

汇量 VS 微盟 VS 万咖 VS 爱点击 VS 赤子城科

第三方精准营销产业链深度梳理

今天我们要研究的赛道——第三方精准营销。

精准营销，是指通过信息技术手段分析顾客数据，进而有针对性地进行产品营销，以实现高转化率。和传统的互联网广告相比，精准营销避免了盲目营销带来的成本浪费。

从产业链看，上中下游为：

上游——媒体与流量平台。包括各大传统媒体及垂直自媒体、各大互联网流量平台。代表公司包括阿里、腾讯、百度、Google、Facebook 等。

中游——精准营销服务商，其本质是上游流量平台与下游广告主之间的“流量中间商”，又可以分为三大类，分别为：**需求方平台**（DSP，Demand Side Platform）、**供应方平台**（SSP，Sell Side Platform）、**数据管理平台**（DMP，Data Management Platform）。

需求方平台 (DSP, Demand Side Platform) ——聚合广告主需求, 通过竞价的方式帮助广告主向合适的受众投放;

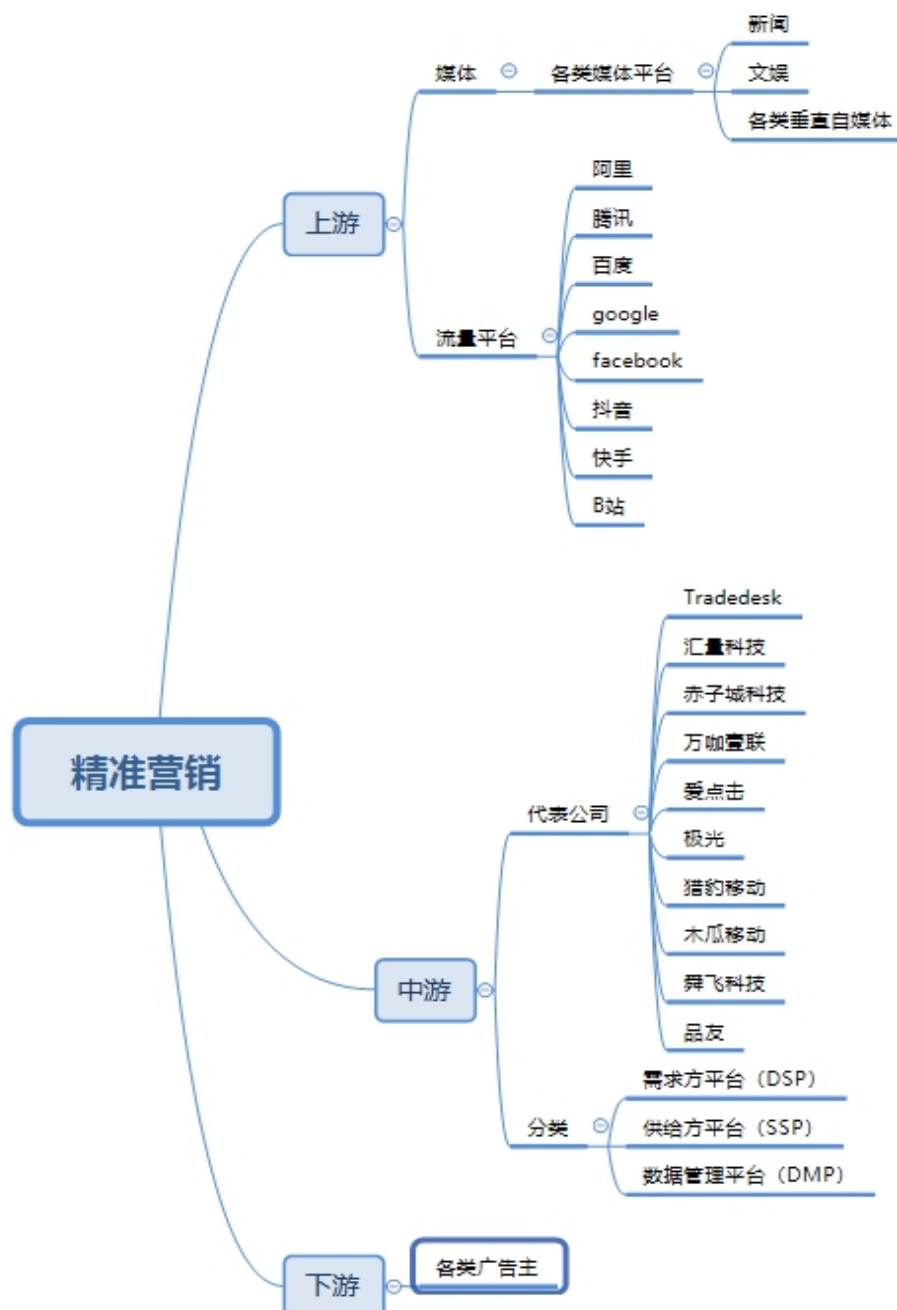
供应方平台 (SSP, Sell Side Platform) ——聚合媒体及各大流量平台需求, 帮助流量供应方进行流量分类管理、资源定价和广告需求筛选;

