

## 社会服务业 - 公共关系服务

2010 年 2 月 9 日

| 重要资料        | 2010 年 2 月 9 日          |
|-------------|-------------------------|
| 总股本 (万股)    | 8,000                   |
| 流通股 (万股)    | 2,000                   |
| 行业 PE (X)   | -                       |
| 募集资金总额      | 62,077 万元               |
| 行业 PE (X)   | -                       |
| 定价区间 PE (X) | 35-40                   |
| 第一大股东       | 赵文权等一致行动人               |
| 公司网址        | /www.bluefocusgroup.com |

| 财务数据      | 2006      | 2007      | 2009      |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (万元) | 13,303.83 | 21,665.03 | 32,730.40 |
| 增长率%      | -         | 62.85     | 51.07     |
| 净利润 (万元)  | 1,216.99  | 3,356.44  | 4,335.47  |
| 增长率%      | -         | 175.8     | 29.17     |
| 毛利率%      | 52.44     | 53.76     | 54.34     |
| 净利率%      | 10        | 19.1      | 13.57     |
| ROE       | 28.44     | 47.31     | 25.23     |
| ROA       | 20.16     | 44.92     | 32.08     |
| 资产负债率     | 18.31     | 21.17     | 30.63     |

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

## 分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 国内公共关系行业领先者

—蓝色光标 (300058) 新股定价报告

发行价: 33.86 元

定价区间: 33.6-38.4 元

| 预测指标      | 2008A     | 2009E     | 2010E     | 2011E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (万元) | 32,730.40 | 38,741.61 | 53,173.66 | 72,199.85 |
| 净利润 (万元)  | 4,335.47  | 5,294.86  | 7,706.07  | 10,436.82 |
| 每股收益 (元)  | 0.54      | 0.66      | 0.96      | 1.30      |
| 净利润增长率%   | 29.17%    | 22.13%    | 45.54%    | 35.44%    |
| 每股净资产 (元) | 2.86      | 3.78      | 8.03      | 9.75      |
| 每股净资产 (元) | 2.86      | 3.78      | 8.03      | 9.75      |

资料来源: 世纪证券研究所

- **公司居于公共关系行业领先地位。**公司核心业务是为企业提供品牌管理服务, 主要内容为品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销、企业社会责任等一体化的链条式服务。2008 年公司业务项目达 3,000 个, 市场占有率 2.36%, 在行业年度报告中始终排在 TOP20 之列。
- **公共关系行业前景广阔。**品牌影响力是企业开拓市场、提升市场占有率及溢价能力的重要手段。作为企业品牌营销重要手段的公共关系预算支出不断加大, 推动公共关系行业保持了持续高速发展, 2008 年国内公共关系年营业额达 140 亿元, 2000-2008 年均复合增长率达 29.6%。受益于经济及消费行业的持续稳定增长, 公共关系行具有广阔的市场空间, 未来 10 年行业有望 15%以上的速度快速增长。
- **核心竞争优势。**包括人才优势、卓越的治理能力、长期良好的客户关系和覆盖广阔的网络。目前旗下有蓝色光标、智扬公关和欣风翼三个独立品牌, 客户中有世界 500 强企业中的 25 家, 并且是国内唯一拥有全国性服务性网络的公共关系服务公司。
- **盈利预测。**不考虑公司未来拟收购品牌, 假设募投项目顺利完成, 预测 2009~2011 年, 公司实现营业收入分别为 3.87 亿元、5.32 亿元、7.22 亿元, 同比分别增长 18.37%、37.25%、35.78%; 实现归属于母公司股东的净利润分别为 5,294.86 万元、7,706.07 万元、10,436.82 万元, 同比分别增长 22.13%、45.54%、35.44%; 实现每股收益 (全面摊薄) 分别为 0.66 元、0.96 元、1.30 元。
- **估值分析。**由于目前 A 股市场尚无相似的可比公司, 我们结合公司竞争优势及未来成长性, 并参照其他一些轻资产的创业板公司的估值, 认为二级市场合理估值区间在 35-40 倍, 对应的合理价格为 33.6 元-38.4 元。
- **风险因素。**社会公众认知、人力资源和依赖重要客户的风险。

## 公司概况

公司系在原北京蓝色光标数码科技有限公司整体变更的基础上发起设立的。2008 年 1 月 14 日原有限公司股东会决议通过公司整体变更设立股份有限公司。

## 主营业务

公司的主营业务属于公共关系服务，核心业务是为企业提供品牌管理服务，主要内容为品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销、企业社会责任等一体化的链条式服务。在公共关系行业里，公司在经营规模、业务收入、客户质量、业务网络和人才培养上都居行业领先地位。2008 年公司业务项目达 3,000 个，市场占有率 2.36%，在行业年度报告中始终排在 TOP20 之列，并荣获多项专业奖项，在业内影响力较大。

| 主要业务     | 业务内容                                                                                                                                                                                                   |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 品牌传播服务   | 指通过报纸、杂志、网络等手段收集与客户有关的各类新闻、报道和评论，并对收集信息加以分析，撰写舆情分析报告，提供给客户，使客户即时获得市场动态、行业新闻等报道，协助客户进行舆情管理，凭借对各类媒体特点的了解，结合对客户品牌核心信息的把握，针对客户目标群体认知度的研究，撰写传播稿件，稿件包括新闻资料、行业深度分析资料、评论案例、外文资料的翻译服务。实现正面声音持续维护，达到维护客户品牌形象的目的。 |
| 产品推广服务   | 指针对客户产品销售目标，为客户提供产品推广方案、产品核心信息规划、产品推广媒体传播规划和执行等服务，通过广泛传播产品的各种关键信息，使目标消费群对特定产品产生更多了解，从而促进产品销售。                                                                                                          |
| 危机管理服务   | 指为客户建立系统的危机预警及管理体系，为危机事件提供事前预防、预警及事后处理等服务。公司通过自身舆情监测体系，对客户信息加以整理和分析，如出现危机事态的征兆，及时制作危机预防建议书，协助客户预防危机事件的发生，如危机事件发生，则制作危机管理建议书，为客户提供危机管理咨询服务和指导，将危机事件对客户的影响控制在最低程度。                                       |
| 活动管理服务   | 指根据客户需要，挖掘需求的核心价值，并策划相应的活动方案，根据方案提供活动执行服务，执行服务包括活动执行文件的撰写、活动现场的设计、管理和总控、活动场地设备的采购及人员的调配，活动结束后继续对媒体稿件或新闻报道进行跟踪，确保传播信息无误导和遗漏，并通过舆情监测体系实时监测，形成舆情分析报告，以剪报等形式向客户反馈。活动包括新品发布会、媒介沟通会、战略发布会、新品发布会、巡展等。         |
| 数字媒体营销   | 指基于互联网、手机等新媒体平台，通过新媒体技术平台为企业提供整合推广服务。由于数字媒体的影响力越来越大，企业开始快速加大这方面的投入，利用数字媒体的营销服务呈现高速成长的态势。                                                                                                               |
| 企业社会责任服务 | 指针对企业承担各种社会责任的需求而提供的公共关系服务。例如，汶川地震捐款活动、西部扶贫、志愿者计划、公益创投基金、残疾儿童捐助等活动。                                                                                                                                    |

目前公司旗下拥有三个独立品牌：蓝色光标、智扬公关、欣风翼，其中前两者通过公司全资子公司各自单独运营，后者通过拥有 51% 股权（附带对赌收购协议）的北京博思瀚扬企业策划有限公司进行控制。

