

数字营销产业：中小厂商如何突围？出海 与技术创新是关键

——传媒系列报告之25

2021年08月04日

看好/维持

传媒

行业报告

分析师	石伟晶	电话：021-25102907	邮箱：shi_wj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518080001
分析师	辛迪	电话：010-66554029	邮箱：xindi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070008
研究助理	刘蒙	电话：-	邮箱：liumeng-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070040

投资摘要：

数字营销是指借助于互联网络、电脑通信技术和数字交互式媒体来实现营销目标的一种营销方式。数字营销公司的价值在于通过互联网广告技术帮助上游广告主通过数字媒体平台触达下游消费者，本文讲述的数字营销市场主要包括互联网广告市场。

国内互联网广告市场集中程度高，头部占据大部分份额。根据互联网上市企业年报披露：阿里巴巴、腾讯、百度2020年全年广告收入分别达到2536亿元、823亿元、729亿元，未上市的字节跳动公司2020年收入2366亿元，其中广告为主要收入来源。国内互联网广告市场集中度高，主要源于头部互联网企业拥有大量用户以及技术优势，继而打造一体化的综合大型投放平台，包括SSP平台（Supply Side Platform，媒体资源供应商平台）、DSP（Demand Side Platform，媒体资源需求方平台）、ADX（Ad Exchange，广告交易平台）、DMP平台（Data Management Platform，数据管理平台）。

出海数字营销市场同样马太效应显著，但市场格局方面与国内有差异，存在较多独立技术平台。2020年在Facebook、Google及Amazon的出海数字营销账单总值占有出海数字营销账单总值的88.0%；差异之处在于，国外存在较多第三方独立的SSP平台、DSP平台、ADX平台、DMP平台，独立的数字营销企业深耕中长尾互联网渠道，聚集具有相同兴趣偏好的用户，成为海外互联网广告市场的重要组成部分。

出海广告技术服务商存在市场份额提升机会。根据RTBChina绘制的2020年数字营销生态链图谱，可以看到第三方数字营销企业类型众多，在不同环节深耕。其中，服务头部互联网企业的代理商平台（含Trading Desk）较为常见，而独立的第三方技术平台（SSP、DSP、ADX、DMP）较为稀缺。广告代理服务面临对头部流量平台过于依赖的潜在风险。对于互联网广告技术服务商，在国内竞争压力较大，国内互联网巨头具有技术优势以及人才优势，除了拥有综合大型投放平台，同时面向中小渠道整合流量，例如腾讯广点通以及字节穿山甲。伴随国内互联网企业在海外市场发展，出海成为互联网广告技术服务商的发展方向，通过聚合中长尾渠道流量，打造独立的SSP平台以及DSP平台，凭借技术优势，存在市场份额提升的机会。

对比SaaS商业服务，海外数字营销公司毛利率可凭技术创新提升。（1）对于数字营销企业，代理商平台盈利模式为返点模式，互联网广告技术服务商则采用点击转化付费的收费模式；点击转化效果收费的广告技术服务商则比返点模式的广告代理商盈利更强。（2）SaaS商业服务商与数字营销公司商业模式具有可比性，前者开发SaaS产品帮助商家通过社交平台触达消费者，后者通过互联网广告技术帮助上游广告主通过数字媒体平台触达下游消费者；跨行业比较毛利率较高的SaaS服务商，在技术驱动下的广告技术服务商毛利率具有提升空间；（3）渠道模式方面，数字营销企业以直客为主，SaaS商业服务商拓客依靠渠道商。

投资策略：从商业模式角度，相比SaaS商业服务商使用时长收费（年费）；互联网广告技术服务商采用点击转化付费的收费模式，本质是销售技术的使用权，根据使用次数收费，变现方式简单且天花板较高。从发展天花板角度，SaaS商业服务商对社交平台依赖性过高，国内互联网广告技术服务商则面临头部互联网企业给予的巨大竞争压力，出海营销发展前景光明。总结而言，当前出海数字营销企业还是以中小厂商为主，展望未来，在国内各领域互联网企业出海潮流下，中小广告技术服务商成长性高，蕴藏巨大投资机会。

相关标的：云想科技（2131.HK）、飞书深诺（H01535.HK，拟上市）、易点天下（A20061.SZ，拟上市）、汇量科技（1860.HK）、微盟集团（2013.HK）、中国有赞（8083.HK）。

风险提示：（1）互联网广告技术快速迭代；（2）头部互联网广告企业占据大量优质媒体资源；（3）推广营销侵犯用户隐私；（4）

竞争激烈导致客户流失严重；（5）出海业务受国际政治环境和局势的影响。

目录

1. 数字营销：出海赛道高景气，竞争格局马太效应显著	6
1.1 数字营销实现程序化方式投放广告.....	6
1.2 出海数字营销赛道高景气.....	7
1.3 竞争格局马太效应显著.....	9
2. 对比 SaaS 商业服务，海外数字营销公司毛利率可凭技术创新提升	12
2.1 SaaS 商业服务商市场份额提升受限于平台.....	12
2.2 广告技术服务商毛利率存在提升空间.....	14
2.3 数字营销企业以直客为主，客户留存率是关键指标.....	15
3. 投资策略	17
4. 风险提示	17
附录.....	18
相关报告汇总.....	40

插图目录

图 1：2020 年数字营销生态链图谱.....	6
图 2：数字营销程序化广告投放过程.....	7
图 3：2014-2020E 全球互联网广告市场规模（亿美元）.....	7
图 3：2014-2020E 全球移动互联网广告市场规模（亿美元）.....	7
图 4：2015-2024E 中国互联网广告市场规模.....	8
图 5：2015-2025E 中国出海数字营销行业规模（亿美元）.....	8
图 6：2020 年国内各大互联网企业广告收入.....	9
图 7：2015-2020 出海数字营销流量采购份额（按媒体类型）.....	9
图 8：以互联网综合广告投放平台为核心的产业链.....	10
图 9：2017-2020 云想科技在国内短视频广告的市场份额.....	11
图 10：2018-2020 飞书深诺/易点天下/汇量科技在出海数字营销的市场份额.....	11
图 11：SaaS 商业服务产业链.....	12
图 12：2015-2024E 中国云端商业服务市场规模（亿元）.....	12
图 13：2021Q1 各大互联网公司渗透率情况（移动端）.....	13
图 14：2018-2020 微盟及有赞在云端商业服务的市场份额.....	13
图 15：2020 年数字营销公司与第三方 SaaS 服务商毛利率对比.....	15
图 16：云想科技/飞书深诺/易点天下/汇量科技/微盟/有赞销售费用对比.....	15
图 17：数字营销公司广告客户留存率（易点天下未披露）.....	16
图 18：2018-2020 微盟客户留存情况.....	17
图 19：2018-2020 有赞付费客户留存情况.....	17
图 20：2017-2020 年云想科技营收结构（百万元）.....	18
图 21：云想科技业务模式.....	18
图 22：2017-2020 云想科技直接广告主数量.....	19

图 23: 2017-2020 直客广告主贡献营收 (百万元)	19
图 24: 2017-2020 云想科技客户结构	19
图 25: 2017-2020H1 直客广告主贡献营收 (百万元)	19
图 26: 2017-2020H1 字节跳动在云想科技总账单占比	20
图 27: 2017-2020H1 字节跳动在云想科技流量采购占比	20
图 28: 2018-2020 飞书深诺营收结构 (亿元)	21
图 29: 飞书深诺业务模式	21
图 30: 2018-2020 飞书深诺定制化解决方案客户数量	22
图 31: 2018-2020 飞书深诺营销客户及合作伙伴奖励平均比率	22
图 32: 2018-2020 飞书深诺定制化解决方案客户数量	22
图 33: 2018-2020 飞书深诺定制化解决方案 ARPRU (美元)	22
图 34: 2018-2020 飞书深诺直客账单总值 (百万美元)	23
图 35: 2018-2020 飞书深诺直客分类账单总值 (百万美元)	23
图 36: 2018-2020 公司营收构成 (亿元)	25
图 37: 2018-2020 效果广告收入按流量媒体类型分类 (亿元)	25
图 38: 易点天下头部媒体效果广告服务模式	26
图 39: 2018-2020 公司向 Google 采购流量占各期总流量采购金额比例	27
图 40: 2018-2020 效果广告收入按流量媒体类型分类 (亿元)	27
图 41: 2018-2020 易点天下各类媒体毛利率	27
图 42: 2018-2020 易点天下毛利率	27
图 43: 汇量科技移动广告业务模式	28
图 44: 2015-2019 汇量科技程序化及非程序化广告营收 (亿美元)	29
图 45: 2019-2020 汇量科技各平台营收 (亿美元)	29
图 46: 汇量科技移动广告业务模式	29
图 47: 2015-2019 汇量科技广告主数量情况	30
图 48: 2015-2020 汇量科技各行业广告主贡献营收情况 (百万美元)	30
图 49: 汇量科技服务媒体类型	31
图 50: 2015-2020 汇量科技 MintegralSDK 集成的 APP 数量 (个)	31
图 51: 2017-2020 汇量科技移动广告业务成本 (百万美元)	32
图 52: 2017-2020 汇量科技各行业广告主贡献营收情况 (百万美元)	32
图 53: 微盟云服务产品	33
图 54: 2015-2020 微盟 SaaS 产品付费商户数	33
图 55: 2015-2020 微盟 SaaS 产品每用户平均收益 (元)	33
图 56: 2015-2020 微盟 SaaS 产品毛利率	34
图 57: 2016-2020 微盟销售成本中的无形资产摊销项目 (百万元)	34
图 58: 微盟与渠道商合作模式	35
图 59: 2015-2018H1 渠道商对公司 SaaS 业务收益的贡献比例	35
图 60: 2015-2020 微盟销售费用 (百万元)	35
图 61: 有赞云服务产品	36
图 62: 2018-2020 有赞营收情况 (亿元)	36

图 63: 2018-2020 有赞订阅解决方案付费客户数.....	37
图 64: 2018-2020 有赞订阅解决方案单用户平均收益（元）.....	37
图 65: 2019-2020 有赞订阅解决方案业务毛利率.....	37
图 66: 有赞与渠道商合作模式.....	38
图 67: 2018-2020Q3 有赞渠道伙伴数量.....	39
图 68: 2018-2020Q3 由渠道伙伴介绍的商家贡献的订阅解决方案贡献收益.....	39

表格目录

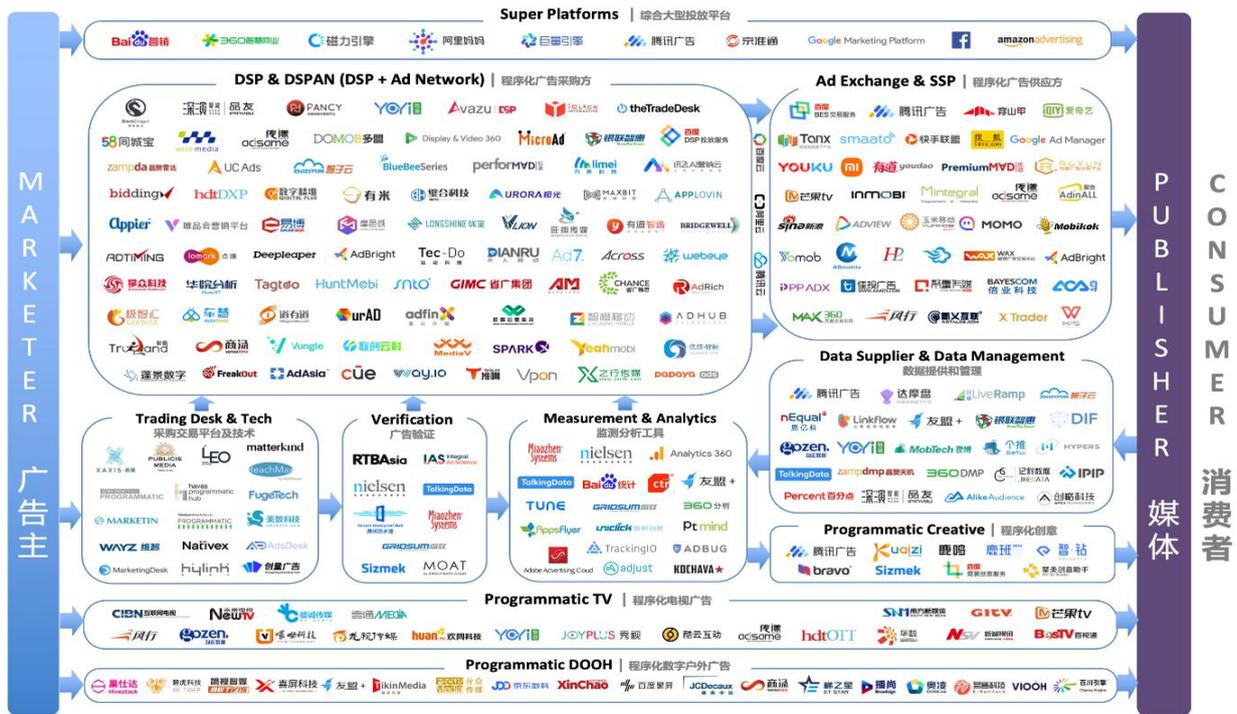
表 1: 微盟产品套餐价格.....	14
表 2: 有赞产品套餐价格.....	14
表 3: 云想科技成本构成.....	20
表 4: 2018-2020 飞书深诺前五大媒体伙伴详情.....	23
表 5: 飞书深诺前五大媒体伙伴详情（2020 年）.....	23
表 6: 2018-2020 飞书深诺成本构成.....	24
表 7: 2018-2020 易点天下公司前五大客户.....	26
表 8: 2018-2020 易点天下成本构成.....	28
表 9: 2015-2020H2 汇量科技广告主留存情况.....	30
表 10: 2018-2020 汇量科技移动广告业务成本构成.....	32
表 11: 2018-2020 微盟 SaaS 业务销售成本构成.....	34
表 12: 2018-2020 有赞订阅解决方案业务主要成本构成.....	38

1. 数字营销：出海赛道高景气，竞争格局马太效应显著

1.1 数字营销实现程序化方式投放广告

数字营销公司的价值在于通过互联网广告技术帮助上游广告主通过数字媒体平台触达下游消费者。数字营销是指借助于互联网络、电脑通信技术和数字交互式媒体来实现营销目标的一种营销方式。从数字营销产业链的角度，数字营销服务商既包括综合大型投放平台、SSP平台（Supply Side Platform，媒体资源供应商平台）、DSP（Demand Side Platform，媒体资源需求方平台）、ADX（Ad Exchange，广告交易平台）、DMP平台（Data Management Platform，数据管理平台）、代理商平台（含Trading Desk）、数据分析公司、第三方监测机构等。

图 1：2020 年数字营销生态链图谱



资料来源：RTBChina，东兴证券研究所整理

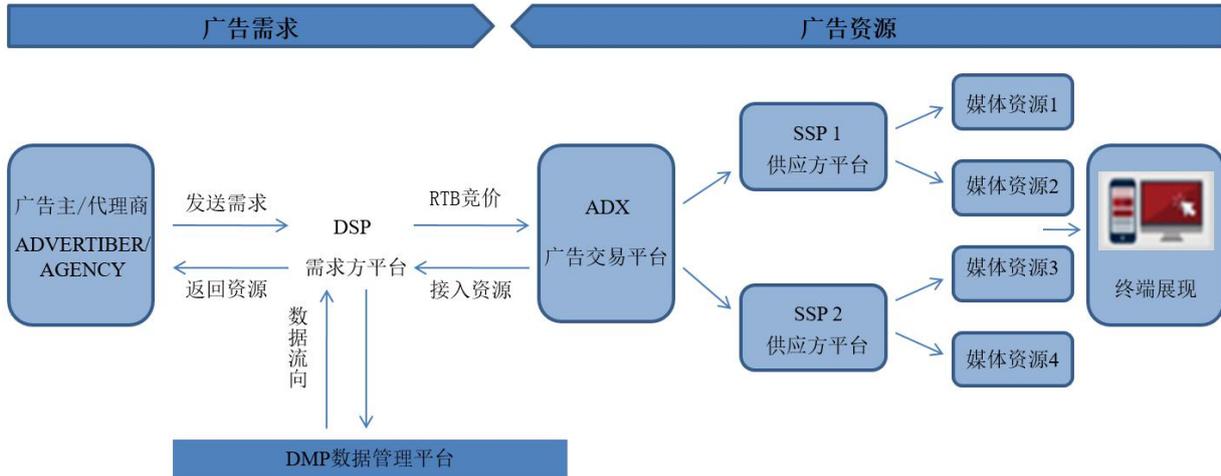
数字营销实现程序化方式投放广告。数字营销的程序化广告投放过程为根据广告主客户营销需求，DSP平台通过自有DSP与ADX对接，分析并确定符合客户需求的媒体资源（SSP平台），并以程序化购买方式，通过RTB技术取得投放机会并发布互联网广告。DSP平台可根据ADX反馈的用户信息与DMP数据库进行快速匹配，选择更为精准的目标客户进行投放，提升投放效果，降低投放成本。

