

艾德韦宣集团 (09919.HK)

泛时尚数据互动营销集团，持续探索多元业务布局

艾德韦宣：国内领先的泛时尚数据互动营销集团。公司正式成立于2013年，是中国领先的泛时尚品牌数据互动营销集团，业务覆盖体验营销服务、数字新营销服务和IP拓展三大板块，与CHANEL、DIOR、LV等国际顶尖品牌维持超12年的合作关系，覆盖品牌数超500家。根据灼识咨询报告，2020年公司是大中华区最大的体验营销服务提供商，市场占有率达7%。根据公司公告，2021H1公司实现营业收入3.9亿元/+436.5%，净利润3550万元，疫情后扭亏，净利润率达到了10.0%。

营销解决方案万亿市场：高奢品牌重体验营销、数字营销多元转型；大众品牌营销需求稳健增长。营销解决方案提供商位于市场价值链的第二环节，根据灼识咨询，2018年大中华营销解决方案服务市场规模8906亿元、此前4年CAGR约9.3%，其中数字营销、体验营销市场规模分别占43.5%、4.0%，为重要组成部分。当前细分来看：1) 高奢品牌受益于消费升级、Z世代&千禧一代强劲购买力、消费回流整体市场高增、品牌营销投入高企，其营销开支2019年达285亿元，其中体验营销为重要组成部分（占据高奢营销市场规模36.5%），且相比其他营销模式，格局更加集中；数字营销模式多元化转型，抖音、KOL等新渠道及方式备受青睐，且线上线下联动扩容；2) 大众消费营销需求同样稳健增长，至2018年，国内大众等品牌营销解决方案服务市场数字营销/体验营销/公共关系规模分别为3784亿/278亿/311亿元，此前4年CAGR分别为27.2%/12.3%/12.8%。

公司：创意、团队、经验领先，卡位高奢品客户，线上线下整合再拓展，主业规模有望稳健增长。1) 团队结构稳定。多名高管深耕行业多年，采用合伙人制激发团队活力。2) 客户粘性高。深耕行业，拥有多人创意团队且积累多年行业经验并具备线上线下一站式整合营销布局，与多个高端品牌达成稳定合作关系。3) 全整合营销凸显优势。作为少数能够提供线上线下全整合营销的营销服务提供商，通过活动前线上宣传造势、线下活动举办触达消费者、活动后线上二次发酵形成二次传播，整合营销效果突出。奢侈品+国潮趋势兴起，我们预测，2021-2023年高奢及国潮营销投入有望达到千亿，公司作为高端品牌营销服务领军者，营销业务收入有望稳健增长。

顺应趋势、借助优势，探索多元营销布局；新业务布局不断拓展，IP业务疫情后有望恢复、贡献增量。公司顺应市场趋势，体验营销板块布局与领先MCN机构成立合营公司共同负责直播电商业务，并新签约多位艺人扩张抖音直播电商版图；成立泛时尚MCN业务品牌Avant Plus，专注于明星达人的商务经纪与社交平台运营业务，与香港置地、复星时尚合作，布局元宇宙业务，不断挖掘业务新增长点，赋能商业闭环。此外，IP业务疫情后有望恢复、贡献增量。

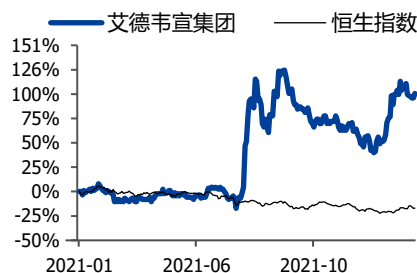
投资建议：公司作为国内领先的泛时尚数据互动营销公司，团队经验丰富、客户基础稳固、线上线下全整合优势凸显；其高奢体验营销业务相对同行具备优势，并凭借原有品牌商及人员积累，顺应营销线上化、多元化趋势，全渠道整合、不断加码，业绩有望稳定增长；并进行元宇宙布局，不断挖掘业务新增长点，有望赋能商业闭环。我们预计公司2021-2023年分别实现归母净利润8634万元/1.2亿元/1.5亿元，分别同比+268.7%/34.2%/27.5%。预计2022-2023年EPS为0.15、0.20元/股，当前股价对应PE分别为9/7倍，由于公司后续增长中枢维持在约

买入（首次）

股票信息

行业	广告及宣传
前次评级	
1月26日收盘价(港元)	1.67
总市值(百万港元)	1,258.71
总股本(百万股)	753.72
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	0.37

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

研究助理 毕筱琛

执业证书编号：S0680121030013

邮箱：bixiaoqing@gszq.com

相关研究

30%，参考同行对应 2022 年业绩给予目标价 2.8 港元，对应 2022 年 15 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：客户因不可抗因素流失；疫情反复、阻碍线下活动开展；行业竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	662	458	957	1,230	1,534
增长率 yoy (%)	-3.3	-30.8	109.0	28.6	24.7
归母净利润（百万元）	30	23.4	86.3	115.9	147.7
增长率 yoy (%)	-19.3	-21.8	268.7	34.2	27.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.04	0.03	0.11	0.15	0.20
净资产收益率 (%)	56.7	6.8	20.0	22.0	22.3
P/E（倍）	33.4	42.8	11.6	8.6	6.8
P/B（倍）	13.9	2.7	2.2	1.7	1.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 1 月 27 日收盘价

内容目录

1、艾德韦宣：领先的泛时尚品牌数据互动营销集团	6
2、营销解决方案万亿市场：高奢品牌重体验营销、数字营销多元转型；大众品牌营销需求稳健增长	9
2.1. 营销解决方案万亿市场，体验、数字营销占据重要组成部分	9
2.2. 高奢品牌市场高速发展，体验营销需求重，数字营销多元化转型，线上线下联动扩容	10
2.2.1. 高奢品牌市场高速发展，驱动营销解决方案需求扩容	10
2.2.2. 相对大众品牌，高奢品牌体验营销需求更强，大型服务具备一定入门门槛	11
2.2.3. 高奢品牌数字营销多元方式转型，与线下体验联动扩容	12
2.3. 大众消费营销需求同样稳健增长，与高奢推广方式存在差异	15
3、公司：创意、团队、经验领先，卡位高奢品客户，线上线下整合再拓展，主业规模有望稳健增长	16
3.1. 合伙人制稳定团队结构，多年行业经验助力公司发展	16
3.2. 客户粘性高，与多个高奢品牌达成稳定合作关系	17
3.3. 线上线下全整合营销，协同效应增强营销效果	18
3.4. 奢侈品高增，本土品牌及国潮添砖加瓦，营销业务有望维持稳定增长	19
4、顺应趋势、借助优势，探索多元营销布局	20
4.1. 借助时尚资源，数字营销板块扩张抖音直播电商业务+MCN 业务	20
4.2. 进行元宇宙布局，有望打造商业模式闭环	21
5、新业务布局不断拓展，IP 业务疫情后有望恢复、贡献增量	22
6、盈利预测	23
7、投资建议	25
8、风险提示	25

图表目录

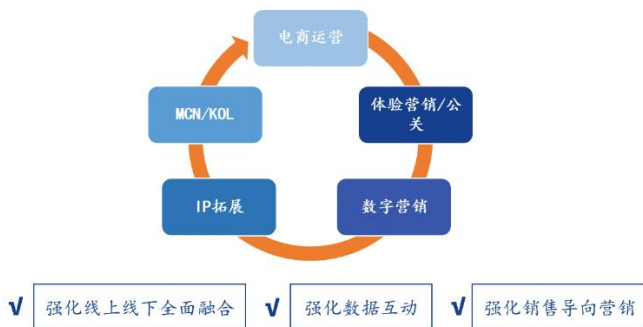
图表 1：公司是领先的泛时尚品牌数据互动营销集团	6
图表 2：公司与多个顶尖时尚品牌合作超过 12 年	6
图表 3：2021 年 7 月与愿景娱乐达成合作，布局直播电商业务	6
图表 4：体验营销服务贡献主要营收	7
图表 5：公司主要客户（个数）来自时装及珠宝领域	7
图表 6：公司以体验营销为基础，业务多元布局	7
图表 7：公司盈利能力不断提高	8
图表 8：数字营销与品牌推广业务毛利率较高	8
图表 9：销售及分销开支占主要支出	8
图表 10：销售及分销开支中员工成本占比最大	8
图表 11：公司股权结构相对集中，创始人为控股股东	9
图表 12：营销解决方案提供商位于市场价值链的第二环节	10
图表 13：营销解决方案服务市场规模将超万亿	10
图表 14：数字营销市场占比稳定增长	10
图表 15：多因素驱动下中国奢侈品市场规模高速增长	11
图表 16：中国在世界奢侈品市场中地位愈发重要	11
图表 17：以 LV 和 PRADA 为例，其营销费率中枢在 10%	11
图表 18：高端及奢侈品营销开支（亿元）稳健增长，疫情后强势恢复	11
图表 19：线下体验营销为激发消费者奢侈品购买兴趣的最重要方式	12
图表 20：中国高奢品牌体验营销市场稳健增长	12

图表 21: 中国高端及奢侈品牌大型体验营销服务市场相对集中	12
图表 22: 中国高端及奢侈品牌数字营销市场规模高速增长	13
图表 23: 线上平台成为 90 后接触和了解奢侈品重要渠道	13
图表 24: 2020 年直播电商市场领跑电商大盘, 渗透率仅为 8.6%	13
图表 25: 抖音直播 2020 年 GMV (亿元) 高于其他两大平台	13
图表 26: 十大主流直播电商玩家各有特点	14
图表 27: 高奢品牌衍生新经销体系, 体验营销与线下体验联动扩容。	14
图表 28: 大众消费等营销需求市场 (亿元) 同样稳健增长	15
图表 29: 不同类型的品牌推广方式出现差异化发展	15
图表 30: 公司高管团队经验丰富	16
图表 31: 客户数 (个数) 逐年稳定增长	18
图表 32: 客户集中度高, 与大客户维持稳定合作关系	18
图表 33: 跨媒体提供体验营销服务体验	18
图表 34: 公司间营销服务各存特点	19
图表 35: 直播电商业务采取销售分成的合作模式	20
图表 36: 公司新签约三名明星艺人 (左起: 林小宅、关之琳、吕莎)	21
图表 37: 成立 MCN 机构顺应营销数字化趋势	21
图表 38: 元宇宙布局获得先发优势, 与 VR 内容领域领军企业强强联合	22
图表 39: 体育 IP 发展的行业格局	23
图表 40: 中国体育 IP 市场有发展潜力	23
图表 41: 公司与三大体育赛事 IP 达成合作	23
图表 42: IP 业务受到疫情冲击	23
图表 43: 公司收入拆分及预测	24
图表 44: 行业估值表	25

