

2019年05月14日

整合营销

营销：行业新发展，以 MarTech 为方向，正加速迭代

■MarTech 正成为营销行业迭代方向。MarTech 概念源于北美知名博主 Scott，并非单纯的利用技术手段实现营销目标（即传统意义上 AdTech 的概念），它利用技术并运营随之产生的数据资产以实现营销目标，且营销目标关注重点由新用户的获取转移到存量用户运营，表现为用户的精细运营及数据驱动企业增长。根据 Scott 构建的生态图，MarTech 可具分为 Advertising & Promotion（广告/推广）、Content & Experience（内容/体验）、Social & Relationships（互动/关系）、Commerce & Sales（交易）、Data（数据）、Management（管理）六大部分，贯穿于企业业务全链路。

■MarTech 是“AI+营销”纵深发展。增量用户（新用户流入-老用户流出）可拆解为两部分相反的影响因子：新用户的获取及老用户的流失。“AI+营销”关注的重点是影响增量用户的正向因子（新用户流入），而 MarTech 关注的重点是影响增量用户的负向因子（老用户流失）及老用户的 ARPU 值，即存量用户的运营。通过降低老用户流失率并提高老用户付费能力实现企业的持续增长，因此我们认为“AI+营销/智慧营销”的下一发展阶段将为 MarTech，它不仅关注前端的需求（降低新用户获取成本、提高新用户获取效率），更关注后端的需求（降低老用户流失率、提高老用户 ARPU 值）

■国内营销技术正处于从 0 到 1 的发展阶段（“AI+营销”/智慧营销）。目前尚未出现类似用友、金蝶等在 IT 细分领域处于霸主地位的龙头企业，距离构建 MarTech 生态系统存在较大距离。我们认为三类公司将成为建设 MarTech 生态的重要力量，其中第一类公司将成为开拓并引领行业发展的基石力量，解决从 0 到 1 的问题；第二类、第三类公司则在智慧营销发展成熟的基础上细化垂直领域服务生态，并有机会在细分领域发展成为龙头（目前仍有 2-3 年的发展时间窗口期），解决从 1-2 的问题。

- 第一类：拥有海量数据资源及高端技术能力的巨头公司（如 BAT）。该类公司依托自身资源及技术优势发展智慧营销，其开拓出的营销新技术、新形态将引领行业发展方向；
- 第二类：接近业务实体、具备丰富营销服务经验的传统代理型营销公司。该类公司承受转型压力，因接近业务实体可有的放矢的转型升级营销业务，技术化的营销产品/服务更接地气。
- 第三类：细分垂直领域的营销技术公司（如每日互动、极光等）。

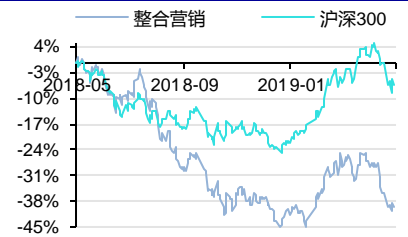
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
首次评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.81	-6.33	-5.42
绝对收益	-9.83	1.50	-11.57

焦娟

分析师

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

相关报告

该类公司技术出身且在垂直细分领域具备较大竞争优势，升级业务顺理成章。

■**投资建议：**具备营销服务能力优势及先进技术能力的营销公司有望在 MarTech 生态构建进程中脱颖而出。关注正积极转型为营销技术方案运营商宣亚国际，建立前中后台一体化管理体系。同时建议关注营销技术公司每日互动、极光、微盟、有赞、数知科技。

■**风险提示：**MarTech 发展速度低于预期、技术投入力度过大对财报短期冲击的风险。

内容目录

1. MarTech 的定义、起源	6
2. 国内营销行业正加速向 MarTech 方向迭代	8
2.1. 流量信仰阶段已过，数据信仰正当时	10
2.1.1. 数字经济上半场：流量信仰	10
2.1.2. 数字经济下半场：数据信仰	12
2.2. 从 0 到 1：智慧营销先行，解决技术基础	13
2.3. 从 1 到 2：MarTech 驱动数字化转型	17
2.3.1. 数据化转型第一步：解决认知问题	17
2.3.2. 数据化转型第二步：掌握第一方数据并盘活数据资产	18
2.3.3. 数据化转型第三步：选择现实且有效的个性化转型方案	18
3. 相关标的梳理	18
3.1. 宣亚国际	18
3.1.1. 公司介绍	18
3.1.2. 财务情况	19
3.2. 每日互动	20
3.2.1. 业务情况	20
3.2.1.1. 移动开发者服务	20
3.2.1.2. 移动互联网营销服务	20
3.2.1.3. 其他数据服务	21
3.2.2. 财务情况	21
3.3. 极光	22
3.3.1. 业务情况	22
3.3.1.1. 开发者服务	22
3.3.1.2. 数据服务	22
3.3.2. 公司财务情况	23
3.4. 中国有赞	24
3.4.1. 业务情况	24
3.4.1.1. 商家服务	24
3.4.1.2. 网上第三方支付服务收入	25
3.4.1.3. 一般贸易	25
3.4.2. 公司财务情况	25
3.5. 微盟集团	26
3.5.1. 业务情况	26
3.5.1.1. SaaS 产品：商业云+营销云+销售云，提供整体解决方案	26
3.5.1.2. PaaS 微盟云平台：为 SaaS 提供协同效应	26
3.5.1.3. 精准营销：一站式移动社交营销解决方案	27
3.5.2. 财务情况	27
3.6. 数知科技	28
3.6.1. 业务情况	28
3.6.1.1. 智慧营销：海内外优势互补，协同效应初显	28
3.6.1.2. 智能通信物联网：依托通信塔设备，助力 5G 时代智慧城市建设	29
3.6.1.3. 数据智能应用与服务业务：提供大数据应用及行业解决方案	29
3.6.2. 财务情况	29

4. 风险提示: 30

图表目录

图 1: “MarTech 5000”生态图 (2019)	6
图 2: 2011-2019 年北美营销技术公司数量及同比.....	7
图 3: 传统广告存在两大割裂.....	7
图 4: 我国营销行业发展路径.....	8
图 5: 企业增长目标拆解.....	9
图 6: 传统营销目标与 MarTech 营销目标的差异.....	9
图 7: 流量获取由轻到重.....	11
图 8: 2013-2016 四家主流信息流广告平台广告刊例价涨幅.....	11
图 9: 流量信仰向数据信仰转变.....	12
图 10: 腾讯新六大事业群架构.....	13
图 11: AI+营销中对用户行为的预测.....	14
图 12: 整合线上线下资源, 实现覆盖全媒体的全场景营销.....	14
图 13: 以用户为中心的全周期 AI+营销.....	15
图 14: 阿里智能营销体系框架.....	16
图 15: 腾讯产品应用框架.....	16
图 16: 宣亚国际最新战略框架.....	19
图 17: 宣亚国际营收增速下滑, 18 年负增长.....	20
图 18: 宣亚国际 2018 年归母净利率明显下滑.....	20
图 19: 毛利率、净利率 18 年下降, 此前相对稳定.....	20
图 20: 宣亚国际 2018 年业务结构.....	20
图 21: 每日互动主要业务情况.....	21
图 22: 每日互动营收快速增长, 增速逐步下降.....	22
图 23: 每日互动三年来归母净利润快速增长.....	22
图 24: 每日互动毛利率、净利率稳步提升.....	22
图 25: 每日互动 2018 年业务结构.....	22
图 26: 极光产品及业务体系.....	23
图 27: 极光营业收入快速增长.....	24
图 28: 极光归母净利润维持亏损.....	24
图 29: 极光毛利率维持稳定, 净利率逐渐改善.....	24
图 30: 极光 2018 年业务结构.....	24
图 31: 中国有赞业务结构.....	25
图 32: 中国有赞营收连续两年增长较快.....	26
图 33: 中国有赞归母净利率出现大幅下降.....	26
图 34: 中国有赞毛利率相对稳定, 净利率波动较大.....	26
图 35: 中国有赞 2018 年主要业务结构.....	26
图 36: 微盟集团业务结构.....	27
图 37: 微盟集团营收增长迅速.....	28
图 38: 微盟集团归母净利润出现大幅下降.....	28
图 39: 微盟集团毛利下降, 净利率 18 年大幅下滑.....	28
图 40: 微盟集团 2018 年业务结构.....	28
图 41: 数知科技 2017、2018 年营收快速增长.....	29

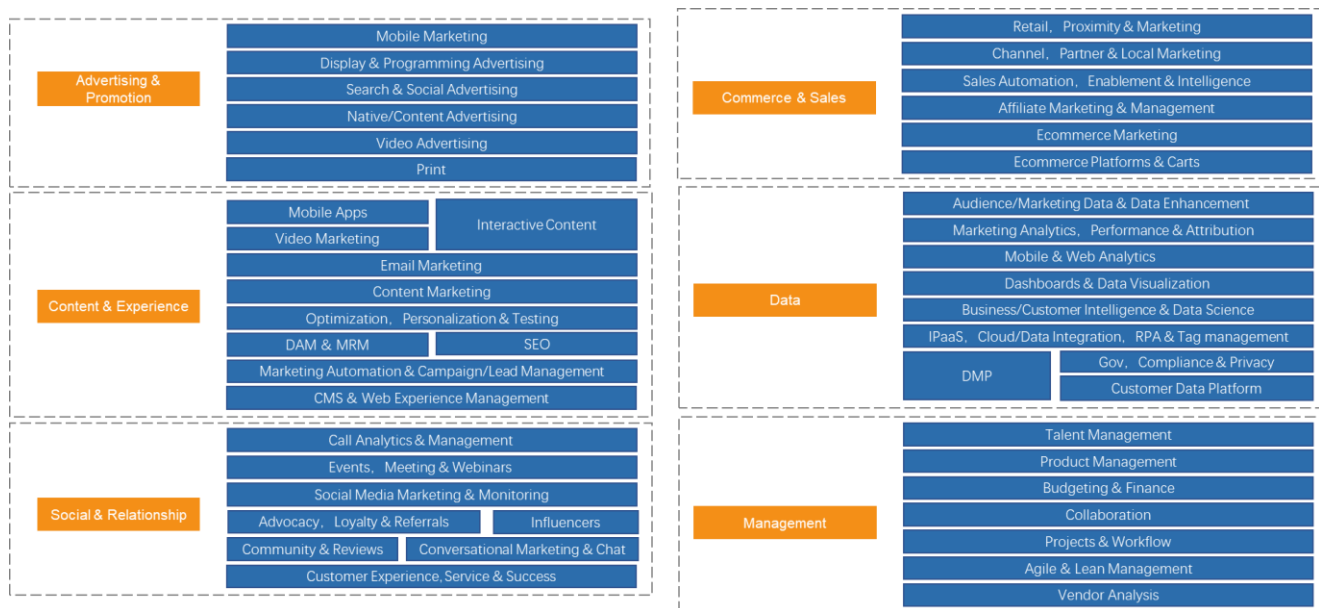
图 42: 数知科技 2017 年归母净利润增长 3.5 倍.....	29
图 43: 数知科技 2018 年毛利率下滑.....	30
图 44: 数知科技 2018 年业务结构.....	30

1.1 MarTech 的定义、起源

MarTech 概念最先由全球营销技术领域知名博主 Scott Brinker 提出，将割裂的营销 (Marketing)、技术 (Technology) 与管理 (Management) 联系在一起，并创设新术语 “MarTech”。2008 年 2 月，在 Ion Interactive 任职的 Scott Brinker 在自己博客上阐述了该概念的灵感来源于数篇文章或著作，包括《冷眼看 IT》、《长尾理论》、《Big Think Strategy》、Michael Fischler 撰写的《Marrying IT and Marketing》等。其中《Marrying IT and Marketing》提出“IT 主管信息，而营销利用信息。但是这两个部门永远在发生争执……因此，在企业内部建立新的营销技术部，将精通营销和 IT 技术的人才统一组合，是解决该争执的有效方案”。

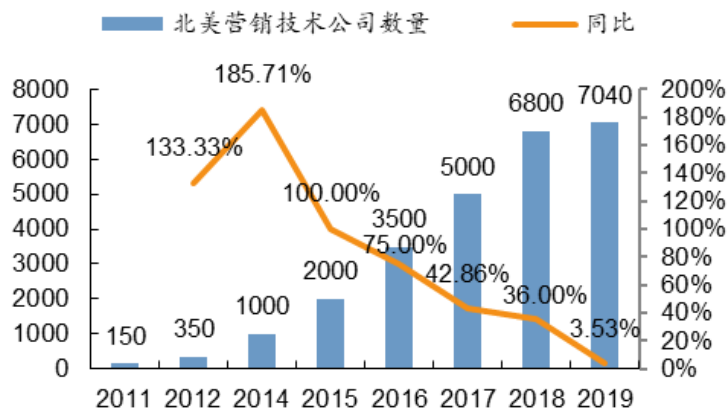
概念创始人 Scott 最新绘制的 “MarTech 5000” 已囊括北美超过 7000 家营销技术公司，他将 MarTech 生态系统分为六大部分：Advertising & Promotion (广告/推广)、Content & Experience (内容/体验)、Social & Relationships (互动/关系)、Commerce & Sales (交易)、Data (数据)、Management (管理)。其中 Advertising & Promotion (广告/推广) 及 Commerce & Sales (交易) 是传统意义上广告行业最关注的内容，而 MarTech 的引进不仅提升这两大子集的效率及效果，同时还拓宽了营销的边界。

