

## 埃森哲互动成长危机

### ——2C 超级平台动了 2B 巨头的奶酪

2020.06.12

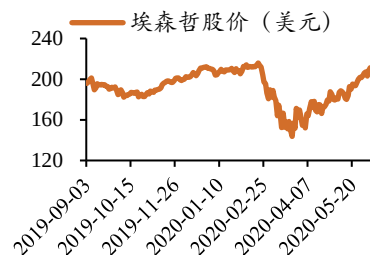
袁季 (分析师、首席研究官)

电话: 020-88836118

邮箱: yuanj@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310512070003

## 股价走势



## 股价表现

| 涨跌(%)  | 1M    | 3M    | 6M   |
|--------|-------|-------|------|
| 埃森哲    | 10.43 | 26.34 | 2.63 |
| 标普 500 | 9.47  | 11.27 | 2.27 |

## 相关报告

1. 破解埃森哲互动成长密码——创新驱动并购，与传统优势完美融合-20200516
2. 跟谁学 (GSX.N): 黄金赛道，惕龙乾乾-20191103
3. 复盘与展望: 前十年磨中国剑 新十年铸世界尊——爱尔眼科三大成功要素与三大基础能力-20191012
4. 中公教育 (002607.SZ): 千亿市值，1.0 版百战加冕；不忘初心，2.0 版始于足下-20190909
5. 光明地平线(BFAM)商业模式剖析与中国 2B 早教业务实践思考-20180917
6. 医疗服务连锁必读：标准化建设奠定爱尔眼科王国基石-20180531
7. 惟精惟一，大作于细——爱尔眼科式连锁哲学执天下之牛耳-20180127
8. 82 岁乐高的商业魔法：极致标准与无限个性的完美平衡-20171212
9. 双师模式抢滩——从鲶鱼到大杀器，决胜 2018-20171118

## 摘要:

如我们之前报告《破解埃森哲互动成功密码》所述，埃森哲互动把握数字化时代机遇，成为广告营销行业强有力的竞争者。截至 2019 年，埃森哲互动营收超过百亿美元，并已连续四年被《Ad Age》评为全球最大的数字营销服务商。

本篇报告主要从行业 and 市场竞争结构的变局来探讨高歌猛进中的埃森哲互动将面临的内外部挑战，及“成长的烦恼”。我们认为，广告营销行业出现了四次大变局：第一次发生在 20 世纪 60-80 年代后期的黄金增量时代，正增长持续 29 年；第二次是全球化浪潮下的集中度提升时代，五大广告集团全球市场份额至 2003 年高达 66%；第三次现身于 21 世纪数字化时代，互联网科技公司和咨询公司跨界而来抢占份额；第四次大变局就在眼前，千人千面时代，超级巨头间的战争已然打响。

### ● 埃森哲互动面临的两大外部挑战:

1. 全球经济下行，企业活动收紧，市场蛋糕缩小。据 Galbi Think 数据显示，广告占 GDP 的比重基本维持在 2% 水平。经我们测算，广告支出总额和 GDP 的 pearson 相关系数为 0.997459，spearman 相关系数为 0.993152，广告行业与 GDP 是舟水关系。受诸多不利因素影响，据 IMF 预测，2020 年全球 GDP 实际增长率为-3.03%。随着广告主收紧投放，预计市场规模将缩水。

2. 咨询类数字化公司发展进入“深水区”，直面互联网科技公司“全明星”挑战。我们参照波士顿矩阵原理划分当前行业竞争格局：互联网科技公司（增长率 31%，市占率 32%）处于明星象限，传统 4A 广告集团（增长率 3%）处于金牛象限，而咨询类数字化公司和新物种（市占率 < 20%，增长率 > 25%）则处于问题象限。

### ● 对广告营销市场数字化趋势的两大预测:

1. 视频直播不仅带来流量和技术工具的革命，还将引爆内容革命，是超级趋势；在这场革命中，“网红”公司化是商业发展的必然，MCN 受平台和头部“网红”双重挤压，议价能力不足，处境两难，而最大受益者是平台。

2. 2C 平台公司矢志不渝提升行业专业化能力，借助产业互联网大潮再次涌向 2B 领域；依托巨大 C 端流量基本盘，无论是收购、投资 SAAS 公司，还是践行 M2C 模式，都将对 2B 公司的奶酪构成极大威胁。继“互联网+”时期首次大规模 2B 作战受挫之后，产业互联网时代为 2C 平台公司掀起第二次浪潮带来战略机遇。而疫情期期间各行各业特别是 2B 市场在线诉求井喷，客观上加快消除了原本高耸的行业壁垒。对埃森哲互动这样 2B 基因强大的巨头来说，竞争格局将是崭新的。

● 埃森哲互动面临的三个内部挑战：股东战略重心转移带来资源配置减少；解决利益冲突，防火墙建设任重道远；关注并购带来的商誉风险和文化冲突风险。

风险提示：全球经济下行风险；市场竞争风险；股东战略重心调整；并购后遗症。



## 目录

|                                                                                                                   |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1、埃森哲互动——数字化时代的掠食者之一.....                                                                                         | 4  |
| 1.1 广告营销行业四次划时代的大变局：从独立企业竞争到集团化竞争，再到跨界竞争.....                                                                     | 4  |
| 1.1.1 第一次大变局：20 世纪 60 年代，媒介革命将广告行业带入黄金增量时代.....                                                                   | 4  |
| 1.1.2 第二次大变局：20 世纪 80 年代后期，全球化趋势推动存量时代第一波竞争.....                                                                  | 4  |
| 1.1.3 第三次大变局：21 世纪数字化时代，跨界而来的两群掠食者抢占广告行业的大蛋糕.....                                                                 | 6  |
| 1.1.4 千人千面时代，迎来第四次大变局.....                                                                                        | 9  |
| 1.2 埃森哲互动的 10 年辉煌：创新驱动并购，与传统优势的完美融合.....                                                                          | 12 |
| 2、两大外部挑战与对于未来趋势的两个预测.....                                                                                         | 13 |
| 2.1 外部挑战之一：全球经济下行，企业活动收紧，市场蛋糕缩小.....                                                                              | 13 |
| 2.1.1 宏观经济与广告营销行业高度相关.....                                                                                        | 13 |
| 2.1.2 贸易摩擦及新冠疫情导致全球宏观经济面临衰退风险.....                                                                                | 15 |
| 2.2 外部挑战之二：互联网科技公司占据“明星”象限.....                                                                                   | 17 |
| 2.2.1 波士顿矩阵分析：互联网科技公司成为行业明星.....                                                                                  | 17 |
| 2.2.2 互联网科技公司：社交类互联网平台更具数据优势，广告收入高速增长.....                                                                        | 18 |
| 2.2.3 咨询类数字化公司：注重用户体验，加速企业数字转型.....                                                                               | 20 |
| 2.2.4 传统 4A 广告公司：收购咨询类公司，积极转型数字化.....                                                                             | 21 |
| 2.2.5 新新物种：自媒体和自媒体平台、网红和 MCN 机构快速崛起.....                                                                          | 22 |
| 2.3 对广告营销市场数字化趋势的两个预测.....                                                                                        | 24 |
| 2.3.1 视频直播不仅带来流量和技术工具的革命，还将引爆内容革命，是超级趋势；在这场革命中，“网红”公司化是商业发展的必然，MCN 处境两难，最大受益者是平台.....                             | 24 |
| 2.3.2 2C 平台公司矢志不渝提升行业专业化能力，借助产业互联网大潮再次涌向 2B 领域；依托巨大 C 端流量基本盘，无论是收购、投资 SAAS 公司，还是践行 M2C 模式，都将对 2B 公司的奶酪构成极大威胁..... | 26 |
| 3、三大内部挑战：股东战略重心调整、防火墙建设和并购后遗症.....                                                                                | 27 |
| 3.1 公司治理于股东层面的挑战.....                                                                                             | 28 |
| 3.1.1 股东战略重心变动的风险.....                                                                                            | 28 |
| 3.1.2 利益冲突业务剥离有前车之鉴，防火墙建设任重道远.....                                                                                | 29 |
| 3.2 并购后遗症的风险.....                                                                                                 | 30 |
| 4、风险提示.....                                                                                                       | 30 |

图 表 目 录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图表 1 美国年度广告支出情况 (1919-2007)                  | 4  |
| 图表 2 龙头广告集团部分并购交易                            | 5  |
| 图表 3 五大广告集团全球广告市场份额                          | 6  |
| 图表 4 五大广告集团全球排名 (2000-2004)                  | 6  |
| 图表 5 全球广告营销市场规模情况 (2000-2022)                | 6  |
| 图表 6 美国广告市场媒体分布情况 (2006-2022)                | 7  |
| 图表 7 互联网广告营收情况 (2000-2011)                   | 7  |
| 图表 8 部分广告相关公司被收购情况                           | 8  |
| 图表 9 咨询类数字化公司部分代理业务                          | 8  |
| 图表 10 2019 全球媒体广告支出预测                        | 10 |
| 图表 11 2020 全球媒体广告支出预测                        | 10 |
| 图表 12 全球竞争面谱                                 | 10 |
| 图表 13 历年全球广告代理商 TOP10 (2012-2018)            | 11 |
| 图表 14 美国多平台数字媒体收入 Top10                      | 11 |
| 图表 15 埃森哲互动营收情况 (2014-2019)                  | 12 |
| 图表 16 埃森哲互动收购代理商业务分类情况                       | 12 |
| 图表 17 美国年度广告支出情况 (1919-2007)                 | 13 |
| 图表 18 全球 GDP 增速与全球广告市场规模增速情况 (2000-2018)     | 14 |
| 图表 19 全球六大 4A 公司营业收入情况 (2005-2019)           | 14 |
| 图表 20 全球 GDP 增速与五大 4A 广告集团营收增速情况 (2009-2019) | 15 |
| 图表 21 全球 GDP 增速与广告市场规模增速情况 (2007-2020)       | 15 |
| 图表 22 IMF 预测 GDP 实际增长率 (2013-2024)           | 16 |
| 图表 23 2020 年各季度广告费用受影响情况                     | 16 |
| 图表 24 广告市场的波士顿矩阵                             | 17 |
| 图表 25 各竞争对手市场占有率情况                           | 18 |
| 图表 26 各竞争对手广告相关收入增速情况                        | 18 |
| 图表 27 Google 广告收入情况                          | 19 |
| 图表 28 Facebook 广告收入情况                        | 19 |
| 图表 29 Adobe 历年收入结构                           | 20 |
| 图表 30 Salesforce 历年收入结构                      | 20 |
| 图表 31 咨询类数字化公司广告营收情况                         | 21 |
| 图表 32 六大 4A 广告集团营收情况 (2005-2019)             | 22 |
| 图表 33 全球网红营销广告支出统计 (2015-2020)               | 23 |
| 图表 34 中国 MCN 机构数量 (2015-2020)                | 23 |
| 图表 35 中国 MCN 市场规模 (2015-2020)                | 23 |
| 图表 36 新媒体产业链                                 | 24 |
| 图表 37 美国网络广告构成 (按形式分)                        | 25 |
| 图表 38 中国网络广告构成 (按形式分)                        | 25 |
| 图表 39 中国短视频、在线直播用户规模及预测 (2016-2020)          | 25 |
| 图表 40 中国短视频行业市场规模及预测                         | 26 |
| 图表 41 中国企业直播服务市场规模及增长趋势                      | 26 |
| 图表 42 2B 业务与 2C 业务比较                         | 26 |
| 图表 43 5G 世界需要更多数字技术赋能                        | 28 |
| 图表 44 埃森哲合规服务内容                              | 29 |

# 1、埃森哲互动——数字化时代的掠食者之一

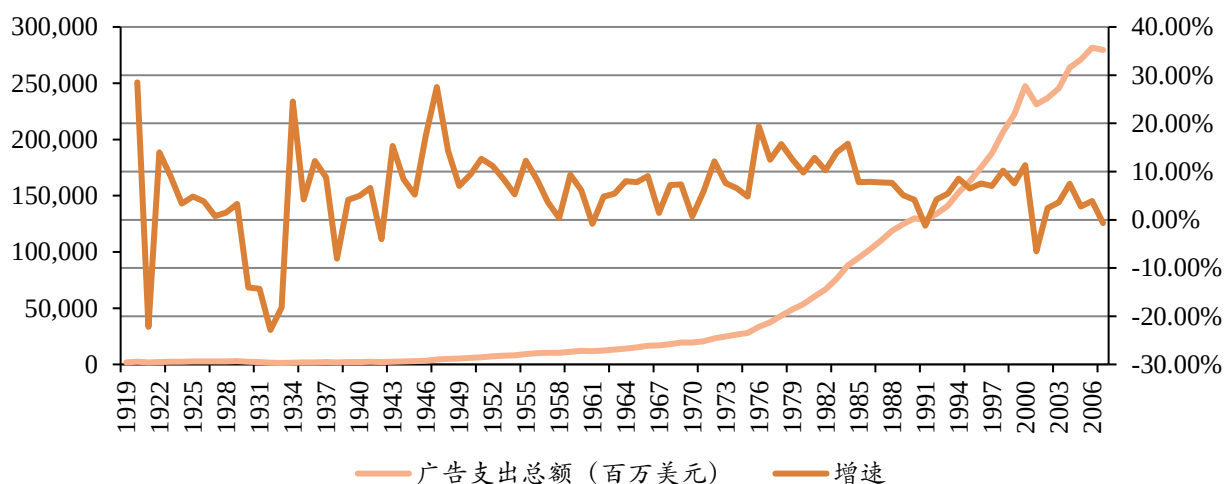
## 1.1 广告营销行业四次划时代的大变局：从独立企业竞争到集团化竞争，再到跨界竞争

### 1.1.1 第一次大变局：20 世纪 60 年代，媒介革命将广告行业带入黄金增量时代

20 世纪初期，纽约著名的“麦迪逊大街”开始汇集了众多知名的广告公司——智威汤逊 JWT (1864)、Lord & Thomas (1873)、Batten 传播公司 (1891)、广告公司 Alfred W. Erickson (1901)、麦肯 McCann (1902)、扬·罗比凯广告公司 Y&R (1923)、阳狮集团 Publicis Groupe (1926)、联合利华下属的广告公司灵狮 Lintas (1928)、李奥贝纳广告公司 Leo Burnett (1935)、恒美 DDB (1949)、奥美 Ogilvy&Mather (1948)、Havas Conseil (1958)、TBWA (1970) 等，这些颇有盛誉的顶级广告公司靠着专业技术人员的聪明才智和专业技能推出了许多极具创意的广告作品。

