



中信证券研究部



李鑫  
轻工首席分析师  
S1010510120016



汤彦新  
轻工分析师  
S1010517070004

核心观点

**强抗周期属性以及阳光化采购的铺开为促销品行业带来机遇，公司作为行业龙头，有望凭借强大客户矩阵保障促销主业稳健增长，并通过外延并购加强整合营销服务能力，业绩有望持续快速增长。**

■ **促销品行业龙头，构建一站式整合营销。**公司主营促销品销售、促销服务以及特许商品销售，17年营收占比分别为85%/14%/1%。18年9月收购谦玛网络60%股权，强化新媒体整合营销服务。公司客户涵盖食品饮料、医药、母婴、消费电子等行业头部企业，17年实现营收/净利8.19亿/0.7亿元。

■ **历史业绩：业务有亮点，但现金流存压力。**公司15-17年营收CAGR达21.6%，归母净利润CAGR达31.1%，其中促销品增长稳健，15-17年营收CAGR25.2%，数字化促销服务增长较快，15-17年营收CAGR29.1%。受益数字化促销服务营占比提升，公司毛利率从13年19.1%增至18H1 25.14%，但客户结构变化以及业务模式的延伸，公司应收账款规模快速增长，13-18H1应收账款占营收比例从19.9%增至69.3%，令经营性现金流存压。然而公司短期流动性充裕，预计不会对业务开展造成影响，客户资质优良，出现坏账几率较小。

■ **促销品行业抗周期属性强，服务边界不断拓宽。**促销品行业规模在2000亿元以上，龙头市占率不足1%。促销品因直接作用于交易环节，消费转化更为有效，在经济周期轮动过程中受经济波动影响有限。自17H1我国社零消费增速持续放缓，但商贸、食品饮料、医药等行业的广告促销支出占总销售费用比例持续增长。另外，国有企业和大型民企开始走向阳光化采购，带来行业增量。长期看，促销品正成为线下数据入口，衔接精准营销，而中间商有望通过深耕行业长尾需求，构筑护城河。

■ **强大客户矩阵保障促销主业稳定增长。**公司凭借出色而稳定的设计策划团队、产品规模与质量优势，不断扩充客户矩阵。预计18年前五大客户依次为惠氏、华为、伊利、宝洁和辉瑞，19、20年欧莱雅和平安集团将有望上升为第四、五大客户，形成“此消彼长”的梯队更替，有效降低单一大客户业务波动。预计18-20年促销品实现收入8.9亿/10.59亿/13.13亿元，CAGR为21.5%，其中前五大客户收入为5.80亿/6.75亿/8.20亿元，整体持续增长；促销服务实现收入1.42亿/1.73亿/2.15亿元，CAGR为23.1%，其中数字化促销业务占比提升至83%，3年CAGR33.7%，主要仰赖存量客户价值挖掘。

■ **并购谦玛网络，加强整合营销。**谦玛网络有望在客户和新媒体资源、数字技术等方面与公司产生协同作用，并表后预计18-20年贡献营收0.14亿/1.55亿/1.71亿元，增厚净利润3.2百万/24.0百万/30.0百万元。

■ **风险因素：**客户流失和订单续签率下降风险；谦玛网络经营收入不达预期；股东短期集中减持风险；应收账款回收风险。

■ **盈利预测、估值及投资评级。**预测公司2018-2020年净利润90.62百万/147.79百万/189.33百万元，EPS0.70/1.13/1.45元，三年CAGR44.5%。综合考虑行业机遇、公司前景和可比公司估值等因素，给予公司目标价34元，对应2019年30X PE，首次覆盖给予“买入”评级。

元隆雅图 002878.SZ

评级	买入 (首次)
当前价	25.8元
目标价	34.0元
总股本	130.48百万股
流通股本	35.99百万股
52周最高/最低价	34.23/17.81元
近1月绝对涨幅	11.54%
近6月绝对涨幅	-8.89%
近12月绝对涨幅	112.99%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	706.81	819.26	1,073.69	1,416.96	1,730.28
增长率 YoY%	28%	16%	31%	32%	22%
净利润 (百万元)	50.25	71.46	90.62	147.79	189.33
增长率 YoY%	21%	42%	27%	63%	28%
每股收益 EPS (元)	0.39	0.55	0.70	1.13	1.45
ROE%	21.19%	13.76%	15.65%	21.12%	22.41%
PE	67	47	37	23	18

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为2019年1月7日收盘价

## 目录

<b>公司概况：促销品行业龙头，构建一站式整合营销</b> .....	1
促销品行业龙头，强化新媒体整合营销能力 .....	1
业务模式：“促销品+促销服务”构建一站式整合营销 .....	1
股权结构较为集中，自然人股东小比例减持 .....	2
股权激励第一期解除限售 .....	3
<b>历史业绩：业务有亮点，但现金流存压力</b> .....	3
促销品增长稳健，数字促销服务增长较快 .....	3
数字化促销服务业务提升毛利率 .....	4
轻资产模式，净资产收益率较高 .....	5
经营性现金流承压 .....	5
<b>行业抗周期属性强，服务边界不断拓宽</b> .....	6
促销品服务行业千亿规模，高度分散 .....	6
行业抗周期属性强 .....	8
阳光化采购带来市场增量 .....	11
服务边界不断拓宽 .....	12
<b>公司分析：促销业务稳固，外延并购添翼</b> .....	14
促销品业务：强大客户矩阵保障稳定增长 .....	14
促销服务业务：数字化促销服务未来 3 年 CAGR 33.7% .....	18
新媒体：并购谦玛网络，加强整合营销 .....	21
特许商品：强化公司品牌，实现客户拓展 .....	22
<b>风险因素</b> .....	23
<b>盈利预测及关键假设</b> .....	23
<b>估值分析及投资建议</b> .....	25

## 插图目录

图 1：2017 年公司主营业务构成占比 .....	1
图 2：促销品业务模式 .....	2
图 3：促销服务业务细分 .....	2
图 4：元隆雅图股权结构 .....	3
图 5：2015-2018H1 公司营收与归母净利润与增速 .....	4
图 6：2013-2018H1 公司分项业务收入与增速 .....	4
图 7：公司分项业务毛利率 .....	4
图 8：2013-2018H1 公司分项业务收入占比 .....	5
图 9：2013-2018H1 公司毛利率和净利率 .....	5
图 10：公司盈利能力和营运水平 .....	5
图 11：公司经营现金流净额 .....	6
图 12：公司应收账款规模及占营收比例 .....	6
图 13：促销品行业产业链 .....	6
图 14：优质中游服务商所具备的能力 .....	7
图 15：促销品行业头部企业注册资本 .....	8
图 16：促销品行业头部公司业务运营时间 .....	8
图 17：企业营销主要手段梳理 .....	9
图 18：2012-2017 年被访企业营销推广费用分配比例 .....	9
图 19：2012-2017 可口可乐公司促销费用占销售费用的比持续高于广告费用 .....	10
图 20：2008-2015 日本电通促销业务收入及占比 .....	10
图 21：促销品行业拥有较强的抗周期属性 .....	10
图 22：2015-2018Q3 我国社会消费品零售总额及增速 .....	11
图 23：2015 至今各中信消费一级行业广告促销支出占总销售费用比例持续提升 .....	11
图 24：大雅传奇合作客户 .....	12
图 25：终端推广模式升级，促销品成为线下数据入口 .....	12
图 26：元隆雅图为高露洁制作的“Hello Kitty”主题促销品 .....	13
图 27：元隆雅图制作的“NBA”系列主题促销品 .....	13
图 28：促销品全产业链一站式服务能力 .....	13
图 29：2014-2017 年公司核心客户收入占比情况变化 .....	14
图 30：公司核心客户矩阵和所属行业 .....	15
图 31：公司研发费用和占比不断提升 .....	16
图 32：公司创意设计和 IT 技术人员占比较高 .....	16
图 33：公司自主设计产品获得红星奖金奖 .....	16
图 34：公司自主设计产品获得德国 iF 设计奖 .....	16
图 35：前五大供应商采购金额占营业成本比例逐年降低 .....	17
图 36：采购物品单价逐步降低 .....	17
图 37：公司为青岛啤酒设计的 NBA 主题促销活动 .....	17
图 38：公司品牌授权产品 .....	17
图 39：2017-2020 年公司促销品业务前五大和前三大客户的收入及占比 .....	18
图 40：主要促销电商平台成交金额 .....	19
图 41：主要促销电商平台订单数量 .....	19
图 42：公司数字化促销服务业务构成 .....	20

图 43: 公司数字化促销技术开发能力.....	20
图 44: 促销服务中, 数字化促销业务占比持续提升, 仓储运输和客户活动占比下降 ....	21
图 45: 促销服务前三大类客户贡献收入约为 55%, 存量客户持续推动收入规模提升 ...	21
图 46: 谦玛网络近期营收和净利润 .....	21
图 47: 谦玛网络收入结构和分项毛利率 .....	21
图 48: 谦玛网络客户资源.....	22
图 49: 谦玛网络 KOL 资源 .....	22
图 50: 公司拥诸多大型赛事特许商品经销授权 .....	23

## 表格目录

表 1: 促销行业头部企业和业务介绍.....	8
表 2: 公司与主要客户的合作时间 .....	15
表 3: 公司 2017-2020 年前五大客户排名及收入预测 .....	18
表 4: 公司围绕大客户资源挖掘数字化促销服务需求 .....	19
表 5: 截止 2017 年正在运行的终端数字化促销平台 .....	20
表 6: 元隆雅图营业收入、增速及毛利率预测 .....	24
表 7: 元隆雅图盈利预测与估值表 .....	25
表 8: 可比公司盈利及估值情况 .....	25

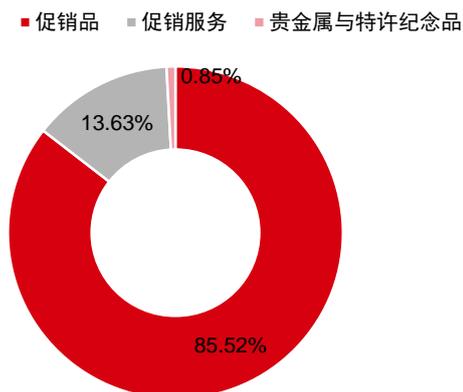
## ■ 公司概况：促销品行业龙头，构建一站式整合营销

### 促销品行业龙头，强化新媒体整合营销能力

北京元隆雅图文化传播股份有限公司成立于 1998 年，主营业务涵盖促销品销售（包括定制化礼品和品牌商品）、促销服务（包括数字促销服务、仓储运输服务和客户活动服务）以及贵金属工艺品和特许纪念品销售三大领域。2017 年三项业务占比分别为 85.52%、13.63%和 0.85%。2018 年 9 月公司以 2.09 亿元现金收购谦玛网络 60%股权，强化新媒体整合营销服务能力。

