

华扬联众 (603825.SH)

深化营销服务能力，延展品牌代运营业务

核心观点:

- **代运营：电商趋势下品牌服务商持续受益，营销公司客户资源及品牌客户服务经验明显。**根据艾瑞咨询数据，预计 2019 年代运营行业整体规模为 2151 亿元，2019 年天猫生态大会上天猫官方宣布未来三年天猫服务商规模将翻两倍，达到 5000 亿市场规模，品牌主需求以及平台增加扶持力度之下，未来两年代运营行业整体将呈现高增长。我们认为代运营核心就在于运营经验的积累和典型案例、团队以及客户资源。不同行业参与者基于不同优势耕耘代运营业务，行业先进者基于自身优势积累，规模效应渐显，不断强化优势。相比其他公司，营销公司涉足代运营业务，有天然的客户资源和品牌服务经验优势。
- **华扬联众：头部营销代理公司持续深化营销服务能力，布局品牌代运营，有望成为营收增长第二曲线。**公司深耕营销业务，积累了丰富的跨行业广告主资源。多年的大客户服务经验，为公司营销业务做深做细，以及业务横向延伸持续赋能。(1) 从营销代理环节业务做深做细来看，公司主要进行渠道拓展、技术布局以及 IP 创意等；(2) 业务延伸来看，公司主要通过升级原有买断式代运营业务，向上拓展至产品供应链环节，向下拓展至销售环节。公司通过飞利浦等客户完成代运营经验积累，2019 年开始不断升级品牌营销业务，基于公司国内外海量优质客户资源，有望持续落地新服务案例，同时通过供应链+品牌代运营模式做深业务，为品牌带来更高附加值，带动业务毛利率持续提升。
- **投资建议。**我们预计公司 20-22 年营收为 115.9/132.4/149.4 亿，增速分别为 10.3%/14.2%/12.8%；预计公司 20-22 年归母净利分别为 2.88/3.82/5.02 亿，EPS 分别为 1.24/1.65/2.17 元/股。公司从原有营销代理业务出发，基于自身积累的品牌主服务经验，以及丰富的跨行业客户资源池，加码代运营业务，目前已经有一定成效，考虑未来业务基本盘的增速，以及品牌代运营业务的快速增长，我们给予公司 2020 年 30X PE，对应合理价值为 37.35 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**广告主营销预算削减；大广告主流失；大额解禁风险。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10,748	10,507	11,592	13,243	14,936
增长率 (%)	30.8	-2.2	10.3	14.2	12.8
EBITDA (百万元)	414	357	474	599	727
归母净利润 (百万元)	128	192	288	382	502
增长率 (%)	1.3	49.7	49.7	32.8	31.4
EPS (元/股)	0.56	0.83	1.24	1.65	2.17
市盈率 (P/E)	24.86	23.26	24.77	18.65	14.19
ROE (%)	2.38	2.65	3.60	3.02	2.49
EV/EBITDA	9.92	13.81	16.00	12.56	9.99

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

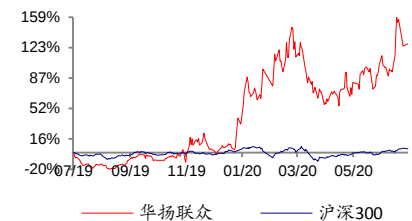
买入

当前价格	30.84 元
合理价值	37.35 元
报告日期	2020-06-29

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	230.94/94.79
总市值/流通市值 (百万元)	7122.18/2923
一年内最高/最低 (元)	35.35/10.97
30 日日均成交量/成交额 (百万)	12.68/399.67
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	45.46/70.70

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

分析师:

叶敏婷



SAC 执证号: S0260519110001



021-60759783



yeminting@gf.com.cn

请注意，叶敏婷并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、华扬联众概览.....	5
二、营销代理业务：绑定广告主，多元化纵深服务.....	8
三、代运营：电商趋势下全面进军	13
（一）行业：平台扶持代运营，不同参与者基因有一定区别.....	13
（二）代运营：通过飞利浦案例完成 KNOW-HOW，美妆/小家电类品牌主需求增长.....	19
（三）新增模式：成立合资公司，供应链+品牌代运营深度布局.....	20
（四）海外品牌：基于海外公司客户资源，引入海外潜力品牌	21
四、财务情况	23
（一）营收：互联网营销稳定增长，代运营有望带来营收增长第二条曲线.....	23
（二）盈利能力：营销代理业务毛利率稳定，品牌代运营毛利率有望提升	24
（三）现金流及回款情况：加码品牌代运营后应收账款周转率有望提升	25
五、盈利预测和投资建议.....	27
（一）盈利预测	27
（二）估值情况	28
六、风险提示	29

图表索引

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权架构 (截止 2020 年一季报)	6
图 3: 华扬联众营业收入	6
图 4: 华扬联众归母净利	6
图 5: 华扬联众营收结构	7
图 6: 华扬联众盈利水平	7
图 7: 营销代理产业链	8
图 8: 从产品到品牌建设到渠道运营管理再到消费者管理	9
图 9: 不同整合营销公司整体毛利率	9
图 10: 华扬联众与上海美术电影制片厂合作案例	12
图 11: 天猫服务商能够为品牌提供的服务	13
图 12: 天猫星级运营服务商评定	14
图 13: 天猫星级运营服务商星级权益	14
图 14: 电商服务行业未来向一站式服务发展	15
图 15: 宝尊电商 GMV 及增速	16
图 16: 不同代运营公司每亿元 GMV 配置的人员数	16
图 17: 宝尊重技术, IT 系统以及仓储物流能力强	17
图 18: 网创重营销, 品牌表达及销售达成能力强	17
图 19: 不同代运营公司营收/GMV	17
图 20: 不同代运营公司净利/GMV	17
图 21: 宝尊电商营业收入	18
图 22: 宝尊电商收入结构	18
图 23: 壹网壹创营业收入	18
图 24: 壹网壹创收入结构	18
图 25: 华扬联众品牌代运营整体收入	19
图 26: 华扬联众品牌代运营收入按模式分类	19
图 27: 2019 年服务商主要服务品类品牌数量占比	20
图 28: 2019 年三种品类电商服务需求对比	20
图 29: 华扬联众营收结构-按行业分类	20
图 30: 华扬联众分业务营收 (亿元)	20
图 31: 趣卡品牌电商已上线	21
图 32: 天猫国际扶持海外美妆品牌	22
图 33: 天猫国际 2019 美妆亿元俱乐部	22
图 34: 华扬联众海外公司分布	22
图 35: 华扬联众营业收入	23
图 36: 华扬联众归母净利	23
图 37: 华扬联众营收结构	24
图 38: 华扬联众分业务营收 (亿元)	24
图 39: 华扬联众盈利能力	24

图 40: 华扬联众分业务毛利率	24
图 41: 期间费用情况	25
图 42: 华扬联众经营活动产生的现金流量净额	25
图 43: 华扬联众分现金收付情况	25
图 44: 华扬联众应收账款及应收账款周转情况	26
图 45: 华扬联众账上现金	26
图 46: 应收账款周转率	26
图 47: 华扬联众 PE-Bands	28
表 1: 非公开发行预案募投项目	7
表 2: 不同整合营销公司不同业务毛利率水平（仅列举代理业务）	10
表 3: 不同整合营销公司绑定的大客户以及典型案例（典型案例是吸引新客户的关键）	10
表 4: 天猫星级运营服务商	14
表 5: 各代运营公司主要情况	15
表 6: 华扬联众营收预测	27
表 7: 可比公司估值水平（股价为 2020 年 6 月 29 日收盘价）	28

一、华扬联众概览

华扬联众是国内领先的整合营销公司，为品牌主提供从广告策划制作到广告投放代理等一系列互联网广告服务。公司于2017年8月2日登陆A股，证券代码“603825.SH”。

公司长年服务雅诗兰黛、上汽通用、OPPO等各行业广告主，大客户服务经验丰富。营销服务之外，公司自2015年开始还为飞利浦等品牌提供电商代运营服务（主要为买断式销售代理业务），2019年开始公司缩减原买断式销售代理业务，大力发展品牌代运营模式业务，已经成功服务了韩国OOZOO面膜以及日本recolte小家电，完成品牌电商代运营know-how过程。在代运营领域，公司将会持续发力，拓展客户。

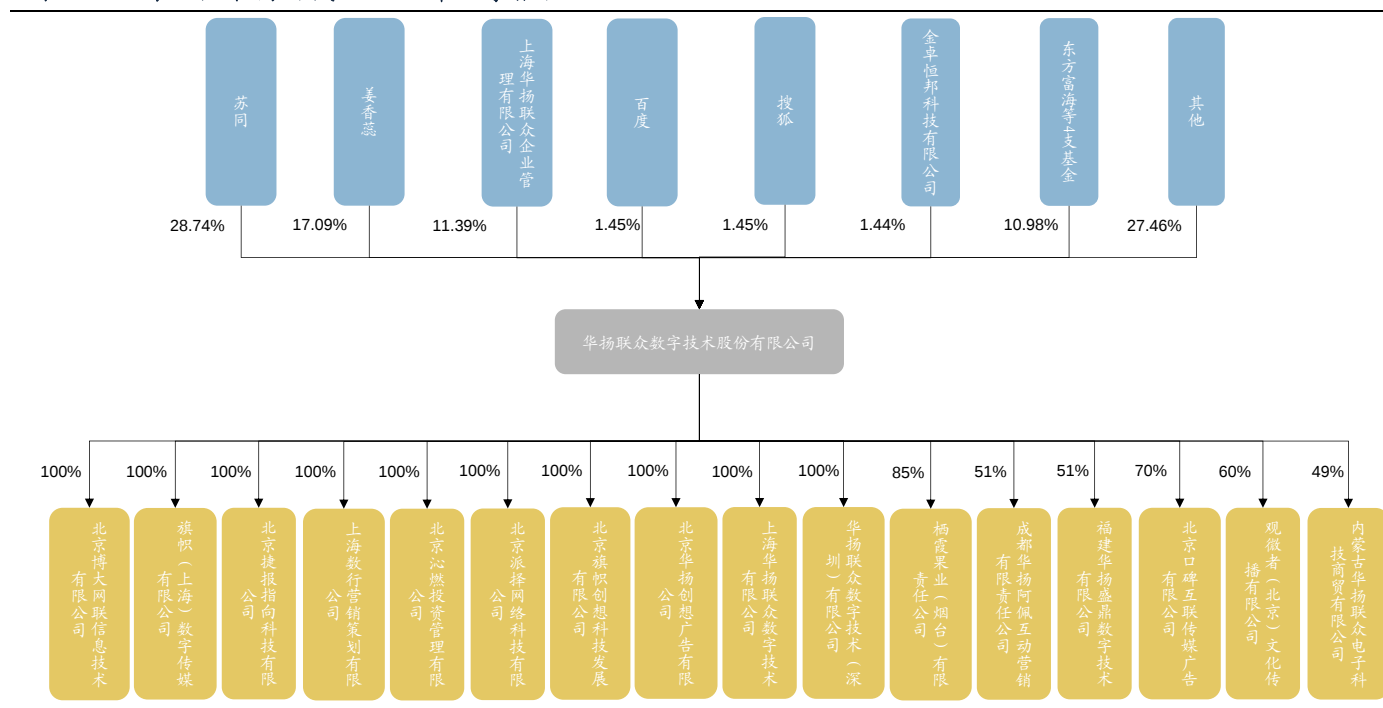
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