数据管理平台 (DMP, Data Management Platform) ——DMP 分析广告主的需求和营销活动产生的用户数据, 进行用户标签分类、用户画像描绘等数据分析服务。该类机构类似于咨询公司角色, 提供策略和解决方案。

国内精准营销厂商众多, 包括: 微盟、汇量科技 (港)、赤子城科技 (港)、万咖壹联 (ga)、爱点击 (美市)、极光 (美市)、每日互动等, 未进入资本市场公司包括木瓜移动 (退市)、舜飞科技、品友等;

海外厂商包括 Tradedesk、IronSource (以色列)、AppLovin、UnityAddds 等, 除了 Tradedesk 之外均未上市。

下游——广告主，广告主是购买流量进行广告投放的终端需求方，广告主分散于各行各业，如食品饮料、家电、游戏、文娱、教育、医疗保健、宠物等。

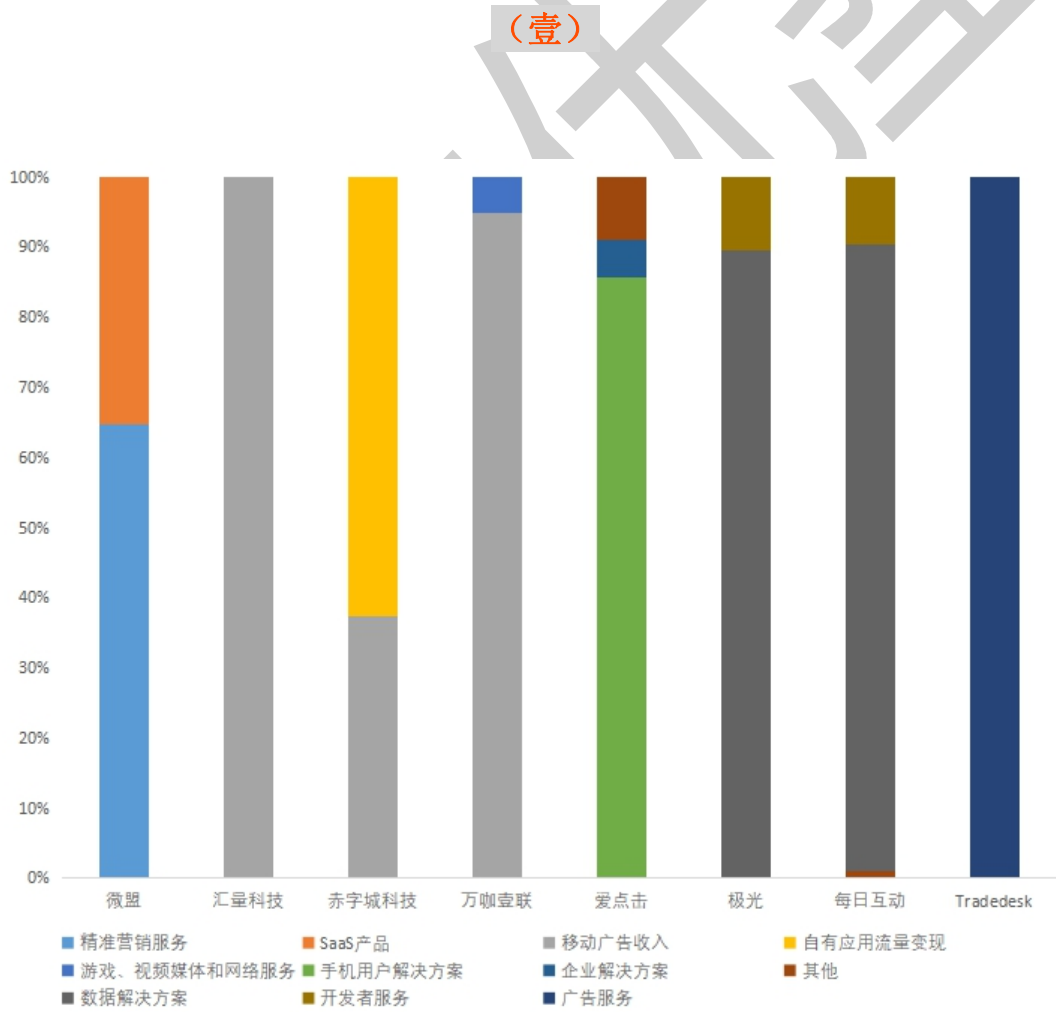


图：精准营销产业链

来源：塔坚研究

此次研究，我们需要深入思考以下几个问题：

- 1) 从历史来看，精准营销行业的崛起，根本驱动力是什么？
- 2) 这个行业空间有多大？该领域有什么护城河？未来竞争格局如何演化？



图：收入结构

来源：塔坚研究

首先，从收入结构来看：

1、**微盟**——2019 年收入为 14.37 亿元，近 65%来自精准营销服务（9.3 亿元），35.28%来自 SaaS 产品（5.07 亿元）。根据近期的 2020 年年报，收入为 19.69 亿元，31.6%来自订阅解决方案（6.22 亿元），26.8%来自商家解决方案（5.28 亿元），41.5%来自数字媒体（8.18 亿元）。

需要注意的是，2020 年业务分类方式有变化，从电话会议纪要来看，订阅解决方案是原 SaaS 产品，而精准营销服务拆分成了商家解决方案和数字媒体。

其精准营销服务内容主要为：商户在流量平台（腾讯为主）投放广告精准导流（买量服务），而 SaaS 产品主要为订阅化 IT 系统（包括商业云、销售云、营销云三大部分）。

