

中航证券研究所
 分析师: 裴伊凡
 证券执业证书号: S0640516120002
 电话: 010-59562517
 邮箱: peiyf@avicsec.com

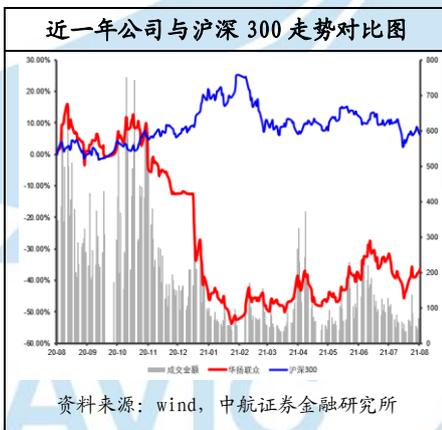
华扬联众 (603825.SH) 深度报告: “新营销+新零售”共振, 换挡疾行迎高增长!

行业分类: 社会服务

2021年08月13日

公司投资评级	买入
当前股价 (21.08.12)	17.27

基础数据 (21.08.12)	
总市值 (亿元)	39.48
流通市值 (亿元)	19.44
总股本 (亿股)	2.29
流通 A 股 (亿股)	2.26
12 个月价格区间 (元)	12.7/34.15
近三个月换手率	169.04%
PE (TTM)	18.64



华扬联众数字技术股份有限公司(以下简称华扬联众)成立于1994年,总部位于北京,具备丰富互联网营销经验,供应商覆盖各大互联网渠道,深耕数字营销领域。公司是以驱动增长为核心、整合全渠道营销的全域营销公司,旗下整合了信息技术营销服务、新零售、综合性内容创造三大优势业务板块,形成了高效联动、以商业数据赋能全渠道营销的闭环,助力商业伙伴在快速变化竞争环境中实现价值最大化。

- **科技创新赋能,定位全链路品牌营销服务商。**公司围绕品牌客户需求提供全案服务解决方案,深入了解客户业务与品牌发展战略,以技术和数据赋能驱动品牌服务全链路。业务包括信息技术营销服务、媒体渠道数据平台、文化传媒 IP 内容三大优势板块,公司拥有一体领先于行业的创新营销模式及全域资源整合能力。
- **沉淀资源优势凸显,重新定义营销新生态。客户资源:**客户主要为业内知名的龙头企业,实力较强,对互联网广告的行业价值认识充分,广告投放需求较强,持续性高,坏账可能性低且受经济下行影响较小。**数据资源:**公司每年为客户策划和执行大量的营销活动,多年来积累了丰富的消费者特征、行为和反馈数据,每日可分析大量的互联网用户的行为数据;**媒体渠道资源:**公司深耕品牌营销十余年,与业内媒体的良好合作基础,也是抖音、快手等知名短视频平台的长期合作伙伴,签约阿里妈妈超级营销伙伴,共同拓展营销边界,创造更多新可能。
- **未来业务亮点:新零售助推高成长,业务升维拓边界。**
 - **加码电商代运营业务,提升毛利率水平。**首次,随着电商行业的日益成熟,叠加疫情对线下商业的冲击,品牌商需要向精细化运营线上渠道、通过线上进行品牌建设和赋能的需求旺盛,我们看好电商代运营行业的高景气度;其次,电商代运营所处的产业链环节能享受更高的毛利率,可以进一步打开盈利空间;
 - **与海南旅投战略合作,强势入局免税业务。**海旅免税、华扬联众、乐弘益(上海)强强联合,成立海南乐购仕供应链管理有限公司,借助华扬联众在互联网、电商领域深耕多年的丰富经验和资源技术优势,在免税商品进口、分销和零售业务的同时,助力海南旅投全面布局线上免税服务体系,为消费者提供“线下+线上”的精准服务。免税业务毛利率高,有望打开新的业绩增长点。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址:北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

■ 投资建议

- 1) **科技赋能全域营销, 提供优质新零售解决方案。**公司开发全新的工具“麦哲伦”, 致力于将数据和营销去中心化, 重塑一套全新的轻量化营销链; 通过大数据合作, 更准确的根据广告媒体行业的趋势变化, 得出符合当下的投放方法和投放模型, 以科技创新赋能整个营销链路, 打造新营销场景。
- 2) **品牌运营业务初见成效, 转型 2C 业务加大业绩弹性。**品牌运营环节毛利丰厚, 主要成本为运营店铺的人力、仓配成本, 相比华扬联众的原买断式销售业务, 不仅可以减少更多的应收账款, 大大提升资金利用效率, 还能将利润空间放大到零售价与出厂价之差, 扩大了公司在产业链中可享受的利润空间, 从而有效提升公司整体的盈利水平。
- 3) **开展线上免税服务, 强势打开新的增长极。**与海南旅投战略合作, 公司发挥资源优势完善免税商品进口、分销和零售业务的同时, 助力海南旅投全面布局线上免税服务体系, 优化体验, 为消费者提供“线下+线上”的精准服务, 围绕其全新的决策模式, 重构产品研发思路与场景建构, 打开业绩成长边界。

我们预计 2021-2023 年公司收入为 116.97 亿元、142.31 亿元、165.13 亿元, 归母净利润为 2.68 亿元、5.19 亿元、6.76 亿元, EPS 为 1.17 元/股、2.27 元/股、2.96 元/股, 对应 PE 分别为 15X、8X、6X。首次覆盖, 给与“买入”评级。

■ 风险提示

新产品研发不如预期; 代运营&免税行业市场竞争加剧; 新业务领域拓展受阻

■ 盈利预测

单位/百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10506.79	9143.77	11696.71	14231.38	16512.67
增长率 (%)	-2.24%	-12.97%	27.92%	21.67%	16.03%
归属母公司股东净利润	192.16	209.54	268.24	518.68	676.32
增长率 (%)	49.71%	9.04%	28.01%	93.37%	30.39%
每股收益 EPS (元)	0.850	0.930	1.173	2.269	2.958
销售毛利率 (%)	11.72%	12.96%	14.59%	16.22%	17.01%
PE	20.55	18.84	14.72	7.61	5.84

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

目录

一、公司简介：国内领先的数字营销企业，业务拥抱新的增长极.....	5
1.1 历史沿革：深耕数字营销十余载，数据驱动赋能新零售.....	5
1.2 公司治理：股权结构简单明晰，丰富互联网资源加持.....	5
1.3 主营业务：科技创新赋能，定位全链路品牌营销服务商.....	6
1.4 财务情况：营收结构优化，毛利企稳，21Q1 经营活动现金流改善.....	9
二、行业分析：社交媒体重构营销格局，电商代运营市场增长快.....	12
2.1 品牌营销：乘风社交媒体，新媒体营销扶摇直上.....	12
2.2 品牌代运营：数据驱动新零售，整体营收结构不断优化.....	14
三、资源禀赋：资源沉淀优势凸显，重新定义营销新生态.....	17
3.1 营销资源沉淀：“客户+数据+媒体”三轮驱动，构筑高护城河.....	17
3.2 技术创新变革：重视研发投入，定增加码新零售.....	20
3.3 海外布局优势：全球服务网络，资源协同并进.....	24
四、未来看点：新零售助推高成长，业务升维拓边界.....	25
4.1 业务结构优化：发力高毛利率代运营业务，改善公司盈利能力.....	25
4.2 新增免税业务：携手海南旅投和腾讯 AMS，打造第二条增长曲线.....	27
五、投资建议.....	28
六、风险提示.....	28

图表目录

图表 1 华扬联众发展历程	5
图表 2 华扬联众股权结构	6
图表 3 华扬联众的上下游产业链布局	6
图表 4 2018-2020 公司按产品分类营业收入（亿元）	7
图表 5 2018-2020 公司按产品分类营业收入占比（%）	7
图表 6 2018-2020 公司品牌运营服务按模式分类营业收入（亿元）	8
图表 7 2018-2020 公司品牌运营服务按模式分类营业收入占比（%）	8
图表 8 《人生一串》在哔哩哔哩的评分情况	9
图表 9 2016-2021Q1 华扬联众营业收入及同比增速	10
图表 10 2016-2021Q1 华扬联众归母净利及同比增速	10
图表 11 2018-2021 华扬联众经营活动现金流净额变化（亿元）	10
图表 12 2016-2021Q1 华扬联众毛利率变化（%）	11
图表 13 2016-2020 年华扬联众费用情况	12
图表 14 2018-2020 年华扬联众费用率情况	12
图表 15 传统营销路径 VS 新媒体营销路径	13
图表 16 社交电商生态下的消费者购买链路	13
图表 17 2016-2020 年中国社会商品零售总额及网上零售额	14
图表 18 2016-2020 中国网民及移动网民规模与渗透率	14
图表 19 电商模式的演进	15
图表 20 2014-2021 年中国品牌电商服务市场交易规模	16
图表 21 品牌代运营模式图示	17
图表 22 2018-2020 年公司品牌营销服务按行业分类营业收入（亿元）	18
图表 23 2018-2020 年公司品牌营销服务按行业分类营业收入占比（%）	18
图表 24 华扬联众的客户资源	19
图表 25 华扬联众的营销案例	20
图表 26 2018-2021Q1 华扬联众与可对品牌营销公司的研发费用率比较	20
图表 27 华扬联众的研发中心搭建	21
图表 28 华扬联众的技术产品列表	22
图表 29 华扬联众的数据平台列表	22
图表 30 华扬联众本次非公开发行股票募集资金使用计划	23
图表 31 华扬联众的全球业务分布	24
图表 32 华扬联众的海外分公司及业务	25
图表 33 华扬联众与同行业可比营销公司毛利率对比	27
图表 34 公司财务报表预测	30

一、公司简介：国内领先的数字营销企业，业务拥抱新的增长极

1.1 历史沿革：深耕数字营销十余载，数据驱动赋能新零售

华扬联众数字技术股份有限公司（以下简称华扬联众）成立于1994年，总部位于北京，具备丰富互联网营销经验，供应商覆盖各大互联网渠道，深耕数字营销领域。

公司是以驱动增长为核心、整合全渠道营销的全域营销公司，旗下整合了信息技术营销服务、新零售、综合性内容创造三大优势业务板块，形成了高效联动、以商业数据赋能全渠道营销的闭环，助力商业伙伴在快速变化竞争环境中实现价值最大化。