股权集中，董事长持股比例高。公司董事长苏同直接持股28.74%，通过华扬企管（苏同持有100%股权）间接持有公司11.39%的股权。姜香蕊持有公司17.09%股权，姜女士系苏同母亲，为苏同一致行动人。截止2020年一季报，苏同合计控制华扬联众57.22%的股权，为公司的控股股东及实际控制人。

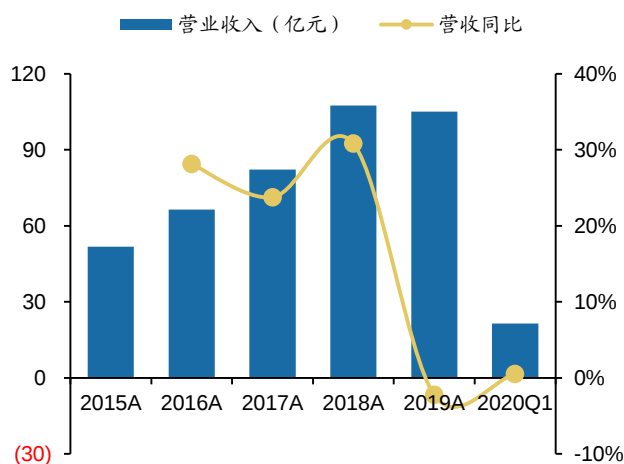
图 2：公司股权架构（截止2020年一季度）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（注：子公司未完全列举）

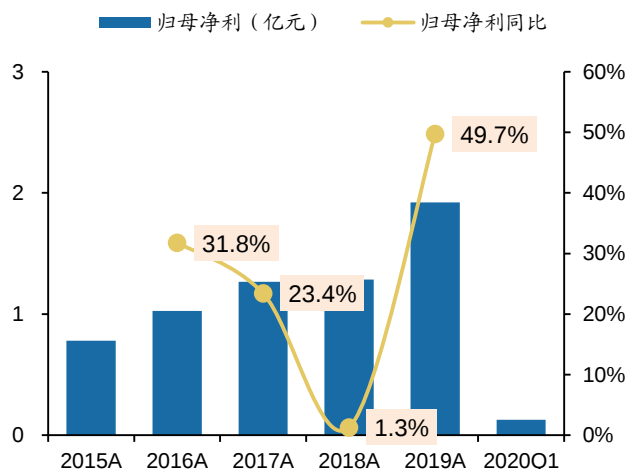
公司营收主要来源于互联网广告服务、品牌代运营以及影视节目业务。2017-2019年整体营收分别为82.16、107.48、105.07亿元，2019年同比略下滑2.24%。拆解来看，2019年品牌营销实现收入101.57亿元，同比增长0.47%，主要是因为美妆日化以及3C数码类广告主投放增加；品牌代运营实现收入3.06亿元，同比下滑33.11%，主要是因为公司推进业务模式调整，缩减原买断式销售代理业务；影视节目制作业务实现收入4,467.58万元，同比下滑75.49%，影视行业寒冬下，公司缩减项目制作规模。净利来看，2019年实现归母净利润1.92亿元，同比提升49.71%。

图 3：华扬联众营业收入



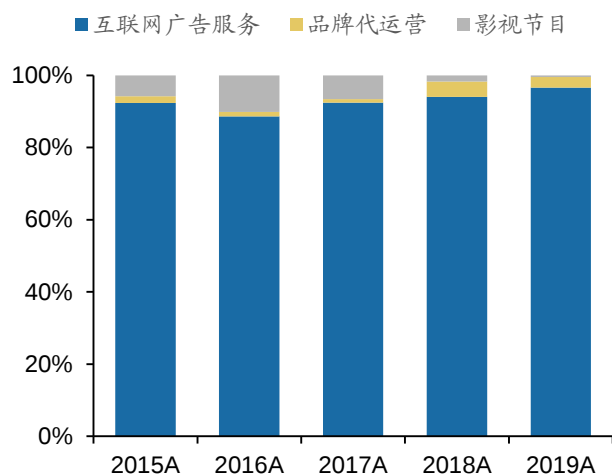
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：华扬联众归母净利润



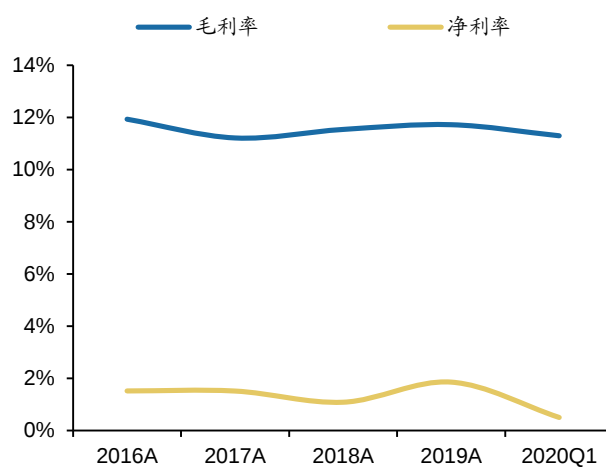
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：华扬联众营收结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：华扬联众盈利水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司2020年4月14日公告定增预案，预计非公开发行不超过6.93亿元，拟募资不超过9.09亿元。募集资金用于品牌新零售网络运营建设项目、智慧营销云平台建设项目、创新技术研究中心项目以及补充流动资金。我们认为此次定增，将为公司代运营业务的开展提供资金支持，人员储备、客户开拓、技术研发、系统搭建等工作将持续推进。

表 1：非公开发行预案募投项目

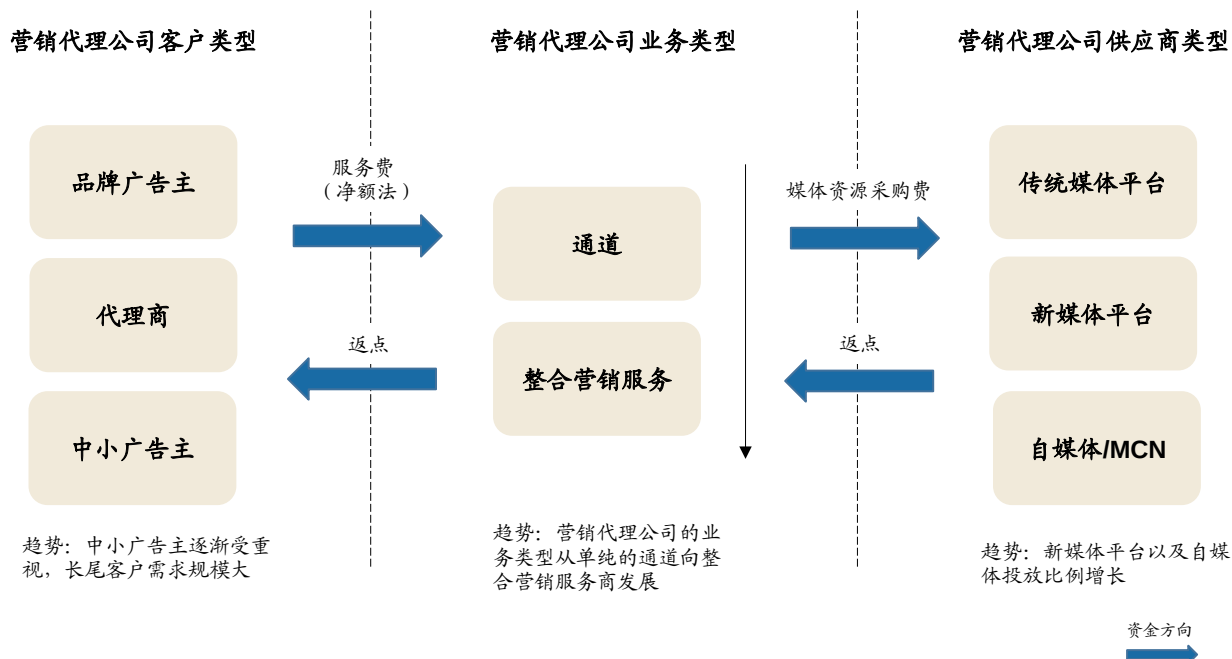
序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
1	品牌新零售网络运营建设项目	43,598.96	35,558.36
2	智慧营销云平台建设项目	22,160.15	18,607.98
3	创新技术研究中心项目	10,760.17	9,760.31
4	补充流动资金	27,000.00	27,000.00
合计		103,519.28	90,926.65

数据来源：公司公告《华扬联众 2020 年度非公开发行 A 股股票预案》，广发证券发展研究中心

二、营销代理业务：绑定广告主，多元化纵深服务

对于品牌主而言，营销公司以往提供的服务更多集中在品牌建设以及品牌宣传环节。基于品牌主的产品定位以及品牌调性，营销公司为品牌主进行整合营销策划到投放再到投放数据沉淀和分析的全过程服务。我们曾在2020年3月20日外发的《MCN产业链系列报告之二：新媒体营销时代下营销服务商的模式变迁与价值分配》报告中总结，在之前线下广告占比较大的时候，上下游信息不透明，传统营销公司在其中撮合广告主以及投放平台两方就能有比较高的收益。而随着线上投放占比提升，信息逐渐透明，代理公司的行业地位持续下降，在其中更多是承担账期的作用。代理公司赚取信息不对称的红利已经消失。