20 世纪 60 年代，随着媒介革命的推进，广告行业进入野蛮生长的增量时代，并逐步走向成熟。1962 年开始，广告市场维持了长达 29 年增长，平均增速高达 8.69%。广播、电视、电影、录像、卫星通讯、电子计算机等电信设备的发明创造，使广告业进入了现代化的电子技术时代。新的广告形式不断产生，新技术的应用也进一步提高了广告的传播效益。随着传统广告媒介的不断发展，广告行业拥有了越来越多的广告参与者，包括了广告公司、品牌商、媒介供应商等。借助坚实的经济基础，美国成为广告行业的领导者。

图表1 美国年度广告支出情况 (1919-2007)



数据来源：Galbi Think、广证恒生

### 1.1.2 第二次大变局：20 世纪 80 年代后期，全球化趋势推动存量时代第一波竞争

20 世纪 80 年代后期，广告公司在全球化背景下通过整合营销进行产业链的扩张。美国一系列专业广



告公司通过合并、收购等方式组建广告集团，建立全国性、全球性的广告网络。竞争者广告公司的数量减少使得广告集团的外部竞争压力减少，同时，自身专业技能的增强也使得广告集团持续地扩大经营规模，最大限度地获取市场份额。

1982 年，盛世广告公司收购康普顿传播广告公司，意味着广告公司更有能力为全球化客户提供服务。1988 年，20 家顶级广告公司中已有 11 家易手或合并，报纸及其出版社也经历着同样的变化。1989 年，美国 25 家广告公司在境外设立分支机构超过 1500 家，率先实现全球扩张。1996-2001 年，WPP 进行了 200 多次并购交易，宏盟的并购操作有 160 次，IPG 也高达 240 次。

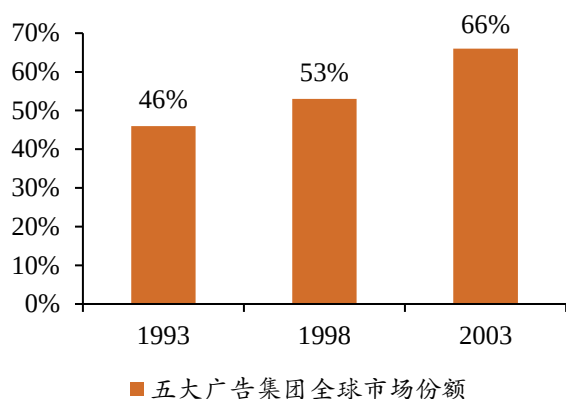
图表2 龙头广告集团部分并购交易

| 4A 广告集团 | 合并、收购等事项                                                                                                                                                                                                       |
|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| WPP     | 1987 年，以 5.66 亿美元现金强迫收购全球第一家广告公司智威汤逊 JWT。<br>1989 年，以 8.25 亿美元强迫收购奥美广告，成为全球最大的广告集团。<br>2000 年，以 47 亿美元收购全球第 7 大广告公司扬雅广告（Young & Rubicam）。<br>2003 年，以 4.43 亿英镑收购 Cordiant 集团。                                  |
| 宏盟      | 1993 年，收购全球增长最快的跨国广告公司 TBWA。<br>1996 年，收购 Ketchum Communications。<br>1999 年，收购 Sheppard Associates。<br>2001 年，以 9100 万美元收购 Grizzard Communications。<br>2001 年，以 1000 万英镑收购 Freud Communications。               |
| 阳狮      | 1988 年，与 FCB 结成联盟关系，共同开拓国际广告市场。<br>1996 年，结束与 FCB 的合作，独立在国际广告市场扩张网络。<br>2001 年，收购中国广告营业额排行榜中一直名列第一的盛世长城（Saatchi & Saatchi）。<br>2002 年，收购 BCOM3 集团（旗下的李奥贝纳届时已是世界第九大广告公司）。<br>2003 年，收购实力传播集团（Zenith Optimedia）。 |
| IPG     | 1990 年，收购 1981 年在伦敦成立的 Lowe 集团。<br>2001 年，以 21 亿美元收购 TrueNorth 传播集团（世界广告元老 FCB 也被纳入 IPG）。                                                                                                                      |
| Havas   | 1958 年，其广告业务从原公司中独立出去，形成了 Havas Conseil。<br>1975 年，Havas Conseil 重组为 Eurocom 股份公司。<br>1991 年，Eurocom 收购了法国广告集团 RSCG，组建灵智全球。                                                                                    |

资料来源：公开信息整理、广证恒生

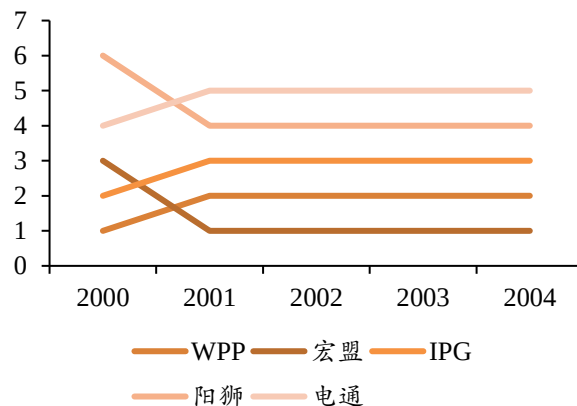
20 世纪 90 年代，随着广告集团的不断并购扩张，广告市场集中度持续提高，既是弱者的悲歌，也是强者的欢歌。以宏盟集团为例，其全球市场份额占比从 1993 年的 10% 增长到了 2003 年的 20%。就单一广告公司而言，2003 年全球十大广告公司中，宏盟集团占 3 家，阳狮和 WPP 各占 2 家，电通和 IPG 各有 1 家。

图表3 五大广告集团全球广告市场份额



资料来源：广告时代、广证恒生

图表4 五大广告集团全球排名（2000-2004）



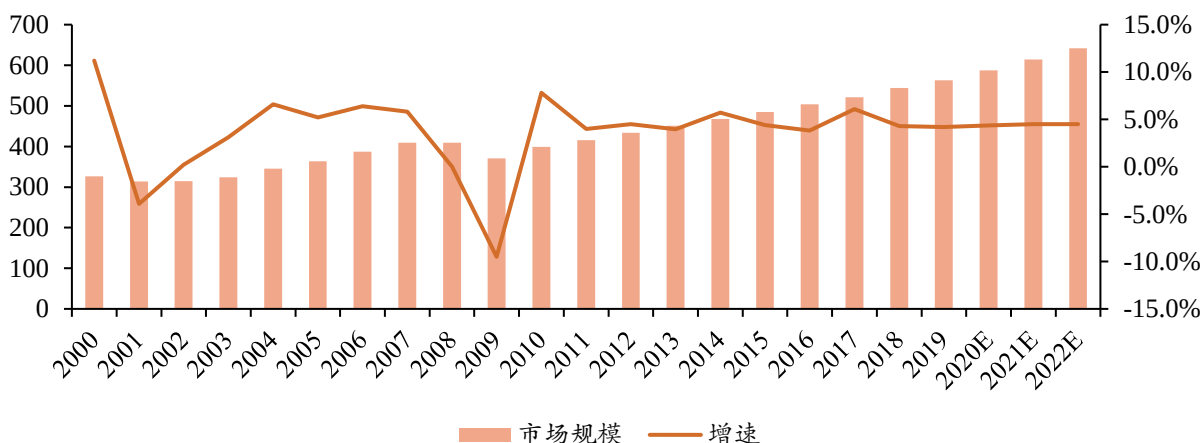
资料来源：武汉大学媒体发展研究中心、广证恒生

### 1.1.3 第三次大变局：21 世纪数字化时代，跨界而来的两群掠食者抢占广告行业的大蛋糕

(1) 广告营销市场：一个价值 5630 亿美元的大蛋糕，互联网成为最主要的广告媒介

除 2001 年受互联网泡沫危机和 2009 年受全球金融危机影响外，2000 年后全球广告营销市场增速较为稳定，市场规模整体保持增长态势。据 Zenith 的数据显示，全球广告支出从 2000 年的 3265 亿美元增长至 2019 年的 5630 亿美元，预测 2021 年整个市场规模将超过 6000 亿美元。根据 AdAge 的统计，全球广告市场规模增速 2013-2021 年基本维持在 4% 水平。

图表5 全球广告营销市场规模情况（2000-2022）（USD，十亿元）

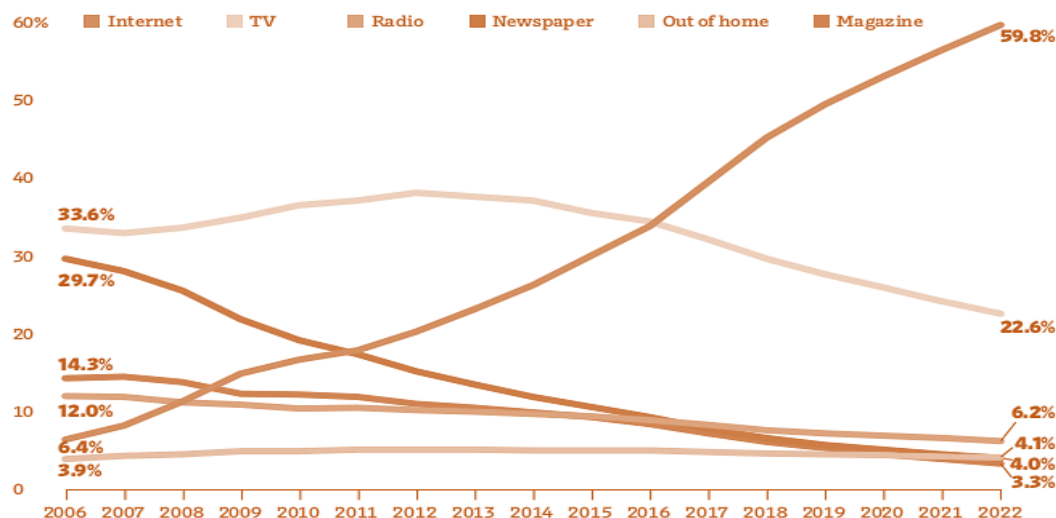


数据来源：Statista、Zenith、广证恒生

互联网广告在 21 世纪初期开始快速成长，当前已成为最主要的广告媒介，“昔日王者”的电视只能屈居第二。互联网的兴起打破了大众传播的单向形式，人们接触广告的时间、空间被赋予了更多选择，广告内容也朝着更加精准化方向演进。随着个人电脑的普及以及服务器性能的提升，品牌商自有数据体系日益健全，为革命性营销技术的爆炸式增长铺平了道路。据 IAB 数据显示，2011 年互联网广告首次超过 300 亿

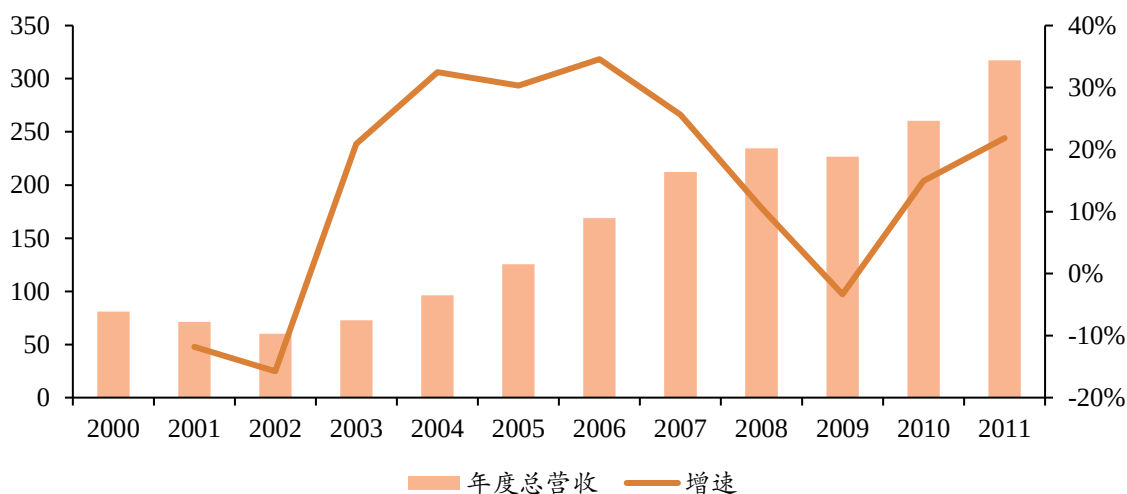
美元大关，比2002年增加了257亿美元，年复合增长率达到20.3%。

图表6 美国广告市场媒体分布情况（2006-2022）



数据来源：AdAge、广证恒生

图表7 互联网广告营收情况（2000-2011）（USD，亿元）



数据来源：IAB、广证恒生

## （2）志不在此却身在其中的入侵者——存量时代竞争第二波，旧人的悲歌，新人的欢歌

21世纪初叶，受到互联网科技公司和咨询类数字化公司的威胁，六大广告集团的市场集中度有所下降。咨询类数字化公司不断收购大量广告公司、数字营销公司、设计公司、创意热店等广告营销行业的公司，以增强其创意能力和数字营销能力，大力进军广告市场。

图表8 部分广告相关公司被收购情况

| 时间     | 被收购方                          | 收购方 |
|--------|-------------------------------|-----|
| 2013 年 | 体验流程设计巨头 Fjord                | 埃森哲 |
| 2013 年 | 广告投放程序化交易公司 Acquity Group     | 埃森哲 |
| 2015 年 | 数字营销机构 Reactive Media         | 埃森哲 |
| 2016 年 | 数字营销与广告代理商 Resource/Ammirati  | IBM |
| 2016 年 | 数字广告公司 Aperto                 | IBM |
| 2016 年 | 数字创意机构 ecx.io                 | IBM |
| 2016 年 | 创意公司 Karmarama                | 埃森哲 |
| 2016 年 | 创意热店 Heat                     | 德勤  |
| 2017 年 | 瑞典独立创意机构 Acne                 | 德勤  |
| 2017 年 | 数字营销全方位代理服务 SinnerSchrader AG | 埃森哲 |
| 2018 年 | 数字广告公司 Adaptly                | 埃森哲 |
| 2018 年 | 数字营销机构伙传播                     | 埃森哲 |
| 2018 年 | 跨平台媒体广告监测公司 adtech            | 埃森哲 |
| 2018 年 | 数字广告代理公司 MXM                  | 埃森哲 |
| 2019 年 | 创意热店 Droga 5                  | 埃森哲 |