图 1: “MarTech 5000” 生态图 (2019)



资料来源: Scott Brinker

图 2：2011-2019 年北美营销技术公司数量及同比



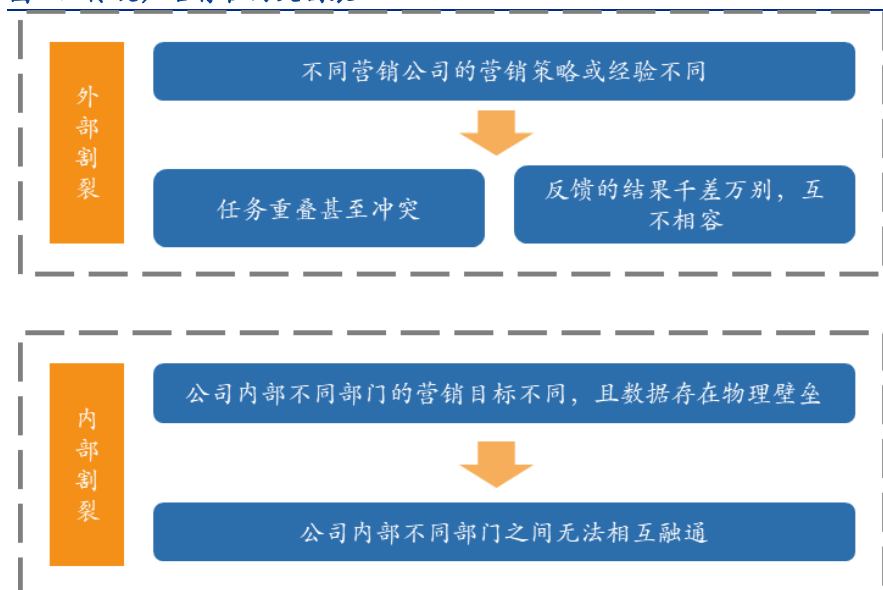
资料来源：Scott Brinker

注：2011-2018 年北美营销公司数量为约数

作为一个专用术语, MarTech 并非单纯的利用技术手段实现营销目标(即传统意义上 AdTech 的概念), 它利用技术并运营随之产生的数据资产以实现营销目标, 且营销目标关注重点由新用户获取转移到存量用户运营, 表现为用户的精细运营及数据驱动增长。SocialBeta 认为, MarTech 的概念正逐步被品牌认知并认可, 随之诞生越来越多的营销技术类企业, 它们站在品牌主第一方的视角, 解决品牌主各种营销痛点, 最终实现营销及商业目标, 这与传统意义上的广告诉求并不相同, MarTech 本身是一种营销系统, 它拓宽了营销边界, 体现在实现目标的深入和放大。

传统意义上, 广告主进行营销更加侧重于“表现层”, 即营销侧重于品牌传播或直接的销售转化(品牌广告和效果广告), 其背后是 KPI 驱动的结果导向定位。这相当于“MarTech 5000”生态图中两个子集, 而且中间的实现过程低效且割裂化, 这是因为广告主一般将这两类细拆为各类具体目标, 并交由不同的营销公司进行实现, 这会造成两大割裂: 1) 外部的割裂: 不同营销公司的营销策略或经验不同, 造成任务的重叠甚至冲突, 且反馈的结果千差万别, 互不相容; 2) 内部的割裂: 公司内部不同部门的营销目标不同, 且数据存在物理壁垒, 无法相互融通(这也是腾讯组织架构大幅调整的重要原因)。

图 3：传统广告存在两大割裂



资料来源：安信证券研究中心整理

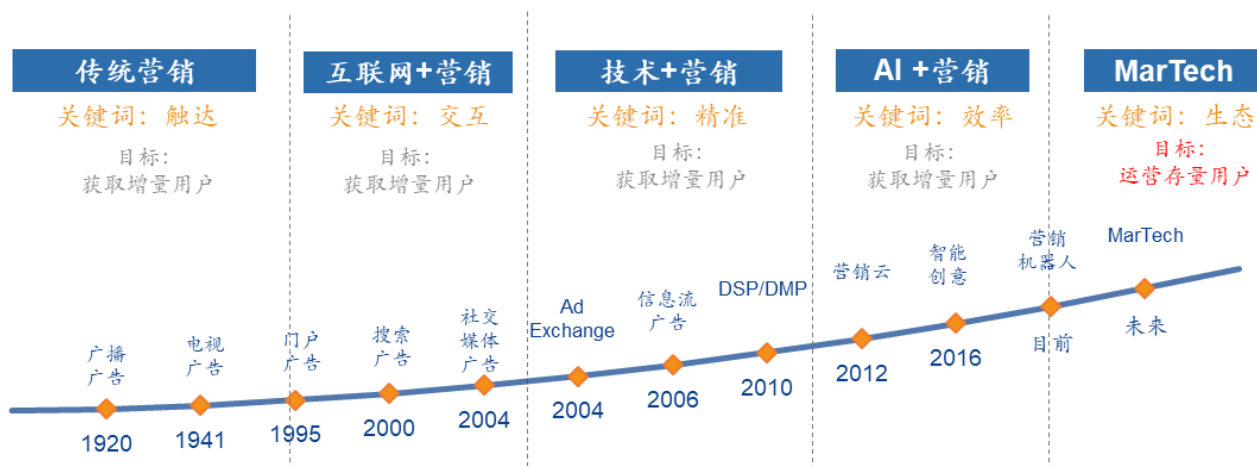
而随着流量集中于巨头的趋势愈发明显，用户转化效率不升反降，转化成本越来越高，增量用户获取的难度上升迫使企业重新审视自己的业务链条，营销目标将从“表现层”的实现逐步深化为“数据层”的深挖，不仅原先传统意义上的“Advertising & Promotion (广告/推广)”与“Commerce & Sales (交易)”利用技术手段进行数据打通，实现提质降本，且更加重视存量用户的运营和数据的深度挖掘和运用，而非简单的用户获取及单次销售。

对应到广告公司，传统意义上，广告公司从广告创意（品牌广告）和媒体采购（效果广告）中获益，媒体主的强势正逐步挤压传统广告公司的生存空间，这种情况下，广告公司转型将基于两条主线：1) 产业链的纵向整合，广告公司收购媒体，获取产业链条中更多利润；2) 技术赋能，逐步向营销技术公司转型，从而创造更多获利方式及手段。MarTech 即属于第二条主线，因为传统意义上，广告（创意）与媒体（媒体采购）仅为广告主需求的一部分，广告主需求的转变（侧重“表现层”向侧重“数据层”转变）将为广告公司带来更多获利途径。

2. 国内营销行业正加速向 MarTech 方向迭代

纵观国内营销发展历程，我国已经历传统营销阶段（1995 年以前）、“互联网+营销”阶段（1995-2004）、“技术+营销”阶段（AdTech, 2004-2012）、“AI+营销”阶段（智慧营销, 2012 至今），这些阶段本质目标均为新用户获取，但实现目标的效率、效果不断提高，即关注重点为如何高效且低成本的获取新用户。随着线上流量成本越来越贵，营销目标出现分化，一部分重回线下媒体，另一部分则关注升级营销手段以降低获取成本，但本质仍为追求新用户获取。

图 4：我国营销行业发展路径

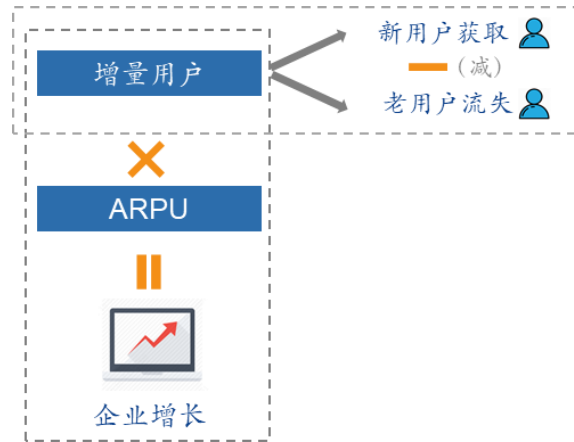


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心整理

增量用户（新用户流入-老用户流出）可拆解为两部分相反的影响因子：新用户的获取及老用户的流失。对于处于成熟期的品牌主，用户规模已进入稳态均衡，增量用户获取的边际成本极其高昂，重点关注新用户获取的传统营销手段已无法满足品牌主需求痛点（业绩持续且高速增长），这也是为什么越来越多的大企业开设 CGO 而取消 CMO。传统营销手段通过持续升级营销技术能力，降低获新的边际成本，从而提高增量用户正向因子（新用户流入）的实

现难度，以实现企业增长，因此当前国内营销已进入“AI+营销”的新阶段。

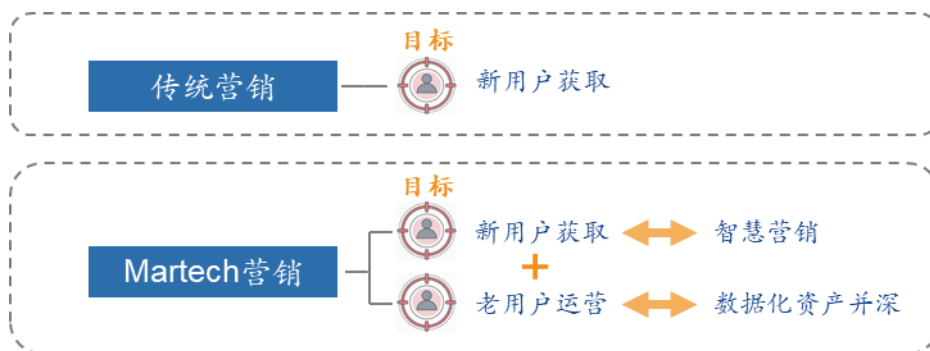
图 5：企业增长目标拆解



资料来源：安信证券研究中心整理

而 MarTech 关注的重点是影响增量用户的负向因子（老用户流失）及老用户的 ARPU 值，即存量用户的运营。通过降低老用户流失率并提高老用户付费能力实现企业的持续增长，因此我们认为“AI+营销/智慧营销”的下一发展阶段将为 MarTech，它不仅关注前端的需求（降低新用户获取成本、提高新用户获取效率），更关注后端的需求（降低老用户流失率、提高老用户 ARPU 值，如汽车厂商在售出汽车产品后，通过运营用户社区，销售周边产品或配套服务，实现单用户价值的显著提升），MarTech 最终将发展为完备的营销生态系统，表现为营销技术手段的持续升级、资产化的沉淀数据价值的持续提高。简言之，重点关注存量用户运营的 MarTech 将在智慧营销的基础上不断沉淀且开发利用企业经营过程中沉淀的数据资产（包括消费者全链路数据资产、销售经验等数据资产、企业运营数据资产等）。

图 6：传统营销目标与 MarTech 营销目标的差异



资料来源：安信证券研究中心整理

对比美国，国内营销技术正处于从 0 到 1 的发展阶段（“AI+营销”/智慧营销），并没有出现类似用友、金蝶等在 IT 细分领域处于霸主地位的龙头企业，距离构建 MarTech 生态系统存在较大距离。我们认为三类公司将成为建设 MarTech 生态的重要力量，其中第一类公司将成为开拓并引领行业发展的基石力量，解决从 0 到 1 的问题；第二类、第三类公司则在智慧营销发展成熟的基础上细化垂直领域服务生态，并有机会在细分领域发展成为龙头（目前仍有 2-3 年的发展时间窗口期），解决从 1-2 的问题。

第一类：拥有海量数据资源及高端技术能力的巨头公司（如 BAT）。该类公司依托自身资源及技术优势发展智慧营销，其开拓出的营销新技术、新形态将引领行业发展方向；
第二类：接近业务实体、具备丰富营销服务经验的传统代理型营销公司。该类公司承受转型压力，因接近业务实体可有的放矢的转型升级营销业务，技术化的营销产品/服务更接地气。
第三类：细分垂直领域的营销技术公司（如每日互动、极光等）。该类公司技术出身且在垂直细分领域具备较大竞争优势，升级业务顺理成章。

