



证券研究报告|行业深度报告

信息技术|传媒

乐享互动（6988.HK）：顺势而上，勇立潮头

招商传媒团队

谢笑妍

Email: xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

执业号: S1090519030003

顾佳

Email: gujia@cmschina.com.cn

执业号: S1090513030002

CMS  **招商证券**

2020年11月22日

核心观点

摘要：乐享互动有限公司（6988.HK）成立于2008年，依据弗若斯特沙利文的数据报告，公司是中国最大的效果类自媒体营销服务供应商。其向自媒体发布者提供全面的变现产品组合，通过独有算法为自媒体发布者匹配高质量的产品组合，有效提高自媒体发布者的变现效率。公司股权架构整体稳定，董事长朱子南为实际控制人，近年来营业收入与净利润双双保持高速增长，主要是因为公司在专业管理团队领导下，通过领先技术实现了自有发行平台和渠道的建设。随着所在行业整体增势明确以及疫后景气度的回升，公司业绩有望继续保持增长。

正文：

1、紧跟行业发展潮流，业绩表现亮眼。公司成立之初定位于数字营销服务业务，多年来紧跟自媒体发展潮流不断拓宽业务布局，2013年推出自媒体发布者变现服务，2014年起开始从事效果类营销服务，2019年开始开拓短视频领域的变现服务，2020年9月于香港联交所主板上市。公司近三年营业收入与净利润双双保持高速增长。2019年实现营业收入4.74亿元，同比增速80.74%，2017-2019年营业收入复合增长率为87.20%；2019年实现净利润0.67亿元，同比增速48.21%，2017-2019年净利润复合增长率为44.94%。

2、技术平台双重优势奠定行业领先地位。公司向自媒体发布者提供全面高质量的变现产品组合，主要由线上产品及实物产品组成，在收集海量数据过程中运用专有的商业智能技术、强劲的数据分析及强大的技术平台，准确模拟营销活动的实际效果及提供高转化率的效果类营销服务，迎合市场不断变化的多样需求，同时确保公司的盈利能力。

3、推出SaaS程序化平台，精确匹配营销需求，提升中长尾自媒体变现能力。公司以智能算法引擎为核心技术，分析自媒体发布者的粉丝的年龄段、性别、预测教育程度及职业，协助自媒体发布者追踪粉丝的地理位置，为精确投放营销活动创造机会，分析自媒体发布者粉丝的平台喜好确定并向自媒体发布者推荐合适的产品，通过以上方式协助自媒体进行营销工作。行业用户在美接平台上传详细的营销需求，公司通过智能算法对方案进行评估，提供自媒体发布者等流量的智能匹配，协助广告主更精确地完成营销宣传。

4、行业发展向好，增长潜力巨大。随着领先自媒体平台的不不断渗透，行业客户对自媒体投放的资源营销预算呈上升趋势；自媒体创作者及流量平台出于自身利益考量也迫切希望实现流量变现，效果类营销赛道应运而生。弗若斯特沙利文的数据显示，效果类营销市场规模由2014年的13亿元增长至2019年的318亿元，复合年增长率为90.0%，预计2024年可达到1,107亿元，2019-2024年CAGR为28.3%；行业竞争格局高度分散，掌握更多流量点位的乐享互动未来有望提升市占率。

风险提示：市场竞争加剧风险；行业监管风险；效果类自媒体营销服务行业未继续发展或发展或增长速度低于预期。

一、算法为核，成就国内最大效果类营销服务商

1.1 耦合供需两端，深挖自媒体营销价值

1.2 股权结构稳定，管理层行业经验丰富

1.3 紧跟自媒体发展潮流，不断拓宽变现服务

1.4 业绩持续高增长，盈利能力亮眼

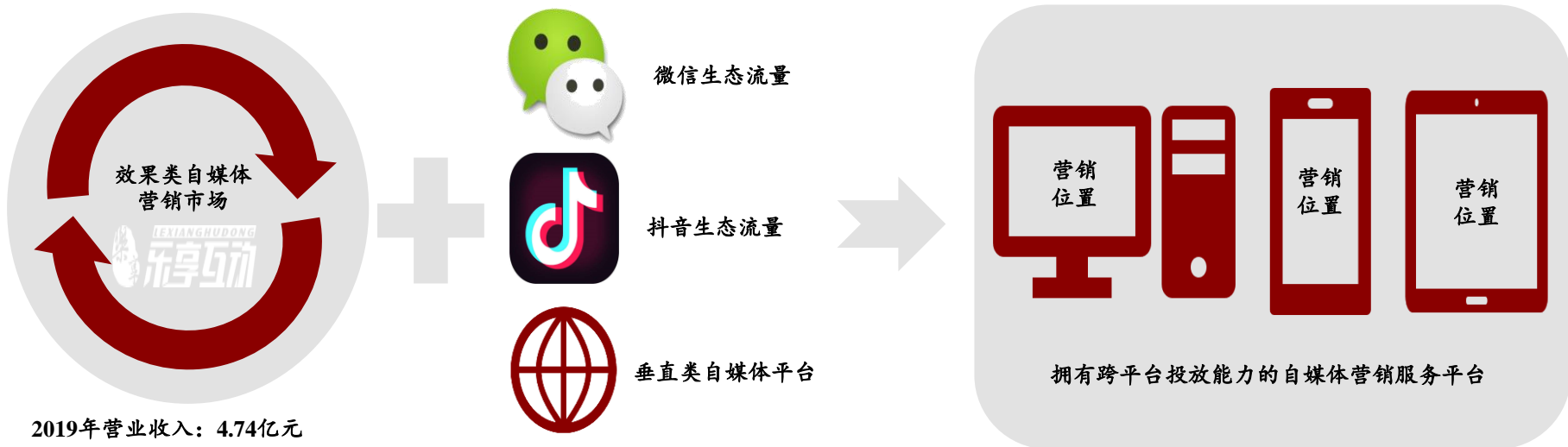
1.1 耦合供需两端，深挖自媒体营销价值

乐享互动有限公司（以下简称乐享互动，股票代码：6988.HK）成立于2008年，依据弗若斯特沙利文的数据报告，公司是中国最大的效果类自媒体营销服务供应商。

公司向自媒体发布者提供全面的变现产品组合，通过其独有算法为自媒体发布者匹配高质量的产品组合，有效提高自媒体发布者的变现效率。

公司使用专有量化算法平台在行业客户与自媒体发布者之间架设纽带，提供符合其各自需要的服务。通过自动化的量化算法为行业客户在多样化平台匹配合适的自媒体发布者，帮助行业客户获得用户。

图表1：乐享互动业务情况



1.1 耦合供需两端，深挖自媒体营销价值

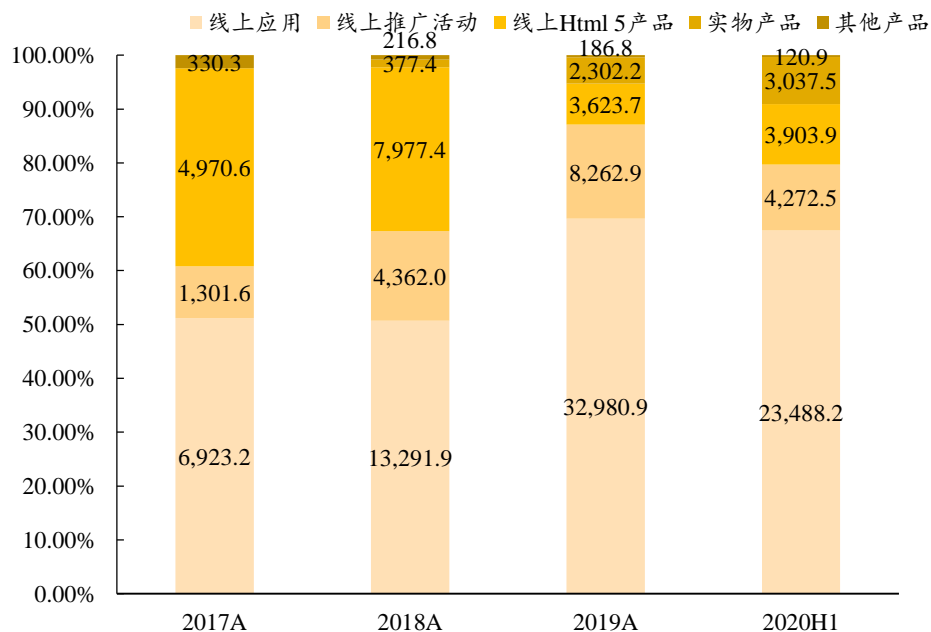
乐享互动为行业客户提供效果类营销服务，公司产品组合以线上产品为主，其次为实物产品。线上产品主要包括应用、Html 5产品(如网络文学、游戏及小程序)以及线上推广活动。此外，公司也向实物产品提供营销服务并向游戏发行商提供游戏共同发行服务。

- 应用：公司构建了涵盖超过十个类别的应用组合，例如游戏、视频及工具应用；
- Html 5产品：公司的文学内容组合包括超过681本涉及69种文学体裁的网络书籍同时拥有庞大的Html 5游戏产品组合；
- 线上推广活动：主要为效果类营销服务，为知名营销代理及品牌提供购物节及信用卡推广营销活动

