

证券研究报告
数字营销



拓美传媒(831764.OC)

增持（首次）

数字营销破维竞争领跑者，游戏电商产业协同助增长

2017 年 5 月 29 日

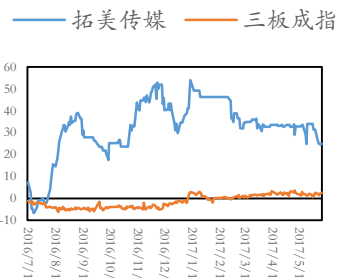
市场数据

报告日期	2017-05-29
股价（元）	21.98
总股本（万股）	3360
流通股本（万股）	3360
净资产（百万元）	107.0
总资产（百万元）	193.2
每股净资产（元）	3.18
每股营收（元）	6.65

主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	223.40	572.08	723.20	922.91	1086.79	1281.38
同比增长	140.0%	156.1%	26.4%	27.6%	17.8%	17.9%
净利润(百万元)	41.10	83.11	78.67	100.67	117.58	137.60
同比增长	76.5%	102.2%	-5.3%	28.0%	16.8%	17.0%
毛利率	27.20%	24.13%	23.20%	23.19%	23.10%	22.98%
净利率	18.40%	14.53%	10.88%	10.91%	10.82%	10.74%
净资产收益率	38.43%	43.73%	29.27%	27.25%	24.15%	22.03%
每股收益EPS(元)	1.22	2.47	2.34	3.00	3.50	4.10
每股经营现金流(元)	-0.42	0.14	0.14	0.21	-0.54	1.75

股价与大盘走势对比



公司基本信息

挂牌日期
2015/01/12
主营业务
互联网广告 100%

Outlier 队分析师：

杜宜学 北京大学
duyixue126@126.com
胡靓婧 北京大学
vivianhulj@163.com
吕政 悉尼大学
zhenglyu_boci@163.com

投资要点

- **2016 表现亮眼，营收 2.23 亿，增速达到 140%。**拓美传媒在 2016 年实现了突破性增长，主营业务互联网广告的营收从 9309 万元迅速增长到 2.23 亿元。在游戏数字营销行业处于领先地位，同时向电商、互联网金融营销等领域发展，并布局游戏发行运营、电子商务业务，力求形成协同作用。
- **技术优势明显，专业团队负责数据优化，大大提升广告投放效果。**拓美传媒具有领先行业的数据优化能力。通过对广告投放效果的长期监测，积累了大量行业数据。并有一支十多人的技术团队，由百度前游戏部门运营总监带领，专门负责数据优化。在数据积累优化的基础上，可以实现多种广告定向方式，根据性别、年龄、时段、兴趣、偏好、频次等进行精准投放，最大程度提升广告投放效果。
- **破维竞争理念指导，以甲方思维为其提供高附加值服务。**拓美传媒从甲方的角度出发，更进一步思考甲方投放广告想要达到什么样的目的，从而通过广告营销的手段，帮助甲方实现利润的提升，从而抓住甲方的痛点，构建长期良性的合作关系。
- **深耕游戏营销行业，行业资源丰富，众多优质合作伙伴。**拓美的管理层几乎都具有丰富的游戏行业相关从业经验，持续耕耘，成长为了业内领先的游戏行业数字营销专家，获得了业内的高知名度和高认可度。拓美传媒和游族网络、完美世界、巨人网络、4399、欢聚时代、百度游戏等游戏行业巨头都曾有过密切合作，且有过代理爱奇艺、PPTV、乐视网、优酷视频等网站的推广服务的经验，还曾是央视网 CNTV 游戏广告独家代理商。
- **营销新需求推动互联网营销持续发展。**随着智能移动终端的普及以及用户基数的扩大，互联网营销行业仍将保持高速增长。
- **风险提示：**应收账款无法收回的风险，业务拓展面临后发劣势及协同效应不足的风险，市场竞争加剧的风险，渠道成本上升的风险。

目 录

1 行业分析	6
1.1 行业现状.....	6
1.1.1 互联网营销行业现状：互联网营销市场规模高速增长，全媒体渠道占比第一.....	6
1.1.2 网络游戏产业行业现状：规模扩张迅速，移动端游戏受捧明显.....	8
1.1.3 食品电商行业现状：得益线上零售环境，发展朝气蓬勃.....	13
1.2 互联网营销行业波特五力模型分析	17
1.2.1 现有竞争者：三大类竞争者，专注某一行业以减少竞争压力.....	17
1.2.2 供应商的议价能力：流量网站议价能力强，普通网站议价能力弱	17
1.2.3 购买者的议价能力：营销需求普遍，但需求力度不一	18
1.2.4 新进入者的威胁：行业壁垒高，先发优势明显.....	19
1.2.5 替代者的威胁：互联网营销成主流，暂无替代渠道	19
1.3 食品电商行业波特五力模型分析	20
1.3.1 现有竞争者：食品行业竞争激烈，品牌集中度较低	20
1.3.2 供应商的议价能力：知名平台流量规模显著，对电商平台依赖较高	20
1.3.3 购买者的议价能力：食品电商忠诚度较低，购买者议价能力高.....	21
1.3.4 新进入者的威胁：入驻电商平台成本低 各类品牌相争入驻.....	21
1.3.5 替代者的威胁：线上线下互为补充 完全替代可能性小.....	22
1.4 行业发展的有利因素和不利因素	22
1.4.1 有利因素	22
1.4.2 不利因素	24
1.5 政策法规.....	25
1.5.1 互联网营销行业.....	25
1.5.2 游戏行业	27
1.5.3 食品电商行业	28
1.6 前景展望	28

1.6.1 互联网营销行业：新时代下的营销新需求推动互联网营销持续发展	28
1.6.2 游戏行业：人口红利消退后的平稳发展	29
1.6.3 食品电商行业：前途一片蓝海	30
2 公司信息	31
2.1 公司概况	31
2.2 公司发展历程与股权结构	32
2.3 管理层、员工情况及公司组织架构	35
2.4 业务简介	37
2.4.1 游戏数字营销领域领先者，“破维竞争”思维锁定客户	37
2.4.2 溯流而上开拓游戏分发联运业务，充分利用行业资源，营造行业生态	39
2.4.3 切入电商业务，利用多年营销经验着力打造自有品牌	40
2.5 商业模式	41
2.5.1 数字营销领域商业模式	41
2.5.2 游戏分发运营领域商业模式	42
2.5.3 电子商务领域商业模式	42
2.6 拓美传媒的竞争优势和劣势	43
2.6.1 技术领先：专业团队负责数据优化，大大提升广告投放效果	43
2.6.2 破维竞争：以甲方思维为其提供高附加值服务	43
2.6.3 行业资源：深耕游戏营销行业，行业资源丰富，众多优质合作伙伴	44
2.6.4 价格劣势	44
2.6.5 资金劣势	44
2.6.6 规模劣势	44
2.7 发展战略	45
2.7.1 布局手机游戏联运业务，提高竞争优势	45
2.7.2 持续扩大网页游戏平台在国内的市场份额	45
2.7.3 布局电子商务协同发展	45
2.7.4 保持业务板块间的协同效应，增强内生发展和外延发展的互补性	45

3 财务分析、盈利预测与估值模型	46
3.1 财务分析	46
3.1.1 健康的流动性及资产负债结构	47
3.1.2 出色的盈利能力	48
3.1.3 盈余质量较高，现金流状况仍有提升空间	51
3.2 盈利预测	52
3.2.1 主营业务收入与成本预测	52
3.2.2 三大报表预测	54
3.3 估值模型	54
3.3.1 加权平均资本成本（WACC）	54
3.3.2 自由现金流折现（DCF）估值模型：价值中枢 23.61 元	55
3.3.3 相对估值：目标价 24.44 元	57
3.3.4 剩余收益（RIM）估值模型：目标价 25.61 元	59
4 风险提示	61
4.1 应收账款无法收回的风险	61
4.2 业务拓展面临后发劣势及协同效应不足的风险	61
4.3 市场竞争加剧的风险	61
4.4 渠道成本上升的风险	61
5 附录	62
5.1 三大报表预测	62
5.2 盈利预测核心假设	65

表格目录

表 1 不同电商渠道平台详细	15
表 2 与互联网营销行业相关的法律法规	26
表 3 与游戏产业相关的法律法规.....	27
表 4 与食品电商行业有关的法律法规.....	28
表 5 普通股前十名股东情况	34
表 6 拓美传媒员工情况（人）	36
表 7 拓美传媒 2017-2021 年盈利预测（万元）	54
表 8 拓美传媒自由现金流及其现值（万元）	56
表 9 拓美传媒自由现金流模型预测值折现（万元）	56
表 10 拓美传媒 DCF 估值计算.....	57
表 11 拓美传媒 DCF 估值敏感性分析（基于 WACC 和 g）	57
表 12 拓美传媒相对估值	58
表 13 拓美传媒基于 P/B 的 RIM 估值（万元）	60
表 14 拓美传媒 2017-2021 资产负债表预测（万元）	62
表 15 拓美传媒 2017-2021 利润表预测（万元）	63
表 16 拓美传媒 2017-2021 现金流量预测（万元）	64

图片目录

图 1 互联网营销的主要线上渠道及其份额（2016）	6
图 2 中国 2012-2016 网民数量及其占总人口比例（百万，2016 为基数）	7
图 3 2012-2018E 中国营销总支出（亿元，按媒体渠道划分）	7
图 4 2012-2017E 互联网营销市场规模及其增速（亿元）	8
图 5 网络游戏产业链	8
图 6 游戏用户付费意愿情况调查	10
图 7 2016 年全球游戏产业规模（亿）	10
图 8 2011-2016 中国网络游戏市场规模及人数（亿）	11
图 9 2016 年中国网络游戏产业细分	11
图 10 2011-2016 中国 PC 客户端游戏市场规模	12
图 11 2011-2016PC 端游戏用户规模	12
图 12 2011 - 2016 中国页游游戏市场规模	12
图 13 2011-2016 中国移动游戏市场规模	13
图 14 2011-2016 移动端游戏用户规模	13
图 15 2012-2016 中国移动智能终端销售数量以及家庭普及率	13
图 16 食品电商产业价值链条	14
图 17 消费者网购食品分布图（2015）	14
图 18 食品电商平台市场份额占比（2015）	14
图 19 2011-2016 中国互联网零售规模及网络渠道占比	16
图 20 2011-2016 中国网络购物用户规模及网购渗透率	16
图 21 2013-2016 中国网购食品交易规模（十亿）	17
图 22 2017-2019 互联网营销市场规模预测及渠道占比预测	29
图 23 2017-2019 中国网络游戏市场规模（亿元）	29
图 24 2017-2021 中国网络食品交易规模预测（十亿）	30
图 25 公司发展大事记	32
图 26 控股公司结构	35
图 27 拓美传媒员工分布情况	36
图 28 公司组织架构图	37
图 29 公司典型广告营销业务流程图	38
图 30 2012-2016 年资产负债率（%）行业对比	47
图 31 2012-2016 股东权益回报率 ROE（%）行业对比	48
图 32 2012-2016 净利润/营业收入（%）行业对比	49
图 33 2012-2016 年总资产周转率（次）行业对比	49
图 34 2012-2016 应收账款周转率（次）行业对比	50
图 35 2012-2016 经营活动净收益/利润总额（%）行业对比	51
图 36 2012-2016 年拓美传媒现金流情况（万元）	51
图 37 数字营销行业 Beta 回归计算	55
图 38 拓美传媒 2013-2021E 自由现金流线性拟合	56

1 行业分析

1.1 行业现状

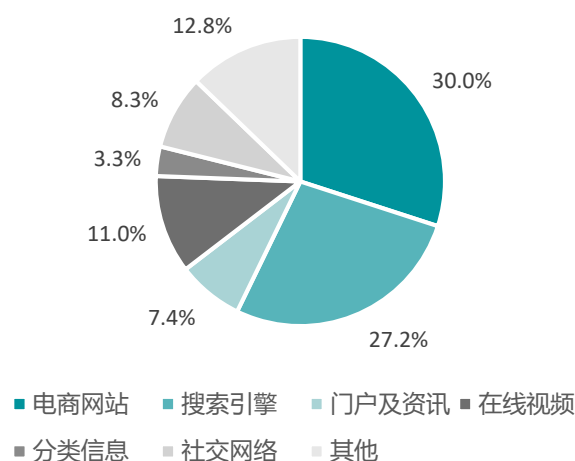
互联网营销是拓美传媒的主要业务。按照中国证监会 2012 年 11 月发布的《上市公司行业分类指引》(2012 年修订)规定,按此类业务划分拓美传媒属于大类“I 信息传输、软件和信息技术服务业”中的子类“I64 互联网与相关服务”。拓美传媒的网络营销主要为游戏厂商服务,同时展开游戏运营、发行业务,目前又致力于开拓电商食品市场(B2C)。因此,我们根据其主营业务,依次分析互联网营销行业现状,网络游戏产业行业现状,和食品电商行业现状。

1.1.1 互联网营销行业现状：互联网营销市场规模高速增长，全媒体渠道占比第一

(1) 概况

互联网营销,本质上就是以互联网为基础,利用数字化的信息和网络媒体的交互性,便利性以及日常性等特有的性质进行广告营销,从而达到一定的营销目的。目前,网络广告与营销的主要投放渠道包括搜索引擎,门户资讯,电商网站,在线视频,社交网络等。

图 1 互联网营销的主要线上渠道及其份额 (2016)



数据来源：艾瑞咨询

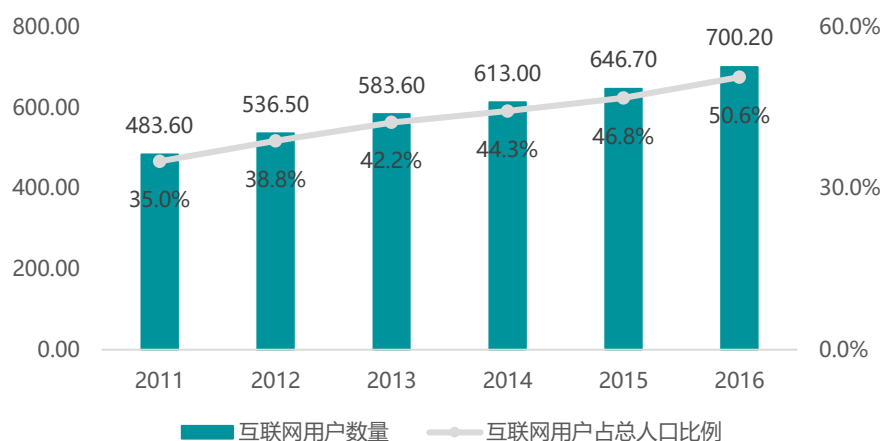
凭借着广泛的网络受众和低廉的信息传播成本,以及由新媒介和新技术催生的以精准传播、互动营销、分众传播、定位传播等新型的传播形式,又有大数据分析做支撑,互联网营销的形式不断丰富,营销手段逐步多样化,营销痕迹不断淡化但营销效果凸显。因省时、高效、直接,某种程度上互联网营销更节省企业的资源。

如今，互联网营销在营销领域中发挥着越来越重要的作用。

（2）市场规模

我国营销行业已有 30 余年的发展历史。基于广告的营销行业自身属于周期性行业，因而具有易受宏观经济发展影响的特点。得益于过去我国经济奇迹般的增长，我国营销市场飞速增长，规模巨大。

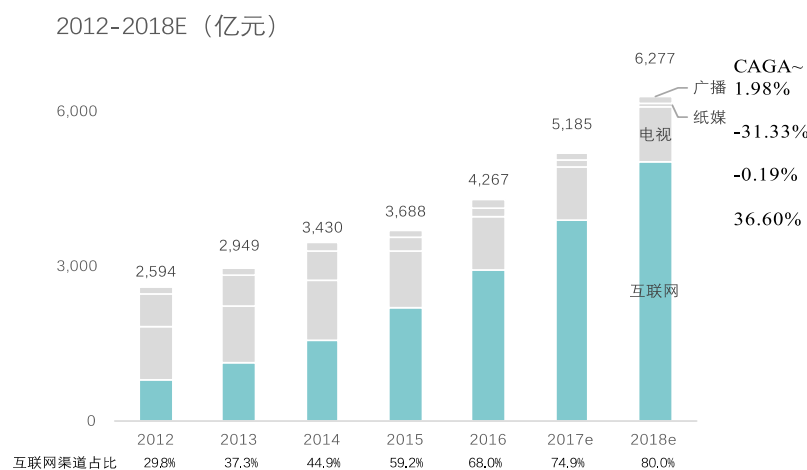
图 2 中国 2012-2016 网民数量及其占总人口比例（百万，2016 为基数）



数据来源：Euromonitor

而随着千禧年以来互联网的发展以及近几年来移动互联网的爆发，互联网用户数量的不断增长，特别是近年来智能移动终端的普及使得互联网用户群体的下沉以及用户基数的扩大，数字媒体影响力逐步超过了传统媒体，体现在营销行业上则是中国互联网营销市场的迅猛发展，已经成为我国营销产业规模最大和增速最快的板块，互联网营销收入占比更是占了全媒体渠道营销总体收入近七成。

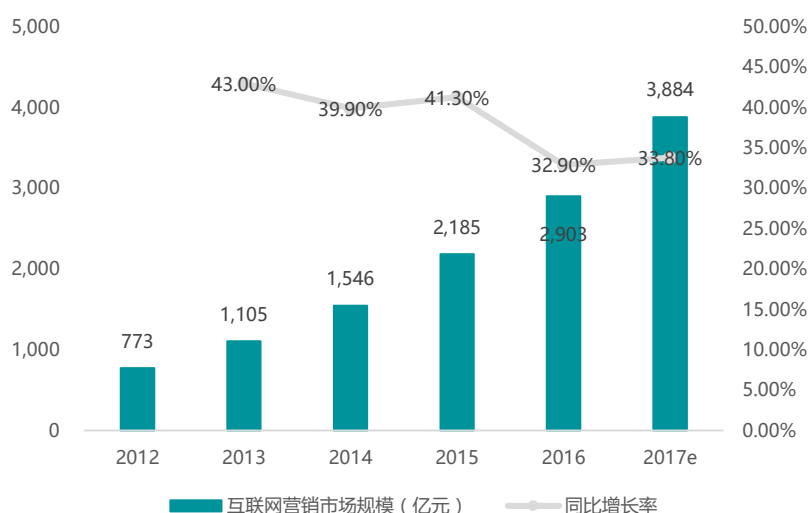
图 3 2012-2018E 中国营销总支出（亿元，按媒体渠道划分）



数据来源：艾瑞咨询，贝恩分析，团队整理

得益于互联网营销的特点和受众群体的广泛，互联网营销已经成为影响力最广的营销方式。企业客户对其的青睐以及在互联网营销上的持续规模化投入是互联网营销市场迅速扩大的基础。截止 2016 年，互联网营销市场规模达到 2,902.70 亿元，同比增长 32.9%。

图 4 2012-2017E 互联网营销市场规模及其增速（亿元）



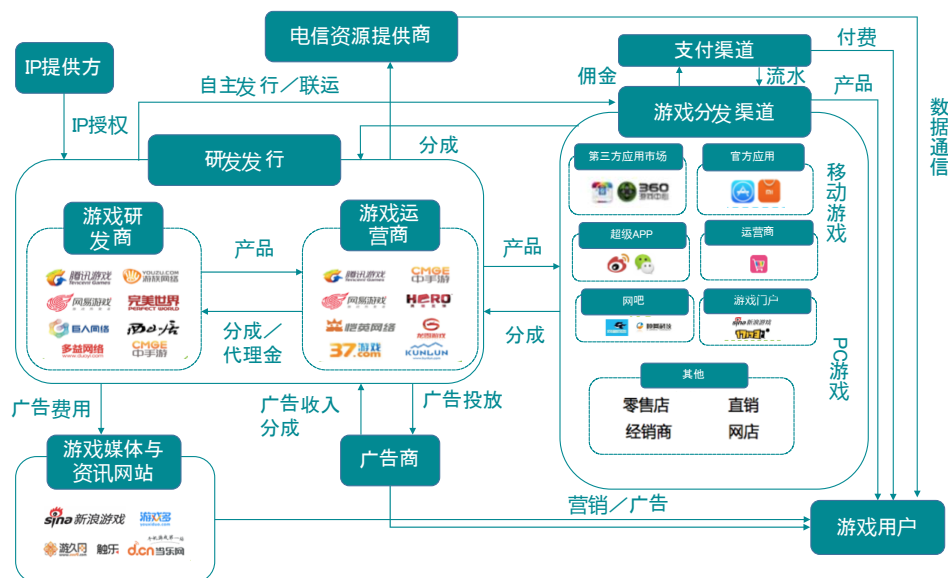
数据来源：艾瑞咨询

1.1.2 网络游戏产业行业现状：规模扩张迅速，移动端游戏受捧明显

(1) 概况

网络游戏产业是泛文娱产业中的一环，而游戏发展变迁也伴随着电子硬件设备的升级。当下，中国游戏行业已形成了一条完善的产业链。

图 5 网络游戏产业链



数据来源：艾瑞咨询，团队整理

在网络游戏产业链中，游戏研发商是整个市场的创造者，负责游戏服务器端、客户端等软件的开发工作，通过拟订游戏开发计划，组织策划、文案、美工、编程等各种资源完成网络游戏的初步开发。在这一过程中，除极少数大型游戏厂商具备所有开发资源外，大部分游戏开发企业通常需要借助 IP 提供商、相关外包服务提供商和投资者的资源。在游戏开发完成之后经过内外部的多轮测试并不断完善后向玩家正式推广运营。

