

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.60
总股本/流通股本(亿股)	2.53 / 2.53
总市值/流通市值(亿元)	32 / 32
52周内最高/最低价	18.38 / 7.61
资产负债率(%)	90.8%
市盈率	-5.83
第一大股东	湖南湘江新区发展集团有限公司

研究所

分析师:王晓萱
SAC 登记编号:S1340522080005
Email:wangxiaoxuan@cnpsec.com

华扬联众(603825)

实控人变更，治理改善，拓展文旅业务新增长点

● 事件回顾

2025 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 20.30 亿元，同比下降 63.07%；归母净利润-5.47 亿元，上年同期为-6.84 亿元。2025 年一季度公司实现营业收入 1.75 亿元，上年同期为 6.28 亿元；归母净利润-0.56 亿元，上年同期-0.48 亿元。2025 年 6 月 9 日，公司公告与控股股东湖南湘江新区发展集团共同投资设立合资公司湖南华扬文旅运营管理有限公司。

● 事件点评

业务仍处于整合期，资产负债率居高。盈利能力方面，2024 年公司营收大幅下降主要系业务结构调整所致，品牌营销业务的多个细分行业如汽车、美妆、快消、3c 数码、互联网金融，收入下降比例超过 50%。毛利率为 11.54%，期间费用总额有所下降但比例上升到 27.98%（上年为 15.78%），资产及信用减值总额相比前两年有所下降，总减值为 2.3 亿元，存量不良陆续出清。由于连续 3 年亏损，2024 年末公司累计未分配利润为-9.7 亿元，总股东权益为 2 亿元，资产负债率为 90.79%。负债结构中，2024 年末短期借款 7 亿元，长期借款 0.67 亿元。从现金流量看，经营活动现金净额-4.14 亿元，为支付供应商欠款所致；投资活动现金净额 0.40 亿元，公司收回部分投资；筹资活动现金净额 3.56 亿元，为贷款增加所致。

长沙国资成为控股股东，公司治理处于变革中。2025 年 2 月公司发布董事会选举公告，长沙国资湘江集团占据董事会非独立董事 3 席，股东苏同提名非独立董事 1 席，湘江集团成为公司控股股东。原控股股东苏同及一致行动人所持股份经过多轮司法拍卖后，现公司股权结构为长沙国资下属湖南湘江新区发展集团持股 18.81%，湖南财信资管持股 4.9%，苏同及一致行动人持股 17.32%。

公司通过控股股东担保、银行授信等方式正在获得资金支持。控股股东变更后，多次召开董事会通过关联方担保、银行授信等决议，公司将获得银行及其他金融机构资金支持，广告业务的大额资金需求将陆续得以满足，公司经营逐步回归正轨。

与湘江集团成立合资公司，共同运营长沙文旅数字化项目。2025 年 6 月 9 日，公司公告拟与控股股东共同投资设立合资公司湖南华扬文旅运营管理有限公司，总投资额 4.02 亿元，上市公司现金出资 2.05 亿元，持有 51% 股权。公司成立后将协同发展数字文商旅业务板块，承接智慧城市板块，打造大王山国际旅游度假区，并协同承接湘江新区规划范围内的广告资源，未来将共同开发湖南省内其他文旅项目的数字化运营。同时，公司与控股股东旗下全资子公司湖南华年文旅签署合作协议，将就华年文旅旗下所有业态的商业开发提供咨询统筹、品牌营销推广等服务，合作协议总金额 3 亿元，有效期三年。

● 投资建议

公司已完成控股股东的更换，公司治理及历史遗留问题得到初步解决，新控股股东将为公司带来财务与业务资源，业务有望逐步回归正轨。我们预计2025/2026/2027年公司营业收入为33/43/47亿元，归母净利润为0.28/0.76/1.20亿元，对应EPS为0.11/0.30/0.47元，根据6月27日收盘价，分别对应116/42/27倍PE，**维持“买入”评级。**

● 风险提示

市场竞争风险；技术风险；数据资产安全风险；互联网监管政策调整风险。

● 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2031	3346	4255	4740
增长率(%)	-63.07	64.74	27.17	11.41
EBITDA（百万元）	-399.16	71.59	127.92	167.40
归属母公司净利润（百万元）	-546.56	27.57	76.46	119.76
增长率(%)	20.12	105.04	177.30	56.64
EPS(元/股)	-2.16	0.11	0.30	0.47
市盈率（P/E）	-5.84	115.77	41.75	26.65
市净率（P/B）	7.47	7.01	6.00	4.90
EV/EBITDA	-10.91	53.62	30.06	22.39

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	2031	3346	4255	4740	营业收入	-63.1%	64.7%	27.2%	11.4%
营业成本	1796	2707	3344	3720	营业利润	19.9%	112.8%	64.1%	45.0%
税金及附加	4	5	6	7	归属于母公司净利润	20.1%	105.0%	177.3%	56.6%
销售费用	323	335	511	545	获利能力				
管理费用	113	134	140	156	毛利率	11.5%	19.1%	21.4%	21.5%
研发费用	74	104	128	142	净利率	-26.9%	0.8%	1.8%	2.5%
财务费用	58	17	17	8	ROE	-128.0%	6.1%	14.4%	18.4%
资产减值损失	-50	0	0	0	ROIC	-42.4%	2.9%	5.6%	6.9%
营业利润	-566	72	119	172	偿债能力				
营业外收入	5	4	5	4	资产负债率	90.8%	91.6%	90.4%	87.8%
营业外支出	29	46	37	42	流动比率	0.91	0.98	1.02	1.07
利润总额	-590	30	86	134	营运能力				
所得税	-2	0	1	1	应收账款周转率	1.49	3.37	3.47	3.25
净利润	-587	30	85	133	存货周转率	25.09	36.85	39.79	37.92
归母净利润	-547	28	76	120	总资产周转率	0.77	1.36	1.40	1.36
每股收益(元)	-2.16	0.11	0.30	0.47	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-2.16	0.11	0.30	0.47
货币资金	344	685	863	1045	每股净资产	1.69	1.80	2.10	2.57
交易性金融资产	6	5	6	6	估值比率				
应收票据及应收账款	912	1135	1438	1600	PE	-5.84	115.77	41.75	26.65
预付款项	80	108	134	149	PB	7.47	7.01	6.00	4.90
存货	72	75	93	103	现金流量表				
流动资产合计	1685	2299	2887	3295	净利润	-587	30	85	133
固定资产	15	10	6	1	折旧和摊销	59	25	25	25
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-176	-163	-130	-62
无形资产	33	27	22	16	其他	291	36	61	68
非流动资产合计	497	458	420	393	经营活动现金流净额	-414	-72	41	164
资产总计	2182	2757	3306	3688	资本开支	0	-41	-31	-36
短期借款	704	1108	1310	1411	其他	40	23	13	2
应付票据及应付账款	704	1053	1300	1447	投资活动现金流净额	40	-18	-19	-34
其他流动负债	449	183	215	234	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1857	2344	2825	3091	债务融资	292	454	185	84
其他	124	182	165	148	其他	64	-23	-30	-32
非流动负债合计	124	182	165	148	筹资活动现金流净额	356	431	155	52
负债合计	1981	2525	2990	3239	现金及现金等价物净增加额	-18	341	178	182
股本	253	253	253	253					
资本公积金	1095	1095	1095	1095					
未分配利润	-971	-947	-882	-780					
少数股东权益	-226	-224	-216	-202					
其他	49	54	65	83					
所有者权益合计	201	231	316	449					
负债和所有者权益总计	2182	2757	3306	3688					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048