公司目前在全国 24 个地区设立分、子公司及办事机构，形成了遍布全国的业务网络，在国内同行业处于领先地位，是唯一一家拥有覆盖全国网络的公司。2008 年公司实现营业收入 3.27 亿元，同比增长 51.07%；实现归属于母公司股东的净利润 4335.47 万元，同比增长 29.17%。2009 年 1-6 月实现营业收入 1.44 亿元，实现归属于母公司股东的净利润 2168.06 万元。

### 实际控制人

公司股东赵文权、孙陶然、吴铁、许志平、陈良华合计持有公司 3761.87 万股，占公司本次发行前总股本的 62.69%，占发行后总股本的 47.02%。上述五人为发行人的共同控制人，共同构成发行人的实际控制人。

### 发行前后股本变化

公司本次发行 2,000 万股，占发行后总股本 8,000 万股的 25%。

Figure 1 IPO 发行前后股本变化

| 股东名称        | 发行前持股数<br>量（万股） | 发行前持股<br>比例（%） | 发行后持股数<br>量（万股） | 发行后持股<br>比例（%） |
|-------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| 赵文权         | 783.45          | 13.06          | 783.45          | 9.79           |
| 孙陶然         | 770.33          | 12.84          | 770.33          | 9.63           |
| 吴铁          | 738.33          | 12.31          | 738.33          | 9.23           |
| 许志平         | 734.83          | 12.25          | 734.83          | 9.19           |
| 陈良华         | 734.33          | 12.24          | 734.33          | 9.18           |
| 高鹏          | 733.43          | 12.22          | 733.43          | 9.17           |
| 达晨财信        | 243.00          | 4.05           | 243.00          | 3.04           |
| 达晨创投        | 102.00          | 1.70           | 102.00          | 1.28           |
| 毛晨等 137 名股东 | 1,160.28        | 19.34          | 1,160.28        | 14.50          |
| 公众股东        | -               | -              | 2,000.00        | 25.00          |
| 合计          | 6,000.00        | 100.00         | 8,000.00        | 100.00         |

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

### 公司所处行业背景

#### 国际公共关系行业的发展状况

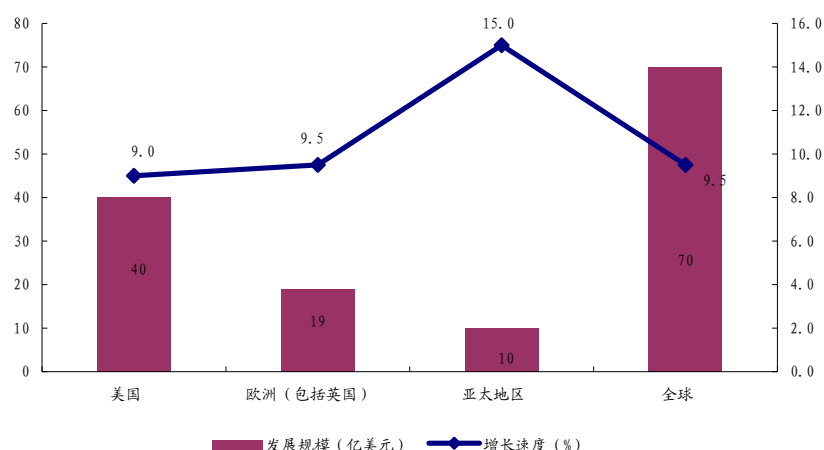
国际公共关系行业目前已经发展为一个具有相当规模的成熟行业，并呈现出以下行业特点：

### （1）地区发展不平衡

目前，国际公共关系行业地区发展不平衡主要为两个方面：第一，发展速度不平衡，表现为亚太地区等新兴市场增长速度较快，远高于其他地区，处于高速成长阶段；第二，市场份额不平衡，体现在欧美地区的市场份额较大，处于市场主导地位。

根据霍尔姆斯报告，2006 年，国际公共关系行业的总体规模约 70 亿美元，年增长率约 9.5%。其中，美国市场约 40 亿美元，占全球行业市场的 57.2%，年增长率 9%；欧洲（包括英国）市场约 19 亿美元，占全球行业市场的 27.1%，年增长率 9.5%；亚太地区市场约 10 亿美元，占全球行业市场的 14.3%，年增长率 15%，增长速度较快。根据 2006 年我国公共关系行业调查报告，我国 2006 年公共关系行业年营业额达到 80 亿元人民币，市场增长率达到 33%左右，明显高于欧美地区。

Figure 2 2006 年国际公共关系市场发展规模和增长速度比较



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

### （2）多品牌经营模式

鉴于公共关系行业中存在同一家公共关系公司不便同时服务于两家具具有直接竞争关系客户的行业惯例，公共关系公司一般采用多品牌的经营模式运营，即同一体系控制下的多品牌独立经营。

由于公共关系公司的客户大多是跨国大型企业，该类企业对商业秘密的保护较为重视，通常均会要求公共关系公司在其所属行业内仅为其一家企业提供服务，因此公共关系公司为避免泄漏客户商业秘密，通常也只为某一细分行业中的一家企业提供服务。如果公共关系公司采用单一品牌进行经营运作的模式，会因此失去该行业其他潜在客户。

为避免丢失客户，公共关系公司一般通过实施多品牌策略的方式开

展业务，使用不同的品牌独立的为不同客户服务，避免客户对于商业秘密外泄的担忧，进而增加客户数量，扩大市场业务量。例如，业内较为有名的奥美公关、博雅公关、伟达公关均隶属于世界传播巨头 WPP 集团旗下；公司旗下亦拥有蓝色光标、智扬公关、欣风翼多个品牌独立经营。这种模式不但在国际上普遍得到运用，国内市场也认可了这种模式，形成了目前多品牌的行业运营特色。

### （3） 收购是企业成长的主要手段之一

收购成熟品牌公司成为公共关系公司快速做大做强最有效的手段。由于新设品牌的塑造需要较长时间的市场积累和沉淀，需要的时间和成本较多，因此通过收购合适的公司，并充分利用被收购公司的品牌，能够迅速占领市场，扩大市场份额。收购方式已经成为公共关系公司快速成长最便捷的手段。近几年海外公共关系公司在我国也频频出手，奥美公关收购了西岸公关，宏盟集团收购了宣亚，埃德曼收购了帕格索斯，海外公共关系公司通过资本收购手段，登陆国内市场，迅速扩大市场规模。

公共关系行业内的收购主要具有以下特点：

第一，收购频繁。据 WPP 集团统计，目前全球公共关系行业以平均每周收购一家的速度不断扩张。

第二，收购不整合。由于同一家公共关系公司不能同时服务于两家具具有直接竞争关系的客户，被收购的新品牌公司一般不会被整合，收购方仅从股权关系上对被收购方给予控制，被收购原品牌仍旧保留，独立运作，在保留原有客户的同时，增加潜在客户数量，扩大市场份额。

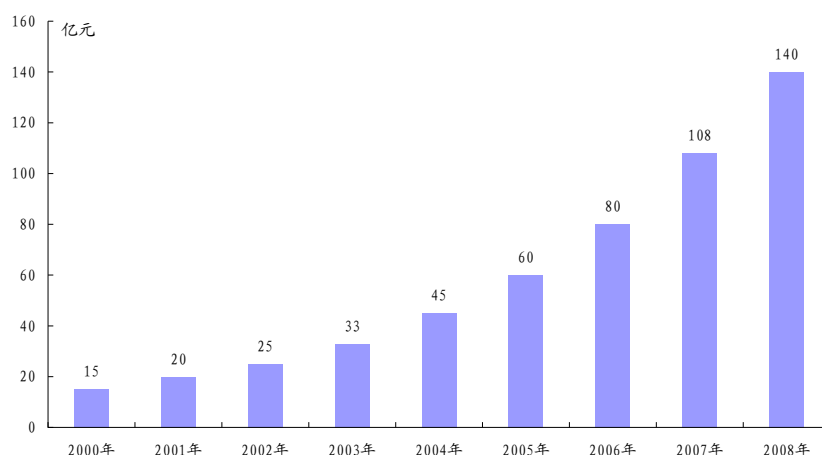
### （4） 人力资源是行业的核心资源

公共关系公司通常依靠提供专业服务来获得客户和市场的认可，而服务质量优劣、服务水平高低的决定因素是高素质的专业人才，因此公共关系行业中人力资源是行业的核心资源。

## 我国公共关系行业的发展状况

虽然公共关系行业在我国的发展历史不长，但公共关系市场发展迅速，公共关系已经全面渗透到我国经济生活的方方面面。经过短短二十多年的发展，公共关系行业已初具规模，市场需求逐步扩大，营业收入逐年增长，未来发展潜力巨大。

