

上半年净利同增 22.34%，客户拓展持续加速，新媒体业务高成长

——元隆雅图点评报告

半年报点评

胡皓 (分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

姚轩杰 (分析师)

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

马笑 (联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

● 事件:

公司于2019年8月26日发布2019年中报,实现营收6.78亿元,同比增长52.83%;营业利润7,747.79万元,同比增长32.72%;归属母公司股东净利润5,968.13万元,同比增长22.34%;扣除非经常性损益的净利润5,589.30万元,同比增长25.46%。公司毛利率有所下滑主要是短期业务拓展所致。

● 公司主要营销业务稳步增长,腰部客户拓展持续加速

报告期内,公司礼赠品业务、促销服务收入分别为4.73亿元、7524万,同比增长30.39%、12.06%,其中新媒体营销服务收入1.14亿元。营销业务实现毛利1.5亿元,同增36.56%,毛利率22.68%,同降2.9%。公司持续向创意+供应链整合的方向发展,在核心客户中的礼赠品和数字化业务份额均有所提升。公司上半年新签约成为平安集团、中信银行、欧莱雅、可口可乐等大客户,新客户贡献的收入为2.45千万元,占全部礼赠品收入的5.19%。

在礼赠品和数字化方面,综合毛利率21.48%,同比下降4.11%,其中礼赠品收入增长30.39%,毛利率从25.01下降5.51%,主要是扩大核心客户业务开拓,增加经销商渠道积分奖励等,该业务毛利率较低,同时新客户培育也多从低毛利订单开始。数字化营销收入同增12.06%,毛利率为33.90%,同比提高5.22%。随着市场的占领和客户的渗透,看好未来增长潜力。

● 自媒体广告业务高成长,特许业务下半年贡献可期

谦玛网络营收1.14亿元,同增83%,实现净利1.6千万,同比增长23.81%,下半年有望随电商等活动持续增长。特许业务方面,园博会上半年开园时间仅两个月,销售额508.62万元,毛利率50.10%,下半年有望贡献较大增量,同时随冬奥临近,预计下半年发力银行销售渠道,纪念品销售有望加速增长。

● 公司龙头地位稳固,看好未来标准化促销服务需求,维持“推荐”评级

看好公司客户拓展和特许经营业务增量,同时看好大公司对促销服务的标准化需求。我们维持公司2019年-2021年净利润预测分别为1.57/2.04/2.55亿元,对应2019年-2021年PE分别为22/17/14倍。维持“推荐”评级。

● 风险提示:谦玛业绩不及预期,客户开拓不及预期,客户流失,竞争加剧。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 819 | 1,052 | 1,477 | 1,852 | 2,312 |
| 增长率(%) | 15.9 | 28.4 | 40.4 | 25.4 | 24.8 |
| 净利润(百万元) | 71 | 94 | 157 | 204 | 255 |
| 增长率(%) | 42.2 | 30.9 | 68.0 | 29.6 | 25.3 |
| 毛利率(%) | 23.9 | 24.3 | 24.5 | 24.6 | 24.7 |
| 净利率(%) | 8.7 | 8.9 | 10.6 | 11.0 | 11.0 |
| ROE(%) | 13.9 | 15.4 | 20.9 | 22.4 | 22.8 |
| EPS(摊薄/元) | 0.55 | 0.72 | 1.20 | 1.56 | 1.96 |
| P/E(倍) | 48.7 | 37.2 | 22.2 | 17.1 | 13.6 |
| P/B(倍) | 6.7 | 5.8 | 4.8 | 3.9 | 3.2 |

推荐 (维持评级)

市场数据 时间 2019.09.06

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元): | 25.3 |
| 一年最低/最高(元): | 19.45/34.4 |
| 总股本(亿股): | 1.3 |
| 总市值(亿元): | 32.99 |
| 流通股本(亿股): | 0.39 |
| 流通市值(亿元): | 9.99 |
| 近3月换手率: | 113.4% |

股价一年走势



收益涨幅 (%)

| 类型 | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|--------|--------|
| 相对 | -4.56 | -12.24 | -10.49 |
| 绝对 | 2.24 | -3.12 | 8.52 |

