

# 营销传播行业

## 历史回眸与展望：不同经济周期下的广告产业变迁

### 核心观点：

#### ● 宏观经济景气度影响广告行业景气度，经济下行广告主收紧投放预算

复盘国内广告行业发展三个阶段：（1）1980~1995年期间：经济高速增长推动产业持续增长；（2）1995~2009年期间：行业规范调整期，产业增速放缓，与经济增速出现背离；（3）2010年之后：政策鼓励，互联网营销驱动。整体来看，广告市场的发展与宏观经济景气度存在较大相关性。我们选取A股上市公司3,560家，以及在港美股上市的中概公司合计4,383家国内企业说明广告主营销投入与宏观经济景气度之间的关系。我们认为广告主层面的营销投入决策不仅与宏观经济景气度相关性较大，还与产业本身的政策以及发展阶段相关。但整体来看，经济下行，广告主会缩减广告投放预算。在总投放预算收紧的情况下，不同媒介需要瓜分存量广告预算。

#### ● 从广告主结构来说，消费、信息技术占比较大，景气度相关性更高

在2017年的广告费用占比结构中，可选消费占比30.6%、日常消费占比10.2%，信息技术占比10.1%，三者占比超过了50%，是整个广告行业最大的广告主。近年来可选消费、信息技术投放费用增速明显高于其他行业，这两个子行业的景气度下行或代表着广告的增量需求也将减少。

#### ● 媒介结构决定互联网仍是主驱动力，互联网内部广告形式创新及精准化推动增长

近十年媒介结构发生了较大的变化，互联网广告投放花费已超过电视广告投放花费，成为最主要的广告投放渠道，并且占比持续提升。通过分析近几年媒介结构的变化，我们认为经济下行期广告主预算收紧的情况下，媒介穿越经济周期主要依靠两点：（1）依靠新的广告形式：朝精准化、个性化的方向发展，新广告形式的高行业增速对冲经济下行；并且同一形式中，头部平台抵御经济下行冲击的能力更强。（2）相对精准的ROI：经济下行，广告主更倾向于将预算转移至精准可量化ROI的媒介。以CPC计价方式下，广告主更接近为获取实际收益支付营销费用，受经济下行冲击相对小；而CPM的覆盖相对难以测算，广告主对于自己投入产出更难把握，所以在选择CPM计价方式的媒介时，广告主更看重媒介品牌效应与人群的匹配，用户质量决定广告价值。

#### ● 风险提示

（1）宏观经济不景气的风险；（2）行业竞争加剧；（3）媒体资源成本上升。

### 行业评级

买入

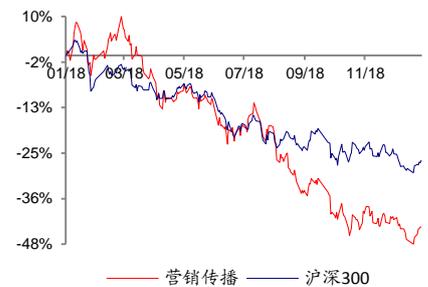
前次评级

买入

报告日期

2019-01-14

### 相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

朱可夫



SAC 执证号：S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

分众传媒：Q3 营收增长稳 2018-10-30

定，成本承压拉低毛利

分众传媒 2018-07-31

（002027.SZ）：2018H1 业

绩增长强劲，马太效应尽显

1月广告行业数据点评：回 2018-03-08

暖趋势持续，电梯影院电视

增长明显

联系人： 叶敏婷 021-60759783

yeminting@gf.com.cn

## 目录索引

一、宏观经济对广告行业整体的影响 .....	4
二、广告主视角：看宏观经济对行业影响 .....	7
1、经济下行期，广告主收紧投放预算 .....	7
2、广告主结构变化，消费行业广告投放受经济影响相对大 .....	9
3、头部广告主营销投入占比大 .....	12
三、市场趋于成熟，主媒介内部变化构成新动力 .....	15
1、媒介结构更新带动互联网广告整体上行 .....	15
2、互联网广告收入结构变化：流量内部的迁移和更精准的技术升级 .....	16
3、形式创新以及高 ROI，是媒介穿越周期关键 .....	19

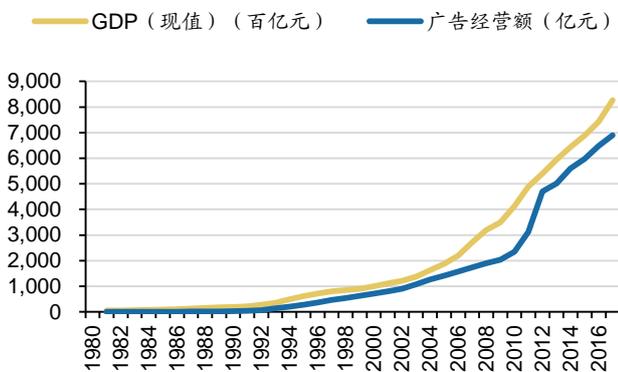
## 图表索引

图 1: GDP (现值) 与广告经营额 .....	4
图 2: 广告经营额占 GDP 比重 (广告强度) .....	4
图 3: 广告经营额同比增速与 GDP (现值) 同比增速、社零同比增速 .....	5
图 4: 美国广告市场收入同比增速 .....	6
图 5: 英国广告花费额同比增速 .....	6
图 6: A 股公司广告宣传推广费/销售费用 .....	7
图 7: 上市企业销售费用同比增速、营收同比增速与 GDP 同比增速 .....	8
图 8: 上市企业销售费用率与 GDP 同比增速、社零同比增速 .....	8
图 9: 上市企业营收同比增长 .....	9
图 10: 上市企业销售费用同比 .....	9
图 11: 上市企业销售费用占比 .....	9
图 12: 上市企业销售费用率 .....	10
图 13: 日常消费行业销售费用变化情况 .....	11
图 14: 可选消费行业销售费用变化情况 .....	11
图 15: 医疗保健行业销售费用变化情况 .....	11
图 16: 信息技术行业销售费用变化情况 .....	11
图 17: 云南白药广告费变化情况 .....	12
图 18: 东阿阿胶广告费变化情况 .....	12
图 19: 头部广告主行业分布 .....	12
图 20: A 股头部广告主广告宣传推广费占比 .....	13
图 21: A 股头部广告主广告宣传推广费/营业收入 .....	13
图 22: 头部广告主广告投放花费增速 .....	13
图 23: 不同媒介花费 (亿元) .....	15
图 24: 不同媒介花费占比 .....	15
图 25: 不同媒介花费同比增长 .....	16
图 26: 不同媒介到达率 .....	16
图 27: 不同媒体类型互联网广告市场份额 .....	16
图 28: 不同媒体类型互联网广告花费增速 .....	16
图 29: 互联网平台广告收入同比增速 .....	17
图 30: 阿里巴巴广告收入 .....	18
图 31: 爱奇艺广告收入 .....	18
图 32: 哔哩哔哩广告收入 .....	18
图 33: 微博广告收入 .....	18
图 34: 广告投放营销漏斗转化模型 .....	19
表 1: TOP20 广告主广告宣传推广费 .....	14
表 2: 不同互联网平台计价方式 .....	18
表 3: 不同类型广告的 CPM .....	19

## 一、宏观经济对广告行业整体的影响

广告产业作为市场经济发展的产物，随着宏观经济的发展持续增长。根据国家统计局数据，我国GDP从1981年的4,935.8亿元增至2017年82.7万亿元，年复合增速达15.29%；而根据中国广告协会的数据，广告经营额在同时间段内从1.18亿元增至6,896.4亿元，年复合增速为27.24%，超过GDP年复合增速。从广告强度（广告经营额占GDP的比重）来看，1981年开始，广告强度持续增长，2004年至2010年期间有所下滑，2010年之后恢复增长，2012年进入0.8%~0.9%区间，2017年比重为0.83%，尚低于世界平均水平（1.5%），相比发达国家（2%）仍有一定提升空间。

图 1: GDP（现值）与广告经营额



数据来源: Wind, 中国广告协会, 广发证券发展研究中心  
(注: 本文GDP数据均采用现值)