游戏发行商主要负责网络游戏的代理发行和推广。规模较小、缺乏发行运营经验的游戏开发商通常专注于游戏的开发，从分工协作和经济效益的角度权衡，在进行商务合作和游戏推广的资源有限的情况下，主要通过将网络游戏交由专门的游戏发行商代理发行和推广，完成游戏在各个平台、渠道上的推广和运营。

游戏运营商主要负责网络游戏的用户流量导入、基本运营维护、客户服务、道具服务等。很多游戏发行商本身具有游戏运营能力，凭借其强大的推广、运营服务能力，为开发商提供系统服务。

游戏渠道商主要依托自身推广渠道（包括 Web 门户或社区、WAP 站点、移动终端应用软件等）向游戏消费者提供游戏产品的资讯介绍、下载链接或使用页面等，协助游戏开发商、游戏运营商一起进行产品的推广。目前，PC 端游戏的主流推广渠道包括网吧和游戏门户网站；而移动网络游戏的主流推广渠道包括：应用商店（如苹果 appstore、谷歌商店、360 手机助手等）、主流 APP（微信、陌陌等）、门户网站（当乐网、九游网等）、手机浏览器（UC）等。

电信资源提供商和支付商也是移动游戏产业链中重要环节，前者主要提供互联网接入和移动电话等基础电信业务，以及提供服务器托管、带宽租用，服务器租用等 IDC 服务，国内代表型企业如中国电信、中国移动、中国联通、世纪互联以及阿里云等；后者主要提供电子支付平台服务、为玩家用户在游戏消费提供充值窗口，主要包括各类网络银行、支付宝、微信支付、apple pay 等。除此之外，美术、研发外包服务商以及游戏投资商也通过提供外包服务以及股权投资参与互联网游戏产业链分工。

游戏媒体则是那些专门或者有游戏专题的网络游戏资讯门户网站，既充当了宣传游戏的广告平台，又成为了玩家之间的交流平台。

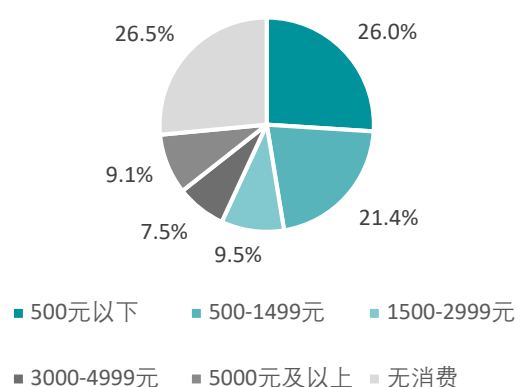
此外，随着游戏产业与互联网的发展，各种游戏衍生产业诞生。例如针对专门游戏的直播平台和针对某一游戏的电子竞技比赛产业。

拓美传媒的游戏业务则扮演了游戏运营商和分发商的角色，同时拓美传媒还在诸多游戏媒体上拥有广告位，为各类游戏提供互联网精准营销服务。

（2）市场规模

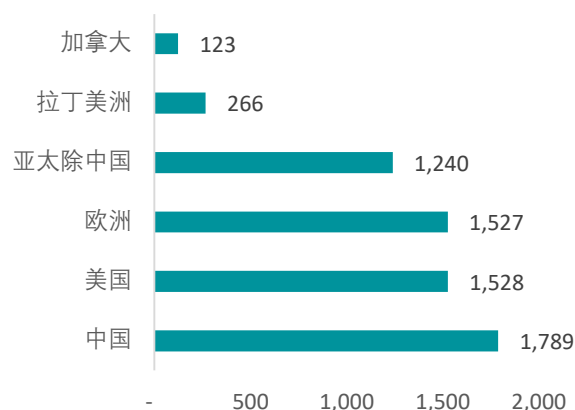
目前，中国网络游戏市场规模继续上升。近年来飞速发展的网络游戏行业主要得益于三个方面：从硬件上看，光纤网络和移动 4G 网络的全面普及为网络游戏的发展与普及提供了良好的硬件设施；从需求上看，人民生活水平快速提升，消费购买力提高，人们对娱乐的需求越来越重，也愿意为网络游戏付费；从企业经营来看，优秀 IP 的挖掘，游戏泛娱乐化、社交化，影视文学动漫游戏化，文娱产业间的跨界联动频繁，拓宽了游戏产业的外延。

图 6 游戏用户付费意愿情况调查



数据来源：GPC&CNG

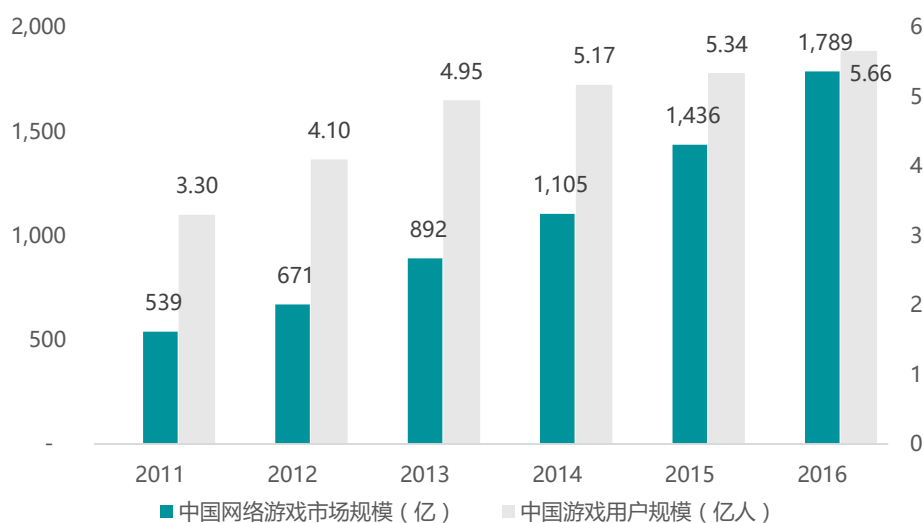
图 7 2016 年全球游戏产业规模（亿）



数据来源：Euromonitor

截至 2016 年，中国网络游戏市场规模达到 1789 亿元，总体用户规模达到 5.66 亿人数。更有趣的是，2016 年中国首次超越美国，成为了全球最大的游戏市场，暗示了中国市场无与伦比的发展潜力。

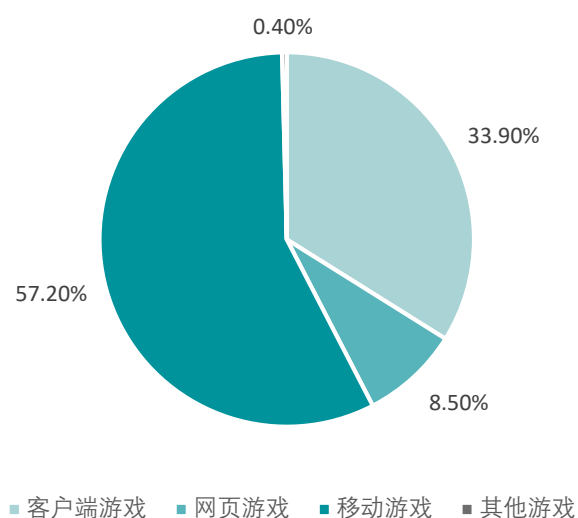
图 8 2011-2016 中国网络游戏市场规模及人数（亿）



数据来源：Euromonitor

不过值得注意的是，中国游戏产业各个细分市场发展逐渐明朗。其中，客户端游戏与网页游戏市场份额同时出现下降，而移动游戏则引领网络游戏规模发展增长。2016 年，移动游戏市场占比超过客户端游戏市场，达到 57.2%，成为份额最大、增速最快的细分市场。而家庭游戏机游戏则尚处于布局阶段。

图 9 2016 年中国网络游戏产业细分

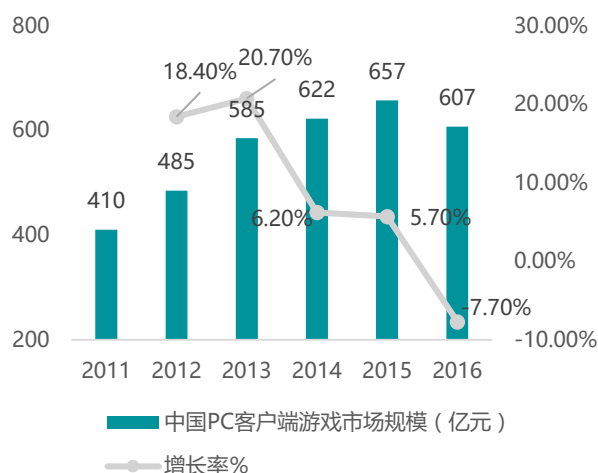


数据来源：GPC, CNG&IDC

生活节奏加快与移动智能平台的普及是中国端游、页游市场低迷，移动游戏市场繁荣的共同原因。生活节奏的加快意味着大端空闲时间的缺失，取代的则是碎片化时间的增加。而端游需要玩家较长的单

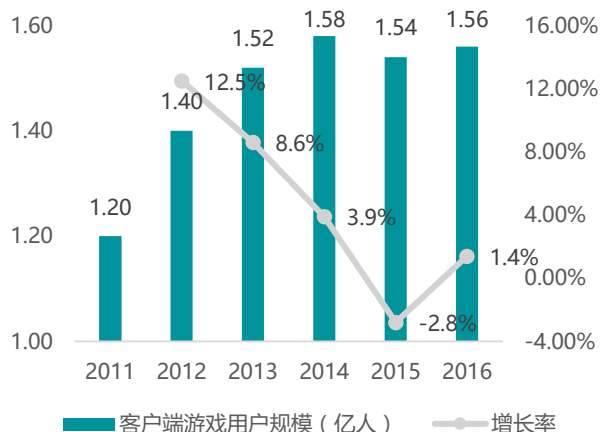
次游戏时间和持续的人机 / 人人交互，消耗精力大。由于现实生活太忙的原因，玩家往往会放弃端游，专为更加轻松的、更碎片的移动游戏市场。由于移动游戏的强势，PC 端游戏受到一定程度的挤压。2016 年，PC 端游戏市场规模下跌至 606 亿元，环比下降 7.7%。而这几年端游的用户规模的发展也停滞不前。

图 10 2011-2016 中国 PC 客户端游戏市场规模



数据来源：艾瑞咨询

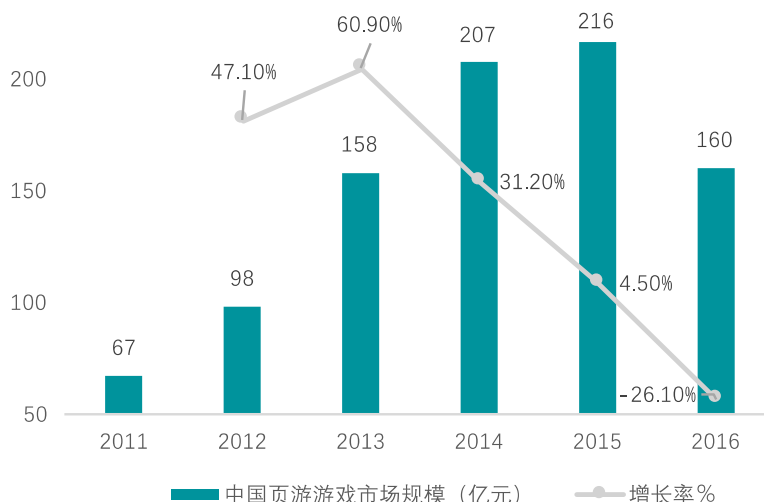
图 11 2011-2016 PC 端游戏用户规模



数据来源：GPC, CNG&IDC

对于页游来说，除了受移动游戏的影响外，随着人们欣赏与审美水平的提高，理智游戏消费意识的觉醒，过去野蛮发展、粗制滥造、“抢钱”与“忽悠”式的页游逐渐无人问津。同时基于技术的限制，基于 Flash 制作的页游对于游戏占用系统资源方面存在的问题在一定程度上限制了页游的发展。

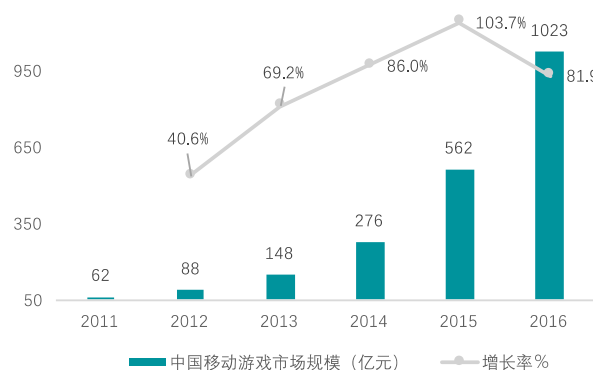
图 12 2011 - 2016 中国页游游戏市场规模



数据来源：艾瑞咨询

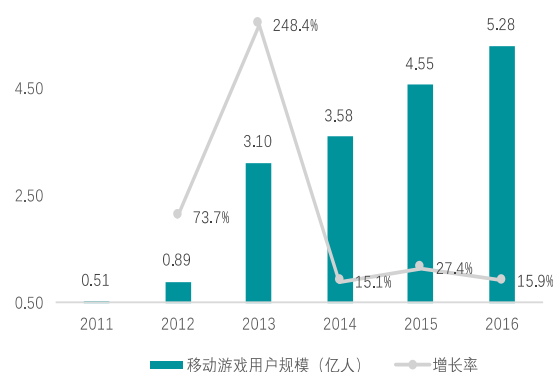
2016 年，移动游戏市场规模为 1023 亿元，同比增长 81.9%。移动游戏市场竞争激烈，产品格局变动较大，知名优秀企业如腾讯、网易扎堆研发，催生精品产生，为市场规模的增长做出了贡献。

图 13 2011-2016 中国移动游戏市场规模



数据来源：艾瑞咨询

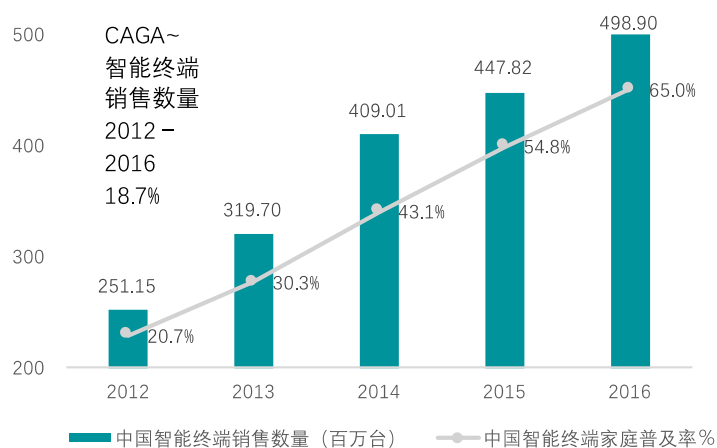
图 14 2011-2016 移动端游戏用户规模



数据来源：GPC, CNG&IDC

此外，游戏类型的不断丰富、移动游戏门槛的降低、智能移动端的普及与网络的优化等因素，也促进了移动游戏市场的快速发展。

图 15 2012-2016 中国移动智能终端销售数量以及家庭普及率



数据来源：Euromonitor, MarketLine，团队分析

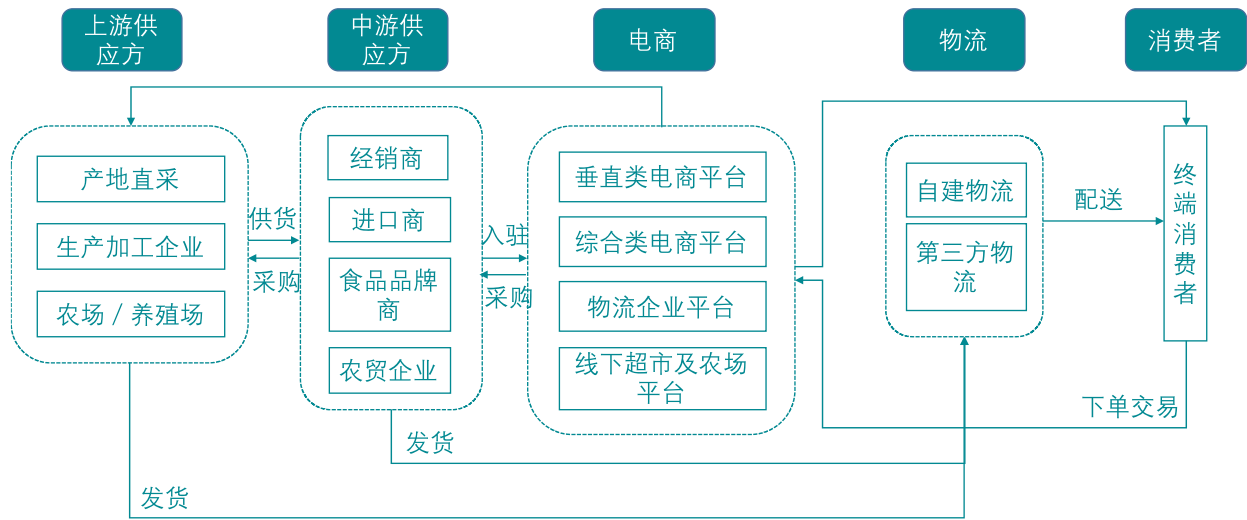
1.1.3 食品电商行业现状：得益线上零售环境，发展朝气蓬勃

(1) 概况

食品电商是线上零售市场中重要的一环，也被认为是电子商务市场的最后一片蓝海。与传统的线下食品销售渠道不同，基于得天独厚的互联网环境及配套物流基础，通过电商这一线上渠道，消费者可以

足不出户地下单想要的食品，并通过便捷的物流收取。

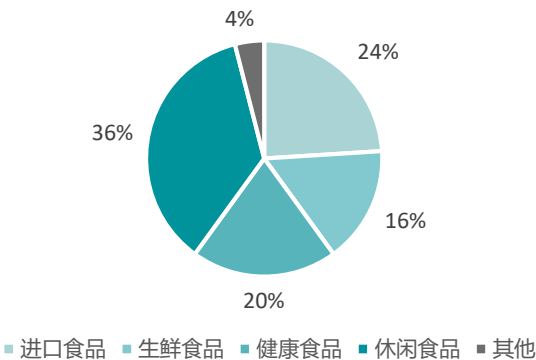
图 16 食品电商产业价值链条



数据来源：易观智库

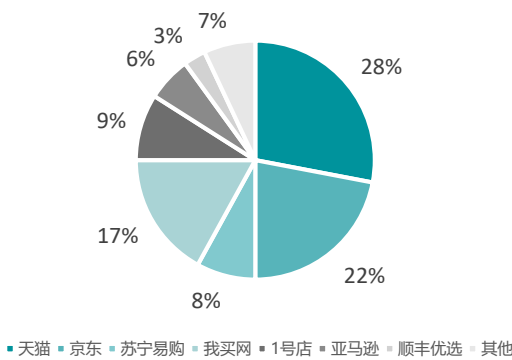
食品电商下的食品分类又可以细分为休闲食品、生鲜食品、健康食品与进口食品等。其中，随着人民消费水平的提高，休闲食品逐渐升级为百姓日常的必需消费品，因此休闲食品占据线上食品销售首位。而且休闲食品重复购买频率高，网购比频繁去线下实体店方便。休闲食品电商的主要品牌有三只松鼠、百草味和良品铺子。生鲜食品在线上的起步较晚，对物流和冷链要求较高，而且有过一段生鲜电商创业的死亡倒闭潮，目前生鲜消费市场仍以线下为主。随着人们消费结构的升级与新常态下的健康消费，进口食品与健康食品也日益受到人们关注。

