# 华扬联众(603825)/营销传播　　业绩快速增长，受益客户加码互联网及海外拓展

## 评级：买入

**市场价格：34.99**

**目标价格：40**

**分析师：康雅雯**

**执业证书编号：S0740515080001**

电话：021-20315097

Email：kangyw@r.qlzq.com.cn

**分析师：宋易潞**

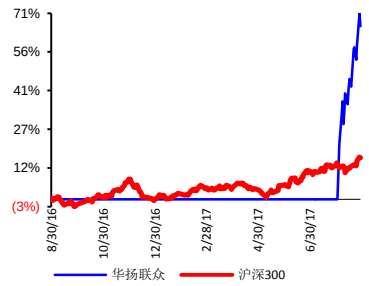
**执业证书编号：S0740517010003**

Email：songyl@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

| | |
|---|---|
| 总股本(百万股) | 160 |
| 流通股本(百万股) | 40 |
| 市价(元) | 34.99 |
| 市值(百万元) | 5,598 |
| 流通市值(百万元) | 1,400 |

## 股价与行业-市场走势对比




## 相关报告

## 公司盈利预测及估值

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 5,181.03 | 6,638.73 | 8,294.27 | 10,631.63 | 12,957.98 |
| 增长率 yoy% | 71.38% | 28.14% | 24.94% | 28.18% | 21.88% |
| 净利润 | 77.92 | 102.67 | 133.76 | 172.81 | 215.54 |
| 增长率 yoy% | -14.64% | 31.76% | 30.28% | 29.19% | 24.72% |
| 每股收益（元） | 0.65 | 0.86 | 0.84 | 1.08 | 1.35 |
| 每股现金流量 | -1.98 | -1.46 | -0.40 | -1.34 | 0.31 |
| 净资产收益率 | 12.71% | 16.08% | 10.26% | 11.70% | 12.73% |
| P/E | 0.00 | 0.00 | 41.85 | 32.40 | 25.97 |
| PEG | — | 0.00 | 1.38 | 1.11 | 1.05 |
| P/B | 0.00 | 0.00 | 4.29 | 3.79 | 3.31 |

备注：

## 投资要点

- **事件：**公司公告上半年收入 35.1 亿元，同比增长 20.72%，归母净利润 2742 万元，同比增长 2857.4%，扣非归母净利润 3055 万元，较去年同期亏损 252 万明显改善。
- **点评：**
- **海外拓展及客户增加互联网广告投放助力快速增长。**公司主要收入来自广告投放代理，为广告主提供整合数字营销解决方案，近期成为美国 4As 首家认证的中国本土广告公司；上半年收入较快增长主要由于现有主要客户营销需求持续上涨，及拓展海外业务。前五大客户收入占比 40.5%，较去年略有下降，表明新客户开拓进展良好，主要省会城市中小品牌广告主服务能力强。公司已在首尔、香港、洛杉矶均设立办公室，吸引海外客户在华营销预算。
- **除维持现有客户合作粘性并新拓展客户外，公司亦通过参股投资推进服务能力升级，弥补薄弱环节，**而业务范围拓展有利于扩大收入来源、降低对返利的依赖。上半年前五大互联网媒体采购额占 54.4%，较去年的 49.8%有所提升；毛利中媒体返利净额占 68.2%，较 2015 年 85.6%及 2016 年 75.2%继续降低，主要由于市场激烈竞争下付给客户返利比例提高致使返利净额受影响，公司也主动提高广告策划与制作、买断式销售贡献比重，可降低返利受媒体及客户挤压的潜在影响，利好长期发展。
- **坏账计提减少致利润率显著提升，现金流明显改善。**上半年公司毛利率 11.22%，较上年同期提高 0.43pct。期间费用率下降 0.05pct 至 9.59%。去年上半年计提坏账致资产减值损失 2281 万元，净利率仅 0.09%，今年应收账款催收及时，坏账计提冲回，净利率改善至 0.76%，但较去年底 1.51%仍有差距。上半年经营活动现金净流入 1.58 亿元，较去年同期多流入 4.8 亿元，主要原因为公司大量收回客户欠款。
- **投资建议：**我们预计公司 2017/2018 年归母净利润 1.34/1.73 亿，EPS 分别为 0.84/1.08 元。由于公司坏账准备计提政策偏谨慎，依照业内多数公司同口径下利润规模应明显高于当前水平。考虑公司作为次新股和互联网营销龙头应有一定溢价，给予目标价 40 元，买入评级。
- **风险提示：**互联网广告资源涨价风险，市场竞争风险，次新股股价波动较大风险。