1、艾德韦宣：领先的泛时尚品牌数据互动营销集团

艾德韦宣：领先的泛时尚品牌数据互动营销集团。公司是中国领先的泛时尚品牌数据互动营销集团，业务覆盖体验营销服务、数字新营销服务和IP拓展三大板块，与CHANEL、DIOR、LV等国际顶尖品牌维持超12年的合作关系，覆盖品牌数超500家。根据灼识咨询报告，2020年公司是大中华区最大的体验营销服务提供商，市场占有率达7%。公司自成立以来，专注为中高端品牌提供营销方案并不断拓展业务领域。2016年取得环法自行车赛和西甲俱乐部的IP独家运营权，正式开展体育IP运营服务，2021年7月与愿景娱乐达成战略合作，布局抖音直播电商领域，2022年1月与为快科技达成战略合作，打通元宇宙营销业务模式。根据公司公告，2021H1公司实现营业收入3.9亿元/+436.5%，净利润3550万元，疫情后扭亏，净利润率达到10.0%。

图表 1：公司是领先的泛时尚品牌数据互动营销集团



资料来源：国盛证券研究所

图表 2：公司与多个顶尖时尚品牌合作超过 12 年

AUDEMARS PIGUET <small>Le Brassard</small>	BLANCPAIN <small>WATCHES CHRONOMETRIQUES SUISSES</small>	BURBERRY	BVLGARI	CARL F. BUCHERER <small>LUIGI BRIO</small>
CHANEL	Chloé	DELVAUX	DIOR	FRED
GIORGIO ARMANI	GUCCI	LOEWE	LOUIS VUITTON	MaxMara
MONTBLANC	PRADA	TIFFANY & Co.	TOM FORD	Van Cleef & Arpels
VERSACE	Audi	BMW	INFINITI	Mercedes-Benz

资料来源：公开发行说明书，国盛证券研究所

图表 3：2021 年 7 月与愿景娱乐达成合作，布局直播电商业务

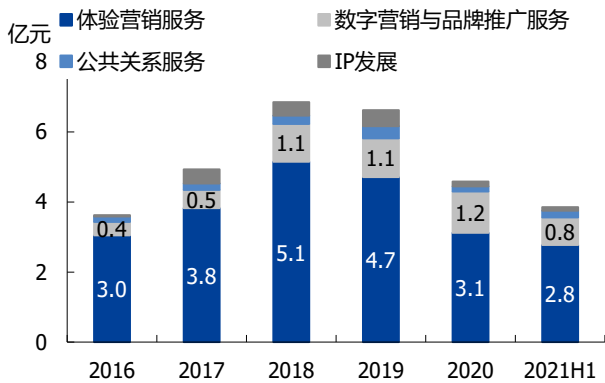


资料来源：公开发行说明书，公司公告，国盛证券研究所

多业务板块驱动收入增长，疫情后表现提升。2016-2018年公司收入高速增长，收入CAGR为37.5%，至2018年实现收入6.8亿元；2019年公司短期战略放弃收入高但毛利率水平低的汽车客户导致整体收入下滑至6.6亿元；2020年疫情影响线下活动，公司实现收入4.6亿元。疫情后有所恢复，2021H1公司实现收入3.9亿元，两年CAGR为18.8%。

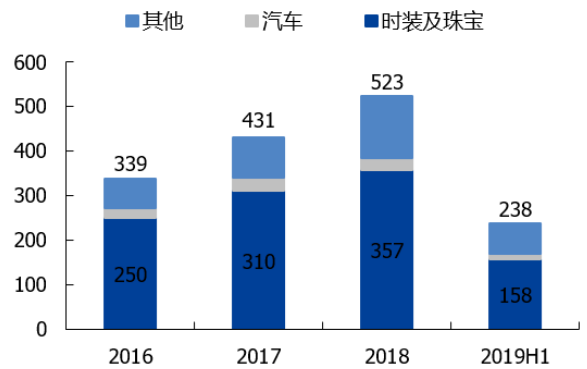
分品类看，2021H1 体验营销、数字营销收入分别占比 72.0%、20.3%，为公司最核心的业务板块。分客户来看，公司主要客户来自时装及珠宝领域。

图表 4：体验营销服务贡献主要营收



资料来源：公开发行说明书，公司公告，国盛证券研究所

图表 5：公司主要客户（个数）来自时装及珠宝领域



资料来源：公开发行说明书，公司公告，国盛证券研究所

1) **体验营销**：公司业务重心为体验营销服务，主要业务包括线下活动策划和承办、公关、数字化互动；客群主要针对国际高端及奢侈品牌。公司先向客户收取约 30% 的预付款项，活动开始前再收取约 40%，之后于举办时确认经扣除折扣的服务收益，最后结清剩余费用。根据公司公告，2018-2021H1 来自体验营销服务的营业收入分别为 5.1/4.7/3.1/2.8 亿元，2020 年线下活动受到疫情影响导致体验营销收入有所下滑。

2) **数字营销**：公司 2013 年起即布局数字营销，主要包括涉电商运营、广告精准投放等服务，在合约期内向客户收取固定金额并在合约期间确认收益。根据公告，2018-2021H1 来自数字营销与品牌推广服务的收入分别为 1.1/1.1/1.2/0.8 亿元，同比+110.7%/+2.1%/+7.4%/+66.2%。2021 年公司顺应趋势拓展 MCN/KOL 业务，强化业务布局。

3) **IP 运营业务有望贡献中长期增长动力**。目前公司拥有西甲俱乐部独家品牌使用权、环法自行车赛中国品牌赛事举办权并于 2020 年与世界极限运动大会成为战略合作伙伴。通过组织及举办此类事件或活动，公司能够产生①举办的活动的利润分成；②赞助费；③所运营项目的投资收入等。疫情后有望顺应全民健身趋势贡献业务增量。

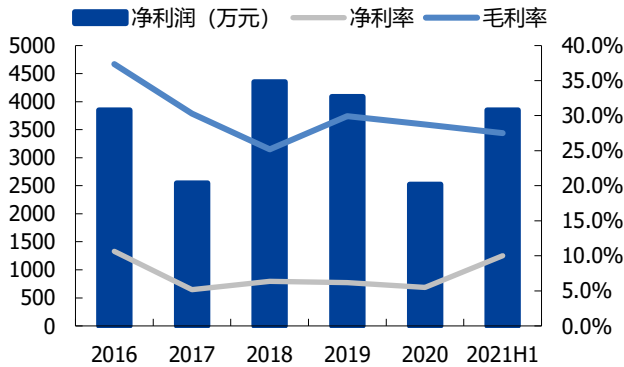
图表 6：公司以体验营销为基础，业务多元布局



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

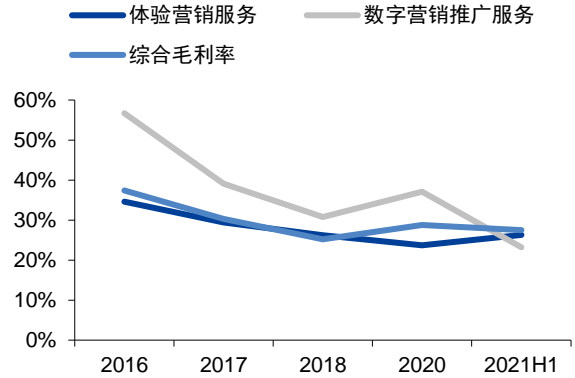
盈利能力整体稳定，疫情后盈利能力有所提升。1) 综合毛利率水平相对稳定。根据公司公告，2018-2021H1 公司整体毛利率分别为 25.2%/29.9%/28.7%/27.5%，维持相对稳定。其中体验营销服务毛利率中枢维持在约 26%；数字营销推广业务毛利率相对较高，2020 年毛利率为 37.1%。2) 销售及分销开支为公司主要费用。根据公司公告，2018-2021H1 销售及营销费用率分别 9.7%/11.6%/13.3%/8.4%，主要包括员工成本、经营开支及差旅住宿开支，其中员工成本占比达到 90%以上且占比逐年上升。3) 疫情后盈利能力提升。根据公司公告，2018-2021H1 的净利润分别为 0.44/0.41/0.25/0.38 亿元，净利率分别为 6.4%/6.2%/5.5%/ 10.0%，疫情前净利率水平稳定，疫情后得益于公司较强的费用控制能力，整体盈利能力有所提升。