公司客户涵盖食品饮料、日化、医药、母婴、消费电子、金融等行业的头部客户，客户结构外企主导，主要为世界 500 强公司和国内知名企业。公司是中华全国工商业联合会礼品业商会会长单位，也是促销品行业内唯一上市公司，在方案策划、产品设计、业务规模、供应链管理和资金方面都具有较强的竞争优势。公司 2017 年营收 8.19 亿元，归母净利润 7145 万元。

图 1：2017 年公司主营业务构成占比



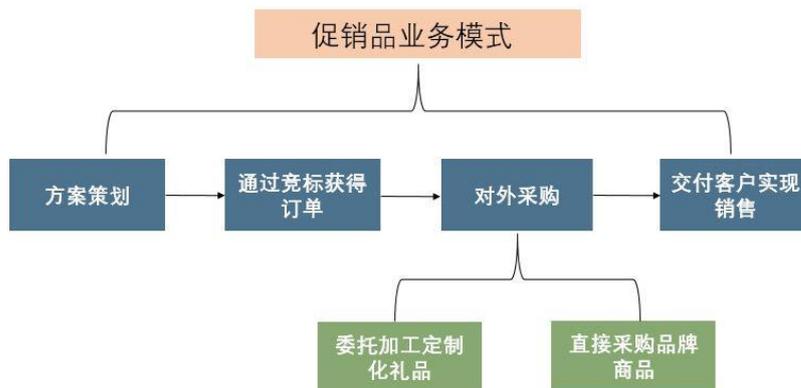
资料来源：Wind，中信证券研究部

### 业务模式：“促销品+促销服务”构建一站式整合营销

公司通过促销品的销售和促销服务为客户需要提供定制化、全方位营销解决方案。

公司促销品采购环节通常采取两种模式：1) 创意设计+委托加工模式，主要针对捆绑赠送等促销手段，促销品通常以定制化、低单价产品为主，具备单次供货量大、品牌设计要求高等特点；2) 创意推荐+直接采购模式，主要针对经销商奖励、积分兑换等促销手段，促销品通常是单价较高的品牌商品。

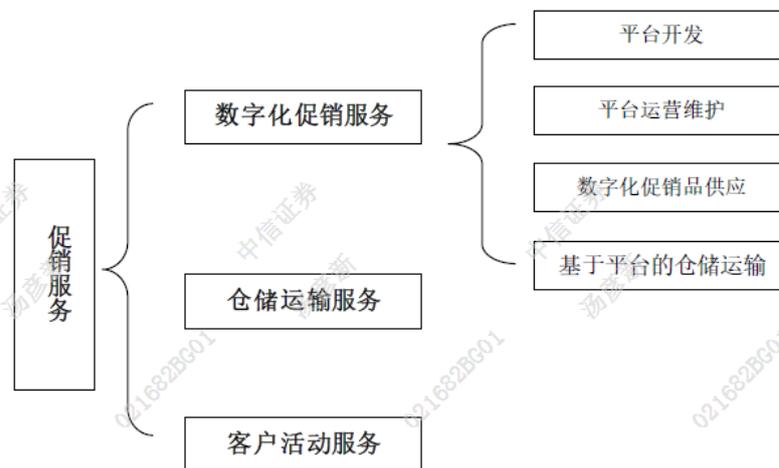
图 2：促销品业务模式



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

公司促销服务业务包括数字化促销服务、仓储运输服务和客户活动服务：1) 数字化促销服务立足于电商平台和移动终端两大场景。电商平台场景一般围绕消费积分和员工福利换礼平台发放促销品，移动终端场景则依靠手机 APP 向消费者提供数字化促销服务收入形式包括平台开发管理费、促销品销售、红包定比等；2) 仓储运输服务则是依靠公司租赁的仓储资源，为客户提供促销品及营销物料的存储、二次包装和转运的相关服务，收取仓储运输和管理费用；3) 客户活动服务则是针对客户的个性化促销需求提供供应商管理、会议管理、巡店管理等服务，收取管理费。

图 3：促销服务业务细分



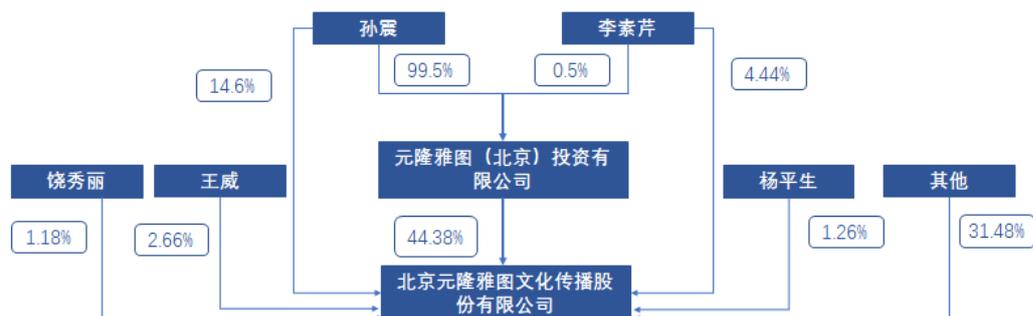
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

### 股权结构较为集中，自然人股东小比例减持

孙震、李素芹合计持有元隆雅图（北京）投资有限公司 100% 股权，持股比例分别为 99.5% 和 0.5%，通过其间接持有元隆雅图共计 44.38% 股权，同时作为自然人股东分别持股 14.6% 和 4.4%，合计分别持股 58.76% 和 4.66%，股权结构较为集中。

公司于 2018 年 10 月 24 日和 11 月 28 日分别收到部分董事、高级管理人员的《股份减持计划告知函》。股东王威、饶秀丽、向京和赵怀东预计分别在 2019 年 5 月 21 日和 6 月 14 日前减持股份数量不超过 115.6 万/38.5 万/12.0 万/19.2 万股，分别占公司总股本的 0.89%/0.29%/0.09%/0.15%。截至 2019 年 1 月 8 日，股东王威已完成其减持计划，减持后王威仍持有 346.8 万股，占总股本的 2.66%。股东赵怀东已减持 15.71 万股（减持计划的 81.8%），减持后赵怀东仍持有 61.35 万股，占总股本的 0.47%；其余待减持股份数量 53.99 万股，占总股本的 0.41%，后续减持计划实施预计对股价造成的下行压力不大。

图 4：元隆雅图股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 股权激励第一期解除限售

公司上市后于 2017 年 9 月快速实施股权激励，以每股 21.5 元的价格向公司副总向京授予股票期权 20 万股，其他 110 名核心业务骨干和中层管理人员授予股票期权 104.53 万股。本次股权激励限售期为 3 年，2018-2020 每年解除限售比例为 30%/30%/40%。考核指标以 2016 年公司扣非归母净利润为基数（0.48 亿元），2017-2019 年扣非归母净利润增速分别不低于 20%/30%/40%。公司 2017 年扣非归母净利润为 0.67 亿元，同比增长 39.5%，达到考核指标，第一期股权激励（约 37.4 万股）于 2018 年 11 月 8 日进入解除限售期。通过对核心团队与业务骨干的深度绑定有望降低人员流失风险，为公司的可持续发展带来动力。

## 历史业绩：业务有亮点，但现金流存压力

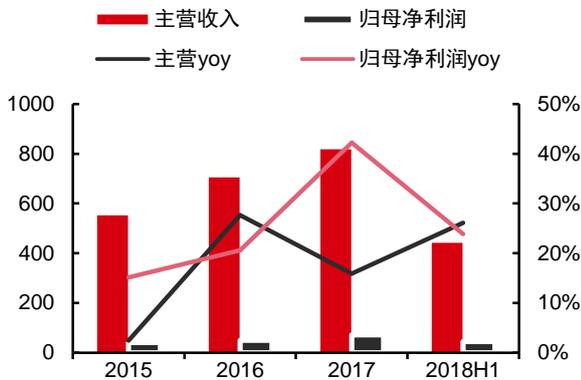
### 促销品增长稳健，数字促销服务增长较快

公司 2015-2017 年营收 CAGR 达 21.6%，归母净利润 CAGR 达 31.1%。2018H1 公司实现营业收入 4.44 亿元，同比增长 26.09%，实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 31.14%。

分业务看，促销品业务收入 2015-2017 年营收 CAGR 达 25.2%，2018H1 同比增长 23.3%，增长较为稳健，过去五年占比均维持在 80% 以上；促销服务业务收入占比过去五年整体维持在 15% 左右，2015 年后收入增长开始提速。尽管 2017 年受百威电商平台业务波动促销服务增速出现负增长，2018H1 重回高速增长轨道，其中数字促销服务增长较快，实现收入 0.46 亿元，同比增长 235%，2015-2017 年收入 CAGR 达 29.1%，主要由母婴

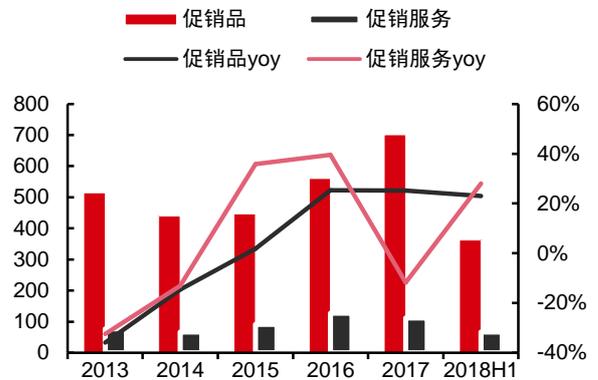
类客户管理平台和酒类电商平台贡献。

图 5: 2015-2018H1 公司营收与归母净利润 (百万元) 与增速 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 6: 2013-2018H1 公司分项业务收入 (百万元) 与增速 (%)

