



全球广告营销产业演进史

——广告公司篇

贾明乐 15026752202

执业证书编号：S0280517060001

写在前面的话：

为什么要重新开始关注广告行业？笔者从2014年初开始研究跟踪广告板块，恰好经历这个板块从起势、高潮、没落到近乎沉寂的整个过程。历程来看，首先是蓝色光标大牛股的示范效应，“中国版WPP”的故事呼之欲出，叠加2013年后移动互联网和数字营销创业公司的兴起，2014年后以利欧股份、天龙集团等传统行业跨界并购数字营销公司为代表，转型公司停牌复牌后均走出多达几倍的股价走势。当时市场普遍轻视媒介代理、看好DSP，然而三年过去，当年的DSP大多沉寂，技术对广告产业生态的改变仅在一些细节方面，全案服务+客户优势+并购优势，老牌广告公司的主导地位仍不可撼动。

以蓝标的商誉减值事件为代表，同时A股股灾的阴影，广告板块连续两年几乎一蹶不振。2017年传媒行业大牛股“分众传媒”其实讲的是一个媒体的逻辑，而不属于广告公司。同样偏媒体逻辑的还有联建光电和梅泰诺，以及市场曾经一度为之激动的“地铁广告”概念股。

真正的广告公司方面，利欧股份是公认的广告白马股，一家水泵公司通过并购Media V，对新管理层放权，同时借助资本市场的优势，继续融合创意策划、精准营销和流量运营等环节，利欧搭建起了一个基本完善的广告营销集团。蓝标、省广虽然在业绩和业务推进上可圈可点、不断进步，但仍无法摆脱市场对其并购后遗症的担忧。华扬联众作为行业里一家老牌的互联网广告公司，地位显贵，从最早2014年披露招股书，到2017年终于成功上市，然而由于利润释放的缘故，虽质地优良，目前总市值只停留在50亿量级。科达属于无意中的惊喜，在发展战略长期倾向“汽车电商”的背景下，终于重新顺利扭转到打造大营销集团的方向。目前，利欧、蓝标属于一个市值量级，科达、省广属于一个市值量级，华扬联众市值尚小。

目前A股广告板块2017年静态PE在20-25倍左右，这一估值是否是底部，还会不会更低，如果我们以国际上WPP的估值做对比，答案明显不是。但作为一个长期跟广告行业的研究员，我也清楚的知道，WPP并不完全具备代表性，国际上广告营销市场正在风起云涌，咨询公司“挟战略规划以令市场营销”，IT云计算公司与几年前的DSP创业公司也完全不同，这次不是RTB、而是一整套的“营销云”。2016年全球十大广告代理商，埃森哲、德勤和IBM已经冲进前十。Adobe和Salesforce虽然未入榜单，但在美股市场的估值却高达百倍。中国广告市场相对平静，也孕育着再次变革。我们拭目以待。

——贾明乐 新时代传媒主分析师



中国可能永远都不会有一家国际4A公司，但一定会诞生一家或几家本土巨型的营销传播集团！

——（个人观点 by 贾明乐）



目录:

全球广告营销产业链概览与代理商排行榜

全球媒介与媒介市场集中度分析

广告主分析：上游分散，且将永远分散

广告公司篇：4A、咨询与IT云的三方大战

- 国际4A公司
- 咨询公司
- IT云计算公司

中国篇：谁将成为中国的大营销集团？

全球竞争图谱:

国际4A:

WPP



dentsu



Cheil

咨询公司:

accenture

埃森哲



pwc

Deloitte.



IT云计算公司:



IBM
Interactive
Experience



Adobe® Marketing Cloud



marketing cloud™

ORACLE®

SALES CLOUD

TERADATA.

全球广告代理集团排行榜：

Rank			Worldwide Revenue					U.S. Revenue				Revenue outside the U.S.			
2015	2014	Agency Company	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
1	1	WPP	164.6	172.5	189.6	186.9	194.0	52.5	54.8	60.3	65.1	112.1	117.8	129.3	121.9
2	2	Omnicom Group	142.2	145.9	153.2	151.3	154.2	73.6	75.7	81.9	85.3	68.6	70.2	71.3	66.1
3	3	Publicis Groupe	84.9	92.3	96.3	106.5	108.0	40.4	43.9	46.3	57.5	44.5	48.5	50.0	49.0
4	4	Interpublic Group of Cos.	69.6	71.2	75.4	76.1	78.0	38.0	39.7	41.8	44.8	31.5	31.5	33.5	31.4
5	5	Dentsu Inc.	63.8	57.8	64.0	63.0	72.0	7.3	7.8	10.6	11.5	56.5	50.0	53.4	51.5
6	9	Accenture Interactive 埃森哲互动			18.5	29.2	44.0			7.2	12.3			11.3	16.9
7	6	Havas	23.1	23.5	24.8	24.3	25.0	7.4	7.3	7.8	8.6	15.6	16.3	17.0	15.7
8	7	Alliance Data Systems Corp.'s Epsilon	12.5	13.8	20.7	21.4	21.6	11.9	13.2	19.6	20.5	0.6	0.6	1.1	0.9
9	10	IBM Interactive Experience	7.2	12.5	15.9	21.3		3.4	6.0	7.1	8.0	3.7	6.5	8.8	13.3
10	8	Hakuhodo DY Holdings 博报堂	21.8	18.4	19.1	18.2				0.2	0.8	21.8	18.4	18.9	17.4
11	11	Deloitte Digital 德勤数字	1.7	1.9	14.7	16.5	26.0	1.2	1.3	7.6	8.7	0.6	0.6	7.1	7.8
12	13	BlueFocus Communication Group	3.5	5.8	9.7	13.4					0.2	3.5	5.8	9.7	13.3
13	12	MDC Partners	10.6	11.5	12.2	13.3	13.9	8.6	9.5	9.9	10.9	2.0	2.0	2.3	2.4
14	18	PwC Digital Services	3.8	5.0	7.5	11.2	18.8	2.0	2.6	4.7	6.2	1.8	2.4	2.8	5.0
15	15	DJE Holdings	6.9	7.8	8.5	9.0		4.3	4.8	5.1	5.6	2.6	3.0	3.4	3.4
16	14	Experian Marketing Services	9.4	10.1	8.8	8.7		4.0	4.2	4.3	4.3	5.4	5.9	4.5	4.4
17	16	Cheil Worldwide	6.0	6.9	8.5	8.4		0.7	0.6	0.8	0.8	5.3	6.4	7.7	7.7
18	17	Acxiom Corp.	7.7	7.8	8.1	8.4		6.5	6.7	7.2	7.7	1.1	1.1	1.0	0.8
19	20	MC Group (Media Consulta)	4.8	5.1	5.8	5.5		0.1	0.2	0.2	0.2	4.7	5.0	5.7	5.4
20	22	Merkle	3.2	3.7	4.8	5.1		3.0	3.5	4.4	4.7	0.2	0.2	0.4	0.5

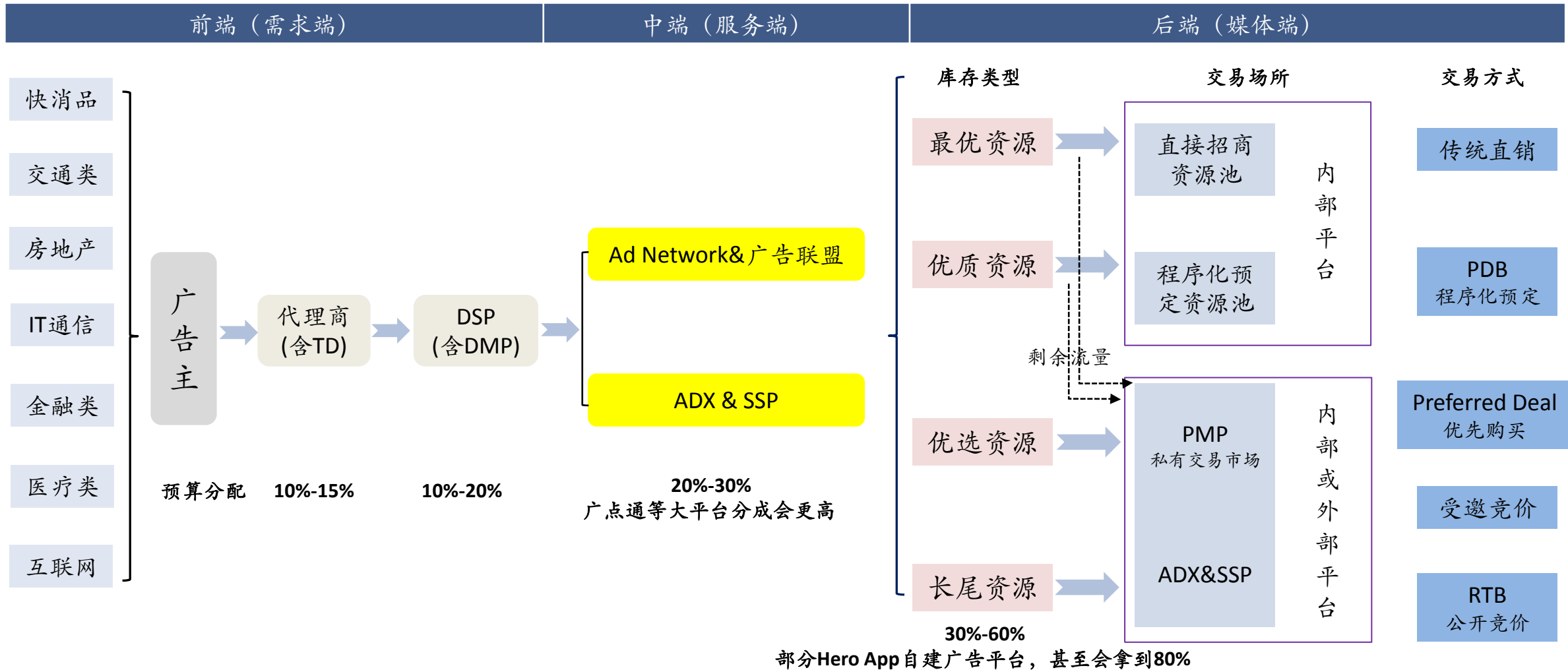
数据来源：Advertising Age，新时代证券研究所

美国前20大数字广告代理商排行榜(2015年):

2015	2014	Agency [Parent]	2015	% Chg	2015	2014	Agency [Parent]	2015	% Chg
1	2	Accenture Interactive [Accenture]	1232	70.8	11	NA	Havas Digital Group* [Havas]	374	NA
2	1	Epsilon [Alliance Data Systems Corp.]	1169	3.4	12	11	Rapp*[Omnicom]	321	0.7
3	3	Deloitte Digital* [Deloitte]	865	NA	13	12	Merkle	303	14.4
4	4	IBM Interactive Experience* [IBM Corp.]	797	NA	14	13	R/GA*[Interpublic]	284	10
5	5	Razorfish*[Publicis]	652	-1.3	15	16	Publicis Healthcare Communications* [Publicis]	260	20
6	6	PwC Digital [PwC]	624	NA	16	15	FCB* [Interpublic]	252	10.7
7	7	SapientNitro*[Sapient Corp.]	601	1.8	17	14	MRM/McCann* [Interpublic]	245	60
8	8	Wunderman* [WPP]	496	4.5	18	17	iCrossing*[Hearst Corp.]	225	20
9	9	DigitasLBi* [Publicis]	459	3.4	19	NA	J. Walter Thompson Co.* [WPP]	222	NA
10	10	Ogilvy & Mather* [WPP]	423	2.9	20	21	Publicis Worldwide* [Publicis]	200	22.4

数据来源: Advertising Age, 新时代证券研究所

数字营销产业链：



数据来源：iResearch，新时代证券研究所

几种交易方式及重要名词简介:

RTB公开竞价(Real Time Bidding) vs PMP私有市场(Private marketplace):

RTB公开竞价不限制参与竞价的对象, 适合长尾流量变现, 在效果类广告主中的接受程度较高, 切入的是广告主的效果类预算。PMP私有市场限制参与竞价的对象, 适合于媒体的优选流量。

预定库存 vs 非预定库存:

预定库存是指买方与媒体事先约定好某一特定广告位固定比率的曝光量, 未约定即为非预定库存。

PDB程序化直接购买(Programmatic direct buy) vs 优先购买(Preferred deal):

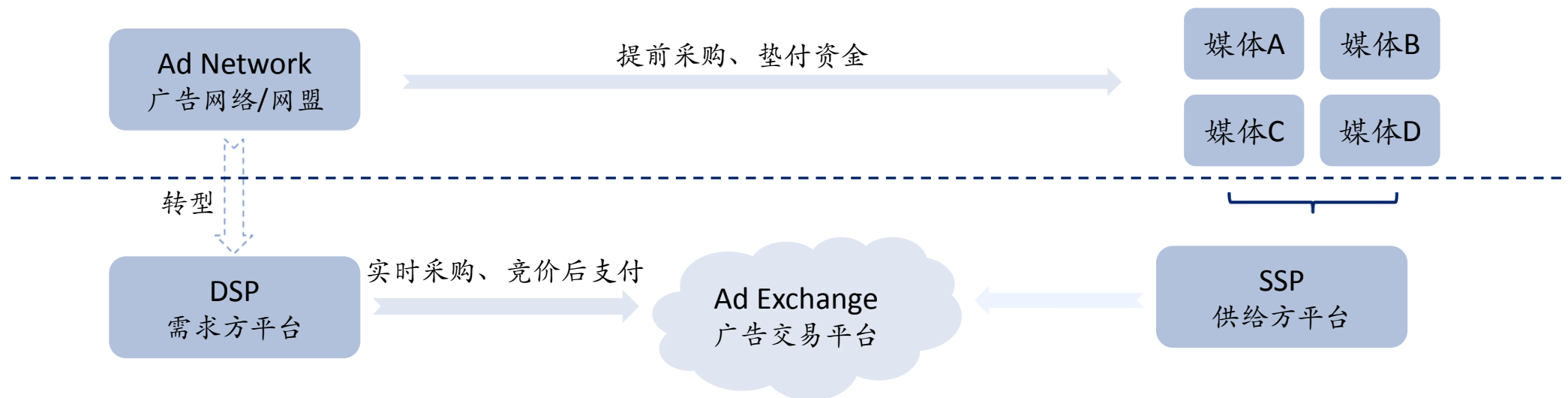
优先购买的特点是定价不定量, 以相对更高一些的价格获得更优质的媒体流量。PDB的特点是定价定量, 广告主原有的广告投放方式和流程仍然保留, 仅是通过程序化的方式提升广告的管理和投放效率, 因此PDB切入的实际是广告主的传统品牌广告投放预算。

DSPAN = DSP+Ad Network, 即同时运营DSP与广告网络, DSPAN由于运营广告网络的经验丰富且具有良好的媒体关系, 因此能提供一些对于广告主而言具有吸引力的优质或者独有库存。由于同时服务于广告主和媒体合作伙伴, DSPAN往往具有较高的盈利性, 但DSPAN的问题是在库存的使用上很难做到完全中立。

品牌类广告主 vs 效果类广告主:

品牌类广告主注重品牌宣传, 投广告的目的是维持品牌形象, 一般为传统行业, 例如快消品、汽车等; 效果类广告主注重效果转化, 投广告的目的是促成点击、下载和购买, 一般为互联网广告主, 例如电商、游戏和App应用等。

RTB兴起之前的序章：从AdN到AdX



TANX: Taobao Ad Exchange
汇集阿里系阿里妈妈联盟内流量。



TAE: Tencent Ad Exchange
汇集腾讯系社交网络和门户媒体流量。



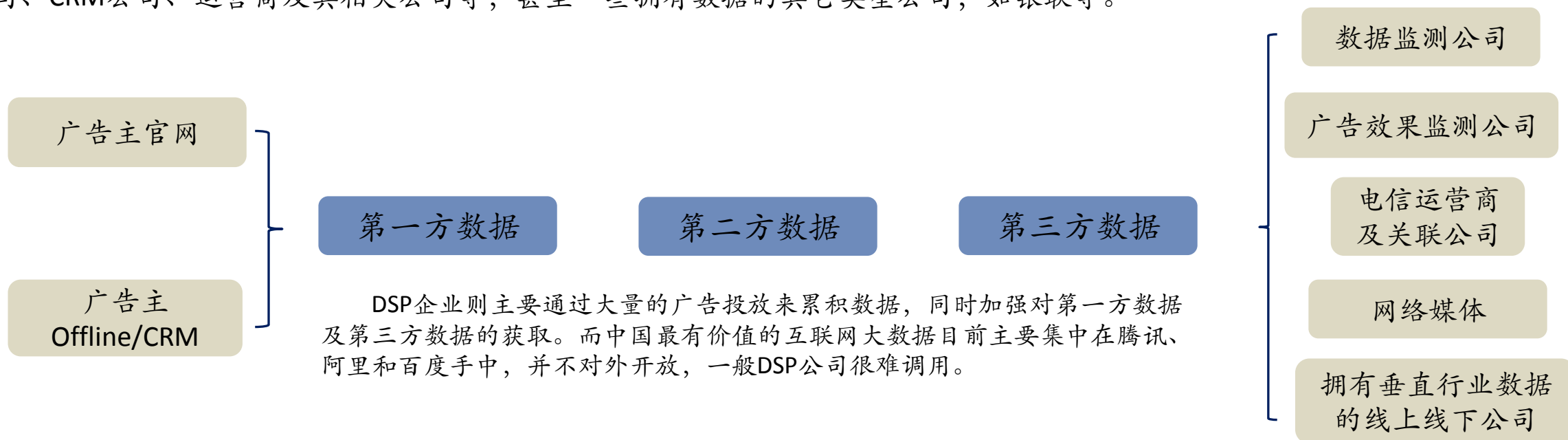
BES: Baidu Exchange Service
汇集百度系贴吧、知道、百科和网盟网站流量。

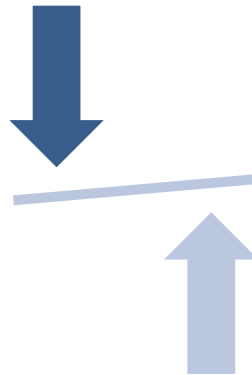
数据中心论：什么是第一方、第二方、第三方数据？

第一方数据：是指企业自有数据，企业在日常的生产经营过程中，产生了大量的运营数据。这些数据通常由IT系统转化生成，包括企业内部业务系统存储的数据，或者通过自动化程序收集的Web、App用户行为日志等。

第二方数据：广告技术公司的数据，在广告投放过程中产生。如网络媒体在给广告主提供关键词搜索营销服务的同时，也积累了大量用户的搜索行为记录，这些数据可以用来分析以及预测用户有什么兴趣爱好，以及对什么商品感兴趣等等。

第三方数据：来自数据服务提供商的数据，通常起到辅助广告投放的作用。包括传统的数据监测公司、广告效果监测公司、CRM公司、运营商及其相关公司等，甚至一些拥有数据的其它类型公司，如银联等。





1、全球媒介与媒介市场集中度分析

全球前二十大广告市场排名(2018年):

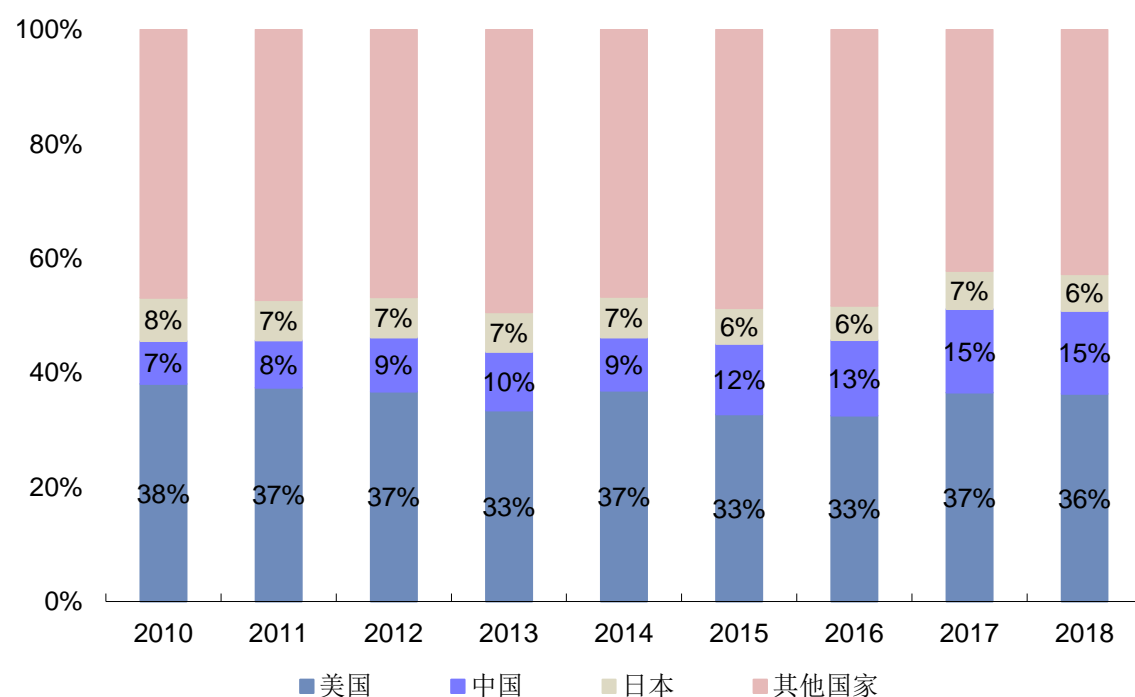
单位: 亿美元	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
全球广告市场总体规模	4,540	4,194	3,787	4,087	4,263	4,502	4,695	4,935	5,160	5,373	5,602	5,709
USA	1,777	1,706	1,487	1,521	1,546	1,618	1,679	1,762	1,826	1,896	1,954	2,014
China	187	293	320	406	478	538	610	674	736	801	862	925
Japan	495	382	336	335	329	342	349	363	366	367	374	382
UK	199	196	172	186	192	200	211	228	249	263	274	286
Germany	251	209	191	199	205	202	203	210	214	220	225	231
South Korea	85	78	69	92	100	107	108	110	114	116	118	121
Australia	114	91	83	93	93	93	95	97	106	110	113	116
France	135	114	105	113	116	114	111	110	113	114	114	115
Indonesia	20	19	22	27	33	39	50	55	60	73	88	105
Brazil	86	63	66	78	84	90	96	100	101	105	102	103
India	30	33	33	38	41	44	48	57	68	77	86	96
Canada	95	80	74	81	85	88	87	87	88	90	92	94
Italy	128	105	91	95	93	84	76	76	78	79	81	82
Spain	106	79	62	65	61	51	47	52	56	59	63	67
Switzerland	45	46	45	51	54	55	56	57	59	60	60	61
Russia	69	39	29	34	42	47	52	55	50	52	55	59
Mexico	36	33	32	36	40	43	46	48	49	50	51	51
Belgium	41	35	35	38	40	40	41	42	42	44	45	46
Netherlands	58	49	42	44	44	42	40	41	42	42	43	44
Thailand	33	29	28	31	32	35	36	39	39	40	41	42

数据来源: ZenithOptimedia, 新时代证券研究所

全球广告市场：美中两国占据全球一半份额，日本是第三广告大国

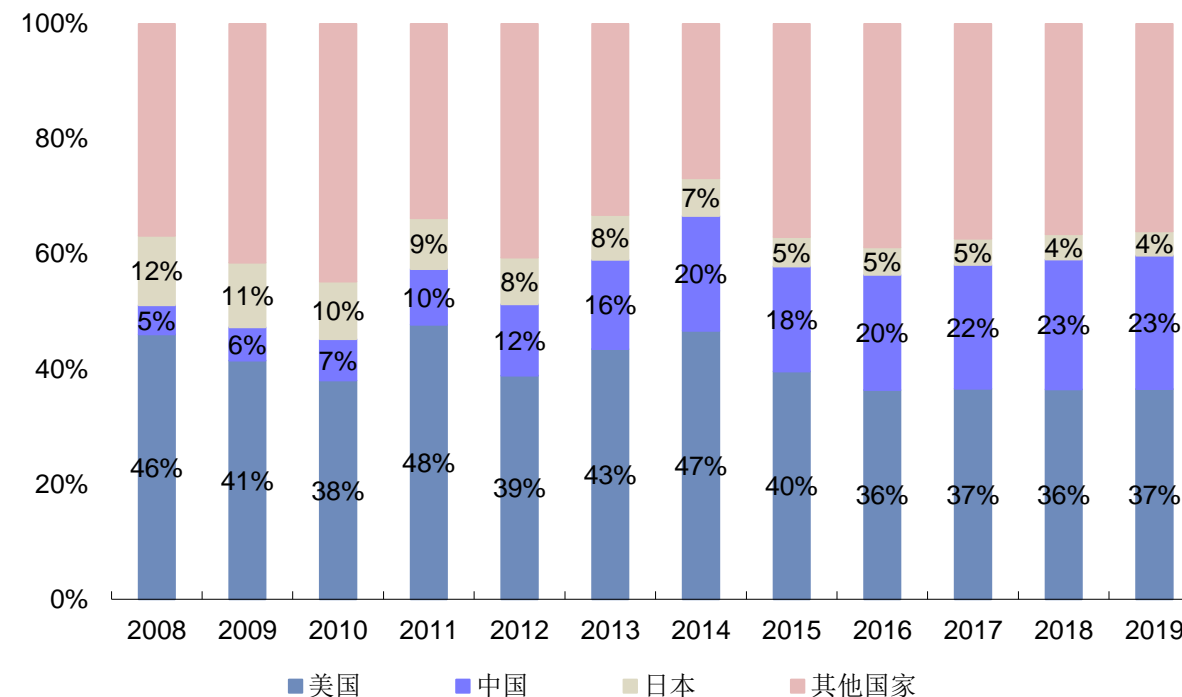
一国广告产业的发展程度往往与其经济水平相当。在全球市场上，预计2017年，美中两国的广告投放额合计占比将超过一半，分别为37%和15%，日本排名第三为7%。仅看互联网广告的话，2016年，美中两国各自占比为36%、20%，美中两国在互联网领域的集中度高过电视媒介时代(与直观经验相符)，日本的份额为4.8%，全球排名第四，被德国(5.1%)超过。

★美中日三国在全球广告市场的份额



数据来源：eMarketer，新时代证券研究所

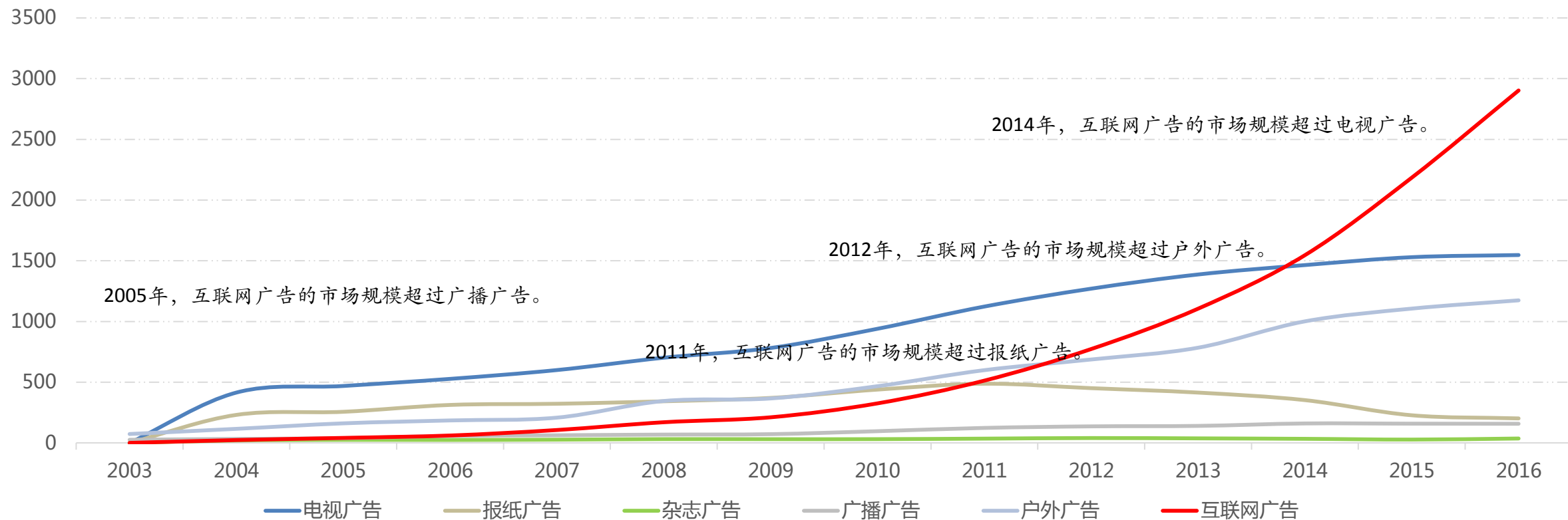
★美中日三国在全球互联网广告市场的份额



数据来源：eMarketer，新时代证券研究所

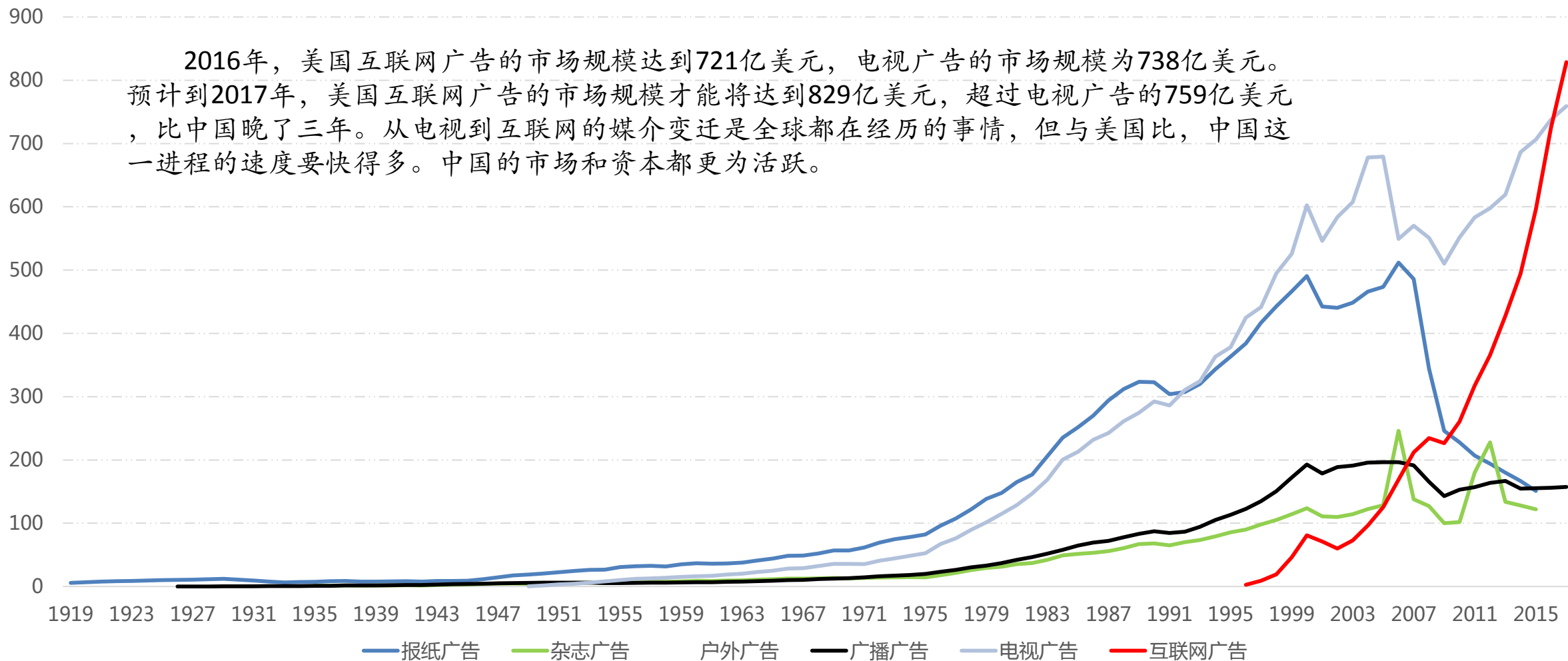
中国广告市场：从电视到互联网，从PC到移动的趋势仍在进行

目前，互联网在中国已经成为绝对的第一大大众媒介。2016年，中国互联网广告的市场规模为2903亿元，接近电视广告(市场规模为1547亿元)的两倍，在整体广告市场中的占比达到48%。户外广告是第三大媒体，2016年的市场规模为1174亿元，报纸、杂志和广播广告的市场规模分别仅为202亿元、36亿元和158亿元。



数据来源：iResearch, CODC, 广电总局, 新时代证券研究所

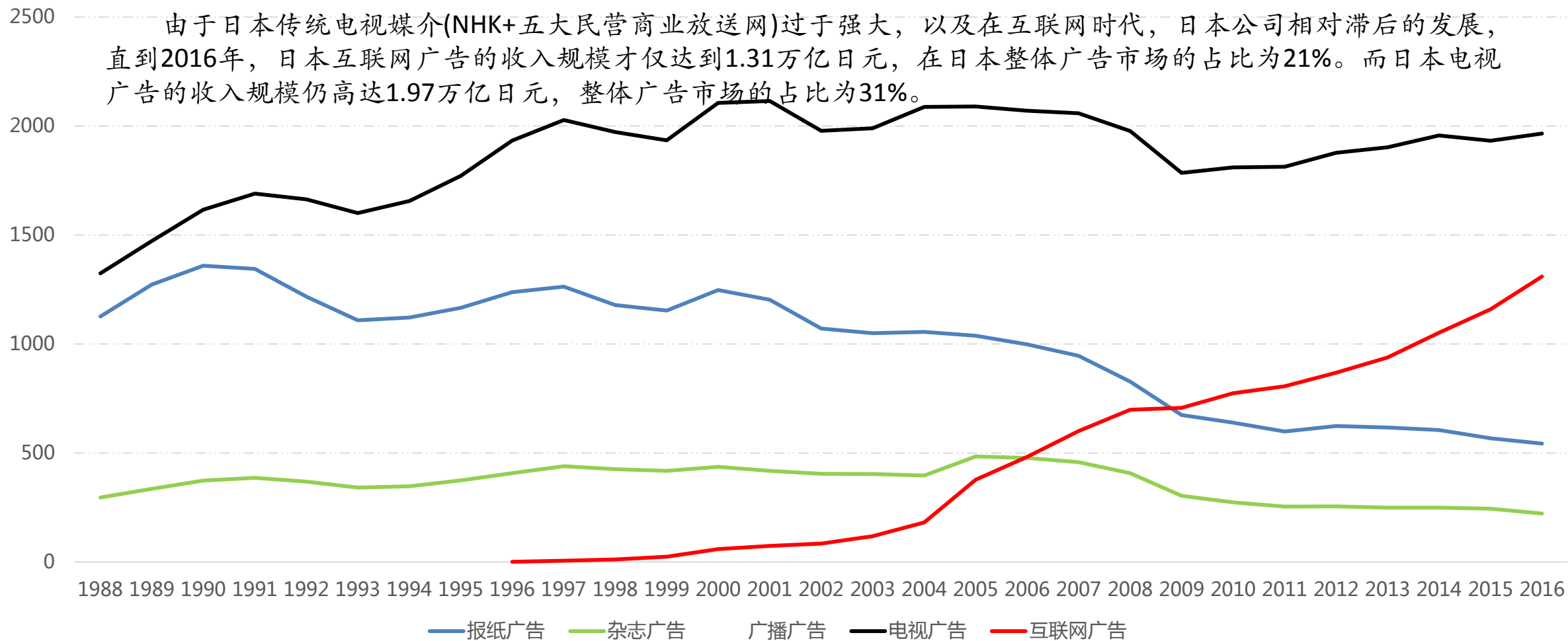
美国的情况：从电视到互联网的变迁速度慢于中国



数据来源：US Census, MANGA, eMarketer, 新时代证券研究所

日本的情况：互联网广告的收入规模仍未超过电视广告

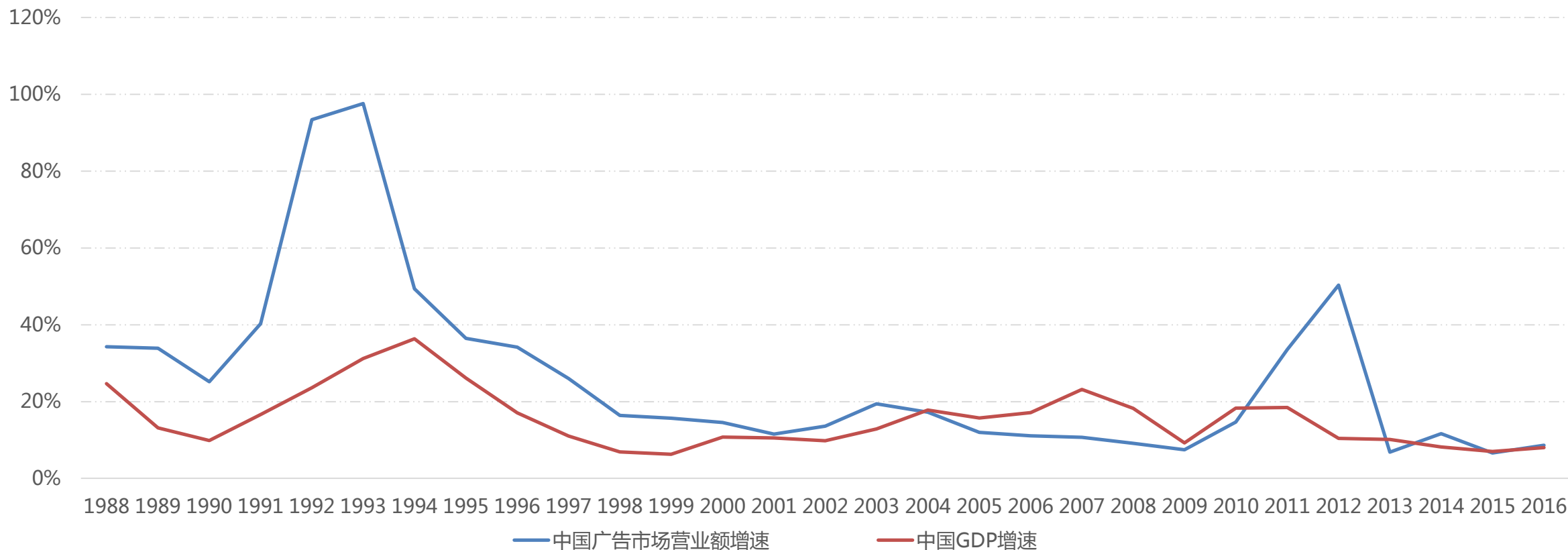
由于日本传统电视媒介(NHK+五大民营商业放送网)过于强大，以及在互联网时代，日本公司相对滞后的发展，直到2016年，日本互联网广告的收入规模才仅达到1.31万亿日元，在日本整体广告市场的占比为21%。而日本电视广告的收入规模仍高达1.97万亿日元，整体广告市场的占比为31%。



数据来源：Dentsu，新时代证券研究所

广告市场整体增速：与GDP保持同向波动

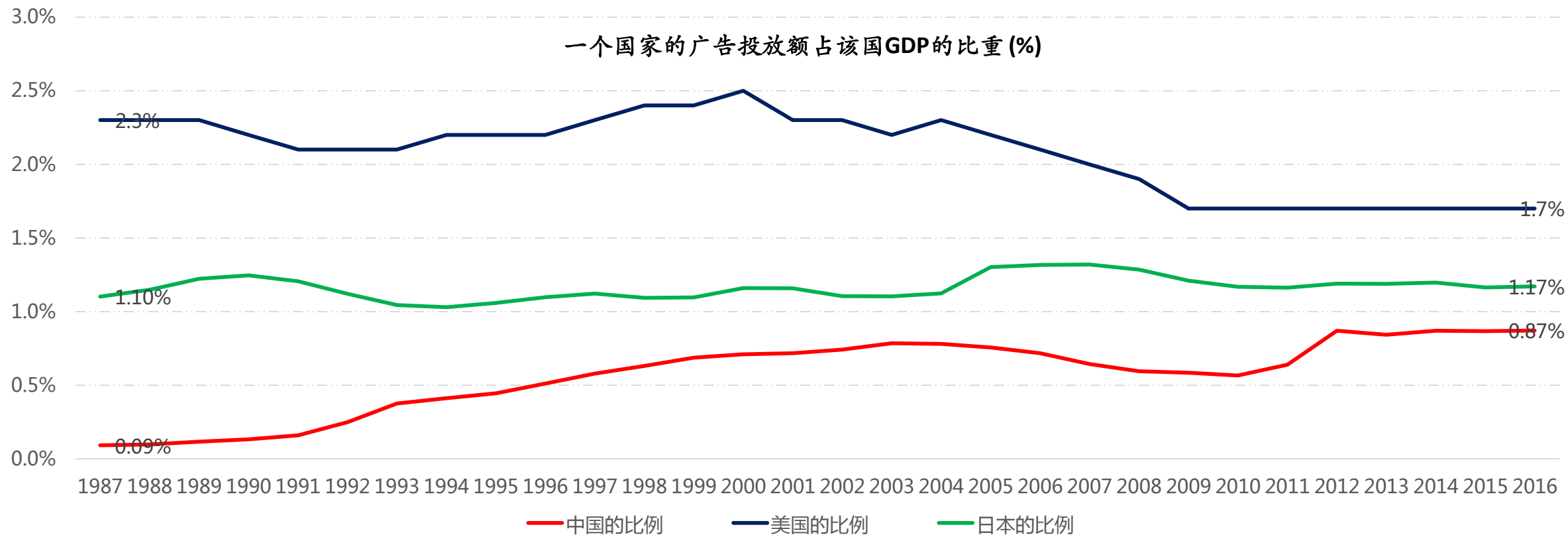
由于广告市场的投放主力来自于国民经济各行各业的广告主，因此广告市场的整体增速表现出与国家GDP增速的同向性，目前中国广告市场的变化主要是内部结构变动，互联网媒体崛起，接过电视媒体的大旗。



