

易点天下 (301171)

出海营销服务商，有望持续受益于出海及 AI 浪潮

买入 (首次)

2024 年 06 月 30 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

研究助理 晋晨曦

执业证书: S0600122090072

jincx@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 2306 | 2143 | 2554 | 2925 | 3295 |
| 同比 (%) | (32.68) | (7.04) | 19.18 | 14.52 | 12.64 |
| 归母净利润 (百万元) | 262.12 | 217.04 | 286.19 | 362.38 | 412.53 |
| 同比 (%) | 1.38 | (17.20) | 31.86 | 26.62 | 13.84 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.56 | 0.46 | 0.61 | 0.77 | 0.87 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 26.46 | 31.96 | 24.24 | 19.14 | 16.82 |

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **出海营销服务商，广告主端及媒体端资源丰富。**公司成立于 2005 年，主要服务中国出海企业。广告主端，公司积极拓展不同行业客户，非电商广告主营占比持续提升至 76.8%；媒体端，公司涵盖头部及中长尾媒体效果营销，满足广告主多样化营销需求。
- **受益于企业出海潮，公司营收有望迎来增量。**国内竞争红海化加速企业出海。对于电商企业，中国具备高效率供应链，跨境电商具竞争优势。对于游戏企业而言，凭借研运优势，出海有望带来营收增量。此外，电商、游戏和应用类行业高度依赖线上广告引流推广，因此随企业出海潮，出海营销服务有望迎来增长。根据弗若斯特沙利文，出海营销服务市场规模将在 2025 年达 511 亿美元，公司深耕出海营销赛道，有望从中获益。
- **以数据、技术为核心，精准投放奠定高盈利基础。**公司区别于仅提供投放通道业务的营销中介，为广告效果负责。公司通过智能化业务平台，基于投放经验及数据，做到更精准的匹配广告订单，从而获得更高的利润率。其中，公司在中长尾媒体投放中因为更低的用户透明度及更高的议价能力，占据更多的利润分配。未来，随技术提升，及程序化广告需求的提升，公司毛利率有望持续上升。
- **Kreado AI 助力出海企业降本增效，商业化进程稳步推进。**2023 年 7 月，易点天下首个 AIGC 数字营销创作平台 Kreado AI 面向全球创作者正式发布，可提供包含 AI 数字人、AI 模特、AI 工具、AI 创意资产在内的 4 大解决方案，主要针对营销内容、素材的生成，从而解决传统数字内容的生成中成本高昂，效率低下、脚本创作难、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。AI 平台商业化布局稳步推进，有望为公司带来业绩增长潜力。
- **盈利预测与投资评级：**公司深耕出海营销赛道，且自研营销智能化业务平台及 Kreado AI 平台，帮助广告主降本增效，提升投放效果。公司有望受益于企业出海潮，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润将达 2.9/3.6/4.1 亿元，同比提升 32%/27%/14%，当前股价对应 PE 达 24/19/17 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**AI 应用/技术发展不及预期，AI 伦理风险，行业竞争风险

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 14.70 |
| 一年最低/最高价 | 13.32/25.00 |
| 市净率(倍) | 2.01 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4,538.99 |
| 总市值(百万元) | 6,936.72 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 7.32 |
| 资产负债率(% ,LF) | 35.53 |
| 总股本(百万股) | 471.89 |
| 流通 A 股(百万股) | 308.78 |

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 以效果为核，服务中国出海企业 | 5 |
| 1.1. 主营出海营销，业务布局全球化 | 5 |
| 1.2. 业绩稳健增长，毛利率企稳回升 | 5 |
| 2. 营收增量—企业出海潮将带动广告预算提升 | 7 |
| 2.1. 电商：跨境电商正当时，平台、卖家营销推广需求高企 | 8 |
| 2.2. 游戏出海赛道呈现精细化营销趋势 | 11 |
| 2.3. 公司深耕出海营销，有望在出海潮背景下抢占更多份额 | 12 |
| 3. 盈利能力—数据及技术为核心，精准投放奠定高盈利基础 | 14 |
| 3.1. 区别于营销代理中介，为投放效果负责 | 14 |
| 3.2. 怎样做到投放效果的提升？——智能化业务平台 | 16 |
| 3.3. 程序化广告需求持续提升，有望成为广告市场发展重点 | 18 |
| 4. Kreado AI 助力出海企业降本增效，商业化稳步推进 | 19 |
| 5. 盈利预测与投资建议 | 22 |
| 6. 风险提示 | 24 |

图表目录

| | | |
|-------|------------------------------------|----|
| 图 1: | 易点天下发展历程..... | 5 |
| 图 2: | 易点天下营业收入及增速..... | 6 |
| 图 3: | 易点天下归母净利润及增速..... | 6 |
| 图 4: | 易点天下营收构成-分业务 (亿元) | 6 |
| 图 5: | 易点天下营收构成-分行业 (亿元) | 6 |
| 图 6: | 易点天下各业务毛利率..... | 7 |
| 图 7: | 易点天下毛利率及费用率情况..... | 7 |
| 图 8: | 2019-2023 年 A 股上市企业海外收入及占比统计 | 8 |
| 图 9: | 中国跨境电商市场规模及增速..... | 8 |
| 图 10: | 2023 年全球主要国家电商渗透率 (预测值) | 8 |
| 图 11: | 跨境电商成本的拆解..... | 9 |
| 图 12: | 拼多多销售费用及增速 (亿元) | 10 |
| 图 13: | TikTok Shop 目标 GMV 及增速 | 10 |
| 图 14: | 跨境电商企业销售费用率..... | 10 |
| 图 15: | 中国互联网网民数量 (亿人) | 11 |
| 图 16: | 全球移动游戏市场规模及移动游戏占比..... | 11 |
| 图 17: | 中国游戏出海市场规模..... | 11 |
| 图 18: | 易点天下前五大客户收入占营收比例..... | 13 |
| 图 19: | 易点天下全球媒体资源..... | 13 |
| 图 20: | 易点天下不同媒体毛利率差异 (2019-2021) | 15 |
| 图 21: | 不同渠道等级中长尾媒体毛利率..... | 16 |
| 图 22: | 程序化广告产业链..... | 18 |
| 图 23: | 全球程序化广告支出..... | 19 |
| 图 24: | 易点天下广告营销领域的技术产品变迁..... | 19 |
| 图 25: | 易点天下强中台能力让业务产品高效敏捷可复用..... | 19 |
| 图 26: | 易点天下 AIGC 数字营销创作平台 Kreado AI..... | 20 |

| | |
|---------------------------------|----|
| 表 1: 易点天下主要业务分类..... | 5 |
| 表 2: 跨境电商产业链中游企业类型及营销策略..... | 9 |
| 表 3: 易点天下全球客户资源..... | 12 |
| 表 4: 易点天下与广告主以 KPI 为依据进行结算..... | 14 |
| 表 5: 易点天下 1+2 全新品牌架构..... | 16 |
| 表 6: 效果广告业务中, 不同类型流量媒体特征对比..... | 17 |
| 表 7: KreadoAI 的核心功能..... | 20 |
| 表 8: KreadoAI 的竞争优势..... | 21 |
| 表 9: KreadoAI 的定价..... | 21 |
| 表 10: 营收拆分 (百万元)..... | 22 |
| 表 11: 可比公司估值表..... | 23 |

1. 以效果为核，服务中国出海企业

易点天下成立于 2005 年，主要服务中国出海企业，致力于为客户提供全球营销推广服务。公司为跨境电商、工具应用和游戏等各行业 5000 余家广告主客户提供了全面、专业的出海营销解决方案，助力企业快速实现国际化布局。

图1：易点天下发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 主营出海营销，业务布局全球化

公司主营业务覆盖效果广告服务以及头部媒体账户管理服务。若按照投放媒体类型分类，则可分为：1) 大媒体业务：头部媒体账户管理、效果广告；2) 中长尾媒体效果广告。其中，公司效果广告投放通过各类智能化广告平台完成。

