

华谊嘉信（300071）：快速成长的线下营销龙头

传媒/广告营销

合理价：24.16~26.23 元

报告日期：2010 年 4 月 8 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	423	533	644	783
(+/-)	27.1%	26.1%	20.9%	21.5%
营业利润	34	48	62	78
(+/-)	21.6%	38.7%	29.4%	25.8%
归属于母公司 的净利润	26	36	46	58
(+/-)	21.5%	39.5%	29.4%	25.8%
每股收益（元）	0.49	0.69	0.89	1.12
净资产收益率	25.46	8.47	10.02	11.20

公司发行新股基本情况

发行日期	2010-4-8
发行后总股本（万股）	5,176
发行股数（万股）	1,300
发行价格（元）	25
发行市盈率（倍）	50.58
发行动态市盈率（倍）	36.2
第一大股东	刘伟
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	50.64%/37.92%
发行前每股净资产（元）	2.6
发行前资产负债率	31.06

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相传媒组

联系人：姚伦 邹高

010-66045448 yaol@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- **线下营销服务龙头企业。**公司是中国本土最大的线下营销服务供应商，注册资本3,875万元，实际控制人为自然人刘伟，本次拟发行1,300万股。公司主要为客户提供包括终端营销服务和活动营销服务在内的线下整合营销服务。2009年公司营业收入4.23亿元，净利润2,561万。
- **营销外包需求旺盛：**随着消费市场的快速发展，企业广告营销费用不断增长。由于传统的广告营销方式存在边际递减效应，企业对线下营销等整合营销服务有着旺盛的需求，推动专业化的整合营销企业快速发展；2）营销服务机构具备专业化、规模化优势，通过整合店面管理、终端促销、终端销售团队管理、活动公关、会议会展服务等各种线下营销手段，可有效降低企业营销成本、提高营销效率。
- **公司竞争优势明显，策略创意、执行能力和客户资源是优势明显。**1）公司拥有业内领先的策略创意团队；在北京、上海、深圳等城市设有分公司和办事处，拥有长期稳定的销售人员；客户主要包括惠普、多美滋、AMD、联想等世界500强客户；2）公司具有服务成本相对较低、业务独立性强，服务效率高等优势。上市后公司有望凭借资金及依托资本市场优势，通过不断整合国内营销企业实现快速发展壮大。
- **公司募投资金主要投向线下全国网络体系建设项目、北京运营中心扩展项目、远程督导系统项目和管理信息平台等四个项目，投资总额1.3亿元。**项目围绕提升公司的核心竞争力进行，有助于加强公司在北京、上海等重点区域的业务拓展力度，扩大公司市场份额，稳固和提升在线下营销服务领域的市场地位。
- **盈利预测及估值：**预计公司2010-2012年每股收益分别为0.69元、0.89元、1.12元。考虑到整合营销处于快速发展阶段，公司作为国内本土最大的线下营销企业，具有较强的竞争力。对比A股广告营销公司估值，我们认为公司合理的估值区间应为2010年35~38倍市盈率水平，合理价格区间是24.16~26.23元。

正文目录

1. 公司概况.....	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 公司股本结构	3
1.3 公司主营业务构成状况及行业地位	4
2. 我国广告营销行业前景广阔.....	4
2.1 销售终端营销渠道价值凸显	4
2.2 线下营销外包是大势所趋.....	5
3. 公司主营业务及竞争优势.....	5
3.1 本土最大的线下营销服务供应商	5
3.2 主营业务保持快速增长	5
4. 募集资金项目分析.....	7
5. 盈利预测与估值分析.....	8
5.1 盈利预测	8
5.2 估值分析	9
6. 风险揭示.....	10

图表目录

图表 1：公司服务定位（虚框部分为公司提供的营销服务）	3
图表 2：本次发行后股权结构及控制关系图表.....	3
图表 3：公司各项业务收入增长情况.....	4
图表 4：利润总额保持了快速增长.....	4
图表 5：企业品牌及市场营销费用支出情况.....	4
图表 6：中国连锁百强销售总额及门店数量情况.....	4
图表 7：2008 年公司主要客户收入情况.....	5
图表 8：2009 年公司主要客户收入情况.....	5
图表 9：2009 年公司各业务收入贡献占比.....	6
图表 10：2009 年公司各业务毛利贡献占比.....	6
图表 11：公司店面管理业务收入及管理店面数量情况.....	6
图表 12：终端促销服务收入增长情况.....	7
图表 13：终端销售团队管理收入增长情况.....	7
图表 14：公司活动营销服务业务收入.....	7
图表 15：公司募投项目概况.....	7
图表 16：公司分业务销售收入预测（单位：万元）	8
图表 17：公司盈利预测表（单位：万元）	8
图表 18：传媒行业估值情况.....	9