2、**汇量科技**——2019 年收入为 34.9 亿元，全部来自移动广告收入，其中，程序化广告收入占比 60%以上。

根据近期的 2020 年年报业绩交流，进行了收入结构调整，增加了云计算平台 SpotMax（帮助客户实现公有云计算资源成本优化的 SaaS 产品）和数据分析平台 Game Analytics 两大业务。但其超过 99.5%业务依然来

自移动广告收入，新增的数据分析和云业务收入较少，分别为 360 万和 85 万。

其移动广告业务包含两部分，*Mintegral*（聚焦碎片化流量的纯程序化广告投放平台）和 *Nativx*（包含了非程序化投放和大媒体程序化投放的混合平台），*Mintegral* 是其业务发展重点。

从广告主的细分领域来看，游戏是其主打品类，占比 41%，其次是内容及社交品类，占比 20%。另外，汇量科技国际化程度较高，海外收入占比约 40%。

3、**赤子城科技**——2019 年收入为 3.9 亿元，62.53%是自有应用流量变现业务（2.44 亿元），37.47%来自移动广告平台收入（1.46 亿元）。根据近期的 2020 年年报，收入为 11.82 亿元，同比增长 200%，两大业务分别增长 170%、260%。

从细分领域来看，社交是其主打品类（*MICO*、*YIYO*、*Yoho* 三款社交 APP），主要布局中东和东南亚地区。它属于混合了社交 APP 与第三方广告的模式，自己产生流量，分别进行精准营销服务和游戏业务变现。

4、**万咖壹联**——2019 年收入为 23.96 亿元，95%来自移动广告收入（22.76 亿元），4.24%来自网络视频媒体及相关服务（1.02 亿元）。

据近期的 2020 年中报，收入为 9.73 亿元，95.86%来自移动广告收入（9.33 亿元），3.08%来自网络视频媒体及相关服务（0.3 亿元）。

其业务模式为基于国产安卓手机厂商（“硬核联盟”）的流量源，结合自身数据分析平台 DAPG（利用数据挖掘技术，描绘用户画像、分析用户需求），为广告客户提供安卓生态内部的精准营销服务。