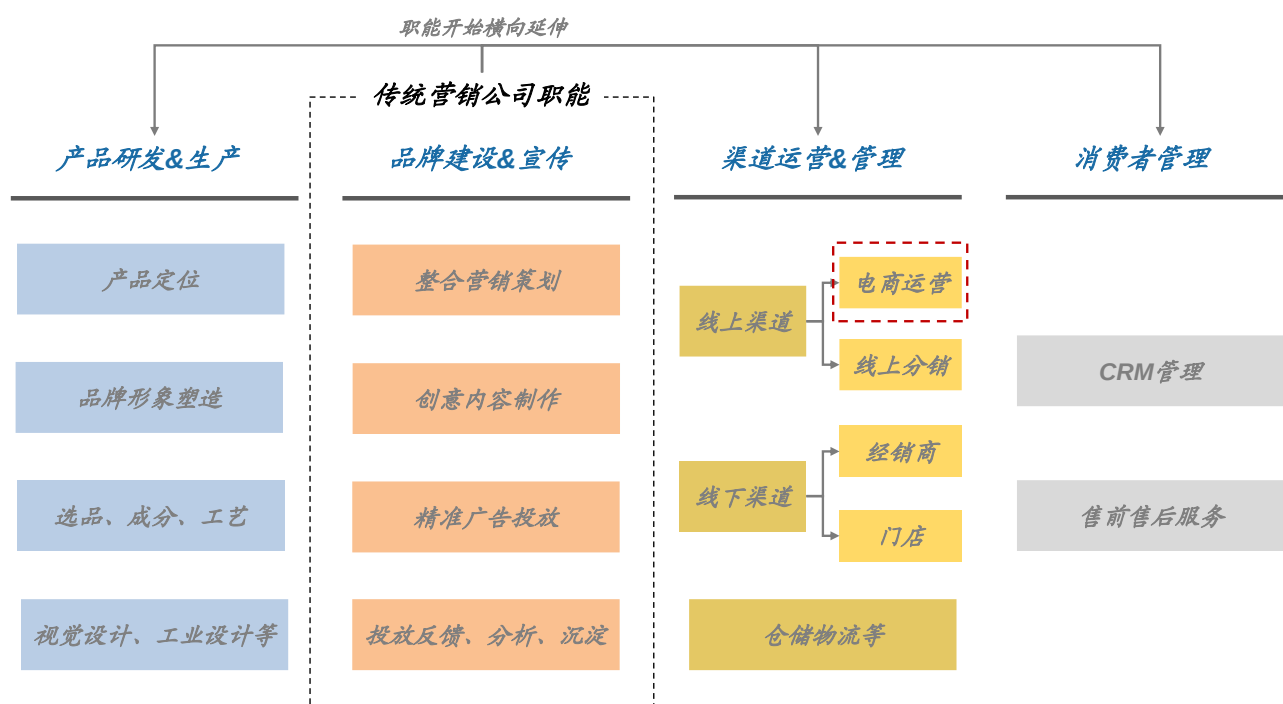
图 7：营销代理产业链



数据来源：广发证券发展研究中心

对于传统营销公司而言，我们认为提升自身在产业链中的价值方式有二，一是在本环节继续做深做细，二是向产业链上下环节延伸，参与到产品研发生产或销售端，不断提高服务附加值。向产品端的延伸来看，对于营销公司而言，基于以往的大客户服务经验以及投放经验，对于消费者的需求有一定理解，向上延伸需要补充选品以及供应链能力。向渠道端延伸来看，在已拥有的跨行业广告主资源基础之上，营销公司需要补足专业领域的人才团队（实际也是补足运营经验）。

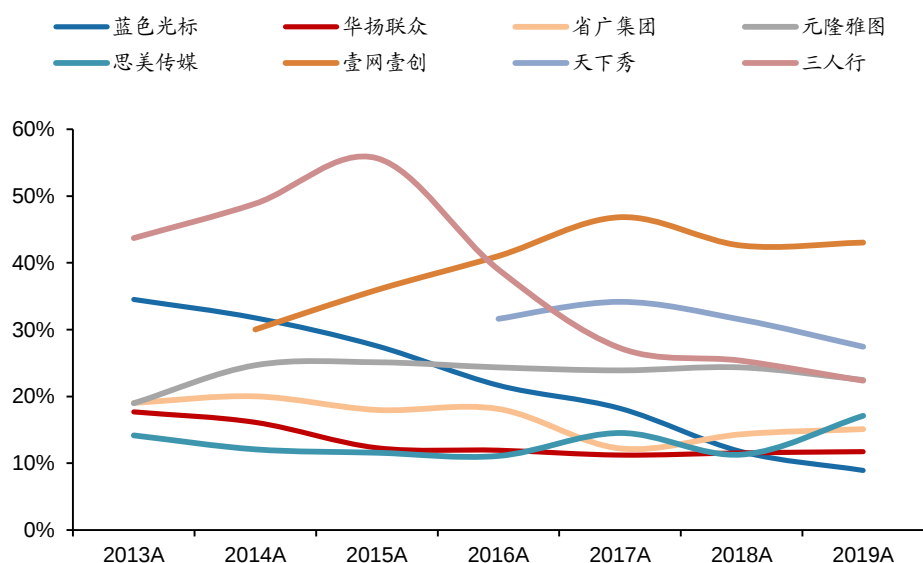
图 8：从产品到品牌建设到渠道运营管理再到消费者管理



数据来源：广发证券发展研究中心

首先从业务基本盘来看，我们也在《MCN产业链系列报告之二：新媒体营销时代下营销服务商的模式变迁与价值分配》报告中对对比了不同营销代理公司的毛利率，业务结构差异下各营销公司整体毛利率差异较大。可以看到同样的代理业务，因对接的广告主不同、对接的媒体资源不同，各家相同业务的毛利率有一定区别。

图 9：不同整合营销公司整体毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

对比华扬联众、蓝色光标、省广集团、天下秀、三人行的代理业务毛利率可以看到，

天下秀的新媒体营销客户代理服务毛利率水平最高，原因在于说广告主一侧以及对接的媒体资源一侧都更加分散，尤其是媒体资源一侧，因天下秀对接自媒体资源，议价能力能够更强。三人行数字营销服务毛利率水平在几家可比公司中排第二，主要是因为三人行相对而言客户更为集中，并且在广告主结构之中，运营商、金融类等毛利率相对较高的广告主占比较大，而快消类广告主占比相对较低，所以三人行数字营销服务业务毛利率和其他代理公司有一定差异。再次是蓝色光标的全案广告代理业务，近几年毛利率水平基本稳定在20%左右，能有相对较高的毛利率水平主要是因为蓝标全案广告代理业务主要通过多盟等平台进行程序化投放。而蓝色光标出海广告投放业务毛利率水平最低，但因所处赛道在国内企业出海潮之下呈现快速增长趋势，出海投放毛利率虽低但业务增速快。

表 2：不同整合营销公司不同业务毛利率水平（仅列举代理业务）

公司	分业务	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
华扬联众	互联网广告服务	16.9%	13.2%	12.6%	11.7%	11.9%	11.8%
	其中：广告投放代理	14.1%	11.0%	9.7%	9.5%		
	其中：广告策划与制作	56.2%	45.8%	56.5%	52.0%		
蓝色光标	全案推广服务			25.6%	26.6%	25.4%	21.9%
	全案广告代理			15.0%	20.3%	20.7%	20.8%
	出海广告投放			0.7%	0.6%	1.1%	1.3%
省广集团	媒介代理	13.8%	13.1%	12.9%	3.5%	7.4%	8.2%
	数字营销		16.3%	19.4%	16.1%	16.4%	16.9%
天下秀	新媒体营销客户代理服务			35.1%	35.9%	29.0%	25.7%
	数字营销服务				23.2%	22.8%	20.3%
三人行	其中：广告投放代理				22.4%	21.4%	19.0%
	其中：广告方案策划与执行				62.4%	50.2%	63.3%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

随着上下游议价能力的逐渐提高，代理平台的利益被不断挤占。但我们认为出于广告主对账期和供应商管理的考虑，虽然部分头部媒体平台已经开始大规模组建自己的销售团队，头部广告主在进行投放的时候仍会通过第三方代理平台进行投放。营销代理公司在营销产业链中仍是不可或缺的环节。对于营销公司而言，基本盘稳住的情况下，依托现有资源和优势，进行业务横向延伸，是未来持续提升盈利水平的关键。对于头部代理公司而言，现有资源和优势就是手握的多品类头部广告主的预算。

表 3：不同整合营销公司绑定的大客户以及典型案例（典型案例是吸引新客户的关键）

代理公司	典型广告主	2019 年前五大客户创收 (亿元)	2019 年前五大客户创收占比
华扬联众	雅诗兰黛、上汽通用、OPPO、东风日产、京东等	49.59	47.20%
蓝色光标	联想、腾讯、华为、宝马、百度等	38.33	13.64%
省广集团	广汽传祺、东风日产、一汽大众、广汽三菱等	36.49	31.66%
思美传媒	上海家化、相宜本草、百事可乐等	12.12	40.43%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

华扬联众不仅积累了大量跨行业的品牌主资源以及服务案例，还积累了广告主投放偏好数据，以及不同平台的流量特征数据。多年的大客户服务经验，为公司营销代理业务做深做细，以及业务向上下游横向延伸持续赋能。从营销代理环节业务做深做细来看，公司主要通过渠道拓展、技术布局以及内容IP等方式；而业务横向延伸来看，公司主要通过升级原有买断式代运营业务，向上拓展至产品供应链环节，向下拓展至销售环节。

（1）渠道拓展：布局直播业务，为品牌提供新的渠道

直播电商一定程度上能够解决广告主品效合一的需求，是目前品牌主预算流向的重要方向，公司作为营销代理公司，也积极为品牌主对接直播平台，提供品牌合作服务。除了与外部MCN机构合作之外，公司今年五月正式与华少达成直播合作意向，在2020年6月6日晚，华少在快手的直播首秀GMV就达到了1.7亿元。未来在直播电商领域，公司以今年以来陆续签约的近百位主播矩阵还会继续发力扶贫助农，并且也会继续吸引更多自有品牌客户的优质产品进入直播电商，同时也会拓展抖音、快手小店等新零售渠道。未来公司还会继续布局垂直领域的KOL资源，打通更多新渠道资源，为公司服务的品牌以及公司自有品牌营销提供更丰富的营销服务。

（2）麦哲伦平台：数据赋能，帮助品牌提升运营效率，实现用户增长

2019年11月1日，华扬联众连同迅雷链发布基于区块链技术的全新用户价值实现平台-麦哲伦，麦哲伦平台能够为广告主提供私域用户管理以及用户价值管理。品牌方接入麦哲伦联盟平台之后，能够使用积分兑换相关业务，提升品牌主的会员活性。同时品牌方在平台上还可以持续获取新客，提升品牌主的运营效率。通过麦哲伦平台，基于交易数据以及流量沉淀，公司在营销全链路服务环节持续做深，为品牌方持续赋能。

（3）内容IP：布局内容IP，做深品牌服务

作为营销代理公司而言，同时也为广告主提供内容创意服务，而内容创意服务的附加值更高，营销公司能够享受更高的毛利水平。对比公司自身业务也可以看到，广告策划与制作业务的毛利率水平明显高于广告投放代理业务。公司持续内容IP领域布局，例如华扬联众与国家体育总局冬季运动管理中心、上海美术电影制片厂合作，共同打造“中国童话联盟”。公司还开始与多个博物馆合作，例如公司和秦始皇帝陵博物院联合开发的文创产品已经上线。

图 10：华扬联众与上海美术电影制片厂合作案例



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（4）代运营：升级品牌代运营，进入品牌销售环节

而营销公司将业务延伸向代运营领域，能够进入销售环节甚至能够延伸至产品设计环节，品牌服务深度进一步加强。对于代运营公司而言，为品牌提供的不单是电商店铺管理，其提供的服务内容还可以包括从品牌店铺建设到货品采购及库存管理，精准整合营销策划及执行、售前/售后客户服务、销售订单履行、品牌CRM及会员运营等线上零售各个环节。对于代运营公司来讲，不仅需要有强大的销售达成能力还必须要能够持续进行品牌孵化和技术保障的能力。从这些过程来看，华扬联众已经完成了能力和经验的积累过程，当前阶段需要不断拓展客户，积累成功案例，以成功案例吸引新的客户。

三、代运营：电商趋势下全面进军

（一）行业：平台扶持代运营，不同参与者基因有一定区别

根据艾瑞咨询的数据，2018年代运营行业市场规模已达1613亿元，2019年预计整体规模将保持25%以上的增速。专业代运营公司能够为品牌提供从咨询服务、到店铺建立、商品管理、店铺运营、营销推广、再到消费者管理、客户服务、仓储物流、IT服务等一系列工作的专业化运营。如果品牌主自建电商运营团队，（1）需要时间完成电商平台规则的熟悉，容易错失线上业务发展先机；（2）电商运营团队需要专业人员数量并不少，会带来较大的人员成本。若将电商店铺运营交给专业的代运营团队，不仅能够解决以上问题，还能承担一定的品牌增长需求（包括营销和销售），已经逐渐成为品牌开展线上业务的首选方式。