表1：易点天下主要业务分类

| 主要业务 | 业务内容 | 业务简介 |
|------------------------|---|--|
| 效果广告服务 | <ul style="list-style-type: none"> 头部媒体效果营销服务 中长尾媒体效果营销服务 | 公司帮助广告主客户制定广告决策并进行投放。通过智能化的业务系统提升广告投放效率；并在头部媒体、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。 |
| 品牌广告 (2020年以后不再开展) | 创意策略、公共关系、媒体投放、活动执行 | 包括创意策略服务、公共关系服务、媒体投放服务以及活动执行服务 |
| 头部媒体账户管理 (广告投放代理服务) | 头部媒体账户管理 | 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、充值等基础账户运营服务。 |

数据来源：招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

海外多地均有业务布局，实现本土化营销。公司在海外多地均有相应布局，通过把握各地用户特征，实现本土化营销策略。公司在印度、日本、美国、德国等海外多地投资设立子公司，负责公司当地业务的开展。

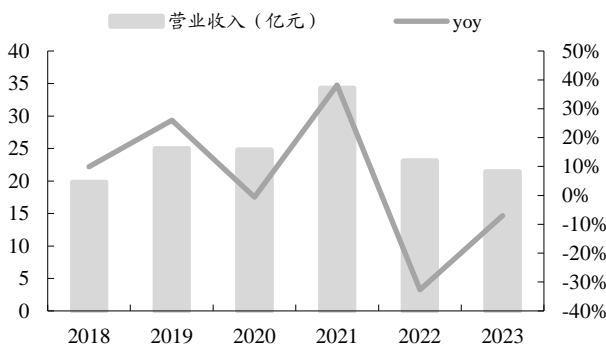
1.2. 业绩稳健增长，毛利率企稳回升

收入确认模式变化影响短期营收，长期有望受益于出海及 AI 趋势。2022 年，公司

第一大客户阿里改为直接通过 Google 采买广告流量，收入仅确认效果广告投放服务(即以净额法确认)。2023 年，公司营收同比下滑 7.04%，主因 23Q1 公司仍受结算方式变更影响。随出海企业数量提升，AI 商业化进程推进，公司营收长期有望迎来增量。

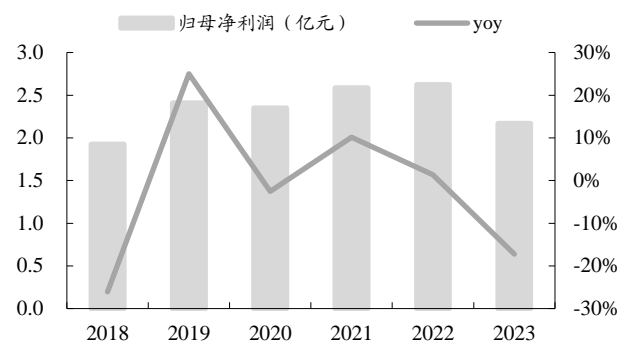
23 年净利润受汇兑损益影响，24Q1 重回增长态势。2023 年，公司归母净利润实现 2.17 亿元，同比下降 17.2%，主要受美元汇率波动及股权激励影响。若剔除汇兑损益和股份支付，则公司 23 年归母净利润为 2.12 亿元，同比 22 年增长 8.99%。24Q1，公司实现归母净利润 0.5 亿元，同比提升 21.2%。

图2：易点天下营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

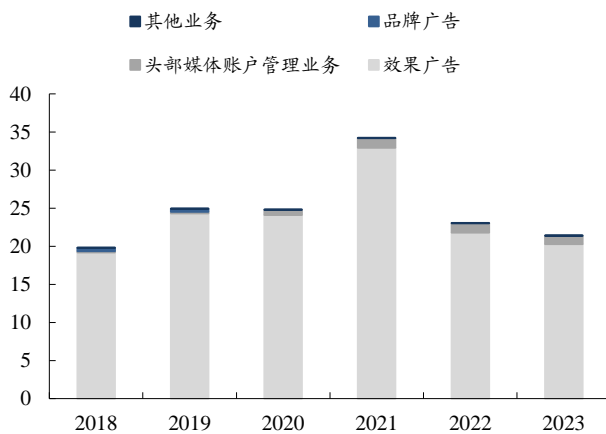
图3：易点天下归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

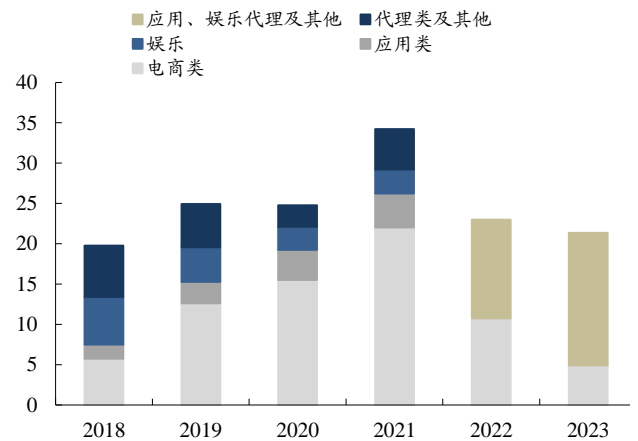
电商类客户受结算方式影响，非电商类客户带来营收增量。2021 年以前，公司营收增长主因电商广告主加大广告投放，来自电商广告主的营收占比 2021 年达 64.3%。2022 年后，由于电商类大客户结算方式改变、疫情期间物流发货限制等因素影响，电商广告主占比下降；但从毛利角度来看，电商类客户贡献毛利仍呈增长态势，2023 年为 1.3 亿元，22 年则为 0.98 亿元。来自非电商客户的收入持续增长，贡献增量营收，2023 年非电商广告主的营收占比上升至 76.8%。

图4：易点天下营收构成-分业务（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：易点天下营收构成-分行业（亿元）



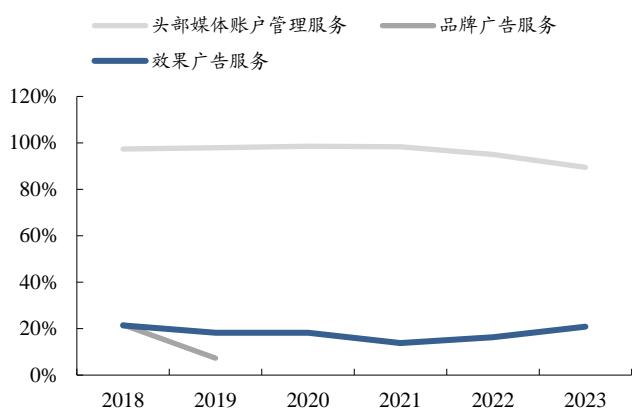
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2022 年以后，公司将应用、娱乐代理及其他行业营收合并披露

总体毛利率回升，效果广告贡献主要盈利。2022 年以来，随着与大客户收入确认模式改变、疫后客户营销需求复苏等因素，公司毛利率持续改善：2023 年公司毛利率为 24.37%，同比提升 3.7pct；其中，效果广告业务 2023 年毛利率为 20.8%，同比提升 4.6pct。

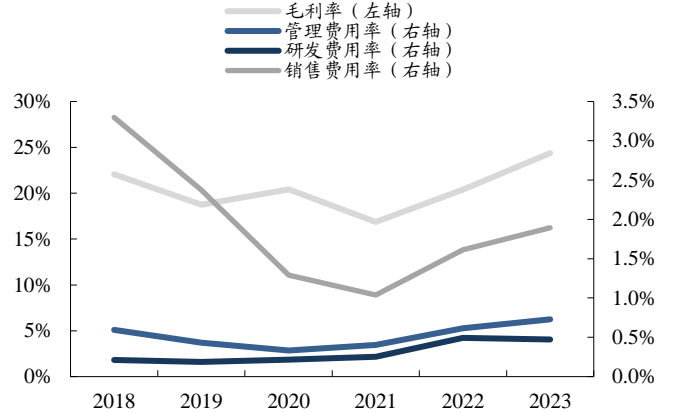
重视研发投入，以技术驱动广告效率提升。公司重视研发投入，掌握包括实时及离线海量数据计算框架、全球网络加速技术、分布式消息、渠道客户智能评级等核心技术，同时积极推动 AIGC 布局，保持技术竞争优势，2023 年，公司研发费用率、销售费用率、管理费用率分别为 4.05%、1.9%、6.25%。

