

新三板电商营销一马当先

■ **电商大数据营销平台领跑者**：公司通过大数据技术与应用为客户带去消费用户和访客，积极布局电商销售和网络营销的产业链环节，面向百万网络媒体和千万的在线商家，主要客户包括大型 B2C 电商、在线品牌商家和互联网金融、游戏等企业。公司拥有导购返利门户“易购网”、广告效果联盟“亿起发”和精准营销跨屏 DSP “易博”三大核心产品，电商销售按照给客户带去的结算销售额收取佣金，精准营销服务则按照给客户带去的点击量进行收费。公司 2015 年实现营收 6.63 亿元，比去年同期大幅增长 45.24%，电商服务和精准营销两大事业部的营业收入都做出较大贡献。

■ **电商服务进入千家万户**：根据中国电子商务研究中心监测的数据显示，2015 年中国网络零售市场交易规模将达到 3.83 亿元，同比增长 35.7%，电商行业逐渐走向寡头的竞争格局，B2C 首度超过 C2C 成为最主要的交易模式。跨境电商和农村电商成为市场关注的新焦点，电商大佬纷纷将海外购的板块提升到重要的战略地位，初创公司都加紧融资步伐。而我农业的产业形态背靠着互联网也在发生着改变，农民所种植的各地特色农产品，都逐渐走上淘宝和京东等营销渠道。据中国电子商务研究中心的数据显示，2015 年农村网购市场规模达 3530 亿元，同比增长 94.3%，预计到 2016 年将达到 4675 亿元。

■ **互联网营销行业快速崛起**：根据艾瑞咨询的预测，2015 年我国网络广告市场规模达到 2093.7 亿元，同比增长 36%，预计到 2018 年时整体规模将超过 4000 亿元。而中国程序化购买市场发展进程处于前期阶段，市场生态的规范化和成熟度还有待提升，行业整体发展潜力较大。根据艾瑞咨询的数据显示，我国 2015 年程序化购买展示广告市场规模为 115.1 亿元，增长率为 137.6%，预计 2018 年程序化购买市场规模将达到 469.6 亿元。

■ **公司四大核心竞争优势**：公司首创电商销售平台、精准营销平台、大数据管理平台三位一体的平台模式，相互之间产生强大的协同效应。公司通过自建数据管理中心 DMP 构筑独特的大数据优势，拥有 PC 互联网与移动互联网的全网媒体覆盖能力，与 1000 多家优质垂直媒体以及 60 万中小网站保持长期深度的合作关系，更有 50% 以上媒体流量独家合作。广告主方面，公司已与包括京东、唯品会、聚美优品等 TOP500 以内的国内近 1200 家电商和互联网金融企业保持长期的合作关系。

投资评级 **增持-A**
首次评级

股价 (2016-07-11) **30.00 元**

交易数据

总市值 (百万元)	2,263.22
流通市值 (百万元)	172.84
总股本 (百万股)	75.44
流通股本 (百万股)	5.76
12 个月价格区间	1元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.24	2.16	104.0
绝对收益	4.7	4.7	82.4

诸海滨 分析师
SAC 执业证书编号: S1450511020005
zhuhb@essence.com.cn
021-35082062

杨光 报告联系人
yangguang1@essence.com.cn
010-83321033

相关报告

■ **投资建议：**我们预测公司 2016-2018 年将实现营业收入 9.66 亿元、13.56 亿元和 18.46 亿元，对应 2016-2018 年的净利润为 4624.74 万元、7162.82 万元和 10163.37 万元。考虑到公司的成长性和估值，给予首次增持-A 的评级。

■ **风险提示：**技术发展不达预期，政策性风险

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	456.8	663.4	965.8	1,356.1	1,846.4
净利润	-15.7	-49.1	46.2	71.6	101.6
每股收益(元)	-0.21	-0.65	0.42	0.65	0.92
每股净资产(元)	1.89	1.52	3.10	3.75	4.68
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	-124.6	-39.9	61.8	39.9	28.1
市净率(倍)	13.7	17.1	8.4	6.9	5.6
净利润率	-3.4%	-7.4%	4.8%	5.3%	5.5%
净资产收益率	-11.0%	-42.8%	13.5%	17.3%	19.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-20.0%	-45.9%	80.5%	33.5%	198.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 大数据营销平台领跑者	5
1.1. 业务简介.....	5
1.2. 发展历程.....	5
1.3. 公司结构.....	5
1.4. 财务分析.....	6
2. 电商服务走进千家万户	7
2.1. 电商市场进入稳定发展通道.....	7
2.2. 跨境电商、农村电商 电商服务开辟新思路.....	8
3. 互联网营销行业快速崛起	10
4. 公司四大核心竞争优势	11
4.1. 三大业务线构筑独特飞轮效应.....	11
4.1.1. 效果联盟——亿起发.....	11
4.1.2. 导购门户——易购网.....	12
4.1.3. 跨屏 DSP 平台——易博.....	12
4.1.4. 独特的经营模式构建协同效应.....	13
4.2. 自有数据+第三方数据构成大数据优势.....	14
4.3. 强大的媒体和广告主资源.....	15
4.4. 自主研发技术优势.....	16
5. 估值分析	17

图表目录

图 1: 公司营业收入及增速.....	6
图 2: 公司研发费用及增速.....	6
图 3: 公司销售毛利率.....	6
图 4: 公司流动资产和固定资产.....	6
图 5: 我国电商规模及增速.....	7
图 6: 2011-2016 年网购规模占社会消费品零售总额比例.....	7
图 7: B2C 电商市场规模首度超过 C2C 电商市场.....	8
图 8: 2015 年 B2C 市场各家公司份额占比情况.....	8
图 9: 我国跨境电商交易规模与进出口贸易额比例.....	9
图 10: 农村网民数量进入上升通道.....	10
图 11: 2012-2018 年中国网络广告市场规模及预测.....	10
图 12: 我国程序化购买展示广告的市场规模.....	11
图 13: 程序化购买不同终端投放结构变化.....	11
图 14: 亿起发合作媒体.....	11
图 15: 易购网和亿起发的协同效应.....	12
图 16: 易博 DSP 平台.....	13
图 17: 三大产品线构筑飞轮效应.....	13
图 18: 公司 DMP 数据来源.....	14
图 19: 数据平台运作原理.....	14
图 20: 亿玛 DMP 精准投放.....	15

图 21: 公司与 72% 的 TOP500 电商企业有合作.....	16
图 22: 公司与 45% 的 Top100 互联网金融公司有合作	16
图 23: 公司创造的 GMV 相当于中国第三大 B2C 电商	16
表 1: 公司发展历程	5
表 2: 公司在 2015 年通过合并取得的子公司	5
表 3: 公司业绩预测	17

