

电声股份 (300805) / 传媒

新科技赋能体验营销, 区域升级助力全国布局

评级: 买入

市场价格: 10.20

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师: 夏洲桐

执业证书编号: S0740518070003

Email: xiazt@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	423
流通股本(百万股)	42
市价(元)	
市值(百万元)	
流通市值(百万元)	

股价与行业-市场走势对比
相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,850	2,605			
增长率 yoy%	35.24%	40.78%			
净利润	159	192			
增长率 yoy%	40.90%	20.82%			
每股收益(元)	0.38	0.45			
每股现金流量	0.03	0.42			
净资产收益率	19.11%	19.92%			
P/E					
PEG					
P/B					
备注:					

投资要点

- **电声股份是一家体验营销综合服务提供商, 公司致力于以科技驱动新场景的体验营销。**体验营销是指在预先设定的场景中, 通过多种交互手段, 充分刺激和调动消费者的感官、情感、思考、行动、联想等感性因素和理性因素, 促进消费者与品牌之间双向传播的一种营销手段。2019 前三季度公司营业收入 20.63 亿元, 同比+21.17%, 归母净利润 1.49 亿元, 同比+10.67%。
- **电声股份的主营业务为互动展示、零售终端管理、品牌传播和商品销售, 2018 年收入占比分别为 43%, 26%, 19%, 12%。**(1) 互动展示主要包括车展、移动巡展、试乘试驾等服务;(2) 零售终端管理主要包括促销管理、理货管理和销售代表管理等服务;(3) 品牌传播主要包括品牌策略与创意服务、公关服务、数字营销等服务;(4) 商品销售主要以与阿里零售通合作的快消品销售为主。
- **国内广告市场稳定增长, 体验营销的强交互性契合营销痛点, 公司全国布局可复制性较强。**(1) 国内广告市场伴随着国内经济发展稳定增长, 线上流量价格不断提升, 线下流量入口价值重估;(2) 体验营销能有效的触达消费者, 帮助品牌主实现从营销到销售的闭环;(3) VR 等新技术带来的高沉浸感与实时互动与营销的需求高度契合, 公司搭建了覆盖全国的营销场景执行网络, 覆盖面广, 可复制性高。
- **电声股份此次 IPO 拟发行不超过 4233 万股, 募集资金 4.8 亿元将全部用于主营业务相关项目及补充营运资金。**募投项目主要为扩容体验营销执行网络、建设大数据运营平台和信息化管理平台。我们认为募投项目的实施完成将强化公司在体验营销领域的优势, 实现客户规模的扩大、客户粘性的提升和内部管理能力的加强, 提升公司的市场竞争力和盈利能力。
- **电声股份在同行业横向对比中体现出较高的 ROE 水平, 最近三年平均 ROE 为 21.29%, 主要受益于公司核心业务体验营销较高的毛利率水平。**同时, 公司的营收增速处于行业中上游, 期间费用率逐年下降, 但应收账款周转率仍需提升。
- **电声股份作为一个体验营销服务型公司, 兼具广告代理和媒体的属性。**我们选取目前已经上市的广告行业相关公司做同行业相对估值对比, 目前行业平均估值对应 2019 年约为 25 倍。公司发行价格 10.20 元, 对应 2018 年为 23 倍 PE。
- **风险提示:** 下游行业景气度变化风险, 客户集中度较高风险, 募投项目不达预期风险

内容目录

电声股份：科技驱动下的体验营销服务提供商	- 4 -
以体验营销为核心，打造一站式营销服务	- 5 -
营收利润持续高增，费用端控制良好	- 6 -
现有客源优质稳定，合作业务持续深化	- 8 -
实控人为核心运营团队，控股比例高	- 9 -
行业：科技赋能体验营销，品牌需求日益提升	- 10 -
国内广告市场稳定增长，线下营销价值重估	- 10 -
体验营销注重强交互性，尤其受汽车、快消品牌主青睐	- 13 -
VR 等新技术赋能体验营销，全国布局可复制性较强	- 15 -
IPO 募投项目：升级执行网络，强化体验营销技术壁垒	- 16 -
横向比较：毛利率、净利率领先行业，应收账款周转率仍需提升	- 17 -
行业估值与公司发行价	- 19 -
风险提示	- 19 -
下游行业景气度变化风险	- 19 -
客户集中度较高风险	- 19 -
募投项目不达预期风险	- 20 -

图表目录

图表 1：电声股份以科技驱动线下体验营销业务发展	- 4 -
图表 2：电声股份服务的品牌商的行业来源	- 4 -
图表 3：电声股份 2018 年主营收入占比	- 5 -
图表 4：电声股份 2018 年毛利润占比	- 5 -
图表 5：电声股份 2016-2018 各业务营收（百万元）	- 6 -
图表 6：电声股份 2016-2018 各项业务毛利率	- 6 -
图表 7：电声股份 2015-2019Q3 营业收入	- 7 -
图表 8：电声股份 2015-2019Q3 归母净利润	- 7 -
图表 9：电声股份 2015-2019Q3 四费率（%）	- 7 -
图表 10：电声股份 2015-2019Q3 四费占比营收（%）	- 7 -
图表 11：电声股份 2015-2019Q3 毛利率（%）	- 7 -
图表 12：电声股份 2015-2019Q3 净利率（%）	- 7 -
图表 13：电声股份 2016-2018 应收账款周转率	- 8 -
图表 14：电声股份经营性现金流、净利润情况对比	- 8 -
图表 15：电声股份 2018 年前十大客户收入占比情况	- 8 -
图表 16：电声股份 2016-2018 合计前十大客户收入占比情况	- 9 -
图表 17：电声股份 2018 年前十大供应商收入占比情况	- 9 -

图表 18: 电声股份发行前后股权情况对比.....	- 10 -
图表 19: 中国广告市场规模与名义 GDP 高速增长.....	- 11 -
图表 20: 中国广告市场规模增速与实际 GDP 增速呈现相关性.....	- 11 -
图表 21: 17Q3-19Q2 互联网广告市场增速情况.....	- 12 -
图表 22: 2015-2021e 线下广告市场增速情况.....	- 12 -
图表 23: 全域营销模拟示意图.....	- 13 -
图表 24: 主流视频平台 15s 贴片广告 CPM 价格 (元).....	- 13 -
图表 25: 主流平台信息流广告 CPS 价格 (元).....	- 13 -
图表 26: 广告主对于体验营销有效性的评价.....	- 14 -
图表 27: 电声股份广告主的行业占比.....	- 14 -
图表 28: 中国汽车销量当月同比 (%).....	- 15 -
图表 29: 中国社会消费品零售总额当月同比 (%).....	- 15 -
图表 30: 电声股份体验营销业务中运用 VR 技术的典型项目.....	- 16 -
图表 31: 电声股份 IPO 募投项目详情.....	- 17 -
图表 32: 电声股份营收增速 (%) 处于行业中上游.....	- 18 -
图表 33: 电声股份净利润增速 (%) 处于行业下游.....	- 18 -
图表 34: 电声股份毛利率 (%) 处于行业上游.....	- 18 -
图表 35: 电声股份净利率 (%) 处于行业上游.....	- 18 -
图表 36: 电声股份期间费用率 (%) 处于行业中游.....	- 18 -
图表 37: 电声股份应收账款周转率处于行业下游.....	- 18 -
图表 38: 电声股份资产负债率 (%) 处于行业上游.....	- 19 -
图表 39: 电声股份 ROE (%) 处于行业上游.....	- 19 -
图表 40: 可比上市公司估值表.....	- 19 -