图 2: 广告经营额占GDP比重（广告强度）



数据来源: Wind, 中国广告协会, 广发证券发展研究中心

从整个广告行业发展历程来看，结合宏观经济发展，再辅以相关产业政策以及新的广告形式的出现，我们总结了广告产业发展的几个阶段。总体来看，广告经营额增速与GDP增速之间存在较大的相关性，除了2004至2009年期间以及2012年，广告产业发展与GDP增长基本同步。

### ➤ 1980~1995年期间：经济高速增长推动产业持续增长

1980~1995年期间是国内广告产业蓬勃发展的时期，每年同比增速均在25%以上。其中1985年以及1993年是两个发展高峰点，当年广告经营额同比增速分别达到了65.8%以及97.6%。1985年前后广告产业高速发展，主要是由于广告产业刚起步，产业基数低，呈现高速增长态势。而1993年前后的井喷发展，主要是因为1992年后社会主义市场经济制度正式建立，经济高速增长推动广告产业的发展。

### ➤ 1995~2009年期间：行业规范调整期，产业增速放缓，与经济增速出现背离

1995年2月1日《中华人民共和国广告法》正式实施，标志着广告产业由粗放发展阶段进入到行业规范调整期，行业发展增速下降的同时广告强度增长也在减缓。在这个期间，宏观经济景气度经历两次下行，一是1998年亚洲金融危机，二是2008年全球金融危机。第一个经济下行期，宏观经济不景气叠加《广告法》发布之后的监管趋严，行业增速持续下滑。1998年广告经营额同比增速为16.4%，是自1980

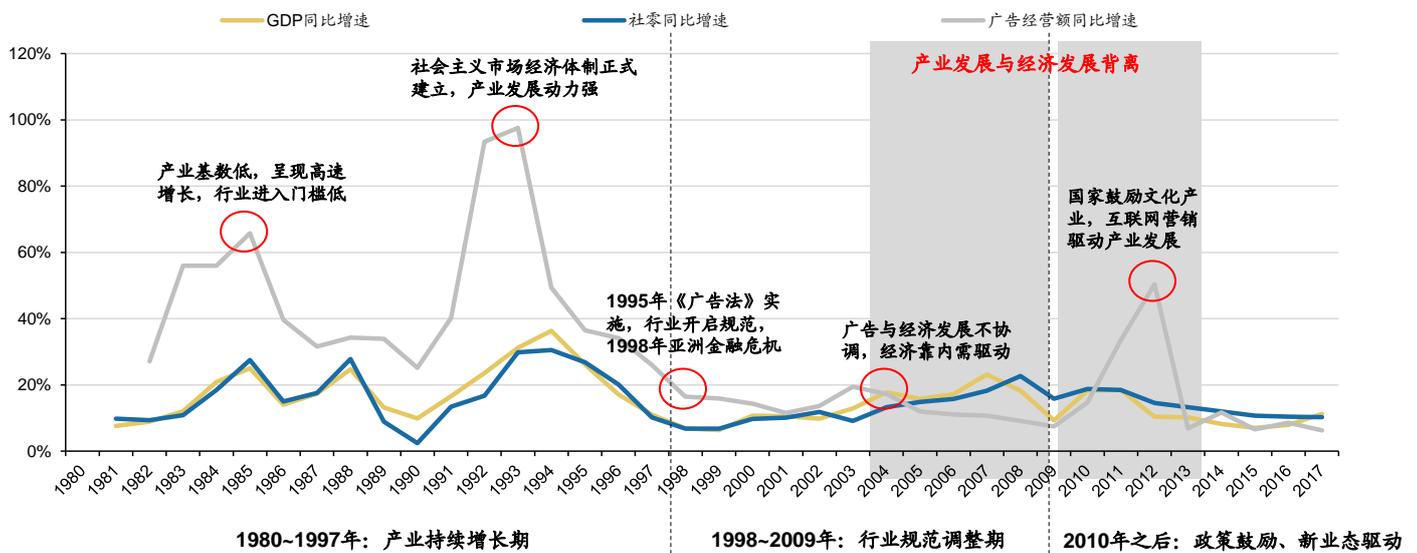
年以来产业增速首次下滑至20%以下。

随着经济回暖以及行业规范化推进，2001年产业增速回升，但2004年广告经营额同比增速（17.2%）首次低于GDP同比增速（17.8%）。结合当时的经济刺激政策来看，2003年开始国家扩大内需，内需投入推动GDP增长，而这部分增长并不是由广告营销驱动，广告经营额同比增速与GDP增长出现背离。第二个经济下行期出现在2008年全球金融危机，广告产业景气度随之下行，但对比欧美国家，下跌幅度不大。

### ➤ 2010年之后：政策鼓励，互联网营销驱动

2011年以后，国家调整经济发展战略，大力发展文化产业。2012年6月，《广告产业发展“十二五”规划》发布，是我国首个纳入国民经济与社会发展规划体系的广告业中长期发展规划；2013年5月1日起实施的《国家发展改革委关于<产业结构调整指导目录（2011年本）>有关条款的决定》，广告产业第一次享受国家鼓励类政策。2012年之后陆续发布的广告产业鼓励政策直接促进2012年广告经营额同比增速扩大至50.3%，同时广告强度也回到0.8%以上的水平（0.87%）。2013年产业增速回落，维持在与GDP增速相当的位置。同时，自2008后互联网广告持续增长，逐渐成为广告产业发展新的驱动力。

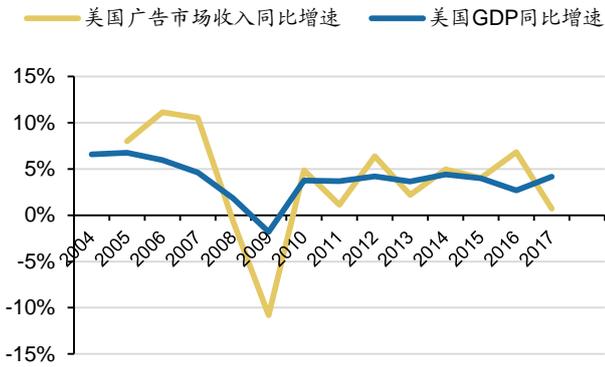
图 3：广告经营额同比增速与GDP（现值）同比增速、社零同比增速



资料来源：Wind，中国广告协会，广发证券发展研究中心

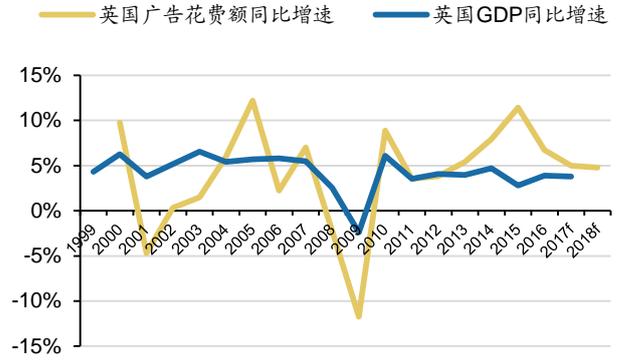
从海外广告市场发展来看，广告市场的发展也与宏观经济景气度存在较大相关性，尤其是当经济下行时期时，GDP增速下滑往往带来广告市场收入增速更大幅度的下降。2008年全球金融危机，欧美发达经济体经济下挫明显，美国与英国2009年GDP呈现负增长，当年GDP同比分别下滑1.8%以及2.4%；相对应的当年美国与英国广告市场收入（广告花费额）同比分别下滑10.8%与11.7%。2008年，海外主要国家广告产业景气度下行幅度超过宏观经济，并且宏观经济下行对于广告产业的冲击力度远大于国内，我们认为主要是因为中国2008年北京奥运以及互联网营销的起步带来的国内广告经营额额外增量。

图 4: 美国广告市场收入同比增速



数据来源: Statista, Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 英国广告花费额同比增速



数据来源: Statista, Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、广告主视角：看宏观经济对行业影响

