

# 营销传播行业

## 19Q1 广告行业总结：需求承压，宏观经济及投放结构变迁

分析师： 旷实

分析师： 朱可夫



SAC 执证号: S0260517030002



SAC 执证号: S0260518080001



SFC CE.no: BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn



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。

### 核心观点：

#### 1) 互联网公司最新广告收入：电商一枝独秀，信息流为行业主要驱动力，门户、搜索、社交、视频均疲软

19Q1 整体互联网广告行业表现不佳，我们从细分广告形式来看：a) 门户网站中搜狐（收入同比增速 YoY -24%（下同），不考虑搜狗）、网易广告（YoY -5.1%）、新浪（YoY +5.7%，包括微博）均在推行去门户网站化；b) 搜索的代表百度（YoY +6%）营收增长疲软且流量获取成本提高；c) 电商由于 ROI 较高，距离交易链路短，阿里巴巴（YoY +31%）、拼多多（YoY +256%）19Q1 广告均实现高增长；d) 社交和视频端，腾讯（YoY +25%）、爱奇艺（YoY +0%）、B 站（YoY +60%）喜忧参半，但相比 18Q4 均有所下滑；e) 信息流方面，趣头条（YoY +373%）、微博（YoY +13%）仍有较好增速。

#### 2) 19Q1 广告市场疲软原因拆解：经济周期及季节性、广告主结构变化和竞争冲击

CTR 披露显示 19Q1 中国广告市场整体下滑 11.2%，传统媒体下滑降幅达 16.2%，广告主对整体经济市场的信心不足。而我们对投放结构进行细致分析发现：医疗、金融、游戏行业广告主投放收紧明显，三者均在 2018 年以来受到了更加严格的监管政策，相对来说教育广告主的投放仍较为稳健；另外一级市场遇冷也让互联网新经济企业投放相对谨慎。除了需求端，我们认为字节跳动崛起带来了时长和广告投放的激烈竞争，这也导致了部分上市公司 19Q1 广告表现欠佳。

#### 3) 未来：短期需求仍将承压，媒介竞争格局决定公司长期价值

我们总体上认为 19Q1 各个广告公司收入端增长疲软的主要有多重原因。需求端主要系宏观经济周期压制，高频数据显示名义 GDP 的增速或许滞后 2-3 个季度传导至广告收入侧，因此在经济形势明确确立拐点之前，我们认为需求或持续承压。但中长期来看，经济周期总会被熨平，因此媒介侧的竞争迭代才能决定中长期的公司价值，我们对于媒介结构性的变化有 3 个判断：a) 信息流广告释放的大量广告库存仍需要消化，流量单价的上升需要媒介的再次集中；b) 机器学习等算法带来的结果是垂直领域流量壁垒被降低，以非广告业务为主业的公司在 19Q1 表现出了更强的增长韧性，强者愈强的格局将上演；c) 未来国内比较明确的增量将来自下沉市场。

**投资建议：**短期承压叠加强者愈强的未来判断下，我们认为广告市场短期或难以出现较大的投资机会，建议持续关注大型的互联网广告公司和攫取下沉红利的趣头条，以及线下生活圈媒体龙头分众传媒等标的。

**风险提示：**宏观经济下行的风险、竞争压低流量价格的风险、政策监管的风险。

### 相关研究：

营销传播行业:2月广告行业数据点评：传统媒体下滑明显，生活圈媒体增幅回落	2019-04-04
广发传媒“科创”系列报告:木瓜移动：乘中国移动互联网出海之势，打造全球化数字营销网络	2019-04-03
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	2019-01-14

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 叶敏婷 021-60759783 yeminting@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
光线传媒	300251.SZ	人民币	6.96	2019/4/25	增持	8.71	0.25	0.32	28.20	21.75	35.6	26.0	7.70	8.90
横店影视	603103.SH	人民币	24.01	2019/3/11	增持	27.38	0.72	0.80	33.30	30.13	18.0	15.9	13.00	12.50
芒果超媒	300413.SZ	人民币	41.00	2019/4/30	买入	45.5	1.16	1.43	35.22	28.68	6.8	5.0	18.10	18.52
视觉中国	000681.SZ	人民币	18.19	2019/1/16	买入	30.8	0.72	0.96	25.18	18.95	31.6	23.3	15.00	16.20
平治信息	300571.SZ	人民币	39.83	2018/10/29	买入	-	2.30	3.04	17.35	13.11	9.6	6.6	36.50	33.60
万达电影	002739.SZ	人民币	18.91	2019/4/30	买入	27.72	0.74	0.84	25.55	22.51	15.1	13.4	9.50	9.70
新媒股份	300770.SZ	人民币	84.33	2019/5/7	买入	78.05	2.23	2.94	37.74	28.73	32.0	23.6	27.84	26.78
蓝色光标	300058.SZ	人民币	4.18	2019/4/30	买入	5.75	0.23	0.32	18.17	13.06	10.3	6.8	7.20	9.00
完美世界	002624.SZ	人民币	25.58	2019/4/30	买入	33.2	1.66	1.91	15.42	13.40	11.11	8.61	21.93	19.08
吉比特	603444.SH	人民币	205.00	2019/4/25	买入	231.8	11.59	13.08	17.69	15.67	11.2	9.3	24.60	23.70
三七互娱	002555.SZ	人民币	12.57	2019/4/27	买入	14	0.87	5.38	14.52	2.34	11.0	8.2	24.21	22.86
美吉姆	002621.SZ	人民币	21.48	2019/4/17	增持	24.4	0.47	0.65	45.53	33.18	25.3	19.9	11.90	14.90
分众传媒	002027.SZ	人民币	5.56	2019/4/25	买入	7.26	0.29	0.36	19.40	15.50	15.7	11.1	22.70	21.20
新经典	603096.SH	人民币	58.19	2019/4/21	买入	71.5	2.17	2.67	26.87	21.81	20.8	16.0	16.20	15.20
中南传媒	601098.SH	人民币	12.99	2019/4/23	增持	13.88	0.75	0.83	17.39	15.68	5.0	3.6	9.10	9.10
猫眼娱乐	01896.HK	港元	10.24	2019/5/6	买入	19.24	0.60	0.86	17.07	11.91	6.7	4.9	10.56	13.14
美团点评	03690.HK	港元	60.55	2019/5/25	买入	66.5	-0.77	-0.08	-	-	-	94.6	-5.30	-0.60
爱奇艺	IQ.O	美元	18.23	2019/5/18	买入	25.32	-1.72	-7.06	-	-	-	-	-90	-115
网易	NTES.O	美元	248.61	2019/5/17	买入	310	8.54	9.82	29.12	25.32	18.6	15.6	12.01	11.30
趣头条	QTT.O	美元	4.44	2019/5/31	买入	7.45	-0.97	-0.46	-	-	-	-	-176	-51

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算。

## 目录索引

一、互联网公司最近季报的广告收入情况 .....	6
1.1 门户：搜狐品牌广告收入持续下滑，三大门户推动“去门户化” .....	8
1.2 搜索：营收疲软，流量获取成本提高，搜索广告业绩压力仍将持续 .....	11
1.3 电商：电商广告高 ROI 支撑增长，下沉市场消费价值带来广告价值 .....	13
1.4 社交及视频广告：社交广告价值持续挖掘；内容延迟上线视频广告支撑有限 .....	15
1.5 信息流广告：现阶段互联网广告最强驱动，趣头条及微博逆势增长 .....	17
二、Q1 疲软原因分析：经济及季节性、广告主结构、竞争冲击 .....	19
2.1 宏观经济、周期及季节性因素 .....	19
2.2 广告主结构：医疗、金融、游戏行业广告主投放缩紧明显，一级市场遇冷新经济企业投放谨慎 .....	20
2.3 字节跳动系带来的时长+市场竞争，信息流+短视频汇聚高粘性流量 .....	27
三、未来：短期需求承压，媒介竞争格局决定长期公司价值 .....	30
3.1 广告主需求端由经济周期决定，互联网的媒体时间已经足够强势 .....	30
3.2 如何看待信息流？释放了大量广告库存，期待媒介侧的再次集中 .....	33
3.3 千人千面算法下，垂直平台并未显露出广告价值上的壁垒 .....	37
3.4 下沉市场或许将释放新互联网人口红利对广告的增量 .....	38
可比公司估值情况 .....	42
投资建议 .....	43
风险提示 .....	43

## 图表索引

图 1: 互联网公司广告收入同比增速 .....	7
图 2: 搜狐 (不含搜狗) 广告收入同比增速 .....	8
图 3: 网易广告业务营收 .....	9
图 4: 新浪广告业务营收 .....	9
图 5: 网易广告资源位分布情况 .....	10
图 6: 百度广告业务营收 .....	11
图 7: 搜狗广告业务营收 .....	11
图 8: 阿里巴巴广告业务营收 .....	13
图 9: 拼多多广告业务营收 .....	13
图 10: 拼多多年化活跃用户数 .....	14
图 11: 拼多多平均月活用户数 .....	14
图 12: 拼多多 ARPU 值 .....	14
图 13: 拼多多获客成本 .....	14
图 14: 腾讯广告业务营收 .....	15
图 15: 腾讯广告业务结构 .....	15
图 16: 爱奇艺广告业务营收 .....	16
图 17: 哔哩哔哩广告业务营收 .....	16
图 18: 不同形式网络广告市场营收占比 .....	17
图 19: 趣头条广告业务营收 .....	18
图 20: 微博广告业务营收 .....	18
图 21: 微博 KA 广告业务营收 .....	18
图 22: 微博 SME 广告业务营收 .....	18
图 23: 全媒体以及传统广告市场刊例花费变化情况 .....	19
图 24: 全媒体以及传统广告市场刊例花费变化情况 .....	19
图 25: BAT 三家合计广告收入 .....	20
图 26: 2018 年下半年各主流移动广告平台广告数 TOP5 行业 .....	21
图 27: 2019Q1 主要投放平台的主要广告主 .....	21
图 28: 2008-2018 年中国移动游戏市场实际销售收入变动 .....	22
图 29: P2P 当月问题平台数量 (家) .....	23
图 30: P2P 运营平台数量 (家) .....	23
图 31: 投放广告的金融品类占比情况 .....	25
图 32: 每月游戏版号批复数量 (个) .....	25
图 33: 国内一级市场投融资情况 .....	26
图 34: 单笔投融资事件平均融资额 .....	26
图 35: 教育行业投融资情况 .....	27
图 36: 金融行业投融资情况 .....	27
图 37: 游戏行业投融资情况 .....	27
图 38: 本地生活行业投融资情况 .....	27

图 39: 2018-2019 年移动互联网巨头系 APP 使用时长占比 .....	28
图 40: 短视频行业典型 APP 去重月活跃用户规模.....	28
图 41: 头条系广告资源 .....	29
图 42: TOP3 流量平台投放金额 (估算) 占比 .....	29
图 43: 2007 年之后 GDP 名义增速滞后地影响了广告经营额的年增速 .....	30
图 44: 10Q3 之后名义 GDP 增速对于广告的影响或许滞后 2-3 个季度体现.....	31
图 45: 广告市场规模/GDP 比例上中国距离美国仍有一定距离 .....	32
图 46: 美国的媒体时长上网络大概是 TV 的 1.7 倍 .....	32
图 47: 美国的媒体广告预算上网络大概是 TV 的 1.1 倍 .....	32
图 48: 中国的媒体时长上网络大概是 TV 的 2.2 倍 .....	33
图 49: 中国的媒体广告预算上网络大概是 TV 的 2.4 倍 .....	33
图 50: 2019 年信息流市场有望同增 58%达到 1725 亿元 .....	34
图 51: Google 广告收入主要驱动力因素增长变化 .....	34
图 52: Facebook 广告收入主要驱动力因素增长变化.....	35
图 53: 头部媒体消耗的广告素材迅速增加.....	36
图 54: 趣头条单 DAU 广告收入 19Q1 略有下行 .....	36
图 55: 趣头条单个买量安装用户成本 19Q1 略有下行.....	36
图 56: Google 和 Facebook 过去显露出了强者愈强的效应 .....	38
图 57: 中国移动互联网逐步下沉的三个阶段 .....	39
图 58: 中国移动互联网活跃用户城市等级分布 .....	39
图 59: 2014 年来农村人均可支配收入增速快于城市 .....	40
图 60: 2014 年来农村人均消费支出增速快于城市 .....	40

表 1: 各主要互联网公司广告业务营收情况 .....	6
表 2: 影响互联网广告投放的相关政策法规 .....	22
表 3: 2018H1 及 2018Q3 广告投放数排名 TOP10 金融应用排行榜 .....	24
表 4: 19Q1 互联网广告公司按照广告是否主业进行分类 .....	37
表 5: 前十省份的广告额、经营单位和从业者对比 .....	40
表 6: 可比公司估值表 .....	42

## 一、互联网公司最近季报的广告收入情况

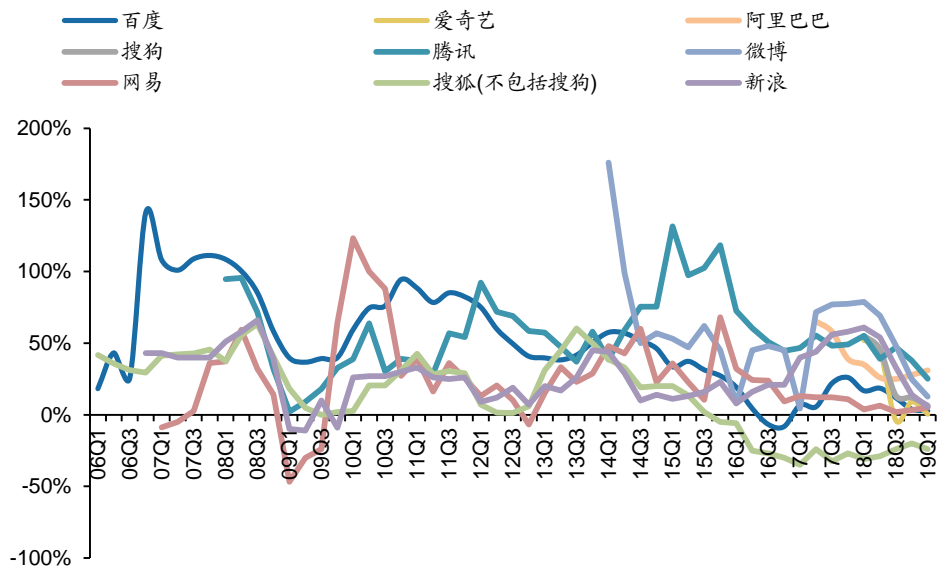
在2019年1月14日外发的《历史回眸与展望：不同经济周期下的广告产业变迁》报告中，我们重点复盘了广告行业的发展历程以及不同经济周期下广告产业的变化。分析总结经济下行期广告主会缩减广告投放预算。在总投放预算收紧的情况下，不同媒介需要瓜分存量广告预算。近十年来，媒介结构发生了较大的变化，互联网广告投放花费已超过电视广告投放花费，成为最主要的广告投放渠道，并且占比持续提升。互联网广告投放形式主要包括搜索引擎广告、电商广告、垂直行业广告、在线视频广告、门户及资讯广告、社交广告、分类信息广告等，行业增长的驱动力已经经历了“门户及资讯广告→搜索引擎广告→电商广告&社交广告→信息流广告”等几个阶段。本报告我们重点梳理国内主要互联网公司最新财年的广告收入情况及近期广告营销领域的布局，以看当前时点广告产业正在发生的变化以及未来发展。

表 1：各主要互联网公司广告业务营收情况

类型	企业	主要广告类型	广告收入同比增速					2019Q2 整体业绩指引
			18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	
互联网广告	腾讯	社交+视频	55%	39%	47%	38%	25%	2020 财年全年预计同比增速 37.2%
	百度	搜索	17%	19%	12%	4%	3%	
	网易	门户	4%	7%	2%	3%	5%	
	阿里巴巴	电商	35%	26%	25%	28%	31%	
	新浪	门户	61%	54%	33%	14%	6%	
	微博	社交	79%	69%	48%	25%	13%	
	爱奇艺	视频	52%	45%	-4%	9%	0.4%	
	哔哩哔哩	视频	144%	132%	179%	302%	60%	
	搜狐（不包括搜狗）	门户	-31%	-29%	-24%	-20%	-24%	
	搜狗	搜索	55%	46%	13%	12%	6%	
生活圈广告	分众传媒	楼宇广告	22.3%	28.8%	21.9%	11.9%	-11.8%	Q2 归母净利润同比变化幅度-81.3%~-64.5%

数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心（注：财年为自然财年，表中 19Q1 对应公司 2019/1/1~2019/3/31 业绩）