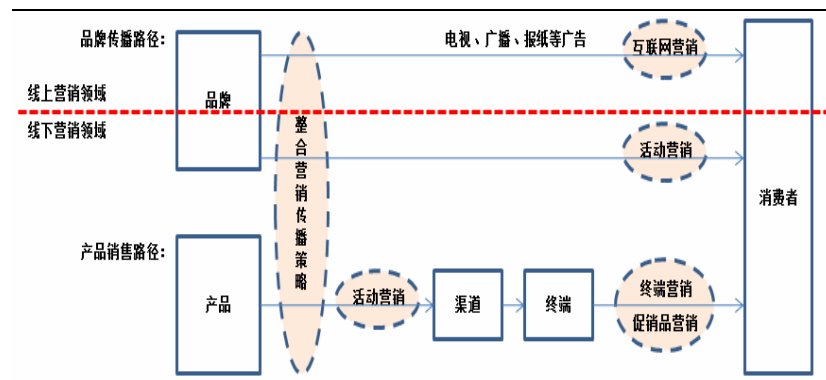
1. 公司概况

1.1 公司基本情况

公司是中国本土最大的线下营销服务供应商，主要从事终端营销服务、活动营销服务和其它营销服务。公司围绕客户的营销外包需求，采用整合营销传播的手段，为客户提供从营销策略、创意策划到执行管理一站式的营销服务，帮助客户提升品牌形象、提高产品销量、提升营销活动的投入产出比，最大程度的为客户创造价值。

在注重线下营销领域整合的同时，公司亦为客户提供线上的营销策略，以提高营销活动执行的一致性和营销效能。目前线下营销服务的客户主要集中在快速消费品、电子信息产品等行业，主要因为快速消费品、电子产品销售受广告、促销、价格等因素影响较大，行业竞争激烈，企业对线下营销有着旺盛而稳定的需求。

图表 1：公司服务定位（虚框部分为公司提供的营销服务）

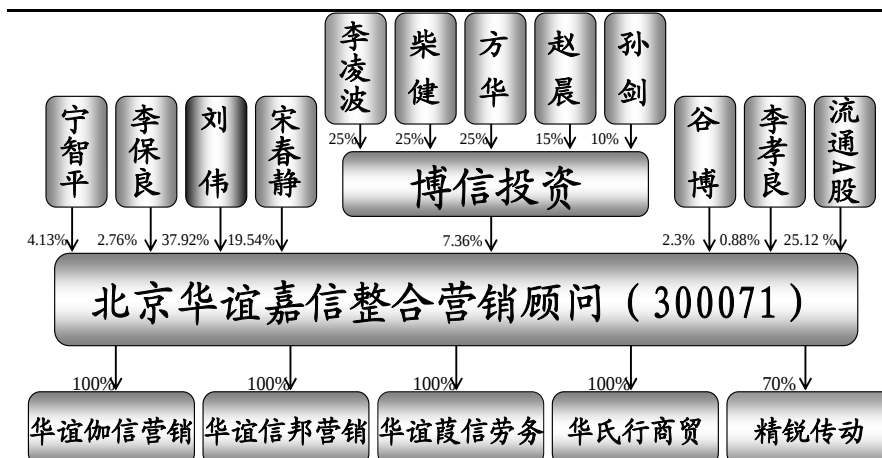


资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

1.2 公司股本结构

公司于2009年5月由华谊嘉信有限公司整体变更为股份公司，注册资本3,875万元。公司第一大股东、实际控制人刘伟持有公司50.64%的股份，占公司发行后总股本的37.97%。公司拟发行1,300万股，发行后总股本5,175万股。

