	8
表 8: 布局海外的国内广告营销商.....	9

## 新三板数字营销行业市场回顾和精选图表

### 新增公司挂牌总结：光音网络、掌慧纵盈、易点天下等

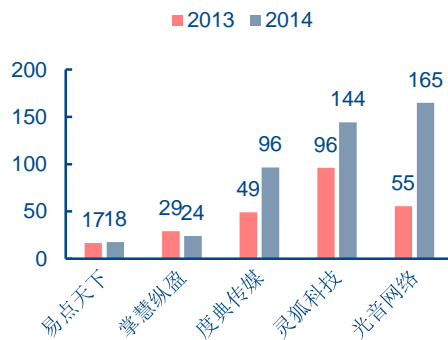
2016 年以来，全国股份转让系统新增 4 家挂牌数字营销公司：光音网络、掌慧纵盈、度典传媒和灵狐科技。此外，高曼重工收购全球知名的移动效果营销服务商 Yeahmobi，更名为“易点天下”，在公司原经营范围上新增“移动互联网出海营销业务”，并放在经营范围第一条。Yeahmobi 借壳高曼重工登陆第三版。

表 1：近期新增挂牌公司所属行业与经营范围介绍

公司代码	公司名称	业务类型	业务介绍
835505.OC	光音网络	互联网信息服务	公司成立于 2003 年 3 月，是一家专注于场景营销大数据云平台的互联网企业。公司主营业务聚焦于场景互联(Connect local)，旗下拥有广告家 Pro.cn 数字营销平台和光音小云场景无线互联解决方案两大产品。广告家 Pro.cn(www.pro.cn)是中国首个大数据场景营销平台，致力于建设一个“无场景不广告”互联网营销生态，为广告主提供直达场景的跨屏实时解决方案。
835736.OC	掌慧纵盈	互联网和相关服务	掌慧纵盈创立于 2009 年，致力于针对高密度人群的大规模无线网络技术的应用研发和运营服务。主要业务包括商业 Wi-Fi 的建设、运营和维护，基于大数据的场景化精准营销服务和企业数据服务。
835462.OC	度典传媒	广告业	度典传媒系一家专注于线上、线下的资源整合，实现传统媒体与新媒体技术相结合的整合营销服务商。并且，随着公司对子公司本多云移动广告营销平台的整合，公司在为客户提供全案营销服务的同时新增“互联网+”环境下移动营销服务业务，并将未来进一步将其建设成为公司为客户提供移动营销的发布平台，公司将进一步由全案广告营销服务商转化为移动广告营销服务商。
835663.OC	灵狐科技	广告业	公司以“互联网+”为基础，主要为客户提供数字整合营销服务及企业电商服务，是连接互联网与客户的营销服务商。公司提供的服务具体包括以微信为主的社会化媒体粉丝整合营销、互联网公关传播、互动营销、移动互联营销、电商战略咨询、电商平台建设、电商运营服务、电商数据挖掘、企业电商培训等。
430270.OC	易点天下	互联网和相关服务	湖北高曼重工科技有限公司原本是集研发、生产、销售于一体的高空作业平台领先企业。始建于 2005 年，2013 年正式更名为湖北高曼重工。2015 年 9 月，公司收购全球知名的移动效果营销服务商 Yeahmobi，2015 年 12 月公司增加在公司原经营范围上新增“移动互联网出海营销业务”，并放在经营范围第一条，开启移动营销业务板块。

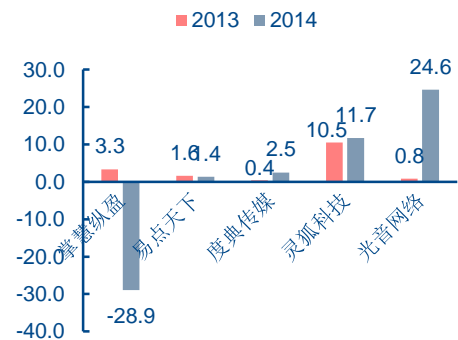
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 1：新挂牌公司营业收入（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 2：新挂牌公司净利润（单位：百万元）

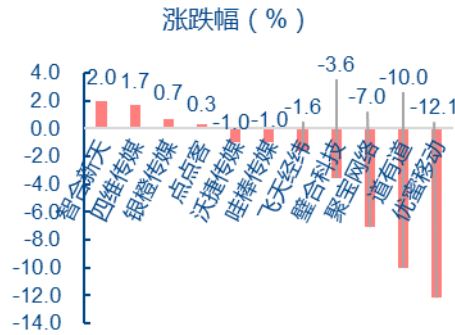


资料来源：Wind，中信证券研究部整理

### 二级市场回顾（02/01~02/29）

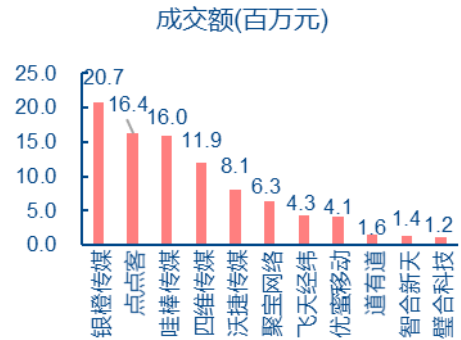
**市场回顾。**新三板数字营销板块共有 37 家公司。2016 年 2 月 1 日至 2016 年 2 月 29 日，15 家做市企业中共有 11 家参与做市交易，随视传媒、巨网科技、众益传媒和微传播处于停牌状态，未发生交易；22 家协议转让企业中有 5 家企业发生交易。**(1) 做市板块：**仅有智合新天、四维传媒、银橙传媒和点点客上涨，上涨幅度分别为 2.0%、1.7%、0.7%和 0.3%。成交额前五名为银橙传媒、点点客、哇棒传媒、四维传媒和沃捷传媒，其成交额分别为 2074 万元、1638 万元、1596 万元、1193 万元和 814 万元。**(2) 协议板块：**5 家交易企业中，仅有开永股份实现小幅上涨，上涨幅度分别为 0.3%；汇量科技、易简广告和新数网络下跌，下跌幅度分别为 8.6%、30.2%和 34.2%，旺翔传媒股价保持稳定。成交额前三位为旺翔股份、新数网络和易简广告，成交额分别为 450 万元、120 万元和 110 万元。

图 3：新三板做市数字营销企业涨跌幅



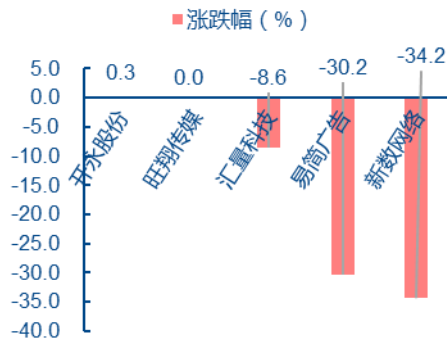
资料来源：Wind，中信证券研究部整理  
注：时间区间为 2016 年 2 月 1 日至 2016 年 2 月 29 日

图 4：新三板做市数字营销企业成交额



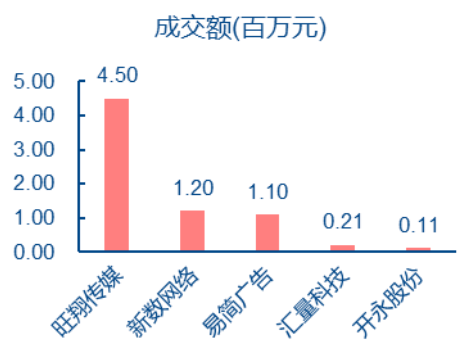
资料来源：Wind，中信证券研究部整理  
注：时间区间为 2016 年 2 月 1 日至 2016 年 2 月 29 日

图 5：新三板协议转让数字营销企业涨跌幅



资料来源：Wind，中信证券研究部整理  
注：时间区间为 2016 年 2 月 1 日至 2 月 29 日

图 6：新三板协议转让数字营销企业成交额



资料来源：Wind，中信证券研究部整理  
注：时间区间为 2016 年 2 月 1 日至 2016 年 2 月 29 日

2016 年 1 月 1 日至 2016 年 2 月 29 日，众益传媒、光音网络和掌慧纵盈等 8 家企业发布了定增预案，合计募集资金 15.45 亿元。

表 2：新三板数字营销企业定增情况

公司	代码	市值(亿元)	收盘价 (元)	披露日期	增发价格 (元)	发行股数 (万股)	募资金额 (百万元)	定增状态
众益传媒	831882.OC	5.65	14.00	2016-1-12	12.80	1,500.00	237.00	股东大会通过
光音网络	835505.OC	0.00	0.00	2016-1-13	66.67	180.00	120.01	股东大会通过
微传播	430193.OC	16.84	32.25	2016-1-15	30.00	3,333.33	1,000.00	股东大会通过
希尔传媒	833016.OC	0.00	0.00	2016-1-26	16.00	250.00	40.00	股东大会通过
盘石股份	834009.OC	0.00	0.00	2016-1-28	13.53	240.00	32.47	股东大会通过
度典传媒	835462.OC	0.00	0.00	2016-2-2	45.00	100.00	45.00	股东大会通过
掌慧纵盈	835736.OC	0.00	0.00	2016-2-16	4.60	105.26	4.84	股东大会通过
新数网络	834990.OC	1.98	30.00	2016-2-27	136.69	47.80	65.34	董事会预案
合计							1,544.66	

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2016 年 2 月 29 日收盘价

## 新三板数字营销行业估值分析

### 三板较主板折价 36%，是一级市场的 7 倍

**估值比较。**截至 2016 年 2 月 29 日，新三板数字营销行业公司 PE (TTM) 为 85X；A 股数字营销公司的 TTM/2015/16 PE 为 133/74/39X；A 股上市公司收购或参股数字营销行业标的资产的 2014/15/16/17 平均 PE 为 14/13/11/9X (按照对赌业绩测算)，2013/2014 平均 PS 为 13/4X。

估值分析。截至 2016 年 2 月 29 日，A 股数字营销行业 PE (TTM)、新三板数字营销行业 PE (TTM)、一级市场数字营销行业 2015 年 PE (按照主板收购时 2015 年对赌业绩测算) 分别为 133X、85X 和 13X。三板估值水平较 A 股折价 36%，约是一级市场估值水平的 7 倍。

