

证券研究报告

公司研究

公司点评

天地在线 (002995.SZ)

投资评级

上次评级

冯翠婷 传媒互联网及海外

首席分析师

执业编号: S1500522010001

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金

隅大厦B座

邮编: 100031

天地在线：拟收购佳投集团为全资子公司，佳投 ADX 为具备“中国特色”的 AppLovin

2024 年 11 月 25 日

天地在线拟收购佳投集团使其成为其全资子公司。天地在线计划通过发行股份和支付现金的方式收购佳投集团 100%的股权，其中交易对价的 60%将通过股份发行方式支付，剩余 40%则以现金支付。此外，公司还计划向不超过 35 名特定投资者发行股份，以募集配套资金。

佳投集团成立于 2016 年，是一家互联网营销技术服务商，以其自主研发的 ADX (Ad Exchange) 广告交易系统为核心，运用大数据及广告交易算法等辅助技术，为客户提供精准高效的匹配，致力于提高企业在互联网营销中的自动化、数字化和智能化水平。公司总部设立于上海，2022 年、2023 年、2024H1 分别实现营收 0.79 亿/1.25 亿/0.61 亿元，归母净利润分别为 757 万/2295 万/813 万元。

美股 AppLovin 业绩持续超预期，股价年初至今涨幅超 600%，AI 驱动广告营销精准投放，AI 广告商业化得到验证。美股 AI 广告营销头部公司 AppLovin 24Q3 营收 12 亿美元，同比+39%；净利润率 36%，调整后 EBITDA 利润率 60%，远超同行水平，A 股营销板块整体净利率低于 5%。其中，包括 AI 推荐引擎 AXON 驱动的 AppDiscovery 广告引擎在内的软件平台收入增长至 8.35 亿美元，同比+66%。11 月 7 日业绩披露当日，AppLovin 公司股价大涨 46%，年初至今股价涨幅高达 630%。我们认为，AppLovin 持续超预期，意味着其通过 AI 推荐引擎 AXON 驱动的营销商业模式的有效，广告客户愿意支付更高的价格去获得更好的广告效果，公司收入可覆盖 AI 所投入的算力等成本。

佳投 ADX 与全球知名广告投放平台 AppLovin 旗下的 Axon 2.0 在商业模式上存在着明显的相似之处。佳投集团主要从事广告交易系统服务和智能营销服务，自主研发了 ADX 广告交易系统，利用数据分析和机器学习等先进技术，帮助广告主在适当的时机，通过各类流量媒体将广告展示给目标受众，从而提升广告效果和投入产出比。全球知名的广告投放平台 AppLovin 的 Axon 2.0 通过整合广告交换、SDK 和多种投放工具，利用大数据和机器学习技术，优化广告效果，帮助广告主可以提升投资回报率。佳投集团的佳投 ADX 在许多方面与 Axon 2.0 存在着明显的相似之处：（1）算法驱动下的精准投放；（2）完善的生态系统；（3）聚合与协同的优势；（4）赋能创作效率。

通过本次交易，天地在线和佳投集团可在客户、媒体资源和业务方面形成优势互补。佳投集团拥有完整的实时竞价广告交易研发团队，在大数据、广告交易算法和机器学习等领域具备丰富的技术储备。天地在线拥有丰富的媒体资源、数字内容制作及应用相关的技术储备。本次交易完成后，双方将基于各自业务优势优化现有产品功能，为各类客户提供更为优质的服务，并合力探索全新的 AI 智能化营销产品，将人工智能

技术持续应用于营销策略、素材内容生成、营销效果优化等领域，实现服务场景持续延伸和业务规模持续拓展。

建议关注：

海外 AppLovin、Shopify、Duolingo、Palantir、CRM 等年内都录得不错的涨幅，AI 软件的逻辑被 AI 驱动的业绩成功演绎。AppLovin 2024-2025 年 EV/EBITDA 分别为 44.99x/35.75x，PE 分别为 82.14x/57.16x，对标 AppLovin 程序化投放，建议关注国内 AI 营销板块。佳投 ADX 为具备“中国特色”的 AppLovin，通过本次交易，天地在线和佳投集团可在客户、媒体资源和业务方面形成优势互补，建议关注天地在线。