图表 1 华扬联众发展历程



资料来源：公司招股说明书，年报，中航证券研究所

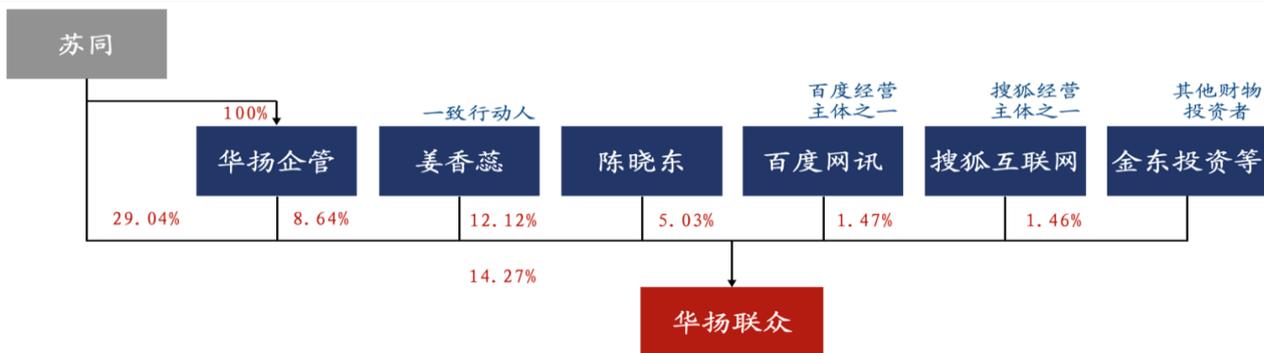
1.2 公司治理：股权结构简单明晰，丰富互联网资源加持

截至2021年8月11日，公司控股股东、实际控制人为苏同先生，直接持有公司29.04%股份，通过华扬企管间接持有公司8.64%股份，合计控制公司37.68%的股权；其母亲姜香蕊直接持有公司12.12%股份，与其为一直行动人，二人共持有公司49.8%股份。

百度、搜狐入股，有助于公司获得优质的互联网媒体资源。截至

目前，这两家互联网巨头通过经营实体各持有公司 1.47%，1.46%的股份，既是公司股东也是重要媒体资源采购方，资源协同优势凸显。

图表 2 华扬联众股权结构



资料来源: wind, 中航证券研究所

1.3 主营业务: 科技创新赋能, 定位全链路品牌营销服务商

公司围绕品牌客户需求提供全案服务解决方案, 深入了解客户业务与品牌发展战略, 以技术和数据赋能驱动品牌服务全链路, 为品牌主提供品牌营销、品牌代运营、品牌内容、品牌技术、品牌传播等全案服务内容。

图表 3 华扬联众的上下游产业链布局



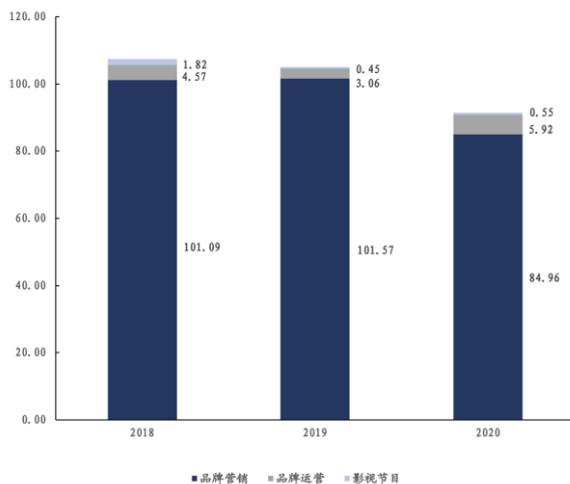
资料来源：公司公告，公司官网，中航证券研究所整理

分产品来看，2019 年年报公司更新了主营业务统计口径，从原来的互联网广告服务、买断式销售代理和影视节目更新为品牌营销、品牌代运营和影视节目，经营模式为品牌营销服务和品牌运营服务为主。

i. **品牌营销服务**：向品牌提供全域整合营销服务，按照统一的营销目标，系统化把各种独立营销方式综合在一起，可以按照不同客户的不同需求，单独或者系统性提供部分或者全链路营销方式，包括但不限于：品牌咨询、策略策划、内容制作、全域媒体投放、IP 内容合作、公关服务、社交媒体运营、程序化购买和监测分析等技术性支持、销售推广、会员服务等。

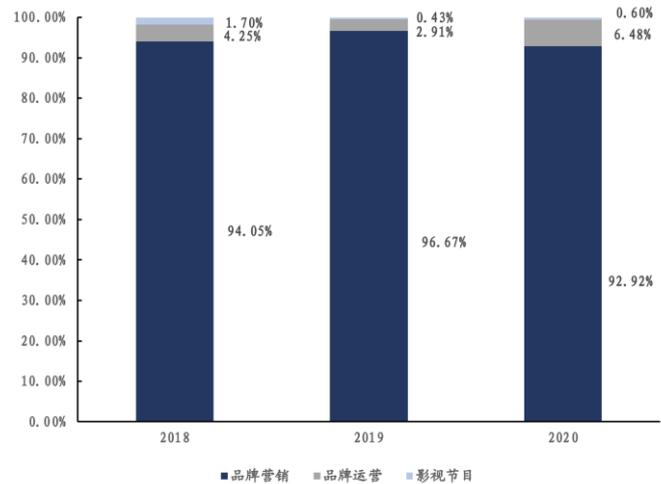
ii. **品牌运营服务**：通过供应链+品牌代运营，合作双方优势互补，由公司品牌创意策划、包装设计、营销策划、新渠道销售及品牌代运营等营销服务；品牌方提供仓储物流及售后等服务，合力打造线上销售渠道，同时结合网红营销、内容营销等营销热点，快速提升相关业务规模。

图表 4 2018-2020 公司按产品分类营业收入 (亿元)



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 5 2018-2020 公司按产品分类营业收入占比 (%)



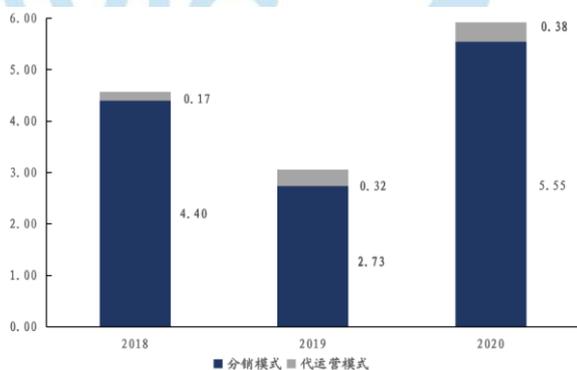
资料来源：wind，中航证券研究所

疫情导致传统品牌营销业务下滑，新型营销业务初见成效。2020年，品牌营销、品牌代运营和影视节目业务营收分别占公司总营收的92.92%、6.48%和0.60%。其中，品牌营销营业收入较前一年下降16.35%，主要品牌客户受疫情影响缩减营销预算所致。其中，自2019年起，美妆日化营业收入占比快速增加，主要是由于行业新品牌的崛起势如破竹，受众以Z世代年轻消费群体为主，适合新型网络营销模式，且销售转化率高，品牌推广需求大。

缩减买断式销售代理业务，大力发展品牌代运营业务。2018年起主营业务、产品结构调整所致，2019年缩减原买断式销售代理业务规模，分销模式营业收入及占比大幅下降，同时通过供应链+品牌代运营大力发展品牌代运营模式业务。2019年初，公司依托海外分公司推荐的某韩国美妆和某日本小家电品牌，试水品牌代运营业务，双方优势互补，仅用半年左右时间即实现此项业务营业收入超过千万元，创造净利润数百万元，创造品牌价值，实现“品效合一”。

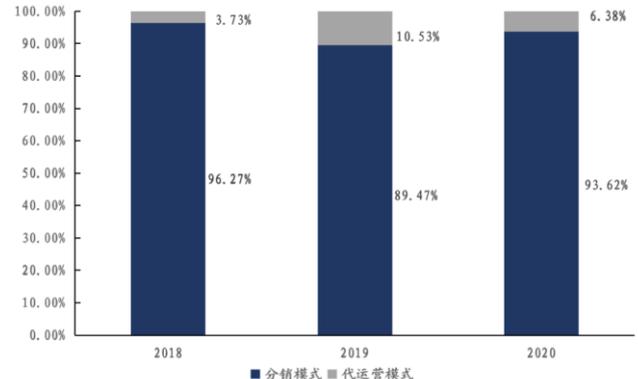
2020年，公司扩展了汽车新零售等运营品类，在分销模式下通过创意内容营销和数字营销技术的双驱动，汽车新零售业务快速发展，实现单月在线销售超过400辆、销售金额迅速突破3亿元的好成绩，突破了传统的零售模式，带来新的盈利增长点。

图表 6 2018-2020 公司品牌运营服务按模式分类营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 7 2018-2020 公司品牌运营服务按模式分类营业收入占比 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

影视内容业务受行业波动有一定影响。2019 年影视节目营业收入下降,主要是由于 2019 年影视寒冬,公司缩减项目制作规模所致,2020 年影视节目营业收入回升同比增长 15.69%,主要系公司之前筹备的《白云之下》、《金众奖》、《我的情敌是自己》等影视活动等项目上线运营,仍实现收入 5528 万元,同比增长 23.74%。

同时,公司旗下旗帜传媒与 bilibili 联合出品大获好评的美食纪录片《人生一串》,第二季 bilibili 播放量 1.1 亿,在 2019 年广州国际纪录片节荣获最具商业价值纪录片品牌排行榜第一名,目前第三季的准备工作已经启动,前期的采线和调研工作正在陆续展开扩展需求。

