

## 程序化广告营销龙头，助力 TikTok、SHEin 成长，享中国互联网出海红利

**1、易点天下：技术驱动头部程序化营销公司。**公司成立于 2011 年，推出自研营销系统 Yeahmobi 系列，与 Google、Facebook 等头部媒体深入合作，参与 TikTok、SHEin 等头部客户的出海投放，服务跨境电商、工具应用和游戏等各行业客户超 5000 家。当前董事长&总经理邹小武合计持有 31.02%股权，管理团队稳定。21 年公司收入 34.2 亿，同比增长 38.2%，其中效果广告、头部媒体账户管理服务收入分别占比 96.2%/3.7%，从客户行业划分看，以跨境电商、应用类客户为主，21 年收入占比分别为 64.4%/12.4%。

**2、核心业务：为转化效果负责，毛利率高于同业。**21 年公司综合毛利率为 16.9%，显著高于蓝色光标（6.3%）等同业，主要是商业模式的不同：公司向媒体采购 CPM/CPC，基于广告主提出的 KPI 以 CPA 确认收入，如注册率、留存率、商品购买等，为实际的转化效果负责，体现公司较强的算法/数据能力。

**3、效果广告按投放媒体类型，可划分为头部媒体、中长尾媒体。**头部媒体为 Google、Facebook、TikTok 等全球头部互联网平台，中长尾媒体包括美图秀秀、小米、Unity 等数量多且分散的平台。**头部媒体收入贡献更高（21 年占效果广告 84%），而中长尾媒体毛利率更高（21 年为 48.66%，高于头部媒体的 7.14%）。**毛利率的差异主要来自：**1）成本议价力不同：**头部媒体有成熟的投放体系，流量价格透明，公司的议价力相对低；**2）业务模式不同：**中长尾媒体广告本质为平台模式，对分散的上下游议价力均较高；**3）业务难度不同：**中长尾媒体无自身投放系统，用户数据收集/分析较难，且投放机制透明度低，需反作弊监控；**4）用户价值：**中长尾媒体用户垂直，对特定行业广告主的价值更高。

### 重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,478	3,425	3,720	4,575	6,497
增长率(%)	-0.6	38.2	8.6	23.0	42.0
净利润(百万元)	235	259	315	417	532
增长率(%)	-2.5	10.2	21.9	32.3	27.7
毛利率	20.4	16.9	18.8	18.8	17.5
净利率	9.5	7.5	8.5	9.1	8.2
ROE(%)	16.3	15.3	9.7	11.4	12.7
EPS(元/股，摊薄)	0.59	0.65	0.67	0.88	1.13

资料来源：wind，中信建投

## 易点天下(301171)

首次评级

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

18910213127

SAC 执证编号：S1440519060002

SFC 中央编号：BQI330

发布日期：2022 年 08 月 08 日

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
/	/	/

12 月最高/最低价 (元)

总股本 (万股)

流通 A 股 (万股)

总市值 (亿元)

流通市值 (亿元)

近 3 月日均成交量 (万股)

主要股东

邹小武

30.18%

### 相关研究报告

#### 4、看好 Tiktok 起量、国内互联网公司出海红利

1) 易点参与 TikTok、SHEin 推广，见证巨头崛起。1) **TikTok**：17 年公司参与 TikTok 推广，目前 TikTok 从客户变为头部供应商，仅次于谷歌/Facebook（21 年采购金额 11 亿，占比 10%）。据 Statistics，1Q22 TikTok 月活已近 14 亿，同比增长 72% 远超 Facebook/YouTube，随未来用户和商业化的进一步增长，公司将享受 TikTok 流量红利；2) **SHEin**：15 年起公司助力 SHEin 逐步成跨境电商龙头。虽当前来自 SHEin 的收入有降低，但服务经验积累，公司持续服务电商出海，包括女装 ChicV、珠宝类的竹乐、3C 户外 MPOW、钟表眼镜 Finwind 等。

2) **阿里的持续认可体现业务能力，服务经验有望复用**。19-21 年阿里均是公司第一大客户，21 年收入达 14.17 亿，占比提升至 41.4%，阿里认可体现公司竞争力。当前阿里主要推广 B2B 平台阿里巴巴国际站，对 B2C 平台 Lazada 的投放尚小，我们认为阿里批发/零售的国际化是长期战略，22 年致股东信再次确认这一趋势，持续看好阿里及其他平台出海的业务机会。此外，虽阿里收入占比高，但测算毛利率占比仅 10-15%，不存在依赖。

3) **亚马逊封禁中国商户，独立站营销需求进一步提升**。21 年亚马逊大规模封禁中国商家，加速了商户建设独立站的趋势，头豹数据预测 2025 年独立站市场规模达 5.5 万亿，约占跨境电商的 70%。据雨果网，全球近 90% 的独立站需广告营销导流，以易点为代表的第三方营销公司业务空间大。

4) **iOS 隐私政策影响下，TikTok/谷歌/中长尾媒体获增长机会**。21 年 4 月苹果 iOS 14.5 推出 IDFA 新政，Facebook 因涉及使用姓名/年龄/职业等隐私信息，当前投放 ROI 降低明显，Google、TikTok 及中长尾媒体有望迎来增长机会。此外，海外用户偏好使用较多的垂类 APP，据 Sensor Tower/QuestMobile，21 年上半年，美国、中国用户每月平均使用 46/26 个 APP，海外中长尾媒体有其较难取代的价值。

5、**财务分析：头部媒体收入稳步提升，盈利能力保持稳定**。1) **收入端**：2019-2021 年，公司收入分别为 24.9/24.8/34.3 亿元，同比增长 26.0%/-0.6%/38.2%，主要是头部媒体广告收入驱动增长。2) **毛利端**：随着广告预算向低毛利率的头部媒体倾斜，公司毛利率有所下降，2019-2021 年分别为 18.7%/20.4%/16.9%。3) **费用端**：2021 年公司期间费用率为 7.3%，同比降低 0.3pct，整体比例稳定在低位。4) **利润端**：2019-2021 年公司归母净利润 2.4/2.4/2.6 亿元，同比增长 25.0%/-2.5%/10.2%，归母净利率 9.7%/9.5%/9.5%，整体保持稳健。

6、**盈利预测**：1) **收入端**：预计受 iOS 隐私政策影响，22 年以 Facebook 为代表的头部媒体收入增速放缓，中长尾媒体收入占比有望提升，中长期来看随着 TikTok 的起量头部媒体收入将迎来增长，预计 22-24 年总收入增长 8.6%/23.0%/42.0%，为 37.2/45.7/65.0 亿元。2) **毛利端**：预计 22 年毛利率有望随中长尾媒体收入占比的提升增长至 18.8%，23-24 年预计毛利率为 18.8%/17.5%。3) **费用端**：预计期间费用率分别为 7.7%/7.7%/7.3%，各费用率均相对稳定。综上所述我们预计，22-24 年公司归母净利润为 3.2/4.2/5.3 亿元，同比增长 21.9%/32.3%/27.7%。

**投资建议**：公司是技术驱动头部程序化营销公司，参与 TikTok、SHEin 营销投放，此后有望享受 TikTok 流量增长红利与国内互联网的出海红利，看好公司发展。我们以国内的蓝色光标、汇量科技，及海外的 Appllovin、Unity 作为可比公司，综合考虑商业模式与盈利能力，取 PS 估值与 PE 估值区间的交集，测算公司市值区间为 94.6-130.2 亿，中值为 112.4 亿，对应公司 22-24 年预计净利润的 PE 分别为 35.67、26.97、21.12 倍。

## 目录

1 易点天下：国内头部程序化营销公司 .....	1
1.1 历史沿革：助力 TikTok、SHEin 出海，不断提升技术能力 .....	1
1.2 股权结构与团队：实控人持股较多，核心团队稳定、激励充分 .....	2
2 业务：算法技术驱动，助力 TikTok、SHEin 出海营销 .....	3
2.1 核心业务模式：程序化营销投放，基于效果确认收入 .....	3
2.2 效果广告：头部媒体贡献主要收入，中长尾媒体高毛利 .....	5
2.3 头部媒体账户管理服务：为效果广告的补充，收入占比较低 .....	10
3 看好 Tiktok 流量红利与国内互联网公司出海红利 .....	11
3.1 参与头部公司出海推广，见证巨头崛起 .....	11
3.2 获头部客户阿里认可，有望帮助其他平台出海 .....	14
3.3 亚马逊封禁中国商家，加速独立站发展，带动营销需求 .....	15
3.4 iOS 隐私政策影响，TikTok、谷歌等其他媒体获增长机遇 .....	17
4 财务分析：头部媒体稳步提升，盈利能力保持稳定 .....	19
5 盈利预测与估值 .....	22
风险提示 .....	26
报表预测 .....	27

## 图表目录

图表 1： 易点天下发展历程 .....	1
图表 2： 公司募集资金多用于研发支出 .....	1
图表 3： 公司股权结构、对外投资子公司的情况 .....	2
图表 4： 公司核心高管成员简介及持股情况 .....	2
图表 5： 2019-2021 年核心高管成员年薪（万元） .....	2
图表 6： 易点天下核心的效果广告业务模式，与其他可比公司业务模式比较 .....	3
图表 7： 公司总业务及各业务收入（亿元） .....	4
图表 8： 公司效果广告业务收入占比超过 95% .....	4
图表 9： 公司收入按广告主行业分布（亿元） .....	4
图表 10： 公司收入广告主类型占比 .....	4
图表 11： 公司广告投放区域分布（亿元） .....	5
图表 12： 公司广告投放区域占比 .....	5
图表 13： 公司效果广告按头部媒体、中长尾媒体划分 .....	5
图表 14： 公司头部、中长尾媒体收入（亿元） .....	6
图表 15： 公司头部、中长尾媒体毛利润及毛利率 .....	6
图表 16： 易点天下头部媒体效果广告业务流程 .....	7
图表 17： 公司头部媒体流量采购来源占比 .....	7
图表 18： 公司头部媒体流量采购来源占比 .....	7
图表 19： 公司中长尾媒体业务模式 .....	8

图表 20:	中长尾媒体相较头部媒体, 实现转化效果相对更有难度.....	8
图表 21:	公司效果广告 CPA 具体分类及对应的结算方式.....	9
图表 22:	公司效果广告不同计费方式贡献收入 (亿元) .....	9
图表 23:	公司效果广告不同计费方式贡献收入结构 .....	9
图表 24:	前十大客户的 KPI 完成度高, 实际结算比例超过 100% .....	9
图表 25:	头部媒体账户管理服务与效果广告服务对比.....	10
图表 26:	字节跳动从客户转变为公司头部媒体供应商.....	11
图表 27:	17 年开始 TikTok 月活开始明显起量 (百万) .....	11
图表 28:	TikTok 月活增速显著高于 Facebook/Youtube.....	12
图表 29:	TikTok 月活用户中北美地区最多 (2022/01) .....	12
图表 30:	TikTok 于 19 年上半年推出广告平台 TikTok for Business.....	12
图表 31:	TikTok 收入增长迅速.....	13
图表 32:	TikTok 员工数量、广告收入目标提升.....	13
图表 33:	Shein 为易点贡献的收入 (万元) 及占比 .....	13
图表 34:	Shein 销售额 (亿元) 及增速 .....	13
图表 35:	阿里以外公司前五大客户收入贡献 (亿元) .....	14
图表 36:	来自阿里巴巴的收入及占比 .....	14
图表 37:	阿里在易点天下推广的平台及对应金额 (亿) .....	14
图表 38:	.....	14
图表 39:	京东近期在跨境电商领域进展或成就 .....	15
图表 40:	阿里巴巴之外, 公司电商类客户数量多且贡献毛利润较为平均.....	15
图表 41:	亚马逊对中国商家的态度转变 .....	16
图表 42:	21 年后独立站规模预计迎来增长 .....	16
图表 43:	Shopify 收入及增速.....	16
图表 44:	独立站海外运营面临的困难 .....	17
图表 45:	头部媒体广告使用用户信息情况, 以及受 IDFA 影响程度.....	17
图表 46:	21 年电商品牌在 Facebook 的 ROAS 低于 20 年 .....	18
图表 47:	21 年电商品牌在 Facebook 的 CPM 并未降低.....	18
图表 48:	中国及美国用户月人均使用 APP 数量 (1H21) .....	18
图表 49:	公司总收入 (亿元) 及增速 .....	19
图表 50:	公司各业务毛利率及综合毛利率 .....	19
图表 51:	公司不同业务的毛利润 (百万) .....	19
图表 52:	公司各业务毛利润占总毛利润比重 .....	19
图表 53:	公司期间费用率 .....	20
图表 54:	公司期间费用规模 (百万) .....	20
图表 55:	公司归母净利润 (亿元) 及增速 .....	21
图表 56:	公司扣非净利润 (亿元) 及增速 .....	21
图表 57:	公司收入预测 .....	22
图表 58:	公司毛利率及毛利润预测 .....	23
图表 59:	公司毛利率、期间费用及利润预测 .....	23
图表 60:	易点天下可比公司 PS 估值讨论.....	24