图1: 互联网公司广告收入同比增速

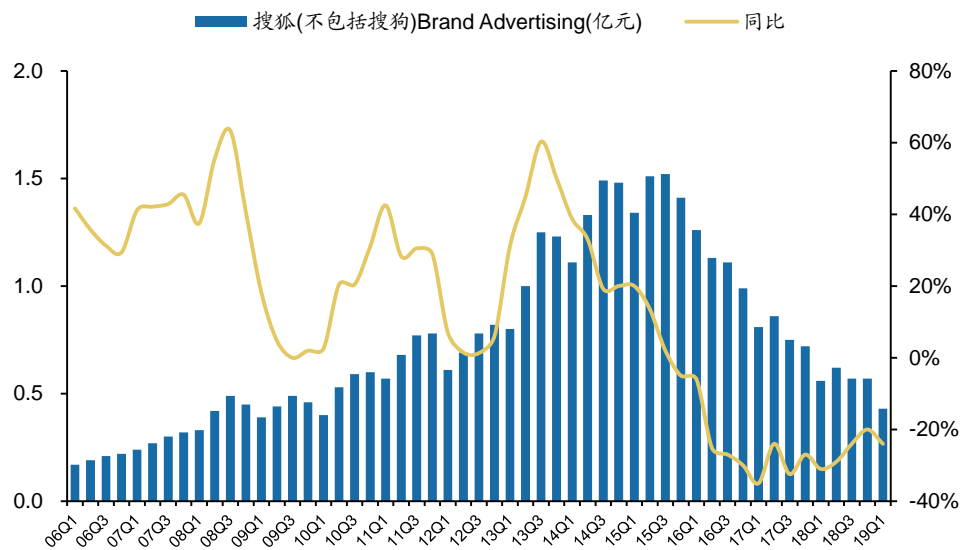


数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

### 1.1 门户：搜狐品牌广告收入持续下滑，三大门户推动“去门户化”

门户广告平台主要以搜狐、网易、新浪三大门户平台为主。搜狐广告收入主要来自品牌广告以及搜索及搜索相关业务的广告收入（主要指搜狗）。搜狐品牌广告收入中，门户广告仍占据主要比例。单看搜狐的品牌广告收入，自2015Q4起持续下滑。2019Q1搜狐品牌广告收入0.43亿美元，同比下滑24%，环比下滑24.6%。搜狐品牌广告收入来源主要包括搜狐门户网站、搜狐视频以及搜狐焦点等，主要通过代理商进行分销。2018年品牌广告收入合计2.32亿美元，其中1.27亿美元来自搜狐的门户网站（占比54.7%），0.54亿元来自搜狐视频，0.31亿元来自搜狐焦点，除此之外还有0.2亿美元来自搜狐畅游。

图2：搜狐（不含搜狗）广告收入同比增速

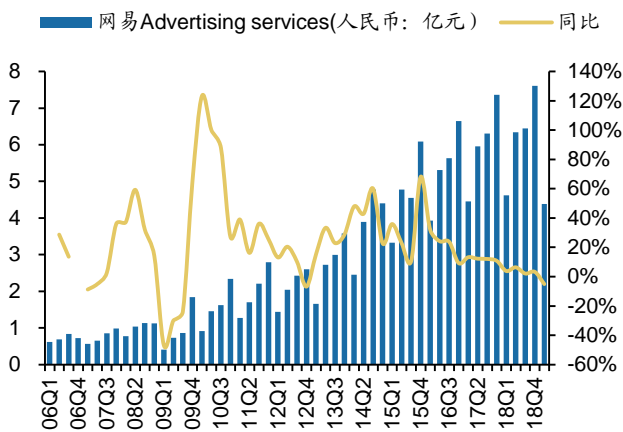


数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

网易方面，受大环境影响，近几个季度网易广告收入增速放缓，2019Q1合计实现广告收入4.39亿元，同比略下滑5.1%，环比下降42.3%。2019Q1广告业务毛利水平为49.5%，相比上一年同期减少9.5pct。新浪则主要是通过微博广告收入增长来对冲门户广告的疲软。受微博带来的广告收入提振，2018Q1广告收入增速达到阶段高点，但受行业总体影响，2018Q2以来广告营收增幅快速回落。2019Q1新浪合计录得广告收入3.88亿美元，同比增长5.7%，环比下滑19.9%。



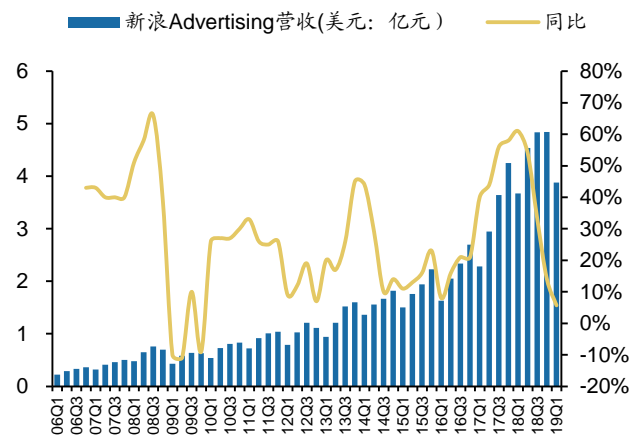
图3: 网易广告业务营收



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(注: 2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

图4: 新浪广告业务营收



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(注: 2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

门户网站作为web1.0时代的产物, 搜狐在当时率先构建了自己的门户矩阵。但2013年之后随着移动互联网的持续发展, 流量逐渐从PC端转移到移动端, 视频广告、社交广告、电商广告持续分流。当年的三大门户网站均通过开展多元化业务“去门户化”, 丰富广告收入来源。搜狐主要通过搜狗打开门户之外的商业化路径, 新浪通过微博, 网易产品线则更加丰富。随着网易旗下应用产品的逐渐丰富, 广告渠道扩张至网易有道、网易支付、网易云音乐等多款产品上, 包括多种广告投放形式: 动画广告和互动横幅, 浮动按钮, 文本链接, 视频流和信息流等各种形式, 以及各种定制化互动媒体和门户网站频道的赞助活动(电影、电视剧、体育赛事、音乐节、慈善和展览活动等)。广告结算模式一般采用CPM、CPA和CPD, 大多数广告位采用CPM为结算模式, 对于品牌广告主则采用CPD的结算模式。目前广告收入超过80%来自品牌广告(主要采用CPM计费模式), 剩余来自搜索引擎业务的效果广告(主要采用CPA计费模式)。

图 5: 网易广告资源位分布情况



资料来源: 网易新闻, 网易财经, 网易有道, 网易考拉, 广发证券发展研究中心

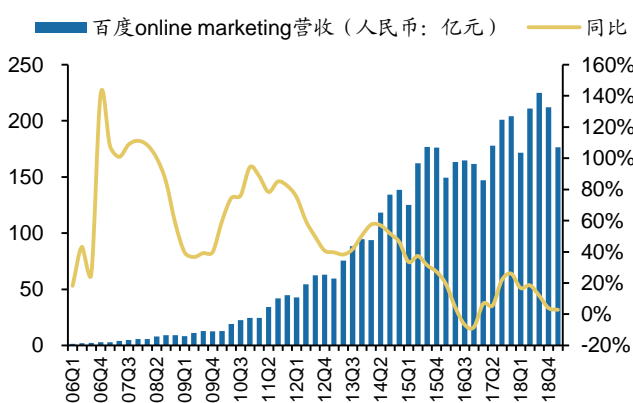
## 1.2 搜索：营收疲软，流量获取成本提高，搜索广告业绩压力仍将持续

搜索广告平台以百度以及搜狗为主。根据statcounter发布2019年4月中国搜索引擎市场份额数据，百度市占率为70.03%，其次是搜狗（13.69%）以及神马（7.37%），行业龙头百度占据最主要份额。2008-2009年期间，受宏观经济下行影响，以CPC计价的搜索广告收入逆势扩张（以百度为主）。但随着用户使用习惯从PC端逐渐向移动端转移，广告形式不断创新，国内搜索广告收入开始呈现增长乏力，在百度以及搜狗的广告收入上均有体现。

从百度最新财报来看，百度2019Q1实现广告收入176.6亿，同比略增2.8%，环比下滑16.7%。广告主投放决策改变也给百度的广告收入带来一定压力。根据百度2018年财报，零售、个人保健、医疗服务、特许经营、金融服务、教育、在线游戏、汽车、地产、家装以及商业服务等行业是主要的广告投放行业。2019Q1季报显示，教育、零售、商业服务等行业广告主投放增长强劲，但医疗健康、在线游戏以及金融服务相对疲软。从成本端来看，互联网红利渐退去，百度在流量获取上的成本也不断提高，2019Q1百度流量获取成本（Traffic acquisition cost, TAC）为318.3亿元，同比增长41%。对于搜索单一广告形式的依赖，使得百度在经济下行叠加行业整顿的背景下，收入端以及成本端都有一定压力。

搜狗广告收入中除了品牌广告之外，还有来自搜狗的搜索及搜索相关的广告收入。根据CTR发布的《2018年手机输入法语音输入市场研究报告》，搜狗在手机输入法市场的份额占到70.9%，远高于百度手机输入法（12.6%）以及讯飞输入法（8.3%）等。搜狗在输入法市场龙头地位稳固，但其商业化变现主要是依靠搜索。搜索引擎的流量也不主要是通过输入法获取，而是依靠腾讯渠道导流。根据2019Q1财报，搜狗搜索及搜索相关的广告收入为2.34亿美元，同比6%，增速自2018Q3起滑落明显。

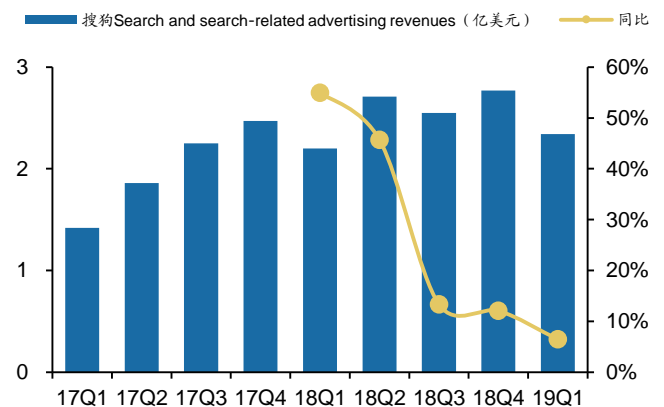
图6：百度广告业务营收



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(注：2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

图7：搜狗广告业务营收



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(注：2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

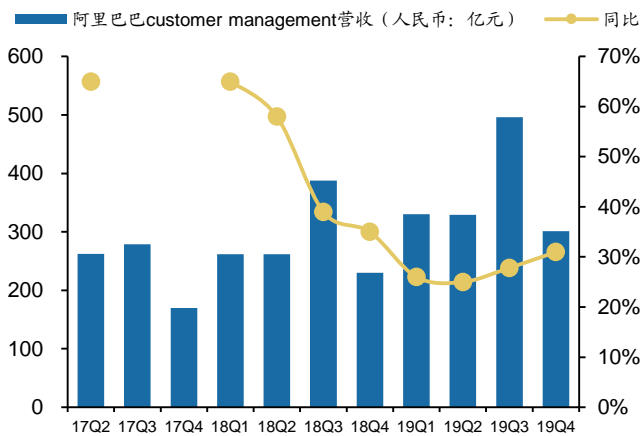
依托搜索的商业变现的百度以及搜狗在宏观环境以及搜索广告的监管限制之下，Q1业绩增速回落明显，从各自对于Q2业绩指引来看，我们认为搜索广告第二季度营收端仍有一定压力。搜索广告经历2008年百度在宏观经济承压之下的逆势增长，自2016年起，受行业监管的影响，以及信息流等新广告形势的冲击，开始呈现疲软

态势。国内搜索引擎龙头百度也开始积极探索搜索之外的商业化变现方式，但相比腾讯系以及字节跳动系仍有一定差距。对于搜狗来说，旗下输入法虽然占据国内市场最大流量，但输入法业态的特殊性限制了商业化变现。而搜索上对于腾讯流量的依赖也一定程度上限制了未来变现的可能性。整体来看，搜索广告在整体互联网广告市场中的份额将会持续缩小。

### 1.3 电商：电商广告高 ROI 支撑增长，下沉市场消费价值带来广告价值

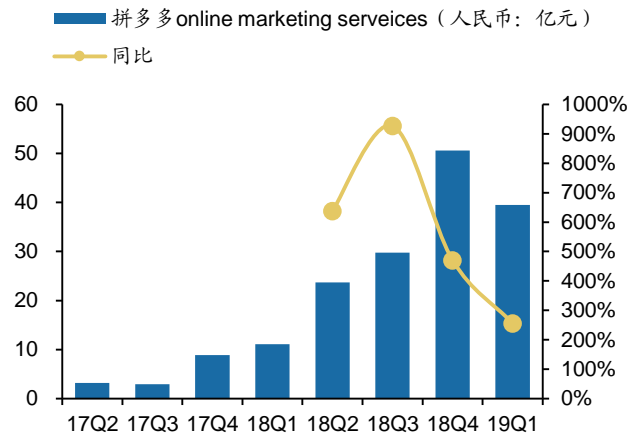
在《历史回眸与展望：不同经济周期下的广告产业变迁》报告中，我们曾提出电商网站广告花费以及份额的持续增长，主要是因为新消费环境下，消费者的消费需求更迭较快，广告主需要在电商平台不断投放广告以增加品牌营销能力；而电商平台不断加强线上线下场景化营销能力，电商广告的ROI优势明显。目前已经上市的主要电商平台包括阿里巴巴以及拼多多等。从阿里巴巴近几个季度的广告收入（customer management）也可以看出，行业疲软时阿里巴巴电商广告收入仍能保持较高增速。2019Q4（对应自然年度2019/1/1~2019/3/31）阿里巴巴广告收入达301.2亿元，同比增长31%，环比下滑39.3%，环比呈现下滑主要是因为季节性因素。行业压力之下，阿里巴巴作为电商平台除了淘宝直通车、智钻等原有营销平台之外，在2018年还推出了新的营销平台uni desk，并且入股线下生活圈媒体龙头分众传媒，实现线上线下数据的打通，打造“全链路”营销。

图8：阿里巴巴广告业务营收



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心  
(注：2019Q4 对应 2019/1/1~2019/3/31)

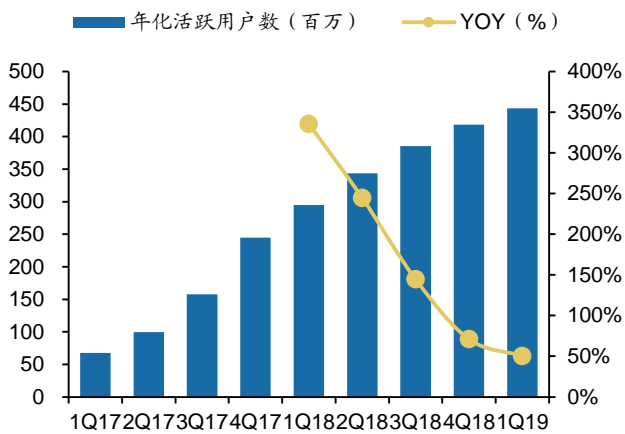
图9：拼多多广告业务营收



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心  
(注：2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

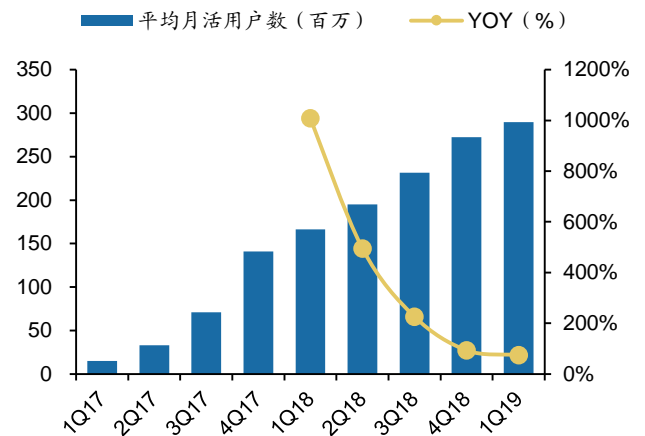
在电商领域，着重挖掘下沉市场的拼多多的电商广告也保持了高速增长。根据最新披露的财报，拼多多2019Q1实现广告收入39.5亿元，同比增长256%，环比下滑22%。与阿里巴巴相似，拼多多广告收入（online marketing services）主要来自于为商户提供的网上营销服务。商家可以通过竞价的方式获得自己商品在关键词搜索中靠前的位置，费用以CPC计价。从拼多多的业务数据可以看到，平台年化活跃用户以及ARPU值都在持续提升。但就拼多多本身的获客成本来看，也在持续提升。2019Q1季度获客成本为197.1元，相比2018Q1增加172.8元，相比2018Q4增加14.6元。获客成本的提高，从侧面反映了流量挖掘的边际成本是不断提高的。互联网广告平台对于商业变现的基础—高粘性流量的争夺也会愈发激烈。

