

华扬联众 (603825.SH)

互联网营销龙头公司，优质客户、媒体资源助力未来发展

核心观点：

一、公司是互联网营销行业龙头，为客户提供互联网营销整体解决方案，公司营收增长较快，2016年A股公司中，按数字营销收入计算排名第2。公司目前的主营业务分为互联网广告服务（广告投放代理、广告策划与制作、影视节目业务）和买断式销售代理服务两类。2016年营业收入66.4亿元（YOY+28.1%），归母净利润分别为1.03亿元（YOY+31.8%）。公司预计2017年1-6月的营业收入为34.9~37.8亿元，同比增长20%~30%，预计扣非后归母净利润为2,300~2,500万元，同比增长15%~25%。

二、依托优质客户及顶级媒体资源，奠定公司持续发展基础。

客户：2014~2016年公司服务客户数量分别为1,651家、1,791家和1,363家。前5大客户占公司营收42%左右。重点客户包括上海通用、蒙牛、京东、雅诗兰黛、百胜集团（旗下包括肯德基、必胜客等品牌）、通用磨坊（旗下包括哈根达斯、湾仔码头等品牌）、克雷斯勒、苏宁、宝洁等。这些客户实力较强，互联网广告预算每年持续稳定增长，为公司在互联网广告领域持续发展奠定了良好的基础。

媒体：公司合作的互联网媒体包括所有国内知名的互联网公司，如腾讯、百度、新浪、搜狐、网易、优酷、谷歌、汽车之家等，公司与之合作的时间相对较长，合作较为稳定，合作金额较大。腾讯、新浪、百度、搜狐、人人网等知名互联网公司分别持有公司2%股权，与顶级媒体形成紧密合作关系。

三、公司未来发展愿景是成为中国领先的、具有创造力、前瞻性、国际视野的数字传播集团。**1) 广告网络扩张计划：**依托北上广深核心城市，推动向其他地区的渗透和发展，同时逐步在海外设立广告网络。**2) 技术系统研发升级计划：**升级大数据精准投、图片识别、移动营销、视频广告等技术平台，提高公司的管理效率。**3) 收购兼并计划：**通过适当的收购兼并计划，收购互联网广告领域内在商业模式、技术或人才方面具有独特优势的公司。

四、首次给予“买入”评级。公司是数字营销行业龙头，受益行业快速增长；公司拥有优质客户及顶级媒体资源，上市后依靠“内生+外延”有望获得持续增长。预计2017~2018年净利润分别为1.28亿、1.59亿，EPS为0.80元、0.99元，发行价14.67元对应PE为18倍、15倍。

五、风险提示：行业竞争加剧风险、媒体价格上涨风险、应收账款坏账风险

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,181	6,639	8,431	10,537	13,064
增长率(%)	71%	28%	27%	25%	24%
净利润(百万元)	78	103	128	159	197
增长率(%)	-15%	32%	25%	24%	24%
EPS(元/股)	0.49	0.64	0.80	0.99	1.23
市盈率(P/E)	30	23	18	15	12

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

发行价	14.67元
报告日期	2017-07-26

发行前财务数据

每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	83.34
ROE(%)	16.08
ROA(%)	3.05

发行资料

发行股数(万股)	4000
发行前股本(万股)	12000
主承销商	中信证券股份有限公司
主要股东	苏同

分析师： 旷实 S0260517030002



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

联系人： 沈明辉 0755-23942150
shenminghui@gf.com.cn

目 录

一、华扬联众：互联网营销龙头，营收保持较快增长.....	3
二、互联网广告服务稳步增长，买断式销售代理服务成为新增长点.....	7
1、公司主要业务包括互联网广告服务、买断式销售代理服务.....	7
2、广告投放代理服务：受益广告主数量和投放量增长，收入规模持续快速增长.....	9
3、广告策划与制作服务：收入逐年增长，收入占比相对稳定.....	10
4、影视节目：收入金额及占比逐年下降.....	11
5、买断式销售代理业务：业务模式刚刚起步，未来收入有望持续增长.....	11
三、依托优质客户及顶级媒体资源，奠定公司持续发展基础。.....	12
1、优质客户互联网营销需求的持续增长推动公司发展.....	12
2、公司主要客户行业包括汽车、快速消费品、电子商务等.....	14
3、公司与国内顶级互联网媒体建立了稳固的合作关系.....	15
4、公司营收受客户投放节奏影响存在一定季节性.....	16
四、管理层年富力强、经验丰富，各子公司提供差异化服务.....	17
五、行业情况：网络营销规模接近 3000 亿，保持较快增长.....	22
六、盈利预测和投资评级.....	24
七、风险提示.....	25

一、华扬联众：互联网营销龙头，营收保持较快增长

1、公司是互联网营销行业龙头，为客户提供互联网营销整体解决方案，公司营收增长较快，2016年A股公司中，按数字营销收入计算排名第2。公司目前的主营业务分为互联网广告服务（广告投放代理、广告策划与制作、影视节目业务）和买断式销售代理服务两类。公司已具备为客户提供互联网广告策略、内容制作、投放执行、效果监测与评估分析等服务内容在内的综合服务能力，能够为客户全方位实施互联网营销战略服务。已发展成为业内业务布局和技术储备较完整、较具竞争力的企业之一。2009~2016年由《互联网周刊》主办的国内互联网广告服务提供排行榜中，公司均处于领先地位。

依托优质客户及顶级媒体资源，奠定公司持续发展基础。客户：2014~2016年公司服务客户数量分别为1,651家、1,791家和1,363家。2014~2016年前5大客户占公司营收42%左右。重点客户包括上海通用、蒙牛、京东、雅诗兰黛、百胜集团（旗下包括肯德基、必胜客等品牌）、通用磨坊（旗下包括哈根达斯、湾仔码头等品牌）、克雷斯勒、苏宁、宝洁等。这些客户实力较强，互联网广告预算每年持续稳定增长，为公司在互联网广告领域持续发展奠定了良好的基础。媒体：公司合作的互联网媒体包括所有国内知名的互联网公司，如腾讯、百度、新浪、搜狐、网易、优酷、谷歌、汽车之家等，公司与之合作的时间相对较长，合作较为稳定，合作金额较大，媒体愿意与公司一起尝试广告和技术创新广告方式、不断探索互联网行业发展方向。

2、公司控股股东、实际控制人均为苏同，苏同合计控制公司78.3%的股权。本次发行前，苏同直接持有39.2%股权，通过华扬企管（苏同100%持股）间接持有15.7%股权，姜香蕊直接持有23.5%股权，姜香蕊与苏同系母子关系，苏同合计控制78.3%股权。苏同系公司董事长、总经理，曾获得中国广告协会“全国十大经理人”称号，中国互联网协会“1997-2007中国网络广告十年百人”称号，中国广告协会“中国广告30年突出贡献奖”等。

腾讯、新浪、百度、搜狐、人人网等知名互联网公司分别持有公司2%股权，与顶级媒体形成紧密合作关系。本次发行前，腾讯控制的世纪凯旋、新浪控制的金卓恒邦、百度控制的百度网讯、搜狐控制的搜狐互联、人人网控制的千橡网景分别持有公司2%股权。此外，投资机构东方富海、东方富海二号分别持有5.2%、2.2%的股权。南海创新持有公司3.7%的股权，为同创伟业关联方管理。