图表 61： 易点天下可比公司 PE 估值讨论..... 25

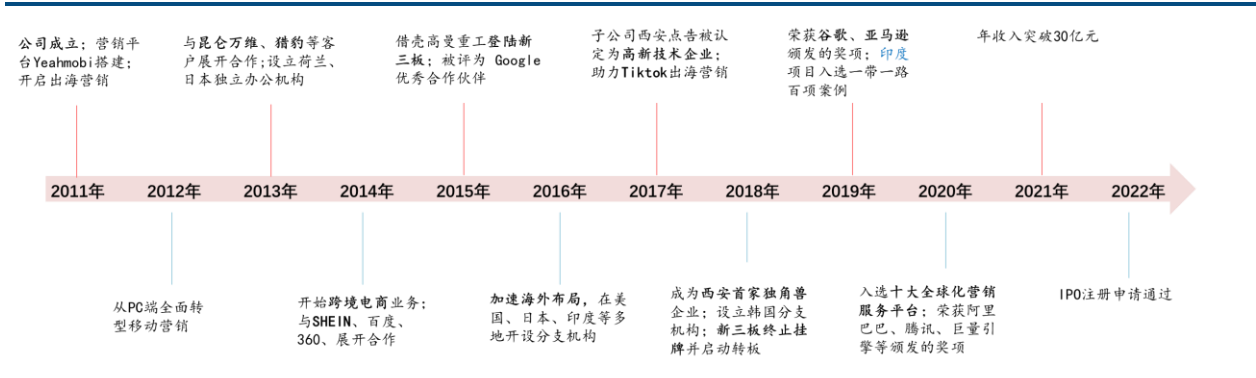
# 1 易点天下：国内头部程序化营销公司

## 1.1 历史沿革：助力 TikTok、SHEin 出海，不断提升技术能力

公司成立于 2011 年并推出营销平台网站 Yeahmobi，此后与 Google、Facebook 等媒体深入合作，为跨境电商、工具应用和游戏等各行业超 5000 家广告主客户，在全球提供效果广告投放服务，发展阶段大致分为：

- **2011-2015 年：从 PC 转向移动营销，借壳登陆新三板：**2011 年公司即开启出海营销，2012 年公司从 PC 端营销全面转型移动营销，是业内最早一批向移动营销转型的公司。2015 年，公司借壳高曼重工股份登陆新三板，引入小米、猎豹等投资者；同年成立了西安点告、香港 Click，分别作为境内外主要经营主体。
- **2016-2018 年：帮助 Tiktok、SHEin 出海，全球化布局加速：**该阶段公司参与 TikTok、SHEin 的出海推广，陆续在美国、日本、印度、德国、韩国设立分支机构，全球化布局加速。此期间公司也中标了阿里的广告投放业务、成为了西安首家独角兽企业。
- **2019 年至今：获得头部客户阿里持续认可，登陆深圳主板市场：**2015 年至 2019 年，公司连续五年被评为 Google 优秀合作伙伴，与 Google 建立了良好的合作关系，此外也获得了亚马逊、Twitter、微软等合作媒体伙伴的认可，获得了阿里、腾讯、字节等头部广告主的认可，年收入也突破 30 亿元。

图表1：易点天下发展历程



资料来源：易点天下招股书，中信建投

本次 IPO 募集资金多用于研发投入，进一步提升技术能力。2022 年 7 月公司 IPO 申请通过，融资约 12.42 亿元，主要用于程序化广告平台升级、研发中心建设。

图表2：公司募集资金多用于研发支出

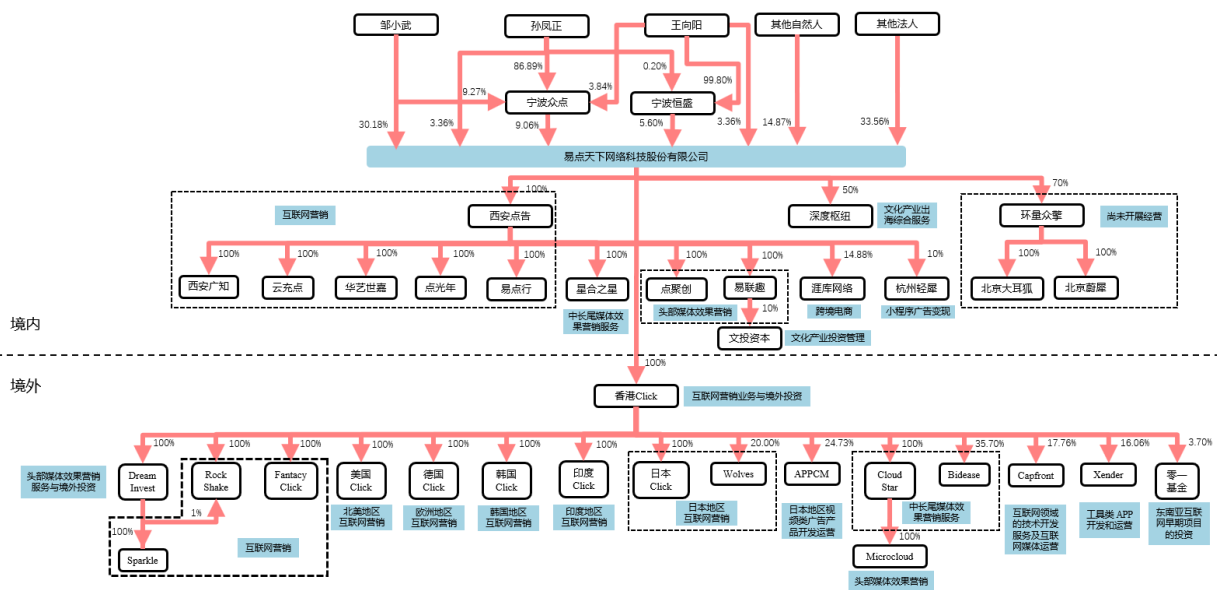
项目名称	项目简介	投入金额(万)	建设周期
程序化广告平台升级项目	现有广告平台系统进行优化升级，引进专业人才	89,207.80	3 年
研发中心建设项目	引进专业人才，购置研发硬件设备及应用软件等	15,000.00	3 年
补充流动资金	保证公司生产经营所需资金、优化资产负债结构及降低财务风险	20,000.00	-
合计		124,207.80	-

资料来源：易点天下招股书，中信建投

## 1.2 股权结构与团队：实控人持股较多，核心团队稳定、激励充分

国内、海外设立多个子公司，业务分工明确。截至 21 年 12 月 31 日，公司董事长兼总经理邹小武直接和间接持有公司 31.02% 的权益，为公司的控股股东及实际控制人。公司境内外业务均按照业务做了明确分工。其中境外业务按照市场地区进一步划分，由香港主体 Click 管理，包括美国、德国、韩国、印度、日本等多家海外孙公司，负责海外特定市场的营销服务。

图表3： 公司股权结构、对外投资子公司的情况



资料来源：易点天下招股书，中信建投

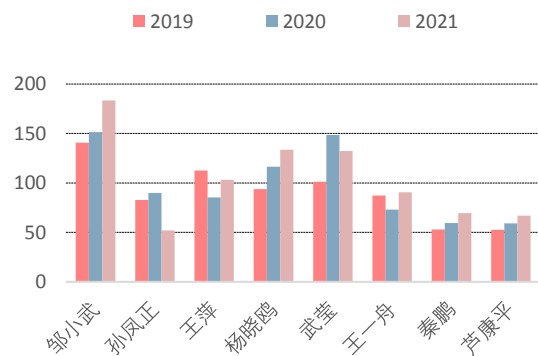
核心团队稳固，高管持股、薪资提升帮助激励。高管激励方面，董事长邹小武、副总经理孙凤正、王一舟分别持有 31.02%、11.24%、2.10% 股份，高管持股较多。核心技术人才方面，技术总监王一舟持股 2.1%，秦鹏与芦康平等核心人才薪酬逐年提升，整体来看公司团队较为稳定。

图表4： 公司核心高管成员简介及持股情况

姓名	职位	合计持股比例	简历
邹小武	董事长、总经理	31.02%	硕士研究生学历，曾任创想网络传媒公司首席执行官、互联网营销公司NDP 首席执行官
孙凤正	董事、副总经理	11.24%	本科学历，曾任三一重工 ERP (SAP) 实施工程师、创想网络传媒公司运营总监、NDP 运营总监；曾任西安点告销售总监、公司行业解决方案中心和大数据广告 BU 部门负责人
武莹	高级副总裁、副总经理	-	本科学历，曾任华为解决方案经理、华为海洋网络有限公司区域商务总监、云广天下(西安)网络科技有限公司商务总监
王一舟	西安点告技术总监、公司副总经理	2.10%	硕士研究生学历，曾在合伙创业阶段任技术负责人、创想网络传媒公司技术总监、NDP 技术总监
秦鹏	西安点告企业技术中心中心产品研发部技术总监	-	本科学历，曾任神州数码融信有限公司软件工程师、奥博杰天有限公司高级工程师、神州数码思特奇有限公司开发经理、顿楷信息技术有限公司产品技术研发部技术总监
芦康平	西安点告产品技术经理	-	硕士研究生学历，曾任蚂蚁金服(中国)网络技术有限公司架构师、思特沃克(西安)网络技术有限公司咨询师、NDP 产品技术经理

资料来源：易点天下招股书，中信建投

图表5： 2019-2021 年核心高管成员年薪（万元）



资料来源：易点天下招股书，中信建投

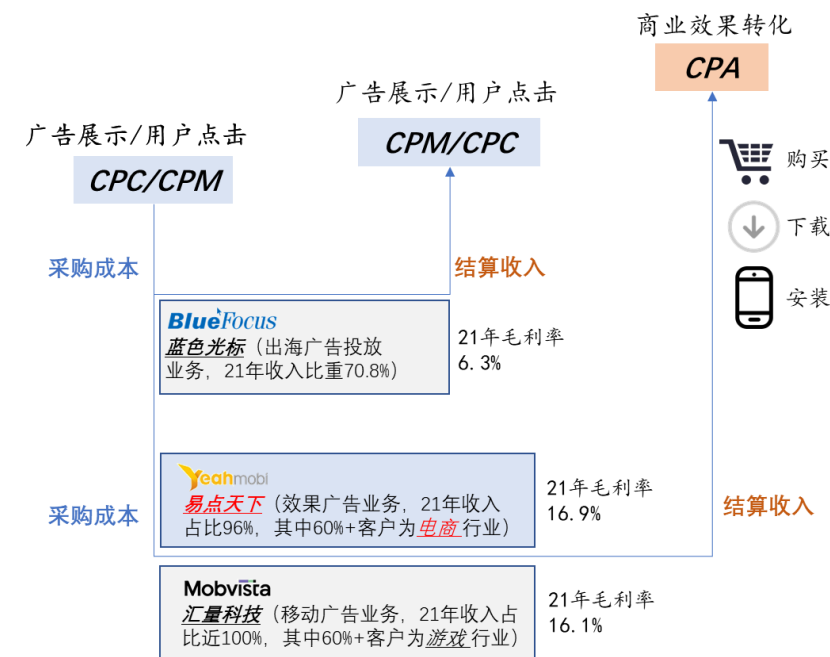
## 2 业务：算法技术驱动，助力 TikTok、SHEin 出海营销

### 2.1 核心业务模式：程序化营销投放，基于效果确认收入

采购 CPC/CPM，确认 CPA 收入，承担效果转化风险。不同于大部分营销公司不保证广告投放的商业转化效果，公司向广告主的收费除了考虑广告点击次数（CPC）或广告展示次数（CPM）外，还会额外引入广告主设定的 KPI 考核指标，如注册率、留存率、ROI、商品购买等，最终基于实际的广告效果确认收入。

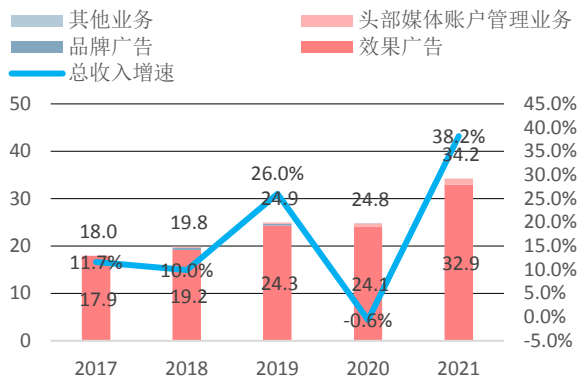
- 以蓝色光标为代表的以 CPM/CPC 结算的广告营销：蓝色光标核心的出海广告投放业务（21 年收入占比 71%），主要业务模式为向媒体采购 CPM/CPC，向客户同样以 CPM/CPC 确认收入，业务实质是获取从媒体端获得的返点与给予客户返点的差额，毛利率较低。以 21 年为例，蓝色光标综合毛利率为 6.3%。
- 以易点天下为代表的以 CPA 结算的效果广告：易点天下核心的效果广告业务（21 年收入占比 96%），主要模式为，向媒体采购 CPM/CPC，向客户以 CPA 确认收入，业务实质是承担客户对于购买、下载、安装等商业效果转化的风险，因而毛利率较高。以 21 年为例，易点天下综合毛利率为 16.9%，显著高于蓝色光标。此外，国内的汇量科技、海外的 applovin 的模式与易点天下类似，易点天下主要客户来自电商行业，汇量科技、applovin 主要为游戏行业客户。