数据来源：工商总局，新时代证券研究所

长周期看广告投放占GDP比重：中国仍低于世界

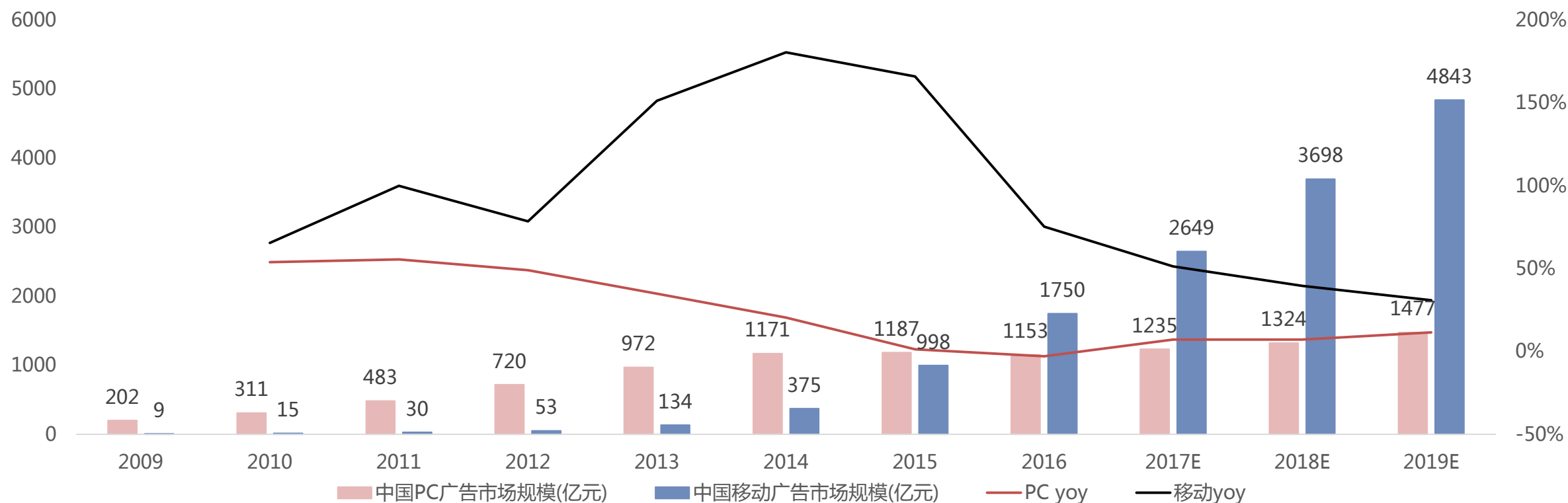
我们以长周期(1987年-2016年)的视角来看一国广告投放占该国GDP的比重，我们发现中国这一比重从1987年的0.09%快速提高到2016年的0.87%，但仍然低于世界水平。美国广告投放额占美国GDP的比重2016年为1.7%，中国距美国恰有1倍差距。



数据来源：工商总局，US Census，Dentsu，新时代证券研究所

互联网：PC端放缓，移动端拉动互联网广告继续增长

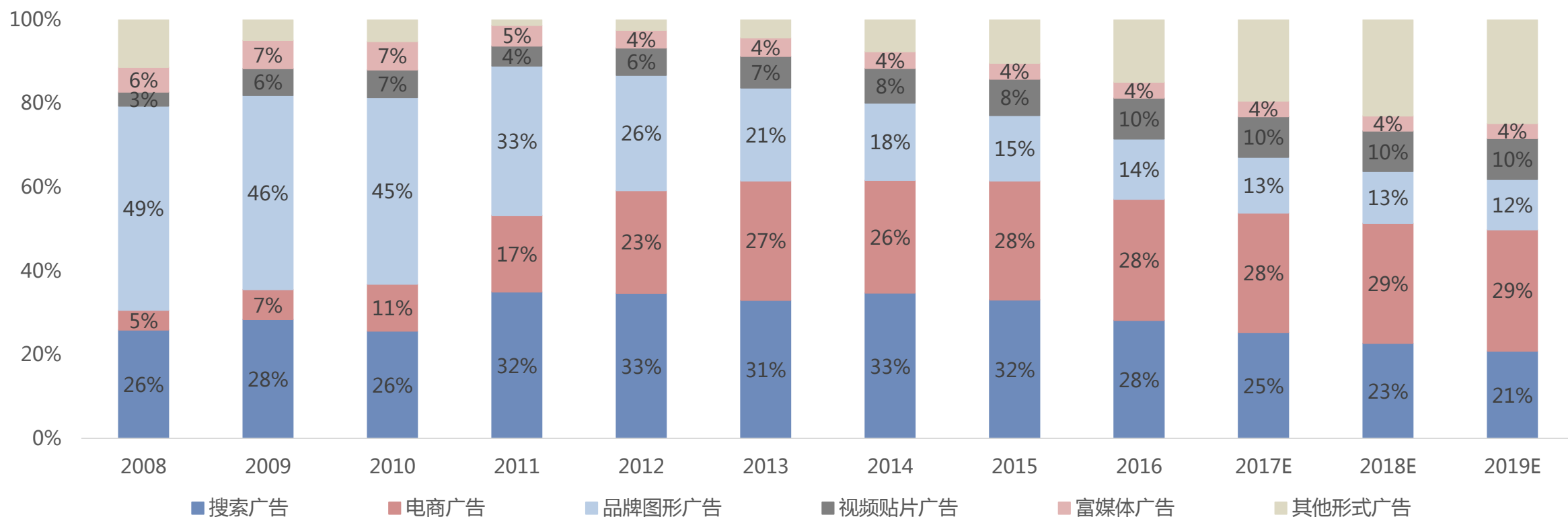
2016年中国PC广告收入规模为1153亿元，与2015年几乎持平，未来预计将保持平稳。中国移动广告市场2012年以后出现爆发，2016年收入规模达到1750亿元，同比增速为75%，移动广告市场首次超过PC广告。预计2017年，整体互联网广告增速为34%，移动广告增速为51%。未来三年，互联网广告CAGR在30%左右，移动广告CAGR将保持在40%左右。



数据来源：iResearch，新时代证券研究所

中国不同形式网络广告市场份额：电商、搜索、展示三分天下

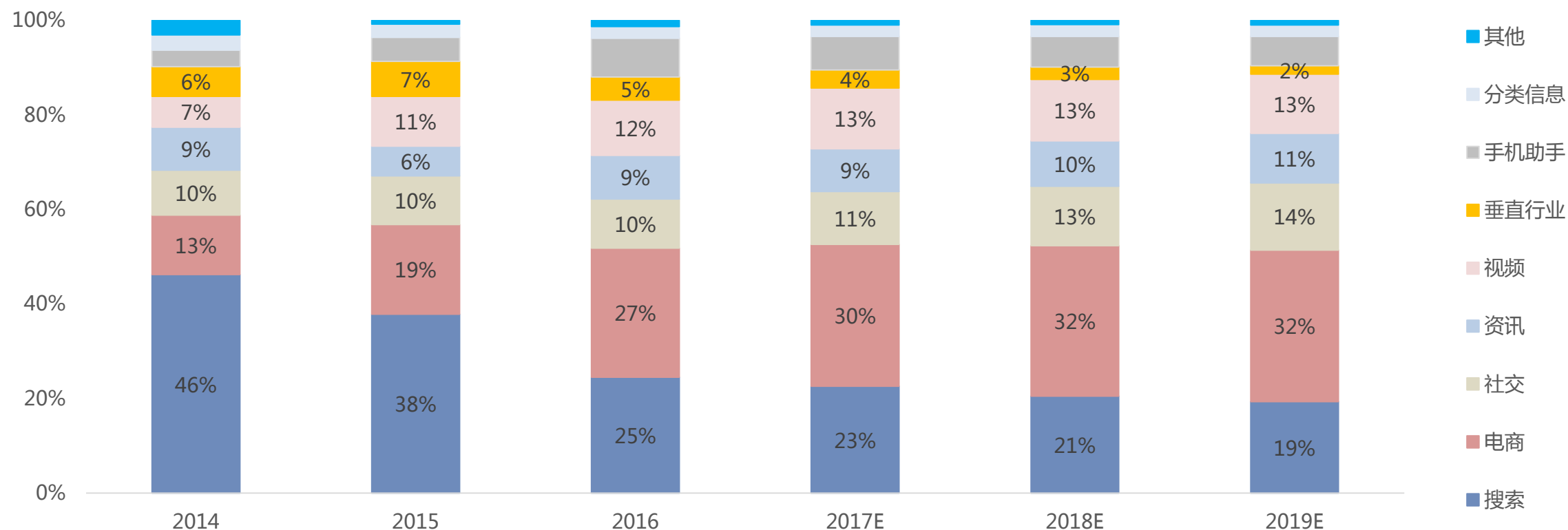
回顾互联网的发展史，门户网站率先兴起，依次是搜索代表百度和电商代表淘宝网。因此，目前中国互联网广告几乎是电商、搜索和展示类广告三分天下。2016年，中国不同形式网络广告的市场份额为：搜索广告28%、电商广告28%、展示类广告28%。展示类广告的形式主要包括品牌图形广告、视频贴片广告和富媒体广告。



数据来源：iResearch，新时代证券研究所

中国移动广告不同媒体收入份额：与PC端逐渐趋同

移动互联网的生态比PC端要复杂很多，用户更习惯打开App而不是浏览网页。但广告内部结构方面，仍呈现出一定的相似性，2016年，移动搜索的媒体收入份额为25%，移动电商27%，移动展示类广告(包括社交、资讯、视频和垂直行业)的合计媒体收入份额为36%。未来移动端将同样呈现出“电商、搜索和展示类广告”三分天下的格局。

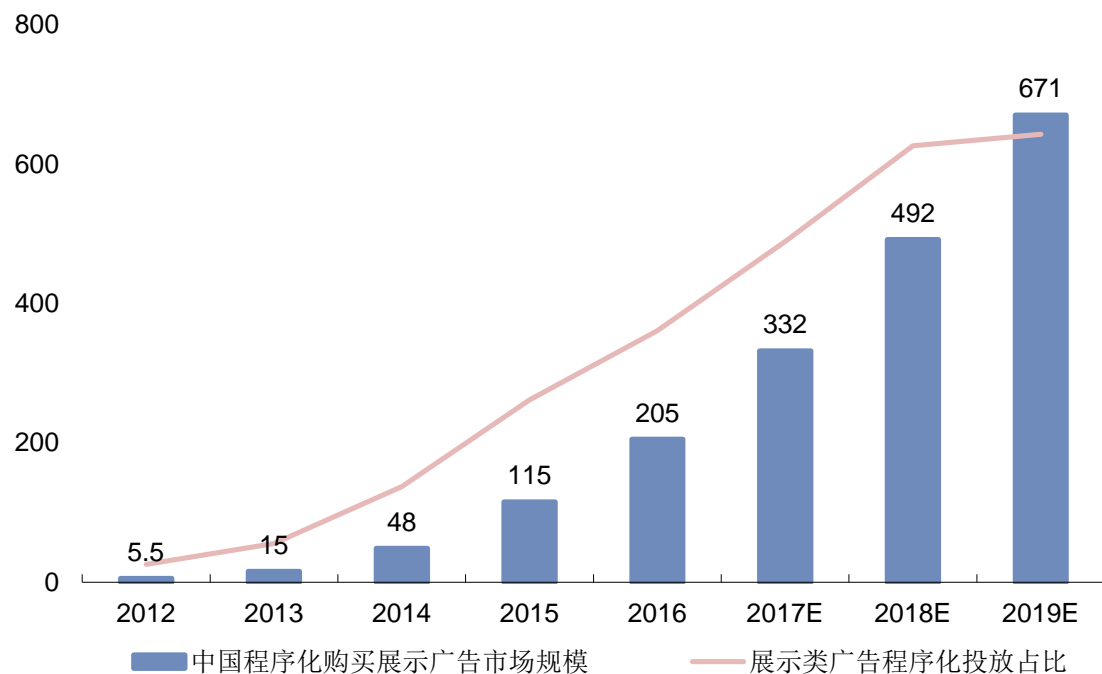


数据来源：iResearch，新时代证券研究所

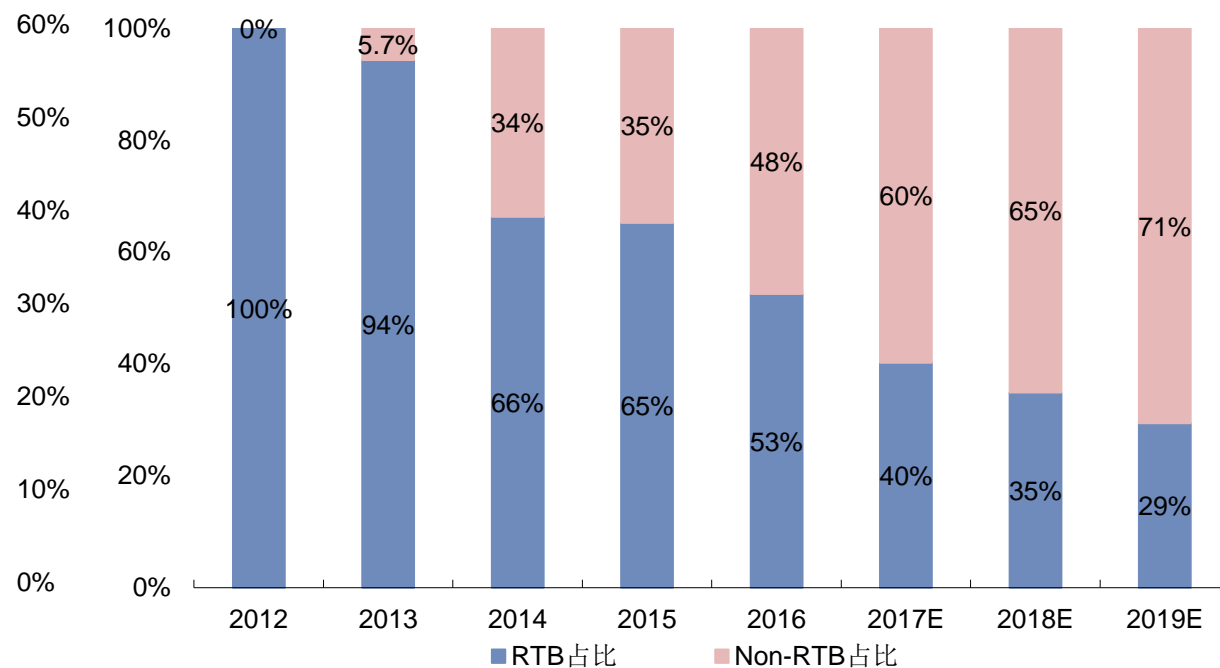
程序化购买：展示类广告的一个分支

2016年，中国通过程序化购买的展示广告市场规模为205亿元，同比增速为78.5%，占整体展示类广告市场规模的比例为27%，预计2020年之前，这一比例能够接近50%。Non-RTB非公开竞价交易方式自2013年兴起后迅速发展，2016年Non-RTB方式占比达到48%，预计到2019年，Non-RTB方式将超过70%。

★中国程序化购买展示广告市场规模(亿元)



★中国程序化购买展示广告不同方式结构



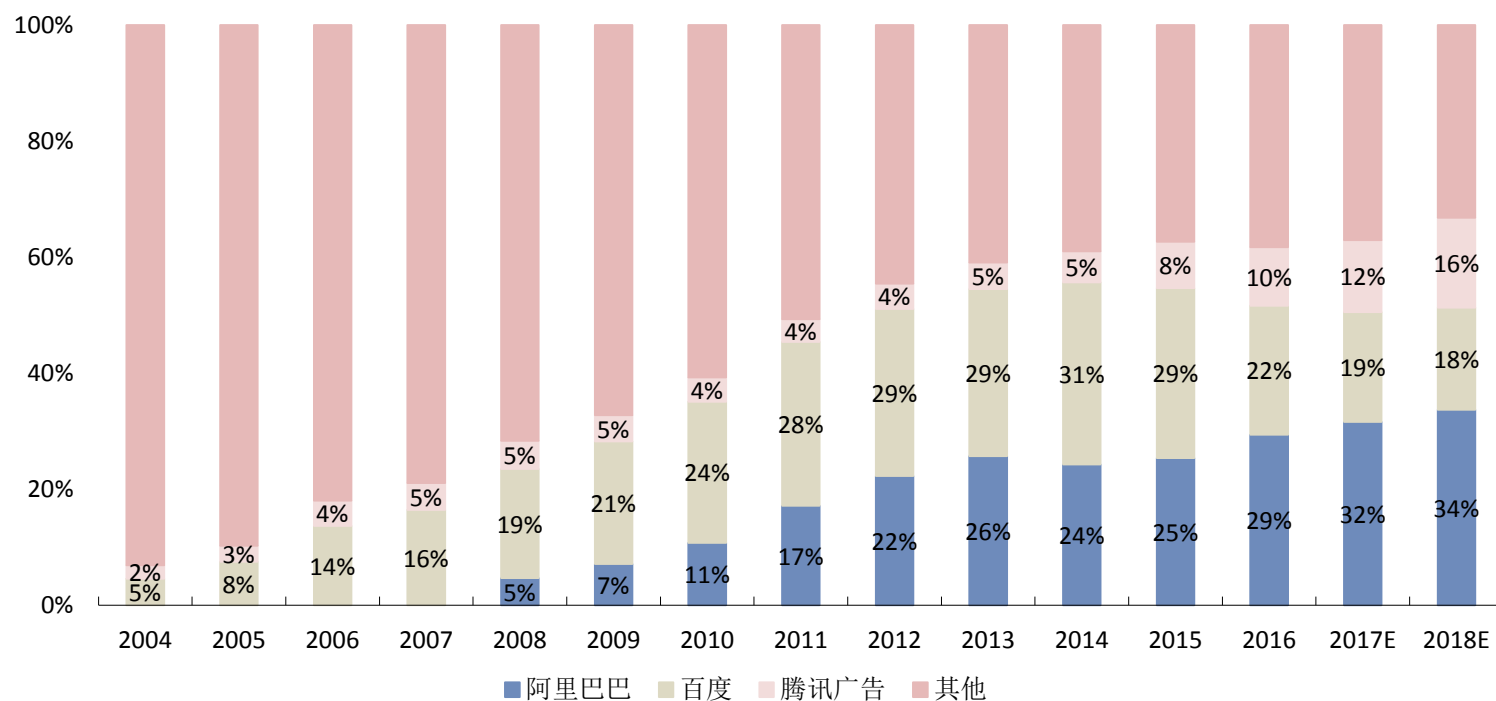
数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

中国互联网媒介集中度：BAT合计达60%，移动端高达80%

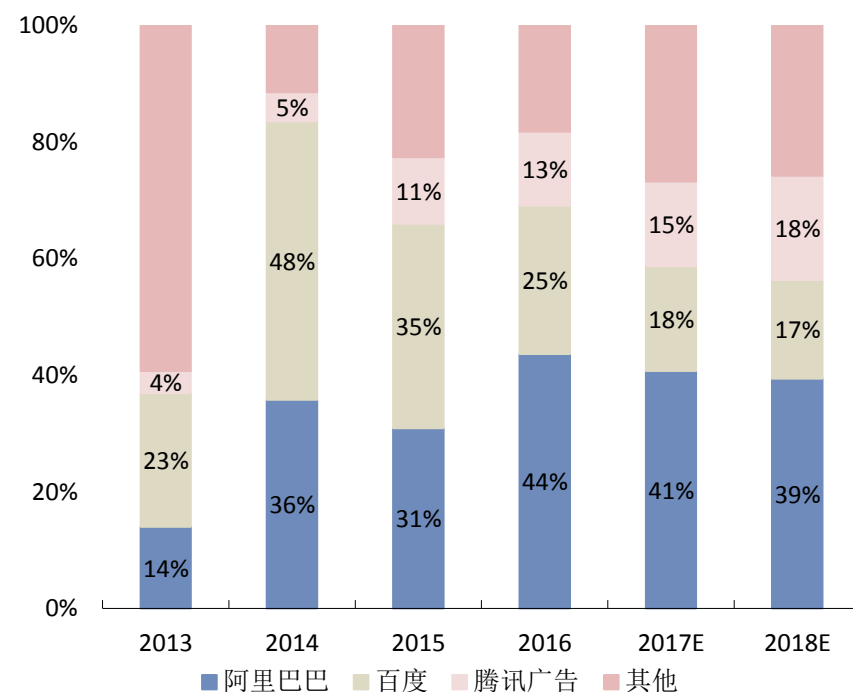
根据我们的测算，2016年，阿里、百度、腾讯的广告收入在整体互联网广告市场中的份额分别为29%、22%和10%，合计占比为62%。在移动端，阿里、百度、腾讯的广告收入份额分别为44%、25%和13%，合计份额高达82%。与市场的认知相悖，移动互联网虽然发展较晚，但移动端的集中度目前已经远高于PC端。

★BAT广告收入在整体互联网广告市场中所占份额



数据来源：BAT年报，iResearch，新时代证券研究所

★BAT移动广告在整体移动广告市场中所占份额

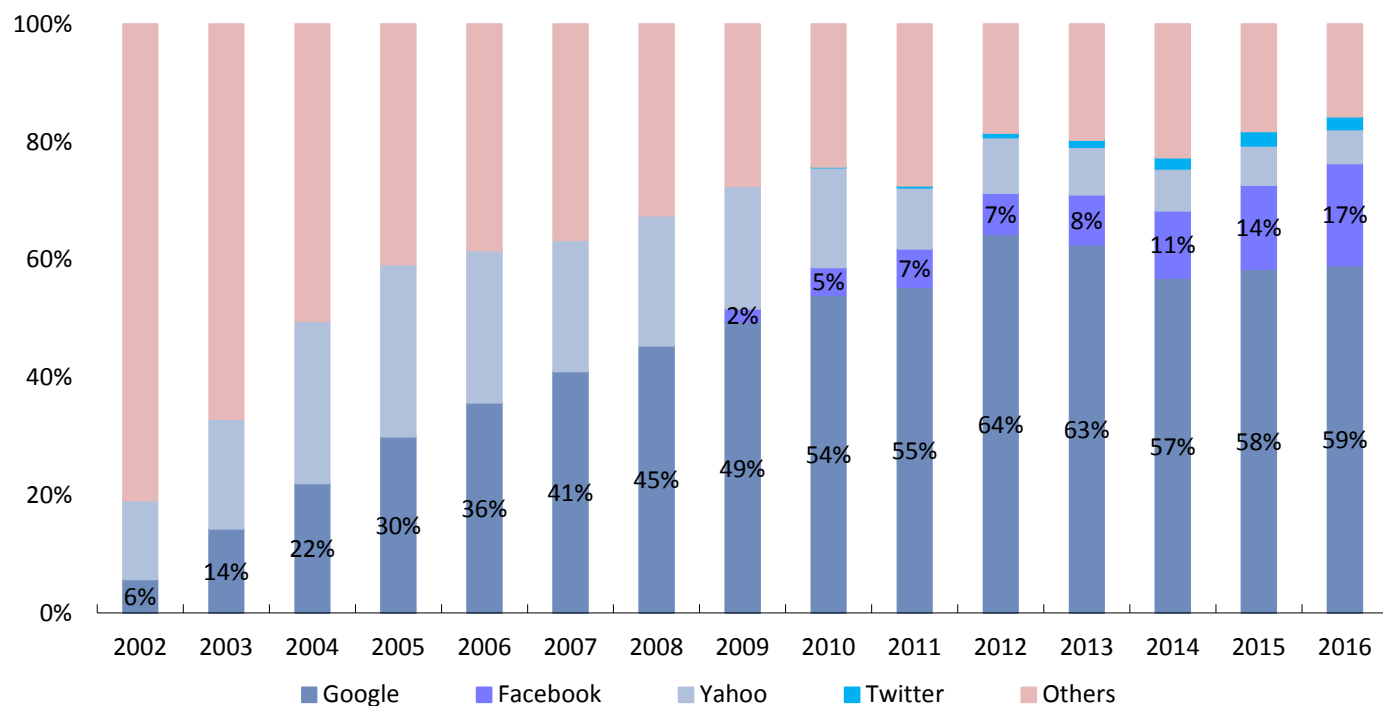


数据来源：BAT年报，iResearch，新时代证券研究所

美国互联网媒介集中度：Google独占接近60%份额，Facebook占比17%

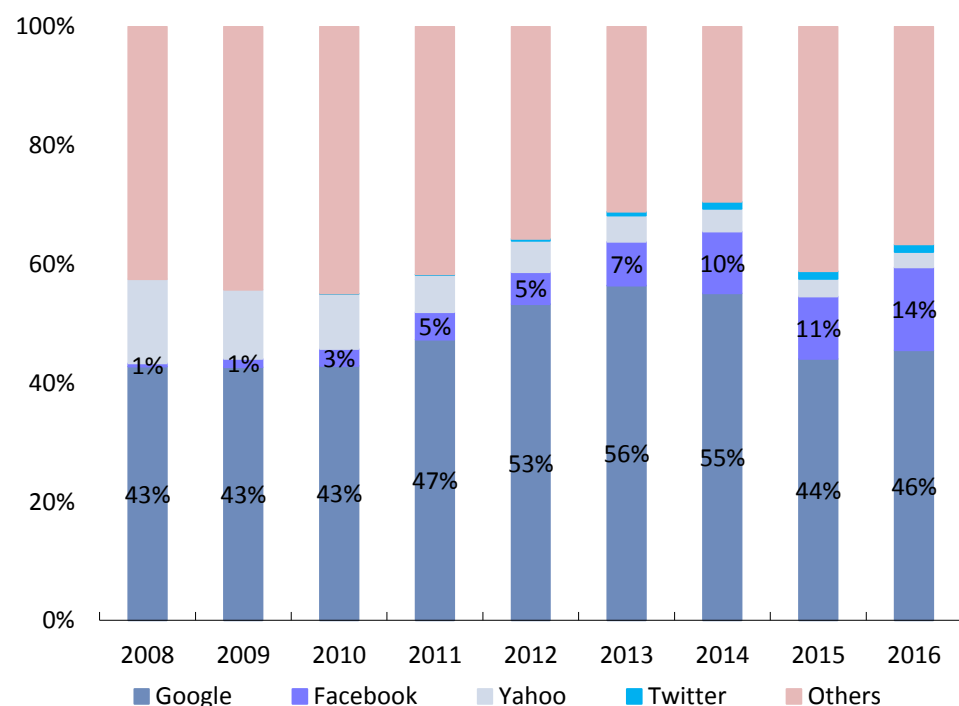
美国互联网媒介的集中程度比中国更高，2016年Google来自北美的广告收入占据美国网络广告市场的份额为59%，其次Facebook份额为17%，再加上Yahoo和Twitter，四家合计占比高达84%。值得一提的是，Google和Facebook不仅在北美市场，在全球(除中国市场外)都近乎垄断。2016年，Google一家在全球网络广告市场的份额为46%，Facebook份额为14%。

★Google和Facebook北美广告收入占美国网络广告市场的比重



数据来源：各公司年报，IAB，新时代证券研究所

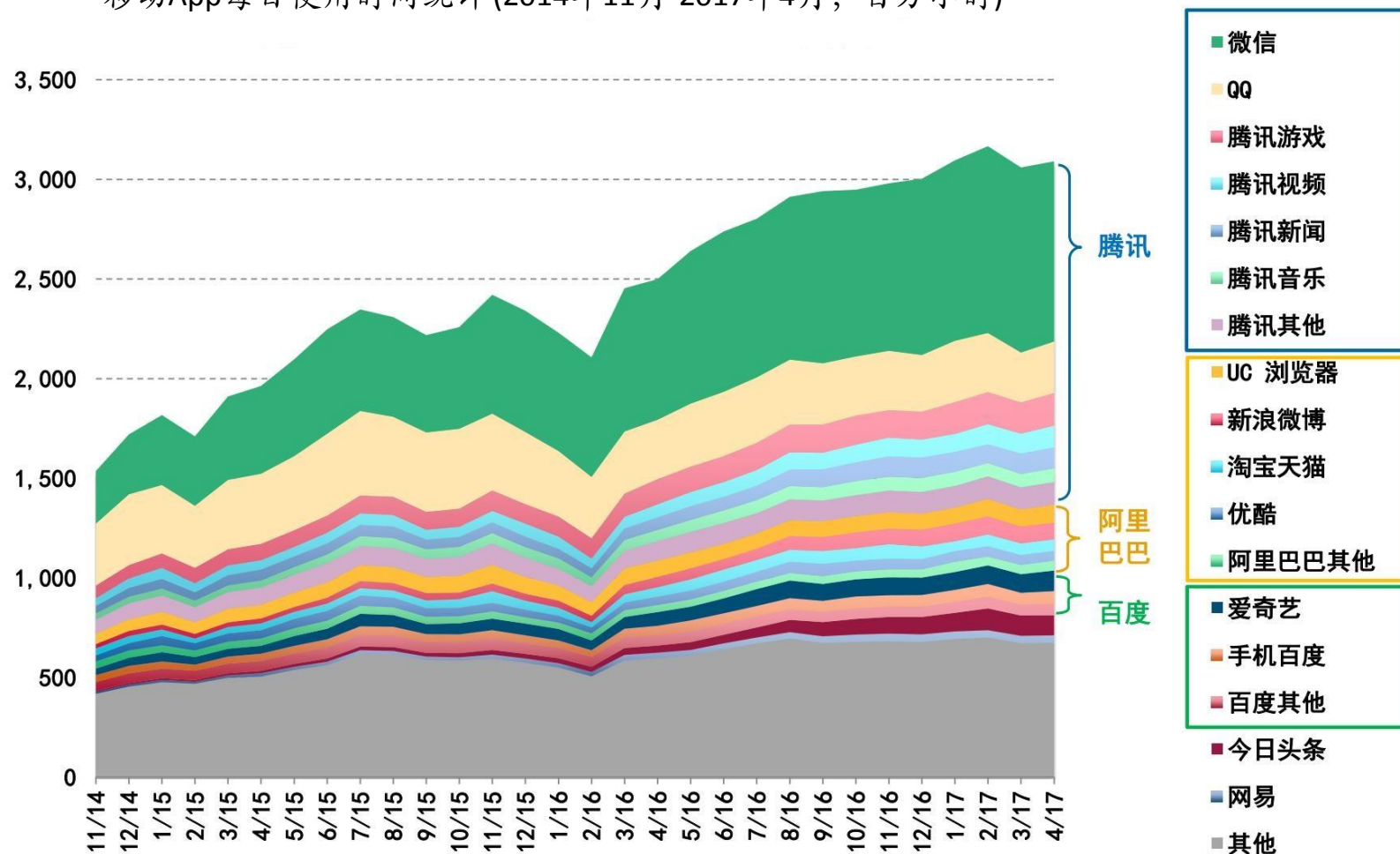
★Google和Facebook广告收入占全球网络广告市场的比重



数据来源：各公司年报，eMarketer，新时代证券研究所

移动媒体使用时间：腾讯独占一半，阿里、百度居次

移动App每日使用时间统计 (2014年11月-2017年4月，百万小时)



腾讯、阿里巴巴、百度和今日头条占据了中国移动互联网77%的使用时长，电商、游戏单位时长变现效率最高。

数据来源：QuestMobile，高瓴资本，新时代证券研究所

注：只有使用时间前100名的APP按所属公司分类。腾讯、阿里巴巴和百度的附属企业包括其战略投资企业。

阿里系：从电商营销平台到综合类营销平台



阿里巴巴旗下阿里妈妈，是国内最大的电商营销平台，目前已经从站内为主发展到全网流量营销，成为一个综合的营销平台。

数据来源：易观，新时代证券研究所

腾讯系：顶级App(微信+QQ)，顶级社交流量

微信广告：包括朋友圈广告和公众号广告。

1.朋友圈广告：以类似朋友的原创内容形式在朋友圈中展示的原生广告。用户可以通过点赞、评论等方式进行互动，并依托社交关系链传播，为品牌推广带来加成效应，按曝光次数计费。

2.公众号广告：是基于微信公众号生态体系，以文章内容的形式出现在公众号文章中，提供公众号关注、移动应用下载、卡券分发、品牌活动广告等多种官方推广形式，支持多维度组合定向投放，实现高效率转化。

2.8亿+

平均月活跃用户数

1400亿+

浏览器平均PV

第1名

手机浏览器市场占有率

第4名

安卓应用排名

QQ浏览器



应用宝是中国用户覆盖率第一的安卓应用商店，目前MAU高达2.58亿人。应用宝广告出现在应用宝首页、各个榜单、搜索等热门位置，是当用户在应用宝下载完成后才进行计费的原生CPA广告。



腾讯社交广告
Tencent Social Ads

营销平台



腾讯
联盟广告

QQ空间拥有6.4亿MAU，6成以上的用户为90后年轻用户。QQ空间信息流广告出现在用户的好友动态中，是一种融入在用户UGC中的原生社交广告。



QQ拥有8.5亿MAU，整体最高同时在线帐户数达2.6亿。

100,000+

汇集优质APP数量

75%

Hero APP占比

8亿

移动端用户数量

15亿

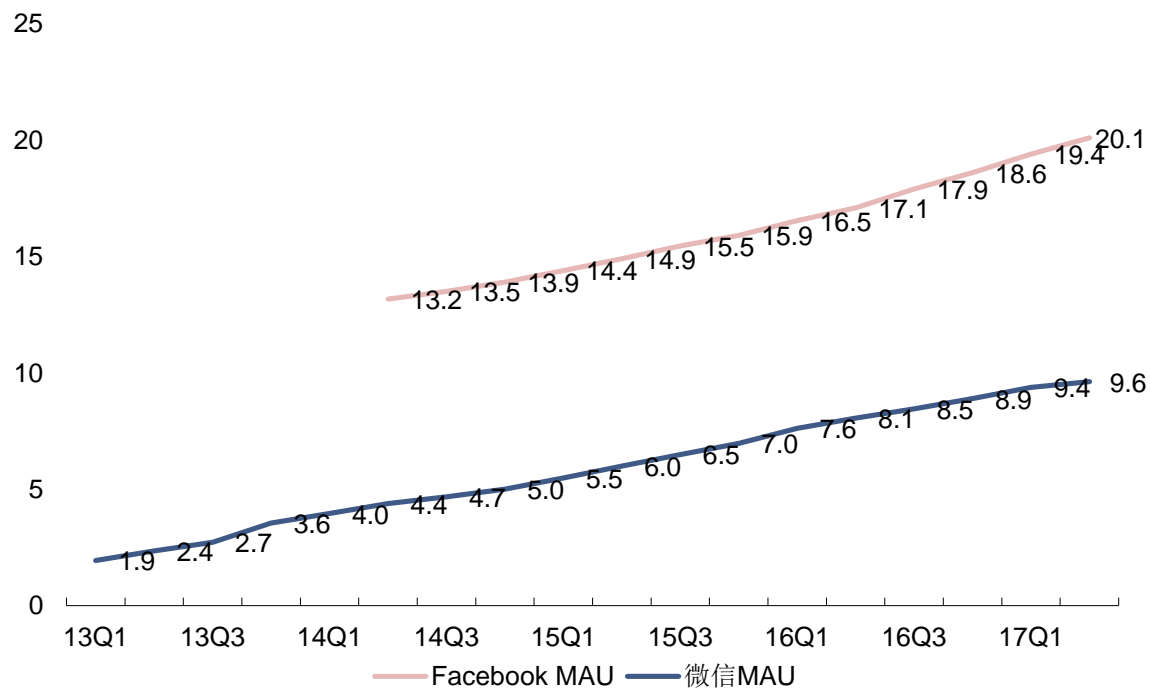
每日广告曝光数量

2017Q2，微信和WeChat合计MAU达到9.6亿人。

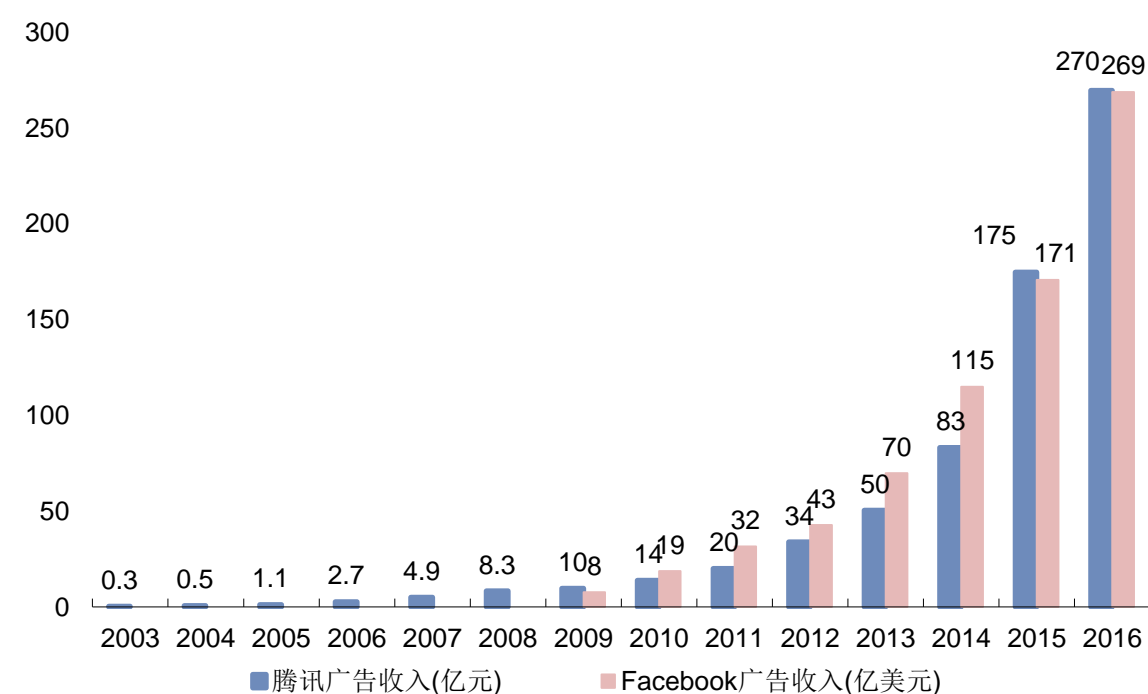
人均广告价值：腾讯 vs Facebook，腾讯是否被严重低估？

在任何一个国家，社交网络都是流量的至高地，用户数就是变现的基础。2017年Q2，Facebook的MAU在全球超过20亿人，微信的MAU为9.6亿人，约为Facebook用户数的一半。从广告收入来看，2016年腾讯广告收入为270亿元，Facebook广告收入为269亿美元，两者存在一个汇率的差异。我们认为，腾讯基于用户体验的考虑，一直都在刻意压制自身广告价值的释放。

★微信与Facebook的MAU人数对比(亿人)



★腾讯与Facebook的广告收入对比



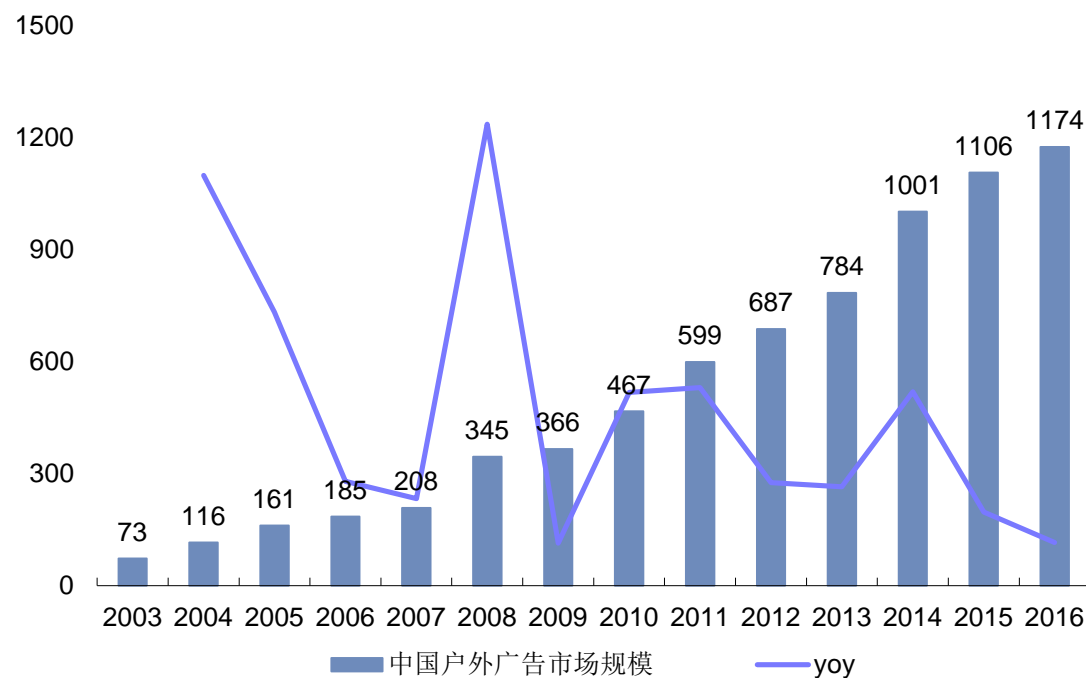
数据来源：腾讯公告，Facebook季报，新时代证券研究所

数据来源：腾讯年报，Facebook年报，新时代证券研究所

户外广告：非传统非新兴，历年来均保持稳定增长

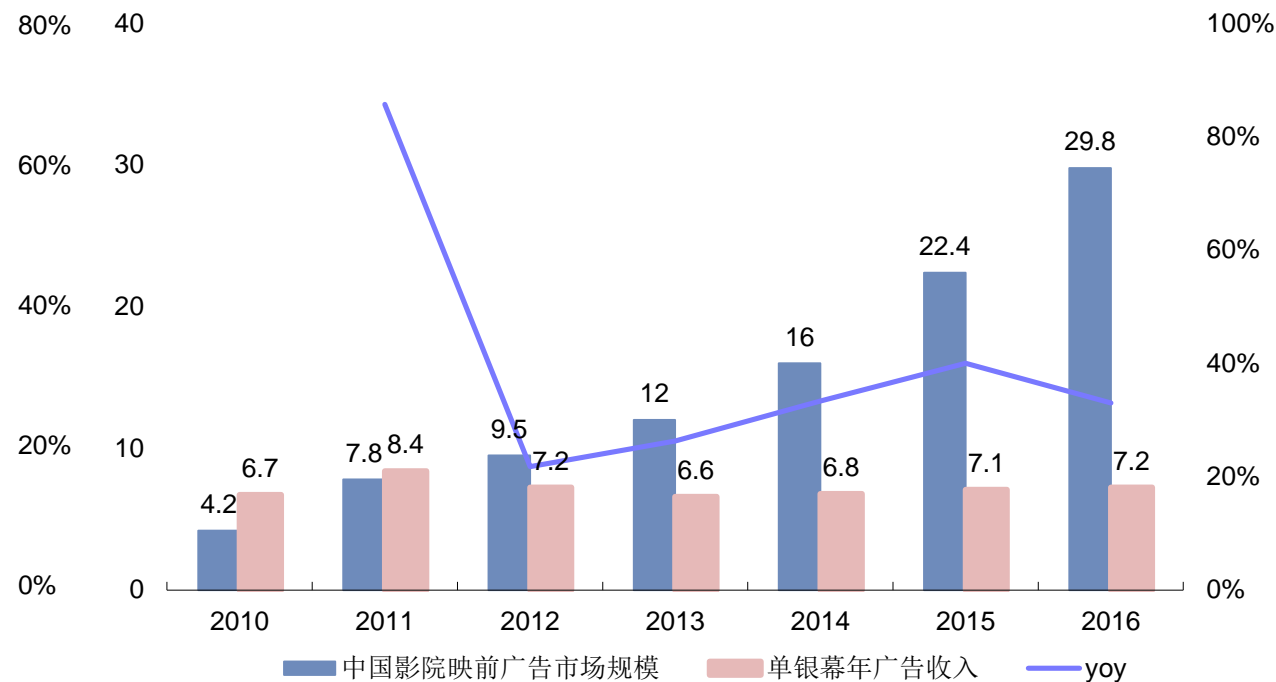
户外广告是指设置于户外的广告，包括楼宇液晶、LED灯箱、公交地铁电视、机场大屏和影院广告等，通常与室内广告相对。虽然近些年广告业出现互联网媒介对电视媒介、平面媒介的替代，但户外几乎不受影响。2016年，中国户外广告市场规模达到1174亿元，同比增速6%，影院广告市场规模达到29.8亿元，同比增速高达33%。

★中国户外广告市场规模(亿元)



数据来源：CODC，新时代证券研究所

★中国影院映前广告市场规模(亿元，万元/块)



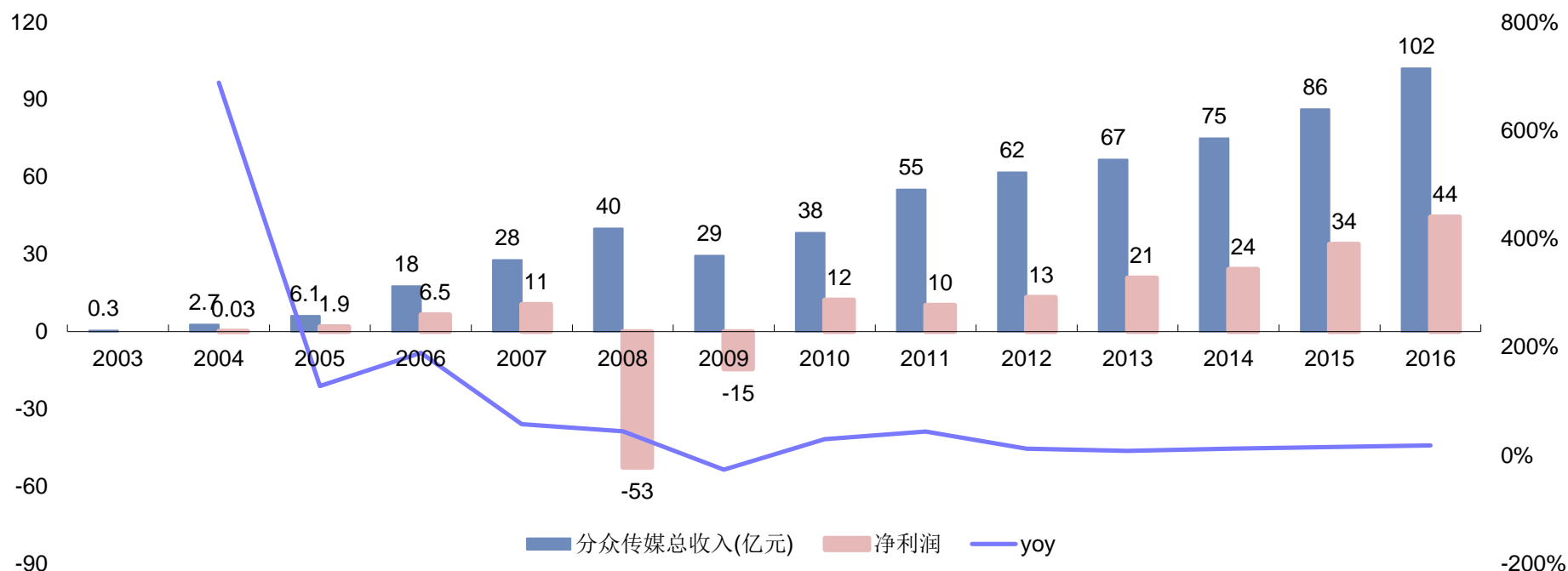
数据来源：艺恩咨询，新时代证券研究所

为什么是分众传媒?