- DSP 平台：帮助广告主在互联网或者移动互联网上进行广告投放，DSP 可以使广告主更简单便捷地遵循统一的竞价和反馈方式，对位于多家广告交易平台的在线广告，以合理的价格实时购买高质量的广告库存；
- SSP 平台：广告资源方希望将每一个流量实现最大收益，通过统一的 SSP 媒体可以对接不同的广告交易平台，筛选出出价更高的请求。资源方可以在 SSP 上管理自己的广告位，控制广告的展现形式。SSP

协助网站将其广告资源加入广告交易平台，并通过数据化方式管理广告资源，提升网站主从广告交易平台中获取的收入；

- **DMP 平台**：把分散的第一、第三方用户数据进行整合纳入统一的技术平台，并对这些数据进行标准化和细分。

图 2：数字营销程序化广告投放过程

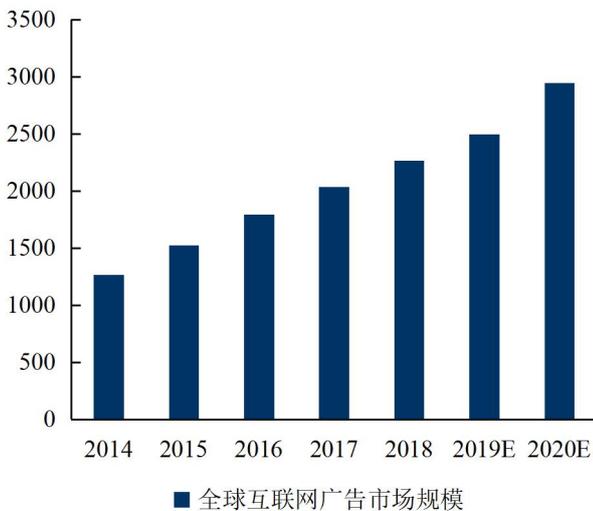


资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所整理

1.2 出海数字营销赛道高景气

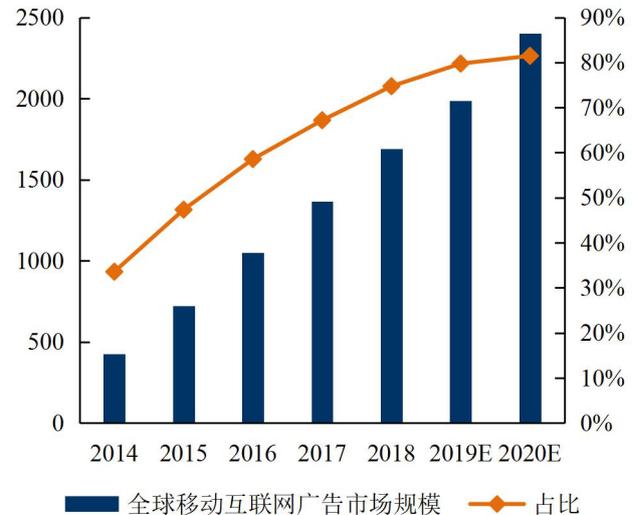
全球数字营销市场规模庞大。据易点天下招股书，2018 年全球互联网广告市场规模为 2263 亿美元，预计至 2020 年将达到 2946 亿美元，持续保持高速发展态势。移动互联网广告逐渐成为最为主流的广告模式：预计至 2020 年，全球移动互联网广告市场规模将达到 2400 亿美元，份额提升至 81.47%。

图 3：2014-2020E 全球互联网广告市场规模（亿美元）



资料来源：emarketer，易点天下招股书，东兴证券研究所

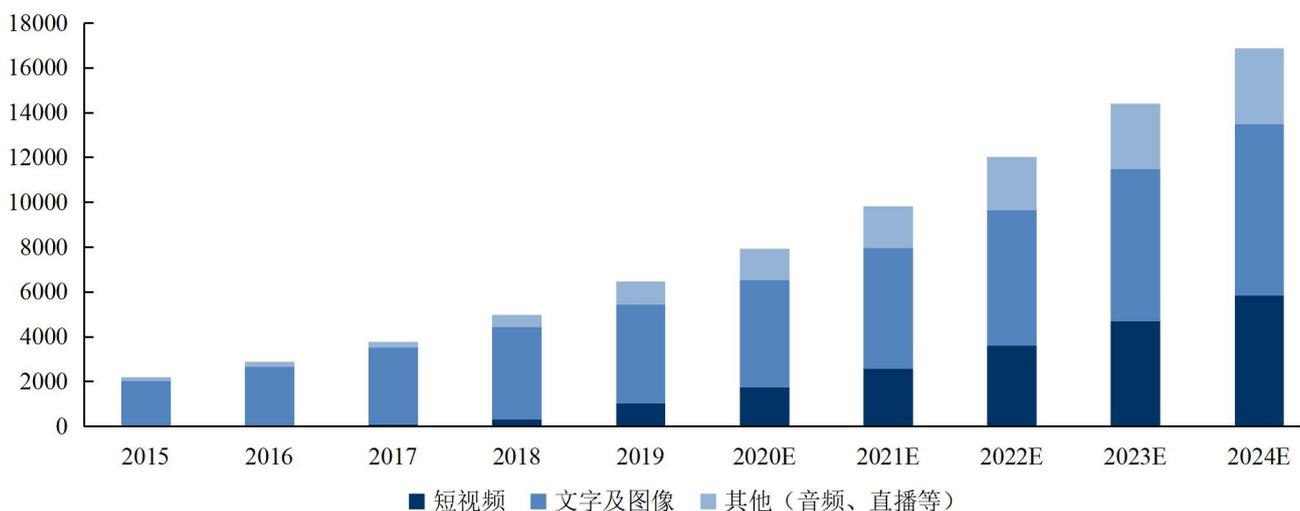
图 3：2014-2020E 全球移动互联网广告市场规模（亿美元）



资料来源：emarketer，易点天下招股书，东兴证券研究所

短视频营销是国内互联网广告市场新的增长驱动力。以收入计，中国互联网广告市场规模由 2015 年的 2185 亿元增至 2019 年的 6464 亿元，年复合增长率 31.1%，预计 2024 年将进一步增至 16865 亿元。其中短视频营销的市场份额由 2015 年的 0.1% 急增至 2019 年的 15.9%，并预计 2024 年将进一步增至 34.5%。

图 4：2015-2024E 中国互联网广告市场规模



资料来源：云想科技招股说明书，东兴证券研究所

出海数字营销赛道高景气。据艾瑞咨询，中国出海数字营销市场规模自 2015 年的 36 亿美元增至 2020 年的 183 亿美元，年复合增长率为 38.5%，预期 2025 年将达到 502 亿美元。基于庞大用户基础和高知名度，Facebook 及 Google 的数字营销账单总值复合年增长率较高，2015 年至 2020 年分别达到 47.5% 及 40.3%。

（注：出海数字营销市场规模指中国营销客户出海数字营销的账单总值。Facebook 及 Google 一般通过经销商与营销客户交易，而 Amazon 通常直接与营销客户交易。）

图 5：2015-2025E 中国出海数字营销行业规模（亿美元）

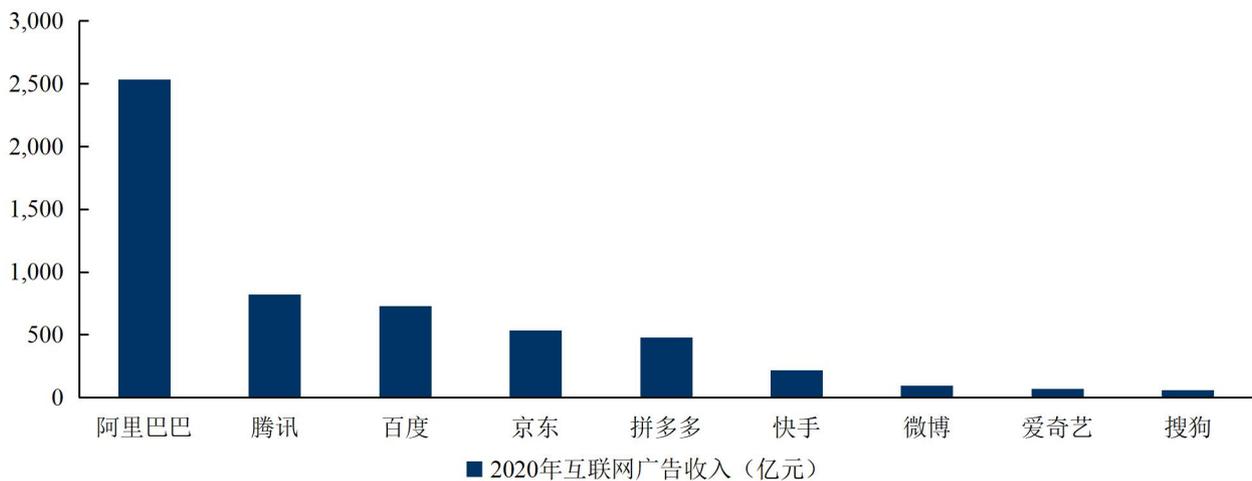


资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所

1.3 竞争格局马太效应显著

国内互联网广告市场集中程度高，头部占据大部分份额。根据互联网上市企业年报披露：阿里巴巴、腾讯、百度 2020 年全年广告收入分别到达 2536 亿元、823 亿元、729 亿元，未上市的字节跳动公司 2020 年收入 2366 亿元，其中广告为主要收入来源。国内互联网广告市场集中度高，主要源于头部互联网企业拥有大量用户以及技术优势，继而打造一体化的综合大型投放平台，包括 SSP 平台、DSP 平台、ADX 平台、DMP 平台。

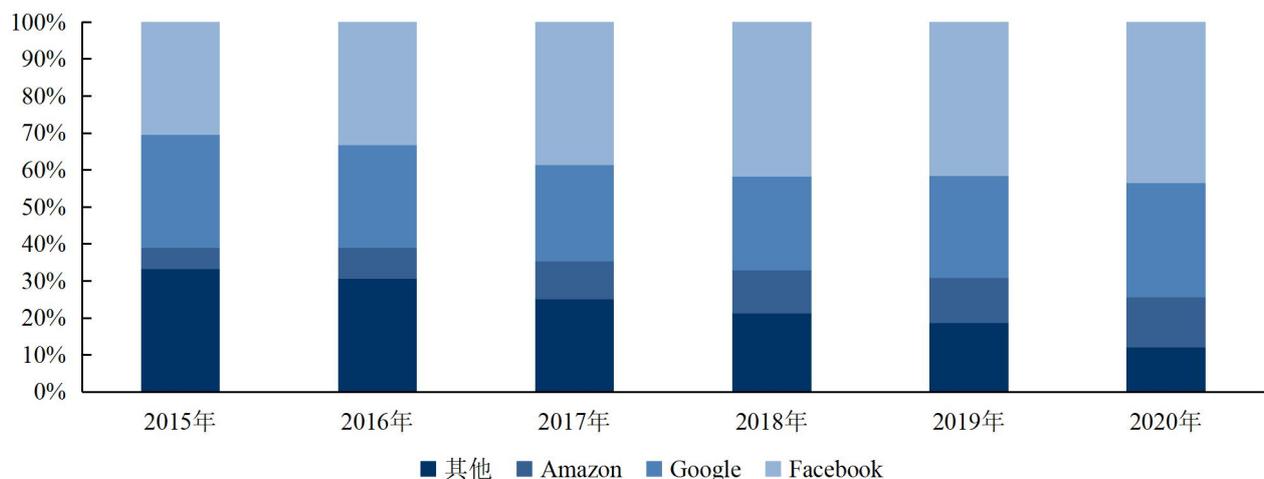
图 6：2020 年国内各大互联网企业广告收入



资料来源：相关企业年报，东兴证券研究所

海外数字营销市场格局与国内略有差异。海外数字营销市场同样马太效应显著，2020 年国内出海数字营销企业在 Facebook、Google 及 Amazon 的账单总值占所有出海数字营销账单总值的 88.0%；差异之处在于，国外存在较多第三方独立的 SSP 平台、DSP 平台、ADX 平台、DMP 平台，独立的数字营销企业深耕中长尾互联网渠道，聚集具有相同兴趣偏好的用户，成为海外互联网广告市场的重要组成部分。

图 7：2015-2020 出海数字营销流量采购份额（按媒体类型）

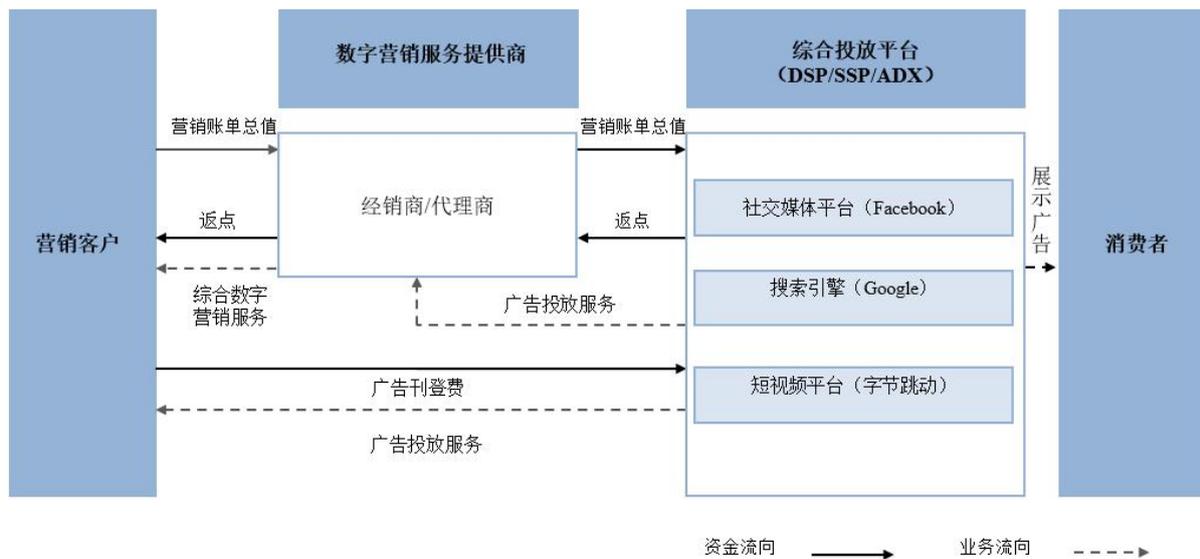


资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所

根据是否聚合媒体流量，数字营销企业可以分为广告代理商以及广告技术服务商。广告代理商采购上游媒体平台广告库存资源，销售给下游广告主，并提供广告内容创作、优化和表现评估等服务，采用返点模式，收入为媒体平台支付给营销公司的返点以及营销公司支付给广告主返点的差额；广告技术服务商采用效果收费模式，公司从媒体平台采购流量，以效果为基础并根据 CPI（每次安装成本）、CPM（每一千人展示成本）、CPC（每次点击成本）等向广告主收费。

- 云想科技是字节跳动的第三方广告代理商之一，主要通过抖音、快手、抖音火山版、西瓜视频等网络平台向广告主客户提供在线营销解决方案；
- 飞书深诺是 Facebook 及 Google 在中国的最大经销商，以及 Snapchat 在中国的两大经销商之一；
- 易点天下既是海外 Google、Facebook 等媒体平台的第三方广告代理商，同时也是出海数字营销技术服务商，Yeah-CMP 系统聚合中长尾媒体流量，并为广告主提供广告投放运营、广告分发及效果数据追踪、媒体流量接入以及反作弊等服务；
- 汇量科技是第三方独立的出海营销技术服务商，旗下 Mintegral 平台为程序化营销平台，链接大量碎片化的中小型移动应用开发者。

图 8：以互联网综合广告投放平台为核心的产业链



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所整理

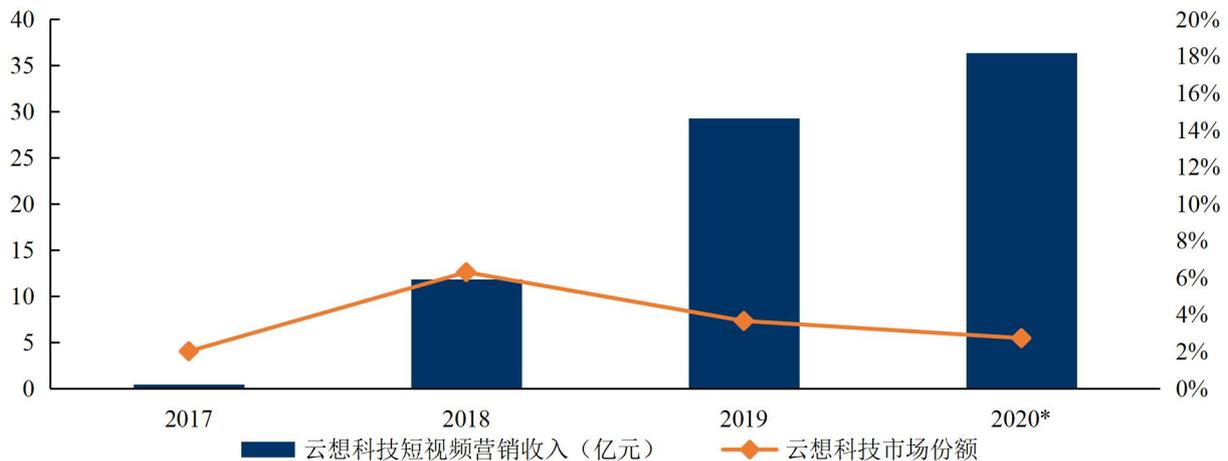
第三方数字营销企业类型众多，在不同环节深耕。根据 RTBChina 绘制的 2020 年数字营销生态链图谱，可以看到，服务头部互联网企业的代理商平台（含 Trading Desk）较为常见，独立的第三方技术平台（SSP、DSP、ADX、DMP）较为稀缺。

