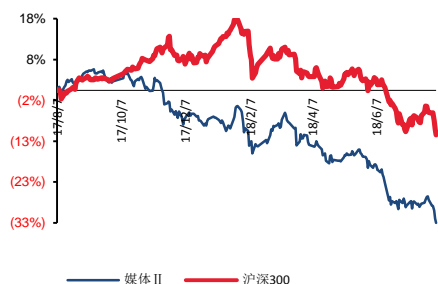


可选消费 媒体 II

数字化重构广告业，技术公司大有可为、内容营销未来可期

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告:

《众众传媒 (002027): 业绩稳步增长, 阿里入股带来新可能》

--2018/07/30

《付费用户规模持续爆发, VIP 会员驱动平台商业价值提升》

--2018/07/23

《粉丝文化跳出圈层, 演技派成为顶级流量》--2018/07/10

证券分析师: 倪爽

电话: 010-88321715

E-MAIL: nishuang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030005

联系人: 李婉云

E-MAIL: liwy@tpyzq.com

报告摘要

一、数字化正在重构广告业，透明和安全重要性凸显

根据 Magna 预测, 大部分新增的广告花费会持续流入到在线数字和移动广告, 数字营销市场规模将保持稳定增长, 但增速会有所放缓, 同时受行业竞争加剧和媒体返点下降的影响, 行业毛利率持续微降。同时, 建立科学的评估体系有助于数字营销行业健康发展, 第三方广告监测及广告分析公司有望受益。

二、新兴技术持续赋能广告业，技术提供商未来可期

传统广告商凭借能够获取的媒体资源的不同来形成差异化竞争优势, 而在数字化时代, 则需依靠媒体展示技术及算法的不同来构建自身护城河: 1、人工智能、大数据技术将持续推动数字营销向精准营销、智慧营销迈进; 2、基于 SaaS 的系统可实时按需扩展和灵活定制, 搜集、打通所有营销平台上的消费者信息, 实现线上+线下全景营销; 3、帮助企业构建私有化平台或在全行业引入区块链技术以应对数字广告行业虚假流量泛滥问题; 4、为企业提供企业生命周期营销优化, 整合企业营销渠道助其打造完整的营销链条。

三、信息流广告快速增长，内容营销未来可期

数字营销行业面临增长放缓、毛利率持续下降的困境, 内容营销价值凸显。公众号内容流化、小程序广告位开放, 微信加快广告变现速度。移动广告将持续向视频化、社交化发展, 短视频营销开启移动营销下半场。

四、消费升级将为生活圈媒体和 OTT 广告等细分市场带来新机遇

数字户外将进一步蚕食传统户外的市场份额, 消费升级带动广告渠道下沉为户外媒体市场打开新的增量空间, 相关公司有望持续受益。OTT 终端正成为家庭娱乐经济的主要入口, 其下游 OTT 广告市场规模呈现快速增长态势。2017 年中国 OTT 广告市场规模为 26 亿, 年均复合增速达 261%, 到 2018 年市场规模将达到 60 亿。

相关标的: 1、布局第三方广告监测及分析的公司, 如浙江富润; 2、布局营销 SaaS 业务的公司, 如麦达数字; 3、生活圈媒体, 如龙头分众传媒; 4、发力人工智能和大数据的营销公司, 如梅泰诺、蓝色光标; 5、享受行业集中度提升的数字广告代理公司, 如科达股份、华扬联众。6、积极布局内容营销的内容制作公司, 如思美传媒等。

风险提示: 行业竞争加剧风险、行业景气度下降风险、相关标的公司商誉减值风险、行业相关政策风险等。

目录

一、数字化正在重构广告业，透明和安全重要性凸显.....	10
(一) 数字化正重构广告业，数字营销规模将缓慢增长.....	10
1、数字化正对广告业整体流程进行重构.....	10
2、数字营销规模及份额持续提高，但增速放缓且行业毛利率持续走低.....	11
3、公关业务的数字化将进一步打破公关与广告业的边界.....	13
(二) 透明及安全突出问题，技术将助力广告业去中介.....	14
1、广告透明和品牌安全问题提升广告监测需求.....	14
2、程序化直接购买占比提高.....	15
3、传统广告代理模式日渐式微，技术进步加速去中介化.....	17
二、新兴技术持续赋能广告业，技术提供商未来可期.....	19
(一) 大数据+人工智能推动智慧营销落地.....	19
(二) 应用区块链技术以构建更加优质透明的数字营销生态系统.....	23
(三) 基于 SAAS 的 SCRM 供应商将快速增长.....	26
三、信息流广告快速增长，内容营销未来可期.....	30
(一) 原生广告价值凸显，信息流广告快速增长.....	30
1、原生广告将成为拉动网络广告市场规模持续增长的动力之一.....	30
2、移动广告持续向视频化、社交化转移，短视频营销将成移动营销下半场.....	32
3、公众号内容流化，小程序广告如约而至.....	40
(二) 垂直内容仍有蓝海，知识营销崛起.....	42
1、垂直内容 KOL 带货能力强劲，是口碑营销的核心.....	44
2、知识营销：从广而告之到广而认之.....	49
四、消费升级将为细分市场带来新机遇.....	53
(一) 户外媒体加速数字化转型，渠道下沉带来新增量.....	53
1、数字户外将继续蚕食传统户外份额，户外媒体加速数字化转型.....	53
2、消费升级、广告渠道下沉将带来户外媒体新增量.....	55
(二) 智能终端广告将成为家庭娱乐经济新入口.....	56
五、相关上市公司.....	62
(一) 科达股份：构建营销云生态圈，打造区块链媒体入口.....	62
1、剥离地产业务，全面转型数字营销集团.....	62
2、数字营销业绩亮眼，步入后整合时期.....	64
3、打造区块链媒体入口，拟收购游戏发行公司.....	65
(二) 华扬联众：数字广告代理龙头，海外业务未来可期.....	65
1、数字广告代理龙头，有望受益于行业集中度的提升.....	65
2、拥有优质的客户及媒体资源，回款效率有保障.....	67
3、技术保持行业领先，设立海外子公司实现营销出海.....	68
(三) 麦达数字：智慧营销+智能硬件双轮驱动.....	69
1、智慧营销+智能硬件双轮驱动，业绩可期.....	69
2、切入企业级 SAAS 领域，由数字营销向智慧营销迈进.....	71
3、进入互联网巨头供应链，智能硬件业务获新生.....	73
4、积极进行外延式布局，助力公司战略落地.....	76
(四) 蓝色光标：全面转型数字科技，费用优化助边际向好.....	76

1、第一大股东变更，持续向数据科技公司转型.....	76
2、放慢并购扩张步伐，费用控制有望带来盈利的进一步改善.....	80
3、境外业务稳步增长，国际化布局初显成效.....	81
（五）梅泰诺：收购大数据营销公司 BBHI，AI 应用逐步落地.....	83
1、传统主业稳定发展，向智慧城市基础设施建设发展.....	83
2、积极收购数字营销相关标的，打通数字营销全产业链.....	84
3、引进产业专家及技术专家担任高管，成立大数据及人工智能研究院.....	86
（六）浙江富润：双主业发展，深耕大数据营销.....	86
1、收购泰一指尚，切入互联网营销行业.....	86
2、传统业务稳定发展，有望持续受益于行业集中度的提高和景气度的回升.....	89
（七）分众传媒：生活圈媒体龙头地位稳固.....	90
1、公司是生活圈媒体龙头，将持续受益消费升级及渠道下沉.....	90
2、消费升级及渠道下沉有望为公司带来增量空间.....	92
3、阿里 150 亿入股，加速媒体终端的数字化升级.....	93
（八）思美传媒：内容产业化运营平台初现.....	94
（九）引力传媒：深耕内容，移动营销大有可为.....	97

图表目录

图 1、腾讯的 WE+营销体系	11
图 2、数字代理业务利润占比在 2017 年首次超过一半	12
图 3、数字营销已经成为最主要的广告形式	12
图 4、A 股广告营销公司数字营销业务毛利率持续走低	13
图 5、到 2019 年，BAT 将占据中国数字广告市场 70%份额	13
图 6、中国公关市场规模及增长预测 (2014-2025)	13
图 7、中国公关服务市场竞争格局及集中度	13
图 8、2017 年移动效果广告异常点击率成上升趋势	14
图 9、中国程序化广告技术生态图	16
图 10、程序化广告投放流程	16
图 11、咨询公司的数字营销业务营收快速增长	18
图 12、百度闪投原生动态商品广告优势	19
图 13、鹿班系统架构	20
图 14、鹿班系统可根据不同风格生成不同文案	20
图 15、阿里妈妈全域营销产品矩阵	20
图 16、京东推出的人工智能文案系统“莎士比亚”	21
图 17、科大讯飞全链路营销闭环	22
图 18、讯飞 RAIBOO 智能营销方案	22
图 19、讯飞智能服务机器人零售案场应用场景	22
图 20、科大讯飞广告智能投放系统	23
图 21、区块链广告平台及工作方式	24
图 22、小米营销数据链	24
图 23、ADLEDGER 成员包括主要的广告技术和广告内容公司	25
图 24、区块链在广告行业应用案例	26
图 25、全渠道获客解决方案	27
图 26、中国 SCRM 供应商使用与满意度现状	27
图 27、社交化销售帮助线索加速转化从而提高销售协同能力	27
图 28、本地部署与云服务成本及结构对比	28
图 29、中国 SAAS CRM 行业规模将保持 20%以上增速	28
图 30、来自用户视角的 SAAS-CRM 品牌格局	29
图 31、中国原生广告类型及各自特点	30
图 32、2013-2020 年中国原生广告市场规模	31
图 33、中国原生广告市场规模结构	31
图 34、美国原生数字广告市场规模	32
图 35、美国原生数字广告大部分是社交类	32
图 36、我国移动广告市场规模持续增长，占比持续提高	32
图 37、2018 年广告预算将持续向移动端倾斜	33
图 38、2018 年移动营销投放渠道将以社交及视频为主	33
图 39、移动视频广告市场快速增长	33
图 40、原生视频内容占比将持续上升	34
图 41、广告主对原生视频广告的平均预算持续攀升	34
图 42、短视频行业用户总使用时长	35
图 43、短视频行业用户人均单日使用时长	35
图 44、短视频营销主流玩法	35
图 45、抖音与品牌合作打造各类创意营销广告	36
图 46、抖音挑战赛使互动体验升级	37
图 47、抖音基于内容打造智能社交生态	37

图 48、	抖音广告类型占比	38
图 49、	抖音渠道各行业广告投放数占比分布	38
图 50、	电商销售中以护肤美容行业占比最高	38
图 51、	电商销售的落地页来源分析	38
图 52、	2017 年中国互联网短视频 MCN 市场规模	39
图 53、	短视频 MCN 将推动互联网内容生态升级	39
图 54、	短视频 MCN 有望加速内容营销市场的去中介化，从而进一步提升内容营销的市场空间	39
图 55、	微信公众号图文打开率和分享率呈现下降态势，原文点击率有所回暖	40
图 56、	小程序可帮助自媒体解决公众号投放的痛点	41
图 57、	小程序广告的类型	41
图 58、	视频贴片式广告点击率能够达到常规图片的 4 倍	42
图 59、	小程序激励式视频广告样式	42
图 60、	营销已从“渠道为王”向“内容为王”转变	43
图 61、	美国对自媒体关注度在 2011 年达到顶峰，随后回落	43
图 62、	中国对自媒体关注度从 2013 年开始升温	44
图 63、	自媒体 KOL 开始向全平台化发展	44
图 64、	2017 年微信公众号 500 强的阅读集中度在提升	45
图 65、	2017 年广告投放向头部内容集中	45
图 66、	MCN 机构帮助内容创作者整合资源从而规模化输出内容实现商业变现	46
图 67、	两种内容生产方式	46
图 68、	明星/泛娱乐型 KOL 与垂直型 KOL 对比	47
图 69、	小红书构建起了分享世界好物并即时可买的完整社交电商闭环	48
图 70、	小红书在深耕垂直化口碑营销的基础上，开始向生活方式入口平台发展	48
图 71、	2017 年中国知识型产品用户规模持续扩大	49
图 72、	内容专业性直接影响广告效果	49
图 73、	国内外知识产品一览	50
图 74、	知乎知识营销内容优势分析	50
图 75、	知乎用户学历分布	51
图 76、	知乎产品矩阵图	52
图 77、	2016-2017 年传统户外广告各城市的面积变化	53
图 78、	2017 年互联网公司在数字户外媒体的花费大幅增长	54
图 79、	户外 LED 广告与传统户外大牌对比	54
图 80、	小城市和大城市的收入差距将不断缩小	55
图 81、	2015 年-2017 年各级市场户外广告刊例花费比较	55
图 82、	健身房广告位形式多样，将成车企必投媒体之一	56
图 83、	OTT 产业链格局逐渐完善，下游广告市场快速发展	56
图 84、	2013-2020 年中国 OTT 终端保有量	57
图 85、	OTT 商业化：5 年完成互联网广告的复制与创新，未来 3 年将进入付费会员+场景营销变 现	58
图 86、	OTT 广告形式已经从单一展示向智能化、多形式的程序化投放模式转变	58
图 87、	中国 OTT 广告市场规模快速增长	59
图 88、	系统层 VS 内容层 OTT 广告市场规模	59
图 89、	2017 年 OTT 开机广告库存总量及构成	59
图 90、	2017 年 OTT 贴片广告库存总量及构成	60
图 91、	国产五大品牌占得近 2/3 系统层广告，BAT 三家占得近九成内容层广告	60
图 92、	更多的广告主愿意增加 OTT 广告预算	61
图 93、	数字营销 A 股标的财务数据一览	62
图 94、	科达股份发展历程	62

图 95、科达股份营销云结构规划.....	63
图 96、科达股份现有产品矩阵.....	63
图 97、近 4 年科达股份营收及增速.....	64
图 98、近 3 年科达股份数字营销业务营收及增速.....	64
图 99、2017 年科达股份两大事业部收入占比.....	65
图 100、2017 年科达股份两大事业部利润占比.....	65
图 101、近 4 年华扬联众营业收入构成：以广告投放代理为主.....	66
图 102、华扬联众集团构成.....	66
图 103、近 4 年华扬联众营收、营收增速及归母净利润增速.....	67
图 104、近 4 年华扬联众各项业务毛利率变化.....	67
图 105、华扬联众客户以直接客户为主.....	67
图 106、华扬联众应收账款周转率.....	67
图 107、华扬联众技术系统升级计划.....	68
图 108、华扬联众设立海外子公司以顺应海外营销趋势.....	69
图 109、麦达数字现有业务布局.....	70
图 110、麦达数字营收、扣非净利润及其增速.....	70
图 111、麦达数字营业收入结构变化.....	70
图 112、麦达数字现有投资布局.....	71
图 113、麦达数字 3 家营销标的业绩承诺完成情况.....	72
图 114、麦达数字智慧营销业务架构.....	72
图 115、麦达数字智慧营销雷达平台.....	73
图 116、麦达数字智能硬件业务发展历程.....	74
图 117、2017 年智能硬件 AMC 曲线.....	74
图 118、受益于消费电子业务止跌回升，麦达数字智能硬件板块实现快速增长.....	75
图 119、麦达数字智能家居系统与产品.....	75
图 120、麦达数字工业自动化设备电子部件制造.....	75
图 121、蓝色光标公关子公司近三年营业收入.....	76
图 122、蓝色光标广告子公司近三年营业收入.....	76
图 123、蓝色光标三大核心业务.....	77
图 124、蓝色光标研发投入及占比.....	78
图 125、蓝色光标全案推广服务的数据科技产品具有较高的毛利率.....	78
图 126、过去 3 年蓝色光标已成功孵化多款高毛利产品.....	78
图 127、蓝色光标最新股权结构.....	79
图 128、蓝色光标与拉卡拉联合成立昆仑堂大数据研究院.....	79
图 129、蓝色光标 ToC 业务.....	80
图 130、蓝色光标营收规模持续增长，2018Q1 增速回升.....	80
图 131、蓝色光标归母净利润及其增速.....	80
图 132、蓝色光标三项费用规模及其增速.....	81
图 133、蓝色光标三项费用占营收比例逐年下滑.....	81
图 134、蓝色光标出海广告投放业务快速增长，毛利率微升.....	83
图 135、梅泰诺传统主业稳定发展，开拓路灯物联新领域.....	84
图 136、梅泰诺正逐步完善数字营销全产业链布局.....	84
图 137、数字营销标的业绩对赌及完成情况.....	85
图 138、华坤道威主营业务.....	85
图 139、华坤道威数据智能产品矩阵.....	85
图 140、华坤道威基本财务数据.....	85
图 141、浙江富润最新股权结构图.....	87
图 142、泰一指尚业务构成.....	88

图 143、泰一指尚财务数据表现良好	88
图 144、泰一指尚 4 大业务板块，能够提供一体化数字商业解决方案	88
图 145、公司纺织印染业务止跌回升	90
图 146、公司钢材业务营收持续快速增长	90
图 147、分众传媒发展历程	91
图 148、分众传媒营收、扣非净利润及其增速	91
图 149、分众传媒近三年三大业务收入占比	91
图 150、户外媒体公司近三年毛利率比较	92
图 151、分众传媒楼宇屏幕媒体数量	93
图 152、分众传媒楼宇框架媒体数量	93
图 153、思美传媒广告业务构成	94
图 154、近 4 年思美传媒营业收入及增速	95
图 155、近 4 年思美传媒净利润及增速	95
图 156、思美传媒近三年业务结构变化	95
图 157、内容营销业务拉动思美传媒毛利率止跌回升	95
图 158、思美影业内容作品	96
图 159、思美传媒逐步建立起“IP 源头+内容制作+营销宣发”的内容产业化运营平台	96
图 160、引力传媒发展历程	97
图 161、引力传媒营收及其增速	98
图 162、引力传媒销售毛利率逐步回升	98

核心观点

本文从数字化重构广告业谈起，系统梳理了数字技术对广告主、代理公司及媒体所带来的改变，以此展示广告营销行业的发展现状及发展趋势：

目前，数字营销大势已定但增速有所减缓；移动营销保持快速增长（以信息流广告最具代表性）；以数字户外为代表的生活圈媒体也保持稳步增长的态势；此外，智能电视的崛起，加之传统PC用户的再次迁移，又使得大屏端广告市场出现上升势头；同时代表传统媒体公信力的电视广告和广播广告也出现回暖趋势。

随着消费者对广告质量要求的提高及技术的进步，视频广告将进一步趋于内容化，而文案广告将趋于智能化。

互联网巨头将继续在各条赛道领跑，保持强者恒强的态势，但部分细分领域仍有可能诞生龙头公司：

1、以人为主的广告业在未来将更多地运用技术和产品来提高效率和服务质量，在流量已经被2C的互联网巨头牢牢占据的当下，**2B的解决方案提供商将有更多异军突起的可能：**

- ✓ 首先是**为客户提供技术以帮助客户更好地结合自身数据开展营销业务的公司**。营销+CRM是大势所趋，而在社交媒体成熟的中国，营销+SCRM则更有机会。虽然目前行业处于发展初期，但行业增速较快（15%左右）、市场需求大（2017年美国MarTech和AdTech费用分别为150亿美元和83亿美元）、行业毛利率高（泰一指尚大数据管理平台解决方案2017年毛利率达84.5%，Adobe的营销SaaS解决方案2018Q1毛利率为64%）。
- ✓ 其次是**为客户提供策略和运营服务的公司**。在美国已经出现了具有代表性的公司，如埃森哲互动、德勤数字、IBM等，广告主已将很多case交给他们而非传统4A公司。在中国市场，这块业务也已经开始逐渐由传统国际4A公司向能够提供本土化服务的国内公司转移，在可预见的未来，国内有望诞生该细分领域的头部公司。
- ✓ 最后是**能够同时提供营销服务和媒体（尤其是社交媒体）资源的内容营销公司**，比如MCN机构。

2、在线上流量红利消失、居民消费升级的背景下，**数字化的生活圈媒体将持续分流广告主预算：**

- ✓ 户外媒体加速数字化转型，借助大数据、人工智能、物联网等技术，实

现线上线下全渠道营销，广告主预算将进一步向生活圈媒体倾斜。同时，三四线城市消费力崛起，广告渠道下沉打开增量空间。

- ✓ 智能终端普及率及开机率持续提升，成为家庭娱乐经济新入口，下游广告市场将持续受益。

我国有近7000亿的广告规模，其中互联网广告占比近一半，通过分析广告行业的变化，尤其内部的结构性转化，亦可前瞻性地判断传媒互联网行业的发展方向。

一、数字化正在重构广告业，透明和安全重要性凸显

1、数字化正重构广告业，数字营销行业规模将稳定增长

广告作为媒体业最主要的变现途径，其主要形式也是跟随媒体资源而变：从早期的报刊杂志广告到后来的电视广告，而随着媒体资源持续向互联网巨头集中，数字营销大势已定。根据Magna预测，2018年全球广告花费有望增长6%，大部分新增的广告花费会持续流入到在线数字和移动广告，数字营销市场规模将保持稳定增长，但增速会有所放缓。

2、透明和安全重要性愈发凸显，直接购买在程序化购买中的占比将逐步提高

行业分工更加细化增加了广告系统的冗余度，降低了广告平台的透明性。根据AdMaster监测数据，2017年我国全年平均无效流量占比29.4%。越来越多的企业关注广告透明度、无效流量和品牌安全。建立科学的评估体系有助于数字营销行业健康发展，第三方广告监测及广告分析公司有望受益。由于对优质媒体的需求，以及对广告作弊、品牌安全和广告可视度的关注提升，直接购买的份额正在不断增加。到2022年，62%的受访广告主将把程序化购买交由内部团队完成，剩下的38%将在接下来的5年逐步转由内部团队来操作。

（一）数字化正重构广告业，数字营销规模将缓慢增长

1、数字化正对广告业整体流程进行重构

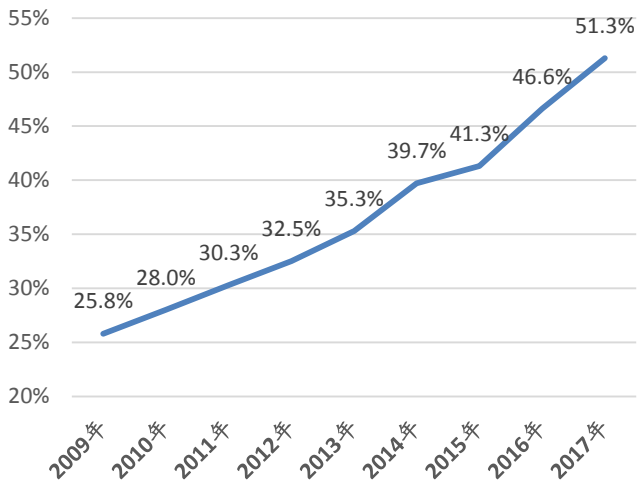
数字化正从内容制作、传播方式、计量方式等多种层面对广告业进行重构：通过大数据及人工智能技术完成广告内容的制作，内容正从人工创意向机器创意过渡；互联网广告将逐渐成为广告主常规、主流、高效的投放渠道；通过智能算法、大数据分析实现精准推送，从而提高广告ROI。广告业数字化程度已经较高，程序化购买已成为主流方式。

目前，传统4A公司正在加快数字化转型以满足广告主的需求：

- ✓ **阳狮集团**：2012年收购数字营销公司LBi；2014年收购数字营销公司Sapient；2018年3月发布“2020: Sprint to the Future”计划，重点提及“在2018-2020年之间，数据、动态创意及数字业务转型领域的收购，每年将达3亿至5亿欧元”。
- ✓ **电通集团**：2013年收购英国安吉斯，成立电通安吉斯；2016年收购美国最大独立数字营销公司Merkle(美库尔)；总裁兼首席执行官山本敏博表示，2018、

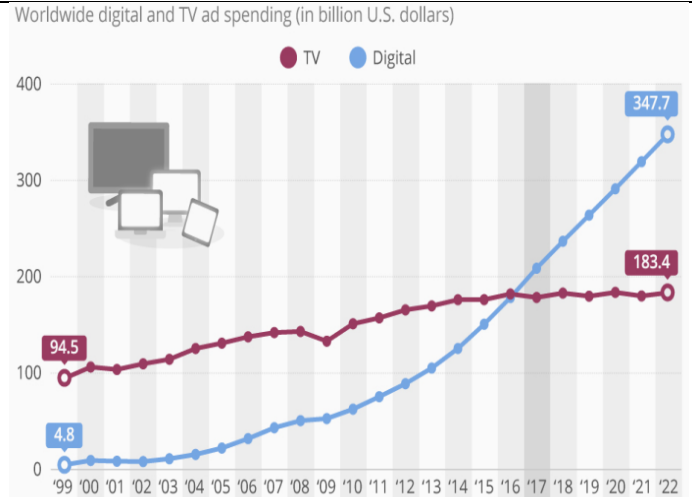
2814亿美元，美国仍然是全球数字营销市场规模最大的国家，2018年市场规模将达1061亿美元，占比为37.7%（数据来源：Statista）。虽然美国广告代理业务总收入2017年创下历史新高——达550亿美金，但增速却在放缓——仅增长0.3%。

图 2、数字代理业务利润占比在2017年首次超过一半



资料来源：MAGNA、太平洋证券

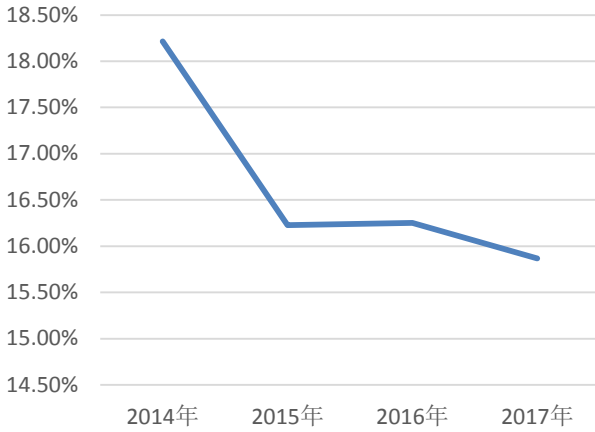
图 3、数字营销已经成为最主要的广告形式



资料来源：MAGNA、太平洋证券

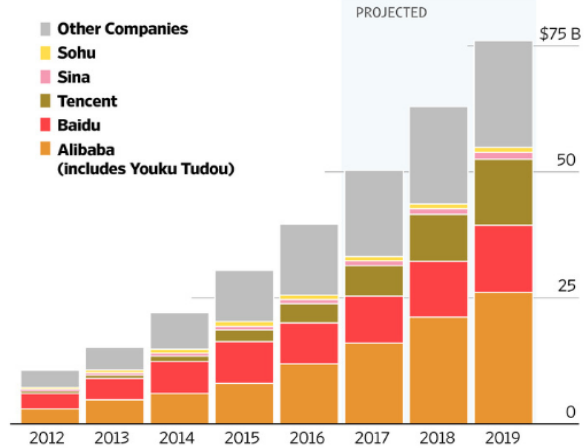
由于受媒体集中度提升、行业竞争加剧及媒体返点下降的影响，全球数字广告代理行业毛利率持续走低。在美国，Google和Facebook占数字广告收入的70%以上，而据eMarketer预测，到2019年，中国数字广告市场规模将会达到760亿美元，BAT三家公司将会占据其中70%的份额，行业集中度将进一步提升。目前行业中的中小公司仍处于洗牌中，随着技术的成熟及并购整合的加剧，市场份额将进一步向能够提供更高广告ROI和获取更高返点的大中型公司集中。

图 4、A股广告营销公司数字营销业务毛利率持续走低



资料来源：wind、太平洋证券

图 5、到2019年，BAT将占据中国数字广告市场70%份额

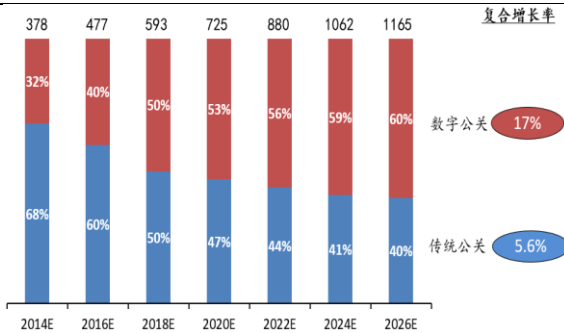


资料来源：eMarketer、太平洋证券

3、公关业务的数字化将进一步打破公关与广告的境界

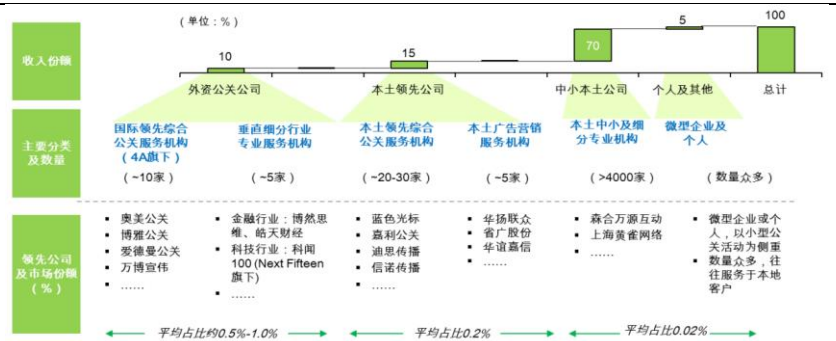
营销传播市场一般分为两部分，一是广告服务市场，另一个则是公关服务市场。2017年，我国公关市场年营业规模达560亿元，同比增长12.3%（数据来源：中国新闻网）。

图 6、中国公关市场规模及增长预测（2014-2025）



资料来源：德勤、太平洋证券

图 7、中国公关服务市场竞争格局及集中度



资料来源：德勤、太平洋证券

目前，国际公司在中国的业务保持稳定增长，本土公司已占据主导地位。随着传统公关公司，如蓝色光标等，逐步向数字化传播、数字营销等领域全面转型，公关和广告的境界正在逐步消失，公关业务将逐步成为整合营销的一部分。而数字技术的成熟、“互联网+”趋势的形成，将使以互联网服务为主的数字公关业务成为主流。根据德勤报告，2014到2025年数字公关的增长率将高达17%，远高于传统公关6%的增速。

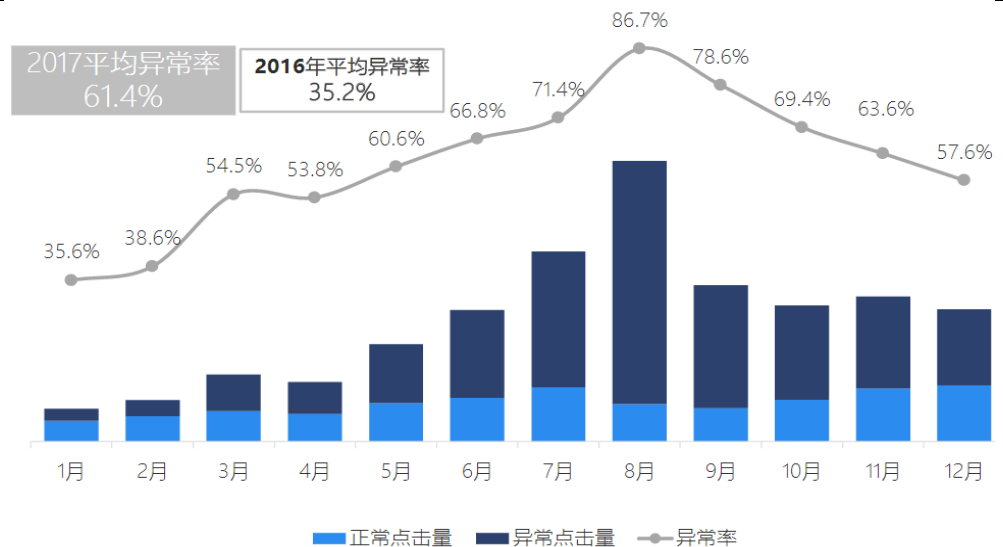
(二) 透明及安全问题突出，技术将助力广告业去中介

1、广告透明和品牌安全问题提升广告监测需求

随着数字广告生态系统愈发臃肿和复杂及媒体资源和用户流量进一步向互联网巨头及头部代理商集中，尽管程序化广告交易速度已经很快，但广告生态系统却越来越不透明，从而造成数字广告极易发生流量欺诈。

虚假流量造成巨额损失。美国广告商协会ANA报告显示，2017年虚假流量在全球造成的损失金额约为65亿美元，PC端展示类广告虚假流量占到了9%，而视频类高达22%。据世界广告主联盟WFA数据，若不采取措施，到2025年虚假广告花费将高达500亿美元，仅次于毒品交易金额，成为世界第二大非法营收。

图 8、2017年移动效果广告异常点击率成上升趋势



资料来源: TalkingData、太平洋证券

越来越多的KA品牌主对广告透明度提出更多要求。宝洁全球CBO马克·普里查德表示，在美国2000亿美元的数字广告市场中，只有25%的资金真正触达到了消费者。未来宝洁将携手众多企业，推动“采纳统一的可见性标准、实施可信任的第三方评估核查、要求签署透明的代理合同、避免广告欺诈、保护品牌安全”。

2017年的8月，WPP旗下媒体投资管理集团群邑(GroupM)宣布在全球范围内推出广告可见度标准，以更好地指导数字广告投放。广告可见度的衡量包括广告在浏览器或应用程序中的可见面积（像素百分比）以及该面积的可见时长（按秒计算）。内容平台商可在后台嵌入可见度的量测工具，除了整体页面流量外，可精准的掌握每个广告区

块效益，依据可见度高低调整不同广告版位的定价，并有明确的数据作为证明。

数据对于广告的重要性正在被广泛接受，数据监测及数据分析机构有望受益。2018年2月，对美国362名市场人员的调研数据显示，营销分析费用占广告预算的5.8%，预计在未来3年占比将提升至17.3%。随着市场营销分析费用的上升，广告公司将会更依赖数据分析来进行广告投放决策。

2、程序化直接购买占比提高

程序化购买是以DSP作为桥梁，采用程序化的手段，通过对接PC端、移动端的广告交易平台ADX、ASnetwork、SSP等，进行广告采买、投放以及后续的数据回收，通过数据来观测、管理广告投放，从而达到有效管理营销输出的目的。目前，程序化购买已占数字营销预算的20%-30%份额，且仍在快速增长中。