图表 2：本次发行后股权结构及控制关系图表

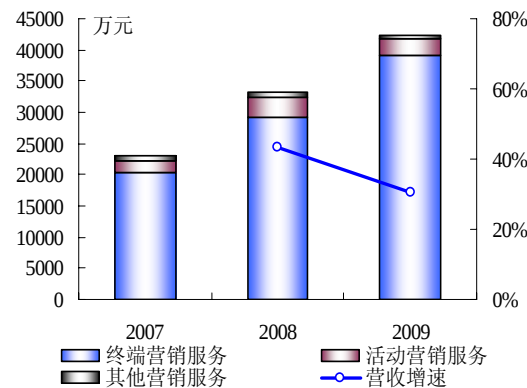


资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

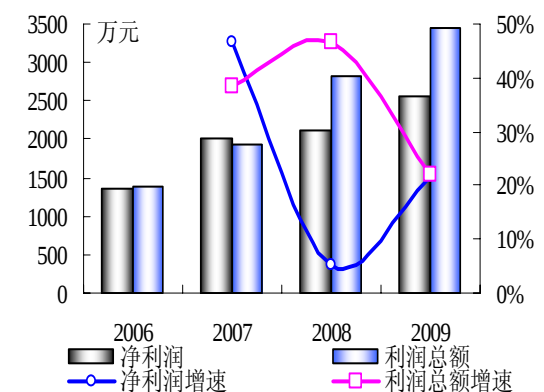
1.3 公司主营业务构成状况及行业地位

公司主要为客户提供包括终端营销服务（包括店面管理、终端促销服务、终端销售团队管理）和活动营销服务（包括活动公关、会议会展等）等营销推广服务。2009年公司营业收入4.23亿元，同比增长27.1%，净利润2,561万，同比增长21.5%，2006年-2009年利润总额及净利润年均复合增长率为25.46%和16.96%，净利润增速低于收入增速主要由于所得税率的提高。

图表 3：公司各项业务收入增长情况



图表 4：利润总额保持了快速增长

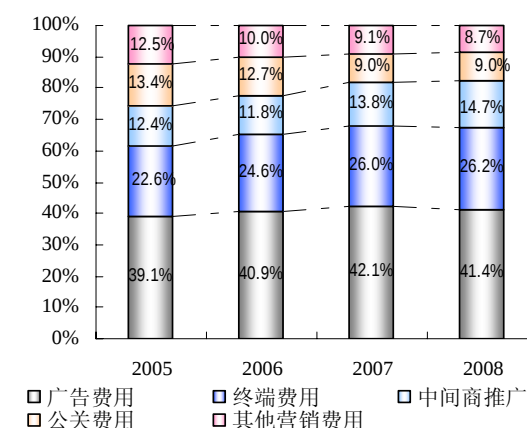


资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

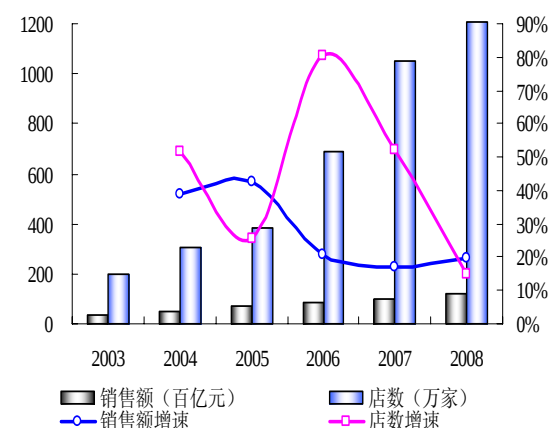
2. 我国广告营销行业前景广阔

2.1 销售终端营销渠道价值凸显

图表 5：企业品牌及市场营销费用支出情况



图表 6：中国连锁百强销售总额及门店数量情况



资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

2008年“中国连锁百强”企业的销售额总达11,999亿元，门店数量达120,775家，2003年以来年均增长率分别达30%和40%，保持了高速增长。由于消费品市场产品同质化较高、行业竞争较为激烈，消费品企业纷纷综合运用广告、终端营销、公共关系、会议会展等多种营销手段建设推广公司品牌形象。根据《中国广告生态调研广告主专项研究》，2006年65.1%的被访企业选择终端营销作为产品或品牌传播过程中的主要手段；同时终端营销费用占营销总支出的比例呈逐年上升的趋势，2008年达

26.2%，终端营销在企业营销活动中的地位不断提升，加大对终端市场的投入是企业的内在需求。

2.2 线下营销外包是大势所趋

企业通过对终端进行整合，营造一个作用于消费者视觉、听觉、触觉等全方位感知的整体品牌传播环境；依托终端品牌化，构建具有统一的理念、风格与设计呈现高度一致的终端网络，推动终端营销成为品牌塑造与推广的重要手段；同时通过终端的宣传和产品的陈列及试用，能促进消费者对产品品质和功效的认同。