广告代理服务面临对头部流量平台过于依赖的潜在风险。例如：2017-2020H1，字节跳动广告代理商云想科技在字节跳动旗下平台产生的媒体账单约占总账单总额 37.7%、85.2%、87.1% 及 84.8%；2018-2020 年，数字营销代理商飞书深诺前两大媒体伙伴（Facebook 及 Google）分别共占媒体账单净值总额的 97.3%、97.1% 及 97.2%。

对于聚合中长尾流量渠道的互联网广告技术服务商，在国内竞争压力较大，国内互联网巨头具有技术优势以及人才优势，除了拥有综合大型投放平台，同时面向中小渠道整合流量，例如腾讯广点通以及字节穿山甲。伴随国内互联网企业在海外市场发展，出海成为互联网广告技术服务商的发展方向，通过聚合中长尾渠道流量，打造独立的 SSP 平台以及 DSP 平台，凭借技术优势，则存在市场份额提升的机会。

(1) 根据短视频广告账单收入计算，2020 年云想科技短视频营销收入 36.38 亿元，在国内短视频广告市场份额约为 2.7%；

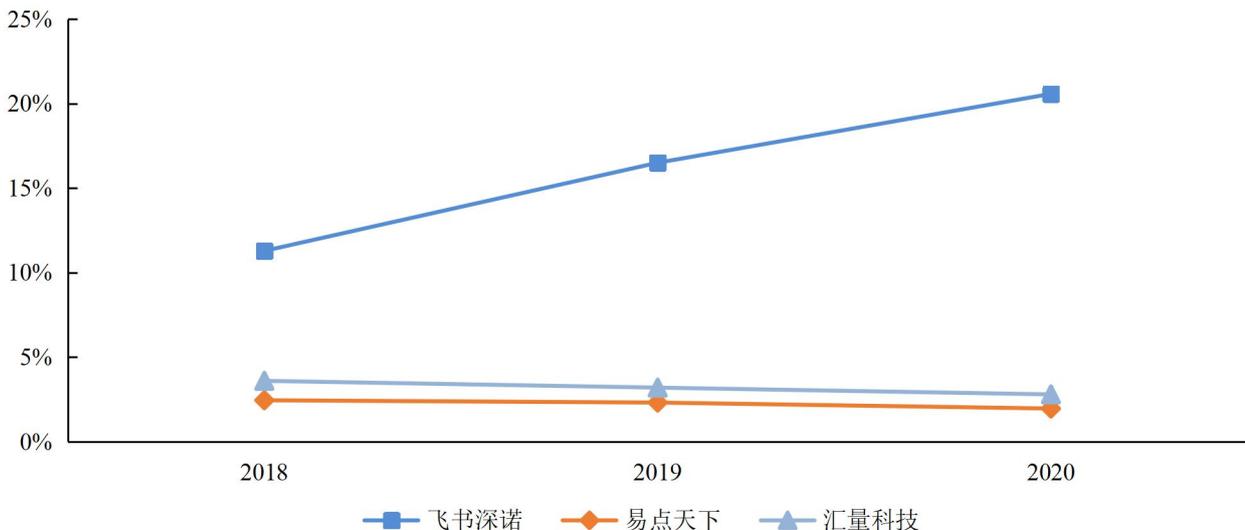
图 9：2017-2020 云想科技在国内短视频广告的市场份额



资料来源：云想科技招股书，云想科技年报，东兴证券研究所（2020 年市场规模为预测数据）

(2) 2020 年出海数字营销市场约 183 亿美元，飞书深诺作为 Facebook 及 Google 等平台的重要广告代理商，市场份额为 20.6%；作为出海营销技术服务商，易点天下与汇量科技的市场份额分别为 2.0%和 2.8%。

图 10：2018-2020 飞书深诺/易点天下/汇量科技在出海数字营销的市场份额



资料来源：飞书深诺/易点天下/汇量科技招股书，东兴证券研究所

2. 对比 SaaS 商业服务，海外数字营销公司毛利率可凭技术创新提升

2.1 SaaS 商业服务商市场份额提升受限于平台

SaaS 商业服务商与数字营销公司商业模式具有可比性。前者开发 SaaS 产品帮助商家通过社交平台触达消费者，后者通过互联网广告技术帮助上游广告主通过数字媒体平台触达下游消费者。商家对基于社交平台的在线销售和营销功能数字化需求强烈，但其中大多数商家并不具备开发 SaaS 产品能力；微信、快手等社交平台致力于维护平台生态，并不合适既制定 SaaS 产品开发规则又协助商家开发基于平台的 SaaS 产品。因此，第三方 SaaS 商业服务商应需而生，帮助商家在社交平台上打通在线销售渠道。

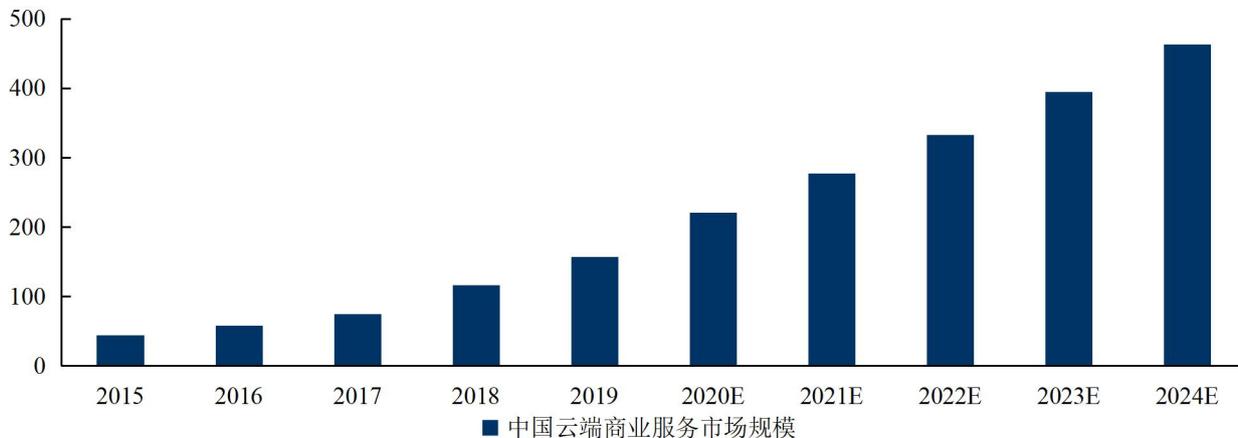
图 11：SaaS 商业服务产业链



资料来源：微盟招股书，有赞年报，七麦，东兴证券研究所整理

2020 年云端商业服务市场规模超过 200 亿元。2015 年至 2019 年，按服务商收益计，云端商业服务的市场规模年复合增长率为 37.4%，2019 年达到人民币 157 亿元，预计 2024 年将达到约人民币 463 亿元，年复合增长率 24.1%，维持快速增长趋势。

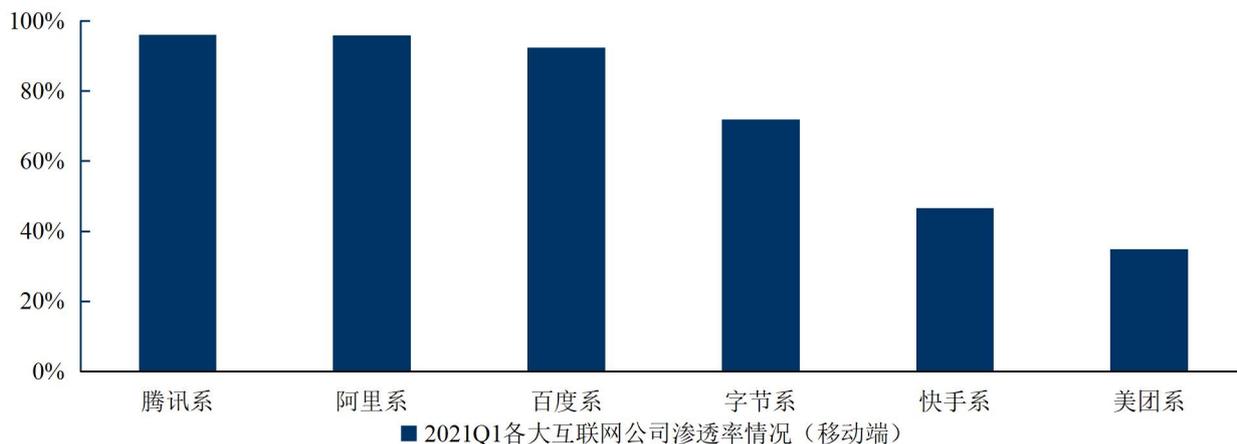
图 12：2015-2024E 中国云端商业服务市场规模（亿元）



资料来源：有赞科技招股书，东兴证券研究所

第三方 SaaS 商业服务商对社交平台依赖性较强。社交电商区别于传统电商，是以人为中心，依靠社交关系形成的电商形态，具有获客成本低、沉淀私域流量等特点。以微信为代表的社交平台成为移动端最主要的流量入口，占据大量用户时间，微盟以及中国有赞均以微信作为主要的 SaaS 商业产品开发平台，并获得快速增长；近两年具有社区属性的短视频平台抖音快手的直播电商业态快速发展，例如有赞、魔筷等商业服务商成为快手电商第三方合作伙伴。可以看到，对于 SaaS 商业服务商，其成长与所合作的平台高度绑定，其业务风险也恰在于平台商业化进展放缓。

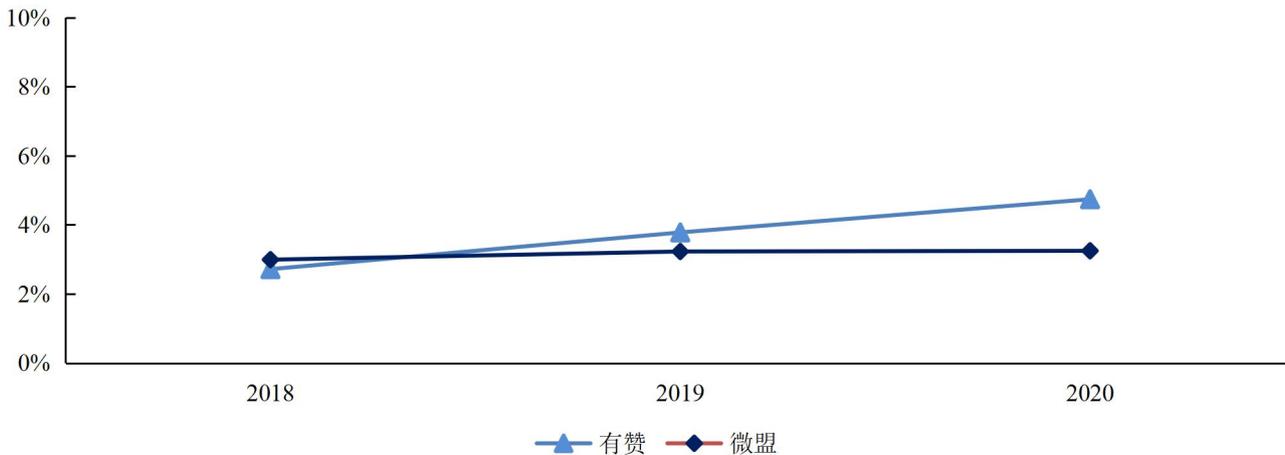
图 13：2021Q1 各大互联网公司渗透率情况（移动端）



资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所整理

微盟及有赞等 SaaS 服务商在云端商业服务的市场份额较低。2020 年，微盟和有赞在中国云端商业服务的市场份额分别为 3.25%、4.74%。第三方 SaaS 服务商市场集中度低，源于服务商对各自服务的社交平台依赖性较强；相比微盟，有赞则除了布局微信，提前布局快手等短视频平台，2020 年有赞服务商家的 GMV 中，快手平台占比将近 40%。

图 14：2018-2020 微盟及有赞在云端商业服务的市场份额



资料来源：微盟招股书，微盟年报，东兴证券研究所

2.2 广告技术服务商毛利率存在提升空间

不同于 SaaS 模式具，互联网广告技术服务商按次收费。SaaS 商业服务商变现模式主要是软件使用费（订阅费用）。对于数字营销企业，代理商平台盈利模式为返点模式，互联网广告技术服务商则采用点击转化付费的收费模式。可以看到，SaaS 商业服务商向客户销售产品的使用权，根据使用时长收费；互联网广告技术服务商则是销售技术的使用权，根据使用次数收费。

- 微盟 SaaS 业务盈利模式来自于软件使用费（订阅费用），主要有标准版、高级版、豪华版三种定价模式，并根据实际情况（成本、商户规模、销售渠道等）有所调整。对于智慧零售、智慧餐饮、智慧酒店等针对线下零售的业务，采取网点数量收费的计费方式，进一步提升公司的创收能力。

表 1：微盟产品套餐价格

	标准版	高级版	豪华版
年费（元/年）	6800	13800	26800
线下门店	插件根据网点数量定价 300-210/个/年		

资料来源：微盟公司公告，微盟官网，东兴证券研究所

- 有赞 SaaS 服务盈利模式主要为软件使用费（订阅费用）和云服务费。

1) 订阅费用一般由客户一次性、提前支付，定价根据实际情况（成本、产品定位及商家规模），主要有三种定价模式：基础计划、专业计划及旗舰计划，期限 1-3 年，订阅费用需要预先支付；

2) 公司自 2019 年 7 月起开始收取云服务费，即订阅费用涵盖商家通过公司产品可获得的指定数目的免费交易，若商家对消费者通过公司的 SaaS 产品交易数量超出预先规定的门槛，需按每笔交易支付云服务费，云服务费可提前或按需支付。

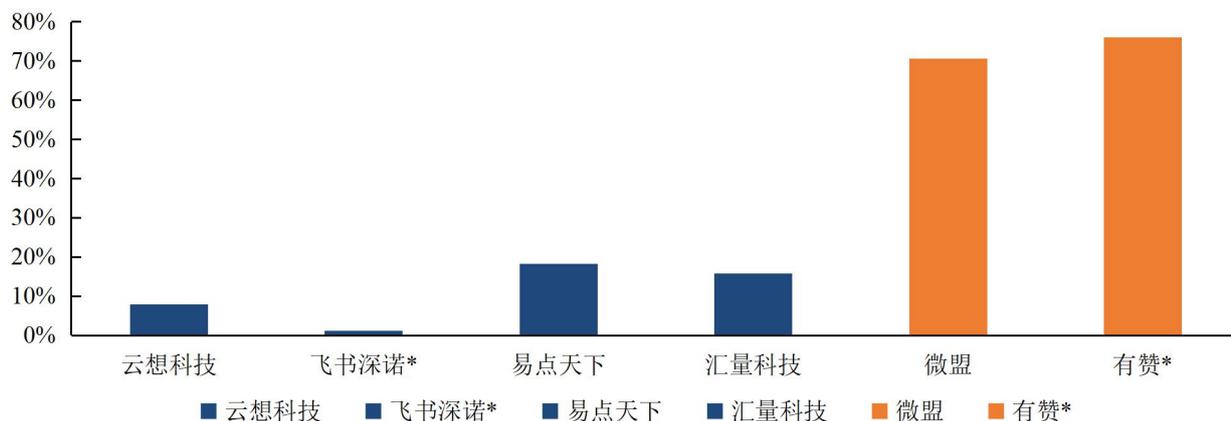
表 2：有赞产品套餐价格

	基础计划	专业计划	旗舰计划
年费（元/年）	6800	13800	26800

资料来源：有赞官网，东兴证券研究所

SaaS 商业服务商毛利率高，广告技术服务商毛利率存在提升空间。毛利率可以体现出不同企业的盈利能力，例如点击转化效果收费的广告技术服务商比返点模式的广告代理商盈利更强。对于跨行业比较，第三方 SaaS 服务商毛利率较高，在技术驱动下的广告技术服务商毛利率具有提升空间。

- 对于数字营销公司，根据点击转化效果收费的广告技术服务商毛利率显著高于返点模式的广告代理商；
- 与数字营销企业相比，第三方 SaaS 商业服务商毛利率较高，原因在于无需采购流量，主要成本为员工成本、宽带及服务器等硬件成本。