Figure 3 2000 年至 2008 年中国公共关系年营业额



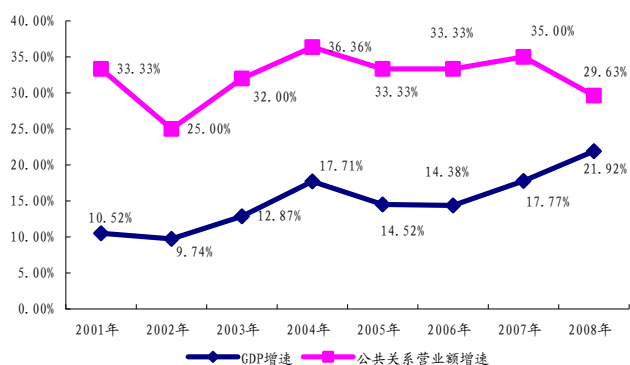
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

根据中国国际公共关系协会发布的行业调查报告，我国公共关系服务内容主要包括：传播顾问、媒体执行、品牌传播、产品推广、整合传播、危机管理、活动管理、事件营销、网络公关、数字媒体营销、政府关系及企业社会责任服务等。其中，传播顾问、媒体执行、活动管理和整合传播是目前我国公共关系公司的主营业务。其主要特点有：

#### (1) 行业增长迅速

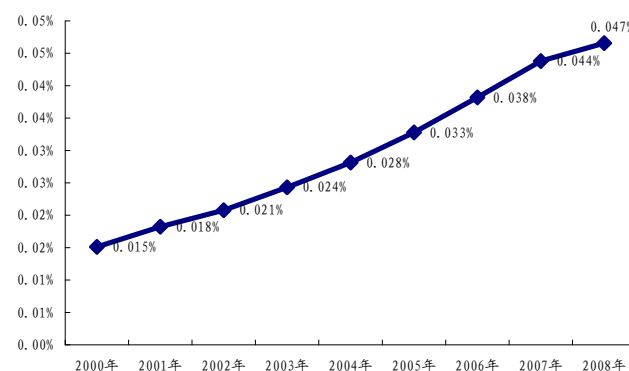
根据中国国际公共关系协会《中国公共关系业 2008 年度调查报告》，2000 年国内公共关系年营业额仅 15 亿元人民币，2004 年已达 45 亿元人民币，2006 年突破 80 亿元人民币，年增长率超过 30%，2007 年达到 108 亿元人民币，年增长率超过 35%，2008 年已超过 140 亿元人民币，年增长率为 29.6%，近三年年增长率达到 32.64%，远远高于国内生产总值的增长速度。

Figure 4 我国 2001~2008 年 GDP 与公共关系营业额增速比较



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 5 我国 2000~2008 年公共关系营业额占 GDP 比重



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

随着我国经济的持续稳定增长、北京奥运会的成功举办和即将到来

的 2010 年上海世博会等，我国公共关系行业将会打开巨大的市场空间，预计未来 10 年国内公共关系行业将会保持超过 15% 的速度快速发展。

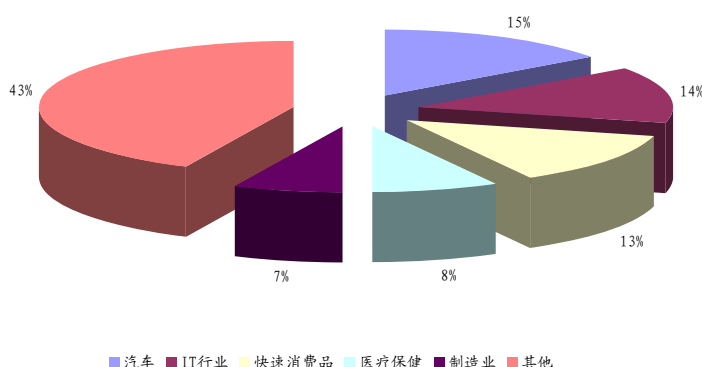
## （2） 专业人才缺乏、流动率较高

公共关系行业对专业人才的需求较大，而目前国内专业人才供给不足，使得专业人才匮乏，同时也使得行业人员流动率较高。根据《中国公共关系业 2007 年度调查报告》业内综合实力前 20 的外资公司和内资公司人员年流动率平均在 20% 以上，其中部分公司的流动率达到 26%，绝大多数员工的平均留任时间为 2~3 年，行业专业人员流动率较高。

## （3） 客户所处行业分布较为集中

随着我国现代经济的发展，国内对公共关系的需求也逐渐增加，目前耐用消费品、快速消费品、IT 等行业对公共关系的需求较为显著，公共关系服务的客户行业分布较为集中。根据《中国公共关系业 2007 年度调查报告》，汽车、IT、快速消费品、医疗保健以及制造业位列公共关系服务市场前五位，市场份额分别为 15%、14%、13%、8% 和 7%，金融、互联网、通讯、旅游以及房地产均占有一定市场份额，公共关系服务市场有向其他行业拓展的趋势。

Figure 6 公共关系主要分布行业



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

## （4） 客户地域分布较为集中

在地域分布上，国内公共关系市场目前仍集中在一线城市。根据 2007 年公共关系行业报告显示，北京、上海、广州、成都 4 个大型城市为公共关系的主要市场，其中北京地区汇集了 75% 的公共关系公司，上海则是除北京之外设立办公室最多的城市，广州、成都当地市场也表现活跃。随着我国城市化速度的加快以及二、三线城市经济的发展和消费

能力的提高，二、三线城市对公共关系的需求逐渐加大，公共关系公司也在这些地区迅速发展起来。

#### （5） 客户性质多为企业

在客户性质上，公共关系服务的客户可以分为外资企业、内资企业、政府机构、非政府团体及个人。目前，国内公共关系公司主要的服务对象是内、外资企业，同时也服务于政府机构，比如奥运会、世博会等，而很少对个人提供公共关系服务。

#### （6） 外资收购频繁

目前，海外公共关系公司在我国的频繁并购给国内公共关系公司带来较大压力。奥美公关收购了西岸公关，宏盟集团收购了宣亚，埃德曼收购了帕格索斯。相比外资而言，国内公司融资手段较为单一，将影响自身成长速度和市场地位，进而影响公司未来收入规模持续增长的稳定性。

### 公共关系行业的发展趋势

根据从 2000 年至 2008 年公共关系行业的发展经验来看，未来的公共关系行业发展将呈现以下主要特征：

第一，国内公共关系市场将呈现一线城市带动二、三线城市的态势。北京、上海、广州、成都 4 个主要市场仍将保持良好的发展势头，上海市场和成都市场的发展速度将超过全国平均数；随着我国城市化速度的加快以及二、三线城市经济的发展，主要客户将会把更多的公共关系支出投向二、三线城市，公共关系公司也将在这些地区大量涌现出来。