资料来源：公开信息整理、广证恒生

在数字化时代背景下，咨询公司打着提升“用户体验”的旗帜进入广告营销市场。埃森哲、IBM、德勤和普华永道等多家全球领先的咨询公司在其内部设立数字部门，利用其数据、咨询等优势，提供策略、创意、媒体代理等全方位服务，进而帮助企业进行数字化转型。与传统 4A 公司一样，他们也是通过一系列的并购操作提升自身的业务能力并扩大广告业务的发展区域。但此类公司并不认为自己是数字代理公司，更不认为是广告公司。

咨询类数字化公司涉足广告营销的深层次原因是市场的需求发生变化，企业客户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。咨询类数字化公司的优势在于过往已沉淀大量优质客户，长期坚持以客户为中心，他们快速识别和把握了需求变化，顺应时代趋势，以数字化营销叠加已有的提供全流程的服务，获得巨大的回报。

图表9 咨询类数字化公司部分代理业务

| 客户服务                                  | 现代理商             | 原代理商          |
|---------------------------------------|------------------|---------------|
| 金佰利创意代理（美国、欧洲、中东和非洲地区）                | 埃森哲互动            | WPP           |
| 玛莎拉蒂全球体验代理                            | 埃森哲互动            | /             |
| 壳牌 CRM 代理                             | 埃森哲互动+伟门         | 伟门（Wunderman） |
| LG 广告（高端设备品牌 Signature Kitchen Suite） | Deloitte Digital | /             |

资料来源：公开信息整理、广证恒生

此外，科技赋能广告行业，社交类与工具类的互联网科技公司分别从媒介端和云端助力数字化精准营



销。Facebook、Google 等互联网科技公司作为媒体主，已成为广告行业的大玩家。他们拥有庞大的用户以及丰富的数据，成为巨大的流量入口，结合其领先的互联网技术，为精准营销等各种新型营销模式和解决方案提供了广阔的创新空间。Facebook、Google 等互联网科技公司让广告行业发生了重大改变，每个人都可以成为广告的投放者，每个人也可以成为广告的传播者，其颠覆意义不在于他们更了解媒体，而是他们更了解受众。

2010 年，营销自动化在数字化时代开始爆发，营销云在国外市场已基本成型。根据 Customer Experience Matrix 的数据，营销自动化的市场规模从 2010 年的 2.25 亿美元增长到 2016 年的 26.4 亿美元。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，进而进入广告营销市场。营销自动化实际上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，为品牌商提供销售线索，同时对不同客户群体进行个性化营销。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。

### 1.1.4 千人千面时代，迎来第四次大变局

(1) 从传统媒介 4A 时代到数字化时代，营销核心从广告创意转向千人千面的个性化体验。

传统媒介 4A 时代阶段的广告核心在于产品卖点，主要市场特征为媒体垄断、渠道单向、用户独立。广告公司早期旨在通过大规模的投放使品牌商达到提升品牌、带动销量的营销效果。随着社会生产力的进一步提高，产品变得越来越丰富，而产品之间的差异也变得越来越小，寻找产品特征作为广告切入点愈发困难。广告的核心进而延伸至广告创意，要求广告人发挥自身的主观能动性和创造性。

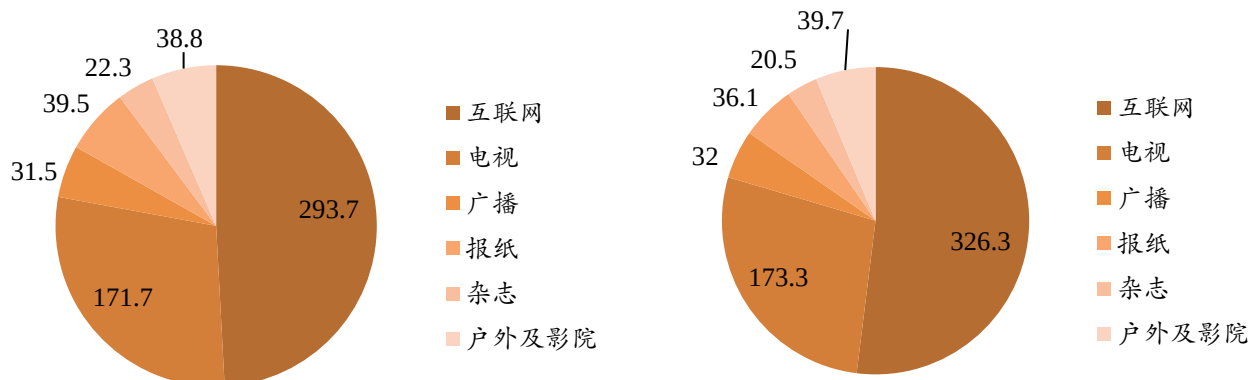
随着行业发展，广告公司开始发展整合营销模式，通过对渠道、人员、内容、营销目的等多方位的整合，达到降低内耗、节省运营成本的营销效果。品牌商的传播途径不再单一，技术的进步把广告营销推向客户的精准化寻找，进而实现商品销量的提升并提升企业运营效率，使资源利用最大化。4A 时代的品牌商通过电视广告、户外广告、报纸广告等渠道进行传播，会出现广告投放的效果部分无效的情况，但品牌商却无法确认具体投放流失的渠道，这给数字化业务提供了商机。

随着互联网的盛行，品牌商对于互联网媒介的投放需求愈发增加，交互式连接使数字营销成为了广告营销行业的新宠儿。互联网时代让数字营销各环节形成闭环，互联网沉淀数据，数据刻画用户画像，用户在互联网进行互动。基于明确的数据库对象，品牌商通过数字化多媒体渠道（比如邮件、网络平台等数字化媒体通道）实现精准营销，其营销效果得以量化。数字营销时代将从传统广告的购买媒体行为转变为购买人群行为。

营销团队把更多的人力、物力和财力专注于管理跨屏营销活动，通过 AdTech、MarTech 和 CRM 的融合，根据实时数据快速分析用户行为并作出反应，对不同人群精准投放定制化广告，进而提升用户的广告体验。DTC 营销以终端消费者为目标而进行营销传播，比传统媒体更接近消费者、更关注消费行为的研究和更重视消费者生活形态。品牌商大规模地应用现代通信技术和计算机信息处理技术，通过智能化数据收集，捕捉每个用户的个性化偏好，有效地实现产品标准化和体验个性化的组合。交互数据为生产企业在市场调查、产品设计、生产和销售以及售后服务等方面提供全面的事实基础，并帮助企业进行决策分析，

从而实现“千人千面”的需求。

图表10 2019 全球媒体广告支出预测 (USD, 十亿元) 图表11 2020 全球媒体广告支出预测(USD, 十亿元)



资料来源: GroupM、广证恒生

资料来源: GroupM、广证恒生

(2) 广告行业竞争格局从“六大支柱”逐渐演变成“四国大战”，数字化营销商业模式趋于成熟，第四次大变局已经开启。

4A 时代，“六大支柱”曾占据了整个广告市场一半以上的份额，全球 500 强企业纷纷向六大 4A 广告集团投向了橄榄枝。但随着互联网的普及，广告行业迎来了数字化时代，拥有强大数据和技术能力的科技公司和熟知商业各环节需求的咨询公司纷纷加入广告行业，与传统 4A 集团进行抗衡，并短时间内分走了广告行业的部分蛋糕。

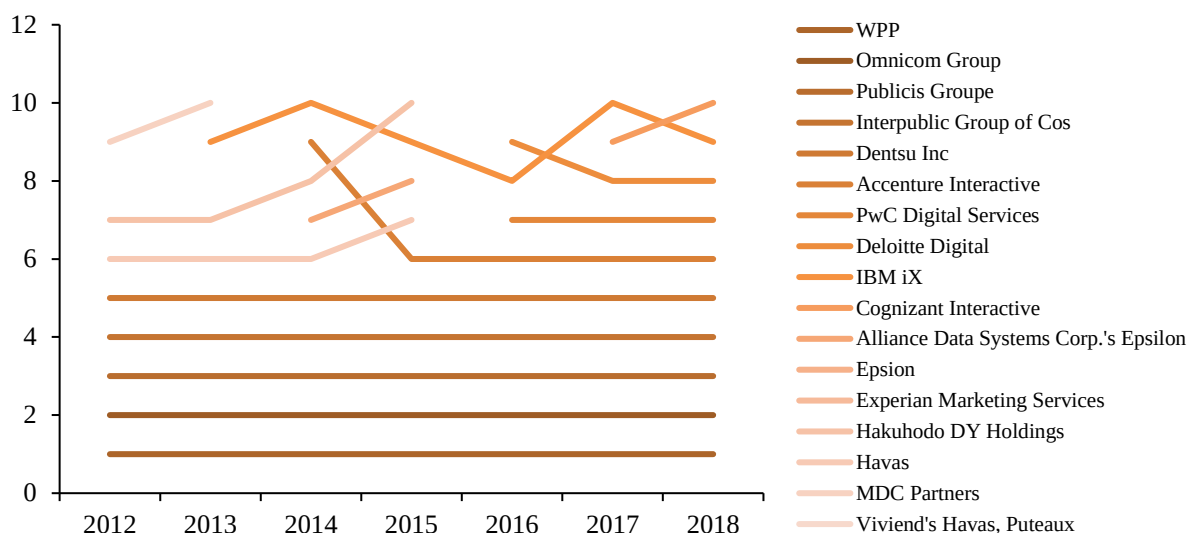
图表12 全球竞争面谱



数据来源: 公开信息整理、广证恒生

据 Advertising Age 公布的收入数据显示，咨询类数字化公司的广告收入增长迅速，市占率日渐提高。早在 2012 年 IBMiX、PwC Digital Services 和 Deloitte Digital 已进入全球广告代理商前 20 强席位。2013 年，IBMiX 进入前十；2014 年，埃森哲互动一跃排名第九，IBMiX 保持第十。近十年，咨询类数字化公司在广告行业的势头持续高涨，市场地位稳步上升，成为了广告行业的新晋“黑马”，把数家传统的广告公司挤出榜单。

图表13 历年全球广告代理商 TOP10 (2012-2018)



数据来源: Advertising Age、广证恒生

据 Advertising Age 公布的收入数据显示, Google、Facebook 等互联网科技公司数字媒体方面表现十分优秀。2016 年, 美国前十大数字媒体平台总收入已达 18 亿美元, 接近全球广告代理商第十名的收入金额。2019 年, 美国前十大数字媒体平台总收入已达 20 亿美元。从各年份美国前十大数字媒体平台的收入来看, 第一名与第十名收入差异不超过 1 亿美元, 竞争十分激烈。

图表14 美国多平台数字媒体收入 Top10

| 排名 | 2016                               | 2018                                 | 2019                                 |
|----|------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| 1  | Google sites(Alphabet)             | Google sites(Alphabet)               | Google sites(Alphabet)               |
| 2  | Oath(Verizon Communications)       | Facebook                             | Verizon Media(Verizon Communication) |
| 3  | Facebook                           | Microsoft Corp. sites                | Facebook                             |
| 4  | Microsoft Corp. sites              | Verizon Media(Verizon Communication) | Microsoft Corp. sites                |
| 5  | Amazon sites                       | Amazon sites                         | Amazon sites                         |
| 6  | Comcast/NBC Universal              | Comcast/NBC Universal                | Comcast/NBC Universal                |
| 7  | CBS Intercative                    | CBS Intercative                      | CBS Intercative                      |
| 8  | Twitter                            | Twitter                              | Hearst                               |
| 9  | Apple                              | Walt Disney Co.                      | Walt Disney Co.                      |
| 10 | Turner Ditigal(AT&T[Warner Media]) | Apple                                | Apple                                |

资料来源: 公开信息整理、广证恒生

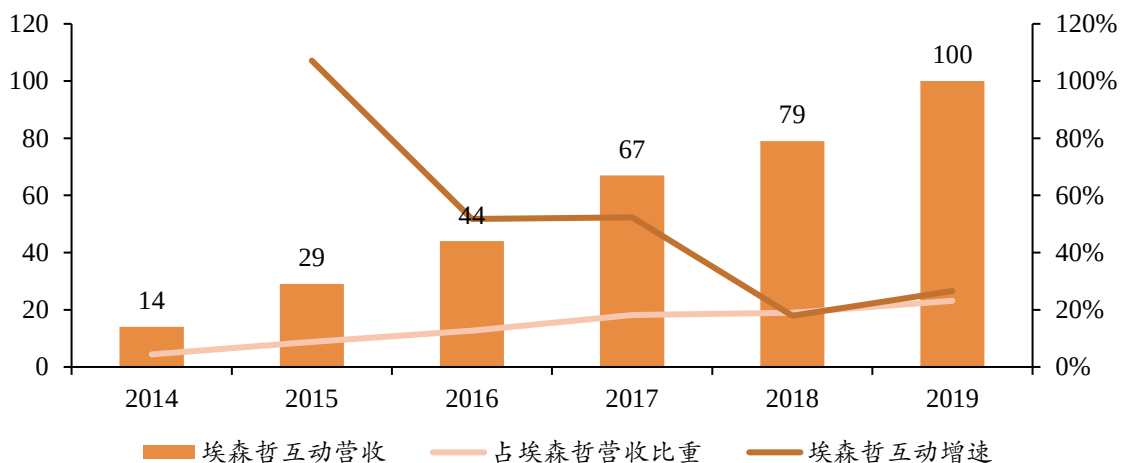
我们认为, 经过十年左右的探索, 数字化营销商业模式渐趋成熟, 无论是平台, 或是软件工具, 又或者是 SAAS 服务, 各条路都陆续有企业跑通。从历史经验看, 商业模式成熟伴随的必然是竞争升级到来,

我们预计营销广告行业的第四次大变局已然开启。

## 1.2 埃森哲互动的 10 年辉煌：创新驱动并购，与传统优势的完美融合

埃森哲互动 2009 年在数字化时代背景下横空出世，随后一直保持高速增长，其占埃森哲总营收的份额持续增加。2014 年，埃森哲互动全年营收为 14 亿美元，占埃森哲总营收的 4.39%。随着业务能力的提升和区域扩张的红利，埃森哲互动 2019 年营收超过 100 亿美元，在埃森哲总营收中占比超过 23%，表现卓越。

图表15 埃森哲互动营收情况（2014-2019）（USD，亿元）



数据来源：公司官网、广证恒生

近年来，埃森哲互动业务规模、竞争力和影响力大幅提升，其成功得益于三大密钥。密钥一是拥抱时代变革与数字化趋势，以数字化体验驱动并贯穿新型营销。密钥二是共享埃森哲卓越品牌和全球高品质客户，传承顶级管理基因。密钥三是批量并购深谙“增减”之道，围绕战略提升整体价值。

