

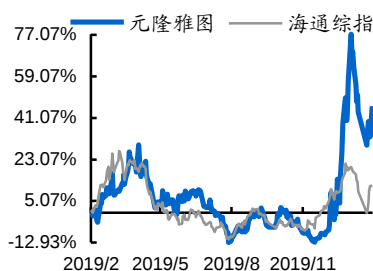
投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

02 月 11 日收盘价 (元)	37.84
52 周股价波动 (元)	22.23-49.25
总股本/流通 A 股 (百万股)	130/40
总市值/流通市值 (百万元)	4931/1514

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-7.0	61.7	58.5
相对涨幅 (%)	-2.0	60.4	57.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 钮宇鸣

Tel: (021) 23219420

Email: ymniu@htsec.com

证书: S0850511010040

联系人: 王园沁

Tel: 02123154123

Email: wyq12745@htsec.com

核心主业稳健增长, 收购谦玛发力新媒体

投资要点:

- **促销品行业龙头, 核心主业稳健运营。** 礼赠品业务是公司的核心业务, 收入约占公司的 80%。近年来该业务增速稳定, 公司 2015-2018 年 3 年 CAGR 达 23.8%, 归母净利润 CAGR 达 30.95%, 毛利率稳定在 23% 左右。
- **创意设计+客户资源稳固龙头优势。** 创意设计方面, 公司曾先后取得了 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会、2019 年北京园博会和 2022 年北京冬奥会的经营资质, 自主设计的品牌先后荣获多项国际设计大奖; 客户资源方面, 公司核心客户包括宝洁、中国移动、惠普、西门子、诺基亚、惠氏等, 同时 2018 年进行新客户开发, 获得可口可乐、欧莱雅、飞鹤奶粉、中国银行、中国工商银行、中信银行、中国平安、农业银行的礼赠品供应商资质。
- **特许业务: 园博会+冬奥会增厚业绩。** 公司特许纪念品业务的收入贡献主要来自于两大主题盛会: 1) 2019 年北京世界园艺博览会; 2) 2022 年北京冬奥会。我们认为, 冬奥会纪念品销售对业绩的影响将陆续在 2019-2021 年体现。
- **收购谦玛网络, 新媒体业务弥补公司短板。** 2018 年 11 月, 公司以 2.09 亿元收购谦玛网络 60% 股权, 正式涉足新媒体营销。谦玛网络是国内领先的“数据+平台+内容+服务”综合新媒体营销服务商, 合作客户包括天猫、KFC、罗莱家纺、饿了么、红星美凯龙等。收购后谦玛为公司补足线上短板, 公司为谦玛带来新客户和资金背书, 二者完美结合, 成功协同。
- **短视频广告崛起, 公司紧随潮流抗风险。** 相较于图文, 短视频承载更高的传播势能和内容密度, KOL (网红)+短视频的营销模式成为最新趋势。近年来, 营销行业的重点渠道曾发生多次变化——从线下发展到线上, 再到微信+微博的“双微”时代, 再到短视频。公司通过收购谦玛网络, 紧跟潮流, 抗风险能力大幅增强。
- **盈利预测与估值。** 我们预计 2019-2021 年净利润 1.26 亿元、1.55 亿元以及 1.93 亿元, 对应 EPS 0.97 元、1.19 元以及 1.48 元。给予公司 2020 年 35-37X PE, 合理价值区间为 41.65-44.03 元。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示。** 主业规模萎缩, 毛利率下滑, 冬奥会项目不达预期, 谦玛网络业绩不达预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	819	1052	1574	1968	2475
(+/-)YoY(%)	15.9%	28.4%	49.7%	25.0%	25.8%
净利润(百万元)	71	94	126	155	193
(+/-)YoY(%)	42.2%	30.9%	35.2%	22.4%	24.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.55	0.72	0.97	1.19	1.48
毛利率(%)	23.9%	24.3%	23.6%	24.3%	24.1%
净资产收益率(%)	13.8%	15.5%	18.7%	20.3%	22.1%

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国内促销品行业龙头，收购谦玛收入扩张.....	5
1.1 多年聚焦促销品行业，收购谦玛进军新媒体	5
1.1.1 国内促销品行业龙头，核心业务发展稳定.....	5
1.1.2 收购谦玛网络，补充新媒体营销板块.....	6
1.2 新业务提振业绩，应收账款压力减小	7
1.2.1 主业收入增长毛利降低，新业务提升利润空间	7
1.2.2 应收账款逐步回收，现金流情况改善.....	9
2. 营销行业：线上线下渠道融合或成趋势	10
2.1 促销品：行业格局大而分散，龙头有望享受红利.....	10
2.2 新媒体：KOL+短视频崛起，核心渠道变化成常态.....	10
3. 促销业务持续发力，谦玛主攻线上营销	11
3.1 创意设计+客户资源稳固龙头地位	11
3.2 两大盛会事件驱动，特许业务快速增长	12
3.3 收购谦玛网络，线上营销发力	13
4. 盈利预测与估值.....	13
4.1 估值关键假设	13
4.2 相对估值法.....	14
5. 风险提示	15
财务报表分析和预测	16

图目录

图 1	元隆雅图旗下的原创品牌.....	5
图 2	2013-2019H1 公司促销品收入及其同比增速.....	6
图 3	2013-2019H1 公司业务构成变化.....	6
图 4	谦玛网络曾合作过的商家：天猫、罗莱家纺、红星美凯龙、Duvel 等.....	6
图 5	元隆雅图约定对谦玛网络不同股东的不同付款方式.....	7
图 6	2013-2019Q3 公司收入及其同比增速	7
图 7	2013-2019Q3 公司归母净利润及其同比增速	7
图 8	2019H1 公司收入构成图.....	8
图 9	2013-2019Q3 公司整体毛利率与净利率.....	8
图 10	2015-2019H1 分业务毛利率对比.....	8
图 11	2013-2019Q3 公司三项费用率	8
图 12	公司 2013-2019 前三季度的经营活动现金流净额及其占收入比例	9
图 13	公司 2013-2019 前三季度的应收票据及应收账款情况	9
图 14	以日本电通为例，促销收入占比与经济波动无关	10
图 15	2010 年美国企业营销成本开支构成（亿美元）	10
图 16	2019 年全媒体预算分配预期：数字媒体是主体	11
图 17	2018 年我国移动应用市场规模（万款）	11
图 18	元隆雅图参与设计开发 2008 年奥运会特许商品 390 多种，1000 多款	11
图 19	元隆雅图参与开发中国国家博物馆创意衍生纪念品 200 多款.....	12
图 20	元隆雅图服务过的部分客户案例.....	12
图 21	平台“沃米数塔”为客户提供新媒体大数据支持	13