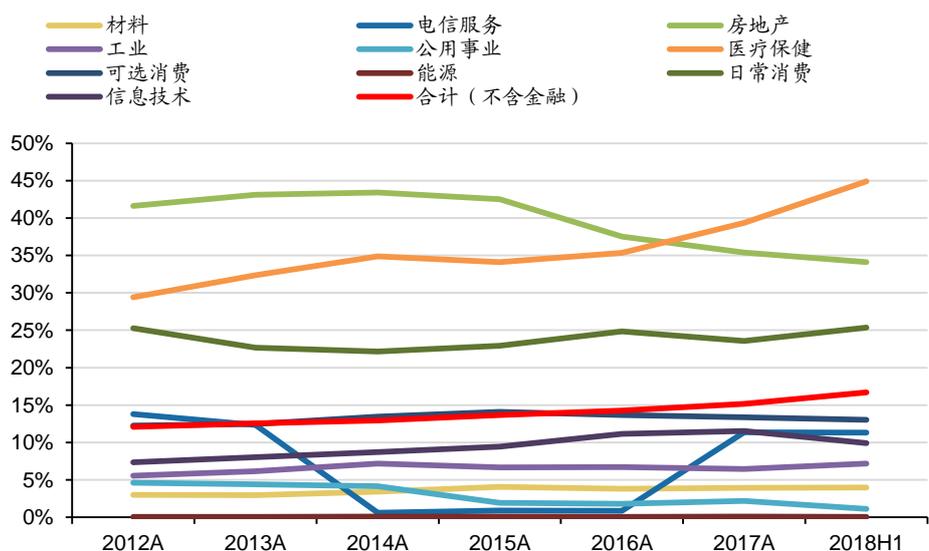
### 1、经济下行期，广告主收紧投放预算

从广告主的营销投入来看，与宏观经济景气度也存在较大相关性。我们选取A股上市公司3,560家，以及在港美股上市的中概公司（港股664家，美股159家）合计4,383家上市企业说明广告主营销投入与宏观经济景气度之间的关系。选取GDP同比增速、营收同比增速以及销售费用同比增速为指标进行说明。行业分类参照Wind行业分类。

Wind并未将各家上市公司的广告宣传推广费统计至2008年之前，为了完整分析两轮经济下行广告主的广告投入情况，我们使用统计更加完全的销售费用科目近似代替广告宣传推广费。从近年来广告宣传推广费用占销售费用的比例来看，整体占比比较稳定（见图6）（房地产以及医疗保健和电信服务行业比例变化较大，但以上三个细分领域总销售费用在整体销售费用中占比不大，其波动对整体销售费用营销较小），销售费用的同比变化情况与广告宣传推广费用类似，故后续分析我们使用销售费用替代广告宣传推广费用进行说明。

A股公司销售费用科目通过Wind提取，通常包含销售人员工资福利费、行政办公费、市场推广费、差旅费、广告费、物流费用等项目；港美股公司销售费用通过Bloomberg提取，主要指业务产生的市场成本以及产品配送成本，包括诸如广告、销售佣金与薪金、销售点支出以及运费之类的项目，包含内容与A股公司销售费用类似。同时，因为金融行业财务报表中并未披露营销投入明细，故本报告后续分析均不包含金融行业企业的营销投入。

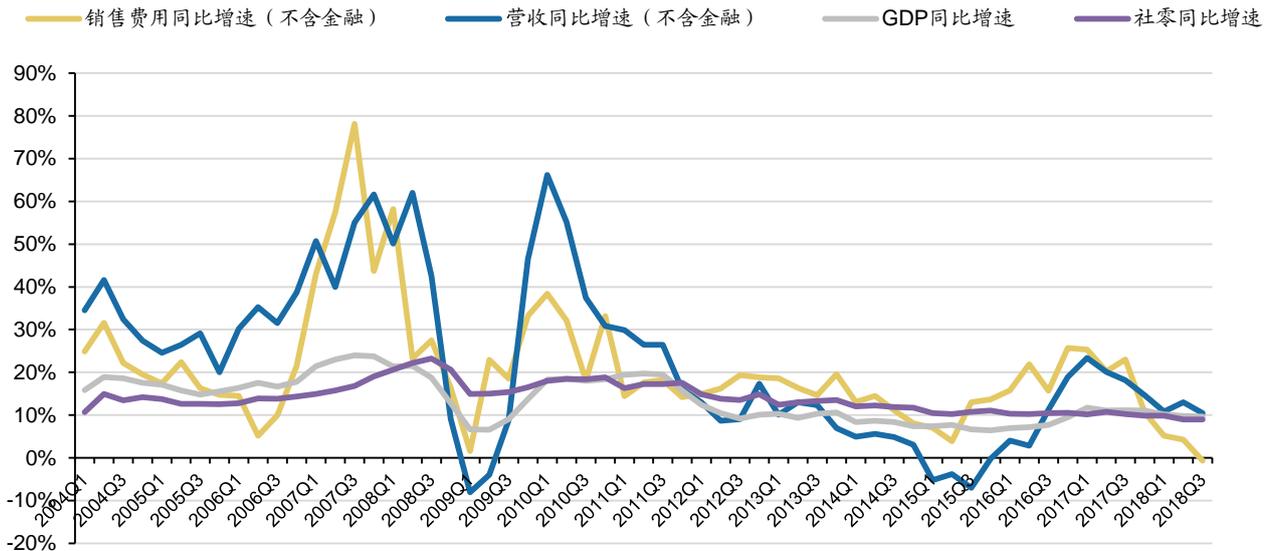
图 6：A股公司广告宣传推广费/销售费用



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从行业整体来看，销售费用与营业收入同步变化，除了2007年以及2018年，销售费用同比增减的幅度均小于营收同比增减的幅度。2008-2009年金融危机以及2011-2012年经济下行期，上市公司营收端受宏观经济景气度影响较大。2008-2009年金融危机期间，上市公司整体营收下滑明显，销售费用同向变化；2011年-2012年经济下行，上市公司营收增速放缓，直到2016年营收增速开始回升，销售费用整体呈现相同的变化趋势。整体来看，广告主营收端以及营销投放与宏观经济存在较大相关性。

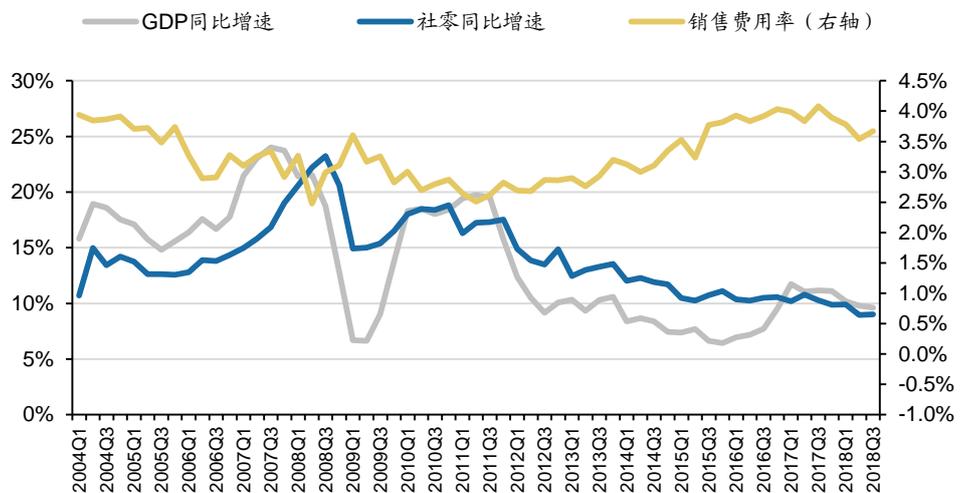
图 7：中概上市企业（包含A股以及港美股中概股，下同）销售费用同比增速、营收同比增速与GDP同比增速



数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

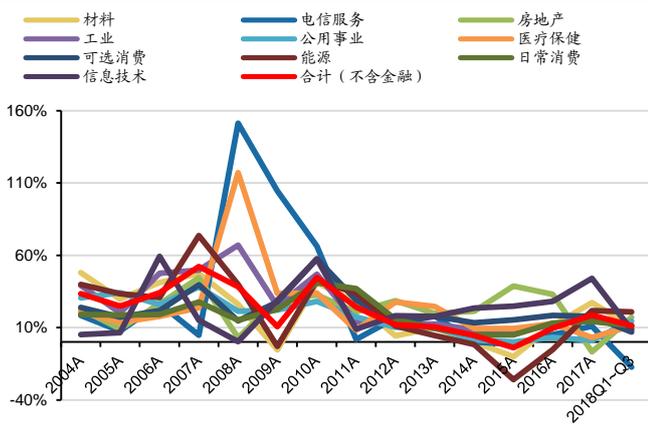
(注：合计均不含金融行业企业数据)

