



易点天下 (301171.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

出海红利加持, AI 助力营销提效

公司简介

公司为全球智能营销服务商, 主营业务主要包括效果广告服务和头部媒体账户管理服务, 分别占收入 94.44%、5.32%。合作媒体包括 Google、Meta 等头部媒体, 以及小米、美图、传音等中长尾媒体。客户由主要分布在跨境电商、移动应用、游戏等行业。

投资逻辑

- 行业趋势上, “互联网平台全球化”及“零售出口品牌化”拉动海外营销需求。据 eMarketer2022 年数据, 全球及中国互联网广告市场未来五年复合增速预计 10%左右。广告预算向程序化广告倾斜, 其营销精准且效果可量化。2022 年中国出海品牌年销售额超过千万美元的品牌数量超过 2200 个。BrandZ 中国全球化品牌 50 强中一半为 3C、游戏、电商。
- 财务上, 收入增速受宏观及头部客户合作方式变化影响, 盈利能力持续改善。1H2023 公司营业收入 9.98 亿元, 同比 -24.03%, 主要系宏观环境的影响及阿里直接通过谷歌采购广告流量影响所致(Q1 仍受结算方式变更影响, Q2 为同一口径)。公司仍为阿里提供效果广告服务, 但采购成本由阿里直接向谷歌采购, 不占用公司现金, 释放出的流动性预计可以为其他客户提供更多效果广告营销服务。1H2023 毛利率为 23.99%, AI 技术的应用实践实现降本增效成果已初步显现, 2Q2023 毛利率环比提升 3.2 个百分点到 25.50%。净利率为 11.82%, Q2 剔除汇兑损益后利润总额环比增长 22.00%, 同比增长 26.17%。预计下半年海外广告投放进一步修复, 新能源、美护、新消费等品牌出海营销需求为公司带来新增量。
- 科技赋能上, AI 素材生成大幅提效。公司于 2023 年 7 月 12 日发布 AIGC 数字营销创作平台 KreadoAI, 目前在数字人、AI 模特等方面方案成熟, 数字人使外籍模特素材成本下降 86%。

盈利预测、估值和评级

采用 PE 估值法, 公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 2.61 亿元、3.17 亿元、3.91 亿元。行业 2023 年 PE 中位数为 28.21x。考虑到公司深耕海外营销多年, 客户资源优质, AI 持续赋能降本增效, 目前股价低于 2022 年 8 月 19 日上市发行价 18.18 元, 我们给予公司 2023 年 33x PE 估值, 对应市值 86.03 亿元, 目标价 18.23 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

海外市场环境及政策变动风险、海外需求恢复不及预期、新技术研发及落地不及预期、客户流失风险, 供应商较为集中风险等。

传媒与互联网组

分析师: 陆意 (执业 S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

分析师: 廖馨瑶 (执业 S1130522060005)

liaoxinyao@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 16.34 元

目标价 (人民币): 18.23 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,425	2,306	2,287	2,779	3,297
营业收入增长率	38.19%	-32.68%	-0.80%	21.52%	18.62%
归母净利润(百万元)	259	262	261	317	391
归母净利润增长率	10.16%	1.38%	-0.54%	21.47%	23.48%
摊薄每股收益(元)	0.652	0.555	0.552	0.671	0.829
每股经营性现金流净额	0.45	-0.42	0.21	0.43	0.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.28%	8.23%	7.57%	8.42%	9.42%
P/E	N/A	33.68	30.63	25.21	20.42
P/B	N/A	2.77	2.32	2.12	1.92

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、行业分析：企业出海带动海外广告投放需求增长.....	5
1.1 互联网广告：与宏观经济景气程度强相关.....	5
1.2 企业出海：头部平台全球化及零售出口品牌化拉动海外营销需求.....	6
二、公司分析：技术+数据+优质客户为壁垒，AI 助力营销提效.....	8
2.1 商业模式：国际化智能营销服务商，算法技术驱动业务发展.....	8
2.2 增长驱动：头部广告主加大投放，品牌出海贡献增量.....	11
2.3 AI 赋能：素材生产大幅提效，向中小广告主输出标准化工具.....	14
三、财务分析：毛利率改善，盈利能力提升.....	16
四、盈利预测.....	21
4.1 核心假设及盈利预测.....	21
4.2 估值及投资建议.....	22
五、风险提示.....	23

图表目录

图表 1： 2021 年至 2027 年全球互联网广告市场规模.....	5
图表 2： 2021 年至 2027 年全球移动互联网广告市场规模.....	5
图表 3： 2021 年至 2027 年中国互联网广告市场规模.....	5
图表 4： 广告主投放费用净增与 GDP 增速.....	5
图表 5： 2017 年至 2026 年全球程序化广告支出.....	6
图表 6： 2017-2026 年全球程序化广告收入占比.....	6
图表 7： 2022 年跨境出口销售额千万美元以上零售品牌数量分布.....	6
图表 8： 2023 年中国全球化品牌价值 50 强.....	7
图表 9： 2018-2023 年中国出海品牌价值 50 强各品类占比 (%).....	7
图表 10： 跨境支持相关政策梳理.....	7
图表 11： 公司主营业务.....	8
图表 12： 公司计费方式梳理.....	9
图表 13： 公司各类计费方式营业收入占比.....	9
图表 14： 公司各类计费方式毛利率.....	9
图表 15： 头部与中长尾媒体效果营销服务对比.....	10
图表 16： 头部、中长尾媒体广告收入占比.....	10
图表 17： 头部、中长尾媒体广告毛利率 (%).....	10
图表 18： 公司中长尾媒体评级模型输出结果.....	11



图表 19:	公司中长尾广告在各等级渠道毛利率	11
图表 20:	公司中长尾广告在各等级渠道收入占比	11
图表 21:	头部媒体账户管理服务与效果广告服务模式对比	11
图表 22:	公司收入结构_按行业	12
图表 23:	阿里巴巴国际商业收入及增速 (百万元, %)	12
图表 24:	SHEIN GMV 及增速 (十亿美元, %)	12
图表 25:	Lazada 2023 年月度 GMV 趋势	12
图表 26:	SHEIN 2023 年月度 GMV 趋势	12
图表 27:	三七互娱境内外营业收入占比 (%)	13
图表 28:	网易游戏海外工作室梳理	13
图表 29:	网易游戏投资的海外游戏团队数量	13
图表 30:	AIGC 推动内容营销进入 3.0 时代	14
图表 31:	大模型优化公司营销体验	14
图表 32:	公司研发人员情况	14
图表 33:	公司研发费用及研发费用率	14
图表 34:	首个 AIGC 数字营销创作平台 KreadoAI	15
图表 35:	KreadoAI 数字人解决方案	15
图表 36:	KreadoAI 模特解决方案	15
图表 37:	2023 年月度 Bing 全球访问量 (十亿人)	16
图表 38:	微软一级代理商名单	16
图表 39:	公司营业收入及同比增速 (百万元, %)	16
图表 40:	公司营业收入分产品占比 (%)	16
图表 41:	公司营业成本及同比增速 (百万元, %)	17
图表 42:	公司营业成本分性质占比 (%)	17
图表 43:	公司毛利率 (%)	17
图表 44:	公司分业务毛利率 (%)	17
图表 45:	可比公司收入及增速	17
图表 46:	可比公司毛利率	17
图表 47:	可比公司销售费用率 (%)	18
图表 48:	可比公司管理费用率 (%)	18
图表 49:	可比公司研发费用率 (%)	18
图表 50:	可比公司营业利润率 (%)	18
图表 51:	公司开支情况 (%)	19
图表 52:	公司净利润与净利润率 (百万元, %)	19
图表 53:	公司应收账款及账龄分析	19



图表 54: 可比公司应收账款周转率 (次)	19
图表 55: 公司其他应收账款及账龄分析	20
图表 56: 公司其他应收账款按性质分类情况	20
图表 57: 公司其他应付款 (百万元)	20
图表 58: 公司其他应付账款按性质分类情况	20
图表 59: 公司经营活动产生的现金流量净额及净利润 (百万元)	21
图表 60: 公司利润表 (百万元人民币)	22
图表 61: 可比公司估值	23



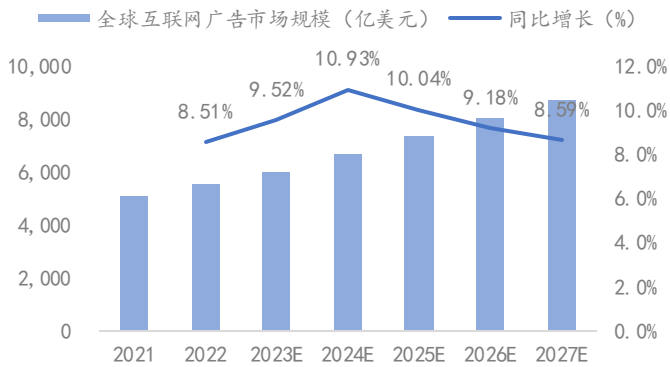
一、行业分析：企业出海带动海外广告投放需求增长

1.1 互联网广告：与宏观经济景气程度强相关

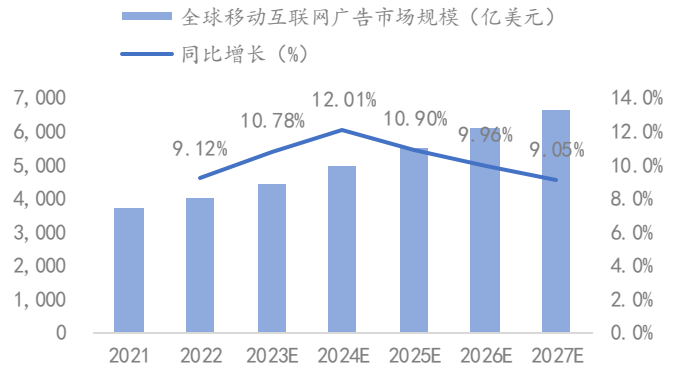
互联网广告市场规模保持稳步增长，移动互联网广告增速高于大盘。据 eMarketer 2022 年预测数据，2022 年全球互联网广告市场规模预计达到 5495 亿美元，增速 8.51%，未来五年复合增速预计 9.65%。其中，中国互联网广告市场规模达到 1186 亿美元，未来五年复合增速预计 9.98%。移动互联网广告是互联网广告市场的主要构成及增长驱动，增速略快于互联网广告市场，2022 年全球移动互联网广告市场规模 4007 亿美元，占互联网广告 72.92%，增速 9.12%，未来五年复合增速预计 10.54%。据 QuestMobile，2Q2023 中国互联网广告市场各渠道占比中，移动互联网广告占比 88.7%，PC 广告投放占 2.2%，OTT 及智能硬件广告投放占比 9.1%。

广告主营销推广费用增速与宏观经济周期保持一致的变化趋势。CTR《2022 广告主营销趋势报告》显示，2022 年广告主对经济形势信心下滑，投放意愿下滑，导致行业收入增速下滑。2023 年随着经济修复预计中国网络广告市场或将出现回暖。据 QuestMobile，中国互联网广告 1Q2023 增速为 2.3%，2Q2023 为 8.1%，二季度起开始回暖，下半年有望持续修复。eMarketer 预计 2023 年中国互联网广告市场规模预计可达 1361 亿美元，同比增速回升至 14.76%。

