



中信证券
CITIC SECURITIES

新三板数字营销行业2017年投资策略

国内流量瓶颈渐现，海外营销趋势渐起

中信证券研究部 新三板组

胡雅丽/刘凯

2016年11月25日

中信证券研究部新三板团队：积淀产生力量，前瞻产生价值



胡雅丽 中信证券董事总经理MD，新三板首席分析师

武汉大学管理学硕士。《新财富》白金分析师。

证券从业13年。2003年7月进入招商证券研发中心从事家电行业研究；2007年加入中信证券研究部。

2005-2013年连续9年《新财富》金牌分析师“家电行业”第1名。

刘 凯 中信证券副总裁VP，新三板高级分析师

北京航空航天大学自动化系硕士，北京大学经济学双学士。

证券从业6年。2014年加入中信证券研究部。



2015年至今，数字营销行业的深度覆盖、定价研究和持续跟踪

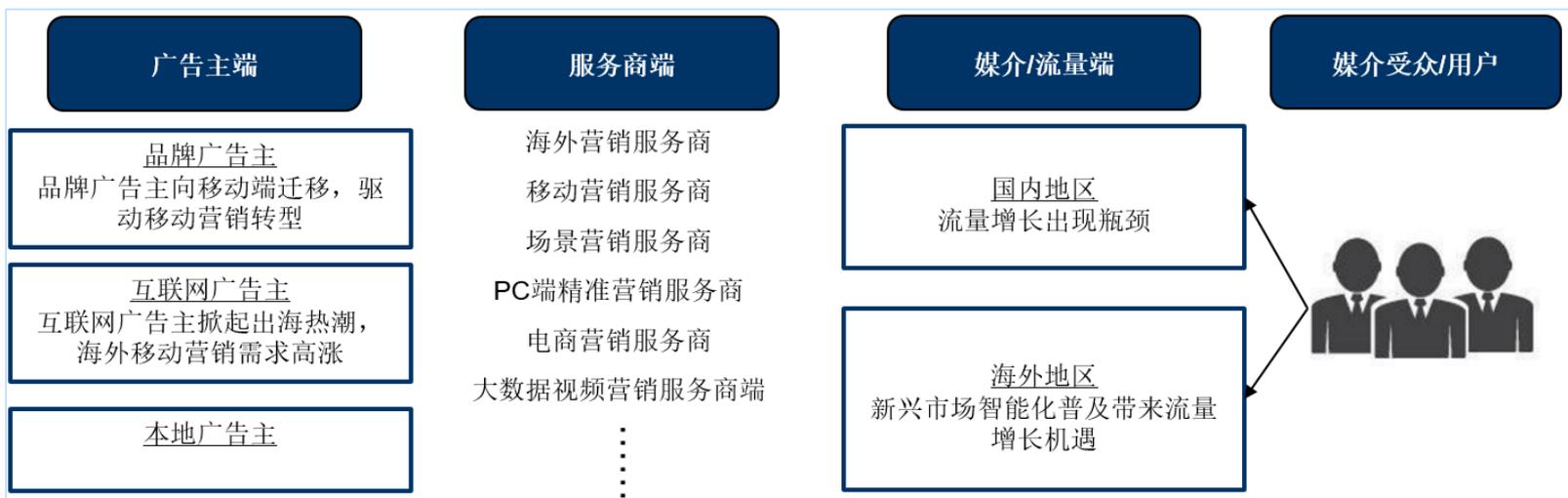
- **10余篇行业研究报告：**《2015年下半年投资策略—智慧生活大幕开启，营销浪潮风起云涌》、《深度研究报告之一—微信商业帝国强势崛起，O2O、微商和互联网金融浪潮风起云涌》、《深度研究报告之二—90后消费新主张，数字营销浪潮风起云涌》、《人工智能专题报告之营销篇—人工智能和大数据时代的广告营销变革与重构》等10余篇行业研究报告；
- **20余篇公司报告：**（1）《光音网络》、《沃捷传媒》、《点点客》、《银橙传媒》、《哇棒传媒》、《喜宝动力》6篇投资价值分析报告和相应的跟踪报告；（2）《亿玛在线》、《璧合科技》等10余篇公司研究报告；
- **3场大型数字营销论坛：**（1）2015年5月中信证券中期策略会数字营销专场；（2）2015年11月中信证券“探索90后消费新主张”主题论坛中协办数字营销专场。（3）2016年4月“人工智能”产业研讨会数字营销专场。

投资聚焦：四维研究框架

■ 研究框架：广告主端、媒介/流量端、服务商端、受众的四维框架

- 需求方即广告主端：包括品牌广告主、互联网效果广告主、本地广告主三类。
- 供给方即媒介端：包括PC、移动等媒体或其他形态的流量提供方。
- 数字营销服务商：帮助广告主完成对媒介端的广告制作和互联网媒介投放，不同服务商在制作和投放环节各有侧重。

图：数字营销行业供需分析框架



资料来源：中信证券研究部

投资聚焦：十大财务指标深度评比

- **十大指标深度评比数字营销公司。**今年我们首创了以十大指标对数字营销公司进行打分并排位的评价方法，选取**营业收入、收入增速、扣非净利润、扣非净利润增速、应收账款周转天数、经营活动现金流、货币资金、毛利率、扣非净利率、ROE等10项**反映数字营销公司经营情况和竞争力情况的财务指标，对**108家**新三板数字营销公司进行打分评比。
- 我们以**2015年年报和2016年中报**作为统计样本，排名前**5位**的分别是**多点科技、微传播、盘石股份、光音网络、巨网科技**。

表：数字营销行业2015和2016H1十大财务指标汇总

财务指标	2015	2016H1	财务指标	2015	2016H1
营业收入（百万元）	13,018.8	10,111.9	扣非净利率（%）	7.12%	6.98%
收入增速（%）	78%	121%	应收账款周转天数	73	102
扣非净利润（百万元）	927.6	705.8	经营活动现金流（百万元）	-32.8	-1,219.4
扣非净利润增速（%）	105%	302%	货币资金（百万元）	4,061.2	4,612.1
毛利率（%）	10.1%	8.6%	ROE（扣非、加权平均）	46.0	4.6

资料来源：中信证券研究部整理

投资聚焦：关注六大主线的优质公司

- 综合考虑公司业务成长性（16~18年净利润CAGR>30%）和估值水平（2017年PE<30X），我们建议按照六大主线关注新三板数字营销行业的优质公司，其中“数字”表示“15和16H1的十大指标综合排名”、“Z”表示“具有二级市场配置价值”、“D”表示“可以参与定增或老股转让”。
 1. 海外营销：易点天下（排名第7）（D）、汇量科技（排名第19）、木瓜移动（排名第66）（D）。
 2. 移动营销：多点科技（排名第1）（D）、哇棒传媒（排名第37）（Z、D）、仙果广告（排名第13）（Z、D）、易简集团（排名第34）（Z）、沃捷传媒（排名第34）（Z）。
 3. 场景营销：光音网络（排名第4）（Z）、点点客（排名第12）（Z、D）、道有道（排名第27）（Z、D）。
 4. PC端精准营销：银橙传媒（排名第9）（Z）、璧合科技（排名第34）（Z、D）、巨网科技（排名第5）、新数网络（排名第29）（Z）。
 5. 电商营销：喜宝动力（排名第16）（D）、亿玛在线（排名第25）（Z）、网创科技（排名第13）（D）。
 6. 视频营销：剧星传媒（排名第42）、影谱科技（排名第45）（D）。

目录

- 一. 媒介端：国内流量瓶颈渐现，流量价格持续攀升
- 二. 媒介端：海外流量增长迅猛，中国互联网出海浪潮高涨
- 三. 广告主端：互联网效果类广告主掀起出海浪潮
- 四. 广告主端：本地广告主增长迅猛，品牌广告主向移动端加速转移
- 五. 服务商端：三板已现巨大集群，海外营销行业巨头林立
- 六. 十大指标深度评比新三板数字营销公司
- 七. 风险因素
- 八. 新三板数字营销行业估值分析和投资策略

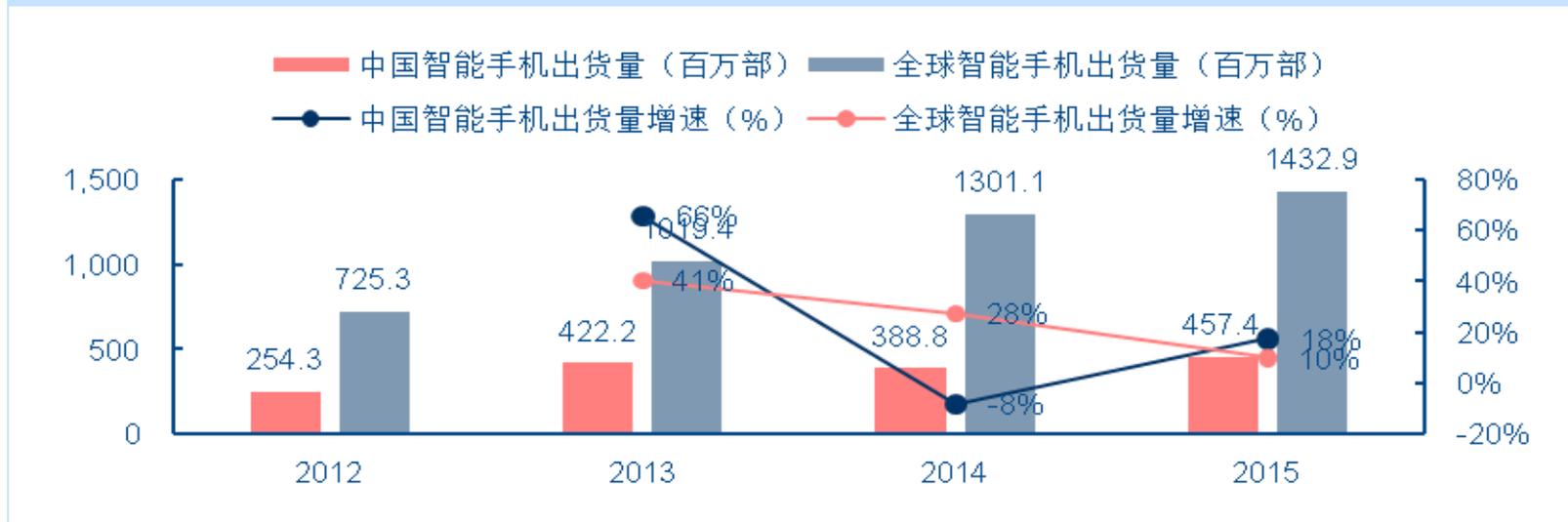
一、媒介端：国内流量瓶颈渐现，流量价格持续攀升

1. 国内流量增速放缓，头部流量趋于集中，长尾流量逐步萎缩
2. 广告仍是流量变现最重要的路径，BAT广告收入快于行业平均
3. 搜索类广告和展示类广告占比60%，社交类广告趋势渐起

1.国内流量增速放缓，头部流量趋于集中，长尾流量逐步萎缩（1/5）

- **中国智能手机渗透趋于饱和，移动互联网流量增速放缓。**2012年，每个季度中国智能手机用户数都在以高于100%的速度快速增长，2013年增速开始有所下降，而到了2015年，中国智能手机用户数在每个季度的增速均未超过5%。目前中国市场的智能手机渗透率已超过70%，高渗透率意味着新用户增长缓慢，中国的移动互联网市场已进入成熟期。

图：中国与全球智能手机出货量



资料来源：Wind，中信证券研究部

1.国内流量增速放缓，头部流量趋于集中，长尾流量逐步萎缩（2/5）

■ 国内互联网流量市场从增量市场转入存量市场。

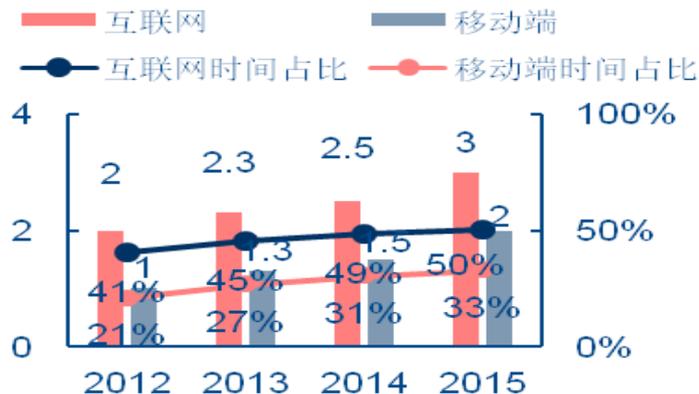
- ▶ **我国互联网用户增长放缓。**目前我国互联网普及率已超50%，超过全球和亚洲平均水平，增速放缓。其中手机网民占比超90%，智能手机渗透率已超过70%，2015年智能手机用户数季度的平均增速不足5%。
- ▶ **人均上网时长接近极限。**中国网民平均每日互联网使用时间达到3小时，占每日媒体使用时间的50%，而美国和英国互联网媒体使用份额分别是46%和48%。

图：中国网民规模及增速



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图：互联网和移动端用户每日使用时长（小时）



资料来源：eMarketer，中信证券研究部

1.国内流量增速放缓，头部流量趋于集中，长尾流量逐步萎缩（3/5）

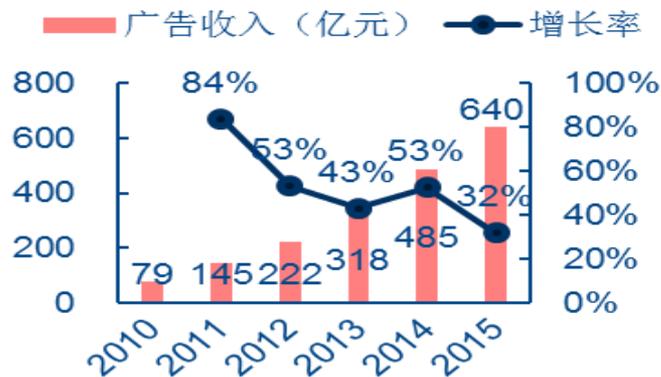
- 国内流量市场现状和趋势：头部流量趋于集中，中小流量逐步萎缩。根据中国信息产业网的数据，截止2015年年底，我国用户月均移动互联网接入流量达到**389MB**，同比增长**90%**，“PC+移动”流量的总体市场规模约**650亿MB**，2017年预计增幅**55%**，流量总量将达**1000亿MB**左右，其中大部分的增长来自于头部信息流广告。当前移动端流量主要可分为**头部信息流广告、应用市场、视频媒体、中小媒体**四大类，其中：
 - **头部信息流广告**强势增长，品效合一的广点通持续领跑；
 - **移动应用市场**的用户增长放缓，手机网民规模趋近饱和，移动流量涨幅基本上来自三四线城市，广告位置将进一步深化开放；
 - **视频媒体**用户趋稳，视频媒体领域竞争格局稳定，近期开放性地加入搜索信息流广告等，不断拓宽目标客户领域；
 - **中小流量**萎缩。当前用户使用习惯趋向头部，留给中小媒体的机会非常少，我们预计中长尾媒介或被头部吸收，或抱团组成联盟。

1.国内流量增速放缓，头部流量趋于集中，长尾流量逐步萎缩（4/5）

■ 头部流量趋于集中

- ▶ 百度2015年广告营收为640亿元，广告主的平均消费额接近6万元，相比2011年增长200%。
- ▶ 新浪微博广告收入增长率远大于平台活跃用户增长率，2015年月活跃用户为2.36亿人，相比2013年增长82%，而2015年广告收入为4.78亿元，相比2013年增长154%。

图：百度广告收入和增长率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图：新浪微博广告收入和月活跃用户数