图 8：中概上市企业销售费用率与GDP同比增速、社零同比增速



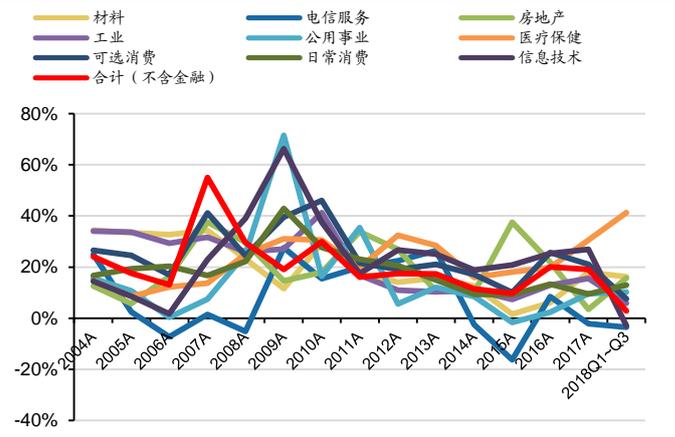
数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 9：中概上市企业营收同比增长



数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 10：中概上市企业销售费用同比

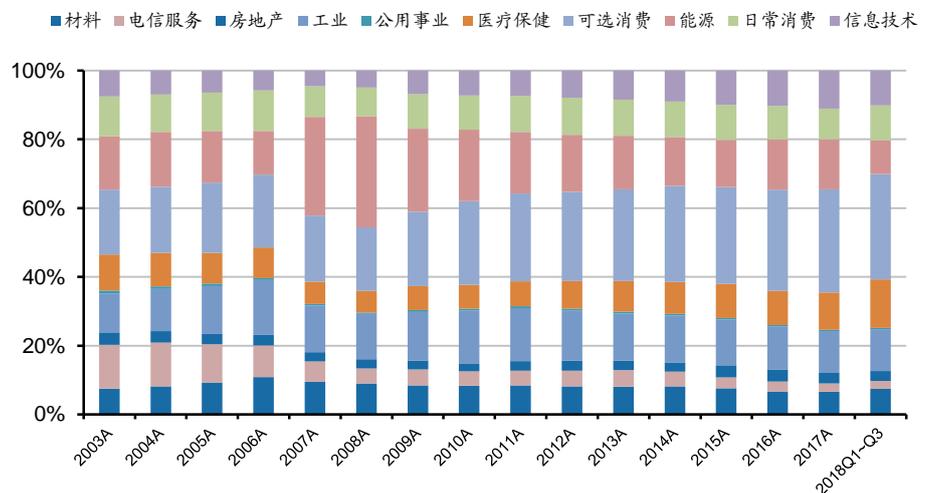


数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 2、广告主结构变化，消费行业广告投放受经济影响相对大

从上市公司各行业销售费用的占比来看，广告主的结构也在发生变化。医疗保健，可选消费以及信息技术销售费用占比逐渐增大，而电信服务、能源类企业整体的销售费用占比逐渐减小。销售费用的结构调整我们认为主要与产业发展相关。

图 11：中概上市企业销售费用占比

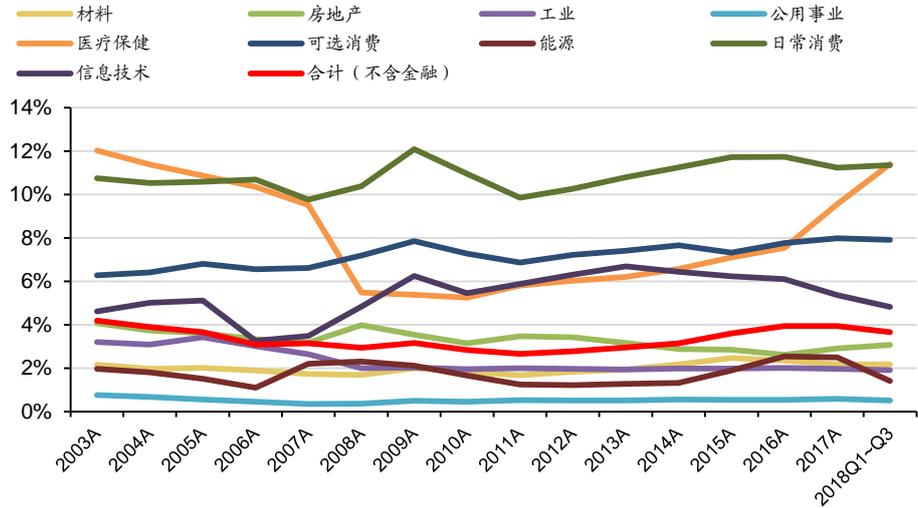


数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

从销售费用率来看，日常消费、可选消费、医疗保健以及信息技术行业销售费用率始终高于整体销售费用率；以上四个细分领域，除医疗保健行业外，其余三个细分领域在2009年销售费用率均有抬升，结合当年行业的营收增速以及销售费用同比增速来看，我们认为主要是因为当年受宏观经济下行的冲击，营收同比下挫明显，销售费用端虽有下滑，但下滑幅度小于营收下滑幅度，两者的同比降幅差异导致当年销售费用率呈现提高的态势。而医疗保健行业2008年行业整体销售费用率大幅下滑，主要与当年“全民医保”有关。2008年“全民医保”推进，医疗保健行业营收

猛增，而这部分营收主要是政策驱动，不需要投入营销，所以当年销售费用率整体下滑；而2017年开始医疗保健行业销售费用率明显上升，行业销售投入整体占比增加，主要是因为2016年开始“两票制”推进，医疗保健企业加大对经销商的让利，该部分费用体现在销售费用当中，致使销售费用率抬升，但从企业本身的广告投入来讲，并没有明显增加。

图 12: 中概上市企业销售费用率



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

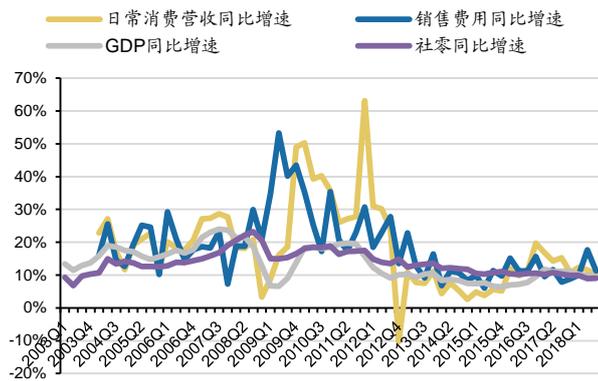
我们选取日常消费、可选消费、医疗保健以及信息技术四个销售费用率高于平均水平的细分行业进一步说明。

日常消费行业主要包括食品与主要用品零售、食品、饮料与烟草以及家庭与个人用品等细分行业，属生活必需消费品。行业营销投入呈现较明显的逆周期特性。2008-2009年以及2011-2012年经济下行期，行业总销售费用呈现大幅上涨态势，并且销售费用的上涨通常领先营业收入三个季度。2009Q1，GDP同比增速从2008Q4的12.8%骤降至2009Q1的6.7%，社零同比增速从2008Q4的20.6%下降至2009Q1的14.9%；当季日常消费行业销售费用同比增长35%，2009Q2同比增幅达53%。而2009Q4营业收入同比增速开始扩大，2009Q4营收端同比增速达49%，相比2009Q3提高30pct。

而可选消费行业主要包括汽车与汽车零部件、耐用消费品与服装、消费者服务、媒体以及零售业，其营销投入则呈现较为明显的顺周期特性，并且营收、销售费用与宏观经济景气度是同步变化的。2009Q1，GDP同比增速下滑，当季可选消费行业整体营收同比下滑20%，销售费用同比仅增长0.1%。可选消费行业在经济下行期营销预算缩减明显。