图表1：2021 年至 2027 年全球互联网广告市场规模



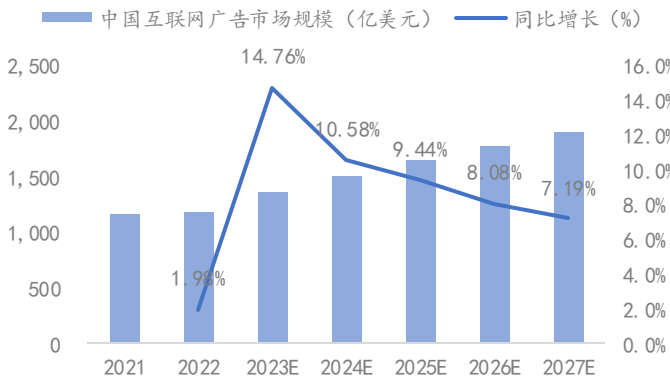
图表2：2021 年至 2027 年全球移动互联网广告市场规模



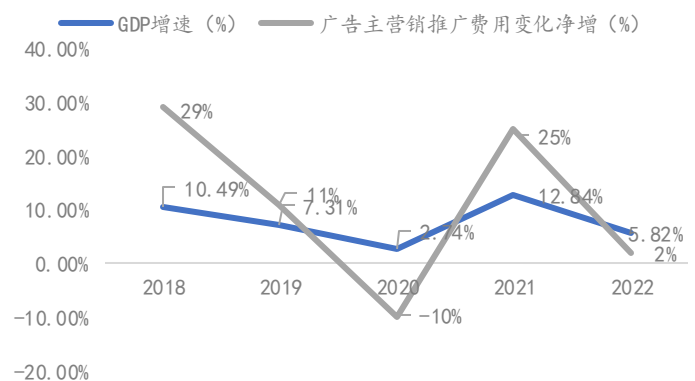
来源：eMarketer，国金证券研究所

来源：eMarketer，国金证券研究所

图表3：2021 年至 2027 年中国互联网广告市场规模



图表4：广告主投放费用净增与 GDP 增速



来源：eMarketer，国金证券研究所

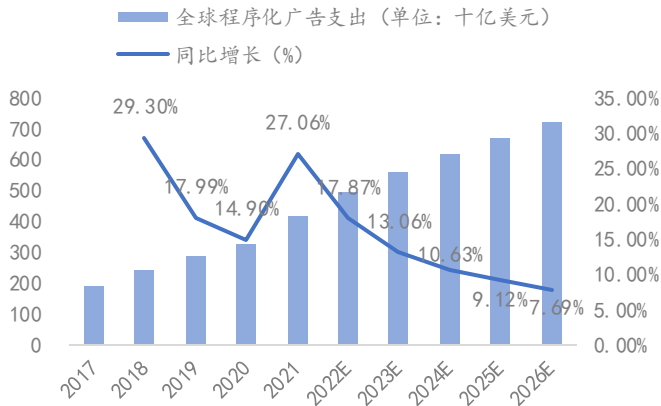
来源：国家统计局，CTR，国金证券研究所

行业趋势一：越来越多的广告预算正在转向程序化广告，效果可测的精准营销受到越来越多广告主关注。据 Statista 数据，2022 年全球程序化广告支出为 4931 亿美元，预计 2023 年至 2025 年增速区间为 9%至 13%。程序化广告已成为购买、展示和优化广告空间的主要方法，程序化广告收入占比从 2017 年的 75%到 2022 年的 86%，占比不断提升。随着技术的不断发展，新的程序化广告技术层出不穷，如 Marketing API、RTA、隐私计算、联邦计算等，在提高广告质量和效率方面起到了积极的作用。根据 Statista 统计数据，2021 年美国是全球最大的程序化广告市场，估计支出达到 1670 亿美元，其次是中国和英国，

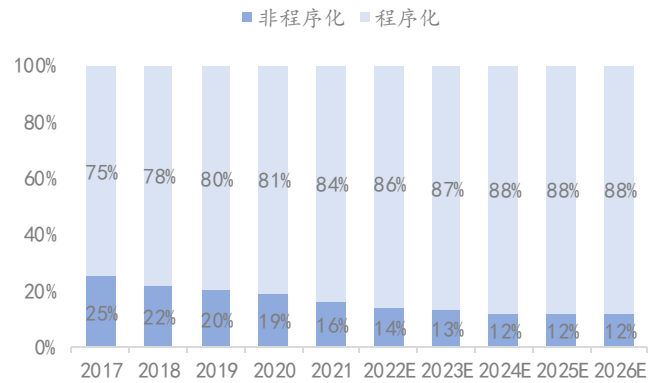


分别为 1095 亿美元和 240 亿美元。

图表5: 2017年至2026年全球程序化广告支出



图表6: 2017-2026年全球程序化广告收入占比



来源: Statista, 国金证券研究所

来源: Statista, 国金证券研究所

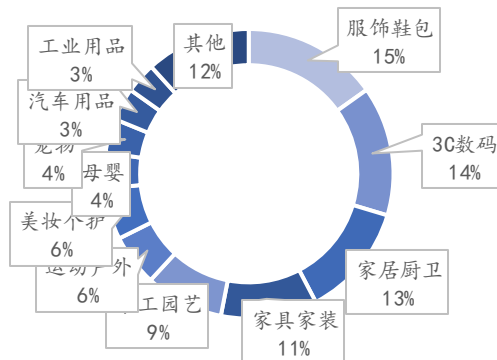
行业趋势二: 广告主需求多样化, 头部媒体广告市场与中长尾媒体广告市场将共同发展。头部媒体广告市场是聚集资源、拥有大量用户流量, 广告主倾向于在这些平台上进行密集的营销推广。中长尾媒体广告市场由于媒体资源的长尾性以及细分市场的发展, 逐渐呈现出不可忽视的用户价值, 广告主会根据自身需求寻求对接这部分流量。未来互联网广告渠道和媒体资源将不断丰富, 以满足广告主多样化、定制化的需求, 头部媒体和中长尾媒体平台都会有广阔的成长空间。

行业趋势三: 前沿网络技术将驱动互联网广告行业革命性发展。大数据、人工智能和云计算等技术的应用促进了互联网广告的精准营销和效果监测。例如在电商领域, 互联网广告服务通过对用户消费行为的分析和预测, 提升购买率和复购率。区别于传统品牌营销广告, 互联网广告商业模式正逐渐升级, 从合约广告向竞价广告和实时竞价广告转变。随着行业的成熟, 拥有核心技术的互联网广告服务商将取得竞争优势, 推动行业的高速发展。未来, 5G、VR、AR 和区块链等前沿技术的商业化实现, 也将产生革命性的商业模式, 改变互联网广告市场格局, 开创更广阔的市场空间。

1.2 企业出海: 头部平台全球化及零售出口品牌化拉动海外营销需求

中国出海企业积极进行产品升级和品牌提升, 实现了从“中国制造”到“中国智造”的转变, 丰富了品牌内涵。据亿邦智库估测, 2022 年总零售额超过千万美元的中国出海品牌数量超过 2200 个, 其中 230 个品牌零售额超过 5000 万美元。据艾瑞咨询对海外中国品牌用户态度的调查, 44.1% 的使用者表示熟悉中国品牌, 44.8% 的使用者表示对中国品牌有信任感。

图表7: 2022年跨境出口销售额千万美元以上零售品牌数量分布



来源: 亿邦智库, 国金证券研究所

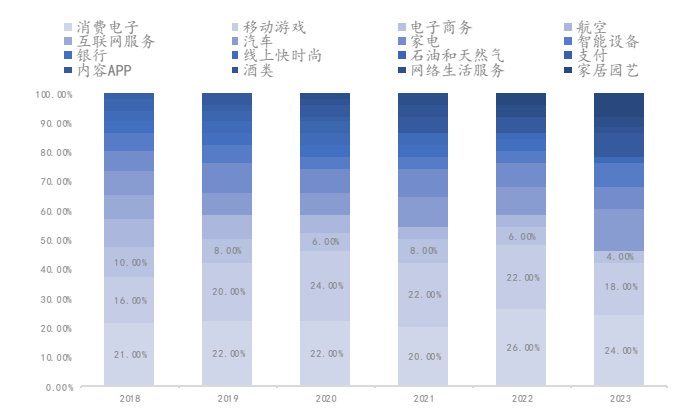
在 2018 年到 2023 年凯度携手 Google 发布的 BrandZ 中国全球化品牌 50 强中, 阿里巴巴、字节跳动、华为、腾讯、SHEIN、携程等行业持续获得提名。从品牌数量看, 消费电子、移动游戏和电子商务行业中的品牌占比较高, 合计占比在 50% 左右。



图8: 2023年中国全球化品牌价值50强



图9: 2018-2023年中国出海品牌价值50强各品类占比(%)



来源: Kantar, 国金证券研究所

来源: Kantar, 国金证券研究所

图10: 跨境支持相关政策梳理

政策名称	发布时间	发布机构	政策名称	内容
《支持外贸稳定发展若干政策措施》	2022年9月	商务部	《支持外贸稳定发展若干政策措施》	保生产保履约, 支持产品开拓国际市场; 支持企业参加展会抓订单; 开展线上展会, 增加展示时间; 发挥外贸创新平台作用; 支持跨境电商发展; 提高港口运输效率; 加强通关便利化服务保障。
《“十四五”现代流通体系建设规划》	2022年1月	国家发改委	《“十四五”现代流通体系建设规划》	促进跨境贸易多元化发展, 鼓励跨境电商平台完善功能, 引导企业优化海外仓布局, 提高商品跨境流通效率。
《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	2022年1月	国家发展改革委等部门	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	支持平台企业出海, 为平台企业及其国际化服务生态体系发展营造良好环境, 对于促进更多中小企业、产品与服务“走出去”, 提升中国数字经济国际竞争力, 实现高水平对外开放具有重要意义。
《“十四五”数字经济发展规划》	2022年1月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	第十条规定, 要有效拓展数字经济国际合作, 首先要加快贸易数字化发展, 以数字化驱动贸易主体转型和贸易方式变革。完善数字贸易促进政策, 加强制度供给和法律保障; 加大服务业开放力度, 探索放宽数字经济新业态准入, 引进全球服务业总部等; 培育壮大一批跨境电商龙头企业、海外仓领军企业和优秀产业园区, 打造跨境电商产业链和生态圈。
RCEP《区域全面经济伙伴关系协定》	2022年1月生效	东盟	RCEP《区域全面经济伙伴关系协定》	协定将覆盖世界近一半人口和近三分之一贸易量, 成为世界上涵盖人口最多、成员构成最多元、发展最具活力的自由贸易区。协定削减贸易限制, 优化贸易流程, 倡导贸易便利化; 协定制定了一套与电信服务贸易相关的规则框架, 为数字经济的发展奠定基础; 利好如电子商务等产业发展, 鼓励为电子商务发展创造有利条件。
《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》	2020年11月	国务院办公厅	《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》	围绕构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局, 加快推进国际市场布局、国内区域布局、经营主体、商品结构、贸易方式等“五个优化”和外贸转型升级基地、贸易促进平台、国际营销体系等“三项建设”, 培育新形势下参与国际合作和竞争新优势, 实现外贸创新发展。
《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》	2015年3月	国家发展改革委、外交部、商务部	《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》	“一带一路”倡议中, 跨境基础设施互联互通是打造现代化基础设施体系的重要组成部分。将我国与周边国家的跨境基础设施互联互通作为“一带一路”建设的重点领域, 有利于促进基础设施领域补短板、强弱项, 促进国内、国际市场和要素联通互动, 推动构建新发展格局。
《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》	2022年7月	商务部等27个部门	《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》	对外文化贸易规模稳步增长, 结构持续优化, 高附加值文化服务出口在对外文化贸易中的比重稳步提升。到2025年, 建成若干覆盖全国的文化贸易专业服务平台, 形成一批具有国际影响力的数字文化平台和行业领军企业, 我国文化产品和服务的竞争力进一步增强, 文化品牌的国际影响力进一步提高, 文化贸易对中华文化走出去的带动作用进一步提升、对文化强国建设的贡献显著增强。
《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	2022年6月	中国人民银行	《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	完善跨境电商等外贸新业态跨境人民币业务相关政策, 将支付机构跨境业务办理范围由货物贸易、服务贸易拓宽至经常项下。
《国家税务总局关于跨境电子商务综合试验区零售出口企业所得税核定征收有关问题的公告》	2019年11月	国家税务总局	《国家税务总局关于跨境电子商务综合试验区零售出口企业所得税核定征收有关问题的公告》	综试区核定征收的跨境电商企业的应税所得率按照《国家税务总局关于印发〈企业所得税核定征收办法〉(试行)的通知》(国税发〔2008〕30号, 国家税务总局公告2018年第31号修改)中批发和零售贸易业最低应税所得率确定, 即统一按照4%执行。
《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》	2023年2月	财政部、海关总署、税务总局	《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》	因滞销、退货原因, 自出口之日起6个月内原状退运进境的商品(不含食品), 免征进口关税和进口环节增值税、消费税; 出口时已征收的出口关税准予退还, 出口时已征收的增值税、消费税参照内销货物发生退货有关税收规定执行。