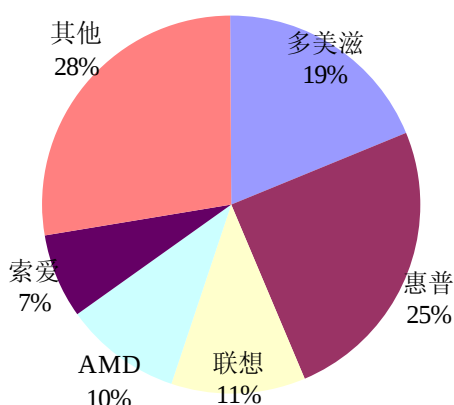
营销服务机构利用专业化、规模化优势，通过整合店面管理、终端促销、终端销售团队管理、活动公关、会议会展服务等各种线下营销手段，可有效降低企业营销成本、提高营销效率。IT、快速消费品、通信、医药等行业对终端依赖较大，企业对终端服务的支持力度、终端营销活动的质量直接决定了企业的竞争优势，企业更加重视对终端的管理和营销投入，对专业的终端营销服务的需要日益增长，具有品牌优势、网络优势、服务质量、资金实力的营销服务机构面临巨大的市场机遇。

3. 公司主营业务及竞争优势

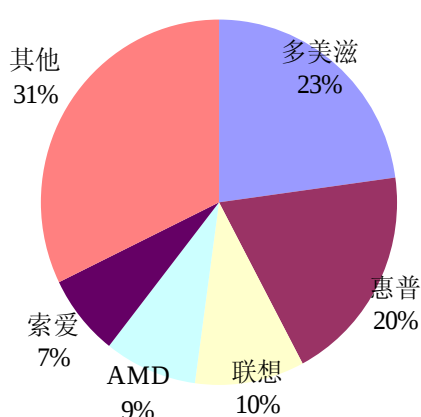
3.1 本土最大的线下营销服务供应商

公司策略创意、执行能力和客户资源等核心竞争优势明显。公司拥有业内领先的策略创意团队；在北京、上海、深圳等城市设有分公司和办事处，拥有长期稳定的销售人员；客户主要包括惠普、多美滋、AMD、联想等世界 500 强客户。同跨国整合营销集团比较，公司具有服务成本相对较低、业务独立性强，服务效率高等优势。公司上市后，资金实力及竞争力显著提高，公司有望凭借资金及依托资本市场优势，通过不断整合国内营销企业实现快速发展壮大。

图表 7：2008 年公司主要客户收入情况



图表 8：2009 年公司主要客户收入情况



资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

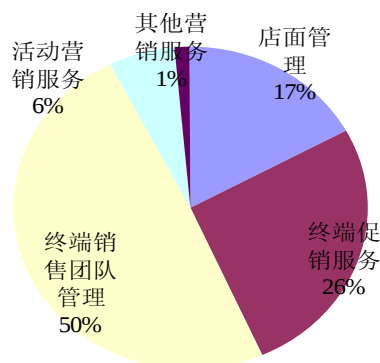
3.2 主营业务保持快速增长

公司提供服务包括：店面管理、终端促销服务及终端销售团队管理等业务。

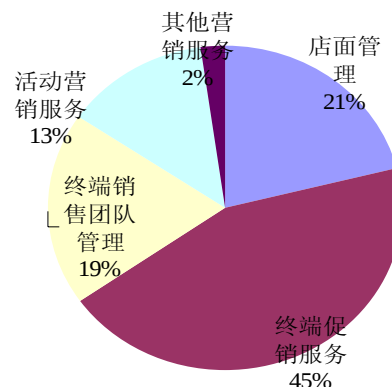
终端营销服务以提升客户产品销售业绩为主要目的，围绕客户终端市场提供的一系列专业化的营销服务，主要包括：店面管理、终端促销服务、终端销售团队管理。

公司通过全国 42 个分公司或办事处为客户提供全方位的终端营销服务，帮助客户制定营销策略、优化市场终端、提升终端销量以及强化对终端的服务与支持。公司主要客户惠普、索尼爱立信、微软、希捷、AMD、摩托罗拉等企业并不自建终端或零售店面，而是通过选择合格的零售店面，并对其进行一系列的支持服务，实现产品销售和品牌宣传。公司以整合营销传播为理念，为客户设计店面管理方案，并在全部项目执行成本基础上收取一定比例的服务费，服务主要包括客户零售商管理、客户零售终端营销活动供应商管理和零售研究服务。