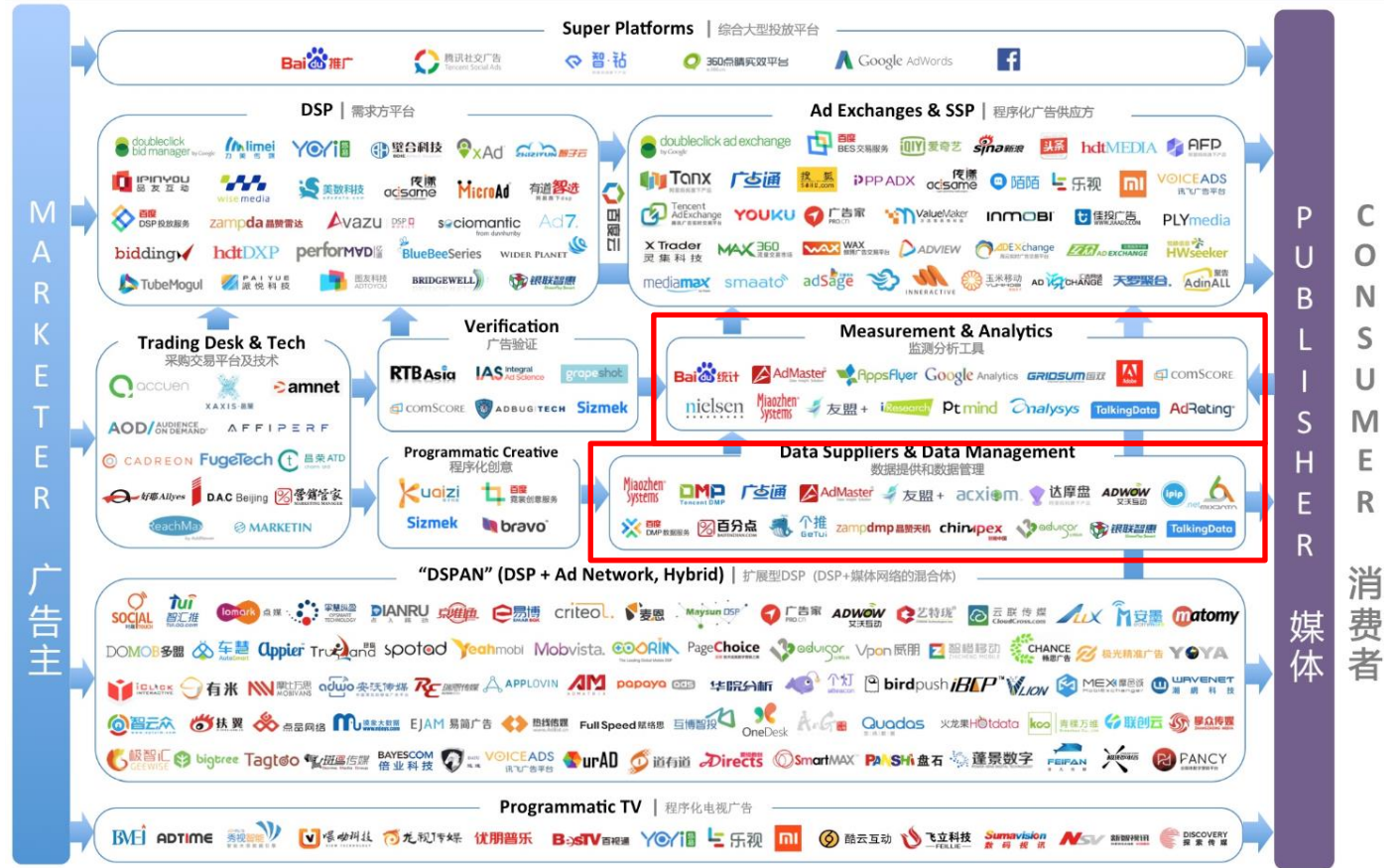
据Adobe于2017年12月发布的研究显示，2018年将是广告程序化购买的分水岭。86%的品牌和89%的代理商将投入更多预算在程序化购买，52%的受访品牌主和56%的代理商表示未来3-5年程序化购买将成为他们广告策略中最重要的一部分。

根据eMarketer的最新预测，2018年美国广告程序化购买支出将超过460亿美元，比去年多100亿美元。其中移动端已成为程序化购买广告的重要渠道，到2019年，美国近80%的广告程序化购买支出将来自移动渠道（数据来源：eMarketer）。

我国程序化购买始于2012年，2017年中国程序化广告支出可达167.4亿美元，同比增长51.5%，占中国网络展示广告支出的58%，2018年将有3/4的视频广告交易将通过程序化购买完成。

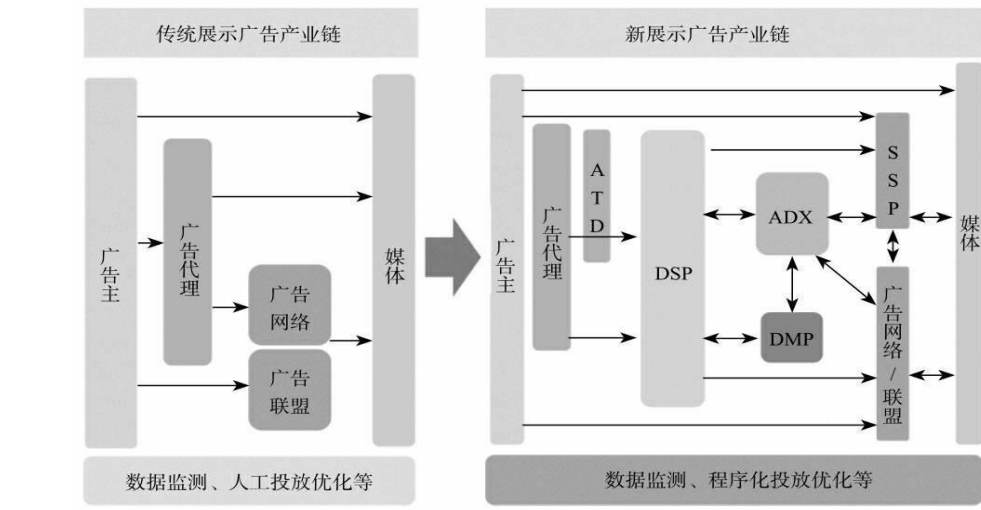
由于对优质媒体的需求，以及对广告作弊、品牌安全和广告可视度的关注提升，目前公开交易市场的程序化购买（RTB）份额正在下降，程序化直接购买的份额正在不断增加。到2022年，62%的受访广告主将把程序化购买交由内部团队完成，剩下的38%的广告主将在接下来的5年逐步转由内部团队来完成程序化购买操作。

图 9、中国程序化广告技术生态圈



资料来源：RTB China、太平洋证券

图 10、程序化广告投放流程



资料来源：程序化广告实战、太平洋证券

作为广告业全球第二的中国市场，也在从RTB向non-RTB转变，且直接购买的市场规模正呈快速增长。据eMarketer数据，中国程序化直接交易的支出在2016年将翻一番达到66亿美元，占中国程序化数字展示广告支出的60%，并且预计在2018年增长至64%。

3、传统广告代理模式日渐式微，技术进步加速去中介化

流量欺诈正使资源向广告主及媒体两端进一步集中，而品牌安全问题及媒体回扣等问题促使部分品牌主开始施行零基预算(ZBB)，并强化In-house业务。早在2016年，美国广告业便掀起了对媒介供应链透明度的调查，广告主开始要求更简化、快速的广告服务，以及可被证明的广告效果。大数据、人工智能技术的发展使精准营销技术逐步成熟，可以帮助广告主直接触达消费者，传统4A公司的优势正在逐步瓦解。

传统媒体集团也纷纷自建生态系统，削弱代理商的同时向线上转型，以直接向广告主提供优质、透明的媒体资源，媒体集中度进一步提升：

- ✓ 2014年，英国30余家本地报纸共同成立了一个名为“1XL”的广告联盟；
- ✓ 2015年，英国《卫报》、《金融时报》、美国有线电视新闻网和路透社在数字广告方面达成合作，成立了一个名叫“Pangaea”的广告联盟；
- ✓ 2016年9月，由贸易集团DigitalContent Next牵头，包括《卫报》、《金融时报》、《华盛顿邮报》、CBS互动、ESPN、福克斯新闻网、赫斯特集团和新闻集团在内的众多媒体，在美国成立了一个名为“TrustX”的数字广告联盟；
- ✓ 2018年，卫报传媒集团、电讯媒体集团和News UK三家报业集团共同发起线上广告项目“Ozone”。从今年秋天开始，广告商可以在同一个平台上购买卫报、泰晤士报、太阳报、电讯报等所属报刊的在线广告。

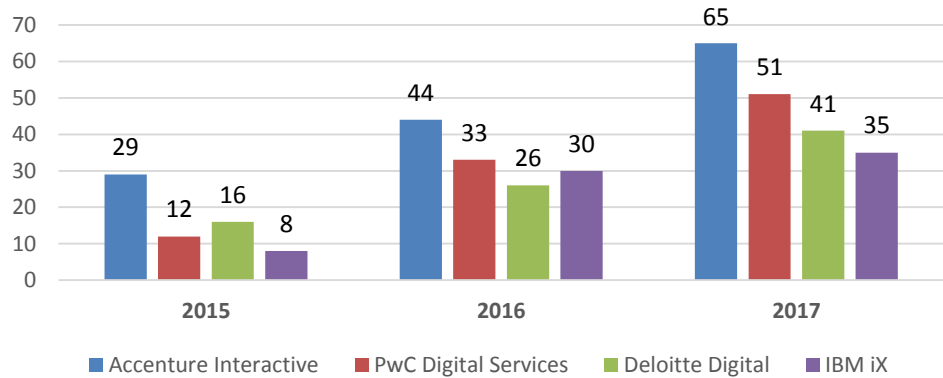
互联网巨头开始通过入股或并购等多种方式与传统4A公司展开合作。阳狮集团和WPP先后接入阿里巴巴Uni Desk平台。2018年7月22日，阿里、腾讯和China Media Capital Holdings，正筹划收购全球最大广告传播集团WPP中国业务约20%的股份，交易规模预计在20-25亿美元，目前谈判仍处于早期阶段。

传统广告代理模式日渐式微，传统广告代理公司业绩处于下行状态。今年3月初，WPP发布财报，称2017年业绩是2009年经济大衰退以来的最差表现。虽然近年来国际4A公司积极向数字化转型，但效果不甚理想，其臃肿的组织架构和冗长的业务流程已经无法满足数字时代广告主快速的服务要求。

广告技术公司将快速发展，并购整合将进一步提升行业集中度。今年7月，苏铭天通过其控股的广告投资公司S4 Capital以3亿欧元收购数字营销技术公司MediaMonks，之后S4 Capital将借壳Derriston Capital，并更名为“S4 Capital Plc”，未来将继续

续通过系列并购组建一个全球性的广告技术公司。

图 11、咨询公司的数字营销业务营收快速增长（单位：亿美元）



资料来源：AdAge、太平洋证券

管理咨询公司及技术咨询公司也已经开始为客户提供广告业务，通过并购补足自身在广告创意及相关技术方面的短板，以成为提供一站式营销解决方案提供商，从而全面替代4A公司。埃森哲是最早开始布局数字营销行业的咨询公司，在5年之间已经收购了包括英国第三大独立代理商Karmarama、全球数字商务服务提供商Altima、全球领先的沉浸式电脑特效内容制作公司Mackevision及中国领先的独立数字整合营销服务提供商伙传播等在内的23家数字营销公司。

二、新兴技术持续赋能广告业，技术提供商未来可期

随着互联网尤其是移动互联网的进一步普及、消费者购物/社交习惯的变化及广告行业竞争的加剧，数字营销在持续侵蚀传统营销市场份额的同时，也对技术提出了更高的要求。传统广告商凭借能够获取的媒体资源的不同来形成差异化竞争优势，而在数字化时代，则需依靠媒体展示技术及算法的不同来构建自身护城河：

- ✓ 人工智能、大数据技术将持续推动数字营销向精准营销、智慧营销迈进；
- ✓ 与传统本地化部署的CRM系统不同，基于SaaS的系统可实时按需扩展和个性化定制，搜集、打通所有营销平台上的消费者信息，实现线上+线下全景营销；
- ✓ 在企业进行数字化转型的过程中，为企业提供企业生命周期营销优化，整合企业所有营销渠道助其打造完整的营销链条；
- ✓ 帮助企业构建私有化平台或在全行业引入区块链技术以应对数字广告行业虚假流量泛滥问题。

（一）大数据+人工智能推动智慧营销落地

大数据和人工智能技术有助于提升广告投放的精准度和交互满意度。AI技术驱动百度推出以“搜索+信息流”作为双引擎的商业新模式。百度通过用户的“搜索行为”、“浏览互动”、“地理位置”、“在线交易”等数据，构建出了32个大行业127个子行业的需求图谱，形成以知识图谱、意图识别和用户画像技术为核心的用户理解能力，从而实现精准广告投放。同时，百度的人脸识别技术、AR/VR技术已经在诸多领域和品牌营销上实现了应用，进一步提升广告主与消费者之间交互的智能性。

图 12、百度闪投原生动态商品广告优势



资料来源：百度官网、太平洋证券

人工智能越来越多地应用于广告创意设计。人工智能、大数据等新兴技术的兴起

大大缩短了制作广告的时间，机器设计出的广告作品效果已经不比创意人员差，同时广告ROI更加有保证和数据支撑，这使得广告公司加快数字化转型以应对新兴技术的冲击及广告主更高的要求。目前互联网巨头均推出了

2017年，阿里妈妈便内部开始使用一款叫做“鲁班”的设计系统，具有一键生成、智能创作、智能排版、设计拓展四大功能，2017年双十一当天便生产了4亿张Banner，每秒生成8000张海报。今年6月，阿里妈妈在戛纳国际创意节上正式推出了由阿里巴巴智能设计实验室自主研发的一款人工智能文案产品——“鹿班”系统，该系统依托达摩院机器智能技术，通过对大量人工设计作品数据的学习，一秒钟可以生成2万条文案。

图 13、鹿班系统架构



资料来源：数英、太平洋证券

图 14、鹿班系统可根据不同风格生成不同文案



资料来源：数英、太平洋证券

除了设计之外，鹿班还可以为客户提供包含云存储、客服、图片投放、个性化展示、批量采购、系统定制在内的整体行业解决方案。随着阿里妈妈全域营销生态的持续推进，广告将成为阿里巴巴重要的收入来源，预计2019年阿里广告收入将占到中国移动广告总收入的40%（数据来源：eMarketer）。

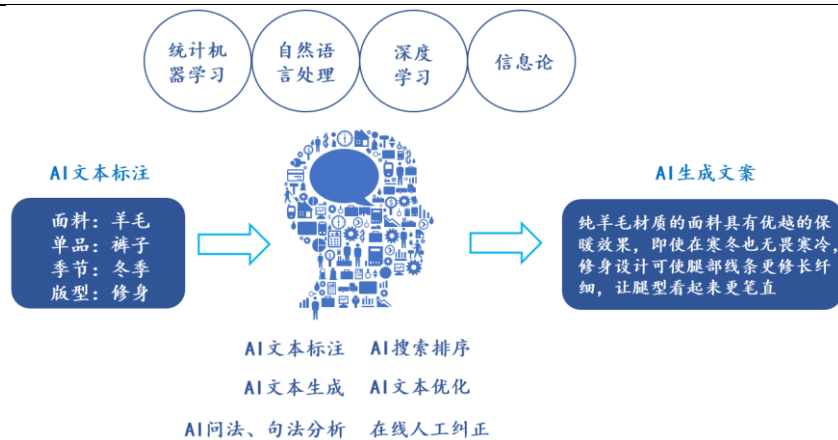
图 15、阿里妈妈全域营销产品矩阵



资料来源：雪花新闻、太平洋证券

目前，京东也已经推出人工智能文案系统“莎士比亚”，在借鉴传统NLG（自然语言生成）和语言模型方法的基础上，基于京东自身在商品标签和搜索数据库层面积累的大数据，从句子层面做结构解析、训练模型和语言生成，从而智能生成文案。

图 16、京东推出的人工智能文案系统“莎士比亚”



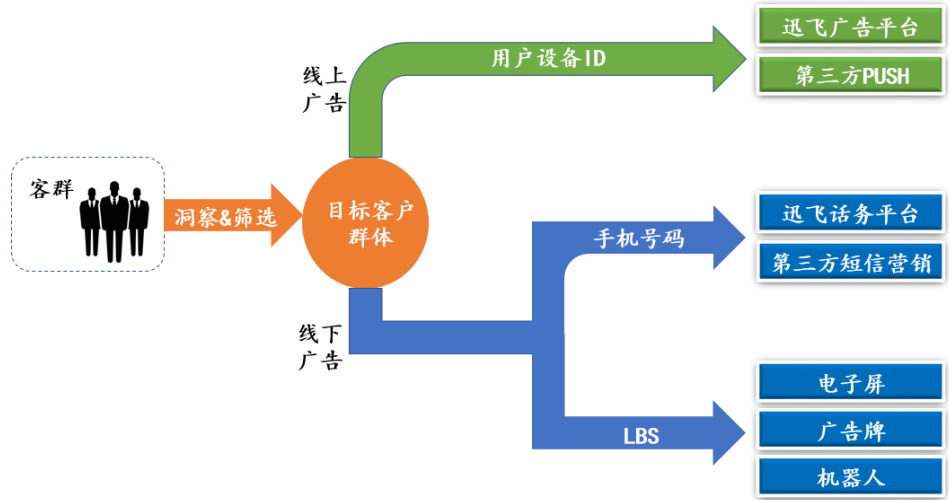
资料来源：光明网、太平洋证券

语音识别技术也被应用于营销系统，比如科大讯飞(002230.SZ)的讯飞广告平台，便基于其领先的语音技术推出了语音互动广告。用户可以在观看广告的同时，通过语音交互获得更多的广告信息。

在针对电商广告的业务上，讯飞也推出了电商智能推荐系统，能整合商品属性信息、用户购物兴趣标签以及电商广告点击和转化数据，搭建基于行为和基于用户兴趣相结合的电商推荐系统，实现电商广告的智能动态推荐，提供千人千面的电商广告效

果。此外，根据电商广告物料，讯飞可利用图像处理技术和自然语言处理技术，动态生成个性化广告创意，为用户呈现更好的电商广告体验，从而提升电商广告转化率。

图 17、科大讯飞全链路营销闭环

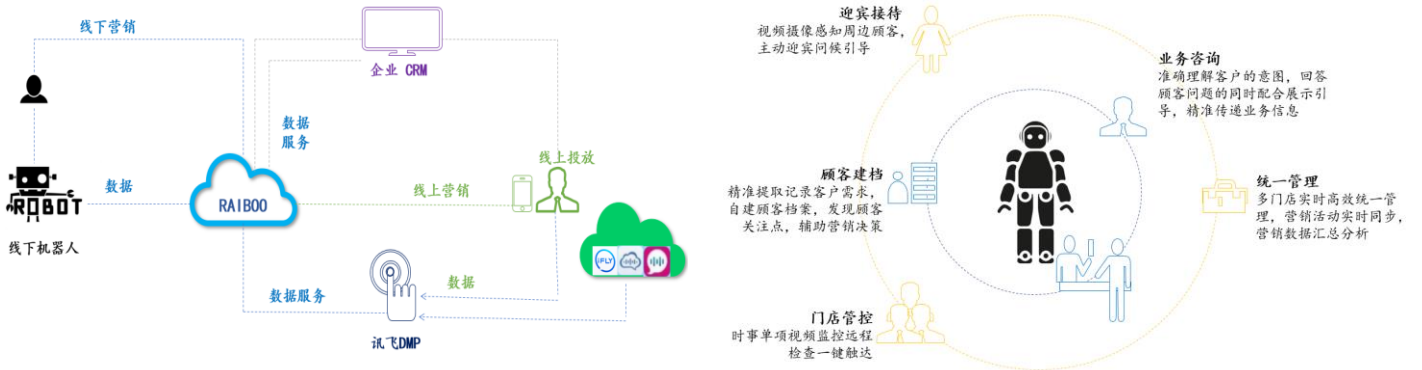


资料来源：GITC 2017 全球互联网技术大会、太平洋证券

讯飞可以为客户提供SaaS级DMP解决方案。通过PC、移动设备、机器人等多种数据场景采集数据，借助DataHub能力，无缝对接多种异构企业级第三方数据源。此外，依托ID Mapping功能，实现多ID关联与跨屏识别能力。通过智能化标签管理与检索能力，帮助企业轻松管理上万种用户标签，再通过用户洞察与BI分析，对数据进行多维度细分；最后，通过数据采集器埋点，最终实现对企业营销效果进行全链路跟踪分析。

图 18、讯飞RAI B00智能营销方案

图 19、讯飞智能服务机器人零售案场应用场景



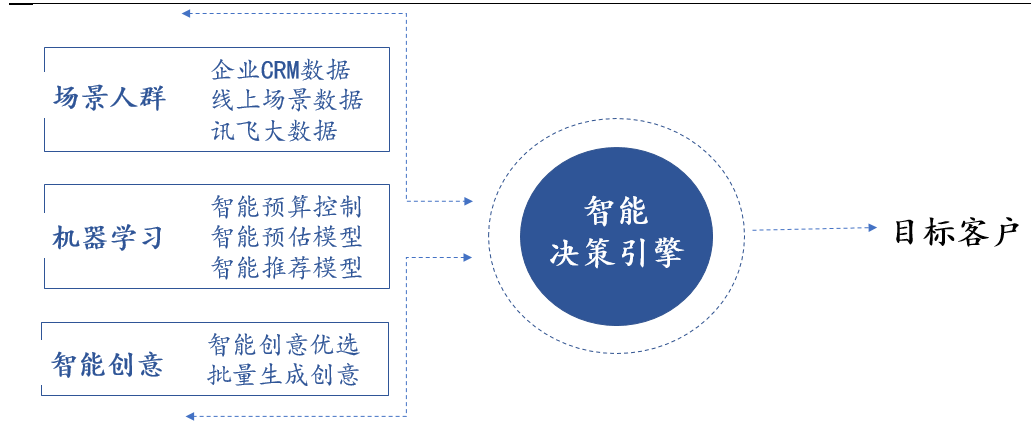
资料来源：GITC 2017 全球互联网技术大会、太平洋证券

资料来源：NCB2018、太平洋证券

此外，讯飞还推出了RAIBOO方案，提供迎宾接待、业务咨询、统一管理、营销互动、门店管控、顾客建档等功能，目前已经应用于金融、保险、医疗、运营商、政府、零售等多个行业。

讯飞广告平台集语音广告投放平台PMP、大数据管理平台DMP、广告交易平台ADX三位一体，在智能洞察、智能传播、智慧连接和智能决策四个方面为4A公司、品牌主、代理商、电商等实现了营销升级和创新。

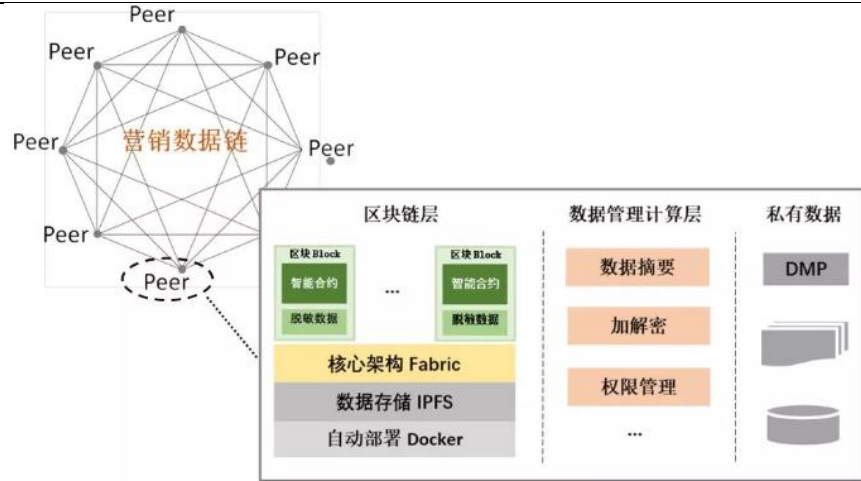
图 20、科大讯飞广告智能投放系统



资料来源：企智、太平洋证券

(二) 应用区块链技术以构建更加优质透明的数字营销生态系统

利用区块链的点对点技术可以实现数字广告供应链的透明度：将广告商、广告技术提供商、出版商和机构集合起来参与到一个可审计的公共协议中，以实现审计、和解、欺诈检测、差异管理和支付等方面的透明性。区块链可以应用在购买和销售数字电视广告库存、防止欺诈、白名单库存授权销售商、广告对帐、使用智能合约来简化



资料来源：Fmarketing、太平洋证券

今年5月，Facebook宣布成立区块链技术团队，旨在解决隐私保护问题。该团队由现任Facebook Messenger的主管David Marcus领导，他目前还是加密货币交易所Coinbase董事会成员。

IBM和Salon Media在6月宣布，将正式用AdLedger创建的概念验证区块链产品，计划于今年秋季构建其区块链合约系统，凯洛格、金佰利以及联合利华已经签约参与。AdLedger是一家为数字广告市场开发共享分类账技术的非营利性联盟，目前正在开发旨在提高广告行业透明度和数据安全性的两个区块链PoC，一个是在区块链的整个生命周期中执行的媒体活动，另一个是涉及通用数据保护条例（GDPR）合规性。

图 23、AdLedger成员包括主要的广告技术和广告内容公司



资料来源：tvrev、太平洋证券

利用区块链技术不可更改的特点还可辅助反作弊。adChain利用智能合约来对网站

进行投票，并广播网站白名单；Rebelai利用加密认证技术，进行网站或APP的广告作弊预测；Data通过在用户移动设备上植入SDK，利用去中心化存储来分析设备的行为并计算声望（区块链并不收集），声望的高低决定了设备作弊的可能性。

图 24、区块链在广告行业应用案例

项目名称	设计目的	项目简介	数字货币	优势	潜在风险	共同点
Basic Attention Token	解决现有臃肿的数字广告市场	公司成立于2017年，基于开发的brave浏览器开展去中心化数字广告业务，通过零知识证明的运用保护用户隐私，同时可以使用户的关注得到回报。	1、注意力代币（Basic Attention Token, BAT）是构建在以太坊基础上ERC20标准的代币，是一种在广告商与用户中使用的数字货币资产，用于解决浏览器中的广告展示和用户激励问题。 2、总量15亿，当前流通供给量10亿。 3、可以在广告商、用户、出版商之间相互流通，也可以在交易所进行交易。目前大币网，币安网，Bittrex, Upbit等30个交易所进行交易。	1、Brave是一个快速、开源、专注于隐私的浏览器。它可以屏蔽第三方广告和追踪器，也可衡量用户对奖励发布者的关注度。 2、Brave引入代币BAT用于去中心化网络交换。它可以在保护用户隐私的同时对浏览器的注意力提供补偿，即给予BAT的奖励。BAT降低了与现有广告网络相关的社会和经济成本，如欺诈、隐私侵犯和恶意攻击。 3、公司CEO Brenden Eich是JavaScript创始人以及火狐浏览器联合创始人。	1、生态系统用户必须使用必须使用Brave浏览器，且注意力代币是由Brave公司进行中心化管理的，广告主需要通过Brave系统集中购买货币实现对发行商的支持。Brave的生态系统由项目公司进行维护，而非代币持有者和用户。 2、注意力币的交易速度是基于以太坊的TPS得以实现。 3、对于未拥有以太坊的用户带来不便性。	项目均通过平台代币的升值实现盈利
DATA	通过区块链技术，根本上解决现今的信息欺诈问题，打造去中心化的智能信任联盟。	DATA改变了广告生态的协作关系，为广告主和网页广告发布主提供了一个透明的平台，这种信任保证是建立在区块链的底层逻辑的基础上的。整套系统帮助第三方开发人员解决了复杂的底层结构，网页和APP的开发人员只需要将对应的SKD导入到自己的系统中即可，非常的简单便捷。	1、DATA代币简称DTA，总量115亿，当前流通供给量46.24亿。 2、DATA的交易量一直比较稳定、连续。 3、代币可以进行区块链系统中的购买（如会员等），或在交易所进行交易。	1、DATA提供了一个透明化的生态系统解决方案，以便于追踪监测欺诈流量的来源。 2、对广告主：广告主花费的广告支出都是公开透明的，基于这种模式进行广告投放效果更好，也更放心。 3、对用户：DATA系统也会基于人工智能的算法，对用户的注意力给予DTA代币补偿。	1、技术开发不及预期。 2、存在推迟上线或开发失败的风险。	
STEEM	为用户提供社交媒体平台：用户可以在社交媒体平台steemit发帖，平台会计算发帖好评数量，给用户一定steem奖励，同时，进行投票的用户也会得到平台给予的一定代币奖励。	Steemit是一个内容型社区，主要功能就是发文章，点赞，评论，上述行为都可以获得Steem代币，项目通过平台代币的升值进行盈利。	1、STEEM总量2.84亿，当前流通量2.66亿个。 2、用户观看广告，可获得代币奖励。	1、在这个STEEM系统里面，不需要进行任何的代币互换来支持生态系统运行。任何人都不要把手里的代币给别人或者被消耗掉。 2、所有的代币都是从区块链中生产出来以后，系统自动分配给了写文章、写评论和点赞的人。 3、广告发布者、广告用户皆可以对感兴趣的广告进行观看和点赞直接从系统获取代币奖励。	1、该虚拟货币没有货币支撑，代币严重依赖社区。 2、社区平台是否能持续吸引用户存在不确定因素。	

资料来源：太平洋证券

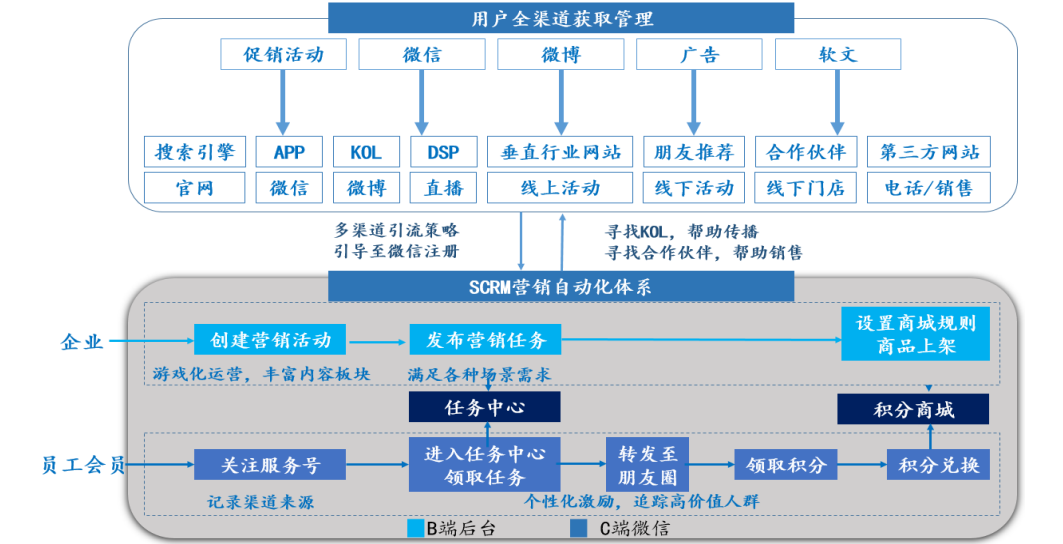
区块链技术将进一步削弱广告代理商的作用。但目前区块链技术仍有一些技术限制，导致无法大规模应用。最主要的原因便是区块链技术速度仍然较慢，无法满足程序化购买交易率或实时出价的速度。它每秒只能处理数千个事务，而这远远低于数字广告行业每秒发生的数百万个事务。此外，区块链专业人才较少、基础设施建设较慢等问题同样成为阻碍区块链技术应用。

（三）基于SaaS的SCRM供应商将快速增长

虽然SaaS已经发展多年，但由于早期云计算基础设施建设、企业IT建设需求等制约，目前，随着IaaS、PaaS的逐步完善及人力成本的不断提高，SaaS行业开始进入快速增长期。

传统CRM（客户关系管理）只针对消费者，核心管理数据是消费者的交易数据，无法主动发掘潜在消费者从而进行针对性营销。而SCRM以基于消费者的社交数据，通过分析可以挖掘消费者的潜在消费偏好和需求，实时对销售流程进行不断优化，主动引导企业对不同消费者采取不同的营销管理。目前SCRM已经可以提供以“内容+获客+线索孵化+销售跟进”为核心的Smart CRM服务。随着移动社交时代的到来，SCRM将更加符合企业营销管理的需求。

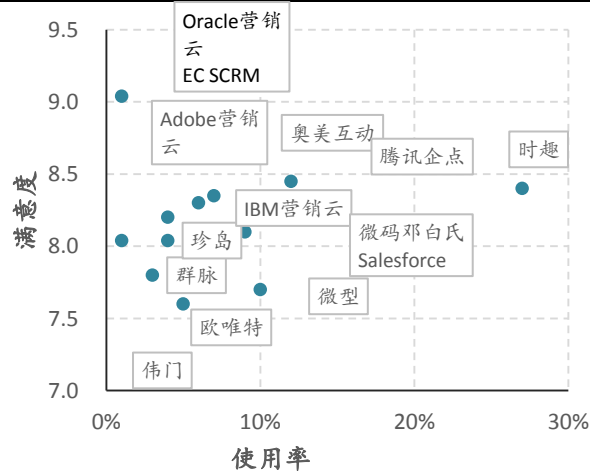
图 25、全渠道获客解决方案



资料来源：致趣百川、太平洋证券

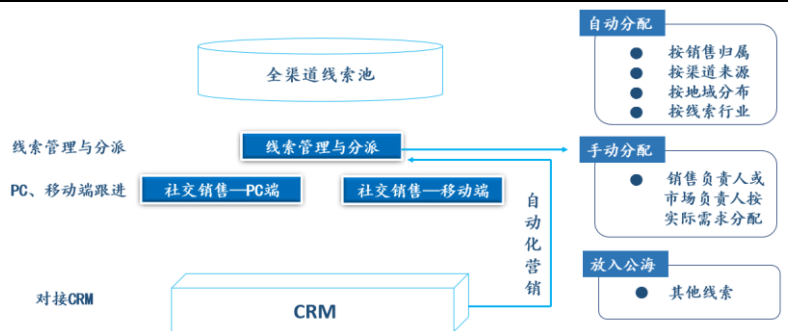
SCRM系统可帮助企业将广告投放到不同的社交媒体中，搜集销售线索给销售人员去做线索转化。同时，SCRM系统可追踪并统一管理员工转发的企业信息所带来的潜在商机。此外，SCRM系统还可将用户发表在社交媒体上的投诉信息抓取到系统中，以帮助员工及时获取并处理投诉信息。

图 26、中国SCRM供应商使用与满意度现状



资料来源：Forrester、太平洋证券

图 27、社交化销售帮助线索加速转化从而提高销售协同能力



资料来源：致趣百川、太平洋证券

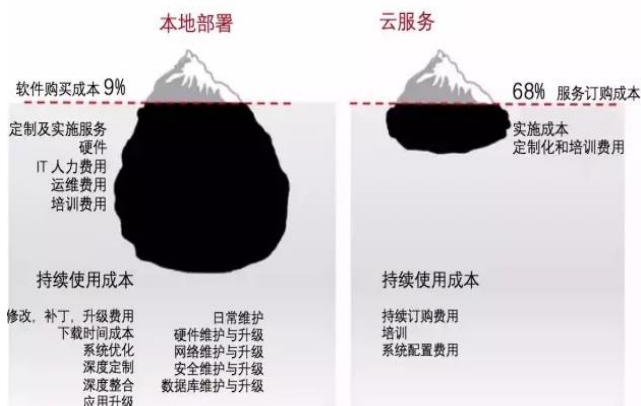
麦达数字投资的六度人和（EC）成为《2018年智能+新服务50强榜单》SCRM领域唯一入选企业。六度人和2008年在深圳成立，是腾讯战略投资公司，连续获得来自用友、联创和厦门赛富、麦达数字的三轮投资，累计融资金额超3亿，一年半内估值增长已超6倍，目前还与麦达数字合作成立5亿规模的SaaS产业基金。EC是公司耗时3年研发出首款SCRM产品。EC SCRM连通了微信、QQ、手机、电话、邮件、小程序、H5等各种常用的社交工具，覆盖线上内容营销、线下地推、电话销售等营销场景，在教育、金融、互联网科技、企业服务等行业为超过4万家客户服务。

