

老牌 IDC 服务商与数字营销的深度嫁接

商中在线 (831916)

传统业务以域名注册服务带动虚拟主机和企业邮箱业务

公司传统业务为域名服务、虚拟主机服务、服务器租赁托管服务和企业邮局等服务。主要盈利模式为代理域名注册服务费、代理企业邮箱和虚拟主机服务费等收入。公司在域名领域处于国内第一梯队，根据公开转让说明书披露，公司 2013 年拥有域名 64 万个，位居行业第三位。IDC 评述网给出的国内各细分业务领域排名中，公司在域名注册上排名国内第六，在虚拟主机和企业邮箱领域均排名国内第九，具有较好的行业地位和口碑积淀。公司利用自身服务器端技术沉淀、运营经验和销售体系拓展微信互动营销服务，市场空间广阔。

并购三家标的，数字营销成为主要业务

本次重组共涉及三家标的，分别为无锡泛亚、新网互联软件、远近互动的 100% 股权，交易总额 40,020 万元。无锡泛亚主营业务为搜索引擎和电商平台广告代理；新网互联软件主营业务为域名注册、企业邮箱、虚拟主机业务；远近互动主营海外社交媒体运营与营销服务。在此次并购之后，公司将从基础 IDC 服务拓展到营销服务领域，提供包括搜索引擎、电商平台、社交媒体、微信平台多维度的数字营销服务，进而实现互联网整合营销服务。而原有 IDC 服务比重降低到 30% 左右，为营销服务提供底层支撑。

无锡泛亚主营互联网广告代理，区域客户群体优势明显

无锡泛亚主营业务为搜索引擎和电商平台广告代理。公司获得了 360 搜索在浙江、诚信通在江苏等省多地市独家代理资格，区域客户超过 1 万家，每月可为 5000 家客户提供上门服务。基于江浙地区大量中小企业聚集，公司潜在客户资源丰富。根据业绩承诺，无锡泛亚在 2016-2018 年税后净利将分别达到 1500、2000、2500 万，收购对应 16 年收购市盈率 14.67 倍，价格合理，预计并购将为公司带来稳定的利润和现金流来源。

新网互联为国内老牌 IDC 服务商之一，并购实现强强整合

新网互联科技是 CNNIC top10 的域名注册服务商；业务包括域名注册、虚拟主机、云邮箱、移动 APP 生成+运营与定制以等。2015 年新网互联科技分拆其域名、虚拟主机及云邮箱业务并出售给商中在线。该并购意味着国内排名居前的两大 IDC 服务企业实现业务整合。新网互联拥有上万家渠道商，年活跃用户数量在十余万量级，客户资源在区位上与商中在线形成互补，未来新网互联软件将成为商中在线的重要渠道，同时引入具有 10 年 IDC 服务经验的优秀团队和业内领先的 DNS 域名安全服务能力，预计将诞生域名服务、虚拟主机等领域的又一大龙头企业。

远近互动主营海外 SNS 营销，企业出海趋势带动增长

首次

不评级

王慷

wangsu@csc.com.cn

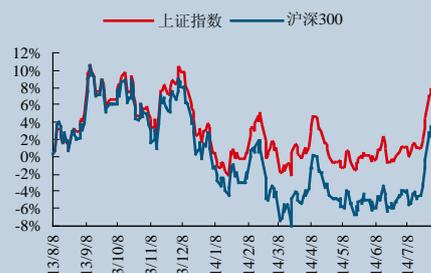
010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

发布日期：2016 年 5 月 5 日

当前股价：26.70

上证指数、沪深 300 走势图



相关研究报告



远近互动主营为企业客户提供中国品牌海外社会化营销服务。包括在 Facebook、Twitter 等 SNS 平台上的互动营销服务，策划专业活动及 Facebook 广告投放，名人等意见领袖营销，海外新闻营销等。主要客户为国内大型企业和事业单位，13-15 年前五大客户中包括了海南航空、美的、央视国际网络、复旦大学等，客户质量较高。远近互动业绩承诺 2016-2018 年税后净利不低于 800、1100、1500 万元，对应 16 年收购市盈率 12.5 倍，可比企业如微传播等市盈率普遍在 100 倍左右。

国内企业出海正在成为趋势，国内服务业 2000-2015 年出口复合增长 16.24%，其中 2015 年增长 56.45%。企业海外营销市场空间巨大，SNS 营销作为最具有原生性、内容化，最容易形成品牌粉丝效应的数字营销方式，在国内外均为最具发展潜力的营销手段之一。远近互动具有全外籍专业运营团队，Facebook、Twitter、YouTube、Pinterest、Google+ 等以及美通社、美国商业新闻社多平台营销渠道，海外整合营销能力优势明显。

数字营销行业快速增长，公司客户+合作方优势明显

数字营销包括了 PC 和移动端的搜索引擎广告、展示广告、视频广告、社交广告等不同类型的互联网广告，以及非广告的活动式营销、SCRM 系统等，市场规模快速扩大。根据艾瑞咨询数据，国内互联网广告在 2010-2014 年保持了 CAGR 49.33% 的增长，2015 年预计突破 2000 亿元。数字营销市场增长原因包括，流量增长+大数据应用能力成熟+优质效果带动需求增长。而国内数字广告在媒体占例相对海外依然偏低，提升空间巨大。