5、爱点击——2019 年收入为 13.91 亿元，86%来自手机用户解决方案（11.93 亿元），14%来自企业及其他解决方案（1.98 亿元）。

根据近期的 2020 年年报，收入为 16.62 亿元，87%来自营销解决方案（原手机用户解决方案，14.74 亿元），11.34%来自企业解决方案（原企业及其他解决方案，1.8 亿元）。

手机用户解决方案（即移动广告）细分市场主要针对电商（线上消费品，如美妆、日化、个护、食品饮料）、线上教育等。根据其 2019 年管理层讨论，未来企业解决方案（即 CRM SaaS 产品）是其未来主要增长点。

6、极光——2019 年收入为 9.06 亿元，90%来自数据解决方案（8.13 亿元），10%来自开发者服务（0.94 亿元）。根据近期的 2020 年年报，收入为 4.72 亿元，全部来自开发者服务（原有两大业务合并，4.72 亿元）。

其业务围绕移动数据的处理（采集、清洗、挖掘、校准、脱敏）、数据分析以及相应的商业化（精准投放）而展开，2019 年以后开始主要服务腾讯云生态。

7、每日互动——2019 年收入为 5.01 亿元，89%来自数据服务及其他（4.48 亿元），9%来自移动开发者服务（0.48 亿元）。根据近期的 2020 年三季报，收入为 3.48 亿元，未披露收入结构。

其数据服务主体为增长服务（自动化短信等 API 接口服务，占总收入比例 57%）、公共服务行业（健康大数据、公共交通、智慧城市相关数据分析业务，占总收入比例 22%）和品牌营销（精准投放等）。需要注意，其品牌营销相关业务占比较小（占总收入的比例为 2%），客户主要为传统广告公司。

8、Tradedesk——2019 年收入为 46.12 亿元，全部来自广告服务。根据近期的 2020 年年报，收入为 54.55 亿元，全部来自广告服务。

其广告服务以移动端为主（移动设备、音视频和社交网络占比超过 79%），同时也包含 PC 端和传统电视端。

需要注意的是，Tradedesk 客户性质和国内精准营销厂商差异较大，国内第三方精准营销厂商承担了广告公司的角色，直接为广告主解决投放

需求；而 Tradedesk 的客户以传统广告公司为主（广告公司维护自身的广告主客户），相当于传统广告公司的技术代理商。

综上，Tradedesk、汇量科技、微盟、万咖壹联和爱点击，属于较为纯粹的 DSP 精准营销服务商，属于本文重点对比对象。

而极光和每日互动属于 DMP（侧重技术外包服务），DSP 属性业务较少，而赤子城科技虽然包含部分广告精准投放业务，但从本质上来说其属于社交 APP 和游戏开发商。因此，极光、每日互动、赤子城科技三家数据，仅作参考。

从精准营销业务的体量（2019 年）来看：Tradedesk（46.12 亿元）> 汇量科技（34.9 亿元）> 万咖壹联（22.76 亿元）> 爱点击（13.91 亿元）> 微盟（9.3 亿元）> 其他（极光、赤子城科技、每日互动）。

(贰)

	营业收入(亿元)	营业收入(同比增长率%)	净利润(亿元)	净利润(同比增长率%)	销售毛利率%	销售净利率%
微盟集团(2020H1)	9.57	45.73	-5.44	-288	44	-57
汇量科技(2020H1)	2.67	18.58	0.92	72.61	21.82	4.89
赤子城科技(2020H1)	1.5	-18.46	0.034	-70.87	77.6	2.27
万咖壹联(2020H1)	9.73	-18.74	0.54	-27.88	12.93	5.56
爱点击	1.76	23.34	-0.95	-39.35	28.40	-8.83
极光	3.66	-49.48	-1.35	-141.05	39.95	-36.96
每日互动	3.48	2.08	0.65	-31.25	64.35	19.76
TRADE DESK	5.16	15.95	6.16	29.56	75.00	17.52