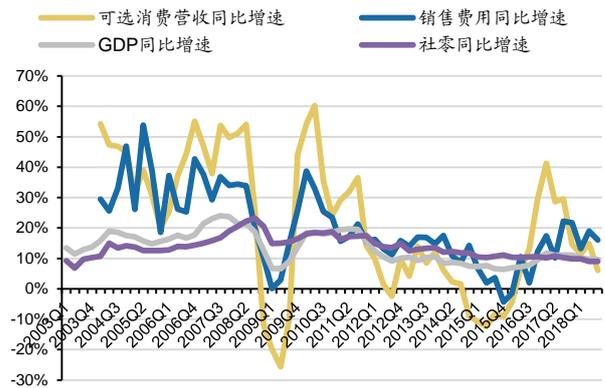
总结日常消费行业以及可选消费行业的营销投入来看，广告主的营销投入受宏观经济景气度的影响通常在经济下行周期中体现的较为明显。

图 13: 日常消费行业销售费用变化情况



数据来源: Wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

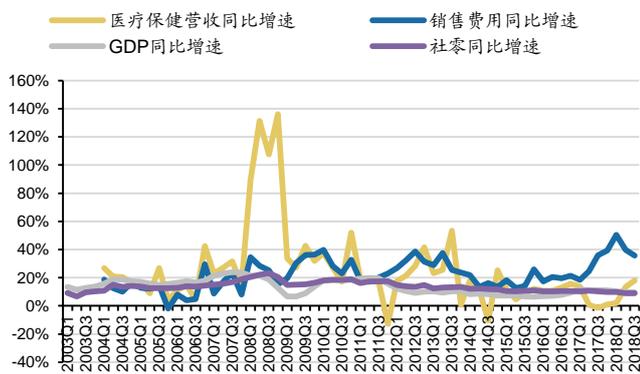
图 14: 可选消费行业销售费用变化情况



数据来源: Wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

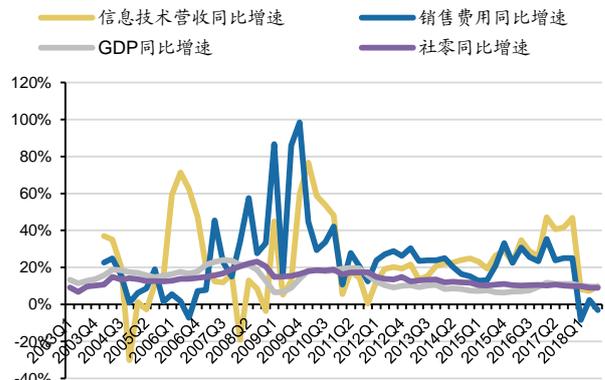
而医疗保健行业, 前述分析提到产业政策对于行业销售费用影响大。2008年的“全民医保”以及2017年的“两票制”政策均引起行业销售费用率较大的波动。而大部分医疗保健企业, 尤其是处方药生产企业, 广告投放预算小, 销售费用中主要是市场推广费用等其他项目。只有云南白药、东阿阿胶等生产非处方药的企业有一定的广告花费。

图 15: 医疗保健行业销售费用变化情况



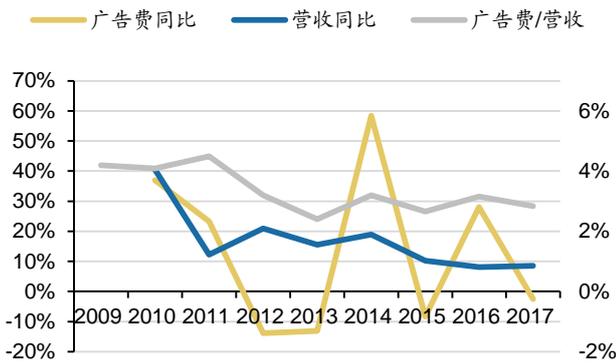
数据来源: Wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 16: 信息技术行业销售费用变化情况



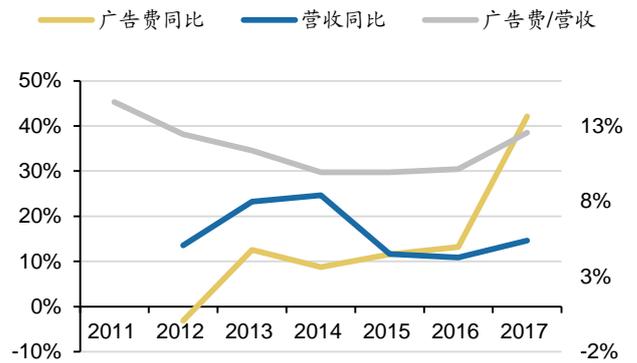
数据来源: Wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 17: 云南白药广告费变化情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 东阿阿胶广告费变化情况



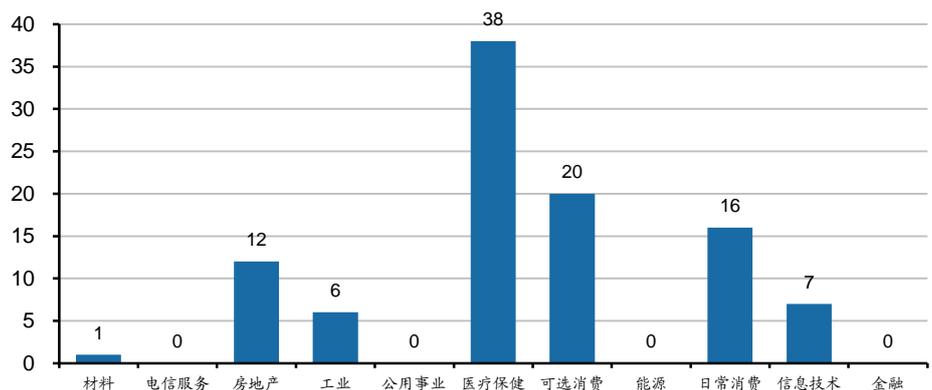
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

总结来看,我们认为广告主层面的营销投入决策不仅与宏观经济景气度相关性较大,还与产业本身的政策以及发展阶段相关,而可选消费以及日常消费等行业宏观经济景气度在其中的影响力度相对更大。但整体来看,经济下行,广告主会缩减广告投放预算。在总投放预算收紧的情况下,不同媒介需要瓜分存量广告预算。

### 3、头部广告主营销投入占比大

同时我们梳理了A股除金融行业外的3,465家公司的广告主广告宣传推广费,筛选2017年广告宣传推广费排前100的企业作为A股头部广告主,以分析广告主的集中度。从行业分布来看,医疗保健、可选消费、日常消费以及房地产行业企业数量排前。

图 19: 头部广告主行业分布 (家)

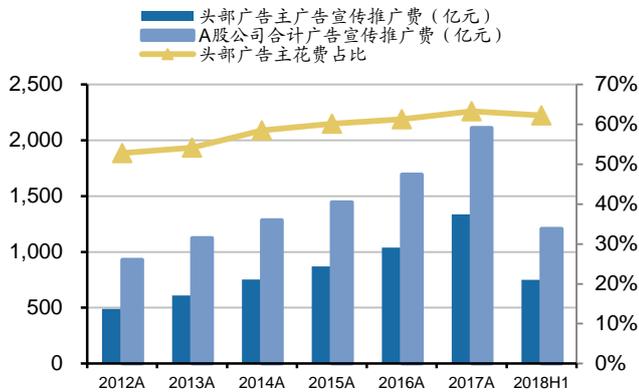


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从头部广告主广告花费占比来看,100家头部广告主数量上仅占A股公司的2.89%,但近几年100家公司的广告宣传推广费占A股整体广告宣传推广费的50%以上,并有进一步增大的趋势。2017年头部广告主的广告宣传推广费占A股所有公司广告宣传推广费的比例高达63.3%,头部广告主的广告宣传推广费率达到了2.07%,2018