第二，国内公共关系的国际化程度进一步加深。未来国内公共关系市场将进一步对外开放，将有更多的跨国公司以合资或独资形式进入中国市场，公共关系服务将进一步延伸和规范，随着国际资源与本土资源之间合作加强，本土公司将加快整合业务资源的步伐，公司间并购将日趋成熟，整体实力将进一步增强，行业集中度也将提高。

第三，服务领域更加突出，客户范围将进一步扩大。目前，作为公共关系主要消费市场的耐用消费品、快速消费品、IT 和通讯行业将进一步得到巩固，医疗保健、房地产、金融、文化体育、公共事业将成为新的市场热点，政府和非盈利机构的专业服务需求将日益增多。

第四，服务模式进一步成熟。战略传播、活动管理、营销传播等仍将是未来公共关系服务的主要手段，危机管理、事件营销、网络公关、战略咨询、增值服务、公共关系培训以及企业社会责任项目等将得到高

度重视，重大行业会展活动和大型文化体育活动的策划、管理和传播业务将推动整合营销传播等专业工具和服务手段的不断完善。

第五，新型服务方式将深入开发。专业服务的技术研发和新型服务手段的采用，将促进公共关系服务与营销、广告等其它咨询业务的融合，进一步开发数字营销、数据库营销和网络营销等业务的开发和推广，促进公共关系服务市场的繁荣。

## 公共关系行业的上下游关联情况

### 1、公共关系行业的上游情况

公共关系行业的上游行业为传媒行业。公共关系公司提供专业服务时，需要与相关媒体（包括电视、广播、杂志、报刊、网络等传媒机构）相互沟通，根据客户的需要集中采购广告类版面或栏目用于品牌传播或产品推广，因此，传媒行业是公共关系行业的上游行业。

由于人们信息接收的惯性化以及新闻传媒的口碑化，人们更倾向于信任主流传媒传播的信息。拥有主流媒体资源的多寡，直接影响到公共关系服务的传播范围和传播程度，进而影响到公共关系最终的服务质量，因此媒体资源的质量也是公共关系行业发展的重要因素之一。

随着科技的进步，现代社会媒体介质越来越多，传播方式也越来越丰富。传媒市场供给较为充足，公共关系行业在传播介质的选择上拥有主动权，不存在对传媒行业的业务依赖。因此，传媒行业不会对公共关系行业产生较大影响，公共关系行业对上游行业的依赖程度较低。

### 2、公共关系行业的下游情况

作为现代服务业，公共关系行业的下游为客户，即公共关系服务最终消费者，包括需要公共关系服务的企业、政府机构及非政府组织。客户的公共关系需求随着所处行业的发展会同步增加，客户所处行业的发展直接影响其公共关系预算的高低，从而影响公共关系行业的发展。

近三年来，我国公共关系行业的客户主要集中在汽车、消费品、IT、金融等行业，上述行业的发展对公共关系行业的影响较为直接，其增长速度远远高于同期国内生产总值的速度，使得公共关系市场伴随上述行业的高速增长而进一步扩大。

随着公共关系行业的客户拓展，客户所在行业已经开始从单一的 IT 业，拓展到消费品、金融、医药等行业，使得原先单一行业对公共关系行业的影响越来越小。

## 公共关系行业竞争格局及市场化程度

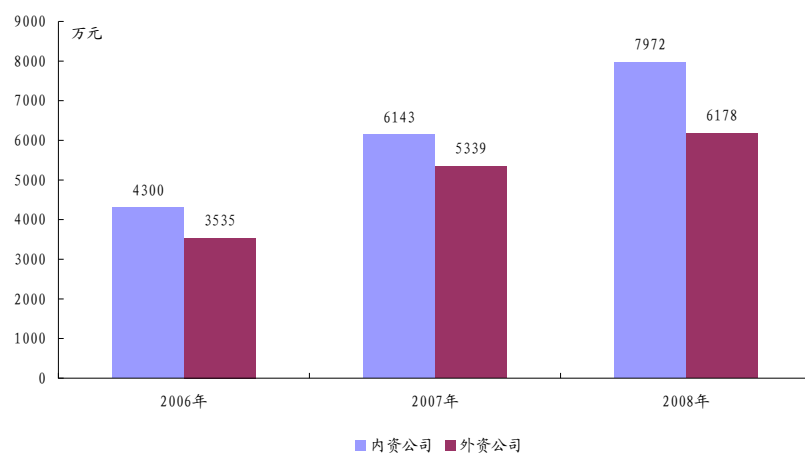
### 1、行业市场化程度高，竞争激烈

我国公共关系市场化程度较高，公司数量多且规模小，竞争较激烈且呈高度分散状态。截至 2006 年底，全国专业公共关系公司已超过 3,000 家，从业人数超过 10 万人。大多数公共关系企业规模普遍较小，据统计，目前 30 人以下的公司占公司总数的 62.5%；经营未满 5 年的公司占公司总数的 54.7%，5 到 10 年的公司占 34.4%，10 年以上的公司 10% 左右。

### 2、呈“内资-外资”两大竞争阵营格局

我国公共关系市场呈现“内资-外资”的竞争格局。在我国，内资公司和外资公司（包括外商独资和合资）无论是客户资源还是人力资源上竞争都较为激烈。根据 2008 年公共关系行业年度报告调查，近 3 年，内外资公司营业收入增长迅速，齐头并进，形成“内资与外资”平分天下的格局。

Figure 7 内外资公司年均营业额对比



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

### 3、行业竞争进入整合阶段

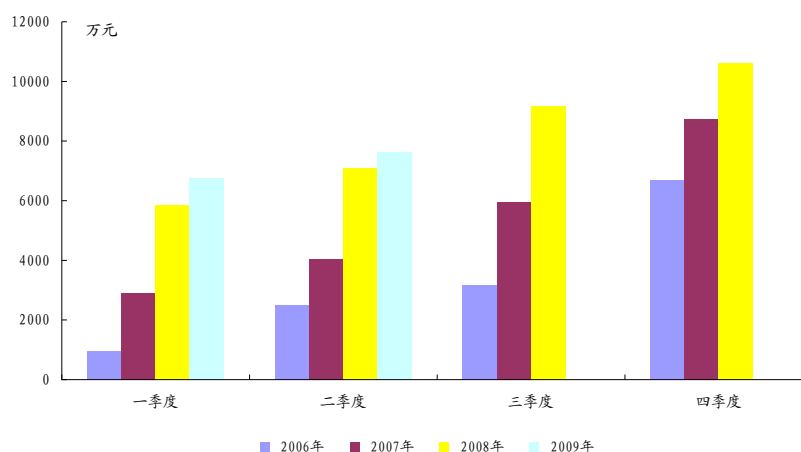
目前，我国公共关系行业已经进入并购整合阶段。而随着我国经济全球化不断深化，更多的海外公共关系公司也开始涉足国内市场，而海外公司进入国内市场最常用的方式是通过并购方式。近 3 年，外资公司已并购了国内多家公共关系公司，而随着外资公司并购热潮的到来，本土公司也逐渐意识到行业整合的趋势，开始通过并购方式增强自我实力，拓展自身的市场。整个公共关系行业已经进入到产业整合阶段。

## 公司主营业务分析

主营业务收入均是为客户提供品牌管理服务的劳务收入，最近三年收入规模持续增长。其他业务收入为公司 2008 年收购控股的博思瀚扬公司的全资子公司北京欣风翼科技有限公司零星销售的手机收入，其收入规模极小，2008 年仅占公司营业收入的 0.03%，2009 年公司已停止该业务。

公司主营业务的收入特点是：每年的第一季度为全年收入淡季，以后的每个季度收入均会高于上一个季度。由于第一季度节假日较多，客户一般会在 2 月末和 3 月初才确定合同、开展相关品牌管理活动，因此该季度实现收入较少。第一季度过后，业务量和业务收入逐步增大，第四季度收入规模达到最高。