来源: 商务部, 国家发改委, 国务院, 外交部, 中国人民银行, 国家税务总局, 国金证券研究所



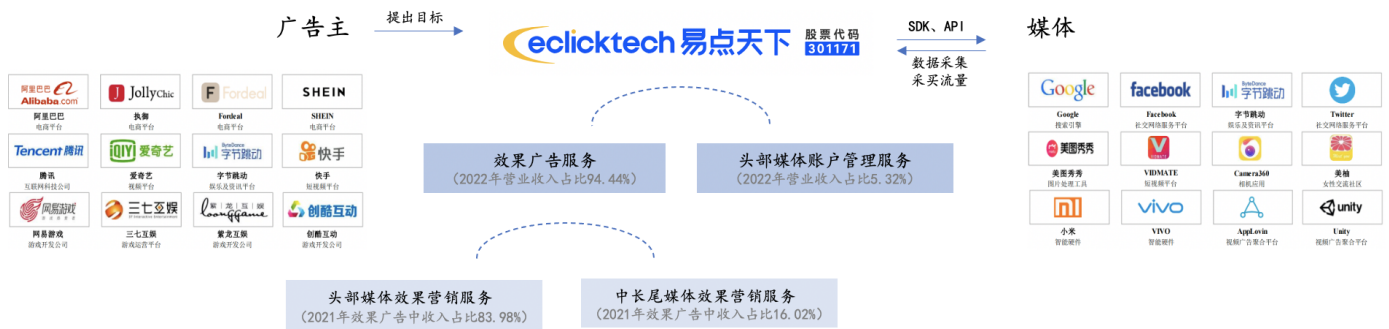
国家就支持企业出海出台了多项积极政策，尤其利好电商、游戏、新能源等行业。2022年1月1日，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）正式生效，该协定明显扩大了企业对外投资的范围，进一步降低了市场准入门槛，并建立了投资便利化促进机制等。跨境电商作为未来外贸的重要形式，多年来政策不断向其倾斜。根据财政部、海关总署、国家税务总局2023年2月发布的《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》，出口商品退运或可实现“零税负”。游戏出海作为文化输出的重要阵地，也受到多项政策支持。2022年7月，商务部等27部门联合发布的《关于推进对外文化贸易高质量发展的意见》指出，加强国际化品牌建设，在游戏等领域培育一批国际知名品牌。中国新能源汽车产品在国家政策引导下快速迭代发展，并且商务部称下半年将研究支持新能源汽车开拓国际市场的政策，出台进一步优化外商投资环境的政策。此外，国家积极推进数字经济国际化发展，为DEPA的落地创造了条件，为数字经济的发展提供了新机遇。

二、公司分析：技术+数据+优质客户为壁垒，AI 助力营销提效

2.1 商业模式：国际化智能营销服务商，算法技术驱动业务发展

公司为全球智能营销服务商，主营业务包括效果广告服务和头部媒体账户管理服务。合作的全球互联网媒体包括 Google、Meta、字节跳动、快手、Twitter、Microsoft、Apple Ads、Pinterest 等头部媒体，小米、美图秀秀、传音等其他中长尾媒体，筑建了全球媒体资源的优势。客户主要由大型互联网企业、国内出海互联网企业等 5000 余家广告主组成，积累了跨境电商、移动应用、游戏等行业的服务经验。

图表11：公司主营业务



来源：易点天下招股书，国金证券研究所

按计费方式拆分，效果广告服务的结算方式为在 CPA 结算模式基础上叠加广告主设置的 KPI，一并衡量投放效果。常见的效果衡量指标包括 App 下载、安装、用户注册、商品购买等，可以归纳为按 CPA 模式结算。广告主设置的 KPI 包括注册率、留存率、ROI 等。通过智能化的业务系统平台，公司帮助广告主制定投放计划，在头部媒体、中长尾媒体以及其他渠道之间合理地分配广告预算，高效地采买用户流量，以实现广告主理想的商业效果目标，而广告主根据广告所实现的商业效果与互联网媒体或互联网广告服务商进行结算。公司累计实现应用安装、用户注册、商品销售等商业效果转化超过 8 亿次，覆盖有效设备超过 70 亿台，遍及全球 200 余个国家和地区，单日最高有效转化达到百万量级。

公司效果广告服务的 CPA 模式包括以下三种计费方式：

- **CPC/CPM+KPI 模式**：主要针对电商类或产品形态为应用 APP 的广告主，适用于低毛利的头部媒体效果营销服务；
- **CPI+KPI 模式**：主要针对产品形态为应用 APP 的广告主，适用于头部、中长尾媒体效果营销服务；
- **CPS 模式**：主要针对以商品销售为营销目的的电商类广告主，适用于高毛利的中长尾媒体效果营销服务。



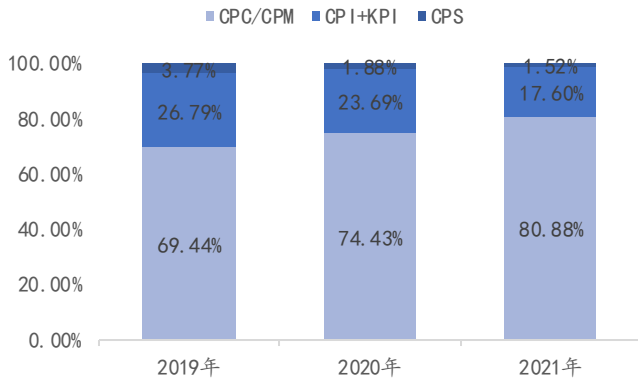
图表12: 公司计费方式梳理

计费方式	结算依据	KPI 考核要求 (CPA 具体内容)	运用场景	适用媒体
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	主要针对电商类(电商网站、电商 APP、独立页电商)或产品形态为应用 APP 的广告主	头部媒体效果营销服务
CPI+KPI	CPI*有效转化数量	注册率、留存率、ROI 及复合型 KPI 等	主要针对产品形态为应用 APP 的广告主	头部、中长尾媒体效果营销服务
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	主要针对以商品销售为营销目的的电商类广告主	中长尾媒体效果营销服务

来源: 易点天下招股书, 国金证券研究所

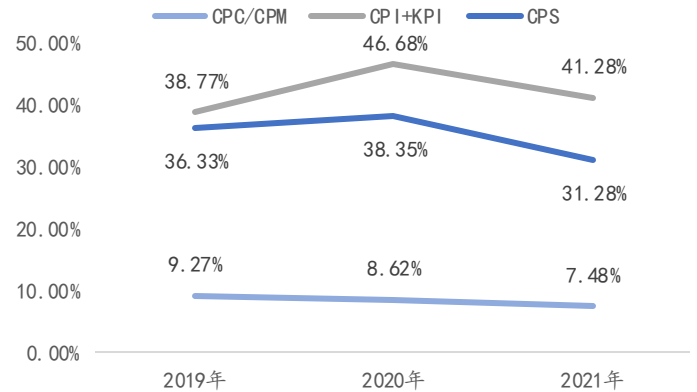
2019 年至 2021 年, 以 CPC/CPM+KPI 模式结算的收入占比显著提升, 主要因为广告主更关注投放广告的透明度, 该结算模式下, 广告主能更好地控制投放成本, 进行精细化营销管理, 选择更有效的头部媒体效果营销服务。CPI+KPI 和 CPS 模式主要应用于中长尾媒体, 毛利较高。2021 年的 CPI+KPI 毛利率相比 2020 年降低 5.40 个百分点, 主要系有 19.44% 的客户收入来自头部媒体效果营销服务, 头部媒体效果营销服务毛利率低于中长尾媒体效果营销服务。

图表13: 公司各类计费方式营业收入占比



来源: 易点天下招股书, 国金证券研究所

图表14: 公司各类计费方式毛利率



来源: 易点天下招股书, 国金证券研究所

按流量结构拆分, 头部媒体流量规模更大、画像精准、数据维度完善、透明度较高, 在产业链中具有较强的话语权, 大部分广告主预算更多配置在头部媒体, 关注匹配度和精准用户获取, 通过长期投放来建立品牌认知和用户忠诚度。而中长尾流量主要作为头部流量的补充, 数量众多、单个媒体的用户数量较小、各媒体间用户的兴趣偏好、消费能力等特征差异较大、市场透明度低, 短期效果好, 帮助广告主相对低成本的扩大规模, 增加用户多样性。

- 头部媒体效果营销服务: 近五年贡献收入的 70%-80%。公司通过 TopMedia CMP、Yeah Targeter 等自研的算法系统, 帮助广告主客户在 Google、Meta、Twitter、字节跳动、Pinterest 等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。普遍采用 CPM 模式或 CPC 模式与广告主结算, 由广告主自行承担由广告展示、广告点击到最终商业转化的风险。
- 中长尾媒体效果营销服务: 毛利率较高, 2021 年中长尾媒体毛利率为 48.66%, 远高于头部媒体毛利率(7.14%)。公司自主研发了 Yeah-Mediator、Yeah-CMP、Yeah-CMP-II 系统, 通过 SDK、API 等方式在聚合大量美图秀秀、小米、Unity 等中长尾媒体用户流量, 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用用户流量。该服务模式下, 广告投放主要采用竞价模式, 其投放价格由竞价方式决定。

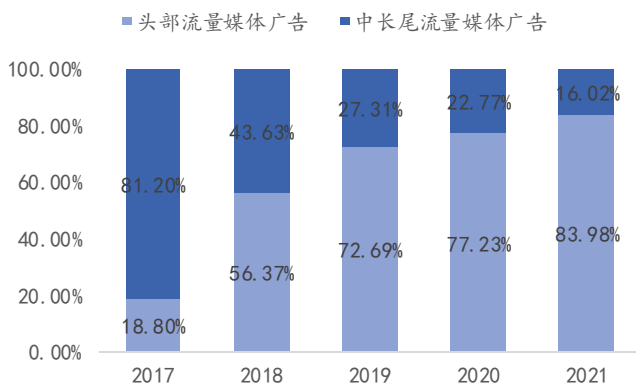


图表15: 头部与中长尾媒体效果营销服务对比

	头部媒体效果营销服务	中长尾媒体效果营销服务
媒体特征	用户规模大、数据维度完善且透明度较高，在产业链中具有较强的话语权	数量众多、单个媒体的用户数量较小、各媒体间用户的兴趣偏好、消费能力等特征差异较大、市场透明度低。
投放平台	头部平台自有的广告投放平台 Google Ads、Tiktok Ads等	公司自研系统 Yeah-Mediator、Yeah-CMP等
应用系统	TopMedia CMP 系统 应用下载、应用安装等业务场景 YeahTargeter 系统 目标效果为电商商品销售等业务场景	Yeah-CMP 系统、Yeah-Mediator 系统 中长尾媒体效果营销 Yeah-AdBooster系统 实时竞价广告系统
结算方式	CPC/CPM+KPI 模式	CPI 或 CPS 模式
全流程投放外的服务		+ 媒体流量匹配 + 精细化管理及评级

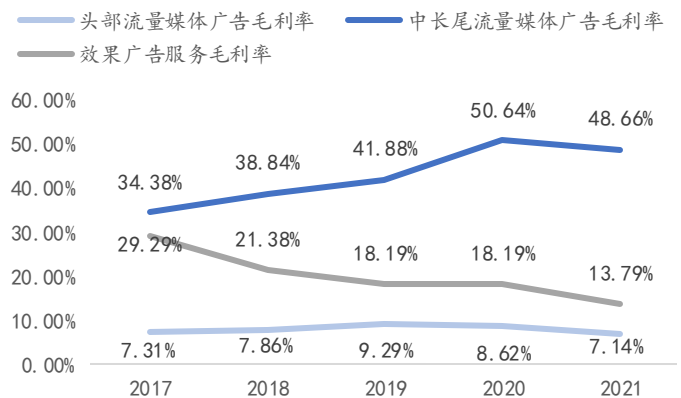
来源：易点天下招股书，国金证券研究所

图表16: 头部、中长尾媒体广告收入占比



来源：易点天下招股书，国金证券研究所

图表17: 头部、中长尾媒体广告毛利率 (%)



来源：易点天下招股书，国金证券研究所

广告主通常选择通过广告服务商采购中长尾媒体用户流量，主要由于接入成本较高、目标用户分散以及虚假流量等问题。同时，由于对接广告主的成本较高，中长尾媒体也通过广告服务商实现商业化变现。公司作为中长尾媒体广告服务商的技术壁垒体现在：

- 分散的长尾媒体与广告主的匹配：公司自主研发了 Yeah-Mediator 系统，提供 SDK 和 API 等多种流量接入方案，连接移动应用、游戏等中长尾互联网媒体，以覆盖中长尾媒体市场碎片化分布的用户流量。
- 精细化管理及评级：公司研发的反作弊系统，通过对海量用户点击行为的实时分析和过滤，有效应对中长尾媒体投放机制的相对不透明。一方面，渠道方以较少的点击或展示次数获得了更多的有效转化，商业化变现效果更好，为公司吸引了更多优质的渠道；另一方面，通过精细化管理实现的对渠道流量差异化出价，节约了公司的投放成本，提升了公司的利润空间。此外，公司自主研发了“CTIT\Reliability\Settlements”模型，以实现对中长尾媒体流量的精细化管理，分级模型的指导下，较高等级（如等级一）的收入占比提升，另外各等级内部的毛利率也略有改善，从而提升了公司中长尾媒体效果营销服务的水平。