图表6：易点天下核心的效果广告业务模式，与其他可比公司业务模式比较

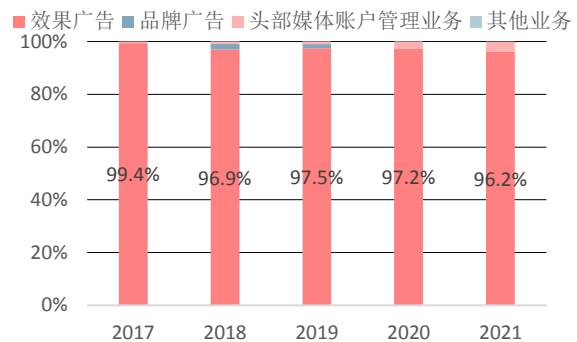


资料来源：易点天下招股书，中信建投

按照业务模式划分，公司效果广告收入占比最高。2021 年公司实现收入 34.2 亿元，同比增长 38.2%，按业务模式划分公司收入包括效果广告、头部媒体账户管理服务、品牌广告服务，2021 年收入占比分别为 96.2%/3.7%/0%，效果广告是公司主要的收入来源。

**图表7： 公司总业务及各业务收入（亿元）**


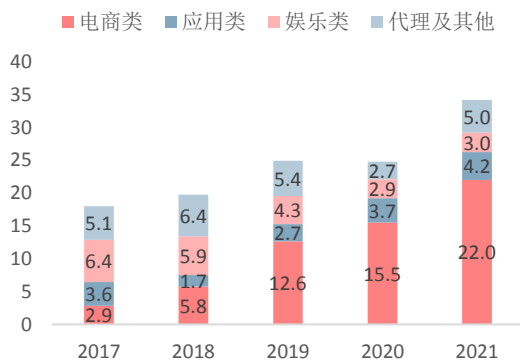
资料来源：易点天下招股书，中信建投

**图表8： 公司效果广告业务收入占比超过 95%**


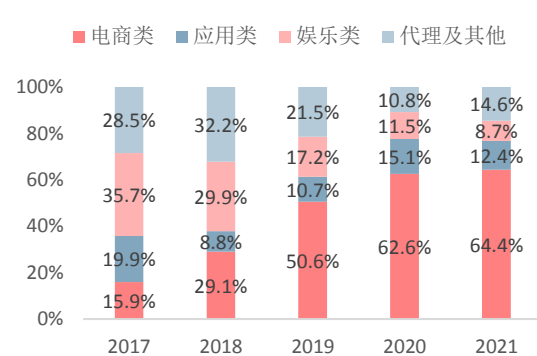
资料来源：易点天下招股书，中信建投

按客户行业划分，以跨境电商、应用类客户为主。公司收入主要来自电商类、应用类、娱乐类广告主，2021 年收入占比分别为 64.4%/12.4%/8.7%。电商类客户收入及占比持续提升，2021 年达到 22.0 亿元，同比增长 74.5%，主要受益于近年来国内跨境电商客户投放需求。

阿里巴巴、SHEIN、腾讯、三七互娱为主要客户。电商客户方面包括阿里巴巴（主要推广阿里巴巴国际站、Lazada、速卖通等综合跨境电商平台），女装品牌 ChicV、SHEIN，珠宝品牌西安竹乐等；应用类客户主要包括工具、生活服务、社交类产品，如工具类 APP 开发公司 Candymobi；娱乐类客户包括游戏、视频类等，如腾讯、三七互娱、字节跳动等。公司还有部分代理客户，包括四川银舵科技、Parbat。

**图表9： 公司收入按广告主行业分布（亿元）**


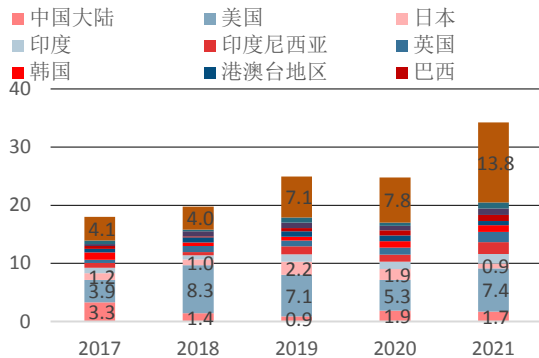
资料来源：易点天下招股书，中信建投

**图表10： 公司收入广告主类型占比**


资料来源：易点天下招股书，中信建投

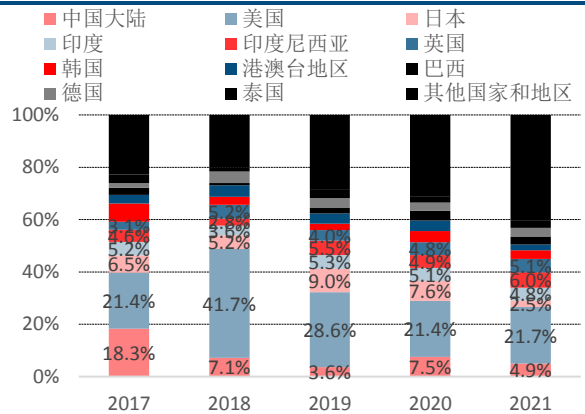
从投放地区来看，触达地区分散。凭借在全球范围内的海量用户，头部媒体帮助广告主广泛触达。目前公司已通过头部媒体有效覆盖超 70 亿台设备，遍及全球 277 个国家和地区。其中，按广告投放所在地划分，在美国市场投放的收入贡献占比第一，近两年在 20% 以上，2021 年达到 7.4 亿元，同比提升 40.1%；亚洲的中国大陆、中国港澳台、印尼、日韩，欧洲的英、德，南美的巴西等地，广告贡献收入占比多在 5% 左右；其他地区贡献收入占比由 19 年的 28% 提升至 40%，规模 13.8 亿元，同比增长 77.8%，海外长尾广告市场进一步扩大。

图表11: 公司广告投放区域分布 (亿元)



资料来源: 易点天下招股书, 中信建投

图表12: 公司广告投放区域占比



资料来源: 易点天下招股书, 中信建投

## 2.2 效果广告: 头部媒体贡献主要收入, 中长尾媒体高毛利

按投放媒体的流量规模, 公司效果广告服务可进一步划分为头部媒体与中长尾媒体, 其中:

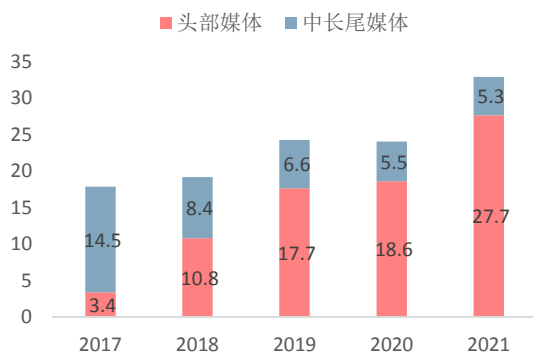
- **头部媒体效果广告:** 指帮助客户在 Google、Facebook、Twitter、字节跳动等全球互联网头部平台投放广告, 这些平台用户规模大, 已有成熟的投放体系, 流量价格/数据相对透明, 公司对头部媒体的议价力相对较低。从收入占比来看, 21 年头部媒体在效果广告中占比显著更高, 为 84%, 但毛利率较低, 为 7.14%。
- **中长尾媒体效果广告:** 指帮助客户在中小型互联网媒体投放广告, 包括美图秀秀、小米、Unity 等, 单个媒体的用户数少, 媒体数量多且较为分散, 中长尾媒体一般没有自身的平台, 流量价格、数据透明度相对较低, 公司对中长尾媒体议价力相对较高。从收入占比来看, 21 年中长尾媒体在效果广告中占比较低, 为 16%, 但毛利润占比较高为 56%, 主要是毛利率更高为 48.66%。

图表13: 公司效果广告按头部媒体、中长尾媒体划分

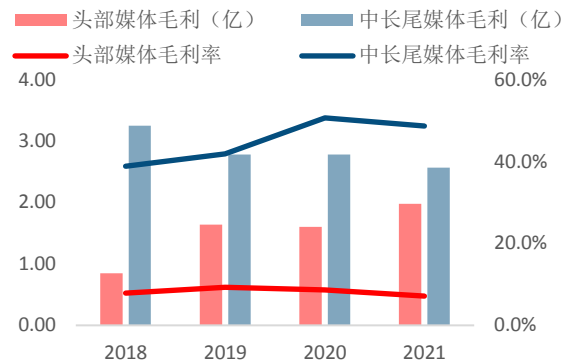
	头部媒体	中长尾媒体
媒体资源来源	Google、Facebook、Twitter、字节跳动	美图秀秀、小米、Unity 等
媒体流量特点	用户规模大, 平台自身已有成熟的投放体系; 流量价格、数据相对透明	单媒体用户数少, 媒体数量多且极为分散, 媒体自身一般没有投放体系, 流量价格、数据透明度相对较低。
易点天下相对媒体的议价力	相对较低	相对较高
21 年收入, 及在效果广告收入中的占比	27.7 亿, 占比 84%	5.3 亿, 占比 16%
21 年毛利润, 及在效果广告总体毛利中占比	1.97 亿, 占比 44%	3.4 亿, 占比 56%
21 年毛利率	7.14%	48.66%

资料来源: 易点天下招股书, 中信建投

头部媒体收入贡献高, 中长尾媒体毛利率高。2021 年, 头部媒体、中长尾媒体广告收入分别为 27.7 亿/5.3 亿元, 同比增长 48.7%/-3.8%, 占效果广告收入比重分别为 84.0%/16.0%, 头部媒体收入规模及占比持续上升。从毛利润贡献来看, 21 年头部媒体、中长尾媒体毛利润分别为 1.97 亿、3.4 亿, 毛利率分别为 7.14%、48.66%。

**图表14： 公司头部、中长尾媒体收入（亿元）**


资料来源：易点天下招股书，中信建投

**图表15： 公司头部、中长尾媒体毛利润及毛利率**


资料来源：易点天下招股书，中信建投

毛利率的差异主要来自：**1) 成本议价力不同**：头部媒体有成熟的投放体系，流量价格透明，对头部媒体的议价力相对低；**2) 业务模式不同**：中长尾媒体广告本质为平台模式，对分散的上下游议价力均较高；**3) 业务难度不同**：中长尾媒体无自身投放系统，用户数据收集/分析较难，且投放机制透明度低，需反作弊监控；**4) 用户价值**：中长尾媒体用户垂直，对特定行业广告主的价值更高。

### 2.2.1 头部媒体效果广告：以算法/自动化程序驱动，实现更高的 ROI

总体来说，头部媒体效果广告主要通过 TopMedia CMP 等自研的算法体系，控制、调用投放流程，实际投放仍然在 GoogleAds 等头部媒体自有的广告平台实现，具体看投放流程：

- **1) 广告主提转化目标**：如某跨境电商的独立 APP 进行推广，KPI 为在东南亚地区的次日留存不低于 30%，在中东地区的次日留存不低于 35%
- **2) 公司通过 SDK/API 接口，采集 Google 等头部媒体上的用户数据，并采买流量**
- **3) 实际的广告投放及后续监测**：首先使用交叉算法，筛选性别、年龄、地区、职业等因素，确定投放受众；此外借助图像识别、视频引擎模板等技术，批量制作个性化的广告素材，实现千人千面推广；投放后持续监测效果，借助 A/B Test 动态调整投放策略，以优化投放效率，以实现客户提出的 KPI

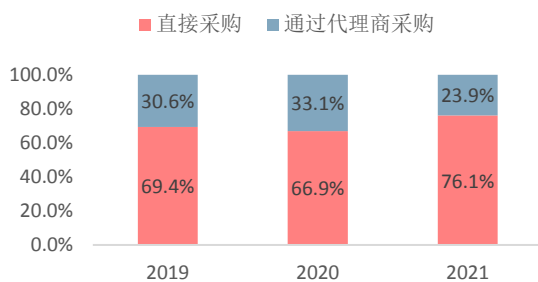
图表16： 易点天下头部媒体效果广告业务流程



资料来源：易点天下招股书，中信建投

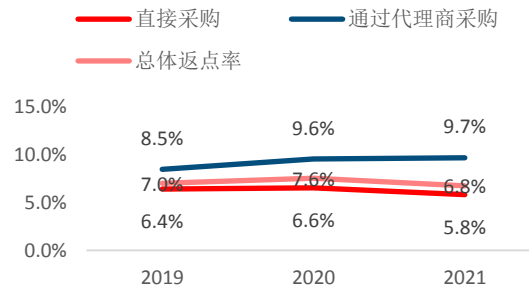
➤ **Google/Facebook 等大媒体自有投放系统成熟，流量价格透明。**谷歌、Facebook 等头部媒体流量规模大，自身的投放系统已较为成熟，如谷歌的 AdWords（2000 年推出），Facebook 的 Facebook ADS（2011 年推出）。并且，其下游的代理商数量多，流量价格、返点政策更加透明与市场化。公司的头部媒体流量主要向头部媒体直接采购，媒体返点率保持在 7%左右，头部媒体流量价格相对市场化，也是该业务毛利率相对低原因。