图表 8 《人生一串》在哔哩哔哩的评分情况



资料来源:哔哩哔哩,中航证券研究所

1.4 财务情况: 营收结构优化, 毛利企稳, 21Q1 经营活动现金流改善

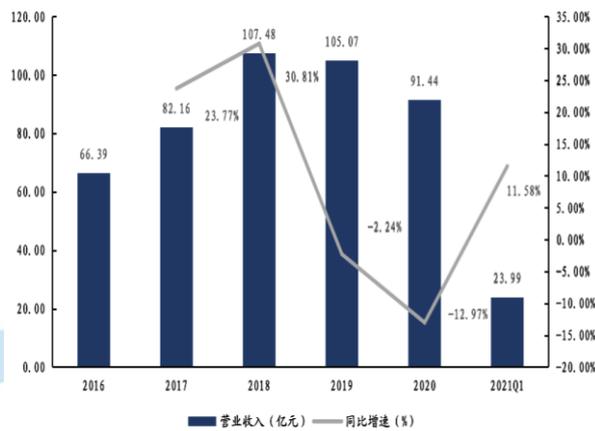
2018-2020 年公司分别实现营收 107.48 亿元 (YOY+30.81%)、105.07 亿元 (YOY-2.24%)、91.44 亿元 (YOY-12.97%), 归母净利润分别为 1.28 亿元 (YoY+1.30%)、1.92 亿元 (+49.71%)、2.10 亿元 (YoY+9.04%), 2021 Q1, 公司实现营收 23.99 亿元, 同比增长 11.58%; 归母净利润 0.15 亿元, 同比增长 17.64%, 已恢复正增长, 且增速较快。

2019 年营业收入小幅下降,但归母净利润大幅上升,主要原因是

公司缩减利润率较低的买断式代理业务和正处于行业寒冬的影视节目项目制作规模；转而大力发展高毛利率的品牌代运营模式业务。

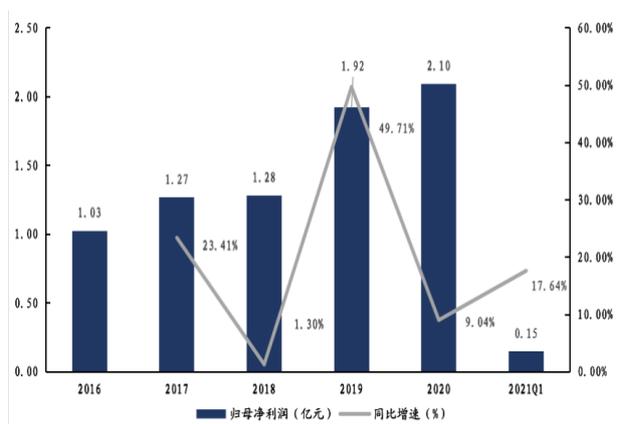
2020 年营业收入和归母净利润同时下降主要系受疫情影响，更多品牌转向线上销售需求，公司加码的新零售业务快速逐步成长。

图表 9 2016-2021Q1 华扬联众营业收入及同比增速



资料来源: wind, 中航证券研究所

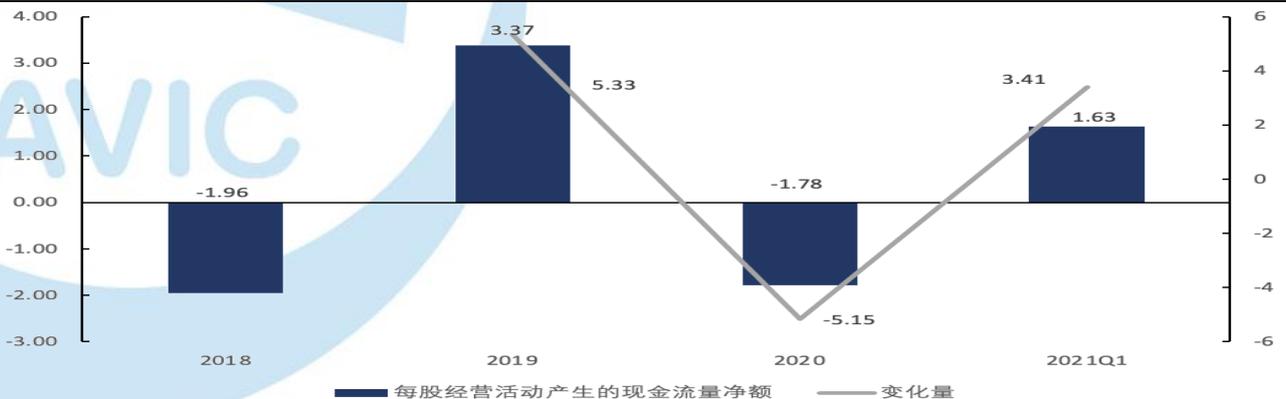
图表 10 2016-2021Q1 华扬联众归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 中航证券研究所

2020 年回款一定程度受疫情影响，导致经营性现金流为负；2021Q1 经营性现金流 3.74 亿元，同比大幅转正，体现了公司较强的现金回款能力。

图表 11 2018-2021 华扬联众经营活动现金流净额变化 (亿元)



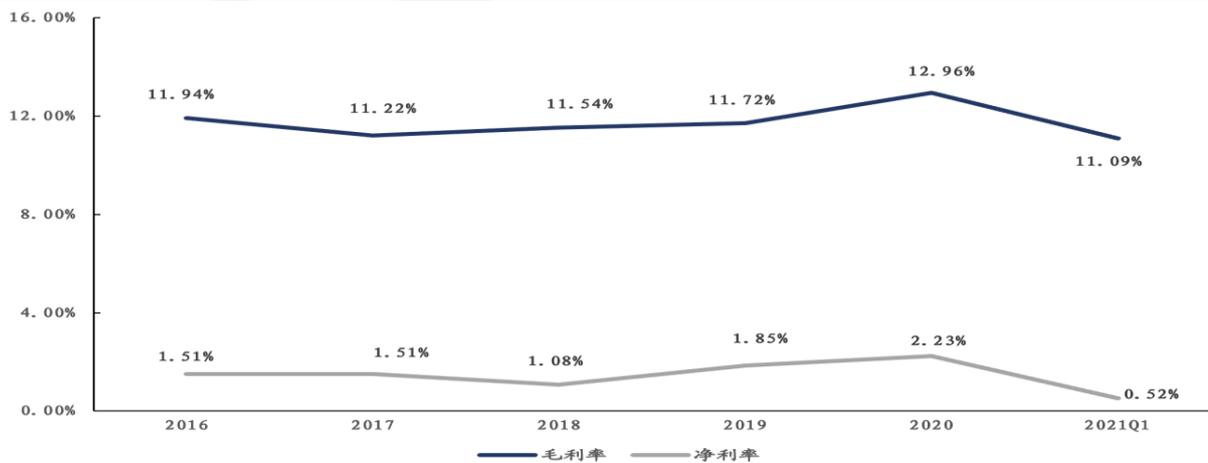
资料来源: wind, 中航证券研究所整理

毛利率企稳，盈利能力改善。近年来，在整体互联网广告行业毛

利率下滑的背景下，公司利用其规模优势、资金优势以及技术优势，有效地降费增效，并通过创新业务的拓展使得毛利率稳定，体现了公司的龙头地位和抗风险能力。

2020 年整体毛利率 12.96%，其中品牌营销毛利率 13.41%，同比增长 1.66pcts；品牌运营毛利率 5.80%，同比下降 6.08pcts，主要系公司在原有的运营业务基础上继续扩展了汽车新零售等运营品类所致；影视制作毛利率 20.04%，同比增长 15.68pcts，主要系影视节目项目制作收缩后前期已筹备的影视活动项目上线运营所致。随着品牌运营服务产业链的完善和新零售业务的拓展，公司的毛利率有望进一步提高。

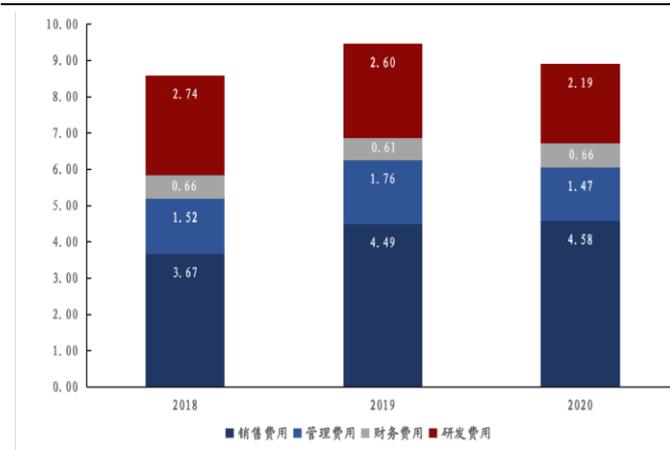
图表 12 2016-2021Q1 华扬联众毛利率变化 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

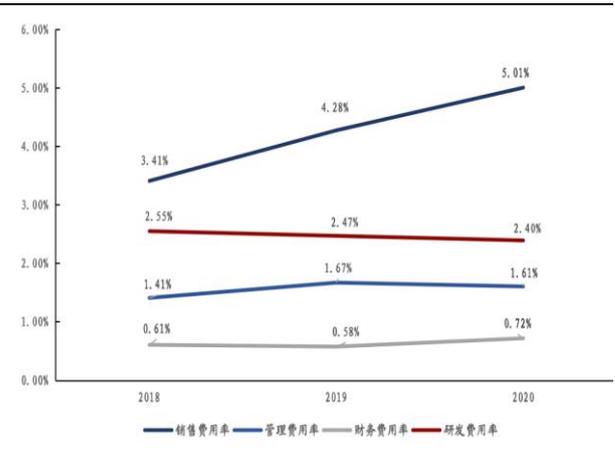
业务结构不断优化，有望降低费用支出。公司的销售费率及费用率不断上升，主要是近两年产遍结构调整、新零售业务开拓所致；管理费用及费用率在 2019 年短暂上升而后下降主要是因为 2019 年公司的新海外分公司开设，上升幅度较小也说明公司具有较好的费用控制能力；公司重视技术创新，研发费用较高，随着技术产品研发和技术平台搭建的逐步完善，研发费用有望降低。

