

光音网络 (835505) 2015 年年报点评

程序化收入快速增长， 盈利能力大幅提升

2016 年 4 月 20 日

- ❖ **业绩增长 159%，符合预期。**公司 2015 年收入 2.99 亿元，同比增长 81.1%；归母净利润 6369 万元，同比增长 158.61%。公司 2015 年毛利率为 46.91%，较 2014 年 40.68% 上升约 6.23pct；净利率为 21.26%，较 2014 年 14.84% 上升约 6.42pct。2015 年，公司程序化营销服务、非程序化营销服务和硬件销售收入分别为 2.80 亿元、1737 万元和 106 万元，其中程序化营销服务和硬件销售分别增长 109.7% 和 73.6%，非程序化营销服务下降 39.5%。公司业绩大幅增长主要由于 2015 年程序化营销业务深度布局，广告主和媒体资源大幅增长，程序化营销业务全年贡献总收入的 93.83%。2015 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.82 元。
- ❖ **成本控制效果彰显，毛利率和净利率实现大幅增长。**2015 年，公司有效控制成本，通过上线媒体评级体系，提升对下游媒体的议价能力，毛利率进一步提高。公司秉承技术驱动型企业的理念，持续加大产品研发力度。15 年研发费用达 2934 万元，同比增 102%，占营业收入之比为 9.82%，较 2014 年增加 1.02pct。此外，公司大力拓展主营业务，规模迅速扩大，在职员工数从 176 人增 33% 至 234 人，导致管理费用升至 2442 万元，同比增 99%。公司销售人员同比增 39% 至 124 人，令销售费用同比上升 64.5%。公司 2015 年现金流情况良好，账面资金充裕，闲置资金购买的理财产品等实现较多财务收益，财务收益增加 14.89 万元。总体看来，公司去年主营业务收入大幅提高，内部控制管理的规模效应渐现，使得公司毛利率和净利率均实现大幅增长。
- ❖ **“光音小云+广告家”双轮驱动场景营销商业闭环。**(1) 光音小云线下建网，占据场景流量入口。2015 年，光音小云先后与北京味多美、眉州东坡餐饮、内蒙古西贝餐饮就 WiFi 移动营销业务达成战略合作协议。目前，光音网络通过光音小云和其他商业 WiFi 网络已经合计覆盖 70 个地区，30 万家知名商户、3 万辆公交巴士、1500 家娱乐场所、全国 95% 以上的网吧，以及机场、火车站、旅游景点等驻地网络。(2) 广告家平台程序化购买，实现场景流量变现。通过产业链上下游整合，公司提供包括 DSP、DMP 和 SSP 全产品链在内的程序化系统，目前汇聚了大量的广告主和场景化媒体资源，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。2015 年，公司与北京力美传媒全资子公司上海力竞达成场景广告战略合作，并分别以 300 万元收购享途科技 10% 股权、以 950 万元收购效果无限拥有的 4 项软件著作权及安米网站，积极卡位车用无线市场和社区无线市场。
- ❖ **未来展望：深化双引擎商业模式，积极推进海外业务拓展。**2016 年，公司将深化拓展多元化产品业务生态，一方面积极开发光音小云更丰富的流量获取模式，在智慧城市的架构上通过增值服务产品沉淀用户，实现本地场景网络用户覆盖量快速增长；另一方面，公司将致力于技术迭代与产品升级，提高数据挖掘效率，积极拓展多元广告主和媒体资源，实现日均 PV 超过 10 亿，监听 PV 超过 100 亿。此外，公司在 2016 年将积极推进海外业务拓展，并结合外延式扩张的方式，以实现产业链整合。
- ❖ **风险因素。**市场竞争加剧、媒体渠道成本上升的风险和人员流失的风险等。
- ❖ **盈利预测和投资评级。**光音网络作为技术驱动型数字营销企业，有望深度受益于场景营销行业爆发。我们维持光音网络 2016-17 年 EPS 预测为 3.56 和 5.71 元，新增 2018 年预测 7.61 元。我们维持公司 114 元目标价（对应 36 亿元目标市值和 2016 年 32X），维持“买入”评级。