图 11：天猫服务商能够为品牌提供的服务



数据来源：天猫，广发证券发展研究中心

品牌主需求持续驱动之外，电商平台GMV增长的需求之下，电商平台也开始大力扶持代运营企业。从平台的角度来看，品牌服务商在助力品牌增长的同时为平台带来了更高的GMV增长。天猫平台本身也正在开始沉淀运营自己的消费者资产，将电商店铺从原本的在线销售中心逐步转变能成为品牌营销中心以及消费者运营中心。在天猫这个全球最大的B2C电商生态之中，代运营企业凭借自己对于平台规则的理解，帮助品牌在生态之中更好的运营，也增强了品牌对于平台的粘性。天猫“三年翻一番”的目标之下，平台对于服务商的扶持力度也在加大。

根据天猫披露的数据，2018年仅报备的服务商就为天猫GMV贡献了1500亿，服务了超过50%的核心品牌，为平台创造了巨大的价值。2018年，天猫服务商引入新品牌843个，店均成交是大盘新商家近3倍，天猫服务商总GMV同比增长高于大盘近20%。2019天猫生态服务商大会宣布，未来三年天猫服务商规模将翻两倍，创造5000亿市场规模，

并且将扶持50家10亿规模服务商，同时还将开放2000家品牌招商名额，以此带来更多新供给。

图 12：天猫星级运营服务商评定



数据来源：天猫，广发证券发展研究中心

图 13：天猫星级运营服务商星级权益

星级权益
STAR RIGHTS

平台权益	一星	二星	三星	四星	五星	六星
星级背书	√	√	√	√	√	√
平台透出	√	√	√	√	√	√
天猫店铺主体变更	√	√	√	√	√	√
榜单公示			√	√	√	√
新品推荐			√	√	√	√
专属赋能培训				√	√	√
重点品牌推荐					√	√
专人服务支持					√	√

数据来源：天猫，广发证券发展研究中心

天猫官方对于运营服务商进行严格的星级评定，把统计期内服务商累计成交额作为评定门槛，根据“店铺运营能力”、“品牌营销能力”、“消费者运营能力”、“渠道运营能力”、“新零售运营能力”、“仓配物流运营能力”、“数据运营能力”等多个能力维度以及“承接店铺规模”进行综合能力评估，将运营服务商划分为一星~六星不同等级。根据天猫官网信息，目前天猫官方认证的六星运营服务商共9家，运营的品牌横跨食品、母婴个护、家电3C、宠物、大健康等各行业品牌。五星级运营商共46家，相比2019年上半年增加了9家，品牌需求之下头部代运营公司也在持续扩容。

表 4：天猫星级运营服务商

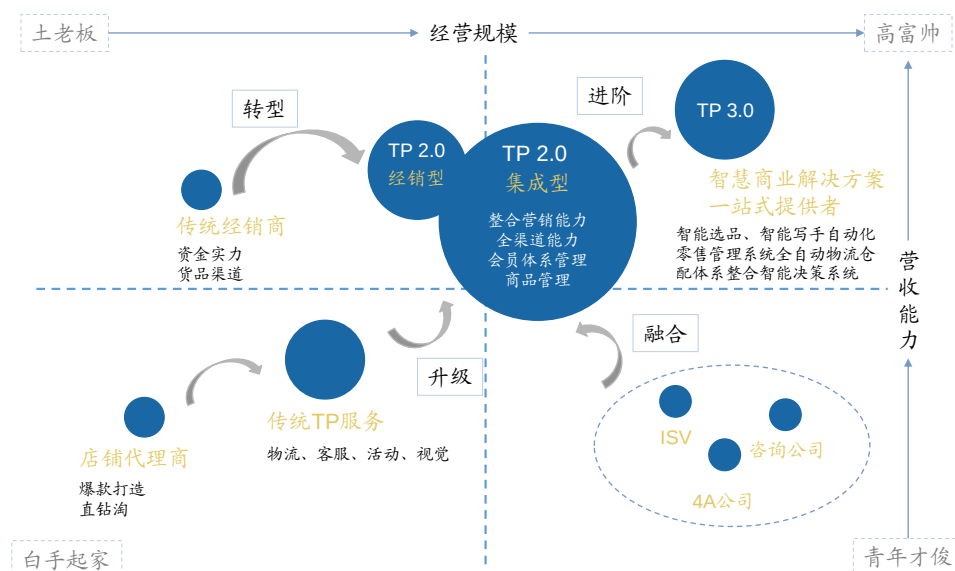
六星级（共 9 家）			五星级举例（共 46 家）		
名称	运营品类	服务店铺数	名称	运营品类	服务店铺数
凯诒电商	食品、个护、宠物、母婴、大健康、服饰	45	杭州悠可	美妆	17
青木科技	箱包鞋履	45	水羊国际	美妆、母婴	25
碧橙电商	母婴、家电、食品、个护	18	上海联恩	美妆	21
丽人丽妆	母婴、美妆、食品	83	淘通科技	食品	21
上佰电商	家电、个护	30	网营科技	服饰、食品、宠物	34
百秋网络	服饰、箱包鞋履	67	若羽臣	美妆、食品、个护、母婴	81
宝尊电商	服饰、美妆、箱包、食品	325	亿馨网络	服饰、美妆、个护、家居	235
兴长信达	3C、家电、美妆、母婴、食品	28	苏州小棉袄	办公设备、食品、粮油	124
壹网壹创	美妆、个护	13	韩都动力	服饰、饰品、美妆	45

数据来源：天猫，广发证券发展研究中心（注：已服务店铺数数据来自天猫）

不同行业参与者基于不同优势耕耘代运营业务，未来服务向一站式发展；营销公司自带品牌主资源，多年投放经验了解不同媒体平台的流量特性。品牌代运营公司主要从

三个方向延伸而来，（1）店铺代运营（店铺装修，协助报活动，管理直通车、钻展、淘客，代发货等），（2）传统经销商（资金雄厚），以及（3）垂直服务公司（4A公司、ISV独立软件开发公司等，为品牌提供线上经营的某项专门服务）。不同基因的代运营公司能力以及积累不同，从服务对象来看，专注服务的领域也有一定差异。宝尊电商服务行业更加多元化，从家电、服装到日化均有覆盖。若羽臣专注保健品、母婴以及个护等。壹网壹创以及丽人丽妆则主要从事化妆品广告主的电商服务。

图 14：电商服务行业未来向一站式服务发展



数据来源：天猫，广发证券发展研究中心

表 5：各代运营公司主要情况

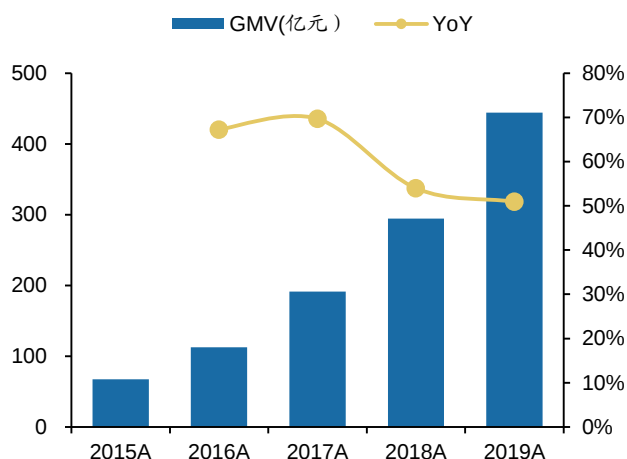
品牌电商服务商	客户类型	主要合作品牌	业务模式	资产证券化情况
宝尊电商	服装、家电、食品、化妆品、母婴等	耐克、飞利浦、微软等	经销类模式、服务类模式，提供包括店铺运营、数字营销、IT解决方案、仓储配送、客户服务等服务	2015 年纳斯达克上市
丽人丽妆	主要集中在化妆品类	雪花秀、施华蔻、雅漾、美宝莲等	电商零售业务以及品牌营销运营服务	2016 年 IPO 被否，2019 年再次报送，2020 年过会
壹网壹创	主要集中在化妆品类	佰草集、百雀羚、OLAY、宝洁等	品牌线上服务、线上分销、内容服务	2019 年登陆 A 股
杭州悠可	主要集中在化妆品类	雅诗兰黛、香奈儿、娇韵诗等	线上营销、品牌管理、线上分销等	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

龙头基于自身优势，不断积累，规模效应渐显，优势强化。行业龙头宝尊电商发展经验可以看到，相比其他代运营公司，宝尊电商更“重”，在IT系统以及仓储物流上投

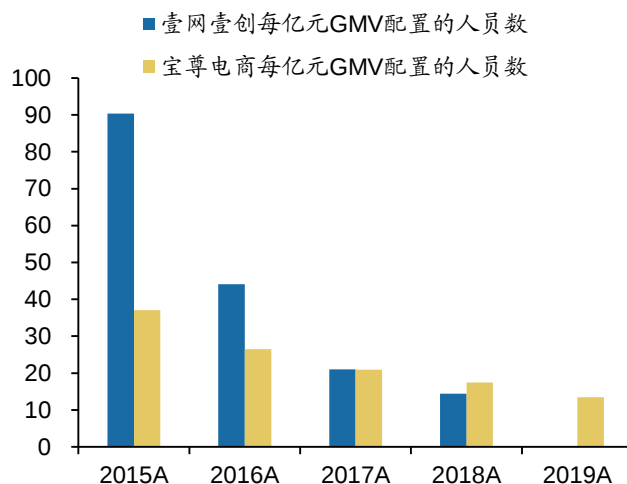
入更多，后端IT系统、仓储、客服、管理职能等存在规模效应，规模扩大后能够不断摊薄前期投入成本。对于代运营公司而言，服务品牌的人员团队是核心资产之一，人效是评估整体运营效率的关键。从宝尊电商每亿元GMV配置的人员数可以看到，人效在持续提升。宝尊每亿元GMV需要的员工数从2015年的37人逐渐减少至2019年的13人。相比宝尊电商，目前壹网壹创就要“轻”一些，从百雀羚品牌出发，公司从产品的设计开发到品牌营销环节深度服务美妆公司，不断积累美妆类目的服务经验，单个案例之间个性化服务色彩较重。

图 15: 宝尊电商GMV及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

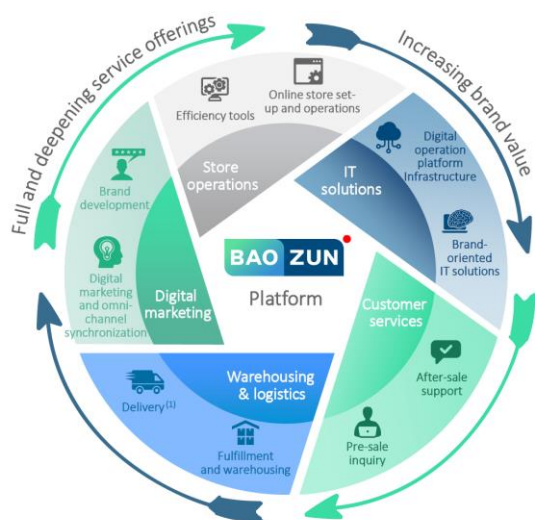
图 16: 不同代运营公司每亿元GMV配置的人员数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