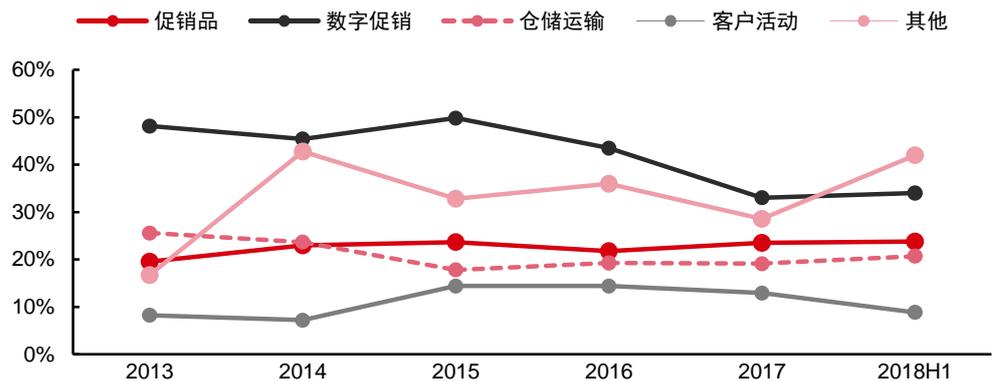


资料来源: Wind, 中信证券研究部

### 数字化促销服务业务提升毛利率

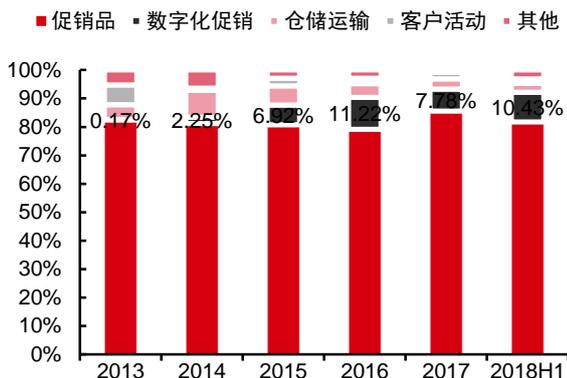
2013-2018H1 年公司促销品业务毛利率较为稳定, 维持在 20%-25%的水平, 数字化促销服务业务毛利率在 33%以上, 在各项业务中处于最高水平, 客户活动服务毛利率水平持续下行, 从 2015 年 14.41%降至 2018H1 的 8.86%。受益于高毛利的数字化促销服务业务收入占比从 2013 年的 0.2%提升至 2018H1 的 10.4%, 公司整体毛利率从 2013 年 19.1% 稳步提升至 2018H1 达到 25.14%, 净利率从 2013 年 2.18%稳步提升至 2018H1 达到 11.14%。

图 7: 公司分项业务毛利率



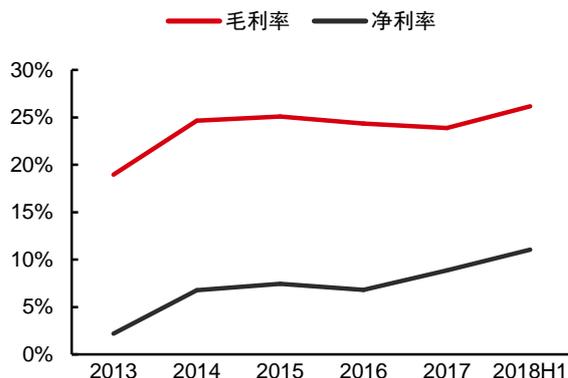
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 8: 2013-2018H1 公司分项业务收入占比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 9: 2013-2018H1 公司毛利率和净利率

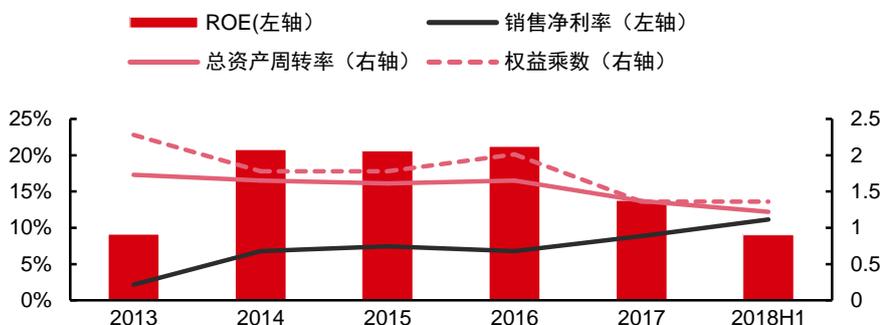


资料来源: Wind, 中信证券研究部

### 轻资产模式，净资产收益率较高

公司促销品业务不涉及生产，促销服务业务也主要围绕数字化服务展开，为轻资产运营模式，2018H1 流动资产占总资产比例为 96.45%，总资产周转率年化 1.2 次。公司资产负债率为 27.4%，且几乎全部为流动负债构成，权益乘数仅为 1.37。受益于销售净利率的提升，公司净资产收益率从 2013 年 9.12% 提升至 2016 年 21%，2017 年受上市增发股本影响 ROE 略有下滑，2018H1 回升至年化 18%。

图 10: 公司盈利能力和营运水平



资料来源: Wind, 中信证券研究部

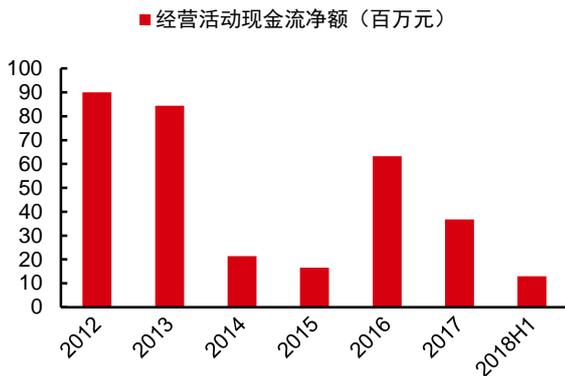
### 经营性现金流承压

自 2013 年起，公司经营性现金流净额持续为正，由于民资和国资客户收入占比提升，以及业务形式的持续延伸（如惠氏手机摇红包业务需优先垫付大量资金），导致公司应收账款规模快速增长。2013-2018H1 公司应收账款规模从 1.24 亿元扩大至 3.07 亿元，占营业收入比例从 19.9% 提升至 69.3%，对经营性现金流造成压力，经营性现金流净额整体呈现下滑态势。但公司短期偿债能力稳步提升，流动比率从 2013 年 1.63 提升至 2018H1 达到 4.02，短期流动性较好。除资本市场直接融资渠道外，公司还拥有北京银行 1.5 亿元授

信额度、招商银行 5000 万无抵押贷款、花旗银行 3000 万和摩根大通 5000 万应收账款贴现，资金运营较为灵活。

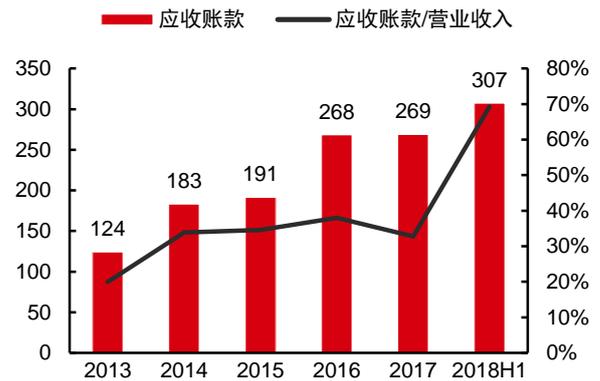
公司客户主要由世界 500 强企业以及大型国资及内资企业构成，资质优良且业务合作稳健，出现坏账几率较小。2017 年公司应收账款余额 2.69 亿元，计提应收坏账准备 128.15 万元，计提比例仅 0.47%。从长期看，公司需要主动控制应收账款占收入比重的过快增长，在围绕优质客户开发业务的同时还需加强账期管理，以保障公司业务的可持续开展。

图 11：公司经营现金流净额（百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：公司应收账款规模及占营收比例（百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 行业抗周期属性强，服务边界不断拓宽

### 促销品服务行业千亿规模，高度分散

促销品产业链由上游供应商、中游服务商和下游 ToB 端客户三部分组成。产业链上游供应商可分为两类，一类为小商品生产商或经销商，涉及包袋类、玩具类、小家电类、电子数码类、工艺品类等众多领域。另一类是数字化产品或 O2O 服务的提供商，主要围绕电商平台和移动端 APP 提供数字营销服务；产业链下游为 ToB 端客户，行业覆盖范围广，几乎涵盖所有的消费品行业，以快消品公司为主。中游服务商作为中间环节有助于降低上游供应商和下游客户的交易成本，有效提升效率，其业务规模依赖下游大客户资源。

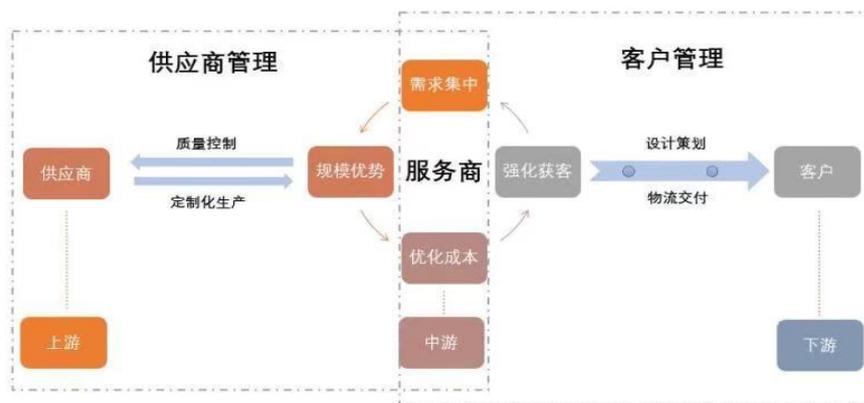
图 13：促销品行业产业链



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**优质中游服务商需具备三方面能力。**1) **规模优势**：促销品需求的种类繁杂且多变，中游服务商很难持续依赖单一品类的上游供应商。面对高度分散的上游中小礼品制造企业，规模优势可帮助中游企业获得更强的议价能力，更好地控制采购成本，在面对下游客户时凭借更具竞争力的报价获取订单。2) **服务能力**：作为典型的 ToB 端业务，下游大客户数量直接决定业务规模。为满足不同细分行业的客户需求，服务商需要具备较强的创意设计和供应链管理能力。创意策划仰赖设计团队贴近需求，通过数据分析和策划向客户推荐合适的促销品方案；供应链管理则要求服务商具备较为丰富的上游资源，能够根据定制化需求，提供生产、质控、物流、交付全流程解决方案。3) **资金实力**：由于下游客户订单需求较大且内审环节较多，付款周期相对较长（应收账款周期通常在 3-6 个月），而促销品的采购及生产需要提前向上游供应商垫付大量资金（应付账款周期通常在 1-2 个月），因此资金实力决定了服务商订单获取规模上限。

图 14：优质中游服务商所具备的能力



资料来源：中信证券研究部绘制

**促销品服务行业规模在千亿级。**从下游客户需求来看，日化、食品饮料、烟酒、母婴、数码、医药等行业的头部企业，每年促销费用投入在 2 亿以上的不少于 200 家。因为消费品市场总体集中度不高，头部企业在促销品市场的份额约占 30%，预计上述行业的促销品市场容量不低于 1000 亿。银行、保险、汽车、石化（汽油）、航空、电信等行业，在促销品、积分兑换礼品等方面年投入费用超过 10 亿的企业不少于 100 家，预计这部分的市场容量不少于 1000 亿元。另外，如果把商务礼品、职工福利礼品等考虑在内，整个行业的市场容量则更大，估算 2017 年总体规模约在两千亿元以上。