六度人和EC服务用户数在100万量级，其中大客户不到10%，贡献了将近20%的营收。六度人和每天产生1000万次的连接，目前积累了3亿多用户画像。2018年公司营收预计将超3亿元，营收构成分别是年服务费占80%、增值服务营收占20%（数据来源：飞象网）。

基于SaaS的CRM产品结构简单，易于操作，根据移动信息化研究中心数据，56%的移动端CRM采用SaaS交付模式。

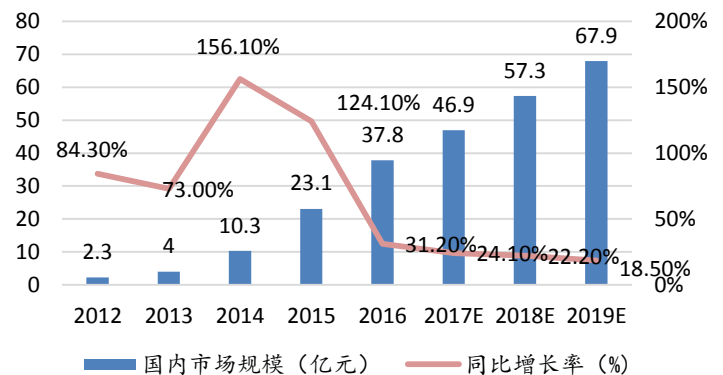
目前SCRM转云已成大势所趋。首先，SCRM以每个已有和潜在的消费者为中心，需要存储海量消费者社交行为数据并实时进行分析，因此对系统可用性、扩展性的要求较高；其次，SCRM应用场景丰富，需要根据具体场景按需进行定制并与其他系统集成；再次，基于SaaS的SCRM更能够应对社交媒体、支付形式、电商热点等快速更迭带来的系统升级需求；最后，人力成本高企及企业IT建设需求旺盛，云服务能够为企业尤其中小企业节约大量IT费用。

图 28、本地部署与云服务成本及结构对比



资料来源：EC、太平洋证券

图 29、中国SaaS CRM行业规模将保持20%以上增速

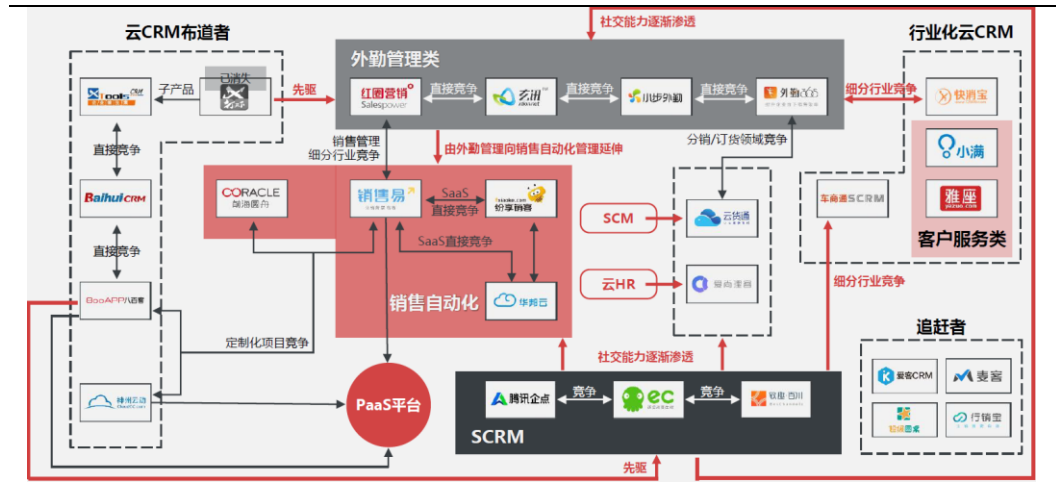


资料来源：易观智库、太平洋证券

SCRM有望成为中国在SaaS服务市场实现弯道超车的赛道，过去美国美国的CRM市场

主要以邮件为沟通核心展开，而中国主要以微信、QQ作为主要沟通工具，以社交为核心的SCRM在中国市场将得到更快速的发展。

图 30、来自用户视角的SaaS-CRM品牌格局



资料来源：移动信息化研究中心、太平洋证券

三、信息流广告快速增长，内容营销未来可期

随着流量红利的逐步消失、同质化竞争的日益严峻，数字营销行业面临增长放缓、毛利率持续下降的危机，内容营销的价值愈发凸显。同时，广告内容监管趋严、流量成本高企且转移成本下降，广告主对广告质量提出了更高的要求，原生广告市场逐步崛起。以信息流广告为代表的新兴原生广告呈现快速增长态势，到2020年有望达到2000亿规模。

同时，随着移动互联网及社交媒体的普及、民众注意力的愈加碎片化，移动广告将持续向视频化、社交化发展。同时，抖音的崛起使短视频营销开启了移动营销的下半场时间。迫于公众号阅读量的下降，微信对公众号进行内容流化改版，同时，开放小程序广告位，加速微信流量变现步伐。

目前，随着消费分级的形成，消费者更加注重品质消费和个性化消费，以用户为中心、技术为驱动的创新营销需求大增。口碑营销、知识营销开启了“软广”新模式，内容营销未来可期。

（一）原生广告价值凸显，信息流广告快速增长

1、原生广告将成为拉动网络广告市场规模持续增长的动力之一

原生广告是一种让广告作为内容的一部分植入到实际页面设计中的广告形式，通常是基于用户的兴趣爱好进行相关性内容投放以呈现品牌信息，在不破坏用户的体验的同时为用户提供有价值的信息。具有六大基本要素：1) 媒介适配性；2) 内容创意适用性；3) 对用户体验的打扰程度；4) 用户自主选择性；5) 内容价值；6) 数据管理能力。

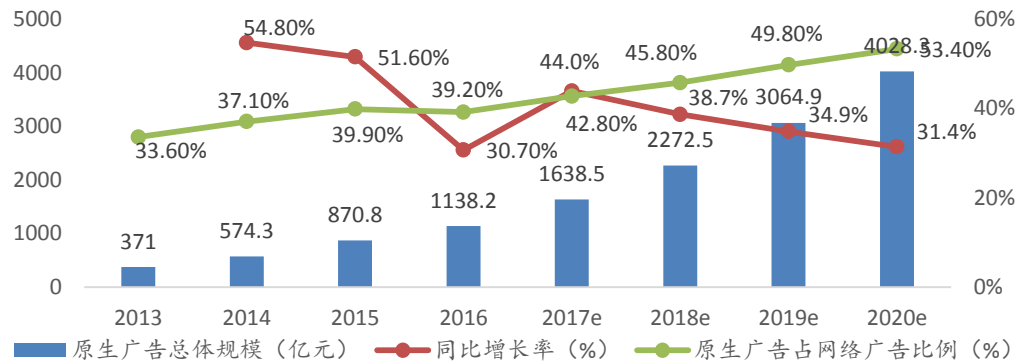
图 31、中国原生广告类型及各自特点

	形式原生广告					内容原生广告		
	搜索广告	信息流广告	原生视频广告 (除信息流)	推荐与互动广告	其他广告	视频内容	图文内容	其他内容
媒体形式	搜索引擎或具有搜索功能的平台	视频、资讯、社交、电商、工具等凡是有内容流的平台	视频、短视频等平台	应用商店、安全软件、电商、工具等平台	操作系统及所有平台	视频、直播等内容形式	资讯、导购、社交等平台	游戏、突破与视频梅花等平台
售卖方式	CPC、CPS	CPC、CPM、CPE、非标合作	CPM\CPV及非标合作	CPA	CPT、CPM	CPM为主及非标合作		
主要形式	搜索关键词	所有出现在内容流中的广告，形式与上下文一致包含图文及视频形式	创意中插、压屏条、角标广告、后期植入边看边买等广告	推荐位、热门榜单及转盘红包等激励广告	开屏广告、关机广告、锁屏广告等	冠名、联合赞助前期植入、口播定制视频等	软文、图片内容那个植入、自媒体推	游戏道具、图片滤镜等
特点	精准触达、库存量大、ROI较高、软性植入、定制化程度高、互动性和可玩性更高 广告位形式相对固定、标准化程度高					精准触达、广告信息价值更高 与内容高度融合，高曝光，话题性强，用户体验好 广告没用固定形式和位置，可自由定制		

资料来源：艾瑞咨询、太平洋证券

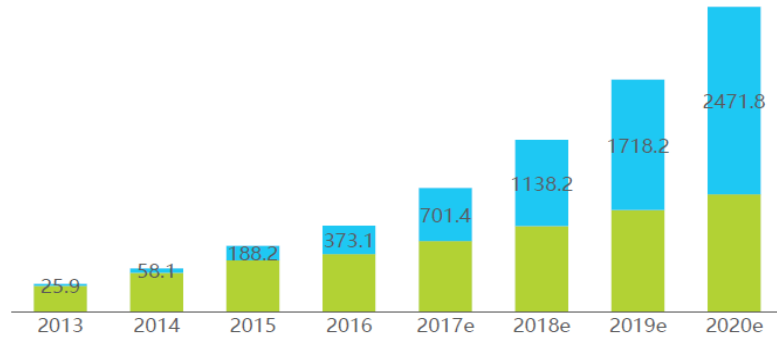
根据艾瑞咨询数据，2016年中国原生广告市场规模已达1138亿元，到2020年将达到4028亿，CAGR达37%，原生广告规模将占据网络广告50%以上。以信息流为代表的新兴原生广告，到2020年有望达到2000亿规模。未来，包括信息流广告、短视频广告在内的内容营销将成为数字营销成长新动力之一。

图 32、2013-2020年中国原生广告市场规模（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询、太平洋证券

图 33、中国原生广告市场规模结构（单位：亿元）

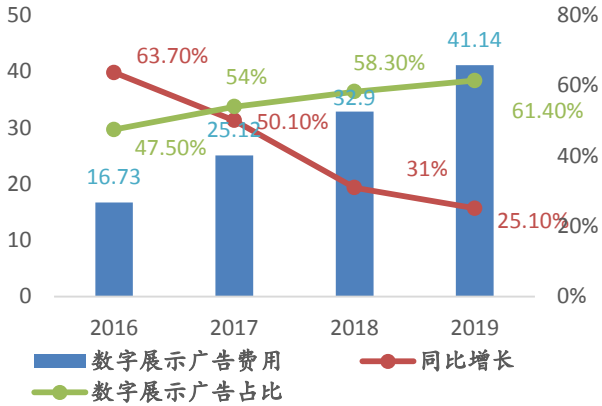


注：蓝色部分为以信息流为代表的新兴原生广告

资料来源：艾瑞咨询、太平洋证券

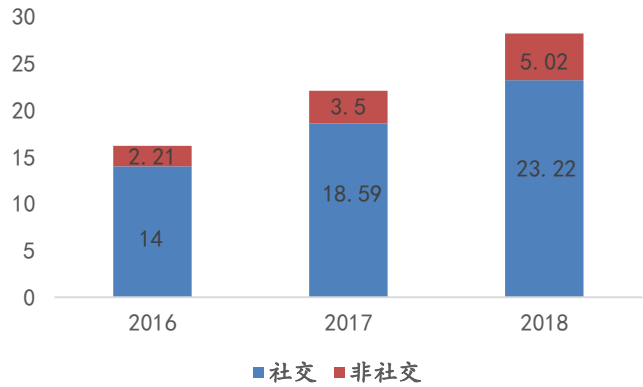
根据eMarketer数据，2017年美国原生数字广告规模达251亿美元。2018年美国原生广告市场规模将达329亿美元，同比增长31%，增速较2017年有所减缓，主要系原生广告在社交媒体上的投放有所放缓，未来美国原生广告的增长将主要来自移动端。目前，大部分的社交广告都是原生展示广告，2017年其占比达84.2%，但非社交类的原生展示广告份额在不断上升。

图 34、美国原生数字广告市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：eMarketer、太平洋证券

图 35、美国原生数字广告大部分是社交类（单位：十亿美元）

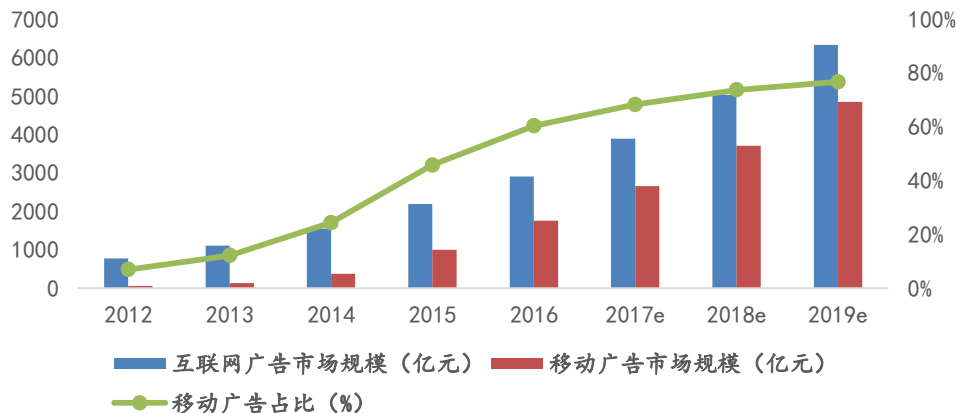


资料来源：eMarketer、太平洋证券

2、移动广告持续向视频化、社交化转移，短视频营销将成移动营销下半场

依据中国信息通信研究院数据，2016年移动广告媒体使用时长已达到所有媒体的20%，但移动广告收益仅占总体的4%，而2017年移动媒体使用时长已增至25%，移动收益占比增至12%，大幅回补规模与收益缺口，移动互联网服务产业盈利能力大幅上升。据艾瑞数据，2017年中国网络广告市场规模将达3884亿元，同比增长34%，增速较去年有所提高，呈现回暖趋势。虽然人口红利消失、智能手机出货量持续放缓，但随着移动互联网的普及、移动网络流量费用的下降、消费者注意力的碎片化，人群注意力持续由PC端向移动端转移，移动营销占比仍在持续提高，目前已经成为数字营销主流的投放渠道。

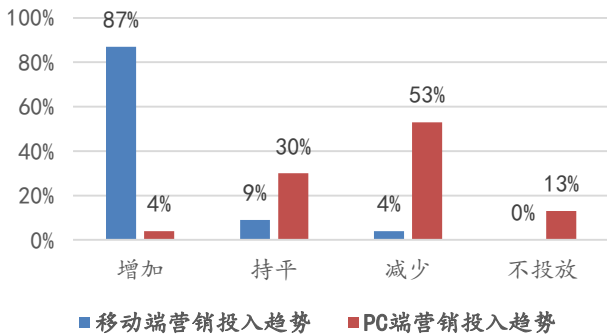
图 36、我国移动广告市场规模持续增长，占比持续提高



资料来源：艾瑞咨询、太平洋证券

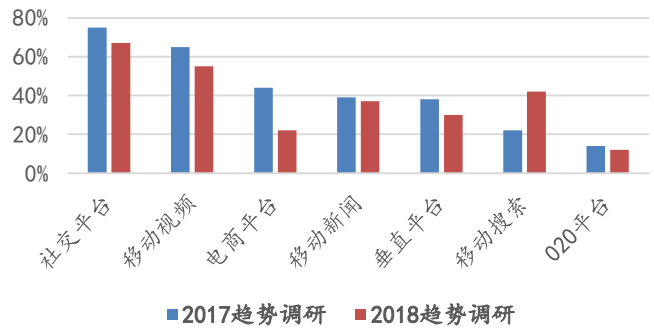
据艾瑞咨询，2016年我国移动广告市场规模达1750亿，同比增长97%，到2019年有望达到4843亿，年均复合增速达40.4%。据Advertiser Perceptions预测，未来12个月，三分之二的广告商都将继续加大对移动广告的支出。根据AdMaster调研结果显示，2018年，广告主预算将持续向移动端倾斜，PC端投入将进一步减少。

图 37、2018年广告预算将持续向移动端倾斜



资料来源：AdMaster、太平洋证券

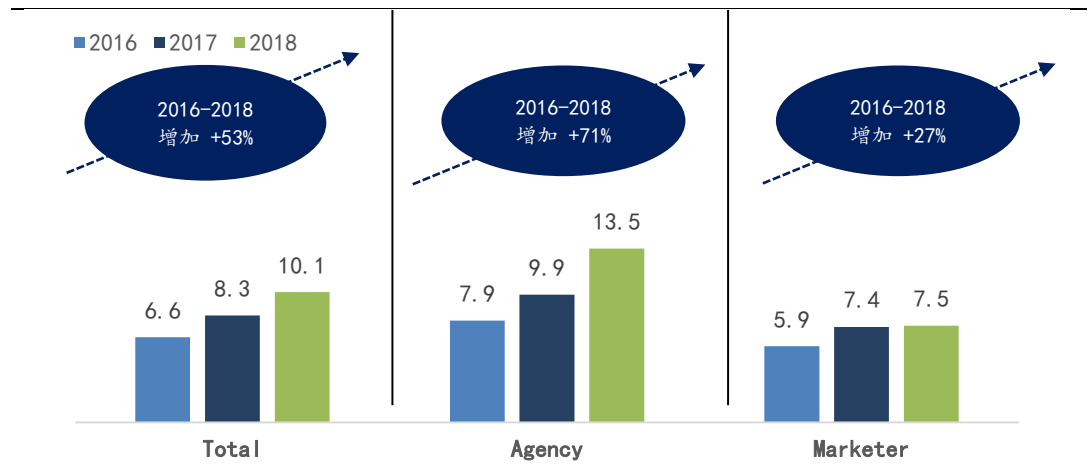
图 38、2018年移动营销投放渠道将以社交及视频为主



资料来源：AdMaster、太平洋证券

移动端投放渠道方面，广告主将以移动社交、移动视频作为主要投放渠道，而竖版视频有望成为未来短视频的主流形式。一方面是因为手机用户使用习惯是竖屏，另一方面是因为竖版视频更能突出核心人事物，从而加深观众印象。H5和抖音等短视频APP的成功也印证了这一点。

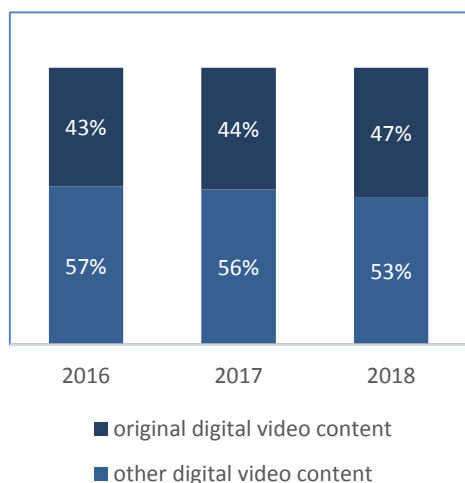
图 39、移动视频广告市场快速增长（单位：美元）



资料来源：IAB、太平洋证券

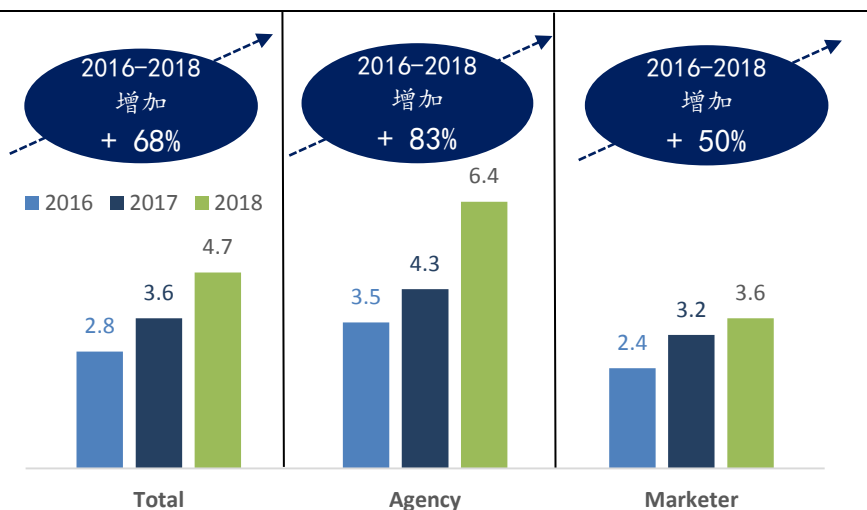
据eMarketer预测，2018年中国成年人花在移动设备上的时间将首次超过电视，而网络视频是移动设备使用时间增长的关键动力。据Advertiser Perceptions数据显示，目前17%的移动视频广告预算是用于直播内容，这使得广告可以通过任何渠道实时地接触消费者。视频是内容展示的主流方式之一，其中原生视频占比逐渐提升，越来越多视频广告预算开始流向原生视频。

图 40、原生视频内容占比将持续上升



资料来源：IAB、太平洋证券

图 41、广告主对原生视频广告的平均预算持续攀升（百万）

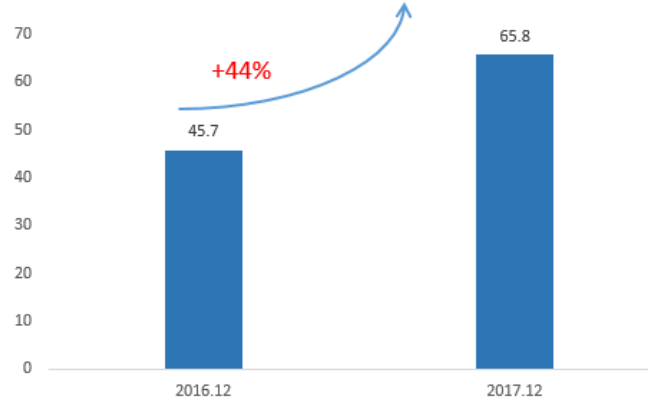
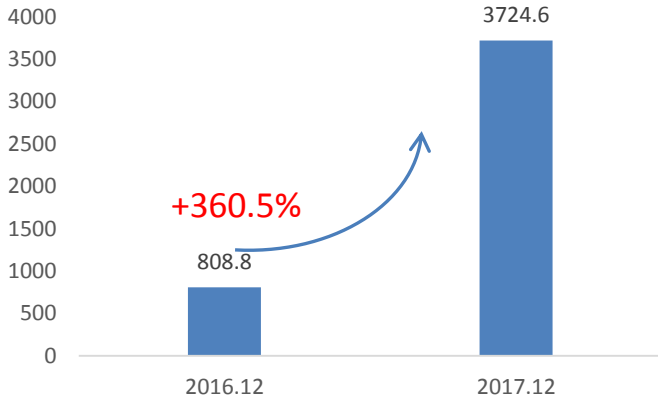


资料来源：IAB、太平洋证券

短视频短平快的特点迎合了人们碎片化阅读的生活方式，移动互联网的普及、流量资费的降低、大数据及人工智能技术的逐步成熟驱动短视频行业快速发展。自2015年以来，短视频逐渐成为互联网主力内容形式之一，2017年12月，短视频用户使用总时长同比增速360.5%，短视频用户规模从2016年的1.53亿激增到2.42亿。根据艾瑞咨询数据，2017年短视频市场规模达57.3亿，同比增长184%，预计行业将迎来高速增长期，到2020年短视频市场规模将超300亿。据今日头条发布的《短视频营销白皮书》，预计到2020年，短视频内容驱动广告规模将达600亿。

图 42、短视频行业用户总使用时长（单位：亿分钟）

图 43、短视频行业用户人均单日使用时长（单位：分钟）



资料来源：QuestMobile、太平洋证券

资料来源：QuestMobile、太平洋证券

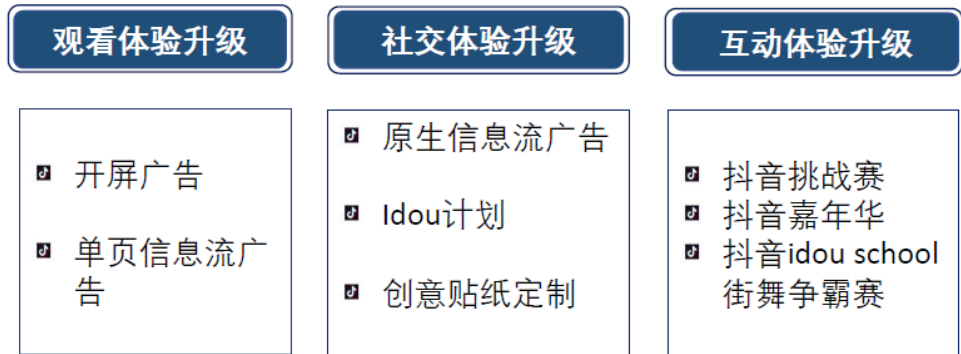
在短视频平台，广告基本以原生内容的方式出现，无论是信息流短视频广告，还是短视频自媒体的内容植入，通过算法实现精准推送，从而更加符合用户的观看预期，同时还能以更生动有趣的形式展现广告信息。此外，短视频的短时长保证了即使广告内容与观众预期不符，也不至于引起太大反感。因此，短视频有望成为内容营销最主流的形式，而广告仍然是短视频行业最主要的变现方式之一。

图 44、短视频营销主流玩法



资料来源：微播易、太平洋证券

图 45、抖音与品牌合作打造各类创意营销广告



资料来源：今日头条营销中心、太平洋证券
据Sensor Tower的数据显示，2018年1季度抖音App下载量达到4580万次，超越Facebook、YouTube和Instagram成为全球下载量最高iPhone应用。坐拥4亿用户的抖音已经吸引了众多品牌主，无论是直接的信息流广告，还是品牌推广活动类广告，基于其快速增长的用户群体、高日活、长停留等优势，抖音已经顺利开启了智能社交变现之路。

目前，抖音已经推出了多种广告形式：

- ✓ **开屏广告**：与BEATS等合作，购买方式为CPT和CPM，平均点击率达5.12%；
- ✓ **单页信息流广告**：与Airbnb、雪佛兰、哈尔滨啤酒等合作，使Airbnb的品牌认知度和参与度提升率均高达200%以上，超出旅游行业视频广告效果均值4倍，品牌喜好度提升高达89%（数据来源：尼尔森）；
- ✓ **原生信息流广告**：天猫38女王节推出三支视频，创造女生多种特质的展现模式，用于品牌挑战赛粉丝聚拢，总曝光量超507万，总点击2.7W+，有效播放397万+，有效播放率78%，播放完成80W+，总互动数23.6W+，点赞数13.6W；
- ✓ **创意贴纸定制**：引入AI技术，提供2D静态贴纸、2D动态贴纸、前景贴纸和背景贴纸4种个性化贴纸，配合必胜客#DOU出黑，才够WOW#抖音挑战赛定制贴纸，贴纸使用量6W+，贴纸相关视频播放量480W+。

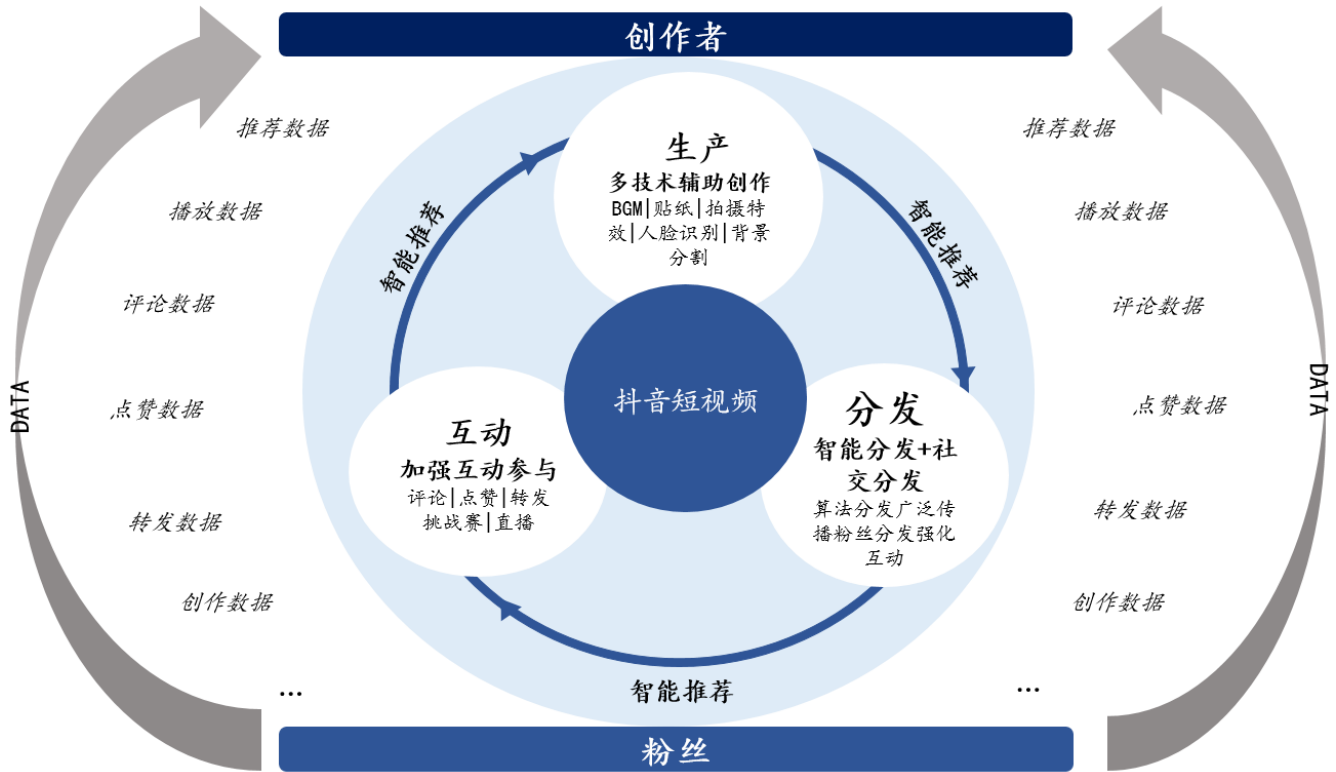
此外，抖音还与品牌深度合作，帮其打造挑战赛等，带动UGC内容产出，提升活动影响力，从而达到宣传品牌的目的。目前抖音已经以10亿美元全资收购海外版抖音-musical.ly，其在全球拥有2.4亿注册用户，平台每天产生超1500W部UGC内容。

图 46、抖音挑战赛使互动体验升级



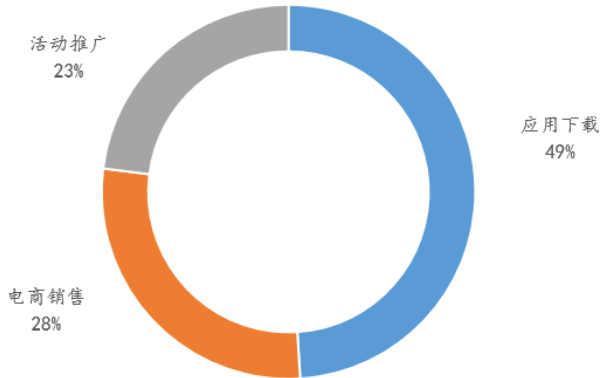
资料来源：今日头条营销中心、太平洋证券

图 47、抖音基于内容打造智能社交生态



资料来源：今日头条营销中心、太平洋证券

图 48、抖音广告类型占比



资料来源：App Growing、太平洋证券

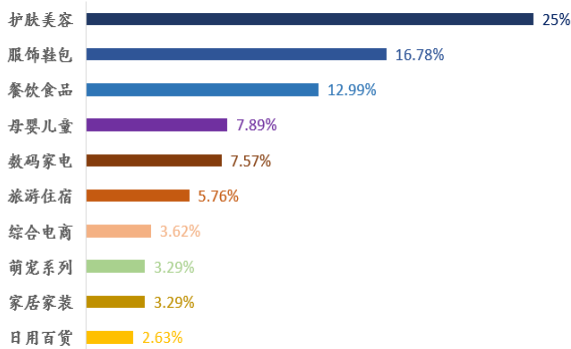
图 49、抖音渠道各行业广告投放数占比分布



资料来源：App Growing、太平洋证券

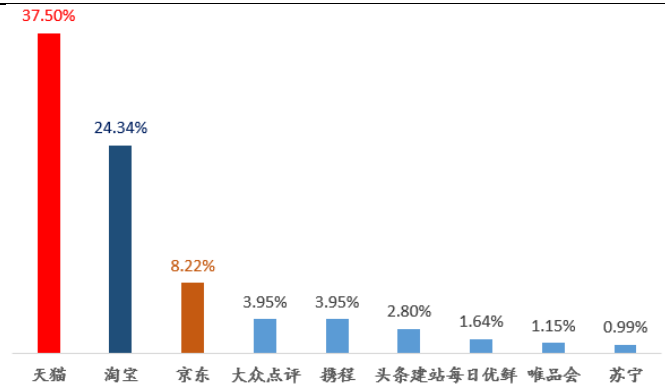
根据App Growing最新数据，抖音的信息流广告仍以横版视频为主，占比56%，除文化娱乐类，护肤美容类以竖版视频为主之外，其他行业的横竖版视频占比区别不明显；落地页推广类型方面，以应用下载为主，占比达49%；行业方面，游戏行业广告投放数最高，占比34.48%，其它行业占比均未超过10%，呈现较为分散的态势。

图 50、电商销售中以护肤美容行业占比最高



资料来源：App Growing、太平洋证券

图 51、电商销售的落地页来源分析



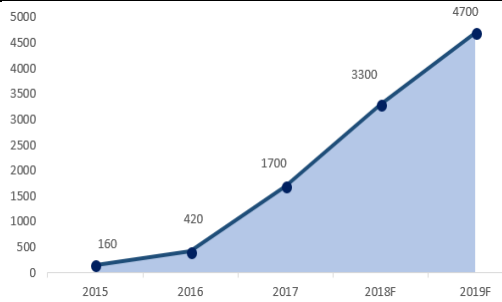
资料来源：App Growing、太平洋证券

根据落地页来源分析，电商广告中，超过60%的电商销售落地页来自阿里（天猫或淘宝），而基于头条建站落地页工具的电商销售广告仅占比2.80%，可以看出抖音对外部渠道电商兼容性很高。电商销售中，以美容护肤类为主，其次是服饰鞋包和餐饮食品。

另外，随着自媒体行业的发展，内容创作者数量迅速增长，MCN应运而生。MCN

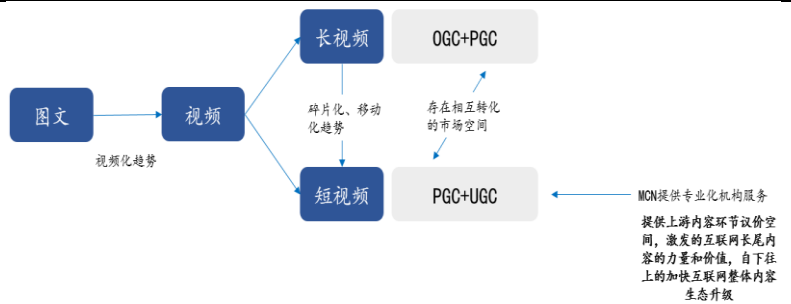
(multi-channel network) 是指联合各垂直领域的内容创作者，利用自身资源及专业能力为其提供包括内容管理及运营、粉丝管理、商业变现等服务的机构。目前，短视频MCN机构呈现快速增长态势，预计到2019年中国互联网短视频MCN机构数量将达4700家。