图10: 拼多多年化活跃用户数



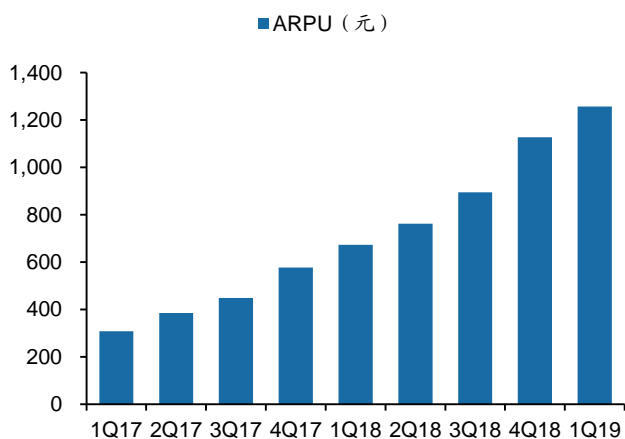
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心  
(注: 2019Q4 对应 2019/1/1~2019/3/31)

图11: 拼多多平均月活用户数



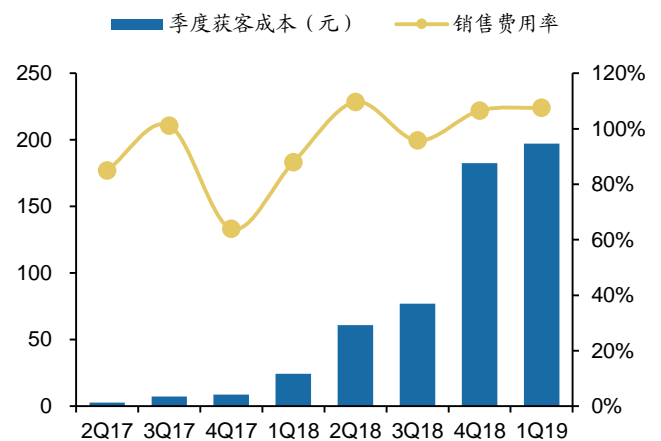
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心  
(注: 2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

图12: 拼多多ARPU值



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心  
(注: 2019Q4 对应 2019/1/1~2019/3/31)

图13: 拼多多获客成本



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心  
(注: 2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

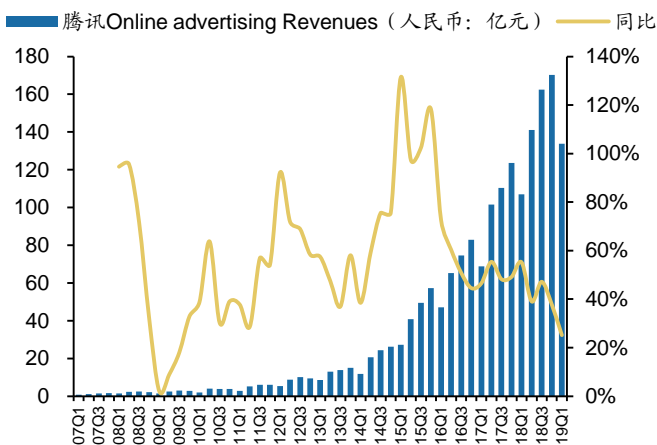
## 1.4 社交及视频广告：社交广告价值持续挖掘；内容延迟上线视频广告支撑有限

腾讯持续挖掘社交广告价值；视频广告受内容延播影响，收入同比持平

腾讯广告收入主要包括社交广告以及媒体广告，其中社交广告主要包括社交平台、应用商店、浏览器及广告联盟产生的收入，媒体广告主要包括新闻、视频及音乐的广告位产生的收入。2019Q1腾讯广告收入同比增长25%至134亿元，受宏观经济及竞争影响，社交广告收入增速继续回落，视频广告受内容延播影响，收入同比持平；广告毛利率同比提升10.7pct至41.9%，主要是规模效应及低毛利率的视频广告收入占比下降。分类型来看，社交及其他广告收入同比增长34%至人民币99亿元，主要由于来自微信朋友圈、小程序及QQ看点的广告收入增长，受益于各广告库存的填充率及广告投放量均有所增加；19Q1竞价量不及18Q4电商旺季，使CPA环比下降。媒体广告收入同比增长5%至人民币35亿元，主要由于信息流广告有所增长。然而，部分热门剧集延后播映减少了视频广告库存，因此长视频广告收入同比基本持平。

广告主结构方面，根据腾讯2019Q1电话会议，宏观经济下行对于汽车、地产以及互联网服务领域的广告投放预算影响明显，尤其是一些规模较大的O2O企业以及互联网初创公司。而消费品、游戏、教育在内的一些行业投放相对稳健。

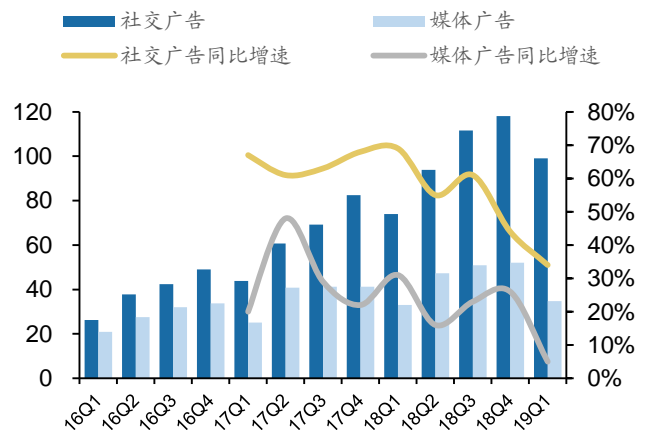
图14：腾讯广告业务营收



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(注：2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

图15：腾讯广告业务结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

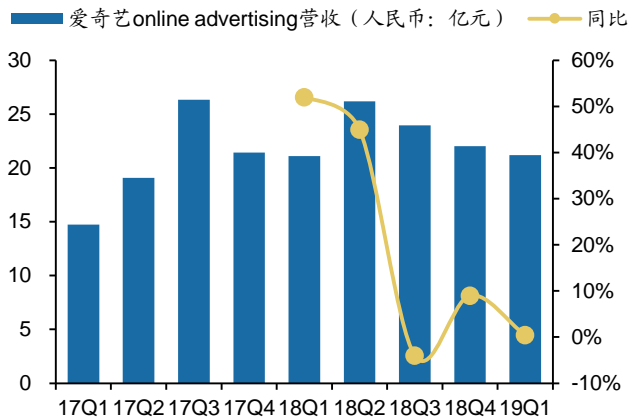
(注：2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

### 内容延迟上限影响爱奇艺广告收入，哔哩哔哩商业化推进

爱奇艺2019Q1广告收入同比持平至于21.2亿元，环比略下滑4%。我们认为爱奇艺广告业务的孱弱一是因为部分公司的内容延迟上线；二是经济环境承压，导致品牌广告主最先削减预算；三是信息流广告本身在18年底以来增加了许多的广告位库存，或分流了部分广告主的预算。从公司19Q2的指引来看，广告业务仍需等待时间回暖。公司18Q1-Q3广告业务整体收入高基数，而18Q3起由于世界杯分流广告主预算和公司清理了部分游戏金融等SMB广告主同比下滑4%至24亿元，开始连续三个季度低基数，叠加经济的复苏预期，19H2或才为公司广告业务重回增长的关键时点，我们认为按照指引计算19Q2公司广告业务或出现同比负增长。

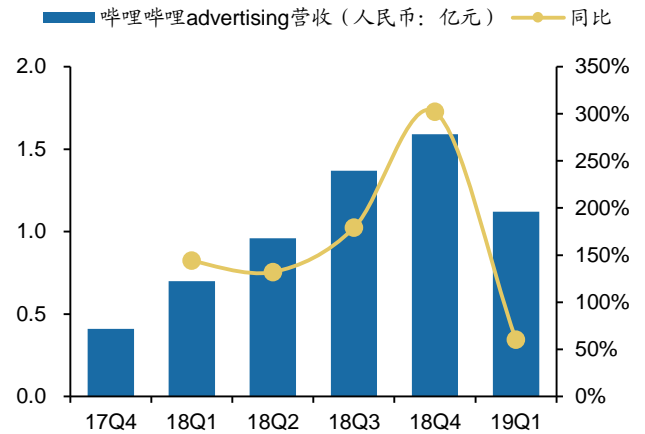
哔哩哔哩虽然与腾讯视频、爱奇艺等同为视频网站，但针对的目标市场更加细分。相比于其他视频网站，哔哩哔哩商业化起步较晚，公司自在2017年12月上线信息流广告，是目前公司移动端增长最快的广告形式。未来品牌广告以及效果广告还将持续增长。因广告业务收入基数低，2019Q1哔哩哔哩广告收入呈现同比增幅60%，高于其他互联网平台，但相比18Q4增幅仍有大幅回落。

图16: 爱奇艺广告业务营收



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心  
(注: 2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

图17: 哔哩哔哩广告业务营收



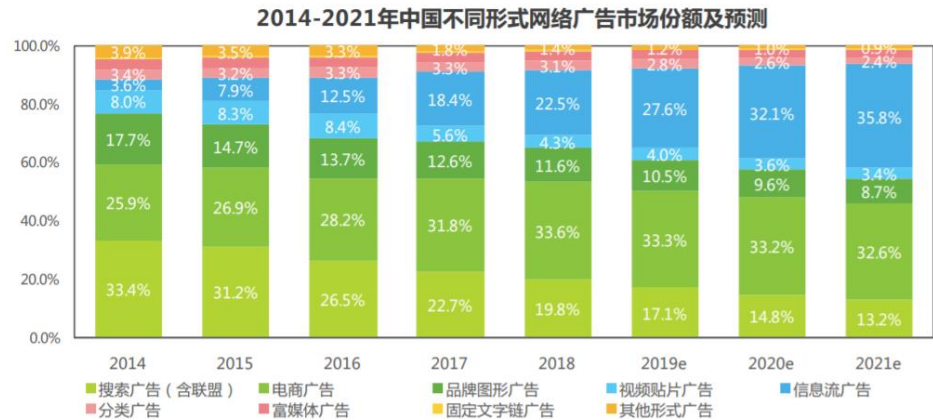
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心  
(注: 2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)



### 1.5 信息流广告：现阶段互联网广告最强驱动，趣头条及微博逆势增长

在互联网人口红利逐渐褪去的当下，信息流广告以其原生的展现形态优势获得了更多的广告主预算份额。根据艾瑞咨询发布的《2019年中国信息流潜力市场展望报告》，到2018年信息流广告在整体网络广告市场中占据22.5%的份额，到2021年市场份额将会超过电商广告成为最主要的网络广告形式。

图18：不同形式网络广告市场营收占比

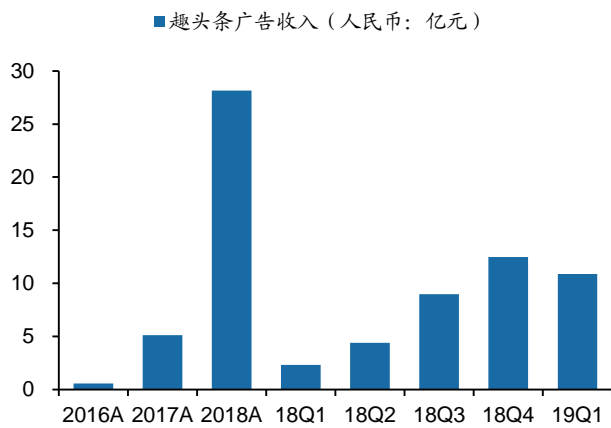


数据来源：艾瑞咨询《2019年中国信息流潜力市场展望报告》，广发证券发展研究中心

信息流广告市场的参与者包括腾讯、百度、字节跳动系等头部流量平台，也包括微博以及趣头条等第二、第三阵营参与者。根据最新财报，趣头条2019Q1营收同比增长373.3%至11.19亿元，其中广告收入占比超过97%，达10.87亿元，同比增长371%。趣头条19Q1广告收入逆势增长一是因为18Q1基数较低；二是趣头条专注下沉市场，成功抢占下沉市场流量红利；三是因为公司通过信息流模式接入商业化，广告价值不断提高，持续放量。

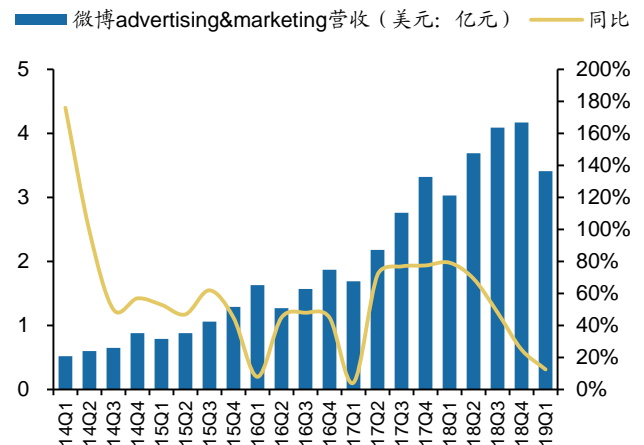
微博2019Q1实现广告收入3.41亿美元，同比增长13%。其中KA（Key Accounts）广告收入1.69亿美元，同比增长31.3%，是微博Q1广告营收增长的主要驱动力；SME（Small & Medium-Sized Enterprises）广告收入1.56亿美元，同比增长5.2%，增速有所放缓。Q1微博KA广告收入增速优于SME广告收入增速，也体现了经济下行期中小广告主相比头部广告主更易于缩减投放预算。

图19: 趣头条广告业务营收



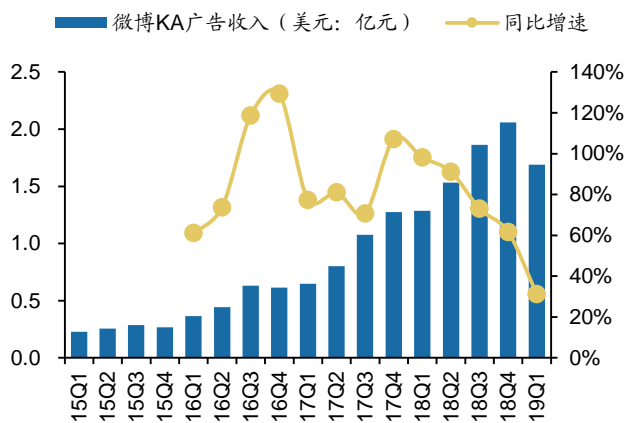
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心  
(注: 2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

图20: 微博广告业务营收



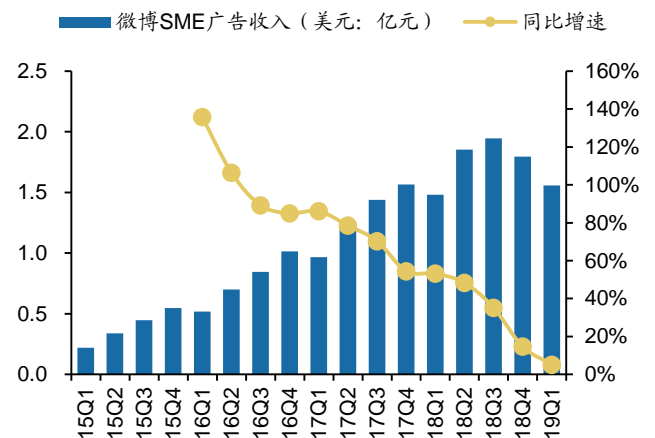
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心  
(注: 2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

图21: 微博KA广告业务营收



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心  
(注: 2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

图22: 微博SME广告业务营收



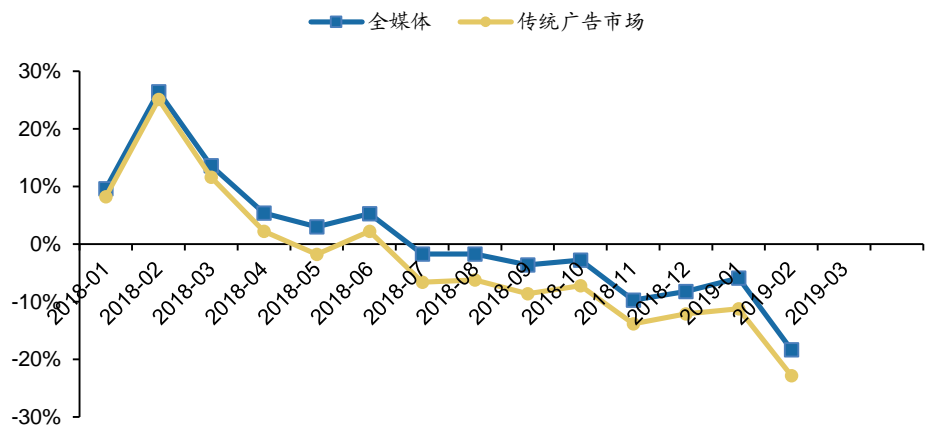
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心  
(注: 2019Q1 对应 2019/1/1~2019/3/31)