电声股份：科技驱动下的体验营销服务提供商

- **电声股份是一家体验营销综合服务提供商。**公司成立于 2010 年，自成立起始终深耕体验营销行业。体验营销是指在预先设定的场景中，通过多种交互手段，充分刺激和调动消费者的感官、情感、思考、行动、联想等感性因素和理性因素，促进消费者与品牌之间双向传播的一种营销手段。
- **公司致力于以科技驱动新场景体验营销。**公司强调以科技驱动营销发展，持续将虚拟现实、人工智能、大数据采集及运用等前沿科技手段运用到体验营销领域，推进线下体验营销业务的数字化、智能化，为消费者构建新场景、打造新体验，最终为品牌商实现拉动产品销量、提升品牌价值，促进销售渠道下沉，拉动消费需求升级的目的。
- **体验营销的性质决定了公司目前的客户以汽车、快速消费品等行业领域的品牌商为主。**用户在汽车、快消品的购买决策中更注重体验产品的使用场景，因此该类行业的品牌商会在体验营销上投放更多的预算。2018 年公司汽车类客户收入占总收入比例为 50.84%，快消品客户收入占比 25.28%。

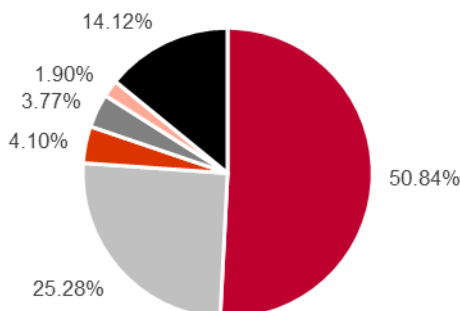
图表 1：电声股份以科技驱动线下体验营销业务发展



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 2：电声股份服务的品牌商的行业来源

■ 汽车 ■ 快消品 ■ 日化美妆行业 ■ 消费电子 ■ 广告及文化传播 ■ 其他行业

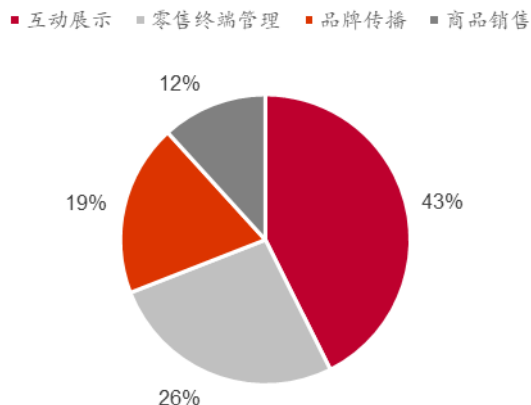


来源：招股说明书、中泰证券研究所

以体验营销为核心，打造一站式营销服务

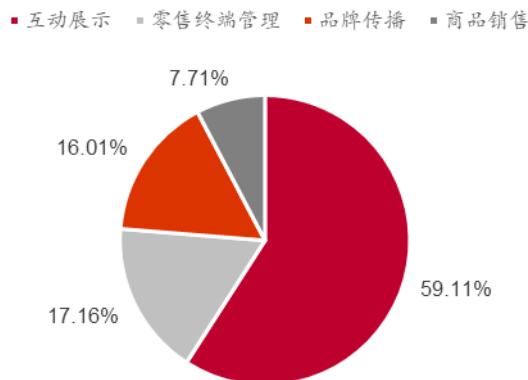
- 公司业务以体验营销为核心，并结合零售终端管理、品牌传播、商品销售，为品牌商提供一站式服务。具体来看，公司的主营业务包括互动展示、零售终端管理、品牌传播和商品销售四项，2018年业务收入占比分别为43%，26%，19%，12%。
- 互动展示：主要包括车展、移动巡展、试乘试驾、体验设备等服务。互动展示是公司体验营销的核心服务，其主要通过打造线下活动、构建消费场景，通过让消费者亲身体验产品来促进消费者购买。目前公司互动展示业务主要服务汽车品牌主。2018年公司互动展示服务收入11.10亿元，同比增长17.47%；毛利率为30.38%，同比上升0.3个百分点。
- 零售终端管理：主要包括促销管理、理货管理和销售代表管理等服务。公司依托覆盖全国大部分地区的分公司等线下网点，建立并管理全国各地的零售终端推广团队，为品牌商提供零售终端管理服务。2018年公司零售终端管理服务收入6.90亿元，同比增长15.52%；毛利率为14.20%，同比下降0.3个百分点。
- 品牌传播：主要包括品牌策略与创意服务、媒体投放、公关服务、区域营销、数字营销等服务。公司基于现有的体验营销客户，扩大合作范围纵深，通过品牌传播为客户提供全方位营销服务。目前公司品牌传播业务规模较小，但增速明显。2018年公司品牌传播服务收入4.99亿元，同比增长136.72%；毛利率为18.29%，同比下降6.02个百分点。毛利率的下降主要由于公司目前新开拓该项业务，需通过低价与客户的原有合作伙伴进行竞争。
- 商品销售：以快消品销售为主。公司为品牌主提供配套增值服务，通过阿里零售通等系统实现产品销售，帮助品牌商实现销售渠道向下渗透。2018年快消品销售占公司商品业务销售的99.89%，为主要销售产品。2018年公司商品销售收入3.06亿元，同比增长213.16%；毛利率为14.35%，同比上升0.14个百分点。

图表 3：电声股份 2018 年主营收入占比



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 4：电声股份 2018 年毛利润占比



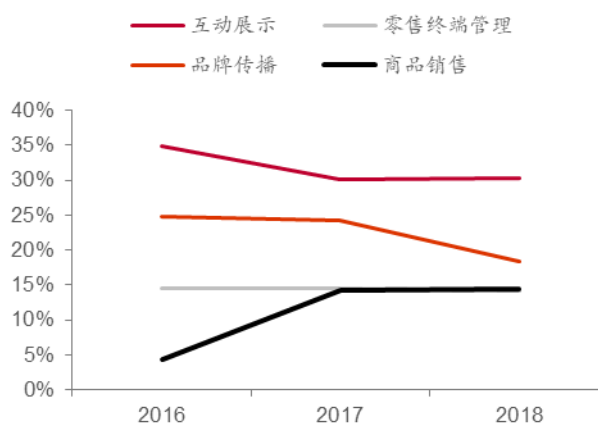
来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 5: 电声股份 2016-2018 各业务营收 (百万元)