表目录

表 1	公司营业收入及成本预测.....	14
表 2	可比公司估值表（广告行业）	15
表 3	可比公司估值表（媒体行业）	15

1. 国内促销品行业龙头，收购谦玛收入扩张

1.1 多年聚焦促销品行业，收购谦玛进军新媒体

公司成立于 1998 年 5 月，并于 2017 年 6 月在深交所上市，业务主要为世界 500 强公司及国内知名企业提供整合营销服务。公司的整合营销业务包含三部分：（1）礼赠品业务：包含方案创意策划、礼赠品设计研发、采购和销售，收入具体体现为产品销售收入；（2）数字化促销服务：主要包括基于 APP 和微信小程序的数字化促销活动整体解决方案、营销礼品电商平台（包括经销商渠道管理电商、礼品集中采购电商、会员积分礼品电商等的开发和运营及相关仓储物流服务，收入体现为服务收入）；（3）新媒体营销业务：向品牌客户提供新媒体广告策略、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。

此外，公司还从事创意文化产品的开发和销售，包括自主品牌电子数码产品、大型赛会活动的特许纪念品、贵金属工艺品、承接政府文创项目及与博物馆等文化机构合作开发旅游纪念品等，旗下的原创品牌主要包括奇点、觅糖、艺术品牌 Muuur、箱包品牌 smartcase、贵金属品牌元隆金。

图1 元隆雅图旗下的原创品牌

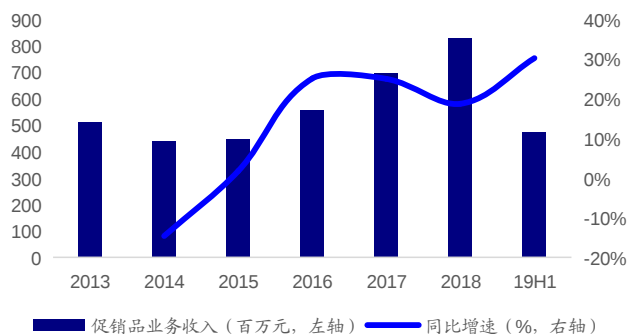


资料来源：公司官网，海通证券研究所

1.1.1 国内促销品行业龙头，核心业务发展稳定

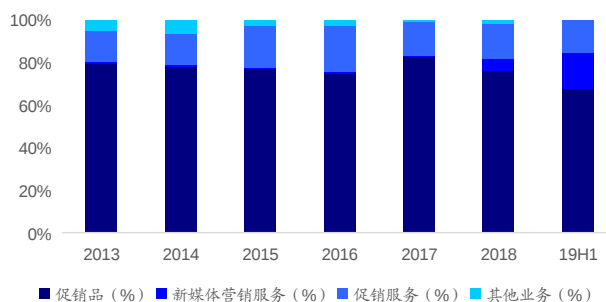
礼赠品业务发展稳定，头部客户贡献提升。礼赠品业务是公司的核心业务，公司 2018 年礼赠品实现销售额 8.33 亿元，同比增长 18.84%；19H1 销售额 4.73 亿元，同比增速再度扩大，为 30.39%。2018 年前五大客户礼赠品销售额 5.70 亿元，同比增长 28.80%；前十大客户贡献收入 6.76 亿元，同比增长 20.61%。前五大客户占比 68.44%，同比上升 5.29pct；前十大客户占比 81.22%，同比上升 1.19pct，前五大、前十大客户占比稳中略升。