埃森哲互动 2013 年开始收购至今已成功进行了 36 起收购业务。埃森哲互动积极补业务能力短板，围绕创意、数字营销和技术三个方向收购优质资产升级“端到端”能力。同时，其大举扩张地域，地域拼图以点穿线、连线成面，并购对象涵盖五大洲市场。在企业融合方面，埃森哲互动提倡整体减山头，“消灭创始人文化”，践行整体价值观，依靠愿景和定期沟通管理文化和人才，保留 28 家被并购对象核心高管的职务，占总并购笔数的 80%。

图表16 埃森哲互动收购代理商业务分类情况

| 业务类型 | 并购数量 |
|------|------|
| 创意   | 11   |
| 技术   | 9    |
| 媒介代理 | 8    |
| 内容   | 5    |
| 体验   | 3    |

资料来源：公司官网、广证恒生

经过多年的运营，埃森哲互动已成为服务全球的知名品牌，并屡获殊荣。自成立以来，埃森哲互动已获得全球 350 多个行业和创意类别奖项。截至 2019 年，埃森哲互动已经连续四年被《AdAge》(广告时代) 评为全球最大的数字营销服务商；并被全球三大商业媒体品牌之一的 Fast Company 杂志评为 2019 年广告领域最具创新力的公司。(详见深度报告《破解埃森哲互动成功密钥——创新驱动并购，与传统优势完美融合》)

## 2、两大外部挑战与对于未来趋势的两个预测

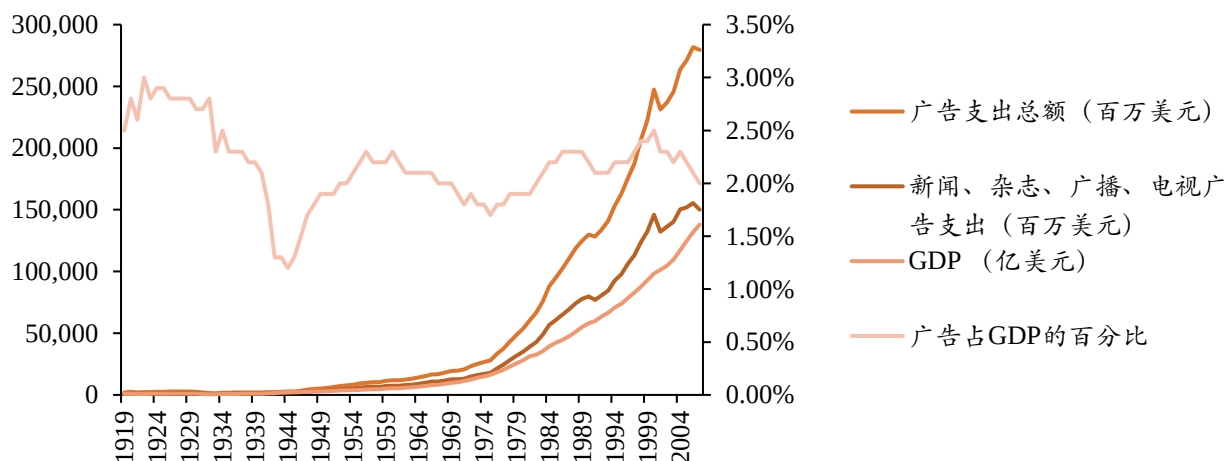
### 2.1 外部挑战之一：全球经济下行，企业活动收紧，市场蛋糕缩小

埃森哲互动的成功离不开全球宏观经济复苏以及行业红利，因此，未来宏观经济以及行业动态将继续与埃森哲互动的发展息息相关。

#### 2.1.1 宏观经济与广告营销行业高度相关

(1) 全球宏观经济情况与广告营销行业有极强相关性。由于广告市场的需求方为全球经济各行各业的广告主，因此广告市场规模的整体增速表现出与全球 GDP 增速的同向性。据 Galbi Think 数据显示，广告占 GDP 的比重基本维持在 2% 水平。且经测算，广告支出总额和 GDP 的 pearson 相关系数为 0.997459，spearman 相关系数为 0.993152，说明二者极强相关。21 世纪以来，全球 GDP 在增速与全球广告市场规模增速也保持着相同方向的波动趋势，说明宏观经济与广告营销行业具有极强相关性。

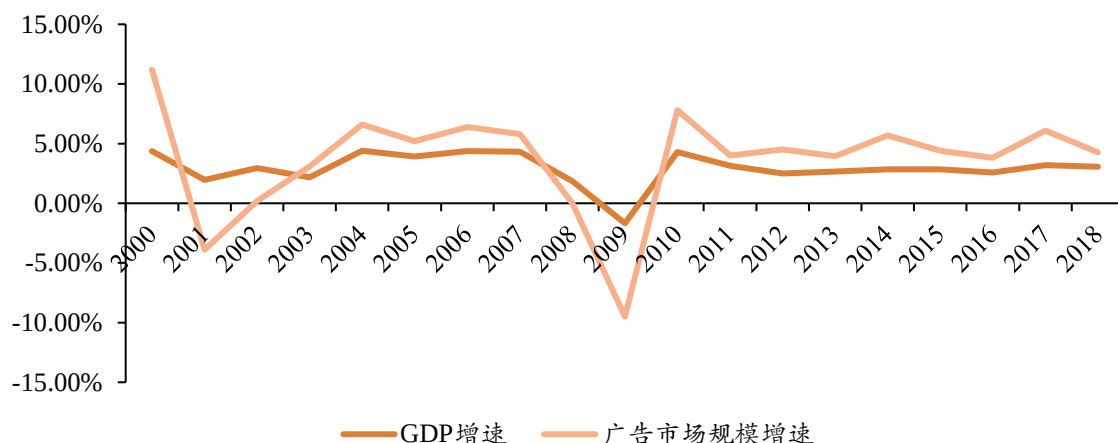
图表17 美国年度广告支出情况 (1919-2007)



数据来源：Galbi Think、广证恒生



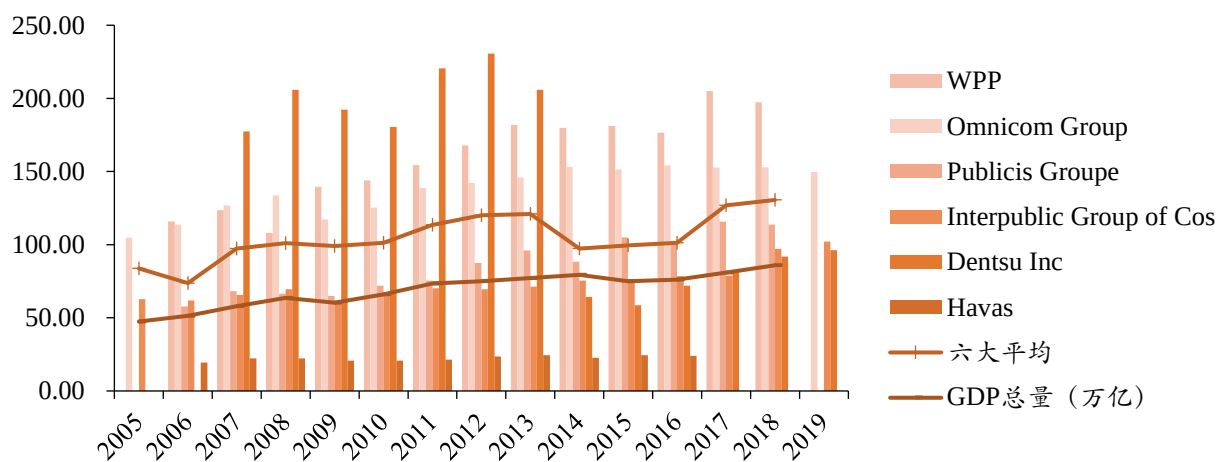
图表18 全球 GDP 增速与全球广告市场规模增速情况 (2000-2018)



数据来源: The World Bank、Statista、Zenith、广证恒生

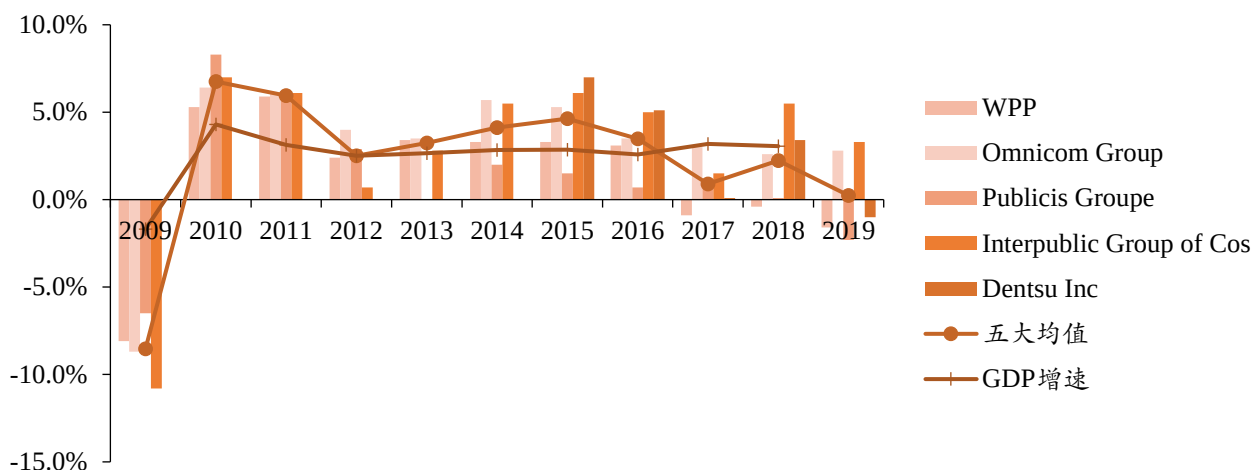
(2) 龙头 4A 广告集团营业收入与全球 GDP 总量之间具有较高的相关性。20 世纪 80 年代以后, 世界经济更加国际化, 广告公司之间通过合并、联合、兼并等操作, 使广告行业呈现出集中化、集约化的趋势, 行业集中度和专业水平均大幅提升。目前, 全球广告行业已处于成熟期, 其变化主要在于内部结构变动。2005-2019 年期间, 全球宏观经济较为稳定, 各行业基本维持正常经营, 龙头 4A 广告集团从中持续获利, 其有机增长率与全球 GDP 增速走向具有较高相关性。

图表19 全球六大 4A 公司营业收入情况 (2005-2019) (USD, 亿元)



数据来源: The World Bank、Wind、广证恒生

图表20 全球 GDP 增速与五大 4A 广告集团营收增速情况 (2009-2019)

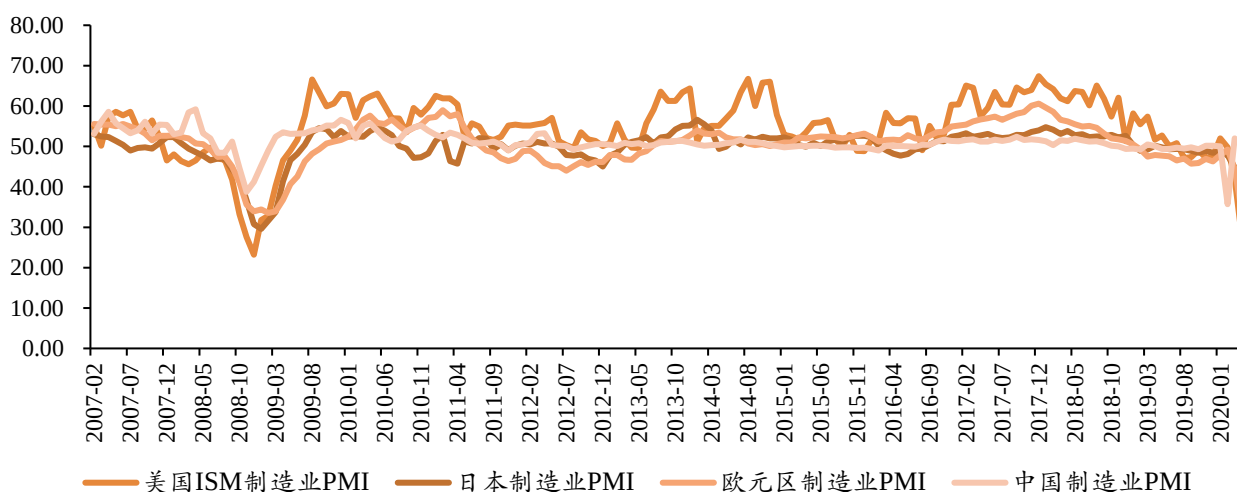


数据来源: The World Bank、公司报表、广证恒生

## 2.1.2 贸易摩擦及新冠疫情导致全球宏观经济面临衰退风险

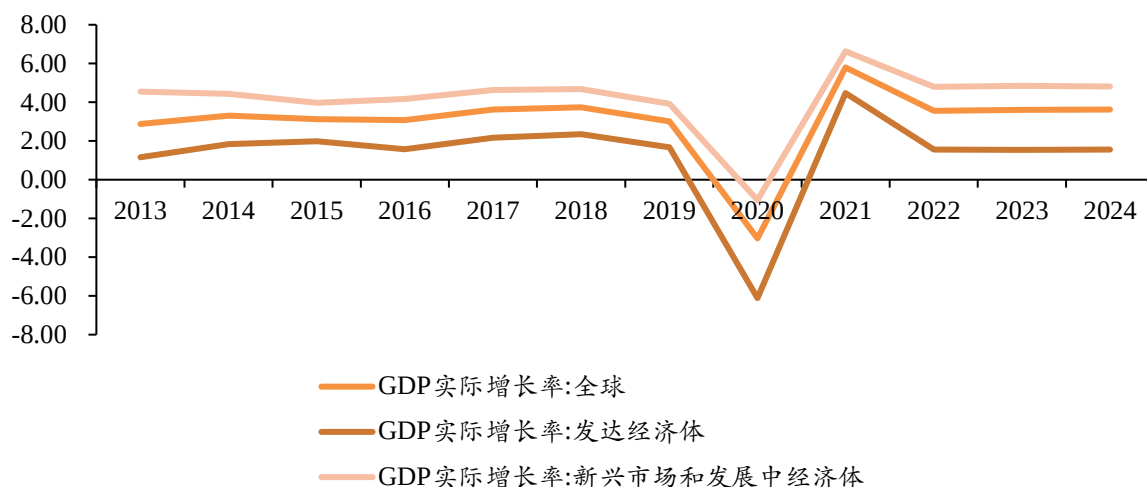
贸易摩擦冲击叠加世界经济周期回调, 全球经济再次面临衰退局面。自 2008 年金融海啸爆发以来, 全球经济出现“去全球化”现象, 其中包括外资大举撤出、贸易额大减、保护主义抬头等情况, 令多个外向型经济体面临沉重打击。2018 年, 全球四大经济体的制造业 PMI 指数均开始下跌, 下跌趋势至今仍在持续。在新冠疫情冲击下, “去全球化”话题再次升温, 使得全球经济下滑趋势更加明显。据 IMF 预测, 2020 年全球 GDP 实际增长率为-3.03%, 发达经济体 GDP 实际增长率为-6.11%, 新兴市场和发展中经济体 GDP 实际增长率为-1.05%。