1. 大数据营销平台领跑者

1.1. 业务简介

亿玛在线致力于通过大数据技术与应用,大规模使用移动端和 PV 端的各种媒体包括 APP 和广告网络流量,为客户带去消费用户和访客。公司拥有独特的在线销售、在线营销和大数据管理三位一体的平台模式,主要客户包括大型 B2C 电商、在线品牌商家和互联网金融、游戏等企业。

公司目前旗下业务主要分为电商销售服务和精准营销服务两大事业群,同时拥有返利导购门户“易购网”、广告效果联盟“亿起发”和精准营销跨屏 DSP“易博”三大核心产品。亿玛通过积极布局电商销售和网络营销的产业链环节,面向百万网络媒体和千万的在线商家。电商销售按照给客户带去的结算销售额收取佣金,精准营销服务则按照给客户带去的点击量进行收费。

1.2. 发展历程

公司近两年伴随着互联网营销和电商行业的增长趋势,取得了快速的发展。2015 年 9 月,公司设立 MBG 和 EBG 两大事业部,亿起发效果联盟、易购网导购平台和易博 DSP 三大产品线。2015 年 11 月 11 日,公司在双十一当天实现 GMV 超过 15 亿元。

表 1: 公司发展历程

年份	公司大事件
2004 年	公司创立,按效果付费联盟营销平台亿起发上线
2006 年	获得 A 轮融资 收购购物论坛网站更名为易购
2007 年	进行网络广告技术创新 进入展示广告和搜索广告领域
2008 年	获得 B 轮融资 上海分公司成立
2009 年	广州分公司成立 举办第一届效果营销峰会
2010 年	一站式营销优化平台易博上线
2011 年	获得 C 轮融资 厦门和杭州分公司成立
2012 年	易博实现 RTB 和大数据技术精准广告的投放
2013 年	业务快速扩张 公司乔迁新址
2014 年	亿玛智慧峰会成功召开
2016 年	成功挂牌新三板

资料来源:安信证券研究中心,公司官网

1.3. 公司结构

公司在 2015 年合并取得 4 家子公司,新设亿玛在线(香港)有限公司,注册资本为 10 万美元。

表 2: 公司在 2015 年通过合并取得的子公司

子公司名称	取得权益比例 (%)	2015 年营业收入 (万元)	2015 年净利润 (万元)
北京亿玛创新网络科技有限公司	100	1132.08	-593.2
天津亿玛科技有限公司	100	22369.87	213.43
亿玛创新网络(天津)有限公司	100	43352.5	1089.42
上海亿玛网络科技有限公司	100	-	-3.93

资料来源:安信证券研究中心,公司 2015 年年报

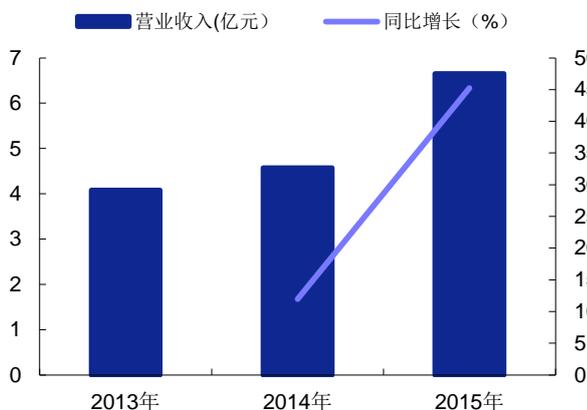
公司上半年进行一轮定增，共融资金额为 9021.6 万元，发行对象为 6 家做市商。本次股票发行后，公司实际控制人柯细兴持有股数不变，直接控制公司股份 1665.54 万股，通过科理资本、北京清投、北京亿合间接持有公司股份 483.56 万股，总计持股为 2149.10 万股，占公司股份总额的 28.49%。

公司此次融资的资金将用于满足 DSP 业务扩张中占款较大及 DMP 的业务发展需求。公司易博 DSP 业务发展迅速，对接了腾讯广点通等享有优质移动媒体资源的 Ad Exchange。但由于市场竞争日趋激烈，此类强势 Ad Exchange 会要求 DSP 公司提前支付流量采购费用，广告主也会逐步要求 DSP 公司先行垫付部分业务款项才能选择进行广告投放。同时公司不断加大对数据管理平台 DMP 的升级，对精准投放算法的人才和软硬件投入较大精力。

1.4. 财务分析

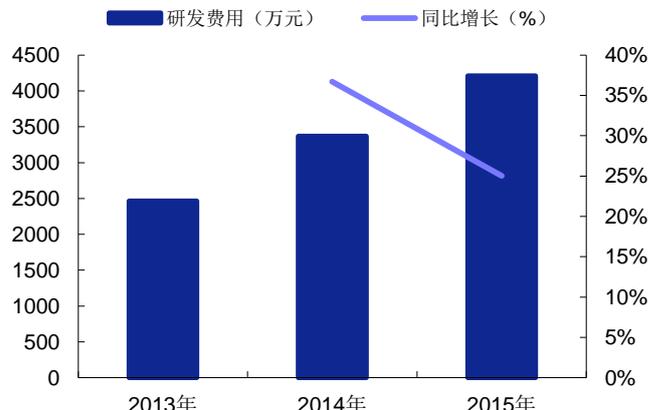
公司 2015 年实现营收 6.63 亿元，比去年同期大幅增长 45.24%，电商服务和精准营销两大事业部的营业收入都出现快速增长，同期净利润出现亏损 4911.31 万元。公司所在的互联网广告市场增长快速，所服务的网络零售、互联网金融的客户发展迅速。2015 年公司的管理费用同比增长 121.52%，主要因为发生非经常性损益 6455.32 万元，用于股份支付费用。如果扣除非经常性损益，则报告期内的营业利润为 1632.21 万元。公司研发费用较高，2015 年全年研发费用为 4210.88 万元，占到营业收入的 6.35%。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：安信证券研究中心，Wind

图 2：公司研发费用及增速



资料来源：安信证券研究中心，Wind

图 3：公司销售毛利率

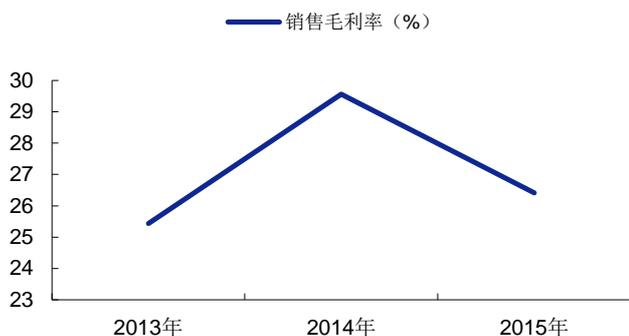
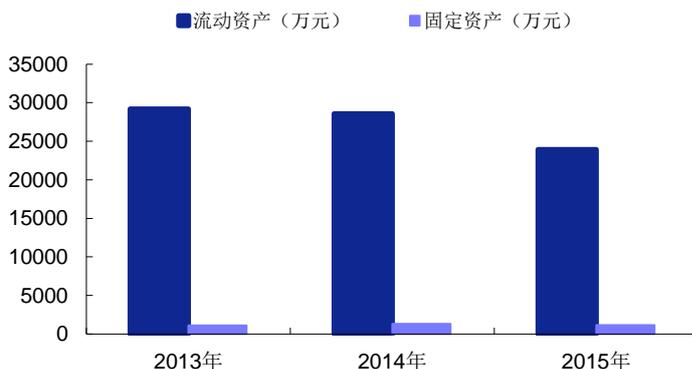


