

宏观与结构因素共振，广告分化加剧

—19Q1 互联网广告回顾



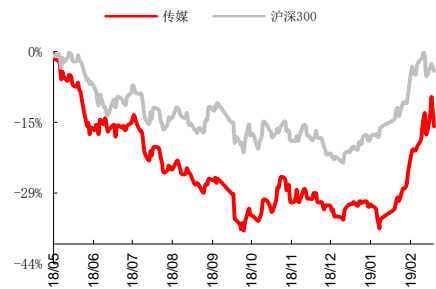
行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 传媒

报告发布日期 2019年06月18日

行业表现



资料来源: WIND

- **19Q1 互联网广告整体承压，分化显著，效果广告好于品牌，短视频异军突起。**我们选取了 18 家上市互联网公司作为样本，发现一季度线上广告表现不佳，除电商广告逆势增速强劲外，其他增速均明显放缓。进一步看不同形式广告的增速放缓时点、程度不一：电商维持高增速（强效果稳 ROI），搜索自 18Q4 已明显放缓（流量价值下降+行业监管），社交社区 19Q1 增速下滑，视频下滑时间更早至 18Q3（品牌为主），媒体门户则一直较差（品牌为主），反映了品牌转效果的长期趋势和流量迁移。主要数据：1) 电商：阿里巴巴/京东（部分）/拼多多 19Q1yoy+31%/27.4%/254.1% (vs 18Q4 27.8%/24%/470.5%)；2) 搜索：百度 19Q1yoy+3.2% (vs 18Q4 3.9%)；3) 社交社区：腾讯社交/微博 19Q1yoy+33.7%/20.6% (vs 18Q4 43.8%/31.8%)；4) 视频：腾讯媒体/爱奇艺 19Q1yoy+6.1%/0.4% (vs 18Q4 25.9%/2.8%)；5) 媒体：网易/搜狐/新浪/凤凰均在低个位数增长或负增长；6) 其他：美团/58 同城广告 19Q1yoy+91.2%/30.1% (vs 18Q4 106.3%/38%)
- **一季度广告市场整体疲软主要因宏观经济下行导致广告主预算缩减，更进一步品牌和效果各有结构性不利因素：**品牌广告部分头部行业（如汽车、新经济）下滑严重，效果广告虽因注重转化的特点受影响更小（roi 更稳），但搜索、社交增速也受到政策收紧影响，例如医疗（搜索广告主力）、游戏（社交买量主力）、金融等重要广告主行业导致监管加强。此外，媒介端竞争格局变化，头条系 APP 的崛起持续切分流量和广告收入。
- **透过汽车和新经济行业管窥细分行业广告主投放行为：**1) 品牌广告主投放预算受下游需求和企业经营情况影响明显，而终端消费需求-企业盈利-广告预算的传导具有滞后性，结合后文分析我们认为滞后 1-2 个季度；2) 新经济企业广告投放受融资驱动，该类广告主占比较大的媒介会受到明显冲击，亟待挖掘新需求。3) 广告主行业即使出现反弹，广告投放（尤其品牌）也因滞后性不会及时调整，19Q3 品牌广告大概率继续堪忧。

投资建议

- 百度、爱奇艺、微博 19Q2 收入指引均不及预期，反映 Q2 互联网广告大概率继续疲软。我们认为宏观经济复苏的不确定性受贸易战影响增大，即使 Q2/Q3 出现反弹，滞后效应也使短期内弹性有限，Q3 品牌广告大概率难以反转，因此我们对全年广告市场持谨慎态度，密切跟踪宏观经济、重要广告主行业以及竞争格局变动。建议从长期趋势角度关注穿越周期的电商广告和社交社区广告两条主线：1) 电商：关注龙头阿里巴巴（BABA.N，未评级）和受益下沉市场的拼多多（PDD.O，买入）；2) 社交社区：关注社交广告变现潜力大的腾讯控股（0700.HK，未评级）、具有较强社交价值的微博（WB.O，未评级）、分享下沉流量红利的趣头条（QTT.O，买入）。