图 52、2017年中国互联网短视频MCN市场规模（家）



资料来源：易观国际、太平洋证券

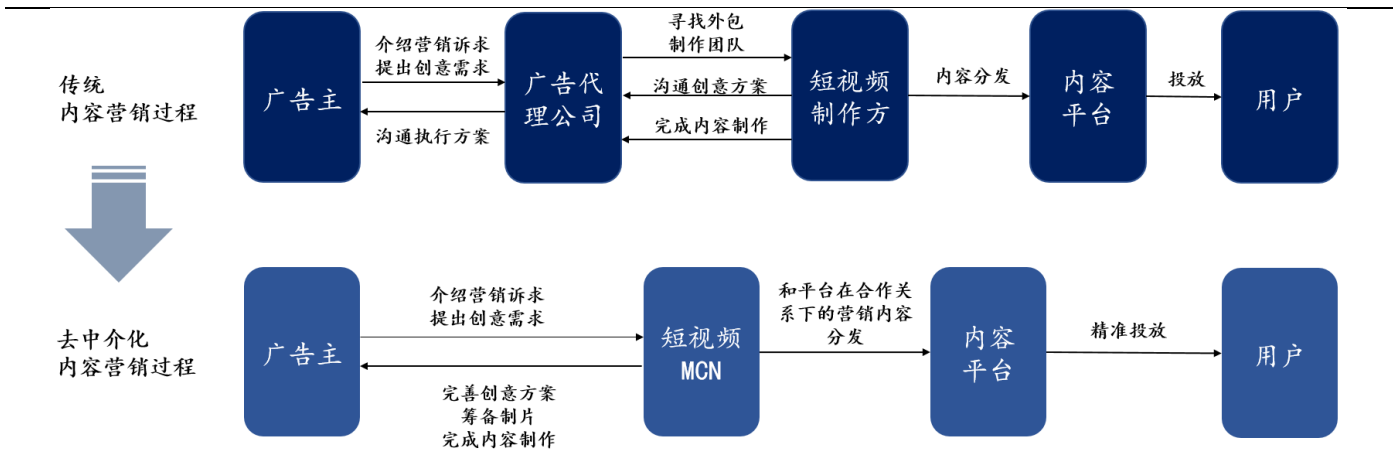
图 53、短视频MCN将推动互联网内容生态升级



资料来源：易观国际、太平洋证券

短视频MCN机构通过多层级内容管理，为内容创作者提供相应的市场资源及数字内容版权，实现更加专业的内容分发，从而推动互联网内容生态进一步升级。在内容监管趋严的今天，MCN将帮助内容创作者进行更专业的内容管理，有助于打破短视频变现的天花板，进一步打开内容营销的市场空间。目前，爱奇艺已经推出了短视频APP纳逗和短视频制作工具吃鲸，其中纳逗已经上线7个月，主要由专业机构生产内容并进行运营，从而获取广告收入。

图 54、短视频MCN有望加速内容营销市场的去中介化，从而进一步提升内容营销的市场空间



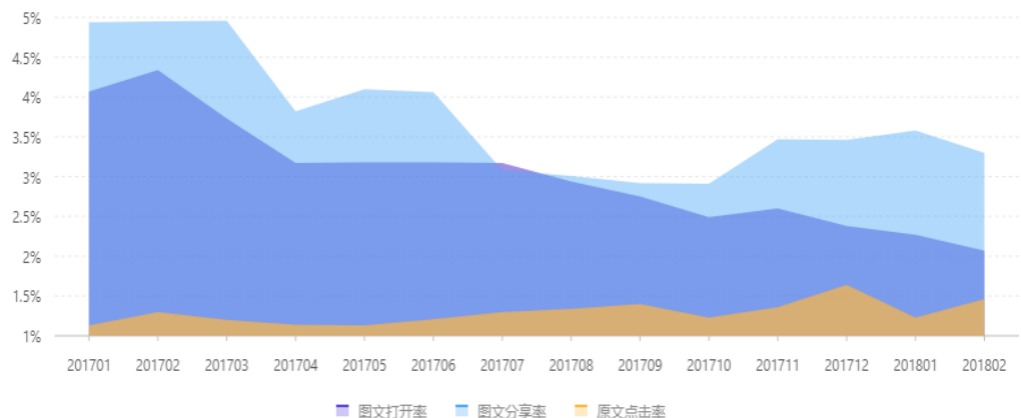
资料来源：易观国际、太平洋证券

竖版短视频开始受到关注。相较于横版视频，竖版视频更加符合手机用户的使用习惯，尤其在懒人经济的时代。由前东方卫视金牌制作人徐皓于2017年1月创办的竖视文化定位为B端商家制作移动端短视频并分发营销，在2017年5月便完成A+轮6000万融资。2017年6月便已累计服务2000余商家，刊例价为35万元。短视频单条全网播放量在160万-200万次左右，全网累计播放26亿次（数据来源：铅笔道）。

3、公众号内容流化，小程序广告如约而至

自2016年开始，公众号的打开次数和阅读量开始呈现下降态势，公众号的开放导致自媒体账号数量暴增更加剧了这一情况。到2018年2月，公众号人均阅读次数为1.12次，而2017年1季度，公众号人均阅读次数为1.18次。

图 55、微信公众号图文打开率和分享率呈现下降态势，原文点击率有所回暖



资料来源：侯斯特、太平洋证券

目前自媒体运营者已经开始寻找新的内容展现形式，微信作为巨大的流量入口仍然是首选，2017年1月上线的小程序开始进入大家视野。据2018年1月15日的微信公开课上的数据显示，如今的小程序日活跃用户数1.7亿、已上线小程序58万个，有一半用户分布于一二线城市，同时三四线及以下城市的使用也很广泛。**2018年将是小程序爆发之年**。根据新媒体管家调查显示，87.3%的新媒体、自媒体运营者已经习惯使用小程序，72.5%的新媒体、自媒体运营者已经拥有或开始打造自己或企业的小程序。

图 56、小程序可帮助自媒体解决公众号投放的痛点



资料来源：上线了、太平洋证券

目前，朋友圈广告、小程序广告、公众号广告包括底部、文中、视频贴片及互选等微信广告全流量场景均支持小程序落地页投放，广告主在创建广告过程中可按需配置推广小程序。也就是说，微信生态内所有广告落地页以后均支持选择小程序。

图 57、小程序广告的类型

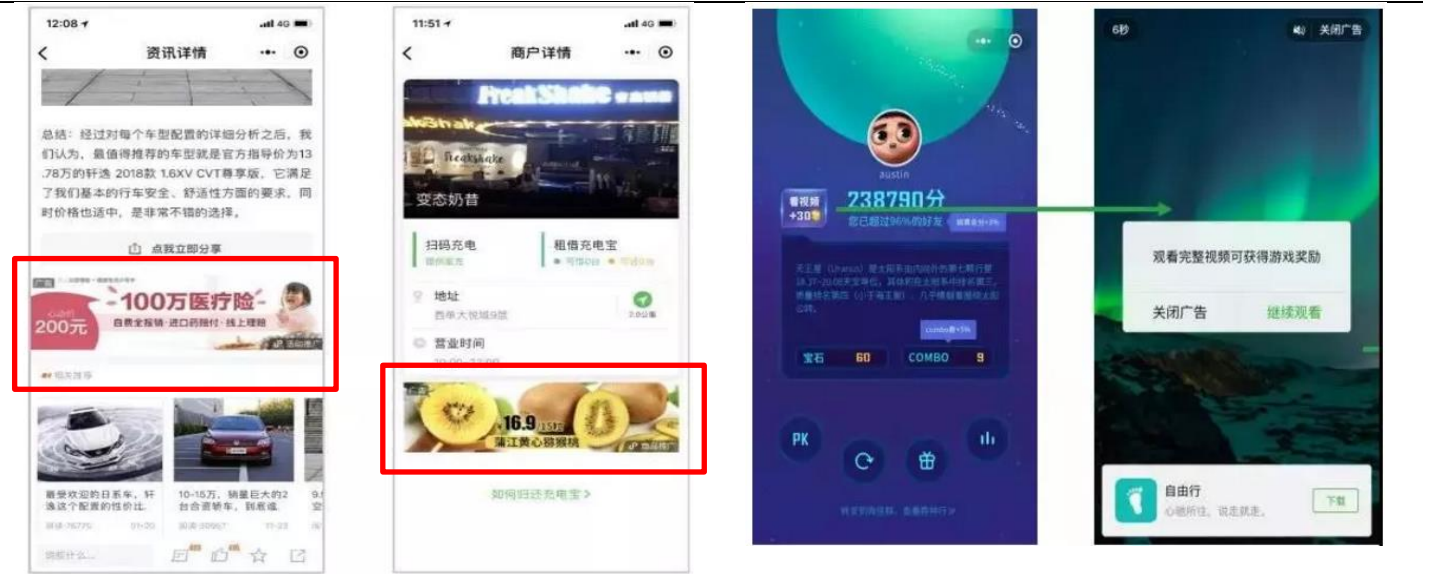
广告类别	简介	特点	广告主选项
底部视频广告 (新增)	以6~15秒视频，展示于公众号文章底部。原广点通的广告位置。	之前文末广告只有广点通（图片式）广告支持跳转小程序，现在不仅图片，视频广告也支持跳转小程序了。	广告主可选择推广我的公众号、我的应用和品牌活动，还有新增的推广小程序。
互选广告 (新增)	广告主和流量主通过微信广告平台双向互选、自由达成广告合作的一种投放模式，广告创意呈现在公众号文章内。	只能在公众号内投放，支持自助投放。给了流量主和广告主更多选择空间，可精准投放，链接小程序后，可以在品牌曝光之余，更快达到转化目的。	广告主（小程序企业）根据需求，选择与自己品牌搭配的流量主（公众号）进行投广告。流量主也可选择是否接受广告投放。
朋友圈广告	投放在朋友圈的广告，夹杂在众多朋友圈状态中。	精准触达、本地推广，适合品牌曝光和流量转化类企业	
文中广告	投放在公众号文中的广告	适合电商类小程序，用户可以通过跳转直达购买页面完成下单。	流量主选择文中广告时，可以选择与文章内容相近的广告植入，让用户阅读时不会产生割裂感。
公众号底部广告	是微信最早开放广告的位置之一，之前叫“腾讯广点通”广告	适合为公众号等内容类企业推广	
视频贴片式广告	展示在公众号文章底部的视频广告	视频动态且无声，不会对阅读者造成干扰。之前电商可选择的落地页只能使用京东外链，现在可用小程序来当落地页，适用于电商需求的场景	
小程序广告	在微信严格控制游戏“分享”的规则下，观看视频获得奖励的视频激励式广告成为小游戏的必备玩法。	适用于App推广、品牌展示、商品转化等场景	

资料来源：太平洋证券

7月9日，小程序（含小游戏类目）广告组件全量开放，开发者可在小程序后台自助申请开通流量主，开通后可在小程序中接入广告，按月获得广告收入。开通流量主后，小游戏开发者可以同时接入Banner广告及激励式视频广告，非小游戏类目的小程序开发者暂只支持接入Banner广告。

图 58、视频贴片式广告点击率能够达到常规图片的4倍

图 59、小程序激励式视频广告样式



资料来源：晓程序观察、太平洋证券

资料来源：晓程序观察、太平洋证券

小程序广告展现场景由开发者自定义，流量主可根据各自小程序的特点，灵活设置展现页面与位置。平台根据用户的每一次广告曝光及点击后，将与开发者按照一定比例分成，暂行规则如下：

- ✓ 单日广告收入流水10万元以内（含）的部分，开发者可获其中50%；
- ✓ 单日广告收入流水超过10万元的部分，开发者可获其中30%。

（二）垂直内容仍有蓝海，知识营销崛起

随着人均可支配收入的稳步增长，居民的消费理念和行为开始发生变化，目前消费者消费关注的因素，产品和服务质量居于首位，占比达70%，价格则居于次席，占比为64.4%。以用户为中心、技术为驱动的创新营销需求大增。宝洁在前不久成立了内部创意团队，可口可乐成立了一支55人团队的新闻编辑室来负责公司旗下多个子品牌的社交媒体营销事务。

图 60、营销已从“渠道为王”向“内容为王”转变

	传统营销	数字化营销	品牌内容营销
营销特征	✓ 渠道为王	◆ 渠道、内容开始丰富，二者开始交叉	□ 内容为王，且内容与渠道融合度越来越高
营销渠道	✓ 电视、广播、报纸、杂志等传统媒体中的广告时间、广告位	◆ 除传统渠道外，增加博客、BBS等新媒体渠道	□ 剧、综艺、电影、网生内容、微博、微信等
传播终端	✓ 电视、广播、报纸、杂志等传统媒体	◆ 传统终端、PC端	□ 传统渠道、PC、手机、Pad，移动端成为主流
传播特点	✓ 单向、线性、大众传播，受时间地域限制	◆ 多向、互动、分众传播，时间地域的限制有所降低	□ 网状、强互动、个性化、精准传播；一般不受时间地域限制
营销类别	✓ 以硬广为主	◆ 硬广+软广，但软广质量较低	□ 以软性的内容营销为主
核心用户	✓ 50、60、70后	◆ 70、80后	□ 以80、90后为主，且广告主、视频网站等各方对90、00后用户资源争夺极为激烈

资料来源：艺恩资讯、太平洋证券

据艺恩数据，2016年各品牌在内容营销上的广告费用投入达403亿，5年内有望赶超电视广告（2016年规模为1000亿）。随着内容行业集中度进一步提升，头部内容将获得大部分广告投放费用，但垂直内容KOL由于其在细分领域的专业度及影响力将更受重视品牌形象塑造的KA广告主的青睐。知乎提出知识营销概念、小红书在跨境电商杀出一条血路都印证了这一点。

图 61、美国对自媒体关注度在2011年达到顶峰，随后回落

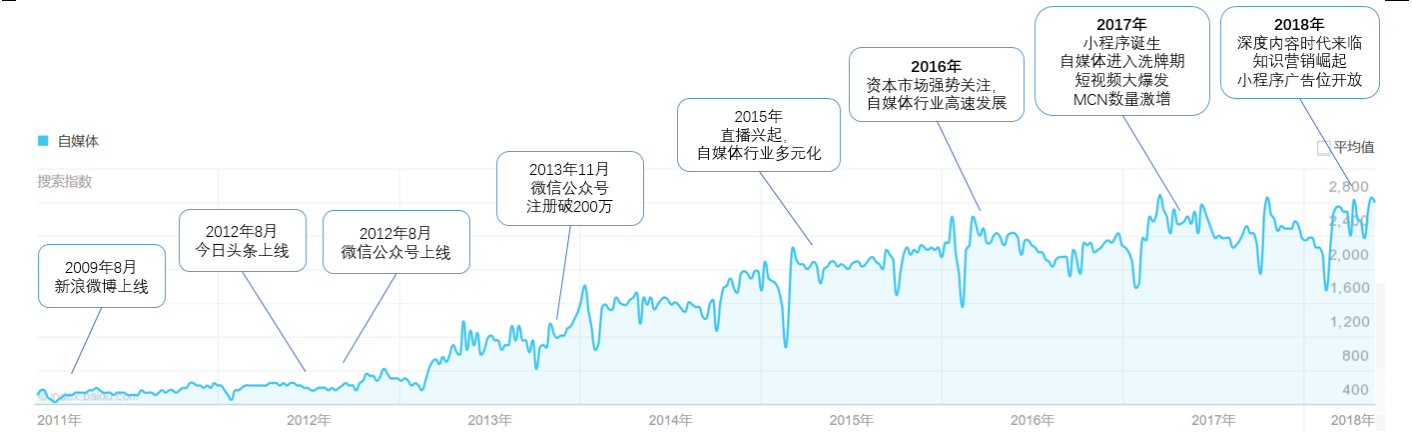


资料来源：谷歌趋势、太平洋证券

2011年美国对自媒体的关注和研究达到高峰，随后逐渐回落。虽然自媒体兴起于美国，但目前在美国主流报道中却甚少提及自媒体。中国对自媒体的关注则从2013年

才开始升温，目前正处于黄金爆发期。社交平台的普及助力自媒体崛起，表现形式已经从早期的文字向视频拓展，载体从PC向移动端转移，并且已经探索出包括口碑营销、知识营销等多种商业变现模式。

图 62、中国对自媒体关注度从2013年开始升温



资料来源：百度指数、太平洋证券

1、垂直内容 KOL 带货能力强劲，是口碑营销的核心

KOL (Key Opinion Leader, 意见领袖) 能够为消费者过滤筛选无用信息，为消费者提供更权威、更专业的购买决策参考。2014年以前，自媒体KOL呈现“平台化”分布，不同自媒体账号一般只在特定平台运营。而随着2016年直播的兴起，自媒体KOL开始向全平台发展，目前已经形成“同一内容全网发布”的趋势。这种趋势更加使广告只需关注流量主的选择，而非媒体渠道的选择，利于其投放决策的制定。

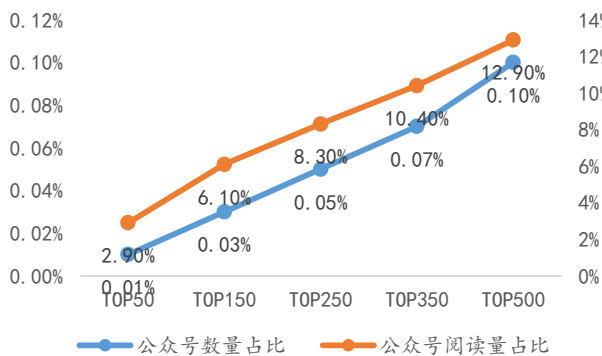
图 63、自媒体KOL开始向全平台化发展



资料来源：上线了、太平洋证券

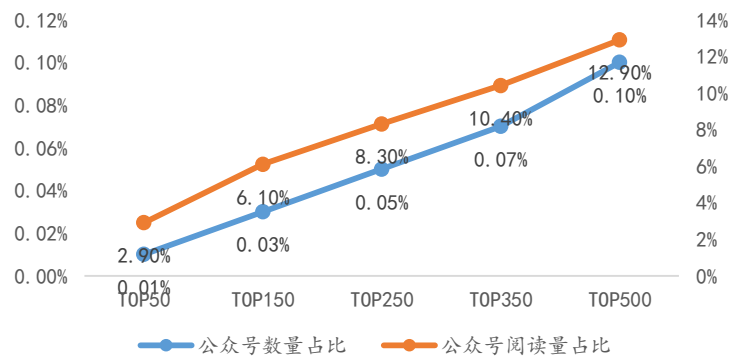
微信公众号阅读头部集中度显著。根据新榜统计，2017年微信公众号共产生42万篇10W+文章，其中近52%来源于500强账号。随着流量的聚集，头部内容的传播效果逐步集中，品牌效应愈加显著，直接导致内容创作者的收入贫富分化加剧。根据新榜自己的广告交易平台数据显示，2017年，94%的广告费用投给了报价在1万以上的公众号（这些公众号只占可交易账号的14%），40%的广告费用投给了报价超过10万的头部大号（仅占可售卖账号的1%）。

图 64、2017年微信公众号500强的阅读集中度在提升



资料来源：新榜大数据、太平洋证券

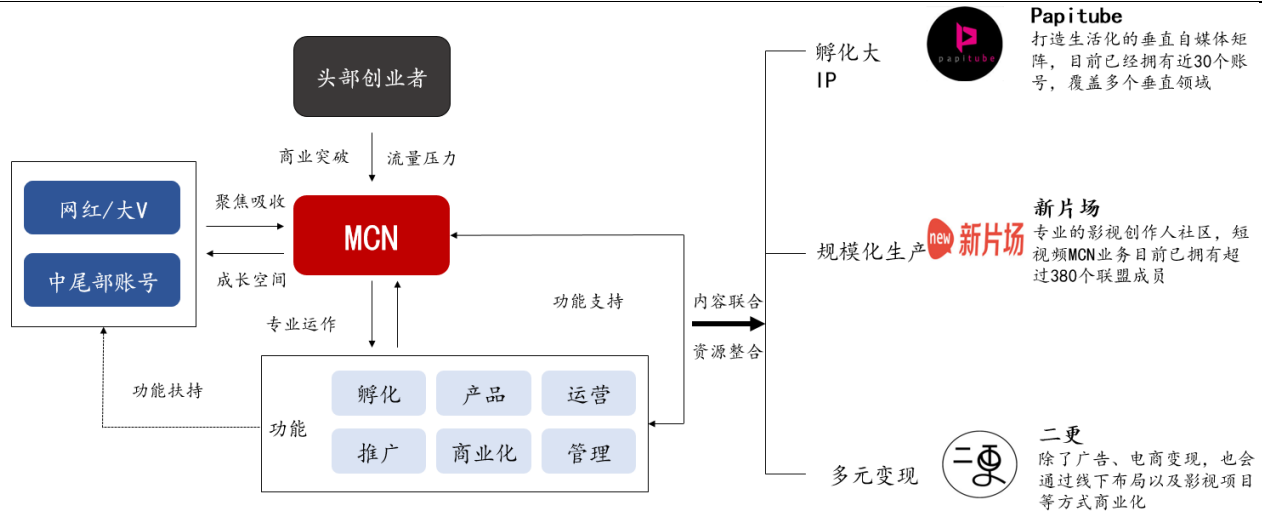
图 65、2017年广告投放向头部内容集中



资料来源：新榜大数据、太平洋证券

头部UGC开始沉淀内容、稳定生产，向PGC转化。多数头部UGC通过自己成立或加入MCN机构，形成系统的内容生产方法，从而保证内容输出的高水准和规模化。同时，MCN机构可通过聚集众多中长尾内容，使自身内容更加多元化。此外，MCN机构还可通过孵化新IP，打造自己的内容集群，从而延长自身生命周期。

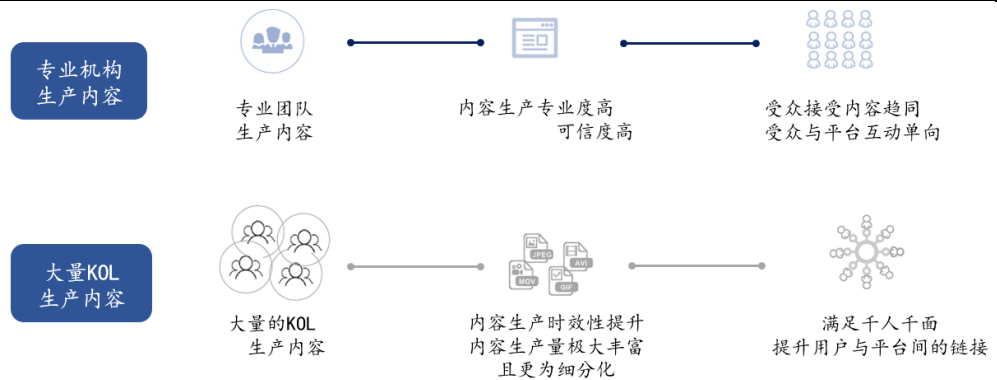
图 66、MCN机构帮助内容创作者整合资源从而规模化输出内容实现商业变现



资料来源：新榜、太平洋证券

除了MCN，平台在2017年持续投入大量补贴，争夺内容创作者。未来各大平台将重点扶持头部内容、垂直领域内容和独家内容，通过开放平台能力持续赋能创作者，与创作者共建内容创作生态。随着MCN和平台的入局，垂直型KOL有望聚集形成中腰部力量与头部内容分庭抗礼。

图 67、两种内容生产方式



资料来源：艾瑞咨询、太平洋证券

从近两年KOL的发展及广告主与KOL的合作来看，广告主更加倾向选择聚焦垂直细分领域的KOL而非泛娱乐型的KOL或流量明星。尤其KA广告主，其对品牌传播的要求更高，比起流量，他们更重视传播平台的形象，同时对创意和素材的要求也更高。垂直型KOL的崛起是广告投放精细化发展的必然结果，因为垂直细分所以部分领域仍有蓝海。

同时，由于垂直型KOL在内容创作上精耕，聚集的粉丝也是关注该细分领域的人群，借助人工智能及大数据分析技术实现广告的精准投放，从而可实现更高的转化率和回报率。

图 68、明星/泛娱乐型KOL与垂直型KOL对比

	明星/泛娱乐型KOL	垂直型KOL
粉丝数量	粉丝数量级高	粉丝量远远不如传统型KOL
内容创造	1) 品牌主或代理商制作，周期长，成本高 2) 硬广为主，具有霸屏下过，但容易被排斥	1) KOL个人拍摄，生产和优化效率高，成本低 2) 广告与内容高度结合，创意植入极具个性化
传播效果	曝光量高，传播范围广	受众精准，在垂直领域传播效果好，但是曝光率低
效果评估	转化率或不易测量	搭配电商，转化率较高且易于测量
代表	明星、网红等	专业人士等

资料来源：太平洋证券

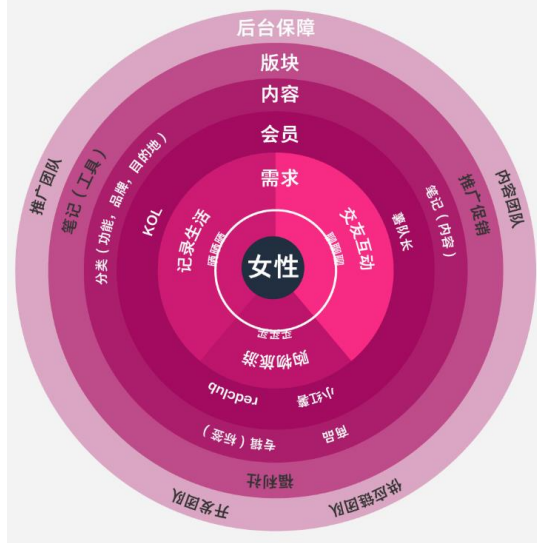
口碑营销一般依靠内容创作者，尤其是KOL（往往是垂直型KOL）发表对产品或服务看法来进行品牌的营销。口碑营销与传统营销的区别在于其宣传费用更低、可信度比硬广高，由此实现消费导向成交率高。

内容电商小红书最初只是单纯的购物体验笔记分享社区，以UGC为主，以内容驱动社交，2013年正式上线，赶上中国跨境消费的热潮，小红书凭借真实、优质的购物攻略吸引了大量用户注册，且用户以喜欢购买海外商品的女性为主。目前，小红书已经经历了以旅游购物攻略为主的初创期、融入“福利社”（电商）的调整期和社区跨境电商的成熟期。

小红书对内容的优化远高于其他平台：

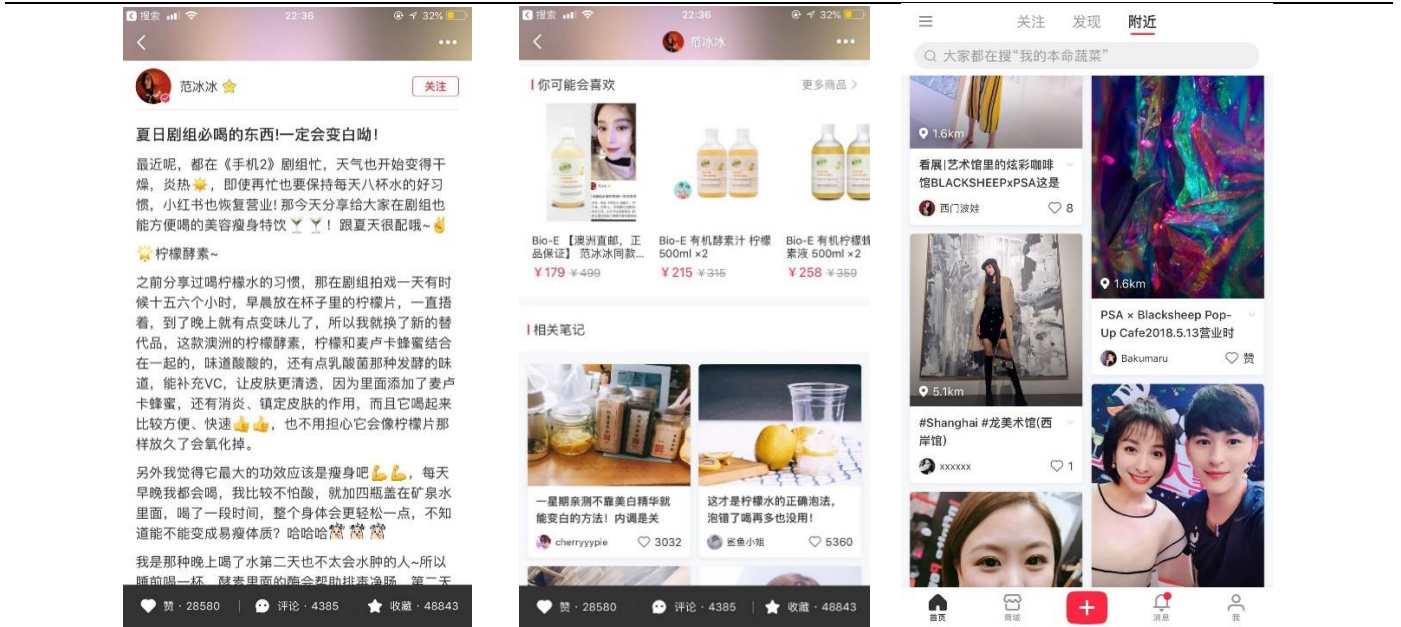
- ✓ **内容质量高**：大部分内容均来自使用者真实的使用感受，重在分享而非卖货，同时及时折叠负面内容，从而保证社区的良好环境；
- ✓ **内容形式丰富**：以文字笔记为主，包括用户体验和商品详情，开始发力视频笔记，进一步提高互动性和有趣性；
- ✓ **内容管理易于操作**：用户发表的笔记可以归类至细分专辑，由用户随意组合，搭建出个性化的购物单。

图 69、小红书构建起了分享世界好物并即时可买的完整社交电商闭环



资料来源：太平洋证券

图 70、小红书在深耕垂直化口碑营销的基础上，开始向生活方式入口平台发展



资料来源：太平洋证券

近日，B站针对UP主的电商变现服务也正式开始公测。目前的入口还藏得比较深，需要点进频道内的“时尚”频道，从最上端的banner位进入，并且还标注“广告”二字。从B站最新财报可以看到，公司已经开始加大广告变现力度，相较去年，公司广告收入占比由6.5%提升至8%。

2、知识营销：从广而告之到广而认之

面对急速增长各类信息，公众对高品质信息需求日益增长，信息降噪成为新趋势。根据企鹅智酷调研结果显示，77.7%的受访者表示在获取某些信息时感到无从下手，可见公众获取信息能力仍有较大增长空间，各类知识付费应用的崛起也印证了这一点。我国知识型产品用户规模持续扩大，到2017年12月，中国知识型产品月独立设备数量已达1.4亿台，较年初增长6087万台，增速超74%。

图 71、2017年中国知识型产品用户规模持续扩大(单位:亿台)

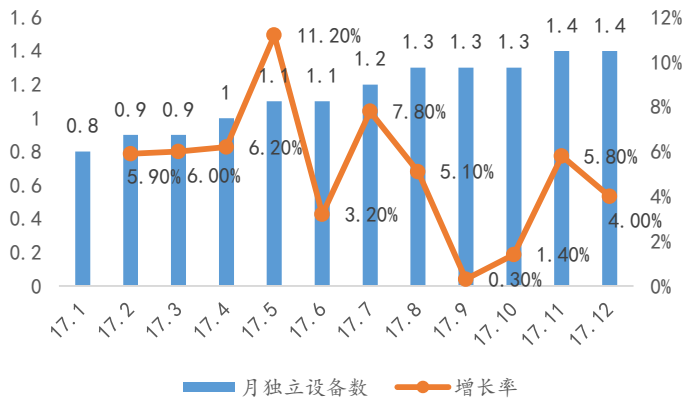
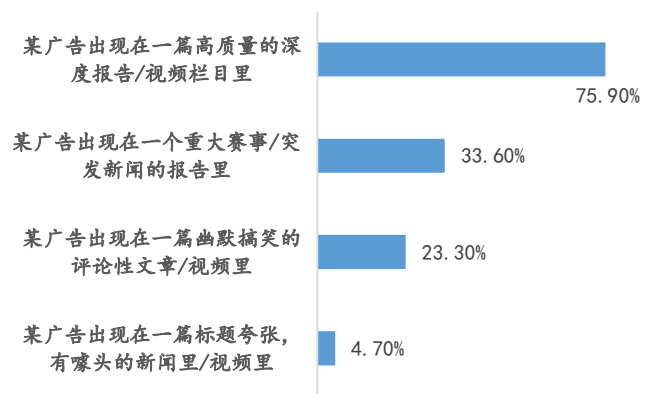


图 72、内容专业性直接影响广告效果



资料来源：艾瑞咨询、太平洋证券

资料来源：企鹅智酷、太平洋证券

目前，国内外均已出现了众多知识型产品。形式更加多样：从最初的图文、问答，到现在移动端的音视频和直播；内容更加丰富：从最初的大众化、百科性质内容，到现在精细化、有深度的专业知识及教育内容；商业模式更加成熟：从最初的知识付费，到现在知识营销。

图 73、国内外知识产品一览

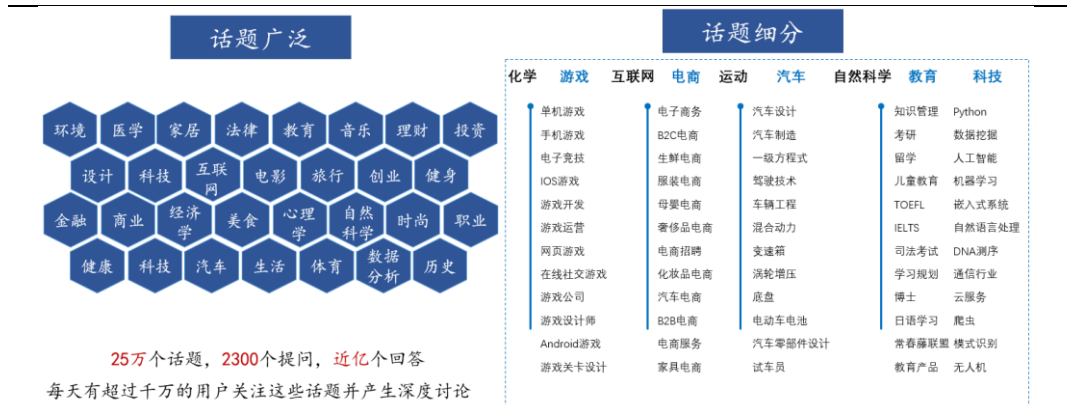
产品形态	典型产品	产能特色	商业模式
图文	维基百科、百度百科	基于UGC网络百科全书	公益为主
音频	得到、喜马拉雅、蜻蜓FM	结构化、体系化精品内容	广告、用户付费
视频	网易云课堂、慕课	专业团队生产为主 具有部分职业教育属性	用户付费
直播	千聊、荔枝微课	实时互动、低门槛	用户付费
问答	Quora、知乎、百度知道	以问答为核心的知识平台	广告、用户付费

资料来源：艾瑞咨询、太平洋证券

知乎成立于2011年1月，定位社交化问答社区，用户围绕某一话题进行相关的讨论，同时可以关注兴趣一致的人，最初采用邀请制注册方式，主要聚集互联网IT人士。直到2013年3月，知乎才向公众开放注册。知乎经历了从小众知识社区、再到中型社区、最后转型知识平台的历程，目前已经成为专业是知识分享平台，截止2018年3月，知乎注册用户已达1.4亿。2017年1月，知乎完成D轮1亿美元融资，目前估值已超10亿美元，步入独角兽行列。