图表17： 公司头部媒体流量采购来源占比



资料来源：易点天下招股书，中信建投

图表18： 公司头部媒体流量采购来源占比

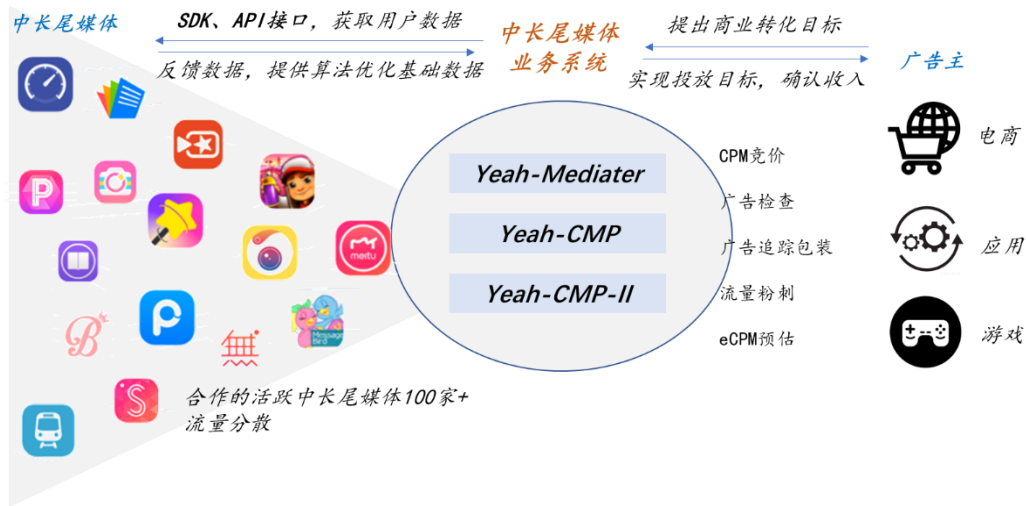


资料来源：易点天下招股书，中信建投

### 2.2.2 中长尾媒体效果广告：本质为平台模式，聚合分散流量，上下游议价力均高

公司中长尾媒体效果广告业务本质为平台，聚合大量的中长尾媒体、广告联盟（ADX）资源，包括美图秀秀、Camera360、VIDMATE 等移动应用，小米、VIVO 等硬件渠道，以及 Applovin、Unity 等需流量聚合平台。由于单个中长尾媒体的流量规模小、数量多且极分散，因而公司相对中长尾媒体的议价力更高。通过聚合不同地区、垂类的流量资源，通过 Yeah-Mediator 等自研系统将流量分发至广告主。

图表19： 公司中长尾媒体业务模式



资料来源：易点天下招股书，中信建投

中长尾媒体毛利率相较头部更高，还来自于更高的投放难度。总体来看，中长尾媒体与头部媒体效果广告均为客户提供全流程的投放，但中长尾媒体投放难度更高，需要额外的业务流程，如：

- 1) 中长尾媒体通常没有自身的投放平台，用户的数据、画像等信息收集较难；
- 2) 中长尾媒体效果广告具体的投放媒体需要根据客户目标、人群画像匹配不同的媒体平台；
- 3) 中长尾媒体投放机制相对不透明，需要较好的反作弊过滤来保证转换效果；
- 4) 中长尾媒体用户垂直，对特定行业广告主的价值更高。

图表20： 中长尾媒体相较头部媒体，实现转化效果相对更有难度

	中长尾媒体	头部媒体
易点提供的服务	全流程投放+媒体流量匹配+反作弊	全流程投放
具体投放平台	公司自研的系统 Yeah-Mediator	Google Ads、TikTokAds 等头部平台自有的广告投放平台
具体投放媒体	相对不确定，需要根据人群画像匹配不同的媒体平台	Google、Facebook、TikTok 等确定的头部媒体
基础分析数据来源	部分中小媒体没有用户数据分析和用户画像能力，需要易点搜集整理	头部平台已有的用户数据和画像
媒体自身的用户价值	用户垂直，对特定行业广告主的价值高	用户广泛而全面

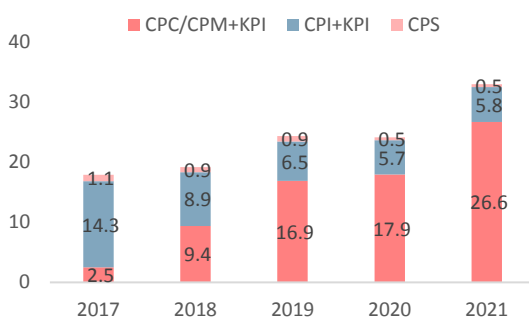
资料来源：易点天下招股书，中信建投

按照客户对 KPI 要求的不同，效果广告又可以分为几类模式。公司 CPA 计费模式包括三类，CPC/CPM+KPI，CPI+KPI 和 CPS。其中，CPC/CPM+KPI 为主要计费方式，2021 年占效果广告收入 80.9%，为 26.6 亿元，占比和规模均有所提升，系 CPC/CPM+KPI 模式主要应用于头部媒体，随头部媒体收入而增长。

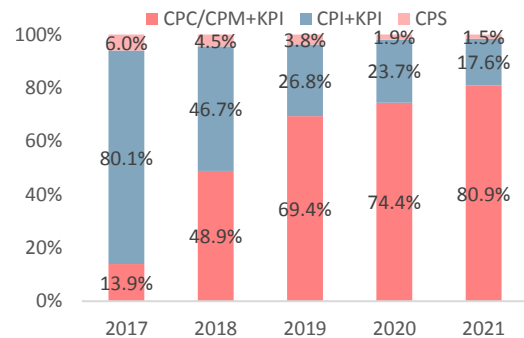
**图表21： 公司效果广告 CPA 具体分类及对应的结算方式**

计费方法名称	结算依据	CPA/KPI 考核要求	具体示例
CPC/CPM+KPI	CPC*点击数量 /CPM*千次展示	CPI 平均值、注册率、留存率、ROI 及复合型 KPI 等	电商类举例：ROI>300%，按照账户花费 105%结算。 ROI<300%，按 ROI 完成度按比例结算
CPI+KPI	CPI*有效转化 数量	注册率、留存率、ROI 及复合型 KPI 等	游戏类举例：注册率>80%，活跃度>30%，按照约定 CPI 单价结算.80%>注册率>70%，活跃度>25%，按照 约定 CPI 单价的 80%结算.注册率<70%或活跃度 <20%，未达成 KPI 要求，不结算
CPS	商品销售额*结 算比例	以商品销售额作为结算依据，不再单 独设置 KPI 考核要求	电商类结算比例举例：女性服饰类，5%；电子类产 品，2.1% 美妆类销售，7%

资料来源：易点天下招股书，中信建投

**图表22： 公司效果广告不同计费方式贡献收入（亿元）**


资料来源：易点天下招股书，中信建投

**图表23： 公司效果广告不同计费方式贡献收入结构**


资料来源：易点天下招股书，中信建投

从投放效果来看，公司完成 KPI 的成功率高，收入确认风险低。基于公司自研的 TopMedia CMP 等智能化系统和算法、数据的积淀，公司投放精准度高。对于使用 CPC/CPM+KPI 结算的前十大客户来说，2019-2021 年 KPI 达成率都在 90%以上，平均值均在 98%以上，最终实际结算的比例均超过 100%。客户需求的较好达成，为公司收入的确认提供保障。

**图表24： 前十大客户的 KPI 完成度高，实际结算比例超过 100%**

项目	2019	2020	2021
前十名客户收入占比	79.31%	83.23%	84.30%
合同约定结算区间	104%-115%	104%-115%	104%-115%
实际结算比例区间	104%-115%	103.98%-115%	103.47%-112%
实际结算比例平均值	108.36%	107.70%	106.10%
KPI 达成率区间	93.67%-100%	93.86%-100%	93.9%-100%
KPI 达成率平均值	98.45%	99.81%	99.34%

资料来源：易点天下招股书，中信建投

## 2.3 头部媒体账户管理服务：为效果广告的补充，收入占比较低

头部媒体账户管理服务，主要是帮助广告主在头部媒体开设广告账户、进行充值等管理运维服务，投放决策及广告投放由广告主自行完成，是效果广告业务的补充，收入规模及占比较低，2021 年为 1.3 亿，占比 3.7%，主要由公司头部媒体客户业务量增加驱动，此业务与效果广告的业务模式不同。

- **公司参与营销投放的程度不同：**在效果广告服务中，流量采买、投放决策均由公司完成，须确保广告投放有效性，主动性及参与度高；此业务中，广告预算规划、投放决策制定均由客户自行完成。
- **毛利率高来自于收入以净额确认：**此业务的收入为返点差额，即头部媒体支付给公司的返点以及公司支付给广告主返点金额的差额，返点比例分别由媒体供应商、公司决定，广告主向公司支付的款项计入代收款，而非收入；而效果广告中，收入依据客户采购流量的金额减去给客户的返点而定。由于此业务中支付给媒体的流量款计入代付款，而非成本，此业务的主要成本则来自相关运营人员人力成本，毛利率为 98% 左右；效果广告中，支付给媒体的流量款计入流量采购成本，有关媒体返点将冲减采购成本。

**图表25： 头部媒体账户管理服务与效果广告服务对比**

对比方面	头部媒体账户管理服务	效果广告服务
广告主流量采购定价机制	CPM 或 CPC	CPM 或 CPC 或 CPA
流量类型	主要为头部媒体用户流量	头部媒体以及中长尾媒体用户流量
决策制定及投放执行	广告主自行制定投放决策	易点天下制定投放决策
收入确认	返点差额（净额确认收入）	客户支付的 CPA 价格，扣减给客户的返点
成本确认	运营人员人力成本	流量采购成本
2021 年毛利率	98.3%	13.8%

资料来源：易点天下招股书，中信建投

### 3 看好 Tiktok 流量红利与国内互联网公司出海红利

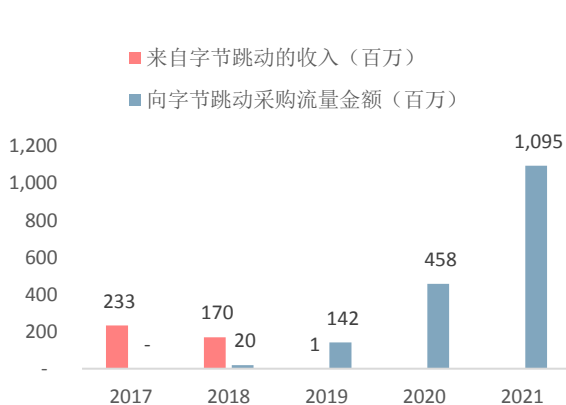
#### 3.1 参与头部公司出海推广，见证巨头崛起

公司早年即参与 TikTok、SHEin 的出海营销，见证 TikTok 与 SHEin 分别在短视频行业、跨境电商行业成长为巨头，均进入北美核心市场。基于易点与其深厚的合作历史、沉淀的服务经验，公司有望进一步享受 TikTok 起量的红利，持续服务以 SHEin 为代表的国内跨境电商公司。

##### 3.1.1 TikTok：从客户变为供应商，有望享受流量增长红利

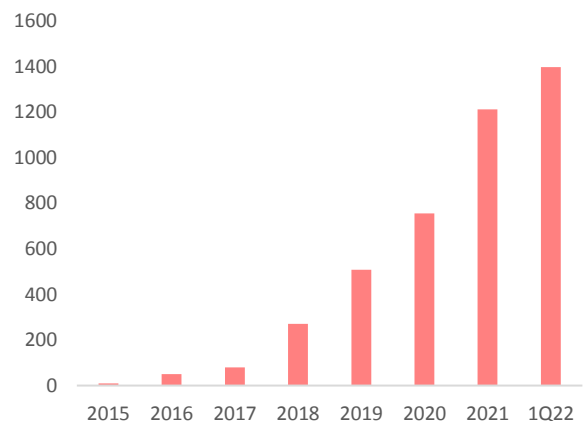
17-18 年易点助力 TikTok 出海，TikTok 目前为公司第三大媒体供应商。TikTok 此前为公司客户，通过易点天下投放广告，完成在北美、欧洲等市场的用户获取，2017-2018 年贡献收入 2.33 亿、1.7 亿，其中 2017 也是 TikTok 用户起量的关键时间。2018 年 3 月起，字节跳动成为公司的媒体流量供应商，2019-2021 年采购的金额分别为 1.42 亿、4.58 亿、10.95 亿，21 年采购金额占比为 9.9%，仅次于谷歌、Facebook 为第三大媒体供应商。基于较早的合作历史，公司成为字节跳动的直接代理商，2020 获得字节认证的“年度出海精英合作伙伴”。当前我们认为易点有望享受 TikTok 快速起量的红利。