风险提示

- 宏观经济下行风险、监管政策风险、竞争格局变化风险等

证券分析师 **项雯倩**
021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003

联系人 **高博文**
021-63325888-6089
gaobowen@orientsec.com.cn

目 录

1. 19Q1 互联网广告回顾：整体承压，分化显著，短周期和长趋势共振	5
1.1 电商广告：线上消费景气+强效果稳 ROI，逆势维持高增速	6
1.2 搜索广告：传统搜索流量价值下降，增速放缓明显	9
1.3 社交社区广告：传统巨头增速放缓，短视频贡献显著增量	10
1.4 视频广告：需求疲软叠加监管加强，增速大幅下滑	13
1.5 媒体广告：流量分流和宏观经济双重压力，传统门户负增长，下沉市场红利值得挖掘	14
1.6 其他：生活服务广告效果属性强，保持逆势增长	16
2. 19Q1 互联网广告疲软原因分析	18
2.1 宏观经济下行导致广告主预算削减	18
2.2 字节跳动带来竞争格局变化，持续切分流量与收入	19
3. 抽样广告主分析：管窥细分行业投放行为	21
3.1 汽车广告主：终端需求疲软，营销支出下滑显著	21
3.2 新经济广告主：一级市场降温，创投类广告主投放动力不足	23
4. 投资建议	26
风险提示	26

图表目录

图 1：主要互联网广告类型的效果属性与品牌属性	5
图 2：主要互联网上市公司 18Q1-19Q1 广告业务收入同比增速	6
图 3：17Q1-19Q1 电商行业广告收入	7
图 4：阿里巴巴 17Q1-19Q1 广告业务收入	7
图 5：京东 17Q1-19Q1 广告业务收入	7
图 6：拼多多 17Q1-19Q1 广告业务收入	7
图 7：阿里巴巴 17Q1-19Q1 GMV	8
图 8：阿里巴巴 17Q1-19Q1 Ad take rate	8
图 9：拼多多 17Q1-19Q1 GMV	8
图 10：拼多多 17Q1-19Q1 Ad take rate	8
图 11：百度 16Q1-19Q1 广告收入（含信息流，剔除爱奇艺）	9
图 12：搜狗 17Q1-19Q1 广告收入	9
图 13：百度广告业务收入同比增速（含爱奇艺）	10
图 14：腾讯 17Q1-19Q1 社交广告收入	11
图 15：微博 17Q1-19Q1 广告收入	11
图 16：微博 16Q1-19Q1KA（关键客户）广告收入	11
图 17：微博 16Q1-19Q1SME（中小客户）广告收入	11
图 18：移动互联网不同类型 APP 使用总时长占比	12
图 19：主要短视频 APP 去重月活跃用户规模（万人）	12
图 20：哔哩哔哩 17Q1-19Q1 广告收入	13
图 21：爱奇艺 17Q1-19Q1 广告收入	14
图 22：爱奇艺付费会员规模	14
图 23：腾讯媒体广告 17Q1-19Q1 收入（以腾讯视频为主）	14
图 24：网易 17Q1-19Q1 广告收入	15
图 25：新浪 17Q1-19Q1 广告收入（不含微博）	15
图 26：搜狐 17Q1-19Q1 广告收入（不含搜狗）	16
图 27：凤凰新媒体 17Q1-19Q1 广告收入（亿元）	16
图 28：趣头条 17Q1-19Q1 广告收入	16
图 29：趣头条 17Q1-18Q4 平均 DAUs	16
图 30：美团点评 17Q3-19Q1 广告收入	17
图 31：58 同城 17Q1-19Q1 广告收入	17
图 32：汽车之家 17Q1-19Q1 广告收入	17
图 33：小米集团 17Q1-19Q1 广告收入	17
图 34：CTR 中国广告市场（不含互联网）刊例花费同比变化	18