图表2：公司效果类营销展示平台



图表3：乐享互动营业收入构成情况（单位：万元）



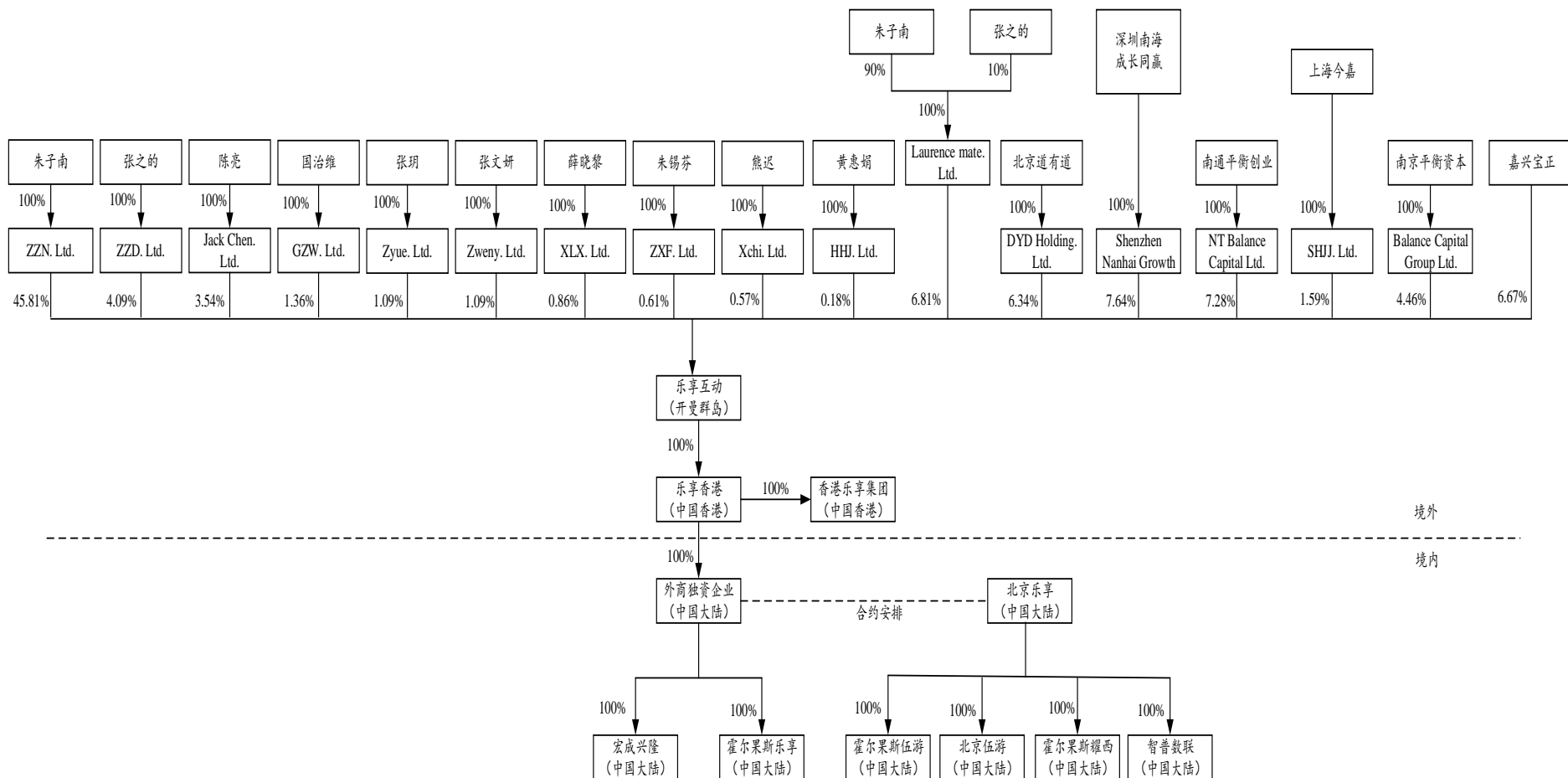
资料来源：招股说明书，招商证券

资料来源：Wind，招商证券

1.2 股权结构稳定，管理层行业经验丰富

朱子南为公司的实际控制人，其拥有ZZN.Ltd.（持股比例45.81%）的100%权益及Laurence mate.Ltd.（持股比例6.81%）的90%权益，并与张之的为一行动人，因此朱子南在IPO前合计持有乐享互动（开曼群岛）51.939%的股份，根据公司披露的2020年半年报，公司IPO股权稀释后朱子南持有42.537%的股份，公司股权结构整体稳定。

图表4：乐享互动IPO前股权架构图



资料来源：招股说明书，招商证券

注：囿于公司2020中报披露股权持有情况有限故使用IPO前股权架构图，相应持股比例在上市后有所稀释。

1.2 股权结构稳定，管理层行业经验丰富

公司管理层在互联网、游戏及媒体行业拥有十年以上从业经验。尤其是总裁朱子南和总经理张之的两位高级管理人员都在游戏领域耕耘十年以上，拥有丰富的行业人脉，这有利于公司从事相关游戏营销与发行业务；副总裁成林在应用服务产品运营领域也有十多年工作经验。

图表5：乐享互动主要管理层履历



朱子南

2004/10-2005/08，国家教育部考试中心任职科研处处长秘书；
2005/08-2007/04，魔龙国际有限责任公司（主要业务为开发及制作手机游戏）副总裁；
2007/04-2012/06，凤凰在线（北京）信息技术有限公司（一家主要从事在横跨互联网、移动及电视网络的无缝平台上为主流中国社区提供新媒体内容及服务的公司）业务部总经理；
2012/06-至今，北京乐享行政总裁；
2017年12月，在中国游戏年会上获选为中国游戏产业十大新锐人物之一。



张之的

2010/09-2011/12，Betwandwin(BWIN)（一家网络游戏公司）远东地区总裁；
2012/01-2013/01，网络游戏公司Vera&John China总裁；
2013/02月-2016/06，北京慧群之地科技有限公司（一家主要从事运营电脑游戏的公司）营运总监。



成林

2005-2008年，索尼爱立信移动通信产品（中国）有限公司业务主管；
2009-2011年，北京普天太力通信科技有限公司（一家移动通讯产品分销商及服务提供商）业务主管；
2011-2013年，北京源彩科技有限公司（应用服务提供商）首席运营官；
2013/04月-2013/12月，北京慧群之地科技有限公司营运总监。

1.3 紧跟自媒体发展潮流，不断拓宽变现服务

乐享互动成立于2008年，成立之初定位于数字营销服务业务，多年来紧跟自媒体发展潮流不断完善业务布局：

- 2013年推出自媒体发布者变现服务；
- 2014年起开始从事效果类营销服务；
- 公司管理层在游戏领域的前期积累使其意识到Html 5技术的潜力，因此2015年公司旗下北京伍游开展发行Html 5手机游戏业务，公司是中国第一批发布Html 5游戏的网站之一；
- 2016年北京乐享在新三板挂牌交易，2018年退市；
- 2019年开始开拓短视频领域的变现服务；2020年9月于香港联交所主板上市。

图表6：乐享互动发展历程



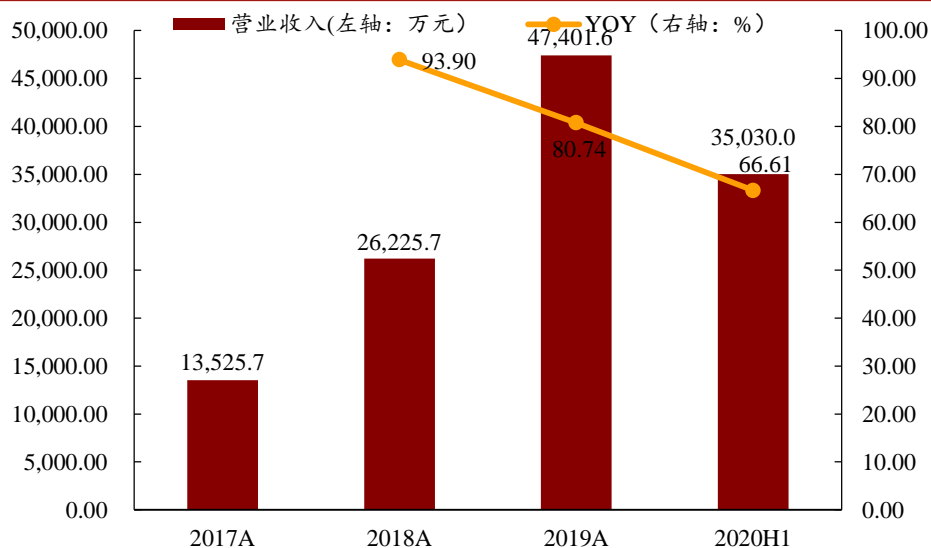
资料来源：招股说明书，招商证券

1.4 业绩持续高增长，盈利能力亮眼

公司近三年营业收入与净利润双双保持高速增长。2019年实现营业收入4.74亿元，同比增速80.74%，2017-2019年营业收入复合增长率为87.20%；2019年实现净利润0.67亿元，同比增速48.21%，2017-2019年净利润复合增长率为44.94%。

