

2019年04月13日

传媒

营销新变化：数字经济下半场，营销技术(Martech) 方案运营商将受益于行业整合

■互联网上半场反映的是“流量信仰”至上，是典型的消费互联网，追求增量，即以消费者需求为核心，通过提供更优质的服务与产品抢夺流量入口。在此后二十年的演进中，流量获取的方式由轻到重，背后是需求的不断复杂化、重度化，归根于上半场互联网公司遵从并膜拜于流量信仰，以至于这种“重”与“复杂”达到了临界点，流量信仰逐步开始崩塌，体现在共享单车、共享充电宝、无人货架等越来越多的“流量至上”的商业模式出现了困局。

■互联网下半场将逐步形成“数据信仰”。当流量获取的方式越来越重、越来越复杂，必然要求互联网企业对已获取“流量”进行更深入的挖掘，即存量盘活，当企业将看待“流量”的视角由“入口”转变为“资产”后，“数据”的价值将迅速放大，而这部分数据资产潜在价值被充分开发的过程将引领未来20年中国互联网行业的蝶变——消费互联网向产业互联网转变。简言之，前20年互联网企业看什么都是流量，关注新流量的获取，创造出一批互联网巨头，后20年互联网企业看什么都是数据，关注存量流量的运营，着眼于数据积累与运营的科技公司有望异军突起。

■宣亚国际研发并输出领先的营销技术，进而整合营销行业。公司聚焦客户关注的营销挑战及压力，提供富有竞争力的营销技术解决方案及运营服务，持续为客户创造最大价值。战略层面，公司转型为营销技术方案运营商，将在数据、分析和运营三个维度建立起强大的护城河和壁垒，从而形成极具差异化的体系竞争力，目标在国内营销行业脆弱竞争格局中脱颖而出，成长为营销龙头公司。战术层面，公司高效整合内部资源，正在打通前、中、后台架构和体系衔接，提高营销服务水平，最终对应到量（规模化复制）和价（利润率提高）上。形成小前台（超级品牌小组）+大中台（业务能力+技术产品）+超级后台（高效且合规）的战术体系。

■投资建议：具备营销服务能力优势及先进技术能力的营销公司有望在当前脆弱营销行业格局中脱颖而出。关注正积极转型为营销技术方案运营商，建立前中后台一体化管理体系。同时建议关注营销技术出身的每日互动。

■风险提示：行业竞争恶化、营销公司战略转型不及预期的风险、技术研发投入产出比低于预期的风险。

行业动态分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A

调低评级

首选股票

目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	-0.90	-10.78	-2.09	
绝对收益	6.20	18.10	0.94	

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

5G、国网融合、超高清视频 2019-04-02

教育月观点 04 期：教育板块年报及一季报业绩靓丽 2019-04-01

内容产业正在发生深刻变革 2019-03-04

教育月观点 03 期：政策密集加持，教育板块预计将持续走强 2019-03-04

教育科技行业深度：当科技加持教育 2019-01-28

1. 数字经济上半场：流量信仰

互联网企业创造的“数字化连接”，形成了更低成本的流量，互联网公司先成就了自己，也带动传统商业完成了更高效进步。

互联网上半场是典型的消费互联网。满足基本物质需求的人们注重追求多种多样的精神需求，在此基础上衍生出信息、阅读、购物、社交、旅游、支付、金融等新层次消费需求。其本质为互联网企业打造和建设互联网商业基础设施，创建开放、平等、自由、共享的商业环境，不断重塑并教育用户消费习惯，使服务与产品更方便、更快捷、更有效的连接到用户。因此互联网上半场是典型的以消费者需求为核心，通过提供更优质的服务与产品抢夺流量入口，在此后二十年的演进中，流量获取的方式由轻到重，背后是需求的不断复杂化、重度化。流量获取方式的重度化构筑了越来越高的进入壁垒，反映在投入规模越来越大、回报周期越来越长，价值转换的过程（变现）也是一个从简单到复杂的过程，增大了追求流量信仰的互联网企业失败概率。

中国第一波互联网公司主要为搜狐、新浪、网易三大门户网站，它们将线下图文内容线上化，满足用户更高效、更丰富的阅读及浏览需求，成为中国第一批原生数字流量平台，此时“流量”需求是最轻度的信息获取需求。而随着数字化内容越发丰富，用户不满足于三大门户网站，对信息的更多需求催生了搜索需求，百度后来居上通过搜索引擎抢先于三大门户网站汇聚流量，最终取代了用户对门户网站的单纯信息浏览的需求。后来的腾讯、阿里将更为复杂的需求线上化分别实现了巨大流量的汇聚，腾讯通过即时通讯工具QQ将人与人之间的社交需求线上化，并且不仅售卖流量，同时还分销自己的产品与服务（网游、网文、视频等），阿里则通过淘宝网将人与商品之间的需求线上化，极大的提高了传统商业体系的运转效率。