图 15：2020 年数字营销公司与第三方 SaaS 服务商毛利率对比


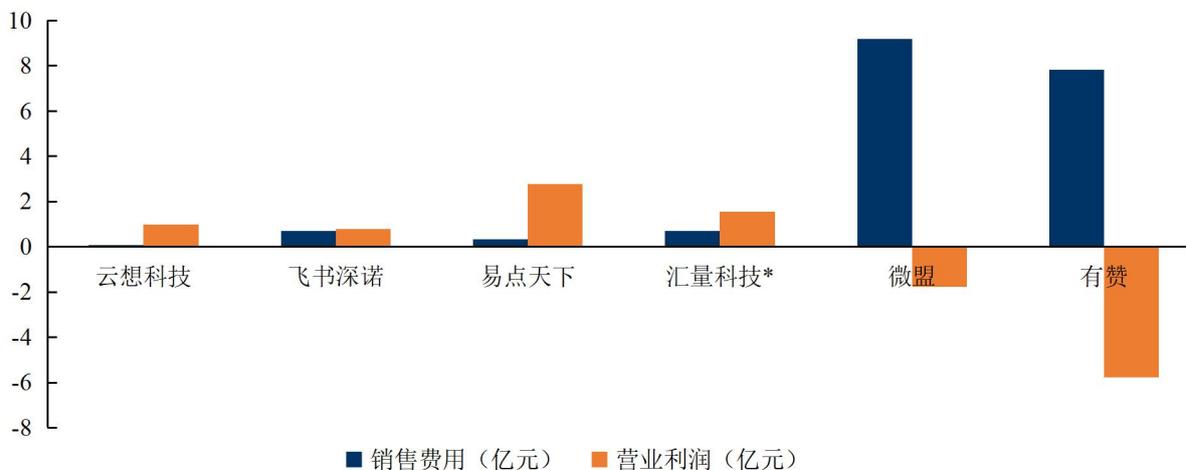
资料来源：云想科技/飞书深诺/易点天下/汇量科技/微盟/有赞招股书及年报，东兴证券研究所（注：飞书深诺毛利率根据媒体账单总值计算，有赞取公司订阅解决方案业务毛利率）

2.3 数字营销企业以直客为主，客户留存率是关键指标

SaaS 商业服务商拓客依靠渠道商，数字营销企业以直客为主。2B 商业渠道模式可以分为直销（直客）和渠道商模式。SaaS 商业服务商主要客户为小 b 商家，基数庞大，单个商家商业价值低，无论微盟还是有赞，渠道商均是重要的拓客来源；数字营销企业面向广告主，单客户价值较高。因此，数字营销企业客户一般以直客为主。

注：SaaS 商业服务商与渠道商的合作模式为：渠道伙伴向服务商介绍商家，服务商直接与商家签署产品及服务的销售协议，服务商根据渠道伙伴所介绍的商家收取的产品和服务金额向渠道商支付佣金/合约成本，计入销售费用。

截至 2018 年 6 月，微盟 SaaS 业务渠道商 917 个，截至 2020 年公司各地合作渠道商（包含精准营销业务渠道商）1500 家；截至 2018 年、2019 年及 2020 年前三个季度，有赞渠道伙伴数量分别为 176 家、348 家及 569 家。

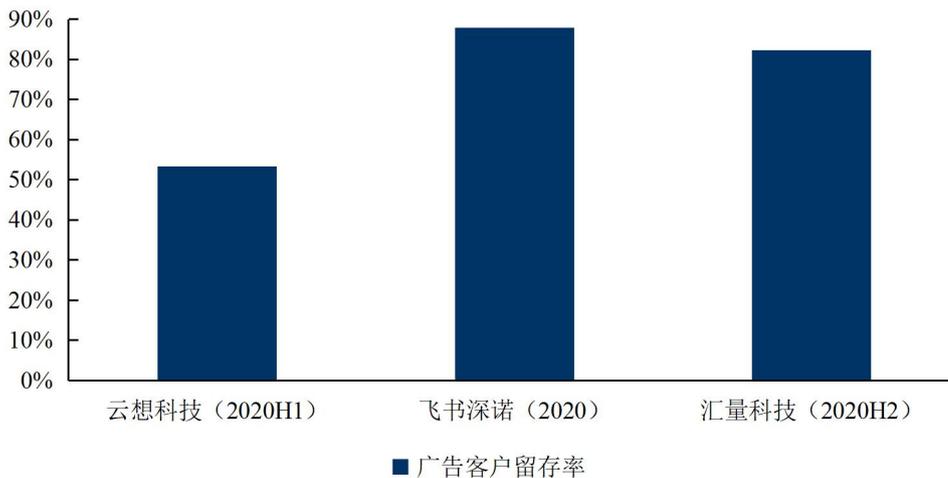
图 16：云想科技/飞书深诺/易点天下/汇量科技/微盟/有赞销售费用对比


资料来源：云想科技/飞书深诺/易点天下/汇量科技/微盟/有赞招股书及年报，东兴证券研究所（注：汇量科技选取 2019 年数据，其他五家选取 2020 年年报数据）

客户留存率是重要的经营指标。数字营销企业云想科技与易点天下过于依赖头部客户，数字营销企业飞书深诺与汇量科技，以及 SaaS 商业服务商微盟与中国有赞，均实现客户数量较快增长，客户留存率也相对较高。

- 2020 年上半年，云想科技的留存客户数 244 名，广告客户留存率 53.4%，留存客户贡献收入占公司同期总收入的 80.0%；
- 2020 年，飞书深诺定制化解决方案业务年初客户数 1295 位，全年新增客户 2704 位，前 30 大客户的年度续约率均为 100%，2020 年整体客户留存率 88.6%；
- 2020 年，易点天下数字营销业务前 2 大客户分别为阿里巴巴和北京细客，来自两者的收入占营收比例为 42.8%；
- 2015-2019 年，汇量科技广告主数量由 600 名提升至超过 3000 名；2020 年下半年，公司旗下 Mintegral 平台客户留存率 82.3%（2020 年上半年度为 91.3%）。

图 17：数字营销公司广告客户留存率（易点天下未披露）

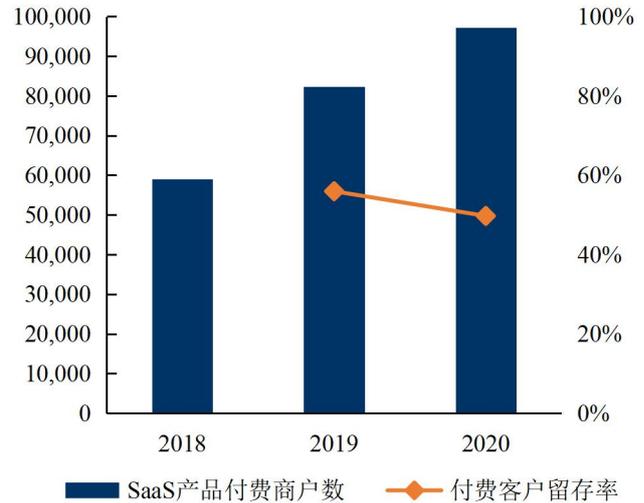


资料来源：云想科技/飞书深诺/易点天下/汇量科技招股书及年报，东兴证券研究所整理

- 2020 年底，微盟 SaaS 业务付费商户数 9.80 万家，较 2019 年底增长 23.2%，2020 年新增付费商家数量为 3.75 万家，付费客户留存率 78.5%；
- 2020 年底，有赞存量付费商家数量为 9.72 万家，较 2019 年底增长 18%；2020 年新增付费商家数量为 5.99 万家，付费客户留存率 49.7%；2020 年小微商家（年销售额 < 3.6 万元）占比 55%，对应续约率 14%；腰部及头部商家总体续约率约 74%。

图 18：2018-2020 微盟客户留存情况


资料来源：微盟年报，东兴证券研究所

图 19：2018-2020 有赞付费客户留存情况


资料来源：有赞科技招股书，中国有赞年报，东兴证券研究所

3. 投资策略

从商业模式角度，相比 SaaS 商业服务商使用时长收费（年费）；互联网广告技术服务商采用点击转化付费的收费模式，本质是销售技术的使用权，根据使用次数收费，变现方式简单且天花板较高。从发展天花板角度，SaaS 商业服务商对社交平台依赖性过高，国内互联网广告技术服务商则面临头部互联网企业给予的巨大竞争压力，出海营销发展前景光明。总结而言，当前出海数字营销企业还是以中小厂商为主，展望未来，在国内各领域互联网企业出海潮流下，中小广告技术服务商成长性高，蕴藏巨大投资机会。

相关标的：云想科技（2131.HK）、飞书深诺（H01535.HK，拟上市）、易点天下（A20061.SZ，拟上市）、汇量科技（1860.HK）、微盟集团（2013.HK）、中国有赞（8083.HK）。

4. 风险提示

- （1）互联网广告技术快速迭代；
- （2）头部互联网广告企业占据大量优质媒体资源；
- （3）推广营销侵犯用户隐私；
- （4）竞争激烈导致客户流失严重；
- （5）出海业务受国际政治环境和局势的影响。

附录

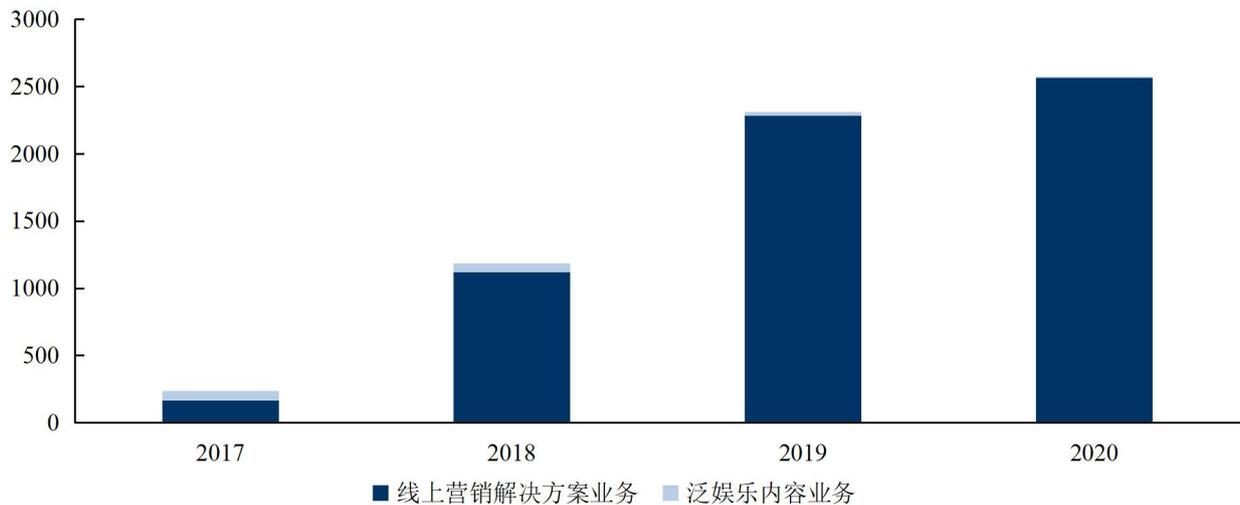
以下为上述比较研究所涉及个股的详细介绍。

1. 云想科技：字节跳动短视频营销代理商

1.1 短视频营销代理商

云想科技是国内短视频营销解决方案供应商及泛娱乐的线上内容服务供应商。受益于短视频的兴起，短视频线上营销解决方案业务成为其主要收入来源。

图 20：2017-2020 年云想科技营收结构（百万元）



资料来源：云想科技招股书，东兴证券研究所

公司线上营销解决方案业务收入主要来自于返点差。对于线上营销解决方案业务，云想科技以oCPM/oCPC/CPC向广告主收费，并基于相同的费用机制向流量主购买流量，这一过程中，流量主和公司、公司和广告主间会产生返点。

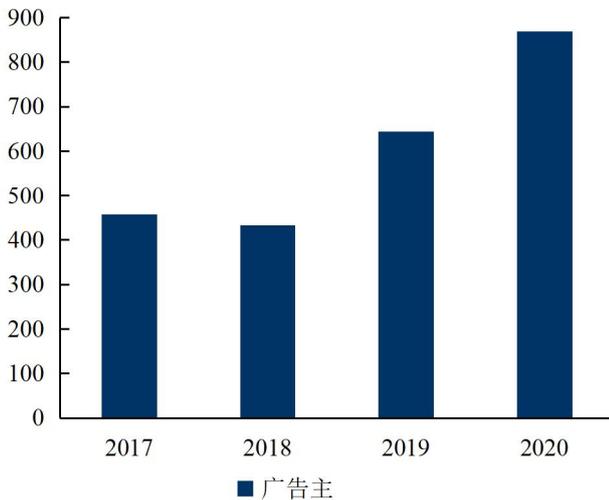
图 21：云想科技业务模式



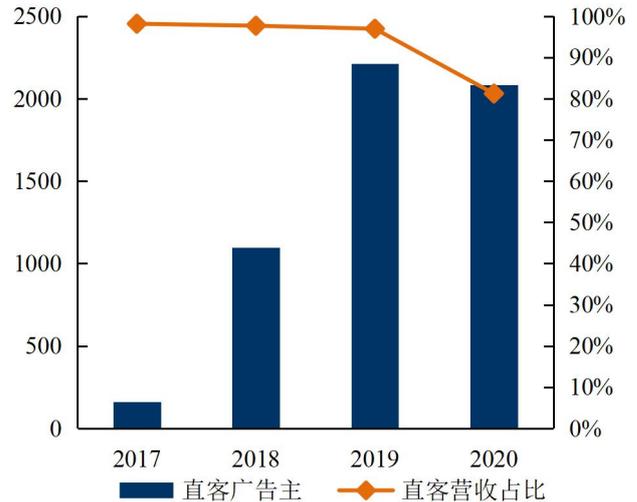
资料来源：云想科技招股书，东兴证券研究所

1.2 直客为主，留存率有待提升

直客客户占比较高。云想科技客户主要包括广告主及广告代理，截至 2020 年底，云想科技累计已为 188 个垂直细分行业超过 4660 名广告主提供服务。2020 年，公司向直客广告主提供服务的收入占比为 81.2%。

图 22：2017-2020 云想科技直接广告主数量


资料来源：云想科技招股书，云想科技年报，东兴证券研究所

图 23：2017-2020 直客广告主贡献营收（百万元）


资料来源：云想科技招股书，云想科技年报，东兴证券研究所

客户主要分布于游戏、电商、金融服务等领域，留存率有待提升。2017、2018 及 2019 年度及截至 2020 年 H1，云想科技的留存客户数分别为 192 名、308 名、374 名及 244 名，公司于同期的广告客户留存率分别为约 31.7%、57.9%、51.4%及 53.4%。当年留存客户贡献收入分别约为 1.78 亿元、11.09 亿元、19.96 亿元和 6.38 亿元，分别占公司同期总收入的 75.2%、93.5%、86.3%和 80.0%。

图 24：2017-2020 云想科技客户结构


资料来源：云想科技招股书，云想科技年报，东兴证券研究所

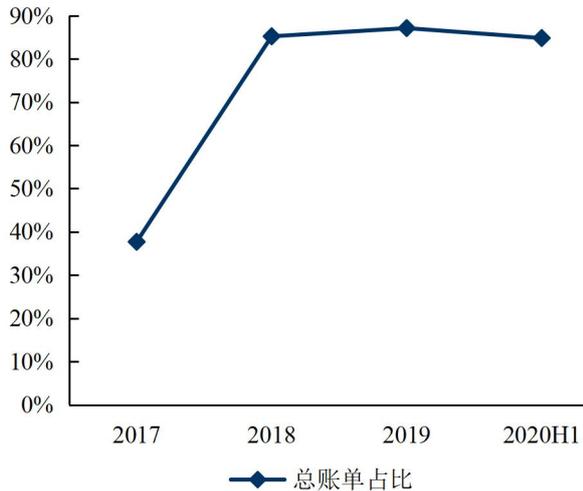
图 25：2017-2020H1 直客广告主贡献营收（百万元）


资料来源：云想科技招股书，云想科技年报，东兴证券研究所

1.3 字节跳动是主要流量供应商

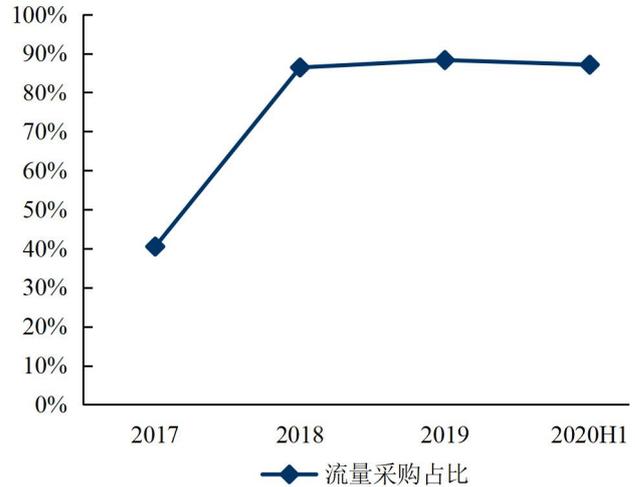
字节跳动为公司单一最大媒体供应商。云想科技主要通过抖音、快手、抖音火山版、西瓜视频等网络平台向客户提供在线营销解决方案，其媒体合作伙伴包括网络平台以及媒体代理。截止 2020 年 H1，公司合作的网络平台共有 5 家，合作的媒体代理共有 31 家。公司为字节跳动所签约的 100 至 250 家在线营销解决方案代理商之一，但字节跳动为公司最大的流量主：截至 2017、2018 及 2019 年度及 2020H1，公司通过字节跳动的内容分发平台产生的总账单约占总账单总额 37.7%、85.2%、87.1% 及 84.8%。