图表 13 2016-2020 年华扬联众费用情况（亿元）



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 14 2018-2020 年华扬联众费用率情况



资料来源：wind，中航证券研究所

二、行业分析：社交媒体重构营销格局，电商代运营市场增长快

2.1 品牌营销：乘风社交媒体，新媒体营销扶摇直上

“去中心化”流量背景下，新媒体营销大势所趋。在品牌主广告投入力度有所减弱的情况下，品牌主对“品效合一”的营销效果更为看重，既要看到品牌声量的提升，又要看到销量的增长，新型社交营销广告比传统广告 ROI 高。

新型社交媒体流量呈现爆发式增长，成为品牌主不容忽视的营销阵地。商家通过在微博、微信公众号、小红书、抖音、知乎等新兴媒体上凭借 KOL 种草、公众号文章、网络直播、短视频等各类方式进行产品内容营销推广，依托社交平台或电商平台的社交功能，将产品营销推广与分享、讨论、互动等社交元素相结合，使前者融合进入社交场景内，在此过程中，品牌推广、产品销售、客户沉淀一体化营销，多渠道、多层次覆盖目标消费者群体，实现“品效合一”，更好地塑造品牌形象的同时进一步提升销售转化率和用户粘性。

图表 15 传统营销路径 VS 新媒体营销路径



资料来源：中航证券研究所绘制

社交新零售：以优质内容为驱动，挖掘更多的消费潜能。以微博、微信、小红书、抖音为代表的社交媒体对消费者购物决策的影响也越来越大；社交电商以人为中心，是社交关系形成的电商形态，用户分享传播，形成口碑效应，从而激发消费需求。KOL、网红、博主等在社交媒体分享的“种草”内容，红人营销更容易激发粉丝受众的潜在非计划性购物需求；当代消费者购买链路：①引发兴趣--②触达渠道--③促进购买--④购买转化--⑤分享裂变。

图表 16 社交电商生态下的消费者购买链路



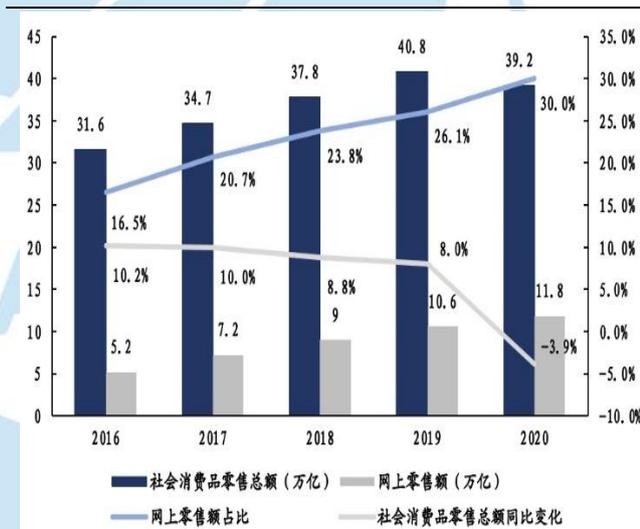
资料来源：中航证券研究所绘制

2.2 品牌代运营：数据驱动新零售，整体营收结构不断优化

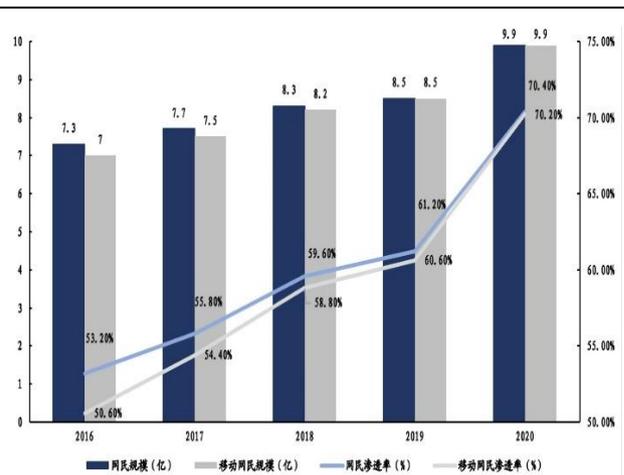
电商行业发展迅猛，电商代运营市场需求旺盛。近年来，电商行业凭借专业化、精细化服务，推进了消费者网络购物的习惯养成和意愿提升，网络购物已经成为我国居民的重要消费方式。根据国家统计局数据，2020年受疫情影响，社会消费品零售总额为39.2万亿，同比下滑3.9%。其中，网络零售依然保持稳健增长，在社会消费品零售总额中占比达30%。

疫情加速数字化转型，线上线下渠道进一步融合。依托大数据、云计算等新技术，数字化持续赋能零售业全渠道，线下渠道向智能化转型，线上渠道在便捷性及个性化推荐方面优势显著数字经济将在新经济业态下创造更多产能。疫情的爆发加速了线上对线下渠道的替代，品牌方数字化转型的需求迫切。

图表 17 2016-2020 年中国社会商品零售总额及网上零售额



图表 18 2016-2020 年中国网民及移动网民规模与渗透率



资料来源：国家统计局，艾瑞，中航证券研究所整理

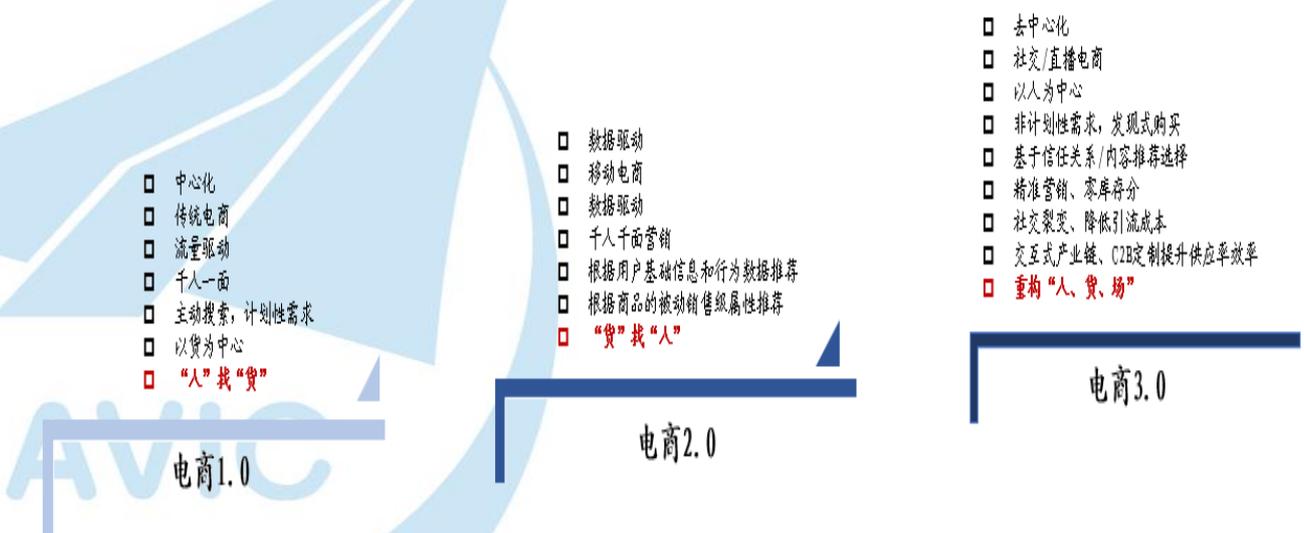
资料来源：国家统计局，艾瑞，中航证券研究所整理

- 电商 1.0：流量驱动的传统电商时代，顾客按照自己的计划

性需求进行主动搜索，即“人”找“货”，不同的人搜索同类商品得到相同的结果——“千人一面”；

- **电商 2.0:** 数据驱动的电商时代，根据商品的被动销售级属性为潜在消费者进行推荐，即“货”找“人”，根据用户的基础信息和历史行为有区别地推荐——“千人千面”；
- **电商 3.0:** 社交电商重构“人-货-场”，实现“品效合一”。
- ✓ **人:** 通过社交网络实现裂变式传播，人人参与，用户既是购买者也是推广者；
- ✓ **货:** 基于用户个体的去中心化传播网络，激活更多长尾商品的购买需求；
- ✓ **场:** 社交网络下从主动搜索式购物到非计划性发现式购物，降本增效，转化率高。