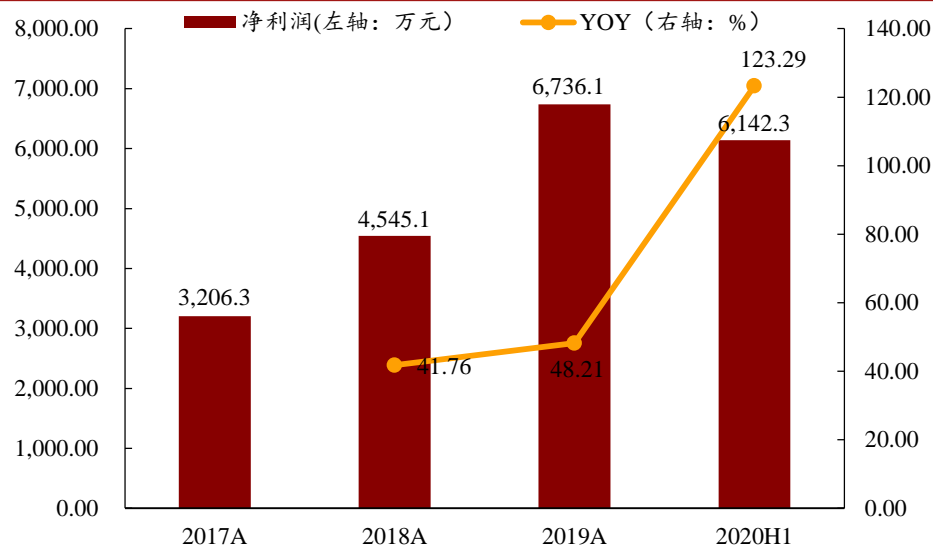
尽管2020上半年疫情使整体经济形势承压，但受益于“宅经济”以及公司以线上业务为主的业务布局模式，公司业绩仍然保持高增长态势。2020H1公司实现营业收入3.50亿元（已达到2019A的73.90%），同比增速66.61%；同期实现净利润0.61亿元（已达到2019A的91.18%），同比增速123.29%，随着下半年生产生活全面恢复，全年公司业绩有望实现较高增长。

图表7：乐享互动营业收入变化情况



资料来源：Wind，招商证券

图表8：乐享互动净利润变化情况



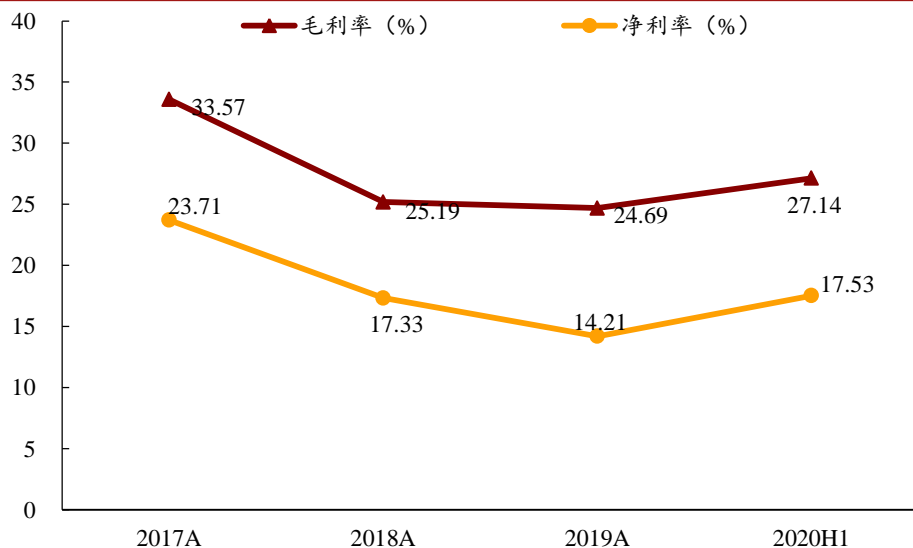
资料来源：Wind，招商证券

1.4 业绩持续高增长，盈利能力亮眼

公司毛利率与净利率总体保持稳定。2019年公司毛利率录得24.69%，较2018年略有下滑，主要由于Html 5产品毛利率下降所致，同期净利率也略有下滑录得14.21%。2020H1效果类营销需求增加，公司盈利能力企稳回升，实现毛利率27.14%，净利率17.53%。预计随着5G技术的不断推广，应用产品营销需求有望进一步增强，这有利于公司未来进一步提升盈利能力。

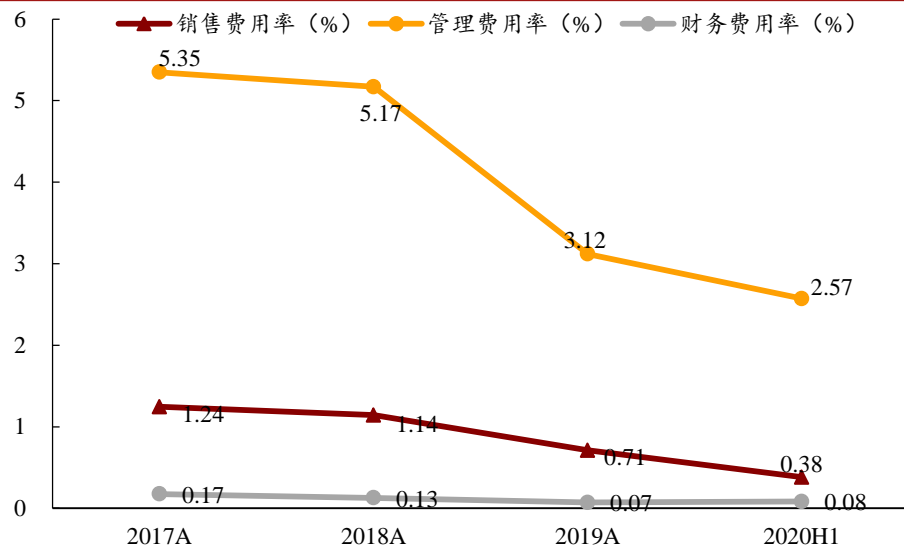
公司三大费用率稳定下降，费用管控能力较强。2019年公司销售费用率、管理费用率以及财务费用率分别录得0.71%、3.12%与0.07%，连续三年呈下滑态势；2020H1销售费用率与管理费用率进一步下滑，分别为0.38%和2.57%，财务费用率小幅增长至0.08%，但仍保持在低位，总体而言公司费用管控能力较好。

图表9：乐享互动毛利率与净利率



资料来源：Wind，招商证券

图表10：乐享互动三大费用率



资料来源：Wind，招商证券

二、顺应上下游需求，效果营销步入快车道

2.1 自媒体体量不断扩容，效果类营销乘势而上

2.2 产业链初具雏形，上下游需求强劲

2.3 行业格局高度分散，抢占流量点位有望提升市占率

2.1 自媒体体量不断扩容，效果类营销乘势而上

随着互联网基础设施的不断发展，各大互联网巨头纷纷发力移动社交、短视频等领域，这也促使自媒体体量不断扩大。腾讯微信和WeChat 2020Q3月活跃帐户12.1亿，2020年初新榜统计共有98.11万公众号，其中57.32万公众号活跃；抖音截至2020年8月日活用户超过6亿，10月企业号超过500万，企业号粉丝总量2年增长15倍；快手2020H1月活用户7.76亿，直播付费用户6400万；哔哩哔哩2020Q1月活用户1.72亿，付费用户1340万。

图表11：微信、抖音、快手、哔哩哔哩平台用户发展情况



微信公众平台

- 截至2020Q3，微信和WeChat合并月活用户12.1亿，同比增长5.4%
- 新榜数据显示，截至2020年初共有981144个微信公众号，其中可以正常访问的有801529个，2019年有监测推文的活跃公众号为573235个



抖音

- 截至2020年8月包括抖音火山版在内，抖音日活用户已超过6亿
- 截至2020年10月，抖音企业号用户数突破500万，企业号粉丝总量2年增长15倍



快手

- 截至2020H1，快手日活用户3.02亿，月活用户7.76亿，月活用户中26%为内容创作者
- 直播付费用户6400万，短视频和直播点赞、转发及评论1.63万亿



哔哩哔哩

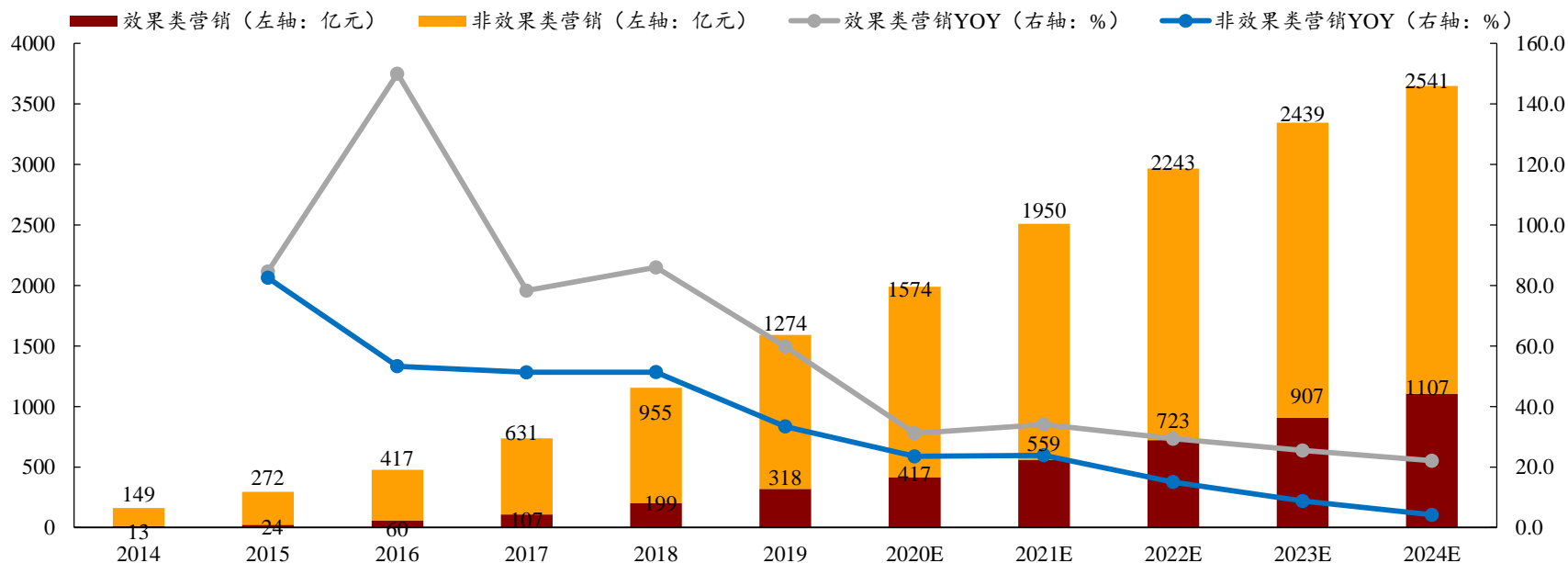
- 截至2020Q1，哔哩哔哩月活用户1.72亿，同比增长70%；
- 付费用户1340万，同比增长134%，付费用户比例达到7.8%