图6：易点天下各业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：易点天下毛利率及费用率情况

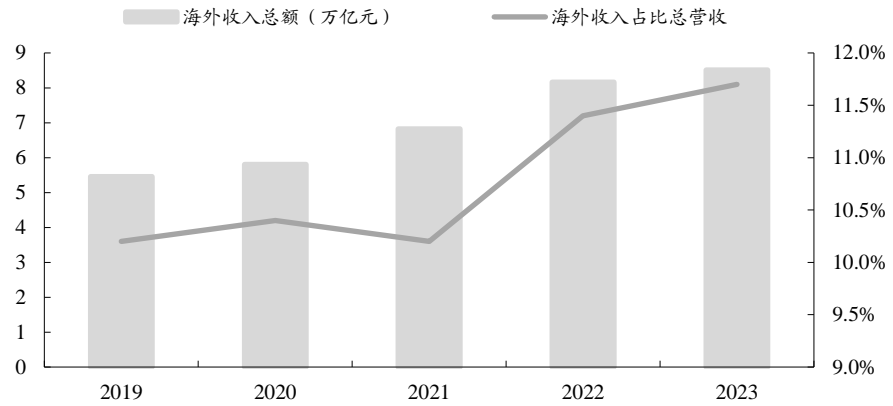


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 营收增量—企业出海潮将带动广告预算提升

受益于企业出海潮，出海营销服务市场规模高速增长。随着国内流量竞争红海化，各企业迈入出海市场。根据月狐数据，2023 年 A 股市场海外收入占营收比例达 11.7%，较 22 年同比提升 0.3pct。受益于此，出海营销服务市场高速增长。根据弗若斯特沙利文，出海营销服务市场规模在 2025 年将达 511 亿美元。其中，电商、游戏和应用类行业高度依赖线上广告引流推广，占据大部分出海营销服务市场。

图8: 2019-2023年A股上市企业海外收入及占比统计

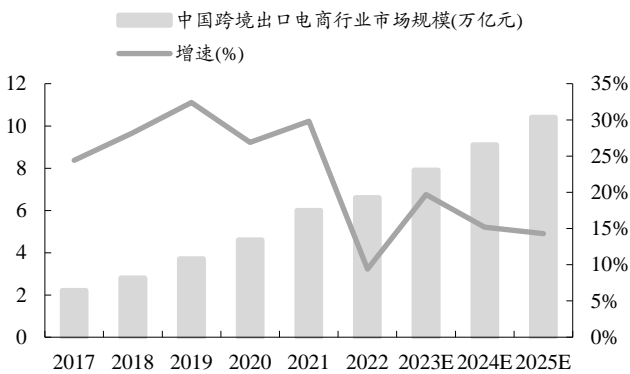


数据来源: 月狐数据, 东吴证券研究所

2.1. 电商: 跨境电商正当时, 平台、卖家营销推广需求高企

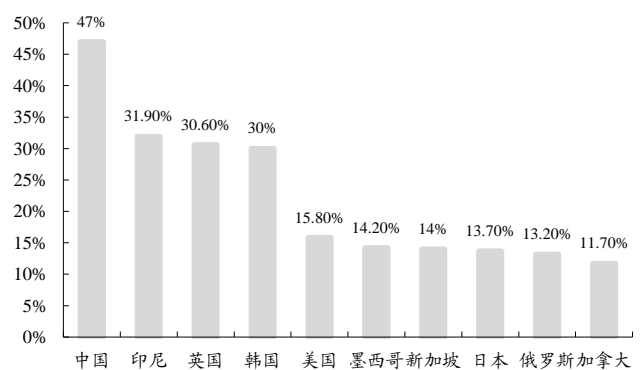
海外电商渗透率仍有空间, 跨境电商大有可为。国内电商受益于配套设施的完善及产能的提升, 近年来高速发展, 电商渗透率位于全球前列。根据 eMarketer, 对比全球主要经济体, 2023 年预计中国电商渗透率达 47%, 东南亚地区如印尼、新加坡电商渗透率分别为 32%、14%; 欧美地区如英国、美国、加拿大电商渗透率分别为 31%、16%、12%。相比国内市场, 海外电商市场仍处发展阶段, 竞争尚不饱和, 跨境电商赛道仍具备广阔市场。

图9: 中国跨境电商市场规模及增速



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图10: 2023年全球主要国家电商渗透率(预测值)

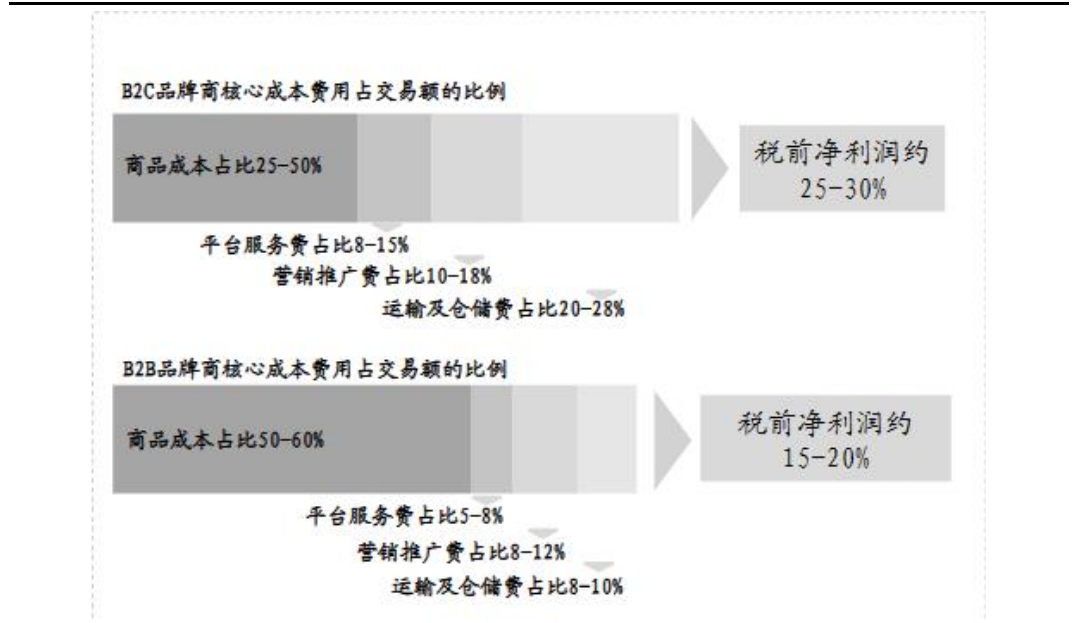


数据来源: eMarketer, 东吴证券研究所

中国企业出海具备竞争优势, 未来电商发展长远趋势向好。中国具备高效率供应链, 商品价格具备竞争力。中国跨境出口电商成本可拆解为商品成本、平台服务费、营销推广费、运输及仓储费。由于人口红利, 我国劳动力成本低、物流成本低、生产成本低,

所生产产品具备价格优势。放眼全球电商市场，中国企业增长趋势持续向好。

图11: 跨境电商成本的拆解



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

跨境电商企业的业务模式可大致分为平台型及自营型。平台型电商为卖家提供跨境平台服务，如 Temu 等；自营型电商通过自有品牌商品，以国内低成本产品出海售卖，如 Shein 等。但不管是平台型电商还是自营型电商，其发展均以流量为变现基础，因此营销对其发挥着较为重要的作用。

表2: 跨境电商产业链中游企业类型及营销策略

| 分类 | 代表企业 | 营销策略 |
|----------|-------------------|---|
| 自营电商、独立站 | Shein | 品牌借助 Facebook、Google 等媒体资源方的外部流量对自身网站产品做宣传、推广 |
| 货架电商平台 | aliexpress、lazada | 提供站内营销工具，帮助商家在站内流量进行宣传、推广；少量商家会使用外部媒体资源进行宣传，同时帮平台引流 |
| 兴趣电商平台 | tiktok shop | 通过短视频等方式帮助商家投放用户感兴趣的内容从而吸引顾客进入选购，帮助商家在站内流量中宣传、推广 |