风险因素：AI 发展目前仍处于探索阶段，未来可能受到行业政策等因素的影响，存在一定的不确定性和风险。

一、佳投集团简介

佳投集团成立于2016年,是一家互联网营销技术服务商,以其自主研发的ADX(Ad Exchange)广告交易系统为核心,运用大数据及广告交易算法等辅助技术,为客户提供精准高效的匹配,致力于提高企业在互联网营销中的自动化、数字化和智能化水平。公司总部设立于上海,2022年、2023年、2024H1分别实现营收0.79亿/1.25亿/0.61亿元,归母净利分别为757万/2295万/813万元。

佳投集团主要服务于阿里巴巴、美团、京东、拼多多、快手等大型互联网公司、覆盖华为、小米、喜马拉雅、美图等媒体资源。

图 1: 佳投集团对主流量平台的覆盖



资料来源: 佳投集团官网, 信达证券研发中心

图 2: 佳投集团的媒介资源



资料来源: 佳投集团官网, 信达证券研发中心

二、AI 营销商业模式落地: AppLovin 与佳投集团对比

1、佳投集团业务模式

佳投 ADX 利用先进技术提高广告效果, 优化投放策略。佳投集团的核心业务-ADX 广告交易系统业务利用数据分析和机器学习等先进技术, 结合丰富的流量投放策略经验, 为广告主及其代理商、各类媒介资源等提供了一个高效联系的平台, 让客户在合适的时机, 将广告通过各类流量媒体精准展示给目标受众, 大幅提升广告效果和投入产出比。

基于长期积累的广告投放经验优势, 佳投集团开展了智能营销服务, 系通过在媒体流量方开

设广告投放账户，结合大数据分析、机器学习、推荐算法等技术优化投放策略，把相应的广告素材投放给最为匹配的终端用户，实现广告主对目标群体的特定广告效果，如用户点击、下载、注册、购买消费等具体行为，帮助客户实现产品推广、电商促销等多种目标。在此过程中实时收集效果反馈信息，并进行数据分析以不断优化自身数据库和投放策略，持续为客户提供优质投放效果。

图 3：预置创新实践看板



资料来源：佳投集团官网，信达证券研发中心

图 4：量化投放策略



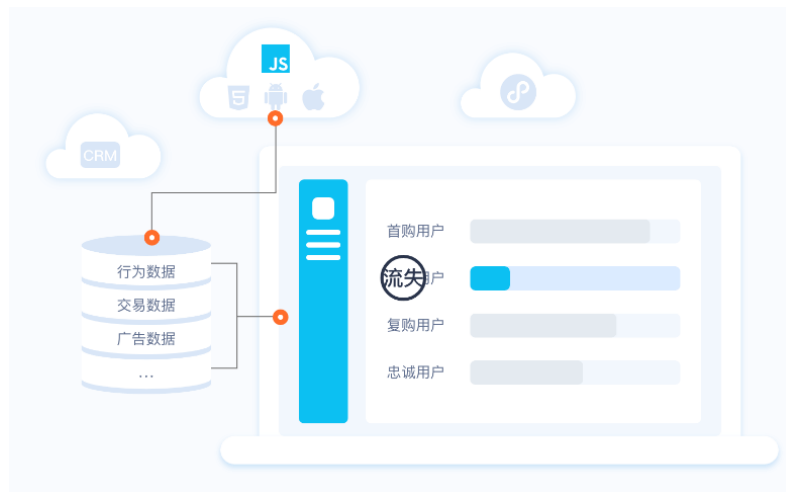
资料来源：佳投集团官网，信达证券研发中心

图 5：配置用户标签和分群



资料来源：佳投集团官网，信达证券研发中心

图 6：引入智能算法模型



资料来源：佳投集团官网，信达证券研发中心

2、AppLovin 业务模式

美股 AppLovin 业绩持续超预期，股价年初至今涨幅超 600%，AI 驱动广告营销精准投放，AI 广告商业化得到验证。美股 AI 广告营销头部公司 AppLovin 24Q3 营收 12 亿美元，同比 +39%；净利润率 36%，调整后 EBITDA 利润率 60%。其中，包括 AI 推荐引擎 AXON 驱动的 AppDiscovery 广告引擎在内的软件平台收入增长至 8.35 亿美元，同比+66%。11 月 7 日业绩披露当日，AppLovin 公司股价大涨 46%，年初至今股价涨幅高达 630%。