2.1 自媒体体量不断扩容，效果类营销乘势而上

随着各大领先自媒体平台的不不断渗透，行业客户对自媒体投放的资源 and 营销预算呈上升趋势。数据显示，自媒体营销市场规模由2014年的162亿元增加至2019年的1,593亿元，CAGR达57.9%，预计2024年达到3,648亿元。

自媒体营销分为效果类营销和非效果类营销，其中效果类营销指互联网受众进行特定的行动时向行业客户收取费用的一种线上营销类型。由于效果类营销在一定程度上具有品牌优势又十分注重直接效益而广受青睐。效果类自媒体营销市场的市场规模由2014年的13亿元增长至2019年的318亿元，复合年增长率为90.0%，预计2024年可达到1,107亿元，2019-2024年CAGR为28.3%，效果类营销占比将进一步提升。尤其是应用、线上推广活动将更多采取效果营销方式，成为增长的主要动力。

图表12：2014A-2024E中国自媒体营销市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，招商证券

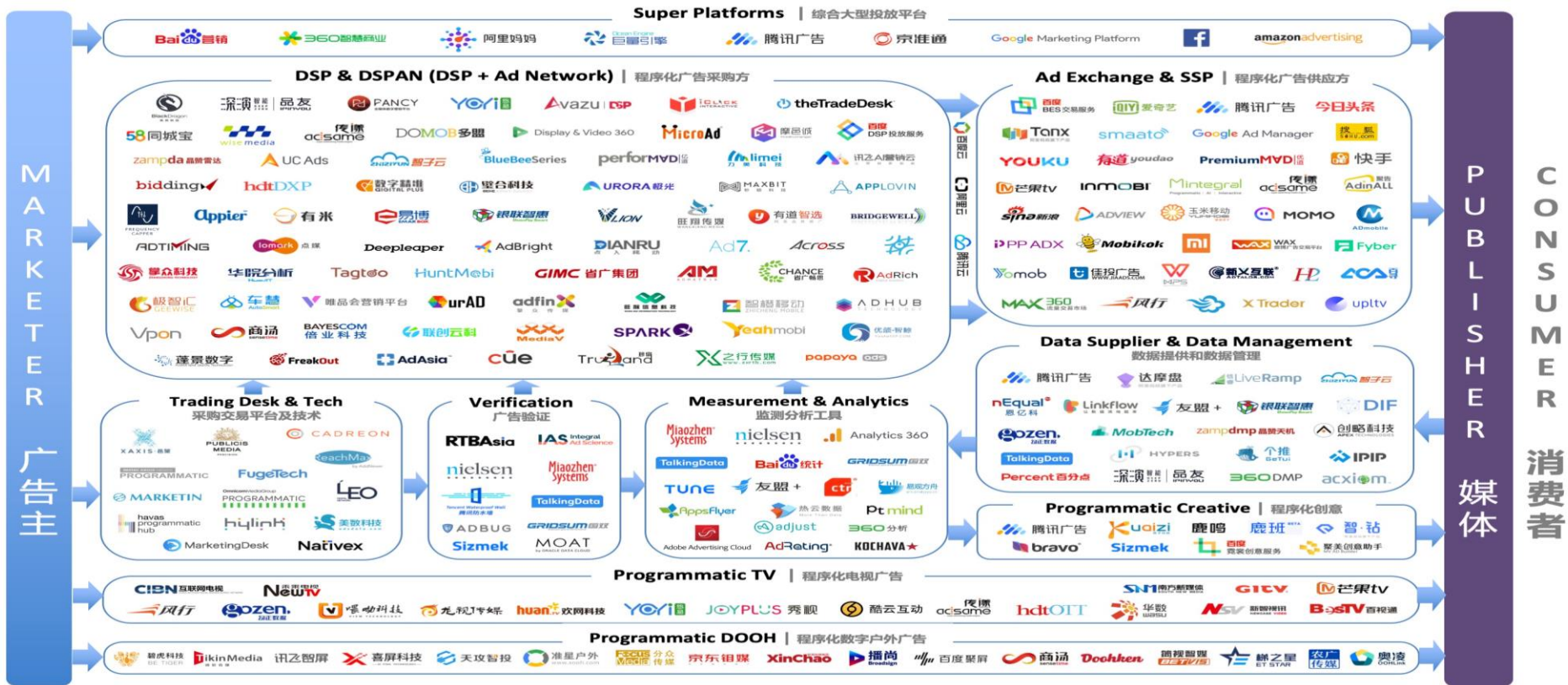
注：弗若斯特沙利文是一家独立的全球咨询公司，于1961年在纽约创立，其为多家企业提供香港IPO所需的行业分析报告。



2.2 产业链初具雏形，上下游需求强劲

由于效果类营销大多以CPC、CPA、CPS等方式获取分成，因此离不开算法程序的支持，国内程序化广告产业已初具雏形。其基本流程包括：（1）广告主或广告代理商将自身宣传品上传至DSP或DSPAN平台；（2）DSP平台对广告进行用户匹配传输到Adx或SSP平台；（3）SSP平台将其站视在广告位中吸引目标客户；（4）当目标客户产生点击、下载或付费等行为后，数据逆向传输给DSP平台，DSP平台据此向广告主获取分成。此外还出现了涵盖其中多个流程或提供技术支持等服务的综合服务平台。

图表13：中国程序化广告技术生态圈



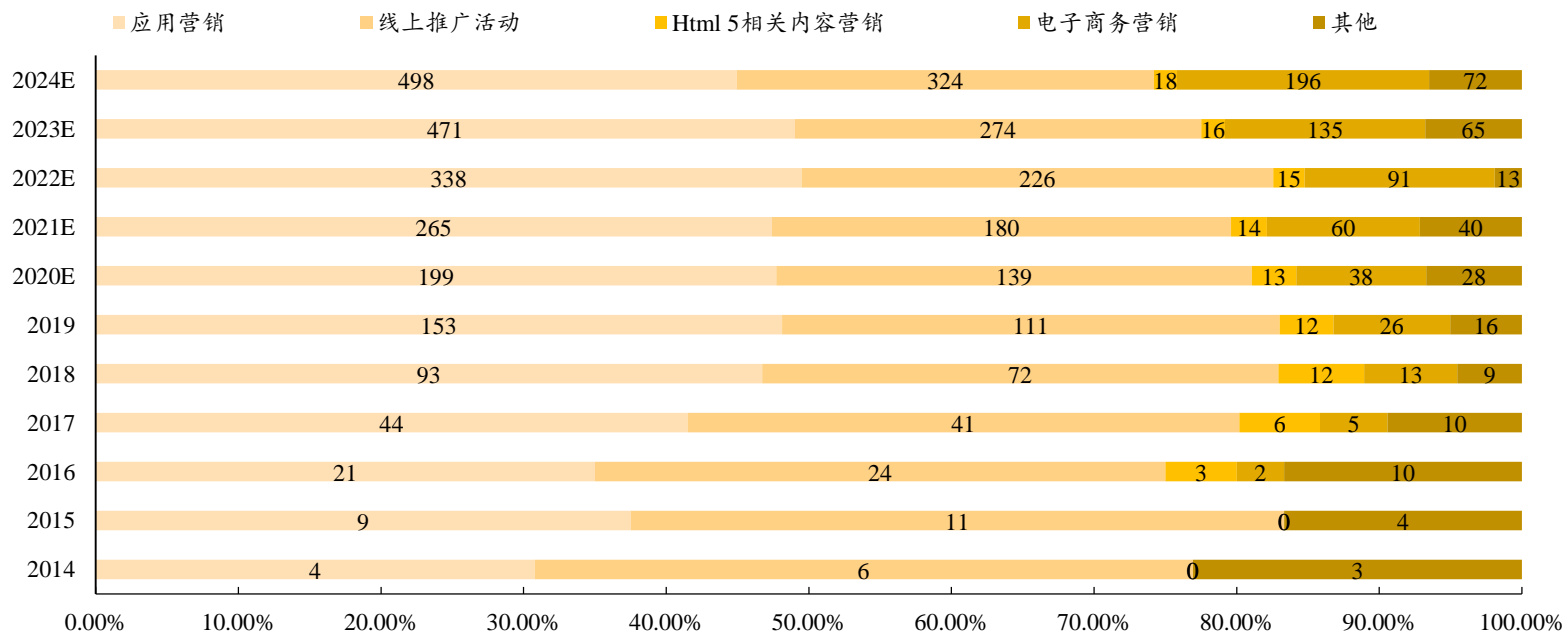
资料来源：RTBChina, 招商证券

2.2 产业链初具雏形，上下游需求强劲

行业客户对效果类营销服务的需求不断增加。随着数据收集能力、数据分析能力的不断提高及效果优化算法发展不断改善，自媒体营销服务提供商能更好地理解受众兴趣并甄别目标受众以匹配合适内容。因此，更多的行业客户意识到效果类营销服务价值所在，对效果类营销服务需求持续增加。