## 二、Q1 疲软原因分析：经济及季节性、广告主结构、竞争冲击

### 2.1 宏观经济、周期及季节性因素

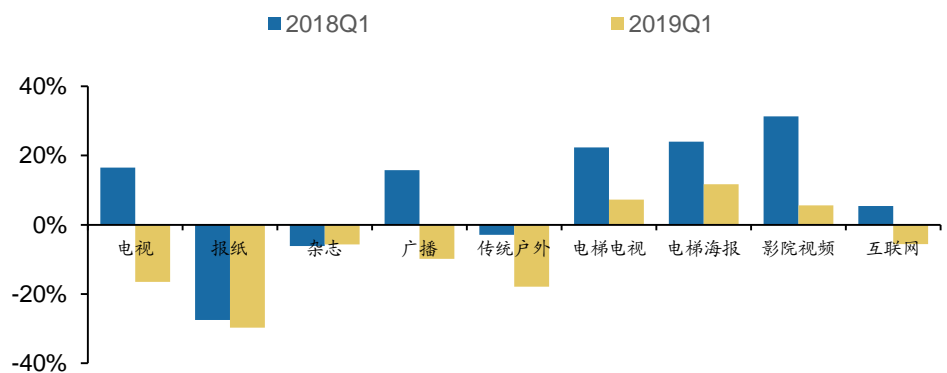
根据CTR披露的数据，2019Q1中国广告市场整体下滑11.2%，传统媒体下滑幅度更大，同比降幅达16.2%。广告主对整体经济市场的信心波动致使Q1广告市场整体表现不容乐观，包括前期增长强势的生活圈媒体刊例花费增速也有大幅回落，而互联网市场2019Q1刊例花费同比下降，降幅达5.6%。

图23：全媒体以及传统广告市场刊例花费变化情况



数据来源：CTR，广发证券发展研究中心

图24：全媒体以及传统广告市场刊例花费变化情况

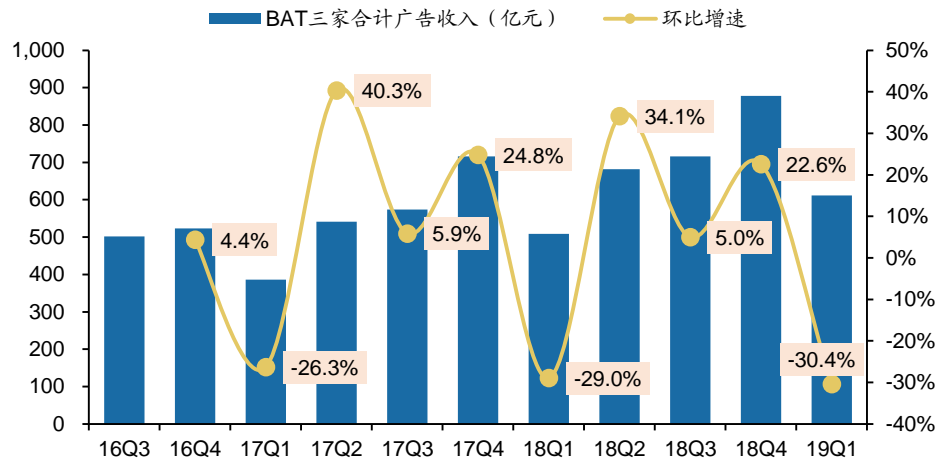


数据来源：CTR，广发证券发展研究中心

### 季节性因素：Q1是广告淡季，季节性叠加宏观经济疲软

除了宏观环境对整个广告大盘的影响之外，季节性因素也让Q1广告市场有一定压力。从近三年BAT三家合计广告收入的季节性变化来看，Q1是广告行业的传统淡季，广告市场整体收入相比上一年Q4均有一定回落；Q2相比Q1环比均会有较大幅度的回暖。从季节性规律来看，预计整体市场Q2相比Q1将会有一定的回暖。

图25: BAT三家合计广告收入

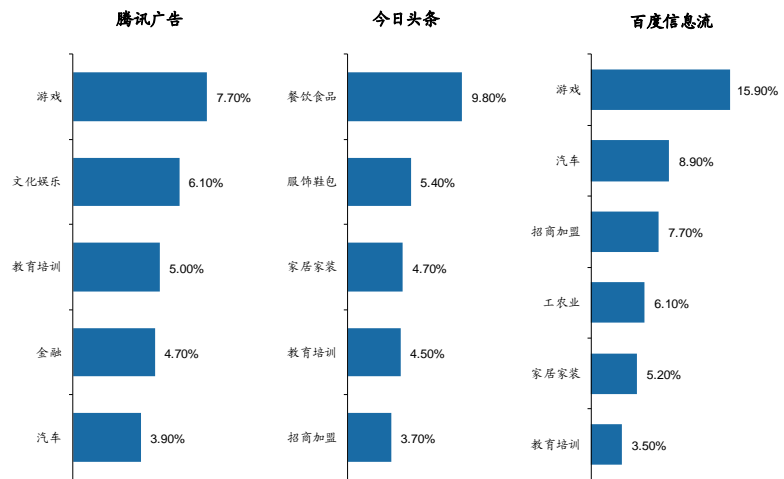


数据来源: 各家公司财报, 广发证券发展研究中心 (注: 图中财年对应自然年度)

## 2.2 广告主结构: 医疗、金融、游戏行业广告主投放缩紧明显, 一级市场遇冷新经济企业投放谨慎

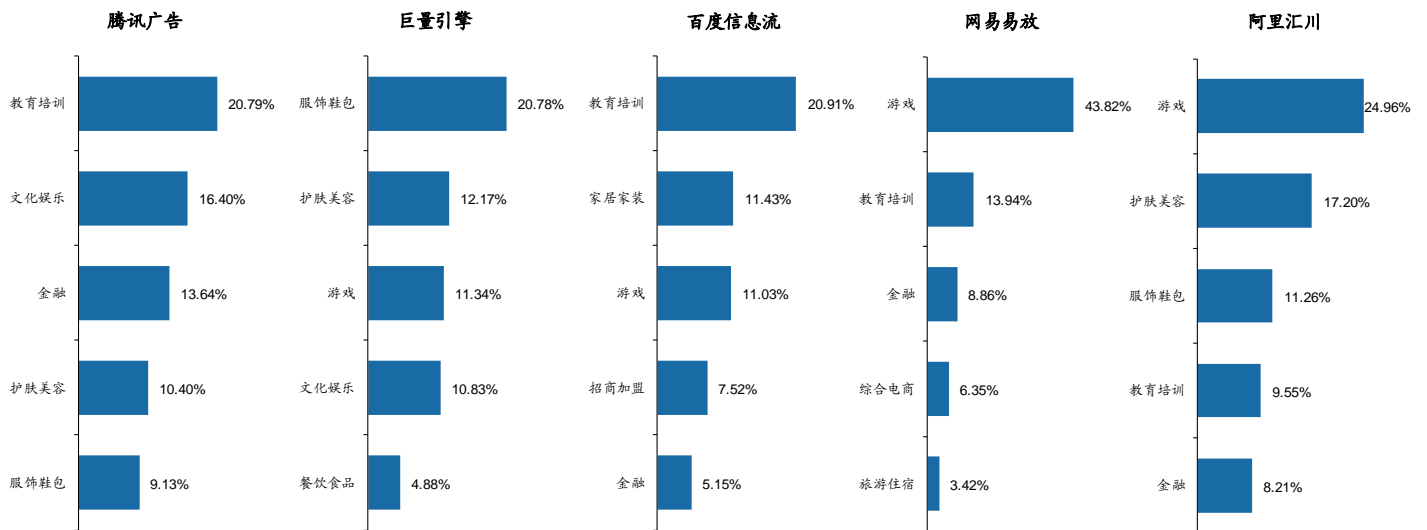
平台的投放收入不仅受宏观环境的影响, 也受广告主结构变化的影响。广告主所处行业环境发生变化, 会影响广告主的投放决策, 间接影响平台的广告收入。从App growing发布的数据报告看, 根据平台媒体资源的差异, 不同平台的广告主结构有一定差异。但整体来看, 教育、金融、游戏、护肤美容/服饰鞋包、文化娱乐等是腾讯广告、巨量引擎、百度信息流、网易易放以及阿里汇川等平台的主要广告主。对比2018H2以及2019Q1的数据可以看到, 广告主结构正在发生变化。2018H2腾讯广告以及百度信息流的广告主结构中, 游戏均排名第一, 广告数占比分别为7.7%以及15.9%。教育培训占比排前, 腾讯广告以及百度信息流广告主中教育培训广告数2018H2占比分别为5%以及3.5%。而从APP growing《2019年Q1流量平台投放洞察》报告中可以看到, 2019Q1腾讯广告以及百度信息流广告平台上, 投放广告数最多的行业从游戏变为了教育培训。教育培训行业广告主在腾讯广告以及百度信息流广告平台上的投放占比分别为20.79%以及20.91%, 相比2018H2更加集中。我们预计教育培训广告主未来也将会是互联网广告行业最主要的驱动力。

图26: 2018年下半年各主流移动广告平台广告数TOP5行业



数据来源: APP growing 《2018年教育培训行业广告投放市场研究报告》, 广发证券发展研究中心

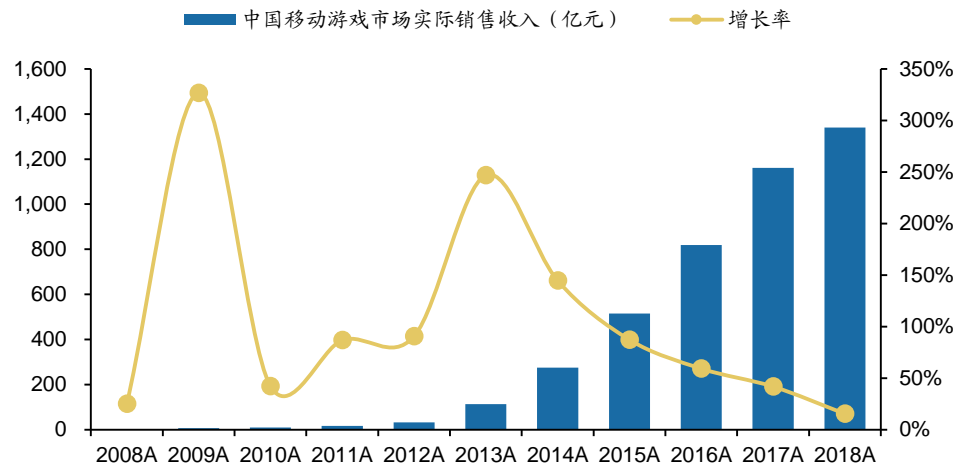
图 27: 2019Q1 主要投放平台的主要广告主



资料来源: APP growing 《2019年Q1流量平台投放洞察》, 广发证券发展研究中心

我们认为从2018H2到2019Q1发生的广告主结构变化, 主要原因在游戏的投放缩减明显。从伽马数据发布的《2018年中国游戏产业报告》中可以看出, 2018年中国移动游戏市场实际销售收入1339.6亿元, 同比增速下滑至15.4%, 行业增速疲软使得广告主投放缩紧。预计随着版号恢复, 游戏行业广告投放将会逐渐恢复, 游戏广告主通过买量触达玩家仍将是游戏推广的主要方式。

图28: 2008-2018年中国移动游戏市场实际销售收入变动



数据来源: 伽马数据《2018年中国游戏产业报告》, 广发证券发展研究中心

### 行业整顿规范广告投放, 医疗、金融、游戏行业广告主收紧投放

从前述行业结构分析我们可以看出, 广告主所处行业环境变化将会间接影响广告行业经营情况, 广告主所处行业行业环境变化对广告行业影响比较大的主要包括金融行业规范化推进以及游戏行业版号停发。除了广告主自身所处行业变化之外, 广告产业规范化推进也对广告主的投放决策产生了一定影响。2016年7月4日工商总局发布《互联网广告管理暂行办法》, 明确规定禁止利用互联网发布处方药和烟草广告, 并规定医疗、药品、特殊医学用途配方食品、医疗器械、农药、兽药、保健食品广告等法律、行政法规规定须经广告审查机关进行审查的特殊商品或者服务的广告, 未经审查, 不得发布。医疗保健行业互联网广告投放开始被严格监管。

表 2: 影响互联网广告投放的相关政策法规

领域	政策	发布时间	发布部门	具体内容	提及监管的行业
	《互联网广告管理暂行办法》	2016.7.4	国家工商总局	禁止利用互联网发布处方药和烟草的广告。医疗、药品、特殊医学用途配方食品、医疗器械、农药、兽药、保健食品广告等法律、行政法规规定须经广告审查机关进行审查的特殊商品或者服务的广告, 未经审查, 不得发布。	医疗保健
广告	《工商总局关于开展互联网广告专项整治工作的通知》	2018.2.13	国家工商总局	以社会影响大、覆盖面广的门户网站、搜索引擎、电子商务平台、移动客户端和新媒体账户等互联网媒介为重点, 集中整治社会影响恶劣、公众反映强烈、危害人民群众人身财产安全的虚假违法互联网广告	医疗、药品、保健食品、房地产、金融投资理财等
	《关于深入开展互联网广告整治工作的通知》	2019.3.28	市场监管总局	聚焦重点媒介、重点广告问题。以社会影响大、覆盖面广的门户网站、搜索引擎、电子商务平台为重点, 突出移动客户端和新媒体账户等互联网媒介, 针对医疗、药品、保健食品、房地产、金	医疗、药品、保健食品、房地产、金融投资理财等

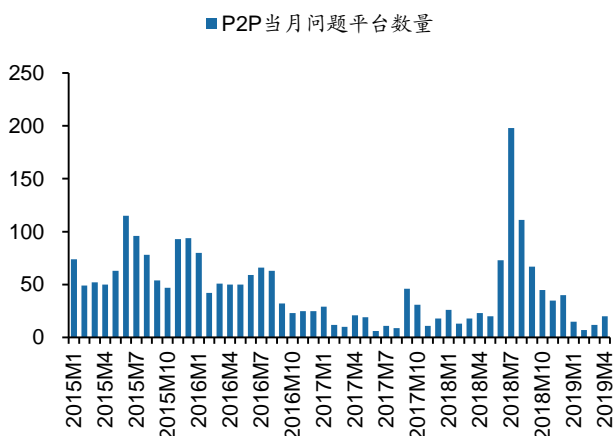
融投资理财等关系人民群众身体健康和财产安全的虚假违法广告，加大案件查处力度，查办一批大案要案

金融	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	2018.4.27	央行、银保监会、证监会、外汇局	规范金融机构资产管理业务、统一同类资产管理产品监管标准、有效防范和控制金融风险、引导社会资金流向实体经济，更好地支持经济结构调整和转型升级
	《关于开展P2P网络借贷机构合规检查工作的通知》	2018.8.17	网贷整治办	各省推进P2P网络借贷机构合规检查
游戏	各省市出台P2P备案登记管理办法等	2018.4~2018.11	各地广电总局	部分省市暂停互联网金融、投资类企业工商登记注册，加强P2P监管，下架P2P、理财广告等 游戏版号停发

数据来源：国家工商总局，市场监管总局，广电总局，广发证券发展研究中心

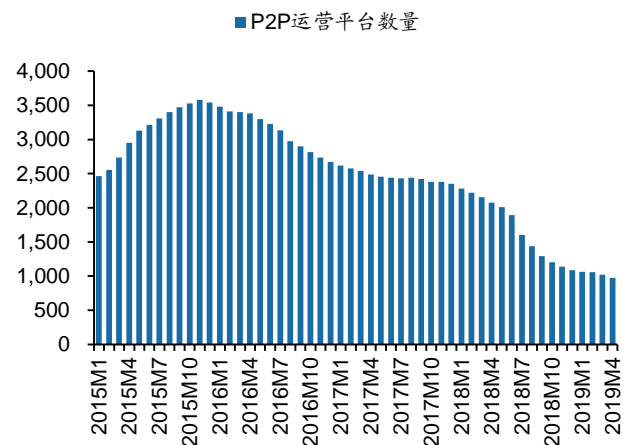
**金融行业监管趋严，理财借贷类广告主投放缩减。**作为互联网平台主要的广告主之一，金融行业自2017年以来监管加强，一行三会针对资管、银行、公募、保险等行业出台了一系列金融监管政策，不合规、造假类金融产品逐渐被取缔。2018年8月国家网贷整治办发布《关于开展P2P网络借贷机构合规检查工作的通知》，要求从事P2P业务的机构接受监管部门的全面检查，检查工作需要在2018年年底完成。各省P2P网络借贷机构合规检查开始推进。根据Wind披露数据，自2018年下半年开始，问题P2P机构逐渐暴露，2018年7月当月问题平台数量高达198家。监管推进，P2P平台总数持续下滑，到2019年4月P2P运营机构仅剩973家，相比2015年11月峰值3,579家减少了2,606家之多。