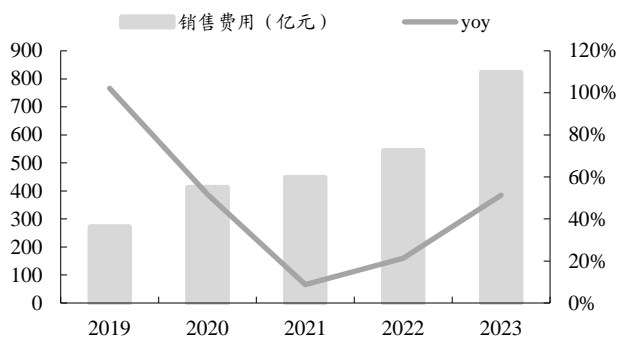
数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

对于电商平台而言，出海初期，平台需大规模投流，以快速获取用户数量，提升规

模效应。23年，Temu的迅速扩张带来了营销费用的大幅上涨，拼多多营销费用支出达822亿元，同比增长近51.2%。

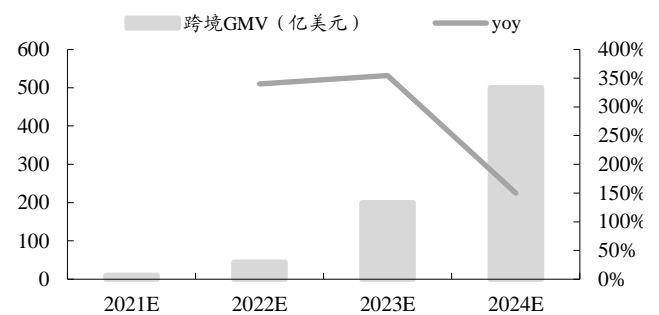
流量起量后，平台有望带动跨境产业链逐步成熟。平台的崛起有望降低跨境卖家的入局门槛，如托管、半托管模式将使得卖家仅需考虑货源供应等问题，减少对运营环节的投入。此外，直播电商模式的出海，也带动了新的服务生态，如TikTok Shop电商平台以短视频和直播方式高效率呈现货品，并发展出了跨境服务商（TSP）、跨境达人机构（MVN）和达人联盟（TAP）、跨境直播基地等多类服务生态。新的服务生态的建立将吸引更多商家入局跨境电商领域，带动广告投放增量，中介服务商将迎来新的服务机会。

图12: 拼多多销售费用及增速 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

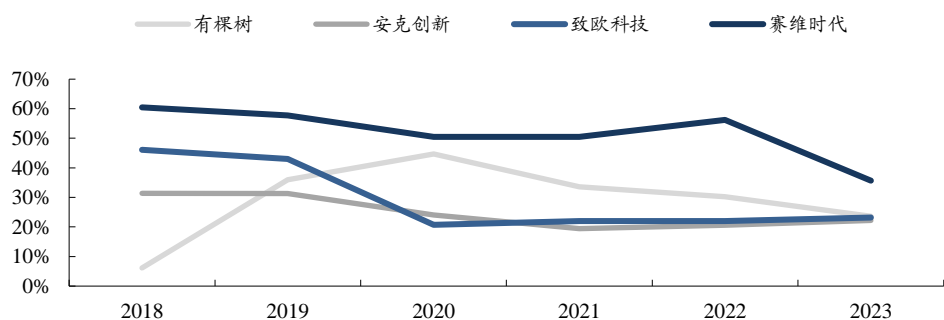
图13: TikTok Shop 目标 GMV 及增速



数据来源: 白鲸出海, 东吴证券研究所

对于电商卖家而言，销量高度依赖广告投放。跨境电商卖家通常会在多渠道进行营销推广，销售费用率保持高位，根据不同跨境电商企业财报，其销售费用率大多超过20%，即使是已形成品牌效应的企业如安克创新，其销售费用率仍旧高企，2023年其销售费用率达20.6%。

图14: 跨境电商企业销售费用率

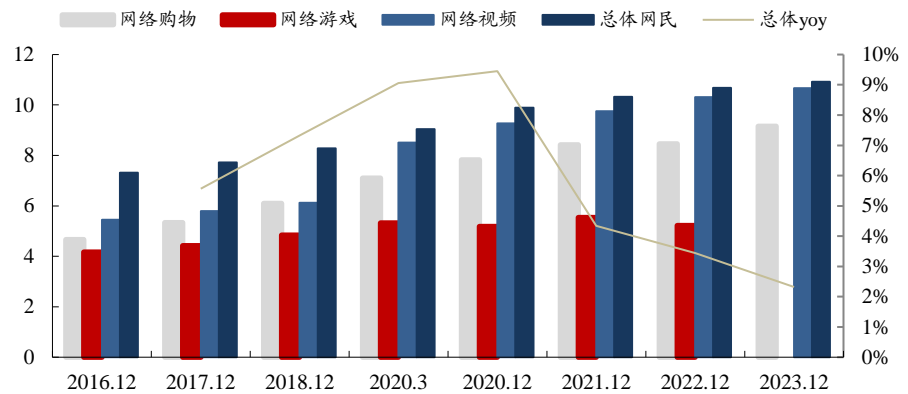


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 游戏出海赛道呈现精细化营销趋势

近年来，互联网流量增长见顶，根据 CNNIC，自 2020 年后，中国网民增速呈环比下降趋势。

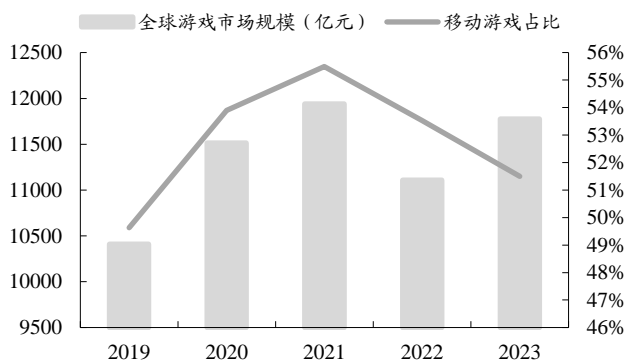
图15: 中国互联网网民数量 (亿人)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

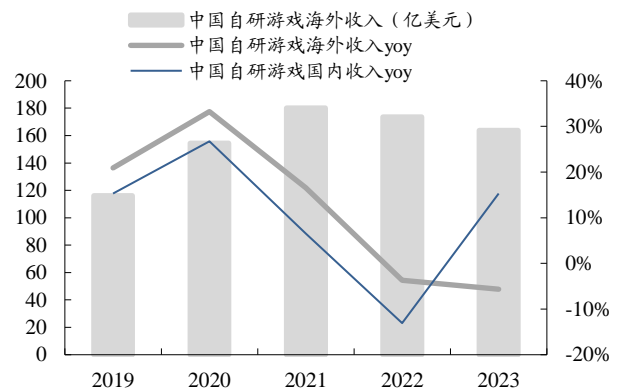
中国游戏厂商研运具优势，出海为大势所趋。在国内市场监管严格、流量增长见顶的趋势下，中国游戏厂商凭借在研发和运营上的优势，纷纷选择加大出海力度。近年来，中国游戏在海外市场展现高增长潜力，自研游戏在海外市场的收入增速高于国内市场。

图16: 全球移动游戏市场规模及移动游戏占比



数据来源: 中国音数协, 伽马数据, 东吴证券研究所

图17: 中国游戏出海市场规模



数据来源: 中国音数协, 伽马数据, 东吴证券研究所

出海手游广告投放量持续增长，精细化营销成为游戏出海破局关键。根据 Data Eye，2023 年中国游戏厂商出海投放去重素材量约 180 万，同比增长 15%，出海投放手游数

接近 4000 款，同比增长 8%；根据 App Growing，中国内地开发者在海外手游广告投放的占比为 36.1%，排名第一。随着出海游戏厂商的大量涌入，竞争加剧之下，海外买量成本逐渐提升，对于出海游戏厂商而言，如何提升广告投放的 ROI，并在不同生命增长周期阶段制订最优的买量策略，以及实现差异化的营销手段，已成为游戏出海的破局关键。