图表 7：公司盈利能力不断提高



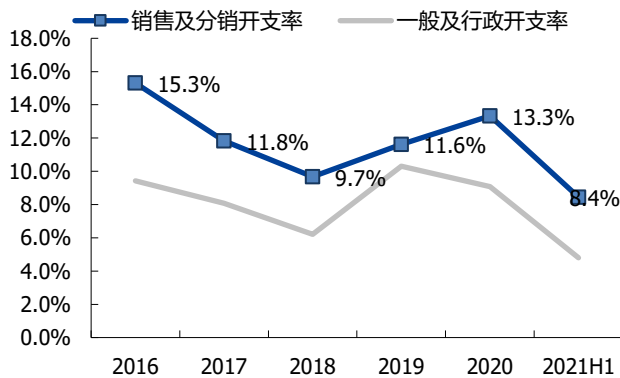
资料来源：公开发行说明书，公司公告，国盛证券研究所

图表 8：数字营销与品牌推广业务毛利率较高



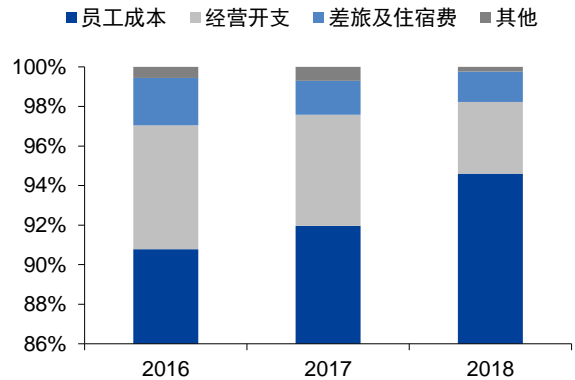
资料来源：公开发行说明书，公司公告，国盛证券研究所

图表 9：销售及分销开支占主要支出



资料来源：公开发行说明书，公司公告，国盛证券研究所

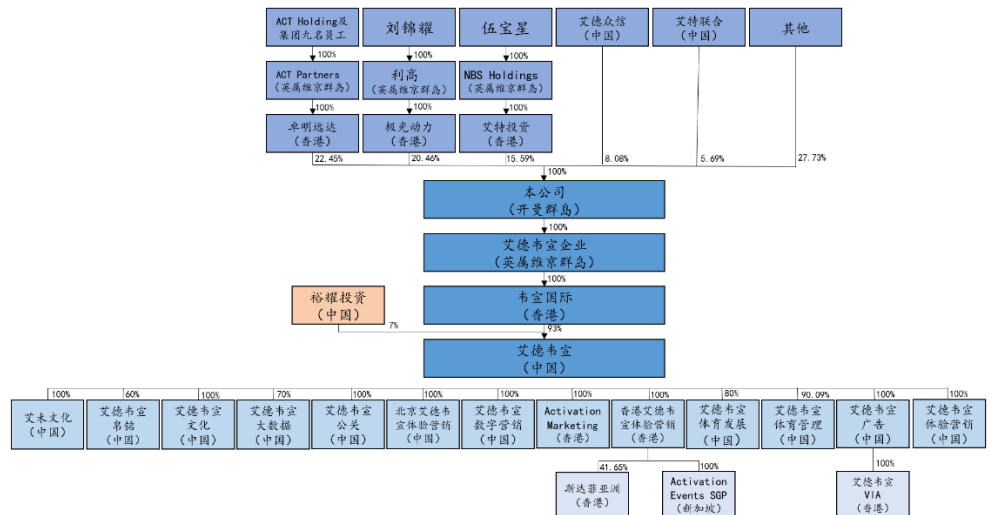
图表 10：销售及分销开支中员工成本占比最大



资料来源：公开发行说明书，国盛证券研究所

公司股权结构相对集中，创始人为控股股东。截至 2021H1，公司前三大股东 ACT Holdings、刘锦耀、伍宝星持股占比分别为 22.45%、20.46%、15.59%，合计约 58.5%，股权结构相对集中。ACT Holdings 所持有于 ACT Partners 的股份由一名专业受托人为公司执行董事、高级管理层及其他主要人员利益以全权信托持有。创始人刘锦耀先生为控股股东，拥有 20 余年的行业及管理经验，负责公司整体策略发展及领导业务发展。

图表 11: 公司股权结构相对集中, 创始人刘锦耀、伍宝星为控股股东



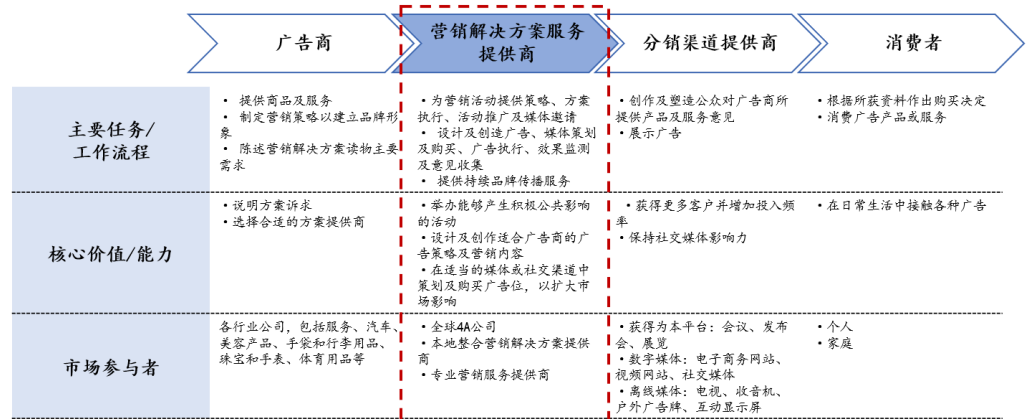
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2、营销解决方案万亿市场：高奢品牌重体验营销、数字营销多元转型；大众品牌营销需求稳健增长

2.1. 营销解决方案万亿市场，体验、数字营销占据重要组成部分

营销解决方案提供商位于市场价值链的第二环节，为客户提供营销方案、举办活动等服务。营销解决方案服务旨在建立品牌形象、提升品牌知名度及吸引新客户等一系列的推广方式和活动，根据服务类型，整个市场可分为四类：①体验营销：通过举办节目、派对、发布会、展览等线下活动来推广产品或提供服务；②数字营销：利用各类数字媒体来产生强大影响力；③公共关系：帮助品牌广告商制定传播计划以增强目标消费者的品牌理解力及忠诚度；④普通营销：通过报纸、电视等传统营销渠道帮助客户推广产品及提升品牌形象。营销解决方案提供商负责市场价值链的第2环节，负责设计及创作适合广告商的营销策略及营销内容、在适当的媒体渠道中策划及购买广告位、以及举办带来积极公共影响的活动。根据服务类型，提供商可分为整合型和专业型：整合型提供全方位营销服务，通常整合各类推广渠道；专业型则专注于特定类型营销服务，主要服务提供商包括创意代理、媒体购买代理、公共关系代理、制作公司等。

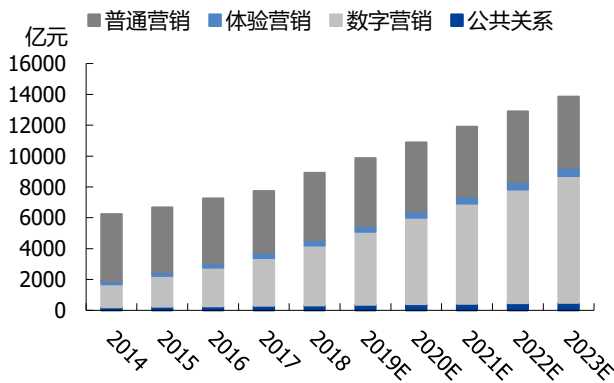
图表 12: 营销解决方案提供商位于市场价值链的第二环节



资料来源:灼识咨询,国盛证券研究所

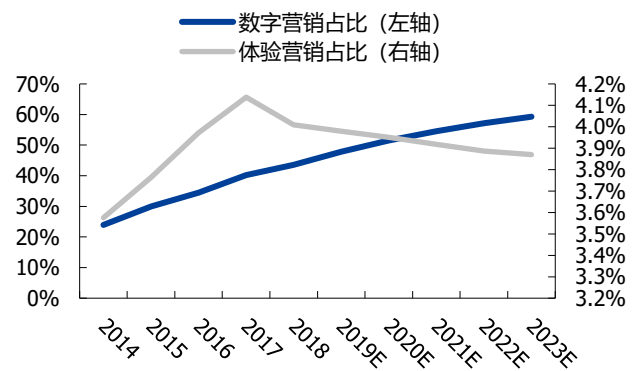
营销解决方案市场规模将超万亿,数字营销、体验营销占据重要组成部分。随着上游品牌广告商的需求增加,营销解决方案市场规模稳健增长。根据公开发行说明书,按营销开支计,大中华营销解决方案服务市场的规模由2014年的6237亿元增长至2018年的8906亿元,四年CAGR为9.3%。预计到2023年将增至1.4万亿元,2018-2023年的CAGR为9.2%。其中,时代与新技术的革新推动数字营销生态发展,在多个层面帮助品牌营销实现跨越,营销线上化趋势加强,数字营销2018年市场规模达到3876亿元,占比为43.5%;体验营销2018年市场市场规模为357亿元,市场规模占比稳定在4%左右。

图表 13: 营销解决方案服务市场规模将超万亿



资料来源:灼识咨询,国盛证券研究所

图表 14: 数字营销市场占比稳定增长



资料来源:灼识咨询,国盛证券研究所

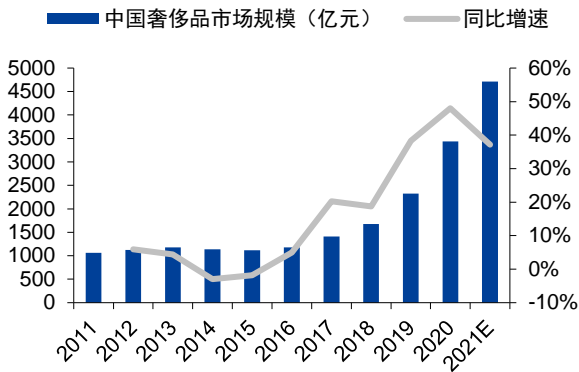
2.2. 高奢品牌市场高速发展, 体验营销需求重, 数字营销多元化转型, 线上线下联动扩容

2.2.1. 高奢品牌市场高速发展, 驱动营销解决方案需求扩容

多因素驱动中国奢侈品市场快速发展。①国内人均消费支出持续增长, 消费者购买力和财富水平不断提升; ②Z世代和千禧代的购买力强劲, 引领奢侈品消费。根据贝恩, 千禧一代从消费人数、GMV上占天猫奢侈品时装与生活方式品类的70%。③疫情下消费回