图2 2013-2019H1 公司促销品收入及其同比增速



资料来源：wind，海通证券研究所

图3 2013-2019H1 公司业务构成变化

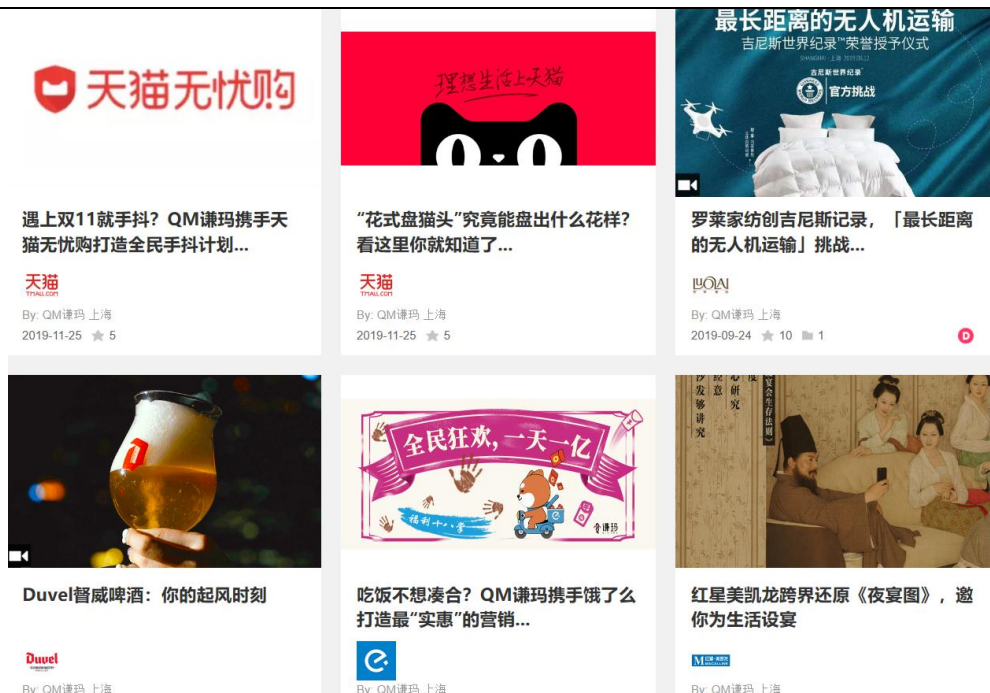


资料来源：wind，海通证券研究所

1.1.2 收购谦玛网络，补充新媒体营销板块

收购新媒体营销公司，拓宽业务边界。2018 年 11 月，元隆雅图以 2.09 亿元收购谦玛网络 60% 股权，补充了新媒体营销的业务板块，并有望与公司现有业务和客户形成协同效应。谦玛网络成立于 2011 年，2015 年成立沃米优选并获法国戛纳广告节金奖，2017 年 1 月于新三板挂牌上市。谦玛网络主营自媒体广告内容创意和制作和广告投放，客户覆盖电商、美妆个护、快消、食品饮料、汽车等行业，客户包括天猫、KFC、罗莱家纺、饿了么、红星美凯龙等，是国内领先的“数据+平台+内容+服务”综合新媒体营销服务商。

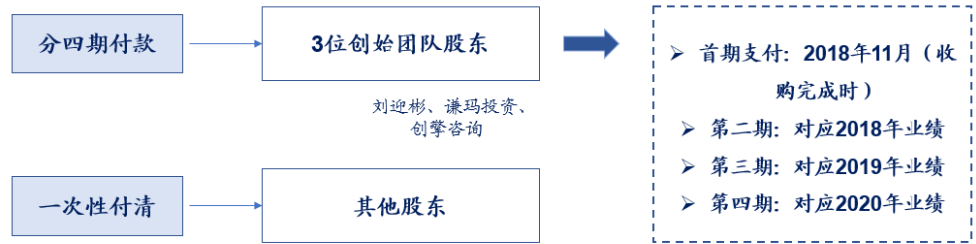
图4 谦玛网络曾合作过的商家：天猫、罗莱家纺、红星美凯龙、Duvell 等



资料来源：数英网谦玛网络官方账号，海通证券研究所

根据业绩分期支付价款，减小收购价格风险。元隆雅图对创始团队的 3 位股东采取了分四期付款的方式，2018 年支付了第一期价款，之后的三期价款将与业绩承诺挂钩：按照业绩承诺，2018 年-2020 年，谦玛网络扣非后净利润应分别不低于 3200 万元、4000 万元和 5000 万元。若谦玛网络前一年的实际业绩/承诺业绩的比例大于 80% 但不足 100%，第 2-4 期价款将以实际净利润调低盈利预测基数；若该比例不足 80%，第 2-4 期价款将同时调低盈利预测基数（以实际净利润为准）和市盈率倍数（现为 11 倍，以实际净利润/约定利润为调整因子）。我们认为，分期付款的方式在给予谦玛网络一定业绩压力的同时，有效保障了其在收购后三年内的良好运作，减小公司的收购风险。

图5 元隆雅图约定对谦玛网络不同股东的不同付款方式



资料来源:《关于收购上海谦玛网络科技有限公司 60%股权的公告》,海通证券研究所

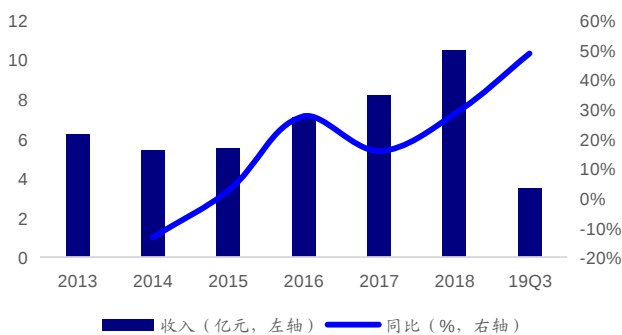
谦玛网络业绩承诺有望实现。2018年,谦玛网络实现扣非净利润 3499 万元,超过业绩承诺 9.34%。19H1 谦玛网络实现收入 1.14 亿元,同比增长 83%;实现净利润 1605 万元,同比增长 23.81%,若下半年净利润维持 20%以上的增速,2019 年全年有望继续实现业绩承诺。

1.2 新业务提振业绩,应收账款压力减小

1.2.1 主业收入增长毛利降低,新业务提升利润空间

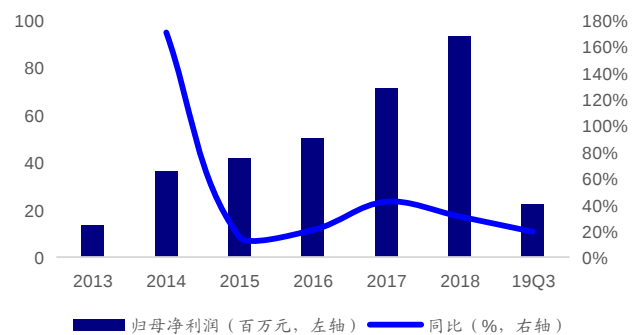
主业多年业绩稳健,并购扩大收入规模。公司 2015-2018 年 3 年 CAGR 达 23.8%,归母净利润 CAGR 达 30.95%,业绩增长稳健。2018 年,公司实现营业收入 10.52 亿元,同比增长 28%,其中公司收购的谦玛网络 60%股权对其收入贡献为 6067 万元,刨除该合并因素后,公司 2018 年非新媒体营销的收入约 9.91 亿元,同比增速 21%,仍高于 2017 年同期,主业继续维持稳步增长。19Q3 公司收入 3.5 亿元,同比增速 49%;归母净利润 2236 万元,同比增速 19%,收入增长较快的原因为核心客户收入增加以及谦玛网络的合并。