弗若斯特沙利文数据显示，2019年应用营销市场规模达到153亿元，线上推广活动营销市场规模达到111亿元，两者占比达80%以上，预计至2024年应用营销/线上推广活动营销的市场规模将达到498/324亿元。

图表14：2014A-2024E不同产品效果类营销市场规模（单位：亿元）



2.2 产业链初具雏形，上下游需求强劲

自媒体发布者与流量平台对变现服务的需求不断增加且潜力巨大。一方面，中小型自媒体发布者对流量变现需要尤其明显，但吸引大量忠实用户并将用户流量变现对其而言颇具挑战，因此将流量点位让渡给能够提供丰富产品变现服务的平台是其用户流量变现的重要方式。

另一方面，中长尾用户能否实现流量变现，直接关系到流量平台的用户活跃程度，因此流量平台出于维持活跃程度的考量，也会积极提供流量变现服务或与各类效果营销服务供应商达成合作。例如，字节跳动旗下的巨量星图致力于打造优质创作者一站式服务平台对接广告主与创作达人，帮助自媒体创作者实现流量变现，已累计入驻26类别达人共33万，注册客户76万。

图表15：字节跳动旗下巨量星图帮助自媒体创作者流量变现



案例精选



戴美妆-叶公子广告案例分析

日化用品

查看详情



哈啰顺风车案例分析

其他汽车

查看详情



张一元品牌推广大成功！（找对属性契合的达人有多重要？）

饮料冲调

查看详情



良品铺子牵手讲道理侠，单条视频带货40W+，优质内容的带...

休闲零食

查看详情

2.3 行业格局高度分散，抢占流量点位有望提升市占率

行业集中度较低，头部公司占比较小。效果类自媒体营销市场成长性较高，但规模较小，从竞争格局上来看，行业规模虽然不大，但竞争十分激烈，按2019年收益计，乐享互动是中国最大型的效果类自媒体营销服务提供商（市场份额占1.5%），前五大参与者于2019年所占的市场份额不到5.0%，公司也是中国第二大的自媒体营销服务提供商（市场份额占0.3%），前五大参与者于2019年所占的市场份额不到2.0%。在此背景下，积极抢占流量点位，增强自媒体创作者信任度，实现更多流量点位接入，一方面有利于公司数据沉淀，另一方面也成为公司未来参与行业竞争的重要支撑。

图表16：2019年中国效果类自媒体营销服务提供商市场份额 图表17：2019年中国自媒体营销服务提供商的市场份额

公司	收益	市场份额
乐享互动	473.6	1.5%
公司A	24.16276.5	1.0%
公司B	26.48 272.4	0.9%
公司C	33.60 177.4	0.6%
公司D	165.4	0.5%
其他	30470.5	95.5%

公司	收益	市场份额
公司E	0.9	0.6%
乐享互动	0.5	0.3%
公司A	0.4	0.3%
公司B	0.3	0.2%
公司C	0.2	0.1%
其他	157.0	98.5%

三、公司业务核心优势

3.1 用户流量接入点布局庞大，形成优质私域流量平台

3.2 持续研发投入，锻造成熟算法与运作流程

3.3 高转化率及发行平台型模式带来高毛利回报

3.4 推出SaaS程序化平台，赋能产品营销及流量变现全流程

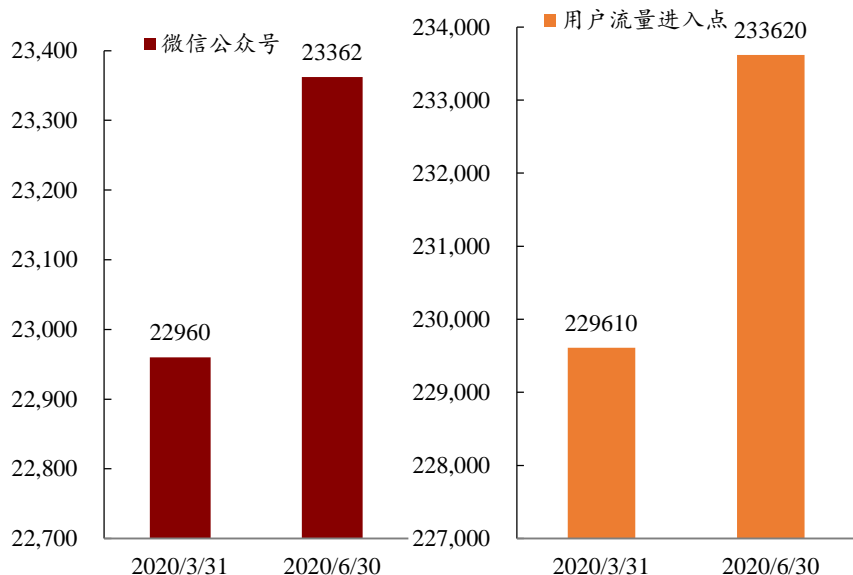
3.5 高可变现产品覆盖率利于保持同自媒体稳定合作关系

3.1 用户流量接入点布局庞大，形成优质私域流量平台

营销点位覆盖各大主流平台，集结优质私域流量。截至2020年6月30日，公司已累计向合共约23,362个微信公众号及约233,620个用户流量进入点提供服务，包括微信、短视频及其他垂直类自媒体生态流量，拥有逾7.37亿名粉丝。通过策略性地识别、网罗自媒体发布者，公司当前已建立起一个涵盖游戏、小说和笑话等流行类型并拥有优质私域流量的自媒体网络。

利用活跃粉丝群体达成高转化率及盈利能力。在公司构建的流量平台中，自媒体发布者均拥有高活跃度和忠实度的粉丝群体，不仅保障了可达到的在线流量规模，且可通过智能算法匹配粉丝及其愿意付费的内容，实现用户流量的高效转化、变现。

图表18：2020年3月~6月流量接入点规模



资料来源：Wind，招商证券

图表19：公司流量渠道及发行平台建设



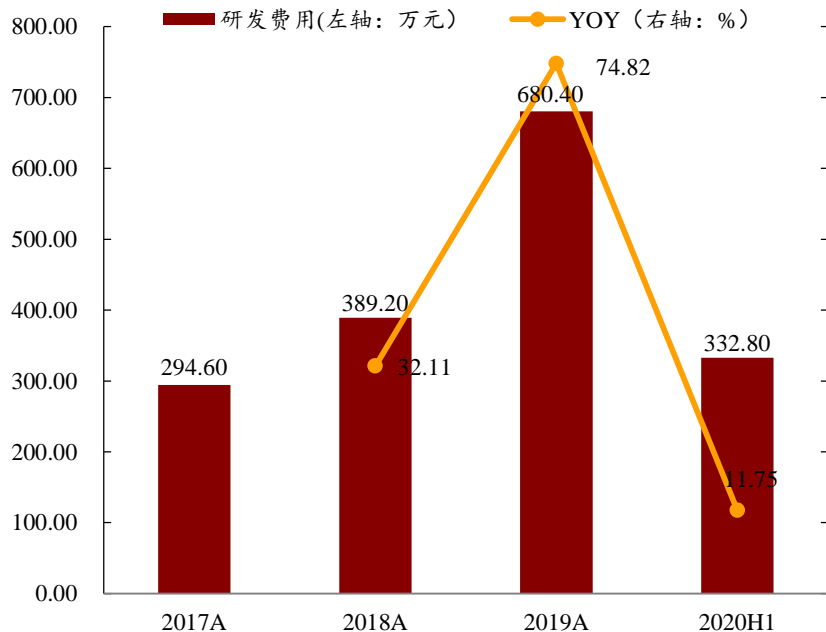
资料来源：公司官网，招商证券

3.2 持续研发投入，锻造成熟算法与运作流程

依靠前期充分的研发投入，公司目前已经具备成熟的技术系统及算法，建立其全面且详尽的用户数据库，其技术运作流程主要包括：

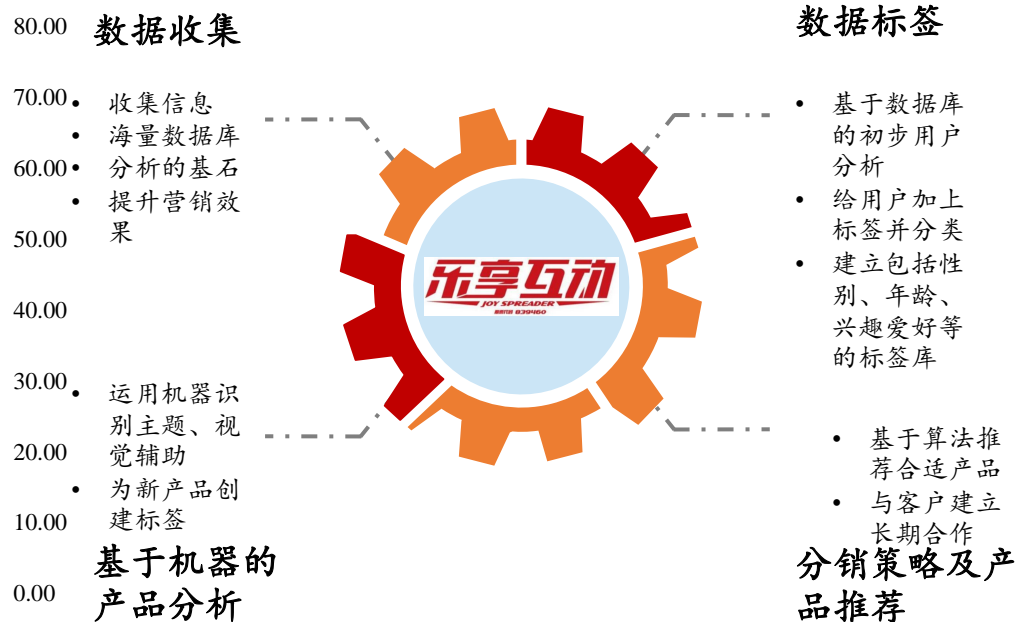
- 数据收集：公司通过追踪及分析营销活动分销时间表自动收集信息，建立海量数据收集库并持续扩张。
- 数据标签：公司根据从自媒体发布者所填资料表格收集到的详情，及众多自媒体发布者当中类似的用户资料，对自媒体发布者的粉丝进行初步的用户分析后，对其应用标签加以分类。
- 基于机器的产品分析：公司运用机器识别主题、视觉辅助及行业领域等产品特征及为新产品创建不同的标签。公司根据产品分析结果对新产品分类及所有具相同特征的产品将应用相同标签加以分类。
- 分销策略及产品推荐：公司基于算法的产品推荐引擎优化分销策略并向行业客户及自媒体发布者推荐合适的产品，以实现高点阅率及转化率。