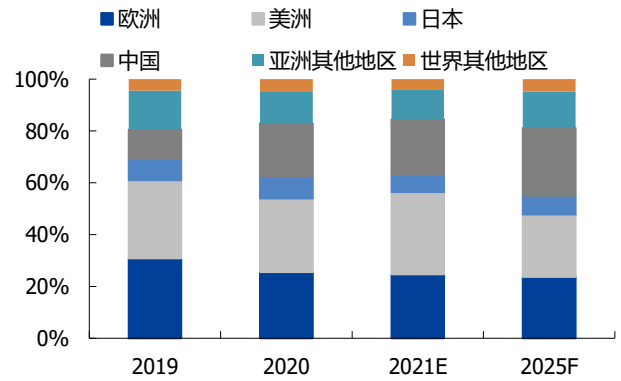
流，推动国内奢侈品市场强劲增长。多因素驱动下我国奢侈品市场迅速增长，根据贝恩公司及天猫奢品中心数据，预计中国境内个人奢侈品市场 2021 全年有望同比+36%达到近 4710 亿元。从全球范围来看，中国境内市场占全球奢侈品消费总额的比重略有增长，从 2020 年的约 20% 上升至 2021 年的 21% 左右，预计增长趋势延续，至 2025 年，中国境内市场都有望成为全球最大的奢侈品市场。

图表 15: 多因素驱动下中国奢侈品市场规模高速增长



资料来源: 灼识咨询, 贝恩, 国盛证券研究所

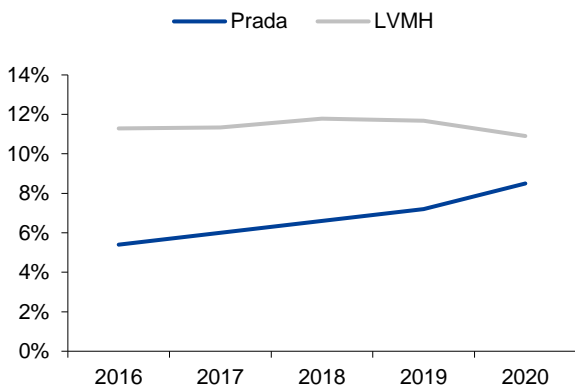
图表 16: 中国在世界奢侈品市场中地位愈发重要



资料来源: 贝恩, 国盛证券研究所

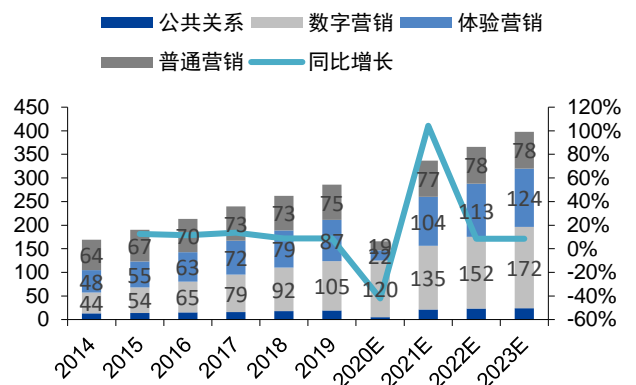
品牌营销投入稳定，催生高奢品牌营销解决方案市场增长。中国奢侈品市场空间广阔且持续高增；同时高奢品牌重视品牌建设，其营销投入稳定：根据 LV、PRADA 财报，其营销费用中枢维持在约 10%，催生高奢品牌营销解决方案市场增长。根据灼识咨询数据，中国高奢品牌营销开支由 2014 年的 169 亿元增至 2019 年的 285 亿元，CAGR 为 11.1%，预计到 2023 年将以 CAGR 8.6% 增至约 397 亿元。

图表 17: 以 LV 和 PRADA 为例，其营销费用率中枢在 10%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 高端及奢侈品营销开支 (亿元) 稳健增长, 疫情后强势恢复



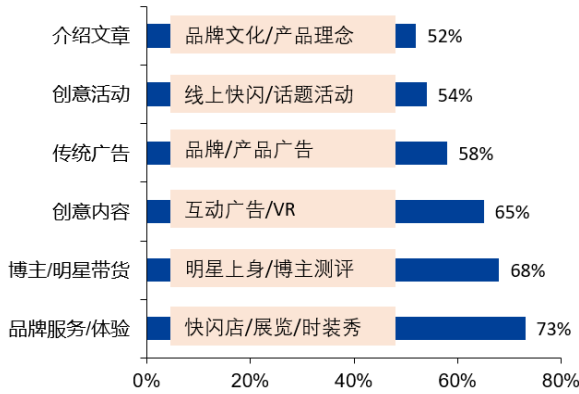
资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

2.2.2. 相对大众品牌，高奢品牌体验营销需求更强，大型服务具备一定入门门槛

体验营销为高奢品牌触达消费者重要渠道，相对大众品牌需求更强。高奢品牌体验营销服务包括时装表演、新产品发布会等大型体验营销服务以及快闪活动、现场直播活动等小型体验营销。线下体验营销所带来的时尚感、创意性能够有效激发消费者的兴趣，为高端与奢侈品牌与用户互动，建立品牌形象的重要手段。根据 BCG 及腾讯营销洞察，线下快闪、展览、时装秀等活动最能够激发 90 后对于奢侈品的兴趣。由此决定体验营销在

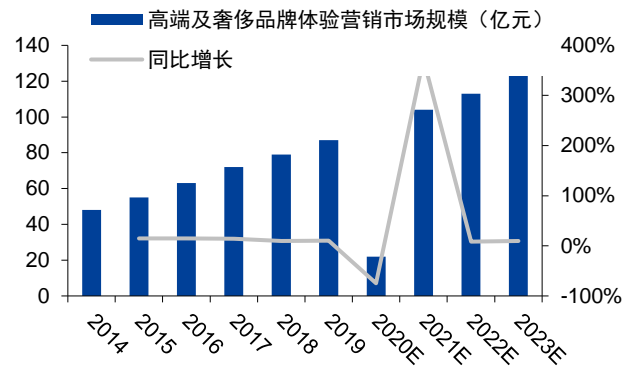
高端及奢侈品牌营销中的地位相对于大众品牌更为重要。根据灼识咨询，2019年高端及奢侈品牌体验营销规模为87亿元(占营销开支比重为30.5% VS 全部品牌占比4.0%)，2014-2019年复合增速为12.6%，市场规模稳健增长；预计疫情后强势复苏，2021年市场规模为104亿元。中国高奢品牌体验营销主要客户可来自汽车、服饰、鞋履、手袋和行李用品、手表和珠宝及美容等行业。

图表 19: 线下体验营销为激发消费者奢侈品购买兴趣的最重要方式



资料来源: BCG, 腾讯营销洞察, 国盛证券研究所

图表 20: 中国高奢品牌体验营销市场稳健增长



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

对比数字营销及公共关系，高奢品牌体验营销服务市场存在进入壁垒，集中度相对较高。由于体验营销活动的执行质量标准较高、执行程序复杂，需要服务商能够获取及整合足够业务资源，包括媒体报导、保安、运输、餐饮、装饰、材料采购、一般助理等多方人士的聘请，并需要劳工、场地及设备等高资金成本投入以组织活动，市场参与者须预留现金以应付短期现金流需要。因此高奢品牌的体验营销服务市场进入门槛相对其他营销服务业务较高，一般由领先市场参与者进行，因其经验丰富的人才拥有强大管理能力、交付优质及有效营销解决方案能力，并于项目执行时对制作细节控制能力较佳。根据公开发行说明书，中国高端及奢侈品牌大型体验营销服务市场相对集中，按收益计，2018年五大领先参与者市场份额约为19.0%(数字营销CR5=4.6%、公共关系CR5=11.2%)，其中艾德韦宣位列第一，2018年收益约为5亿元，市占率6.3%，预计2020年市占率达到约7%。

图表 21: 中国高端及奢侈品牌大型体验营销服务市场相对集中

排名	公司	收益 (亿元)	市场份额
1	本集团	5	6.3%
2	公司 A	3.5	4.4%
3	公司 B	3	3.8%
4	公司 C	2.5	3.2%
5	公司 D	1	1.3%

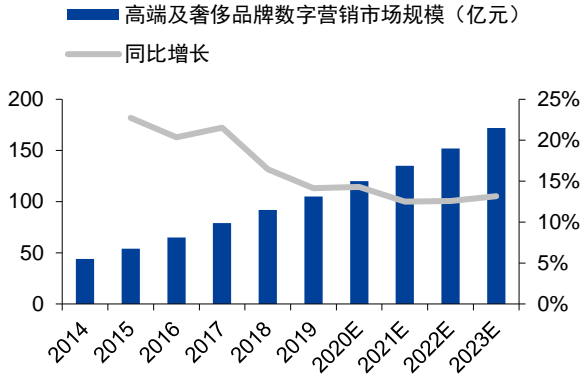
资料来源: 公开发行说明书, 国盛证券研究所

2.2.3. 高奢品牌数字营销多元方式转型，与线下体验联动扩容

线上渠道成为高奢品牌触达消费者的重要渠道，其数字营销市场快速增长。数字营销提供商所提供的服务类型包括电子商务营销、搜索引擎营销、社交媒体营销、视频营销等。当下Z世代为奢侈品主流购买群体、千禧一代购买力逐步增强，根据BCG及腾讯营销洞察，微信平台、内容社交和短视频平台成为与线下门店并行的90后消费者接触和深入了