2.1. 流量信仰阶段已过，数据信仰正当时

流量信仰的崩塌源于新流量的难以获取，数据信仰雄起则源于对存量流量深度运营的期待，在新信仰建立的过程中，技术不断赋能营销，一方面尽可能的优化流量获取的质量、降低流量获取的难度，另一方面在技术不断赋能的过程中，沉淀的数据资产化并得以深度开发、利用，当数据沉淀、分析、预测的目的由纯粹的新用户获取向存量用户的深度运营转变，MarTech 的发展雏形即开始出现。

2.1.1. 数字经济上半场：流量信仰

互联网上半场是典型的消费互联网。满足基本物质需求的人们注重追求多种多样的精神需求，在此基础之上衍生出信息、阅读、购物、社交、旅游、支付、金融等新层次的消费需求。其本质为互联网企业打造和建设互联网商业基础设施，创建开放、平等、自由、共享的商业环境，不断重塑并教育用户消费习惯，使服务与产品更方便、更快捷、更有效的连接到用户。因此互联网上半场是典型的以消费者需求为核心，通过提供更优质的服务与产品抢夺流量入口，在此后二十年的演进中，流量获取的方式由轻到重，背后是需求的不断复杂化、重度化。流量获取方式的重度化构筑了越来越高的进入壁垒，反映在投入规模越来越大、回报周期越来越长，价值转换的过程（变现）也是一个从简单到复杂的过程，增大了追求流量信仰的互联网企业失败概率。

中国第一波互联网公司主要为搜狐、新浪、网易三大门户网站，它们将线下图文内容线上化，满足用户更高效、更丰富的阅读及浏览需求，成为中国第一批原生数字流量平台，此时“流量”需求是最轻度的信息获取需求。而随着数字化内容越发丰富，用户不满足于三大门户网站，对信息的更多需求催生了搜索需求，百度后来居上通过搜索引擎抢先于三大门户网站汇聚流量，最终取代了用户对门户网站的单纯信息浏览的需求。后来的腾讯、阿里将更为复杂的需求线上化分别实现了巨大流量的汇聚，腾讯通过即时通讯工具 QQ 将人与人之间的社交需求线上化，并且不仅售卖流量，同时还分销自己的产品与服务（网游、网文、视频等），阿里则通过淘宝网将人与商品之间的需求线上化，极大的提高了传统商业体系的运转效率。

而到了移动互联网时代，流量获取方式的越来越复杂，因此价值转换的方式也更为复杂。比如美团、滴滴、携程等生活服务类企业获取流量已非单纯的写代码，它们的商业模式很重，需要同时匹配线下非常巨大资本投入，才能通过教育用户将高频刚需线上化。比如腾讯视频、爱奇艺、优酷等在线视频，内容与用户流量的粘性关联度极高，因此内容的投入规模非常巨大。这些移动互联网企业，除了核心应用之外，还通过拓展业务边界以期获得更大规模的收入体量，比如美团从外卖进军酒店与旅游、爱奇艺探索金融变现等等。小米构筑的生态更为复杂和沉重，它同时尝试构建完整的硬件体系，以手机为核心汇聚流量，以期在 IoT 时代成为新的互联网巨头公司。

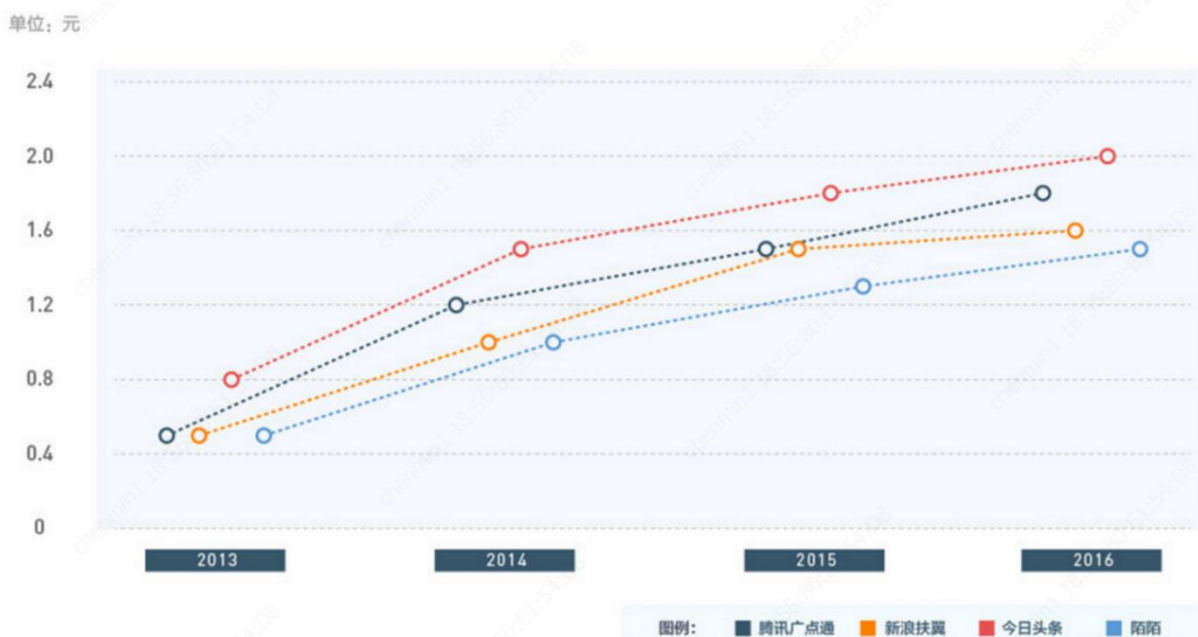
图 7：流量获取由轻到重



资料来源：安信证券研究中心

因此流量获取由轻到重、变现方式由简单到复杂，归根于互联网上半场中国互联网公司遵从并膜拜于流量信仰，以至于这种“重”与“复杂”达到了临界点，流量成本逐步上升至无法承受之地步，流量信仰上升至狂热后逐步开始崩塌。根据 36 氪，从媒体的角度，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，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 8：2013-2016 四家主流信息流广告平台广告刊例价涨幅



资料来源：36 氪，安信证券研究中心

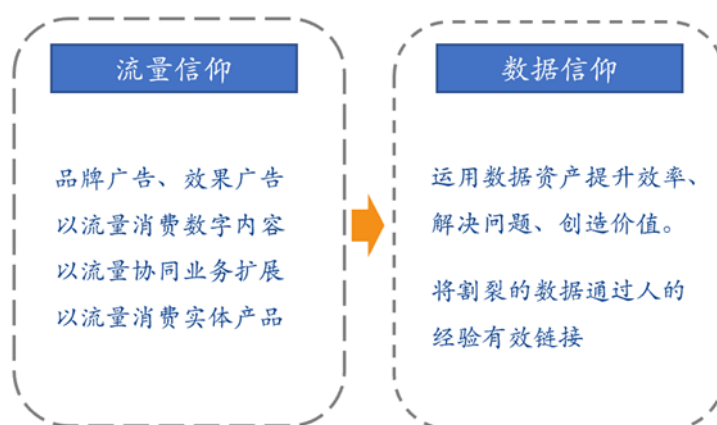
2.1.2. 数字经济下半场：数据信仰

“流量信仰”的普及让其相对先进性已经进入瓶颈，需要以另外的先进性来建立平台和生态，当上半场“连接”、“数字化”完成后，结合 AI 技术，把丰富的数据如何运用来提升商业效率，是互联网公司继续站在商业体系顶端，获得持续成长的关键。

当流量获取的方式越来越重、越来越复杂，必然要求互联网企业对已获取“流量”进行更深入的挖掘，即存量盘活，当企业将看待“流量”的视角由“入口”转变为“资产”后，“数据”的价值将迅速放大。互联网企业在信息化、互联网化、移动互联网化乃至未来的物联网化进程中已经且仍将沉淀出非常重要的资产——大量的数据资产，这部分数据资产仍有极大的潜在价值尚未被充分挖掘，而这部分潜在价值被充分开发的过程将引领未来 20 年中国互联网行业的蝶变——消费互联网向产业互联网转变。数据信仰新视角之下，是将原先割裂的数据通过技术手段（AI）进行有效链接，针对数据资产提升运用效率及效果，并解决需求痛点、创造额外价值，基于此再进行高溢价的收费。

简言之，前 20 年互联网企业看什么都是流量，关注新流量的获取，创造出一批互联网巨头，后 20 年互联网企业看什么都是数据，关注存量流量的运营，着眼于数据积累与运营的科技公司有望异军突起。

图 9：流量信仰向数据信仰转变



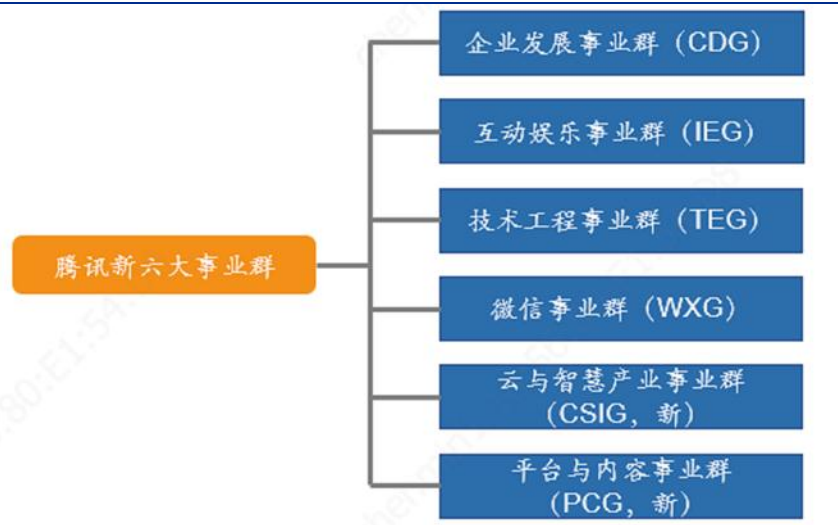
资料来源：安信证券研究中心

目前巨头公司基于“数据信仰”思考的布局已初现端倪，这是因为流量红利见顶阶段，单纯依靠流量来支撑商业体系的效率正逐步衰减。以往流量是一种低成本高效率的优势资源，而现在流量获取成本越来越贵的情况下，巨头公司如不帮助自身商业体系的其他公司更有效率的赚取更多的利益，那么自己的流量与服务也无法售卖更多。

以腾讯为例，腾讯已于 2018 年下半年完成第三次组织架构调整，将原先的七大事业群调整为六大事业群，宣布向 B 端转型。其中，新成立了云与智慧产业事业群（CSIG）、平台与内容事业群（PCG），整合社交与效果广告部与原网络媒体事业群广告线成立新的广告营销服务线（AMS），其整合初衷系打通自身庞大但低效利用的数据资产和数据技术能力：1）腾讯的客户数据分散在各部门成为部门的“私有资产”，整合即期待内部打通并形成畅通的分享机制；2）腾讯各部门算法研究各自为政，体现在各部门均有自己的算法工程师，尚未整合打通具备强大技术实力的数据算法研究部门，导致腾讯一些核心业务发展受到较大影响。比如 2016 年腾讯力推朋友圈广告之初，对标是国外社交巨头 Facebook，但时至今日朋友圈广告增速相比 Facebook 差距一个数量级，同时增速也不及字节跳动，关键原因即算法不够精

准。

图 10：腾讯新六大事业群架构



资料来源：腾讯，安信证券研究中心

未来 20 年，所有互联网公司本质都将为数据公司，其业务即生产数据，生产的数据量越多，维度越丰富，公司发展及进化的潜力越大，巨头公司本身具备大量多维度的数据资产，实现有效战略转型是关键，而着眼于技术的新兴公司也有望实现弯道超车，在此基础上迅速长大。

2.2. 从 0 到 1：智慧营销先行，解决技术基础

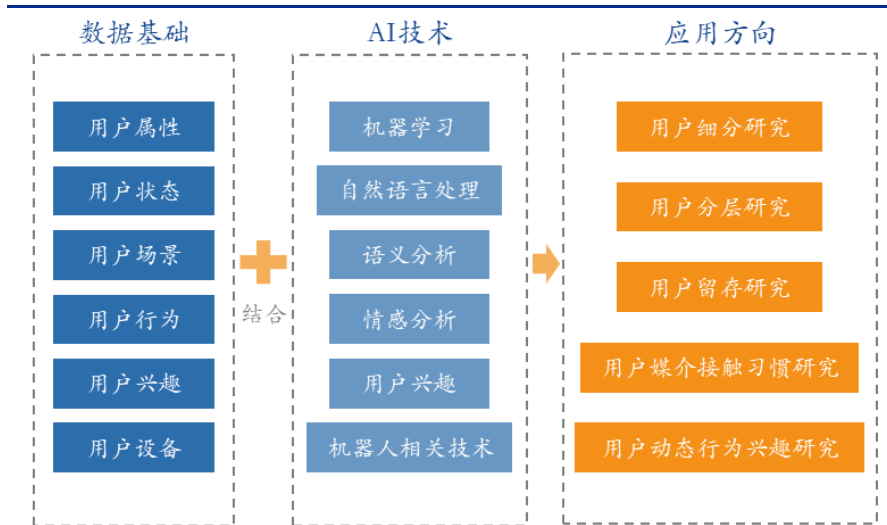
数据信仰的建立将逐步推动营销技术的迅速发展，在此过程中，前述第一类巨头公司将成为开拓并引领行业发展方向的基石力量，推动 MarTech 营销生态从 0 到 1，变现为智慧营销阶段高速发展并逐步进入成熟期，此后第二类营销代理公司及第三类垂直领域营销技术公司将基于自身扎实营销业务基础及深厚的业务经验，进一步内化营销技术于品牌主业务全路径（正如 scott 所划分的六大部分：广告/推广、内容/体验、互动/关系、交易、数据、管理）。在第一类巨头公司开拓从 0 到 1（智慧营销）的过程中，第二类、第三类公司并非坐以待毙，锐意进取且具备实力的公司将规划转型升级的战略并积极布局智慧营销，在 2-3 年的窗口期中跟上甚至超越行业发展进程，这是一个动态的过程。