图6 2013-2019Q3 公司收入及其同比增速



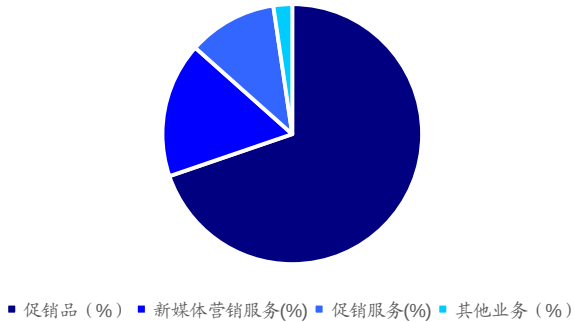
资料来源: wind, 海通证券研究所

图7 2013-2019Q3 公司归母净利润及其同比增速



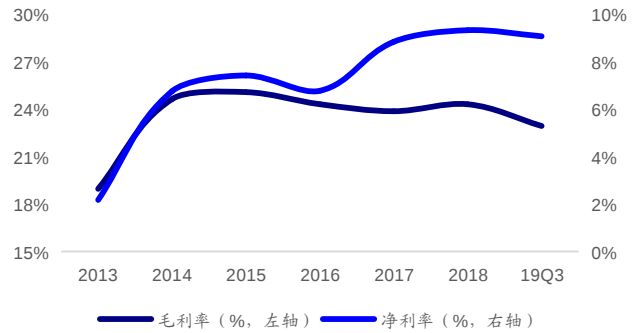
资料来源: wind, 海通证券研究所

图8 2019H1 公司收入构成图



资料来源：wind，海通证券研究所

图9 2013-2019Q3 公司整体毛利率与净利率



资料来源：wind，海通证券研究所

传统促销品毛利下降，特许业务利润率提升。综合来看，公司 19Q3 的毛利率为 23%，净利率 9%，利润率出现轻微下降，但若拆分各业务情况，综合毛利率下降主要源于公司传统主业——礼赠品业务的毛利下降，特许纪念品业务的毛利明显上升。

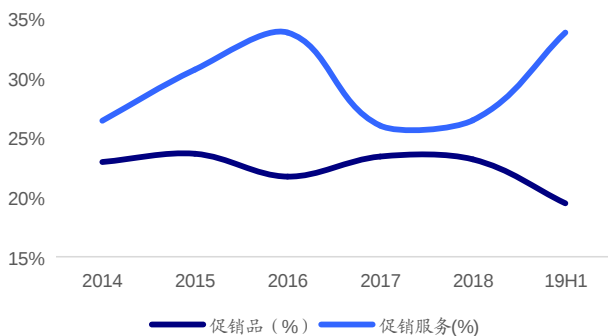
分情况来看：

1) 礼赠品和数字化营销服务业务：毛利率下降。19H1 该业务毛利率为 21.48%，同比下降 4.11pct，其中，礼赠品业务尽管收入增速高达 30%，但毛利率从 25%降至 20%，原因为公司开拓的核心客户业务、经销商渠道积分奖励等涉及的礼赠品为 3C 产品，毛利率偏低；数字化营销业务 19H1 收入同比增长 12%，毛利率 33.9%，同比提升 5.22pct；

2) 新媒体营销业务：毛利率下降，但对公司整体影响较小。并购的谦玛网络 19H1 毛利率 28.47%，同比下降 4.36pct，原因为业务规模扩大、毛利率相对较低的媒介投放业务增速较快，但 19H1 该业务占公司整体收入比例仅为 17%，且 18H1 该业务尚未归入合并报表，因此对公司综合毛利率的变化影响不大；

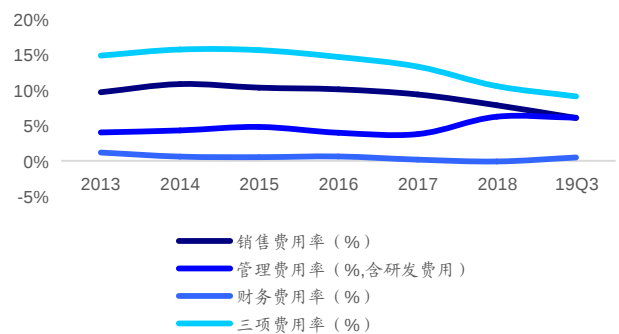
3) 特许纪念品和贵金属业务：毛利率上升。19H1 该业务实现收入 1471 万元，同比增长约 7%，毛利率为 43.51%。其中，特许纪念品业务主要包括为两大主题盛会开发和销售纪念品：其一为 2019 年 4 月底到 10 月初举办的北京世界园艺博览会，上半年纪念品销售额达 509 万元，毛利率 50%；另一盛会为 2022 年的北京冬奥会，截至 19H1 其仅向社会公开发布会徽，尚未公开吉祥物，而公司的冬奥纪念品以纪念徽章及银行渠道的贵金属纪念品为主，上半年前期集中精力进行产品设计开发、销售团队组建，从下半年开始将发力银行渠道的产品销售。贵金属业务方面，公司 19H1 收入 381 万元，同比下降 70%，毛利率为 35.49%，业务收入下滑原因主要是团队主要人力和精力都被投入于两大盛会的纪念品发布，对常规贵金属工艺品投入减少。

图10 2015-2019H1 分业务毛利率对比



资料来源：wind，海通证券研究所

图11 2013-2019Q3 公司三项费用率



资料来源：wind，海通证券研究所

19H1 四项费用率稳中有降。19H1 公司管理费用、销售费用、财务费用、研发费用总额约 8258 万元，同比增长 37%；其中，剔除谦玛网络的影响后（约 1466 万元，占

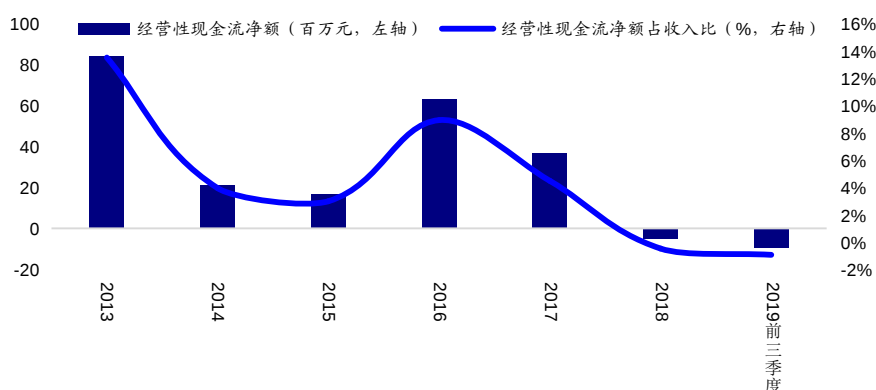
谦玛收入比约 13%)，四项费用同比增长 12%。剔除合并谦玛网络后，研发、销售费用 19H1 同比分别增长 6%和 9%，主要原因为业务规模扩大、新客户培育、两会特许业务研发销售导致的人工成本增加；财务费用同比增长 245 万元，涨幅高达 1158%，原因为收入规模扩大较快、银行借款等融资增加，而 2018 年同期未进行谦玛的收购，暂时闲置的 IPO 募集资金产生较多利息收益等。剔除谦玛网络后 19H1 四项费用占营业收入的比例为 10%，同比小幅下降 3.6pct；19Q3 四项费用合计 4722 万元，同比增长 52%，占收入比 13.5%。