大股东江苏泛亚集团 2013 年入主公司，江苏泛亚是国内知名的互联网服务公司，业务涵盖了云计算、数字媒体营销、电子商务、跨境电商、电子政务、互联网金融等多个细分领域，与包括微软、谷歌、腾讯、新浪、百度、阿里巴巴、360、Linkedin 等具有深度合作，泛亚的主要业务近年来快速增长，且规模均为所在地区领先。商中在线作为集团唯一资本整合平台，业务注入预期明确，同时泛亚集团传统业务客户资源、销售体系与商中在线 IDC 服务传统客户资源的整合，预计将带动各细分业务规模不断扩张。

多业务并进，集中指向企业级服务市场及数据积累

公司在本次并购后，整合了域名注册、虚拟主机、企业邮箱、企业 IM、移动 SCRM、搜索引擎广告代理、海外 SNS 营销运营等多项服务，业务范围涵盖了企业在互联网和云端的诸多需求。未来结合泛亚集团其他传统业务后，可以为客户提供整合的企业级服务。这对于提升客户粘性和降低销售费用、快速抢占市场具有重要意义。此外在企业从信息化到在线业务进行的全流程中，公司可以获取大量的数据资源积累，从而向营销服务、企业咨询服务等领域提供数据支撑，实现服务与数据的正向反馈。

建议重点关注

基于 IDC 服务市场的稳定增长+数字营销市场的快速发展+泛亚集团旗下其他资产的整合预期，公司市场空间将不断提升；而由于公司老牌 IDC 的口碑积累+各领域运营团队优势+整体销售和客户资源优势+多业务协同潜力，预计公司将在各个细分市场占据一定优势。根据公司传统业务保持稳定经营+并购企业业绩承诺正常实现，预计公司 2016-2018 年净利润 3800、4600、5500 万，对应并购后 EPS 分别为 0.88、1.06、1.27 元，对应当前股价 26.70 元市盈率分别为 30X、25X、21X，公司相对 A 股 IDC 服务类企业和数字整合营销企业盈利能力领先，市盈率比例不足 50%，同时未来资产注入预期、新业务拓展带来较高业绩弹性，远近互动的独特模式和团队优势为国内领先，建议重点关注。

风险提示：1、公司新进入多个数字营销领域，存在一定业务拓展与整合风险；2、存在一定业绩承诺无法完成风险。



目录

一、公司传统业务为 IDC 服务	4
1、公司历史沿革和股权结构	4
2、公司传统业务为 IDC 服务	4
(1) 公司以域名注册服务带动虚拟主机和企业邮箱业务	4
(2) 公司域名服务业务位居国内第一梯队	5
(3) 内生拓展增值服务微信互动营销	5
二、并购及资产注入转型数字营销	6
1、公司并购三家标的，数字营销成为主要业务	6
2、无锡泛亚主营互联网广告代理，区位优势明显	6
(1) 公司主要代理好搜竞价排名与阿里诚信通广告	6
(2) 公司区域客户资源和销售能力优势明显	7
(3) 公司业绩爆发，对赌显现持续增长潜力	7
3、新网互联兼具域名业务与企业 IM 业务	8
(1) 新网互联为国内老牌 IDC 服务商之一，并购实现强强整合	8
(2) 公司推出企业即时通讯产品准讯，基于双方客户资源潜力巨大	8
4、远近互动主营海外 SNS 营销，企业出海趋势带动增长	9
(1) 远近互动主营海外 SNS 营销，客户质量上佳	9
(2) 国内企业出海趋势带动需求上升，公司具有渠道+运营能力优势	10
三、数字营销行业快速增长，公司客户+合作方优势明显	11
1、数字营销市场空间广阔	11
(1) 国内外数字营销市场迅速增长	11
(2) 流量+数据+需求增长带动，国内市场相对美国空间广阔	12
2、公司传统业务+集团优势，客户资源丰富	12
(1) 泛亚集团为国内领先的互联网服务公司	12
(2) 资产注入预期+渠道资源叠加，市场潜力巨大	13
四、业务矩阵初步形成，集中指向企业级服务市场及数据积累	13
五、建议重点关注	13
风险提示	14

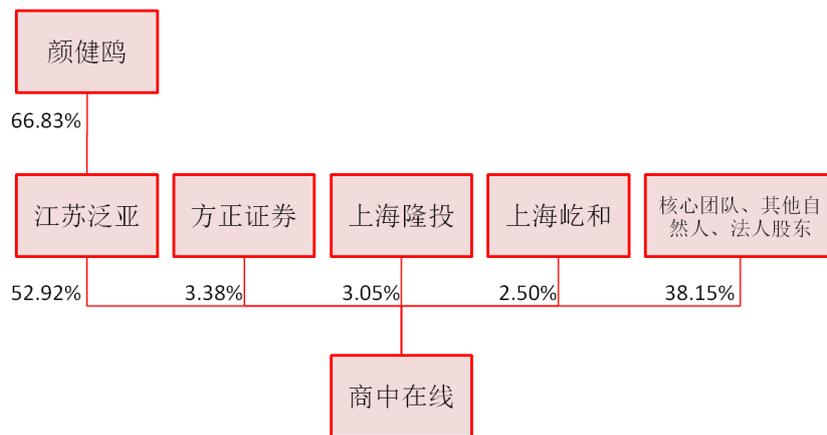
一、公司传统业务为 IDC 服务

1、公司历史沿革和股权结构

公司前身成立于 2007 年 11 月，由厦门互宇信息科技有限公司独资设立。2008 年 7 月，厦门互宇将出资额平价转让给陈银花、张伟杰；经过增资后，2012 年二人将出资额平价转让给厦门元景创投；2013 年，江苏泛亚以 3000 万元收购公司全部出资成为单一大股东。公司在多次股权转让中未改变以总经理林光辉为首的管理团队，业务保持了稳定。2014 年 8 月公司整体变更为股份有限公司，并于 2014 年 11 月挂牌新三板。