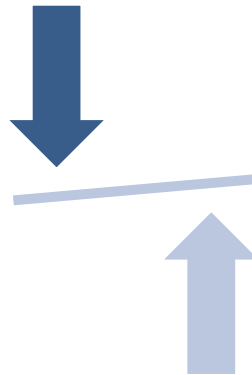


分众传媒的逻辑:

1. 在线上流量价格越来越昂贵的趋势下, 分众作为线下媒体的“性价比”开始突出;
2. 分众拥有最宝贵的广告客户群: 覆盖120个城市, 拥有115万块电梯海报、22万块电梯电视, 日均触达5亿人次城市主流人群;
3. 核心壁垒明显: 电梯电视前期采买与铺设成本巨大, 成为分众的护城河。



数据来源: 分众传媒年报, 新时代证券研究所

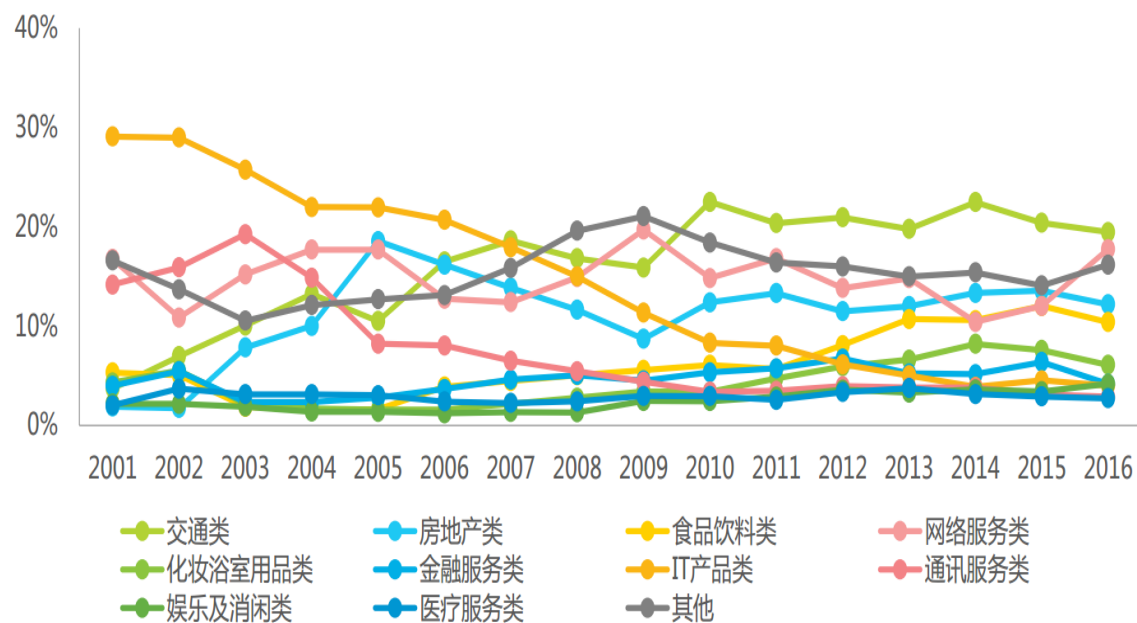


2、广告主分析：上游分散，且将永远分散

上游广告主：格局分散，且不可能整合

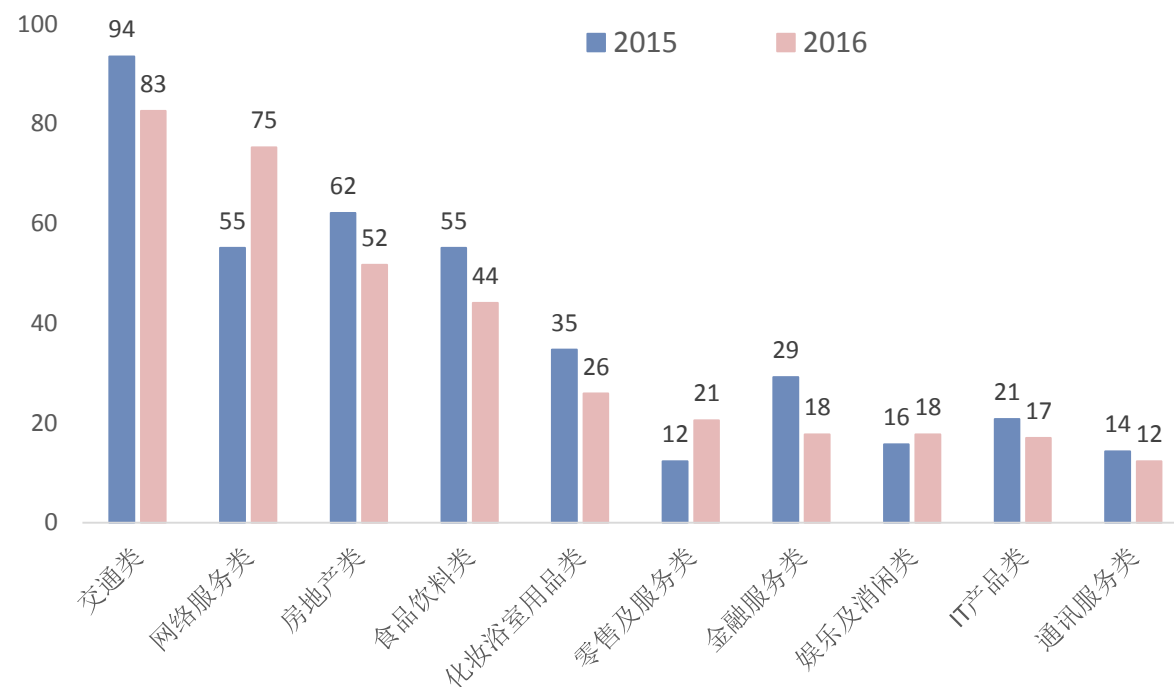
根据iAdTracker的监测数据，2016年展示类广告中，交通类广告主仍占首位，占比19.5%。网络服务类上升较快，目前排名第二，份额为17.7%，主要是由于互联网下半场，移动创业公司的竞争更加激烈，对营销的整体需求更高，曝光意愿强烈。同时我们也可以看到上游广告主的格局整体比较分散，集中度提升主要发生在单一行业内部，跨行业不可能整合。

★2001-2016年中国展示类广告行业广告主市场份额Top10



数据来源：iResearch，新时代证券研究所

★中国展示类网络广告主要行业广告投放规模(亿元)

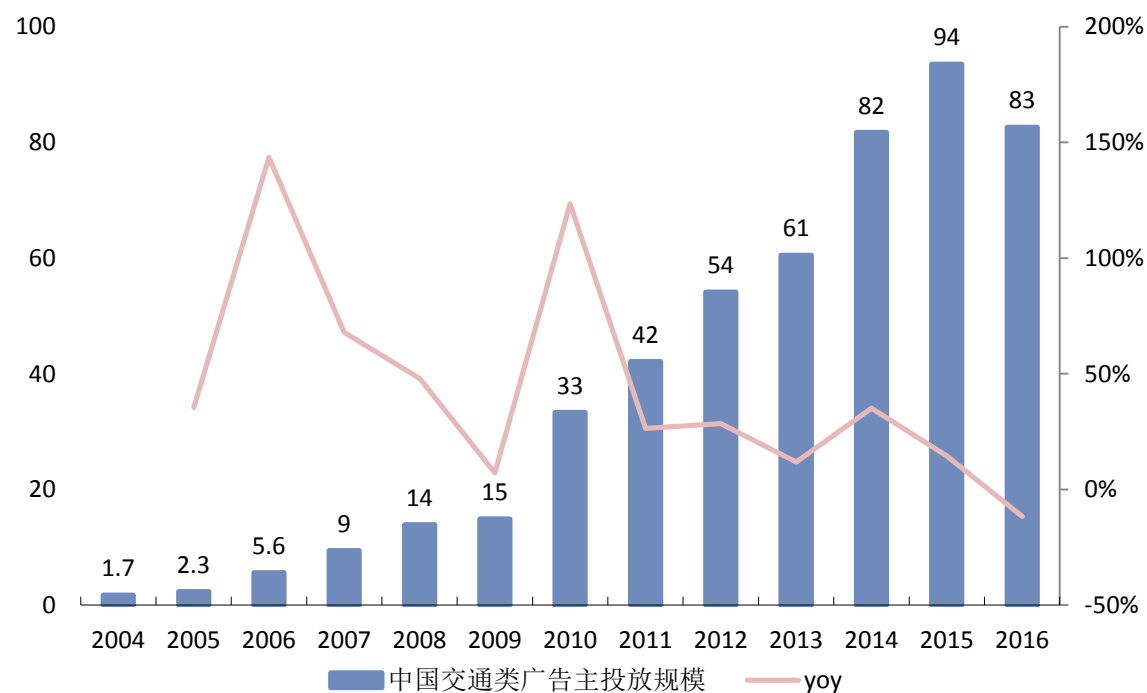


数据来源：iResearch，新时代证券研究所

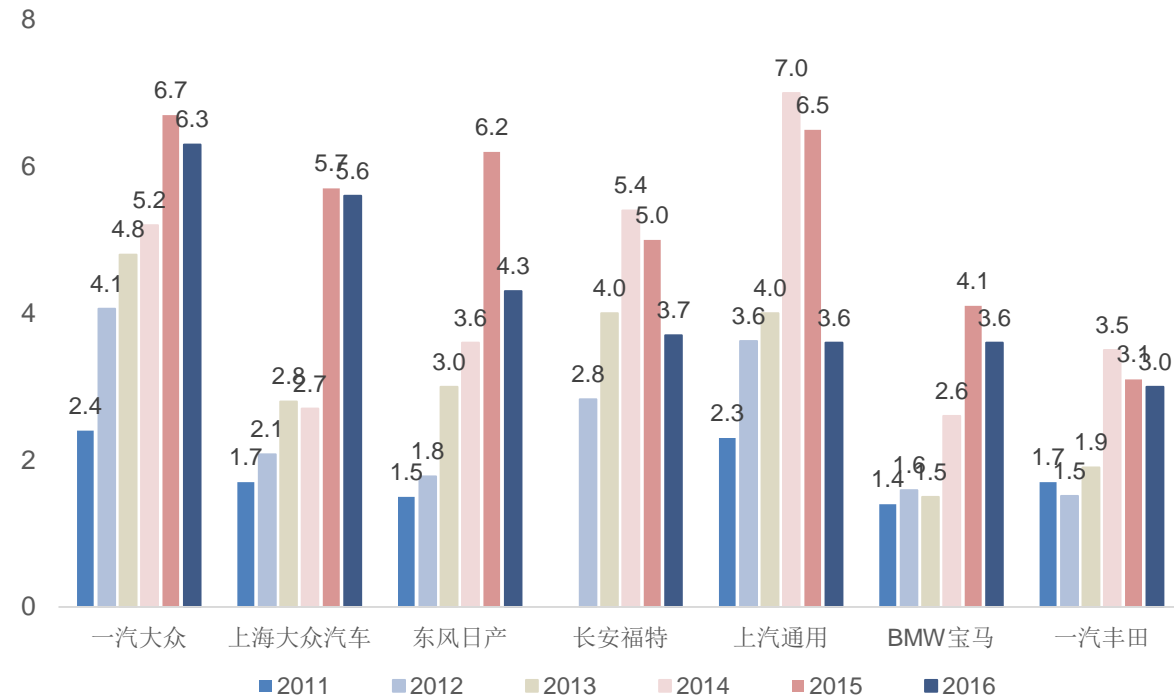
交通类：第一大互联网展示类广告投放行业

2016年，交通类广告主的广告投放规模为82.6亿元，同比下降11.7%，主要是由于汽车作为品牌广告主的代表，也纷纷开始尝试效果类广告，探索更为有效的整体营销解决方案。另外，汽车广告主的集中度并不高，Top1的一汽大众的投放份额也仅为7.63%，前六名汽车广告主的投放集中度为36.4%，未来随着车企的竞争加剧，整体广告投放额并不会减少。

★中国交通类广告主历年广告投放规模(亿元)



★汽车广告主前六名历年广告投放规模(亿元)



数据来源：iResearch，新时代证券研究所

数据来源：iResearch，新时代证券研究所

前二十大互联网展示类广告主：

	2012年
中国平安	4.7
一汽大众	4.1
宝洁	3.8
上汽通用	3.6
淘宝网	3.1
中国移动	3.0
长安福特	2.8
联合利华	2.6
一汽轿车	2.5
欧莱雅集团	2.3
三星电子	2.1
上海大众	2.1
中国电信	1.9
伊利	1.9
壹人壹本	1.9
联想	1.8
东风日产	1.8
1号店	1.7
海尔	1.6
BMW 宝马	1.6



广告主的变迁是
中国经济发展的
一个缩影。

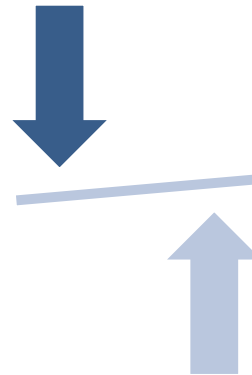
	2015年
宝洁	10
一汽大众	6.7
上汽通用	6.5
三七玩	6.3
东风日产	6.2
京东商城	6.1
欧莱雅集团	6.0
联合利华	5.8
上汽大众汽车	5.7
中国移动	5.1
长安福特	5.0
百威英博	4.3
游族	4.1
BMW 宝马	4.1
恺英网络	3.8
一汽丰田	3.1
悦达起亚	2.9
可口可乐	2.9
伊利	2.6
雀巢	2.5



广告主的结构变动，
也反映了中国经
济的结构变动。
如2016年，中国游
戏行业的“买量风
”兴起，游族、恺
英和三七成为最大
的展示类广告主。

	2016年
游族网络	12.8
恺英网络	11.5
三七玩	10.7
京东商城	9.7
一汽大众	6.3
宝洁	6.2
上汽大众汽车	5.6
联合利华	4.7
贪玩网络	4.3
东风日产	4.3
中国移动	4.1
长安福特	3.7
上汽通用	3.6
BMW 宝马	3.6
百威英博	3.5
恒大集团	3.2
欧莱雅集团	3.0
一汽丰田	3.0
伊利	2.6
梦特娇工厂	2.3

数据来源：iResearch，新时代证券研究所



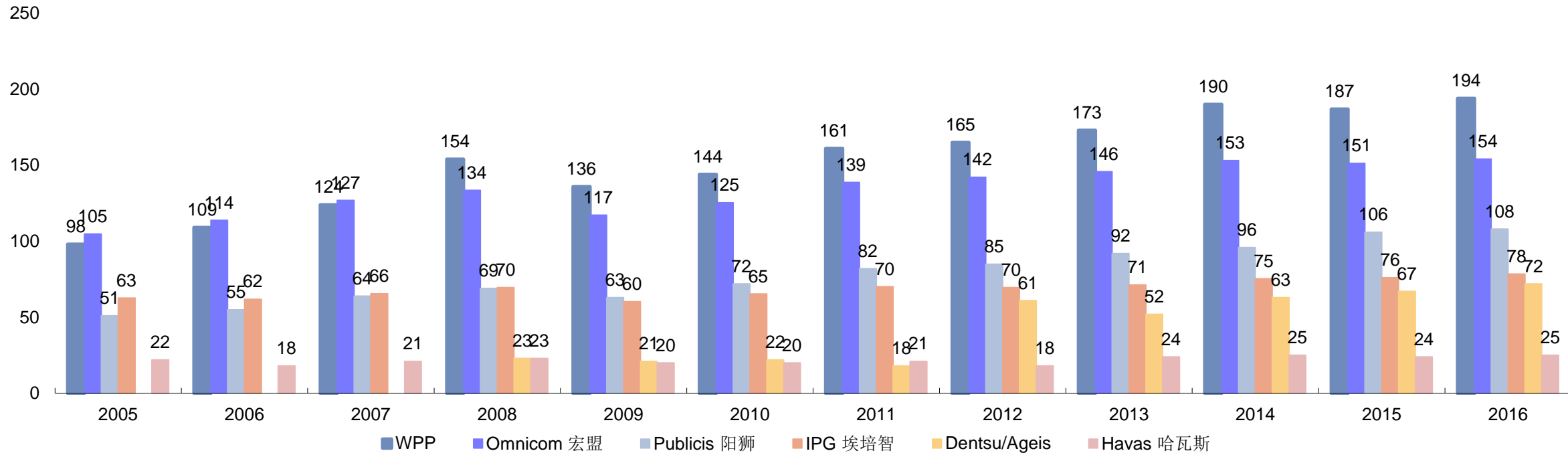
3、广告公司篇：4A、咨询与IT云的三方大战

——国际4A公司

全球六大广告公司收入对比：

全球广告市场经过几十年的竞争整合，已经形成“六大4A公司”垄断的市场格局，六大公司均具备全案服务能力。统一折算为美元计算，2016年，全球六大广告公司的收入排名分别为WPP 194亿美元、Omnicom 154亿美元、Publicis阳狮 108亿美元、IPG 78亿美元、Dentsu 72亿美元和Havas 25亿美元。由于Havas收入规模较小，业内也有“五大广告公司”的说法。

★全球六大广告公司历年收入对比(亿美元)

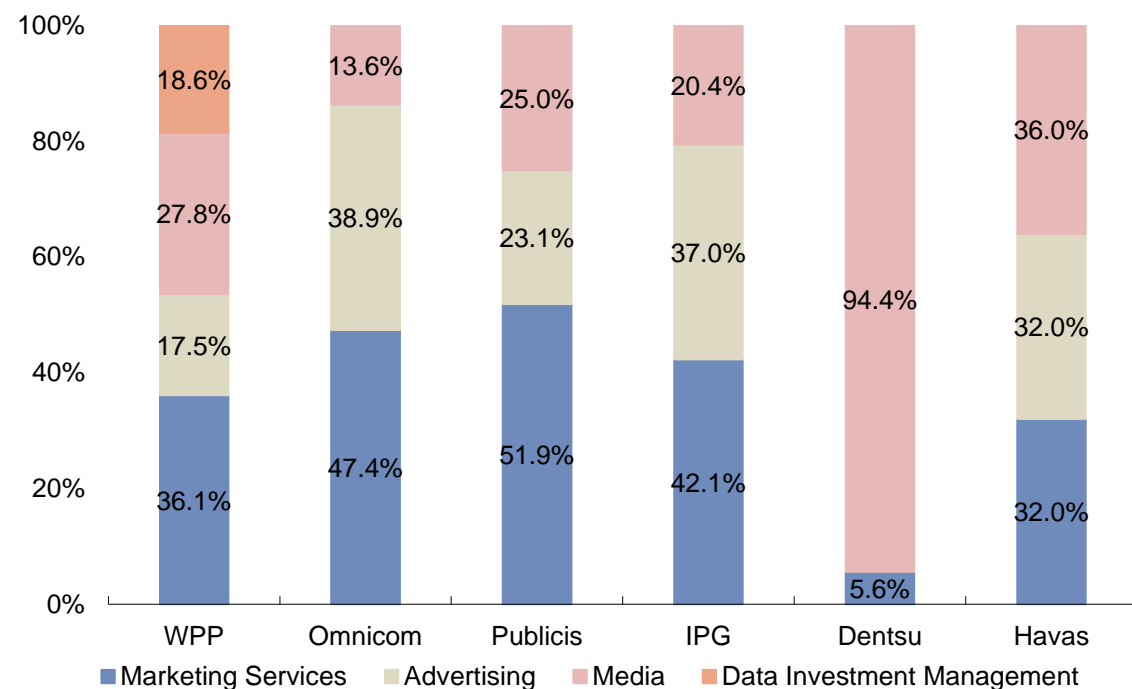


数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

全球六大广告公司的收入结构对比:

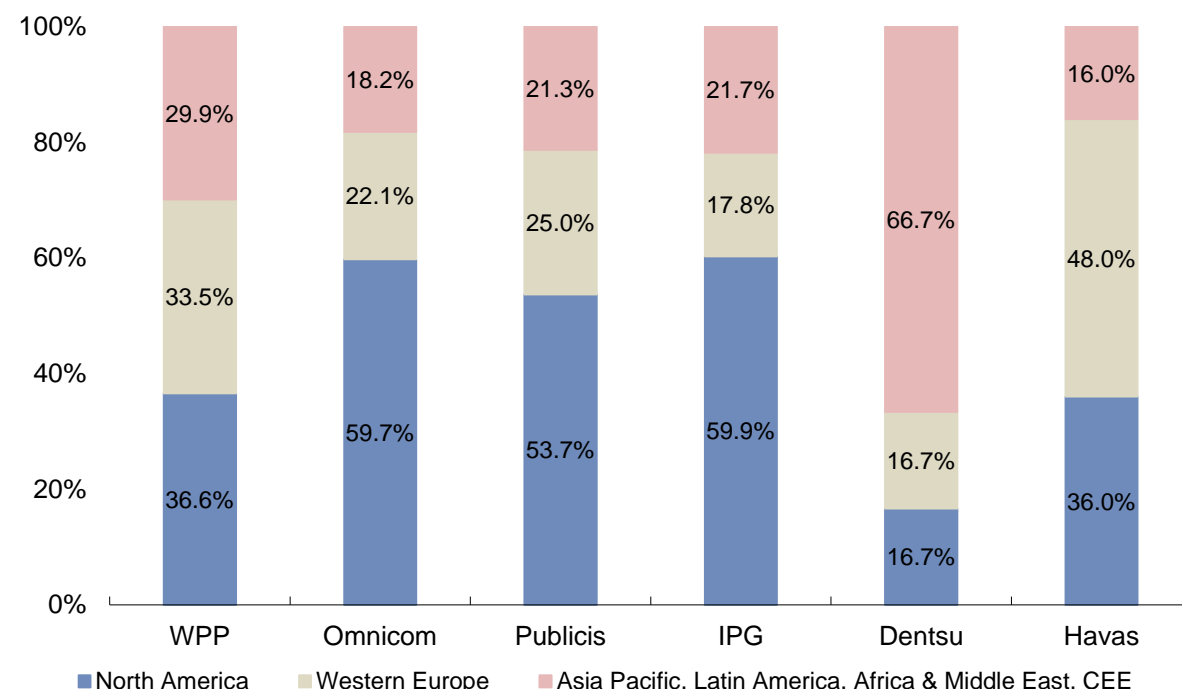
同一划分口径下，比较全球六大广告公司的收入结构。按业务类型，六大广告公司均可以分为Marketing Services、Advertising和Media三类业务，WPP另有客户数据管理业务，占比为18.6%。按地区来看，WPP、Omnicom、Publicis和IPG均以北美市场为主，Havas在欧洲占比更大。Dentsu主要集中于日本市场，主要是Media业务。

★全球六大广告公司的收入结构(按业务类型划分，2016年)



数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

★全球六大广告公司的收入结构(按地区划分，2016年)



数据来源：WPP年报，新时代证券研究所



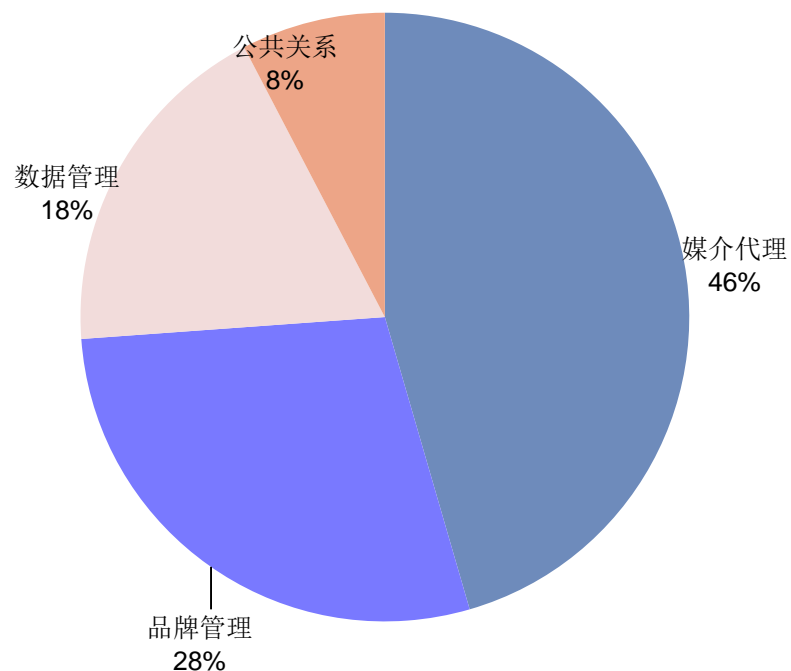
WPP集团架构图：



WPP集团：全球第一大广告代理商

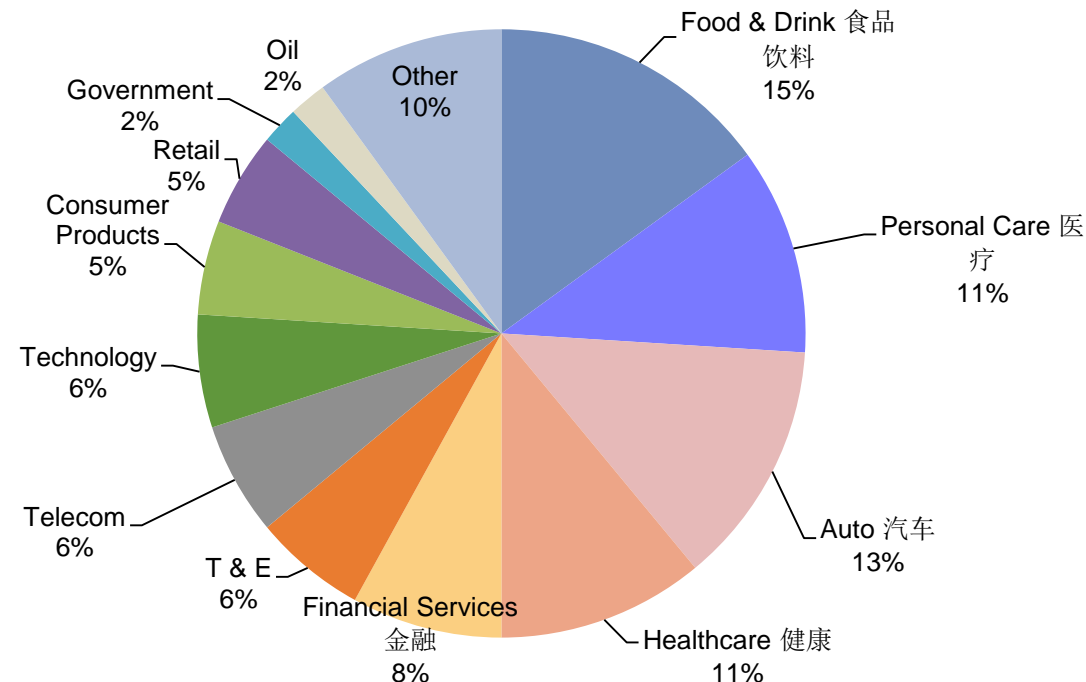
WPP的名字来源于“电线与塑料产品”(Wire & Plastic Products)，其前身为生产购物车的公司。1985年，Martin Sorrell以25万英镑收购WPP公司，开始收购一些小型广告公司。经过1987年、1989年对智威汤逊和奥美广告两次大的并购而一跃成为全球最大的广告集团。“WPP的成长，是可以购买的”这一座名铭，深刻反映了WPP三十年来的成长壮大历程。

★WPP的营业收入结构(按业务, 2016年)



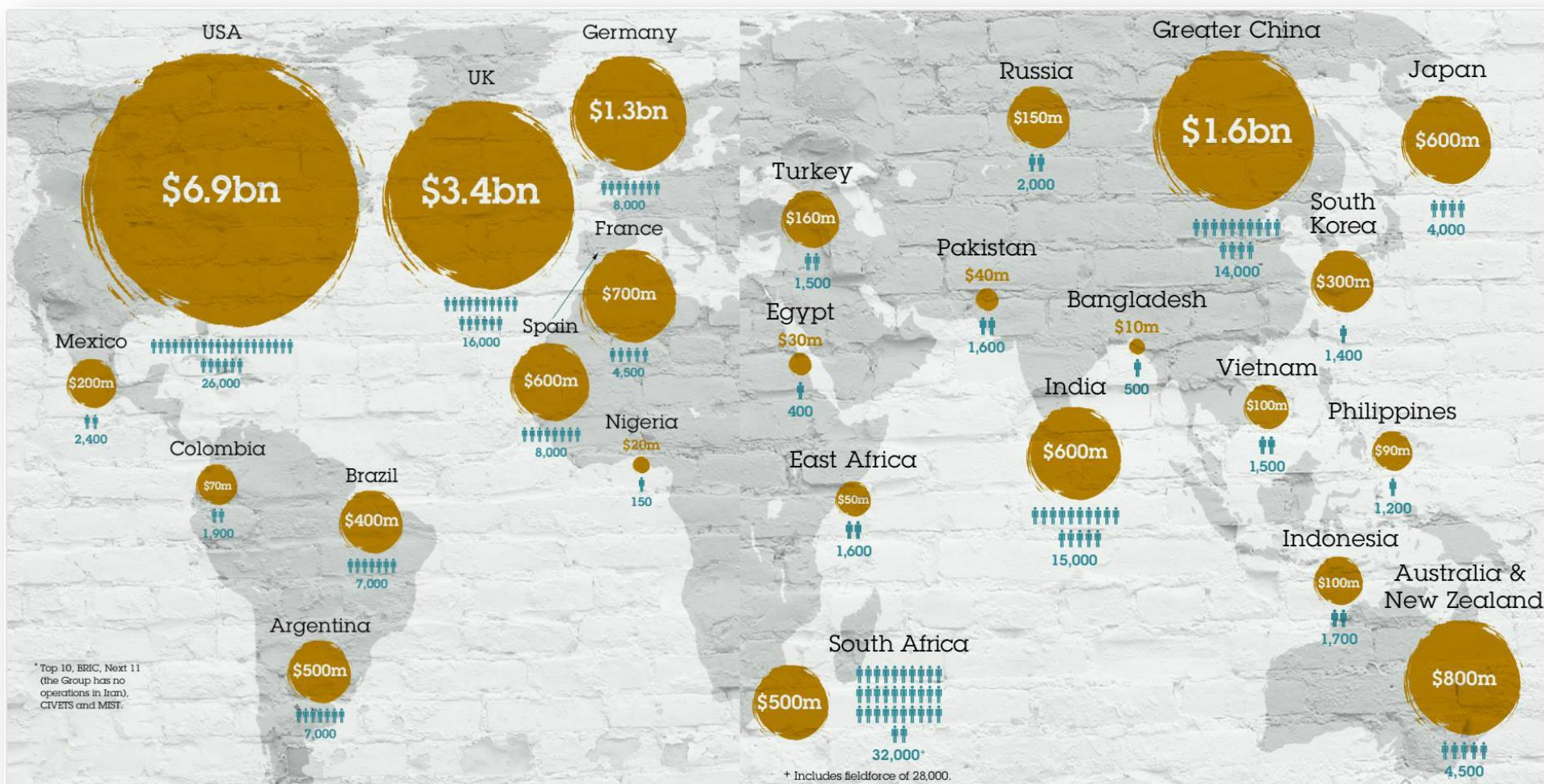
数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

★WPP的营业收入结构(按广告主行业, 2016年)



数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

通过并购，WPP将业务做到全世界各个国家和地区



WPP的并购历程：

1985年，Martin Sorrell以25万英镑收购WPP公司，开始收购一些小型广告公司。

1987年，WPP以大部分贷款得来的5亿6600万美元现金强制收购智威汤逊，震惊业界。1989年，WPP以8亿2500万美元强迫收购奥美广告，成为全球最大的广告集团。

2000年，WPP以47亿美元收购全球第7大广告公司扬雅广告。

2003年，WPP以4.43亿英镑收购Cordiant集团(旗下拥有Bates 达彼思广告)。

2004年，WPP再次购买美国的精信广告集团(Grey Global Group)，获得了精信环球广告和Mediacom等。

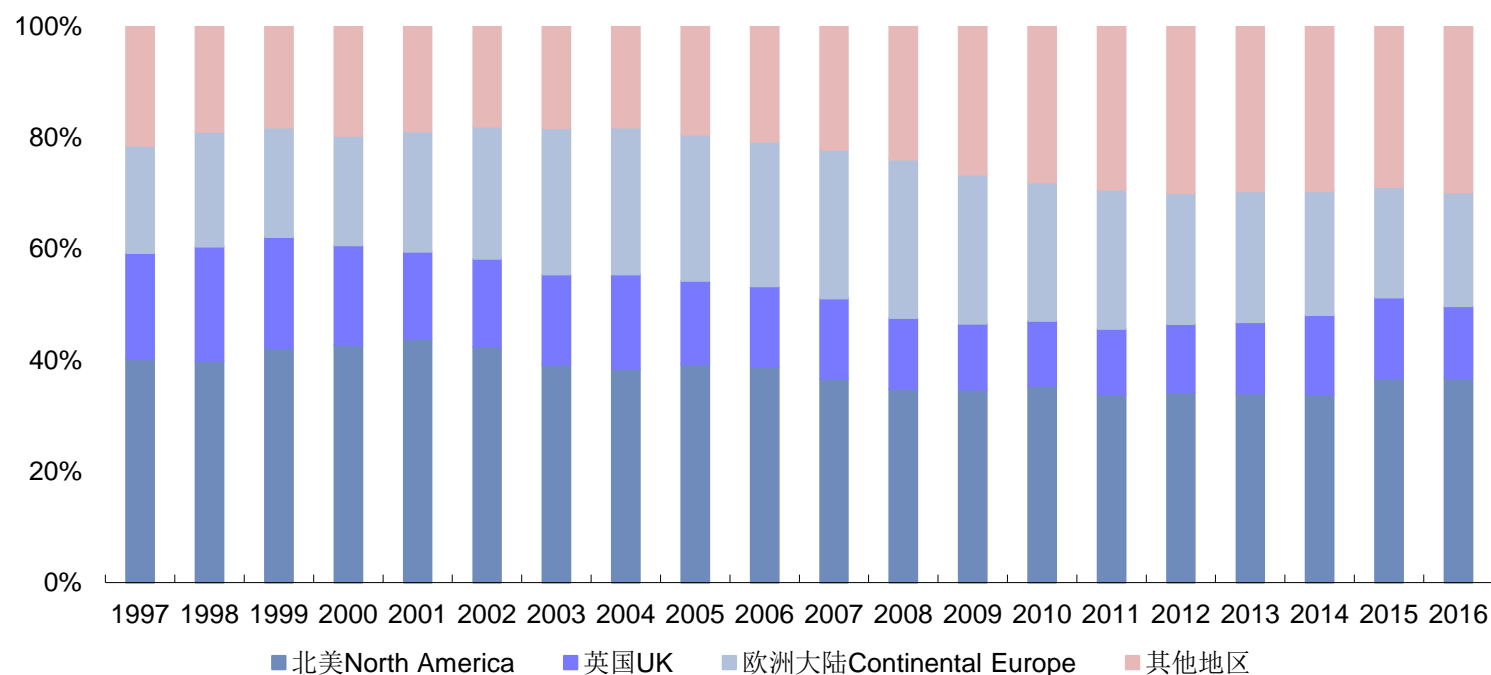
2013年，WPP收购新华信国际信息咨询有限公司。

数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

WPP集团：收入在全球的地区分布较为均衡

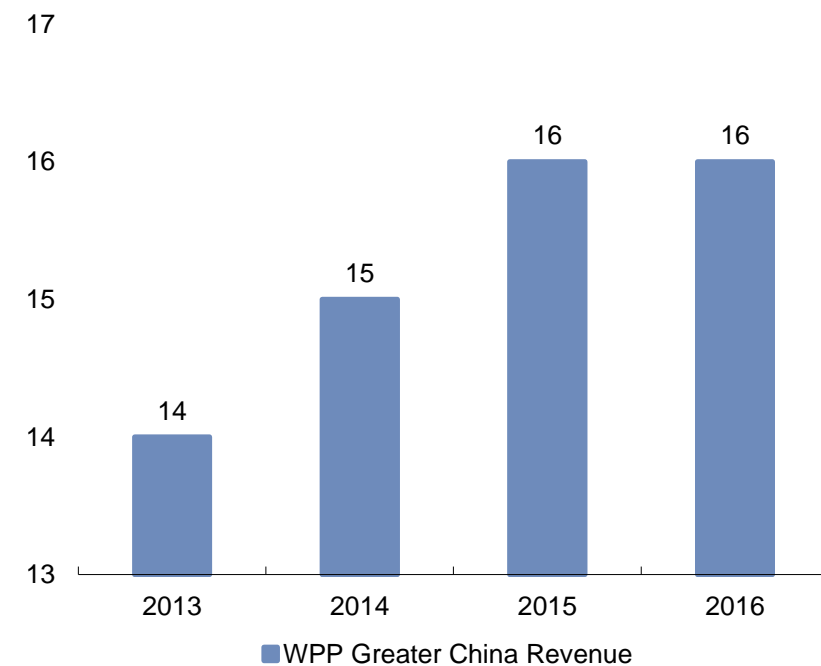
WPP业务布局的全球化，带来的是收入的全球化。2016年，WPP本自英国本部的收入比重仅为13%，来自北美市场的收入比重为36.7%，欧洲大陆20.5%，其余是亚太、拉美和中东地区合计收入比重约30%。2016年，WPP除英国外的单个国家收入分别为美国69亿美元、大中华区16亿美元、德国13亿美元、法国7亿美元、日本6亿美元。WPP收入的地区分布较为均衡。

★WPP历年营业收入在全球的地区分布



数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

★WPP历年大中华区收入(亿美元)