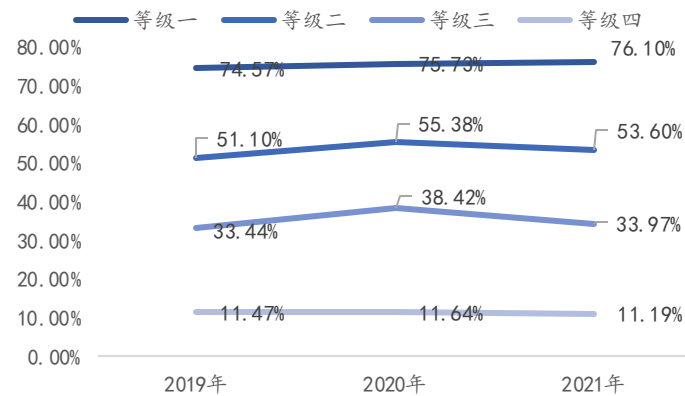


图表18: 公司中长尾媒体评级模型输出结果



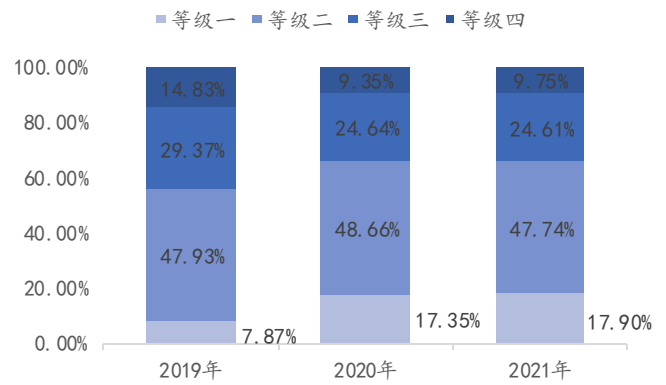
来源：易点天下招股书，国金证券研究所

图表19: 公司中长尾广告在各等级渠道毛利率



来源：易点天下招股书，国金证券研究所

图表20: 公司中长尾广告在各等级渠道收入占比



来源：易点天下招股书，国金证券研究所

头部媒体账户管理服务是效果广告服务的有效补充，2018年以来，毛利率稳定在95%以上。公司为广告主提供在头部媒体广告管理平台上进行账户管理和运营的服务。由广告主自行规划广告预算、制定投放决策并进行广告投放，公司提供开设账户、充值、异常情况处理等基础账户运营服务，同时，广告主按照CPM模式或CPC模式通过公司向头部媒体支付广告投放产生的成本费用。

图表21: 头部媒体账户管理服务与效果广告服务模式对比

	头部媒体账户管理服务	效果广告服务
广告主	电商企业、移动应用开发者、游戏公司等	
广告内容	电商产品、移动应用、游戏产品等	
投放目的	电商产品销售、移动应用下载、游戏获客等	
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	公司制定投放决策
2022年毛利率	95.07%	16.23%

来源：易点天下招股书，国金证券研究所

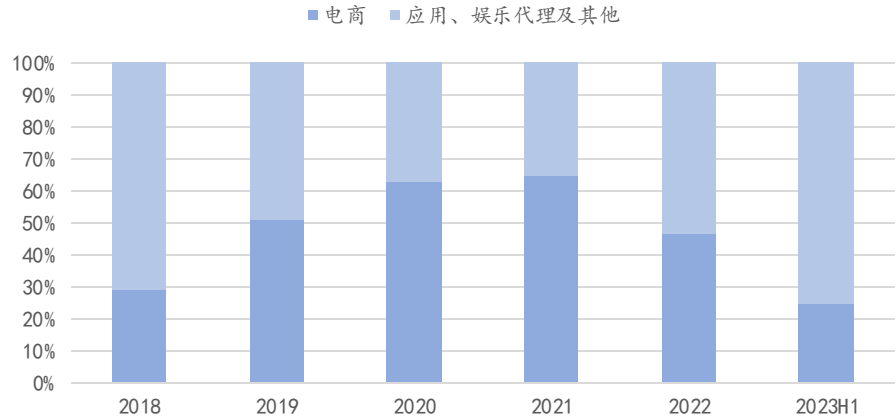
2.2 增长驱动：头部广告主加大投放，品牌出海贡献增量

公司客户所在行业覆盖了跨境电商、游戏、泛娱乐、工具应用、制造业、消费品牌等众多行业。经过多年发展，公司积累了一批优质的广告主客户资源，市场知名度高且信用状况



良好。头部广告主海外业务的扩张将驱动效果营销需求的增长，公司有望受益于此。从收入结构来看，2022 年来自电商行业的收入占比 47%，来自应用、娱乐行业的收入占比 53%。1H2023 来自电商行业的收入占比 24%，主要由于和阿里的结算方式变化，释放出的流动性向应用、娱乐行业转移，应用、娱乐行业收入占比提升至 75%。公司与阿里的结算方式变化为过去阿里通过公司进行流量采买，自 2022 上半年起，阿里直接通过谷歌采买广告流量。公司仍为阿里提供效果广告服务，但采购成本由阿里直接向谷歌采购，不占用公司现金，利润层没有影响。释放出的流动性预计可以为其他客户提供更多效果广告营销服务。

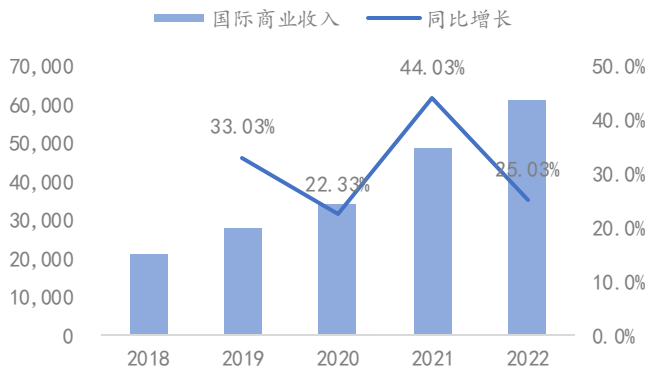
图表22: 公司收入结构_按行业



来源：公司公告，国金证券研究所

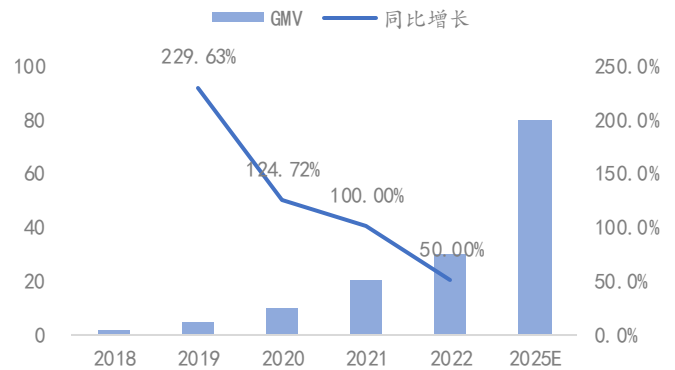
- 电商领域：阿里、SHEIN、Shopee、细刻（CHICV）均为公司的合作客户。“中国制造”认可度和购买意向逐渐提升，电商将扩大出海版图。阿里巴巴国际商业板块呈现扩大的趋势，从 2021 年的 488.51 亿元扩大到 2022 年的 610.78 亿元，同比增长 25.03%。SHEIN 近年来业绩呈爆发式增长，2022 年 GMV 约 300 亿美元，增速 50%。

图表23: 阿里巴巴国际商业收入及增速 (百万元, %)



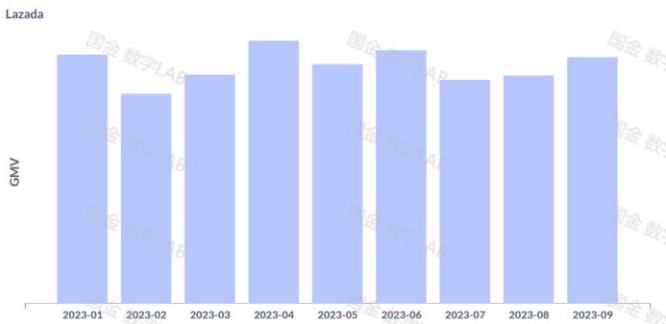
来源：阿里巴巴公司公告，国金证券研究所

图表24: SHEIN GMV 及增速 (十亿美元, %)



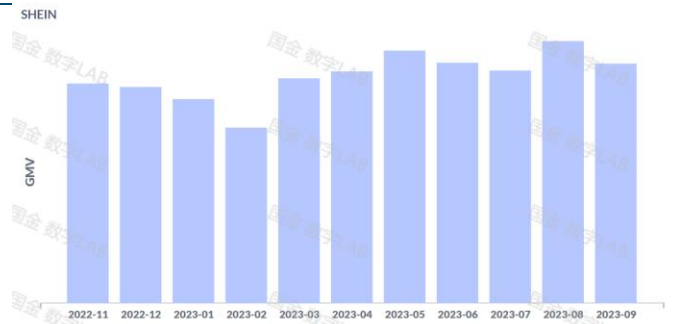
来源：Statista，国金证券研究所

图表25: Lazada 2023 年月度 GMV 趋势



来源：国金数字未来实验室，国金证券研究所

图表26: SHEIN 2023 年月度 GMV 趋势

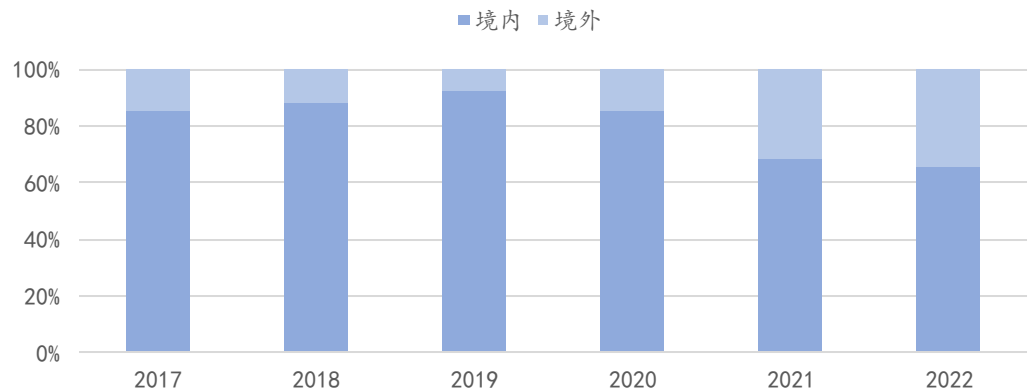


来源：国金数字未来实验室，国金证券研究所



- 视频应用领域：字节跳动、哔哩哔哩、腾讯、快手、欢聚时代、爱奇艺均为公司合作客户。中国移动应用行业进入存量时代，数字经济企业海外扩张成为重要趋势。在《BrandOS 2023Q2 TOP 30 应用类（非游戏）出海品牌社媒影响力榜单》中，WeTV、TikTok、iQIYI 分别位列前三。爱奇艺国际版和腾讯视频海外版 WeTV 自 2019 年推出后，在东南亚市场的开拓已初具成果。爱奇艺国际版 2021 年在东南亚地区 MAU 同比增长翻倍，且截至 2021 年 10 月，全球下载量超 5000 万，在马来西亚、泰国和越南下载量均排名第一。根据 Media Partners Asia 的数据，2022 年 WeTV 在泰国流媒体市场占比 22%，排名第二，在印度尼西亚流媒体市场占比 15%，排名第三。
- 游戏领域：三七互娱、米哈游、游族网络、边锋游戏、网易游戏均为公司合作客户。国内移动游戏随着研发投入的增加，质量明显提升，获奖加快布局海外游戏业务的步伐。三七互娱作为游戏出海巨头，2022 年实现境外营业收入 59.94 亿元，较上年同期增长 25.47%；境外收入占总收入比重达 36.54%，出海业务已成为公司稳健发展的第二驱动力。网易游戏自 2019 年来加强出海业务的投入力度，2023 年连续成立了全新海外游戏开发工作室 Spliced（全球远程工作室）、Anchor Point Studios（西班牙、美国）、PinCool（日本）。