而到了移动互联网时代，流量获取方式的越来越复杂，因此价值转换的方式也更为复杂。比如美团、滴滴、携程等生活服务类企业获取流量已非单纯的写代码，它们的商业模式很重，需要同时匹配线下非常巨大资本投入，才能通过教育用户将高频刚需线上化。比如腾讯视频、爱奇艺、优酷等在线视频，内容与用户流量的粘性关联度极高，因此内容的投入规模非常巨大。这些移动互联网企业，除了核心应用之外，还通过拓展业务边界以期获得更大规模的收入体量，比如美团从外卖进军酒店与旅游、爱奇艺探索金融变现等等。小米构筑的生态更为复杂和沉重，它同时尝试构建完整的硬件体系，以手机为核心汇聚流量，以期在IoT时代成为新的互联网巨头公司。

图 1：流量获取由轻到重



资料来源：安信证券研究中心

因此流量获取由轻到重、变现方式由简单到复杂，归根于互联网上半场中国互联网公司遵从并膜拜于流量信仰，以至于这种“重”与“复杂”达到了临界点，流量信仰逐步开始崩塌，体现在共享单车、共享充电宝、无人货架等越来越多的“流量至上”的商业模式出现了困局。以智能音箱为例，可以反映以下几点：1) 流量获取方式越来越重，甚至延伸到线下硬件体系，投入规模也越来越高；2) 巨大的投入规模加强了马太效应，巨头赢者通吃，新进入者已难以通过流量切入新市场。

中国互联网公司对智能音箱的疯狂，本质上是寄托了行业对互联网生态的高期望——通过语音，智能音箱有望成为未来新的连接与用户需求的入口，简言之，智能音箱是“流量信仰”下的模式升级。2018年，各大巨头公司的巨额补贴战让国内智能音箱的销量在一年时间超过美国市场三年的积累，因为入口的意义必须建立在足够庞大的规模之上，因此从阿里、小米、百度等拥有渠道的公司，到喜马拉雅等内容平台公司，甚至联想、海尔等传统硬件制造商都在设法通过巨额补贴快速催熟智能音箱大众市场。如2017年双十一期间，天猫精灵每台售价由499元直降至99元，通过亏损数亿元的代价，直接将该款智能音箱的销量推上百万级别；此外小度智能音箱售价从249元直降至69元，带屏幕的小度在家更是从1300元直降299元。

智能音箱到最后成为巨头之间的游戏，巨头压价后，率先被挤出局的便是代工厂和方案集成商，根据《第一财经》，2017年快速发展起来的数百家智能音箱山寨品牌在一年内几乎消失殆尽。而阿里、小米与百度合计占据智能音箱超过90%的市场。根据Canalys统计，2018年8月，中国智能音箱销量为45万，其中天猫精灵最多，占比36%，小米小爱其次，占比34%，小度、叮咚（京东）分占三四位，占比分别为16%、11%。但低价催熟的市场并未成为新的流量入口，用户对低价“轻松”可得的智能音箱更多的是基于好奇心理，因为试错成本很低，智能音箱的实际体验并不及人意。

图 2：2018 年第三季度全球智能音箱市场格局



资料来源: Strategy Analytics, 安信证券研究中心

2. 数字经济下半场：数据信仰

“流量信仰”的普及让其相对先进性已经进入瓶颈，需要以另外的先进性来建立平台和生态，当上半场“连接”、“数字化”完成后，结合AI技术，把丰富的数据如何运用来提升商业效率，是互联网公司继续站在商业体系顶端，获得持续成长的关键。

当流量获取的方式越来越重、越来越复杂，必然要求互联网企业对已获取“流量”进行更深入的挖掘，即存量盘活，当企业将看待“流量”的视角由“入口”转变为“资产”后，“数

据”的价值将迅速放大。互联网企业在信息化、互联网化、移动互联网化乃至未来的物联网化进程中已经且仍将沉淀出非常重要的资产——大量的数据资产，这部分数据资产仍有极大的潜在价值尚未被充分挖掘，而这部分潜在价值被充分开发的过程将引领未来 20 年中国互联网行业的蝶变——消费互联网向产业互联网转变。数据信仰新视角之下，是将原先割裂的数据通过技术手段（AI）进行有效链接，针对数据资产提升运用效率及效果，并解决需求痛点、创造额外价值，基于此再进行高溢价的收费。