图：2020 年三季报经营数据（港市企业为中报数据）

来源：塔坚研究

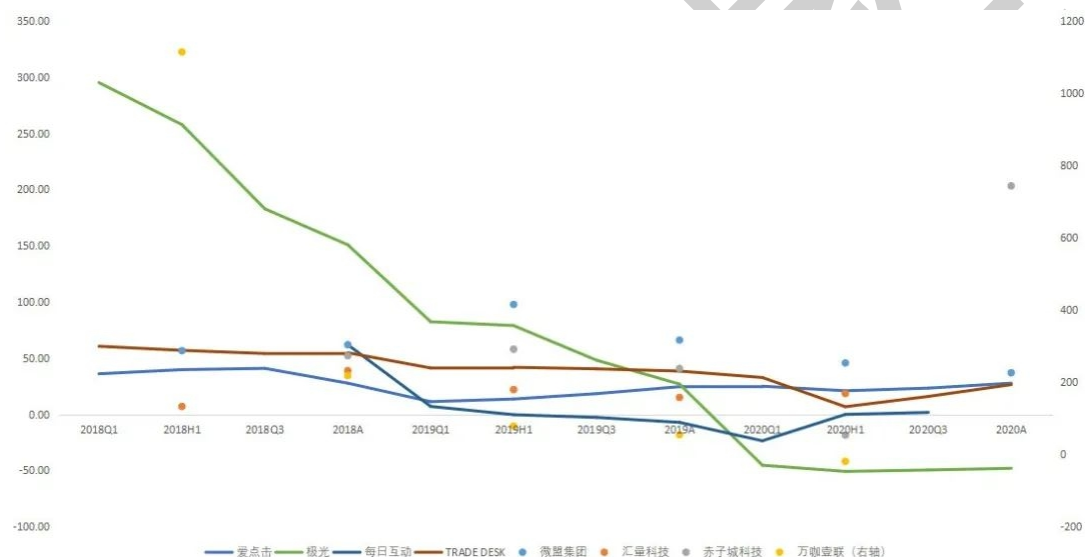
从 2020 年前三季度数据来看，精准营销行业景气度较差。从收入增速来看，微盟、汇量科技、爱点击、每日互动和 Tradedesk 维持了正增长；而从利润增速来看，只有汇量科技和 Tradedesk 维持了正增长。

精准营销行业 2020 年前三季度整体增速较低，主要受卫生事件影响，各领域广告主出于节省开支的目的，减少了广告投放。

根据艾瑞咨询数据，2020 年 Q1，互联网广告市场（精准营销包含于互联网广告市场） 规模同比增长仅 1.9%。

不过，从细分领域来看，某些特定行业（如在线教育、游戏、直播、电商零售）属于“卫生事件受益行业”，广告主投放意愿较强。因此，微盟（电商）、汇量科技（游戏）、爱点击（电商、在线教育）相应的收入增速较高。

接下来，再拉长周期，来看 2018 年以来的季度增长情况：



图：季度增长情况

来源：塔坚研究

整体来看，第三方精准营销行业上市公司收入波动较大，且在 2020 年均经历了收入下滑。 具体来看：

微盟——**增速相对平稳**，高点出现在 2019 年上半年（同比增长 103%），主要受基于微信生态的精准营销业务驱动。

汇量科技——**增速较为平稳**，增速高点在 2018 年年报（同比增长 39%），主要受程序化广告收入增长驱动（程序化广告收入 15.8 亿元，同比增长 98.7%）。

万咖壹联——增速高点出现在 2018 年年报（同比增长 218%），主要来自于国产安卓手机生态（硬核联盟）内部的广告精准投放业务。之后增速持续下滑。

爱点击——**增速较为平稳**，高点出现在 2018 年上半年（同比增长 40%），主要受手机用户解决方案（精准营销业务）驱动。

Tradedesk——**增速较为平稳**，高点出现在 2018 年上半年（同比增长 60%），主要来自于精准营销（程序化广告）业务驱动。

极光——增速高点出现在 2018 年一季报（同比增长 297%），主要受数据解决方案业务驱动，之后持续下滑。

每日互动——增速高点出现在 2018 年上半年（同比增长 120%），主要受数据服务及其他（主要为增长获客相关技术外包服务）驱动，之后持续下滑。

赤子城科技——增速高点在 2020 年年报（同比增长 203%），主要原因是其社交产品 Mico 在东南亚市场拓展，累计下载 1.83 亿次，平均月活 1136 万，从而带来相应广告收入增加。