图表27：三七互娱境内外营业收入占比（%）

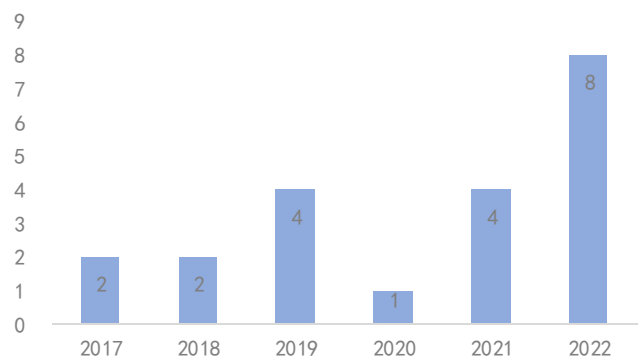


来源：三七互娱公司公告，国金证券研究所

图表28：网易游戏海外工作室梳理

工作室	成立时间	所在地	负责人	负责人代表作
PinCool	2023.05.29	日本	市村龙太郎	《勇者斗恶龙》
Bad Brain Game Studios	2023.05.23	加拿大	Sean Crooks	《看门狗》系列《狂飙：旧金山》
Anchor Point Studios	2023.04.26	西班牙、美国	Paul Ehreth	《光环》《控制》
Spliced	2023.02.02	全球远程工作	-	-
SkyBox Labs	2023.01.06	加拿大	Shyang Kong	《光环：无限》《我的世界》《辐射76》
Rebel Wolves	2022.11.03	波兰	Konrad Toma	《巫师3》《赛博朋克2077》
GPTRACK50	2022.11.01	日本	小林裕幸	《生化危机》《鬼泣》
Quantic Dream	2022.08.31	法国	David Cage	《暴雨》《超凡双生》《底特律：化身为人》
Jar of Spark	2022.07.18	美国	Jerry Hook	《光环：无限》
Jackalypic Games	2022.05.05	美国	Jack Emmert	《City of Heroes》《Neverwinter》
Naaoshi Studio	2022.01.24	日本	名越隼洋	《如龙》系列
草蜢工作室	2021.10.22	日本	须田刚一	《英雄不再》

图表29：网易游戏投资的海外游戏团队数量



来源：NetEase Games 官网，国金证券研究所

来源：36Kr，国金证券研究所

- 品牌领域：公司以全案营销推广能力助力绿联、传音等 3C 品牌，自然堂、花无缺等美妆品牌，库迪咖啡等新消费品牌出海，也跟储能分布式光伏，新能源汽车等品牌建立合作。随着新能源品牌出海升温，公司深度研究并发布《中国新能源品牌出海行业观察》。报告指出，在碳中和政策推动下，全球新能源汽车产业高速发展，中国新能源汽车出口份额逐步提升，2022 年新能源乘用车出口达 65.07 万辆，同比增长 119.8%。此外，公司在报告中推出新能源品牌出海整合解决方案，依托该方案底层方法论，公司已成功助力哪吒汽车、江淮汽车等多个新能源汽车品牌出海。凭借丰富出海营销经验，公司有望通过服务更多有出海需求的新能源汽车企业。



2.3 AI 赋能：素材生产大幅提效，向中小广告主输出标准化工具

公司是国内首批全面接入大模型的营销服务商，通过微调闭源模型和重训练开源模型的方式，开发了一系列适用于自身业务场景的小模型，包括营销数字人模型、企业知识库模型、素材生成模型、AI 问答客服模型和 AI 垂直电商模型。此外，公司与华为云就出海营销 AIGC 大模型的深化探索达成战略合作。

公司数字营销平台 Cyberclick 推出了基于 AI 能力的 CyberCreative 创意平台，自研自测的应用包括：视频人脸融合、多图视频生成、文本+绿幕生成多语种视频、单文本生成数字人多语种视频等。基于生成式 AI，公司将电商产品的视觉设计成本降低 50%，点击到达率提升 35%，每次点击成本降低 45%，显著提高了制作广告和营销内容的节奏、速度和质量。

图表30: AIGC 推动内容营销进入 3.0 时代

	1.0 时代	2.0 时代	3.0 时代
工具	传统设计软件 (Adobe/AutoCAD) 等设计工具 依赖人工操作	Google AdWords 等营销工具 营销内容生成工具 设计工具	Microsoft Designer 等生成式 AI 应用 AIGC 生成内容 (文案、海报、视频、营销素材)
输出形式	以文字、图片为主的静态内容 “图文” 模式	以短视频、直播为主的动态内容 短视频、直播内容 多语言、多平台分发 多平台分发内容	智能生成内容 (文案、海报、视频、营销素材) AIGC 生成内容 (文案、海报、视频、营销素材)
内容策略	内容策略、内容分发 人工创作、内容分发	内容策略、内容分发 人工创作、内容分发	内容策略、内容分发 人工创作、内容分发

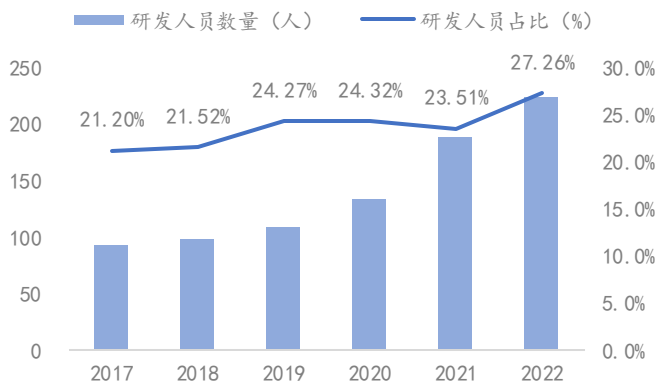
图表31: 大模型优化公司营销体验



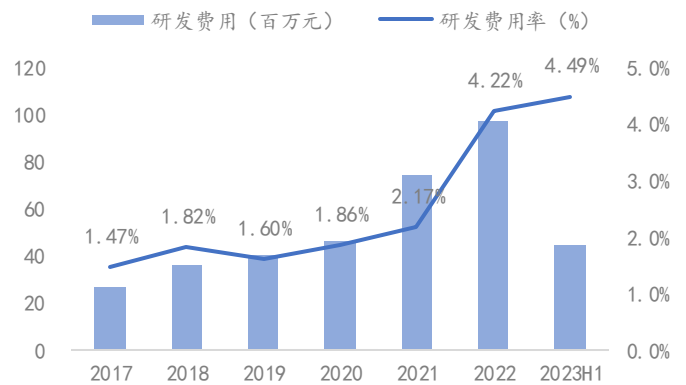
来源：易点天下公众号，国金证券研究所

来源：易点天下公众号，国金证券研究所

图表32: 公司研发人员情况



图表33: 公司研发费用及研发费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年 7 月 12 日，公司发布首个 AIGC 数字营销创作平台 KreadoAI。未做引流导流的基础上，KreadoAI 于 2023 年 8 月在 AI 龙虎榜全球 5000 多个 AI 产品盘点中位列第 17 名。KreadoAI 颠覆广告素材生产过程，并为营销领域全链路的降本提质增效，目前注册用户数已超过 50 万，UV 突破百万，随着产品功能迭代，付费率呈稳步上涨趋势，预计 11 月底有大版本更新。此前，公司智能业务系统 Yeahcreative 智能化、批量将产品图片生成图片或视频等广告素材，再通过 API 接口传输至头部媒体广告管理平台（如谷歌、Meta 等）。这样的传统内容生成方式不仅成本高昂且效率低下，在跨境领域更会面临多语言无法兼顾、真人演员选择少、小语种沟通困难、试错成本高等痛点。对此，KreadoAI 提供 4 大解决方案：

- AI 数字人解决方案，共有 AI 数字人口播视频、1:1 真人数字人分身克隆、语音声纹克隆三大功能，已应用在商旅推荐、电商购物、应用下载、教育培训、企业服务等领域，为创作者们提供了极大便利。AI 数字人口播视频功能已实现通过唇形融合、语音音色克隆、TTS 智能配音、AI 换脸等技术，以 1% 的成本，实现 95% 以上的真人视频



效果呈现，大幅降低营销成本支出。

- AI 模特功能已支持为包括假发、服装、眼镜等细分行业的电商客户，生成不同地域国家、肤色、年龄、表情等媲美棚拍精度的 AI 产品展示图。在将客户广告 CTR 点击率提升 35% 的同时，可将单次点击成本降低 45%，某客户 AI 模特图上架商品图后，单品订单量更是获得 8 倍增长。
- AI 工具解决方案所提供的 AI 生成营销文案、AI 文本配音、AI 智能抠图功能，也成了极受出海卖家们欢迎的“效率助手”。
- AI 创意资产解决方案，基于 Google、Meta、TikTok、抖音等海外及国内主流媒体，以创意素材为维度，可以针对营销投放前、中、后的创意趋势洞察、素材营销效果数据分析分析和爆款内容分析进行数字化营销管理。

图表34: 首个 AIGC 数字营销创作平台 KreadoAI



来源：公司公众号，国金证券研究所

此外，由于全球各个国家和地区的消费习惯、兴趣爱好、法律法规、风俗习惯和宗教信仰不尽相同，“本地化+创意”组合形式的定制数字人将助力企业出海。KreadoA 的 AI 数字人解决方案，则可提供 140 余种语言和近 118 位数字人物形象模板。公司为一家计划开拓欧洲市场的电商客户制作了一套能覆盖 95% 欧洲人口使用的语言口播视频广告时，KreadoA 的数字人解决方案，在满足多个应用场景细分需求的同时，将整个视频制作效率从此前的 12 小时/个缩短至 6-8 分钟/个，而成本只有真人的 1/100。

图表35: KreadoAI 数字人解决方案

图表36: KreadoAI 模特解决方案



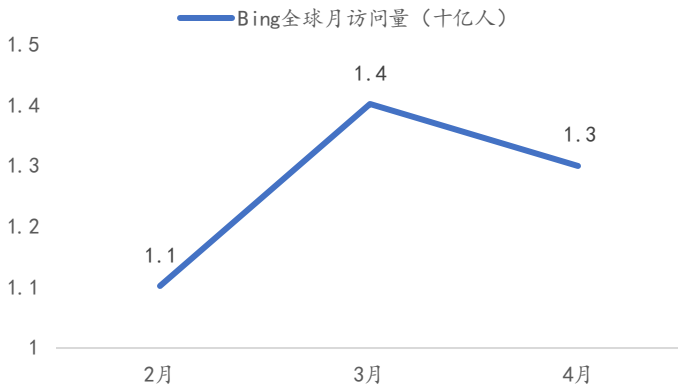
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司作为微软的广告媒体一级代理商，也将受益于 BING 的起量。New Bing 搜索在应用 ChatGPT 一个月之后，日活跃用户突破 1 亿。



图表37: 2023 年月度 Bing 全球访问量 (十亿人)



图表38: 微软一级代理商名单



来源: Statista, 国金证券研究所

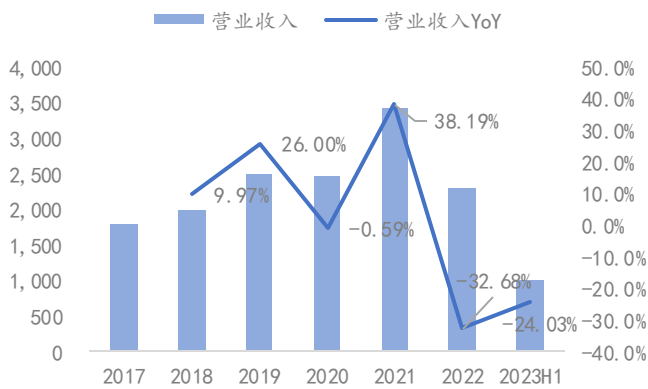
来源: 微软公司官网, 国金证券研究所

三、财务分析: 毛利率改善, 盈利能力提升

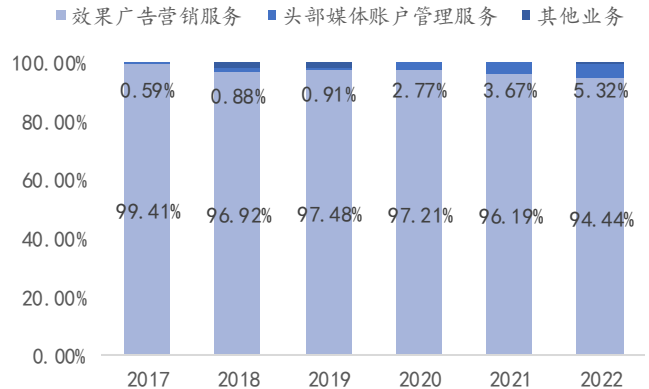
公司客户优质, 受益于客户加速海外布局, 疫情后海外需求修复, 预计收入稳中向好。2021 年公司营业收入 34.25 亿, 同比 38.19%, 主要由于阿里等头部跨境电商客户加大投放广告力度, 2021 年阿里的销售收入贡献了总营收的 41.37%, 销售收入约 14.17 亿元。2022 年公司实现营收 23.06 亿元, 同比-32.68%; 2023 上半年公司实现营业收入 9.98 亿元, 同比-24.03%, 主要系宏观环境的影响及阿里直接通过谷歌采买广告流量影响所致 (Q1 仍受结算方式变更影响, Q2 为同一口径)。公司仍为阿里提供效果广告服务, 但采购成本由阿里直接向谷歌采购, 不占用公司现金, 利润层没有影响。释放出的流动性预计可以为其他客户提供更多效果广告营销服务。