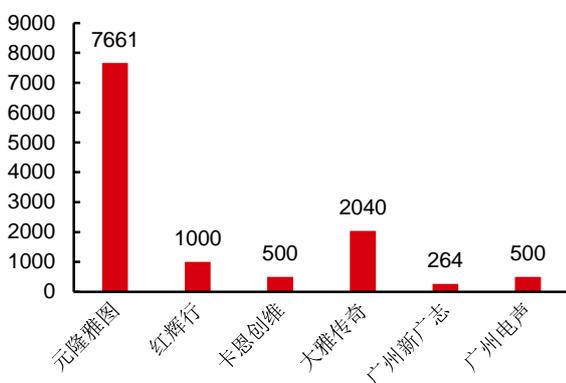
**行业龙头市占率不足 1%。**由于促销品品类众多，产品标准化程度高，技术含量低，可替代性强，行业中存在大量规模小、经营灵活的小企业，行业呈现低门槛、高分散的特点。元隆雅图是行业中的龙头企业，2017 年公司收入规模为 8.19 亿，市占率不足 1%。行业其他头部公司包括：厦门大雅传奇、北京红辉行商贸、上海卡恩创维、广东电声市场营销、广州新广志贸易等，除此之外的绝大多数促销品公司仅围绕 1-2 家下游大客户开展业务，整体规模均较小。

表 1：促销行业头部企业和业务介绍

公司名称	主营业务	主要客户	客户行业
北京红辉行商贸有限公司	礼品制作、设计；礼品相关服务和物流等	西安杨森、施耐德电器、摩托罗拉、玛氏等	医药、电器、IT、食品等
上海卡恩创维广告有限公司	促销品创意设计、制作及会展活动等	未公布	快消品、医药等
厦门大雅文化传播有限公司	广告公关、动漫影视、大数据服务、会议和零售营销等	戴尔、腾讯企点、搜狗等	电子、互联网、金融等
广州新广志贸易发展有限公司	广告礼品与赠品的设计和策划	未公开	未公开
广东电声市场营销股份有限公司	整合线下营销解决方案、区域营销策划	斯柯达、东风日产、玛氏、安利等	汽车、食品、个人护理等

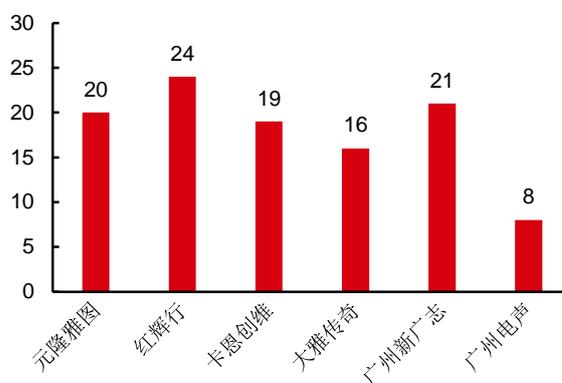
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 15：促销品行业头部企业注册资本（单位：万）



资料来源：各公司官网和公司公告，中信证券研究部

图 16：促销品行业头部公司业务运营时间（年）



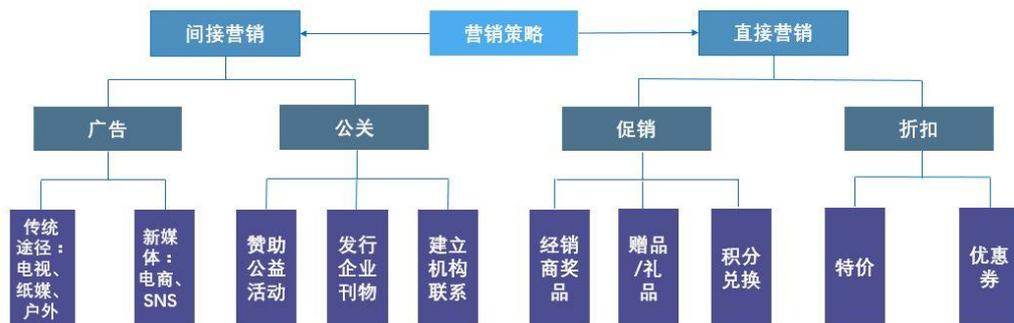
资料来源：各公司官网和公司公告，中信证券研究部

## 行业抗周期属性强

**促销品营销直接作用于交易环节，消费转化更有效。**企业为打开产品销量、构建或推广品牌，常会采取广告、公关、促销、和打折等营销手段，其中广告和公关属于间接营销策略，传播范围更广，但消费转化需要时间发酵；而促销和折扣属于直接营销手段，直接作用于交易环节，对消费转化更加有效。相比于降价打折，多数企业更青睐促销品营销，不降低产品售价且对品牌负面影响小。

**促销品营销多用于终端推广环节。**常见的使用场景有五大类：1) 传统渠道中的经销商奖励；2) KA 等其他线下终端场景如大型连锁商超、卖场店等向消费者赠送的礼品；3) 会员积分兑换，如航空公司和金融机构给予会员的积分奖励礼品；4) 针对企业和工会组织的定制化员工福利；5) 商务活动中使用的礼品，如银行信用卡开卡礼和保险员随手礼等。

图 17：企业营销主要手段梳理

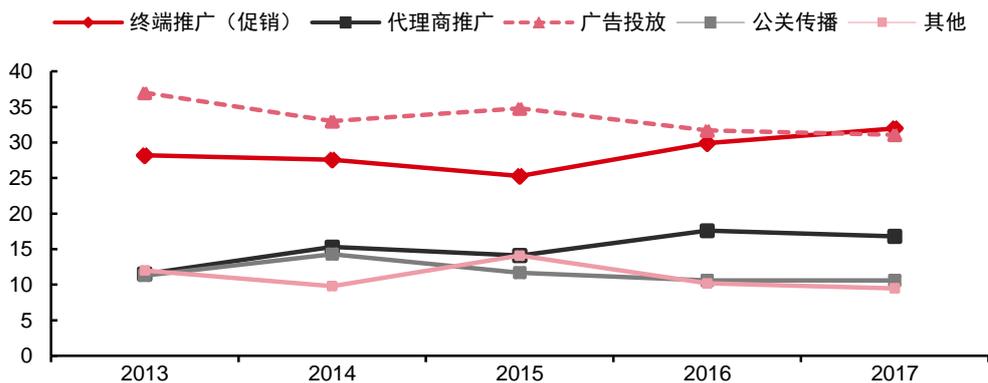


资料来源：中信证券研究部绘制

**企业终端推广费用占比持续上升，利好促销品行业。**中国传媒大学广告主研究所数据显示，在被访企业最为侧重的营销手段中，广告投放和终端推广一直高居前两位，其中终端推广费用占比从2013年的28.2%提升至2017年的32%，超越了广告投放的费用占比，这在趋势上利好促销品行业的需求增长。

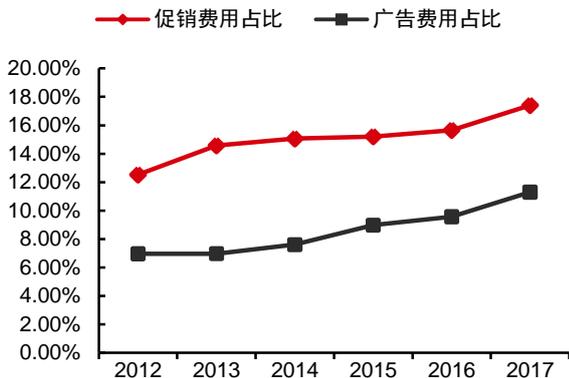
此外，海外经验显示，成熟市场企业运用促销推广更为成熟。可口可乐公司在促销推广费用支出方面持续保持较高比例。2011年至今，公司促销费用占销售费用的比例始终维持在11%以上，且远高于广告费用占比，2017年其促销费用达61.64亿美元。从促销服务提供商的角度看，日本电通（Dentsu）作为日本规模最大的广告与传播服务集团，2008-2015年其促销业务收入呈现基数大、波动式上升的特点，收入占比稳定在11%以上。

图 18：2012-2017 年被访企业营销推广费用分配比例 (%)



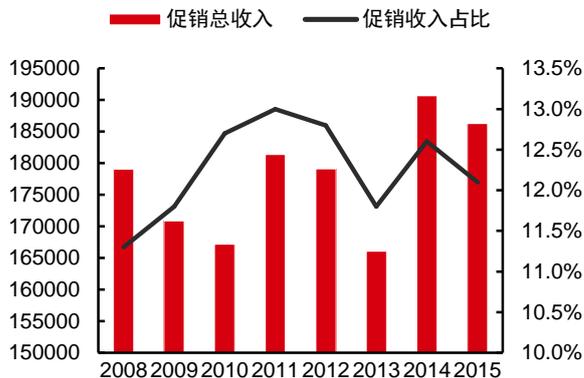
资料来源：中国传媒大学广告主研究所，中信证券研究部 注：2013年样本数88，2014年91，2015年96，2016年99，2017年95

图 19: 2012-2017 年可口可乐公司促销费用占销售费用的比持续高于广告费用



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 20: 2008-2015 年日本电通促销业务收入及占比 (单位: 百万日元)



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部 注: 2016 年后公司不再对促销收入进行分拆

**促销行业具有较强的抗周期属性。**在经济周期轮动过程中, 促销品行业受经济波动影响有限。当经济处于繁荣期时, 市场供需两旺, 企业销售费用较为充足, 对促销活动的投入也随之增加; 当经济处于衰退和复苏期时, 为了将有限的市场需求转化为盈利, 企业会加大对消费者的争夺, 促销费用仍能保持有限增长; 只有当经济进入萧条、消费者需求大幅萎缩时, 企业才会减产限费进而削减促销费用支出。

Wind 数据显示, 经济下行期间企业广告促销费用率仍维持增长趋势。自 2017H1 开始我国社零消费增速持续放缓, 至 2018Q2 社零消费增速跌至个位数增长, 在下游消费需求疲软的情况下, 商贸零售、食品饮料、医药等行业的广告促销支出占总销售费用比例呈持续增长趋势, 从侧面反映了促销品行业在经济下行期间拥有较强的抗周期属性。

