

---

# 华扬联众（603825）定增快报

行业：传媒 日期：2020.9.24

研究员：王雨苗 执业证书编号：S0630516050002

电话：021-20333346 邮箱：wangym@longone.com.cn

## 一、定增项目简介

上市公司拟向不超过 35 名特定对象非公开发行不超过 6928.19 万股。本次募集资金拟使用 3.56 亿用于品牌新零售网络运营建设项目，1.86 亿用于智慧营销云平台建设项目，9760.31 万元用于创新技术研究中心项目，剩余 2.7 亿用于补充流动资金。限售期为 6 个月。公司于 2020 年 9 月 16 日获得发审委审核通过。

## 二、募投项目

**1、品牌新零售网络运营建设项目：**公司拟投入资金开展品牌代运营业务，构建新营销时代下的新渠道和新零售生态体系，为客户提供更加高效的营销解决方案，以数据技术、内容和渠道资源驱动，实现品牌传播和产品销售双增长，进一步巩固和提升公司的服务优势和行业地位。

**2、智慧营销云平台建设项目：**本项目建设系满足不同企业客户的定制化新营销需求，对整合公司现有大数据分析平台：覆盖全网实时数据图谱分析平台 GRAPHy，集洞察（DCD）、预算（HYMIS）、决策（DOI）、执行（PBS）、分析（ADA）、监控（SOM），进行迭代升级并和新系统整合成一体的综合智能营销平台。智慧营销云平台可以直接服务客户，同时为公司业务提供技术和大数据支持，提高服务质量，减少人工成本。

**3、创新技术研究中心项目：**本项目拟建设创新技术研究中心，用于进行公司主营业务相关的技术研发升级、新技术创新研究等工作，有助于提升公司技术研发实力以及可持续发展能力。项目主要包括三个研发课题，分别为区块链麦哲伦平台及麦子 APP、5G 场景下的大数据应用及 RCS 终端应用研发。

**4、补充流动资金：**根据 2020 年中报，公司合并口径资产负债率为 72.65%，公司流动负债金额为 42.31 亿元，短期借款为 11.36 亿，公司短期存在一定流动性压力。本次发行 A 股股票部分募集资金将用于补充公司流动资金，有利于改善公司债务结构、降低公司资产负债率，降低利息支出，从而显著增强抗风险能力。

## 三、公司简介

华扬联众为国内数字营销龙头，基于全域营销思维布局技术与平台。公司成立于 1994 年，2002 年起转型为互联网全案营销服务商，2017 年登陆上交所上市。华扬联众当前业务形态主要为代理型业务（包括品牌广告与效果广告），并辅以创意型（内容营销/MCN/网红营销等）及技术型业务（设立两大研究机构探求数据资产变现）。公司在营销代理商话语权不断被下游渠道挤压的背景下，确立了 2020 年转型思路：基于全域营销思维纵深业务链条，短期拓展服务范围（新型营销模式）及深化服务深度（电商代运营）提高利润率水平，长期契合 5G 布局媒介、平台与技术，形成核心壁垒。

公司现有业务分为互联网广告服务、买断式销售代理和影视节目三块。根据 2020 中报，业务占比分别为 93.84%、5.54%和 0.62%。1、互联网广告服务包括广告投放代理和广告策划与制作。广告投放代理指通过与客户具体讨论广告投放方案，与媒体确定广告的对接、播放要求、价格和检测追踪。广告策划与制作指为客户制定营销策略、广告

内容、投放计划并用技术手段检测、分析、调整和优化方案。2、买断式销售代理指向客户采购商品、将商品直接或间接销售给特定的线上销售平台、帮助客户或者线上销售平台制定导流及营销策划服务。近两年买断式代理销售业务收入有所下降，系生产厂商与在线销售平台对公司采购的特定商品进行降价促销及公司缩减采购规模所致。3、影视节目业务指投资制作影视作品并对影视节目资源做宣传推广。影视业务尚在探索中，毛利不稳定且部分年度未能盈利，但对公司毛利规模影响不大。

**近两年公司营业收入和归母净利润均保持稳步增长。**2017-2019 年公司营业收入 CAGR 为 13%；归母净利润 CAGR 为 23%。根据 2020 中报，2020H1 实现营收 47.84 亿，同比下滑 8.87%；实现归母净利润 0.66 亿，同比增长 20.06%。公司毛利率为 11.34%，净利率为 1.29%，公司整体毛利率和净利率自 2017 年上市以来都较为稳定。