AppLovin 是通过帮助公司触达用户、扩展业务和最大化收入来创造价值的、全面的端到端软件平台。具体来说，AppLovin 的软件平台由 AppLovin 基于 AI 的推荐引擎 AXON 提供支持，使广告主能够以三种主要方式自动化他们的营销、互动和货币化工作。首先，AppLovin 提供营销技术，使广告商能够通过个性化内容触达更多最合适的用户，从而增加下载其内容并与其互动的用户数量。其次，AppLovin 为广告主提供变现服务。

➤ **大规模覆盖和吸引用户：**AppLovin 的软件平台每天覆盖大约 14 亿用户，使开发人员能够在全球范围内定位和找到适合其内容的合适用户。广告主能够设定用户获取和收入目

标，以定位最相关、价值最高的用户。

- **最大限度地提高互动的货币化：**广告商使用 AppLovin 的软件平台，通过最大限度地提高其广告库存的货币化来产生增量收入。AppLovin 的工具以微秒级的速度和大规模运行，以提高开发人员的货币化，同时保持最终用户体验。
- **利用专有数据和洞察：**广告主可以通过 AppLovin 定制的用户仪表盘获得全面的实时洞察，从而帮助他们优化营销活动、提高用户参与度并管理投资回报率。
- **自动化管理流程：**AppLovin 的软件平台可实现营销和货币化的自动化，使广告商能够专注于改进其内容，而不是手动管理复杂的上线流程。
- **无缝适应行业创新：**AppLovin 的软件平台会随着广告生态系统的发展而不断更新。AppLovin 软件平台上的广告主受益于这种持续的进步和优化，并且能够快速适应营销和变现方面的行业变化，而不会失去对内容创作的关注。

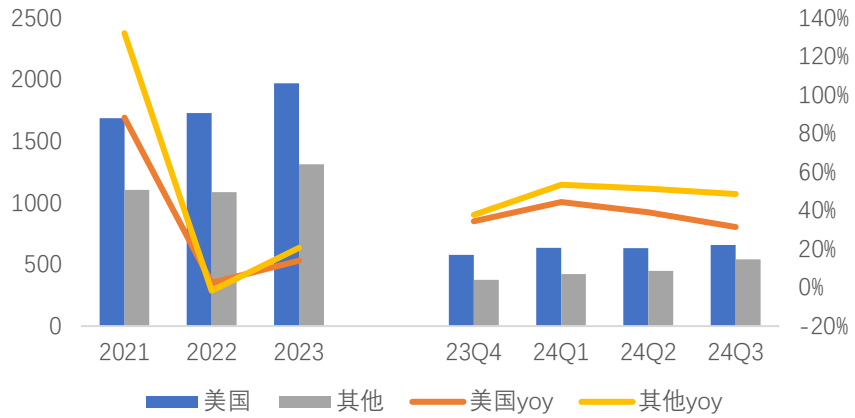
图 7：AppLovin 的软件平台主要由四个关键产品组成：**AppDiscovery**、**MAX**、**Adjust** 和 **Wurl**



资料来源：AppLovin 官网、同花顺、信达证券研发中心

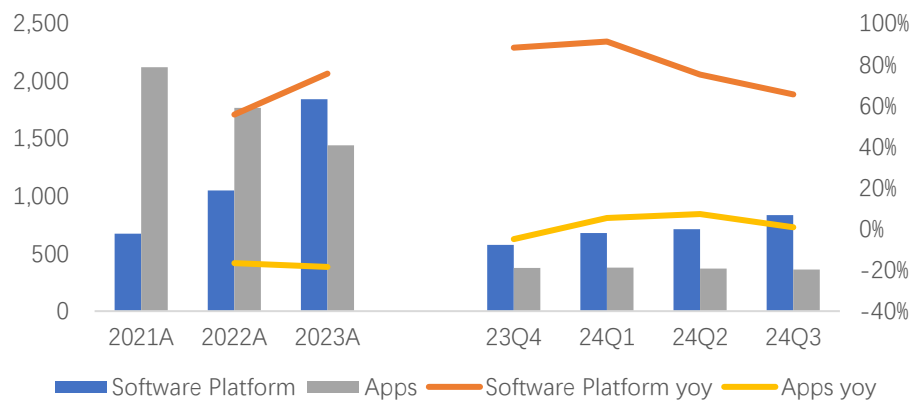
收入增长超预期，市占率持续提升，EBITDA 率超同行。AppLovin 业务主要为软件平台（广告）和应用程序（游戏）两部分，其中软件平台为主要增长动力。24Q3 公司实现营收 12 亿美元，同比+39%；净利润率 36%，调整后 EBITDA 利润率 60%。其中，包括 AI 推荐引擎 AXON 驱动的 AppDiscovery 广告引擎在内的软件平台收入增长至 8.35 亿美元，同比+66%。公司指出主要原因为 AI 提升效率驱动广告主增加投放，现有用户在 AI 推动下投放广告效率提升，吸引更多的增量预算。根据 Bloomberg 一致预期，预计 24-26 年公司营收为 45.92/55.49/65.82 亿美元，同比增长 40%/21%/19%，Non-GAAP 归母净利润分别为 14.05/19.87/25.75 亿美元，同比增长 294%/41%/30%。