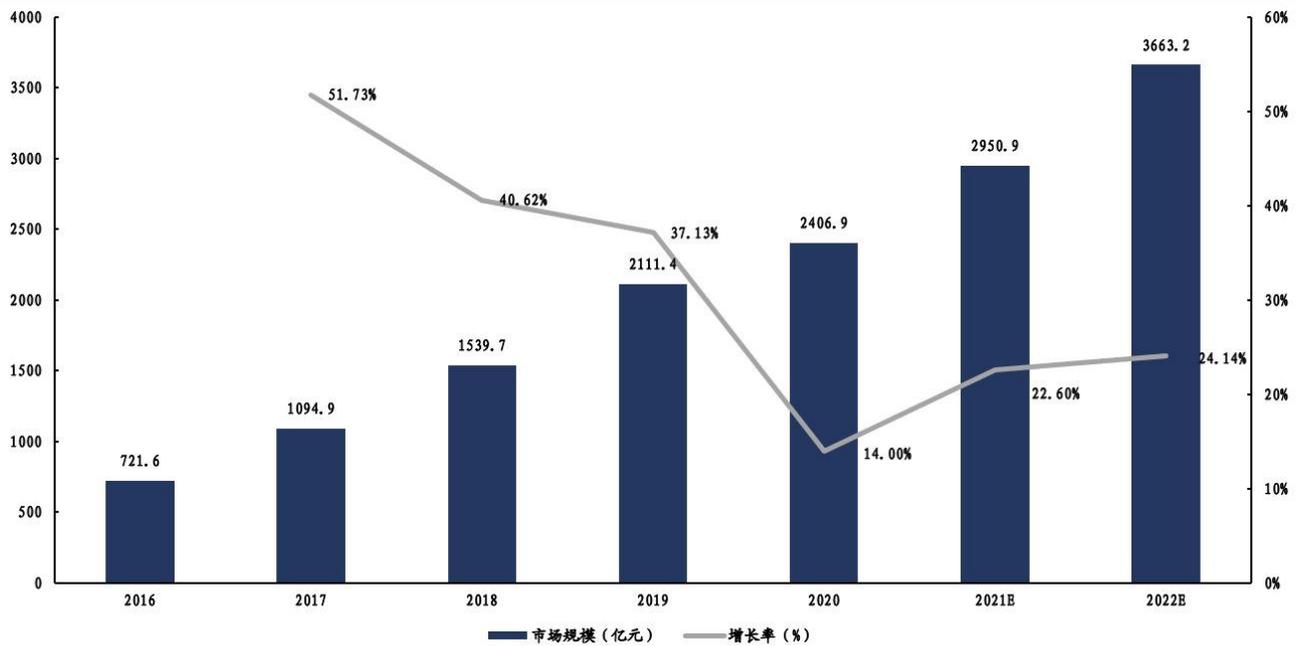
图表 19 电商模式的演进



资料来源：中航证券研究所

品牌电商服务市场: 近年来，代运营的发展抓住了电商崛起的机遇与红利，代运营市场开辟出了广阔利好的市场前景。根据艾媒数据显示，中国品牌电商服务商市场规模保持较快增长速度，在 2019 年已突破两千亿元，2021 年有望达到 2950.9 亿元。

图表 20 2014-2021 年中国品牌电商服务市场交易规模

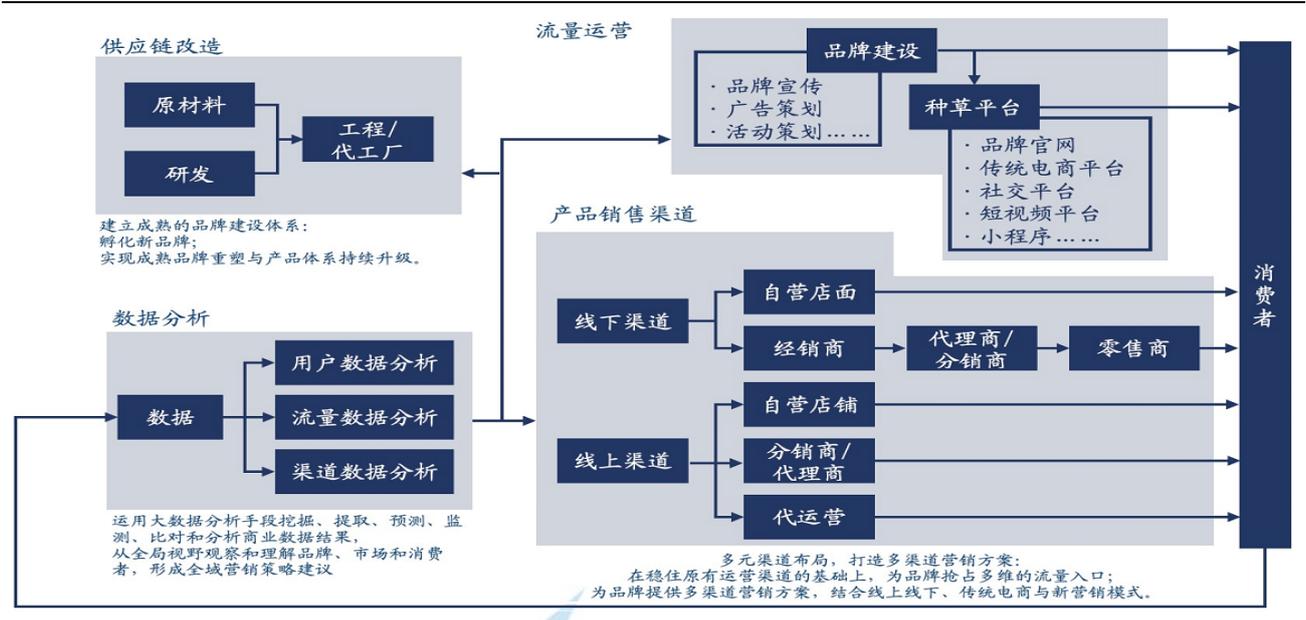


资料来源：艾媒，中航证券研究所整理

品牌电商服务商作为电商行业的重要组成部分，服务内容从单一的店铺运营、基础功能服务，逐渐延展到全链路、全流程的数字化服务。为了更好地应对消费人群分化、消费品类扩容、消费场景多元的零售生态新变化、新特征，品牌方对电商服务的需求旺盛，整体市场规模也有望继续扩大。

- ✓ **解决诉求 1—品牌建设：**帮助品牌商清晰定位消费者需求，不断增强用户粘性；
- ✓ **解决诉求 2—多元渠道布局：**帮助品牌商布局新兴渠道，卡位新的流量入口；
- ✓ **解决诉求 3—精细化运营：**帮助品牌商用大数据技术进行电商服务，更加精准触达用户，提升转化率。

图表 21 品牌代运营模式图示



资料来源：中航证券研究所整理

三、资源禀赋：资源沉淀优势凸显，重新定义营销新生态

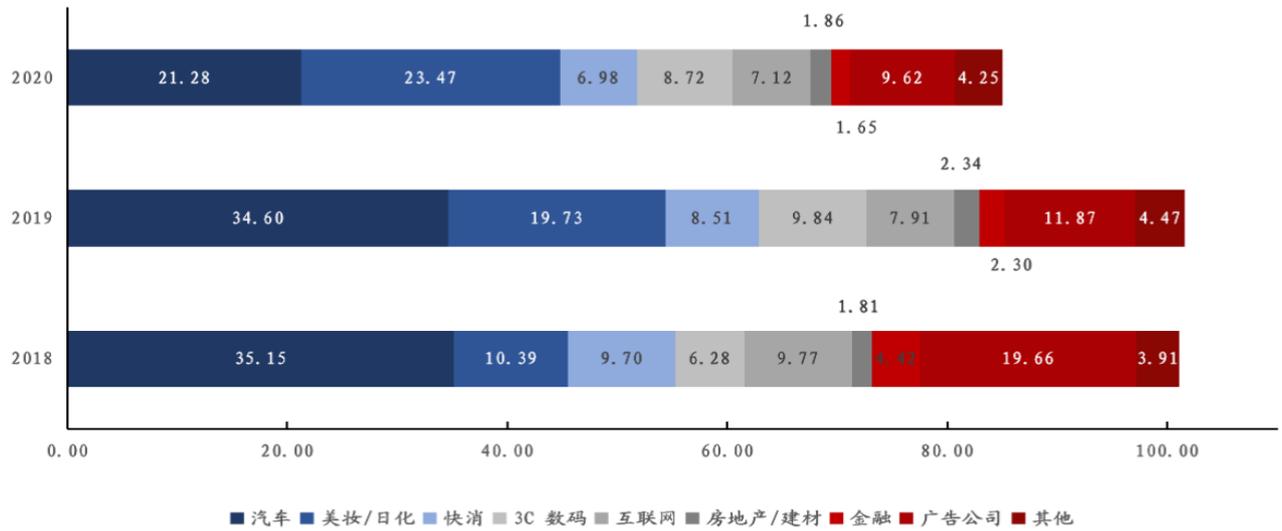
3.1 营销资源沉淀：“客户+数据+媒体”三轮驱动，构筑高护城河

客户资源：公司作为老牌营销企业，客户主要为业内知名的龙头企业，实力较强，对互联网广告的行业价值认识充分，广告投放需求较强，持续性高，坏账可能性低且受经济下行影响较小。

公司前五大客户保持稳定，且销售金额逐年上升，客户忠诚度高，是公司持续稳定发展的基石。2020年，前五名客户销售额44.40亿元，占年度销售总额48.55%，长期合作的客户包括有雅诗兰黛(上海)贸易有限公司、上海通用汽车销售有限公司、OPPO广东移动通信有限公司、东风日产汽车销售有限公司、北京京东世纪贸易有限公司等。

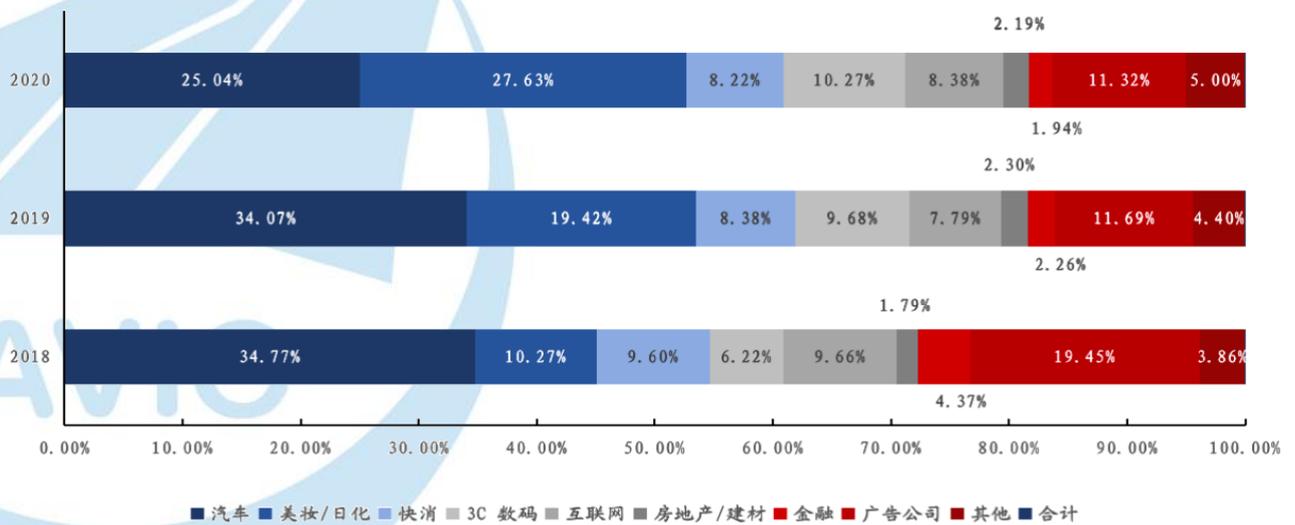
随着互联网广告市场规模逐渐扩大，优质客户资源储备为公司在新型互联网营销转型的业务发展奠定了良好的基础。未来，公司依托大数据等新技术，依托社交新媒体营销渠道，助力品牌主匹配合适的销售渠道，精准触达目标用户群体，打开新的增长曲线。