对比宝尊电商与壹网壹创的营收/GMV以及净利润/GMV指标，营收/GMV指标主要体现的是公司代运营业务的模式（非经销和经销的占比），营收/GMV大一般体现经销占比高，或者非经销业务的佣金比例较高，当前阶段宝尊电商与壹网壹创在营收/GMV指标上差异不大。净利润/GMV指标则代表服务商为品牌商创造单位GMV所应分享的价值创造量，指标的差异也能体现两者的基因差异。2018年，壹网壹创净利润/GMV为2.6%，宝尊电商为0.9%，两者净利润/GMV指标差异较大主要是因为网创与宝尊在业务模式以及侧重点上有一定差异。壹网壹创生意特征为劳动密集型，重视对于品牌的运营以及营销服务，并且服务品牌多集中在佣金率相对较高的美妆类目；而宝尊电商更偏向资本密集型，店铺运营与后台支持服务标准化程度高，但大量仓储及IT后台需要较高的资本投入，做大规模之后形成成本优势，同时宝尊服务的品牌中佣金率更低的3C家电类产品占比相对较大。壹网壹创以及宝尊电商也正是因为自己不同基因和优势能力，不断吸引同类品牌客户，进一步强化能力。

图 17: 宝尊重技术, IT系统以及仓储物流能力强



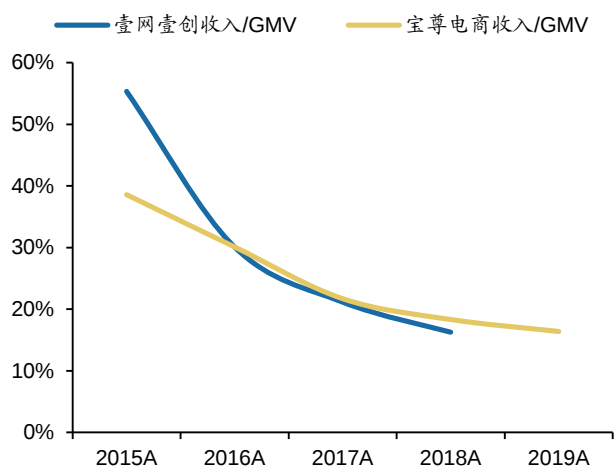
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 网创重营销, 品牌表达及销售达成能力强



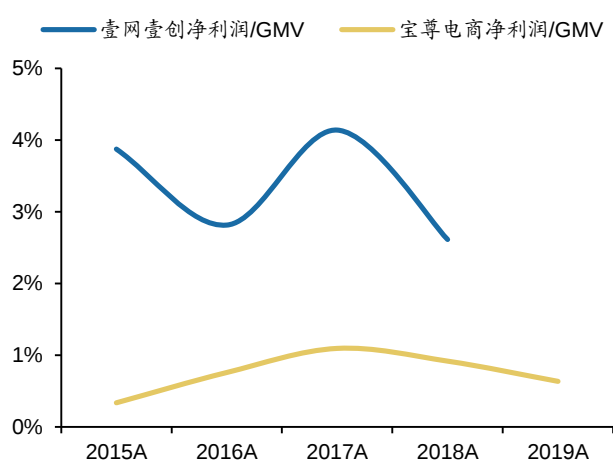
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 不同代运营公司营收/GMV



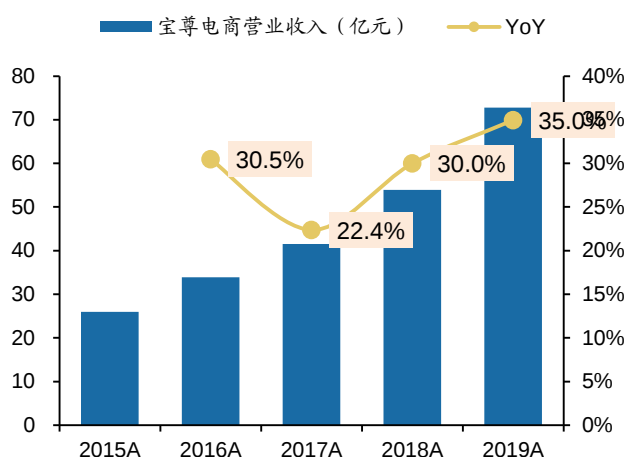
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 不同代运营公司净利/GMV



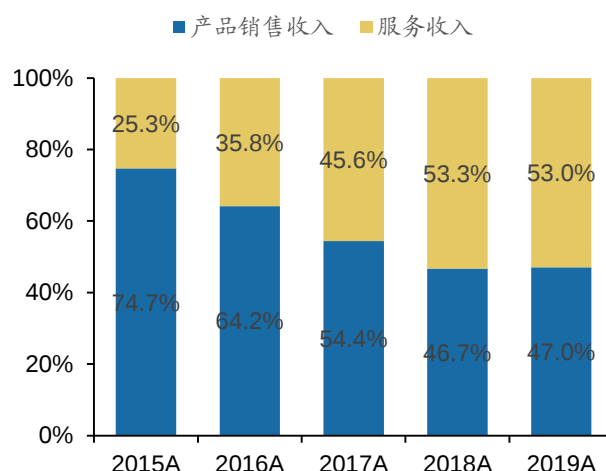
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 宝尊电商营业收入



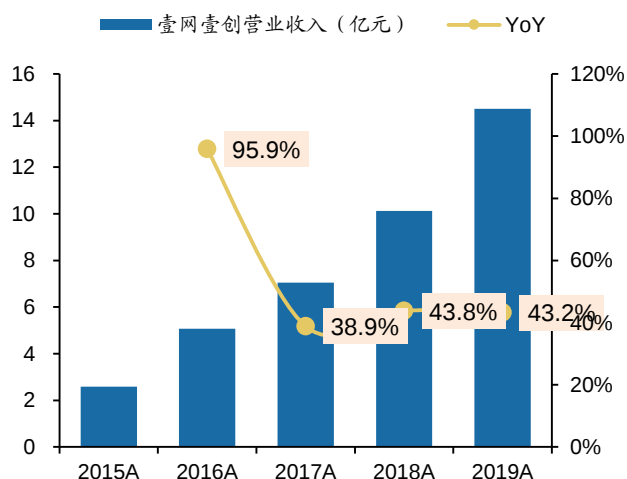
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 宝尊电商收入结构



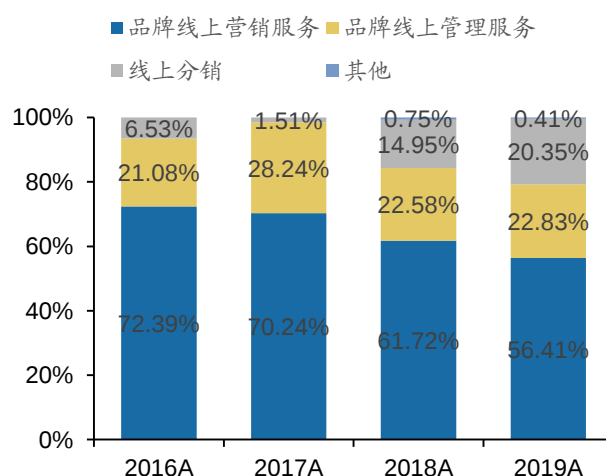
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 壹网壹创营业收入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 壹网壹创收入结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

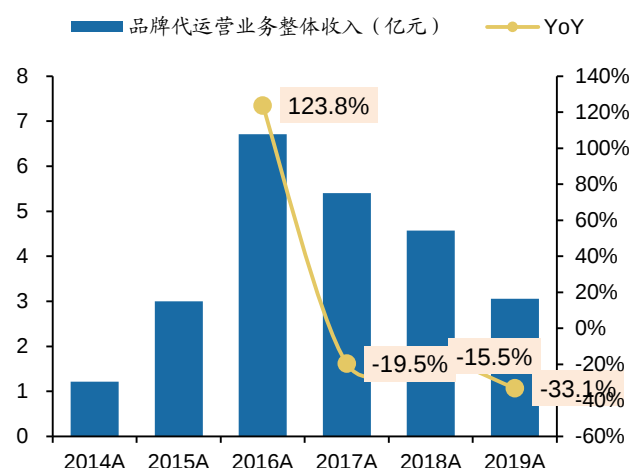
营销企业进入代运营行业，也自带一定的优势基因。基于多年的广告主服务经验，营销公司布局代运营业务自带品牌主资源。华扬联众等营销公司在之前就已经有布局代运营业务，有一定的电商代运营经验。同时天猫、京东头部电商平台之外，社交平台电商化趋势之下，品牌主在小红书、快手、B站、抖音等其他渠道的运营需求也在持续提升。像华扬联众这样手握大广告主线上预算的营销公司在以往的广告投放案例中，不断积累对于不同平台的流量特性的了解，能够为品牌主结合网红营销、内容营销等营销热点保持持续性创新，创造品牌价值，实现品效合一，为品牌主抢占社交电商发展先机。

(二) 代运营：通过飞利浦案例完成 know-how，美妆/小家电类品牌主需求增长

华扬联众自2015年开始就有布局代运营业务，当时主要以为飞利浦等平台提供买断式服务为主。同时公司在为飞利浦提供买断式代理服务之外，还为飞利浦电商业务提供包括产品促销的营销策略策划、大型促销活动营销推广、营销数据分析、营销策略优化及数据资产管理建议等多项营销服务。经过多年的运营，公司已经完成了代运营业务know-how环节的积累。

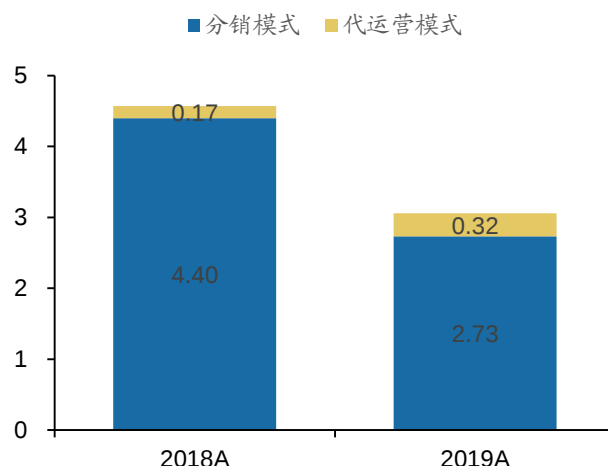
2019年开始，公司升级原有买断式销售代理业务模式，依托海外分公司推荐的韩国美妆OOZOO和日本小家电品牌recolte，试水品牌代运营业务。根据公司财报，2019年公司品牌代运营整体实现了3.06亿元的收入，相比2018年有所下降，主要是因为公司自主缩减了原买断式销售业务规模所致，买断式销售业务规模从2018年的4.40亿元下降至2019年的2.73亿元。而品牌代运营模式在2019年实现营收3,216.8万元，同比增长88.73%，随着已服务品牌GMV的持续增长，以及新客户的拓展，我们预计今年品牌代运营业务有望进一步增长。