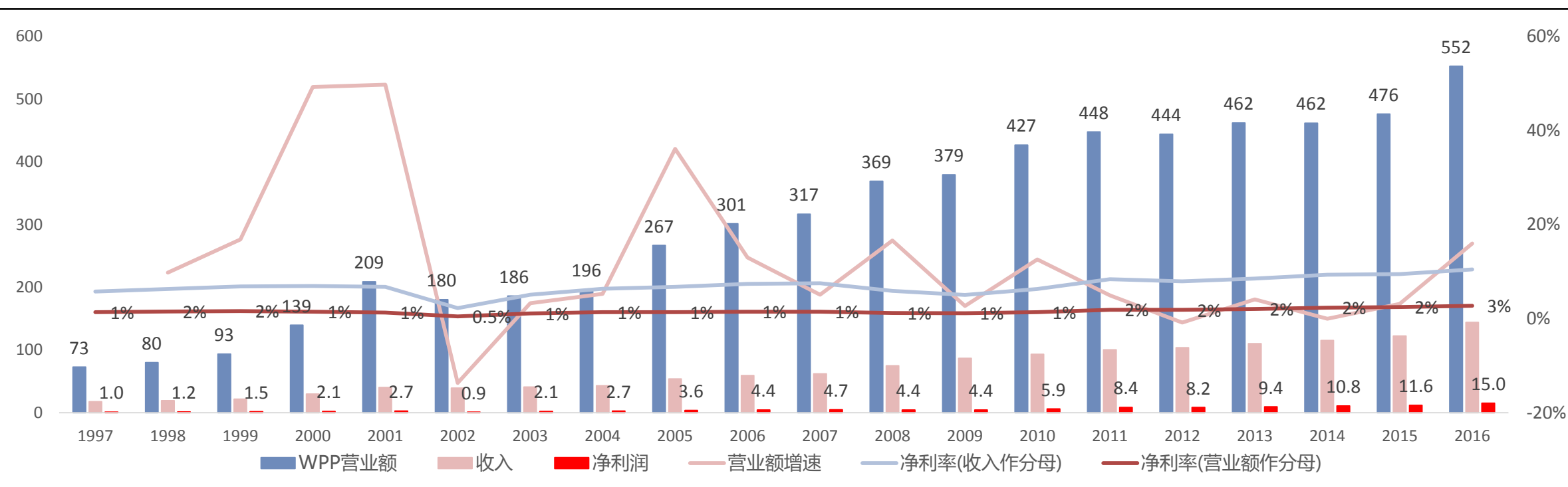


数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

WPP集团：近年来“调整净利率”一直保持在2%-3%左右

WPP作为目前全球最大的跨国4A公司，2016年的营业额(Gross Billings)达到552亿英镑，收入达到144亿英镑，净利润仅为15亿英镑。中国与海外广告公司收入确认方法不同，海外一般是用扣除媒体成本后的差额作为广告公司的收入。因此，调整后以营业额作为分母，WPP近年来的“调整净利率”一直保持在2%-3%左右。

★WPP历年营业额、收入和净利润情况(亿英镑)



数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

WPP集团在中国的并购情况一览(2002-2012年)

并购时间	被并购方	被并购方简介	并购目的	并购方	股份
2002年	西岸咨询	1994年成立，本土大型公关公司	公关服务本土化	奥美	60%
2002年	Brandone	营销服务公司	强化终端营销	奥美	60%
2003年	上广	1962年成立，最具实力的本土广告公司之一	战略结盟，吸收本土资源	WPP	25%
2004年	福建奥华	1995年成立，福建省最大的民营传媒企业	省级服务网络的第一次试水	奥美	51%
2004年	旭日因赛	2002年由旭日广告公司与因赛品牌顾问公司合并成立	填补华南市场的空白	智威汤逊	30%
2006年	华扬联众	1996年成立，中国最大网络媒体购买商	进军数字营销市场	群邑媒体	49%
2006年	黑弧广告	1996年成立，房地产广告专业代理商	抢占房地产广告市场	奥美	60%
2006年	华通现代	1992年成立，信息咨询服务公司	提高对本土客户的信息服务水平	明略行	95%
2006年	世纪华美	2001年成立，网络市场营销策略服务提供商	增强在线品牌及电子商务策略管理能力	奥美	控股
2006年	奥维斯	1999年成立，专注于促销网络建设的营销公司	整合线上、线下营销服务能力	智威汤逊	65%
2007年	阿佩克思	1993年成立，专业的整合营销传播公司	开拓西部市场	达彼思	51%
2007年	达生	1997年成立，营销服务提供商	吸收营销终端网络	奥美	51%
2007年	My Space	社交网络服务提供商	发掘网络利基市场	WPP	未控股
2007年	星际回声	1997年成立，营销服务提供商	加强互动营销能力	精信	51%
2007年	阳光加信	1992年成立，基于全方位品牌策略的综合性广告代理商	巩固北方市场	奥美	49%
2008年	广州智道	2004年成立，专注于研究购物者的公司	完善营销服务网络	RI China	控股
2008年	互动通	2000年成立，富媒体网络广告公司	在数字营销领域扩张	Digital	未控股
2008年	安捷达	中国在线数字广告公司	在数字营销领域扩张	伟门	控股
2011年	Mind Resource Healthcare	香港本土医疗通讯公司	进一步开拓大中华区专业医疗健康领域	奥美	控股
2012年	南京银都广告	江苏最大的广告公司	加强奥美在长三角地区的服务实力	奥美	控股

数据来源：《中国广告业的并购时代》，新时代证券研究所

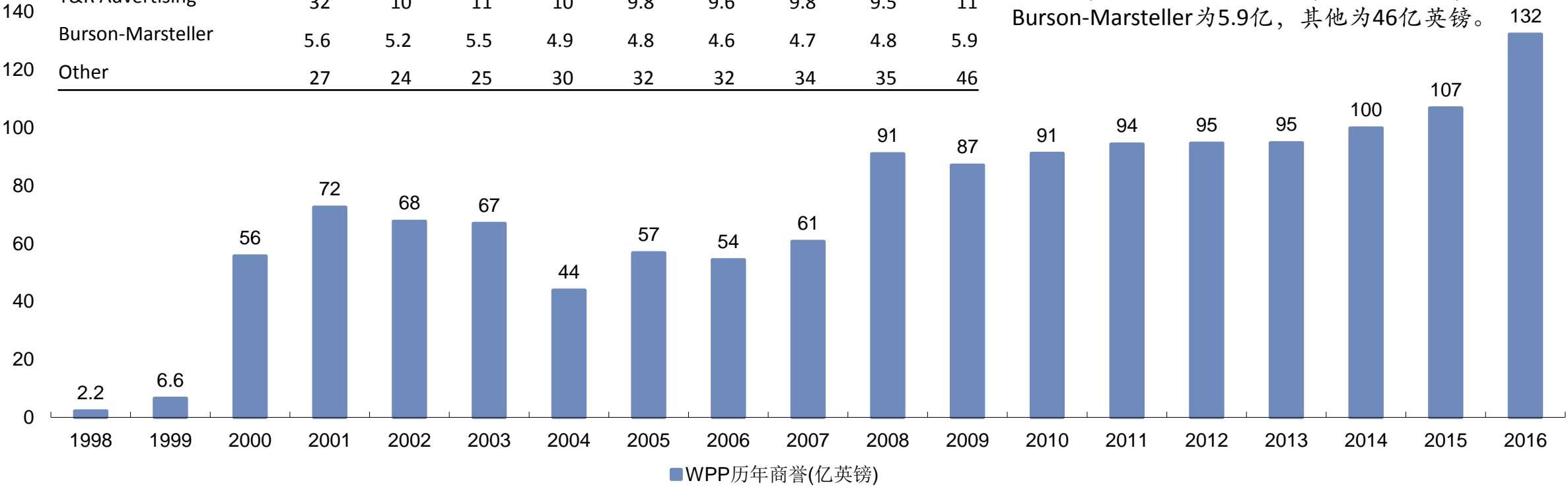


并购商誉是全世界广告业共同的问题，WPP的商誉高达132亿英镑

WPP商誉构成:		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
GroupM		21	20	21	20	20	20	21	24	30
Kantar		17	17	17	18	18	18	20	22	26
Wunderman		9.9	9.6	11	11	11	11	11	11	13
Y&R Advertising	140	32	10	11	10	9.8	9.6	9.8	9.5	11
Burson-Marsteller		5.6	5.2	5.5	4.9	4.8	4.6	4.7	4.8	5.9
Other	120	27	24	25	30	32	32	34	35	46

并购商誉是全世界广告行业都存在的一个问题。近三年来WPP的商誉一直都在100亿英镑以上，2016年更是高达132亿英镑。

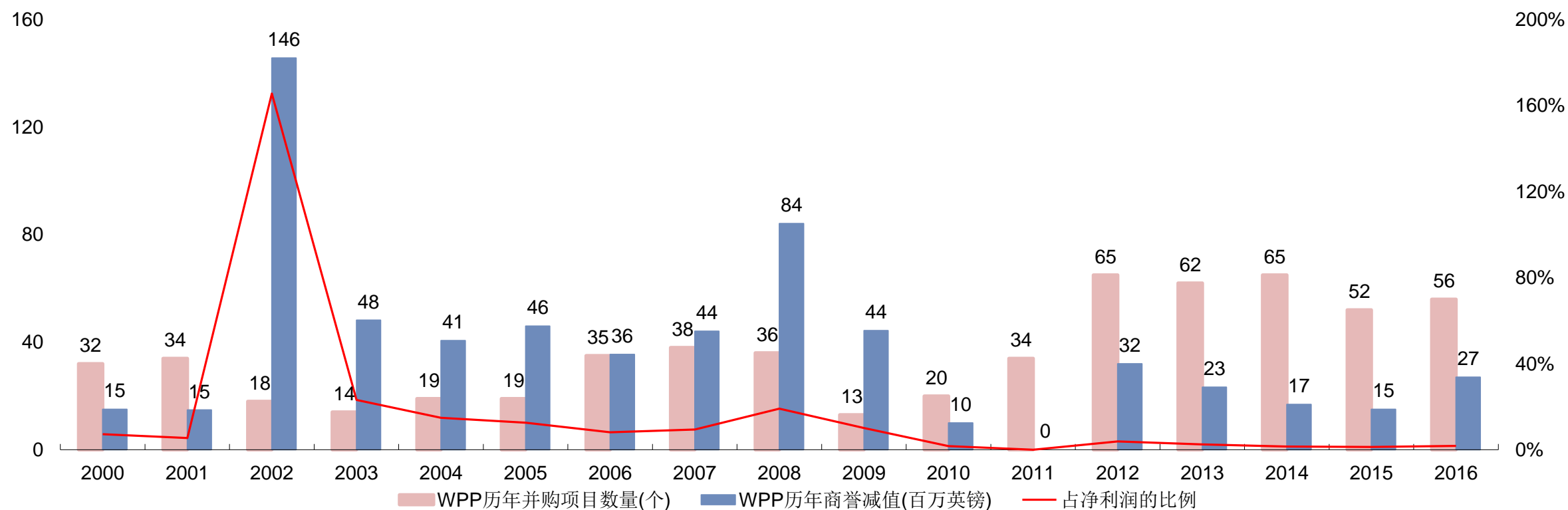
商誉构成方面：2016年，GroupM为30亿，Kantar为26亿，Wunderman为13亿，Y&R为11亿，Burson-Marsteller为5.9亿，其他为46亿英镑。



数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

WPP的商誉减值并不严重，2016年仅占净利润的1.8%

虽然WPP连年并购，近五年来一直保持在每年50-60家左右的并购数目。但WPP的商誉减值问题并不严重，特别严重的商誉减值事件发生2002年和2008年两次，这两年WPP的净利润分别同比下滑68%和6%。2016年，WPP的商誉减值数额仅为2700万英镑，占WPP当年净利润的1.8%。



数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

Omnicom集团架构图：



Omnicom拥有三个全球运作的广告公司——BBDO、DDB、TBWA以及由代理商组成的多元代理服务系统DAS (Diversified Agencies Services)。

Omnicom的并购历程：

1891年，George Batten在纽约成立Batten传播公司。1919年，Bruce Barton与Roy Durstine在纽约成立Barton&Durstine。1928年，两者合并成为BBDO。

1949年，DDB成立，1986年，DDB与BBDO合并，建立了Omnicom集团。

1993年，Interbrand加入Omnicom集团的事业部。

1995年，Chiat/Day被Omnicom收购，并与Omnicom在1993年收购的TBWA合并，形成现在的TBWA/Chiat/Day(李岱艾)。

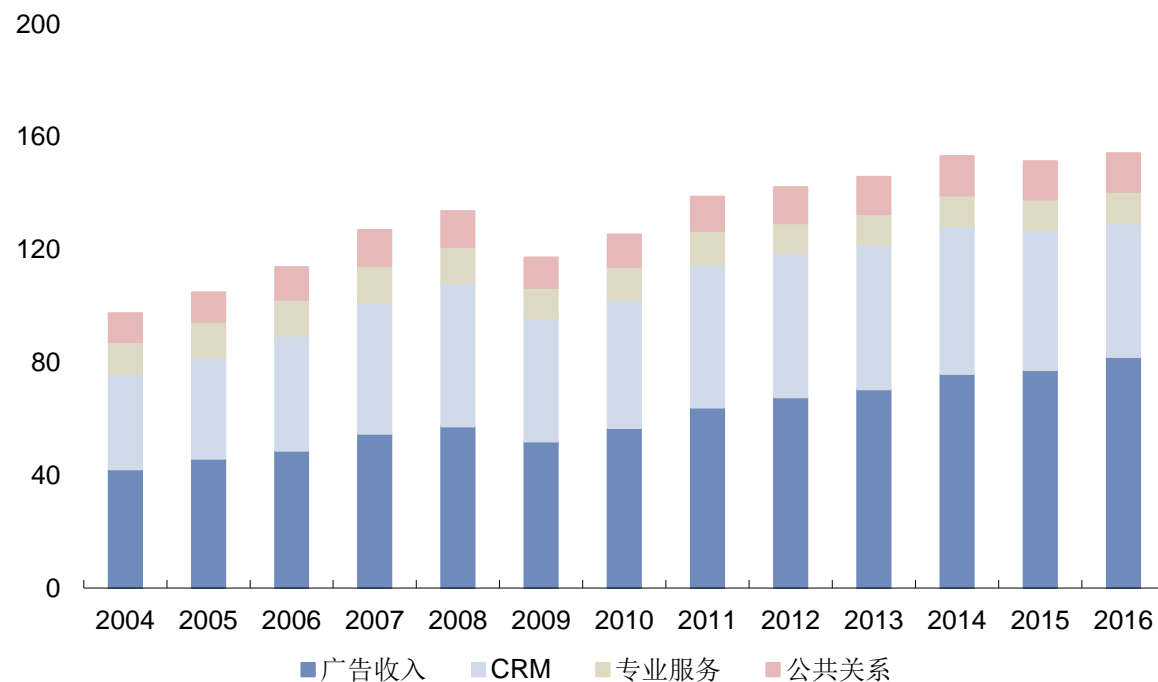
1991年，BBDO来到中国，与中国广告联合总公司合作。2002年，Interbrand在上海设立办事处，与各大全新品牌和著名公司密切合作。

2008年，BBDO宣布收购宣亚国际传播集团的部分股份，同时，BBDO改名BBDO China。BBDO中国拥有包括百事、GE、吉列、迪士尼、雪花啤酒、克莱斯勒、箭牌口香糖以及FENDI、CK等品牌客户。

Omnicom集团：世界排名第二，美国本土排名第一

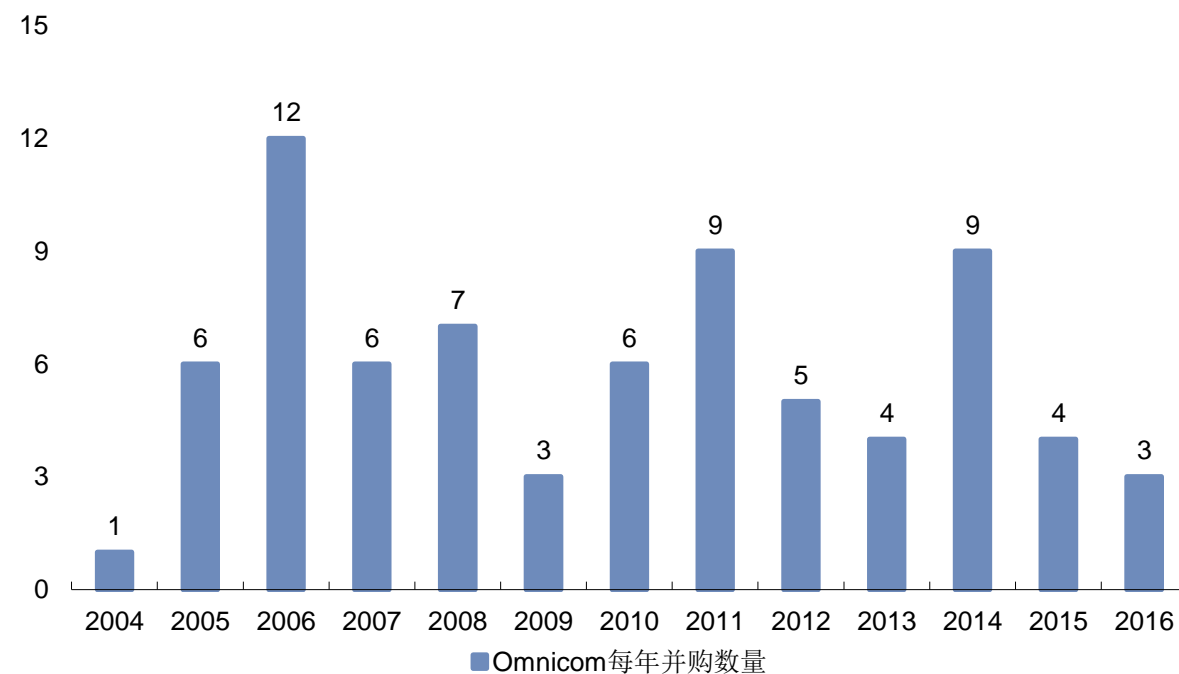
Omnicom自1986年成立以来每年都保持着3-5家的并购速度，2016年，Omnicom收入达到154亿美元，同比增长1.9%，其中53%为广告收入，31%为CRM收入，公关收入占比为9%。虽然从全球范围来本土，Omnicom的收入规模低于WPP集团，但在美国本土，Omnicom以92亿美元的收入超过WPP的71亿美元，美国本土收入占Omnicom集团收入的约60%。

★Omnicom历年营业收入及结构(亿美元)



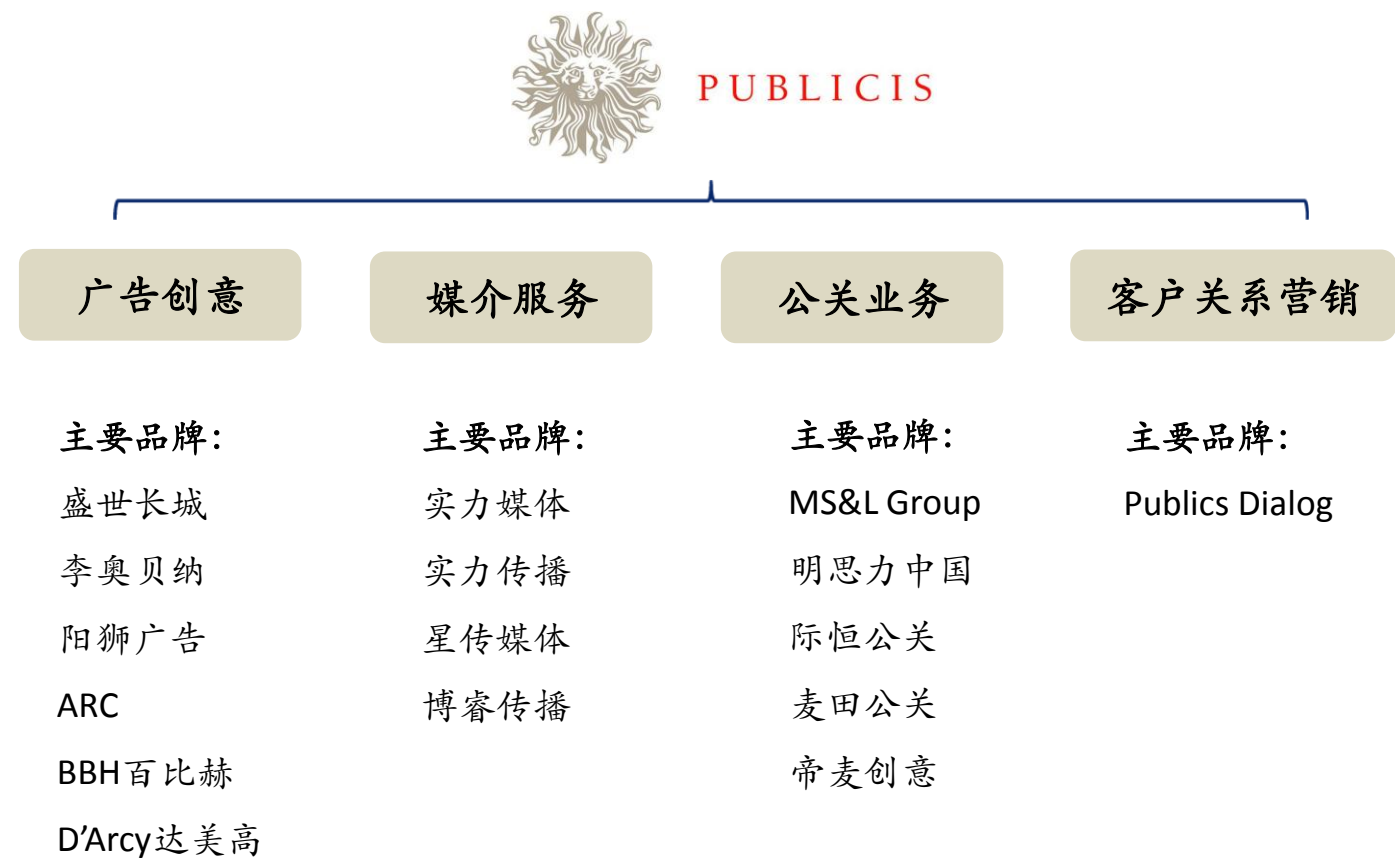
数据来源：Omnicom年报，新时代证券研究所

★Omnicom每年并购项目数量(个)



数据来源：Omnicom年报，新时代证券研究所

Publicis阳狮集团架构图：



Publicis阳狮的并购历程：

初期是巴黎一家专做平面的广告公司，于1926年由 Marcel Bleustein创建，后来随着业务的扩展成为了全面的广告代理公司，并在1946年后进入英国、德国、美国等市场。

2000年2月收购了美国的Fallont和Saatchi & Saatchi，2002年3月7日又收购了拥有李奥贝纳(Leo Burnett)、达美高(D'Arcy)的Bcom3广告集团。

2003年收购实力传播，2006年在中国整合实力传播(Zenith Optimedia)、星传媒体(Starcom MediaVest)的媒介业务成立博睿传播，成为中国第一大广告媒介采购集团。2009年，阳狮整合中国的资源成立了Vivaki(阳狮锐奇集团)。

2014年11月，阳狮集团以37亿美元收购美国专精于数字广告的咨询和技术服务公司Sapient，以拓展美国市场。

IPG集团架构图：



IPG旗下拥有三个全球运作的广告公司(麦肯环球广告、睿狮广告、博达大桥广告)和优势麦肯、Initiative媒介以及公关公司万博宣伟等。

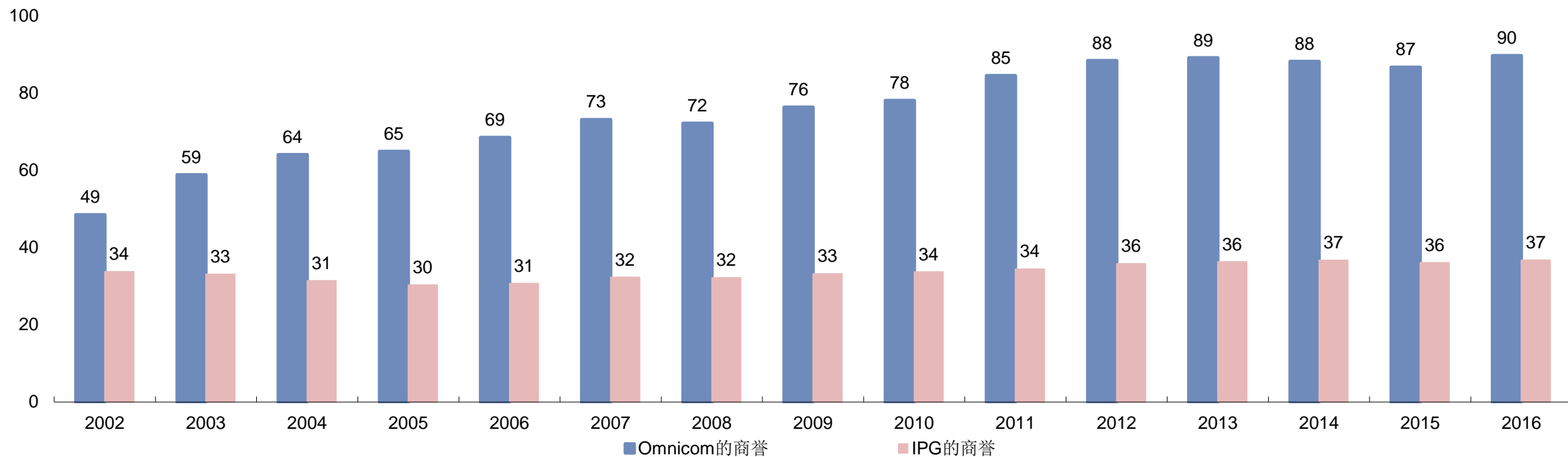
IPG的并购历程：

IPG集团的历史可以追溯到1902年Alfred W. Erickson公司的创办，哈里森·麦肯于1911年创办了H.K. McCann公司，1930年，两家公司合并成McCann-Erickson公司。1960年，改制为股份公司，并更名为IPG集团。1928年，联合利华下属的广告公司——Lintas灵狮成立，1990年，IPG收购Lowe集团。1999年，Lowe & Partners与Lintas合并。1991年，麦肯与光明报业集团在北京合资成立麦肯·光明广告有限公司，次年在上海、广州成立分公司，构成了其在131个国家191家广告代理网络中的一个重要结点。1993年，灵狮设立上海办事处，1996年8月，与光明日报社在上海合资组建上海灵狮广告有限公司。2001年3月，IPG以21亿美元收购TrueNorth传播集团，世界广告史上的元老之一的FCB正式被纳入IPG的帐下。

Omnicom和IPG的商誉问题同样严重，但近几年均未产生商誉减值

除WPP外，Omnicom和IPG的商誉问题同样严重，2016年，Omnicom和IPG的商誉分别达到90亿美元和37亿美元，分别相应它们2016年收入的58%和47%，但根据两家年报，近几年一直均未产生商誉减值情况。我们认为，无论国际4A、还是国内广告公司依靠不断并购获得成长，必然会累积越来越多的商誉，属于广告行业发展过程中的正常现象。

★Omnicom和IPG的历年商誉数额(亿美元)

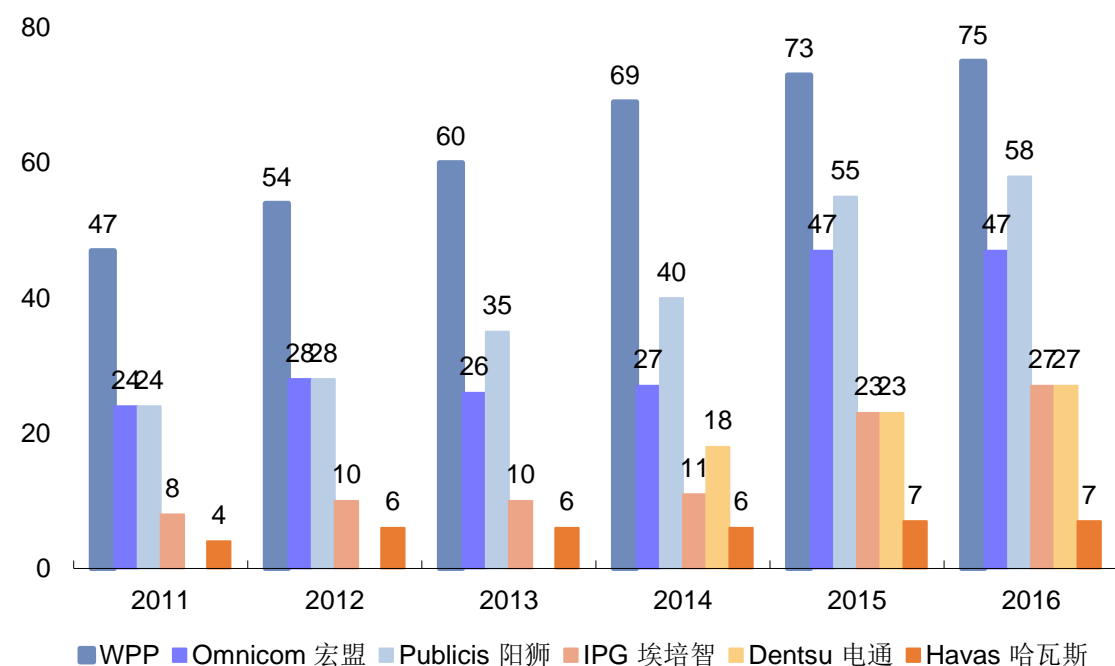


数据来源：Omnicom年报，IPG年报，新时代证券研究所

全球六大广告公司的数字业务：合计收入占比已达到38%

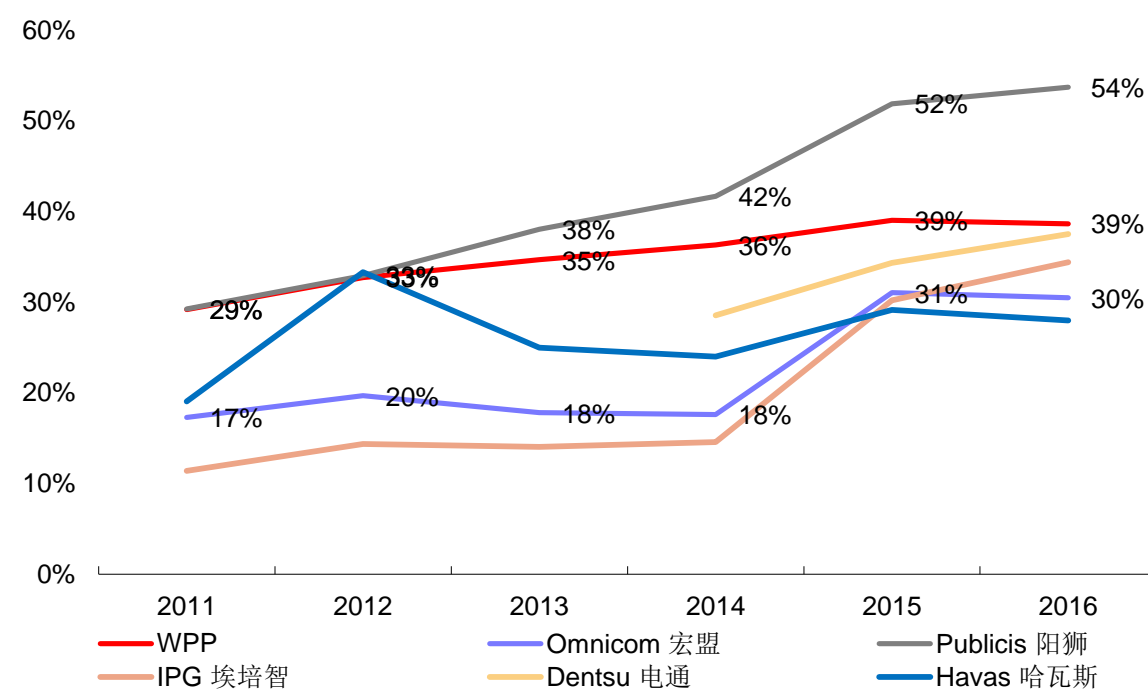
2016年，全球六大广告集团的数字收入分别为WPP 75亿美元(数字收入占比39%)，Omnicom宏盟47亿美元(占比30%)，Publicis阳狮58亿美元(占比54%)，IPG埃培智27亿美元(占比34%)，Dentsu电通27亿美元(占比38%)，Havas哈瓦斯7亿美元(占比28%)。六大广告集团的数字广告收入合计为241亿美元，占六大合计总收入的38%。

★全球六大广告公司来自数字业务的收入(亿美元)



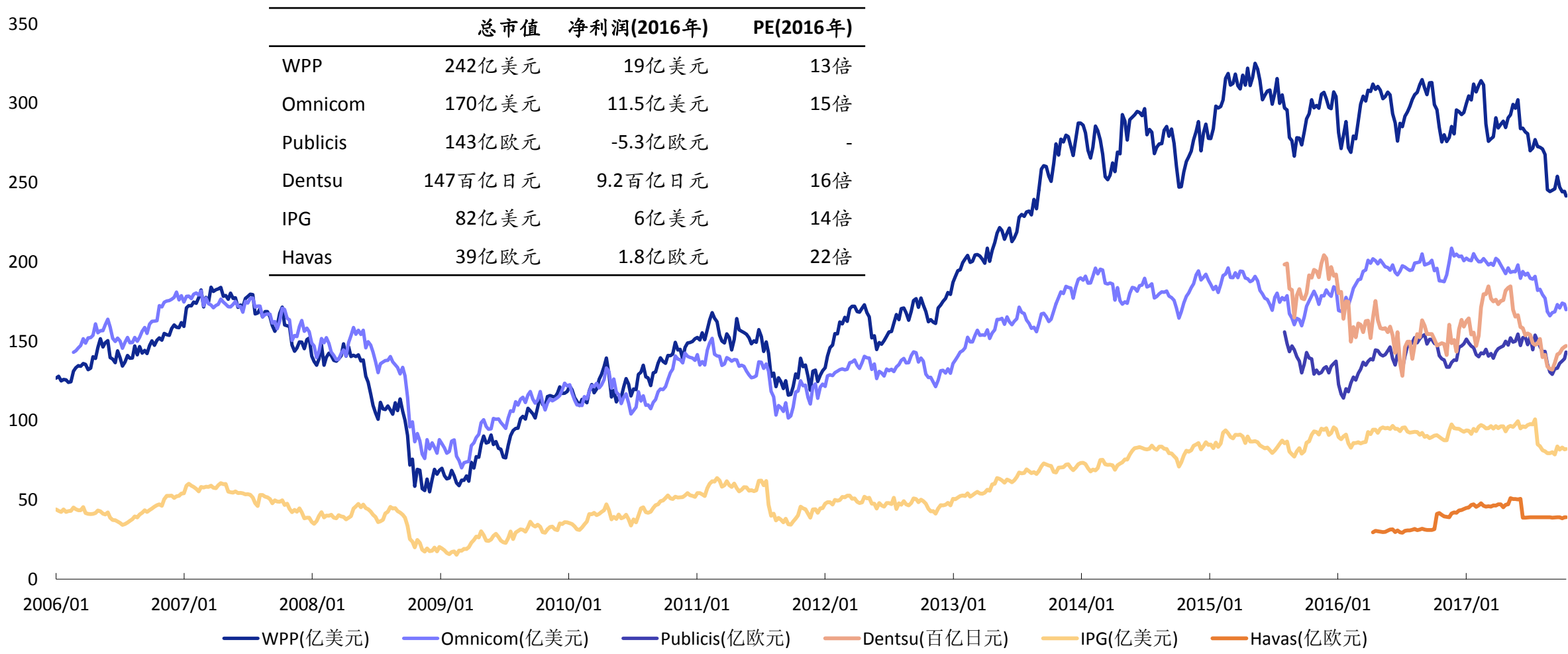
数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

★全球六大广告公司数字业务的收入占比



数据来源：WPP年报，新时代证券研究所

全球六大广告公司的市值与估值情况：



数据来源：Wind，新时代证券研究所

一些数据：国际4A公司在中国的广告投放额有多少？

国际4A公司在中国的营业额：	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
WPP·中国									158	167	185	226	216
群邑(上海)									88	129	138	134	133
凯帝珂户外							17	22	30	34	43	89	83
上海奥美							3	4	3	3.1	2.8	2	
智威汤逊	17		24	35	42	47	57	38	38	1.2	1.8	2	
阳狮Publicis·中国	52	73	72	77	96	90	92	134	143	143	144	145	
李奥贝纳	25	42	38	39	43	48	50	57	62	74	83	82	84
盛世长城	27	31	34	38	43	43	42	56	67	56	50	63	
阳狮上海					10			21	14	12	10		
Omnicom·恒美广告	2			10	15	20	23	42	50	60	60		
IPG·麦肯光明	27	28	31	37	42	49	37		2.3	2.0	2.4		
北京电通	23	25	25	29	34	36	37	46	57	51	52	65	

上述数据来自中国广告业协会公布的广告公司营业额排名数据。2015年，WPP在中国大陆的营业额为220亿元左右，阳狮集团在150亿元左右。我们认为，协会数据和实际的市场情况有一定差距。我们保守估计，中国目前6000亿的广告大盘中，国际4A公司的合计投放额至少在一千亿元以上。

数据来源：中国广告业协会，新时代证券研究所



附：中国广告公司营业额排名(非媒体服务类，2003-2014年)

单位：亿元		2003年		2010年		2011年		2012年		2013年		2014年	
排名		营业额		营业额		营业额		营业额		营业额		营业额	
1	盛世长城	27.5	李奥贝纳	56.8	盛世长城	66.7	李奥贝纳	74.5	李奥贝纳	83.4	李奥贝纳	81.8	
2	麦肯光明	26.6	盛世长城	55.9	李奥贝纳	62.2	恒美上海	59.7	恒美上海	60.4	北京电通	65.4	
3	李奥贝纳	24.6	北京电通	45.7	北京电通	57.3	盛世长城	56.0	省广股份	55.9	省广股份	63.4	
4	北京电通	23.4	昌荣传播	43.3	昌荣传媒	56.5	北京电通	51.3	昌荣传媒	55.0	盛世长城	63.2	
5	智威汤逊	17.1	恒美上海	41.9	恒美上海	49.6	省广股份	46.3	北京电通	51.9	思美传媒	21.5	
6	北京未来广告	11.8	智威汤逊	37.7	智威汤逊	37.7	杰尔思行	28.4	盛世长城	50.2	南京银都奥美	16.7	
7	省广股份	10.8	省广股份	30.8	省广股份	37.2	太阳圣火	20.6	杰尔思行	31.2	北京互通联合	12.1	
8	上海广告	9.0	阳狮上海	21.3	上海广告	18.7	北京广告	17.9	北京广告	19.0	上海美术设计	9.5	
9	上海灵狮	6.7	中航文化	15.8	中航文化	17.3	上海广告	15.2	南京银都奥美	17.9	广东广旭	9.3	
10	上海博报堂	4.2	上海广告	15.3	北京广告	16.6	南京银都奥美	15.0	思美传媒	16.4	上海腾迈	8.7	
11	上海中润广告	4.1	引力光华	15.0	阳狮上海	14.0	思美传媒	14.4	伊诺盛北广	11.6	安索帕（上海）	7.9	
12	大禹伟业广告	3.9	思美传媒	10.6	思美传媒	13.6	中航文化	14.4	广东广旭	11.5	上海因特菲思	6.7	

数据来源：中国广告业协会，新时代证券研究所

全球广告投放市场集中度——来自我们的测算

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
六大广告公司全球总收入(亿美元)	339	358	401	472	417	449	491	541	558	603	611	632
六大全球总投放额(以WPP比例推算)	1680	1825	2055	2332	1823	2053	2194	2315	2340	2414	2381	2425
全球广告市场规模(eMarketer)	4017	4427	4676	4947	4463	4487	4643	4859	5114	4885	5780	6150
六大广告公司在全球市场的集中度	41.8%	41.2%	44.0%	47.1%	40.8%	45.7%	47.3%	47.6%	45.8%	49.4%	41.2%	39.4%
WPP在全球的市场份额	12.1%	12.5%	13.6%	13.6%	13.3%	14.7%	15.5%	14.5%	14.1%	15.5%	12.6%	12.1%
六大广告公司北美总收入(亿美元)	164	173	187	203	186	204	219	227	239	254	279	289
六大北美总投放额(以WPP比例推算)	816	880	957	1003	812	933	979	972	1002	1018	1086	1110
美国广告市场规模(eMarketer)		2059	2066	1950	1635	1709	1738	1785	1711	1801	1894	2000
六大广告公司在北美市场的集中度		42.7%	46.3%	51.4%	49.7%	54.6%	56.3%	54.4%	58.6%	56.5%	57.4%	55.5%
WPP在北美的市场份额		10.5%	11.2%	12.9%	12.6%	13.7%	13.9%	13.4%	14.5%	14.2%	14.2%	13.6%

根据我们的测算，目前“六大4A公司”在全球广告市场的集中度为39.4%，第一大4A公司WPP在全球的市场份额为12.1%。仅看北美市场的话，“六大4A公司”的集中度更高，高达55.5%，其中WPP的份额为13.6%，Omnicom在北美的市场份额大于WPP，为17.6%。考虑到媒体直客的因素，我们认为，“六大4A公司”已经垄断全球广告市场。

数据来源：新时代证券研究所（“集中度”为我们独家数据测算，可能与实际情况有些许差异）

中国互联网广告投放市场集中度——来自我们的测算

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
中国互联网广告市场规模(亿元)	23	41	61	106	170	211	326	513	773	1105	1546	2185	2903
年增速		75%	48%	75%	60%	24%	54%	58%	51%	43%	40%	41%	33%
蓝色光标										16	33	59	101
华扬联众	2	3	5	6	8	9	13	11	17	23	30	49	60
利欧股份											10	24	54
科达股份										7	12	29	48
天龙集团											0.1	8	43
省广股份												23	33
明家联合												9	28
华谊嘉信											0.1	12	15
中国的“六大广告公司”收入										46	85	192	339
年增速											85%	126%	76%
中国的“六大广告公司”所占份额										4%	6%	9%	12%

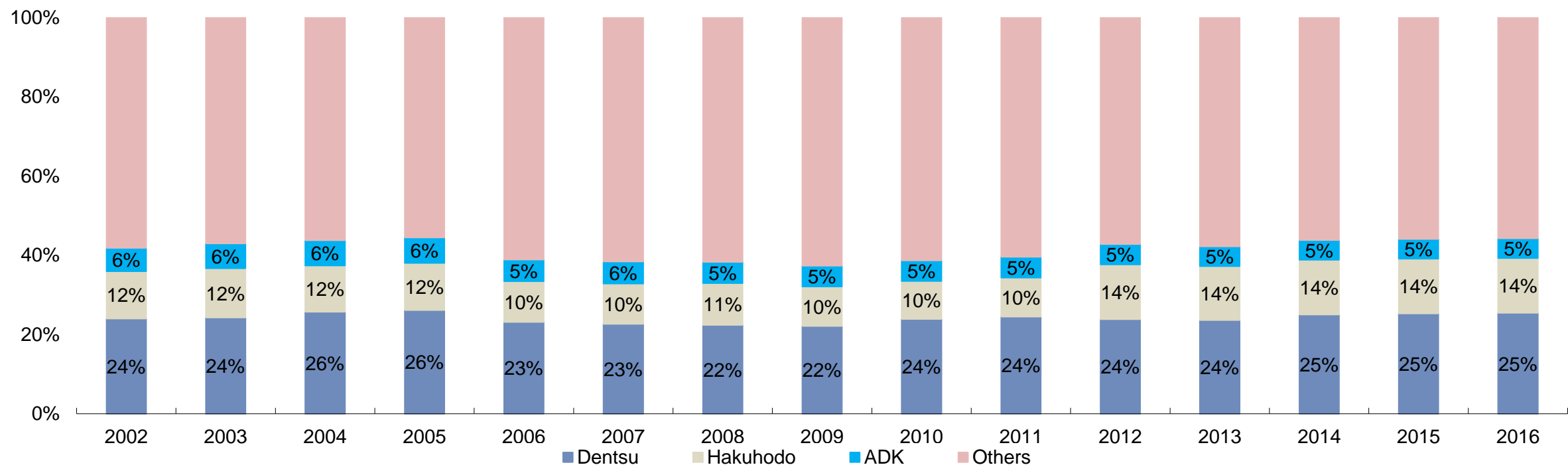
我们对目前A股版“中国六大广告公司”(包括蓝色光标、华扬联众、利欧股份、科达股份、省广股份和天龙集团)来自互联网广告的收入进行测算,2016年,“中国六大”合计为339亿元,所占份额仅为12%,与国际市场存在明显差距。而“中国六大”近三年的合计收入增速远高于市场整体增速,说明了中国互联网广告市场的集中度正在提升。