图表26： 字节跳动从客户转变为公司头部媒体供应商



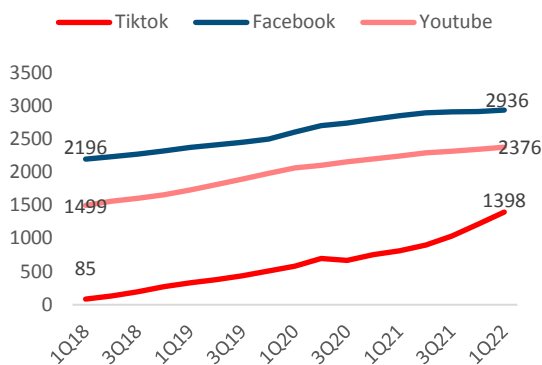
资料来源：易点天下招股说明书，中信建投

图表27： 17 年开始 TikTok 月活开始明显起量 (百万)



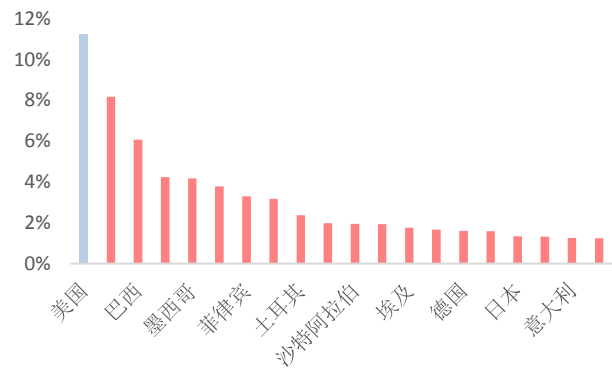
资料来源：AppAnnie，中信建投

图表28: TikTok 月活增速显著高于 Facebook/YouTube



资料来源: Statistics, Facebook 财报, 中信建投

图表29: TikTok 月活用户中北美地区最多 (2022/01)



资料来源: Statistics, 中信建投

19 年上半年 TikTokAds 推出, 是成长最迅速的海外广告平台。2019 年上半年, 字节跳动海外广告平台 TikTokAds 成立, 整合了 TikTok (抖音海外版), Vigo Video (火山小视频海外版), TopBuzz (今日头条海外版), BuzzVideo (西瓜视频海外版), News Republic (海外新闻聚合平台), Helo (印度社交媒体平台) 和 BaBe (印尼新闻咨询平台) 等流量产品的营销能力。据 AppsFlyer, TikTok Ads 是 19 年下半年增长指数排名第一的平台。

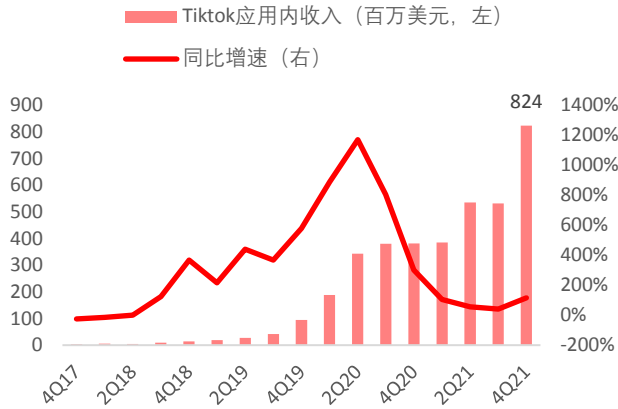
图表30: TikTok 于 19 年上半年推出广告平台 TikTok for Business



资料来源: TikTok for Business, 中信建投

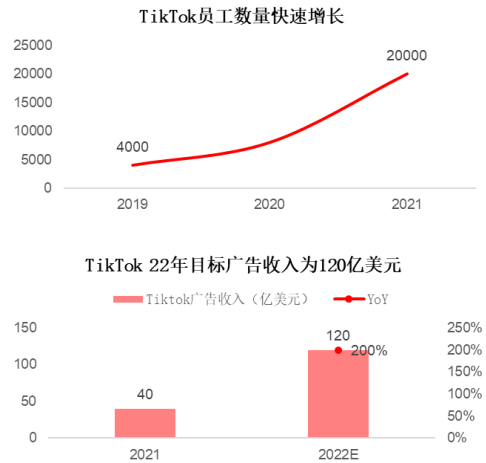
22 年预计商业化加速, 易点有望享受 TikTok 流量红利。据晚点, TikTok 员工从 2020 年初的不到 4000 人, 快速增长至到 2021 年底的 2 万人, 海外业务快速扩张。商业户层面, 据晚点 TikTok 21 年广告收入近 40 亿美元, 22 目标是至少达 120 亿美元, 增长 200%。此外, 当前 TikTok 已有上千名销售人员, 主要集中在北美地区, 而目前的广告主主要是中小型互联网公司, 预计 22 年将加速商业化进程, 电商与直播也将同步扩张。

图表31: TikTok 收入增长迅速



资料来源: Sensor Tower, 中信建投

图表32: TikTok 员工数量、广告收入目标提升

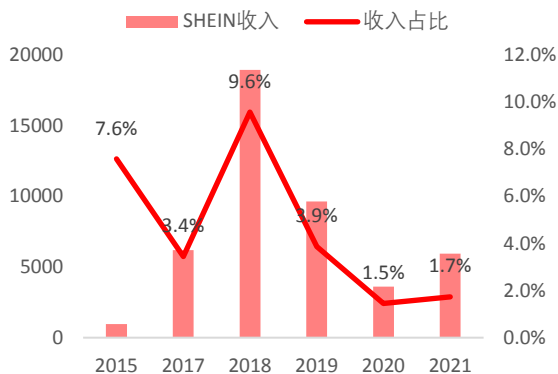


资料来源: 晚点LatePost, 中信建投

### 3.1.2 助力 SHEin 成跨境电商龙头, 服务经验持续复用

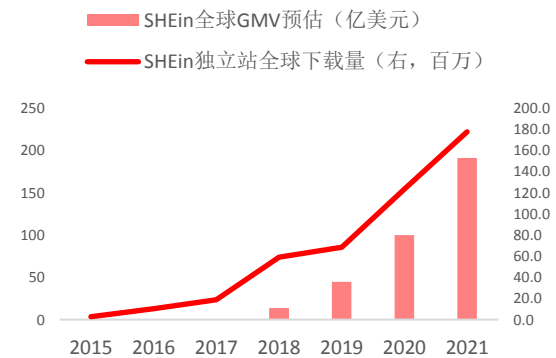
头部独立站 Shein 崛起, 易点积累服务经验。Shein 是公司的另一重要客户, 其正式成立于 2014 年, 是国内快时尚跨境电商独立站龙头, 2021 年销售额高达 1000 亿元, 2016-2021 年复合增速高于 150%, 在《2021 年 BrandZ 中国全球化品牌 50 强》中排名第 11。而早在 2015 年 12 月, 易点天下即与 Shein 达成合作, 为 SHEin 提供效果广告服务, 享受了 Shein 快速崛起的红利。Shein 为易点贡献的收入, 由 2015 年的 967.3 万元, 快速提升到 2018 年 1.9 亿元, 接近易点当年收入的 10%, 在此期间 Shein 的销售额也增长超过 8 倍。

图表33: Shein 为易点贡献的收入 (万元) 及占比



资料来源: 易点天下招股书, 中信建投

图表34: Shein 销售额 (亿元) 及增速

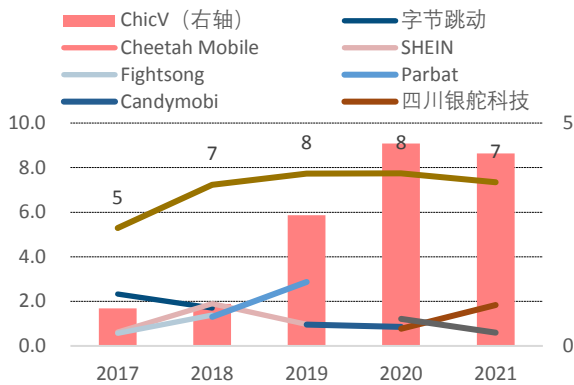


资料来源: Statistics, 中信建投

持续服务 SHEin 以外的其他跨境电商公司。在成为全球知名品牌后, Shein 依然通过易点稳定投放广告, 近三年贡献收入分别为 1.0 亿/0.4 亿/0.6 亿元, 始终为公司的前五大电商客户。我们认为 Shein 与易点的合作反映 Shein 对公司效果广告转化的认可, 易点具备助力跨境电商独立站成长的能力。据招股说明书, 2018-2021 年, 易点为 Shein 提供的效果广告服务, 商业效果实现情况均为 100%。在其营销服务能力的支持下, 公司能从头部广告主获得稳定的预算总额。近 5 年来, 除阿里以外的前五大客户, 提供的总收入基本稳定在 7-8 亿元区间。

虽然当前来自 SHEin 的收入有所降低，但公司持续服务其他跨境电商平台，包括女装品牌 ChicV、珠宝品牌西安竹乐、3C 户外品牌 MPOW、钟表眼镜品牌 Finwind 等。

图表35：阿里以外公司前五大客户收入贡献（亿元）



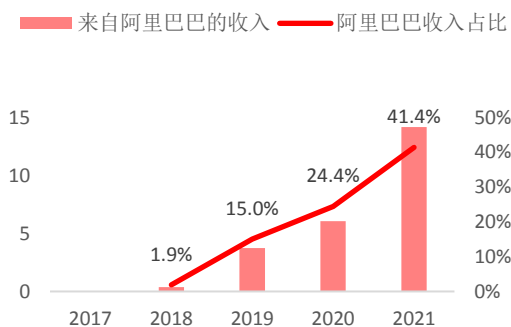
资料来源：易点天下招股书，中信建投

### 3.2 获头部客户阿里认可，有望帮助其他平台出海

阿里贡献收入持续提升，体现头部客户对公司的认可。2019-2021 年阿里巴巴为公司第一大客户，收入分别为 3.74 亿、6.05 亿、14.17 亿，收入比重分别为 15%、24.4%、41.4%，占比明显提升。从具体推广的平台来看，阿里主要在易点天下推广 B2B 平台“阿里巴巴国际站”，东南亚 B2C 平台“Lazada”投放目前较小。

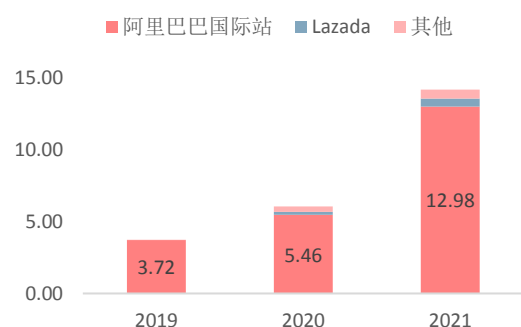
阿里海外业务是长期战略，预计投放需求将持续：阿里的国际批发业务以阿里巴巴国际站为主，国际零售以 Lazada、速卖通为主。2022 财年，阿里的国际批发、国际零售业务收入分别为 184.1 亿/426.7 亿元，同比分别增长 27.9%/23.8%；用户方面，公司海外年度活跃消费者（AAC）3.05 亿，同比增长 27.1%，其中阿里巴巴国际站注册用户数 1.5 亿，Lazada 在 21 年末的 AAC 为 1.3 亿。据阿里巴巴 2022 年发布的致股东信，消费和云计算的全球化是阿里正探索的领域，可以看到阿里巴巴国际站、Lazada 为代表的跨境电商平台，阿里云为代表的云计算公司，正通过公司加大广告投放力度。

图表36：来自阿里巴巴的收入及占比



资料来源：易点天下招股书，中信建投

图表37：阿里在易点天下推广的平台及对应金额（亿）



资料来源：阿里巴巴财报，中信建投（财年截至当年3月31日）

阿里的认可体现公司业务优势，未来有望帮助其他平台出海。公司自 2016 年即与阿里建立合作关系，持续为其提供服务，2020 年从数万家供应商中成为阿里 5 个“年度最佳供应商”之一。公司对阿里的服务经验，未来有望帮助其他平台出海，如今年以来京东逐步加大跨境电商布局，22 年 6 月其 B2C 跨境电商平台 JOYBUY，转型为跨境 B2B 交易平台，面向全球 110 个国家和地区，为中国商家搭建一站式现货交易平台；22 年 1 月，京东也与电商服务平台 Shopify 达成合作，将帮助国内商家建立独立站。