Figure 8 公司按照季节分布的收入情况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

### 从品牌分类看：

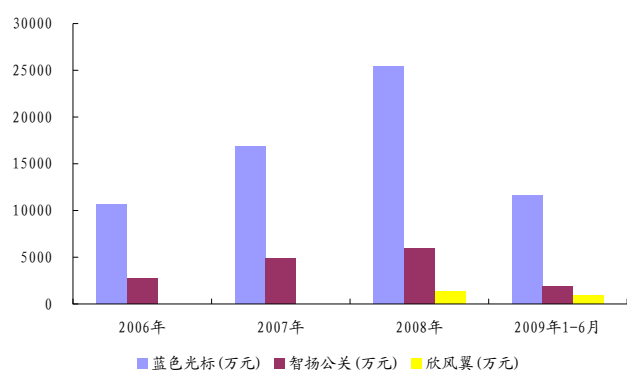
蓝色光标品牌作为国内极具影响力的品牌，其业务收入规模持续增长，2008 年实现营业收入 2.54 亿元，同比增长 51.11%；2009 年上半年实现营业收入 1.16 亿元，占比 81.03%；蓝色光标品牌在公司原有两个品牌的收入结构中，基本占到 77%以上的比例，2007 年该比例略低于 2006 年，主要因为该年度智扬公关品牌的业务收入增幅为 79.10%，高于蓝色光标品牌的业务收入增长 58.71%的幅度；2008 年 4 月，公司并购博思瀚扬后，蓝色光标品牌的收入在现有三个品牌的收入结构中，仍保持在 77%以上的比例，仍然是公司收入贡献最大的品牌。

智扬公关品牌作为国内知名品牌之一，其业务收入规模也是持续增长，2008 年实现营业收入 5,941.01 万元，同比增长 22.88%；2009 年上半年实现营业收入 1,826.44 万元，占比 12.71%；最近三年在公司主营业务收入结构中始终保持在 18%以上的比例，为公司提供了稳定的收入

来源，是公司重要的品牌之一。

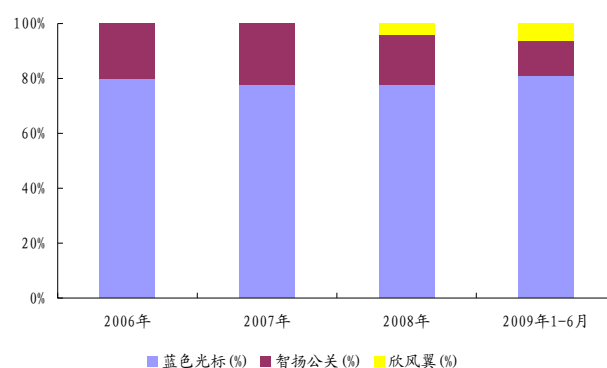
欣风翼品牌作为公司新品牌，2008 年 5 月至 12 月贡献的业务收入 1,349.3 万元，在公司当年的主营业务收入结构中，占 4.12%，是公司当年主营业务收入增长的原因之一；2009 年上半年实现营业收入 899.21 万元，占比 6.26%。

Figure 9 营业收入按品牌分类



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

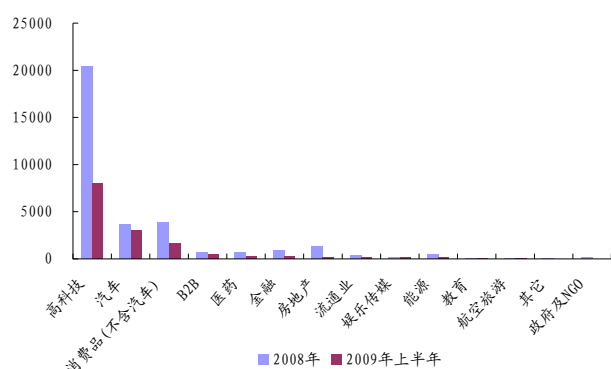
Figure 10 营业收入按品牌分类构成比例



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

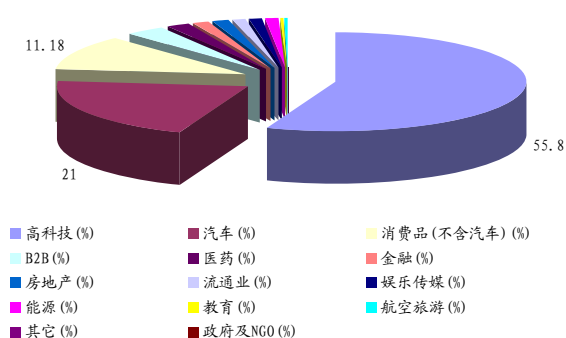
从客户所处行业看，营业收入主要来源于高科技、汽车和消费品（不含汽车）行业，其中高科技行业是公司最主要收入来源。2008 年公司在该三个行业实现收入 2.79 亿元，同比增长 50.91%，占比达 85.3%；2009 年上半年在该三个行业实现收入 1.26 亿元，占比达 87.98%。其中在高科技行业，2008 年实现收入 2.04 亿，同比增长 49.19%，占比达 62.3%；2009 年上半年实现 8,019.39 万元，占比 55.8%。

Figure 11 营业收入按客户所处行业分类



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 12 营业收入按客户所处行业构成比例 (2009 年上半年)



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

从业务内容看，报告期内，公司主营业务有六大项，其中：

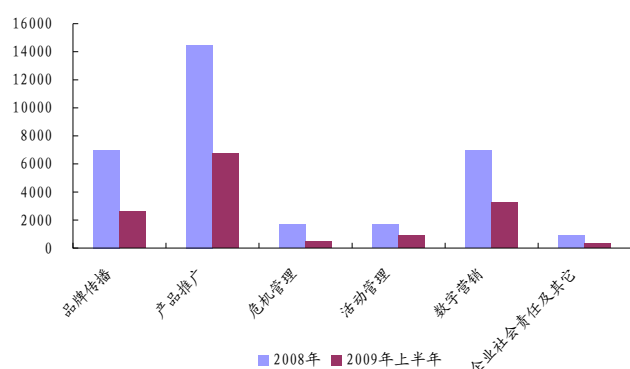
产品推广业务一直是公司业务收入中贡献最大的，在总收入中占平均 50% 左右，2008 年以来，因活动管理及数字营销业务的扩大，产品推

广告业务在总的收入比例中略有缩小，但仍是公司业务收入中贡献最大的业务。2008 年实现营业收入 1.45 亿元，同比增长 27.24%，占比 44.27%；2009 年上半年实现营业收入 6,773 万元，占比 47.3%。

活动管理业务也是公司一直以来专注的一块业务，自 2006 年至 2009 年以来发展平稳，且呈上升趋势。2008 年实现营业收入 1,679 万元，同比增长 86.97%，占比 5.13%；2009 年上半年实现营业收入 915 万元，占比 6.37%。随着公司客户在活动管理业务的需求的不断增加，公司活动管理业务的增长仍将保持平稳上升趋势。

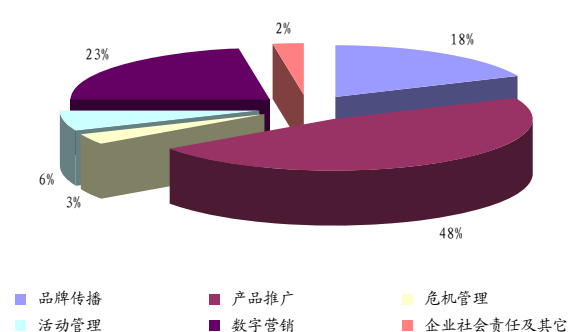
数字营销业务是近年公司根据互联网的发展及客户的需求，新探索出的一块业务，该业务迅速发展，从 2006 年在总收入的比重的 6.88% 一跃到 2009 年上半年占公司总收入比重的 22.47%，是公司目前最具潜力的一块业务，未来增长空间仍然很大。2008 年实现营业收入 6,980 万元，同比增长 163.1%；2009 年上半年实现营业收入 3,229 万元。