2014年下旬，知乎PC端出现了展示广告；2015年3月，知乎和英特尔合作了知乎日报里的长文章原生广告“这里是广告”系列；2016年4月，知乎手机和PC端的问答信息流中均开始出现广告。到2016年10月，知乎已经拥有200多个广告客户，Kindle从2014年起花费500多万元在知乎做的十几次推广。2017年，知乎提出“知识营销”概念，使广告从广而告之变成广而认知。

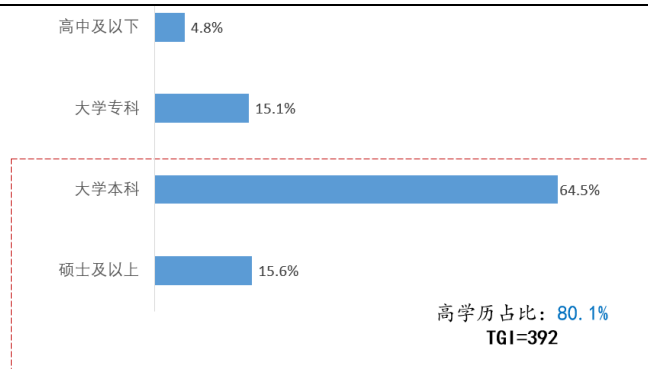
图 74、知乎知识营销内容优势分析



资料来源：艾瑞咨询、太平洋证券

一直以来高学历、高收入和高购买力的人群都是品牌主最重视的目标客户，知乎的用户本科学历及以上的用户占比达80%，其中近两成拥有海外留学背景。他们或是各自行业的意见领袖，或是对专业知识充满需求的知识型中产。他们追求品质生活，关注自我提升，兴趣多元且对新兴事物保持好奇心，是引领社会主流的人群。高质量的消费者伴随更理性的消费，这是知识营销的优势所在。

图 75、知乎用户学历分布

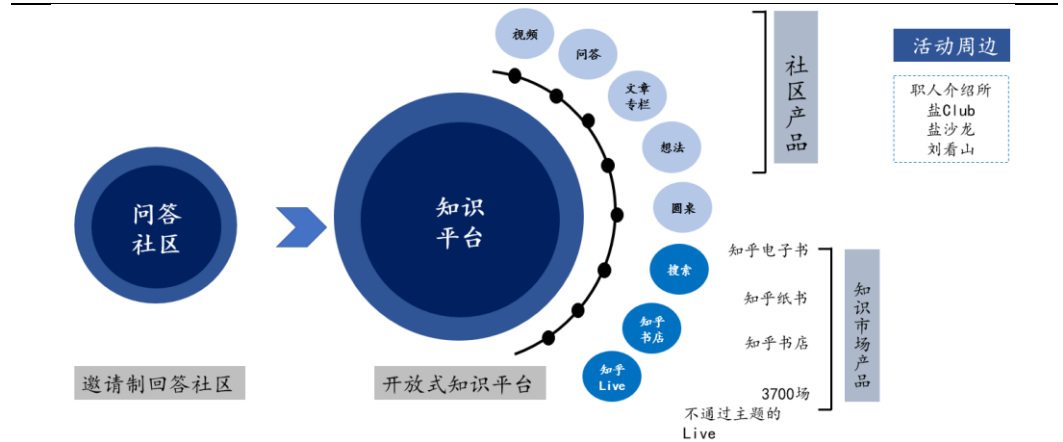


资料来源：艾瑞咨询、太平洋证券

知乎作为UGC专业内容原创平台，经过5年时间的沉淀，已经拥有广泛的话题和细分的行业类别，能够使大部分品牌在知乎找到其目标人群，从而实现品牌的精准营销。同时，知乎已经形成了较为完善的产品矩阵，能够提供多样化的广告产品来满足不同品牌主的需求：

- ✓ **覆盖曝光**：主要是硬广产品，比如：开屏广告、信息流广告、大图展示广告和焦点图广告等；
- ✓ **内容灌输**：将品牌通过知乎平台对目标客群进行持续的专业内容灌输，具体产品包括知乎电子书、知乎日报以及原生文章等；
- ✓ **深度互动**：从内容组织和内容质量上，从用户交互方式上都最「知乎」的品牌圆桌、品牌提问及Live 特别现场等，帮助品牌主与用户形成更具价值的深度交互。

图 76、知乎产品矩阵图



知识营销通过有效的知识传播方法和途径，将与品牌相关的知识、经验等有价值的信息通过专业知识、趣味科普、情感认知等多种形式传递给目标受众，使其逐渐建立起对企业品牌和产品的认知和信任，进而深度影响其消费决策。2017年，知乎开放机构号，并从邀请制变为注册制。企业或机构入驻知乎后，不再依赖于原生广告的形式开展营销或品牌传播，而是利用更深度、更专业的业内知识作为连接用户的载体。机构号除了发布提问、回答、文章和专栏以外，还能在知乎办实时互动分享课“Live 特别现场”、主办在线沙龙“知乎圆桌”、出版电子书。

四、消费升级将为细分市场带来新机遇

数字户外将进一步蚕食传统户外的市场份额，消费升级带动广告渠道下沉为户外媒体市场打开新的增量空间，相关公司有望持续受益。更加精准化的广告投放及新技术的运用逐步改善户外媒体带来的光污染等环境问题并进一步提升广告投放效果。

OTT正成为家庭娱乐经济的主要入口，其下游OTT广告市场规模呈现快速增长态势。2017年中国OTT广告市场规模为26亿，年均复合增速达261%，到2018年市场规模将达到60亿。

（一）户外媒体加速数字化转型，渠道下沉带来新增量

1、数字户外将继续蚕食传统户外份额，户外媒体加速数字化转型

户外媒体是传统媒体中唯一保持正增长的细分领域，也在加快数字化转型。由于优化市容等原因，传统户外广告受到大力整改。2017年1月上海公布“户外广告设施设置阵地规划”，外滩历史风貌区，人民广场部分区域，黄浦江、苏州河部分沿岸区域等禁设户外广告；2017年4月北京，除了商业地块外，非商业建成区将不再新增户外广告点位；2018年1月青岛，建筑物屋顶不得设置大型户外广告等。

图 77、2016-2017年传统户外广告各城市的面积变化

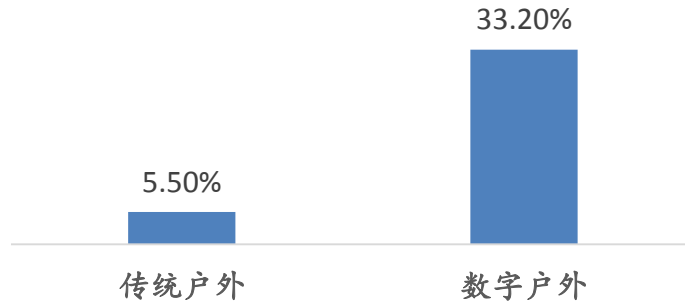


资料来源：CTR、太平洋证券

根据CTR数据，2017年整体传统户外广告面积继续大幅下降，相比2016年减少了15.3%，跌幅扩大。除东北的沈阳、哈尔滨、大连，南方的福州以及西南的重庆市面积增加外，其余城市面积继续减少。由于传统户外广告的资源减少，未来传统户外媒体

的资源价值也会面临重估。2018年4月，传统户外广告受拆牌影响，广告花费下降22%。

图 78、2017年互联网公司在数字户外媒体的花费大幅增长



资料来源：CTR、太平洋证券

相较于传统户外广告市场规模的下滑，数字户外却呈现持续较快增长，数字户外已经成为拉动户外媒体增长的主要动力，持续蚕食传统户外份额。据ReportsnReports报告，户外数字媒体(DOOH)市场预计在2017至2023年间将保持10.7%的复合年增长率，到2023年将达262.1亿美元。DOOH盈利能力更强，目前DOOH仅占全球户外(OOH)库存量的5%，但营收方面已占OOH收入总额的14%，到2021年DOOH全球份额预计将增长至24%。从地区上来看，在英国和澳大利亚等一些市场，2017年DOOH已占OOH市场营收的30%，亚太区DOOH利润占全球的55.78%。目前，伦敦地铁里老的数字户外系统将会升级、扩展，纽约地铁也将大规模部署数字屏幕。

图 79、户外LED广告与传统户外大牌对比

	户外LED	传统户外大牌
广告形式	超大屏幕	平面静态媒体
到达率	CBD地标人流量大，全面覆盖三高人群，属于新颖稀缺媒体	覆盖率高但受众关注度低，媒体有效到达率较LED媒体低
传播效用	可播放电视和广告，可随销售终端即时互动，可传达广告主实力和品牌价值	功能单一传递信息简单，无法介绍具体产品
情感效用	视觉震撼力强，记忆深刻，品牌信任感高，购买驱动力强	单一画面视觉表现力较差，记忆不深刻，信任度较差
内容更新	电脑控制，更新灵活	15天以上
播放时间	全天候，夜晚更醒目	只在白天可视
品牌诉求转化率	高	低

资料来源：智研咨询、太平洋证券

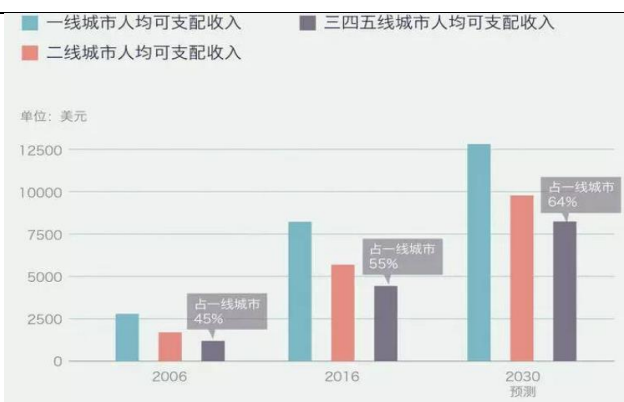
数字户外比传统户外更具吸引力，表现形式更加灵活多样，有助于进一步提升品牌认知度。广告主通过直播式户外广告可以进一步提高转化率。目前，KFC等品牌主已经通过将Snapcodes整合到OOH广告中来推动广告的接触量和参与度。根据Kinetic的研究单位Al Fresco实验室对1000名英国居民进行的一次关于数字屏幕看法的全国性调查，74%的受访者表示他们发现数字海报“引人注目”；2/3以上的人认为“有吸引力”；72%的人认为使用数字户外的品牌是“前瞻性的”；同时有52%的调查对象认为他们是“高价”。

户外媒体数字化将使广告效果更容易被监测和评估，提高目标受众精确度，通过向设备中置入Wi-Fi、iBeacon、NFC等功能接入，实现云到屏、屏到端的精准互动。

2、消费升级、广告渠道下沉将带来户外媒体新增量

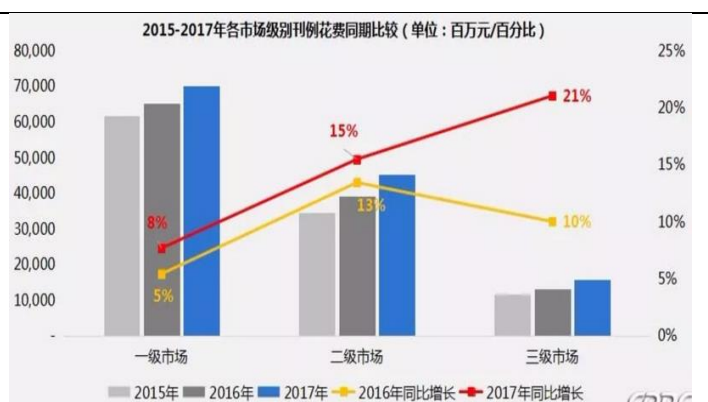
我国城镇化程度持续提高，人口逐渐由一线城市向三四线回流，带动低线城市消费水平的提升，促使广告主向三四线城市增加广告投入。据摩根士丹利预测，我国三四五线城市的人均可支配收入与一二线城市的差距将逐渐缩小。据《经济学家》杂志预测，到2020年中国66%的中等收入消费者将来自数量众多的低线城市。

图 80、小城市和大城市的收入差距将不断缩小



资料来源：摩根士丹利、国家统计局、太平洋证券

图 81、2015年-2017年各级市场户外广告刊例花费比较



资料来源：CODC、太平洋证券

同时，我国人口结构不断变化，目前千禧一代和Z世代已占总人口的52.7%，他们更加追求个性化消费和提前消费，而80后中产阶级的崛起带动了品质消费，消费升级已经是大势所趋。此外，一二线城市户外媒体资源的逐渐饱和也促使广告商向三四线城市拓展广告渠道。

图 82、健身房广告位形式多样，将成车企必投媒体之一



资料来源：智研咨询、太平洋证券

居民对个人身体健康重视程度的提高也带动了健身房市场的火爆，到2020年我国健身人数将达4.35亿。健身人群消费积极且有能力消费，是活跃于各圈层的中坚力量和意见领袖，具有较高的营销价值。目前，90%以上的知名车企都在健身房投过广告，健身房媒体已成为汽车必投媒体，也将会是汽车后市场的必投媒体。

(二) 智能终端广告将成为家庭娱乐经济新入口

OTT硬件设备保有量持续增长，下游广告市场快速发展。2009年电视厂商推出互联网电视，尝试自办内容平台提供服务，部分视频网站也开始为电视厂商提供内容在OTT终端上播放。

图 83、OTT产业链格局逐渐完善，下游广告市场快速发展



资料来源：易观国际、太平洋证券

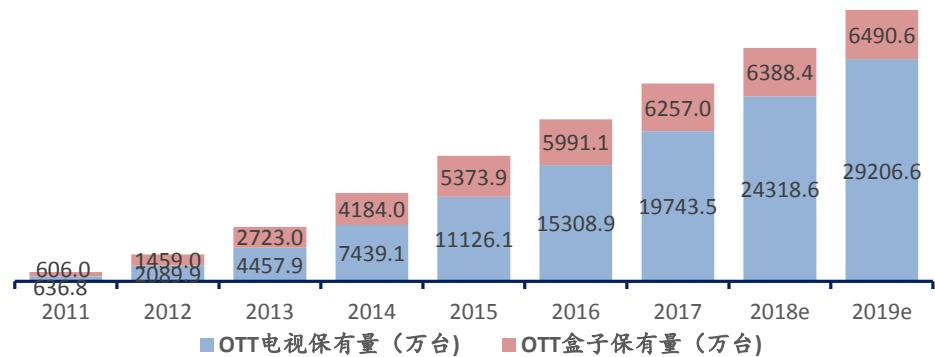
目前，OTT产业格局逐步呈现，OTT终端数量及激活量快速增长带来了OTT下游广告

市场快速发展，内容付费和应用变现被市场认可。

2018年8月10日，工信部和发改委印发《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020年）》，在主要目标中提出，到2020年98%行政村实现光纤通达和4G网络覆盖，加快补齐发展短板，释放网络提速降费红利。在新型信息产品供给体系提质行动中提出“提升手机、计算机、彩色电视机、音响等各类终端产品的中高端供给体系质量，推进智能可穿戴设备、虚拟/增强现实、超高清终端设备、消费类无人机等产品的研发及产业化，加快超高清视频在社会各行业应用普及。”

OTT (Over the Top) 指互联网公司越过运营商，发展基于开放互联网的各种视频及数据服务业务。作为继影院和移动视频之后的第三大视频入口，OTT终端正在逐步崛起。截止至2017年12月底，OTT终端激活量已达1.68亿台，OTT用户规模持续增长且渗透率大幅提高，目前在一线城市的渗透率超35%、二三线城市渗透率超25%。据奥维云网数据，网络视频覆盖用户6.7亿人，OTT覆盖用户达3.3亿，其中1亿为独占用户。

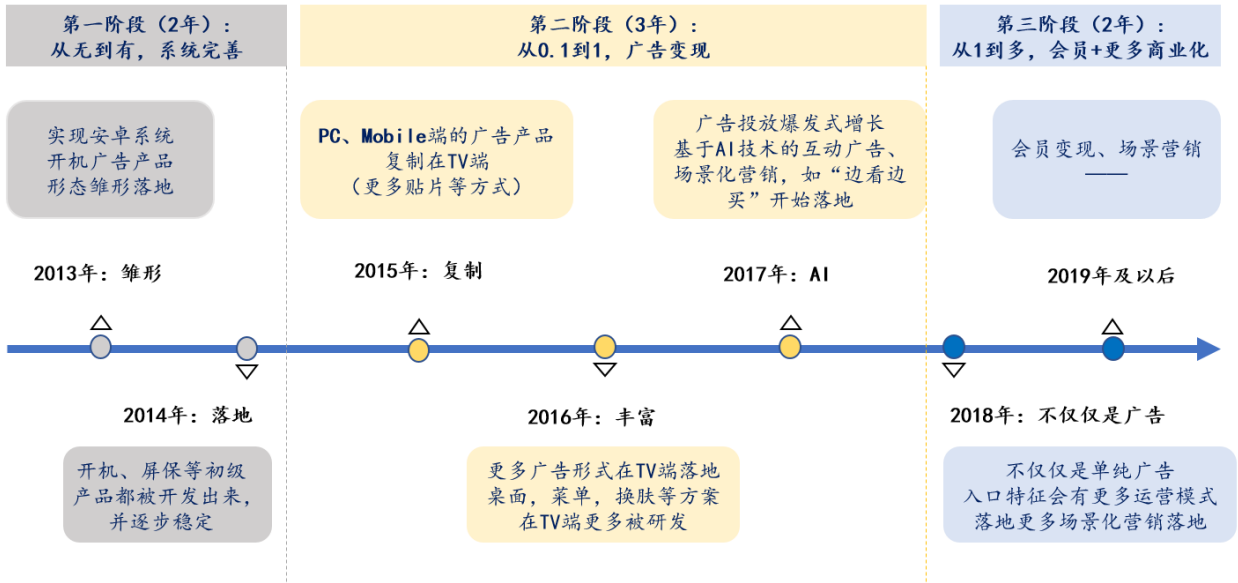
图 84、2013-2020年中国OTT终端保有量



资料来源：悠易互通、太平洋证券

我国OTT广告起步于2015年，OTT广告属于互联网广告的一种，而非电视广告，主要采用大数据、人工智能等技术实现精准营销。但OTT广告与互联网营销又有所不同，互联网广告一般通过ID来对用户进行一对一的画像，从而实现精准投放；而OTT广告则是一个终端，往往是一对多，精准效果会有所下降。

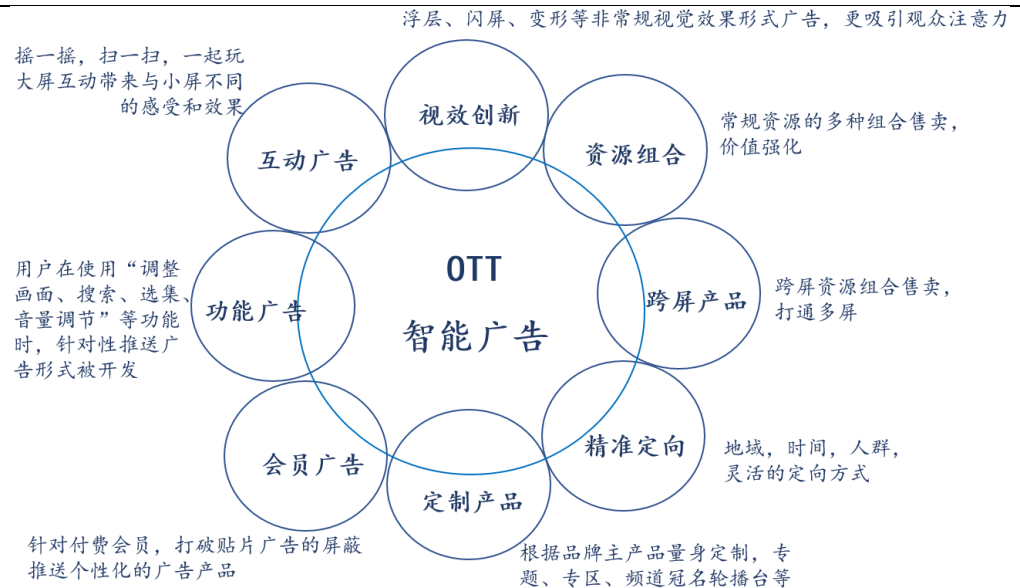
图 85、OTT商业化：5年完成互联网广告的复制与创新，未来3年将进入付费会员+场景营销变现



资料来源：奥维云网、太平洋证券

近两年，随着网络视频流量由PC端和PAD端向小屏端和OTT终端转移，PC端视频广告曝光量在数字广告中的份额持续下降，而移动端和OTT广告曝光量正不断上升（数据来源：秒针系统）。未来，作为家庭娱乐入口的OTT将获取更多的用户注意力，OTT广告份额有望持续提升（2017年市场份额仅10%，上升空间仍然很大）。

图 86、OTT广告形式已经从单一展示向智能化、多形式的程序化投放模式转变

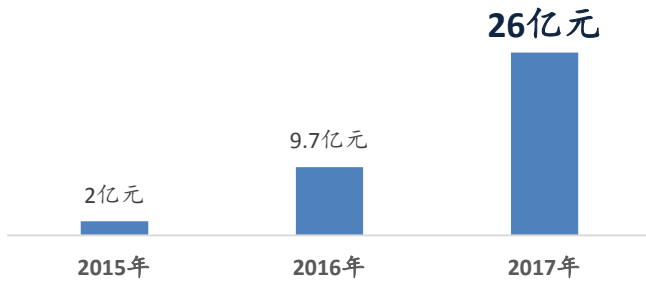


资料来源：秒针、太平洋证券

2017年中国OTT广告市场规模为26亿，近2年CAGR达261%，到2018年市场规模有望达到60亿。到2020年，OTT终端保有量将突破4亿台，OTT生态规模将达到6300亿元人民币（数据来源：奥维云网）。

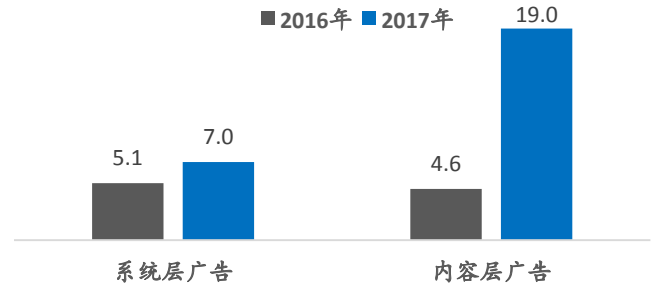
OTT广告可分为开机广告和贴片广告两大类，随着市场的快速扩张，市场又出现了包括霸屏广告、应用入口广告、全局弹窗广告等多种广告形式，未来随着OTT终端逐渐引入VR\AR等新兴科技，广告形式将更加多样化。

图 87、中国OTT广告市场规模快速增长



资料来源：秒针系统、太平洋证券

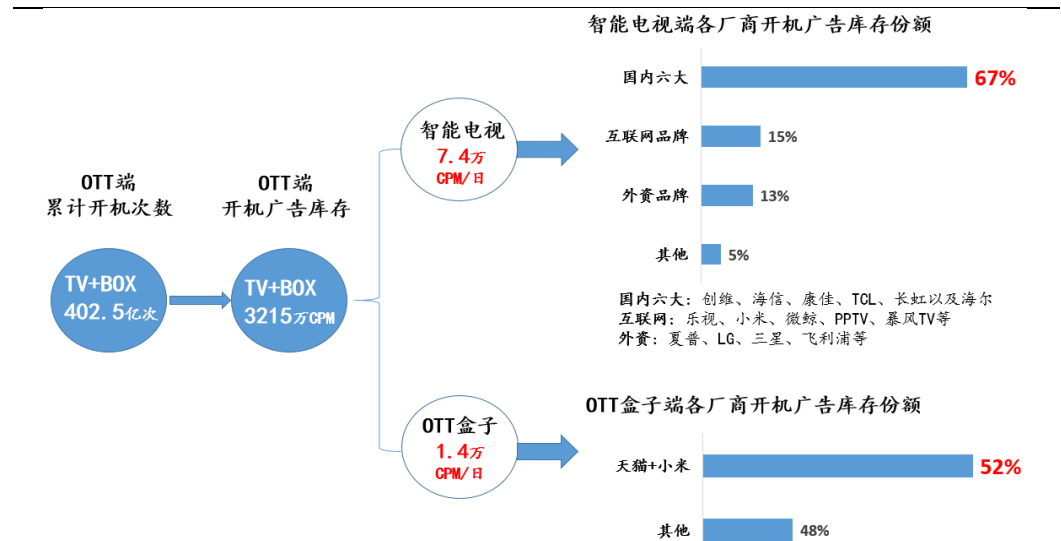
图 88、系统层VS内容层OTT广告市场规模 (单位：亿元)



资料来源：秒针系统、太平洋证券

系统层OTT广告主要指OTT开机广告，由厂商运营。国内五大品牌厂商（创维、海信、康佳、TCL、长虹）占据三分之二市场份额，未来随着系统层广告资源开发完毕，厂商将逐渐介入贴片广告市场。

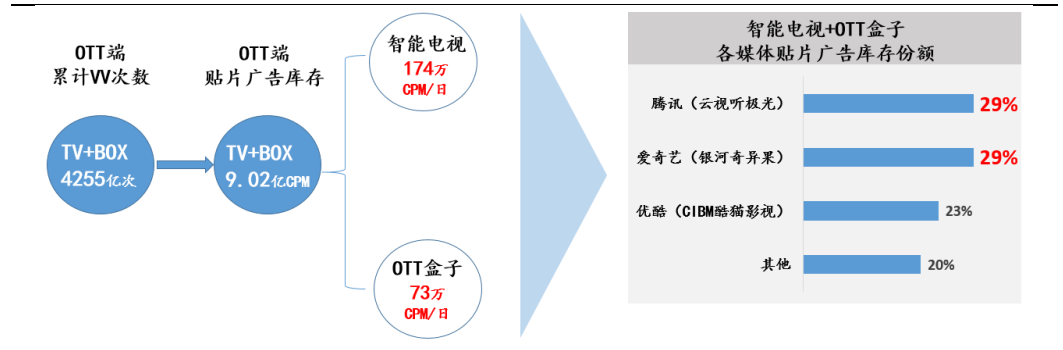
图 89、2017年OTT开机广告库存总量及构成



资料来源：奥维云网、太平洋证券

内容层OTT广告主要指视频前贴片广告，也包括角标、冠名、大剧营销等形式，2017年BAT（爱奇艺、优酷、腾讯）占据89%市场份额，随着优质内容持续集中，广告预算将进一步流向头部视频平台。

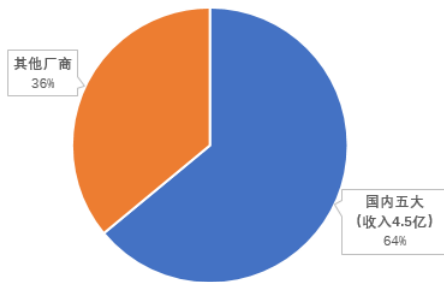
图 90、2017年OTT贴片广告库存总量及构成



资料来源：奥维云网、太平洋证券

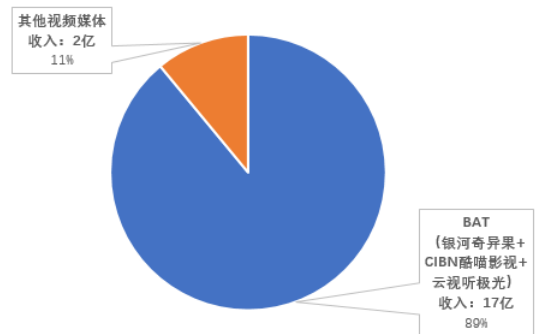
图 91、国产五大品牌占得近2/3系统层广告，BAT三家占得近九成内容层广告

2017年智能电视厂商OTT开机广告收入份额
(广告主实际购买值)



国内五大收入占比 **64%**

2017年视频媒体OTT贴片广告收入份额
(广告主实际购买值)

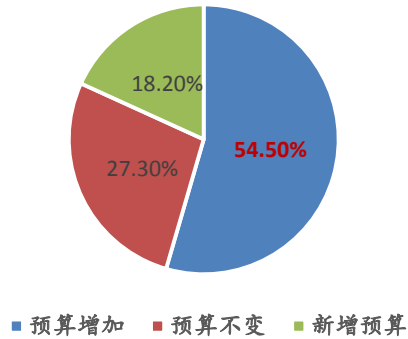


BAT 收入占比 **89%**

资料来源：秒针系统、太平洋证券

根据CTR研究，2018年广告主的营销预算分配中，OTT占总预算的2.8%，较2017年增加了近一个百分点，2018年OTT广告总体收入有望突破60亿。汽车行业作为最大的广告投放行业之一正加大对移动端和OTT端的汽车广告投放力度。根据勾正数据，2017年汽车广告在OTT端的投放规模同比增长118%，占比提升至1.9%。

图 92、更多的广告主愿意增加OTT广告预算



资料来源：秒针系统、太平洋证券

目前，广告主对数字广告透明度的关注快速提升，76%的广告主同意“如果具有科学的广告监测和效果评估方法，我会更愿意投放”，一套可信的效果评估体系对OTT广告行业的健康快速增长至关重要。2018年5月，群邑中国、CSM媒介研究、海信、长虹、TCL、康佳、创维酷开、小米、乐视、欢网科技、爱奇艺、腾讯TV、优酷、芒果TV等15家企业共同签署了《保障OTT投放和数据真实，共建行业健康生态》倡议书。

五、相关上市公司

目前，广告营销公司纷纷向数字化转型，包括初具数字营销集团化的科达股份、数字营销次新股华扬联众、小米产业链+营销SaaS标的麦达数字、生活圈媒体龙头分众传媒、营销科技集团蓝色光标、大数据营销企业浙江富润及人工智能+大数据公司梅泰诺等。

图 93、数字营销A股标的财务数据一览

	2016年 营收 (亿元)	2017年 营收 (亿元)	YOY	2016年 净利润 (万元)	2017年 净利润 (万元)	YOY	2017年 毛利率	市值 (亿元)
分众传媒	102	120	18%	36	49	34%	73%	1,601
梅泰诺	10	28	180%	0.81	4.85	500%	29%	139
蓝色光标	123	152	24%	3.5	1.7	-51%	18%	117
科达股份	70	95	35%	3.9	4.3	9%	12%	80
华扬联众	66	82	24%	1.0	1.3	25%	11%	58
麦达数字	8	9	17%	0.17	0.52	212%	24%	54
浙江富润	9	19	119%	-0.27	0.92	437%	21%	36

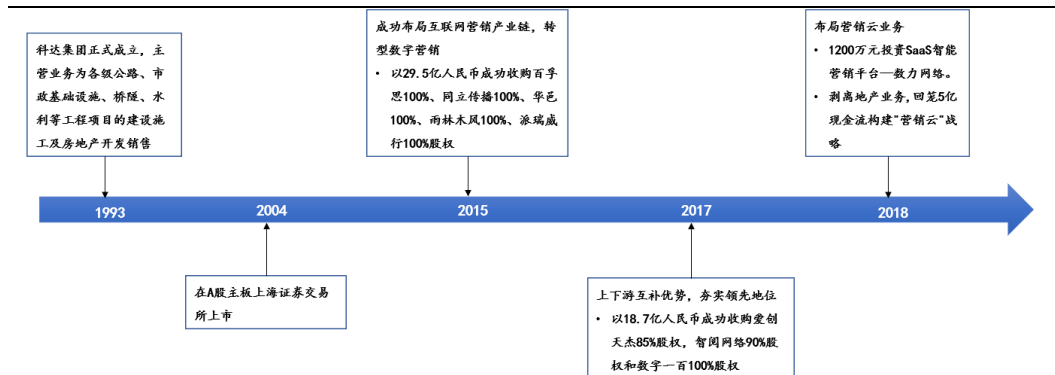
资料来源：wind、太平洋证券

(一) 科达股份：构建营销云生态圈，打造区块链媒体入口

1、剥离地产业务，全面转型数字营销集团

科达股份成立于1993年，于2004年上市，原以基础设施施工和房地产开发为主业，2015年通过以29.4亿元收购百孚思、上海同立、华邑、雨林木风和派瑞威行5家公司，切入互联网营销行业。2017年，公司收购智阅网络、爱创天杰、数字一百3家公司，进一步完善数字营销全产业链布局。同时，公司逐步剥离旗下房地产业务，全面转型数字营销集团。

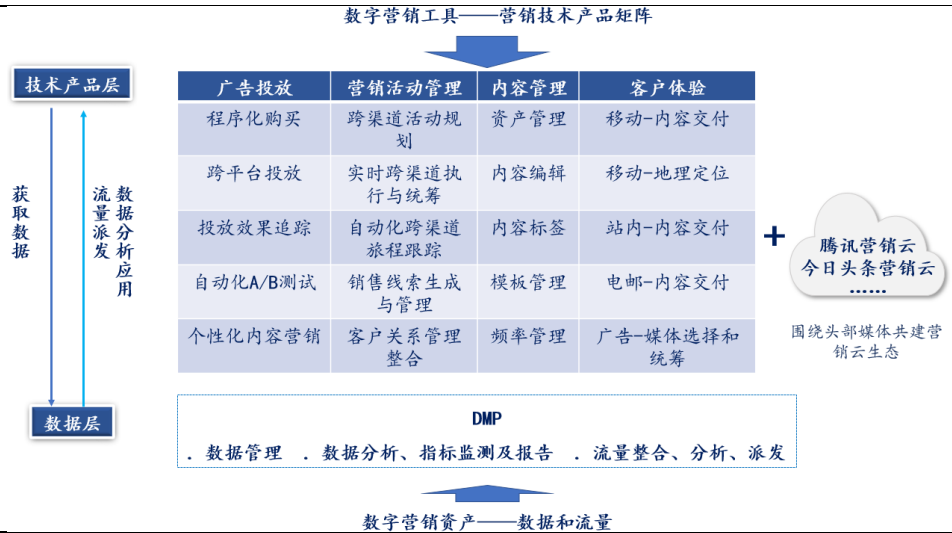
图 94、科达股份发展历程



资料来源：太平洋证券

公司已经形成包括主流营销应用、广告管理与检测及数据调研三大板块的数字营销产品矩阵，开创了产品化和平台化的营销云产品，合作媒体基本涵盖国内所有头部媒体。2017年，公司设立营销云事业部，全力推进营销云生态建设。

图 95、科达股份营销云结构规划



资料来源：公司公告、太平洋证券

目前，公司已搭建起包括媒体投放工具ADX、内容营销MCN、用户管理工具SCRM 及基于云计算的新媒体传播与分析管理运营工具WeBox等在内的多种营销云产品，同时整合内部已有如AdScan等广告监测工具，线上调研、消费者调研社区、App渠道检查等调研工具，通过投资整合页面管理工具 ClickPlus，形成多元化的营销云技术产品矩阵。