图表21 全球 GDP 增速与广告市场规模增速情况 (2007-2020)



数据来源: Wind、广证恒生

图表22 IMF 预测 GDP 实际增长率 (2013-2024)

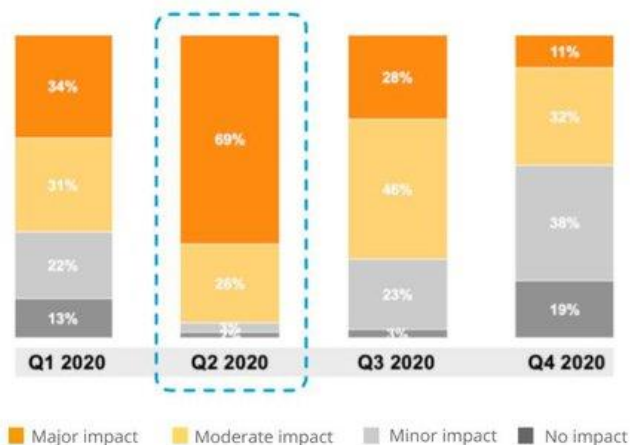


数据来源: Wind、广证恒生

自从新冠疫情以来全球经济格局发生了巨大变化,特别是在广告领域。随着投资者信心下降以及旅游、酒店和娱乐业等关键行业的市场估值暴跌,鉴于健康危机和新的消费者行为,品牌商和广告主管第一季度广告预算已经大幅下降。根据 Advertiser Perceptions 报告显示,68%的广告高管表示,最明显的广告支出削减将在 2020 年第二季度看到;34%的受访广告高管表示已经取消了计划中的广告系列,45%的广告高管表示由于危机而退出了当前的广告系列;49%的人表示将广告活动推迟到了今年晚些时候,有将近一半的受访广告高管表示调整了媒体组合或在媒体之间转移了广告预算。

图表23 2020 年各季度广告费用受影响情况

Which quarters will be most impacted by ad spending cuts?



Source: Advertiser Perceptions COVID-19 report. Base = 201 ad execs surveyed March 17-20.

数据来源: Advertiser Perceptions、广证恒生

2020 年一季度,受疫情影响,全球经济回落,消费需求疲软带来整体广告转化率下降。线上日活和时长的双重推高加速了线上广告库存量的增长,部分企业因为疫情影响缩减广告预算,使得整体流量转化率下降,但游戏、电商、教育投放意愿较好。线下广告承压更加明显,根据 CTR 数据,2020 年 3 月传统户外广告刊例花费同比下滑 23.7%,电梯海报广告花费跌幅达 24.3%,影院广告无投放,电视广告刊例花费

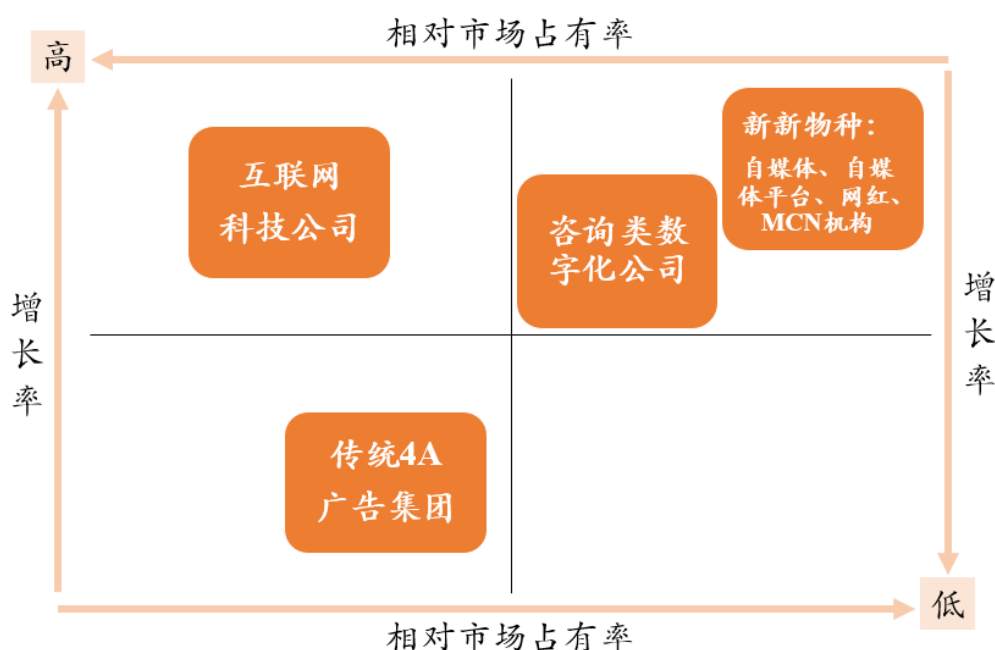
同比下滑 37.0%，时长同比下滑 40.4%。

## 2.2 外部挑战之二：互联网科技公司占据“明星”象限

### 2.2.1 波士顿矩阵分析：互联网科技公司成为行业明星

我们选取了 2018 年六大广告集团的营收、四大咨询类数字化公司的广告营收、四大互联网科技公司的广告营收和全球网红营销广告支出的市占率及增长率为数据基础，以市占率 20%和增长率 10%为划分标准，从企业实力和市场引力两个维度衡量企业不同产品与竞品的竞争力强弱。参照波士顿矩阵原理，我们将不同类型企业视同不同产品，并结合自身对行业与市场的理解，将当前广告营销行业竞争结构进行划分：互联网科技公司处于明星象限，传统 4A 广告集团处于金牛象限，而咨询类数字化公司和新新物种则处于问题象限。

图表24 广告市场的波士顿矩阵



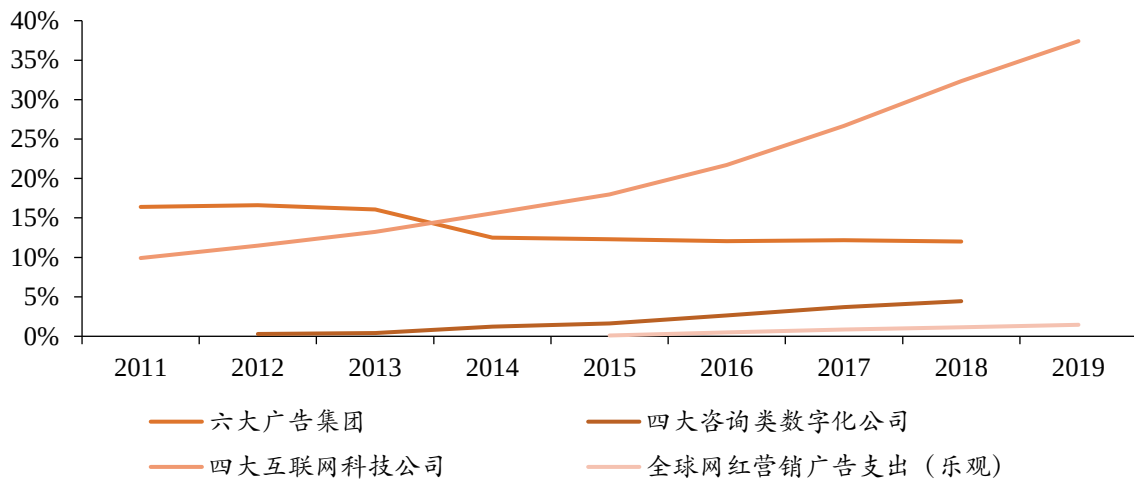
数据来源：广证恒生

目前，传统的 4A 广告公司仍处于重要地位，但其营收增速较为缓慢，2018 年六大广告集团增速仅为 2.88%。而进入广告市场营收前十的四家咨询类数字化公司 2013-2018 年总营收增速超过 26%，但由于只有龙头咨询类公司跨界广告市场，其市场占有率低于 4A 广告集团。互联网科技公司比上述两类公司更为年轻，但互联网科技公司在广告营销方面成长迅速，特别是社交类的互联网科技公司。Google 的广告收入 2006-2019 年平均增速为 22.17%，2019 年广告收入总额已超过 1348 亿美元，而 Facebook 的广告和支付费用收入 2010-2019 年平均增速高达 60%，2019 年广告和支付费用收入总额超过 700 亿美元；工具类互联网科技公司的数字营销收入也好不逊色，Adobe 数字体验收入 2012-2019 年平均增速接近 17%，Salesforce 营销与商务云收入 2016-2019 年平均增速接近 40%。

在新媒体时代，自媒体平台盛行推动着更多的 KOL 成为网红，全球网红营销广告支出增速均超过 20%。在网红数量快速增长的同时，MCN 机构成为了对接内容作者、对接平台、对接商业化功能的一个重

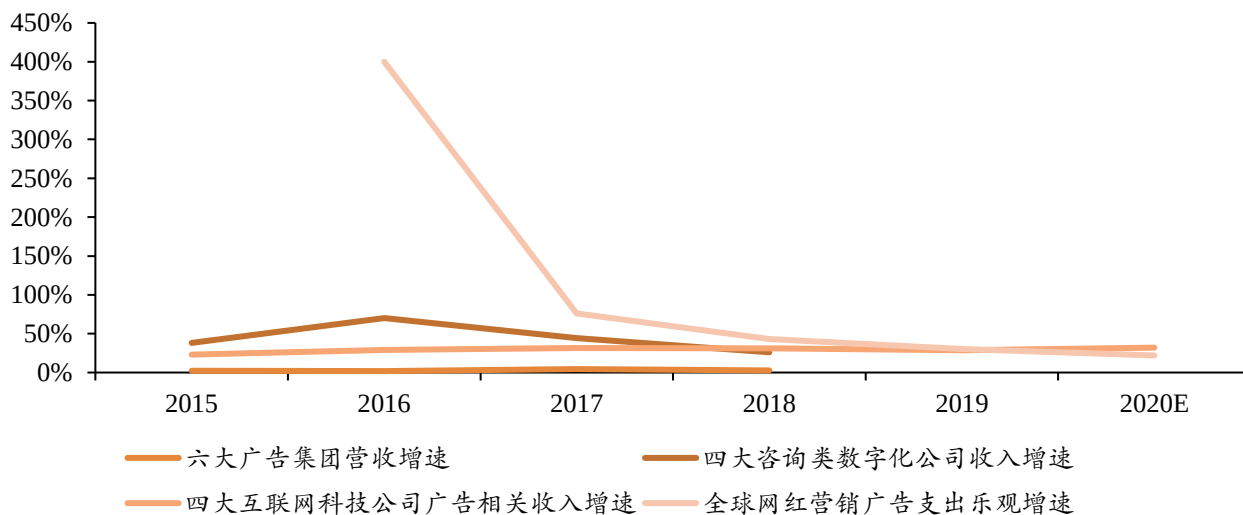
要产物。MCN 机构凭借其网红整合能力，也赢得了品牌主和平台的青睐，市场规模仍保持较高的增长速度。但由于新物种较为年轻，导致其市场占有率仍处于较低水平。

图表25 各竞争对手市场占有率情况



数据来源：公司报表、AdAge、艾媒数据中心、Statista、Zenith、广证恒生

图表26 各竞争对手广告相关收入增速情况



数据来源：公司报表、AdAge、艾媒数据中心、广证恒生

## 2.2.2 互联网科技公司：社交类互联网平台更具数据优势，广告收入高速增长

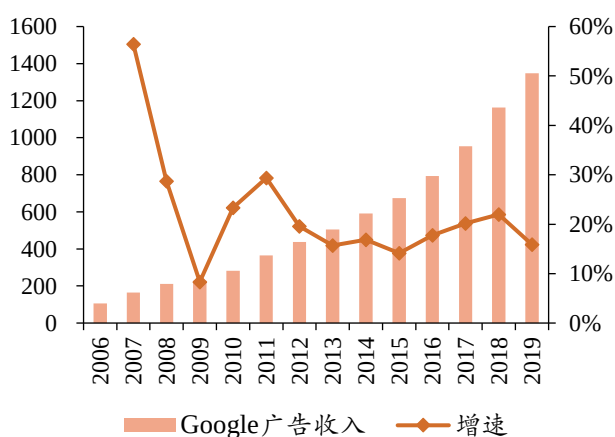
在互联网时代中，众多互联网科技公司开展涉及广告行业的业务，其在广告行业的运营方式与传统4A广告公司的运营模式差异较大。互联网科技公司主要分为社交类和工具类，前者包括 Google、Facebook 等，后者包括 Adobe、Salesforce 等。与埃森哲互动一样，互联网科技公司也拥有庞大的数据库，在广告行业的传播途径则高度依托于互联网。

社交类的互联网科技公司的媒体属性更强，属于 2C 领域，通过自身网络端口获取数据获取数据更具

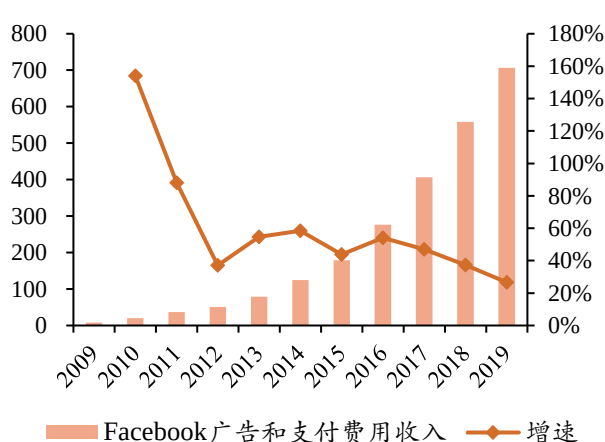


**时效性。**Google、Facebook 等社交类互联网公司能够随时随地为终端消费者提供其感兴趣的内容，进而帮助品牌商把握时机进行广告营销，实现产业链中企业客户和产品消费者的直接营销关系。近年来，Google 的广告收入一直维持稳定增长，从 2007 年的 164 亿美元增长至 2019 年 1348 亿美元。随着用户习惯的转变，桌面和移动端搜索的结合将成为 Google 的强力后盾。据外媒报道，2018 年 Google 已占据了搜索广告市场 75.8% 的份额，从该领域搜索巨头获取了 246 亿美元的营收。据 eMarketer 数据显示，2019 年 Google 在搜索广告市场的份额将突破 80%。Facebook 自从 2010 年推出新的广告系统以来，广告和支付费用收入增速一直维持在 26% 以上，从 2010 年的 20 亿美元增长至 2019 年的 707 亿美元。Facebook 充分利用用户的互动性将广告融合到网站内容中，把世界连成一个庞大的交互生态圈，让品牌商成为该生态圈的重要组成部分。