1.2.2 应收账款逐步回收，现金流情况改善

2018 年应收账款高增，现金流承压。公司 2018 年经营性现金流净额-504 万元，同比减少 4188 万元，主要原因为应收账款的大幅增长：2018 年第四季度公司收入额较大，约 4.22 亿元（不含谦玛网络），不考虑谦玛网络收购因素，收入同比增加 0.91 亿元，期末应收账款额同比增加 2.3 亿元，而公司又在年末向供应商集中付款，2018 年期末应收账款增加额与应付账款增加额的差达到 1.63 亿元。

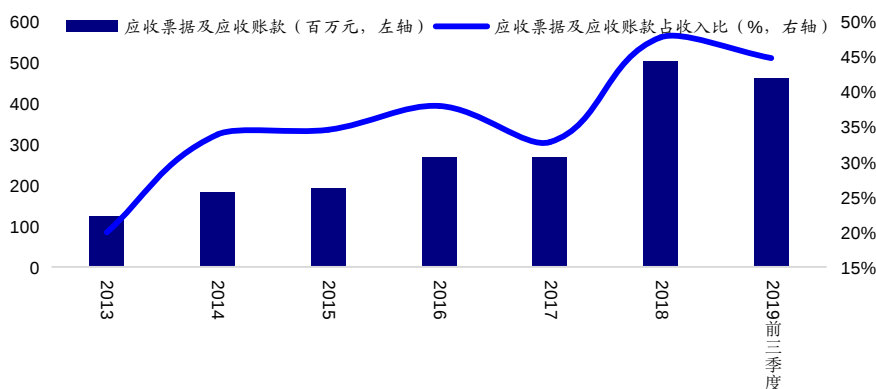
19H1 合理回收账款，现金流改善。截至 2019 年 4 月 12 日应收账款已收回 86%，截至 19H1 公司业务回款情况恢复正常，经营性现金流净额达 0.42 亿元，应收账款余额 4.4 亿元。剩余的应收账款中，账龄在 6 个月以内的占比超过 98%，考虑到公司客户多为信誉良好的大型集团，我们认为公司的坏账风险并不大。19Q3 经营活动产生的现金流净额-0.52 亿元，主要系 19Q3 支付 19H1 计提奖金以及谦玛网络合并导致，两者前三季度合计支出 1.54 亿元，同比增加 48%。

图12 公司 2013-2019 前三季度的经营活动现金流净额及其占收入比例



资料来源：wind，海通证券研究所

图13 公司 2013-2019 前三季度的应收票据及应收账款情况



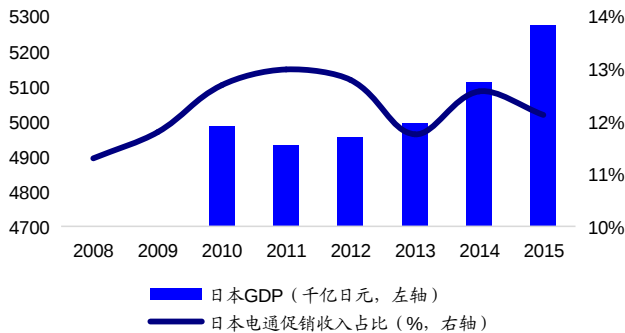
资料来源：wind，海通证券研究所

2. 营销行业：线上线下渠道融合或成趋势

2.1 促销品：行业格局大而分散，龙头有望享受红利

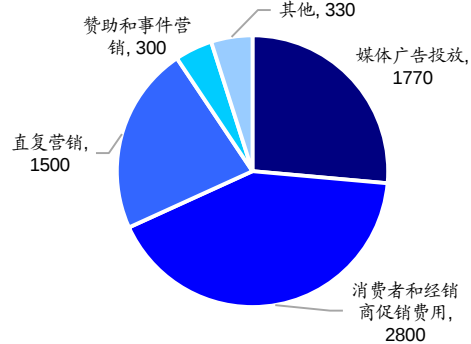
促销品行业具有抗周期属性。在宏观经济上行时，商品产销双旺，促销品业务随商品销售增长而增长；在宏观经济下行时，产能过剩，商品更需要以促销品作为“变相降价”的方式刺激消费者选择该品牌，因此促销品行业存在一定的抗周期属性。以日本电通为例，公司无论在日本宏观经济低谷期还是在经济恢复时期，促销收入整体都呈现出波动增长的态势。

图14 以日本电通为例，促销收入占比与经济波动无关



资料来源：产业信息网、wind、海通证券研究所

图15 2010年美国企业营销成本开支构成（亿美元）



资料来源：产业信息网、海通证券研究所

促销行业市场大，但企业分散。促销品行业市场容量较大，对比美国，2010年其促销市场的规模便达2800亿美元左右。而在国内，根据产业信息网援引广告主研究所调研结果，广告和促销活动是企业最常用的两种方式，除个别年份外的使用频率均超过50%。国内促销品企业数目虽多，却多为年收入几百万到千万元的小微企业，竞争激烈，单个企业的市占率并不高，即使是行业龙头的元隆雅图2018年营业收入也仅为10.52亿元，市占率不到1%。

