



证券研究报告·上市公司深度

新三板

高速成长的电商行业互联网营销企业

喜宝动力（832115）

主营电商行业的互联网精准营销服务

公司主营电商行业的互联网精准营销业务，包括三部分：（1）ISV 业务，在淘宝、天猫平台开发第三方营销推广软件，包括搜索引擎营销工具，店铺页面装修工具，分销网络管理，竞争对手数据跟踪工具等。未来将主要供中小卖家免费使用，获取相应数据资源。（2）全平台流量交易业务，面向各类成熟电商广告主，采用自助服务平台方式，对接包括 RTB 流量、优质媒体 CPT 流量、移动端流量等多渠道流量资源。主要按照投放量 CPC 等模式获取手续费。（3）电商展示广告效果营销业务，主要针对品牌类 KA 客户，为品牌网商定制整合营销方案及效果营销服务，并对客户承诺一定投放效果（以 ROI 为准）。主要盈利模式类似 4A 广告代理，采用广告费用+服务费+业绩返点方式获取收益。

业务结构转型，品牌客户规模迅速扩大

公司业务结构在近年来发生转型，从传统 ISV 业务为主、电商效果广告为辅，向 KA 品牌整合营销+DSP 流量交易双轮驱动发展。公司业务结构转型获得了较大成功，业务规模快速发展，13、14 年营收分别增长 445.80%、123.86%，净利润分别增长 916.88%、77.20%，核心原因在于品牌客户广告预算较高，可以快速提高公司收入规模。公司毛利率在 2014-2015H1 有所下降，主要由于 DSP 和 KA 整合营销行业的平均毛利率低于传统 ISV 业务。预计未来随着业务结构的逐步稳定，毛利率将趋于稳定。

国内互联网广告市场快速增长，相对美国规模不足

互联网精准广告因其精准有效和成本集约特性，得到广告主的广泛认同和大力投入，市场保持了快速增长。国内互联网广告在 2010-2014 年保持了 49.33% 的复合增长，2015 年预计突破 2000 亿元。但对比美国 2014 年互联网广告收入 495 亿美元，占媒体广告总支出的 31.8%，预计到 2019 年份额将增长至 41.4%，国内互联网广告占比仅 17.4%，远远低于美国。因此国内互联网广告市场仍有巨大发展空间。

国内电商市场快速增长，广告需求巨大

2015 年电商广告在互联网广告中占比高达 27.9%，且呈上升态势。其核心原因在于，国内电商市场在近年来规模不断扩大。国内 2014 年网购市场规模已达到 2.79 万亿元，而在 2015 年前三季度仍保持了 38.50% 的快速增长，因此带来了广告需求的飞速上升。而国内阿里系的淘宝和天猫规模巨大，2014 年淘宝总成交额 1.17 万亿元，天猫总成交额 5050 亿元，合计占到国内网购总成交的 60.13%，阿里在 2014 年广告收入达到 374.8 亿元。预计其他中小广告企业电商广告市场空间 2015 年在 150 亿元以上。

首次

不评级

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

执业证书编号：S1440510120044

王慷

wangsu@csc.com.cn

010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

发布日期：2016 年 2 月 29 日

当前股价：

上证指数、沪深 300 走势图



相关研究报告



公司与阿里具有多年深度合作，并向其他电商拓展

公司 2012 年推出淘宝直通车全自动推广软件并注册专利，并在 **2013-2015 连续年荣获金牌淘拍档，阿里妈妈拍档整合营销大奖**。公司帮助阿里引流并获取收入，同时帮助客户在阿里系投放广告，为阿里变现流量。同时，公司还与阿里实现了数据和客户资源的部分合作。目前公司已经实现 40 万+ISV 客户、数万 DSP 客户和部分 KA 客户，仅从阿里系来看，公司占据了近 9% 的店铺客户资源，拥有领先的数据和客户资源基础。另外，公司向京东、唯品会等平台拓展，并拓展了微信电商等 ISV 应用场景，成为**覆盖淘宝/天猫广告体系，京东广告体系与腾讯广点通体系数据接口的电商垂直营销企业**。