收入构成中, 效果广告营销业务收入贡献达九成以上, 公司帮助广告主客户制定广告决策并进行互联网广告投放, 该部分收入来自于流量使用方, 即广告主。小部分收入来自于头部媒体账户管理服务, 2022 年占比提升至 5.32%, 该业务是公司为客户提供在头部媒体广告账户管理和运营的服务, 该部分收入来自于流量来源方, 即媒体平台, 收入规模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。

图表39: 公司营业收入及同比增速 (百万元, %)



图表40: 公司营业收入分产品占比 (%)



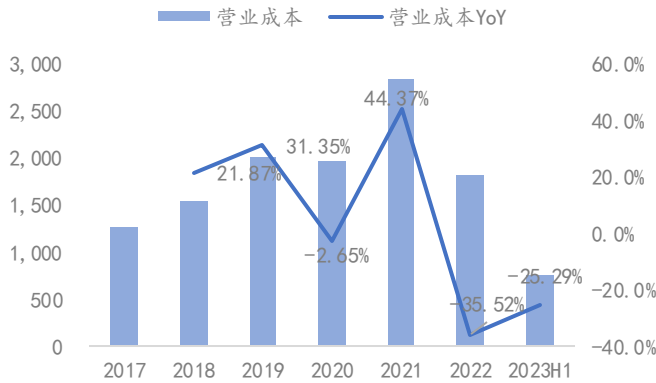
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

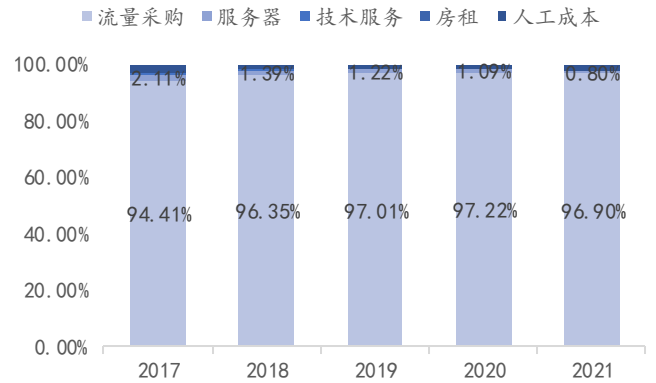
毛利率持续改善。2022 年公司营业成本为 18.36 亿元, 同比-35.52%, 2023 年上半年营业成本为 7.59 亿元, 同比-25.29%, 主要系宏观环境及头部客户合作方式变更所致。成本结构中, 流量采购成本占比近 97%。公司毛利率近期持续改善。2021 年公司毛利率下滑主要由于阿里加大了投放规模, 且主要投放在头部媒体, 头部媒体广告毛利率较低。2021 年头部流量媒体广告占比增加, 从 2020 年的 77.23% 提升至 83.98%, 2021 年头部媒体效果广告服务毛利率为 7.14%, 低于效果广告服务整体毛利率 13.79%。2022 年公司毛利率为 20.37%, 提升 3.51%, 主要由于头部媒体账户管理业务占比增加, 从 2021 年 3.67% 提升至 2022 年的 5.32%, 该业务毛利率 95.07%。在 AI 的助力下, 公司 2023 年二季度毛利率较一季度有所增长, 2023 年上半年毛利率为 23.99%, 通过深化 AI 技术的应用实践实现降本增效成果已初步显现, 2Q2023 毛利率环比提升 3.2 个百分点到 25.50%。



图表41: 公司营业成本及同比增速 (百万元, %)



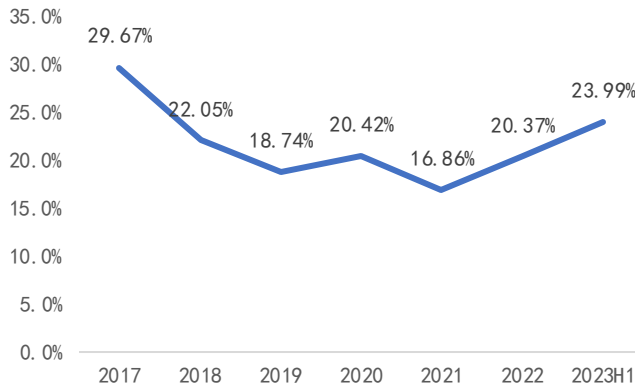
图表42: 公司营业成本分性质占比 (%)



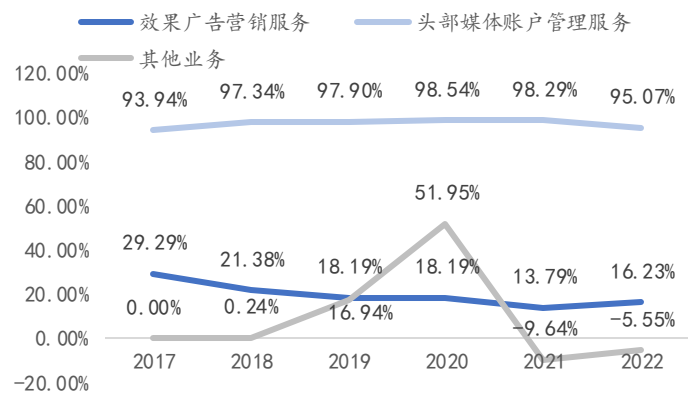
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表43: 公司毛利率 (%)



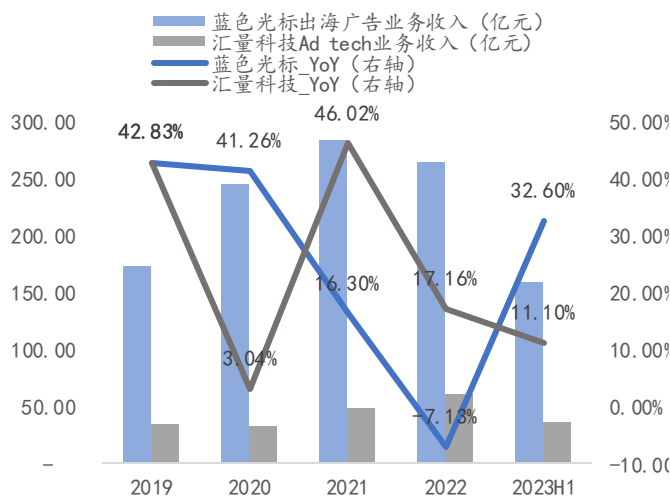
图表44: 公司分业务毛利率 (%)



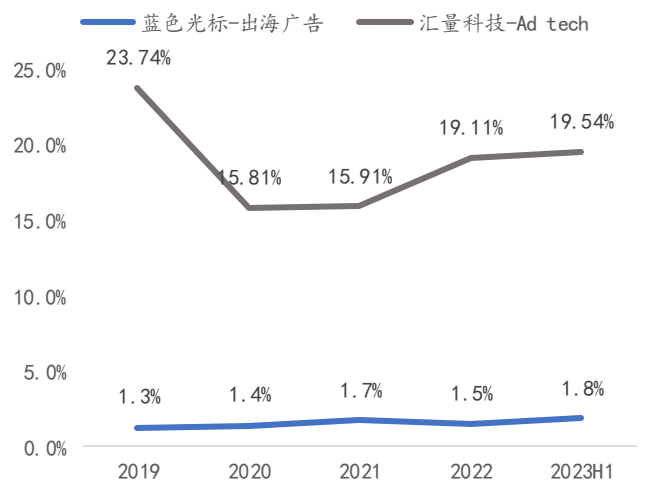
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表45: 可比公司收入及增速



图表46: 可比公司毛利率



来源: 易点天下、蓝色光标、汇量科技公司公告, 国金证券研究所

来源: 易点天下、蓝色光标、汇量科技公司公告, 国金证券研究所

- 销售费用率: 2017年至2021年期间不断下降, 主要由于销售策略及业务结构的调整。2019年减少了欧洲、北美等市场拓展, 因此商务拓展费减少; 2020年销售人员的职责划分由按照区域转变为按照媒体渠道, 人员整合后, 人工成本及商务拓展费随之下降。

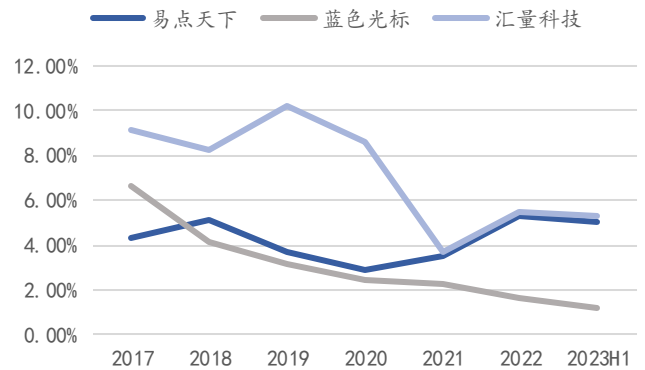
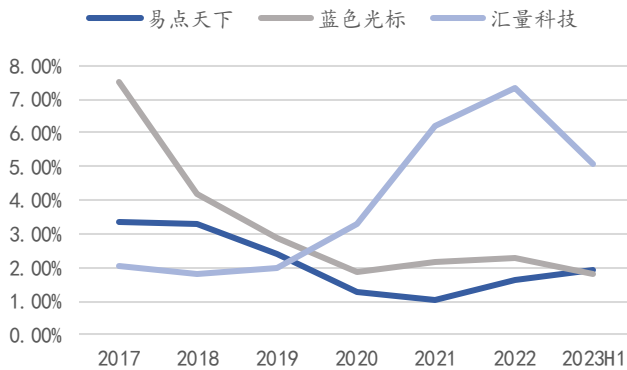


降，以及 2020 年受疫情影响，公司差旅支出、广告宣传、业务招待费用减少。2021 年销售费用 3555 万元，销售费用率 1.04%，2022 年销售费用 3719 万元，同比 4.63%，销售费用率 1.61%，主要由于收入规模下降；2023 年上半年销售费用率为 1.91%。

- 管理费用率：2021 年管理费用 1.19 亿，管理费用率为 3.46%，呈上升趋势，主要是由于 2021 年公司新设信息安全部门，并加大了风控管理，因此管理人员人数及薪酬总额增加。2022 年管理费用 1.22 亿，同比 2.52%，管理费用率为 5.27%，主要由于收入规模下降；2023 年上半年管理费用率为 5.07%。
- 研发费用率：2019 年以来呈上升趋势，2022 年度研发费用达到了 0.97 亿元，同比增长 31.09%，研发费用率 4.22%，主要由于公司持续重视技术研发和升级，研发人员人数增加导致人工成本增加所致。2023 年上半年研发费用率为 4.49%。

图表47：可比公司销售费用率 (%)

图表48：可比公司管理费用率 (%)