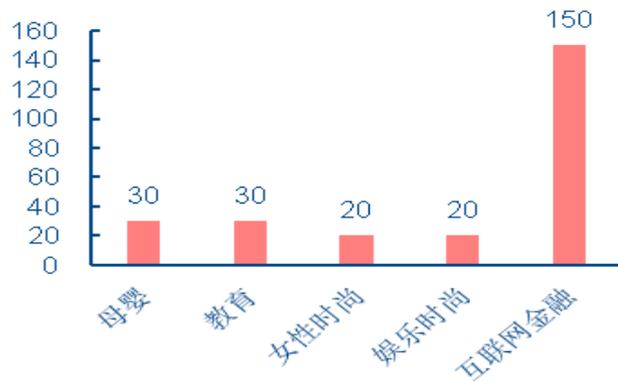
资料来源：Wind，中信证券研究部

1.国内流量增速放缓，头部流量趋于集中，长尾流量逐步萎缩（5/5）

■ 国内流量增长放缓和流量价格上涨导致APP获客成本逐年攀升。

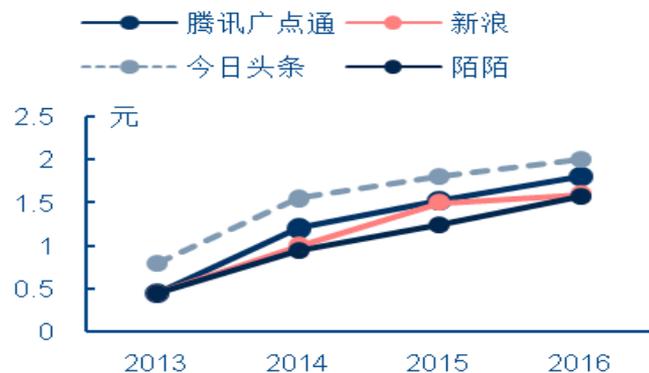
- ▶ **互联网金融领域：**获客成本最高，从下载APP、注册再到消费，2016年平台获客成本为1000-3000元，相比2013年的300-500元大幅上升500%。
- ▶ **游戏领域：**营销回报率大幅下降。以在门户网站投放广告为例，2016年新用户人均消费的盈亏平衡点为30元，同比2015年的20元左右上升50%。
- ▶ **电商领域：**获取一个APP的下载用户成本为30-40元，但30%的最终消费率导致有效获客成本高于100元。

图：2016年部分创业领域获客成本（元）



资料来源：氩指数，中信证券研究部

图：主要广告平台刊例价格

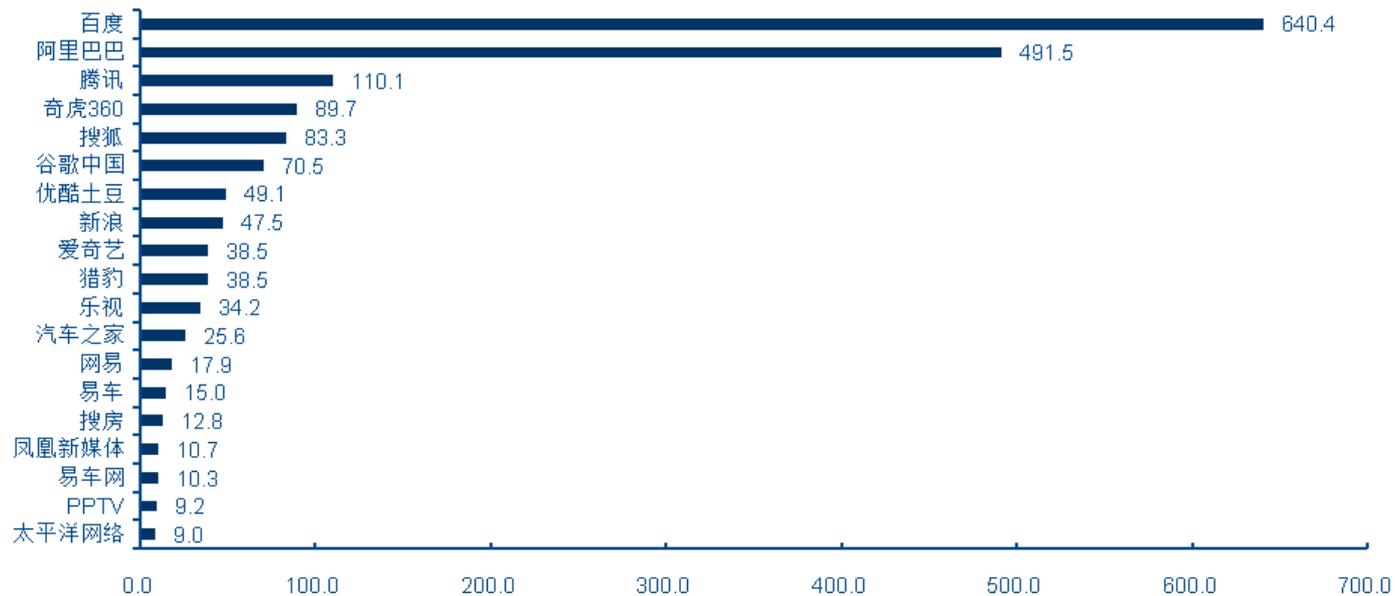


资料来源：氩指数，中信证券研究部

2.广告仍是流量变现最重要的路径，BAT广告收入快于行业平均（1/5）

- 广告仍是流量变现最主要的方式之一。

图： 2015年中国网络广告市场媒体营收规模Top20



资料来源：Wind，中信证券研究部

2.广告仍是流量变现最重要的路径，BAT广告收入快于行业平均（2/5）

- 广告和游戏是互联网公司最主要的两大流量变现模式，2015年广告业务收入对百度、阿里巴巴和腾讯的总收入贡献分别是96.5%、64.5%和10.7%。

图：2015年我国主要互联网公司中网络营销收入占比

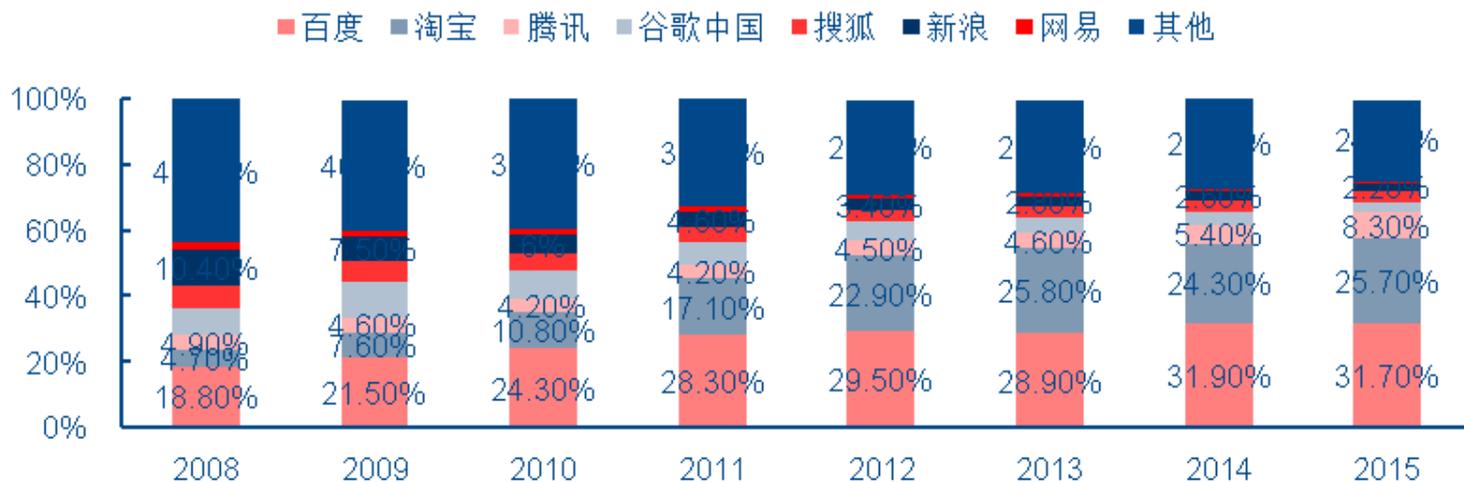
公司	核心业务	网络营销收入(亿元)	网络营销收入同比增速	总收入(亿元)	网络营销收入占比
百度	搜索引擎	640.4	32%	663.8	96.5%
阿里巴巴	平台电商	491.5	31%	762.0	64.5%
腾讯	社交和游戏	110.1	32%	1028.6	10.7%
网易	门户和游戏	17.9	15%	228.0	7.9%
新浪	新闻门户	47.5	22%	57.2	83.1%

资料来源：Wind，中信证券研究部

2.广告仍是流量变现最重要的路径，BAT广告收入快于行业平均（3/5）

- 从市场份额来看，2015年百度和阿里巴巴的广告收入分别为640.4亿元和491.5亿元，二者之和在互联网广告市场中的占比高达54%；腾讯、谷歌中国、搜狐、奇虎、新浪和优酷等公司位列互联网广告市场的第二梯队。

图：互联网广告市场中各家公司份额（单位：%）



资料来源：Wind，艾瑞咨询，中信证券研究部

2.广告仍是流量变现最重要的路径，BAT广告收入快于行业平均（4/5）

- 中国互联网广告市场拥有海量空间，移动广告市场保持高速增长。
- 2014年互联网的广告市场份额已经超越电视，成为中国第一大广告媒体。
 - 2015年中国互联网广告市场规模2094亿元，同比增长36%，预计2018年有望达到4187亿元，3年CAGR为26%，其中已剔除网络广告和移动广告中重合的部分，即门户、搜索、视频等移动端广告；

图：2012-2018年中国互联网广告市场规模



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

图：2012-2015不同广告平台收入规模



资料来源：CTR、iResearch，中信证券研究部

2.广告仍是流量变现最重要的路径，BAT广告收入快于行业平均（5/5）

- 2015年中国移动广告（包括移动搜索、应用广告、移动视频广告等）市场规模901亿元，同比增长203%，预计2018年有望达到3267亿元，3年CAGR为54%。

图：2012-2018年中国PC端为主的网络广告市场规模（单位：亿元，%）



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

图：2012-2018年中国移动广告市场规模（单位：亿元，%）

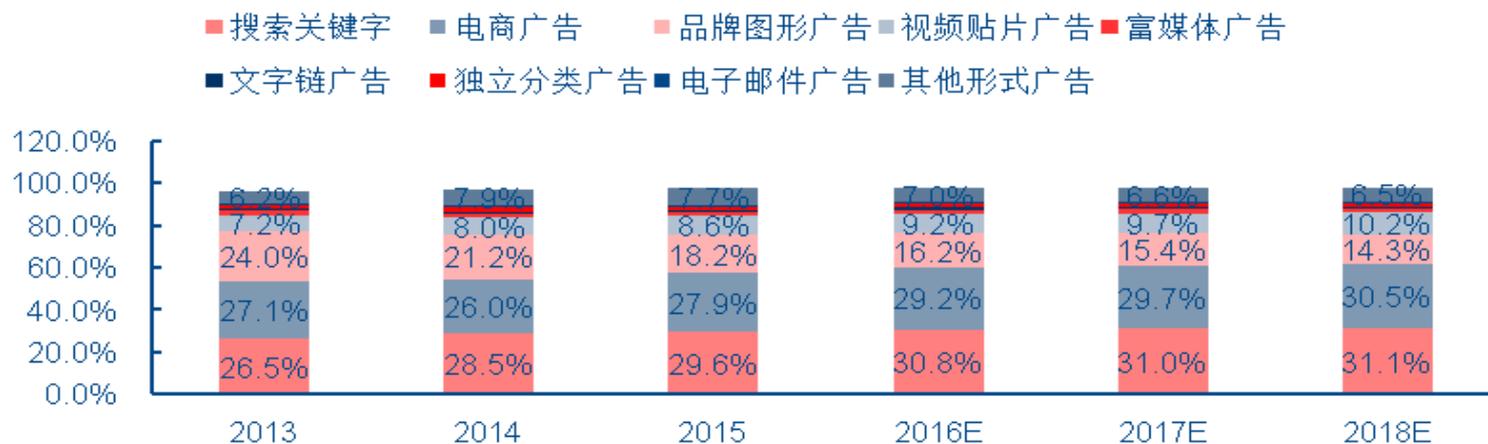


资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

3.搜索类广告和展示类广告占比60%，社交类广告趋势渐起（1/3）

- 市场规模按照“网络广告形式”细分：主要由搜索类广告和展示类广告两类构成；社交效果广告作为新兴的广告形式正逐步兴起。
 - **搜索引擎广告**：2015年关键字搜索广告的市场规模619.6亿元，同比增长42%，占比29.6%。
 - **展示类广告**：2015年展示类广告的市场规模728.6亿元，同比增长20.3%。2015年市场规模381.1亿元，同比增长16.9%。
 - **社交效果广告**：微信成为移动互联网的超级APP、日均活跃用户数接近7亿人。

图：2013-2018年中国不同形式网络广告市场份额及预测



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部
 广告；2. 电商广告包括垂直搜索类广告以及展示类广告，例如淘宝、京东、去哪儿

注：1. 搜索关键字广告指通用搜索引擎基于关键词匹配的

3.搜索类广告和展示类广告占比60%，社交类广告趋势渐起（2/3）

图：互联网广告的形式



资料来源：中信证券研究部根据行业调研信息整理。注：第一个和第二个数字分别代表该广告形式2015年的市场规模和 market 占比

3.搜索类广告和展示类广告占比60%，社交类广告趋势渐起（3/3）

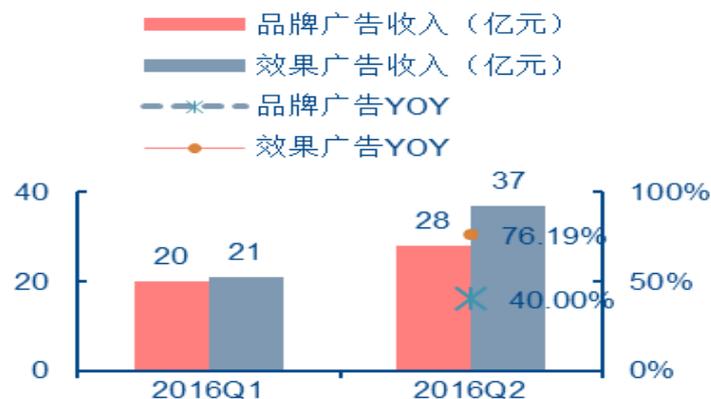
- 腾讯2015年财年网络广告收入达到了175亿元，同比增长111%。
- 腾讯2016年财年第二季度网络广告收入达到了65.32亿元，同比增长60%，其中，效果广告收入增长80%至36.97亿元，主要反映来自微信朋友圈、移动新闻应用及微信公众号的效果广告收入的增长；品牌展示广告收入增长41%至28.35亿元，主要受腾讯新闻及腾讯视频收入的增长所推动。

图：腾讯2009~2015年网络广告收入
(单位：亿元，%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图：腾讯2016Q1和Q2品牌广告和效果广告收入
(单位：亿元，%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