图 4：公司流动资产和固定资产



资料来源：安信证券研究中心，Wind

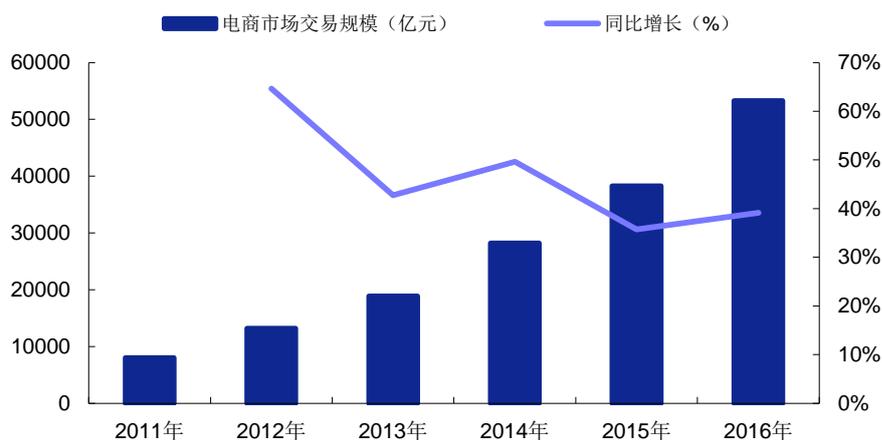
资料来源：安信证券研究中心，Wind

2. 电商服务走进千家万户

2.1. 电商市场进入稳定发展通道

我国电商发展在经历早年的快速增长后，目前已进入相对平稳的发展时期。根据中国电子商务研究中心监测的数据显示，2015年中国网络零售市场交易规模将达到3.83万亿元，同比增长35.7%，预计到2016年我国网络零售市场交易规模将达到5.33万亿元。

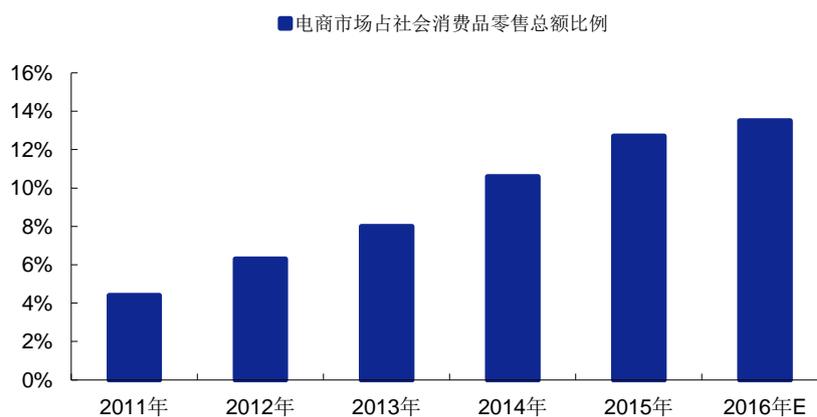
图5：我国电商规模及增速



资料来源：安信证券研究中心，中国电子商务研究中心

电商市场占到社会消费品零售总额比例也在逐年稳步上升。2015年我国电商销售规模已经占到社会消费品零售总额的12.7%，较2014年上升了2.1%，预计2016年将达到13.5%。

图6：2011-2016年网购规模占社会消费品零售总额比例

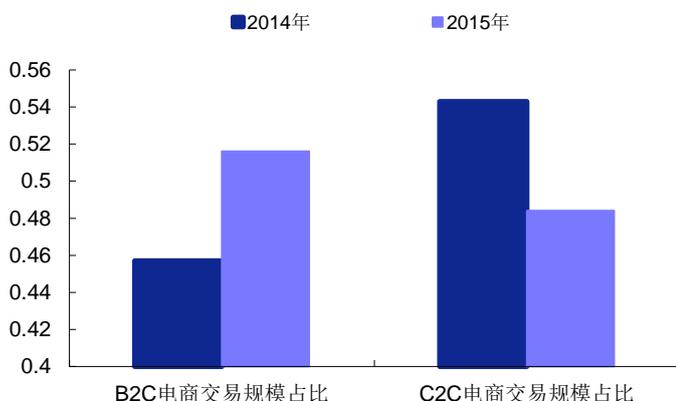


资料来源：安信证券研究中心，中国电子商务研究中心

电商行业逐渐走向寡头的竞争格局，B2C首度超过C2C成为最主要的交易模式。根据中国电商研究中心的《2015年中国网络零售市场数据检测报告》显示，2015年我国B2C市场的交易规模占到整体51.6%，同比增长5.9%，首度超越C2C市场的交易规模。我们所熟悉的人人开网店情形将不复存在，C2C市场所存在的假冒伪劣和售后服务差问题较为突出，市场

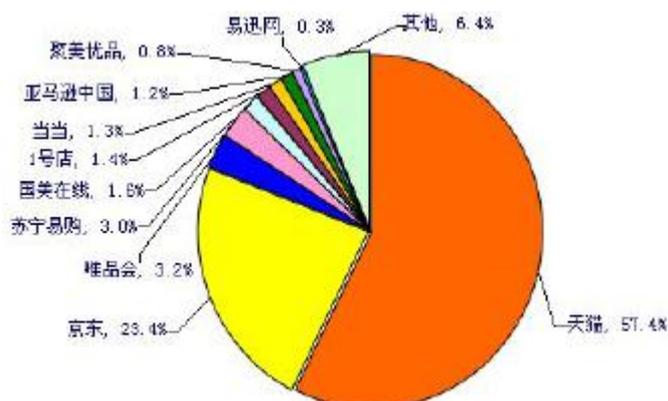
整体逐渐缩小。

图 7: B2C 电商市场规模首度超过 C2C 电商市场



资料来源: 安信证券研究中心, 中国电子商务研究中心

图 8: 2015 年 B2C 市场各家公司份额占比情况



资料来源: 安信证券研究中心, 中国电子商务研究中心

在 B2C 市场的竞争格局中, 京东日益缩小与天猫的市场占有率差距, 而唯品会超过了苏宁易购成为第三名。我们看到天猫在 2015 年全网份额占到 57.4%, 京东为 23.4%, 唯品会为 3.2%。电商平台通过营造 618、双 11、双 12 等购物日, 加大了对用户的影响力, 增强 B2C 市场的用户粘性。

