



成长路径清晰, 具有独特互联网技术优势

——华扬联众（603825）事件点评

2019年03月12日

强烈推荐/上调

华扬联众 事件点评

事件：

2019年3月11日，公司股票收盘价16.65元，大涨6.05%。

主要观点：

1. 互联网广告市场空间大，公司市占率持续提升可期。

根据艾瑞统计，2017年中国网络广告规模预计超过3800亿元，公司2018年前三季度收入规模75亿元，市场占有率较低。公司客户主要来自汽车、快速消费品、电子商务、IT及通信等行业。随着广告主在互联网渠道投放预算持续提升，公司广告代理业务将受益于此趋势，收入规模持续增长。

2. 互联网技术行业领先，构建公司核心竞争力。

与传统广告行业相比，互联网广告具有技术升级路径。掌握数字信息技术已成为互联网营销行业竞争制胜的决定性因素之一。2014-2017年，公司研发投入由0.75亿元增长至2.25亿元，设立互动创意实验室、数字营销研究院和北美硅谷技术研发实验室，目前公司在互联网技术领域已经具有一定竞争优势。

3. 商业模式稳健，对标电通集团和WPP集团。

公司作为互联网广告提供商，连接广告主与互联网媒体。公司站在广告主一侧，为广告主提供高效的营销服务。公司客户主要为直客，并与客户保持长期稳定合作关系，减少客户搜寻成本。公司商业模式可以对标海外电通集团和WPP集团，未来公司发展潜力巨大。

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

石伟晶

010-66554067

shi_wj@dxzq.net.cn

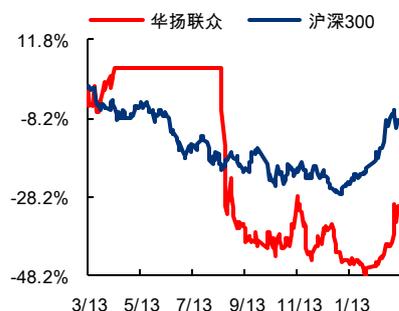
执业证书编号：

S1480518080001

交易数据

52周股价区间(元)	16.65-34.79
总市值(亿元)	38.31
流通市值(亿元)	15.38
总股本/流通A股(万股)	23010/9239
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.99

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《华扬联众深度报告：数字营销龙头瞄准户外广告市场，打造生活圈媒体“小分众”》2018-08-24

盈利预测及评级:

我们预计 2018-2020 年公司净利润分别为 1.90 亿元、2.70 亿元、3.75 亿元, 对应 PE 分别为 20X、14X、10X。基于公司处于快速成长期, 我们给予公司 2019 年 30 倍 PE 估值, 对应目标价 35.22 元, 给予“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	3524	4389	5249	5192	6498	营业收入	6639	8216	10493	13437	17239
货币资金	360	422	539	1617	1806	营业成本	5846	7295	9346	12009	15467
应收账款	2763	3142	4013	2577	3306	营业税金及附加	26	40	52	50	50
其他应收款	65	70	89	114	146	营业费用	476	529	658	825	1012
预付款项	245	267	454	694	1004	管理费用	88	128	142	171	208
存货	0	98	126	161	208	财务费用	37	41	49	55	61
其他流动资产	3	10	28	28	28	资产减值损失	42.20	28.20	18.00	16.00	15.00
非流动资产合计	400	374	248	243	236	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	46	73	73	73	73	投资净收益	2.09	-2.74	0.00	5.00	8.00
固定资产	37	32	30	42	71	营业利润	125	151	227	316	433
无形资产	13	12	11	10	8	营业外收入	4.93	1.50	5.00	10.00	16.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.83	2.15	0.00	0.00	0.00
资产总计	3924	4763	5497	5435	6734	利润总额	126	150	232	326	449
流动负债合计	3264	3543	4020	3707	4657	所得税	26	26	42	55	74
短期借款	1007	952	1045	0	0	净利润	101	124	190	270	375
应付账款	1974	2177	2561	3290	4238	少数股东损益	-2	-3	0	0	0
预收款项	58	208	209	211	214	归属母公司净利润	103	127	190	270	375
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	180	211	279	376	502
非流动负债合计	6	0	56	56	56	EPS (元)	0.86	0.93	0.83	1.17	1.63
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	3270	3543	4077	3763	4713	成长能力					
少数股东权益	15	13	13	13	13	营业收入增长	28.14%	23.77%	27.71%	28.05%	28.30%
实收资本(或股	120	160	230	230	230	营业利润增长	27.98%	20.42%	50.58%	39.01%	37.25%
资本公积	113	599	599	599	599	归属于母公司净利润	31.76%	23.41%	50.03%	42.21%	38.78%
未分配利润	326	409	548	745	1019	获利能力					
归属母公司股东	638	1207	1474	1726	2075	毛利率(%)	11.94%	11.22%	10.93%	10.62%	10.28%
负债和所有者权	3924	4763	5564	5502	6801	净利率(%)	1.51%	1.51%	1.81%	2.01%	2.18%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
经营活动现金流	-175	-280	-131	2208	283	偿债能力					
净利润	101	124	190	270	375	资产负债率(%)	83%	74%	73%	68%	69%
折旧摊销	18	19	0	5	7	流动比率	1.08	1.24	1.31	1.40	1.40
财务费用	37	41	49	55	61	速动比率	1.08	1.21	1.27	1.36	1.35
应收账款减少	0	0	-871	1436	-729	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1	2	2	总资产周转率	1.97	1.89	2.03	2.43	2.80
投资活动现金流	-106	-51	138	-11	-7	应收账款周转率	3	3	3	4	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.77	3.96	4.43	4.59	4.58
长期股权投资减	0	0	152	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	-3	0	5	8	每股收益(最新摊薄)	0.86	0.93	0.83	1.17	1.63
筹资活动现金流	409	456	110	-1119	-87	每股净现金流(最新	1.06	0.78	0.51	4.69	0.82
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.32	7.54	6.41	7.50	9.02
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	40	70	0	0	P/E	19.36	17.90	20.15	14.17	10.21
资本公积增加	-1	486	0	0	0	P/B	3.13	2.21	2.60	2.22	1.85
现金净增加额	127	125	117	1078	189	EV/EBITDA	14.67	15.14	15.55	5.89	4.04

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

首席行业研究员，2007年加入东兴证券研究所。曾获得2015年卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

石伟晶

上海交通大学工学硕士。曾任华创证券、安信证券传媒互联网行业分析师，2018年加入东兴证券。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。