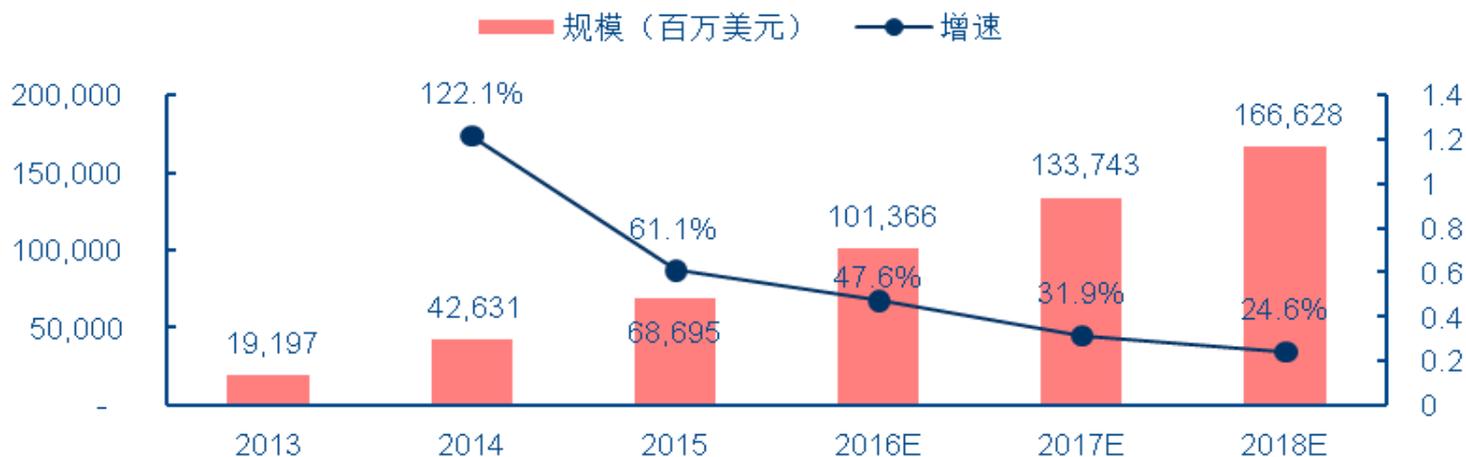
二、媒介端：海外流量增长迅猛，中国互联网出海浪潮高涨

1. 全球广告支出持续转向移动端，新兴市场潜力巨大
2. 新兴市场智能化普及引爆流量增长，移动应用需求强劲
3. 海外流量：**Google、Facebook**占据全球移动广告半壁江山

1.全球广告支出持续转向移动端，新兴市场潜力巨大（1/2）

- 根据eMarketer数据，随着全球移动设备的普及率逐渐上升，全球移动广告规模近年来一直处于50%以上的规模增速，2015年规模已达到687亿美元。eMarketer预计未来3年，全球移动广告将继续维持高速增长状态，到2018年达到1666亿美元，占到数字营销的70%。

图：2013-2018全球移动广告规模

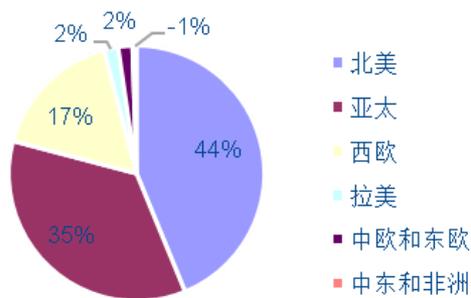


资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

1.全球广告支出持续转向移动端，新兴市场潜力巨大（2/2）

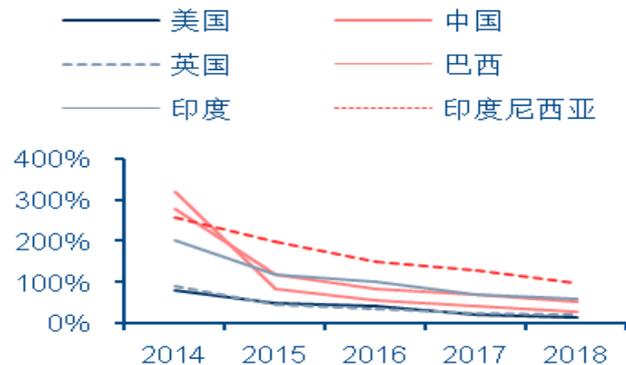
- 从区域来看，欧美发达国家目前移动互联网产业相对成熟，北美、亚太和西欧整体移动广告支出占比**96%**，其中北美占比最高，达到**44%**。
- 从国家来看，美、中、英、日、德将继续保持体量稳定增长，为全球移动广告支出前五大国家；巴西、印度和印尼等发展中国家维持较高增速，是未来潜力市场。

图：全球移动广告支出占比



资料来源：eMarketer，中信证券研究部

图：重点国家移动广告支出增速

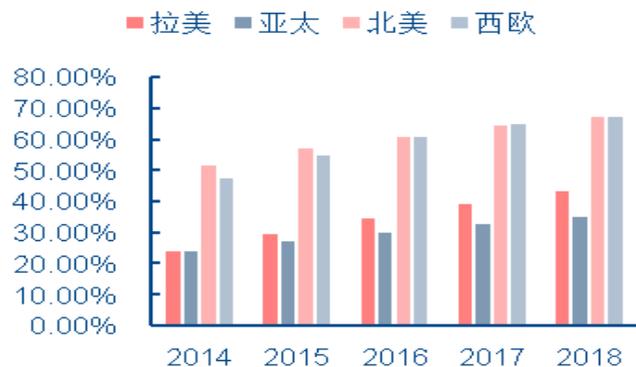


资料来源：eMarketer，中信证券研究部

2.新兴市场智能化普及引爆流量增长，移动应用需求强劲（1/4）

- 根据eMarketer预测，在2018年，拉美地区和亚太地区智能手机渗透率将分别达到**43.2%**和**34.9%**，相比2015年的**29%**和**27%**分别提升**14pcts**和**17pcts**。
- 依据维基百科预测，拉美地区和亚太地区在2018年人口将分别达到**8.9亿**和**40.7亿**人次，对应智能手机使用人次将分别达到**3.8亿**和**14.2亿**人次，相比2015年分别增长**110%**和**31%**，智能化的普及将大量贡献移动端流量。

图：重点地区智能手机渗透率



资料来源：eMarkter（含预测），中信证券研究部

图：重点地区智能手机渗透率增速

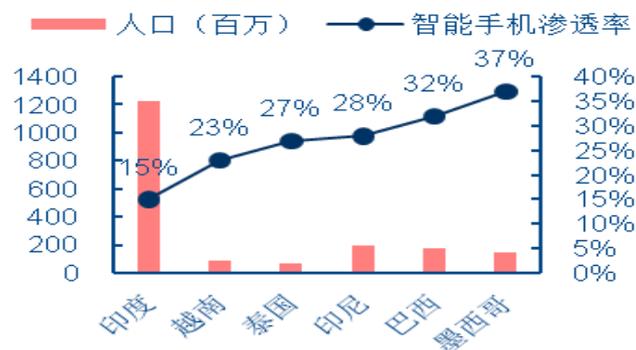


资料来源：eMarkter（含预测），中信证券研究部

2.新兴市场智能化普及引爆流量增长，移动应用需求强劲（2/4）

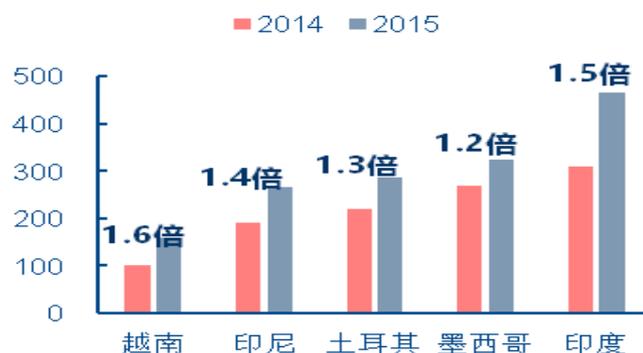
- 与中国移动互联网市场的竞争激烈相比，海外移动应用供给相对不足，俄罗斯、巴西、印度、东南亚等地区互联网发展相比中国落后2~5年，但其拥有20-25亿智能手机用户，市场是国内的3倍以上，应用供给量却不及中国的1%。
- 不同于国内的安卓市场有91、豌豆荚等众多入口应用，海外市场，Google Play作为Google官方的应用分发入口占据绝对份额，运营相对简单、流量环境更加单纯。

图：2015年新兴市场人口及智能手机渗透率



资料来源：App Annie，中信证券研究部

图：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

2.新兴市场智能化普及引爆流量增长，移动应用需求强劲（3/4）

- **新兴市场之一：南亚印度。**2015年智能手机出货量达到1.5亿部，同比增长23%，智能手机使用人数达到2.2亿人，首度超过美国，2016年预计将达到2亿部。目前印度市场的智能手机渗透率较低，仅有15%，正处于移动互联网的爆发期。近年来，印度在Google Play中下载量保持全球第三，2015年印度移动应用下载量同比增长1.5倍。
- **新兴市场之二：东南亚。**
 - 印度尼西亚。基础设施的落后使其互联网普及率较低，当前仅为22%，3G普及率约为20%。印尼的移动手机保有量大约为2.85亿部，其中智能手机持有量约为25%。2015年印尼移动应用下载量同比增长1.4倍，市场空间巨大。
 - 越南。越南人口约9300万，目前互联网普及率约为40%，移动互联网普及率仅有34%，智能手机普及率仅为23%。2015年越南移动应用同比增长1.6倍，成长动力强劲。
 - 泰国。2015年泰国互联网用户占总人口的38.2%，手机用户为4560万人，占人口总数的67%，智能手机用户达1790万人，占手机用户总量的39.2%，市场仍有较大空间。2015年Google Play下载排行榜中，泰国排名第九，表现出旺盛的移动应用需求。

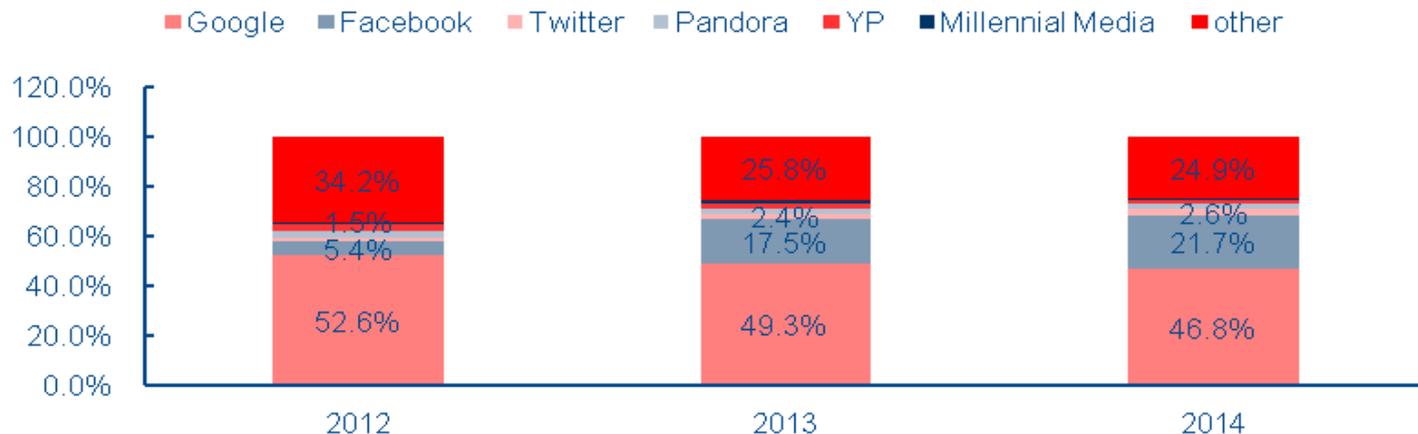
2.新兴市场智能化普及引爆流量增长，移动应用需求强劲（4/4）

- **新兴市场之三：拉美。**2014年拉美地区移动手机用户达到**4.39亿**，手机普及率为**72%**，高于全球手机覆盖率，而拉美地区智能手机普及率仅为**24%**，市场潜力巨大。其中，巴西和墨西哥是拉美地区移动互联网发展最快的国家。
 - **巴西。**巴西人口2.4亿，人均GDP约1.13万美元，属于中高等收入国家。巴西互联网用户数达6900万，是拉美地区上网最频繁的国家。目前巴西智能手机普及率**32.4%**，预计到2020年将达到**72.2%**，2015年其在Google Play上应用下载数量位居全球第2，移动互联网发展迅速。
 - **墨西哥。**墨西哥人口1.19亿，经济实力排名美洲第四。智能手机普及率目前为**37%**，设备持有量的激增加上应用用户参与度的提升，导致墨西哥2014至2015年的应用使用总时长增加了**75%**，应用下载在Google Play 2015年榜单中位居全球第5，2015年移动应用下载量同比增长**1.2倍**，是移动互联网产业的又一新兴市场。

3.海外流量：Google、Facebook占据全球移动广告半壁江山

- **Google**旗下**Chrome**浏览器移动端月活跃用户超过**10亿**，**Facebook**移动端月活跃用户数约为**14.4亿**。**2014年Google**移动广告收入占全球**46.8%**，**Facebook**占**21.7%**，这两大媒体合计占据超过**65%**的市场份额，长尾流量占据市场**20%-30%**的份额。
- **2012-2014年**，**Google**市场份额从**52.6%**逐渐降为**46.8%**，**Facebook**从**5.4%**迅速增长至**21.7%**，**Twitter**也从**1.5%**上升至**2.6%**。

图： 2012-2014全球移动广告收入市场份额



资料来源：eMarketer，中信证券研究部

三、广告主端：互联网效果类广告主掀起出海浪潮

1. 中国移动互联网弯道超车，出海开展“地缘性套利”
2. 工具、游戏和电商等效果类广告主逐渐加大海外广告的预算投入

1. 中国移动互联网弯道超车，出海开展“地缘性套利”（1/3）

- 以iOS和Google Play的综合统计数据来看，中国的非游戏类App在全球的下载量较大，在下载量前10的公司中，中国总共占据5席，猎豹移动、百度、腾讯、久邦数码和阿里巴巴分别上榜。

表：2015年移动应用全球下载量前十名

2015全球下载量排名（iOS与Google play综合）

非游戏类应用	游戏类	非游戏类领先公司	游戏类领先公司
WhatsApp messenger	Subway Surfers	Facebook	Electronic Arts
Facebook messenger	糖果传奇	Google	Gameloft
Facebook	部落冲突	猎豹移动	King
Instagram	糖果苏打传奇	Apple	涂鸦移动
猎豹清理大师	Despicable Me	百度	Rovio
360手机卫士	会说话的汤姆猫	腾讯	Outfit7
Skype	神庙逃亡2	Microsoft	Ketchapp Studio
YouTube	my Talking Angela	久邦数码	Miniclip
UC浏览器	我的宠物Pou	阿里巴巴	TabTale
Snapchat	8 Ball Pool	LINE	Supercell

资料来源：App Annie，中信证券研究部

注：红色字体为中国企业及其产品

1. 中国移动互联网弯道超车，出海开展“地缘性套利”（2/3）

- 腾讯、网易、百度在游戏类应用中综合收入占据世界领先地位。中国移动互联网企业在全世界市场已经开始占有一席之地。中国的互联网行业已经摆脱了过去“复制硅谷模式”的窘境，在移动互联时代实现了弯道超车。

表：2015年移动应用全球收入前十名

2015全球下载量排名（iOS与Google play综合）

非游戏类应用	游戏类	非游戏类领先公司	游戏类领先公司
Spotify	部落冲突	LINE	Supercell
LINE	怪物弹珠	Spotify	King
Pandora Radio	智龙迷城	InerActive Corp(IAC)	Mixi
HBO Now	Game of War-Fire Age	Pandora	GungHo Online
Tinder	糖果传奇	Time Warner	腾讯
LINE Manga	梦幻西游	Smule	Machine Zone
LINE PLAY	糖果苏打传奇	Microsoft	LINE
Zoosk	Colopl Rune Story	Disny	Netmarble
Skype	海岛奇兵	Zoosk	网易
PocketColony	Disney Tsum Tsum	百度	Electronic Arts