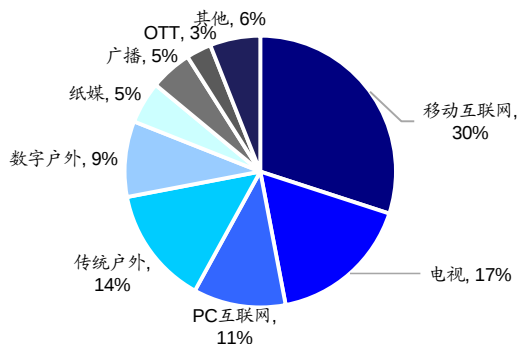
客户资源和资金壁垒巩固龙头优势。客户资源方面，以宝洁为例，客户通常更信任合作历史较好的促销服务商，而对于新供应商，于认证考评后仍需一段时间的观察期进行跟踪考核，业内存在资格认证壁垒；资金方面，取得客户订单后为保证促销品的及时生产，需要提前向供应商垫付大量资金，因此促销品服务商需要充足的运营资金，以获取大型客户的订单，行业进入存在较高的资金壁垒。

2.2 新媒体：KOL+短视频崛起，核心渠道变化成常态

现代营销重点从传统媒体转向网络媒体。随着微信、微博、抖音、小红书等新兴的社会化媒体平台的成长，消费者的偏好和行为方式发生变化，企业营销重心逐渐从传统媒体转向网络媒体。根据AOM亚洲户外援引广告主研究所与CTR联合开展的《中国广告主营销趋势调研》显示，2019年的全媒体预算分配预期中，电视+传统户外+纸媒+广播等方式只占据47%，而PC+移动互联网+OTT+数字户外的预算分配预期已达53%，数字媒体已成为主体。

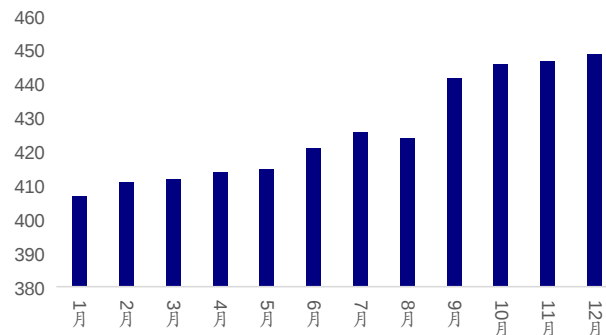
自媒体广告快速崛起，KOL+短视频为未来趋势。自媒体广告的媒介端是KOL（关键意见领袖），俗称网络红人（网红），传播方式为KOL通过文字、视频、直播等向读者/观众（俗称“粉丝”）传达广告讯息。KOL通常具有鲜明的个人特点和风格，营销渠道涵盖社交媒体（微博、微信、QQ等）、电商、视频网站平台（抖音、小红书等）等，相比于传统媒介，其具有受众精准、互动性强、传播成本低、效果可追踪、可直接转化销售等优势。根据2018年报援引航美智库（AdMaster）《2019内容和趋势观察》，2019年，81%的广告主会增加社交媒体营销投入，预算平均增长21%；内容上，相较于图文，短视频承载更高的传播势能和内容密度，能更好调动消费者的积极性。

图16 2019 年全媒体预算分配预期：数字媒体是主体



资料来源：AOM 亚洲户外公众号，海通证券研究所

图17 2018 年我国移动应用市场规模（万款）



资料来源：快科技网，海通证券研究所

营销渠道变化加速，媒体环境日渐复杂。移动互联网时代，营销主要出现以下几个特点：1）消费者注意力碎片化；2）媒体多元化，外部环境更加复杂。一方面，根据快科技平台统计，截至2018年，我国市场上检测到的APP净增42万款，总数量达到449万，媒体数量庞大而分散，营销渠道日渐复杂和多元化；另一方面，根据媒介杂志的调研结果，2017年消费者对每个app的注意力时间从20秒降到了5秒，获客难度大幅提升。此外，我们认为，近年来营销行业的重点渠道发生了多次变化：从线下到线上，再到微信+微博的“双微”时代，再到短视频，渠道变化日渐加速，媒体环境愈发复杂，对公司紧追潮流的变化能力提出更高要求。

3. 促销业务持续发力，谦玛主攻线上营销

3.1 创意设计+客户资源稳固龙头地位

我们认为公司深耕综合营销服务多年，在供应链整合能力、资金能力、客户资源和创意设计能力上均有较难取代的优势，行业龙头地位稳固：

多项国际赛事经营资质，创意设计能力出众。公司拥有一支106名创意策划和产品设计人员组成的专业团队（75名促销品创意和产品人员，31名新媒体营销创意人员），先后取得了2008年北京奥运会、2010年上海世博会、2019年北京园博会和2022年北京冬奥会的经营资质，自主设计的品牌先后荣获国际设计大奖——德国iF设计奖和红点设计奖、中国台湾金点设计奖、中国设计红星奖等。在北京冬奥组委主办的2018年“冬奥有我——我和我的冬奥会和冬残奥会徽尚品创意设计大赛”中，公司原创设计作品获奖22项，占有获奖作品的40%。

图18 元隆雅图参与设计开发2008年奥运会特许商品390多种，1000多款



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图19 元隆雅图参与开发中国国家博物馆创意衍生品 200 多款



资料来源：公司官网，海通证券研究所

巩固原有客户资源，积极开发新客户。公司服务的主要客户为世界 500 强公司及国内知名企业，目前的核心客户均为进入 5 年以上的成熟客户，19H1 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 6885 万元，同比增加 6.52%，第十名客户的收入贡献同比提高 69.69%。而 2018 年以来，公司重点布局快消和金融行业的客户开发，在 2018 年末及 2019 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、可口可乐等大型客户的礼赠品供应商，19H1 新客户贡献的收入 2454 万元，占全部礼赠品收入的 5.19%。因新客户从开发到最终成为其主要的礼赠品供应商，占有客户礼赠品采购 30%以上的份额，通常需要 2-3 年时间，2018 年新客户对公司业绩尚未产生影响。

图20 元隆雅图服务过的部分客户案例

					
为宝洁中国品牌促销活动策划与创意	为中国移动提供创意促销产品	为惠普中国提供创意策划及促销产品	为西门子提供创意设计 with 品牌形象营销服务	为诺基亚提供线下整合营销服务	为惠氏提供线下整合营销服务
					
为哈尔滨啤酒提供联合品牌线下整合营销服务	为摩托罗拉(中国)提供创意策划与产品开发	为世博会创意设计 with 零售特许商品	为北京奥运会创意设计 with 零售特许商品		