图 17 消费者网购食品分布图（2015）



数据来源：速途研究，团队整理

图 18 食品电商平台市场份额占比（2015）



数据来源：速途研究，团队整理

基于资源和经营模式的不同，提供食品的电商渠道平台又可以分为综合型电商平台、垂直型电商平台、物流企业和线下超市及农场等四类。其中以京东、天猫为代表的综合型电商平台所占份额最高。

表 1 不同电商渠道平台详细

类别	特点	产品类型	物流配送	代表企业
综合型电商平台	提供平台吸引食品商家入驻，先天流量优势	全品类食物	只负责监管，由入驻的商家自行配送	天猫、京东、亚马逊等
垂直型电商平台	专注于食品及生鲜品领域，自行配送，具有区域性特点	农产品、粮油以及生鲜食品	自己有配送服务，但仅限于一定区域内	中粮我买网、易果网等
物流企业平台	依托物流体系优势发展生鲜产品冷链配送	提供服务、生鲜食品	有自己的物流配送体系，并依托物流势力大力发展冷链物流	顺丰优选
线下超市及农场平台	依托门店优势进行辐射，发展线上服务，拓展营销通道	农产品以及神仙食品类	自行配送，以自己的门店辐射为主	沃尔玛、永辉超市、大润发等

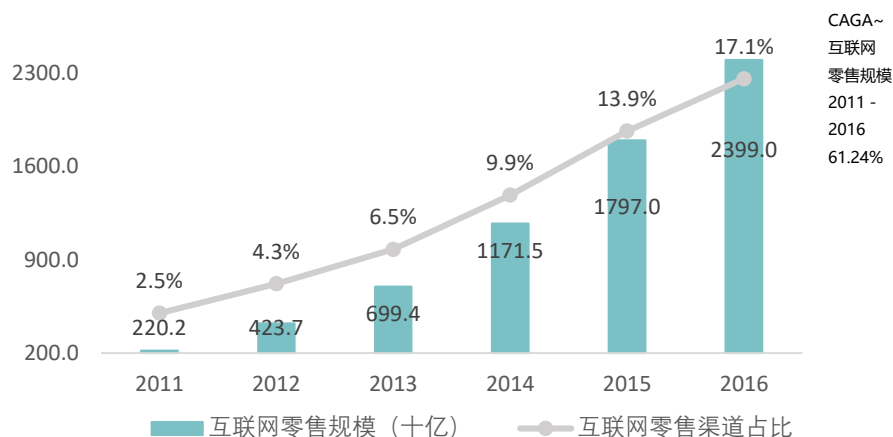
数据来源：易观智库

（2）市场规模

食品电商的发展主要得益于两大因素。一是中国优越的电商环境及高效的配套物流基础，并由此培养的网购消费群体；二是由经济发展带来的中产阶级的扩大和购买力的提高，以包装休闲食品为主的电商食品迎合了消费升级而释放的购买力。

过去几年里以天猫京东为代表的电商平台迅猛发展，以支付宝为代表的便捷支付工具和顺丰为代表的高效配套物流的支持，整个中国网购规模不断扩大。特别是 2013 年后移动端的普及，使得网购变得更加便利。网络零售交易额也因此持续增长，占总零售规模比重也日渐增加，网络消费渠道的凸显也因此成为新常态。

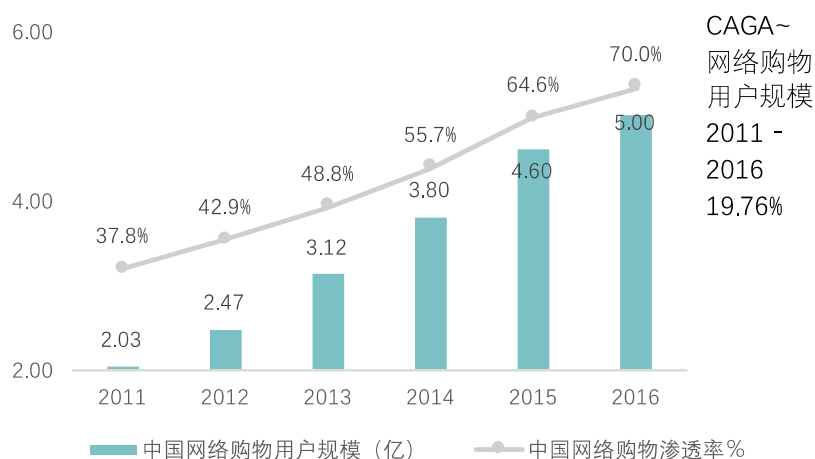
图 19 2011-2016 中国互联网零售规模及网络渠道占比



数据来源：Euromonitor

互联网零售的发展同时也培养了庞大的网购消费群体，而网络消费占整个社会消费品零售额比重逐步上升同时也意味着传统的消费习惯逐步被改变。截止 2016 年，我国网购购物用户规模已达到 5 亿人，网购渗透率达到 70%左右。优越的电商环境和规模庞大的网购用户是食品电商行业得以发展的基础。

图 20 2011-2016 中国网络购物用户规模及网购渗透率

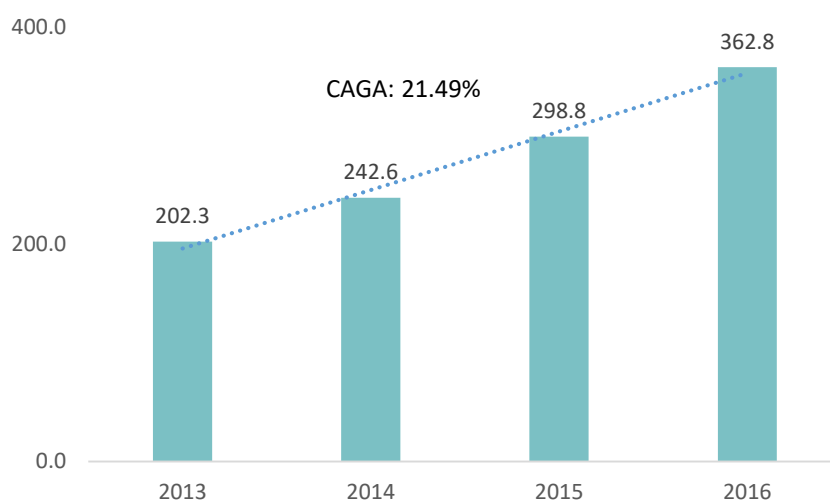


数据来源：易观智库，中国电子商务研究中心和团队整理

另一方面，随着经济水平的不断提高，中产阶级数量不断扩大，而人均可支配收入的提高，消费观念的改善，使得人们在提高消费水平的同时也提高消费质量。具体来说，休闲食品的消费是消费结构改善的结果，而进口食品则和健康食品则分别是消费质量提高和消费观念改善的产物。随着大消费时代的到来，消费升级会推动食品电商行业进一步发展。

基于此，2016 年食品电商行业规模将近 3,628 亿，发展潜力巨大。

图 21 2013-2016 中国网购食品交易规模（十亿）



数据来源：Euromonitor

1.2 互联网营销行业波特五力模型分析

1.2.1 现有竞争者：三大类竞争者，专注某一行业以减少竞争压力

目前来看，整个互联网营销行业里的玩家大致可以分成三类：第一类为企业甲方自己的网络营销团队，诸如谷歌、宝马、小米与万科等。对于他们来说，乙方的作用仅仅在于媒体通道和活动执行上，因此自身的网络营销团队才是重中之重；第二类则来自与传统广告营销公司的互联网切入。随着互联网营销市场规模的扩大与重要性的凸显，许多原本在传统营销传媒沉浸多年的知名公司也会涉猎其中。在我国，目前蓝色光标、迪思传媒与灵思传媒在网络营销这一块发力较猛。不过，来自传统营销公司的团队往往会覆盖全行业网络营销，而不是聚焦到某一特定行业；第三类则是专门的互联网营销公司。这一类往往以针对某特定行业的营销类公司为主，能做到全行业的网络营销公司较少。而且，对于某一特定行业的网络营销组里，目前能够脱颖而出的公司也属于凤毛麟角。不过，拓美传媒却是游戏营销领域的佼佼者。

目前，朝某一特定行业的网络营销发展，迎合客户需求，或许是能够在竞争者中脱颖而出的好办法。

1.2.2 供应商的议价能力：流量网站议价能力强，普通网站议价能力弱

对于互联网营销行业而言，供应商的议价能力中等。这里的供应商主要是各类互联网网站媒介或者移动 APP 提供的广告资源位。虽然每一类互联网网站类型都有相当多的同质化网站，比如游戏资讯门户

就有侠网、265G.com、07073.com 等众多游戏网站，但是每一类网站里日流量较高，日点击量较大的网站或者是 APP 相对有限。热门网站因为流量高，覆盖网民数量多的原因，其广告资源位是形成优质营销效果的基础，因而受到较多网络营销公司的追捧。从这层面上来说，优质供应商的议价能力相当强。

但是，由于网站数量繁多，除去高流量网站或者 APP 外，仍有大量提供广告资源位的网站。因为其流量与点击量不如那些红火的流量网站，而且营销公司更换到相似网站的广告资源位产生的效果相似，而更换成本较低，因而对于此类供应商来说，议价能力相对较低。

1.2.3 购买者的议价能力：营销需求普遍，但需求力度不一

总体来说，在互联网营销行业里，购买者的议价能力属于中等，这体现在不同行业公司对互联网营销的需求力度不一。当今的商业世界里，小到小规模初创公司，大到大型跨国公司，其产品的销售或多或少需要广告营销的助力。然而营销的形式多种多样，除了互联网营销外，仍有许多线下渠道营销方式，例如报纸电视广告，又或者是体育活动赛事赞助。尽管互联网营销已经成为我国营销方式规模最大，增速最快的板块，但对于一些行业来说，互联网营销目前依旧不是首选。例如，对于某些快消品行业公司来说，央视的广告投放依旧是其营销的主流渠道。不过，企业甲方总是希望用最少的支出达到最有效的营销结果。鉴于互联网营销省时、高效的特点，以及未来网络渗透率的增加，互联网营销对各行业公司的吸引力将会增强，未来购买者的议价能力预计逐步降低。

具体到互联网游戏营销而言，因为无论端游还是移动端游戏，网络游戏本身就带有互联网的印迹，因而对各类游戏开发商公司而言，互联网营销是其天然的，也是占比最高的营销渠道。因此在互联网游戏营销产业里，购买者的议价能力较低。

具体到公司层面来说，因为企业甲方会在同类的互联网营销企业中选择提供相同功能和效果而报价低的一方，较少有客户忠诚度，从这一层面来说，购买者的议价能力较高。不过，拓美传媒不仅拥有游侠网、265G.com、07073.com 等众多游戏资讯网站媒介资源，还拥有众多优质导航网站(如搜狗网址导航)、互联网社区(如新浪微博、人人网)以及互联网软件(如酷狗音乐)等互联网媒介资源，资源位丰富，服务效果好，替代公司少，因而拓美传媒的购买者议价能力较低。

1.2.4 新进入者的威胁：行业壁垒高，先发优势明显

互联网营销行业中来自新进入者的威胁较低，源于其较高的行业壁垒：

（1）资金壁垒

虽然互联网营销属于轻资产行业，并不需要大规模的资本投入以购置实物资产，但是仍然需要较高的资金投入。大量的资金需求来源于由优质广告资源开拓而导致的预付资金要求，同时在互联网营销中，需要大量客户垫款，这样一来资金回笼慢，现金流较低。此外，为了保证竞争力，人才的招募、数据购买和企业运营信息化等方面也需要持续的投入。然而日常现金流的不足的常态则要求新进入者拥有极多的资本储备。

（2）人才壁垒

互联网营销行业高度依赖营销人才和创意。虽然每年营销专业毕业生数量庞大，但是，由于高等教育中专业内容设置的落后与教材的滞后，专业的互联网营销人才的培养速度仍然跟不上互联网营销行业对人才的需求速度。而且，互联网营销手段和方式的日新月异，更是对互联网人才的学习能力和创意要求更是提高。而且，由于缺乏人才和创意，新进入者更需要时间和精力去搞懂以及满足客户的需求。对于游戏行业的互联网营销来说，找到既懂游戏又懂互联网营销的复合型人才更是难点中的难点。

（3）行业资源壁垒

尽管互联网营销行业客户忠诚度与行业经验的时效性较低，甲方客户看重更多的则是是否能够提供高质量的营销服务和源源不断的新创意。不过，对于网络游戏的互联网营销里，广告资源位也是一种重要的行业资源。广告资源位往往被长达几年的合同批量采购，新进入者往往面临无优质广告资源位可采购的尴尬局面。同时，由于其较少的资金支持以及较低的行业名气，也往往会被广告资源位的拥有者给忽略。新进入者对广告资源位这一最重要的行业资源掌握力度较低，因而行业资源壁垒较高。

1.2.5 替代者的威胁：互联网营销成主流，暂无替代渠道

对互联网营销公司而言，来自替代者的威胁被认为较弱。目前，互联网营销风头正旺，增速快，增量多，影响力广而且规模最大，暂时还找不到另一种非常有潜力，高速增长且未来有希望取代互联网营销的营销渠道。而从公司内部角度看，内部成立一支互联网营销团队亦是一种取代互联网营销公司的办

法。但关键是，除了极少数大型公司外，成立内部互联网营销团队是一种成本非常高昂的做法，并不具有普遍性。尤其是对于以技术为导向和驱动的游戏开发商来说，鲜有成立内部互联网营销团队的做法。

1.3 食品电商行业波特五力模型分析

1.3.1 现有竞争者：食品行业竞争激烈，品牌集中度较低

现有的食品电商化的品牌与零售商数量庞大，每一种食品的子分类下都有大大小小数种零售品牌，可以说食品行业竞争激烈。而京东与天猫下食品分类的店铺超过万余家，除了食品品牌的官方店铺外，诸多售卖同一品牌或类别食品的零售店铺仍然存在。具体到拓美传媒提供的健康食品类别下的姜茶这一类别，主要竞争者有同仁堂与寿全斋。

同仁堂是一家中药行业的老字号。其历史悠久，并以中药出名。目前同仁堂的经营产品则是以现代中药为核心，同时发力于健康产品领域。尽管健康产品只占同仁堂营收的小部分，但因其拥有的商誉品牌价值较高，被视为健康产品领域中强有力的竞争者。

寿全斋的发展历史与同仁堂较为类似，最初都为前清的中药，不过其早期设立于浙东。后期则进行转型，抛弃中药业务，结合传统中医药食同源理论，以红糖姜茶作为切入口，积极发展电商下的健康食品销售。

1.3.2 供应商的议价能力：知名平台流量规模显著，对电商平台依赖较高

这里的供应商可以有两大类。一类是互联网销售平台的提供商，另外一类是食品本身的层层供应商甚至是直接的厂商。

按照行业概况里的说法，提供食品的电商渠道平台有四类，分别为综合型电商平台、垂直型电商平台、物流企业和线下超市及农场分别成立的电商平台。其中以京东和天猫为代表的综合型电商平台流量最为火爆，消费者最为青睐，所以一般的食品品牌商或者零售商都会选择入驻天猫或者京东进行网络销售。尽管有公司可以成立自己的垂直电商平台进行销售，但是单独搭建平台以及后续运维成本高，吸引客户少，效果远远不如天猫或者京东。从这一层面上来说，供应商的议价能力较高。

尽管拓美传媒也可以通过从众多电商平台中挑选合作伙伴来压价，但是一般来说，食品品牌会选择同时在多个电商平台中同时上架，而不是仅仅选择某一家平台商。所以，拓美传媒也无法通过增加供应商竞争的方法来削弱供应商的议价能力。

而对于互联网食品零售商来说，作为食品的供应商或者厂商的议价能力较高。主要原因是组织以及维护一只互联网销售队伍的成本较低，作为食品的供应商或者厂商能够更轻易的切入到零售环节。不过由于拓美传媒直接打造电商食品的品牌，这一层面对的供应商压力几乎不存在。

综上所述，供应商的议价能力也相对较高。

1.3.3 购买者的议价能力：食品电商忠诚度较低，购买者议价能力高

网络食品零售的绝对购买人数较多。但与整体电商零售业以及线下食品销售规模相比，相对规模仍然较小。网购食品在一定程度上便宜的特点是消费者考虑的重要因素之一。因此，目前消费者的议价能力较高。随着未来选择互联网食品购买渠道的人数增加，消费者的议价能力总体上会有一定的减弱。

目前在网络的销售平台中，同质化食品较多，同一类的食品都有许多品牌林立。重要的是，从理论上来说，在互联网零售中更换食品品牌的成本几乎为零。这样一来，尽管出于某些原因消费者拥有一定的忠诚度，但是仍然不能降低消费者的议价能力。

目前拓美传媒在食品电商的切入点是销售一种姜茶类的健康饮品。当下，消费升级与对健康的重视使得客户愿意花更多的钱去换取更优质、健康的食品。不过，除非托美传媒的产品拥有独特的功能，不然消费者很容易转向其他同类别的产品。这是因为消费升级带来的消费力对于品牌并不是那么忠诚，很容易被其他品牌的优质营销带跑。

因此，总的来说，购买者的议价能力相对较高。

1.3.4 新进入者的威胁：入驻电商平台成本低 各类品牌相争入驻

新进入者可以分为两类：一类是新品牌或者新公司的进入；另一类则是原有食品品牌或者公司，因为多渠道销售的要求而选择进入食品电商平台。

新入者的进入壁垒其实相对较低，因为进驻各大电商平台的流程相对简单，而且入驻与运营资金开销较少。尽管初期为了吸引客户，广告营销与价格让利会导致利润下降，但是网络渠道的销售规模使得诸多食品品牌或者零售商前仆后继的进入电商平台运营。

随着网络用户的更加下沉，食品消费方式与购买场景的改变，可以预计食品电商的规模还将持续高速增长。因而各类食品品牌或者是零售商更会积极进入这一市场，抢分市场蛋糕。

总而言之，预计新进入者的数量还将大幅增加。

1.3.5 替代者的威胁：线上线下互为补充 完全替代可能性小

食品电商的替代者威胁较小。

食品电商的替代渠道则包括了各类线下渠道，诸如超市大卖场，便利店，各类街头店，生鲜类别的话还有菜场等。尽管网络食品零售有着价格便宜，购买便利，产品独特，如能购买独特的进口食品等优点，目前为止线下渠道仍然是人民食品购买的主流渠道。然而，从严格意义上来说，各类线下渠道并非是电商渠道的替代，线上线下渠道应该是一种相互补充，共同组成多渠道销售战略中的一环。

而且，对于食品而已，线上线下销售渠道的替代程度在一定意义取决于食品的种类。包装食品最适合通过网络渠道进行销售，生鲜食品则需要冷链与物流环节的大量投入才能保证其品质。而一些街边小食则完全不能放在线上销售。

对于拓美传媒的食品电商板块而言，替代者的威胁几乎为零。因为其产品只会通过线上渠道销售。

1.4 行业发展的有利因素和不利因素

1.4.1 有利因素

（1）互联网营销行业

用户需求量大

互联网营销本身具有成本低廉、效果显著的特点，采用互联网营销更符合企业甲方利益。目前，互联网渗透率进一步提升，特别是移动智能端的普及与下沉，越来越多的人与互联网产生交互。因此许多企业客户愈发认识到互联网作为营销渠道的重要性，因而诸多企业客户对互联网渠道的营销的需求大大增加。

层出不穷的互联网营销平台

互联网营销渠道内部的平台也日趋多样化。从最初的搜索引擎、门户资讯网站，逐渐到个人社区，诸如新浪微博、人人，再到最近的微信公众平台，渠道逐渐多样化，新式网络营销方式与手段层出不穷，日新月异，而且营销痕迹越来越弱化，但效果越发显著，由于更加吸引企业客户的订单。因此，多样化的互联网营销平台也促进了行业繁荣发展。

（2）网络游戏行业

良好的硬件设施

不断升级的电子硬件设施是网络游戏行业发展繁荣的基础。总的来看，光纤与 4G 移动的普及与下沉，使得各类网络设施能够支撑流畅的游戏运行，从而为网络游戏用户的增加起到了推动作用。从端游来说，目前 PCs 配置的提高与平价化，特别是平价游戏本的推行吸引到了众多网游用户。从移动端来说，移动智能端能够使用户利用碎片化的时间随时随地来上一局游戏。移动智能平台的普及扩大了移动游戏用户的基础。

娱乐需求增加，愿意为网游付费

目前，人们娱乐活动需求大大增加，是因为消费购买力的增加与消费理念的改善，同时人们也逐渐树立起了正确的游戏观，合理安排娱乐需求。而消费购买力的增加不仅带来人们娱乐需求的增加，更扩大了人们对娱乐付费的意愿，包括对娱乐设备的购置，比如游戏本与平板等，还有对优质网游的虚拟道具的花费。