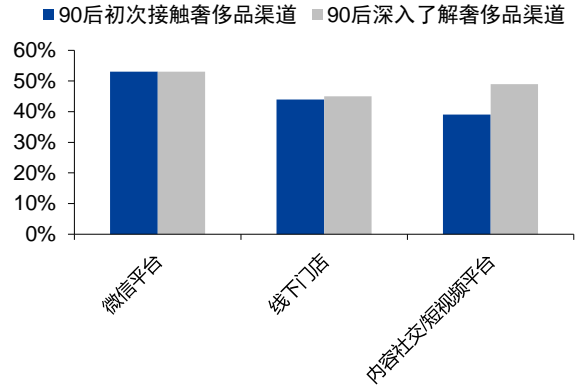
解奢侈品的最为重要的渠道，从需求端推动高端及奢侈品牌数字营销规模高速增长。根据灼识咨询，高端及奢侈品牌数字营销的营销开支 2019 年达到 105 亿元，过去五年复合增速为 19.0%。预计高端及奢侈品牌数字营销的营销开支将按复合年增长率 13.1% 增长，到 2023 年将达 172 亿元。

图表 22：中国高端及奢侈品牌数字营销市场规模高速增长



资料来源：灼识咨询，天猫奢品中心

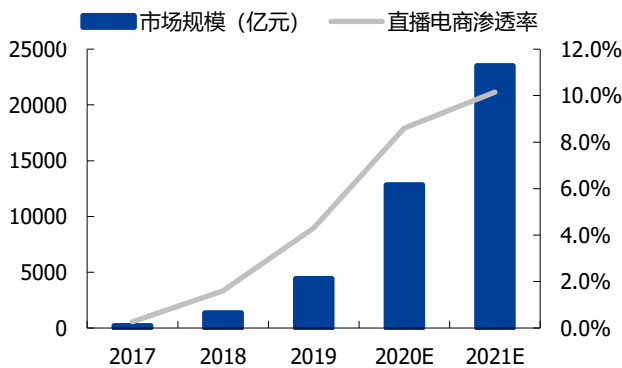
图表 23：线上平台成为 90 后接触和了解奢侈品重要渠道



资料来源：BCG，腾讯营销洞察，国盛证券研究所

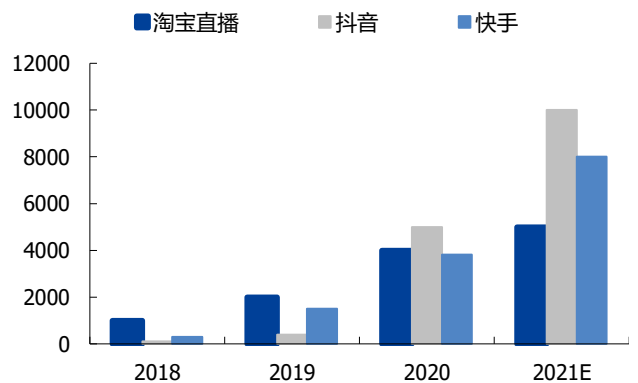
数字营销多元方式转型：KOL 实现准确触达潜在消费者，直播电商渗透率持续增加，抖音直播电商有强发展潜力。 1) 在公域营销中，社交媒体平台成为消费者获取资讯的重要来源，KOL（关键意见领袖）通过一定的权威博得特定人群信任，依赖其社交影响力更准确接触潜在消费者，位列广告主倾向的营销方式中的第一梯队，根据《2022 中国数字营销趋势报告》，目前 KOL 投放的数字化应用水平仅在 30%-40% 之间，发展空间巨大。2) 直播电商经历 2016-2018 年三年的沉淀后，2019 年迎来爆发期，现在成为电商市场常态化的营销方式与营销渠道，根据网经社《2021 年（上）直播电商市场数据报告》，2020 年直播电商交易规模达 1.29 万亿元，年增速高达 189.6%，但市场渗透率仅为 8.6%，仍存巨大增量空间。3) 抖音电商自 2020 年中起航，定位“兴趣电商”，兴趣推荐技术连接商品内容及潜在客户，成为越来越多品牌和商家的长期阵地，从平台占有率来看，根据中国消费者协会发布的《直播电商购物消费者满意度在线调查报告》，使用淘宝直播的消费者占比为 68.5%，其次为抖音直播和快手直播，用户占比分别是 57.8% 和 41.0%；从市场成交额来看，抖音直播 GMV 均高于其他两大平台，根据前瞻产业研究院，2020 年抖音直播电商 GMV 超 5000 亿元，高于淘宝和快手。

图表 24：2020 年直播电商市场领跑电商大盘，渗透率仅为 8.6%



资料来源：网经社，国盛证券研究所

图表 25：抖音直播 2020 年 GMV (亿元) 高于其他两大平台



资料来源：网经社，国盛证券研究所

图表 26: 十大主流直播电商玩家各有特点

平台	淘宝直播	京东直播	苏宁直播	多多直播	抖音	快手	B 站	小红书	微博	腾讯直播
平台属性	电商	电商	电商	社交+电商	社交+内容	社交+内容	内容社区	种草基地	社交+内容	社交+内容
流量来源	公域流量	公域流量	公域流量	私域/公域投放的广告	偏公域	偏公域	公域+私域	公域+私域	偏公域	私域流量
KOL 属性	头部主播集中	垂直化主播培育	暂无头部主播	暂无头部主播	头部主播较集中	头部主播较分散	目前小范围测试	头部 KOL 不出众	头部主播较集中	以商家店铺直播为主
商品属性	淘宝体系内全品类	京东电商全品类	苏宁易购优势品类	百元以上的中高端产品为主	美妆+服装百货	百元内低价商品为主	内容电商+直播带货	美妆类为主	非标品类为主	由线下店铺的商品
带货模式	商家自播、明星直播、达人直播、模式兼具	帮助主播、专业内容+品质供应链	达人、店铺直播兼具，以店面、原产地直播为特色	定位更偏向于工具，以店铺直播为核心	短视频+直播带货种草转化	达人直播、打榜、连麦等	以视频种草为主	直播+笔记	话题人搜+直播+名人背书	公众号+小程序+直播

资料来源: 网经社, 国盛证券研究所

高奢品牌衍生新经销体系，体验营销与线下体验联动扩容。在传统经销模式下，时尚品牌的营销方式以媒体广告投放、服装走秀、时尚活动等为主；新经销体系中 KOL、小程序、直播等成为时尚品牌开展营销和销售的新渠道，缩短了用户从认知到购买的路径，帮助品牌实现数字化营销。高端奢侈品牌在线下举办的各类营销活动有助于互动体验、知识分享及品牌文化学习，促进更多线上流量；线上流量及数据分析可提供更多的定制支持及推广线下活动。通过将二者结合作为市场策略，品牌不再仅使用线下店铺作为零售空间，将扩展其在线市场份额、重视电商业务，为其品牌及产品提供更多可能，线上线下平台的有效结合将成为营销解决方案市场的未来趋势，体验营销与线下体验联动扩容。

图表 27: 高奢品牌衍生新经销体系，体验营销与线下体验联动扩容。

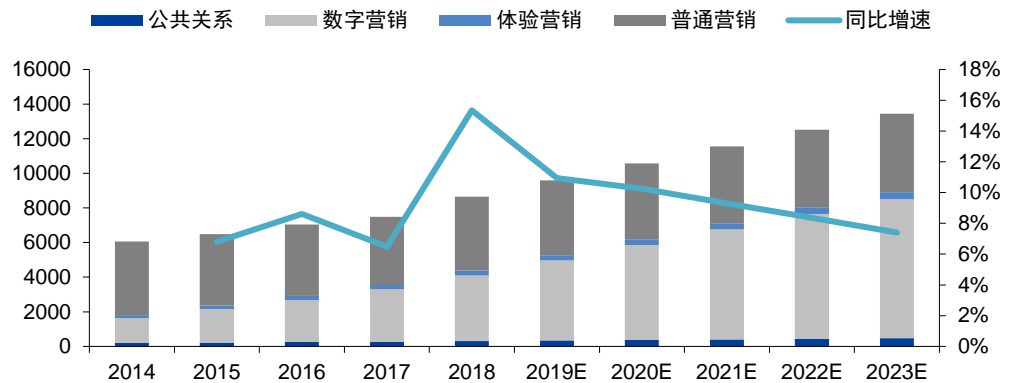


资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

2.3. 大众消费营销需求同样稳健增长，与高奢推广方式存在差异

大众消费营销需求同样稳健增长。根据公开发行说明书，按营销开支计大中华大众等品牌营销解决方案服务市场的规模由2014年的6068亿元增至2018年的4271亿元，CAGR为9.2%。预计未来市场规模持续稳健增长，2023年达到1.3万亿元，2018-2023年的CAGR为9.2%。其中，数字营销高速增长，2018年市场规模达到3784亿元，2014-2018年CAGR为27.1%，预计未来五年CAGR仍达到16.3%；体验营销及公共关系市场维持稳健增长，2014-2018年分别以12.3%、12.8%复合增速增长至278、311亿元，预计未来增长中枢维持在8%。而普通营销市场则维持稳定。

图表 28：大众消费等营销需求市场（亿元）同样稳健增长



资料来源：公开发明说明书，国盛证券研究所

从营销方式看：不同类型品牌因受众、经销体系的差异，营销体系出现差异化发展。1) 高奢品牌凭借知名度优势和头部名人明星推广，在内容营销中保持领先地位，根据 GuestMobile, 2021年1-7月份，奢侈品内容提及占比超过41.9%，远超中端时尚(29.5%)、大众消费(21.8%)和轻奢(6.8%)；2) 以阿迪达斯、优衣库为首的中端时尚品牌在小程序端表现优异；3) 国产大众消费品在直播电商中领先，其余领域持续突破。

图表 29：不同类型的品牌推广方式出现差异化发展

品牌类型	营销特征	内容营销	小程序	直播电商
奢侈品	凭借品牌知名度和头部名人明星推广，在内容营销中保持领先地位	强	弱	弱
轻奢潮流	在内容营销中表现较好，其他营销类型则缺少亮点	中	弱	弱
中端时尚	以阿迪达斯、优衣库为首的品牌在小程序端表现优异	中	强	弱
大众消费	在直播电商中领先，其余领域均表现出持续增长和模式突破	中	中	强
国产品牌	内容营销平台与外资形成区隔，小程序用户规模增速快，直播电商发展迅猛	中	中	强
外资品牌	在内容营销和小程序运营中有大量投入，效果明显，直播电商有明显落后	强	强	弱

