

# 人工智能和大数据时代的广告营销变革与重构

2016年4月26日

## 投资要点

- ❖ **报告源起：人工智能时代的营销变革与重构。**谷歌、Facebook、IBM、百度均重金布局人工智能（AI）产业，2016年谷歌围棋人工智能 AlphaGo 赢得人机大战更是引起了产业界和资本圈的高度关注。2014 年我国广告行业市场规模约 5130 亿元，其中互联网广告市场规模约 1500 亿元。广告主一直以来的目标就是将广告传达至目标用户，而人工智能和大数据正在与广告行业深度融合并对广告行业产生深远的变革和影响。目前最成熟的人工智能商业化应用之一就是在互联网及程序化广告行业，精准和高效的投放机制将彻底改变传统广告市场，媒介购买转变为受众购买将成为大势所趋。随着电视、报刊杂志等传统媒介的日渐式微，PC 和移动等新媒介，社交、电商和场景等新模式正在与智能营销浪潮深度融合。
- ❖ **PC 端 DSP 智能化已成熟，程序化投放实现 ROI 最大化。**程序化购买在过去三年内实现了从 0 到 100 亿元的高速增长，产业链日益成熟。目前程序化购买每天汇集的流量已达 130 亿 PV，占全部广告位流量的 1/3。依赖大数据与机器学习算法，程序化购买破解了“劳动密集”魔咒，实现受众精准定位、广告投放价值最大化。程序化购买具有三大智能化优势：受众购买、广告主预算的动态分配及 ROI 提升。
- ❖ **移动 DSP 引领智能化转型，移动广告出海趋势清晰。**2015 年中国移动程序化购买展示广告的市场规模约 34 亿元，同比增长 763%，2018 年有望达到约 250 亿元，4 年 CAGR 为 65%。相比 PC 端，移动程序化购买从技术能力、广告形式创新、数据积累等三方面实现价值升级，增长空间巨大。移动广告平台纷纷推出 DSPAN（广告平台+DSP）模式，积极转型移动程序化购买。国内移动互联网市场过度竞争引发挤出效应，海外移动营销市场广阔，出海成为移动营销行业最重要趋势之一。
- ❖ **移动社交平台海量用户数据，O2O 场景营销需求巨大。**微信作为移动互联网的超级入口，月活已超 5.5 亿。在“互联网+”与传统产业融合的浪潮下，依托于微信等移动社交平台的 O2O 模式将能有效对接线上线下商机，而营销有望成为其中的核心环节。目前，O2O 营销供需缺口巨大，营销精准度有待提升。场景营销可获取包含用户地理位置等在内的更丰富的用户数据，发展前景良好。
- ❖ **风险因素：**经济下滑致使广告主预算下降、市场竞争加剧等。
- ❖ **行业判断和投资策略。**人工智能和大数据时代，广告营销产业将发生深刻的变革，我们看好数字营销产业的发展前景，建议重点关注主板和新三板的相关公司。（1）主板投资策略：建议把握两条主线——一拥有数字媒介和流量资源的平台型公司、拥有娱乐内容制作实力并积极谋划内容营销的公司，重点推荐省广股份、利欧股份、华策影视。（2）新三板投资策略：建议重点把握拥有核心技术能力和深厚数据积淀的细分领域优质公司，重点推荐汇量科技、易点天下、有米科技、哇棒传媒、光音网络、点点客、亿玛在线、沃捷传媒；建议关注银橙传媒、璧合科技、木瓜移动、喜宝动力、随视传媒。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				评级
		14	15	16E	17E	14	15	16E	17E	
省广股份	18.02	0.47	0.61	0.78	1.03	38	30	23	17	买入
华策影视	24.48	0.36	0.44	0.65	0.84	68	56	38	29	买入
光音网络	104.8	0.77	2.00	3.56	5.71	135	52	29	18	买入
有米科技	28.41	0.52	0.52	0.90	1.18	54	54	32	24	买入
哇棒传媒	17.17	0.24	0.40	1.12	1.62	73	43	15	11	买入
利欧股份	17.67	0.48	0.43	0.54	0.71	37	41	33	25	暂无
汇量科技	59.66	NA	1.19	2.37	4.15	NA	50	25	14	暂无

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：利欧股份、汇量科技预测为 Wind 一致预期，股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价



## 中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

郭毅

电话：010-60836739

邮件：guoyi@citics.com

执业证书编号：S1010514070005

殷睿

电话：021-20262148

邮件：yinrui@citics.com

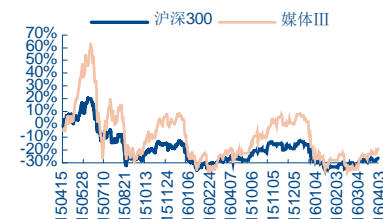
执业证书编号：S1010515080003

联系人：刘凯

电话：010-60836579

邮件：kailiu@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 相关研究

1. 新三板市场互联网营销行业 2016 年投资策略——大数据时代的营销变革与重构.....2015-11-30
2. 90 后消费新主张之营销篇——营销经济变迁，数字营销迎来井喷期.....2015-11-2
3. 新三板互联网营销行业跟踪报告——微信商业帝国强势崛起，点点客外延布局微商市场.....2015-09-17
4. 新三板互联网营销行业深度研究报告之一——微信商业帝国强势崛起，O2O、微商和互联网金融浪潮风起云涌.....2015-06-26
5. 新三板市场互联网营销行业 2015 年下半年投资策略——智慧生活大幕开启，营销浪潮风起云涌....2015-05-12

## 目录

<b>投资聚焦</b> .....	<b>1</b>
报告源起 .....	1
投资观点 .....	1
创新之处 .....	1
<b>数字营销在人工智能和大数据时代的变革与重构</b> .....	<b>2</b>
人工智能：大数据+深度学习算法 .....	2
数字营销行业拥有海量空间，有望与人工智能深度融合 .....	3
精准营销是人工智能商业化应用最成熟的领域之一 .....	5
数字营销行业六大趋势风起云涌 .....	7
<b>PC 端 DSP 智能化已成熟，程序化投放实现 ROI 最大化</b> .....	<b>9</b>
依赖数据与算法，程序化购买破解“劳动密集”魔咒 .....	9
程序化购买三大智能化优势：受众购买、预算动态分配、提升 ROI .....	10
人工智能引领精准营销未来，看好资源整合与数据技术驱动型 DSP .....	12
竞争格局：独立第三方 DSP 竞争激烈，融资及并购事件持续多发 .....	13
<b>移动 DSP 引领智能化转型，移动营销出海趋势渐起</b> .....	<b>14</b>
移动程序化购买快速崛起，拥有巨大市场前景 .....	14
移动 DSP 引领智能化转型，移动端数据价值升级更适合程序化购买 .....	14
BAT 享压倒性流量优势，独立移动广告服务商于细分领域突围 .....	16
中国的移动互联网企业出海浪潮高涨，印度市场增长潜力巨大 .....	17
移动广告出海趋势清晰，海外移动广告平台业绩表现更佳 .....	18
<b>移动社交平台海量用户数据，O2O 场景营销需求巨大</b> .....	<b>20</b>
微信闭环汇聚海量数据，助力更精准的用户定位 .....	20
洗牌之后见真章，点点客等引领移动社交营销服务市场 .....	22
O2O 激活潜在商机对接，传统经济线上转移提速 .....	23
O2O 营销供需缺口巨大，精准营销仍需精准 .....	24
场景营销助力企业实现 O2O，未来增长空间广阔 .....	25
<b>电商营销积淀海量数据，商业价值和营销效果显著</b> .....	<b>26</b>
巨大空间积淀海量数据，专业营销服务的需求日益迫切 .....	26
电商营销走向以人为核心，程序化购买解决两大痛点 .....	27
<b>内容营销玩转 IP 市场，智能化内容生产让营销更精准</b> .....	<b>28</b>
“奇葩式”植入吸引眼球：美特斯邦威走出低谷 .....	28
内容营销玩转 IP 市场，“IP+精准营销”大势所趋 .....	29
内容营销六大趋势持续成长，A 股多家公司深度布局 .....	31
<b>风险因素</b> .....	<b>32</b>

请务必阅读正文之后的免责条款部分

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

<b>数字营销行业投资策略 .....</b>	<b>32</b>
估值分析：三板较主板折价 31%，是一级市场的 2.6 倍 .....	32
主板数字营销行业投资策略：建议把握“拥有数字媒介和流量资源、积极布局内容营销”的优质公司 .....	36
新三板数字营销行业投资策略：建议关注“海外数字营销、国内精准营销、社交营销、电商营销、场景营销、传统媒体转型”的优质公司 .....	36
<b>重点公司推荐 .....</b>	<b>38</b>
省广股份（002400）：持续发力数字营销，全面推进平台战略 .....	38
华策影视（300133）：布局彰显行业地位 SIP 深度运营值得期待 .....	39
有米科技（834156）：移动广告平台龙头再腾飞 .....	40
哇棒传媒（430346）：全案移动营销专家，内外并举腾飞在即 .....	41
点点客（430177）：移动社交营销服务提供商步入加速增长通道 .....	42
银橙传媒（830999）：互联网广告海量空间，精准营销专家加速增长 .....	43
随视传媒（430240）：微信商业帝国强势崛起，O2O 王者引领浪潮 .....	44
璧合科技（833451）：跨屏程序化广告投放专家，引领开放自助趋势 .....	45
喜宝动力（832115）：深耕电商行业的互联网精准营销服务提供商 .....	46
光音网络（835505）：场景营销强势来袭，双轮驱动抢滩登陆 .....	47

## 插图目录

图 1: 中国人工智能产业全景 .....	2
图 2: 2000 年后我国广告营业总额 .....	3
图 3: 2013 年后我国广告收入增速断崖式下滑 .....	3
图 4: 我国广告收入占 GDP 比重约为 0.81% .....	3
图 5: 2002-2014E 我国各类广告市场规模 .....	4
图 6: 互联网广告增速 5 年保持在 40% 以上 .....	4
图 7: 电视广告收入已经回落至个位数水平 .....	4
图 8: 预计 2018 年我国网络广告达到 4000 亿 .....	4
图 9: 预计 2018 年移动广告占比 55% .....	4
图 10: 用户数据的构成 .....	5
图 11: 悠易互通数据标签体系 .....	6
图 12: 大数据与机器学习分析核心用户的属性和行为 .....	6
图 13: 智能营销 2.0 是打通了企业内部 CRM 数据和外部数据 .....	7
图 14: 基于用户大数据的程序化购买流程示意图 .....	7
图 15: PC 与移动程序化购买对比 .....	8
图 16: 电商营销的动态实时追踪人群数据模型（左）和机器学习智能优化算法技术（右） .....	8
图 17: 以用户为核心的行业思维对数字营销产业的改造示意图 .....	9
图 18: 程序化购买模式带来数字营销产业链的变革 .....	9
图 19: 2013-2017 年中国程序化购买展示广告市场规模 .....	10
图 20: 某汽车广告主的受众购买模式示意 .....	11
图 21: DSP 技术可以为广告主实现从“媒体购买”到“受众购买”的转变 .....	11
图 22: 程序化购买通过挖掘后置数据帮助效果广告真正提升 ROI .....	12
图 23: 中国程序化购买产业地图 .....	12
图 24: 广告主在选择 DSP 合作伙伴时最看重的因素 .....	13
图 25: 2012-2018 年中国移动程序化购买展示广告市场规模 .....	14
图 26: 移动广告网络与移动程序化购买两种模式流程示意图 .....	15
图 27: 移动互联网营销产业链的变革 .....	15
图 28: 移动营销发展路径 .....	16
图 29: 中国与全球智能手机出货量 .....	17
图 30: 2012-2018 全球移动广告市场规模及增长率 .....	18
图 31: 2013-2017 海外移动广告平台营业收入对比 .....	20
图 32: 2013-2017 年海外广告平台净利润对比 .....	20
图 33: 微信的总体社会影响力 .....	21
图 34: 微信每月活跃用户数量 .....	21
图 35: 微信的商业化和随视的核心策略 .....	21
图 36: 微信支付+公众平台构造微信商业化生态闭环 .....	22
图 37: 摇一摇、扫一扫等交互方式构建更丰富的 O2O 场景 .....	22
图 38: 2009-2014E 中国本地生活服务 O2O 用户规模 .....	23
图 39: 2009-2014E 中国本地生活服务 O2O 市场规模 .....	23
图 40: 2014 年前三季度中国本地 O2O 市场结构 .....	24
图 41: O2O 商业模式示意图 .....	24

图 42: 手机上市促销虚拟案例 .....	25
图 43: 场景营销 .....	25
图 44: 中国电商广告市场规模、同比增长率和份额 .....	26
图 45: 阿里巴巴淘宝和天猫平台的季度 GMV .....	26
图 46: 程序化购买优化解决两大需求难题 .....	27
图 47: “奇葩式”的广告植入让美特斯邦威一度成为热门话题 .....	28
图 48: 《奇葩说》助力美邦服饰收入增速回升 .....	29
图 49: 《奇葩说》赞助费占美邦营销费用的 1/3 .....	29
图 50: 《奇葩说》播出后美邦股价大幅上升 .....	29
图 51: 2011-2018 年中国在线视频行业市场规模 .....	30
图 52: 2008-2014 年中国网络视频用户规模及使用率 .....	30
图 53: 2015H1 网络播放 TOP10 网络剧 .....	30

## 表格目录

表 1: 程序化购买专业名词解释 .....	10
表 2: 2015 年中国程序化购买相关企业融资并购事件 .....	13
表 3: 不同类型投资方对投资/收购 DSP 公司的目的各异 .....	13
表 4: 移动 DSP 与移动广告平台/网络对比 .....	16
表 5: 移动广告服务领域部分收购案件 .....	17
表 6: 移动应用热门地区（按下载量/收入） .....	18
表 7: 布局海外的国内广告营销商 .....	19
表 8: 基于微信的移动营销开发商情况简介 .....	23
表 9: 阿里妈妈的互联网营销产品 .....	27
表 10: BAT 影视发展概况 .....	30
表 11: 2015 年上半年电视网络剧大盘点 .....	31
表 12: 新三板重点数字营销公司估值比较 .....	32
表 13: 新三板数字营销公司估值比较 .....	33
表 14: A 股布局数字营销领域的公司估值分析 .....	34
表 15: A 股上市公司并购一级市场数字营销行业公司的估值分析 .....	34
表 16: 主板数字营销行业重点公司估值比较及投资评级 .....	36
表 17: 新三板数字营销行业重点公司估值比较及投资评级 .....	37
表 18: 省广股份盈利预测和估值分析 .....	38
表 20: 华策影视盈利预测和估值分析 .....	39
表 21: 有米科技财务数据和估值分析 .....	40
表 22: 哇棒传媒财务数据和估值分析 .....	41
表 23: 点点客财务数据和估值分析 .....	42
表 24: 银橙传媒财务数据和估值分析 .....	43
表 25: 随视传媒财务数据和估值分析 .....	44
表 26: 璧合科技财务数据和估值分析 .....	45
表 27: 喜宝动力财务数据和估值分析 .....	46
表 28: 光音网络财务数据和估值分析 .....	47



## 投资聚焦

### 报告源起

人工智能（AI，Artificial Intelligence）浪潮方兴未艾，“深度学习”与互联网广告行业深度融合。2006 年深度学习兴起，人工智能迎来了黄金发展期。从 2013 年开始，谷歌、Facebook、IBM、百度均重金布局人工智能（AI）产业。谷歌提出“一切都是 AI，AI 就是一切”的口号。2015 年 11 月 9 日，谷歌发布开源机器学习平台 TensorFlow，每一位普通的用户和谷歌旗下的 50 多个产品都可以运用 TensorFlow 深度学习系统（机器学习的深度神经网络）。2016 年 3 月，谷歌围棋人工智能 AlphaGo 赢得人机大战更是引起了产业界和资本圈的高度关注。AlphaGO 主要使用了三种技术来实现：蒙特卡洛树搜索作为主架构、强化学习作为训练方法、深度的神经网络作为学习工具。AlphaGO 相比之前围棋算法的突破在于使用了 Deep Learning（深度学习）技术，从过去的人教机器的策略变成机器自我学习，而目前 Deep learning 在产业界中使用最广的领域之一就是互联网广告行业。

人工智能时代的广告营销变革与重构，主板和新三板数字营销产业拥有巨大产业集群和良好投资机会。2014 年我国广告行业市场规模约 5130 亿元，其中互联网广告市场规模约 1500 亿元。广告主一直以来的目标就是将广告传达至目标用户，而人工智能和大数据正在与广告行业深度融合并对广告行业产生深远的变革和影响。目前最成熟的人工智能商业化应用之一就是在互联网及程序化广告行业，精准和高效的投放机制将彻底改变传统广告市场，媒介购买转变为受众购买将成为大势所趋。目前主板和新三板数字营销板块已经形成了巨大的产业集群，随着电视、报刊杂志等传统媒介的日渐式微，在 PC 和移动等新媒介，社交、电商和场景等新模式与智能营销浪潮深度融合的背景下，资本市场将孕育着巨大投资机会。

### 投资观点

人工智能和大数据时代，广告营销产业将发生深刻的变革，我们看好数字营销产业的发展前景，建议重点关注主板和新三板的数字营销公司。（1）主板投资策略：建议把握把握两条主线——拥有数字媒介和流量资源的公司、拥有娱乐内容制作实力并积极谋划内容营销的公司，重点推荐省广股份、利欧股份和华策影视；（2）新三板投资策略：建议重点把握拥有核心技术能力和深厚数据积淀的细分领域优质公司，重点推荐汇量科技、易点天下、有米科技、哇棒传媒、光音网络、点点客、亿玛在线、沃捷传媒；建议关注银橙传媒、璧合科技等。

### 创新之处

市场首篇以人工智能视角梳理数字营销行业的研究报告，并结合 PC 营销、移动营销（国内和海外）、社交营销、场景营销、电商营销和内容营销六大领域分别论述了各自的发展趋势。我们认为：人工智能和大数据技术的进一步应用将给数字营销行业带来深刻变革：（1）程序化购买经过 3 年高速发展，在大数据的助推下进入爆发期，未来资源整合能力及数据技术突出的公司将主导行业格局；（2）移动广告平台向移动 DSP 转型为大势所趋，移动端数据价值升级，为移动程序化购买开辟更大空间。

市场首篇系统性梳理主板和新三板数字营销行业投资机会的深度报告。目前主板和新三板的数字营销行业分别拥有约 30 家上市公司和 50 家挂牌公司，已经形成了巨大的数字营销行业产业集群，与 A 股主板数字营销企业多通过并购覆盖全产业链、打造“大而全”的互联网营销巨舰的模式不同，新三板的优质数字营销企业多为“小而美”，它们或具有强大技术优势，或以丰富的媒介、客户资源构筑起较高的竞争壁垒，在细分领域具有较强的竞争力。此外，由于数字营销行业趋势良好且相关标的资产具有较好的盈利能力，众多的主板上市公司和新三板挂牌公司均把数字营销行业作为重要的外延性布局方向。

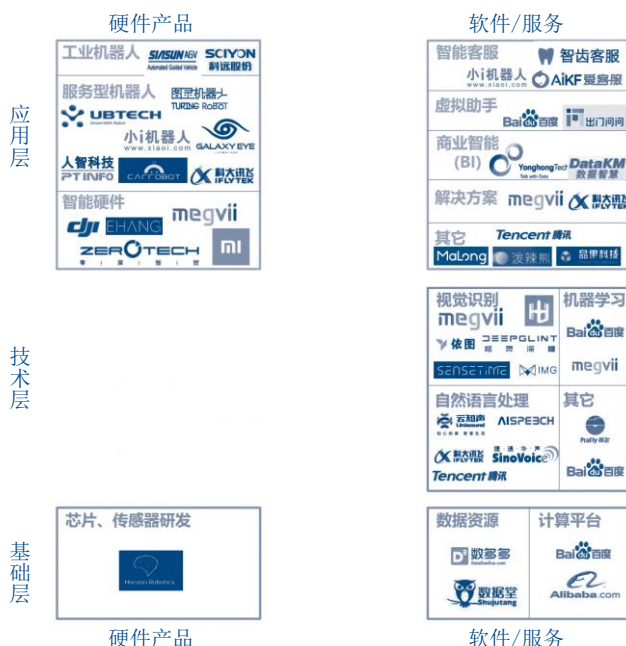
# 数字营销在人工智能和大数据时代的变革与重构

## 人工智能：大数据+深度学习算法

**人工智能：算法是核心，数据是基础。**人工智能的实现以大数据和深度学习算法为基础，将过去的人教机器的策略变成机器自我学习。深度学习是机器学习的全新领域，它依托于模拟人脑进行分析学习的人工神经网络，通过模仿人脑的机制来解释数据，例如图像、声音和文本。深度学习算法在语音和视觉识别领域的识别率分别超过 **99%**和 **95%**。人工智能可分为计算智能、感知智能、认知智能三个阶段。计算智能阶段，机器的价值仅在于存储和处理数据；感知智能阶段，机器开始独立判断并采取行动，能够帮助人类高效完成“看”和“听”的工作；认知智能阶段，机器能够像人一样思考行动，全面辅助或代替人类工作。

**人工智能的商业化：巨头与初创公司共同发力，toC 与 toB 产品各显身手。**人工智能产业结构可分为基础、技术、应用三个层次：基础层为提供数据资源和计算能力的企业；技术层企业主要负责算法、模型及应用开发；应用层是将人工智能与各行业结合起来。2013 年，百度即成立 IDL 深度学习研究院，研发出百度无人驾驶车、百度识图、Baidu Eye 等产品；2014 年阿里巴巴 IDST（Institute of Data Science & Technologies）成立，聘请多名机器学习和人工智能界专家担任团队负责人；科大讯飞通过深耕多年的语音识别技术，为企业提供智能交互平台服务。此外，一些优秀的人工智能领域的创业公司如出门问问、格灵深瞳，在 to C、to B 的出行、安防等领域均取得重大进展。

图 1：中国人工智能产业全景

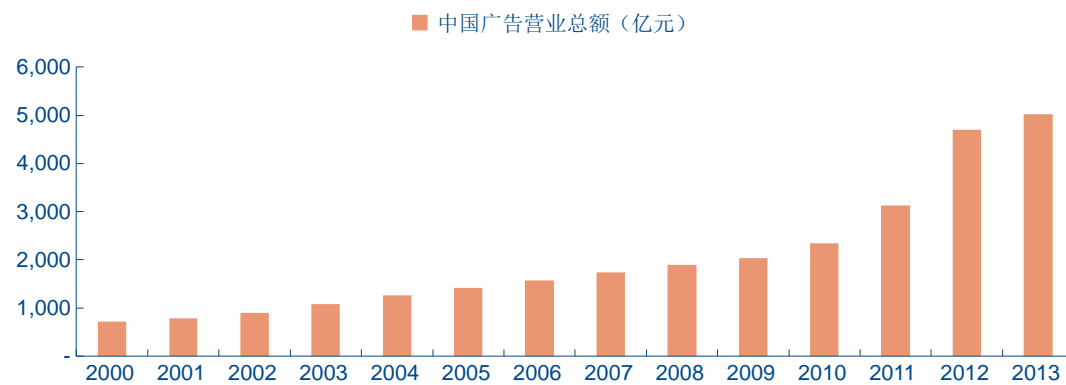


资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

## 数字营销行业拥有海量空间，有望与人工智能深度融合

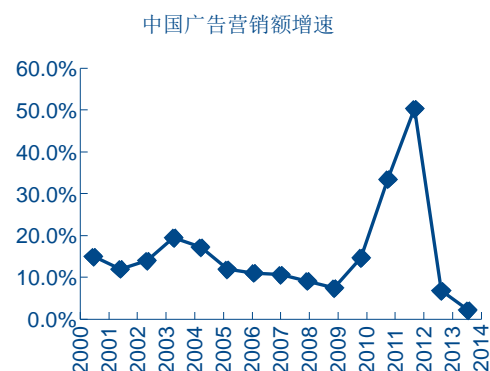
广告业的发展依托于经济的繁荣。近年来，随着宏观经济增速的逐步放缓，我国的广告市场增速出现了回落。2014 年，我国广告收入规模为 5129 亿元，同比增长 2.2%，占 GDP 的比重为 0.81%。目前中国已经成全球第二大的广告市场，但是中国广告总量还不到美国广告市场的 40%；如果从中国人均广告消费来看，只有美国和日本 1/10。