**图表39： 京东近期在跨境电商领域进展或成就**

进展或成就领域方面	跨境电商领域进展或成就
支持独立站建设	22 年 1 月与 Shopify 合作，助力中国商家通过 Shopify 建立面向全球市场的独立站，并打造“京东一站式选品平台”，为 Shopify 全球商户开放基于京东供应链网络的优质商品池。
B2B 跨境平台招商	22 年 6 月京东跨境 B2B 平台京东全球贸正式开放运营，主营东南亚以及美国市场，将面向全球 110 个国家和地区开放，招商初期提供免佣金等四免优惠政策，并提供物流、售后等支持

资料来源：央广网，亿邦动力，中信建投

阿里收入占比高，但利润端不存在依赖情况。21 年阿里巴巴对公司收入的贡献较高为 41%，但根据招股书，阿里主要在 Google、Facebook 等头部媒体进行投放，毛利率相对较低。我们测算 21 年来自阿里巴巴的毛利润约为 6000 万-9000 万，占比约在 10-15%，从利润端来看，公司并未对阿里巴巴构成显著的依赖。

**图表40： 阿里巴巴之外，公司电商类客户数量多且贡献毛利润较为平均**

主要客户	投放主体对应品牌	品牌介绍
阿里巴巴	淘宝	C2C、B2C 综合电商平台
	速卖通	B2C 综合跨境电商平台
	Lazada	B2C 综合跨境电商平台
	阿里巴巴国际站	即 Alibaba.com，国际外贸出口、海外 B2B 跨境贸易平台
	口碑	本地生活服务平台
ChicV		女性服饰为主的多品牌自营设计跨境电商
西安竹乐		珠宝首饰为主的跨境电商
SHEIN		女性服饰为主的 B2C 跨境电商
MPOW		3C 产品跨境电商，也推广户外运动、智能家居等产品
Finwind		眼镜、钟表为主的跨境电商

资料来源：易点天下招股说明书，中信建投

### 3.3 亚马逊封禁中国商家，加速独立站发展，带动营销需求

亚马逊封禁事件，独立站营销需求进一步提升。此前亚马逊是国内跨境电商的主要开店渠道，21 年因国内商家滥用评论等违规行为，亚马逊关闭了约 600 个中国品牌的销售权限，包括近 3000 个卖家账号。此后大量商家退出亚马逊并自建独立站，据 Marketplace Pulse，亚马逊平台中国商家销售额占比从 2020 年底的约 48% 下降至 2022 年 5 月的约 42%。这些商家寻求自建独立站并进行宣传推广，为易点带来业务机会。具体来看，亚马逊

- **支持力度加大（2012-2018 年）：**自 2012 年在中国正式推出全球开店项目后，亚马逊不断加大对国内商家的扶持力度，包括建立专属服务团队、推出中文相关服务，乃至“下一代贸易链”整合解决方案中提出针对中国商家的定制扶持措施等，方便中国商家在亚马逊开店并将商品售往全球。

- **支持力度收缩（2021 年至今）：** 由于国内商家滥用评论问题、伪造身份等违规行为，亚马逊在 2021 年 5-9 月关闭了约 600 个中国品牌的销售权限，包括近 3000 个卖家账号。据深圳跨境电子商务协会，封禁开始后两个月造成损失预估超千亿元。

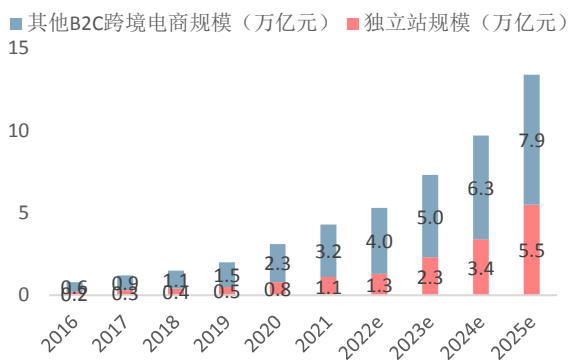
图表41： 亚马逊对中国商家的态度转变

时间	政策概要	政策
2012年	开店招商	在中国正式推出全球开店项目
2013年	专属服务	北京设立“全球开店”专属服务团队
2015年	海外站点专属服务	亚马逊美国站拓展全中文电话和实时在线聊天服务；在上海成立亚马逊日本站专属卖家商务顾问团队；亚马逊欧洲站设计全中文注册页面
2016年7月4日	中文网站服务	亚马逊全球开店中国卖家专属服务中文网站全新上线
2017年	整合解决方案	亚马逊全球开店发布“下一代贸易链”整合解决方案的三大举措，包括中国企业价值提升计划，即针对各类型中国卖家升级或转型的定制化解决方案；亚马逊国际站点拓展计划，包含对中国卖家的招募；亚马逊全球开店生态圈构建计划，以跨境电商出口生态圈为中国卖家提供全方位服务
2018年	新海外站点	亚马逊全球开店中国为国内商家开放印度站点以及中东站点
2019年	新海外站点	亚马逊全球开店中国为国内新增新加坡站点
2020年	卖家服务、人才培养	亚马逊全球开店南京办公室正式成立，加强贴近中国卖家服务的能力，并与南京工业职业技术大学合作，解决区域跨境电商专业人才短缺困境
2021年4月-9月	大量封店	亚马逊进行平台卖家整顿，知名卖家因“滥用评论”而被移除，据统计关闭了约600个中国品牌的销售权限，包括近3000个卖家账号，已造成行业损失金额预估超千亿元

资料来源： 中信建投

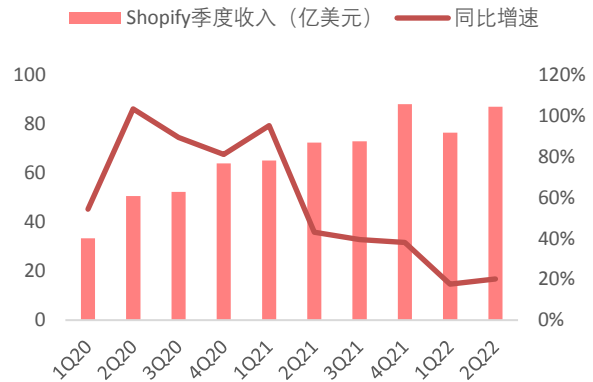
**封禁事件进一步催化独立站快速发展。**2021 年 8 月针对亚马逊的封禁事件，深圳市商务局即推出了独立站建设支持计划，给予每个有条件的企业 200 万元资助，以支持其通过独立站开展跨境电商业务。据头豹研究院，2021 年，国内独立站市场规模达到 1.1 万亿元，同比增长 37.5%，预计 2025 年达到 5.5 万亿元，占其他 B2C 跨境电商规模的 69.6%，2021-2025 年 CAGR 为 49.5%。从海外独立站开店服务商 Shopify 的收入情况来看，其最近几个季度均保持 30% 左右的增长，侧面显示独立站开通需求较为充分

图表42： 21 年后独立站规模预计迎来增长



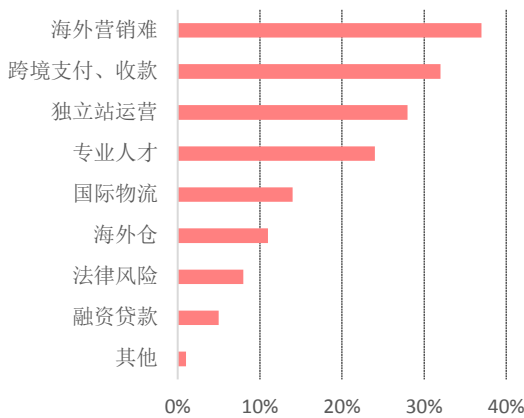
资料来源： 头豹， 中信建投

图表43： Shopify 收入及增速



资料来源： wind， 中信建投

**独立站营销投放需求旺盛，有望驱动媒体及广告服务商收入增长。**据雨果网，全球近 90% 的独立站没有自然流量，广告营销是其导流的重要工具。根据亿邦智库的调研，当前国内跨境电商独立站在海外运营的主要困难中，营销困难位列第一（占比 37%），对于大部分有产品力，但相对缺乏营销经验的 D2C 品牌，易点天下等第三方营销服务商是主要的选择。

**图表44：独立站海外运营面临的困难**


资料来源：亿邦智库，中信建投

### 3.4 iOS 隐私政策影响，TikTok、谷歌等其他媒体获增长机遇

iOS 隐私政策影响下，TikTok、谷歌与中长尾媒体广告有望获增长机遇。2021 年 4 月，苹果新版本 iOS 14.5 推出了 IDFA 新政，Facebook 受此影响导致投放 ROAS 下降，广告主预算或向 Google、TikTok 及中长尾媒体倾斜。

Google、Tik Tok 及中长尾媒体受影响相对较小。相比于 Facebook，Google、Tik Tok 受到 IDFA 政策的影响更小，主要由于其广告投放对用户的隐私数据依赖较小。Google 基于用户输入的关键词进行搜索广告的推荐，Tik Tok 依据用户的点赞、评论、完播率等用户行为数据推荐广告，二者均未涉及姓名、生日等用户核心隐私信息。此外，中长尾媒体本身用户体量小，所需用户隐私数据较少，且因多聚焦垂类用户而提前对广告受众有所筛选。

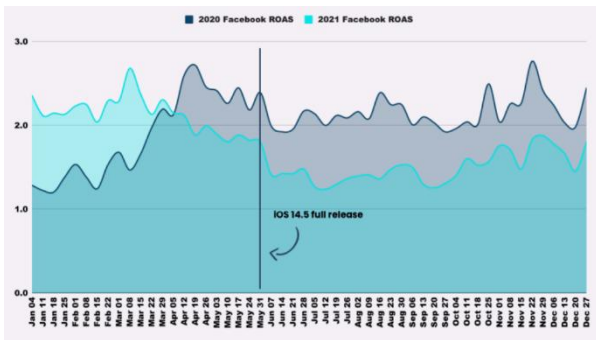
**图表45：头部媒体广告使用用户信息情况，以及受 IDFA 影响程度**

头部媒体	Google	Tik Tok	Facebook
使用的用户信息	搜索关键词	点赞、评论、视频完播率等反映用户喜好的兴趣标签	姓名、性别、年龄、地区、学历、工作状态、生活大事记等用户隐私数据
受 IDFA 影响程度	小	小	高

资料来源：中信建投

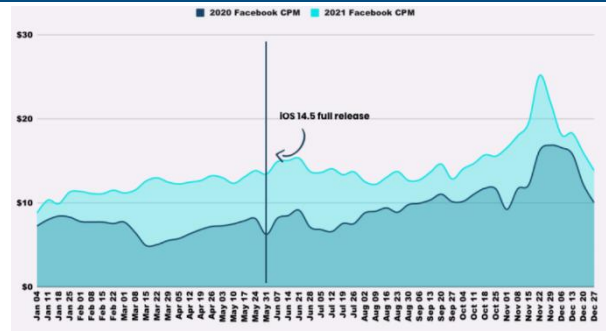
Facebook 广告投放效率下降，其他媒体有望迎来发展机遇。2021 年 4 月，苹果新版本 iOS 14.5 推出了 IDFA 随机广告标识符，来保护用户隐私，即经用户同意获得标识符的 APP，才能追踪用户数据，其投放的广告因而能具备更高精准度。Facebook 受此影响较大，缺乏详尽的用户数据下，其广告投放难以具备高精度度。根据 Common Thread Collective 对约 230 个电商品牌在 Facebook 的投放统计数据，ROAS 广告支出回报率（广告投放总收入/广告投放成本）从 2021 年前 5 月的 2.12 下降至下半年的 1.50，降低了 29.53%；同时，iOS 14.5 推出前后 Facebook 的 CPM 并没有明显变化，均在 13 美元附近，代表着广告主广告投放的成本不变但精准度下降，在 Facebook 投放广告的性价比下降。相比之下，受影响更小的 TikTok、谷歌等其他媒体有望迎来投放增长。

图表46: 21年电商品牌在 Facebook 的 ROAS 低于 20年



资料来源: Common Thread Collective, 中信建投

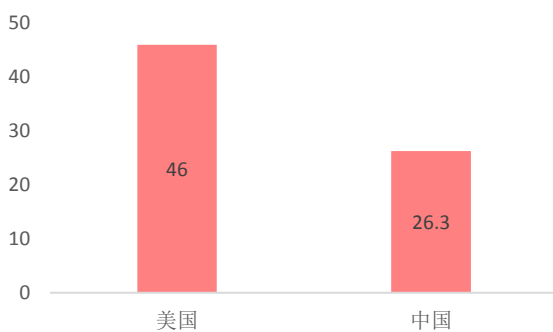
图表47: 21年电商品牌在 Facebook 的 CPM 并未降低



资料来源: Common Thread Collective, 中信建投

海外用户平均使用 APP 个数远超国内, 中长尾媒体价值较难取代。国内外用户使用移动应用的习惯有明显的差异, 国内用户倾向于使用功能全面的超级 APP, 如微信、支付宝, 平均使用的 APP 数量较少; 相比之下, 海外用户偏好于使用多个垂类 APP 以满足不同层面的需求。据 Sensor Tower, 2021 年上半年, 美国用户每月使用约 46 个 APP, 而据 QuestMobile, 2021 年 6 月国内用户人均使用约 26.3 个 APP。因此在海外, 中长尾媒体有其较难取代的价值。此外伴随着 Facebook 投放精准度的下降, 中长尾媒体的投放价值也相对提升, 也预计短期内公司来自中长尾媒体的收入占比将有明显的提升。

