

元隆雅图 (002878.SZ) 布局 MCN 如虎添翼, 多业务协同打造整合营销王者

2020 年 06 月 09 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)
方光照 (分析师)
余倩莹 (联系人)

fangguangzhao@kysec.cn

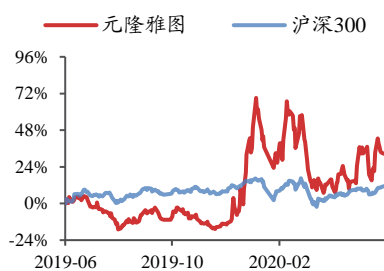
yuqianying@kysec.cn

证书编号: S0790520030004

证书编号: S0790120040010

日期	2020/6/8
当前股价(元)	35.99
一年最高最低(元)	49.25/22.23
总市值(亿元)	46.90
流通市值(亿元)	39.31
总股本(亿股)	1.30
流通股本(亿股)	1.09
近 3 个月换手率(%)	213.65

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 公司多业务协同有望成为整合营销领军企业, 首次覆盖给予“买入”评级

公司原有礼赠品业务客户优质, 新拓客户逐渐放量; 线上促销服务收入增速加快, 未来有望维持较快增长; 2018 年收购的谦玛网络深耕新媒体营销领域, 拓展长期发展空间; 新成立的 MCN 机构依托公司整合营销优势有望后来居上, 且礼赠品、数字营销和 MCN 业务协同效应较强, 客户转化潜力充足。我们看好公司多业务协同发展, 进而成长为整合营销行业领军企业的较大潜力。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.67/2.27/2.95 亿元, 对应当前股份 EPS 分别为 1.28/1.74/2.26 元, 对应当前股价 PE 分别为 28/21/16 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● MCN 行业快速扩容, 公司凭借整合营销优势有望后来居上

MCN 行业处于市场规模和公司数量均高速扩张时期, 但公司数量增长速度已快于市场规模增速, 业内公司合并或被收购的案例逐渐增多。公司新成立的 MCN 机构杭州仟美属后起之秀, 依托公司在整合营销方面的业务和渠道优势, 有望快速提升广告营销收入, 并签约更多头部、腰部达人, 实现后来居上。

● 各业务协同效应有望逐步显现, 实现客户高效转化

公司礼赠品业务新拓展快消、金融类客户, 前者电商销售占比持续提高, 后者信用卡和网上银行业务对数字营销需求提升, 该类客户有向新媒体营销及 MCN 转化的潜力。子公司谦玛网络与天猫合作多年, 或借助天猫平台获取更多品牌客户, 进而达成与旗下 KOL 带货营销的合作。

● “一站式”整合营销平台已成, 多业态融合竞争优势较强

公司现有业务涵盖线上线下, 促销服务和广告服务, 媒介投放和社会化营销多业态, 有能力为客户提供全面优质的整合营销服务, 融合发展提升竞争优势, 打造成为国内整合营销领域王者。

● **风险提示:** 核心客户流失风险、客户削减礼赠品投入风险、新客户和新业务开拓未达预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,052	1,572	2,045	2,721	3,600
YOY(%)	28.4	49.5	30.1	33.1	32.3
归母净利润(百万元)	94	115	167	227	295
YOY(%)	30.9	22.8	45.6	35.6	30.0
毛利率(%)	24.3	22.5	24.2	24.8	24.9
净利率(%)	8.9	7.3	8.2	8.3	8.2
ROE(%)	15.4	18.0	21.9	24.5	25.6
EPS(摊薄/元)	0.72	0.88	1.28	1.74	2.26
P/E(倍)	50.1	40.8	28.0	20.7	15.9
P/B(倍)	7.8	6.7	5.7	4.8	3.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、礼赠品行业龙头，拓展新媒体营销带来更广阔的发展空间	3
1.1、多业态整合营销翘楚	3
1.2、业绩较快增长，新媒体营销有望成核心驱动力	4
2、MCN 方兴未艾，公司多业务协同，打造整合营销王者	6
2.1、行业快速扩容，依托营销优势公司 MCN 业务有望后来居上	6
2.2、礼赠品集聚优质客户，新媒体营销携手天猫，MCN 发展潜力充足	7
3、盈利预测与投资建议	9
3.1、关键假设	9
3.1.1、营业收入及毛利	9
3.1.2、期间费用率	10
3.2、盈利预测	10
3.3、估值	10
3.3.1、PE 估值法	10
3.3.2、PEG 估值法	11
3.3.3、投资建议及评级	11
4、风险提示	11
附：财务预测摘要	13

图表目录

图 1：公司主要业务包括礼赠品、数字营销和新媒体营销业务	3
图 2：谦玛网络主要从事新媒体整合营销和广告投放服务	3
图 3：公司股权图及控股子公司（2020 年第一季度）	4
图 4：近 3 年公司营业收入增速加快	4
图 5：近 5 年公司归母净利润持续增长	4
图 6：谦玛网络近 5 年营业收入 CAGR 达 141%	5
图 7：谦玛网络近 5 年净利润 CAGR 达 264%	5
图 8：礼赠品业务为公司主要营业收入来源	5
图 9：公司礼赠品业务毛利率保持在 20%左右	5
图 10：公司毛利率和净利率保持稳定	6
图 11：公司销售费用率持续下降	6
图 12：2020 年 MCN 行业规模或达 245 亿元	6
图 13：2020 年 MCN 公司数量或达 2.8 万家	6
图 14：2019 年广告营销为 MCN 机构最主要收入方式	7
图 15：公司服务的客户均为各行业龙头企业	7
图 16：公司新拓客户主要为快消和金融类，对数字营销需求度较高	8
图 17：谦玛网络为天猫设计多款营销方案	8
图 18：2020 年广告主更关注社会化营销	9
图 19：杭州仟美旗下达人多次微博带货公司礼赠品客户欧莱雅的产品	9