图表 22 2018-2020 年公司品牌营销服务按行业分类营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所整理

图表 23 2018-2020 年公司品牌营销服务按行业分类营业收入占比 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所整理

图表 24 华扬联众的客户资源

	BOBBI BROWN	百安居	Mercedes-Benz The best or nothing.	BUICK 心静 气定 智行千里	BOSCH 博世 科技成就生活之美	
妙脆角	中国银行 BANK OF CHINA	CLINIQUE 通过过敏性测试，百年之百不含香料。	Cadillac	CHRYSLER	雪佛兰 CHEVROLET	CHANDO 自然堂
DeLonghi Better Everyday	饿了么	ESTÉE LAUDER 雅诗兰黛	GALAXY MACAU 澳门银河	GODIVA	国泰君安证券 GUILTIAN JIAPAN SECURITIES	Häagen-Dazs 哈根达斯
	IKEA	Jurlique	jissBON 杰士邦	JD.COM 京东	Johnson & Johnson	

资料来源：公司官网，中航证券研究所

数据资源：公司每年为客户策划和执行大量的营销活动，多年来积累了丰富的消费者特征、行为和反馈数据，每日可分析大量的互联网用户的行为数据。通过技术系统自动化的数据积累，结合先进的技术分析能力，公司在数据资源方面已建立起一定的竞争优势。

媒体渠道资源：公司深耕品牌营销十余年，与业内媒体的良好合作基础，也是抖音、快手等知名短视频平台的长期合作伙伴。公司不断探索互联网行业发展的方向，从而可以形成行业内独有的媒体合作优势，积极参加平台方各类招商活动及服务商培训计划，紧贴平台电商生态红利，以蓝海品类为锚点，打磨垂直品类电商模式创造更大变现价值。

2021年7月29日，华扬联众签约阿里妈妈超级营销伙伴。通过阿里妈妈-UD全域数智营销的赋能，将使我们以效果为起点的营销思路得到更好的贯彻和实施，从而真正有的放矢地做到人群×产品的整合运营，最终帮助客户实现更快、更稳健的业务增长，在行业研究和方法论挖掘层面共研共创，共同拓展营销边界，创造更多新可能。

图表 25 华扬联众的营销案例

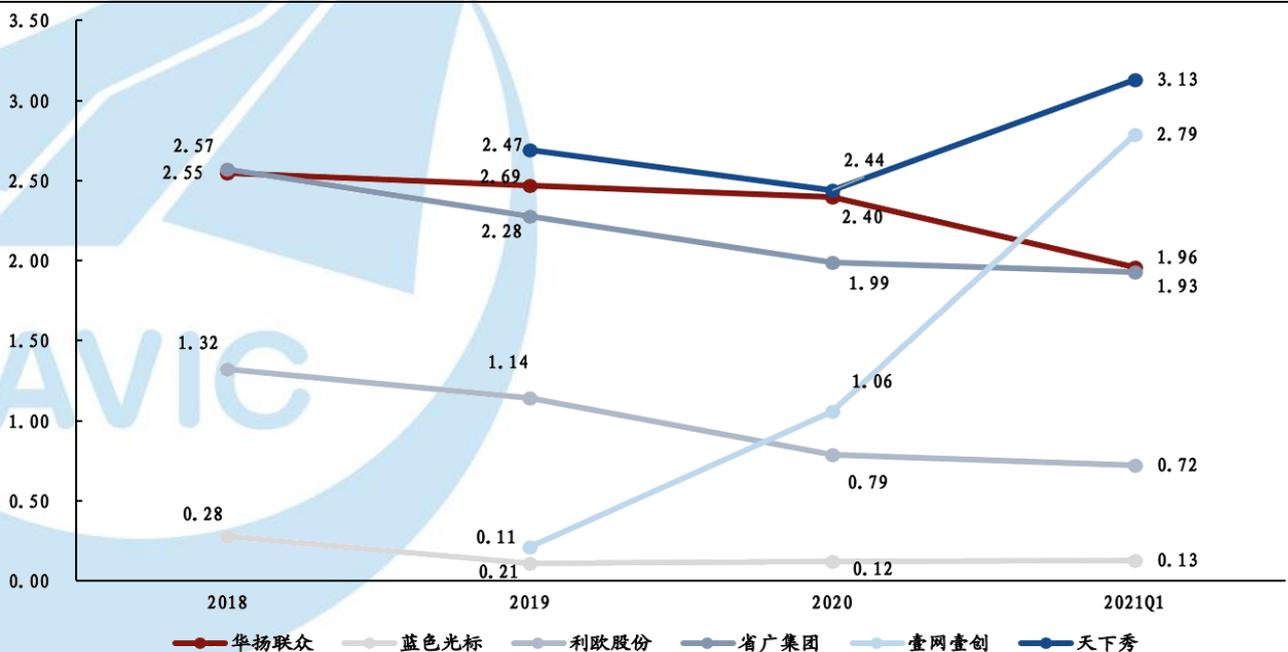
办公室	案例	平台
上海	肯德基“玩心宇宙游戏发布会”	B站直播
广州	宝洁旗下汰渍品牌X薇娅	淘宝直播
广州	卡姿兰X胡兵 宠粉节	微信小程序直播
深圳	OPPO X何运晨、李浩源 跨年	抖音直播

资料来源：公司公告，中航证券研究所

3.2 技术创新变革：重视研发投入，定增加码新零售

研发投入：公司与可比公司对比，研发费用率排名居上，表明公司对研发的重视，2018至2020年，公司研发费用分别为2.74亿元、2.60亿元、2.64亿元，研发费用率分别为2.55%、2.47%、2.40%。

图表 26 2018-2021Q1 华扬联众与可比品牌营销公司的研发费用率比较



资料来源：wind，中航证券研究所

公司不断投入人力、物力进行技术研发和产品开发，通过研发中

心、华扬亚互动创意实验室和数字营销研究院，对热门前沿数字技术和行业发展趋势开展深入研究，开发相应的技术产品，紧密跟踪全域营销热点和发展的趋势。

图表 27 华扬联众的研发中心搭建

北京研发中心	上海研发中心	西安研发中心
<ul style="list-style-type: none"> ➢北京是众多优质的互联网媒体及大、中型营销客户的聚集地，是公司业务发展的重点区域 ➢公司在北京设立的研发中心贴近业务前端，便于灵活了解客户的需求、洞察市场走向，将业务需求迅速转换为产品，使产品更贴近市场的需求 ➢北京研发中心主要开发和业务相关性较强、需要对业务有着理解深刻的产品或模块，如前段营销管理系统等 	<ul style="list-style-type: none"> ➢目前上海研发中心人员拥有丰富的 Web 开发实践，熟练掌握 JavaScript、PHP、Python、Java、C++ 等主流的前端和后端开发技术，专注对浏览器的兼容性处理，对高并发的后台服务建设也有丰富的经验，主要以魔图系统的开发为主 	<ul style="list-style-type: none"> ➢西安在技术人才供给和人力成本方面具备一定优势，特别在基础技术研发、大数据技术、算法建模等方面较强。公司西安研发中心的技术团队主要从事底层、后台的基础性开发优化工作，如精准投放系统内核研发等

资料来源：公司公告，中航证券研究所

公司打通优质媒体的渠道数据，破解媒体数据孤岛化的难题，在 5G 时代下探索物联网营销等新型营销业态。

- ✓ **通过大数据等技术手段做到投放优化管理：**全面的人群洞察和完整的人群画像，精准触达目标用户群体，提高营销精准度；
- ✓ **自主研发程序化购买平台和数据管理系统：**运用大数据分析手段挖掘、提取、预测、监测、比对和分析商业数据结果，匹配客户营销数据系统进行多维度数据分析、有效管理数据资产和分析报告进而引导后期策略规划调整，协助客户在各个营销活动中进行数据营销应用，助力提升营销效果。

图表 28 华扬联众的技术产品列表

技术产品		功能
HY-MADE	华扬营销数据分析引擎	在自有数据基础上，通过引入多家外部数据源（TALKINGDATA，极光数据），开发构建的多维度的营销数据分析云服务平台，提供从用户洞察、营销分析，到投放优化、精准触达的一站式服务；打通广告投放、效果监测、舆情分析等多数据源，实现数据的综合再利用，达到数据价值最大化。
HY-APA	华扬广告效果分析服务	先进的数据管理和可视化工具，准确高效的实现媒体投放数据回溯分析，指导媒体策略的产
HY-MIS	华扬媒体智能预算服务	专业的媒体资源规划系统，具备提供集洞察、分析、执行、监控为一体的智能化媒体资源管 控能力。
DCD	消费者价值运营管理工具	为企业主挖掘品牌潜力及创新机遇，实现高价值私域用户的有效增长，一经推出即得到众多品牌客户的青睐。
DataSay	线下零售数字化营销服务平台	基于线下消费者数据，实现线下商场、线下门店客流数字化；全面解析顾客构成，到场/到店行为以及消费特征；深度识别顾客价值，实现场景化精准营销和对应效果评估；优化招商和商户管理，辅助商户、门店运营和营销，助力线下新零售全面数字化运营。
FCM	社群裂变工具价值	以微信为媒介载体，让传播的内容以裂变的方式在用户间进行扩散传播的营销方式。帮助现有营销实现内容高度传播、精准识别用户，传播链路透明，降低获客成本，清晰的线索转化，实现精准拓客。
SOM	实时网络舆情洞察	根据关键词实时采集与分析目前主流媒体上的舆论信息，提供各媒体的声量、情感，热词词云，热门话题等分析维度，图表展示舆情分析和竞品对比的数据结果。主要覆盖主流论坛、门户网站、社交媒体、垂直媒体、短视频直播 APP 等。帮助品牌主了解当前网络舆情动态，分析与竞品之间的差距，提供有力的数据支持服务。
SCRM	基于微信的会员管理服务	基于微信平台提供基础的会员管理服务，搭建新型的企业与用户沟通桥梁，建立会员标签体系，提供基于标签体系的精准化营销服务，提升拓客能力和营销效果。
FlexBI	华扬自助式智能数据可视化管理与服务平台	通过灵活的数据交互和探索分析能力，全面满足各行业数据分析需求，提供无缝集成数据源管理、报表定制、数据可视化、快速搭建数据门户以及严密数据权限管控等功能，帮助用户挖掘数据的潜在价值，为商业决策保驾护航。
SSP	华扬媒体流量管理分发平台	具备多种媒体对接能力，和华扬魔图产品深度集成，可支持灵活的流量分发策略，提升公司在广告业务中媒体流量管控环节的能力。