公司目前总股本 2560 万股，其中控股股东江苏泛亚占比 52.92%，江苏泛亚董事长颜健鸥为实际控制人。公司目前停牌实施资产重组计划，按照披露信息共发行 1776 万股，其中收购控股股东江苏泛亚旗下无锡泛亚共发行 936 万股。预计发行后总股本 4336 万股，江苏泛亚占总股本 52.83%，不改变当前控股情况。

图 1：公司股权结构



资料来源：WIND，商中在线重大资产重组报告书，中信建投证券研究发展部

2、公司传统业务为 IDC 服务

(1) 公司以域名注册服务带动虚拟主机和企业邮箱业务

公司传统业务为域名服务、虚拟主机服务、服务器租赁托管服务和企业邮局等服务。公司以域名注册服务吸引客户，从而开展后续增值的虚拟主机、企业邮箱等业务，业绩在 13-14 年保持了稳定增长。公司获得了国际域名及 IP 地址分配机构（ICANN）和中国互联网信息中心（CNNIC）认证授权，拥有国际顶级域名、国内域名注册资质。传统业务主要盈利模式为代理域名注册服务费、代理企业邮箱和虚拟主机服务费等收入。

表 1：公司传统业务情况

	2014				2013			
	主营业务收入	主营业务占比	毛利率	同比增长	主营业务收入	主营业务占比	毛利率	同比增长
域名销售	3,671.35	78.26		22.81	2,989.52	73.47	21.69	9.01
企业邮箱业务	948.27	20.21		11.43	851.02	20.91	69.00	-24.90



硬件	67.18	1.43	-13.51	77.67	1.91	74.15	93.35
软件销售	4.25	0.09	-97.18	150.89	3.71	47.51	263.33
合计	4,691.05	100.00	26.21	15.28	4,069.10	100.00	33.54

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

(2) 公司域名服务业务位居国内第一梯队

在域名领域, 公司处于国内第一梯队。根据公开转让说明书披露, 公司 2013 年拥有域名 64 万个, 在当时位居万网、新网之后的行业第三位。万网公司为中国最早开展域名服务的企业, 2009 年阿里将其国内业务收购, 并于 2013 年将其与阿里云整合, 形成新的阿里云服务体系。新网则为中国数码集团下属子公司, 是国内顶级的互联网基础应用服务提供商。

在专业 IDC 网站 IDC 评述给出的国内各细分业务领域排名中, 公司在域名注册上排名国内第六, 在虚拟主机和企业邮箱领域均排名国内第九, 在海外业务中同样排名前十, 具有较好的行业地位和口碑积淀。

图 2: 公司传统业务行业排名

域名注册			虚拟主机			企业邮箱		
1	万网		1	万网		1	263网络通	
2	易名中国		2	中国数据		2	万网	
3	新网		3	新网互联		3	35互联	
4	西部数码		4	35互联		4	西部数码	
5	爱名网		5	西部数码		5	华夏名网	
6	商务中国		6	时代互联		6	新网	
7	新网互联		7	新网		7	新网互联	
8	35互联		8	中资源		8	你好万维网	
9	美橙互联		9	商务中国		9	商务中国	
10	中国数据		10	美橙互联		10	东方网景	

资料来源: www.idcps.com, 中信建投证券研究发展部

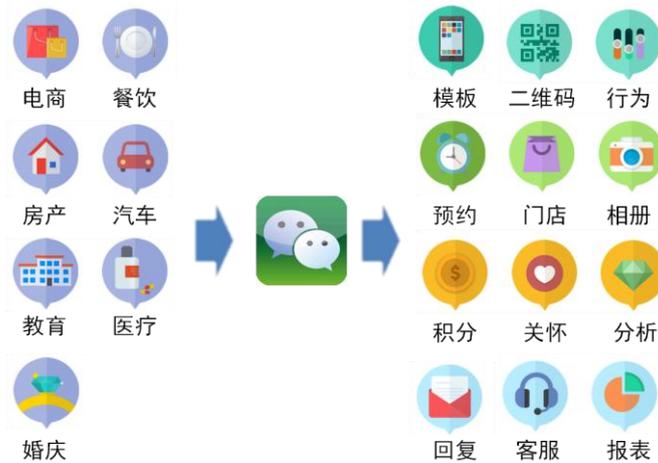
(3) 内生拓展增值服务微信互动营销

公司依托传统 IDC 服务, 拓展微信互动营销 SCRM (社会化客户关系管理) 系统商中微舟, 通过微信系统实时记录客户信息和管理会员体系。与传统 CRM 的只关注客户数据不同, 该产品更关注粉丝的互动过程, 关注粉丝对品牌的认同度。目前公司针对包括电商、餐饮、房地产、汽车、婚庆、医疗、教育等七个细分行业推出了定制化产品, 覆盖从建站 (模板、二维码、行为分析)、运营 (客服、报表、智能回复)、会员管理 (积分、智能关怀、粉丝分析) 以及拓展微应用 (预约、门店、相册) 等多个方面。