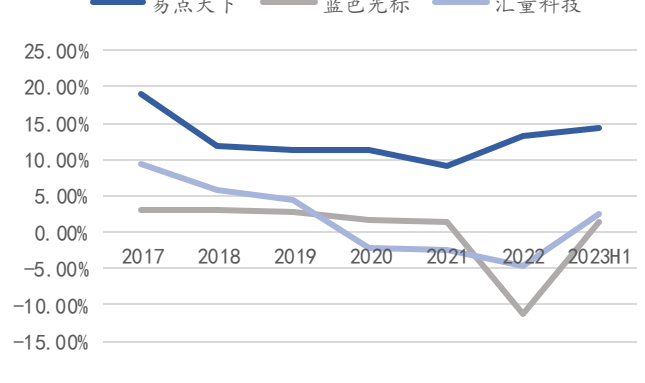
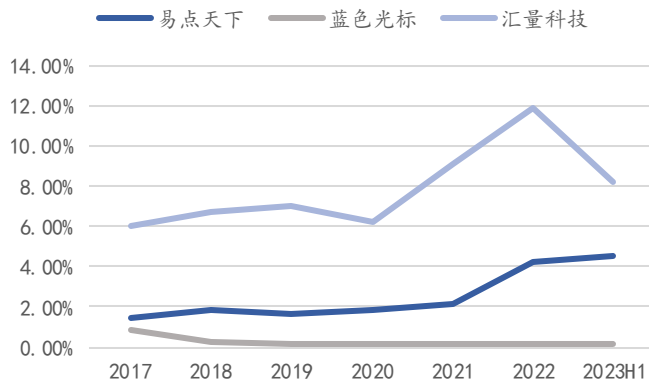


来源：易点天下、蓝色光标、汇量科技公司公告，国金证券研究所

来源：易点天下、蓝色光标、汇量科技公司公告，国金证券研究所

图表49：可比公司研发费用率 (%)

图表50：可比公司营业利润率 (%)



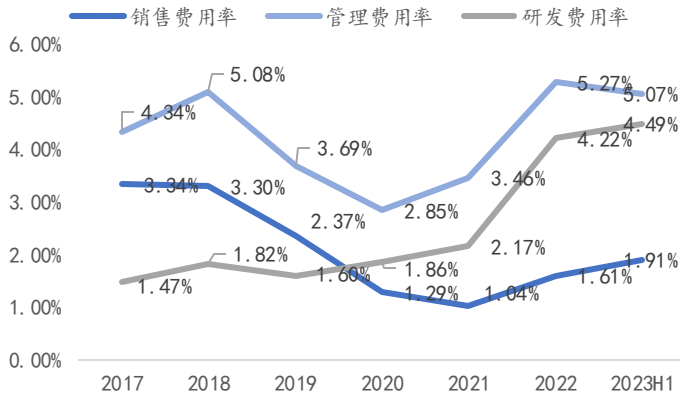
来源：易点天下、蓝色光标、汇量科技公司公告，国金证券研究所

来源：易点天下、蓝色光标、汇量科技公司公告，国金证券研究所

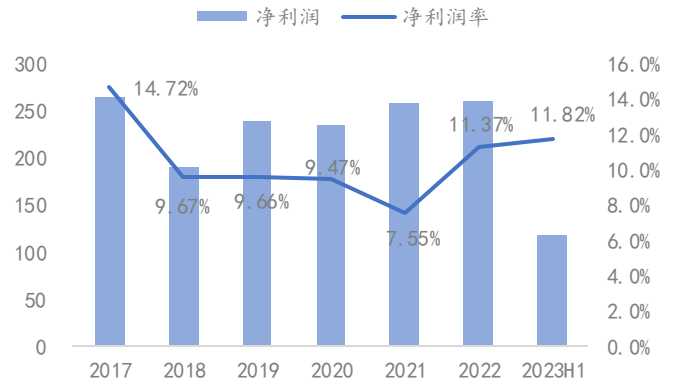
利润率近期持续改善。2018 年至 2020 年，公司净利润率在 9.50% 左右。2022 年归属于上市公司股东的净利润为 2.62 亿元，同比增长 1.38%，净利润率 11.37%。主要由于毛利率改善，及 22 年净汇兑收益增加 7970 万。2023 年上半年，公司归属于上市公司股东的净利润 1.19 亿元；Q2 实现利润总额 9475 万元，环比增长 95.46%；剔除汇兑损益后 Q2 利润总额 6637 万元，环比增长 22.00%，同比增长 26.17%。



图表51: 公司开支情况 (%)



图表52: 公司净利润与净利润率 (百万元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

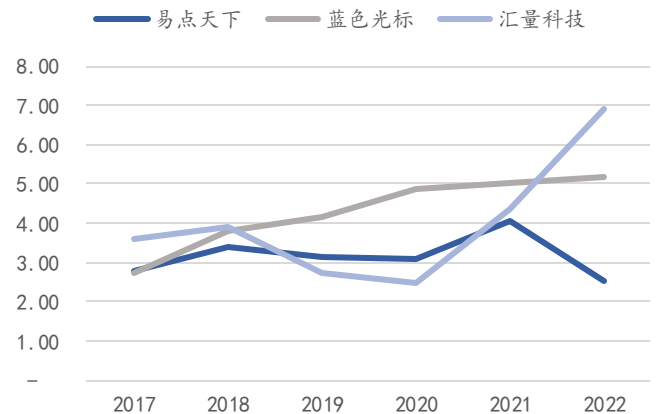
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司应收账款金额较大。近年来, 公司应收账款规模约为 7 至 10 亿元, 约占公司收入比例的三成左右。2019 年至 2021 年应收账款周转率整体稳中有升, 且在同行中处于中游水平。公司客户 90% 左右应收账款账龄均在一年以内。2022 年至今, 三年以上账龄应收账款占比较往年有提升。

图表53: 公司应收账款及账龄分析

	2019	2020	2021	2022	2023H1
应收账款(百万元)	955.74	737.32	1,094.12	869.63	1,020.09
占收入比例 (%)	38.33%	29.75%	31.95%	37.72%	
账龄结构:					
1 年以内(含 1 年)	91.16%	89.68%	93.15%	90.99%	89.28%
1 至 2 年	6.46%	3.95%	2.13%	2.48%	4.53%
2 至 3 年	2.36%	4.73%	2.52%	0.65%	0.47%
3 年以上	0.02%	1.64%	2.20%	5.88%	5.71%

图表54: 可比公司应收账款周转率 (次)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

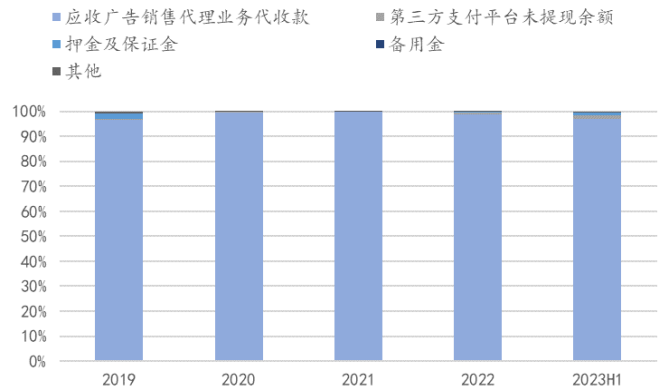
公司头部媒体账户管理服务的业务属性, 导致其他应收款、其他应付款规模较大。公司其他应收款规模近两年规模在 13-17 亿元, 规模逐步扩大主要由于头部媒体账户管理服务收入提升, 其他应收款为应收广告销售代理业务代收款, 并非公司经营所产生的应收款项, 因此计入其他应收款, 90% 以上账龄在一年以内。头部媒体账户管理服务业务中, 公司收入为代理佣金收入, 收益来源为平台返点, 该业务中应向广告主收取的款项来源于代其向头部媒体平台支付的广告投放成本费用。2020 年末由于 Alibaba Group、Joyo Technology Pte. Ltd. 等客户的应收广告销售代理业务代收款余额较大, 导致应收广告销售代理业务代收款同比 2019 年增加较大, 进一步导致 2020 年其他应收款余额增加较大。其他应收款的剩余部分包括第三方支付平台未提现余额 (即公司通过第三方支付平台 Paypal 与供应商结算时, 公司在 Paypal 账户中余额)、押金及保证金、备用金, 合计占比小于 3%。



图表55: 公司其他应收账款及账龄分析

	2019	2020	2021	2022	2023H1
其他应收账款(百万元)	196.16	949.18	1,479.93	1,703.30	1,303.61
占收入比例 (%)	7.87%	38.30%	43.21%	73.88%	
账龄结构:					
1 年以内 (含 1 年)	96.50%	98.89%	96.62%	94.51%	91.37%
1 至 2 年	3.50%	0.92%	2.68%	4.17%	5.96%
2 至 3 年	0.00%	0.20%	0.58%	0.87%	1.93%
3 年以上	0.00%	0.00%	0.12%	0.45%	0.75%

图表56: 公司其他应收账款按性质分类情况

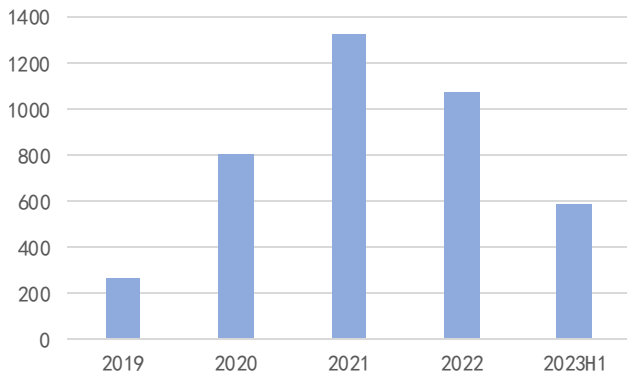


来源: 公司公告, 国金证券研究所

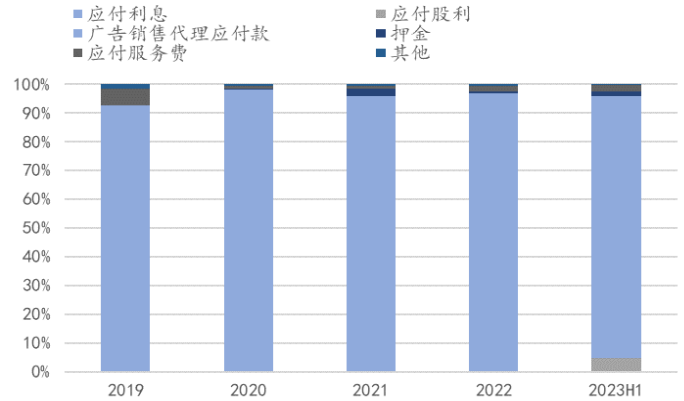
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司其他应付款中, 广告销售代理应付款占比超 90%, 主要为公司头部媒体账户管理服务业务下, 应付供应商的流量采购款项。其余其他应付款包括应付服务费(如应付服务器费用、应付中介费用等)、押金、应付利息、应付股息。

图表57: 公司其他应付款 (百万元)



图表58: 公司其他应付账款按性质分类情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

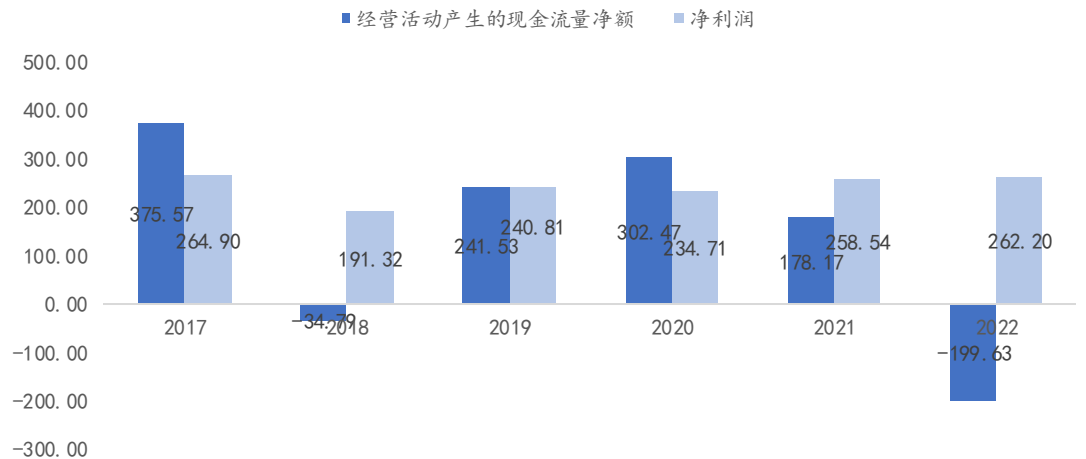
来源: 公司公告, 国金证券研究所

经营现金流持续受重大客户业务调整影响。自 2019 年, 公司强化应收账款收款管理, 有效改善了经营现金流量状况。2021 年, 由于账期相对较长的战略大客户阿里进一步扩大头部媒体投放规模, 导致当年经营活动产生的现金流量净额小于净利润。2022 年公司经营活动产生的现金流量净额为负, 主要系经营活动资金占用上升影响所致。