（3）食品电商行业

电商的普及

过去的几年里，中国电商的发展轰轰烈烈，独步全球。截至 2016 年，中国网络零售规模达到 23,990 亿元，电商 c 端用户达到 5 亿，电商普及率达到将近 70%。目前，电商渠道在消费者购买渠道中的比重越来越高。电商的发展还重塑了消费者的消费行为。目前，零售消费者的第一反应或许就是打开天猫京东等电商平台。而移动智能端的普及也加快了移动电商的发展。移动电商既提高消费者的便利程度，使得消费者可以随时随地网购，更增加了消费者的依赖程度。可以预见的是，未来消费电商渠道比重会持续增加，为食品电商的发展提供了有效的平台和广大的用户基础。

消费升级，购买力提高

得益于过去中国经济的奇迹般发展，人们总体的富裕程度与购买力提高，中产阶级规模增加。人们开始追求消费的升级与消费结构的改善。目前，食品电商的产品并不是旨在为人们果腹，而休闲食品、生鲜食品、健康食品与进口食品等食品电商主流的产品都是一种消费升级的结果。可以预计的是，食品电商行业将会持续规模发展。

1.4.2 不利因素

（1）互联网营销行业

人才技术限制

经过多年的发展,我国营销业取得了长足的发展,培养了一大批专业营销人才。但是,由于高等教育中专业内容设置的落后与教材的滞后,专业的互联网营销人才的培养速度仍然跟不上互联网营销行业对人才的需求速度。随且,随着互联网营销内部平台的多样化和营销手段的日新月异,营销行业对人才的创新性、创意水平和信息技术的应用能力要求也越发提高。专业的互联网营销人才的缺乏成为限制网络营销行业的一大瓶颈。

（2）网络游戏行业

政策因素

政策因素是网络游戏行业发展的一大不利因素。尽管相关部门出台了诸多政策法规支持网游产业的发展,由于网游具有一定程度的危害性以及其带有意识形态内容的性质,目前对端游手游的监管都相对比较严格,而国外优秀的家庭网络游戏平台 XBOX 至今都无法合法进入中国市场。并且,如今的监管相对来说对大型网游开发公司比较友好,却不利于小游戏公司的发展。行业竞争受到一定削弱,一定程度上遏制了优秀网游发展。

（3）食品电商行业

对物流和冷链技术要求高

食品电商的对运送的时间要求较高,因而食品电商化的美好愿景主要受制与物流和冷链技术的发展,特别是生鲜食品,对冷链技术的要求特别严格。中国共有 960 万公里的陆地国土面积,幅员辽阔。以目前的物流技术来说,在全国主要城市以及东部发达地区可以达到物流的当天到达或者隔夜到达。但在中西部区域,电商物流的配送时间仍然较长,因而制约了食品电商用户规模的扩大。由于我国夏秋季节普遍高温,除了生鲜对冷链技术的要求外,各类包装食品,比如巧克力等对冷链技术也有一定的要求。目前,低成本的冷链技术尚未大规模普及,这在一定程度上影响食品电商行业的发展。

食品安全与公信力

在食品行业中，食品安全是重中之重。由食品安全问题引发的公信力丧失破坏巨大，严重打击了消费者的购买意愿与购买信心，而且信任难以恢复。目前，虽然天猫与京东是较为安全的电商平台，但其内仍有部分假冒伪劣食品鱼目混珠，而也没有取得进口资质的一些进口产品被大肆售卖的情况。同时，由于物流与冷链技术的不达标，也会存在运输途中食品产生安全问题的情况。总而言之，食品安全问题是食品电商发展过程中的最不利因素，需要着重监管。

1.5 政策法规

1.5.1 互联网营销行业

拓美传媒属于互联网行业的子行业,受工信部主管。公司从事的业务涉及广告业务,同时受国家工商总局主管。作为新兴产业,目前全国人民代表大会及其常委会就该行业的专门立法较少,相关法规主要是由国务院颁布的《互联网信息服务管理办法》等行政法规以及各政府部门颁布的部门规章、其他规范性文件。

表 2 与互联网营销行业相关的法律法规

序号	名称	年份	颁布单位	主要内容
1	《互联网信息服务管理办法》	2000	国务院	互联网信息服务分为经营性和非经营性两类。国家对经营性互联网信息服务实行许可制度;对非经营性互联网信息服务实行备案制度。依照法律、行政法规以及国家有关规定,从事新闻、出版、教育、医疗保健、药品和医疗器械等互联网信息服务及互联网视听节目服务的,在申请经营许可或者履行备案手续前,应当依法经有关主管部门审核同意,并取得相关许可证。
2	《关于深入贯彻落实科学发展观、积极促进经济发展方式加快转变的若干意见》	2010	国家工商总局	国家支持广告企业跨行业、跨地区、跨媒体和跨所有制进行资产重组,支持符合条件的优质广告公司上市融资,优先推动科技型、创新型广告公司在创业板上市”和“支持,引导互联网、移动网、楼宇视频等新兴媒体发挥自身优势,开发新的广告发布形式,提升广告策划、创意、制作水平,拓展广告产业新的增长点。
3	《关于促进广告业发展的指导意见》	2008	国家工商行政管理总局和国家发展和改革委员会	国家支持数字化音视频、动漫和网络等实用新技术在广告策划、创意、制作和发布等方面的应用推广;支持互联网、楼宇视频等新兴广告媒介健康有序发展,使其成为广告业新的增长点。
4	《文化产业振兴规划》	2009	国务院	该规划明确了文化产业振兴的指导思想。为确保各项任务落到实处,必须深化文化体制改革,激发全社会的文化创造活力;要降低准入门槛,积极吸收社会资本和外资进入政策允许的文化产业领域,参与国有文化企业股份制改造,形成公有制为主体、多种所有制共同发展的文化产业格局;要加大政府投入和税收、金融等政策支持,大力培养文化产业人才,完善法律体系,规范市场秩序,为规划实施和文化产业发展提供强有力的保障。

数据来源：公开转让说明书

1.5.2 游戏行业

最近的一系列法规加强了移动端游戏监管力度，使得手游与端游一样被严格管控。短期内会对游戏行业造成一定的不利影响，但从长期来看，此举促进了游戏行业向更规范更健康的方向发展。因此，基于互联网游戏营销与游戏运营为主营业务的托美传媒在长期也将受益。

表 3 与游戏产业相关的法律法规

序号	名称	年份	颁布单位	主要内容
1	《互联网+”行动指导意见》	2016	国务院	清理阻碍“互联网+”发展的不合理制度政策,放宽融合性产品和服务市场准入,促进业创新,让产业融合发展拥有广阔空间;实施支撑保障“互联网+”的新硬件工程,加强新一代信息基础设施建设,加快核心芯片、高端服务器等研发和云计算、大数据等应用;搭建“互联网+”开放共享平台,加强公共服务,鼓励国家创新平台向企业特别是中小企业在线开放。四是适应“互联网+”特点,加创新信贷产品和服务,开展股权众筹等试点,支持互联网企业上市;是注重安全规范,加强风险监测,完善市场监管和社会管理,保障网络和信息安全,保护公平竞争。
2	《网络出版服务管理规定》	2016	国家新闻出版广电总局、工业和信息化部	厘清网络出版服物等概念表述,强调游戏是网络出版物,明确管理职责,科学设定网络出版服务许可的准入条件,规范与鼓励并重,细化网络出版服务的从业要求,明确企业社会责任;强化事中事后监管要求,推进网络出版服务业规范有序运行。
3	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	2016	国家新闻出版广电总局	实施移动游戏分类审批管理,特别是对数量众多的休闲益智类国产移动游戏,采取游戏出版服务单位负责内容把关,出版行政管理部门对把关结果进行审查,有别其他类型游戏的前置内容审查,最大限度压缩时限,提高审批效率。

数据来源：团队整理

除了政策法规之外，管理部门、行业协会还通过多项措施提升移动游戏审批效率。例如中国音像与数字出版协会下发《移动游戏内容规范 (2016 年版)》，为各级管理部门和移动游戏企业及相关从业人员提供具体、可操作的移动游戏内容标准细则;为解决移动游戏数量大、周期短、审批压力大的问题,开发并运营“移动游戏快捷申报系统”等。

1.5.3 食品电商行业

网络食品经营涉及食药监、工商、电信、商务等多个政府职能部门。然而，目前网购食品监管立法较少。

表 4 与食品电商行业有关的法律法规

序号	名称	年份	颁布单位	主要内容
1	《网络食品经营监督管理办法》	2016	国家食品药品监管总局	对网络食品经营作出了明确定义；规定网络食品经营者应当依法取得食品经营许可或者备案凭证，不得委托他人从事网络食品经营；规定从事网络食品经验的网站须具有网上查询、订单生成、合同签订、网上支付等交易服务功能。同时，建立交易安全管理制度，实现食品交易全程可追溯；网络食品经营者应当在其网站首页或者经营活动的主页面醒目位置，公示营业执照、许可证件或者备案凭证；应当按照国家有关规定向消费者出具发票等销售凭证。未经消费者同意，网络食品经营者不得公开消费者的个人信息；规定网络食品交易违法行为由网络食品经营者经营许可、备案所在地或者工商营业执照登记所在地县级以上食药监部门管辖
2	《中华人民共和国食品安全法（修订）》	2016	全国人民代表大会常务委员会	建立最严监管制度；设置罚则确保“重典治乱”；强化互联网食品交易监管；强化企业主体责任等

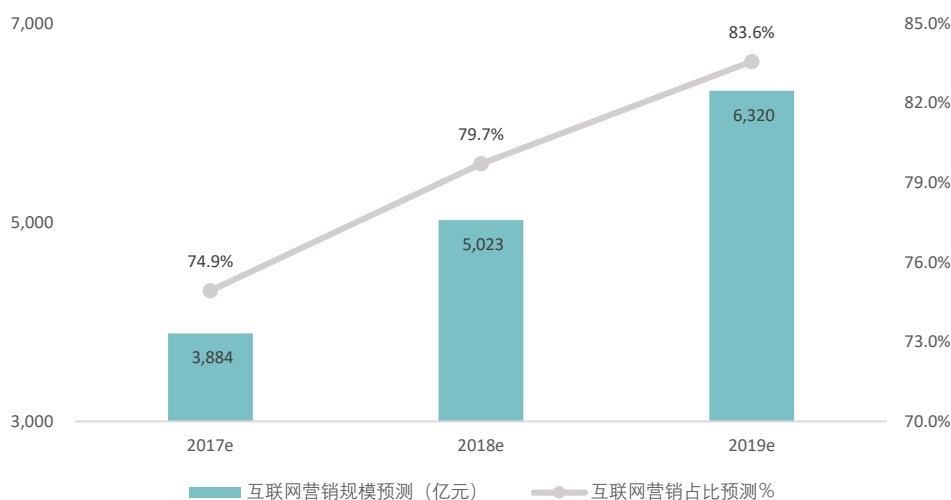
数据来源：团队整理

1.6 前景展望

1.6.1 互联网营销行业：新时代下的营销新需求推动互联网营销持续发展

在未来，随着中产阶级队伍的不断壮大，消费观念改善，消费结构不断优化，人们的生活方式从关注衣食住行等基本生活需求逐步向精神层面迈进，大消费时代到来。而消费升级的潜力逐渐释放给新老消费品牌带来的机遇也要求消费品牌更加注重广告营销方式与手段。过去如脑白金一样的品牌刷屏式宣传将成为低效的历史，相反，可以定量分析、精准营销而效果拔群的互联网营销方式将会受到持续追捧，需求不断增加。同时，随着网络营销市场发展的不断成熟，而互联网、汽车及家电行业所引领的思维转变，报纸、杂志、电视广告营销等其他非网络渠道的营销份额会进一步下滑。因而，互联网营销的市场规模还将保持相对快速增长。

图 22 2017-2019 互联网营销市场规模预测及渠道占比预测

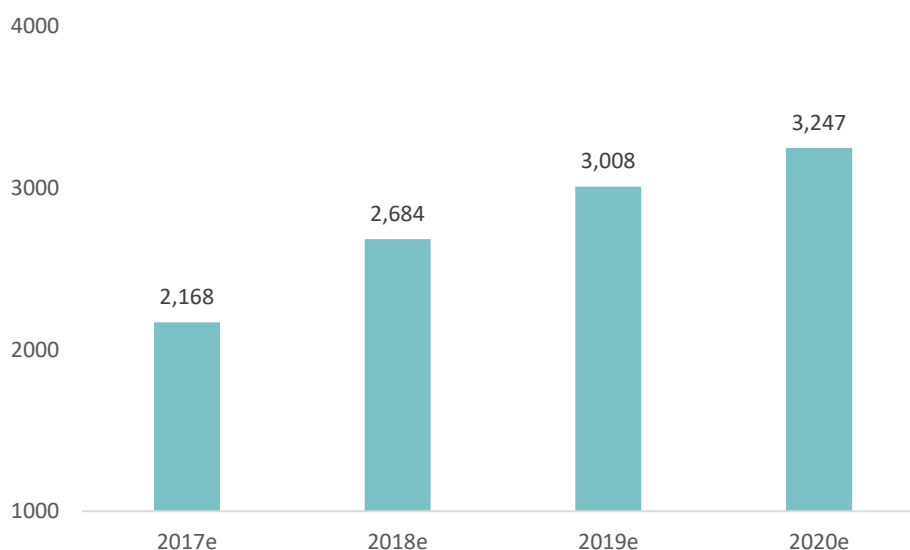


数据来源：艾瑞咨询

1.6.2 游戏行业: 人口红利消退后的平稳发展

截止 2016 年，中国网络游戏市场规模达到 1789 亿元。然而，由于网络游戏经过前两年的爆发式增长，人口红利逐步消退，用户规模几乎达到天花板，并随着目前监管的介入与规范，预计未来网络游戏市场会结束原本野蛮无序爆发增长的状态。虽然网络游戏市场会持续繁荣，但增速明显下降，一定程度上会影响到产业链中游戏媒体，运营与分发板块的发展。而未来游戏行业的进一步发展，则需要在精细运营、产品创新、产业融合、国际化发展等方面寻找突破口。

图 23 2017-2019 中国网络游戏市场规模（亿元）

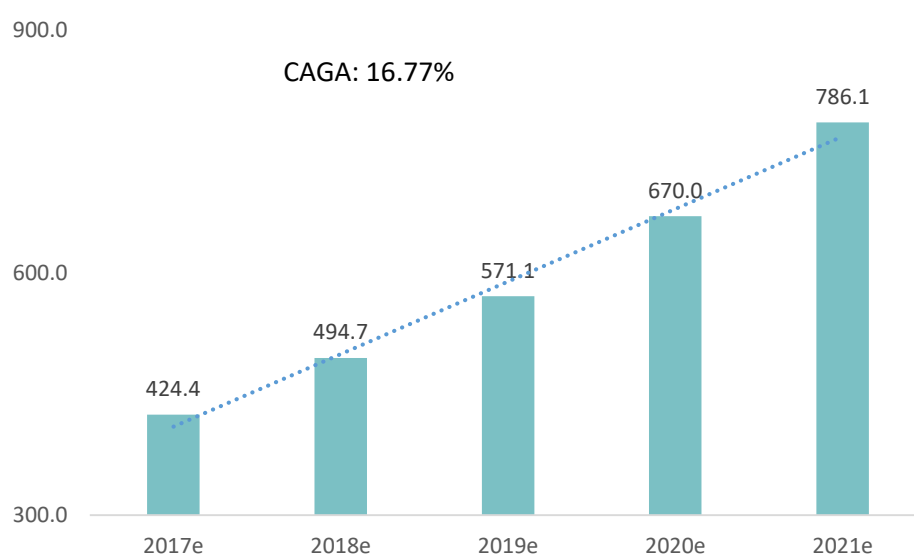


数据来源：艾瑞咨询

1.6.3 食品电商行业：前途一片蓝海

随着电商渠道不可阻拦之势的增长，食品电商具有极高的发展增速与容量潜力。食品电商未来的发展来自两部分，一部分来自于自然增长，一部分来自于线上渠道对线下渠道的蚕食。自然增长的这部分不仅来自于现有消费者购买频次与单次购买单价的提高,还来自于对新消费者的开发。特别是三四线城市消费者甚至是农村消费者，由发达的物流完成供应端的配送，从而匹配这些消费者日益增长的消费需求；线上渠道对线下渠道的取代则体现在购物场景的转换。随着电商食品种类与进驻品牌的增加，消费者在线上面临着丰富多样的选择，从线下超市购物场到线上食品电商，购物场景转化，但选择不减反增，同时食品电商有着便利化的特点，这样一来线上渠道极易从线下渠道攫取消费者。同时，随着未来物流的发展和冷链技术的提高，更能引领一波生鲜食品的购买从线下渠道向线上渠道的转换。

图 24 2017-2021 中国网络食品交易规模预测（十亿）



数据来源：Euromonitor

2 公司信息

2.1 公司概况

拓美传媒正式成立于 2012 年，深耕数字营销领域数年，利用自身积累的大量数据，借助数据优化等方式，为游戏、动漫、影视、娱乐、电商、金融等网服产业提供精准的数字营销服务。尤其对游戏行业的数字营销非常擅长，在业界处于领先地位。拥有游族网络、完美世界、巨人网络等客户，并与爱奇艺等合作伙伴建立了长期深度合作的关系。借助大规模数据处理平台优势，围绕自己搭建的 TMCloud 平台和 TM 媒介整合资源展开搭建广告主和应用开发者之间的技术服务桥梁。拓美传媒在多屏融合与综合智能的基础上，致力于推动营销模式与商业思维的转型与升级。在 16、17 年，公司在自身拥有游戏行业数字营销领先地位的基础上，向更多行业的广告营销业务拓展，并通过收购杭州习聚网络技术有限公司的部分资产（聚享游、501wan、99 返平台），快速在电商、互联网金融数字营销等方面取得了突破性的进展。

在多年深耕游戏行业所积累经验的基础上，拓美传媒决定将业务像产业链上游拓展，涉足游戏分发、运营业务。利用公司的大数据分析和流量分发的优势为游戏板块提供大数据和产品首发权。构建“淘游体系”（包含淘游游戏、淘游资讯、淘游夺宝等产品），对渠道资源及用户大数据进行处理整合，并高效输出。以此为玩家提供更适合的游戏资源，为 CP 方提供更精准的玩家资源。

为了为广告客户提供更有附加值的服务，公司还在 2016 年成立了子公司安徽哇偶电子商务有限公司，开拓电子商务业务。公司选择了 OBM 的运营模式，对标三只松鼠，着力打造品牌，通过代工厂生产产品，并将客服和物流环节全部外包。目前业务为 2C 模式，暂未涉足 2B 端。选择功效型食品作为方向。希望通过多年深耕数字营销领域积累的经验，树立起自己的品牌。并在将来将电商业务和传统主营业务数字营销结合起来，力求产生协同作用，为客户提供有价值的服务。

拓美传媒在“一横多纵”的发展战略下，未来将从数字营销、游戏发行运营、电商业务三块全面发力。目前的业务重心还是在数字营销领域，尤其是游戏行业广告营销。2016 年该项业务收入占总收入的 100%，2017 年预计占比在 75%左右。

2.2 公司发展历程与股权结构

公司发展过程中经历的股权结构变化和公司发展的大事记如下图所示：

图 25 公司发展大事记



数据来源：公开招股说明书，2015 年年报，2016 年年报

公司自 2015 年 1 月 12 日新三板挂牌以来，实现了从 14 年 5606.77 万营收到 16 年 22337.59 万营业收入的跨越式发展，年复合增长率达到 99.6%。高速的成长来源于公司对于主营业务数字营销业务的精准布局和锐意开拓。2015 年 6 月，公司与国内一线竞价广告公司共同合作研发了 TM Cloud 广告投放系统，专注于 DSP 精准广告投放技术，大大提高了公司的广告投放效果，公司的精准营销服务能够吸引更多的客户与之合作。同年 6 月，公司首次非公开定向发行股票，发行股份 60 万股，每股人民币价格 60 元，募集资金 3,600 万元，主要用于补充流动资金和移动业务的布局。2015 年 8 月，公司启动“淘游助手”产品的研发，力求围绕移动端游戏构建产业上下游的生态协同效应。2015 年 10 月，公司成立电商事业部，结合公司的互联网营销服务和流量优势，对电商的代运营及渠道服务进行上下游