公司产品与当下营销的社交化、互动化趋势相符。SCRM 系统基于即时通讯产品的强用户粘度和关联性, 实现客户与企业、客户与客户之间的实时沟通, 从而增强了企业品牌与客户之间的关联。同时依据社交互动, 可以获得更多客户直接信息反馈, 对于企业提升产品质量及销售效率具有重要补充作用。

相对国内同类企业 (如点点客) 等, 微舟的优势在于服务器端的技术沉淀+运营经验积累; 同时基于商中 IDC 服务的销售体系, 产品得以快速拓展。

图 3：微舟产品结构示意图



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

二、并购及资产注入转型数字营销

1、公司并购三家标的，数字营销成为主要业务

公司于 2015 年 6 月起停牌实施重大资产重组。根据 2016 年 2 月披露的重大资产重组报告书，本次重组共涉及三家标的，分别为无锡泛亚、新网互联软件、远近互动的 100% 股权。交易总额 40,020 万元，其中向无锡泛亚股东江苏泛亚支付现金 3300 万元+增发 936 万股，共作价 22,020 万元；向新网互联软件股东新网互联科技增发 400 万股作价 8,000 万元；向远近互动股东支付现金 1,200 万元+增发 440 万股共作价 1 亿元。

无锡泛亚主营业务为搜索引擎和电商平台广告代理；新网互联软件主营业务为域名注册、企业邮箱、虚拟主机业务，并拓展企业；远近互动主营海外社交媒体运营与营销服务。在此次并购基础上，公司将从**基础 IDC 服务拓展到营销服务领域，提供包括搜索引擎、电商平台、社交媒体、微信平台多维度的数字营销服务，进而实现互联网整合营销服务。而 IDC 服务比重降低到 30% 左右，为营销服务提供底层支撑。**

2、无锡泛亚主营互联网广告代理，区位优势明显

(1) 公司主要代理好搜竞价排名与阿里诚信通广告

无锡泛亚主营业务为搜索引擎和电商平台广告代理。旗下全资子公司搜派 70% 的业务来自搜索引擎代理，针对 360 搜索引擎的竞价排名提供 SEM 服务，主要盈利模式为按照广告点击/包段计费所获得的广告投放佣金收入。公司已取得 360 好搜在浙江宁波、舟山、绍兴和台州地区的总代理商资格，目前除了宁波本地，已于 2015 年下半年在绍兴地区开展业务，舟山和台州地区还属于空白状态，市场空间较大。此外 30% 业务为企业域名、邮箱、建站等服务，与商中传统业务契合并补充区域销售渠道。

另一家子公司无锡易联主要从事阿里巴巴诚信通代理业务，具有在无锡、昆山、连云港、常州、南京、泰州开展诚信通、网销宝业务的资质。同时提供基于电商平台店铺的网站建设、版面设计、后台管理服务等。主要盈利模式为阿里通过诚信通签单量和网销宝续费金额提供的返点佣金。



(2) 公司区域客户资源和销售能力优势明显

由于相关区域代理资格的独占性，公司在江浙地区的代理业务已服务超过 1 万家客户。通过超过 120 人的销售队伍，公司可以每月与 30000 家客户建立联系，并为 5000 家客户提供上门服务。基于公司所在的江浙地区大量中小企业聚集的情况，公司潜在客户资源丰富。

而由于 360 好搜在国内的搜索引擎领域快速发展，尤其在 2016 年以来以央视“So 靠谱”广告、《美人鱼》植入广告、成为 CCTV《晚间新闻》等数据合作方、联手昆仑万维收购老牌浏览器 Opera 等举动，形成了大量引流。从 Alexa 统计数据来看，360 搜索的排名在 2016 年飞跃式发展，已经从全球 300-500 名跃升至前 100，并在近期保持了稳定。网站流量的大幅增长，将带动 360 搜索在流量变现方面的需求提升，以及广告主对于 360 竞价排名的重视，因此公司代理 360 搜索业务将有望持续扩大。

图 4：无锡泛亚营业收入在 15 年爆发

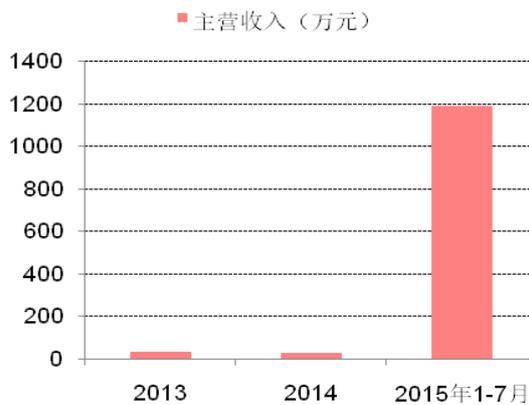


图 5：360 搜索 Alexa 排名变化



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

(3) 公司业绩爆发，对赌显现持续增长潜力

无锡泛亚在 2013-14 年业务规模较小，主要为子公司无锡易联的诚信通代理业务，14 年客户中阿里巴巴占比超过 50%。而 14 年下半年成立子公司搜派，15 年开始在 360 搜索推广等业务上发力，主营业务收入大幅增长。