图表 9：2009 年公司各业务收入贡献占比



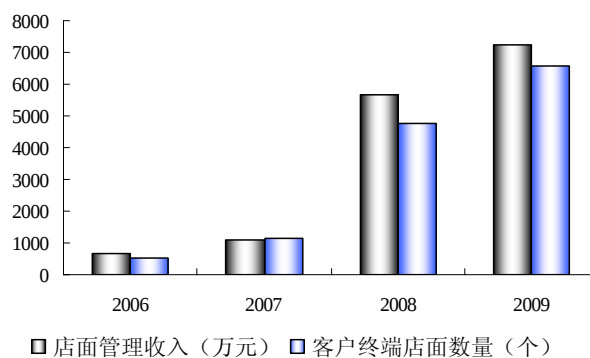
图表 10：2009 年公司各业务毛利贡献占比



资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

店面管理是指公司根据客户需求对其零售商店面的部分或全部管理职责进行管理，达到优化客户的零售终端、提升品牌形象以及提高终端销量的目的。公司为业内较早开展店面管理业务的服务机构，在店面管理方面积累了丰富的经验，是业内少数具有在全国范围内为客户提供店面管理服务能力的机构。凭借庞大的执行网络、优质的服务质量、丰富的从业经验。公司管理的店面数量保持快速增长推动店面管理业务收入稳定增长，2009 年公司管理门店 6,558 家，同比增长 37.88%，收入 7,253 万元，同比增长 27.67%。

图表 11：公司店面管理业务收入及管理店面数量情况

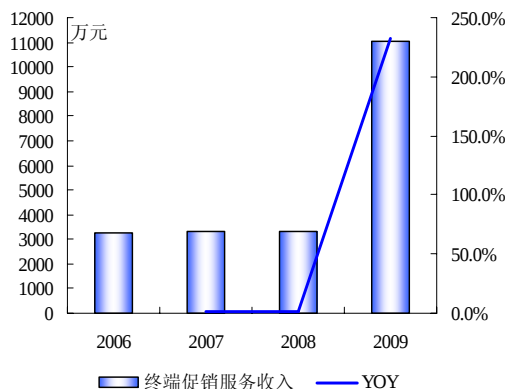


资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

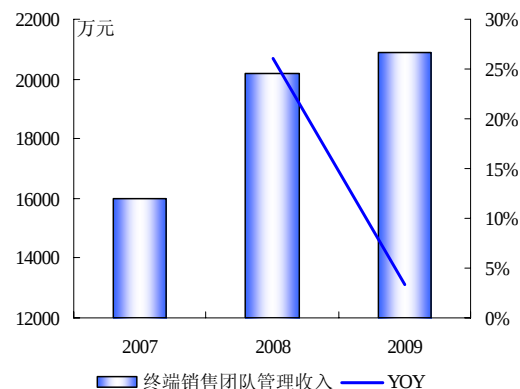
终端促销服务涵盖从营销策略、创意策划到活动执行的全过程。终端促销能有效提升终端销量，在产品同质化严重、传统广告效应递减的背景下，企业越来越重视终端促销在销售中的作用。通过将促销活动交给具有整合营销传播服务能力的专业化服务机构进行统一的规划及标准化的执行，可达到提高营销活动效益的目的。终端销售团队管理服务是传统的人事外包业务与促销业务创造性结合的产物，公司通过规模化、标准化、系统化的服务，协助客户制定店面销售目标、终端销售团队

管理方案，并通过专业的销售团队管理，帮助客户有效完成销售目标。报告期内，公司的终端销售团队人员数量分别为 2,718 人、4,155 人、5,594 人和 6,960 人，保持着较快的发展速度。