2.2. 跨境电商、农村电商 电商服务开辟新思路

目前我国中产阶级电商用户在 5 亿左右, 消费升级的需求旺盛, 而 80、90 后人群购买商品的关注点也逐渐倾向于食品安全、品质优良、品类多样等因素, 海外品牌在我国的认知度也逐渐上升。我们看到从 2014 年开始, 天猫、京东、网易等电商大佬纷纷将海外购的板块提升到重要的战略地位, 初创公司如蜜芽、洋码头、小红书等都加紧融资步伐。而每个跨境电商的业务重点也有所侧重, 我们看到有全品类海淘电商、母婴类海淘平台和时尚类海淘平台。

表 2: 各类跨境电商盘点

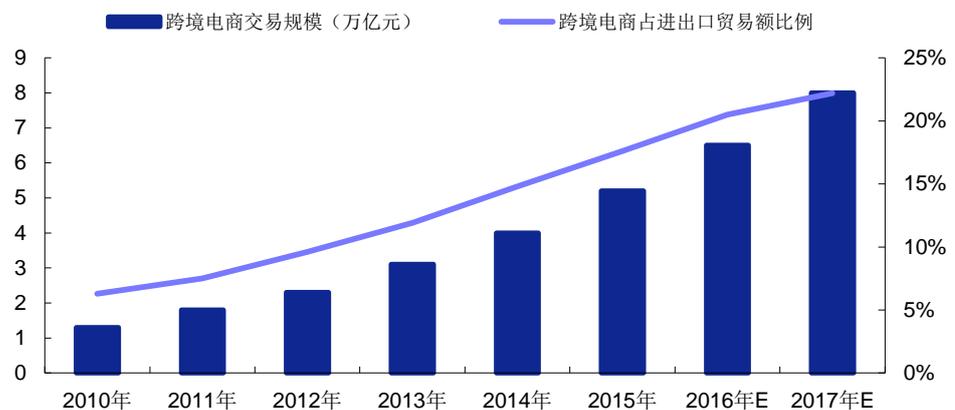
全品类海淘电商	平台模式	发货时间	退换
京东全球购	自营+平台	保税区发货 5-10 个工作日, 直邮 5-20 个工作日到货	不支持 7 天无理由退换货
天猫全球购	平台	天猫保税仓发货 7-10 个工作日, 海外直发 15-30 天	不支持 7 天无理由退换货
考拉海淘	自营	保税区发货 2-5 个工作日, 直邮 5-9 个工作日	支持 7 天内国内退货
母婴类海淘平台	平台模式	发货时间	退换
蜜芽	自营	北京保税仓 24 小时发货, 跨境购物仓 3-7 个工作日内发货, 海外直邮 10 个工作日发货	14 天无理由退换
贝贝网	自营+平台	保税仓 5 个工作日发货, 品牌商发货不确定	7 天无理由退换
时尚类海淘电商	平台模式	主营产品	补充品类
聚美极速免税店	自营	美妆	母婴、美食、轻奢

小红书	平台+自营	美妆、没事	轻奢、保健品、家电
洋码头	平台	美妆、美食	轻奢、母婴、保健品
达令	自营	美妆、零食	家居、3C

资料来源：安信证券研究中心，瑞丽伊人风尚

同时从2014年开始，政策层面一直在释放跨境贸易利好。2014年7月，海关总署的《关于跨境贸易电子商务进出口货物公告》和《关于增列海关监管方式代码的公告》，从政策层面承认了跨境电商。2015年4月，国务院常务会议中关于降低进口产品关税试点、税制改革和恢复增设口岸免税店的相关政策。2015年6月，国务院鼓励建立国外仓、体验店，鼓励跨境电商企业通过国外仓、体验店等拓展营销渠道。2016年1月，国务院同意在天津市、上海市、重庆市等12个城市设立跨境电商综合试验区。根据《2015年度中国网络零售市场数据监测报告》显示，2015年中国跨境电商交易规模为5.4万亿元，其中出口交易占比达到83.2%。

图9：我国跨境电商交易规模与进出口贸易额比例



资料来源：安信证券研究中心，中国报告大厅

随着城镇消费额增速的逐渐放缓，农村电商成为电商的最新发展风口。我国农村电商空间巨大，农村人口有8亿，常住人口3亿以上，但电商的覆盖率极低。而农业的产业形态背靠着互联网也在发生着改变，农民所种植的各地特色农产品，都逐渐走上淘宝和京东等营销渠道。截止2015年，我国共有涉农网站3万多家，其中电商网站3000多家。同时，政策也在积极推动农村电商的发展。2015年，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议中，部署加快发展农村电商，通过壮大新业态促进惠民民生，改善农村电商发展环境。

据中国电子商务研究中心的数据显示，2014年全国农村网购市场规模达1817亿元，2015年农村网购市场规模达3530亿元，同比增长94.3%，预计到2016年将达4675亿元。如目前，京东乡村推广员达到20万人，服务20万行政村，县级服务中心1400多家。京东帮服务店布局1400多家，地方特产馆特产店已达到700多家。京东农资电商的合作涉农企业已达到200多家，已授权的京东农资服务中心达到65家，乡村白条推广员累计授信人数5.7万余人，乡村白条农户累计授信1.2万人。

根据阿里巴巴研究院的《2014年农村电子商务消费报告》显示，农村居民对于网购模式接受率达84.41%，人均年网购消费金额预测在500-2000元，主要集中在日用品、服装、家电等品类。并且与城镇网购人群相比，农村网购消费者更加年轻和移动化。阿里巴巴研究院数据显示，30岁以下各年龄段的农村网民比例均高于城镇网民，而30岁以上的农村网民比例