公司深耕电商行业，盈利能力和成长性行业领先

公司从面向广大淘宝中小卖家的淘宝直通车推广起步，积累了深厚的数据基础。目前公司拥有 3 年来海量电商零售客户的搜索、销售、营销、商品分布等完整的数百 TB 大数据沉淀，2 亿以上的投放关键字信息，以及在此基础上的海量客户购买行为数据，对于实现人口画像和精准定向具有领先优势，实现了“基于效果预测的全方位精准营销并承诺结果”的营销体系。公司利用中小电商数据积累，基于自有渠道和阿里系合作渠道拓展客户，可获得广告预算投入的快速增长；同时持续扩充销售渠道，将带来中长期业绩的向上弹性。

同最可比公司利欧股份旗下上海漫酷广告对比，公司在盈利能力（毛利率 37.20%对比漫酷 17.61%）、成长性（14 年收入增长 123.86%对比漫酷 32.01%）等方面均占有优势。由于采用预付款方式，公司现金流状况良好。

业绩高速成长期，建议重点关注

基于**数字营销市场高速增长+阿里系深度合作优势+公司在电商领域积累深厚+品牌客户不断导入**，公司**短期内业绩高速成长确定性较高**。预计在 15 年收入 8000 万元，净利润 1000 万元+基础上，16-17 年将保持 100% 以上复合增长。

从估值来看，对标企业利欧股份目前对应 15 年市盈率 55.8 倍，PEG 约 0.34 倍。而公司目前并未发生交易，按照对标 PEG 水平并根据三板流动性情况给予 50%折价，预计市值在 6 亿元以上。基于公司 16-17 年业绩高速增长，业务范围扩张，估值向上空间较大，建议重点关注。



目录

一、主营业务为电商行业精准营销	4
1、公司历史沿革和股权结构	4
2、主营电商行业的互联网精准营销服务	4
3、业务结构转型，品牌客户规模迅速扩大	5
二、互联网广告和电商市场快速增长，空间巨大.....	6
1、国内互联网广告市场快速增长，相对美国规模不足.....	6
2、国内电商市场快速增长，广告需求巨大	7
三、公司在电商行业积累深厚	8
1、公司与阿里具有多年深度合作，并向其他电商拓展.....	8
2、主要品牌客户投入加大+客户拓展，市场空间不断上升	8
3、公司深耕电商行业，盈利能力和成长性行业领先.....	9
四、业绩高速增长期，建议重点关注	9
风险提示	9