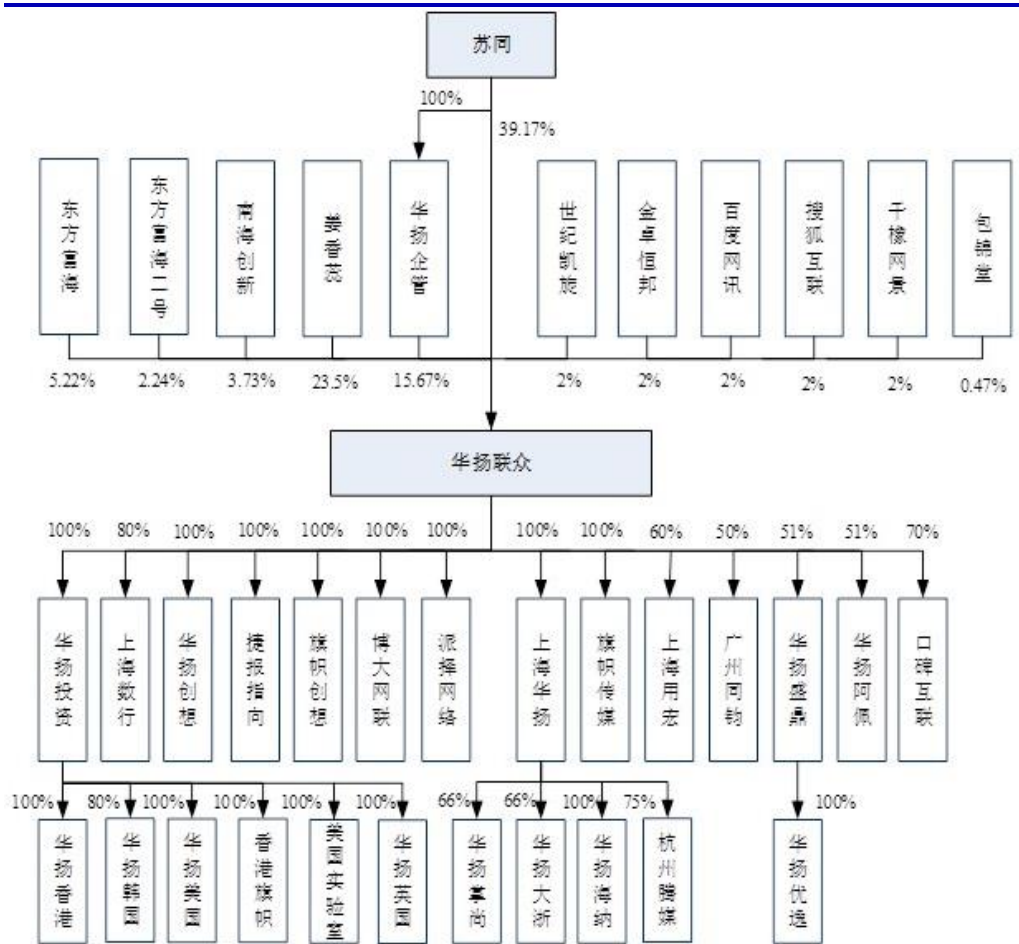
表 1：本次发行前后股本情况（单位：百万股）

序号	股东名称	本次发行前		本次发行后	
		持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
1	苏同	47	39.2%	47	29.4%
2	姜香蕊	28	23.5%	28	17.6%
3	华扬企管	19	15.7%	19	11.8%
4	东方富海	6	5.2%	6	3.9%
5	南海创新	4	3.7%	4	2.8%
6	东方富海二号	3	2.2%	3	1.7%

序号	股东名称	本次发行前		本次发行后	
		持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
7	世纪凯旋	2	2.0%	2	1.5%
8	搜狐互联	2	2.0%	2	1.5%
9	百度网讯	2	2.0%	2	1.5%
10	金卓恒邦	2	2.0%	2	1.5%
11	千橡网景	2	2.0%	2	1.5%
12	包锦堂	1	0.5%	1	0.3%
13	本次拟发行股份			40	25.0%
-	合计	120	100%	160	100%

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图1：发行前公司产权关系图



资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

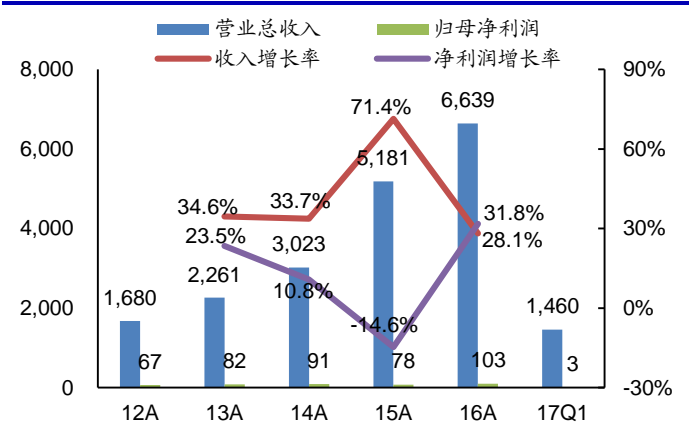
3、受益于互联网广告需求快速增长，以及客户投放快速增长，公司收入保持较快增长。2014~2016年公司分别实现营业收入30.2亿元、51.8亿元（YOY+71.4%）、66.4亿元（YOY+28.1%），归母净利润分别为9,128万元、7,792万元（YOY-14.6%）、1.03亿元（YOY+31.8%）。2015年归母净利润有所下降，主要由于公司上调了应收账款坏账计提比例，由原来“0-6个月以内不计提坏账准备、7-12个月以内按0.5%的

比例计提坏账准备”（参考传统广告公司），调整为“账龄在一年以内的应收账款统一按5%的比例计提坏账准备”（参考互联网广告公司）。2014~2016年坏账计提比例上调导致归母净利润分别下降725万元、4,429万元、3,142万元，对净利润影响较大。

2017年Q1公司营业收入14.6亿，同比增长51.9%，归母净利润由去年同期-2,817万元变为328万元。根据招股书披露，公司预计2017年1~6月的营业收入为34.9~37.8亿元，同比增长20%~30%，预计扣非后归母净利润为2,300~2,500万元，同比增长15%~25%。

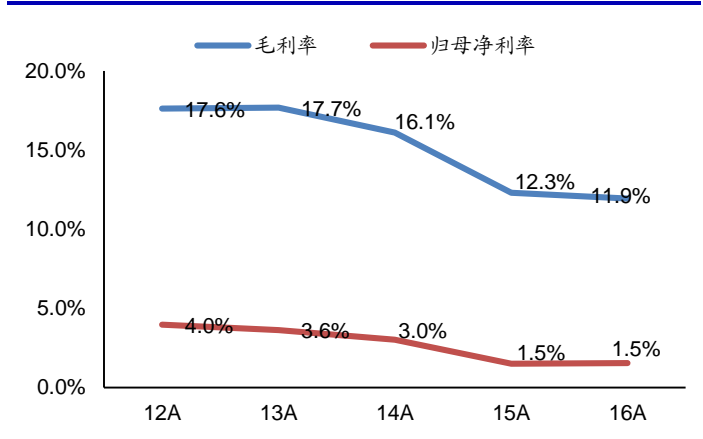
公司2014~2016年综合毛利率分别为16.1%、12.3%、11.9%，有所下降。毛利率下滑原因为市场竞争程度有所提高、新业务投入有所提高、部分新拓展客户的毛利率相对较低。2015年公司毛利率较上年度下降3.81个百分点，主要由于2015年新增的京东、雅诗兰黛等品牌客户的毛利率较低，当年新开展的买断式销售代理业务的毛利率较低。2016年公司毛利率较上年下降0.36个百分点，主要由于2016年收入规模增长较2015年有所放缓，且2016年公司买断式销售代理业务收入上升，而该类业务毛利率较低。

图 2：公司营业收入及利润情况（单位：亿元）



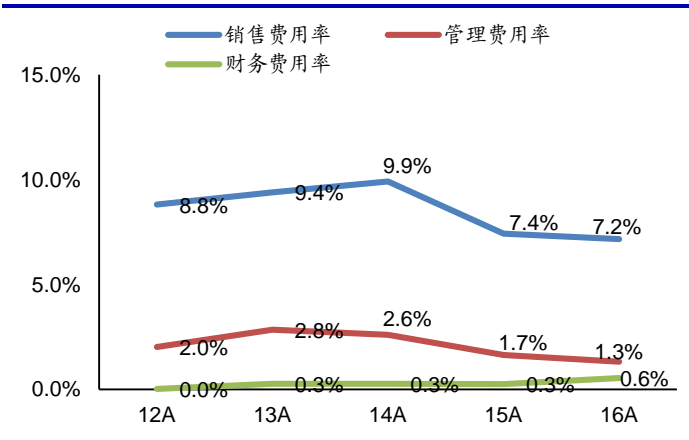
资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 3：公司毛利率、净利率有所下滑



资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 4：公司三大费用情况



资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

4、公司的未来发展愿景是成为中国领先的、具有创造力、前瞻性、国际视野的数字传播集团。公司发行当年及未来两年的业务展计划：

(1) 广告网络扩张计划：依托公司现有的北京、上海、广州和深圳四个重点核心服务城市，推动公司地方互联网广告平台向华东、东北、华北、西北和东南地区的渗透和发展，并逐渐辐射到全国其他的重点城市，最终形成全国和区域广告并重的服务网络布局。同时公司将逐步在海外设立广告服务网络。

(2) 技术系统研发升级计划：升级“派择”精准广告系统（大数据精准投放）、升级“魔图”技术系统（图片识别）、“瞬网”移动互联网广告平台（移动营销）、“视线”互联网视频广告平台（视频广告），对公司现有的内部信息管理系统进行升级，提高公司的管理效率。

(3) 对中国互联网发展趋势的探索和研究计划：公司将通过对互联网广告新技术的研究和行业发展趋势的探索，大力发展广告模式创新，针对引领互联网发展潮流的移动互联网新闻客户端、社交工具、视频类等APP，积极拓展新的广告资源和广告思路，促成主要客户改进广告模式、提升广告效果。

(4) 收购兼并计划：继续通过适当的收购兼并计划，收购互联网广告领域内在商业模式、技术或人才方面具有独特优势的公司。

(5) 人员扩充和培训计划：通过建立良好的人才开发、培养和激励机制和全方位、多维的量化绩效考核体系，优化人才选拔程序，加大人才引进力度，以保证企业的长期稳定健康发展。

5、此次发行拟募集资金5.27亿，扣除发行费用后将投资：

(1) 全国服务网络扩建项目：投资金额7.1亿元，其中募集资金投入4.8亿元；

(2) 技术系统升级项目：投资金额4,347万元，其中募集资金投入4,347万元；

(3) 偿还银行贷款项目：投资金额1.7亿元，全部以自有资金投入；

(4) 补充流动资金项目：投资金额1.5亿元，全部以自有资金投入。

表 2：募集资金运用概况（单位：百万元）

序号	项目名称	投资金额	募集资金投入
1	全国服务网络扩建项目	708	483
2	技术系统升级项目	43	43
3	偿还银行贷款项目	170	-
4	补充流动资金项目	150	-
-	合计	1,072	527

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

二、互联网广告服务稳步增长，买断式销售代理服务成为新增长点

1、公司主要业务包括互联网广告服务、买断式销售代理服务

公司目前的主营业务分为互联网广告服务（广告投放代理、广告策划与制作、影视节目业务）和买断式销售代理服务两类。公司一直致力于为客户提供基于互联网广告服务，服务内容涵盖了整体互动广告策略、广告创意与执行、广告投放、广告投放效果监测与评估、广告投放策略优化等。

表 3：互联网广告服务工作内容及结果

分类	具体内容	结果
广告 投 放 代 理	1、与客户讨论具体广告投放方案,获得客户审批后与媒体确定广告素材物料对接、具体播放要求和价格; 2、与媒体沟通配置客户广告监测代码或其他效果追踪手段	1、广告投放排期表; 2、广告顺利上线; 3、广告投放进度监测报告。
广 告 策 划 与 制 作	1、了解客户需求,为客户制定年度营销策略、确定广告投放方案及广告监测标准,广告内容制作,广告投放计划等; 2、通过技术手段检测和分析广告投放数据,调整和优化广告投放方案。	1、年度营销策略方案; 2、具体广告投放方案; 3、广告内容(图片、flash、动画、视频等); 4、广告投放监测报告和营销优化意见等。
影 视 节 目 业 务	1、了解客户对影视内容的广告合作需求,投资制作影视作品; 2、针对公司现有或者新广告客户进行影视节目资源宣传推广,影视作品相关权益和广告资源。	1、影视节目作品顺利制作和播映上线; 2、售卖影视节目作品相关权益和广告资源。

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表 4：买断式销售代理服务工作内容及结果

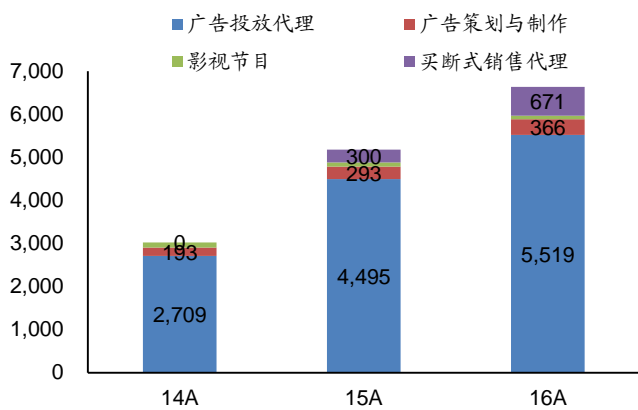
分类	具体内容	结果
买断式销售代理	1、向客户采购特定商品; 2、将商品直接或者间接销售给特定的线上销售平台; 3、帮助客户或者线上销售平台制定导流及营销策划服务。	1、采购商品; 2、销售商品; 3、制定营销策划方案。

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

公司互联网广告服务（广告投放代理、广告策划与制作、影视节目业务）业务是公司基础业务，收入持续增长。互联网广告服务2014~2016年营业收入分别为30.2亿、48.8亿（YOY+61.5%）、59.7亿（YOY+22.3%），占总营收的比例分别为100%、94.2%、89.9%，占比有所下降；其中广告投放代理业务2014~2016年营业收入分别为27.1亿、45.0亿（YOY+65.9%）、55.2亿（YOY+22.8%），占总营收的比例分别为89.6%、86.8%、83.1%。

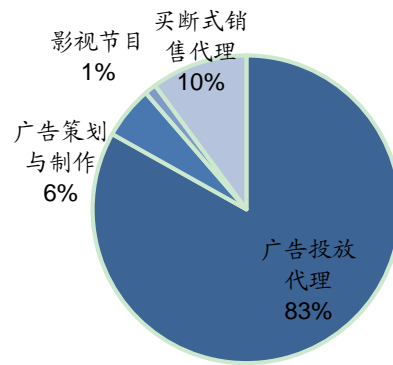
公司买断式销售代理业务2015年起步，收入占比快速提升。2015~2016年营业收入分别为3.0亿、6.7亿（YOY+124%），占总营收的比例分别为5.8%、10.1%，占比提升较快。

图5: 公司分业务收入情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图6: 公司2016年分业务收入结构情况



资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

表5: 按业务分, 公司主营业务收入 (单位: 百万元)

业务类型	14A		15A		16A	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
互联网广告服务	3,023	100%	4,881	94.2%	5,968	89.9%
其中: 广告投放代理	2,709	89.6%	4,495	86.8%	5,519	83.1%
广告策划与制作	193	6.4%	293	5.7%	366	5.5%
影视节目	121	4.0%	94	1.8%	82	1.2%
买断式销售代理	-	-	300	5.8%	671	10.1%
合计	3,023	100%	5,181	100%	6,639	100%

资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

公司各类业务的营业成本变化趋势与其营业收入基本一致, 人员支出均作费用化处理, 未计入成本。公司业务活动对人员的使用具有较高的复杂性和综合性, 导致业务人员支出的会计属性难以准确划分公司提供服务的周期较短, 人员支出费用化与收入确认期间匹配

表6: 按业务分, 公司主营业务成本 (单位: 百万元)

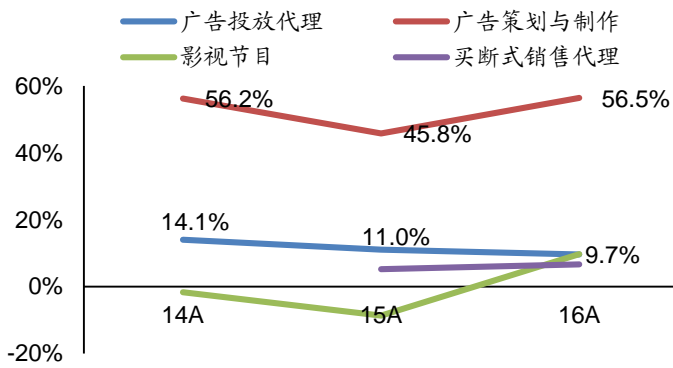
业务类型	14A		15A		16A	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
互联网广告服务	2,536	100%	4,259	93.7%	5,220	89.3%
其中: 广告投放代理	2,328	91.8%	3,999	88.0%	4,986	85.3%
广告策划与制作	84	3.3%	159	3.5%	159	2.7%
影视节目	124	4.9%	102	2.2%	74	1.3%
买断式销售代理	-	-	284	6.3%	626	10.7%
合计	2,536	100%	4,544	100%	5,846	100%

资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

广告投放代理服务毛利占比高, 广告策划与制作、买断式销售代理业务毛利占比逐渐提升。公司毛利的主要来源是互联网广告投放代理服务, 广告投放代理服务的毛

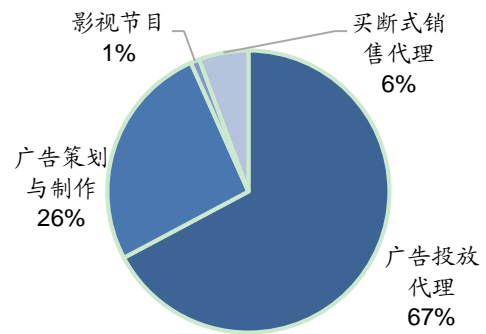
利随着广告投放代理服务收入规模的增长逐年增长，2016年占毛利总额67%，占比呈下降趋势。广告策划与制作业务毛利率水平较高，随着收入的增长，毛利规模不断扩大，2016年占毛利总额26%，占毛利总额的比例呈提高趋势。2015年以来，公司开展了买断式销售代理业务，随着2016年收入规模的增长和毛利率的提高，其贡献的毛利占比由2015年的2.5%提升到2016年的5.7%。影视节目业务尚处在探索和积累经验的阶段，毛利不稳定，但对公司整体毛利规模的影响很小。