资料来源：公司官网，海通证券研究所

签约上千家供应商，加强供应链管理。经过大量业务磨炼，截至 2018 年，公司签约一千多家供应商，涉及十几个大类，上百个小类，逾五千件产品。一方面，公司开发了产品资源共享平台，对供应链资源进行数字化管理，以便采购人员随时查询供应商和产品情况；另一方面，公司为防止个别厂商发生意外事故，每个品类上至少保证有 2-3 家签约供应商，以确保供货的及时性。

3.2 两大盛会事件驱动，特许业务快速增长

园博会圆满完成，冬奥会未来发力。公司中标 2019 年北京世界园博会和 2022 年北京冬奥会特许纪念品，北京园博会现已举行完毕，在上半年 2 个月的开园时间内公司纪念品销售额即高达 509 万元，毛利率达 50%。而另一盛会——北京冬奥会仍处于开发阶

段,我们预计最早于 2019 年下半年开始销售,业绩将持续影响到 2022 年冬奥会举办之前。特许业务的毛利率显著高于促销品业务,随着两大盛会的进行,我们预测公司利润将有所改善。

3.3 收购谦玛网络,线上营销发力

谦玛旗下平台网红资源优势显著。谦玛网络拥有三大平台:自媒体聚合与投放平台——沃米优选、新媒体大数据平台——沃米数塔和大数据营销平台——沃米 DSP。其中,“沃米优选”是国内第一家上线的视频网红平台,拥有 1000+独家视频网红资源,覆盖包括花椒、斗鱼、来疯等主流平台。

图21 平台“沃米数塔”为客户提供新媒体大数据支持



资料来源: 沃米数塔官网, 海通证券研究所

打通线上线下营销渠道, 实现资源互通。收购谦玛后, 元隆雅图的整合营销业务包含促销品供应、数字化促销服务和新媒体营销三大块, 能够为客户提供品牌推广+线下活动直播+线下促销品供应+O2O 数字化促销策划和执行等线上线下的整合营销解决方案。新媒体业务上, 我们认为谦玛的营销策划能力补足公司的线上短板, 同时公司多年来积累的线下营销资源又为谦玛提供了客户, 可产生资源互通的协同效应。

4. 盈利预测与估值

4.1 估值关键假设

分产品收入假设:

礼赠品和数字化营销预测: 根据公司 2018 年年报披露, 公司在加强头部客户服务的同时积极开发了新客户, 但由于对新客户的需求、偏好、采购流程、内部竞争格局等尚需一段时间的熟悉, 新客户的开发对 2018 年度的业绩尚未产生影响。2017-2018 年该业务收入同比增速 18%和 20%, 考虑到新客户对未来业绩的影响, 我们在 2017-2018 年平均增速的基础上调高 2019-2021 年假设, 预计未来三年同比增速为 28%、24%和 26%;

新媒体营销预测: 谦玛网络 2018 年收入 1.83 亿元, 同比增长 52%, 我们预期 2019 收入增速维持 2018 年增速; 考虑到业绩承诺的归母净利润每年以 25%的速度增长, 假设 2020-2021 年归母净利润仍维持 25%的增速, 且利润率相对平稳, 即未来三年收入增速亦为 25%;

特许业务预测: 公司中标两大盛会的纪念品开发与设计, 我们认为 2019 年园博会的收入主要在 2019 年及之前体现, 而 2022 年北京冬奥会的业绩主要在 2019 年之后体现, 我们预计 2019 年维持 2018 年增速, 2020-2021 年业绩增速放缓, 三年收入增速分别为 133%、67%和 33%。

毛利率假设:

礼赠品和数字化营销服务: 19H1 该业务毛利率约 21%，同比下滑 4.11pct，原因为客户开发所需、礼赠品 3C 产品毛利偏低等，预计 2019-2021 年毛利率维持 20%；

新媒体营销业务: 19H1 该业务毛利率 28%，同比下降 4.36pct，原因为业务规模扩大、毛利率相对较低的媒介投放业务增速较快，我们认为随着谦玛网络和元隆雅图的资源整合与协同，2019 年后业务扩大对毛利率的负面影响将逐渐消除，毛利率将有小幅回升，预计 2019-2021 年毛利率分别为 28%、29%和 29%；

贵金属与特许业务: 19H1 该业务毛利率为 43.51%，相较于其他业务毛利率较高，主要原因为园博会纪念品特许业务的毛利率高达 50%。考虑到下半年结束特许业务后，毛利率更低的贵金属业务比重将有所提升，且冬奥会特许产品的生产销售需要资金的进一步投入从而压缩利润，我们预计 2019 年全年毛利率较 19H1 更低，约 20%；随着 2022 年冬奥会的推进，我们预计相关的特许业务将在 2019 年后逐渐释放利润，2020-2021 年维持 19H1 的毛利率水平，为 40%和 39%。

股利分红: 公司 2017-2018 年的股利现金分红分别为每股 0.4 元、每股 0.3 元，对应股利分配率分别为 42.88%、41.82%。我们预计 2019-2021 年维持现有的股利分配率，每年现金分红分别为 0.42 元/股、0.52 元/股和 0.64 元/股，对应股利分配率 43.6%（2017-2018 年两年平均）。

表 1 公司营业收入及成本预测

项目	2019E	2020E	2021E
礼赠品业务（核心业务）			
收入（亿元）	12.42	15.37	19.31
收入增速（%）	28%	24%	26%
成本（亿元）	9.91	12.28	15.51
毛利（亿元）	2.51	3.09	3.80
毛利率（%）	20%	20%	20%
新媒体营销业务			
收入（亿元）	2.93	3.66	4.58
收入增速（%）	60%	25%	25%
成本（亿元）	2.10	2.61	3.24
毛利（亿元）	0.82	1.05	1.33
毛利率（%）	28%	29%	29%
贵金属与特许业务			
收入（亿元）	0.38	0.63	0.84
收入增速（%）	133%	67%	33%
成本（亿元）	0.30	0.38	0.51
毛利（亿元）	0.08	0.25	0.33
毛利率（%）	20%	40%	39%