相关报告

《行业发展路径明确,促销品稀缺龙头持续成长中》2019-05-06

《前三季度净利同增31%,关注客户拓展驱动业绩增长情况》2018-10-22

《收购国内新媒体营销领先企业,协同发力前景可期》2018-09-04

《业绩符合预期,促销品行业龙头加速成长中》2018-08-21

《坐拥大客户资源优势,二十载深耕促销品行业筑造护城河》2018-05-28

1、2019 上半年营收增长 52.83%，归母净利同比增长 22.34%

2019 年上半年，公司实现营业收入 67,830.19 万元，同比增长 52.83%；归属母公司股东净利润 5,968.13 万元，同比增长 22.34%，收入和利润双双持续增长，净利率稳步上升至 9.79%。

图1：2014-2019H1 公司营业收入及增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

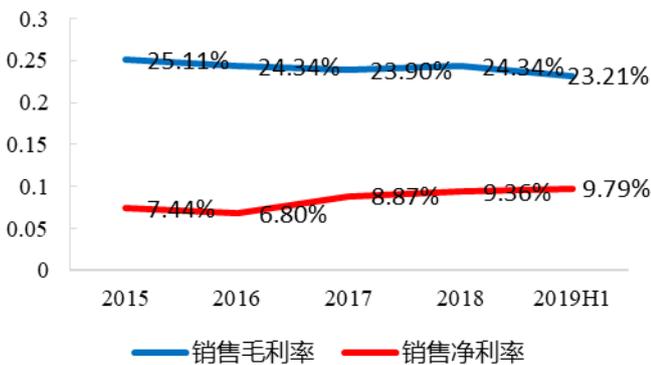
图2：2014-2019H1 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

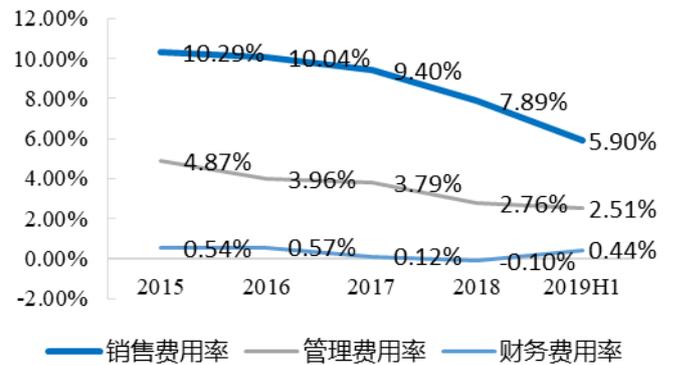
费用方面，2019 上半年销售费用同比增长 302.38 万元，销售费用率下降近 2 个百分点；管理费用率保持稳定，财务费用（剔除合并谦玛网络）同比增长 245.30 万元，增幅 1157.84%。销售费用和研发费用的增长主要是源于业务规模扩大、新客户培育和世园会、冬奥会特许业务需要增加比较多的销售人员和设计人员。财务费用大幅增加，主要原因是，暂时闲置的 IPO 募集资金产生较多利息收益。