数据来源: 各公司年报, iResearch, 新时代证券研究所 (“集中度”为我们独家测算, 可能与实际情况有些许差异)

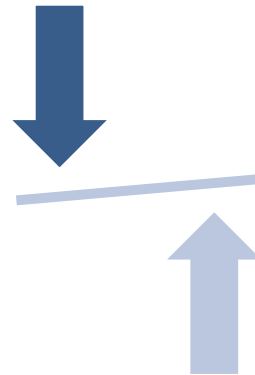
日本广告公司的集中度：Dentsu、Hakuhodo和ADK牢牢占据近半份额

日本广告投放市场的特点是非常稳定。2016年，Dentsu电通、Hakuhodo博报堂和ADK旭通的市场份额分别为25%、14%和5%，近年来几乎没有变化，三家合计占比接近一半。日本市场尽管属于典型的“孤岛市场”，但仍具备一定的代表性，显示了一个长年处于稳态格局市场中的广告公司集中度情况。

★日本市场三大广告公司(Dentsu、Hakuhodo和ADK)的集中度



数据来源：Dentsu年报，ADK年报，新时代证券研究所



3、广告公司篇：4A、咨询与IT云的三方大战

——咨询公司

咨询公司跨界进入数字营销领域，埃森哲互动的收入已超过Havas

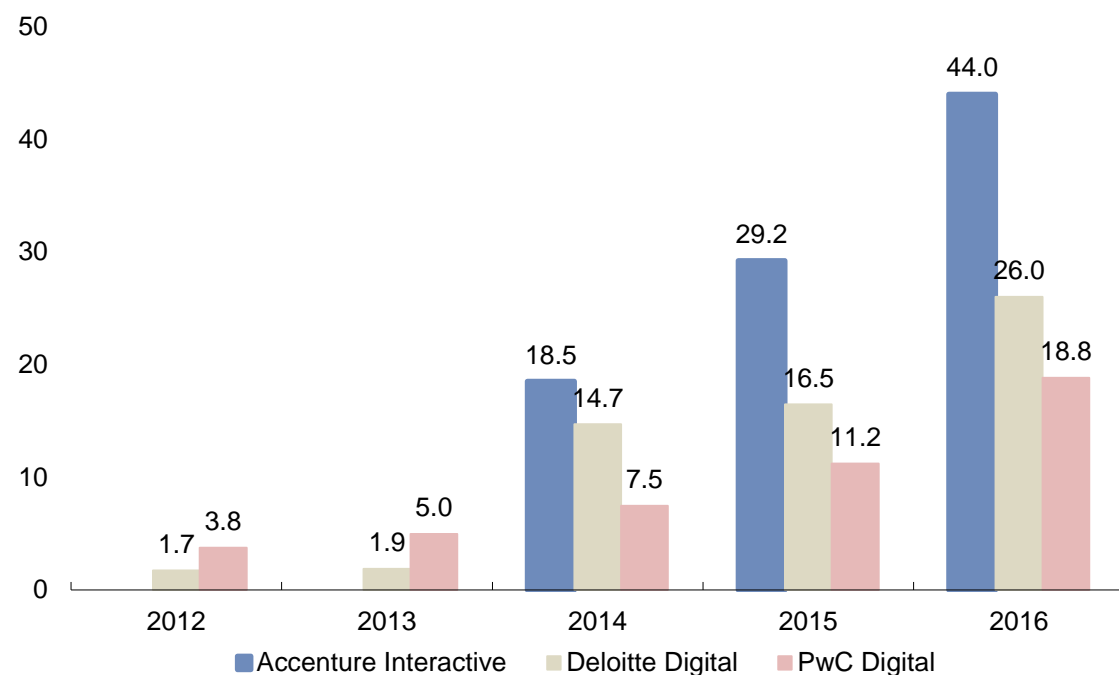
根据Adage发布的榜单显示，埃森哲互动、IBM互动体验部、德勤数字和普华永道数字已经跻身全球十大数字营销集团之列。据Econsultancy发布的百大数字营销代理商报告，来自传统咨询公司的数字营销分支机构——IBMiX、埃森哲互动及德勤数字已经占据了5大顶尖数字营销代理商当中的三席。Accenture互动的收入体量已经超过六大4A公司中的Havas。

★跨界进入数字营销领域的咨询公司们



数据来源：新时代证券研究所

★Accenture互动、Deloitte数字和PwC数字的收入对比(亿美元)

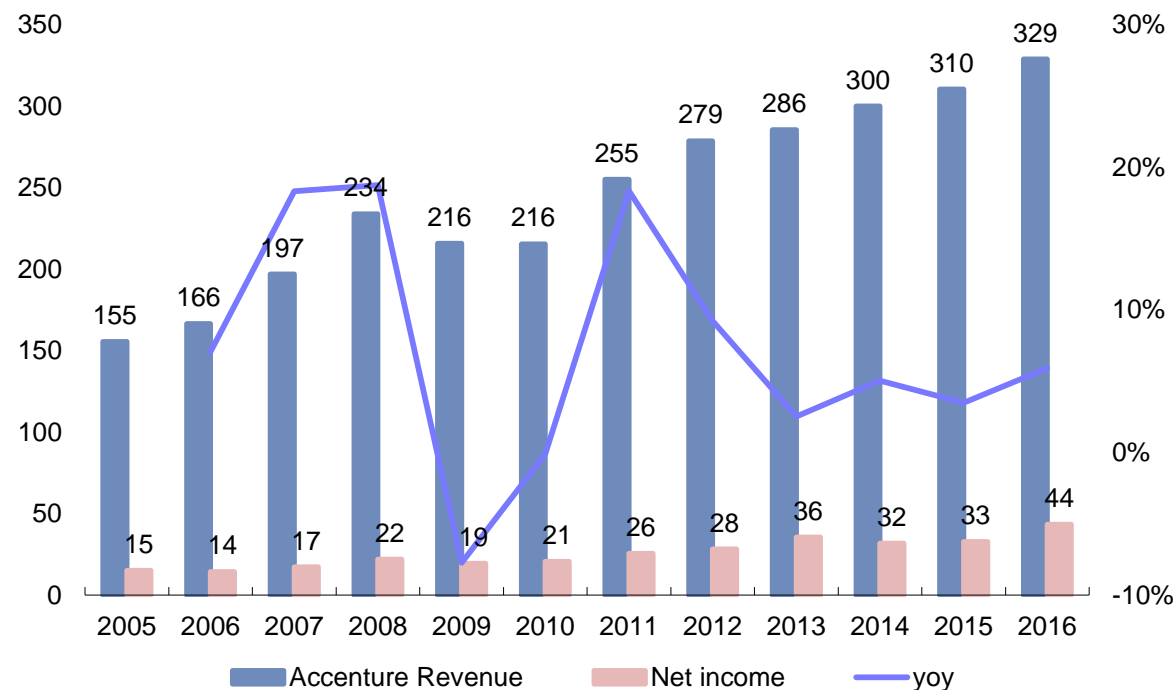


数据来源：Advertising Age，新时代证券研究所

埃森哲：全球第一大咨询公司，全球规模最大的数字营销服务提供商

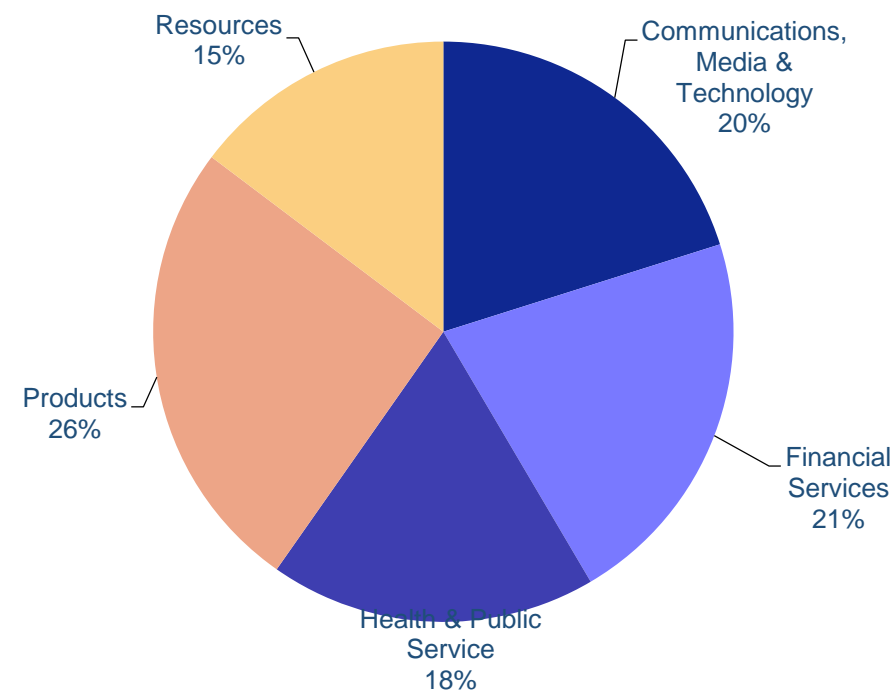
埃森哲(Accenture)是全球最大的管理咨询和业务流程外包公司，前身是著名会计师事务所安达信，目前市值高达900亿美元。埃森哲互动为埃森哲旗下数字营销业务的子公司，2016年获得44亿美元的营收，约占埃森哲总收入的13%。根据AdAge发布的《2017营销服务提供商报告》中，Accenture Interactive连续第二年被评为全球规模最大的数字营销服务提供商。

★Accenture 历年收入与净利润情况(亿美元)



数据来源：Accenture年报，新时代证券研究所

★Accenture收入结构(2016年)



数据来源：Accenture年报，新时代证券研究所

埃森哲互动快速发展的原因：背靠埃森哲的客户资源+不断并购

埃森哲互动(Accenture Interactive)近年来能够快速发展的原因在于：1.背靠埃森哲大树，埃森哲互动一半以上的客户都来自咨询公司的客户；2.不断并购，在过去5年中，埃森哲互动已经收购了15个数字代理机构和设计咨询公司，包括创意科技工作室ChaoticMoon、数字营销公司IMJ、AD.Dialetto、数字化策略代理公司PacificLink、TheMonkeys、avVenta、AcquityGroup、Fjord以及Reactive、英国市场营销咨询公司BrandLearning、加利福尼亚设计及市场营销代理商WireStone、英国第三大独立代理商Karmarama、德国数字营销公司SinnerSchrader、澳大利亚独立创意代理公司TheMonkeys以及设计公司Maud等在内。目前埃森哲互动拥有30家设计、研发工作室以及卓越中心，埃森哲互动在全球的设计和创意人才已经超过了36000人。

埃森哲互动的服务范围：

EXPERIENCE	Service Design & Strategy, Experience Design, Design Realization	>
MARKETING	Personalization, Campaign, Loyalty, Social Media & Collaboration, Omni-channel Marketing Strategy, Digital Strategy	>
CONTENT	Content Strategy, Content Platforms, Content Production	>
COMMERCE	Omni-Channel Commerce, Digital Sales, Digital Customer Service	>

埃森哲集团的客户优势：

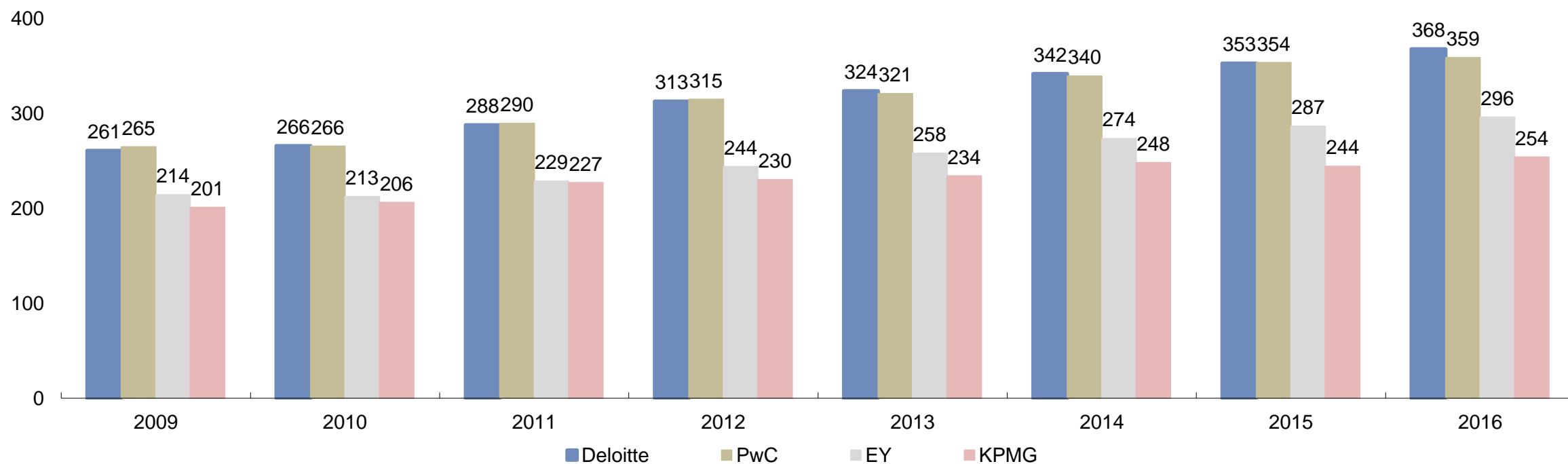
我们为超过 120 个国家的客 户提供服务 	我们的业务涵盖了 40 多个行业 	我们业务量最大的100 家客户中 98 家与我们保持了10年以上的合 作关系 	我们连续 14 年荣登《财富》“全球最受赞誉 公司”榜单 	我们在44个国家拥有 5K 项已注册和正在申请中的专利
---	-----------------------------------	---	--	--

数据来源：Accenture官网，新时代证券研究所

德勤数字、PwC数字……，“四大”目前均已跨界进入数字营销领域

除埃森哲外，四大会计师事务所目前均跨界进入数字营销领域。如德勤数字成立于2012年，经过对十多家数字营销公司的并购，德勤数字已经能为客户提供从战略、创意到用户体验、移动营销、电商和数据分析的一站式服务。目前，德勤数字在全球16个国家和地区设立了工作室，拥有超过7000名员工，2016年的收入达到26亿美元。

★全球四大会计师事务所的历年收入(亿美元)



数据来源：Statista，新时代证券研究所

国际4A也在展开对咨询公司的反向收购

WPP集团：2017年5月，WPP旗下的数字广告代理机构Possible收购了咨询公司Marketplace Ignition，这是一家专注于帮助品牌商在Amazon平台开发市场营销策略及电子商务的公司。Marketplace Ignition将会为Possible的客户在Amazon日益增长的广告业务中导航。Marketplace Ignition总部位于亚特兰大，是一家拥有6年历史的咨询公司。

2017年1月，WPP将奥美中国重新收为独资，作为其“一个奥美”全球战略的一部分。在改革之后，奥美将只有一个整体、强大的品牌，与广告主的合作更加贴近无缝。

阳狮集团：2016年底，作为阳狮集团“The Power of One”战略的一部分，Publicis.Sapient平台旗下的数字代理商Sapient Nitro与Razorfish宣布合并，组成新的代理商网络Sapient Razorfish。Sapient Razorfish发布涵盖以下几个方面的企业级数字化转型服务：1.数字商业策略和创新；2.消费者体验；3.数据和人工智能；4.营销现代化；5.IT现代化；6.商务。

Sapient Razorfish的优势在于，使广告公司的业务范围不局限于周期短、利润率较低的营销campaign，而是能够承接类似咨询业务的大型项目。比如，为快消品牌提供新产品开发的咨询服务、为银行贷款业务打造新的数字化客户体验流程，甚至帮助旅游品牌改造商业模式。



razorfish

Digital Scale



2016年广告业的并购市场，4A公司已不再是主角

2016年，R3在全球范围内追踪了398宗交易，总交易价值约为140亿美元，全年同比增长50%。但作为市场上的传统买家，六大4A公司去年仅参与了22%的收购和并购交易。咨询公司却在崛起，IBM斥资超过2.4亿美元一举收购Ammirati、Aperto以及ecx.io，埃森哲亦不甘示弱，出资1.75亿美元收购了英国第三大独立代理商Karmarama以及另一家独立代理商。而德勤在2016年也对旧金山一家独立数字广告代理商Heat进行了投资，以补足德勤数字的创意能力。

2015 vs 2016 控股公司并购统计：

Holding Groups	Total est.Value(亿美元)			Total Number		
	2015	2016	yoy	2015	2016	yoy
Dentsu	3.8	19.6	421%	25	39	56%
WPP	15.6	11.6	-26%	42	36	-14%
IPG	1.9	1.2	-37%	3	6	100%
Publicis Groupe	2.7	1.1	-60%	10	6	-40%
Omnicom	3.0	0.7	-76%	2	4	100%
Havas	4.9	0.4	-93%	9	3	-67%
Grand total	28.9	33.5	16%	89	89	0%

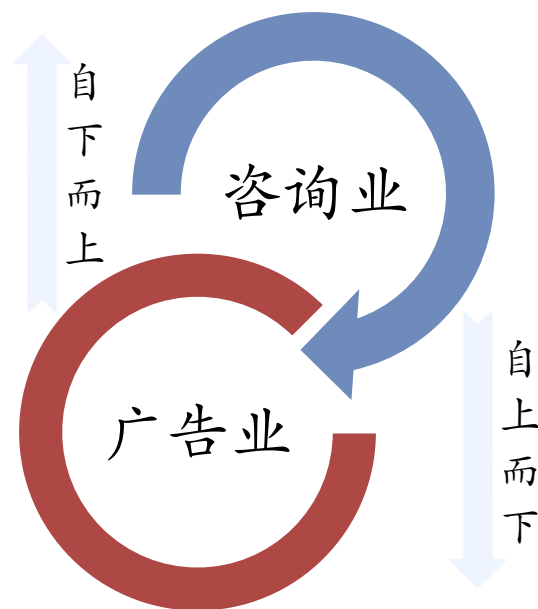
2016年排名前十的非传统投资者：

	Acquirer	Acquisition	Value(亿美元)
1	Denstu	Merkel	9.79
2	Miteno	BBHI	9
3	Salesforce	Krux	7
4	WPP	Triad Retail Media	7
5	Telenor	Tapad	3.6
6	Dentsu	gyro	2.1
7	Nielsen	Repucom	1.96
8	Nantong Metal Forging	All Ways adverting (亿家晶视)	1.96
9	Keda Group	ASEA (亚海恒业)	1.79
10	CSM	LeadDog Marketing Group	1.68

数据来源：R3咨询，新时代证券研究所

咨询业与广告业相互渗透的逻辑：

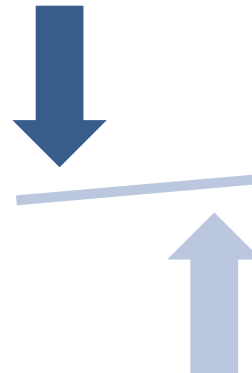
对于广告公司来说，涉足咨询业务、将业务延伸到数字商业的前端，不仅能够防御咨询公司的跨界竞争，避免沦为纯粹的媒体渠道管理和创意服务商；也能改变以往传统的创意和传播服务，努力成为品牌的数字商业合作伙伴，从而增厚公司利润。



咨询公司的优势在于制定战略、市场分析和消费者调查，为企业管理层服务。

咨询公司涉足营销的深层次原因是市场的需求发生了变化，企业内部对于数字化的重视程度已经从工具层面上的“数字营销”上升到了“数字商业”的战略高度。

据Gartner预测，2017年CMO在IT方面投入的预算（包括数据分析、前端与后端的IT支出）将会超过CIO。CMO们已经意识到营销不再仅仅是促销、媒介购买和广告投放就能解决的问题，更重要的是在内部构建起数字化能力、打造以消费者为中心的客户体验。



3、广告公司篇：4A、咨询与IT云的三方大战

——IT云计算公司

时代之变：从“打广告”到“做营销”

电视时代的“广告”：请广告公司花上几个月时间构思创意、拍摄TVC，然后期待通过几轮大规模的投放就能提升品牌、带动销量。

数字时代的“营销”：对于营销人来说，管理跨屏营销活动、根据实时数据分析快速作出反应，甚至针对不同人群投放定制化广告，逐渐成为工作的常态。

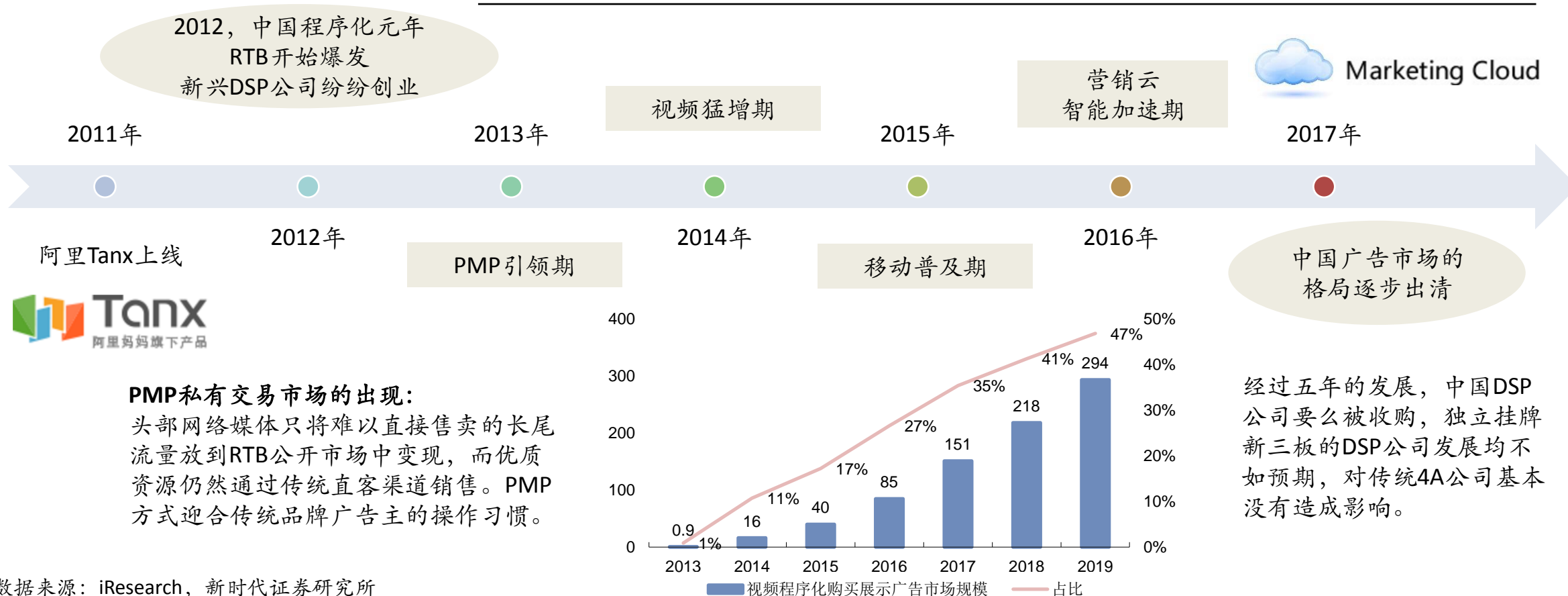


“广告”的核心是创意，“营销”的核心是精准！



中国数字营销发展阶段：

中国移动广告主结构：	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
品牌类广告主	21%	39%	57%	64%	68%	72%	73%	75%	77%
效果类广告主	79%	61%	43%	36%	32%	28%	27%	25%	23%



中国DSP创业公司们：4年过去，发展均不如人意

序号	公司名称	主营业务	成立时间	营业收入(百万元)							净利润(百万元)							KA贡献比例 (2015年)
				2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
1	汇量科技	代理+ADN、出海业务	2013年				0.9	0.3	773	1968			-0.01	0.02	44	212		54.1%
2	易点天下	出海业务、原生广告	2011年	12	20	17	17	18	127	1611	0.0	1.2	1.3	1.6	1.4	23	159	41.4%
3	有米科技	移动DSP+DMP	2010年				73	409	736	1041				5.7	41	35	-37	28.3%
4	品友互动	跨屏DSP+DMP	2008年					155	368					-22	-39			-
5	哇棒传媒	移动广告平台	2010年		13	14	31	101	222	841	-0.6	3.8	5.1	14	24	45		47.3%
6	亿玛在线	跨屏DSP+DMP	2004年				408	457	663	780				0.5	-16	-49	34	44.5%
7	银橙传媒	代理+ADN	2008年			16	48	121	360	744	-1.3		11	38	56	48		34.5%
8	易简广告	移动广告代理	2010年				49	62	128	458				14	20	20	58	34.6%
9	璧合科技	AGAIN (DSP+DMP)	2012年				21	97	218	432			-2.4	-0.6	13	43		46.1%
10	木瓜移动	移动DSP+DMP	2008年				29	230	341				-13	4.9	35			--
11	道有道	技术开发+ADN	2007年				82	153	202	359				8.4	42	49	12	23.6%
12	迪派无线	移动DSP+DMP	2012年				24	75	80	286				3.2	14	6.3	-5.8	34.1%
13	新数网络	DSP	2011年				75	146	162	268				1.4	8.7	15	24	53.6%
14	旺翔传媒	SSP+DSP	2011年				10	43	88	240				0.0	1.7	7.3	19	77.1%
15	光音网络	商业WiFi+DSP等	2008年				55	165	299	237				0.7	24	64	44	92.0%
16	拓美传媒	代理	2011年			3.4	41	56	93	223			0.2	0.6	2.7	23	41	58.5%
17	盘石股份	网盟广告	2004年				33	25	63	185				-15	-12	6.7	14	18.6%
18	奥菲传媒	商业WiFi+DSP+ADN	2011年				22	53	63	124				-5.3	1.7	4.5	9.8	68.3%
19	仙果广告	移动DSP+DMP	2010年				20	44	78	121				0.5	9.0	24	31	44.4%
20	微传播	ADN+代理	2003年	4.6	4.7	5.2	2.8	0.8	49	106	0.1	0.3	1.0	-0.5	-2.1	17	48	29.7%
21	智子科技	DSP+SSP+DMP	2012年				7.2	13	25	55				-1.6	-0.9	-0.6	3.3	55.0%

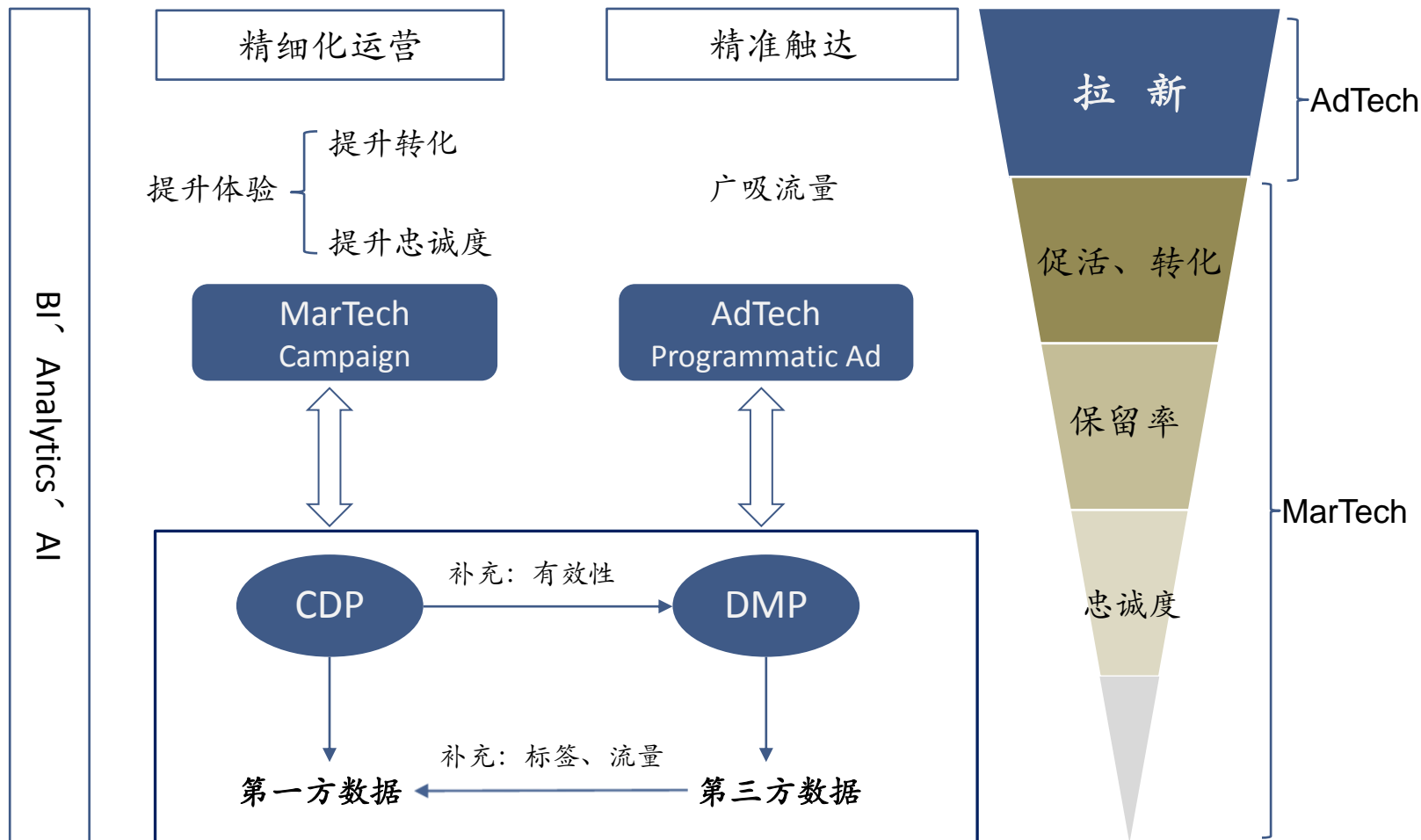
数据来源：Wind，iResearch，新时代证券研究所

什么是营销云?

营销云(Marketing Cloud): 最早来源于英文“Enterprise Marketing Software Suites”, 企业网络营销管理软件套件, 包含两个特点: 一是广义上的营销, 包括运营、会员在内的营销, 二是云服务的形式。营销云通过大数据, 整合企业资源, 实现站内、站外、全营销一体化的模式, 最终提升企业管理、营销、生成、设计、研发等各方面的运作效率。



AdTech和MarTech的产品概念框架：



从AdTech广告技术到MarTech营销技术：

1. AdTech主要是基于第三方数据在第三方媒体渠道上进行广告投放，应用在广告领域。MarTech更多是指利用第一方数据在广告主自建渠道上进行客户培育和转化。

2. AdTech是指通过付费媒体和技术手段将广告和品牌内容传递给消费者，关注的PV、UV、CTR等；MarTech则通过设计用户体验、即时服务等提升和优化消费者体验，更关注MQL (Marketing Qualified Lead)、CPQL (Cost Per Qualified Lead)、转化率等。

3. AdTech面向消费者，有好的创意和预算就可以做，这是国际4A公司们的传统强项。MarTech则更多关系到企业数字化转型和商业转型，需要整体解决方案，这是咨询公司和Saas合作伙伴们的新武器。

CDP: Customer Data Platform

DMP: Data Management Platform



AdTech和MarTech的对比：

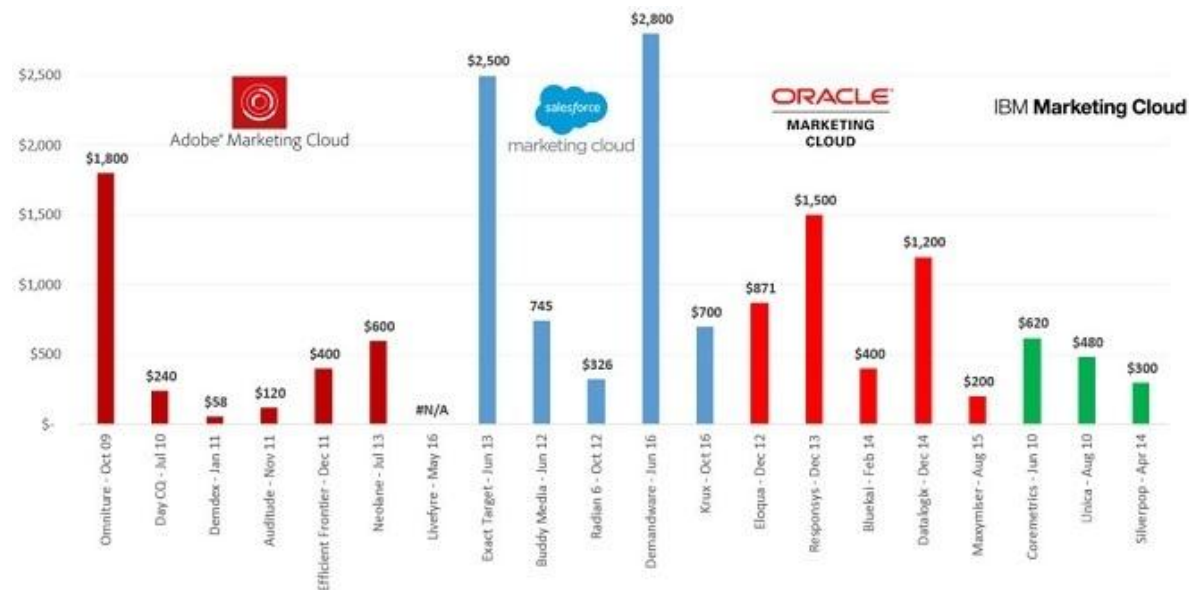
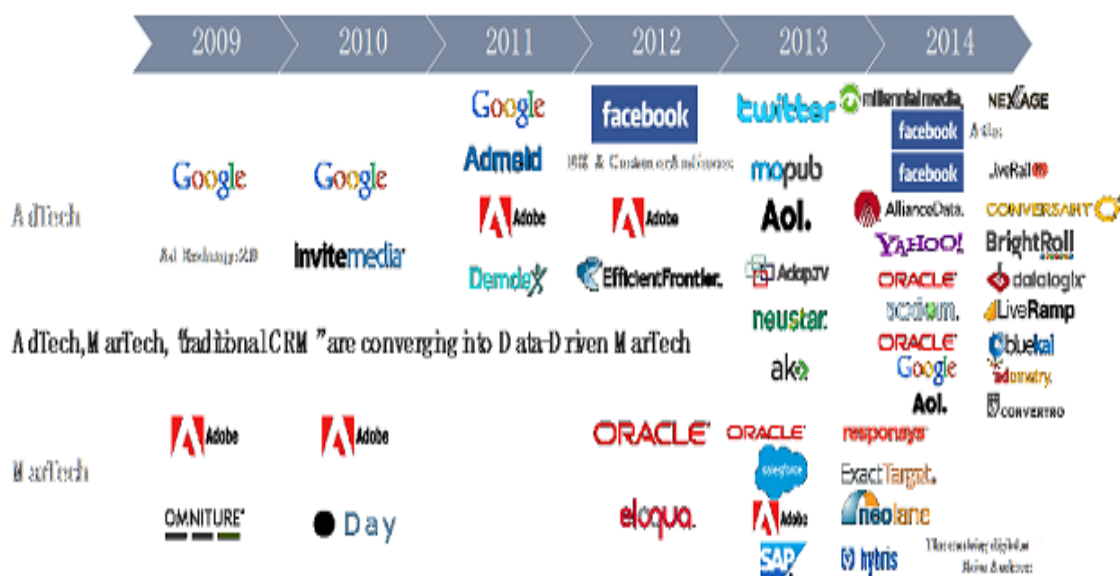
	AdTech	MarTech
简称	广告技术	营销技术
起源	程度化广告	数据驱动的营销-营销自动化
定义	管理和衡量-数字广告的技术与方法	管理与衡量-数字营销活动与电商营销活动的技术与方法
主要用户	媒体和广告Agency	组织中的数字营销或者电商部门
精准度	传统的精准营销：较精准、转化弱；各种媒体反复曝光	精准+1对1全数字营销渠道与消费互动
渠道	Paid Media-主要是第三方媒体精准	Owned Media-主要是第一方渠道：官网、自有电商、App、官微、邮件、短信
作用	以曝光为主：品牌、拉新	以培育为主：促活、转化、保留率、忠诚度
数据用法	使用第三方DMP集中化管理Cookie和Device ID数据，帮助广告主分群从而实现精准触达	使用第一方CDP，通过私有数据（PII）大规模地，进行个性化营销活动
趋势	DMP由第三方掌管，数据仅能在第三方掌控的渠道中激活，造成执行Gap和分析盲点	着重于长期数据积累，更加适用于中国数据封闭的国情
融合点	DATA：广义的DMP让企业集中化管理数据，包括线上和线下以及第三方数据	

数据来源：蓝色光标盈云数字，新时代证券研究所

数字营销的未来一定是AdTech、MarTech和传统CRM的最终融合

MarTech由营销部门甚至销售部门主导，主要用于线索培育、商机管理、客户和联系人管理、营销漏斗分析和归因分析等用途。AdTech由广告主、媒体代理推动，极大程度上依赖于媒体发行方的配合，用于广告的销售、采买、投放、定向。

营销的本质在于找到最精准的客户，达到商品销量的提升，同时提升企业运营效率。在数字化时代，AdTech、MarTech和传统CRM的未来一定会相互融合。而且这种融合，已经开始发生，从2012年开始，主要MarTech厂商的收购开始变得活跃。Adobe、Salesforce、Oracle和IBM从营销软件逐步渗透到广告投放领域，与4A公司、咨询公司形成三方混乱的格局。



中国与国外的营销云市场对比：

中国vs欧美市场：中国对第一方渠道的重视程度不够，未来会加大建设

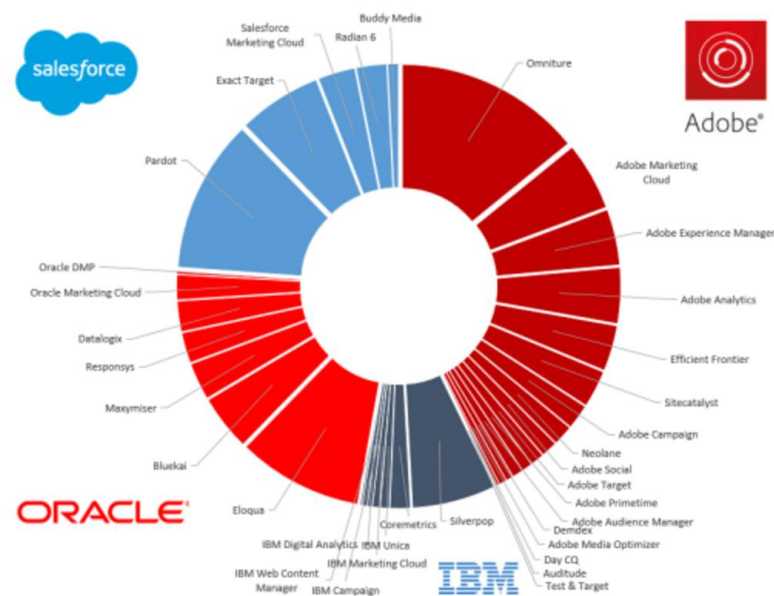
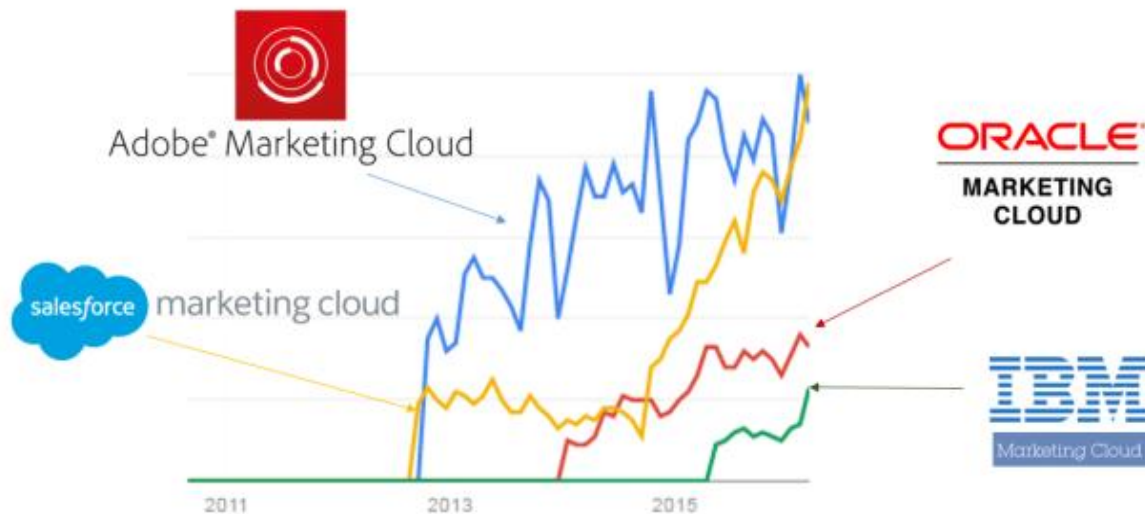
目前国内的精准营销多是指依托DMP的广告投放，数据来自于网络媒体、DSP或者第三方DMP数据，但对于第一方渠道（如官网、自有电商、App、官微、邮件、短信）的利用还不充分。公司官网、App多为摆设，官微、短信营销基本上也是全员转发。而在欧美市场已经发展到一个更高成熟度的水平，如在欧美广泛应用的Adobe Audience Manager(DMP)既可以与Media Optimizer (DSP&Search)对接做个性化广告投放，也可以与Adobe Campaign对接做第一方渠道上的与客户一对一的互动。

我们认为，未来随着品牌观念在市场营销中的重要性提高，中国广告主也会更加重视对第一方渠道(如官网、自有电商、App)的建设，并与第三方广告渠道融合在一起，最终达到全渠道整合营销。