综合来看，精准营销行业企业的增长高点，均来自于精准营销（程序化广告）对于传统广告市场的替代所驱动。

但是，需要注意的是，该行业虽然经历了高速增长阶段，但整体波动极大，仅有微盟、汇量科技、爱点击和 TradeDesk 几家增速相对平稳。

（叁）

精准营销行业，仅有汇量科技、赤子城科技和 Tradedesk 三家公司有稳定的盈利，回报（ROE）对比来看：TradeDesk > 汇量科技 > 赤子城科技 > 微盟。

ROE	2017	2018	2019
微盟集团	-1.12	82.25	-141.40
汇量科技	44.84	13.57	8.87
赤子城科技	7.32	12.59	11.97
万咖壹联	116.46	-119.92	11.07
爱点击	-30.76	-28.77	-9.26
极光	-50.96	-15.69	-19.80
TRADE DESK	24.78	27.54	21.51
ROIC	2017	2018	2019
微盟集团	-1.12	84.82	-1018.22
汇量科技	32.47	11.53	7.75
赤子城科技	7.31	12.59	11.97
万咖壹联	-226.27	-73.45	9.22
爱点击	-26.83	-23.14	-5.69
极光	-50.96	-12.49	-14.12
TRADE DESK	21.95	26.42	21.51
ROA	2017	2018	2019
微盟集团	0.74	-140.26	15.58
汇量科技	11.51	7.42	5.49
赤子城科技	7.09	12.16	11.28
万咖壹联	-76.17	-48.15	12.11
爱点击	-13.12	-15.75	-3.36
极光	-35.84	-8.75	-10.20
TRADE DESK	9.80	11.20	8.17

图：回报数据

来源：塔坚研究

以 2019 年数据为横截面，拆开 roe 三要素来看

净利率 (%)	2017	2018	2019
微盟集团	0.49	-126.15	21.67
汇量科技	8.72	5.03	4.41
赤子城科技	17.59	21.59	17.54
万咖壹联	-29.82	-27.19	4.41
爱点击	-19.65	-20.38	-5.44
极光	-31.71	-9.27	-12.12
TRADE DESK	16.48	18.47	16.39
总资产周转率 (次)	2017	2018	2019
微盟集团	1.39	1.12	0.66
汇量科技	1.18	1.20	1.09
赤子城科技	0.35	0.49	0.56
万咖壹联	2.69	1.89	1.65
爱点击	0.70	0.81	0.75
极光	1.08	1.06	0.94
TRADE DESK	0.46	0.50	0.46
权益乘数 (次)	2017	2018	2019
微盟集团	-2.17	-0.44	1.66
汇量科技	3.54	1.75	1.92
赤子城科技	1.18	1.21	1.23
万咖壹联	-1.89	1.50	1.53
爱点击	1.57	1.94	2.81
极光	1.48	1.65	1.85
TRADE DESK	3.25	2.83	2.82

图：杜邦分析

来源：塔坚研究

首先，净利率来看：赤子城科技 > TradeDesk > 汇量科技 > 微盟。

国内第三方精准营销市场流量平台的市场竞争激烈，利润率较低。而赤子城和汇量科技的海外业务占比均较高，分别为 87%和 40%，因此利润率相对较高。微盟的净利率波动较大，主要受金融负债（可赎回或可转换优先股）的公允价值变动影响。

净利率高低拆开营业成本、费用率看：

第三方精准营销厂商的成本/费用大项，主要是流量购买成本/费用。

（汇量科技、万咖壹联将流量成本计入“营业成本”，微盟、赤子城科技、爱点击将流量成本计入“销售费用”）

费用率角度看，支出比较高的是销售费用和管理费用，而研发费用较少，说明行业驱动主要是销售驱动，而非研发驱动。

（国内精准营销企业大部分研发投入很低，但是，Tradedesk、极光和每日互动属于数据分析技术外包商，研发费用率偏高）

	销售毛利率 [报告期] 2019年报 [单位] %	销售净利率 [报告期] 2019年报 [单位] %	2019研发费 用率%	2019销售费 用率%	2019管 理费用 率%
微盟集团	55.48	21.67	1.18	49.90	9.04
汇量科技	23.74	4.41	7.04	2.00	10.02
赤子城科技	67.11	17.54	5.20	30.93	24.89
万咖壹联	14.11	4.41	1.90	1.29	2.08
爱点击	28.44	-5.44	2.80	21.55	10.14
极光	28.34	-12.12	19.44	13.08	12
每日互动	72.36	16.55	24.96	15.06	11
TRADE DESK	78.00	16.39	17.66	20.10	21.74