图29: P2P当月问题平台数量 (家)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图30: P2P运营平台数量 (家)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

根据APP growing披露的数据，2018H1金融品类中最主要的投放广告的产品包括理财以及借贷类，到2018Q3理财类的广告投放占比从2018H1的38%降至21%。截

止目前，2018H1报告中披露的广告投放数排名前十的金融应用中已有两家机构出现问题。P2P等理财借贷类金融机构作为互联网广告投放的重要广告主之一。行业监管的加严使行业参与者总数骤降，直接影响广告平台的广告收入。我们认为随着互联网金融行业规范化持续推进，互金产品广告投放也会相应规范化。严监管之后互金产品的广告投放有望回升，但对互联网广告的贡献恐难回到峰值。

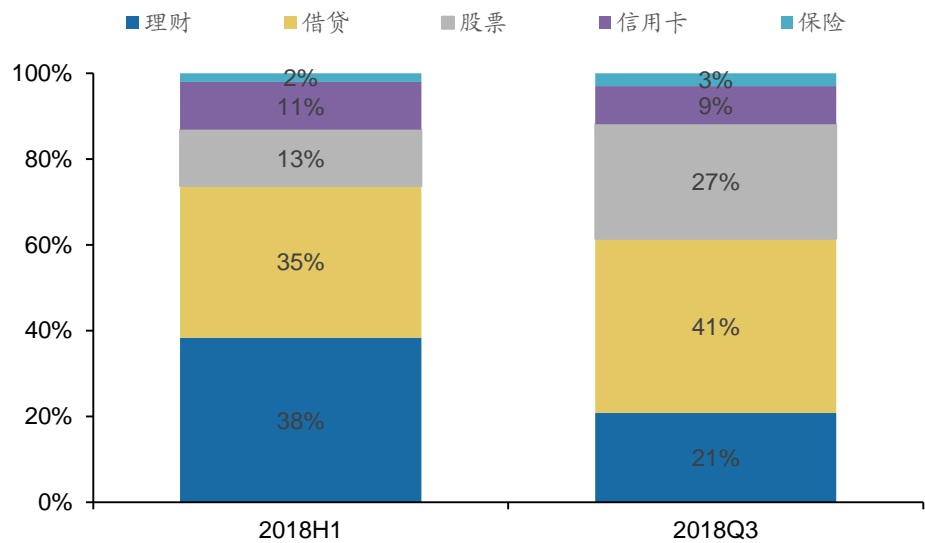
**表 3：2018H1及2018Q3广告投放数排名TOP10金融应用排行榜**

2018H1					2018Q3				
排名	应用名称	开发商	应用类型	备注	排名	应用名称	开发商	应用类型	备注
1	51 信用卡管家	杭州恩牛网络技术有限公司	信用卡		1	纳美股票	北京文星在线科技有限公司	股票	
2	功夫贷	Xiamen Shuchan Loan and Financial Information Service Co.Ltd	借贷		2	平安普惠	平安普惠融资担保有限公司	借贷	
3	掌悦理财	上海顽色投资管理有限公司	理财	实控人被捕	3	卡牛信用卡管家	深圳市卡牛科技有限公司	信用卡	
4	向钱贷	明特商业保理有限公司	借贷	2019年“315晚会”被点名	4	向钱贷	明特商业保理有限公司	借贷	2019年“315晚会”被点名
5	信用管家	大理宾川长江村镇银行股份有限公司	信用卡		5	爱淘金	哈尔滨纽络网络科技有限公司	理财	
6	致富万卡	随行村(北京)金融信息服务有限公司	信用卡		6	还呗	重庆市分众小额贷款有限公司	借贷	
7	还呗	重庆市分众小额贷款有限公司	借贷		7	随手记理财记账	深圳市随手科技有限公司	理财	
8	京东金融	Beijing Jingdong Financial Technology Holdings Co.Ltd	信用卡		8	人人贷借款	人人贷金融信息服务(北京)有限公司	借贷	
9	Meta Trader 4	MetaQuotes Software Corp.	股票		9	新浪会选股	上海金异信息技术有限公司	股票	
10	金服小象	北京孚信投资咨询有限公司	理财		10	优借	杭州柢固金融服务外包有限公司	借贷	

数据来源：APP growing，广发证券发展研究中心



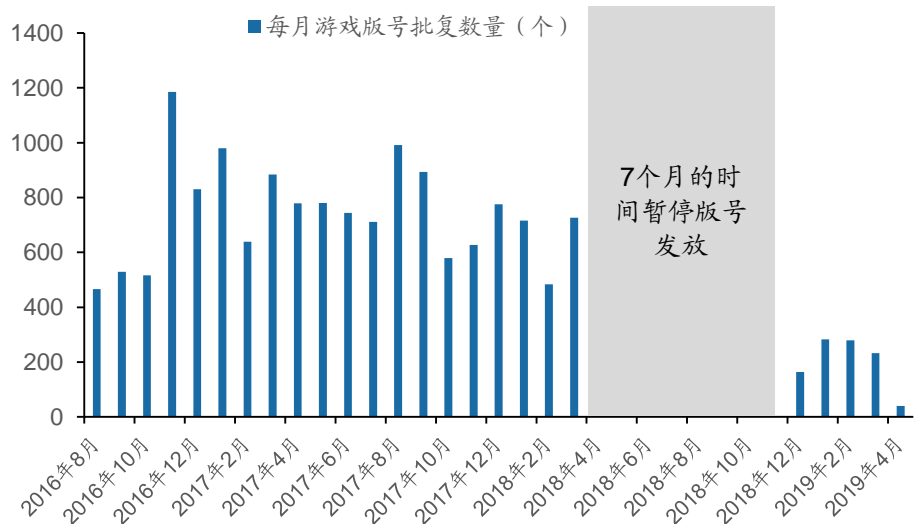
图31: 投放广告的金融品类占比情况



数据来源: App Growing, 广发证券发展研究中心

版号发放暂停, 游戏广告投放预算缩紧。作为互联网广告最主要的广告主之一——游戏行业, 2018年长达7个月的版号暂停发放不仅对产业本身产生了影响也对互联网广告平台广告收入产生了影响。根据App Growing的数据, 游戏行业虽然仍是投放金额最大的行业, 但受版号影响, 投放占比下降了0.7pct。投放主要来自存量老游戏, 新增游戏的投放仅约占10%, 游戏行业的新增广告投放被版号发放政策所限制。预计随着版号恢复, 游戏行业广告投放增速将会逐渐恢复, 游戏广告主通过买量触达玩家仍将是游戏推广的主要方式。

图32: 每月游戏版号批复数量 (个)

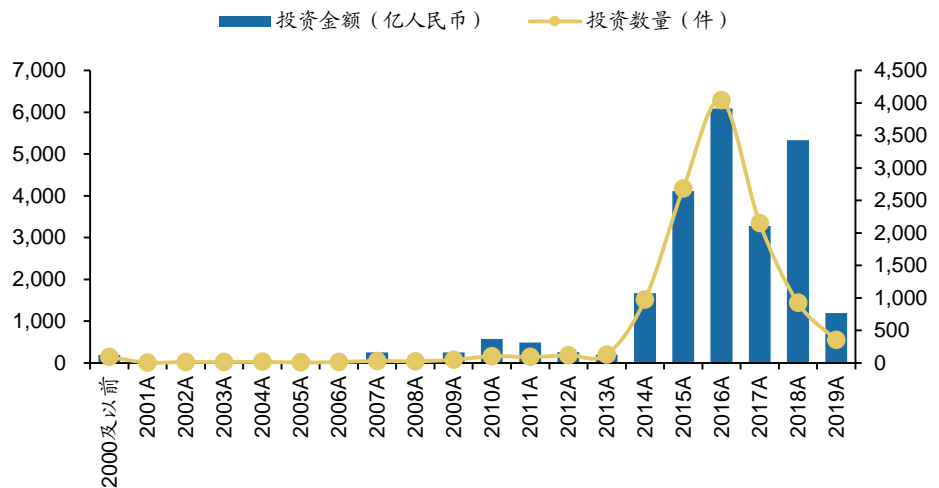


数据来源: 广电总局, 广发证券发展研究中心

### 一级市场遇冷，新经济企业缩减投放

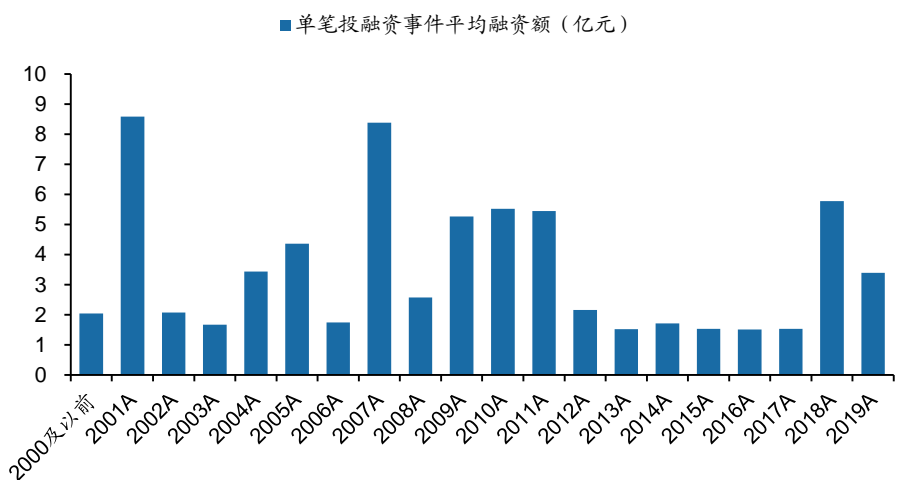
对于广告平台来说，还有一个重要驱动力来自新经济企业。根据第六届WISE大会的定义，主要由科技创新和资本扩张所驱动增长的经济模型可以被认为是新经济。对于新经济品牌来说，投放预算主要来自于大额融资。一级市场融资遇冷，将直接影响新经济品牌的投放预算。根据IT桔子的数据，从一级市场整体来看，2016年投资事件达到顶峰之后开始下滑，2019年截至5月27日国内合计投融资事件仅为351件，仅达到2018年的38%。融资金额上看，2019年至今国内投资金额合计1189亿元，为2018年22.3%。2019年一级市场的融资环境相比2018年进一步恶化。但从单笔投融资事件的平均融资金额可以看到，2018以及2019年平均融资金额相比创投大热的2015-2016年有明显提升。在投资数量大幅下降的情况下单笔融资金额提升，侧面反映了一级市场投融资更加理性，投资机构更偏向于投资偏后期的成熟项目，在早期项目的投资决策上更加谨慎。

图33: 国内一级市场投融资情况



数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

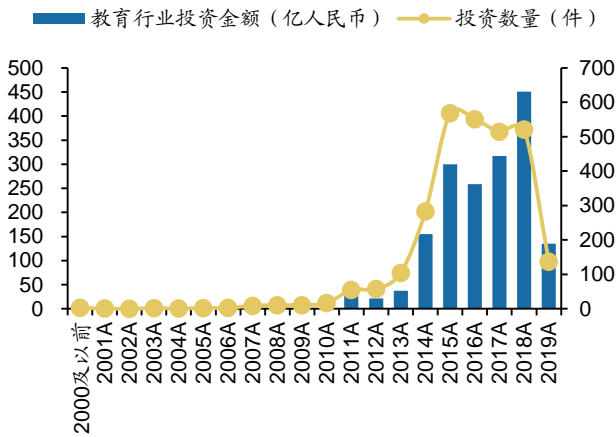
图34: 单笔投融资事件平均融资金额



数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

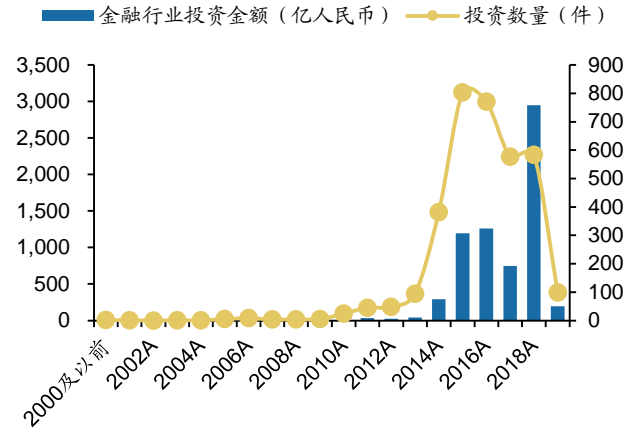
细分领域来看，教育、金融、游戏以及本地生活等行业2019年以来一级市场投融资都有所收紧。从投资数量来看，教育、金融、游戏以及本地生活2019年截至目前投融资数量仅达2018年总数的26.3%、17%、18.2%、28.6%。金融以及游戏收紧明显。其中，游戏行业投融资数量从2015年开始持续下滑。从投资金额来看，教育行业以及本地生活下降幅度相对较小，金融以及游戏行业下滑明显（金融行业一部分原因是因为2018年虚拟货币投资增长带来的高基数）。

图35: 教育行业投融资情况



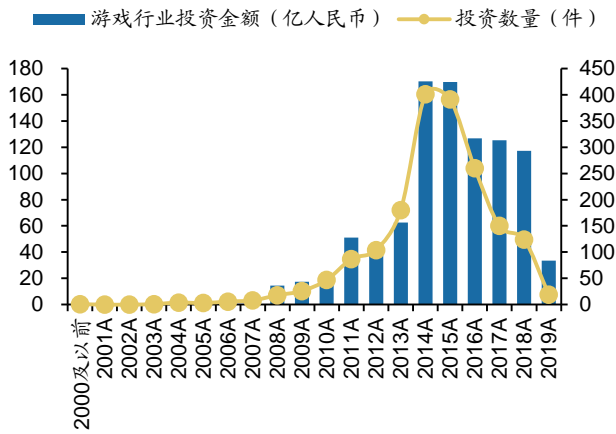
数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

图36: 金融行业投融资情况



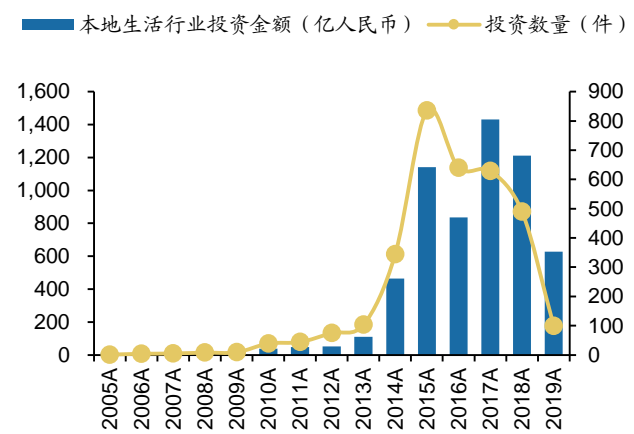
数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

图37: 游戏行业投融资情况



数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

图38: 本地生活行业投融资情况



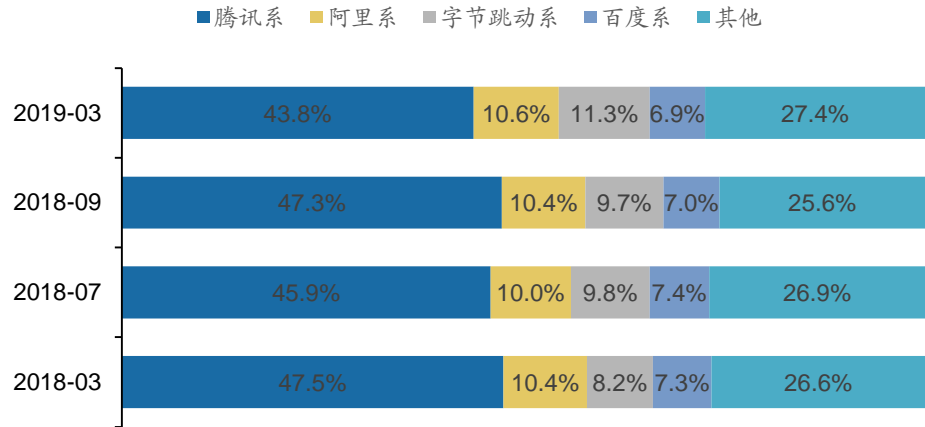
数据来源: IT 桔子, 广发证券发展研究中心

### 2.3 字节跳动系带来的时长+市场竞争, 信息流+短视频汇聚高粘性流量

除了环境以及广告主需求的影响之外, 腾讯系、阿里系以及百度系2018年以来面临的压力还有来自字节跳动系的竞争冲击。在短视频的拉动下, 字节跳动系不断分流用户时长。根据Questmobile的统计, 2019年3月字节跳动系APP使用时长占比达10.6%, 超过阿里系的时长占比, 跃居第二。其中, 今日头条凭借“算法编辑+智能分发”成为了DAU超过1亿的最大的新闻资讯平台; 抖音以创新商业模式成为了