中国营销云市场现状：广告代理商比广告主更欢迎营销云，按照月费、年费进行订阅

在国内，1) 软件公司、营销代理商、广告监测公司等都在尝试营销云的构建，并将传统业务迁移到云端，以期抢得先机；2) 新兴的创业公司也在寻求单点突破的机会，渴望成为市场中的鲑鱼。然而，由于企业之间的商业壁垒，国内营销API缺位，阻碍了营销数据的流通，也阻碍着智能营销的全面落地。目前国内市场的现状是广告主对营销云的接受程度尚不高，反而是广告代理商很欢迎营销云，特别是已经跟多家企业多个渠道有合作，营销云是一个提升效率和效果的工具。

海外营销云市场的巨头们：



营销云在国外市场已经初具群雄割据局面，除了Adobe、Oracle、IBM、SAP等传统企业应用巨头，Salesforce、Marketo、Hubspot等专业营销技术公司也纷纷推出了自己的营销云。

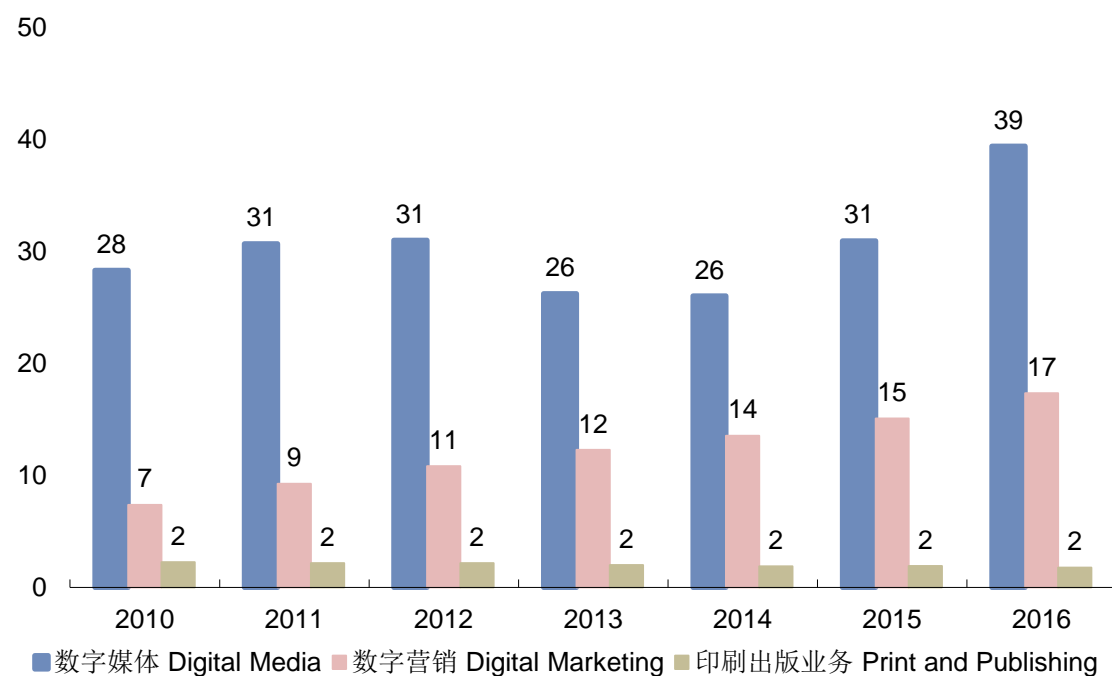
Adobe营销云在创意、内容管理、用户体验优化和人群分析上具备优势；Salesforce得益于在CRM SaaS的领先地位，将产品线拓展到营销领域；Oracle营销云强调数据为核心，最大化第一方数据的应用，在数据精细化应用方面实现深耕；IBM营销云可以与外部营销渠道、内部营销渠道、用户数据库和实时数据分析等之间一键连接，实现跨渠道的统一用户体验管理。

专业营销技术公司Marketo和Hubspot的营销云则更专注于中型和中小企业市场，这两家的营销自动化产品体系直接回应中小企业对于营销ROI和衡量的要求，在市场中形成了自己的差异化优势。

Adobe：世界领先的数字媒体和在线营销方案供应商

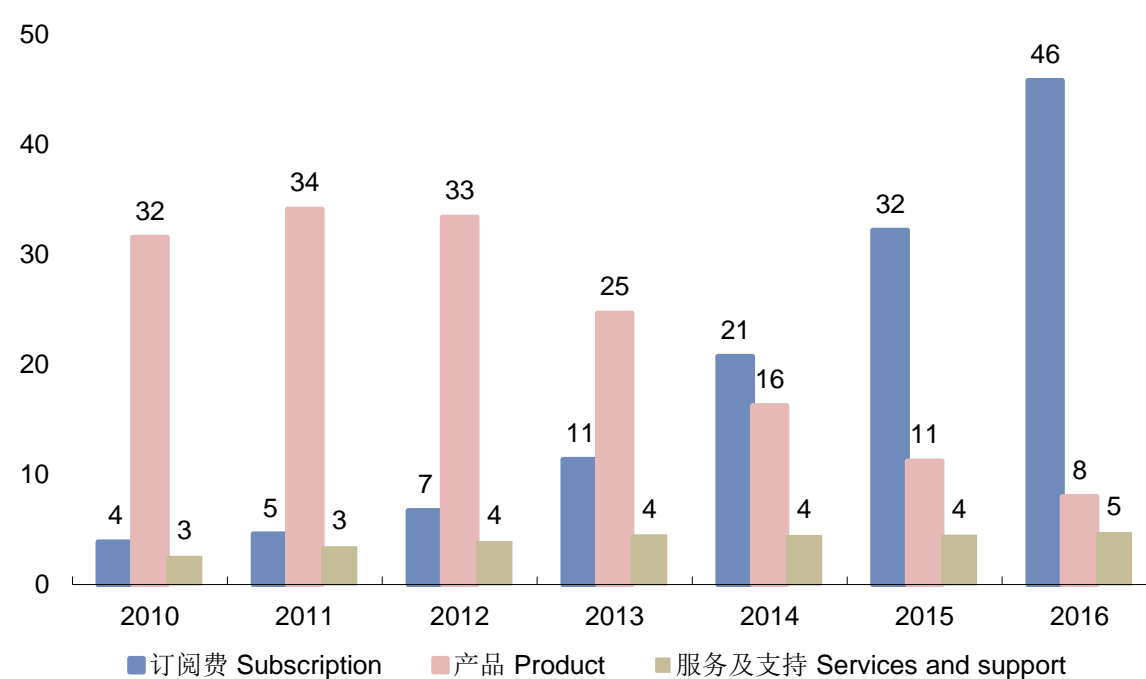
Adobe是世界第二大桌面软件公司，创建于1983年，原以Photoshop和Adobe PDF Reader闻名于世，2009年后逐步进入数字营销软件领域，2012年开始将旗下软件产品SaaS化。目前，Adobe已成为一家领先的数字媒体和在线营销方案供应商，主要业务分为数字媒体、数字营销和印刷出版三块。Adobe旗下产品目前主要以收取订阅费为主。

★Adobe历年收入结构(按业务部门划分, 亿美元)



数据来源：Adobe年报，新时代证券研究所

★Adobe历年收入结构(按收费形式划分, 亿美元)

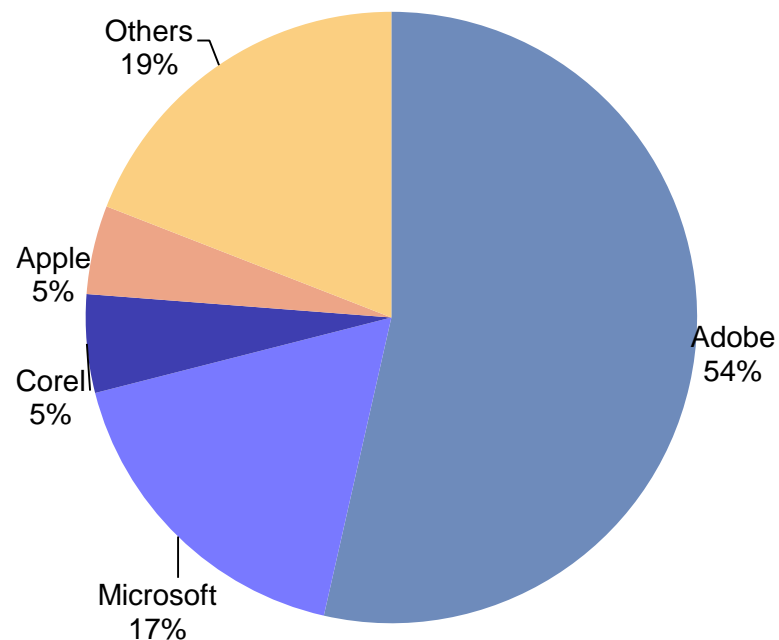


数据来源：Adobe年报，新时代证券研究所

Adobe: 充分受益于从内容端到营销端的客户协同

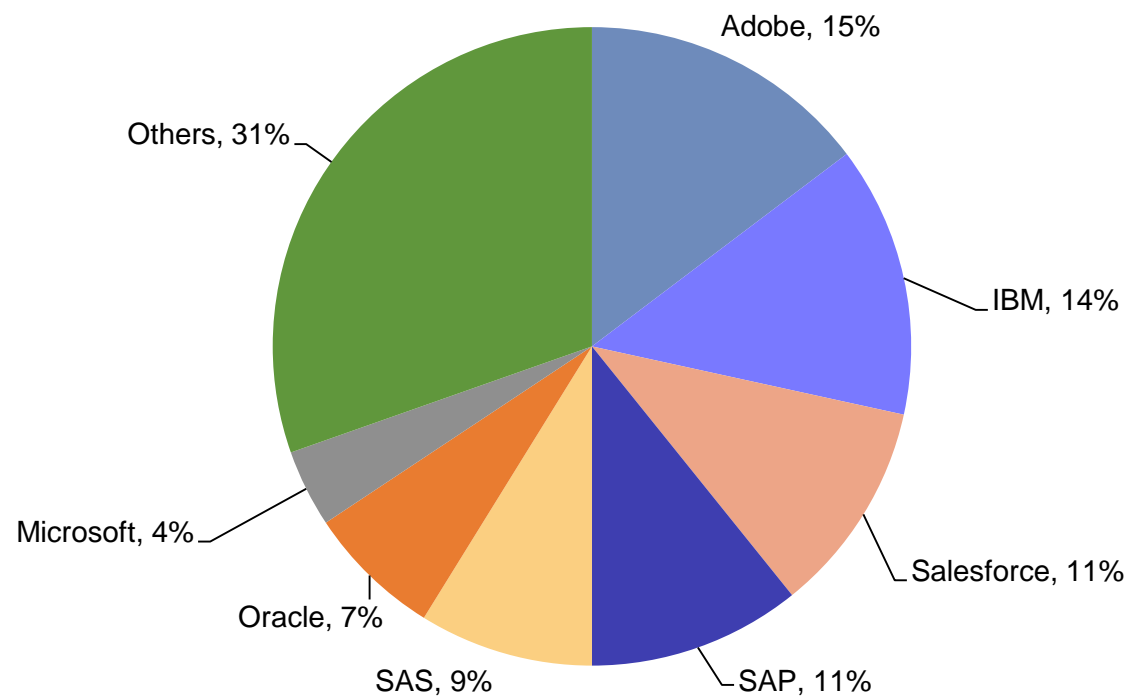
Adobe最大的优势在于内容端，在数字内容创作上，广告营销公司、设计师团队、营销团队都直接使用Adobe创意软件生产内容。据Gartner统计，在数字内容制作软件市场，Adobe的市场份额高达54%。而在内容产出之后，接下来的内容管理、客户管理、数据分析、销售触达都非常自然。在营销软件领域，Adobe的市场份额为15%，其次是IBM、Salesforce和SAP。

★数字内容制作软件市场份额(2014年)



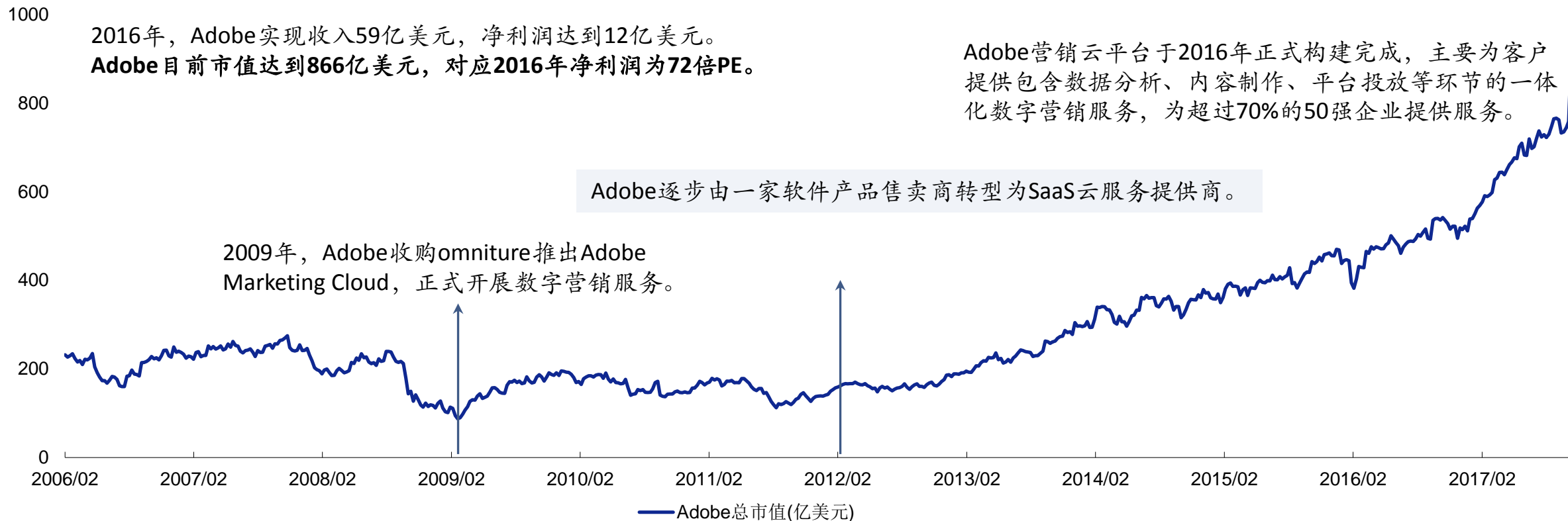
数据来源: Gartner, 新时代证券研究所

★数字营销软件市场份额(2014年)



数据来源: Gartner, 新时代证券研究所

云化的Adobe，靠数字营销迎来新生



	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Adobe收入(亿美元)	13	12	12	13	17	20	26	32	36	29	38	42	44	41	41	48	59
yoy	25%	-3%	-5%	11%	29%	18%	31%	23%	13%	-18%	29%	11%	4%	-8%	2%	16%	22%
净利润	3	2	2	3	5	6	5	7	9	4	8	8	8	3	3	6	12

数据来源：Wind，新时代证券研究所

Adobe：靠并购从营销软件打通数字营销全流程服务

2008年，Adobe开始挖掘自己使用自家软件制作营销广告的可能性，逐步布局新业务蓝图。开展营销业务后，Adobe充分利用软件业务的企业市场总监和CMO等大客户资源，这些“企业级”的用户则成为了公司“真正有价值的用户”，节省了公司开拓初始客户资源的时间。

2009年09月，Adobe以18亿美元收购全球最大的网站在线分析供应商Omniure，其核心产品是SiteCatalyst，主要对庞大的用户访问做出精确的分析。

2010年07月，Adobe斥资2.4亿美元收购瑞士软件公司Day Software，其运营的业务为网络内容管理系统。进行营销的公司可以使用Day Software的产品来管理在线广告、创建营销博客和其他社交媒体类的营销活动。

2011年01月，Adobe收购行为数据管理平台DemDex，其主要为各网站和广告商抓取行为数据，并将这些数据存储至“行为数据银行”，然后根据40多个行为和统计变量为用户打分，得出“特征指标”，以此帮助各网站对其用户进行分类，帮助广告商更准确地定位信息。

2011年11月，Adobe收购视频广告公司Auditudo，加强视频商业化。Auditudo是一家视频广告管理公司和分析平台，成为Adobe的一部分有助于其进入日趋增长的视频和移动设备市场。

2011年12月，Adobe以4亿美元收购搜索营销公司Efficient Frontier，增加公司跨渠道活动的预测能力、执行能力及优化能力。

2013年06月，Adobe以6亿美元收购Neolane。成立于2011年的Neolane是一个对话式营销平台，可以在多种平台上管理数字营销广告，这次收购主要为Adobe营销云带来跨渠道广告管理能力。

2015年11月，Adobe收购comScore的大数据BI业务Digital Analytix，主要目的是获取其技术资产和客户帐户，建立自己的商业分析系统。

2016年05月，Adobe收购内容策展初创企业Livefyre，主要看中其强大的内容筛分与管理技术，增强内容的生产力。

2016年11月，Adobe以5.4亿美元收购广告技术公司TubeMogul，创建独立广告和数据管理解决方案，同时简化了跨渠道和跨屏幕的影片广告、展示广告和搜索广告的传递。

什么是Adobe Experience Cloud?



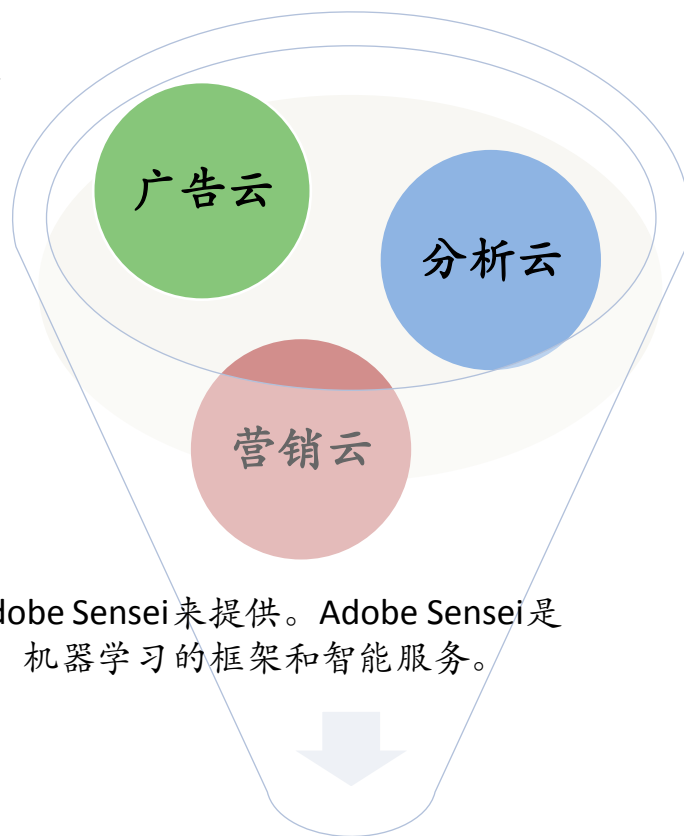
数据来源：Adobe官网，新时代证券研究所

详解Adobe广告云、分析云和营销云的关系：

广告主的唯一诉求就是产品销量的提升，因此需要投放广告。

广告云(Advertising Cloud)：帮助企业主管理和优化广告投放。
但如何帮助企业主找到目标用户？广告云需要链接到分析云。

平台涉及的分析、计算，则主要由Adobe Sensei来提供。Adobe Sensei是Adobe云平台上的智能层，能提供AI、机器学习的框架和智能服务。



将观众最终转化为客户

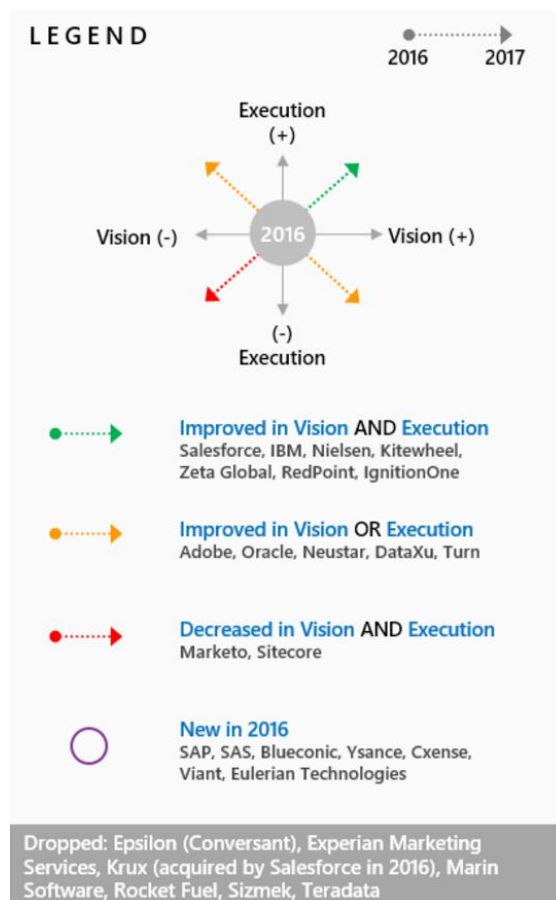
分析云(Analytics Cloud)：可以对客户的线上线下行为进行管理，包括搜集并汇总用户店面信息、呼叫中心信息、网站行为等，并加以分析，找到高端价值用户，同时能够通过算法模型快速找到更多类似用户，帮助企业更精准地投放广告。而接下来企业同消费者的互动，需要再链接到营销云。

营销云(Marketing Cloud)：能够帮助企业主创建和管理内容，在统一的平台上规划和实施营销活动，在每次同用户的互动中，提供个性化的信息。

企业同消费者的互动主要包括两块，一是主动触达，比如通过CRM等渠道拿到消费者名单，群发邮件、信息。这里面有两个关键点：选择的用户是否是目标客户，信息是否个性化。在定位用户这块，依然需要用到分析云。互动的另一种形式是，当用户主动上门，比如打电话到呼叫中心、进入网站等，能否立刻识别客户是谁，有什么需求，之前线上线下行为怎样，并根据消费者的需求展示其所需要的信息。

目前Adobe云平台在全球有数千家合作伙伴使用，每年管理超过100万亿次的数据交易，跨云端开发平台Adobe I/O每天收到超过7亿个应用程序编程接口的呼叫。可口可乐、康泰纳仕、君悦酒店、固安捷、美国职业棒球联盟、万事达卡、苏格兰皇家银行、NBA等都是跨云平台的客户。

Adobe: 2017年Gartner数字营销中心魔力象限领导者



Adobe在Gartner2017年《魔力象限数字营销中心报告》中，已经连续第三年被评比为领导者，位于第一象限的还包括Salesforce、Oracle。据Gartner表示：尽管领导者仍主要依赖来自收购和合作伙伴的整合解决方案，但他们已经完全接受Martech、广告技术和分析的整合，并部署了大量的中心解决方案(Hub Solutions)。

Adobe在所有客户触点之间提供适当的工具来实现数据驱动的定制化体验，帮助公司成为经验型企业。Adobe Marketing Cloud与Adobe Creative Cloud的结合，使用户可以轻松地在所有营销渠道和客户接触点上快速激活创意资源。

目前，Adobe的营销客户中包括三分之二财富50强的公司、全球十大媒体、金融服务、汽车、财富管理和电信公司。Adobe Marketing Cloud每年支持91万亿客户交易、4.1万亿个多元媒体请求和超过1000亿个电子邮件，超过该领域的任何其他公司。

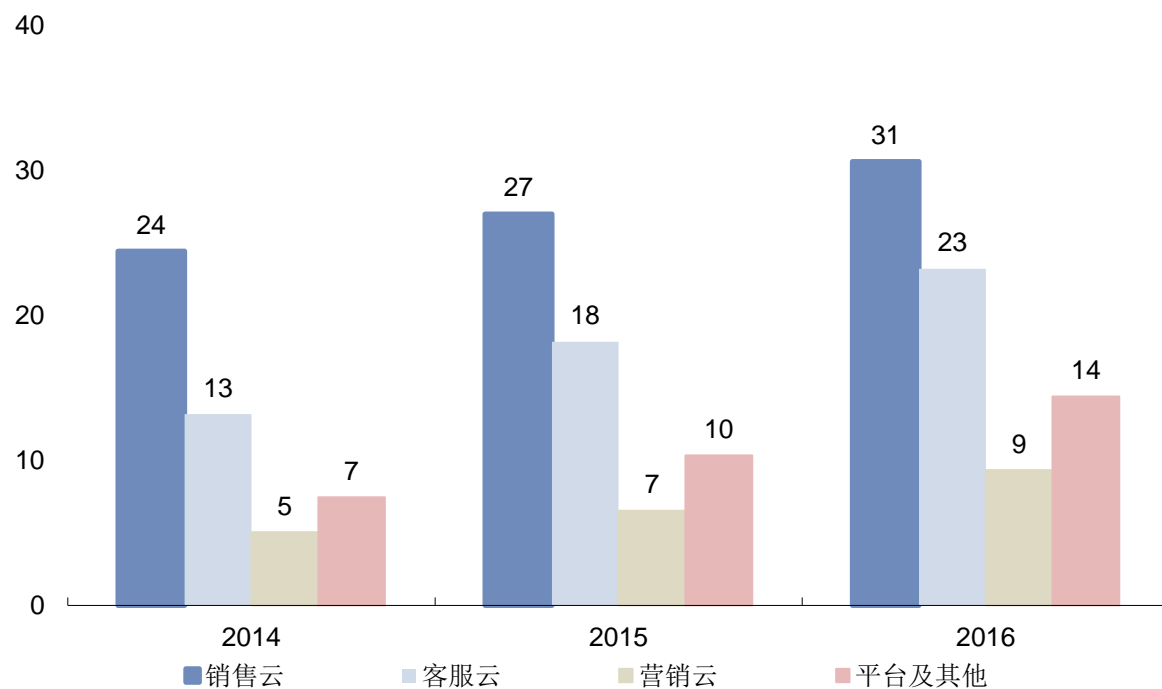
Adobe与4A公司之间是亦敌亦友的关系，10家最大广告公司中有8家经由Adobe开展数字营销活动。

数据来源：Gartner，新时代证券研究所

Salesforce：全球最大的CRM软件服务提供商，进军Marketing Cloud领域

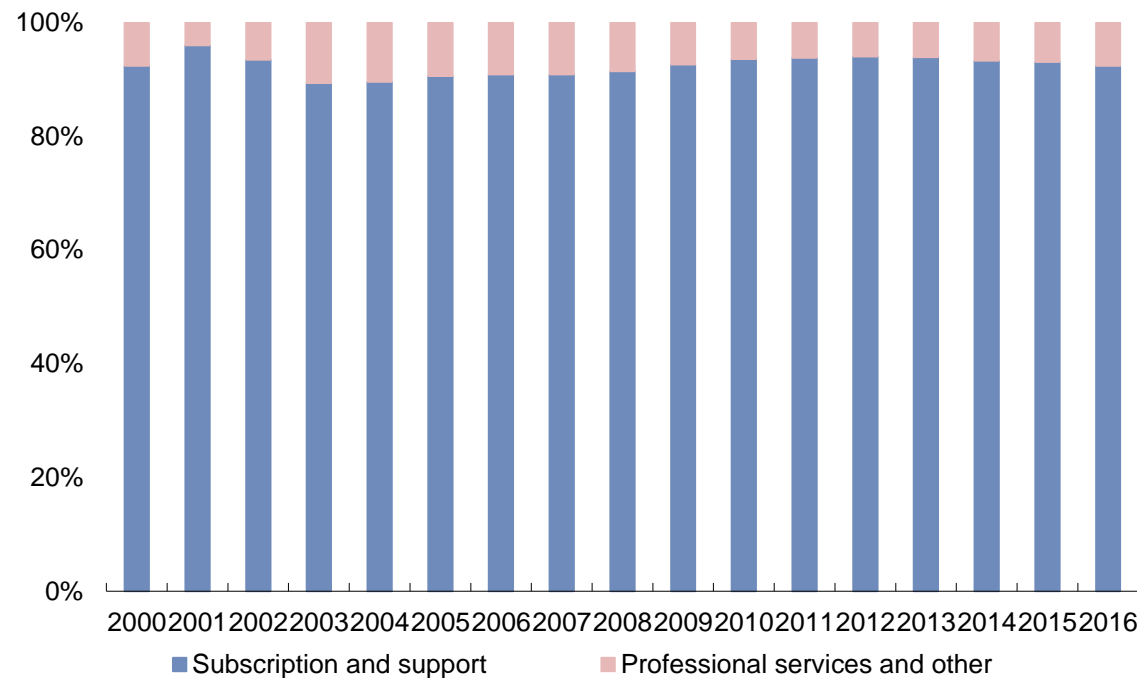
Salesforce是全球最大的CRM软件服务提供商，提供的SaaS服务涉及客户关系管理的各个方面。Salesforce于1999年成立，核心云产品为Sales Cloud，凭借庞大的客户优势，2012年后通过并购逐步进入Marketing Cloud领域。Salesforce的主要收入一直来源于订阅费，2016年Salesforce的营业收入达到83.9亿美元，其中营销云为9.3亿美元，净利润为1.8亿美元。

★Salesforce云服务板块的历年收入(亿美元)



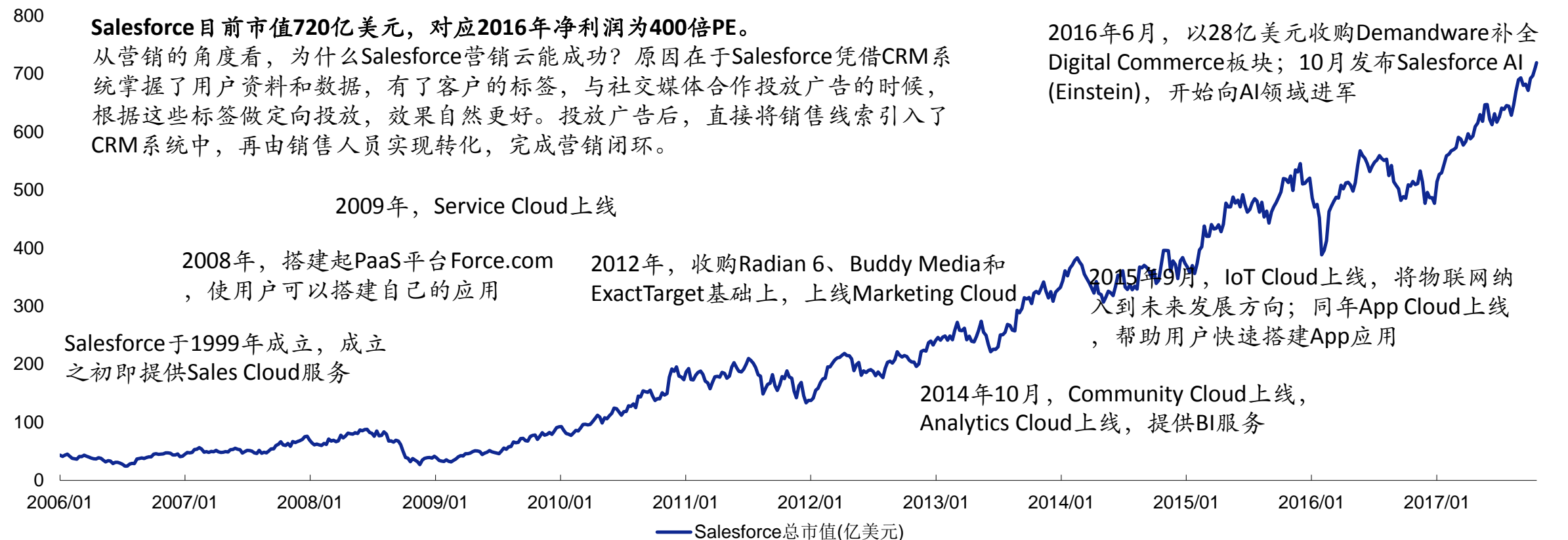
数据来源：Salesforce年报，新时代证券研究所

★Salesforce历年收入结构(按收费形式划分)



数据来源：Salesforce年报，新时代证券研究所

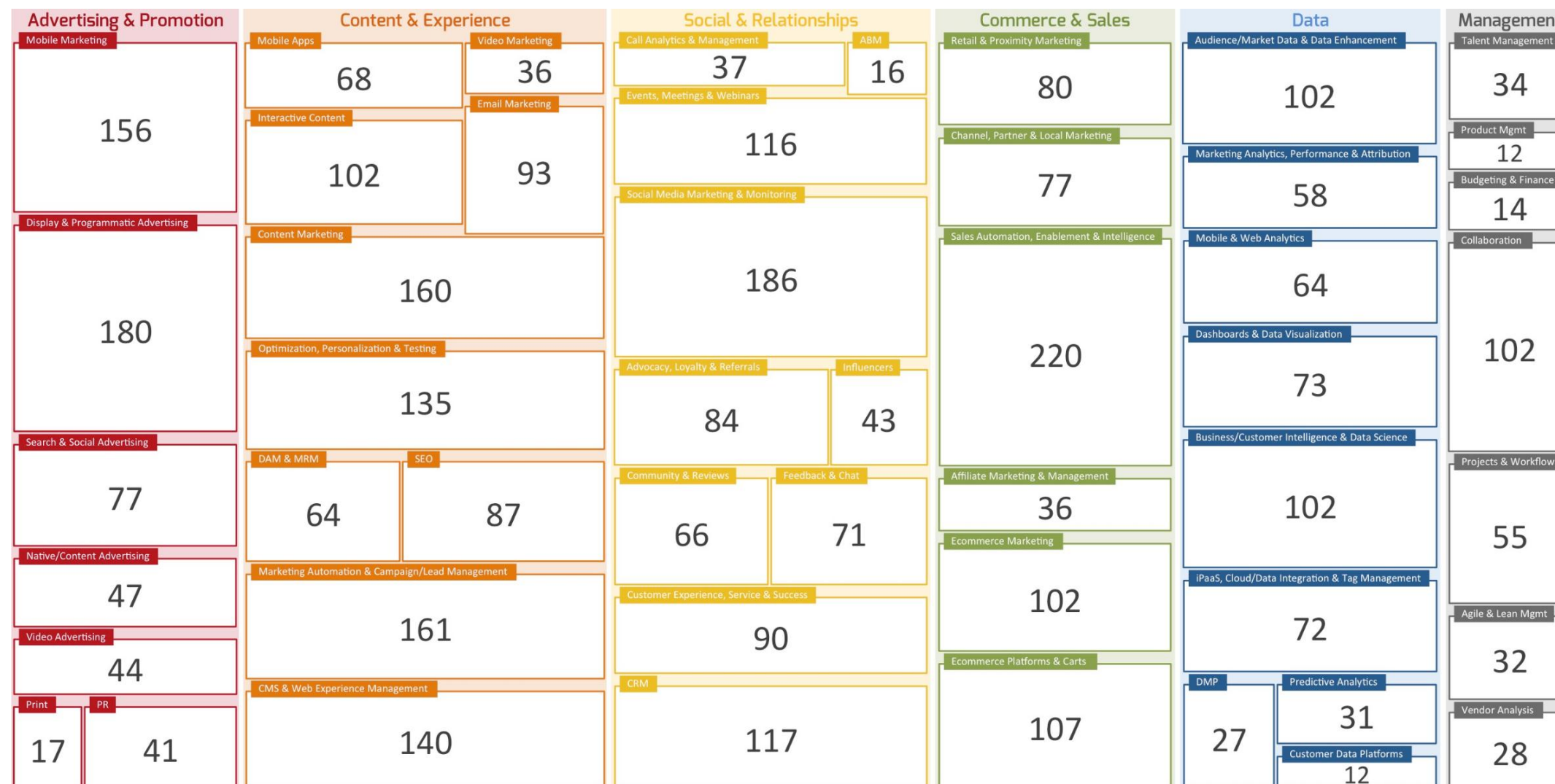
为什么Salesforce Marketing Cloud能获得成功？



	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Salesforce收入(亿美元)	0.05	0.2	0.5	1.0	1.8	3.1	5.0	7.5	11	13	17	23	31	41	54	67	84
yoy		312%	128%	88%	84%	76%	60%	51%	44%	21%	27%	37%	35%	33%	32%	24%	26%
净利润	-0.3	-0.3	-0.1	0.04	0.1	0.3	0.005	0.2	0.4	0.8	0.6	-0.1	-2.7	-2.3	-2.6	-0.5	1.8

数据来源：Wind，新时代证券研究所

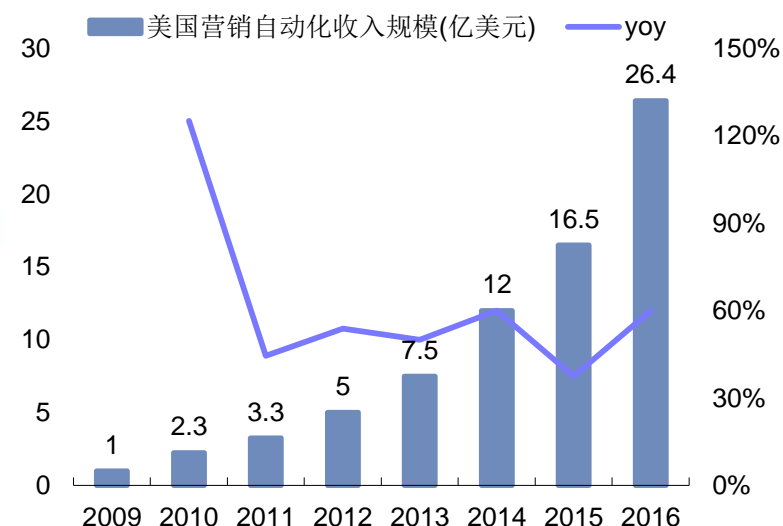
全球营销技术生态及各分支公司数量图(2016年):



营销自动化：营销科技最热门、最受欢迎的一个分支

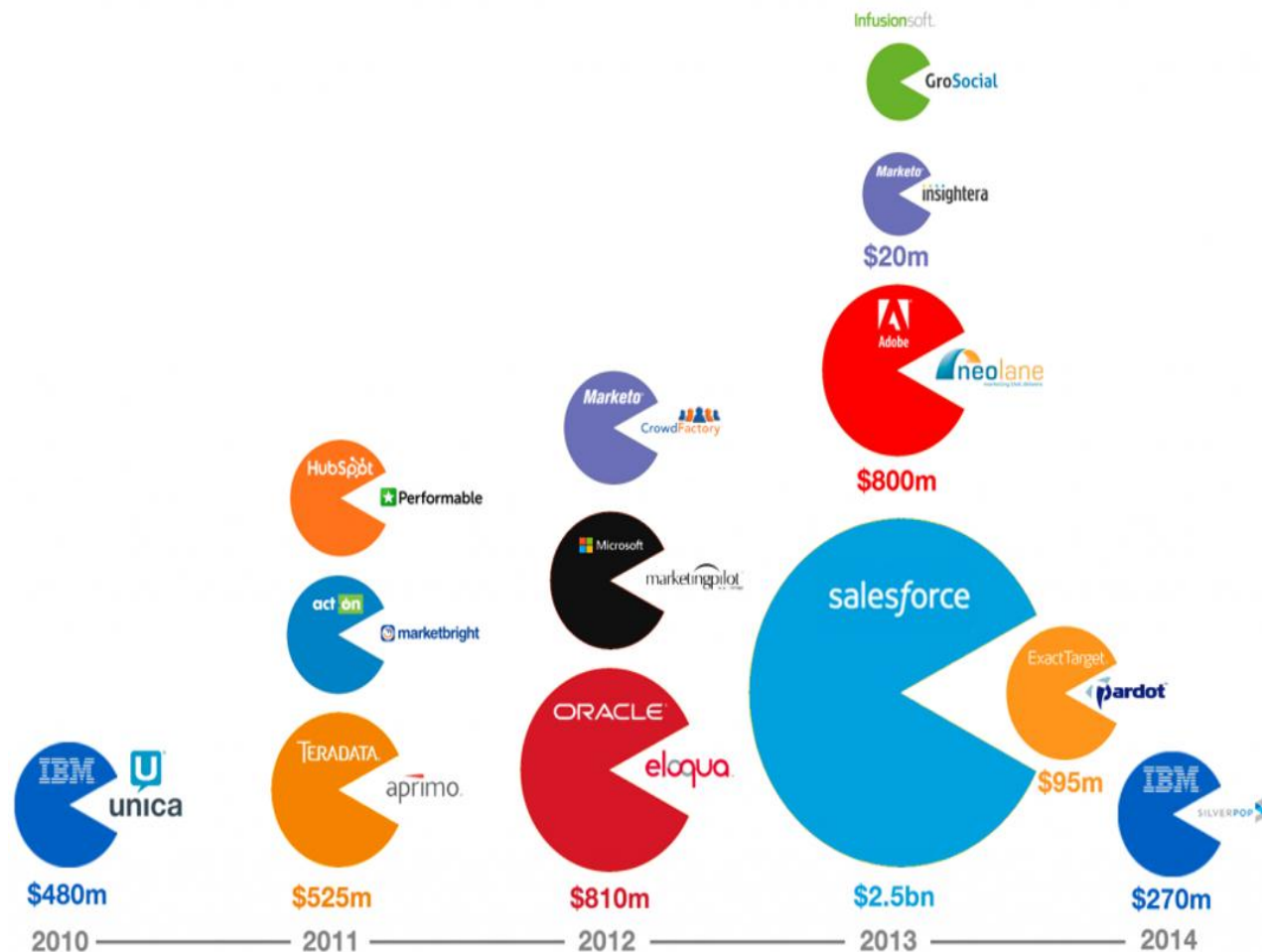
营销自动化(Marketing Automation)是一种能够一体化执行、管理和完成营销任务和流程的工具，能够通过分析潜在用户的行为，刻画用户画像，为销售人员提供销售线索，对不同阶段的客户进行个性化营销。目前营销自动化主要应用在两个领域：一类是B2B类企业；一类是B2C公司当中高客单价的行业，包括金融、教育，医疗健康等。这两类客户的成单都是需要有专人去跟进，获客成本较高。

早在1999年，这一概念就步入人们视野，其中Eloqua邮件营销在当时取得了巨大成功，但直到2010年后，营销自动化才迎来爆发。从2010年到2015年，营销自动化的市场规模从2.25亿美元增长到16.5亿美元，CAGR高达50%。到2016年，已有近200家企业活跃在营销自动化市场，根据Customer Experience Matrix的数据，2016年，B2B行业营销自动化收入增长达到60%。



数据来源：Marketing Automation Insider，新时代证券研究所

营销自动化行业的主要收购案：



美国营销自动化领域的主要并购案例：

2010年，IBM 4.8亿美元收购Unica；

2011年，Teradata 5.25亿美元收购Aprimo；

2012年，甲骨文8.1亿美元收购Eloqua；

2013年，Salesforce 25亿美元收购ExactTarget，而此前ExactTarget则以9500万美元收购Pardot；Adobe 8亿美元收购Neolane；