图：利润率分析

来源：塔坚研究

其次，从总资产周转率来看：汇量科技 > 微盟 > 赤子城科技 > TradeDesk。

影响总资产周转率的变量主要为应收账款周转率，注意，汇量科技、赤子城、微盟、Tradedesk 的应收账款比例偏高。

应收账款占比偏高，主要是与收入确认方式相关。对于以效果广告（程序化广告）为主的公司来说，收入确认和广告投放效果挂钩，在未达到相应效果之前，计入应收款项。

（因为有退款风险，不能记为预收）

应收账款占收入比例%	2018	2019
微盟集团	68	96
汇量科技	36	63
赤子城科技	87	66
万咖壹联	48	46
爱点击	57	91
极光	31	24
每日互动	20	42
TRADE DESK	174	176

图：应收账款占比

来源：塔坚研究

本案，汇量科技、赤子城、微盟、Tradedesk 都是以效果广告为主，并且，Tradedesk 还受客户结构影响，其客户主要是中大型广告公司，根据其收入确认条件，需要等广告公司的广告主客户向广告公司结算后，Tradedesk 才能确认收入。

Spend on our platform primarily comes through our agency clients. Many of our contracts with advertising agencies provide that if the advertiser does not pay the agency, the agency is not liable to us, and we must seek payment solely from the advertiser, a type of arrangement called sequential liability. Contracting with these agencies, which in some cases have or may develop higher-risk credit profiles, may subject us to greater credit risk than if we were to contract directly with advertisers. This credit risk may vary depending on the nature of an advertising agency's aggregated advertiser base. In addition, typically, we are contractually required to pay advertising inventory and data suppliers within a negotiated period of time, regardless of whether our clients pay us on time, or at all. In addition, we typically experience slow payment cycles by advertising agencies as is common in our industry. While we attempt to negotiate long payment periods with our suppliers and shorter periods from our clients, we are not always successful. As a result, we often face a timing issue with our accounts payable on shorter cycles than our accounts receivables, requiring us to remit payments from our own funds, and accept the risk of bad debt.

图：Tradedesk 应收账款情况解释

来源：Tradedesk 年报

然后，权益乘数来看：Tradedesk > 汇量科技 > 微盟 > 赤子城科技。

TradeDesk 负债中，应付账款占比较高（占收入比例 131%）。

综上所述，精准营销行业的本质属于“流量的中间商”，其社会价值在于帮助客户（广告主）提高流量购买效率，其利润来自于倒卖流量的价差，即“成本加成”，利润率并不高，且买量成本较高。

那么，接下来的问题是，精准营销这个行业，增长的核心驱动力是什么？

(肆)

通过季度增速的分析，我们发现，精准营销行业增长驱动力属于“替代逻辑”，即精准投放的广告（程序化广告），对于传统展示型广告的替代。

此处需要注意，在传统 PC 互联网时代，并不存在支持精准营销的技术基础——这是由于，在 PC 时代，一个上网的 IP 地址无法和个人的身份形成对应关系。

只有到了移动互联网时代，智能手机的出现，才将个人信息、内容偏好、位值、购物习惯等个人化的信息精确地纳入了互联网，基于数据分析的精准营销模式，可以帮助广告主精准定位刚需客户，大幅提升广告投放效率（转化率）。

因此，精准营销市场基本等同于移动互联网广告市场，根据 Frost & Sullivan 的数据，精准营销市场占据了移动广告市场的 94%。

（在移动互联网时代，只有极少量品牌有存粹的品牌宣传需求，并不在意转换率）

精准营销行业规模可以表达为：

$$\text{第三方精准营销行业规模} = \text{互联网广告市场规模} * \text{移动广告市场占比（整体精准营销市场）} * \text{第三方精准营销服务占比。}$$