简言之，前 20 年互联网企业看什么都是流量，关注新流量的获取，创造出一批互联网巨头，后 20 年互联网企业看什么都是数据，关注存量流量的运营，着眼于数据积累与运营的科技公司有望异军突起。

图 3：流量信仰向数据信仰转变

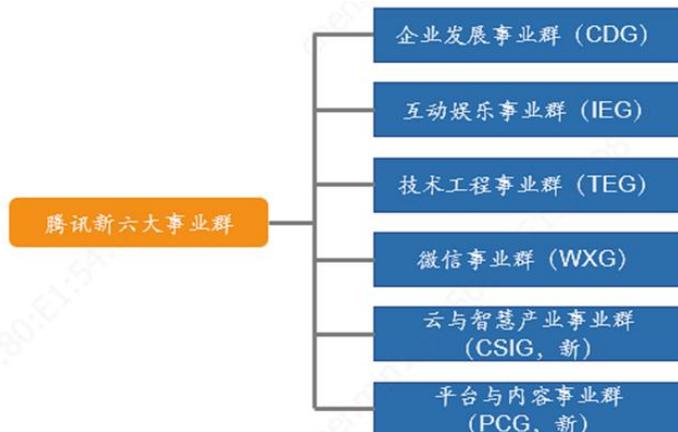


资料来源：安信证券研究中心

目前巨头公司基于“数据信仰”思考的布局已初现端倪，这是因为流量红利见顶阶段，单纯依靠流量来支撑商业体系的效率正逐步衰减。以往流量是一种低成本高效率的优势资源，而现在流量获取成本越来越贵的情况下，巨头公司如不帮助自身商业体系的其他公司更有效率的赚取更多的利益，那么自己的流量与服务也无法售卖更多。

以腾讯为例，腾讯已于 2018 年下半年完成第三次组织架构调整，将原先的七大事事业群调整为六大事事业群，宣布向 B 端转型。其中，新成立了云与智慧产业事业群（CSIG）、平台与内容事业群（PCG），整合社交与效果广告部与原网络媒体事业群广告线成立新的广告营销服务线（AMS），其整合初衷系打通自身庞大但低效利用的数据资产和数据技术能力：1）腾讯的客户数据分散在各部门成为部门的“私有资产”，整合即期待内部打通并形成畅通的分享机制；2）腾讯各部门算法研究各自为政，体现在各部门均有自己的算法工程师，尚未整合打通具备强大技术实力的数据算法研究部门，导致腾讯一些核心业务发展受到较大影响。比如 2016 年腾讯力推朋友圈广告之初，对标是国外社交巨头 Facebook，但时至今日朋友圈广告增速相比 Facebook 差距较大，同时增速也不及字节跳动，关键原因即算法不够精准。

图 4：腾讯新六大事业群架构



资料来源：腾讯官网，安信证券研究中心

未来 20 年，所有互联网公司本质都将为数据公司，其业务即生产数据，生产的数据量越多，维度越丰富，公司发展及进化的潜力越大，巨头公司本身具备大量多维度的数据资产，实现有效战略转型是关键，而着眼于技术的新兴公司也有望实现弯道超车，在此基础上迅速长大。

3. 宣亚国际：研发并输出领先的营销技术，进而整合营销行业

目前国内广告公司，尤其是互联网广告代理公司，在商业模式上逐步被上下游挤压——上游广告主广告投放预算愈发谨慎，且付款账期不断延长；下游媒体主提供更为苛刻的返点政策，不断挤压广告代理公司利润空间，广告公司毛利率/净利率承受较大压力。按照资金流动顺序，营销行业产业链实际上分为两类主线：1) 广告投放产业链：广告主、广告代理公司、媒体主及用户；2) 广告投后产业链（效果监测及评估、反馈并优化）：广告主/广告代理公司、第三方营销技术公司（评估、监测）。因此对应到破局路径也可分为两种：1) 产业链向下游媒体整合，拥有自己的媒介，从而提高议价能力，并获得产业链中更多利润；2) 向营销技术公司转型，提供高附加值服务，提升利润率水平，运用技术实力跑通从 0 到 1 的商业模式。

公司聚焦客户关注的营销挑战和压力，提供富有竞争力的营销技术解决方案和运营服务，持续为客户创造最大价值。根据公司调研，宣亚国际已制定转型为营销技术方案运营商的战略。将在数据、分析和运营三个维度建立起强大的护城河和壁垒，从而形成极具差异化的体系竞争力，目标在国内营销行业脆弱竞争格局中脱颖而出，成长为营销龙头公司。简言之，公司基于“数据信仰”运营数据，其数据积累来源有二：1) 客户运营数据资产：为广告主提供多维运营服务，除原先业已具备的营销服务软能力外，通过技术赋能提供额外的营销技术产品等硬能力，一方面可通过技术产品沉淀运营数据，基于大数据分析及应用，提供高附加值的营销服务；另一方面高附加值的服务和运营数据资产积累，反过来可提高广告主对公司的依赖度和切换成本，提高服务粘性。2) 用户运营数据资产：服务于广告主的客户（如运营社群、会员体系等），积累用户数据资产，基于大数据形成用户画像、精准营销等额外服务能力。