图 21: 促销品行业拥有较强的抗周期属性



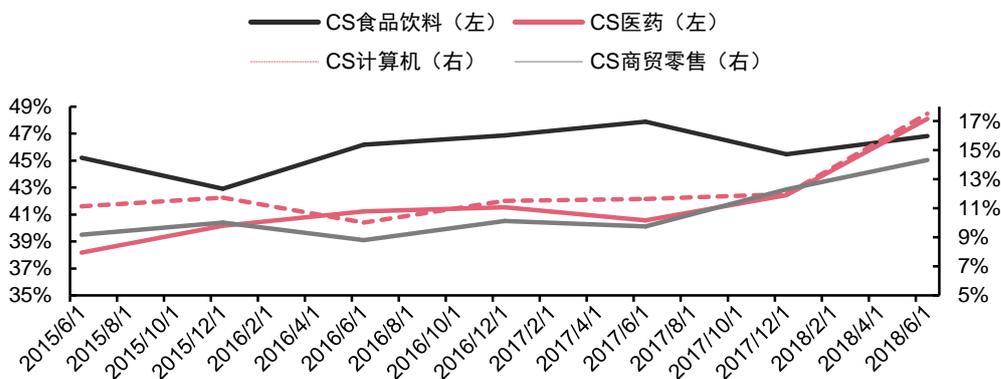
资料来源: 公司路演材料, 中信证券研究部

图 22：2015-2018Q3 我国社会消费品零售总额及增速（千亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：2015 至今各中信消费一级行业广告促销支出占总销售费用比例持续提升



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 阳光化采购带来市场增量

促销品服务行业具有流程标准化、招投标阳光化、操作公开透明的特点。通常下游企业会建立自己的供应商平台，公开招标后按产品目录选取多家服务商进入供应商库，并设立 3-6 个月的考核期以杜绝腐败和垄断，每 2-3 年还要进行末尾淘汰，持续优化供应商结构，因此市场化的促销品服务商过去主要服务外企客户。

随着国内高压反腐常态化以及促销品服务商市场化运营的深入，越来越多的国有企业和大型民企开始走向公开招标的阳光化采购，客户结构也从快速消费品主导向金融、汽车、互联网等多行业多品类拓展，例如元隆雅图积极开拓包括平安集团、工商银行、中国银行、中信银行、招商银行、中国农业银行等金融机构；电声营销打入了包含广汽、东风、一汽等大型国资；大雅传奇客户涵盖了腾讯、搜狗、中国电信、福建广电网络等优秀内资企业。

图 24：大雅传奇合作客户



资料来源：大雅传奇官网，中信证券研究部

### 服务边界不断拓宽

促销品成为线下数据入口，精准营销成为可能。以往促销服务仅仅是单纯的促销手段，随着新零售的风起云涌以及移动互联网技术的成熟，促销品成为了线下数据的入口，通过移动端 APP 扫码领取促销品或 B2C 派送的形式，消费者在成为会员的同时也将自己的消费信息与个人信息提供给数据营销平台。一方面品牌商可以通过数据分析构建精准的客户画像，针对消费者需求不断优化产品设计；另一方面，数据平台还能通过分析消费者需求，持续推送相关品类信息、优惠活动以及 B2C 样品派送，实现多次促销服务。特别是在客户允许的情况下，还能打通不同消费群体数据，通过流量互换加强精准营销。例如母婴类消费品客户对线下数据极为重视，原先流量主要集中在如孩子王、爱婴室等线下特通渠道，品牌方无法获取。通过扫码领取高价值礼品结合 B2C 派送，促销品服务商获得了精准的消费数据，通过会员体系内的社交营销以及有效信息投放实现流量转化。

图 25：终端推广模式升级，促销品成为线下数据入口



资料来源：中信证券研究部绘制

服务商代理优质品牌，获取 IP 授权方兴未艾。在终端推广的五大应用场景中，经销商奖励、消费者礼品、定制化员工福利和商务礼品的部分多采用定制化设计+委托加工模式，礼品单价多在 100 元以下。积分兑换礼品则是以品牌产品居多，单品附加值较高，服务商通常采取供应商直采模式。随着下游客户及服务品类的拓展，积分兑换业务未来将持续提升。服务商代理的优质品牌和获取 IP 授权数量的多寡将直接影响对下游客户的接单能力和议价能力。

图 26：元隆雅图为高露洁制作的“Hello Kitty”主题促销品



资料来源：元隆雅图公司官网，中信证券研究部

图 27：元隆雅图制作的“NBA”系列主题促销品



资料来源：元隆雅图公司官网，中信证券研究部

深耕促销服务领域长尾市场需求，构筑护城河。随着行业的发展，促销服务内容逐渐多样化，主要体现在业务链的延长与业务模式的创新。促销品业务除了传统的依靠供应链优势提供设计策划、委托生产、品牌直采和奖品兑换之外，新的服务范围已经拓展到市场调查、试用品派发、经销商考核管理、网上积分兑换礼品、数字化促销品供应、数字化促销服务、营销物料仓储及运输配送等多种形式，服务内容不断衍生。行业龙头公司在立足于创意设计、供应链管理和规模优势之外，未来预计将持续深耕促销服务领域长尾市场需求，一体化综合服务能力有望成为行业的护城河。

图 28：促销品全产业链一站式服务能力



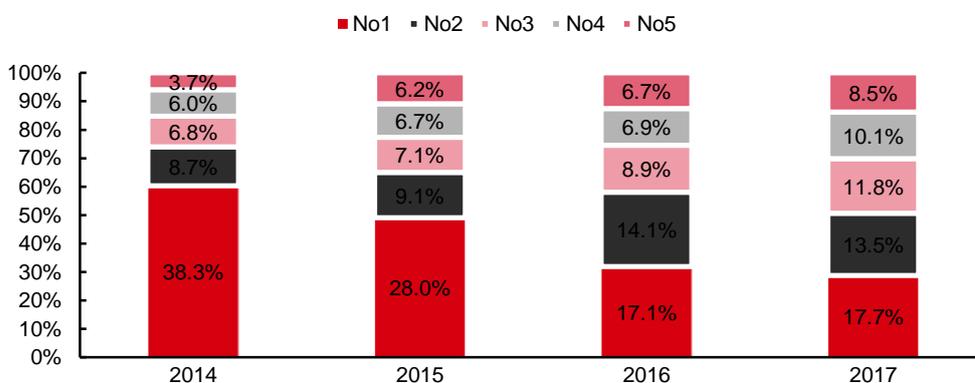
资料来源：公司路演材料，中信证券研究部

## ■ 公司分析：促销业务稳固，外延并购添翼

### 促销品业务：强大客户矩阵保障稳定增长

2017 年公司前 5 大客户（惠氏、华为、宝洁、伊利、辉瑞）收入占比为 65.5%，体现促销品服务行业对下游大客户资源仰赖度高的特征。由于种种原因，单一大客户订单存在波动的风险，如公司早期重要客户宝洁收入贡献占比呈现持续下降，2014-2017 年分别为 38.3%/28.0%/14.1%/11.8%。因此需要持续扩充客户矩阵并不断培育，完成其“此消彼长”的更替，保持收入的稳定增长。

图 29：2014-2017 年公司核心客户收入占比情况变化（%）



资料来源：公司招股说明书、公司年报，中信证券研究部

**深耕行业，客户矩阵持续扩充。**在促销品服务行业，服务商要实现从客户的一般供应商到核心供应商的升级需要培育较长时间。公司深耕促销品行业 20 余年，进入多家世界 500 强客户的核心供应商体系。公司 2009 年开始建立与宝洁的合作关系，2010 年后成长为宝洁在中国地区促销品业务核心供应商；2010 年公司与辉瑞、惠氏（后被雀巢收购）展开合作，进入医药和奶粉行业促销领域；2012 年公司在食品饮料、医药保健领域持续开发出百威、伊利、拜耳、玛氏等客户。随着越来越多的国有企业和大型民企开始走向公开招标和阳光化采购，公司又陆续开发了蔚来汽车、平安集团、中国银行、中信银行、中国农业银行等客户，目前公司已经形成涵盖食品饮料、日化、医药、母婴、3C 消费电子、金融等领域头部公司的强大客户矩阵。

图 30：公司核心客户矩阵和所属行业

快消/食品类	医药类	奶粉/乳制品	数码电子	手机/通讯/互联网	电器/金融/其他

资料来源：公司官网，中信证券研究部

表 2：公司与主要客户的合作时间

客户名称	主要内容	已连续合作年度
宝洁	特定服务和产品	8 年
辉瑞	品牌提示物、促销品和服务、在线订购平台	6 年
惠氏	产品促销、推广、市场拓展，开发惠氏“摇摇”平台分发线上红包	6 年
百威	为“夜点”项目提供平台开发和相关服务	3 年
戴尔	促销品、物流配送服务	8 年
拜耳	供应医疗辅助用品	4 年
微软	产品及服务	10 年
华为	促销礼品	3 年

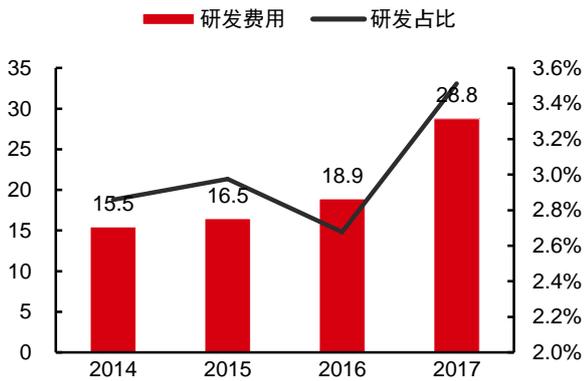
资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司持续获取优质大客户，凭借的是其优秀的设计策划、高性价比的产品以及综合服务能力：

**设计策划团队实力雄厚，核心人员持股团队稳定。**公司拥有一支由 70 名创意策划和产品设计人员组成的专业团队，艺术总监岳昕先生是清华大学、中央美术学院以及韩国大田大学的客座教授，承担中国移动、南方航空、首都博物馆等多家大型企业和项目设计，曾参与了北京奥运会官方海报设计工作。2014 年以来公司持续加大在产品研发和技术方面的投入，并于上市后快速实施股权激励，通过绑定核心团队降低人员流失风险。

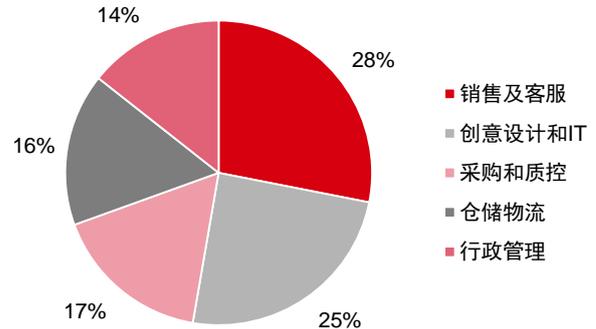
公司平均每年向客户提供促销品创意方案数百例，设计促销品上千种。2013 年自主品牌“诺克车用多功能安全锤”获得中国设计红星奖金奖；2015 年公司自主设计产品摩卡多功能数据卡获得德国 iF 设计大奖；2017 年公司研发新品 TPLUG P1 超薄插线板获得 2017 年度中国好设计奖金奖。公司为宝洁、戴尔、红牛、中粮福临门、“NBA”、“Hello Kitty”等公司和品牌设计原创性促销品，达到良好促销和宣传效果。