图表20：乐享互动研发费用情况



资料来源：Wind，招商证券

图表21：乐享互动技术运作流程



资料来源：招股说明书，招商传媒

3.3 高转化率及发行平台型模式带来高毛利回报

公司面对上游行业客户按照CPC、CPA、CPS定价，面对下游自媒体发布者按照CPM、CPT计算流量获取成本，依靠扎实的技术系统及算法，实现从用户展示到用户点击或购买的高转化率，保障较高毛利收益。此外，针对游戏行业客户，公司依托自媒体网络形成的优质发行平台，直接参与游戏发行及充值流水分成，进一步拉高公司整体毛利水平。

图表22：公司定价模式



毛利率 (%)	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
天地在线	12.92	7.20	7.79	12.19	7.31
新数网络	24.16	26.46	7.20	14.66	0.31
汇量科技	26.48	22.52	23.74	22.28	21.82
乐享互动	33.60	25.20	24.70	24.08	27.10

资料来源：招股说明书，招商证券

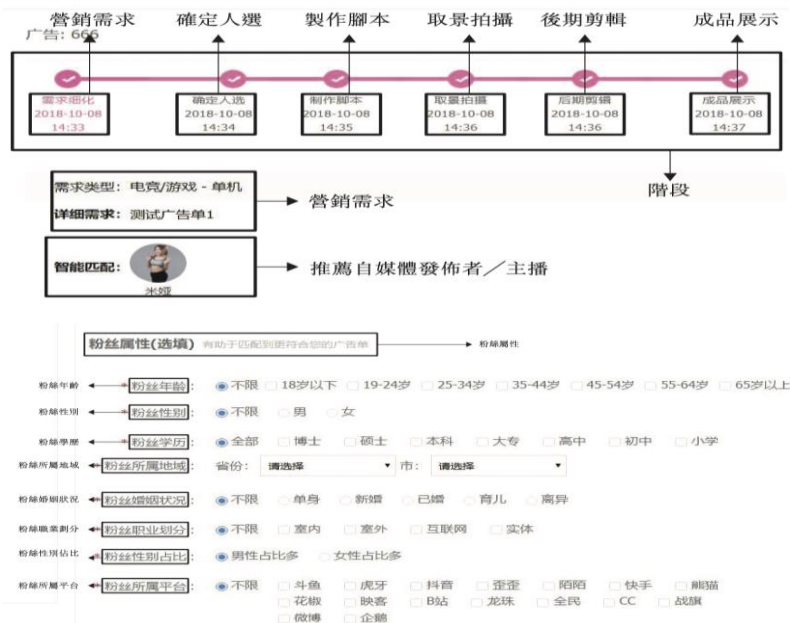
3.4 推出SaaS程序化平台，赋能产品营销及流量变现全流程

公司预计于2020年第四季正式推出基于大数据支撑的商业化智能 SaaS平台“美接”。平台以公司的智能算法引擎为核心技术，通过以下方式协助自媒体进行营销工作：①分析自媒体发布者的粉丝的年龄段、性别、预测教育程度及职业；②协助自媒体发布者追踪粉丝的地理位置，为精确投放营销活动创造机会；③通过分析自媒体发布者粉丝的平台喜好确定并向自媒体发布者推荐合适的产品。行业用户在美接平台上传详细的营销需求，公司通过智能算法对方案进行评估，提供自媒体发布者等流量的智能匹配，协助广告主完成营销宣传的全过程。

图表23：美接平台运作模式



图表24：美接平台行业用户及自媒体发布者界面



- ❑ 通过算法让产品与用户精确匹配
- ❑ 通过内容转化和增强变现效率提升中长尾商业化能力
- ❑ 为PGC提供精准数据化支撑

3.5 可变现产品覆盖率高，利于保持同自媒体稳定合作关系

当前，中小型自媒体发布者对商业化变现的需求日渐高涨，为了更加高效地实现流量变现，自媒体发布者往往会选择与广告资源丰富、拥有多元化产品组合的变现服务提供商合作。

公司拥有丰富、广泛且高质量的产品组合，迎合自媒体发布者不断变化的多样需求。在数量上，截至2020年6月30日，已与超过161个行业客户合作，产品覆盖超过10个种类的应用组合、69个文学类别的逾779册网络书籍，以及超过175款Html 5游戏，占经我国政府批准的所有Html 5游戏的约63%，可变现产品覆盖率超过94.1%，同时，公司已与多家知名行业用户维持了长期稳定的业务关系，多家企业的每年订单总价值超过1亿元。通过提供强大且可持续的产品组合，公司可同拥有大量活跃粉丝的优质自媒体发布者保持稳定的合作关系，稳固所构建的私域流量平台。

图表25：乐享互动多元化产品组合



四、从海外DSP巨头TTD看国内效果营销赛道

4.1 TTD：专注买方市场，提升算法技术，成就海外DSP巨头

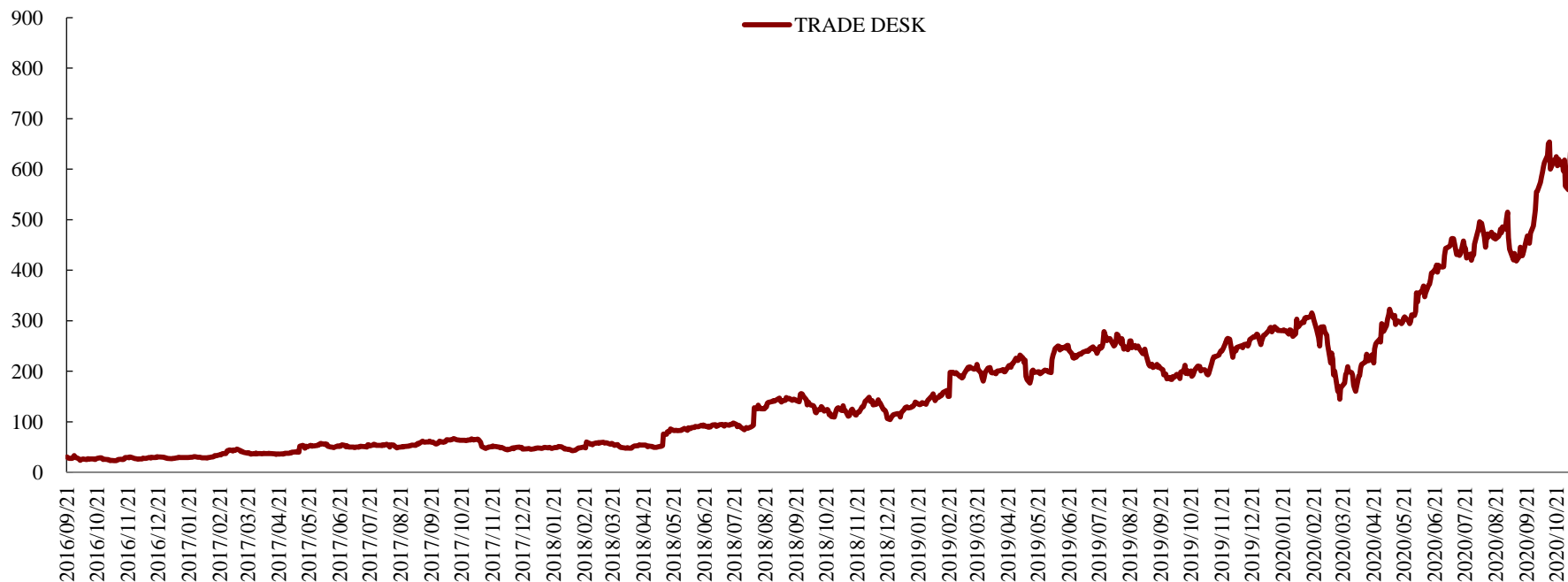
4.2 国内流量集中度提升，纯DSP模式暂时难以走通

4.3 国内效果营销两大关键：核心算法+海量数据

4.1 TTD：专注买方市场，提升算法技术，成就海外DSP巨头

TTD (The Trade Desk, 以下简称TTD) 是一家典型的DSP公司, 公司构建了一个面向广告主的交易平台, 使得客户可以使用自行购买和管理数据驱动的数字广告。该平台允许客户横跨多种广告形式, 包括视频和社交集成管理广告活动, 同时支持电脑, 移动设备和电视等多种设备。公司与2009年成立于美国特拉华州, 2016年9月21日TTD正式在纳斯达克挂牌上市, 股票代码TTD.O。四年间, TTD的股价已从上市之初的30.10元飙升至819.34元(截至2020年11月6日), 股价翻了27.22倍。