资料来源：QuestMobile，国盛证券研究所

3、公司：创意、团队、经验领先，卡位高奢品客户，线上线下整合再拓展，主业规模有望稳健增长

3.1. 合伙人制稳定团队结构，多年行业经验助力公司发展

团队结构稳定，多名高管深耕行业多年。公司的若干管理层在营销行业拥有多年经验，高管团队的行业知识、丰富经验、对市场的透彻了解及与客户、供应商及业务伙伴所建立的深厚关系，使得公司能够评估市场趋势及客户需求，并有效地评估及管理客户。公司采用合伙人制，多名高管都为公司股东，通过其持续参与、效力、表现及能力，不断为公司创造新的成就，从而激发团队活力。

图表 30：公司高管团队经验丰富

姓名	职位	履历
刘锦耀	执行董事&联席主席&行政总裁	1998年6月-2008年8月，Coca Cola China Limited 助理品牌经理 2000年9月-2001年10月，Promoduck Dotcom Limited 业务经理 2001年12月-2008年4月，戴尔（中国）亚太及日本地区市场营销总监 2008年5月至2013年12月，艾博思韦宣创办合伙人及董事，该公司从事体验营销服务 2014年1月，加入艾德韦宣商务咨询团队，艾博思韦宣停止从事提供体验营销
伍宝星	执行董事&联席主席&运营总监	2006年8月至2007年2月，新科宝业有限公司二级工程师 2007年9月至2010年10月，盛世企业（香港）投资总监 2010年11月起，艾博思韦宣董事 2013年11月，成立艾德韦宣商务咨询
刘慧文	执行董事&体验营销事业部总经理	1993年6月-1999年9月，在一家媒体及零售公司取得客户管理经验 1999年9月-2009年6月，在香港及北京的营销公司任职积累营销经验 2011年6月-2013年12月，艾博思韦宣董事 2014年1月，任体验营销事业部总经理
陈伟彬	执行董事&体验营销事业部总经理	1996年1月-2000年7月，为旭通广告香港有限公司副客户总监 2001年7月-2007年12月，中国盛世长城国际广告（广州分公司）高级客户总监 2008年1月-2013年12月，艾博思韦宣物业创办合伙人及董事 2014年1月，任体验营销事业部总经理
周琦	体育发展及体育管理总经理	1999年9月-2008年6月，联邦快递（中国）业务发展经理 2008年6月-2009年7月，华特迪士尼（上海）时装配饰事务经理 2009年9月-2013年12月，艾博思韦宣业务发展总监 2014年1月，艾德韦宣业务发展总监 2017年6月，艾德韦宣体育发展及体育管理总经理
包一峰	公关总经理	1996年7月-2002年7月，于一家物业管理公司任职积累管理经验 2002年7月-2013年12月，艾德韦宣公关主理合伙人 2014年1月，艾德韦宣公关总经理
黄念雯	数字营销及公关总经理	1998年7月-2000年3月，溢星财经高级客户主任 2000年3月-2000年10月，Business Pace Asia Limited 企业联系经理 2000年10月-2001年1月，Marketo.com Limited 企业联系经理 2001年1月-2004年4月，奥美行销传播高级顾问 2004年4月-2006年6月，无添加化妆品公司营销经理

		2006年6月-2009年7月, Fairton Management Company Limited 高级营销传播经理
		2009年9月-2011年6月, 威富(亚洲区)高级营销经理
		2011年9月-2012年6月, 历峯亚太有限公司兰姿亚太营销总监
		2012年8月-2014年12月, 韦宣国际执行董事
		2014年1月, 香港艾德韦宣体验营销执行董事
		1997年9月-1999年8月, 从事语音录制系统的公司工作于项目管理方面累计经验
		1999年9月-2008年9月, 思动科技项目经理
蔡伟棠	数字营销总经理	2008年10月-2010年11月, 上海凯异文化传播技术总监
		2011年1月-2013年12月, 艾博思韦宣技术总监
		2014年1月, 艾德韦宣数字营销总经理
		1998年9月-2000年4月, 于物业开发商工作积累营销经验
		2000年4月-2012年8月, Serious Staging Limited 制作总监
		2012年9月-2013年9月, Serious Events Limited 制作总监
		2014年1月, 香港艾德韦宣体验营销总经理
		1993年4月-2004年6月, 在两家活动设计及制作的公司工作及担任活动制作的自由职业
		技术顾问累积活动技术制作经验
Jeremy Mark Shaw	中国香港及新加坡体验营销事业部总经理	2008年9月-2012年8月, Serious Staging Limited 技术总监
		2012年9月, Serious Events Limited 高级技术总监
		2014年1月, 香港艾德韦宣体验营销总经理

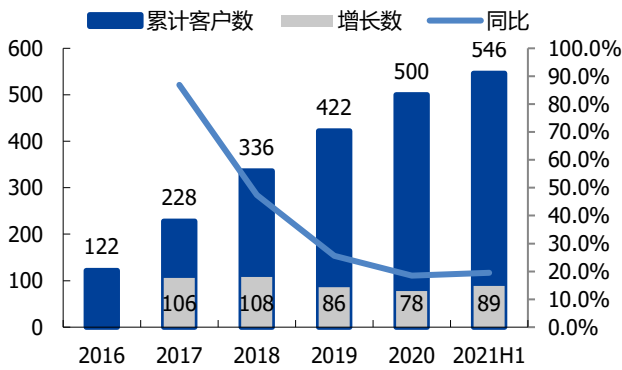
资料来源: 公开发行说明书, 国盛证券研究所

3.2. 客户粘性高, 与多个高奢品牌达成稳定合作关系

公司伴随各奢侈品牌成长, 多维度树立竞争优势。公司自 2009 年成立以来开始沉淀品牌, 陪伴各高端市场品牌在中国的成长, 并跟随品牌中国总部设立办公室, 增强沟通效率并强化合作关系, 目前在上海、北京的办公室分别负责奢侈时尚品牌、汽车品牌的体验营销业务。多因素进一步稳固与各品牌长期的合作关系: ①根据公司 2020 年年报, 公司 274 名员工中, 91 名员工负责体验营销业务、111 名员工负责数字营销与品牌推广业务, 满足客户对娱乐及定制内容的需求; ②大多数高奢品牌依赖有过合作关系的体验营销服务提供商, 能证明服务提供商对品牌理念的深刻理解和良好的品牌关系, 能够更高效地执行新项目, 故公司与 90% 的客户维持长期合作, 客户数逐年稳定增长。公司的累计品牌客户数量已由 2016 年的 122 个增至 2021H1 的 500 个以上, 其中时尚品牌资源占比超 80%; ③公司提供线下活动、线上营销等一站式服务, 协同增强营销效果并满足一站式营销需求。

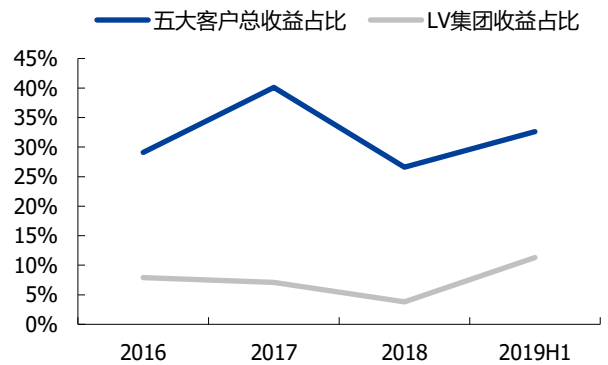
客户集中度高, 与大客户长期稳定合作成就高客户粘性。公司客户集中度高, 根据公开发行说明书, 2016-2019H1, 来自五大品牌客户的收益占比分别为 29.1%/40.1%/26.6%/32.6%, 其中最大品牌客户分别贡献约 7.9%/17.4%/8.5%/11.3% 的收益。公司虽未与客户签订长期体验营销合约, 但与多个品牌客户保持长期良好的合作, 从公开发行说明书中的数据来看, 公司前五大客户的业务关系几乎维持五年左右, 其中 LV 集团在业绩记录期内收益贡献均在前五大客户之列。大多数国际高端及奢侈品牌不会将大型活动交与未合作服务商, 公司与大量的现有客户建立的稳定关系赢得业内良好声誉, 有望吸引更多新客户, 持续不断扩大业务规模。

图表 31: 客户数 (个数) 逐年稳定增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 客户集中度高, 与大客户维持稳定合作关系



资料来源: 公开发行说明书, 国盛证券研究所

3.3. 线上线下全整合营销, 协同效应增强营销效果

线上+线下全整合, 提高营销效率和营销效果。公司的体验营销服务在线下为品牌举办时装秀、发布会、展览等活动, 再利用整合营销解决方案实施跨媒体营销活动。在活动前, 公司的数字营销与品牌推广服务通过微信、微博等各渠道提供活动前推广; 活动中, 提供现场互动服务, 如活动 RSVP 及登记系统及互动营销体验; 活动结束后, 团队还可提供通过授权收集数据编制的参与及行为分析报告。体验营销的内容在线上形成二次关注和传播, 极大提高营销效率和营销效果。以为路易威登集团举办的时装秀为例, 除了在线下举办千人规模的活动外, 公司还在微博、抖音、小红书平台开始讨论话题, 引爆线上营销效果, 根据各 APP 数据, LV 春夏 21 男装秀的微博相关话题阅读量为 15.8 亿, 话题讨论次数达 1119.8 万, 抖音平台播放量达到 9716.2 万次; LV 春夏 22 女装秀的微博相关话题阅读量为 15.4 亿, 话题讨论次数达 1675.1 万, 抖音平台播放量达到 3540.1 万次。