图 31: 公司研发费用和占比不断提升 (百万元)



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 32: 公司创意设计和 IT 技术人员占比较高



资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部

图 33: 公司自主设计产品获得红星奖金奖



资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部

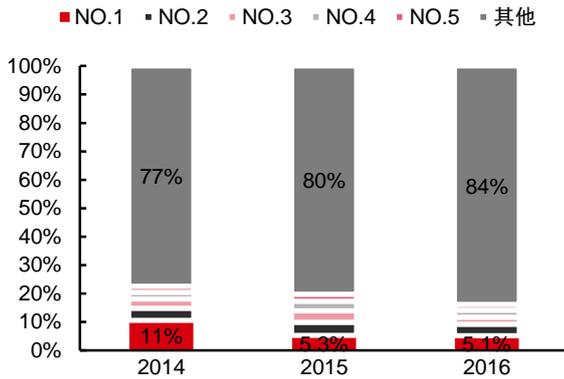
图 34: 公司自主设计产品获得德国 iF 设计奖



资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部

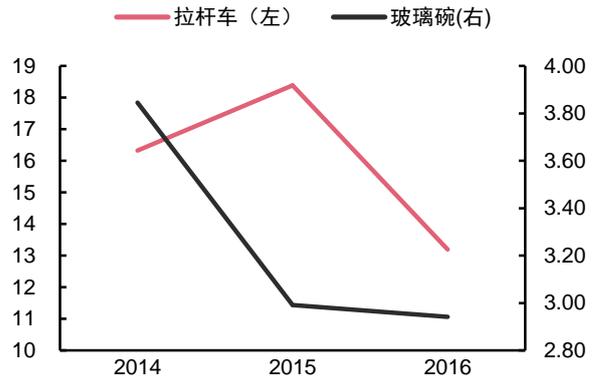
**规模效应强化产业链议价。**公司目前有 1000 多家签约供应商, 涉及十几个大类, 上百个小类。2014-2017 年前五大供应商购货金额占营业成本比例从 22.6% 降至 14%, 最大供应商采购金额占比从 10.53% 降至 3.9%。这一方面反映公司产品品类和供应商数量不断丰富, 对上游采购有所分散化, 另一方面体现公司通过集中采购压低了供应商的采购价格。规模效应带来的产业链议价还有望在不同供应商间形成良性竞争, 提高产品质量, 满足不同客户的特定促销品需求, 在公开招标中凭借成本优势强化对于下游客户的获取和开发。

图 35: 前五大供应商采购金额占营业成本比例逐年降低



资料来源: 公司招股说明书和公司年报, 中信证券研究部

图 36: 采购物品单价逐步降低 (元/件)

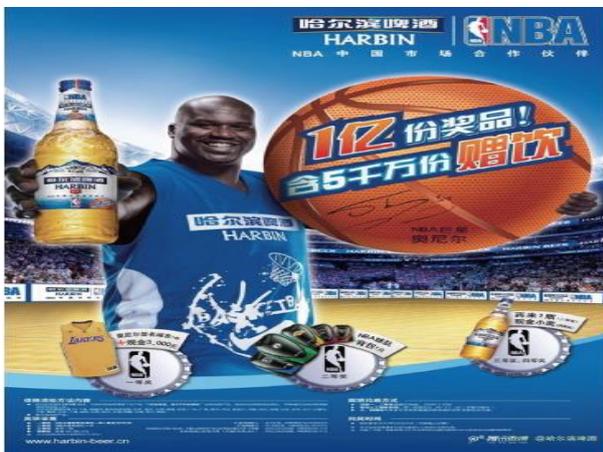


资料来源: 公司招股说明书和公司年报, 中信证券研究部

**严控产品质量和供应商考核。**公司建立了严格的产品采购质控制度, 并对供应商生产过程进行全面监督和质检: 订单完成约 10%进行初检, 完成 50%进行中期检验, 全部完成后进行出货检验, 重大订单会常驻供应商实时检验, 季度末对合同履行情况和交验合格率进行统计, 将客户意见反馈给供应商和经销商及时改进。同时公司建立了严格的供应商准入和考核制度: 对供应商的业务资质、生产环境、产能、质量稳定性、制造水平、检测手段、商业信用等进行考察评价, 并只对考评合格的供应商签署合作协议; 签约后每年对供应商的产品价格、质量、货期、账期、售后服务等情况进行综合打分末位淘汰, 持续优化供应商结构。

**拥有多个 IP 与品牌授权。**公司将体育、动漫等产业中拥有广泛知名度的 IP 引入促销活动, 增强获客能力与品牌影响力。公司现已成为美国职业篮球联赛 (NBA) 中国区礼品渠道官方授权的独家供应商, 拥有阿童木 (Astro Boy)、凯蒂猫 (Hello Kitty)、哆啦 A 梦、小羊肖恩 (Shaun the sheep)、小泰克 (Little Tikes)、ELLE 等国际知名品牌的官方授权生产商, 可以将上述品牌产品作为促销品提供给客户。例如公司为哈尔滨啤酒打造的 NBA 赛事主题促销系列活动设计了独创的方案; 将 NBA 特许商品作为促销赠品, 对提高销量和品牌影响力起到很大推动作用。

图 37: 公司为青岛啤酒设计的 NBA 主题促销活动



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

图 38: 公司品牌授权产品



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

此外，由于与客户长期保持深入合作关系，公司能够准确地把握客户在促销活动中产生的新的业务需求以及面临的问题，并基于 IT 开发运营为客户提供针对性更强的数字化促销服务解决方案。

我们预计公司 2018 年前五大客户分别为惠氏（雀巢）、华为、伊利、宝洁和辉瑞，其中公司促销品业务份额约占惠氏促销品业务的 40%-50%，约占华为为促销品业务的 30%-40%，约占伊利促销品业务的 10%，约占宝洁促销品业务的 70%-80%。对比公司早期大客户宝洁，预计未来 3 年公司在惠氏、华为、伊利的促销品业务的份额仍具备提升空间，预计惠氏、华为、伊利仍为前三大客户，而第四、第五大客户预计在 2019-2020 年将发生改变，根据新客户孵化的进度与业务增长水平，2019 年预计为宝洁和欧莱雅，2020 年预计为欧莱雅和平安集团，客户结构将进一步多元化。

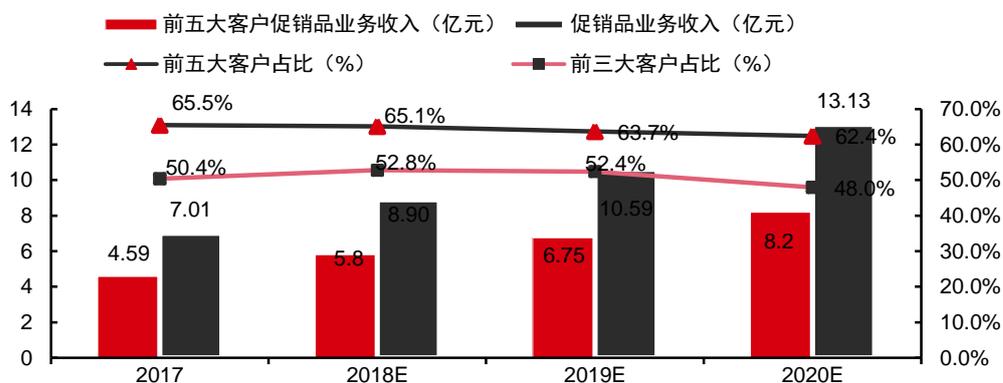
表 3：公司 2017-2020 年前五大客户排名及收入预测（亿元）

	2017		2018E		2019E		2020E	
	排名	收入	排名	收入	排名	收入	排名	收入
第一大	惠氏	1.45	惠氏	1.82	惠氏	2.17	惠氏	2.60
第二大	华为	1.11	华为	1.70	华为	2.09	华为	2.30
第三大	宝洁	0.97	伊利	1.18	伊利	1.29	伊利	1.40
第四大	伊利	0.83	宝洁	0.78	宝洁	0.66	欧莱雅	1.20
第五大	辉瑞	0.70	辉瑞	0.32	欧莱雅	0.54	平安集团	0.70
合计（亿元）		4.59		5.80		6.75		8.20

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

预计 2018-2020 年公司前三大客户促销品业务收入占比分别为 52.8%/52.4%/48%，前五大客户占比 65.2%/63.7%/62.4%，促销品业务有望实现收入 8.9 亿/10.59 亿/13.14 亿元，3 年 CAGR 为 21.5%。

图 39：2017-2020 年公司促销品业务前五大和前三大客户的收入及占比



资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

### 促销服务业务：预计数字化促销服务未来 3 年 CAGR 33.7%

**专注数字化促销服务业务。**公司促销服务业务包括数字化促销服务、仓储运输和客户服务，2018H1 三项业务毛利率分别为 34.03%/20.72%/8.86%。预计未来公司将投入更多资源专注发展高毛利的数字化促销服务业务，逐步削减在仓储运输和客户服务方面的投入。

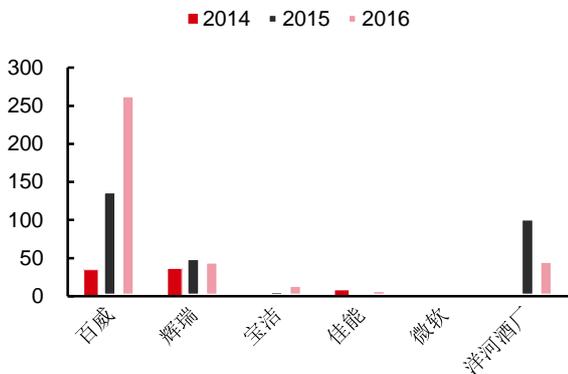
**数字化促销服务能力不断提升。**从 2016 年开始公司以促销品业务为入口为宝洁、辉瑞、惠氏、微软、戴尔、百威等重点客户提供数字化促销服务，通过对老客户价值的挖掘进一步丰富公司收入结构。目前公司数字化促销服务已涵盖集采平台、积分兑换、手机摇奖/红包、渠道奖励、物流分发、粉丝营销等多种业务模式，先后成功为重点客户开发定制 20 多个数字促销平台，包括辉瑞大中华区医药代表会议礼品选购平台、佳能和宝洁的内部员工积分兑换平台、惠氏满意度评分系统、可口可乐 SGP 合规产品管理平台等。