Figure 13 营业收入按业务内容



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 14 营业收入按业务内容构成比例



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

报告期内，公司利润主要来源于为客户提供品牌管理服务业务，2007 年、2008 年营业利润同比分别增长 66.94%、52.7%；净利润同比分别增长 175.8%、29.17%。

Figure 15 综合毛利率持续增长

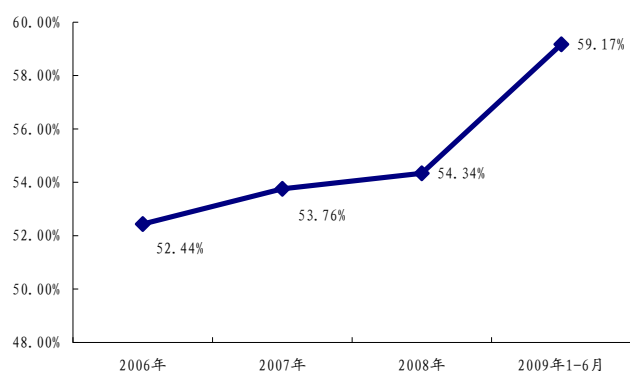
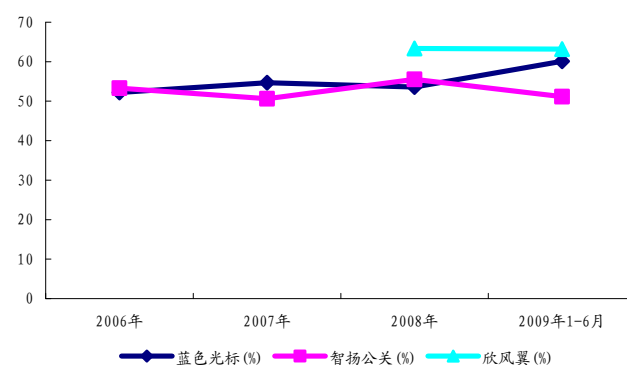


Figure 16 按品牌分类毛利率持续增长



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

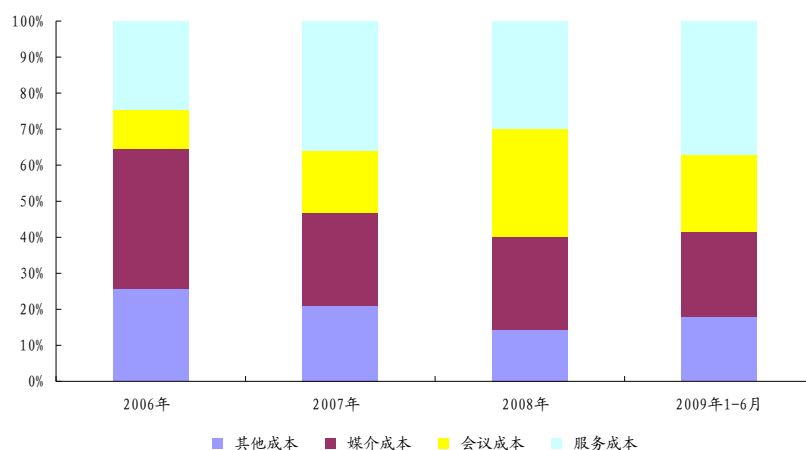
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

最近三年，毛利率持续小幅增长，整体保持在 52% 以上。2009 年上半年，由于公司品牌管理服务业务中毛利率较高的咨询类服务比重有所增加，以及客户约定的第二种结算方式增多，导致营业收入的毛利率增长，超过了 59%。

### 成本结构分析

公司营业成本主要由服务成本、会议成本、媒介成本和其他成本构成，不包括公司开展服务业务的人工成本。其中，服务成本主要来源于两方面：一是公司外包部分服务的成本；二是公司开展品牌管理等活动时产生的相关成本费用，例如：活动场地租赁费等，以及供应商开具“服务费”项目发票的部分。媒介成本主要核算项目广告费、宣传费、专栏费等与媒体相关，并与媒体结算的成本。会议成本主要核算项目的会议费用，包括：设备租赁费、会务用品、录音整理费、速记费、租车费、翻译费、演出礼仪等费用。其他成本包括项目差旅费、招待费、办公费、劳务费等费用。

Figure 17 营业成本构成



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司营业成本全部为变动成本，其变动主要受以下二方面的影响：

### 公司业务量

公司的营业成本与业务量呈非线性正向变化关系。由于品牌管理服务既涉及媒介信息等日常管理服务，也涉及相关品牌活动服务；既涉及品牌管理服务的某一环节服务，也涉及品牌管理服务中的多个环节服

务，因此，不同服务的成本侧重不同，成本投入不同。媒介信息等日常管理服务，以各种信息搜集、剪报、反馈，定期和媒体、公众沟通等工作为主，因此，其媒介成本和其他成本项目为主要成本，会议和服务成本为次要成本；品牌活动服务，由于活动种类和范围等不同，涉及全部成本项目，其中以服务、会议成本为主，媒介和其他成本为辅。所以，伴随公司业务规模的不断扩大，营业成本不断增加，其与收入规模非线性正相关。

### 公司业务合同的收入构成

公司为客户提供品牌管理服务时，有的客户约定合同金额包含项目成本和公司所收取的服务费（以下简称“第一种方式”）；有的客户仅在合同中约定所收取的服务费（以下简称“第二种方式”），因此，第一种方式的营业成本一般会大于第二种方式。

报告期内，最近三年伴随公司业务量的大幅增加，公司营业成本中的各项成本均逐年增加。各项成本在营业成本中的比例变化略有不同，其中：服务成本近三年的比例略有波动平均为 30.10%；会议成本的比例处于上升趋势，与同期公司业务中，品牌活动管理类服务不断增加相关，2008 年度，该成本比例上升为 30.22%；媒介成本的比例下降到 25.72%，2006 年该成本占营业成本的 38.89%，为当期第一大成本，与该年度公司业务以客户品牌日常管理为主的业务特点相关，2007 年度和 2008 年度该比例下降，与品牌活动管理等非日常管理业务大幅增加相关；其他成本，2007 年度较 2006 年度的比例略有下降，2008 年度由于该成本增幅较小，在营业成本总额增长近 4,900 万元的情况下，比例下降 6.8 个百分点。

### 公司竞争力分析

公共关系公司的客户在选择公共关系服务供应商时，最看重的是公司提供服务方案的执行力，其次是方案的创意和团队的经验，而对服务价格等方面的因素并不是很敏感。公司在执行力、方案创意、团队经验上优势较为突出，核心竞争力较为显著，主要表现在以下几个方面：

### 成长优势

公司自品牌创立以来，连续多年保持高速增长：公司员工从最初不到 10 个人发展到目前的 600 多人；业务网点从北京 1 处扩张到包括北

京、上海、广州、香港等全国 24 个城市和地区；客户数量从几家发展到目前拥有超过 200 家优质客户；年营业收入从 100 多万元增长到 2008 年约 3.3 亿元，年均增长速度超过 30%。目前我国公共关系行业，公司已经成长为最具竞争优势的公司之一，未来仍将保持较高速的发展态势。

### 人才优势

作为现代服务业，公司拥有行业最核心的智力资源——人力资源，公司在行业竞争中具有人才优势，主要表现在以下方面：第一，公司管理层业务能力强。第二，公司业务人员成长迅速，业务素质普遍较高。第三，公司员工工作富有热情。第四，公司业务团队士气充沛，战斗力强。第五，公司员工业务水平较高，特别是方案设计具有创意。