资料来源：wind，海通证券研究所

4.2 相对估值法

我们预计 2019-2021 年净利润 1.26 亿元、1.55 亿元以及 1.93 亿元，对应 EPS 0.97 元、1.19 元以及 1.48 元。

我们对 PE 的估算如下：

传统业务部分（包括礼赠品业务、贵金属与特许业务）对标同为广告行业的公司，给予公司这部分业务 2020 年 27-29X PE，预计 2020 年业务为占比 81%；

新媒体业务部分，对标同为媒体行业的公司，给予公司这部分业务 2020 年 72-74X PE，预计 2020 年业务占比 19%。

综上，给予公司 2020 年 35-37X PE，合理价值区间为 41.65-44.03 元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表 2 可比公司估值表（广告行业）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2020E	2020E
300058	蓝色光标	144.98	0.32	0.31	0.36	18.4	19.0	16.1	0.4	1.8
002115	三维通信	83.28	0.30	0.42	0.54	38.6	27.7	21.4	1.1	2.9
603825	华扬联众	65.33	0.88	1.23	1.63	32.3	22.9	17.3	0.5	3.7
均值			0.5	0.7	0.8	29.7	23.2	18.3	0.7	2.8

注：收盘价为 2020 年 2 月 11 日价格，EPS、PE、PS、PB 为 wind 一致预期
资料来源：wind，海通证券研究所

表 3 可比公司估值表（媒体行业）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2020E	2020E
002027	分众传媒	835.17	0.13	0.21	0.28	42.2	26.8	20.1	6.1	4.3
002137	麦达数字	47.01	0.22	0.30	0.38	36.3	27.2	21.5	3.0	2.8
300770	新媒股份	242.62	2.84	3.90	4.92	66.7	48.5	38.4	18.2	10.5
002291	星期六	199.54	0.14	0.15	0.17	191.9	175.0	157.1	9.8	11.6
均值			0.8	1.1	1.4	84.2	69.4	59.3	9.3	7.3

注：收盘价为 2020 年 2 月 11 日价格，EPS、PE、PS、PB 为 wind 一致预期
资料来源：wind，海通证券研究所

5. 风险提示

主业规模萎缩，毛利率下滑，冬奥会项目不达预期，谦玛网络业绩不达预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1052	1574	1968	2475
每股收益	0.72	0.97	1.19	1.48	营业成本	796	1202	1490	1877
每股净资产	4.64	5.19	5.86	6.69	毛利率%	24.3%	23.6%	24.3%	24.1%
每股经营现金流	-0.04	1.30	1.11	1.38	营业税金及附加	5	5	7	9
每股股利	0.30	0.42	0.52	0.65	营业税金率%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	83	110	144	177
P/E	35.36	30.56	24.97	20.02	营业费用率%	7.9%	7.0%	7.3%	7.2%
P/B	5.47	5.71	5.06	4.43	管理费用	29	43	54	68
P/S	4.69	3.13	2.51	1.99	管理费用率%	2.8%	2.7%	2.8%	2.7%
EV/EBITDA	29.81	20.95	16.44	12.66	EBIT	103	168	210	266
股息率%	1.2%	1.4%	1.7%	2.2%	财务费用	-1	-3	-3	-4
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
毛利率	24.3%	23.6%	24.3%	24.1%	资产减值损失	0	1	1	1
净利率	8.9%	8.0%	7.9%	7.8%	投资收益	5	5	5	5
净资产收益率	15.5%	18.7%	20.3%	22.1%	营业利润	115	182	225	282
资产回报率	9.3%	10.7%	10.9%	11.2%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	19.8%	32.5%	36.2%	40.4%	利润总额	115	182	225	282
盈利增长 (%)					EBITDA	105	171	214	271
营业收入增长率	28.4%	49.7%	25.0%	25.8%	所得税	16	29	35	43
EBIT 增长率	22.0%	63.9%	24.9%	26.7%	有效所得税率%	14.3%	15.8%	15.4%	15.3%
净利润增长率	30.9%	35.2%	22.4%	24.8%	少数股东损益	5	27	36	45
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	94	126	155	193
资产负债率	36.5%	37.5%	39.5%	41.2%					
流动比率	2.2	2.2	2.1	2.1	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	2.0	2.0	2.0	1.9	货币资金	173	278	347	435
现金比率	0.5	0.6	0.6	0.6	应收账款及应收票据	502	546	689	871
经营效率指标					存货	45	53	64	82
应收帐款周转天数	133.8	126.6	127.8	128.4	其它流动资产	68	75	84	94
存货周转天数	16.1	16.1	15.7	15.9	流动资产合计	788	952	1184	1481
总资产周转率	1.2	1.4	1.5	1.6	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	71.9	142.6	110.1	103.9	固定资产	7	15	21	27
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	17	19	21	24
					非流动资产合计	218	227	236	244
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	1006	1180	1420	1725
净利润	94	126	155	193	短期借款	1	1	1	1
少数股东损益	5	27	36	45	应付票据及应付账款	165	205	252	316
非现金支出	3	4	4	6	预收账款	10	19	22	28
非经营收益	-8	-4	-4	-4	其它流动负债	187	213	281	362
营运资金变动	-99	16	-46	-60	流动负债合计	362	438	556	706
经营活动现金流	-5	169	145	180	长期借款	0	0	0	0
资产	-6	-13	-13	-13	其它长期负债	5	5	5	5
投资	-13	0	0	0	非流动负债合计	5	5	5	5
其他	5	5	5	5	负债总计	367	443	560	711
投资活动现金流	-14	-8	-8	-8	实收资本	130	130	130	130
债权募资	-10	0	0	0	普通股股东权益	605	676	764	872
股权募资	3	0	0	0	少数股东权益	34	61	96	142
其他	-33	-55	-68	-84	负债和所有者权益合计	1006	1180	1420	1725
融资活动现金流	-40	-55	-68	-84					
现金净流量	-59	106	69	88					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 11 日

资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

钮宇鸣 中小市值团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 江山欧派,蓝色光标,三角轮胎,汉威科技,三环集团,共进股份,道恩股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长

(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长

(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长

(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长

(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长

(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理

(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李 凡 lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
张弋 01050949962 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
联系人
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
联系人
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com
联系人
吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

军工行业

张恒恒 zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话：（021）23219000

传真：（021）23219392

网址：www.htsec.com