资料来源：App Annie，中信证券研究部

注：红色字体为中国企业及其产品

1. 中国移动互联网弯道超车，出海开展“地缘性套利”（3/3）

- 2015年发展中国家在Google Play全球下载量中名列前茅，其中巴西、印度、墨西哥、印尼、土耳其、泰国已经进入应用下载数量全球前10，移动应用需求旺盛。中国移动互联网处于技术和理念的高处，产品具有竞争优势，因此存在利用与其他发展中国家的信息差而抢占先机的“地缘性套利”机会。

表：2015年Google Play下载量排名

排名	国家/地区	与2014年排名变化
1	美国	-
2	巴西	-
3	印度	-
4	俄罗斯	-
5	墨西哥	上升1名
6	印尼	上升2名
7	土耳其	-
8	韩国	下降3名
9	泰国	上升1名
10	德国	下降1名

资料来源：App Annie，中信证券研究部

2. 工具、游戏和电商等效果类广告主逐渐加大海外广告的预算投入（1/10）

■ 工具类：出海先锋占领国际市场，竞争优势明显

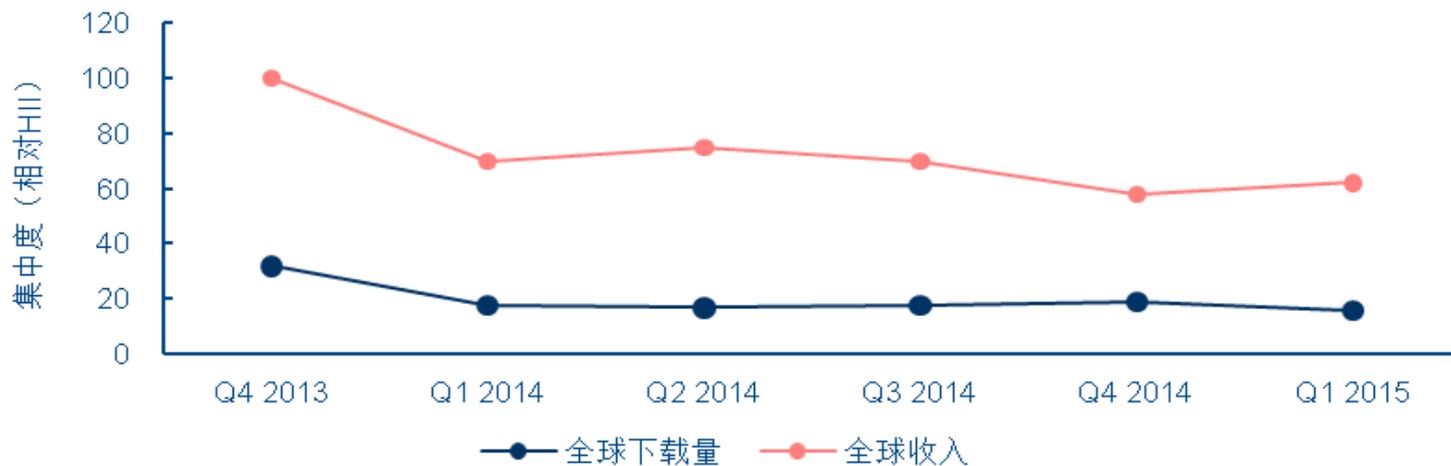
- ▶ 工具类应用市场在一定程度上与智能手机用户数成正比，新兴市场的智能手机使用人数大幅增长进一步刺激中国工具类APP出海需求，营销需求随之增长。以百度为例，从2013年开始，DU Speed Booster、DU Battery Saver、Simeji日语手机输入法、MoboMarket第三方应用商店、ESFile手机文件管理软件、魔图等先后登陆海外市场，其中DU Speed Booster、DU Battery Saver、ES File等全球安装量均破亿。2015年11月底，UC浏览器已占据全球市场份额的17.42%（移动浏览器月度PV份额），超越Safari成为全球第二大。截止2015年末，猎豹移动已经覆盖全球（不含大陆）47%的安卓用户。
- ▶ **工具类APP相比其他类别APP更适合国际化。**猎豹2016年第一季度海外营收达到6.33亿元，基本全部来自于广告收入，同比增长115.6%。截止2015年12月31日，公司海外营收占公司整体收入50%，与2014年的12.6%相比大幅上升37.4pcts；移动端业务方面，海外营收占比75.7%，与2014年的47.7%相比增长28pcts。

2. 工具、游戏和电商等效果类广告主逐渐加大海外广告的预算投入（2/10）

■ 游戏类：出海成绩不俗，新兴市场成为新增长点

- ▶ 海外移动游戏行业出现碎片化格局，进入壁垒较低。我们用HHI系数来表示行业集中度，较高HHI代表市场集中度高，市场的进入壁垒高，反之为市场易于进入。我们发现，全球的移动游戏行业下载量和收入日趋碎片化。从2013Q1到2015Q1，移动游戏行业的收入集中度下降了40%左右，中小型游戏开发公司的盈利能力明显提高，行业收入的分布朝着有利于他们的方向发展。

图：移动游戏行业的市场集中度

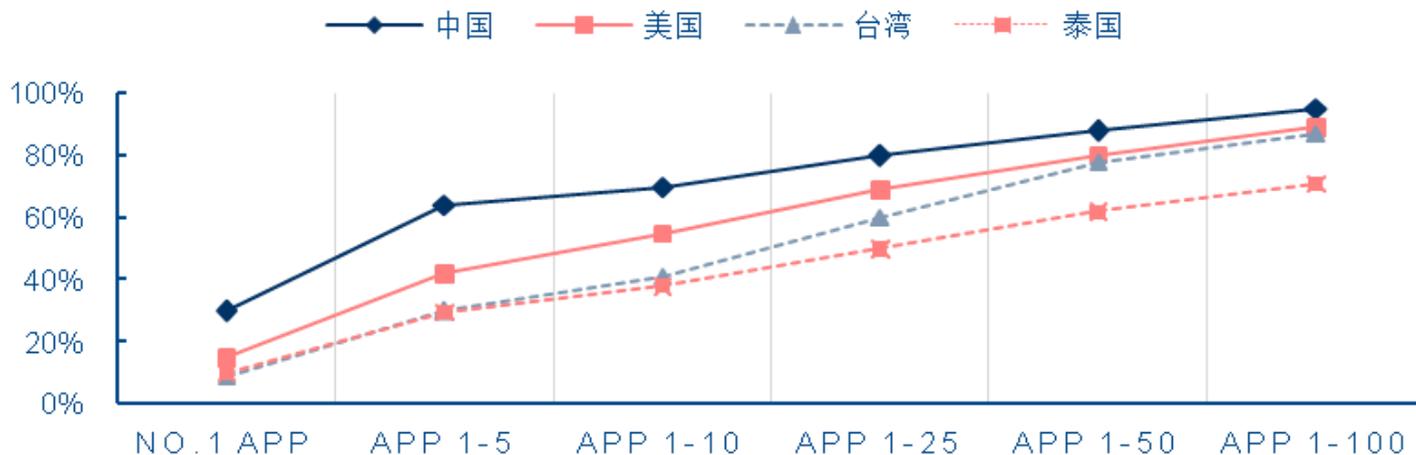


资料来源：AppAnnie，中信证券研究部

2. 工具、游戏和电商等效果类广告主逐渐加大海外广告的预算投入（3/10）

- **中国移动游戏行业竞争压力大于海外市场，企业出海需求旺盛。**根据App Store的排名数据，中国手游市场中，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。

图： 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

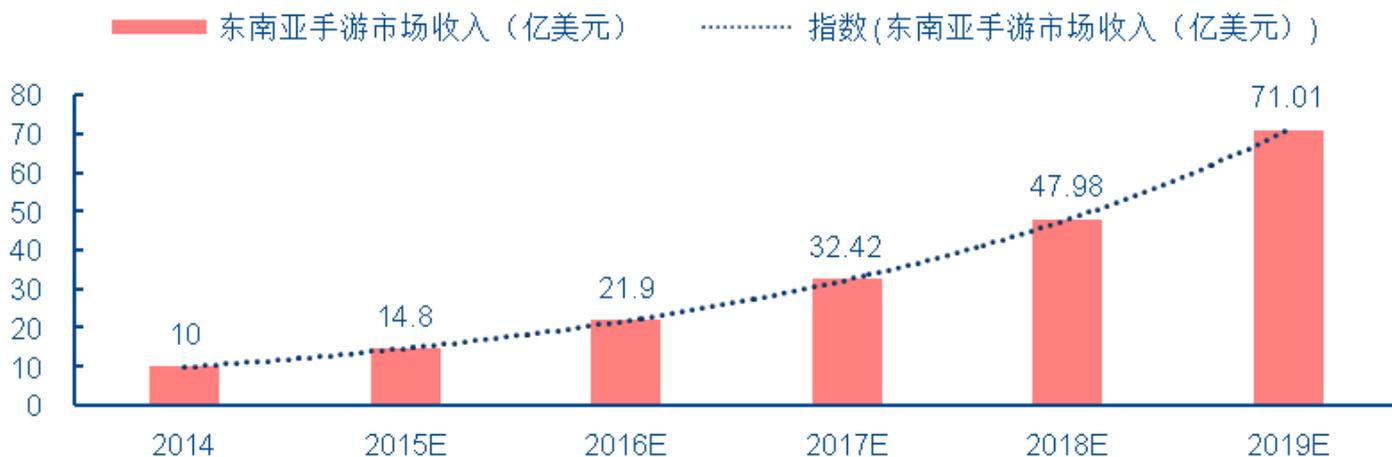


资料来源：AppAnnie，中信证券研究部 注：同一排名段位所占市场份额越大，表示该地区竞争越激烈。中国手游市场的竞争最激烈，泰国最弱。

2. 工具、游戏和电商等效果类广告主逐渐加大海外广告的预算投入（4/10）

- ▶ 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，付费用户比例达到50%左右。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： 2014-2019年东南亚手游市场规模（亿美元）

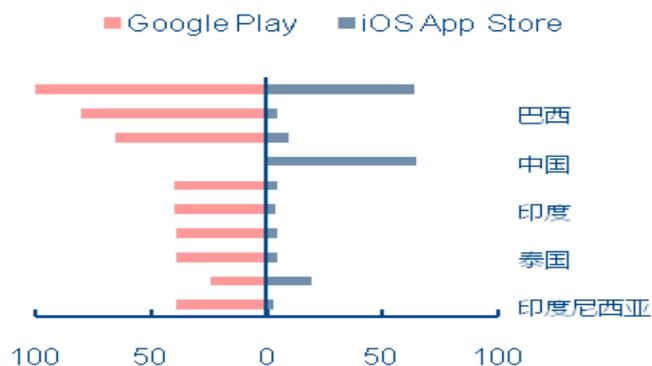


资料来源：Frost & Sullivan（含预测），中信证券研究部

2. 工具、游戏和电商等效果类广告主逐渐加大海外广告的预算投入（5/10）

- ▶ 2015年越南的游戏市场表现备受瞩目，移动游戏在Google Play和IOS两个平台下载量都占据超50%的份额，年度游戏下载量和收入在两个平台相比2014年都增长1.5倍左右。在Google Play端，泰国、印度尼西亚的下载量挤入Top10。

图： 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： 东南亚六大国家数据

国家	玩家数	付费用户
印度尼西亚	30.7M	49%
马来西亚	13.5M	43%
菲律宾	25.1M	38%
新加坡	2.7M	29%
泰国	13.8M	49%
越南	29.6M	48%

资料来源：Newzoo Global Games Martet，中信证券研究部

2. 工具、游戏和电商等效果类广告主逐渐加大海外广告的预算投入（6/10）

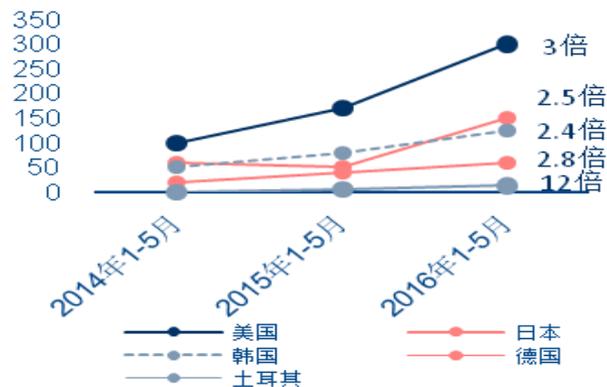
- ▶ **中国移动游戏出海运营模式和游戏种类多元化，表现不俗。**中国游戏全球范围内收入增幅持续攀升，从2014年1-5月到2016年1-5月间，中国发行商的海外游戏收入增幅高达近150%，其中印度、印尼、越南、墨西哥和土耳其等新兴市场于2016年1-5月间的下载量同比大幅上涨。美国仍然是中国游戏发行商最大、最重要的海外市场。2016年1-5月间，美国市场约占中国游戏发行商海外总下载量的20%、海外总收入额的30%。

图：中国游戏发行商收入指数（除大中华区）



资料来源：APP Annie，中信证券研究部

图：中国游戏发行商在各国收入指数



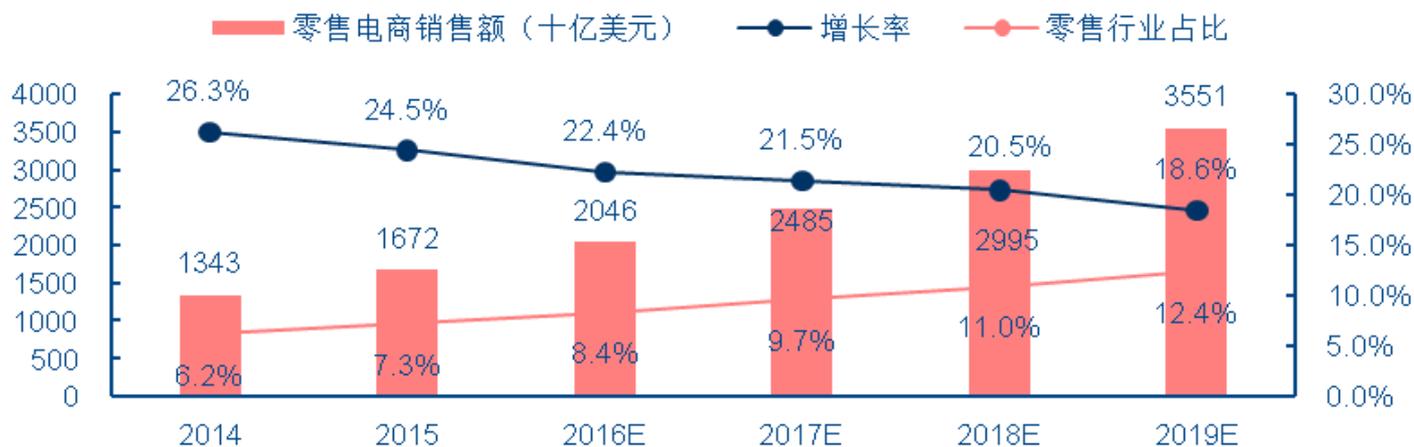
资料来源：APP Annie，中信证券研究部

2. 工具、游戏和电商等效果类广告主逐渐加大海外广告的预算投入（7/10）

■ 电商类：亚太地区电商崛起，跨境电商快速增长

- ▶ **亚太区领跑全球电商市场迅速崛起。**2015年，全球零售电商销售额达到1.67万亿美元，同比增长24.5%。根据eMarketer的预测，未来几年全球电商市场将维持20%的增速，预计2019年将达到3.6万亿美元的市场规模。其中亚太区是全球最大的电商市场，预计2019年交易额将达到2.33万亿，年平均增长率达到31%，占全球电商销售额的20%。据Statista统计，2015年，印度电商市场规模为140亿美元，同比增长130%，未来将继续维持高速增长，2019年预计达到685亿美元规模，2025年预计达到2200亿美元规模。北美和西欧等发达地区未来3年将保持平均9%的年增速，占全球销售额20%左右。