则均低于城镇网民，20-29 岁时农村网民的最大群体，占比达到 32%。

图 10：农村网民数量进入上升通道

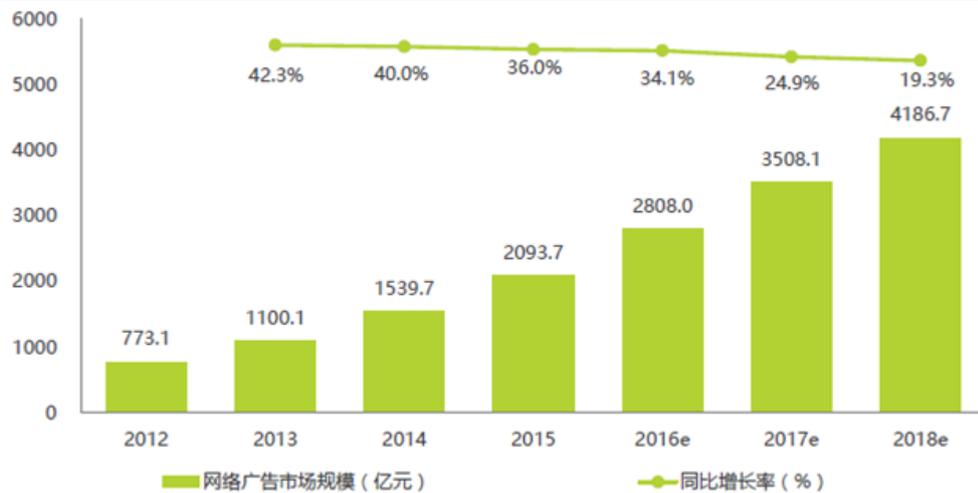


资料来源：安信证券研究中心，新快报

3. 互联网营销行业快速崛起

根据艾瑞咨询的预测，2015 年我国网络广告市场规模达到 2093.7 亿元，同比增长 36%，较去年增速稍有下降，预计到 2018 年时整体规模将超过 4000 亿元。其中搜索广告仍然是最大的广告类别，电商广告份额排名第二位，占比 28.1%。从终端层面来看，2015 年移动广告市场规模达到 901.3 亿元，同比增长 178.3%，发展势头十分强劲。

图 11：2012-2018 年中国网络广告市场规模及预测



资料来源：安信证券研究中心，艾瑞咨询

中国程序化购买市场发展进程处于前期的阶段，市场生态的规范化和成熟度还有待提升，行业整体发展潜力较大。根据艾瑞咨询的数据显示，我国 2015 年程序化购买展示广告市场规模为 115.1 亿元，增长率为 137.6%，预计 2018 年程序化购买市场规模将达到 469.6 亿元。从 PC 端和移动端的比例来看，2015 年中国程序化购买展示市场结构中，PC 端占比持续下降，占到总体的 70.7%，预计移动端到 2018 年占比将达到 53.5%。

图 12: 我国程序化购买展示广告的市场规模



资料来源: 安信证券研究中心, 艾瑞咨询

图 13: 程序化购买不同终端投放结构变化



资料来源: 安信证券研究中心, 艾瑞咨询

4. 公司四大核心竞争优势

4.1. 三大业务线构筑独特飞轮效应

4.1.1. 效果联盟——亿起发

亿起发作为公司最早开展的一个业务线,目前已覆盖 60 万网站和 80% 的网购人群,其中 50% 以上的媒体流量属于独家合作。亿起发的产品线可充分满足网站主各种需求,使得媒体的流量变现能力增强,佣金结算及时。亿起发日订单数高峰时可超过 200 万单,客户的续约率高达 95% 以上。同时,亿起发拥有专业的咨询服务和专有的网络营销平台,辅以强大的技术研发实力,为广告主提供会员招募管理、效果优化管理和账户管理,并支持多重计费模式,通过强大的广告监测和报表数据分析支持技术,帮助广告主更高的分析广告活动,提升广告的投放效果。公司合作的网站类型包括垂直类、门户类、渠道类、移动端、客户端等不同类型的媒体展示平台,从宽度和广度都可充分满足客户的需求。

图 14: 亿起发合作媒体

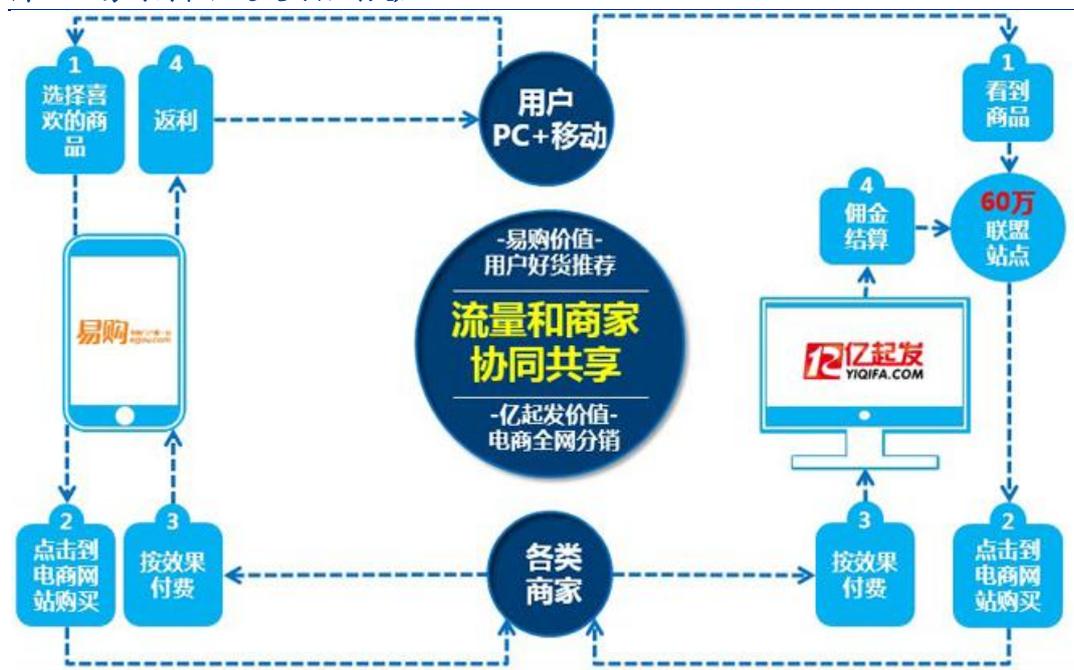


资料来源：安信证券研究中心，公司官网

4.1.2. 导购门户——易购网

易购网是公司基于商品的综合导购门户，国内返利模式的开拓者，2014 年用户 1000 多万，每日独立访客超过 100 万。对于消费者而言，易购网能够通过精准推荐等手段，为用户推荐高性价比的产品，让用户以较低的价格购买到优质的商品。对商家而言，易购网依托于庞大的网购精准用户群，为上千家电子商务网站和快消品等客户提供了深度营销服务，为合作伙伴培养大量忠实用户。易购网的合作伙伴几乎覆盖所有知名电商，包括天猫、淘宝、京东、苏宁易购、携程、一号店和聚美优品等 400 多家电商网站，以及 400 多个知名品牌店铺，为淘内卖家和电商平台提供强有力的促销渠道和效果营销模式。易购网和效果联盟亿起发一起，可以为电商企业实现全网分销。