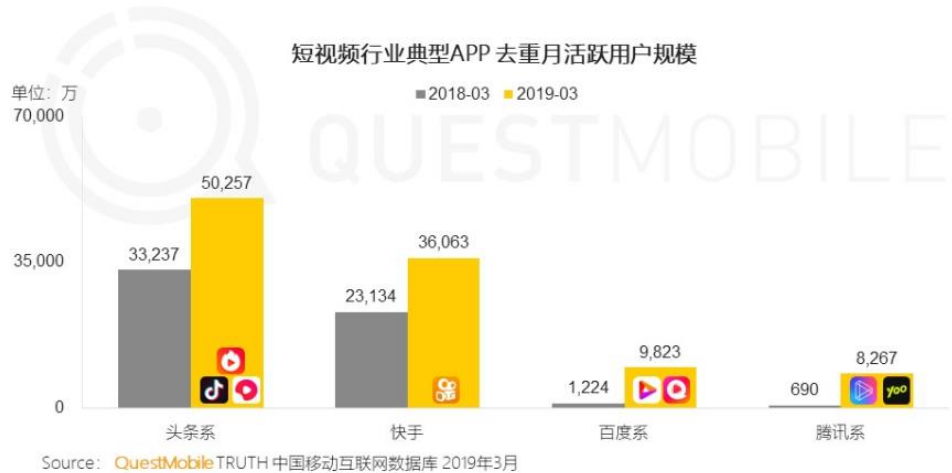
短视频领域绝对的第一阶梯产品，月活用户数远高于竞品。在整体市场苦于互联网人红利退去的当下，我们认为用户流量的结构性变化依旧能够带来新机会，短视频将会持续贡献互联网总时长增量。字节跳动旗下产品不断汇聚高粘性流量，为商业化提供流量基础。

图39: 2018-2019年移动互联网巨头系APP使用时长占比



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

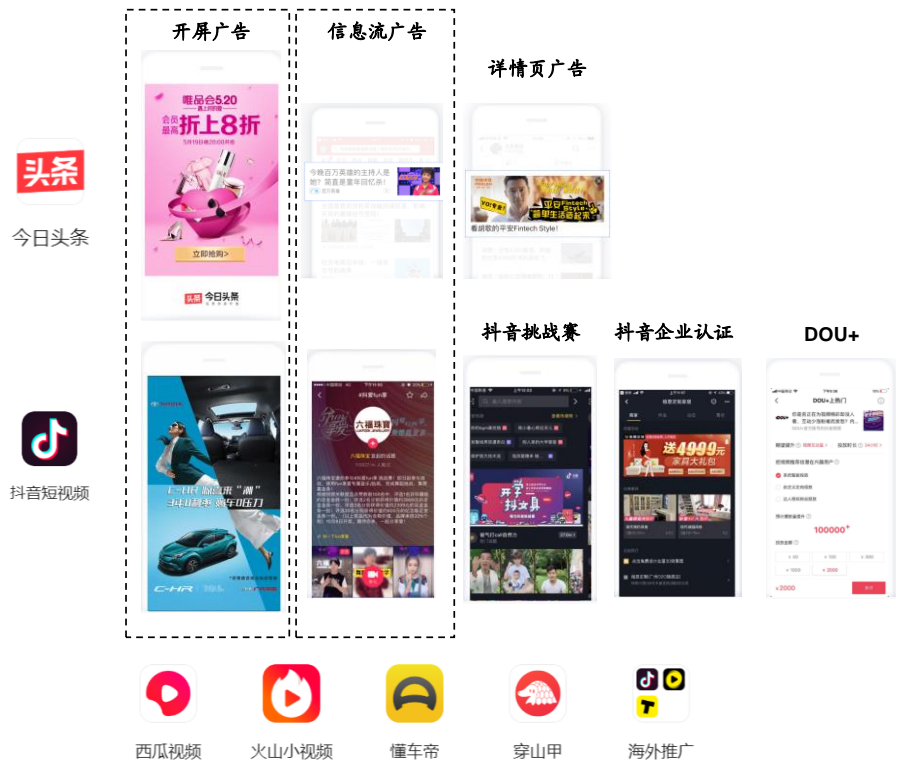
图40: 短视频行业典型APP去重月活跃用户规模



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

2019年1月，字节跳动将原今日头条营销平台更名为“巨量引擎”，将今日头条、抖音短视频、西瓜视频、懂车帝、激萌等产品流量聚合到同一个平台上；并依托穿山甲以及海外推广，将营销能力覆盖到体系外的产品以及海外市场。我们认为字节跳动系此次营销体系的变化，将有助于整体营销能力以及营销效果的提升。基于算法以及流量优势，给广告主提供更精细化的营销方案。

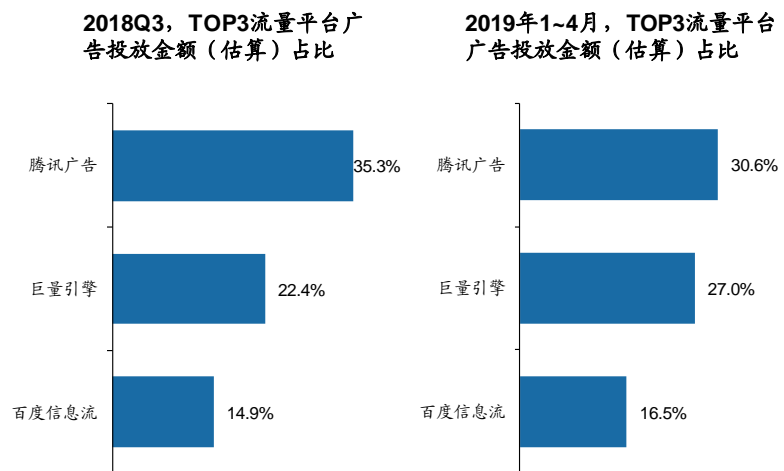
图41: 头条系广告资源



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

字节跳动系产品正在不断攫取互联网广告市场中BAT的份额, 改变互联网广告营收的整体结构。根据App Growing的广告情报追踪数据, 2019年1~4月TOP3流量平台广告投放金额合计占整体市场的74.1%, 其中腾讯广告占比30.6%, 相比2018Q3下降4.7pct; 巨量引擎占比27%, 相比2018Q3提升4.6pct; 百度信息流占比16.5%, 相比2018Q3提升1.6%。

图42: TOP3流量平台投放金额(估算)占比



数据来源: App Growing, 广发证券发展研究中心

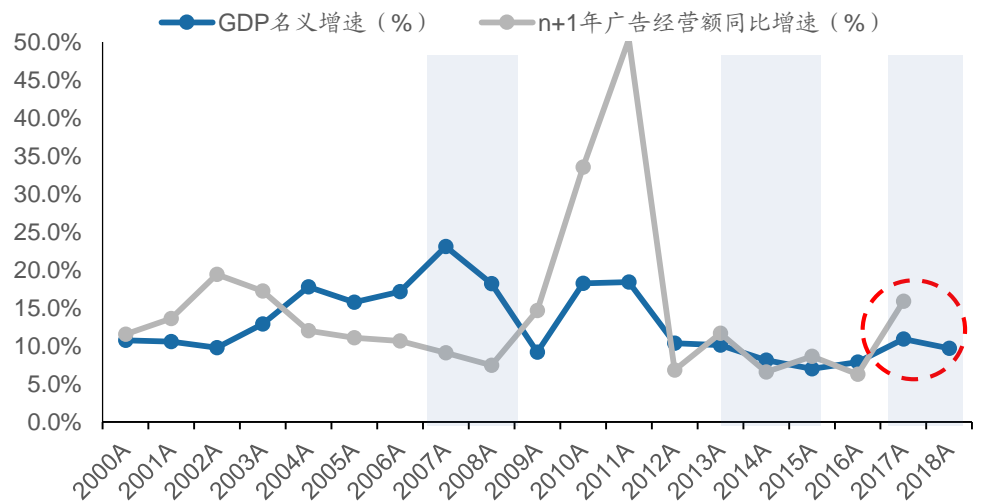
### 三、未来：短期需求承压，媒介竞争格局决定长期公司价值

我们总体上认为19Q1各个广告公司收入端增长疲软的主要有多重原因。需求端主要系宏观经济周期压制，名义GDP的增速或许滞后2-3个季度传导至广告收入侧，因此我们认为短期需求承压。但中长期来看，经济周期总会被熨平，因此媒介侧的竞争迭代才能决定中长期的公司价值，我们对于媒介结构性的变化有3个判断：1) 信息流广告释放的大量广告库存仍需要消化，流量单价的上升需要媒介的再次集中；2) 机器学习等算法带来的结果是垂直领域流量壁垒被降低，以非广告业务为主业的公司19Q1表现出了更强的增长，未来流量的竞争或许是综合性的竞争；3) 未来国内比较明确的增量将来自下沉市场。

#### 3.1 广告主需求端由经济周期决定，互联网的媒体时间已经足够强势

我们进一步对2.1当中提到的宏观经济因素作出分析。我们认为宏观经济对于广告收入的逻辑传导链条为“宏观经济疲软→需求端疲软→厂商盈利能力下滑→厂商对未来增长预期悲观→削减广告预算→广告市场增速下行”。我们按照年度数据统计了国内名义GDP的增速和广告经营额的增速，并对数据进行了相关性检验，发现GDP增速和n+1广告经营额增速相关性显著高于GDP增速和当期广告经营额增速相关性。根据国家工商总局披露的数据，2018年全国广告经营额同比增长15.9%达到7991.5亿元，创下2013年以来的市场增速新高，我们认为其对应的是2017年名义GDP增速超过10%，创下2014年以来的新高。而2018年名义GDP增速回落，或许会让2019年的广告市场承压。

图43：2007年之后GDP名义增速滞后地影响了广告经营额的年增速

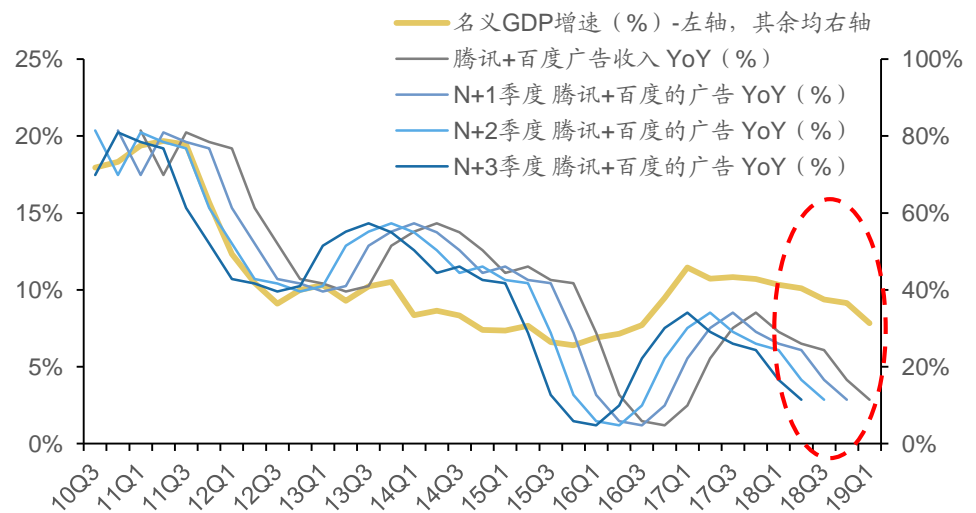


数据来源：国家工商总局，中国广告协会，Wind，广发证券发展研究中心

季度高频数据显示GDP对广告市场的影响或许滞后2-3个季度体现。由于缺少按照季度统计的广告市场数据，我们按照百度+腾讯的广告数据作为样本（两家公司2018年的广告收入占总广告市场约18%，能够部分反映市场的增速情况）。我们选取了10Q1以来的名义GDP增速，并与腾讯+百度广告收入的当期、n+1期、n+2期、n+3期分成

了4组分别进行相关性检验，我们发现所有数据组当中相关性最好的是n+2期和n+3期，其中在16Q4之前n+2期相关性更好，n+3期则在17Q1之后相关性更好。因此我们认为名义GDP所反映的经济活动冷暖将在2-3个季度后传导至广告市场。因此考虑到本轮GDP名义增速阶段性下滑是从18Q1开始至今，我们认为年内广告需求侧将持续承压。而另外这一传导效应被拉长的逻辑或许在于，随着中国经济整体增速的回落，企业对于预算投放的管理将更加长期，对于未来增长速度的预测分歧也在逐渐消弭。

图44：10Q3之后名义GDP增速对于广告的影响或许滞后2-3个季度体现

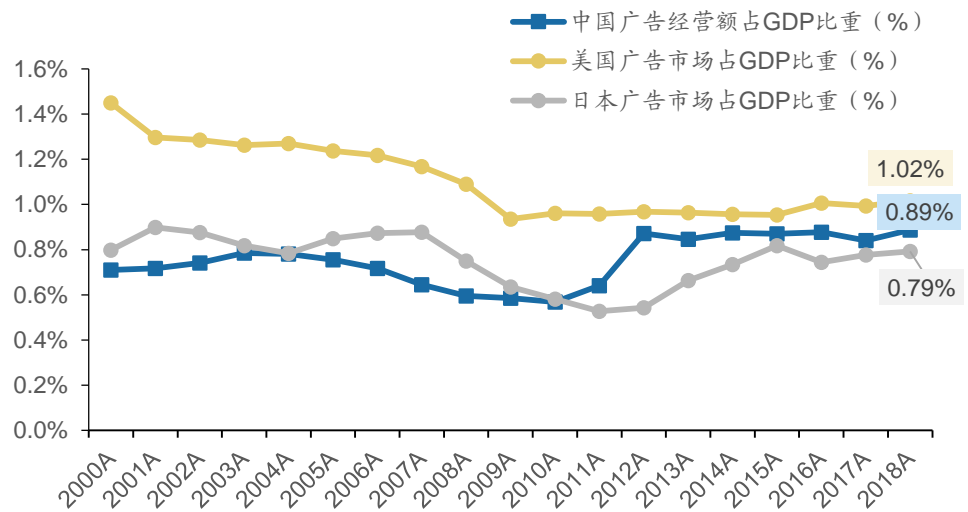


数据来源：Bloomberg，公司季报，广发证券发展研究中心

我们对长期广告市场增速的判断是略超越GDP的增长，短期波动会被经济周期熨平。投资者或许担心中国的广告市场是否已经见顶，在对总量的判断上我们主要依靠3个因素自上而下进行判断：1) 本身国内的经济增长活动是否见顶；2) 广告经营额/GDP比例是否见顶；3) 提供给广告基础土壤的媒体时间增长是否见顶。首先我们认为国内的经济增长仍有较强的韧性，未来仍能够保持稳健增长，短期广告市场随着经济活动的波动将逐渐被熨平。

而随着民营经济活力的进一步释放，广告在经济活动中的比重仍有一定的提升空间。我们统计了2000年以来中美日三国广告经营额占GDP的比重，美国这一比例有所降低，从2000年的1.45%左右降低至2018年的1.02%，日本这一比例近几年来有所提升，按照美元计价，日本2018年的广告市场规模约为389亿美元，占GDP的比例约为0.79%，中国这一比例在2012年之后稳定在0.8%-0.9%之间，2018年相比2017年提升0.5pct。