在“AI+营销/智慧营销”的发展阶段，人工智能主要解决的行业需求包括：1) 洞察消费者需求；2) 辅助营销策略制定；3) 分析投放渠道数据并预测投放 ROI；4) 将品牌主和下游服务商做高效的双向匹配。本质目的仍是获取新用户，但基于对数据资产的深度运用，新用户获取的效果及效率大幅优化。未来“AI+营销”基于上述营销需求将出现三大发展趋势（资料来源：艾瑞咨询）：

1、进行实时、自动且精准的营销活动，为用户提供多元服务。

随着业务相关数据量不断积累及数据分析技术的快速发展，机器学习、自然语言处理、声纹识别等 AI 技术将不断赋能营销行业。营销公司在保证用户数据安全的情况下，可利用 AI 技术深度挖掘脱敏数据的使用价值，实时、自动且精准的预测用户行为，实现消费者需求洞察、营销投放决策优化等品牌主需求，最终抓取用户需求痛点，提供多元深度服务。

图 11：AI+营销中对用户行为的预测



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

2、线上线下资源整合，实现覆盖全媒体的全场景营销

在传播媒介价值重估趋势下，广告主广告预算开始由线上回流线下。一方面是头部媒体流量越来越集中，线上流量越来越贵，表现为投放成本上升；另一方面互联网虚假流量居高不下，事中监测及事后评估机制局限性明显，且注意力经济下，碎片化的用户注意力难以抓取，表现为投放效果下降。在此背景下，线下流量重获青睐，品牌主愈发重视线上及线下营销手段的综合运用。而AI在营销行业的深度应用将加快过去割裂的线上及线下营销的融合趋势（如基于数据分析的线下广告投放实现千人千面，广告位结算方式将逐步向类似于互联网的流量化结算方式转变），并且有助于解决品牌主不同场景下的复杂营销需求（如通过AI整合线上线下资源，尽可能触达更多用户需求场景，并为分散的营销活动提供集中统一的管理平台），更为契合当前用户线上线下共存的多元消费场景（如用户同时存在网购及商场购物的消费行为）。

图 12：整合线上线下资源，实现覆盖全媒体的全场景营销



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

3、以用户为中心的全周期“AI+营销”

用户消费决策全路径主要分为五个阶段——“兴趣、意向、决策、购买、复购”，在不同的

消费环节存在不同的营销切入点，过去不同消费环节往往由品牌主不同部门负责，并交由不同营销公司服务，这就造成前文所述的两大割裂（内部的割裂及外部的割裂），而 AI 赋能的智慧营销，不仅更为细致的挖掘消费者全路径的消费行为数据，并且以更为统一的营销管理系统及营销策略进行营销活动，因此营销的深度及广度均得到明显提升，为品牌主创造更高价值。

图 13：以用户为中心的全周期 AI+营销

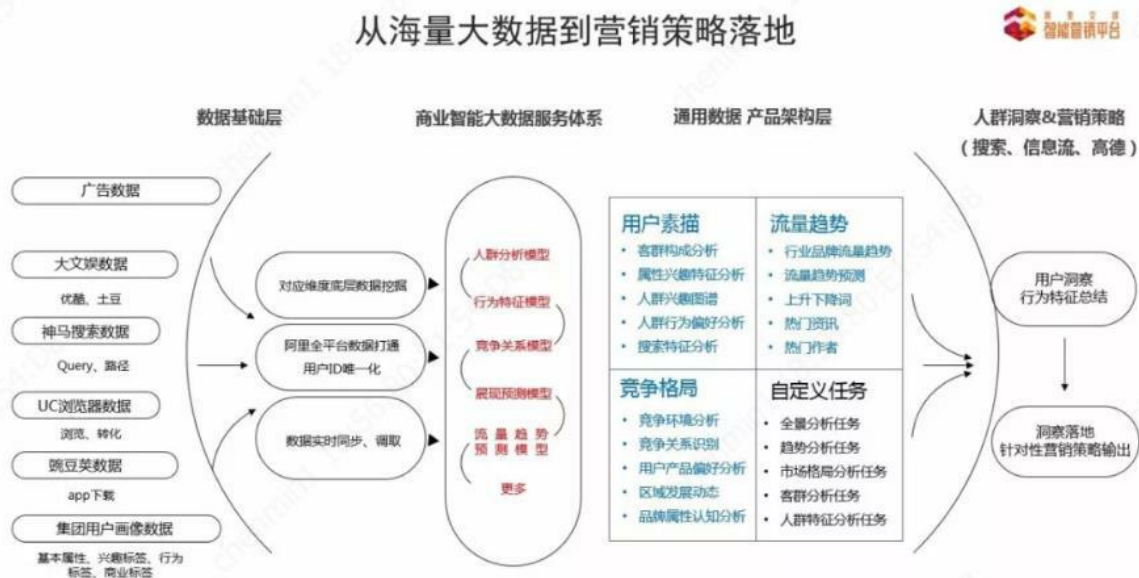


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

BAT 均已开始布局智慧营销，对于 BAT 来说，其内容生产与媒介的广度与深度、技术水平、大数据资产等均已达到一定的高度，但如何深度挖掘数据资产并最大化沉淀其商业价值，通过更高效且个性化的营销模式强化用户连接并抢占新一代用户心智，是巨头公司发展智慧营销的主要思考。

- 阿里文娱智能营销平台：阿里文娱智能营销平台围绕场景的广度、用户的规模、数据的深度打造全景用户库，从数据洞察、需求识别、精准触达、交互体验、需求响应及内容沟通出发，与消费者进行多层次沟通，迅速且潜移默化地影响其心智，同步实现“品牌传播”和“效果精准转化”。目前该平台围绕用户获取信息的主流手段打造出两大主力系统：1)“卧龙”系统：以关键词为核心的搜索场景。以搜索为基础的“卧龙”系统技术及产品相对比较成熟，目前发展重点主要为发展客户，拓展更多的行业客户及区域客户，提供更精细化的服务；2)“汇川”系统：以信息流为主的推荐场景。该系统旗下拥有较多的应用及产品，目前发展重点主要为整合、内化这些应用即产品，为广告主提供更为便利的操作体验。阿里文娱智能营销平台已整合各类内容资源，包括阿里文学全部文学作品、阿里影业、虾米版权音乐以及在创作音乐资源等，这些 IP 优势都将依托数据驱动为智能营销持续赋能。（以上资料摘自阿里巴巴文娱智能营销平台）

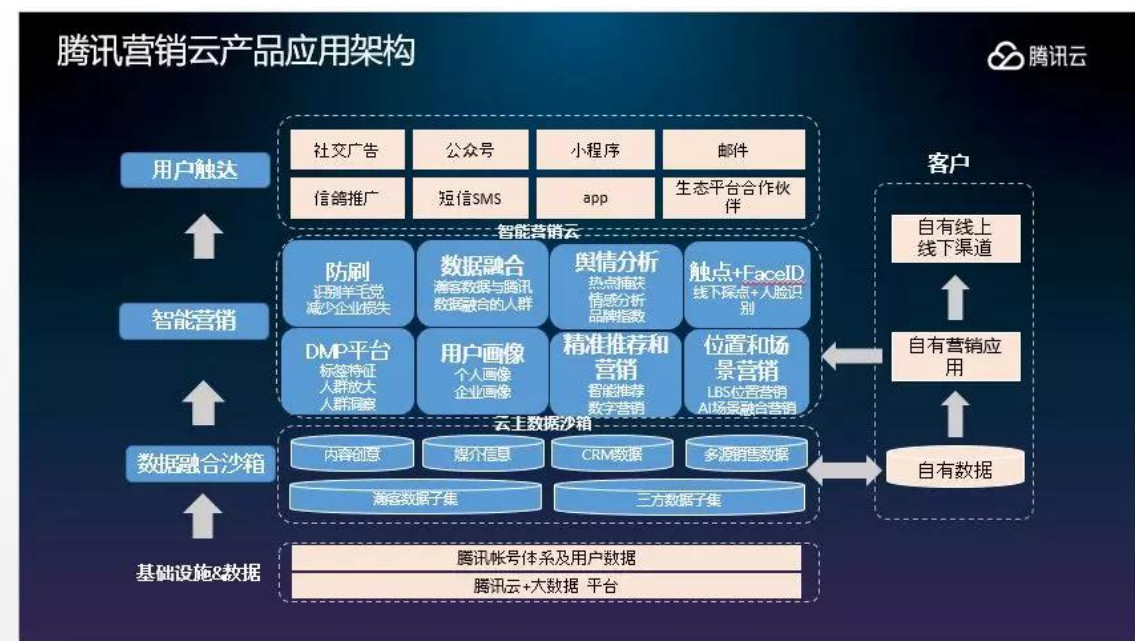
图 14：阿里智能营销体系框架



资料来源：阿里巴巴文娱智能营销平台，安信证券研究中心

- 腾讯智能营销云**：腾讯智能营销云为企业构建了一条企业智能营销平台，从多通路精准触达客户，将销售线索、消费数据全部沉淀在专门为该企业定制的私有客户库中，再通过智能化的数据分析为企业提供营销策略，让企业更加精准地把握消费末端的需求变化，进而不断改进产品体系，创造更大的收益。AI在腾讯智能营销云上主要提供两方面的能力：一方面是通过更多的数据和更好的算法来继续提高营销精准度；另一方面是利用图像识别、语音识别和自然语言处理（NLP）技术实现包括视频、图片、语音在内的更丰富的传播媒介，在智能化互动体验上也有很大的创新空间。（以上资料摘自：腾讯数码）

图 15：腾讯产品应用框架



资料来源：精神大宝剑，安信证券研究中心

- 百度“三板斧”智能营销布局：“搜索+信息流”+“本地广告”+“开屏+聚屏”。1) 搜索+信息流：基于百度资讯流精准推荐（百度首页、百度贴吧、百度浏览器等），借助百度大数据和意图定向、智能投放等多重领先技术，通过图片、视频、下载等丰富的展现样式，在百度资讯流中穿插展现的原生广告。百度信息流定向方式主要基于百度大脑智能数据定向，包括意图定向（搜索过什么关键词）、兴趣定向（看过什么内容、去过那里，买过什么）、基于位置的人群定向（如曾经到访过门店类型、当前位置附近门店、曾经到访过地点、常驻地）等；2) 本地广告：通过“周边”营销的方式投放广告，为服务品牌商精准覆盖 5-30 公里的目标用户，实现区域锁定下的流量及商机管理；3) 开屏+聚屏：所谓开屏，即利用心理学“印记效应”（第一眼印象最深），通过 10 款 APP 的联合，如搜索、知识、视频、母婴等类型 APP（百度知道、百度糯米等）的“共振”，植入开屏广告，覆盖并触达不同兴趣爱好的用户，实现全人群全场景的品牌传播。所谓聚屏，即通过投放智能户外广告，将地铁、公交、火车站、出租车、电梯等日常白领通勤、上班场景一一打通，从而让广告投放做到有的放矢。百度聚屏通过精细化屏幕画像，刻画数十个标签，每一块屏幕都有自己的“用户画像”，当人群定向标签与屏幕的用户画像一致，展现品牌广告。（以上资料摘自网新集团大客户部）

2.3. 从 1 到 2：MarTech 驱动数字化转型

当智慧营销发展到极致之后，AI 应用场景将更为宽泛，贯穿企业业务全路径（广告/推广、内容/体验、互动/关系、交易、数据、管理），营销活动的关注重点将逐步由新用户的获取向存量用户的运营转变，智慧营销将发展至下一阶段——MarTech 营销生态系统。换言之，智慧营销时代，消费者决策全路径包括“兴趣、意向、决策、购买、复购”，其关注重点为新用户的消费“兴趣、意向、决策及购买”。而在 MarTech 时代，该路径将在复购之后增加“衍生消费”这一环节，其关注重点为老用户的“复购”及“衍生消费”。