图表27 Google 广告收入情况 (USD, 亿元)



图表28 Facebook 广告收入情况 (USD, 亿元)

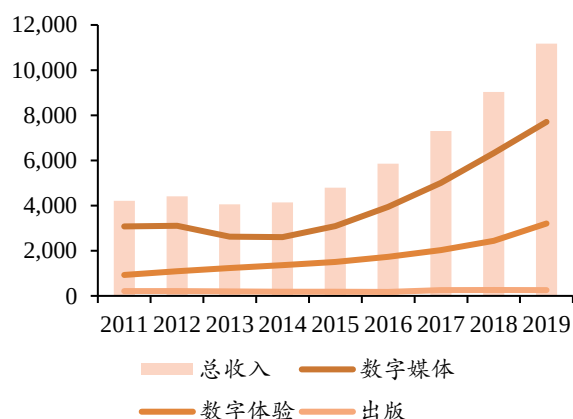


资料来源：Wind、广证恒生

资料来源：Wind、广证恒生

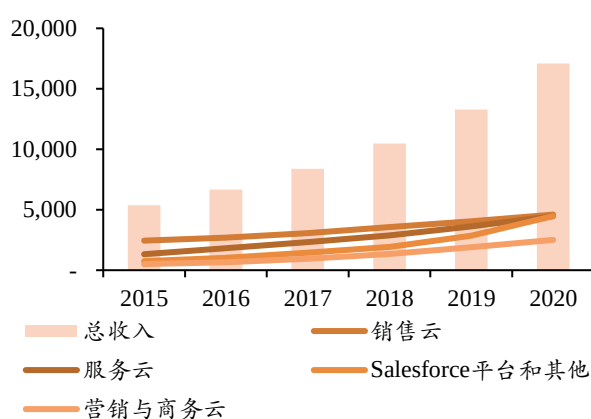
工具类的互联网科技公司在广告营销行业中主要扮演 2B 服务商的角色，与埃森哲互动的属性更为接近，通过客户数据库或自身产品云端获取数据，并同样为产业链上游的企业客户提供服务。与埃森哲互动相似，Adobe 也是靠并购打通数字营销全流程服务，而 Salesforce 则是专注于用户数据挖掘、管理和投放。目前，Adobe 已成为一家领先的数字媒体和在线营销方案供应商，主要业务分为数字媒体、数字营销和印刷出版。据 Gartner 数据显示，早在 2014 年，Adobe 在数字内容制作软件市场份额高达 53.6%，占据绝对领导地位。而在营销软件领域，Adobe 的市场份额为 15%，其次是 IBM、Salesforce 和 SAP。同时，Adobe 与 4A 公司之间是竞合的关系，10 家最大广告公司中有 8 家经由 Adobe 开展数字营销活动。而作为全球最大的 CRM 软件服务提供商的 Salesforce，凭借其强大的 CRM 系统掌握了用户资料和数据，对其客户进行标签化。在社交媒体合作投放广告时，根据客户标签数据进行精准投放，提升营销效果。投放广告后，CRM 系统可直接获取销售数据，根据销售线索销售人员可二次跟踪客户行为，完成营销闭环。

图表29 Adobe 历年收入结构 (USD, 百万元)



资料来源: Adobe 年报、广证恒生

图表30 Salesforce 历年收入结构 (USD, 百万元)



资料来源: Salesforce 年报、广证恒生

### 2.2.3 咨询类数字化公司：注重用户体验，加速企业数字化转型

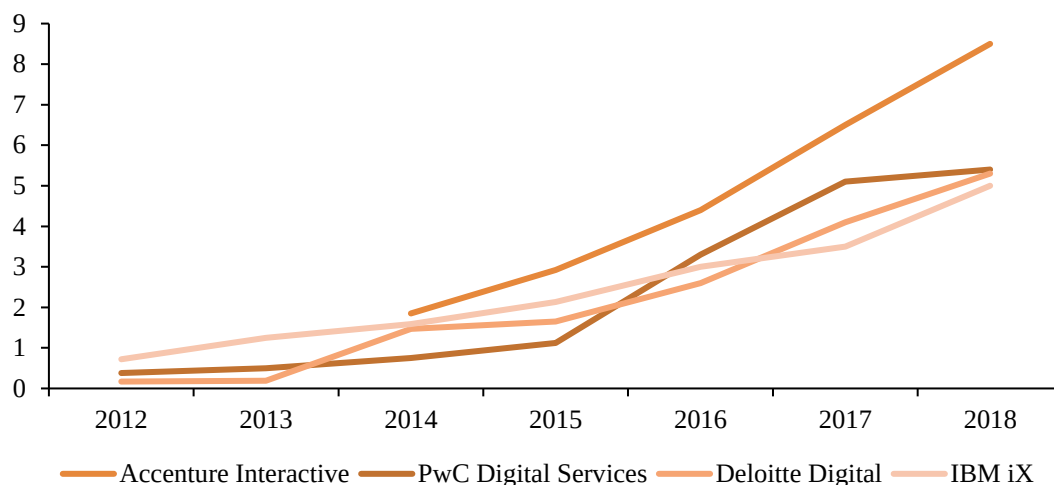
近年来，德勤、普华永道和 IBM 等知名咨询公司均跨界进入数字营销领域。与埃森哲一样，咨询类公司进入广告营销行业更多地专注于帮助企业进行数字化转型和提升用户体验，从咨询到广告进行自上而下的衍生，主要为产业链上游的企业客户服务并为其对接下游媒体端。同样是咨询公司作为母公司，其均通过并购业务增强自有功能，并采用“全案式”服务模式，为客户提供从设计到管理的整套方案。埃森哲互动即使 2018 年营收中大幅领先于德勤数字、普华永道数字服务以及 IBM iX，但其他三家咨询类数字化公司仍是埃森哲互动强大的竞争对手。

IBM iX 早在 2012 年前已经成立，专注于数字化改造、商业和人才转型、响应式运营模式、品牌传播、体验策略与设计、内容策略与制作、营销运作、全渠道贸易和客户关系管理等方面。IBM iX 旨在通过设计渐进式数字策略、创造未来的塑身体验和发挥客户平台的作用，以帮助客户以数字方式重塑业务、规划企业移动愿景。

德勤数字十分注重于在数字转型领域中发现人们未被满足的需求，以帮助企业从体验到服务赢得未来。经过多年的并购，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。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。

普华永道数字业务早在 2012 年前开始利用数字战略把握数字化转型新机遇。普华永道数字服务通过个性化方式满足用户的期望、用数字产品使用户快乐并洞悉用户体验。其主要为企业提供网络安全、经验咨询和数据与分析服务，并为企业打造“数字化”核心战略。在平板电脑和智能手机已经重新定向了通信和消费者行为的过程中，普华永道数字能帮助企业从正确的战略迅速完成从经典到数字业务模型的过渡。

图表31 咨询类数字化公司广告营收情况 (USD, 十亿元)



数据来源：Advertising Age、新时代证券研究所、广证恒生

## 2.2.4 传统 4A 广告公司：收购咨询类公司，积极转型数字化

4A 广告公司在广告行业始终扮演着整合营销的角色，与咨询类的数字化公司/部门较为相似，近年来不断增强数字化能力，但脱掉“传统”的帽子需做更多努力。随着信息通讯技术与互联网平台的融合，数字营销已对传统营销传播带来了一场颠覆性的变革。近年来，国际 4A 也在展开对咨询公司的反向收购。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攻击，更能避免沦为纯粹的媒体渠道管理和创意服务商的困局。同时，并购咨询公司也能使广告公司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。

WPP 集团提出了“新媒体、新市场”的战略，并从 2002 年开始加力发展数字业务，且取得迅速发展。其数字业务收入从 2002 年的 5.86 亿英镑上升到 2012 年的 34.23 亿英镑，年均增速达到了 48%，而数字收入占总收入的比重也从 2002 年的 15% 提升到 2012 年的 33% 左右。2018 年，WPP 集团 CEO 提出了新的三年计划“激进的进化 (radical evolution)”，在精简架构的同时，把自身重新定位为“创意转型公司”，侧重提供传播、体验、商业与技术这四个领域的服务。

宏盟集团在大力收购外部公司的同时，积极研发技术产品。宏盟集团 CEO John Wren 甚至高喊“如今摆在所有广告商面前的只有两条路：digital or dead。”2016 年，宏盟集团发布了两个行业首创的技术成果——Annalect 数据云服务和 Accuen 程序化平台，力求通过利用数据驱动创新营销，引领营销传播行业的创新与实效发展，以更为全面、更为智能、更为系统的数据处理体系来为广告主在“数海”中指引航向。

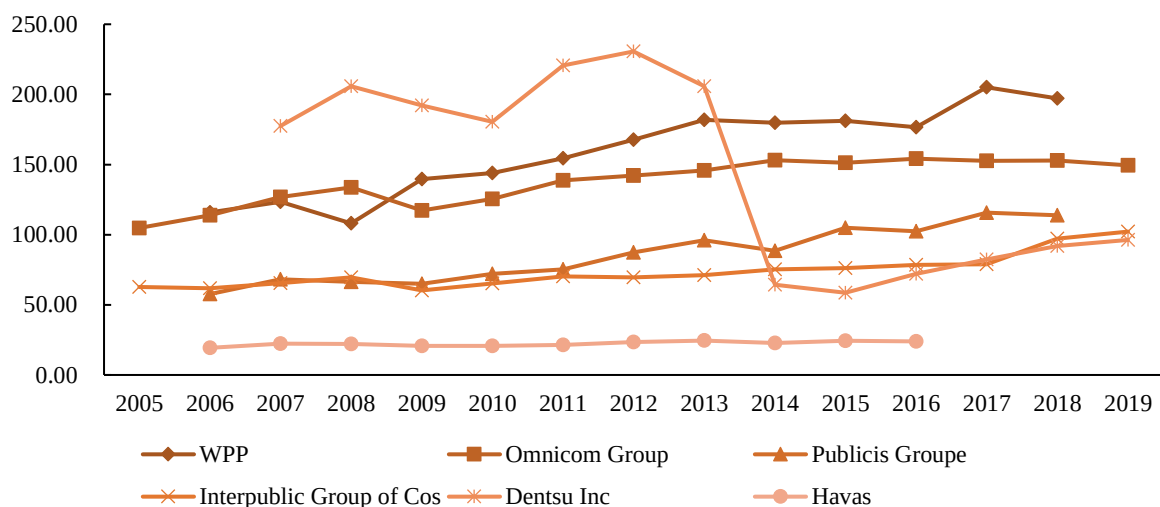
阳狮集团坚持其一贯作风，不断增加企业并购，以增强其各项业务能力及数字能力。2018 年，阳狮全球 CEO 对外宣布未来三年改革计划以咨询业务为战略中心，大力开发三大战略性工具，包括基于云平台的 PeopleCloud（用于从个体层面识别受众群的增长情况）、专注于个性化内容的“动态创意”以及由其数字业务转型部门 Publicis.Sapient 领导的技术和咨询业务。

IPG 广告集团为了使公司变得更加活跃、机敏和灵活，2010 年重新改变了办公环境，社交媒体人员、创意人、媒介策划、客户体验人员交织在一起。这个改变令各部门对的员工在会客时都能互相接上话，让

广告主更加信服于 IPG 的专业能力。2018 年，IPG 以 23 亿美元现金收购的营销解决方案业务 (Acxiom Marketing Solutions, AMS)，以将 IPG 自身的媒介、创意、营销服务以及分析能力、全球性规模和消费者洞察与 AMS 在数据管理上的经验进行有效的结合。

电通集团一直保持对新兴媒体的高度重视，并通过合资或独资的方式，抢占海外的新媒体广告市场。2006 年，电通集团与两家日本移动广告运营公司在中国共同投资筹建电翼广告公司，宣布进军中国移动广告市场，专注于移动互联网资源整合及移动广告的销售、发布及制作。电通集团核心业务越来越呈现出多元化态势，通过建立相关产业公司，积极挺进媒介内容生产和软件开发领域，积极开拓新的盈利业务品种。除了全面广告服务，e 方案服务和内容产业已经成为集团重要的战略业务单元取向。

图表32 六大 4A 广告集团营收情况 (2005-2019) (USD, 亿元)



数据来源: Wind、广证恒生

## 2.2.5 新物种：自媒体和自媒体平台、网红和 MCN 机构快速崛起

21 世纪，广告行业进入内容营销的阶段，自媒体和自媒体平台乘风而起。自媒体以内容为核心、以社交关系为纽带、注重分享和互动的移动阅读，其原生的内容广告让品牌商在不干扰受众者点击查看的情况下，把广告入口放在媒体的文章或视频内容中，受众者在自然阅读状态下接收广告，排斥心理降低，效果和品牌双赢。自媒体平台完美地解决了信息碎片化的问题，且突出了自媒体的特点——个性化、交互性、群体性和传播性。同时，自媒体播主不需要经营粉丝，这也进一步刺激内容创造者的内容生产积极性，做到“生产、分发、互动”的良性循环。

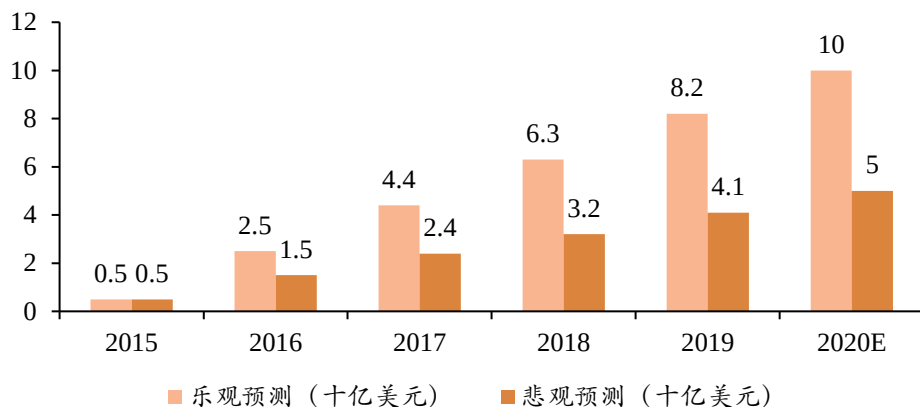
目前，自媒体平台主要包括直播平台和短视频平台，头部效应十分明显。据 Mob 研究院的数据，YY 以市场占有率 40% 的绝对优势高居行业第一；月活用户规模百万级别的腰部直播平台有数十家，占据市场的 30% 份额；大部分直播平台月活用户规模在百万以下。据中商产业研究院的数据，截止到 2020 年 3 月，中国娱乐直播平台活跃用户规模中，YY 直播以 4120.4 万的用户量遥遥领先；一直播用户规模为 594.7 万人，排名第二；花椒直播活跃用户规模为 552.2 万人，排名第三。