图 96、科达股份现有产品矩阵

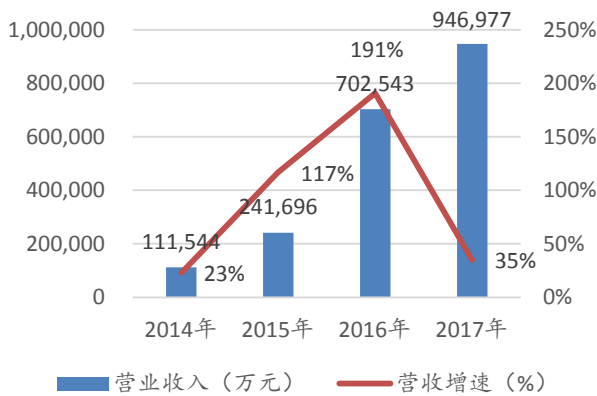


资料来源：公司公告、太平洋证券

2、数字营销业绩亮眼，步入后整合时期

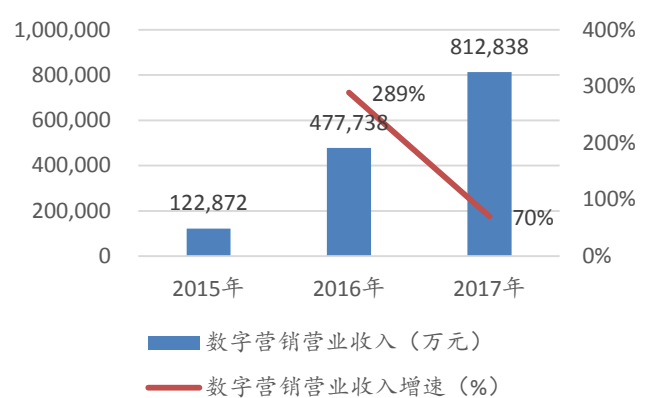
2017年，公司实现营业收入94.7亿元，同比增34.79%，归母净利润4.63亿元，同比增长11.29%。其中，数字营销业务实现营业收入81.28亿元，同比增长70.12%，营收占比升至85.6%，实现净利润4.67亿元，同比增长56.95%。2018年公司预计实现营收142.8亿元，同比增长50.8%，其中数字营销业务预计实现营业收入138.60亿元，同比增长70.51%；房地产业务预计实现营业收入2.70亿元，同比减少54.79%。

图 97、近4年科达股份营收及增速



资料来源：公司年报、太平洋证券

图 98、近3年科达股份数字营销业务营收及增速



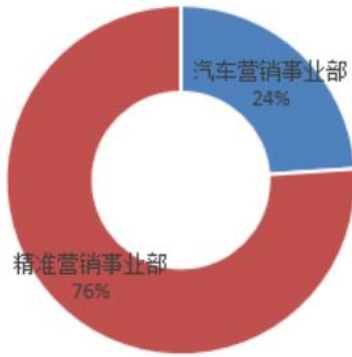
资料来源：公司年报、太平洋证券

随着房地产业务的逐步剥离及后整合时代的开启，公司将彻底转型成为数字营销集团。剥离房地产业务虽然会在一定程度上影响公司业绩增速，但从长远来看，公司将更加专注数字营销生态的构建，集团业务间也将形成更强的协同效应。公司原有数字营销事业部分拆为两大事业部——汽车营销事业部和精准营销事业部，在持续巩固精准营销龙头地位的基础上，聚焦汽车行业整合营销体系以及行业解决方案，寻找新的利润增长点。今年3月底，公司旗下汽车头条APP正式发布了汽车短视频平台“走这MCN”，有助于推动科达汽车数字营销业务商务模式升级。

2017年，公司子公司科达派瑞位列腾讯社交广告KA铂金服务商第一名，年度消耗高达19亿。2018年5月，科达派瑞在腾讯社交广告KA渠道日耗突破1500万，位列合作伙伴日耗第一名。未来科达派瑞将新增200名技术人员，营销云项目的推进将提升其广告效果和投放规模。随着流量逐步向头部聚集，派瑞的议价能力有望得到进一步提高。此外，公司还是今日头条连续三年的核心代理商，既是抖音广告获客的TOP级合作伙伴，

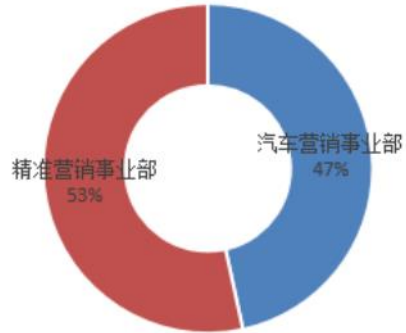
还是其游戏行业等TOP级代理商。

图 99、2017年科达股份两大事业部收入占比



资料来源：公司年报、太平洋证券

图 100、2017年科达股份两大事业部利润占比



资料来源：公司年报、太平洋证券

3、打造区块链媒体入口，拟收购游戏发行公司

此外，公司成立新业务事业部，及时发掘行业前瞻性机会，如公司布局的区块链领域、游戏营销领域。今年1月，公司计划与杭州嘉楠耘智、金台创投、慧聪集团、捍之圃、云游控股联合发起设立规模为10亿的区块链产业基金；3月，公司与 JRR capital 的中国基金管理公司瑞鼎钜融分别出资5000万、1000万联合发起设立区块链产业基金“科达钜融”，目前已经对外投资4个项目。未来，公司有望以“产业基金+入口媒体平台+研究院”的形式实现区块链技术与营销领域的深度融合。

2018年5月，公司发布公告，拟以现金6.14亿收购游戏发行公司鲸旗天下67.5%股权，鲸旗天下承诺2018-2020年净利润额分别不低于人民币7000万元、8750万元及1.09亿元。若交易顺利，将有助于公司进一步挖掘流量资源价值，提高公司媒体代理商地位，为公司打造新的业绩增长点。

风险提示：收购整合风险、行业竞争加剧风险、新业务拓展不及预期风险。

(二) 华扬联众：数字广告代理龙头，海外业务未来可期

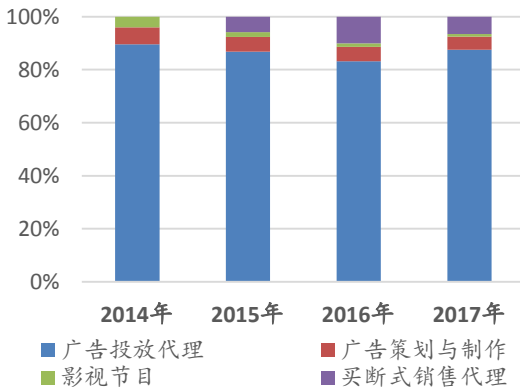
1、数字广告代理龙头，有望受益于行业集中度的提升

公司成立于1994年，自2002年起转型为提供互联网及数字媒体领域全方位服务的广告公司，于2017年在深交所上市。目前公司业务包括互联网广告业务和买断式代理

业务：

- ✓ **互联网广告业务：**以广告投放代理为主，营收占总营收比例维持在85%左右，毛利率维持在10%左右。此外还包括广告策划与制作、影视节目业务。影视节目业务主要是由于近年来网台联动，广告公司通过参与影视节目制作，为客户提供更加丰富的广告内容，从而提高客户忠诚度和满意度。公司的影视节目业务主要是通过子公司旗帜传媒负责广告招商、项目开发和制作、节目播出平台合作和版权运营。
- ✓ **买断式代理业务：**面对日益激烈的电商渠道竞争现状，品牌商对电商渠道经销商提出了更高要求。公司利用自身在互联网广告方面的优势，逐步开展线上代理销售业务，向知名品牌企业采购商品并销售给下游客户，同时利用自身互联网广告服务经验协助客户制定营销策划方案。

图 101、近4年华扬联众营业收入构成：以广告投放代理为主



资料来源：公司年报、太平洋证券

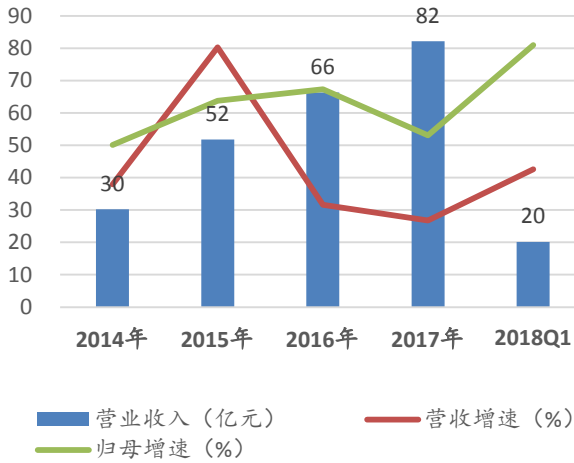
图 102、华扬联众集团构成



资料来源：公司官网、太平洋证券

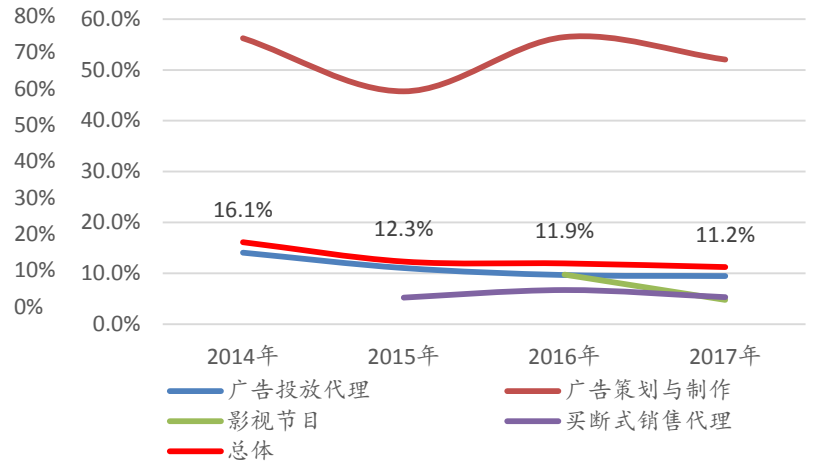
2014-2017年公司分别实现营收30亿、52亿、66亿、82亿，年均复合增速达40%。由于近年来媒体返点下降、公司又增加对客户的返点，因此导致公司毛利率持续下滑，但下滑幅度较小。随着行业集中度的提升及媒体竞争的加剧，作为数字广告代理龙头，公司议价能力有望提高，从而带动毛利率回升。公司前五大合作媒体网站分别为腾讯、新浪、搜狐、百度及人人网，其中腾讯视频及搜狐视频为扩大市场份额，近年来给出的平均返利比例要略高于其他网站，利于公司盈利的增加。

图 103、近4年华扬联众营收、营收增速及归母净利润增速



资料来源：公司年报、太平洋证券

图 104、近4年华扬联众各项业务毛利率变化

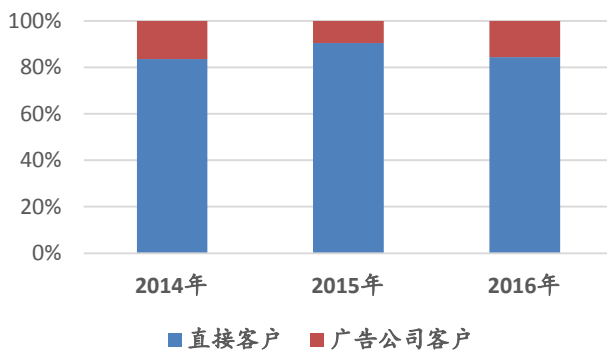


资料来源：公司年报、太平洋证券

2、拥有优质的客户及媒体资源，回款效率有保障

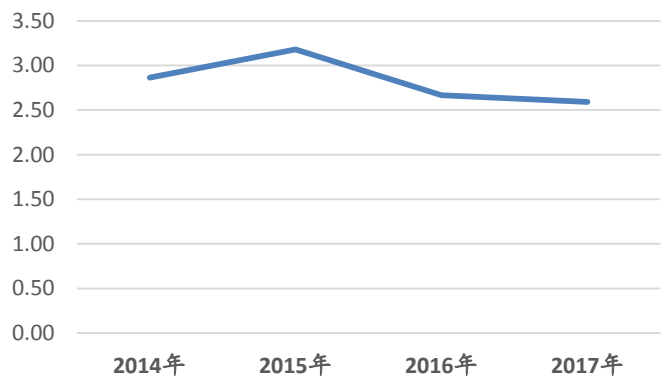
公司客户以直接客户为主，客户资源优质，2016年由于直客业务营收增速放缓，导致占比有所下降，但近三年来来自直客的收入占比均能够稳定在85%左右。

图 105、华扬联众客户以直接客户为主



资料来源：公司年报、太平洋证券

图 106、华扬联众应收账款周转率



资料来源：公司年报、太平洋证券

公司直接客户主要是大型品牌主，广告预算多、广告投放需求强且持续性高，同时来自电商及IT通信客户的营收占比持续提升。直接客户较广告公司客户而言，其应收账款回款周期更短，对公司回款效率提供有力支撑。

此外，由于公司互联网媒体资源丰富、采购量大，在主流互联网媒体中均系级别较高的合作方之一，能够享受相对优惠的媒体采购价格，因此部分互联网广告采购规

模较小的广告公司便通过公司来进行互联网广告投放，以享受规模采购优势。公司的广告公司客户包括盟博广告（IPG旗下公司）、晶赞、激创广告（联创互联（300343.sz）子公司）等。虽然相较直客而言，广告公司回款周期更长，但由于公司的广告公司客户均系资质优秀且体量较大的广告公司，来自广告公司客户的营收占比也控制在20%以下、一年以内的应收账款占比在90%以上，也在一定程度上保证了公司的回款效率。

3、技术保持行业领先，设立海外子公司实现营销出海

公司深耕精准DSP技术、移动广告技术及视频广告技术，在国内首创了基于视频内容的跨媒体广告精准投放。

图 107、华扬联众技术系统升级计划

将升级的技术系统	简介
“派择”精准广告系统	加大海量数据存储和分析能力，扩大云计算应用和云存储集群容量。升级完成后，公司的互联网用户行为数据库将支持 6 亿活跃用户，能够涵盖我国主流的互联网用户，系统将支持单日 T 级数据收集处理，行为数据存储期可以延长到1年以上。实现整个精准广告系统的产品链打通。
“Voomword”技术系统	集成、统一的多搜索引擎关键词投放和管理环境，对接多个互联网广告平台、对关键词进行持久、深入地优化，为客户提供跨媒体、多形式的在线广告广告的整体效果评估，可从多个角度分析和改善广告投放效果；可与第三方监测系统集成，实现客户竞品监测功能。
“魔图”技术系统	升级完成后，系统将支持单日 10 亿 PV 值的图片广告投放及效果报告，将图片广告投放的效率提升50%以上，可有效降低广告运营成本；进一步扩展“魔图”的图片广告展现形式。
“瞬网”移动互联网广告平台	实现多维度报表功能，保证每日新产生广告订单量级在 5000 单位以上时各连接接口的并发稳定性，保证每日用户同时操作量级在 500 单位以上时系统运行的并发稳定性，保证每日产生广告及用户数据量级在 100G 以上时系统数据库的并发稳定性；保证在不作出系统级变动的情况下，兼容包括 Appnetwork, SuperAPP 等新媒体资源接入时的良好扩展性。
“视线”互联网视频广告平台	媒体系统做到媒体间形成统一的推广体系，叠加效应积极影响客户品牌推广，数据统计系统实现聚合的数据管理。

资料来源：公司公告、太平洋证券

公司的DSP广告系统已成功接入Google、淘宝、腾讯、百度等多家广告平台。公司已经在北京、上海和西安建成了三大技术研发中心，北京中心主要开发与业务相关性强的产品和模块，上海中心以魔图系统的开发为主，西安中心从事底层、后台的基础性开发优化工作。公司还设立了华扬数字营销研究院，从事数字营销领域方法论、技

术、社会文化及产业的研究工作，有助于公司探索新型服务模式和盈利模式。此外公司还在在北美硅谷建立了技术研发实验室，在“非关系型数据库”等技术领域取得了世界领先的成果。同时公司还与清华大学、伯克利大学开展深度合作，为公司未来的技术发展和应用奠定基础。

海外方面，公司通过华扬投资设立了多家海外子公司，一方面可通过与海外客户达成合作，打开欧美互联网营销市场；另一方面可为国内客户提供互联网营销海外市场服务。

图 108、华扬联众设立海外子公司以顺应海外营销趋势

一级子公司	持股比例	二级子公司	持股比例
华扬投资	100%	华扬香港	100%
		华扬韩国	80%
		华扬美国	100%
		香港旗帜	100%
		华扬英国	100%
		美国实验室	100%

资料来源：公司公告、太平洋证券

2018年4月公司发布公告，拟并购户外媒体广告公司龙帆广告100%股权，若交易顺利，公司将切入户外广告市场，持续受益于生活圈媒体市场的快速增长。龙帆广告二十载专注于户外媒体市场，目前已覆盖全国19个城市的自有媒体资源，单位媒体资源总量超过3万个，同时代理执行能力可落地全国30个省百余个城市，形成了以公交媒体运营为基础，涵盖电话亭媒体、地铁媒体等多种媒体类型的全国性户外广告媒体资源运营网络。2017年12月27日，龙帆传媒成功中标武汉1号、3号、8号三条地铁线路的全线媒体独家经营权，至此龙帆传媒武汉地铁1/3/6/8号地铁线路的全线媒体资源，再整合此前龙帆在武汉一直经营的4000余块候车亭和自行车亭媒体，将对武汉整个城市全部黄金区域实现户外媒体的全面覆盖。

风险提示：收购整合风险、行业竞争加剧风险、研发进度不及预期风险。

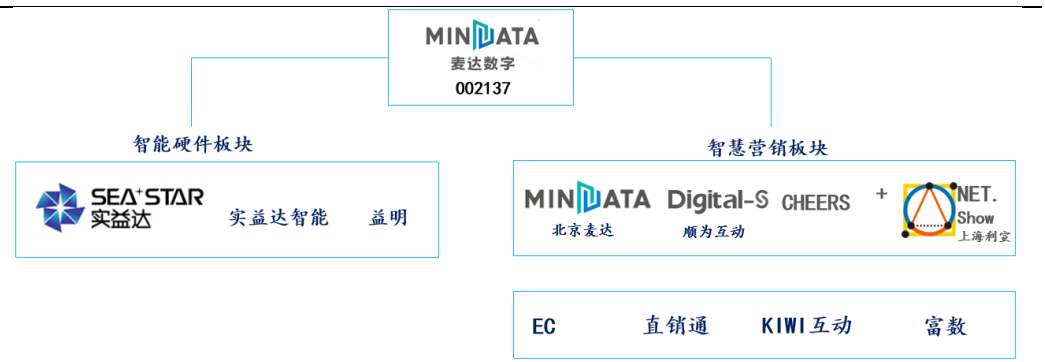
（三）麦达数字：智慧营销+智能硬件双轮驱动

1、智慧营销+智能硬件双轮驱动，业绩可期

公司成立于1998年，于2007年在深交所上市，原名实益达，是国内电子制造服务

行业首家上市公司，2015年，公司收购顺为互动、奇思国际和利宣广告，并参股移动数字营销公司广州讯友数码，正式向互联网营销转型，初步建立“全案数字营销服务+创意策划+社会化媒体营销服务”的产业格局。同年12月，公司更名为“麦达数字股份有限公司”。目前，公司已确立了“智慧营销+智能硬件”双轮驱动的战略定位。

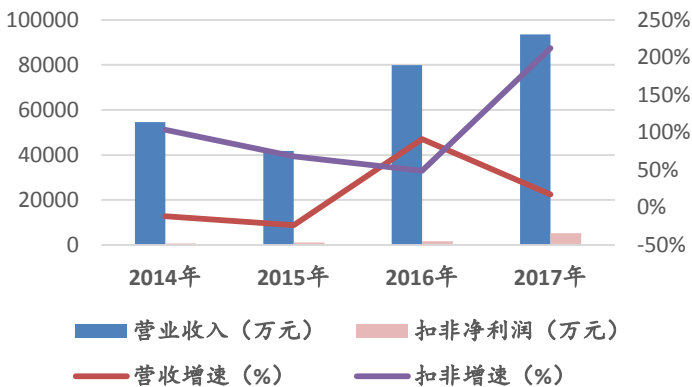
图 109、麦达数字现有业务布局



资料来源：太平洋证券

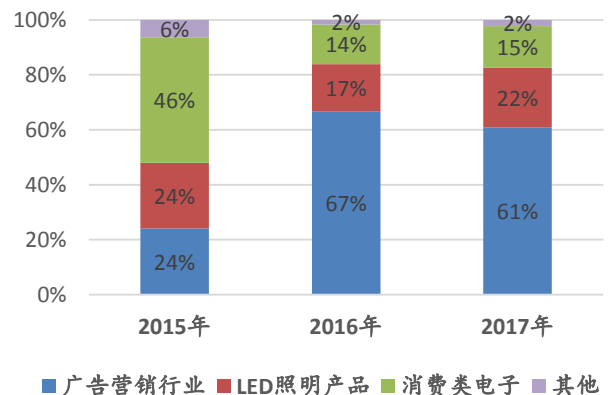
公司原有EMS业务和LED照明业务受电子元器件制造行业不景气和LED行业竞争加剧影响，14、15年公司营收持续下滑。虽然2015年收购了3家广告公司，但由于11月中旬才完成收购，因此对全年营收并无重大影响。由于并表因素，2016年公司营收大幅增长，达7.99亿，同比增长91%，2017年增速回归正常。营收构成方面，受益于智能硬件行业的快速发展，公司LED业务和消费电子业务占比有所提升，导致广告营销业务占比有所下滑，但广告营销业务仍为公司占比最大的业务板块。

图 110、麦达数字营收、扣非净利润及其增速



资料来源：公司财报、太平洋证券

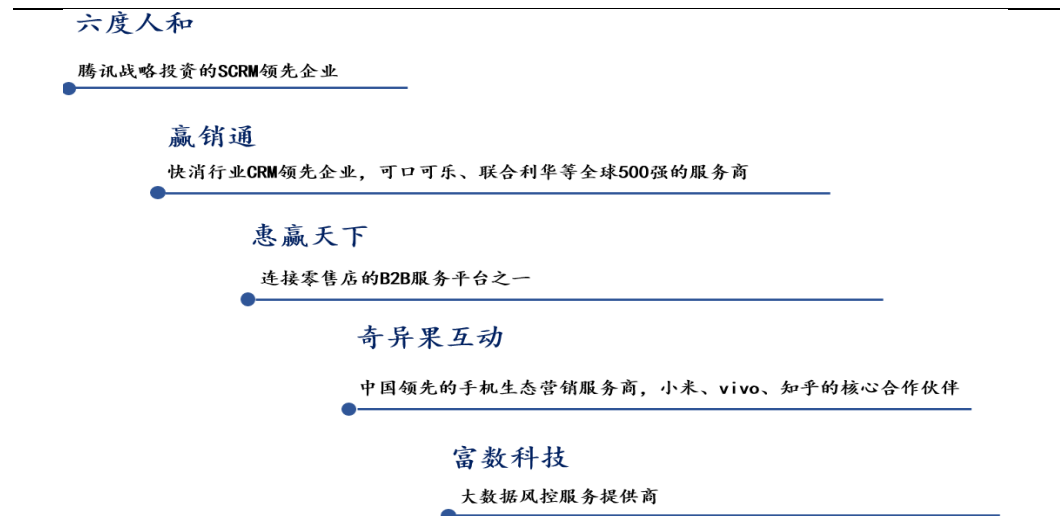
图 111、麦达数字营业收入结构变化



资料来源：公司财报、太平洋证券

此外，公司坚持产投研一体化推动战略落地，前期投资标的陆续产生回报：2016年出售子公司元通孵化100%股权确认投资收益1.08亿元；2018年1季度公司处置惠赢天下股权，转让金额6500万，将产生约2424万净利润。公司在1季报中披露，预计2018年上半年归母净利润将达6426万-7498万，同比增长80%-110%。公司一直坚持围绕智慧营销和智能硬件进行投资，一方面可通过投资学习业内优质公司的前沿理念以不断优化公司现有产业布局，另一方面也可为公司带来投资收益。

图 112、麦达数字现有投资布局



资料来源：公司公告、太平洋证券

2、切入企业级 SaaS 领域，由数字营销向智慧营销迈进

2015年，公司收购顺为、奇思和利宣三家广告公司，切入营销领域。三家公司优势在创意与策略：顺为为全案类服务商，利宣擅长社会化营销，奇思主要为汽车行业客户提供营销创意与策略。三家公司在业绩承诺期（2015-2017年）均超额完成业绩承诺，累计业绩承诺完成率分别为102.55%、102.49%、113.24%。

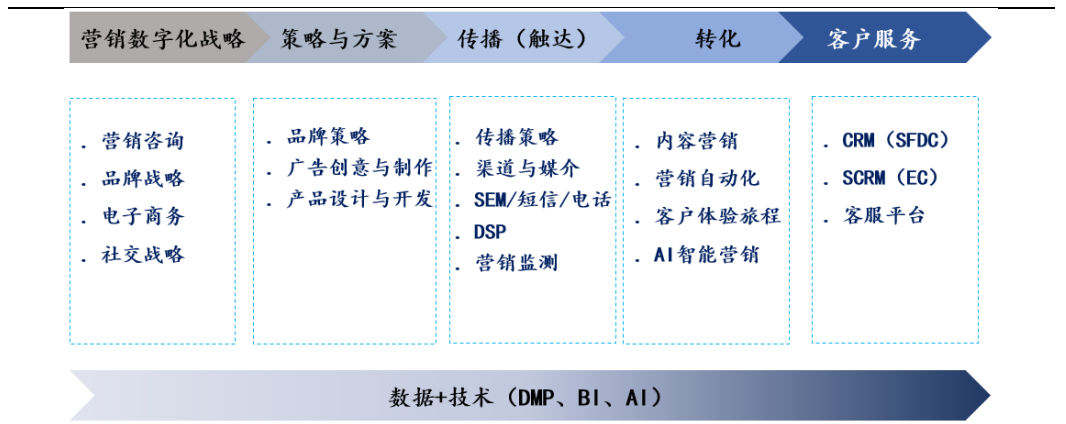
图 113、麦达数字3家营销标的业绩承诺完成情况

业绩实现年度	指标	顺为 (万元)	利宣 (万元)	奇思 (万元)
2015年	净利润	3067	1174	2805
	扣非净利润	3066	1156	2806
	承诺业绩	2500	1000	1800
2016年	净利润	3504	1316	2435
	扣非净利润	3337	1318	2362
	承诺业绩	3250	1300	2340
2017年	净利润	4428	1620	3094
	扣非净利润	3827	1618	2966
	承诺业绩	4225	1690	3042
累计实现业绩		10230	4089	8133
累计承诺业绩		9975	3990	7182
累计承诺业绩完成率		103%	102%	113%

资料来源：公司公告、太平洋证券

基于当前广告主对自身数据资产的管理及应用需求日益强烈，2016年公司投资营销通及六度人和，切入企业级SaaS领域。借助两家公司在CRM和SCRM领域的优势，研发出“移动CRM系统”智慧营销解决方案。

图 114、麦达数字智慧营销业务架构



资料来源：公司公告、太平洋证券

随着广告主对品牌安全和广告数据透明度关注度的提升，企业私有化广告平台需求量上升。2017年6月收购北京麦达（原“微联达”），8月，公司引入Oracle全球副总裁高礼强先生担任公司董事和总裁，直接负责公司智慧营销板块业务。公司积极孵化内部项目，布局智慧营销创新产品。公司将人工智能&大数据技术融入企业营销领域，

于今年3月推出智慧营销“雷达”平台，结合企业内外部数据，利用AI与大数据技术为企业量身打造智慧营销解决方案，商业模式为按一定比例对客户的增量订单进行分成。数字营销向智慧营销转型，逐步进入企业级互联网服务领域，有望成为公司中长期业绩的增长动力。

图 115、麦达数字智慧营销雷达平台



资料来源：太平洋证券

2018年5月，公司使用自有资金2000万，增资深圳麦盟科技，交易结束后，公司将持有其30%股权。麦盟科技是一家专注教育和保险行业精准营销的人工智能公司，核心团队来自北京大学、卡内基·梅隆大学等，在大数据、机器学习、自然语言处理、区块链和微服务等方面拥有丰富经验。

3、进入互联网巨头供应链，智能硬件业务获新生

公司硬件业务板块最初以EMS为主，。由于受行业更新换代、国际汇率等影响，公司在2010年开拓LED照明业务，为客户提供照明解决方案，主要包括LED智能照明和非智能照明产品的设计、研发、生产和销售。由于行业竞争加剧，LED业务虽营收规模稳步增长，但盈利不甚理想。2017年之前，公司消费电子业务业绩连年下滑，直到2017年才开始回暖。目前公司智能硬件业务主要是为品牌商提供智能工业设备及其他智能硬件产品的工程测试、制造、供应链管理等服务，涉及智能家居系统与产品、智能办公产品及工业自动化设备电子部件制造，服务客户包括芯片制造商的设备供应商ASM、ABL、全家、小米、华为等。

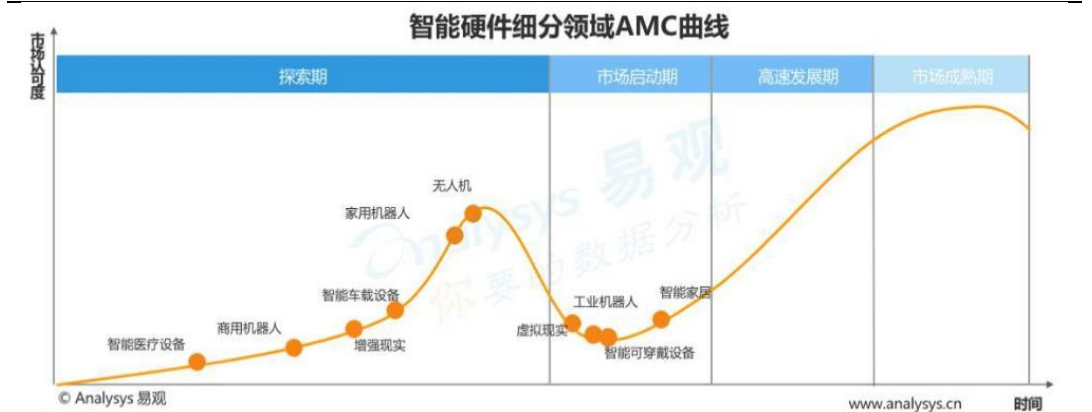
图 116、麦达数字智能硬件业务发展历程



资料来源：公司公告、太平洋证券

伴随5G时代的到来、人工智能及传感器技术的逐步成熟，智能硬件行业开始快速发展。其中，又以智能家居、智能可穿戴设备和工业机器人发展最为迅速，目前各大厂商均推出了整套智能家居解决方案。小米已经成为全球最大智能硬件IoT平台，目前已接入超800种智能硬件，超8500万台互联网设备。

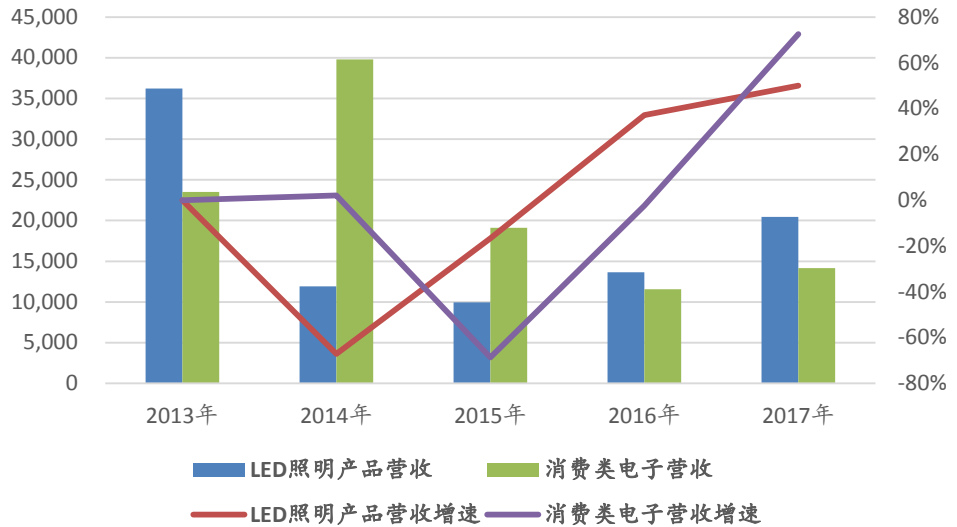
图 117、2017年智能硬件AMC曲线



资料来源：公司公告、太平洋证券

近年来，公司积极调整传统制造业务板块，确立了智能硬件产品解决方案提供商定位。目前公司智能硬件板块正围绕“智能硬件孵化平台”，通过内生发展及外延投资，产融结合，打造以物联网技术为基础的多元化智能硬件孵化平台。2017年，公司智能硬件板块实现高速增长，营业收入突破3.46亿，同比增长37.44%、净利润同比增加28.35%，营收占比提升至37%。

图 118、受益于消费电子业务止跌回升，麦达数字智能硬件板块实现快速增长



资料来源：公司财报、太平洋证券

2018年1季度公司与ASM PT合作的业务收入同比增长282%，已成为ASM PT工控部分电子部件制造的主要供应商，2017年ASM PT在中国的收入占全球总收入的49.2%。随着双方在智能制造领域的进一步合作，有望推动公司智能硬件业务的持续增长。同时，公司智能制造业务已经进入小米旗下飞米产业链，并建立了合伙人机制。

图 119、麦达数字智能家居系统与产品



资料来源：公司公告、太平洋证券

图 120、麦达数字工业自动化设备电子部件制造



资料来源：公司公告、太平洋证券

4、积极进行外延式布局，助力公司战略落地

公司通过投资、参股等形式，围绕智慧营销和智能硬件产业链进行全方位布局：

- ✓ **智慧营销方面：**2016年，公司投资赢销通和六度人和，开始构建企业级数字服务生态圈。2017年，公司投资了大数据风控企业富数科技，增强公司数据分析实力。2018年5月，公司使用自有资金2700万元，以增资方式参股专注教育和保险行业精准营销的麦盟科技，增资完成后公司持有其30%股权。
- ✓ **智能硬件方面：**2018年2月，公司子公司实益达技术投资设立了控股子公司益明光电，将主要着眼于国际照明市场。6月，公司的子公司实益达技术和无锡实益达近期分别以自有资金出资600万元、1万元，与国内市场区域负责人杨春竹共同出资设立控股子公司江苏实益达智能光电有限公司，江苏实益达将主要聚焦于国内新零售领域的智能照明市场。同月，公司以自有资金500万增资参股新加坡智能锁具公司THINGS SMART PTE. LTD.（易智联股份有限公司），交易完成后公司将持有其49%股权。

2018年5月，公司与津源资本、六度人和共同设立规模6-8亿的产业基金，将围绕大数据、人工智能、物联网及企业级服务等应用领域进行投资布局，助力公司智慧营销和智能硬件的战略落地。

风险提示：行业竞争加剧风险、技术研发不及预期

（四）蓝色光标：全面转型数字科技，费用优化助边际向好

1、第一大股东变更，持续向数据科技公司转型

公司成立于2002年，以公关业务起家，于2010年在深交所上市。公司传统公关业务稳步发展，持续保持龙头地位。

图 121、蓝色光标公关子公司近三年营业收入（单位：亿元）

子公司	2015	2016	2017
北京蓝色光标公关顾问有限公司	5.31	5.77	5.99
广州蓝色光标市场顾问有限公司	3.15	4.17	4.51
上海蓝色光标公关服务有限公司	1.24	1.43	1.68
上海蓝色光标品牌顾问有限公司	5.91	5.26	5.54
We Are Very Social Limited	4.11	5.33	6.12
Vision 7 Interntional Inc	7.22	8.01	8.71

资料来源：公司年报、太平洋证券

图 122、蓝色光标广告子公司近三年营业收入（单位：亿元）

子公司	2015	2016	2017
思思客	24.44	25.55	21.83
今久广告	3.92	3.78	4.43
精准阳光	1.54	1.36	1.31
博杰广告	5.29	5.74	7.42
多盟智胜	1.08	1.87	2.26
多盟开曼	6.09	16.67	28.03
亿动	7.24	26.15	33.55