1) 互联网广告市场规模：

根据 Quest Mobile 数据，2019 年中国互联网广告市场保持较快速增长，市场规模达到 4700 亿元，同比增长 14.8%；预计未来 3 年将持续增长，到 2022 年市场规模预计将达到 6363 亿元。

2) 移动互联网广告占比：

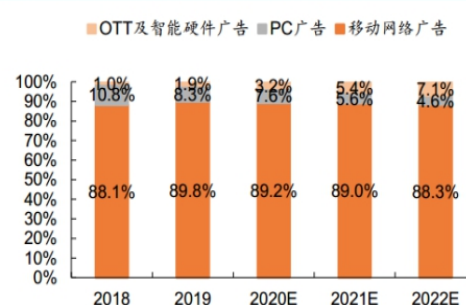
从市场结构看，根据 Quest Mobile 数据，移动广告占比在 2019 年达到 89.8%，预计未来三年都将维持在接近 90% 的水平。除了移动互联网广告，互联网广告还包括 PC 广告和流媒体广告（OTT 及各类智能硬件）。

图 1：2018-2022E 互联网广告市场规模（人民币亿元）



资料来源：Quest Mobile, 安信国际

图 2：2018-2020E 互联网广告各渠道占比



资料来源：Quest Mobile, 安信国际

图：中国互联网广告市场结构

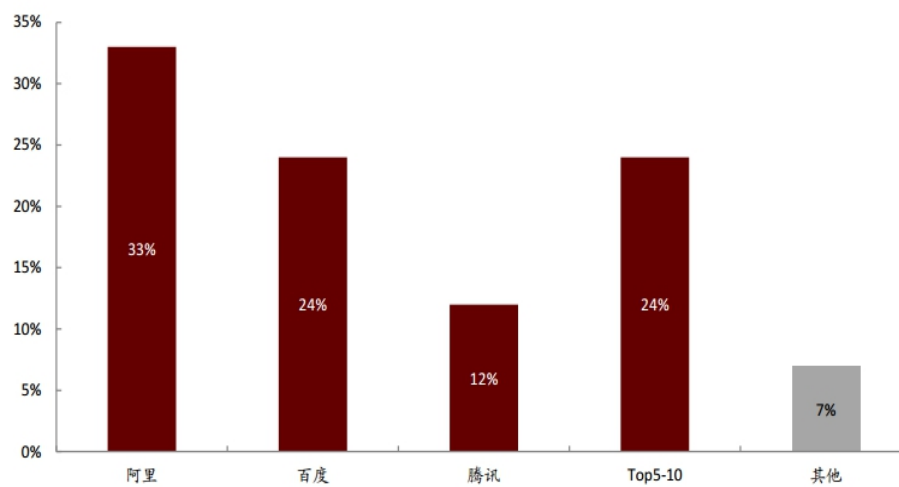
来源：Quest Mobile

3) 第三方精准营销服务市场占比（核心因子）：

虽然我国精准营销市场规模巨大（2020-2022 年预计为 4300-5726 亿元）。但是，需要注意的是，其中的主要玩家，并非第三方精准营销服务商，而是各大移动互联网流量平台。

根据中关村营销实验室数据，2018 年中国互联网广告收入排名前三的为阿里（33%）、百度（24%）、腾讯（12%），Top5-10 占比 24%，Top 10 之外的广告市场仅为 7%。

图表 12: 中国互联网广告收入前十大厂商, 2018



资料来源: 中关村营销实验室, 中金公司研究部

图: 国内互联网广告市场结构

来源: Quest Mobile

也就是说, 在研究这个行业时需要特别注意的是: 在当前头部流量平台垄断移动互联网广告收入的背景下, 留给第三方精准营销服务市场的占比很小, 理论上其上限约为 7%。

需要注意, 以上估算方法较为模糊, 仅适用于存粹的三方 DSP (如汇量科技)。因为部分依靠流量平台的三方精准营销厂商 (如微盟) 的成本里, 包含了部分头部平台的收入。

那么，未来第三方占比是否有提升的可能性？

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权与免责声明】 1) 版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4) 阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6) 平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如大家对以上数据终端有意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。