2014年，IBM 2.7亿美元收购Silverpop。

2016年6月，PE机构Vista以17.9亿美元私有化收购Marketo，其主要面向中大型企业客户，2013年5月在纳斯达克上市。

据统计，Adobe、IBM、Oracle、Salesforce这些科技巨头在2010-2014年间，投入了超过55亿美元资金进行并购。谷歌搜索指数，2010年之后，“Marketing Automation”的搜索不断上升。

数据来源：Marketing Automation Insider，新时代证券研究所

国内尚无巨头垄断，初创公司逐渐涌现

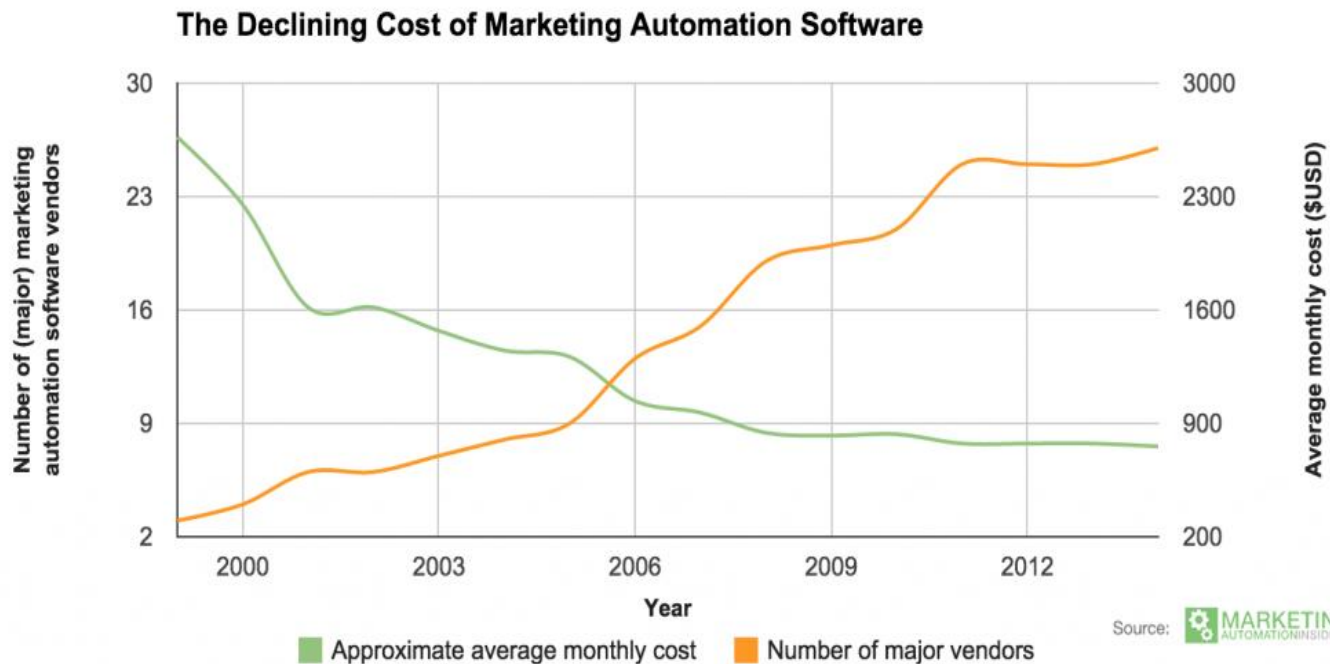
近年来，美国营销自动化领域经过不断并购与整合，大型企业市场被Salesforce、Oracle、IBM和Adobe等几家巨头公司占据，但中小企业市场还没有出现几家独大的现象。但目前中国国内企业服务领域没有巨头垄断市场，比较大的本土公司就是传统厂商，这些公司本身在大企业市场表现一般，自身也在不断转型。

公司名称	成立时间	融资轮次	历史融资	简介
Chinapex	2011年	A轮	2016年3月 A轮，无穹创投；2017年3月 战略，子程创投	营销及数据技术公司
集客分享	2012年2月	天使轮	2015年3月 天使轮，300万，艾瑞	企业集客营销解决方案提供商
同道	2013年	种子轮	2016年6月 种子轮，概念资本、SOSV、凯州资本	自动化移动营销平台
数据米铺	2013年	A+轮	2014年7月 种子轮，120万；2015年3月 天使轮，500万；2016年7月 A轮，1000万；2017年4月 A+轮，3000万	自动化智能营销服务商
99click商助科技	2014年	A轮		一站式营销数据服务平台
驿氪	2015年	A轮	2015年4月 天使，数百万，联想之星；2016年6月 Pre-A轮，1000万，宝洁；2017年1月 A轮，400万美元，DCM	零售行业主动营销SaaS平台
菱歌科技	2015年5月	天使轮	2017年3月 天使轮，1200万 睿识资本	基于人工智能的营销管理系统服务商
ConvertLab	2015年7月	A轮	2015年9月 天使轮，数百万；2016年12月 Pre-A轮，将门创投；2017年2月 A轮，数千万，春晓资本	一站式营销解决方案提供商
悟空数据	2015年9月	未融资	/	全流程营销SaaS平台
Datatist	2016年	Pre-A轮	2016年4月 天使轮，上海联万投资管理中心；2016年12月 Pre-A轮，3000万 东方富海	营销云与销售平台
致趣科技	2016年9月	未融资	/	SCRM智能社交营销解决方案提供商

数据来源：创投助手，新时代证券研究所

营销自动化的未来趋势：

- 1.营销自动化软件的价格将会下降到任何企业都可能承受的水平；
- 2.营销工具供应商会越来越面向细分市场。市场上存在两大类营销自动化工具：面向中小企业的工具以及面向大型企业的工具。除了几个领导者，比如Infusionsoft，Hubspot和Eloqua很多工具会选择一个具体的应用领域并专注于此。
- 3.越来越多的工具会去拥抱更广阔的数字化领域中出现的新趋势。不管是预测性分析、移动电子商务还是可穿戴设备营销，最有机会的供应商将是那些在市场上积极与相关领域进行合作的公司，因为基于整合与扩展带来的开发合作伙伴会创造更多的发展机会。



Hubspot：唯一一家纯营销自动化上市公司

35

Hubspot首创集客营销（Inbound Marketing）这一新的营销模式，将邮件、社交媒体、网站设计集成于一体，操作简单。HubSpot统计数据 displays，通过自动化营销方式的获客成本是传统方式的38%。

30

Hubspot的流程分为四步：

25

1.引流：通过SEO、生产优质内容等方式，使用户在使用搜索或社交网络时，主动了解企业，并转化为网站访问用户；

20

2.转化：企业网页的访问用户，部分有购买意愿，通过填写表单或绑定社交账号等方式，留下相应联系方式，成为企业潜在客户；

3.成交：向潜在客户发邮件、打电话，持续追踪，最终达成交易，将用户转化为已购买客户；

4.持续口碑营销：客户在达成交易后，持续提供包括客服在内的后续服务，使客户满意，最终形成口碑效应。

15

10

5

0

2014/10

2015/1

2015/4

2015/7

2015/10

2016/1

2016/4

2016/7

2016/10

2017/1

2017/4

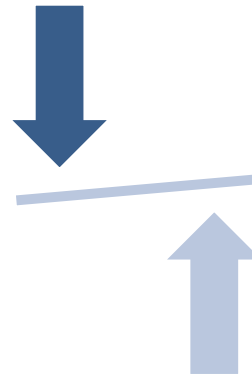
2017/7

2017/10

Hubspot有三款产品：Marketing、CRM和Sales。其中，Marketing是核心，提供SEO、社交媒体、网页制作及优化、网站评分等工具产品；CRM实现数据可视化，并自动追踪客户行为；Sales作为联系销售人员与客户的工具。

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Hubspot收入(百万美元)	7	15	29	52	78	116	182	271
yoy		133%	86%	81%	50%	49%	57%	49%
净利润	-9	-13	-24	-19	-34	-48	-46	-46

数据来源：Wind，新时代证券研究所



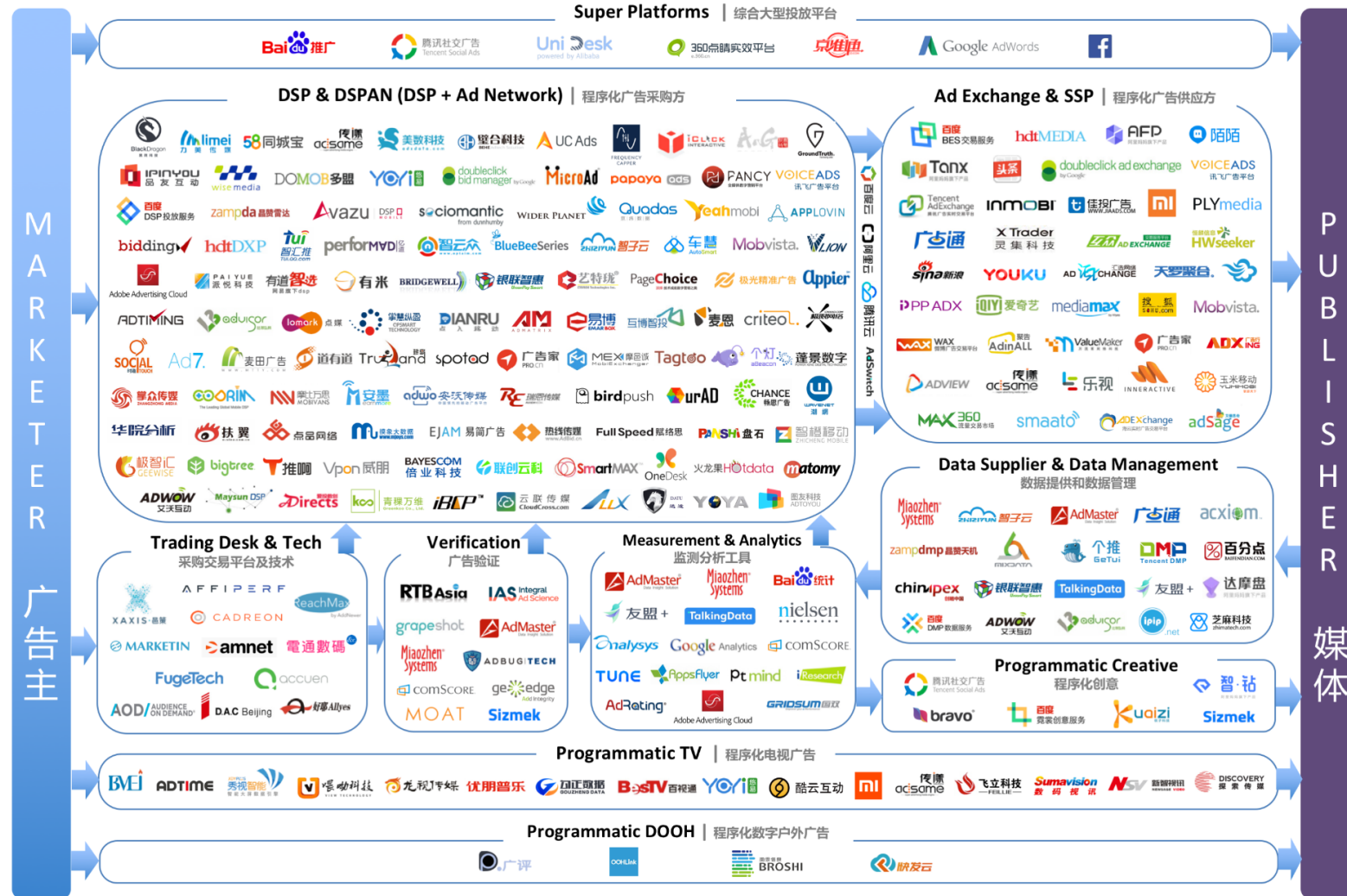
4、中国篇：谁将成为中国的大营销集团？

中国广告业四十年发展史



数据来源：工商总局，新时代证券研究所

中国综合性广告集团与程序化广告生态图



中国综合性广告集团:



蓝色光标：公关起步，不断并购成为中国第一大广告集团



公关业务

主要品牌：

蓝标公关、广州蓝标、上海蓝标、上海品牌、蓝色方略

数字营销

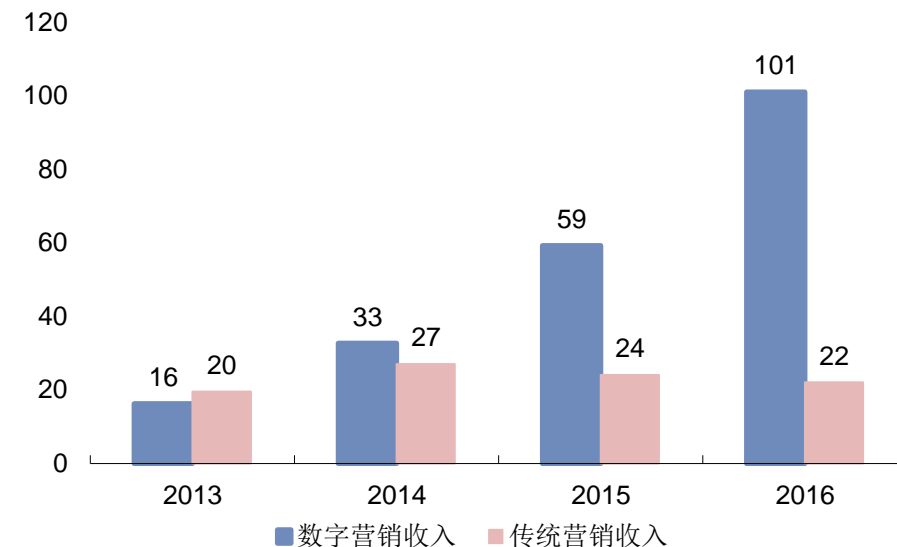
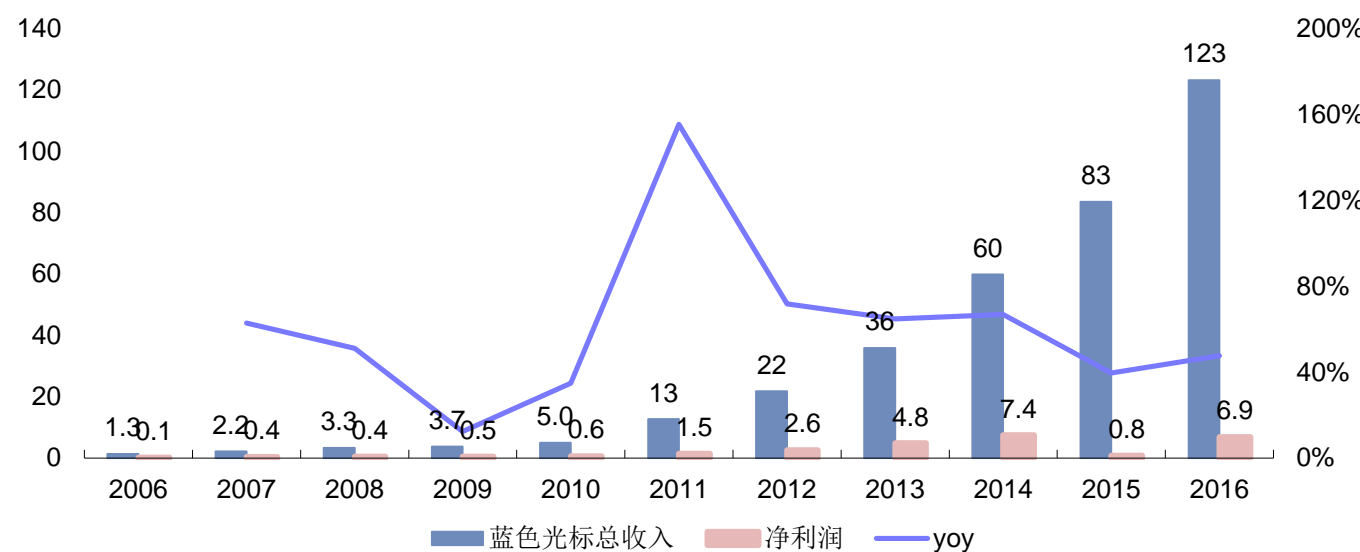
主要品牌：

SNK、多盟Domob、亿动Madhouse

传统营销

主要品牌：

精准阳光、今久广告、博杰广告



数据来源：蓝色光标年报，新时代证券研究所

蓝色光标子品牌与关联公司一览：

蓝色光标是一家为大型企业和组织提供品牌管理与营销服务的专业企业，蓝标集团旗下拥有蓝标数字营销机构、蓝标电子商务、智扬公关、博思瀚扬、思恩客广告、精准阳光、今久广告、博杰传媒、蓝色天幕、蓝色方略等本土业务品牌，以及香港Metta广告、We Are Social、Fuse Project、Vision7及Huntsworth等海外业务品牌。

蓝色光标子品牌一览：

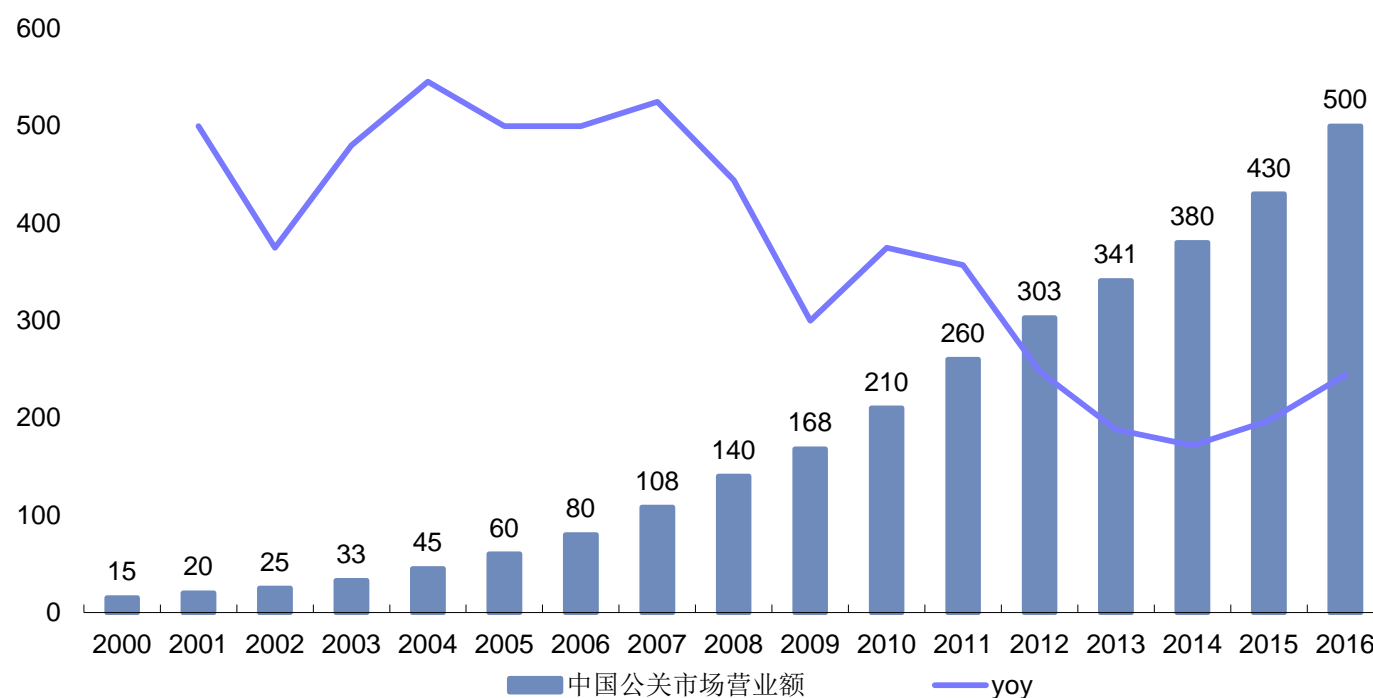
蓝色光标关联公司一览：

香港殿堂公关	英国Huntsworth	蓝色未来	Aries International
彪洋科技	天与空	易络客	网营科技
上海凯洁	建飞科联	识代运筹	Blab, Inc.
壁合科技	合创世纪	新维科技	比邻弘科
掌上云景	晶赞科技	精硕科技	iClick

中国公关行业：市场规模达500亿元，数字公关逐渐代替传统公关

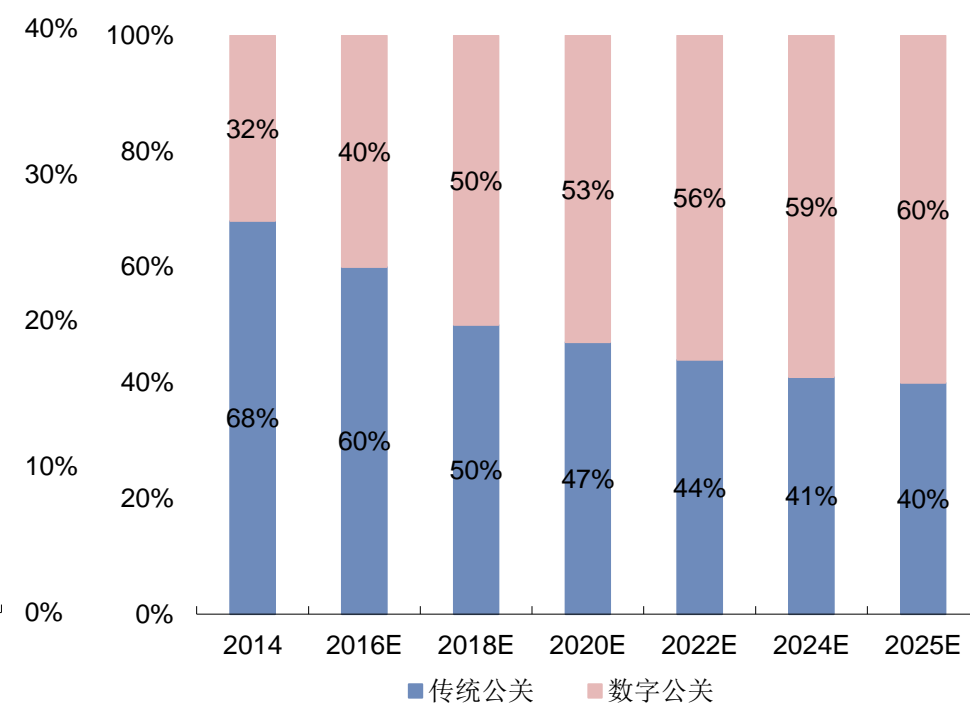
公关服务是指为客户提供品牌管理服务，包括品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销等。2016年中国公关市场规模达到500亿元，同比增速为16%。前五名行业为汽车、IT、快消、互联网、娱乐业，分别占比30.6%、12.3%、11.8%、9.4%和4.9%。近年来，数字公关开始崛起，预计到2018年，数字公关与传统公关将达到1:1的市场份额比例。

★中国公关市场营业额(亿元)



数据来源：CIPRA，新时代证券研究所

★中国公关市场结构

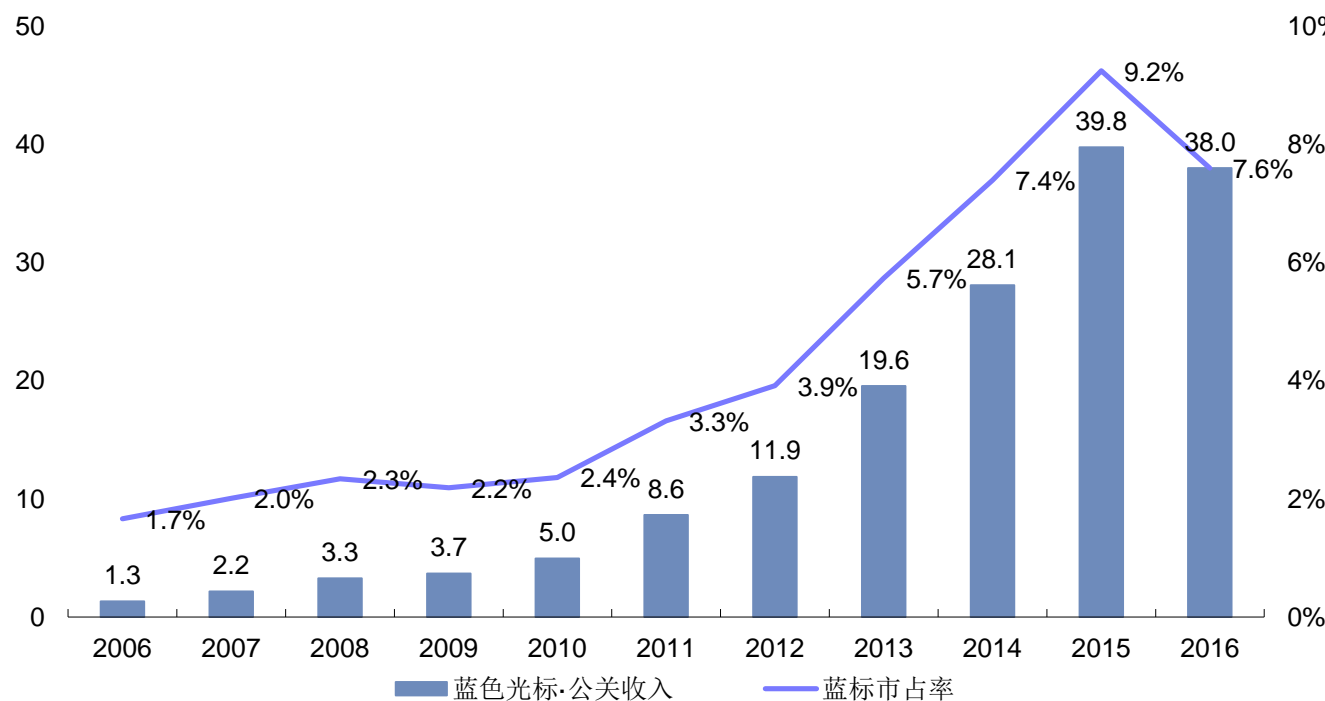


数据来源：CIPRA，新时代证券研究所

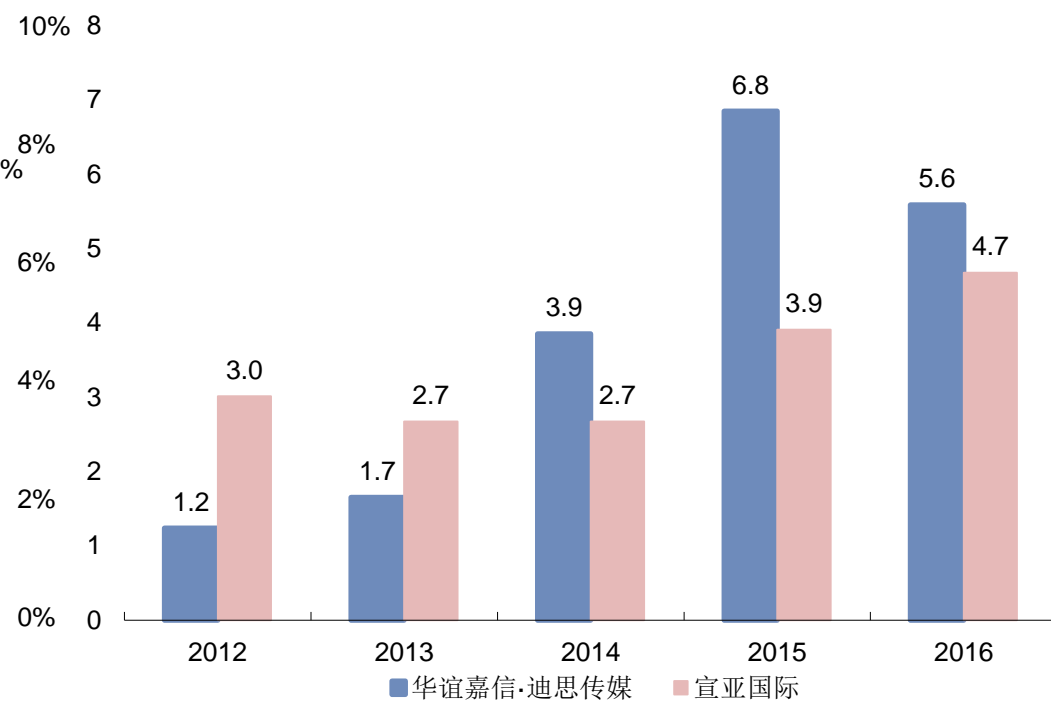
蓝标公关：中国市场的第一品牌，2016年收入为38亿元

蓝标公关目前是中国第一大公关公司，2016年收入达到38亿元，首次出现负增长，之前历年增速均在40%以上。蓝标公关在整个市场的占有率2016年为7.6%。竞争对手方面，上市的迪思传媒、宣亚国际2016年收入分别为5.6亿元和4.7亿元，与蓝标差距巨大。在公关与广告界限逐渐模糊的市场趋势下，以后的竞争将主要表现为广告营销集团的整体竞争。

★蓝色公关历年收入及市场占有率(亿元)



★同行竞争对手迪思传媒和宣亚国际的公关收入情况(亿元)



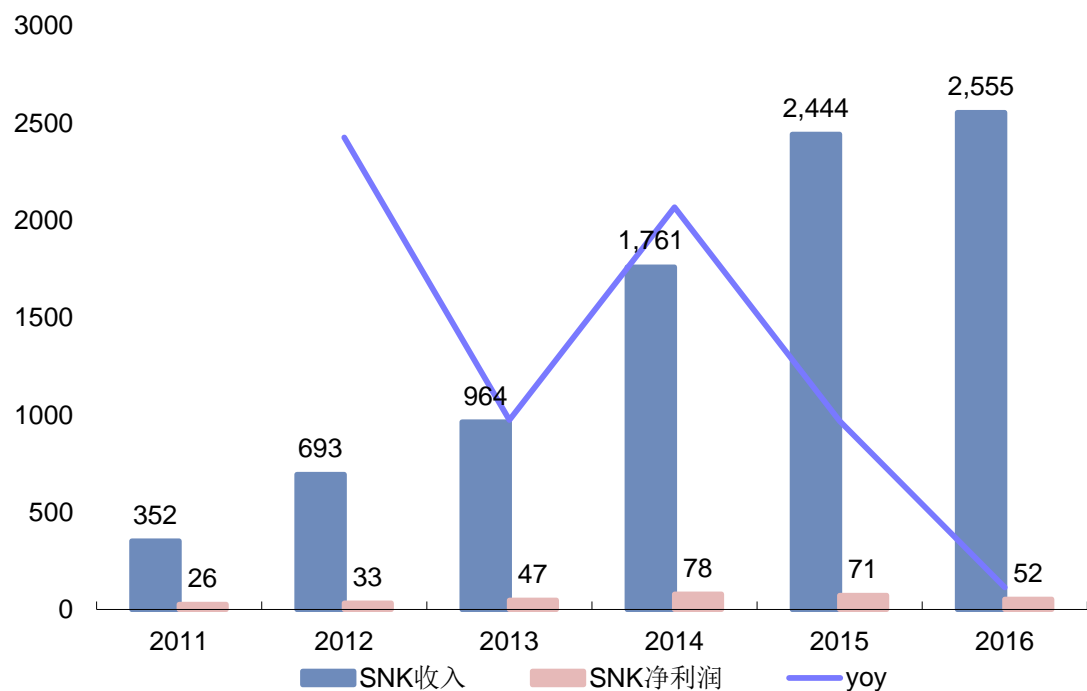
数据来源：蓝色光标年报，新时代证券研究所

数据来源：华谊嘉信年报，宣亚国际年报，新时代证券研究所

蓝标数字营销：SNK+多盟Domob+亿动Madhouse

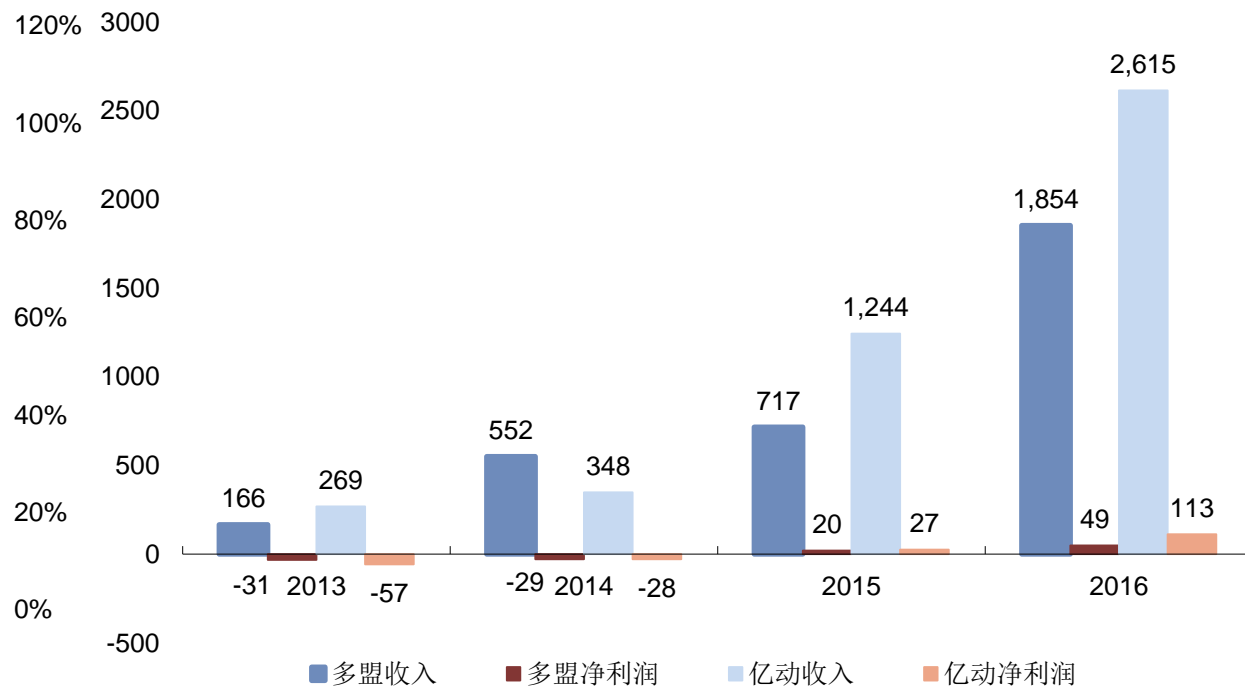
蓝色光标2016年的数字营销收入达到101亿元，其中自身贡献30亿元、外延贡献70亿元，外延主要包括SNK、多盟和亿动。SNK为中国游戏市场最大的广告代理商，同时为腾讯游戏独代，2016年收入达到25.55亿元，同比增长4.6%。多盟和亿动自2015年被蓝标收购后，展现出良好的成长性，2016年收入合计达到44.7亿元，成长蓝标移动营销未来增长的引擎。

★蓝标旗下SNK历年收入与净利润情况(百万元)



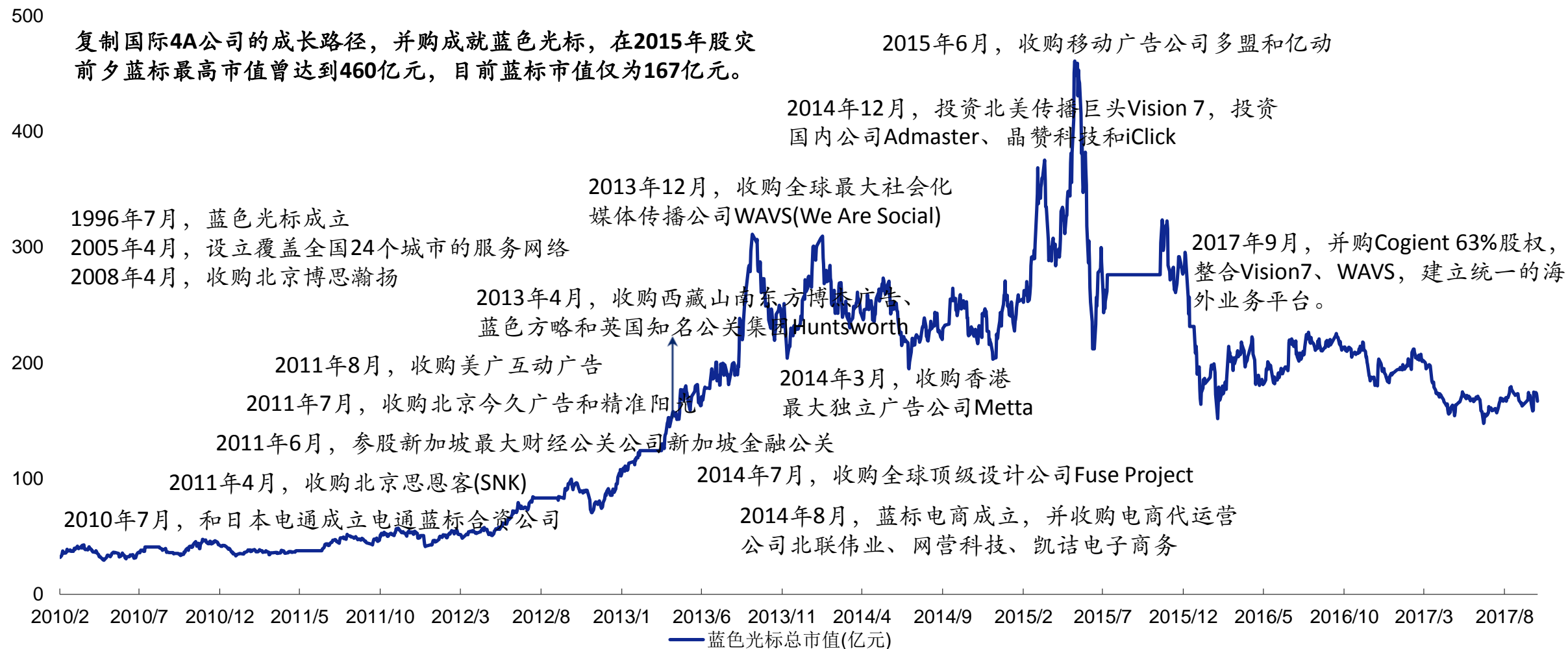
数据来源：蓝色光标年报，新时代证券研究所

★蓝标旗下多盟和亿动的收入与净利润情况(百万元)



数据来源：蓝色光标年报，新时代证券研究所

蓝色光标并购之旅与A股市值涨跌史

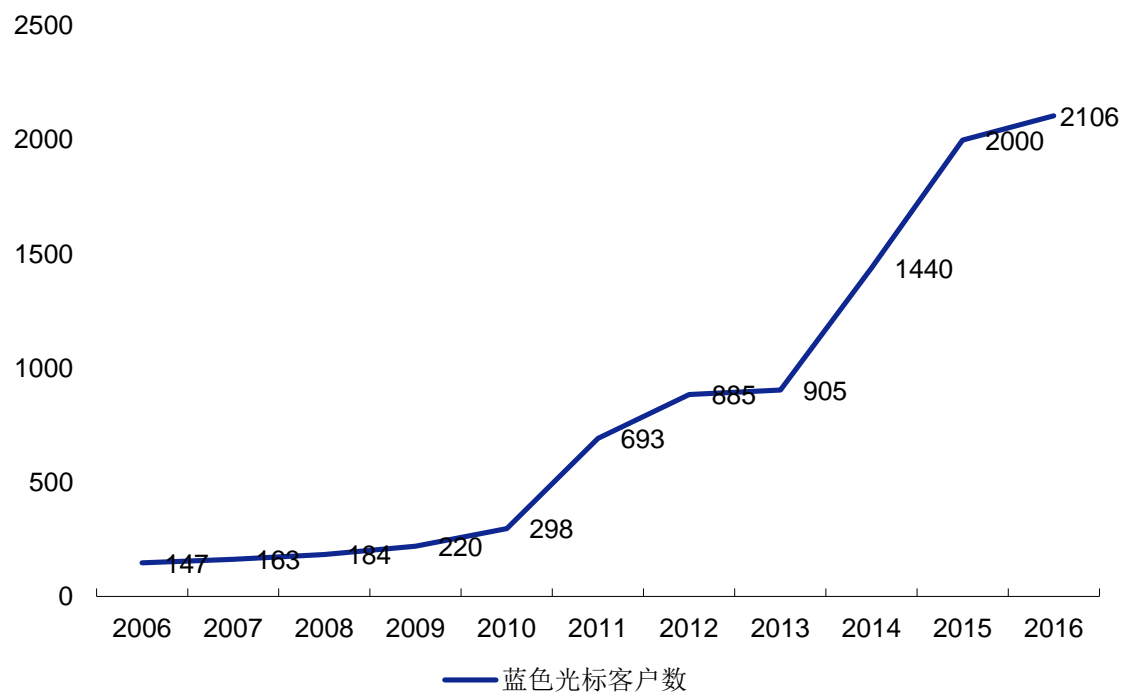


数据来源：Wind，新时代证券研究所

蓝色光标最大的竞争优势：客户优势

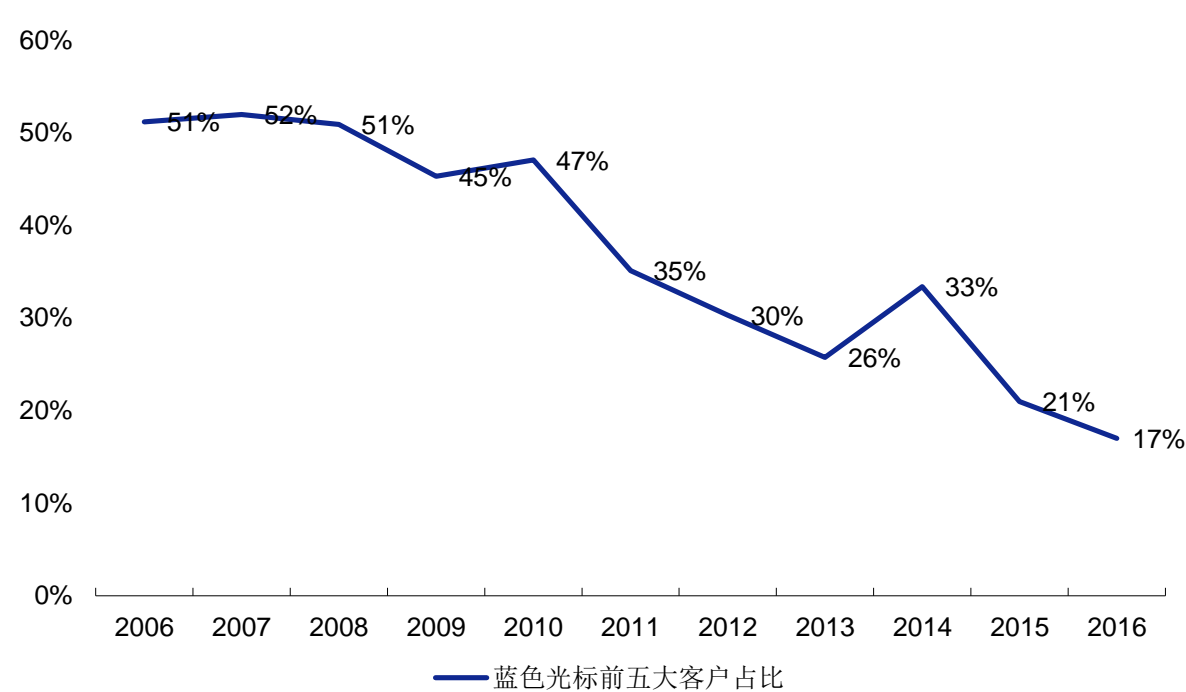
我们认为，蓝色光标最大的竞争优势是客户优势。根据蓝标2016年报公布，蓝标客户数达到2106个，且近年来前五大客户收入在蓝标总收入的占比不断降低，2016年仅为17%。蓝标对大客户采取的是直接高管对接的模式，目前八大客户分别为腾讯(10亿+)、网易、京东(3-4亿)、华为、宝洁、一汽大众、克莱斯勒和广汽菲克，八大客户占蓝标收入的比重超过20%。

