

深耕体验营销，望受益线下数字升级

■公司系 A 股首家独立上市的体验营销服务提供商。主营业务为互动展示、零售终端管理、品牌传播等营销活动的策划、执行、监测、反馈服务。经过多年的积淀，已经与箭牌、雀巢、卡姿兰、一汽、广汽、别克等多个品牌形成长期稳定的合作，并且拥有覆盖全国近 300 个地级市的营销场景执行网络。公司借助在互动展示业务上的核心优势，向上下游延伸多元创收，一方面向上端拓展品牌传播服务，另一方面向下端渗透销售业务，有力支撑公司未来业绩成长。

■拥全国执行网络，发力线下精准营销。线下区域性特点显著，因地制宜是营销商的核心能力。公司拥有 268 条路演线路，覆盖 300 余个地级市、近 1200 个县域城市，并具有本土化的供应商网络，能够快速响应需求。建立在资源网络之上，公司积极布局线下数字化提升精准营销能力：1) 线下场景中应用智能系统实现营销效果量化，如促销员语音互动智能学习系统等；2) 借助零售通，帮助品牌方进行渠道下沉，沉淀经销数据，提高对线下用户的精准洞察能力。

■投资建议：公司深耕场景体验营销，具有稳定的客户资源与覆盖全国的执行网络，在线下精准营销领域具有持续升级的潜能。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.58 亿元、3.38 亿元、4.39 亿元，对应 EPS 0.61 元、0.80 元、1.04 元，鉴于公司具备体验营销的稀缺性及新股属性，我们给予 19 年 50-60 倍 PE，对应目标价 30.5 元-36.6 元。

■风险提示：经济下行品牌收缩预算的风险、竞争加剧客户流失的风险，跨区域拓展不及预期、技术能力提升不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,850.3	2,604.9	4,113.5	6,208.2	9,160.1
净利润	159.2	192.3	257.6	338.4	439.5
每股收益(元)	0.38	0.45	0.61	0.80	1.04
每股净资产(元)	1.97	2.28	3.21	4.10	5.25

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	23.5%	21.9%	20.8%	19.1%	18.3%
净利润率	8.6%	7.4%	6.3%	5.5%	4.8%
净资产收益率	19.1%	19.9%	21.1%	21.7%	22.0%
ROIC	29.8%	27.8%	37.5%	16.0%	21.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

定价区间： 30.5 - 36.6 元

发行数据

总股本(万股)	42,323
发行数量(万股)	4,233
网下发行(万股)	423
网上发行(万股)	3,810
保荐机构	广发证券股份有限公司
发行日期	2019/11/12
发行方式	网上发行,网下配售

股东信息

梁定郊	29.47%
黄勇	12.28%
曾俊	7.37%
赏睿集团发展有限公司	6.88%
添蕴国际集团发展有限公司	6.37%
利安-华侨资本亚洲控股有限公司	4.68%
同创天诺有限公司	4.47%
珠海奥拓投资中心合伙企业(有限合伙)	3.60%
吴芳	3.30%
舜畅国际集团发展有限公司	2.80%

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

相关报告

内容目录

1. A 股首家独立上市的体验营销服务提供商	4
1.1. 围绕体验营销扎实耕耘，荣誉加身获得广泛认可.....	4
1.2. 创始团队合作近 20 年，紧握股权为实际控制人.....	5
1.3. 业务多元拓展营收高速增长，毛利率下滑盈利能力承压.....	6
2. 品牌重回线下重视体验营销，数字赋能空间巨大	8
2.1. 趋势一：线上获客成本提升，品牌重回线下.....	8
2.2. 趋势二：商品消费转向体验消费，体验营销受到重视.....	9
2.3. 趋势三：技术驱动线下营销数字化，有望迎来颠覆性改变.....	9
3. 深耕体验营销，发力线下纵深布局与智能营销改造	10
3.1. 深耕体验营销促转化，上下游拓展全链路能力布局.....	10
3.1.1. 互动展示：以移动巡展为核心，突破区域触达汽车品牌触达用户.....	11
3.1.2. 零售终端管理：拥有覆盖全国的执行网络，为快消品牌做精细促销管理.....	13
3.1.3. 品牌传播：深挖客户需求，发力线下区域整合营销.....	15
3.1.4. 商品销售：助力品牌渠道下沉，铺垫线下精准营销.....	17
3.2. 竞争优势：丰富资源与纵深执行团队奠定基本盘，数字化赋能前景广阔.....	18
3.2.1. 客户资源：与优质的品牌客户长期稳定合作，营收基本盘稳固.....	18
3.2.2. 执行网络：纵深区域布局，奠定消费者触达与数字化改造基础.....	20
3.2.3. 数据赋能：探索数字化线下场景，布局智能营销.....	21
4. 投资建议	22
4.1. 核心假设.....	22
4.1.1. 营收预测.....	23
4.1.2. 毛利率预测.....	23
4.1.3. 期间费用.....	24
4.2. 盈利预测.....	24
4.3. 可比公司估值.....	25
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：电声股份历史沿革.....	4
图 2：创始人团队共同创业路径.....	5
图 3：公司股权结构图.....	5
图 4：2015-2018 年公司营业收入及同比增速.....	6
图 5：2015-2018 年公司归母净利润及同比增速.....	6
图 6：2015-2018 年主营业务收入.....	6
图 7：2018 年主营业务营收构成比例.....	6
图 8：2016-2019H1 前五大业务成本（单位：亿元）.....	7
图 9：2018 年前五大业务成本占比.....	7
图 10：2015-2018 年主营业务毛利率.....	7
图 11：2016-2019H1 三项费用率.....	7
图 12：2015-2018 年毛利率与净利率变化.....	8
图 13：2013-2016 年四家主流信息流广告平台广告刊例价格涨幅.....	8

图 14: 营销服务的五个阶段.....	9
图 15: 公司业务流程.....	10
图 16: 主营业务布局.....	11
图 17: 2017 一汽集团 S 级车展.....	12
图 18: 2019 年欧莱雅 Swimming Party Pop Store.....	12
图 19: 2016-2019H1 互动展示子业务收入 (单位: 亿元)	12
图 20: 2018 年互动展示子业务收入占比.....	12
图 21: 2016-2019H1 应收账款在营收中的占比.....	13
图 22: 因车展与移动巡展业务产生的应收账款金额.....	13
图 23: 互动展示业务成本.....	13
图 24: 零售终端管理案例.....	14
图 25: 2018 年零售终端管理子业务收入占比.....	14
图 26: 2016-2019H1 零售终端管理子业务收入 (亿元)	14
图 27: 零售终端管理业务存在对雀巢的依赖.....	15
图 28: 2016-2019H1 零售终端管理成本构成.....	15
图 29: 公司员工结构 (单位: 人)	15
图 30: 2016-2019H1 品牌传播子业务收入 (单位: 亿元)	16
图 31: 2016-2019H1 品牌传播子业务收入占比.....	16
图 32: 品牌传播成本构成.....	17
图 33: 零售通运营模式.....	17
图 34: 2016-2019H1 商品销售业务收入构成.....	18
图 35: 2016-2019H1 商品销售采购成本构成.....	18
图 36: 公司所服务的汽车品牌客户.....	18
图 37: 公司所服务的快消品及其他品牌客户.....	18
图 38: 2016-2019H1 互动展示及零售终端管理新增客户数.....	19
图 39: 2016-2019H1 公司服务客户总数.....	19
图 40: 行业集中度下降.....	19
图 41: 2016-2019H1 前十大客户收入占比下降.....	19
图 42: 2016-2018 年前十大客户贡献收入金额 (单位: 亿元)	20
图 43: 2016-2019H1 营收区域分布.....	20
图 44: 智能货架分析系统.....	22
图 45: SSS 移动智能报表系统.....	22
图 46: 映店直播营销服务 (Live Store)	22
图 47: 促销员语音互动智能学习系统.....	22
表 1: 2019 年上半年公司获得的部分奖项.....	4
表 2: 互动展示子业务.....	11
表 3: 零售终端管理子业务.....	13
表 4: 品牌传播子业务.....	16
表 5: 部分数字营销案例.....	21
表 6: 募集资金用途.....	22
表 7: 预测利润表 (百万元)	24
表 8: 可比公司 PE 估值比较.....	25

1. A 股首家独立上市的体验营销服务提供商

1.1. 围绕体验营销扎实耕耘，荣誉加身获得广泛认可

电声股份成立于 2010 年，于 2016 年改制为股份公司，并先后收购了广州天诺营销、广州尚瑞、广州迈达等公司，逐渐发展成为国内领先的以科技驱动的新场景体验营销综合服务供应商。公司主营业务为互动展示、零售终端管理、品牌传播等营销活动的策划、执行、监测、反馈服务。经过多年的积淀，已经与箭牌、雀巢、卡姿兰、一汽、广汽、别克等多个品牌形成长期稳定的合作，并且拥有覆盖全国近 300 个地级市的营销场景执行网络。公司于 2019 年 11 月登录创业板，成为 A 股首家以体验营销为主营业务的上市公司。

图 1：电声股份历史沿革



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

深耕行业，专业能力持续获得认可。公司对于营销行业有深刻的洞察，曾获得多个营销专业类奖项，曾在 2018 年第 18 届 IAI 国际广告奖中荣获“大中华区年度创新营销公司”，同时获 2 金、1 银、1 铜，在 2017 年第 17 届 IAI 国际广告奖中荣获“年度最佳广告代理公司”，在 2016 年 POPAI 大中华大奖赛 2 中获 1 金、2 银、1 铜，在 2016 年梅花网营销创新奖、2015 年第八届金投赏商业创意奖评选活动中均获金奖，同时多次在虎啸奖、金梧奖等赛事中斩获奖项，在营销领域具有非常深厚的经验。

表 1：2019 年上半年公司获得的部分奖项

评选方/颁奖方	得奖主体/案例	奖项名称
2019 上海国际广告奖	迈锐宝 XL 光影剧院	传播与效果-场景体验类-活动体验入围奖
第 19 届 IAI 国际广告奖	电声股份	大中华区年度创新营销公司
	“足球先声”——2018 蜻蜓 FM 足球盛事大巴巡游	整合营销-金奖
	捷豹 XEL 猎夜行动	创意营销-公关活动类-银奖
	2018 年东风日产全境挑战赛	汽车营销-银奖
第十届虎啸奖	2018 东风日产-日产智行助手	机动车及关联市场类-铜奖
	日产智行体验馆	机动车及关联市场类-铜奖
	2018 捷豹新英仕挑战赛-尽激无限弯道+	企业形象及活动推广类-优秀奖
	欧莱雅 SWIMMING PARTY Pop-store	美妆类-优秀奖
2019 金梧奖	东风日产 日产智行助手	大数据营销类-金奖
	一汽丰田“驭享巅峰”SUV 体验试驾会	技术创新类-银奖
	足球先声——蜻蜓 FM 足球盛事大巴巡游	整合营销类-银奖
	欧莱雅 Swimming Party Pop Stor	整合营销类-银奖
	歌诗达-海上好时光穿越馆	技术创新类-金奖
	长安福特新福睿斯“小小工程师”少儿拼装秀	IP 营销类-银奖

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 创始团队合作近 20 年，紧握股权为实际控制人

创始人团队携手多年，仗剑闯营销江湖。梁定郊、黄勇、曾俊、吴芳、袁金涛、张黎为公司的共同创始人，在创立电声股份之前，曾在宝洁、夏岭广告、闪创广告与闪创文化等多家公同合作并担任核心工作岗位，属于连续型创业团队。团队成员以品牌与营销的工作背景为主，具有丰富的营销经验，对所处行业具有较深刻的洞察能力。

图 2：创始人团队共同创业路径

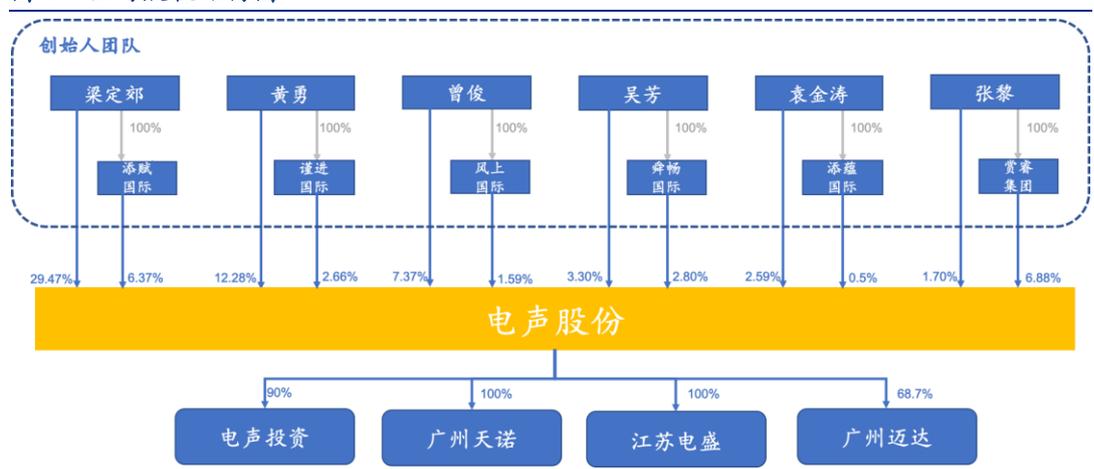
	梁定郊	黄勇	曾俊	吴芳	张黎	袁金涛
1999	宝洁 助理品牌经理、品 牌经理	宝洁 助理品牌经理	宝洁 助理品牌经理	宝洁 市场推广经理		广州白马广告 创意设计主管
2000						
2001	广州夏岭广告 总经理	广州夏岭广告 副总经理				
2002			喜力贸易中国 市场经理	安家集团 副总经理	广州夏岭广告 客户主任、客户经 理、客户总监；	广州市闪创计算机 科技总经理
2003			乐百氏有限公司高 级品牌经理			
2004				闪创广告、闪创文 化 客户总监		
2005	闪创广告、闪创文 化 总经理	闪创广告、闪创文 化 副总经理	闪创广告、闪创文 化 客户总监	闪创广告、闪创文 化 客户总监	闪创广告、闪创文 化 客户总监	闪创广告、闪创文 化 创意总监、副总经 理
2006						
2007						
2008						
2009						
2010						
2011						
2012						
2013						
2014	电声股份 总经理、副董事长 、董事长	电声股份 副总经理、总经理 、董事	电声股份 董事、副总经理、 第三事业部总经理	电声股份 董事、副总经理、 综合事业部总经理	电声股份 董事、副总经理、 汽车事业部总经理	电声股份 副总经理、综合事 业部副总经理、监 事、第三事业部副 总经理。
2015						
2016						
2017						
2018						
2019						

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

控制权集中，创始团队为实际控制人。梁定郊、黄勇、曾俊、吴芳、袁金涛、张黎 6 名创始人于 2014 年 12 月 18 日签订《一致行动协议书》，是上市公司的控股股东与实际控制人。截止招股说明书签署日，梁定郊、黄勇等 6 人直接持股 56.71%，通过控股投资公司间接持股 20.78%，参投其他公司间接持股 1.44%，合计持股为 78.93%。股权集中于创始团队，有利于团队一致决策与行动，保持业务定力。

旗下共控股 11 家子公司，参股 4 家公司。除电声投资、广州天诺、江苏电盛、广州迈达 4 家直接控制子公司外，其余子公司主要通过广州天诺间接控制。子公司分为营销、技术咨询、销售制造三条主线进行布局。

图 3：公司股权结构图

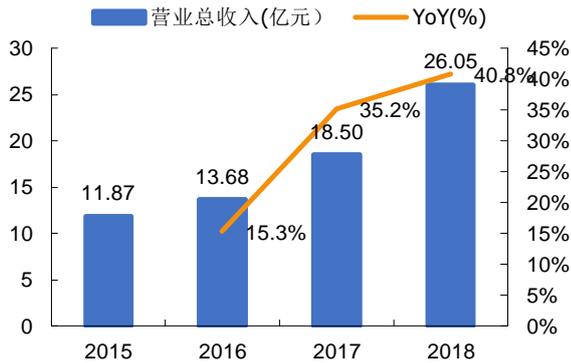


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.3. 业务多元拓展营收高速增长，毛利率下滑盈利能力承压

业务持续扩张，营收与归母净利润保持较高增速。2015-2018 年公司营业收入为 11.86 亿、13.68 亿、18.50 亿、26.04 亿，2016-2018 年营收同比增速为 15.3%、35.2%、40.8%，业务呈现持续扩张的态势。归母净利润处于波动状态。2015-2018 年归母净利润分别为 1.74 亿、1.13 亿、1.59 亿、2.06 亿，同比增速为-35.2%、41.1%、29.5%，公司归母净利润于 2016 年大幅下滑后又呈现高速回升的趋势。

图 4：2015-2018 年公司营业收入及同比增速



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

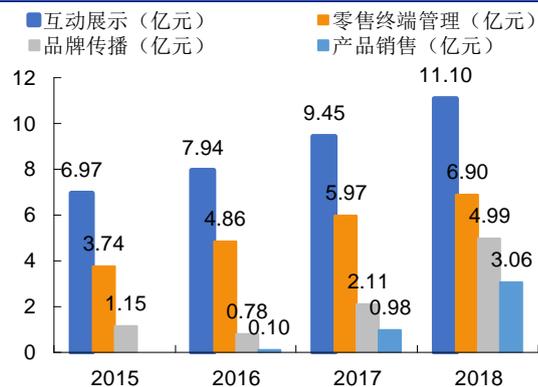
图 5：2015-2018 年公司归母净利润及同比增速



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

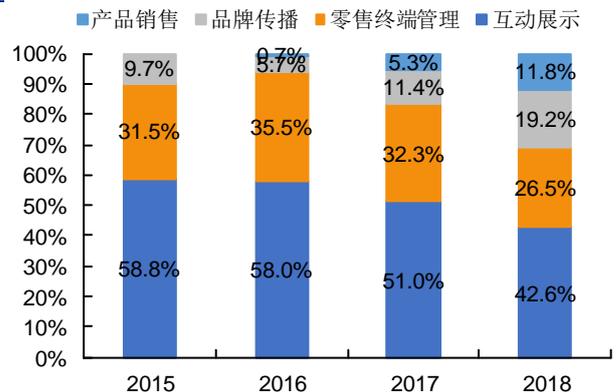
以互动展示与零售终端管理为核心，向上下游延伸多元创收。公司主营业务包括营销服务与产品销售两大类，具体划分为互动展示、零售终端管理、品牌传播、产品销售四项业务，各项业务从规模上均保持持续增长，2018 年互动展示、零售终端管理、品牌传播、产品销售营业收入分别为 11.09 亿、6.89 亿、4.99 亿、3.06 亿，占营业收入的比重为 42.6%、26.5%、19.2%、11.8%。公司的收入来源主要为互动展示、零售终端管理这两项业务，但是从趋势来看，互动展示、零售终端管理的占比逐渐下降，公司业务结构更加多元化，向产业链的上下游与下游同时拓展，品牌传播与商品销售营收占比提升。

图 6：2015-2018 年主营业务收入



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

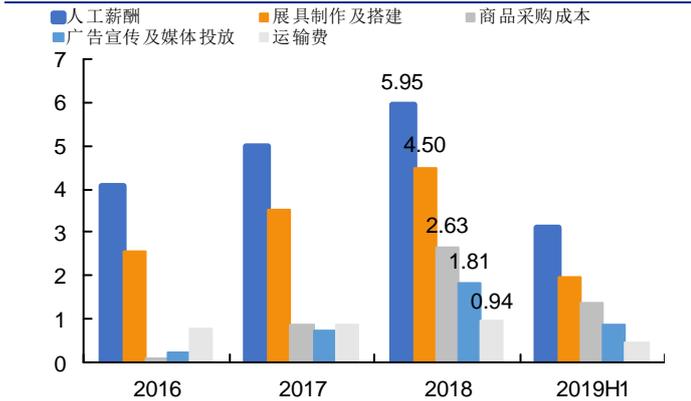
图 7：2018 年主营业务营收构成比例



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

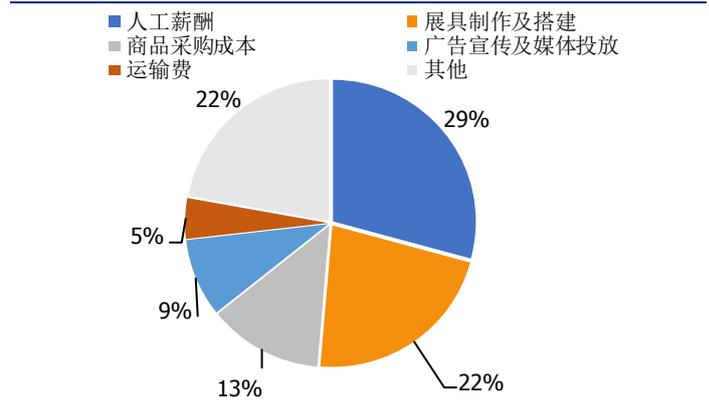
2018 年公司前五大成本为人工薪酬、展具制作与搭建、商品采购成本、广告宣传与媒体投放、运输费，分别为 5.95 亿、4.50 亿、2.63 亿、1.81 亿、0.94 亿，占总成本的比重为 29%、22%、13%、9%、5%，合计占比达到 78%。2018 年因新拓展品牌传播与商品销售业务而产生的广告宣传投放与商品采购成本增长较快，同比增速达到 148.74%、211.7%。

图 8：2016-2019H1 前五大业务成本（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 9：2018 年前五大业务成本占比



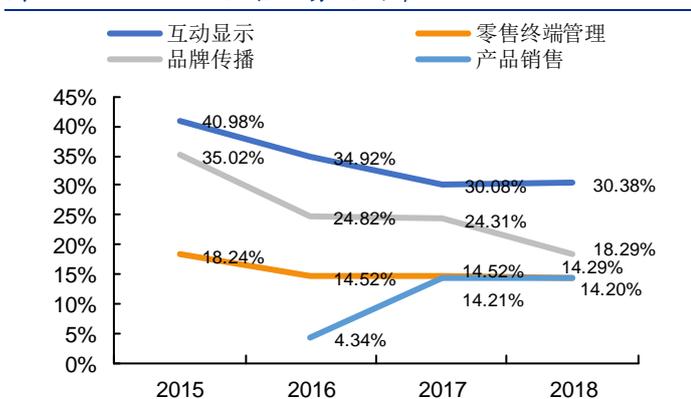
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

核心业务毛利率下降，盈利能力承压。 互动展示业务具有非标性，毛利率保持在 30% 以上，是公司毛利率最高的业务。自 2016 年以来互动展示业务毛利率下滑显著，主要的原因有：1) 毛利率较高的移动巡展收入占比下滑，导致互动展示毛利率下降；2) 对一汽集团的服务从子公司层面扩展至集团层面，上游客户议价能力加强，一汽集团车展业务的毛利率从 37.63% 下滑至 19.39%，拉低了车展业务的毛利率。

向低毛利业务拓展，整体毛利率进一步下滑。 品牌传播业务的毛利率波动较大，主要系起步阶段，目前处于挖掘业务增量培育团队的过程中。从商品销售业务来看，2017 年毛利率较低的汽车销售占比减少，新增的快消品销售毛利率较高使得毛利率得到改善。总体来看，公司战略上选择通过提供全方位的服务，提高客户黏性，向商品销售、品牌传播等低毛利业务拓展，使得整体毛利率下降。

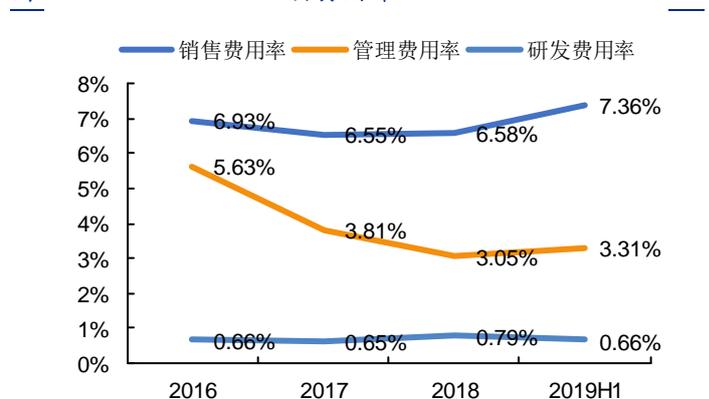
三项费用率保持稳定，控费能力突出。 2018 年公司销售费用、管理费用、研发费用分别为 1.71 亿、0.79 亿、0.21 亿，三项费用率依次为 6.58%、3.05%、0.79%。其中，2016 年公司实施股权激励，于当年度确认了 2512.64 万元的股份支付费用，导致管理费用增加。剔除该影响后，2016-2019H1 公司管理管理费用率占分别为 3.79%、3.81%、3.05%及 3.31%，波动较小。整体趋势来看，公司具有良好的控费能力，三项费用率均保持在相对稳定的状态。

图 10：2015-2018 主营业务毛利率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 11：2016-2019H1 三项费用率

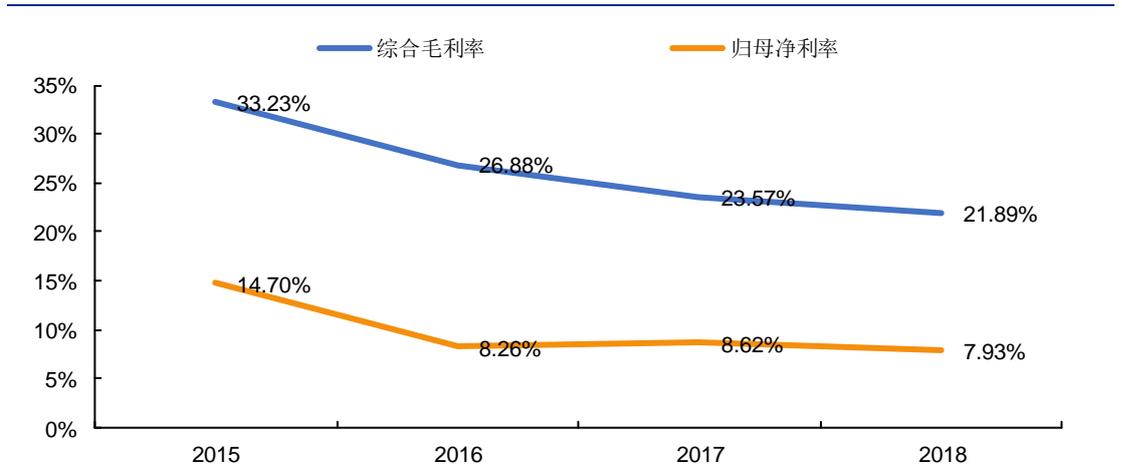


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

综合毛利率下滑是导致净利润波动的主要原因。 综上，我们发现公司净利润率的下降主要是源于毛利率的下降，2015-2018 年综合毛利率分别为 33.23%、26.88%、23.57%、21.89%，归母净利润率分别为 14.70%、8.26%、8.62%、7.93%，两者保持着相同的变动趋势，均在 2016 年出现大幅下滑。主要原因是主营业务结构调整与核心业务毛利率下滑。经过 2016 年的调整后，综

合毛利率与净利率目前处于降幅收窄并趋于稳定的状况。

图 12: 2015-2018 年毛利率与净利率变化



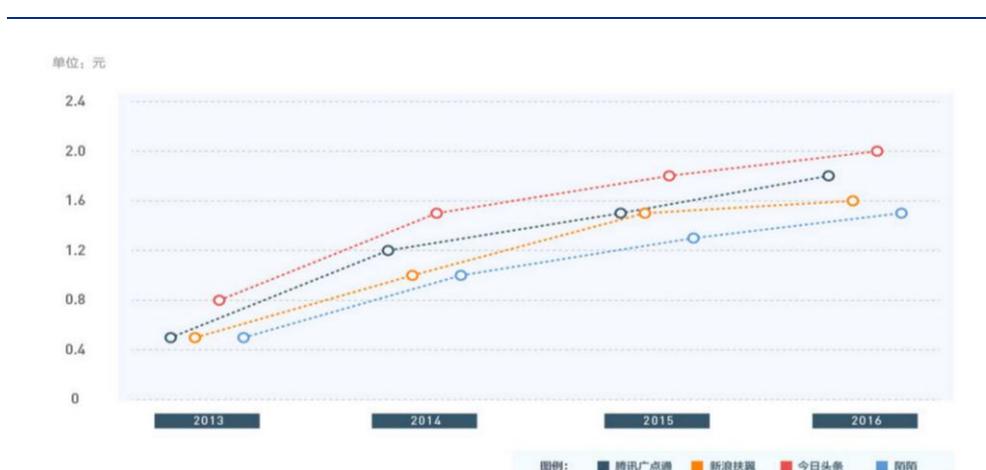
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

2. 品牌重回线下重视体验营销, 数字赋能空间巨大

2.1. 趋势一: 线上获客成本提升, 品牌重回线下

线上流量获取成本越来越贵, 线下流量重获青睐。根据 36 氪, 从媒体的角度看, BAT、今日头条及主流视频网站等头部互联网媒体市场份额占比已达 80%, 巨头垄断的直接后果导致流量供给方议价能力提高, 通过提高刊例价格增厚广告收入。2013-2016 年, 腾讯广点通、新浪扶翼、今日头条、陌陌等刊例报价普遍上涨 2-3 倍。其中腾讯广点通 2013 年 CPC 0.5 元, 2016 年则涨至 1.8 元 (上涨约 260%); 今日头条 2013 年 CPC 0.8 元, 2016 年则涨至 2 元 (上涨约 250%); 从广告主的角度看, 以创业公司为例, 海外旅行海玩网 2013 年单付费用户获取成本约 230 元, 2014 年涨至 300 元, 2015 年涨至 400 元; 2016 年涨幅接近 30%; 互联网金融创业公司 2013 年获客成本约 300-500 元, 2016 年则涨至 1000-3000 元; 2016 年微信大 V 公众号单篇软文价格十几万-数十万不等 (部分甚至阅读量仅 3000-5000 人次)。

图 13: 2013-2016 年四家主流信息流广告平台广告刊例价格涨幅



资料来源: 36 氪, 安信证券研究中心

互联网品牌布局线下, 线下预算有望持续提升。小米于 2016 年正式进军线下零售店, 根据

年报披露，截止 2018 年底小米在线下共设立 586 家小米之家与 1378 家授权店。从互联网上兴起的零食品牌三只松鼠也在布局线下，2019 年 6 月底，三只松鼠拥有 73 家投食店、78 家联盟小店，根据其披露的调研纪要，下半年公司将会在华东市场进行覆盖，预计年底投食店可达 100 家，小店 200 家。随着互联网品牌加入线下市场，竞争将进一步加剧，同时会带来更多新鲜的玩法，线下营销市场预算有望持续回暖。

2.2. 趋势二：商品消费转向体验消费，体验营销受到重视

消费者购买过程大体可以划分为品牌认知、产生购买兴趣到最终的销售转化的几个环节。随着品牌方专业度与精细化运营能力提升，品牌关注点将不仅仅局限于品牌策划与广告投放等传统的营销环节，会对从认知到销售的每一个环节进行仔细打磨，以提高用户的消费转化水平。另一方面，中国消费者正在从商品消费转向体验消费，在 59% 的受访者心中，“购物购买的不仅仅是商品，更是购买了一种体验”（数据来源：埃森哲）。这无形中需要企业全面提升零售的每一个环节，优化每一个可能的消费接触点。

图 14：营销服务的五个阶段



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.3. 趋势三：技术驱动线下营销数字化，有望迎来颠覆性改变

从短期看，线下营销效果提升需要数字化做支撑。目前线下营销的营销效果可以逐渐实现精确量化，比如将智能硬件应用于促销管理，通过收集语音数据实现对导购、店铺、顾客的画像分析。通过这种方式，线下体验营销能够对消费行为数据进行收集，帮助品牌商进行更精准的消费者洞察，为品牌商跟踪、调整营销策略提供有效数据支持，从而为品牌商线下营销带来更高的投资回报率。

从长期来看，5G 及物联网技术将颠覆线下营销。5G 及物联网技术的大规模应用将彻底颠覆线下传统广告公司，线下传播媒介数字化，线下传统广告公司将转变为线下的数据流量公司，最终类似线上营销发展历史，商业模式有望由传统广告位售卖模式转变为流量化运营思维下的受众定位售卖模式，这将突破线下广告位数量的物理限制，并因提升广告投放效率及转化效果而打开线下广告提价空间。如分众引入阿里战投，利用阿里丰富的线上流量运营及变现经验、先进的大数据分析及用户精准定位技术能力，以实现线下用户行为的数据化，最终实现类似线上“千人千面”的线下精准投放。

3. 深耕体验营销，发力线下纵深布局与智能营销改造

3.1. 深耕体验营销促转化，上下游拓展全链路能力布局

电声股份以互动展示、零售终端管理的体验营销服务为核心业务，通过提供精细的场景体验以提升商品销售转化率，并且围绕现有用户，向上游品牌传播与下游商品销售延伸，形成全案营销的服务能力以提高品牌客户的黏性，从而增长单用户的合作周期与付费能力。

公司在业务层面拥有统一规范的流程，具体为：1) 客户需求挖掘；2) 项目竞标及合同签订；3) 采购制作；4) 项目执行管理；5) 项目总结改进；6) 再营销。在执行层面拥有成熟的业务团队做支撑。公司专门设有策略研究中心、创意设计中心、体验研发中心、工艺设计中心，团队成员囊括创意策划、文案、美术、三维、视频、导演、工艺设计等多个域的资深专家，从品牌的产品、市场及目标消费群体出发，制定具有针对性的专属创意服务。在展具设计环节，注重展具与体验设备上植入创新技术，并通过工程工艺部门和省级合作设计院审核，以确保项目的落地执行。从落地环节，公司在全国拥有近千家供应商合作伙伴，具备完善的供应商网络，能够与区域营销团队协调合作、快速反馈。

图 15：公司业务流程

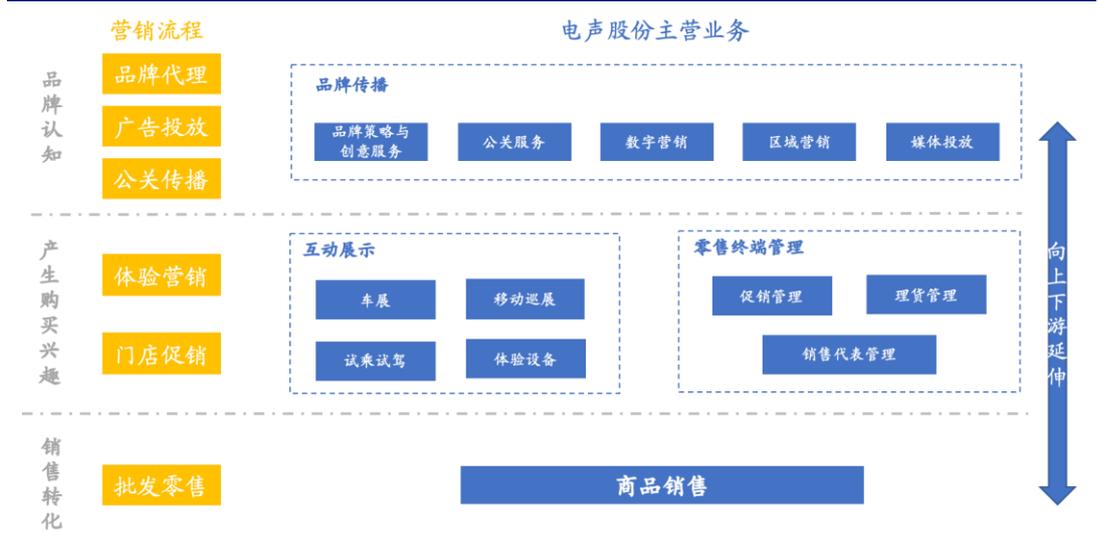


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司通过项目竞标与采购开展业务，设有专门的投标小组通过投标获取订单。公司参与竞标主要分为品牌客户直接邀请投标与主动向客户推荐竞标两种方式。公司采购分为两种：1) 对于展具、道具及辅助用料等常规性采购，公司一般年初招标并签订采购合同；2) 定制性采购和一次性采购实行按需招标。公司具有透明与规范的采购体系，从对供应商开发、供应商资质审核、采购招标、采购价格控制、采购订单管理、采购质量验收等采购流程的各个环节制定了完善、详尽的管理制度，保障采购的效率及品质。目前已经形成了分布全国各大城市的供应商执行网络，可以有效降低采购成本。

具体来看，公司目前形成四大业务：1) 以车展、移动巡展、试乘试驾、体验设备等为主的互动展示服务；2) 以促销管理、理货管理、销售代表管理为主的零售终端管理服务；3) 以品牌策划与创意服务、媒体投放、公关服务、区域营销等为主的品牌传播服务；4) 商品销售业务。

图 16: 主营业务布局



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.1.1. 互动展示：以移动巡展为核心，突破区域触达汽车品牌触达用户

互动展示为公司的最主要的服务内容，2018 年营收占比达到 42.6%。电声股份作为营销服务商，基于品牌商的品牌定位以及传播主体的特征，通过对活动形式和内容的策划，利用展示空间构建、实物展示布局、现场活动策划等多种形式，使消费者更为直观地体验产品效果，具体方式包括车展、移动巡展、试驾试乘、体验设备等。

表 2: 互动展示子业务

		子业务	业务内容
互动展示	促使消费者通过多感官体验品牌商产品特点，提高营销信息的传递效率，加深消费者对产品的了解，增强活动中的互动体验感	车展	构建创意舞台，策划现场互动活动，营造现场气氛聚集人气，近距离展示汽车产品特点及优势，提高消费者对产品的认知度和熟悉度
		移动巡展	根据品牌商品品牌特性及目标消费群体的生活习惯，基于移动展厅或巡展车为展示主体，创意化设计移动巡展活动
		试驾试乘	打造个性化创意试乘试驾体验环境，吸引消费者在特定道路或场地体验汽车性能，促进消费者购买
		体验设备	借助创新体验设备吸引客流量或加深消费者对产品特点的了解，提高营销活动效果

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

互动展示客户以汽车品牌为主，包括中国一汽、东风本田、北京现代、东风日产等。除此之外，还为快消品牌提供巡展服务，服务品牌包括嘉士伯乐堡啤酒、欧莱雅、华为等移动巡展业务。公司曾为一汽集团打造 S/A/B 级车展，公司在项目中除提供传统车展服务外，还为一汽集团提供了大量创新体验设备，如大型机械臂与 VR 技术共同打造的车展互动设备等，借助 VR 技术，打造沉浸式体验场景，有效提升消费者体验感。该体验设备“中国一汽源动力”获得 2017SHOP! 大中华区大奖赛-数字互动体验-银奖。

图 17: 2017 一汽集团 S 级车展



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

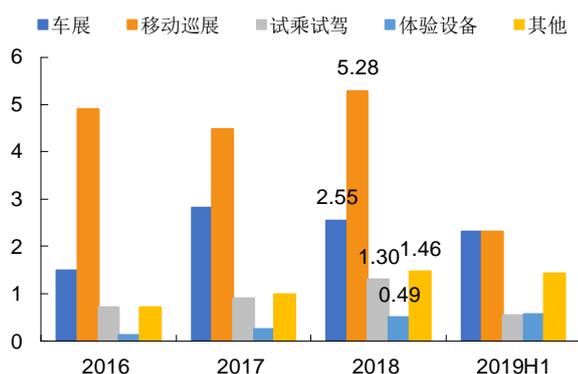
图 18: 2019 年欧莱雅 Swimming Party Pop Store



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

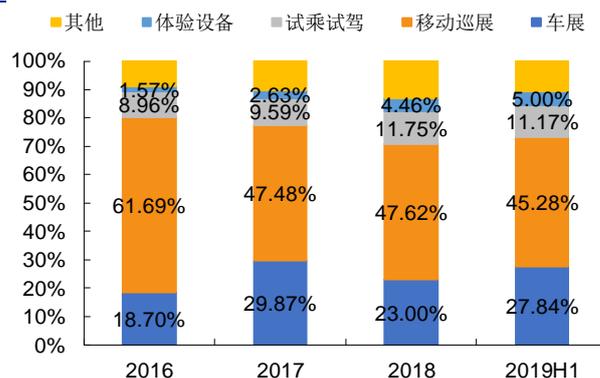
互动展示业务通过投标获得项目, 在活动执行结束后确认收入。2018 年车展、移动巡展、试驾试乘、体验设备的收入依次为 2.55 亿、5.28 亿、1.30 亿、0.49 亿, 占比为 23%、48%、12%、4%, 移动巡展为最主要的互动展示业务。从趋势来看, 各项收入均呈现增长, 主要归因于既有客户规模的增长与新客户的拓展, 2017 年公司新增了欧莱雅与华为、沃尔沃等客户, 并将上汽通用别克 U 型体验项目由西南区域拓展至全国范围。

图 19: 2016-2019H1 互动展示子业务收入 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 20: 2018 年互动展示子业务收入占比

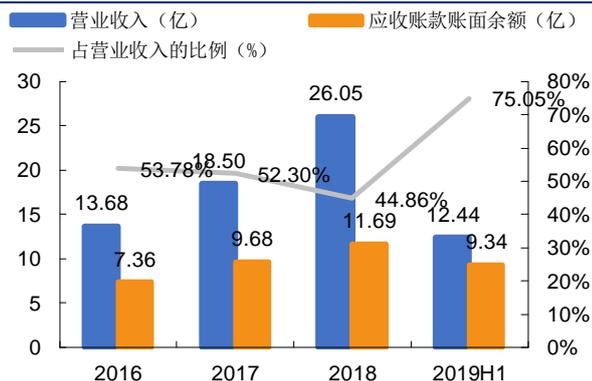


资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

车展与移动巡展业务是造成公司应收账款较高的主要原因。公司具有较高的应收账款余额, 2018 年公司应收账款余额达到 11.69 亿, 占营收比重达到 44.86%。较高的应收账款余额主要来自于互动展示业务中的车展与移动巡展业务, 2018 年因互动展示业务产生的应收账款余额为 6.57 亿, 在整体应收账款余额中占比达到 60.83%; 因车展与移动巡展业务产生的应收账款余额为 4.73 亿, 在整体应收账款余额中占比为 40.46%。

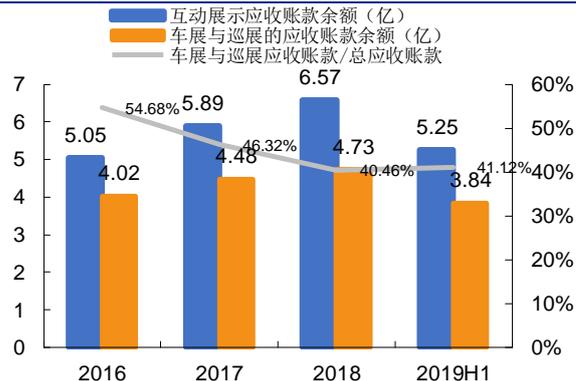
车展与巡展产生较高的应收账款的原因为车展与巡展项目的执行周期较长, 通常为 3-12 个月, 同时单个项目需要执行的站点/场次较多, 公司每月按站点/场次向客户确认当期服务的完成情况, 待客户确认后公司即确认对应服务内容的营业收入及应收账款。而客户通常按阶段或者待单个项目的所有站点/场次执行完毕后, 才正式启动该项目的付款流程, 因此导致该类业务的账期较长。

图 21：2016-2019H1 应收账款在营收中的占比



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

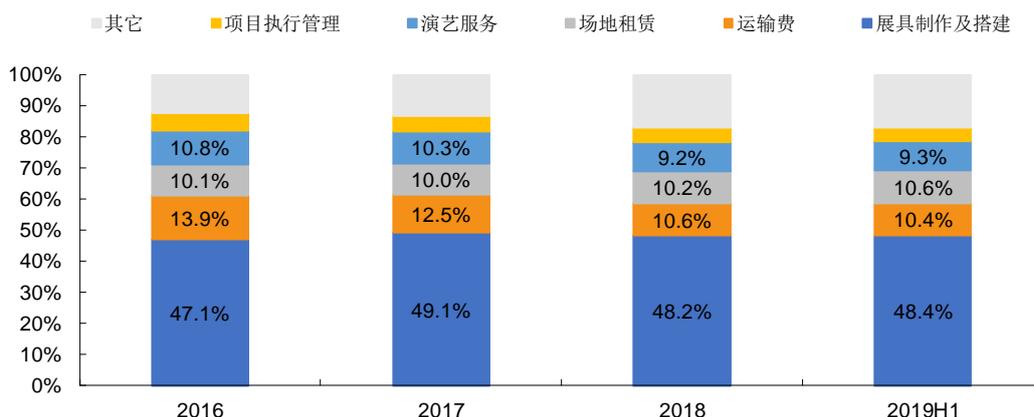
图 22：因车展与移动巡展业务产生的应收账款金额



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

从成本端来看，展具制作与搭建、运输费、场地租赁、演艺服务是主要的成本构成，2018 年占比分别为 48.2%、10.61%、10.21%、9.22%。从趋势来看，成本结构基本保持稳定，运输费用占比呈现小幅下滑，主要系运输费用占比较高的移动巡展业务和车展业务的收入持续下降所致。