整合。2015 年 12 月，公司自行研发的手游资讯产品“淘游礼包”上线并完成测试，将对公司在移动端游戏的生态营销产生积极的影响作用。

2016 年 2 月，公司股票由协议转让方式变更为做市转让方式，做市商为东方证券股份有限公司和太平洋证券股份有限公司。2016 年 4 月，公司以总股本为 5,600,000 股为基数，依据公司 2015 年年度报告，以资本公积向全体股东每 10 股转增 50 股，共计 28,000,000，本次转增股本完成后，公司总股本将由 5,600,000 股增至 33,600,000 股。2016 年 5 月，公司电商事业部拆分为安徽哇偶电子商务有限公司独立运营，在报告期内哇偶电商对产品进行甄选、调研，并锁定目标客户群体。2016 年 6 月 18 日，公司被股转系统正式列入新三板创新层。2016 年 7 月，公司全资子公司霍尔果斯拓美互娱科技有限公司以现金 3200 万收购杭州习聚网络技术有限公司的聚享游、501 玩、99 返利三个网络平台资产。以上无形资产为拓美传媒现有业务构建上下游，整合优势资源，进一步促进公司业务拓展，提升盈利能力打下了基础。2016 年 11 月，拓美传媒向境外投资，设立全资子公司香港拓美文化传媒有限公司 (HongKong TooMee Media Limited)。此次投资是公司长期发展战略规划及实际经营的需要，搭建海外发展平台，加强公司与国际市场的交流合作，有利于拓展公司的国际业务。虽然目前由于政策限制尚未拿到相关牌照，暂不能开展海外业务，但在将来合适时机公司仍将尝试。2016 年 11 月，安徽哇偶电子商务有限公司入驻阿里系平台，开启第三方店铺。此次布局公司将目光着力于站外流量，将依靠强大的营销策划能力助力哇偶电商业绩快速增长，同时哇偶电商可以帮助公司拓展线上独代的数字营销业务，为广告客户提供高附加值营销服务。报告期内公司自主研发的软件项目，获得中华人民共和国版权局颁发的计算机软件著作权登记证书，共计 10 份。

公司目前的前十大普通股股东情况为：

表 5 普通股前十名股东情况

单位：股

序号	股东名称	期初持股数	持股变动	期末持股数	期末持股比例	期末持有限售股份数量	期末持有无限售股份数量
1	余静涛	2,450,000	10,906,000	13,356,000	39.75%	11,025,000	2,331,000
2	陶鑫	1,200,000	4,200,000	5,400,000	16.07%	5,400,000	0
3	魏航	1,200,000	4,200,000	5,400,000	16.07%	5,400,000	0
4	周倓	0	2,645,000	2,645,000	7.87%	0	2,645,000
5	东方证券股份有 限公司做市专用 证券账户	0	2,296,000	2,296,000	6.83%	0	2,296,000
6	新疆红山优选投 资基金企业(有 限合伙)	0	1,685,000	1,685,000	5.01%	0	1,685,000
7	上海狄普投资管 理合伙企业(有限 合伙)- 立正新三 板一 号投资基金	160,000	809,000	969,000	2.88%	960,000	9,000
8	东莞证券-招商银 行-旗峰 新三板 共赢 1 号集合资 产管理计划	65,000	325,000	390,000	1.16%	390,000	0
9	太平洋证券股份 有限公司做市专 用证券账户	0	371,000	371,000	1.10%	0	371,000
10	深圳岷江资产管 理有限公司	150,000	178,000	328,000	0.98%	300,000	28,000
合计		5,225,000	27,615,000	32,840,000	97.72%	23,475,000	9,365,000

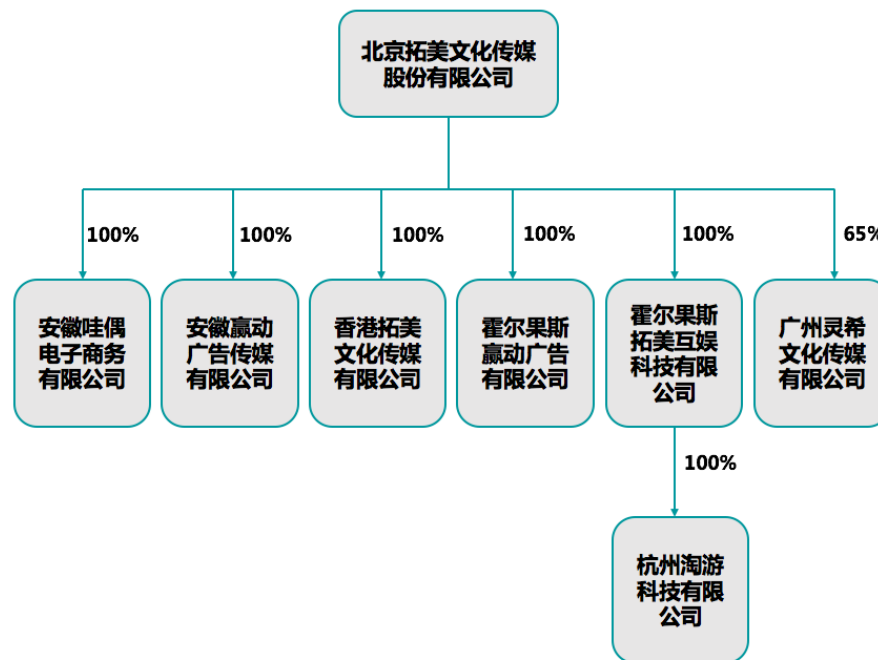
前十名股东间相互关系说明:

以上股东之间不存在关联关系。

数据来源：2016 年年报

拓美传媒拥有 5 家全资子公司，分别是安徽哇偶电子商务有限公司、安徽赢动广告传媒有限公司、香港拓美文化传媒有限公司、霍尔果斯赢动广告有限公司、霍尔果斯拓美互娱科技有限公司，其中子公司霍尔果斯拓美互娱科技有限公司又拥有全资子公司杭州淘游科技有限公司。拓美传媒还持有广州灵希文化传媒有限公司 65% 的股份。控股情况为：

图 26 控股公司结构



数据来源：2016 年年报

2.3 管理层、员工情况及公司组织架构

拓美传媒的管理层都具备丰富的游戏行业和营销相关经验。董事长兼 CEO 余静涛先生，2009 年 12 月至 2010 年 10 月，任 ChinaJoy 组委会项目经理。2010 年 11 月至 2011 年 03 月，任易思腾集团项目部副总监。2011 年 04 月至 2011 年 07 月，任紫博蓝广告有限公司大客户部高级客户经理。2011 年 08 月至 2012 年 02 月，任随心(投资)集团 市场总监/总裁助理。副总经理兼董秘魏航先生，2005 年 07 月至 2006 年 10 月，任网易集团无线事业部主管。2006 年 10 月至 2010 年 08 月，任 亚洲商务卫视广告部全国销售总监。2010 年 09 月至 2012 年 03 月，任央视网(cntv) 华东直客总监。2012 年 04 月至 2014 年 05 月，任北京雅迪传媒有限公司全国游戏销售总监。董事、副总经理于晓舟先生，2009 年至 2011 年任汉王科技股份有限公司知识产权与标准化部经理;2011 年至今任中国标准化研究院中标标准技术有限公司所长助理。

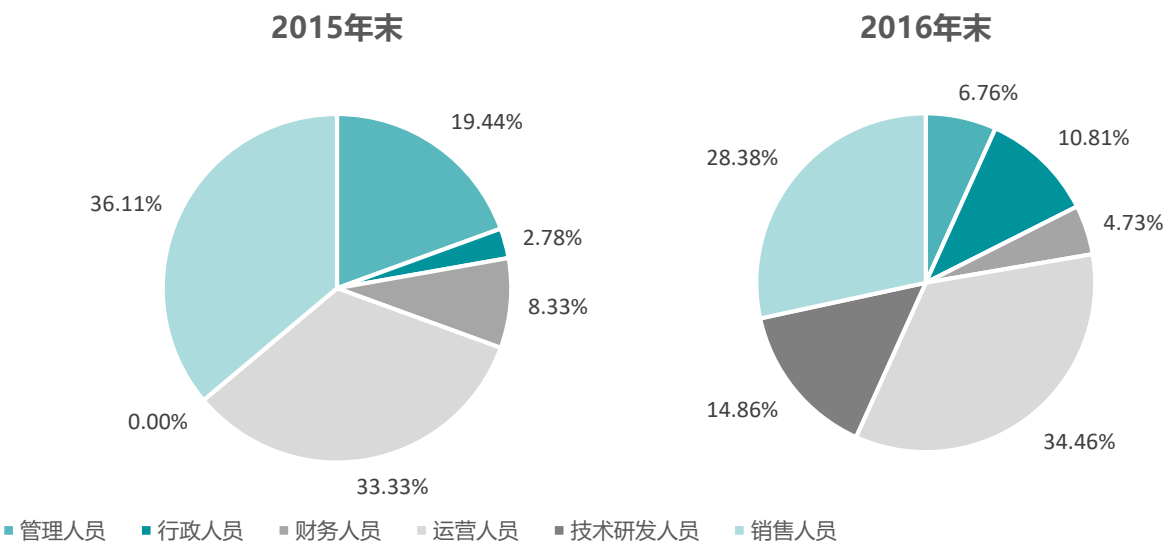
随着公司的快速扩张，也有一大批优秀的员工加入，其中研发人员占了很大比例，弥补了过去公司在自主研发能力上的不足。2016 年，公司员工较期初增加 112 人，主要原因为习聚网络拥有完善的技术研发团队，为公司布局游戏运营起到支撑作用。因此，收购习聚网络无形资产后，将其全部员工(约 90 人)转入拓美传媒全资子公司霍尔果斯拓美互娱科技有限公司名下。在 2016 年公司内部部门职能划分进行调整。将原有的销售部门根据客户种类不同进行细分。并且新增加数据优化团队，目前公司仅负责营销数据优化团队就有十余人，且由百度游戏部门前运营总监负责，在数字营销业务质量方面做了更大改进，提升客户满意度，进一步稳固了客户的合作关系。2016 年年报中披露的员工情况如下图：

表 6 拓美传媒员工情况（人）

按工作性质分类	2015 年末	2016 年末
管理人员	7	10
行政人员	1	16
财务人员	3	7
运营人员	12	51
技术研发人员	0	22
销售人员	13	42
员工总计	36	148

数据来源：2016 年年报

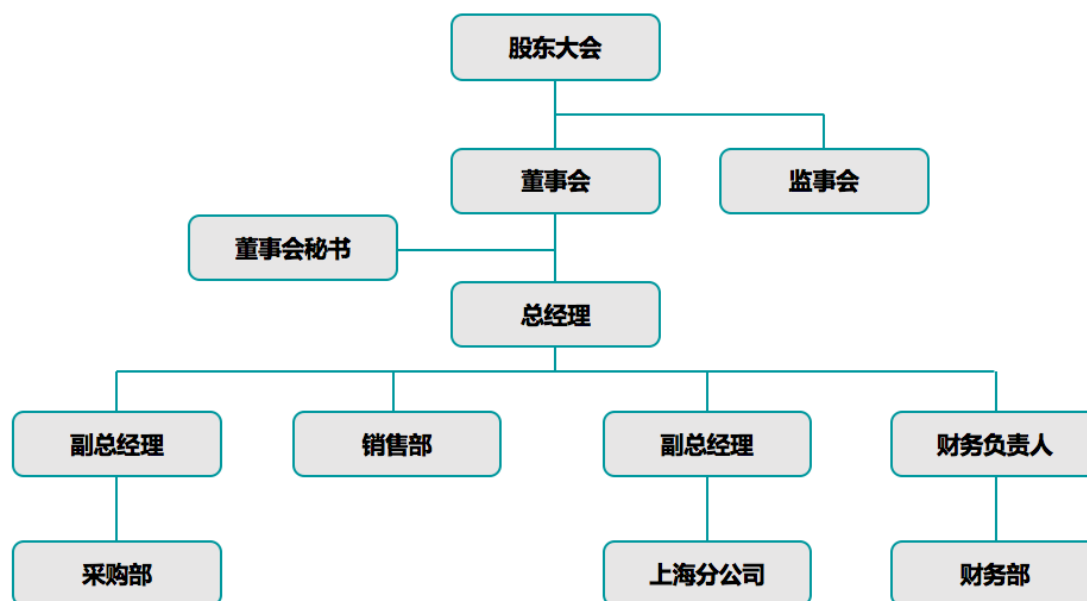
图 27 拓美传媒员工分布情况



数据来源：2016 年年报

公司的组织架构如下图所示：

图 28 公司组织架构图



数据来源：公司公开转让说明书

2.4 业务简介

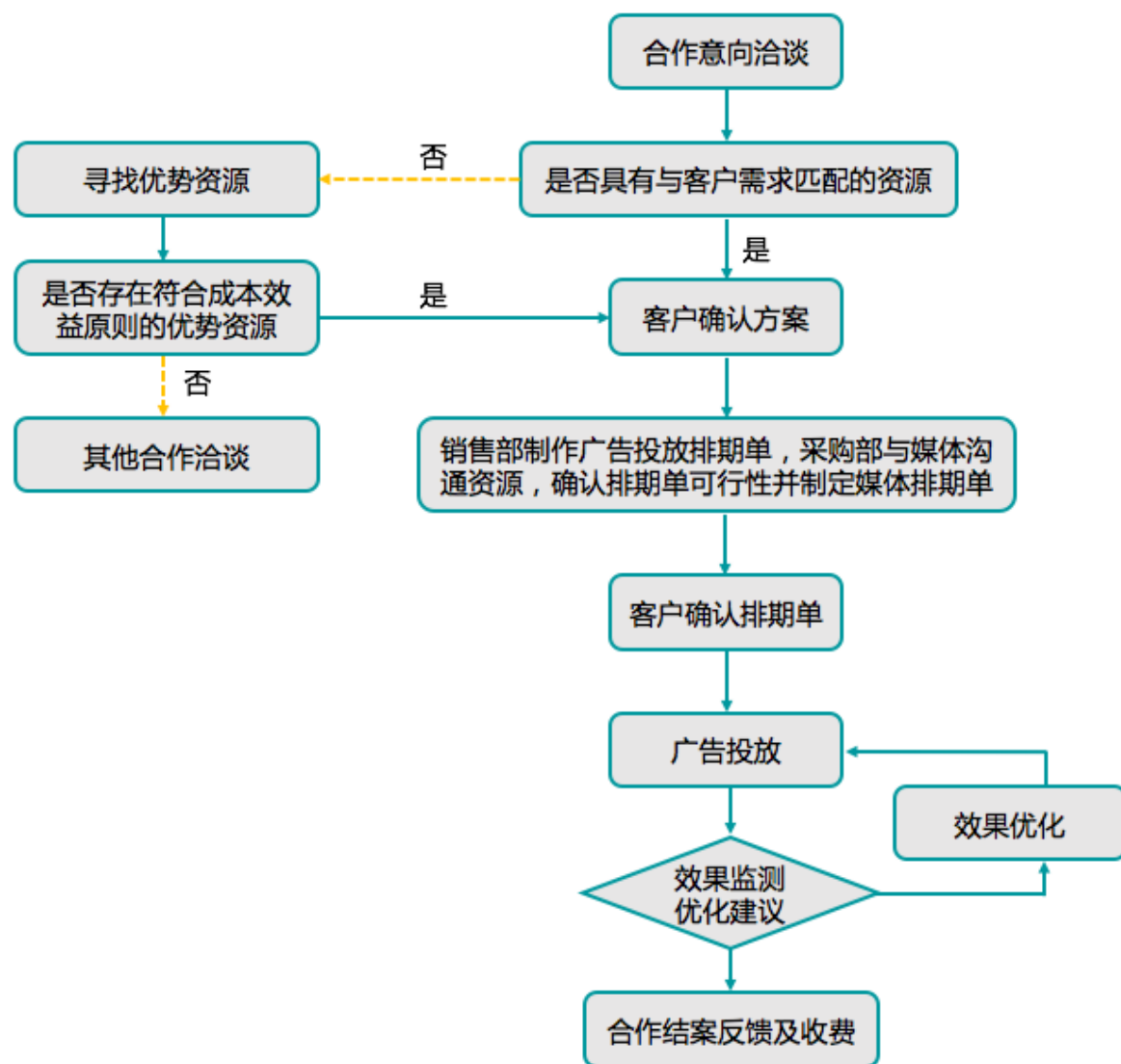
前文交代过目前拓美传媒的业务主要分为三块：广告营销，游戏分发联运和电子商务。下面将分别介绍这三块业务的模式和经营情况。

2.4.1 游戏数字营销领域领先者，“破维竞争”思维锁定客户

拓美传媒专注于效果型广告营销，具有深厚的数字营销领域的经验，能够为客户提供数据分析、广告投放、内容运营等服务。借助大数据分析以及卓越的数据优化能力，帮助客户提升广告投放的效果，并提供后续的效果监测、优化改进等增值服务。

公司在游戏数字营销行业处于业内领先地位，和游族网络、完美世界、巨人网络、4399、欢聚时代、百度游戏等游戏行业巨头都曾有过密切合作，且有过代理爱奇艺、PPTV、乐视网、优酷视频等网站的推广服务的经验，还曾是央视网 CNTV 游戏广告独家代理商。业务模式主要是通过采购一些网站的广告位资源，与客户的需求相匹配，并为客户提供优化建议，从而帮助客户投放广告并带来效益，典型的业务模式如图所示：

图 29 公司典型广告营销业务流程图



数据来源：公司公开转让说明书

公司可提供的媒介资源主要包含以下三种：

（1）互联网视频媒介

公司与 CNTV、乐视、优酷等视频门户网站合作，拥有这些互联网平台上的广告位媒介资源。公司依托强大的媒介团队在 2013 年独家代理了 CNTV 央视网部分广告位的游戏行业广告投放权，建立了互联网视频投放矩阵，覆盖更多受众。

（2）互联网游戏网站媒介资源

公司拥有游侠网、265G.com、07073.com 等众多游戏网站的广告媒介资源，针对各游戏网站受众的特点，为客户实现精准的游戏广告投放服务。例如，针对主要面向单机游戏受众的游侠网，公司主

要投放的是单机游戏广告;针对主要面向网络游戏的 07073.com, 公司则为网络游戏厂商客户提供投放服务。一般来说, 使用游戏媒体媒介资源的客户一方面追求产品针对游戏用户的品牌宣传, 另一方面也看重产品实际的宣传效果。

(3) 其他互联网媒介资源

除上述媒介资源外, 公司还拥有众多导航网站(如搜狗网址导航)、互联网社区(如新浪微博、人人网)以及互联网软件(如酷狗音乐)等互联网媒介资源。2014 年公司与聚效广告签订合同, 拥有 2014 年在聚效广告平台上发布游戏广告的独家代理权。

公司借助自己在游戏广告营销领域的优势, 决定将经验复制到其他行业数字营销领域。目前在电商营销、互联网金融推广营销领域也取得了很大的进展。特别是在收购了习聚网络旗下的聚享游和 99 返平台后, 由于聚享游平台本身除了游戏推广之外也与很多互联网金融客户有合作, 99 返平台则是电商流量入口, 更有助于拓美传媒将自身强项与所收购平台本身的客户基础相结合, 助力主营业务数字营销服务的发展。

除了基本的效果型广告服务, 公司还可为客户提供策略制定服务, 基于自有的 TMcloud 平台数据分析, 向客户提供精准营销策略方案。公司通过分析网络用户的网络行为、喜好和各类媒体的投放价值, 为客户制定针对目标用户的沟通策略和传播策略、网络媒体广告投放策略等。

2.4.2 溯流而上开拓游戏分发联运业务, 充分利用行业资源, 营造行业生态

由于公司拥有众多游戏行业客户, 深耕游戏行业多年, 具备丰富的行业资源。为了更加充分的利用行业资源, 营造行业生态, 公司向游戏产业链的上游拓展, 涉足了游戏发行、运营业务。专注于精品游戏的分发、联运, 利用公司的大数据分析和流量分发的优势为游戏板块提供数据和产品首发权; 反之, 游戏板块自身拥有流量可以直接帮助公司拓展数字营销业务, 以致达到对上下游业务进行垂直整合的作用, 使一横多纵的业务无缝交叉形成新的生态模式。

公司拥有淘游助手平台, 注册用户 1500 万, 日均活跃用户超过 200 万, 是集资讯、礼包、游戏介绍、独立游戏销售与网络游戏运营、玩家社区交流为一体的大型综合类游戏 APP。该产品旨在为使用该 APP 的用户提供最新最全面的优质游戏、趣味玩家生活报道与详实游戏攻略等资讯类服务, 下载游戏试

玩、领取游戏礼包、交流游戏心得等平台类服务。区别于市面上其他同类 APP，淘游助手会根据用户习性，通过 LBS 定位服务自动推送给用户所需内容，全方位为用户选择游戏、试玩游戏提供服务与支持。