★蓝色光标历年客户数量(个)



数据来源：蓝色光标年报，新时代证券研究所

★蓝色光标历年前五大客户收入占比



数据来源：蓝色光标年报，新时代证券研究所

蓝色光标：什么是“智能营销”？

蓝色光标于2015年报中正式提出“智能营销”战略。并将自身业务划分为两个发展阶段：1.从公关向数字营销的全面转型；2.全力推动产品和服务的结合，技术与创意的整合，顺应智能营销发展趋势，协同、整合。

蓝标智能营销包括三个方面：

- 1.客户服务：聚焦七个重点行业，整合协同公司各业务单元服务，如全案服务、电商服务、活动营销、娱乐营销等，深度发掘品牌客户需求空间以拓展业务机会。
- 2.资源投放：通过媒体集中采购，重点发力超级智能电视屏、移动手机屏、网红和自媒体流量三大平台。
- 3.产品技术：大数据生态驱动数据、技术、产品三项有机结合转化，通过业务流程促进产品平台化，提升作业规模效应和优化人力成本，以实现利润提升。

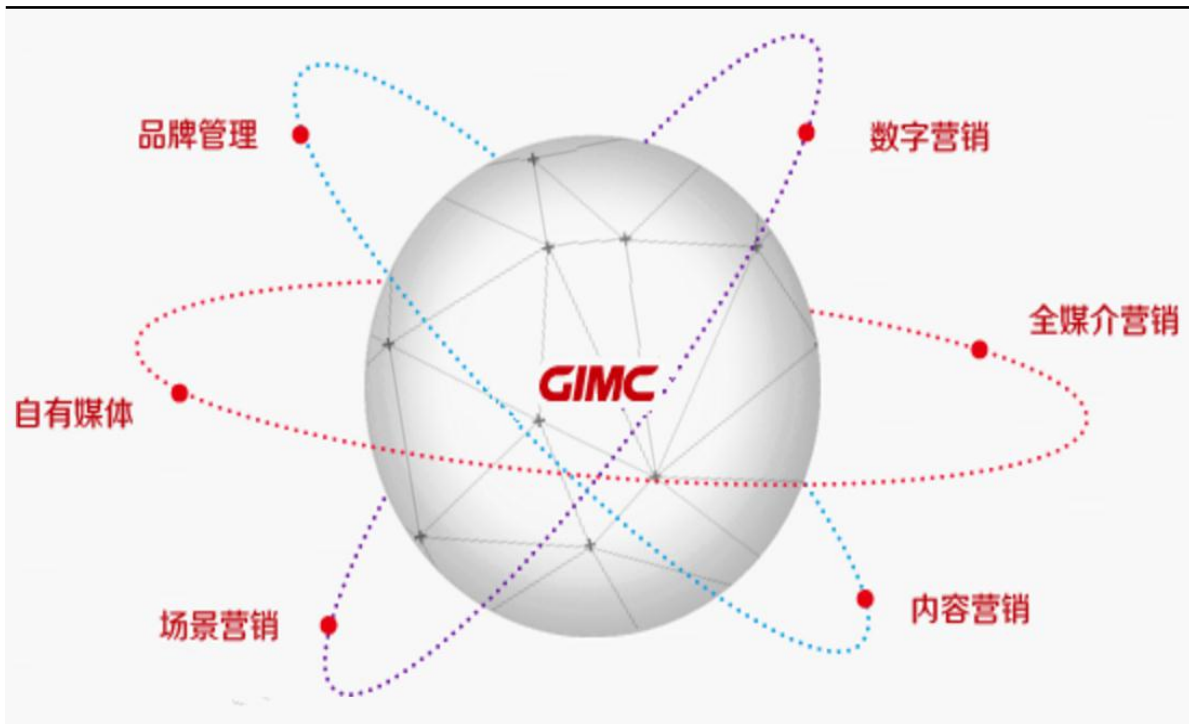
我们认为，蓝色光标“智能营销”战略等同于“全案整合营销+营销云战略”，名词虽异、实质相同。



省广股份：体量仅次于蓝标的中国第二大全营销生态平台

省广股份成立于1979年，是中国最早一批成立的广告公司，2001年顺利完成国企转制，打开市场化的大门。省广通过平台战略，不断拓宽营销的深度与广度，为客户提供包括品牌营销、数字营销、媒介营销、内容营销、场景营销、自有媒体在内的全营销服务，同时与百度、微软等多家外部数据伙伴合作，加强数字营销实力。

★省广股份的全营销生态平台



数据来源：省广股份官网，新时代证券研究所

★省广股份的营销大数据联盟



数据来源：省广股份官网，新时代证券研究所

省广股份集团架构：



品牌管理

本部17个事业部、4个分公司、广旭广告、省广博报堂、省广代思博报堂、省广汽车营销、国家品牌研究院、广州指标品牌

大众媒介传播

省广大众传媒中心、广东三赢传播、重庆年度、中懋广告、青岛先锋广告、省广星美达、上海雅润文化、上海韵翔广告

网络互动传播

省广网络互动中心

数字营销

上海恺达广告（安瑞索思）、广东赛铂网络互动、深圳尚道微营销

精准营销

上海传漾广告、深圳东信时代、省广大数据中心、省广&百度大数据联合团队、诺时大数据、省广&荣之联大数据联合团队

公关推广

广州旗智公关、博纳思公关

娱乐与体育营销

合宝娱乐传媒、北京合力唯胜体育营销

线下推广

成都、深圳、海南、福州、烟台经典视线、上海窗之外广告、广佛地铁广告

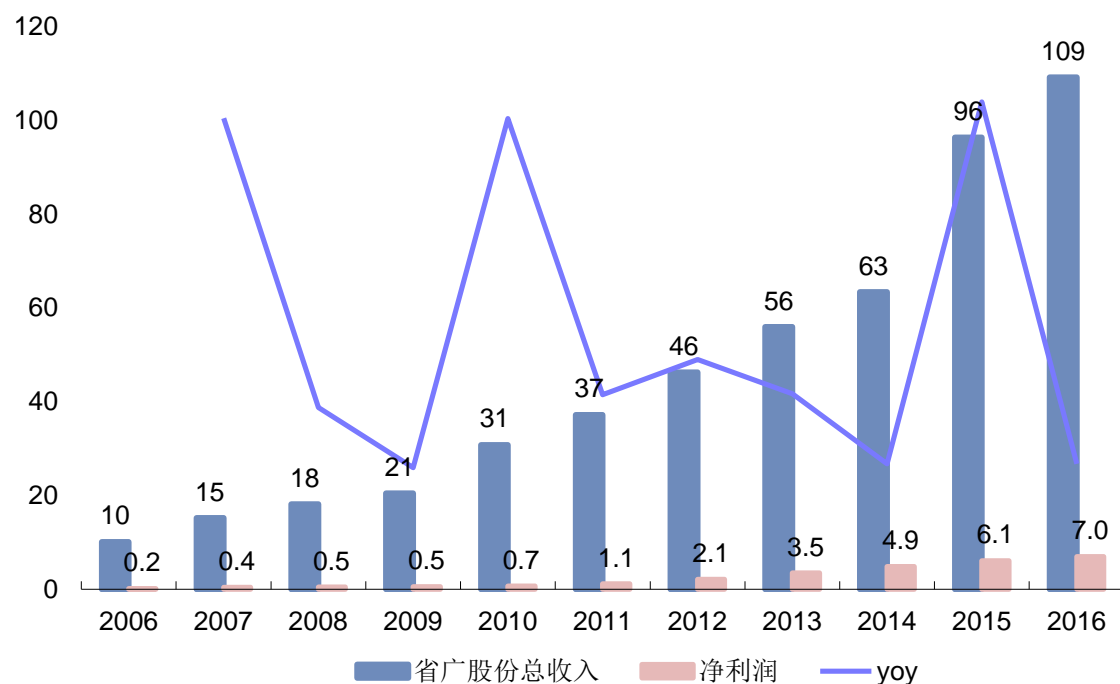
线下推广

上海瑞格市场营销、省广体验营销公司

省广股份：传统广告代理占比过多，数字营销份额尚小

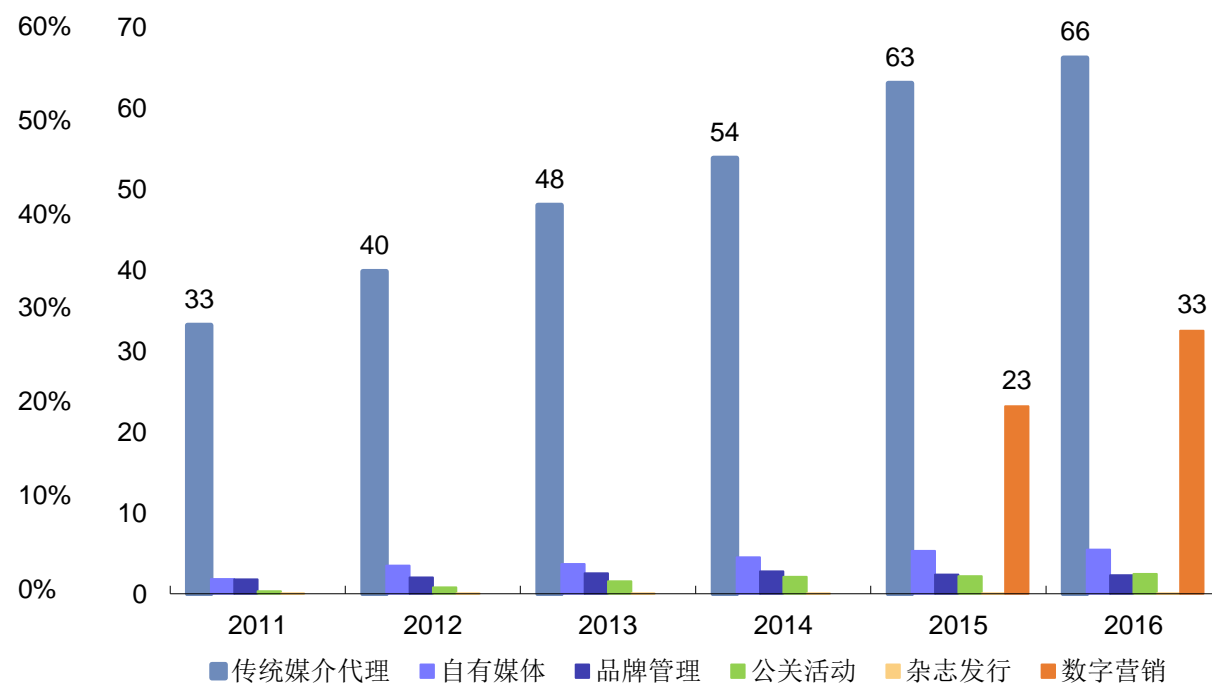
2016年，省广股份的收入达到109亿元，为中国唯二过百亿的广告集团，仅次于蓝色光标。但省广最大的问题在于传统媒介代理(主要是电视广告)在总收入中的占比过大，2016年传统媒介代理收入为66亿元，占比61%，同比增速仅有5%。省广数字营销收入2016年达到33亿元，同比大幅增长40%，但在省广总收入的占比仅为30%，份额尚小。

★省广股份历年收入与净利润情况(亿元)



数据来源：省广股份年报，新时代证券研究所

★省广股份历年分业务收入情况(亿元)

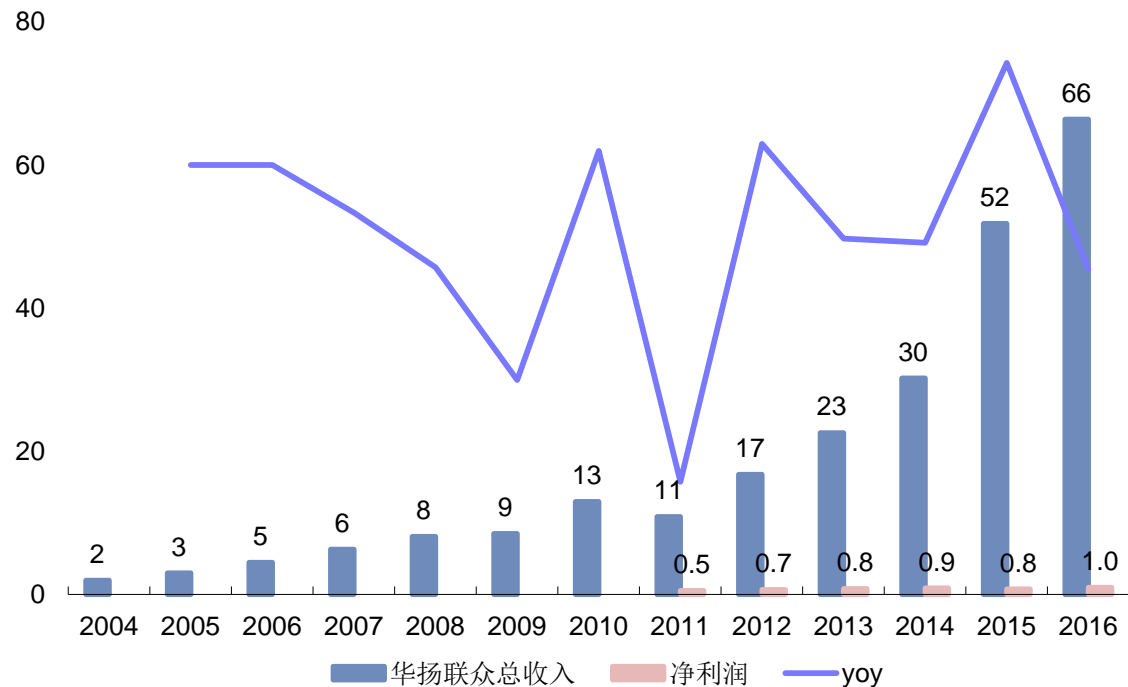


数据来源：省广股份年报，新时代证券研究所

华扬联众：中国最大的互联网广告代理公司

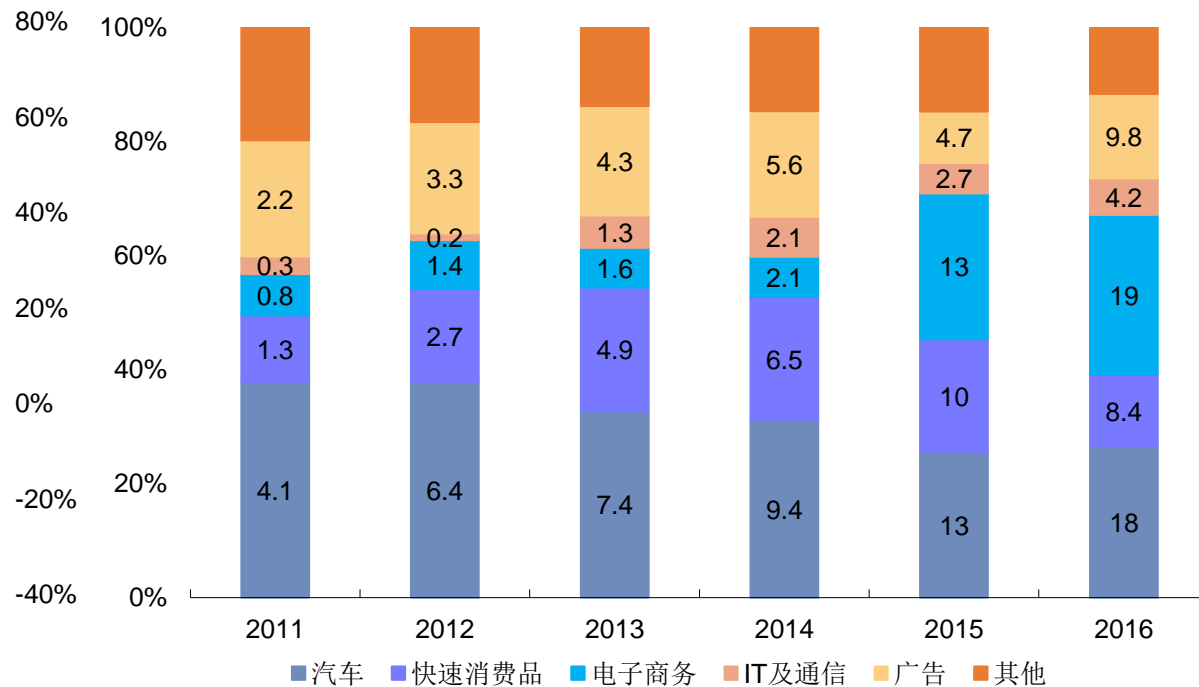
华扬联众自2002年以来一直专注于为客户提供互联网综合营销服务，2016年收入已经达到66亿元，其中互联网广告投放接近60亿元。华扬联众的两大特点：专注数字营销+类4A公司。截止2016年，华扬联众的客户数为1363家。从收入来源看，86%都来自直客，只有16%来自广告公司；行业分布方面，电商和汽车为前两大广告主，分别占比28%和26%。

★华扬联众历年收入与净利润情况(亿元)



数据来源：华扬联众资料及招股书，新时代证券研究所

★华扬联众历年分行业收入情况(亿元)



数据来源：华扬联众招股书，新时代证券研究所

中国网络广告公司综合服务水平排行榜

华扬联众从2010年到2016年，均位列中国网络广告公司综合服务水平排行榜的第一名。

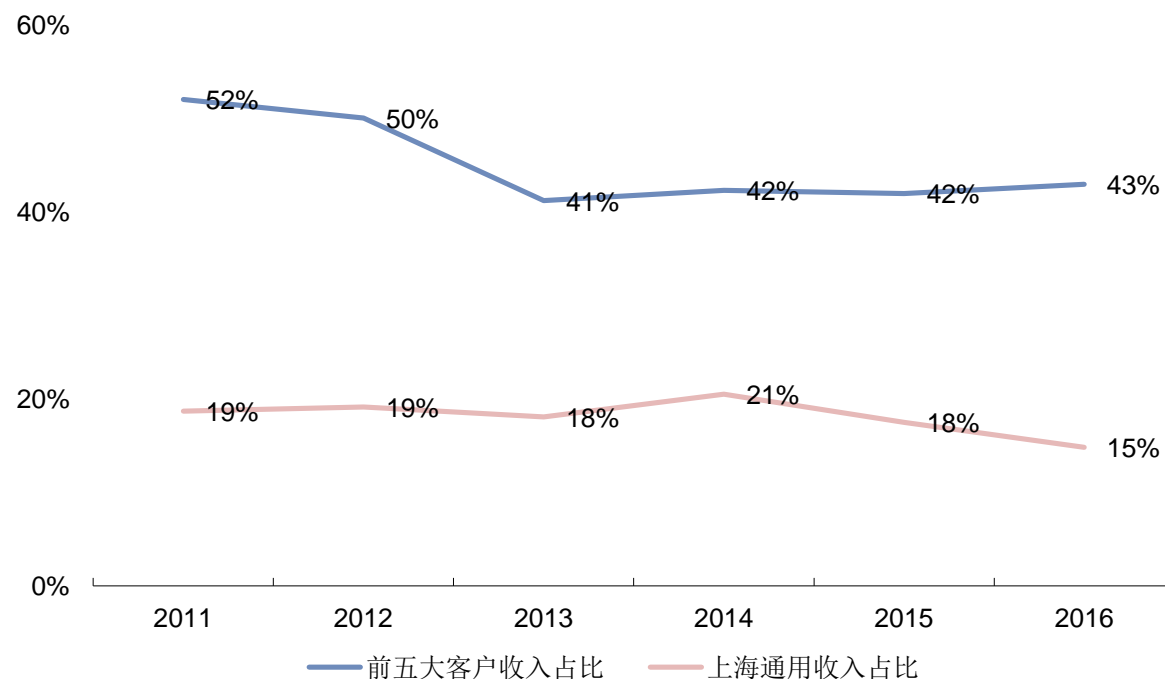
排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众
2	好耶	奥美世纪	新意互动	新意互动	新意互动	新意互动	新意互动
3	奥美世纪	新意互动	奥美世纪	奥美世纪	Cheil鹏泰	蓝色光标	利欧股份
4	科思世通	好耶	好耶	三星鹏泰	科思世通	利欧股份	群邑互动
5	新意互动	科思世通	三星鹏泰	科思世通	奥美世纪	Cheil鹏泰	蓝色光标
6	腾信创新	电众数码	易传媒	聚胜万合	利欧股份	知世安索帕	电众数码
7	三星鹏泰	三星鹏泰	聚胜万合	好耶	电众数码	互动通	互动通
8	知世安索帕	易传媒	科思世通	电众数码	知世安索帕	新合传播	好耶
9	电众数码	腾信创新	安吉斯	网迈	互动通	网迈	新合传播
10	易传媒	聚胜万合	省广	互动通	网迈	电众数码	Cheil鹏泰

数据来源：互联网周刊，新时代证券研究所

华扬联众：前五大客户集中度高，毛利率不断走低

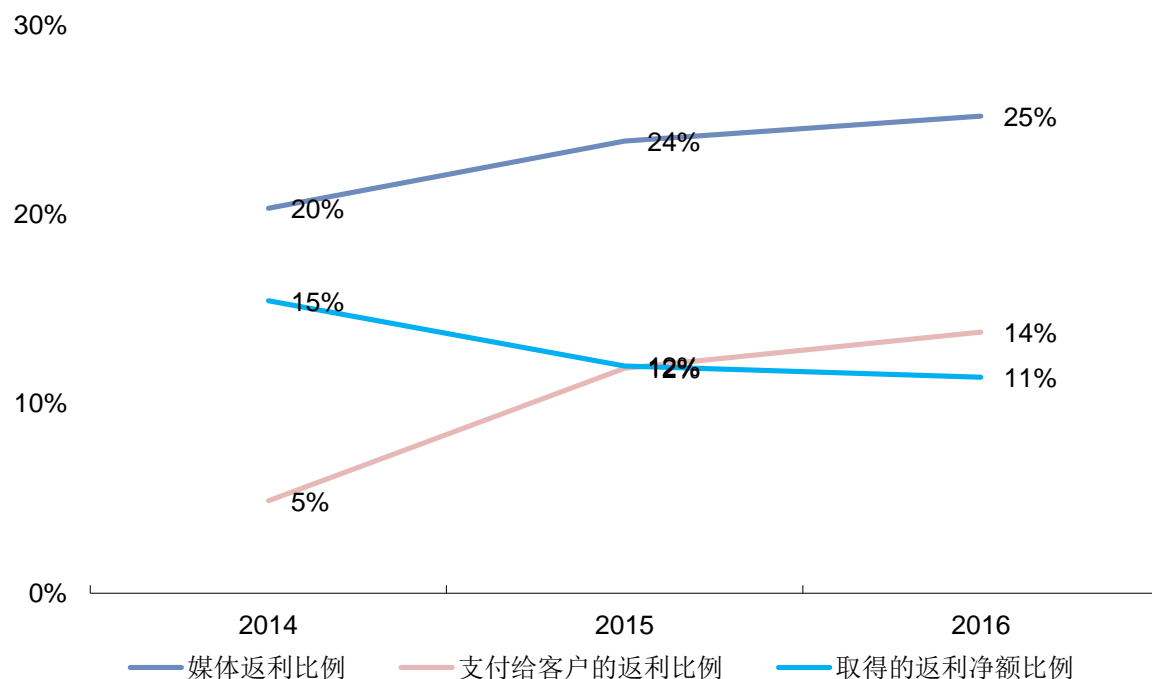
华扬联众的实力从第一大客户“上海通用”可以体现，连续服务12年，每年收入占比均在15%-20%，华扬联众前五大客户的收入占比每年均超过40%。近年来，华扬联众的毛利率不断走低，原因在于支付给客户的二次返点比例不断升高，而来自于媒体的一次返点比例实际上是不断增加的。2016年华扬联众的毛利率为12%，净利率仅为1.5%，我们认为已经接近底部。

★华扬联众前五大客户与上海通用的收入占比



数据来源：华扬联众招股书，新时代证券研究所

★华扬联众的媒体返点与二次返点的比例情况



数据来源：华扬联众招股书，新时代证券研究所

利欧股份：转型公司弯道超车，A股第一大市值的广告公司

400 利欧股份原主业为微型小型水泵的研发、生产和销售，2014年并购Media V开始跨界进入数字营销，经过不断收购与整合，已经成为完整的整合营销平台。

利欧股份的市值在2015年股灾前夕最早曾达到375亿元，目前市值仅为186亿元。

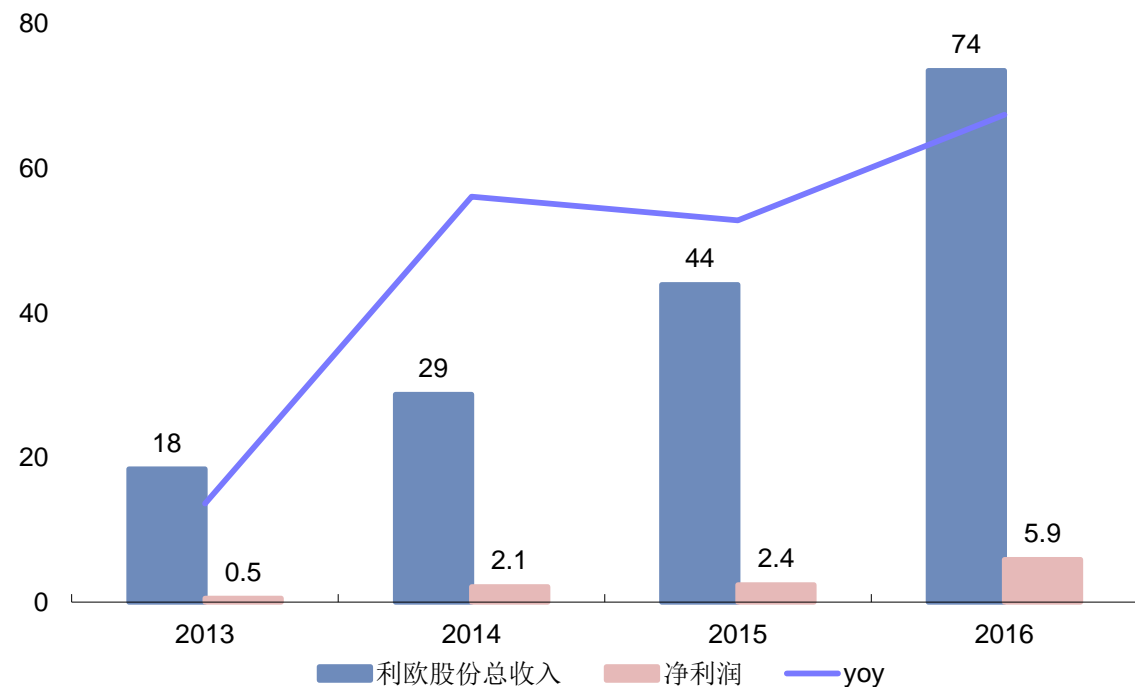


数据来源：Wind，新时代证券研究所

利欧股份：一半广告营销，一半流量运营

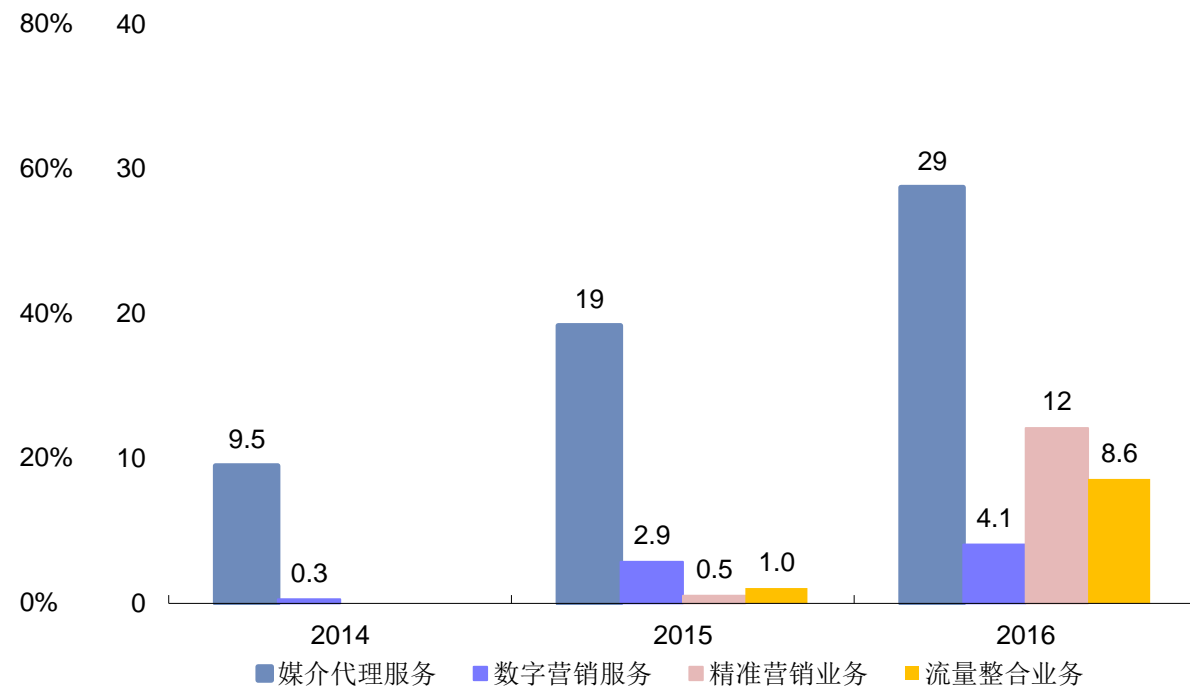
利欧股份从2014年跨界转型数字营销起，营业收入经历了大幅上涨，2016年总收入达到74亿元，同比增长67%，其中数字广告收入54亿元，同比增长126%。利欧旗下万圣伟业的业务为长尾流量经营，偏媒体端，2016年万圣伟业并表收入虽仅为8.58亿元，占利欧数字广告收入的16%，却贡献净利润2.25亿元，约占利欧股份数字广告板块净利润的一半左右。

★利欧股份历年收入与净利润情况(亿元)



数据来源：利欧股份年报，新时代证券研究所

★利欧股份的数字广告收入分类情况(亿元)



数据来源：利欧股份年报，新时代证券研究所

科达股份：八个子品牌组成的新营销集团



派瑞威行主要从事互联网广告投放代理业务，利用自有的数据平台系统对媒体及客户投放数据进行收集分析，为客户实现广告的精准投放。

百孚思是专注于汽车行业的数字整合营销专业服务提供商，曾为国内半数以上的汽车行业集团客户提供服务，包括一汽、东风、长安、北汽、奇瑞、广汽等。

华邑众为提供创意策划、品牌营销、产品推广等互联网营销服务，主要立足于快速消费品行业客户，并逐渐开始向电商客户与汽车客户进行了拓展。

上海同立立足于线下会展服务，为客户提供上市发布活动、公关活动、用户大会及体验活动、庆典仪式、路演会展、激励年会等服务。

雨林木风主要利用114啦网址导航网站，在为用户提供免费网址导航服务的同时，为第三方搜索引擎、电商网站等互联网媒体平台客户提供流量导入。

爱创天杰主要提供公关、活动、媒介采购服务，盈利来源于客户按月支付的固定服务费、按项目支付的项目策划及执行服务费、广告代理服务费三部分。

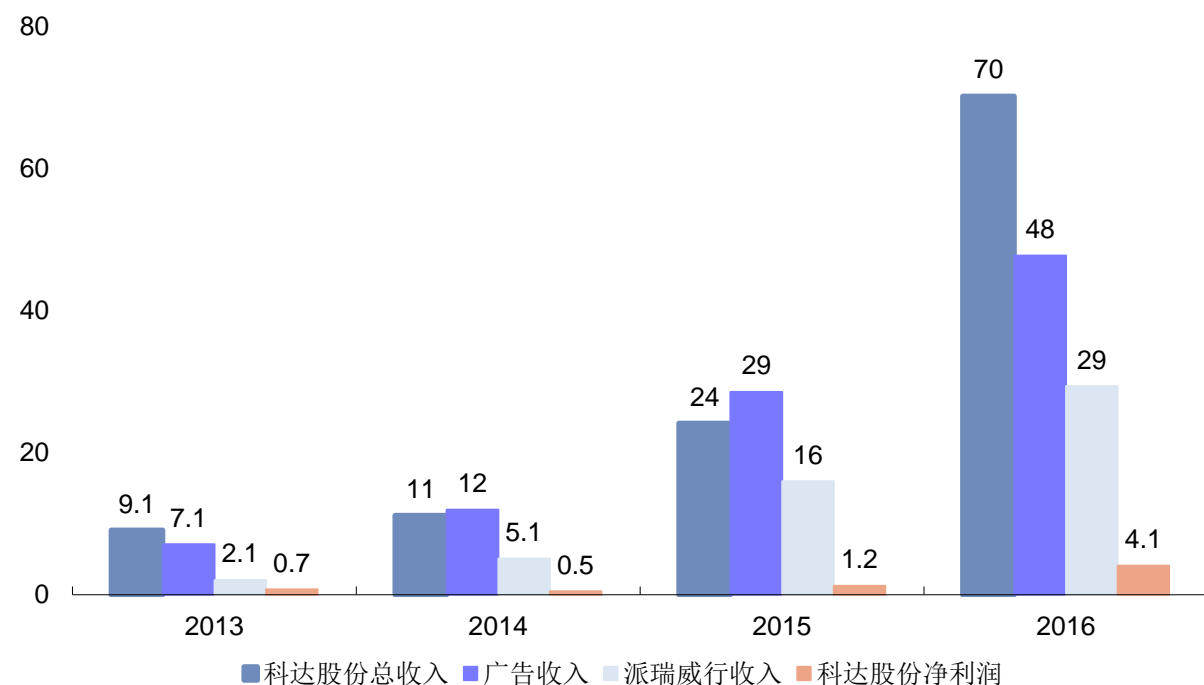
智阅网络成立于2014年5月，以汽车新媒体为主营业务，旗下产品拥有专业移动端汽车资讯应用“汽车头条”，以及即将上线的汽车导购平台应用“买车助手”。

数字一百是一家将现代调查工具、专业模型产品与市场调查工具和客户行业特点相结合的专业市场调查机构，包括在线调查、在线调研社区、广告监测、移动渠道检查四个业务。

科达股份：腾讯和今日头条连续三年最大的代理商

科达股份从2015年开始转型，2016年广告收入就达到48亿元，其中旗下派瑞威行贡献29亿元。派瑞威行已经连续三年是腾讯社交广告和今日头条最大代理商，网易、搜狗最大代理商，神马KA Top 3代理商，小米网服和OPPO网服和核心代理商。我们认为，下游强大的媒体资源优势将构成科达股份数字营销业务未来继续高速增长的引擎。

★科达股份历年收入与净利润情况(亿元)



数据来源：科达股份年报，新时代证券研究所

★科达股份的媒体资源优势

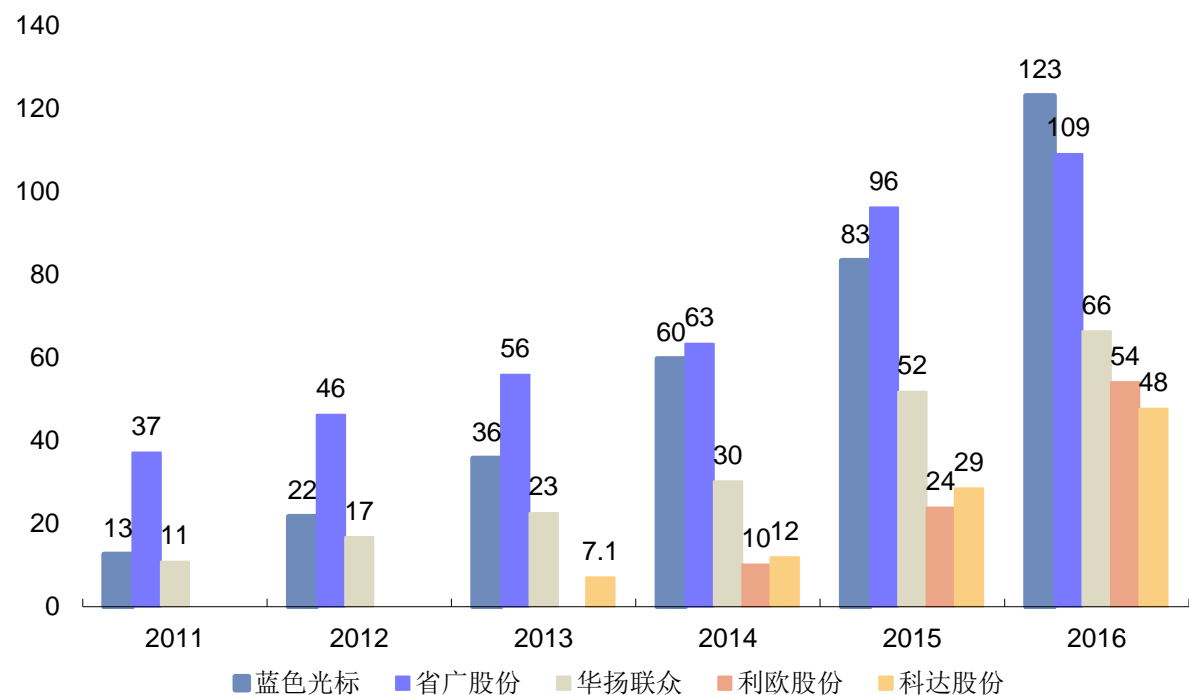


数据来源：科达股份公告，新时代证券研究所

中国“新五大”营销集团——来自我们的定义 新时代传媒

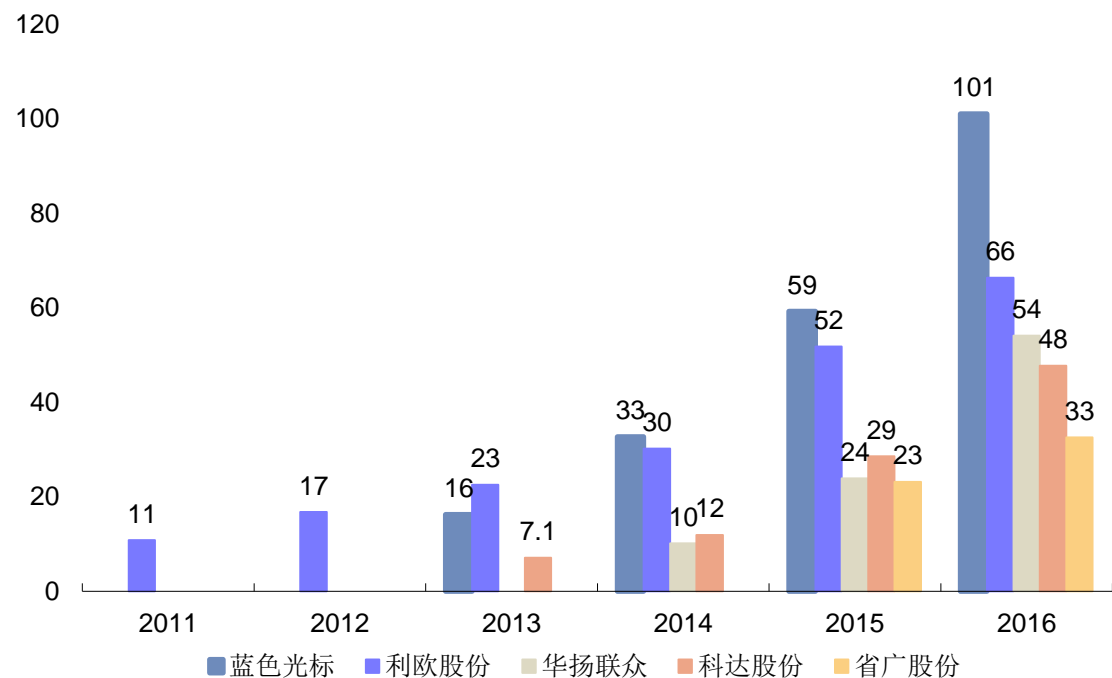
我们将前面五家上市公司定义为中国“新五大”营销集团。从广告收入对比，排名为蓝色光标、省广股份、华扬联众、利欧股份、科达股份；如果扣除传统电视广告，仅计算数字营销的收入排名，排名为蓝色光标、利欧股份、华扬联众、科达股份、省广股份。我们认为，中国可能永远都不会有国际4A公司，但一定会诞生一家或几家巨型的本土营销传播集团。

★中国“新五大”营销集团历年整体广告收入对比(亿元)



数据来源：科达股份年报，新时代证券研究所

★中国“新五大”营销集团历年数字营销收入对比(亿元)



数据来源：科达股份公告，新时代证券研究所

中国“新五大”营销集团市值走势图

500

中国“新五大”营销集团的市值对比：

利欧股份186亿元、蓝色光标167亿元、科达股份119亿元、省广股份111亿元、华扬联众55亿元（截止2017年10月）。

400

300

200

100

0

2014/1 2014/4 2014/7 2014/10 2015/1 2015/4 2015/7 2015/10 2016/1 2016/4 2016/7 2016/10 2017/1 2017/4 2017/7 2017/10

— 利欧股份市值 — 蓝色光标市值 — 科达股份市值 — 省广股份市值 — 华扬联众市值

数据来源：Wind，新时代证券研究所



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，新时代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。

分析师申明

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、竞争性因素以及新时代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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

贾明乐，复旦大学金融学硕士、厦门大学软件工程学士，传媒互联网行业四年研究经验。

SAC编号：S0280517060001

手机：15026752202

邮箱：jiamingle@xsdzq.cn

文中如有纰缪，欢迎多多指教。不同观点，欢迎交流探讨。



免责声明

新时代证券股份有限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。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）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。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，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。新时代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。

新时代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。新时代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新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代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，但新时代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。新时代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，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。