**公司股权较为集中。**根据 2020 中报，实控人苏同直接持有 21.34%的股份，通过持股平台（苏同 100%持股的上海华扬联众企业管理有限公司）间接持有 8.46%的股份。苏同母亲姜香蕊系一致行动人，持有 12.69%的股份。实控人及一致行动人合计持有公司 42.5%的股份，股权较为集中。

#### 四、核心逻辑

**艾瑞咨询预计 2022 年互联网广告规模将达 1.2 万亿，其中电商广告和短视频广告将分别成为移动互联网广告中占比最大和增速最快的细分板块。**2019 年，我国网络广告行业规模达 6464.3 亿元，同比增长 22.7%，其中移动网络广告规模 5415.2 亿元，同比增长 47.8%。艾瑞咨询预计 2022 年互联网广告和移动互联网广告规模将达 1.2 万亿和 1.06 万亿，2019-2022 三年复合增速为 23.0%和 24.95%。其中，电商广告将在 2022 年成为移动广告收入占比最高的细分板块，占比达 38.1%；而短视频广告将成为增长最快的细分板块，收入占比从 2019 年的 14.8%增至 2022 年的 25.2%。

**新媒介不断崛起，预计下游媒体的竞争程度加剧，中游广告服务商有望增加产业链话语权。**广告媒体渠道为王，主要是以电视、户外和 BATJ 互联网渠道端几分天下，渠道龙头因其直接对接客户的垄断性在产业链上具有较强的话语权。但是随着内容营销、短视频营销、社交营销、IP 营销等多元品类的出现，渠道端逐渐去中心化。新媒介包括抖音、快手，通信运营商等。

**在广告服务商充分竞争的格局下，全链路赋能品牌主的公司有望受益。**广告服务商是个充分竞争的行业。从服务商的发展历程来看，其所提供的服务从基础服务（运营服务）拓展至核心服务（IT 服务、营销服务、仓储物流服务）以及增值服务（数据分析服务等）。头部服务商已形成全链路服务能力，以获得品牌主长期稳健的合作。公司作为领先的互联网营销企业，早已发展出立体多维的营销服务矩阵，其全域营销能力是公司领先于行业并得以提供优质营销服务的核心保障。公司拥有优质且稳定的客户资源（其中大中型品牌主过百家），客群多为直接客户（占比约 80%-90%），行业结构主要分汽车、快消及互联网三大类，分别占预算的 30%左右。

#### 五、业绩预测

我们假设：1、一方面，广告服务商传统媒介采买毛利率不断受到下游渠道挤压，另一方面公司不断发展新营销业务，比如 MCN20%-50%的毛利率远高于媒介采买的毛利水平，因而我们预计未来三年公司毛利率会稳定在 11%左右。2、根据公司股权激励方案，2020 年解锁条件为完成扣非归母净利润 3.5 亿。我们预计定增之后，公司 2020/2021/2022 年摊薄后的 EPS 分别为 1.18 元/股，1.42 元/股和 1.68 元/股。我们根

---

据可比公司蓝色光标、利欧股份、省广集团、思美传媒和宣亚国际 2021 年的预测 PE，给予其行业平均 25 倍 PE，对应 2021 年合理股价为 35.5 元。

## 六、参与建议

### 不建议参与

**1、营销产业链上渠道为王，渠道去中心化后形成新的稳态格局，依然会挤压中游营销服务商的利润。**在营销产业链上，上游广告主和中游营销服务商极为分散，而下游渠道直接面对客户又相对集中，因而形成渠道为王的格局。近几年随着下游龙头互联网媒介市占率的提升，主流数字营销公司毛利率均呈现较大的下降压力。随着抖音、快手等新媒介的崛起，BATJ 等互联网巨头受到挤压，会让利一部分给中游营销服务商。但新的格局重新确认后，依然会挤压中游营销服务商的利润。

**2、公司 2018 年公布股权激励计划，2018 和 2019 年业绩均未达到解除限售考核目标。**公司于 2018 年实施限制性股票激励计划，以 14.98 元/股的价格向 125 名员工共计授予 435.91 万股，此外预留 110.97 万股。本次限售期分别为自授予上市之日起 12 个月、24 个月、36 个月，解除限售条件为公司 2018/19/20 年净利润分别达 1.8/2.5/3.5 亿，同比增速 50%/40%/38%。2018 年和 2019 年净利润均未达承诺，予以回购注销。

**3、公司资产负债率较高。**公司 2017/2018/2019/2020H1 资产负债率高达 74.39%、78.38%、72.15%和 72.65%，存在较大流动性风险。

## 七、投资风险

宏观经济下滑风险、竞争加剧风险、电商代运营业务推进不及预期风险

【免责声明：报告观点仅做参考之用，不构成任何投资决策，投资者应独立做出判断并承担相应风险】