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 6: 电声股份 2016-2018 各项业务毛利率

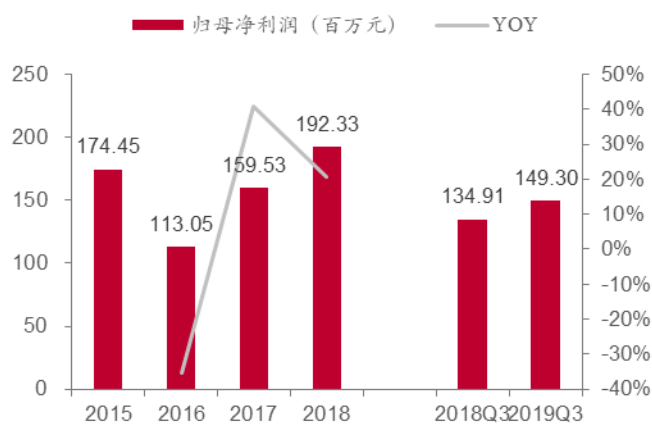


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

营收利润持续高增, 费用端控制良好

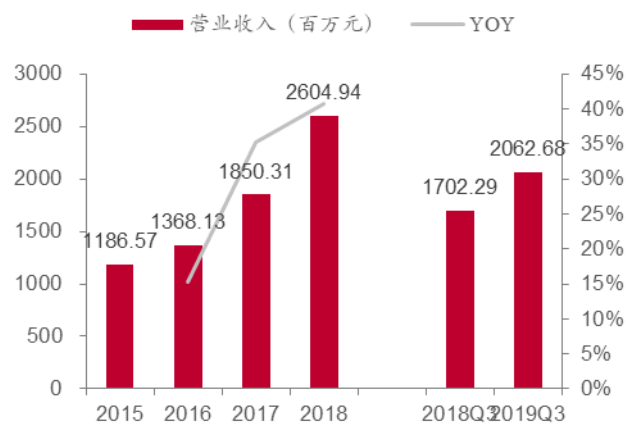
- 营业收入、净利润增长迅速。**2018 年公司营业收入 26.05 亿元, 同比增长 40.78%, 归母净利润 2.07 亿元, 同比增长 29.49%。2019Q3 公司营业收入 20.63 亿元, 同比增长 21.17%, 归母净利润 1.49 亿元, 同比增长 10.67%。公司目前正处于持续盈利的高速扩张期。
- 毛利率、净利率的下滑来自于公司发展中的业务调整。**2018 年公司毛利率为 21.89%, 同比下降 1.68pct; 净利率为 7.93%, 同比下降 0.64pct。毛利率、净利率下滑主要来源于公司拓展和大客户的业务合作范围, 开展互动展示外的其他业务合作: 毛利率较高的互动展示业务收入占比下降, 相对毛利率较低的商品销售业务、品牌传播业务占比上升, 导致了公司整体毛利率、净利率的下滑。2019Q3 公司毛利率为 21.00%, 同比下降 0.91pct; 净利率为 7.21%, 同比下降 0.71pct。
- 四费控制良好, 销售费用率、管理费用率持续下降。**2018 年公司四费占收入比为 11.21%, 同比下降 0.41pct; 其中管理费用率仅为 3.84%, 同比下降 0.62pct。公司分支机构较多, 但管理费用率较低的原因主要是公司在分公司管理上采取事业部制的扁平化管理架构, 管理人员相对较少。
- 应收账款周转率有所提升, 带动经营性现金流表现。**2016-2018 年公司应收账款周转率分别为 2.22、2.27、2.55。应收账款周转率较低的原因主要与公司业务中车展与移动巡展的业务性质相关。车展与移动巡展业务中项目的执行周期较长, 通常为 3-12 个月。公司每月向客户确认收入, 而客户则在项目结束后才开始付款, 因此导致应收账款账期较长。报告期各期末应收账款账龄在 1 年以内的比例超过 92%。应收账款周转较慢对公司 2016、2017 两年的现金流造成一定影响; 2018 年公司收款进度改善, 应收账款周转率较前两年有所提升, 带动经营性现金流靠近净利润水平。
- 公司目前处于快速成长阶段。优秀的费用端控制带来充足的毛利、净利空间, 应收账款周转效率提升带动公司的现金流表现。我们看好公司通过一站式营销服务挖掘现有体验营销客户的收入潜力; 预测公司毛利率、净利率水平会在公司业务调整后逐渐趋于稳定, 营收持续高增。**

图表 7: 电声股份 2015-2019Q3 营业收入



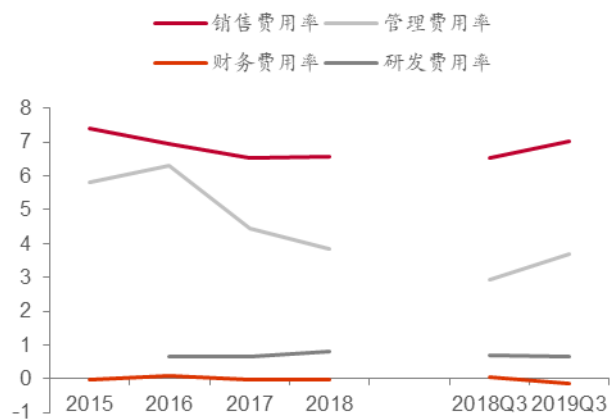
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 8: 电声股份 2015-2019Q3 归母净利润



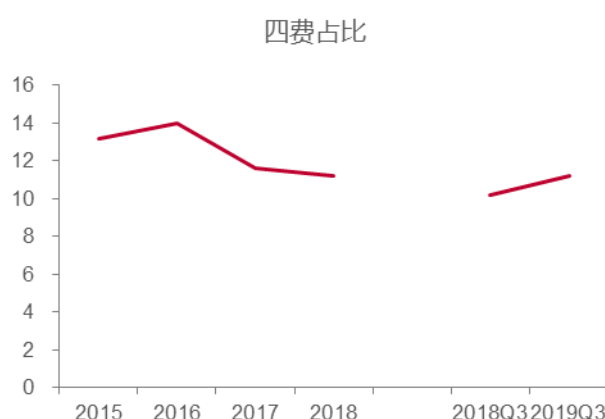
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 9: 电声股份 2015-2019Q3 四费率 (%)



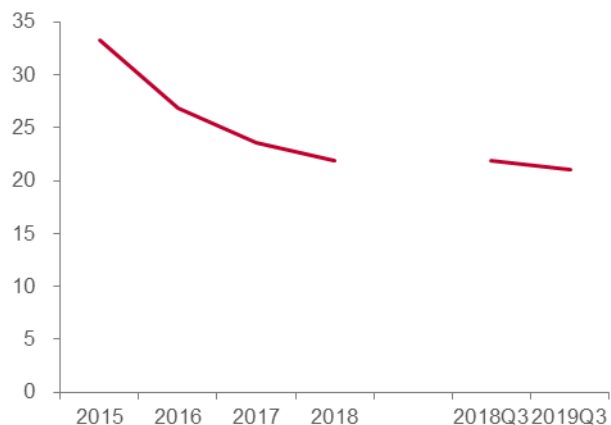
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 10: 电声股份 2015-2019Q3 四费占比营收 (%)



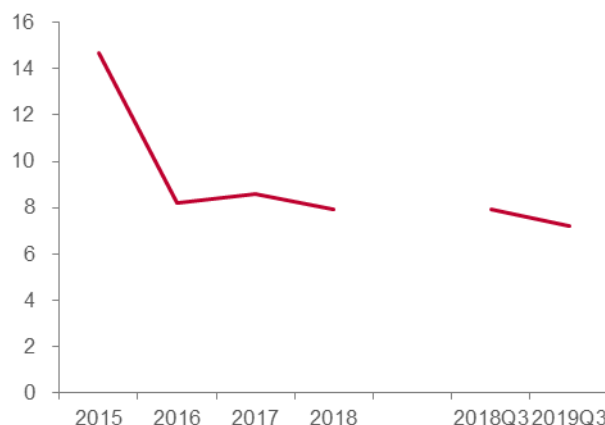
来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 11: 电声股份 2015-2019Q3 毛利率 (%)