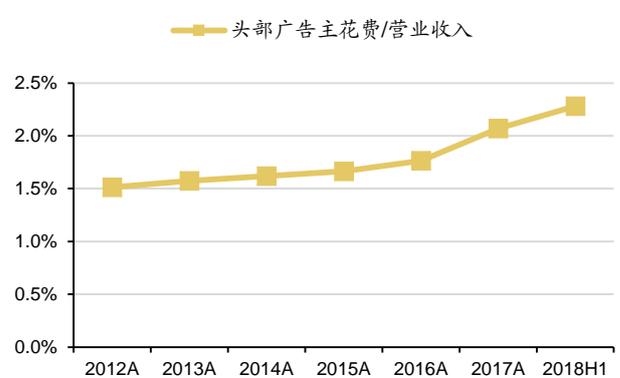
年上半年为2.28%，近两年占比提升。头部广告主对于广告市场的重要性越发凸显。我们认为，对于广告营销公司来说，抓住了头部广告主，就抓住了广告市场。

图 20: A股头部广告主广告宣传推广费占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

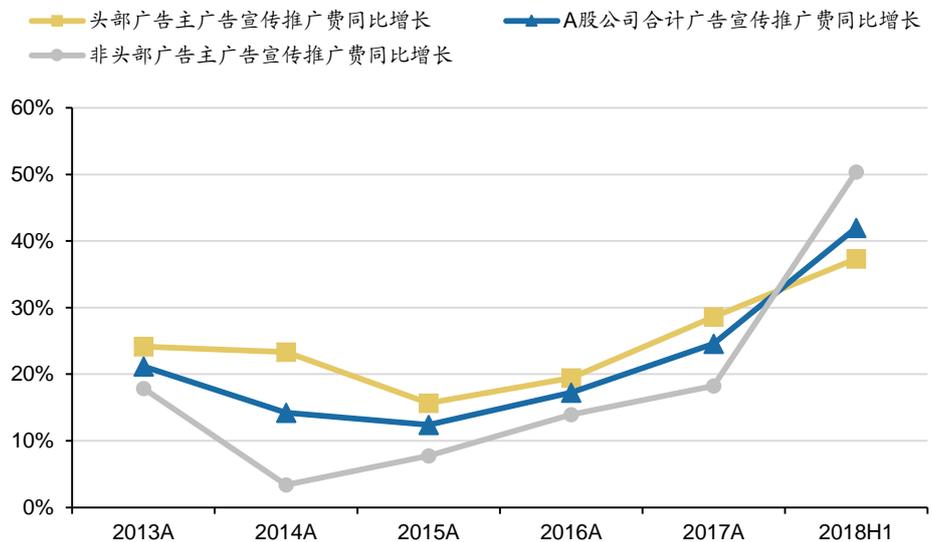
图 21: A股头部广告主广告宣传推广费/营业收入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从头部广告主广告宣传推广费增速来看，2013-2017年期间，头部广告主广告宣传推广费同比增速均高于非头部广告主广告花费的同比增速。而2018财年上半年，头部广告主广告宣传推广费同比增速为37.3%，非头部广告主广告宣传推广费同比增速为50.4%，非头部广告主广告宣传推广费提升明显。我们认为非头部广告主2018H1广告花费同比增速超过头部广告主原因可能有二，一是非头部广告主本身广告花费基数较小，二是经济下行期头部广告主缩减广告预算的动力可能更强。

图 22: 头部广告主广告投放花费增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 1: TOP20 广告主广告宣传推广费

名称	Wind 行业大类	2017A (亿元)	2017 同比	2018H1 (亿元)	2018H1 同比
上汽集团	可选消费	135.72	25.4%	54.53	15.2%
伊利股份	日常消费	82.06	7.5%	59.62	38.9%
苏宁易购	可选消费	46.62	42.4%	28.99	65.8%
恒瑞医药	医疗保健	45.64	16.3%	23.00	10.8%
复星医药	医疗保健	43.48	100.1%	30.28	76.9%
健康元	医疗保健	36.12	5.9%	18.61	-2.1%
华润三九	医疗保健	33.45	46.7%	22.36	86.3%
光明乳业	日常消费	31.09	-19.6%	14.31	-17.2%
丽珠集团	医疗保健	29.63	5.9%	15.22	-2.3%
科伦药业	医疗保健	26.43	203.1%	22.58	302.9%
贵州茅台	日常消费	23.59	87.7%	19.82	63.4%
云南白药	医疗保健	21.79	43.5%	13.11	6.8%
绿地控股	房地产	20.79	-4.6%	9.63	-4.5%
万科 A	房地产	19.59	26.8%	11.18	126.6%
上海医药	医疗保健	19.53	38.2%	11.05	91.4%
广汽集团	可选消费	19.45	47.8%	15.09	114.1%
天士力	医疗保健	16.90	12.5%	6.38	35.9%
保利地产	房地产	15.80	-10.7%	8.27	11.6%
济川药业	医疗保健	15.39	23.5%	10.17	31.0%
上汽集团	可选消费	135.72	25.4%	54.53	15.2%

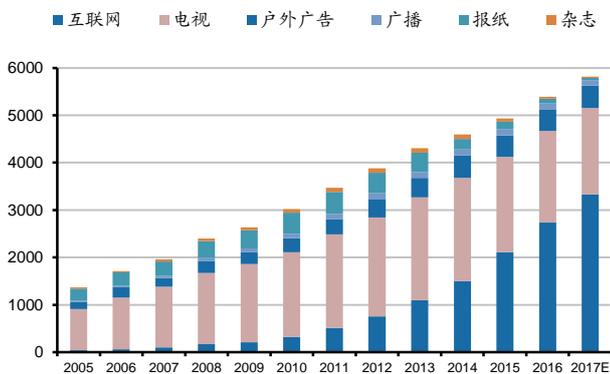
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、市场趋于成熟，主媒介内部变化构成新动力

#### 1、媒介结构更新带动互联网广告整体上行

根据群邑各年发布的《中国媒介趋势》报告中统计的不同媒介的广告投放花费值可以看到，近十年媒介结构发生了较大的变化。互联网广告投放花费在2015年超过电视广告投放，成为最主要的广告投放渠道，并且占比还在持续提升；2017年预计互联网广告投放花费占比已达57.2%。电视广告投放花费持续下降，预计2017年占比为31.4%。

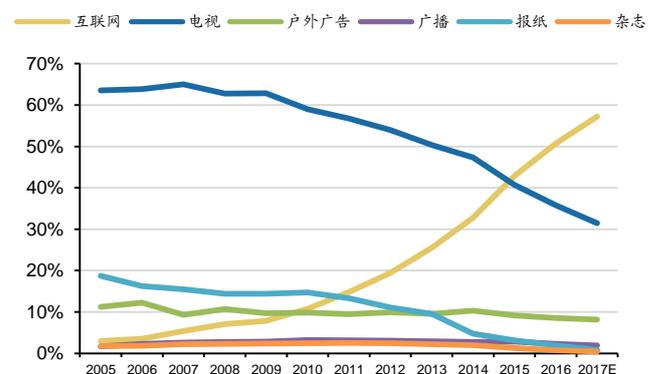
图 23：不同媒介花费（亿元）



数据来源：群邑，广发证券发展研究中心

（注：群邑公开渠道可查的最新一年《中国媒介趋势》报告发布于2017年，其中包含的广告花费数据为预测数据）

图 24：不同媒介花费占比

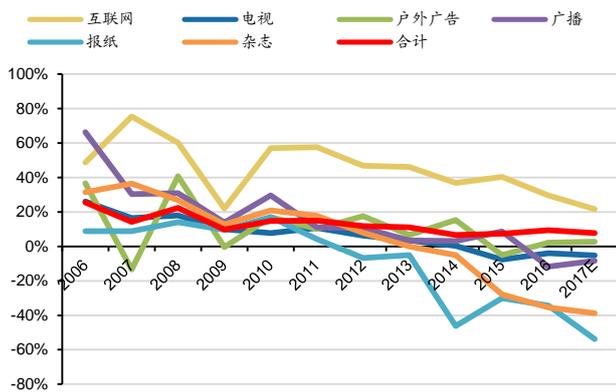


数据来源：群邑，广发证券发展研究中心

不同媒介花费同比增速来看，报纸、杂志、广播等传统媒体的广告花费已经呈现同比下滑，杂志以及报纸的降幅有扩大的趋势。互联网以及户外广告仍呈现增长趋势，但互联网广告花费增速已经趋缓。2008-2009年期间，2008年除杂志外其他媒介同比增幅相比上一年均扩大，主要驱动力在于北京奥运带来的营销需求；而2009年宏观经济下挫明显，各类媒介花费同比增幅均放缓，因为2008年基数较高，户外广告花费呈现略微下降。