而不论是智慧营销还是更进一步的 MarTech，数据化转型是企业发展的重中之重，换言之，营销技术的深入发展将首先推动企业进行数据化转型——在智慧营销时代，营销公司进行数据化转型，并基于 AI 提供深度的营销技术服务；在 MarTech 时代，品牌主将进行数据化转型，贯穿于企业业务全路径，而 MarTech 产品/服务则是其数据化转型的重要推手（品牌主使用 MarTech 产品/服务的过程即数据化转型的过程）。根据 Convertlab 及 SocialBeta 的分析，企业数据化转型将经历三大步骤：

2.3.1. 数据化转型第一步：解决认知问题

Convertlab CEO 高鹏在第二届中国营销技术峰会上表示，中国企业落地营销技术将面临三大挑战：认知、策略及能力，而认知则是企业数据化转型的第一步，即企业需要理解为什么需要数据化转型，其背后是营销目的的根本变化（从获新到运营）。

- 从必要性的角度看，在竞争日趋激烈的中国市场，企业数据化转型将促使企业从根本上转变经营理念（从粗放式经营转到精细化管理），这将让企业占据相对有利的竞争地位；
- 从客观性的角度看，数据化转型是一个长期且体系化建设的过程，需要做到长期战略与短期目标的平衡、业务实际与技术运用的匹配，并且明确数据化转型的具体目标（或者称之为转型的程度大小），这体现在 4 个角度上：1) 利用数据化转型与客户建立紧密的联系；2) 利用数据化提高自身运行效率、降低成本；3) 利用数据化全面升级产品与服务；4) 利用数据化重构与员工及与合作伙伴之间的关系；
- 从现实性的角度，企业进行数据化转型需要找准转型切入点，兼顾短期效益与长期效益的平衡，如从前端与销售相关的商业场景切入，这种局部化的切入更容易看到成果，从而获得企业内部的支持。致力于推出 MarTech 产品/服务的营销公司，可针对不同企业的不同需求痛点，除通用型服务/产品外，推出定制化服务/产品，帮助客户认知数据化

转型的重要性，在此过程中提升客户的使用粘性及转化成本。

2.3.2. 数据化转型第二步：掌握第一方数据并盘活数据资产

企业数据化转型在实操过程中需解决一手数据收集及数据综合运用的难点，并贯穿于全业务链条的始终，解决内部数据割裂的问题（如部分企业线下销售通过经销商，线上销售通过天猫或京东，自身并未掌握用户消费行为的第一方数据）。因此企业需要建立自有数据渠道并收集第一方数据，并将其作为分析消费者行为的核心样本，形成从前端广告投放到后续销售转化及衍生销售的数据闭环，即未来数据资产除为企业提供洞察性的消费者画像，实现精准营销之外，还可以进一步推动企业不同业务的交叉增长。此外进行数据化转型的企业也需要重视数据的保鲜性，以数据量巨大的零售行业为例，企业若不能及时针对数据进行筛选、整理，海量的数据将变成无效的数据垃圾，因此保存并整理数据的能力也是企业所需要的。致力于推出 MarTech 产品/服务的营销公司可针对数据化转型的企业数据搜集、保存、分析的需求痛点，针对性推出营销产品/服务。

2.3.3. 数据化转型第三步：选择现实且有效的个性化转型方案

尽管应用 MarTech 在应用理念上存在较多相似之处，但具体到如何落地，每个企业都需要根据不同行业的情况及自身的条件灵活选择合适的解决方案。只要能够找准不同行业应用技术营销的切入点及切入场景，MarTech 产品/服务就可以发挥很大的价值。以一家典型的 B2B 生物科技公司百迈克为例，对于目前国内大多数 B2B 公司来说，邮件并不是一个很好的营销渠道。但由于百迈克的客户大多分布在科研领域，有较强的邮箱通信需求，邮箱反而成为这家公司重要且有效的接触客户的渠道。根据自身行业的特点，百迈克将 RFM 分析模型中的购买频次指标替换成与客户接触的频次，将线上的邮件、微信，线下的销售拜访、沙龙活动等接触渠道都给予不同的权重，再对具体的客户样本进行分析，最终获得较大的成功（资料来源：SocialBeta）。未来营销公司将为企业主提供这样一种能力——企业具备自己的数据资产，自己的分析及技术实施能力，未来营销将与企业的运营深度绑定，不再是纯粹的销售转化等表层目标。

3. 相关标的梳理

3.1. 宣亚国际

宣亚国际品牌管理(北京)股份有限公司成立于2007年,2017年2月在深圳证券交易所上市,是中国领先的整合传播机构之一。公司的经营范围为企业管理、营销策划;经济贸易咨询;承办展示活动;设计、制作、代理、发布广告;广告信息咨询。

3.1.1. 公司介绍

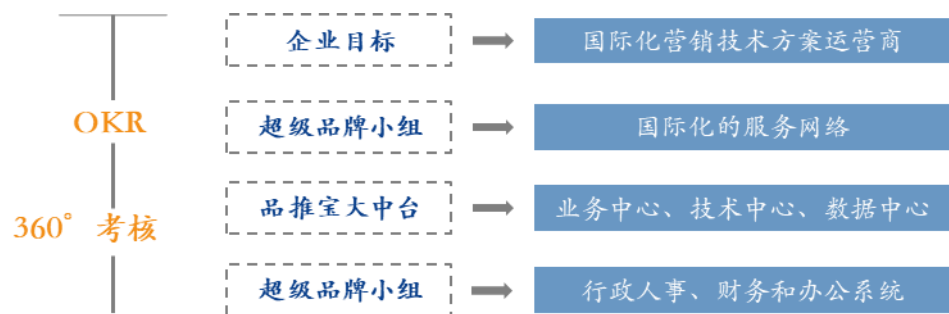
公司聚焦客户关注的营销挑战和压力，提供富有竞争力的营销技术解决方案和运营服务，持续为客户创造价值。根据公司调研，宣亚国际已制定转型为营销技术方案运营商的战略。将在数据、分析和运营三个维度建立“护城河”，从而形成具有差异化的体系竞争力，目标成长为国内营销行业的龙头公司。简言之，公司基于“数据信仰”运营数据，其数据积累来源有二：1) 客户运营数据资产：为广告主提供多维运营服务，除原先业已具备的营销服务软能力外，通过技术赋能提供额外的营销技术产品等硬能力，一方面可通过技术产品沉淀运营数据，基于大数据分析及应用，提供高附加值的营销服务；另一方面高附加值的服务和运营数据资产积累，反过来可提高广告主对公司的依赖度和切换成本，提高服务粘性。2) 用户运营数据资产：服务于广告主的客户（如运营社群、会员体系等），积累用户数据资产，基于大数据形成用户画像、精准营销等额外服务能力。

在战术层面，公司高效整合内部资源，正在打通前、中、后台架构和体系衔接，提高营销服

务水平，最终对应到量（规模化复制）和价（利润率提高）上。形成小前台（超级品牌小组）+大中台（业务能力+技术产品）+超级后台（高效且合规）的战术体系。

- 小前台以 N 个超级品牌小组为依托，对外每家广告主配备一个超级品牌小组，针对性提供定制化服务，同时挖掘客户需求痛点，对内扁平化管理，打通各业务小组底层数据及服务支持，汇集客户需求痛点后统一开发产品与服务，提高运营服务效果，减少无效损耗，从而提高广告主对公司粘性并据此收取具备竞争力的服务费用。超级品牌小组提供运营服务的过程中，可同时沉淀客户运营数据及用户运营数据，与大中台 SaaS 产品不断优化、迭代形成闭环，成为大中台服务能力提升的重要支撑。
- 大中台以品推宝为龙头产品，汇集沉淀的数据资产打造 SaaS 服务能力，提高数据获取效率及效果，在此基础上不断迭代产品能力。未来将形成业务中心、技术中心、数据中心三大中心，其中业务中心主要服务于客户，技术中心主要迭代技术及服务能力，数据中心则打通各环节底层数据并进行整合分析，形成具备较高价值的的数据资产。
- 超级后台支持，公司将引进/培养先进高效且合规的后台体系，提质降本，低内部损耗。

图 16：宣亚国际最新战略框架



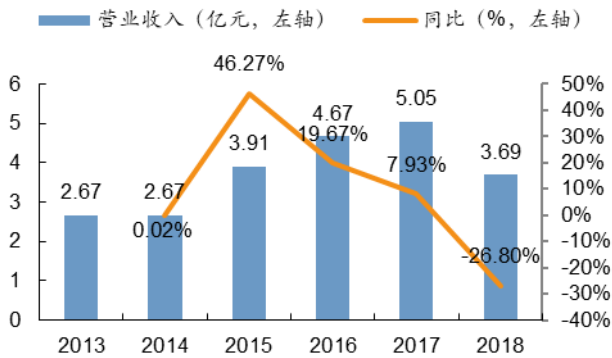
资料来源：宣亚国际官网，安信证券研究中心

3.1.2. 财务情况

2018 年公司实现营收 3.69 亿元，同比下降 26.80%，实现归母净利润 0.21 亿元，同比下降 71.90%，销售毛利率为 40.11%，销售净利率为 5.70%。业务构成方面，数字营销业务收入 2.31 亿元，占比 62.65%，为公司主要的营收来源，传统营销业务收入 1.38 亿元，占比 37.35%。

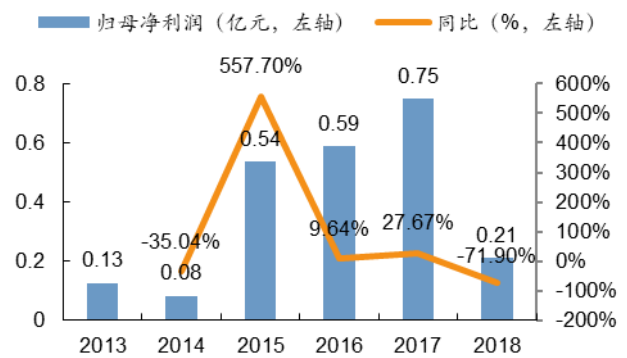
公司 2018 年营收下降的主要原因是 2018 年，受到国际贸易环境不确定性增强、国内经济下行压力、全球竞争态势加剧等因素影响，公司的前三大行业客户“汽车”、“互联网及信息技术”和“制造业”类公司为应对自身竞争压力，不同程度的缩减了营销预算，间接导致公司营业总收入减少和项目毛利率降低。

图 17：2013-2018 年宣亚国际营收及同比



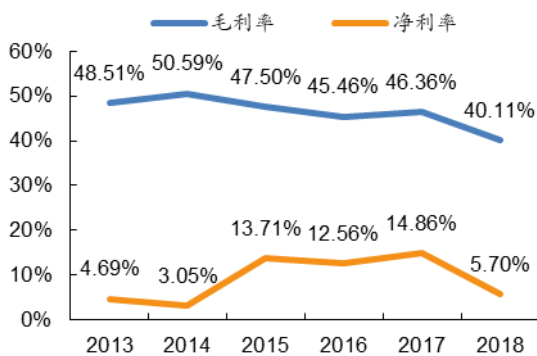
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 18：2013-2018 年宣亚国际归母净利润及同比



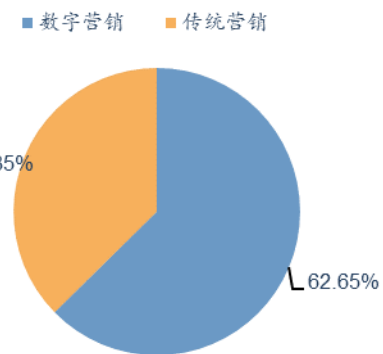
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 19：2013-2018 年宣亚国际销售毛利率及净利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 20：宣亚国际 2018 年业务结构



资料来源：wind，安信证券研究中心

3.2. 每日互动

浙江每日互动网络科技有限公司自 2010 年 12 月 7 日成立，于 2019 年 3 月 25 日在创业板首次公开发行。公司是独立的智能大数据服务商，主要业务包括提供开发者服务、精准营销服务和各垂直领域的大数据服务。

3.2.1. 业务情况

3.2.1.1. 移动开发者服务

- **技术推送服务**，推送是指服务器将内容主动发送到客户端的过程，直接在移动终端上以通知栏消息的形式出现，分为基础推送服务（公司提供的商用级移动应用消息推送解决方案，主要通过“个推 SDK”开展）及轻推送服务（是公司为尚未集成“个推 SDK”的安卓系统应用开发者提供的手机消息推送解决方案）。
- **用户画像服务**，指公司为移动应用开发者提供的 APP 使用人群属性特征画像服务，主要以“个像 SDK”为载体进行开展。
- **数据统计服务**，公司为移动应用开发者提供的 APP 使用人群数据统计服务，主要以“个数 SDK”为载体开展。