图 26：2017-2020H1 字节跳动在云想科技总账单占比



资料来源：云想科技招股书，云想科技年报，东兴证券研究所

图 27：2017-2020H1 字节跳动在云想科技流量采购占比



资料来源：云想科技招股书，云想科技年报，东兴证券研究所

流量是公司主要成本项目。公司线上营销解决方案业务账单大部分通过短视频平台产生，公司与头部短视频平台合作，在流量方面议价能力较弱，导致公司在流量采购方面成本高企。2018-2020 年，公司流量获取成本占公司收入比重均在 90% 以上，公司线上营销解决方案业务毛利率分别为 7.1% 和 6.7% 和 7.9%。

表 3：云想科技成本构成

单位：亿元	2018	2019	2020
流量获取成本	1.84	21.35	23.40
人工成本	0.01	0.14	0.24
其他	0.00	0.05	0.10

资料来源：云想科技招股书，东兴证券研究所

2. 飞书深诺：Facebook 及 Google 广告经销商

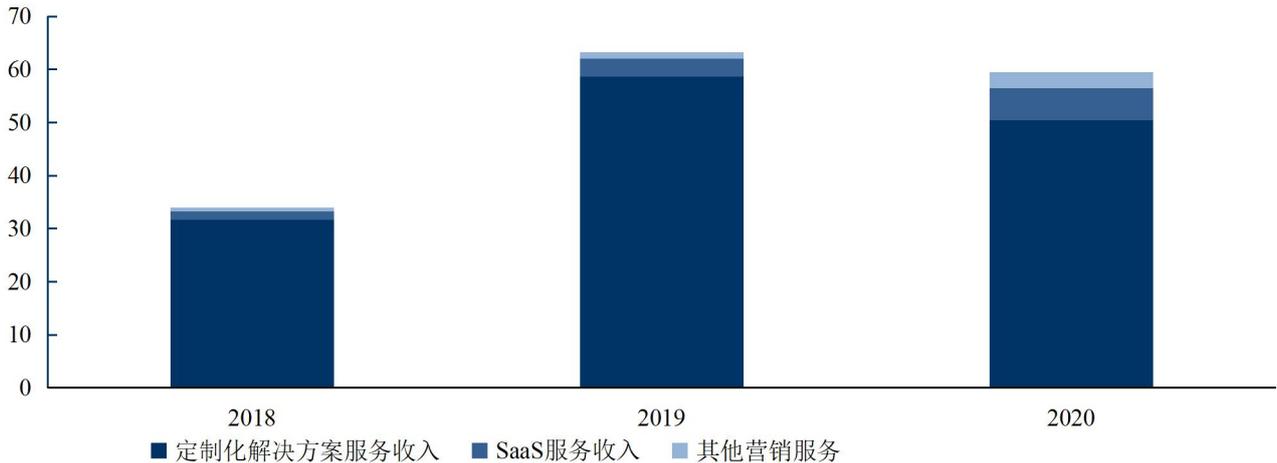
2.1 出海数字营销平台

飞书深诺是国内以科技及数据赋能的出海数字营销平台。公司主营业务是提供适用于广告主营销全周期的数字营销服务（定制化解决方案服务、SaaS 服务）及其他营销服务。

- 定制化解决方案服务：涵盖整个营销周期，包括但不限于营销策略、广告及创意设计、营销投放及优化、活动跟进、市场情报、大数据分析、技术及客户支持、营销活动整体管理等；

- SaaS 服务：设计及营运各种 SaaS 产品以提供与公司定制化解决方案服务互补的 SaaS 服务，案例包括飞书逸途、CreativeBooster、IntelligenceCente 和 Meetbot 等。

图 28：2018-2020 飞书深诺营收结构（亿元）



资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所

公司数字营销服务的收入及成本按照账单净值计量，赚取返点差。公司收益为营销客户账单净值-媒体账单净值：公司自广告主获得的营销支出为账单总值，将账单总值分配至媒体伙伴，扣除返点（3%-13%）后得到媒体账单净值，再扣除对广告主的返点（0%-10%）后得到营销客户账单净值。

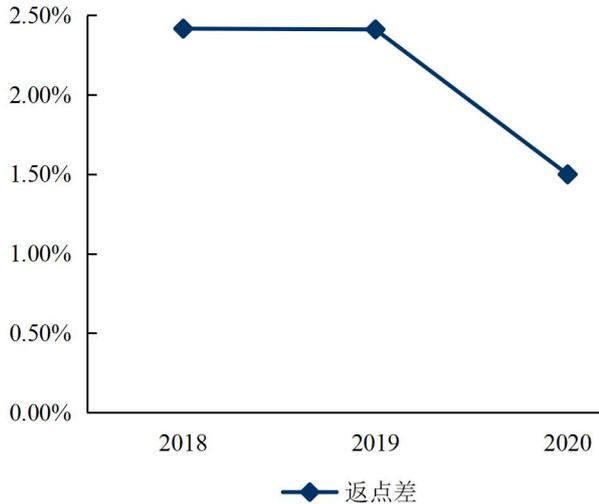
图 29：飞书深诺业务模式



资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所整理

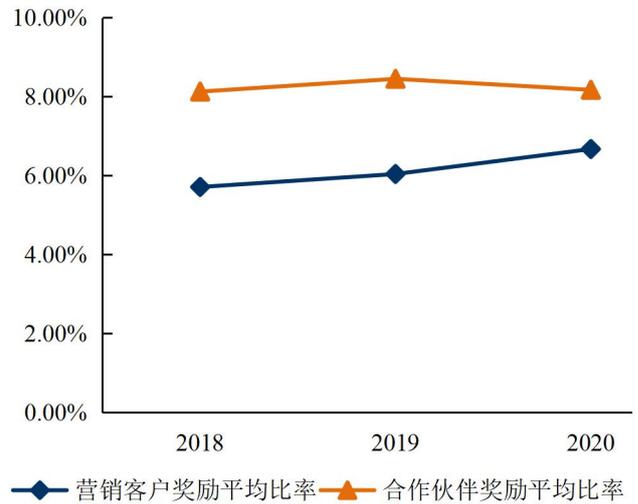
业务扩张导致返点差下降。2020 年以来，公司收到媒体伙伴和给予广告主之间的返点差下降显著，或由于业务高速扩张下，给予新签约广告主返点较高导致。

图 30：2018-2020 飞书深诺定制化解决方案客户数量



资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所

图 31：2018-2020 飞书深诺营销客户及合作伙伴奖励平均比率

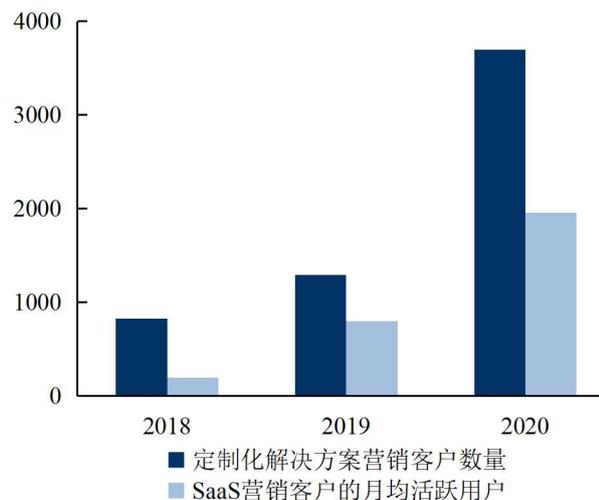


资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所

2.2 直客为主，续约率逐年提升

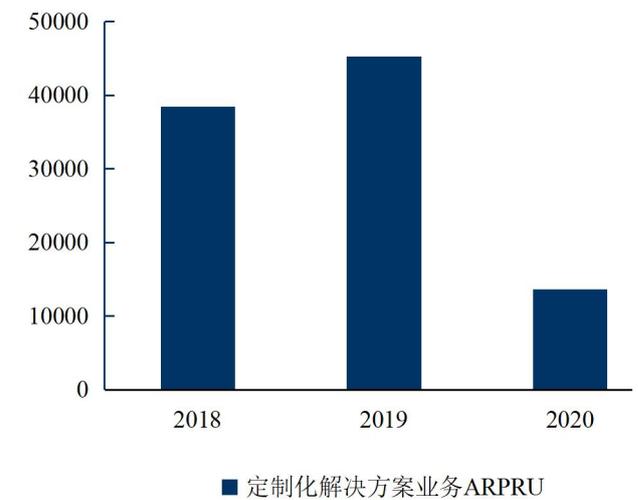
数字营销客户数快速增长。2018-2020 年，公司定制化解决方案业务客户数量分别为 824、1295 和 3696 名，年复合增长率为 112%，SaaS 营销客户的月均活跃用户由 2018 年的 194 名增至 2020 年的 1956 名，复合年增长率为 218%。

图 32：2018-2020 飞书深诺定制化解决方案客户数量



资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所

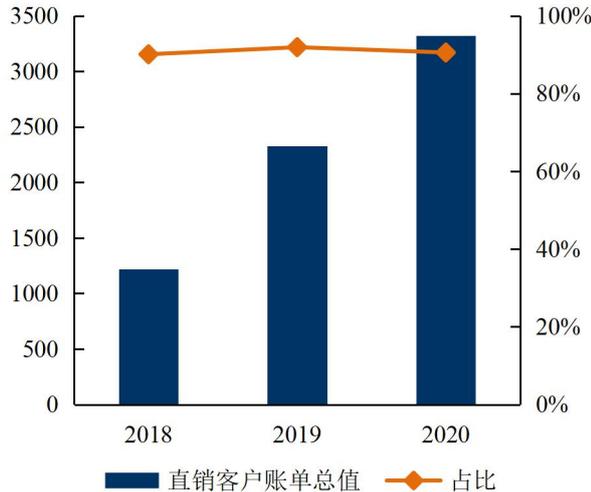
图 33：2018-2020 飞书深诺定制化解决方案 ARPRU (美元)



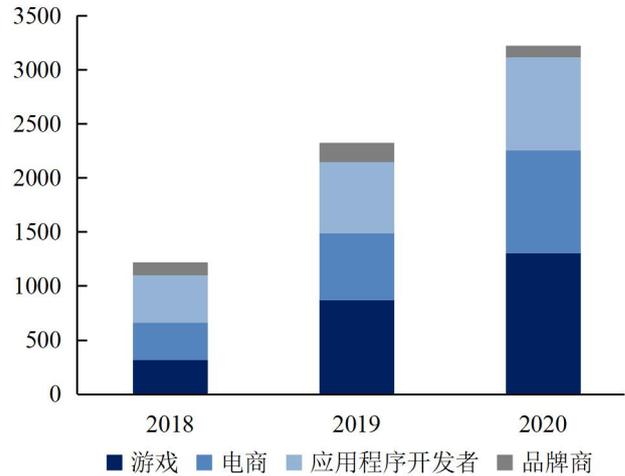
资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所

公司定制化解决方案业务多为直销客户。公司拓客方式分为直销和通过第三方广告代理商拓展，公司大部分定制化解决方案的营销客户为直销客户，截至 2020 年，直接营销客户数为 3620 名，占定制化解决方案营销客户总数的 97.9%，第三方广告代理商数为 76 名，占比为 2.1%，2018-2020 年，公司直销客户账单占账单总值的 85% 以上。

游戏类客户占比逐年提升，电商类客户占比稳定。2018-2020年，公司直客中游戏类客户账单总值占比由23.4%提升至35.5%，电商类客户账单总值占比稳定在24%-26%之间，与互联网出海整体发展趋势一致。

图 34：2018-2020 飞书深诺直客账单总值（百万美元）


资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所

图 35：2018-2020 飞书深诺直客分类账单总值（百万美元）


资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所

飞书深诺客户续约率逐年提升。2018-2020年，公司定制化解决方案营销客户总数分别为824名、1,295名及3,696名，客户续约率分别为39.4%、74.2%、89.7%，来自续约客户的账单总值占比分别为82.6%、87.4%、88.6%。

表 4：2018-2020 飞书深诺前五大媒体伙伴详情

单位：亿元	2018年	2019年	2020年
年初客户总数	830	824	1295
新增客户总数	495	744	2704
不续约营销客户总数	501	273	303
年末客户总数	824	1295	3696
客户流失率	39.4%	74.2%	89.7%

资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所

2.3 Facebook 及 Google 中国经销商

飞书深诺是 Facebook 及 Google 的经销商。2018-2020年，公司分别在241、240及241个国家及地区与8、10及13个优质媒体伙伴合作，包括 Google、Twitter、Pinterest、LinkedIn、Apple Store、TikTok、Outbrain、LINE、Criteo、Taboola 及 Reddit 等。根据2020年账单总值计算，飞书深诺是 Facebook 及 Google 在中国的最大经销商，以及 Snapchat 在中国的两大经销商之一。

表 5：飞书深诺前五大媒体伙伴详情（2020年）

单位：亿元	合作年限	公司提供服务类型	媒体账单净值 (百万美元)	占比
媒体伙伴 A	5+	经销商服务	1,946	56.3%

媒体伙伴 B	5+	经销商服务	1.415	40.9%
媒体伙伴 C	5	经销商服务	31	0.9%
媒体伙伴 D	3	经销商服务	27	0.8%
媒体伙伴 E	5	经销商服务	15	0.4%

资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所

流量采购是公司主要的成本项目。2018-2020年，公司的毛利分别为0.3亿美元、0.51亿美元及0.50亿美元，毛利率分别为88.8%、80.8%及83.3%。与汇量科技、易点天下等公司不同，飞书深诺将营销客户账单净值与媒体账单净值之间的差额入账列为收益，导致毛利率较高。公司经调整毛利率偏低。与易点天下采用相同计算口径，2018-2020年，飞书深诺经调整的毛利率分别为2.14%、1.94%及1.24%，处于较低水平且逐年降低。

表 6：2018-2020 飞书深诺成本构成

单位：百万美元	2018	2019	2020
收入（经调整，账单总值）	1377.31	2574.114	3765.059
收益成本（经调整）	1347.86	2524.19	3718.54
流量成本（媒体账单净值+对广告主返点）	1344.04	2512.06	3708.63
股份支付	0.02	1.25	0.58
雇员福利开支	3.22	3.22	4.69
第三方卖方服务费	0.39	3.08	4.30
定向营销广告流量费	-	3.27	-
其他	0.19	1.30	0.34
毛利率（经调整）	2.14%	1.94%	1.24%

资料来源：飞书深诺招股书，东兴证券研究所

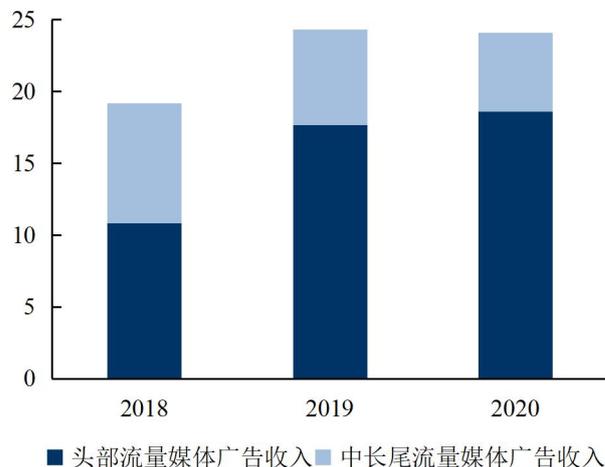
3. 易点天下：出海营销技术服务商

3.1 效果广告服务商

易点天下为出海营销技术服务商。公司主营业务为智能化营销推广服务，主要包括效果广告服务、品牌广告服务以及头部媒体账户管理服务。2018-2020年，公司营收分别为19.78亿元、24.92亿元和24.78亿元，效果广告营收占比分别为96.9%、97.5%和97.2%。效果广告营收中，头部流量媒体广告收入占比分别为56.37%、72.69%和77.23%，中长尾流量媒体广告收入占比分别为43.63%、27.31%和22.77%。

图 36：2018-2020 公司营收构成（亿元）


资料来源：易点天下招股书，东兴证券研究所

图 37：2018-2020 效果广告收入按流量媒体类型分类（亿元）


资料来源：易点天下招股书，东兴证券研究所

易点天下效果广告服务、品牌广告服务以及头部媒体账户管理服务主要业务模式如下：

1) 效果广告服务

对于头部媒体（Google、Facebook、Twitter、字节跳动、Pinterest 等），广告主自行选择需要展示广告的目标媒体，提供原始素材，公司从媒体采购流量，通过自主研发的智能化的业务平台，通过 API 端口对接 Google 和 Facebook 等头部媒体的广告管理平台，帮助广告主在头部媒体上进行高效的营销推广，具体服务内容主要包括广告主商业目标规划、数据采集及分析和广告创建与投放等；