图 8：AppLovin 在不同国家营收情况（百万美元，%）



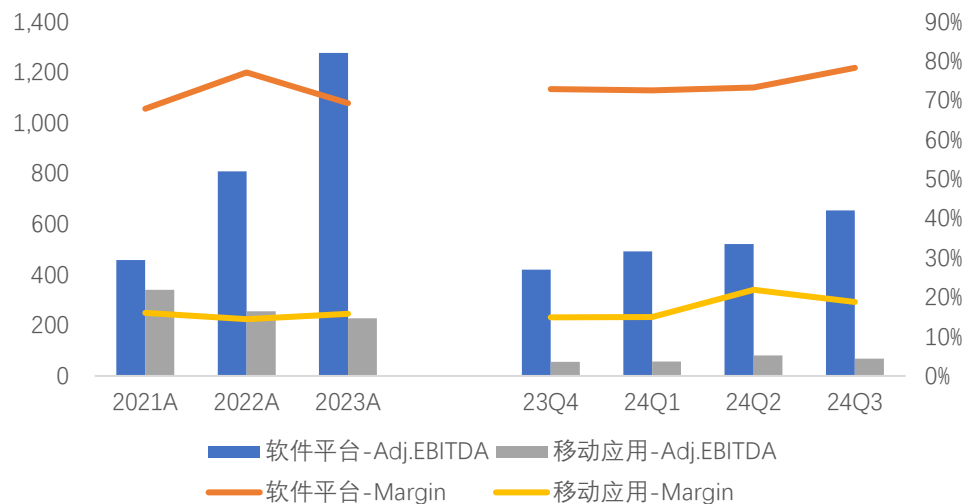
资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

图 9: AppLovin 分业务收入及增速 (百万美元, %)

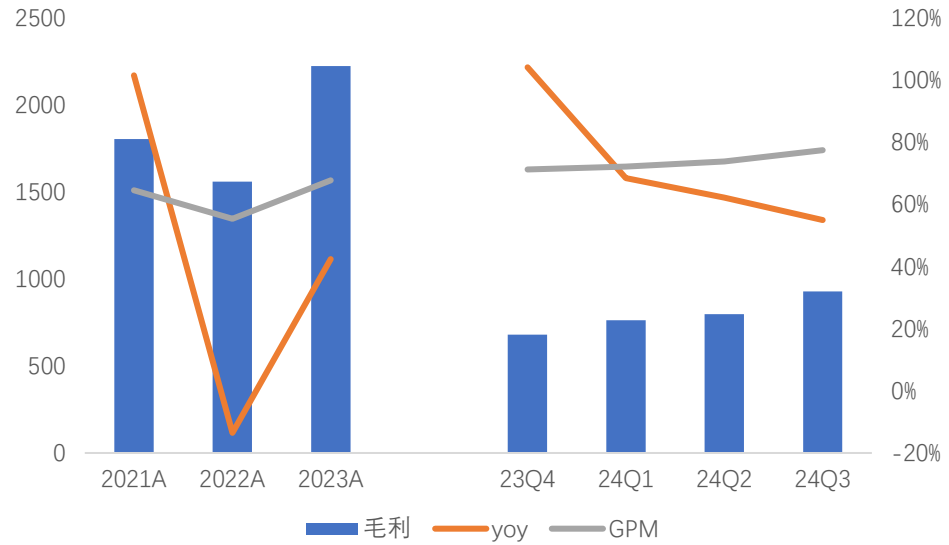


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

图 10: AppLovin 分业务 EBITDA 及 Margin (百万美元, %)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