图：2014-2019全球零售电商销售额

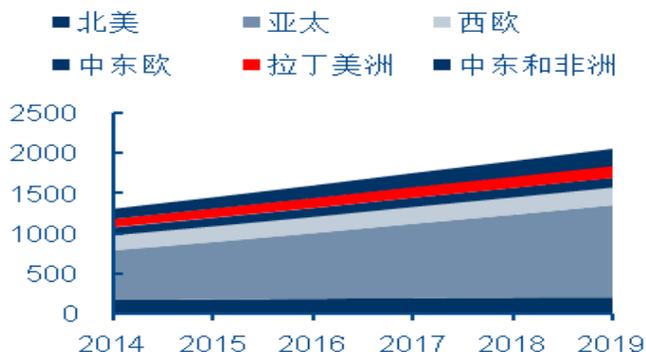


资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

2. 工具、游戏和电商等效果类广告主逐渐加大海外广告的预算投入（8/10）

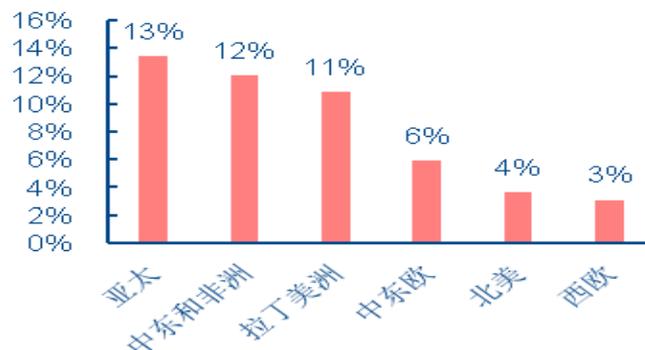
- ▶ **智能化普及为新兴市场电商行业带来人口红利。** 亚太地区数码产品使用人数持续增长成为电商销售额上升的动力。截止2015年末，亚太区有9.5亿人首度购买数码产品，整体数码产品使用人数达到71亿人，全球占比50%。预计到2019年，亚太区、拉丁美洲地区和中东非洲等新兴市场的数码产品使用人数占人口比例将分别上升到35%、31%和15%，相比2015年的22%、24%和10%分别大幅上涨13、7和5pcts。数码产品的普及带动电商用户数量的上升，2015年亚太区电商用户数达到7.11亿人次，同比上升15%，预计到2019年，亚太地区电商用户数将达到113亿人次，5年CAGR达到85%。

图：地区电商用户数（百万人）



资料来源：eMarketer，中信证券研究部

图：地区电商用户数2014-2019年增长率

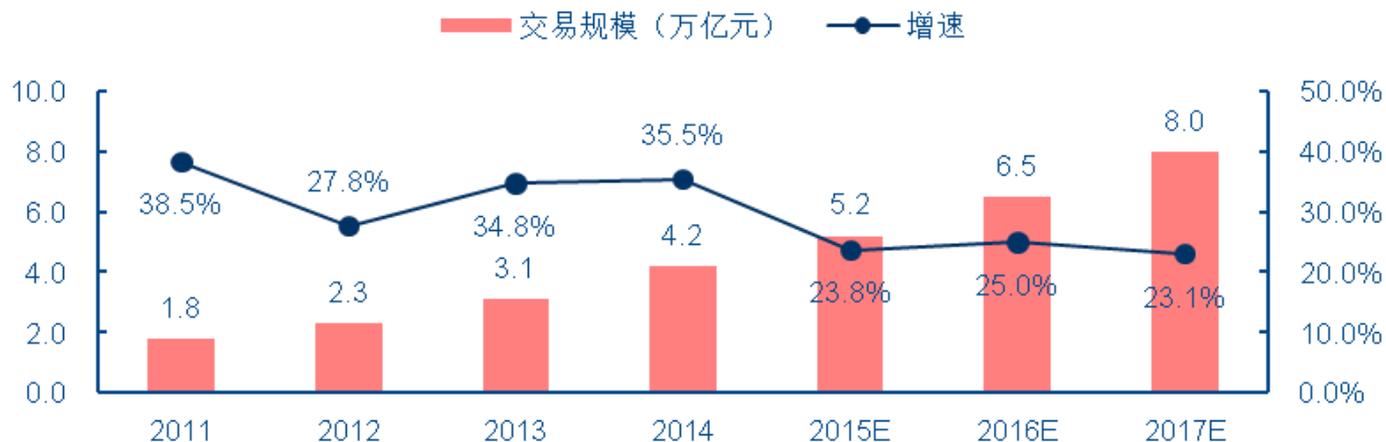


资料来源：eMarketer，中信证券研究部

2. 工具、游戏和电商等效果类广告主逐渐加大海外广告的预算投入（9/10）

- ▶ **跨境电商利好政策全面铺开，交易规模快速增长。**2013年以来，政府集中发布10余项跨境电商支持政策，利好政策全面铺开，跨境电商开始爆发。电商成为继工具、手游出海后的又一淘金者。根据艾瑞咨询的数据，2014年我国跨境电商交易规模已超过4万亿元，未来将保持20%以上的增速持续增长，到2017年将达到8万亿元的市场规模，其中B2C规模将达到10%的占比。按照B2C电商平均10%的销售费用保守估计，B2C电商未来将带来800亿元的营销需求。

图：2011-2017中国跨境电商交易规模



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

2. 工具、游戏和电商等效果类广告主逐渐加大海外广告的预算投入（10/10）

- **国内巨型电商依靠战略投资布局海外市场。**依据eMarketer数据，在中国147家电商平台中，有46%的商家已经开展了海外业务，另有34%的商家正在计划向海外市场进军，其中阿里巴巴、京东等巨头走在前列。从2014年到现在，阿里在海外重金投资电商领域，主要投资标的包括Lazada、Groupon、Zulily等，包括在线支付平台和众多垂直电商平台。京东商城投资了俄罗斯物流运营商SPSRExpress。

图：阿里巴巴在电商领域的海外投资

时间	公司	主营业务	地域	交易总额（百万美元）	控股比例
2016.4	Lazada Group	东南亚最大的零售电商	新加坡	1000	67%
2016.2	Groupon	国际团购平台	美国	-	5.60%
2015.8	Jasper Ifotech-Snapdeal	电商网站	印度	280	-
2015.7	新加坡邮政	物流	新加坡	138	4.80%
2015.5	Zulily	母婴电商	美国	56	13%
2014.5	新加坡邮政	物流	新加坡	249	10.23%
2014.4	Lyft	拼车服务	美国	199	-
2014.1	1stdibs	奢侈品电商	美国	15	10%
2013.1	ShopRunner	会员制电商平台	美国	202	39%

资料来源：公开信息，中信证券研究部

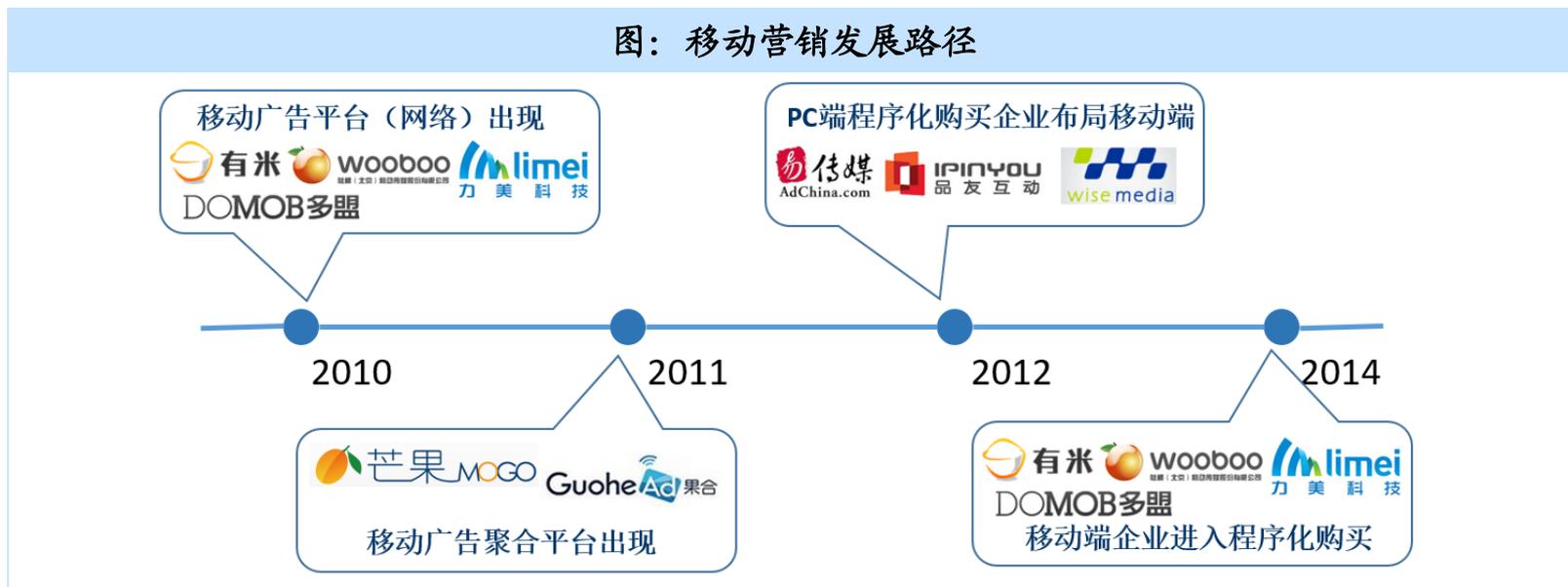
四、广告主端：本地广告主数量增长迅猛，品牌广告主向移动端加速转移

1. 品牌广告主：广告预算向移动端加速迁移
2. 本地广告主：增长迅猛，LBS+O2O双效模式显神威

1. 品牌广告主：广告预算向移动端加速迁移（1/2）

- **品牌类广告主向移动端迁移，驱动移动营销转型。**品牌类广告主主要指汽车、IT、快消和金融行业的大广告主，2014年开始国内品牌广告主的预算大规模向移动端转移的趋势明显，其对优质流量和品牌曝光的需求催生了移动程序化购买。原PC端程序化购买服务企业开始推出移动DSP产品，而原移动广告平台也逐渐开始向移动DSP转型。移动端程序化购买相比PC端，从技术能力、广告形式创新、数据积累等三方面实现价值升级，对广告主具有更大吸引力，未来增长空间巨大。

图：移动营销发展路径



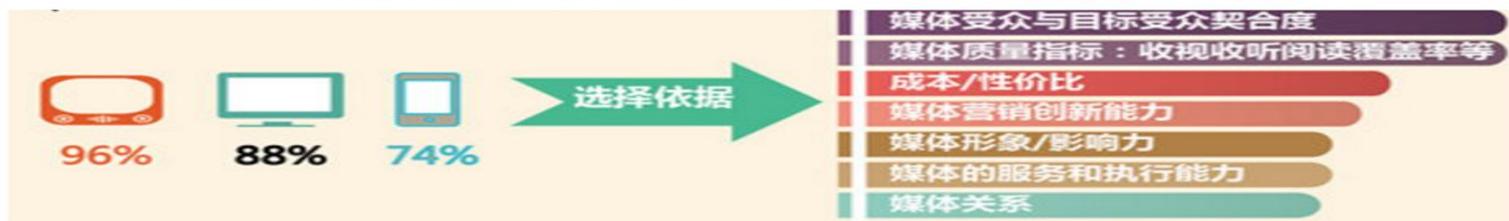
资料来源：中信证券研究部

1. 品牌广告主：广告预算向移动端加速迁移（2/2）

- 以快消为代表的品牌广告主持续加大移动端广告预算投入。移动互联网是广告主考虑增加投放的首选媒介，约64%的广告主表示将增加移动端广告投放。2015年，全球最大广告主宝洁削减了7亿美元广告费用，但其在数字媒体尤其是移动媒体的投放却在持续增加。过去三年，快消广告主在互联网媒介投放的预算增长幅度在35%-60%之间，而移动端的占比在持续提升。据CTR数据显示，移动端APP广告投放最被看好的是视频类（83%）、新闻资讯类（60%）和社交应用类（59%）。

图：广告主媒介及营销渠道使用意向调研结果

◆ 广告主将会使用的营销工具



◆ 广告主考虑增加投放的媒介



资料来源：CTR，中信证券研究部

2. 本地广告主：增长迅猛，LBS+O2O双效模式显神威

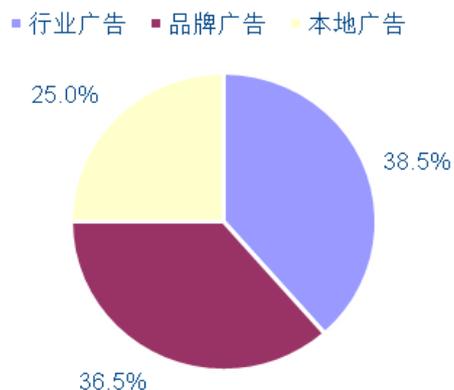
- **本地广告主增长迅猛，LBS+O2O双效模式显神威。**2015年本地广告约占整体移动广告市场25%的份额，我们预计2016年本地广告市场将达到300亿元的规模。本地化移动广告仍在迅速增长，本地中小广告主的崛起成为推动移动社交营销、场景营销等营销模式发展的重要力量。本地的大数据精准营销中，移动设备提供用户地理位置等丰富信息，移动营销服务商借助LBS定向实现线下客户的导流，更利于实现O2O运营模式。同时结合社会化媒体，帮助本地广告主对本地用户实现长期、多频次的营销活动，以相对低廉的价格实现较高的转化率。

图：2011-2016年中国本地移动广告市场交易规模（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图：2015年移动广告份额结构（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