图 15：易购网和亿起发的协同效应



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

4.1.3. 跨屏 DSP 平台——易博

易博基于亿玛的 RTB 技术和 DMP 强大的数据处理能力，帮助广告主精准锁定用户，使受众购买更加精准，广告投放更加有效。在 PC 端，易博已对接腾讯、Google、百度、搜狗等国内主流的流量平台，覆盖搜索广告、展示广告、视频广告、邮件广告等多种广告展现形式，日曝光机会可达 300 亿次。在移动端，易博 DSP 目前已整合近 10 万个 APP 资源，覆盖 3 亿活跃用户，日均曝光量达 30 亿次。易博通过对大数据的深度挖掘和科学算法处理，分别实现用户洞察、策略制定、投放传播、策略优选、效果达成等五层面的效果。2015 年，亿玛以易博 DSP 平台成立基于效果的精准营销平台，依托智能营销分析系统、实时竞价系统、动态创意系统和自主研发的多项核心技术，通过程序化购买和精准投放，助力电商平台获取精准的用户和订单，是国内泛电商企业的营销主流渠道之一。

图 16：易博 DSP 平台

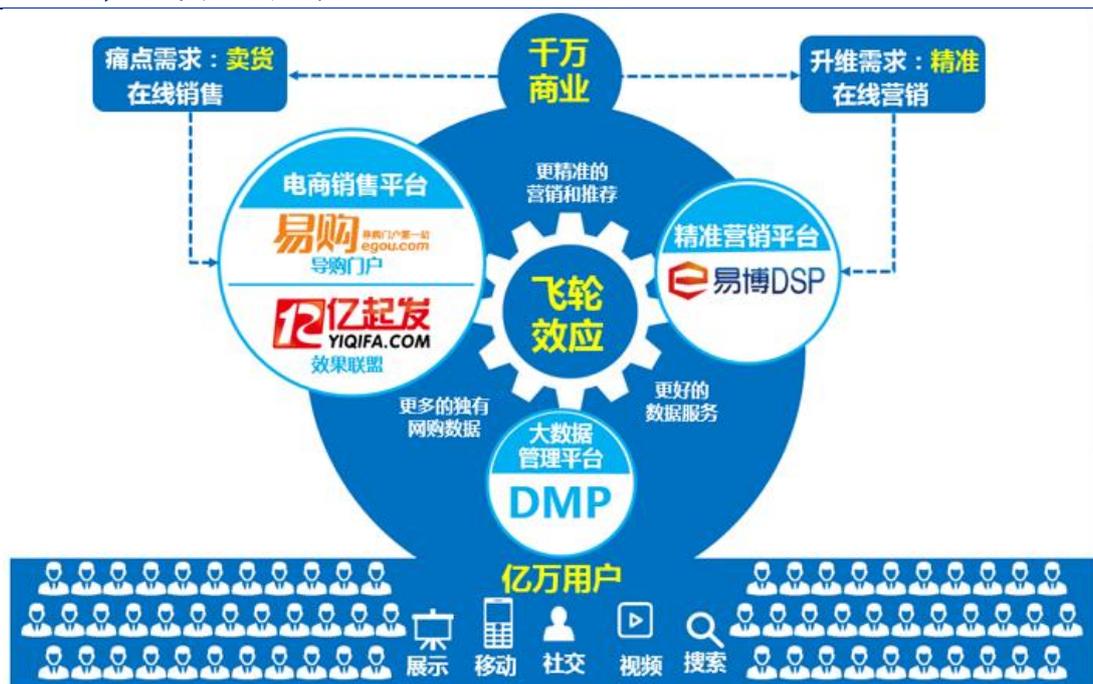


资料来源：安信证券研究中心，公司官网

4.1.4. 独特的经营模式构建协同效应

公司首创电商销售平台、精准营销平台、大数据管理平台三位一体的平台模式，相互之间产生强大的协同效应。电商销售平台可以积累和贡献海量的网络购物数据，大数据平台利用以积累的数据进行深度挖掘，为精准营销平台提供更好的数据应用服务，使广告投放更加精准有效，精准营销平台可以为电商营销平台目标用户提供更加精准的营销和商品推荐服务，提高电商平台的用户订单转化率。

图 17：三大产品线构筑飞轮效应



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

4.2. 自有数据+第三方数据构成大数据优势

亿玛通过自建数据管理中心 DMP 以及多年业务积累的第一方、第二方和第三方数据，对数据进行整合、分析达到对受众的精准投放，构筑公司独特的大数据优势。公司是淘外独立第三方网购行为的数据拥有者，其数据管理平台 DMP 是亿玛的数据智能引擎，以用户行为数据、订单商品数据、广告信息数据及搜索数据等为核心，十年积累海量数据。截止 2015 年 1 月，亿玛包含 90 亿+ 的网购人群标签，覆盖了超过 500 品类商品的订单数据，每日新增 100+ 订单数据和上亿条搜索数据，日均 PV 展现超过 300 亿次，日广告点击峰值可达 2000 万。