图表 12：终端促销服务收入增长情况



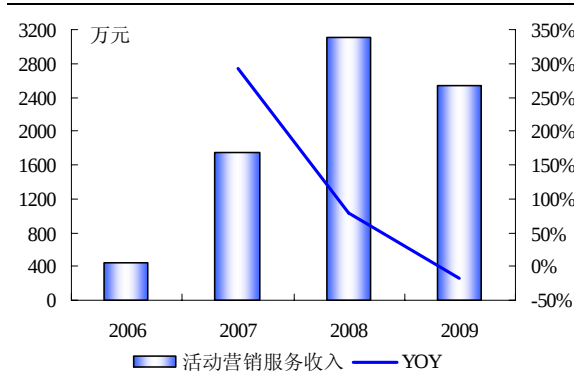
图表 13：终端销售团队管理收入增长情况



资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

活动营销服务以提升客户品牌形象为主要目的，通过具有创意的主题活动，不断优化品牌与消费者之间的关系。活动营销服务更注重与消费者之间的互动及客户品牌形象的提升，增进客户与社会公众之间的交流和信任，维护客户的公共关系。公司凭借其在创意设计、终端营销及执行网络等方面的优势，能为客户提供优质、全面的活动营销服务。由于公司同时服务于多个客户品牌，因此在活动营销过程中，公司可采取多品牌联合营销的活动模式，实现规模效应和联动效应。公司为客户提供的活动营销服务主要包括活动公关、会议会展服务。

图表 14：公司活动营销服务业务收入



资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

4. 募集资金项目分析

公司募集资金投资项目分别为线下全国网络体系建设项目、北京运营中心扩展项目、远程督导系统项目、管理信息平台项目等四个项目，投资总额1.3亿元。

公司核心竞争力的提高主要依赖于服务网络执行网络的覆盖、服务产品线的扩展、内部高效的信息化管理、高端人力资源的储备、品牌美誉度的提升。公司募集资金投资项目紧密围绕提升公司的核心竞争力进行，是公司实现“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”战略目标的重要基础。全国网络体系建设项目将完成公司以重点城市为

中心并辐射周边区域市场的全国业务布局。公司将在现有执行网络的基础上，加大对上海、广州、成都、武汉重点区域的业务拓展力度，扩大公司相关区域的市场份额，稳固和提升公司在线下营销服务领域的市场地位。

图表 15：公司募投项目概况

序号	项目	总投资额	分期投资额（万元）			募集资金投入	投资回收期	内含报酬率
			2010年	2011年	2012年			
1	线下营销业务全国网络体系建设项目	4,065	2,355	1,064	646	4,065	4.00	51.32%
2	北京运营中心扩展项目	7,080	5,080	1,000	1,000	6,080	5.65	20.04%
3	远程督导信息系统平台建设项目	1,403	597	373	433	1,403		
4	内部管理信息平台建设项目	500	470	20	10	500		
	项目合计投资额	13,049	8,502	2,457	2,089	12,049		

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

募集资金投资项目能进一步提升公司的核心竞争力、巩固公司的市场竞争地位，有利于宣传和扩大公司的品牌影响力，扩大公司在各重点区域的市场份额，为客户提供更专业的整合营销传播服务，最终实现公司“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”的战略目标。

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

预计募投项目顺利实施，费用控制保持平稳，预计 2010-2012 年公司收入分别为 5.33、6.44 和 7.82 元，净利润 3,573 万元、4,622 万元和 5,816 万元。

图表 16：公司分业务销售收入预测（单位：万元）

分业务收入	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
终端营销服务	20,382	29,189	39,157	49,787	60,225	73,432
店面管理	1,087	5,681	7,253	9,139	11,035	13,706
终端促销服务	3,287	3,322	11,037	15,452	20,087	26,113
终端销售团队管理	16,009	20,186	20,867	25,197	29,102	33,613
活动营销服务	1,747	3,104	2,533	3,058	3,693	4,265
其他营销服务	1,027	954	585	468	515	566
营收增速		43.58%	27.15%	26.11%	20.86%	21.47%

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

图表 17：公司盈利预测表（单位：万元）

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	33,249	42,274	53,313	64,432	78,263
增长率(%)	43.56%	27.15%	26.11%	20.86%	21.47%
减：营业成本	28,049	34,927	43,867	52,676	63,580
毛利率(%)	15.64%	17.38%	17.72%	18.24%	18.76%
减：营业税金及附加	220	1,174	1,480	1,789	2,173
销售费用	286	113	142	236	326
管理费用	2,058	2,560	3,228	3,902	4,739
财务费用	(84)	49	(168)	(334)	(310)
期间费用率	6.80%	6.44%	6.01%	5.90%	6.08%