## 图表1：合并报表预测

**损益表（人民币百万元）**

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | **3,023** | **5,181** | **6,639** | **8,294** | **10,632** | **12,958** |
| 增长率 | *33.72%* | *71.4%* | *28.1%* | *24.9%* | *28.2%* | *21.9%* |
| 营业成本 | -2,536 | -4,544 | -5,846 | -7,342 | -9,413 | -11,468 |
| *% 销售收入* | *83.9%* | *87.7%* | *88.1%* | *88.5%* | *88.5%* | *88.5%* |
| 毛利 | 487 | 637 | 792 | 952 | 1,219 | 1,490 |
| *% 销售收入* | *16.1%* | *12.3%* | *11.9%* | *11.5%* | *11.5%* | *11.5%* |
| 营业税金及附加 | -19 | -26 | -26 | -33 | -43 | -52 |
| *% 销售收入* | *0.6%* | *0.5%* | *0.4%* | *0.4%* | *0.4%* | *0.4%* |
| 营业费用 | -300 | -385 | -476 | -595 | -776 | -946 |
| *% 销售收入* | *9.9%* | *7.4%* | *7.2%* | *7.2%* | *7.3%* | *7.3%* |
| 管理费用 | -79 | -86 | -88 | -109 | -144 | -175 |
| *% 销售收入* | *2.6%* | *1.7%* | *1.3%* | *1.3%* | *1.4%* | *1.4%* |
| 息税前利润（EBIT） | 90 | 141 | 202 | 215 | 256 | 317 |
| *% 销售收入* | *3.0%* | *2.7%* | *3.0%* | *2.6%* | *2.4%* | *2.4%* |
| 财务费用 | -8 | -13 | -37 | -34 | -22 | -28 |
| *% 销售收入* | *0.3%* | *0.3%* | *0.6%* | *0.4%* | *0.2%* | *0.2%* |
| 资产减值损失 | -10 | -63 | -42 | -17 | -21 | -23 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 43 | 33 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| *% 税前利润* | *36.7%* | *33.7%* | *1.7%* | *1.2%* | *0.9%* | *0.7%* |
| 营业利润 | 114 | 98 | 125 | 166 | 215 | 268 |
| *营业利润率* | *3.8%* | *1.9%* | *1.9%* | *2.0%* | *2.0%* | *2.1%* |
| 营业外收支 | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 税前利润 | **117** | **99** | **126** | **167** | **216** | **269** |
| *利润率* | *3.9%* | *1.9%* | *1.9%* | *2.0%* | *2.0%* | *2.1%* |
| 所得税 | -24 | -20 | -26 | -33 | -43 | -54 |
| *所得税率* | *20.5%* | *20.7%* | *20.4%* | *20.0%* | *20.0%* | *20.0%* |
| 净利润 | 93 | 78 | 101 | 134 | 173 | 216 |
| 少数股东损益 | 2 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| **归属于母公司的净利润** | **91** | **78** | **103** | **134** | **173** | **216** |
| *净利率* | *3.0%* | *1.5%* | *1.5%* | *1.6%* | *1.6%* | *1.7%* |

**现金流量表（人民币百万元）**

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 93 | 78 | 101 | 134 | 173 | 216 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 21 | 79 | 59 | 31 | 40 | 43 |
| 非经营收益 | -34 | -27 | 33 | 31 | 20 | 26 |
| 营运资金变动 | 23 | -368 | -368 | -260 | -447 | -235 |
| **经营活动现金净流** | **103** | **-238** | **-175** | **-64** | **-214** | **50** |
| 资本开支 | 27 | 13 | 23 | 34 | 10 | 4 |
| 投资 | 30 | 12 | -58 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | -5 | -25 | 2 | 2 | 2 |
| **投资活动现金净流** | **3** | **-6** | **-106** | **-32** | **-8** | **-2** |
| 股权募资 | 0 | 1 | 0 | 532 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 10 | 195 | 562 | -662 | 246 | -18 |
| 其他 | -28 | 45 | -150 | -34 | -23 | -29 |
| **筹资活动现金净流** | **-18** | **241** | **413** | **-164** | **222** | **-47** |
| **现金净流量** | **88** | **-3** | **131** | **-260** | **0** | **0** |