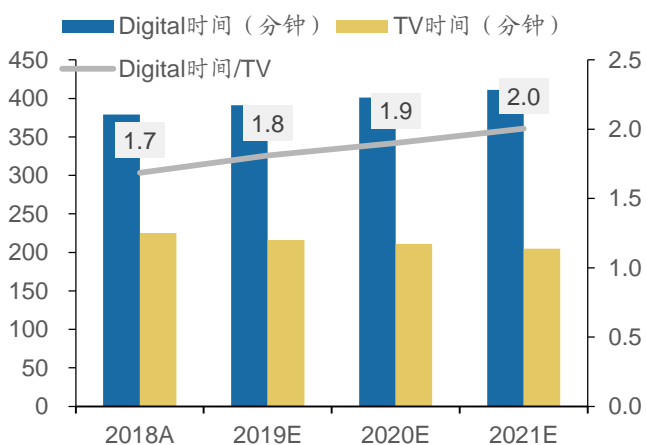
图45: 广告市场规模/GDP比例上中国距离美国仍有一定距离



数据来源: Bloomberg, 公司季报, 广发证券发展研究中心

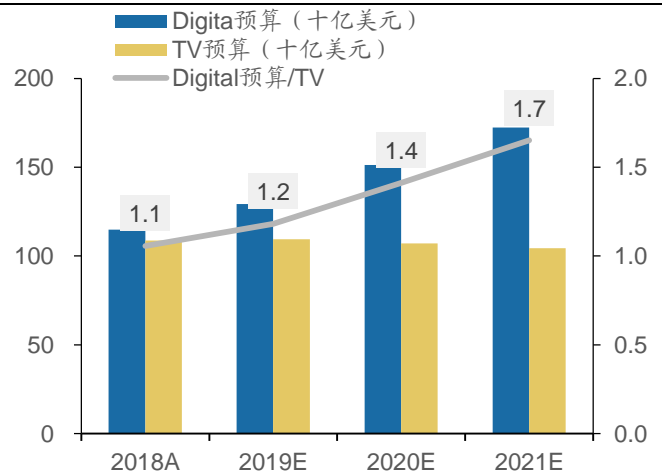
而从媒体时长的角度来说, 中国的互联网已经成为绝对的强势媒体, 地位甚于美国。根据GroupM2018年12月发布的《this year next year, worldwide media forecasts》报告中对于18岁以上的媒介消费人口和企业广告主预算分配比例的调研来看, 美国成年人在TV端花费的时间约为每天3.75小时, 未来到2021年预计TV端单人单日的消费市场将逐渐下滑至3.42小时, 而目前在互联网设备上(包括手机、PC和其他上网设备)每日花费的时间是6.32小时, 未来到2021年预期将上升至6.85小时。在时长消费的比重上, 目前美国在互联网上花费的时间约为TV端的1.7倍。而在预算分配比例上, 目前互联网上的预算花费是TV端的1.1倍, 未来或许仍有一定的增长空间。

图46: 美国的媒体时长上网络大概是TV的1.7倍



数据来源: GroupM, 广发证券发展研究中心

图47: 美国的媒体广告预算上网络大概是TV的1.1倍



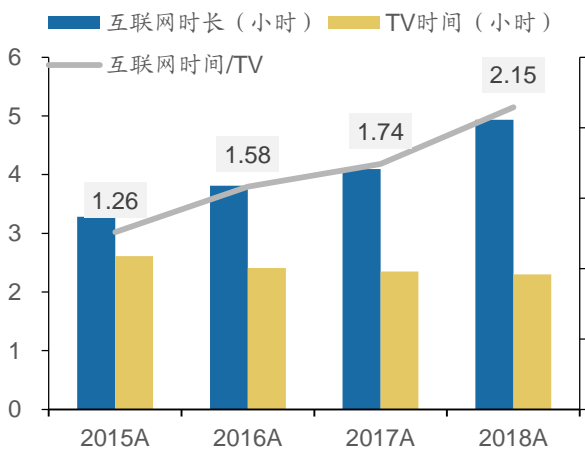
数据来源: GroupM, 广发证券发展研究中心

由于中国缺少对于PC媒体的统计, 我们只以手机端作为互联网的消费时长统计。目前2018年, 单人平均每日的TV观看时长约为2.3小时, 远弱于美国, 而单人的移动互联网消费时长接近5小时, 两个媒介的时长消费比例接近2.2, 考虑到PC的消



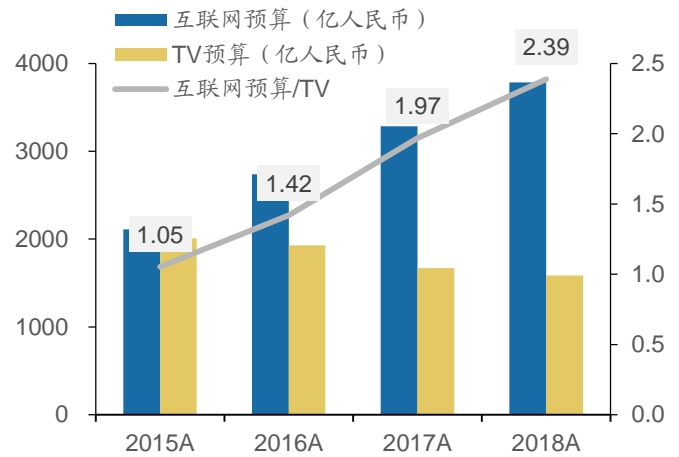
耗，这一比例或许会更高。而在广告预算的消耗上，根据GroupM2018年12月发布的《this year next year, worldwide media forecasts》报告中的统计，约有63%的广告预算被分配在互联网端，26%的预算分配在TV端，二者的比例约为2.4倍。从比例上来说，强势媒体互联网所占比重都要领先于TV，但是美国的预算分配比例上增长空间似乎更大。

图48：中国的媒体时长上网络大概是TV的2.2倍



数据来源：GroupM, Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

图49：中国的媒体广告预算上网络大概是TV的2.4倍



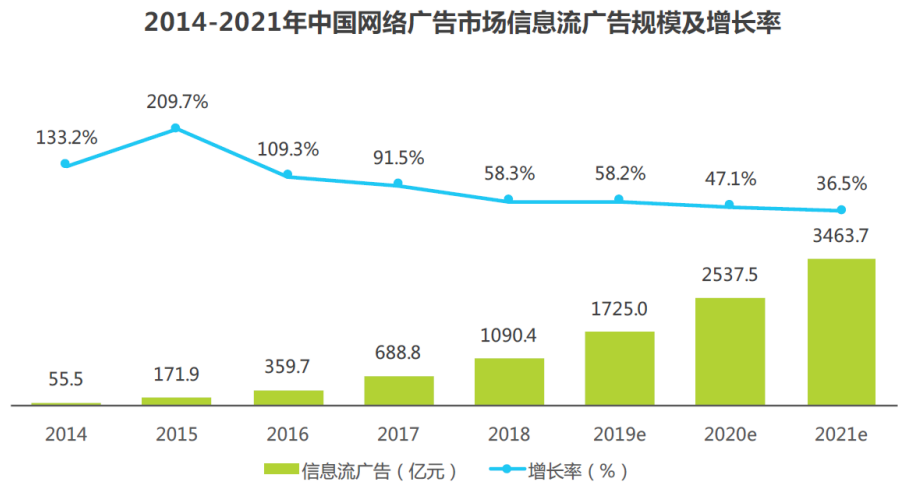
数据来源：GroupM, Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

### 3.2 如何看待信息流？释放了大量广告库存，期待媒介侧的再次集中

我们前文中提到信息流广告市场的激烈竞争，而这个市场将成为各类媒介商业化的重点领域。信息流（Feeds）广告，是在社交媒体用户好友动态、或者资讯媒体和视听媒体内容流中的广告形式，这一变现形式极度适配移动互联网时代，近年来取得了远超网络广告市场的增长。根据艾瑞咨询，2018年信息流广告同比增长58.3%至1090亿元，过去三年的CAGR为85%；而未来预计增量仍将持续维持高位，2019-2020年分别增长58.2%和47.1%至于1725亿元和2538亿元。这个市场主要推动力来自社交、新闻资讯、视频网站的信息流广告增量。而接受信息流的人群将逐渐向泛内容平台用户、非典型资讯用户渗透，更多为被动触达，整体转化效率或有所降低。

而在结构上，信息流的快速增长也将助推这一广告形式成为网络广告市场的最大细分领域。根据艾瑞咨询的数据，2018年信息流广告市场规模达1090.4亿元，在网络广告市场中占比22.5%，超过搜索广告成为网络广告市场市占率第二名；电商广告以33.6%的市占率居于第一。而根据艾瑞数据，未来2019-2021年信息流预计将逐步提高市占率，分别为27.6%、32.1%和35.8%，并在2021年超过电商广告成为市场第一名占据网络广告市场最大份额。

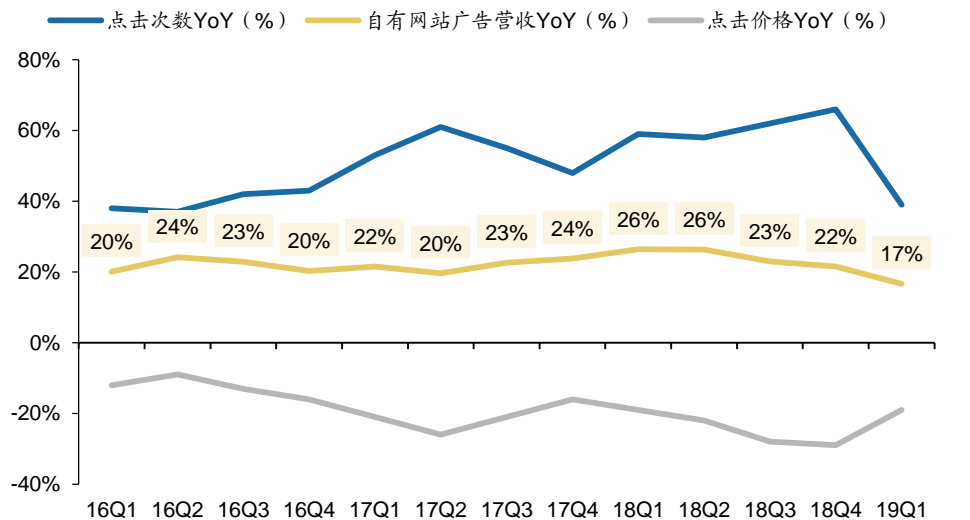
图50: 2019年信息流市场有望同增58%达到1725亿元



数据来源: 艾瑞咨询《2019年中国信息流潜力市场展望报告》, 广发证券发展研究中心

我们如果将广告市场收入的增长拆分成量(广告展示或者点击次数)和价(单次展示或者点击价格)两个因素, 信息流广告的特点是释放了大量的广告库存。我们以Google和Facebook为例来拆解这两个因子的变化, 会发现量价之间往往呈现负相关关系, 在广告库存大量释放的时候往往单价会被压低, 在需求侧跟上后逐渐再次进入单价提升驱动阶段。如Google的广告业务增长上可以明显分成4个阶段: 1) 16Q1-17Q3阶段, 广告点击次数增速主导广告收入的增长, 而单次点击价格负增长越来越大; 2) 17Q2-17Q4阶段, 点击次数明显回落, 点击价格降幅收窄, 广告点击价格成为主要驱动力; 3) 17Q4-18Q4, 再次进入广告库存增长驱动的阶段; 4) 19Q1以来广告点击次数增速迅速下行, 点击单价有所上升。

图51: Google广告收入主要驱动力因素增长变化

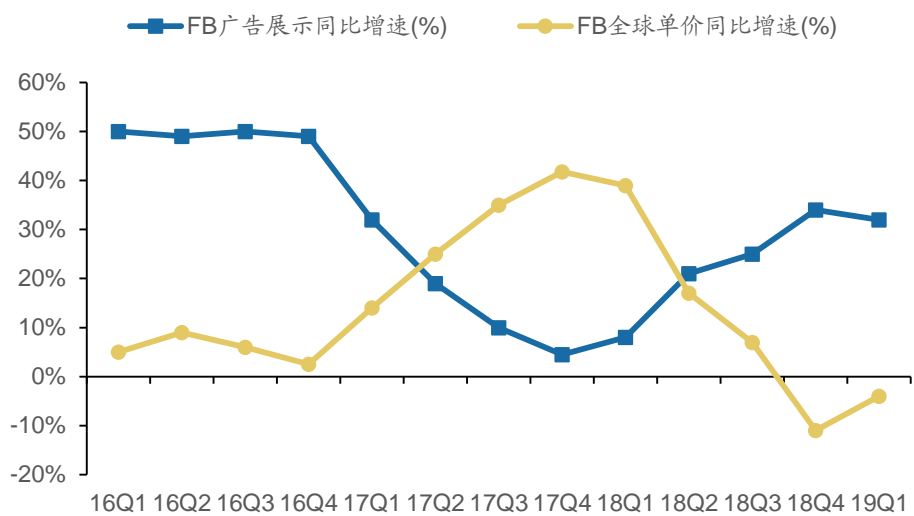


数据来源: Alphabet 季报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

Facebook的广告收入增长趋势也同样可以被划分为4个阶段：1) 16Q1-16Q4，由广告展示次数和单价增长双轮驱动，其中展示次数增速更高；2) 17Q1-17Q4，广告单价增长驱动，广告展示同比增速逐渐回落；3) 18Q1-18Q4，广告单价增速迅速下行，再次由广告展示次数增长驱动增长；4) 19Q1以来，广告展示次数增速下行，单价增速有抬头迹象。

**总结来看，Google和Facebook的增长都经历了首先广告库存扩张、单价下行，需求跟上后再逐渐提高单价的过程。**

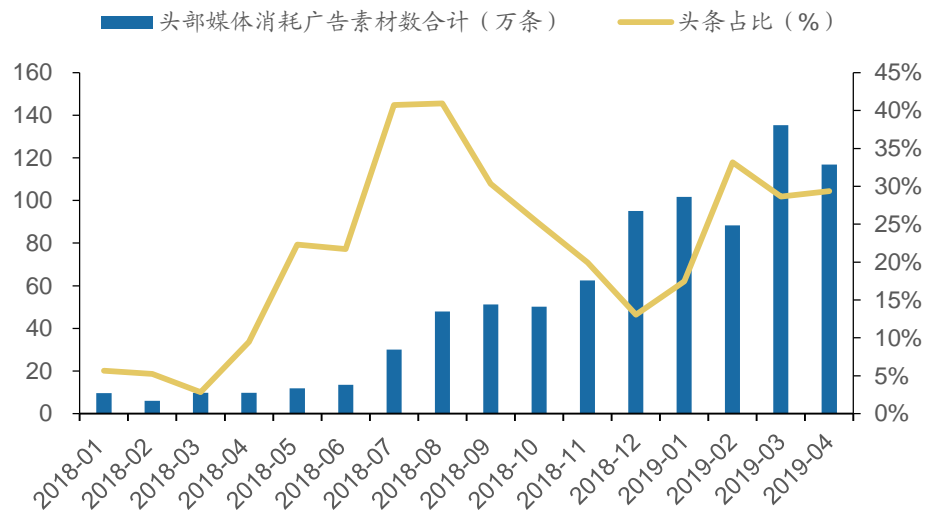
图52: Facebook广告收入主要驱动力因素增长变化



数据来源：Facebook 季报，Bloomberg，广发证券发展研究中心

而我们认为信息流对于中国广告市场的意义在于开启了新一轮的广告库存快速增长。我们从跟踪的AppGrowing数据来看，我们选取的头部流量平台消耗的广告素材量在迅速增加，而伴随着这一过程的是字节跳动系旗下媒体的广告消耗数直线上升。总体头部媒体的消耗素材量从2018年的1月计算起增长了接近6倍，在2019年3月达到120万条以上。字节跳动系的占比从不足5%逐渐上升至2019年4月的30%左右。（注：受到样本选择和本身广告素材爬取量的影响，增长倍数或许大于实际的市场表现）。而根据此前Google和Facebook的经验来看，需求端跟上广告库存的扩张需要一定时间，这一过程中或伴随着信息流头部媒体的再次确认。

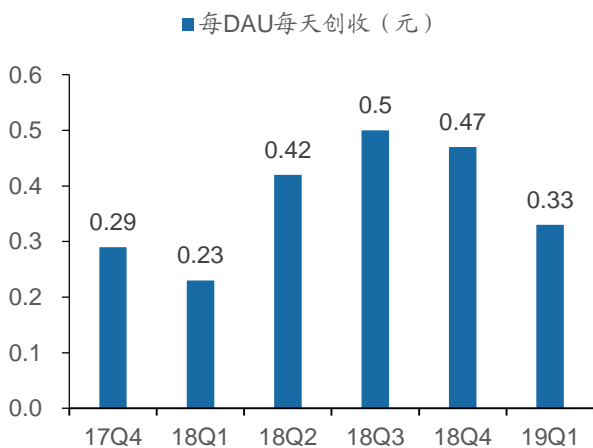
图53: 头部媒体消耗的广告素材迅速增加



数据来源: App Growing, 广发证券发展研究中心

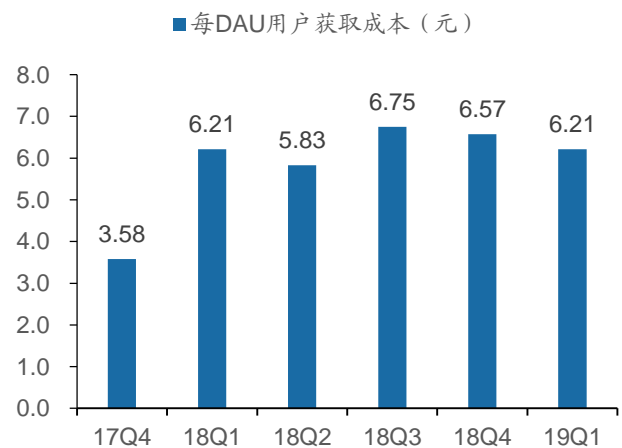
在广告库存大幅度增加的同时，叠加宏观经济拖累需求端，因此我们在19Q1看到了流量价格下行的情况。以趣头条为例，公司作为广告平台，单个DAU的平均收入从18Q4的0.47元/天下降至0.33元/天，而公司作为买量的需求方，其单个流量CPA获取成本从18Q4的6.57元/人下降至19Q1的6.21元/人。我们认为流量价格再次上升一方面依赖于需求端走出低景气度，另外一方面则是中小的信息流平台被逐步淘汰，减少无效的广告库存，头部媒体的价格凭借技术优势和更高的转化率重回上升渠道。