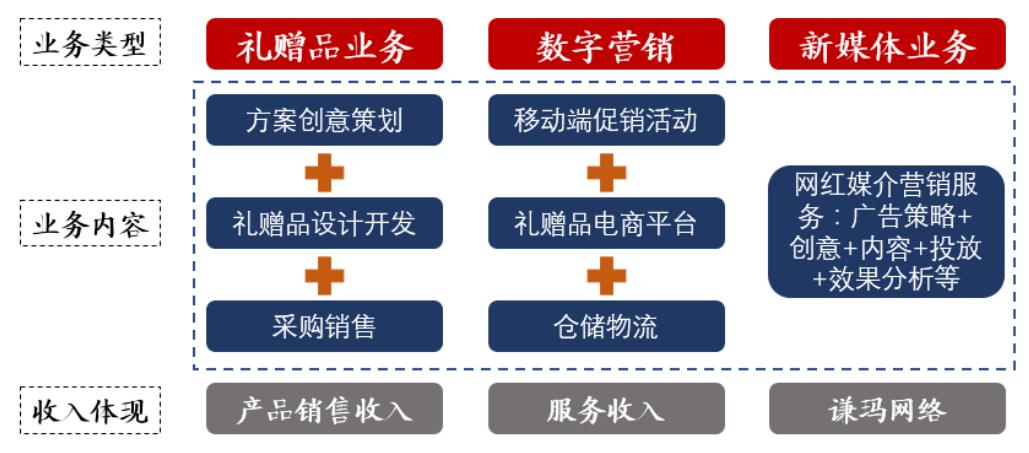
表 1：公司 2020 年预测 PE 及 PEG 明显低于可比公司（星期六、华扬联众、蓝色光标、天下秀）的平均值	11
--	----

1、礼赠品行业龙头，拓展新媒体营销带来更广阔的发展空间

1.1、多业态整合营销翹楚

公司主要为客户提供整合营销服务，聚焦于礼赠品创意设计和供应、数字化营销服务和新媒体营销。具体来看，主要包括三部分：1) 为客户供应礼赠品，包含方案创意策划、礼赠品设计研发、采购和销售，收入体现为产品销售收入；2) 为客户提供营销服务，在移动端开展促销活动、开发和运营礼赠品电商平台，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，以及相关的仓储物流，收入体现为服务收入；3) 新媒体营销业务，主要向品牌客户提供基于网红媒介的营销服务，包括广告策划创意、内容设计、广告投放、效果分析等。

图1：公司主要业务包括礼赠品、数字营销和新媒体营销业务



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司于 2018 年 9 月以 2.09 亿元的现金对价收购谦玛网络 60% 的股权，进军新媒体营销领域。谦玛网络主要提供数字新媒体整合营销服务和新媒体广告投放服务，数字新媒体整合营销服务包括广告策略创意和内容制作（图文、短视频、直播等）；广告投放服务基于自主研发的沃米系统，在主要社交媒体（微博、微信）和短视频平台（抖音、快手、B 站、小红书）发现高商业价值账号，根据账号粉丝人群画像，与品牌的目标市场进行匹配，制定自媒体组合投放策略并执行采买和效果分析。

