

2010年4月1日

传媒行业

华谊嘉信 (300071)

评级: 无

TMT 行业研究员

张广荣

010-88086830-699

zhanggr@rxzq.com.cn

线下营销服务龙头

投资要点

- **本土最大的线下营销服务供应商:** 公司是本土最大的线下营销服务供应商, 是业内少数具有整合营销传播服务能力的领军企业, 公司的战略目标是成为“集终端营销、活动营销、互联网营销、促销品营销、广告代理、市场研究于一身的领先的整合营销传播服务集团”。2009 年公司营业收入 4.2 亿元, 其中终端营销服务收入 3.9 亿元, 占比 92.8%。
- **线下营销服务市场前景广阔:** 在传统广告边际效益递减、产品同质化程度加剧背景下, 越来越多的企业重视终端价值, 将营销资源向线下倾斜, 大量使用各种线下营销服务, 包括促销、路演、公关、会议、会展等。研究机构 Forrester Research 的报告显示, 2006 年全球线下营销在广告营销总支出中的比例为 8%, 到 2012 年这一比例将升至 18%, 这将意味着线下营销业的行业经营额复合年均增幅可能达到 27%, 金额有望达到 1,480.8 亿美元以上。其中亚太市场占 20% 左右的份额。
- **公司近三年客户数量迅速增长:** 公司客户包括惠普、微软、AMD、索尼爱立信、可口可乐、卡夫、吉百利、三星、飞利浦、西门子等世界 500 强企业, 以及联想、伊利、王老吉、中粮集团等国内知名企业, 2007 年到 2009 年, 公司客户数量分别为 62 家、72 家和 125 家, 同比增长 82.4%、16.1% 和 73.6%。公司正在与全球第三大整合营销传播集团旗下的全球广告公司睿狮商议建立中国的合资公司, 拟将睿狮的全球客户资源引进中国, 将由公司承担这些客户的线下营销业务的执行, 目前, 公司的潜在客户包括强生、联合利华和宝洁等业界巨头。最近三年公司营业收入年复合增长率为 43.35%, 利润总额复合增长率 35.31%, 归属于发行人净利润年复合增长率 23.22%, 公司经营规模和盈利水平整体呈现快速增长趋势。
- **多品牌多产品线的市场渗透策略提升客户忠诚度:** 公司细分产品线包括店面管理、终端促销服务、终端销售团队管理、活动营销服务等, 公司下属子公司包括华谊伽信营销、华谊信邦营销, 华谊葭信劳务, 华氏行商贸, 精锐传动; 多品牌多产品线策略的优势在于减少了单一产品的失误所带来的客户流失, 提升了客户的 ARPU 值和忠诚度。公司主要客户近三年贡献收入均有大幅增长, 多美滋、惠普、联想、AMD 07 年到 09 年收入贡献分别增长 8649.8 万元、3767.8 万元、2583.39 万元和 2442 万元。
- **公司拥有遍布全国的服务执行网络和终端销售团队:** 公司目前在 23 个城市共设有 29 个分公司, 42 个分支机构, 覆盖到了 87 个城市。执行网

络是衡量线下营销服务机构规模和实力的重要指标，是高端客户选择线下营销服务机构的主要因素之一。终端销售团队人员数量是衡量线下营销服务机构规模和实力的另一个重要指标。公司拥有 5,000 多名长期稳定的销售人员，在 IT、通信、快速消费品等行业具有丰富的产品推广经验，为惠普、多美滋、联想、中粮集团、百加得洋酒、喜力等客户提供长期的终端促销、客户关系管理、信息收集及分析等终端营销服务，是国内少数具有规模化终端销售团队的营销服务机构。

- **自主研发软件保障服务产品标准化：**公司目前拥有零售终端数据库管理、销售指标分类采集、流程化采购订单整合管理、运营时效管理及核算、终端管理及规划等 12 项计算机软件著作权。我们认为这些软件产品的实施有助于公司服务流程管理的标准化，使得服务产品在线下终端具备了很强的可复制性。
- **募投项目扩大服务网络、提升管理水平：**募集资金投入线下营销全国网络体系建设、北京运营中心扩展、远程督导信息系统平台建设、内部管理信息平台建设和与主营业务相关的营运资金等五个项目。前两个项目完善全国网络体系布局，保障公司营收的持续增长；后两个项目主要用于信息系统建设，以完善公司的内部控制和提升服务质量管理。
- **盈利预测与评级：**我们预测公司 10、11、12 年 EPS 分别为 0.67、0.86 和 1.12 元，结合二级市场可比公司估值，我们认为其合理价值区间为 18 元-20 元。