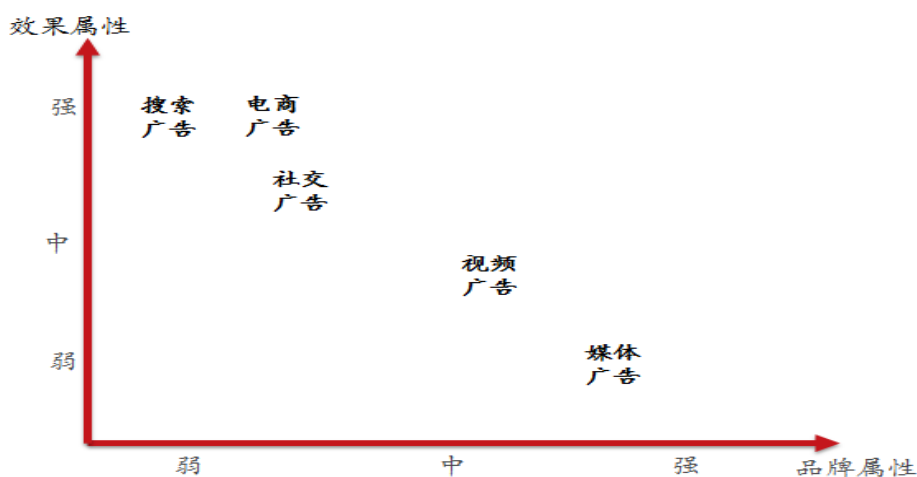
图 35：名义 GDP 增速和主要互联网公司广告收入增速	19
图 36：各大互联网巨头 APP 使用时长占比.....	20
图 37：主要流量平台投放金额监测占比（APP Growing 估算）	20
图 38：今日头条产品矩阵及其广告资源	20
图 39：品牌广告主行业分布结构（2014 年）	21
图 40：全球车企广告投放媒介占比	21
图 41：宏观经济影响车企广告投放传导路径	22
图 42：国内乘用车单月销量	22
图 43：申万乘用车板块营收、净利润、销售费用增速	23
图 43：2018 年生活圈媒体新增 TOP10 品牌	24
图 44：中国 PE/VC 投融资金额和数量统计	24
图 45：中国 PE/VC 可选消费行业投资金额和数量	25
图 46：中国 PE/VC 日用消费品行业投资金额和数量	25
图 47：中国 PE/VC 软件和互联网服务行业投资金额和数量	25
图 48：中国 PE/VC 医疗保健行业投资金额和数量	25

1. 19Q1 互联网广告回顾：整体承压，分化显著，短周期和长趋势共振

互联网广告份额占据半壁江山，持续提升超越线下指日可待。根据中关村互动营销实验室数据，2018年中国互联网广告总收入3694亿元，同增24.2%，广告市场整体规模达7991亿元，同增15.9%，增速创近5年最高。互联网广告占广告市场整体的46%，较去年提升3pcts，线下广告份额继续向线上转移。互联网广告受到宏观经济影响明显，Q1整体表现不佳，细分领域分化显著，效果广告表现明显强于品牌，线上广告增速有望继续超过线下，互联网广告份额将继续提升。

本篇报告选取18家上市互联网公司作为样本，按广告流量对应媒介属性对互联网广告进行划分，具体分为为电商广告（阿里巴巴、京东和拼多多），搜索广告（百度、搜狗），社交社区广告（腾讯、微博、哔哩哔哩），视频广告（腾讯视频、爱奇艺），媒体广告（趣头条、网易、新浪、搜狐、凤凰），以及其他（包括生活服务平台（美团、58同城），手机厂商小米、垂直社区汽车之家），我们认为从电商广告=》搜索广告=》社交社区广告=》视频=》媒体广告，效果属性依次递减、品牌属性依次增强，这样的划分方式更有助于我们观察宏观经济冲击下品牌类和效果类广告的表现，以及互联网广告的结构趋势。我们本文更多把信息流广告当做一种信息呈现方式，无论是电商、社交还是视频平台都可采用，因此未单独讨论。

图 1：主要互联网广告类型的效果属性与品牌属性



资料来源：腾讯广告，东方证券研究所

19Q1 互联网广告表现不佳，除电商广告增速强劲外，其他增速明显放缓。从数据回顾来看，趋势上搜索/社区社交/视频分别从 18Q3/18Q4/18Q3 起就出现行业放缓现象。19Q1 数据如图 2 所示，红色部分依然增长强劲（电商&生活服务），绿色则为放缓或疲软（搜索&社区社交&长视频&媒体等）。我们认为主要以下因素影响：1) 18年初起宏观经济下行，宏观经济-企业经营情况-广告预算三者传导导致广告收入增速呈现周期性，更进一步，品牌&效果广告均有各自问题。品牌广告的部分广告主（如汽车行业）受经济影响明显导致预算下滑，效果广告部分行业受政策影响明显（如