图 11: AppLovin 毛利及毛利率 (百万美元, %)


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

图 12: AppLovin 盈利预测

百万美元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收	2,793	2,817	3,283	4,592	5,549	6,582
yoy		1%	17%	40%	21%	19%
Software Platform	674	1,049	1,842	3,109	4,049	5,015
yoy		56%	76%	69%	30%	24%
占比	24%	37%	56%	68%	73%	76%
Adj.EBITDA	457	808	1,276	2,345	3,138	3,894
Adj.EBITDA Margin	68%	77%	69%	75%	77%	78%
Apps	2,119	1,768	1,441	1,483	1,507	1,559
yoy		-17%	-18%	3%	2%	3%
占比	76%	63%	44%	32%	27%	24%
In-App Purchase	1,459	1,179	989	985	1,036	1,073
In-App Advertising	661	589	452	461	478	488
Adj.EBITDA	340	255	227	267	252	257
Adj.EBITDA Margin	16%	14%	16%	18%	17%	17%
Non-GAAP净利润	49	-193	357	1,405	1,987	2,575
yoy		-497%	-285%	294%	41%	30%

资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

3、商业模式对比

佳投 ADX 与全球知名广告投放平台 AppLovin 旗下的 Axon 2.0 在商业模式上存在着明显的相似之处。佳投集团主要从事广告交易系统服务和智能营销服务，自主研发了 ADX 广告交易系统，利用数据分析和机器学习等先进技术，帮助广告主在适当的时机，通过各类流量媒体将广告展示给目标受众，从而提升广告效果和投入产出比。全球知名的广告投放平台 AppLovin 的 Axon 2.0 通过整合广告交换、SDK 和多种投放工具，利用大数据和机器学习技术，优化广告效果，帮助广告主可以提升投资回报率。佳投集团的佳投 ADX 在许多方面与 Axon 2.0 存在着明显的相似之处：(1) 算法驱动下的精准投放；(2) 完善的生态系统；(3)

聚合与协同的优势；（4）赋能创作效率。

表 1 佳投 ADX 与 Axon 2.0 商业模式对比

	Axon 2.0	佳投 ADX
算法驱动下的精准投放	通过数据分析和预测模型，帮助广告主有效触达目标用户，降低广告主的投放成本，同时提高广告效果	依托大数据和机器学习技术，实现对用户行为的深入解析。运用先进算法与大数据技术，为广告主提供精准投放能力，利用深度学习与机器学习对用户行为进行多维度解析，并根据实时反馈优化广告策略
完善的生态系统	构建一个互联互通的广告生态系统，各个软件业务相辅相成，形成良性循环。Axon 2.0 与其他产品的深度整合，提升了广告投放的综合效益	通过与国内各大流量渠道和媒体建立合作，形成多元化的广告资源库，使广告主能够从中获得更多机会
聚合与协同的优势	AppLovin 的 MAX 聚合平台使广告主能够接入多个广告网络，从而最大化流量的利用效率，并提高整体收益，增强了平台的灵活性，提升了广告投放的曝光率	通过整合不同的广告网络，为广告主提供跨渠道的高效投放解决方案
赋能创作效率	利用 AI 技术提升 Sparklabs 平台的用户创作效率，缩短广告素材的生成时间并改善质量	通过 AI 驱动的智能创意生成工具，佳投 ADX 能够迅速制作高质量的广告素材，并实现实时调整