表 3：新三板数字营销公司估值分析

行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入 (百万元)		净利润 (百万元)		PS		PE	
					14	TTM	14	TTM	14	TTM	14	TTM
移动营销	优蜜移动	834156.OC	23.7	33.12	409.28	409.28	40.77	40.77	5.8	5.8	58	58
	道有道	832896.OC	17.6	21.89	153.39	174.94	41.81	52.54	11.5	10.1	42	34
	哇棒传媒	430346.OC	12.0	19.80	100.86	146.41	14.28	17.37	11.9	8.2	84	69
	迪派无线	833618.OC	N/A	N/A	74.87	74.87	14.34	14.34	N/A	N/A	N/A	N/A
	易简广告	834498.OC	15.0	30.00	62.26	62.26	20.12	20.12	24.1	24.1	75	75
	巨网科技	833344.OC	20.8	21.99	57.48	57.48	5.13	5.13	36.3	36.3	406	406
	掌智通	834136.OC	N/A	N/A	43.89	43.89	9.02	9.02	N/A	N/A	N/A	N/A
	飞天经纬	833954.OC	5.9	16.61	17.09	17.09	3.97	3.97	34.7	34.7	150	150
	汇量科技	834299.OC	56.1	70.00	0.33	0.33	0.02	0.02	N/A	N/A	N/A	N/A
	易点天下	430270.OC	0.6	1.00	17.55	18.17	1.39	-0.10	3.6	3.5	46	N/A
度典传媒	835462.OC	N/A	N/A	96.40	137.72	2.50	7.78	N/A	N/A	N/A	N/A	
	平均		19.0					18.3	17.5	122.9	131.9	
精准营销	新数网络	834990.OC	N/A	N/A	145.98	145.98	8.66	8.66	N/A	N/A	N/A	N/A
	银橙传媒	830999.OC	22.6	16.68	120.77	181.84	38.03	54.31	18.7	12.4	59	42
	璧合科技	833451.OC	20.6	36.64	96.87	153.43	-0.61	0.54	21.3	13.4	N/A	N/A
	旺翔传媒	835063.OC	N/A	N/A	43.00	43.00	1.67	1.67	N/A	N/A	N/A	N/A
	盘石股份	834009.OC	N/A	N/A	24.91	24.91	-11.61	-11.61	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均		21.6					20.0	12.9	59.4	41.6	
社交营销	随视传媒	430240.OC	9.0	20.00	97.39	109.72	-8.18	-3.02	9.2	8.2	N/A	N/A
	点点客	430177.OC	20.2	7.30	79.66	118.93	14.84	18.39	25.4	17.0	136	110
	微传播	430193.OC	16.8	32.25	0.76	1.34	-2.07	-2.20	2207.5	1258.9	N/A	N/A
	灵狐科技	835663.OC	N/A	N/A	144.33	221.11	11.68	14.55	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均		15.3					747.4	428.0	136.4	110.1	
视频营销	剧星传媒	833153.OC	N/A	N/A	541.22	562.70	35.06	34.42	N/A	N/A	N/A	N/A
	美麟文化	831951.OC	N/A	N/A	30.78	39.99	2.58	4.94	N/A	N/A	N/A	N/A
电商营销	博拉网络	834484.OC	N/A	N/A	77.21	77.21	21.60	21.60	N/A	N/A	N/A	N/A
	喜宝动力	832115.OC	N/A	N/A	46.08	59.04	2.88	4.53	N/A	N/A	N/A	N/A
	亿玛在线	836346.OC	N/A	N/A	456.77	456.77	-15.74	-15.74	N/A	N/A	N/A	N/A
搜索引擎营销	开创集团	T18145.OC	N/A	N/A	981.71	1542.39	11.18	19.21	N/A	N/A	N/A	N/A
场景营销	光音网络	835505.OC	N/A	N/A	164.92	305.24	24.63	53.71	N/A	N/A	N/A	N/A
	掌慧纵盈	835736.OC	N/A	N/A	24.12	63.91	-28.93	-28.82	N/A	N/A	N/A	N/A
传统媒体转型	沃捷传媒	430174.OC	18.4	9.01	650.47	729.50	50.66	52.18	2.8	2.5	36	35
	大象股份	833738.OC	15.9	17.66	326.44	326.44	27.42	27.42	4.9	4.9	58	58
	四维传媒	430318.OC	6.2	4.67	244.16	292.50	25.95	26.67	2.5	2.1	24	23
	希尔传媒	833016.OC	N/A	N/A	86.32	96.13	7.55	11.30	N/A	N/A	N/A	N/A
	聚宝网络	831226.OC	12.6	51.30	83.14	76.11	31.51	19.81	15.1	16.5	40	63
	众益传媒	831882.OC	5.6	14.00	51.42	51.87	8.72	11.15	11.0	10.9	65	51
	智合新天	430322.OC	0.6	5.05	41.61	51.47	3.50	5.36	1.4	1.1	16	11
	开永股份	834885.OC	N/A	N/A	33.42	33.42	-1.33	-1.33	N/A	N/A	N/A	N/A
	海润传播	833168.OC	N/A	N/A	5.02	7.08	1.38	1.54	N/A	N/A	N/A	N/A
	蓝源传媒	833573.OC	N/A	N/A	4.22	4.22	-5.80	-5.80	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均		9.9					6.3	6.3	39.8	40.2	
	新三板整体平均		16.6					15	13	89	85	

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：(1) 股价为 2016 年 2 月 29 日收盘价。

表 4：A 股布局数字营销领域的公司估值分析

行业	公司简称	股票代码	市值	收盘价	收入		净利润		PS		PE		
					2014	2014	2015E	2016E	2014	2014	2015E	2016E	
覆盖全产业链的 4A	蓝色光标	300058.SZ	152	7.9	5,979.1	711.9	324.6	787.7	2.5	21	31	47	19
	省广股份	002400.SZ	145	16.0	6,337.6	425.2	600.8	784.7	2.3	34	32	24	18
	思美传媒	002712.SZ	73	82.4	2,150.8	70.8	121.9	188.9	3.4	103	99	60	38
整合营销	腾信股份	300392.SZ	122	31.9	839.3	89.5	139.8	200.1	14.6	137	113	88	61
	华谊嘉信	300071.SZ	62	9.0	1,559.8	70.5	148.4	169.0	4.0	87	59	42	37
	华扬联众	A14339.SH	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

行业	公司简称	股票代码	市值	收盘价	收入		净利润		PS		PE		
					2014	2014	2015E	2016E	2014	2014	2015E	2016E	
实行双主业战略的传统行业企业,通过并购发展互联网营销业务	利欧股份	002131.SZ	220	14.6	2,874.3	179.9	471.1	843.8	7.7	122	105	47	26
	广博股份	002103.SZ	82	27.0	907.4	9.3	82.5	187.5	9.1	886	289	100	44
	科达股份	600986.SH	182	21.0	1,115.4	53.5	356.0	553.0	16.4	341	328	51	33
	天龙集团	300063.SZ	126	43.3	905.3	1.6	159.8	209.2	13.9	N/A	N/A	79	60
	联创股份	300343.SZ	76	60.6	832.6	6.4	128.0	201.0	9.1	1189	N/A	59	38
	明家科技	300242.SZ	86	27.1	169.0	4.1	67.6	198.6	51.1	N/A	N/A	128	43
	联建光电	300269.SZ	127	25.1	970.1	134.0	285.8	396.5	13.1	95	65	44	32
	麦达数字	002137.SZ	71	12.3	546.5	14.3	26.3	183.3	12.9	496	525	269	39
广告全案代理	深大通	000038.SZ	109	56.9	213.2	(49.3)	218.9	339.8	51.3	N/A	N/A	50	32
	浙江富润	600070.SH	38	10.6	963.9	(65.6)	2.0	48.0	3.9	N/A	N/A	N/A	79
	龙韵股份	603729.SH	44	66.4	1,177.3	78.3	0.0	0.0	3.8	57	64	N/A	N/A
传统媒体转型	引力传媒	603598.SH	49	36.5	1,424.6	50.2	36.0	83.3	3.4	97	125	135	58
	电广传媒	000917.SZ	198	13.9	5,473.9	332.5	638.5	979.2	3.6	59	80	31	20
	华媒控股	000607.SZ	76	7.5	1,485.2	188.7	207.8	248.6	5.1	40	29	36	30
	粤传媒	002181.SZ	91	7.9	1,617.9	229.6	0.0	0.0	5.7	40	43	N/A	N/A
	七喜控股	002027.SZ	1163	28.3	396.6	6.6	3,007.0	3,719.0	293.1	N/A	N/A	39	31
	A 股平均		106						25	238	133	74	39

资料来源: Wind、中信证券研究部整理 注: (1) 股价为 2016 年 2 月 29 日收盘价; (2) 市值单位为亿元, 收入和净利润单位为百万元; (3) 2015 与 2016 年净利润采用万得一致预期。

表 5: 2014~2015 年 A 股上市企业参与投资或并购数字营销企业部分案例

收购公司	被收购资产	花费金额 (亿元)	收购比例	收购价格 (亿元)	承诺净利润 (百万元)				PE			PS	
					2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016		2017
利欧股份 (002131.SZ)	万圣伟业	20.72	100%	20.72	148.0	185.6	231.3		14	11	9	4.5	
	微创时代	8.4	100%	8.40	60.0	72.0	93.6		14	12	9	2.6	
	氩氦广告	2.26	100%	2.26	18.0	23.8	30.1	31.3	13	9	8	N/A	
	琥珀传播	1.95	100%	1.95	15.0	19.5	25.5	26.1	13	10	8	N/A	
	漫酷广告	3.44	85%	4.05									0.3
	智趣广告	7.54	100%	7.54			58	75.4			13	10	
天龙集团 (300063.SZ)	热源网络	0.84	20%	4.20		30	37.5				14	11	
	煜唐联创	13	100%	13.00		100.0	130.0	169.0		13	10	8	0.7
	北京智创	2.34	100%	2.34	18.0	23.4	30.4	39.6	13	10	8	6	2.9
明家科技 (300242.SZ)	广州橙果	0.6	60%	1.00									3.9
	微赢互动	10.08	100%	10.08		71.5	93.3	120.0		14	11	8	6.2
	云时空	3.32	89%	3.75		30.0	39.0	50.7		13	10	7	4.6
	金源互动	4.09	100%	4.09	31.0	40.0	48.0	55.0	13	10	9	7	1.0
蓝色光标 (300058.SZ)	掌众信息	0.24	12%	2.00	20.0	28.0	36.0		10	7	6	3.1	
	云时空	0.15	11%	1.32	12.0	15.6	20.3		11	8	7	4.6	
省广股份 (002400.SZ)	多盟	17.72	100%	17.72									3.2
	亿动	3.90	51%	7.65									
	晋拓文化	6.24	80%	7.80		60.0	78.0	100.0		13	10	8	3.9
	蓝门数字	0.73	51%	1.43		13.0	16.0	20.0		11	9	7	2.8
	省广先锋	1.65	49%	3.36		32.0	35.2			11	10		0.9
	东信时代	1.13	15%	7.50		75.0	90.0	108.0		10	8	7	2.8
	上海韵翔	2.27	55%	4.12		23.9	27.7	31.8		17	15	13	1.3
	传漾广告	4.68	80%	5.85		36.0	46.8	60.8		16	13	10	4.6
科达股份 (600986.SH)	上海恺达	2.52	85%	2.97	25.5	30.6	35.7	41.1	12	10	8	7	0.6
	尚道公司	0.13	25%	0.50	5.0	7.0	8.4	10.1	10	7	6	5	1.7
	广州中懋	1.88	55%	3.42	20.9	24.2	28.1		16	14	12		1.1
	百孚思	6.08	100%	6.08		45.0	54.0	64.8		14	11	9	2.3
	上海同立	4.46	100%	4.46		33.0	39.6	47.5		14	11	9	2.1
	华邑众为	4.05	100%	4.05		30.0	36.0	43.2		14	11	9	4.6
	雨林木风	5.4	100%	5.40		40.0	48.0	57.6		14	11	9	4.3
广博股份 (002103.SZ)	派瑞威行	9.45	100%	9.45		70.0	84.0	100.8		14	11	9	1.9
	灵云传媒	8	100%	8.00	45.0	65.0	84.5	109.9	18	12	9	7	3.3
华谊嘉信 (300071.SZ)	浩耶上海	5.87	100%	5.87		40.0	46.0	53.2		15	13	11	0.4
	迪思传媒	4.6	100%	4.60	40.0	46.0	52.9		12	10	9	N/A	
久其软件 (002279.SZ)	亿起联科技	4.8	100%	4.80	37.0	50.0	67.5	84.3	13	10	7	6	3.5
宜通世纪	中时代	0.36	40%	0.91	5.2	4.6	6.4		18	20	14		2.0