图表 33: 跨媒体提供体验营销服务体验



资料来源: 国盛证券研究所

营销市场参与者众多, 仅公司可同时提供线上线下营销服务。公司作为大中华区排名第一的体验营销服务提供商, 近年来不断布局数字营销板块业务, 并与业内 MCN 机构达成战略合作, 是国内少数能够同时进行线上线下全整合营销的公司, 而业内竞争对手仅从事线上或线下营销活动。1) 线上营销: ①蓝色光标: 公司为在大数据和社交网络时代为企业智慧经营全面赋能的营销科技公司, 利用“技术+创意”驱动数字营销; ②宝尊电商: 代运营行业龙头, 通过自建电商策略系统和大数据营销系统, 精准识别消费者需求, 提供全链路的数字营销服务; ③值得买: 在“什么值得买”消费平台内容的基础上, 由新平台“星罗”&“有助”负责营销服务板块业务, 商品与媒体匹配的全链路服务(即人货匹配服务)实现精准营销。2) 线下体验营销: ①Endeavor Group: 全球名人体育和品牌

代理公司，下设专门的活动和体验部门，每年在全球各地举办从“纽约时装周”到伦敦海德公园“冬季仙境”年会等近千场活动，但缺少数字营销能力。

图表 34: 公司间营销服务各存特点

	艾德韦宣	蓝色光标	宝尊电商	值得买	Endeavor Group
客户主要行业领域	时装及珠宝等时尚品牌、汽车等	游戏、电商、互联网及应用、汽车、高科技产品、消费品、房地产及金融等	服饰、3C 数码、美妆/快消、家电/食品保健品、家居建材、互联网金融、汽车	电商类、餐饮、家电、美妆等	服饰、体育、地产等
业务板块	数字营销与品牌推广、公共关系	全案推广服务: 数字营销、公共关系、活动管理等	服务费模式: IT 解决方案、网店运营、 数字营销及客户服务	营销服务: 人货匹配业务及代运营业务	体育: 拥有 UFC 在内的体育品牌, 举办赛事, 运营体育 IP
	体验营销服务	全案广告代理: 数字广告、出海广告等各类广告投放	经销模式	消费内容服务	活动和体验: 举办线下体验营销活动
	公共关系服务	海外公司业务: 为品牌提供国际化传播业务	寄售模式	消费数据	代理: 名人经济业务
营销特点	线上线下全整合营销	“内容、技术+服务”, 出海业务营收占比较大	代运营行业龙头, 自有系统精准实现消费者需求, 提供全链路营销服务	“星罗”&“有助”平台开启营销服务板块, 人货匹配业务占据赛道优势	承办多个大型活动, 自有体育品牌加持

资料来源: 国盛证券研究所

3.4. 奢侈品高增，本土品牌及国潮添砖加瓦，营销业务有望维持稳定增长

为触达中国巨大的消费市场，各类品牌需要迎合消费者需求、跟随最新市场趋势、塑造品牌价值；时尚品牌每年约将 10% 的销售收入作为营销预算。

①高奢品牌在内容营销中处于领先地位。根据弗若斯特沙利文，2021/2022/2023 年中国奢侈时尚产品行业规模达 602/718/847 亿美金，对应营销预算为 380.8/454.2/535.8 亿元；

②全球潮流文化影响力持续攀升，催生潮流市场井喷式发展，浪潮下的中国市场消费潜力不容小觑，为国潮品牌崛起奠定了基础。根据《2019 年中国潮流消费发展白皮书》的数据分析显示，中国原创潮流品牌消费规模占比 15%，相较往年同比增长 3%，且 2017 年全球潮流品牌市场增速达 62%，成交规模达 2000 亿美金，其增速为非潮牌的 3.7 倍。我们预测 2021/2022/2023 年全球潮流市场规模将达到 4167.1/4709.5/5245.7 亿美元，国潮品牌规模占比预计为 22.7%/24.7%/26.7%，对应国潮市场规模为 944.5/1161.7/1398.9 亿美元，对应营销预算为 597.5/734.9/884.9 亿元。

综上，2021-2023 年中国高奢及国潮营销市场规模约为 978.3/1189.1/1420.8 亿元，营

销需求有望稳步增长,公司营销业务有望立足现有优势继续拓展客户,实现稳健增长。

4、顺应趋势、借助优势,探索多元营销布局

4.1. 借助时尚资源,数字营销板块扩张抖音直播电商业务+MCN业务

与业内头部抖音 MCN 机构成立合营公司,开拓直播电商业务。公司在 2021 年 7 月 8 日与国内领先的多媒体展示服务机构愿景娱乐达成战略合作,共同成立合资公司来为奢侈及时尚品牌提供抖音明星直播电商和抖店品牌代运营服务。合营公司采用销售分成的模式,借助公司名人及品牌资源、愿景娱乐在直播电商领域的丰富经验等现有资源,以最低的成本打造新平台,帮助公司在数字营销前沿领域——直播电商领域中的优势,帮助品牌实现营销到销售的闭环。公司仅与明星艺人合作,将中高端品牌商品与艺人连接:

①对于艺人来说,公司将体验营销活动带来的时尚资源与艺人挂靠,并提供约 20%的中高端品牌货源,包括雅诗兰黛、迪奥等多个国际顶尖奢侈品牌,艺人产生与普通 KOL 带货的差距,与公司维持稳定的合作;②对于品牌来说,由艺人进行直播带货的调性较高,特别对于中高端品牌来讲,能够维护品牌基调。根据抖音 APP 及证券日报数据显示,在仅签约陈彦妃、张俪两位明星艺人直播下,截至 10 月 27 日累计抖音电商直播带货 GMV 贡献约人民币 4.12 亿元。

图表 35: 直播电商业务采取销售分成的合作模式



资料来源: 抖音 APP, 公司公告, 国盛证券研究所

市场蓝海广阔,扩大明星红人阵容抢占市场份额。根据网经社的《2021年(上)中国社交电商市场数据报告》,2021年中国社交电商 GMV 将逼近 3 万亿元,其中抖音直播 GMV 将超 1 万亿。公司 5 个月明星直播 GMV 达到近 5 亿元,按年度计仅约占 1% 的市场份额,存在广阔市场空间。根据凤凰网,公司在 2021 年 12 月新增著名港星关之琳、林小宅和微博第一红人吕莎专注抖音直播带货,并增加直播场次;有望助力该业务板块高增。

图表 36: 公司新签约三名明星艺人 (左起: 林小宅、关之琳、吕莎)



资料来源: 搜狐网, 国盛证券研究所

成立 MCN 机构顺应营销数字化趋势。顺应营销线上化趋势, 公司成立泛时尚 MCN 业务品牌 Avant Plus, 专注于明星达人的商务经纪与社交平台运营业务, 通过商务活动、社交媒体宣传等分成获得收入, 在帮助客户推广数字营销的同时, 加强其他业务板块的营销服务的协同效应。

图表 37: 成立 MCN 机构顺应营销数字化趋势



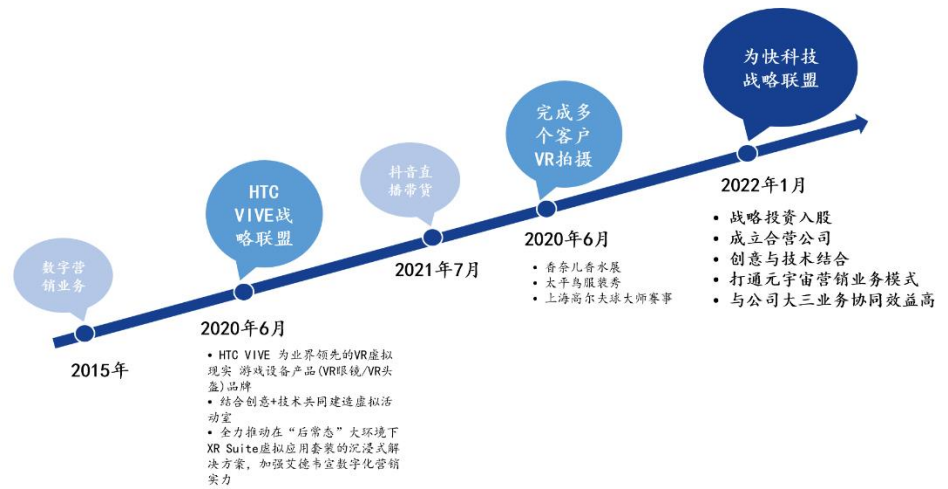
资料来源: 抖音 APP, 国盛证券研究所

4.2. 进行元宇宙布局, 有望打造商业模式闭环

元宇宙布局获得先发优势, 与 VR 内容领域领军企业强强联合。公司早在 2020 年已开始布局 VR 业务, 与业界领先的 VR 虚拟现实游戏设备厂商 HTC VIVE 战略联盟, 全力推动在“后常态”大环境下 XR Suite 虚拟应用套装的沉浸式解决方案, 并加强公司的数字化营销能力; 2022 年 1 月 10 日宣布与中国元宇宙 VR 内容领域领军企业——为快科技达成战略合作, 成立合营公司来打通元宇宙营销业务模式。为快科技拥有专业的 VR 拍摄和制作技术团队, VR 线上平台用户超 1000 万, 专业 CR 创作者超 6 万, 平台已拥有数千小时的优质 VR 内容; 公司作为国内领先的泛时尚数据互动营销公司, 有专业整合营销能力, 特别是体验营销的服务能力。双方优秀队伍优势互补, 技术+创意的强强联