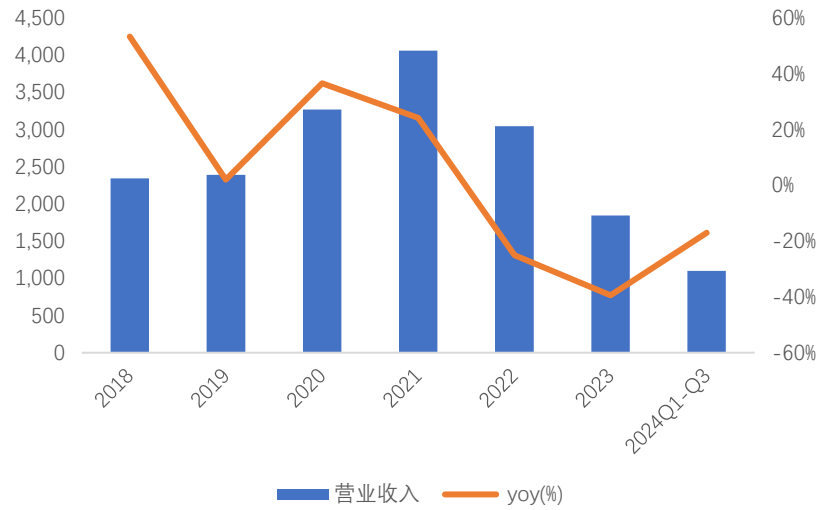
资料来源：佳投集团公众号，信达证券研发中心

三、财务分析

公司稳步落实“内容+技术”为核心的发展战略，不断深化数智内容服务、全域全链路营销服务、虚拟数字业务及相关领域的布局。通过持续完善传统数字化营销业务体系，优化媒体资源及业务团队结构，经营效能得到有效提升。依托虚拟数字业务相关技术及产研能力，积极推进并逐步落成各项目合作。

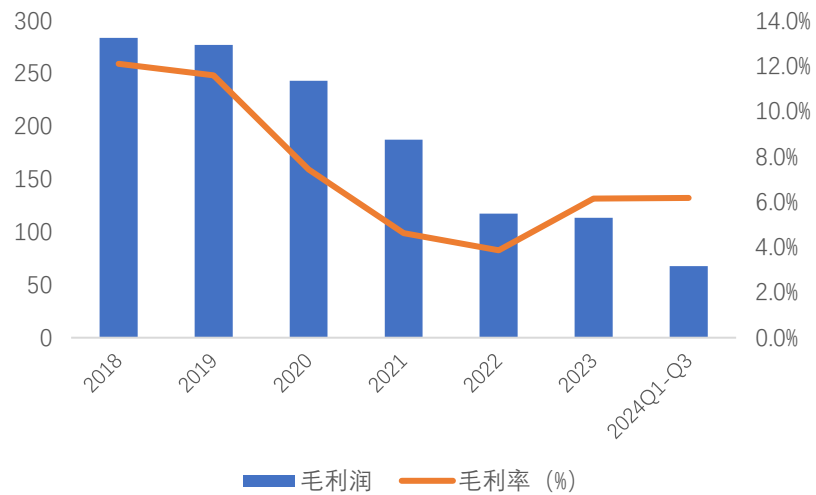
2023 年公司整体数智化综合服务业务收入增长显著，新业务发展初见成效。公司表示将持续巩固和拓展现有产业的合作关系，同时对数字营销、虚拟数字内容、人工智能等相关技术和应用保持充分的关注与研究，在新兴产业和市场领域不断寻求新的合作。2018-2024 年前三季度，公司分别实现营收 23.45/23.93/32.70/40.61/30.45/18.45/10.99 亿元，增速分别为 53%/2%/37%/24%/-25%/-39%/-17%；实现毛利润 2.84/2.77/2.43/1.87/1.18/1.13/0.68 亿元，毛利率分别为 12.1%/11.6%/7.4%/4.6%/3.9%/6.2%/6.2%；实现归母净利润 8587/9905/10493/5410/318/-2610/-3100 万元，归母净利率分别为 3.7%/4.1%/3.2%/1.3%/0.1%/-1.4%/-2.8%。