图7：公司分业务毛利率情况



资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图8：公司2016年分业务毛利结构情况



资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表7：按业务分，公司毛利情况（单位：百万元）

业务类型	14A			15A			16A		
	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比
广告投放代理	14.1%	381	78.1%	11.0%	496	77.8%	9.7%	533	67.2%
广告策划与制作	56.2%	109	22.3%	45.8%	134	21.0%	56.5%	207	26.1%
影视节目	-1.7%	-2	-0.4%	-8.7%	-8	-1.3%	9.7%	8	1.0%
买断式销售代理	-	-	-	5.2%	16	2.5%	6.7%	45	5.7%
合计	16.1%	487	100%	12.3%	637	100%	11.9%	792	100%

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

2、广告投放代理服务：受益广告主数量和投放量增长，收入规模持续快速增长

随着互联网广告服务行业的发展和网络媒体传播愈发受到广告主重视，公司作为最早进入互联网广告服务领域的企业之一，不断巩固和提升在整体互联网广告服务领域内的竞争优势，广告投放代理服务收入规模不断提升。

2014~2016年公司广告投放代理服务收入为27.1亿元、44.9亿元、55.2亿元，业务规模增速较快。2015年公司广告代理服务收入较2014年上升66.0%的主要原因是公司2015年开发了京东、雅诗兰黛、KORAMGAMES三家大型客户，新增收入8.3亿元，同时原有客户上海通用、蒙牛、晶赞的投放规模合计较上年增加3.3亿元。2016年公司广告代理服务收入较2015年增长22.8%，主要系原有客户上海通用、京东、晶赞、盟博、OPPO、东风汽车的广告投放规模合计较上年增加8.2亿元。

2014~2016年广告投放代理服务业务毛利率分别为14.1%、11.0%、9.7%，呈现总

体下降趋势。随着广告客户对互联网广告服务的需求日益提高，互联网广告服务市场竞争日趋激烈，媒体资源采购价格有所提高，公司支付给客户的返利金额及返利比例也逐年提高。

客户对互联网广告服务业务模式日渐熟悉和市场竞争日趋激烈，导致公司对客户的返利水平提高。“毛利主要来自于收到的媒体返利减去向客户支付返利后的净额”系我国互联网广告服务行业的经营模式特点。2014~2016年媒体返利净额占公司毛利比例分别为80.4%、85.6%和75.2%。互联网媒体返利的现状短期不会发生改变。

表 8：媒体返利和客户返利返还对毛利的影响（单位：百万元）

项目	14A	15A	16A
返利净额	392	545	596
毛利	487	637	792
返利净额占毛利比例	75.2%	85.6%	80.4%

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表 9：公司自互联网媒体收取的返利总额、支付给客户返利金额（单位：百万元）

项目	14A		15A		16A	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
收取的返利总额	516	100%	1,085	100%	1,316	100%
支付给客户的返利金额	124	24.1%	540	49.8%	720	54.7%
返利净额	392	76.0%	545	50.3%	596	45.3%

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

3、广告策划与制作服务：收入逐年增长，收入占比相对稳定

公司始终坚持为客户提供互联网广告综合解决方案，以富有针对性的广告策略建议形式新颖并具有吸引力的广告创意、有效的广告数据监测与分析吸引和留住客户，引导客户为优质的广告策划与制作服务付费，包括支付年度固定服务费或针对广告内容制作服务单独支付服务费等形式。

2014~2016年公司广告策划与制作服务的付费客户数量逐年增加，平均收费水平有所提高，广告策划与制作服务收入分别为1.9亿元、2.9亿元和3.7亿元。2015年广告策划与制作服务收入同比增长51.6%，主要系来自上海通用、蒙牛、中国移动等原有客户的收入增长3,092万元和当期新增客户爱信游、雅诗兰黛、北京奔驰实现收入2,664万元。2016年广告策划与制作服务收入同比增长25.2%。主要系来自上海通用、京东、雅诗兰黛、中国移动、通用磨坊等原有客户的收入增长4,083万元和当期新增客户上海久跃网络科技有限公司、Arla Foods amba 实现收入 1,892 万元。

2014~2016年公司广告策划与制作服务的毛利率分别为56.2%、45.8%和56.5%，总体保持在较高水平但存在一定波动。收入主要包括客户支付的年度固定服务费和针对广告内容制作服务单独支付的服务费。成本主要为向第三方策划咨询服务机构采购服务的支出。由于公司各项业务活动对人员的使用具有较高的复杂性和综合性，且公司各类型项目都由不同的团队和人员交叉参与、共同完成，难以将人员费用分摊至不同的业务类型，因此人工支出全部费用化处理。

4、影视节目：收入金额及占比逐年下降

近年来互联网上优质内容对用户的吸引力越来越大，优质内容的制作、传播过程中融入品牌广告，促销广告，这已成为广告行业的常态。因此大型广告服务提供商与媒体都积极介入影视领域，通过设立或者收购影视制作公司、参与或者独立制作影视节目，为客户提供更加丰富的广告内容，扩大对消费者的影响。

2014~2016年公司影视节目收入金额及占比逐年下降，主要系2016年公司完成制作和播映并实现收入的影视节目较少。其中，2014年《我的青春高八度》确认收入1.0亿元，2015年《出发吧爱情》、《我的青春高八度》确认收入8,542万元，2016年《我的青春高八度》、《蜜蜂少女队》、《出发吧爱情》确认收入7,000万元。

2014~2016年影视节目的毛利率分别为-1.7%、-8.7%和9.7%。2014年和2015年毛利率为负，主要原因为公司影视节目相关业务正在积极探索和积累经验的过程中，盈利水平未达预期。但是影视节目收入和毛利占公司营业收入和毛利的比例很低，对公司综合毛利率影响很小。

5、买断式销售代理业务：业务模式刚刚起步，未来收入有望持续增长

公司买断式销售代理业务的基本模式为以子公司上海华扬作为线上经销商向品牌客户采购商品，直接或经过其他经销商在京东等电商平台渠道进行销售，获得购销差价收入。公司抓住客户的线上广告及销售需求，自2015年下半年起开始开展买断式销售代理业务。2015年下半年，公司与飞利浦合作，协助其进行小家电产品的互联网宣传推广并向飞利浦采购小家电产品，然后销售给鑫诺，由鑫诺销售给京东，最终实现飞利浦小家电产品在京东商城的线上销售。2015年实现买断式销售代理收入3.0亿元，占当年营业收入的比例为5.8%，占当年新增营业收入的比例为13.9%；2016年公司与飞利浦、鑫诺、京东的合作业务规模继续扩大，当年实现买断式销售代理收入6.7亿元，占当期营业收入的比例为10.1%，较上年大幅增长。

2015~2016年公司买断式销售代理业务的毛利率分别为5.21%和6.70%。买断式销售代理业务毛利率较低主要系目前销售渠道及下游客户较为单一，业务规模有限。

表10：买断式代理业务的基本情况

项目	飞利浦	荣事达	远大空品
采购内容	健康生活类小家电	智能洁身器	净化机、新风机等家用环保产品
采购定价机制	飞利浦统一定价	荣事达统一定价	远大空品统一定价
终端销售平台	京东商城	京东商城	京东商城、天猫商城
主要客户	鑫诺	京东	湖南博动电子工程有限公司
销售定价机制	与下游经销商或电商销售平台协商确定		
收入确认方法	在上海华扬所售产品出库并取得客户验收证明后确认收入		
实际开始合作时间	2015年开始合作	2016年开始合作	2016年开始合作
收入规模	2015年销售收入为3亿元，营业收入占比为5.8%。2016年销售收入为6.7亿元，营业收入占比为10.1%。	2016年，销售收入为254万元，营业收入占比为0.04%。	2016年，销售收入为1,756万元，营业收入占比为0.3%。

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

三、依托优质客户及顶级媒体资源，奠定公司持续发展基础。

1、优质客户互联网营销需求的持续增长推动公司发展

公司积累了众多优质客户并建立的稳步关系。公司凭借丰富的行业经验和优质的服务积累了庞大而优质的客户群，2014~2016年公司服务客户数量分别为1,651家、1,791家和1,363家。2014~2016年前5大客户占公司营收42%左右。主要客户包括上海通用、蒙牛、京东、雅诗兰黛、百胜集团（旗下包括肯德基、必胜客等品牌）、通用磨坊（旗下包括哈根达斯、湾仔码头等品牌）、克莱斯勒、苏宁、宝洁等。基于对互联网广告服务行业发展前景的持续看好，上述主要客户的互联网广告预算持续稳定增加。