公司收购习聚网络旗下的聚享游和 51wan 之后，力求将其与淘游资源整合起来，希望产生协同效应，全面整合游戏市场腰部及后部流量。习聚网络之前拥有较为成熟的游戏研发和运营团队，此团队经验丰富，拓美传媒合理借鉴、推陈出新。加之享受霍尔果斯地区的税收优惠政策（财政部、国家税务总局出具的《关于新疆喀什霍尔果斯两个特殊经济开发区企业所得税优惠政策的通知》财税(2011)112 号第一条:2010 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对在新疆喀什、霍尔果斯两个特殊经济开发区内新办的属于《新疆困难地区重点鼓励发展产业企业所得税优惠目录》范围内的企业，自取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，五年内免征企业所得税），该业务将成为公司新的增长点。

2.4.3 切入电商业务，利用多年营销经验着力打造自有品牌

为了实现一横多纵的战略布局，并利用公司在电商营销领域的经验以及接触站外流量的优势，拓美传媒成立了安徽哇偶电子商务有限公司，开拓 2C 电商业务。目前选定功效型食品作为切入点，例如上线的第一款产品，姜茶，定位中高端、对于健康生活或养生有一定追求的人群。公司对标三只松鼠，采用 OBM 的品牌策略，不自己生产，而是寻找代工厂，但公司负责严格把控品质，力求做到标准化。同时，将客服和物流也外包，选用较为偏向轻资产的模式。着力打造品牌，希望利用多年的互联网营销经验，帮助自有品牌打开市场，获得知名度以及市场认可，从而实现高毛利率。目前以第三方店铺的形式运营，而非自建电商平台。

拓美开展电商业务的优势，在于站内流量和站外流量的配合。拓美可将自己从旗下其他业务平台获得的流量，引流至自己的电商品牌。公司依靠强大营销策划能力和经验助力电商销售业绩快速增长。而反过来，电商运营可直接帮助公司拓展线上独代的数字营销业务，未来海量优质电商闭环数据积累可以帮助公司提升电商营销精准度。

目前该业务尚处于起步阶段，但在未来 3-5 年或许可以成为公司新的增长点之一，并与数字营销业务、游戏发行联运业务产生良好的协同作用。

2.5 商业模式

与三大业务板块相对应，商业模式也分三块介绍：

2.5.1 数字营销领域商业模式

公司提供服务的核心资源主要来源于互联网视频媒介资源、互联网游戏垂直媒介资源、DSP 精准广告资源等;公司通过自身组建经验丰富的市场团队，针对市场现状为客户提供整合营销的推广服务。商业模式中，主要分采购、销售、盈利三个环节。

采购模式上，公司在互联网广告服务业务中采购的主要项目为互联网广告媒介资源。公司采购的媒介资源价格主要参考各家媒介对外公布的价格并通过协议方式确定最终采购价格。公司的采购方式主要有两种:一种是根据客户的特点及需求，为客户定向购买互联网广告投放媒介;另一种是对于预计投放量较大的互联网媒介，公司通常采取签署框架协议或独家协议的方式。采购完成后，公司在供应商网站或其代理的网站进行广告投放业务。公司采购环节采取多方比对、协商报价原则确定供应方，经过财务部门和管理层审批后与其签署采购合同，通过财务部门统一对外结算。

销售模式上，公司采用“整合营销平台”的销售模式。所谓“整合营销平台”是指将数字精准营销、软性口碑营销、以及品牌营销等多种营销方式相结合的销售模式。数字精准营销是在互联网媒体依托数据支持寻找相对精准用户进行针对性投放;软性口碑营销是通过游戏媒体进行多种形式曝光、导量，提升产品在行业内知名度;品牌营销是依托强曝光媒体对产品进行品牌曝光，提升品牌知名度，树立品牌形象。在市场竞争激烈的态势下，单一的推广模式已经无法满足企业需求，公司针对市场现状为客户打造整合营销平台，致力于从多角度对用户进行精准覆盖。在“整合营销平台”的销售框架之下，公司重点推广“数字精准营销”的销售模式，通过对用户数据的分析，对受众实现精准定位，让效果营销变得更简单。数字精准营销可以精准触达目标受众，避免预算的浪费;广告推送对象均为目标受众，点击率和转化率较高，可以提升客户盈利能力;可以对广告效果进行监测和优化，不断提升精准度。

盈利模式上，公司主要通过收取客户服务费的方式实现盈利。公司与客户约定的收费标准主要包括 CPD(Cost Per Day 按天收费，是广告合作的一种常见方式)、CPM(Cost Per Mille 按千次展示付费，其计算公式为:千人成本=(广告费用/到达人数)×1000)、CPC(Cost Per Click 按点击付费，网络广告每次点击的费用)以及 CPA (Cost Per Action 按行为付费)等方式作为收费标准。公司与客户结算广告费主

要有两种形式:一种是预付费后投放,这种方式适用于对媒介载体和投放时间有较高要求的客户;一种是先投放,再根据投放时间等因素来确定收入并收费。公司在业务活动中越来越注重数据挖掘及策略制定、效果监测及投放优化等整体化的服务内容,而不是单纯通过为客户购买媒介及投放广告来获得盈利。并且在建立合作的基础上再通过增值服务提升客户的营销效果,持续积累行业和客户营销数据,为客户后续服务提供更好的数据和策略,最终增强客户与公司的粘性。

2.5.2 游戏分发运营领域商业模式

在游戏分发运营领域,公司主要通过自有平台来吸引用户,如淘游助手、聚享游等。该部分业务主要由子公司霍尔果斯拓美互娱科技有限公司运营,公司业务主要集中在渠道运营和推广运营,以上平台作为游戏获得用户的渠道,根据获客的多少实现盈利。公司利用自己的行业资源,力图获得更多精品游戏的发行权,从而形成良性循环。用优质的内容吸引更多用户,并保证用户活跃于平台上,而更多的用户也有益于游戏的分发、运营效果。

除了自有平台,公司还与其他优质合作伙伴共同进行游戏联运业务。例如淘游助手与支付宝的合作,支付宝提供 API 接口,而淘游助手负责具体页面的全部内容运营。

2.5.3 电子商务领域商业模式

电子商务业务主要由子公司安徽哇偶电子商务有限公司负责运营,目前采用 B2C 的商业模式。也就是通常说的线上直接面向消费者销售产品和服务商业零售模式。目前主要在第三方平台开设店铺,例如京东哇偶食品旗舰店,但不仅仅依赖于第三方平台的引流,而是着力将站外流量引入自有品牌。

公司采用 OBM 的品牌模式,不自己生产产品,而是负责开发新产品,通过合同订购的方式委托同类产品的其他厂家生产。之后将所订产品低价买断,并直接贴上自己的品牌商标。同时公司进行严格的品控,从而实现标准化,维持一致性的品牌形象。这种模式,对于具有很强的市场能量的品牌来说是很有利的。因此公司致力于依托自己互联网营销的经验,提升自有品牌的知名度,希望提升品牌溢价。

公司选择轻资产模式,将客服和物流业务也全部外包,这样更有助于将全部精力放于打造品牌。

2.6 拓美传媒的竞争优势和劣势

2.6.1 技术领先：专业团队负责数据优化，大大提升广告投放效果

拓美传媒具有领先行业的数据优化能力。通过对广告投放效果的长期监测，积累了大量行业数据。并有一支十多人的技术团队，专门负责数据优化。在数据积累优化的基础上，可以实现多种广告定向方式，根据性别、年龄、时段、兴趣、偏好、频次等进行精准投放，最大程度提升广告投放效果。

该团队由百度游戏部门前运营总监带领，具有丰富的从业经验和雄厚的技术实力。根据数据分析结果，可以对为客户量身定制个性化的营销传播方案，根据游戏适合的不同人群，进行精准营销。借助大规模数据处理平台优势，围绕 TMCloud 平台和 TM 媒介整合资源展开搭建广告主和应用开发者之间的技术服务桥梁。拓美传媒在多屏融合与综合智能的基础上，致力于推动营销模式与商业思维的转型与升级。

2.6.2 破维竞争：以甲方思维为其提供高附加值服务

拓美传媒管理层一直秉持破维竞争的思维：在行业竞争中，不仅仅将目光局限于广告营销本身，而是从另外一个维度来提升自己的竞争力——从甲方的角度出发，更进一步思考甲方投放广告想要达到什么样的目的，从而通过广告营销的手段，帮助甲方实现利润的提升，从而抓住甲方的痛点，构建长期良性的合作关系。拓美传媒认为，广告主想要提升盈利能力，有开源和节流两个途径。如果一个广告公司仅仅为自己的业绩考虑，希望广告主投入尽可能多的广告，而忽视广告产生的实际效果和为广告主带来的营销作用，不能为广告主提供有差异化的高附加值服务，那么广告主最终只能节流，从而导致广告公司最终陷入价格战之中，这种竞争方式是不可持续的，不利于公司和行业长期的发展。而拓美则致力于为客户带来真正具有价值的服务，让客户获得物超所值的服务，从而通过开源的方式，为客户带来盈利，也为将来更多的合作打下基础。

拓美传媒，专注效果型广告营销服务，不仅仅能够满足客户的需求，为其提供广告展示的服务，更能提供从竞价策略到效果监测等全方位的高附加值服务。力求让客户真正看到广告的实际效果。正是在这种破维竞争的思维引导下，拓美获得了业内的良好口碑，绝大多数的合作伙伴都对广告效果非常满意，并进行重复购买，形成了长期密切合作的关系。

2.6.3 行业资源：深耕游戏营销行业，行业资源丰富，众多优质合作伙伴

拓美的管理层几乎都具有丰富的游戏行业相关从业经验，行业资源丰富。自创立以来，从最为熟悉的游戏行业数字营销入手，并持续耕耘，成长为了业内领先的游戏行业数字营销专家，获得了业内的高知名度和高认可度。公司多年运营所积累的数据也大多集中在游戏行业，通过对于数据的分析、优化，可以大大提升广告投放的效果。

拓美传媒和游族网络、完美世界、巨人网络、4399、欢聚时代、百度游戏等游戏行业巨头都曾有过密切合作，且有过代理爱奇艺、PPTV、乐视网、优酷视频等网站的推广服务的经验，还曾是央视网CNTV 游戏广告独家代理商。丰富的行业资源和经验，成为了公司的先发优势，也是公司持续发力的坚实基础。

2.6.4 价格劣势

拓美传媒选择了提升服务质量，从而为客户提供高附加值的策略，而非低价策略。因此拓美传媒在定价上不具有优势。由于目前国内移动广告的广告主需求有待进一步开拓，而优质媒体流量相对集中，数量较少，考虑到行业巨头的优势及其他后来者的进入，竞争日益加剧。市场竞争日趋激烈，新进入者有可能采用低价竞争的策略来抢夺市场份额，这可能会拉低行业的平均利润水平，为拓美传媒带来风险。

2.6.5 资金劣势

由于互联网营销的行业特点，需要大量客户垫款，应收账款的账期长于应付账款，对企业的资金运转能力要求很高。拓美传媒作为一个相对年轻的公司，资金实力与蓝色光标等行业巨头相比还相对较弱，不能支持为客户进行大量垫款。目前，公司的平均账期在 8 个月左右，对于公司来说负担较重，一旦部分客户资金状况发生重大不利变化，将可能出现不能按期收回或是无法收回的情况，存在发生坏账损失风险。公司正致力于提升资金运转效率，缩短应收账款的平均账期。

2.6.6 规模劣势

与行业巨头相比，拓美的规模不具备优势。在与供应商，也即门户网站、视频网站等流量入口谈判时，由于规模劣势，可能不能获得更为优惠的报价。与更大的竞争者相比，规模效应弱，单位成本可能更高。

2.7 发展战略

2.7.1 布局手机游戏联运业务，提高竞争优势

报告期内公司原有的数字营销业务取得的成绩，印证了公司流量分发和转化的能力，以此为基础，公司将进一步布局手机游戏联运业务，加强与手游发行商的合作，通过两项的合作打通上下游，从而进一步增强在产业链上的溢价能力。

2.7.2 持续扩大网页游戏平台在国内的市场份额

报告期内公司收购习聚网络的无形资产聚享游、501 玩、99 返。公司在收购之后，发挥公司资源优势，提高资源整合效率，发布联运游戏多达 30 余款和 H5 游戏 20 余款，公司充分利用游戏行业多年经验优势，继续提升经营业绩，增强盈利能力。

2.7.3 布局电子商务协同发展

报告期内成立全资子公司安徽哇偶电子商务有限公司，布局电子商务领域。公司依靠强大营销策划能力和经验助力电商销售业绩快速增长，而反过来，电商运营可直接帮助公司拓展线上独代的数字营销业务，未来海量优质电商闭环数据积累帮助提升电商营销精准度。

2.7.4 保持业务板块间的协同效应，增强内生发展和外延发展的互补性

公司在保持内生发展快速增长的同时，将围绕着公司的发展战略和计划，积极通过各项板块间的布局，加快公司产业链上下游的协同效应，包括数字营销板块、互娱板块、电子商务板块，实现流量价值最大化和企业价值最大化。

3 财务分析、盈利预测与估值模型

3.1 财务分析

在财务分析中，我们将选取特定可比公司，以代表相应行业水平，对拓美传媒的财务情况进行纵向的时间序列分析和横向的行业对比分析，以进一步从财务的视角总结公司近年的发展情况和在行业中的竞争地位。

就行业分类来看，拓美传媒所处证监会行业为租赁和商务服务业中的广告子行业，其 wind 四级行业分类为互联网软件与服务。但通过查阅公司年报，发现拓美传媒在 2017 年以前，其全部业务为数字营销，2017 年将新增网络游戏和电子商务两大模块的业务，因此，我们完全可以在近五年的财务分析中将其看作一个单纯的数字营销公司来进行分析。

我们分别在主板市场和新三板市场中选取了相应的行业指数：营销传播申万行业指数（801751.SI）和 wind 营销服务行业中心，我们依据主营业务对其中的成分股进行了筛选，最后在主板市场和新三板市场分别筛选出了如下一些可比公司：

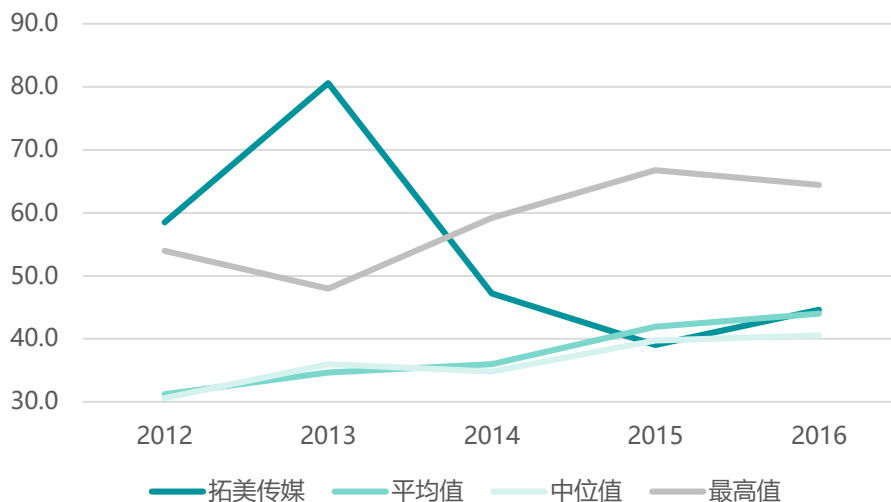
主板市场：蓝色光标（300058.SZ）、思美传媒（002712.SZ）、宣亚国际（300612.SZ）、腾信股份（300392.SZ）、天龙集团（300063.SZ）、明家联合（300242.SZ）；

新三板市场：银橙传媒（830999.OC）、道有道（832896.OC）、瓦力科技（832638.OC）、仙果广告（834136.OC）、掌纵文化（430217.OC）。

在财务分析以及后续的相对估值中，考虑到新三板市场由于流动性低，可能存在定价偏低的情况，因此我们在财务分析中将主要采用主板市场的 6 家可比公司形成行业对比；在相对估值中将采用新三板市场的 5 家公司和主板市场的 6 家公司分别进行估值，以增加在定价上的可比性。其中，行业的平均值、中位值和最高值均为不包括拓美传媒的行业统计结果。

3.1.1 健康的流动性及资产负债结构

图 30 2012-2016 年资产负债率（%）行业对比



数据来源：wind，团队整理

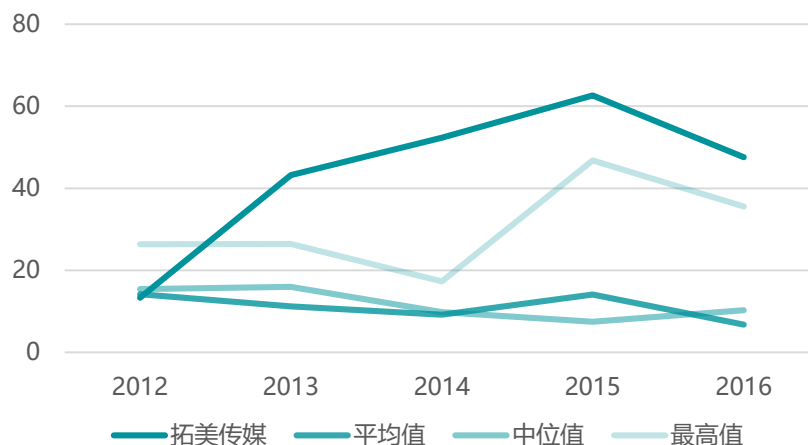
拓美传媒的资产负债率在 2013 年发生较大波动，但近年来逐渐回落，降至行业平均值水平，其资产负债结构正在逐渐改善。2016 年，由于收购杭州习聚网络技术有限公司的聚享游、501 玩、99 返利三个网络平台资产，公司借入部分短期借款，导致期资产负债率同比略有上升，增长幅度为 14.44%。

就起行业相对水平来看，行业整体资产负债率较为平稳，在 40% 左右波动；拓美传媒一度达到行业最高值水平，但改善情况良好，资产负债率处于行业平均水平，流动性要求能够得到满足。

3.1.2 出色的盈利能力

下面我们对公司进行杜邦分析，以分解公司盈利能力的主要来源与可能的薄弱环节。

图 31 2012-2016 股东权益回报率 ROE (%) 行业对比

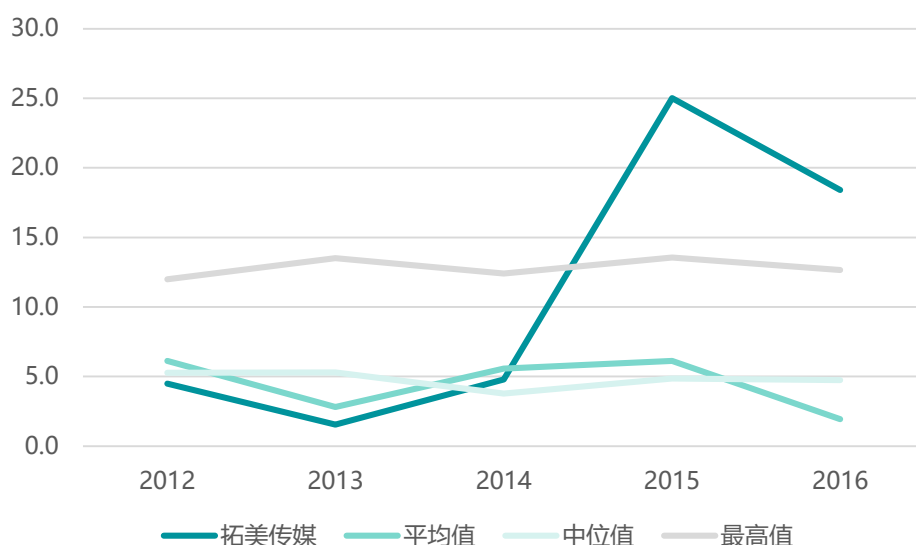


资料来源：wind，团队整理

就股东权益回报率来看，公司有绝对的行业优势，即使和主板行业龙头相比也毫不逊色，在 2013-2016 年均为行业最高水平，并曾在 2015 年一度达到 62.66%。2016 年 ROE 有所下降，主要系收购支出以及新业务开拓的准备需要一定的投入。随着公司在网络游戏和电子商务领域的份额和市场地位逐渐稳定，以及其收购所得逐渐变现，ROE 在长期内仍有较大的回弹空间。

公司的盈利能力一般有两方面的来源，一是较高的销售净利率，这说明企业有较高的毛利率与较为出色的成本控制能力，从而能够在激烈的行业竞争中获得优势地位；另一方面是较高的资产周转率，这说明企业能够快速地将企业资产变现，高效地进行企业经营。通过下面的分解分析，我们试图了解拓美传媒竞争优势的来源。