图 2：2000 年后我国广告营业总额



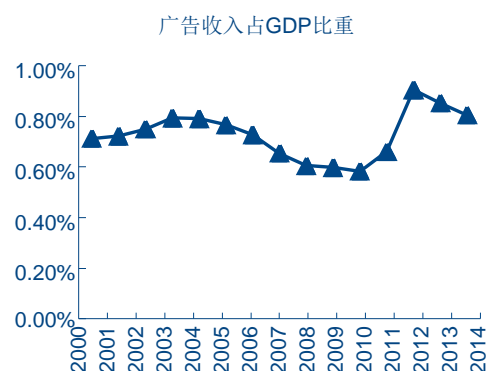
资料来源：广电总局，中信证券研究部绘制

图 3：2013 年后我国广告收入增速断崖式下滑



资料来源：广电总局，中信证券研究部

图 4：我国广告收入占 GDP 比重约为 0.81%

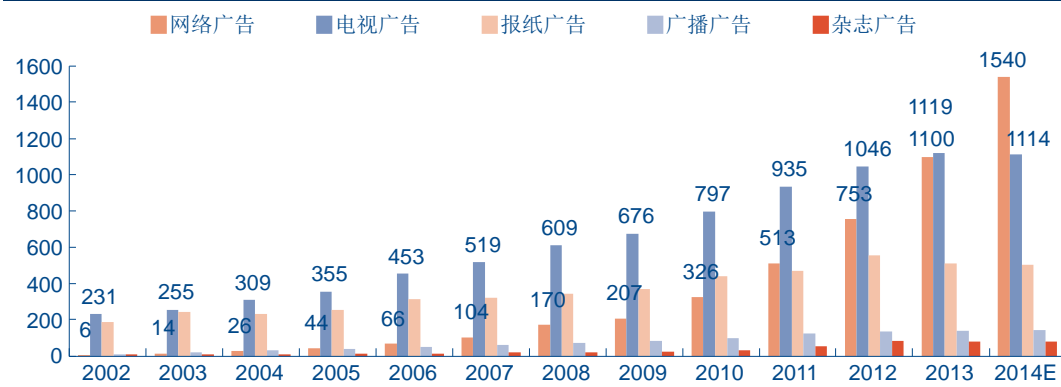


资料来源：广电总局，中信证券研究部

另一方面，随着新旧媒体角力日趋白热化，广告市场内部的分化更为显著，正遭遇着冰火两重天的体验。数据显示，2014 年，包括电视广告、报纸广告、杂志广告在内的传统广告形式均出现不同程度的负增长；而互联网广告市场凭借其广告形态的多样化以及相对精准的投放程度，深受广告主的喜欢，表现出蓬勃的生机，2014 年销售额为 1540 亿元，同比增速 40%，规模超越电视广告成为第一大投放媒体。

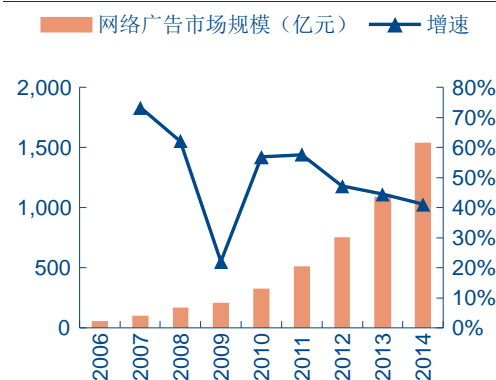


图 5：2002-2014E 我国各类广告市场规模（单位：亿元）



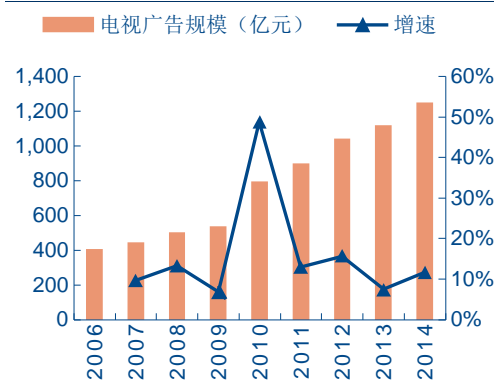
资料来源：国家统计局，CTR，艾瑞咨询，中信证券研究部整理

图 6：互联网广告增速 5 年保持在 40% 以上



资料来源：wind，中信证券研究部

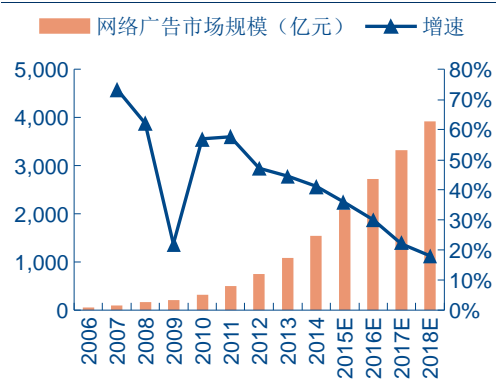
图 7：电视广告收入已经回落至个位数水平



资料来源：wind，中信证券研究部

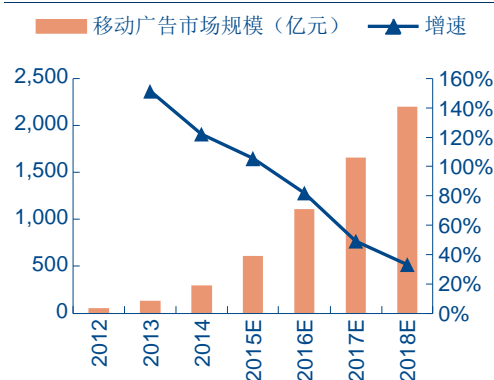
**产业格局：媒介千亿不可逆，未来三年 4000 亿市场可期。**2014 年，我国数字营销市场规模达到 1540 亿元，同比增长 40%，与 2013 年增速相当。在连续几年保持高速增长后，我们认为行业发展驱动力依然不减，未来三年仍能保持较高水平，但增速将略微放缓。根据易观国际的数据，预计 2018 年我国数字营销规模将达到 4000 亿元。其中，移动数字营销将借助于移动终端的普及和移动网民的增长弯道超车，超越 PC 端成为第一大媒介终端。预计 2018 年移动数字营销规模将达到 2200 亿元，占数字营销规模的 55%。

图 8：预计 2018 年我国网络广告达到 4000 亿



资料来源：易观国际，中信证券研究部整理

图 9：预计 2018 年移动广告占比 55%



资料来源：易观国际，中信证券研究部整理

**产业趋势：与人工智能深度融合，精准营销引领产业转型升级。**随着广告主对数字营销认识的加深和精准度要求的提升，ROI 成为衡量广告投放效果的主要指标。深度学习和人工智能通过精准和高效的投放机制彻底改变了传统广告。人工智能的学习模型和算法被应用到广告效果（点击、注册、激活、回收）预测中，同时，语音识别、语音合成、语义理解等人工智能产品也逐渐应用到移动广告创新中。目前，人工智能在数字营销领域的应用可概括为五大方向：（1）精准用户定向；（2）反作弊；（3）跨屏营销；（4）语音互动广告；（5）虚拟现实广告。其中尤以精准用户定向、反作弊等精准营销领域的应用最为成熟。

## 精准营销是人工智能商业化应用最成熟的领域之一

**精准营销的基础：高质量的数据来源。**目前，精准营销的数据来源主要分为：（1）与 BAT 等互联网巨头或科大讯飞、搜狗等平台服务商合作；（2）运营商数据：运营商可以从信道上监听到各网站和 app 的用户访问行为，且运营商拥有用户的地理位置数据；（3）DSP 监听数据；（4）广告主数据：打通公司内部 CRM 数据与广告主自有网站访问数据；（5）购买第三方数据。精准广告营销服务商对数据进行加工的方式有三种：（1）通过 DMP 数据管理平台，主要指接受数据拥有者的委托，按照其需求进行数据加工，并将加工结果用于指导运营优化、广告投放；（2）通过 DX（Data Exchange）数据交易平台，即从数据拥有者处收集数据按照自己的逻辑和需求加工，并进行数据的直接或间接变现，与数据拥有者分成。（3）通过受众定向系统。即根据本公司所能接触到的各种数据得到用户标签或画像，优化自己的广告系统效果。

图 10：用户数据的构成



资料来源：中信证券研究部整理

**精准营销的过程：建立数据标签以进行人群分类，开展目标用户的精准定向。**精准投放建立在大数据基础上，考验各平台的并不是数据量的大小，而是如何用专业的技术处理数据。数据标签是目前各大平台选取的重要方法。以悠易互通为例，平台按照人口属性、兴趣爱好、社交属性、品牌爱好和购物倾向将人群特性分为 5 个维度，5 大维度下又进一步划分为 52 个大类、380 个小类和 1200 个标签，通过标签精准刻画人物形象，为数字营销精准投放实现数据支撑。在后续广告投放过程中，平台根据广告主的目标客户定位，对相应标签客户投放，实现精准营销。例如，在华为推广某款机型的时候，平台根据广告主的目标客户，可以将广告投放给贴有 20-40 岁、中等收入水平、有手机购物倾向标签的人群。

The diagram illustrates four hierarchical tree structures representing different dimensions of user data:

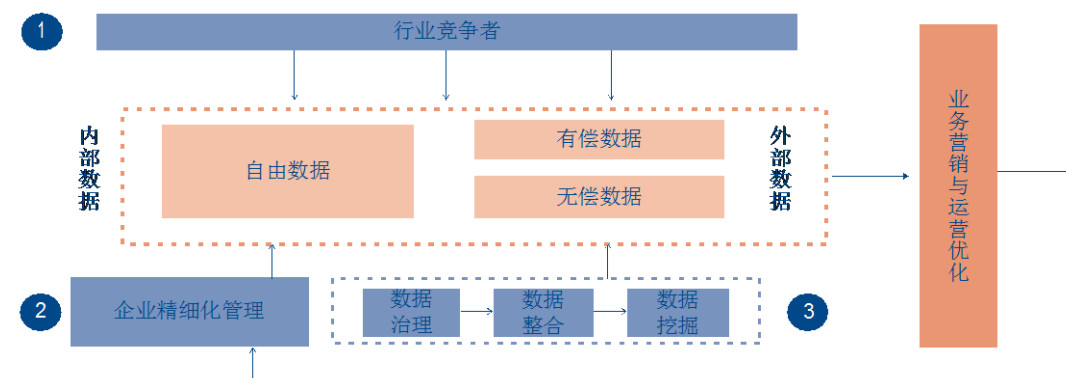
- 5 大维度 (5 Major Dimensions):**
  - 人口属性 (Demographic Attributes):**
    - 性别 (Gender)
    - 年龄 (Age)
    - 人生阶段 (Life Stage)
      - 学生 (Student)
      - 求职 (Job Seeking)
      - 收入 (Income)
      - 教育背景 (Education Background)
      - 星座 (Zodiac)
      - 职业 (Occupation)
    - 适婚 (Marriageable)
      - 单身 (Single)
      - 征婚 (Seeking Marriage)
      - 备婚 (Preparing for Marriage)
      - 已婚 (Married)
    - 育儿 (Child-rearing)
  - 兴趣爱好 (Interests and Hobbies):**
    - 文化娱乐 (Culture and Entertainment)
    - 金融理财 (Finance and Investment)
    - 旅游 (Travel)
      - 出行方式 (Mode of Transport)
      - 酒店 (Hotel)
    - 居家生活 (Home Life)
    - 新闻资讯 (News and Information)
    - 学习教育 (Education and Learning)
    - 汽车 (Cars)
- 52 个大类 (52 Major Categories):**
  - 社交属性 (Social Attributes):**
    - 艺人 (Celebrities)
    - 专业人士 (Professional人士)
    - 体育 (Sports)
      - 体育明星 (Sports Stars)
        - 孙杨 (Sun Yang)
        - 宁泽涛 (Ning Zetao)
        - 林书豪 (Jeremy Lin)
        - 林丹 (Lin Dan)
        - .....
      - 球队 (Teams)
    - 网络红人 (Internet Celebrities)
  - 品牌偏好 (Brand Preferences):**
    - 奶粉 (Formula)
    - 3C产品 (3C Products)
    - 汽车 (Cars)
      - 奔驰 (Mercedes-Benz)
      - 宝马 (BMW)
      - 奥迪 (Audi)
        - 奥迪A3
        - 奥迪A4L
        - 奥迪A6L
        - 奥迪A8L
        - .....
      - 别克 (Buick)
      - 大众 (Volkswagen)
      - .....
    - 美妆产品 (Cosmetics)
    - 清洁用品 (Cleaning Products)
    - .....
- 380 个大类 (380 Major Categories):**
  - 购物倾向 (Shopping Tendencies):**
    - 家用电器 (Home Appliances)
    - 3C产品 (3C Products)
    - 母婴用品 (Maternal and Infant Products)
      - 孕妇用品 (Pregnancy Products)
      - 婴儿用品 (Infant Products)
        - 奶粉 (Formula)
        - 辅食 (Complementary Food)
        - 尿布 (Diapers)
        - 洗护产品 (Washing and Care Products)
        - 婴儿车 (Strollers)
        - 玩具 (Toys)
      - 儿童用品 (Children's Products)
    - 美妆产品 (Cosmetics)
    - 清洁用品 (Cleaning Products)
    - .....
- 1200 个标签 (1200 Tags):** (This category is represented by the detailed lists under the other categories, totaling 1200 tags)

**精准营销过程：机器学习。**机器学习是一类从数据中自动分析获得规律，并利用规律对未知数据进行预测的算法，在搜索排序、商品排序、点击率预估、反作弊、实时竞价等各种领域有着广泛的应用。机器学习平台最主要的算法包括逻辑回归、随机森林、深度学习。在精准营销过程中，机器学习算法被用于多维度人群分析，进而筛选目标用户，进行目标用户量化分析，完成精准定向投放。

**精准营销趋势：打通企业内部 CRM 数据，迈进智能营销 2.0 时代。**未来互联网数字营销行业的竞争将从过去粗放式/资源式转变为精细化/智能化，拥有雄厚技术实力的垂直类服务商有望脱颖而出。大数据智能营销正是在这一背景下快速发展起来的新兴领域，是商业智能在数字营销领域的应用。我们认为大数据智能营销 1.0 时代是基于用户识别与行为监测、数据仓储与挖掘分析、用户模型识别、归因分析、最优化等技术实现了搜索营销的智能化、

精细化，是对外部数据的整合挖掘以达到提高曝光率、流量转化率、降低 CPA 和 CPC，提升营销 ROI 的目的。而 2.0 时代是通过企业内部数据和外部数据的打通，解决各部门信息孤岛现象，实现对业务营销与运营优化流程的重构和对企业资源最优化分配。

图 13：智能营销 2.0 是打通了企业内部 CRM 数据和外部数据

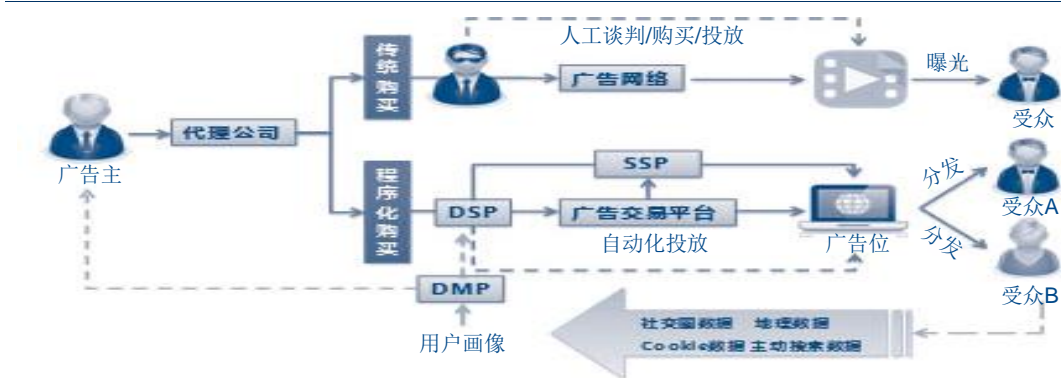


资料来源：易观智库，中信证券研究部

## 数字营销行业六大趋势风起云涌

**趋势一：人工智能已在 PC 端 DSP 成熟应用，程序化投放实现价值最大化。**以 DSP、RTB 等技术为代表的程序化广告投放通过大数据和即时撮合，实现了广告资源的优化匹配，提升广告投放效率和效果。人工智能的运用使得 DSP 超越了传统的根据广告特性挑选流量-投放-分析-再挑选流量投放的人工运营方式，通过数据分析预判竞价价格，实现整个运营流程的自动化。用户的大数据挖掘是 DSP 程序化投放的核心环节之一，它有助于实现营销受众的精准发现和即时定位，提高从营销到消费的转化率，实现广告投放的价值最大化。

图 14：基于用户大数据的程序化购买流程示意图



资料来源：中信证券研究部

**趋势二：移动 DSP 加速发展，海外移动营销市场广阔。**在移动互联网时代，无线二字将计算的维度进一步提升，同时信息脉络也更清楚。首先，信息量成几何增长，移动设备可以揭示更多的数据，例如 GPS 位置信息、移动设备信息等。其次，移动端的数据信息链接的更为紧密，相比以往 PC 时代的 IP 和 Cookie，移动设备号的唯一性可以更好地把相关信息串联起来，让分散的信息回归到一个目标受众上。因此，移动 DSP 通过更深入的数据分析和更精准的用户定位成为智能营销未来重点拓展的方向。产业趋势方面，由于国内移动互联网市场竞争激烈，海外移动营销服务商将深度受益于移动互联网企业出海浪潮的高涨。同时，由于国外 Facebook、Google 等互联网巨头的的数据资源开放程度更高，海外移动营销服务商拥有的数据和技术优势更为显著。



图 15: PC 与移动程序化购买对比

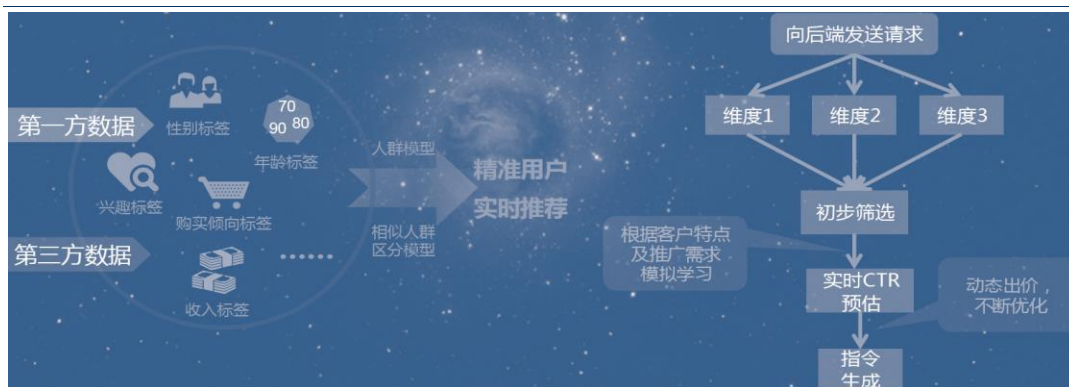
数据类型	定向方式	媒体环境	广告主类型及诉求
<p>主要基于cookie, 已有大量积累, 能够支持多元化的定向方式。但cookie容易被清理, 存活时间相对较短。</p>	<p>定向技术相对成熟, 定向方式多元化。</p>	<p>已有数量繁多的广告交易平台、私有市场以及SSP, 媒体对于程序化购买的重视度相对较高。PMP、PDB等非公开交易发展迅速, 大量优质库存已实现程序化购买。</p>	<p>电商/快消/汽车/IT/金融/旅游等广告主行业。品牌广告主存在一定程序的效果需求, 中小广告主以效果诉求为主。</p>
<p>主要基于IDFA、IMEI等设备标识, 更新周期长, 能够根据设备锁定具体的受众</p>	<p>定向技术种类相对PC端而言较少, 但能够实现LBS精准位置定向、wifi特定场景定向等独特的定向方式。</p>	<p>公开市场中可竞价流量快速增长, 原生广告等优质资源数量逐步提升。</p>	<p>在传统的PC端广告主类型之外, 还有大量的业内(开发者)广告主, 对于效果的诉求更加强烈。</p>

资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部

**趋势三: 社交平台拥有更丰富的用户数据, 更精准用户画像助力 O2O 营销。**在所有互联网应用中, 社交网络记录着我们全部的网络行为, 对社交数据的深入挖掘, 能够还原用户的喜好、背景, 甚至揭示潜在内心需求, 对用户消费行为进行预测。社交网络大数据挖掘的应用场景: (1) 意见传播、动态网络影响力传播模型分析; (2) 社交关系分析; (3) 相关主题的历史和趋势分析; (4) 基于地理位置的某领域专家分布分析; (5) 知识图谱的构建。基于微信的 O2O 商业模式蓬勃发展, 线下商户借助微信等移动社交平台开展 O2O 营销, 对这类企业来说, 线上用户的积累将有助于其发现和挖掘潜在消费者, 提升营销的效果。

**趋势四: 电商平台丰富消费数据更具商业价值, 精准用户定位进入智慧电商阶段。**B2B 电商平台发展可分为三代: 第一代以信息撮合机制为主, 通过互联网特性有效的汇聚买卖双方信息; 第二代以在线交易为主, 信息展现模式、在线交易工具、配套服务产品的发展使得各平台都在想方设法解决在线交易问题; 第三代即资源集聚为主, 资源集聚突出两大核心要素: 数据穿针引线, 服务本质所需。大数据给予平台服务提供了信息支持, 而服务落地也有利于有效数据不断被采集, 形成数据循环, 即“雪球效应”, 大数据不是电商平台的某一个产品组成或业务领域, 大数据是整个电商未来发展的基础资源与优势体现。

图 16: 电商营销的动态实时追踪人群数据模型(左)和机器学习智能优化算法技术(右)



资料来源: DCCI, 中信证券研究部

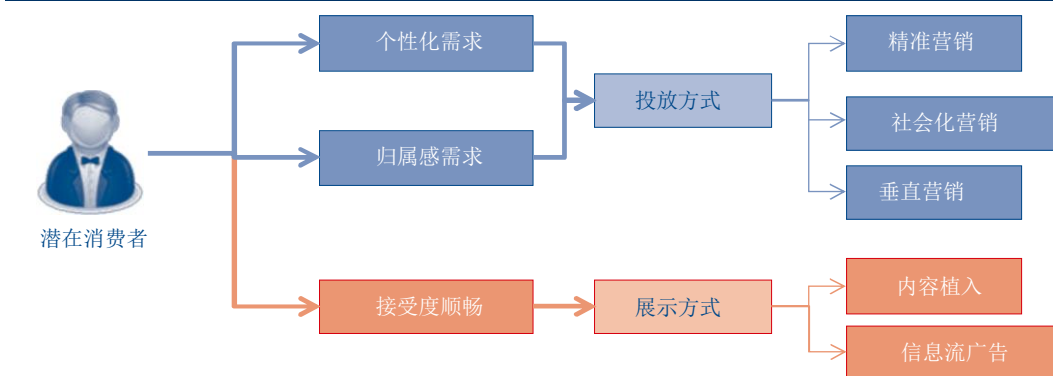
**趋势五: SaaS 与营销联动, 打通企业内外部数据。**随着广告主对流量转化率要求的不断提高, 对企业内外部数据联通需求(例如潜在用户认知渠道、用户来源等)的提高, 人工成本的上涨以及对行业整体解决方案的迫切需要, SaaS 与营销联动的模式备受推崇。营销托管与 SaaS 软件服务相互促进, 技术与营销相互配合, 一方面可以为大数据技术积累大量原始数据, 另一方面可以更了解客户需求, 有利于开发大数据云服务产品。

**趋势六: 自动内容生成有望成长为内容营销新趋势之一。**基于对数据的分析和信息的加工, 人工智能可以被应用于广告的自动生成和优化中, 未来利用人工智能生产植入式内容将



成为重要趋势之一。目前，自动化工具撰写已被应用于新闻稿和年度报告等商业信息，Gartner 预计到 2018 年，20% 的内容将由机器产出。

图 17：以用户为核心的行业思维对数字营销产业的改造示意图



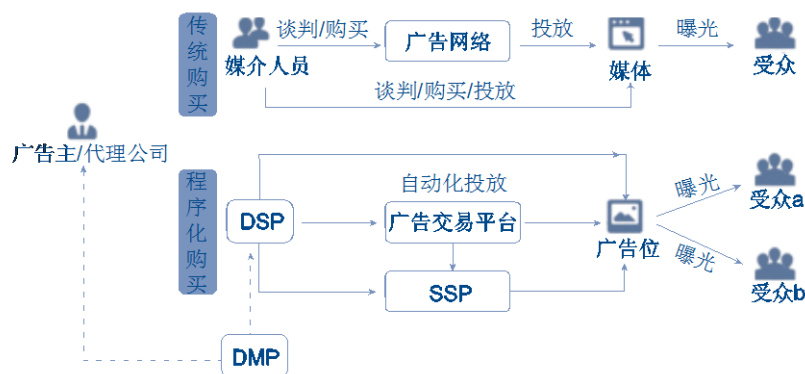
资料来源：中信证券研究部绘制

## PC 端 DSP 智能化已成熟，程序化投放实现 ROI 最大化

### 依赖数据与算法，程序化购买破解“劳动密集”魔咒

**程序化购买依赖大数据与机器学习算法。**程序化购买依托数据分析技术，对用户进行精准定向，实现广告位资源的最优分配。目前，在中国程序化购买生态体系中，每天汇集的流量已达到 130 亿 PV，占中国整个广告位流量的三分之一，预计到 2015 年底一半以上的广告位流量接入程序化购买。相较于传统代理模式，程序化购买无需复杂的谈判过程，而基于数据分析的用户定向能够让广告投放更精准、效率更高。程序化购买是数字营销行业最重要的趋势之一。