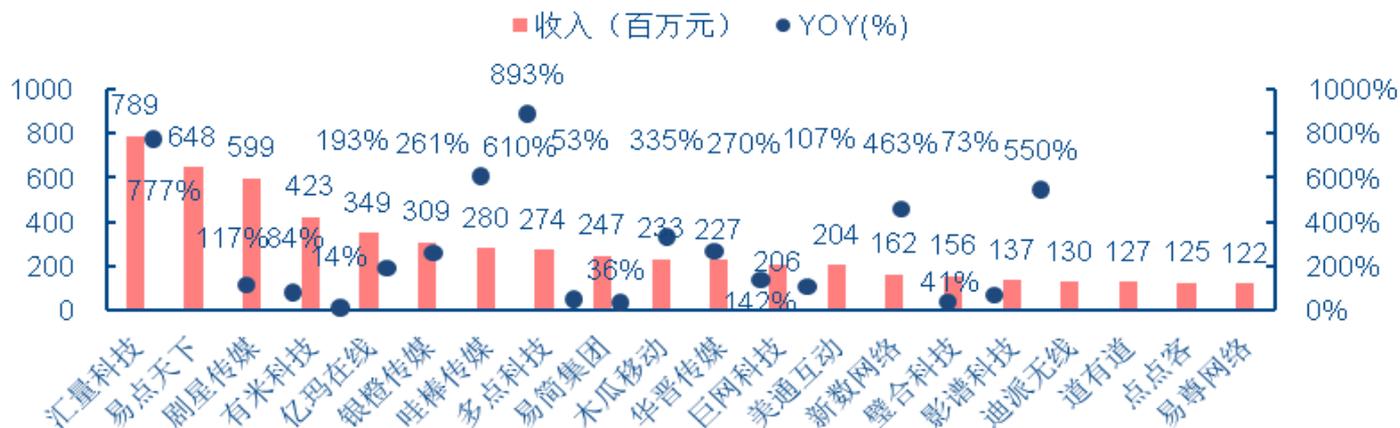
五、服务商端：三板已现巨大集群，海外营销行业巨头林立

1. 三板已现巨大产业集群，A股并购略有降温，行业整体增长迅速
2. 移动广告平台国际化已成趋势，海外营销行业巨头林立

1. 三板已现巨大产业集群，A股并购略有降温，行业整体增长迅速（1/7）

- 从营收增速来看，移动营销（270%，样本公司19家）增速最快，其次为视频营销（142%，样本公司4家）和精准营销（133%，样本公司19家）。

图：新三板数字营销企业2016H1营业收入前20名及其增长率

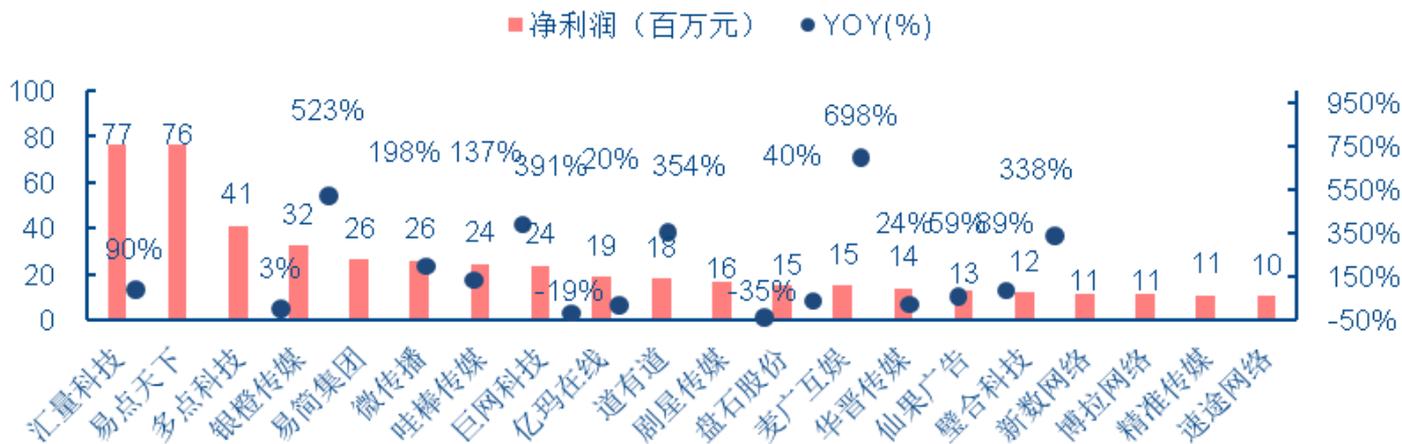


资料来源：Wind，中信证券研究部。注：易点天下2016H1收入增长率为7015%，影谱科技2016H1收入增长率为2268%

1. 三板已现巨大产业集群，A股并购略有降温，行业整体增长迅速（2/7）

- 从净利润增速来看，移动营销（180%，样本公司19家）增速最快，其次为精准营销（73%，样本公司19家）和场景营销（73%，样本公司3家）。

图：新三板数字营销企业2016H1净利润前20名及其增长率



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：易点天下、多点科技和微传播2016H1净利润增速分别为417640%、4580%和1877%。

1. 三板已现巨大产业集群，A股并购略有降温，行业整体增长迅速（3/7）

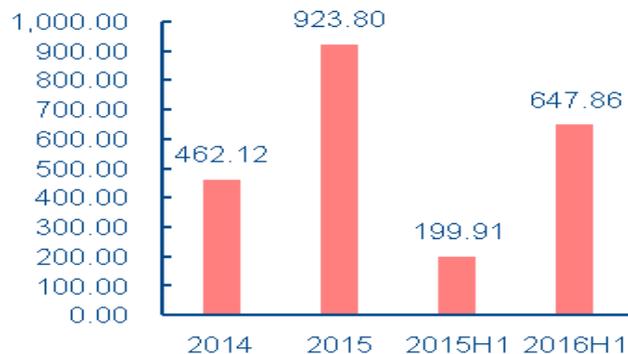
- 目前，数字营销领域的新三板挂牌公司已达**108家**，形成巨大的产业集群。其中，板块共包括**19家移动营销公司**、**19家精准营销公司**、**10家社交营销公司**、**4家视频营销公司**、**11家电商营销公司**、**3家场景营销公司**、**17家整合营销公司**、**14家传统媒体转型的公司**、**6家广告代理代运营公司**，**1家搜索引擎优化营销公司**以及**4家游戏营销公司**。新三板数字营销板块的企业**2016H1整体收入同比增长119%至105.36亿元**，**净利润同比增长192%至7.84亿元**。

图：新三板数字营销整体收入（百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部。剔除未披露2014年报和2015中报数据

图：新三板数字营销整体扣非净利润（百万元）

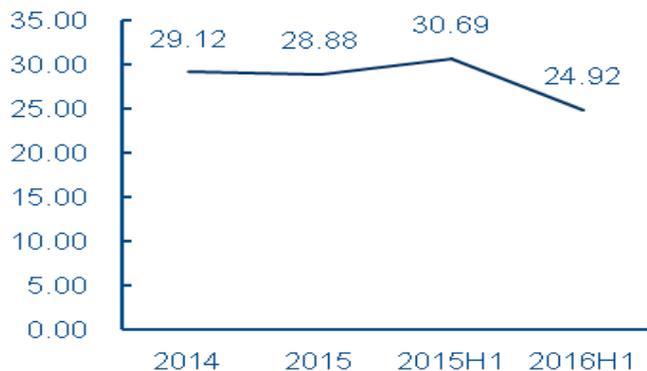


资料来源：Wind，中信证券研究部。剔除未披露2014年报和2015中报数据

1. 三板已现巨大产业集群，A股并购略有降温，行业整体增长迅速（4/7）

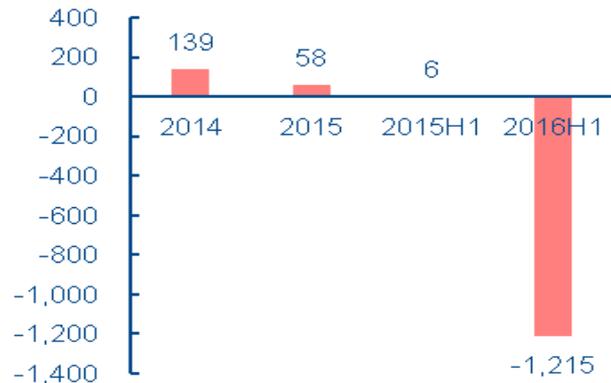
- **数字营销行业整体毛利率和扣非净利率下滑，现金流管控能力有待加强。2016H1新三板数字营销板块整体扣非净利润为7.17亿元，同比增加181%；整体毛利率24.92%，同比下降约5.77pcts；整体扣非净利率6.52%，同比微降1.09pcts；整体经营活动现金净流出1.21亿元，同比下降220%；整体ROE为6.93%，同比上升2.36pcts。**

图：新三板数字营销整体毛利率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部。剔除未披露2014年报和2015中报数据

图：新三板数字营销经营活动现金流（百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部。剔除未披露2014年报和2015中报数据

1. 三板已现巨大产业集群，A股并购略有降温，行业整体增长迅速（5/7）

- **A股公司收购兼并继续，有望在海外及内容方面发力。** A股公司多以并购方式转型数字营销产业，数字营销领域并购浪潮兴起于2013年，并在2014、2015年达到高潮。2014年A股上市公司参与投资或收购数字营销相关企业超过30起，累计金额超过100亿元；2015年全年共完成47起，累计金额约264亿元人民币。2016年以来数字营销领域并购有所降温，但仍在持续进行中，且并购案例的平均花费金额有所增长，未来行业并购方向有望转向海外优质资源，并将在内容方面有所发力。

表：2016年A股并购数字营销主要案例

发起收购公司	收购标的	花费金额 (亿元)	收购比例	标的公司业务领域
梅泰诺(300038.SZ)	宁波诺信（间接持有BBHI）	63	100%	BBHI集团主要从事互联网营销业务，是互联网广告供应端平台公司
明家联合 (300242.SZ)	小子科技	10.1	86.50%	移动互联网营销平台，涵盖广告平台、广告代理和应用分发三方面；主营“柚子移动营销平台”
	无锡线上线下		90%	主营移动信息即时通讯服务，以及与之相关的系统开发与运营维护，是国内规模较大的移动互联网即时通讯服务商
英飞拓(002528.SZ)	普菲特	6.4	100%	旗下拥有“百思”广告服务平台，该平台包含了搜索引擎营销投放系统、网站SEO自评系统，网站数据监测系统、DSP广告投放平台以及无线自助建站（H5&APP）系统等多个服务类别，为客户提供一站式服务平台
慈星股份 (300307.SZ)	多义乐	4	100%	自主开发并运营移动互联网视频内容分发和广告平台平台“爱乐吧”
久其软件 (002279.SZ)	瑞意恒动	2.25	100%	行业领先的社会化营销公司，长期为国内外知名一线品牌提供服务。

资料来源：Wind，中信证券研究部

1. 三板已现巨大产业集群，A股并购略有降温，行业整体增长迅速（6/7）

- **优质资源逐渐逐渐稀缺，行业集中度提升。**行业内领先公司利用其充裕现金流和资本杠杆展开外延扩张以增加收入规模和市场占有率。整体来看，转型数字营销的A股公司业绩增长稳健，数字营销业务为其业绩增长做出重要贡献。

图：新三板数字营销企业2016H1净利润前20名及其增长率

阶段	特点	代表企业与上市事件
1990s中-20世纪初	官媒系 【1993年开始政府推行广告代理制，行业进入官媒主导的广告代理商时代】	<ul style="list-style-type: none"> ■ 1992年底，主营《中国计算机报》广告经营的赛迪传媒登陆A股，应该是有案可查的最早上市的传媒企业。 ■ 1995年，《成都商报》广告经营方博瑞传播上市。 ■ 2001年初，北京巴士传媒在上交所上市
21世纪初	户外派 【私营传媒崛起，户外广告公司迎来黄金时代】	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2001年，白马户外开始在香港主板上市，主营公交车身和候车亭广告。真正意义上的广告代理公司上市。 ■ 2003年，大贺传媒在香港创业板挂牌上市，运营高速公路广告大牌和城市广告灯箱业务
2004-2007年	类分众 【户外+电视，国内掀起户外新媒体创业热潮】	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2004年，主营户外楼宇电视和卖场电视的分众传媒上市，迅速在广告行业掀起创业浪潮，形成了空前“分众现象”，也拉开了广告业与资本大规模对接的序幕。 ■ 2007年，主营航空电视的航美传媒、公交城市户外的华视传媒在美国纳斯达克上市
2008年	央视系 【奥运年，央视系代理公司进入集中上市期】	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2008年7月，代理央视媒体资源的民营广告公司中视金桥在香港主板上市， ■ 同年8月，同为央视代理商的广而告之在美国纽交所上市成功。
2010年	综合派 【2009年文化产业振兴计划发布，综合性传播公司迎来资本的春天】	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2010年，蓝色光标上市，并涉足广告代理领域 ■ 2010年，综合广告服务类广告代理商广东省广告公司上市，而央视资源起家综合服务代理商的昌荣传播在纳斯达克上市。 ■ 2010年，本土最大的线下营销服务供应商华谊嘉信在深圳创业板上市。
2014年至今	技术流 【互联网+热潮，新三板放开，技术类广告企业迎来爆发期】	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2014年，腾信创新登陆A股，主营互联网广告服务 ■ 2015年，随视传媒、易简广告、汇量科技、道有道、有米等互联网技术流登陆新三板。

1. 三板已现巨大产业集群，A股并购略有降温，行业整体增长迅速（7/7）

表：A股双主业公司2016H1年数字营销业务收入

行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	数字营销业务收入(百万元)				数字营销业务净利润(百万元)		
					2015H1	2016H1	增长率 (%)	收入占 比(%)	2015H1	2016H1	增长率 (%)
实行双主 业战略的 传统行业 企业，通 过并购互 联网营 销业务	利欧股份	002131.SZ	292.3	18.99	978.04	2,360.82	141%	0.54		92.39	
	广博股份	002103.SZ	90.5	19.78	87.74	235.11	168%	28.45	22.25	41.75	87.64
	科达股份	600986.SH	145.0	16.69		1,779.04		50.98		237.5	
	天龙集团	300063.SZ	80.2	27.60	48.22	1,909.02	3859%	49.66	15.12	186.73	1134.99
	联创股份	300343.SZ	147.5	24.99		764.59		55.94		175.91	
	明家联合	300242.SZ	130.7	41.00	325.84	1,228.01	277%	88.00	109.08	181.31	66.22
	联建光电	300269.SZ	143.2	23.33		168.04		16.87		42.91	
	麦达数字	002137.SZ	91.0	15.79		259.06		25.82	63.00	195.00	209.52
	南极电商	002127.SZ	148.1	9.63		74.37		46.76		72.52	

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价为2016年9月5日收盘价

2. 移动广告平台国际化已成趋势，海外营销行业巨头林立（1/7）

- 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。随着易点天下（Yeahmobi）、汇量科技（Mobvista）、木瓜移动（Papaya）、有米科技（Adxmi）等企业挂牌新三板，新三板在海外移动广告平台领域形成了规模化产业集群。

图： AppsFlyer全球移动广告安卓平台综合实力排行榜



资料来源：汇量科技公开路演PPT，中信证券研究部

2. 移动广告平台国际化已成趋势，海外营销行业巨头林立（2/7）

- 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，Yeahmobi（易点天下）、Mobvista（汇量科技）、Papaya（木瓜移动）、Madhouse（亿动）、Avazu（艾维邑动）、Adxmi（有米科技）等公司规模较大且布局较早。

表：布局海外的国内广告营销商

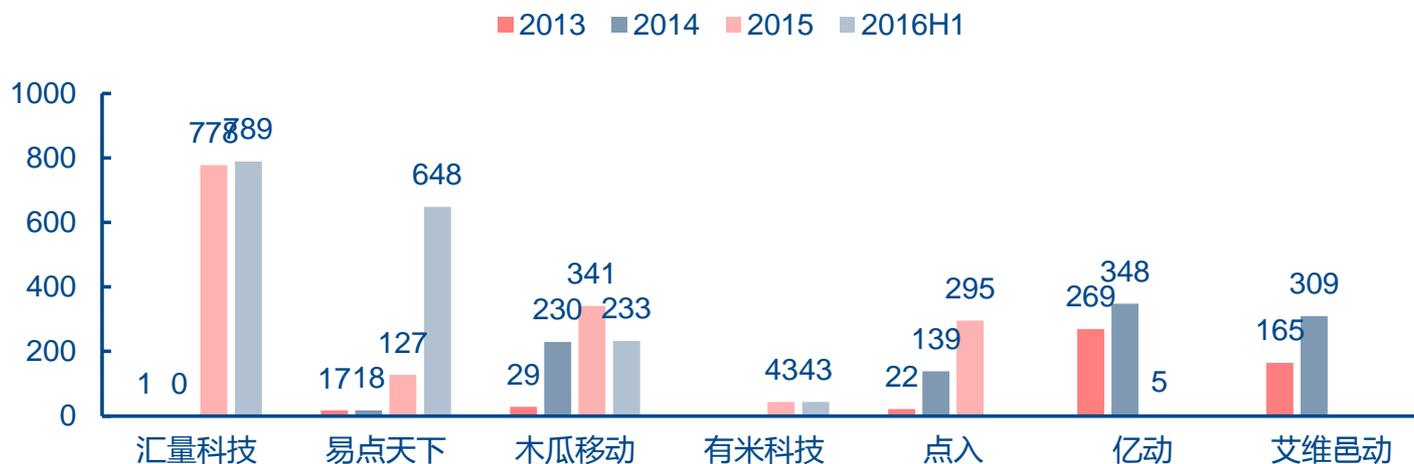
海外移动广告服务	成立日期	特点介绍	备注
Avazu（艾维邑动）	2009年	集PC和移动互联网广告全球投放，全球专业移动游戏运营及发行的技术型公司。在东京、柏林、阿姆斯特丹、香港设立分公司，并计划未来3-6个月内在纽约、首尔和伦敦设立分部，完成全球市场战略布局。	2015年由天神娱乐以20.7亿元收购100%股权
MADHouse（亿动传媒）	2006年成立，2012年进入印度市场	公司于2012年成功进入印度市场并发展成为了印度国内最大的移动广告公司。亿动广告传媒目前在中国和印度已设立六处办公室，拥有员工超过240人。	2015年由蓝色光标以3.9亿元收购51%股权
点入旗下 PandaMobo	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	--
YeahMobi（易点天下）	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
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
Papaya（木瓜移动）	2008年4月	木瓜移动是典型的以技术为导向的高科技公司，具有较高的投放回报率ROI和用户留存度。同时，木瓜广告在海外地区拥有大量媒体资源，覆盖海外200多个国家和地区，能够接入的应用超过82,000款，能够触及到的全球用户数以10亿计。	2016年5月14日挂牌新三板
Adxmi（有米科技）	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，有米的海外营业收入较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