表 11：公司与多数主要客户保持了相对稳定的合作关系

主要客户	客户简介	合作年份
	上海通用，国内知名汽车厂商	2003 年至今
	中国移动，国内知名移动通讯运营商	2003 年至今
	百胜集团，全球知名餐饮集团，拥有“肯德基”、“必胜客”等著名餐饮品牌	2005 年至今
	苏宁，国内知名连锁商业企业	2008 年至今
	贵人鸟，国内知名运动服饰品牌	2011 年至今
	通用磨坊，全球知名食品企业，拥有哈根达斯、湾仔码头等著名品牌	2011 年至今
	蒙牛，国内知名乳品企业	2012 年至今
	克莱斯勒，全球知名汽车品牌	2012 年至今
	宝洁，全球知名日用消费品公司	2012 年至今
	OPPO，国内知名手机品牌	2014 年至今
	宜家家居，全球知名家居品牌	2014 年至今
	京东，国内知名电商品牌	2015 年至今
	雅诗兰黛，全球知名化妆品品牌	2015 年至今

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表 12: 主要客户的收入明细构成 (单位: 百万元)

年度	客户	销售金额	占收入比例	广告投放代理	广告策划与制作收入
14A	上海通用	621	20.5%	595	26
	蒙牛	221	7.3%	191	29
	盟博广告(上海)有限公司	218	7.2%	218	-
	晶赞	116	3.9%	116	-
	克莱斯勒(中国)汽车销售有限公司	104	3.4%	101	2
	合计	1,279	42.3%	1,221	58
15A	上海通用	907	17.5%	867	40
	京东	499	9.6%	499	-
	鑫诺	300	5.8%	-	-
	蒙牛	251	4.9%	213	38
	雅诗兰黛	217	4.2%	214	4
	合计	2,174	42.0%	1,792	82
16A	上海通用	984	14.8%	943	40
	京东	673	10.1%	670	3
	鑫诺	646	9.7%	-	-
	OPPO 手机	299	4.5%	299	0
	盟博广告(上海)有限公司	250	3.8%	250	-
	合计	2,852	43.0%	2,162	44

资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

直接客户是公司业务收入的主要来源, 广告公司客户在公司业务收入中占比相对较低。直接客户为公司的业务重心, 在公司业务收入结构中占主导作用。广告公司客户占有一定比例, 但未超过20%。公司媒体采购资源规模较大, 合作的互联网媒体数量较多, 并且公司与主流互联网媒体中均有长期合作关系, 在主流互联网媒体中均系级别较高的合作方之一, 能够享受相对优惠的媒体采购价格。因此, 部分互联网媒体采购规模相对较小的广告公司客户, 会通过公司进行广告投放, 以享受公司的规模采购优势。由于广告公司客户的回款质量通常较好, 因此也构成了公司业务收入中占比不高但相对稳定的来源。

表 13: 公司直接客户与广告公司客户广告服务业务收入占比情况

客户类别	14A		15A		16A	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
直接客户	2,552	84.4%	4,412	90.4%	4,984	83.5%
广告公司客户	471	15.6%	469	9.6%	984	16.5%
合计	3,023	100%	4,881	100%	5,968	100%

资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

2、公司主要客户行业包括汽车、快速消费品、电子商务等

互联网广告对传统媒体广告的替代作用日渐明显，公司来自汽车、快速消费品、电子商务、IT及通信、广告等行业的收入逐步增长。电子商务行业收入有所增长，2015年度以来比大幅提高，2016年占比达到28%，成为公司最大的客户行业。汽车行业收入规模大，是公司收入的重要来源，2016年占比26%，占比相对稳定。快速消费品行业收入占比逐渐降低，2016年占比13%。IT及通信行业收入快速增长，2016年占比6%，相对稳定。广告行业收入规模有所增长，占比存在一定波动。

由于互联网媒体资源的整体价格水平有一定程度上涨，因此不同行业客户毛利率水平都呈现出不同程度的下降趋势。2014~2016年公司的毛利主要来自汽车行业和快速消费品行业，两个行业的毛利规模合计占公司总体毛利规模的57.8%、54.5%和46.9%。2015年以来，公司来自电子商务行业的毛利规模扩大，占毛利总额比例大幅提高，主要系拓展京东等电子商务行业客户并开展买断式销售代理业务，营业收入相应增加；同时其他行业客户广告投放规模持续加大，并且毛利率相对稳定，公司来自其他行业客户的毛利持续增长，占比逐年提高。

表 14：营业收入的来源行业分布（单位：百万元）

客户所在行业	14A		15A		16A	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
电子商务	213	7.0%	1,328	25.6%	1,859	28.0%
汽车	940	31.1%	1,323	25.5%	1,754	26.4%
广告	560	18.5%	469	9.1%	984	14.8%
快速消费品	654	21.6%	1,023	19.8%	844	12.7%
IT及通信	212	7.0%	275	5.3%	424	6.4%
其他（金融、服装、医药等）	445	14.7%	763	14.7%	773	11.7%
合计	3,023	100%	5,181	100%	6,639	100%

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表 15：按不同行业划分的毛利（单位：百万元）

客户所在行业	14A			15A			16A		
	毛利率	毛利	占比	毛利率	毛利	占比	毛利率	毛利	占比
汽车	16.4%	154	31.7%	13.3%	176	27.6%	12.6%	222	28.0%
快速消费品	19.4%	127	26.1%	16.8%	171	26.9%	17.8%	150	18.9%
电子商务	17.5%	37	7.7%	7.2%	95	15.0%	8.1%	151	19.1%
IT及通信	24.3%	51	10.6%	18.2%	50	7.9%	18.9%	80	10.1%
广告	7.5%	42	8.6%	6.2%	29	4.6%	7.1%	70	8.8%
其他	16.9%	75	15.5%	15.1%	115	18.1%	15.5%	120	15.1%
整体	16.1%	487	100%	12.3%	637	100%	11.9%	792	100%

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

3、公司与国内顶级互联网媒体建立了稳固的合作关系

公司合作的互联网媒体包括了所有国内知名的互联网公司，如腾讯、百度、新浪、搜狐、网易、优酷、谷歌、汽车之家等，公司与之合作的时间相对较长，合作较为稳定，合作金额巨大，媒体愿意与公司一起尝试广告和技术创新广告方式、不断探索互联网行业发展方向。从实际合作年限来看，公司与多数主要互联网媒体保持了相对稳定的合作关系。

表 16: 公司与多数主要互联网媒体保持了相对稳定的合作关系

合作的主要互联网媒体	网站名称	合作年份
	腾讯，国内知名互联网公司	2003 年至今
	新浪，国内知名互联网公司	2003 年至今
	搜狐，国内知名互联网公司	2003 年至今
	网易，国内知名互联网公司	2003 年至今
	百度，国内知名互联网公司	2004 年至今
	和讯，国内知名财经资讯网站	2004 年至今
	爱卡汽车，国内知名汽车资讯网站	2005 年至今
	Google，国际知名互联网公司	2005 年至今
	淘宝，国内知名互联网公司	2006 年至今
	汽车之家，国内知名互联网公司	2007 年至今
	优酷，国内知名互联网公司	2008 年至今
	爱奇艺，国内知名互联网公司	2010 年至今
	凤凰网，国内知名互联网公司	2007 年至今

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表 17: 前五大供应商采购情况 (单位: 百万元)

序号	14A			15A			16A		
	供应商	采购金额	占采购比例	供应商	采购金额	占采购比例	供应商	采购金额	占采购比例
1	腾讯	339	13.4%	腾讯	973	21.4%	腾讯	1,223	20.9%
2	百度	258	10.2%	百度	356	7.8%	飞利浦	577	9.9%
3	谷歌	177	7.0%	优酷土豆	273	6.0%	百度	407	7.0%
4	优酷土豆	152	6.0%	搜狐	256	5.6%	谷歌	386	6.6%
5	新浪	117	4.6%	谷歌	246	5.4%	爱奇艺	297	5.1%
	合计	1,043	41.1%	合计	2,103	46.3%	合计	288	49.4%

资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

4、公司营收受客户投放节奏影响存在一定季节性

营业收入呈现季节性特征, 下半年、第四季度占全年营业收入的比重相对较高。受客户年度广告预算执行进度、国内互联网用户上网习惯、客户产品或服务传统售卖淡旺季的综合影响, 公司营业收入具有较为明显的季节性特征, 通常上半年业务规模占全年的40%左右, 下半年业务规模占全年的60%左右。

1、客户内部流程导致一季度投放执行慢: 公司主要客户均为行业内的大型优质客户, 受内部预算制定流程较长影响, 在年初时, 这些大客户的全年互联网广告预算通常还未确定, 广告投放执行进度相对较慢, 导致一季度其广告投放金额通常不高。