图 25：华扬联众品牌代运营整体收入



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

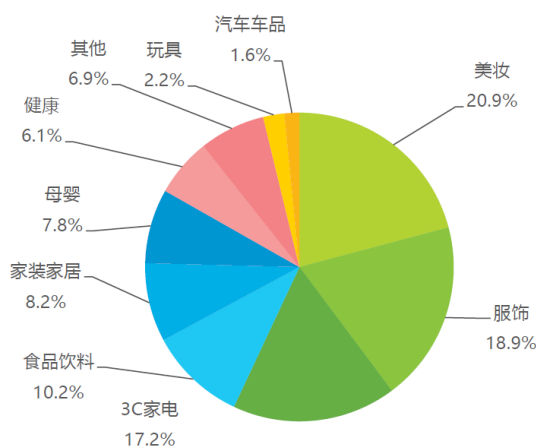
图 26：华扬联众品牌代运营收入按模式分类（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们认为代运营核心就在于运营经验的积累和典型案例、团队以及客户资源。华扬联众在飞利浦等品牌服务过程中，已经熟悉了电商平台运营规则。团队来看，也在持续完善，目前已经在北京、上海、杭州、广州等地区搭建了相应团队。而在新用户拓展方面，公司原有丰富的客户资源是品牌代运营业务天然的客户池。根据艾瑞咨询的研究，美妆、服饰、3C家电对于代运营服务的需求排前。2019年50-60%的美妆品牌商都通过代运营公司运营电商店铺，美妆品牌通常线上运营较为复杂，品牌营销所需技巧较多，服务美妆品牌商代运营公司能够赚取的佣金率也相对较高，通常代运营公司的佣金率能够达到15-20%的水平，高于服饰类的10-15%，以及3C家电类的2-10%。

图 27：2019年服务商主要服务品类品牌数量占比



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

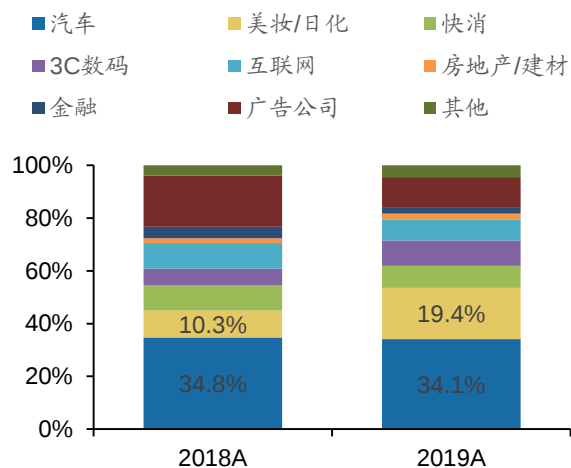
图 28：2019年三种品类电商服务需求对比



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

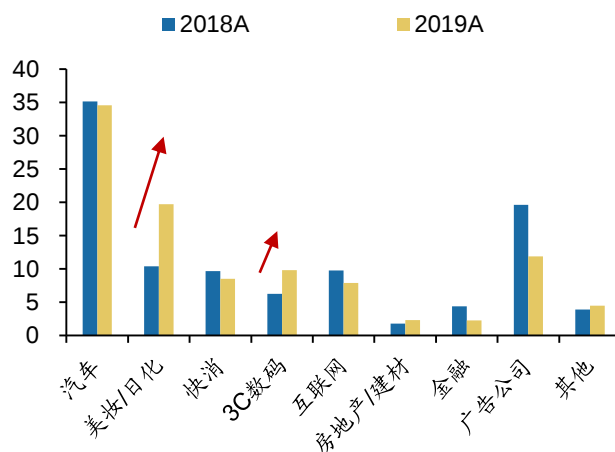
从华扬联众的客户结构可以看到，销售线上化率较高的美妆/日化、以及3C数码广告主营营收占比相对较大，并且2019年整体营销花费也呈现持续增长趋势。公司在加码代运营业务初期有充足的客户挑选空间。公司今年有望在美妆、日化、小家电、服装、珠宝等领域落地多个合作案例。

图 29：华扬联众营收结构-按行业分类



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 30：华扬联众分业务营收（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）新增模式：成立合资公司，供应链+品牌代运营深度布局

品牌代运营是公司向下一环节发展，涉足品牌销售环节的业务布局。除了这种模式之外，华扬联众还通过供应链+品牌代运营的方式进行深度布局。选择合作方的时候，公司会挑选拥有优质货源但在品牌包装和建设上需要支持的企业，双方优势互补，由公司提供品牌创意策划、包装设计、营销策划、新渠道销售及品牌代运营等营销服务；

品牌方提供货源、仓储物流及售后等服务，合力打造线上销售渠道。

今年3月份，华扬联众宣布与内蒙古民丰种业有限公司共同出资设立内蒙古华扬联众电子科技商贸有限公司，双方将联合打造健康休闲食品品牌“趣卡”。民丰种业能够有的农产品天然品质优势，以及工厂直供、供应链保障、成本可控的业务优势，将为“趣卡”品牌提供优质技术与原材料保障。华扬联众基于以往的数字营销服务经验，能为“趣卡”品牌注入互联网基因，利用互联网快消产品思路，实现品牌认知建立及销售转化。目前趣卡品牌的小程序店、淘宝店以及抖音小店均已上线。未来，品牌还将基于有机燕麦、马铃薯进一步研发，推出多样化的健康休闲零食产品。

图 31：趣卡品牌电商已上线



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（四）海外品牌：基于海外公司客户资源，引入海外潜力品牌

除了国内品牌不断推进线上化之外，海外品牌也开始持续拓展中国市场，并且很多品牌会直接选择先在境内的电商平台落地。平台一侧来看，也开始加快对海外品牌尤其是美妆类目的小众品牌的落地。4月23日天猫国际推出海外品牌的扶持政策，计划在未来一年引入800个海外美妆新品牌，孵化超过50个新品牌年成交过千万。但海外品牌进入国内市场初期，一没品牌影响力，二缺销售渠道，三不熟悉国内电商平台运营规则，通常需要借助国内代理商的力量进行品牌宣传以及渠道铺设。

图 32: 天猫国际扶持海外美妆品牌



数据来源: 天猫, 广发证券发展研究中心

图 33: 天猫国际2019美妆亿元俱乐部



数据来源: 天猫, 广发证券发展研究中心

华扬联众传统营销业务板块已经布局韩国、日本、英国、法国等海外市场, 为这些地区的品牌主进入中国提供营销宣传服务, 对于公司的代运营业务来看, 公司在获取海外客户资源上具有优势, 也有利于拿到海外品牌在中国境内的独代权。前述提到的韩国OOZOO面膜以及日本recolte小家电均是海外相应的分公司为国内代运营团队导入的客户资源。

图 34: 华扬联众海外公司分布



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

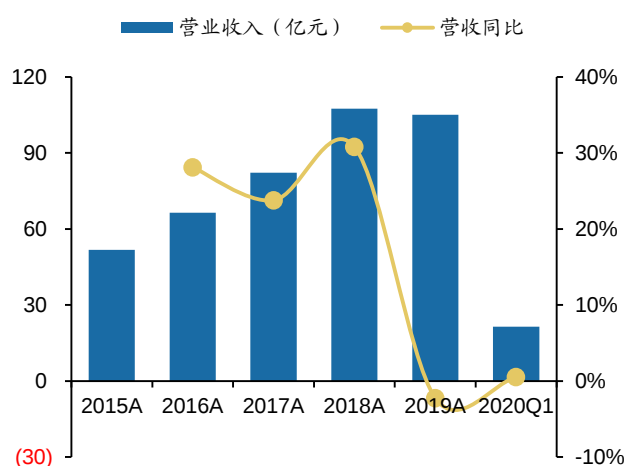
四、财务情况

(一) 营收：互联网营销稳定增长，代运营有望带来营收增长第二条曲线

华扬联众营业收入主要来源于互联网广告服务、品牌代运营、影视节目等。2017-2019年整体营收分别为82.16、107.48、105.07亿元，2019年同比略下滑2.24%。拆解来看，2019年品牌营销实现收入101.57亿元，同比增长0.47%，主要是因为美妆日化以及3C数码类广告主投放增加；品牌代运营实现收入3.06亿元，同比下滑33.11%，主要是因为公司推进业务模式调整，缩减原买断式销售代理业务；影视节目制作业务实现收入4,467.58万元，同比下滑75.49%，影视行业寒冬下，公司缩减项目制作规模。净利来看，2019年实现归母净利1.92亿元，同比提升49.71%。

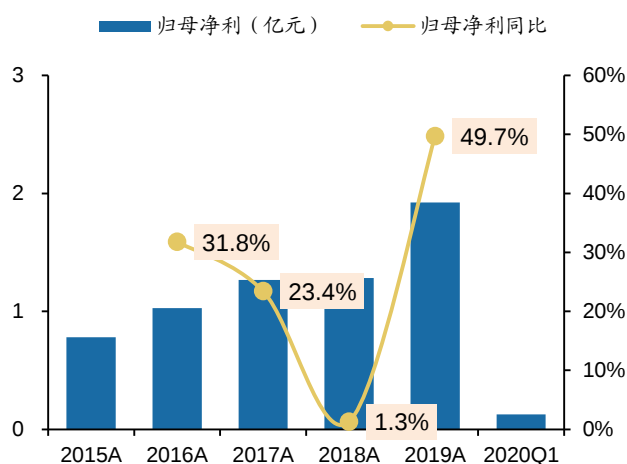
2020年受疫情影响，部分广告主延迟投放的情况下，公司整体营收仍呈现同比正增长，20Q1单季度实现营收21.50亿元，同比增长0.5%。复工之后，广告主逐渐恢复投放，公司互联网广告业务有望逐渐恢复。

图 35：华扬联众营业收入



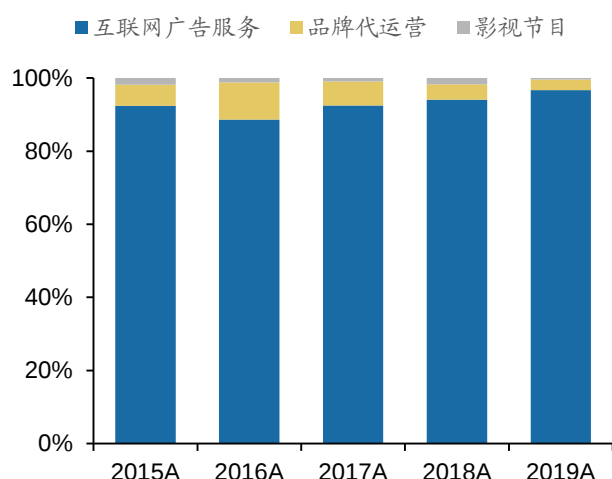
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 36：华扬联众归母净利