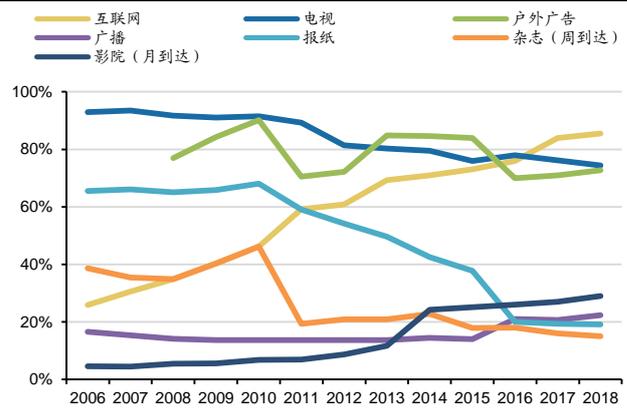
而在统计时间内互联网广告保持持续增长，我们认为主要是因为以下三点优势：一是受益于互联网的普及以及网民人数的增长，覆盖范围持续扩张，互联网日到达率持续增长；二是因为互联网在精准投放上相对于其他媒介有天然优势，并且更容易与受众产生互动；三是互联网广告形式不断有创新，为广告主提供了更新颖的投放方式。但目前互联网人口红利退去，行业增速放缓叠加经济下行，广告主收紧广告预算。

图 25: 不同媒介花费同比增长



数据来源: 群邑, 广发证券发展研究中心

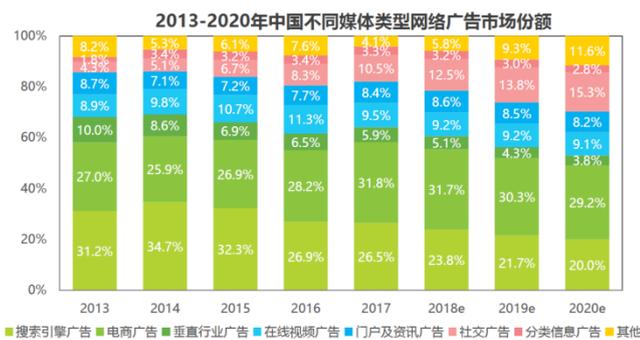
图 26: 不同媒介到达率



数据来源: 群邑, 广发证券发展研究中心

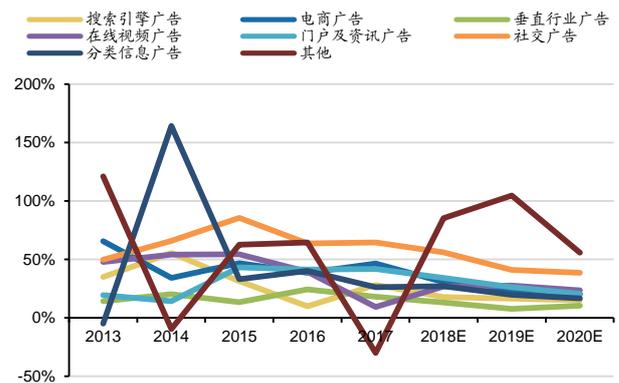
互联网广告投放形式主要包括搜索引擎广告、电商广告、垂直行业广告、在线视频广告、门户及资讯广告、社交广告、分类信息广告等。互联网广告增长的驱动力已经经历了“门户及资讯广告→搜索引擎广告→电商广告&社交广告”等几个阶段, 预计未来电商广告以及社交广告在互联网广告市场中的份额还将进一步提高。而搜索引擎广告整体花费还将增长, 但份额将会被挤占。根据艾瑞咨询在《2018年中国网络广告市场年度监测报告》中的测算, 2017年电商网站广告份额占比已达31.8%, 相比2013年提高4.8pct。我们认为电商网站广告花费以及份额的持续增长, 主要是因为新消费环境下, 消费者的消费需求更迭较快, 广告主需要在电商平台不断投放广告以增加品牌营销能力; 而电商平台不断加强线上线下场景化营销能力, 电商广告的ROI优势明显。

图 27: 不同媒体类型互联网广告市场份额



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图 28: 不同媒体类型互联网广告花费增速



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

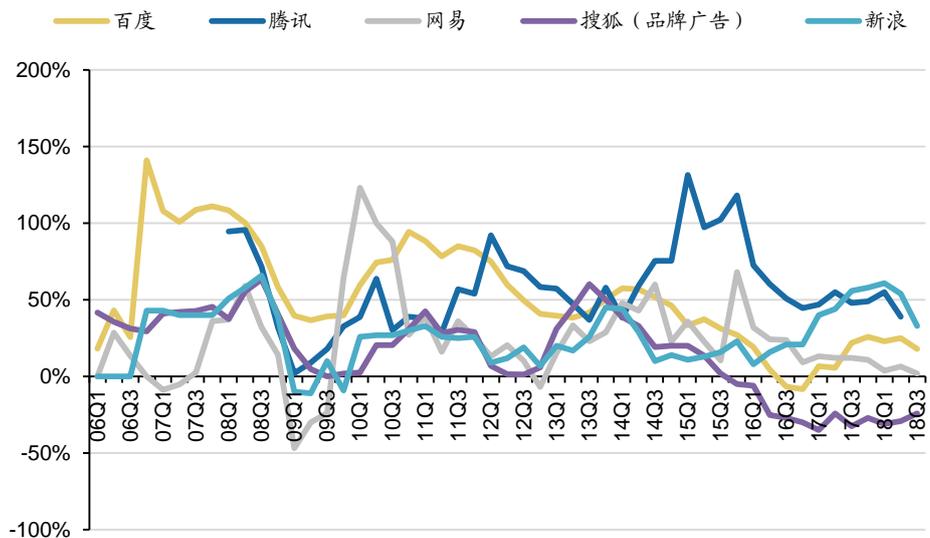
## 2、互联网广告收入结构变化: 流量内部的迁移和更精准的技术升级

互联网平台流量集中, 相应地广告主投放集中度也较高, 头部互联网平台占据互联网广告收入50%以上的市场份额。我们整理百度、腾讯、网易、搜狐以及新浪自2006年以来各个季度的广告收入以及增减变化情况(搜狐广告包括品牌广告以及效果广告, 仅统计品牌广告收入, 未计入搜狗带来的效果广告收入), 以说明不同形

式互联网广告收入受宏观经济景气度变化的影响程度。

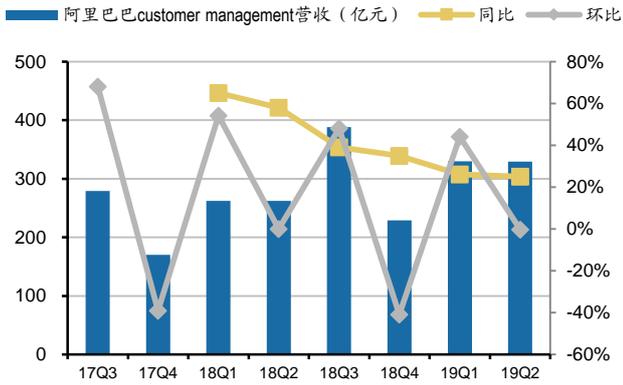
- 2008-2009年期间，五大品牌广告收入增幅均有下滑，网易和新浪广告收入同比呈现负增长，而百度在2009年各个季度依旧能够保持35%以上的同比增速。经济下行期各互联网平台广告收入增速的差异主要是因为，当年腾讯、网易、搜狐以及新浪等互联网平台的广告收入主要来源于以CPM计价的广告，而百度广告收入主要来源于以CPC计价的广告，广告投放更精准。我们认为在经济下行期广告主收紧广告预算的情况下，广告主会将花费预算向更加能够量化和精准ROI的广告形式倾斜。
- 而在2011-2012年期间，在其他公司广告收入增速下滑的情况下，腾讯广告收入逆势上涨，主要是因为当年手机QQ和微信为腾讯带来的社交网络效果广告的增量以及视频广告收入的增长，印证我们之前对于新广告形式带动产业增长的观点。社交广告新互联网广告形式的出现对冲经济下行的影响，腾讯得以在这个经济下行期穿越周期。而2015年，QQ空间手机版广告收入以及微信公众账号广告收入及微信朋友圈广告服务社交广告形式进一步驱动腾讯效果广告收入的增长，当年广告收入增幅大幅领先于其他互联网平台。同期搜狐的品牌广告却进入负增长。