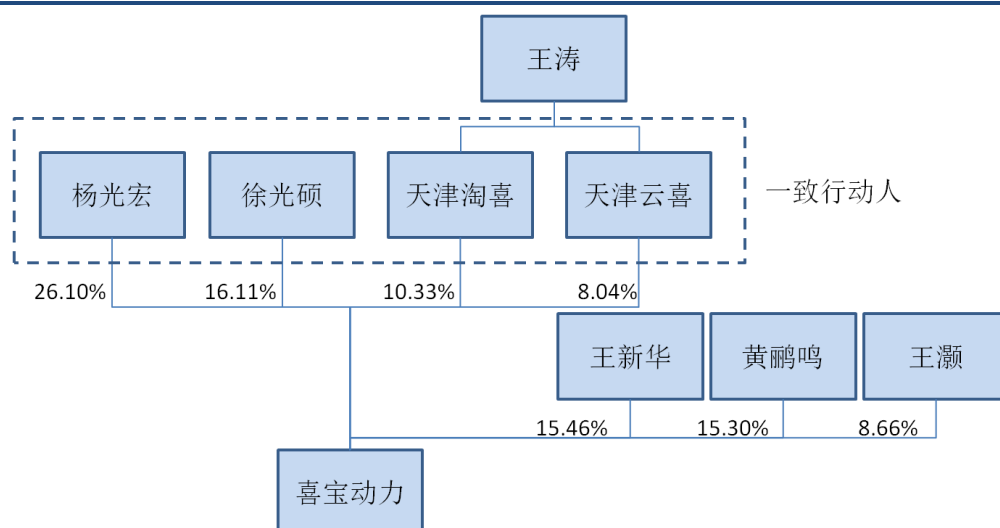
一、主营业务为电商行业精准营销

1、公司历史沿革和股权结构

公司成立于 2011 年 1 月，由王新华、王建生、王灏三人出资成立。公司于 2014 年 8 月整体变更为股份有限公司，并于 2015 年 2 月挂牌新三板。

公司目前总股本 870 万股，其中一致行动人杨光宏、徐光硕、天津淘喜、天津云喜共持有总股本的 60.58%，其他股东包括王新华、黄鹂鸣、王灏等自然人。

图 1：公司股权结构



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

2、主营电商行业的互联网精准营销服务

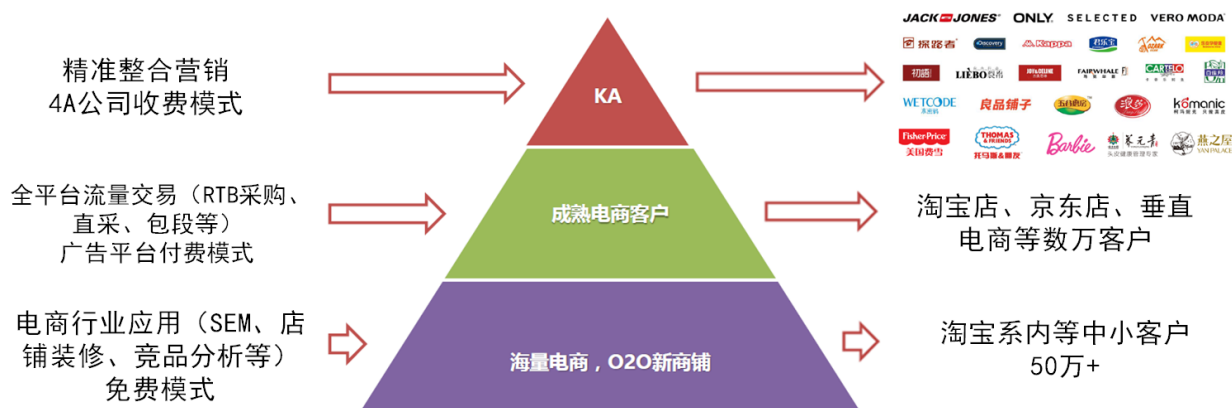
公司主营电商行业的互联网精准营销业务，包括三部分：（1）ISV（独立软件开发）业务，公司是淘宝直通车的第三方托管服务商，可在淘宝、天猫平台开发第三方营销推广软件。主要包括：搜索引擎营销工具超级车手/皇冠车手，搜索优化工具，反盗版监控工具，店铺页面装修工具，分销网络管理，竞争对手数据跟踪工具等。该产品未来将主要供中小卖家免费使用，获取相应数据资源。

（2）全平台流量交易业务，面向各类电商广告主，采用自助服务平台方式，对接包括主流 Ad Exchange（百度 BES、阿里巴巴 Tanx、腾讯 AdExchange 等）的 RTB 流量、优质媒体的 CPT 流量、移动端 WAP 和 APP 流量等多渠道流量资源。主要广告主客户包括淘宝/天猫等电商平台的品牌商、零售商和中小网商，公司通过大数据分析和用户画像构建智能优化工具，提供精准流量采购。该产品主要采取收取服务费模式，按照投放量 CPC（每次点击成本）等模式获取手续费。

（3）电商展示广告效果营销业务，主要针对品牌类 KA 客户，为品牌网商定制电子商务整合营销方案及展示广告效果营销服务。包括展示型+效果型广告业务，并对客户承诺一定投放效果（以 ROI 为准），以及 SEM 搜索引擎营销、SNS 社区营销、CRM 营销、口碑与粉丝营销等。该项业务主要盈利模式类似 4A 广告代理，采