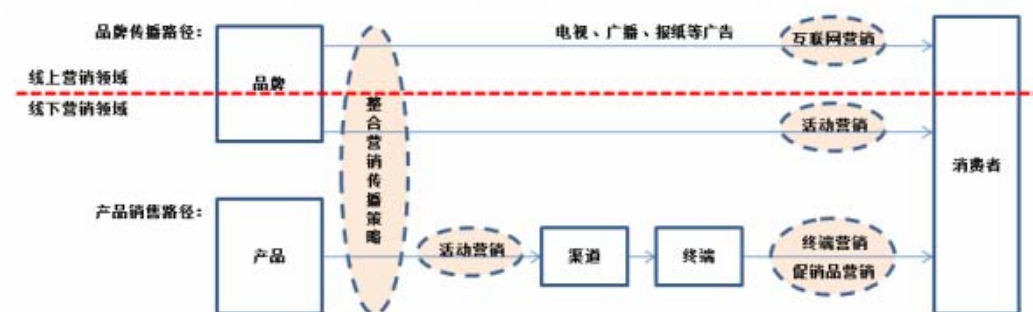
单位（百万、元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	422.7	565.4	730.7	944.9
增长率	-4.6%	27.1%	33.8%	29.2%
归属于母公司的净利润	25.6	34.6	44.5	57.7
增长率	21.5%	34.9%	28.8%	29.7%
每股收益(摊薄)	0.66	0.67	0.86	1.12

表 1：线下营销和线上营销区别

区别	线上营销服务	线下营销服务
目的	以告知为形式，传播品牌，提升销量	以互动为形式，传播品牌，提升销量
方式	一对多的传播，与消费者建立远距离的信息传导，将品牌形象传达给消费者，使其产生一定的认知	一对一的沟通，与消费者建立近距离的互动与沟通，向消费者传递产品信息，使其进行切身、直观的体验
途径	媒介策划与投放，通过选择合适的大众媒体进行广泛的传播	渠道资源的整合与管理，选择适当的渠道与核心消费群进行互动沟通
焦点	利用视觉表现力，吸引消费者关注，提升消费者对产品、品牌的兴趣	注重把控消费者心理，利用各种营销手段，刺激消费者产生购买欲望

资料来源：招股说明书、日信研究

图 1：公司业务定位



资料来源：招股说明书、日信研究

图 3: 公司主要客户



资料来源：招股说明书、日信研究

表 2: 分项业务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
终端营销业务	39156.88	52861.79	68720.32	89336.42
毛利率	15.85%	16.00%	16.00%	16.00%
增长率	34.15%	35.00%	30.00%	30.00%
活动营销业务	2532.53	3039.04	3646.84	4376.21
毛利率	38.48%	38.00%	38.00%	38.00%
增长率	-18.40%	20.00%	20.00%	20.00%
其他营销业务	584.66	643.13	707.44	778.18
毛利率	28.49%	28.00%	28.00%	28.00%
增长率	-38.69%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：日信研究

表 3: 三张表预测 (单位: 百万)

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	8.8	12.5	314.1	318.7	324.5	营业收入	332.5	422.7	565.4	730.7	944.9
应收票据	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	280.5	349.3	467.5	605.0	783.2
应收账款	79.8	95.6	127.0	164.2	212.3	营业税金及附加	2.2	11.7	15.7	20.3	26.2
预付款项	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	销售费用	2.9	1.1	1.5	1.9	2.5
其他应收款	21.4	18.5	24.7	31.9	41.3	管理费用	20.6	25.6	34.2	43.5	55.3
存货	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	-0.8	0.5	0.4	0.7	0.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-1.0	0.1	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	18.1	18.5	19.6	19.6	19.6	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	28.2	34.3	46.1	59.3	77.0
无形资产	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	营业外收支净额	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	28.2	34.4	46.1	59.3	77.0
资产总计	128.7	146.1	485.7	534.6	597.9	减: 所得税	7.1	8.8	11.5	14.8	19.2
短期借款	0.0	10.0	0.0	0.0	0.0	净利润	21.1	25.6	34.6	44.5	57.7
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的	21.1	25.6	34.6	44.5	57.7
						净利润					
应付账款	14.8	10.3	13.6	17.6	22.8	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	基本每股收益	3.24	0.66	0.67	0.86	1.12
应付职工薪酬	25.1	14.0	14.0	14.0	14.0	稀释每股收益	3.24	0.66	0.67	0.86	1.12
应交税费	8.9	8.7	8.7	8.7	8.7	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
其他应付款	7.4	2.3	2.3	2.3	2.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	43.6%	27.1%	33.8%	29.2%	29.3%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	27.9%	32.8%	32.8%	29.2%	29.4%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	5.1%	21.5%	34.9%	28.8%	29.7%
负债合计	63.5	45.4	38.7	42.7	47.9	盈利性					
股东权益合计	65.2	100.7	446.0	490.5	548.2	销售毛利率	15.6%	17.4%	17.3%	17.2%	17.1%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	6.3%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
净利润	21	26	35	45	58	ROE	32.3%	25.4%	7.7%	9.1%	10.5%
折旧与摊销	0	1	0	0	0	ROIC	27.20%	23.49%	7.82%	9.18%	10.63%
经营活动现金流	13	0	1	5	7	估值倍数					
投资活动现金流	-10	-9	0	0	0	PE					
融资活动现金流	-4	13	300	-1	-1	P/S					
现金净变动	-1	4	302	5	6	P/B					
期初现金余额	10	9	13	314	319	股息收益率					
期末现金余额	9	13	314	319	325	EV/EBITDA					

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。