医疗、金融等)；2) 头条系巨型流量矩阵(今日头条、抖音等 APP) 对其他互联网公司广告业务产生冲击。

具体数据来看，阿里巴巴、京东(部分)、拼多多广告 19Q1 同比增速为 31%/27.4%/254.1% (vs 18Q4 27.8%/24%/470.5%)，百度、搜狗广告业务 19Q1 同比增长 3.2%/13.8% (vs 18Q4 3.9%/17.6%)，腾讯社交、微博、哔哩哔哩 19Q1 同比 33.7%/20.6%/59.7% (vs 18Q4 43.8%/31.8%/302.3%)，腾讯媒体、爱奇艺 19Q1 同比 6.1%/0.4% (vs 18Q4 25.9%/2.8%)，门户媒体则继续惨淡，美团、58 同城广告业务 19Q1 同比 91.2%/30.1% (vs 18Q4 106.3%/38.4%)。

图 2：主要互联网上市公司 18Q1-19Q1 广告业务收入同比增速

广告类型	公司	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
电商	阿里巴巴	34.5%	26.1%	25.3%	27.8%	31.0%
	京东	34.1%	39.3%	34.1%	24.0%	27.4%
	拼多多	-	7399.0%	929.0%	470.5%	254.1%
搜索	百度(不含爱奇艺)	21.2%	26.8%	16.6%	3.9%	3.2%
	搜狗	41.4%	41.6%	13.0%	17.6%	13.8%
社交社区	腾讯社交广告	68.8%	54.5%	61.2%	43.8%	33.7%
	微博	63.1%	65.5%	53.2%	31.8%	20.6%
	哔哩哔哩	143.9%	131.7%	179.2%	302.3%	59.7%
视频	腾讯媒体广告(主要为视频)	31.5%	16.0%	23.5%	25.9%	6.1%
	爱奇艺	43.2%	37.2%	-9.0%	2.8%	0.4%
媒体	趣头条	538.9%	525.3%	472.3%	399.4%	343.3%
	网易	3.8%	6.5%	2.0%	3.3%	1.0%
	新浪	-2.4%	5.5%	-11.6%	-25.8%	-21.6%
	搜狐	-37.0%	-30.2%	-21.1%	-16.2%	-18.4%
	凤凰	0.8%	-6.8%	-22.9%	-13.4%	-11.1%
生活服务	美团	-	-	105.0%	106.3%	91.2%
	58同城	31.2%	42.4%	40.2%	38.4%	30.1%
垂直社区	汽车之家	12.7%	16.4%	13.0%	12.8%	10.1%
手机厂商	小米	65.1%	69.6%	109.8%	70.2%	50.3%

资料来源：各公司财报、东方证券研究所 注：均为自然年度，19Q1 均为 2019 年 1 月 1 日至 3 月 31 日；京东含佣金收入

进一步看不同形式广告的增速放缓时点、程度不一：电商维持高增速(强效果稳 ROI)，搜索自 18Q4 已明显放缓(流量价值下降+行业监管)，社交社区 19Q1 增速下滑，视频下滑时间更早至 18Q3(品牌为主)，媒体门户则一直较差(品牌为主)，反映了品牌转效果的长期趋势和流量迁移。

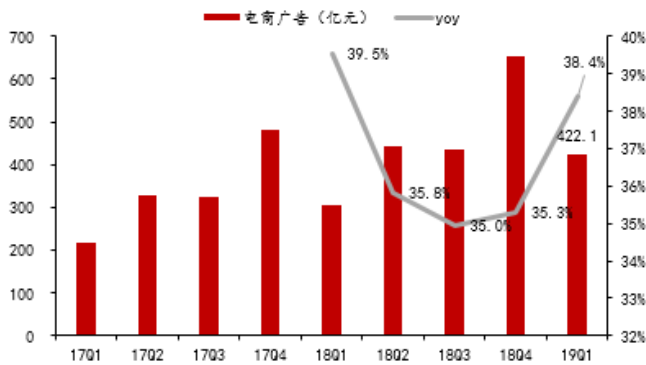
1.1 电商广告：线上消费景气+强效果稳 ROI，逆势维持高增速

首先明确统计口径：阿里巴巴披露的“客户管理收入”即为原有的“在线营销服务收入”，我们将其作为阿里广告收入口径；京东的“市场营销和广告收入”包括了来自第三方商家的佣金收入和营销收入，但以广告为主；拼多多的“在线市场服务”即为广告营销收入。