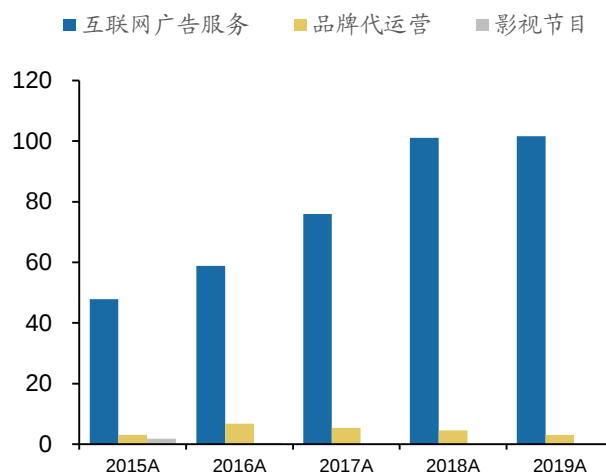
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 37：华扬联众营收结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 38：华扬联众分业务营收（亿元）

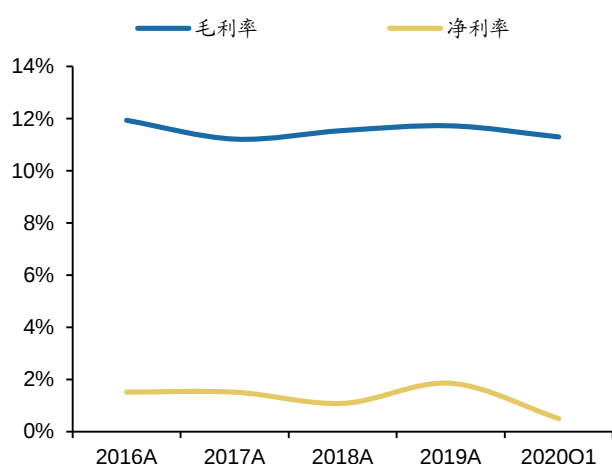


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）盈利能力：营销代理业务毛利率稳定，品牌代运营毛利率有望提升

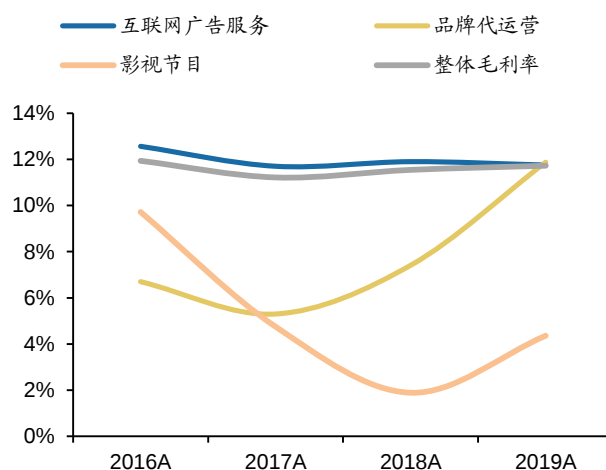
盈利能力来看，近几年整体毛利率相对稳定，2019年整体毛利率为11.7%。具体业务来看，互联网广告服务业务2019年毛利率为11.75%，相比2018年同期略下降0.15pct。品牌代运营业务2019年毛利率为11.88%，相比2018年提升4.47pct，同比提升明显主要是因为毛利率水平较低的买断式销售模式占比下降，而毛利率水平更高的品牌代运营模式营收占比提升。随着公司不断升级代运营业务，为更多品牌方提供品牌代运营服务，品牌代运营业务整体毛利率有望进一步提升，从而驱动公司整体毛利率提升。

图 39：华扬联众盈利能力



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 40：华扬联众分业务毛利率

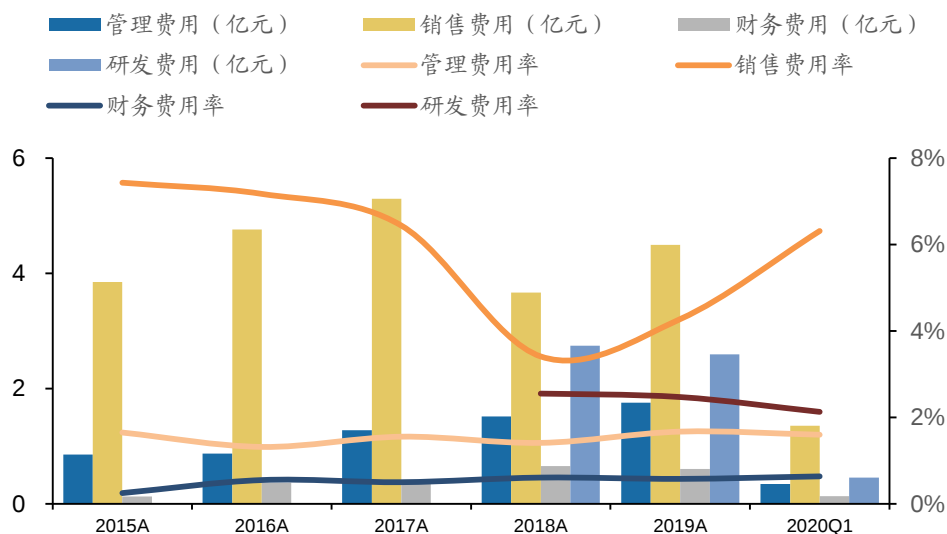


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

费用来看，2019年整体销售费用为4.49亿元，同比增加22.53%，销售费用率为4.28%（YoY+0.86pct），销售费用同比增速大于营收增长幅度，主要是因为行业竞争加剧，公司为激励销售团队人员，员工薪酬有一定幅度增长。2019年管理费用1.76亿元，同比增长15.78%。管理费用率为1.67%（YoY+0.26pct），管理费用提升主要是因为管

理以及技术人员增加，技术人员从2018年的545人增加至2019年的672人，技术研发团队人员扩充主要是因为公司在2019年推出麦哲伦平台。

图 41：期间费用情况

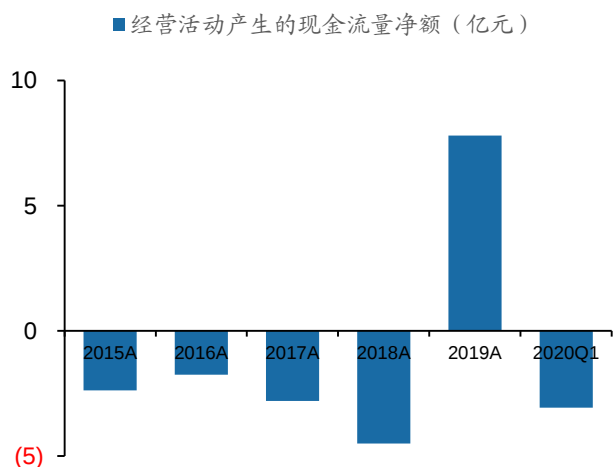


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（注：2018年之前的管理费用包含研发费用）

（三）现金流及回款情况：加码品牌代运营后应收账款周转率有望提升

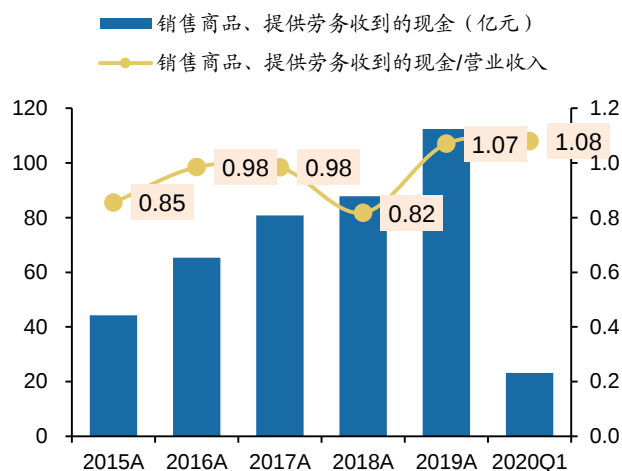
2019年公司经营活动产生的现金流量净额为7.80亿元，由现金净流出转为流入，主要是因为2019年以来公司持续优化客户结构，加大客户回款催收。2019年公司整体现金收付情况好转，销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入的比例为1.07，近五年以来首次突破1。

图 42：华扬联众经营活动产生的现金流量净额



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 43：华扬联众分现金收付情况

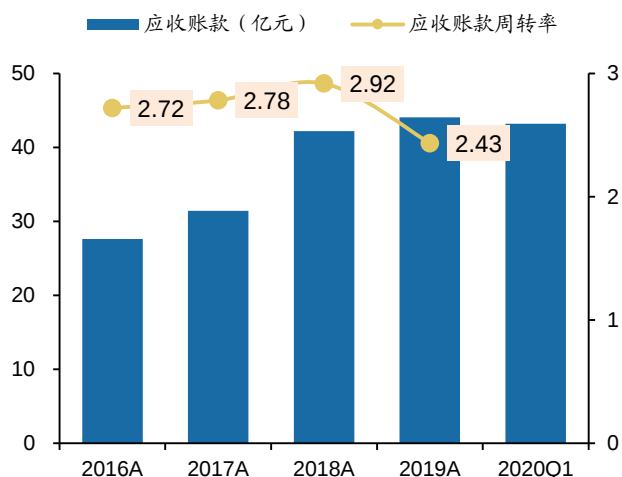


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2019年末账上应收账款余额为44.09亿元，应收账款周转率为2.43。应收账款周转率来

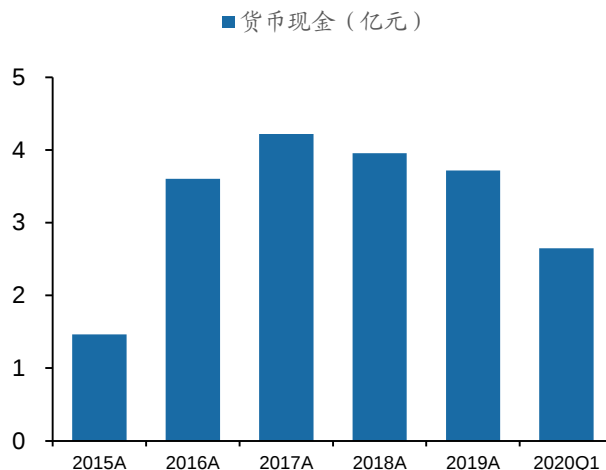
看，不同业务结构的营销公司相差较大。蓝色光标2019年以来加大催款力度，同时公司出海投放业务不占用现金流，应收账款周转率有所提升。壹网壹创以代运营业务为主，B2C模式占比较大，应收账款周转率最高。华扬联众传统营销业务服务大广告主较多，KA广告主账期较长，整体应收账款周转率较低。而随着未来品牌代运营营收占比提升，未来应收账款周转情况有望持续优化。

图 44：华扬联众应收账款及应收账款周转情况



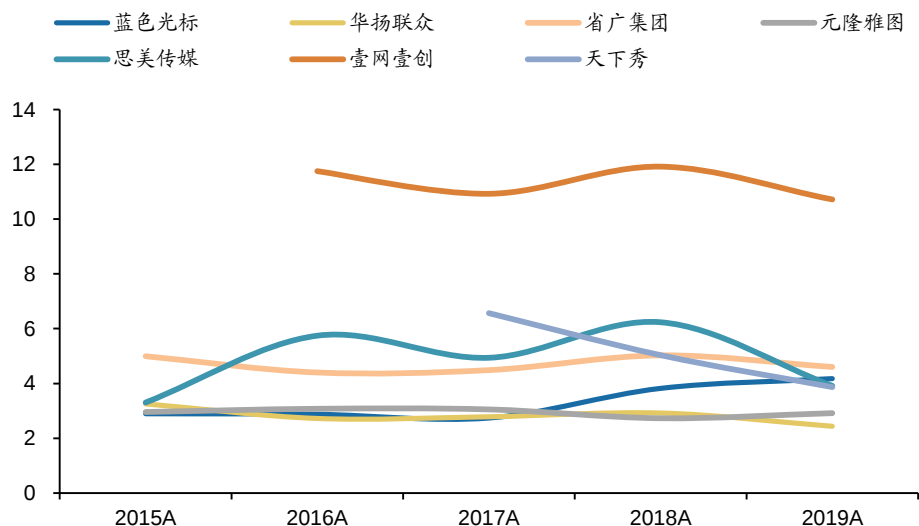
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 45：华扬联众账上现金