资料来源：公司年报、太平洋证券

公司的公关品牌主要以蓝色光标、智扬和博思瀚扬等为主，其中蓝色光标品牌系该板块最主要的收入来源。据全球权威公关行业咨询机构TheHolmesReport数据，2017年公司在全球公共关系专业公司前10名排名第9并继续蝉联亚洲最大公关公司。

公司自2012年确立“数字化”战略，通过收购移动营销公司多盟和亿动、捷报数据等公司强化在数字营销领域的龙头地位。主要通过能营销平台DSP和优质媒体程序化广告平台SSP为客户提供整合智能营销解决方案。目前，信息流广告崛起、媒体加速向头部集中，为顺应市场变化，公司在SSP平台中推出了原生视频信息流广告，这使得公司2017年在广告单价(CPM)方面较2016年有约84%提升。同时公司增加与优质头部媒体的合作，减少与非头部媒体的合作，由此导致平台覆盖用户数量、日均活跃用户数量的下降，但是用户质量得到相应提升。

图 123、蓝色光标三大核心业务



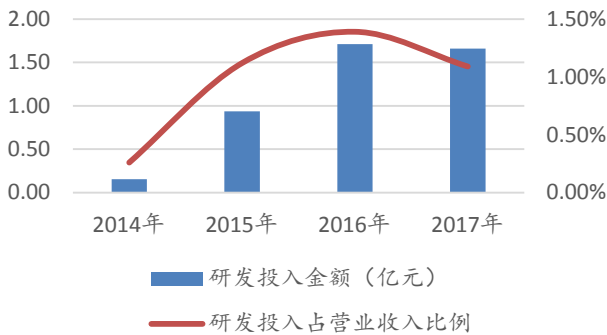
资料来源：公司官网、太平洋证券

此外，公司还收购了思恩客、今久广告、精准阳光、博杰广告等多家广告公司：

- ✓ 思恩客主要为游戏公司提供互联网广告服务；
- ✓ 今久广告主要为房地产企业提供全案代理、媒介购买及公关服务；
- ✓ 博杰广告自2017年起放弃原有央视频道代理业务，主要从事OTT业务；
- ✓ 精准阳光主要从事城市高端社区内户外高清灯箱广告及生活杂志广告服务。

公司从2016年开始内部孵化数据科技产品，目前已经可以提供包括CRM、O2O营销、BlueMC自媒体投放平台、BlueMC营销捕手、Data+精准用户画像投放等多种数据科技产品。传统数字营销行业正经历毛利率持续下滑的阵痛期，而数据科技产品的高毛利率有望为公司带来盈利的边际改善。

图 124、蓝色光标研发投入及占比



资料来源：公司年报、太平洋证券

图 125、蓝色光标全案推广服务的数据科技产品具有较高的毛利率

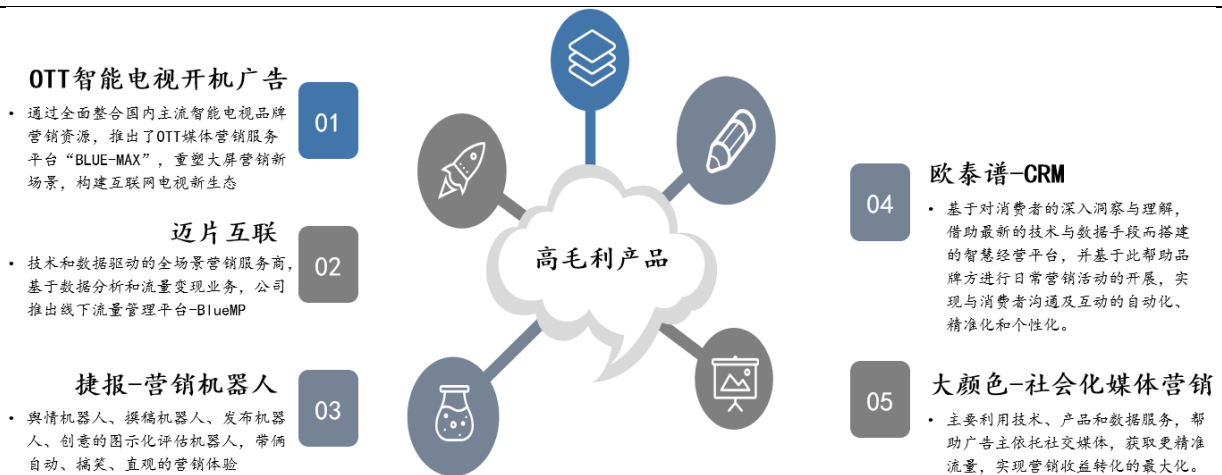
	2016年	2017年	2018Q1
CRM	26%	36%	74%
微媒体	--	--	59%
答题	--	--	67%

资料来源：公司公告、太平洋证券

全案推广服务业务方面，公司推出基于数据及算法的新一代CRM业务，并于2018年孵化出微媒体与答题两款产品，均取得不错的收益：

- ✓ **微媒体**指以数据技术为驱动，在朋友圈和微信群展开的社交媒体传播；
- ✓ **答题**指利用数据技术驱动的有奖问答平台，通过问答设计推广企业相关信息。

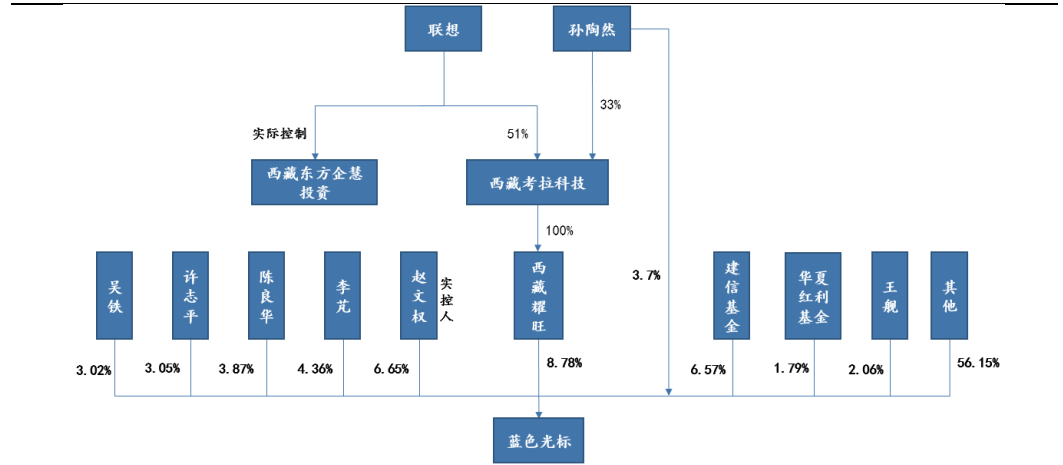
图 126、过去3年蓝色光标已成功孵化多款高毛利产品



资料来源：公司公告、太平洋证券

2018年1月，由考拉科技（联想控股子公司）实际控制的西藏耀旺通过协议转让获得公司4411万股，成为公司第一大股东，目前西藏耀旺持股占比为8.78%。

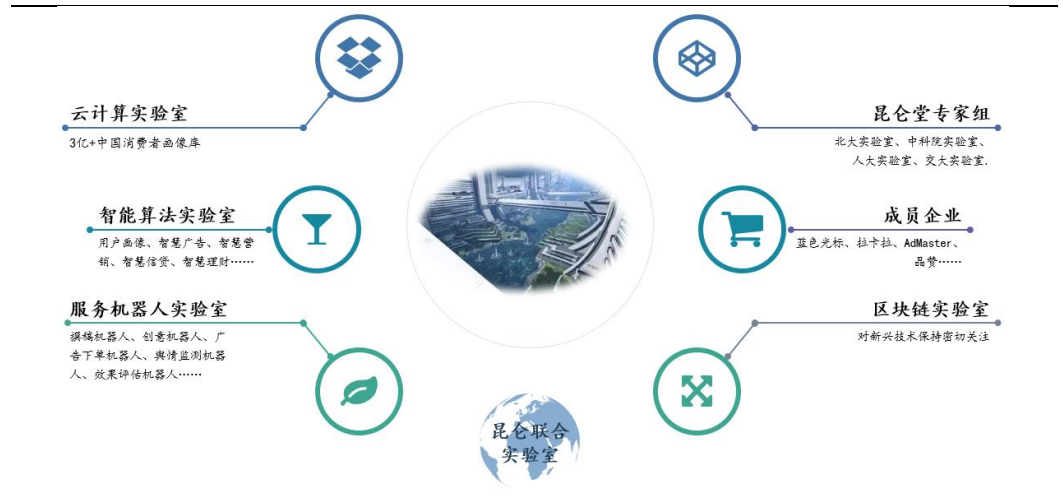
图 127、蓝色光标最新股权结构



资料来源：公司公告、太平洋证券

考拉科技来自拉卡拉金融业务拆分，目前是一家金融科技服务公司，业务涵盖消费信贷、供应链金融、理财、社区金融等领域，2017年实现营业收入17.28亿元，同比增长472%；实现净利润4.57亿元。3月，双方宣布联合成立数据研究院“昆仑堂”，包括云计算，人工智能、机器人和区块链4个实验室，合作开发智慧经营平台。

图 128、蓝色光标与拉卡拉联合成立昆仑堂大数据研究院

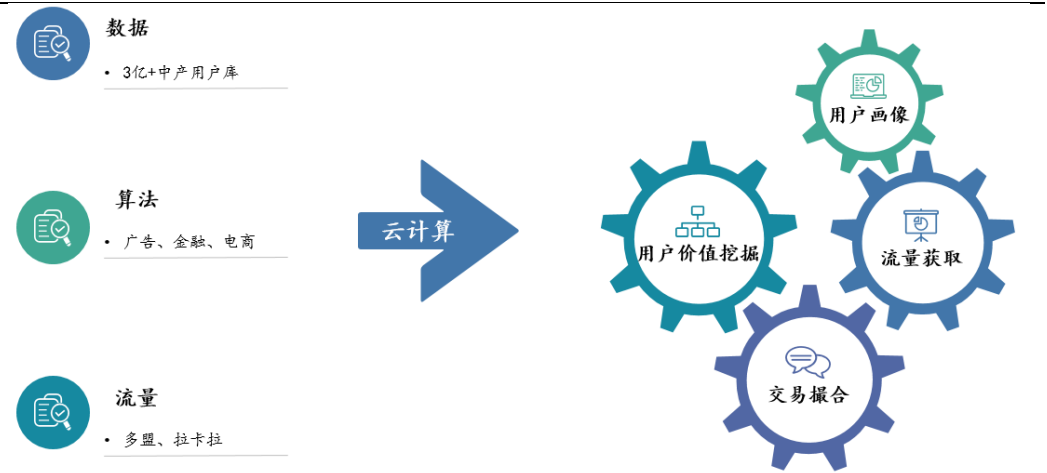


资料来源：公司发布会、太平洋证券

3月，公司全资子公司蓝标投资拟以自有资金1.5亿元通过增资方式取得金融科技公司深圳众赢25%股权，目前深圳众赢自主研发的“鹰眼”风控系统及“天穹”反欺诈系统已经完成亿级的用户交易运行，为小贷、银行、保险、信托等金融机构提供全面

技术解决方案。本次投资有利于强化公司的数据基因和技术基因，助力公司加速转型数字科技公司。未来公司将依托大数据平台及考拉科技庞大的真实消费者数据打开C端变现空间。此外，考拉科技承诺2018年深圳众赢实现净利润不低于8000万元，也将为公司带来较为可观的投资收益。

图 129、蓝色光标To C业务

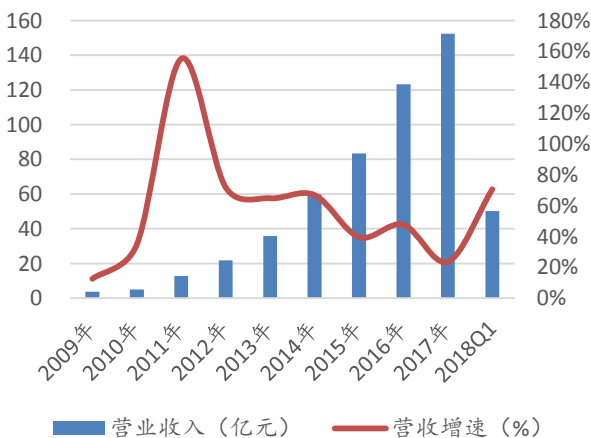


资料来源：公司发布会、太平洋证券

2、放慢并购扩张步伐，费用控制有望带来盈利的进一步改善

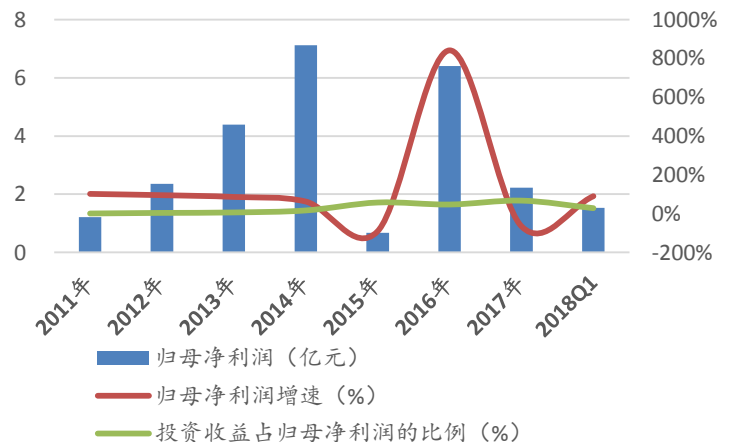
过去公司主要通过并购做大收入规模，而归母净利润由于商誉减值、外延并购、投资收益减少等各种因素近年来波动较大。

图 130、蓝色光标营收规模持续增长，2018Q1增速回升



资料来源：公司公告、太平洋证券

图 131、蓝色光标归母净利润及其增速

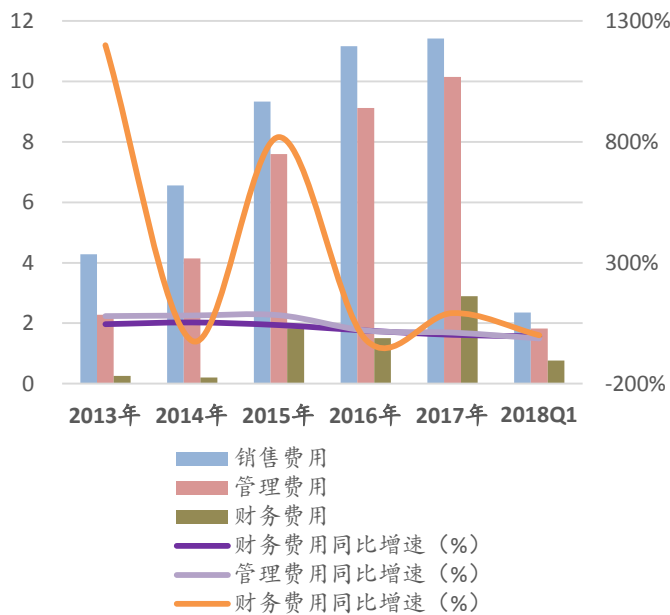


资料来源：公司年报、太平洋证券

公司自2017年开始变放慢并购扩张的步伐，开始专注内生增长。2018年1季度，公司实现归母净利润1.53亿，其中投资收益仅为0.43亿，可以看到公司净利润已经开始逐步依靠内生增长。未来公司的并购重点也会发生变化，更看重通过并购进一步加强蓝标在数据和算法上的能力。

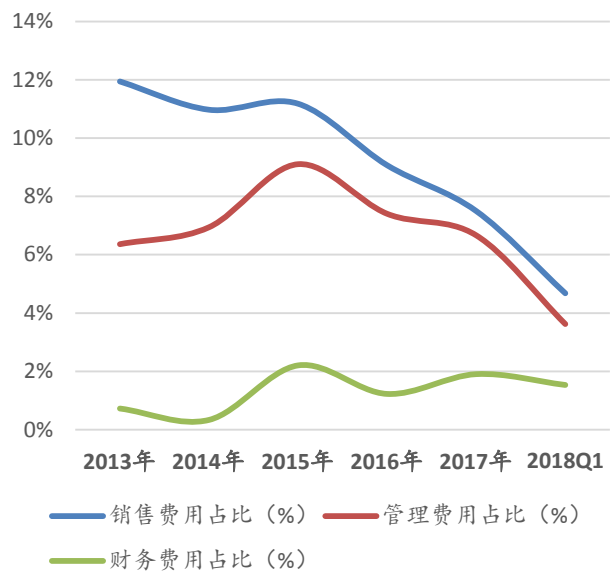
近年来，公司财务费用及管理费用虽持续增长，但增速及所占营收比例整体呈现下降态势，财务费用受并购扩张等影响波动较大。但三项费用增速及占营收比例在2018年1季度均开始下降，可见公司费用把控能力正逐步加强。未来随着公司进一步加强费用管理，利润水平有望得到进一步提升。

图 132、蓝色光标三项费用规模及其增速



资料来源：公司公告、太平洋证券

图 133、蓝色光标三项费用占营收比例逐年下滑



资料来源：公司年报、太平洋证券

此外，公司数据科技转型成效开始显现，高毛利产品开始贡献收入；公司金融行业客户毛利率提升明显，未来随着和考拉科技的深入合作，有望获得更多金融行业客户，有望进一步提升公司整体毛利率。

3、境外业务稳步增长，国际化布局初显成效

参考WPP、IPG、Omnicom等国际4A巨头通过并购等外延式扩张的手段建立起集团内多品牌独立运营的模式，最终成长为全球知名传播集团的思路，公司自2015年开启全球化扩张之路，先后收购公关和综合医疗通讯集团Huntsworth股权（2017年公司出售

持有的全部股权) 全球化社交媒体代理商WAVS、独立广告公司密达美渡、全球性广告集团Vision7 (北美业务和拆分后的Citizen Relations英国业务)、产品设计公司Fuse Project、等海外公司实现公司的全球化布局:

- ✓ **WAVS (We Are Very Social Limited):** 一家全球化的社交媒体代理商, 能够帮助公司将社会化营销思维融入数字营销, 2017年成为蓝标香港全资子公司。WAVS总部位于英国伦敦, 在全球10个国家和地区均设有办公室。服务和产品包括社交媒体、在线公关、战略、品牌、广告、口碑营销、影响力营销、媒体购买计划和社交媒体关系等, 客户包括Adidas、Google、Netflix、Intel、联想、Expedia等。
- ✓ **密达美渡:** 是香港最大的独立广告公司 (2014年收购时), 能够提供除公共关系外的4A公司的全方位服务, 能够极大提高公司的创意能力, 同时帮助本土客户开拓香港业务。
- ✓ **Fuse Project:** 一家提供包括工业设计、品牌、用户界面及用户体验等服务的精品公司, 成立于1999年, 总部位于美国硅谷, 2017年成为美国香港全资子公司, 能够促进蓝色光标智能营销业务链条完善, 帮助公司在产品设计阶段介入客户的营销方案设计, 从创意设计的高度帮助客户提升营销效果。
- ✓ **Vision7:** 是一家综合性广告与传播加拿大公司, 在北美及全球范围内众多知名品牌提供服务, 拥有4大业务板块: **Cossette**是加拿大最大的独立广告和市场传播公司, 为客户提供全方位的广告和综合服务; **Vision 7 Media**是加拿大最大的独立媒体购买和策划集团, 主要经营**Cossette Media**和**Jungle Media**两大品牌; **Citizen Relations**是领先的公关机构, 业务遍及全球 (美国、加拿大及英国), 拥有多家国际合作伙伴; **Dare**是一家提供数字营销、网络通讯和社交媒体的公司。蓝色光标购买其北美业务和拆分后的**Citizen Relations**的英国业务。

在海外广告投放业务方面, 公司拥有多盟D3海外广告投放工具、Asmax苹果搜索广告投放工具, 能够为客户提供海外市场广告投放业务。2017年出海广告投放业务营收及毛利均呈现快速增长, 毛利率微升。随着中国企业逐渐走向海外, 公司海外业务有望迎来快速增长。

图 134、蓝色光标出海广告投放业务快速增长，毛利率微升

	2016年	2017年
收入(万元)	142751	234103
营收增速(%)		64%
毛利(万元)	1483	231297
毛利增速(%)		15497%
毛利率	1.0%	1.2%

资料来源：公司公告、太平洋证券

此外，公司逐步清理与营销主业无关且对业绩影响较小的业务，集中资源支持公司业务全球化核心战略。公司于2017年12月转让蓝标电商部分股权，交易完成后蓝标电商仅为公司参股公司。

风险提示：行业竞争加剧风险、商誉减值风险、应收账款增长过快风险

（五）梅泰诺：收购大数据营销公司 BBHI，AI 应用逐步落地

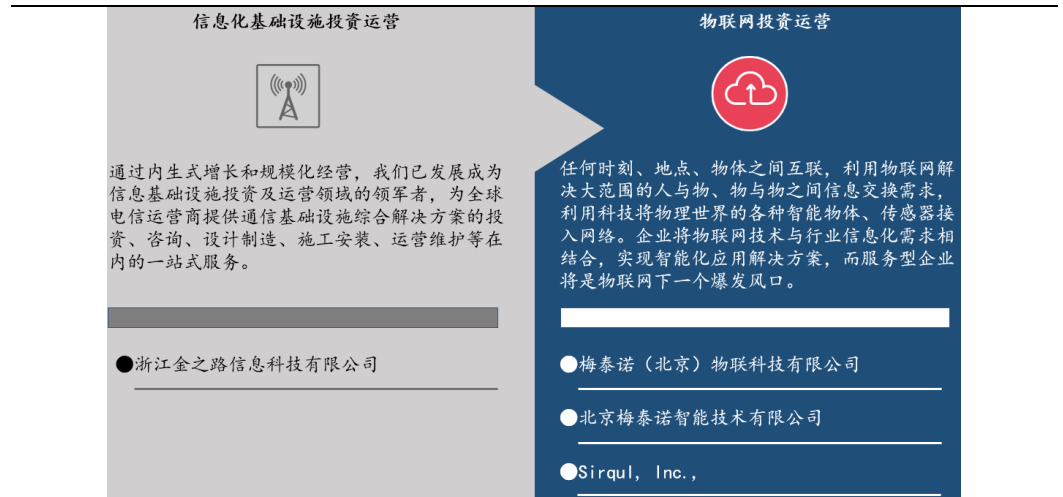
1、传统主业稳定发展，向智慧城市基础设施建设发展

公司成立于2004年，于2010年在深交所上市，传统主业为提供通信塔产品整体解决方案，是我国最早研发并推广三管通信塔产品的企业。2017年通信业务板块实现营业收入8.03亿元，同比增长5%，增速虽然受行业周期性影响持续放缓，但毛利率有所提升。2018年是5G标准确定和产品研发的关键年，而5G信号的传输距离较4G而言有所下降，因此运营商需要更密集的5G基站部署，公司通信产品有望持续受益5G网络的发展。此外，公司立足传统通信业务，以路灯智能化作为突破口切入智慧城市建设，开拓了路灯物联新领域。

2018年7月，公司与海南省工信厅、中国智慧城市产业与技术创新战略联盟签署《人工智能和大数据产业集群项目战略合作协议》，将围绕人工智能和大数据全产业链，在人工智能和大数据产业基地、人工智能研究院、人工智能和大数据产业投资基金、国际研发总部、数据资产运营中心、数字海南发展智库、基于智慧灯杆的城市智能服务及大数据应用平台、数字海南建设等方面，开展全面战略合作，力争3年内形成50亿元的产业规模，5年内形成百亿级的人工智能和大数据产业集群。同时，公司还与海南省工信厅签署了上述协议的子协议之一《共建海南人工智能研究院战略合作框架协议》。

本次战略合作协议的签订将推动公司人工智能和大数据技术在垂直行业的应用落地，若进展顺利将有望作为样板工程在其他省市进行推广。

图 135、梅泰诺传统主业稳定发展，开拓路灯物联新领域

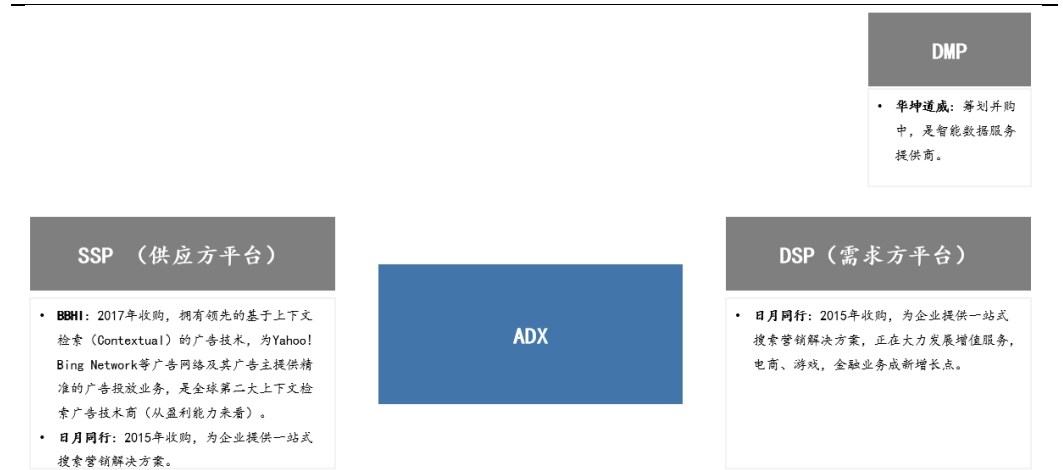


资料来源：公司官网、太平洋证券

2、积极收购数字营销相关标的，打通数字营销全产业链

公司自2012年以来积极探索转型方向，2015年通过收购日月同行切入互联网营销行业。2017年，公司完成对全球互联网营销集团BBHI的收购，深化在大数据和人工智能领域的业务布局。2017年公司实现营收27.51亿元，同比增长180%，归母净利润4.87亿元，同比增351%，公司业绩大幅增长主要系BBHI并表所致。

图 136、梅泰诺正逐步完善数字营销全产业链布局



资料来源：太平洋证券

公司收购标的业绩均表现良好。2015年收购的日月同行，对赌期内超额完成业绩承诺，三年内累积完成利润1.65亿元，超额完成率3%，2018年上半年日月同行经营仍保持持续稳定增长。2017年收购的BBHI，2017-2019年承诺净利润分别为7159万美元、8591万美元和9993万美元，2017年贡献7640万美元净利润，亦超额完成业绩承诺。

图 137、数字营销标的业绩对赌及完成情况

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
日月同行	业绩承诺(万)	4000	5200	6760			
	实际数(万)	4461	5456	6535			
BBHI	业绩承诺(万)		39373	47247	56697	65954	
	实际数(万)		46568	51514			
华坤道威	业绩承诺(万)				25000	33000	43000
	实际数(万)						

图 138、华坤道威主营业务

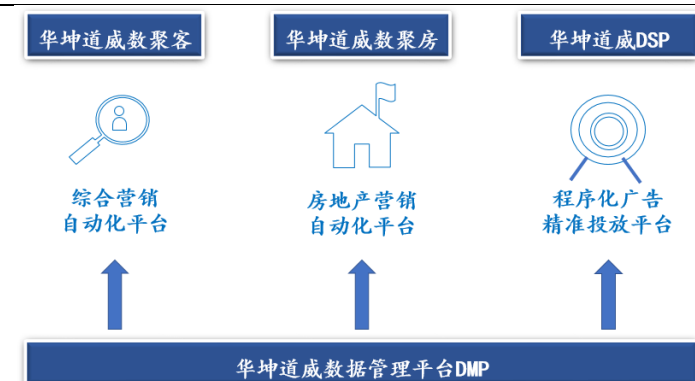


资料来源：公司公告、太平洋证券

资料来源：公司公告、太平洋证券

2018年，公司发布公告，拟收购智能数据服务提供商华坤道威，华坤道威平台技术开发业务主要是向不同企业客户提供DMP平台的私有化部署服务，同时基于DMP平台还可搭建企业数据营销自动化平台（主要包括数聚客和数聚房，均支持PC端+移动端）、全域精准智投平台（DSP）等应用平台，为客户提供综合性的数字营销方案。华坤道威早期客户主要是以房地产业为主，但公司积极调整销售策略，2017年前五大客户中新增商贸零售、家居等行业客户，到2018年1季度，前五大客户中房地产业客户仅占1席，未来公司的数据智能产品有望向更多行业渗透。

图 139、华坤道威数据智能产品矩阵



资料来源：公司财报、太平洋证券

图 140、华坤道威基本财务数据

单位：万元	2016年	2017年	2018Q1
资产总额	18938	23843	25623
负债总额	9741	3553	2862
归属于母公司所有者权益	9197	20291	22762
营业收入	16859	22077	6714
利润总额	6887	11274	4061
归母净利润	5820	11094	3471
扣非净利润	5506	10796	3475
经营活动产生的现金流量净额	3963	4489	3146
资产负债率(%)	51%	15%	11%
毛利率(%)	61%	70%	68%

资料来源：公司公告、太平洋证券

华坤道威承诺2018-2020年度净利润分别不低于2.2亿元、2.86亿元以及3.72亿元，若收购交易成功，将有助于增厚公司利润。华坤道威的DMP平台可为公司DSP及SSP业务

提供数据类增值服务，进一步提高广告投放效果及客户转化率，提升公司数字营销产品市场竞争力。未来随着公司各项数字营销业务的进一步整合，各子公司的协同效应有望逐渐显现，增强公司整体竞争力。

3、引进产业专家及技术专家担任高管，成立大数据及人工智能研究院

2017年5月，公司任命尹洪涛先生、程华奕先生分别担任公司总裁及副总裁。尹洪涛先生曾供职于国家计算机网络与信息安全管理中心、信息产业部办公厅、工业和信息化部软件服务业司信息服务业处等，负责公司战略发展和整体运营的顶层设计的大方向。程华奕先生曾供职于eBay、PayPal、易传媒、阿里妈妈等机构，拥有丰富的大数据营销产业经验。

同时，公司还成立大数据及人工智能研究院，院长和首席科学家分别为乌镇智库创办人张晓东和首席科学家陈利人。此外，2017年公司分别参投北京大数据基金及广州天目人工智能产业基金9000万及1500万。未来公司将通过打造产学研一体化平台，持续深化在大数据和人工智能产业的布局。

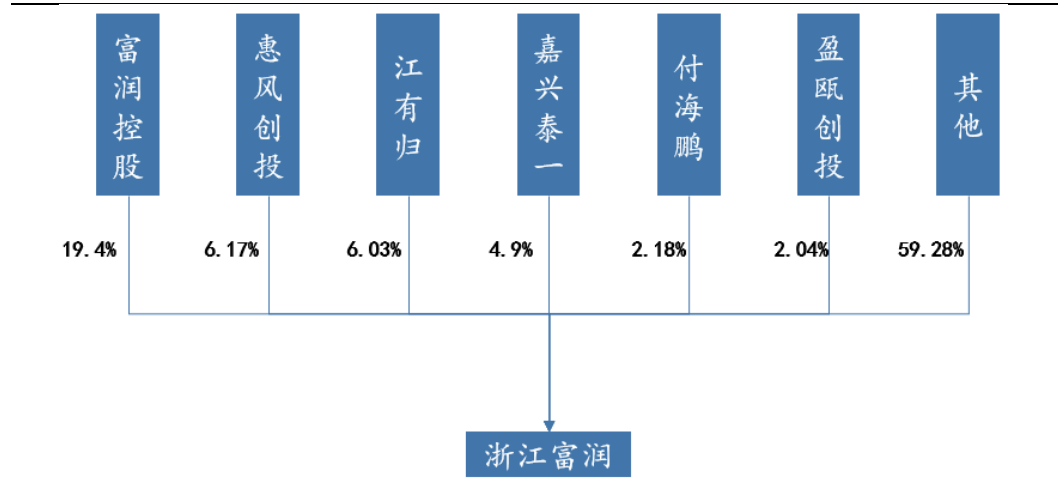
风险提示：行业竞争加剧风险、收购整合风险、新技术研发不及预期风险。

（六）浙江富润：双主业发展，深耕大数据营销

1、收购泰一指尚，切入互联网营销行业

公司成立于1994年，主业为纺织印染和钢管加工，于1997年在上交所上市。2016年，公司通过发行股份和现金相结合的方式向江有归、付海鹏等6名自然人以及嘉兴泰一、盈颐创投等12家企业溢价3倍收购大数据科技公司泰一指尚100%股权，切入互联网营销行业。泰一指尚承诺2016-2018年净利润分别不低于5500万、8500万和1.22亿，2016年、2017年分别实现净利润6153万、8667万。

图 141、浙江富润最新股权结构图



资料来源：公司官网、太平洋证券

泰一指尚成立于2012年，主要为客户提供互联网营销服务、营销数据分析服务及电子商务服务3大业务：

- ✓ **互联网营销服务：**泰一指尚根据广告主需求为其提供互联网广告投放服务。该业务2017年毛利率15.26%，营收占比28.65%，毛利占比21%。
- ✓ **营销数据分析服务：**针对不同类型企业客户，面向不同的营销数据分析服务需求，提供两种不同的大数据管理平台解决方案。该业务2017年毛利率84.49%，营收占比6.91%，毛利占比28.05%。
- ✓ **电子商务：**泰一指尚2017年设立杭州泰一电商，该业务2017年毛利率20.88%，营收占比0.28%，毛利占比0.28%。

可以看到，虽然营销数据分析业务营收占比较低，但由于其更高的毛利率，因此毛利占比高于互联网营销服务。互联网营销业务技术壁垒低，行业竞争的加剧可能导致其毛利率持续下降，而随着企业对数据安全重视度及数据应用需求的提高，公司给客户提供的个性化增值业务将有望实现快速增长。

图 142、泰一指尚业务构成

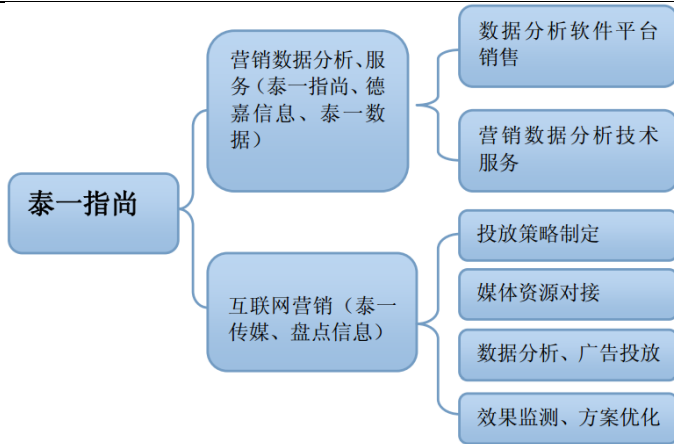
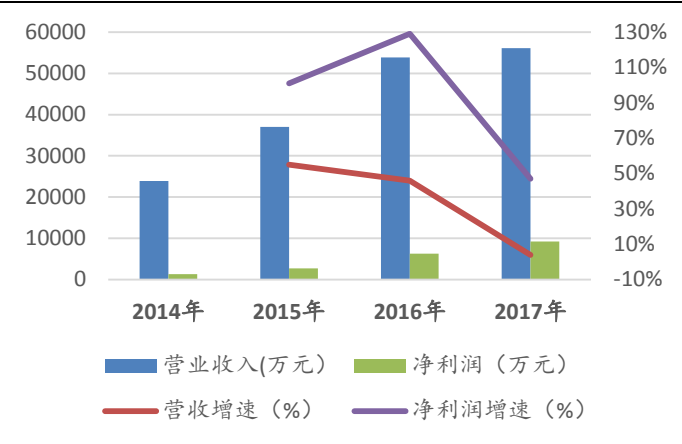