不惧宏观压力，电商广告 19Q1 维持高增速。2019 年一季度阿里、京东和拼多多加总广告收入 422 亿元，同增 38.4%，规模在各类互联网广告中最大且维持高增长。其中阿里巴巴 19Q1 广告收入 301.2

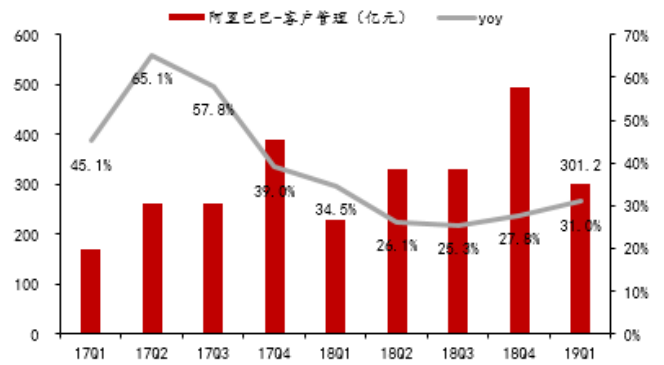
亿元,同增31%且过去3个季度呈现增速呈现加速趋势;京东19Q1广告收入81.4亿元,同增27.4%,较18Q4提升3.4pcts;拼多多则受益于GMV大幅增长,一季度广告收入39.5亿元,同比大幅增长254.1%。