图表48: 中国及美国用户月人均使用 APP 数量 (1H21)

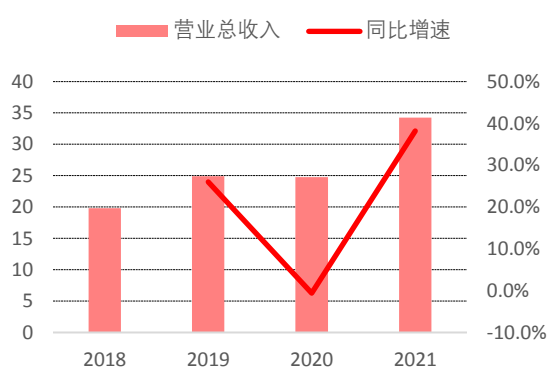


资料来源: Sensor Tower, QuestMobile, 中信建投

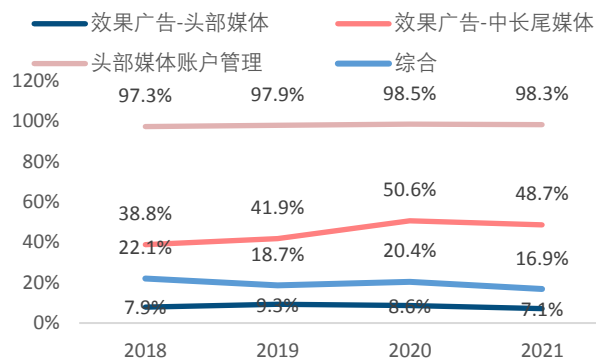
## 4 财务分析：头部媒体稳步提升，盈利能力保持稳定

头部媒体效果广告收入驱动总收入增长。2019-2021 年，公司收入分别为 24.9/24.8/34.3 亿元，同比增长 26.0%/-0.6%/38.2%，整体呈现稳健增长，其中头部媒体收入增长较快，电商、互联网工具、游戏等广告主营销需求不断增长。2020 年受疫情影响公司收入基本与 19 年持平，2021 年增长明显，得益于阿里等头部跨境电商客户加大头部媒体投放广告的力度。

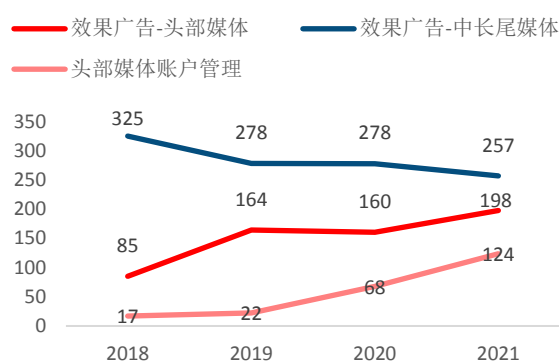
毛利率随头部媒体效果广告占比变动，毛利润稳步提升。2019-2021 年，公司综合毛利率为 18.7%/20.4%/16.9%，变动趋势与头部媒体效果广告服务收入占比一致，广告主预算向透明度更高但毛利率低的头部媒体倾斜。其中，2020 年毛利率同比提升 1.7pct，得益于公司高毛利率的头部媒体账户管理服务收入增加；2021 年毛利率下降 3.5pct，主要由于阿里等低毛利率客户在头部媒体投放规模逐步加大。

**图表49： 公司总收入（亿元）及增速**


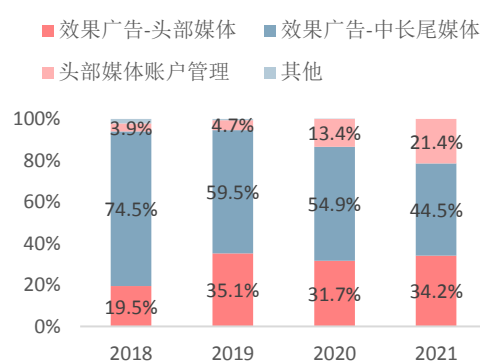
资料来源：易点天下招股书，中信建投

**图表50： 公司各业务毛利率及综合毛利率**


资料来源：易点天下招股书，中信建投

**图表51： 公司不同业务的毛利润（百万）**


资料来源：易点天下招股书，中信建投

**图表52： 公司各业务毛利润占总毛利润比重**


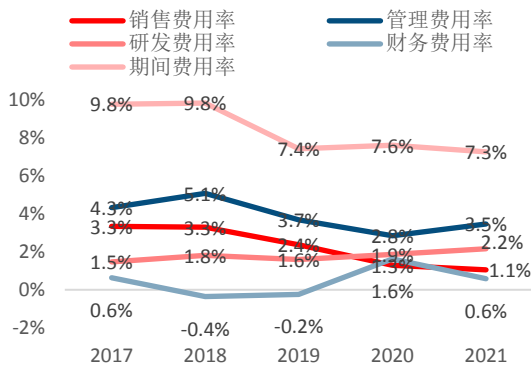
资料来源：易点天下招股书，中信建投

期间费用率近年下降明显。2021 年公司期间费用率为 7.3%，同比降低 0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/3.5%/2.2%/0.6%，同比分别变动-0.2pct/0.7pct/0.3pct/-1.0pct，整体比例稳定在低位。总体规模

为 2.5 亿元，同比提升 31.9%。

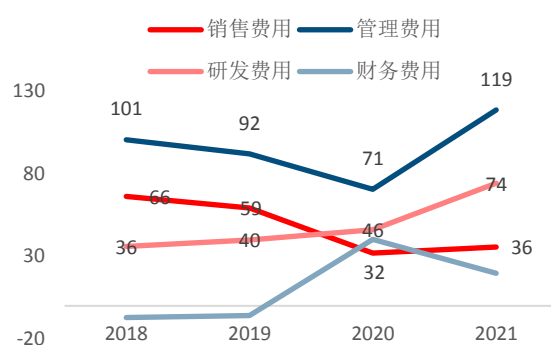
- **销售费用规模与占收比不断下降。**销售费用由 2018 年的 6524.0 万元下降至 2021 年的 3554.6 万元，费用率区间内下降 2.2pct，主要由于销售策略及业务结构的调整。2019 年销售策略由侧重开发新客户转为稳定和维持老客户；2020 年销售部门职责划分由按照区域变为按媒体，境外销售由境内人员完成，节省了人工成本，且疫情也减少了较多差旅支出。
- **管理费用率近 3 年保持稳定。**管理费用在 2018、2021 年较高，分别为 1.0 亿/1.2 亿元，其中前者主要由于境外上市聘用中介机构发生的一次性专业服务费用，专业服务费用总额 0.4 亿元；后者系新设信息安全部门后管理人员成本由 0.4 亿上升至 0.7 亿元，以推动公司信息化体系建设。
- **研发费用率逐步提升，研发投入提升明显。**2021 年研发费用为 7424.8 万元，同比增长 61.2%，主要由于研发人工成本同比增加 63.0%，达到 6521.3 万元，占研发费用比重 87.8%，近三年均在 80% 以上。研发费用率近年整体也呈稳定上升态势，反映公司在技术端的持续投入。

图表53： 公司期间费用率



资料来源：易点天下招股书，中信建投

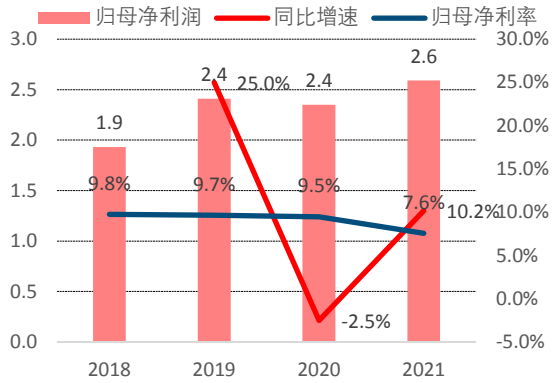
图表54： 公司期间费用规模（百万）



资料来源：易点天下招股书，中信建投

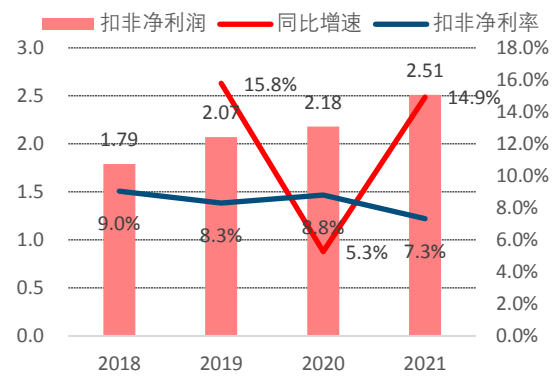
净利率随毛利率小幅下降，盈利能力整体稳健。2021 年公司归母净利润 2.6 亿元，同比增长 10.4%；扣非归母净利润 2.5 亿元，同比增长 15.1%。受毛利率下降及期间费用率上升的影响，归母净利率、扣非净利率分别为 7.6%/7.3%，同比小幅下降 1.9pct/1.5pct，整体保持稳健。

图表55： 公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：易点天下招股书，中信建投

图表56： 公司扣非净利润（亿元）及增速



资料来源：易点天下招股书，中信建投

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

**1、收入端：1) 效果广告：**短期内，预计在 iOS 隐私政策影响之下，以 Facebook 为代表的头部媒体效果广告短期内收入增速降低，中长尾媒体有所受益；中长期内，预计随着 TikTok 的快速起量，头部媒体效果广告有望再次实现较快增长。假设 22-24 年，头部媒体收入增速为 3.0%/22.0%/47.0%，对应收入 28.5/34.8/51.1 亿元，中长尾媒体收入增速为 33.0%/25.5%/25.5%，对应收入 7.0/8.8/11.1 亿元，效果广告收入总和分别为 35.5/43.6/62.2 亿元，同比增长 7.8%/22.7%/42.7%。**2) 头部媒体账户管理业务：**预计 22-24 年保持 30% 的增速，对应收入 1.6/2.1/2.8 亿元；**3) 品牌广告及其他业务：**预计该业务收入规模保持稳定，22-24 年平均为 4.8 亿元。

综上，公司 22-24 年总收入预计为 37.2/45.7/65.0 亿元，同比分别增长 8.6%/23.0%/42.0%。

图表57： 公司收入预测

收入（百万元）	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,493.12	2,478.40	3,424.93	3,719.83	4,574.79	6,497.16
yoy	26.0%	-0.6%	38.2%	8.6%	23.0%	42.0%
效果广告	2,430.28	2,409.34	3,294.41	3,551.58	4,357.50	6,216.11
yoy	26.7%	-0.9%	36.7%	7.8%	22.7%	42.7%
-头部媒体	1,766.58	1,860.72	2,766.62	2,849.62	3,476.53	5,110.50
yoy	63.4%	5.3%	48.7%	3.0%	22.0%	47.0%
-中长尾媒体	663.70	548.62	527.79	701.96	880.96	1,105.61
yoy	-20.7%	-17.3%	-3.8%	33.0%	25.5%	25.5%
头部媒体账户管理业务	22.61	68.62	125.75	163.48	212.52	276.28
yoy	29.5%	203.5%	83.2%	30.0%	30.0%	30.0%
品牌广告	39.22	-	-	-	-	-
yoy	-9.6%	-100.0%				
其他业务	1.02	0.44	4.77	4.77	4.77	4.77
yoy	-	-56.8%	986.2%	0.0%	0.0%	0.0%
收入占比	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
效果广告	97.48%	97.21%	96.19%	95.48%	95.25%	95.67%
-头部媒体	70.86%	75.08%	80.78%	76.61%	75.99%	78.66%
-中长尾媒体	26.62%	22.14%	15.41%	18.87%	19.26%	17.02%
头部媒体账户管理业务	0.91%	2.77%	3.67%	4.39%	4.65%	4.25%
品牌广告	1.57%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务	0.04%	0.02%	0.14%	0.13%	0.10%	0.07%

资料来源：易点天下招股书，中信建投

2、毛利率：1)效果广告-头部媒体：预计头部媒体效果广告毛利率保持稳定，22-24年分别为6.9%/6.5%/6.5%；2)效果广告-中长尾媒体：凭借对中长尾媒体的较高议价力及较高的投放效率，预计22-24年毛利率将保持在48.5%的高位；3)头部媒体账户管理业务：预计头部媒体账户管理毛利率为98.3%/98.0%/98.0%。