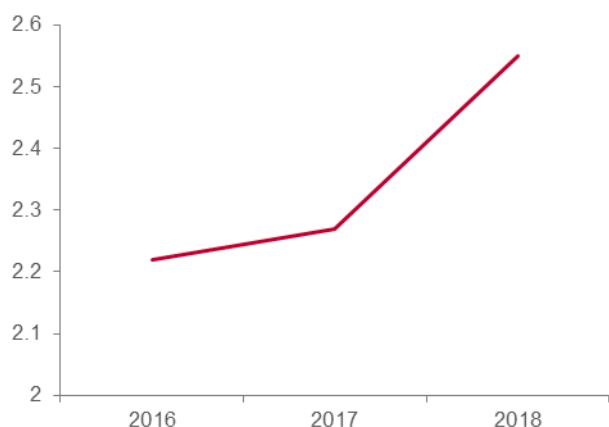


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

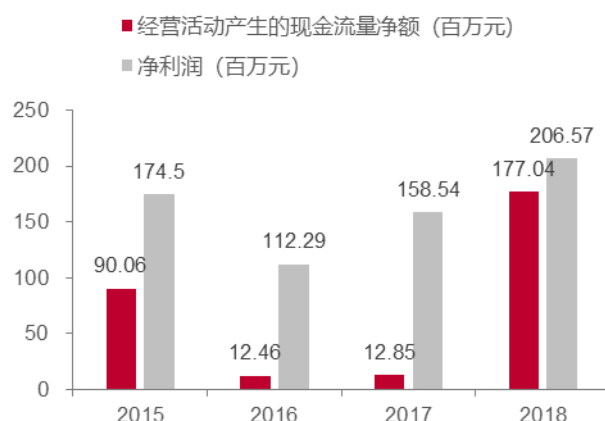
图表 12: 电声股份 2015-2019Q3 净利率 (%)



来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 13: 电声股份 2016-2018 应收账款周转率


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 14: 电声股份经营性现金流、净利润情况对比


来源: 招股说明书、中泰证券研究所

现有客源优质稳定, 合作业务持续深化

- **公司客源优质稳定, 前十大客户均为汽车、快消知名品牌。**公司 2018 年前十大客户收入占比 62.97%, 主要合作伙伴为东风日产、一汽丰田、中国一汽、雀巢等世界 500 强企业或中国知名企业。目前公司大客源相对稳定: 有 9 家客户连续出现在公司 2016-2018 的前十大客户之列。
- **公司基于现有优质客源, 不断扩展业务合作深度。**公司目前的大型客户通常有较高的营销预算。针对这些大型客户, 公司的策略为挖掘客户现有营销服务需求, 通过提供一站式营销服务来拓展合作业务范围和业务量, 扩大自身在这些客户市场营销预算中的占有率。2016-2018 年, 公司自合计前十大客户取得的收入逐年扩大。

图表 15: 电声股份 2018 年前十大客户收入占比情况

序号	客户名称	收入金额 (万元)	占当期营业收入比重
1	东风日产汽车销售有限公司及其关联单位	28292.69	10.86%
2	一汽丰田汽车销售有限公司	28231.96	10.84%
3	中国第一汽车股份有限公司及其关联单位	25889.93	9.94%
4	雀巢 (中国) 有限公司及其关联单位	25647.7	9.85%
5	上汽通用汽车销售有限公司及其关联单位	14078.87	5.40%
6	欧莱雅 (中国) 有限公司	9645.77	3.70%
7	华为终端 (深圳) 有限公司及其关联单位	9045.72	3.47%
8	亿滋食品企业管理 (上海) 有限公司	7907.27	3.04%
9	玛氏食品 (中国) 有限公司	7857.08	3.02%
10	东风本田汽车有限公司	7428.93	2.85%
	小计	164025.92	62.97%

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 16: 电声股份 2016-2018 合计前十大客户收入占比情况

累计收入排名	客户名称	2018年度	2017年度	2016年度	合计	首次开始合作年份
1	东风日产汽车销售有限公司及其关联单位	28,292.69	21,178.28	21,138.90	70,609.87	2010年
2	雀巢(中国)有限公司及其关联单位	25,647.70	22,201.80	20,283.55	68,133.05	2014年
3	一汽丰田汽车销售有限公司	28,231.96	9,961.59	11,757.53	49,951.08	2011年
4	中国第一汽车股份有限公司及其关联单位	25,889.93	17,361.87	6,244.44	49,496.23	2010年
5	上汽通用汽车销售有限公司及其关联单位	14,078.87	14,286.97	10,351.80	38,717.64	2011年
6	亿滋食品企业管理(上海)有限公司	7,907.27	10,275.20	8,229.67	26,412.14	2010年
7	玛氏食品(中国)有限公司及其关联单位	7,857.08	7,036.75	8,119.63	23,013.46	2010年
8	华为终端(深圳)有限公司及其关联单位	9,045.72	5,148.97	4,128.33	18,323.02	2013年
9	东风本田汽车有限公司	7,428.93	5,511.19	3,038.02	15,978.15	2012年
10	强生(中国)投资有限公司及其关联单位	5,741.99	5,089.29	2,949.91	13,781.19	2015年
	合计	160,122.15	118,051.91	96,241.78	374,415.83	
	占发行人当期营业收入比例	61.47%	63.80%	70.35%	64.30%	

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

图表 17: 电声股份 2018 年前十大供应商收入占比情况

序号	供应商名称	采购额 (万元)	占总采购额比例
1	佛山市爱碧斯健康护理实业有限公司	10730.37	7.69%
2	玛氏箭牌糖果(中国)有限公司	8179.35	5.86%
3	上海展龙展示工程有限公司	3827.75	2.74%
4	广州乐创虚拟现实科技有限公司	2888.86	2.07%
5	上海锐澳商务咨询有限公司	2561.79	1.84%
6	山东唯纳文化传播有限公司	2471.47	1.77%
7	广州智选网络科技有限公司	1898.71	1.36%
8	上海思成展览展示有限公司	1550.98	1.11%
9	拜尔斯道夫个人护理用品(中国)有限公司	1425.91	1.02%
10	江苏戴文会展有限公司	1300.91	0.93%
	小计	36836.10	26.39%

来源: 招股说明书、中泰证券研究所

实控人为核心运营团队, 控股比例高

- **核心运营团队为实控人, 营销行业经验丰富。**公司实控人为梁定郊、黄勇、曾俊、吴芳、袁金涛、张黎六人, 该六人为一致行动人。六人为公司创始团队, 目前均在公司担任管理层。团队六人均有营销、广告行业从业经验, 其中四人曾任职于宝洁中国, 营销领域经验丰富。
- **公司发行后实控人持股 71.03%。**本次发行前公司总股本为 38080 万股, 本次拟发行人民币普通股不超过 4233 万股, 占公司发行后总股本的比例 10.00%。本次发行前, 实控人直接持有公司 21600 万股, 通过控制添赋国际、谨进国际、风上国际、舜畅国际、添蕴国际、赏睿集团、博舜投资、顶添投资、谨创投资、赏岳投资间接持有 8463.38 万股。发行

前实控人总计持股占公司股本总额的 78.93%；发行后实控人持股占比 71.03%。

图表 18：电声股份发行前后股权情况对比

序号	股东	本次发行前		本次发行后	
		数量(万股)	比例(%)	数量(万股)	比例(%)
1	梁定郊	11,226.24	29.4729	11,226.24	26.5252
2	黄勇	4,677.48	12.2801	4,677.48	11.0519
3	曾俊	2,806.56	7.3682	2,806.56	6.6313
4	吴芳	1,257.12	3.3004	1,257.12	2.9703
5	袁金涛	984.6	2.5849	984.6	2.3264
6	张黎	648	1.7012	648	1.5311
7	添赋国际	2,426.76	6.3711	2,426.76	5.7339
8	谨进国际	1,013.04	2.6596	1,013.04	2.3936
9	凤上国际	605.88	1.5907	605.88	1.4316
10	舜畅国际	1,065.96	2.7985	1,065.96	2.5186
11	添蕴国际	189.36	0.4971	189.36	0.4474
12	赏睿集团	2,619.00	6.8758	2,619.00	6.1881
13	顶添投资	720	1.8903	720	1.7012
14	博舜投资	540	1.4177	540	1.2759
15	赏岳投资	360	0.9451	360	0.8506
16	谨创投资	360	0.9451	360	0.8506
17	利安资本	1,781.28	4.6765	1,781.28	4.2088
18	同创资本	1,701.00	4.4657	1,701.00	4.0191
19	华侨银行	1,017.72	2.6719	1,017.72	2.4046
20	珠海奥拓	1,370.00	3.5967	1,370.00	3.237
21	前海投资	720	1.8903	720	1.7012
22	本次拟公开发行流通股	-	-	4233	10.0017
合计		38,090.00	100	42,323.00	100

来源：招股说明书、中泰证券研究所

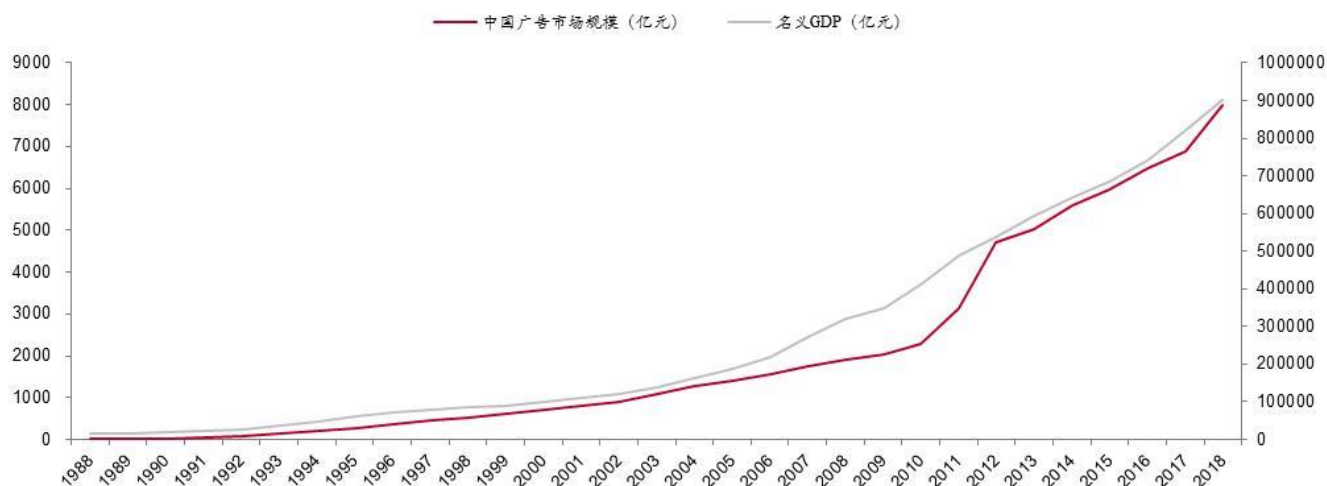
行业：科技赋能体验营销，品牌需求日益提升

国内广告市场稳定增长，线下营销价值重估

- 国内广告市场伴随着国内经济发展而稳定增长。从 1988 年到 2018 年中国的名义 GDP 规模和中国广告市场规模来看，两者均经历了同样高速增长阶段。1988-2018 年中国名义 GDP 从 1.52 万亿增长到 90.03 万亿，复合年均增长率为 14.58%；同期，中国广告市场规模从 16 亿元增长到 7991 亿元，复合年均增长率为 23.00%。并且广告行业增速与经济周期存在明显的相关性，通过比较中国实际 GDP 增速和广告市场规模增速，我们发现在宏观经济繁荣时期，广告市场规模以比 GDP 更快的速度增长，在经济衰退期，广告主减少广告预算，广告市场增速也随之下滑。
- 线上广告增速放缓，线下广告市场呈复苏态势。根据艾瑞咨询，从季度数据来看，互联网广告市场增速呈现放缓趋势：与 2018Q2 保持 37.6%

的同比增速相比，2019Q2 互联网广告市场增速下降超过 15pct，降幅较大。与此同时，受互联网冲击而持续低迷的线下广告市场受户外媒体广告拉动，已经出现了一定复苏态势。我们预计从 2019 年起，线下广告整体规模将从负增长回复至正增长，且增长率将逐年提升。

图表 19：中国广告市场规模与名义 GDP 高速增长



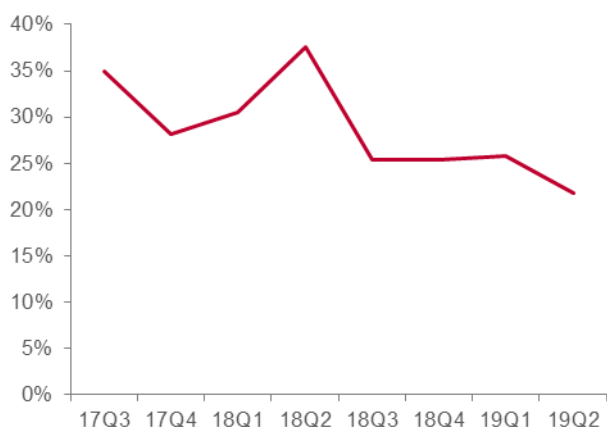
来源：中国国家统计局，中国广告业协会，中泰证券研究所

图表 20：中国广告市场规模增速与实际 GDP 增速呈现相关性



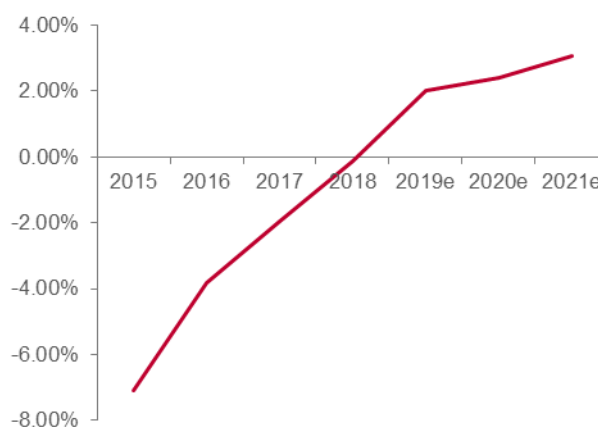
来源：中国国家统计局，中国广告业协会，中泰证券研究所

图表 21: 17Q3-19Q2 互联网广告市场增速情况



来源: 艾瑞咨询、中泰证券研究所

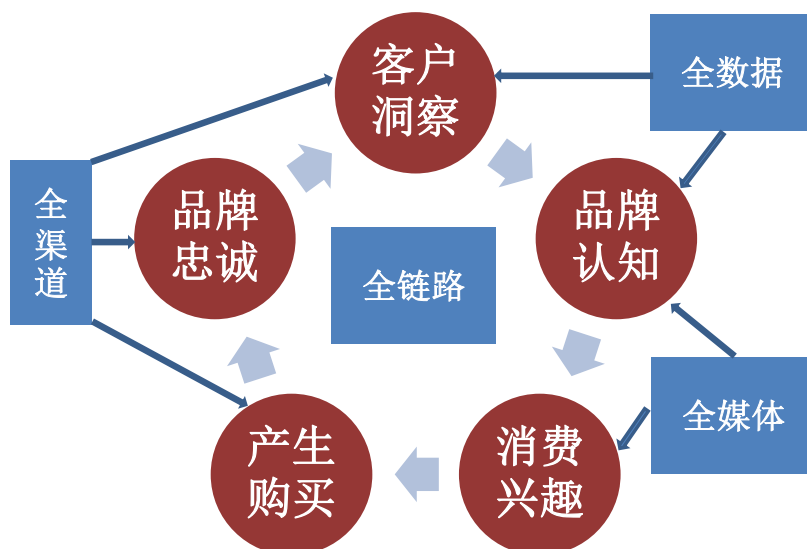
图表 22: 2015-2021e 线下广告市场增速情况



来源: 艾瑞咨询、中泰证券研究所

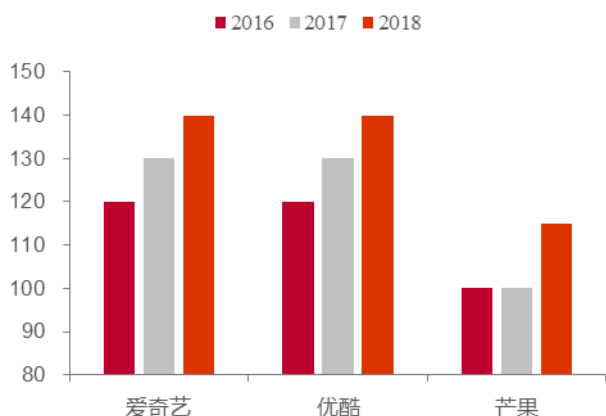
- **线上流量价格不断提升, 线下流量入口价值重估。**国内互联网新增流量红利逐渐消失, 目前广告主对于消费者注意力争夺是对存量流量的竞争, 也导致了目前线上流量价格的不断提升。数据显示过去几年中, 头部视频平台、信息流平台广告刊例价格均出现一定涨幅, 例如 2016~2018 年爱奇艺一线城市 15S 贴片 CPM 刊例价分别为 120、130、140 元; 2013~2016 年腾讯广点通信息流 CPS 价格分别为 0.5、1.2、1.4、1.8 元。而目前根据我们草根访谈测算得出的户外广告比如梯媒、地铁、户外大屏的平均 CPM 约为 40、45、22 元。我们认为随着线上广告流量价格的不断提升, 促使广告主重估线下流量入口的价值。
- **融合线上与线下的全域营销成为营销发展新趋势, 体验营销是线下营销的一种重要方式。**全域营销最早由阿里巴巴提出, 现已发展成一种以消费者运营为核心, 融合线上线下渠道, 以数据来驱动的营销方式。以分众与阿里的合作为例, 在 2018 双十一活动中, 天猫分众的全域营销实现了: 1) 天猫通过分众的投放触达 27% 的线上未触达人群, 同时, 看过分众广告的品牌商在天猫站内的销售转化率大幅提升; 2) 天猫作为品牌方, 投放后 UV 回访率达到 50%, UV 加购率和 UV 成交率分别达到 30% 和 20%。我们认为目前线上流量入口已经较为成熟, 而线下流量入口除了分众引爆的梯媒之外竞争格局尚未明确, 我们认为广告主在重估线下流量入口价值之后, 体验营销会成为一个重要的流量入口。
- **体验营销对于线下营销的核心价值在于与消费者创造互动。**线下营销的优势在于能够直接接触消费者, 收集消费行为数据, 帮助品牌商进行更精准的消费洞察。而体验营销在此基础上可以与消费者产生更多的互动, 建立起品牌认知和情感连接, 同时也可以与线上流量入口形成补充, 触达一部分线上未触达的人群。

图表 23: 全域营销模拟示意图



来源: 中泰证券研究所

图表 24: 主流视频平台 15s 贴片广告 CPM 价格(元)



来源: 公开资料整理, 中泰证券研究所

图表 25: 主流平台信息流广告 CPS 价格(元)



来源: 36 氪, 中泰证券研究所

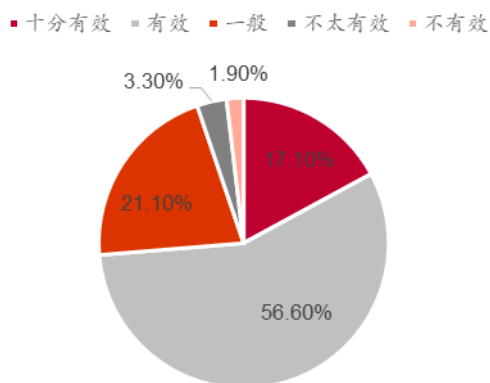
体验营销注重强交互性, 尤其受汽车、快消品牌青睐

- 体验营销能有效的触达消费者, 帮助品牌主实现从营销到销售的闭环。根据 2018 年最新的市场调研显示, 73.7% 的品牌商认为体验营销能够有效地触及消费者并产生影响, 与其他营销方式相比, 体验营销具有强感官刺激性和强交互性的独特优势。当前品牌主将销售转化率作为营销活动的衡量指标, 更多地关心线下营销对销量的拉动作用, 这一趋势将此前分离的营销活动与销售渠道管理工作逐渐融合, 也推动营销收集到的消费数据去赋能线上线下的销售, 最终实现销量提升。未来的体验营销将帮助品牌商实现从营销到销售的闭环。
- 电声股份以体验营销为核心, 提供一站式销售配套服务, 帮助品牌商实现品牌价值和产品销量双提升。公司提供的体验营销服务转化率高, 直接帮助客户拉动销售, 加大营销服务价值, 从而增加品牌商对公司营销

服务的粘度。以公司具体体验营销项目为例：(1) 公司别克昂科威“强者U乐园”项目总覆盖超过90万人，现场试乘超过13万人，累计促成成交超过4500台，活动转化率达到3.5%。(2) 公司嘉士伯乐堡啤酒大篷车路演项目，现场关注人数约20万人次，活动期间总销量约12万瓶，销售额约56万元；活动转化率达到60%。

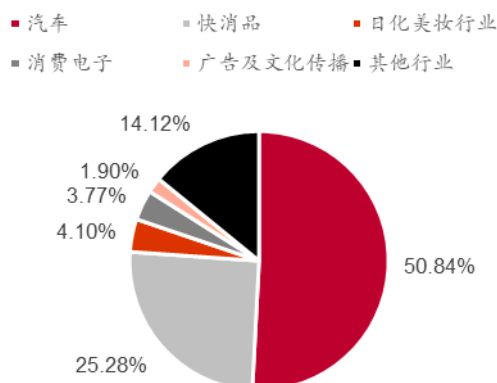
- **汽车、快消品行业特征与体验营销相契合，该两行业在电声股份客户占比高达75%。**2018年电声股份汽车、快消类客户占比分别为50.84%和25.28%。**(1) 试乘试驾是消费者购车的必要环节。**汽车品牌主将试乘试驾作为广泛应用的售前营销环节。通过体验试乘试驾，消费者能够直接了解车辆性能，激发购买意向，增强购买信心。**(2) 体验是快消品购买决策中的重要影响因素。**快速消费品可替代性较强、同质化产品多；消费者直接接触、体验产品，可以有效地提高消费者对特定产品的感受，建立与产品的情感联系，从而促进消费者的购买决策。
- **行业景气度回升有望提振广告主投放需求。**(1) 国内汽车销量从2018年7月以来同比增速一直为负，在一定程度上影响了公司汽车行业广告主的营销投放。进入2019年Q3以来降幅有所收窄，10月同比下滑4.00%，增速较上月降幅收窄1.15个百分点。我们预计汽车行业景气度回升有望带动汽车品牌主的营销投放；(2) 国内社零增速持续放缓，2019年10月同比增长7.2%，增速较上月下滑0.5个百分点。当前国潮品牌影响力不断提升，品牌之间竞争日益激烈，对于营销服务的需求不断加大。并且消费者在购买产品时更加注重品牌的情感需求、场景需求，促使品牌主更重视体验营销带来的品牌价值的塑造与提升。

图表 26：广告主对于体验营销有效性的评价



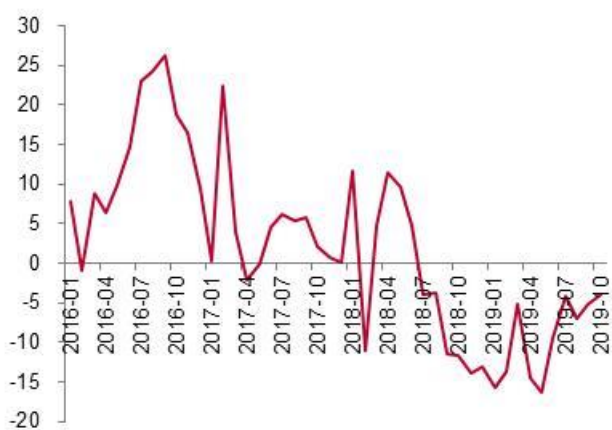
来源：胜三咨询、中泰证券研究所

图表 27：电声股份广告主的行业占比



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 28：中国汽车销量当月同比 (%)



来源：中汽协、中泰证券研究所

图表 29：中国社会消费品零售总额当月同比 (%)



来源：国家统计局、中泰证券研究所

VR 等新技术赋能体验营销，全国布局可复制性较强

- **VR 技术带来的高沉浸感与实时互动与营销的要求高度契合。**VR 营销的优势在于：1) 沉浸感唤起情感共鸣，场景与视频体验结合有效引导消费需求；2) 实时互动提供深层次交互可能，在参与中零距离感受品牌，带来更高转化率；3) 解决定制化问题，可供消费者模拟实装效果；4) 新技术带来的新奇感能唤起消费者关注。根据汽车之家数据，在 VR/AR 汽车营销体系中，UV 线索到销售线索的转化提高了 5 倍以上，用户真实到店及购车的转化率提升了一倍以上。我们认为 VR 体验营销不是传统注重声量的大众传播，而是代表着新型的追求个人化、定制化的个性传播，这与广告主当前追求精准化、定制化的投放需求相符，VR 体验营销未来发展可期。
- **电声股份已经成功在汽车营销上引入 VR 技术。**公司在车展、体验设备、试乘试驾等业务中均已有引入 VR 技术的成功案例。公司运用 VR 技术为一汽集团打造的车展体验设备获“2017shop! 大中华区大奖赛-数字互动体验-银奖”；沃尔沃 CBD 场地试驾项目获得第 18 届 IAI 国际广告奖-代理组-案例类-汽车营销类-金奖等多个奖项。
- **公司拟通过募投项目继续强化在 VR/AR 体验营销上的优势。**公司上市后拟将部分募集资金投入 VR/AR 体验营销解决方案，改变传统体验营销只使用物料搭建营销场景的方式，采用 Unity3D 引擎定制开发场景内容，提高消费者群体的交互效果和娱乐体验；同时公司拟新打造 15 家 VR 体验店，推广 VR 技术运用范围。
- **公司搭建了覆盖全国的营销场景执行网络，覆盖面广，可复制性高。**公司目前已经在全国设立了 11 个营销区域中心，34 家分公司，成功在 300 余个地级市，近 1200 个县级市，数万个零售终端和销售网点展开体验营销活动。2018 年公司累计完成超过 7000 场汽车品牌营销活动、超过 300 万场快消和消费电子促销活动。我们认为公司庞大的线下执行网络一方面可以帮助客户品牌下沉并进一步挖掘消费者群体购买力，另一方面也为公司提供大量线下流量收集触点，收集消费行为数据，帮助品牌商进行更精准的消费洞察和投放营销项目产业化可复制性较强。

图表 30：电声股份体验营销业务中运用 VR 技术的典型项目

服务类别	项目名称	服务内容	活动效果
车展	一汽集团S/AB级车展	公司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。	项目打造了专属一汽集团的大型互动体验设备，展现了一汽集团的科技实力，吸引消费者前来体验，扩大了车展现场受众面积，提升了一汽集团展台人气；借助VR技术，打造沉浸式体验场景，有效提升消费者体验感。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。
车展	东风本田B/C/D级车展	项目覆盖全国站点，为东风本田提供车展展具设计制作、运输及搭建、现场运营等活动。	项目以真车为改造基础，打造了多种规格的VR驾驶体验设备，设计专属互动游戏，完成了对东风本田不同级别的车展活动的全覆盖，使各个城市的消费者均能深度参与互动体验。
体验设备	东风日产“智能城市”、“翼装飞行”项目	项目提供了多款应用先进OLED高清透视技术、电子踏板的体验设备，推出了行业首个大型场景式AR互动智能设备。此外，采用大型机械臂和VR技术，并配合翼装飞行造型为消费者提供模拟山区、高空的虚拟飞行体验。	2017年，项目吸引客流量超过46万，设备体验次数超过18万次，接待媒体超过500家，媒体访谈超过60场，飞行道具在模拟的过程中，刺激体验者视觉、听觉、触觉等多种感官，并搭建虚拟场景，从多维度帮助消费者感受东风日产汽车核心技术。
试乘试驾	沃尔沃CBD场地试驾项目	项目为沃尔沃提供大型商圈试乘试驾道具的设计制作、运输及搭建、现场运营等活动。运用全景式VR设备及个性化试乘试驾道具，让消费者实现深度体验。	项目打造了独特的双环形体验展具，设计了滚轴路段、颠簸路段、交叉轴路段、侧坡路段，对越野场景进行了深度模拟。项目获得第18届IAI国际广告奖-代理组-案例类-汽车营销类-金奖等多个奖项。

来源：招股说明书、中泰证券研究所

IPO 募投项目：升级执行网络，强化体验营销技术壁垒

- 公司此次 IPO 拟发行不超过 4233 万股，募集资金 4.8 亿元将全部用于主营业务相关项目及补充营运资金。项目将进一步强化在公司体验营销领域的优势，并提升内部管理能力。具体来看，项目将为公司提升以下几方面：

 - 升级公司原有的体验营销执行网络，扩大业务规模。公司将在广州、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，形成更广泛的业务覆盖网络，提高区域活动价值。
 - 促进体验营销数字化，丰富体验营销手段。公司拟投资的营销数字化致力于将云计算、大数据、VR/AR 等科技手段运用于营销领域，借助科技手段围绕消费者构建消费新场景、完善丰富线下体验营销手段，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；二是为线下和线上营销领域的衔接提供平台及载体。
 - 提升管理水平，降低运营成本。公司拟投建的信息化管理平台能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，减少人员投入，降低运营成本；另一方面，公司可以通过提高预算管理、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。
 - 补充流动资金。对营运资金的补充将帮助公司减少现金流压力，保障业务发展。

- 我们认为项目的实施完成将强化公司在体验营销领域的优势，实现客户规模的扩大、客户粘性的提升和内部管理能力的加强，提升公司的市场竞争力和盈利能力。

图表 31：电声股份 IPO 募投项目详情

序号	项目名称	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	19201.03	19201.03
2	营销数字化解决方案及大数据运营平台建设项目	15954.08	15954.08
3	信息化管理平台建设项目	3941.09	3941.09
4	补充流动资金	9000	9000
	合计	48096.2	48096.2