2.3. 公司深耕出海营销，有望在出海潮背景下抢占更多份额

基于多年营销领域经验，公司两端均有丰富资源：

- 1) 广告主端：易点天下主要服务于跨境电商、游戏以及应用类客户，已累计服务超 5000 家全球客户。

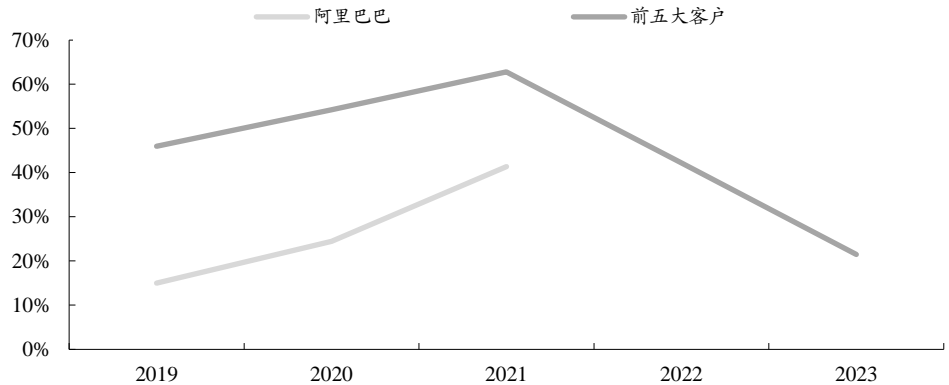
表3: 易点天下全球客户资源

| 行业 | 企业列举 |
|------|---|
| 跨境电商 | Alibaba、Aliexpress、Shopee、Lazada、细刻、Shein、BlackHead 等 |
| 游戏 | 莉莉丝游戏、米哈游、游族网络、三七互娱等 |
| 应用类 | 字节跳动、百度、华为、蚂蚁集团、快手、iQIYI、WeTV、哔哩、欢聚时代、Trip.com、Keep、糖豆、YesAuto、Opera News、Phoenix Browser、BIGO LIVE 等 |
| 品牌客户 | 江淮汽车、吉利汽车、库迪咖啡、花西子、悟空中文、Dr.Panda 熊猫博士等 |

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

与阿里、Shein 等大客户合作紧密。公司早期助力阿里、Shein 等知名企业出海，并持续保持紧密合作。其中，阿里为公司第一大客户，2022 年，公司来自阿里的收入占比达 25.8%。公司自 2016 年与阿里建立合作关系后，2019 年进一步开展大规模合作，已为 AliExpress、天猫海外版、阿里巴巴国际站等多项产品获取境外用户，并于 2020 年获得阿里最佳供应商奖（数万家供应商中仅 5 家获奖）。

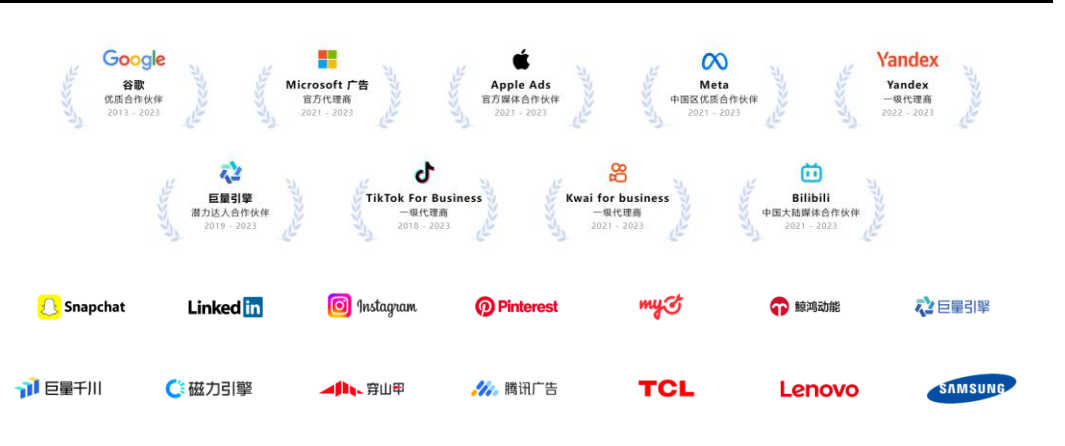
图18: 易点天下前五大客户收入占营收比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2) 媒体端: 易点天下媒体端涵盖全球头部及中长尾媒体, 从而满足不同广告主多样化、定制化的营销推广需求。公司合作的主要全球互联网媒体包括 Google、Meta 等头部媒体, 小米、美图秀秀等其他中长尾媒体。

图19: 易点天下全球媒体资源



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

易点天下在游戏、电商出海领域不断发力, 有望争取更多营销份额。游戏方面, 目前, 易点天下服务的出海手游企业众多, 包括莉莉丝、米哈游、网易游戏、B 站游戏中手游、掌趣、祖龙等。电商方面, 公司覆盖平台、独立站等效果营销服务, 帮助电商卖家提供转化率。公司在跨境电商、移动应用、游戏等行业积累了丰富的数据资源和广告运营经验, 能够帮助广告主在全球范围内高效地进行营销推广、获取用户, 并对广告效果负责, 有望在游戏、电商企业纷纷出海谋求增量的趋势下抢占更多的营销份额。

3. 盈利能力—数据及技术为核心，精准投放奠定高盈利基础

3.1. 区别于营销代理中介，为投放效果负责

营销代理公司通常因为处在产业链中游具有较低的议价权。且由于海外媒体具有更强的行业集中度，大多出海营销代理公司扮演的角色类似于中介通道，广告主通过营销中介以更低的价格投放广告。若以总额法计算，则毛利率通常为 1-2%左右（即赚取返点差）。

公司效果广告服务为企业提供服务，除过提供投放通道，也为投放效果负责。公司以 CPA 模式（即购买、安装、下载等效果次数）与广告主结算，可划分为“CPC/CPM+KPI”、“CPI+KPI”和“CPS”三种计费方式；通过这种模式，公司为广告主承担了由广告展示至有效转化之间的不确定风险，同时也获得更高的盈利能力。

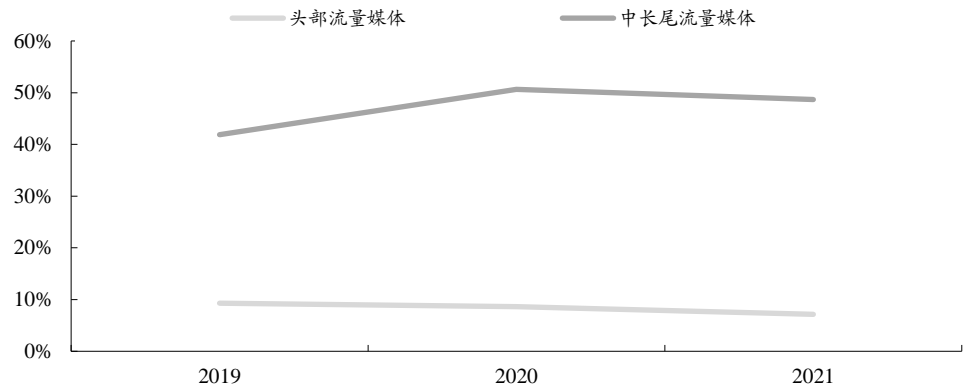
表4: 易点天下与广告主以 KPI 为依据进行结算

| 计费方式名称 | 结算依据 | KPI 考核类型 | 业务类型 | 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 | 头部媒体效果营销服务 | 电商类广告主客户 A 达成 KPI 后按照账户花费与公司结算，具体如下： ROI>300%，按照账户花费 105% 结算 ROI<300%，按 ROI 完成度按比例结算 游戏广告主 G 达成 KPI 后按照 CPI 结算： 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 |
| CPI+KPI | CPI*有效转化数量 | 注册率、留存率、ROI 及复合型 KPI 等 | 头部、中长尾媒体效果营销服务 | 电商广告主客户 L 按照用户每月第一笔销售金额支付一定比例费用，以马来西亚市场为例，各类商品具体比例如下： 女性服饰类，5.0% 电子类产品，2.1% 美妆类销售，7.0% |
| 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 | 中长尾媒体效果营销服务 | |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

若拆解不同流量来源的毛利率，则头部效果广告毛利率约为 7%左右，中长尾流量效果广告约为 15%左右。

图20: 易点天下不同媒体毛利率差异 (2019-2021)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

不同媒体毛利率的差异主要源于公司议价能力及公司对投放效果的作用大小:

- 1) **渠道议价能力:** 近年来, 流量结构向头部媒体聚集, 头部媒体相较而言拥有更大的议价权。对海外中长尾媒体而言, 公司作为广告需求方, 对其广告营收贡献更大, 因而公司相较而言拥有更大的议价权。因此, 中长尾媒体效果营销相较头部媒体营销具有更高的毛利率。
- 2) **中介对广告投放效果起到的作用:** 头部媒体相较中长尾媒体具有更精准、更透明的画像。在广告投放决策中, 一般投放媒体种类由广告主决定; 而公司主要选择相应目标画像投放广告。

在中长尾媒体中, 由于媒体数量较多、用户分散且不透明, 广告主依赖公司长期投放过程中的数据积淀, 由公司选择媒体投放渠道及策略。因此, 这种投放模式也使得公司在中长尾媒体广告投放中发挥更多的作用, 并且具有更灵活的媒体选择权, 从而占据更多的利益分配。

从公司划分的不同渠道等级毛利率中也可以看出, 越不透明、用户质量越低的媒体中, 公司的利润分配更大。

图21: 不同渠道等级中长尾媒体毛利率

| 渠道等级 | 2019年 | | 2020年 | | 2021年 | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 毛利率 | 收入占比 | 毛利率 | 收入占比 | 毛利率 | 收入占比 |
| 一 | 74.57% | 7.87% | 75.73% | 17.35% | 76.10% | 17.90% |
| 二 | 51.10% | 47.93% | 55.38% | 48.66% | 53.60% | 47.74% |
| 三 | 33.44% | 29.37% | 38.42% | 24.64% | 33.97% | 24.61% |
| 四 | 11.47% | 14.83% | 11.64% | 9.35% | 11.19% | 9.75% |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

3.2. 怎样做到投放效果的提升? ——智能化业务平台

公司“1+2”品牌架构下均有相应智能化业务平台。目前,公司旗下包括 Cyberclick、Yeahmobi 两大业务子品牌,其中 Cyberclick 链接全球头部媒体资源及当地特色流量资源,Yeahmobi 聚合全球中长尾流量。

表5: 易点天下 1+2 全新品牌架构

| 子品牌 | 业务内容 | 技术产品/平台 |
|------------|--|--|
| Cyberclick | 媒体流量为头部媒体资源及海外当地特色流量资源。流量规模占比超过 80%; 业务包含代投、账户管理、素材创意、电商直播、品牌全案等。 | Cyber Media: 对接海外媒体, 账户开户, 授权管理、创意素材等服务; Cyber Creative: 创意内容; 创意素材 Cyber Targeter : 效果营销服务解决方案, 主要针对电商广告主, 大数据下形成客户产品投放策略, 优质的区域性和新生代媒体 Cyber Data: 头部媒体数据, 第三方检测数据和离线数据 |
| Yeahmobi | Yeahmobi 聚合全球中长尾流量, 是以程序化为核心的数字化广告平台。 | Yeahgrowth: 数据分析, 提供程序化流量, 提升投放效率 zMaticoo: 程序化处理, 更智能、便捷的广告变现 |

数据来源: Morketing, 公司公众号, 东吴证券研究所

头部媒体投放效果依赖目标受众及广告素材的选择。公司在头部媒体投放过程中主要负责目标受众及广告素材选择两方面。目标受众方面, 根据客户需求选择投放流量标签; 素材方面, 通过公司创意平台等自动生成创意素材内容; 公司对目标受众和广告素材组合测试, 并通过广告营销系统计算成本; 不断进行调优, 最终采用合适的受众及素材, 实现广告效果。

中长尾媒体投放效果则与媒体选择及竞价策略高度相关。中长尾媒体业务上，公司无论与媒体还是广告主的结算方式都是以 CPA 模式结算。因此，在保证 KPI 的情况下实现较高的利润率，我们认为这主要依赖于公司的平台竞价策略及媒体选择。

表6: 效果广告业务中，不同类型流量媒体特征对比

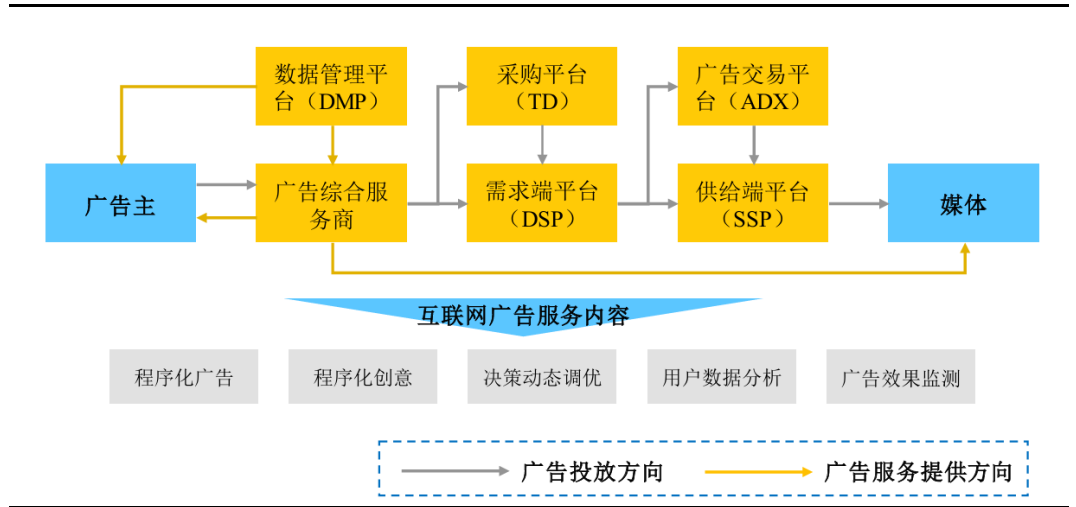
| | 头部媒体 | 中长尾媒体 |
|-------------------|--|---|
| 出海营销行业媒体流量比例 | 约 70% | 约 30% |
| 公司与媒体的结算方式 | CPC/CPM 模式 | CPA (CPI 或 CPS) /CPM 模式 |
| 广告主与公司的结算方式 | CPA 模式: CPI+KPI 或 CPC/CPM+KPI 模式 | CPA 模式: CPI+KPI 或 CPS 模式 |
| 单位流量价格 (按 CPC 换算) | 2019-2021: 每点击 0.69/0.69/0.68 元 | 2019-2021: 每点击 0.13/0.14/0.11 元 |
| 优势 | <p>头部媒体是广告主的主要选择:</p> <p>1) 大规模获取目标用户: 拥有较大用户量级、市场规模和市场资源集中度, 可使广告主获取大量用户;</p> <p>2) 长期优质用户匹配度: 拥有更精准的用户画像, 长期匹配度较高, 透明度较高, 能够在满足 KPI 考核要求之外, 匹配满足广告主产品特性的长期优质用户。</p> | <p>中长尾媒体为头部媒体有效补充:</p> <p>1) 流量价格更低: 在获客成本方面更有优势, 短期回报率较高, 可使广告主短期内用更少预算扩大用户规模, 增加用户多样性;</p> <p>2) 满足特定市场营销目的: 如快速获取大量 APP 下载用户, 登上 APP 排行榜单等。</p> |
| 局限 | <p>流量价格更高: 获客成本较高, 广告主需要花费较多广告预算。</p> | <p>透明度低: 不同中长尾媒体间的广告样式、受众群体差异较大, 导致转化效果低于头部媒体效果营销, 通常广告主无法获知广告最终投放的平台, 透明度较低。</p> |
| 广告主主要类型 | <p>电商、重度游戏、娱乐类等广告主: 由于广告主的业务规模较大 (如第三方电商平台) 或看重中长期用户匹配度 (如具有设计定位的电商、看重同类游戏玩家的重度游戏、注重持续付费能力用户的娱乐类应用等), 因此更偏好长期匹配度较高、画像更精准的头部流量。</p> | <p>轻度休闲小游戏、工具类 (如清理类 APP、手电筒、日历等) 广告主: 由于产品针对广泛互联网用户、不区分特殊属性, 且产品更新迭代较快, 生命周期和投资回报周期短, 对长期用户的价值的关注度较低, 因此更偏好获客成本低、短期收益高的中长尾流量。</p> |