资料来源：公司公告，中航证券研究所

图表 29 华扬联众的数据平台列表

数据平台		功能
麦哲伦” CVP	用户价值实现平台	针对品牌私域用户管理和运营的用户价值管理、交易平台。品牌主接入麦哲伦联盟平台后将通过统一、通用的积分兑换及优惠制度，激发品牌私域会员活性显著提升，从联盟平台内高效且高性价比地获取新客，提升品牌私域活跃度，强化品牌私域的运营效率和可持续性。
GRAPHY	多维数据分析平台 2.0	建立了数字营销领域中涉及各个实体(同类，异类)之间的关系，提供全量数据的统计和查询，支持建立新的关联分析模型。
MODEL-BUILDER	模型开发工具箱	在充分保护消费者数据隐私的情况下，实现数据隐私保护和模型性能的平衡，在大数据平台环境下进行数据处理，模型训练验证，模型 部署。
	无效流量分析系统	识别投放环境中大量的虚假无效流量 (IVT) 和反制虚假无效流量，为广告投放业务提供健康透明的环境，系统采用准实时方式，对业务系统无侵入的设计，通过日志监控，动态可疑名单热表，和可疑实体评分模型等多种方式对虚假无效流量进行积累、分析和侦测。
Dimension X	时空多维数据库	基于分形曲线原理，将高维数据 映射到一维空间，解决了多维数据无法高效索引的问题。目前已经完成第一版开发工作。

资料来源：公司公告，中航证券研究所

募集资金投向: 加强技术研发投入, 发力新零售业务。公司于2020年9月14日通过的非公开发行业股票的方案, 鉴于公司本次非公开发行业股票决议有效期及授权有效期已经到期, 本次非公开发行业股票决议有效期延长6个月(即延长至2021年10月29日), 除延长本次非公开发行业股票决议有效期外, 本次非公开发行业股票方案的其他内容不变。此次非公开发行业股票计划募集资金总额不超过90,926.65万元(含本数), 扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于以下项目:

图表 30 华扬联众本次非公开发行业股票募集资金使用计划

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
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

资料来源：公司公告，中航证券研究所

- **品牌新零售网络运营建设:** 围绕客户业绩增长需求, 结合直播电商等营销热点不断优化升级商业模式, 促进电商平台旗舰店访问活跃度和交易量的提升;
- **智慧营销云平台:** 有效满足品牌主在营销资源管理、大数据分析、订单交易跟踪以及CRM管理报告等方面的差异技术需求, 提高与品牌的长期合作粘性, 增强公司在新营销服务领域的竞争力;
- **创新技术研究中心:** 新营销时代下, 构建以“技术+数据”驱动的数字化技术平台, 提升公司技术研发实力以及可持续发展能力;
- **补充流动资金:** 满足公司业务发展对流动资金的需求, 优化资产负债结构, 降低公司的资产负债率水平, 提升盈利能力。

3.3 海外布局优势：全球服务网络，资源协同并进

总部设在北京，于上海、广州、深圳、香港等主要城市设立有多个分公司或子公司，亦先后在首尔、洛杉矶、纽约、伦敦、巴黎、东京、慕尼黑、米兰设立办公室，拓展海外业务。

图表 31 华扬联众的全球业务分布



资料来源：公司官网，中航证券研究所

2018 年美国公司、韩国公司、英国公司均顺利开展业务；2019 年华扬香港开始顺利承接国内和本地区重要客户的出海营销宣传需求，同年 11 月与日本免税店零售业集团 LAOX 株式会社合资成立华扬联众（日本）数字技术株式会社；2020 年意大利和慕尼黑办公室成立。

公司在完善全球服务网络布局和提升拓全球服务能力，争取优质客户，向国内传递最新国际营销趋势变化的同时，承接国内客户的出海需求，与国内办公室一起协作协满足客户在全球各地域营销的扩展需求。

图表 32 华扬联众的海外分公司及业务

华扬美国	主营业务定位于开拓美国本土客户并满足中国客户在海外的互联网营销需求。 赢得了和美国国家旅游局、包括旧金山和纽约市在内数个地区旅游局，航空公司、高端酒店、旅游相关产业，奢侈品和医疗品牌的合作委托；同时赢得国内重要客户的出海营销需求。
华扬韩国	为韩国企业提供中国市场的专业营销咨询和在华广告投放服务，也提供韩国 IP 的引进发展业务和品牌商品的销售代理业务；业务重点围绕加大与政府的合作力度。 成为韩国政府的战略合作伙伴之一，“国家政府支援政策项目”的指定广告代运营公司；先后赢得数十家优质中小企业客户，涵盖了从政府机构、生活日用品、食品、化妆品、免税店、酒店、电商、娱乐、科技、电信等多个行业。
华扬英国	建立在英国本土数字营销市场的信誉，赢得知名客户并创建行业标准案例研究，积极探索将新技术产品和营销服务在本地市场得以应用。 代表客户：remont宝名表(英国豪华制表商)JLL(房地产)Omdia(技术洞察)Audio Network(音乐创作和授权)Emma Bridgewater(家庭用品)Berkeley伯克利集团(房地产)Shaftesbury(零售)Chanel香奈儿(奢侈品)等。
华扬香港	承接国内和本地区重要客户的出海营销宣传需求。 代表客户：OPPO 手机、平安集团旗下陆金所、法国达能等；成功扩大 OPPO 到拉美大区及全球总部的品牌宣传服务，以及子品牌一加手机在墨西哥的宣传；承接香港雅诗兰黛两个子品牌在国内社交媒体的投放。
华扬日本	基于公司的市场洞察和行业分析能力，服务于全行业的营销经验和从广告分析到商业零售数据的技术产品，拓展更多合作交流的客戶。 结合 LAOX 跨行业合作伙伴关系以及涵盖商品，餐饮，旅游等零售业资源，以及和其他创新领域的资源对接。如与合作方LAOX持续扩展在跨境电商深度合作，动漫IP 梦幻模拟战，幻妖物语的跨界合作。
华扬法国	被法国高级定制和时尚联合会命名为巴黎时装周在中国的独家线上直播合作方，与 Chanel、Dior、Chopard 等行业巨头都开始和公司开展从策略咨询到网红达人推广的各方面合作。 代表客户：Courbet 高端首饰品牌、Topicem、瑞士Clinique、La Prairie等。
华扬意大利	代表客户：第一大家居设计集团客户 Design Holding、高端香水客户 Clive Christian、Liquide Imaginaire等
华扬德国	已签约客户包括高端灯具品牌 Occhio，德国知名护肤品牌和精品服饰品牌等。

资料来源：公司公告，中航证券研究所整理

公司在完善全球服务网络布局和提升拓全球服务能力，争取优质客户，向国内传递最新国际营销趋势变化的同时，承接国内客户的出海需求，与国内办公室一起协作满足客户在全球各地域营销的扩展需求。

四、未来看点：新零售助推高成长，业务升维拓边界

4.1 业务结构优化：加码高毛利率代运营业务，改善公司盈利能力

代运营环节毛利丰厚：主要成本为运营店铺的人力、仓配成本，相比华扬联众的原买断式销售业务，不仅可以避免更多的资金垫付，还能将利润空间放大到零售价与出厂价之差，扩大了公司在产业链中可享受的利润空间，从而提升公司整体的毛利率水平。

- **买断式代理业务：**公司通过与经销商合作开展买断式代理业

务，由公司直接向品牌商进行采购、并直接或经过其他经销商将所采购的产品销售到主流电商平台，该模式下，通常公司现行采购付款，经销商在一定的信用期内根据电商平台的回款情况向公司支付采购款项，因此该类业务对于资金要求比较高，需要做好营收账款管理工作，对公司的现金流带来不小的影响。

