

华扬联众（603825）

短期疫情扰动业绩，看好“数字资产+营销”多元化推进

买入（维持）

2022年09月01日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	13,214	13,452	15,252	17,437
同比	45%	2%	13%	14%
归属母公司净利润（百万元）	229	284	363	450
同比	9%	24%	28%	24%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.90	1.12	1.43	1.78
P/E（现价&最新股本摊薄）	18.92	15.23	11.93	9.63

投资要点

- **疫情冲击客户营销需求，公司上半年业绩承压。**受疫情影响，客户营销需求减少。2022H1，公司实现营收 43.02 亿元，同比下降 21.8%；归母净利润 0.56 亿元，同比下降 30.0%。
- **积极探索“数字资产+营销”的多元化应用，助力打造品牌形象。**无论是传统文博还是商业品牌，数字资产作为内容载体，能够承载品牌理念及传统文化，数字资产的互动及传播本身就是一种品牌形象及文化的传递。2022H1，公司积极构建多元化的元宇宙商业空间场景；陆续推出“秦兵马俑蒹葭潮团”、“故宫学校《瑞鹿幽夏》”、“宝宝日-闪光耀星梦”等数字藏品；打造虚拟人“YOUNG”。在各地政府推进数字经济发展浪潮下，公司基于数字资产能够为品牌主带来营销热度，其与品牌营销的结合有望持续进行，并推动公司业绩增长。
- **毛利率同比改善，丰富体育、文博资源有望推动未来毛利率提升。**2022H1，公司毛利率达 14.7%，同比提升 3.2 pct。2022 上半年，公司作为北京冬奥会及残奥会官方传播代理服务独家供应商和国际公共关系服务商，为冬奥会开展提供传播服务。公司策划制作的《双奥之城·城市之光》宣传短视频转发超过 1.6 万篇，微博话题累计阅读量超过 16.1 亿。我们认为，公司冬奥会营销工作的成功开展作为公司体育营销业务的起点，将为后续公司积累体育资源奠定基础。同时，公司取得较多头部博物馆合作机会。我们认为，公司丰富体育、文博资源有望与品牌营销业务结合，提升议价权，增厚公司毛利率。
- **费用率提升，供应商款项集中到期致经营性现金流减少。**2022H1，公司销售费用率达 8.0%，同比上升 2.4pct；管理费用率达 2.2%，同比上升 0.7pct；研发费用率达 2.9%，同比上升 0.7pct，费用率均同比提升。受集中支付到期媒体款影响，公司 2022H1 经营性现金流为-3.88 亿元，同比下滑 256.64%。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内营销领先企业，竞争优势稳固，疫情短期扰动公司业绩。我们将公司 2022-2024 年归母净利润从 3.0/4.0/4.8 下调至 2.8/3.6/4.5 亿元，同比增长 24%/28%/24%，对应 2022-2024 年 PE 15.2/11.9/9.6。作为国内营销领先企业，公司积极探索“数字资产+营销”的应用，为公司营销业务打开想象空间，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争风险，核心客户流失风险，新业务不及预期风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.10
一年最低/最高价	12.88/31.65
市净率(倍)	1.88
流通 A 股市值(百万元)	4,332.06
总市值(百万元)	4,332.06

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.09
资产负债率(%，LF)	70.12
总股本(百万股)	253.34
流通 A 股(百万股)	253.34

相关研究

《华扬联众(603825): 新 IP 有望提供利润弹性，期待元宇宙及新零售业务发力》

2022-06-15

华扬联众三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,220	8,909	10,400	11,732	营业总收入	13,214	13,452	15,252	17,437
货币资金及交易性金融资产	987	1,280	1,556	1,990	营业成本(含金融类)	11,756	11,816	13,371	15,296
经营性应收款项	6,586	6,918	8,133	8,975	税金及附加	15	15	17	19
存货	218	313	315	350	销售费用	564	612	683	764
合同资产	76	26	39	60	管理费用	193	215	236	253
其他流动资产	353	372	357	357	研发费用	318	336	374	418
非流动资产	897	926	962	991	财务费用	86	108	134	152
长期股权投资	106	111	119	127	加:其他收益	68	69	73	78
固定资产及使用权资产	309	314	320	326	投资净收益	-8	-13	-15	-15
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	40	50	57	65	减值损失	-71	-60	-60	-60
商誉	112	121	132	139	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	31	33	36	36	营业利润	272	345	435	538
其他非流动资产	298	298	298	298	营业外净收支	-14	-12	-13	-16
资产总计	9,117	9,835	11,361	12,723	利润总额	258	333	421	523
流动负债	6,565	7,004	8,174	9,095	减:所得税	39	54	65	81
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,737	2,012	2,312	2,612	净利润	219	279	356	441
经营性应付款项	4,135	4,322	4,986	5,560	减:少数股东损益	-10	-6	-7	-9
合同负债	89	51	78	90	归属母公司净利润	229	284	363	450
其他流动负债	605	619	799	833	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.90	1.12	1.43	1.78
非流动负债	236	236	236	236	EBIT	366	447	563	683
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	458	452	569	690
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.03	12.16	12.33	12.28
租赁负债	212	212	212	212	归母净利率(%)	1.73	2.11	2.38	2.58
其他非流动负债	24	24	24	24	收入增长率(%)	44.51	1.81	13.38	14.32
负债合计	6,801	7,241	8,411	9,331	归母净利润增长率(%)	9.28	24.21	27.66	23.92
归属母公司股东权益	2,319	2,604	2,967	3,417					
少数股东权益	-4	-9	-16	-25					
所有者权益合计	2,316	2,595	2,951	3,392					
负债和股东权益	9,117	9,835	11,361	12,723					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	360	185	181	354	每股净资产(元)	9.16	10.28	11.71	13.49
投资活动现金流	-64	-60	-71	-67	最新发行在外股份(百万股)	253	253	253	253
筹资活动现金流	172	167	166	148	ROIC(%)	8.58	8.23	9.23	9.87
现金净增加额	464	293	276	435	ROE-摊薄(%)	9.87	10.92	12.24	13.17
折旧和摊销	92	6	6	7	资产负债率(%)	74.60	73.62	74.03	73.34
资本开支	-25	-41	-44	-43	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.92	15.23	11.93	9.63
营运资本变动	-101	-287	-600	-371	P/B(现价)	1.87	1.66	1.46	1.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