自媒体和自媒体平台的发展带来网红经济时代，使得 MCN 机构得以快速成长。自媒体平台使得全民拥有更多渠道去参与内容创作和传播，进而成为自媒体播主，同时也让 KOL 拥有了更多的曝光率，并在



短时间内成为网红。据艾媒数据中心预测，全球网红营销广告支出的悲观增速也超过 20%。随着移动互联网技术的不断提升和各类平台数量的不断增加，人们对内容刺激的阈值不断提高，MCN 机构作为一种依托于视频网络平台帮助内容生产者变现的新型媒体公司，正处于网红经济的风口处。

图表33 全球网红营销广告支出统计 (2015-2020)

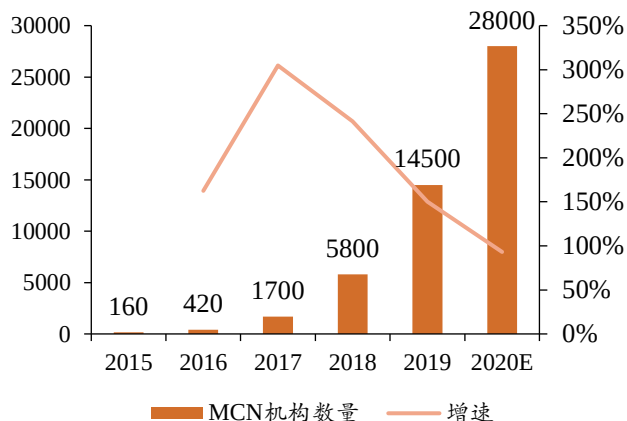


数据来源：艾媒数据中心、广证恒生

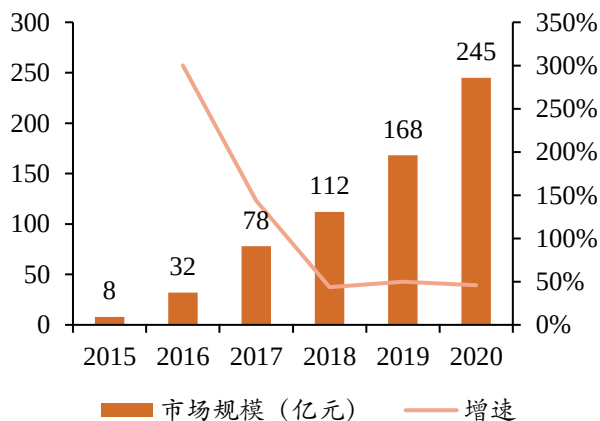
MCN 机构集广告营销、内容生产及网红经纪于一身，2B 业务能力优于单个网红。国内 MCN 市场整体呈现“百团大战”的格局，各类型 MCN 机构的业务基本涵盖广告营销、内容生产运营、红人孵化、IP 产业链变现与知识付费及商品供应链的管理等。MCN 机构处于网红产业链的中游，通过整合网红资源，从而帮助品牌商策划网红营销方案，并将相关图文、短视频以及直播在内容平台上进行播放，进而把潜在消费者引流到品牌商的线上店铺进行购买。“一站式”的 2B 服务模式是单个网红难以提供的，因为网红的粉丝画像具有单一性，只能匹配对应品牌商的用户定位，而 MCN 机构能为品牌商提供更多的选择。

MCN 机构的广告营销收入高企，曝光率和影响力快速上升，对流量产生分流作用。根据克劳锐调查数据，目前 MCN 机构最主要的变现方式为广告营销，采用该种变现方式的 MCN 机构占比达 80.6%。头部 MCN 机构多为混合型，在生产运营内容的同时拓展多种电商变现渠道。其行业壁垒主要为对用户的把握程度、对内容的把握程度、与平台之间的沟通和对平台用户的了解等方面。随着 MCN 市场规模的扩张，对流量产生分流作用。

图表34 中国 MCN 机构数量 (2015-2020)



图表35 中国 MCN 市场规模 (2015-2020)



资料来源：艾媒数据中心、广证恒生

资料来源：艾媒数据中心、广证恒生



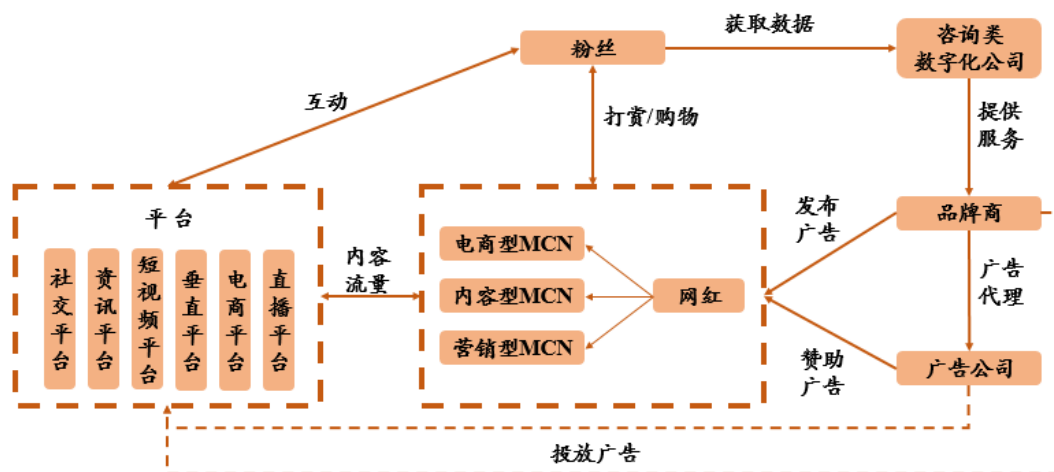
## 2.3 对广告营销市场数字化趋势的两个预测

### 2.3.1 视频直播不仅带来流量和技术工具的革命，还将引爆内容革命，是超级趋势；在这场革命中，“网红”公司化是商业发展的必然，MCN 处境两难，最大受益者是平台

“网红”公司化是商业发展的必然。自媒体营销进入工业化阶段，MCN 机构能够使内容生产更加数据化、规模化、标准化，可复制、可放量的标准套路有利于高效、精准地生产内容并进行投放。而高效、精准则通过品牌需求数据化和自媒体数据化来实现，品牌商需求数据化主要包括产品定位数据化、用户定位数据化、投放排期数据化和投放预算数据化，而自媒体数据化则是包括粉丝图像数据化和项目合作数据化。平台驱动的效率投放时代，全生态产品和技术布局才能够全面升级品牌商平台投放体验，单一网红难以实现这一目标。上市公司积极布局，万达传媒在今年 2 月与愿景娱乐共同成立合资公司印特玛特；芒果超媒全资子公司芒果 TV 于去年启动了“大芒计划”，发力孵化并构建“芒果系”KOL 和 MCN 矩阵。

“网红经济”催生 MCN 服务需求，但 MCN 依托于平台，且头部“网红”议价能力过强，MCN 处于两强之间，商业模式的挑战很大。一方面，MCN 机构普遍存在不健康的财务状况，其营收主要来自于顶级流量的网红主播，但像李佳琦、薇娅、张大奕等头部网红的可复制性差。据有关报道，李佳琦和李子柒 2019 年的收入分别达到 2 亿元和 1.6 亿元，而如涵旗下前三名头部网红为如涵贡献了 55% 的 GMV。个体对整体影响过大的运营方式不利于公司长久稳定的发展，一旦头部网红跳槽，公司的风险过大。同时，高额的运营成本及网红孵化成本严重地侵蚀了公司的利润，以如涵控股为例，2019 年财报营业利润仍为亏损状态。另一方面，MCN 机构众多，业态复杂，虚假数据问题突出，造成市场乱象及信任度下降风险。为确保 MCN 机构提供优质内容，快手对 MCN 机构进行精细化运营，将 MCN 机构分为 S 战略级、A 核心级、B 内容级和 C 入驻级四个级别，并以月为单位，依据“优质账号数、账号总粉丝量、总发文量、总播放量、总涨粉数和人均视频发布数”等六个指标对 MCN 机构进行考核。

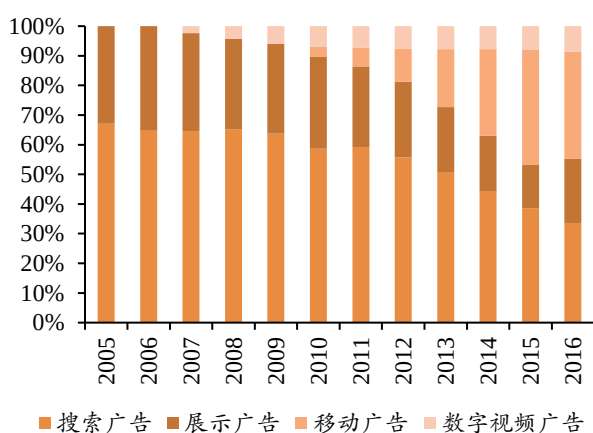
图表36 新媒体产业链



数据来源：广证恒生

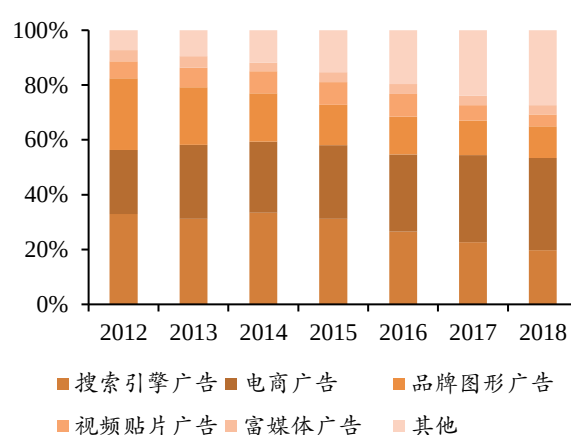
视频直播不仅带来流量革命，还将引发内容革命，是超级趋势。平台终端是整个新媒体产业链中最稳定的参与者，短视频平台和直播平台表现尤为突出。近年来，中、美两国的网络广告构成数据显示，移动广告和电商广告增长明显，具有较大发展潜力。短视频平台和直播平台正是依托移动互联网开展业务，电商广告也是短视频和直播平台传播内容的首选营销对象。作为平台终端，短视频和直播平台为品牌账号、自媒体账号、明星 KOL 账号等多类用户建立了丰富的连接渠道，拓宽数字消费渠道，推动社交电商持续较快增长，从而提高品牌商的销售收入和平台的广告收入。短视频行业发展进入成熟期，用户下沉效果明显，三四五线城市占比几近半数。据艾瑞咨询显示，2020 年短视频市场收入预计将达 2110 亿。平台终端作为广告投放的终端，是最大的受益者，既能够获得广告收入也能够获得最原始的用户信息，如产品点击量、消费者群体定位、价格消费倾向等。

图表37 美国网络广告构成（按形式分）



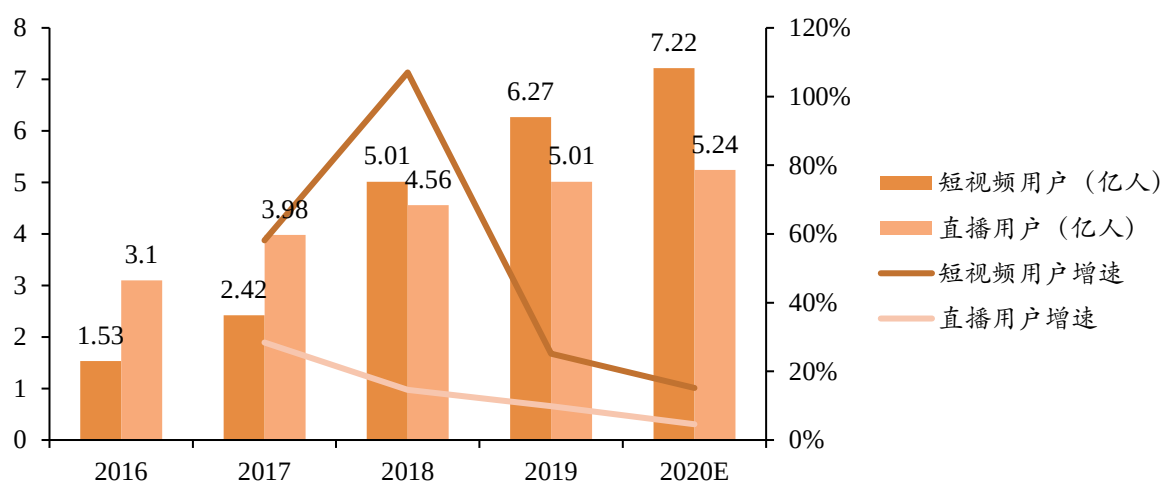
资料来源：Wind、广证恒生

图表38 中国网络广告构成（按形式分）



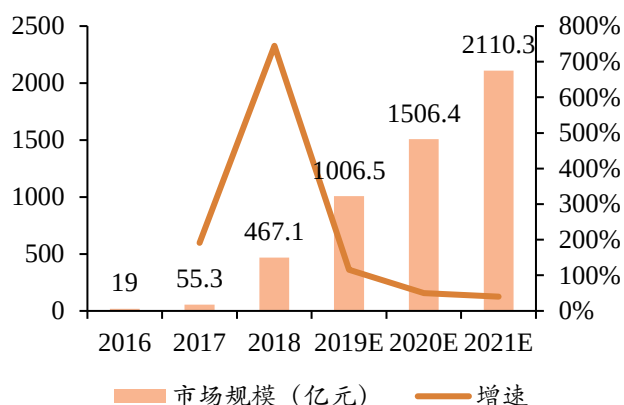
资料来源：Wind、广证恒生

图表39 中国短视频、在线直播用户规模及预测（2016-2020）



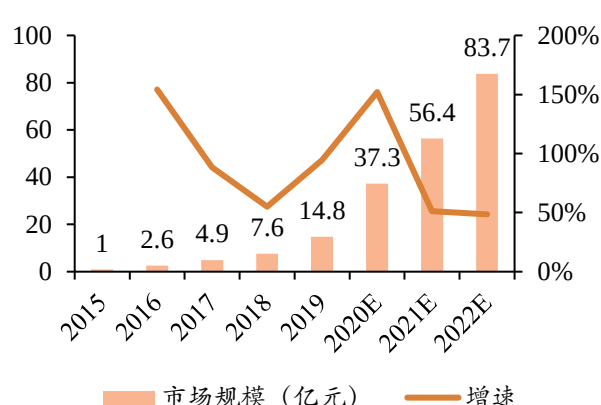
数据来源：艾媒数据中心、广证恒生

图表40 中国短视频行业市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

图表41 中国企业直播服务市场规模及增长趋势



资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

### 2.3.2 2C 平台公司矢志不渝提升行业专业化能力，借助产业互联网大潮再次涌向 2B 领域；依托巨大 C 端流量基本盘，无论是收购、投资 SAAS 公司，还是践行 M2C 模式，都将对 2B 公司的奶酪构成极大威胁

#### (1) 2C 平台公司矢志不渝提升行业专业化能力，借助产业互联网大潮再次涌向 2B 领域

随着个人市场的红利窗口收敛，加上宏观经济下行压力，2C 平台公司迫切需要开辟新市场。2C 市场巨头在 B2C 市场取得了极大的商业成功，阿里、腾讯、字节跳动等公司 C 端版图日渐成型，业务已融入人们日常生活的方方面面，包括网上购物、支付、社交、资讯娱乐、本地服务、旅游出行等，市场渗透率极高，覆盖用户数量惊人。在网红经济的驱动下，个人数字化市场犹如按下了“快进键”，不断靠近天花板。