图54: 趣头条单DAU广告收入19Q1略有下行



数据来源: GroupM, 广发证券发展研究中心

图55: 趣头条单个买量安装用户成本19Q1略有下行



数据来源: GroupM, 广发证券发展研究中心

### 3.3 千人千面算法下，垂直平台并未显露出广告价值上的壁垒

从19Q1的广告财报上看，除了基数的原因，似乎流量通用型平台的增速更具有韧性。我们以广告收入是否为该公司的第一大收入来源作为判断其是否是通用型流量平台的标准，可以看到以广告收入作为第一大收入的公司增速普遍弱于不以广告为主业的互联网公司。大市值的平台中，以电商为主的阿里巴巴和以游戏为主的腾讯广告增速快于百度；中型市值公司中，以外卖业务为主的美团和以电商业务为主的京东快于微博；而细分领域中，以游戏为主的B站、以直播为主的虎牙广告增速要显著快于以广告业务为主的汽车之家。我们认为这主要与非广告平台流量更具粘性和本身广告业务基数更小有关。

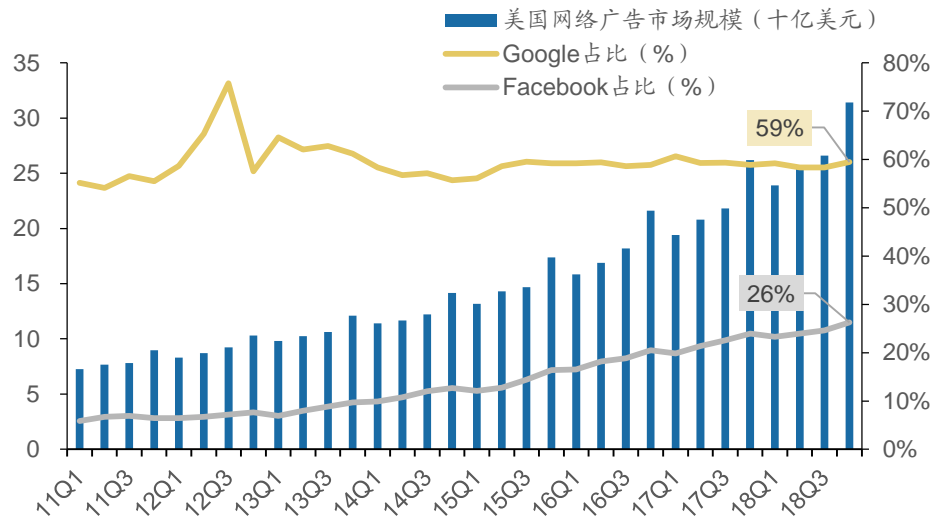
表 4：19Q1 互联网广告公司按照广告是否主业进行分类

排序	公司	广告是否主业	广告收入	同比增速 (%)
1	阿里巴巴	非主业	301.19	31%
2	百度	主业	241.23	3%
3	腾讯	非主业	133.77	25%
4	京东	非主业	81.44	27%
5	新浪	主业	26.77	5.71%
6	微博	主业	23.53	13%
7	美团	非主业	28.61	91%
8	小米	非主业	23.00	22%
9	爱奇艺	非主业	21.19	0%
10	搜狐	主业	19.11	0%
11	搜狗	主业	16.15	6%
12	趣头条	主业	10.87	371%
13	唯品会	非主业	8.59	71%
14	汽车之家	主业	6.43	10%
15	网易	非主业	4.39	-5%
16	B 站	非主业	1.10	60%
17	虎牙	非主业	0.79	56%
18	迅雷	非主业	0.04	-

数据来源：Marketing，公司 19Q1 财报，广发证券发展研究中心

而一般互联网高度发达成熟后会有各类细分领域崛起，但广告领域似乎并没有出现垂直领域崛起的情况，强者愈强是常态。我们仍以 Google 和 Facebook 为例，从 11Q1 开始起，Google 国内收入占美国广告市场约 55% 左右，18Q4 其份额略上升 4pct 至 59%；而 Facebook 在 11Q1 占美国广告市场约 6% 左右，到 18Q4 增长至约 26% 左右。Google 和 Facebook 二者合计占据美国市场 85% 以上的广告市场。我们认为在“千人千面”的算法逻辑下，大而全的综合型平台往往有着更强的数据能力和深度绑定用户的能力，细分领域社区以“特定人群标签”为标志的广告价值被削弱，因为 Google 和 Facebook 这样的平台通过千人千面的广告投放一样能够实现精准定位，且能通过掌握更多的数据提高广告的转化率。

图56: Google和Facebook过去显露出了强者愈强的效应

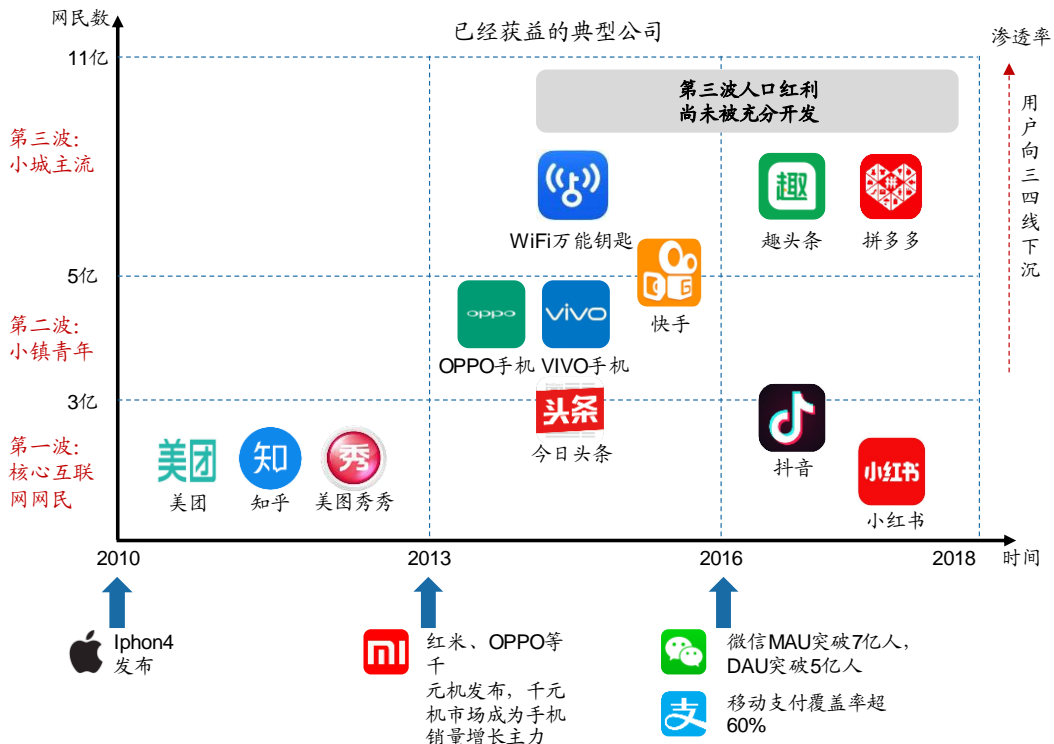


数据来源: Bloomberg, 公司季报, 广发证券发展研究中心

### 3.4 下沉市场或许将释放新互联网人口红利对广告的增量

而第三个结构上的判断我们认为互联网广告市场有望跟随产品进一步下沉。我们可以简单将中国的人口互联网红利分成三个阶段: 1) 2010-2012年, 智能手机尚未普及, 1-2线城市的互联网核心网民卷入移动互联网, 这个阶段一方面是基础形应用如微信、支付宝崛起, 另外一方面是一二线城市的小而美应用冒头, 如知乎、美图秀秀等; 2) 2013年低价智能手机出货量快速上升后, 2、3线城市的年轻人群开始进入互联网领域; 这一时期首先是硬件上Vivo、OPPO等率先下沉, 接着部分产品从二三线城市包围一线城市完成逆袭, 如今日头条、快手等均在这一阶段完成了1-3线城市的打通; 3) 2016年之后, 随着微信、移动支付国民渗透率过半, 3-5线城市的全部居民均开始触达互联网App, 而2018年之后更为明显的是开始有专门针对3-5线城市的中老年人、小孩等的产品出现, 比如糖豆广场舞、拼多多、趣头条等用户迅速起量。值得一提的是, 这三个过程并不是非此即彼的过程, 如第三阶段也有如抖音、小红书这类率先在一二线城市引爆的应用出现, 但成为国民级应用无一不经历了快速下沉的过程。

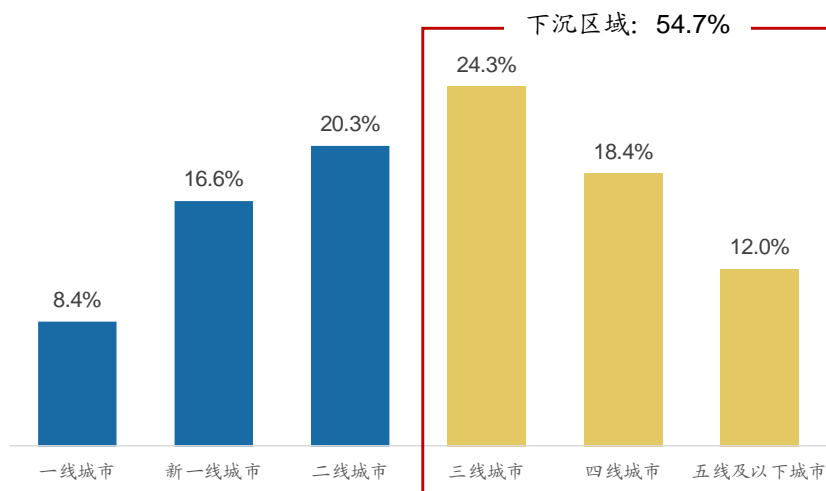
图57: 中国移动互联网逐步下沉的三个阶段



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

在整体移动互联网步入第三个阶段之后, 新人口红利已经转移至低线下沉市场。根据Quest Mobile的数据, 2018年年底3-5线城市的人口占比已经过半, 其中三线城市占比24.3%、四线城市占比18.4%、五线城市占比12%, 合计已经超过1-2线城市45.3%的互联网人口占比。根据Frost & Sullivan的数据显示, 截至2017年, 3线城市及以下的人口高达10.3亿人, 而移动互联网人口占比尚未过半, 未来仍有一定的增长空间。

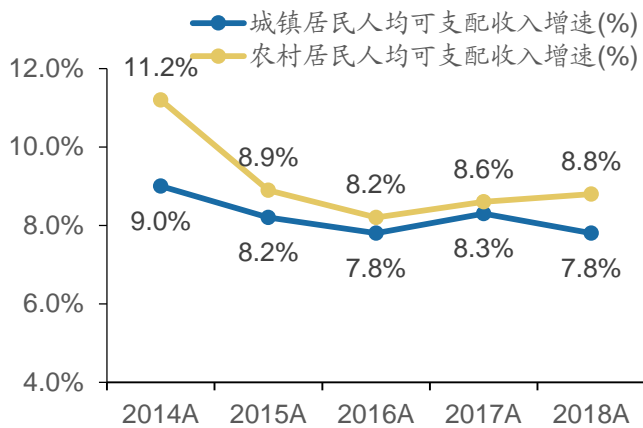
图58: 中国移动互联网活跃用户城市等级分布



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

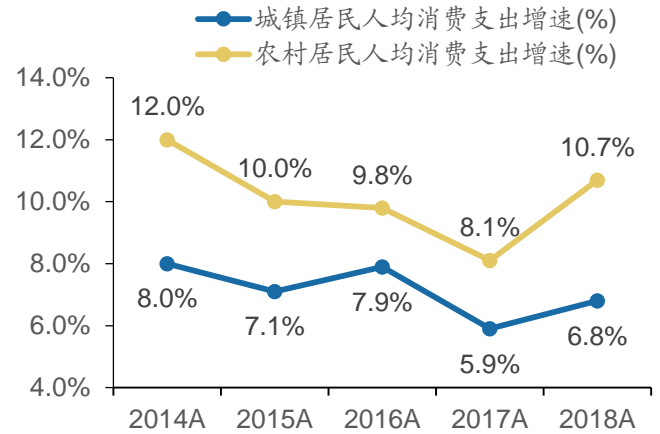
而三四线城市居民的消费和支出能力并不弱。根据国家统计局的数据，2018年农村居民人均可支配收入增速约为8.8%，高于城镇居民人均可支配收入7.8%的增速，过去5年均增长快于城镇居民的人均可支配收入增长。而2018年农村人均消费支出的增速为10.7%，高于城镇居民人均6.8%的消费支出增速，过去5年同样农村在消费支出增速上也跑赢城镇。我们认为当前下沉市场的人口并不是无效的人口红利，在消费和变现上均有着巨大的潜力。

图59: 2014年来农村人均可支配收入增速快于城市



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图60: 2014年来农村人均消费支出增速快于城市



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

广告市场的潜力主要由下沉人口的媒体消费时长和消费能力决定。我们认为随着各类互联网产品触达低线城市用户，下沉市场的媒体时长将被逐渐拉长，而前面我们已经论述下沉市场人群的消费能力仍待释放。目前我们从各个省份的广告份额来看，前三的北京市、广东省和江苏省以16%的经营单位、19%的从业人员，占据了广告经营额的53%左右。前十的省份占据广告经营单位的68%，从业人员占据64%，经营额占据了87%。整体前十名的广告大省中依然以沿海地区为主，我们认为随着下沉市场的开拓，部分中西部省份的份额预计将上行。

表 5: 前十省份的广告额、经营单位和从业者对比

省份	广告经营额 (亿元)	经营单位 (户)	从业人员 (万人)
北京市	2407.8	3.6	12.8
广东省	997.1	8.3	39.0
江苏省	868.1	9.7	55.8
上海市	593.2	34.0	41.2
浙江省	590.2	6.2	32.4
山东省	555.9	11.1	56.3
湖南省	319.3	8.8	55.1
湖北省	226.8	4.1	16.9



安徽省	185.1	4.1	25.7
四川省	182.7	4.3	22.3
前十省合计	6926.2	94.2	357.6
前十省市场份额%	87%	68%	64%

数据来源：国家市场监督管理总局，广发证券发展研究中心

## 可比公司估值情况

表 6: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	单位	市值/ 亿元	基本EPS (元)			PE估值水平		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
谷歌	GOOGL.O	美元	7,672	44.22	45.62	53.46	24.46	24.25	20.70
脸书	FB.O	美元	5,066	7.65	7.23	9.24	17.32	24.55	19.21
亚马逊	AMZN.O	美元	8,739	20.68	27.43	38.49	74.54	64.71	46.12

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司盈利预测来自Bloomberg, 市值为截止至2019年5月31日行情。

## 投资建议

我们认为，19Q1整体互联网广告增速疲软，细分结构上电商一枝独秀，信息流为行业主要驱动力，门户、搜索、社交、视频均表现不及预期。说明需求不振的情况下，交易链路最短、ROI较直接的电商等广告形式韧性更强。而我们认为广告市场整体疲软的原因主要系广告主对于未来经济信心不足；结构上医疗、金融、游戏等又受到了严厉监管；第三点是来自字节跳动的激烈竞争。我们认为经济需求端的疲软将滞后2-3个季度反映至广告市场，但建议投资者从中长期角度关注媒介的变化更迭，短期广告库存仍等待消化（流量价格或承压），下沉市场或许是增量的重要来源。在投资选择上，我们认为千人千面的算法加强了综合性流量平台的壁垒，综合性的平台公司保持强者愈强的局面。建议关注：腾讯控股、网易、趣头条等互联网广告公司和线下生活圈媒体龙头分众传媒。

## 风险提示

- 1) 宏观经济下行广告主收紧投放预算；
- 2) 媒体竞争激烈短时间难以出清带来的流量价格的进一步下跌；
- 3) 监管政策风险。

## 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。  
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：联系人，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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 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。