项目/年度	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	55.4	164.9	298.7	522.5	896.8	1,416.1
增长率 YOY%	N.A.	197.6	81.1	74.9	71.6	57.9
净利润 (百万元)	0.8	24.6	63.7	113.2	181.7	242.0
增长率 YOY%	N.A.	2,925.6	158.6	77.8	60.4	33.2
每股收益 (元)	0.03	0.82	2.12	3.56	5.71	7.61
PE (倍)	3,925	130	50	30	19	14

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：股价为 2016 年 4 月 19 日收盘价



买入 (维持)

当前价：106.50 元

目标价：114.00 元

中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyli@citics.com

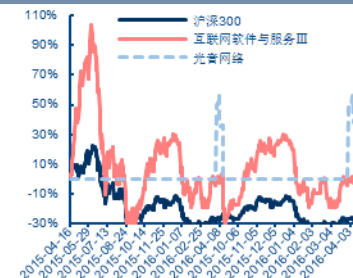
执业证书编号：S1010510120019

联系人：刘凯

电话：021-20262109

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

主要数据

公司成立日期	2003-03-28
新三板挂牌日期	2016-01-11
新三板做市日期	2016-04-08
总股本/流通股本	31.8/1.8 百万股
近 12 月最高/最低价	125 元/80 元
近 1 月绝对涨幅	36.13%
近 6 月绝对涨幅	36.13%
今年以来绝对涨幅	36.13%
1 个月日均成交额	1.59 百万元
12 个月日均成交额	1.59 百万元
做市以来绝对涨幅	-12.88%
做市以来日均成交额	2 百万元
做市商家数	6
做市商	东方证券、海通证券、兴业证券、招商证券、中信建投、中信证券

相关研究

- 光音网络 (835505) 新三板公司投资价值分析报告—场景营销强势来袭，双轮驱动抢滩登陆.....2016.03.24

表 1：光音网络收入、毛利率和费用率预测

项目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入(千元)						
程序化营销服务收入	19,515	133,643	280,252	512,269	890,681	1,411,730
非程序化营销服务收入	35,894	28,699	17,369	8,684	3,908	1,563
硬件		609	1,057	1,582	2,225	2,781
其他业务		1,971				
合计	55,409	164,923	298,678	522,535	896,815	1,416,075
收入增速(%)						
程序化营销服务收入		584.81%	109.70%	82.79%	73.87%	58.50%
非程序化营销服务收入		-20.04%	-39.48%	-50.00%	-55.00%	-60.00%
硬件			73.58%	49.74%	40.65%	25.00%
其他业务			-100.00%			
合计		197.64%	81.10%	74.95%	71.63%	57.90%
毛利率(%)						
程序化营销服务收入	39.35%	38.96%	48.65%	45.00%	42.00%	38.00%
非程序化营销服务收入	56.52%	49.47%	20.31%	18.00%	16.00%	14.00%
硬件		16.77%	22.02%	22.00%	21.00%	20.00%
其他业务		36.51%				
合计	50.47%	40.68%	46.91%	44.48%	41.83%	37.94%
费用率						
营业税金及附加	2.26%	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%
销售费用	29.03%	15.78%	14.33%	12.17%	11.15%	10.80%
管理费用	15.67%	7.44%	8.18%	7.93%	7.87%	7.85%
总费用率	46.96%	23.85%	22.93%	20.73%	19.66%	19.29%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

表 2：新三板重点数字营销公司估值比较

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				PE				评级
				2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	
点点客	430177.OC	22.3	8.05	0.05	0.11	0.22	0.42	149	74	36	19	暂无
哇棒传媒	430346.OC	10.4	17.20	0.24	0.43	0.90	1.35	73	40	19	13	买入
有米科技	834156.OC	22.2	28.41	0.52	0.66	1.13	1.49	54	43	25	19	买入
汇量科技	834299.OC	58.4	69.22	N/A	1.19	2.37	4.15	N/A	58	29	17	暂无
易点天下	430270.OC	43.0	9.50	N/A	N/A	3.07	4.20	N/A	N/A	22	16	暂无
璧合科技	833451.OC	18.0	32.01	-0.01	0.05	0.52	1.41	N/A	600	61	23	暂无
银橙传媒	830999.OC	24.4	18.05	0.28	0.38	0.53	0.67	64	47	34	27	暂无
亿玛在线	836346.OC	18.0	25.00	-0.22	-0.68	0.68	1.39	N/A	N/A	37	18	暂无
光音网络	835505.OC	33.9	106.50	0.82	2.12	3.56	5.71	130	50	30	19	买入
沃捷传媒	430174.OC	22.5	11.00	0.25	0.29	0.38	0.52	44	32	26	19	买入
总体平均		27.3						86	118	34	21	