3.2.1.2. 移动互联网营销服务

公司依靠技术推送等服务积累的大数据能力在大数据垂直应用领域的主要变现方式。

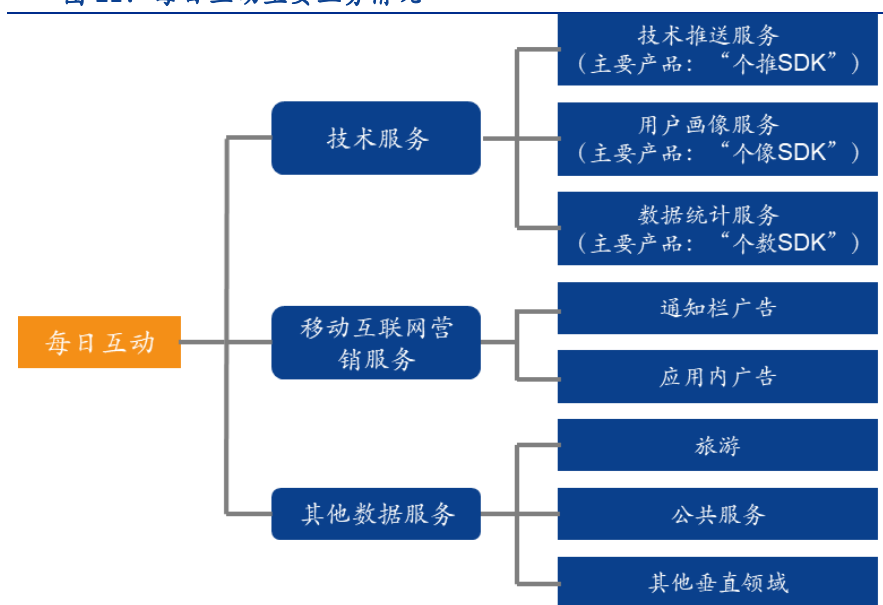
- **通知栏广告**，指公司接受广告主/广告代理商的委托，与其他移动应用开发者合作，利用公司搭建的推送系统在安卓系统移动终端的通知栏展现的广告。

- **应用内广告**，是指在 APP 客户端内出现的广告，包括应用内的开屏、广告条、贴片、信息流等。

3.2.1.3. 其他数据服务

- **DMP 服务 (Data Management Platform)**，是把分散的多方数据进行整合纳入统一的技术平台，并对数据进行标准化和细分后形成的数据管理平台。
- **数据分析与咨询服务**，指公司利用个推大数据平台为政府部门、咨询机构等特定客户或针对旅游、房地产等特定行业提供的相关服务，如客户画像报告、行业咨询报告和人口热力图等。

图 21：每日互动主要业务情况



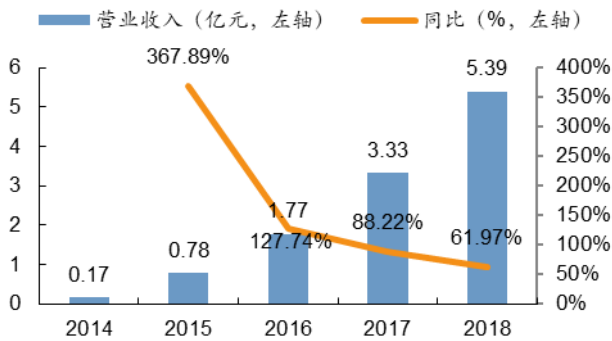
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.2.2. 财务情况

2018 年公司实现营收 5.39 亿元，同比增长 61.97%，实现归母净利润 2.49 亿元，同比增长 69.42%，销售毛利率 83.25%，销售净利润率 46.13%。业务构成方面，移动应用开发者服务收入 3.35 亿元，占比 62.16%，是公司主要的营收来源，移动互联网营销服务、数据服务及其他收入分别为 1.06 亿元、0.98 亿元，占比 19.72%、18.11%。

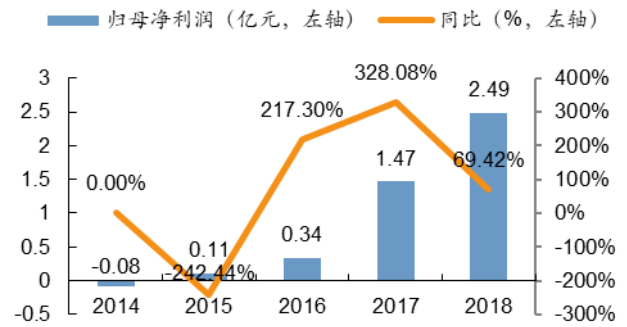
2014-2018 年公司营收保持较高增速，主要是移动开发者服务业务收入快速增长所致，其年均复合增长率达 121.17%，增长较快的主要原因系：1) 随着移动互联网的普及、智能手机用户数量的持续增长，推动了移动互联网行业的发展，移动应用开发企业数量不断增加，目标客户群体不断发展壮大，为公司移动应用开发者服务的发展提供了良好的市场环境，新客户较快增长；2) 移动应用运营不断向精细化方向发展，对技术推送服务提出了更高的要求，基础的技术推送服务不能满足开发者的全部需求，为获得更有针对性、个性化的技术服务，更多客户向付费用户转变；3) 公司的技术推送产品“个推 SDK”历经多个版本的迭代、升级，提供的功能和服务愈加完善，获得移动应用开发者的认可和信赖。

图 22：2014-2018 年每日互动营收及同比



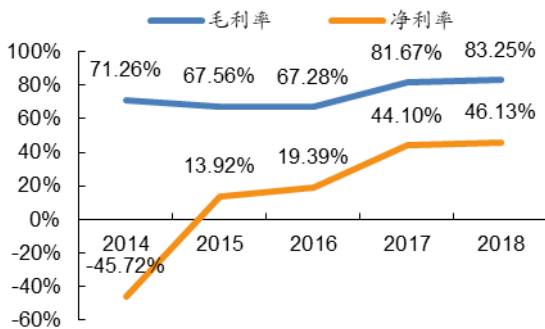
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 23：2014-2018 年每日互动归母净利润及同比



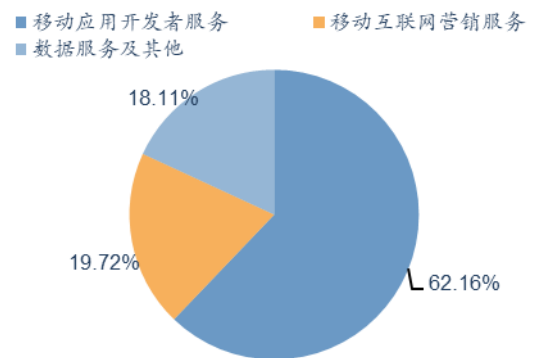
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 24：2014-2018 年每日互动销售毛利率及净利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 25：每日互动 2018 年业务结构



资料来源：wind，安信证券研究中心

3.3. 极光

极光移动有限责任公司成立于 2014 年 4 月 9 日，于 2018 年 7 月 26 日在纳斯达克交易所首次公开发售。公司是以移动大数据的采集、清洗、挖掘、校准、脱敏及产品化为核心业务的移动大数据服务商。公司极光自成立以来专注于为 app 开发者提供稳定高效的消息推送、统计分析、即时通讯、短信和社会化分享组件和短信等开发者服务。基于积累的海量数据，极光拓展了在大数据领域的产品，包括极光效果通和极光数据服务。

3.3.1. 业务情况

3.3.1.1. 开发者服务

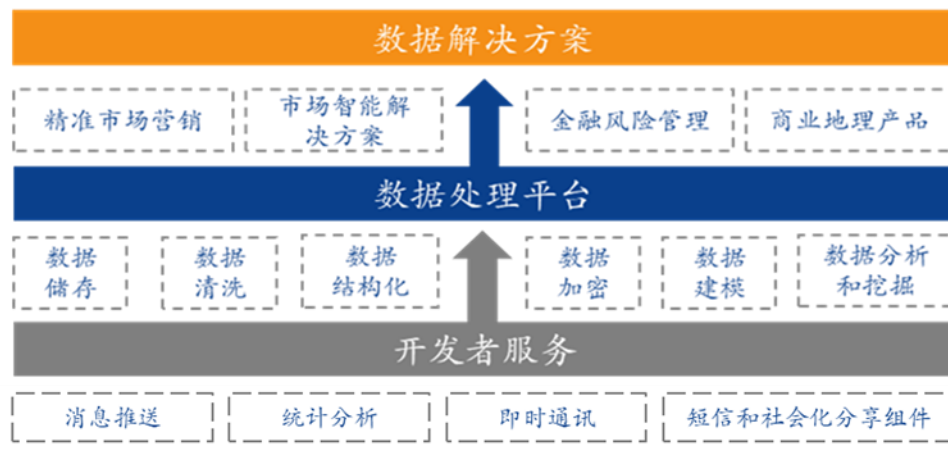
开发者服务是极光产品体系的“基础层”，为 app 开发者提供消息推送、统计分析、即时通讯、短信和社会化分享组件等服务。其中极光推送（JPush）是极光数据的来源，而数据是极光开展一系列业务的核心。开发者服务的业务模式是 Freemium 模式，即面向中小客户，极光提供免费的开发者产品，以此覆盖更多 APP；当客户要求获得更有针对性、个性化的技术服务时，公司提供收费的 VIP 订阅模式以及私有云版本。

3.3.1.2. 数据服务

极光数据服务基于极光所拥有的大数据的基础之上，研究领域覆盖国内各主要产业，面向企业提供营销、客户洞察、金融风控、地理商业与行业研究服务。帮助企业 360 度分析客户，筛选目标客户群，提供客流、选址分析与黑灰名单和疑似客户识别等服务，为企业带来行业解决方案（资料来源：中关村在线）。极光数据服务可以分为了两类：

- 1) 精准营销，主要业务是通过效果通平台进行广告投放，为广告主实现新客获取以及沉默用户唤醒需求，效果通为客户提供的服务包括：广告内容的设计与优化，利用海量数据，包括多维的行业数据，及人工智能驱动的数据挖掘（资料来源：爱分析 ifenxi，崔可家）；
- 2) 其他垂直领域应用，主要包括商业地理大数据服务平台（基于地理围栏做人流分析，提供更加丰富的人群标签，以 SaaS 形式服务零售领域客户）、智能解决方案（利用移动 app 所带来的海量数据，市场智能解决方案能帮助企业及投资者进行商业及投资决策）以及金融反欺诈产品（提供三种金融风险管理解决方案来帮助客户做贷前决策：反欺诈风险因子、黑名单及地理位置验证）。

图 26：极光产品及业务体系



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

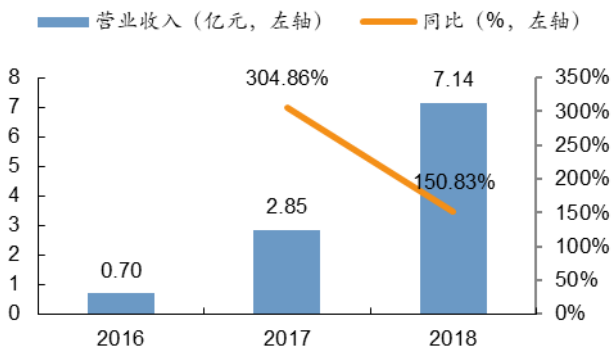
3.3.2. 公司财务情况

2018 年公司实现营收 7.14 亿元，同比增长 150.83%，归母净利润为亏损 0.66 亿元，同比下降 26.68%，销售毛利率为 27.59%，销售净利率为-9.27%。业务构成方面，数据解决方案业务收入 7.14 亿元，占比 92.24%，是公司主要的营收来源，开发者服务收入 6011 万元，占比 7.76%。

2016-2018 年公司营收增长快速的原因主要是公司数据解决方案业务收入快速增长，年平均增长率达 272.52%，其增长迅速的原因主要系：1) 互联网营销市场需求持续快速增长。基于对互联网营销领域发展前景的持续看好和对精准投放的深度需求，广告主对互联网营销广告的投放预算及实际投放规模持续增长，这为公司移动互联网营销服务收入的增长带来了良好的市场机遇；2) 依靠公司产品覆盖的大量移动终端，公司拥有较强的数据获取能力，并积累了海量相关业务数据，凭借优秀的数据挖掘与分析能力，可对终端用户群体进行用户画像、确定用户属性、描绘群体特征。依靠大数据能力和精准的用户画像分析，公司能够进行更加高效、精准的营销投放，获得了广告主/广告代理公司的青睐。