图3：2015-2019H1 毛利率和净利率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

图4：2015-2019H1 期间费用率情况

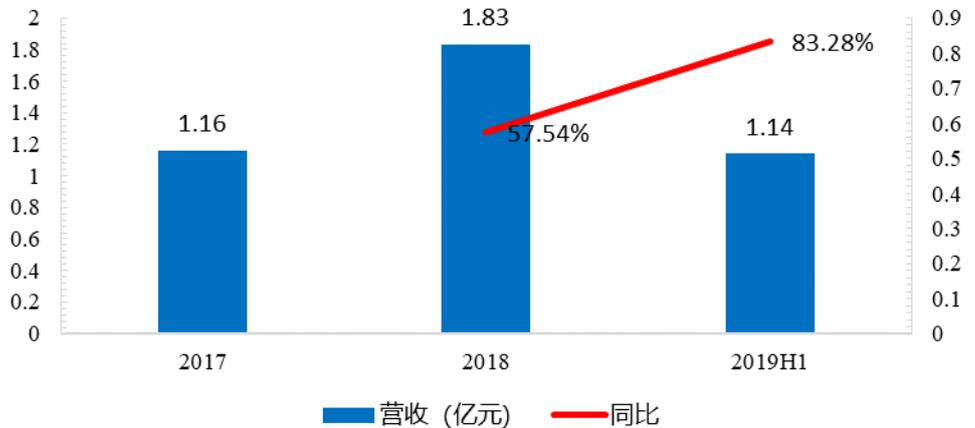


资料来源：wind，新时代证券研究所

2、谦玛自媒体广告业务高成长，下半年特许业务或将发力

2019 年上半年，谦玛网络营收实现快速增长，同比增长 83%至 1.14 亿，实现净利润 1605 万，同比增长 23.81%。公司毛利率 28.47%，下降 4.36pct，主要是由于公司业务规模扩大，且毛利率相对较低的媒介投放业务增速较快。考虑到自媒体供应端的高度分散化、多变性、大量腰部和长尾自媒体价格透明度低等因素，媒介投放业务的毛利率不会持续大幅下降，该项业务的迅速扩张仍可以带来现金流正常的利润增长。

图5: 谦玛网络 2017-2019H1 营收情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2019 年上半年, 公司的特许纪念品业务主要包括为两大主题盛会开发和销售纪念品, 一个是北京世界园艺博览会, 另一个是 2022 年北京冬奥会。其中, 北京园博会纪念品销售额为 508.62 万元, 毛利 254.82 万元, 毛利率 50.10%。上半年前期集中精力进行产品设计开发、销售团队组建, 从下半年开始将发力银行渠道的产品销售, 预计业绩会在 2019 下半年至 2020 年得以体现。

3、深挖客户资源助力公司成长,

2019 年上半年公司在新客户拓展方面取得卓越成效。公司在 2018 年末及今年上半年成为中国平安集团、中信银行、中国农业银行、欧莱雅、可口可乐、中国农垦控股上海有限公司等大型客户的礼赠品供应商, 上述新客户贡献的收入为 2,454.03 万元, 占全部礼赠品收入的 5.19%。同时, 公司腰部客户的收入贡献有所增长, 营销业务第 6~10 名客户贡献收入 6,884.63 万元, 同比增加 6.52%。公司深挖客户资源, 未来收入有较大的增长潜力。

4、盈利预测

看好公司客户拓展和特许经营业务增量, 同时看好大公司对促销服务的标准化需求。我们维持公司 2019 年-2021 年净利润预测分别为 1.57/2.04/2.55 亿元, 对应 2019 年-2021 年 PE 分别为 22/17/14 倍。维持“推荐”评级。