资料来源：Wind、各公司官网，中信证券研究部

2. 移动广告平台国际化已成趋势，海外营销行业巨头林立（3/7）

- 以目前在新三板挂牌的18家主营移动数字营销的企业为例，4家主营海外移动营销的公司（易点天下、汇量科技、木瓜移动、有米科技）2016H1平均营收为5.23亿元，净利润为4197万元，而14家国内移动广告公司2016H1平均营收为1.03亿元，净利润为1211万元。总体来看，海外移动平台相比国内平台而言整体表现更佳。

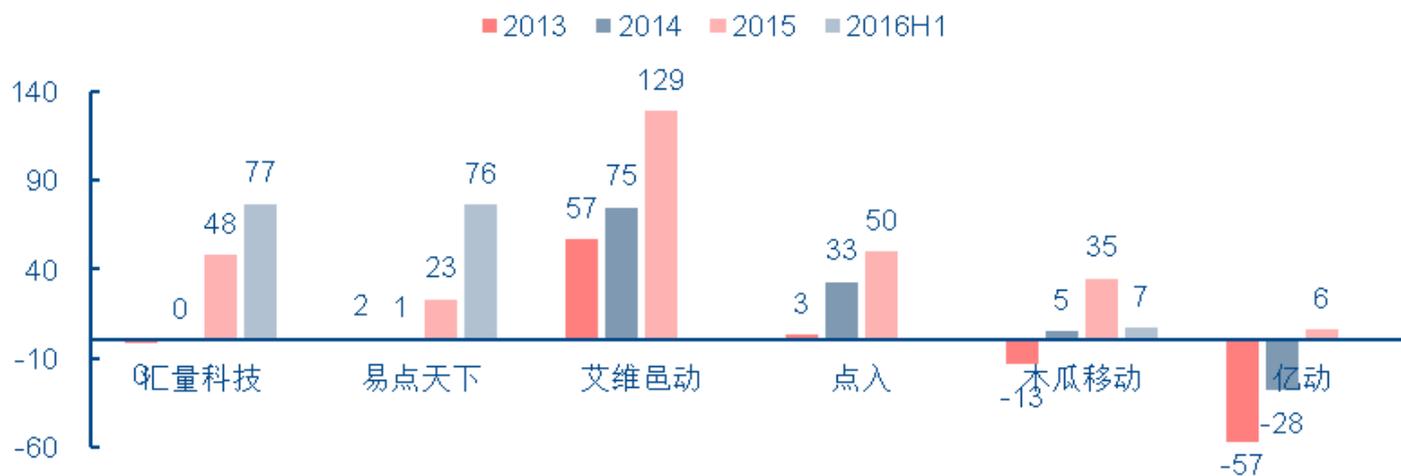
图： 2013-2016H1海外移动广告平台营业收入（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：有米科技数据为海外业务部分，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。亿动2015年收入为2015年1-7月数据。

2. 移动广告平台国际化已成趋势，海外营销行业巨头林立（4/7）

图： 2013-2016H1年海外广告平台净利润（单位：百万元）

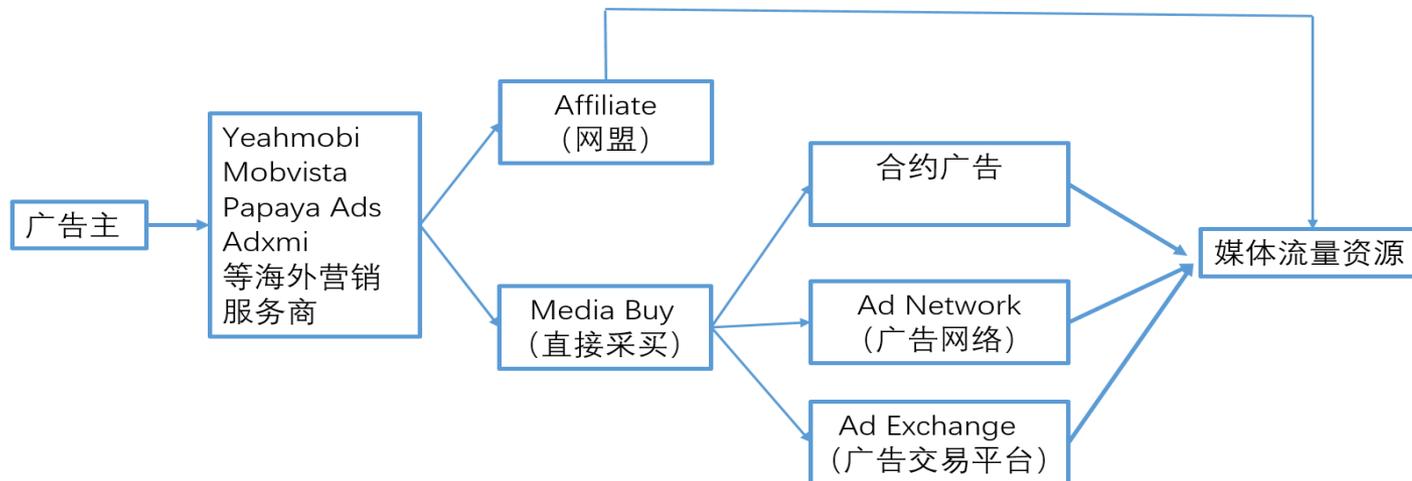


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：Avazu Inc.、Madhouse亿动及点入三家企业2015-2017年净利润采用对赌协议中的承诺净利润，Moudhouse亿动2015年净利润为2015年1-7月数据。

2. 移动广告平台国际化已成趋势，海外营销行业巨头林立（5/7）

- **海外营销产业链商业模式概述：以affiliate network为主，兼有Media Buy，程序化购买逐步兴起。**在海外营销产业链中，营销服务商的媒体资源采买模式主要有**affiliate network**（网盟营销平台）和**media buy**（直接采买）两种，流量采买费用按照**CPC/CPM**结算。在直接采买模式下，营销服务商又可以通过**Ad Network**、**Ad Exchange**、**合约广告**等三种渠道完成广告投放。

图：海外营销产业链



资料来源：中信证券研究部整理

2. 移动广告平台国际化已成趋势，海外营销行业巨头林立（6/7）

图：流量采买和广告投放模式

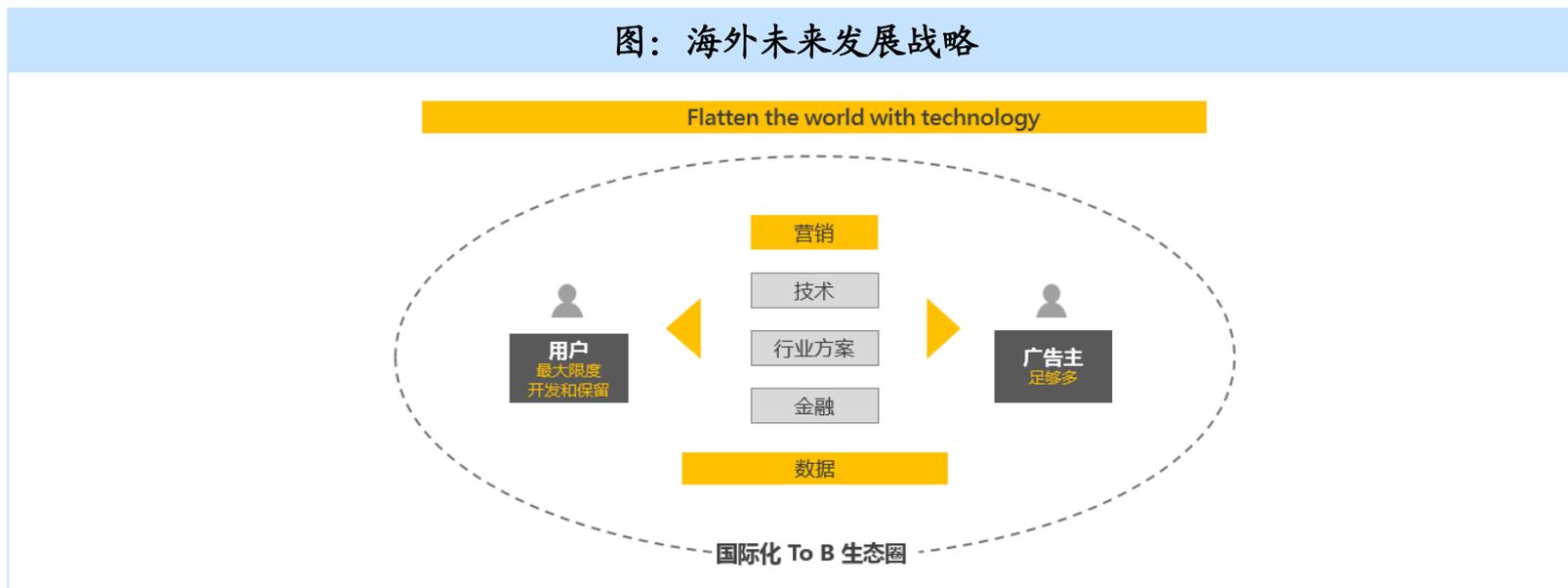


资料来源：木瓜移动公开路演PPT，中信证券研究部

2. 移动广告平台国际化已成趋势，海外营销行业巨头林立（7/7）

- 海外平台发展趋势：剑指to B生态圈，游戏联运、跨境电商、金融服务前景广阔。（1）行业解决方案，海外移动平台纷纷开始布局，切入游戏发行联运和电商比价、导购平台业务。（2）金融服务，移动广告平台在为众多广告主提供营销服务的同时，能够积累沉淀了大量数据和资金，有助于对广告主信用等级进行分析。

图：海外未来发展战略



资料来源：Yeahmobi公开路演PPT，中信证券研究部

六、十大指标深度评比新三板数字营销公司

1. 指标选取和排名规则
2. 以2015年和2016年H1财务数据评比新三板数字营销公司

1. 指标选取和排名规则

- 我们选取**收入、收入增速、扣非净利润、扣非净利润增速、应收账款周转天数、经营活动现金流、货币资金、毛利率、扣非净利率、ROE等10项指标**对**新三板数字营销板块的50家公司**进行打分。我们认为这**10项指标**是评价一家数字营销公司运营情况与成长能力的**关键指标**：
 - 为了更清晰的评价公司的盈利能力，避免政府补助、投资收益等非经常性损益的干扰，我们选取了扣非净利润、扣非净利率及扣非净利润增速。
 - 营销公司对接媒体和广告主，与广告主的结算账期一般要长于与媒体的结算账期1-2倍，因此需要较强现金流和货币资金储备的支撑，同时，应收账款周转天数过长，将会对公司形成沉重的资金压力。
 - 媒体采购费用是构成营销公司成本的最主要部分，因此毛利率可反映出营销公司对媒体的议价能力和依赖程度。在优质媒体资源稀缺的背景下，其重要性更加凸显。
- **排名规则概述**。我们将**新三板数字营销板块108家公司**在上述**10项指标**上的表现分别进行排序，然后按照**1-5分五档**为每家公司的每项指标进行打分。每项指标中，**前10名的公司**各计**5分**，**11-20名**计**4分**，以此类推。应收账款周转天数这一指标按照升序排列，其他**9项指标**按照降序排列。

1.以2015年和2016年H1财务数据评比新三板数字营销公司(1/5)

- 我们将数字营销板块108家公司2015年和2016H1的表现根据上述排名规则分别打分后进行加总（附注表格1~4），得出最终总分，位列前10名的公司分别是：多点科技、微传播、盘石股份、光音网络、巨网科技、爱用宝、易点天下、多想互动、银橙传媒、麦广互娱。

表：数字营销公司2015年和2016H1加总排名

序号	代码	公司简称	排名	2015 分数	2016H1 分数	加总分数
1	837762.OC	多点科技	1	46	47	93
2	430193.OC	微传播	2	44	46	90
3	834009.OC	盘石股份	3	44	45	89
4	835505.OC	光音网络	4	44	43	87
5	833344.OC	巨网科技	5	41	43	84
6	836858.OC	爱用宝	6	43	39	82
7	430270.OC	易点天下	7	40	39	79
8	835212.OC	多想互动	7	40	39	79
9	830999.OC	银橙传媒	9	39	39	78
10	836339.OC	麦广互娱	9	36	42	78
11	836705.OC	精准传媒	11	40	37	77
12	430177.OC	点点客	12	43	32	75
13	834136.OC	仙果广告	13	39	35	74
14	837625.OC	速途网络	13	34	40	74
15	838942.OC	网创科技	13	30	44	74
16	833954.OC	飞天经纬	16	40	33	73
17	A16075.SZ	博拉网络	16	39	34	73
18	832115.OC	喜宝动力	16	35	38	73
19	831764.OC	拓美传媒	19	38	34	72
20	835570.OC	华晋传媒	19	37	35	72

1.以2015年和2016年H1财务数据评比新三板数字营销公司(2/5)

■ 附注1: 2015年新三板数字营销板块重要财务指标比较

表: 2015年新三板数字营销板块重要财务指标比较

公司简称	营业收入 (百万元)	营业收入 增速 %	扣非净利润 (万元)	归母扣非 净利润增 速 (%)	毛利率(%)	扣非净利 率 (%)	应收账款 周转天数	经营活动 现金流 (百 万元)	货币资金 (百万元)	ROE(扣非/ 加权) (%)
汇量科技	777.8	235,517.0	17.7	94,199	12.5	2.3%	89	-64.5	137.5	14.1
易点天下	127.4	626.1	23.1	10,575	29.4	18.2%	148	-9.3	134.3	76.9
剧星传媒	760.7	40.6	13.1	-61	13.5	1.7%	78	2.6	21.0	25.8
沃捷传媒	790.9	21.6	47.7	-5	16.3	6.0%	83	-18.0	30.0	9.2
有米科技	735.6	79.7	3.3	-91	23.4	0.5%	44	-70.8	359.7	1.9
亿玛在线	663.4	45.2	15.4	181	26.4	2.3%	32	39.3	57.0	14.9
银橙传媒	116.1	50.3	30.7	34	57.8	26.4%	131	4.7	129.5	33.3
哇棒传媒	222.4	120.5	21.4	58	22.1	9.6%	92	-57.1	158.7	15.5
多点科技	266.5	1,875.6	31.9	901	24.7	12.0%	5	112.1	110.2	194.5
易简集团	128.4	106.2	20.0	-1	23.1	15.6%	108	-15.6	27.3	27.4
大象股份	402.7	23.3	44.5	63	47.0	11.0%	173	-25.8	102.1	10.2
木瓜移动	341.3	48.6	0.0	0	26.3	0.0%	76	-18.7	72.8	0.0
华晋传媒	382.3	60.1	36.2	236	16.4	9.5%	22	-4.2	27.6	91.0
光音网络	298.7	81.1	63.2	161	46.9	21.2%	46	61.9	40.7	146.1
淘通科技	267.8	169.8	8.2	2,848	31.2	3.0%	12	-40.4	2.6	52.5
巨网科技	166.8	190.1	20.9	613	20.6	12.5%	38	13.6	48.1	35.6
美通互动	136.6	39.4	8.8	1,115	12.4	6.5%	64	-3.9	10.9	54.7
网创科技	261.6	990.9	0.0	0	35.5	0.0%	47	-28.7	51.3	0.0
海天众意	160.2	13.0	-4.8	-169	21.5	-3.0%	74	21.9	20.0	-7.2
艾德韦宣	325.6	30.0	40.6	20	39.2	12.5%	84	8.5	45.6	42.0
新数网络	169.4	16.0	14.2	85	19.7	8.4%	48	3.4	54.9	63.8
璧合科技	217.8	124.9	12.5	1,733	18.2	5.7%	63	-9.5	26.5	30.9
四维传媒	314.7	28.9	24.0	8	21.2	7.6%	143	-9.1	121.5	6.5
瑞诚股份	315.2	-7.1	0.0	0	16.8	0.0%	37	144.7	51.0	0.0
影谱科技	80.8	48,835.8	-31.2	-708	5.7	-38.6%	237	-15.9	35.0	-176.5