分红政策上, 公司章程显示在满足公司现金分红条件时, 公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的可供分配利润的百分之十。2022 年公司向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 0.6 元 (含税), 共计派发现金红利 28,313,154.30 元 (含税)。分红比例约为 11%。



图表59：公司经营活动产生的现金流量净额及净利润（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测

4.1 核心假设及盈利预测

收入端，公司受益于国内头部电商、游戏、应用及品牌出海的趋势，聚焦效果广告营销业务。据 eMarketer，全球移动互联网广告市场在 2023 年至 2025 年增速预计分别为 10.78%、12.01%、10.90%。2023 年 Q1 经历疫情放开的挑战，Q2 起呈现复苏态势。2023 上半年公司实现营业收入 9.98 亿元，下半年通常为电商营销旺季，预计收入持续改善。且公司和阿里合作的结算方式变化导致的收入规模增速的影响在下半年消除，为统一口径下的计量，因此我们预计下半年公司收入增速约为 30%，全年收入基本与去年持平。公司客积累大量优质客户，预计 2024-2025 年增速高于行业平均水平。我们预计 2023 年至 2025 年公司营业收入分别为 22.78 亿元、27.79 亿元、32.97 亿元，对应增速-0.80%、21.52%、18.62%。

成本端：预计公司毛利率改善，主要因为 AIGC 带来的降本增效，自 Kreado AI 上线以来，拍摄及数字人制作等场景成本都明显下降。据招股书披露的成本结构，流量采购成本仍为主要成本，相对刚性，2018-2021 年流量采购成本占营业成本比例约为 97%左右，人工成本占比 1.5%左右。预计 2023 年至 2025 年毛利率为 22.67%、22.99%、23.21%。

费用端：2023 年至 2025 年预计销售费用率分别为 1.77%、1.77%、1.75%，随着疫情修复，预计差旅费、业务招待费、广告宣传费等预计均有恢复。管理费用率分别为 4.02%、4.45%、4.32%。公司持续重视研发投入，2023 年至 2025 年预计研发费用率分别为 4.00%、4.05%、3.97%。

基于以上假设，我们认为在利润端，公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 2.61 亿元、3.17 亿元、3.91 亿元。归母净利润率稳中有升，分别为 11.39%、11.39%、11.86%。



图表60: 公司利润表 (百万元人民币)

单位 (百万元人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,425	2,306	2,287	2,779	3,297
YoY	38.19%	-32.68%	-0.80%	21.52%	18.62%
收入拆分					
效果广告营销服务	3,294	2,177	2,154	2,627	3,116
YoY	36.74%	-33.91%	-1.09%	21.96%	18.62%
占收入比例	96.19%	94.44%	94.15%	94.50%	94.50%
广告销售代理服务及其他	126	123	129	148	176
YoY	83.25%	-2.51%	5.57%	14.45%	18.89%
占收入比例	3.67%	5.32%	5.66%	5.33%	5.34%
其他业务	5	6	4	5	5
YoY	986.28%	19.45%	-24.51%	10.00%	10.00%
占收入比例	0.14%	0.25%	0.19%	0.17%	0.16%
毛利润	578	470	519	639	765
YoY	14.11%	-18.69%	10.43%	23.20%	19.77%
毛利率	16.86%	20.37%	22.67%	22.99%	23.21%
销售费用	-36	-37	-40	-49	-58
YoY	11.27%	4.63%	8.61%	21.89%	17.18%
销售费用率	1.04%	1.61%	1.77%	1.77%	1.75%
管理费用	-119	-122	-109	-124	-142
YoY	68.11%	2.52%	-10.40%	13.49%	15.13%
管理费用率	3.46%	5.27%	4.76%	4.45%	4.32%
研发费用	-74	-97	-92	-113	-131
YoY	61.23%	31.09%	-5.57%	22.61%	16.06%
研发费用率	2.17%	4.22%	4.02%	4.05%	3.97%
营业利润	309	306	311	373	460
YoY	11.16%	-1.10%	1.77%	19.80%	23.48%
营业利润率	9.02%	13.25%	13.60%	13.41%	13.95%
净利润	259	262	261	317	391
YoY	10.16%	1.41%	-0.64%	21.56%	23.48%
净利润率	7.55%	11.37%	11.39%	11.39%	11.86%
归母净利润	259	262	261	317	391
YoY	10.16%	1.38%	-0.54%	21.47%	23.48%
归母净利润率	7.55%	11.37%	11.40%	11.39%	11.86%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2 估值及投资建议

采用 PE 估值法, 公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 2.61 亿元、3.17 亿元、3.91 亿元。可比公司包括布局海外营销投放的公司蓝色光标、汇量科技, 以及积极探索 AI+营销的广告行业公司浙文互联、利欧股份、分众传媒。行业 2023 年 PE 中位数为 28.21x。考虑到公司深耕海外营销多年, 客户资源优质, AI 持续赋能降本增效, 我们给予公司 2023 年 33x PE 估值, 对应市值 86.03 亿元, 目标价 18.23 元。首次覆盖给予“买入”评级。


图表61：可比公司估值

公司名称	证券代码	净利润 (百万元)					P/E				
		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
蓝色光标	300058.SZ	518	-2,177	639	782	959	41.00	N.A	28.98	23.67	19.30
汇量科技	1860.HK	-25	10	16	38	67	N.A	21.94	333.51	134.97	77.68
浙文互联	600986.SH	305	77	273	334	396	55.03	31.53	28.21	23.06	19.44
利欧股份	002131.SZ	-1,026	-458	564	734	908	N.A	N.A	26.97	20.72	16.75
分众传媒	002027.SZ	6,112	2,839	4,958	6,047	6,951	19.00	25.58	20.71	16.98	14.77
		行业最高值					55.03	31.53	333.51	134.97	77.68
		行业中位数					41.00	25.58	28.21	23.06	19.30
		行业最低值					19.00	21.94	20.71	16.98	14.77
易点天下	301171.SZ	259	262	261	317	391	30.88	30.46	29.58	24.35	19.72

*收盘价及市值截至 2023 年 10 月 17 日

来源: wind, 国金证券研究所

五、风险提示

海外市场环境和政策变动风险。公司在各个国家和地区开展业务，由于各个国家和地区的市场环境及政策存在变动的可能性，如果公司不能及时根据当地市场环境和政策变动调整自身的产品及业务，可能对公司的业务开展产生不利影响。若国际贸易摩擦加剧，影响国内企业出海的策略，也会对公司业务开展产生不利影响。

海外需求恢复不及预期风险。若海外消费、视频、游戏等需求修复不及预期，或影响公司广告投放的效果。

新技术研发及应用不及预期风险。公司积极拥抱 AI 技术，探索在营销场景下应用，或在新技术研发进程不及落地进度预期的风险。

供应商较为集中的风险。公司与 Google、Meta、Twitter、字节跳动、Pinterest 等全球主流互联网媒体或其代理商建立了稳定良好的合作关系，由于头部媒体用户规模较大、市场份额占比较高，公司用户流量采购集中度较高。若主要供应商/头部媒体流平台变更合作政策，可能导致无法持续采购头部媒体用户流量，或对公司日常经营产生不利影响。

客户流失风险。公司深耕跨境营销行业，积累大量头部客户，但仍需持续迭代来应对客户变化的需求，面对市场竞争，若客户自建海外投放团队或更换合作方，或导致公司收入下滑。

应收账款余额较大的风险。2020 年至 2022 年期末，公司应收账款余额分别为 7.37 亿元、10.94 亿元、8.70 亿元，占当期营业收入的比重分别为 29.75%、31.95%、37.72%。若主要客户因自身经营状况或外部经营环境严重恶化以致影响偿付能力，则公司将面临应收账款部分甚至全部无法收回的风险。

限售股解禁风险。公司于 2023 年 8 月 21 日为 240,847,155 股，占公司总股本的 51.0393%，解禁后若持有人卖出，可能对公司股价产生一定影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	2,478	3,425	2,306	2,287	2,779	3,297	货币资金	985	1,236	1,837	1,800	1,949	2,247	
增长率	-0.6%	38.2%	-32.7%	-0.8%	21.5%	18.6%	应收款项	1,616	2,470	2,433	2,230	2,499	2,670	
主营业务成本	-1,972	-2,847	-1,836	-1,769	-2,140	-2,532	存货	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	79.6%	83.1%	79.6%	77.3%	77.0%	76.8%	其他流动资产	38	50	392	374	384	395	
毛利	506	578	470	519	639	765	流动资产	2,640	3,756	4,662	4,404	4,832	5,311	
%销售收入	20.4%	16.9%	20.4%	22.7%	23.0%	23.2%	%总资产	95.6%	93.0%	93.9%	94.0%	94.3%	94.6%	
营业税金及附加	-3	-3	-6	-7	-7	-8	长期投资	66	80	135	142	149	156	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	5	14	13	17	18	20	
销售费用	-32	-36	-37	-40	-49	-58	%总资产	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	
%销售收入	1.3%	1.0%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	无形资产	4	13	21	30	38	45	
管理费用	-71	-119	-122	-109	-124	-142	非流动资产	122	284	302	280	291	303	
%销售收入	2.8%	3.5%	5.3%	4.8%	4.4%	4.3%	%总资产	4.4%	7.0%	6.1%	6.0%	5.7%	5.4%	
研发费用	-46	-74	-97	-92	-113	-131	资产总计	2,761	4,040	4,964	4,684	5,124	5,615	
%销售收入	1.9%	2.2%	4.2%	4.0%	4.1%	4.0%	短期借款	0	162	75	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	355	346	208	270	346	426	应付款项	1,204	1,887	1,378	994	1,111	1,183	
%销售收入	14.3%	10.1%	9.0%	11.8%	12.5%	12.9%	其他流动负债	101	167	206	172	198	240	
财务费用	-40	-20	68	62	11	14	流动负债	1,306	2,217	1,659	1,166	1,309	1,423	
%销售收入	1.6%	0.6%	-2.9%	-2.7%	-0.4%	-0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	0	0	-51	-57	-34	-40	其他长期负债	18	131	120	72	53	38	
公允价值变动收益	0	0	2	-2	0	0	负债	1,323	2,348	1,779	1,238	1,361	1,461	
投资收益	-9	1	24	12	8	16	普通股股东权益	1,438	1,692	3,184	3,445	3,762	4,153	
%税前利润	n.a	0.2%	7.7%	3.9%	2.2%	3.6%	其中：股本	396	396	472	472	472	472	
营业利润	278	309	306	311	373	460	未分配利润	440	698	959	1,220	1,536	1,927	
营业利润率	11.2%	9.0%	13.3%	13.6%	13.4%	14.0%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1	
营业外收支	0	-4	2	0	0	0	负债股东权益合计	2,761	4,040	4,964	4,684	5,124	5,615	
税前利润	278	305	308	311	373	460	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	11.2%	8.9%	13.3%	13.6%	13.4%	14.0%	每股指标							
所得税	-43	-46	-45	-50	-56	-69	每股收益	0.592	0.652	0.555	0.552	0.671	0.829	
所得税率	15.6%	15.1%	14.8%	16.2%	15.0%	15.0%	每股净资产	3.628	4.269	6.748	7.301	7.972	8.800	
净利润	235	259	262	261	317	391	每股经营现金净流	0.763	0.449	-0.423	0.206	0.427	0.722	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	235	259	262	261	317	391	回报率							
净利率	9.5%	7.5%	11.4%	11.4%	11.4%	11.9%	净资产收益率	16.32%	15.28%	8.23%	7.57%	8.42%	9.42%	
							总资产收益率	8.50%	6.40%	5.28%	5.57%	6.18%	6.96%	
							投入资本收益率	20.72%	15.75%	5.40%	6.57%	7.83%	8.72%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-0.59%	38.19%	-32.68%	-0.80%	21.52%	18.62%	
							EBIT增长率	29.32%	-2.43%	-40.04%	30.03%	28.25%	23.02%	
							净利润增长率	-2.51%	10.16%	1.38%	-0.54%	21.47%	23.48%	
							总资产增长率	35.12%	46.32%	22.86%	-5.64%	9.39%	9.58%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	117.3	90.5	143.6	135.0	120.0	120.0	
							存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
							应付账款周转天数	74.1	61.5	86.0	60.0	57.0	55.0	
							固定资产周转天数	0.7	1.5	2.1	2.8	2.4	2.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-68.51%	-63.44%	-65.42%	-61.73%	-60.64%	-62.21%	
							EBIT利息保障倍数	8.8	17.6	-3.1	-4.4	-31.2	-30.1	
							资产负债率	47.92%	58.12%	35.84%	26.44%	26.57%	26.03%	

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究