图 23：互动展示业务成本



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.1.2. 零售终端管理：拥有覆盖全国的执行网络，为快消品牌做精细促销管理

零售终端管理业务主要面向快消品品牌客户，通过直接面对终端消费者或零售渠道商（如商场、超市以及便利店等）的方式，为品牌商在其零售渠道提供促销管理、理货管理、销售代表管理以及线上促销管理等服务。公司目前已建立覆盖全国约 1500 个城市的零售终端执行网络，能够为品牌商提供快速响应的服务。

表 3：零售终端管理子业务

		子业务	业务内容
零售终端管理	帮助品牌商进行零售终端促销管理，提升产品销售业绩	促销管理	通过对销售促进人员进行专业培训，并安排到终端现场，向消费者提供专业的品牌产品推荐，准确传递品牌形象信息，加深消费者品牌认可度，拉动产品销量
		理货管理	通过对理货员进行专业培训，加强对商品的陈列、排面、补充等

	调整整理工作, 向消费者展示整齐有序的品牌商产品
销售代表管理	通过对销售代表进行专业培训, 为品牌商打造专业的销售团队, 增加品牌产品在零售终端分销和动销的机会
线上促销服务	客服对接线上客户、日常订单跟进管理、为帮助客户提升销量而提供各类促销解决方案及执行落地服务, 如平台内的推广资源服务、线上宣传等线上促销推广等

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

零售终端管理的客户以快消品品牌为主。服务客户包括强生、玛氏、雀巢、亿滋、欧莱雅、清风纸业品牌、佳沛泽普脉动等, 同时为其提供促销管理、销售代表管理业务等多项业务, 其中欧莱雅与清风纸业品牌为 2017 年新增客户。2017 年公司为强生促销活动安排专业人员维护与销售并采用开发的轻量级会员管理体系 i-CRM, 帮助品牌商增加新会员约 5,400 名, 并解决了传统促销无法留资的问题; 57% 的新会员使用了促销人员派发的优惠券, 实现了针对性促销, 有效提升了终端销售额。2018 年新增线上促销管理服务, 服务客户包括达能、上海江崎格力高等。

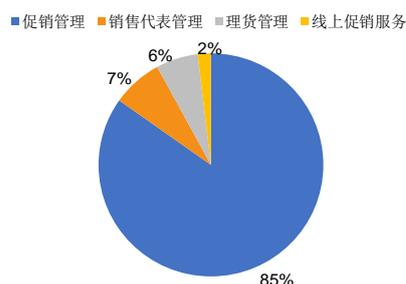
图 24: 零售终端管理案例



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

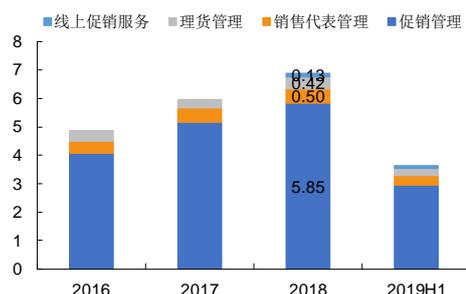
促销管理是最核心的业务。零售终端管理业务的收入构成基本保持稳定, 80% 以上收入来源于促销管理业务。2018 年促销管理、理货管理、销售代表管理、线上促销服务的收入依次为 5.85 亿、0.50 亿、0.42 亿、0.13 亿, 占比为 85%、7%、6%、2%。

图 25: 2018 年零售终端管理子业务收入占比



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 26: 2016-2019H1 零售终端管理子业务收入 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

零售终端管理业务存在对雀巢的依赖。雀巢于 2014 年与公司首次达成合作，并保持长期稳定的关系，目前是公司累计收入排名第一的快消品客户。2016-2019H1，公司为雀巢提供零售终端管理业务获得收入为 2.02 亿、2.11 亿、2.46 亿、1.41 亿，分别占零售终端管理业务的比重为 41.55%、35.38%、35.64%、38.68%。随着新客户拓展，比重有所下降，基本稳定在 35% 左右。

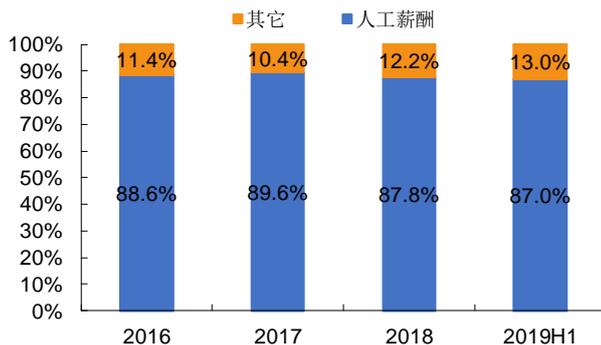
图 27：零售终端管理业务存在对雀巢的依赖



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

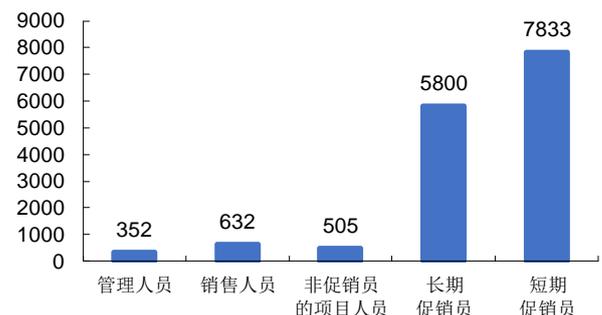
主要成本为人工薪酬。2016-2019H1，人工薪酬成本在零售终端管理业务成本的占比均超过 87%，人工薪酬占比最高且保持稳定。主要原因为零售终端管理业务的重点是通过促销员和理货员的培训，安排其至零售终端现场对品牌产品进行相关的讲解和宣传，截止 2019 年 6 月底，公司共有长期促销员 5800 名，短期促销员 7833 名，在员工中占比分别为 38.35% 与 51.80%，其成本结构中人工薪酬占比较高。

图 28：2016-2019H1 零售终端管理成本构成



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 29：公司员工结构（单位：人）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.1.3. 品牌传播：深挖客户需求，发力线下区域整合营销

基于对现有客户需求的挖掘，公司积极发展品牌传播业务，以此开拓或加强与客户的合作广度，形成对公司互动展示服务及零售终端管理业务的有效补充和协同，目前公司提供品牌传播服务的客户包括一汽丰田、中国一汽、东风日产、上汽通用等。具体的服务内容包括品牌策略与创意服务、媒体投放、公关服务、区域营销、数字营销。

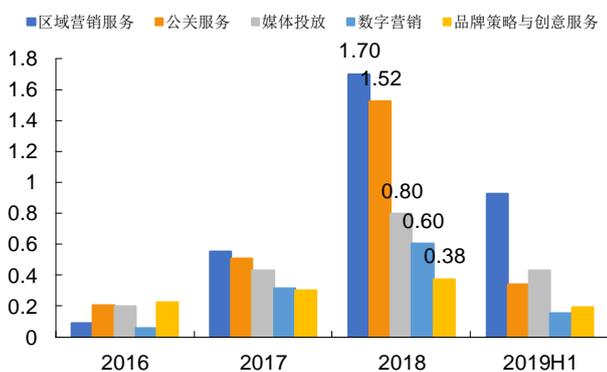
表 4：品牌传播子业务

		子业务	业务内容
品牌传播	以提升品牌商品牌影响力为主要目的，增强消费者对品牌商品牌形象的认识和品牌内涵的认知	品牌策略与创意服务	围绕品牌商品牌及产品战略定位，分析制定品牌营销策略，并提供创意设计方案
		媒体投放	为品牌商提供广告创意设计服务，在电视、报纸、户外等媒体渠道投放广告
		公关服务	公关服务包括公关策略、公关内容撰写等服务内容；按品牌商需求举办各类对外宣传活动，如新车发布会等
		区域营销	向上承接客户总部对品牌的核心理念，向下充分考虑区域市场发展不均衡和多样化，因地制宜为客户制定并实施月度、季度、年度营销规划
		数字营销	帮助品牌商在各种网络媒体上进行品牌及产品的传播，以及运用数字化的产品或手段，采集销售线索，促成消费者来店及销售达成。

资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

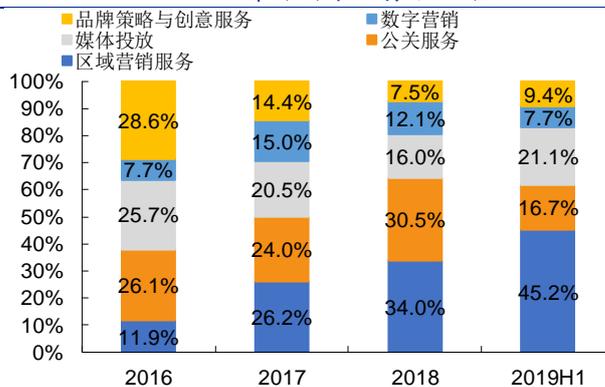
区域营销高速增长，在品牌传播业务中占比最高。2018 年前五大品牌传播子业务为区域营销、公关服务、媒体投放、数字营销、品牌策略与创意服务业务，收入分别为 1.7 亿、1.52 亿、0.80 亿、0.60 亿、0.38 亿，占比为 34%、30%、16%、12%、8%，区域营销为最主要的品牌传播业务。从趋势来看，由于区域营业业务增长较快，区域营销业务收入占比持续提升。

图 30：2016-2019H1 品牌传播子业务收入（单位：亿元）



资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 31：2016-2019H1 品牌传播子业务收入占比



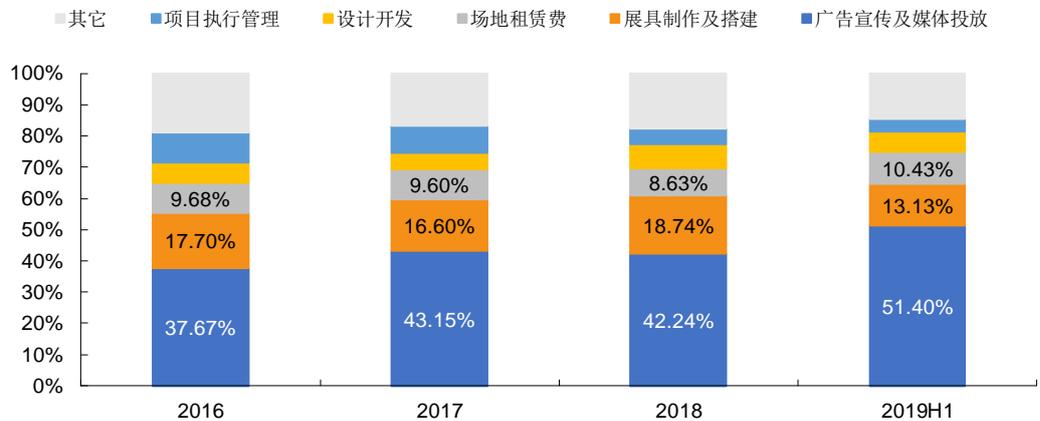
资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

区域营销活动主要由公司庞大的执行网络在跨地区范围内推行线下营销活动，具有鲜明的地域性特征。公司曾为一汽丰田华南、西北、华北区域代理，通过承接总部品牌策略，结合区域市场发展多样化特征，为品牌商提供更具本地特色的综合性整合营销服务，包括营销策划输出、媒体投放、活动执行、经销商管理及销售政策包装等，协助促进一汽丰田在区域内的销量及市场份额提升。自 2018 年 3 月服务至今，线上投放共涉及网络、新媒体、电台、户外 4 大类型，总曝光量 30 亿次以上，为区域销售提供销售线索 56,000 余条，线下活动执行近百场，提升了品牌在区域内的知名度，提升了客户粘性，促进了产品销售。

广告宣传及媒体投放成本为主要的成本。品牌传播基本为定制化的非标准类服务，各项目之

间的差异较大，导致各项目的成本结构占比会有较大的变化。总体来看，广告宣传及媒体投放成本是主要成本类型，2016-2019H1 广告宣传及媒体投放成本占品牌传播业务成本比分别为 37.67%、43.15%、42.24%、51.40%。2019 年上半年广告宣传媒体投放服务的占比有一定的提升，主要系执行 RAV4 荣放或红旗车展的宣传活动的宣传进行了较多的广告投放。

图 32：品牌传播成本构成

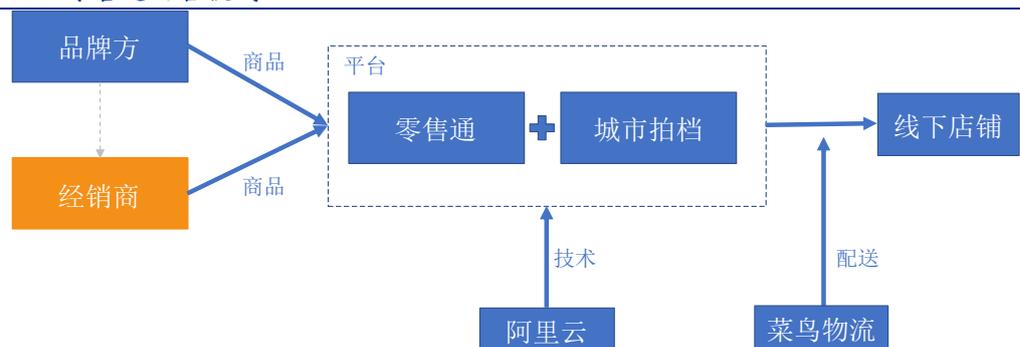


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.1.4. 商品销售：助力品牌渠道下沉，铺垫线下精准营销

2016 年公司借助阿里巴巴零售通等电商平台合作开展新型快速消费品零售业务，作为品牌的经销商，帮助品牌商实现销售渠道向下渗透和延伸，触达大量社区小型零售终端渠道，为品牌商增加分销与动销机会。该项业务通过向品牌方采购，销售给零售通平台赚取差价获得收入，主要的成本为对品牌方的采购成本。

图 33：零售通运营模式



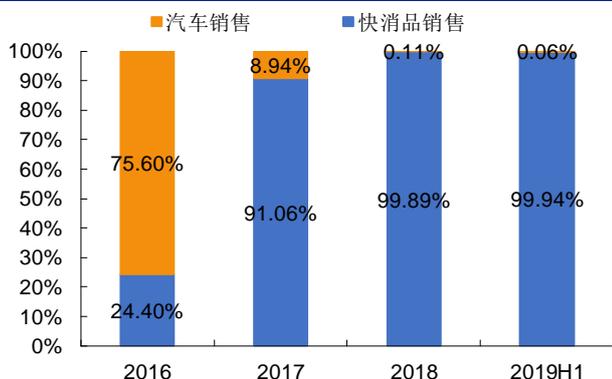
资料来源：易观，安信证券研究中心

主要销售品类由汽车转为快消品。2016 年汽车与快消品的销售占比分别为 75.6%、24.4%，销售收入主要来自于汽车。2017 年快消品销售占比提升显著，于 2019 年上半年达到销 99.94%。快消品销售收入提升的主要原因为：1) 零售通平台覆盖率的提高使得公司销售范围可以覆盖至更多的社区小店；2) 基于与公司的良好合作，品牌方（如玛氏等）提高了在零售通平台上的投放量。

公司作为线上经销商，代理的品牌包含休闲食品类目的格力高、酒水饮料类目的 RIO 和茅台、个人护理类目的 ABC、舒蕾和黑人等等。从采购来看，2018 年糖果休闲食品、日常生活用品、饮料和酒水采购成本为 1.51 亿、1.38 亿、0.36 亿，占比分别为 45.75%、41.9%、11.1%。

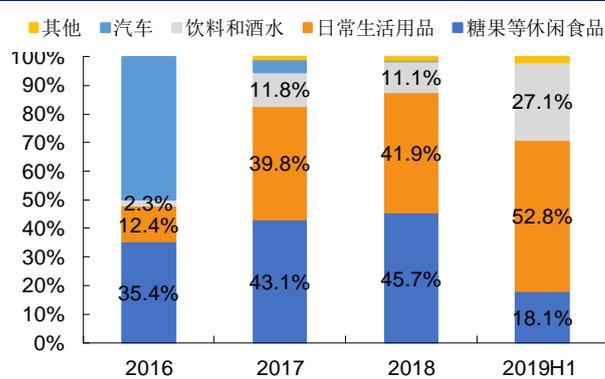
该业务受终端销售影响较大，2019 年上半年日常生活用品、饮料和酒水的销售量增加，导致采购额相应增加。

图 34：2016-2019H1 商品销售业务收入构成



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 35：2016-2019H1 商品销售采购成本构成



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司作为品牌的线上经销商，能够获取零售市场的销售数据，进而为品牌商提供营销策略的规划建议及优化方案，增加品牌商对公司营销服务的粘度和合作深度，与互动展示、品牌传播等服务形成良好协同效应。

3.2. 竞争优势：丰富资源与纵深执行团队奠定基本盘，数字化赋能前景广阔

3.2.1. 客户资源：与优质的品牌客户长期稳定合作，营收基本盘稳固

拥有丰富的汽车与快消品领域优质客户资源。基于体验营销综合服务行业多年的深耕，公司积累了大批稳定且优质的品牌商资源。汽车行业领域，公司多年来与东风日产、东风本田、一汽丰田、通用雪佛兰、一汽轿车等知名中外合资企业以及国有企业展开深度合作。在快消品等其他行业领域，客户包括雀巢、玛氏箭牌、亿滋、好时等世界 500 强企业，也包括华为、中粮集团等国内知名企业。

具有跨品牌资源整合能力。公司曾帮助雪佛兰和百事可乐在商超渠道开展联合体验营销活动，还曾在车展中无缝植入多个快速消费品品牌的营销活动。此外，公司还积极推进乐园、高铁等跨界资源与现有优质客户资源的联合行动。

图 36：公司所服务的汽车品牌客户



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 37：公司所服务的快消品及其他品牌客户



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

客户数量持续增长。公司服务客户数量不断增加，2018 年互动展示业务新增客户 53 家，零

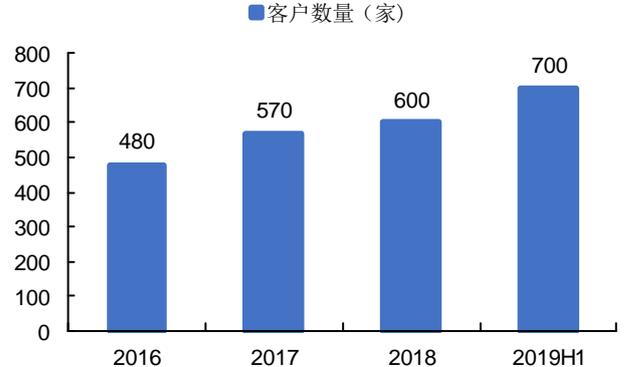
售终端管理业务新增客户 24 家，客户总数从 2016 年约 480 家增长至 2019 年上半年约 700 家。得益于老客户长期稳定的合作，公司的专业能力得到广泛认可，使得公司拓展客户能力不断加强。

图 38: 2016-2019H1 互动展示及零售终端管理新增客户数



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

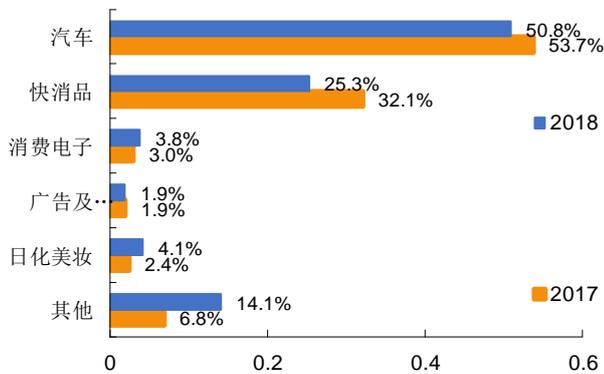
图 39: 2016-2019H1 公司服务客户总数



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心 (注: 数据为约数)

客户集中度下降, 对头部品牌依赖度降低。公司新客户数量不断增加, 整体客户结构得到改善。从行业来看, 2018 年汽车与快消品行业收入占比合计 76.1%, 较 2017 年下降 10.1 pct。从单品牌客户收入来看, 以东风日产、一汽丰田、雀巢、亿滋等品牌为代表的前十大客户的收入占比逐年下降, 由 2016 年的 70.35% 下降至 2019 年上半年的 61.74%。对于行业与单品牌客户的依赖度下降一方面反映出更多品牌对于体验营销的重视; 另一方面, 从公司本身看, 分散的客户结构降低了收入波动的风险, 同时有利于提高议价权。

图 40: 行业集中度下降



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

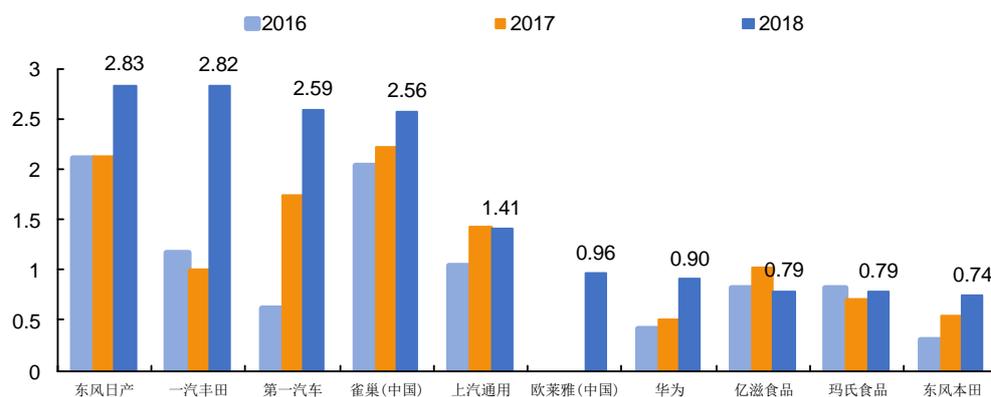
图 41: 2016-2019H1 前十大客户收入占比下降



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

服务能力获认可, 单品牌收入贡献额提升。从收入贡献额来看, 前十大客户收入贡献额整体处于增长趋势, 2018 年前十大客户中有 8 家客户的收入较 2016 年相比有所增长, 其中前三大客户增长最为显著。收入贡献额表明公司服务能力受到客户持续认可, 全链路营销战略初见成效。

图 42：2016-2018 年前十大客户贡献收入金额（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心（注：欧莱雅为2017年新增客户，初期未进入TOP10，故缺少数据）

3.2.2. 执行网络：纵深区域布局，奠定消费者触达与数字化改造基础

公司具有丰富的跨区域营销经验。2018年，公司总计完成了超过7000场汽车品牌营销活动、超过300万场快速消费品和消费电子产品促销活动，在300余个地级市、近1200个县域城市、数万个零售终端及汽车销售网点合作开展体验营销活动。目前，公司拥有约268条路演线路，是国内为数不多的具有辐射全国营销网络和高效活动管理执行能力的营销服务企业。

有效整合区域内线上线下资源。公司在现有线下资源基础上，对全国近30个省、市、自治区的2000多家区域实效媒体进行了整合，有效覆盖报纸、电台、电视、杂志等传统媒体，以及论坛、自媒体、公众号等线上媒体，不断完善线上线下资源库的覆盖。

通过内部调整组织架构以适应区域扩张。电声股份在全国范围内设立了11个营销区域中心，成立了34家分公司，并自2015年起逐步推行事业部改制，将原公司总部的职能中心向下属事业部转移，下沉到事业部进行整合管理，赋予事业部更多的决策权力，使得公司在总部统一管理的基础上保证了执行团队的灵活性，提高运营效率的同时有利于快速扩张。从收入分布来看，公司业务突破区域限制，呈现出向下沉市场纵深拓展的能力。2018年以华南、华东、华北为代表的东部发达地区占比为71.09%，较2016年的75.65%有所下降，形成了更均匀分布的收入结构，各区域收入占比基本与区域经济相匹配。

图 43：2016-2019H1 营收区域分布



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

拟募资对执行网络进行升级。公司拟通过 IPO 募资 1.92 亿用于体验营销服务升级扩容建设项目，将在广州、北京、上海、成都分别扩建一级运营中心和展示中心；在沈阳、长春、青岛、南京、武汉、长沙、杭州、厦门、西安、重庆建立二级运营中心，进一步扩大业务规模，增强公司市场竞争力，形成更广泛的业务覆盖网络，满足更多客户的营销服务需求，既能为公司争取总部客户和区域客户创造有利条件，又能为区域活动的有效开展提供丰富的当地资源，提高区域活动价值。

3.2.3. 数据赋能：探索数字化线下场景，布局智能营销

公司积极整合前沿技术的供应商资源，布局技术创新壁垒，目前主要的技术创新方向包括：

- 1) 传统业务的更新换代方面，以液压技术为例，公司通过液压技术的创新整合，为品牌商打造了一键展开和复原的巡展车及试乘试驾道具，极大减少了传统展具所需的搭建时长和搭建空间，为品牌商节省了大量的人工成本和场地租赁费用，提升了整个项目的投入产出比。
- 2) 前沿技术的营销应用方面，公司引入移动智能机器人，应用于汽车营销的店头、车展等场景，以及快消品营销的终端促销，打造智能营销。
- 3) 营销效果量化方面，公司与各供应商、高校等机构合作并委托其研发了零售终端智能货架监测系统、消费者流量统计分析平台（CFSS）等，目前可以实现终端销售人员业务绩效、零售终端货架陈列营销效果、汽车展厅客流分布情况等营销指标的量化。

表 5：部分数字营销案例

项目名称	服务内容	活动效果
雪佛兰云视直播团购会项目	项目主要为雪佛兰华南区提供新型团购模式的策划、设计制作、软件开发、搭建和现场运营等活动。项目创新性地采用 云直播技术 ，联动华南区 75 家经销商和 200 家二级网点共同举办区域团购会，同时采用 AR 技术，将虚拟的车与现实场景融合，进行深入讲解与互动。利用累计抽奖的形式，吸引消费者持续互动，最终促成购买。	2017 年 3 月 12 日单场团购会吸引了 70 家经销商、上万位意向客户参与，并在 3 小时内促进超过 2,000 台的订单达成。有别于传统数字营销局限于投放与留资，此项目进一步实现了吸引消费者到店与直接促进销售达成，真正做到告知、留资、到店、购买的一站式数字营销服务。
2016-2018 年广汽菲克 Mbox 项目	通过自主研发的 wifi 室内定位技术和视觉技术识别技术，协助广汽菲克 350 家门店、100 多场线下活动提供客流监测、客户洞察、运营分析等服务。	客流统计精度超过 90%。通过对线下活动效果的量化，优化了活动运营管理效果，对客户进行线下资源配置、目标设定、活动政策等管理决策提供了重要参考价值
2018 年雀巢 SSS 数据服务项目	基于采用 深度学习 (AI) 技术的图像识别系统 ，对 卖场渠道的货架商品陈列情况进行自动化分析 ：包括对品牌产品陈列位置、分销的产品数量、缺货情况、核心产品的价格、产品促销道具使用等情况的实时数据分析与传递，帮助客户基于前段统计情况调整销售策略。	项目稳定运营两年时间，图像识别准确度达到 95.25%，为客户累积了 16 万家大卖场，商超、CVS 等门店的数据，有效帮助客户提升了营销决策的针对性和时效性，并能够对客户的销售团队进行精准实时反馈，为公平考核提供依据，帮助品牌商提升销售团队管理效率。

资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

公司投资建立技术研发中心，积极探索可用于营销领域的创新互动体验产品与智能化产品。在汽车营销领域，公司打造了映店直播营销服务（Live Store）、移动智能机器人营销；在快消品营销领域，公司与技术供应商、高校等机构合作并委托其研发了零售终端智能货架监测系统（SSS）、促销员语音互动智能学习系统等。公司尚有七项研发项目仍在研发升级中，包括“掌终宝管理平台”、“任务众包分发及智能货架分析系统”、“信息化管理平台”、“基于计算机视觉的客流监控关键算法研究”、“移动智能促销堆”、“促销员语音互动智能学习系统”、“映店直播营销服务 V1.0”。

本次上市后，公司拟合计投入金额为 1.99 亿，用于营销数字化解决方案及大数据运营平台建设项目与信息化管理平台建设项目。

表 6：募集资金用途

序号	项目名称	项目内容	项目投资总额 (万元)	拟用募集资金 投入金额 (万元)
1	体验营销服务升级 扩容建设项目	对公司原有体验营销网络的升级和优化，在广州、北京、上海、成都分别扩建一级运营中心和展示中心；在沈阳、长春、青岛、南京、武汉、长沙、杭州、厦门、西安、重庆建立二级运营中心	19,201.03	19,201.03
2	营销数字化解决方案及大数据运营平台建设项目	在充分分析其体验营销业务模式、流程、场景、客户现状的基础上对线下体验营销手段的丰富和完善，其作用主要有两方面：一是解决线下业务领域难以量化、营销范围小等难点问题；二是为单纯的线下和线上领域提供衔接平台及载体。	15,954.08	15,954.08
3	信息化管理平台建设项目	一方面，将现有的关键服务流程经过信息化处理后形成标准化模板，缩短流程的准备和执行时间；另一方面，通过提高预算管理、站点管理等板块的可视化程度，丰富业务报表种类，加深不同运营中心、部门、业务板块之间的沟通交流，实现物流、人力等资源的共享共用。	3,941.09	855.08
4	补充流动资金	-	9,000.00	1,938.53
合计			48,096.20	37,948.72

资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 44：智能货架分析系统



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 45：SSS 移动智能报表系统



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 46：映店直播营销服务 (Live Store)



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 47：促销员语音互动智能学习系统



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

4. 投资建议

4.1. 核心假设

4.1.1. 营收预测

我们预计公司的业务将保持较高的增长趋势，主要基于以下三个方面的原因：1) 线下营销回暖与品牌对于体验营销的重视度提升；2) 公司具有较强的获客能力，2019 年上半年新增客户约 100 家；3) 新业务的拓展逐渐显出成效。

根据业务的发展阶段不同，各业务的增长情况有所差异：

- 1) **互动展示**：第一，该业务服务的品牌以汽车客户为主，据中汽协数据，9 月与 10 月连续两个月汽车销量降幅收窄，汽车行业景气度回升，预计汽车客户营销活动将有所加大；第二，2017 年新增欧莱雅后，互动展示业务不再局限于汽车客户，有望拓展到更多的品类。基于以上两个原因，我们预计互动展示业务收入将持续增长并且增速有所提升。
- 2) **零售终端管理**：在新零售背景下，品牌方将加大对零售终端的重视，来自现有客户的收入预计仍将增长，同时也有更多客户加入，2019 年上半年新增零售终端管理客户 17 家；另一方面，本次 IPO 后公司将利用募集资金升级线下执行网络，预计将覆盖到更多的零售终端。因此，我们预计零售终端管理业务也将继续增长且增速会有所提升。
- 3) **品牌传播**：作为新业务，品牌传播 2018 年同比增速为 136.72%，我们预计基于公司对区域营销的深刻洞察，该业务仍将保持高速增长甚至发展成为公司新的增长点。但考虑到业务体量扩大，增速预计将下滑。
- 4) **商品销售**：快消品类在零售品类中增速较快，特别是零食、饮料等。公司在快消品类上具有深厚的客户资源沉淀，通过代理更多的品牌客户，有望获得业绩提升。2018 年该业务同比增速为 213.15%，考虑到目前业务体量较小，预计将维持较高的增速，随着规模的扩大，增速逐渐下降。

4.1.2. 毛利率预测

公司前五大成本为人工薪酬、展具制作与搭建、商品采购成本、广告宣传与媒体投放、运输费，2018 年合计占比达到 78%，所以公司的成本主要是可变成本，基于这个原因，我们选择通过预测各个业务毛利率的变化来预测整体毛利。具体来看，各业务的毛利率变化情况如下：

- 1) **互动展示毛利率**：该业务成本结构基本保持稳定，主要为展具制作与搭建、运输费、场地租赁、演艺服务，由于移动巡展业务可以分散同一场活动的展具制作成本，故而毛利率较高。尽管 2019 年上半年移动巡展业务占比出现小幅下降，但我们观察到快消品客户也在逐渐采用巡展等形式，因此我们预计互动展示业务毛利率会有小幅提升；
- 2) **零售终端管理毛利率**：该业务 85%以上为人工成本，我们预计短期内将不存在人工薪酬的大幅上涨，预计业务毛利率将趋于稳定；
- 3) **品牌传播毛利率**：在品牌传播业务上，目前公司采取低价获取业务的策略，预计随口碑建立，价格会略有提升；但是品牌传播中一半成本来自于广告宣传及媒体投放，随着媒体端集中，我们预计成本将提高，导致该业务毛利率下滑；我们预计品牌传播业务提价会对冲一部分投放成本，毛利率略有下滑；
- 4) **商品销售毛利率**：该业务毛利率与销售的品类相关，公司销售产品在 2017 年由汽车转

为快消品类为主后，暂时变化不大，我们预计该业务毛利率将基本维持前期比例。

4.1.3. 期间费用

从费用端来看，主要是销售费用与管理费用。从销售费用来看，主要由职工薪酬、支付给阿里巴巴的零售通平台佣金（按成交金额比例收取）组成，2018 年合计占比 77.98%。预计 2019-2021 年销售费用率基本稳定。从管理费用来看，主要包括职工薪酬、租赁费用、交通差旅费、中介机构费、业务招待费等。其中 2018 年中介机构费用占比为 5.07%，受 2019 年上市影响，中介机构费用会大幅增长，后续将有所减少。预计 2019-2021 年管理费用率将小幅上升后下降。

此外，公司目前研发费用占比较小，2016-2018 年研发费用率分别为 0.66%、0.65%、0.79%，研发费用率有所提升。我们预计随着公司在线下数字营销的布局，研发费用率将进一步提高。

4.2. 盈利预测

根据我们的核心假设，公司 2019-2021 年可实现的营业收入分别为 41.13 亿元、62.08 亿元和 91.06 亿元，分别同比增长了 57.91%、50.92%、47.55%，实现归属母公司的净利润分别为 2.58 亿元、3.38 亿元和 4.39 亿元，分别同比增长了 33.90%、31.39%、29.87%，对应 EPS 分别为 0.61、0.80、1.04 元。

表 7：预测利润表（百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1368.13	1850.31	2604.94	4113.49	6208.20	9160.13
YoY (%)	15.30%	35.24%	40.78%	57.91%	50.92%	47.55%
营业成本	1000.48	1414.72	2035.31	3259.32	5024.36	7486.20
YoY (%)		41.40%	43.87%	60.14%	54.15%	49.00%
毛利	367.65	435.59	569.63	854.17	1183.84	1673.93
毛利率 (%)	26.87%	23.54%	21.87%	20.77%	19.07%	18.27%
营业税金及附加	6.42	8.49	10.48	18.24	27.00	39.10
营业税金及附加/营业收入	0.47%	0.46%	0.40%	0.44%	0.43%	0.43%
销售费用	94.85	121.15	171.33	269.94	407.86	601.46
销售费用率 (%)	6.93%	6.55%	6.58%	6.56%	6.57%	6.57%
管理费用	77.04	70.47	79.4	164.54	220.39	325.18
管理费用率 (%)	5.63%	3.81%	3.05%	4.00%	3.55%	3.55%
研发费用	9.05	12.01	20.66	37.02	55.87	96.18
研发费用率 (%)	0.66%	0.65%	0.79%	0.90%	0.90%	1.05%
息税前利润	180.29	223.47	287.76	364.43	472.71	612.00
息税前利润率 (%)	13.18%	12.08%	11.05%	8.86%	7.61%	6.68%
财务费用	1.48	-0.72	-0.16	0.87	-0.50	0.21
财务费用率 (%)	0.11%	-0.04%	-0.01%	0.02%	-0.01%	0.00%
资产减值损失	-17.39	-14.08	-34.08	-21.85	-24.5	-28.2
投资收益	0.59	-0.28	-0.46	-0.05	-0.26	-0.26
营业利润	162.01	209.83	253.38	341.66	448.45	583.34
营业利润率 (%)	11.84%	11.34%	9.73%	8.31%	7.22%	6.37%
营业外收支	-1.30	3.12	3.35	1.72	2.73	2.60
利润总额	160.71	212.95	256.73	343.39	451.18	585.94
税前利润率 (%)	11.75%	11.51%	9.86%	8.35%	7.27%	6.40%
所得税	48.59	55.31	65.87	85.85	112.79	146.48
所得税率 (%)	30.22%	25.91%	25.51%	25.00%	25.00%	25.00%

净利润	112.12	157.64	190.86	257.54	338.38	439.45
少数股东损益	-0.76	-0.99	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	112.88	158.63	190.86	257.54	338.38	439.45
YoY (%)	-35.69%	40.96%	21.58%	33.90%	31.39%	29.87%
净利润率 (%)	8.25%	8.57%	7.33%	6.26%	5.45%	4.80%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4.3. 可比公司估值

我们选取新上市具备营销业务的公司值得买、壹网壹创、每日互动进行估值对比, 根据可比公司估值, 2019-2021 年, 公司同行业可比公司平均估值分别为 59.52、43.98、33.30 倍 PE。鉴于公司具备体验营销的稀缺性及新股属性, 我们给予 19 年 50-60 倍 PE, 对应目标价 30.5 元-36.6 元。

表 8: 可比公司 PE 估值比较

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300785.SZ	值得买	126.98	67.72	2.25	2.82	3.46	56.53	45.04	36.66
300792.SZ	壹网壹创	168.58	134.86	2.66	3.53	4.59	63.29	47.81	36.74
300766.SZ	每日互动	33.71	134.87	0.57	0.86	1.27	58.73	39.09	26.50
行业均值							59.52	43.98	33.30

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 (注: 收盘日为 2019.11.18; 2019-2021 年 EPS、PE 为 Wind 一致预期)

5. 风险提示

经济下行品牌收缩预算的风险、竞争加剧客户流失的风险, 跨区域拓展不及预期、技术能力提升不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,850.3	2,604.9	4,102.8	6,104.9	9,157.4	成长性					
减:营业成本	1,414.7	2,035.3	3,290.4	4,985.3	7,556.7	营业收入增长率	35.2%	40.8%	57.5%	48.8%	50.0%
营业税费	8.5	10.5	18.2	26.5	39.1	营业利润增长率	29.8%	21.1%	33.9%	30.6%	30.5%
销售费用	121.1	171.3	274.3	403.1	606.4	净利润增长率	40.9%	20.8%	34.3%	30.6%	30.2%
管理费用	70.5	79.4	170.8	224.2	332.2	EBITDA 增长率	21.7%	37.1%	7.7%	31.2%	31.7%
财务费用	-0.7	-0.2	0.8	-0.5	0.2	EBIT 增长率	20.2%	37.2%	8.4%	31.8%	32.8%
资产减值损失	-14.1	-34.1	-21.9	-23.3	-26.4	NOPLAT 增长率	36.1%	22.1%	35.2%	30.1%	30.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.7%	0.4%	203.6%	-3.3%	100.1%
投资和汇兑收益	-0.3	-0.5	-0.1	-0.3	-0.3	净资产增长率	24.9%	15.9%	26.5%	27.5%	28.1%
营业利润	210.4	254.9	341.3	445.6	581.5	利润率					
加:营业外净收支	3.1	3.3	1.7	2.7	2.6	毛利率	23.5%	21.9%	19.8%	18.3%	17.5%
利润总额	213.5	258.2	343.0	448.4	584.1	营业利润率	11.4%	9.8%	8.3%	7.3%	6.4%
减:所得税	55.3	65.9	85.8	112.1	146.0	净利润率	8.6%	7.4%	6.3%	5.5%	4.8%
净利润	159.2	192.3	258.4	337.5	439.3	EBITDA/营业收入	13.8%	13.5%	9.2%	8.1%	7.1%
						EBIT/营业收入	13.5%	13.1%	9.0%	8.0%	7.1%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	2	3	2	1	0
货币资金	164.4	248.9	328.2	488.4	732.6	流动营业资本周转天数	114	91	119	119	118
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	214	193	201	198	196
应收账款	944.1	1,144.3	2,427.9	2,800.3	4,918.7	应收账款周转天数	161	144	157	154	152
应收票据	72.9	39.0	120.6	140.9	239.7	存货周转天数	9	9	9	9	9
预付账款	14.0	22.2	38.1	53.0	84.0	总资产周转天数	220	200	206	201	197
存货	63.2	71.9	128.5	191.5	290.7	投资资本周转天数	117	94	121	121	119
其他流动资产	1.3	5.0	3.3	3.2	3.8	投资回报率					
可供出售金融资产	2.4	2.4	1.6	2.1	2.0	ROE	19.1%	19.9%	21.1%	21.6%	22.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.2%	12.0%	8.3%	9.0%	6.9%
长期股权投资	0.4	1.7	1.7	1.7	1.7	ROIC	29.8%	27.8%	37.5%	16.1%	21.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	15.9	24.7	18.4	12.1	8.8	销售费用率	6.5%	6.6%	6.7%	6.6%	6.6%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	3.8%	3.0%	4.2%	3.7%	3.6%
无形资产	5.4	6.3	5.4	4.5	3.6	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	15.8	32.0	20.0	20.4	21.4	三费/营业收入	10.3%	9.6%	10.9%	10.3%	10.3%
资产总额	1,299.7	1,598.1	3,093.6	3,718.0	6,306.9	偿债能力					
短期债务	30.0	-	602.9	601.9	602.2	资产负债率	35.8%	39.5%	60.5%	58.0%	68.3%
应付账款	284.3	403.9	489.6	995.6	1,290.6	负债权益比	55.8%	65.3%	152.9%	138.3%	215.6%
应付票据	-	42.9	12.4	35.1	61.0	流动比率	2.71	2.43	2.40	2.04	2.94
其他流动负债	150.9	184.6	163.9	167.1	178.1	速动比率	2.57	2.31	2.30	1.94	2.80
长期借款	-	-	601.4	358.2	2,176.9	利息保障倍数	-348.57	-2,097.5	449.23	-1,031.3	3,231.02
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	465.2	631.3	1,870.3	2,157.9	4,308.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	1.4	1.4	0.3	-0.9	-2.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	380.9	380.9	380.9	380.9	380.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	452.2	584.5	842.1	1,180.1	1,619.3						
股东权益	834.4	966.8	1,223.3	1,560.1	1,998.2						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.38	0.45	0.61	0.80	1.04
净利润	158.2	192.3	258.4	337.5	439.3	BVPS(元)	1.97	2.28	3.21	4.10	5.25
加:折旧和摊销	7.5	10.3	7.2	7.2	4.2	PE(X)	27.1	22.4	16.7	12.8	9.8
资产减值准备	14.1	34.1	-	-	-	PB(X)	5.2	4.5	3.2	2.5	1.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-3,868.3	27.1	56.8	24.0	15.8
财务费用	0.5	2.4	0.8	-0.5	0.2	P/S	2.3	1.7	0.9	0.6	0.4
投资损失	0.3	0.5	0.1	0.3	0.3	EV/EBITDA	-	-	12.5	8.7	9.0
少数股东损益	-1.0	-0.0	-1.1	-1.2	-1.2	CAGR(%)	28.6%	31.6%	31.9%	28.6%	31.6%
营运资金的变动	-163.4	-6.2	-1,389.5	60.9	-2,017.1	PEG	0.9	0.7	0.5	0.4	0.3
经营活动产生现金流量	12.9	177.0	-1,124.2	404.1	-1,574.4	ROIC/WACC	2.7	2.6	3.5	1.5	2.0
投资活动产生现金流量	-22.0	-27.2	0.7	-0.8	-0.2	REP	-	-	0.7	1.5	0.7
融资活动产生现金流量	7.8	-94.4	1,202.8	-243.2	1,818.7						

资料来源:招股书资讯,安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034