用广告费用+服务费+业绩返点方式获取收益。

图 2：公司业务结构



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

3、业务结构转型，品牌客户规模迅速扩大

公司业务结构在近年来发生转型，从传统 ISV 业务为主、电商效果广告为辅，向 KA 品牌整合营销+DSP 流量交易双轮驱动发展。

公司着力开拓品牌客户，典型包括探路者、绫致时装等，其中探路者在 2013 和 2014 年 1-7 月分别贡献收入 699.8 万元和 727.4 万元，占当期收入比例的 34.00%和 53.76%。此外新拓展了包括云南白药、费雪等大规模品牌客户，KA 收入占比在 2014 年达到 57.64%。而 ISV 业务在 2014 年占比大幅下降，这是由于公司将部分电商应用免费化，从而扩大覆盖面积，获取数据积累。

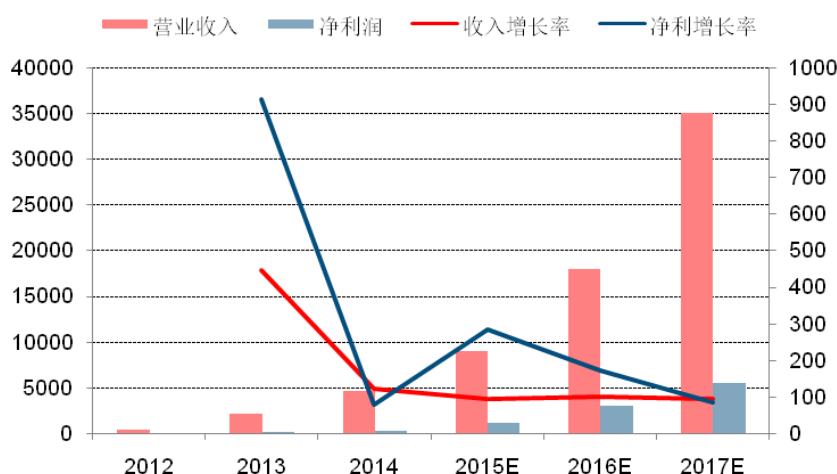
表 1：公司主要业务分项情况

	2014			2013		
	营业收入（万元）	营收占比%	毛利率%	营业收入（万元）	营收占比%	毛利率%
电商整合效果营销(KA 大客户)	2,655.73	57.64				
电商流量交易平台业务（DSP）	1,277.93	27.74				
电商应用 APP 业务（ISV）	673.91	14.63		1,228.19	59.67	
电商展示广告效果营销业务				735.71	35.74	
合计	4,607.57	100.00	37.20	1,963.90	95.42	50.76

资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

公司业务结构转型获得了较大成功，公司业务规模快速发展，13、14 年和 15H1 营收分别增长 445.80%、123.86%、117.28%，净利润分别增长 916.88%、77.20%、175.96%，核心原因在于品牌客户广告预算较高，可以快速提高公司收入规模。公司毛利率在 2014-2015H1 有所下降，主要由于 DSP 业务和 KA 整合营销业务全行业的毛利率低于传统 ISV 业务。预计未来随着业务结构的逐步稳定，毛利率将趋于稳定。

图 2：公司收入和利润持续快速增长（单位：万元）



资料来源：公司资料 中信建投证券研究发展部

二、互联网广告和电商市场快速增长，空间巨大

1、国内互联网广告市场快速增长，相对美国规模不足

数字营销中的互联网广告领域包含了互联网媒体、广告代理、广告技术企业等产业链环节，因其精准有效和成本集约特性，得到各类广告主的广泛认同和大力投入；同时由于 PC 端和移动端流量的相继爆发，市场整体保持了快速增长。

从总体看，互联网广告市场规模快速扩大。根据艾瑞数据，国内互联网广告在 2010-2014 年保持了 49.33% 的复合增长，2015 年预计突破 2000 亿元。其中移动广告市场增长速度最快，过去 4 年增速均在 100% 以上，15 年将突破 600 亿元。