表 4：公司围绕大客户资源挖掘数字化促销服务需求

收入来源	客户名称	服务期限	平台网址	服务内容
促销品销售+促销服务	宝洁（碧浪汰渍抽奖平台）	2016 年至今	微信平台	为碧浪和汰渍提供消费者购物抽奖微信平台，并负责奖品采购和兑换、配送
	百威	2016 年至今	夜点 App 及微信平台	为百威夜点项目提供平台功能开发、界面设计及其他相关咨询、开发与分析服务；提供夜点平台项目销售和推广人员的管理服务
促销服务	惠氏	2016 年至今	微信平台	为惠氏全国母婴店终端数字化促销活动提供终端平台开发、微信红包发放及管理、数字化促销品的采购与发放以及基于数字化平台所生成促销品或资料的仓储物流服务
	宝洁（帮宝适、吉列平台）	2016 年至今	微信平台	为吉列提供产品一物一码、扫码兑奖活动平台服务，为帮宝适提供扫码领取试用装、分享干爽挑战实验成果领取奖品等活动平台服务

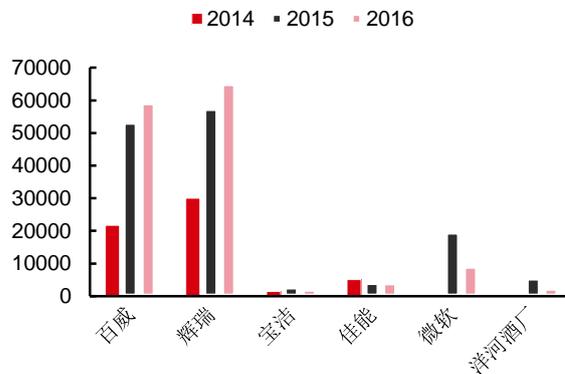
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 40：主要促销电商平台成交金额（百万元）



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 41：主要促销电商平台订单数量（笔）



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 42: 公司数字化促销服务业务构成



资料来源: 公司路演材料, 中信证券研究部

图 43: 公司数字化促销技术开发能力



资料来源: 公司路演材料, 中信证券研究部

表 5: 截至 2017 年正在运行的终端数字化促销平台

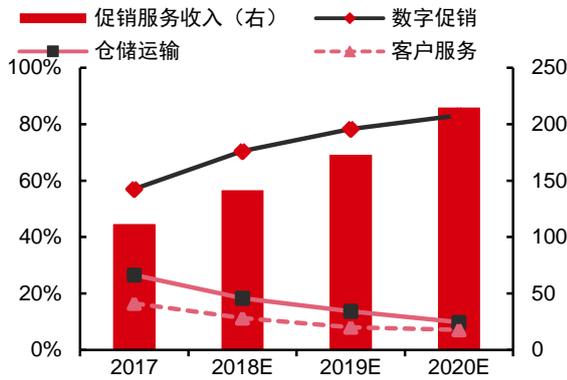
平台名称	平台类型	备案网址
惠摇好运促销平台 (惠氏“摇红包”)	微信公众号	www.ylytbuy.com
百威夜点促销平台	微信公众号	www.ye-dian.com www.yedianktv.com
吉列 (宝洁) 摇一摇 平台	微信公众号	www.pggill.com
碧浪汰渍 (宝洁) 抽奖平台	微信公众号	
帮宝适 (宝洁) 促销平台	微信公众号	www.vdui.cn
美赞臣促销平台	微信公众号	
益海嘉里促销平台	微信公众号	

资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部

**依赖促销品业务导入客户, 客户结相对构稳定。**目前公司促销服务业务前三大类客户分别为母婴会员管理 (占比约 40%)、酒类电商平台 (占比约为 10%)、和体育类粉丝营销平台 (占比约 5%)。其中母婴类客户包括惠氏奶粉、雀巢婴儿辅食等, 酒类平台主要客户为百威和嘉士伯, 体育类粉丝营销平台客户目前包括 NBA 及曼城俱乐部等。由于促销服务事业部更多聚焦于平台和移动端的技术开发与服务, 新客户开发需依靠其他团队的协助和导入, 因此客户结构相对稳定, 预计母婴、酒类、体育三大类客户占比未来三年整体维持在 55%左右。

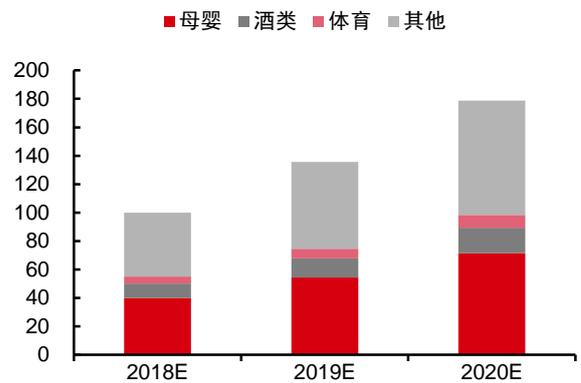
我们预计 2018-2020 年促销服务业务有望实现收入 1.42 亿/1.73 亿/2.15 亿元, 3 年 CAGR 为 23.1%, 其中数字促销业务收入占比分别为 70.4%/78.3%/83.1%, 3 年 CAGR 33.7%; 仓储运输业务收入占比分别为 18.3%/13.7%/9.8%, 客户服务业务收入占比分别为 11.3%/8.0%/7.1%, 两者均呈现下降趋势, 促销服务业务结构将持续升级。

图 44: 促销服务中, 数字化促销业务占比持续提升, 仓储运输和客户活动占比下降 (%) , 百万元)



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部预测

图 45: 促销服务前三大类客户贡献收入约为 55%, 存量客户持续推动收入规模提升 (百万元)



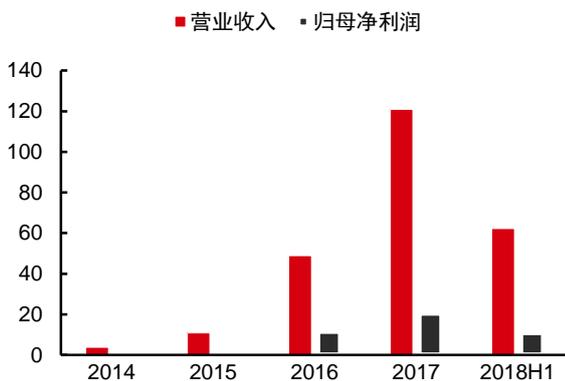
资料来源: 中信证券研究部预测

### 新媒体: 并购谦玛网络, 加强整合营销

为增强新媒体营销服务能力, 公司于 2018 年 9 月 3 日以 2.09 亿元现金收购上海谦玛网络科技有限公司 60% 股权。谦玛网络专注于互联网新媒体整合营销服务, 向客户提供“数据+平台+内容+服务”的新媒体综合解决方案, 涵盖策略、创意、内容、媒介、运营、数据分析、技术输出、数据监测等营销服务。

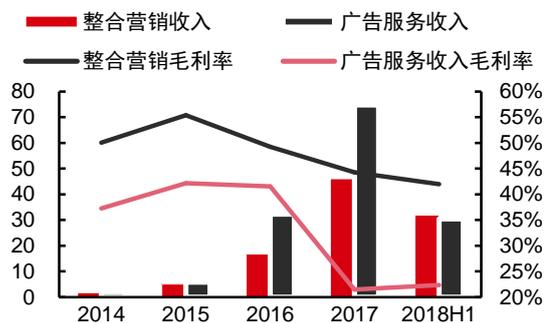
2017 年/2018H1 谦玛网络营业收入分别为 1.21 亿/0.62 亿元, 2014-2017 营收 CAGR 达 216%, 2017 年/2018H1 净利润分别为 0.21 亿/0.12 亿元, 2014-2017 年 CAGR 达 566%。谦玛网络承诺 2018-2020 年实现的扣除非经常性损益后归母净利润分别不低于人民币 3200 万/4000 万/5000 万元。分项来看, 公司主要收入分为整合营销和广告服务, 2018H1 收入占比分别为 51.2% 和 48.8%, 整体毛利率达到 32.83%。

图 46: 谦玛网络近期营收和净利润 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 47: 谦玛网络收入结构和分项毛利率 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

谦玛网络拥有丰富的客户资源, 行业涉及快消、汽车、金融、IT、电商、母婴、教育、运营商等众多领域, 核心客户包括苏宁易购、阿里巴巴、肯德基、蒂佳婷、Vipkid 等广告主, 以及阳狮广告等大型 4A 广告公司。同时拥有众多核心 KOL 资源, 包括明星、网红达

人、网络写手、公司官方账号等，在微信、微博等公众平台上有大量粉丝，可针对客户需求进行大范围营销投放。公司收购后可整合双方客户和新媒体资源，另外在 IT 技术、营销策划、新媒体分析等方面谦玛网络能进一步增强公司团队整合营销能力。目前谦玛网络已经获取了欧莱雅、宝洁、惠氏等快消品巨头的新媒体营销业务供应商资质，预计未来将和公司主业形成合力。受益于谦玛网络的并表，预计公司新媒体业务 2018-2020 年将贡献营收 0.14 亿/1.55 亿/1.71 亿元，净利润 3.2 百万/24.0 百万/30.0 百万元。

图 48：谦玛网络客户资源


资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 49：谦玛网络 KOL 资源



资料来源：公司官网，中信证券研究部

### 特许商品：强化公司品牌，实现客户拓展

自 2008 北京奥运会起，公司陆续获得了 2010 上海世博会、2011 深圳大运会、2014 南京青奥会、2019 北京园博会的特许纪念品经销授权。奥运会对特许生产商的社会声誉、资信状况、经营业绩、资质认证（质量、环保）等有着极高要求，也是公司综合营销能力的体现，并为客户拓展起到了极大的促进作用。公司凭借北京奥运会经营特许纪念品所积攒的经验和影响力，顺利成为宝洁在伦敦奥运会亚太区唯一特许促销品供应商，公司也借此将和宝洁的业务合作扩大至亚洲 14 个国家和地区。

公司于 2017 年 12 月与北京 2022 年冬奥会奥组委签订了特许权合同，成为特许纪念品供应商，也是唯一一家入围的整合营销服务商，将有机会为大型冬奥赞助商（中石油、中石化、中国国航等）提供促销品和服务。预计特许商品授权将为公司在业绩增长和客户拓展方面持续贡献增量，2018-2020 年有望实现收入 0.28 亿/0.29 亿/0.3 亿元。

图 50：公司拥诸多大型赛事特许商品经销授权



资料来源：公司官网，中信证券研究部

## ■ 风险因素

### 行业风险：

- (1) 企业促销投入下降或经营方式出现重大调整。
- (2) 主要竞争对手增多，市场竞争加剧。

### 公司风险：

(1) **经营管理风险：**客户流失风险，订单续签率下降风险。公司大客户相对集中，虽然新客户拓展集中度有所分散，2017 年前五大客户占比仍达 61.64%。重要客户流失或无法正常续签将对公司经营业绩形成拖累。

