

# 公司深度报告

2022年09月18日



東亞前海證券有限責任公司  
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

## 数据驱动提升营销效能，程序化广告扬帆起航 ——易点天下（301171.SZ）深度报告

### 核心观点

易点天下定位为更贴近跨境广告主的互联网营销公司，公司主要采用按营销效果(CPA+KPI 模式) 结算的模式(该模式收入占比超过 90%)是其核心竞争力的体现。公司的核心竞争力主要体现在以下几个方面：

(1) **流量采购成本优势**，深耕出海营销 11 年，属于该领域领军企业，规模优势明显；(2) **数据资产丰厚**，积累大量精细化优质数据，广告投放的准确度优于小企业；(3) **自研程序化营销模型**，以科技赋能助力精准营销，减少对于人的依赖。

从流量需求端而言：(1) 阿里是其最大客户，2021 年贡献营收占比 41%，与阿里国际业务深度绑定，而阿里国际业务 2019-2022 年增速区间为 22%-44%，复合增速 30%左右；(2) 2014-2021 年期间我国跨境电商市场出口交易规模的 CAGR 为 17.44%，维持较高景气度，在当前全球通胀高企的背景下，质优价廉的中国制造催生了 SHEIN 等出海企业的高速成长，也带来了公司给中等规模出口电商服务的机会；(3) 腾讯、拼多多、快手、京东等国内互联网巨头叠加游戏公司的出海为公司营收的第三增长极。总结来看，我们预计易点天下未来三年的收入将会保持 30%左右的复合增长。

从流量供应端而言，上游媒体方合作模式稳定，流量成本较低。易点天下为 Google 一级代理商，自 2016 年 9 月开始同 Google 进行广告投放相关合作，业务相对稳定。Facebook 为二级代理商，近年由于隐私保护措施出台，Facebook 整体投流效果有所波动，但公司由于立足国内，较早发现抖音在国内的成功，因此也坚定布局 TikTok 国际业务，从 2018 年 3 月起开始合作。随着 TikTok 电商在海外的崛起，公司作为最早布局者也有望享受流量红利。

### 投资建议

我们认为公司定位精准，贴近广告主客户端，更理解产品的渠道运营逻辑，而非传统的媒体主广告分销渠道。易点天下在制定营销策略的同时积累大量跨境电商投放数据，持续优化程序化智能营销系统，在客户的营销端创造价值，帮助出海企业打造品牌知名度，实现商业化变现。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 2.94\3.45\4.60 亿元，对应目标 EPS 0.62\0.73\0.97 元/股。基于 2022 年 9 月 16 日收盘价 18.90 元，对应 P/E 30.30\25.87\19.39，首次覆盖给与“强烈推荐”评级。

### 风险提示

客户流失风险；数据储存安全风险；外汇相关风险。

### 盈利预测

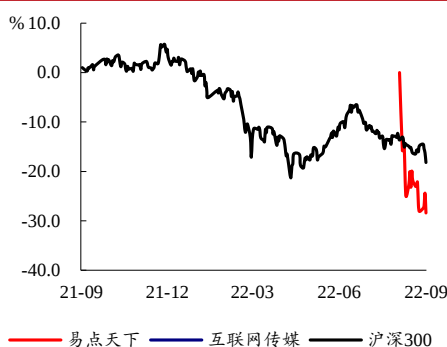
| 项目(单位:百万元) | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 3424.93 | 3663.49 | 4668.43 | 6007.79 |
| 增长率 (%)    | 38.19   | 6.97    | 27.43   | 28.69   |
| 归母净利润      | 258.54  | 294.33  | 344.71  | 460.04  |
| 增长率 (%)    | 10.16   | 13.84   | 17.12   | 33.46   |
| EPS (元/股)  | 0.65    | 0.62    | 0.73    | 0.97    |
| 市盈率 (P/E)  | 0.00    | 30.30   | 25.87   | 19.39   |

评级 强烈推荐（首次覆盖）

### 报告作者

作者姓名 倪华  
资格证书 S1710522020001  
电子邮箱 nih835@easec.com.cn

### 股价走势



### 基础数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 总股本(百万股)        | 396.38      |
| 流通 A 股/B 股(百万股) | 0.00/0.00   |
| 资产负债率(%)        | 56.15       |
| 每股净资产(元)        | 3.63        |
| 市净率(倍)          | 5.21        |
| 净资产收益率(加权)      | -           |
| 12 个月内最高/最低价    | 26.40/18.90 |

### 相关研究

|           |      |      |      |      |
|-----------|------|------|------|------|
| 市净率 (P/B) | 0.00 | 2.80 | 2.53 | 2.24 |
|-----------|------|------|------|------|

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，基于 2022 年 9 月 16 日收盘价 18.90 元

## 正文目录

|                                                                         |    |
|-------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. 易点天下是全球领先的企业国际化智能营销服务商.....                                          | 6  |
| 1.1. 公司发展历程.....                                                        | 6  |
| 1.2. 互联网广告服务发展至程序化广告时代.....                                             | 7  |
| 1.3. 按营销效果收费广告投放成本透明.....                                               | 11 |
| 1.3.1. 头部媒体平台数据按照服务及效果考察计费.....                                         | 13 |
| 1.3.2. 中长尾平台采用“CTIT\Reliability\Settlements 模型”确保收费方式合理 .....           | 15 |
| 1.4. 积累优质跨境电商头部客户资源.....                                                | 17 |
| 1.4.1. 站群模式的衰落，标志着跨境电商重新洗牌.....                                         | 18 |
| 1.4.2. 跨境电商增速维稳.....                                                    | 19 |
| 1.4.3. 手握阿里巴巴客户资源，提供稳定增速.....                                           | 19 |
| 1.4.4. 全周期营销方案，助力广告主一站式服务.....                                          | 21 |
| 1.5. 公司与头部媒体合作互利共赢.....                                                 | 22 |
| 1.5.1. 互联网巨头广告收入高速增长.....                                               | 23 |
| 1.5.2. 中长尾媒体采用自研系统聚合投放.....                                             | 26 |
| 1.6. 财务分析：收入状况健康，市场竞争力强.....                                            | 27 |
| 1.6.1. 总体收入状况良好，研发投入逐年增加.....                                           | 27 |
| 1.6.2. 效果广告贡献大，业务收入齐开花.....                                             | 28 |
| 2. 三大玩家瓜分程序化广告市场，群雄逐鹿.....                                              | 31 |
| 2.1.1. 木瓜移动上市未果，提供出海、电商、游戏、品牌解决方案.....                                  | 32 |
| 2.1.2. 与蓝色光标对比业务更为详细，客户侧重点不同.....                                       | 36 |
| 2.1.3. 同业财务指标比较：易点天下具有较强的偿债能力和市场竞争力 .....                               | 38 |
| 3. 核心竞争力为技术壁垒+数据壁垒 .....                                                | 40 |
| 3.1. 自研程序打通“供需侧数据整合-投放-监测归因-反作弊-对账”闭环 .....                             | 40 |
| 3.1.1. 供需侧数据整合.....                                                     | 40 |
| 3.1.2. 自研头部广告投放及管理平台 TopMedia 和 Yeah-Targeter 对接 Google 和 Facebook..... | 42 |
| 3.1.3. 智能化投放与媒体端 API 对接.....                                            | 43 |
| 3.1.4. 自研对账系统节省账期时间.....                                                | 47 |
| 3.2. 优质数据积累提高模型准确度.....                                                 | 48 |
| 4. 盈利预测与估值 .....                                                        | 49 |
| 4.1. 盈利预测.....                                                          | 49 |
| 5. 风险提示 .....                                                           | 50 |

## 图表目录

|        |                                       |    |
|--------|---------------------------------------|----|
| 图表 1.  | 易点天下发展历程.....                         | 7  |
| 图表 2.  | 互联网广告服务的发展历程.....                     | 9  |
| 图表 3.  | 程序化广告交易模式.....                        | 10 |
| 图表 4.  | 程序化广告产业链各环节参与者及其交互关系.....             | 11 |
| 图表 5.  | 易点天下业务架构.....                         | 11 |
| 图表 6.  | 易点天下三种计费方式及其应用场景.....                 | 12 |
| 图表 7.  | 头部媒体效果营销服务销售收入的主要计算方式及数据来源.....       | 13 |
| 图表 8.  | CPA 模式下各类型计费方式实现的收入占比及毛利率.....        | 14 |
| 图表 9.  | 公司头部媒体效果营销采购成本主要计算方式及数据来源.....        | 14 |
| 图表 10. | 公司中长尾媒体效果营销销售收入的主要计算方式及数据来源.....      | 16 |
| 图表 11. | 公司中长尾媒体评级模型输出结果.....                  | 16 |
| 图表 12. | 各等级媒体的利润率限定范围情况.....                  | 17 |
| 图表 13. | 易点天下深度合作客户方资源.....                    | 18 |
| 图表 14. | 跨境电商的增速迅猛.....                        | 19 |
| 图表 15. | 阿里巴巴的国际业务版图.....                      | 20 |
| 图表 16. | 阿里巴巴的国际业务增速.....                      | 21 |
| 图表 17. | 易点天下客户接待流程.....                       | 22 |
| 图表 18. | 易点天下深度合作媒体资源.....                     | 23 |
| 图表 19. | 公司采购流程.....                           | 23 |
| 图表 20. | 2022 年七月全球搜索引擎市场占有率.....              | 25 |
| 图表 21. | 2022 年七月全球社交媒体市场占有率.....              | 25 |
| 图表 22. | 2022 年第二季度用户平均每日社交媒体使用时长.....         | 25 |
| 图表 23. | Facebook 和 Google 的数据广告近 5 年营收情况..... | 25 |
| 图表 24. | TikTok 季度 MAU 情况.....                 | 26 |
| 图表 25. | 中长尾媒体流量接入服务.....                      | 27 |
| 图表 26. | 易点天下年度营业收入.....                       | 27 |
| 图表 27. | 易点天下的归母净利润.....                       | 27 |
| 图表 28. | 流量采购成本.....                           | 28 |
| 图表 29. | 易点天下历年费用率.....                        | 28 |
| 图表 30. | 易点天下效果广告服务营业收入.....                   | 29 |
| 图表 31. | 易点天下头部媒体账号管理服务营业收入.....               | 29 |
| 图表 32. | 易点天下 2021 年效果广告服务营业收入构成.....          | 29 |
| 图表 33. | 公司流量采购方式.....                         | 30 |
| 图表 34. | 易点天下分地区营业收入.....                      | 31 |
| 图表 35. | 程序化广告市场三大玩家情况.....                    | 32 |
| 图表 36. | 木瓜移动的业务情况.....                        | 33 |
| 图表 37. | 木瓜移动商业模式示意图.....                      | 33 |
| 图表 38. | 木瓜移动 2020 年 1-6 月供应商采购情况.....         | 34 |
| 图表 39. | 易点天下 2021 年供应商采购情况.....               | 34 |
| 图表 40. | 木瓜移动的客户情况.....                        | 35 |
| 图表 41. | 木瓜移动 2020 年 1-6 月移动前五大客户情况.....       | 36 |
| 图表 42. | 蓝色光标的主营业务.....                        | 37 |
| 图表 43. | 蓝色光标出海广告营收情况.....                     | 38 |
| 图表 44. | 蓝色光标 2021 年客户行业领域.....                | 38 |
| 图表 45. | 易点天下与同行业可比上市公司流动比率对比情况.....           | 39 |
| 图表 46. | 易点天下与同行业可比上市公司速动比率对比情况.....           | 39 |
| 图表 47. | 易点天下与同行业可比上市公司毛利率对比情况.....            | 39 |
| 图表 48. | 公司 DSP 平台作用.....                      | 40 |
| 图表 49. | 公司 DMP 平台作用.....                      | 41 |
| 图表 50. | TopMedia CMP 系统资源管理功能.....            | 41 |
| 图表 51. | Yeah-Targeter 系统资源管理功能.....           | 42 |

|        |                                               |    |
|--------|-----------------------------------------------|----|
| 图表 52. | TopMedia CMP 系统和 Yeah-Targeter 系统对比 .....     | 42 |
| 图表 53. | TopMedia CMP 系统和 Yeah-Targeter 广告投放功能详情 ..... | 43 |
| 图表 54. | Yeah-CMP 流量接入系统的运行机制 .....                    | 44 |
| 图表 55. | Yeah-Mediator 系统运行机制 .....                    | 44 |
| 图表 56. | Yeah-AdBooster 系统运行机制 .....                   | 44 |
| 图表 57. | TopMedia CMP 系统和 Yeah-Targeter 广告投放功能详情 ..... | 45 |
| 图表 58. | Google 的归因模型 .....                            | 46 |
| 图表 59. | 公司采购第三方数据平台的具体情况及 2019-2021 年支出 .....         | 47 |
| 图表 60. | Yeah-CMP 广告主账单管理系统运营机制 .....                  | 47 |
| 图表 61. | Yeah-CMP 渠道账单管理系统运营机制 .....                   | 47 |
| 图表 62. | 公司主要客户的账期时间 .....                             | 48 |
| 图表 63. | 公司 AI 项目情况 .....                              | 49 |

## 1. 易点天下是全球领先的企业国际化智能营销服务商

易点天下网络科技股份有限公司是一家领先的企业国际化智能营销服务商，主营业务为向国内企业提供海外流量及流量变现服务。易点天下的市场竞争力主要体现在对外及对内两个方面：

(1) 对外：建立广泛的合作关系，合作资源包括互联网媒体供应商及广告主客户。据其官网统计，易点天下已累计服务超过 5000 家企业，其中包括华为、阿里巴巴、腾讯、网易、字节跳动、百度、快手、爱奇艺、SHEIN 等知名企业，涵盖电商、游戏、工具应用、教育等行业；

(2) 对内：长期投放的数据积淀+智能化业务系统，其自主研发的 YeahMobi 智能化业务系统在广告的投放效率、目标用户画像的准确度、广告主营销策略实施的有效性等方面均有优势。

### 1.1. 公司发展历程

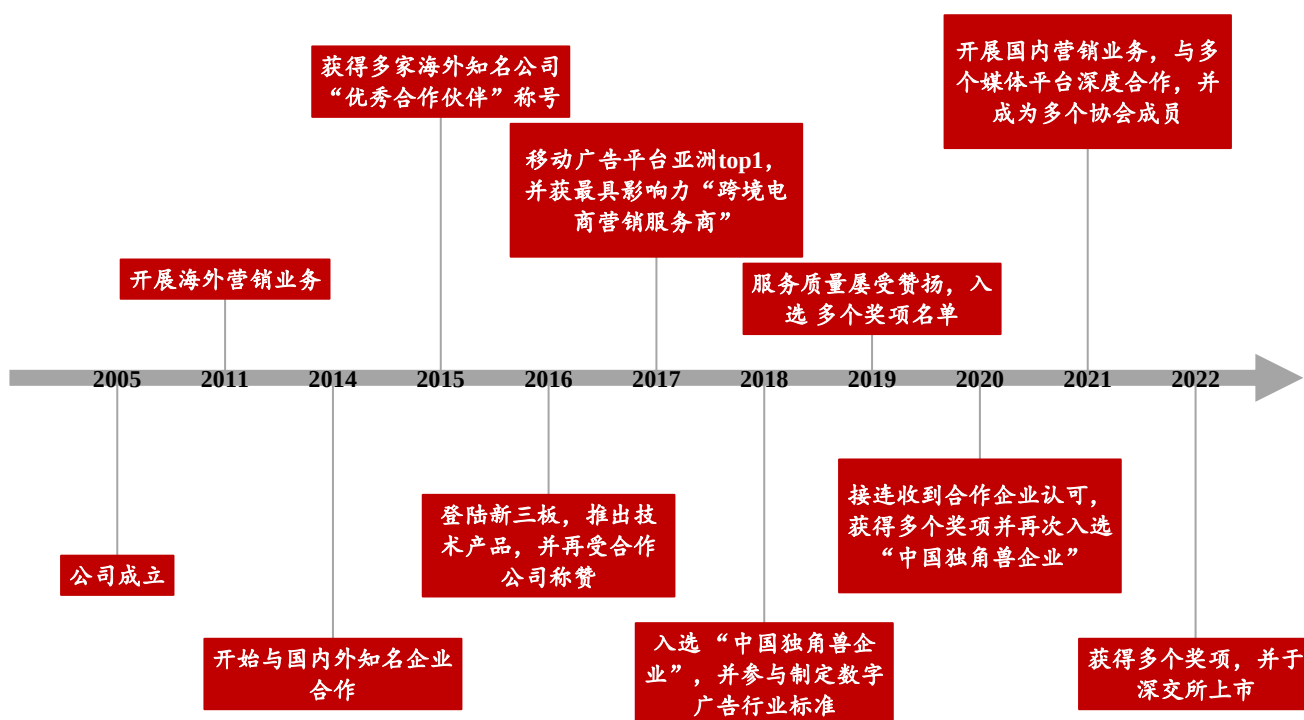
2005 年，创始人邹小武先生在西安市成立易点天下。随后的 6 年里，公司处于起步阶段，在创始人的带领下积极寻找机会、拓展业务并发展客户渠道。

2011 年，易点天下开展海外营销业务，标志着公司已从起步阶段迈入迅速发展阶段。2014 年，易点天下开始与俄罗斯社交网络 Vkontakte、国内的百度和 360 等知名企业展开合作。2015 年凭借着良好的服务品质获得 Google “大中华区最快成长核心合作伙伴”、Google “大陆最佳移动广告服务核心合作伙伴”以及“IDG 美国国际数据集团年度最佳海外移动营销渠道”的荣誉称号，奠定海内外合作的基础，并于 2016 年登陆新三板。同年，易点天下推陈出新，发布了 Yeah-Targeter 电商营销等技术产品，并成功搭建 Google 公司的合作桥梁，获得了 Google “大陆最佳移动渠道合作伙伴”的称号。

2017 年，易点天下跻身于全球领先的营销服务公司行列。易点天下在新发布的全球移动广告平台排行榜中登上亚洲 TOP1，并荣获“最具影响力跨境电商营销服务商”称号，跻身全球领先的营销服务公司行列。

2021 年，易点天下在中国广告行业的影响力持续加深，先后成为 CAA 中国广告协会会员单位及 MMA 中国营销创新联盟会员单位。国内营销业务方面，易点天下与巨量引擎、巨量千川、快手等国内顶流媒体平台达成深度合作。在合作方评价及获奖情况方面，易点天下在 2021 年获得多家供应商大奖，并于 2022 年 8 月 19 日在深交所成功上市。

图表1. 易点天下发展历程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

## 1.2. 互联网广告服务发展至程序化广告时代

互联网广告行业发展日新月异，向“合约广告-定向广告-程序化广告”逐渐演变。在互联网发展的初期，门户网站为主要的用户流量来源，此时展示广告较为盛行。展示广告是广告主通过在门户网站的网页中插入商品信息广告位，媒体与客户事先约定广告投放的时间段及相应的投放价格。

随着互联网的发展以及商业销售模式的变迁，广告主对于互联网广告受众群体的投放精确度要求逐渐增高，由以往的广泛性营销演变为确定受众定位的精准营销，定向广告逐渐流行。该广告模式下营销服务商可根据广告主受众群体的精准定位，结合广告主自身的产品特性，撰写相关广告并设定精准关键词。

中小型媒体平台和广告主面临着曝光度较低的困境，服务商体系应运而生。目前互联网媒体平台呈现井喷式发展，消费者注意力较为分散，除头

部平台的受众基础较好，中长尾媒体平台面临着一些难题：①同质化平台数量过多；②自身定位不明；③网站知名度较低等问题，导致网站访客数量受限。基于中小型媒体平台供应端以及广告主需求端的双边需求，广告网络第三方服务商应运而生。广告网络第三方服务商充分发挥“中介”特性，整合供应商和广告主资源，通过双方谈判控制流量成本，制定流量售卖价格，牵线广告平台及广告主。

鉴于双边网络信息的不透明性，广告网络的定价机制较难精确把控，市场上广告网络服务商的质量良莠不齐，因此高透明度交易平台的需求诞生，即广告交换平台。

**广告交换平台优势在于整合资源、优化定价模型、智能投放。**

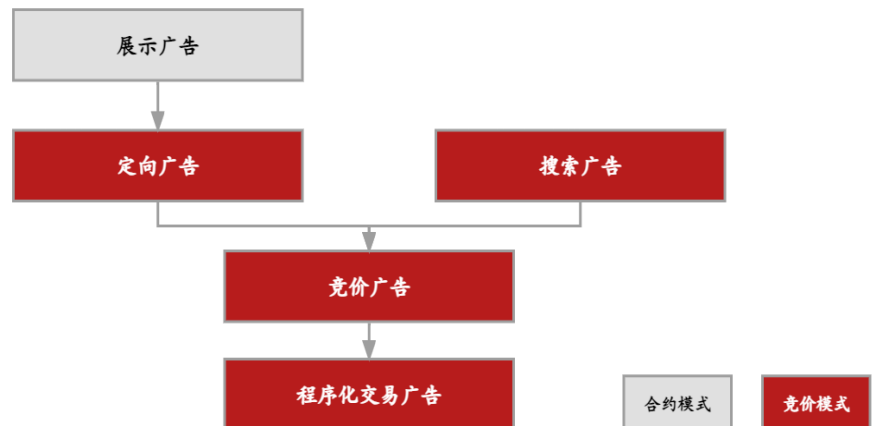
**(1) 整合资源：**将包括广告网络在内的所有供应商整合成供应端，并提供自身产品服务的展示界面，方便广告主自行登录挑选；

**(2) 优化定价机制：**将原本由广告网络自主定价方式改变为广告主根据需求自主出价，价高者得的市场经济模式，即竞价广告模式。该模式下广告主与广告系统以竞价的机制撮合交易，约定流量单价完成广告投放；

**(3) 智能投放：**伴随互联网广告行业技术更迭，人工智能及大数据技术的完善，程序化交易广告诞生。该模式下结合竞价系统，广告主与媒体通过媒体平台自动对接，实现了智能化的广告投放。

**程序化广告模式下广告主和互联网媒体均提高销售效率，满足流量变现的需求。**作为目前互联网广告市场的主流服务方式，程序化广告满足广告主内容多元、定位精准、设置个性化的营销推广需求。而互联网媒体通过程序化的广告投放实现高效的流量销售，进而实现流量的商业化变现。

图表2. 互联网广告服务的发展历程

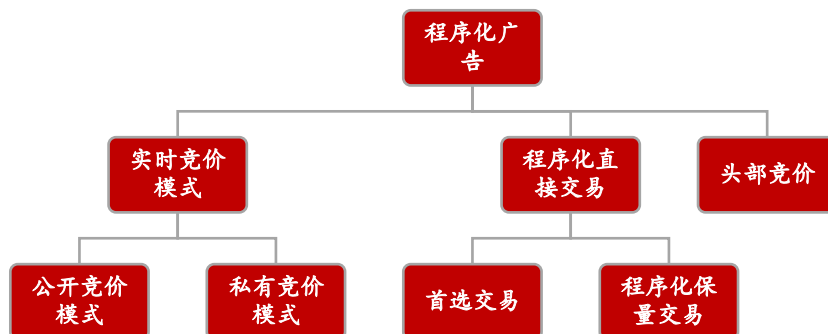


资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

为贴进客户需求，程序化广告分化出了三种不同的交易模式：实时竞价、程序化直接交易以及头部竞价模式。

- **实时竞价模式：**精准定位用户并完成实时投放广告内容的商业模式。其操作流程为当用户浏览网页时，登录页平台向合作的广告交易平台提出申请，而广告交易平台向 DMP 平台发出竞价邀请，价高者竞得广告投放机会，成交价格按照 CPM 模式结算。
- **程序化直接交易模式：**品牌广告主采用以约定价格进行程序化广告投放的模式。该模式下，广告主与媒体通过协商确定价格，进行一对一直接交易，主要分为首选交易与程序化保量交易两部分。其中在首选交易的模式下，用户流量信息优先进入首选交易市场，随后依次进入私有竞价市场与公开竞价市场；而在程序化保量模式中，广告主与媒体以事前约定的价格及数量直接进行程序化广告交易。
- **头部竞价模式：**广告主通过需求方平台在媒体端植入 SDK 代码，通过 API 直接对接用户流量，在公开竞价之前优先发送给优选合作伙伴，拿到优选合作伙伴的返回报价之后对比公开市场竞价，价优者得。但在该模式下需要媒体端开放端口至广告需求方平台，此种方式下存在数据安全性等问题，所以尚未被广泛采用。

图表3. 程序化广告交易模式



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

程序化广告的产业链各环节参与者及其交互关系主要分为上游媒体，中游广告服务商和下游广告主。广告综合服务商平台整合 DMP、DSP、SSP、TD、ADX 等平台，优化上下游媒体及广告主的对接效率，主要承载 5 大功能：①程序化广告投放；②程序化创意生成；③决策动态调优；④用户数据分析；⑤广告效果监测。

1) DMP 为受众数据掌握方，其主要作用为汇总、管理、整合、分析网络平台使用者数据，并接驳需求端平台。为获取数据，DMP 通过 Cookie 对所有网站访问者进行标记，并跨域追踪同一用户在多个网站的浏览及点击行为，从而分析用户的偏好及习惯，准确管理受众数据，从而实现高效的广告投放。

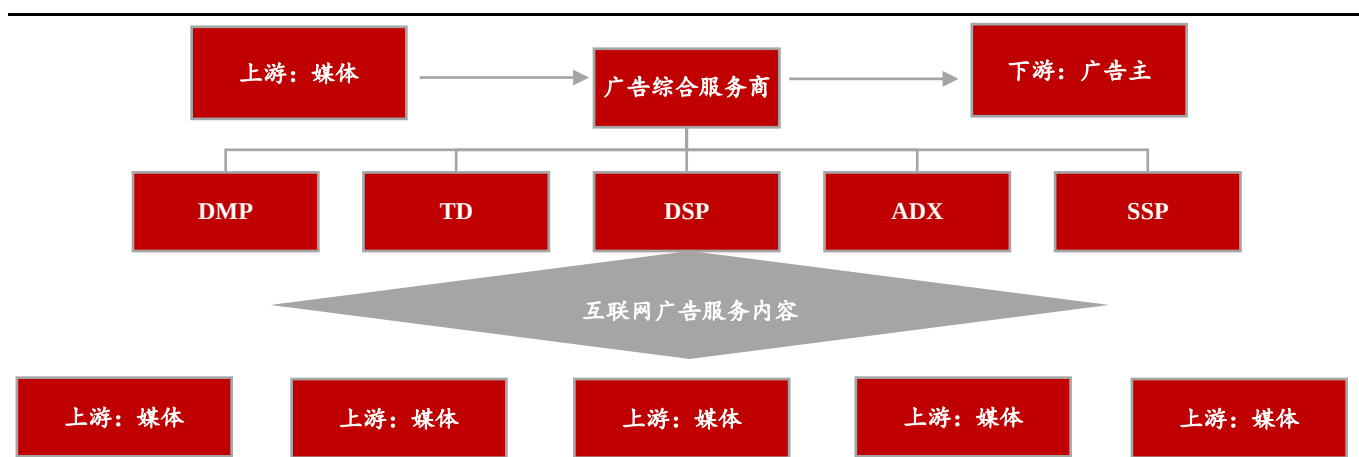
2) TD 为需求方服务平台，其主要作用为帮助广告主连接 DSP 和数据工具，通过管理多个 DSP 平台，并设定不同的投放标准，实现了跨平台数据管理及功能协作，通过帮助广告主统一管理 DSP 平台，提高整体的运营效率。

3) DSP 作为中介辅助广告主管理广告交换平台。由于广告交换平台及实时竞价模式数量众多且操作模式多元，广告主需耗费较大时间成本甄别合适的供应商。DSP 整合广告交换平台资源，简化广告主操作页面及优化对接效率。在 DSP 模式下，广告位的概念被淡化，广告主由以往的购买广告位模式简化为直接指定广告受众 DSP 代为投放的模式，此种模式下简化流程，降低投放的操作风险。

4) SSP 侧重从媒体端入手,整合供应商资源。由于市场上供应商林立,为迎合市场需求,SSP 系统应运而生,其主要作用为整合供应商和广告网络等供应端资源,形成集成广告库。SSP 平台节省广告主甄选供应商的时间成本,直接对接多家优质供应商,提升整体广告的投放效率。

5) ADX 作为中间商对接需求方和供应商。通过竞价模式,ADX 为供应方提供了展示界面的展示产品服务,需求方通过出价购买相应供应端的服务,价高者得。ADX 平台进一步整合双边资源,提升了需求端和供应端双方的交易效率。

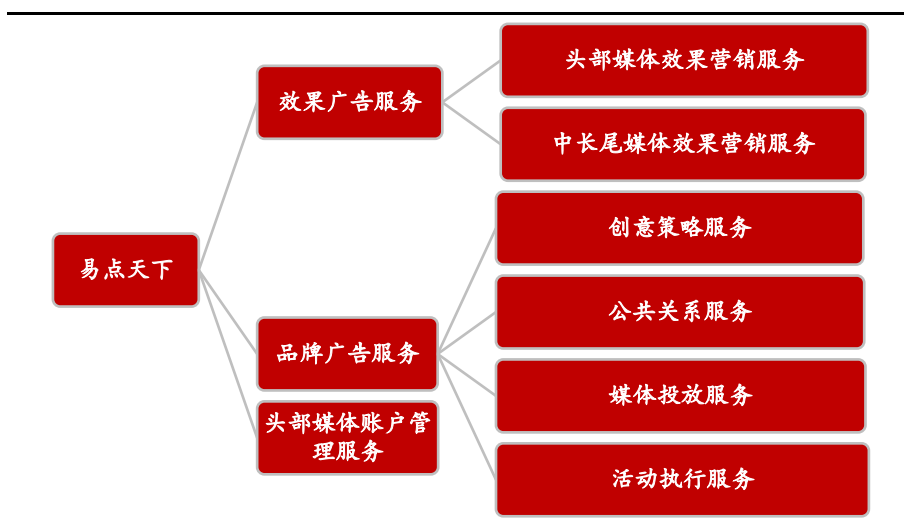
图表4. 程序化广告产业链各环节参与者及其交互关系



资料来源: 公司招股书, 东亚前海证券研究所

### 1.3.按营销效果收费广告投放成本透明

图表5. 易点天下业务架构



资料来源: 公司招股书, 东亚前海证券研究所

作为公司业务的核心，效果广告服务主要分为头部媒体效果营销服务和中长尾媒体效果营销服务两种。公司以向上游供应商（媒体端）采购聚合流量，再按照营销效果向下游广告主计费的方式，实现产业链的商业闭环。

效果广告在互联网广告中多采用 CPA+KPI 的模式运行。广告主根据自身营销需求确定复合型 KPI 指标考核 CPA。根据 KPI 的完成度，广告主按照 CPC、CPM、CPI 或 CPS 等方式向广告主进行结算并确定广告投放成本。由此，公司形成了“CPC\CPM+KPI”、“CPI+KPI”和“CPS”三种计费方式。

图表6. 易点天下三种计费方式及其应用场景

| 计费方法名称              | 结算依据                  | KPI 考核要求                       | 具体示例                                                                                                                                                                    |
|---------------------|-----------------------|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| CPC/<br>CPM<br>+KPI | CPC*点击数量<br>/CPM*千次展示 | CPI 平均值、注册率、留存率、ROI 及复合型 KPI 等 | 电商类广告主客户达成 KPI 后按照账户花费与公司结算，具体如下：<br>1.ROI>300%，按照账户花费的 105%结算；<br>2.ROI<300%，按照 ROI 的完成度按比例结算，具体如下：<br>2.1 次日留存>40%，按照账户花费的 110%结算；<br>2.2 次日留存<40%，按照次日留存率的完成情况按比例结算。 |
| CPI+<br>KPI         | CPI*有效转化数量            | 注册率、留存率、ROI 及复合型 KPI 等         | 游戏广告主客户达成 KPI 后按照 CPI 结算，具体如下：<br>1.注册率 > 80%，活跃度>30%，按照约定 CPI 单价结算；<br>2.80%> 注册率 > 70%，活跃度 >25%，按照约定 CPI 单价的 80% 结算；<br>3.注册率 <70%或活跃度<20%，未达成 KPI 要求，不结算。            |
| CPS                 | 商品销售额*结算比例            | 以商品销售额作为结算依据，不单独设置 KPI 考核要求    | 以马来西亚市场为例，各类商品具体比例如下：<br>1.女性服饰类，5%；<br>2.电子类产品，2.1%；<br>3.美妆类销售，7%。                                                                                                    |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

### 1.3.1. 头部媒体平台数据按照服务及效果考察计费

易点天下头部媒体营销服务计费方式分为 CPI+KPI 以及 CPC\CPM+KPI 两种。其中，CPI+KPI 模式下其销售收入计算方式为 CPI\*有效转化数量\*约定的结算比例，结算比例视 KPI 达成情况决定；KPI 的数据来源为头部媒体广告系统以及第三方数据平台；而在 CPC\CPM+KPI 模式中，其销售收入计算方式为广告账户花费（CPC\*点击数量或 CPM\*千次展示数量）\*约定的结算比例，结算比例同 CPI+KPI 模式，即视 KPI 达成情况而定，广告主的广告账户花费数据主要来自于头部媒体月度账单，而 KPI 达成情况与 CPI+KPI 模式中的数据来源相同。

对于头部媒体效果营销服务，广告主和易点天下均采用头部媒体广告平台数据和头部媒体月度账单作为主要的数据来源衡量服务效果。待头部媒体广告平台回传记录后，公司将据此确认有效转化数量，从而计算销售收入。基于头部媒体平台的体量优势以及多年建立的良好口碑，其数据的客观性、公允性、公信力及准确性均得到行业认可，广告数据来源以及数据分析结果准确且可信。易点天下同时也统计、管理、分析数据，并根据客户 KPI 的考核要求生成日报、周报、未来分析规划等，持续跟踪广告投放效果，进一步优化投放效率，助力广告主的营销投放。

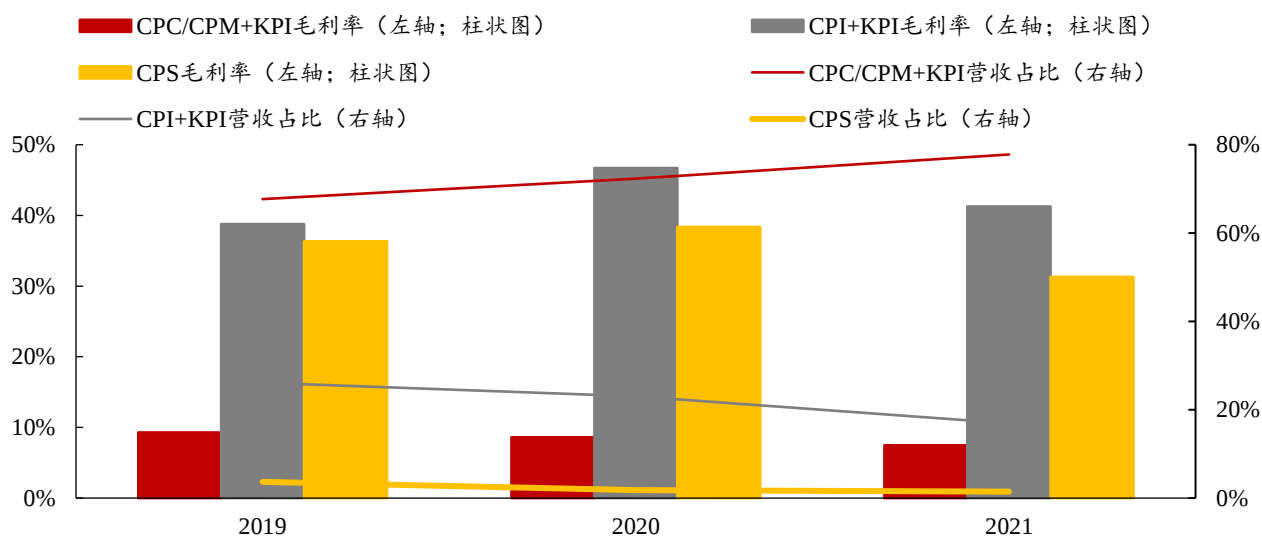
头部媒体效果营销服务主要按照 CPC\CPM+KPI 模式收费。公司在头部媒体效果营销中收入颇丰，其 CPC\CPM+KPI 营收占比同比呈现上升趋势，2019-2021 年营收占比分别为 67.69%\72.36%\77.80%，为公司主要的收入来源，该模式下毛利率较高。

图表7. 头部媒体效果营销服务销售收入的主要计算方式及数据来源

| 业务类型       | 计费方式        | 销售收入计算方式                                                   | 数据来源                                              |
|------------|-------------|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 头部媒体效果营销服务 | CPI+KPI     | CPI*有效转化数量*约定的结算比例，其中约定的结算比例视 KPI 达成情况而定                   | 有效转化数量及 KPI 达成情况数据来源为头部媒体广告系统、第三方数据平台             |
|            | CPC\CPM+KPI | 广告账户花费（CPC*点击数量或 CPM*千次展示数量）*约定的结算比例，其中约定的结算比例视 KPI 达成情况而定 | 广告账户花费数据来源为头部媒体月度账单；KPI 达成情况数据来源为头部媒体广告系统、第三方数据平台 |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表8. CPA 模式下各类型计费方式实现的收入占比及毛利率



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

而成本端则采取  $CPC \times \text{点击量} \times (1 - \text{返点率})$  或  $CPM \times \text{千次展示量} \times (1 - \text{返点率})$  的方式计算成本。其成本金额来自头部媒体提供的月度账单，返点率则通过当期返点金额或当期采购金额计算，头部媒体或其代理商通常在签署协议时约定返点政策。

图表9. 公司头部媒体效果营销采购成本主要计算方式及数据来源

| 业务类型       |            | 采购成本计算方式                                                     | 数据来源                       |
|------------|------------|--------------------------------------------------------------|----------------------------|
| 效果广告<br>服务 | 头部媒体       | $CPC \times \text{点击量} \times (1 - \text{返点率})$              | 成本金额来源为<br>头部媒体提供的<br>月度账单 |
|            | 效果营销<br>服务 | $\backslash CPM \times \text{千次展示量} \times (1 - \text{返点率})$ |                            |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

我们认为，公司营收拐点的到来源于：

- (1) 跨境电商的景气度提升带来 upsell 的增量营收。如果易点天下旗下的客户销售额明显改善，营销转化率、复购率等直接指标均明显改善，客户对于精准营销的效果更加认可，进而追加营销支出；

- (2) **提高各环节的服务附加值，对于现有客户进行 cross-sell。**例如提供品牌营销活动的策划、品牌联动的联名活动，通过与广告主深入合作提升服务的附加值；
- (3) **积极拓展客户品类。**通过积极拓展其他行业的头部客户，例如跨境出海公司、web3.0 元宇宙公司进行打样，积累其他行业的营销投放经验，通过建立口碑积极拓客，进而提供易点天下营收的新增量。

### 1.3.2. 中长尾平台采用“CTIT\Reliability\Settlements 模型”确保收费方式合理

基于中长尾平台的媒体数量众多，但单个媒体的用户体量相对较少、各媒体平台流量机制有所差异、流量分配机制透明度较低等特点，广告主在中长尾媒体平台投放广告时经常遇到**接入成本高、目标用户分散、虚假流量等问题**。因此，广告主可对接广告营销服务商，通过集成的方式投递广告；媒体平台也鉴于对单个广告主机会成本较高，故偏向于对接整合客户资源的广告代理商。综合媒体及客户两方的痛点，易点天下在效果广告营销服务业务方面开展了中长尾媒体营销服务。该服务模式广告主投放主要采用竞价模式，其投放价格由竞价方式决定。

对于中长尾媒体效果营销服务，公司采取  $CPA \times \text{有效转化数量}$  或  $CPM \times \text{千次展示量}$  的方式计算成本。其有效转化数量来源于广告主系统回传或第三方数据平台。其原因是中长尾媒体平台流量透明度相较于头部媒体平台略低，引入第三方数据归因方来保证数据的公允性，通过嵌入第三方平台的 SDK，广告主和媒体方均可以准确监控各维度流量的质量情况，以便进行数据分析，降低广告主的归因难度。

其收费方法如下：在用 Yeah-CMP 或 Yeah-CMP-II 系统进行营销效果归因后，公司将根据广告主或第三方平台广告的转化效果估算出结算信息和结算单价等。随后 Yeah-CMP 系统把计算结果传输给 Boss 系统或昆仑系统，并由财务人员在 Boss 系统或昆仑系统中核对；Boss 系统或昆仑系统把账务信息传输给财务用友系统入账，简化流程步骤，提升工作效率。

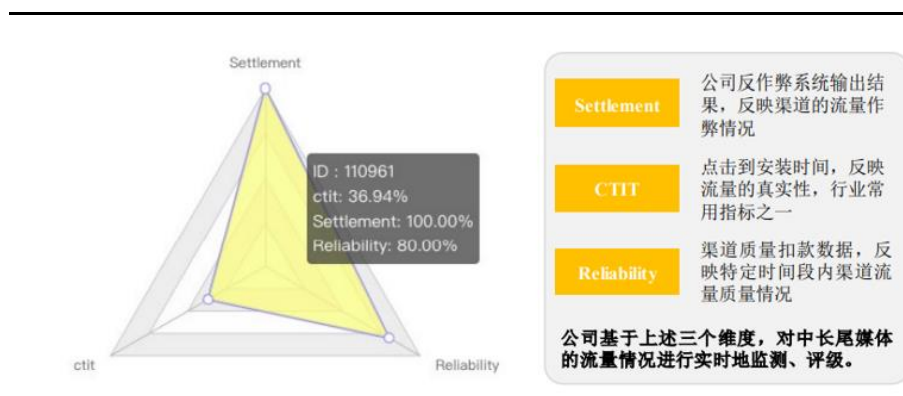
图表10. 公司中长尾媒体效果营销销售收入的主要计算方式及数据来源

| 计费方式    | 销售收入计算方式                                  | 数据来源                                     |
|---------|-------------------------------------------|------------------------------------------|
| CPI+KPI | CPI*有效转化数量*约定的结算比例, 其中约定的结算比例视 KPI 达成情况而定 | 销售额、有效转化数量及 KPI 达成情况数据来源为广告主系统回传或第三方数据平台 |
| CPS     | 实现销售额*约定的结算比例                             | 销售额、有效转化数量及 KPI 达成情况数据来源为广告主系统回传或第三方数据平台 |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

对于中长尾媒体效果广告，易点天下自主研发了“CTIT \ Reliability \ Settlements”模型。其中，CTIT 是 Click To Install Time 的缩写，即统计客户从点击到安装的时间，业内常规是统计审核渠道前十四天的数据；Reliability 指渠道质量扣款数据，公司通常统计近一个月内的质量数据；Settlements 是公司反作弊系统指标，获取渠道前 14 天的具体流量作弊情况进行审核。评级系统的作用是避免因无效用户的流量而产生预算浪费，进而提高广告主的服务质量；另一方面，公司也深入了解合作媒体及渠道的流量特征，提升供应商质量。

图表11. 公司中长尾媒体评级模型输出结果



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

此外，易点天下根据中长尾媒体平台的评级划分了目标利润率以便制定服务价格。公司上线中长尾媒体渠道分级模型的评价标准为媒体规模、媒体质量波动情况、流量匹配度等因素划分流量等级。易点天下设定一等级的利润率范围在 70%-90%，二等级不低于 45%，三等级不低于 20%，四等级不低于 10%，依据在于质量管理部门对用户行为数据的分析情况。其中，一

等级为规模较小、媒体质量波动较高的媒体，公司与其制定的流量结算价格最低，故毛利率较高。若某时段点击量突增但在订单量数量的层面并未显示，公司则与渠道方沟通数据的合理性。若为渠道方问题，公司则会对其进行质量扣减，达到一定区间其利润率将会受损，以此种方式合理优化供应商的合作。对于新渠道而言，易点天下对于该渠道的具体流量质量把控需要一定时间，因此初步划分该公司为三等级或四等级，待其起量后再做调整。

2021 年，公司均按规定采购中长尾流量，毛利率按等级划分把控能力良好。2021 年一到四等级流量采购占营收比率分别为 17.90%\47.74%\24.61%\9.75%，呈现纺锤形结构，既提升了整体营收水平，同时也控制了流量质量。

图表12. 各等级媒体的利润率限定范围情况

| 等级  | 利润率设定范围 | 2021 年毛利率 | 占营收比例  |
|-----|---------|-----------|--------|
| 一等级 | 70%-90% | 76.10%    | 17.90% |
| 二等级 | 45%-70% | 53.60%    | 47.74% |
| 三等级 | 20%-45% | 33.97%    | 24.61% |
| 四等级 | 10%-20% | 11.19%    | 9.75%  |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

## 1.4. 积累优质跨境电商头部客户资源

易点天下客户资源丰富，多为跨境电商头部公司。2021 年效果广告前五大客户分别为阿里巴巴、细刻国际控股有限公司、四川银舵科技有公司、西安竹乐网络科技有限公司、广州希音国际进出口有限公司，营业收入贡献分别为 14.17\4.32\1.84\0.70\0.59 亿元，对应营收贡献占比分别为 41.37%\12.61%\5.36%\1.74%\1.73%。易点天下与阿里巴巴具有深入的合作关系，获得了阿里巴巴年度最佳供应商等称号，合作关系良好。此外，除阿里巴巴在 TOPMedia CMP 和 Yeah-CMP 双平台投放外，其余公司均为 TopMedia CMP 单平台投放。

我们认为“独立站模式取代站群模式+跨境电商增速维稳+头部客户增速稳定+价格透明+对接流程简洁”是公司与头部客户稳定合作的基础。公司头部媒体的营收情况稳步提升，逐渐打造业界口碑度。

图表13. 易点天下深度合作客户方资源

|      |                                                                                                     |                                                                                                      |                                                                                                        |                                                                                                       |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 电商销售 | <br>阿里巴巴<br>电商平台   | <br>执御<br>电商平台     | <br>Fordeal<br>电商平台 | <br>SHEIN<br>电商平台  |
| 视频平台 | <br>腾讯<br>互联网科技公司  | <br>爱奇艺<br>视频平台    | <br>字节跳动<br>娱乐及资讯平台 | <br>快手<br>短视频平台    |
| 游戏娱乐 | <br>网易游戏<br>游戏开发公司 | <br>三七互娱<br>游戏运营平台 | <br>紫龙互娱<br>游戏开发公司  | <br>创略互动<br>游戏开发公司 |

Yeahmobi | 广告主资源优势

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

#### 1.4.1. 站群模式的衰落，标志着跨境电商重新洗牌

跨境电商以站群的方式起家，抓住早期流量红利期，采用粗放式营销手法获得曝光度，获得流量后大量起量。站群模式的兴起源于互联网的流量思维，其初始目的在于从搜索引擎端获取大规模流量，并独立运营、测品、有一定机会大量起量。其模式为通过建立几十上百个相互独立的网站，在独立网站界面售卖品类相对单一的商品，并利用 Facebook 的广告或 Google 的 GMC 测品，发掘爆款潜力的商品，并加大在各大社交网站以及搜索引擎上对此类商品的广告投入，从而达到引流效果。

我们认为站群模式的兴起源于：

1) 流量聚合且商业化。2016 年，包括 Facebook 在内的平台实现了大规模流量商业化，为电商提供了优质且低价的有效营销途径；

2) Shopify 等建站工具的建立降低了建站难度。Shopify 能够帮助商家快速建站，许多跨境电商卖家通过建立成百上千个独立站站群，期待某几个站得到流量曝光，进而打开商品销量。

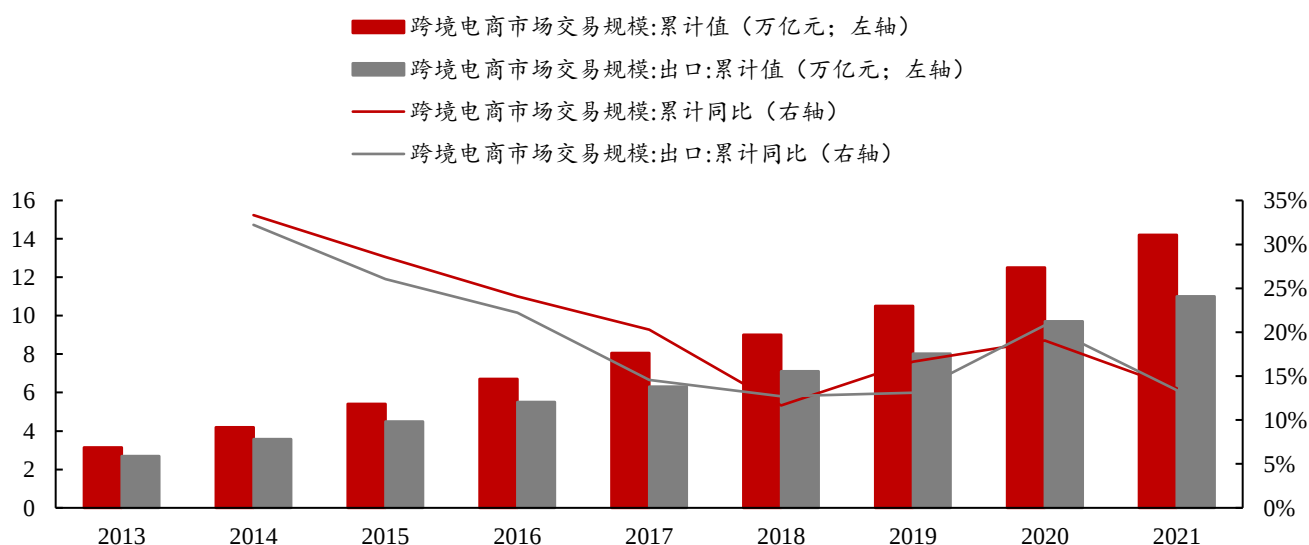
但此类运营模式难以保证货品对版，牺牲平台的信任度，使得 Facebook、亚马逊、Shopify 等平台大量封杀站群。早期的站群模式下卖家市场参差不齐，货品以次充好的情况屡见不鲜，消费者的体验度下降，因此诸如 Facebook 及亚马逊等平台对站群模式严加管控，进行封号、封站群甚至冻结运营资金，所以站群模式逐渐式微。现有跨境电商先多采用垂直品牌独立站的运营模式，正规化、合理化营销的重要性逐渐凸显。

#### 1.4.2. 跨境电商增速维稳

**跨境电商行业保持高速稳定增长。**2014-2021 年我国跨境电商市场交易规模的累计同比分别为 33%\29%\24%\20%\12%\17%\19%\14%，期间 CAGR 为 19.01%；其中出口交易规模的累计同比分别为 32%\26%\22%\15%\13%\13%\21%\13%，期间 CAGR 为 17.44%，行业景气度较高。

**政策助力电子商务蓬勃发展。**政策层面上，2021 年 10 月，商务部、中央网信办和发展改革委联合发布了《“十四五”电子商务发展规划》（下称《规划》），支持跨境电商高水平发展。《规划》中提出“十四五”跨境电子商务交易额在 2025 年预计达到 2.5 万亿元，即以 2020-2025 年的 29.59% 的 CAGR 为规划蓝本。《规划》的专栏五中强调了创建开放共赢的跨境电商国际合作方针，完善全球电子商务基础设施布局，培育相关配套服务企业，推进跨境电商综试区建设，完善全球服务网络，加快双边电子商务规则谈判和数字领域机制的建设。我们认为跨境电商在外贸领域已经成为中国品牌国际化及转型升级的重要抓手。

图表14. 跨境电商的增速迅猛



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

#### 1.4.3. 手握阿里巴巴客户资源，提供稳定增速

**阿里巴巴为其第一大客户，提供稳定营收。**根据易点天下的招股说明书显示，2019-2021 年阿里巴巴为易点天下贡献营收的占比分别为 15%\

24.43%\41.37%，营收贡献占比逐步提升；而 2018-2021 年阿里巴巴国际业务的增速分别为 33.03%\22.33%\44.03%\25.03%。阿里巴巴的国际业务收入主要分为零售业务和批发业务，其中零售业务划分为 Lazada（来赞达，东南亚旗舰电商平台+物流服务）、AliExpress（全球速卖通，跨境 B2C 出口平台）、Trendyol（土耳其时尚平台）和 Daraz（南亚电商平台，主要市场在巴基斯坦和孟加拉国）业务线，批发业务主要是阿里巴巴国际站。零售业务的收入共性是在于深入当地市场，利用中国电商积攒的经验和基础设施优势，深度赋能给当地的品牌和商家，并进行本土化改造以便更好地服务当地消费者；而批发业务的主要收入则是采用收取会员费以及增值服务收费的方式。

图表15. 阿里巴巴的国际业务版图

| 业务分类 | 平台名称       | 主营业务                                                                                                           |
|------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 零售业务 | Lazada     | 2012 年成立的阿里巴巴东南亚旗舰电商平台，提供出海东南亚的专业跨境解决方案，背靠阿里巴巴沉淀的技术（支付技术+实时化数据），依托菜鸟搭建的物流网络，覆盖印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南六个东南亚国家。 |
|      | AliExpress | 2012 年成立的阿里巴巴东南亚旗舰电商平台，提供出海东南亚的专业跨境解决方案，背靠阿里巴巴沉淀的技术（支付技术+实时化数据），依托菜鸟搭建的物流网络，覆盖印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南六个东南亚国家。 |
|      | Daraz      | 2012 年成立，2018 年 5 月被阿里巴巴集团收购，B2C 电商平台主营巴基斯坦、孟加拉国、缅甸和斯里兰卡                                                       |
|      | Trendyol   | 成立于 2010 年，从 2021 年的 GMV 和订单量方面而言为土耳其最大的电商平台，同时也提供物流业务（电子商务 Trendyol Express+O2O 送货服务的 Trendyol GO）            |
| 批发业务 | 阿里巴巴国际站    | 链接供应商与海外批发买家，提供采购、在线交易、数字营销、数字供应链、金融、店面管理工具、物流和海关清关等增值服务。                                                      |

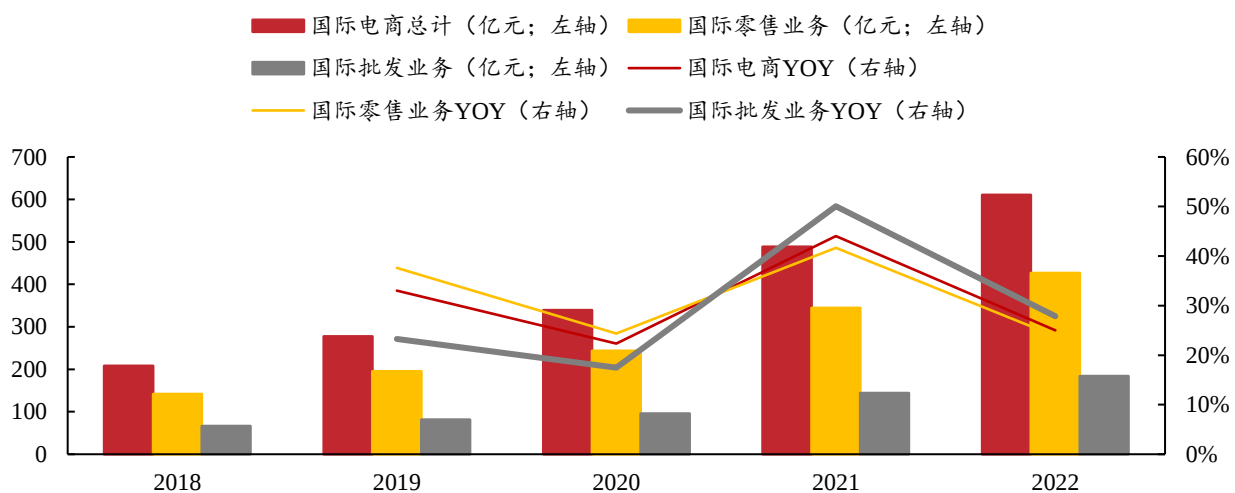
资料来源：阿里巴巴年报，东亚前海证券研究所

从用户增长层面，在截至 2022 年 3 月 31 日的 12 个月内，Lazada、AliExpress、Trendyol 和 Daraz 共为 3.05 亿海外年度活跃消费者提供服务，并实现了约年化 34%的合并订单量增长；2019-2022 年阿里巴巴国际零售业

务收入的 YOY 为 33.03%\22.33%\44.03%\25.03%, 而同期阿里巴巴国际站（批发业务）收入的 YOY 则为 23.08%\17.47%\50.05%\27.88%。

我们认为由于易点天下的投流效果较好，且阿里国际业务所需流量的规模较为稳定，阿里巴巴与易点天下未来有望继续合作；并且阿里巴巴海外业务的增长势头有望持续，因此为易点天下营收的稳定增长打下良好基础。

图表16. 阿里巴巴的国际业务增速



资料来源：阿里巴巴年报，东亚前海证券研究所

#### 1.4.4. 全周期营销方案，助力广告主一站式服务

在沟通接洽时，易点天下可为客户确定初步的广告投放地区以及对应的营销及考核方案。合同签署后，易点天下成熟的业务流程、经验积累以及业务平台可帮助广告主高效确定：①投放地区；②投放平台；③投放设备；④投放时间；⑤投放单价；⑥每日投放上限；⑦结算数据依据；⑧KPI 考核要求等指标。通过审核后，公司则根据地区文化特征及目标用户习惯等定制测试版营销方案，初试市场。易点天下成熟完善的方案源于多年经验+数据沉淀+数据分析+动态调整的基本功，方案定制能力突出，为客户提供价廉质优的广告营销服务。

我们认为对于客户方，易点天下的优势在于价格透明、投放专业且规避操作风险：

1) 达到预定的投放效果，单位成本更低，投入精力相对较小。如果跳过易点天下而直接与流量方沟通，头部流量方可能因为客户体量小而要价较高或者不予重视；

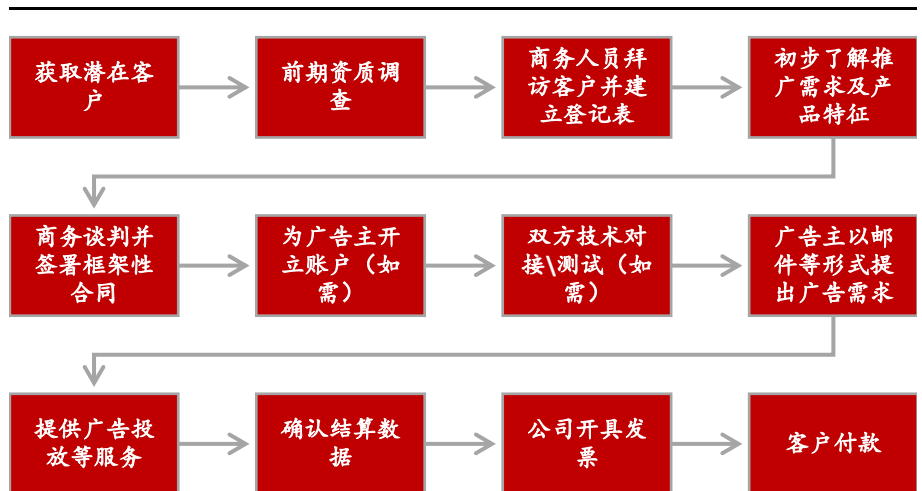
2) 跨境电商商家出海初期无投放可参照物和相关投放数据，无法确定精准营销策略以及动态优化营销方案；

3) 倘若广告主尝试多渠道营销则需与各个渠道方沟通，商务拓展成本较高。由易点天下代理可有效进行广告营销一站式服务，从而留住客户群体在平台上持续消费，长期投放广告；

4) 为客户规避从广告展示至广告效果商业化环节中的风险。

总体来看，易点天下提供的服务包括数据采集、分析及创意自动化业务。其中数据采集分析主要包括数据报告可视化，广告营销效果分析并及时调整策略迎合市场需求；创意自动化则通过应用图像识别和视频模板引擎等技术精准将广告按照地区、时间、性别、年龄等指标分类投放，实现广告效用最大化。此二项服务可以有效节省客户调研时间，提高广告投放效率，最大化广告投放收益，避免成本浪费。

图表17. 易点天下客户接待流程



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

## 1.5. 公司与头部媒体合作互利共赢

易点天下帮助广告主在头部媒体中投放广告，进行高效推广。易点天下直接合作的头部媒体主要为 Google 和字节跳动等，通过代理商合作的

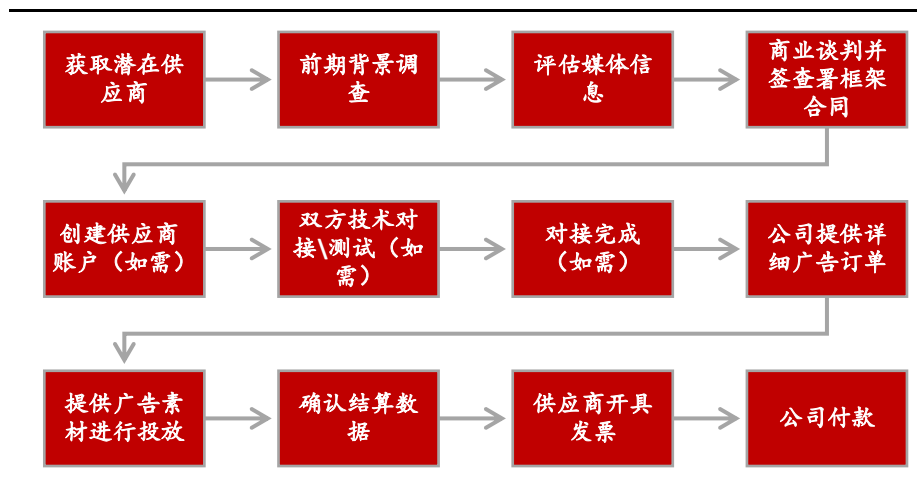
头部媒体主要为 Facebook 等。头部媒体具有大量活跃用户，通常拥有自助式广告管理平台，由广告主自主操作，普遍采用 CPM 模式或 CPC 模式与广告主进行结算，而广告效果以及风险由广告主自担。而易点天下协助广告主实现商业目标规划、数据采集及分析和广告创建与投放，实现在头部媒体中的高效推广。

图表18. 易点天下深度合作媒体资源



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表19. 公司采购流程



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

### 1.5.1. 互联网巨头广告收入高速增长

作为全球互联网搜索引擎巨头和全球社交媒体平台巨头，Google 和 Facebook 市场占有率优势明显。截至 2022 年七月，Google 全球市场占有率达到 83.84%，Facebook 全球市场占有率达到 74.53%，该两大平台的市占

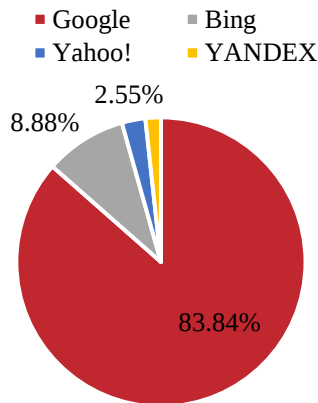
率保持稳定。

**网络广告收入增长亮眼。**受疫情影响消费者出行受限，休闲娱乐方式主要以室内活动为主，进而 Google 和 Facebook 的使用时长明显增加。截至 2022 年 Q2，Facebook 的人均使用时长已达 49 分钟/日，其 2017-2021 年广告收入分别为 399.4\550.1\696.6\841.7\1149.3 亿美元，同比增长 37.7%\26.6%\20.8%\36.5%。而 Google 虽未披露其用户日均使用时长，但其每分钟点击次数同样具有说服力。据 Statista 统计，2021 年 Google 每分钟搜索次数为 570 万次，其 2017-2021 年广告收入分别为 955.8\1164.6\1348.1\1469.2\2095.0 亿美元，同比增长 21.8%\15.8%\9.0%\42.6%。我们认为鉴于疫情期间消费方式的改变、网购心智的养成、用户使用习惯的转变，搜索引擎市场和社交媒体的头部企业将持续保持强者恒强的竞争格局，市场竞争力的基本盘稳固。

公司对于 Google 的流量需求在于其精准定位需求受众的功能。作为全球头部搜索引擎，Google 拥有庞大的用户群体，积累了大量用户数据并进行管理分析，精准定位需求受众。例如，若广告主为服装领域公司，当用户搜索服装关键字时，Google 会对其搜索的关键字进行精准捕捉并投放相应的广告，精准定位用户需求从而高效完成广告营销。从客户角度来看，用户主动在 Google 站点上搜索产品相关的关键词，表现出该名用户的购买意向已经较为明确，所以投放 Google 的广告主多以商品购买的转化作为目标。

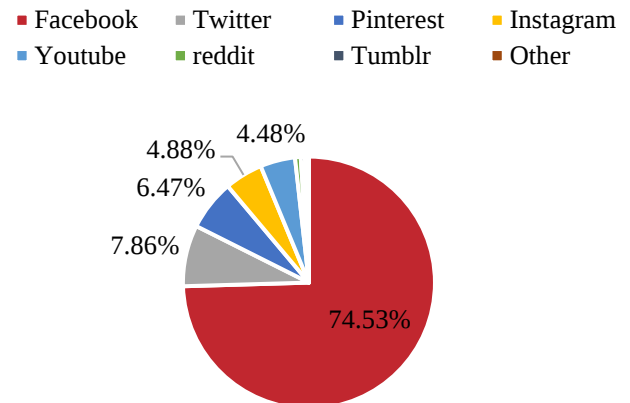
Facebook 强调社交属性，与 Google 的强搜索性对比而言，在用户需求方面侧重点有所差异。作为高流量社交媒体平台，Facebook 聚集社交媒体用户群体，相较于搜索引擎用户，此类用户的目的性较低。因此，根据用户搜索数据精准推送广告机制并不适用于 Facebook 平台。而 Facebook 具有的休闲娱乐性则与广告主的主打用户人群高度匹配，有效助力品牌知名度的打造。从算法层面而言，Facebook 是通过系统储存的不同维度数据（例如人口、性别、兴趣、行为等）进行匹配，主动将广告分发给潜在客户，故目标客户人群的选择较为关键。目标客户人群的划分源自于优化转化目标，倘若目标客户选择为高参与度的人群，Facebook 则会偏向于把广告投放给点赞/评论/转发更加活跃的受众群体。我们认为，相较而言 Google 广告更适用于营销效果的直接转化，Facebook 广告更适合品牌意识的创立以及消费者心智的打造。

图表20. 2022年七月全球搜索引擎市场占有率



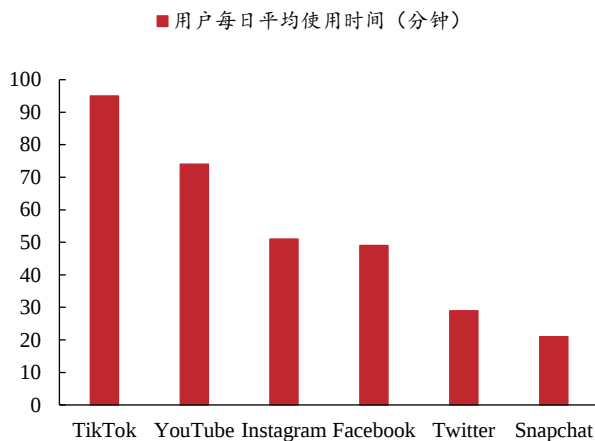
资料来源: Statista, 东亚前海证券研究所

图表21. 2022年七月全球社交媒体市场占有率



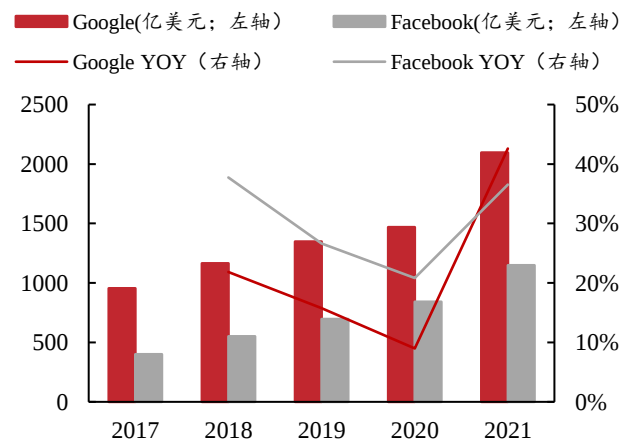
资料来源: Statcounter, 东亚前海证券研究所

图表22. 2022年第二季度用户平均每日社交媒体使用时长



资料来源: Statista, 东亚前海证券研究所

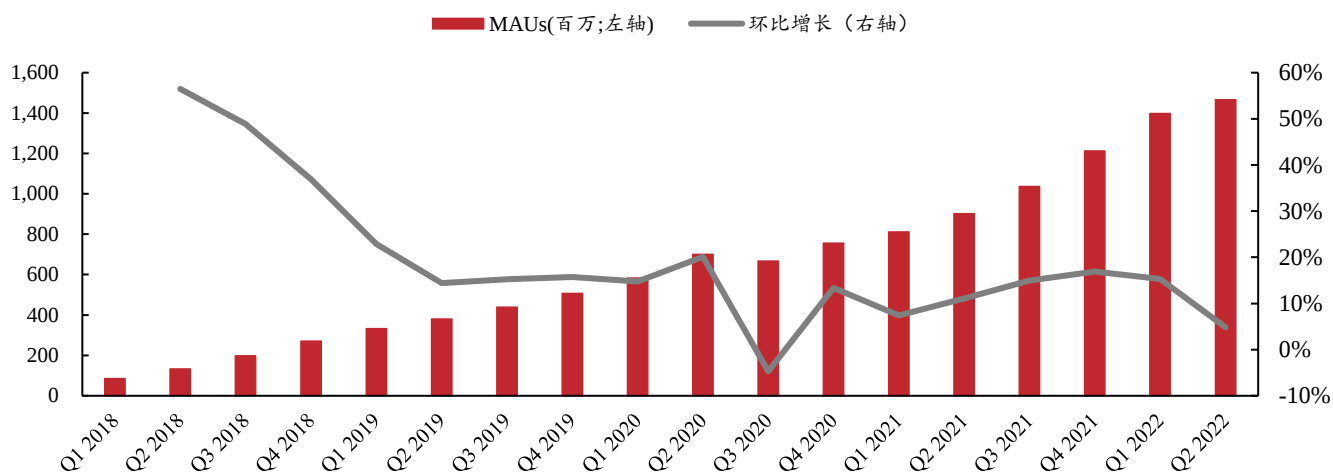
图表23. Facebook和Google的数据广告近5年营收情况



资料来源: Statista, 东亚前海证券研究所

作为后起之秀, TikTok 逆市上扬, 后来者居上。据 Business of Apps 统计, 2022 年 TikTok 的用户数已达 12 亿, 成为全球用户数排名第五的社交媒体平台, 仅次于 Facebook、YouTube、WhatsApp、Instagram 等老牌社交媒体。从用户数量层面, MAU 飞速增长, 由 2018 年 Q1 的 8500 万跃升至 2022 年 Q2 的 14.66 亿, CAGR 为 101.38%; 平均用户使用时长增长亮眼, 2022 年第二季度已达 95 分钟/日。我们认为, TikTok 作为后起之秀, 可能会扰动社交媒体的现有市场格局, 成为品牌广告投放的新增量市场。

图表24. TikTok 季度 MAU 情况



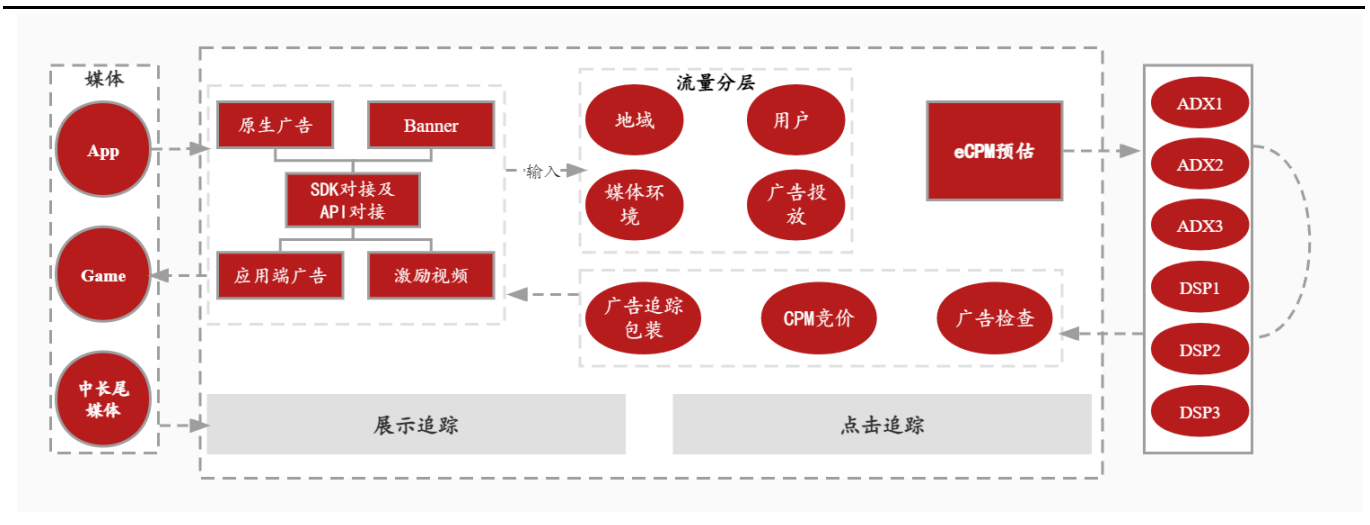
资料来源: Business of Apps, 东亚前海证券研究所

### 1.5.2. 中长尾媒体采用自研系统聚合投放

为了提高服务质量, 易点天下公司自主研发了 Yeah-Mediator 系统, 应用 Anycast、智能 DNS 路由等多种技术手段, 进行高性能低延时的广告分发服务。承载性能方面, 公司系统性能优越, 支持百亿级的数据流量, 保障“黑色星期五”此类的大流量促销活动顺利进行。在投放速率方面, 系统可达到毫秒级别的数据分发效率, 高效地完成客户的既定目标, 避免投放延时。

其流量接入服务流程如下图所示。基本流程为公司整合中长尾媒体资源媒至 SDK 及 API 对接系统, 将数据输入并分类规整后系统将基于媒体种类进行地域、用户、媒体环境、广告投放的流量分层。经过分层后系统将估算 eCPM 价格, 并在各广告交易平台上投放媒体资源和初步方案。此时需求端将根据需求进行广告竞价, 价高者得, 随后进行广告投放, 投放完成后广告主可通过第三方数据平台进行投放效果追踪。

图表25. 中长尾媒体流量接入服务



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

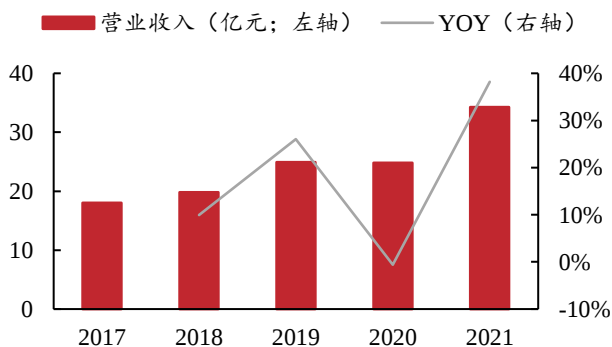
## 1.6. 财务分析：收入状况健康，市场竞争力强

### 1.6.1. 总体收入状况良好，研发投入逐年增加

易点天下营业收入稳中向好。2017-2021年，易点天下的年度营业收入整体呈增长态势，分别为17.99\19.79\24.93\24.78\34.25亿元。2021年公司营业收入同比增长率(+38.19%)创五年内新高；其中，主营业务收入为34.20亿元，其他业务收入为477万元。

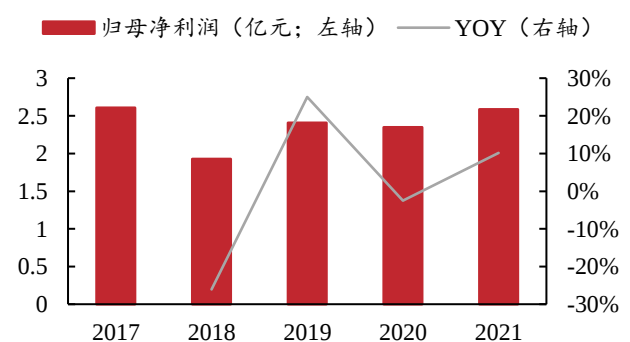
与此同时，易点天下的归母净利润稳中有升，公司在2017-2021年的归母净利润分别为2.60\1.93\2.41\2.35\2.59亿元。在经历2020年的负增长后，2021年易点天下的归母净利润达到2.6亿元，同比增长10.16%，成功走出2020年疫情阴霾，公司发展稳中向好。

图表26. 易点天下年度营业收入



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

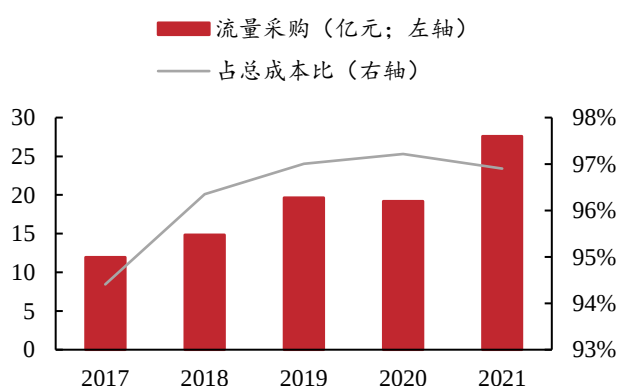
图表27. 易点天下的归母净利润



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

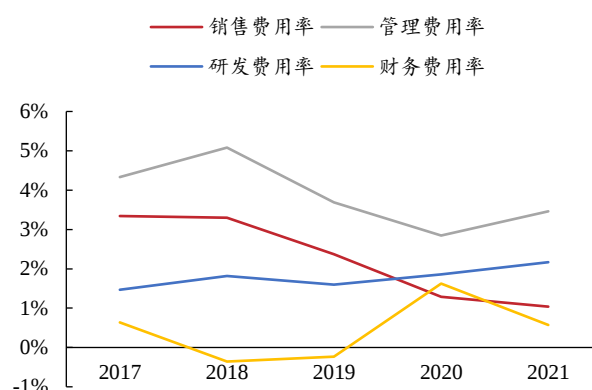
易点天下主营业务成本由流量采购、人工成本、服务器成本、技术服务成本以及房租成本构成。在所有成本中，流量采购成本占比最大，自 2018 年起占总成本的 95% 以上，2017-2021 年占比分别为 94.41%\96.35%\97.01%\97.22%\96.90%。从费用端来看，2017-2021 年公司研发费用支出的费用率分别为 1.47%\1.82%\1.60%\1.86%\2.17%，研发费用稳步上升，我们认为易点天下重视技术研发能力，积累优质数据，不断迭代研发技术是其保持在行业内的竞争优势之一。

图表28. 流量采购成本



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

图表29. 易点天下历年费用率

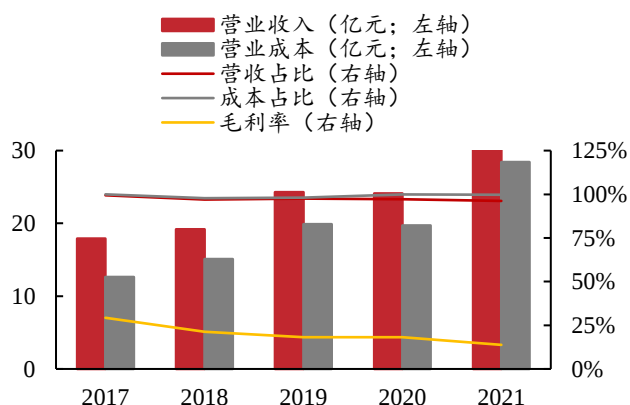


资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

### 1.6.2. 效果广告贡献大，业务收入齐开花

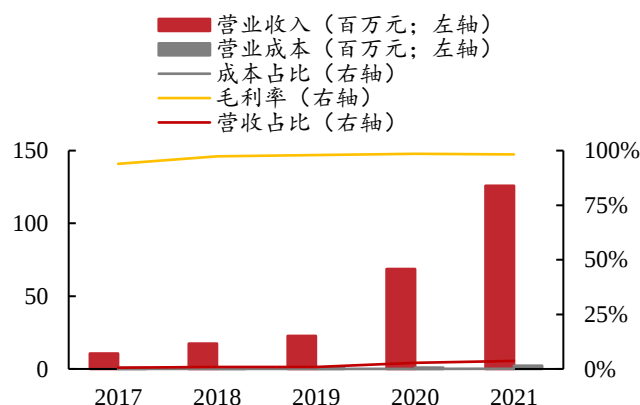
公司效果广告占据总营业收入比重最大，2021 年高达 96.19%。公司业务由三方面构成：①效果广告服务；②品牌广告服务；③头部媒体账号管理服务。2021 年头部媒体账号管理服务 2021 年仅占总营业收入的 3.68%，而效果广告收入增长迅速，2017-2021 年收入分别为 17.89\19.18\24.30\24.09\32.94 亿元，2018 年起分别同比增长 7.21%\26.74%\ -0.86%\36.74%，表明其效果广告品牌已经初具规模，业界知名度迅速打开，迎来客户增量。

图表30. 易点天下效果广告服务营业收入



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

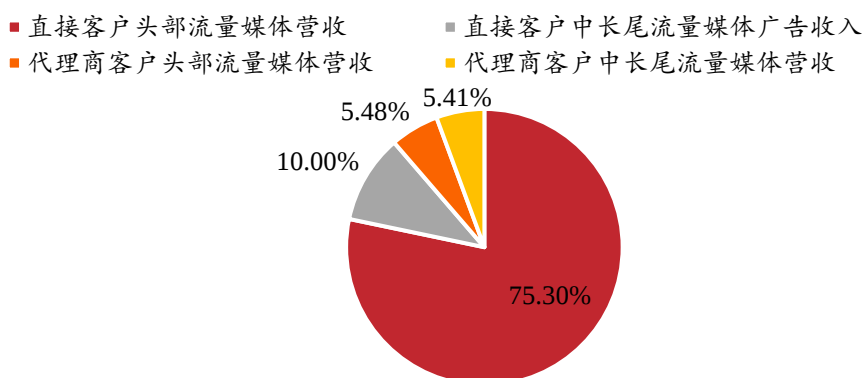
图表31. 易点天下头部媒体账号管理服务营业收入



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

公司效果广告营业收入由四部分组成，直接客户的头部流量媒体的营收占比最大。根据其招股说明书披露，2021 年直接客户的头部流量媒体营收占据总效果广告收入的 75.30%，代理商客户的头部流量媒体营收占比为 5.48%；而中长尾流量媒体的直接客户广告收入与代理商收入占比分别为 10% 和 5.41%。我们认为从媒体端而言，头部媒体与中长尾媒体未来占比将会维持在 70:30 的水平区间，源于头部广告成本价格波动，带来对应营收的动态博弈。

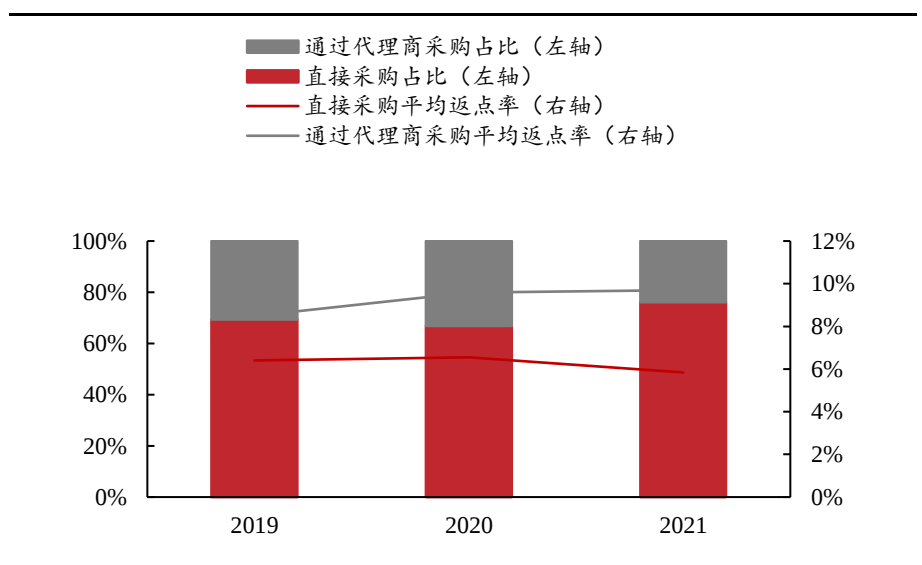
图表32. 易点天下 2021 年效果广告服务营业收入构成



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

易点天下流量采购方式分为直接采购和代理商采购两种方式。其中，直接采购 2019-2021 年占比分别为 69.41%\66.90%\76.11%；代理商采购占比分别为 30.59%\33.10%\23.89%。通过代理商采购的流量返点率高于直接采购的返点率，其主要原因为公司为 Google 国内独家代理，而 Facebook 则通过代理商采购，Google 相比 Facebook 给出的返点率略低，因此直接采购返点率低于代理商采购。例如 2021 年直接采购的平均返点率为 5.84%，而通过代理商采购的平均返点率为 9.70%。

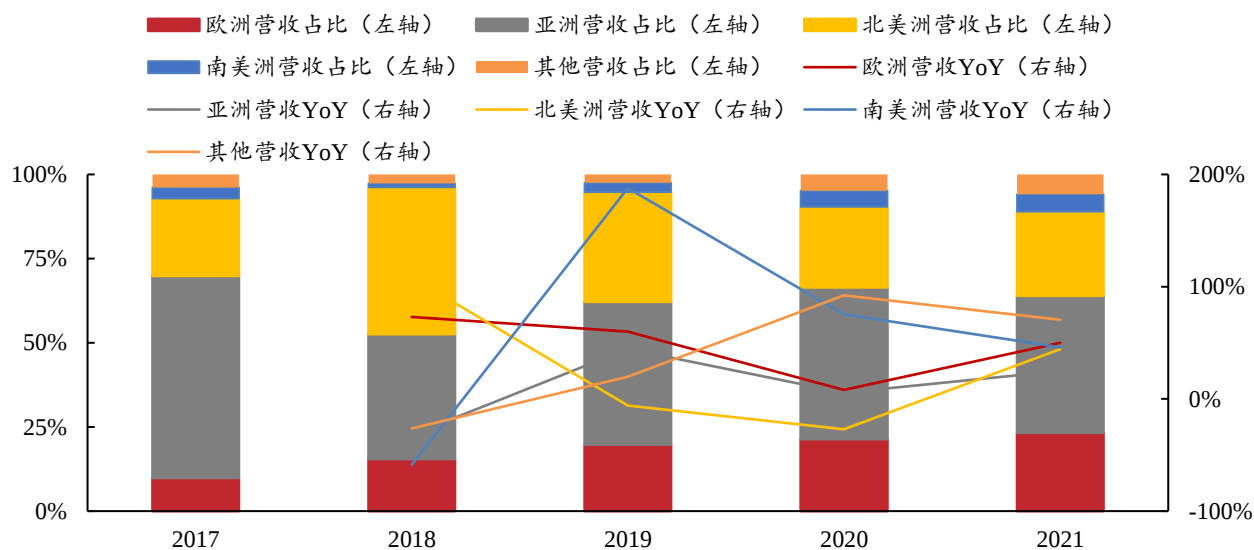
图表33. 公司流量采购方式



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

根据营收贡献的地区分类，公司客户主要集中在亚洲、北美、欧洲，2021 年营收占比分别为 40.66%\24.96%\23.31%。其中，亚洲地区收入占比稳居第一，但近年来营收占比持续降低，主要源于欧洲和北美洲的营业收入增长势头强劲。2018-2021 年欧洲营业收入 YoY 分别为 73.00%\60.04%\7.98%\49.83%；北美洲的营业收入 YoY 分别为 108.22%\-5.99%\-27.08%\44.36%。由数据推测可知，易点天下的亚洲地区基本盘稳定，积极开拓欧洲及北美洲地区市场，带来营收增量。

图表34. 易点天下分地区营业收入



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

## 2. 三大玩家瓜分程序化广告市场，群雄逐鹿

易点天下、木瓜移动和蓝色光标为程序化广告营销市场的领军公司。

供应商情况方面，程序化广告交易均依赖于流量媒体平台。其中，木瓜移动主要供应商为 Facebook 和 Google，2021 年 Facebook 和 Google 的采购比例占总采购额的 98.61%；蓝色光标前五大供应商占比较高，虽然在其 2021 年报中并未披露供应商类型，但基于其出海广告业务收入占比 70.84%，我们推测其主要的供应商应为海外媒体，前五大供应商采购额占总采购额的 80.16%；易点天下前五大主要供应商为 Facebook 和 Google 以及 Facebook 与 Google 的代理商，2021 年占总采购额的 84.39%。易点天下已连续六年入围“Google 优秀合作伙伴”，并先后获得“2019 年度在线拓展移动应用奖”、“2019 年度在线拓展出口业务奖-B2C”等奖项。易点天下与供应商保持多年合作，关系良好，终止合作风险极低。

从客户行业情况来看，木瓜移动与易点天下客户侧重点均在电商领域，但其客户并不重合，易点天下的主要客户是以阿里巴巴为代表的大型电商，而木瓜移动客户则多为专精于某几个领域的中小型电商；蓝色光标客户则重点分布在出海游戏领域。

图表35. 程序化广告市场三大玩家情况

| 公司名称 | 业务内容                        | 供应商情况                    | 客户行业分布情况          |
|------|-----------------------------|--------------------------|-------------------|
| 木瓜移动 | 搜索展示类广告、效果类广告               | 主要供应商为 Facebook 和 Google | 电商零售类、应用软件类、互动娱乐类 |
| 蓝色光标 | 全案推广服务、全案广告代理、出海广告投放、海外公司业务 | 前五大供应商占比较大               | 游戏类、电商类、互联网及应用类   |
| 易点天下 | 效果广告服务、品牌广告服务、头部媒体账号管理服务    | 主要供应商为 Facebook 和 Google | 应用类、娱乐类、电商类       |

资料来源：易点天下公司招股书、木瓜移动招股书、蓝色光标年报，东亚前海证券研究所

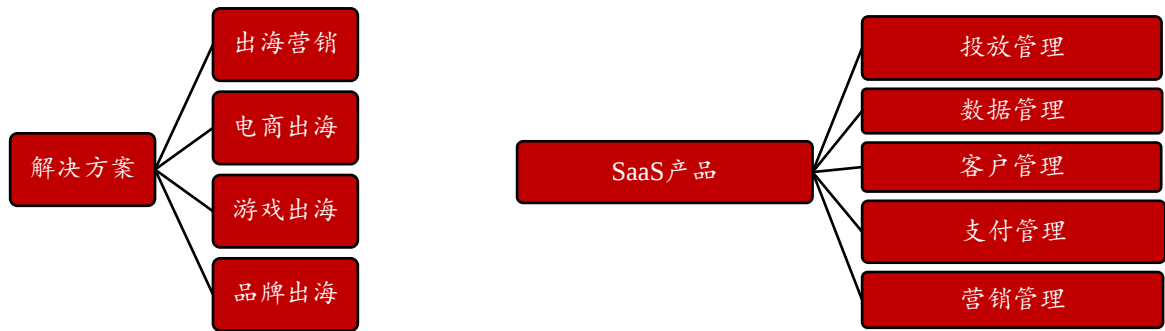
我们认为此三大公司各有优势：

- 易点天下业务种类多元，其效果广告业务分类细致，品牌广告和头部媒体账号管理服务细化且丰富。
- 蓝色光标客户情况领先，并积极开拓元宇宙相关技术，打造第二营收增量，是中国元宇宙公关服务的开拓者之一。
- 木瓜移动与多个供应商关系良好，与 Facebook 和 Google 均保持代理商合作关系。

### 2.1.1. 木瓜移动上市未果，提供出海、电商、游戏、品牌解决方案

木瓜移动的商业模式为向中国企业通过海外主流互联网投放广告，提供互联网海外营销服务。其业务细分为出海、电商、游戏、品牌的四大品类解决方案，也提供 SaaS 模块化产品进行投放、数据、客户、支付和营销管理。

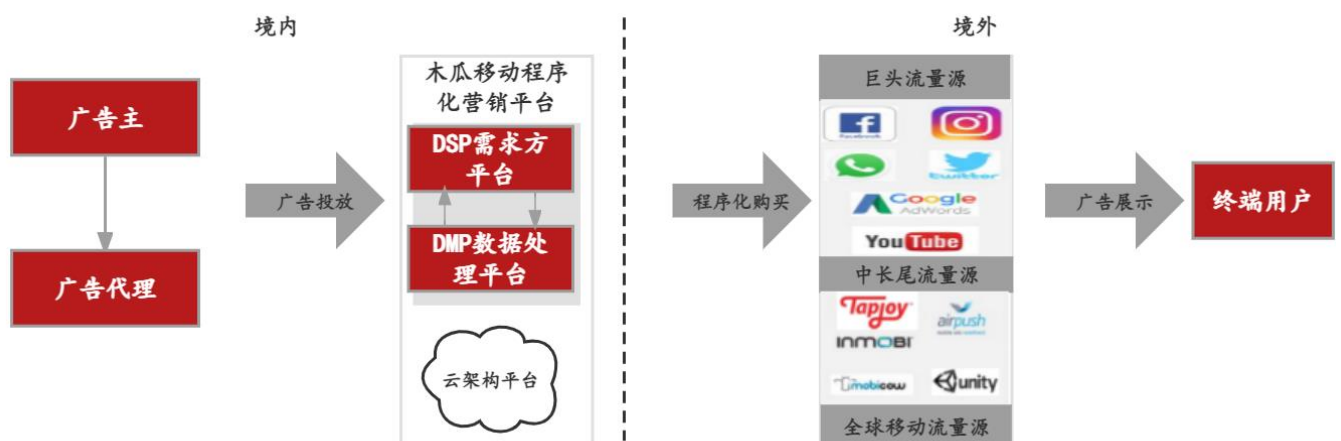
图表36. 木瓜移动的业务情况



资料来源：木瓜移动官网，东亚前海证券研究所

从商业模式而言，木瓜移动与易点天下头部媒体营销平台类似。广告主通过广告代理商向木瓜移动程序化营销平台提出广告投放请求申请，随后需求方 DSP 平台将指令传达至 DMP 数据处理平台，经过数据处理后将命令回传至需求方 DSP 平台，之后命令传达至云架构平台，并在境外根据客户需求程序化地购买流量。完成流量购买后，木瓜移动将会把客户端广告展示给终端用户。我们认为此类商业模式与易点天下头部媒体营销平台的服务类似，即系统化地整合平台资源并处理客户需求，购买海外媒体平台流量并精准销售给终端广告主客户。

图表37. 木瓜移动商业模式示意图

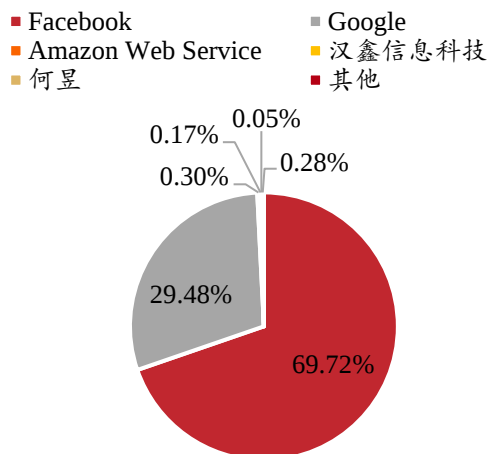


资料来源：木瓜移动招股书，东亚前海证券研究所

易点天下与木瓜移动在供应商选择上也较为相似。由于木瓜移动上市未果，供应商仅能根据其 2020 年招股书披露情况得到，2020 年 1-6 月前五大供应商分别为 Facebook、Google、Amazon Web Services、江苏汉鑫信息科技有限公司以及何昱，采购额分别为 12.93\5.47\0.06\0.03\0.009 亿元,占总采购额比例分别为 69.72%\29.48%\ 0.30%\0.17%\0.05%，合计采购额占比 99.72%。

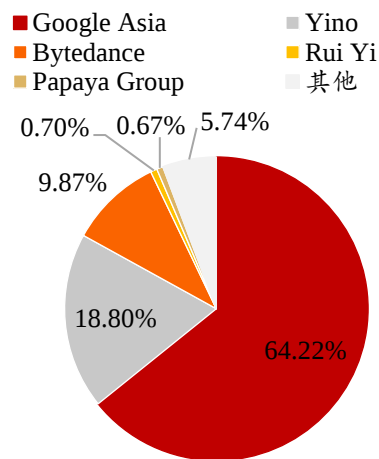
而易点天下 2021 年的前五大供应商为 Google Asia Pacific Pte Ltd（谷歌）、Yino(Hongkong) Digital Technology、Bytedance(字节跳动)、RuiYi、Papaya Group（木瓜移动），采购金额分别为 71.22\20.85\10.95\0.77\0.74 亿元，占总采购额比例分别为 64.22%\18.80%\9.87%\0.70%\0.67%，合计采购额占比 94.26%，木瓜移动也为其流量供应商之一。除在字节跳动和谷歌直接流量购买外，其余三大供应商皆为代理渠道，代理 Google、Youtube、Google Adsense、Google Admob 等聚合流量。

图表38. 木瓜移动 2020 年 1-6 月供应商采购情况



资料来源：木瓜移动招股书，东亚前海证券研究所

图表39. 易点天下 2021 年供应商采购情况

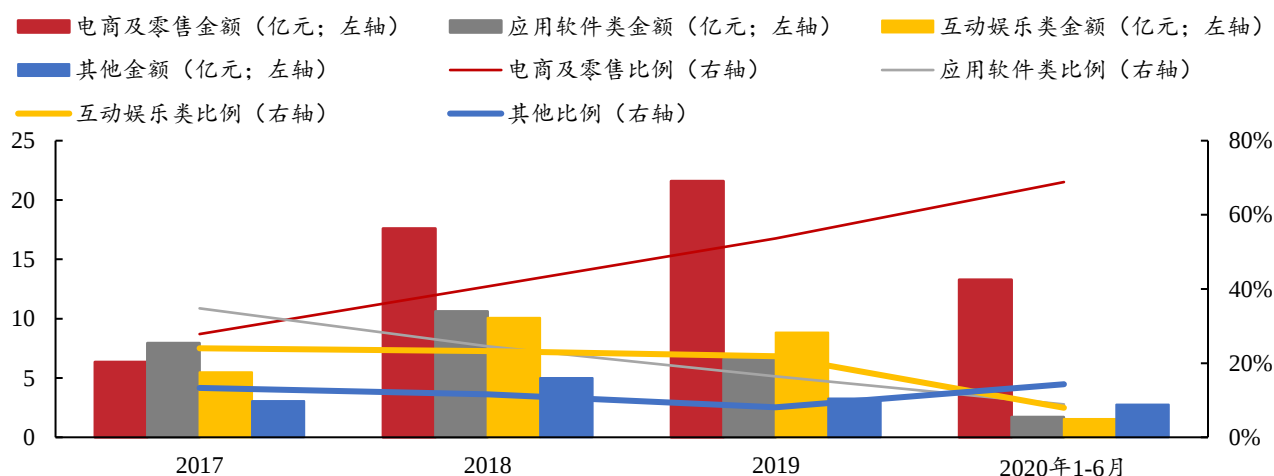


资料来源：易点天下招股书，东亚前海证券研究所

积极调整客户结构，加速发展电商类客户，与易点天下的客户群体有所重合。木瓜移动逐步优化客户结构，2020 年 1-6 月电商及零售的客户占比最高，达到 68.84%，其次是应用软件类\互动娱乐类\其他客户，占比分别为 8.88%\7.97%\14.31%。电商客户占比大幅增加，由 2017 年的 27.85%提升

至2020年1-6月的68.84%，主要因此类客户对于数据的商业价值认知度较高，且公司看好电商业务，助力中企出海；而应用软件类和互动娱乐类的销售收入占比有所下降。

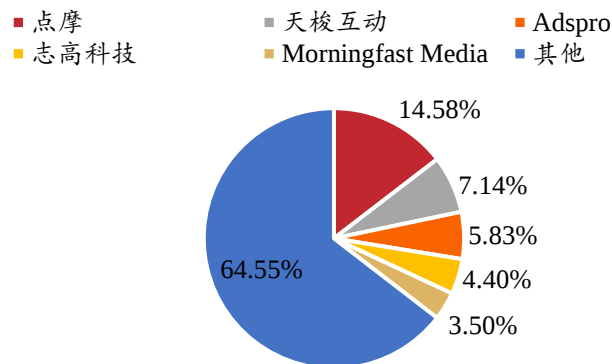
图表40. 木瓜移动的客户情况



资料来源：木瓜移动招股书，东亚前海证券研究所

我们认为尽管广告营收的客户类别有所重合，但是前五大客户的体量和知名度具有差异性。由于木瓜移动上市折戟，前五大客户情况仅在招股说明书中有所披露。木瓜移动2020年1-6月的前五大客户为点摩网络科技有限公司、天梭互动、Adspiro Co、志高科技、MorningFast Media，其中点摩和Adspiro Co为游戏类、工具类的广告代理商公司，天梭互动、志高科技和MorningFast属于跨境电商公司或跨境电商子公司。对比易点天下，我们认为两者在客户体量和客户知名度层面具有差异性。

图表41. 木瓜移动 2020 年 1-6 月移动前五大客户情况



资料来源：木瓜移动招股书，东亚前海证券研究所

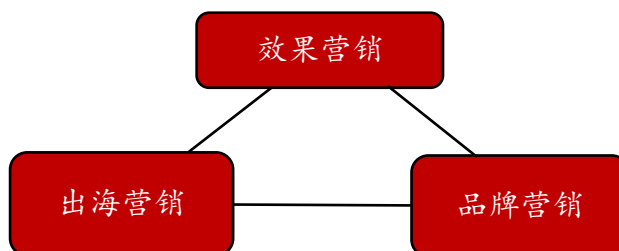
### 2.1.2. 与蓝色光标对比业务更为详细，客户侧重点不同

蓝色光标主要面向企业提供一体化链条式的品牌管理服务，主营业务包括出海营销、品牌营销、效果营销，并且提供全案推广服务、全案广告代理、出海广告投放和海外公司业务等，覆盖营销传播全产业链。

- 1) **出海营销**：覆盖海外优质流量、网红、线下商业区、机场枢纽等资源，提供海外市场洞察、品牌营销策略、创意设计、广告优化、账户管理，全球 KOL 营销、粉丝页运营等服务。
- 2) **品牌营销**：以数据为基础，转化为程序化智能化的广告策略，整合上下游广告产业链，并提供定制化的内容创意服务。
- 3) **效果营销**：效果 DSP 平台，程序化对接今日头条、优酷、百度贴吧、新浪微博、陌陌等主要流量平台，并覆盖主流媒体，提供用户增长效果的营销服务、媒体效果营销的采购服务、营销数据监控和渠道分析的解决方案、品牌数据营销的策略服务、多方数据融合分析服务及平台建设服务。

积极拥抱元宇宙，采用“721”策略营收多点开花。从战略层面看，公司年报披露从今年起推进“721 战略”，“7”为既有广告投放业务，其中出海业务为主要收入增量；“2”为“营+销”即成立合资公司蓝颜科技，打造胶原蛋白护肤品牌“人源活力”；“1”为布局元宇宙业务。

图表42. 蓝色光标的主营业务

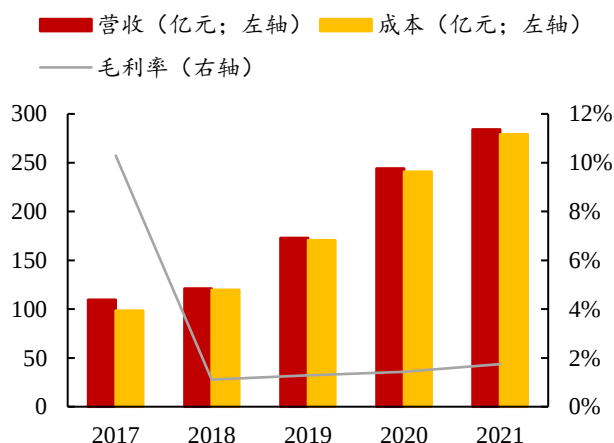


资料来源：蓝色光标官网，东亚前海证券研究所

与易点天下构成直接竞争关系的为出海广告业务板块，但是广告投放的面向市场有所差异。从客户投放区域来看，根据年报披露，蓝色光标的主要客户覆盖东南亚国家以及“一带一路”的沿线国家。这与易点天下以北美洲为基本盘，发力欧洲和东南亚业务的战略部分重合；从客户行业领域来看，蓝色光标的优势客户为游戏公司，2021年占其客户比例的43.25%，电商类客户仅贡献总收入的18.35%；对比易点天下2021年电商客户占比达到64.29%，两者擅长的客户类型并不完全重叠。

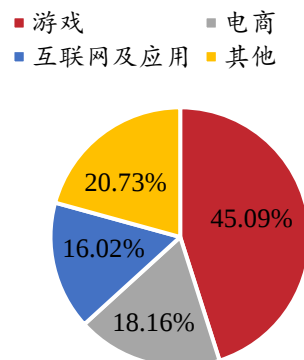
我们认为蓝色光标入局元宇宙和虚拟人领域为时尚早，元宇宙的相关盈利路线并未明晰，相关的技术暂未商业化落地。其全资子公司蓝色宇宙在2021年举办的一系列尝试，例如打造虚拟人苏小妹，上线虚拟物品平台MEME，举办虚拟场景“蓝盒子”，拖累公司营收。我们认为目前针对AR/VR/元宇宙的营销活动能够增厚部分业绩，但是直接入局元宇宙则需要较长时间的技术积淀积累。

图表43. 蓝色光标出海广告营收情况



资料来源：蓝色光标年报，东亚前海证券研究所

图表44. 蓝色光标 2021 年客户行业领域



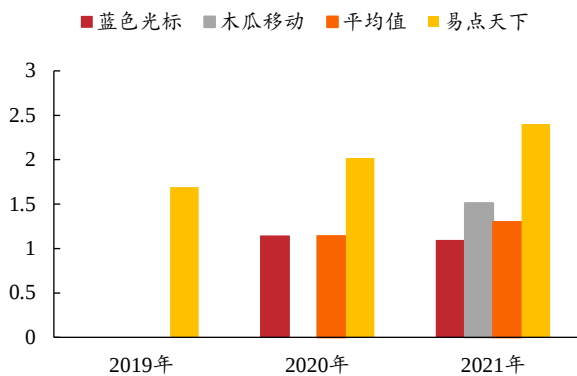
资料来源：蓝色光标年报，东亚前海证券研究所

### 2.1.3. 同业财务指标比较：易点天下具有较强的偿债能力和市场竞争力

虽然蓝色光标、木瓜移动和易点天下相比在业务结构、业务内容、商业模式、客户侧重点以及供应商需求类型等方面各有不同，但基于其业务结构以及所处行业相关性，此两家公司与易点天下具有可比性。

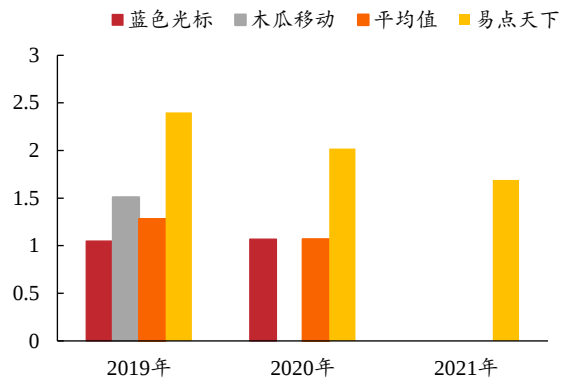
从偿债能力来看，2019-2021 年，易点天下流动比率和速动比率高于同行业上市公司均值。易点天下 2019 至 2021 年流动比率为 1.69\2.02\2.4，高于 2020-2021 年平均值 1.14\1.3（2019 年木瓜移动和蓝色光标均未披露流动比率）；2019 至 2021 年速动比率为 2.40\2.02\1.69，高于 2019-2020 年平均值 1.28\1.07（2021 年木瓜移动和蓝色光标均未披露速动比率）。由此可见易点天下偿债能力较好，债务风险相对较低，财务和经营状况相对健康，存在投资价值空间。

图表45. 易点天下与同行业可比上市公司  
流动比率对比情况



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

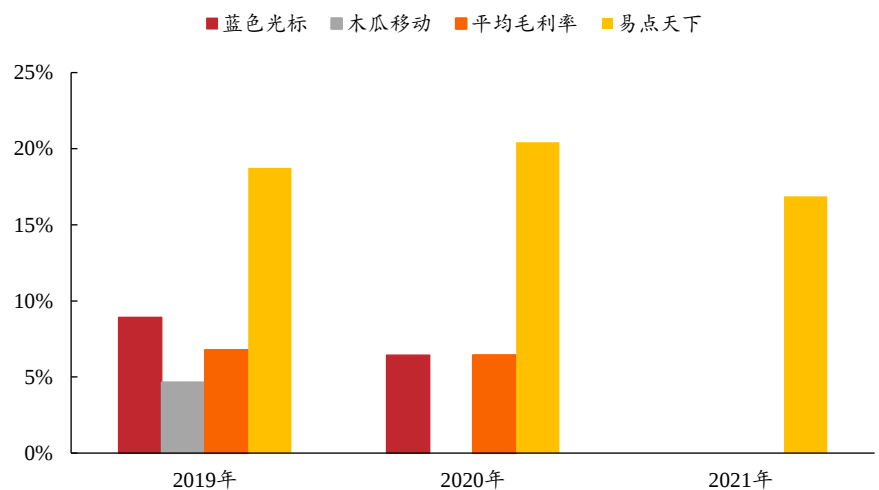
图表46. 易点天下与同行业可比上市公司  
速动比率对比情况



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

除偿债能力外，2019-2021 年易点天下毛利率高于行业平均水平。其具体数字分别为 18.74%\20.42%\16.86%，高于 2019-2020 年平均值 6.78%\6.43%（2021 年木瓜移动和蓝色光标均未披露流动比率）。由于各公司业务架构、投放技术、投放经验等因素均可影响毛利率，故毛利率存在差异性，但基于业务方面的相似性，数据依旧可比。易点天下的毛利率高于行业平均，体现出其议价权优势。

图表47. 易点天下与同行业可比上市公司毛利率对比情况



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

### 3. 核心竞争力为技术壁垒+数据壁垒

#### 3.1. 自研程序打通“供需侧数据整合-投放-监测归因-反作弊-对账”闭环

##### 3.1.1. 供需侧数据整合

**自研 DSP 平台整合需求侧数据。**易点天下自有的 DSP 平台对接公司 Yeah-Mediator 系统。DSP 平台收集平台帮助广告主汇集、分析、对接、整合、处理上游信息，并结合行业经验和历史数据在媒体平台进行信息分级处理，通过多维度指标划分渠道等级。当对接系统接收到广告主需求后，DSP 平台匹配需求和供应商平台，解决了广告主获取合适的供应商流量资源时间成本较高的痛点，满足了媒体平台对于高效率、高回报率的商业化广告投放需求。

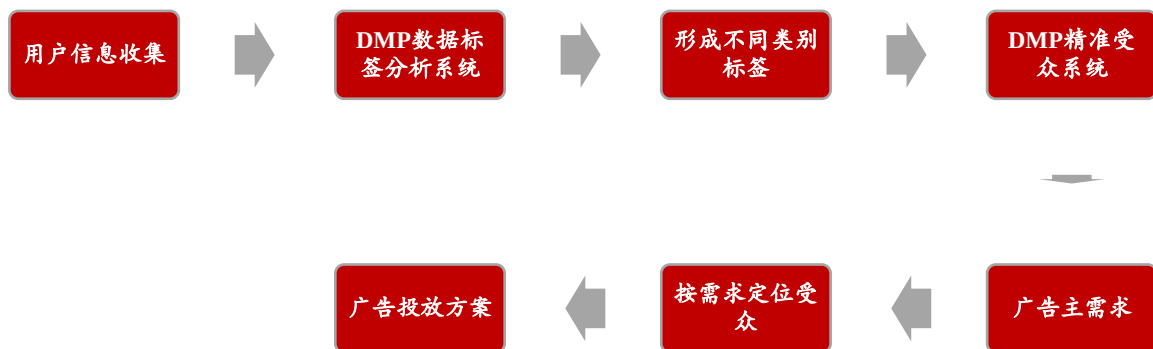
图表48. 公司 DSP 平台作用



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

公司自研的 DMP 精准受众扩展系统及 DMP 数据标签分析系统，提高用户侧的信息存储效率，精准定位受众需求，符合客户营销效果预期。DMP 数据标签分析系统收集用户信息并标签化处理，根据不同标签实行分类筛选机制的归类处理，并将标签化的分类数据传入 DMP 精准受众系统，通过多维度数据分析，按需定位受众群体，自动形成广告投放方案，有效精准营销匹配潜在客户，避免预算浪费。

图表49. 公司 DMP 平台作用



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

在用户信息搜集完毕后，系统统一进行资源管理，为广告投放环节预热。TopMedia CMP 主要包含素材管理和再营销场景受众管理子模块，其功能为管理、加工、分析并选取广告素材以及导入受众信息、细化用户分类以实现动态运营用户管理。

图表50. TopMedia CMP 系统资源管理功能

| 功能模块 | 子模块       | 功能介绍                                                         |
|------|-----------|--------------------------------------------------------------|
| 资源管理 | 素材管理      | 功能：管理、加工并分析广告素材，以达到良好效果<br>优势：通过人工智能技术选取更具吸引力的广告素材，并可实现关键词检索 |
|      | 再营销场景受众管理 | 功能：使用头部媒体广告系统批量导入目标受众信息来有效实现再营销推广<br>优势：细化用户分类，实现动态运营管理      |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

在 Yeah-Targeter 系统中，资源管理主要分为三个模块：Feed 管理、素材管理以及再营销场景受众管理。其中，Feed 管理主要功能为检查、管理并同步至头部媒体平台广告主预期的各项要求。其素材管理和再营销场景受众管理功能与 TopMedia CMP 相似，但 Yeah-Targeter 将人工智能技术运用至功能模块。

图表51. Yeah-Targeter 系统资源管理功能

| 子模块           | 功能介绍                                                                     |
|---------------|--------------------------------------------------------------------------|
| Feed 管理       | 功能：完成广告主商品 Feed 的各项要求检查及管理，并同步到头部媒体的广告平台<br>优势：实现高效效果广告投放智能化             |
| 素材管理          | 功能：管理加工广告素材，并运用人工智能自动生成广告创意<br>优势：高效满足广告主对创意加工的需求并提升点击和转化率               |
| 再营销场景<br>受众管理 | 功能：在头部媒体广告系统中批量导入目标手中信息以进行再营销推广<br>优势：实现系统对接智能化，受众信息导入批量化，用户分类细化，运营管理动态化 |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

### 3.1.2. 自研头部广告投放及管理平台 TopMedia 和 Yeah-Targeter 对接 Google 和 Facebook

在头部媒体广告投放效果层面，易点天下研发了 TopMedia CMP 系统和 Yeah-Targeter 系统等智能化的业务平台，通过 API 端口对接至 Google 和 Facebook 等头部媒体的广告管理平台，其作用为简化投放流程，优化投放决策，监测投放效果。

图表52. TopMedia CMP 系统和 Yeah-Targeter 系统对比

| 项目     | Yeah-Targeter 系统                                  | TopMedia CMP 系统                             |
|--------|---------------------------------------------------|---------------------------------------------|
| 系统功能   | 在 Google 和 Facebook 上自动化、智能化地实现再营销广告整体优化，提升广告 ROI | 头部媒体广告平台上的客户信息管理、产品管理、权限管理、账号管理、报表分析、创意工具   |
| 定位     | 再营销广告的投放和优化                                       | 全面的、一站式的线上头部媒体效果广告服务以及头部媒体账户管理服务            |
| 应用环节   | 头部媒体效果营销服务中的再营销业务场景                               | 头部媒体效果营销服务中的客户进入、客户充值、结算、报表生成、创意生成等业务场景     |
| 终端媒体   | Google、Facebook                                   | 36 个不同头部媒体，其中包括 Google、Facebook、TikTok、巨量引擎 |
| 广告主类型  | 电商类广告主                                            | 所有广告主类型                                     |
| 账号体系   | 公司邮箱登录，申请后开通权限                                    | 公司内部用户邮箱登录，申请后开通权限，外部广告主用户通过邀请链接自行注册后登录     |
| 数据交互方式 | 系统通过调度任务，定时调用 Google 和 Facebook 的 API 端口进行数据同步    | 媒体数据通过 API 端口同步获取，广告主数据通过登录系统进行查看导出         |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

### 3.1.3. 智能化投放与媒体端 API 对接

在 TopMedia 和 Yeah-Targeter 系统上实现头部媒体广告投放策略。TopMedia CMP 系统和 Yeah-Targeter 系统在功能类似，均具有广告创建和广告列表两个子模块。其中，广告创建功能通过创建具体信息并实现多广告同时投放的需求；广告列表功能监控广告发布情况，以便及时调整投放策略。

图表53. TopMedia CMP 系统和 Yeah-Targeter 广告投放功能详情

| 功能模块     | 子模块  | 功能介绍                                                  |
|----------|------|-------------------------------------------------------|
| 广告<br>投放 | 广告创建 | 功能：在头部媒体广告系统中创建广告具体信息并进行广告投放<br>优势：实现多要求广告同时投放，提升投放效率 |
|          | 广告列表 | 功能：监控广告的发布情况<br>优势：实时监控检测广告发布状态和广告主需求满足度              |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

中长尾媒体效果广告服务投放系统完善。Yeah-CMP、Yeah-Mediator、Yeah-AdBooster 系统均可完成部分投放功能，Yeah-CMP 系统实现流量接入功能、Yeah-Mediator 系统实现程序化对接功能，Yeah-AdBooster 系统实现实时竞价功能。

1) Yeah-CMP 流量接入系统为易点天下中长尾媒体效果广告服务保驾护航。系统由流量追踪和数据管理双模块构成。在广告主提供目标参数信息后，Yeah-CMP 系统通过业务数据传输更改模板参数，从而更新决策方案。方案确立后，流量分级管理系统统一进行用户信息分类分级，匹配预设方案。初步确认用户投放方案后，反作弊系统甄别无效流量，投放至真实匹配的平台；通过接入的媒体平台进行实时监控，并回传点击率等重点数据指标，在管理模块中收集投放数据并完成后续分析，支持业务运营。

图表54. Yeah-CMP 流量接入系统的运行机制



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

2) Yeah-Mediator 系统主要功能为程序化地出售流量，完成媒体高效率、高回报的商业化变现。通过对接公司自有的需求端平台、全球主流第三方需求端平台和全球主流广告交易市场，实现了对全球广告主预算的有效覆盖，提升媒体流量和广告主需求匹配精准度，增强流量变现能力。

3) Yeah-AdBooster 系统主要功能为实时竞价。该系统通过机器学习算法模型整合长期积累的数据，并对中长尾媒体流量进行实时价值评估及竞价采买。同时，在流量采买过程中，系统可参考广告主反馈的商业目标数据，实时调整评估算法模型并更新竞价策略，最大化广告主的预算利用效率。

图表55. Yeah-Mediator 系统运行机制



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表56. Yeah-AdBooster 系统运行机制



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

投放过程追踪效果监测并归因。广告效果数据的记录方式分为两种，其一是采用外部的数据，例如广告主、头部媒体广告平台或独立第三方数据平台记录，对数据进行客观公正分析；其二是自研反作弊系统，规避“刷榜”等虚假流量行为。此两种措施确保广告主提供有效且真实的营销效果数据，方便广告主进行后续决策。

效果监测方面，TopMedia CMP 和 Yeah-Targeter 功能基本相同，但后者比前者多具备实时优化功能。两系统具备的广告管理模块均通过监控广告投放沉淀有关数据，数据以可视化报表的形式呈现，以便直观地监测数据情况。但不同点在于 Yeah-Targeter 引入人工智能算法模型，实时优化广告预算投放策略。

图表57. TopMedia CMP 系统和 Yeah-Targeter 广告投放功能详情

| 功能模块 | 功能介绍                                       |
|------|--------------------------------------------|
| 广告管理 | 功能：监控系统中广告投放的各项数据<br>优势：实时监测各数据走势，并实现报表可视化 |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

在归因方面，头部媒体通过在广告主产品中嵌入的数据采集程序，归因其用户的行为数据。在广告投放过程中，易点天下与广告主事先约定头部媒体平台的结算依据。其中，头部媒体平台与广告效果和结算相关的用户行为数据来源于嵌入式的程序包，该嵌入式程序包可直接采集用户数据。采用独立第三方数据或直接采用头部媒体回传数据可以保障数据的真实性、有效性和完整性。在易点天下效果广告服务中，超过 93% 的收入结算依据为第三方数据平台或头部媒体。

由于头部媒体平台的强势性，不同媒体平台的归因方式多样。比如，Facebook 归因分析选择采用“1 天展示窗口”和“28 天点击窗口”的模型，其通过确认下载或确认订单的方式实现渠道效果归因。而 Google 的归因方式更加自主，共计五种主流归因模型，分别是最终点击、首次点击、线性、时间衰减、根据位置，广告主可在转化历程中的各个阶段自行设定理想的归因模型。正是因为头部媒体的归因方法的多样性，公司采用事先确定的方式与客户进行结算依据确认，避免因归因方式不同而引起收入结算的争议。

图表58. Google 的归因模型

|      | 最终点击                           | 首次点击                                          | 线性归因模型                      | 时间衰减                        | 根据位置归因模型                                   |
|------|--------------------------------|-----------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|--------------------------------------------|
| 模型内容 | 将转化功劳 100% 归因与客户最后点击的广告和相应的关键字 | 首次点击的渠道获得 100% 的功劳                            | 促成转化的功劳平均分配给转化路径上的所有点击      | 购买时间最接近的渠道获得大部分转化功劳         | 结合首次点击归因模型和最终点击归因模型，根据实际情况调整最终点击和首次点击的权重比例 |
| 优点   | 简单直接，易于评估                      | 易于实施的单触点模型                                    | 将功劳划分给转化漏斗中每个不同阶段的营销渠道且计算简单 | 基于“触点离转化越近，对转化影响力就越大”的前提是准确 | 重视最初带来线索和最终促成成交的渠道                         |
| 缺点   | 没有考虑到之前客户的浏览行为，分析数据片面          | 受限于数据跟踪周期，通常 Cookie 存活天数为 30 天，无法追踪超过 30 天的转化 | 不适用于某些渠道价值特别突出的业务           | 漏斗顶部的营销渠道无法得到较为合理的分数        | 不考虑线索转化之后的触点的营销效果                          |
| 适用场景 | 转化路径较少\周期较短的业务                 | 品牌无知名度，需要拓展市场的品牌                              | 无法分析渠道的成功性                  | 适用于客户决策周期短\销售周期短的情况         | 适用于重视线索来源和促成销售渠道的公司                        |

资料来源：Google 海外广告实操手册，东亚前海证券研究所

**中长尾客户外购 Adjust、AppsFlyer 和 Cake Software Inc 第三方数据平台。**其中，Adjust 和 AppsFlyer 均提供归因服务，提供的数据类型包括点击率、每千次展示成本 (CPM)、留存率、用户会话次数等；而 Cake Software Inc 则提供的是效果广告追踪平台服务，主要数据类型为广告展示数据、广告花费数据、广告转化数据等。易点天下 2019 年采用的第三方数据供应商为 Adjust，支出 43.15 万元；2020 年，其转向业务相似的 AppsFlyer 平台采购数据，共支出 21.66 万元；2021 年，公司改变第三方数据服务需求，向 Cake Software Inc 采购共计价值为 5.4 万元数据。

图表59. 公司采购第三方数据平台的具体情况及 2019-2021 年支出

| 第三方平台             | 合作内容                           | 数据类型                         | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年 |
|-------------------|--------------------------------|------------------------------|----------|----------|--------|
| Adjust            | 归因服务：有效跟踪广告投放并提供归因分析服务         | 点击率、每千次展示成本（CPM）、留存率、用户会话次数等 | 43.15 万元 |          |        |
| AppsFlyer         | 数据分析服务：评估流量趋势、辅助推动优化           |                              |          | 21.66 万元 |        |
| Cake Software Inc | 效果广告追踪平台服务：追踪、管理、优化及提升效果广告营销目标 | 广告展示数据、广告花费数据、广告转化数据等        |          |          | 5.4 万元 |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

### 3.1.4. 自研对账系统节省账期时间

由于易点天下渠道方和客户方众多，财务对账耗费时间成本较高。苦于大量的流量和渠道方账单对接，易点天下自主研发了对账系统，实现账单管理自动化提升了财务效率，节省账期时间。

公司自研的 Yeah-CPM 系统中的账单管理系统分为广告主账单管理模块和渠道账单管理模块。在广告主账单管理系统中，为简洁对账流程，公司将业务结算数据同步至财务系统。初步数据形成后，根据第三方平台数据公司对预估数据进行比对；随后，系统将生成广告主账单，并实时跟进广告主回款进度，简化流程。

而在渠道账单管理系统中，为满足渠道供应商对账的需求，公司将业务结算数据同步至财务系统。系统将生成的数据交予管理层审批后通过即可自动付款，随后将生成渠道账单并可对其进行加减。

图表60. Yeah-CMP 广告主账单管理系统运营机制



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

图表61. Yeah-CMP 渠道账单管理系统运营机制



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

通过自动化账单管理系统，简洁化账期管理流程。下图为公司主要客户账期时间汇总表。大部分公司的账期时间集中在 30-90 天之间，三年内的账期情况较为稳定。而阿里巴巴和腾讯因其公司体量账期时间有所调整，分别为账单到达后的 60 天内和 45 天内，公司账期管理能力有所改善。

图表62. 公司主要客户的账期时间

| 客户名称                             | 2021 年  | 2020 年  | 2019 年  |
|----------------------------------|---------|---------|---------|
| Alibaba Group                    | 账单+60 天 | 账单+60 天 | 账单+60 天 |
| Candymobi Information Technology | 90 天    | 90 天    | 90 天    |
| ChicV International Holding      | 90 天    | 90 天    | 90 天    |
| Jeulia Trading Co                | 25 天    | 不适用     | 不适用     |
| Parbat Hong Kong                 | 不适用     | 不适用     | 180 天   |
| WiteMedia Network Technology     | 90 天    | 90 天    | 90 天    |
| Zoetop Business                  | 30 天    | 30 天    | 30 天    |
| 西安竹乐网络科技有限公司                     | 90 天    | 90 天    | 90 天    |
| Tencent Holdings                 | 账单+45 天 | 账单+45 天 | 账单+75 天 |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

### 3.2. 优质数据积累提高模型准确度

互联网广告行业是基于大数据、人工智能和云计算等技术及互联网商业模式的行业。易点天下通过营销效果计费，营销效果的准确度直接决定公司的盈利能力。智能化精细投放相较于原有的人工粗放式投放，优点在于提升精准度，提升决策优化调整的及时性，提升公司整体运营效率，节约运营成本。

人工智能和大数据的核心在于优质数据的积累。人工智能中机器学习运用较为普遍，而使用的算法大体分为 3 类：监督学习、无监督学习和强化学习，其中监督学习需要数据标签进行模型的构建，而无监督学习和强化学习不需要标签。公司目前 70% 工作量采用系统自动决策，30% 工作量依

靠人工完成，人工主要完成数据定位（打标签）、故障排查等任务，由此可见公司主要依靠监督学习的算法。监督学习是一种高度依赖优质数据集的大规模学习方法，精度的提升需要大量的数据集训练。而易点天下自 2011 年起开展海外营销业务，客户类别多为跨境电商，积累了大量优质数据库，可提升投放精度，降本增效。

图表63. 公司 AI 项目情况

| 项目名称               | 拟达到目的                                                                   |
|--------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| AI 智能化流量网关系统       | 在现有的流量网关上引入 AI 算法，在广告流量对内部各个系统分配时能够自动优化，提升竞价成功率和 eCPM                   |
| 基于深度学习的预估框系统       | 在原有的算法平台和行业通用的分类预估算法的基础上引入深度学习的算法理论，提升各个产品在不同业务场景下的预估准确度和实际效果           |
| 基于人工智能技术的创意平台系统    | 拟在原有的创意平台上引用人工智能算法，用来解决广告投放时创作匮乏、创意发现的问题，在海量的广告创意库中进行创意挖掘，形成有效的广告创意再生平台 |
| 全球数据匹配管理系统         | 拟在原有的大数据平台上，研发全球数据管理系统，将公司现有业务的所有数据以及相关数据资产有效地纳入到该平台，可以对数据进行有效匹配和线上管理   |
| 下一代基于区块链的广告交易技术    | 通过提前调研及投入资源在下一代区块链广告交易技术抢占先发优势，取得行业话语权                                  |
| 基于隐私计算和机器学习的广告模型训练 | 通过隐私计算技术，在保证用户隐私数据安全的前提下，跟合作伙伴进行数据联合训练，持续提升广告投放模型的精准度                   |

资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

我们认为公司定位精准，贴近广告主客户端，更理解产品的渠道运营逻辑，而非传统的媒体主广告分销渠道。在制定营销策略的同时积累大量跨境电商投放数据，持续优化“获客-确立营销方案-智能投放-监测数据-归因流量-确立价格”程序化智能营销系统，在营销端创造价值，帮助出海企业打造品牌知名度，实现商业化变现。

1) 根据下游客户类型做分项营收预测：我们预计 2022-2024 年易点天下将持续深耕效果广告领域，下游客户维持稳定的年复合增长率，营业收入

分别为 36.63\46.68\60.08 亿元，同比增长 6.97%\27.43%\28.69%。其中主营业务营业收入按照下游客户行业类型细分，应用类客户的营业收入分别为 4.44\5.30\6.57 亿元，娱乐类客户的营业收入分别为 3.03\3.47\4.24 亿元，电商类客户的营业收入分别为 23.12\30.06\39.08 亿元，其他类客户的营业收入分别为 5.99\7.78\10.12 亿元；非主营业务营业收入则为 0.06\0.07\0.07 亿元。

**2) 从毛利率划分：**我们预计易点天下 2022-2024 年的综合毛利率分别为 15.96%\16.41%\17.17%，其中主营业务的毛利率分别为 16.00%\16.45%\17.21%，非主营业务的毛利率则为-10%\-10%\-10%。

**3) 从费用率划分：**我们把费用率按照销售费用、管理费用、研发费用和财务费用四个维度进行拆分，预计 2022-2024 年销售费用分别为 0.44\0.87\1.24 亿元，对应销售费用率分别为 1.20%\1.86%\2.06%；管理费用分别为 1.17\1.80\2.57 亿元，对应管理费用率为 3.18%\3.85%\4.27%；研发费用分别为 0.81\1.08\1.41 亿元，对应研发费用率分别为 2.22%\2.32%\2.35%；财务费用分别为 -0.03\ -0.31\ -0.44 亿元，对应财务费用率分别为 -0.08%\ -0.66%\ -0.73%。

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 2.94\3.45\4.60 亿元，对应目标 EPS 0.62\0.73\0.97 元/股。基于 2022 年 9 月 16 日收盘价 18.90 元，对应 P/E 30.30\25.87\19.39，首次覆盖给与“强烈推荐”评级。

## 5. 风险提示

**客户流失风险。**互联网广告行业发展日新月异，市场新兴技术层出不穷。公司为满足客户日益增长的需求需保持技术的持续更新迭代，否则可能面临客户流失风险。

**数据储存安全风险。**公司采用程序化智能营销技术，即依托历史数据扩充数据集，如果历史数据不慎丢失，可能会对广告投放效果的准确度产生不利影响。

**外汇汇率波动相关风险。**公司上游为 Facebook、Google 等头部国际媒体，一般采用美元结算，如果外汇波动将会对公司的成本端造成一定影响。

### 利润表 (百万元)

|            | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 3424.93 | 3663.49 | 4668.43 | 6007.79 |
| %同比增速      | 38.19%  | 6.97%   | 27.43%  | 28.69%  |
| 营业成本       | 2847.34 | 3078.74 | 3902.26 | 4976.10 |
| 毛利         | 577.59  | 584.75  | 766.17  | 1031.69 |
| %营业收入      | 16.86%  | 15.96%  | 16.41%  | 17.17%  |
| 税金及附加      | 2.78    | 2.56    | 3.27    | 4.21    |
| %营业收入      | 0.08%   | 0.07%   | 0.07%   | 0.07%   |
| 销售费用       | 35.55   | 43.96   | 86.83   | 123.76  |
| %营业收入      | 1.04%   | 1.20%   | 1.86%   | 2.06%   |
| 管理费用       | 118.61  | 116.50  | 179.73  | 256.53  |
| %营业收入      | 3.46%   | 3.18%   | 3.85%   | 4.27%   |
| 研发费用       | 74.25   | 81.33   | 108.31  | 141.18  |
| %营业收入      | 2.17%   | 2.22%   | 2.32%   | 2.35%   |
| 财务费用       | 19.74   | -2.90   | -30.77  | -43.78  |
| %营业收入      | 0.58%   | -0.08%  | -0.66%  | -0.73%  |
| 资产减值损失     | -0.18   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 信用减值损失     | -36.78  | -10.00  | -30.00  | -30.00  |
| 其他收益       | 18.24   | 14.65   | 18.67   | 24.03   |
| 投资收益       | 0.70    | 0.37    | 0.47    | 0.60    |
| 净敞口套期收益    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动收益   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 资产处置收益     | 0.34    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 营业利润       | 309.00  | 348.32  | 407.94  | 544.42  |
| %营业收入      | 9.02%   | 9.51%   | 8.74%   | 9.06%   |
| 营业外收支      | -4.39   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 利润总额       | 304.61  | 348.32  | 407.94  | 544.42  |
| %营业收入      | 8.89%   | 9.51%   | 8.74%   | 9.06%   |
| 所得税费用      | 46.06   | 53.99   | 63.23   | 84.39   |
| 净利润        | 258.54  | 294.33  | 344.71  | 460.04  |
| %营业收入      | 7.55%   | 8.03%   | 7.38%   | 7.66%   |
| 归属于母公司的净利润 | 258.54  | 294.33  | 344.71  | 460.04  |
| %同比增速      | 10.16%  | 13.84%  | 17.12%  | 33.46%  |
| 少数股东损益     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| EPS (元/股)  | 0.65    | 0.62    | 0.73    | 0.97    |

### 基本指标

|           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS       | 0.65  | 0.62  | 0.73  | 0.97  |
| BVPS      | 4.27  | 6.75  | 7.48  | 8.45  |
| PE        | 0.00  | 30.30 | 25.87 | 19.39 |
| PEG       | 0.00  | 2.19  | 1.51  | 0.58  |
| PB        | 0.00  | 2.80  | 2.53  | 2.24  |
| EV/EBITDA | -     | 18.02 | 13.09 | 10.44 |
| ROE       | 15%   | 9%    | 10%   | 12%   |
| ROIC      | 14%   | 9%    | 10%   | 11%   |

### 资产负债表 (百万元)

|              | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金         | 1236  | 2576  | 3396  | 3238  |
| 交易性金融资产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款及应收票据    | 1023  | 809   | 1246  | 383   |
| 存货           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 预付账款         | 41    | 31    | 39    | 50    |
| 其他流动资产       | 1456  | 1605  | 2812  | 3881  |
| 流动资产合计       | 3756  | 5020  | 7493  | 7552  |
| 长期股权投资       | 64    | 64    | 64    | 64    |
| 投资性房地产       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产合计       | 14    | 14    | 14    | 14    |
| 无形资产         | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 商誉           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 递延所得税资产      | 24    | 24    | 24    | 24    |
| 其他非流动资产      | 178   | 178   | 178   | 178   |
| 资产总计         | 4040  | 5304  | 7777  | 7836  |
| 短期借款         | 150   | 150   | 150   | 150   |
| 应付票据及应付账款    | 563   | 464   | 1271  | 388   |
| 预收账款         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付职工薪酬       | 27    | 31    | 39    | 50    |
| 应交税费         | 89    | 110   | 140   | 180   |
| 其他流动负债       | 1389  | 1275  | 2598  | 3058  |
| 流动负债合计       | 2217  | 2029  | 4198  | 3826  |
| 长期借款         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 递延所得税负债      | 12    | 12    | 12    | 12    |
| 其他非流动负债      | 119   | 79    | 39    | 9     |
| 负债合计         | 2348  | 2120  | 4249  | 3847  |
| 归属于母公司的所有者权益 | 1692  | 3184  | 3529  | 3989  |
| 少数股东权益       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益         | 1692  | 3184  | 3529  | 3989  |
| 负债及股东权益      | 4040  | 5304  | 7777  | 7836  |

### 现金流量表 (百万元)

|            | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流净额  | 178   | 189   | 867   | -121  |
| 投资         | -4    | 0     | 0     | 0     |
| 资本性支出      | -30   | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | 0     | 0     | 0     | 1     |
| 投资活动现金流净额  | -34   | 0     | 0     | 1     |
| 债权融资       | -75   | -40   | -40   | -30   |
| 股权融资       | 0     | 1198  | 0     | 0     |
| 银行贷款增加(减少) | 226   | 0     | 0     | 0     |
| 筹资成本       | 0     | -7    | -7    | -7    |
| 其他         | -22   | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流净额  | 129   | 1150  | -47   | -37   |
| 现金净流量      | 251   | 1340  | 820   | -158  |

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014年-2016年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017年金翼奖，商业贸易行业第三；2019年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

| 地区   | 联系人 | 联系电话        | 邮箱                    |
|------|-----|-------------|-----------------------|
| 北京地区 | 林泽娜 | 15622207263 | linzn716@easec.com.cn |
| 上海地区 | 朱虹  | 15201727233 | zhuh731@easec.com.cn  |
| 广深地区 | 刘海华 | 13710051355 | liuhh717@easec.com.cn |

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>