资产减值损失	(104)	13	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	(5)	0	0	0
营业利润	2,823	3,434	4,764	6,163	7,755
加：营业外收支净额	(3)	9	0	0	0
利润总额	2,820	3,443	4,764	6,163	7,755
增长率(%)	46.68%	22.08%	38.38%	29.38%	25.83%
减：所得税	712	885	1,191	1,541	1,939
实际税负比率(%)	25.26%	25.70%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	(3)	0	0	0
归属于母公司所有者净利润	2,108	2,561	3,573	4,622	5,816
增长率(%)	5.11%	21.50%	39.51%	29.38%	25.83%
净利润率(%)	6.34%	6.06%	6.70%	7.17%	7.43%
总股本(万股)	5,176	5,176	5,176	5,176	5,176
摊薄每股收益(元)	0.41	0.49	0.69	0.89	1.12
每股净资产(元)	1.92	2.60	8.16	8.91	10.04
净资产收益率(%)	32.34	25.46	8.47	10.02	11.20

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

5.2 估值分析

图表 18：传媒行业估值情况

代码	公司简称	股价	流通股	总股本	总市值	每股收益			市盈率			PB	PEG	评级
		4-5	(百万股)	(亿股)	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E				
有线网络														
002238	天威视讯	25.35	103	267	68	0.29	0.37	0.54	87	68	47	5.5	2.2	增持
600037	歌华有线	15.66	1,060	1,060	166	0.31	0.30	0.35	50	53	45	3.7	3.3	增持
600831	广电网络	13.01	433	433	56	0.20	0.28	0.38	64	47	34	4.7	1.1	增持
报刊杂志														
000793	华闻传媒	7.39	1,169	1,360	101	0.12	0.14	0.15	61	55	50	4.4	5.6	中性
002181	粤传媒	12.75	218	350	45	(0.27)	0.10	0.11	-	131	121	3.7	(0.7)	中性
600825	新华传媒	13.33	591	871	116	0.36	0.44	0.52	37	30	26	5.7	1.7	中性
600880	博瑞传播	29.59	242	375	111	0.70	0.98	1.24	42	30	24	8.5	1.1	增持
出版发行														
600373	鑫新股份	16.69	188	188	31	0.39	0.50	0.56	43	34	30	-	1.5	-
600551	时代出版	20.25	150	391	79	0.58	0.63	0.74	35	32	27	4.0	2.4	增持
601801	皖新传媒	16.22	88	910	148	0.30	0.36	0.41	53	45	40	6.7	2.7	中性
601999	出版传媒	16.45	148	551	91	0.22	0.26	0.30	76	63	55	6.4	4.3	中性
广告营销														
600088	中视传媒	20.57	120	237	49	0.67	0.71	0.77	31	29	27	5.7	12.2	中性
600386	北巴传媒	13.20	403	403	53	0.29	0.51	0.65	45	26	20	5.3	0.7	增持
300058	蓝色光标	50.27	16	80	40	0.61	0.91	1.25	83	55	40	5.0	1.4	增持
动漫影视														
002292	奥飞动漫	47.16	40	160	75	0.64	0.83	1.13	74	57	42	6.3	1.7	中性
300027	华谊兄弟	62.06	42	168	104	0.50	0.98	1.38	123	63	45	7.0	1.1	增持
网游														
300052	中青宝	43.62	20	100	44	0.41	0.76	0.99	106	57	44	5.1	1.3	中性
综合														
600832	东方明珠	14.38	3,186	3,186	458	0.15	0.20	0.21	97	73	67	6.5	5.0	中性
000917	电广传媒	21.23	319	406	86	0.07	0.31	0.44	293	68	49	4.4	0.7	增持

资料来源：天相投资顾问有限公司

按照公司 IPO 后 5,176 万股计算,预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.69 元、0.89 元、1.12 元。考虑到广告营销处于快速发展阶段,公司国内本土最大的线下营销企业,具有较强的竞争力。对比 A 股相关传媒行业及广告公司估值,我们认为公司合理的估值区间应为 2010 年 35~38 倍市盈率水平,合理价格区间是 24.16~26.23 元。

6. 风险揭示

- 1、**客户集中风险。**公司对前五大客户的销售收入占公司营业收入的比例分别为 70% 左右,客户集中度相对较高。若公司主要客户的经营情况、资信状况、业务模式发生变化或者关键客户流失,将在一定程度上影响公司的经营业绩。
- 2、**应收款项的回收风险。**公司应收款项余额占总资产的比重约为 80%左右。虽然公司的客户主要为世界 500 强和国内知名企业,客户信用较高并与公司保持长期的业务合作关系,发生坏账的风险较小,但如果出现大量坏账将较大的影响公司业绩。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100