图 32 2012-2016 净利润/营业收入 (%) 行业对比

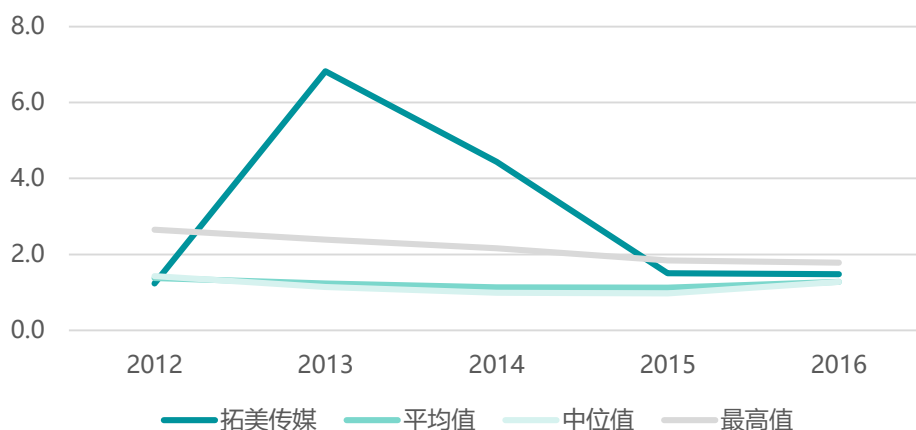


数据来源：wind，团队整理

纵向来看，拓美传媒的净利润率在近五年有剧烈的变动，2012-2014 年在 5%左右波动，处于较低水平；2015-2016 年在 20%左右波动，增长约 15 个百分点。这与公司在 2015 年在移动端进行密集业务布局、并与国内数家知名平台建立深度战略合作有关。同时，公司的毛利率在 2015 年一度高达 40.29%，较上年增长约 26 个百分点。

横向来看，拓美传媒的成本控制能力在近年有质的提升，从低于行业平均的劣势水平，增长至行业最高水平。拓美传媒给股东带来增值的价值，有相当一部分来源于出色的、高于行业的成本控制能力。而随着公司在电子商务领域的布局，这一高毛利的业务将会给公司带来更多的增长空间。

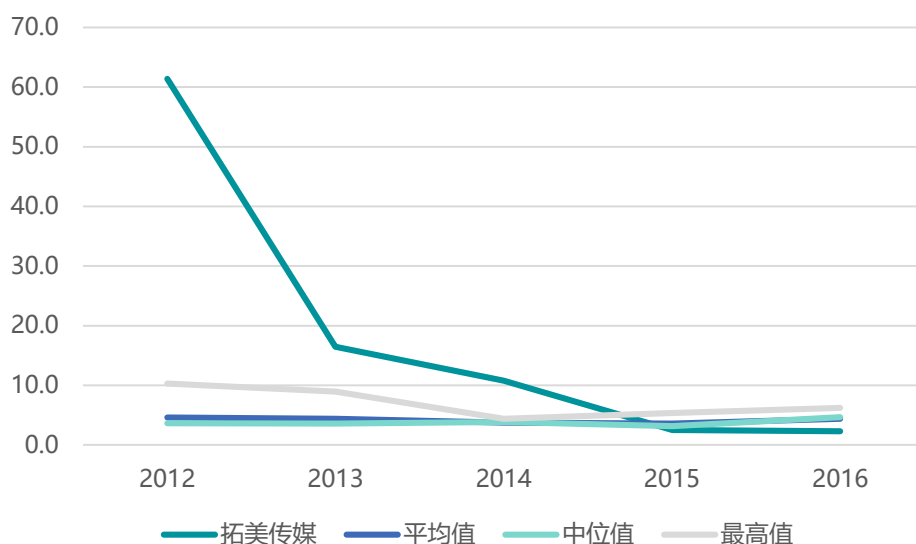
图 33 2012-2016 年总资产周转率 (次) 行业对比



数据来源：wind，团队整理

相应的，企业的资产周转情况则有待改善。近两年来，随着企业成本控制能力的提升，其资产周转率有所下降。横向相比，拓美传媒的总资产周转率依旧维持在行业的较高水平，略高于行业平均值和中位值，尽管优势幅度有所减弱。

图 34 2012-2016 应收账款周转率（次）行业对比



数据来源：wind，团队整理

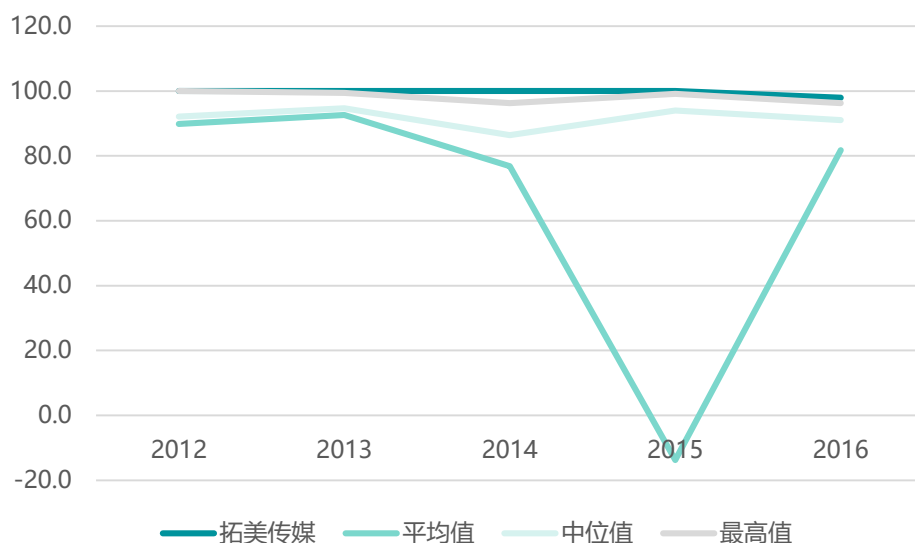
拓美传媒经两年资产周转率的下降一方面这是由于企业难以同时兼顾成本控制能力与资产的快速变现能力；另一方面，由于行业竞争压力增大，企业可能将财务控制的重心进行了转移。企业在 2016 的应收账款有大幅上涨，增幅高达 83.34%。这笔应收账款主要为营收广告款，这主要由数字营销行业的行业支付特征所决定，基于互联网行业特有的运营模式，应收帐期长于应付帐期，企业的业务规模在 2016 年增长较大，这也导致了应收账款的膨胀。但同时，我们也观察到，企业的应收账款主要是账期不足 1 年的短期应收账款，平均回款期限为 7-8 个月，因此，企业在这一方面有一定的控制力。

从另一个角度看，企业在应收账款周转速率方面的劣势可以凭借在应付款上的强势地位予以弥补，但通过对企业应付账款周转率的简单分析，我们发现企业的应付账款周转率也在逐年下降，这在一定程度上加剧了营收账款拖欠带来的企业经营周期延长的问题。

资产的快速周转是较为重要的企业竞争力之一，尽管拓美传媒资产的绝对数量有所上升，但增加的资产并没有得到有效的周转，造成了一定的资产浪费，冗余资产增加，从而使其总资产周转率的行业表现发生了一定的下滑。

3.1.3 盈余质量较高，现金流状况仍有提升空间

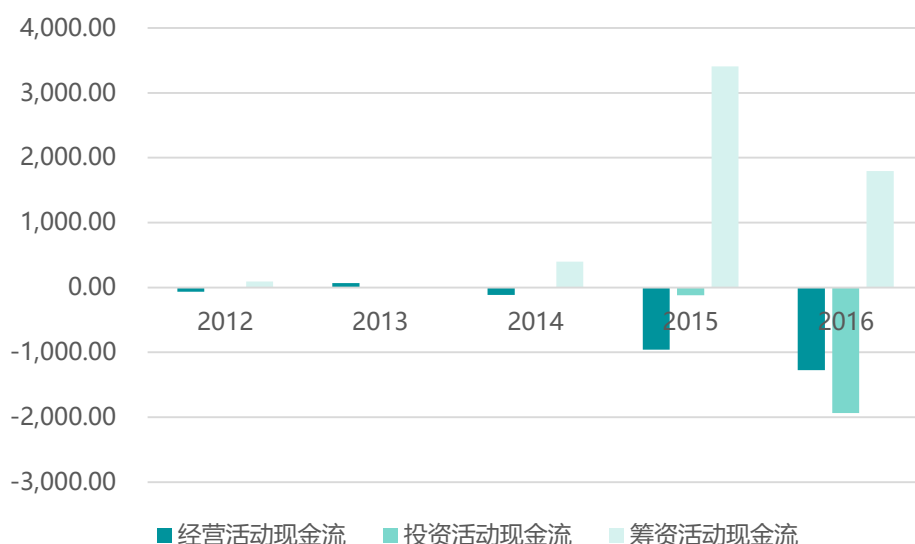
图 35 2012-2016 经营活动净收益/利润总额（%）行业对比



数据来源：wind，团队整理

公司有着出色的盈利能力，同时，企业盈余质量也处于较高的回评。拓美传媒经营活动净收益/利润总额基本稳定在 100%，尽管在 2016 年略有下降，但相比行业平均水平，仍具有相当的优势。

图 36 2012-2016 年拓美传媒现金流情况（万元）



数据来源：wind，团队整理

2015 年以来，公司在近两年的现金流状况有所下降，并积极筹集资金改善这一现状。2016 年，公司经营现金流和投资现金流均为净流出，且数额较上年增幅较大。一方面，这是行业普遍现象，公司业

务快速增长，客户回款周期较长，且业务在三、四季度相对密集，导致应收账款增加，现金盈余减少；移动媒体采购成本上升，且媒体预付款增加。另一方面，这也是由公司本身的业务规模决定的，随着企业的成长，管理费用、销售费用和支付的各项税费逐渐增加。而投资现金流出主要是由于企业收购杭州习聚网络旗下的资产，企业现金流趋紧。

我们认为，其投资现金流出的现状将随着公司收购业务的价值变现而有所改善；另外，企业正在努力通过较高的议价能力企图缩短应收款的账期，这一举措和努力也将有利于企业经营现金流量的改善。

3.2 盈利预测

3.2.1 主营业务收入与成本预测

（1）数字营销业务

数字营销业务是拓美传媒较为成熟的主营业务，也是其颇有竞争力的业务板块之一，通过成立以来近四年的经营，公司已经成长为效果类数字营销领域的领先竞争者，与数家国内知名平台建立深度合作。同时，广告主大多对渠道提供商具有一定的黏性，建立合作关系后，持续维持未来合作关系的可能很大，能够保证企业的成长性。

2014-2016 年，公司在数字营销业务中的营业收入增长率分别为 37%、66%和 140%，2016 年增速尤为迅猛。

拓美传媒的竞争优势在于，不满足于为广告主提供仅仅是符合要求的营销方案，而是致力于为广告主提供增值服务，从而使其在日益激烈的行业竞争中脱颖而出。另一方面，公司 CPC 和 CPM 的结算方式也决定了，拓美传媒不可能完全承担营销风险，一定程度上提高了企业的盈利能力。

但由于这一业务已经逐渐成熟，且公司刚刚收购杭州才聚的三个网络平台，并计划进行游戏分发运营和电子商务方面的业务拓展，在数字营销方面的重心可能有所分散，因此，我们在预测时给予 2018-2021 年低于前值的增长率。同时，由于这一行业有大量的新进竞争者，行业竞争日益激烈，尽管公司有着十分出色的成本控制能力，但我们仍预期数字营销业务的毛利率在未来五年会被压缩。

（2）游戏分发运营业务

2016 年，拓美传媒全资子公司霍尔果斯拓美互娱科技有限公司以现金 3200 万收购杭州习聚网络技术有限公司的聚享游、501 玩、99 返利三个网络平台资产，为公司业务构建上下游，整合优势资源，进一步促进公司业务拓展，提升盈利能力。

习聚网络的三个平台资产本身已经十分成熟，例如聚享游本身就能够单独实现近 300 万的年净收益，属于发展较为完善的网络平台。拓美传媒将其收入麾下，配合使用高效的平台渠道利用，并通过资源与成本的共享，将能够有效的将资产价值变现。

由于公司具有网络游戏分发方面的渠道优势，且已经与大量的广告主形成深度合作关系，能够长期接触到这一业务领域的相关专业知识，具有一定的协同效应。公司的目标为 2017 年在游戏分发运营领域形成 1.5 亿元的营业收入，考虑到游戏分发运营的毛利率略高于单纯游戏效果营销，这一盈利目标具有可行性。由于游戏发行行业具有天然的高毛利特征，这一业务板块将会在未来五年得到相当的发展，并为企业价值作出可观的贡献。

考虑到业务发展初期可能发生的团队协同管理、业务整合与资源配置、业务初创等可能项带来的一系列成本，我们预期这一业务将会在未来五年以逐渐增长并稳定在 10%左右的增长率增长。

（3）电子商务业务

电子商务业务由拓美传媒新成立的哇偶电子商务进行运营，其盈利模式为 OBM，即代工厂自有品牌经营。作为营销渠道及营销方案提供商，企业具有丰富的渠道运营经验，因而能够具有协调商品供应商的渠道实力，从而建立自由品牌而不拥有工厂。同时，企业对于其销售商品的类别具有清晰的定位，并认为公司能够在 2017 年达到营收 2000 万的目标，可见高层对于这一业务的未来轮廓有着较为清晰的规划。

OBM 模式能够为企业 provide 极高的毛利率，据保守估计，我们使用 45%作为估计值。但由于企业电子商务业务刚刚开拓，缺乏一定的运营经验与相应的规模效应，这一毛利目标的实现可能将会略有滞后。电子商务业务将会以较快的增长，在 3-5 年内成为企业新的盈利增长点。

3.2.2 三大报表预测

通过上面所述的主营业务收入与成本预测，结合包括资产周转率、期间费用率在内的主要盈余假设，我们得出了如下盈利预测：

表 7 拓美传媒 2017-2021 年盈利预测（万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,606.77	9,309.27	22,337.59	57,207.66	72,319.96	92,290.95	108,679.14	128,137.97
同比增幅	36.93%	66.04%	139.95%	156.10%	26.42%	27.61%	17.76%	17.90%
数字营销	5,606.77	9,309.27	22,337.59	40,207.66	52,269.96	67,950.95	81,541.14	97,849.37
同比增幅	36.93%	66.04%	139.95%	80.00%	30.00%	30.00%	20.00%	20.00%
业务贡献	100.00%	100.00%	100.00%	70.28%	72.28%	73.63%	75.03%	76.36%
游戏分发运营	0.00	0.00	0.00	15,000.00	17,250.00	20,700.00	22,770.00	25,047.00
同比增幅					15.00%	20.00%	10.00%	10.00%
业务贡献	0.00%	0.00%	0.00%	26.22%	23.85%	22.43%	20.95%	19.55%
电子商务	0.00	0.00	0.00	2,000.00	2,800.00	3,640.00	4,368.00	5,241.60
同比增幅					40.00%	30.00%	20.00%	20.00%
业务贡献	0.00%	0.00%	0.00%	3.50%	3.87%	3.94%	4.02%	4.09%

备注：预测假设用蓝色字体标识，在预测中所作出的其他核心假设与三大报表预测见附录。

数据来源：团队整理

3.3 估值模型

基于以上盈利预测，我们分别使用绝对估值法与相对估值法对拓美传媒进行估值。

3.3.1 加权平均资本成本（WACC）

拓美传媒于 2015 年 1 月在全国中小企业转股系统挂牌上市。2016 年 2 月，公司股票由协议转让方式变为做市转让方式，共有东方证券、太平洋证券、兴业证券三家做市商。虽然公司股票存在一定数量的公开交易数据，但新三板系统交易量较低，公司有相当一些天数不存在公开交易，故股票收益率为零。为了修正和剔除交易不活跃可能给股票估值带来的不准确因素，我们使用行业股票收益率的 Beta 值作为拓美传媒股票收益率 Beta 值的代理变量，以计算拓美传媒的 WACC。

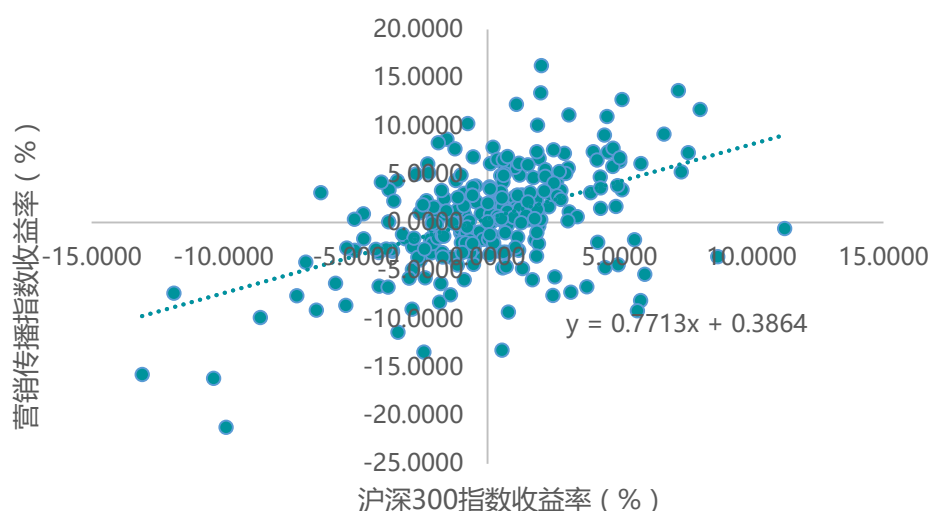
考虑到新三板市场交易量小、流动性差，不能很好地反映个股收益率与市场收益率的相关性，我们使用主板同行业的股票 Beta 对新三板股票的 Beta 值进行估计。

回归所得的该行业 Beta 值为 0.7713。拓美传媒所属证监会行业为租赁和商务服务业-商务服务业-广告业，公司所披露的主营业务为数字营销。因此，我们选择申万营销传播行业指数（801751.SI）来

代替拓美传媒，作为回归因变量。同时，拓美传媒自己所选择的对标企业蓝色光标也在我们所选择的行业指数成份股中。我们所选用的回归自变量为沪深 300 指数（000300.SH）收益率，所选取的时间区间为 2012 年 5 月 24 日至 2017 年 5 月 24 日，得到五年数据回归计算的数字营销行业 Beta 值：0.7713（见图 26）。由于数字营销行业具有自身的财务杠杆，而应当将杠杆影响消除后，再与拓美传媒进行比较。因此，我们使用 wind 营销服务行业中心的行业资产负债表，得到这一行业的 D/E 为 0.41（=23.17 / 56.23），代入行业所得税率 25%，得到去杠杆以后的 Beta 值为 1.01。

另外，由于拓美传媒没有长期负债，无需考虑增加财务杠杆后的 Beta 值。

图 37 数字营销行业 Beta 回归计算



数据来源：wind，团队整理

利用 CAPM 模型估计拓美传媒的股东要求回报率（ r_e ）。其中，无风险利率（ r_f ）取十年期国债即期收益率 3.65%。由于 2007 年中国股市处于历史峰值，故十年沪深 300 指数收益率给出的市场收益率结果严重失真，因此，我们采用近五年沪深 300 指数年复合收益率 9.17%，作为市场收益率（ r_m ）。

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) = 3.65\% + 1.01 \times (9.17\% - 3.65\%) = 9.22\%$$

由于拓美传媒的目标财务杠杆为 0，因此 WACC = r_e = 9.22%。

3.3.2 自由现金流折现（DCF）估值模型：价值中枢 23.61 元

依据之前盈利预测所得到的拓美传媒三大报表，我们可以得到其未来五年的预测自由现金流。利用 DCF 模型对自由现金流进行折现，可以得到企业估值。

拓美传媒的自由现金流预测情况为：

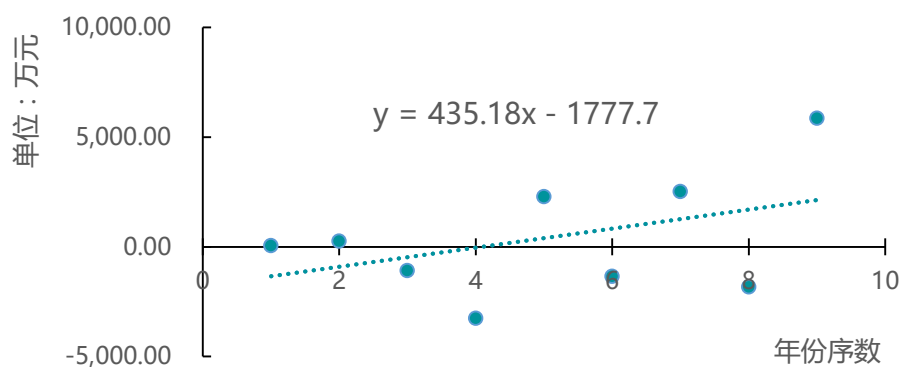
表 8 拓美传媒自由现金流及其现值（万元）

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E-
EBIT	8,907.85	10,488.75	13,422.54	15,677.80	18,346.85	8,907.85
所得税率	6.70%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	6.70%
(+)折旧和摊销	198.98	183.77	174.48	169.81	169.04	198.98
(-)营运资本的增加	6,196.92	9,359.48	7,674.90	13,706.12	8,013.82	6,196.92
(-)资本支出	19.96	23.95	28.74	34.49	41.39	19.96
自由现金流	2,293.12	-1,333.10	2,537.74	-1,812.45	5,873.96	2,293.12