● **代运营服务：**依托自身品牌服务的长期优势经验为品牌客户提供运营服务：

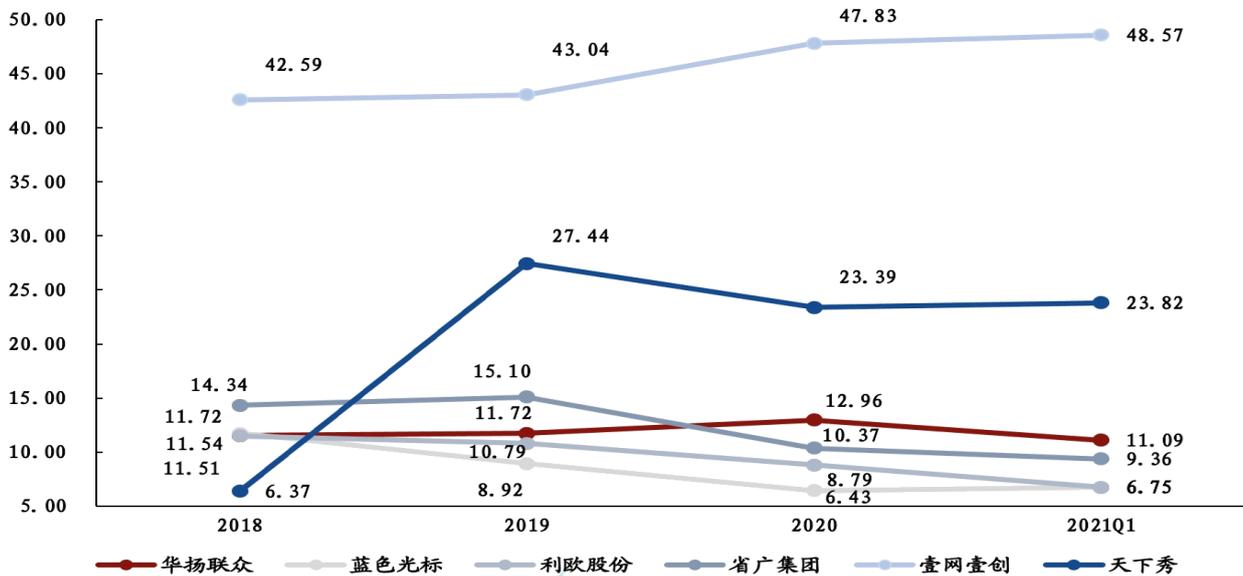
i. **基础类服务：**线上店铺运营、渠道导流与采购、仓储物流、售后与会员管理等。

ii. **核心服务：**结合公司品牌营销、品牌文化服务能力，提供产品创意设计与策划、包装创意设计与策划、新渠道（如抖音、快手、B 站、小红书等）开拓、IT 服务（DMP、用户标签系统、营销管理系统、销售管理系统等）、品牌营销服务、效果营销服务等。

iii. **特色服务：**内容 IP 赋能跨界合作的产品销售、5G 物联网技术平台商业应用以及与现有品牌、新品牌、海外品牌成立合资公司，结合内容能力、营销能力、运营能力共塑品牌产品线，深耕新老销售渠道。

美妆品牌代运营需求大。从同行业可比营销公司来看，以美妆电商代运营业务为主的壹网壹创毛利率稳定在 40%以上，明显高于其他做数字营销服务的公司。根据艾瑞对代运营品牌商的统计来看，美妆、服饰和 3C 家电品类的服务品牌数量占比位居前三，占有相对优势；其中，美妆品类作为消费升级的重点品类，在电商服务市场中占比最大。而这些代运营集中的品类多为毛利率比较高的行业，行业天花板更高。

图表 33 华扬联众与同行业可比营销公司毛利率对比



资料来源：wind，中航证券研究所整理

4.2 新增免税业务：携手海南旅投和腾讯 AMS，打造第二条增长曲线

与海南旅投战略合作，强势入局免税业务。海旅免税、华扬联众、乐弘益（上海）强强联合，成立海南乐购仕供应链管理有限公司，借助华扬联众在互联网、电商领域深耕多年的丰富经验和资源技术优势，在免税商品进口、分销和零售业务的同时，助力海南旅投全面布局线上免税服务体系，优化体验，为消费者提供“线下+线上”的精准服务，重构产品研发思路与场景建构。

腾讯 AMS 与华扬联众战略合作，助力海南离岛免税品线上布局。双方将合作举办免税及旅游零售行业年度峰会、“线上+线下”年度免税及旅游零售品购物狂欢节等大型国际活动，建立免税及旅游零售主题直播基地，激活更大的免税消费潜力。

免税业务毛利率高，打开新的业绩增长点。根据公司年报数据显示，中国中免的免税商品销售业务毛利率高度 44.90%。目前我国免税规模在全球占比较低，当前国内的免税行业尚未完全放开，仍有较大提升空间。政策层面，国家财政部、海关总署、税务总局发布诸多利

好政策，支持拓展免税商品类别、提升离岛旅客年度免税购物额度、增加离岛旅客提货方式等，公司有望凭借稀缺免税牌照资源优势，坐享免税行业高增长红利，通过互联网免税店经营业务，满足更多元的免税消费需求，抢占更大的市场份额。

五、投资建议

华扬联众作为老牌营销服务商，旗下整合信息技术营销服务、新零售、综合性内容创造三大优势业务板块，并形成了高效联动、以商业数据赋能全渠道营销的闭环。通过以上分析，华扬联众核心推荐逻辑如下：

- 1) **科技赋能全域营销，提供优质新零售解决方案。**公司开发全新的工具“麦哲伦”，致力于将数据和营销去中心化，重塑一套全新的轻量化营销链；通过大数据合作，更准确的根据广告媒体行业的趋势变化，得出符合当下的投放方法和投放模型，以科技创新赋能整个营销链路，打造新营销场景。
- 2) **加码代运营业务，提升毛利率水平。**首次，随着电商行业的日益成熟，叠加疫情对线下商业的冲击，品牌商需要向精细化运营线上渠道、通过线上进行品牌建设和赋能的需求旺盛，我们看好电商代运营行业的高景气度；其次，电商代运营所处的产业链环节能享受更高的毛利率，从而有效改善公司盈利能力；
- 3) **开展线上免税服务，强势打开公司新的增长极。**与海南旅投战略合作，公司发挥资源优势完善免税商品进口、分销和零售业务的同时，助力海南旅投全面布局线上免税服务体系，优化体验，为消费者提供“线下+线上”的精准服务，围绕其全新的决策模式，重构产品研发思路与场景建构，打开业绩成长边界。

我们预计 2021-2023 年公司收入为 116.97 亿元、142.31 亿元、165.13 亿元，归母净利润为 2.68 亿元、5.19 亿元、6.76 亿元，EPS 为 1.17 元/股、2.27 元/股、2.96 元/股，对应 PE 分别为 15X、8X、6X。首次覆盖，给与“买入”评级。

六、风险提示

1) 新技术研发不如预期。尽管公司近年来不断加大技术投入、引进优秀技术人才，已建立起一定的技术竞争优势，但如果公司不能准确把握互联网广告技术发展趋势、持续加大技

术投入、提高技术成果对综合营销服务的支持能力、保持并扩大技术人才团队规模，公司将无法持续保持技术竞争优势。

2) 品牌代运市场竞争风险：品牌电商服务商作为电商市场的衍生行业，入局者众多，公司如果不能持续提升营销水平、拓展优质客户、推进品牌运营业务不及预期、扩大业务规模和抗风险能力、准确把握行业发展趋势和客户营销需求的变化，公司将无法继续保持行业优势竞争地位，进而对公司经营业绩产生不利影响。

3) 免税业务推进不及预期：目前国内免税市场，中免集团是国内牌照齐全的免税公司，占据了绝对的霸主地位，公司新增的线上免税业务布局较晚，如果公司不能依托新型互联网营销方式提升营销水平，更好地满足消费需求，对公司抢占市场占有率存在诸多不确定性。



图表 34 公司财务报表预测

报表预测						
利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10747.71	10506.79	9143.77	11696.71	14231.38	16512.67
减: 营业成本	9507.04	9274.93	7958.78	9976.12	11923.05	13703.87
营业税金及附加	52.71	7.73	-8.53	18.35	22.33	25.91
营业费用	366.76	449.37	457.87	837.48	1085.85	1355.69
管理费用	151.86	175.83	147.04	194.17	243.36	284.02
财务费用	65.58	60.89	65.99	49.26	66.27	74.66
资产减值损失	118.85	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-66.79	-20.85	-13.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-274.43	-328.86	-318.16	-307.15	-307.15	-307.15
营业利润	143.70	245.39	255.46	314.17	583.36	761.38
加: 其他非经营损益	-5.05	-6.43	-14.97	-8.82	-8.82	-8.82
利润总额	138.65	238.96	240.49	305.36	574.55	752.56
减: 所得税	22.43	44.33	36.79	35.94	76.32	103.02
净利润	116.22	194.63	203.70	269.42	498.23	649.54
减: 少数股东损益	-12.13	2.46	-5.84	-11.28	-20.86	-27.20
归属母公司股东净利润	128.36	192.16	209.54	280.70	519.09	676.74
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	395.45	372.02	404.83	116.97	142.31	165.13
应收和预付款项	5174.07	4808.46	5700.39	5615.98	8137.94	7811.81
存货	215.70	326.69	204.94	461.44	334.99	580.40
其他流动资产	42.23	45.59	46.52	46.52	46.52	46.52
长期股权投资	92.91	86.44	93.93	93.93	93.93	93.93
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	30.70	32.74	26.57	22.74	18.92	15.10
无形资产和开发支出	96.68	114.14	145.81	144.88	143.96	143.04
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	13.34	0.00	0.00
资产总计	5951.76	5646.35	6472.78	6515.80	8918.58	8855.92
短期借款	1310.00	836.69	1174.03	813.39	1778.60	1149.53
应付和预收款项	3174.46	3264.44	3557.83	3767.90	4847.46	4947.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	384.77	282.22	394.58	117.94	117.94	117.94
负债合计	4869.23	4383.35	5126.44	4699.22	6743.99	6214.58
股本	230.10	231.01	228.58	228.58	228.58	228.58
资本公积	557.98	586.30	582.68	582.68	582.68	582.68
留存收益	88.36	100.27	108.19	1169.85	1548.73	2042.68
归属母公司股东权益	1342.93	1689.55	1776.23	1981.11	2359.99	2853.93
少数股东权益	-0.10	2.45	1.07	-10.21	-31.07	-58.27
股东权益合计	1342.83	1691.99	1777.31	1970.90	2328.92	2795.66
负债和股东权益合计	5951.76	5870.21	6627.10	6670.13	9072.91	9010.24

现金流量表

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	-450.55	778.59	-503.08	371.99	-736.11	906.59
投资性现金净流量	-45.72	-139.14	-103.13	2.37	2.37	2.37
筹资性现金净流量	432.93	-665.55	535.09	-485.34	759.09	-886.15
现金流量净额	-59.11	-23.03	-76.16	-110.98	25.35	22.81

资料来源: Wind, 中航证券研究所



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

裴伊凡（证券执业证书号：S0640516120002），中航证券社会服务行业分析师，英国格拉斯哥大学硕士，曾供职于央视财经频道，覆盖互联网传媒、餐饮、旅游、医美、免税等大消费领域。

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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者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口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。