5、风险提示

谦玛业绩不及预期, 客户开拓不及预期, 客户流失, 竞争加剧。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 689 | 788 | 1259 | 1603 | 1946 | 营业收入 | 819 | 1052 | 1477 | 1852 | 2312 |
| 现金 | 229 | 173 | 540 | 677 | 845 | 营业成本 | 623 | 796 | 1115 | 1397 | 1741 |
| 应收账款 | 269 | 502 | 580 | 777 | 918 | 营业税金及附加 | 4 | 5 | 7 | 9 | 11 |
| 其他应收款 | 6 | 0 | 8 | 2 | 11 | 营业费用 | 77 | 83 | 117 | 145 | 181 |
| 预付账款 | 12 | 14 | 23 | 23 | 35 | 管理费用 | 31 | 29 | 44 | 52 | 65 |
| 存货 | 25 | 45 | 53 | 70 | 84 | 财务费用 | 1 | -1 | 3 | 11 | 14 |
| 其他流动资产 | 148 | 54 | 54 | 54 | 54 | 资产减值损失 | 1 | 0 | 7 | 2 | 2 |
| 非流动资产 | 25 | 218 | 231 | 240 | 249 | 公允价值变动收益 | 0 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 2 | 5 | 2 | 2 | 2 |
| 固定资产 | 22 | 7 | 19 | 27 | 35 | 营业利润 | 87 | 115 | 185 | 239 | 300 |
| 无形资产 | 2 | 17 | 19 | 21 | 23 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1 | 194 | 193 | 192 | 192 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 714 | 1006 | 1490 | 1844 | 2195 | 利润总额 | 87 | 115 | 185 | 239 | 300 |
| 流动负债 | 188 | 362 | 727 | 919 | 1058 | 所得税 | 14 | 16 | 26 | 33 | 42 |
| 短期借款 | 2 | 1 | 272 | 446 | 467 | 净利润 | 73 | 98 | 159 | 206 | 258 |
| 应付账款 | 91 | 163 | 193 | 252 | 303 | 少数股东损益 | 1 | 5 | 2 | 2 | 3 |
| 其他流动负债 | 95 | 199 | 261 | 221 | 288 | 归属母公司净利润 | 71 | 94 | 157 | 204 | 255 |
| 非流动负债 | 3 | 5 | 5 | 5 | 5 | EBITDA | 83 | 112 | 186 | 248 | 311 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS(元) | 0.55 | 0.72 | 1.20 | 1.56 | 1.96 |
| 其他非流动负债 | 3 | 5 | 5 | 5 | 5 | | | | | | |
| 负债合计 | 191 | 367 | 732 | 924 | 1063 | 主要财务比率 | | | | | |
| 少数股东权益 | 4 | 34 | 35 | 37 | 40 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 77 | 130 | 130 | 130 | 130 | 营业收入(%) | 15.9 | 28.4 | 40.4 | 25.4 | 24.8 |
| 资本公积 | 305 | 268 | 268 | 268 | 268 | 营业利润(%) | 49.2 | 32.3 | 61.0 | 29.3 | 25.3 |
| 留存收益 | 164 | 227 | 322 | 442 | 594 | 归属于母公司净利润(%) | 42.2 | 30.9 | 68.0 | 29.6 | 25.3 |
| 归属母公司股东权益 | 519 | 605 | 723 | 882 | 1092 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 714 | 1006 | 1490 | 1844 | 2195 | 毛利率(%) | 23.9 | 24.3 | 24.5 | 24.6 | 24.7 |
| | | | | | | 净利率(%) | 8.7 | 8.9 | 10.6 | 11.0 | 11.0 |
| | | | | | | ROE(%) | 13.9 | 15.4 | 20.9 | 22.4 | 22.8 |
| | | | | | | ROIC(%) | 12.8 | 15.5 | 15.7 | 15.7 | 16.8 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 26.7 | 36.5 | 49.1 | 50.1 | 48.4 |
| | | | | | | 净负债比率(%) | -43.4 | -26.9 | -35.3 | -25.1 | -33.4 |
| | | | | | | 流动比率 | 3.7 | 2.2 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| | | | | | | 速动比率 | 3.5 | 2.1 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 3.1 | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 6.0 | 6.3 | 6.3 | 6.3 | 6.3 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.55 | 0.72 | 1.20 | 1.56 | 1.96 |
| | | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.40 | 1.05 | 1.17 | 0.23 | 1.69 |
| | | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 3.98 | 4.64 | 5.54 | 6.77 | 8.38 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 48.7 | 37.2 | 22.2 | 17.1 | 13.6 |
| | | | | | | P/B | 6.7 | 5.8 | 4.8 | 3.9 | 3.2 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 39.5 | 29.6 | 17.3 | 13.2 | 10.0 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|------------|------------|-----------|------------|------------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营活动现金流 | 37 | -5 | 152 | 30 | 220 |
| 净利润 | 73 | 98 | 159 | 206 | 258 |
| 折旧摊销 | 3 | 3 | 4 | 5 | 7 |
| 财务费用 | 1 | -1 | 3 | 11 | 14 |
| 投资损失 | -2 | -5 | -2 | -2 | -2 |
| 营运资金变动 | -41 | -114 | -11 | -189 | -56 |
| 其他经营现金流 | 3 | 14 | -1 | -1 | -1 |
| 投资活动现金流 | -113 | -14 | -14 | -12 | -13 |
| 资本支出 | 3 | 6 | 13 | 9 | 9 |
| 长期投资 | -111 | 110 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -221 | 102 | -1 | -3 | -4 |
| 筹资活动现金流 | 183 | -40 | -43 | -55 | -59 |
| 短期借款 | -50 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 20 | 54 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 235 | -37 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -22 | -56 | -43 | -55 | -59 |
| 现金净增加额 | 107 | -58 | 96 | -37 | 147 |

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

姚轩杰，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

| | |
|----|---|
| 北京 | 郝颖 销售总监 |
| | 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn |
| 上海 | 吕莅琪 销售总监 |
| | 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn |
| 广深 | 吴林蔓 销售总监 |
| | 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn |

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>