2、春节等因素导致一季度是推广淡季: 受春节等传统节日影响, 一季度通常是互联网用户上网浏览的淡季, 因此互联网广告客户较少在一季度内进行大规模的广告投放。随着二季度开始, 广告投放量开始逐渐增加, 公司二季度的收入占上半年收入的比重通常在60%-70%左右。

3、汽车等大客户投放一般集中下半年: 公司主要客户中, 汽车类客户收入占全年营业收入的比重较高, 是公司营业收入的主要来源之一。汽车销售高峰期一般集中下半年, 受汽车厂商促销政策影响, 汽车类客户在互联网广告预算执行上与其销售淡旺季紧密结合, 汽车类客户互联网广告投放的季节性特点较为明显, 是公司营业收入具有季节性特征的主要影响因素。

表 18: 公司各年营业收入的季节性分布情况 (单位: 百万元)

季度	14A		15A		16A	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一季度	412	13.6%	584	11.3%	961	14.5%
二季度	915	30.3%	1,285	24.8%	1,946	29.3%
三季度	565	18.7%	1,118	21.6%	1,780	26.8%
四季度	1,131	37.4%	2,194	42.3%	1,951	29.4%
合计	3,023	100%	5,181	100%	6,639	100%

资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

注: 2016年公司第四季度收入占比相对较低, 主要原因为: 上海通用在2016年的广告投放较以往年度平滑, 京东在当年第四季度的广告投放规模同比下降。

上半年毛利率通常低于年度毛利率。主要原因为: 1、公司营业收入具有较为明显的季节性特征, 上半年的业务收入占全年比例在40%左右; 2、由于互联网媒体的

阶梯式返利政策通常是返利比例随着媒体广告资源采购量的增加而提高，公司随着广告投放规模的持续增长，逐期计提的返利规模也逐步提高，相应的逐期冲减的广告投放成本金额也逐步提高，因而就全年而言，公司向互联网媒体的规模采购优势主要体现在下半年，公司下半年营业成本的增速通常要低于营业收入的增长，导致公司下半年度的毛利率通常要高于年度毛利率，而上半年的毛利率通常要低于年度毛利率。

表 19：公司毛利率上下半年分布（单位：百万元）

项目	14A		15A		16A	
	上半年	全年	上半年	全年	上半年	全年
营业收入	1,327	3,023	1,869	5,181	2,908	6,639
营业成本	1,121	2,536	1,616	4,544	2,594	5,846
毛利	206	487	253	637	314	792
毛利率	15.5%	16.1%	13.5%	12.3%	10.8%	11.9%

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

四、管理层年富力强、经验丰富，各子公司提供差异化服务

1、公司管理层年富力强，行业经验丰富。公司高管团队多为70后，年龄段在40~50岁，整体年富力强。基本都曾在国内外领先广告公司任职，行业经验丰富。

表 20：公司管理层情况

职务	姓名	出生时间	经历背景
董事长、 总经理	苏同	1973 年	北京工商大学经济信息学士；1995 年任北京怡通广告客户总监，1996 年至今一直任公司总经理；曾获得中国广告协会“全国十大经理人”称号，中国互联网协会“1997-2007 中国网络广告十年百人”称号，中国广告协会“中国广告 30 年突出贡献奖”等。
副总	王海龙	1976 年	北京广播学院电视工程系多媒体技术及应用学士；曾任 24/7Asia Media Beijing 策略主管、策略经理，LycosAsia 策略总监；曾获中国互联网协会“1997-2007 中国网络广告十年百人”称号；2004 年加入华扬广告。
副总	Cassumb hoyFaree da（贾 殷 殷）	1970 年	澳大利亚籍，澳大利亚皇家墨尔本理工大学市场营销和物流管理学士；曾任职于 Triangle Pacific Advertising HongKong, JWalter Thompson PtyLtd, 智威汤逊-中乔广告，上海奥美广告北京分公司，达彼思达华广告；2011 年加入华扬有限。
副总、上 海分公 司总经 理	陈嵘	1968 年	上海财经大学经济法学士，经济师职称；曾在智威汤逊-中乔广告有限公司上海分公司、精信广告、李奥贝纳广告、北京盛世长城广告有限公司实力媒体、智威汤逊-中乔广告有限公司传立媒体等任职；2011 年加入华扬有限。
副总、技 术总监	郝涛	1975 年	西安电子科技大学计算机工程硕士；曾任职于中国软件与技术服务总公司，斯伦贝谢北京办事处，Smart Trust Limited Beijing Representative Office, 西门子（中国）有限公司；2006 年加入华扬广告。

职务	姓名	出生时间	经历背景
副总、财务总监、董秘	郭建军	1973年	北京工业大学统计学学士；曾任职于施耐德电气（中国）投资有限公司、上海奥美广告有限公司北京分公司；2006年加入华扬广告。
副总	孙学	1972年	北京工商大学市场营销专业，曾任职于戏剧电影报、上海奥美广告、广州达彼思（达华）广告、上海灵狮广告、尚思咨询、智威汤逊-中乔广告、威汉营销传播集团、上海中方广告；2014年加入公司
副总	王培兴	1972年	广东财经大学审计专业，毕业后一直任职于南方报业传媒集团；2012年加入公司。
副总、SEM总监	赵轶俊	1977年	上海外国语大学英语专科，在读复旦大学-BI挪威商学院MBA项目；拥有7年搜索营销经验，精通于各主要搜索引擎的优化，包括Google、百度、搜狗、SOSO、Bing、Yahoo。曾任美国嘉盛集团上海分公司高级市场经理，上海达闻文化传播有限公司SEM&SEO总监，2011年加入公司

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

2014~2016年末公司员工人数分别为1,719人、1,921人和1,966人，员工人数较多且增长较快，与公司业务模式的特点、业务规模的扩大趋势、业务网络的拓展方向相适应。公司员工平均薪酬水平显著高于当地平均工资，主要原因系公司所在行业平均薪酬水平较高。

表 21：公司员工构成情况（单位：人）

项目	结构	14A		15A		16A	
		人数	比例	人数	比例	人数	比例
按专业划分	产品开发人员	470	27.3%	560	29.2%	599	30.0%
	创意策划人员	223	13.0%	362	18.8%	298	15.0%
	行政管理人員	190	11.1%	201	10.5%	227	12.0%
	客户服务人员	683	39.7%	687	35.8%	725	37.0%
	媒介服务人员	153	8.9%	111	5.8%	117	6.0%
	合计	1,719	100%	1,921	100%	1,966	100%
按学历划分	硕士及以上	90	5.2%	105	5.5%	121	6.0%
	大学（大专）	1,589	92.4%	1,758	91.5%	1,816	92.0%
	高中及以下	40	2.3%	58	3.0%	29	1.0%
	合计	1,719	100%	1,921	100%	1,966	100%
按年龄划分	55岁以上	1	0.1%	2	0.1%	-	-
	41-55岁	53	3.1%	71	3.7%	89	5.0%
	31-40岁	461	26.8%	523	27.2%	628	32.0%
	20-30岁	1,203	70.0%	1,324	68.9%	1,249	64.0%
	20岁以下	1	0.1%	1	0.1%	-	0.0%
	合计	1,719	100%	1,921	100%	1,966	100%

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表 22: 公司员工薪酬情况 (单位: 万元)

地区	14A	15A	16A
北京市	8	9	-
上海市	7	7	8
全国	5	5	-
华扬联众	15	19	21

资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

公司出于差异化和个性化服务客户、提升专业服务能力和技术实力、业务拓展和前瞻性布局、规范经营管理等考虑, 通过收购、增资、新设等方式形成了数量较多的子公司、分公司, 各子公司、分公司的职能定位和业务情况如下:

服务大型品牌客户: 华扬联众(母公司)主要服务于大型品牌客户, 这些客户主要分布在北京、上海、广州、深圳、天津等大型城市, 为及时响应客户服务需求, 公司在母公司注册地北京之外的城市招聘专业人才并组建服务团队, 并设立分公司。

表 23: 公司在母公司注册地北京之外的城市设立分公司

公司名称	母公司的分公司
华扬联众	上海分公司
	上海黄浦分公司
	广州分公司
	深圳分公司
	天津分公司
	西安分公司

资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

注: 1、上海黄浦分公司系上海分公司办公场所紧张, 在黄浦区新增租赁办公场所而登记设立。

2、西安分公司主要从事技术研发, 系公司研发基地之一。

专业化服务: 公司部分子公司在互联网营销的细分领域(如内容营销、精准营销、移动互联网营销等)具有一定的特色和竞争优势, 这些子公司大多通过重组或收购取得, 公司保留其各自的专业化运作, 并根据营销服务类型将业务进行划分, 交由这些子公司执行。因上述子公司存在部分人员在注册地以外办公的情形, 公司出于规范经营的需要在当地设立分公司。