图 18：程序化购买模式带来数字营销产业链的变革



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

**程序化购买破解“劳动密集”魔咒，精准化投放实现价值最大化。**互联网广告发展的初期，由于投放的形式多以人工为主，其行业增长逻辑与传统领域并无差异。然而，以 DSP、RTB 等技术为代表的自动化广告购买则通过大数据和即时撮合，实现了广告资源的优化匹配，有助于提升广告营销效果和广告投放效率，或将成为突破行业“劳动密集”魔咒的重大突破。其中，用户数据处理分析和广告供需撮合是最为核心的环节。一方面，用户的大数据挖掘有助于实现营销受众的精准发现和即时定位，提高从营销到消费的转化率，实现广告投放的价值

最大化；另一方面，供需撮合则有助于网络媒体资源的有效利用，提升商业效率，实现利润空间的扩容。

表 1：程序化购买专业名词解释

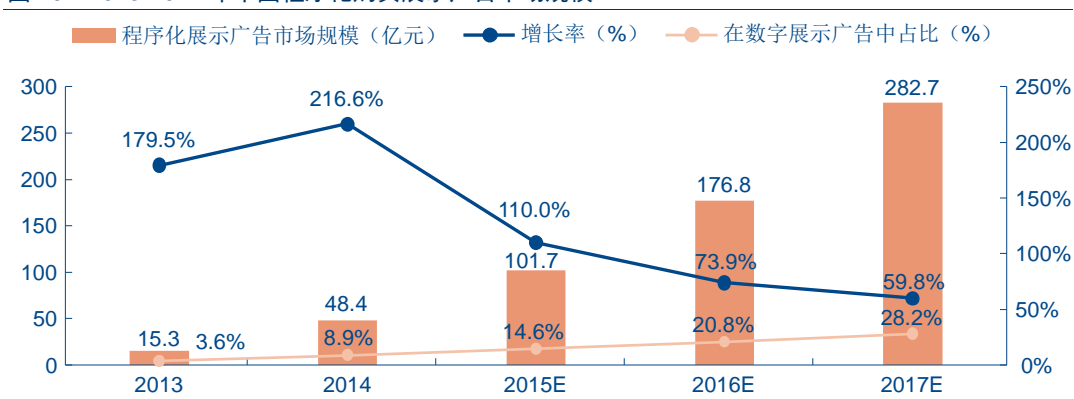
名词	全称	释义	代表公司
RTB	Real Time Bidding, 实时竞价	一种利用第三方技术在数以百万计的网站或移动端针对每一个用户展示行为进行评估以及出价的竞价技术。与大量购买投放频次不同，实时竞价规避了无效的受众到达，仅针对有意义的用户进行购买。	
DMP	Data-Management Platform, 数据管理平台	把分散的第一、第三方数据进行整合纳入统一的技术平台，并对这些数据进行标准化和细分，让用户可以把这些细分结果推向现有的互动营销环境里。	秒针系统，安客诚
DSP	Demand-Side Platform, 需求方平台	允许广告客户和广告机构更方便地访问，以及更有效地购买广告库存，因为该平台汇集了各种广告交易平台的库存。有了这一平台，就不需要再出现另一个繁琐的购买步骤——购买请求。	Avazu 艾维昂动，Mediav, Codrim 和 Taobao Tanx 等
SSP	Sell-Side Platform, 供应方平台	能够让出版商也介入广告交易，从而使它们的库存广告可用。一般职能在于：1、管理广告位的分配；2、筛选来自不同广告交易平台的广告请求；3、管理广告位价格。	Admeld、AppNexus、PubMatic、Right Media、Rubicon Project 等

资料来源：百度百科，中信证券研究部整理

**程序化购买增长迅猛，生态链逐渐成熟。**（1）程序化购买整体增长迅猛，过去 3 年内实现了从 0 到 100 亿元的增长，据 eMarketer 和艾瑞预测，2015 年中国程序化购买市场规模约为 101 亿元，预计到 2017 年中国程序化购买市场规模将达到 282 亿元，实现 2-3 倍增长。

（2）伴随市场规模迅速膨胀的是生态链的日渐成熟。程序化购买产业已经形成了以“4A 代理公司—交易桌面—DSP/广告网络—广告交易平台”为核心，以第三方数据供应商、效果监测服务、网站分析服务为辅助的连接需求方和供应方的完整链条。

图 19：2013-2017 年中国程序化购买展示广告市场规模



资料来源：eMarketer，艾瑞咨询，中信证券研究部整理

## 程序化购买三大智能化优势：受众购买、预算动态分配、提升 ROI

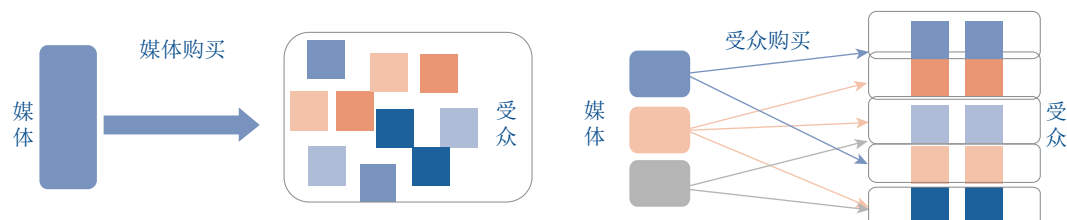
**智能化之一：从媒介购买到受众购买。**程序化购买通过对海量数据的挖掘，实现对人群的精准定向，将广告跨平台地精准投放给目标消费人群，从而实现了从购买“媒体”到购买“受众”的升华。受众购买包括投放前的地域定向、时间定向、页面内容定向、兴趣定向等多维定向手段组合以及对整个推广过程中曝光、点击、到达、二跳、停留时间、注册等多维监测，实现对不同阶段人群更加精细化的召回（或重定向，Re-targeting）。受众购买模式减少了原来在内容购买和内容相关定位中所浪费掉的费用，让品牌能够充分提高营销活动的回报。

图 20：某汽车广告主的受众购买模式示意



资料来源：悠易互通，中信证券研究部

图 21：DSP 技术可以为广告主实现从“媒体购买”到“受众购买”的转变

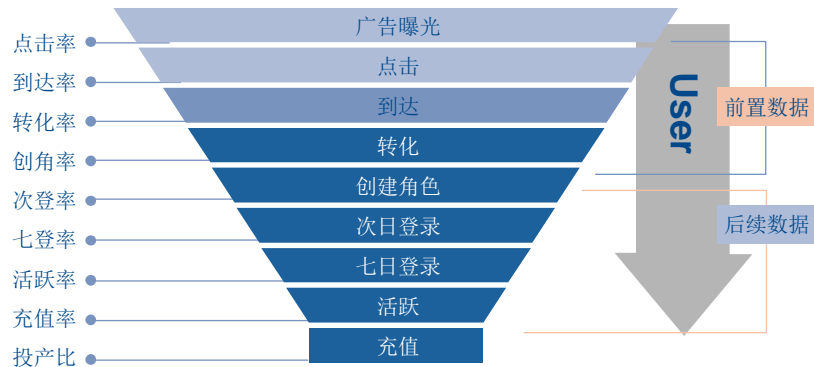


资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

**智能化之二：以大数据为基础进行广告主预算的动态分配。**动态的、可分配预算的投放是程序化购买的本质特征之一。基于程序化购买的广告投放可以根据效果，把预算分配在不同的渠道、流量，甚至不同的媒体、不同的 cookie 上面，广告主可以实时观察自己的预算是否被合理分配，实时考核购买价格和最终产出。实现效果良好的预算动态分配需要算法和技术的支撑，技术实力雄厚的企业拥有更强竞争力。

**智能化之三：真正提升 ROI，终结广告效果无法衡量的时代。**程序化广告不仅能对一些衡量广告效果的传统标准如曝光率、点击率、到达率、转化率等进行追踪，更能对后置数据、深度效果数据进行挖掘，从而真正帮助广告主提升 ROI（Return On Investment，投入产出比），彻底结束营销效果无法衡量的时代。例如，当一个游戏用户通过看到广告注册了游戏之后，他是否创建了角色，是否玩到了一定等级，是否在第二天、第七天、第三十天持续登陆游戏，最终是否在这个游戏中进行了充值消费，都是可以跟踪的。

图 22: 程序化购买通过挖掘后置数据帮助效果广告真正提升 ROI

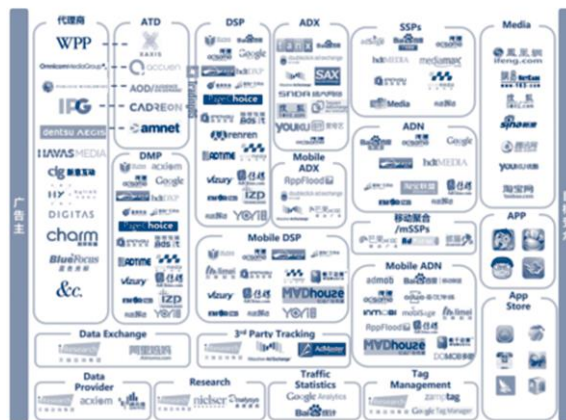


资料来源：璧合科技官网，中信证券研究部

## 人工智能引领精准营销未来，看好资源整合与数据技术驱动型 DSP

**程序化购买产业链不断扩充和成熟。**目前，国内的广告交易平台（Ad Exchange）主要由谷歌、百度、淘宝等互联网巨头及腾讯、优酷等互联网媒体所构建，第三方程序化购买服务企业主要集中在 DSP 板块。2012 年起步至今，市场上已经涌现出 50 多家 DSP，以品友互动、易传媒、好耶、银橙传媒、璧合科技等为代表。DSP 企业可分为两类：第一类，品牌 DSP，主要服务大型广告主，追求品牌曝光；第二类，效果 DSP，主要服务于进行互联网商业行为的企业，例如游戏、电商、在线教育、互联网金融等，以 ROI 作为考量标准。由于程序化购买天然的有利于效果追踪和 ROI 透明化，因此效果类 DSP 逐渐兴起。

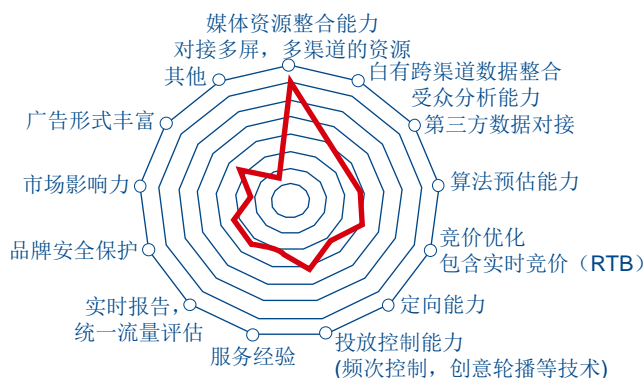
图 23: 中国程序化购买产业地图



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

**资源整合能力、技术实力是程序化购买企业的核心竞争力。**根据业内公司进行广告主调研的结果，广告主考量 DSP 时最为看重其媒体资源整合能力，即它能否对接多屏、多渠道的媒体资源，能否给广告主多元的资源选择。海量的媒体资源直接决定了广告投放的覆盖范围，而媒体资源的质量关系广告主的品牌安全和形象。同时，DSP 的核心功能——人群定向、RTB、效果优化等都依赖算法和技术的支持。大数据时代的到来使更多维度的分析成为可能，对人群的定向也从物理属性进化为行为判断，那些拥有良好数据挖掘技术的企业将拥有更大机会。

图 24：广告主在选择 DSP 合作伙伴时最看重的因素



资料来源：易传媒广告主调研，中信证券研究部

## 竞争格局：独立第三方 DSP 竞争激烈，融资及并购事件持续多发

**独立第三方 DSP 竞争激烈，融资及并购事件持续多发。**BAT 等互联网巨头掌握着国内互联网行业中主要的优质流量，且技术实力雄厚，因此其开展程序化购买业务具有天然优势，占据较大市场份额。国内拥有至少数十家独立第三方 DSP，行业竞争激烈，往往寻求在细分领域深耕或借助资本力量进行资源整合，2015 年程序化购买领域的融资及并购事件仍旧持续多发。从战略投资的角度来看，网络广告技术化是未来发展的重要趋势，互联网巨头、传统媒体集团、代理公司等通过投资、控股或收购程序化相关企业，涉足程序化购买产业链，快速建立、补充或完善在该领域的布局，凸显出广告技术公司的价值。

表 2：2015 年中国程序化购买相关企业融资并购事件

时间	标的企业	融资进程	投资/收购机构	投资金额	持股份额
2015.1	易传媒	并购	阿里妈妈	3 亿美元+后续收购	100%
2015.1	悠易互通	D 轮	广州日报领投	2000 万美元	
2015.3	传漾科技	并购	省广股份	4.68 亿元	80%
2015.3	东信时代	战略融资	省广股份	1.125 亿元	15%
2015.6	多盟	并购	蓝色光标	17.72 亿元	100%
2015.7	快友	B 轮	好望角基金领投，正海资本和秉泓资本跟投	1 亿元	
2015.8	智云众	并购	爱点击	不详	100%
2015.12	品友互动	Pre-IPO	中移创新产业基金、北广文资歌华基金、深创投联合领投	5 亿元	

资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部修改整理

表 3：不同类型投资方对投资/收购 DSP 公司的目的各异

投资方类型	投资/并购目的
资本机构	进入快速成长的程序化购买市场以获取投资回报
传统广告代理/公关公司	发展数字营销业务，为既有广告主提供程序化购买投放服务，作为全案/整合营销服务的一环
传统媒体集团	发展数字营销业务，为既有广告主提供跨媒体广告投放服务；收购广告技术公司为集团提供内部互联网化支持
大型网络媒体	获取程序化购买相关技术，快速进入产业链或进一步提升在产业链中的影响力；获取特定类型广告主
传统企业	进军数字营销业务，提升企业市值/估值；利用广告技术公司的相关技术对既有业务进行互联网化改造，或挖掘企业本身具有但不知如何利用的大数据

资料来源：中信证券研究部整理

**省广股份和璧合科技在程序化购买领域深度布局。**A 股多家公司通过并购战略布局程序化购买，如利欧股份并购漫酷广告（Media V），华谊嘉信并购浩耶上海（好耶），浙江富润并购泰一指尚等。其中，省广股份并购的传漾科技，是纯正的程序化购买标的，传漾科技 2015 年销售收入和净利润分别为 1.79 亿元和 6191 万元，同比增长 42%和 395%。省广股



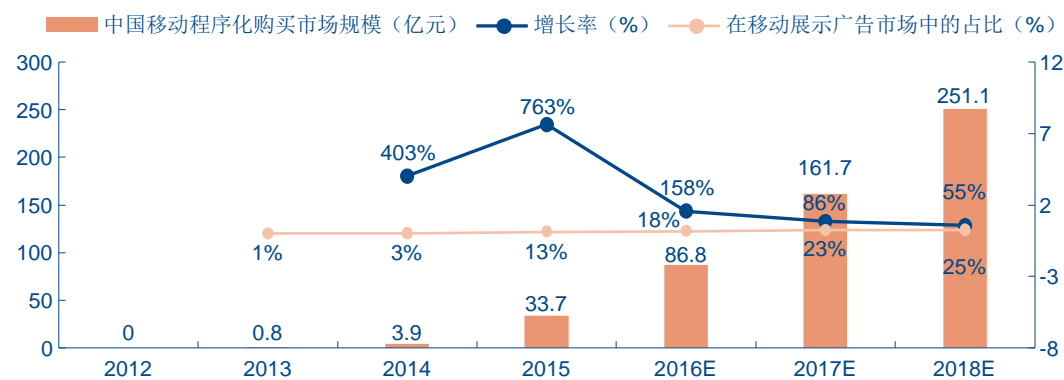
份通过并购传漾科技推动公司的整合营销业务迈上了新台阶，发挥资源整合优势，打造多元化一站式整合营销业务。新三板市场中，**璧合科技**以 DSP 业务为主业，以强大技术优势保证程序化购买的转化效果。2016 年公司与科大讯飞合作，进一步增强了公司的智能投放能力。2015 年璧合科技营业收入和净利润分别为 2.18 亿元和 1264 万元，同比增长 125%和 2169%。

## 移动 DSP 引领智能化转型，移动营销出海趋势渐起

### 移动程序化购买快速崛起，拥有巨大市场前景

**移动程序化购买快速崛起，拥有巨大发展前景。**根据艾瑞咨询数据，2015 年中国移动程序化购买展示广告市场规模为 33.7 亿元，增长率为 762.9%，占中国移动展示广告整体的 12.9%。预计到 2018 年，中国移动程序化购买市场整体规模将达到 251.1 亿元，占中国移动展示广告市场的比例将达到 25.1%。2015 年中国移动程序化购买市场的发展速度超出预期，主要原因：（1）移动互联网流量的快速增长及广告主预算向移动端的迁移；（2）媒体对于移动程序化购买的接受度及开放程度提升，移动程序化购买公开市场上可竞价流量快速增长。2015 年移动端公开交易市场中日均可竞价流量约为 30 亿左右，较 2014 年规模增长约 200%；（3）移动端程序化购买广告的创新不断。

图 25：2012-2018 年中国移动程序化购买展示广告市场规模

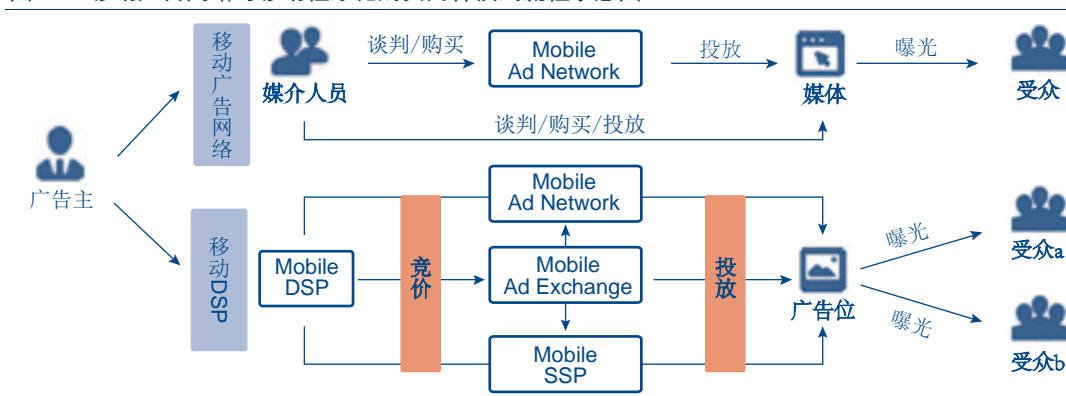


资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

### 移动 DSP 引领智能化转型，移动端数据价值升级更适合程序化购买

**移动广告平台方兴未艾，移动 DSP 快速成长。**目前，媒体流量呈现金字塔结构，少量的优质头部流量通过 CPM 等模式由媒体平台自行售卖，部分头部优质流量和次头部流量则通过程序化购买销售，实现阶梯价格，获得最大收益；更广泛的长尾流量由于不稳定、边缘化，通常以 SDK 等方式对接移动广告平台（网络）进行售卖，多以 CPA、CPS 等方式核算，APP 开发者从中获得分成。

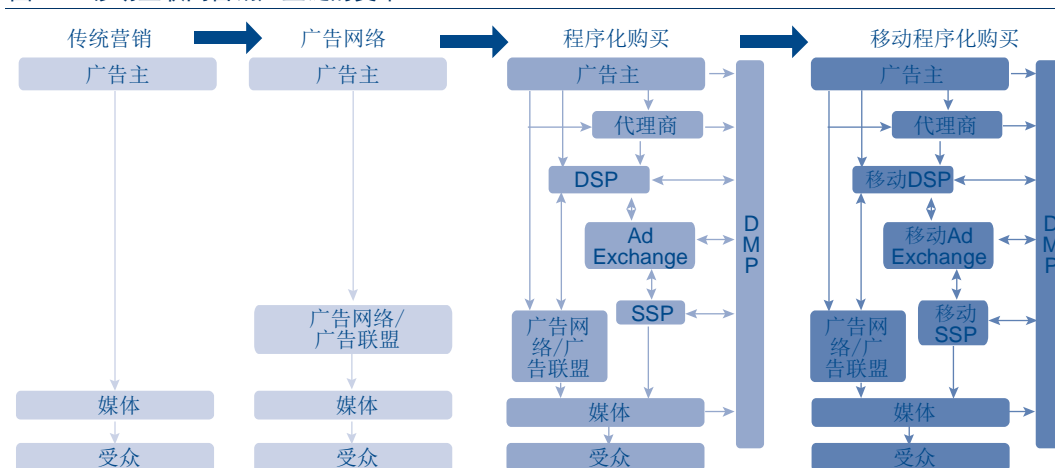
图 26：移动广告网络与移动程序化购买两种模式流程示意图



资料来源：RTBChina，中信证券研究部

**移动端数据价值升级，更适合程序化购买。**移动端多样化、碎片化以及互动化的使用环境使得移动广告更加适合程序化购买，引入程序化购买技术的移动广告将为移动端用户提供更为精准的广告互动体验。相比 PC 端，移动端 DSP 从三方面实现价值升级：**（1）技术能力价值升级：**PC 端只能基于 cookie 对网民行为特征进行定向，移动端则能获取机型、LBS 等更丰富的信息，从而使移动 DSP 具有更强的精准定位和流量聚合能力；**（2）广告形式创新价值升级：**移动端互动方式更具多样性，基于触控、语音交互、HTML5 等方面的新技术，互动性更强的广告形式在移动 DSP 平台能够很好实现；**（3）数据积累价值升级：**手机是一种与用户高度对应的精准媒体，手机背后直接对应用户与数据，移动 DSP 能够收集到更多用户信息，进行更精准的用户画像描绘。

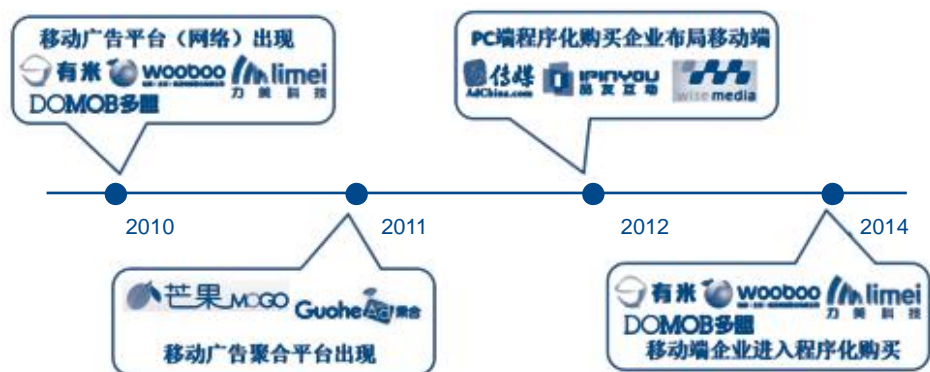
图 27：移动互联网营销产业链的变革



资料来源：中信证券研究部整理

**移动 DSP 引领移动广告平台升级转型。**移动营销自 2010 年开始发展，2012 年迎来移动广告平台的爆发，2014 年移动程序化购买崭露头角，移动营销生态体系不断成熟。移动营销发展初期，服务客户主要为互联网行业内的效果广告主，后期品牌广告主对移动广告的认知逐渐提高，投放需求日益加大，2014 年国内品牌广告主的预算大规模向移动端转移的趋势明显，其对优质流量和品牌曝光的需求催生了移动程序化购买。原 PC 端程序化购买服务企业开始推出移动 DSP 产品，而原移动广告平台也逐渐开始向移动 DSP 转型。

图 28：移动营销发展路径



资料来源：中信证券研究部根据行业调研信息整理

移动广告平台推出 **DSPAN** 模式，积极转型移动程序化购买。DSPAN 即 DSP+AdNetwork，将移动广告平台与移动 DSP 相结合的模式。当前，多盟、力美、有米等广告平台均相继推出了移动 DSP 服务，移动广告平台向移动 DSP 的转型已成为业内共识。与单纯 DSP 相比，移动广告平台+移动 DSP（即 DSPAN）的模式具有两方面显著优势：第一，得益于移动广告平台时期的深度积累，DSPAN 拥有丰富的媒体资源与数据资源；第二，DSPAN 的移动端投放经验更为丰富，集中体现在定向投放及用户互动两方面。