### 经验优势

公司已经从事公共关系服务十余年，通过大量成功案例积累了可复制的业务经验。其中，部分案例评为中国公共关系案例大赛金奖，为开展业务提供了较好的借鉴经验。公司通过内部局域网建立知识分享系统，将成功案例形成教案，与公司员工共享，充分运用公司经验成果培养人才，形成业务梯队。公司凭借丰富的经验和专业的人才梯队，形成了公司自身特有的方法体系，得到了客户的认可和赞同，奠定了自身的品牌基石。

### 客户优势

目前，公司现有客户多数为各行业的龙头企业，根据美国《财富》最新公布的 2009 年全球 500 强名单，前 500 强中有 25 家企业为公司客户。

Figure 18 公司目前主要客户

| 行业分类   | IT 业                                         | 互联网   | 汽车业              | 家电业                  | 化工    | 食品                      | 其他                                      |
|--------|----------------------------------------------|-------|------------------|----------------------|-------|-------------------------|-----------------------------------------|
| 主要客户名称 | 联想、微软、<br>思科、AMD、佳<br>能、诺基亚、<br>索尼爱立信、<br>三星 | 腾讯、百度 | 克莱斯勒、广<br>汽丰田、宝马 | 西门子、博<br>世、康佳、<br>索尼 | 杜邦、壳牌 | 美赞臣、娃哈<br>哈、雪花啤<br>酒、箭牌 | 雅诗兰黛、摩<br>根斯坦利、辉<br>瑞制药、家乐<br>福、GSK、ABB |

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司客户较为稳定，客户服务年限较长，其中联想和思科的服务年限已达 12 年之久，公司客户大部分为跨国公司，信誉优质，业务稳定。

公司客户分布较为广泛，不仅在 IT 领域，在汽车、消费品、通讯、金融、房地产等多个行业都拥有稳定客户，在防御风险方面也要胜过行业内的其他企业。

### 品牌优势

公司旗下拥有蓝色光标、智扬公关和欣风翼三个品牌，尤其蓝色光标在业内口碑较高。另外，蓝色光标和智扬公关品牌在中国国际公共关系协会历年的 TOP 公司排名中名列前茅，并且在最近 4 届公共关系案例大赛中共夺得 7 个金奖，16 个银奖和唯一一个杰出公共关系大奖。作为公共关系行业的本土领军企业，公司创造了我国公共关系行业的多个第一。

Figure 19 公司荣誉

- 2006 年，荣获亚太权威营销杂志《Media》“年度最佳专业公司”大奖，成为首获亚太公共关系大奖的中国本土公共关系企业
- 2007 年，公司名列全球专业公关公司排名 250 强第 75 位，成为唯一入选全球公共关系企业百强的中国本土公共关系企业
- 2008 年，被美国权威机构霍尔姆斯评为 2008 年度大中华区最佳公共关系公司
- 2009 年，在《福布斯》中文版 2009 中国潜力企业名单中排名第 122 位，成为唯一入选的公共关系公司
- 2009 年 7 月 10 日，被评选为“清科-2009 年中国最具投资价值企业 50 强”

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

### 业务网络优势

目前，公司已在全国 24 个地区建立了服务网点，业务网络架构辐射面广，是目前国内唯一一个辐射全国的业务网络。该业务网络一方面能够满足现有客户在全国开展业务的需要，提高客户服务质量；另一方面也有利于开拓当地潜在客户，为公司“地域拓展”的发展战略奠定了基础。

### 募集资金投向分析

公司本次实际募集资金扣除发行费用后的净额约为 62,077 万元，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需要的营运资金。

Figure 20 公司 IPO 募集资金项目

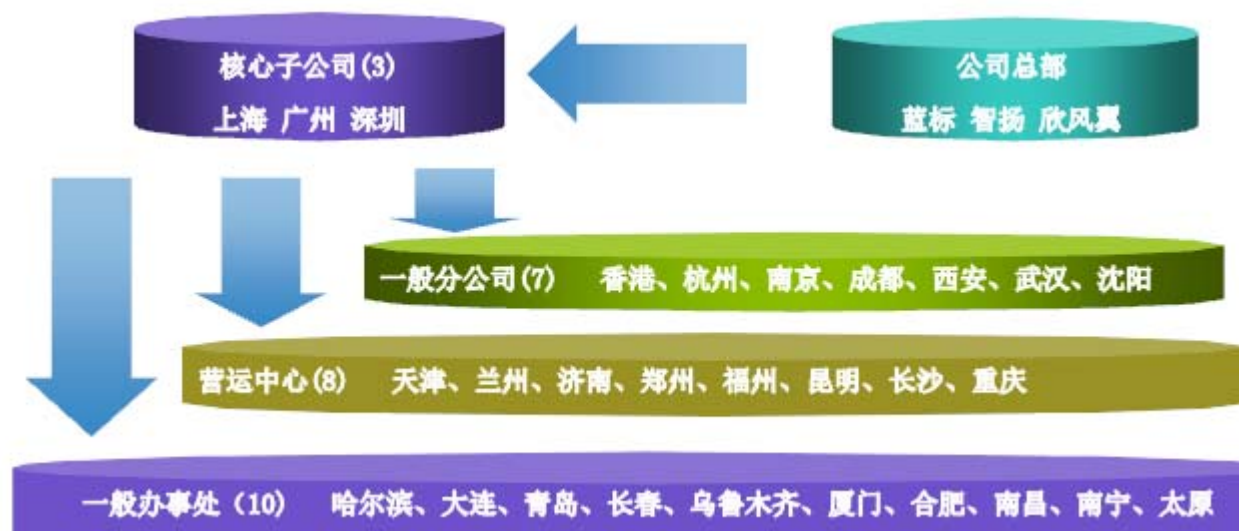
| 项目名称                         | 总投资（万元） | 建设期 | 达产期 |
|------------------------------|---------|-----|-----|
| 公共关系服务全国业务网络扩建项目             | 8,832   | 3 年 | 3 年 |
| 业务系统信息化管理平台项目                | 3,150   | 3 年 | 3 年 |
| 活动管理业务拓展项目                   | 4,000   | 1 年 | 1 年 |
| 其它与主营业务相关的营运资金项目 约 46,095 万元 |         |     |     |

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

### 公共关系服务全国业务网络扩建项目

业务网络扩建方案的总体思路为形成“四三七八十”的全国性业务拓展网络，即 4 个层级、3 个业务核心子公司、7 个业务骨干点、8 个营运中心、10 个一般办事处。

Figure 21 业务网络架构



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

业务网络建设在管理架构上以北京为总部，以“蓝色光标”、“智扬公关”、“欣风翼”三大品牌为旗帜；按照地区分为 4 个层次，上海、广州、深圳等业务重点地区以子公司形式独立经营，其他分支机构统一由总部设立的“分区管理中心”直接管理。

项目建设期为 3 年，按照公司总体思路在建设期 3 年内分别完成的投资比重为 40%、50%、10%。具体建设进度安排如下：（1）2010 年增资扩建广州、上海和深圳三家业务核心公司及新设香港子公司（香港子公司已经于 2009 年 3 月 13 日先期注册，但资本金未到位）；（2）2011 年投资新设成都、杭州、西安、南京、武汉等五个分公司，新建及扩建天津、长沙、福州、重庆、郑州、昆明等六个营运中心；扩建太原、乌鲁木齐、厦门、南昌、南宁、合肥等六个办事处；（3）2012 年投资新设沈阳分公司，新建济南、兰州营运中心，新建哈尔滨、大连、青岛、长春四个办事处。