资料来源：Wind、中信证券研究部 注：（1）股价为 2016 年 4 月 19 日收盘价；（2）哇棒传媒、有米科技、光音网络、沃捷传媒的盈利预测为中信证券研究部预测；（3）点点客、汇量科技、易点天下、璧合科技、银橙传媒、亿玛在线的盈利预测采用 Wind 市场一致预期

表 3：新三板数字营销公司估值比较

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	
					2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM
移动营销	有米科技	834156.OC	22.2	28.41	409.28	409.28	40.77	40.77	5.4	5.4	54	54
	道有道	832896.OC	18.5	22.98	153.39	174.94	41.81	52.54	12.1	10.6	44	35
	哇棒传媒	430346.OC	10.4	17.20	100.86	146.41	14.28	17.37	10.3	7.1	73	60
	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	10.2	18.33	62.26	62.26	20.12	20.12	16.3	16.3	51	51
	巨网科技	833344.OC	21.5	21.99	57.48	57.48	5.13	5.13	37.5	37.5	420	420
	仙果广告	834136.OC	5.5	20.24	43.89	43.89	9.02	9.02	12.4	12.4	61	61



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	
					2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM
	飞天经纬	833954.OC	5.9	16.50	17.09	17.09	3.97	3.97	34.5	34.5	149	149
	汇量科技	834299.OC	58.4	69.22	0.33	0.33	0.02	0.02	N/A	N/A	N/A	N/A
	易点天下	430270.OC	6.0	9.50	17.55	18.17	1.39	-0.10	34.4	33.2	434	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
	麦广互娱	836339.OC	N/A	N/A	28.91	28.91	1.80	1.80	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均			17.6					20.4	19.6	160.7	118.5
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	24.4	18.05	120.77	181.84	38.03	54.31	20.2	13.4	64	45
	璧合科技	833451.OC	18.0	32.01	96.87	153.43	-0.61	0.54	18.6	11.7	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			21.2					19.4	12.6	64.3	45.0
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	22.3	8.05	79.66	118.93	14.84	18.39	28.0	18.8	150	121
	微传播	430193.OC	17.2	33.00	0.76	1.34	-2.07	-2.20	2258.8	1288.2	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			16.2					765.4	438.4	150.4	121.4
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
	英虎网络	835946.OC	N/A	N/A	13.74	20.79	0.02	0.17	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	33.9	106.50	164.92	305.24	24.63	53.71	20.5	11.1	138	63
	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
全案营销	赛诺贝斯	836311.OC	N/A	N/A	41.82	41.82	1.13	1.13	N/A	N/A	N/A	N/A
传统媒体转型	沃捷传媒	430174.OC	22.5	11.00	650.47	729.50	50.66	52.18	3.5	3.1	44	43
	大象股份	833738.OC	19.5	20.75	326.44	326.44	27.42	27.42	6.0	6.0	71	71
	四维传媒	430318.OC	6.4	4.83	244.16	292.50	25.95	26.67	2.6	2.2	25	24
	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	11.0	15.00	83.14	76.11	31.51	19.81	13.3	14.5	35	56
	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	0.8	3.37	41.61	51.47	3.50	5.36	1.8	1.5	22	14
	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			11.0					6.4	6.3	43.6	43.1	
新三板整体平均			17.2					15	13	92	82	