图 3：国内互联网广告市场（亿元）

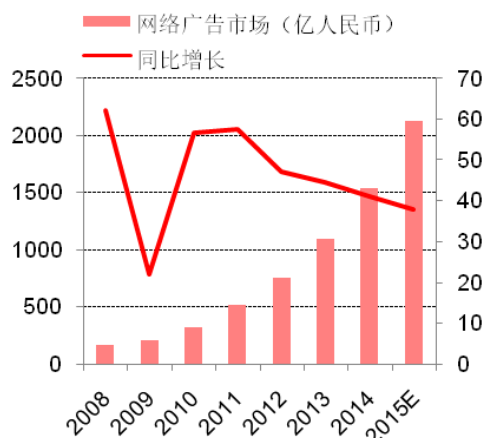
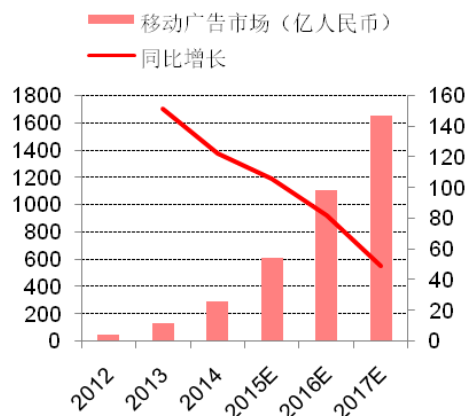


图 4：国内移动广告市场（亿元）



资料来源：艾瑞 易观智库 中信建投证券研究发展部

而在互联网广告最为领先的美国，据互动广告署（IAB）统计，2014 年互联网广告收入 495 亿美元，同比增长 15.65%。而美国移动广告支出 2015 年为 302 亿美元，到 2019 年都将保持两位数增长率，主要受到移动视频、移动社交网络和移动搜索广告的推动。2015 年，美国互联网广告支出占媒体广告总支出的 31.8%，预计到 2019 年份额将增长至 41.4%。

而对比国内，2014 年国内传统媒体与互联网媒体广告的刊例花费规模总计 9030 亿人民币，其中互联网广告 1573 亿，占比仅 17.4%，远远低于美国相应指标。因此国内互联网广告市场仍然具有巨大的发展空间。

图 5：美国移动和 PC 广告市场（十亿美元）

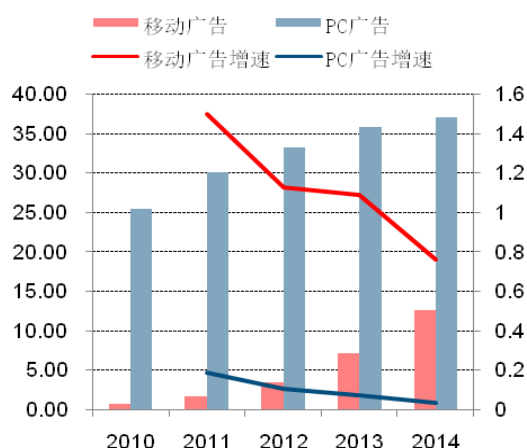
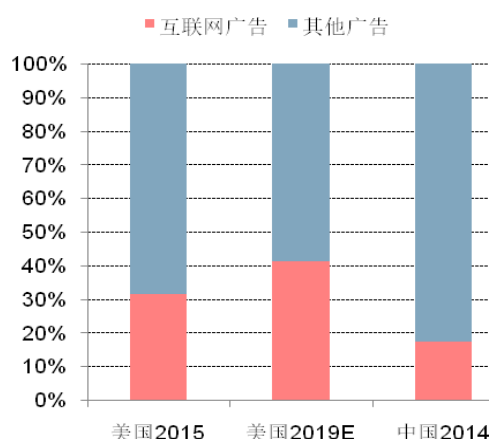