数据来源：团队预测

我们发现，拓美传媒的自由现金流波动极大，且出现了负值，因此，不能直接进行折现估值。我们利用 2013-2021E 用 9 年的自由现金流数据进行线性回归拟合，并用拟合的预测值作为折现模型的分子。线性拟合的结果如图所示：

图 38 拓美传媒 2013-2021E 自由现金流线性拟合



数据来源：公司年报，团队整理

利用线性模型预测的拓美传媒 2017-2021 年的自由现金流和 WACC 折现率，以及永续增长率 $g=5\%$ 的假设，我们对拓美传媒未来自由现金流进行折现。

据此，我们用 DCF 模型对拓美传媒估值为：

表 9 拓美传媒自由现金流模型预测值折现（万元）

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E-
自由现金流	2,293.12	-1,333.10	2,537.74	-1,812.45	5,873.96	2,293.12
模型预测值	398.2	833.38	1268.56	1703.74	2138.92	139,299.58
折现因子	0.92	0.84	0.77	0.70	0.64	0.59
自由现金流的现值	364.60	698.66	973.74	1,197.42	1,376.41	82,075.51
公司价值						86,686.33

数据来源：团队整理

表 10 拓美传媒 DCF 估值计算

公司价值 (万元)	86,686.33
货币资金 (2016 年报)	1,279.32
负债 (2016 年报)	8,621.08
股东权益市值	79,344.57
流通股数 (定向增发后)	3,360.00
每股价值 (RMB)	23.61
当日股价 (2016-5-27)	21.98
升值空间	7.44%

数据来源：团队整理

由上述分析，我们得出的估值结果为 23.61 元，与 2017 年 5 月 27 日的股价 21.98 元相比，仍有 7.44% 的升值空间，推荐“增持”。

由于我们的计算可能对 WACC 和永续增长率 g 的选取具有一定的依赖性，因此，我们做如下的敏感性分析：

我们可以发现，基于 WACC 和 g 的敏感性分析，拓美传媒每股价值的价值中枢为 23.61 元，价值区间为 21.03-27.70 元，当前股价 21.98 元位于该区间的低值附近。

表 11 拓美传媒 DCF 估值敏感性分析 (基于 WACC 和 g)

		WACC						
		7.72%	8.22%	8.72%	9.22%	9.72%	10.22%	10.72%
g	23.61							
	3.50%	25.80	22.31	19.51	17.21	15.29	13.66	12.27
	4.00%	29.37	25.05	21.66	18.93	16.70	14.83	13.25
	4.50%	34.05	28.52	24.32	21.03	18.38	16.20	14.39
	5.00%	40.45	33.07	27.70	23.61	20.41	17.84	15.72
	5.50%	49.74	39.30	32.12	26.90	22.93	19.82	17.32
	6.00%	64.45	48.34	38.18	31.21	26.13	22.27	19.24
	6.50%	91.23	62.64	46.97	37.10	30.32	25.38	21.63

备注：估值结果由低到高分别用绿色和红色标注。

3.3.3 相对估值：目标价 24.44 元

在相对估值中，考虑到主板市场和新三板市场由于流动性差异，可能有较大的价差，因此，我们分别应用两市场的数据进行估值。

我们选取新三板市场中，wind 营销服务行业板块中主营业务与拓美传媒相似的 5 家做市转让公司作为可比公司，包括银橙传媒 (830999.OC)、道有道 (832896.OC)、瓦力科技 (832638.OC)、仙果广告 (834136.OC)、掌纵文化 (430217.OC)；筛选主板市场中，营销传播申万行业指数 (801751.SI)

成分股中主营业务与拓美传媒相似的 6 家公司作为可比公司，包括蓝色光标（300058.SZ）、思美传媒（002712.SZ）、宣亚国际（300612.SZ）、腾信股份（300392.SZ）、天龙集团（300063.SZ）、明家联合（300242.SZ）。我们应用的筛选条件为：数字营销或互联网广告业务占比占企业营收的 50%及以上。

由于拓美传媒近年现金流极不稳定，甚至出现负值，故不采用 P/CF 作为估值乘数。因此，选取市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S），三种估值比率作为参考，得到可比估值列表。其中，部分极端值在计算时予以剔除，极端值用删除线划去。

表 12 拓美传媒相对估值

代码	证券简称	市盈率 PE TTM	市现率 PB(LF)	市销率 PS(TTM)
	拓美传媒	17.98	6.91	3.31
新三板	最高值	196.66	14.13	6.85
	最低值	14.52	2.98	1.16
	中位值	24.92	5.21	5.06
	平均值	19.09	4.37	3.82
832896.OC	道有道	196.66	5.21	5.37
830999.OC	银橙传媒	17.84	2.98	1.16
832638.OC	瓦力科技	24.92	6.09	5.06
834136.OC	仙果广告	14.52	3.20	3.68
430217.OC	掌纵文化	36.77	14.13	6.85
		每股净收益 EPS(2017)	每股净资产 B(2017)	每股净营收 Sales(2017)
831764.OC	拓美传媒	2.47	5.66	17.03
	股价预测	47.23	24.71	64.98
主板	最高值	113.46	17.40	14.67
	最低值	-19.72	2.17	1.12
	中位值	36.39	3.24	2.06
	平均值	37.19	4.28	2.22
300058.SZ	蓝色光标	25.72	2.17	1.21
002712.SZ	思美传媒	50.26	3.67	2.24
300612.SZ	宣亚国际	113.46	17.40	14.67
300242.SZ	明家联合	28.92	2.49	1.87
300063.SZ	天龙集团	43.87	2.81	1.12
300392.SZ	腾信股份	-19.72	10.27	4.67
		每股净收益 EPS(2017)	每股净资产 B(2017)	每股净营收 Sales(2017)
831764.OC	拓美传媒	2.47	5.66	17.03
	股价预测	92.00	24.23	37.86

数据来源：wind，团队整理

截至 2017 年 5 月 24 日，拓美传媒公司的 P/E、P/B 和 P/S 分别为 17.98、6.31、3.31。

使用所选可比公司估值比率的平均值作为拓美传媒的 P/E、P/B 和 P/S 预测值，得到拓美传媒 2017 年末的目标股价，其中，使用新三板可比公司得到的结果分别为 47.23 元、24.71 元和 64.98 元每股，使用主板可比公司得到的结果分别为 92.00 元、24.23 元和 37.86 元。

将两市场行业估值乘数进行比较，可以发现主板市场依据市盈率计算的股价存在较高的流动性溢价，溢价幅度高达 94.80%；依据市净率计算的股价与新三板市场基本持平；依据市销率计算的股价则存在很高的跌价，跌价幅度为 41.73%。

我们认为，市销率跌价是由于，和新三板相比，主板上市公司有更为稳定的营收水平也主营业务结构，市场开拓的风险性和波动性也显著低于新三板公司，同时，由于主板上市公司的规模一般较大，其成长性整体来说低于新三板企业，属于稳定性增长，而非爆发性增长。这在一定程度上导致了新三板用每股营业收入计算的股价有较高的溢价。

谈到企业增长的爆发性，拓美传媒也是具有爆发性增长特征的企业之一，尤其是 2017 年新增两项业务的同时，数字营销业务也获得迅猛增长。另外，拓美传媒的现金流和应收波动也十分明显，这使得市盈率估值的可信度降低。相较之下，企业的资产增长较为稳定，且企业资产难以被会计手法操纵，使得市净率估值的结果通常较为可靠和保守，而主板和新三板市场估值的结果比较也证实了这一结论。

因此，在相对估值中，我们仅使用市净率对拓美传媒估值，并且使用主板和新三板两市场的加权结果，最终 P/B 为 4.32，估值结果为 24.44 元。

3.3.4 剩余收益（RIM）估值模型：目标价 25.61 元

现金流之所以会与价格脱节，是因为现金流没有包含企业创造的非现金利润，以及这些非现金利润体现的价值。而以应记制原则为基础的净利润则反映了这部分现金流中的缺失。剩余收益模型就是在应记制的基础上进行的估值。

剩余收益模型有多种表现形式，可以分为基于现金流估计的剩余收益与基于估值乘数估计的剩余收益。在上面的分析中，我们指出，拓美传媒的现金流存在极大的不稳定性，不能很好地代表公司的经营前景；相较之下，利用 P/B 进行可比估值的结果则更为稳定，因为企业对净资产具有较少的操纵能力，而资产本身又具有较好的稳定性。因此，我们使用基于 P/B 的剩余收益模型。

一个企业在任何一个会计期间中的剩余收益等于其当期净利润减去股东权益应该在本期间内得到的回报后的余额，可以将其理解为超额收益。而股票的内在价值等于未来所有期间剩余收益的现值之和加上本期期初股东权益账面价值。反映在 P/B 乘数上，超额收益可以利用公司 ROE 与股东要求回报率（即权益资本成本）的差值，乘上总权益得到。而这一超额收益在价格上的反映，折现到现在，就是对 P/B 的估计。利用这一 P/B 乘数，可以得到股价估计。

下表用剩余收益模型估计拓美传媒 2017 年末的内在价值，其中我们假设 2021 年以后的永续 ROE 为 5%，得到 P/B 的估计为 8.04，从而得到其目标股价为 25.61 元。

表 13 拓美传媒基于 P/B 的 RIM 估值（万元）

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
权益资本成本	9.22%	9.22%	9.22%	9.22%	9.22%	9.22%
净利润	4,110.35	8,311.02	7,866.56	10,066.91	11,758.35	13,760.14
所有者权益	10,695.97	19,007.08	26,873.64	36,940.55	48,698.90	62,459.03
当期母公司 ROE	38.43%	43.73%	29.27%	27.25%	24.15%	22.03%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
当期账面净值	10,695.97	15,372.88	19,872.89	25,288.58	31,394.51	38,310.93
期初账面净值	6,585.73	10,695.97	15,372.88	19,872.89	25,288.58	31,394.51
折现分子	1.00	0.35	0.29	0.34	0.35	0.38
现值	1.00	0.32	0.24	0.26	0.25	0.24
现值之和				2.30		
行业平均 ROE（永续增长率）				5.00%		
终值现值				5.74		
P/B				8.04		
当期账面净值				10,695.97		
每股净值				3.18		
目标股价（RMB）				25.61		

数据来源：团队整理

4 风险提示

4.1 应收账款无法收回的风险

公司 2016 年应收账款账面余额为 12,690.29 万元，同比增长 83.34%，主要为广告款，基于互联网行业特有的运营模式，账期长于应付账期，随着业务规模的不断增长，账款随之增加。如果部分客户资金状况发生重大不利变化，将可能出现不能按期收回或是无法收回的情况，存在发生坏账损失的风险。

通过财务估值分析发现，公司的价值对应收账款周转率的敏感度很高，仅仅将应收账款周转水平从近年的平均水平提升至 2012-2013 年的水平，公司给股东带来的股权价值将有近 50% 的增长。一方面，这是由于我们使用对现金盈余较为敏感的自由现金流折现法进行估价；但另一方面，也反映出企业对于赊销款账期的控制能力是其财务核心竞争力之一。

从企业与广告主费用结算方式可以看出，企业在合同的条款设置上具有较大的议价能力，能够将一部分的市场风险转嫁给广告主；同时，企业高层也有信心努力在 2017 下半年将应收款账期从 7-8 个月缩短为 3-4 个月，企业对于这一风险的化解仍有待关注。

4.2 业务拓展面临后发劣势及协同效应不足的风险

拓美传媒在游戏分发运营和电子商务领域均为后发进入者，尽管这两项业务与公司领先的数字营销业务有一定的协同效应，但面临强大的既有市场份额占据者，拓美传媒可能难以充分发挥自身的竞争优势，导致市场开拓受限。

4.3 市场竞争加剧的风险

由于目前国内移动广告主需求有待开拓，而优质媒体流量相对集中，数量较少，随着行业巨头及其他后来者的进入，市场竞争日趋激烈，新进入者有可能采用低价竞争的策略来抢夺市场份额，这可能会拉低行业的平均利润水平。

4.4 渠道成本上升的风险

公司主营业务成本是购买互联网媒体渠道成本，受未来经济发展、生活成本上升、互联网广告位需求不断增加等因素的影响，公司渠道成本存在持续上涨的风险，将会对公司未来盈利能力产生不良的影响。

5 附录

5.1 三大报表预测

表 14 拓美传媒 2017-2021 资产负债表预测 (万元)

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
流动资产						
货币资金	1,279.32	1,752.44	2,239.34	2,957.08	1,144.63	7,018.59
应收账款	12,690.29	24,872.90	27,815.37	35,496.52	49,399.61	58,244.53
预付款项	1,735.37	3,813.84	4,821.33	6,152.73	7,245.28	8,542.53
其他应收款	334.04	738.21	939.22	1,198.58	1,411.42	1,664.13
存货						
其他流动资产	183.47	183.47	183.47	183.47	183.47	183.47
流动资产合计	16,222.49	31,360.87	35,998.73	45,988.38	59,384.41	75,653.25
非流动资产						
可供出售金融资产						
固定资产	23.09	31.28	37.98	42.87	45.61	45.77
递延所得税资产						
非流动资产合计	3,094.66	2,915.64	2,755.82	2,610.09	2,474.76	2,347.12
资产总计	19,317.15	34,276.51	38,754.55	48,598.47	61,859.17	78,000.37
流动负债						
短期借款	1,820.00	0.00	1,820.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	4,659.64	10,850.40	6,534.70	8,339.32	9,832.27	11,611.21
预收款项	122.03	326.33	417.63	532.96	628.38	742.07
应付职工薪酬	44.75	114.21	146.17	186.54	219.93	259.72
应交税费	409.97	1,085.04	1,110.90	1,181.40	1,285.76	1,518.39
其他应付款	1,564.69	2,893.44	1,851.50	1,417.68	1,193.92	1,409.93
流动负债合计	8,621.08	15,269.42	11,880.90	11,657.91	13,160.26	15,541.32
非流动负债						
一年内到期的非流动负债						
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	8,621.08	15,269.42	11,880.90	11,657.91	13,160.26	15,541.32
所有者权益(或股东权益)：						
实收资本(或股本)	3,360.00	3,360.00	3,360.00	3,360.00	3,360.00	3,360.00
资本公积	549.00	549.00	549.00	549.00	549.00	549.00
储备和未分配利润	6,786.97	15,098.08	22,964.64	33,031.55	44,789.90	58,550.03
所有者权益合计	10,696.06	19,007.08	26,873.64	36,940.55	48,698.90	62,459.03
负债和所有者权益总计	19,317.14	34,276.50	38,754.54	48,598.46	61,859.16	78,000.36

备注：数据差异是由于四舍五入造成的。

表 15 拓美传媒 2017-2021 利润表预测 (万元)

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
营业总收入	22,337.59	57,207.66	72,319.96	92,290.95	108,679.14	128,137.97
营业收入	22,337.59	57,207.66	72,319.96	92,290.95	108,679.14	128,137.97
营业总成本	18,023.49	48,390.28	61,831.22	78,868.41	93,001.34	109,791.12
营业成本	16,262.34	43,401.59	55,544.97	70,884.23	83,574.31	98,695.27
营业税金及附加	67.55	171.62	216.96	276.87	326.04	384.41
销售费用	155.90	686.49	867.84	1,107.49	1,304.15	1,537.66
管理费用	1,481.52	4,004.54	5,062.40	6,460.37	7,607.54	8,969.66
财务费用	24.18	1.68	-0.03	-2.54	-8.30	-28.86
资产减值损失	32.00	124.36	139.08	141.99	197.60	232.98
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,314.10	8,817.38	10,488.75	13,422.54	15,677.80	18,346.85
加：营业外收入	90.47	90.47	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润总额	4,404.57	8,907.85	10,488.75	13,422.54	15,677.80	18,346.85
减：所得税	294.22	596.83	2,622.19	3,355.64	3,919.45	4,586.71
净利润	4,110.35	8,311.02	7,866.56	10,066.91	11,758.35	13,760.14
归属于母公司所有者的净利润	4,110.26	8,311.11	7,866.56	10,066.91	11,758.35	13,760.14
综合收益总额	4,110.35	8,311.02	7,866.56	10,066.91	11,758.35	13,760.14
归属于母公司普通股股东综合收益总额	4,110.26	8,311.11	7,866.56	10,066.91	11,758.35	13,760.14
母公司基本每股收益 (元)	1.22	2.47	2.34	3.00	3.50	4.10
每股净资产 (元)	3.18	5.66	8.00	10.99	14.49	18.59
每股营收 (元)	6.65	17.03	21.52	27.47	32.34	38.14

表 16 拓美传媒 2017-2021 现金流量预测 (万元)

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流：						
净利润	4,110.35	8,311.02	7,866.56	10,066.91	11,758.35	13,760.14
其中：少数股东权益	0.09	-0.09	0.00	0.00	0.00	0.00
(-)投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(+)财务费用	24.18	1.68	-0.03	-2.54	-8.30	-28.86
(+)折旧和摊销	145.45	198.98	183.77	174.48	169.81	169.04
(-)营运资本的增加	-4,435.90	-6,196.92	-9,359.48	-7,674.90	-13,706.12	-8,013.82
其它	-2.44	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-158.36	2,314.76	-1,309.18	2,563.94	-1,786.26	5,886.49
投资活动现金流：						
固定资产、无形资产和其他长期资产	-3,057.13	-19.96	-23.95	-28.74	-34.49	-41.39
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其它与投资活动有关的现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动产生的现金流量净额	-3,057.13	-19.96	-23.95	-28.74	-34.49	-41.39
融资活动现金流：						
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东投资						
借款增加	1,820.00	-1,820.00	1,820.00	-1,820.00	0.00	0.00
股利及利息支出	-24.18	-1.68	0.03	2.54	8.30	28.86
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动产生的现金流量净额	1,795.82	-1,821.68	1,820.03	-1,817.46	8.30	28.86
汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合并范围变动对现金的影响额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物增加额	-1,419.67	473.12	486.90	717.74	-1,812.45	5,873.96
现金及现金等价物期初余额	2,699.01	1,279.32	1,752.44	2,239.34	2,957.08	1,144.63
现金及现金等价物期末余额	1,279.32	1,752.44	2,239.34	2,957.08	1,144.63	7,018.59

5.2 盈利预测核心假设

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
营运资本						
应收票据周转率						
应收账款周转率	1.76	2.30	2.60	2.60	2.20	2.20
预付账款周转率	12.87	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
其他流动资产增长率						
其他应收款周转率	66.87	77.49	77.00	77.00	77.00	77.00
存货周转率（次）						
应付账款周转率	3.49	4.00	8.50	8.50	8.50	8.50
预收款项周转率	133.27	133.00	133.00	133.00	133.00	133.00
应付职工薪酬周转率	363.40	380.01	380.00	380.00	380.00	380.00
应交税费周转率	39.67	40.00	50.00	60.00	65.00	65.00
其他应付款周转率	10.39	15.00	30.00	50.00	70.00	70.00
借款						
短期借款当期变动	1820.00	-1820.00	1820.00	-1820.00	0.00	0.00
借款利率	1.33%	1.33%	1.33%	1.33%	1.33%	1.33%
存款利率	0.34%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
汇兑损益及其他	-4.29	-4.29	-4.29	-4.29	-4.29	-4.29
其他相关科目						
递延所得税资产（万元）	8.21	8.21	8.21	8.21	8.21	8.21
实收资本（万元）	3,360.00	3,360.00	3,360.00	3,360.00	3,360.00	3,360.00
payout ratio	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业税金率	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
销售费用率	0.70%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	6.63%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
资产减值损失/应收账款	0.25%	0.50%	0.50%	0.40%	0.40%	0.40%
营业外收入（万元）	90.47	90.47	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税率	6.68%	6.70%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

免责声明

本报告是由新三板价值分析大赛华北地区参赛组 Outlier 分析师吕政、杜宜学和胡靓婧在新三板价值分析大赛中完成的挂牌公司深度研究，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，本报告所有版权属于吕政、杜宜学、胡靓婧和新三板价值分析大赛组委会。未经上述版权所有人事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给新三板价值分析大赛组委会做竞赛成果评估之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新三板价值分析大赛参赛组认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是本小组在最初发表本报告日期当日的判断，本小组可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但本小组没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。本小组不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

客户应当考虑到本小组可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本小组特别提示，本小组不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本小组未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本小组建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本小组不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。