**资产负债表（人民币百万元）**

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 149 | 146 | 360 | 100 | 100 | 100 |
| 应收款项 | 1,176 | 2,203 | 2,884 | 3,499 | 4,916 | 6,279 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 70 | 89 | 280 | 402 | 480 | 588 |
| 流动资产 | 1,395 | 2,439 | 3,524 | 4,001 | 5,496 | 6,967 |
| *% 总资产* | *87.1%* | *86.9%* | *89.8%* | *90.5%* | *93.0%* | *94.6%* |
| 长期投资 | 67 | 221 | 223 | 223 | 223 | 223 |
| 固定资产 | 18 | 18 | 37 | 63 | 54 | 39 |
| *% 总资产* | *1.1%* | *0.7%* | *0.9%* | *1.4%* | *0.9%* | *0.5%* |
| 无形资产 | 112 | 111 | 119 | 114 | 115 | 115 |
| 非流动资产 | 207 | 368 | 400 | 421 | 413 | 399 |
| *% 总资产* | *12.9%* | *13.1%* | *10.2%* | *9.5%* | *7.0%* | *5.4%* |
| **资产总计** | **1,602** | **2,806** | **3,924** | **4,422** | **5,909** | **7,366** |
| 短期借款 | 170 | 365 | 1,007 | 345 | 591 | 572 |
| 应付款项 | 874 | 1,680 | 2,106 | 2,563 | 3,579 | 4,785 |
| 其他流动负债 | 65 | 118 | 151 | 189 | 242 | 294 |
| 流动负债 | 1,109 | 2,163 | 3,264 | 3,097 | 4,411 | 5,652 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 0 | 14 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| **负债** | **1,109** | **2,177** | **3,270** | **3,102** | **4,417** | **5,658** |
| **普通股股东权益** | 467 | 613 | 638 | 1,304 | 1,477 | 1,693 |
| 少数股东权益 | 26 | 16 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| **负债股东权益合计** | **1,602** | **2,806** | **3,924** | **4,422** | **5,909** | **7,366** |

**比率分析**

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **每股指标** | | | | | | |
| 每股收益(元) | 0.761 | 0.649 | 0.856 | 0.836 | 1.080 | 1.347 |
| 每股净资产(元) | 3.889 | 5.109 | 5.319 | 8.151 | 9.231 | 10.579 |
| 每股经营现金净流(元) | 0.855 | -1.982 | -1.461 | -0.402 | -1.340 | 0.311 |
| 每股股利(元) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| **回报率** | | | | | | |
| 净资产收益率 | 19.56% | 12.71% | 16.08% | 10.26% | 11.70% | 12.73% |
| 总资产收益率 | 5.70% | 2.78% | 2.62% | 3.02% | 2.92% | 2.93% |
| 投入资本收益率 | 15.92% | 17.44% | 14.83% | 12.74% | 11.61% | 12.92% |
| **增长率** | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 33.72% | 71.38% | 28.14% | 24.94% | 28.18% | 21.88% |
| EBIT增长率 | -17.56% | 57.40% | 43.32% | 6.24% | 19.42% | 23.68% |
| 净利润增长率 | 10.84% | -14.64% | 31.76% | 30.28% | 29.19% | 24.72% |
| 总资产增长率 | 20.64% | 75.15% | 39.83% | 12.70% | 33.63% | 24.64% |
| **资产管理能力** | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 123.6 | 112.2 | 134.2 | 147.6 | 162.3 | 170.4 |
| 存货周转天数 | 0.0 | — | — | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付账款周转天数 | 105.8 | 95.6 | 109.8 | 120.8 | 132.9 | 146.2 |
| 固定资产周转天数 | 1.8 | 1.3 | 1.5 | 2.2 | 2.0 | 1.3 |
| **偿债能力** | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 4.23% | 34.74% | 98.94% | 18.56% | 32.87% | 27.65% |
| EBIT利息保障倍数 | 11.1 | 10.8 | 5.5 | 6.4 | 11.5 | 11.3 |
| 资产负债率 | 69.23% | 77.58% | 83.34% | 70.16% | 74.74% | 76.81% |

来源：中泰证券研究所预测

**投资评级说明：**

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

**重要声明：**

**中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。**

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。