图 13：天地在线营收及增速（百万元，%）



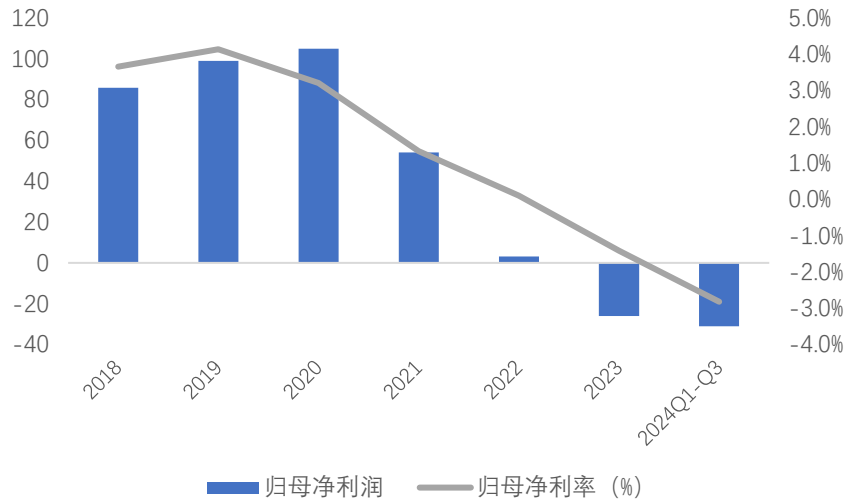
资料来源：天地在线公司公告，同花顺，信达证券研发中心

图 14：天地在线毛利及毛利率（百万元，%）



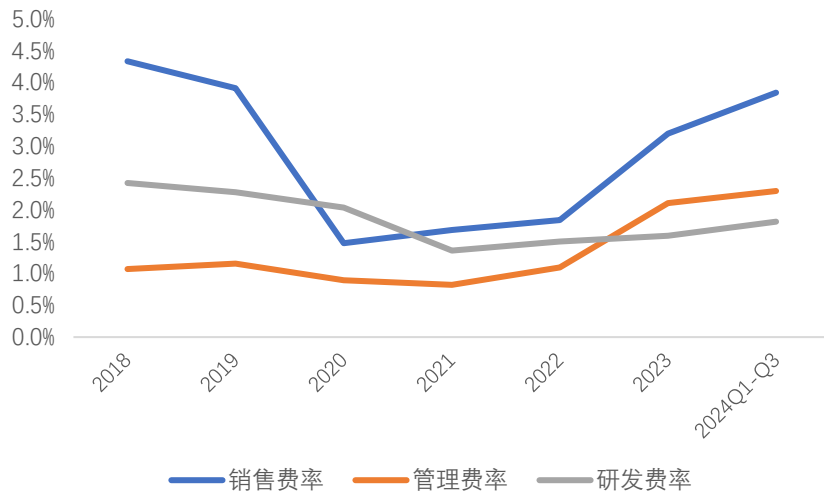
资料来源：天地在线公司公告，同花顺，信达证券研发中心

图 15：天地在线归母净利润及净利率（百万元，%）



资料来源：天地在线公司公告，同花顺，信达证券研发中心

图 16: 天地在线费用率 (%)



资料来源：天地在线公司公告，同花顺，信达证券研发中心

天地在线传统业务持续优化，AI 技术持续探索。天地在线在传统的数字营销和虚拟数字业务基础上，持续优化和提升产品与服务，已打造一系列 AI 应用。其中，“星河 AI 数字人系统”为客户提供了 AI 数字人直播与视频生成等服务，“Albase”则帮助企业提升工作效率和协作能力。此外，合资企业“有问必应”推出的 AI 财税解决方案，涵盖财税咨询、开票、记账、报税及风控管理等功能，进一步扩展了公司的 AI 应用产品线；公司未来将继续探索 AI 技术在广告策略优化、投放效果分析、创意内容生成等领域的应用，计划开发自动化、智能化的工具，以提升营销效果和创作效率，进一步支持企业的数字化转型和创新发展。

通过本次交易，天地在线和佳投集团可在客户、媒体资源和业务方面形成优势互补。佳投集团拥有完整的实时竞价广告交易研发团队，在大数据、广告交易算法和机器学习等领域具备丰富的技术储备。天地在线拥有丰富的媒体资源、数字内容制作及应用相关的技术储备。本次交易完成后，双方将基于各自业务优势优化现有产品功能，为各类客户提供更为优质的服务，并合力探索全新的 AI 智能化营销产品，将人工智能技术持续应用于营销策略、素材内容

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

生成、营销效果优化等领域，实现服务场景持续延伸和业务规模持续拓展。

四、建议关注

AppLovin、Shopify、Duolingo、Palantir、CRM 等年内都录得不错的涨幅，AI 软件的逻辑被 AI 驱动的业绩成功演绎。AppLovin 2024-2025 年 EV/EBITDA 分别为 44.99x/35.75x，PE 分别为 82.14x/57.16x，对标 AppLovin 程序化投放，建议关注国内 AI 营销板块。佳投 ADX 为具备“中国特色”的 AppLovin，通过本次交易，天地在线和佳投集团可在客户、媒体资源和业务方面形成优势互补，建议关注天地在线。

五、风险因素

AI 发展目前仍处于探索阶段，未来可能受到行业政策等因素的影响，存在一定的不确定性和风险。

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队成员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。