图 6：美国与国内互联网广告占媒体广告支出比例



资料来源：IAB ZenithOptimedia 艾瑞咨询 CTR 媒介智讯 中信建投证券研究发展部

2、国内电商市场快速增长，广告需求巨大

从公司所处的细分市场来看，电商类广告在互联网数字广告中占有较高的比例。根据艾瑞咨询数据，2015 年电商广告在互联网广告中占比达到 27.9%，且呈上升态势。

其核心原因在于，国内电商市场在近年来规模不断扩大。仅从 toC 类网购来看，国内 2014 年网购市场规模已达到 2.79 万亿元，而在 2015 年前三季度仍保持了 38.50% 的较快速增长，其相应带来的广告需求飞速上升。而国内阿里系的淘宝和天猫规模巨大，2014 年淘宝总成交额 1.17 万亿元，天猫总成交额 5050 亿元，合计占到国内网购总成交的 60.13%，其他各类电商则瓜分其余市场份额。可以看到，国内电商市场，尤其是广大淘宝天猫卖家的广告需求是促使电商广告市场规模快速发展并领先于整个互联网广告行业的关键因素。

因此，保守估计国内电商网络广告市场对应 2015 年可达 600 亿元以上。其中阿里在 2014 年广告收入达到 374.8 亿元，预计 15 年将保持稳定增长并占据大多数市场份额，而其他广告类企业则瓜分其余市场份额。预计中小广告企业电商广告市场空间 2015 年在 150 亿元以上。

图 7：国内电商广告占互联网广告市场比例

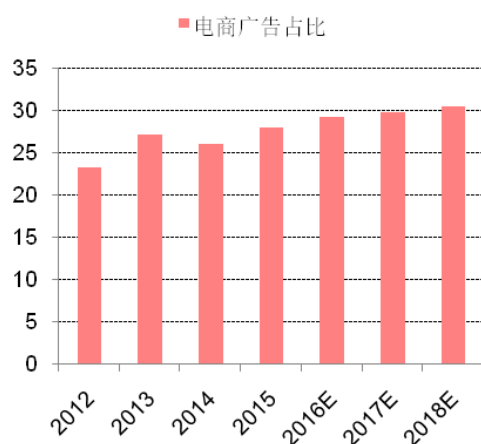
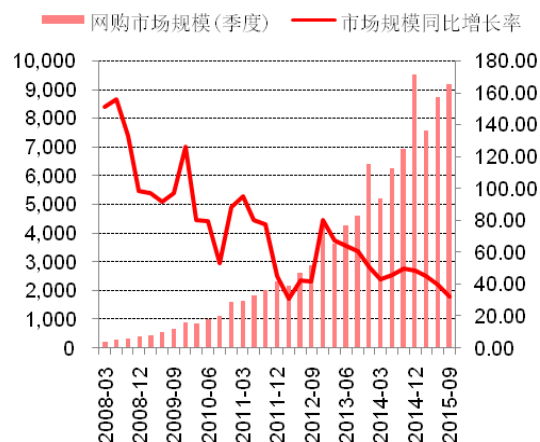


图 8：国内网购市场规模和增长率（季度）



资料来源：艾瑞咨询 中信建投证券研究发展部

三、公司在电商行业积累深厚

1、公司与阿里具有多年深度合作，并向其他电商拓展

公司 2012 年推出淘宝直通车全自动推广软件并注册专利，自此开始与阿里的深度合作，并在 **2013-2015 连续年荣获金牌淘拍档，阿里妈妈拍档整合营销大奖**。公司与阿里的广告投放合作分为两方面，一方面公司通过阿里系站外的广告投放，向阿里系内部引流，公司可获取部分引流收入；另一方面，公司代理 KA、DSP 等客户在阿里系内部投放广告，此时需要采购阿里内部流量资源。

同时，公司还与阿里实现了数据和客户资源的部分合作，通过阿里的脱敏数据、DMP 用户追踪等，实现广告精准投放；此外通过阿里获取部分客户资源，并代理其阿里系内广告投放。目前公司已经实现 40 万以上 ISV 客户、数万 DSP 客户和部分 KA 客户，按照非官方的统计数据，阿里系内店铺数量在 600 万+。仅从阿里系来看，公司占据了近 9% 的店铺客户资源，拥有领先的数据和客户资源基础。