来源：招股说明书、中泰证券研究所

横向比较：毛利率、净利率领先行业，应收账款周转率仍需提升

- 我们对比了电声股份及广告营销行业的其他可比公司——如科达股份、蓝色光标，省广集团等——的财务表现，对比发现，电声股份受益于其体验营销这一核心业务的高毛利率模式，带动其整体 ROE 水平较高；同时公司营收增速表现良好，期间费用率情况逐年改善。具体来看：
- **营收增速处于行业中上游，净利润增速处于行业下游。**公司近三年来平均营收增速达 30.44%，处于行业中上游；净利润增速为 11.94%，处于行业下游。
- **毛利率、净利率领先行业。**电声股份三年来平均毛利率达 24.11%，平均净利率达 8.24%，均为行业领先水平。主要原因在于其核心业务以线下营销为主，在媒体投放等成本上低于其他营销行业公司。
- **期间费用率逐年下降，应收账款周转率处于行业下游。**公司平均三年期间费用率为 11.57%，处于行业中游，但呈逐年下降趋势。公司近三年平均应收账款周转率为 2.35，处于行业下游，主要是因为公司车展业务收入确认模式导致的收入确认和款项入账时间差所致。
- **高净利率支撑较高的 ROE 水平。**与行业其他公司相比，电声股份 ROE 处于行业上游。拆分来看，电声股份财务杠杆较行业公司不明显，总资产周转率受应收账款和收入确认影响同样较低，但受益于其核心商业模式，公司净利率情况高于同行业公司，最终支撑了 ROE 的优质表现。

图表 32：电声股份营收增速 (%) 处于行业中上游

营收增速	2016	2017	2018	算术平均
科达股份	190.67	34.79	50.05	91.84
蓝色光标	47.58	23.64	51.69	40.97
电声股份	15.30	35.24	40.78	30.44
华扬联众	28.14	23.77	30.81	27.57
分众传媒	18.38	17.63	21.12	19.04
省广集团	13.36	3.48	7.26	8.03

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 33：电声股份净利润增速 (%) 处于行业下游

净利润增速	2016	2017	2018	算术平均
蓝色光标	789.39	-64.03	66.28	263.88
省广集团	15.06	-114.5	349.13	83.22
科达股份	232.11	19.50	-41.17	70.15
分众传媒	31.37	34.30	-3.03	20.88
华扬联众	28.39	23.44	-6.33	15.17
电声股份	-35.65	41.18	30.30	11.94

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 34：电声股份毛利率 (%) 处于行业上游

毛利率	2016	2017	2018	算术平均
分众传媒	70.44	72.72	66.21	69.79
电声股份	26.88	23.57	21.89	24.11
蓝色光标	21.66	18.20	11.72	17.19
省广集团	18.12	12.21	14.34	14.89
科达股份	14.89	12.44	10.03	12.45
华扬联众	11.94	11.22	11.54	11.57

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 35：电声股份净利率 (%) 处于行业上游

净利率	2016	2017	2018	算术平均
分众传媒	43.55	49.72	39.81	44.36
电声股份	8.21	8.57	7.93	8.24
科达股份	5.79	5.14	2.01	4.31
蓝色光标	5.60	1.63	1.78	3.00
省广集团	6.39	-0.90	2.09	2.53
华扬联众	1.51	1.51	1.08	1.37

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 36：电声股份期间费用率 (%) 处于行业中游

期间费用率	2016	2017	2018	算术平均
科达股份	5.85	5.71	6.06	5.87
华扬联众	9.05	8.50	7.99	8.51
省广集团	9.01	9.13	9.49	9.21
电声股份	13.33	10.97	10.41	11.57
蓝色光标	17.70	16.06	9.41	14.39
分众传媒	22.24	19.94	19.78	20.65

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 37：电声股份应收账款周转率处于行业下游

应收账款周转率	2016	2017	2018	算术平均
省广集团	4.40	4.49	5.03	4.64
分众传媒	4.70	4.67	3.73	4.37
科达股份	4.28	3.92	4.26	4.16
蓝色光标	2.87	2.74	3.82	3.14
华扬联众	2.72	2.78	2.92	2.81
电声股份	2.22	2.27	2.55	2.35

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 38：电声股份资产负债率 (%) 处于行业上游

资产负债率	2016	2017	2018	算术平均
分众传媒	32.78	32.12	24.31	29.74
电声股份	30.49	35.79	39.16	35.15
科达股份	47.97	42.15	39.35	43.16
省广集团	47.69	46.95	40.20	44.95
蓝色光标	64.45	62.08	61.95	62.83
华扬联众	83.34	74.39	78.38	78.70

来源：Wind、中泰证券研究所

图表 39：电声股份 ROE (%) 处于行业上游

ROE	2016	2017	2018	算术平均
分众传媒	70.71	65.40	47.39	61.17
电声股份	19.82	21.28	22.78	21.29
华扬联众	16.41	13.74	10.07	13.40
科达股份	10.32	9.01	4.32	7.88
蓝色光标	13.27	3.84	6.22	7.78
省广集团	16.03	-3.61	3.64	5.35

来源：Wind、中泰证券研究所

行业估值与公司发行价

- 电声股份作为一个体验营销服务型公司，兼具广告代理和媒体的属性。我们选取目前已经上市的广告行业相关公司做同行业相对估值对比，目前行业平均估值对应 2019 年约为 25 倍。公司发行价格 10.20 元，对应 2018 年为 23 倍 PE。

图表 40：可比上市公司估值表

上市公司	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润			EPS			PE		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
分众传媒	5.96	874.80	58.23	19.48	31.26	0.40	0.13	0.21	14.90	45.85	28.38
华扬联众	16.78	38.77	1.28	1.63	2.04	0.56	0.71	0.89	29.96	23.63	18.85
蓝色光标	5.31	132.27	3.89	5.04	5.88	0.16	0.23	0.27	33.19	23.09	19.67
科达股份	4.56	60.45	2.62	2.82	3.35	0.21	0.25	0.31	21.71	18.24	14.71
省广集团	2.10	139.67	1.85	2.06	2.30	0.11	0.12	0.13	19.09	17.50	16.15
行业平均									23.77	25.66	19.55

来源：Wind、中泰证券研究所

风险提示

下游行业景气度变化风险

- 营销行业的下游涉及汽车、快速消费品、电子产品等多个行业，与该等下游行业的营销需求密切相关。品牌商所处行业的发展状况直接影响其营销预算，从而间接影响营销行业的发展和公司的经营状况。如果品牌商自身经营遇到挑战，或宏观经济运行出现较大幅度的波动，则将对公司的经营业绩产生一定影响。

客户集中度较高风险

- 报告期各期，公司前五大客户的收入占公司当期营业收入的比例分别为

52.46%、46.10%和 46.89%，客户集中度相对较高。如果主要客户因其自身所处行业经营状况发生重大变化或自身经营不善等原因而大幅降低开展营销传播的相关预算，或者因公司不能巩固和提高综合竞争优势导致关键客户流失、不能持续拓展客户数量、稳定客户关系并扩大业务规模，公司的经营业绩将在一定程度上受到影响。

募投项目不达预期风险

- 公司本次发行的募集资金将投向体验营销服务升级扩容建设项目、营销数字化解决方案及大数据运营平台建设项目、信息化管理平台建设项目以及补充流动资金等与主营业务相关的项目。若项目完成后由于技术开发的不确定性、人才缺乏及市场变化等等原因，导致不能达到预期的目标，可能会影响项目的投资回报和公司的预期收益。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。