图表26：TTD股价图



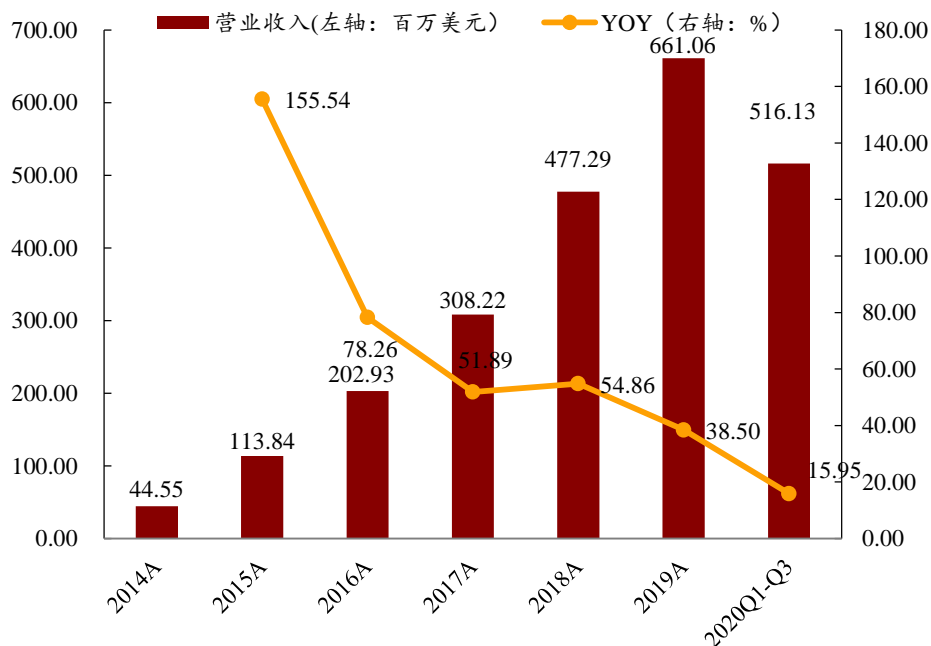
资料来源：Wind，招商证券

4.1 TTD: 专注买方市场, 提升算法技术, 成就海外DSP巨头

2019年, 公司实现营业收入661.06百万美元, 同比增速38.50%; 实现净利润108.32百万美元, 同比增速22.89%; 2014-2019年, 公司营业收入与净利润复合增速为71.51%/636.45%, 业绩增长迅猛。

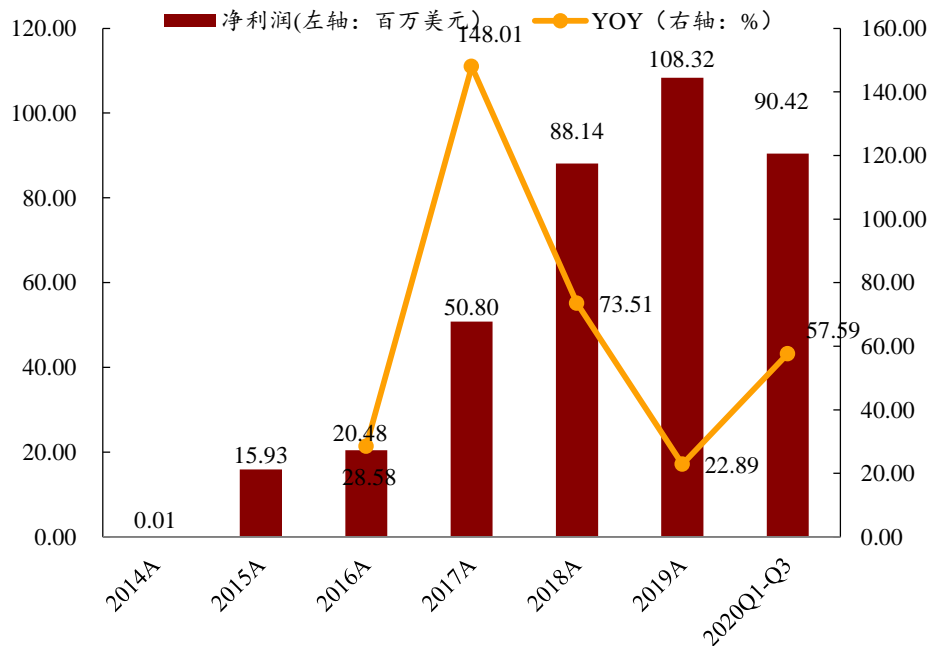
2020前三季度, TTD分别实现营业收入/净利润516.13/90.42百万美元, 同比增速15.95/57.59%, 尽管美国疫情形势严峻, 但公司线上营销服务受疫情冲击有限, 业绩继续保持高速增长态势。

图表27: TTD营业收入变化情况



资料来源: Wind, 招商证券

图表28: TTD净利润变化情况



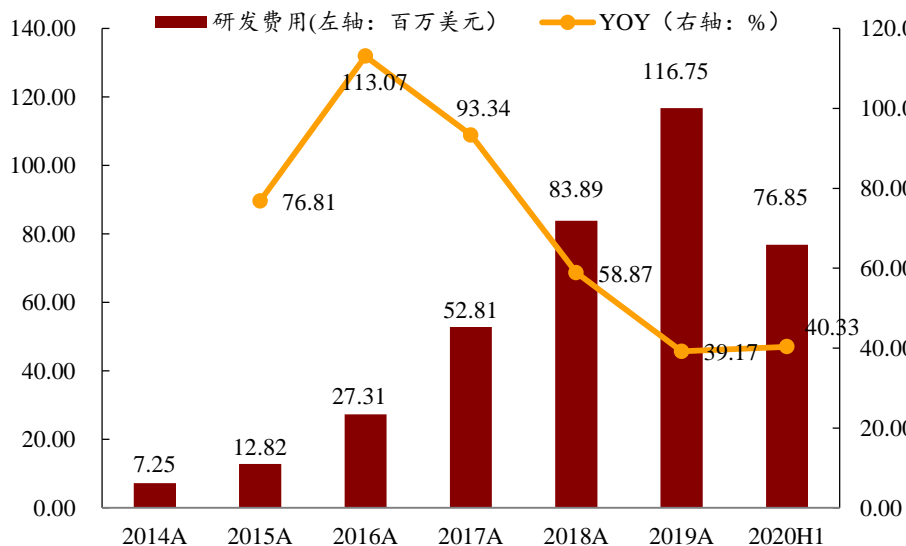
资料来源: Wind, 招商证券

4.1 TTD: 专注买方市场, 提升算法技术, 成就海外DSP巨头

以算法为核心, 拥有海量数据, 着力提升程序化交易能力。普通消费者在典型的一天可能会收到超过一千个数字广告, 但大多数消费者并不知道, 当他们登陆网页, 观看视频, 使用移动应用或观看互联网电视时, 通常会在幕后的大约1/10秒内进行广告库存拍卖和内容加载。TTD的平台平均每秒可提供约320万个广告位, 供广告主在数百万个不同规模的媒体源(网站、节目、频道、站点和流媒体)上竞标。TTD还拥有大量第一方和第三方人群数据资源, 这些数据资源有利于广告主分析出目标客户的大致方向, 从而实现有效投放。达成这种程序化交易的前提就是TTD的技术, 这些算法技术使广告购买者有能力参与这些实时拍卖, 它可以帮助广告主确定要展示的广告以及应考虑的每个广告位支付价格的合理区间。

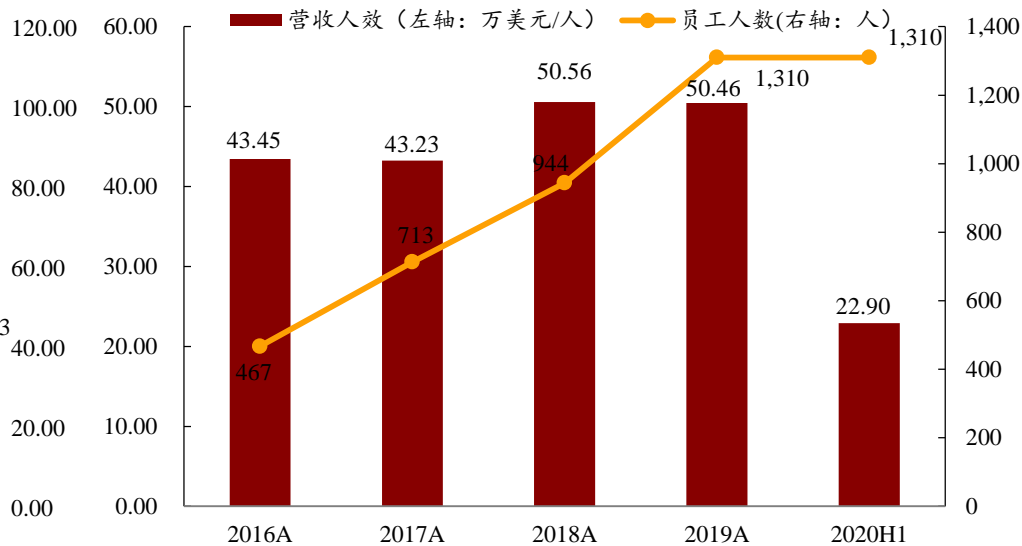
而TTD之所以能够达成如此高效率的交易模式, 得益于公司在研发方面的持续投入。公司的创始团队是程序化交易领域的先驱者, 公司前期研发投入始重保持较高的增长速度, 2020H1公司研发费用录得76.85百万美元, 同比增速40.33%。这种依靠资本促进研发产出的驱动模式使得公司在2019年全年营收人效达到每人50.46万美元。