表 24: 公司部分子公司在互联网营销的细分领域具有一定的特色和竞争优势

业务定位	子公司	说明	股权结构	分公司
中等规模品牌客户的互联网综合营销服务，侧重展示类营销	华扬创想	同一控制下企业重组取得，为部分中等规模的品牌客户服务，侧重展示类营销	公司持股 100%	上海
影视娱乐等内容业务	旗帜传媒	同一控制下企业重组取得，为公司以内容业务带动营销业务的实施主体，系未来的重要发展方向	公司持股 100%	北京
搜索引擎营销	博大网联	非同一控制下收购取得，系基于谷歌的专业化搜索引擎营销服务提供商	公司持股 100%	-
精准营销	派择网络	非同一控制下收购取得，专业从事基于精准营销技术的营销服务	公司持股 100%	上海
内容营销	口碑互联	非同一控制下收购取得，专业从事内容能够营销服务	公司持股 70%	上海
移动互联网营销	捷报指向	同一控制下企业重组取得，专业从事移动互联网营销	公司持股 100%	上海、广州
营销效果监测与评估	旗帜创想	同一控制下企业重组取得，专业为客户提供营销效果监测与评估	公司持股 100%	西安（已注销）、上海
图片营销技术研发	上海用宏	非同一控制下企业重组取得，开发了“魔图”技术	公司持股 80%	
消费品领域营销数据分析	上海数行	公司出资设立，未来侧重于基于消费品行业的营销数据分析	公司持股 80%	北京
自媒体营销	杭州腾媒（二级）	公司出资设立，主要为客户提供基于移动应用的自媒体营销服务	上海华扬持股 75%	

资料来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

二、三线城市的互联网广告服务：公司为实施全国营销网络布局，服务二、三线城市的客户并满足大型客户在地方性互联网媒体的广告投放需求，设立全资子公司上海华扬，作为这一布局的持股平台和管理平台，在二、三线城市设立子公司或分公司，并力求覆盖其所在省份的业务。一方面，公司在拓展二、三线城市时主要采取了“先采后销”的采购模式，为分散风险，充分利用当地资源，公司在部分城市与当地具有一定实力的资源方设立合资公司并控股的方式进行业务合作；另一方面，通过设立分公司，充分发掘当地客户的互联网广告服务需求。

表 25: 设立子公司以服务二、三线城市的客户, 满足客户在地方性媒体投放需求

一级子公司	持股比例	分公司	二级子公司	地区	持股比例	分公司
上海华扬	100%	杭州	华扬大浙	浙江	66%	温州
			华扬时尚	上海	100%	
		辽宁	华扬海纳	辽宁	100%	
		郑州	华扬维思	河南	51% (已转让)	
			华扬年度	重庆	51% (已注销)	郑州 (已注销)
		广州		广东		
		西安		陕西		
		长沙		湖南		
		成都		四川		
		南京		江苏		
		合肥		安徽		
		北京		北京		
				福州		福建 (已注销)
华扬阿佩	51.0%			四川		
广州同钧	50.0%			广东		
华扬盛鼎	51.0%	福州 厦门	华扬优逸	福建	100%	

资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

海外业务布局: 公司为适应客户走出去以及海外营销需求的趋势而投资设立海外子公司。其中, 华扬投资系海外业务的持股平台公司。

表 26: 为适应客户走出去以及海外营销需求的趋势, 公司投资设立海外子公司

一级子公司	持股比例	二级子公司	持股比例
华扬投资	100%	华扬香港	100%
		华扬韩国	80%
		华扬美国	100%
		香港旗帜	100%
		华扬英国	100%
		美国实验室	100%

资料来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

五、行业情况：网络营销规模接近 3000 亿，保持较快增长

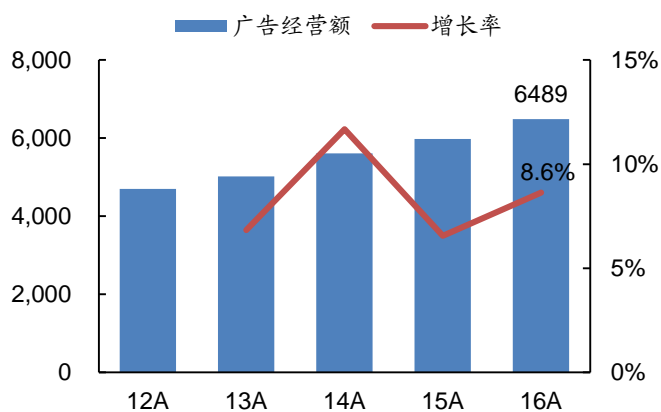
1、中国广告市场规模保持稳定增长。2016年全国广告经营额达到6,489亿元，同比增长8.6%，高于GDP增速1.9个百分点（16年GDP同比增长6.7%），占GDP的0.87%，中国广告市场的规模已位居世界第二。

2016年中国网络营销（PC+移动）收入规模达到2,902.7亿，同比增长32.9%，增长速度仍维持高位。远超电视广告收入（1,050亿）。主要受益于网民人数及使用时长增长、移动广告增长、视频等广告形式快速增长的推动。

2016年移动广告营销市场规模达1,750亿，同比增长75.4%，显著高于网络广告市场整体增速，占网络广告市场60.3%。移动广告增长主要来自网民使用时长的增长，移动媒体的多样化促进广告形式发展，大数据、地理位置等提升移动广告精准性和投放效率；原生移动广告、信息流广告等形态进一步拓展广告位资源。

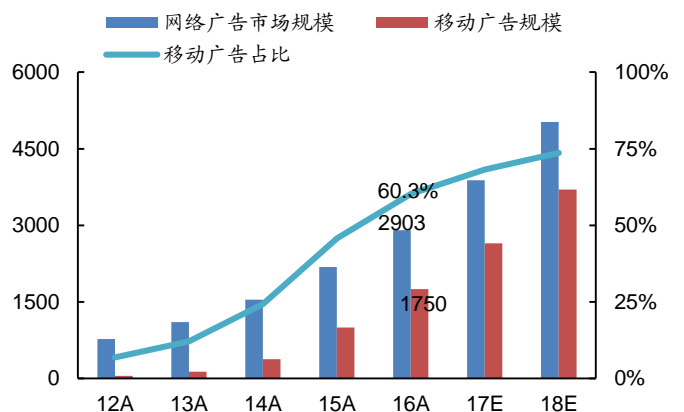
2016年PC端广告营销规模达1,153亿，同比下滑-2.9%，首次出现下滑。主要受到网民用户向移动端迁移影响，广告主预算随之向移动端迁移。

图9：2012~2016年中国广告经营额（单位：亿元）



资料来源：国家工商总局，广发证券发展研究中心

图10：网络营销及移动营销行业规模（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

2、互联网媒体公司：BAT广告收入合计1,767亿，占据网络广告市场61%的市场份额。2016年阿里巴巴电商广告+文娱业务广告收入约825.5亿，占市场份额接近3成；百度广告收入645.3亿位居市场第二，16年受政策监管等影响，广告增速放缓；腾讯受益微信朋友圈、新闻客户端等信息流广告快速增长，广告收入大幅增长54%至269.7亿，占公司收入比重提升至17.8%。阿里、腾讯、乐视网、微博、陌陌等媒体收入增速高于网络广告行业增速。主要受益于电商、视频、信息流等广告形式的带动。

表 27：互联网媒体公司 2016 年广告收入情况及份额（单位：亿元）

	16年广告收入	16年广告收入增长率	占网络广告市场比重	占公司收入比重
阿里	852.5	48.0%	29.4%	53.9%
百度	645.3	0.8%	22.2%	91.5%
腾讯	269.7	54.4%	9.3%	17.8%
搜狐	72.5	0.0%	2.5%	63.3%
乐视网	39.8	51.1%	1.4%	18.1%

微博	39.6	51.6%	1.4%	87.1%
网易	21.5	20.3%	0.7%	5.6%
新浪(不含微博)	21.1	-4.7%	0.7%	29.5%
搜房网	11.5	-29.3%	0.4%	18.1%
暴风集团	5.8	25.2%	0.2%	35.1%
陌陌	4.6	82.3%	0.2%	12.0%
BAT 合计	1,767	27.1%	60.9%	
其他公司合计	1,135	43.1%	39.1%	
中国网络广告市场规模	2902.7	32.9%	100%	

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：360、今日头条、谷歌中国、优酷土豆、爱奇艺等重要媒体因未披露财务数据，暂未统计。

3、A股广告代理公司的数字营销业务收入合计476.7亿，占网络广告市场16.4%，毛利合计80.0亿，合计毛利率16.8%。2016年收入规模前5名分别为蓝色光标、华扬联众、利欧股份、科达股份、天龙集团，收入分别为101亿、60亿、54亿、48亿、43亿。