对于中长尾媒体，公司通过 Yeah-CMP 系统聚合中长尾媒体流量，帮助广告主分配广告预算、选取目标受众、制定广告投放决策并采买用户流量，为广告主提供广告投放运营、广告分发及效果数据追踪、媒体流量接入以及反作弊等服务；

在效果广告服务业务中，公司与下游媒体采取 CPM/CPC 模式结算，与上游广告主采用 CPA 模式结算。

2) 头部媒体账户管理服务。公司拥有头部媒体的广告资源，在头部媒体广告平台上开设母账户，根据广告主的需求为其开立母账户下的子账户，并按期通过母账户向头部媒体结算并支付广告投放产生的成本费用，头部媒体按照 CPM 模式或 CPC 模式结算广告投放费，公司收入为头部媒体支付给公司的返点以及公司支付给广告主返点的差额。

3) 品牌广告服务。业务模式类似于传统公关公司，盈利模式主要为赚取收入与媒体成本之间的差额。近年来公司营收中品牌广告服务份额逐渐萎缩，2020 年公司品牌广告服务收入为 0。

图 38：易点天下头部媒体效果广告服务模式



资料来源：易点天下招股书，东兴证券研究所整理

3.2 阿里巴巴为其重要客户

大客户具备一定粘性。2019、2020 年，公司前 2 大客户分别为阿里巴巴和北京细客，来自两者的收入占营收比例为 26.75%和 42.76%，增幅显著。公司前五大客户续约率较高，收入贡献也由 2018 年的 36.51%逐年提升至 54.22%。

表 7：2018-2020 易点天下公司前五大客户

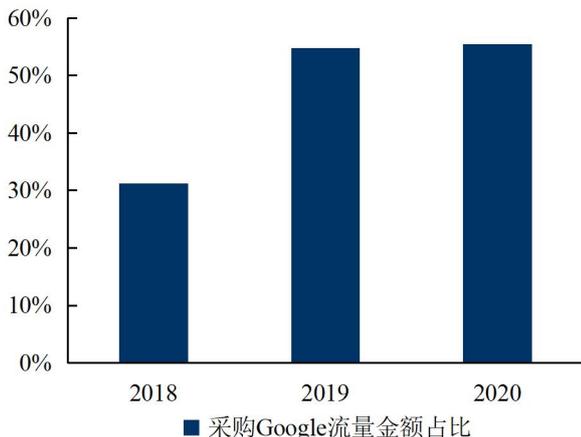
2018 年	营收占比	2019 年	营收占比	2020 年	营收占比
Zoetop	9.57%	阿里巴巴	15.00%	阿里巴巴	24.43%
字节跳动	8.60%	北京细客	11.75%	北京细客	18.33%
Fightsong 株式会社	6.99%	Parbat	11.51%	西安竹乐网络	4.90%
Parbat	6.59%	Zoetop	3.87%	Candymobi	3.45%
北京细客	4.75%	Candymobi	3.84%	WiteMedia	3.11%

资料来源：易点天下招股书，东兴证券研究所

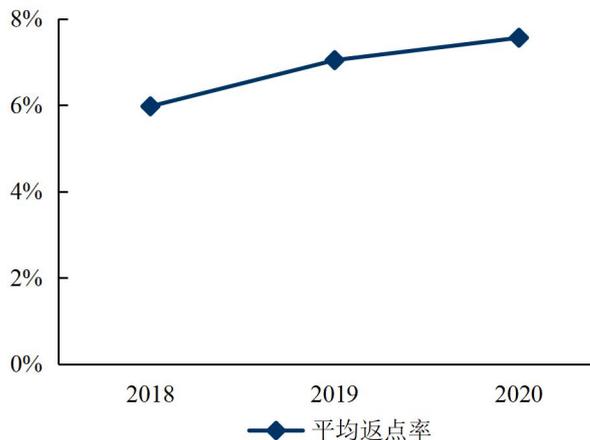
3.3 聚合中长尾媒体流量提升毛利率

公司流量采购向头部媒体集中，对 Google 存在一定依赖。头部媒体流量价格大于中长尾媒体的流量价格，主要包括 Google、Facebook、Twitter、字节跳动、Pinterest 等。目前，基于较大的业务规模以及较强的投放优化能力，公司已经成为 Google 的优秀合作伙伴。公司对直接流量供应商 Google 存在一定依赖，2018-2020 年，公司向 Google 直接采购头部媒体流量占报告期各期总流量采购金额的比例分别为 31.19%、54.77%和 55.42%，呈上升趋势。付款模式方面，公司头部流量媒体采购合同一般一年签，采购费用大部分拥有 30-60 天账期，但字节需要提前 30 天预付。

头部媒体平均返点率逐渐上升。2018-2020 年，公司的头部媒体流量采购的平均返点率分别为 5.97%、7.04%和 7.56%。公司对 Facebook 的流量采购全部通过代理商采购，对 Google 和 Bytedance 主要为直接采购。Google 平均返点率低于 Facebook，公司直接采购的终端媒体以 Google 为主，因此报告期直接采购返点率均低于代理商采购返点率。

图 39：2018-2020 公司向 Google 采购流量占各期总流量采购金额比例


资料来源：易点天下招股书，东兴证券研究所

图 40：2018-2020 效果广告收入按流量媒体类型分类（亿元）


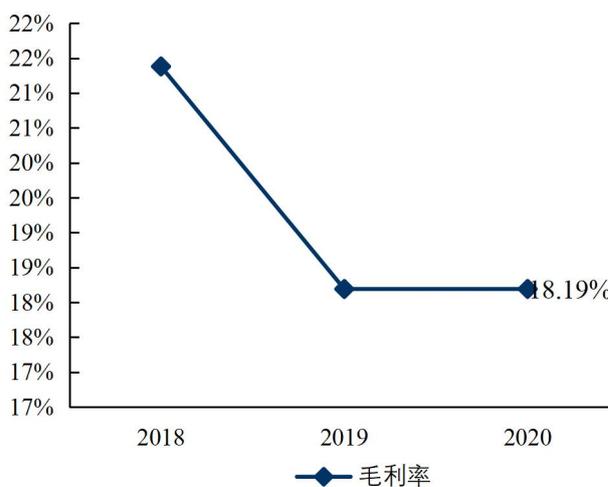
资料来源：易点天下招股书，东兴证券研究所

公司对中长尾媒体议价能力较强。2018 年 10 月，公司上线了渠道分级模型对中长尾媒体流量进行精细化管理，截至 2018 年 10 月底、2018 年 12 月底、2019 年 12 月底和 2020 年 12 月底，公司合作的中长尾媒体渠道数量分别为 381 个、363 个、293 个和 152 个。公司中长尾流量媒体效果广告毛利率逐年上升，主要由于市场上流量采购向头部流量媒体集中的趋势继续加深，导致市场上中长尾渠道流量供给充足，公司在渠道端有更大的议价权。

业务结构变化致毛利率下降。效果类广告为公司贡献绝大部分收入来源，2018-2020 年公司效果类广告毛利率分别为 21.38%、18.19%、18.19%。公司效果类广告毛利变化与头部流量媒体业务和 中长尾流量媒体比例有关，但近年来头部流量媒体效果广告的毛利率逐年走低，导致公司效果广告业务毛利下降。

图 41：2018-2020 易点天下各类媒体毛利率


资料来源：易点天下招股书，东兴证券研究所

图 42：2018-2020 易点天下毛利率


资料来源：易点天下招股书，东兴证券研究所

公司主要成本为流量采购。2018-2020 年，公司流量采购成本分别为 14.86 亿元、19.65 亿元、19.17 亿元。占公司营收比例分别为 77.5%、80.9%和 79.6%。

表 8：2018-2020 易点天下成本构成

单位：亿元	2018	2019	2020
流量采购	14.86	19.65	19.17
人工成本	0.25	0.29	0.30
服务器	0.21	0.25	0.22
技术服务	0.07	0.05	0.01
房租	0.02	0.02	0.02

资料来源：易点天下招股书，东兴证券研究所

4. 汇量科技：全球程序化广告技术服务商

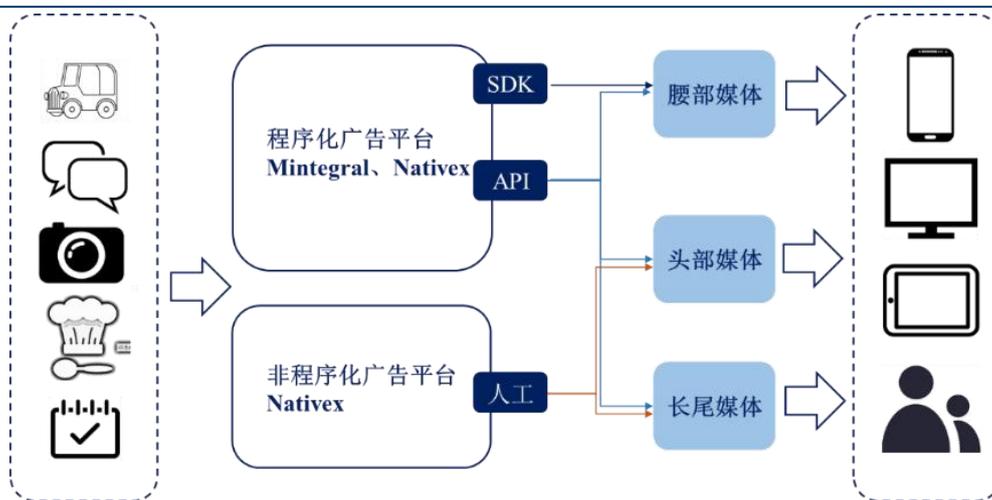
4.1 大力发展程序化广告

汇量科技是全球程序化广告服务商。汇量科技 2013 年成立于中国，2018 年 12 月于香港联合交易所主板上市。公司大力发展程序化广告业务，为全球的移动应用开发者提供移动广告及移动分析服务。2019 年下半年，公司跻身 AppsFlyer 全球榜单第一梯队。

公司业务主要分为移动广告业务、数据分析业务和云相关产品及服务。2020 年，公司实现营收 5.16 亿美元，同比增长 3.2%，其中 99.9% 由移动广告收入贡献，数据分析业务和云计算业务为 2020 年新增业务。公司移动广告业务主要通过 Mintegral 平台和 Nativex 平台开展，其中：

- Mintegral 平台为程序化营销平台，链接大量碎片化的中小型移动应用开发者，接入方法包括 SDK（腰部媒体）及 API（全媒体），Mintegral 平台日均处理广告请求次数超过 1000 亿次，处理预测超过 10 万亿次；
- Nativex 为综合性营销平台，旗下有链接全球移动端大媒体开发者的程序化营销平台，以及传统非程序化营销平台。

图 43：汇量科技移动广告业务模式



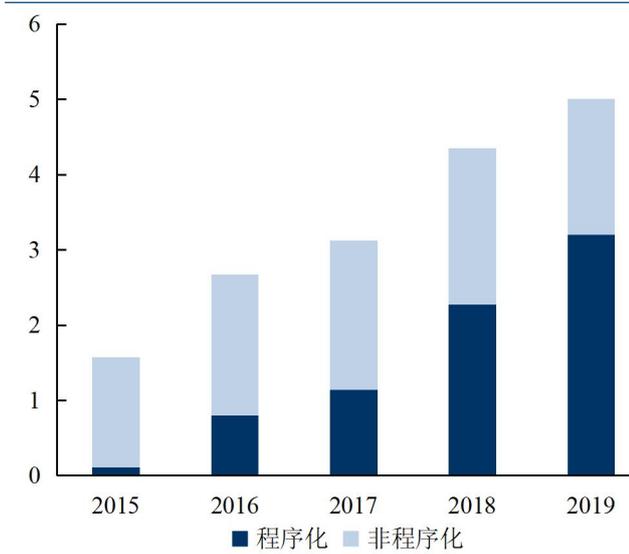
资料来源：汇量科技招股书，东兴证券研究所整理

汇量科技移动广告业务持续向程序化广告转型。2016 年起，公司大力发展程序化广告业务，向程序化广告业务转型，2019 年程序化广告营收达到 3.2 亿美元，占比 64.0%。公司主动收缩并将逐步退出 Nativex 中占

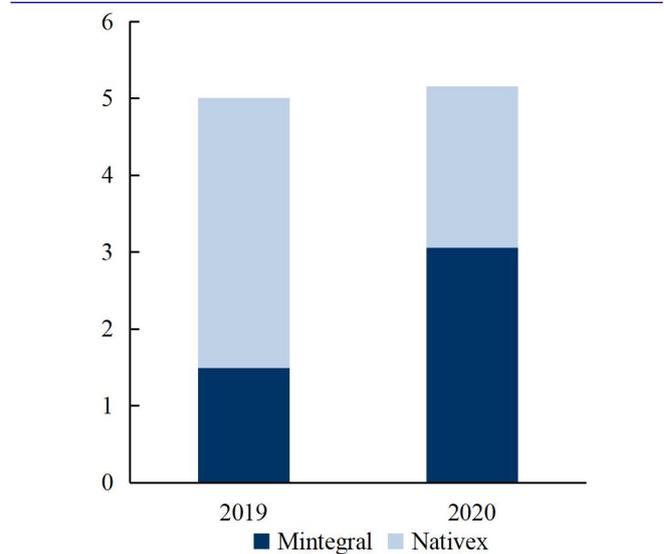
用营运资金且业绩增长空间较小的媒体代理及部分非程序化业务，2020 年公司 Mintegral 平台收入 3.06 亿美元，同比增长 105.4%。

（注：程序化广告指通过 SDK 或者 API 联接，自动购买和销售广告库存、自动投放广告、自动反馈广告互动事件和自动优化，可通过技术实现更高的宣传活动效率和更佳的定向投放的广告投放方式。）

图 44：2015-2019 汇量科技程序化及非程序化广告营收（亿美元） **图 45：2019-2020 汇量科技各平台营收（亿美元）**



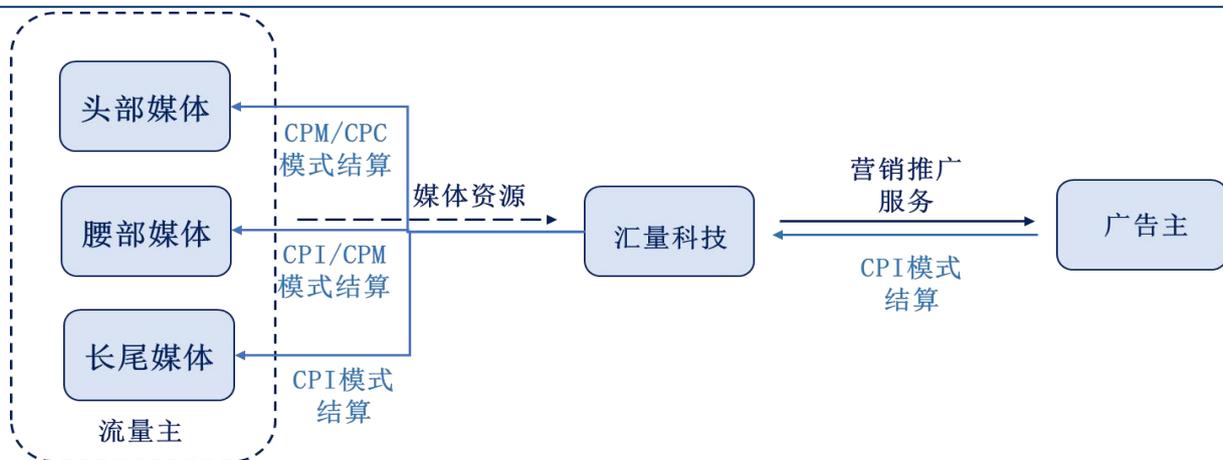
资料来源：汇量科技招股书，东兴证券研究所



资料来源：汇量科技招股书，汇量科技年报，东兴证券研究所

汇量科技盈利依靠效果广告收入与流量采购之间的价差。公司收入方式主要为向广告发布者收取获客服务费用并向流量主支付流量费用。公司以效果为基础并按 CPI 定价向广告主收费，而分别按照 CPI、CPM、CPC 等模式向流量主支付流量获取费用。

图 46：汇量科技移动广告业务模式



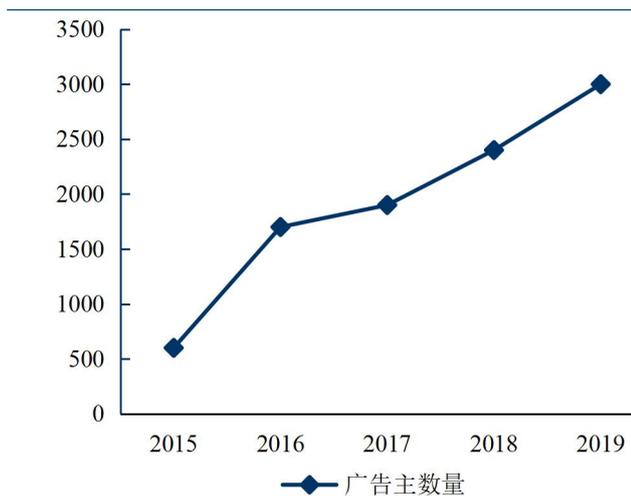
资料来源：汇量科技招股书，东兴证券研究所整理

4.2 广告主数量稳步提升，具备较高粘性

广告主数量稳步提升，直客占比近9成。公司的广告主为以海外用户为目标的中国应用开发者，2015-2019年，公司广告主数量由600名提升至超过3000名。公司广告主主要为直客：自公司成立起至2018年6月底，公司直客占比96%。