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 46：应收账款周转率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

(一) 盈利预测

(1) 互联网广告服务: 考虑广告主预算逐渐往线上转移, 互联网广告份额将持续提升。华扬联众手握KA广告主营销预算, 能够持续受益行业增长。我们预计公司2020-2022年互联网广告服务营收同比增速5.0%、10.0%、10.0%。预计毛利率水平维持稳定。

(2) 品牌代运营: 公司品牌代运营主要通过两种模式开展, 分销模式以及代运营模式。分销模式主要以飞利浦模式为主, 今年618电商大促期间, 整体销售情况良好, 对全年业绩有一定提振, 我们预计分销模式2020-2022年营收增速分别为60%、10%、5%, 毛利率保持稳定, 分别为6.0%、6.0%、6.0%。代运营模式, 2019年初开始公司通过海外分公司推荐的韩国美妆品牌OOZOO以及日本小家电品牌recolte试水品牌代运营模式。根据公司2020年4月28日的业绩电话会议暨战略转型公开线上交流会, 今年有望在小家电、珠宝、美妆日化、服装等品类落地多个合作案例, 我们预估今年公司将为8-10个左右的品牌服务。同时公司加强和供应链上游的合作, 合作共同建设品牌。随着公司帮助这些品牌在抖音小店、快手小店等社交电商以及淘宝和京东等电商平台的运营逐渐走上正轨, 同时借助公司的主播矩阵为服务的品牌持续进行直播带货服务, 品牌销售有望增长, 公司营收有望快速增长。我们预计2020-2022年品牌代运营营收增速分别为1300%、120%、50%, 营收规模分别为4.50、9.91、14.86亿元。根据我们的预测, 品牌代运营业务2020-2022年整体预计实现营收8.88、14.72、19.91亿元, 同比增速分别为190.5%、65.8%、35.3%。

基于以上营收预测, 我们预计公司2020-2022年整体营业收入为115.92、132.43、149.36亿元, 增速分别为10.3%、14.2%、12.8%。预计公司2020-2022年归母净利润分别为2.88、3.82、5.02亿元, 同比增速分别为49.7%、32.8%、31.4%, EPS分别为1.24、1.65、2.17元/股, 业务转型带来盈利能力持续提升。

表 6: 华扬联众营收预测

亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
互联网广告服务	101.09	101.57	106.64	117.31	129.04
YoY	33.0%	0.5%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	11.9%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
品牌代运营	4.57	3.06	8.88	14.72	19.91
YoY	-15.5%	-33.1%	190.5%	65.8%	35.3%
毛利率	7.4%	11.9%	14.6%	19.5%	21.3%
其中-分销模式	4.40	2.73	4.38	4.81	5.05
YoY	-	-37.8%	60.0%	10.0%	5.0%
毛利率	5.7%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
其中-代运营模式	0.17	0.32	4.50	9.91	14.86
YoY	-	88.7%	1300.0%	120.0%	50.0%
毛利率	50.6%	62.6%	23.0%	26.0%	26.5%
影视节目	1.82	0.45	0.40	0.40	0.40
YoY	133.3%	-75.5%	-10.0%	0.0%	0.0%
毛利率	1.9%	4.4%	3.0%	3.0%	3.0%

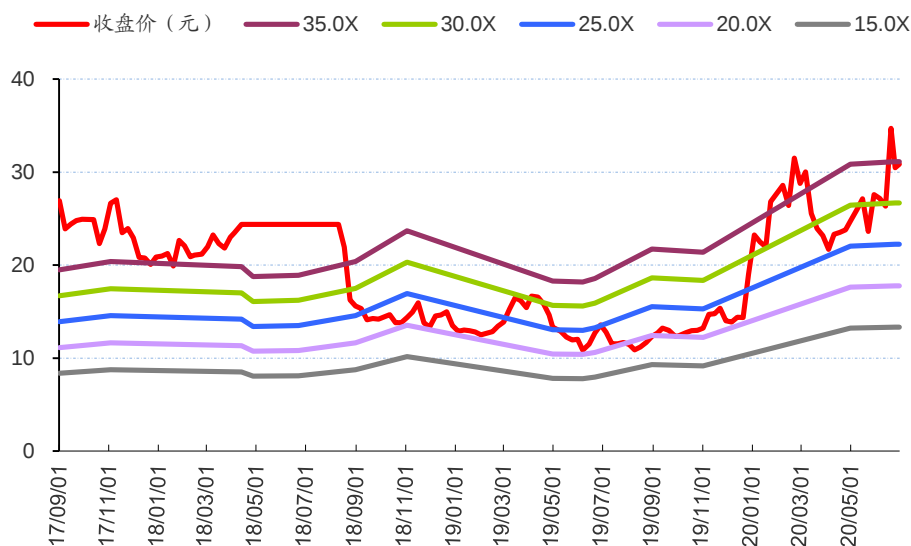
营收合计	107.48	105.07	115.92	132.43	149.36
YoY	30.8%	-2.2%	10.3%	14.2%	12.8%
毛利率	11.5%	11.7%	11.9%	12.6%	13.0%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）估值情况

估值来看，我们选取蓝色光标、天下秀作为华扬联众的可比公司。蓝色光标主营代理业务，近几年出海广告投放业务快速增长，驱动整体业绩提升，基于Wind一致预期，2020年估值水平为27.46X PE。天下秀主营新媒体营销代理业务，受益行业快速增长，以及标的在A股的稀缺性，享受较高估值，基于Wind一致预期，2020年估值水平为79.22X PE。考虑华扬联众业务基本盘的增速，以及未来代运营业务的发展，结合公司业绩增速和业务延展，我们给予公司2020年30X PE，对应合理价值为37.35元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 47：华扬联众PE-Bands



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（注：PE为PE（TTM））

表 7：可比公司估值水平（股价为2020年6月29日收盘价）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	股价(元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				19	20E	21E	19	20E	21E
600556.SH	天下秀	306.17	18.22	0.15	0.23	0.35	16.37	79.22	52.06
300058.SZ	蓝色光标	193.30	7.76	0.30	0.28	0.33	19.81	27.46	23.30
603825.SH	华扬联众	70.37	30.47	0.85	1.24	1.74	23.26	24.79	17.74

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

六、风险提示

- (一) 宏观经济不景气广告主需求疲软
- (二) 大广告主流失
- (三) 代运营行业竞争加剧

资产负债表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,833	5,572	6,033	6,838	7,578
货币资金	395	372	300	250	200
应收及预付	5,101	4,732	5,339	6,113	6,829
存货	216	327	243	315	374
其他流动资产	120	141	151	160	176
非流动资产	379	504	503	504	504
长期股权投资	93	86	86	86	86
固定资产	31	33	34	36	38
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	10	28	26	25	23
其他长期资产	245	357	357	357	357
资产总计	6,212	6,075	6,536	7,342	8,082
流动负债	4,745	4,306	4,476	4,897	5,130
短期借款	1,310	837	763	652	343
应付及预收	3,071	3,195	3,385	3,856	4,372
其他流动负债	364	275	328	388	415
非流动负债	124	77	77	77	77
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	124	77	77	77	77
负债合计	4,869	4,383	4,553	4,974	5,207
股本	230	231	231	231	231
资本公积	622	630	630	630	630
留存收益	555	844	1,132	1,514	2,016
归属母公司股东权益	1,343	1,690	1,977	2,359	2,861
少数股东权益	0	2	5	9	14
负债和股东权益	6,212	6,075	6,536	7,342	8,082

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,748	10,507	11,592	13,243	14,936
营业成本	9,507	9,275	10,208	11,577	12,994
营业税金及附加	53	8	41	40	36
销售费用	367	449	447	510	596
管理费用	152	176	173	202	234
研发费用	274	260	255	319	353
财务费用	66	61	35	31	22
资产减值损失	-119	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-67	-21	-33	-49	-42
营业利润	144	245	357	472	622
营业外收支	-5	-6	-5	-5	-5
利润总额	139	239	352	467	617
所得税	22	44	61	81	110
净利润	116	195	291	386	507
少数股东损益	-12	2	3	4	5
归属母公司净利润	128	192	288	382	502
EBITDA	414	357	474	599	727
EPS (元)	0.56	0.83	1.24	1.65	2.17

现金流量表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-451	780	85	155	337
净利润	116	195	291	386	507
折旧摊销	19	18	6	5	5
营运资金变动	-821	413	-290	-324	-247
其它	236	153	79	89	73
投资活动现金流	-46	-139	-44	-59	-53
资本支出	-19	-34	-11	-10	-10
投资变动	-26	-108	0	0	0
其他	0	3	-33	-49	-42
筹资活动现金流	433	-666	-113	-146	-334
银行借款	1,867	1,113	-73	-111	-310
股权融资	65	9	0	0	0
其他	-1,499	-1,787	-40	-35	-25
现金净增加额	-59	-22	-72	-50	-50
期初现金余额	399	340	372	300	250
期末现金余额	340	318	300	250	200

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	30.8	-2.2	10.3	14.2	12.8
营业利润增长	-4.7	70.8	45.3	32.4	31.7
归母净利润增长	1.3	49.7	49.7	32.8	31.4
获利能力					
毛利率	11.5	11.7	11.9	12.6	13.0
净利率	1.1	1.9	2.5	2.9	3.4
ROE	9.6	11.4	14.5	16.2	17.5
ROIC	12.5	10.9	14.1	16.3	18.5
偿债能力					
资产负债率	78.4	72.1	69.7	67.7	64.4
净负债比率	362.6	259.1	229.7	210.0	181.1
流动比率	1.23	1.29	1.35	1.40	1.48
速动比率	1.13	1.14	1.22	1.26	1.32
营运能力					
总资产周转率	1.73	1.73	1.77	1.80	1.85
应收账款周转率	2.55	2.38	2.51	2.48	2.46
存货周转率	49.83	32.16	47.75	42.01	39.99
每股指标 (元)					
每股收益	0.56	0.83	1.24	1.65	2.17
每股经营现金流	-1.96	3.37	0.37	0.67	1.46
每股净资产	5.84	7.31	8.56	10.21	12.38
估值比率					
P/E	24.86	23.26	24.77	18.65	14.19
P/B	2.38	2.65	3.60	3.02	2.49
EV/EBITDA	9.92	13.81	16.00	12.56	9.99

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，带领团队荣获2019年新财富传播与文化行业第一名。

朱可夫：资深分析师，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。

徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

叶敏婷：高级分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

吴 桐：研究助理，武汉大学金融学硕士，2018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。

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	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。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。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，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认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。