表 4：移动 DSP 与移动广告平台/网络对比

	英文全称	概念	特征	相似性	服务对象的不同	购买方式的不同	投放行为的不同	举例
移动 DSP	Demand Side Platform	为广告主提供跨竞价市场、跨平台、跨终端的程序化广告投放平台，通过数据整合、分析实现基于受众的精准投放。	动态挑选人群、实时竞价为主的采购方式	第一，广告形式相近。均覆盖图片类广告（banner、插屏、全屏）、富媒体广告（缩小、擦除、摇一摇等）、视频广告（角标、贴片）、原生广告（信息流、激励类等）、积分墙广告。积分墙在广告网络运用的更多一点，原生广告在 DSP 平台更常见。	服务于广告主	实现的是受众购买	精准定向的投放，可针对人群、行为、LBS、运营商、wifi、设备型号、使用时间等进行多重定向	易传媒、品友互动的移动端 DSP
移动广告平台/网络	Mobile Ad Network	聚合了大量 App 内的展示广告资源，主要包含中长尾 App 流量，帮助广告主实现媒体精准、灵活的投放	买断流量、相对固定的交易价格	第二，平台作用相近。最终目的都是实现高效的品牌推广和营销活动。	同时服务于广告主和开发者（媒体）	依靠平台中占有的资源进行购买，不需要考验平台的竞价技术和反应时间	投放针对媒体而非受众，在投放策略上被归为盲投	多盟、有米、点入、安沃
移动 DSPAN	DSP+Ad Netwoek	是广告平台与需求方平台的结合，多为移动广告平台向程序化购买转型而搭建	拥有买断流量，解决了现存程序化购买平台的媒体资源匮乏的问题，融合了移动 DSP 与移动广告平台双方的优点	-	-	-	-	多盟和有米均明确提出构建 DSPAN 的战略

资料来源：中信证券研究部根据行业调研信息整理

## BAT 享压倒性流量优势，独立移动广告服务商于细分领域突围

BAT 入场致使第三方平台洗牌加剧，A 股市场掀移动营销并购热潮。在程序化引领行业发展趋势的背景下，大数据的重要性不断提升。而在整个大数据生态中，腾讯掌握了社交端数据，百度掌握了搜索端数据，阿里掌握了电商数据，BAT 三大巨头的流量覆盖量是一般平台难以企及的，因此巨头入场对行业带来了重大的冲击。自 2014 年起，行业洗牌加剧，

2015 年行业中更是并购迭起，并购金额不断加大。电广传媒、明家科技、蓝色光标、天神娱乐、久其软件等均并购了优质移动营销标的资产。

表 5：移动广告服务领域部分收购案件

广告平台	收购方	收购份额	金额	时间
安沃传媒	电广传媒	80%	10.4 亿元	2015 年 10 月
金源互动、微赢互动、云时空	明家科技	100%	13.4 亿元	2015 年 6 月
多盟	蓝色光标	100%	17 亿元	2015 年 6 月
亿动	蓝色光标	51%	3.9 亿元	2015 年 6 月
AVAZU	天神娱乐	100%	20.7 亿元	2015 年 3 月
点入	久其软件	100%	4.8 亿元	2014 年 9 月
艾德思奇	百视通	51%	0.96 亿美元	2014 年 8 月

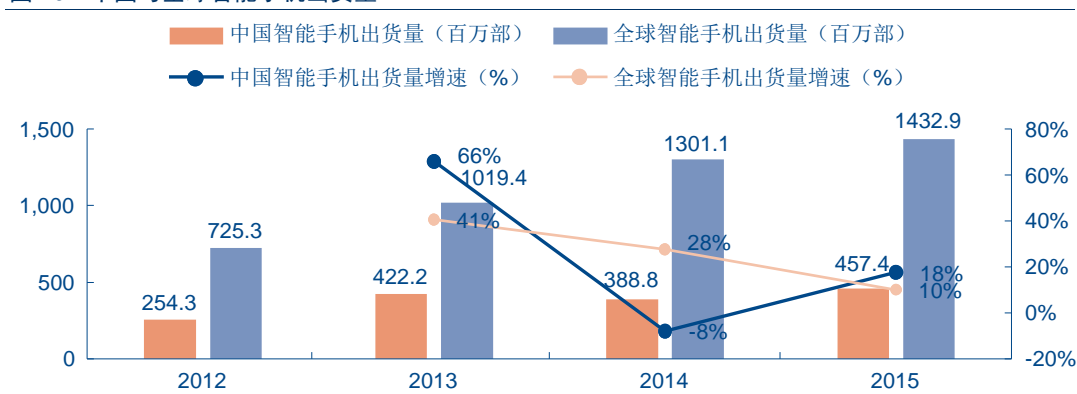
资料来源：Wind，中信证券研究部

新三板独立移动广告服务商于细分领域突围，新三板市场形成海外营销产业集群。2015 年，多家独立移动广告服务商登陆新三板，它们多在游戏、海外市场等细分领域深耕，或纵向拓展上下游媒体与客户资源，或横向拓宽业务领域，或向海外布局延伸，努力寻求突围。其中，有米科技作为移动效果广告龙头，在游戏联运、海外市场、移动 DSP 三大领域进行战略布局；哇棒传媒则通过持续拓展品牌广告主，以资源优势构筑较高的竞争壁垒。而易点天下（Yeahmobi）、汇量科技（Mobvista）、木瓜移动等则通过布局海外移动营销这一更广阔的市场，避免了国内过热的竞争态势，实现了公司业务的高速成长。随着优质海外移动营销公司拆除红筹架构回归国内市场的浪潮，新三板市场逐渐形成了海外营销产业集群。

## 中国的移动互联网企业出海浪潮高涨，印度市场增长潜力巨大

国内互联网市场趋于饱和，海外市场空间广阔。中国市场的智能手机渗透率已超过 90%，高渗透率意味着新用户增长缓慢，移动互联网市场进入成熟期，呈现激烈竞争态势。与此相反，海外市场展现出更大发展空间：（1）发展中国家正处于移动互联网爆发前期。印度市场拥有 12.5 亿人口，但智能手机覆盖率仅有 10%-15%，庞大的人口基数与渗透率低起点为其智能手机用户的增长提供了足量空间。（2）发达国家用户付费率高。美国消费者花 41% 的支出来购买来自非美国地区的应用，美国移动公司在移动营销方面的支出预算也从 2014 年的 36 亿美元增至 2015 年的 46 亿美元。据 App Annie 预测，2016 年全球应用商店总收入将增长 24% 至 510 亿美元，而到 2020 年全球应用商店营收将超过 1010 亿美元。

图 29：中国与全球智能手机出货量



资料来源：wind，中信证券研究部

两大因素持续吸引移动互联网企业出海，出海企业范围不断扩大。相对单纯的流量环境、更高的用户付费意愿是吸引国内互联网企业出海的两大因素：（1）国内的安卓市场有 91、豌豆荚等众多入口应用，而在海外市场，Google Play 作为 Google 官方的应用分发入口占据绝对份额，运营相对简单、流量环境更加单纯。（2）同时，由于国内外用户观念的差异，海外用户为工具类产品付费的意愿更高。2013-2014 年，出海企业多是拥有雄厚资金实力的



巨头，以工具类应用和手游为代表；但 2015 年以来，更多新兴创业互联网公司加入到出海掘金浪潮中，出海企业范围亦从工具、游戏类扩展至电商等，移动互联网全球国际化的趋势正在形成。

**2015 年印度区移动应用下载量激增，呈现指数级增长潜力。**据 IDC 数据，2015 年二季度，得益于电子商务的发展，印度智能手机出货量从一季度的 1840 万攀升至 2650 万，环比增长 44%。智能手机出货量的飙升带来了 Google Play 各应用分类下载量的广泛增长，成为助推 Google Play 全球下载量显著增长的主要因素之一。360 安全卫士、Facebook 等应用在印度下载量都有惊人增长。作为全球第 3 大智能手机市场，印度同时也是 Google Play 下载量排名第 3 的国家，而智能手机在印度的渗透率只有 10-15%，仍有极大增长空间，印度市场的移动应用开发商面临着巨大机遇。

表 6：移动应用热门地区（按下载量/收入）

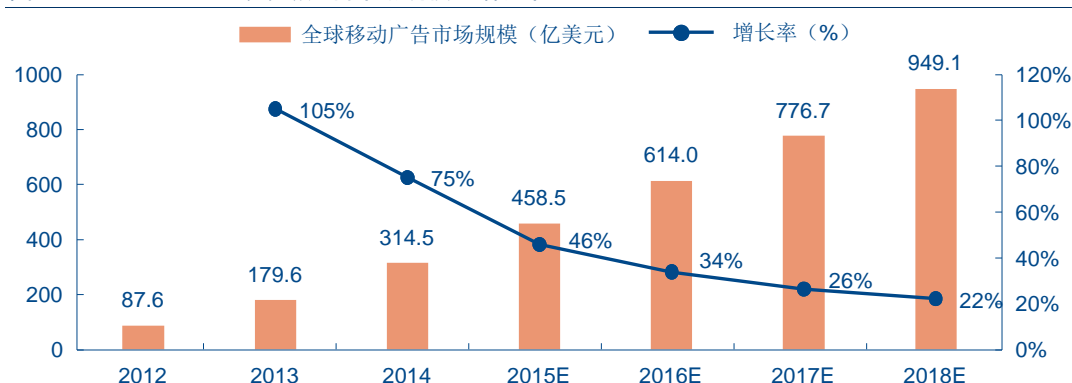
排名	iOS 应用商店 2015 年第 3 季度下载量排名	iOS 应用商店 2015 年第 3 季度收入排名	Google Play 2015 年第 3 季度下载量排名	Google Play 2015 年第 3 季度收入排名
1	中国大陆	美国	美国	日本
2	美国	日本	巴西	美国
3	日本	中国大陆	印度	韩国
4	英国	英国	俄罗斯	中国台湾
5	俄罗斯	澳大利亚	墨西哥	德国

资料来源：App Annie，中信证券研究部整理

## 移动广告出海趋势清晰，海外移动广告平台业绩表现更佳

**移动广告平台：移动互联网企业出海掘金浪潮中的“卖水人”。**19 世纪美国加州发现金矿的消息使得数百万人涌向那里淘金，有人发现当地水源奇缺，干脆向淘金者卖起了水，结果反而比那些淘金者们更快地积累起了财富。而在移动互联网国际化的浪潮里，移动广告平台也担起了“卖水人”的角色。移动广告平台对接广告主与流量渠道，为广告主提供效果推广服务，同时为移动应用开发者提供变现途径，成为移动互联网国际化产业链条中不可或缺的一环。站在全球化的风口，移动将全面定义未来，而移动广告平台则成为大航海时代中互联网企业高效触达用户的保证。eMarketer 预测 2015 年全球移动广告市场规模为 458.5 亿美元，预计至 2018 年将达到 949 亿美元，3 年 CAGR 为 27%。

图 30：2012-2018 全球移动广告市场规模及增长率



资料来源：eMarketer，中信证券研究部

**海外化已成为移动广告平台发展最重要的趋势之一。**国内移动互联网市场过度竞争引发挤出效应，许多国内移动互联网公司跳出已成红海的中国市场，扬帆海外。2012 年 App Annie 的报告显示，中国区十大开发者总收入的 90% 来自海外。海外发行公司、模拟海外市场应用环境、海外流量购买、推广与变现等多个细分领域的服务已日渐成熟，Avazu（艾维邑动）、Mobvista、木瓜移动、Madhouse、Yeahmobi 等规模较大、布局较早。2015 年 3 月，猎豹



移动以 5800 万美元收购移动广告平台 MobPartner, 并于 6 月正式面向全球市场发布猎豹广告平台。

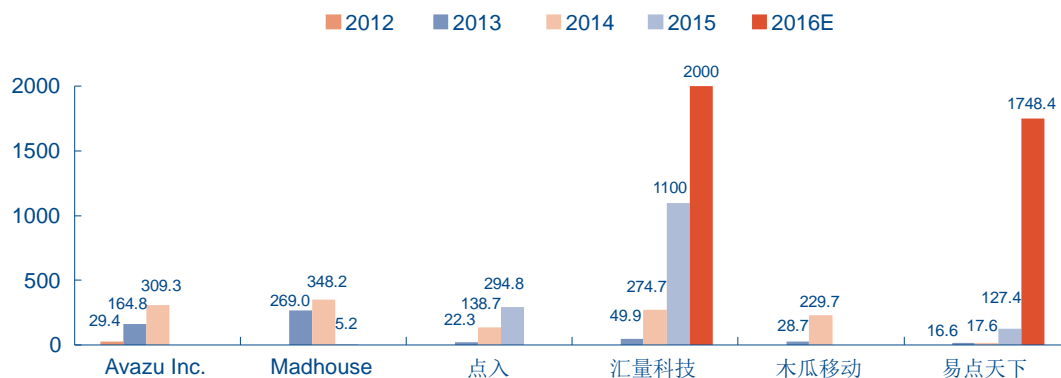
表 7：布局海外的国内广告营销商

海外移动广告服务	成立日期	特点介绍	备注
Avazu（艾维昂动）	2009 年	集 PC 和移动互联网广告全球投放，全球专业移动游戏运营及发行的技术型公司。在东京、柏林、阿姆斯特丹、香港设立分公司，并计划未来 3-6 个月内在纽约、首尔和伦敦设立分部，完成全球市场战略布局。	2015 年由天神娱乐以 20.7 亿元收购 100% 股权
Mobvista（汇量科技）	2013 年 3 月	2013 年，在百度、阿里巴巴、360 等互联网巨头走上移动国际化之路时，汇量科技得以成为第一批移动端数字营销合作伙伴，在协助扩大国际市场份额的同时自身业务飞速壮大。截至目前，汇量科技已建立起覆盖全球 240 多个国家和地区、每天超过 100 亿次展示量的移动流量体系，主要客户包括百度、阿里巴巴、360、Uber、King、Flipkart 等全球知名企业。拥有 9 个分布全球的大数据库，4500 台高级服务器 CPU，20 亿手机用户数据，每秒做出的竞价分析达 5 亿，每天竞价交易达 2 亿，每天为单一广告主获取用户 50 万，“转化率预测系统”获得美国专利保护。	2015 年 11 月 25 日挂牌新三板
木瓜移动	2008 年		拟于 2016 年 Q2 挂牌新三板
Adxmi（有米科技）	2015 年初正式推出全球化一站式出海广告服务平台 Adxmi	流量覆盖全球 200 多个国家和地区，单日分发 APP 产品 200k+、日广告曝光 30 亿+次，仅 2015 年第一季度，优蜜的海外营业收入较 2014 年全年增长 300%，达 450 万元。	2015 年 11 月 10 日挂牌新三板并做市转让
MADHouse（亿动传媒）	2006 年成立，2012 年进入印度市场	公司于 2012 年成功进入印度市场并发展成为了印度国内最大的移动广告公司。亿动广告传媒目前在中国和印度已设立六处办公室，拥有员工超过 240 人。	2015 年由蓝色光标以 3.9 亿元收购 51% 股权
YeahMobi	2011 年	2013 年首先提出“手游出海”的概念，并帮助众多中国手游走出海外，被誉为“中国手游出海第一品牌”。目前已在美国、日本、德国分别成立分公司。	借壳高曼重工（430270.OC）回归新三板
点入旗下 PandaMobo	2015 年初	国内最早一批探索出海的团队，2015 年一季度，点入移动正式布局并搭建海外业务平台，第二季度初期，成功接入 Google、Facebook、Twitter 三大海外流量广告平台，成为其在国内的核心合作伙伴	2014 年母公司亿起联科技（点入）由久其软件以 4.8 亿元收购 100% 股权
猎豹移动广告平台	2015 年 6 月	拥有猎豹旗下一系列工具应用（清理大师、猎豹安全大师、猎豹浏览器等）的优质流量。2014 年收购移动广告平台香港品众互动；2015 年收购全球移动营销公司 MobPartner	
百度 DU AD Platform（DAP）	2015 年 9 月	依托百度产品矩阵及先进算法技术。拥有优质精选广告库、高效率的 Turnkey 变现解决方案等核心优势	

资料来源：Wind、各公司官网，中信证券研究部

**海外移动广告平台业绩表现更佳。**与国内移动广告平台相比，海外移动广告平台平台整体表现更佳。Avazu Inc.和汇量科技 2015 年净利润均不低于 1 亿元，亿动 2015 年 1-7 月营业收入为 5.19 亿元，净利润为 564.47 万元，实现微盈。伴随着移动互联网企业出海浪潮的高涨，海外移动广告平台的业绩均呈现出跨越式增长的趋势。

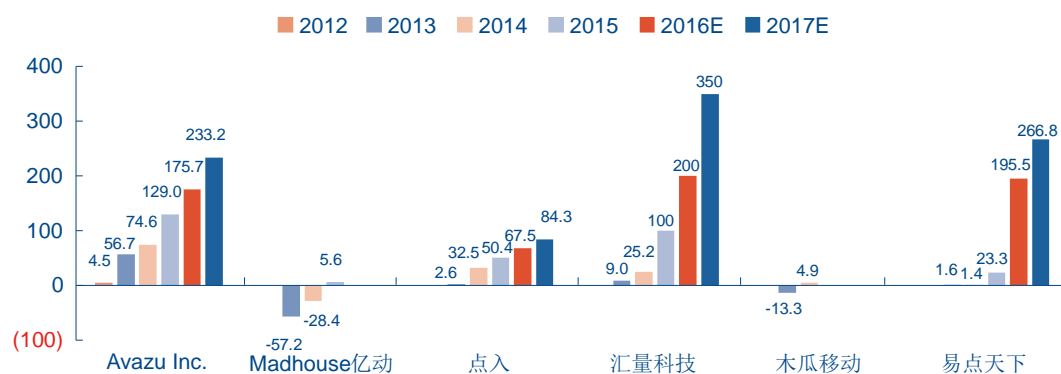
图 31：2013-2016 海外移动广告平台营业收入对比（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

注：Avazu Inc.、Madhouse 亿动 2013-2015 年收入采用收购公告中数据，点入 2015 年数据来自母公司久其软件年报，Madhouse 移动 2015 年收入为 2015 年 1-7 月数据，汇量科技、易点天下 2015-2016 年数据为 wind 一致预期。

图 32：2013-2017 年海外广告平台净利润对比（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

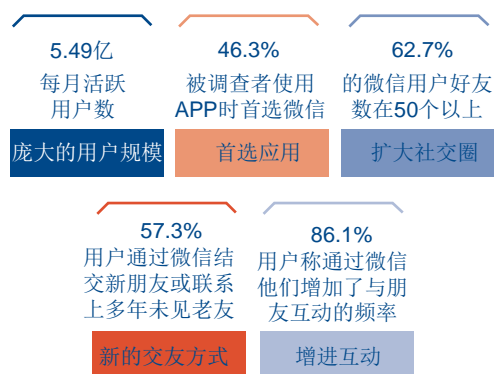
注：Avazu Inc.、Madhouse 亿动 2015-2017 年净利润采用对赌协议中的承诺净利润，点入 2015 年数据来自母公司久其软件年报，Moudhouse 亿动 2015 年净利润为 2015 年 1-7 月数据，汇量科技和易点天下 2015-2017 年数据为 wind 一致预期。

## 移动社交平台海量用户数据，O2O 场景营销需求巨大

### 微信闭环汇聚海量数据，助力更精准的用户定位

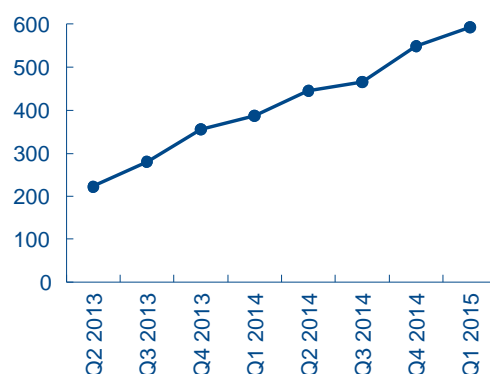
**移动互联网的超级入口：微信。**根据腾讯《2015 第一季度微信用户数据报告》，截止 2015 年第一季度末，微信的每月活跃用户已达到 5.49 亿人，用户覆盖 200 多个国家，并拥有超过 20 种语言的微信版本。此外，各品牌的微信公众账号总数约 853 万个，移动应用对接数量超过 85000 个，而微信支付用户也已达约 4 亿人。微信作为移动互联网超级入口，目前已经覆盖 90% 以上的智能手机，成为人们生活中不可或缺的工具，中国超过 80% 的高资产净值人群在使用微信。

图 33：微信的总体社会影响力



资料来源：腾讯科技《微信社会影响力研究报告》，中信证券研究部整理

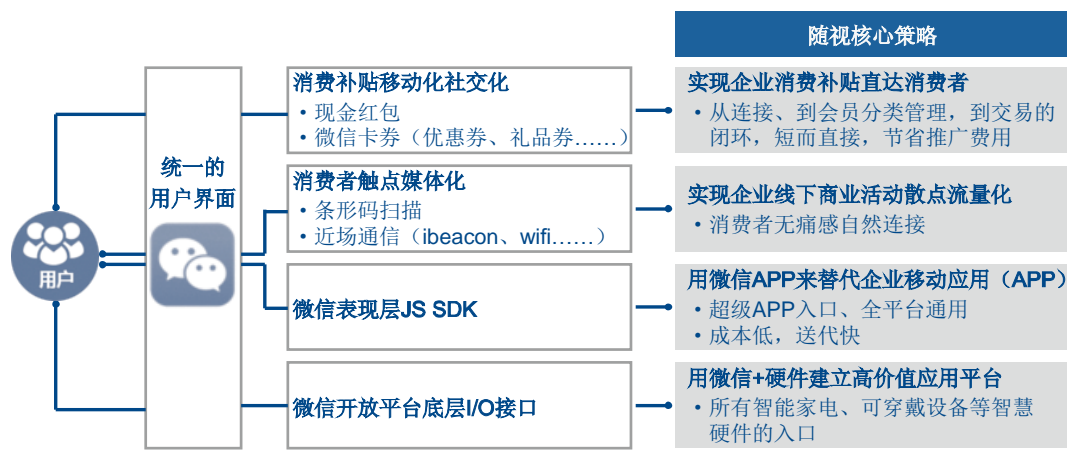
图 34：微信每月活跃用户数量（单位：百万人）



资料来源：腾讯科技《微信社会影响力研究报告》，中信证券研究部整理

腾讯两大发展战略“连接器和内容产业”，打造汇聚海量数据的开放平台。在“互联网+”和传统行业融合的浪潮下，为了适应移动互联网以及互联网和传统产业的结合，腾讯已重新梳理了组织架构，改变了原先全业务覆盖的发展战略，专注于做连接器和内容两大产业。在“连接器”战略的背景下，微信的“强社交关系”的即时通信方向正逐步淡化，将演变成连接人、人和服务、人和设备的移动开放平台，微信商业帝国正强势崛起。

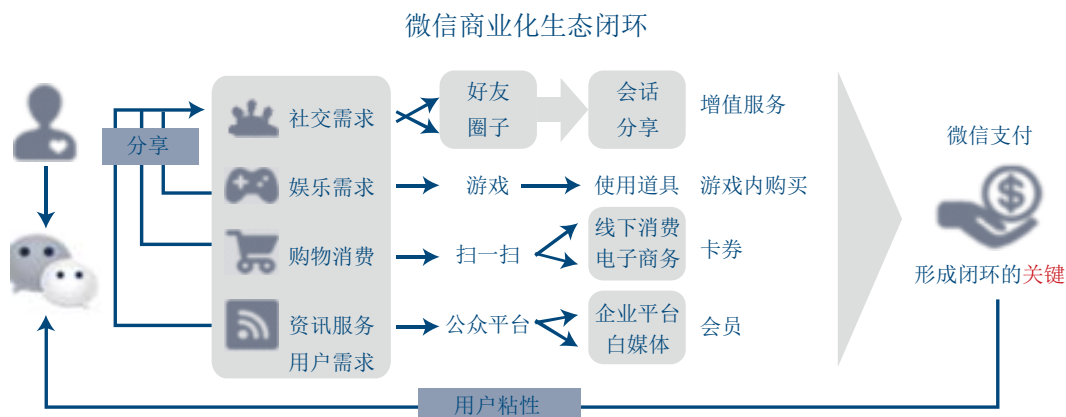
图 35：微信的商业化和随视的核心策略



资料来源：随视传媒公开路演 PPT，中信证券研究部整理

微信商业化战略一：利用“公众平台+微信支付”打造 O2O 闭环，连接线上品牌和线上用户。2014 年，微信正式公布“微信智慧生活”的全行业解决方案，以“微信公众号+微信支付”为基础，帮助传统行业将原有商业模式“移植”到微信平台。在微信提供的闭环式移动互联网商业解决方案中，可提供的服务包括：移动电商入口、用户识别、数据分析、支付结算、客户关系维护、售后服务和维权、社交推广等。

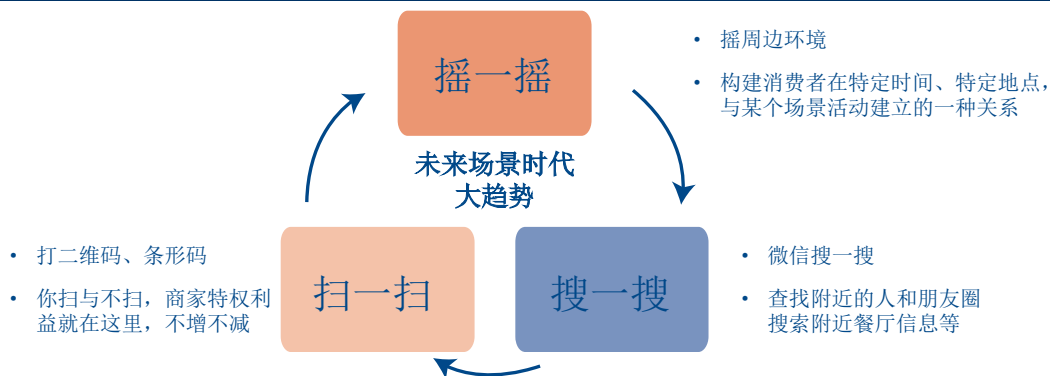
图 36：微信支付+公众平台构造微信商业化生态闭环



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理

**微信商业化战略二：推广“摇一摇”、“扫一扫”等多种交互方式，连接线下实体商户和线下消费者。**（1）“摇一摇·周边”是基于微信“摇一摇”与 iBeacon 技术相融合的服务。通过基于低功耗蓝牙的 iBeacon 协议，商家能够在 iBeacon 设备的信号覆盖范围内为用户提供基于其高精度位置、时间等的个性化服务。用户只要在该范围内打开手机蓝牙，即会在摇一摇内出现“周边”页卡，通过该入口获得优惠与服务；而对于商户来说，该功能也为商户提供了一个在线下场景中的全新流量入口，及面对客户深度定制化定制服务的可能。（2）“扫一扫”将成为连接“用户-商品-品牌商”的新模式，让每个商品都能成为品牌商的互联网入口，连接线下终端销售，创造更便捷的支付体验。未来，微信“扫一扫”可帮助商家通过商品条码/二维码连接用户，通过商品主页，为商家提供售后保修、防伪查询、产品教育、关注公众号、卡票券派发、抽奖活动、派发红包、线下门店管理等多种服务和营销能力。

图 37：摇一摇、扫一扫等交互方式构建更丰富的 O2O 场景



资料来源：随视传媒公开路演 PPT，中信证券研究部整理

## 洗牌之后见真章，点点客等引领移动社交营销服务市场

**市场格局：风口拥挤，洗牌之后见真章。**微信红火之后，国内的第三方开发公司开始迅速膨胀，曾经拥有千余家的量级。但是由于很多小微公司良莠不齐，且多是初创型的企业，无论是抗压能力、风险承受能力、持续的融资能力、技术实力都相对薄弱。事实上，一直以来，严重的同质化也造成产品价格体系的混乱。经过 2013~2014 年的发展，行业已进入全面洗牌阶段，一方面，没有技术、没有特色的公司在洗牌中逐渐被淘汰；另一方面，随着资本层面的推动，微信第三方开发商或将迈入后团购时代的模式，行业内的几大巨头公司已逐渐形成。目前行业内规模较大的开发商有点点客、微盟、随视传媒、道有道、微巴等。

表 8：基于微信的移动营销开发商情况简介

企业	成立时间	核心产品	产品特点	商业模式	2014 年营业收入（百万元）	2014 年净利润（百万元）
点点客	2007 年	适用于微信公众平台的微信营销软件，分为通用版和行业版	产品标准化；定位清晰；针对中小企业，平台模式	对企业收取软件使用的年费	79.66	14.84
微巴	2013 年	基于微信的营销通用软件	功能丰富，对十大行业给出深度解决方案	销售和定制软件	26.44	11.43
微盟	2013 年	微商解决方案：微盟旺铺、SDP 等	专注于微商平台的构建	软件销售	0.18	-4.85
随视传媒	2006 年	微信“易维城”和“趣摇”	面向大中型广告主，打通线上线下的 O2O 模式	代理模式	97.39	-8.18
道有道	2007 年	适用于微信公众平台的移动营销软件，包括砍价传播、摇促销等功能	产品标准化；定位清晰	软件销售收费	153.39	41.81

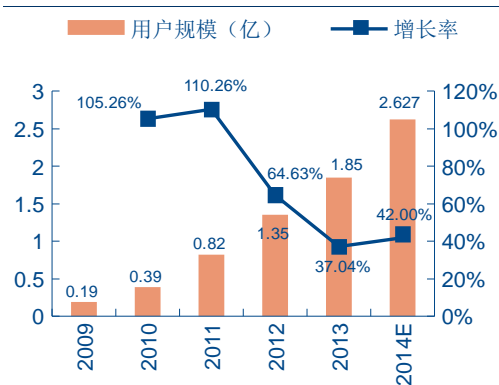
资料来源：相关公司公告，中信证券研究部整理

## O2O 激活潜在商机对接，传统经济线上转移提速

从移动地图 APP 入口的争夺到打车软件的战争、从二维码的火爆到布局物流行业，互联网企业近期的一个核心争夺点在于 O2O 业务。传统的定义中，O2O 即 Online To Offline（在线离线/线上到线下），是指将线下的商务机会与互联网结合，让互联网成为线下交易的前台。但事实上，O2O 的概念在发展的过程中正在逐步扩张和泛化，只要产业链中既可涉及到线上，又可涉及到线下，都可以归纳为 O2O。

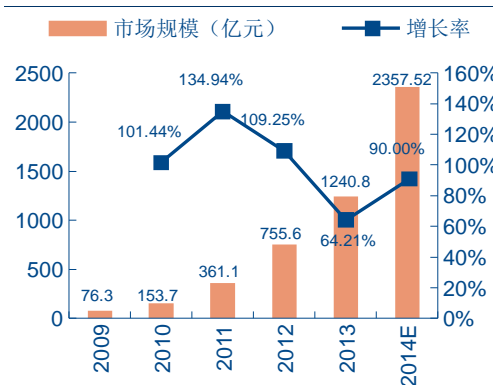
数据显示，在团购需求增长和超级 APP 的推广之下，我国本地生活服务 O2O 市场开始逐步进入发展的快车道。2014 年，使用 O2O 本地生活服务的用户已经达到 1.85 亿人，同比增长 37%；市场规模达 2422.7 亿元，同比增长 40.5%，预计 2015 年达到 3350 亿元。尽管 O2O 发展迅猛，但是相较于 1.85 万亿的网络市场，本地生活 O2O 的渗透率还是相对较低，预计 2015 年将达到 5.5%。O2O 模式正逐渐被广大网民所接受，未来发展潜力巨大。

图 38：2009-2014E 中国本地生活服务 O2O 用户规模



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 39：2009-2014E 中国本地生活服务 O2O 市场规模



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

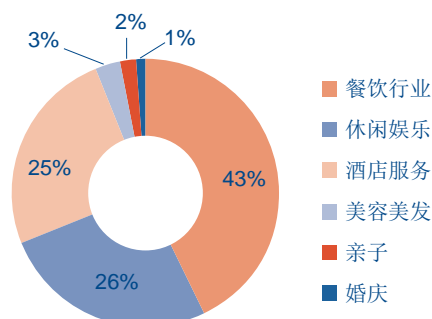
2014 年前三季度数据显示，当前 O2O 市场中，餐饮行业市场份额最高，占比高达 43%；休闲娱乐类市场份额占 26%，排名第二；酒店服务市场份额以微小差距排第三位，占比 25%；此外美容美发类占比 3%，亲子类占比 2%，婚庆类占比 1%。

从狭义上来看，O2O 的商业模式主要应用在实际产品的销售上，但随着我国经济结构的转变，服务行业向线上转移也成为了发展的大势所趋。教育培训、医疗医药、咨询服务、



租房中介、旅游规划等细分领域都将加速线上转移，传统行业将由于“触网”重新释放出强大的竞争力。

图 40：2014 年前三季度中国本地 O2O 市场结构

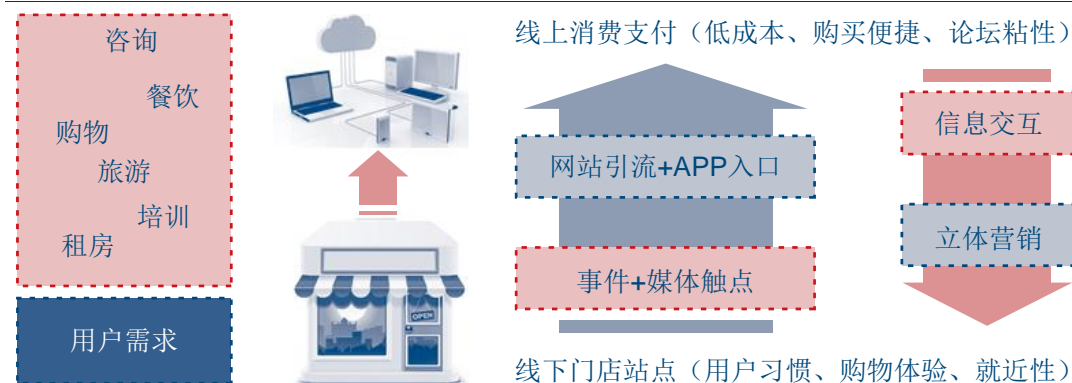


资料来源：速途网，中信证券研究部

本质上讲，用户的消费行为从线下到线上的转移，其根本的驱动力在于技术进步之上的消费体验的提升：更精准的产品推介、更通畅的产品信息获知、更便捷的购买方式以及更加迅速和全面的售后服务和信息反馈。其本质是以用户为中心的营销与服务相融合，提升服务体验和品牌粘性。

从这个意义上来看，营销便成为 O2O 模式中的核心环节。凭借合理的营销服务，产业的发展将逐步突破线上线下的界限，实现虚实之间的深度融合，利用高效、低成本的信息技术，对传统产业中的低效和滞后进行深度的改造。

图 41：O2O 商业模式示意图



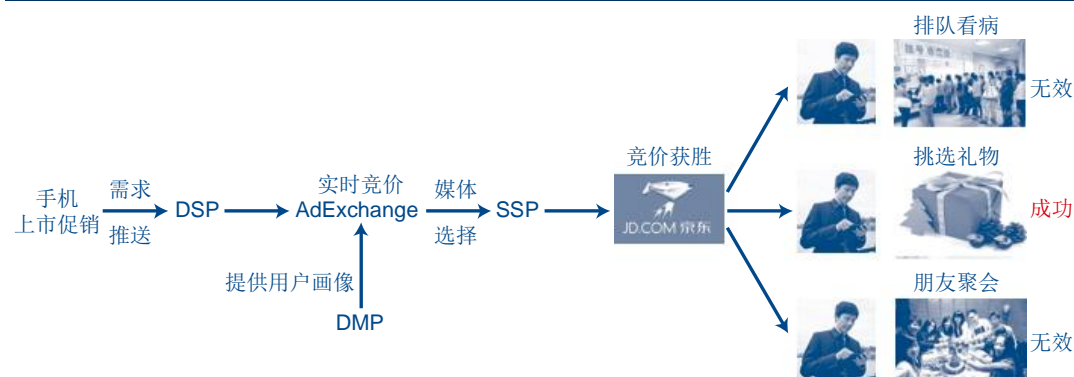
资料来源：中信证券研究部整理绘制

## O2O 营销供需缺口巨大，精准营销仍需精准

**挑战一：线上线下冷热不均，O2O 营销供需缺口巨大。**（1）目前线上流量变现的商业模式已趋于成熟，竞争较为充分。一方面，以 BAT 为首的行业龙头占据头部流量入口，聚合优质流量资源，并建立自己的广告平台，形成闭环，实现自有流量变现；另一方面，围绕次头部流量、长尾流量，众多代理模式、DSP 模式、广告平台模式的数字营销企业展开了激烈竞争。（2）O2O 营销供需缺口巨大。O2O 营销模式需要耗费大量精力开展线下运营，同时也对企业的大数据分析能力提出较高要求，目前深耕此细分行业的企业相对较少，而众多线下商户则对 O2O 营销展现出巨大需求。

**挑战二：精准营销仍需精准。**以大数据为支撑的程序化交易是实现精准营销的重要里程碑。程序化交易通常依赖 DSP（Demand Side Platform，需求方平台）和 Ad Exchange（广告交易平台），并主要采取 RTB（Real Time Bidding，实时竞价排名）的方式完成购买，实现了由传统媒体购买到受众购买的转变，提升了广告投放的精确度。但在实际应用中，程序化购买仍然受到数据成本、数据时效性、画像精确性等多重因素的影响，综合效果仍有大幅改善的空间。并且，在不同时点下对同一用户推送同一内容会得到不同的转化率。以手机广告为例，当用户在挑选礼物时推送手机广告比在朋友聚会、排队看病等场合转化率更高。

图 42：手机上市促销虚拟案例

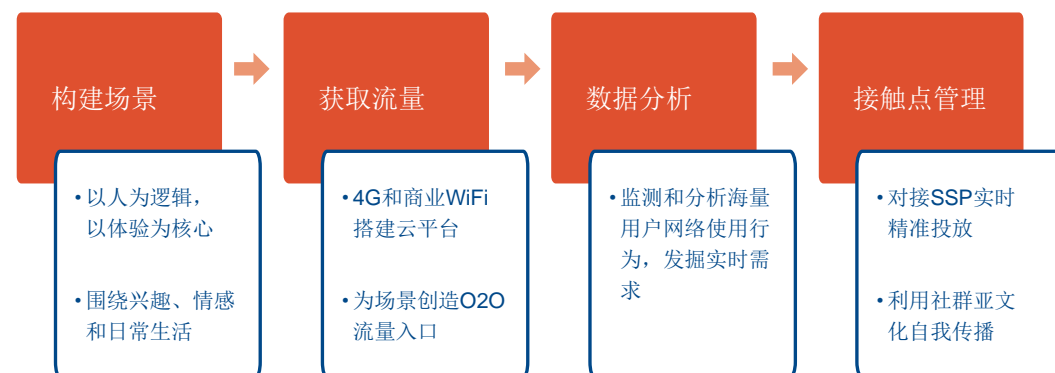


资料来源：光音网络公开路演 PPT，中信证券研究部整理

## 场景营销助力企业实现 O2O，未来增长空间广阔

**场景营销概述。**在互联网行业里，场景（Context）被定义为一种连接包含不同个体社群的方式，是价值交换和生活方式的表现，通常包含时间、地点、人物、事件和连接方式五大要素。场景营销是将营销方式与人们的生活场景紧密结合起来的一种营销手段，从而在消费者需要的时间与地点推广有价值的、相关的产品和服务。场景营销通常依赖 4 个过程：构建场景、获取流量、数据分析和接触点管理。（1）**构建场景**：以人为逻辑、以体验为核心，围绕兴趣、情感和日常生活等搭建出一个个场景，形成场景网络；（2）**获取流量**：通过商业 WiFi 和 4G 搭建云平台，为场景创造流量入口，收集大数据；（3）**数据分析**：监测分析用户网络使用行为，勾勒出用户场景轨迹，并对用户性别、年龄、职业、位置、时间、行为等数据进行整合，良好勾勒出每个用户的形象，发掘用户的实时需求；（4）**接触点管理**：对接 SSP（Supply Side Platform，供应方平台）进行实时精准投放。

图 43：场景营销



资料来源：光音网络公开路演 PPT，中信证券研究部整理

**场景营销助力企业实现 O2O，未来增长空间巨大。**（1）移动时代，本地场景成为新的流量入口。场景是对移动时代高频化、碎片化时间的占有，拥有场景就拥有消费者时间，获

得潜在的消费商机。互联网到移动互联网的发展过程中，流量入口从搜索到电商到社交，当前，本地场景流量正逐渐崛起，有望成为下一个移动互联网时代 BAT 级别的入口。(2) 场景营销助力企业实现 O2O，未来增长空间巨大。目前 O2O 市场主要痛点在于缺乏精准的营销推广手段，低效率的地推和高成本的补贴造成 O2O 企业平均获客成本极高（营销费用普遍达到营收的 20-30%）。场景营销通过连接商户、用户和场景，洞察用户行为，使本地商户广告实现更精准的投放。按 2015 年的 O2O 市场规模，保守推算带来的场景营销市场空间达到 460 亿元。场景营销有望成为未来中国互联网广告行业一个重要的增长引擎。

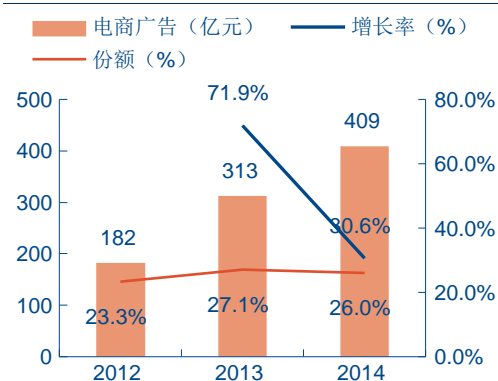
光音网络是场景营销行业领先公司。光音网络率先布局场景营销行业，得到了众多客户的认可。从财务指标来看，光音网络 2015 年营业收入为 2.99 亿元，净利润为 6369 万元，利润体量位列数字营销行业第一梯队。根据产业链调研情况，树熊、迈外迪、一路热点、百米生活和掌慧纵盈均属于商业 WiFi 行业，具备布局场景营销业务的基础，但是目前相关的广告营销业务收入规模均较小；其中，掌慧纵盈（835736.OC）是蓝色光标（300058.SZ）投资的公司，已于 2016 年登陆新三板。

## 电商营销积淀海量数据，商业价值和营销效果显著

### 巨大空间积淀海量数据，专业营销服务的需求日益迫切

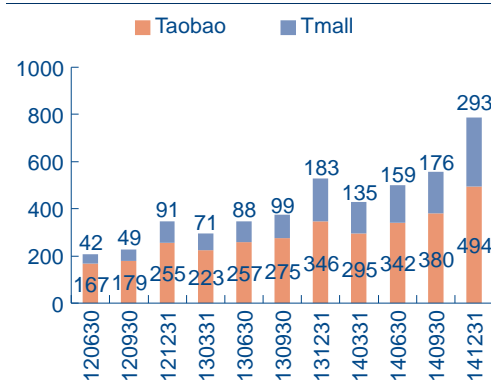
中国电商广告拥有海量市场空间；阿里巴巴作为全球最大的电子商务公司，在线营销业务收入超过 60%。(1) 中国电商广告拥有海量市场空间：广告是电商公司最重要的流量变现方式，根据我们的测算，2014 年中国电商广告的市场规模为 409 亿元，同比增长 30.6%，占互联网广告的市场份额为 30.6%。(2) 阿里巴巴是全球最大电子商务和移动电子商务公司：2014 财年，阿里巴巴集团活跃买家数量达 3.34 亿人，商品交易总额 16,780 亿元，总收入 525 亿元，分别同比上涨 45%、56%和 52%。(3) 阿里巴巴在中国网络广告市场的份额增长迅速。阿里巴巴的在线营销收入主要来自关键字竞价、橱窗展示、淘宝客等，自 2008 年以来，阿里巴巴在中国互联网广告市场中所占比例逐年上升 3~5%。2013 年阿里巴巴的在线营销收入同比增长 54%至 297 亿元，收入占比高达 68%，阿里巴巴占互联网企业广告总市场份额为 25.8%，仅次于以 28.9%排名第一的百度。

图 44：中国电商广告市场规模、同比增长率和份额（单位：亿元，%）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部整理和测算

图 45：阿里巴巴淘宝和天猫平台的季度 GMV（单位：十亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部商业零售组整理

海量数据与日益碎片化的运营环境对专业服务商的需求日益迫切。伴随阿里巴巴、京东、唯品会等中国电商企业的上市，中国电子商务零售市场空前繁荣，大量品牌客户和中小商家的广告营销需求日益增加。但是由于不同电商平台的广告营销体系不尽相同，同一电商平台的广告营销体系也非常复杂，同时，电商积累的海量数据对营销服务商的数据挖掘能力提出

较高要求。以阿里巴巴为例，阿里巴巴为淘宝和天猫的卖家构建了互联网营销技术平台“阿里妈妈”，“阿里妈妈”可以提供众多的产品和服务，包括（1）媒体流量平台：淘宝联盟、Tanx SSP、Tanx 移动；（2）精准数据营销：淘宝直通车、钻石展位、淘宝客、网销宝；（3）品牌整合方案：品牌实效、达摩盘；（4）创新媒体推广：智无线。

表 9：阿里妈妈的互联网营销产品

功能定位	产品名称	产品介绍
媒体流量平台	淘宝联盟	面向媒体、开发者等，提供全方位流量变现解决方案，海量商品，高转化率，按 CPS 计费。
	Tanx SSP	采用实时竞价技术，动态地将每次展现分配给出价最高者，使媒体收益最大化，按 CPM 计费为主。
	Tanx 移动	面向无线开发者，提供 APP 的全方位流量变现的整合营销方案，计费方式多元。
精准数据营销	淘宝直通车	一款帮助商家推广商品/店铺的营销工具。通过对买家搜索的关键词或是淘内/外的展现位置出价，从而将宝贝展现在高流量的直通车展位上，您也可自行选择在哪些买家眼前展现，让宝贝在众多商品中脱颖而出找到她的买家。含图文、文字链、无线等多种形式。
	钻石展位	为淘内外商家提供海量优质资源位和多元化创意的自助精准展示营销平台。
	淘宝客	商家选择推广产品信息，由媒体、站长等自主选择并推荐至全网资源位。
	网销宝	帮助企业用户投放 1688 中文站搜索展示位或站外合作网站的营销资源。
品牌整合方案	品牌实效	独家定制的品牌营销互动平台，为您提供全景营销方案及消费者管理支持。
	达摩盘	跨渠道整合多方数据，实现多维度人群定向和受众管理的数据管理平台。
创新媒体推广	智无线	为电商提供多元化的无线推广营销工具，实现精准优质的推广服务，高效实现商业价值。

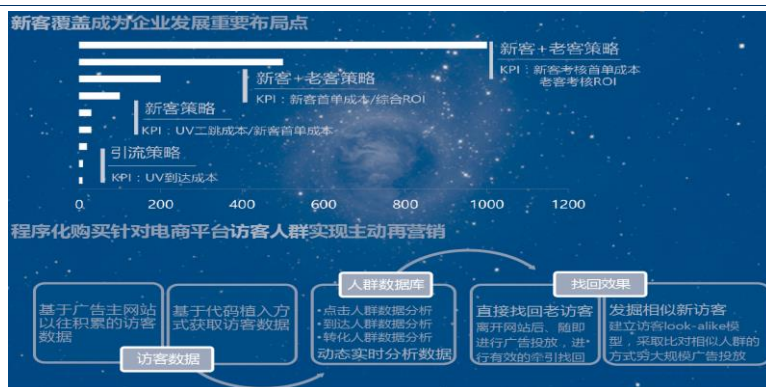
资料来源：阿里妈妈官网，中信证券研究部整理

## 电商营销走向以人为核心，程序化购买解决两大痛点

电商营销走向以人为核心，程序化购买效率更高。电商营销由固定广告位购买逐步向以人为核心的营销迈进。程序化购买推动电商营销实现场景识别、动态交互，使用户实现无缝连接式购物体验。相比于硬广定向投放、效果联盟、网盟及搜索 SEM 等电商营销投放方式，电商程序化购买的优势在于：海量媒体资源供选择；跨平台访客找回及目标人群覆盖，提高效率；智能化、实时结果优化；自动操作、节省人力成本。

电商程序化购买解决两大痛点，老客找回和新客发掘效果俱佳。程序化购买优化解决两大需求难题：（1）新客覆盖成为企业发展重要布局点；（2）程序化购买针对电商平台访客人群实现主动再营销。程序化购买基于广告主网站以往积累的访客数据和代码植入方式获取的访客数据，通过机器学习算法进行动态实时分析，包括点击人群数据分析、到达人群数据分析、转化人群数据分析，最终实现“直接找回老访客”和“发掘相似新访客”的功能。“直接找回老访客”即在用户离开网站后，随即进行广告投放，进行有效的牵引找回；“发掘相似新访客”即通过建立 look-alike 模型，采取比对相似人群的方式大规模投放广告。结果证明，程序化购买访客找回效果最佳，点击转化率提升达 5 倍，同时新客覆盖能力也更强。

图 46：程序化购买优化解决两大需求难题



资料来源：DCCI，中信证券研究部



电商营销广阔市场待挖掘，尚道公司和亿玛在线深度布局。电商营销领域市场巨大，电商广告主在数字营销市场中占据重要份额，但仅在电商营销领域深耕的企业为数不多，其中，省广股份收购的尚道公司，专攻女性电商营销市场；新三板市场中的亿玛在线，深度布局电商营销市场，拥有雄厚客户资源和领先流量优势，精准营销平台易博 DSP 和导购平台易购、效果联盟亿起发形成飞轮效应，驱动公司业务高速增长，2015 年营业收入和净利润分别为 6.63 亿元和 1537 万元，同比增长 45%和 198%。

## 内容营销玩转 IP 市场，智能化内容生产让营销更精准

营销是指企业发现或挖掘目标客户群体的需求，让其深刻了解该产品而购买该产品的过程。传统的营销内容主要是通过广告来展现，即通过报刊、广播、电视、电影、路牌、橱窗等媒体传达产品信息，以达到产品宣传、刺激销售的目的。但是，随着 90 后消费新主张的崛起，过去“狂轰滥炸”式的刻板广告宣传似乎已成鸡肋，“会讲故事的产品”更受年轻消费者的青睐。换言之，营销产业的意义发生突变：营销内容比产品本身更重要。

### “奇葩式”植入吸引眼球：美特斯邦威走出低谷

图 47：“奇葩式”的广告植入让美特斯邦威一度成为热门话题



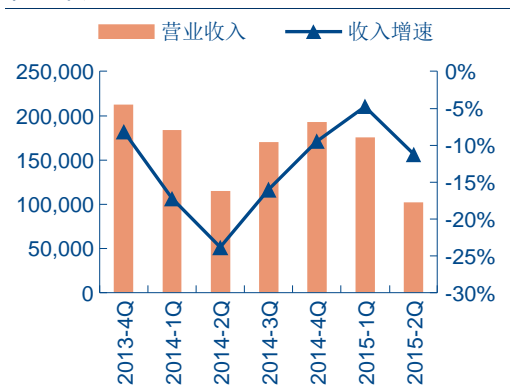
资料来源：百度图库，中信证券研究部

《奇葩说》作为 2014 年最受欢迎的互联网综艺节目，以其“满眼神经病”、“you can you BiBi”的节目形象迅速引爆互联网，更是成为 90 后必看节目之一。虽然节目的参赛者几乎没有 90 后，而是 70/80 后群体，但其内容主要是围绕工作、婚恋等当今社会热门话题，并且用 90 后独特的语言进行表达，满足了 90 后对社会生活憧憬和好奇心理的同时，也拉近了与 90 后的距离，迅速与 90 后群体产生了共鸣。

对于这个受众群体直接瞄准 90 后，甚至在“讨好”90 后的节目来说，其广告赞助商也同样获得了 90 后的关注。独家赞助美特斯邦威，不仅仅是冠名，还深度参与《奇葩说》的制作，包括：视频页两侧悬停条幅广告、横幅广告、视频前贴片、暂停广告、主持人口播、背景板展示等；为《奇葩说》定制了有趣的 Logo、服装、口罩等周边产品；节目中出现的衣服和周边产品都会在美特斯邦威门店或线上商城做各种推广等等。总之，使观众淹没在品牌的海洋之中，传递出美特斯邦威与《奇葩说》的节目宗旨一样，是年轻活力的代名词。

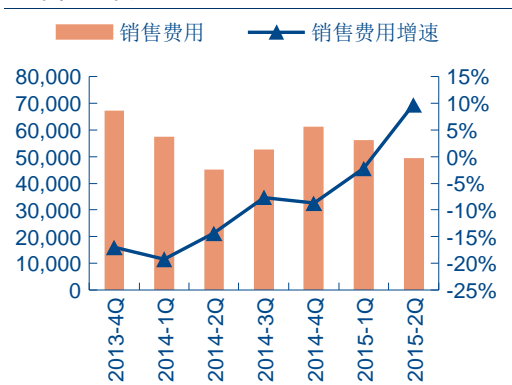
这种营销的结果是：（1）美特斯邦威花了 5000 万元的《奇葩说》冠名费，创下了互联网综艺节目最高冠名纪录，也基本占据了公司年度营销预算的 1/3；（2）美邦服饰在 2014 年 3 季度——《奇葩说》第一季开播后，中止了营业收入季度同比下滑的颓势。

图 48:《奇葩说》助力美邦服饰收入增速回升(单位:千元)



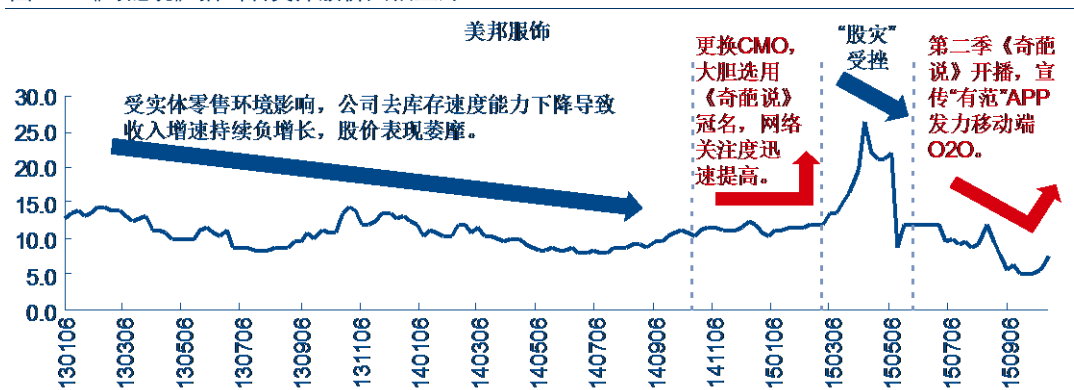
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 49:《奇葩说》赞助费占美邦营销费用的 1/3 (单位:千元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 50:《奇葩说》播出后美邦股价大幅上升



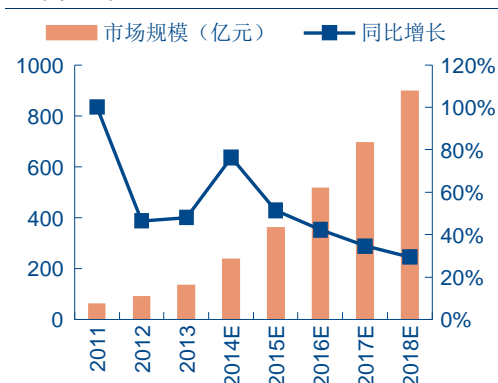
资料来源: Wind, 中信证券研究部绘制

## 内容营销玩转 IP 市场，“IP+精准营销”大势所趋

2015 年起，网络剧因为具有较为灵活的观影方式、相对广泛的题材选择范围，以及精准定位的受众群体，成为了当下“IP+精准营销”的重要战场之一。

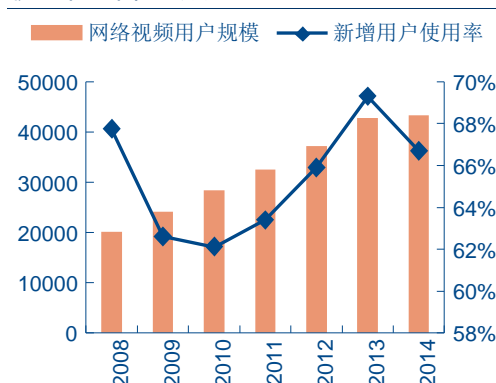
截至 2014 年底，我国网络视频的用户数目已经达到 4.33 亿人，在线视频市场规模为 239.7 亿元，同比增长 76.4%。另一方面，网络平台也开始逐渐进入社会主流观影选择，成为人们观看电影、电视剧、赛事直播、新闻报道等视频内容的重要平台和日常的娱乐选择。庞大的用户需求和广阔的成长空间，使得网络剧的发展成为行业的必然趋势。

图 51: 2011-2018 年中国在线视频行业市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部整理

图 52: 2008-2014 年中国网络视频用户规模及使用率 (单位: 万人)



资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部整理

内容市场的受众培育价值, 和良好的商业回报吸引着 BAT 等互联网巨头的注意, 越来越多的公司进入到影视行业。事实上, 从 2014 年起, 不少的视频网站为扩充影视内容库容, 增强用户对自有平台的粘性, 纷纷推出了自制剧和自制节目。2014 年全年, 网络自制内容行业自制剧突破 55 部, 累计 1242 集; 自制节目突破 143 档。一些诸如《万万没想到》、《你正常吗》等节目获得了良好的市场反响。

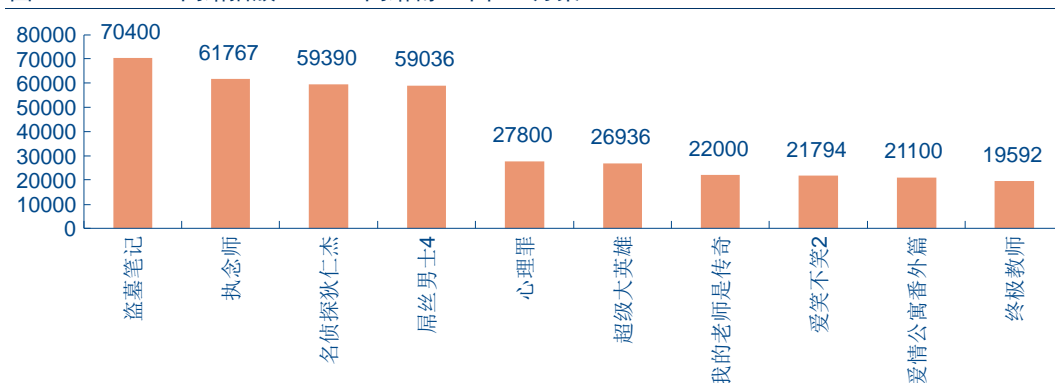
表 10: BAT 影视发展概况

	百度	阿里	腾讯
起点	在线搜索	电商+支付	社交软件
发展现状	主体	爱奇艺影业/百度影业	腾讯影业+
	内容制作	华策、爱奇艺	腾讯版权开发
	宣发资源	百发有戏; 糯米网	微型电影/QQ 电影/大众点评/微信
	新媒体渠道	爱奇艺/pps	腾讯视频
发展目的	流量变现+内容需求	用户引流+电商衍生+产业协同	用户变现+娱乐生态
发展特点	技术+大数据+粉丝社区 (贴吧)	支付平台+资本+商业联盟	社交大数据+粉丝社群+娱乐基因

数据来源: 新浪科技等, 中信证券研究部整理

2015 年, 爱奇艺联合欢瑞制作的顶级 IP 作品《盗墓笔记》更是创下了上线后不到 2 分钟点击量就突破了 2400 万次, 上线 22 小时实现点击量轻松破亿的业内记录。而系列网络剧《屌丝男士》的 IP 成功返销大荧幕更是为网络剧的未来打开了发展空间。

图 53: 2015H1 网络播放 TOP10 网络剧 (单位: 万集)



资料来源: 艺恩咨询, 中信证券研究部

表 11：2015 年上半年电视网络剧大盘点

名称	上映日期	类型	主演	制作公司	播放平台	播放次数(万)
盗墓笔记	2015 年 6 月	悬疑	李易峰, 唐嫣等	欢瑞世纪	爱奇艺	70400
执念师	2015 年 3 月	科幻	禹童, 经超等	聚力传媒等	搜狐、PPTV	61767
名侦探狄仁杰	2015 年 2 月	推理	小爱、白客	万合天宜	腾讯视频、优酷	59390
屌丝男士 4	2015 年 5 月	喜剧	玛蒂娜希尔, 袁姗姗等	搜狐视频	搜狐视频	59036
心理罪	2015 年 5 月	悬疑	陈若轩, 付枚等	爱奇艺, 凤凰联动影业	爱奇艺	27800
超级大英雄	2015 年 3 月	穿越	汪东城, 谢孟伟等	爱润影视	腾讯视频	26936
我的老师是传奇	2015 年 4 月	校园	雷牧, 张沐宸	乐视网	乐视网	22000
爱笑不笑 2	2015 年 1 月	喜剧	姚世杰等	强子影视	腾讯视频	21794
爱情公寓番外篇	2015 年 4 月	喜剧	陈赫, 娄艺潇等	爱奇艺	爱奇艺	21100
终极教师	2015 年 3 月	都市	高远, 王艺凝等	艾腾文化	迅雷看看	19592

资料来源：骨朵数据（截止 2015 年 6 月 30 日），新浪娱乐，中信证券研究部整理

网络剧的蓬勃发展，其背后的逻辑在于几点：1）在线视频用户基数的扩容带来观影习惯的改变；2）用户偏好的可记录、可交互性，带来了精准化分众市场的形成；3）付费习惯的养成和付费模式的灵活化，带来商业模式的多元发展。

## 内容营销六大趋势持续成长，A 股多家公司深度布局

内容营销方兴未艾，六大趋势持续成长。2015 年，内容营销的大幕刚刚开启，市场空间广阔。从源头、价值、主题、平台、表现方式、创作者等六个方面，可总结出内容营销的六大趋势：（1）内容营销的源头：打造“内容性产品”，让产品成为社交诱因。“内容性产品”有三个特点：赋予目标用户强烈的身份标签，让其拥有社群归属感；消费者在选择购买产品时可引发强烈情绪共鸣；当内容植入产品，产品成为了一种实体化的社交工具。（2）内容营销的价值：成为购买链条中的一个体验环节，力求带来更好的用户体验。（3）内容营销的主题：“让普通人影响普通人”+“重度区隔化”。如今，年轻群体喜欢消费的内容，已有了区隔性较强的文化标签，并有一定的“代际感”。因此，针对年轻人的营销要特别注重文化标签。（4）内容营销的平台：准媒体+富媒体，这源于各种社交媒体平台不断兴起（富媒体），且大多小众化、个性化（准媒体）。（5）内容营销的表现形式：与技术融合，让内容更有质感、体验感。（6）内容营销的创作者：职业 UGC（User-generated content），职业 UGC 的主体并不是专家，只是某个垂直领域的深度爱好者/发烧友，他们的身份本质仍是粉丝。但他们生产的内容已有了一定门槛，并可变现。

**A 股多家公司深度布局内容营销。**主板的众多数字营销公司敏锐地捕捉到了内容营销兴起的趋势，通过并购或自主开展业务的方式深度布局。2015 年，慈文传媒推出大热影视剧《花千骨》、《华胥引》等，并通过同名游戏实现 IP 价值提升。华策影视共有 12 部全网剧实现首播，持续保持业内第一名地位，同时独立发行《刺客聂隐娘》，联合出品《破风》、《小时代 4》等优秀电影。思美传媒收购科翼传播，科翼传播是《中国好声音》连续 4 季唯一的娱乐整合营销服务提供商，也是《奔跑吧！兄弟》连续 3 季的互联网营销服务商。引力传媒收购华传文化 51% 股权、星驰传媒 20% 股权、喔趣文化 15% 股权，布局综艺节目运营及后期制作，网生类内容营销等。



## 风险因素

**行业风险：**（1）宏观经济下行致使广告主广告投放预算下降的风险；（2）技术升级的风险；（3）市场竞争加剧的风险。

**公司风险：**

（1）技术升级的风险：互联网/移动互联网广告营销行业内技术升级和产品更新换代速度较快，商业模式持续创新，如相关公司不能及时实现技术的升级换代，或开发出满足市场需求的新技术、新产品，将不能保持领先地位，从而给公司经营带来不利影响。

（2）人员流失的风险：互联网行业属于知识密集型行业，产品研发和技术创新依赖于核心技术人员和关键管理人员，如果公司核心的技术、管理、营销服务人才流失，将会对公司产生不利影响。

## 数字营销行业投资策略

### 估值分析：三板较主板折价 31%，是一级市场的 2.6 倍

**估值比较。**截至 2016 年 4 月 21 日，新三板数字营销行业公司 PE（TTM）为 84X；A 股数字营销公司的 2015/16 PE 为 243/45X；A 股上市公司收购或参股数字营销行业标的资产的 2014/15/16/17 平均 PE 为 14/13/12/9X（按照对赌业绩测算）。

**估值分析。**截至 2016 年 4 月 21 日，A 股数字营销行业 2016 PE、新三板数字营销行业重点公司 2016 PE、一级市场数字营销行业 2016 年 PE（按照主板收购时 2016 年对赌业绩测算）分别为 45X、31X 和 12X。三板估值水平较 A 股折价 31%，约是一级市场估值水平的 2.6 倍。

表 12：新三板重点数字营销公司估值比较

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				PE			
				2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
点点客	430177.OC	22.3	8.05	0.05	0.11	0.22	0.42	150	74	36	19
哇棒传媒	430346.OC	10.4	17.17	0.24	0.40	1.12	1.62	73	43	15	11
有米科技	834156.OC	22.2	28.41	0.52	0.52	0.90	1.18	54	54	32	24
汇量科技	834299.OC	50.3	59.66	N/A	1.19	2.37	4.15	N/A	50	25	14
易点天下	430270.OC	44.0	69.19	N/A	N/A	3.07	4.20	N/A	N/A	23	16
璧合科技	833451.OC	18.0	31.99	-0.01	0.05	0.52	1.41	N/A	600	61	23
银橙传媒	830999.OC	24.4	18.05	0.28	0.38	0.53	0.67	64	47	34	27
亿玛在线	836346.OC	18.0	25.00	-0.22	-0.68	0.68	1.39	N/A	N/A	37	18
光音网络	835505.OC	22.4	66.67	0.77	2.00	3.56	5.71	86	33	19	12
沃捷传媒	430174.OC	22.1	10.80	0.25	0.34	0.43	0.59	44	32	25	18
总体平均								79	117	31	18

资料来源：Wind、中信证券研究部

注：（1）股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价；（2）哇棒传媒、有米科技、光音网络和沃捷传媒的盈利预测为中信证券研究部预测；（3）点点客、汇量科技、银橙传媒的盈利预测采用 Wind 市场一致预期；（4）光音网络估值使用定增的市值和股价

表 13：新三板数字营销公司估值比较

行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入（百万元）		净利润（百万元）		PS		PE	
					2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM
移 动 营 销	有米科技	834156.OC	22.2	28.41	409.28	409.28	40.77	40.77	5.4	5.4	54	54
	道有道	832896.OC	18.5	22.98	153.39	174.94	41.81	52.54	12.1	10.6	44	35
	哇棒传媒	430346.OC	10.4	17.17	100.86	146.41	14.28	17.37	10.3	7.1	73	60
	迪派无线	833618.OC	N/A	N/A	74.87	74.87	14.34	14.34	N/A	N/A	N/A	N/A
	易简广告	834498.OC	10.2	18.33	62.26	62.26	20.12	20.12	16.3	16.3	51	51
	巨网科技	833344.OC	21.5	21.99	57.48	57.48	5.13	5.13	37.5	37.5	420	420
	仙果广告	834136.OC	5.4	20.08	43.89	43.89	9.02	9.02	12.4	12.4	60	60
	飞天经纬	833954.OC	6.1	17.01	17.09	17.09	3.97	3.97	35.6	35.6	153	153
	汇量科技	834299.OC	50.3	59.66	0.33	0.33	0.02	0.02	N/A	N/A	N/A	N/A
	易点天下	430270.OC	6.0	9.50	17.55	18.17	1.39	-0.10	34.4	33.2	434	N/A
	度典传媒	835462.OC	N/A	N/A	96.40	137.72	2.50	7.78	N/A	N/A	N/A	N/A
	麦广互娱	836339.OC	N/A	N/A	28.91	28.91	1.80	1.80	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均		16.7					20.5	19.8	161.2	119.1	
精 准 营 销	新数网络	834990.OC	2.8	43.00	145.98	145.98	8.66	8.66	1.9	1.9	33	33
	银橙传媒	830999.OC	24.4	18.05	120.77	181.84	38.03	54.31	20.2	13.4	64	45
	璧合科技	833451.OC	18.0	31.99	96.87	153.43	-0.61	0.54	18.6	11.7	N/A	N/A
	旺翔传媒	835063.OC	3.2	15.53	43.00	43.00	1.67	1.67	7.5	7.5	192	192
	盘石股份	834009.OC	N/A	N/A	24.91	24.91	-11.61	-11.61	N/A	N/A	N/A	N/A
		平均		12.1					12.1	8.6	96.4	90.0
社 交 营 销	随视传媒	430240.OC	9.0	20.00	97.39	109.72	-8.18	-3.02	9.2	8.2	N/A	N/A
	点点客	430177.OC	22.3	8.05	79.66	118.93	14.84	18.39	28.0	18.8	150	121
	微传播	430193.OC	17.0	32.50	0.76	1.34	-2.07	-2.20	2224.6	1268.7	N/A	N/A
	灵狐科技	835663.OC	N/A	N/A	144.33	221.11	11.68	14.55	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均		16.1					753.9	431.9	150.4	121.4	
视 频 营 销	剧星传媒	833153.OC	N/A	N/A	541.22	562.70	35.06	34.42	N/A	N/A	N/A	N/A
	美麟文化	831951.OC	N/A	N/A	30.78	39.99	2.58	4.94	N/A	N/A	N/A	N/A
电 商 营 销	博拉网络	834484.OC	N/A	N/A	77.21	77.21	21.60	21.60	N/A	N/A	N/A	N/A
	喜宝动力	832115.OC	N/A	N/A	46.08	59.04	2.88	4.53	N/A	N/A	N/A	N/A
	亿玛在线	836346.OC	18.0	25.00	456.77	456.77	-15.74	-15.74	3.9	3.9	N/A	N/A
搜 索 引 擎 营 销	英虎网络	835946.OC	N/A	N/A	13.74	20.79	0.02	0.17	N/A	N/A	N/A	N/A
	开创集团	T18145.OC	N/A	N/A	981.71	1542.39	11.18	19.21	N/A	N/A	N/A	N/A
场 景 营 销 全 案 营 销	光音网络	835505.OC	33.3	104.75	164.92	305.24	24.63	53.71	20.2	10.9	135	62
	掌慧纵盈	835736.OC	N/A	N/A	24.12	63.91	-28.93	-28.82	N/A	N/A	N/A	N/A
	赛诺贝斯	836311.OC	N/A	N/A	41.82	41.82	1.13	1.13	N/A	N/A	N/A	N/A
传 统 媒 体 转 型	沃捷传媒	430174.OC	22.1	10.80	650.47	729.50	50.66	52.18	3.4	3.0	44	42
	大象股份	833738.OC	19.5	20.75	326.44	326.44	27.42	27.42	6.0	6.0	71	71
	四维传媒	430318.OC	6.3	4.80	244.16	292.50	25.95	26.67	2.6	2.2	24	24
	希尔传媒	833016.OC	N/A	N/A	86.32	96.13	7.55	11.30	N/A	N/A	N/A	N/A
	聚宝网络	831226.OC	10.9	14.80	83.14	76.11	31.51	19.81	13.1	14.3	35	55
	众益传媒	831882.OC	2.3	5.75	51.42	51.87	8.72	11.15	4.5	4.5	27	21
	智合新天	430322.OC	0.8	3.35	41.61	51.47	3.50	5.36	1.8	1.5	22	14
	开永股份	834885.OC	6.2	29.50	33.42	33.42	-1.33	-1.33	18.7	18.7	N/A	N/A
	海润传播	833168.OC	N/A	N/A	5.02	7.08	1.38	1.54	N/A	N/A	N/A	N/A
	蓝源传媒	833573.OC	N/A	N/A	4.22	4.22	-5.80	-5.80	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均		9.7					7.2	7.2	37.0	37.9	
新三板整体平均			15.0					13	11	92	84	

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：（1）股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价；（2）收入单位为百万元。

表 14：A 股布局数字营销领域的公司估值分析

行业	公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入 2015	2014	净利润 2015	2016E	PS 2015	2014	PE 2015E	2016E
覆盖全产业链的 4A	蓝色光标	300058.SZ	196	10.2	8,347.3	711.9	67.7	742.0	2.4	28	290	26
	省广股份	002400.SZ	163	18.0	9,628.6	425.2	547.6	758.3	1.7	38	30	22
	思美传媒	002712.SZ	101	114.2	2,494.0	70.8	89.9	186.1	4.0	142	112	54
整合营销	腾信股份	300392.SZ	123	32.1	1,452.4	89.5	147.2	208.7	8.5	138	84	59
	华谊嘉信	300071.SZ	62	9.0	3,250.1	70.5	127.7	166.2	1.9	87	48	37
	华扬联众	A14339.SH	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
实行双主业战略的传统行业企业，通过并购发展互联网营销业务	利欧股份	002131.SZ	267	17.7	4,392.2	179.9	225.4	839.3	6.1	148	118	32
	广博股份	002103.SZ	88	29.0	1,457.1	9.3	82.4	203.1	6.1	952	107	44
	科达股份	600986.SH	167	19.2	2,417.0	53.5	117.1	553.0	6.9	311	142	30
	天龙集团	300063.SZ	126	43.3	1,732.8	1.6	66.4	209.2	7.3	N/A	190	60
	联创股份	300343.SZ	119	94.9	964.6	6.4	29.8	135.0	12.3	1861	398	88
	明家联合	300242.SZ	107	33.7	900.8	4.1	55.3	212.2	11.9	N/A	194	51
	联建光电	300269.SZ	108	21.3	1,522.6	134.0	223.7	407.6	7.1	80	48	26
	麦达数字	002137.SZ	76	13.2	418.1	14.3	18.2	170.4	18.2	534	419	45
	深大通	000038.SZ	109	56.9	305.4	-49.3	5.9	339.8	35.8	N/A	1842	32
	浙江富润	600070.SH	53	14.8	804.6	-65.6	23.9	71.5	6.5	N/A	220	74
广告全案代理	龙韵股份	603729.SH	48	72.7	1,320.4	78.3	40.7	0.0	3.7	62	N/A	N/A
	引力传媒	603598.SH	62	46.3	1,858.1	50.2	27.2	82.5	3.3	123	227	75
	电广传媒	000917.SZ	255	18.0	5,985.3	332.5	381.4	979.2	4.3	77	67	26
传统媒体转型	华媒控股	000607.SZ	87	8.6	1,554.0	188.7	280.2	269.3	5.6	46	31	32
	粤传媒	002181.SZ	103	8.8	1,292.3	229.6	-445.4	N/A	7.9	45	N/A	N/A
	分众传媒	002027.SZ	1319	30.2	8,627.4	6.6	3,389.1	3,722	15.3	N/A	39	35
A 股平均			121						8	292	243	45

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：（1）股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价；（2）市值单位为亿元，收入和净利润单位为百万元；

（3）2015 与 2016 年净利润采用万得一致预期

表 15：A 股上市公司并购一级市场数字营销行业公司的估值分析

收购公司	被收购资产	花费金额 (亿元)	收购比例 (%)	收购价格 (亿元)	承诺净利润(百万元)				PE			
					2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
利欧股份 (002131.SZ)	万圣伟业	20.72	100%	20.72		148.0	185.6	231.3		14	11	9
	微创时代	8.4	100%	8.40		60.0	72.0	93.6		14	12	9
	氩氦广告	2.26	100%	2.26	18.0	23.8	30.1	31.3	13	9	8	7
	琥珀传播	1.95	100%	1.95	15.0	19.5	25.5	26.1	13	10	8	7
	漫酷广告	3.44	85%	4.05								
	智趣广告	7.54	100%	7.54			58	75.4			13	10
	热源网络	0.84	20%	4.20			30	37.5			14	11
天龙集团 (300063.SZ)	煜唐联创	13	100%	13.00		100.0	130.0	169.0		13	10	8
	北京智创	2.34	100%	2.34	18.0	23.4	30.4	39.6	13	10	8	6
	广州橙果	0.6	60%	1.00								
明家科技 (300242.SZ)	微赢互动	10.08	100%	10.08		71.5	93.3	120.0		14	11	8
	云时空	3.32	89%	3.75		30.0	39.0	50.7		13	10	7
	金源互动	4.09	100%	4.09	31.0	40.0	48.0	55.0	13	10	9	7
	掌众信息	0.24	12%	2.00	20.0	28.0	36.0		10	7	6	
	云时空	0.15	11%	1.32	12.0	15.6	20.3		11	8	7	
蓝色光标 (300058.SZ)	多盟	17.72	100%	17.72								
	亿动	3.90	51%	7.65								
	晋拓文化	6.24	80%	7.80		60.0	78.0	100.0		13	10	8
	蓝门数字	0.73	51%	1.43		13.0	16.0	20.0		11	9	7
	省广先锋	1.65	49%	3.36		32.0	35.2			11	10	
省广股份 (002400.SZ)	东信时代	1.13	15%	7.50		75.0	90.0	108.0		10	8	7
	上海韵翔	2.27	55%	4.12		23.9	27.7	31.8		17	15	13
	传漾广告	4.68	80%	5.85		36.0	46.8	60.8		16	13	10
	上海恺达	2.52	85%	2.97	25.5	30.6	35.7	41.1	12	10	8	7
	尚道公司	0.13	25%	0.50	5.0	7.0	8.4	10.1	10	7	6	5

请务必阅读正文之后的免责条款部分

34

收购公司	被收购资产	花费金额 (亿元)	收购比例 (%)	收购价格 (亿元)	承诺净利润(百万元)				PE			
					2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
科达股份 (600986.SH)	广州中懋	1.88	55%	3.42	20.9	24.2	28.1		16	14	12	
	百孚思	6.08	100%	6.08		45.0	54.0	64.8		14	11	9
	上海同立	4.46	100%	4.46		33.0	39.6	47.5		14	11	9
	华邑众为	4.05	100%	4.05		30.0	36.0	43.2		14	11	9
	雨林木风	5.4	100%	5.40		40.0	48.0	57.6		14	11	9
	派瑞威行	9.45	100%	9.45		70.0	84.0	100.8		14	11	9
	爱创天杰	9.52	100%	9.52			68.0	81.6			14	12
	亚海恒业	11.9	100%	11.90			85.0	102.0			14	12
	智阅网络	7.14	100%	7.14			42.0	52.5			17	14
广博股份 (002103.SZ)	数字一百	4.2	100%	4.20			30.0	36.0			14	12
	灵云传媒	8	100%	8.00	45.0	65.0	84.5	109.9	18	12	9	7
华谊嘉信 (300071.SZ)	浩耶上海	5.87	100%	5.87		40.0	46.0	53.2		15	13	11
	迪思传媒	4.6	100%	4.60	40.0	46.0	52.9		12	10	9	
久其软件 (002279.SZ)	亿起联科技	4.8	100%	4.80	37.0	50.0	67.5	84.3	13	10	7	6
宜通世纪 (300310.SZ)	中时代	0.36	40%	0.91	5.2	4.6	6.4		18	20	14	
吴通通讯 (300292.SZ)	互众广告	13.50	100%	13.50	50.0	100.1	130.0	169.0	27	13	10	8
联创股份 (300343.SH)	上海激创	10.15	100%	10.15		70.0	87.5	109.4		15	12	9
	上海麟动	7.165	100%	7.17		34.0	50.0	62.5		21	14	11
思美传媒 (002712.SZ)	爱德康赛	3.250	100%	3.25		25.0	32.5	42.3		13	10	8
	科翼传播	4.00	80%	5.00			35.3	40.2			14	12
电广传媒 (000917.SZ)	北京掌阔	10.40	80%	13.00		30.0	50.0	70.0			26	19
麦达数字 (002137.SZ)	顺为广告	3.13	100%	3.13		25.0	32.5	42.3		13	10	7
	奇思广告	2.52	100%	2.52		18.0	23.4	30.4		14	11	8
	利宣广告	0.70	100%	0.70		10.0	13.0	16.9		7	5	4
深大通 (000038.SZ)	冉十科技	10.50	100%	10.50		70.0	87.5	109.4		15	12	10
	视科文化	17.00	100%	17.00		131.0	165.0	198.0		13	10	9
	深圳力玛	8.00	89%	9.00		35.0	55.0	73.0		26	16	12
联建光电 (300269.SZ)	华瀚文化	3.64	100%	3.64		28.0	31.4	35.1		13	12	10
	励唐营销	4.96	100%	4.96		31.2	37.4	44.9		16	13	11
	远洋传媒	3.00	100%	3.00		20.0	24.0	28.8		15	13	10
七喜控股 (002027.SZ)	分众传媒	457.00	100%	457.00		2958	3422	3923		15	13	12
天神娱乐 (002354.SZ)	Avazu Inc.	20.70	100%	20.70		129.0	175.7	233.2		16	12	9
	上海麦橙	0.10	100%	0.10		1.0	1.1	1.1		10	9	9
万润科技 (002654.SZ)	鼎盛意轩	4.15	100%	4.15		30.0	39.0	50.7		14	11	8
	亿万无线	3.24	100%	3.24		25.0	32.5	42.3		13	10	8
龙力生物 (002604.SZ)	快云科技	5.80	100%	5.80								
	兆荣联合	4.35	100%	4.35								
浙江富润 (600070.SH)	泰一指尚	12.00	100%	12.00			55.0	85.0			22	14
ST 中昌 (600242.SH)	博雅科技	8.70	100%	8.70		30	60.0	81.0		29	15	11
南通锻压 (300280.SZ)	亿家晶视	15.05	100%	15.05			90.0	112.5			17	13
	北京维卓	8.68	100%	8.68			62.0	82.5			14	11
	上海广润	3.00	100%	3.00			25.0	32.5			12	9
乐通股份 (002319.SZ)	轩翔思悦	2.73	75%	3.64		28	36.4	47.3		13	10	8
平均		855.05		888.32					14	13	12	9

资料来源: Wind, 中信证券研究部

注: 灵云传媒 2014 年收入数据为 2014 年 1-9 月经审计业绩



## 主板数字营销行业投资策略：建议把握“拥有数字媒介和流量资源、积极布局内容营销”的优质公司

鉴于大数据、娱乐内容以及互联网的结合将创新数字营销的商业模式，大数据产业链形成闭环，通过用户数据的分析对内容产业和消费决策作出反馈，通过对用户信息的大数据分析解决精准营销和个性化广告推介等问题，都将促进数字营销行业的快速增长，相关细分领域的公司有望获得数字营销的增长红利。

考虑到行业的高景气度和热点频发，我们建议把握两大主线：（1）拥有数字媒介和流量资源的数字营销公司，重点推荐：省广股份、利欧股份；（2）拥有娱乐内容制作实力，积极谋划内容营销、广告招募能力的公司，重点推荐：华策影视。

表 16：主板数字营销行业重点公司估值比较及投资评级

简称	股票代码	股价 (元)	EPS (元)				PE				评级
			2014	2015	2016E	2017E	2014	2015	2016E	2017E	
省广股份	002400.SZ	18.02	0.47	0.61	0.78	1.03	38	30	23	17	买入
华策影视	300133.SZ	24.48	0.36	0.44	0.65	0.84	68	56	38	29	买入
利欧股份	002131.SZ	17.67	0.48	0.43	0.54	0.71	37	41	33	25	暂无

资料来源：Wind，中信证券研究部预测。注：利欧股份的 EPS 预测取自 wind 一致预期；股价截至 2016 年 4 月 21 日

## 新三板数字营销行业投资策略：建议关注“海外数字营销、国内精准营销、社交营销、电商营销、场景营销、传统媒体转型”的优质公司

（1）海外数字营销：重点推荐汇量科技（Mobvista）和易点天下（Yeahmobi），建议关注木瓜移动（Papaya）；

（2）国内精准营销：预计到 2015 年底一半以上的广告位流量接入程序化购买，2018 年移动广告市场有望达到 2201 亿元，重点推荐有米科技、哇棒传媒；建议关注银橙传媒和璧合科技；

（3）移动社交营销：微信成为移动互联网超级入口，月活已达 5.5 亿人，公众平台+微信支付建设 O2O 闭环，微信商业帝国迅速崛起，展现强大流量变现能力，预计未来微信第三方营销的市场空间至少约 500 亿元。重点推荐点点客，建议关注随视传媒；

（4）电商营销：2015 年中国电商市场交易规模为 18 万亿元，预计 2018 年为 40 万亿元。2015Q3 中国网络广告市场规模为 558.6 亿元，电商广告占比 25.4%。随着电商交易规模不断扩大，广告市场增长前景可观。重点推荐亿玛在线，建议关注喜宝动力。

（5）场景营销：移动时代，本地场景成为新的流量入口，而场景营销深度助力企业实现 O2O，未来增长空间巨大。重点推荐光音网络。

（6）传统媒体转型：借助原有广告客户资源、资金技术支持转型互联网市场，先天优势助力拓展规模，重点推荐沃捷传媒。

表 17：新三板数字营销行业重点公司估值比较及投资评级

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				PE				评级
				2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	
点点客	430177.OC	22.3	8.05	0.05	0.11	0.22	0.42	150	74	36	19	暂无
哇棒传媒	430346.OC	10.4	17.17	0.24	0.40	1.12	1.62	73	43	15	11	买入
有米科技	834156.OC	22.2	28.41	0.52	0.52	0.90	1.18	54	54	32	24	买入
汇量科技	834299.OC	50.3	59.66	N/A	1.19	2.37	4.15	N/A	50	25	14	暂无
易点天下	430270.OC	44.0	69.19	N/A	N/A	3.07	4.20	N/A	N/A	23	16	暂无
璧合科技	833451.OC	18.0	31.99	-0.01	0.05	0.52	1.41	N/A	600	61	23	暂无
银橙传媒	830999.OC	24.4	18.05	0.28	0.38	0.53	0.67	64	47	34	27	暂无
亿玛在线	836346.OC	18.0	25.00	-0.22	-0.68	0.68	1.39	N/A	N/A	37	18	暂无
光音网络	835505.OC	22.4	66.67	0.77	2.00	3.56	5.71	86	33	19	12	买入
沃捷传媒	430174.OC	22.1	10.80	0.25	0.34	0.43	0.59	44	32	25	18	买入
总体平均								79	117	31	18	

资料来源：Wind、中信证券研究部

注：（1）股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价；（2）哇棒传媒、有米科技、光音网络和沃捷传媒的盈利预测为中信证券研究部预测；（3）点点客、汇量科技、银橙传媒的盈利预测采用 Wind 市场一致预期；（4）光音网络估值使用定增的市值和股价

## 重点公司推荐

### 省广股份（002400）：持续发力数字营销，全面推进平台战略

**业绩表现略低于市场预期。**2015 年公司实现营业收入 96.29 亿元，同比增长 51.93%；实现归属上市公司股东净利润 5.48 亿元，同比增长 28.81%；扣非后净利润 5.23 亿元，同比增长 23.58%，业绩表现符合前期预告范围。由于并表和业务扩张带来的成本上涨、财务费用压力增大，以及部分子公司对于业绩完成低于预期，公司整体业绩表现略低于市场和我们的预期。

**平台战略升级优化，产业链扩张提升核心竞争力。**在广告行业面临内部革新的战略机遇期，公司积极通过外延并购和战略合作等方式，推进新媒体转型。2015 年，包括诺时大数据、省广影业、合宝娱乐、省广体验营销在内的一大批平台公司持续落地，通过平台战略加速对产业链上下游扩张，快速复制公司盈利模式，打造符合新媒体时代整合营销的核心竞争力。

**整合营销持续发力，数字业务表现亮眼。**2015 年公司着重加强各业务板块的融合，整合营销业务快速发展，打通媒介代理、文案创意、数字营销、程序化购买等成熟的整合式业务板块，并通过与品牌管理无缝对接，促进公司营业收入的提高，实现了多元一站式整合营销的战略布局。与此同时，公司 2015 年加大对数字营销领域的投入，通过对大数据的挖掘应用以及数字营销技术投入，加速提高整合营销传播效果。2015 年公司数字营销业务收入超过 23 亿元，成为公司第二大主板块，整合效益愈加凸显。

**坚持“内生+外延”双轮驱动，构筑整合营销传播集团。**在传播营销产业整体升级的背景下，公司将继续坚持内生增长和外延并表双轮驱动的战略，不断提升自身的核心竞争力，以期在未来的竞争中占据有利地位。我们预计，下一阶段，公司将继续沿着既定的战略前行，通过加强自身业务能力和并购整合不断完善产业链中的各个环节，实现产业链纵横向拓展，加强各个业务领域之间的协同效应，向以创新为核心竞争力的领先的整合营销传播集团持续迈进。

**风险因素。**技术变化对营销产业格局影响风险；并购整合风险；宏观经济对行业的影响。

**盈利预测、估值及投资评级。**维持公司 2016-18 年业绩预测为 EPS0.78/1.03/1.29 元；考虑公司的行业龙头地位、数字营销推进后带来的增值潜力以及员工激励政策的落地，我们维持目标价 24 元，维持“买入”评级。

表 18：省广股份盈利预测和估值分析

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	6,337.59	9,628.64	12,998.66	16,898.26	21,629.77
增长率 YoY%	13.36	51.93	35.00	30.00	28.00
净利润（百万元）	425.15	547.64	704.41	932.68	1,169.39
增长率 YoY%	47.85	28.81	28.63	32.41	25.38
每股收益 EPS（摊薄）（元）	0.47	0.61	0.78	1.03	1.29
净资产收益率 ROE%	20.07	20.49	20.32	20.69	20.10
PE	38	30	23	17	14

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价取 2016 年 4 月 21 日收盘价

## 华策影视（300133）：布局彰显行业地位 SIP 深度运营值得期待

**2015 年业绩略低于市场预期，主要因成本增长和汇率波动导致财务费用上升。**2015 年，公司累计实现营业收入 26.57 亿元，同比增长 38.68%；归属上市公司净利润 4.75 亿元，同比增 21.78%。业绩增速低于市场以及我们此前的预期，影视项目波动、业务扩张带来的营业成本大幅增长，以及汇率波动导致的财务费用上升是导致公司业绩波动明显的主要原因

**成功转型多元化娱乐公司，“超级 IP”深度运营值得期待。**报告期内，公司影视内容龙头地位稳固，年产量、电视台黄金档播出数量、互联网首播数量都继续稳居行业第一；公司 2015 年影视剧、电影销售、综艺节目分别占收入的 73.60%、11.81%、6.84%，成功转型多元化娱乐公司；另一方面，“超级 IP”成为公司整合泛娱乐产业链的基础战略，2016 年公司预计将有《三生三世十里桃花》、《孤芳不自赏》、《射雕英雄传》、《从你的全世界路过》、《夏至未至》等超级 IP 系列剧开机，超级 IP 全方位深度运营值得期待。

**国际化战略收获颇丰，重量级合作彰显行业地位。**近年来，公司积极推进国际化布局，推进中美及中韩文化交流，国际化战略收获颇丰，其中，公司参股韩国 N.E.W 出品电视剧《太阳的后裔》引爆国内互联网；此外，报告期内公司与韩国希杰娱乐、索尼、20 世纪福克斯、ITV 等国际巨头缔结了战略合作伙伴关系，未来公司料将与诸多巨头在合拍与节目引进方面全面合作，为未来增长注入强劲动力。

**布局下一代计算平台，打造一流综合性娱乐平台。**报告期内，公司积极布局下一代计算平台 VR，先后 1470 万增资国内优质厂商兰亭数字和 640 万元增资 VR 影视制作厂商热波科技，未来有望享受 VR 对内容产业革新带来的巨大发展红利。我们认为，未来公司将持续推进影视 IP 开发和产业链业务融合的既定战略，打造全内容、全渠道、全产业链、全球化的综合性娱乐传媒集团。

**风险因素：**电视剧业绩低于预期风险；新媒体冲击风险；业务拓展风险；人才流失风险；盗版风险。

**盈利预测、估值及投资评级：**维持公司 2016-18 年 EPS 预测为 0.65/0.84/1.07 元，考虑公司的行业龙头地位、超级 IP 战略价值潜力，我们维持目标价 30 元，维持“买入”评级，建议投资者积极把握公司在战略推进中的内在价值。

表 19：华策影视盈利预测和估值分析

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,916.07	2,657.30	3,454.49	4,318.12	5,311.28
增长率 YoY%	108.16	38.68	30.00	25.00	23.00
净利润（百万元）	390	475	705	919	1,168
增长率 YoY%	51.03	21.90	48.27	30.43	26.98
每股收益 EPS（基本）（元）	0.36	0.44	0.65	0.84	1.07
净资产收益率 ROE%	11.63	8.05	10.74	12.29	13.49
PE	68	56	38	29	23

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价取 2016 年 4 月 21 日收盘价



## 有米科技（834156）：移动广告平台龙头再腾飞

**有米科技：国内领先的移动营销服务商。**公司成立于 2010 年，主营业务为移动互联网营销服务，旗下拥有有米广告平台、Adxmi 海外广告平台、米汇微信营销平台、偶玩及闪电鱼游戏联运平台等五大产品系列。公司创新能力优异、对行业趋势有敏锐嗅觉，在国内首推“横幅广告（Banner）”形式，同时也是“积分墙”概念最早的提出者，是产品线最丰富的移动广告平台之一。公司 2014 年营业收入和净利润分别为 4.09 亿元与 4077 万元，同比增长 458% 和 618%，其中广告收入在总收入中占比 87%，游戏联运业务收入占比 13%。

**移动营销海量市场，巨头进入加速洗牌。**2014 年中国移动广告的市场规模 297 亿元，同比增长 122%，预计 2018 年有望达到 2201 亿元，4 年 CAGR 为 65%。广告主营销预算逐渐向移动端的转移是移动营销行业高速发展的持续驱动力。当前，移动广告平台竞争相对激烈，BAT 巨头流量优势显著，2014 年起行业洗牌加剧、业内并购高潮迭起。独立移动广告平台积极开拓上下游资源或逐渐向程序化购买转型，寻求打造细分优势。

**游戏联运+海外布局，一横一纵助力突围。**有米于 2013 年推出游戏联运平台“偶玩”，与广告投放业务相互促进，沉淀自身用户并搭建开放 DMP，开创业内首家广告+游戏业务模式。偶玩游戏中心拥有超过 300 款手游，并联合运营了包括《刀塔传奇》等在内的数十款一线爆款游戏，显示出强劲发展势头。同时，公司于 2015 年初成立海外移动广告平台 Adxmi，迅速成为 360 Security、Hola、百度、UC、猎豹移动、携程、龙图等一系列明星产品在海外推广及变现中的重要合作渠道，流量覆盖全球 200 多个国家和地区，单日分发 APP 产品 200k+、日广告曝光 30 亿+次，海外业务月营收有望突破 1000 万。

**微信营销与移动 DSP 打造新增长点，移动互联网生态圈雏形渐显。**公司于 2015 年上线“米汇”微信营销平台，提供专注于效果的社会化媒体营销服务。目前平台已运营 10 万家微信公众账号，累计 1 亿粉丝，软文推广信息累计拥有超过 1 亿阅读量。同时，公司目前已制定 DSPAN（DSP+Ad Network）平台战略，打造 Ad network 和移动 DSP 互为补充和支撑的产品体系。公司合作客户包括唯品会、京东、龙图游戏等，近期，有米 DSPAN 获热门 IP 跑酷手游《奔跑吧兄弟 3》In-App 移动广告代理权。目前，通过移动广告平台+游戏联运+微信营销+移动 DSP 的移动营销全产业链布局，公司逐渐将广告主与媒体、App 开发者整合进一个繁荣共生的移动互联网生态圈，纵向跨越游戏、金融、电商、教育等多个行业，横向集聚全球 20-30 亿移动互联网用户，展现出广阔增长空间与强大生命力。

**风险因素。**市场竞争加剧的风险；公司治理的风险。

**估值分析。**我们维持公司 2015~2017 年的收入为 6.2、10.2 和 15.3 亿元，净利润为 0.41、0.70 和 0.93 亿元的盈利预测，EPS 为 0.52、0.90 和 1.18 元。我们维持有米科技 87 元目标价（15 年 10XPS 和 62 亿元目标市值）。维持“买入”评级。

表 20：有米科技财务数据和估值分析

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	73.3	409.3	623.1	1,020.6	1,531.2
增长率 YoY(%)	N/A	458.2	52.2	63.8	50.0
净利润(百万元)	5.7	40.8	41.0	70.2	92.5
增长率 YoY(%)	N/A	618.3	0.6	71.3	31.7
每股收益(元)	0.07	0.52	0.52	0.90	1.18
市盈率 PE(x)	391	54	54	32	24

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：股价为 2015 年 4 月 21 日收盘价

## 哇棒传媒（430346）：全案移动营销专家，内外并举腾飞在即

以服务品牌客户为核心的全案广告移动营销专家。哇棒传媒的主营业务是为品牌和效果广告主提供包括广告设计及制作、广告精准投放、数据效果监控在内的全案营销服务。公司自 2012 年起制定并长期坚持大客户战略，主要客户包括国美在线、苏宁易购、网易、乐视、奥迪、斯巴鲁、中国银行等。同时，公司是目前国内为数不多的同时拥有三大运营商合作背景的移动广告公司。公司业绩连续 4 年高速增长，我们预计 2015 年备考收入和净利润分别为 3.76 亿元和 3746 万元，同比增长 272% 和 162%。

**移动营销产业快速爆发，行业盈利能力迎来向上拐点。**据 eMarketer 数据，2014 年中国移动广告市场规模约 500 亿元，同比增长 330%，预计 2018 年有望达到约 2500 亿元，4 年 CAGR 为 150%。品牌广告主的广告预算向移动端加速转移，移动营销的巨大潜力将在未来三至五年充分释放。得益于行业的高速发展、移动营销企业业务的延伸、广告主预算向移动端加速转移等因素，部分移动营销企业自 2016 年起料将扭亏为盈。哇棒传媒位列移动营销行业第一梯队，由于主要布局品牌广告业务，望深度受益于行业爆发，公司 2015~2016 年业绩有望继续实现快速增长。

**哇棒传媒之内生增长：布局移动 DSP，拓展汽车、快消大客户与手游新业务。**由于品牌广告主预算转移和移动端更适合程序化购买等因素，移动程序化购买发展迅速，移动广告平台向移动 DSP 加速转型。目前，哇棒已开始重点布局 DSP 平台，并通过 4 次定增融资 2.83 亿元，大幅增强了对接品牌广告主的资金服务能力。（1）哇棒传媒于近期中标国家电网电子商务城社交媒体营销项目；（2）公司在汽车和快消企业密集上海、广州成立分公司，设立服务汽车广告主的专业团队，预计该团队 2016 年有望为公司贡献 8000 万元收入和 1000 万元净利润。（3）公司还积极布局手游业务，2015 年组成以前 Zynga、搜狐畅游等知名手游公司员工为骨干的专业团队，预计 2016 年全年将发布 5 款以上全新手游大作。

**哇棒传媒之外延扩张：坚持外延扩张战略，补充客户与媒体资源。**数字营销行业的并购浪潮持续高涨，2014-2015 年，A 股上市公司参与投资或并购数字营销企业的案例达 50 余起，总金额超过 200 亿元。主板的收购热潮正延伸至新三板，2015 年点点客、银橙传媒等公司也进行了相应的外延布局。哇棒传媒以 1.26 亿元现金收购吴海金桥 70% 股权，利润规模大幅增长的同时，客户和媒介资源有望得到深度补充。未来，公司料将继续坚持外延扩张战略，在汽车、快消等品牌广告主资源丰富的领域展开布局。

**风险因素。**市场竞争加剧的风险；技术升级和人员流失的风险。

**估值分析。**综合考虑吴海金桥的并表因素，我们维持哇棒传媒 2015-17 年 EPS 预测为 0.40、1.12 和 1.62 元。我们维持公司 49 元目标价，维持“买入”评级。

表 21：哇棒传媒财务数据和估值分析

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	30.6	100.9	222.4	699.6	1,308.0
增长率 YoY(%)	122.4	229.7	120.5	214.6	87.0
净利润(百万元)	5.1	14.3	24.3	67.5	98.3
增长率 YoY(%)	36.3	177.9	70.3	177.6	45.6
每股收益(元)	0.08	0.24	0.40	1.12	1.62
市盈率 PE(x)	202	73	43	15	11

资料来源：Wind，中信数量化投资分析系统

注：股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价

## 点点客（430177）：移动社交营销服务提供商步入加速增长通道

**移动社交营销工具研发和服务提供商。**公司专注于新型移动社交营销工具的开发，是目前国内顶尖的微信第三方开发服务商，公司的微信业务包括微信营销软件（通用版和行业版）、微信代运营、微信定制开发、微信硬件（微打印机、微 WIFI）等，同时还可以帮助客户实现微博、易信、支付宝服务窗的同步营销。公司目前已经推出了微餐饮、微汽车等 20 余个行业版微信营销软件，并与国内最大的线下预付卡支付公司杉德集团结为联盟，已拓展的数十万家企业客户遍布餐饮、汽车、医疗、教育、旅游等近 30 个行业。公司 2015 年实现营收 1.83 亿元，同比增长 130%；归母净利润 2982 万元，同比增长 101%。

**移动 SaaS 营销软件业务：内生外延助力全国跑马圈地。**公司采取“内生+外延”战略抢占市场。（1）内生增长：公司之前主要依靠 1000 余家经销商进行销售，2015 年起大力组建地推直销团队，在一线城市成功布局 10 余个直销网点，目前直销团队规模超过 700 人，合计拓展超过 10 万家中小企业客户，我们预计 2016 年底直销团队规模将达到 2000 人，按 2016 年平均人数为 1500 人和起步期每人每年创造收入 20 万元计算，预计 2016 年直销收入将达到约 3 亿元。（2）外延扩张：2015 年公司定增约 2.2 亿元，积极开展横向并购，以 8000 万元收购杭州微巴 100% 股权，构筑规模优势；同时启动平台战略，先后投资八零时代（北京）、微粤科技（广州）和汇星互联（广东）、厦门微巴（厦门）等渠道经销商，巩固市场占有率。我们预计 2016 年直销团队和渠道分销团队将分别贡献约 3 亿元和 1 亿元的收入。

**移动社交电商业务：“人人电商”爆发在即。**2015 年 8 月，公司以 100 万元收购度行 12.5% 股权，依托度行旗下“人人电商”（原“返享”）平台，以社交分享的模式转化消费者为销售者，促进商品的口碑传播，解决了中心化电商平台模式下流量获取成本高昂、中小商户销售困难的行业痛点。2016 年“人人电商”将商家聚集到统一的电商平台，整合优质电商 IP，通过大数据服务和强运营支撑来优化商家和消费者的匹配效率以提升交易额。“人人电商”目前日均 GMV 约 200 万元，并在高速成长过程中。我们看好“人人电商”GMV 爆发的趋势，预计 2016 年 GMV 将达 20 亿元。

**衍生业务：加码“移动广告+互联网金融”，构建流量资产生态圈。**2015 年 9 月，公司与深创投、红土创新签署《全面战略合作协议》，以“平台+基金”的双架构模式孵化电商项目，完善产业链布局。伴随电商平台上商家入驻数、用户交易量的不断攀升，公司将基于大数据分析，扩展互联网金融服务。同时，公司已成功对接腾讯广点通，建立自营移动广告平台，积极推动流量资产变现，形成电商与广告业务的联动。我们预计 2016 年广告等增值服务将为公司贡献约 5000 万元~1 亿元收入。

**风险因素。**技术更新的风险；行业竞争激烈的风险；人才流失风险。

**估值比较。**点点客作为国内移动 SaaS 营销软件和移动社交电商的龙头公司，有望深度受益于行业爆发。根据 2014~2015 年年报，点点客是新三板市场为数不多的满足创新层全部三条标准的公司。此外，公司公告 2016 年经营目标为收入 4.5 亿元和净利润 4000 万元。公司当前 8 元股价和 22 亿元市值对应 16 年目标净利润的 PE 为 55X，建议积极关注。

表 22：点点客财务数据和估值分析

项目/年度	2012	2013	2014	2015
营业收入（百万元）	35.2	68.1	79.7	183.0
增长率 YOY%	4.1	93.5	17.0	129.8
净利润（百万元）	4.4	9.1	14.8	29.8
增长率 YOY%	221.4	105.6	62.7	100.3
每股收益（元）	0.02	0.03	0.05	0.11
PE（倍）	503	245	150	75

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价



## 银橙传媒（830999）：互联网广告海量空间，精准营销专家加速增长

中国领先的互联网广告投放服务提供商。公司从事互联网广告精准营销业务，依托于 ADPush 平台、YCloud 大数据分析系统和自有媒体资源，通过匹配广告主的广告投放需求和媒体渠道资源，将广告精准投放于媒体资源广告位。公司目前已拥有的媒体资源可以实现日覆盖 2.1 亿独立用户、月覆盖 85% 的互联网用户，是中国领先的互联网广告投放服务提供商。公司自 2008 成立以来，已为包括盛大网络、百度游戏、当当网、携程、百度搜索、淘宝网等在内的 1300 多家电子商务、网络游戏、网络服务商、品牌客户提供精准广告投放服务。公司 2015 年收入 3.59 亿元，同比增长 198%；归母净利润 5244 万元，同比增长 38%。

银橙传媒于 2015 年 7 月重磅推出专注于服务中小企业的 RTB 平台——智橙 DSP V2。核心优势有三：（1）国家专利保护智能竞价算法。拥有 PB 级数据能力，30ms 完成一次竞价交易，20 万+次 QPS（最大投放量），毫秒级实时人群属性分析，日均百亿级人群数据挖掘分析。（2）多维度访客重定向算法。深度分析人群数据，点击、访问、注册、购买、兴趣、倾向、媒体等各个环节寻回用户。（3）精准用户行为预测模型。运用关联规则、特征过滤、深度特征学习、稀疏在线、模型训练等算法，精准预测用户行为。（4）历史用户数据积累。12 亿+cookie 高精度、多样化描绘网络受众，6 亿+活跃人群覆盖超过 90% 的中国网民，4000+ 行业标签深入各领域用户数据，百亿级规模主流市场流量对接。

银橙传媒核心竞争力：强大媒体资源和移动端布局。互联网营销行业市场集中度较低，管理团队、广告客户、媒介资源和盈利能力是从业公司竞争实力的重要体现。（1）强大媒体资源：2015 年公司将媒体渠道由原来网吧等高毛利率媒介拓展至腾讯、今日头条、网易、凤凰等大型媒体资源；（2）移动端布局：2015 年，公司移动端收入 2.08 亿元，收入占比 58%。公司移动营销业务实现规模化突破，广泛接入今日头条、广点通、搜狐、陌陌、新浪等知名移动端媒体资源以及细分应用、场景 WiFi 等长尾移动端资源，实现了业务从传统互联网到移动互联网的全覆盖。

外延扩张延伸产业链，打造平台级企业。（1）横向并购：2015 年，银橙传媒以 700 万元现金增资凯思盛阳，占股 51%，凯思盛阳 2015 年业绩达 808 万元，为公司贡献 3388 万元线下广告代理收入。同时，公司以 1000 万元收购企悦在线、天津悦搜、美通智选 3 家公司 100% 股权，3 家公司 2015 年完成业绩 597 万元，2016 年预计完成业绩 720 万元。（2）纵向扩张：2015 年，公司先后以 3000 和 1400 万元投资卡司通和虎符通信，分别持有 20% 股份和 70 万股，战略布局传统产业“互联网+”和用户流量入口。同时，公司投资设立银橙投资、乐橙互联 2 家全资子公司，前者围绕公司主业进行投资并购，协助公司完善产业布局；后者专注智能及无线产品业务，协助公司布局无线及物联网领域。

**风险因素。**市场竞争加剧、媒体渠道成本上升的风险和人员流失的风险。

**估值比较。**银橙传媒作为在 PC、移动两端领先的技术驱动型数字营销公司，有望深度受益于品牌广告主不断加大数字营销投放力度的趋势。根据 2015 年年报，银橙传媒满足创新层全部三条标准。公司当前 18 元股价和 24 亿元市值对应 2015 年 PE 为 47X，建议积极关注。

表 23：银橙传媒财务数据和估值分析

项目/年度	2012	2013	2014	2015
营业收入（百万元）	16.23	47.95	120.77	359.85
增长率 YOY%	N/A	195.4	151.9	198.0
净利润（百万元）	-1.29	10.56	38.03	52.44
增长率 YOY%	N/A	915.6	260.2	37.9
每股收益（元）	-0.01	0.08	0.28	0.39
PE（倍）	N/A	231	64	47

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价

## 随视传媒（430240）：微信商业帝国强势崛起，O2O 王者引领浪潮

**微信营销和微信 O2O 整体解决方案提供商。**公司创立 9 年至今，从 PC 端基于 cookie 的大数据营销，转型为移动互联网大数据 O2O 整体解决方案提供商。2014 年公司研发出基于微信平台的 O2O 整体解决方案，并应邀参与 2015 年春晚摇红包和春节摇卡券活动，成为微信商业化战略的重要合作伙伴。公司业务由三部分构成：（1）易维城：针对大客户的微信 O2O 营销定制化服务，包括微信公众平台基础功能开发、日常管理维护和微信 O2O 营销活动的开展。（2）趣摇（原汇则成）：基于微信卡券的 O2O 营销服务。（3）PC 端互联网广告的精准投放：子公司成为奇虎 360 核心代理商之一。

**微信商业帝国强势崛起，营销服务需求日益紧迫。**微信正在从“强社交属性”的移动互联网的超级入口，逐步演变为连接一切生活场景的移动商业生态帝国。微信商业化战略将大力支持第三方服务商，并利用“公众平台+微信支付”打造 O2O 闭环，构建更丰富的 O2O 场景和用户消费触点。微信是传统产业实现 O2O 电商化转型的最佳路径之一，而微信第三方服务商解决传统企业接入微信商业帝国面临的众多痛点，因此业务需求日益剧增。我们预计未来微信营销服务行业的市场规模将超过 2000 亿元。以点点客、随视传媒为代表的微信营销服务提供商在经过 2 年的行业洗牌后，市占率不断提升，有望深度受益于行业爆发。

**易维城：客户拓展驱动收入加速增长，数据积淀助力异业合作显露锋芒。**公司 2014 年成功被宝洁、海尔、东风日产、中粮食品、GAP、辉瑞制药、平安万里通等大客户选为 O2O 领域重要服务商，2015 年将进一步拓展可口可乐、壳牌、浙江报业集团等大客户资源。我们预计随视传媒在未来 1-2 年内将新发展 30-50 家大客户，易维城产品线的收入有望实现跨越式增长。随着客户积淀的不断深入，公司积累的海量数据资源将为未来的精准营销、线下活动、异业合作奠定坚实的基础。

**趣摇：卡券创新引爆远程营销，iBeacon 助力 O2O 近场营销。**随视传媒作为微信重要战略合作伙伴，新布局的趣摇业务有望实现真正高效的微信卡券营销。在趣摇远程营销和近场营销双轮驱动下，公司 2015 年收入有望超过 3000 万元。在远程营销方面，春晚摇红包和春节摇卡券活动为公司带来了超过 1000 万元的营收，预计未来单品牌深度营销和多品牌异业合作将引爆公司卡券业务；在近场营销方面，公司已在广州上下九步行街、王府井 APM、华联商厦等全国部分主要商业街和广场，还有 2000 个地铁自动售卖机上开始 iBeacon 的铺设，“摇一摇-周边”料将驱动公司趣摇业务加速发展。

**风险因素。**技术更新的风险；行业竞争激烈的风险；人才流失风险。

**估值比较。**公司股价为 20.00 元，市值为 8.96 亿元。

表 24：随视传媒财务数据和估值分析

项目/年度	2012	2013	2014	2015H1
营业收入（百万元）	118.8	65.6	97.4	53.20
增长率 YOY%	17.3	-44.8	48.5	30.2
净利润（百万元）	5.8	-32.1	-8.2	3.75
增长率 YOY%	-40.7	-657.5	74.5	364.9
PE（倍）	344	N/A	N/A	N/A

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价



## 璧合科技（833451）：跨屏程序化广告投放专家，引领开放自助趋势

基于大数据技术，提供跨屏程序化广告投放策略和技术解决方案的效果广告公司。公司成立于 2012 年，2015 年 8 月 31 日正式挂牌新三板，2015 年上半年、2014 年营业收入分别为 7525 万元、9687 万元。公司主营业务为互联网展示类广告的投放服务，主要服务于游戏类和电商类广告主，2014 年效果广告客户贡献的收入占比超过 85%。公司的媒体渠道覆盖了国内主流的互联网平台，涵盖了阿里妈妈、淘宝、百度、优酷、土豆等诸多媒体资源，日均可参与竞价的广告流量 140 亿。公司拥有包括游族网络、三七玩、9377、国美等在内的超过 1500 家企业客户，同时在线广告主 60 余家，同时在线广告超过 2000 组。公司的游戏广告业务占比 65%，客户覆盖恺英、游族等国内知名游戏厂商；电商广告业务占比 20%，客户包括国美在线、海尔商城等；品牌广告业务占比 15%，客户包括丰田、三星等。

**璧合科技专注于效果类广告投放服务。**与传统的效果广告 DSP 不同，璧合用以衡量广告效果的标准不仅有曝光率、点击率、到达率、转化率等，而且更注重后续、深度效果数据的考察。例如，当一个游戏用户通过看到广告注册了游戏之后，他是否创建了角色，是否玩到了一定等级，是否在第二天、第七天、第三十天持续登陆游戏，最终是否在这个游戏中进行了充值消费——这些后续数据是广告真正产生效果的部分，也是广告主最关心的。璧合致力于通过技术优化对后续广告效果的深入挖掘，真正帮助广告主提升 ROI（Return On Investment，投入产出比），彻底结束营销效果无法衡量的时代。2016 年公司与科大讯飞签署战略合作协议，科大讯飞为公司在移动端广告投放方面提供数据支持。公司的智能投放能力进一步增强。

**公司的技术与营销团队均由行业领先的专业人士组成，拥有 10 年互联网广告从业经验。**公司董事长刘峻丰曾历任麦肯·光明广告有限公司媒介主管、北京暴风网际科技有限公司联合创始人、悠易互通（北京）广告有限公司 CEO 及创始人，公司 CEO 及总经理赵征曾担任悠易互通 CTO，公司 CTO 曾任搜狐广告交易平台技术主管，销售 VP 和产品总监曾分别担任悠易互通上海分公司副总经理和产品部项目负责人。公司技术人员共 25 人，占公司员工总人数的一半以上。同时，公司将与科大讯飞在移动广告领域进行合作，成立合资公司**智数科技**，基于科大讯飞语音云平台数十万开发者和语音云 4000 万日活用户，将大力推进移动端广告业务发展。

公司于近日发布了一款预期能提升广告效果 30% 的广告投放平台 **AGAIN**。AGAIN 将数据管理平台和广告需求平台整合为一体，以高效的人群定向技术和先进的广告优化算法，实现目标受众、精准广告位、智能创意的一站式自助投放过程。凭借自主研发的人群分类模型和广告出价算法，从海量数据中发掘价值，完成对广告效果预测，以最精准的广告展示给最合适的受众。无论消费者是在使用 PC、移动设备，AGAIN 都能帮助广告主接触并吸引其用户。同时采取以 CPC 或 OCPA 出价，同时，通过对广告可见性的分析，来判断广告曝光的几率，结合实时形成的广告动态模板，最终提升广告投放效果 30%。让 ROI 更透明、易于衡量，并成为直接与收入关联的指标。

**风险因素。**技术升级风险、技术与数据泄密风险等。

**估值比较。**公司股价为 31.99 元，市值为 17.99 亿元。

表 25：璧合科技财务数据和估值分析

项目/年度	2013	2014	2015
营业收入（百万元）	21.42	96.87	217.82
增长率 YOY%	N/A	352.1	124.9
净利润（百万元）	-2.44	-0.61	12.64
增长率 YOY%	N/A	75.0	2,168.7

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价

## 喜宝动力（832115）：深耕电商行业的互联网精准营销服务提供商

**基于大数据的互联网电商精准营销平台。**喜宝动力立足于互联网广告行业中的电子商务精准营销领域，致力于向网商提供基于大数据、云计算和数据挖掘技术的电子商务流量交易平台、搜索广告营销服务和技术解决方案。公司目前已经获取淘宝/天猫广告体系，京东广告体系与腾讯广点通广告体系数据接口。公司拥有三大业务：（1）KA 业务，电商展示广告效果营销业务；（2）DSP 业务，全平台流量交易服务和（3）ISV 业务，电商云计算应用 APP 业务。公司 2014 年收入和归母净利润分别为 4608 和 288 万元，同比增长 123.9%和 77.2%。

**互联网电商营销行业拥有广阔的市场空间。**（1）我国电子商务市场高速扩张。阿里巴巴已经成为全球最大的电子商务生态圈。伴随京东、阿里巴巴、唯品会等电商企业的上市，中国电子商务零售市场出现空前繁荣。2014 年我国电商市场交易规模 13.4 万亿元，2008~2014 年 CAGR 为 27.0%。（2）互联网营销行业拥有海量市场空间。2014 年我国互联网广告市场规模 1540 亿元，同比增长 40%；预计 2018 年将达到 3930 亿元。2014 年电商互联网广告市场占整体互联网广告市场的 26%，预计未来占比将达到 30%。

**海量电商企业对专业互联网营销需求日益迫切。**从电商企业的营销需求看，（1）KA 客户：约 5000~10,000 家，急需整合营销服务；（2）成熟客户：天猫、淘宝皇冠、京东和其它平台 POP 商家共计约 50 万家，需要流量交易平台及整合型商家应用工具；（3）基础客户：淘宝/微商约 800/1000 万家，需要免费/付费的 PC/移动端商家应用，需要解决功能性问题和基础数据服务。品牌企业和在线零售企业需要面对日益碎片化的运营环境，并且需要适应不同平台上的营销规则，专业化的营销企业与流量解决方案需求日益紧迫，海量市场为喜宝动力打开了广阔的成长空间。

**喜宝动力的三大核心竞争力：优异管理团队、强大的研发实力和海量的大数据沉淀。**（1）优异的管理团队。董事长拥有 15 年互联网从业经历，CEO 是原华谊兄弟创意总监，CTO 是谷歌技术专家。（2）强大的研发实力。核心技术“关键字和动态 URL 搜索引擎优化的系统”为公司在广告的精准营销投放匹配、多重营销目标整合和实时动态方面带来全方面优势。（3）海量的大数据沉淀。公司已经同时获取淘宝/天猫、京东和腾讯广告体系数据接口，并且拥有 3 年海量电商零售客户完整的数百 TB 大数据沉淀；累计服务电商客户高达 40 万家，积累数千万商品的历史营销数据。

**三因素驱动公司步入加速增长通道。**（1）KA 业务：随着越来越多传统行业领军企业进军电商，公司的 KA 客户体量有望不断增加，进而服务费收入金额及比例也有望进一步增加；（2）DSP 业务：面对总计 50 万家成熟客户，公司目前已经服务超过 10 万家，预计未来能够吸引更多中小卖家；（3）ISV 业务：现有电商移动端的发展及微店的兴起，将带来大量移动端流量销售；随着公司流量提升与算法优化，公司毛利率与净利率均会取得一定增长。

**风险因素。**客户集中风险；技术升级风险；毛利率下降风险。

**估值分析。**公司尚未采取做市转让方式。

表 26：喜宝动力财务数据和估值分析

项目/年度	2012	2013	2014	2015H1
营业收入（百万元）	3.8	20.6	46.1	24.01
增长率 YOY%	N/A	445.8	123.9	117.3
净利润（百万元）	0.2	1.6	2.9	0.71
增长率 YOY%	N/A	916.9	77.2	176.0

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

注：股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价

## 光音网络（835505）：场景营销强势来袭，双轮驱动抢滩登陆

**国内领先的场景营销大数据云平台。**光音网络是一家专注于场景营销大数据云平台的互联网企业，旗下拥有广告家 Pro.cn 数字营销平台和光音小云场景无线互联解决方案两大产品。光音小云通过铺设商业 WiFi 聚集本地商户，商户可通过广告家平台向附近的目标用户精准投放广告、开展 O2O 营销；同时，广告家平台整合光音小云及其他商业 WiFi、场景媒体资源，对接百度联盟，开展程序化购买投放服务。2013 年以来公司业绩持续高速增长，2014 年收入和净利润分别为 1.65 亿元和 2447 万元。公司 2015 年收入 2.99 亿元，同比增长 81.1%；归母净利润 6369 万元，同比增长 158.61%。

**场景营销助力企业实现 O2O，未来发展空间巨大。**移动智能终端的普及催生大量移动营销需求。据 eMarketer 数据，2014 年中国移动广告市场规模约 500 亿元，同比增长 330%，预计 2018 年有望达到约 2500 亿元，4 年 CAGR 为 150%。移动互联网 O2O 解决了线下商户推广效率低、获客成本高的痛点，2015 年中国市场规模达 4600 亿元，保守估计将带来 460 亿元增量广告需求。场景营销连接商家、用户和场景，通过对目标用户的精准定位，助力线下商户实现高效 O2O，未来增长空间巨大。光音网络率先布局场景营销，位于数字营销行业第一梯队，未来有望深度受益。

**内生增长：“光音小云+广告家”双引擎驱动光音网络商业闭环。**（1）光音小云线下建网，占据场景流量入口。通过向本地商家提供硬件 WiFi 和软件服务，光音网络将联网用户转化为可变现的场景流量资源。目前，光音网络通过旗下的光音小云和其他商业 WiFi 网络已经合计覆盖 70 个地区，30 万家知名商户、3 万辆公交巴士、1500 家娱乐场所、全国 95% 以上的网吧，以及机场、火车站、旅游景点等驻地网络。（2）广告家平台程序化购买，实现场景流量变现。广告家平台将程序化购买与场景结合，通过场景库分析广告主的目标用户的属性，实现精准投放。通过产业链上下游整合，公司目前汇聚了大量的广告主和场景化媒体资源，日均展示 5.5 亿 PV，覆盖 1.5 亿独立用户，75% 流量拥有场景标签。

**外延扩张：光音网络积极卡位场景流量市场。**数字营销行业并购浪潮高涨，2014-2015 年，A 股上市公司参与投资或并购数字营销企业的案例达 50 余起，总金额超过 200 亿元。主板的收购浪潮正延伸至新三板，2015 年点点客、银橙传媒、沃捷传媒等公司也相应进行了外延布局。光音网络分别以 300 万元收购享途科技 10% 股权、以 950 万元收购效果无限拥有的 4 项软件著作权及安米网站，积极卡位车用无线市场和社区无线市场。未来，公司将坚持外延扩张战略，不断布局场景流量市场。

**风险因素。**市场竞争加剧、媒体渠道成本上升的风险和人员流失的风险等。

**盈利预测、估值分析及投资评级。**光音网络作为技术驱动型数字营销企业，有望深度受益于场景营销行业爆发。我们维持光音网络 2016-18 年 EPS 预测为 3.56、5.71 和 7.61 元。我们维持公司 114 元目标价（对应 36 亿元目标市值和 2016 年 32X），维持“买入”评级。

表 27：光音网络财务数据和估值分析

项目/年度	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	55.4	164.9	298.7	522.5	896.8	1,416.1
增长率 YOY%	N.A.	197.6	81.1	74.9	71.6	57.9
净利润（百万元）	0.8	24.6	63.7	113.2	181.7	242.0
增长率 YOY%	N.A.	2,925.6	158.6	77.8	60.4	33.2
每股收益（元）	0.03	0.77	2.00	3.56	5.71	7.61
PE（倍）	1496	136	52	29	18	14

资料来源：Wind，中信数量化投资分析系统

注：股价为 2016 年 4 月 21 日收盘价



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本期报告涉及股票利欧股份（002131），中信证券股份有限公司持股数量占上市公司总股本的比例超过 1%。(iii) 本期报告涉及全国中小企业股份转让系统挂牌企业有米科技（834156）、光音网络（835505）、点点客（430177）、银橙传媒（830999），按照公司公告的信息，上述企业的股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。