表 28：A 股数字营销广告公司收入及市场份额情况（单位：亿元）

	16 年数字 营销收入	同比增长率	16 年毛利	16 年数字 营销毛利率	毛利率变动	数字营销占 收入比重	占网络广告 市场比重
蓝色光标	101.1	70.4%	18.7	18.5%	-6.4%	82.0%	3.5%
华扬联众	59.7	22.2%	7.5	12.5%	-0.3%	89.9%	2.1%
利欧股份	53.6	126.9%	9.3	17.4%	-1.1%	72.8%	1.8%
科达股份	47.8	288.8%	6.5	13.7%	-6.8%	68.0%	1.6%
天龙集团	43.4	411.6%	8.3	19.0%	-74.3%	82.1%	1.5%
省广股份	32.6	40.3%	6.3	19.4%	3.1%	29.8%	1.1%
明家联合	28.1	250.4%	3.5	12.5%	-1.2%	99.5%	1.0%
智度股份	21.4		4.4	20.4%		90.5%	0.7%
联创互联	20.6	297.4%	4.9	23.9%	4.7%	88.3%	0.7%
华谊嘉信	14.7	20.6%	2.1	14.5%	5.4%	42.4%	0.5%
腾信股份	13.5	-7.1%	0.2	1.4%	-16.0%	100.0%	0.5%
思美传媒	12.6	670.4%	1.1	8.9%	-1.7%	33.0%	0.4%
中昌数据	9.1		0.7	8.1%		69.0%	0.3%
深大通	8.8		3.8	42.7%		85.5%	0.3%
麦达数字	5.3		1.4	26.4%		66.8%	0.2%
万润科技	4.6		1.3	27.9%		29.3%	0.2%
A 股广告公 司合计	476.7		80.0	16.8%			16.4%
中国网络广 告市场规模	2902.7	32.9%					100%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

六、盈利预测和投资评级

1、盈利预测

我们对华扬联众的盈利做如下预测：

营业收入：我们预计公司未来的营业收入增长主要来自于互联网广告服务稳定增长，以及买断式销售代理业务快速增长。2016年中国网络营销市场同比增长33%，公司作为行业龙头有望保持较快增长，我们预计2017~2019年互联网广告服务有望维持稳定增长；买断式销售代理业务是公司近2年培育的新业务，符合客户需求，随着公司运营能力提升，有望获得较快增长。预计2017~2019年公司营业收入增速为27%、25%、24%。

毛利润：我们预计公司毛利润的增长将主要来自于互联网广告服务以及买断式销售代理业务营收的增长。由于互联网营销行业竞争加剧，预计2017~2019年互联网广告服务毛利率稳中有降；买断式销售代理业务随着运营规模、效率的提升，毛利率有望稳中有升。预计2017~2019年公司综合毛利率为11.8%、11.6%、11.4%。

费用率：我们预计随着公司营收规模快速扩张，公司的管理费用率和销售费用率将稳中有降。预计2017~2019年管理费用率加销售费用率合计8.2%、7.9%、2.6%。

表 29：分业务营业收入、毛利率假设（单位：百万元）

营业收入	2015	2016	2017E	2018E	2019E
互联网广告服务	4,881	5,968	7,256	8,775	10,615
买断式销售代理	300	671	1,175	1,762	2,449
合计	5,181	6,639	8,431	10,537	13,064
收入增速	2015	2016	2017E	2018E	2019E
互联网广告服务	61.5%	22.3%	21.6%	20.9%	21.0%
买断式销售代理		123.8%	75.0%	50.0%	39.0%
合计	71.4%	28.1%	27.0%	25.0%	24.0%
毛利率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
互联网广告服务	12.7%	12.5%	12.6%	12.5%	12.3%
买断式销售代理	5.2%	6.7%	7.0%	7.2%	7.4%
合计	12.3%	11.9%	11.8%	11.6%	11.4%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 30：数字营销行业可比公司情况（单位：亿元）（截止2017年7月26日）

证券代码	证券简称	总市值	17年预 测净利润	18年预 测净利润	17年预 测PE	18年预 测PE
300058.SZ	蓝色光标	157	8.7	10.6	18	15
002400.SZ	省广股份	111	7.2	8.4	15	13
002131.SZ	利欧股份	171	8.1	10.0	21	17
600986.SH	科达股份	125	5.7	7.0	22	18
002712.SZ	思美传媒	66	3.2	4.2	21	16

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

2、投资评级

首次给予“买入”评级。公司是数字营销行业龙头，受益行业快速增长；公司拥有优质客户及顶级媒体资源，上市后依靠“内生+外延”有望获得持续增长。预计2017~2018年净利润分别为1.28亿、1.59亿，EPS为0.80元、0.99元，发行价14.67元对应PE为18倍、15倍。

七、风险提示

数字营销行业竞争加剧风险、互联网媒体价格上涨风险、应收账款坏账增加风险

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
流动资产	2,439	3,524	4,346	5,445	6,770	
货币资金	146	360	400	450	500	
应收及预付	2,292	3,129	3,904	4,942	6,205	
存货	0	0	0	0	0	
其他流动资产	0	35	42	53	65	
非流动资产	368	400	397	400	409	
长期股权投资	14	46	46	50	55	
固定资产	18	37	31	27	26	
在建工程	0	0	0	0	0	
无形资产	10	13	11	10	10	
其他长期资产	326	304	309	313	318	
资产总计	2,806	3,924	4,743	5,845	7,179	
流动负债	2,163	3,264	3,917	4,857	5,990	
短期借款	365	1,007	1,284	1,680	2,187	
应付及预收	1,584	2,032	2,454	2,981	3,588	
其他流动负债	213	225	178	196	215	
非流动负债	14	6	6	8	10	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	14	6	6	8	10	
负债合计	2,177	3,270	3,923	4,865	6,000	
股本	120	120	160	160	160	
资本公积	114	113	113	113	113	
留存收益	299	371	500	659	855	
归属母公司股东权	613	638	807	966	1,165	
少数股东权益	16	15	14	14	13	
负债和股东权益	2,806	3,924	4,743	5,845	7,179	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
营业收入	5,181	6,639	8,431	10,537	13,064	
营业成本	4,544	5,846	7,437	9,315	11,576	
营业税金及附加	26	26	34	53	78	
销售费用	385	476	590	717	862	
管理费用	86	88	101	116	131	
财务费用	13	37	71	94	124	
资产减值损失	63	42	55	55	58	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	33	2	16	10	10	
营业利润	98	125	158	198	245	
营业外收入	5	5	5	5	5	
营业外支出	4	4	4	4	4	
利润总额	99	126	159	199	246	
所得税	20	26	32	40	50	
净利润	78	101	127	159	197	
少数股东损益	0	-2	-1	0	0	
归属母公司净利润	78	103	128	159	197	
EBITDA	116	168	251	311	386	
EPS (元)	0.49	0.64	0.80	0.99	1.23	

现金流量表		单位: 百万元				
至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	-238	-175	-205	-243	-322	
净利润	78	103	128	159	197	
折旧摊销	0	0	21	18	16	
营运资金变动	0	0	-396	-505	-650	
其它	-316	-278	41	85	115	
投资活动现金流	-6	-106	-17	-19	-22	
资本支出	0	0	-10	-10	-12	
投资变动	-6	-106	-7	-9	-10	
其他	0	0	0	0	0	
筹资活动现金流	241	409	262	312	394	
银行借款	0	0	277	396	507	
债券融资	0	0	0	0	0	
股权融资	0	0	40	0	0	
其他	241	409	-55	-84	-113	
现金净增加额	-3	127	40	50	50	
期初现金余额	149	146	360	400	450	
期末现金余额	146	360	400	450	500	

主要财务比率

至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	71%	28%	27%	25%	24%
营业利润增长	-14%	28%	26%	25%	24%
归属母公司净利润增长	-15%	32%	25%	24%	24%
获利能力(%)					
毛利率	12%	12%	12%	12%	11%
净利率	2%	2%	2%	2%	2%
ROE	13%	16%	16%	16%	17%
ROIC	9%	8%	9%	9%	9%
偿债能力					
资产负债率(%)	77.6%	83.3%	82.7%	83.2%	83.6%
净负债比率	13.0%	25.7%	27.1%	28.7%	30.5%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
应收账款周转率	3.3	2.7	2.7	2.6	2.6
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.64	0.80	0.99	1.23
每股经营现金流	-1.49	-1.10	-1.28	-1.52	-2.01
每股净资产	3.83	3.99	5.04	6.03	7.28
估值比率					
P/E	30.1	22.9	18.3	14.8	11.9
P/B	3.8	3.7	2.9	2.4	2.0

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 杨艾莉：联系人，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 沈明辉：联系人，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 朱可夫：联系人，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。