综上，预计22-24年公司综合毛利率分别为18.8%/18.8%/17.5%。

图表58：公司毛利率及毛利润预测

分部毛利率	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>综合毛利率</b>	<b>18.74%</b>	<b>20.42%</b>	<b>16.86%</b>	<b>18.77%</b>	<b>18.84%</b>	<b>17.54%</b>
效果广告总体	18.19%	18.19%	13.79%	15.12%	14.99%	13.97%
-头部媒体	9.29%	8.62%	7.14%	6.90%	6.50%	6.50%
-中长尾媒体	41.88%	50.64%	48.66%	48.50%	48.50%	48.50%
头部媒体账户管理	97.90%	98.54%	98.29%	98.29%	98.00%	98.00%
品牌广告	7.28%					
其他业务	16.73%	52.38%	-9.64%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>分部毛利润(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>综合毛利</b>	<b>467.21</b>	<b>506.09</b>	<b>577.44</b>	<b>698.24</b>	<b>861.99</b>	<b>1,139.63</b>
效果广告总体	442.14	438.32	454.45	537.1	653.2	868.4
-头部媒体	164.19	160.47	197.62	196.62	225.97	332.18
-中长尾媒体	277.95	277.85	256.83	340.45	427.27	536.22
头部媒体账户管理	22.13	67.62	123.60	160.7	208.3	270.8
品牌广告	2.86					
其他业务	0.17	0.23	-0.46	0.48	0.48	0.48

资料来源：易点天下招股书，中信建投

3、期间费用率：1)销售费用率：预计随着收入的稳定增长，销售费用率稳重有降，22-24年分别为1.1%/1.0%/0.9%；2)管理费用率：预计22-24年分别为3.5%/3.5%/3.4%；3)研发费用率：此次IPO融资大部分金额将投入广告平台升级、研发中心等研发相关支出，预计研发费用率有所提升，22-24年分别为2.6%/2.6%/2.5%。

图表59：公司毛利率、期间费用及利润预测

费用率	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.37%	1.29%	1.04%	1.05%	1.03%	0.90%
管理费用率	3.69%	2.85%	3.46%	3.45%	3.45%	3.40%
研发费用率	1.60%	1.86%	2.17%	2.60%	2.60%	2.45%
财务费用率	-0.24%	1.62%	0.58%	0.60%	0.60%	0.55%
期间费用率	7.43%	7.62%	7.24%	7.70%	7.68%	7.30%
<b>期间费用(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
销售费用	59.20	31.94	35.55	39.06	47.12	58.47
管理费用	91.94	70.55	118.61	128.33	157.83	220.90
研发费用	39.91	46.05	74.25	96.72	118.94	159.18
财务费用	-5.91	40.25	19.74	22.32	27.45	35.73

期间费用	185.15	188.79	248.13	286.43	351.34	474.29
利润	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	240.74	234.71	258.54	315.17	416.84	532.25
yoy	25.00%	-2.51%	10.16%	21.90%	32.26%	27.68%
归母净利率	9.7%	9.5%	7.5%	8.5%	9.1%	8.2%

资料来源：易点天下招股书，中信建投

综上所述我们预计，22-24 年公司归母净利润为 3.2/4.2/5.3 亿元，同比增长 21.9%/32.3%/27.7%。

## 5.2 估值分析

国内我们选取蓝色光标、汇量科技两家可比公司，海外选取程序化营销公司 Applovin、Unity。从净利润角度，汇量科技当前处于扭亏为盈状态（22 年彭博一致预计约 8000 万净利润），当前净利润体量仍较小，参考性较弱，而 Unity 尚处于亏损状态。我们首先使用 PS 估值对公司估值进行讨论：

基于 wind 与彭博一致预期，蓝色光标、汇量科技、Applovin、Unity 当前市值对应 2022 年预计收入的 PS 估值分别为 0.3、0.8、4.0、9.9 倍，PS 估值与公司毛利率呈正相关，上述公司 21 年毛利率分别为 6%、16%、65%、77%，蓝色光标 PS 估值较低主要系商业模式其他三家以程序化效果广告为主不同，此外 Unity 估值显著高于其他公司与其游戏引擎、元宇宙布局相关。

易点天下 21 年毛利率约 17%，商业模式同为程序化效果广告投放，从盈利能力看，其 21 年净利率远高于其他可比公司，给予 2-3.5x PS 估值，测算公司市值为 74.4-130.2 亿人民币。

图表60：易点天下可比公司 PS 估值讨论

		最新市值 (百万元人民币)	收入 2022E (百万元人民币)	PS (2022E)	毛利率 (2021)	净利率 (2021)
300058.SZ	蓝色光标	13,751	48,207	0.3	6%	-3.3%
1860.HK	汇量科技	6,457	7,719	0.8	16%	1.3%
APP.O	APPLOVIN	91,830	22,738	4.0	65%	1.3%
U.N	Unity	90,451	9,118	9.9	77%	-48.0%
301171.SZ	易点天下		3,720		17%	7.5%

	PS (2022E)			
	2	2.5	3	3.5
公司测算市值 (百万元人民币)	7,440	9,300	11,159	13,019

资料来源：Bloomberg, wind, 中信建投

从 PE 估值角度看，根据 wind 与彭博一致预期，蓝色光标、汇量科技、Applovin、Unity 当前市值对应 2022 年预计净利润的 PE 估值分别为 9、171、52、-20 倍，考虑到汇量科技当前处于扭亏为盈状态（22 年彭博一致预计约 8000 万净利润），当前净利润体量不具参考性，而 Unity 尚处于亏损状态。剔除汇量科技与 Unity 后，可比

公司 2022 年平均市盈率为 30 倍。从盈利能力看，易点天下 21 年净利率远高于其他可比公司，给予 30-45x PE 估值，测算公司市值为 94.6-141.8 亿人民币。

**图表61： 易点天下可比公司 PE 估值讨论**

		最新市值（百万元人民币）	净利润 2022E （百万元人民币）	PE（2022E）	
300058.SZ	蓝色光标	6,457	744	9	
1860.HK	汇量科技	13,751	80	171	
APP.O	APPLOVIN	91,830	1,779	52	
U.N	Unity	90,451	-4,464	-20	
平均（剔除极端值）				<b>30</b>	
易点天下			315		
PE（2022E）					
		<b>30</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>45</b>
公司测算市值 （百万元人民币）	9,455	11,031	12,607	14,183	

资料来源: Bloomberg, wind, 中信建投

**投资建议：**公司是技术驱动头部程序化营销公司，参与 TikTok、SHEin 营销投放，此后有望享受 TikTok 流量增长红利与国内互联网的出海红利，看好公司发展。我们以国内的蓝色光标、汇量科技，及海外的 Applovin、Unity 作为可比公司，综合考虑商业模式与盈利能力，取 PS 估值与 PE 估值区间的交集，测算公司市值区间为 94.6-130.2 亿，中值为 112.4 亿，对应公司 22-24 年预计净利润的 PE 分别为 35.67、26.97、21.12 倍。

## 风险提示

- 1、国内外互联网行业反垄断及监管风险：**针对谷歌、Facebook 等全球互联网头部媒体，海外多个国家对其隐私、反垄断、数据等问题提出过限制、罚款等政策要求，其业务的正常开展可能受到负面影响，而波及公司的广告投放活动。
- 2、头部媒体账号封禁风险：**若公司自身经营管理出现瑕疵，如违反平台规则，可能存在账号被永久封禁或被平台取消合作伙伴资格的可能性。
- 3、媒体一级代理商运营违规风险：**公司会借助媒体终端的代理商开展流量采买，若相关代理商经营不善而被取消代理商资格或早于其他不利于经营事项，可能导致公司在该平台积累的数据，影响广告投放精准度、有效投放渠道可能减少。
- 4、竞争加剧风险：**出海营销服务当前仍处于快速发展阶段，但新竞争者的加入将抢夺广告预算。
- 5、头部广告主预算缩减风险：**公司对跨境电商等头部客户有较大依赖，收入占比较高，若头部广告主缩减投放，公司收入或呈现较显著下降。目前公司前五大广告主收入占比 62.8%，我们对此进行敏感性分析：假设此后三年前五大广告主收入占比缩小 10%，则对应归母净利润将下降到 2.6/3.5/4.4 亿元；若缩小 20%，则对应归母净利润将下降到 2.6/3.4/4.2 亿元。
- 6、跨境电商景气度下降风险：**跨境电商当前仍处在快速发展阶段，为公司提供众多广告预算，是公司主要收入来源，若其景气度下降，可能影响业绩增速。
- 7、原材料及跨境物流成本上升风险：**原材料大幅上涨，物流成本上升，均会导致终端商品价格的走高，可能倒逼海外消费者选择当地商品，降低跨境电商需求，从而影响广告主预算。
- 8、人才流失风险：**公司的广告投放系统技术要求高，需不断迭代更新以提升投放效率，对人才依赖较大。若公司研发人才流失，有关技术的迭代进展可能放缓，影响广告投放精准度。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2640	3756	3558	7094	7266
现金	985	1236	1218	3533	2592
应收票据及应收账款合计	675	1023	1147	1449	2099
其他应收款	941	1447	1147	2043	2487
预付账款	33	41	39	60	81
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	5	9	7	8	8
<b>非流动资产</b>	122	284	166	169	172
长期投资	61	64	67	71	74
固定资产	5	14	13	12	14
无形资产	4	4	3	3	2
其他非流动资产	52	202	83	83	83
<b>资产总计</b>	2761	4040	3724	7262	7439
<b>流动负债</b>	1306	2217	697	2881	2027
短期借款	0	150	0	0	0
应付票据及应付账款合计	396	563	540	823	1083
其他流动负债	909	1505	157	2058	945
<b>非流动负债</b>	18	131	131	131	131
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	131	131	131	131
<b>负债合计</b>	1323	2348	828	3013	2159
少数股东权益	0	0	-0	-0	-1
股本	396	396	472	472	472
资本公积	550	550	1717	1717	1717
留存收益	493	752	1067	1483	2015
归属母公司股东权益	1438	1692	2896	4250	5281
<b>负债和股东权益</b>	2761	4040	3724	7262	7439

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	302	178	-1072	2347	-898
净利润	235	259	315	417	532
折旧摊销	9	8	6	6	7
财务费用	40	20	22	27	36
投资损失	9	-1	-3	-3	-3
经营性应收项目的减少	-656	-957	-122	-323	-671
经营性应付项目的增加	660	819	-1347	2183	-855
其他经营现金流	665	850	-1290	2223	-800
<b>投资活动现金流</b>	-16	-34	-3	-4	-8
资本支出	9	32	-152	-2	-0
长期投资	72	0	-3	-3	-3
其他投资现金流	66	-2	-159	-9	-11
<b>筹资活动现金流</b>	-29	129	1057	-27	-36
短期借款	0	150	-150	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	76	0	0
资本公积增加	1	0	1167	0	0
其他筹资现金流	-30	-21	-35	-27	-36
<b>现金净增加额</b>	204	251	-18	2316	-942

资料来源: 公司公告, 中信建投

### 利润表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2478	3425	3720	4575	6497
营业成本	1972	2847	3022	3713	5358
营业税金及附加	3	3	4	5	6
销售费用	32	36	39	47	58
管理费用	71	119	128	158	221
研发费用	46	74	97	119	159
财务费用	40	20	22	27	36
资产减值损失	7	0	0	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	20	18	18	21	21
投资净收益	-9	1	3	3	3
<b>营业利润</b>	278	309	375	494	630
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	4	2	0	0
<b>利润总额</b>	278	305	373	494	630
所得税	43	46	58	77	98
<b>净利润</b>	235	259	315	417	532
少数股东损益	0	0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	235	259	315	417	532
EBITDA	258	284	379	500	638
EPS (元)	0.59	0.65	0.67	0.88	1.13

### 主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-0.6	38.2	8.6	23.0	42.0
营业利润(%)	-2.6	11.2	21.4	31.5	27.7
归属于母公司净利润(%)	-2.5	10.2	21.9	32.3	27.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.4	16.9	18.8	18.8	17.5
净利率(%)	9.5	7.5	8.5	9.1	8.2
ROE(%)	16.3	15.3	9.7	11.4	12.7
ROIC(%)	57.6	45.9	16.4	2265.1	35.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.9	58.1	22.2	41.5	29.0
净负债比率(%)	-68.5	-63.4	-37.5	-96.4	-61.7
流动比率	2.0	1.7	5.1	2.5	3.6
速动比率	2.0	1.7	5.1	2.5	3.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	0.8	0.9
应收账款周转率	3.1	4.0	3.4	3.5	3.7
应付账款周转率	4.9	5.9	5.5	5.4	5.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.65	0.67	0.88	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.46	-2.27	4.97	-1.90
每股净资产(最新摊薄)	3.63	4.23	6.87	7.76	8.88
<b>估值比率</b>					
P/E	27.8	25.2	24.6	18.6	14.6
P/B	4.5	3.9	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	26.3	23.5	17.3	8.5	8.1

## 分析师介绍

**杨艾莉：** 传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015 年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019 年 4 月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2019 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020 年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

## 研究助理

**杨晓玮** 18616817080 yangxiaowei@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk