

亿玛在线：因为专注、所以专业，电商效果营销领导者

2016年03月28日

肖超（分析师）	温朝会（研究助理）
电话：020-88836107	020-88836105
执业编号：A1310512070009	A1310115050001
邮箱：xiaoc@gzgzhs.com.cn	wenchh@gzgzhs.com.cn

【垂直类广告平台是程序化购买的发展趋势之一】

根据与 Criteo、Rocket Fuel 等全球知名程序化购买企业对比，除了综合化广告平台之外，垂直类广告平台由于专业领域内各类资源的聚集，在垂直领域拥有很强的竞争力。垂直类广告平台是精准营销的发展趋势之一。

【网络购物市场飞速发展，移动端将占主流】

2014年，中国网络购物市场交易规模达到2.8万亿，增长48.7%，其中B2C交易规模达1.29万亿，同比增长68.7%，并已经形成天猫、京东、唯品会等主流电商主导的竞争格局。随着智能终端的普及，预计2016年移动端电商交易占比将超越PC端。

【聚焦电商，深度积累程序化购买产业链资源】

从程序化购买产业链来看，媒体端，公司覆盖60万联盟站长，占据网络联盟市场近60%市场份额，日订单数最高超过200万单，同时对接阿里、腾讯等广告交易平台。DSP平台方面，公司通过大数据管理平台进行媒体数据、投放数据、合作数据的积累，并以此为基础不断优化广告投放。广告主端，已与京东、唯品会等TOP500在内的近1200家电商和互联网金融企业形成合作。

【规模优势突出，满足电商客户各类营销需求】

2014年，亿玛电商销售GMV为293.1亿，是最大的电商销售服务商，规模优势突出；同时，亿玛拥有返利型网站易购网，效果营销联盟亿起发和精准营销平台易博，满足客户返利型、CPS联盟和精准营销等各类推广需求；公司研发支出连续3年稳步增长达4210.87万，为公司成为大数据营销的领导者奠定了基础。

【电商营销龙头企业，市场占有率提升空间巨大】

作为电商营销龙头企业，公司市场占有率仅有1%，通过自身拓展和并购等方式，市场集中度有很大的提升空间；随着品牌客户电商化和公司精细化运营能力的提升，公司营收和净利有望获得超速增长。

【财务预测及估值】

2016年、2017年，预计亿玛在线营业收入将分别达到10.01亿元和15.11亿元，同比增长50.89%；净利润扭亏为盈，分别达到4879.58万元和9988.96万元，规模效应逐步显现，盈利能力逐步提高。对比汇量、璧合和哇棒的估值情况，PS取均值3.69，预计亿玛在线对应股价为48.97元/股。

【风险提示】市场增长潜力未充分释放的风险。

首次推荐

现价：
目标价：48.97元

相关报告

- 《大数据专题行业篇：精准营销群雄逐鹿，谁能问鼎中原》20151124
- 《精准营销并购专题：“内生+外延”锻造核心竞争力》20160121
- 《有米——移动精准营销独角兽》20151030
- 《亿玛在线(836346.OC)：电商行业效果营销领导者》20160302

广证恒生

做中国新三板研究极客





目录

1、他山之石：精准营销向垂直领域发展成为趋势	4
2、网络购物市场飞速发展，移动端将占主流	5
2.1 2014 年中国电子商务市场交易规模 12.3 万亿元，保持平稳快速增长	5
2.2 电商市场结构稳定，网购占比提升明显	5
2.3 B2C 占比持续增大，2014 年达到 45.8%	6
2.4 2014 年移动购物交易额占网购整体规模 33.0%，2016 年将超 PC 端	8
3、聚焦电商，深度积累程序化购买产业链资源	9
3.1 媒体端：专业媒体的精准性与普通媒体的广泛性兼具	9
3.2 程序化投放：DMP 支撑 DSP 不断优化	10
3.3 广告主端：无企业不电商	11
3.4 案例：易博 DSP 助力唯品会将“特卖”深入人心	12
4、规模优势突出，满足电商客户各类营销需求	14
4.1 电商效果营销领军者，规模优势突出	14
4.2 独有的电商飞轮确保垂直领域的优势地位	14
4.3 产品线齐全满足电商客户各类营销需求	15
4.4 研发支出稳步增长	16
5、龙头企业将充分享受市场集中度提升带来的成长	16
5.1 强势企业扩大市场份额	16
5.2 品牌客户的更大蓝海	16
5.3 精细化运营促进利润释放	17
6、财务预测及估值	17
6.1 财务预测	17
6.2 公司估值情况	18
7、风险提示	19

图表目录

图表 1 全球主要广告平台介绍及类型.....	4
图表 2 2011-2018 年中国电子商务市场交易规模.....	5
图表 3 2014 年中国电子商务市场细分行业构成.....	5
图表 4 2011-2018 年中国网络购物市场交易规模.....	6
图表 5 2011-2018 年中国网络购物市场交易规模结构.....	6
图表 6 2014 年中国B2C购物网站交易规模市场份额.....	7
图表 7 2014 年中国自主销售为主B2C网站交易规模市场份额.....	7
图表 8 2011-2018 年中国网购交易额PC端和移动端占比.....	8
图表 9 2014 年中国移动购物企业交易规模市场占比.....	8
图表 10 程序化购买产业链.....	9
图表 11 亿玛对接的主流广告交易市场.....	10
图表 12 亿玛在线算法优化平台.....	11
图表 13 亿玛在线电商重点客户.....	12
图表 14 亿玛在线品牌企业重点客户.....	12
图表 15 唯品会网站受众喜好度分析.....	12
图表 16 唯品会相似客分析.....	13
图表 17 唯品会动态创意呈现.....	14
图表 18 亿玛在线电商销售平台销售的GMV.....	14
图表 19 亿玛在线与同行企业重点业务对比.....	15
图表 20 亿玛在线电商飞轮.....	15
图表 21 亿玛在线主要产品线分析.....	15
图表 22 亿玛在线研发费用增长情况（单位：万元）.....	16
图表 23 亿玛在线三费比率与同行企业对比.....	17
图表 24 亿玛在线主要财务指标（单位：万元）.....	18
图表 25 亿玛在线费用指标（单位：万元）.....	18
图表 26 PS万得一致预期.....	18



1、他山之石：精准营销向垂直领域发展成为趋势

2015年11月，我们发表《大数据专题行业篇：精准营销群雄逐鹿，谁能问鼎中原》，通过对程序化购买和传统广告的对比，我们指出，程序化购买更加注重大数据处理技术在广告投放中的作用，随着效果广告和品牌广告融合，“创意+技术”将成为程序化购买的核心竞争力，尤其是大数据处理技术将成为公司竞争能力的核心要素。

当大数据成为公司核心竞争能力之后，如何成功运用大数据技术亟待解决。从大数据技术角度来看，涉及数据源、数据处理技术和应用场景的验证。为了收集足够的数据源、在大量广告投放中不断验证和优化，目前程序化购买出现了两种趋势，一个是综合类的广告平台，可以进行跨行业、跨平台的综合性投放，一个是垂直类的广告平台，专注于某一个或者几个行业进行数据积累以及模型优化。

图表 1 全球主要广告平台介绍及类型

公司名称	国家	公司类型	重点领域
Criteo	法国	垂直类广告平台	电商行业效果广告，服务 50 多个国家的 6000 多个广告主，2015 年营收 12.11 亿欧元。
Rocket Fuel	美国	综合类品牌广告平台	2015 年营收规模达 4.6 亿美元，但亏损比较严重
Pocket Media	欧洲	综合类移动广告平台	2015 年营收规模约 2000 万美元
StitcherAds	美国	垂直类广告平台	美国社交和电商移动广告平台，2015 年营收规模超过 2000 万美元
Vizury	印度	垂直类广告平台	专注印度高成长电商和旅游细分市场，2015 营收超 1200 万美元

数据来源：广证恒生

由上图可见，除综合性广告平台之外，垂直类广告平台拥有很强的市场竞争力，是程序化购买发展的趋势之一。尤其是目前为止最成功的广告平台之一 Criteo，公司重点聚焦电商类客户，在数据积累、算法优化等方面可以进行重点突破。公司目前的客户中不乏世界上规模最大、最先进的电子商务公司，例如 Priceline(美国最大的在线旅游公司)、史泰博(Staples)、梅西百货(Macys)、艾派迪(Expedia)、Orange、乐天公司(Rakuten)和德国电商 Zalando 公司等，垂直化布局效果明显。

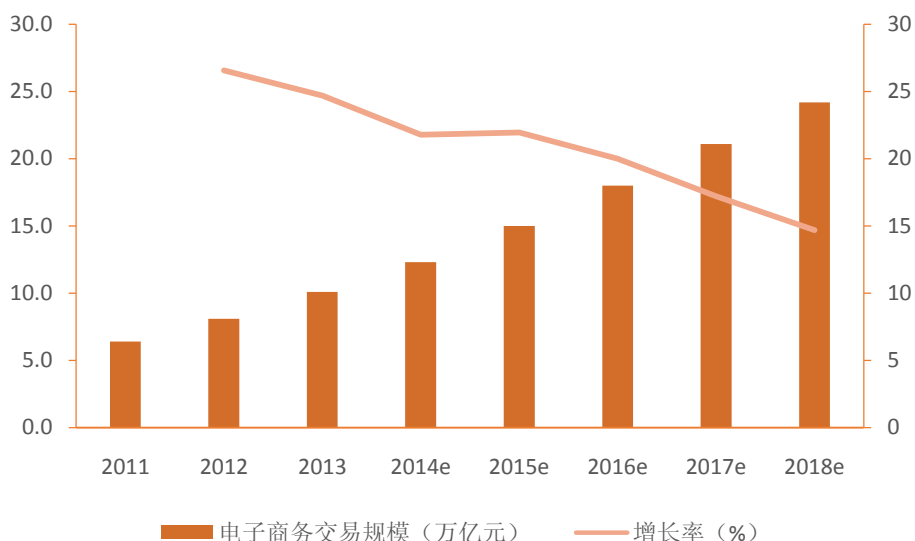


2、网络购物市场飞速发展，移动端将占主流

2.1 2014 年中国电子商务市场交易规模 12.3 万亿元，保持平稳快速增长

2014 年中国电子商务市场交易规模 12.3 万亿元，增长 21.3%，其中网络购物增长 48.7%，社会消费品零售总额渗透率年度首次突破 10%，成为推动电子商务市场发展的重要力量。

图表 22011-2018 年中国电子商务市场交易规模

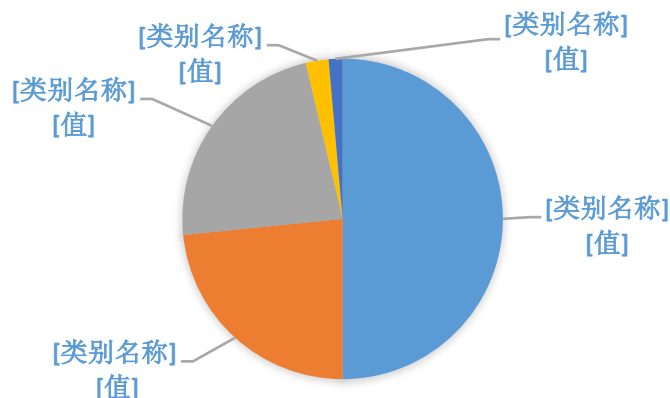


数据来源：艾瑞、广证恒生

2.2 电商市场结构稳定，网购占比提升明显

2014 年电子商务市场细分行业结构中，B2B 电子商务合计占比超过七成，B2B 电子商务仍然是电子商务的主体；网络购物交易规模市场份额达到 22.9%，比 2013 年提升 4.2 个百分点；在线旅游交易规模增长 27.1%，本地生活服务 O2O 增长 42.8%，共同促进电子商务市场整体的快速增长。

图表 32014 年中国电子商务市场细分行业构成

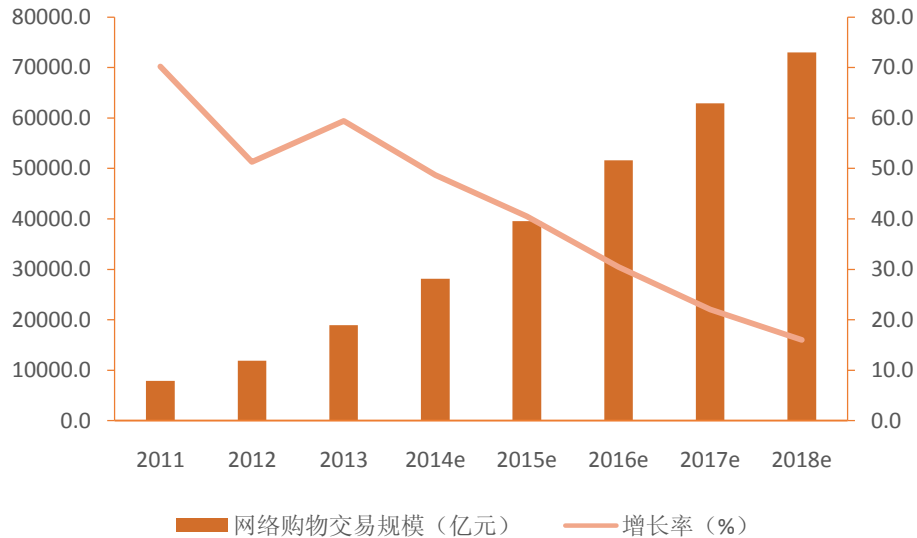


数据来源：艾瑞、广证恒生



2014 年，中国网络购物市场交易规模达到 2.8 万亿，增长 48.7%，仍然维持在较高的增长水平。根据国家统计局 2014 年全年社会消费品零售总额数据，2014 年，网络购物交易额大致相当于社会消费品零售总额的 10.7%，年度线上渗透率首次突破 10%。

图表 4 2011-2018 年中国网络购物市场交易规模

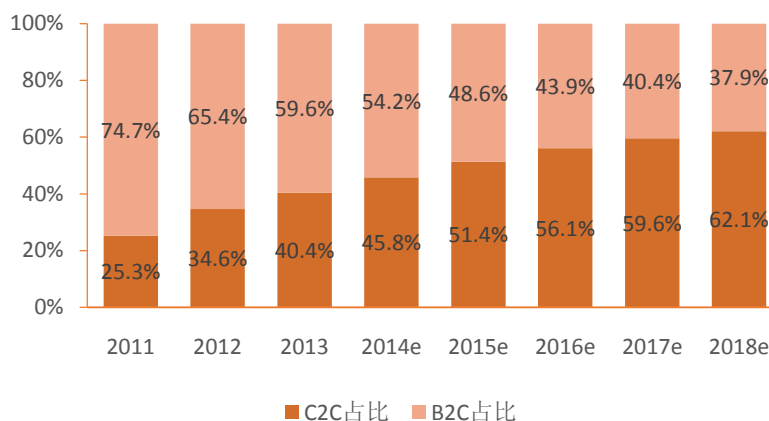


数据来源：艾瑞、广证恒生

2.3 B2C 占比持续增大，2014 年达到 45.8%

2014 年中国网络购物市场中 B2C 交易规模达 12882 亿元，在整体网络购物市场交易规模的比重达到 45.8%，较 2013 年的 40.4% 增长了 5.4 个百分点。从增速来看，B2C 市场增长迅猛，2014 年中国网络购物 B2C 市场增长 68.7%，远高于 C2C 市场 35.2% 的增速，B2C 市场将继续成为网络购物行业的主要推动力。

图表 5 2011-2018 年中国网络购物市场交易规模结构

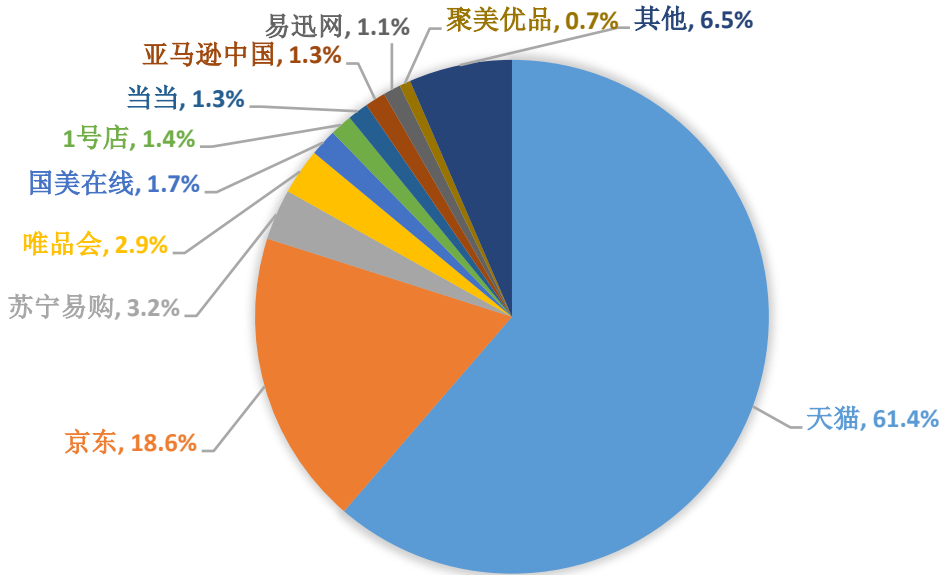


数据来源：艾瑞、广证恒生



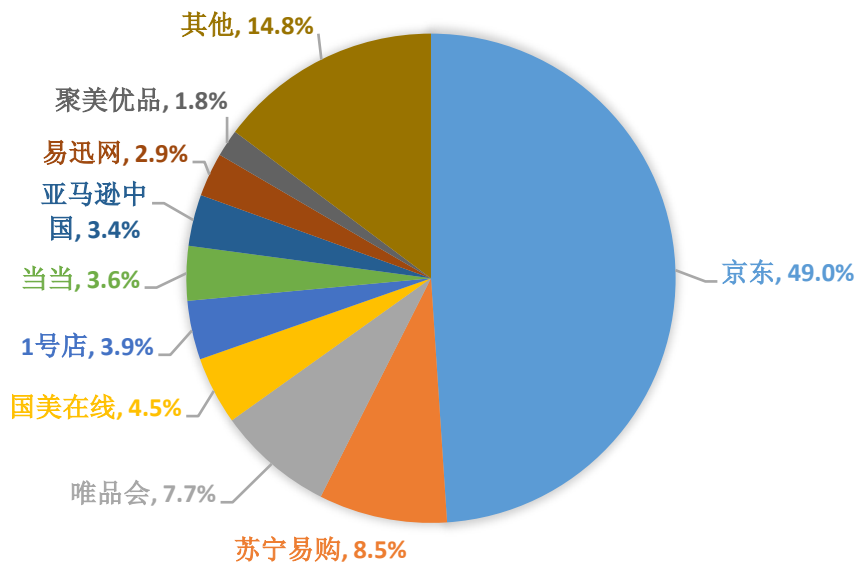
从 2014 年看，B2C 市场中，天猫市场份额占比超六成，京东占比为 18.6%，其余 B2C 企业中唯品会、1 号店、国美的增速均高于 B2C 市场整体增速。从自主销售为主 B2C 市场来看，京东占比近五成，苏宁易购占比达到 8.5%，唯品会占比达到 7.7%，其他项中小米手机官网发展迅速，整个市场集中度依然较高。

图表 6 2014 年中国 B2C 购物网站交易规模市场份额



数据来源：艾瑞、广证恒生

图表 7 2014 年中国自主销售为主 B2C 网站交易规模市场份额



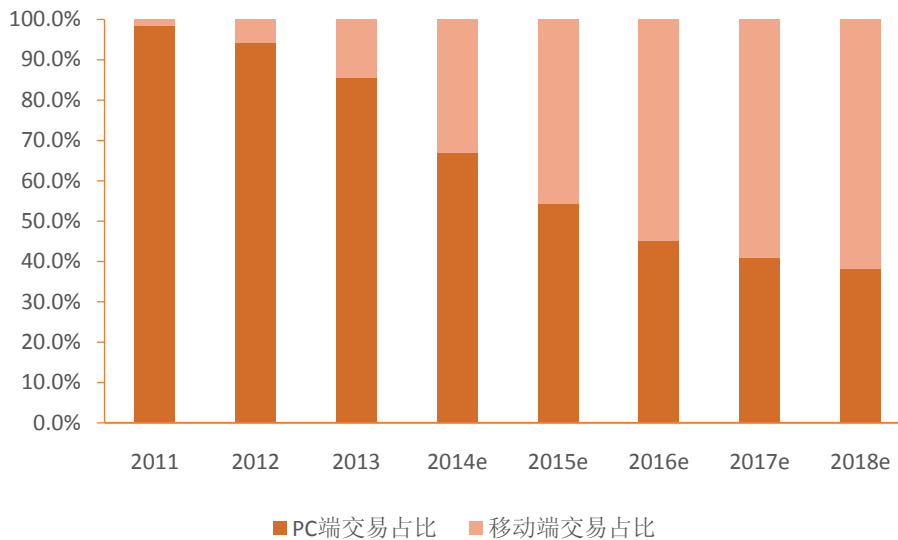
数据来源：艾瑞、广证恒生



2.4 2014 年移动购物交易额占网购整体规模 33.0%，2016 年将超PC端

在 PC 端与移动端份额占比方面，2014 年中国移动购物交易额在中国网络购物整体市场中占比 33.0%，较去年占比增长近 19 个百分点。艾瑞预计移动端交易占比在未来几年继续上升，2016 年将超过 PC 端网购交易占比，成为中国网民网购的重要选择。

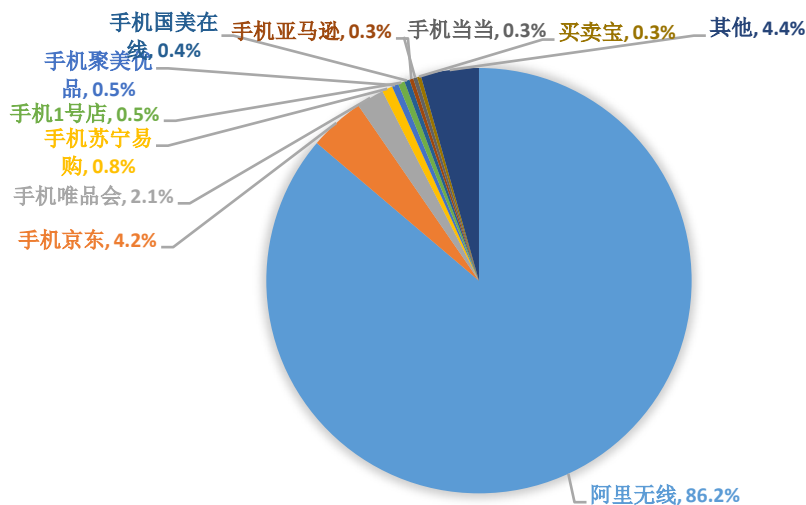
图表 8 2011-2018 年中国网购交易额 PC 端和移动端占比



数据来源：艾瑞、广证恒生

在 2014 年移动购物市场的企业份额中，阿里无线、手机京东、手机唯品会占据前三，份额分别为 86.2%、4.2%、2.1%。阿里无线一家独大，占比 86.2%，其无线端通过“淘宝+天猫”提供平台服务，在由交易入口向无边界生活圈转型；京东方面则联手腾讯，以手机客户端、微信购物、手机 QQ 购物、微店等全面布局移动端；唯品会、苏宁易购、聚美优品、1 号店、国美在线、亚马逊、当当、买卖宝等也纷纷发力移动端，市场竞争较激烈。

图表 9 2014 年中国移动购物企业交易规模市场占比

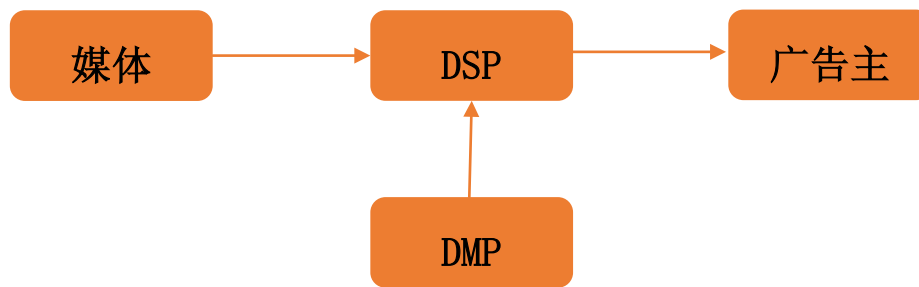


数据来源：艾瑞、广证恒生

3、聚焦电商，深度积累程序化购买产业链资源

亿玛在线是一家重点布局在电子商务、在线品牌商家、互联网金融等重点领域的垂直类广告平台。程序化购买从产业链的角度来看，可以划分为媒体端、程序化购买和广告主。程序化购买企业如果想获得持久的竞争力，必须在产业链深度布局，实现资源的贯通。

图表 10 程序化购买产业链



数据来源：广证恒生

3.1 媒体端：专业媒体的精准性与普通媒体的广泛性兼具

3.1.1 深度积累电商相关媒体

有别于一般的展示广告运营商，亿起发联盟积累了一批效果类媒体，如购物信息类、货品展示类网站，具体包括购物论坛、导购网站、优惠券网站和返点网站等，可以为电商客户提供精准的广告投放。

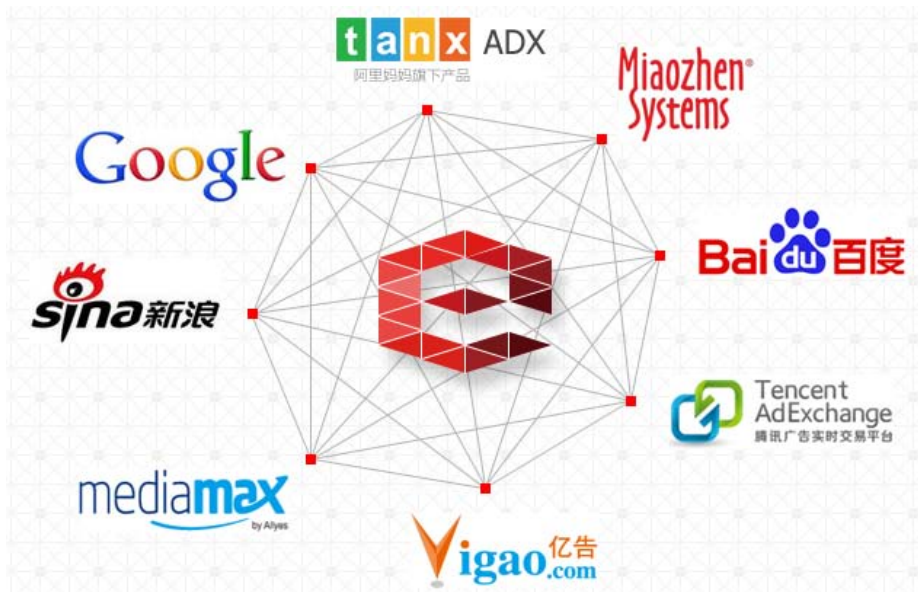
3.1.2 坐拥最大的独立第三方效果营销联盟

亿起发是中国最大的独立第三方效果营销联盟，成立于 2004 年，目前已占据了网络联盟市场近 60% 的市场份额，为包含国内 Top500 电商在内的众多客户提供了卓有成效的全网网络效果营销推广服务，同时为 60 万联盟站长提供了一个长期、诚信、安全的营收平台，日广告点击峰值超 2000 万，日订单数最高超过 200 万单，多次被第三方机构评选为国内最佳网络联盟。

3.1.3 广泛对接各大广告公开交易市场

为了更广泛对接各类媒体，尤其是优质的头部流量资源，亿玛在线对接了阿里、腾讯、百度等国内主流的广告交易市场，可以为客户提供丰富、优质的流量资源，日均曝光机会可达 130 亿次以上。

图表 11 亿玛对接的主流广告交易市场



数据来源：亿玛、广证恒生

3.2 程序化投放：DMP 支撑 DSP 不断优化

3.2.1 DMP 数据的积累

亿玛拥有中国最大的第三方网络购物数据中心之一，包括亿起发订单数据、易购会员数据、DSP 广告投放数据，每日新增 100 万以上订单数据，拥有 90 多亿人群标签，DMP 服务器集群规模庞大，包括 5 个数据中心和 600 多台服务器。DMP 通过 GoData 实时采集系统收集亿玛公司整体业务平台产生的海量实时数据，能够实时处理每秒峰值广告请求 30 万，能处理每日数百亿条数据，整合公司所有平台的展示、点击、订单等整体转化链数据。数据积累的方式主要有三种：

一是媒体数据的积累。通过亿起发和易博平台，亿玛积累了 60 万以上媒体资源，亿玛可以通过对接媒体 SSP 平台等方式获得相应媒体的客户相关数据，包括客户身份、行为习惯、消费习惯等信息；

二是投放数据的积累。亿玛亿起发、易购和易博平台上每天产生大量的交易订单、广告投放和效果数据，通过投放数据的积累可以为算法优化提供有力的指引；

三是合作数据的积累。为了满足 DSP 投放的数据需求，公司通过商务合作获取第三方数据，比如对接 exchange 平台等，藉此进行数据对接和收录，完善 DMP 数据，提升 DMP 数据用户准确性，并进行效果的分析跟踪。

3.2.2 精准投放能力的积累

一项营销活动的成功，受媒体热点事件、媒体关注度和广告主产品属性、营销活动诉求点等制约，需要不断进行创意素材、目标客户的调整和优化，需要强大的计算能力支撑。亿

玛在线研发了 NBT 算法系统、Bidding 竞价引擎、广告推荐系统和动态创意系统等，实现了对用户的精准估值和投放。

NBT 算法系统是基于广告主多元的营销投放需求而研发的，本系统基于高性能并行计算框架，连接 DMP 系统的多个服务，融合了朴素贝叶斯、LR 和 GBDT 等算法实现，为模型训练和线上实时反馈系统提供算法基础架构能力，提供人群标签、商品标签、CTR 预测和人群 Profiling，场景分析等算法服务，为整体精准投放提供最核心的竞争力。

Bidding 竞价引擎是程序化购买的核心技术，经过数年的积累，基于 DMP 的大数据智能感知反馈技术，易博的智能竞价引擎可通过机器学习提取相应特征实现基于广告活动营销目标的估值，并基于外部竞争环境实现自反馈出价，保障广告主营销目标的最终实现。

基于精准广告需要针对用户个性化的创意推荐，易博研发了智能推荐系统，基于时间、流量、用户等多个维度从 DMP 提取特征进行分析，并实现不同创意的调用，能够有效识别用户的偏好，保证用户的广告体验。

图表 12 亿玛在线算法优化平台



数据来源：亿玛、广证恒生

基于智能推荐需要实现的创意个性化，易博研发了动态创意投放技术，能够根据用户的浏览、点击、加入购物车、购买等整体转化链条的用户特征，同时根据用户的历史偏好、投放的流量类型、当前场景自动生成创意，保证创意与用户当前兴趣的匹配。

3.3 广告主端：无企业不电商

从 2004 年创立至今，亿玛凭借其多渠道的电商效果营销模式，整合媒体资源和数据资源，通过技术手段挖掘资源的深度价值，每年为电商企业贡献数百亿的 GMV。目前，亿玛已与包括京东、唯品会、聚美优品等 TOP500 在内的国内近 1200 家电商和互联网金融企业保持长期合作关系，2014 年创造电商总交易额 293.1 亿元，相当于仅次于天猫、京东的中国第三大 B2C 电商销售平台；在互联网广告细分市场占有方面，亿玛旗下网络联盟亿起发占据独立第三方网盟 59.3% 的份额。

无企业不电商的时代将要到来，亿玛还将依托服务 B2C 电商企业的经验，为品牌商家、

中小卖家、中小微企业的电商客户提供精准营销服务，服务客户规模将达到百万级。

图表 13 亿玛在线电商重点客户 图表 14 亿玛在线品牌企业重点客户



数据来源：亿玛、广证恒生

除电商客户外，互联网金融客户也是亿玛的一大战略方向，亿玛多年的精准营销积累了大量的网站客户和个人客户，对个人客户的投资习惯有深刻的了解，亿玛可以帮助互联网金融企业将投资方案更精准地推送到有投资需求的客户当中，亿玛再按照为互联网金融企业实际融到的资金收取佣金，这种按效果收费的方式已经得到了多家平台公司的认可与好评，未来亿玛还将不断拓展新的互联网金融企业作为公司的客户。2015年上半年，亿玛与互联网金融公司前一百名的45家企业达成了合作。

3.4 案例：易博 DSP 助力唯品会将“特卖”深入人心

2015年唯品会实现全年营收402亿元，同比增长74%，全年运营利润同比猛增148%至20.7亿元，年运营利润率从去年同期的3.6%增长至5.2%，年毛利润同比增长72%至99亿元人民币，凭借“一家专门做特卖的网站”的差异化定位，实现了在电商垂直细分领域的异军突起。易博DSP作为唯品会的“战友”，全程助力唯品会将“特卖”深入人心，并打造成互联网电商潮词，将品质生活和幸福体验带入千家万户。

3.4.1 唯品会借力易博 TGI 精准捕获用户“心”

针对存量客户，易博将唯品会平台既有用户数据汇总收集，进入TGI数据库进行分析对比，主要集中在对兴趣人群、购买人群、地域人群等几个维度，对于每项指数 ≥ 1 的标签人群，将进行重点考量。

图表 15 唯品会网站受众喜好度分析

兴趣	网站受众	网站受众占比	网站受众喜好度 (TGI)
网购、团购	22527984	0.293691	2.54
娱乐	13968627	0.182105	0.74
汽车	11518581	0.150165	0.74
美容健身	8222407	0.107193	1.36
财经金融	8001392	0.104312	0.89
孕产育儿	6330782	0.082533	0.97

生活家居	6136514	0.08	1.13
------	---------	------	------

数据来源：亿玛、广证恒生

在此基础上，结合唯品会平台注册用户的购买行为(购物习惯、购物时间、购物品类等)、媒体行为、浏览行为等，构建了科学和精准的唯一用户行为分析模型，即所谓的平台用户精准画像。而在唯品会借力易博 DSP 的每次特卖中，又会基于每次特卖进行 TGI 分析和用户画像，保证在基于网站的全网流量筛选后，针对每一次特卖实现精准中的精准，带来高转化。得益于易博 DSP 的这种精细化 TGI 分析，唯品会的转化率提升了 109%，远超行业平均水平。

3.4.2 易博相似客技术助唯品会聚合新用户

基于 TGI 对比分析及唯品会会员大数据综合分析，唯品会的用户画像拓展并锁定在 18-40 岁，具有较高收入、追求更高品质生活的中高端职场白领、公务员、教师、医生等。在该画像基础之上，借助易博 DSP 的相似客技术，唯品会继续发挥专卖优势，通过每日专卖这种“精选品牌、深度折扣、限时抢购”的购物体验，吸引并聚合“新”人气，刺激相似新用户购买，并转化为高度活跃和高度忠诚的会员。

图表 16 唯品会相似客分析



数据来源：亿玛、广证恒生

3.4.3 唯品会联手易博动静态创意按需而动

易博 DSP 根据新用户的标签属性、行为属性和媒体属性，实时呈现动态画面创意，对于关注正品和喜好购买品牌的用户，将重点营造唯品会的正品和品牌特卖氛围；对于喜好抢购乐趣的用户，将重点呈现特卖的限时抢购内容，通过动态创意吸引相似需求的新用户，配合平台的极佳体验形成闭环，赢得越来越多用户的支持，让新用户量不断攀升。

图表 17 唯品会动态创意呈现



数据来源：亿玛、广证恒生

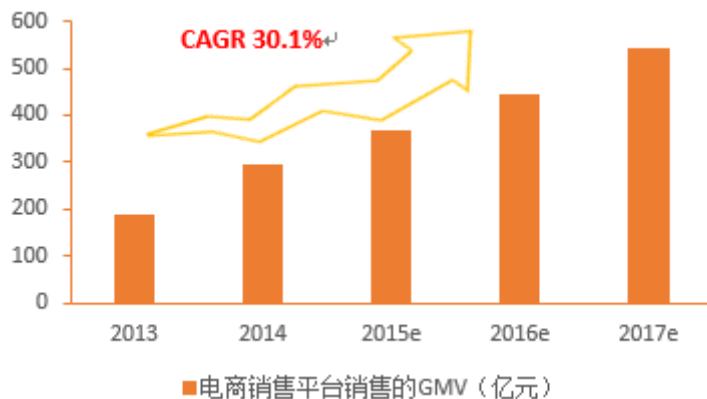
唯品会在与易博 DSP 的合作中，逐渐超预期实现了整体 ROI 超行业 2-3 倍，转化率提高 109%。

4、规模优势突出，满足电商客户各类营销需求

4.1 电商效果营销领军者，规模优势突出

2014 年，亿玛电商销售平台创造的 GMV 为 293.1 亿元，在中国电商销售服务行业处于第一名的位置。2015 年，公司实现营业收入 6.63 亿元，同比增长 45.24%，处于行业一流水平，在市场竞争中处于主导地位。

图表 18 亿玛在线电商销售平台销售的 GMV



数据来源：亿玛、广证恒生

4.2 独有的电商飞轮确保垂直领域的优势地位

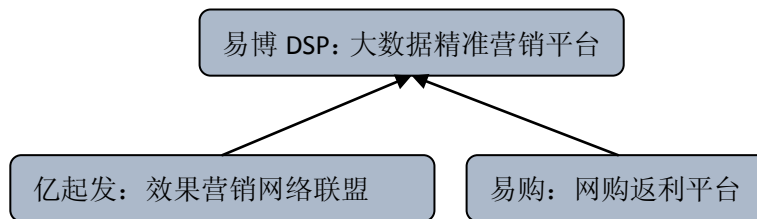
与同类型公司对比，亿玛不但拥有返利型网站易购网，同时拥有效果营销联盟亿起发和精准营销平台易博，两者互相促进，相辅相成，电商销售平台为精准营销平台 DSP 提供数据来源与市场基础，精准营销平台 DSP 为电商销售平台提供专业的技术支持，为公司成为大数据营销的领导者奠定了基础。

图表 19 亿玛在线与同行企业重点业务对比

证券代码	证券简称	主营业务
834805.OC	雷讯网络	主营业务为导购电子商务，公司主打产品“淘粉吧”是国内领先的导购返利网站，一直致力用较高的技术实力、不断创新的运营和产品思路，打造最快速、最优惠的导购返利平台。合作伙伴涵盖了多数知名电商，包括天猫、淘宝、京东、苏宁易购、一号店、唯品会、聚美优品等 400 多家，拥有网购消费者用户数量约 4000 万。
834156.OC	优蜜移动	优蜜移动是全球领先的移动营销服务商，经营业务覆盖了移动广告、游戏联运等移动营销关键链条，具备强大的移动渠道资源优势。公司拥有国内外最顶尖的移动互联网精英团队，汇聚技术、产品、运营、商务、销售、市场等专业人才近 350 人。与中国移动、阿里巴巴、腾讯、百度、网易、京东、昆仑游戏、宝洁、大众汽车、广发银行等 6000 多家国内外知名企业达成广告投放合作。
836346.OC	亿玛在线	亿玛在线以满足商家“效果”为目标，旗下拥有导购门户—易购网、效果联盟—亿起发和跨屏 DSP—易博三大拳头产品，布局电商销售和网络营销产业链关键环节，向百万网络媒体、千万在线商家和亿万网络用户提供优质服务，致力于通过大数据技术与应用产生的智慧能量，去创造和提升中国商业之未来前景。公司主要服务于大型 B2C 电商、在线品牌商家以及互联网金融、游戏等泛电商企业。

数据来源：WIND、广证恒生

图表 20 亿玛在线电商飞轮



数据来源：广证恒生

4.3 产品线齐全满足电商客户各类营销需求

公司易购网为电商客户提供返利型推广服务，亿起发为客户提供 CPS 网络联盟服务，易购则为客户提供程序化购买服务，亿玛在电商营销方面产品线丰富，客户可以根据营销目标灵活选择推广方式。

图表 21 亿玛在线主要产品线分析

推广类型	产品	推广方式
返利	易购	易购网成立于 2004 年，是中国最早的、规模最大的返利、导购网站之一，组建了以超级返为核心的特色商品导购组合，向消费者提供品牌商家的高性价比商品，跟踪消费者成交情况，并依据成交量从品牌商家处获得返利；
CPS 网络联盟	亿起发	亿起发目前已占据了网络联盟市场 60% 的市场份额，联盟聚集了 6 万家网站，公司根据广告主的营销需求制定互联网广告投放策略，进行广告投放，用户看到由亿起发推送的广告并点击后，会被链接定向到广告主（如某电商）网站。当用户完成购买后，广告主会以 CPS 的方式与亿起发结算，而亿起发则向媒体支付广告采购成本。
程序化购	易博	易博从广告主的效果需求出发，例如订单、注册成本、UV 等，利用强大的亿玛

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



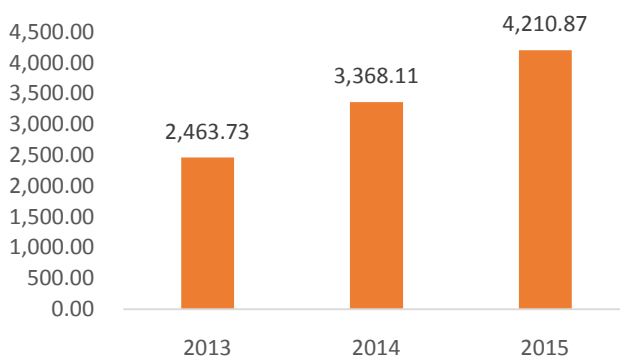
买	DMP，凭借先进的智能营销分析系统、实时竞价系统、动态创意系统以及自主研发的多项核心技术，全面对接各大公开媒体交易网络和 SSP，实现精准程序化购买，帮助广告主精确锁定用户，使受众购买更加精准，广告投放更加有效。
---	--

数据来源：亿玛、广证恒生

4.4 研发支出稳步增长

2013 年以来，亿玛在线大力投入大数据管理平台、精准营销平台等系统的建设，提高程序化购买广告投放能力，研发支出稳步增长，研发费用从 2013 年的 2463.73 万元增加至 2015 年的 4210.87 万元，占营业收入的比例达到 6.35%。

图表 22 亿玛在线研发费用增长情况（单位：万元）



数据来源：亿玛、广证恒生

5、龙头企业将充分享受市场集中度提升带来的成长

5.1 强势企业扩大市场份额

亿玛在线电商服务交易规模位于行业第一位，但是，2014 年中国网络购物市场规模达到 2.81 万亿，市场占有率仅有 1%，市场集中度有很大的提升空间！亿玛作为最大的第三方电商企业营销服务提供商，市场集中度有望逐步提升，市场份额稳步扩大。

从市场份额提升的手段来看，除了内生性增长之外，亿玛有望凭借自身在电商营销领域长期的资源和经验积累，充分发挥挂牌新三板的融资优势，通过并购的方式获得媒体资源和同类型营销公司，以外延式发展迅速扩大市场份额，提高市场集中度。

5.2 品牌客户的更大蓝海

程序化购买企业最初吸引的客户均为互联网行业客户，比如电商、游戏、APP 开发等领域，具有明显的效果属性。随着品牌广告主对于效果广告认识水平的提高，越来越多广告预算将投入到程序化购买。相对于互联网企业，品牌广告主掌握更大的广告预算，为程序化购买企业的增长留下了广阔的空间。公司目前已经拥有奥迪、美的、华为、特步等 5000 多个品牌企业客户，为其提供电子商务营销等服务，随着品牌商家效果类营销需求的提升，亿玛将

明显受益，深入到品牌企业电商化的过程。

5.3 精细化运营促进利润释放

根据已公布年报的同类型企业的对比，亿玛三费比率仍然偏高，通过精细化运营三费水平有较大的下降空间，可有效转化为利润。随着公司营收规模的迅速增长，三费规模在小幅增加的情况下，三费比率将有明显下降。

图表 23 亿玛在线三费比率与同行企业对比

证券代码	证券简称	营业收入（万元）	三费比率（三费/营业收入）
836346.OC	亿玛在线	66342.59	24.00%
833451.OC	璧合科技	21782.12	10.67%
833344.OC	巨网科技	16677.16	7.44%
430270.OC	易点天下	12744.06	8.82%

数据来源：WIND、广证恒生

注：亿玛在线已剔除 2015 年股权支付的费用

6、财务预测及估值

6.1 财务预测

6.1.1 关键假设

为了有效预测亿玛在线的财务状况，根据市场发展趋势和公司目前的经营情况，在不考虑外延式并购的前提下，我们做如下假设：

(1) **营业收入**：2016 年、2017 年受益于电商服务市场集中度的提升以及程序化购买的迅速发展，易博 DSP 营收增长 90%，亿起发和易购营收增长分别为 35%和 25%；

(2) **营业成本**：随着程序化购买的参与程度越来越高，市场竞争更加充分，预计毛利率存在下降风险，亿起发和易购属于成熟业务，营业成本与营业收入同比增长；

(3) **三费支出**：随着业务规模的大幅增长，在公司费用控制的情况下，销售费用较营收增长幅度低，假设年均增长 30%；在公司人员规模和固定支出稳定的情况下，管理费用略有增长；财务费用保持较低水平。

6.1.2 主要财务指标

根据关键假设我们对亿玛在线主要财务指标进行了预测，2016 年、2017 年，预计亿玛在线营业收入将分别达到 10.01 亿元和 15.11 亿元，同比增长 50.89%；净利润扭亏为盈，分别达到 4879.58 万元和 9988.96 万元，规模效应逐步显现，盈利能力逐步提高。



图表 24 亿玛在线主要财务指标 (单位: 万元)

	2013	2014	2015	2016e	2017e
营业收入	40,794.22	45,676.57	66,342.59	100106.06	151059.45
电商服务	25,551.91	31,468.85	43,059.63	58130.50	72663.13
精准营销	5,926.04	11,614.24	21,542.91	40931.53	77769.91
其他	9,316.26	2,593.47	1,740.05	1044.03	626.42
营业成本	30,416.97	32,176.48	48,824.08	75935.14	116700.74
电商服务	19,945.51	22,468.55	30,035.07	40547.34	50684.18
精准营销	4,386.34	7,590.25	17,224.57	34449.14	65453.37
其他	6,085.12	2,117.68	1,564.43	938.66	563.19
毛利	10,377.24	13,500.09	17,518.51	24,170.92	34,358.71
净利	46.04	-1,574.48	-4,911.31	4,879.58	9,988.96

数据来源: WIND、广证恒生

考虑到 2016 年之后不存在股权支付, 企业管理费用增长速度将下降, 预计 2016 年、2017 年管理费用为 9000 万、1.1 亿, 销售费用增速略低于营业收入增速, 保持 30% 左右增长, 财务费用维持较低水平。

图表 25 亿玛在线费用指标 (单位: 万元)

	2013	2014	2015	2016e	2017e
销售费用	5,688.23	8,277.64	7,893.34	10,261.34	13,339.74
管理费用	4,572.30	6,553.68	14,518.62	9,000.00	11,000.00
财务费用	4.82	29.62	-34.36	30.00	30.00

数据来源: WIND、广证恒生

6.2 公司估值情况

根据精准营销行业的估值现状和亿玛在线目前的经营情况, 我们选择 PS 对比作为估值依据, 选取新三板的璧合科技、汇量科技和哇棒传媒作为估值的对比对象。

图表 26 PS 万得一致预期

证券代码	证券简称	PS (2016 年)
834299.OC	汇量科技	3.04
833451.OC	璧合科技	3.87
430346.OC	哇棒传媒	4.15
836346.OC	亿玛在线	3.69

数据来源: WIND、广证恒生

2016 年, 亿玛在线营业收入为 10.01 亿元, PS 值取汇量科技、璧合科技和哇棒传媒的均值 3.69, 预计亿玛在线市值为 36.94 亿元, 对应股价 48.97 元/股。



7、风险提示

亿玛在线在市场扩张的过程中，需要准确把握电商客户需求扩大市场份额，把握竞争对手动态掌控市场并购时机，精细化运营也存在管理风险，因此，公司营收及净利规模提升存在市场风险。

新三板团队介绍：

在新三板进入历史机遇期之际，广证恒生在业内率先成立了由首席研究官领衔的新三板研究团队。新三板团队依托长期以来对资本市场和上市公司的丰富研究经验，结合新三板的特点构建了业内领先的新三板研究体系。团队已推出了周报、月报、专题以及行业公司的研究产品线，体系完善、成果丰硕。

广证恒生新三板团队致力于成为新三板研究极客，为新三板参与者提供前瞻、务实、有效的研究支持和闭环式全方位金融服务。

团队成员：

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官，新三板研究团队队长）：从事策略研究逾十年，在趋势判断、资产配置和组合构建方面具有丰富经验，研究突出有效性、前瞻性和及时性，曾获“世界金融实验室年度大奖——最具声望的 100 位证券分析师”称号、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得 2013 年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。

赵巧敏（新三板研究副团队长，高端装备行业负责人）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，7 年证券从业经验，具有跨行业及海外研究复合背景，曾获 08 及 09 年证券业协会课题二等奖。

肖超（新三板教育行业研究负责人，分析师）：荷兰代尔夫特理工大学硕士，5 年证券研究经验，2013 年获中国证券报“金牛分析师”第一名，对行业及公司研究有独到心得与积累。

陈晓敏（新三板医药生物研究员）：西北大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，在 SCI、EI 期刊发表多篇论文。3 年知名管理咨询公司医药行业研究经验，参与某原料药龙头企业“十三五”战略规划项目。

温朝会（新三板 TMT 研究员）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板研究员）：英国杜伦大学金融硕士，负责微信公众号“新三板研究极客”政策、市场等领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

林全（新三板环保行业研究员）：重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理与航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

联系我们：

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88836112



机构销售团队:

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	金娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86) 13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。