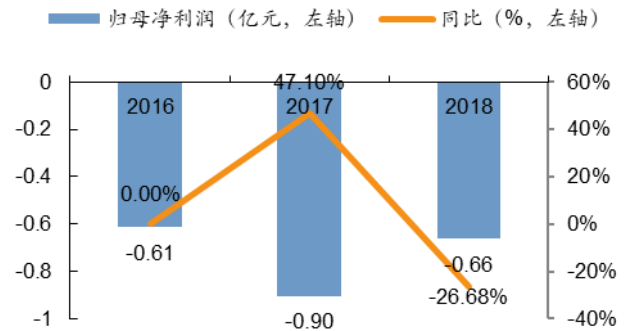
公司毛利率相对较低是广告资源采购成本较高所致，公司接近 50%广告流量都来自于腾讯，而腾讯作为头部流量提供商，相对于其他流量提供商来说，其流量质量更高，因而流量价格也会更高，从而导致了极光高昂的流量成本。公司净利率逐步改善主要是公司营收快速增长并且经营效率不断改善所致

图 27：2016-2018 年极光营收及同比



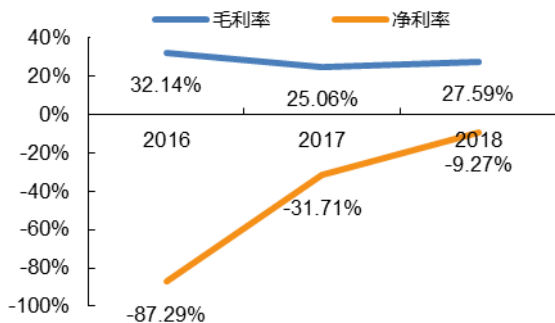
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 28：2016-2018 年极光归母净利润及同比



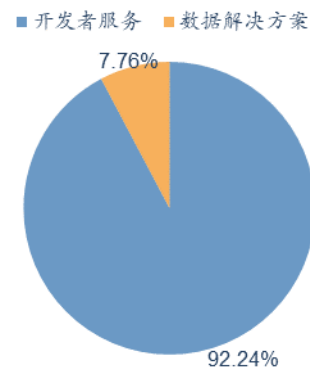
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 29：2016-2018 年极光销售毛利率及净利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 30：极光 2018 年业务结构



资料来源：wind，安信证券研究中心

3.4. 中国有赞

中国有赞有限公司自 1999 年 8 月 17 日成立，于 2000 年 4 月 14 日在香港交易所首次公开发行。公司是一家主要从事零售科技服务的企业。公司的主营业务为买卖手表及其他货品，于中国提供第三方支付服务及相关顾问服务，提供第三方支付管理服务及销售综合智能销售点装置。

3.4.1. 业务情况

3.4.1.1. 商家服务

为商户和消费者提供电商解决方案、新零售方案，以开店工具入手，不断向不同垂直行业延伸，帮助商户降低开发和运营成本，并满足商户客户运营和精准营销的需求。有赞商家服务的业务体系具体可以分为 SaaS、增值服务、PaaS 和消费者服务四大板块。

- **SaaS 业务**，核心产品为“SaaS 微商城”，为商户提供多场景的的电商解决方案，提供移动商城搭建、营销、系统化客户管理、销售渠道分销拓展、数据分析等服务。目前，有赞业务数据和财务数据主要由微商城贡献，此外，根据不同垂直行业具有不同特点，公司开发有赞零售、有赞连锁、有赞美业，目前也已成形并投入市场。
- **增值服务**，为满足部分客户个性化、定制化的更高水平的需求，公司推出如支付和金融、分销供货、广告投放、培训咨询等增值服务，此类服务完善了有赞的产品体系，并且有助于增加了商户的粘性。
- **PaaS**，通过推出 PaaS 产品——“有赞云”，为公司内部和外部开发者提供模块化的功能组件，让开发者可以高效的服务长尾客户的个性化需求，在长期建立起商家服务的生态体系。根据有赞发布《有赞云 2018 生态白皮书》显示，截至 2018 年，有赞开放平

台已经引入超过 5 万家开发者，共同服务超过 300 万有赞商家，覆盖 150 多个行业的各种经营场景，开放接口超过 1000 个。

- **消费者服务**，主要产品为有赞微小店和有赞精选，消费者服务是有赞将其在 B 端积累的技术和经验向 C 端延展的应用。“有赞微小店”是面向个人的手机开店工具，对接平台认证的商家供应链，提供一件代发、自动结算的功能。“有赞精选”定位朋友圈热卖商品的精选电商平台，根据有赞官方数据，目前已有过亿注册买家及 30 万入驻商家，月流水超 1 亿元。

3.4.1.2. 网上第三方支付服务收入

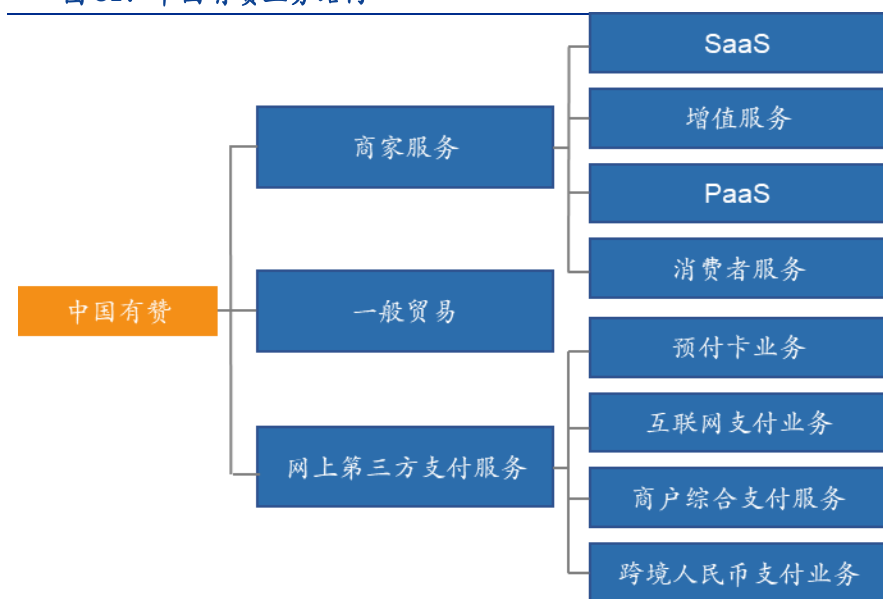
中国有赞是旗下公司持有中华人民共和国支付业务许可证、金融许可证，可以在中国大陆持牌经营第三方支付业务、实体预付卡业务、虚拟预付卡业务和金融业务，是中国 SaaS 公司中唯一可以持牌开展支付结算业务的公司。

在核心支付系统的基础上形成了三大业务系统，即互联网支付系统、预付卡运营系统及综合支付系统，根据该三大业务系统开发四个业务分类，即预付卡服务（在中国大陆通过预付礼物卡形式营销及销售消费品）、互联网支付服务（为商家提供基于 B2C 及 B2B 的快捷移动支付网关服务）、商户综合支付服务（向商户提供全方位的支持，如会员管理及全渠道自我营销服务）及跨境人民币支付服务（向涵盖国际贸易、电子贸易、旅游至出国留学咨询公司的货品/服务跨境贸易业务的商家提供支付服务）。

3.4.1.3. 一般贸易

一般贸易分部从事买卖手表、电脑、通讯设备、货币分类器及其他产品业务。

图 31：中国有赞业务结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

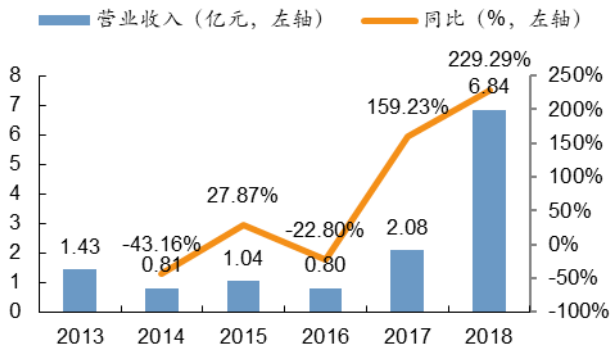
3.4.2. 公司财务情况

2018 年公司实现营收 6.84 亿元，同比增长 229.29%，归母净利润为亏损 5.03 亿元，同比增长 348.62%，销售毛利率为 33.75%，销售净利率为-73.54%。业务结构方面，商家服务业务收入 4.41 亿元，占比 73.55%，是公司主要营收来源，网上第三方支付和一般贸易收入分别为 1.35 亿元、2404 万元，占比分别为 22.44%、4.01%。

2018 年有赞营收增长迅速，主要是由于拓展现有第三方支付业务以及自 2018 年 4 月 18 日

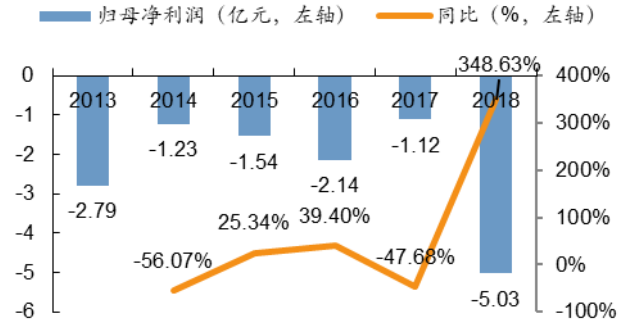
完成收购 Qima Holdings Ltd.及其附属公司(有赞集团)51.0%股权以来新业务分类的商家服务业务入账所致。2018 年净利润出现大幅下滑, 主要是由于收购有赞集团以来销售及分销开支、行政开支、摊销无形资产及其他经营开支增加, 以及根据股份奖励计划授出奖励股份所致。

图 32: 2013-2018 年中国有赞营收及同比



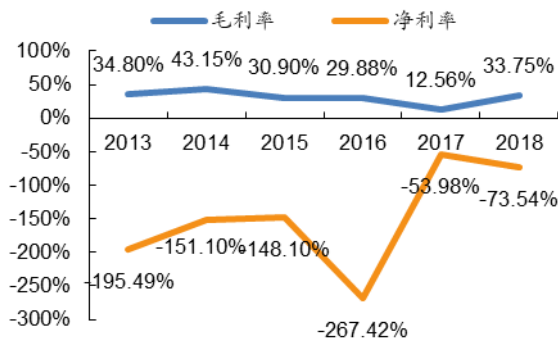
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 33: 2013-2018 年中国有赞归母净利润及同比



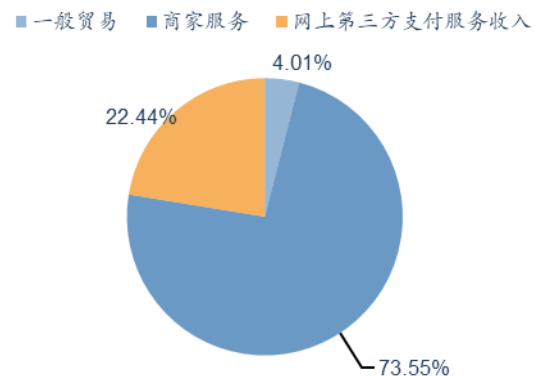
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 34: 2013-2018 年中国有赞销售毛利率及净利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 35: 中国有赞 2018 年主要业务结构



资料来源: wind, 安信证券研究中心

3.5. 微盟集团

微盟集团自 2018 年 1 月 30 日成立, 于 2019 年 1 月 15 日首次公开发行。公司是中国领先的中小企业云端商业及营销解决方案提供商。公司透过 SaaS 产品及精准营销提供各种不同的云端商业及营销解决方案。

3.5.1. 业务情况

3.5.1.1. SaaS 产品: 商业云+营销云+销售云, 提供整体解决方案

微盟的 SaaS 产品主要由商业云(使商户建立综合线上线下数字化运营)、营销云(提供全方位智能营销服务)、销售云(提升商户的获客能力)三部分组成。商户使用微盟的 SaaS 产品在社交媒体平台上开设个性化店面并管理其主要数字商务运营, 包括产品展示、订单获取及支付流程、客户关系管理及社交媒体营销。微盟的 SaaS 产品均具备其独特的功能及特点设计, 以满足商户的特定商业需求。