资料来源: Wind、中信证券研究部整理 注: (1) 股价为2016年4月19日收盘价; (2) 收入单位为百万元。

表 4: A 股数字营销行业公司估值比较

行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入			净利润(百万元)			PS		PE		
					2014	2014	TTM	2015E	2016E	2014	2014	TTM	2015E	2016E	
覆盖全产业链的 4A	蓝色光标	300058.SZ	210	10.9	5,979.1	711.9	496.3	324.6	759.7	3.5	30	42	65	28	
	省广股份	002400.SZ	173	19.1	6,337.6	425.2	459.3	604.0	758.3	2.7	41	38	29	23	
	思美传媒	002712.SZ	101	114.2	2,150.8	70.8	73.6	121.9	186.1	4.7	142	137	83	54	
整合营销	腾信股份	300392.SZ	122	31.9	839.3	89.5	108.0	139.8	208.9	14.6	137	113	88	59	
	华谊嘉信	300071.SZ	62	9.0	1,559.8	70.5	104.9	148.4	166.2	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	N/A	
实行双主业战略的传统行业企业, 通过并购发展互联网营	利欧股份	002131.SZ	278	18.5	2,874.3	179.9	209.6	471.1	837.0	9.7	155	133	59	33	
	广博股份	002103.SZ	94	30.7	907.4	9.3	28.4	82.5	203.1	10.3	1007	329	113	46	
	科达股份	600986.SH	183	21.1	1,115.4	53.5	55.7	356.0	553.0	16.4	342	329	51	33	
	天龙集团	300063.SZ	126	43.3	905.3	1.6	0.8	159.8	209.2	13.9	N/A	N/A	79	60	
	联创股份	300343.SZ	120	95.6	832.6	6.4	3.1	54.0	135.0	14.4	1875	N/A	222	89	



行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入		净利润(百万元)			PS		PE		
					2014	2014	TTM	2015E	2016E	2014	2014	TTM	2015E	2016E
销业务	明家联合	300242.SZ	111	34.8	169.0	4.1	13.2	67.6	212.2	65.6	N/A	N/A	164	52
	联建光电	300269.SZ	122	24.1	970.1	134.0	194.4	285.8	407.6	12.6	91	63	43	30
	麦达数字	002137.SZ	88	15.2	546.5	14.3	13.5	26.3	170.4	16.0	614	651	333	51
	深大通	000038.SZ	109	56.9	213.2	(49.3)	(39.3)	218.9	339.8	51.3	N/A	N/A	50	32
	浙江富润	600070.SH	58	16.3	963.9	(65.6)	(73.6)	2.0	71.5	6.0	N/A	N/A	2897	81
广告全案代理	龙韵股份	603729.SH	52	78.7	1,177.3	78.3	68.9	0.0	0.0	4.5	67	76	N/A	N/A
	引力传媒	603598.SH	75	56.1	1,424.6	50.2	39.1	32.1	82.5	5.3	149	191	233	91
	电广传媒	000917.SZ	255	18.0	5,473.9	332.5	246.8	638.5	979.2	4.7	77	103	40	26
传统媒体转型	华媒控股	000607.SZ	97	9.6	1,485.2	188.7	257.7	233.9	269.3	6.5	52	38	42	36
	粤传媒	002181.SZ	115	9.9	1,617.9	229.6	211.7	0.0	0.0	7.1	50	54	N/A	N/A
	分众传媒	002027.SZ	1435	32.8	396.6	6.6	6.1	3,007.0	3,722.6	361.7	N/A	N/A	48	39
A 股平均			128							30	307	157	246	47