另外，公司向其他电商渠道拓展，目前已与部分京东、唯品会等平台上的客户形成合作，并拓展了微信电商等 ISV 应用场景，成为**覆盖淘宝/天猫广告体系，京东广告体系与腾讯广点通体系数据接口的电商垂直营销企业**。

2、主要品牌客户投入加大+客户拓展，市场空间不断上升

公司利用中小电商数据积累，着力拓展品牌客户。由于品牌客户天然具有高 ROI 特性（唯品会一般 ROI 在 8 左右，而淘宝普通中小卖家仅为 1 左右），因此在互联网广告方面预算投入力度较大，单体客户年度广告预算可达千万量级。典型的如公司主要品牌客户探路者，其 2014 年互联网销售额近 6 亿元，占总收入比重接近 30%。因此广告投入预算也大幅上升。公司基于自有渠道和阿里系合作渠道拓展客户，可获得广告预算投入的快速增长；同时持续扩充销售渠道，将带来中长期业绩的向上弹性。

3、公司深耕电商行业，盈利能力和成长性行业领先

公司自创立起即专注电商行业的广告营销推广，拥有 3 年行业营销运营经验；从面向广大淘宝中小卖家的淘宝直通车推广起步，积累了深厚的数据基础。目前公司拥有 3 年来海量电商零售客户的搜索、销售、营销、商品分布等完整的数百 TB 大数据沉淀，2 亿以上的投放关键字信息，以及在此基础上的海量客户购买行为数据，对于实现人口画像和精准定向具有领先优势。公司在此基础上实现了“基于效果预测的全方位精准营销并承诺结果”的营销体系。

基于以上优势，公司在毛利、净利水平、营收和净利增长率等指标上处于同业领先水平，同时由于采用了预付款方式，现金流状况良好。同业中最可比公司为利欧股份收购的上海漫酷广告，其剥离了聚效广告（程序化广告业务）后的聚胜万合整合营销平台，与公司的业务结构较为相似。从规模来看，漫酷广告的规模远大于公司，但从盈利能力、成长性来看，公司均优于聚胜万合。

表 2：电商类数字营销企业财务对比

企业名称	销售毛利率	销售净利率	营业收入增长率	净利润增长率	应收账款周转率
	2014	2014	2014	2014	2013
喜宝动力	37.20	6.26	123.86	77.20	21.22
漫酷广告	17.61	4.97	32.01	115.78	25.06

资料来源：WIND 公开资料 中信建投证券研究发展部

四、业绩高速增长期，建议重点关注

基于数字营销市场高速增长+阿里系深度合作优势+公司在电商领域积累深厚+品牌客户不断导入，公司短期内业绩高速增长确定性较高。预计在 15 年收入 8000 万元，净利润 1000 万元+基础上，16-17 年将保持 100% 以上复合增长。

从估值来看，对标企业利欧股份目前对应 15 年市盈率 55.8 倍，PEG 约 0.34 倍。而公司目前并未发生交易，按照对标 PEG 水平并根据三板流动性情况给予 50% 折价，预计市值在 6 亿元以上。基于公司 16-17 年业绩高速增长，业务范围扩张，估值向上空间较大，建议重点关注。

风险提示

- 1、市场拓展风险：公司品牌营销单体客户规模较大，如客户数量拓展不达预期将对公司业绩造成较大影响。
- 2、毛利率变动风险：公司主攻品牌整合营销和流量购买业务，行业平均毛利率较低，未来存在毛利率进一步下降风险。



分析师介绍

郑军：新三板研究员，经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，8 年证券从业经验，中级会计师；2010 年新财富非金属建材行业最佳分析师（团队）第五名。

王慷：中国科学院金属研究所工学博士，非金属建材行业分析师。2013、2014 年度作为团队核心成员获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

报告贡献人

张怀 15901025279 zhanghuai@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

沈铖 021-68821631 shencheng@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

郑敏 021-68821600 zhengmin@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622