接下来，2C 平台公司一方面要对原有市场进行精耕细作，另一方面迫切需要开拓巨大的 2B 市场，拥抱企业数字化时代。实际上，2C 平台公司一直渴望在 B2B2C（提供 2B 服务）的领地取得突破，早在 2012 年“互联网+”前后阶段就出现了第一次高潮，打的旗帜依然是“去中间化”。但由于 2B 业务行业专业性强，定制化需求多，获客周期长，2C 平台公司虽然攻势如潮，却受到较大挫折，其中尤其以教育和医疗服务两大壁垒高耸的行业最为显著。

图表42 2B 业务与 2C 业务比较

|      | 2B 业务            | 2C 业务            |
|------|------------------|------------------|
| 产品特点 | 安全，稳定，专业，规模，价高   | 有趣，便捷，体验，好用，量大   |
| 属性   | 理性至上，注重业务梳理，功能明确 | 感性至上，注重用户体验，产品交互 |
| 客户关系 | 长期合作             | 单点突破             |
| 交易对手 | 企业高层             | 消费者              |
| 服务场景 | 传统侧重线下           | 迅速线上化            |
| 理念   | 价值大于易用           | 易用大于价值           |
| 业务来源 | 复购为主             | 拉新+复购            |

资料来源：公司官网、广证恒生

近几年来，2C 平台公司从未接受“基因决定论”，矢志不渝提升自己的行业专业能力。根据公开数据资料显示，2017 年，腾讯共投资了 14 家企业级服务领域初创企业，相当于平均每个月就投资 1.1 家 2B 公司，其中就包括了企业级云计算服务公司“灵雀云”、大数据技术企业“星环科技”、法律服务平台“快法务”等。阿里巴巴集团及阿里系资本 2017 年共投资了 20 家 2B 公司，其中包括人工智能两大计算机视觉黑马——商汤科技、旷视科技，以及企业级云服务商七牛云、华栖云等。

产业互联网时代为 2C 平台公司掀起 2B 服务的第二次浪潮带来战略机遇，而疫情期间各行各业特别是 2B 市场在线诉求井喷，客观上加快消除了 2B 与 2C 之间的壁垒，教育、会议市场是极为典型的例子。产业互联网利用信息技术与互联网平台，充分发挥互联网在生产要素配置中的优化和集成作用，实现互联网与产业深度融合。产业互联网的背景下，企业数字化成为继个人数字化之后的超级趋势。互联网的上半场针对的是人群，逻辑主要围绕流量、内容、社交而变化，下半场针对的是生产和制造，逻辑主要围绕设备、技术和产业链变化。

**(2) 依托巨大 C 端流量基本盘，无论是收购、投资 SAAS 公司，还是践行 M2C 模式，都将对 2B 公司的奶酪构成极大威胁**

在广告营销行业的第三次大变局期间和第四次大变局初期，2C 平台公司主要是依靠巨大的 C 端流量形成的媒体属性直接获取广告投放，参与 2B 市场广告营销业务相对有限。但我们预计在第四次大变局中，2C 平台公司对 2B 企业的威胁会越来越大，其中有两种情形产生的影响更为直接：一种是与产业合作，其中包含大量生产制造企业，共同发展 M2C 模式，有效缩短营销传播路径及反馈路径；一种是并购、投资 SAAS 数字化营销服务公司。这两种情形出现都会动到作为第三方服务的 2B 营销公司的奶酪。产业互联网历史性的发展进程，既会促进跨界合作，也会在某些领域引发巨头间的大撞击，对埃森哲互动这样 2B 基因强大的巨头来说，竞争格局将是崭新的。

随着互联网人对实体行业的理解不断加深，传统“专业”的壁垒正在被侵蚀，善于借力“传统”人才与经验的组织跑得更快。不论是线上还是线下，不论是传统还是新兴，不论是 2B 还是 2C，新互联网时代在持续模糊行业和商业模式的边界。实践的结果，无非证明两种可能：一种是一站式跨行业的专业服务机构成为现实，因为 2B 企业在专业性得到满足之后，和 C 端客户一样，关注点将转移到便利性；另一种情形，则是证实德鲁克先生早就下过的断言，如果偏离了市场单一或技术单一的原则，多元化公司、尤其是跨国多元化公司将遭遇失败。他甚至举了完全契合本文内容的案例并进行推理：为跨国公司提供服务的管理咨询公司、会计公司和广告公司可能比跨国公司本身发展得还要快，但它们都是高度专注于自己行当的企业。如果缺乏这样的业务统一，跨国公司将会四分五裂，管理者也会失去了解他人的能力，甚至在别人的帮助下也无法了解他人。

### 3、三大内部挑战：股东战略重心调整、防火墙建设和并购后遗症

埃森哲互动发展的过程中，其主要挑战来自于外部的宏观环境和竞争对手，但内部挑战仍然不容轻视。



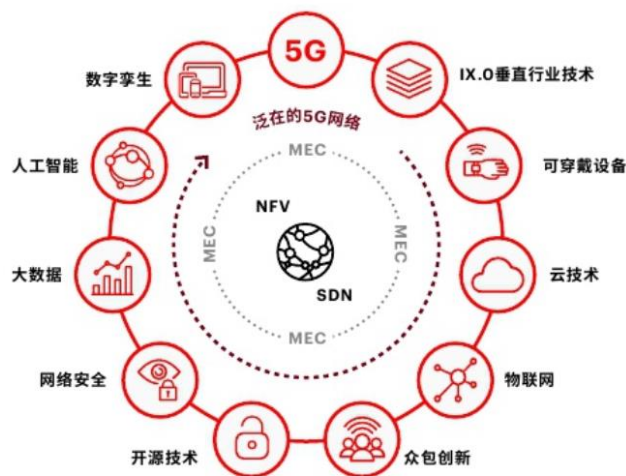
### 3.1 公司治理于股东层面的挑战

#### 3.1.1 股东战略重心变动的风险

埃森哲采用的是矩阵式管理模式，各业务部门、条线之间相互关联，母公司能够灵活调整战略重心。埃森哲工业 X.0 和埃森哲合规服务作为新晋业务部门，有较大可能成为母公司的新战略重点。由于资源永远是有限的，如果埃森哲资源配置向其他业务作战略性倾斜，势必影响埃森哲互动发展。

(1) 近五年来，埃森哲关于工业 X.0 的并购业务已超过 13 起，埃森哲高管在多个论坛中提及到工业 X.0 的理念，可看出埃森哲对未来工业数字转型的重视。埃森哲发布最新报告《5G 带来新颠覆，如何赢取新机遇》中指出 5G 降临，绝不仅仅是网速和容量的提升，而是将掀起一场颠覆式的产业变革，以及再一次的消费者数字生活大爆炸，从而为 5G 生态的参与者，乃至每一个垂直行业企业，带来一场全新的变局。工业 X.0 的核心是以数据驱动的“活产品”开发，其战略定位为帮助各行各业的客户数字化改造他们的设计、工程、制造和生产，从而以更低的成本更快地创建智能的、互联的产品和服务，致力于通过包括物联网，连接的设备和数字平台在内的先进技术对行业进行数字化改造。以中国为例，2019 年各行业数字转型指数中，排名前三的分别是汽车与工程机械（51 分）、医疗医药（49 分）和电子高科技制造（48 分），得分超过 40 分的大部分为工业行业，可见在工业领域数字化转型趋势尤为突出。

图表43 5G 世界需要更多数字技术赋能



数据来源：公司官网、广证恒生

近年来，埃森哲对工业 X.0 越来越重视，但其改变行业的愿景还没达到，仍需依赖埃森哲互动优化用户体验。若后期工业 X.0 已在用户体验模块等消费者领域具备良好的经验，不排除埃森哲母公司将战略重心从专注于第三产业的埃森哲互动迁移至专注于第三产业的工业 X.0 的可能。

(2) 2019 年 11 月 27 日，埃森哲宣布推出合规服务 (Caas, Compliance as a service)。这项产品旨在服务银行、保险公司、资本市场和其他组织的合规部门，扩展埃森哲的托管服务，包括客户管理、反洗钱、合规监测、隐私数据管理等。这项合规产品利用埃森哲的智能引擎“智赢”SynOps 实现数据、智能、技术、人才的融合协作，来帮助金融机构管理日趋复杂的监管合规要求。

埃森哲近五年的并购标的中都能找到与金融服务、网络安全相关行业的身影，伴随着经济水平的提升，



风险案件日益增加。早在 2019 年 3 月发布的《2019 年全球合规风险研究》中，埃森哲发现在合规预算面临缩减压力的同时，企业的合规需求正在增长。71%的企业面临降低成本的目标，业务增长是合规职能转型的最重要驱动力，新一代的合规主管需要修改功能以适应新的业务模型，同时要面对成本削减和资源压力。埃森哲新设该业务条线帮助客户在培养下一代数字化合规官的数字化分析能力并且积极培养相关的风险见解的同时，重塑运营模型并结合新技术以自动方式在交易早期识别风险和不良行为者，从而使企业可以更好地管理风险。如果埃森哲战略拓展合规业务，对现有资源分配格局将构成直接影响。

图表44 埃森哲合规服务内容



数据来源：公司官网、广证恒生

### 3.1.2 利益冲突业务剥离有前车之鉴，防火墙建设任重道远

2018 年，埃森哲互动推出了一项程序化服务，新服务的核心产品为规划咨询与内部规划、计划和执行媒体策略以及广告技术的实施与支撑。顺应广告主开始加强对于程序化购买的控制权的变化，埃森哲互动希望可以帮助这部分广告主获得比广告公司更透明、效率更高的服务。在大型媒介比稿业务中，为了解所购买媒体的质量以从众多各媒体中选择更具价格竞争力和更有媒体费率的媒体供应商，广告主会聘请审计公司（如埃森哲）帮忙，因此，广告公司也会让审计机构访问其媒体数据。

与埃森哲互动前期提供数字营销、移动技术和数据分析等业务不同，媒介购买业务被外界认为与埃森哲的审计业务存在数据共享可能。埃森哲既是一家审计公司，也是一家致力于帮助广告主将广告技术 in-house 化的媒介代理公司，外界对其部门间的防火墙真实效果存疑。2019 年，传统代理集团开始抵制埃森哲，不相信埃森哲会对其媒体进行客观审计。WPP 首当其冲宣布，从 2020 年起将不再参加由埃森哲主导的任何比稿活动，其他广告代理商也在斟酌当中。

2020 年，埃森哲发言人在一封电子邮件声明中表示：“我们已决定在 8 月底前逐步减少我们的业务领域，包括媒介审计、媒介评估和代理商推介服务”。此举旨在消除埃森哲在扮演广告购买者和审计师角色时所面临的冲突。对于埃森哲而言，媒介审计仅占其业务的一小部分，而埃森哲互动的营销服务业务则发展迅速，年收入已从 2018 年的 85 亿美元增长到 2019 年的 100 亿美元。因此，埃森哲毅然选择更具盈利增长优势的埃森哲互动。与 2000 年埃森哲从安达信中独立出来情况不一样，此次埃森哲选择直接把利益相

冲的媒介审计业务关掉。目前，埃森哲互动暂时把当前的突出矛盾解决了，但防火墙的建设问题仍具有长期性。

### 3.2 并购后遗症的风险

过去十年，埃森哲互动表现出了很强的并购能力，通过一系列的并购使其数字、创意、营销综合能力得到较大的提升，并取得出色的业绩增长。但并购的真正挑战向来在于后期整合，所以仍应关注可能存在的并购后遗症，尤其是商誉风险和文化冲突风险。

**商誉风险。**全球广告巨头大多采取大量并购的策略进行扩张，近年来，商誉风险频频预警，成为普遍面临的挑战，如 WPP、Omnicom 和 IPG 等。尽管埃森哲互动并购能力出众，但不排除部分资产存在商誉减值的可能。

**对于跨国并购而言，企业面临组织文化与民族文化冲突的双重风险。**如果不能解决文化冲突风险，则各项资源（如人力、物力、财力）难以做到真正的有机结合，协同效应得不到充分地发挥，可能陷入“规模不经济”困境。

## 4、风险提示

贸易摩擦冲击叠加世界经济周期回调，新年伊始又遭遇新冠疫情，全球经济存在长期下行风险，埃森哲互动的业务可能受到影响；互联网科技公司及新加入的竞争对手挤占市场；股东战略重心调整风险；并购后遗症风险。

数据支持：李嘉贤（特别鸣谢）、邹奕

### 新三板团队介绍：

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

### 团队成员：

**袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：**长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

**赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：**英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

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

**黄莞（新三板副团队长）：**英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

**司伟（新三板高端装备行业负责人）：**中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

**魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：**金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

**田鹏（新三板教育行业高级研究员）：**新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

**于栋（新三板高端装备行业高级研究员）：**华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的二三级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

**李嘉文（新三板主题策略研究员）：**暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

### 联系我们：

邮箱：[huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@gzgzhs.com.cn)

电话：020-88832319

**广证恒生：**

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

**分析师承诺：**

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

**重要声明及风险提示：**

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

市场有风险，投资需谨慎。