资料来源: Wind、中信证券研究部整理 注: (1) 股价为 2016 年 4 月 19 日收盘价; (2) 收入单位为百万元

表 5: A 股上市公司并购一级市场数字营销行业公司的估值分析

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				
					2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
利欧股份 (002131.SZ)	万圣伟业	20.72	100%	20.72		148.0	185.6	231.3			14	11	9	
	微创时代	8.4	100%	8.40		60.0	72.0	93.6			14	12	9	
	氩氟广告	2.26	100%	2.26	18.0	23.8	30.1	31.3		13	9	8	7	
	琥珀传播	1.95	100%	1.95	15.0	19.5	25.5	26.1		13	10	8	7	
	漫酷广告	3.44	85%	4.05										
	智趣广告	7.54	100%	7.54			58	75.4	98.02			13	10	8
	热源网络	0.84	20%	4.20			30	37.5				14	11	
天龙集团 (300063.SZ)	煜唐联创	13	100%	13.00		100.0	130.0	169.0			13	10	8	
	北京智创	2.34	100%	2.34	18.0	23.4	30.4	39.6		13	10	8	6	
	广州橙果	0.6	60%	1.00										
明家科技 (300242.SZ)	微赢互动	10.08	100%	10.08		71.5	93.3	120.0			14	11	8	
	云时空	3.32	89%	3.75		30.0	39.0	50.7			13	10	7	
	金源互动	4.09	100%	4.09	31.0	40.0	48.0	55.0		13	10	9	7	
	掌众信息	0.24	12%	2.00	20.0	28.0	36.0			10	7	6		
蓝色光标 (300058.SZ)	云时空	0.15	11%	1.32	12.0	15.6	20.3			11	8	7		
	多盟	17.72	100%	17.72										
省广股份 (002400.SZ)	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	
	蓝门数字	0.73	51%	1.43		13.0	16.0	20.0			11	9	7	
	省广先锋	1.65	49%	3.36		32.0	35.2				11	10		
	东信时代	1.13	15%	7.50		75.0	90.0	108.0			10	8	7	
	上海韵翔	2.27	55%	4.12		23.9	27.7	31.8			17	15	13	
	传漾广告	4.68	80%	5.85		36.0	46.8	60.8			16	13	10	
	上海恺达	2.52	85%	2.97	25.5	30.6	35.7	41.1		12	10	8	7	
科达股份 (600986.SH)	尚道公司	0.13	25%	0.50	5.0	7.0	8.4	10.1		10	7	6	5	
	广州中懋	1.88	55%	3.42	20.9	24.2	28.1		16	14	12			
	百孚思	6.08	100%	6.08		45.0	54.0	64.8			14	11	9	
	上海同立	4.46	100%	4.46		33.0	39.6	47.5			14	11	9	
	华邑众为	4.05	100%	4.05		30.0	36.0	43.2			14	11	9	
	雨林木风	5.4	100%	5.40		40.0	48.0	57.6			14	11	9	
	派瑞威行	9.45	100%	9.45		70.0	84.0	100.8			14	11	9	
	爱创天杰	9.52	100%	9.52			68.0	81.6	97.9			14	12	10
广博股份 (002103.SZ)	亚海恒业	11.9	100%	11.90			85.0	102.0	122.4			14	12	10
	智阅网络	7.14	100%	7.14			42.0	52.5	65.6			17	14	11
	数字一百	4.2	100%	4.20			30.0	36.0	43.2			14	12	10
华谊嘉信	浩耶上海	5.87	100%	5.87			40.0	46.0	53.2			15	13	11

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					
					2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	
(300071.SZ)	迪思传媒	4.6	100%	4.60	40.0	46.0	52.9			12	10	9			
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		
宜通世纪(300310.SZ)	中时代	0.36	40%	0.91	5.2	4.6	6.4			18	20	14			
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		
联创股份(300343.SH)	上海激创	10.15	100%	10.15		70.0	87.5	109.4			15	12	9		
	上海麟动	7.165	100%	7.17		34.0	50.0	62.5			21	14	11		
思美传媒(002712.SZ)	爱德康赛	3.250	100%	3.25		25.0	32.5	42.3	46.5		13	10	8	7	
	科翼传播	4.00	80%	5.00			35.3	40.2				14	12		
电广传媒(000917.SZ)	北京掌阔	10.40	80%	13.00		30.0	50.0	70.0				26	19		
	顺为广告	3.13	100%	3.13		25.0	32.5	42.3			13	10	7		
麦达数字(002137.SZ)	奇思广告	2.52	100%	2.52		18.0	23.4	30.4			14	11	8		
	利宣广告	0.70	100%	0.70		10.0	13.0	16.9			7	5	4		
深大通(000038.SZ)	冉十科技	10.50	100%	10.50		70.0	87.5	109.4			15	12	10		
	视科文化	17.00	100%	17.00		131.0	165.0	198.0	224.8		13	10	9	8	
	深圳力玛	8.00	89%	9.00		35.0	55.0	73.0	92.0		26	16	12	10	
联建光电(300269.SZ)	华瀚文化	3.64	100%	3.64		28.0	31.4	35.1	39.3		13	12	10	9	
	励唐营销	4.96	100%	4.96		31.2	37.4	44.9	53.9		16	13	11	9	
	远洋传媒	3.00	100%	3.00		20.0	24.0	28.8	34.6		15	13	10	9	
七喜控股(002027.SZ)	分众传媒	457.00	100%	457.00		2957.7	3421.6	3923.0			15	13	12		
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	58.3		14	11	8		
	亿万无线	3.24	100%	3.24		25.0	32.5	42.3			13	10	8		
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	122.0			22	14	10	
ST 中昌(600242.SH)	博雅科技	8.70	100%	8.70		30	60.0	81.0	105.0		29	15	11	8	
南通锻压(300280.SZ)	亿家晶视	15.05	100%	15.05			90.0	112.5	140.6			17	13	11	
	北京维卓	8.68	100%	8.68			62.0	82.5	109.7			14	11	8	
	上海广润	3.00	100%	3.00			25.0	32.5	42.3			12	9	7	
乐通股份(002319.SZ)	轩翔思悦	2.73	75%	3.64		28	36.4	47.3			13	10	8		
平均		855.05		888.32							14	13	12	9	9

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。

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	165	299	523	897	1,416
营业成本	98	159	290	522	879
毛利率	40.7%	46.9%	44.5%	41.8%	37.9%
营业税金及附加	1	1	1	3	6
营业费用	26	43	64	100	153
营业费用率	15.8%	14.3%	12.2%	11.2%	10.8%
管理费用	12	24	41	71	111
管理费用率	7.4%	8.2%	7.9%	7.9%	7.9%
财务费用	0	0	0	0	-1
财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
其他经营损益	-2	-1	0	0	0
营业利润	26	71	126	202	268
营业利润率	15.7%	23.6%	24.2%	22.5%	18.9%
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	1	2	2	2
利润总额	26	70	124	200	266
所得税	2	6	11	18	24
所得税率	7.4%	9.2%	9.0%	9.0%	9.0%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	25	64	113	182	242
净利率	14.9%	21.3%	21.7%	20.3%	17.1%
每股收益(元)(摊薄)	0.82	2.12	3.56	5.71	7.61

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	26	70	124	200	266
所得税支出	-2	-6	-11	-18	-24
折旧和摊销	3	6	9	18	29
营运资金变动	-12	-8	-19	-31	-37
其他	1	1	0	0	0
经营现金流	17	62	104	168	233
资本支出	-3	-16	-15	-20	-29
投资收益	0	16	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	-60	-6	-6	-6
投资现金流	-3	-61	-21	-26	-35
发行股票	0	19	2	0	0
负债变化	0	23	20	20	22
股息支出	0	-22	-6	-6	-6
其他	0	0	0	0	0
融资现金流	0	19	15	14	16
现金及现金等价物净增加额	13	20	99	156	214

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	20	41	138	291	502
存货	1	2	4	7	12
应收账款/票据	36	40	72	123	194
其他流动资产	5	12	21	34	48
流动资产	62	95	234	454	756
固定资产	4	15	22	25	27
长期股权投资	2	2	43	47	52
无形资产	4	2	2	2	2
其他长期资产	1	38	1	2	2
非流动资产	11	57	68	77	83
资产总计	73	153	303	531	839
短期借款	0	8	0	0	0
应付账款/票据	23	24	41	71	120
其他流动负债	24	41	40	44	49
流动负债	47	73	81	116	169
长期负债	0	7	42	62	84
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	7	42	62	84
负债合计	48	80	123	178	253
股本	11	30	32	32	32
资本公积和盈余公积	0	8	8	8	8
未分配利润	15	35	140	313	545
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	26	73	180	353	585
负债股东权益总计	73	153	303	531	839

指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率 (%)					
营业收入	197.6	81.1	74.9	71.6	57.9
营业利润	2,670.9	172.8	79.1	59.5	32.9
净利润	2,925.6	158.6	77.8	60.4	33.2
利润率 (%)					
毛利率	40.7	46.9	44.5	41.8	37.9
EBITMargin	15.7	23.6	24.2	22.5	18.9
EBITDAMargin	17.9	25.5	25.6	24.2	20.7
净利率	14.8	21.3	21.7	20.3	17.1
回报率 (%)					
净资产收益率	182.7	129.0	88.0	67.3	50.9
总资产收益率	46.0	56.2	49.7	43.6	35.3
其他 (%)					
资产负债率	64.8	52.2	40.7	33.5	30.2
所得税率	7.4	9.2	9.0	9.0	9.0
股利支付率	0.0	9.1	5.5	3.4	2.6

资料来源：中信量化投资分析系统

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) 本期报告涉及全国中小企业股份转让系统挂牌企业光音网络（835505）、银橙传媒（830999）、有米科技（834156）、点点客（430177），按照公司公告的信息，上述企业的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。

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。