合，有望共同打造泛时尚品牌元宇宙新时代。

图表 38：元宇宙布局获得先发优势，与 VR 内容领域领军企业强强联合



资料来源：Geek Park，凤凰网财经，国盛证券研究所

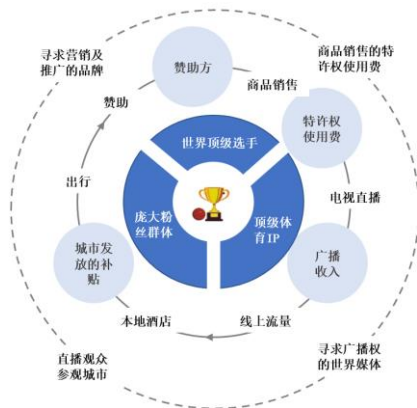
抓住全整合营销优势，有望打造“线上+线下+元宇宙”商业模式闭环。对于公司而言，现有的泛时尚品牌数据互动业务得到补充，集团业务组成将进一步扩大，并且可整合线上线下营销，打造“线上+线下+元宇宙”的商业模式闭环。根据公司公众号，商业模式主要包括：①开创线下沉浸式活动体验，未来公司举办的体验营销活动可通过线下+在线+元宇宙的方式举办，在线下邀请人员参与、通过直播在各大平台实时转播、允许用户在虚拟环境中观看时尚秀、展览；②拓展元宇宙应用，推动数字营销新模式，实行VR广告及宣传，并且可建立直播场景、虚拟偶像等；③推动IP+元宇宙运营新模式，建立IP业务相关的元宇宙生态圈，体育爱好者可在虚拟世界内观看比赛等；④“NFT+元宇宙”通过本身艺术家资源和结合国内NFT平台提供NFT行销项目。元宇宙是巨大的新风口，有潜在的市场空间并进一步推动奢侈品行业市场。据彭博和摩根斯坦利，元宇宙市场规模将会由2020年的4787亿美元激增至2024年的7833亿美元，CAGR达13.1%，有望再将时尚奢侈品市场扩大10%+。公司抓住机会，始终走在营销前沿领域，不断赋能业务增长。

5、新业务布局不断拓展，IP业务疫情后有望恢复、贡献增量

体育市场发展带动中游IP代理服务，疫情恢复后将给公司带来业绩贡献。在整个体育市场IP发展的价值链中，上游为体育活动IP的拥有人，通常是具有庞大观众基础及巨大影响力的赛事主办方；中游为体育IP的代理，负责通过多元化渠道及平台发展及推广体育赛事；下游市场参与者包括广告商、转播权买家、票务公司、商品销售平台、IP发展平台等。体育IP的代理负责活动开发及营销，销售收益包括赞助收益、转播收益、门票销售收益计相关产品开发收益等。全民健身计划（2021-2025年）等来自政府对体育的大力支持和居民健康意识和体育意识提高将令不同市场参与者涌入，从而带动体育IP市场的发展。根据灼识咨询数据，按销售收益计，中国体育IP市场规模由2014年的266亿元增至2018年的505亿元，四年CAGR达17.4%，预计将于2023年达到795亿元，市场存在发展空间。公司在2016年获得西甲俱乐部和环法自行车赛的IP运营权，并于2020年底成为世界极限运动大会的战略合作伙伴。根据公司公告，2018/2019/2020/2021H1来自IP发展的营收分别为3840.4/4521.1/1325.9/1008.8万元。疫情下IP业务

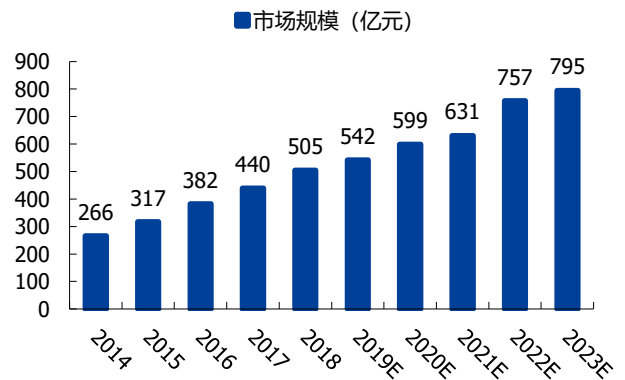
承压，随各大赛事举办逐渐恢复，预计公司IP业务将继续对业绩产生贡献。

图表 39: 体育IP发展的行业格局



资料来源: 公开发行说明书, 国盛证券研究所

图表 40: 中国体育IP市场有发展潜力



资料来源: 公开发行说明书, 国盛证券研究所

图表 41: 公司与三大体育赛事IP达成合作



资料来源: 国盛证券研究所

图表 42: IP业务受到疫情冲击



资料来源: 公开发行说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

不断开拓新业务合作模式，寻求多元化发展。①公司在4月与宝尊电商一起入股复星时尚，成为复星时尚在打造中国时尚生态圈过程中的首选一站式营销平台，倚靠其时尚资源拓展品牌客户群和业务版图。②公司与香港置地集团成立合营公司，负责其位于上海徐汇滨江时尚地产项目的展示中心运营，通过场地赞助费和场地租赁费获取收入，扩大地产与体验营销在各个垂直行业的能力，预计将于2023年产生业绩贡献。

6、盈利预测

收入: 我们预计公司2021/2022/2023年分别实现营业收入9.6/12.3/15.3亿元，分别同比+109.0%/28.6%/24.7%。

1) 体验营销业务: 预计2021年疫情有所恢复之下体验营销业务同比大幅恢复，2021年实现收入6.7亿元，同比+114.1%，预计2022/2023年稳健增长，分别实现营业收入8.3/10.3亿元，同比+25.0%/23.0%。

2) 数字营销业务: 2021年7月,公司新增布局直抖音直播电商板块,于2021年签约陈彦妃、张俪、关之琳、林小宅、吕莎等五位明星主播,预计2021/2022/2023年分别实现GMV 4.8/15.1/24.2亿元,预计公司综合扣点水平为12.5%,其中艺人分成约50%,由此预计直播带货业务有望厚增2021/2022/2023年公司收入2400万元/7551万元/1.2亿元。

此外,预计2021/2022/2023年数字营销与品牌推广服务分别实现营业收入1.9/2.3/2.7亿元,分别同比+60.6%/20.0%/20.0%;公共关系服务分别实现营业收入5536/6644/7972万元,分别同比+278.0%/+20.0%/+20.0%。

3) IP拓展: 预计21/22/23年IP拓展板块分别实现营业收入2018/2623/3410万元,分别同比+52.2%/+30.0%/+30.0%。

图表 43: 公司收入拆分及预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
体验营销								
体验营销收入(百万)	304.3	382.6	514.7	470.8	311.5	666.9	833.7	1024.4
同比		25.7%	34.5%	-8.5%	-33.8%	114.1%	25.0%	23.0%
数字新营销								
数字营销&品牌推广收入(百万)	38.5	51.4	108.2	110.5	118.6	190.5	228.6	274.4
同比		33.4%	110.7%	2.1%	7.4%	60.6%	20.0%	20.0%
公共关系服务收入(百万)	15.6	19.0	23.0	35.3	14.6	55.4	66.4	79.7
同比		21.6%	21.3%	53.2%	-58.4%	278.0%	20.0%	20.0%
直播电商分成收入(百万)						24.0	75.5	12.1
同比							214.6%	60.0%
IP拓展								
IP拓展收入(百万)	3.4	39.6	38.4	45.2	13.3	20.2	26.2	34.1
同比		1072.3%	-2.9%	17.7%	-70.7%	52.2%	30.0%	30.0%
营业收入合计(百万)	361.8	492.5	684.3	661.8	458.0	957.0	1230.5	1534.4
同比		36.1%	39.0%	-3.3%	-30.8%	109.0%	28.6%	24.7%

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

毛利率与费用率: 公司整体毛利率及费用率主要受到新布局直播电商板块收入增长带来的业务结构变化影响。新业务毛利率较高且费用率相对较低,整体带来公司毛利率水平提升和费用率改善。

1) 毛利率: 由于直播电商板块毛利率较高(约50%),其收入占比提升有望拉动公司综合毛利率水平上行,预计公司2021/2022/2023年综合毛利率分别为28.3%/29.2%/29.5%。

2) 费用率:

①销售费用率:预计2021-2023年公司销售费用率分别为8.8%/8.6%/8.4%。

②管理费用率:预计2021-2023年公司管理费用率分别为7.6%/7.2%/6.9%。

综合来看,我们预计公司2021-2023年分别实现归母净利润8634万元/1.2亿元/1.5亿元,分别同比+268.7%/34.2%/27.5%。

7、投资建议

公司作为国内领先的泛时尚数据互动营销公司，团队经验丰富、客户基础稳固、线上线下全整合优势凸显；其高奢体验营销业务相对同行具备优势，并凭借原有品牌商及人员积累，顺应营销线上化、多元化趋势，全渠道整合、不断加码，业绩有望稳定增长；并进行元宇宙布局，不断挖掘业务新增长点，有望赋能商业闭环。我们预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 8634 万元/1.2 亿元/1.5 亿元，分别同比+268.7%/34.2%/27.5%。预计 2022-2023 年 EPS 为 0.15、0.20 元/股，当前股价对应 PE 分别为 9/7 倍，由于公司后续增长中枢维持在约 30%，参考同行对应 2022 年业绩给予目标价 2.8 港元，对应 2022 年 15 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 44：行业估值表

代码	证券简称	每股收益（元/股）			PE		
		2021	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
9991.HK	宝尊电商	-0.05	1.81	2.87	-498	14	9
6988.HK	乐享集团	0.15	0.24	0.34	14	9	7
300058.SZ	蓝色光标	0.30	0.36	0.43	30	25	21
9919.HK	艾德韦宣	0.11	0.15	0.20	12	9	7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：对应 2022 年 1 月 27 日收盘价，未覆盖标的采用 wind 一致预期

8、风险提示

- 1) 客户因不可抗因素流失。**公司客户集中度高，多个长期合作的客户项目规模较大，该部分客户流失将对业绩产生负面影响。
- 2) 疫情反复阻碍线下活动开展。**公司大部分营收来自体验营销服务，需要在线下举办时装秀、发布会等活动，同时 IP 发展业务中体育赛事的举办贡献业绩收入，疫情反复将阻碍各类线下活动举办。
- 3) 行业竞争加剧。**公司处于营销服务行业，市场参与者众多，且新兴数字技术的发展使得新玩法层出不穷。若公司未能跟上行业前沿，在竞争中获得劣势，不能达成客户的营销目标，或会失去现有客户。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com