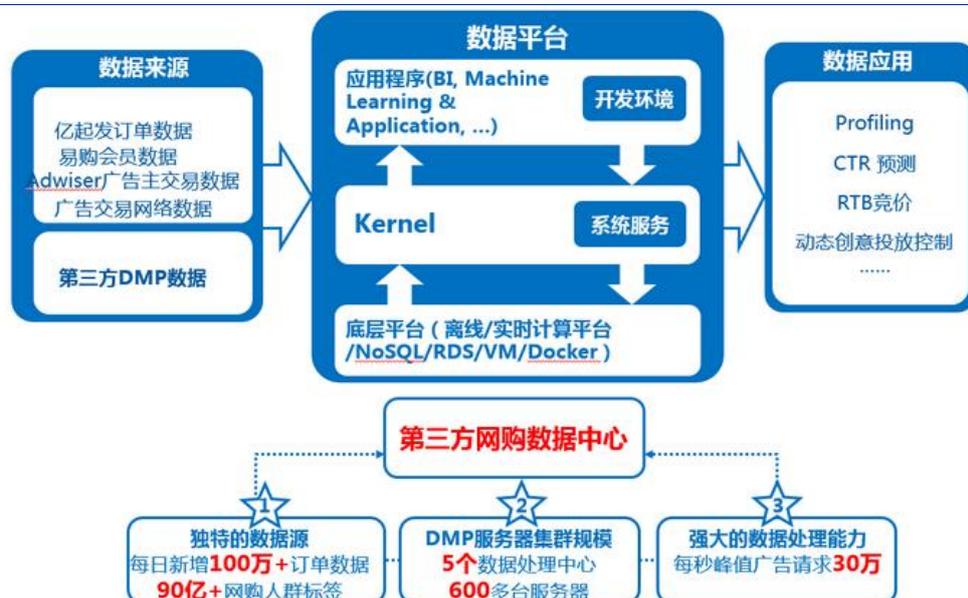
图 18：公司 DMP 数据来源



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

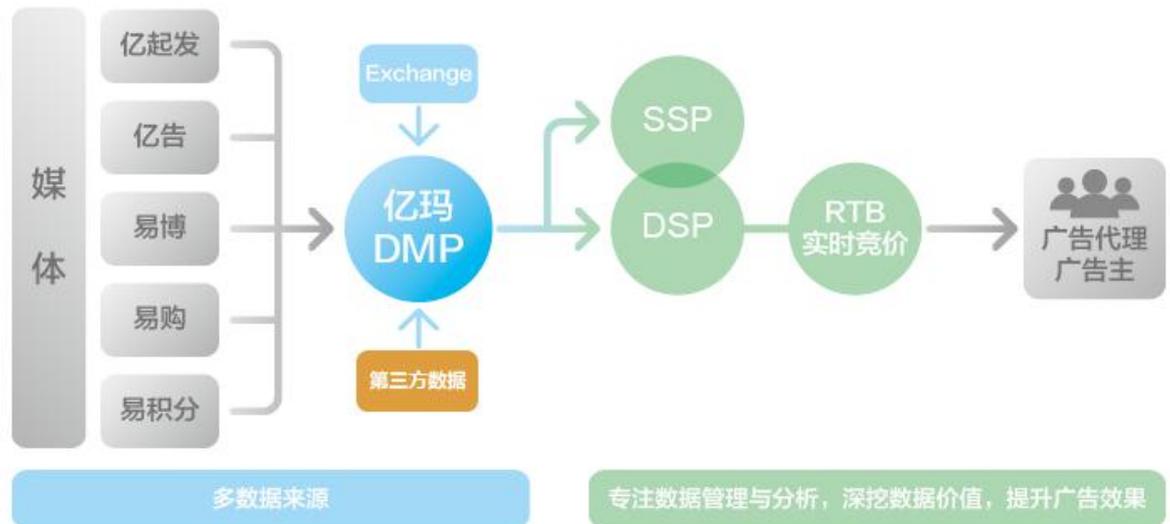
亿玛 DMP 面向广告交易中的各方，以技术驱动和数据算法为核心，专注于数据仓储和挖掘、管理和分析，运用 RTB 技术和大数据精准算法使得广告投放受众更加精准，营销效果更佳。

图 19：数据平台运作原理



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 20：亿玛 DMP 精准投放



资料来源：安信证券研究中心，

4.3. 强大的媒体和广告主资源

公司拥有 PC 互联网与移动互联网的全网媒体覆盖能力，合作媒体涵盖垂直媒体、长尾媒体、移动媒体以及 Ad Exchange 等各大类别。截止 2015 年 1 月，亿玛平台流量每日超过 300 亿次展现，覆盖全国 95% 的中国网购人群。公司与各大主流平台门户网站、1000 多家优质垂直媒体以及 60 万中小网站保持长期深度的合作关系，更有 50% 以上媒体流量独家合作，覆盖新闻、购物、财经、女性、娱乐和交友等类型的媒体。同时覆盖移动端媒体，聚集安卓、IOS 两大平台的上万名开发者，移动流量日均超过 3 亿元，另外与谷歌、百度、淘宝 TANX、腾讯等 Ad Exchange 平台以及主流的 SSP 实现流量对接。

广告主方面，公司已与包括京东、唯品会、聚美优品等 TOP500 以内的国内近 1200 家电商和互联网金融企业保持长期的合作关系，媒体覆盖人群超过 95%。2014 年创造电商总交易额为 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，在互联网广告的细分市场占有方面，亿玛旗下网络联盟亿起发占据独立的第三方网盟 59.3% 份额。除电商客户外，互联网金融客户也是亿玛一大战略方向，公司通过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习惯。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，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。

图 21：公司与 72% 的 TOP500 电商企业有合作



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

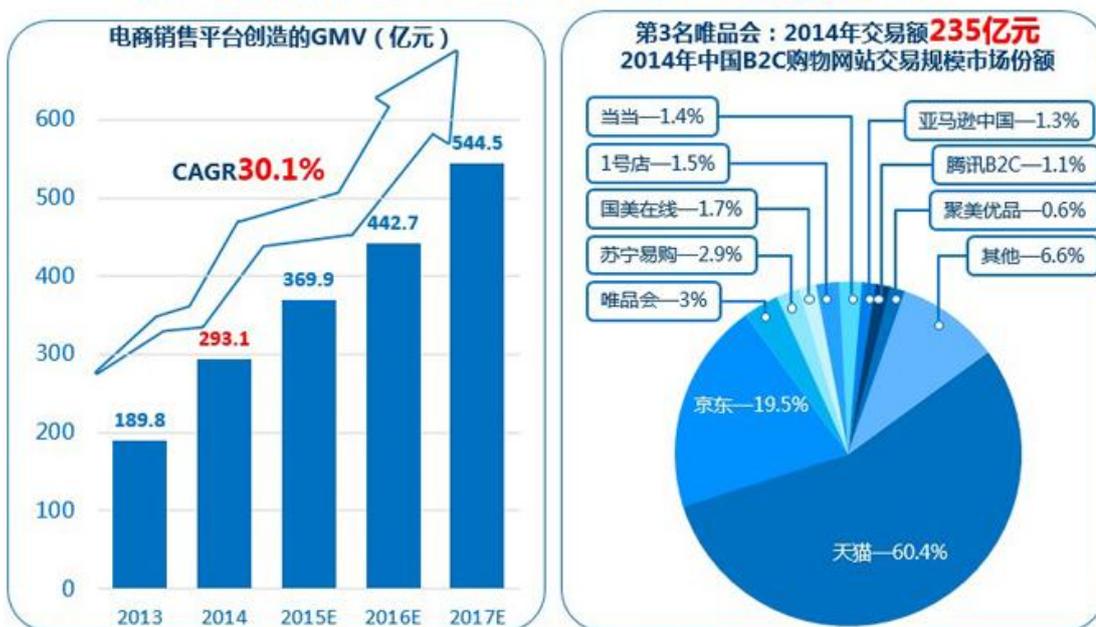
图 22：公司与 45% 的 Top100 互联网金融公司有合作



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

图 23：公司创造的 GMV 相当于中国第三大 B2C 电商

从创造的电商GMV看，电商销售平台相当于中国**第3大**B2C电商



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

4.4. 自主研发技术优势

公司围绕大数据营销技术，自主研发了三大技术平台，包括大数据管理平台、广告管理平台和精准投放平台，形成一套成熟的跨终端、跨平台的技术解决方案，掌握了竞价引擎、动态创意、统一用户识别等多项核心技术。