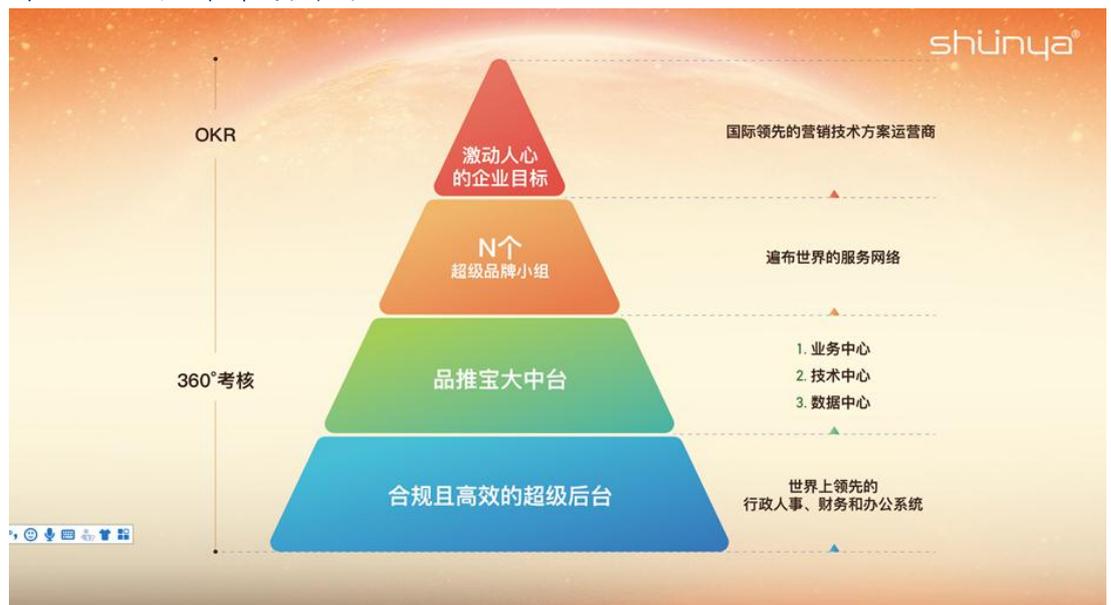
在战术层面，公司高效整合内部资源，正在打通前、中、后台架构和体系衔接，提高营销服务水平，最终对应到量（规模化复制）和价（利润率提高）上。形成小前台（超级品牌小组）+大中台（业务能力+技术产品）+超级后台（高效且合规）的战术体系。

- 小前台以 N 个超级品牌小组为依托，对外每家广告主配备一个超级品牌小组，针对性提供定制化服务，同时挖掘客户需求痛点，对内扁平化管理，打通各业务小组底层数据及

服务支持，汇集客户需求痛点后统一开发产品与服务，提高运营服务效果，减少无效损耗，从而提高广告主对公司粘性并据此收取具备竞争力的服务费用。超级品牌小组提供运营服务的过程中，可同时沉淀客户运营数据及用户运营数据，与大中台 SaaS 产品不断优化、迭代形成闭环，成为大中台服务能力提升的重要支撑。

- 大中台以品推宝为龙头产品，汇集沉淀的数据资产打造 SaaS 服务能力，提高数据获取效率及效果，在此基础上不断迭代产品能力。未来将形成业务中心、技术中心、数据中心三大中心，其中业务中心主要服务于客户，技术中心主要迭代技术及服务能力，数据中心则打通各环节底层数据并进行整合分析，形成具备较高价值的资产。
- 超级后台支持，公司将引进/培养先进高效且合规的后台体系，提质降本，降低内部损耗。

图 5：宣亚国际最新战略架构



资料来源：宣亚国际官网，安信证券研究中心

4. 投资建议

具备营销服务能力优势及先进技术能力的营销公司有望在当前脆弱营销行业格局中脱颖而出。关注正积极转型为营销技术方案运营商，建立前中后台一体化管理体系。同时建议关注营销技术出身的每日互动。

5. 风险提示

行业竞争恶化、营销公司战略转型不及预期的风险、技术研发投入产出比低于预期的风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

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

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

■ 免责声明

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

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

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034