根据业绩承诺，无锡泛亚在 2016-2018 年税后净利将分别达到 1500、2000、2500 万，呈现稳步增长态势。按照此次收购价格 2.20 亿元，对应 16 年收购市盈率 14.67 倍，PEG 为 0.44；同时公司以 20 元/股支付兑价，对应商中在线 14 年市盈率 108.95 倍、TTM 市盈率 63.82 倍，估值较高，因此实际并购无锡泛亚成本较低。

参考上市公司联建光电 15 年 12 月对深圳力玛的收购，后者主要代理 360 好搜在广东地区的业务，业绩承诺 16 年税后净利 5500 万元，收购作价 90,036 万元，对应 16 年市盈率 16.37 倍，与公司收购无锡泛亚估值相仿。



表 2: 搜索引擎营销相关并购案例

并购方	并购标的	标的主营业务	14 年收入 (万元)	14 年净利 (万元)	16/17 业绩 承诺(万元)	收购价格 (万元)	收购 PE 16 年
商中在线	无锡泛亚	360 好搜宁波、舟山、绍兴和台州地区总代理, 阿里诚信通相关地区代理, 客户数量一万家	27.14	-38.73	1500/2000	22,020	14.68
联建光电	深圳力玛	360 好搜广东地区独家代理, 客户数量三万+	24,805.75	178.24	5500/7300	90,036	16.37
天龙集团	煜唐联创	通过品众互动品牌, 从事百度、360 等 SEM 全国性代理, 多家 KA 与上万中小客户	188,085.04	6563.38	13000/1690 0	130,000	10.00

资料来源: 公开资料, 中信建投证券研究发展部

3、新网互联兼具域名业务与企业 IM 业务

(1) 新网互联为国内老牌 IDC 服务商之一, 并购实现强强整合

新网互联软件为国内老牌 IDC 服务企业新网互联科技下属子公司。新网互联科技业务包括多类别顶级域名注册、虚拟主机、云邮箱、移动 APP 生成+运营与定制以及 12114 信息名址增值应用等产品和综合网络服务。公司是 CNNIC top10 的域名注册服务商, 多次被评为五星注册服务商; 同时, 根据 IDC 测评、中商情报网等网站排名, 新网互联科技在域名、云邮箱等服务方面均位居国内前列。

2015 年, 新网互联科技将其域名服务、虚拟主机服务及云邮箱业务注入子公司新网互联软件, 随后出售给商中在线。由于注入时间较晚, 2015 年 1-9 月子公司仅产生收入 964.37 万元。该项并购意味着国内排名居前的两大 IDC 服务企业实现业务整合。新网互联拥有上万家渠道商, 年活跃用户数量在十余万量级, 先后在国内开设上海、广州、深圳、南京、杭州、成都、福州、青岛、西安等 9 个分支机构, 客户资源在区位上与商中在线形成互补, 未来新网互联软件将成为商中在线的重要渠道, 同时引入了具有 10 年 IDC 服务经验的优秀团队和业内领先的 DNS 域名安全服务能力, 预计将诞生域名服务、虚拟主机等领域的又一大龙头企业。

而基于此次并购, 公司拓展了与诸多服务器供应商、域名服务商的合作, 包括百度云、美国 IDC 巨头 Godaddy 等, 都将成为公司在 IDC 服务领域的重要助力。基于 IDC 服务在整个云计算领域的基础地位, 未来 IDC 服务市场依然具有较大发展潜力, 而公司有望借助并购获取卡位优势。

(2) 公司推出企业即时通讯产品准讯, 基于双方客户资源潜力巨大

新网互联在企业云邮箱、移动邮箱基础上, 拓展即时通讯产品准讯, 目标为国内庞大的企业级服务市场。准讯产品可以实现企业内部的 PC+移动端多平台协同作业, 目前向公司原有云邮箱用户免费提供, 同时采用开发平台模式, 客户可以用其他邮箱系统账户注册接入, 并形成企业通讯录。

图 6：准讯业务范围示意图

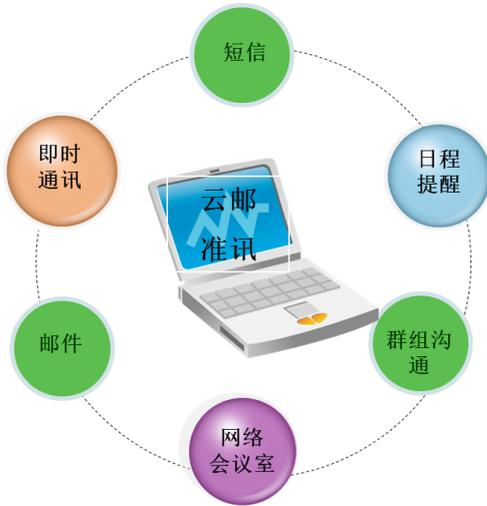


图 7：准讯界面示意图



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

基于新网互联云邮既有的 10 年运行经验与数十万活跃用户，加之商中在线及江苏泛亚平台的广泛渠道资源，未来准讯产品在企业级 IM 市场有望占据一席之地，并以此为入口向后端的整体企业级 SaaS 服务市场延伸，未来增值服务收费模式潜力巨大。

4、远近互动主营海外 SNS 营销，企业出海趋势带动增长

(1) 远近互动主营海外 SNS 营销，客户质量上佳

远近互动成立于 2013 年，主营为企业客户提供中国品牌海外社会化营销服务。包括在 Facebook、Twitter 等 SNS 平台上的互动营销服务，如注册帐号、设计页面、提供创意性内容策划、吸引粉丝关注并提升粉丝黏性；策划专业活动及 Facebook 广告投放，吸引流量提高页面活跃度，扩大品牌影响力。此外还借助名人、红人等意见领袖的影响力提升品牌或产品口碑，快速、高效提升品牌知名度；通过专业的海外新闻营销团队，利用具有新闻价值的事件，帮助客户制造新闻热点吸引媒体和社会公众的注意与兴趣。

公司主要客户为国内大型企业和事业单位，13-15 年前五大客户中包括了海南航空、美的、央视国际网络、复旦大学等，客户质量较高。

图 8：远近互动大客户示意图



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

公司自 2013 年成立至 2015 年 1-9 月，收入和利润年快速上升，从收入 70.72 万元、净利-73.68 万元，快速增长到收入 1255.50 万元、净利 182.61 万元。而根据原股东业绩承诺，远近互动 2016-2018 年税后净利不低于 800、1100、1500 万元，对应收购价格 1 亿元，16 年收购市盈率 12.5 倍。可比企业如微传播等，其市盈率普遍在 100 倍左右，相对估值提升空间较大。

图 9：远近互动收入利润快速上升

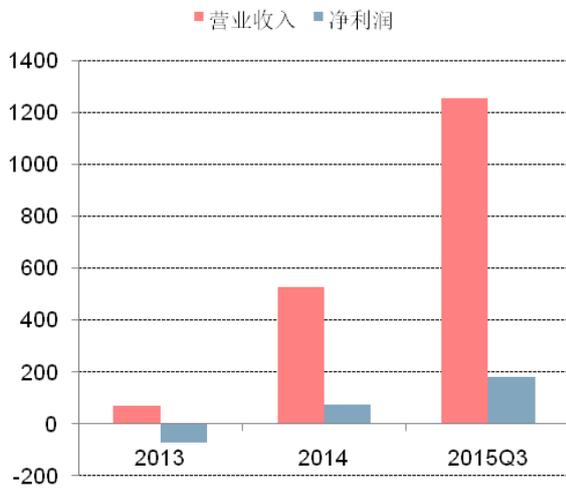
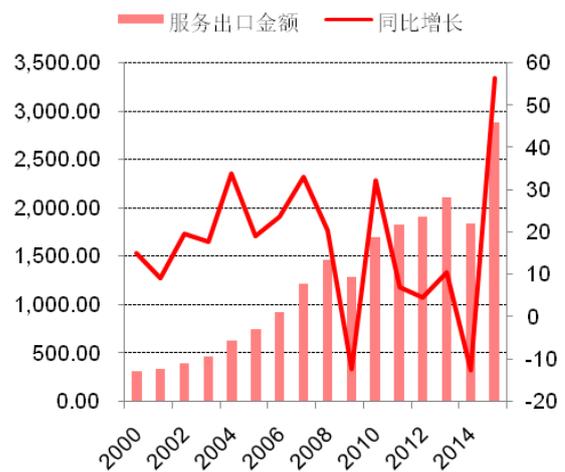


图 10：中国企业出海趋势明显



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

(2) 国内企业出海趋势带动需求上升，公司具有渠道+运营能力优势

国内企业出海正在成为趋势，一大批中国企业正在向东南亚、印度等相对空白市场以及欧美等传统发达国家市场进军。其核心逻辑在于，国内目前拥有诸多世界顶级的产品和商业模式，而由于内需不振和竞争加剧，许多企业在国内市场开拓成本不断上升，因而向国外推广成为更优的选择。事实上国内家电、纺服等产品的出海早已有之，而目前以互联网企业为代表的服务行业、消费品行业等出海浪潮也不断兴起。

其中最为典型的为服务业，2000 年我国服务贸易出口金额 301 亿美元，而 2015 年增长到 2882 亿美元，复



合增长率达到 16.24%，其中 2015 年呈现爆发式增长，同比增长高达 56.45%。基于国内企业的出海趋势日趋明显，企业海外营销市场空间巨大。而 SNS 营销作为数字营销行业中最具有原生性、内容化，最容易形成品牌粉丝效应的营销方式，在国内外均为最具发展潜力的营销手段之一。

远近互动在这一行业中优势在于：①公司拥有专业的全外籍内容营销、广告策划和执行团队，占公司总人数一半，拥有天然的多语言与文化覆盖能力优势，在国内企业中首屈一指。②同时远近互动与 Facebook 平台建立了多渠道合作关系，已取得 Facebook 大中华区优质旅游合作伙伴认证资质，同时也被 Twitter 评为 2015 年度最佳合作代理商之一，海外渠道具有一定优势。③公司在 Facebook、Twitter、YouTube、Pinterest、Google+ 等平台均拥有运营许可，且多处为国内首家获得，同时与美通社、美国商业新闻社签有协议，可进行两大新闻社的新闻营销服务，多渠道整合营销能力优势明显。

基于中国企业出海意愿不断增强+SNS 营销的优越性，预计市场空间将不断增大；而由于公司在该领域的运营团队和合作渠道优势，随着商中和江苏泛亚的销售渠道和客户资源引入，公司有望获得国内客户数量的快速拓展，从而带动收入利润的增长。

三、数字营销行业快速增长，公司客户+合作方优势明显

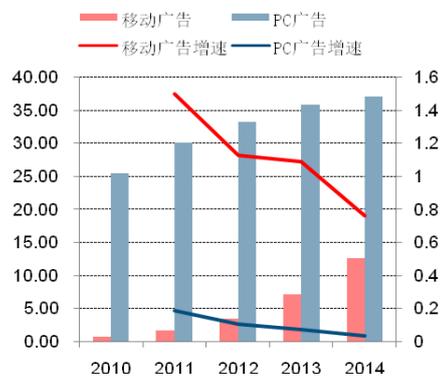
1、数字营销市场空间广阔

(1) 国内外数字营销市场迅速增长

图 11：国内互联网广告市场（亿元）



图 12：美国移动和 PC 广告市场（十亿美元）



资料来源：艾瑞 IAB 中信建投证券研究发展部

从总体看，数字营销包括了 PC 和移动端的搜索引擎广告、展示广告、视频广告、社交广告等不同类型的互联网广告，以及非广告的活动式营销、SCRM 系统等，市场规模快速扩大。根据艾瑞咨询数据，国内互联网广告在 2010-2014 年保持了 CAGR 49.33% 的增长，2015 年预计突破 2000 亿元。其中移动广告市场增长速度最快，过去 4 年增速均在 100% 以上，15 年将突破 600 亿元。而在互联网广告最为领先的美国，据互动广告署 (IAB) 统计，2014 年互联网广告收入 495 亿美元，同比增长 15.65%。2015 年网络广告支出占媒体广告总支出的 31.8%，到 2019 年份额将增长至 41.4%。

(2) 流量+数据+需求增长带动，国内市场相对美国空间广阔

互联网广告市场增长迅速的核心在于：

①互联网流量，尤其是移动端流量飞速增长。根据易观国际数据，国内移动互联网市场从2008年的159亿元到2015年增长到3万亿元，复合增长率超过100%。由此带来的流量巨大增长和变现需求催生了互联网数字营销行业的增长。

②大数据及相关技术的不断进步和应用，带来了数据使用能力的提升，也催生了数据变现的需求，而互联网精准营销成为大数据变现最为直接也是最为巨大的应用领域。

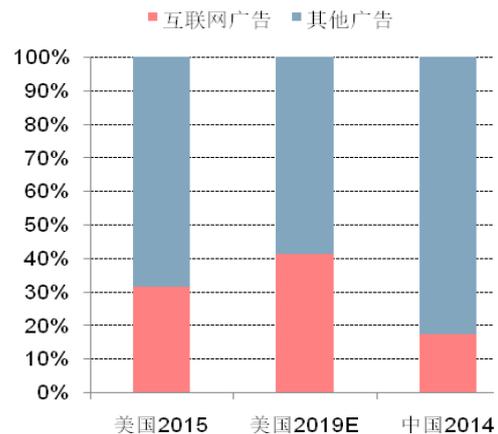
③基于互联网广告的精准性和成本集约性，下游广告主对于互联网广告的重视程度不断提升，互联网广告预算逐渐超过传统媒体，形成了对数字营销行业的良好正向循环。

此外，国内数字广告在媒体广告中的比例相对海外依然偏低，提升空间巨大。

图 13：国内移动互联网市场（亿元）



图 14：互联网广告预算占比



资料来源：艾瑞 IAB 中信建投证券研究发展部

2、公司传统业务+集团优势，客户资源丰富

(1) 泛亚集团为国内领先的互联网服务公司

公司大股东江苏泛亚集团成立于 2007 年，现有员工 1000 余人，是一家致力于软件开发、互联网信息服务及软件外包服务的高新技术企业。江苏泛亚旗下拥有 5 家下属企业、7 家分支机构，业务遍布全国及东南亚地区，涵盖了云计算、数字媒体营销、电子商务、跨境电商、电子政务、互联网金融等多个细分领域。

泛亚作为多家互联网巨头的重要合作伙伴，与包括微软、谷歌、腾讯、新浪、百度、阿里巴巴、360、LinkedIn 等具有深度合作，从事的领域包括：数字营销代理与运营（包含百度、谷歌、Bing、360 等各大搜索引擎代理及全球主流社交媒体互动营销）、微软云、支付宝代理、阿里巴巴诚信通及网销宝业务、蚂蚁金服 P2P 代理等。

泛亚在 2011 至 2013 连续三年获得百度中小业务体系第一，是国内中小企业互联网服务行业的领跑者之一。伴随数字营销市场的快速增长，泛亚的主要业务近年来快速增长，且规模均为所在地区领先。

(2) 资产注入预期+渠道资源叠加，市场潜力巨大

商中在线目前作为江苏泛亚集团旗下唯一登陆资本市场的企业，预计将成为泛亚进行资产整合、实现资产证券化的重要平台，对商中价值的评估应当加入泛亚因素的考虑。预计随着未来泛亚业务的不断注入，商中在线将有望实现持续外延式规模扩张。

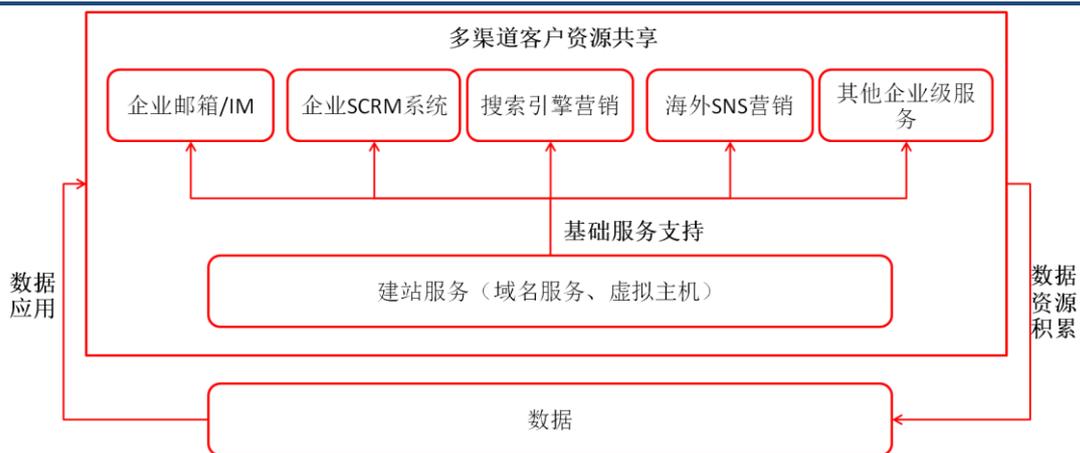
此次并购后，无锡泛亚在浙江宁波、舟山等地及江苏南京、常州等地的渠道资源，新网互联软件在全国多地的销售渠道，以及泛亚集团传统业务客户资源、销售体系与商中在线传统 IDC 服务客户资源的整合，可以实现相关服务体系的融合与完善，预计各细分业务规模将得以不断扩张。

四、业务矩阵初步形成，集中指向企业级服务市场及数据积累

公司在此次并购后，整合了建站服务（域名注册、虚拟主机）、企业邮箱、企业 IM、移动 SCRM、搜索引擎营销、海外 SNS 营销运营等多项服务，业务范围涵盖了企业在互联网和云端从建站到运营推广的综合需求。未来以域名+虚拟主机服务为基础，支撑内容策划、互联网全案营销解决方案，可以为客户提供整合的企业级服务，实现企业互联网需求一站式解决方案。这对于提升客户粘性和降低销售费用、快速抢占市场具有重要意义。基于公司在 IDC 服务领域的积累+纯正的互联网基因+强大的销售渠道和地推能力，预计将在抢占 SaaS 服务客户资源方面处于领先地位。

此外在企业从信息化到在线业务进行的全流程中，公司可以获取大量的数据资源积累，从而向营销服务、企业咨询服务、金融服务等领域提供数据支撑，实现服务与数据的正向反馈。

图 15：公司业务结构



资料来源：中信建投证券研究发展部

五、建议重点关注

基于 IDC 服务市场的稳定增长+数字营销市场的快速发展+泛亚集团旗下其他资产的整合预期，公司市场空



间将不断提升；而由于公司老牌 IDC 的口碑积累+各领域运营团队优势+整体销售和客户资源优势+多业务协同+数据资源积累潜力，预计公司将在各个细分市场占据一定优势。

表 3：公司与 A 股 IDC 服务、整合数字营销企业对比

证券代码	证券简称	总市值 亿元	PE(TTM)	毛利率 2015 %	销售净利 率 2015 %	营业收入 2015 万元	营收增长 率 2015 %	归母净利 润 2015 万元	归母净利 润增长率 2015 %
831916.OC	商中在线	6.84	62.14	24.01	11.10	10,014.61	113.48	1,111.47	136.52
300051.SZ	三五互联	55.11	-69.11	67.12	-35.04	24,896.41	-11.05	-7,974.52	-1,534.13
002131.SZ	利欧股份	260.38	105.80	22.96	5.46	439,447.57	52.89	24,609.63	36.78
300242.SZ	明家联合	101.39	198.32	13.02	6.14	91,614.16	442.10	5,112.48	1,147.36

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

根据公司传统业务保持稳定经营+并购企业业绩承诺正常实现，预计公司 2016-2018 年净利润 3800、4600、5500 万，对应并购后 EPS 分别为 0.88、1.06、1.27 元，对应当前股价 26.70 元市盈率分别为 30X、25X、21X。公司相对 A 股 IDC 服务类企业和数字整合营销企业盈利能力领先，市盈率比例不足 50%，同时未来资产注入预期、新业务拓展带来较高业绩弹性，远近互动的独特模式和团队优势为国内领先，建议重点关注。

风险提示

- 1、业务拓展风险：公司新进入多个数字营销领域，存在一定业务拓展与整合风险。
- 2、业绩承诺风险：多家并购标的签订了业绩承诺，存在一定业绩承诺无法完成风险。



分析师介绍

王慷: 中国科学院金属研究所工学博士，非金属建材行业分析师。2013、2014 年度作为团队核心成员获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

报告贡献人

张怀 15901025279 zhanghuai@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622