3.5.1.2. PaaS 微盟云平台: 为 SaaS 提供协同效应

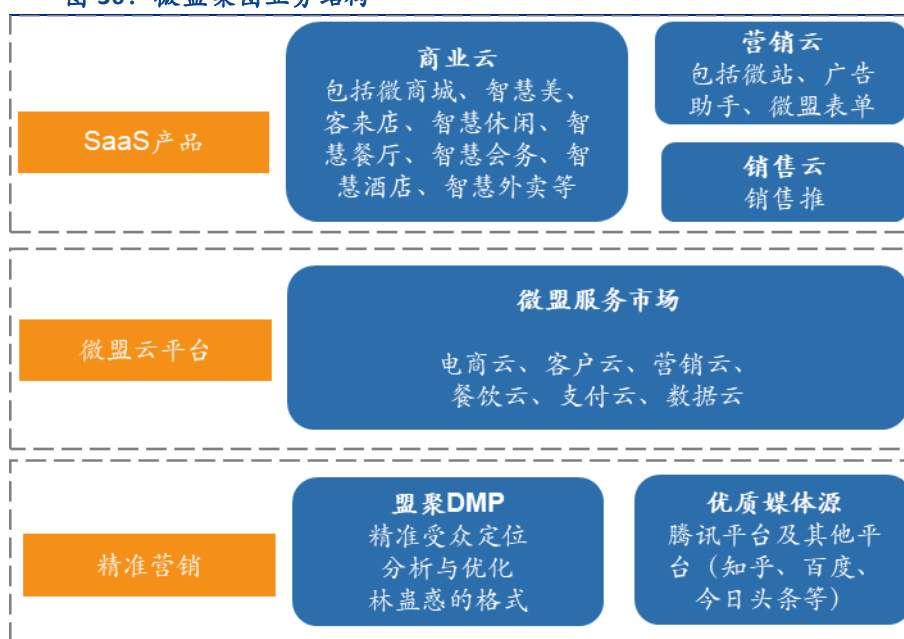
PaaS 产品为微盟云平台(WeimobCloudPlatform), 该平台将微盟的核心服务产品集成于同一

系统平台，通过标准化 API 开放给第三方开发商使用。透过使用微盟云平台，第三方开发商即可设计、构建和实施企业级自定义应用程序。第三方开发商不仅在其应用程序中整合微盟的店面、产品、交易、支付、营销、会员及物流模块，亦可连接至微盟服务市场(应用商店)的数百个插件，以丰富其应用程序产品种类。

3.5.1.3. 精准营销：一站式移动社交营销解决方案

该业务提供便捷、实惠及高效的一站式移动社交营销解决方案，确保广告主优化其营销活动并实现其品牌宣传或精准营销的目标。集成分析和优化技术的专有数据管理平台(DMP)助力广告主精准营销，以更精准地物色可能对品牌感兴趣或成为付费顾客的受众。此外，微盟与优质媒体资源的合作有助于广告主的营销活动触达海量受众。优质媒体资源主要包括主流社交媒体平台和其他高流量渠道，如微信朋友圈、微信公众号、QQ、QQ 空间、百度及知乎。

图 36：微盟集团业务结构



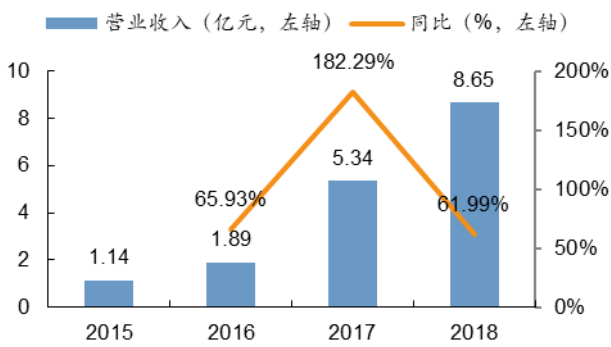
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.5.2. 财务情况

2018 年公司实现营收 8.65 亿元，同比增长 61.99%，归母净利润为-10.89 亿元，同比下降 38574.25%，销售毛利率为 59.84%，销售净利率为-125.92%。业务结构方面，精准营销业务收入 5.18 亿元，占比 59.88%，是公司主要营收来源，SaaS 业务收入 3.47 亿元，占比 40.12%。

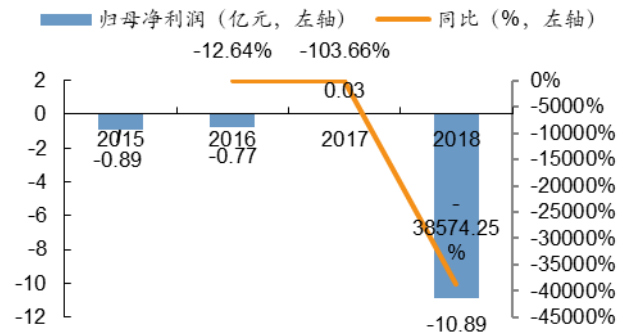
微盟集团 2018 年归母净利润出现大幅下滑，主要是由于按照香港会计准则，公司由于非自身信贷风险产生的金融负债公允价值变动 10.44 亿元（主要是向 C 轮及 D 轮投资者发行的金融工具的公允价值变动而产生的股权与金融负债的转换），实际上并不造成实际的经营上的亏损，将这部分非经常性因素剔除后，微盟经调整净利润为 5083.8 万元，同比大幅增长了 355.3%。即公司营业收入及归母净利润均呈现较快的增长速度，增长较快的原因主要是微盟的两大核心业务 SaaS 产品和精准营销业务均实现强劲收入增长。

图 37：2015-2018 年微盟集团营收及同比



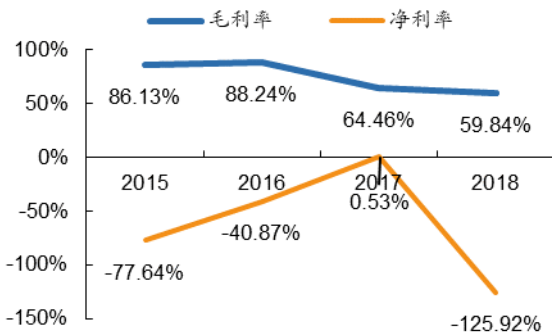
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 38：2015-2018 年微盟集团归母净利润及同比



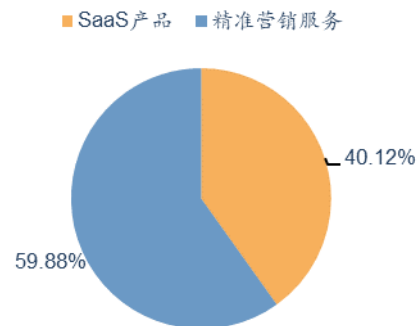
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 39：2015-2018 年微盟集团销售毛利率及净利润



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 40：微盟集团 2018 年业务结构



资料来源：wind，安信证券研究中心

3.6. 数知科技

公司于 2004 年 9 月 10 日成立，2010 年深交所创业板上市。公司最早从事通讯塔业务，是国内第一家铁塔行业的上市企业。2012 年开始，公司通过外延并购（收购日月同行和 BBHI）及内生增长的方式，成功转型为一家以技术和数据作为驱动的大数据科技公司。

3.6.1. 业务情况

公司业务可以分为智慧营销、智能通信物联网和数据智能应用与服务业务三个板块。

3.6.1.1. 智慧营销：海内外优势互补，协同效应初显

公司的智慧营销业务涵盖 SSP (Supply-side Platform, 供应方平台) 和 DSP (Demand-side Platform) 两大业务板块，两者形成战略协同与业务互补，实现了互联网营销全产业链的布局；同时，借助 AI 行业的发展，通过机器学习、自然语言处理及知识图谱等相关技术，对数据处理、内容投放以及效果监测等营销关键环节进行赋能，优化投放策略、增强投放针对性。

- 海外的智慧营销业务主要由 BBHI 负责。BBHI 是全球领先的互联网广告供应端平台公司，在全球范围内拥有 20000 多家媒体资源，为其提供广告位的管理和运营业务，为 Yahoo! Bing Network、Verizon Media、Microsoft、Facebook 等广告网络及其广告主提供精准的广告投放业务。
- 公司的智慧营销业务主要由日月同行和中易电通负责。日月同行通过构建互联网联盟平台，依托资源整合能力、平台运营能力和客户获取能力，为需求方与供给方搭建桥梁，平衡、匹配、优化不同的流量需求方及供给方之间的价值诉求，实现广告主推广效果要

求和媒体渠道流量变现要求；中易电通通过旗下的 DIM 平台整合 MCN, SSP, DSP, CDP 等人工智能和大数据前沿技术，构建起短视频智能分发、内容营销、IP 营销、内容社群电商以及品牌出海入境等业务板块。

3.6.1.2. 智能通信物联网：依托通信塔设备，助力 5G 时代智慧城市建设

一方面，公司围绕运营商信息基础设施服务需求，通过铁塔、管道、室分、驻地网等通信基站设施，为通信运营商提供运营服务及增值服务；另一方面，公司在通信业务的基础上，结合 5G 产业特点，将业务延伸至智慧城市建设中的基础设施及物联网领域，助力智慧城市建设。

3.6.1.3. 数据智能应用与服务业务：提供大数据应用及行业解决方案

公司建设多种数据中心，包括移动支付数据、考拉征信数据、银行信贷数据、运营商大数据、扶贫数据以及数字营销数据等，通过 DIM 平台，依托自有的大数据处理分析技术，为行业客户提供数据管理与治理服务、提供基于行业的大数据解决方案、垂直行业大数据全景展现、个体特征识别与标签管理等服务。

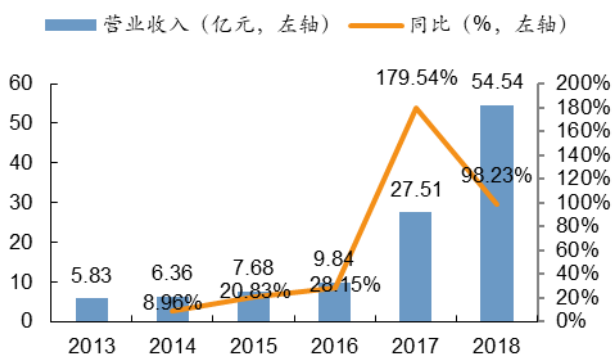
3.6.2. 财务情况

2018 年数知科技实现营收 54.54 亿元，同比增长 98.23%，实现归母净利润 6.34 亿元，同比增长 30.06%，销售毛利率为 24.96%，下降 4.07 个百分点，销售净利率为 11.62%。业务结构看，智慧营销业务 2018 年实现收入 36.05 亿元，占比 66.09%，是公司主要的收入来源，数据智能应用与服务 and 智能通信物联网业务分别实现收入 10.25、8.25 亿元，占比 18.79%、15.12%。

数知科技 2017 年营收大幅增长主要是公司合并范围发生变动，全资子公司 BBHI 于 2017 年 3 月 31 日并入，其二、三、四季度实现营收 17.34 亿元，净利润 3.94 亿元并入合并财务报表，若剔除其对营业收入的影响，公司 2017 年营收同比增速下降为 3.4%。公司 2018 年营收大幅增长主要系：1) BBHI 全年营收并入合并财务报表；2) 公司业务范围拓展。

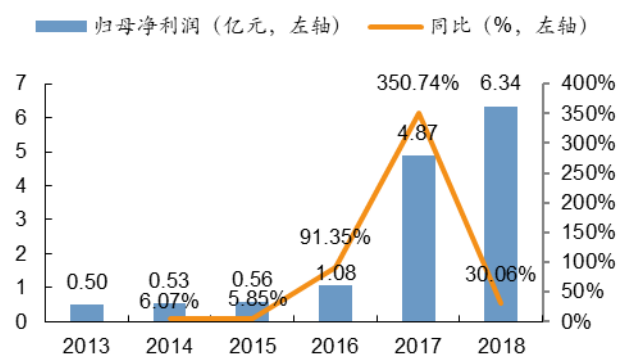
数知科技 2018 年期间费用同比增长 120.4%，营业成本同比增长 109.6%，高于营业收入 98.2% 的增速，导致毛利率下降 4.07 个百分点。公司期间费用和营业成本的上升主要是公司智能通讯物联网业务为布局 5G，加大在基础设施和研发支出方面投入。

图 41：2013-2018 年数知科技营收及同比



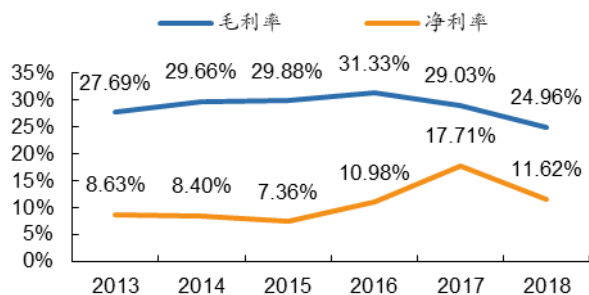
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 42：2013-2018 年数知科技归母净利润及同比



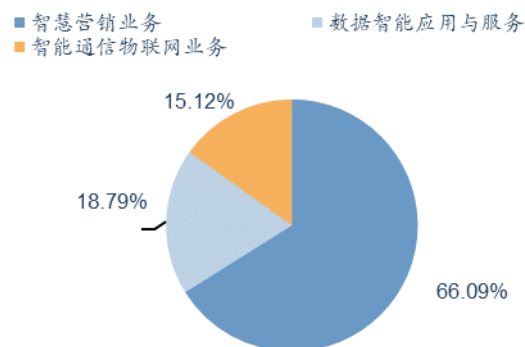
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 43：2013-2018 年数知科技销售毛利率及净利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 44：数知科技 2018 年业务结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 风险提示：

MarTech 发展速度低于预期、技术投入力度过大对财报短期冲击的风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 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 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@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
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	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
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@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