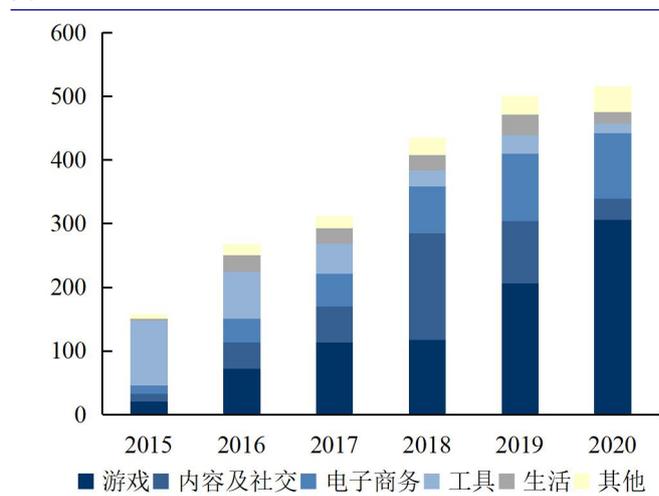
游戏、电商和内容及社交行业是公司三大广告主来源。公司通过持续强化数据分析业务与广告技术业务的协同效应，夯实在轻度/超轻度游戏领域的长期优势，助力游戏品类进一步发展。2020年，游戏品类实现收入3.06亿美元（+48.7%），占整体收入比重由41.2%提升至59.4%。2020年，公司来自社交和内容行业广告主的收入同比下降65.8%至0.34亿美元，主要由部分内容及社交行业客户受宏观政治环境影响被动调整广告投放策略，及公司战略性收缩媒体代理及部分非程序化业务所致。

图 47：2015-2019 汇量科技广告主数量情况



资料来源：汇量科技招股书，汇量科技年报，东兴证券研究所

图 48：2015-2020 汇量科技各行业广告主贡献营收情况（百万美元）



资料来源：汇量科技招股书，汇量科技年报，东兴证券研究所

汇量科技广告主具备较高粘性。2015年，公司前200大应用广告主贡献了98.7%的广告收入，到2016年留存率为85.5%；2016年公司前200大应用广告主贡献了88.6%的广告收入，到2017年的留存率为85%。2020年下半年，在经济体摩擦加剧、数据隐私及监管政策趋严及海外竞争的影响下，公司环比上半年广告主的留存率仍保持在82.3%的较高水平。

表 9：2015-2020H2 汇量科技广告主留存情况

	2015	2016	2020H1	2020H2
前200大应用广告主留存率	85.5%	85.0%	-	-
广告主留存（环比）	-	-	91.3%	82.3%
留存广告主平均预算变化（环比）	-	-	85%	-10.8%
新增广告主数量（环比）	-	-	43%	43.7%

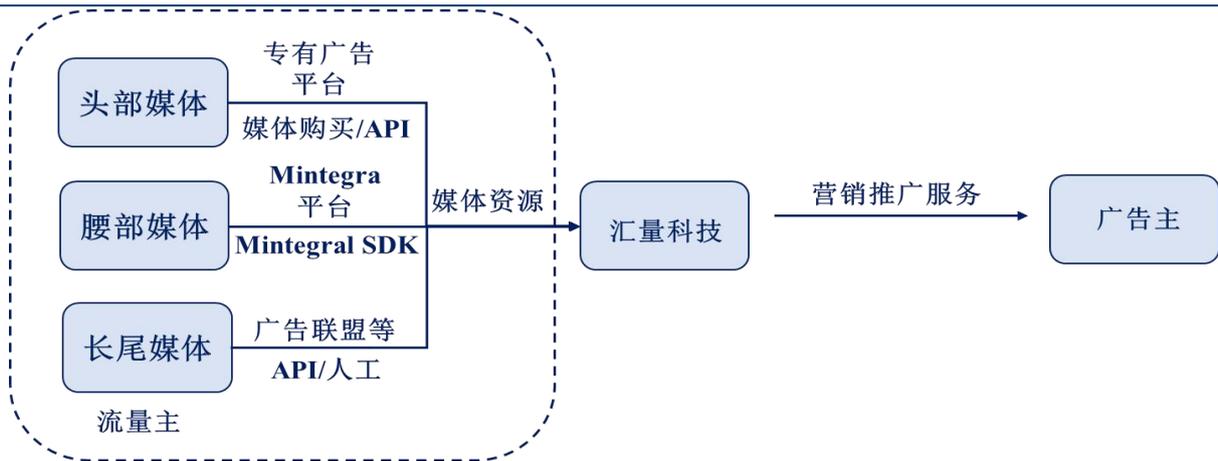
资料来源：汇量科技招股书，汇量科技年报，东兴证券研究所

4.3 Mintegral 平台流量主数量高速增长

汇量科技帮助下游广告主在以下三种媒体间开展广告宣传活动：

- 头部媒体，如 Facebook、Google 等，通过其自有的广告平台提供广告库存；
- 腰部媒体，主要是一些没有自有广告平台的移动应用，主要通过公司的程序化广告平台 Mintegral，以 MintegralSDK 的方式提供广告库存；
- 长尾媒体，主要为一些购买小型流量的第三方广告平台/广告联盟以及以人工方式直接与公司合作的其他小型媒体广告发布者，通过 API 的程序化方式或人工方式提供广告库存。

图 49：汇量科技服务媒体类型



资料来源：汇量科技招股书，东兴证券研究所整理

借助第三方聚合平台力量，Mintegral平台流量主数量高速增长。2019年4月开始，Mintegral SDK陆续被各大主流聚合平台接入，程序化广告流量显著增长。当前，Mintegral平台已成功接入Mopub、Ironsource等海外各大主流聚合平台，可触达的流量类型和独立设备覆盖得到迅速增长。

图 50：2015-2020 汇量科技 MintegralSDK 集成的 APP 数量（个）



资料来源：汇量科技招股书，汇量科技年报，东兴证券研究所

公司主要成本为流量采购。2018-2020年，公司移动广告业务的流量采购成本分别为3.19亿美元、3.66亿美元和4.14亿美元。占移动广告业务营收比例分别为73.4%、73.1%和80.4%。公司前期为了拓宽流量池，战略性地激励优质开发者集成其Mintegral SDK，产生了一定的激励计划成本，随着公司接入海外主流聚合平台，程序化广告流量显著增长，开发者激励计划的开支有所减少。

表 10：2018-2020 汇量科技移动广告业务成本构成

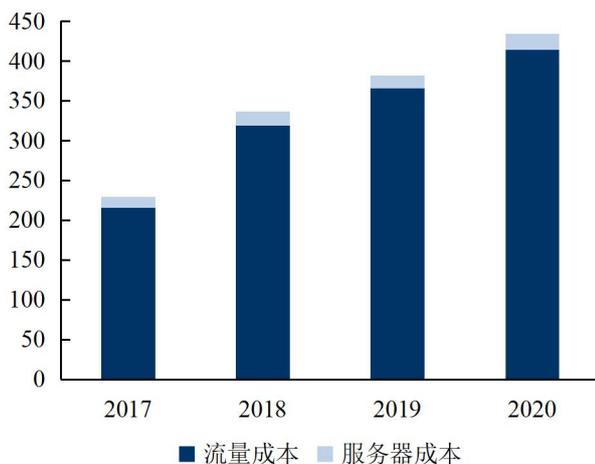
单位：百万美元	2018	2019	2020
程序化广告服务：			
流量成本	165.96	233.05	-
服务器成本	14.93	13.31	-
非程序化广告服务：			
流量成本	153.06	132.79	-
服务器成本	2.85	2.35	-
移动广告业务：			
流量成本	319.02	365.83	414.21
其中：激励计划成本	22.28*	15.50	13.96
服务器成本	17.78	15.66	19.77

资料来源：汇量科技年报，东兴证券研究所

*2018年激励计划成本根据公司年报披露的程序化广告营收占比估算

流量成本提升，公司毛利率走低。公司服务器成本开支控制的较好，但受到2018、2019年开发者激励计划以及2020年海外不利因素下Mintegral恢复战略等影响，公司的流量采购成本一直未能得到有效的优化，公司移动广告业务毛利率由2017年的26.5%下降至2020年15.8%。

图 51：2017-2020 汇量科技移动广告业务成本（百万美元）



资料来源：汇量科技招股书，汇量科技年报，东兴证券研究所

图 52：2017-2020 汇量科技各行业广告主贡献营收情况（百万美元）



资料来源：汇量科技招股书，汇量科技年报，东兴证券研究所

5. 微盟：SaaS 商业服务商

5.1 基于微信平台发展

微盟是基于微信平台第三方商业服务提供商。微盟集团（2013.HK）成立于2013年，是微信公众号的首批合作伙伴，也是腾讯2017年推出的微信小程序接口后的首批商业及营销解决方案提供者之一。公司主要业务为帮助客户在微信平台上开设个性化店面并管理其主要数字商务营运，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等。

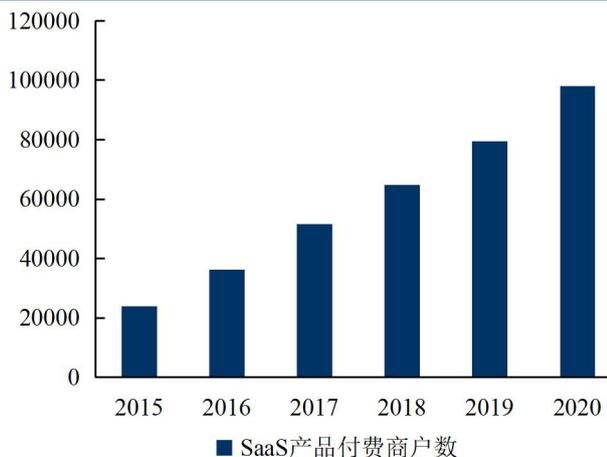
图 53：微盟云服务产品



资料来源：微盟招股书、东兴证券研究所整理

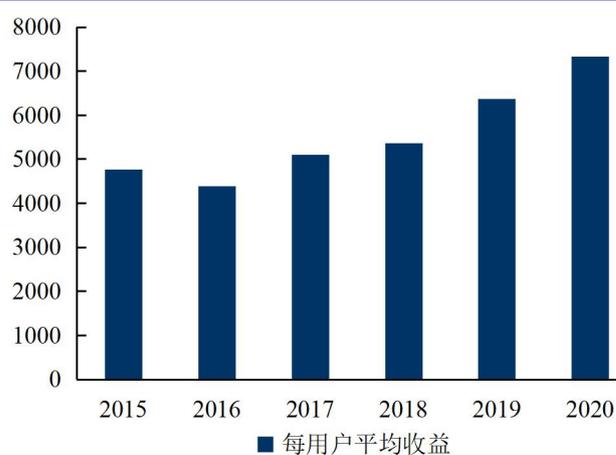
付费商户数和单用户价值驱动 SaaS 业务营收维持高速增长。2020 年，公司 SaaS 产品收入（剔除 SaaS 破坏事件）为 7.18 亿元，同比增长 41.6%。SaaS 业务营收高速增长的背后，在于付费商户数和单用户价值同步增长，2020 年，公司 SaaS 业务付费商户数 9.8 万名（+23.2%），每用户平均收益 7326 元（+15.0%）。

图 54：2015-2020 微盟 SaaS 产品付费商户数



资料来源：微盟招股书、公司公告、东兴证券研究所

图 55：2015-2020 微盟 SaaS 产品每用户平均收益（元）

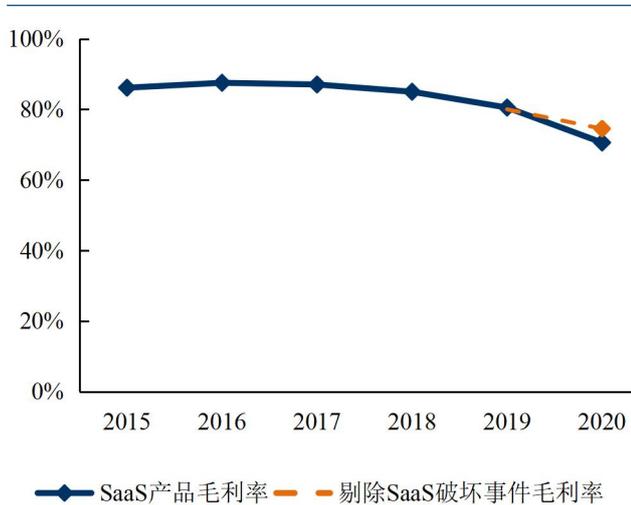


资料来源：微盟招股书、公司公告、东兴证券研究所

5.2 SaaS 业务毛利率较高

SaaS 业务毛利率较高。2020 年，公司 SaaS 破坏事件的赔付计划带来赔付支出人民币 0.94 亿元，对公司 2020 年毛利率产生较大影响，剔除 SaaS 破坏事件的毛利率为 74.5%。SaaS 业务毛利率近年来略有下降，主因在于公司加大自主开发软件，致使有关的无形资产摊销逐年上升。

图 56：2015-2020 微盟 SaaS 产品毛利率



资料来源：微盟招股书、公司公告，东兴证券研究所

图 57：2016-2020 微盟销售成本中的无形资产摊销项目（百万元）



资料来源：微盟招股书、公司公告，东兴证券研究所

SaaS 业务成本主要由以下部分组成：1) 宽带及硬件成本；2) 业务运营相关员工成本；3) 合约经营服务成本；4) 有关 SaaS 产品自主开发软件的无形资产摊销。可以发现，公司外部采购相关成本略高于公司 SaaS 业务收入增速。

表 11：2018-2020 微盟 SaaS 业务销售成本构成

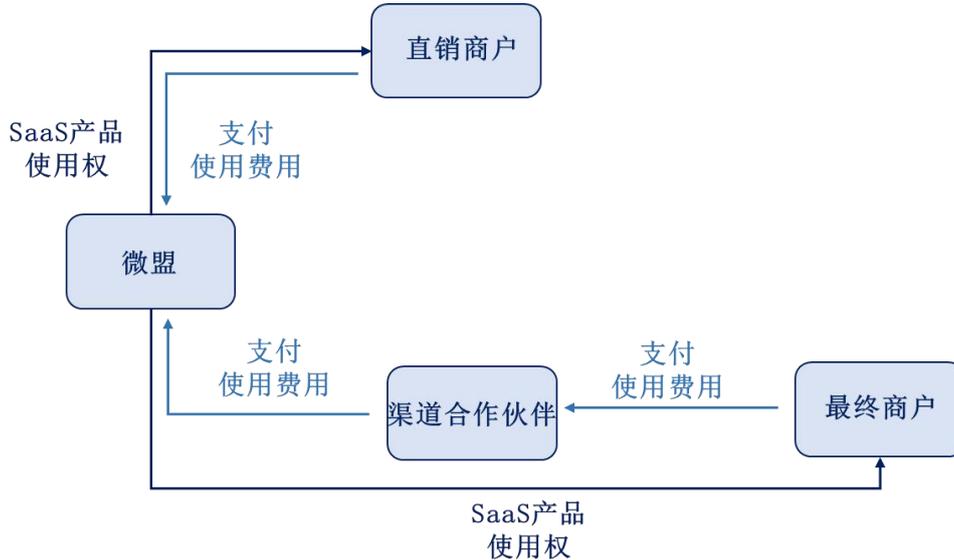
单位：百万元	2018	2019	2020
SaaS 业务营收	347.07	506.96	717.90
YoY	32.1%	46.1%	41.6%
宽带及硬件成本	11.6	31.7	50.5
YoY	22.1%	173.3%	59.3%
合约经营服务成本	6.9	13.3	36.4
YoY	305.9%	92.8%	173.7%
无形资产摊销	18.4	41.2	83.4
员工成本（含精准营销业务）	18.7	21.8	38.5
折旧	0.3	0.7	0.9

资料来源：微盟公司公告，微盟官网，东兴证券研究所

5.3 渠道商是重要获客方式

渠道商是重要获客方式。公司获客方式主要为直销和依靠渠道商获取，公司与渠道商的合作模式为：渠道商按照公司制定的价格向客户销售 SaaS 产品，公司将此确认为受益，同时将渠道合作伙伴向商户收取的总费用与公司向渠道合作伙伴收取的总费用之差确认为合约获取成本；公司和渠道商间的合作具备排他性。从渠道商分布看，截至 2018 年 6 月，公司 SaaS 业务渠道商 917 个，截至 2020 年公司各地合作渠道商（包含精准营销业务渠道商）1500 家。