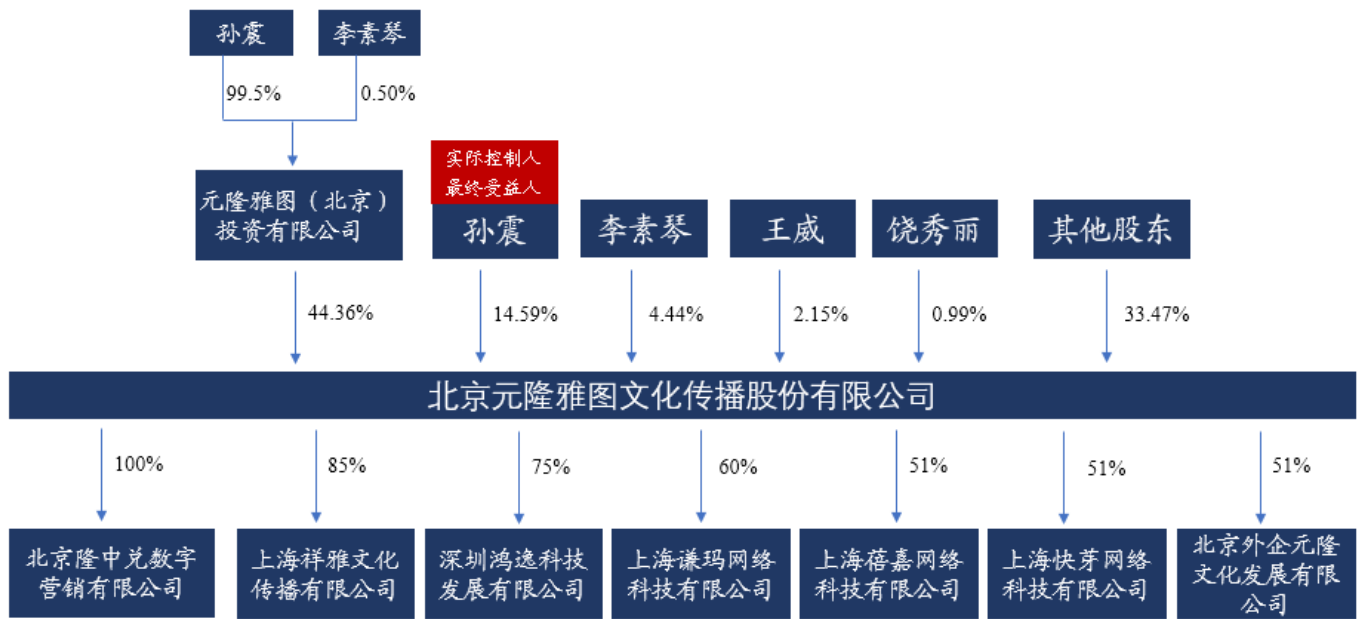
图2：谦玛网络主要从事新媒体整合营销和广告投放服务



资料来源：公司公告、开源证券研究所

股权方面，根据公司 2020 年一季报，公司实际控制人为一致行动人董事长兼总经理孙震与其母李素琴，二者通过直接和间接方式合计持有公司 63.39% 的股份，其余主要股东均为公司高管，总体来看股权较为集中，深度绑定股东利益。

图3：公司股权图及控股子公司（2020 年第一季度）

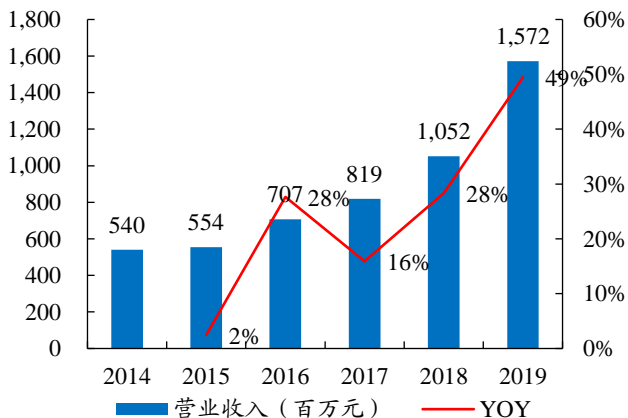


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、业绩较快增长，新媒体营销有望成核心驱动力

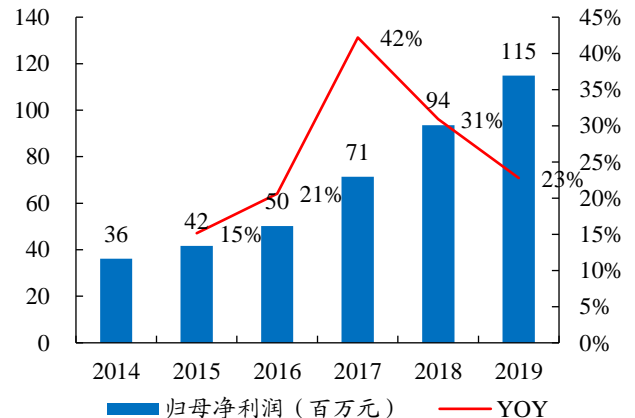
2019 年公司实现营业收入 15.72 亿元，同比增长 49%，实现归母净利润 1.15 亿元，同比增长 23%。其中营业收入在 2019 年较快增长主要系 2018 年仅并表了谦玛网络 11 月和 12 月的收入，2019 年来自谦玛网络的营业收入贡献大幅提升。公司 2014-2019 年营业收入 CAGR 为 23.8%，归母净利润 CAGR 为 26.0%，业绩整体实现较快增长。

图4：近 3 年公司营业收入增速加快



数据来源：公司公告、开源证券研究所

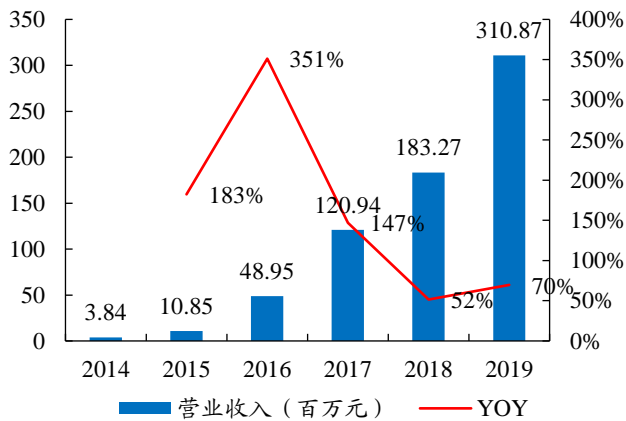
图5：近 5 年公司归母净利润持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

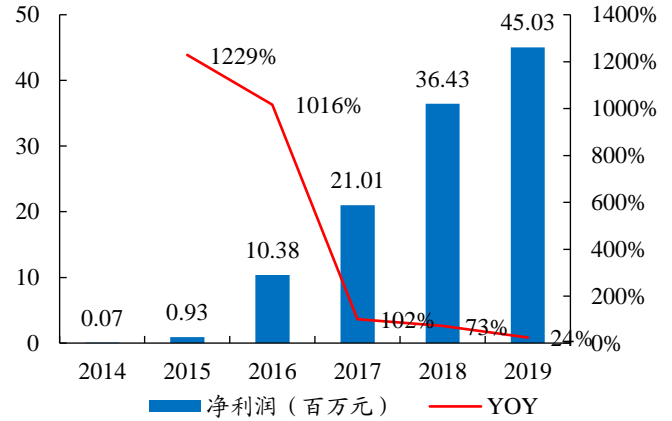
从子公司谦玛网络的业绩情况来看，2019 年实现营业收入 3.11 亿元，同比增长 70%，5 年 CAGR 为 141%；实现净利润 0.45 亿元，同比增长 24%，5 年 CAGR 为 264%。谦玛网络的业绩过去 5 年实现高速增长。

图6：谦玛网络近5年营业收入 CAGR 达 141%



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

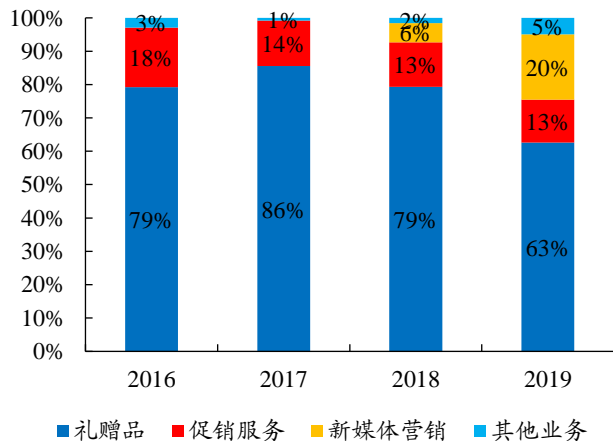
图7：谦玛网络近5年净利润 CAGR 达 264%



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

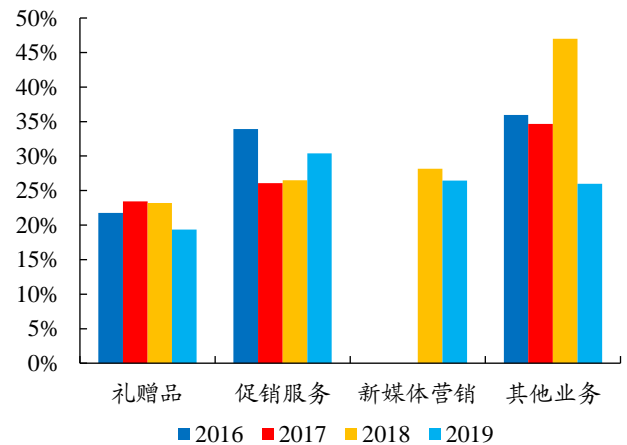
从公司各类主营业务收入占比来看，礼赠品仍为最核心业务，2019 年占营业收入的 63%；以谦玛网络为核心的新媒体营销业务占比快速提升，2019 年已占营业收入的 20%；而促销服务占比保持稳定，2017-2019 年占比均在 13% 左右。此外，公司主要营业收入来源礼赠品业务在 2019 年毛利率为 19.34%，较 2018 年 23.21% 的毛利率下滑 3.87pct，主要是由客户结构变化引起，来自低毛利率客户收入增长较快，在总量中占比较大；其他业务中，2018 年贵金属工艺品和特许纪念品营业收入提升较快推动毛利率提高，但其他业务在总量中占比较小，对总体毛利率影响不大。综合来看，公司主要营业收入来源礼赠品业务毛利率保持基本稳定，新媒体营销业务占比提升，或成为未来业绩增长的主要驱动力。

图8：礼赠品业务为公司主要营业收入来源



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：公司礼赠品业务毛利率保持在 20% 左右

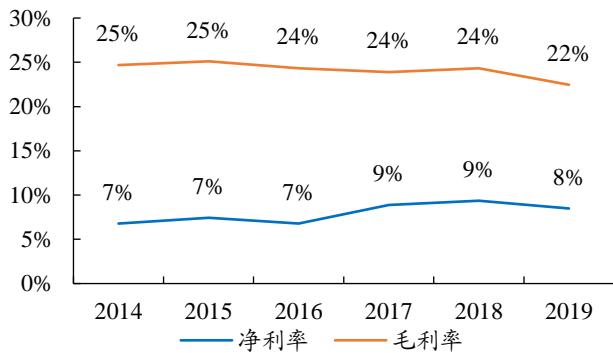


数据来源：公司公告、开源证券研究所

从公司总体来看，2019 年毛利率为 22.3%，较 2018 年 24.0% 下滑 1.7pct，主要是因为占比较高的礼赠品业务毛利率下降；公司 2019 年净利率为 8.47%，较 2018 年 9.36% 下滑 0.89pct，我们判断或因礼赠品客户结构调整所致。期间费用率方面，2017-2019 年销售费用率分别为 9.4%、7.9%、6.2%，管理费用率分别为 3.8%、2.8%、2.5%，财务费用率分别为 0.16%、-0.09%、0.48%，其中销售费用率和管理费用率下降幅度较大主要因为合并谦玛网络后，营业收入增长幅度快于销售和管理费用增长幅度。此外，2018、2019 年公司研发费用率分别为 3.4%、3.9%，表现出公司对营销

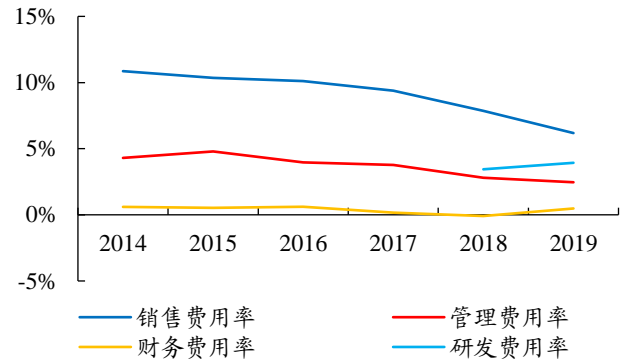
系统研发等方面的投入持续增加。

图10: 公司毛利率和净利率保持稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 公司销售费用率持续下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

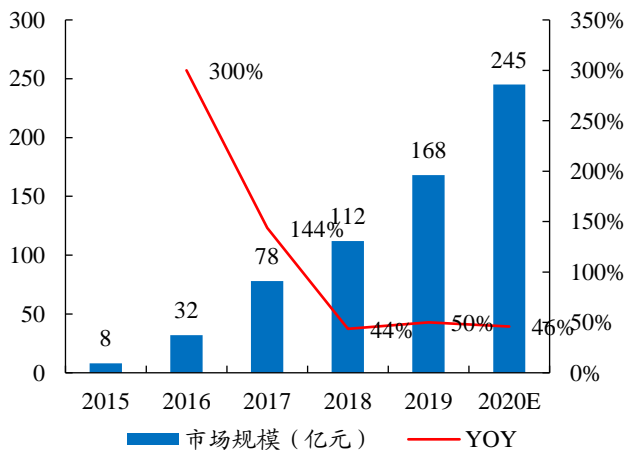
2、MCN 方兴未艾，公司多业务协同，打造整合营销王者

公司合并谦玛网络后，已具有较强新媒体营销能力，2019 年谦玛网络设立杭州仟美专业从事 MCN 业务，使公司业务领域拓展至 KOL 营销带货。公司目前业务已涵盖礼赠品、促销服务、新媒体营销、MCN 等多业态，拥有“一站式”整合营销服务的能力。我们认为，伴随着 MCN 行业快速扩容，从业公司增多，行业已经开始整合，公司 MCN 业务依托营销优势有望后来居上。并且我们判断未来公司或将以礼赠品优质客户为切入点，逐渐引导至数字营销，再借助新媒体营销领域品牌积累和流量采买优势，进而流向 KOL 带货，实现全业态协同发展，打造整合营销王者。

2.1、行业快速扩容，依托营销优势公司 MCN 业务有望后来居上

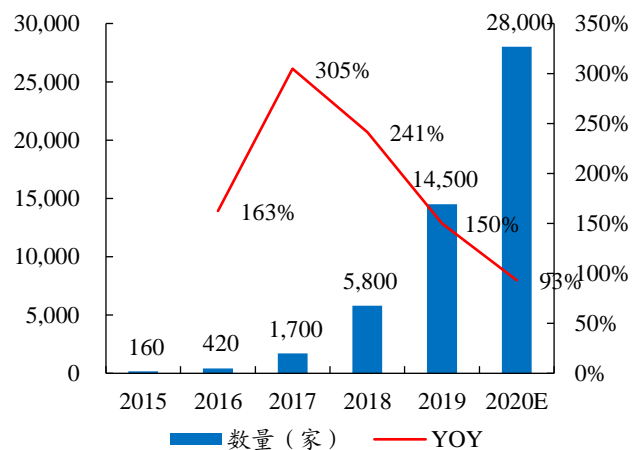
近五年 MCN 行业市场规模和公司数量快速增加，行业竞争更加激烈，行业已经开始整合。根据艾媒咨询的数据，2015-2020 年我国 MCN 行业市场规模年均复合增速达 98%，2020 年或达 245 亿元；与此同时，MCN 公司数量年均复合增速达 181%，2020 年或达 2.8 万家。行业公司数量增长远高于行业收入规模的增速，说明行业竞争日益激烈，头部游戏 MCN 小象互娱与大鹅文化合并标志着行业整合大幕已经拉开。

图12: 2020 年 MCN 行业规模或达 245 亿元



数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

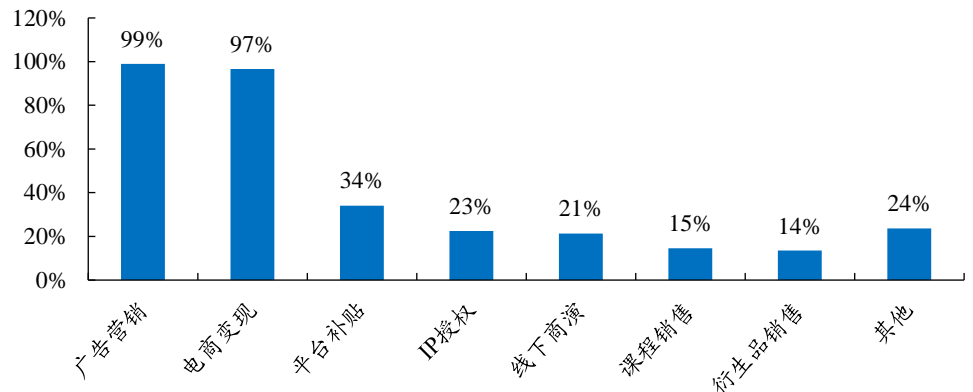
图13: 2020 年 MCN 公司数量或达 2.8 万家



数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

2019 年广告营销是 MCN 机构最主要收入方式，杭州仟美开展 MCN 业务，依托公司营销优势，有望在行业整合浪潮中后来居上。根据克劳锐的数据，2019 年有 99% 的 MCN 机构依靠广告营销获得收入。公司和谦玛网络均深耕整合营销，其中公司在营销策划方面具有丰富业务经验积累，谦玛网络在新媒体广告服务方面有较强优势。杭州仟美有望借助公司营销优势，在多渠道触达目标用户，实现流量快速导入，提升广告营销收入规模。此外，我们认为公司作为上市公司，拥有资本平台优势，便于股权融资，未来若签约头部达人或外延并购都将具备资金优势。

图 14：2019 年广告营销为 MCN 机构最主要收入方式



数据来源：克劳锐、开源证券研究所

2.2、礼赠品集聚优质客户，新媒体营销携手天猫，MCN 发展潜力充足

公司依托丰富的礼赠品业务经验和优秀的供应链管理能力，积累了众多优质客户。公司为宝洁、辉瑞、惠氏、惠普、联想、戴尔、华为、中国移动等数十家世界五百强企业全面的市场营销服务与礼赠品解决方案。服务过的客户业务规模大、营销投入高、财务风险低、企业信誉良好，使得公司面临的坏账风险较小，业务增长空间较大。

图 15：公司服务的客户均为各行业龙头企业



资料来源：公司官网

公司新拓礼赠品客户以快消和金融类为主，该类客户对数字营销需求度较高，转化潜力较大。2018 年以来，公司重点布局快消和金融类客户，目前已开始为可口可乐、欧莱雅、中国银行、中国工商银行等企业提供礼赠品服务。我们认为，快消产品与电商契合度高，或有转化为 KOL 直播带货的潜力；银行类客户因网上银行和

信用卡业务的发展，同样对数字营销有较高需求。快消和金融类客户为公司多业务协同提供了良好的转化基础。

图16: 公司新拓客户主要为快消和金融类，对数字营销需求度较高



资料来源：可口可乐（中国）官网、巴黎欧莱雅官网、中国银行官网、中国工商银行官网、中信银行官网、招商银行官网、中国农业银行官网、中国平安官网

子公司谦玛网络为天猫量身定制多款营销策划方案，天猫或成旗下 KOL 带货重要的品牌提供方。根据谦玛网络官网公布的营销策划案例，其为天猫及天猫国际提供过多款营销方案。天猫作为国内重要的电商平台，集聚众多国内外知名品牌，其中不乏有品牌对 KOL 带货的需求度较高。谦玛网络与天猫的稳定合作，有望借助天猫渠道，促进品牌与旗下 KOL 对接，从而开拓新的客户。

图17: 谦玛网络为天猫设计多款营销方案

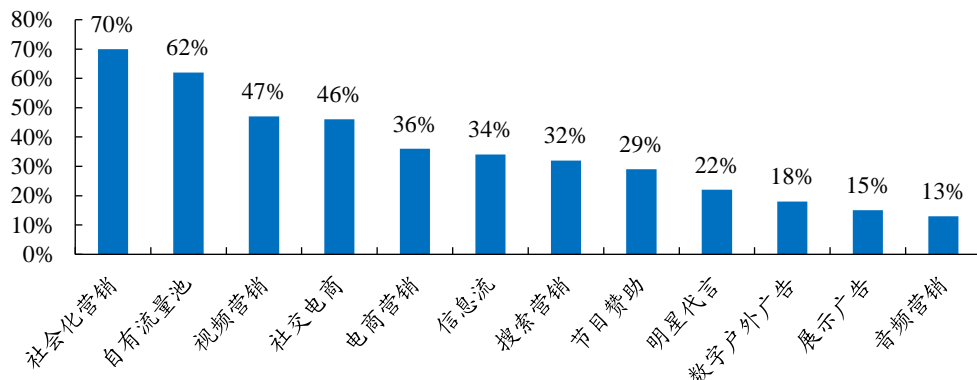


资料来源：谦玛网络官网、开源证券研究所

同时，谦玛网络自身拥有较强媒介投放和流量采买能力，可以直接承接礼赠品转化客户及天猫平台品牌商数字营销需求。根据秒针系统公布的数据，2020 年广告主更倾向于在社会化营销方面投入费用。社会化营销的核心在于 KOL，谦玛网络除了自主培养的达人外，旗下沃米优选系统可以快速帮助客户对接各平台网红，同时凭借自身在微信、微博、短视频平台丰富的流量采买经验，亦可帮助客户高效完成

社会化营销。

图18: 2020 年广告主更关注社会化营销



数据来源: 秒针系统、开源证券研究所

从公司现有营销案例来看, 杭州仟美旗下达人“一只鸡腿子”、“momo 酱也是徐老师”、“陈轻歌”多次在微博为欧莱雅多款产品带货营销, 而公司礼赠品新签客户亦有欧莱雅。我们判断, 除了杭州仟美直接与欧莱雅达成合作外, 亦有可能通过谦玛网络服务客户天猫推荐, 或者公司礼赠品客户转化。此外, 我们认为公司多项业务同时服务同一品牌, 能够提升该品牌对公司的信任度, 进一步强化合作, 提升品牌服务规模, 为未来或有的客户转化及新拓品牌提供良好的服务模板。

图19: 杭州仟美旗下达人多次微博带货公司礼赠品客户欧莱雅的产品



资料来源: 新浪微博、开源证券研究所 (微博粉丝统计时间: 2020 年 6 月 4 日)

3、盈利预测与投资建议

3.1、关键假设

3.1.1、营业收入及毛利

我们将公司的营业收入拆分为礼赠品业务、促销服务业务、新媒体营销业务和其他业务。

1) 礼赠品业务。由于公司新签快消、银行大客户, 该类客户对礼赠品需求稳定, 有望支撑该项业务稳健增长, 但考虑到疫情部分影响 2020 年线下礼赠品业务, 故预测 2020-2022 年礼赠品业务营业收入增速分别为 16%、18%、17%。毛利率方面, 考虑到新签客户毛利率相对较低, 且业务重点放在该类客户后未来毛利率可能会进一步下降, 因此预测 2020-2021 年该项业务毛利率分别为 20.1%、20.8%、20.4%。

2) 促销服务业务。该项业务为公司重点拓展业务, 2020 年一季度因疫情同比增长 57%, 未来预期将保持较快增长。我们预测 2020-2022 年营业收入增速分别为 49%、42%、35%, 毛利率预测维持在 30% 左右。

3) 新媒体营销业务。根据秒针系统公布的数据, 2019 年广告主数字营销投入增速为 20%, 2019 年公司该业务营业收入增速为 70%, 2020 年一季度营业收入增速为 98%。我们考虑到公司拓展 MCN 业务, 依靠协同效应有望继续获得较快增长, 因此预测 2020-2022 年该项业务营业收入增速分别为 68%、63%、56%, 毛利率预测为 27%、28%、28%。

4) 其他业务。考虑到公司获得 2022 年冬奥会贵金属、毛绒、徽章等三大热门品类的生产资质, 我们预测 2020-2022 年该业务营业收入增速分别为 5%、30%、30%。过往几年该项业务毛利率波动较大, 由于 2019 年公司已开始采购冬奥会周边产品, 故预测毛利率维持在 30% 左右。

3.1.2、期间费用率

1) 销售费用率: 公司 2017-2019 年销售费用率分别为 9.39%、7.86%、6.18%, 总体呈现下降趋势, 2020 年第一季度销售费用率为 6.91%, 同比增长 1.09pct, 并且因冬奥会产品营销费用有所提升, 据此我们预测 2020-2022 年销售费用率分别为 6.7%、6.5%、6.5%。

2) 管理费用率: 公司 2017-2019 年管理费用率分别为 3.78%、2.80%、2.46%, 整体呈下降趋势。考虑到公司业务扩张和冬奥会产品经营可能产生的人工等费用, 并且参考 2020 年第一季度数据, 管理费用率为 2.98%, 同比增长 0.09pct, 我们预测 2020-2022 年管理费用率分别为 2.8%、2.6%、2.6%。

3) 研发费用率: 公司较重视研发费用的投入, 2018-2019 年研发费用率分别为 3.44%、3.93%, 2020 年第一季度研发费用率为 3.92%, 我们认为公司未来或将继续加大研发投入, 预计 2020-2022 年研发费用率为 3.9%、3.8%、3.9%。

3.2、盈利预测

结合上述假设分析, 我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 20.45、27.21、36.00 亿元, 同比分别增长 30%、33%、32%; 归属于母公司股东的净利润分别为 1.67、2.27、2.95 亿元, 同比分别增长 46%、36%、30%。对应当前股本的 EPS 分别为 1.28 元、1.74 元、2.26 元。

3.3、估值

综合考虑公司所属行业、盈利能力及成长性, 我们选取星期六 (002291)、华扬联众 (603825)、蓝色光标 (300058)、天下秀 (600556) 作为可比公司, 采用相对估值法中的 PE 和 PEG 估值方法对公司进行估值。

3.3.1、PE 估值法

华扬联众、蓝色光标、天下秀主营业务均为营销服务及广告投放, 与公司促销服务和新媒体营销服务业务类型相近; 星期六于 2019 年收购遥望网络, 与 2017 年并购的时尚锋讯、北京时欣共同构成移动互联网业务, 囊括了 MCN 及广告投放等业务, 且营业收入占比提升至 40% 以上, 成为星期六第一大收入来源, 与公司新媒体营销业务类型相近。按照 Wind 一致预期 (180 天), 采用 2020 年 6 月 8 日收盘价,

选取的可比公司星期六、华扬联众、蓝色光标和天下秀对应的 2020 年预测 PE 分别为 64 倍、20 倍、28 倍、85 倍，四者的平均值为 49 倍；按照我们的盈利预测，公司对应的 2020 年预测 PE 为 28 倍，明显低于可比公司 2020 年预测 PE 的平均值。

3.3.2、PEG 估值法

依然以星期六、华扬联众、蓝色光标、天下秀作为可比公司，我们将业绩成长性作为考虑因素，采用 PEG 法进行估值。基于 2019 年年报，将 2019 年归母净利润作为业绩基期，将 2022 年归母净利润作为预测期，其中，星期六、华扬联众、蓝色光标、天下秀 2022 年归母净利润采用 Wind 一致预期（180 天），公司 2022 年归母净利润采用我们的预测值，计算得出星期六、华扬联众、蓝色光标、天下秀从基期到预测期的业绩 CAGR 分别为 68%、39%、9%、51%；采用 2020 年 6 月 8 日收盘价，星期六、华扬联众、蓝色光标、天下秀对应 2020 年预测 PE 分别为 64 倍、20 倍、28 倍、85 倍，对应 PEG 分别为 0.94、0.51、3.11、1.67，平均值为 1.56；公司对应的 2020 年预测 PE 为 28 倍，对应 PEG 为 0.76，明显低于可比公司 PEG 的平均值。

表1：公司 2020 年预测 PE 及 PEG 明显低于可比公司（星期六、华扬联众、蓝色光标、天下秀）的平均值

证券代码	证券简称	基期净利润 (2019)	归母净利润 (2022E)	基期至 2022 年业绩 CAGR	PE (2020E)	PEG
002291.SZ	星期六	1.50	7.05	68%	64	0.94
603825.SH	华扬联众	1.92	5.20	39%	20	0.51
300058.SZ	蓝色光标	7.10	9.14	9%	28	3.11
600556.SH	天下秀	2.59	8.91	51%	85	1.67
平均值					49	1.56
002878.SZ	元隆雅图	1.15	2.95	37%	28	0.76

数据来源：Wind、开源证券研究所（基于 2020 年 6 月 8 日收盘价，星期六、华扬联众、蓝色光标、天下秀预测数据采用 Wind 一致预期，元隆雅图预测数据采用我们的预测值）

3.3.3、投资建议及评级

公司原有礼赠品业务客户优质，新拓客户逐渐放量；线上促销服务收入增速加快，未来有望维持较快增长；2018 年收购的谦玛网络深耕新媒体营销领域，拓展长期发展空间；新成立的 MCN 机构依托公司整合营销优势有望后来居上，且礼赠品、数字营销和 MCN 协同效应较强，客户转化潜力充足。我们看好公司多业务协同发展，进而成长为整合营销行业领军企业的潜力。公司当前估值水平明显低于可比公司平均值。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

4、风险提示

1、核心客户流失风险。公司客户集中度较高，2019 年前五名客户贡献的收入占营业收入的比例为 50.15%。如果核心客户流失，而公司没有培育出同等量级的客户，公司的经营业绩将会受到较大影响。

2、客户削减礼赠品投入风险。公司主要为客户提供礼赠品供应及数字化促销服务，客户通常根据上年度的销售情况制定当年的营销费用预算，并根据市场情况确定营销费用在礼赠品上的投放。如果多个大客户大幅削减礼赠品费用，而公司未能提升订单份额，经营业绩将会受到不利影响。

3、新客户和新业务开拓未达预期的风险。公司开拓新客户和数字化促销、银行积分兑换礼品、冬奥会特许纪念品等新业务存在一定的不确定性，如果新客户和新业务开拓未达预期，而相应的团队已经组建并发生费用，对公司业绩可能产生不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	788	1091	1611	2136	2777
现金	173	282	577	768	1015
应收票据及应收账款	502	577	827	1041	1430
其他应收款	11	13	18	23	31
预付账款	14	27	26	44	49
存货	45	119	89	185	178
其他流动资产	43	74	74	74	74
非流动资产	218	234	245	256	269
长期投资	0	1	2	3	4
固定资产	7	9	18	28	38
无形资产	17	15	17	18	20
其他非流动资产	194	208	208	207	207
资产总计	1006	1324	1856	2392	3046
流动负债	362	583	966	1314	1702
短期借款	1	155	431	627	825
应付票据及应付账款	165	252	278	422	503
其他流动负债	197	176	257	265	374
非流动负债	5	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	2	2	2	2
负债合计	367	585	968	1316	1704
少数股东权益	34	42	69	106	154
股本	130	130	222	222	222
资本公积	268	277	185	185	185
留存收益	227	303	419	575	778
归属母公司股东权益	605	697	819	970	1188
负债和股东权益	1006	1324	1856	2392	3046

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-5	94	86	102	167
净利润	98	133	195	264	343
折旧摊销	3	6	4	5	7
财务费用	-1	8	11	18	24
投资损失	-5	-4	-5	-4	-4
营运资金变动	-114	-63	-119	-181	-204
其他经营现金流	14	14	-0	-0	-0
投资活动现金流	-14	-80	-10	-13	-16
资本支出	6	6	10	10	11
长期投资	110	-79	-1	-1	-1
其他投资现金流	102	-154	-1	-4	-5
筹资活动现金流	-40	95	-57	-94	-102
短期借款	-1	155	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	54	0	91	0	0
资本公积增加	-37	8	-91	0	0
其他筹资现金流	-56	-68	-57	-94	-102
现金净增加额	-58	109	19	-5	50

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1052	1572	2045	2721	3600
营业成本	796	1219	1549	2046	2703
营业税金及附加	5	6	7	8	10
营业费用	83	97	137	177	234
管理费用	29	39	57	71	94
研发费用	36	62	80	103	140
财务费用	-1	8	11	18	24
资产减值损失	0	-1	-2	0	0
其他收益	4	7	5	5	5
公允价值变动收益	3	-3	0	0	0
投资净收益	5	4	5	4	4
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	115	148	215	307	403
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	1	0	0
利润总额	115	147	214	307	403
所得税	16	14	19	43	61
净利润	98	133	195	264	343
少数股东损益	5	18	27	37	48
归母净利润	94	115	167	227	295
EBITDA	112	155	222	324	428
EPS(元)	0.72	0.88	1.28	1.74	2.26

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	28.4	49.5	30.1	33.1	32.3
营业利润(%)	32.3	28.4	45.7	42.6	31.5
归属于母公司净利润(%)	30.9	22.8	45.6	35.6	30.0
获利能力					
毛利率(%)	24.3	22.5	24.2	24.8	24.9
净利率(%)	8.9	7.3	8.2	8.3	8.2
ROE(%)	15.4	18.0	21.9	24.5	25.6
ROIC(%)	15.5	15.7	15.9	17.2	17.8
偿债能力					
资产负债率(%)	36.5	44.2	52.2	55.0	56.0
净负债比率(%)	-26.6	-17.1	-16.4	-13.0	-14.1
流动比率	2.2	1.9	1.7	1.6	1.6
速动比率	2.0	1.6	1.5	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	2.7	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	6.1	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.88	1.28	1.74	2.26
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	0.72	0.66	0.78	1.28
每股净资产(最新摊薄)	4.64	5.35	6.29	7.44	9.11
估值比率					
P/E	50.1	40.8	28.0	20.7	15.9
P/B	7.8	6.7	5.7	4.8	3.9
EV/EBITDA	69.6	50.7	35.3	24.4	18.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835