(2) **应收账款回收风险：**客户在促销期间因及时性要求需公司先行垫付资金，如果客户因经营问题无法按时付款将对公司资金周转形成压力。

(3) **收购公司经营风险：**谦玛网络经营不达预期，无法兑现业绩承诺。

(4) **股东减持风险：**公司于 2018 年 10 月 24 日和 11 月 28 日分别收到部分董事、高级管理人员的《股份减持计划告知函》。股东王威、饶秀丽、向京和赵怀东预计分别在 2019 年 5 月 21 日和 6 月 14 日前减持公司不超过 154 万和 31.2 万股，减持股份占比分别为 1.18%和 0.24%，或对股价造成下行压力。

## ■ 盈利预测及关键假设

### 关键假设：

(1) 在收入方面，促销品业务公司大客户资源稳定，且不断孵化新品类客户，具体的前五大客户排名变化及收入预测详见表 3，预计 2018-2020 促销品营业收入 8.9 亿/10.59

亿/13.14 亿元，CAGR 21.5%；数字化促销服务方面，公司积极开展定制电商和终端数字促销平台建设，持续挖掘存量大客户价值，预计 2018-2020 营业收入 1 亿/1.36 亿/1.79 亿元，CAGR 33.7%；仓储运输和客户活动业务配置逐步减少，收入增速将持续下行，预计 2018-2020 仓储运输营业收入 0.26 亿/0.24 亿/0.21 亿元，客户活动营业收入 0.16 亿/0.14 亿/0.15 亿元；新媒体营销业务正处于快速成长期，按 2018 年并表 2 个月计，预计 2018-2020 实现收入 0.14 亿/1.55 亿/1.71 亿元；随着园博会和冬奥会的临近，特许商品收入将持续增加，预计 2018-2020 营业收入为 0.28 亿/0.29 亿/0.30 亿元。

(2) 在毛利率方面，促销商品业务由于老客户合作深化，整合营销附加值有所提升，预计 2018-2020 毛利率为 23.8%/24.4%/24.8%；数字促销服务利润稳中有升，预计 2018-2020 毛利率为 34%/35%/35%；新媒体营销业务附加值高，预计 2018-2020 毛利率达 34%/34%/35%；贵金属工艺品与特许商品毛利率较高，预计 2018-2020 毛利率为 42%/42%/43%；公司整体毛利率保持稳定，随高毛利数字化服务占比增加、客户潜力进一步挖掘和新媒体营销高毛利并表影响，预计 2018-2020 毛利率达到 25.04%/26.59%/26.96%。

(3) 费用率方面，公司销售费用因新客户拓展而略有增加，然而收入稳定增长有望令销售费用率保持稳定，预计 2018-2020 年达到 10.4%/9.6%/9.4%；管理费用率整体稳定，预计 2018-2020 年将达 3.7%/3.7%/3.6%；总体来看，公司销售和管理能力不断增强，费用率总体稳定，预计 2018-2020 费用率为 13.17%/13.33%/13.02%。

表 6：元隆雅图营业收入、增速及毛利率预测

项目	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(百万元)							
促销商品	439	447	560	701	890	1059	1314
数字促销服务	12	38	79	64	100	136	179
仓储运输服务	51	38	34	29	26	24	21
客户活动服务	5	15	14	18	16	14	15
新媒体营销					13.9	155.3	171.4
贵金属工艺品与特许纪念品	34	16	20	7	28	29	30
合计	540	554	708	820	1074	1417	1730
收入增速(%)							
促销商品	-14.6%	1.8%	25.3%	25.2%	27.0%	19.0%	24.0%
数字促销服务	1057.1%	215.4%	106.9%	-19.5%	56.7%	35.7%	31.8%
仓储运输服务	59.0%	-26.0%	-10.4%	-12.6%	-11.5%	-9.0%	-11.0%
客户活动服务	-89.4%	223.2%	-7.4%	33.9%	-13.3%	-13.0%	10.0%
新媒体营销						491.6%	10.4%
贵金属工艺品与特许纪念品	3.0%	-52.9%	25.0%	-65.0%	293.7%	5.2%	3.4%
合计	-13.4%	2.7%	27.7%	15.9%	30.9%	32.0%	22.1%
毛利率(%)							
促销商品	23.01%	23.71%	21.79%	23.54%	23.80%	24.40%	24.80%
数字促销服务	45.43%	49.84%	43.49%	33.04%	34.00%	35.00%	35.00%

项目	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
仓储运输服务	23.68%	17.80%	19.28%	19.12%	20.00%	20.00%	19.00%
客户活动服务	7.16%	14.43%	14.43%	12.93%	9.00%	8.00%	8.00%
新媒体营销					34%	34.00%	35.00%
贵金属工艺品与特许纪念品	41.18%	31.25%	35.00%	28.57%	42.00%	42.00%	43.00%
合计	24.41%	25.14%	24.40%	23.91%	25.04%	26.59%	26.96%
<b>费用率</b>							
销售费用率	10.9%	10.3%	10.1%	9.4%	10.4%	9.6%	9.4%
管理费用率	4.3%	4.8%	4.0%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%
总费用率	15.75%	15.66%	14.69%	13.33%	13.17%	13.33%	13.02%

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

**盈利预测。**基于以上假设, 预测公司 2018-2020 年净利润分别为 90.62 百万/147.79 百万/189.33 百万元, EPS 分别为 0.70/1.13/1.45 元。

表 7: 元隆雅图盈利预测与估值表

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	706.81	819.26	1,073.69	1,416.96	1,730.28
增长率 YoY%	28%	16%	31%	32%	22%
净利润 (百万元)	50.25	71.46	90.62	147.79	189.33
增长率 YoY%	21%	42%	27%	63%	28%
每股收益 EPS (元)	0.39	0.55	0.70	1.13	1.45
净资产收益率 ROE%	21.19%	13.76%	15.65%	21.12%	22.41%
市盈率 PE(x)	67	47	37	23	18

资料来源: 中信证券数量化投资分析系统, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2019 年 1 月 7 日收盘价

## 估值分析及投资建议

强抗周期属性以及阳光化采购的铺开为促销品行业带来机遇, 公司作为行业龙头, 具备一定规模、客户和资金优势, 同时外延并购提升公司一站式整合营销服务能力, 公司 2018-2020 年净利润 CAGR 44.5%, 当前股价 25.8 元, 对应 2018-2020 年 PE 为 37/23/18X, 综合考虑行业机遇、公司前景和可比公司估值等因素, 给予公司目标价 34 元, 对应 2019 年 30X PE, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司盈利及估值情况

证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
	(元)		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
麦达数字	7.18	41.6	0.22	0.31	0.41	32.6	23.2	17.5
视觉中国	24.25	170	0.55	0.72	0.93	44.1	33.7	26.1
焦点科技	12.51	29.4	0.34	0.52	-	36.8	24.1	-
平均						38	27	22
元隆雅图	25.80	33.6	0.70	1.13	1.45	37	23	18

资料来源: 中信证券数量化投资分析系统 注: 股价为 2019 年 1 月 7 日收盘价, 麦达数字、视觉中国和焦点科技 2018-2020 年 EPS 为 Wind 一致预测

**利润表 (百万元)**

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	707	819	1,074	1,417	1,730
营业成本	535	623	805	1,040	1,264
毛利率	24.34%	23.90%	25.04%	26.59%	26.96%
营业税金及附加	5	4	7.1	9	11
营业费用	71	77	111.7	136	163
营业费用率	10.11%	9.39%	10.40%	9.60%	9.40%
管理费用	28	31	39.7	52	62
管理费用率	3.97%	3.78%	3.70%	3.70%	3.60%
财务费用	4	1	(1)	0.6	0.5
财务费用率	0.61%	0.16%	-0.08%	0.04%	0.03%
其他经营损益	1	2	2.2	3	3
营业利润	58	87	110.5	182	232
营业利润率	8.24%	10.60%	10.29%	12.82%	13.39%
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	59	87	111	182	232
所得税	11	14	19	32	40
所得税率	19.06%	16.32%	17.28%	17.55%	17.05%
少数股东损益	(2)	1	2	3	3
归属于母公司股东的净利润	50	71	90.62	148	189
净利率	7.11%	8.72%	8.44%	10.43%	10.94%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	121	229	81	159	231
存货	23	25	36.5	44	55
应收账款	268	269	355	461	554
其他流动资产	47	167	218	268	342
流动资产	460	689	691	932	1,181
固定资产	23	22	21	20	19
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	2	2	2	2	3
其他长期资产	1	1	193	194	195
非流动资产	25	25	216	216	216
资产总计	485	714	908	1,148	1,397
短期借款	52	2	50	90	120
应付账款	118	91	134.8	187	227
其他流动负债	73	95	135.2	160	191
流动负债	243	188	320	437	539
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	3	2	2	2
非流动性负债	1	3	2	2	2
负债合计	244	191	322	440	541
股本	57	77	130	130	130
资本公积	70	305	251.53	252	252
归属于母公司所有者权益合计	237	519	579	700	845
少数股东权益	4	4	6	8	12
股东权益合计	241	524	585	708	856
负债股东权益总计	485	714	908	1,148	1,397

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	59	87	111	182	232
所得税支出	-11	-14	-19	-32	-40
折旧和摊销	4	3	1	1	1
营运资金的变化	-8	-39	-68	-85	-107
其他经营现金流	20	0	-1	-3	-1
经营现金流合计	63	37	25	64	86
资本支出	-3	-3	-3	-1	-1
投资收益	1	2	2	3	3
其他投资现金流	-11	-112	-190	0	0
投资现金流合计	-12	-113	-190	1	1
发行股票	0	266	0	0	0
负债变化	165	67	48	40	30
股息支出	-18	-31	-31	-27	-44
其他融资现金流	-148	-119	1	-1	-1
融资现金流合计	-1	183	18	12	-15

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

**主要财务指标**

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	27.63%	15.91%	31.06%	31.97%	22.11%
营业利润增长率	21.63%	49.21%	27.26%	64.32%	27.52%
净利润增长率	20.62%	42.20%	26.82%	63.08%	28.11%
毛利率	24.34%	23.90%	25.04%	26.59%	26.96%
EBITDA Margin	22.35%	36.75%	24.28%	64.61%	27.00%
净利率	7.11%	8.72%	8.44%	10.43%	10.94%
净资产收益率	21.19%	13.76%	15.65%	21.12%	22.41%
总资产收益率	10.36%	10.00%	9.99%	12.87%	13.55%
资产负债率	50.34%	26.70%	35.52%	38.30%	38.71%
所得税率	19.06%	16.32%	17.28%	17.55%	17.05%
股利支付率	35.99%	42.88%	30.00%	30.00%	30.00%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities（Thailand）Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。