图 143、泰一指尚财务数据表现良好



资料来源：公司公告、太平洋证券

资料来源：公司年报、太平洋证券

泰一指尚拥有4家全资子公司，包括德嘉信息、泰一数据、泰一传媒、盘点信息：

- ✓ **德嘉信息**和**泰一数据**：大数据技术的研究、开发与应用；
- ✓ **泰一传媒**：互联网营销业务，包含广告创意策划、媒体投放、营销效果监测和优化提升等内容的完整营销服务链条；
- ✓ **盘点信息**：媒体资源的对接与转售。

图 144、泰一指尚4大业务板块，能够提供一体化数字商业解决方案

大数据应用能力开放：DataMust

- 亿聚（DMP）：数据聚合与管理服务平台
- 亿信（DMC）：数据信息全案咨询平台
- 亿售（DMM）：数据商业化开放平台
- 亿语（DMR）：可视化数据报表平台

营销技术能力开放：AdMatrix

中国首个“全系统”能力开放平台，首家千亿元级数据管理平台，提供产品技术、系统运营、媒体资源等能力开放，协助合作商打造个性化系统，实现平台自主经营。拥有3个主机房、500余台服务器，每日处理曝光量可达100亿。产品包括DSP、SSP、DMP和Biapost（微信公众号管理平台）

数据咨询研究服务：T-DATA

- **T-INFO**：基于网站架构逻辑，支持自定义关键词配置数据源，帮助用户零技术门槛采集网络原始数据。
- **亿商**：通过监测消费者偏好及不同媒体类型声量趋势，协助企业营销人员聚焦正确的产品营销策略，提升营销效益

数字营销综合服务：AdTime

- 大数据分析平台“Atlas云图”
- 互动电视广告平台“AdSmart”
- 移动互联网广告平台“手指客”
- 网络视频营销平台OTV
- 互联网广告平台“CCM”
- 社会化媒体营销服务平台“SNS+”

资料来源：公司官网、太平洋证券

目前，泰一指尚及其子公司的业务已经可以提供互联网营销的全产业链服务，能够为广告主提供基于全网（PC互联网、移动互联网、互动电视等）一站式整合营销服务及解决方案，在互联网营销产业链中具有较强的竞争优势。此外，公司具有充足的媒体资源，DSP平台已经接入主流6大媒体广告交易平台，能够为公司广告投放业务提供有力的支撑。

泰一指尚技术实力强劲，是浙江省大数据应用产业技术联盟理事长单位，在大数据研究和应用方面积累了大量经验。研发人员占比达40%，拥有发明专利3项，软件著作权22项。2014年便推出全国首个跨网多屏程序化购买平台。其大数据平台每日处理广告曝光量可达100亿，全面覆盖近6亿在线网民。泰一指尚已经可以为传统企业、品牌主、媒体及广告公司提供一体化的“互联网+”解决方案，帮助企业构建数字化商业能力。

2018年，泰一指尚与国家发改委的国家信息中心全资公司中国国信信息总公司共同出资成立浙江国信泰一数据科技有限公司。国信泰一将致力打造政企合作平台，研发大数据存储、脱敏保护和管理等技术，围绕行业应用开展大数据分析 and 建模，共同推进政府大数据开放共享、大数据深化应用，构建数据服务的商业生态。

此外，公司中高层管理人员在大数据、互联网或营销领域均有多年从业经验，能够从产业趋势、资本运作等各方面为公司发展提供有力的帮助。董事长江有归先生毕业于浙江大学，是第十届中国商务广告协会副会长、杭州大数据产业联盟理事、杭州市云计算与大数据副理事长。

2、传统业务稳定发展，有望持续受益于行业集中度的提高和景气度的回升

公司两大传统业务均处于行业发展成熟期：

公司传统纺织印染业务采用的经营和盈利模式主要为来料加工和面料经销，公司产品以棉制品为主，市场定位为中高端，客户主要分布在浙江、江苏、广东、香港等地区，印染公司被国家工信部确认为清洁生产示范企业。受益于2017年行业整治、环保升级等影响，中小企业被关停，行业集中度进一步提升，为公司订单带来一定增长。此外，2017年公司印染业务营收5.69亿，同比增长14%，毛利率提升2.04pct至17.35%。此外，子公司海茂公司开发成功亚麻棉产品，为明后年的经营打下坚实的基础。

公司孙公司明贺钢管是华东地区最大的无缝钢管生产企业之一，为国内大口

径中厚壁钢管首创企业及生产基地。受益于钢材行业景气度的回升，市场形势持续向好，明贺公司的钢管销售价量齐升，2017年实现主营业务收入6.36亿元，同比增长77.53%，保持持续快速增长。

图 145、公司纺织印染业务止跌回升

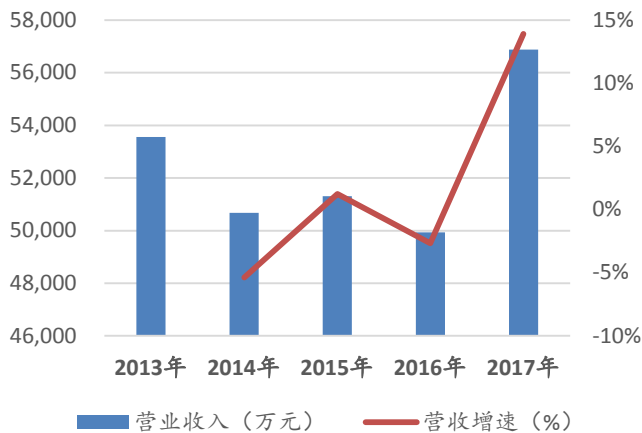
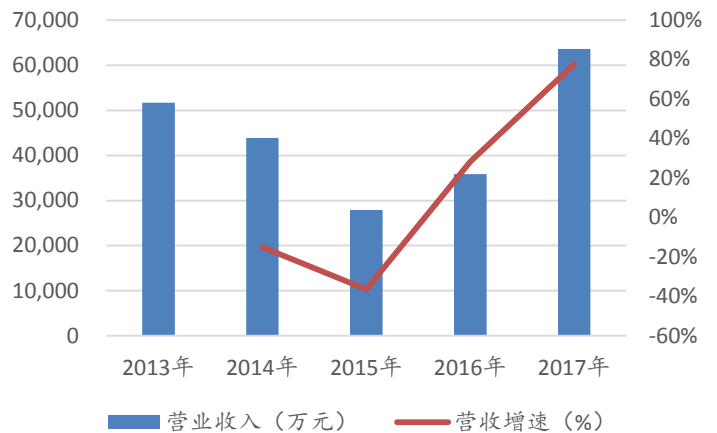


图 146、公司钢材业务营收持续快速增长



资料来源：公司年报、太平洋证券

资料来源：公司年报、太平洋证券

2017年，按照政府的统一部署，公司印染公司及针织厂区被政府征收。2017年底针织厂区搬迁已经完成，针织厂区获得补偿款2991万元。富润印染将获得补偿款5.06亿，预计会对公司未来5年的财务指标产生积极影响。同时，公司借搬迁时机可进行技术改造和设备的更新升级，加快数字化、网络化和智能化等新兴技术的应用，加强精细化、信息化管理与工艺技术的融合，推进公司纺织印染业务的转型升级。

风险提示：行业竞争加剧风险、商誉减值风险、新技术研发不及预期风险。

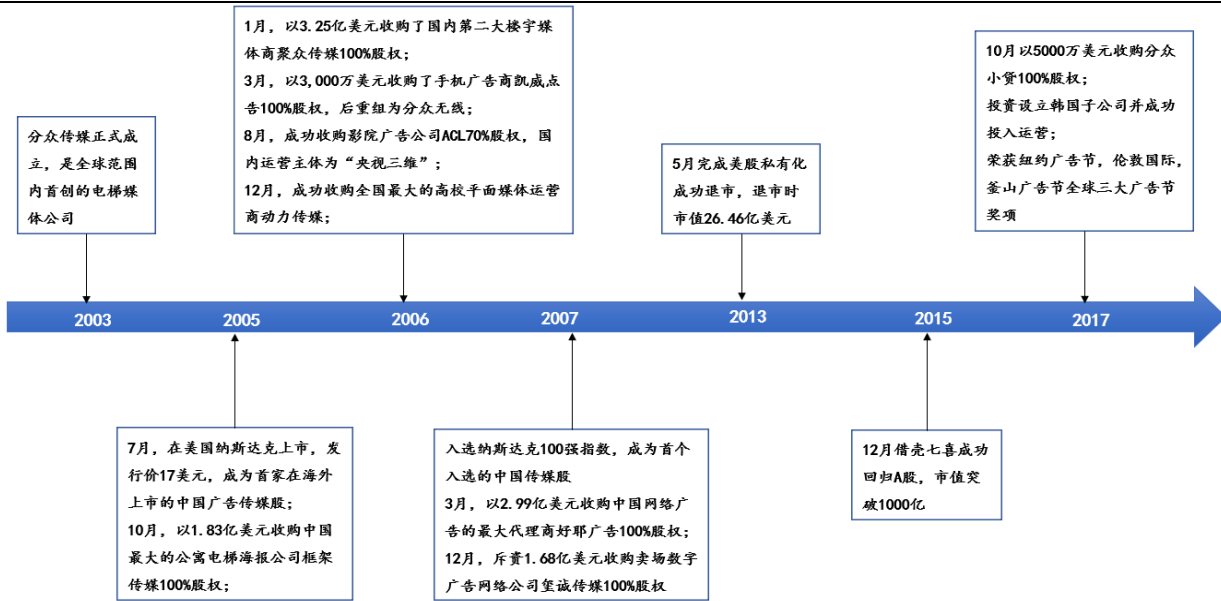
（七）分众传媒：生活圈媒体龙头地位稳固

1、公司是生活圈媒体龙头，将持续受益消费升级及渠道下沉

公司成立于2003年，在国内首创电梯媒体，并通过收购央视三维切入影视广告市场。2005年登陆纳斯达克，成为首家在海外上市的广告传媒股，之后便开启并购之路，先后收购了中国最大的公寓电梯海报公司框架传媒、中国第二大楼宇媒体聚众传媒、影院广告公司央视三维、全国最大的高校平面媒体动力传媒等多家公司，逐步构建起

国内最大的城市生活圈媒体网络。2013年5月，公司完成私有化。2015年，公司通过借壳七喜控股回归A股。

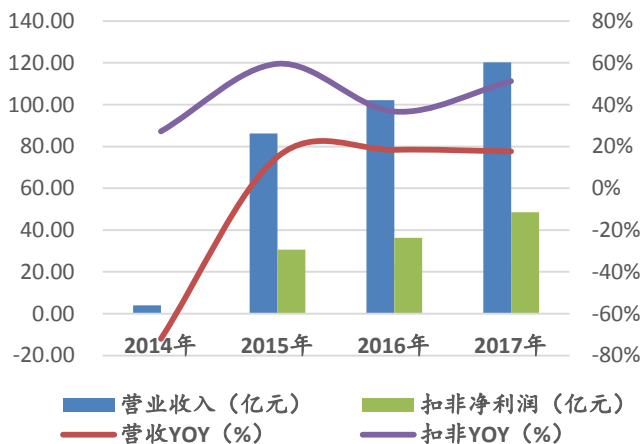
图 147、分众传媒发展历程



资料来源：太平洋证券

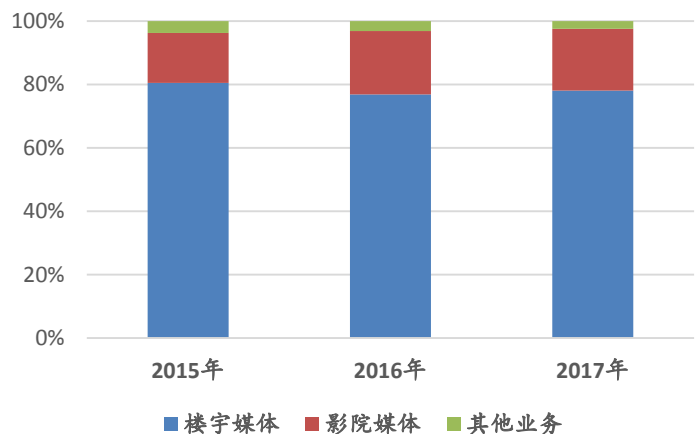
目前公司业务主要分为楼宇媒体、影院媒体和其他，2017年营收占比分别为78.1%、19.4%和2.5%。从近三年公司营收占比可以看到，楼宇媒体一直是公司最核心的业务。同时，公司楼宇媒体业务毛利率稳步提升，未来随着公司持续巩固在楼宇媒体市场的龙头地位及加强设备和系统的更新升级，毛利率有望得到进一步提升。

图 148、分众传媒营收、扣非净利润及其增速



资料来源：公司年报、太平洋证券

图 149、分众传媒近三年三大业务收入占比



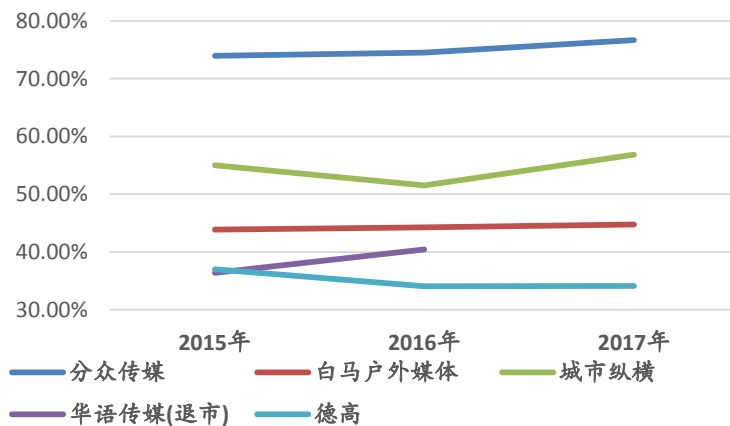
资料来源：公司年报、太平洋证券

2017年公司将卖场业务从其他业务归类至楼宇媒体业务，已形成覆盖超过300个城市的生活圈媒体网络，未来将持续聚焦、深耕电梯楼宇及影院广告两大核心业务：

电梯楼宇业务：2017年，实现营收93.8亿，同比增长16%。截至2018年3月末，自营电梯电视媒体约为31.3万台，覆盖全国约93个城市和地区，加盟电梯电视媒体约1.1万台，覆盖约30个城市和地区。自营电梯海报媒体约128.6万块，已经覆盖全国约117个城市，外购合作电梯海报媒体覆盖145个城市，约22.4万块媒体版位。

影院媒体业务：2017年，实现营收23.3亿，同比增长14.14%。截至2018年3月末，影院媒体的签约影院超过1750家，合作院线37家，银幕超过11800块，覆盖全国约300多个城市的观影人群。

图 150、户外媒体公司近三年毛利率比较



资料来源：公司财报、太平洋证券

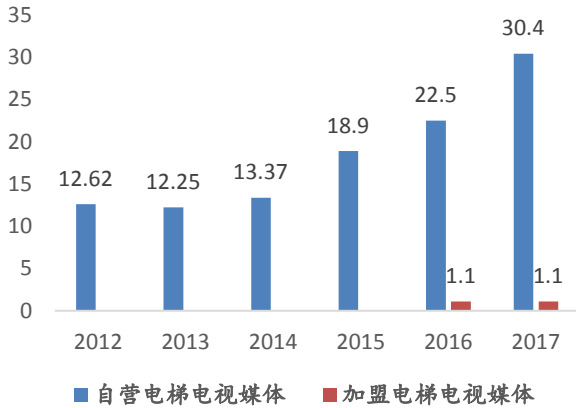
通过与其他户外媒体上市/挂牌公司对比，公司毛利率（楼宇媒体业务）均高于其他竞争对手，且在逐渐上升。我们认为，在消费升级、渠道下沉的大背景下，公司的财务情况、点位规模、销售能力均处于绝对优势。新兴入局者只是带来暂时的行业扰动，公司的生活圈媒体龙头地位短期内难以被撼动。

2、消费升级及渠道下沉有望为公司带来增量空间

据尼尔森的数据显示，核心城市的电梯间广告市场，分众市场份额超70%。除楼宇外，分众覆盖场景已经延伸到了影院、互联网、各大卖场和户外LED等。目前公司覆盖逾300个城市的2亿城市中产，中期目标将覆盖500个城市的500万个终端，日覆盖5亿城

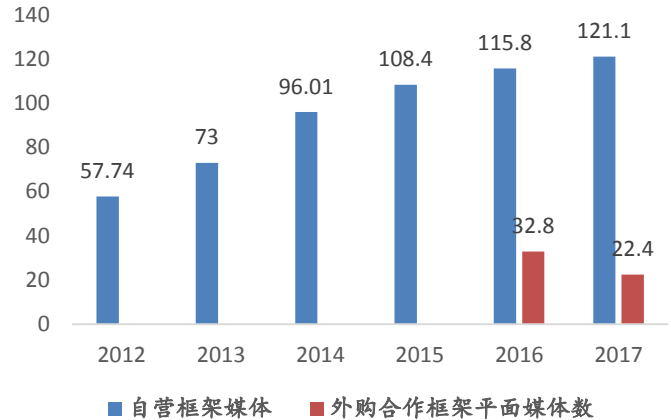
市新中产，触达中国城市绝大部分的主流消费力。

图 151、分众传媒楼宇屏幕媒体数量（单位：万个）



资料来源：公司年报、太平洋证券

图 152、分众传媒楼宇框架媒体数量（万个）



资料来源：公司年报、太平洋证券

目前，随着居民人均可支配收入的稳步提升，消费者更加注重生活的品质。而据摩根士丹利预测，我国三四五线城市的人均可支配收入与一二线城市的差距将逐渐缩小。低线城市广告需求的增长将为广告公司带来新的业务增量空间。公司2018年将继续积极向一二线城市外围区域的扩张和三四线城市的下沉。

3、阿里 150 亿入股，加速媒体终端的数字化升级

2018年7月18日晚间，公司发布股东权益变动公告：

- 1) 阿里巴巴以9.92元/股通过协议转让获得Power Star及Glossy City合计持有的公司5.28%股份，交易金额76.7亿，转让价格9.92元/股。
- 2) 阿里将通过间接受让，持有Giovanna Cayman及Gio2 Cayman合计持有的公司2.71%的股份，交易金额5.94亿美元，折合人民币约39.5亿元，受让价格约9.95元/股。
- 3) 阿里巴巴将向江南春个人100%持有的MMHL增资5.11亿美元，折合人民币34.2亿元，以持有其10%的股份，占公司总股份的2.33%。增资将在江南春禁售期（2018年12月31日）结束后进行交割。

以上三项交易完成后，阿里巴巴集团及其关联方将持有上市公司10.33%股份，成为公司第二大股东。此外，未来12个月内，阿里将视情况，通过大宗交易或集合竞价方式增持公司不超过5%的股份。

我们认为，目前生活圈媒体表现形式已经较为稳定，公司需要与像阿里这样拥有

更强大数据能力和云计算能力的集团公司合作，通过建立基于数据和算法的精准广告分发系统，为客户提供更加优质的差异化服务。未来，公司将在阿里的帮助下推出基于不同楼宇的电商购物数据的智能投放系统，通过线上线下的数据打通与联动，全面参与到阿里的全域营销等领域中，不断优化投放方式，提升客户广告的转化率。此外，公司有望对接阿里更多的电商资源，从而获取更多优质品牌客户，分流到更多阿里在楼宇媒体的广告预算。同时，阿里在资金和技术方面的支持将提升广告主对公司的认可度，新潮等竞争对手带来的扰动将进一步减弱。

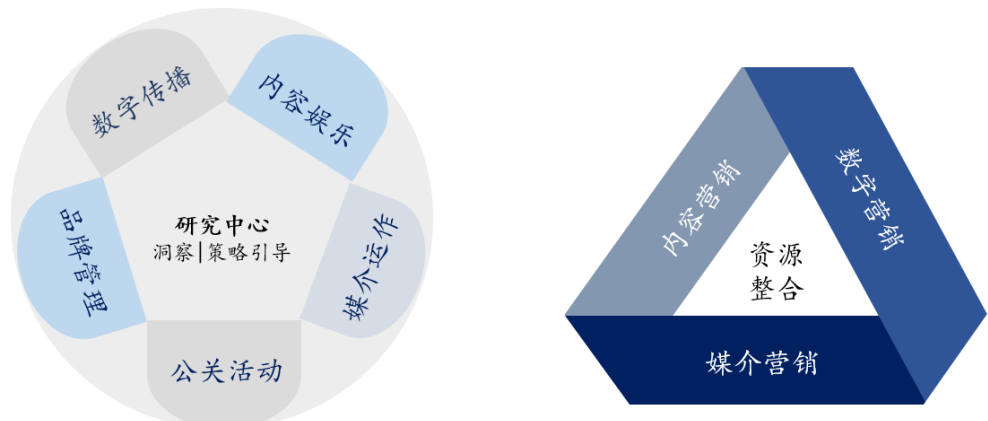
随着技术的成熟，生活圈媒体继续向数据化、精准化、互动化升级，2018年，公司将推出电梯电视实时收视率系统、跨屏组合的量化分析系统、基于不同楼宇的关键词搜索的精准投放系统及基于不同楼宇的电商购物纪录的定向投放系统。

风险提示：行业竞争加剧风险、新技术研发不及预期风险、年底解禁风险等

（八）思美传媒：内容产业化运营平台初现

公司成立于2000年，2014年上市，以“全景·精准·传播”为定位，目前已经发展成为一家提供包括电视广告营销、内容及内容营销、数字营销的整合营销传播服务的广告公司。

图 153、思美传媒广告业务构成

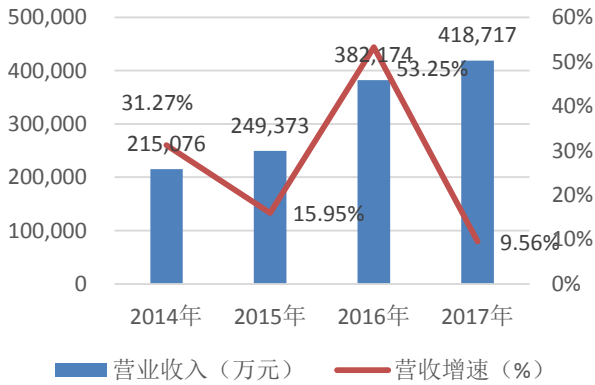


资料来源：公司官网、太平洋证券

2017年，公司实现营业收入41.87亿元，同比增9.56%；归母净利润2.31亿元，同比增63.25%；扣非净利润2.16亿元，同比增67.26%。其中，传统媒介代理业务营收32.8

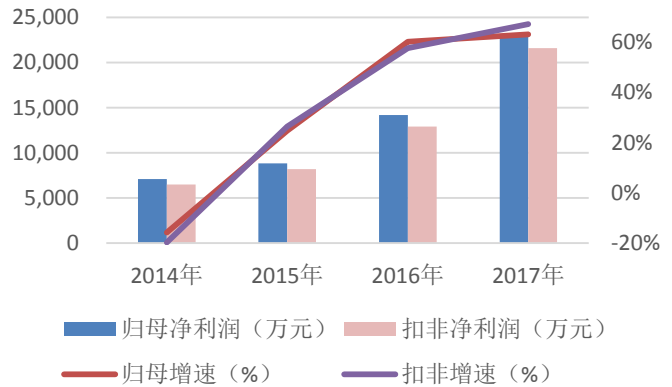
亿，占比78%，内容营销业务营收9亿，占比21.6%。内容营销业务占比虽有所提升，但公司仍以媒介代理为主要营收来源。

图 154、近4年思美传媒营业收入及增速



资料来源：公司年报、太平洋证券

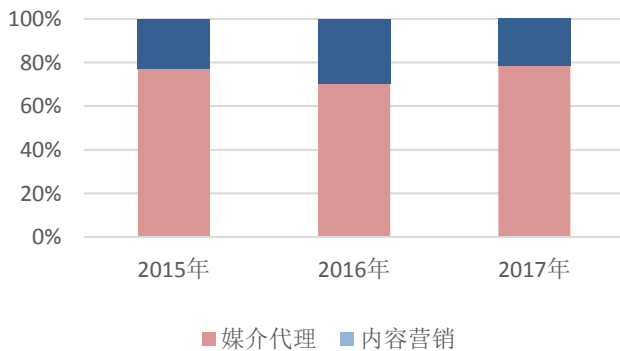
图 155、近4年思美传媒净利润及增速



资料来源：公司年报、太平洋证券

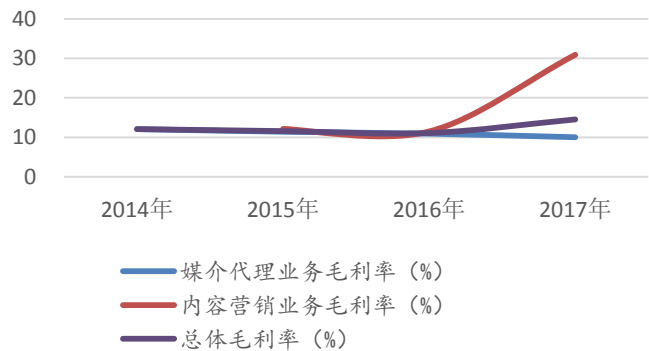
2017年，公司完成对掌维科技100%股份、观达影视100%股份、科翼传播剩余20%股份的收购，涵盖数字阅读，电视剧策划、制作和发行，综艺节目及影视剧宣发、商业品牌整合营销和内容制作等多种业务类型，完善内容产业链布局。2017年3家公司分别贡献净利润5457万、8214万和4242万。同时，由于掌维科技和观达影视的毛利较高，公司内容及内容营销业务板块毛利率提升11.49pct至31.76%，带动公司整体毛利率止跌回升，上升3.43pct至14.52%。

图 156、思美传媒近三年业务结构变化



资料来源：公司年报、太平洋证券

图 157、内容营销业务拉动思美传媒毛利率止跌回升



资料来源：公司年报、太平洋证券

2017年，公司持续发力综艺节目，推出了自制原创街头互动挑战脱口秀节目《真

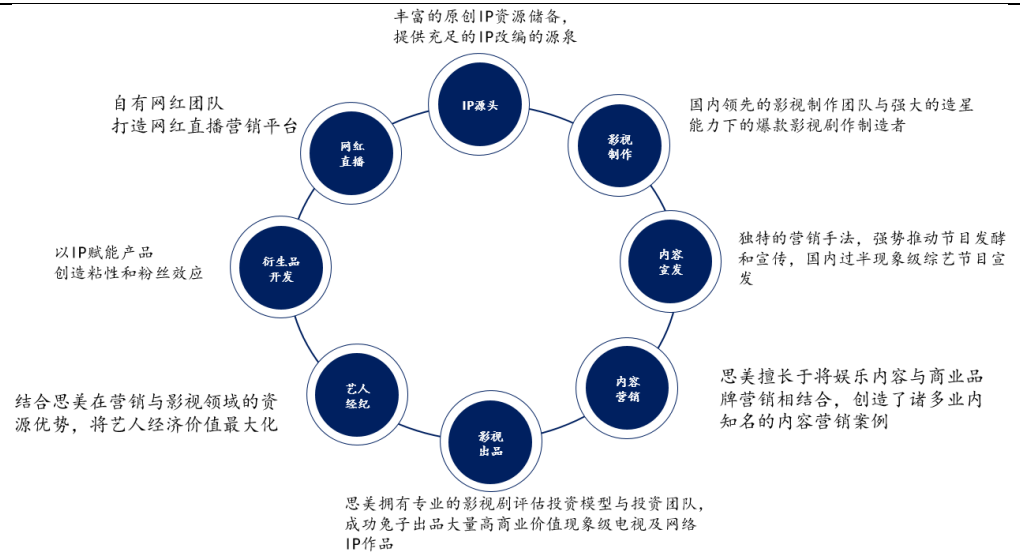
星话大冒险》。同时，思美联合出品了《我的前半生》等优质电视剧。2018年1季度，子公司观达影视48集电视剧《温暖的弦》确认收入，该剧在湖南卫视、腾讯视频、优酷视频及芒果TV播出，上线19天全网播放量已达47.2亿，全网排行第一（数据来源：艺恩网）。

图 158、思美影业内容作品



资料来源：公司官网、太平洋证券

图 159、思美传媒逐步建立起“IP 源头+内容制作+营销宣发”的内容产业化运营平台



资料来源：公司官网、太平洋证券

2018年5月，公司拟出资2450万（持股49%）与浙江新蓝网络（出资2550万，持股51%）共同设立浙江布噜文化传媒有限公司，旨在加强双方在内容、营销、资源上的合作，在短视频、艺人经纪、衍生品等方面开展业务。随着公司逐步建立起“IP 源头+

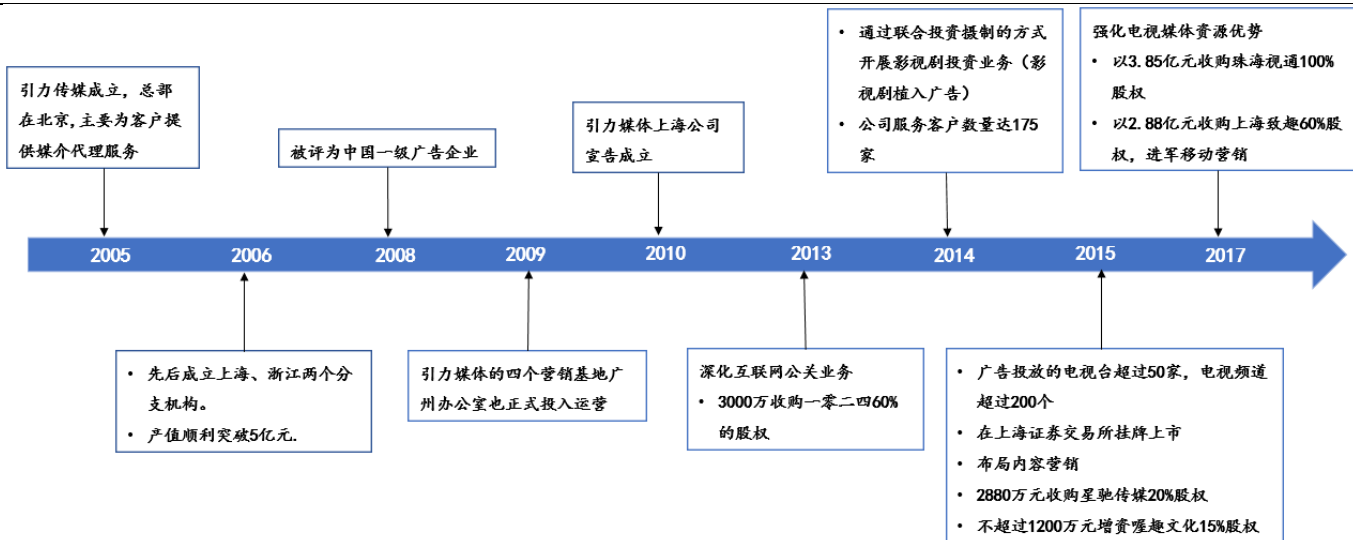
内容制作+营销宣发”的内容产业化运营平台，公司毛利率有望得到进一步提升。

风险提示：收购整合风险、行业竞争加剧风险、新业务拓展不及预期风险。

(九) 引力传媒：深耕内容，移动营销大有可为

公司成立于2005年，于2015年上市，主要为客户提供以电视及互联网媒体为主的传播策略与媒介代理服务。受益于2017年电视媒体的回暖，报告期内公司传统媒介代理业务实现营收12.6亿元，同比增长1.61%。2017年，公司分别以3.85亿、2.88亿现金收购专注于互联网视频的内容营销公司珠海视通100%股权和移动营销公司上海致趣60%，同时今年3月，公司发布公告，拟以现金收购上海致趣剩余40%股权。目前，公司已与今日头条、抖音、贝壳视频等短视频媒体达成合作关系。

图 160、引力传媒发展历程



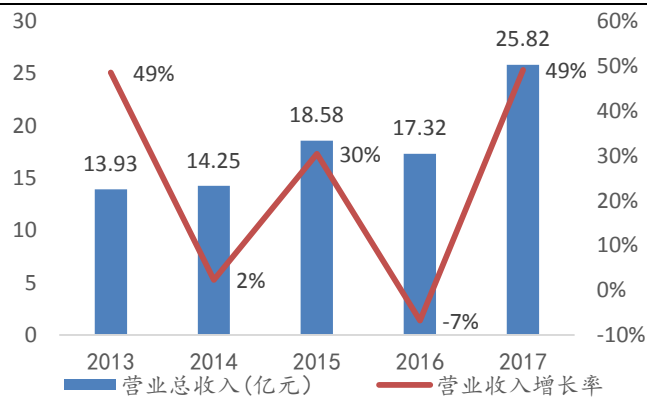
资料来源：太平洋证券

珠海视通承诺2017-2020年预计净利润分别不低于3500万元、4200万元、5040万元、6048万元。2017年实现扣非净利润6545万，完成率187%。珠海视通由胡金慰、李超等广告行业的资深人士创办，虽只成立一年时间，却已服务了包括百岁山、小红书、东风悦达起亚、奥迪、奇瑞、鸿星尔克等100余家品牌客户。

上海致趣是一家移动资源整合公司，创始团队来自豆瓣、腾讯、微软、TOM、优酷等互联网企业，业务包括素材设计、定制化互动、原生广告等，通过兴趣标签实现移

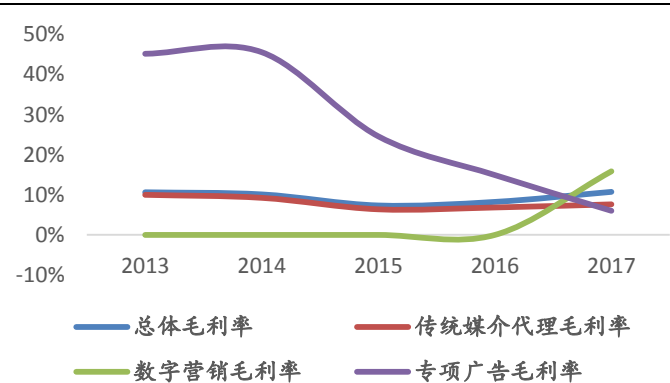
动新媒体广告的精准投放。公司目前代理了知乎、豆瓣、网易云音乐上的开屏、banner、信息流广告。

图 161、引力传媒营收及其增速



资料来源：公司年报、太平洋证券

图 162、引力传媒销售毛利率逐步回升



资料来源：公司年报、太平洋证券

公司2017年实现营业收入25.8亿元，同比增49.09%；归母净利润6673.63万元，同比增102.04%。公司数字营销业务快速发展，实现营收10.32亿元，同比增长442%，内生性数字营销业务亦有不错表现，同比增长212.46%。此外，近两年公司销售毛利率逐步回升。

公司持续加大在大数据和AI场景应用的研究力度，已在积极探索区块链在传媒行业的场景化落地。2018年公司联合业内知名MCN机构深耕短视频研发、生产与营销，研发微综艺、轻综艺节目模式。

风险提示：竞争加剧风险，收购整合风险，研发不达预期风险。

六、风险提示

行业竞争加剧风险、行业景气度下降风险、相关标的公司商誉减值风险、行业相关政策风险、新业务开拓及技术研发不及预期风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。