### 业务系统信息化管理平台项目

业务系统信息化管理平台项目是为了确保公司的区域扩张战略、多

品牌独立运作经营模式能够顺利发展。

业务系统信息化管理平台项目分为四个方向进行建设：第一，完善现有的信息系统并形成各系统的对接关系。第二，建设以信息分享为基础的业务信息分享系统。第三，建立以跨岗位、跨部门的工作流管理系统。第四，建设以跨地区跨公司的协同业务管理平台。

### 活动管理业务拓展项目

活动管理业务拓展项目为了减少对企业建设的影响，尽快为企业带来经济收益。

活动管理业务设备购置方案的总体思路是：根据“服务延伸”的发展战略，立足于现有的公共关系服务业务，根据市场的需求，适时向上游广告服务和下游活动管理服务延伸，最终形成一条包括广告、公共关系及活动管理服务的完整的品牌整合营销服务链条，为客户提供全过程和全方位的品牌管理服务，确立公司在市场竞争中的优势地位。

本次募集投资项目主要是购买活动策划管理时所使用的设备和工具，主要包括声音系统、照明系统、视频系统及 DJ 设备，设备投资约 2,915 万元。

## 盈利预测

预测假设条件：

- 1、募集资金项目顺利完成；
- 2、不考虑未来的收购品牌；
- 3、2009 年，蓝色光标、智扬公关、欣风翼营业收入增速分别为 20%、10%、25%；
- 4、2010 年，蓝色光标、智扬公关、欣风翼营业收入增速分别为 40%、25%、35%；
- 5、2011 年，蓝色光标、智扬公关、欣风翼营业收入增速分别为 38%、23%、40%；
- 6、综合毛利率继续小幅增长，2009-2011 年分别为 57.2%、58.5%、59.5%；
- 7、期间费用率小幅增长，2009-2011 年分别为 32.3%、32.6%、33.75%；
- 8、2009-2011 年所得税率为 25%。

Figure 22 营业收入和毛利率预测

| (单位: 万元)      | 2006A            | 2007A            | 2008A            | 2009E            | 2010E            | 2011E            |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 蓝色光标          | 10,604.41        | 16,830.41        | 25,433.23        | 30519.88         | 42727.83         | 58964.40         |
| YOY           |                  | 58.71%           | 51.11%           | 20%              | 40%              | 38%              |
| 智扬公关          | 2,699.42         | 4,834.62         | 5,941.01         | 6535.11          | 8168.89          | 10047.73         |
| YOY           |                  | 79.10%           | 22.88%           | 10%              | 25%              | 23%              |
| 欣风翼           |                  |                  | 1,349.30         | 1686.63          | 2276.94          | 3187.72          |
| YOY           |                  |                  |                  | 25%              | 35%              | 40%              |
| <b>营业收入合计</b> | <b>13,303.83</b> | <b>21,665.03</b> | <b>32,730.40</b> | <b>38,741.61</b> | <b>53,173.66</b> | <b>72,199.85</b> |
| YOY           |                  | 62.85%           | 51.07%           | 18.37%           | 37.25%           | 35.78%           |
| 毛利率           | 52.44%           | 53.76%           | 54.34%           | 57.20%           | 58.50%           | 59.50%           |

资料来源: 世纪证券研究所

Figure 23 盈利预测表

| (单位: 万元)        | 2006A     | 2007A     | 2008A     | 2009E     | 2010E     | 2011E     |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 一、营业收入          | 13,303.83 | 21,665.03 | 32,730.40 | 38,741.61 | 53,173.66 | 72,199.85 |
| 减: 营业成本         | 6,326.86  | 10,017.68 | 14,944.94 | 16581.41  | 22067.07  | 29240.94  |
| 营业税金及附加         | 272.72    | 520.98    | 1,669.10  | 2130.79   | 2924.55   | 3970.99   |
| 销售费用            | 3,419.91  | 4,429.55  | 7,628.64  | 9104.28   | 12868.03  | 18013.86  |
| 管理费用            | 1,761.18  | 2,488.16  | 2,547.95  | 3254.30   | 4785.63   | 6931.19   |
| 财务费用            | -7.2      | -20.05    | -40.5     | 154.97    | -319.04   | -577.60   |
| 资产减值损失          | 152.12    | 35.52     | 186.18    | 200       | 200       | 200       |
| 二、营业利润          | 1,378.23  | 4,193.19  | 5,794.09  | 7,315.87  | 10,647.43 | 14,420.47 |
| 加: 营业外收入        | 16.16     | 14.36     | 171.88    | 0         | 0         | 0         |
| 减: 营业外支出        | 10.47     | 39.47     | 17.27     | 0         | 0         | 0         |
| 三、利润总额          | 1,383.92  | 4,168.08  | 5,948.71  | 7,315.87  | 10,647.43 | 14,420.47 |
| 减: 所得税          | 53.64     | 30.77     | 1,507.63  | 1828.97   | 2661.86   | 3605.12   |
| 四、净利润           | 1,330.28  | 4,137.31  | 4,441.08  | 5,486.90  | 7,985.57  | 10,815.35 |
| 减: 少数股东损益       | 113.29    | 780.87    | 105.61    | 192.04    | 279.49    | 378.54    |
| 五、归属于母公司所有者的净利润 | 1,216.99  | 3,356.44  | 4,335.47  | 5,294.86  | 7,706.07  | 10,436.82 |
| 六、摊薄每股收益 (元)    | 0.15      | 0.42      | 0.54      | 0.66      | 0.96      | 1.30      |

资料来源: 世纪证券研究所

我们预测 2009~2011 年,公司实现营业收入分别为 3.87 亿元、5.32 亿元、7.22 亿元,同比分别增长 18.37%、37.25%、35.78%; 实现归属于母公司股东的净利润分别为 5,294.86 万元、7,706.07 万元、10,436.82 万元,同比分别增长 22.13%、45.54%、35.44%; 实现每股收益 (全面摊薄) 分别为 0.66 元、0.96 元、1.30 元。

## 估值分析

由于目前 A 股市场尚无相似的可比公司,我们结合公司竞争优势及

未来成长性，并参照其他一些轻资产的创业板公司的估值，认为二级市场合理估值区间在 35-40 倍，对应的合理价格为 33.6 元-38.4 元。

## 风险因素分析

### 社会公众认知风险

由于公共关系行业在我国的发展历史较短，尚未得到政府、企业和社会普通公众的普遍认知，大多数国内企业对公共关系服务认知度较低，仍处于初级阶段。企业在品牌管理方面一般倾向于使用对销量立竿见影的广告支出，而忽视了致力于长期建立品牌美誉度和忠诚度的公共关系服务。由于公共关系服务通常较难满足部分客户重视短期回报的偏好，从而一定程度上影响了公共关系行业在国内市场的推广和发展。

### 人力资源风险

人力资源是公共关系行业的核心资源，公共关系人才的业务能力决定着公共关系服务的质量和品质。目前国内公共关系专业人才短缺，流动率较高，特别是中高级专业人员的严重紧缺制约着行业的快速发展。尽管公司通过股权激励等方式稳定业务团队，凝聚核心骨干，但是如果公司在人力资源引入、培养等方面缺乏有效的制度和措施，则面临人才流失、人才短缺和人才梯队不健全等风险，将对公司持续经营带来一定影响。

### 依赖重要客户的风险

公司 2009 年 1-6 月、2008 年度、2007 年度、2006 年度前五大客户的收入占公司当期营业收入的比重分别为 48.14%、50.89%、51.97%、51.19%，虽然公司服务的客户数量逐年递增，但由于大客户业务量的高速增长，使得公司仍然存在营业收入向少数客户集中的趋势，公司存在依赖重要客户的风险。

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.