图 29: 互联网平台广告收入同比增速



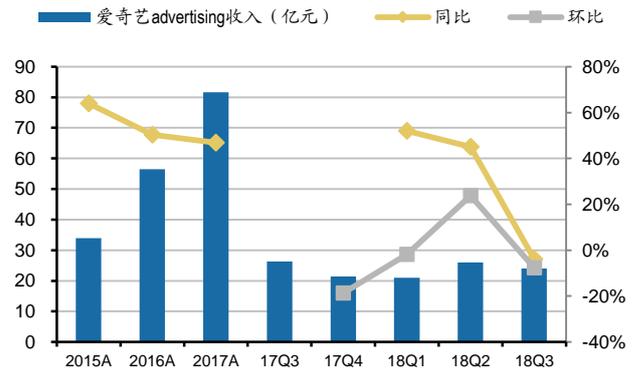
数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

图 30: 阿里巴巴广告收入



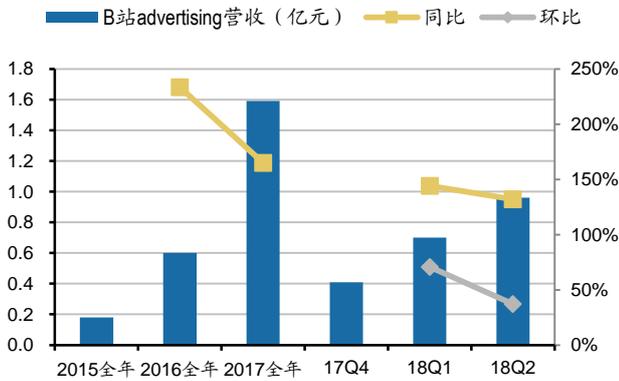
数据来源: 阿里巴巴财报, 广发证券发展研究中心

图 31: 爱奇艺广告收入



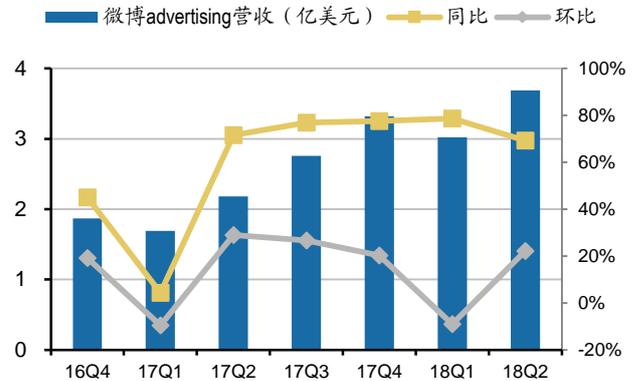
数据来源: 爱奇艺财报, 广发证券发展研究中心

图 32: 哔哩哔哩广告收入



数据来源: 哔哩哔哩财报, 广发证券发展研究中心

图 33: 微博广告收入



数据来源: 微博财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 不同互联网平台计价方式

平台	目前的广告计价方式	展现位置或展现价格
百度	CPC	每次点击价格=(下一名的出价*下一名的质量度)/本关键词质量度+0.01
阿里巴巴	CPC	阿里妈妈-淘宝直通车: CPC 约为 3 元
	CPM+CPC	阿里妈妈-钻石展位
	CPC	阿里文娱-卧龙推广
B 站	CPC	出价底价当前配置为 1 元
爱奇艺	CPM	每 CPM 的竞价底价为 5 元, CPM 模式出价上限 1000 元
	CPC	起拍价是单次点击 0.5 元, CPC 模式出价上限 500 元
	CPV	CPV 的竞价底价为 0.2 元

数据来源: Skytech, 广发证券发展研究中心

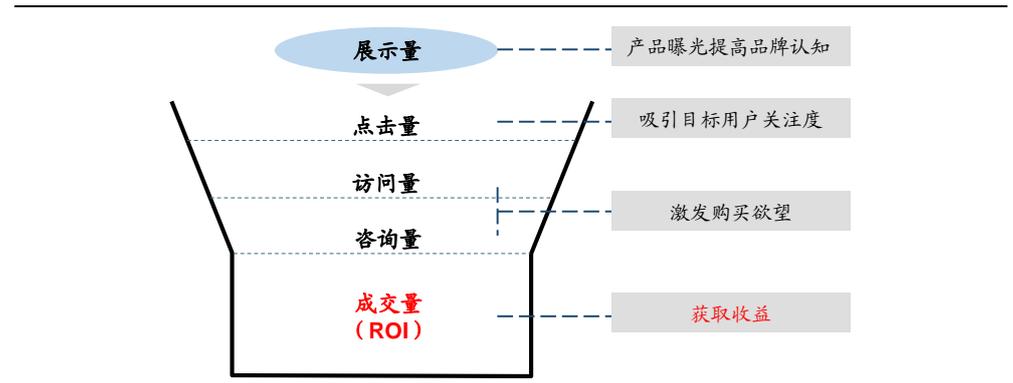
### 3、形式创新以及量化 ROI，是媒介穿越周期关键

广告投放的效果转化，可以概括为“展示→点击→访问→咨询→成交”的过程，对于广告主来说，最终追求的是高ROI。通过分析近几年媒介结构的变化，我们认为经济下行期，广告主将收紧广告预算。而在存量广告市场下，媒介穿越经济周期主要依靠两点：

(1) 依靠新的广告形式：广告形式通常朝精准化、个性化的方向发展，高行业增速对冲经济下行。从互联网广告的发展可以看到，互联网广告形式的几轮变迁中，从最早的新浪、搜狐等门户及咨询广告→搜索广告→社交广告→电商广告→在线视频广告→信息流广告，广告形式朝精准化、个性化的方向发展；并且同一形式中，头部平台经受经济下行冲击的能力更强。

(2) 相对精准可量化的ROI：经济下行，广告主更倾向于将广告预算转移至高ROI的媒介。以CPC计价的百度在2008-2009年期间受经济下行影响较小，是因为相比其他以CPM计价的平台，CPC计价方式下广告主更接近为获取实际收益支付营销费用；而相比CPC计价方式，CPM的覆盖其实难以测算，广告主对于自己投入产出更难把握，所以在选择CPM计价方式的媒介时，广告主更看重媒介覆盖的人群，用户质量决定广告价值。

图 34：广告投放营销漏斗转化模型



数据来源：青瓜传媒，广发证券发展研究中心

表 3：不同类型广告的 CPM

媒介类型	广告案例	刊例价	覆盖人群	CPM 估算
互联网	爱奇艺首页首屏皮肤广告	刊例价 100 万/天	100-1000 万 PV	182 元
广播	北京人民广播电台交通频道早间超 T 时段广告 (30s)	刊例价 53.16 万/月 (17720 元/次)	日均实时收听人数 5 万左右	355 元
报纸	《扬子晚报》B 叠整版黑白版广告	刊例价 19.86 万	发行量 200 万份	99 元
杂志	《旅行家》杂志目录旁页版广告	刊例价 20 万	发行量 60 万份	333 元
户外 (车站)	上海虹桥站检票进站电梯楣头灯箱广告	刊例价 15 万/月	每天人流量 5 万人左右	100 元
户外 (地铁)	上海地铁 11 号线迪士尼专线内包车广告 (车站)	刊例价 38 万/贴/月	11 线 6 节车厢每天流量 11 万人左右 (假设每车厢一贴)	690 元
户外 (楼宇)	分众传媒北京地区 15 秒广告片	149.8 万/周	单日播放受众约 180 万人次	70 元

数据来源：媒之易，广发证券发展研究中心

## 风险提示

(1) 宏观经济不景气的风险：2019年经济存在下行风险，宏观经济景气度下行直接影响广告行业收入；

(2) 媒体资源成本上升：竞争加剧，线下广告媒体资源租赁成本有提升的风险，广告营销公司成本端承压。

## 广发传媒行业研究小组

- 旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨艾莉：分析师，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与保利地产(600048)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。