数据来源: 艾瑞咨询, 招股说明书, 东吴证券研究所整理

程序化平台保证中长尾媒体投放效果。程序化广告是指利用技术手段进行的自动化的广告交易及管理。在程序化广告交易中, 中游营销公司涵盖代理商及各类技术服务商

(包括 DSP、AdX、SSP 等)，负责规划和管理广告主营销活动。

图22: 程序化广告产业链



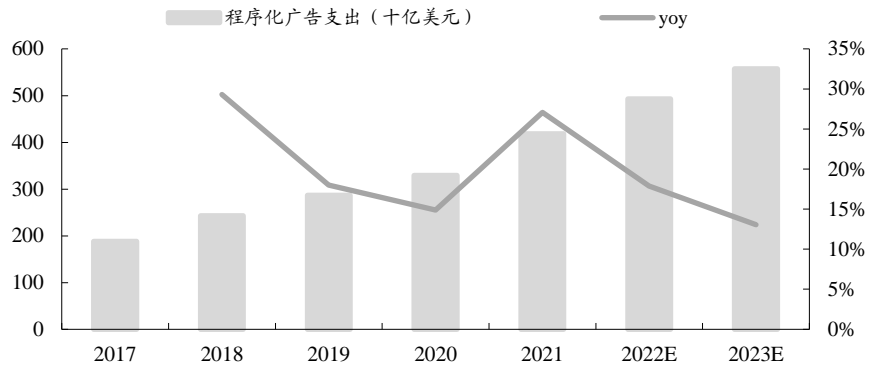
数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

公司自研程序化广告平台，数据优势为核心壁垒。易点天下旗下子品牌 Yeahmobi 通过自主研发的两大程序化广告平台 zMaticoo、Yeahgrowth，已拥有自研的 DSP、DMP、SSP，实现程序化广告技术及产品的布局。同时，基于过往投放经验及数据，公司将中长尾媒体渠道进行分级，在投放时设置不同的成本及预算，更精准的为中长尾渠道匹配广告订单，并在竞价中取得合适的利润率。长期来看，随技术、数据持续积累迭代，以及程序化广告需求逐步提升，公司盈利能力有望随投放效果提升而上升。

3.3. 程序化广告需求持续提升，有望成为广告市场发展重点

互联网广告投放向精准化演进，程序化广告需求稳健提升。互联网广告逐渐从最初的展示广告向精准营销演进，使得电商、娱乐等客户可以通过定向买量实现对用户的转化。目前，程序化广告支出逐步提升，根据 Statista，全球程序化广告支出由 2017 年的 188 亿美元增长至 2021 年的 418 亿美元。程序化广告使得广告主实现精准投放、媒体实现更大效率的商业化变现，长期有望成为广告市场发展重点。

图23: 全球程序化广告支出



数据来源: Statista, 东吴证券研究所整理

4. Kreado AI 助力出海企业降本增效, 商业化稳步推进

AIGC 提升内容生产效率, 营销成为 AI 重要落地场景。伴随大模型端技术的发展, 全球 AI 应用市场快速升温。根据 Sensor Tower, 2023 年上半年, 全球 AI 应用下载量同比增长 114%, 突破 3 亿次, 收入同比增长 175%。在众多 AI 应用中, 营销成为 AIGC 落地的较优落地场景: 从文案、图片到视频的生成, AIGC 几乎覆盖了营销创意的各个环节。AI 的应用有望提升营销公司内容生成效率, 并针对广告主投放过程中的素材运用提供更多的增值服务。

易点天下持续进行 AIGC 产品布局及研发, 具备相关数据及技术积累。易点天下在 AI 产品方面早有布局, 持续积累数据及算法。公司跟进新技术速度快, 从 2010 年开始, 公司持续迭代广告投放技术, 如高效批量投放工具、广告效果自动优化、企业的中台建设以及接入大模型。从业务产品架构上看, 公司具备强大的技术中台, 使得业务产品高效敏捷可复用: 底层接入云及算力资源, 中间层为数据+AI+中台 (包括大模型基座、业务模型搭建及组件层), 最终为应用层提供更快更好的数据和模型服务。

图24: 易点天下广告营销领域的技术产品变迁



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

图25: 易点天下强中台能力让业务产品高效敏捷可复用



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

自研 AIGC 平台 Kreado AI，专注于内容创意生成。2023 年 7 月，易点天下首个 AIGC 数字营销创作平台 Kreado AI 面向全球创作者正式发布。Kreado AI 以“AI 数字人、AI 模特、AI 工具、AI 创意资产”四大解决方案为依托，目前已应用在商旅推荐、电商购物、应用下载、教育培训、企业服务等领域。截至 2023 年底，Kreado AI 已覆盖全球 67 个国家，注册用户数 100w+、单月用户访问量超过百万。

图26: 易点天下 AIGC 数字营销创作平台 Kreado AI



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

表7: KreadoAI 的核心功能

| 模块 | 功能 | 示意图 |
|--------|---|-----|
| AI 数字人 | 支持不同风格的 300+虚拟数字人形象，140 多种语言，1000+人物音色，可应用于电商导购、门店导购、品牌宣传、文旅解说、政企服务、医疗助理等场景 | |
| AI 模特 | 支持假发、服装、配饰等细分行业应用，无需真人实拍，用 AI 数字人模特，演示穿戴效果 | |
| AI 工具 | 包括广告营销文案生成、AI 文本配音、AI 换脸等创意效率提升应用 | |

AI 创意资产 包括 AIGC 创意生成、创意资产管理、创意数据分析与行业数据洞察管理等功能

数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

Kreado AI 的竞争优势在于：解决出海企业营销痛点，实现垂直场景降本提效。出海企业在广告内容生成上存在痛点，以电商行业为例：公司预计到 2025 年，全球电商交易规模将达到 8.3 万亿美元，其中创意素材成本在电商 GMV 占比超过 1%。对于出海电商企业而言，传统数字内容的生成面临高成本、低效率、语言切换难、真人演员选择少等多种问题。相较其他 AIGC 产品，Kreado AI 能够满足出海广告主的 AI 营销需求，在营销领域全链路的降本提质增效上效果显著。

表8: KreadoAI 的竞争优势

| 优势 | 具体表现 |
|-------|--|
| 功能全面 | 对于出海赛道上的电商、游戏、泛娱乐企业而言，KreadoAI 的功能覆盖相对全面，能够适用于文案、商品图、视频等常见的应用领域。 |
| 操作难度低 | 在短视频制作方式上，KreadoAI 支持一站式的包揽制作，操作难度低； 在本土化模特选择上，KreadoAI 通过内部 150 名设计师的大量创意素材数据和 A/B Test 实际投放测试，帮助出海企业预筛选出营销效果较好的数字人形象和动作。 |
| 降本增效 | KreadoAI 可以将视频制作效率从 12 小时/个缩短至 6-8 分钟/个，而成本只有真人的 1/100； 由以前海外模特棚拍单张照片近 320 元成本，AI 生成后成本节约 70%； 采用 AI 广告创意素材，使得客户广告 CTR 点击率提升 35%，单次点击成本降低 45%。 |

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所整理

Kreado AI 商业化进展稳步推进，有望为业绩带来增长潜力。Kreado AI 已上架 SHOPLINE、亚马逊云科技 Marketplace，可被独立站商家及平台商家接入使用。2023 年，Kreado AI 注册用户数以及独立访客数已超过百万，服务众多 KA 客户。平台付费模式为会员订阅制，具体可分为月度付费、年度付费、定制付费，凭借公司积累的客户资源优势和产品优势，Kreado AI 有望不断提高付费率，为公司业绩带来增长潜力。