收购公司	被收购资产	花费金额 (亿元)	收购 比例	收购价格 (亿元)	承诺净利润 (百万元)				PE				PS	
					2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017		
(300310.SZ)														
吴通通讯 (300292.SZ)	互众广告	13.50	100%	13.50	50.0	100.1	130.0	169.0	27	13	10	8	7.5	
联创股份 (300343.SH)	上海激创	10.15	100%	10.15		70.0	87.5	109.4		15	12	9	2.4	
	上海麟动	7.165	100%	7.17		34.0	50.0	62.5		21	14	11	8.7	
思美传媒 (002712.SZ)	爱德康赛	3.250	100%	3.25		25.0	32.5	42.3		13	10	8		
	科翼传播	4.00	80%	5.00			35.3	40.2			14	12	14.7	
电广传媒 (000917.SZ)	北京掌阔	10.40	80%	13.00		30.0	50.0	70.0			26	19	6.0	
麦达数字 (002137.SZ)	顺为广告	3.13	100%	3.13		25.0	32.5	42.3		13	10	7	1.5	
	奇思广告	2.52	100%	2.52		18.0	23.4	30.4		14	11	8	8.5	
	利宣广告	0.70	100%	0.70		10.0	13.0	16.9		7	5	4	3.6	
深大通 (000038.SZ)	冉十科技	10.50	100%	10.50		70.0	87.5	109.4		15	12	10	13.7	
	视科文化	17.00	100%	17.00		131.0	165.0	198.0		13	10	9		
联建光电 (300269.SZ)	深圳力玛	8.00	89%	9.00		35.0	55.0	73.0		26	16	12	3.6	
	华瀚文化	3.64	100%	3.64		28.0	31.4	35.1		13	12	10	4.6	
	励唐营销	4.96	100%	4.96		31.2	37.4	44.9		16	13	11	3.9	
	远洋传媒	3.00	100%	3.00		20.0	24.0	28.8		15	13	10	3.1	
七喜控股 (002027.SZ)	分众传媒	457.00	100%	457.00		2957.7	3421.6	3923.0		15	13	12	6.1	
天神娱乐 (002354.SZ)	Avazu Inc.	20.70	100%	20.70		129.0	175.7	233.2		16	12	9		
	上海麦橙	0.10	100%	0.10		1.0	1.1	1.1		10	9	9		
万润科技 (002654.SZ)	鼎盛意轩	4.15	100%	4.15		30.0	39.0	50.7		14	11	8	3.1	
	亿万无线	3.24	100%	3.24		25.0	32.5	42.3		13	10	8	8.6	
龙力生物 (002604.SZ)	快云科技	5.80	100%	5.80										
	兆荣联合	4.35	100%	4.35										
浙江富润 (600070.SH)	泰一指尚	12.00	100%	12.00			55.0	85.0			22	14	4.9	
平均		784.13		816.49						14	13	11	9	4

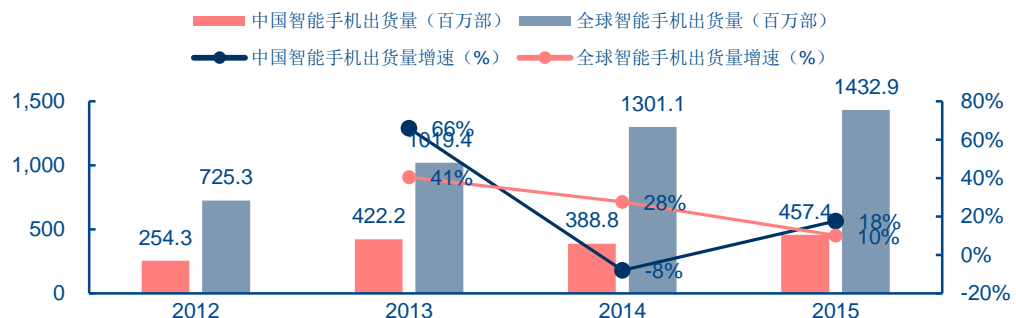
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 灵云传媒 2014 年收入数据为 2014 年 1-9 月经审计业绩。

## 研究专题：移动广告平台出海大趋势，新三板现集群效应

### 移动互联网企业出海浪潮高涨，印度市场增长潜力巨大

国内互联网市场趋于饱和，海外市场空间广阔。中国市场的智能手机渗透率已超过 90%，高渗透率意味着新用户增长缓慢，移动互联网市场进入成熟期，呈现激烈竞争态势。与此相反，海外市场展现出更大发展空间：(1) 发展中国家正处于移动互联网爆发前期。印度市场拥有 12.5 亿人口，但智能手机覆盖率仅有 10%-15%，庞大的人口基数与渗透率低起点为其智能手机用户的增长提供了足量空间。(2) 发达国家用户付费率高。美国消费者花 41% 的支出来购买来自非美国地区的应用，美国移动公司在移动营销方面的支出预算也从 2014 年的 36 亿美元增至 2015 年的 46 亿美元。据 App Annie 预测，2016 年全球应用商店总收入将增长 24% 至 510 亿美元，而到 2020 年全球应用商店营收将超过 1010 亿美元。

图 7：中国与全球智能手机出货量



资料来源: wind, 中信证券研究部



两大因素持续吸引移动互联网企业出海，出海企业范围不断扩大。相对单纯的流量环境、更高的用户付费意愿是吸引国内互联网企业出海的两大因素：（1）国内的安卓市场有 91、豌豆荚等众多入口应用，而在海外市场，Google Play 作为 Google 官方的应用分发入口占据绝对份额，运营相对简单、流量环境更加单纯。（2）同时，由于国内外用户观念的差异，海外用户为工具类产品付费的意愿更高。2013-2014 年，出海企业多是拥有雄厚资金实力的巨头，以工具类应用和手游为代表；但 2015 年以来，更多新兴创业互联网公司加入到出海掘金浪潮中，出海企业范围亦从工具、游戏类扩展至电商等，移动互联网全球国际化的趋势正在形成。

2015 年印度区移动应用下载量激增，呈现指数级增长潜力。据 IDC 数据，2015 年二季度，得益于电子商务的发展，印度智能手机出货量从一季度的 1840 万攀升至 2650 万，环比增长 44%。智能手机出货量的飙升带来了 Google Play 各应用分类下载量的广泛增长，成为助推 Google Play 全球下载量显著增长的主要因素之一。360 安全卫士、Facebook 等应用在印度下载量都有惊人增长。作为全球第 3 大智能手机市场，印度同时也是 Google Play 下载量排名第 3 的国家，而智能手机在印度的渗透率只有 10-15%，仍有极大增长空间，印度市场的移动应用开发商面临着巨大机遇。

表 6：移动应用热门地区（按下载量/收入）

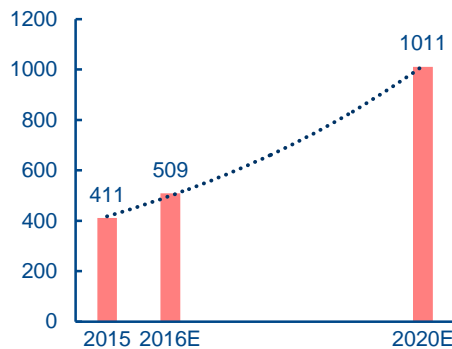
排名	iOS 应用商店 2015 年第 3 季度下载量排名	iOS 应用商店 2015 年第 3 季度收入排名	Google Play 2015 年第 3 季度下载量排名	Google Play 2015 年第 3 季度收入排名
1	中国	美国	美国	日本
2	美国	日本	巴西	美国
3	日本	中国	印度	韩国
4	英国	英国	俄罗斯	中国台湾
5	俄罗斯	澳大利亚	墨西哥	德国

资料来源：App Annie，中信证券研究部整理

## 手游是出海先锋：全球范围内高速增长，印度等东南亚地区发展最快

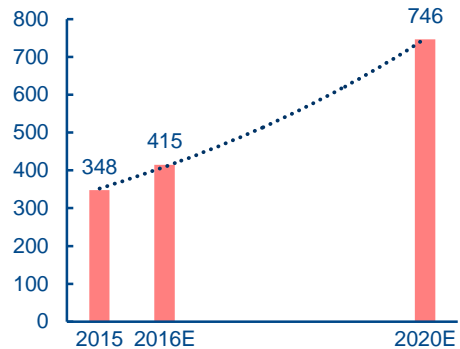
手游在全球范围内呈现高速增长态势。据 App Annie 最新研究报告预计，2015 年全球应用商店总收入中约 85% 来自移动游戏，预计 2020 年全球应用下载量将达到 2840 亿次，其中 1022 亿次来自游戏。鉴于移动游戏产业在成熟市场强有力的商业化步伐及新兴市场的快速拓展，2015 年全球移动游戏收入达 348 亿美元，预计 2016 年将增长至 415 亿美元，到 2020 年有望达到 746 亿美元，5 年 CAGR 为 16%。

图 8：全球移动应用市场规模（亿美元）



资料来源：App Annie，中信证券研究部

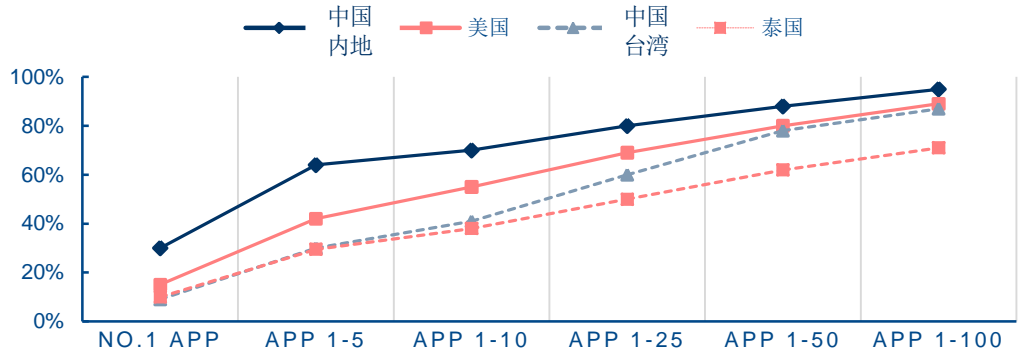
图 9：全球移动游戏市场规模（亿美元）



资料来源：App Annie，中信证券研究部

中国内地是手游竞争最激烈地区，手游出海浪潮迭起。根据 App Store 的排名数据，中国内地手游市场中，排名 No.1 的手游占据了 30% 的市场份额；Top5 占据了 60% 的市场份额；Top10 占据了 70% 的市场份额；Top50 在 85% 左右。而美国、中国台湾、泰国等国家和地区 No.1、Top5、Top10、Top50 这些段位占据市场份额相对较低。出海是避免目前国内红海竞争的有效途径，尤其在泰国、印度等东南亚国家，优质产品容易进入并占据高位，成为地区爆款。据《2014 年中国游戏产业报告》，2014 年中国原创游戏海外收入为 30.76 亿美元，与 2013 年相比增长 69.02%，其中中国原创移动游戏海外销售收入达到 12.73 亿美元，同比增长 366.39%，海外市场已经成为了中国手游新的利润增长点。

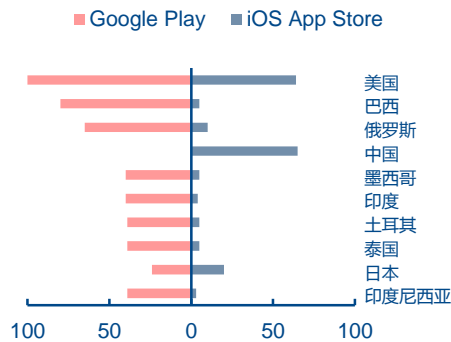
图 10: 2015 年第 3 季度 4 个国家/地区 App Store 畅销榜排名段位市场份额



资料来源: App Annie, 中信证券研究部 注: 同一排名段位所占市场份额越大, 表示该地区竞争越激烈。中国内地手游市场的竞争最激烈, 泰国最弱。

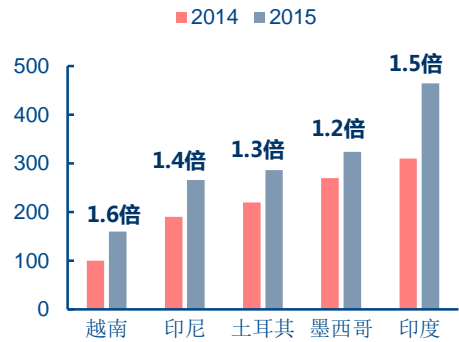
环太平洋地区仍是手游高消费市场, 东南亚游戏市场潜力巨大。以日本、韩国和中国为代表的成熟市场保持了稳定的下载和收入能力; 而以越南、泰国、印度、印度尼西亚为代表的东南亚新兴市场在下载和收入上增长迅猛, 且以 Google Play 为重。在 Google Play 端, 印度、泰国、印度尼西亚的下载量挤入 Top10。据市场调研公司 Frost & Sullivan 的数据显示, 2014 年东南亚手游市场规模达 10 亿美元, 预计 2019 年将超过 70 亿美元, 5 年 CAGR 为 48%。

图 11: 2015 年第三季度下载量指数 Top10



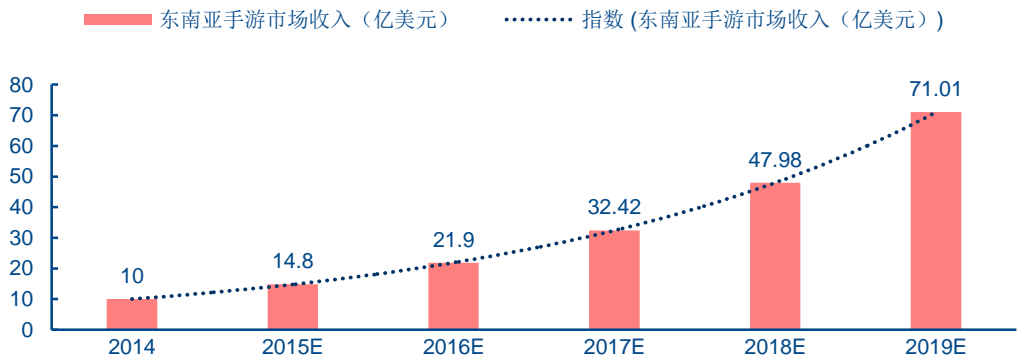
资料来源: App Annie, 中信证券研究部

图 12: 部分亚洲国家移动应用综合下载量指数



资料来源: App Annie, 中信证券研究部

图 13: 2014-2019 年东南亚手游市场规模 (亿美元)

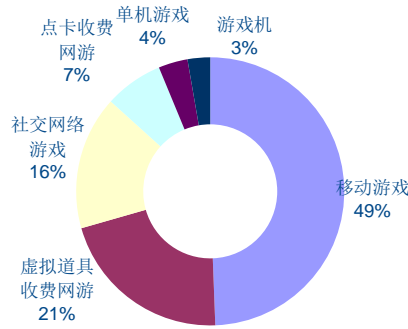


资料来源: Frost & Sullivan, 中信证券研究部

三因素助推印度市场展现强劲增长势头。Superdata 数据显示, 2014 年亚洲市场移动游戏年收入在全球市场收入中占比 55%。其中印度移动游戏市场年收入为 4.16 亿美元, 受益于智能手机渗透率的提高及支付系统的完善, 印度移动游戏市场有望在短期内翻三倍, 在 2018 年底达到 12 亿美元的规模。印度游戏市场展现出三大特征: (1) 移动端占比高。2015 年印度游

戏市场中过半收入发生于移动端，移动游戏月活跃用户达 1.85 亿人；（2）印度移动游戏市场的增长由安卓主导，73%的收入来源于安卓平台。且印度手游市场竞争格局相对分散，没有“一家独大”的局面。（3）目前，印度地区的每次安装成本（Cost-per-install）相对较低，安卓平台为 0.74 美元，iOS 平台为 1.26 美元。

图 14：2015 年印度数字游戏市场细分



资料来源：Superdata, 中信证券研究部

表 7：2015 年 10 月印度移动游戏发展四大指标

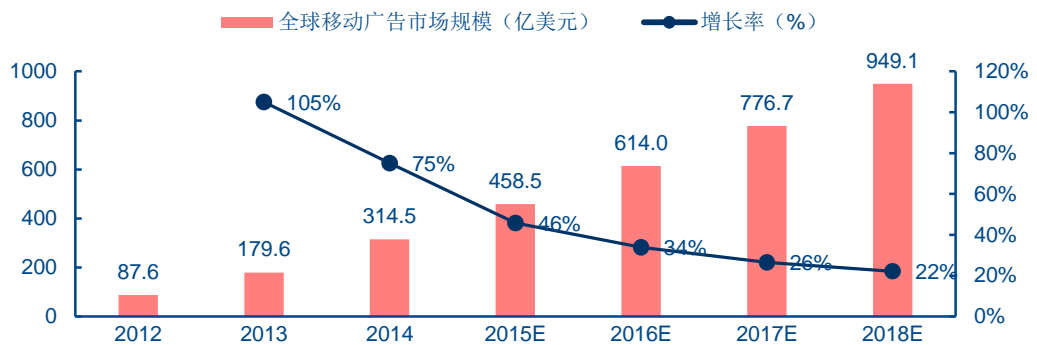
指标	数值
MAU（月活跃用户）	184,704,078
转化率	1.53%
ARPU（每用户平均收入）	13.07 美元
总支出	3685 万美元

资料来源：Superdata, 中信证券研究部

## 移动广告平台国际化成大趋势，新三板现集群效应

**移动广告平台：移动互联网企业出海掘金浪潮中的卖水人。**19 世纪美国加州发现金矿的消息使得数百万人涌向那里淘金，有人发现当地水源奇缺，干脆向淘金者卖起了水，结果反而比那些淘金者们更快地积累起了财富。而在移动互联网国际化的浪潮里，移动广告平台也担起了“卖水人”的角色。移动广告平台对接广告主与流量渠道，为广告主提供效果推广服务，同时为移动应用开发者提供变现途径，成为移动互联网国际化产业链条中不可或缺的一环。站在全球化的风口，移动将全面定义未来，而移动广告平台则成为大航海时代中互联网企业高效触达用户的保证。eMarketer 预测 2015 年全球移动广告市场规模为 458.5 亿美元，预计至 2018 年将达到 949 亿美元，3 年 CAGR 为 27%。

图 15：2012-2018 全球移动广告市场规模及增长率



资料来源：eMarketer, 中信证券研究部

**海外化已成为移动广告平台发展最重要的趋势之一，新三板将现海外移动广告平台产业集群。**随着国内移动互联网企业出海掘金浪潮的高涨，海外化成为移动广告平台发展最重要的趋势之一。海外发行公司、模拟海外市场应用环境、海外流量购买、推广与变现等多个细分领域的服务已日渐成熟，Avazu（艾维昂动）、Mobvista、Adxmi（优蜜移动）、Madhouse、yeahmobi 等规模较大、布局较早。2015 年 3 月，猎豹移动以 5800 万美元收购移动广告平台 MobPartner，并于 6 月正式面向全球市场发布猎豹广告平台。随着优蜜移动、汇量科技、Yeahmobi、木瓜移动等企业挂牌或拟挂牌新三板，新三板在海外移动广告平台领域将形成规模化产业集群。

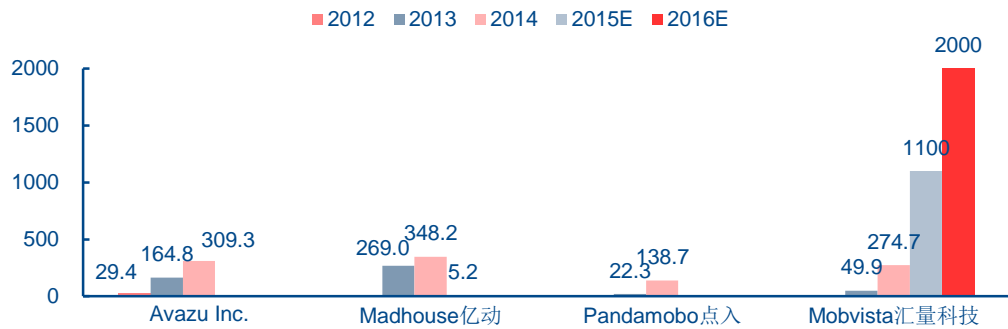
表 8：布局海外的国内广告营销商

海外移动广告服务	成立日期	特点介绍	备注
Avazu (艾维昂动)	2009 年	集 PC 和移动互联网广告全球投放, 全球专业移动游戏运营及发行的技术型公司。在东京、柏林、阿姆斯特丹、香港设立分公司, 并计划未来 3-6 个月内在纽约、首尔和伦敦设立分部, 完成全球市场战略布局。	2015 年由天神娱乐以 20.7 亿元收购 100% 股权
Mobvista (汇量科技)	2013 年 3 月	2013 年, 在百度、阿里巴巴、360 等互联网巨头走上移动国际化之路时, 汇量科技得以成为第一批移动端数字营销合作伙伴, 在协助扩大国际市场份额的同时自身业务飞速壮大。截至目前, 汇量科技已建立起覆盖全球 240 多个国家和地区、每天超过 100 亿次展示量的移动流量体系, 主要客户包括百度、阿里巴巴、360、Uber、King、Flipkart 等全球知名企业。	2015 年 11 月 25 日挂牌新三板
Adxmi (优蜜移动)	2015 年初正式推出全球化一站式出海广告服务平台 Adxmi	流量覆盖全球 200 多个国家和地区, 单日分发 APP 产品 200k+、日广告曝光 30 亿+次, 仅 2015 年第一季度, 优蜜的海外营业收入较 2014 年全年增长 300%, 达 450 万元。	2015 年 11 月 10 日挂牌新三板并做市转让
MADHouse (亿动传媒)	2006 年成立, 2012 年进入印度市场	公司于 2012 年成功进入印度市场并发展成为印度国内最大的移动广告公司。亿动广告传媒目前在中国和印度已设立六处办公室, 拥有员工超过 240 人。	2015 年由蓝色光标以 3.9 亿元收购 51% 股权
YeahMobi	2011 年	2013 年首先提出“手游出海”的概念, 并帮助众多中国手游走出海外, 被誉为“中国手游出海第一品牌”。目前已在美国、日本、德国分别成立分公司。	借壳高曼重工 (430270.OC) 回归新三板
点入旗下 PandaMobo	2015 年初	国内最早一批探索出海的团队, 2015 年一季度, 点入移动正式布局并搭建海外业务平台, 第二季度初期, 成功接入 Google、Facebook、Twitter 三大海外流量广告平台, 成为其在国内的核心合作伙伴	2014 年母公司亿起联科技 (点入) 由久其软件以 4.8 亿元收购 100% 股权
猎豹移动广告平台	2015 年 6 月	拥有猎豹旗下一系列工具应用 (清理大师、猎豹安全大师、猎豹浏览器等) 的优质流量。2014 年收购移动广告平台香港品众互动; 2015 年收购全球移动营销公司 MobPartner	
百度 DU AD Platform (DAP)	2015 年 9 月	依托百度产品矩阵及先进算法技术。拥有优质精选广告库、高效率的 Turnkey 变现解决方案等核心优势	

资料来源: Wind、各公司官网, 中信证券研究部

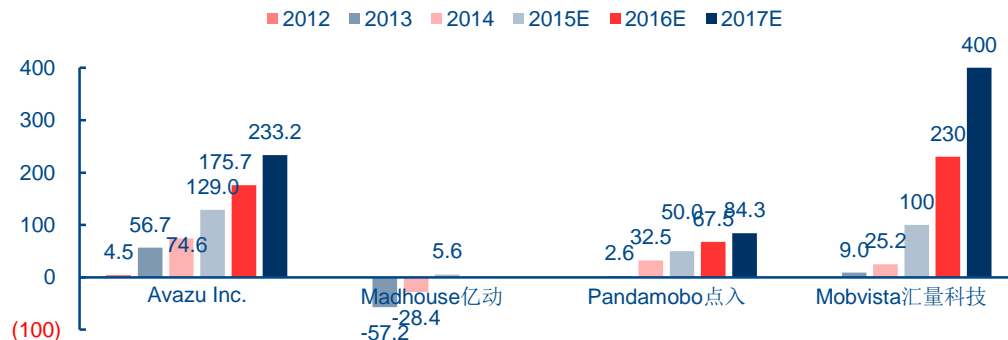
海外移动广告平台业绩表现更佳。与国内移动广告平台相比, 海外移动广告平台整体表现更佳。Avazu Inc.和汇量科技 2015 年净利润均不低于 1 亿元, 亿动 2015 年 1-7 月营业收入为 5.19 亿元, 净利润为 564.47 万元, 实现微盈。此外, 拟挂牌新三板的木瓜移动 2014 年开始已实现连续盈利, 预计 2016 年营业收入将破十亿元人民币, 财务表现直追美股的猎豹移动。

图 16：2013-2017 海外移动广告平台营业收入对比 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理 注: Avazu Inc.、Madhouse 亿动和点入三家企业 2013-2015 年收入采用收购公告中数据。Madhouse 移动 2015 年收入为 2015 年 1-7 月数据。

图 17：2013-2017 年海外广告平台净利润对比 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理 注: Avazu Inc.、Madhouse 亿动及点入三家企业 2015-2017 年净利润采用对赌协议中的承诺净利润, Moudhouse 亿动 2015 年净利润为 2015 年 1-7 月数据。

## 风险因素

**行业风险：**（1）宏观经济下行致使广告主广告投放预算下降的风险；（2）技术升级的风险；（3）市场竞争加剧的风险。

**公司风险：**

（1）技术升级的风险：从业公司主要从事互联网/移动互联网广告营销业务，行业内技术升级和产品更新换代速度较快，商业模式持续创新，公司面临一定的技术升级风险。未来如公司不能及时实现技术的升级换代，或开发出满足市场需求的新技术、新产品，公司将不能保持领先地位，从而给公司经营带来不利影响。

（2）人员流失的风险：互联网行业属于知识密集型行业，产品研发和技术创新依赖于核心技术人员和关键管理人员，如果未来公司核心的技术、管理、营销服务人才流失，将会对公司产生不利影响。

## 新三板数字营销投资建议

### 行业趋势判断：看好互联网营销行业的发展前景

**看好互联网营销行业的发展前景。**广告是互联网公司最主要的流量变现模式，根据艾瑞咨询数据，2014 年中国互联网广告市场规模 1573 亿元，同比增长 41%。互联网已经超越电视成为中国第一大广告媒体，互联网营销行业拥有海量的市场空间。**我们认为互联网营销的五大发展趋势值得重点关注：**

（1）随着微信日均活跃用户数超过 5.5 亿人，成为移动互联网的超级入口之后，移动社交营销逐步被广告主所认可；

（2）程序化购买市场逐步成熟，每天汇集的流量达 130 亿 PV，占中国整个广告位流量的三分之一，预计到 2015 年底一半以上的广告位流量会接入程序化购买；

（3）移动广告增长迅猛，品牌广告主的广告预算向移动端的进一步转移将驱动移动营销持续高速增长，预计 2018 年有望达到 2201 亿元，4 年 CAGR 为 65%；

（4）移动互联网企业出海掘金浪潮高涨，生成大量移动推广需求，移动广告平台国际化成为大趋势。eMarketer 预测 2015 年全球移动广告市场规模为 458.5 亿美元，至 2018 年将达 949 亿美元，3 年 CAGR 为 27%。

（5）电商平台拥有海量数据，电商营销的巨大商业价值值得关注，2014 年中国电商广告的市场规模为 409 亿元，占互联网广告的市场份额为 30.6%；

互联网营销行业在移动社交营销、PC 程序化购买、移动广告平台、海外移动广告平台与电商营销的驱动下，有望步入快速发展通道，艾瑞咨询预计 2018 年互联网营销行业的市场规模有望达到 4198 亿元，4 年 CAGR 为 28%。因此我们看好互联网营销行业的市场前景。

### 行业投资策略：建议关注“移动社交营销、PC 程序化营销、移动营销、海外移动广告平台、场景营销”五大主线的优质公司

（1）**移动社交营销：**微信成为移动互联网超级入口，月活已达 5.5 亿人，公众平台+微信支付建设 O2O 闭环，微信商业帝国迅速崛起，展现强大流量变现能力，预计未来微信第三方营销的市场空间至少约 500 亿元，点点客和随视传媒深度布局；

(2) **PC 程序化精准营销**：预计 2017 年市场规模达到约 282 亿元，实现 2-3 倍增长，技术实力、资源整合能力是程序化购买企业的核心竞争力，璧合科技和银橙传媒分别具有强大技术和资源优势；

(3) **移动营销**：预计 2018 年市场空间有望达到 2500 亿元左右，哇棒传媒、优蜜移动和汇量科技为业内领航者，深度布局移动广告平台和移动程序化购买；

(4) **海外移动广告平台**：随着优蜜移动、汇量科技、Yeahmobi、木瓜移动等企业挂牌或拟挂牌新三板，新三板将形成海外移动广告平台产业集群。与国内移动广告平台相比，海外移动广告平台整体业绩表现更佳，建议重点关注。

(5) **场景营销**：凭借对本地流量轨迹和网络使用行为的精准挖掘，能够有效降低 O2O 企业的营销成本，未来有望成为中国互联网广告行业重要的增长引擎之一，建议关注光音网络。

## 2016 年 1 月~2 月研究成果回顾

### 新三板数字营销行业 2016 年 1 月跟踪报告—场景引领数字营销未来，光音网络挂牌新三板

发布时间：2016-02-04

**市场回顾**。2015 年 11 月至今，新三板新增包括汇量科技、光音网络、掌慧纵盈、优蜜移动在内的 10 家数字营销挂牌企业。2016 年 1 月 1 日至 2016 年 2 月 3 日，14 家做市企业中随视传媒和众益传媒处于停牌状态，飞天经纬、微传播上涨，上涨幅度分别为 24.85% 和 13.16%。成交额前五名银橙传媒、点点客、四维传媒、哇棒传媒和沃捷传媒的成交额分别为 6974 万元、3260 万元、2504 万元、2415 万元和 1646 万元。18 家协议转让企业中仅有 6 家企业交易。众益传媒、光音网络、微传播和希尔传媒四家企业发布了定增预案，合计募集资金 13.97 亿元。

**行业估值分析**。2016 年 2 月 3 日，A 股数字营销行业 PE (TTM)、新三板数字营销行业 PE (TTM)、一级市场数字营销行业 2015 年 PE (按照主板收购时 2015 年对赌业绩测算) 分别为 134X、88X 和 13X。三板估值水平较 A 股折价 34%，约是一级市场估值水平的 7 倍。

**O2O 浪潮波澜壮阔，场景引领数字营销未来**。据艾瑞咨询数据，中国 O2O 市场 2011-2015 年年均复合增长率达 69.6%，到 2020 年将超过 9000 亿元。而 O2O 市场主要痛点在于缺乏精准营销手段，获客成本高。场景营销凭借对本地流量轨迹和网络使用行为的精准挖掘，能够有效降低 O2O 企业的营销成本。按 2015 年的 O2O 市场规模，保守推算相应的场景营销市场空间达到 690 亿元。场景营销未来有望成为中国互联网广告行业重要的增长引擎之一。

**光音网络挂牌新三板，双引擎驱动抢占场景营销市场先机，建议重点关注**。公司从 2003 年成立开始就聚焦于场景互联，旗下拥有广告家 Pro.cn 数字营销平台和光音小云场景无线互联网解决方案两大产品。(1) 广告家是中国第一个基于场景互联的大数据营销平台，拥有自主开发的需求方平台 AdPro 和场景媒体流量自主平台 MediaPro (SSP)。MediaPro 是国内最大的场景媒体流量供应方平台之一，日均展示 5.5 亿 PV，覆盖 1.5 亿独立用户，75% 流量拥有场景标签。(2) 光音小云是国内最大的无线网络服务商之一，通过小云 WiFi 和小云旺店软硬件相结合，占据流量入口，帮助传统商家进行移动场景化营销，目前已经覆盖了超过一万个合作商家及运营商场景。通过线下建网和线上流量变现双引擎驱动，公司打造场景营销闭环生态。公司 2015 年上半年实现收入 1.4 亿，净利润 2908 万元。

**重要公告**。(1) 点点客、深大通、七喜控股、蓝色光标等发布了 2015 年业绩预告。(2) 光音网络 (835505.OC) 拟以现金收购亨途科技 10% 股权。(3) 璧合科技 (833451.OC) 与科大讯飞股份有限公司签署了《战略合作伙伴协议》。(4) 联建光电 (300269.SZ) 全资子公司拟以自有资金不超过 19332 万元收购深圳市精准分众传媒有限公司 71.6% 股权。(5) 华谊嘉信 (300071.SZ) 拟以自有资金 214.5 亿韩元 (约合人民币 1.18 亿元) 认购韩国 SIGNAL Entertainment Group 12.62% 的股权。

**风险因素：**宏观经济下滑的风险、技术更新的风险、平台衰落的风险。

**行业判断和投资策略。**我们看好数字营销产业的发展前景，建议按照五大主线关注新三板的数字营销公司，包括：（1）移动营销的哇棒传媒（“买入”评级）、优蜜移动（“买入”评级）、和汇量科技；（2）场景营销的光音网络；（3）移动社交营销的点点客和随视传媒；（4）PC 程序化精准营销的璧合科技和银橙传媒；（5）传统媒体转型的沃捷传媒（“买入”评级）。海外移动数字营销服务商汇量科技挂牌新三板。

## 沃捷传媒（430174）新三板公司投资价值分析报告——户外广告专家踏浪数字营销浪潮

**发布时间：2016-01-19**

**积极布局移动互联网营销的户外传播专家。**沃捷传媒在深度布局户外广告业务以实现内生增长的同时，依托于户外广告业务积淀的品牌广告主资源，通过外延式扩张积极布局移动营销业务。2014 年至今，沃捷传媒已先后入股联科（机场）、科伦比亚传媒（公交）、艾普卓客（数字营销）、伊步科技（iOS 分发）和浩海传媒（社会化营销）。公司的主营业务：（1）户外广告业务：包括机场、高速公路、公交、地铁、市区户外等多种媒体；（2）移动营销业务：包括社会化营销、程序化数字营销和 iOS 端推广。公司服务于金融、汽车和消费等多个行业，覆盖的品牌客户包括四大银行、一汽大众、北京现代、斯巴鲁汽车等。我们预计公司 2015 年收入和净利润分别为 7.46 亿元和 6012 万元，同比增长 15%和 19%。

**户外广告市场平稳增长，移动营销浪潮风起云涌。**2014 年户外广告市场规模约 960 亿元，同比增长 17%。受益于地铁广告等细分领域的快速增长，我们预计未来 4 年户外广告市场将保持约 19%增速。eMarketer 统计 2014 年中国移动广告市场规模约 500 亿元，随着品牌广告主预算向移动端的加速转移，2018 年移动广告市场将达到约 2500 亿元，4 年 CAGR 为 149%。沃捷传媒通过户外广告业务积累了深厚的品牌广告主资源，其移动营销业务有望在品牌广告主移动端预算提升的背景下实现加速增长。

**沃捷传媒深度布局机场、公交和地铁等户外广告业务。**我们预计沃捷传媒的户外广告业务 2015 年有望贡献约 6.9 亿元的收入，其中机场、公交占比约 70%和 10%。（1）机场广告业务：公司已经建成以北京为核心，辐射全国 20 多个大中型机场的媒体网络。（2）公交广告业务：2014 年收购科伦比亚传媒公司 70%股权，目前已经拥有覆盖全国 120 多个城市、7000 多条公交线路、超过 21 万辆车体的公交媒体资源。（3）地铁广告业务：沃捷传媒与风盛传媒合作经营杭州地铁 2、4 号线的媒体资源，并料将在未来继续加大投入力度。

**移动端共享客户资源，打造全媒体数字营销集团。**沃捷传媒通过外延扩张收购三家公司以快速布局移动营销业务，标的资产在丰富沃捷传媒移动端媒介资源的同时，承诺 2015~2017 年将会合计贡献 2400、3070 和 4024 万元的净利润。沃捷传媒将户外广告业务沉淀的品牌广告主资源导入移动营销业务，实现客户资源和移动端媒介资源的深度整合，有望驱动移动营销业务的快速增长。我们预计沃捷传媒 2015 年移动营销总收入（原有团队和三家被收购公司合计）约 1.3 亿元，其中原有团队贡献约 5000 万元收入，移动营销业务未来 3 年 CAGR 有望超过 100%。

**风险因素。**管理风险、行业竞争加剧风险、经济下行的风险。

**盈利预测、估值分析与投资评级。**我们预计沃捷传媒 2015~2017 年的净利润为 0.60、0.77 和 1.07 亿元，EPS 为 0.29、0.38 和 0.52 元。此外，综合考虑三家收购的移动营销公司全年并表及增发后的股本增厚，我们预计沃捷传媒 2015-2017 年备考净利润分别为 7074、9087、12444 万元，3 年 CAGR 为 35%，备考 EPS 预测为 0.34、0.43 和 0.59 元。现价 9.94 元/股低于公司发行股份收购资产的增发价和对核心高管定增 200 万股的定增价 12.35 元/股。我们给予沃捷传媒 2016 年 35X 的目标估值，对应约 1X 的 PEG、15.00 元的目标价和 32 亿元的目标市值（2.11 亿元的增发后股本），首次覆盖给予“买入”评级。

## 挂牌/上市公司重要公告

### 新三板挂牌公司重要公告

#### 新数网络（834990.OC）：2016 年第一次股票发行方案（02/27）

本次发行为发行对象确定的股票发行，新增投资者为：游族网络股份有限公司、上海众引文化传播股份有限公司、国德峰、天风证券股份有限公司，发行目的是公司重要客户、与公司有业务互补优势的企业对公司的战略投资，同时发行部分做市留存股。本次定向发行的发行价格为 136.6875 元/股，拟发行股票不超过 478,004 股，预计募集资金不超过 65,337,171.75 元，募集资金用于公司产品研发、投资或收购公司产业链上下游环节的公司或资产、增加对公司子公司的投资、补充运营资金等。

#### 巨网科技（833344.OC）：2015 年年度报告（02/23）

2015 年度公司营业收入 1.67 亿元，较上年同期增长 190.14%；归属于挂牌公司股东的净利润为 2214.5 万元，较上年同期增长 331.90%。公司利润大幅增加主要得益于全力转向移动互联网广告业务，并且新开展的手游推广业务增长良好。

#### 巨网科技（833344.OC）：第一期股票期权激励计划（02/23）

本次激励计划激励对象为公司及公司全资或控股子公司的高管、核心业务人员、核心技术人员及董事会认为需要进行激励的相关员工，计划授予股票期权总计 500 万份，约占公司股本总额 5.28%，其中首次授予期权合计 186 万份，行权价格为 5 元/股。本次授予的股票来源为公司向激励对象定向发行新股。

#### 巨网科技（833344.OC）：设立全资子公司的公告（02/23）

公司拟以自有现金出资设立全资子公司江西巨网科技产业投资管理有限公司，注册资本为人民币 1000 万元。此次设立子公司主要以投资为主，用于对外投资项目的投资和管理。

#### 飞天经纬（833954.OC）：2015 年年度报告（02/23）

2015 年度公司营业收入 5399.4 万元，较上年同期增长 216.01%；归属于挂牌公司股东的净利润为 1644.6 万元，较上年同期增长 314.62%。公司利润大幅增加主要由于公司前期投入进入业务稳定增长期，挂机短信服务业务进入快速复制发展期，同时公司富门户业务、BPO 运营支撑服务开始创收。

#### 旺翔传媒（835063.OC）：2015 年年度报告（02/19）

2015 年度公司营业收入 8772.1 万元，较上年同期增长 104%；归属于挂牌公司股东的净利润为 726.9 万元，较上年同期增长 334.95%。公司利润大幅增加主要由于公司按执行效果结算的广告业务量增长幅度较大，增长比例为 809.85%。

#### 剧星传媒（833153OC）：对外投资的公告（02/19）

公司与上海尚世影业有限公司、徐梅霞共同出资设立枫尚文化（上海）有限公司，注册资本为人民币 1,000 万元，其中公司以自有资金现金出资 250 万元，占注册资本 25%。本次对外投资不构成关联交易。枫尚文化主营业务为文化艺术交流策划，设计、制作、代理、发布各类广告等。

本公司与宋镜心、王静、吴彩芳、张海春共同出资设立易扬信息技术（北京）有限公司，注册资本为人民币 1,000 万元，其中公司以自有资金现金出资 300 万元，占注册资本 30%。本次对外投资不构成关联交易。易扬技术主营业务为技术开发、服务、咨询等。

本次对外投资主要目的是实现公司在视频广告代理行业横向发展战略目标，提升公司全案服务能力。



### 光音网络 (835505.OC): 收购资产的公告 (02/18)

公司拟以现金 950 万元收购北京效果无限传媒信息技术有限公司拥有的 4 项计算机软件著作权及安米网站, 以增强公司本地流量, 占领社区无线市场的领导地位。其中, 安米网站主营业务是为普通用户提供自助服务平台, 帮助没有设计、变成经验的人开发、定制、管理和发布 IOS 和 Android 应用程序。此次交易不构成关联交易, 也不构成重大资产重组。

### 易简广告 (834498.OC): 子公司收购资产的公告 (02/17)

公司子公司霍尔果斯易简新媒体创业投资有限公司拟以 1100 万元购买广州市新元维讯广告传播有限公司 11% 的股权, 此次交易不构成关联交易, 也不构成重大资产重组。新元维讯的主要业务是运营微信公众号“1626 潮流精选”, 设计编辑广告、时尚资讯并通过《1626》发布广告。易简新媒体投资新元维讯, 主要为对潮流文化内容资源的布局以及对优质广告资源渠道的扩充。

### 掌慧纵盈 (835736.OC): 股票发行方案 (补发公告) (02/16)

公司 2015 年 11 月 25 日董事会通过《关于<北京掌慧纵盈科技股份有限公司股票发行方案>的议案》, 因当时处于挂牌前审核阶段, 未能及时披露, 现进行补发公告。本次股票发行对象为公司董事、监事、高管及核心员工, 以对其实施激励。本次定向发行股份数量不超过 1,052,630 股, 发行价格为 4.6 元/股, 募资总额不超过 4,842,098 元, 所募资金用于补充流动资金。

### 开永股份 (834885.OC): 2015 年度业绩预增公告 (02/05)

公司 2015 年归属于挂牌公司股东的净利润预计为 400 万-500 万元, 与上年同比增长 401.23%-476.53%, 基本每股收益预计为 0.19 元-0.24 元。公司营业收入增长主要由于本年度新增移动互联网广告业务, 净利润基本与上年持平主要由于新增业务板块相关费用上升。

### 易简广告 (834498.OC): 2015 年度业绩预告 (02/03)

公司 2015 年营业收入预计为 1.25 亿元-1.5 亿元, 比上年同期增长 100.77%-140.93%; 归属于挂牌公司股东的净利润预计为 2000 万-2500 万元, 与上年同比增长 0%-24.25%, 基本每股收益预计为 0.19 元-0.24 元。公司业绩增长主要由于媒体资源结构调整带来毛利率的提高以及挂牌新三板后品牌影响力的提升。

### 度典传媒 (835462.OC): 股票发行方案 (02/02)

本次拟向不超过 10 名合格投资者定向发行不超过 100 万股股票, 所有发行对象均以现金方式认购, 发行价格不高于 45 元/股, 募资总额不超过 4500 万元, 募集资金用于补充流动资金。

### 璧合科技 (833451.OC): 参股公司申报新三板挂牌获得受理的公告 (02/02)

公司参股子公司北京畅聊天下科技股份有限公司已向全国中小企业股份转让系统报送新三板挂牌申请材料, 并于 2016 年 1 月 29 日获得全国中小企业股份转让系统出具的《受理通知书》。

北京畅聊天下科技股份有限公司是一家专注于移动互联网业务的公司, 产品覆盖平台包括 iOS、Android, 产品方向为移动社交类应用, 旨在推进移动互联网中人与人更快速直接的进行交流和互动。本公司持有北京畅聊天下科技股份有限公司 67.5 万股, 占其公司总股本的 1.5%。

### 四维传媒 (430318.OC): 关于全资子公司与 International Greeting USA 合作并成立四维美国设计中心的公告 (02/02)

四维传媒全资子公司上海四维数字图文有限公司与 International Greeting USA 达成以下合作事宜: 四维图文于 2016 年 2 月在上海四维金山传媒基地成立四维美国设计中心, 依托公

司自主研发的数字传媒云计算技术平台、运用数字传媒技术，通过 International Greeting USA 公司为海外客户提供传媒资讯产品创意设计 & 文化出版类产品的远程在线设计制作服务。该设计中心的建立将大大提升公司在海外市场的拓展能力。

## 主板涉数字营销上市公司重要公告

### 联创股份（300343.SZ）：2015 年度业绩快报（02/29）

公司 2015 年营业收入预计为 9.65 亿元，较上年同期增长 15.85%；归属于上市公司股东的净利润预计为 2982.84 万元，较上年同期增长 367.51%。公司利润增长较快主要由于报告期内合并范围增加上海新合，而收入增长趋势较缓主要由于报告期内虽然合并了上海新合但出售了山东卓星和联创科技，化工行业销售收入下降幅度较大。

### 蓝色光标（300058.SZ）：2015 年度业绩快报（02/29）

公司 2015 年营业收入预计为 86.3 亿元，较上年同期增长 44.31%；归属于上市公司股东的净利润预计为 6741.21 万元，较上年同期下降 90.53%。公司收入增长主要因为公司在数字业务收入上增长迅猛，并且报告期内新增并表公司 Vision 7 International Inc. 和蓝瀚（上海）科技有限公司（旗下包含 Madhouse Inc.、多盟智胜网络技术（北京）有限公司、Domob Limited）。而公司净利润大幅下降主要因为公司全资或控股子公司西藏山南东方博杰广告有限公司、北京今久广告传播有限责任公司、We Are Very Social Limited 业绩下滑明显，公司确认 8.9 亿减值损失。

### 腾信股份（300392.SZ）：2015 年度业绩快报（02/29）

公司 2015 年营业收入预计为 14.52 亿元，较上年同期增长 73.04%；归属于上市公司股东的净利润预计为 1.42 亿元，较上年同期增长 58.76%。公司业绩增长主要由于各项销售收入按计划正常开展，经营业绩稳步提高。

### 天龙集团（300063.SZ）：2015 年度业绩快报（02/29）

公司 2015 年营业收入预计为 17.3 亿元，较上年同期增长 91.41%；归属于上市公司股东的净利润预计为 6641.12 万元，较上年同期增长 4177.42%。公司业绩增长主要由于合并报表增加了智创无限广告有限公司和北京煜唐联创信息技术有限公司两家子公司，公司在互联网营销的业务规模和服务能力得以大大提升。

### 省广股份（002400.SZ）：2015 年度业绩快报（02/29）

公司 2015 年营业收入预计为 96.23 亿元，较上年同期增长 51.84%；归属于上市公司股东的净利润预计为 5.49 亿元，较上年同期增长 29.09%。公司业绩增长主要由于公司平台战略的加快推进使得公司对传播行业业务整合能力加强，公司规模效应和财务效应持续有效地增强。

### 广博股份（002103.SZ）：2015 年度业绩快报（02/29）

公司 2015 年营业收入预计为 15.46 亿元，较上年同期增长 70.32%；归属于上市公司股东的净利润预计为 8183.16 万元，较上年同期增长 781.06%。公司利润增长幅度较大主要由于报告期内公司发行股份及支付现金购买西藏山南灵云传媒有限公司 100% 股份事项顺利完成及文具业务利润同比上升。

### 思美传媒（002712.SZ）：2015 年度业绩快报（02/27）

公司 2015 年营业收入预计为 24.94 亿元，较上年同期增长 15.96%；归属于上市公司股东的净利润预计为 8991.16 万元，较上年同期增长 26.96%。公司业绩增长主要由于公司内生增长和外延并购的顺利实施。

### 华谊嘉信（300071.SZ）：2015 年度业绩快报（02/27）

公司 2015 年营业收入预计为 32.50 亿元，较上年同期增长 108.37%；归属于上市公司股东的净利润预计为 1.27 亿元，较上年同期增长 80.37%。公司业绩增长主要由于完成了对浩耶信息科技（上海）有限公司的收购，与 YOKA 签订了合作意向书；同时 2014 年收购的天津迪思文化传媒有限公司与华谊嘉信集团协同效果显著。

### 七喜控股（002027.SZ）：2015 年度业绩快报（02/27）

公司 2015 年营业收入预计为 86.27 亿元，较上年同期增长 15.07%；归属于上市公司股东的净利润预计为 33.89 亿元，较上年同期增长 40.33%。公司业绩增长主要由于公司楼宇媒体不断优化广告效果，广告客户投放金额上升以及院线广告媒体的资源规模增加。

### 明家科技（300242.SZ）：2015 年度业绩快报（02/27）

公司 2015 年营业收入预计为 9.16 亿元，较上年同期增长 442.10%；归属于上市公司股东的净利润预计为 5112.48 万元，较上年同期增长 1147.36%。公司业绩大幅增长主要由于公司并购的金源互动纳入合并报表以及深圳云时空、掌众科技产生投资收益。

### 联建光电（300269.SZ）：2015 年度业绩快报（02/27）

公司 2015 年营业收入预计为 15.35 亿元，较上年同期增长 58.2%；归属于上市公司股东的净利润预计为 2.35 亿元，较上年同期增长 75.10%。公司业绩增长主要由于原有业务稳健增长，报告期内完成对上海友拓公关顾问有限公司 100% 股权和深圳市易事达电子有限公司 100% 股权的收购，完成对深圳市精准分众传媒有限公司 28.4% 股权的收购。易事达和友拓公关于 2015 年 3 月开始纳入合并报表，对公司业绩增长产生较大贡献。

### 粤传媒（002181.SZ）：2015 年度业绩快报（02/27）

公司 2015 年营业收入预计为 13.86 亿元，较上年同期减少 14.31%；归属于上市公司股东的净利润预计为 798.47 万元，较上年同期减少 96.52%。公司业绩下降主要由于受宏观经济影响，公司传统广告业务收入下滑幅度较大。

### 麦达数字（002137.SZ）：2015 年度业绩快报（02/26）

公司 2015 年营业收入预计为 4.21 亿元，较上年同期减少 22.99%；归属于上市公司股东的净利润预计为 1897.64 万元，较上年同期增长 32.92%。公司利润增长幅度较大主要由于报告期内收购 3 家公司即上海顺为广告传播有限公司、上海利宣广告有限公司和奇思国际广告（北京）有限公司被纳入合并报表。

### 利欧股份（002131.SZ）：2015 年度业绩快报（02/19）

公司 2015 年营业收入预计为 43.94 亿元，较上年同期增长 52.89%；归属于上市公司股东的净利润预计为 2.46 亿元，较上年同期增长 36.78%；基本每股收益为 0.21 元，较上年同期增长 75%。公司业绩增长主要由于 3 家公司--上海漫酷广告有限公司、上海氩氦广告有限公司、银色琥珀文化传播（北京）有限公司已全部纳入合并财务报表范围以及江苏万圣伟业网络科技有限公司、北京微创时代广告有限公司自 2015 年 12 月起纳入公司合并报表范围。

### 龙韵股份（603729.SH）：2015 年年报（修订版）（02/05）

公司 2015 年营业收入为 13.20 亿元，较上年同期增长 12.16%；归属于上市公司股东的净利润为 4066 万元，较上年同期下降 48.1%；基本每股收益为 0.65 元，较上年同期下降 58.48%。公司营业收入增长主要由于常规代理业务及全案业务量增加，净利润近三年持续下降主要由于成本上升导致毛利率下滑。

### 龙韵股份（603729.SH）：公司被认定为高新技术企业的公告（02/05）

公司近日收到上海市科学技术委员会、上海市财政局、上海市国家税务局、上海市地方税务局联合批准并颁发的《高新技术企业证书》，证书编号：GR201531001225，发证日期：2015 年 10 月 30 日，有效期：三年。在有效期内公司将按 15% 的税率缴纳企业所得税。

### 七喜控股（002027.SZ）：公司被认定为高新技术企业的公告（02/04）

公司下属全资子公司驰众信息技术（上海）有限公司近日收到上海市科学技术委员会、上海市财政局、上海市国家税务局、上海市地方税务局联合批准并颁发的《高新技术企业证书》，证书编号：GF201531000603，发证日期：2015 年 10 月 30 日，有效期：三年。

### 麦达数字（002137.SZ）：控股子公司获准挂牌新三板的公告（02/02）

全国中小企业股份转让系统同意公司控股子公司深圳市汇大光电科技股份有限公司挂牌新三板，转让方式为协议转让。汇大光电主营 LED 发光二极管研发销售，注册资本 1655 万元，公司持股 42.4%，持有表决权 62.4%。此次挂牌能够有利于增强公司的投资回报。

### 省广股份（002400.SZ）：控股子公司获准挂牌新三板的公告（02/02）

全国中小企业股份转让系统同意公司控股子公司上海瑞格市场营销股份有限公司挂牌新三板，转让方式为协议转让。瑞格营销主营市场营销策划、商务咨询，注册资本 1000 万元。公司持股 55%。此次挂牌能够有利于增强公司的投资回报。

### 明家科技（300242.SZ）：关于同意香港子公司增资参股 TAPJOY, INC. 的公告（02/01）

经公司董事会审议通过，公司下属全资子公司明家科技（香港）有限公司将以自有资金 500 万美元认购 TAPJOY, INC. 新增发行的 E 系列优先股 3,534,817 股。交易完成后，香港明家将持有 TAPJOY, INC. 1.81% 的股份。此次交易不构成关联交易。

TAPJOY, INC. 拥有全球领先的激励式应用内广告平台，其 Tapjoy Mobile Value Exchange 模式让用户与广告互动后得以换取进阶的应用程序内容，比如通关或升级、进阶的金币、积分等。其下属广告发布平台上的 APP 注册个数已超过 30 万个，月均活跃用户数约为 5 亿，每天上线的广告项目达 1000 万条。本次投资有利于公司进一步了解海外移动互联网营销业务的市场和运营模式，积累海外投资的经验，为公司未来开拓海外移动互联网营销业务奠定基础。

## 业内动态

### 移动营销

#### 高曼重工更名背后：Yeahmobi 登陆新三板、雷军系亦有跟进（Marketing, 02/22）

2016 年 2 月 19 日，高曼重工（430270）发布公告，将于 2016 年 2 月 22 日起，公司全称由“湖北高曼重工股份有限公司”变更为“易点天下网络科技股份有限公司”，公司证券简称也由“高曼重工”变更为“易点天下”。更名后，新三板证券代码不变。

这次更名，和高曼重工在 2015 年 9 月 21 日临时股东大会审议通过的《关于收购西安点告网络科技有限公司》有关。

#### 0 元收购 Yeahmobi

西安点告网络科技有限公司，即全球知名的移动效果营销服务商 Yeahmobi。完成收购后，Yeahmobi 成为高曼重工的全资子公司。

值得一提的是，高曼重工收购 Yeahmobi，是以 0 元的价格购买王向阳、邹小武、郝飞持有 Yeahmobi 的 70%、15%、15% 的股权。此项交易构成关联交易，不构成重大资产重组。

之所以构成关联交易，是在这次收购事件中，有一个关键性人物：邹小武。2015 年 9 月 8 日，他以 1.77 元/股的价格，从高曼重工控股股东、实际控制人夏曙光解除限售的 1736000 股中，购买了 100.7 万股，成为该公司股东，持股比例达 14.39%。同时，邹小武也是 Yeahmobi 的 CEO，持有该公司 15% 的股份（据收购公告）。

### 控股股东、实际控制人变更为邹小武

2015 年 9 月 2 日，高曼重工股票解除限售，解除限售数量总额为 175 万股，占公司总股本的比例是 25.00%，其中高曼重工控股股东、实际控制人夏曙光解除限售的数额为 173.6 万股，2015 年 9 月 8 日可协议转让。转让当日，邹小武和金林分别从夏曙光手中购入股份 100.7 万股和 72.9 万股。

而在 2015 年 11 月 9 日，高曼重工公布的收购报告书中，该公司发行股票 4655.1 万股，邹小武以现金方式认购，以发行股票每股 1 元的价格，认购 1961.2544 万股，认购资金总额 1961.2544 万元。

加上 2015 年 9 月 8 日购入的 100.7 万股，这次收购完成后，邹小武持有高曼重工 2061.9544 万股股份，持股比例达到 38.50%。

随即，高曼重工控制权发生变化，邹小武成为高曼重工的控股股东、实际控制人。

2015 年 12 月 25 日，高曼重工董事会选举邹小武为董事会董事长。

也是 2015 年 12 月 25 日，高曼重工在新三板定向发行 1004.07 万股，每股人民币 9.5 元，募集资金 9538.67 万元。本次股票发行对象共计 3 名，金山安全、金星投资和驰骥投资合伙企业（有限合伙）。这 3 家公司分别以现金方式认购 3179.56 万元，3179.56 万元和 3179.56 万元。

这 3 家公司，均成为高曼重工的新股东。

而金山安全的执行董事为雷军，金星投资的唯一股东是小米，驰骥投资合伙企业的合伙人厦门坚果投资，这 3 家公司之所以入股高曼重工，看重的不是其作为传统企业存在新三板的过去，而是即将变身海外移动互联网概念股的将来。

### 高曼重工经营范围变更，公司更名

这时候，对邹小武和 Yeahmobi 来说，一切都已准备就绪。

2015 年 12 月 31 日高曼重工全票表决通过更改公司经营范围：在原来的经营范围基础上，新增了“移动互联网出海营销业务”，放置在经营范围第一条。

高曼重工将正式开启互联网业务板块。

同时，该公司董事会全票表决通过，同意把邹小武、郝超、孙凤正、庄莉、程华杰作为第二届董事会董事候选人。

不久后，孙凤正、程华杰和庄莉成为公司新董事。

在确定公司掌舵人，管理层的同时，为了便于此后移动互联网出海营销新业务的开展，2015 年 12 月 25 日，董事会审议通过《关于公司名称变更的议案》，并提交股东大会审议。

2016 年 01 月 10 日，高曼重工召开临时董事会，审议《关于公司名称变更的议案》。当天，出席临时董事会的股东（包括股东授权委托代表）共 12 人，持有表决权的股份 5355.1 万股，占公司股份总数的 100.00%，全票表决通过更改公司名称。

因此，也就有了白鲸社区在文前提到的，自 2016 年 2 月 22 日起，新三板将不再有“高曼重工”，和新三板股票代码“430270”并列存在的，将是“易点天下”。

至此，雷军系进军新三板，Yeahmobi 也顺利登陆新三板。

### 移动广告营销商每日科技申请挂牌新三板（挖贝网，02/15）

每日科技（上海）股份有限公司已于近日正式申请新三板挂牌，全国股转系统披露的挂牌资料显示，每日科技成立于 2011 年 12 月 2 日，于 2015 年 9 月 25 日完成股改，董事长兼总经理沈一鸣和董事兼副总经理游纵横合计持股 83.7%，为公司实际控制人。

公告显示，每日科技 2013 年度、2014 年度、2015 年 1-11 月营业收入分别为 356.50 万元、1276.28 万元、958.91 万元；净利润分别为 35.14 万元、36.17 万元、-51.68 万元。每日科技主营业务为移动互联网广告营销业务，并正在探索和布局社区型电子商务业务。目前的主营业务——移动互联网广告营销业务，是公司通过开发生活资讯类 APP，借助其传播影响力，为追求价值增长和品牌扩张的品牌企业客户提供移动互联网整合营销服务。每日科技主要运营的移动互联网应用程序包含三大类：提供高品质分类垂直信息的中文生活资讯类 APP 矩阵——iDaily 品牌系列、多样化工具类 APP 以及综合性移动互联网互动社区——iCity。主要产品包括在 iOS 及 Android 系统上运行的工具类 APP、生活资讯类 APP、社区 APP 等。目前每日科技已与 LVMH 集团、历峰集团、斯沃琪集团、大众集团等多家消费品集团的旗下多个品牌形成合作，合作遍及高端珠宝、腕表、汽车、奢侈品、展览等行业和领域。每日科技本次挂牌申请的主办券商为天风证券，法律顾问为上海申浩律师事务所，财务审计为立信会计师事务所（特殊普通合伙）。

### 程序化精准营销

#### 木瓜移动申请新三板挂牌，主营移动数字营销和游戏开发（中商情报网，02/19）

2 月 19 日消息，北京木瓜移动科技股份有限公司于近日申请新三板挂牌，本次挂牌申请的主办券商为国信证券，法律顾问为北京市汉坤律师事务所，财务审计为立信会计师事务所（特殊普通合伙）。

中商产业研究院资料显示，木瓜移动成立于 2008 年 4 月 9 日，于 2015 年 12 月 25 日完成股改，董事长兼总经理沈思通过直接和间接占股 69.7%，副总经理钱文杰占股 26.50%，为共同实际控制人。公司致力于打造一个面向全球的移动互联网平台。木瓜移动专注于移动互联网广告的精准化、程序化投放，基于大数据技术，通过其自有的互联网广告平台为广告主提供覆盖全球主要互联网媒体资源的广告投放策略和技术解决方案。木瓜移动主营业务包括全球市场的移动数字营销和移动游戏的研发运营。

木瓜移动主营业务包括全球市场的移动数字营销和移动游戏的研发运营。木瓜移动通过其面向全球的程序化移动数字广告投放平台 AppFlood 平台，为移动应用，电子商务应用，移动游戏等广告主提供产品推广服务。木瓜移动成立之初即涉足移动游戏领域，2008 年推出了大热的 PapayaFarm。目前，木瓜移动专注于 Casino 类游戏（娱乐场游戏），目前共有 5 款游戏在 GooglePlay 市场面向全球用户发行。

公告显示，木瓜移动 2013 年度、2014 年度、2015 年 1-9 月营业收入分别为 2873.95 万元、2.30 亿元、2.04 亿元；净利润分别为-1329.34 万元、491.11 万元、609.39 万元。

#### eMarketer：2016 年中国程序化购买广告支出将达到 92.9 亿美元（同花顺财经，02/13）

eMarketer 预计 2016 年中国程序化购买网络展示广告支出将达到 92.9 亿美元，排在第二位。2016 年全球程序化购买网络展示广告支出最多的国家是美国(215.5 亿美元)，英国(40.6 亿美元)排在第三位。eMarketer 新报告“2016 年中国程序化购买广告预测：蓄势待发”，探讨了 BAT 企业的主要作用，即阿里巴巴(Alibaba)、百度(Baidu)和腾讯(Tencent)。

今年中国程序化购买广告首次超过网络展示广告支出的 50%。但是，中国广告程序化购买市场仍然欠发达，BAT 特别是阿里巴巴对中国广告程序化购买市场的影响特别大。

近几年中国广告程序化购买市场发展迅速，eMarketer 预计 2014 年中国广告程序化购买市场增速是三位数，2015 年和 2016 年增幅也在 50%左右。中国程序化购买广告支出超过了英国，2016 年中国程序化购买展示广告将占网络展示广告支出的 51.0%，而美国和英国的份额分别是 67.0%和 69.7%。

BAT 企业在中国的作用类似于 Facebook 和 Google 在美国和英国的作用。另一方面，中国广告程序化购买市场仍然滞后于美国，参与的企业和平台还比较少。阿里巴巴主宰中国广告程序化购买市场，占中国程序化购买广告市场的 60%，加上百度和腾讯在内的 BAT 企业则占市场的 90%。

中国广告程序化购买市场最大的广告商更关注直接响应广告。

## 场景营销

### 力美 DSP 正式开卖全国 70%地铁 Wi-Fi 场景营销“金矿” (Marketing, 02/25)

日前，力美传媒与南方银谷签订的 3 年行业独家地铁 Wi-Fi 合作正式投入运营。力美传媒独家享有全国已投入运营的地铁 Wi-Fi 70%市场份额，每日触达 2 亿优质城市人群，以首登、二登、连接闪屏、信息流等广告形式，为数以万计的广告主实现全国地铁全场景全覆盖立体式营销。这也是力美传媒 2016 年在移动程序化场景营销上的重要战略布局。

#### 80%市民地铁出行，免费 Wi-Fi 成“三高”人群唯一选择

移动互联网浪潮下，我国智能手机迅速普及。截止 2015 年 12 月底，我国手机用户已达 13.06 亿，其中，智能手机占比约 90%以上，安全、流畅的网络环境已成“低头一族”的刚需。而随着城市地铁的迅猛发展，80%的市民已将地铁/轻轨作为出行首选。地铁人群在规模上已经不再是一个窄众群体，未来将是城市中最庞大、最主流的簇群。但由于地铁里 3G、4G 信号较差且资费较贵，免费的地铁 Wi-Fi 已成地铁人群的唯一选择。

在目前地铁出行的人群中，25-40 岁的都市白领、上班族占比 55.8%，男女性别均衡，且共同拥有“三高”特质，既是社会发展的中坚力量，又是社会消费的主力军，极具广告营销价值：七成为拥有高学历的公司白领，高素质人群更易接受新事物新观念，也更易成为意见领袖，是社会消费潮流的引领者；平均月收入 6377 元，家庭平均月收入 12248 元，属于高收入群体；家庭每月平均支出 4554.4 元，具有乐观向上、积极消费等特征。

作为移动程序化场景营销中时间、地点、行为、连接等四大要素中重要的两大要素，地铁的移动地点特定场景与 Wi-Fi 的优质连接场景的组合，使其在庞大的地铁人群中具有唯一、独占等特性。这与其他出行方式如公交、高铁、机场 Wi-Fi 相比，优势更加突出。因其特殊的运行空间（大多为地下）所限，地铁车厢内的乘客几乎无窗外风景可看，只能选做“低头一族”，此时，免费、稳定、流畅的 Wi-Fi 就不可避免的成为乘客不约而同的最佳选择。

正是对地铁 Wi-Fi 这一流量资源“金矿”的无限看好，力美传媒在移动 DSP 投放多年的经验基础和数据积累上，率先与拥有全国地铁 Wi-Fi 70%市场份额的南方银谷签订行业独家合作，为以创造从无到有营销机会著称的移动程序化场景营销抢占独家优质地铁 Wi-Fi 流量，实现全场景覆盖、立体式营销打下了坚实的流量基础。

#### 全场景、高黏度、精准重复曝光，性价比高居榜首

此次全面启动的全国地铁 Wi-Fi 流量资源，以领先于行业标准的技术全球首创性的解决了地铁 Wi-Fi 的三大世界顽疾：地铁内同频段 Wi-Fi 和 CBTC 系统干扰、密集人群 Wi-Fi 高速接入大宽带车地传输、百万级用户密集终端同步接入等难题。通过数万军用级 ap 组成地铁全列车、全车地、全站台、全站厅万兆环网，用户通过环网出外网，实现光纤接入万兆传输。其核心优势在于并发、在线人数高，网速稳定，用户带宽有保证。以上海地铁 Wi-Fi 为例，平均网

速为 4G 网络的 10 倍以上，每个用户出口宽带稳定保持在 1.5MB-4MB，可完全满足地铁场景内 1800 人的各种网络需求。

截止目前，力美传媒独家拥有的地铁 Wi-Fi 已覆盖上海、深圳、广州、武汉、青岛、贵阳、昆明等一、二、三线城市。每日精准覆盖特级、一线城市 3000 万地铁人群，每日影响 2 亿优质城市人群。

对地铁乘客而言，获取免费、稳定、流畅的地铁 Wi-Fi 只需简单两步。IOS 用户只需打开无线局域网，选择“花生地铁 Wi-Fi\_测试”，首次登陆需要输入手机号验证码，此后登陆便可直连 Wi-Fi 完成连接；Android 同样需要打开无线局域网，选择“花生地铁 Wi-Fi\_测试”，在地铁内网下载 APP 安装，打开后首次登陆输入手机号验证码即可登陆，此后登陆便可直连 Wi-Fi 完成连接。

力美传媒副总裁别星介绍，与灯箱媒体、机场 Wi-Fi、高铁 Wi-Fi 相比，力美接入的全国地铁 Wi-Fi 在覆盖场景、碎片时长、精准曝光、用户黏度、CPM 售价等方面都有显著优势。如，地铁 Wi-Fi 覆盖全国地铁全场景，每天固定时长、4-10 次的重复精准曝光，拥有极高的用户黏度，CPM 售价远低于行业均值。

目前，力美传媒地铁 Wi-Fi 中的广告形式主要为每日 400 万次登录页（首登+二登）的全屏、插屏曝光，每日 340 万次的连接闪屏曝光，以及单日 160 万次曝光的信息流广告。其平均点击率分别为 13%、10%、3%。更多创新广告形式和技术的运用，还在不断测试之中。

在用户移动化、时间碎片化、营销场景化的浪潮下，可以想见，潜力巨大的地铁 Wi-Fi 流量投入运营后，无论是从流量资源、优质人群上，还是海量数据和投放效果上，都必将为移动程序化场景营销带来不可估量的推动作用。而抢先进入的，必将获得更加可观的市场资源及利润回报。

## H5 移动营销

### 最酷网，首家新三板上市的 H5 移动营销平台（新科技，01/20）

根据全国中小企业股份转让系统公告显示，由东北证券作为主办券商的度典传媒（证券代码：835462）挂牌申请获得批准，并于 2016 年 1 月 15 日起公开转让。

度典传媒被誉为“移动互联网时代的奥美”，是国内首家在新三板挂牌的 H5（HTML5 的简称）移动营销服务商，旗下 H5 移动营销云场景制作平台最酷网也成为了第一家登陆公开资本市场的 H5 移动营销平台。

最酷网采用最新的 HTML5 技术，为企业及个人提供移动互联网新媒体互动营销解决方案，提高营销转化率，降低企业营销成本。通过最酷网可以轻松制作应用于会议活动邀请、品牌宣传推广、商品展示营销、新品发布、招聘求职、O2O 电商、婚庆喜帖、个人心路历程等多种形式、炫酷特效的云场景、互动营销、H5 小游戏。

根据官网资料介绍，最酷网目前已有 30 多万企业用户，其中不乏国内外知名企业，如新华网、万科、中国移动、联想、工商银行、百度、TCL、三星等。

在移动互联网时代，新媒体互动营销在企业的整合营销传播中占有重要一席。而 H5 则是新媒体互动营销的利器，企业通过 H5 的方式进行推广可以获得大量的免费流量，因此最酷 H5 云场景得到各大企业的重视和青睐。

最酷网的应用领域主要包括：

1. 微信互动营销
2. 商业展示与销售
3. 新媒体与广告



#### 4. 数字出版与教育

#### 5. 个人应用

互动与营销相结合是最酷网的一大特色，平台提供摇一摇、刮刮乐、大转盘、优惠券、投票调查、多功能表单、砍价促销、H5 小游戏等一系列互动功能，使 H5 云场景区别于传统的平面广告、视频广告等单纯的展示功能，极大地提高受众的参与性和分享传播，让用户转变为粉丝。

此外，最酷网还提供高端定制服务，为企业量身定制云场景、互动营销、H5 小游戏等，满足企业个性化定制需求。

度典传媒有关负责人表示，度典传媒未来将致力于营销产品创新、技术研发、数据分析、精准营销、新媒体营销平台整合、移动互联网营销业务。随着公司对旗下 H5 移动营销云场景制作平台最酷网的整合，公司在为客户提供全案营销服务的同时新增“互联网+”环境下移动营销服务业务，未来将进一步将其建设成为公司为客户提供移动营销的发布平台。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。(ii) 本报告涉及新三板挂牌企业银橙传媒（830999）、点点客（430177）、优蜜移动（834156），按照公司公告信息，上述企业股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。