图表29: TTD研发费用变化情况



资料来源: Wind, 招商证券

图表30: TTD营收人效变化情况



资料来源: Wind, 招商证券

4.1 TTD: 专注买方市场, 提升算法技术, 成就海外DSP巨头

战略定位清晰, 专注买方市场。TTD的战略定位在于面向广告主的买方市场, 并不涉及SSP平台。包括Google旗下的Double Click等平台也声称是DSP平台, 但这类平台由于脱胎于Google等自有流量的媒体, 在流量分配是很可能在算法中出于成本考量优先推荐自有广告位, 而较少考虑广告主的需求。在这样的背景下, TTD就自然会受到客户更多的青睐。“不涉足流量”在商业模式上, 似乎降低了利润水平, 但却在与一众自带流量的DSP平台竞争中拥有了显著的差异化优势, 更易建立客户信任度与复购率, 从而不断提升市占率。

特别地, TTD还坚持服务买方市场中的广告代理公司, TTD认为媒介代理公司在广告创意中仍然较广告主有较大优势, 与广告代理公司尤其是4A公司的合作一方面使得自身的定位更为明确(不做广告创意), 另一方面也使得4A公司对TTD的信任度与依赖度进一步加强。

图表31: 美国互联网广告产业链



4.2 国内流量集中度提升，纯DSP模式暂时难以走通

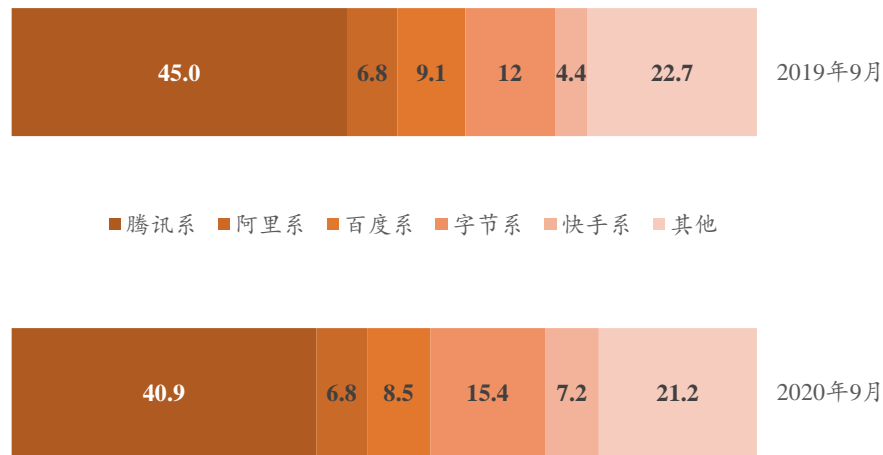
在美国市场，Facebook和YouTube在社交和视频领域拥有广泛流量，但广告位的集中度并不像国内这么集中，The New York Times, Discovery, Spotify等网页依然是顶级流量资源。而国内目前的流量集中度不断提高，从移动互联网巨头系APP使用时长占比来看，腾讯系一家独大，字节系和快手系则依托短视频平台不断扩容。由于DSP本身服务于买方市场，要求流量主将自身的广告位选择权让渡给买方，显然我国仍是一个卖方市场环境，流量主的议价能力较高，因此纯DSP模式很难走通。

图32: The New York Times网站图书频道



资料来源: The New York Times, 招商证券

图33: 移动互联网巨头系APP使用时长占比 (%)



资料来源: Quest Mobile, 招商证券

4.3 国内效果营销两大关键：核心算法+海量数据

在国内营销行业的特殊背景下，我们认为程序化营销赛道要抓住两个关键点：

其一，充分沉淀流量端数据。精准投放的关键是获取流量端的数据，换言之只有知道广告位面向的客户群体特征才能实现精准营销，否则就会出现把减肥茶投放给窈窕淑女，把植发广告投放给青少年的无效营销情况。而对流量端数据的搜集又直接关系到消费者信息保护等各种监管限制，在这种情况下，程序化营销公司自然需要依托于特定的流量平台与之达成合作，通过其获取合法的数据信息。

其二，加强研发投入提升算法实力促进投放效益。我们认为由于种种限制，国内广告投后分析目前仍然不足，对于广告的最终投向，广告主还难以明晰，在这种情况下，能够带来稳定ROI的投放渠道势必会得到广告主的青睐。因此，程序化营销赛道的企业需要通过研发投入，提升自身的算法实力，换言之通过对广告主产品与广告内容的分析确定目标人群，再结合自身在流量段拥有的数据资产进行有效投放，从而获得较高的ROI，增强客户粘性。

我们认为乐享互动利用帮助微信、抖音等自媒体创作者尤其是中长尾创作者实现流量变现的方式积累了大量流量端数据，为其进行程序化营销提供了数据支撑；而在研发方面的不断投入也使得公司算法实力进一步增强使得其客户能够获得稳定的ROI，客户粘性较好，行业占有率有望进一步提升。

五、风险提示

五、风险提示

1、效果类自媒体营销服务行业未继续发展或发展或增长速度低于预期

公司的业务及前景取决于效果类自媒体营销服务行业的持续发展，这可能受到多项因素影响，包括：效果类自媒体营销服务的技术创新或新业务模式，或行业客户不断变化的需求；自媒体作为有效营销渠道的接受程度，以及其他替代营销渠道的涌现；影响自媒体、行业客户或自媒体营销服务的法规或政策变动；自媒体、移动营销及互联网行业的整体增长。若效果类自媒体营销服务行业未能增长或增长速度低于预期，公司的业务、财务状况、经营业绩及前景将受到重大不利影响。

2、市场竞争风险

效果类自媒体营销行业变化迅速、竞争激烈且分散，进入门槛相对较低。随著新技术引入及新进入者涌入，公司预期竞争将继续并加剧。

3、行业监管风险

中国自媒体行业须遵守有关通过自媒体发布者及自媒体平台发布的信息的严格规则、法规、政策及规定。为执行规则、法规、政策及规定，相关政府部门可能中止被视为发布违法内容的任何服务提供商或自媒体发布者的服务或撤销其执照，且可能因旨在消除违禁内容的任何持续政府行动而加强该类执法活动。

附录：互联网营销领域常见缩写释义

CPA (Cost per action)，每次动作收费（注册、咨询、交易、下载、留言）；CPC (Cost per click)，每次点击收费；

CPL (Cost per lead)，每条数据（客户名单）收费；CPM (Cost per mille)，每千次展现收费；

CPR (Cost per response)，每次回应收费；CPS (Cost per sale)，每次成功交易收费；CPT (Cost-per-time) 按展示时长收费；

DMP (Data-Management Platform)，数据管理平台，是把分散的多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的平台

DSP (Demand-Side Platform)，需求方平台（广告主服务平台），广告主可以通过DSP平台设置自己想要的受众目标以及愿意出多少钱购买这些受众的曝光等操作完成广告投放，面向广告购买方

KOC (Key Opinion Consumer)，关键意见客户，在垂直用户中拥有较大的决策影响力，在某些平台带货能力强；

KOL (Key Opinion Leader)，关键意见领袖，在某些领域内拥有一定话语权的人；

MCN (Multi-Channel Network) 是一种多频道网络的产品形态，是一种新的网红经济运作模式。这种模式将不同类型和内容的PGC（专业生产内容）联合起来，在资本的有力支持下，保障内容的持续输出，从而最终实现商业的稳定变现；

OGC (Occupationally-generated Content)，职业生产内容，通过具有一定知识和专业背景的行业人士生产内容，并领取相应报酬。

PD (preferred deal, PD)，保价不保量（优购买，是指在广告投放前，根据广告主的投放需求，按照固定的CPM价格和固定的资源位在媒体进行下单，在广告投放过程中，当用户在访问媒体产生曝光机会时，腾讯ADX将广告请求发给单个需求方，需求方可以按照自己的意愿挑选流量，且无需进行竞价。需求方挑选的流量将展示对应广告主的广告

PDB (Programmatic Direct Buying)，保价保量，是指在广告投放前，根据广告主的投放需求，按照固定的CPM价格、固定的资源位、固定的预定量在媒体进行下单，在广告投放过程中，当用户在访问媒体产生曝光机会时，腾讯ADX根据广告主的预定量将广告请求发给单个需求方，需求方根据N倍推送约定的规则有选择的挑选和回退流量，且无需进行竞价。

PFP (Pay For Performance)，按业绩付费，即根据每千次展现收费，与CPM模式类似；

PGC (Professional Generated Content) 专业生产内容，用来泛指内容个性化、视角多元化、传播民主化、社会关系虚拟化；

PPL (Pay per Lead)，每次通过网络广告产生的引导付费的定价模式，PPL广告常用于网络会员制营销模式中为联盟网站制定的佣金模式；

PPS (Pay per Sale)，根据网络广告所产生的直接销售数量而付费的一种定价模式，与CPS类似；

RTB (Real Time Bidding)，实时竞价，即在每个广告展示曝光的基础上进行实时竞价的新兴广告类型

SSP (Sell-Side Platform)，供应方平台，汇聚互联网广告位的平台。UGC (User Generated Content)，用户原创内容；

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳：招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。2018年水晶球第三名，第一财经第二名。2019年新财富第三名。

谢笑妍：招商证券研发中心传媒行业高级分析师。南开大学学士，美国乔治华盛顿大学硕士，四年券商行研经验，曾就职于民生证券，2017年加入招商证券，所在团队新财富2017年环保行业最佳分析师第四名；金牛奖2017年环保行业最佳分析师第二名，2020年加入招商传媒团队。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。



感谢支持
Thank You