表9: KreadoAI 的定价

| | 价格 | | | 可享功能列举 |
|-----|------|------|------|--|
| | 月度会员 | 连续包月 | 连续包年 | |
| 免费版 | | 0 | | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 可生成视频时长 1 分钟； ✓ 单场景最多输入字符数 200 个； ✓ 可享数字人形象 3 个； |

| | | | | |
|-----|---------|---------|---------|---|
| | | | | <ul style="list-style-type: none"> ✓ AI 虚拟人物生成 3 次等 |
| 高级版 | 200 元/月 | 168 元/月 | 134 元/月 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 可生成视频时长 360 分钟/每年; ✓ 单场景最多输入字符数 2,400 个; ✓ 可享数字人形象 300+个; ✓ AI 虚拟人物生成不限次数等 |
| 专业版 | 490 元/月 | 441 元/月 | 353 元/月 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 可生成视频时长 840 分钟/每年; ✓ 单场景最多输入字符数 5,000 个; ✓ 可享数字人形象 300+个; ✓ AI 虚拟人物生成不限次数等 |
| 企业版 | - | - | - | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 提供形象和语音克隆服务: <ol style="list-style-type: none"> 1. 形象克隆: 4300 元/次, 一次性付费, 约 70 分钟视频制作时长。 2. 语音克隆: 3600 元/次, 一次性付费, 约 70 分钟视频制作时长。 3. 形象+声音克隆: 7200 元/次, 一次购买, 约 200 分钟视频制作时长。 ✓ 私有化部署、其他合作 |

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所整理

5. 盈利预测与投资建议

从营收端来看, 我们预计公司 2024-2026 年营收 yoy 将达 19%/15%/13%, 其中:

效果广告服务: 考虑到出海市场增长稳健, 广告需求有望提升, 我们预计公司效果广告服务收入 24-26 年将同比提升 20%/15%/13%。

头部媒体账户管理业务: 我们预计该业务将以 CAGR 5%稳健增长。

从毛利率来看, 随公司技术持续迭代, 程序化广告需求提升及 AI 注入中台帮助公司降本增效, 我们预计 2024-2026 年毛利率将达 24.6%/25.2%/25.4%。

综合以上, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润将达 2.9/3.6/4.1 亿元, 同比提升 32%/27%/14%。

表10: 营收拆分 (百万元)

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 效果广告 | 2028.3 | 2434.0 | 2799.1 | 3163.0 |
| yoy | -6.8% | 20.0% | 15.0% | 13.0% |
| 头部媒体账户管理业务 | 108.6 | 114.0 | 119.7 | 125.7 |
| yoy | -11.5% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 其他 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 |

| | | | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 总营收 | 2143.3 | 2554.4 | 2925.2 | 3295.1 |
| 毛利率 | 24.3% | 24.6% | 25.2% | 25.4% |
| 归母净利润 | 217.0 | 286.2 | 362.4 | 412.5 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

我们选取同属于广告营销行业的蓝色光标、智度股份、浙文互联作为可比公司，其当前股价对应 2024-2026 年平均 PE 为 29/22/19 倍。公司深耕出海营销赛道，且自研营销智能化业务平台及 Kreado AI 平台，帮助广告主降本增效，提升投放效果。公司有望受益于企业出海潮，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润将达 2.9/3.6/4.1 亿元，同比提升 32%/27%/14%，给予公司 2024 年 30x PE，对应市值 86 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11: 可比公司估值表

| 股票代码 | 公司名称 | 市值(亿元) 2024/6/28 | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | |
|-----------|------|---------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 300058.SZ | 蓝色光标 | 135.3 | 3.9 | 6.1 | 7.4 | 35.1 | 22.2 | 18.3 |
| 000676.SZ | 智度股份 | 77.5 | 3.0 | 3.6 | 4.2 | 25.8 | 21.3 | 18.5 |
| 600986.SH | 浙文互联 | 62.5 | 2.4 | 2.8 | 3.1 | 25.9 | 22.6 | 19.9 |
| | 平均值 | | | | | 28.9 | 22.0 | 18.9 |
| 301171.SZ | 易点天下 | 69.4 | 2.9 | 3.6 | 4.1 | 24.2 | 19.1 | 16.8 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；可比公司中蓝色光标预期为东吴证券研究所预测值，其余盈利预测均为 Wind 一致预期。

6. 风险提示

AI 相关技术/应用发展不完善。若 AI 等技术发展不及预期，AIGC 渗透率未能如期提升、应用场景受限，潜在市场规模或无法释放。

AI 伦理风险。AI 可能会生产违反常规、违背法律和道德的内容，或帮助人类以作弊等形式完成违反常规、违背法律和道德的行为。

行业竞争加剧风险。营销传播服务行业市场集中低，行业竞争日趋激烈。

易点天下三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 4,262 | 4,862 | 5,244 | 5,839 | 营业总收入 | 2,143 | 2,554 | 2,925 | 3,295 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 2,247 | 2,330 | 2,476 | 2,685 | 营业成本(含金融类) | 1,621 | 1,925 | 2,187 | 2,458 |
| 经营性应收款项 | 914 | 956 | 1,120 | 1,215 | 税金及附加 | 7 | 5 | 7 | 8 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 销售费用 | 41 | 56 | 64 | 72 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 134 | 166 | 196 | 227 |
| 其他流动资产 | 1,101 | 1,577 | 1,647 | 1,939 | 研发费用 | 87 | 107 | 123 | 138 |
| 非流动资产 | 409 | 477 | 537 | 592 | 财务费用 | (30) | (23) | (24) | (26) |
| 长期股权投资 | 120 | 148 | 169 | 194 | 加:其他收益 | 45 | 43 | 61 | 65 |
| 固定资产及使用权资产 | 90 | 74 | 57 | 40 | 投资净收益 | 18 | 16 | 24 | 25 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 44 | 64 | 94 | 118 | 减值损失 | (125) | (41) | (33) | (26) |
| 商誉 | 36 | 53 | 80 | 102 | 资产处置收益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期待摊费用 | 17 | 17 | 17 | 17 | 营业利润 | 227 | 335 | 424 | 481 |
| 其他非流动资产 | 103 | 121 | 121 | 121 | 营业外净收支 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 4,671 | 5,339 | 5,781 | 6,431 | 利润总额 | 226 | 335 | 424 | 481 |
| 流动负债 | 1,164 | 1,548 | 1,641 | 1,894 | 减:所得税 | 12 | 50 | 64 | 72 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 113 | 88 | 101 | 95 | 净利润 | 214 | 285 | 360 | 409 |
| 经营性应付款项 | 291 | 331 | 384 | 427 | 减:少数股东损益 | (3) | (1) | (2) | (3) |
| 合同负债 | 58 | 80 | 85 | 100 | 归属母公司净利润 | 217 | 286 | 362 | 413 |
| 其他流动负债 | 702 | 1,049 | 1,071 | 1,272 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.46 | 0.61 | 0.77 | 0.87 |
| 非流动负债 | 104 | 91 | 80 | 69 | EBIT | 175 | 313 | 400 | 455 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 203 | 327 | 412 | 468 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 24.36 | 24.62 | 25.22 | 25.41 |
| 租赁负债 | 89 | 77 | 66 | 55 | 归母净利率(%) | 10.13 | 11.20 | 12.39 | 12.52 |
| 其他非流动负债 | 15 | 14 | 14 | 14 | 收入增长率(%) | (7.04) | 19.18 | 14.52 | 12.64 |
| 负债合计 | 1,268 | 1,640 | 1,722 | 1,963 | 归母净利润增长率(%) | (17.20) | 31.86 | 26.62 | 13.84 |
| 归属母公司股东权益 | 3,393 | 3,690 | 4,052 | 4,465 | | | | | |
| 少数股东权益 | 11 | 9 | 7 | 3 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,403 | 3,699 | 4,059 | 4,468 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 4,671 | 5,339 | 5,781 | 6,431 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 148 | 169 | 193 | 268 | 每股净资产(元) | 7.19 | 7.82 | 8.59 | 9.46 |
| 投资活动现金流 | (798) | (60) | (47) | (42) | 最新发行在外股份(百万股) | 472 | 472 | 472 | 472 |
| 筹资活动现金流 | (7) | (28) | 1 | (18) | ROIC(%) | 4.75 | 7.11 | 8.40 | 8.75 |
| 现金净增加额 | (642) | 82 | 147 | 208 | ROE-摊薄(%) | 6.40 | 7.76 | 8.94 | 9.24 |
| 折旧和摊销 | 28 | 15 | 12 | 13 | 资产负债率(%) | 27.14 | 30.72 | 29.78 | 30.52 |
| 资本开支 | (3) | (35) | (51) | (42) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 31.96 | 24.24 | 19.14 | 16.82 |
| 营运资本变动 | (151) | (150) | (187) | (155) | P/B (现价) | 2.04 | 1.88 | 1.71 | 1.55 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>