在大数据管理平台方面，公司拥有中国最大的第三方网络购物数据中心。每日新增订单数据100万以上，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，拥有强大的数据处理能力，每秒处理广告请求30万以上。通过thor日志调度系统、大数据智能感知反馈系统、Storm、NoSQL等大数据转储体系、统一用户识别等核心技术，实现了对大数据的实时处理和深度挖掘，是公司各项业务开展的数据引擎。在广告管理平台方面，公司拥有高效的系统对接服务能力，日覆盖流量130亿以上，掌握多维定向广告发布技术，支持PC和移动端主流广告形式，拥有成熟的媒体质量评估和反作弊体系。在精准投放平台方面，公

司自主研发了业内领先的 NBT 算法系统、Bidding 竞价引擎、广告推荐系统和动态创意系统，有效实现了对用户的精准估值和投放。

5. 估值分析

电商服务：2015 年公司电商服务实现收入 4.3 亿元，同比增长 36.84%，占到整体收入的 64.9%。考虑到电商行业近年至少 30% 的发展增速，我们认为公司该部分业务未来三年的增速将维持在 25%-30% 的增速。

精准营销：2015 年公司精准营销业务有着较快的发展，实现收入 2.15 亿元，同比增长了 85.49%。公司上半年融资将重点投入到易博 DSP 的平台建设当中，伴随着 DSP 市场整体的高速发展，我们认为精准营销业务将成为拉动公司整体增速的主要力量。

表 3：公司业绩预测

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
电商服务 (万元)	43059.63	55977.52	71651.22	89564.03
精准营销(万元)	21542.91	38777.24	62043.58	93065.37
其他 (万元)	1740.05	1827.05	1918.41	2014.33
营业收入 (万元)	66342.59	96581.81	135613.21	184643.73
同比增长	45.24%	45.58%	40.41%	36.15%
净利润 (万元)	-4911.31	4624.74	7162.82	10163.37
EPS	-0.65	0.42	0.65	0.92

资料来源：安信证券研究中心，Wind

考虑到公司上半年所实施的定增方案新增股本 360 万股，预计今年公司的总股本将增加到 7544.1 万股。我们预测公司 2016-2018 年将实现营业收入 9.66 亿元、13.56 亿元和 18.46 亿元，对应 2016-2018 年的净利润为 4624.74 万元、7162.82 万元和 10163.37 万元。考虑到公司的成长性和估值，给予首次增持-A 的评级。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	456.8	663.4	965.8	1,356.1	1,846.4	成长性					
减:营业成本	321.8	488.2	703.1	980.2	1,335.0	营业收入增长率	12.0%	45.2%	45.6%	40.4%	36.2%
营业税费	1.5	1.9	2.8	4.1	5.4	营业利润增长率	1961.9%	146.6%	-195.1%	56.6%	43.8%
销售费用	82.8	78.9	96.6	122.1	166.2	净利润增长率	-3519.7	211.9%	-194.2%	54.9%	41.9%
管理费用	65.5	145.2	115.9	176.3	236.3	EBITDA 增长率	-904.8%	182.7%	-233.3%	53.8%	41.1%
财务费用	0.3	-0.3	0.1	0.1	0.1	EBIT 增长率	2039.4%	152.2%	-194.6%	56.5%	43.8%
资产减值损失	4.9	-1.6	1.5	1.6	0.3	NOPLAT 增长率	843.5%	166.3%	-189.9%	56.5%	43.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.9%	-48.7%	276.5%	-75.8%	254.4%
投资和汇兑收益	0.5	0.8	-	-	-	净资产增长率	-9.9%	-19.6%	197.3%	21.0%	24.6%
营业利润	-19.5	-48.2	45.8	71.7	103.2	利润率					
加:营业外净收支	3.2	0.1	1.9	2.1	1.6	毛利率	29.6%	26.4%	27.2%	27.7%	27.7%
利润总额	-16.3	-48.1	47.7	73.8	104.8	营业利润率	-4.3%	-7.3%	4.7%	5.3%	5.6%
减:所得税	-0.5	1.0	1.4	2.2	3.1	净利润率	-3.4%	-7.4%	4.8%	5.3%	5.5%
净利润	-15.7	-49.1	46.2	71.6	101.6	EBITDA/营业收入	-3.4%	-6.7%	6.1%	6.7%	7.0%
						EBIT/营业收入	-4.2%	-7.3%	4.8%	5.3%	5.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	10	7	8	8	5
						流动资产周转天数	69	37	41	27	17
						流动资产周转天数	227	142	187	204	171
						应收账款周转天数	95	27	69	64	53
						存货周转天数					
						总资产周转天数	241	151	196	213	177
						投资资本周转天数	79	44	49	34	22
						投资回报率					
						ROE	-11.0%	-42.8%	13.5%	17.3%	19.7%
						ROA	-5.2%	-19.3%	5.8%	8.9%	10.1%
						ROIC	-20.0%	-45.9%	80.5%	33.5%	198.6%
						费用率					
						销售费用率	18.1%	11.9%	10.0%	9.0%	9.0%
						管理费用率	14.3%	21.9%	12.0%	13.0%	12.8%
						财务费用率	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	32.5%	33.7%	22.0%	22.0%	21.8%
						偿债能力					
						资产负债率	52.9%	54.8%	57.1%	48.7%	48.9%
						负债权益比	112.5%	121.3%	133.0%	95.1%	95.9%
						流动比率	1.78	1.72	2.23	1.97	1.99
						速动比率	1.78	1.72	2.23	1.97	1.99
						利息保障倍数	-64.94	141.17	459.06	718.34	1,032.65
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-15.7	-49.1	46.2	71.6	101.6	EPS(元)	-0.21	-0.65	0.42	0.65	0.92
加:折旧和摊销	4.2	4.8	13.3	19.3	25.3	BVPS(元)	1.89	1.52	3.10	3.75	4.68
资产减值准备	4.9	-1.6	-	-	-	PE(X)	-124.6	-39.9	61.8	39.9	28.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.7	17.1	8.4	6.9	5.6
财务费用	-	-	0.1	0.1	0.1	P/FCF	-64.2	585.6	86.8	24.7	-99.7
投资损失	-0.5	-0.8	-	-	-	P/S	4.3	3.0	3.0	2.1	1.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	46.0	27.4	19.6
营运资金的变动	-156.2	86.8	-136.2	159.2	-132.8	CAGR(%)	-265.7%	-227.4%	364.9%	-265.7%	-227.4%
经营活动产生现金流量	-1.5	39.3	-76.5	250.2	-5.8	PEG	0.5	0.2	0.2	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-28.9	-230.9	-30.0	-20.0	-20.0	ROIC/WACC	-6.1	-14.1	24.6	10.2	60.8
融资活动产生现金流量	-	217.7	319.9	-113.8	-2.1	REP	-	-	0.5	4.8	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于三板成分指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于三板成分指数波动；

■ 分析师声明

声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034