资料来源: 中信证券研究部整理

1.以2015年和2016年H1财务数据评比新三板数字营销公司(3/5)

■ 附注2: 2015年新三板数字营销板块各公司打分排名

表: 2015年新三板数字营销板块各公司打分排名

公司简称	营业收入 (百万元)	营业收入 增速 %	扣非净利 润 (百万元)	归母扣非净利 润增速 (%)	毛利率 (%)	扣非净利 率 (%)	应收账款周 转天数	经营活动现 金流 (百万 元)	货币资金 (百万 元)	ROE(扣 非/加权 (%)	总分
多点科技	5	5	5	5	2	4	5	5	5	5	46
光音网络	5	3	5	4	4	5	4	5	4	5	44
盘石股份	3	4	4	4	5	4	5	5	5	5	44
微传播	2	5	4	5	5	5	4	5	5	4	44
点点客	4	4	5	3	5	5	4	5	5	3	43
爱用宝	2	4	4	5	5	5	5	5	3	5	43
星推网络	2	5	4	5	5	5	4	4	3	5	42
巨网科技	4	4	5	5	2	4	4	5	4	4	41
易点天下	4	5	5	5	3	5	1	2	5	5	40
多想互动	3	5	4	5	3	5	3	4	3	5	40
精准传媒	2	5	4	5	5	5	3	4	2	5	40
飞天经纬	3	4	4	4	4	5	3	5	4	4	40
银橙传媒	4	3	5	3	5	5	1	4	5	4	39
道有道	5	2	5	2	4	5	3	5	5	3	39
掌慧纵盈	4	5	4	4	4	4	2	5	5	2	39
博拉网络	4	3	5	3	5	5	1	4	5	4	39
仙果广告	3	3	5	4	4	5	2	4	4	5	39
拓美传媒	4	3	5	5	4	5	1	2	4	5	38
华晋传媒	5	3	5	4	1	3	5	2	4	5	37
新媒体	3	4	4	3	4	5	5	2	2	5	37
亿商联动	2	3	3	5	3	4	5	4	4	4	37
洪海龙腾	2	4	3	4	4	4	5	4	2	5	37
亿玛在线	5	2	4	4	2	2	4	5	5	3	36
艾德韦宣	5	2	5	3	3	4	2	4	4	4	36
网营科技	5	4	4	3	3	3	4	2	5	3	36
多牛传媒	5	5	5	4	3	3	2	1	5	3	36

资料来源: 中信证券研究部整理

1.以2015年和2016年H1财务数据评比新三板数字营销公司(4/5)

■ 附注3: 2016H1新三板数字营销板块重要财务指标比较

表: 2016H1新三板数字营销板块重要财务指标比较

公司简称	营业收入 (百万元)	营业收入 增速 %	扣非净利润 (万元)	归母扣非 净利润增 速 (%)	毛利率(%)	扣非净利 率 (%)	应收账款 周转天数	经营活动 现金流 (百 万元)	货币资金 (百万元)	ROE(扣非/ 加权) (%)
汇量科技	789	777	76	638	18.87	9.76	109	-46	754	23.86
易点天下	648	7015	76	414558	21.49	11.8	92	-152	232	25.51
剧星传媒	599	117	16	20	12.03	2.73	90	6	24	24.39
沃捷传媒	536	47	24	25	16.23	4.63	98	-254	151	3.50
有米科技	423	84	4	2	23.65	1.71	61	-29	347	0.75
亿玛在线	349	14	8	68	21.99	5.41	26	3	60	4.35
银橙传媒	309	193	26	-4	19.31	10.45	28	19	42	8.14
哇棒传媒	280	261	24	218	18.63	8.73	87	-128	31	7.07
多点科技	274	610	40	4485	26.99	15.05	12	55	70	58.34
易简集团	247	893	21	403	15.02	10.67	71	-59	163	11.73
大象股份	237	55	21	103	38.76	9.16	175	-31	180	3.60
木瓜移动	233	53	7	244	16.84	3.07	97	-19	28	7.21
华晋传媒	227	36	14	-35	12.00	6.17	39	4	50	19.00
光音网络	212	51	45	52	44.65	21.15	60	12	94	25.73
淘通科技	212	114	6	-14	26.72	2.93	19	-2	4	11.73
巨网科技	206	335	23	150	16.77	11.57	36	9	79	15.96
美通互动	204	270	4	389	8.28	2.04	85	-20	1	15.65
网创科技	189	4312	26	0	46.60	13.92	28	35	40	24.05
海天众意	166	191	9	0	14.67	5.3	40	-4	29	13.68
艾德韦宣	162	37	3	152	29.55	2.34	93	-21	53	2.97
新数网络	162	142	11	42	15.38	7.09	51	-10	103	17.12
璧合科技	156	107	10	602	19.94	7.58	98	-34	173	6.87
四维传媒	148	-13	14	8	27.80	8.79	199	-60	63	3.39
瑞诚股份	145	-4	3	527	12.66	2.44	59	-34	16	2.78
影谱科技	137	2268	10	478	29.72	7.35	79	42	65	27.76

1.以2015年和2016年H1财务数据评比新三板数字营销公司(5/5)

■ 附注4: 2016H1新三板数字营销板块各公司打分排名

表: 2016H1新三板数字营销板块各公司打分排名

公司简称	营业收入 (百万元)	营业收入 增速 %	扣非净 利润 (百万元)	归母扣非净利 润增速 (%)	毛利率 (%)	扣非净利 率 (%)	应收账款 周转天数	经营活动现金 流 (百万元)	货币资金 (百万元)	ROE(扣 非/加权) (%)	总分
多点科技	5	5	5	5	3	4	5	5	5	5	47
微传播	3	5	5	5	5	5	4	5	5	4	46
盘石股份	4	5	5	4	5	5	5	3	4	5	45
网创科技	5	5	5	2	4	4	5	5	4	5	44
光音网络	5	3	5	3	4	5	3	5	5	5	43
巨网科技	5	5	5	4	2	4	4	5	5	4	43
影谱科技	4	5	4	5	3	3	3	5	5	5	42
麦广互娱	3	4	5	5	3	5	3	5	4	5	42
铠甲网络	3	4	4	5	4	5	4	5	3	5	42
速途网络	3	3	4	5	4	5	4	5	3	4	40
汇量科技	5	5	5	5	2	4	2	1	5	5	39
易点天下	5	5	5	5	2	4	2	1	5	5	39
银橙传媒	5	4	5	2	2	4	5	5	4	3	39
多想互动	3	5	4	5	3	5	3	3	3	5	39
爱用宝	2	2	4	3	5	5	5	5	3	5	39
喜宝动力	3	4	3	5	3	3	5	4	4	4	38
易简集团	5	5	5	5	1	4	3	1	5	3	37
美登科技	2	1	5	2	5	5	5	5	2	5	37
精准传媒	2	3	4	4	5	5	2	4	3	5	37
剧星传媒	5	4	5	3	1	2	2	5	4	5	36
易尊网络	4	5	4	5	2	3	5	1	2	5	36
嗨皮网络	4	5	4	5	2	4	4	2	1	5	36
亿玛在线	5	1	4	3	2	3	5	5	4	3	35
华晋传媒	5	2	5	2	1	3	4	5	4	4	35
仙果广告	3	2	5	3	4	5	1	3	5	4	35

资料来源: 中信证券研究部整理

七、风险因素

1. 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。
2. 公司风险：（1）技术升级的风险；（2）人员流失的风险。

八、新三板数字营销行业估值分析和投资策略

1. 行业趋势判断：看好海外移动营销行业、重点服务于品牌广告主和深耕本地广告主的国内移动营销公司发展前景
2. 行业估值分析：三板较A股折价43%，约是一级市场的2.1倍
3. 行业投资策略：关注评分靠前和具备投资机会的优质企业

1. 行业趋势判断：看好海外移动营销行业、重点服务于品牌广告主和深耕本地广告主的国内移动营销公司发展前景

- 看好重点服务于品牌广告主和深耕本地广告主的国内移动营销公司。品牌广告主预算向移动端加速转移的趋势下，重点服务于品牌广告主的移动营销服务业务有望持续增长。此外，移动端流量整体萎缩的环境下，拓展本地广告、场景营销等创新营销形式有望成为移动营销新的增长点。
- 看好海外移动营销行业的发展前景。新兴市场的快速崛起和中国企业出海浪潮成为海外移动营销广阔市场需求的核心驱动力。2015年全球移动广告规模为687亿美元，预计未来3年行业将继续维持20%以上的高速增长状态，到2018年规模将达到1666亿美元。国外媒体开放的数据资源和程序化自动投放赋予移动广告平台更高价值。目前，国内布局海外的移动广告平台数量较少，Yeahmobi（易点天下）、Mobvista（汇量科技）、Papaya（木瓜移动）领跑行业，未来市场成长空间广阔。因此我们看好海外移动营销行业的市场前景。

2.行业估值分析：三板较A股折价43%，约是一级市场的2.1倍

- 估值分析。截至2016年11月7日，数字营销行业A股2016年PE、新三板2016年PE、一级市场PE（按照主板收购时2016年对赌业绩测算）分别为47X、27X和13X。三板估值水平较A股折价43%，约是一级市场估值水平的2.1倍。

3.行业投资策略：关注评分靠前和具备投资机会的优质企业（1/2）

- 综合考虑公司业务成长性（16~18年净利润复合增速快于30%）和估值水平（2017年PE低于30X），我们建议按照六大主线关注新三板数字营销行业的优质公司，其中“Z”表示“具有二级市场配置价值”，“D”表示“可以参与定增或老股转让”。
 1. 海外营销：易点天下（430270.OC）（排名第7）（D）、汇量科技（834299.OC）（排名第19）、木瓜移动（837493.OC）（排名第66）（D）。
 2. 移动营销：多点科技（837762.OC）（排名第1）（D）、哇棒传媒（430346.OC）（排名第37）（Z、D）、仙果广告（834136.OC）（排名第13）（Z、D）、易简集团（834498.OC）（排名第34）（Z）、沃捷传媒（430174.OC）（排名第34）（Z）。
 3. 场景营销：光音网络（835505.OC）（排名第4）（Z）、点点客（430177.OC）（排名第12）（Z、D）、道有道（832896.OC）（排名第27）（Z、D）。
 4. PC端精准营销：银橙传媒（830999.OC）（排名第9）（Z）、璧合科技（833451.OC）（排名第34）（Z、D）、巨网科技（833344.OC）（排名第5）、新数网络（834990.OC）（排名第29）（Z）。
 5. 电商营销：喜宝动力（832115.OC）（排名第16）（D）、亿玛在线（836346.OC）（排名第25）（Z）、网创科技（838942.OC）（排名第13）（D）。
 6. 视频营销：剧星传媒（833153.OC）（排名第42）、影谱科技（836488.OC）（排名第45）（D）。

3.行业投资策略：关注评分靠前和具备投资机会的优质企业（2/2）

■ 新三板数字营销重点股票池

表：新三板数字营销重点股票池

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	净利润（百万元）					PE				
				2014	2015	2016E	2017E	2018E	2014	2015	2016E	2017E	2018E
哇棒传媒	430346.OC	11.3	18.65	14.3	24.3	54.4	71.1	96.5	79	46	21	16	12
影谱科技	836488.OC	N/A	N/A	(3.9)	(31.2)	34.3	68.5	107.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
沃捷传媒	430174.OC	15.2	7.42	50.7	50.2	60.1	77.3	106.7	30	30	25	20	14
银橙传媒	830999.OC	10.5	7.73	38.0	52.4	75.3	101.5	130.0	28	20	14	10	8
亿玛在线	836346.OC	19.7	26.05	(15.7)	(49.1)	50.0	65.0	80.0	N/A	N/A	39	30	25
点点客	430177.OC	14.8	5.32	14.8	29.8	35.0	59.2	79.5	99	49	42	25	19
仙果广告	834136.OC	7.1	12.24	9.0	24.2	35.0	45.0	60.0	79	30	20	16	12
光音网络	835505.OC	26.0	81.80	24.6	63.7	113.2	181.7	242.0	106	41	23	14	11
璧合科技	833451.OC	12.7	20.00	(0.6)	12.6	40.0	57.0	86.0	N/A	101	32	22	15
道有道	832896.OC	19.5	22.98	41.8	49.0	65.0	85.0	100.0	47	40	30	23	19
喜宝动力	832115.OC	4.0	46.00	2.9	8.1	12.0	20.0	30.0	139	50	33	20	13
多点科技	837762.OC	N/A	N/A	(4.0)	32.1	100.0	130.0	160.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
易点天下	430270.OC	27.3	40.00	1.4	23.2	195.5	266.8	437.8	1963	118	14	10	6
汇量科技	834299.OC	67.9	72.86	0.0	48.1	195.0	267.0	438.0	N/A	141	35	25	15
木瓜移动	837493.OC	N/A	N/A	4.9	34.9				N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
狮华股份	837778.OC	10.1	16.80	5.8	13.6	21.0	27.0	35.0	174	74	48	37	29
易简集团	834498.OC	11.6	18.15	20.1	21.3				58	54	N/A	N/A	N/A
巨网科技	833344.OC	6.9	7.00	5.1	22.1				134	31	N/A	N/A	N/A
新数网络	834990.OC	10.7	25.25	8.7	16.3				124	66	N/A	N/A	N/A
网创科技	838942.OC	N/A	N/A	0.2	16.7				N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
剧星传媒	833153.OC	N/A	N/A	35.1	15.9				N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
有米科技	834156.OC	15.8	20.20	40.8	34.7	30.9	47.4	63.9	39	45	51	33	25
平均									285	52	27	19	14

致謝

中信证券研究部 新三板组

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S1010512050004

刘凯

电话：021-20262109

邮件：kailiu@citics.com

执业证书编号：S1010516050001

免责声明

分析师声明

主要负责撰写本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本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

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。

	评级	说明
股票评级	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
行业评级	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 Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd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”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

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) 本期报告涉及新三板挂牌企业光音网络(835505)、巨网科技(833344)、银橙传媒(830999)、点点客(430177)、亿玛在线(836346)、有米科技(834156)，按照企业公告的信息，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.html>。该等披露内容仅涵盖CLSA group, CLSA Americas及CL Securities Taiwan Co., Ltd的情况，不涉及中信证券及其附属机构的情况。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讨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。