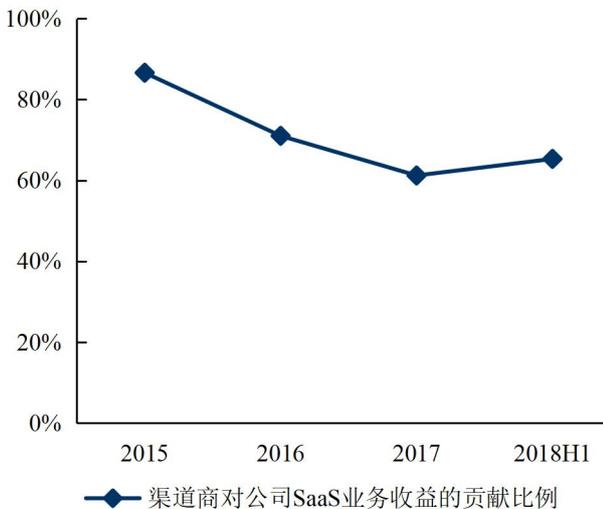
图 58：微盟与渠道商合作模式



资料来源：微盟招股书，微盟年报，东兴证券研究所整理

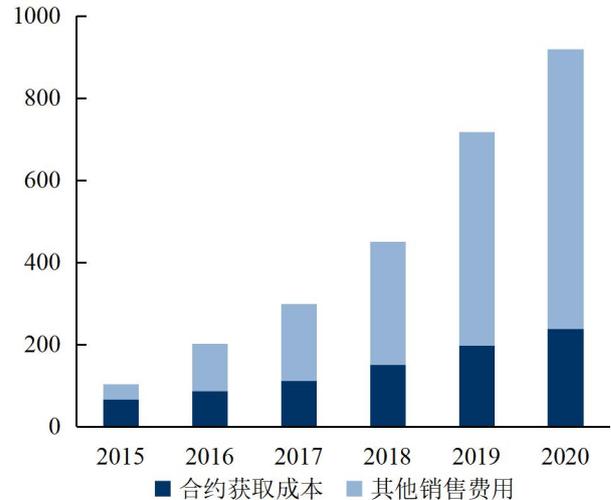
公司依赖渠道商的情况或将改善。公司业务对渠道商有一定依赖性：截至 2015、2016、2017 年和 2018 年上半年，渠道商对公司 SaaS 业务收益的贡献比例分别为 86.6%、71%、62.1%和 65.3%。合约获取成本是除销售及营销员工成本之外，公司销售费用中的最大开支，2020 年，公司合约获取成本为 2.38 亿元。目前，这一状况正逐渐改善：首先，在智慧零售、智慧餐饮等领域，公司投资/收购了达摩网络、海鼎、雅座、商有等平台，随着未来产生业务协同，公司直销客户占比将提升；通过观察销售费用构成也可发现，合约获取成本在销售费用中的占比已经由 2015 年的 62.8%下降至 2020 年的 25.9%。

图 59：2015-2018H1 渠道商对公司 SaaS 业务收益的贡献比例



资料来源：微盟招股书，公司公告，东兴证券研究所

图 60：2015-2020 微盟销售费用（百万元）



资料来源：微盟招股书，公司公告，东兴证券研究所

6. 中国有赞：SaaS 商业服务商

6.1 领先的云端商业服务商

有赞成立于2012年，是国内云端商业服务行业的领先企业，云端商业服务主要包括：

- 订阅解决方案：一系列SaaS 产品，例如有赞微商城、有赞零售、有赞连锁、有赞美业及有赞教育。此外，凭借有赞云及PaaS能力，公司亦为商家提供SaaS定制服务，并在有赞应用市场上提供第三方开发者的应用程序。
- 商家解决方案：为解决商家的在线及线下营运需求的一系列增值服务，包括商品采购及分销、消费者保障及在线流量变现。商家解决方案主要包括有赞分销、有赞担保及有赞客。

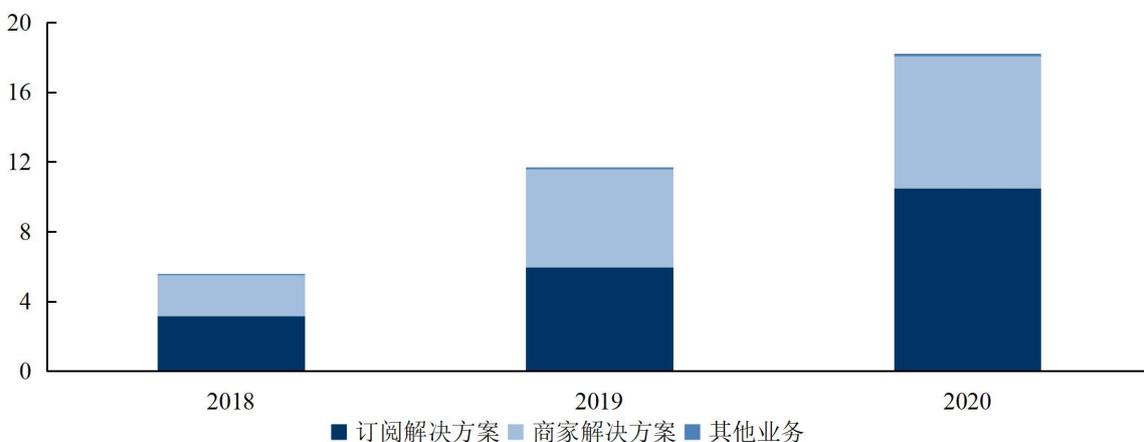
图 61：有赞云服务产品



资料来源：有赞科技招股书，东兴证券研究所整理

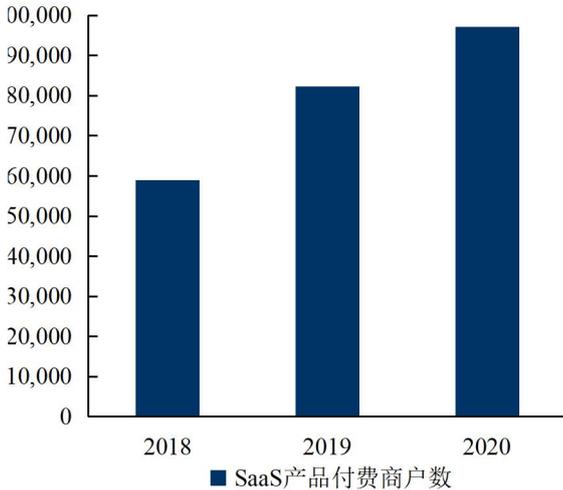
有赞收入保持快速增长。2020 年，公司实现营收 18.21 亿元，同比增 55.8%，其中 SaaS 产品（订阅解决方案）实现营收 10.48 亿元（+76.6%），商家解决方案实现营收 7.58 亿元（+33.7%）。收入的提升一方面受商家数量增加的影响，另一方面受到客单价提升的推动。

图 62：2018-2020 有赞营收情况（亿元）

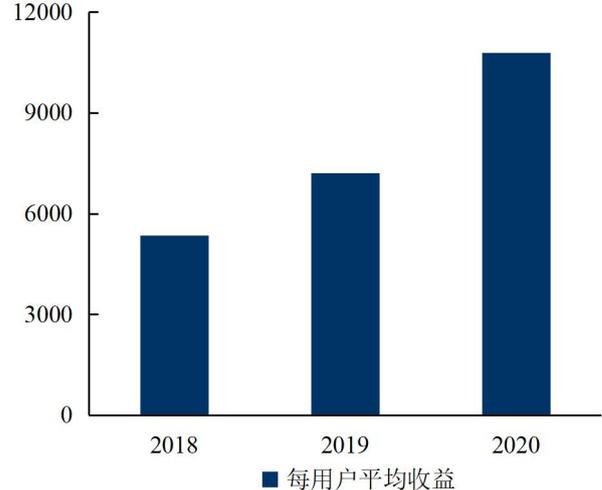


资料来源：有赞科技招股书，中国有赞年报，东兴证券研究所

有赞付费商户数和单用户价值同步增长。公司 SaaS 业务订阅用户数量连年高速增长，2018 年、2019 年以及 2020 年，公司订阅解决方案（SaaS 业务）付费商家数量分别达到 58,981 家、82,342 家和 97,158 家。2020 年，公司订阅解决方案存量付费单用户平均收益 10786.05 元，较 2019 年的 7208.53 元大幅提升 49.63%。

图 63：2018-2020 有赞订阅解决方案付费客户数


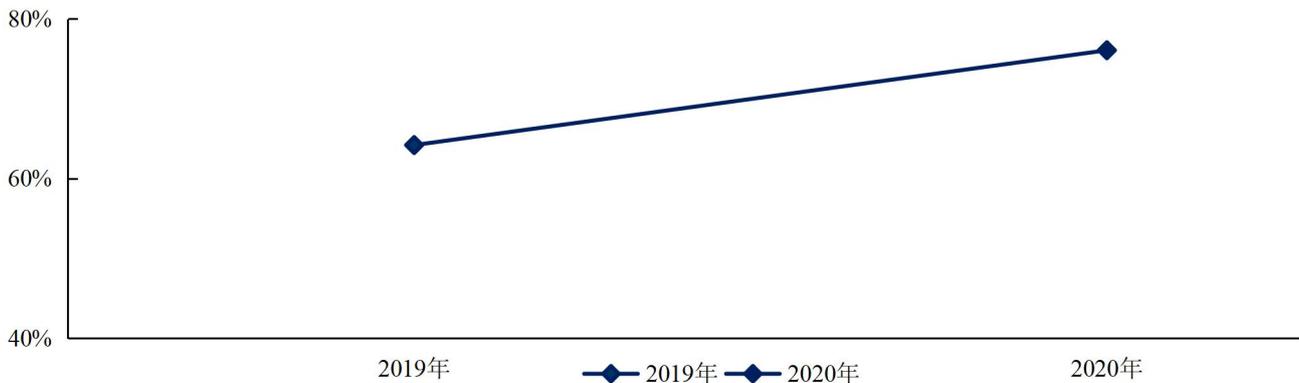
资料来源：有赞科技招股书，中国有赞年报，东兴证券研究所

图 64：2018-2020 有赞订阅解决方案单用户平均收益（元）


资料来源：有赞业绩会资料，东兴证券研究所

6.2 订阅解决方案业务推动毛利率提升

订阅解决方案业务推动毛利率提升。2020 年，公司毛利率由 2019 年的 50.8% 提升至 59.4%。主要得益于高毛利率业务订阅解决方案的占比提升，2020 年订阅解决方案产生的收入占比由 2019 年的 50.8% 上升 57.6%。同时，由于单用户平均收益的大幅提升，订阅解决方案业务毛利率也在提升，2020 年公司订阅解决方案业务毛利率为 76.1%。

图 65：2019-2020 有赞订阅解决方案业务毛利率


资料来源：有赞科技招股书，中国有赞年报，东兴证券研究所

订阅解决方案业务成本主要由以下部分组成：员工成本为公司最主要的销售成本项目，2020 年公司全口径员工成本为 1.57 亿元。受业务扩张驱动，2020 年公司服务器及 SMS 成本同比增长 41.0% 至 1.06 亿元，增速

与订阅解决方案营收增速相近。技术服务开支为软件定制成本，由于服务于大型商家的业务扩张导致软件定制服务成本增加，2020年公司技术服务开支增长8854.5%至1080万元。

（注：服务器及SMS成本指公司向第三方提供商购买云服务器及CDN服务产生的成本以及电信公司就其订购解决方案收取的SMS成本。）

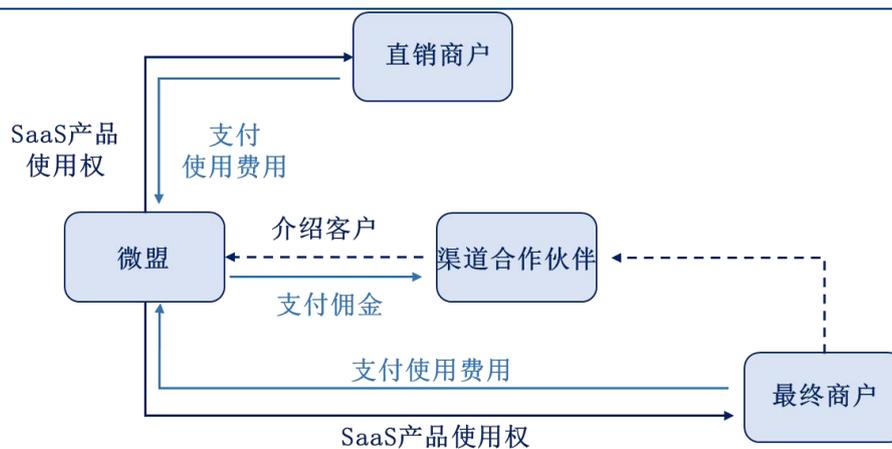
表 12：2018-2020 有赞订阅解决方案业务主要成本构成

单位：百万元	2018	2019	2020
员工成本（含商家解决方案及其他业务员工成本）	110.6	138.5	156.8
服务器及SMS成本	44.3	75.5	106.4
技术服务开支	1.7	1.1	10.8
订约客户服务开支	-	-	7.8
使用权资产折旧	5.4	12.5	7.4

资料来源：有赞科技招股书，中国有赞年报，东兴证券研究所

渠道商是公司获客的重要方式。公司获客方式主要为直销和依靠渠道商获取，公司与渠道商的合作模式为：渠道伙伴向有赞介绍商家，有赞直接与商家签署产品及服务的销售协议；经渠道伙伴介绍的商家直接向有赞支付产品及服务的款项，有赞直接向商家交付产品及服务，两者均无须经过渠道伙伴进行；有赞根据渠道伙伴所介绍的商家收取的产品和服务金额向渠道伙伴支付佣金。有赞与渠道商之间的合作同样具有排他性。

图 66：有赞与渠道商合作模式

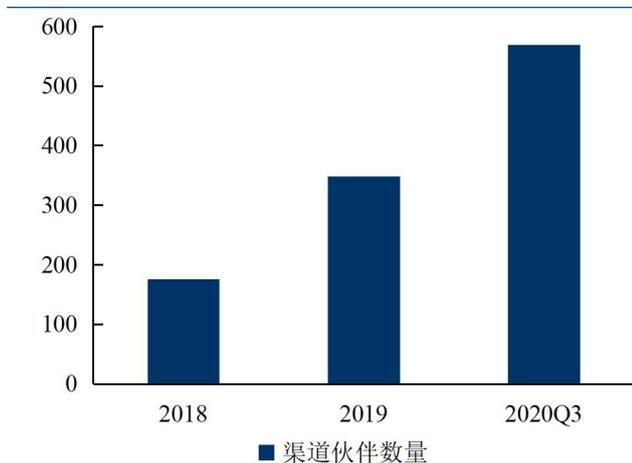


资料来源：有赞科技招股书，东兴证券研究所

6.3 渠道商是拓展客户重要方式

渠道商是拓展客户重要方式。公司获客方式主要为直销和依靠渠道商获取。公司拥有庞大的渠道伙伴网络，截至2018年、2019年及2020年前三个季度，公司渠道伙伴数量分别为176家、348家及569家，由渠道伙伴介绍的商家贡献的订阅解决方案收益为1.30亿元、2.57亿元及2.73亿元，分别占订阅解决方案总收入的41.2%、43.2%及36.0%。

图 67：2018-2020Q3 有赞渠道伙伴数量



资料来源：有赞科技招股书，东兴证券研究所

图 68：2018-2020Q3 由渠道伙伴介绍的商家贡献的订阅解决方案贡献收益



资料来源：有赞科技招股书，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	数字音频产业商业模式之辨：流量、会员、版权	2021-07-15
行业深度报告	短视频行业报告系列之 3：快手达人播，抖音品牌播，共击十万亿增量市场	2021-05-09
行业深度报告	长视频行业：TVB 兴衰 50 年对国内长视频平台的启示	2021-04-02
行业深度报告	游戏行业：短视频买量渠道崛起，游戏研发商乘势而上	2021-02-04
公司深度报告	传媒系列报告之 20-快手科技：格局确立，电商冲锋	2021-01-21
行业深度报告	优质内容主导长短视频格局，商业化创新提升互联网平台价值	2021-01-14
行业深度报告	长视频：爱奇艺提价能否成功？	2021-01-07
公司深度报告	优质内容主导长短视频格局变化，商业化创新提升互联网平台价值-2021 年传媒行业年度策略报告	2020-12-23
公司深度报告	传媒系列报告之 19-快手科技：社交筑垒，百亿冲锋	2020-12-19
公司深度报告	传媒系列报告之 18-分众传媒：新模式，新估值	2020-10-29
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化？	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股（0700.HK）：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9-网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。5年证券从业经验，2018年加入东兴证券研究所。2019年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。对网络游戏、短视频、网文、互联网广告等行业有深入研究。重点覆盖：腾讯控股、网易、字节跳动、快手科技、爱奇艺、芒果超媒、分众传媒、光线传媒、吉比特、掌阅科技。

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019年加入东兴证券研究所。主要研究领域为长视频、户外媒体、移动阅读。

研究助理简介

刘蒙

清华大学五道口金融学院金融硕士，2020年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526