图 3: 17Q1-19Q1 电商行业广告收入



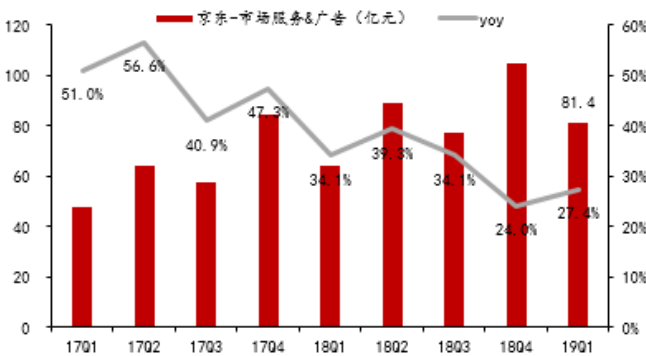
资料来源: 公司公告、东方证券研究所 注: 口径为阿里、京东、拼多多

图 4: 阿里巴巴 17Q1-19Q1 广告业务收入



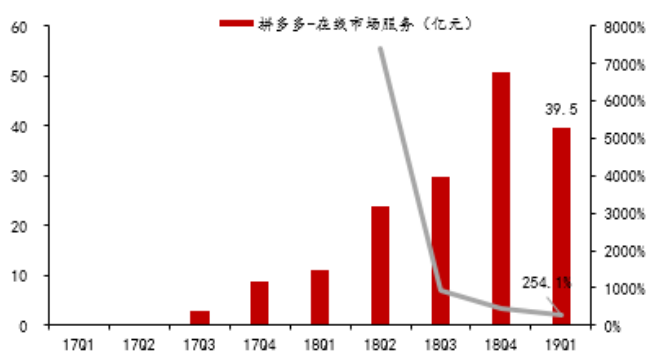
资料来源: 公司公告、东方证券研究所

图 5: 京东 17Q1-19Q1 广告业务收入



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

图 6: 拼多多 17Q1-19Q1 广告业务收入

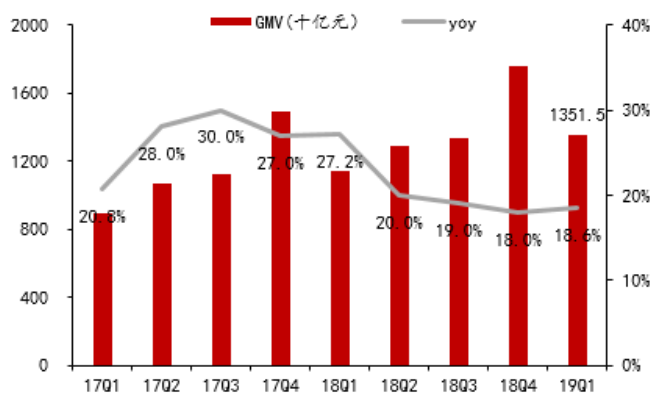


资料来源: 公司公告、东方证券研究所

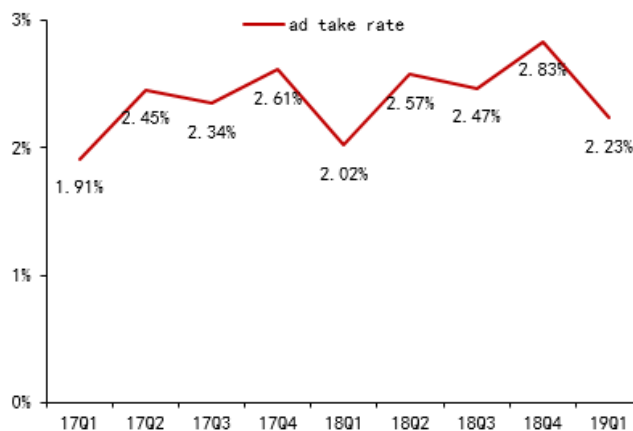
我们认为电商广告一季度之所以广告整体都出现增速大幅放缓甚至下滑的情况下,依旧维持30%+高增速,原因主要有两点:

GMV 维持较高增速, 广告货币化率提升: GMV 方面, 阿里巴巴 19Q1 同比增长 18.6%, 京东同比增长 26.3%, 拼多多同比增长 37.1%, 电商交易金额维持高增长, 并未与宏观经济和社会零售品总额同步下行, 说明线上消费依旧景气, 电商广告主投放信心充分; 另一方面, 电商平台的广告货币化率也在持续提升, 阿里巴巴 ad take rate 虽然呈现季节性变动, 但同比均为提升态势, 19Q1 同比增加 0.2pcts, 拼多多则受益消费下沉, 用户规模和 ARPU 值保持快速增长, 且货币化仍处在快速提升阶段, 广告空间增长大。

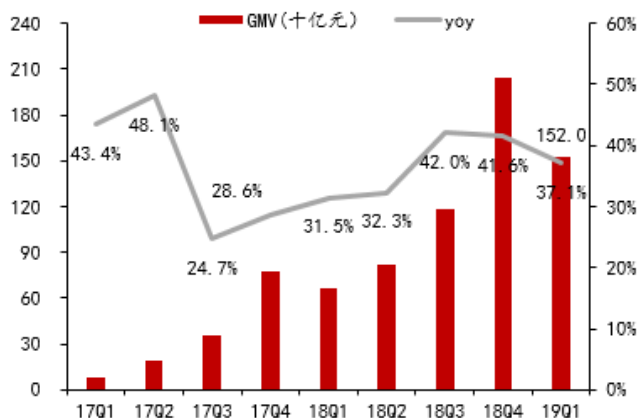
电商广告强调转化、效果的属性特点使其在经济下行期更具韧性：电商广告位于的场景正是消费者浏览商品、做出购买决策，在所有广告形式中最接近购买行为的实现，因此转化率高，在经济下行广告主收紧广告预算时，更倾向于将预算从品牌广告转移到效果投放、提升线上投放比重，电商广告由于强效果属性受到的冲击小于品牌广告。

图 7：阿里巴巴 17Q1-19Q1 GMV


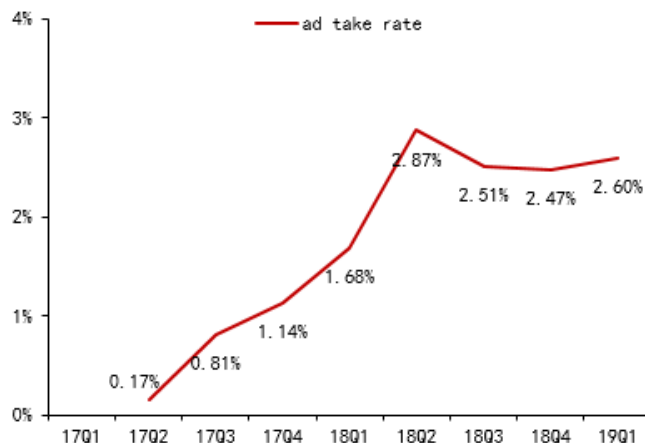
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：阿里巴巴 17Q1-19Q1 Ad take rate


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 9：拼多多 17Q1-19Q1 GMV


资料来源：公司公告、东方证券研究所

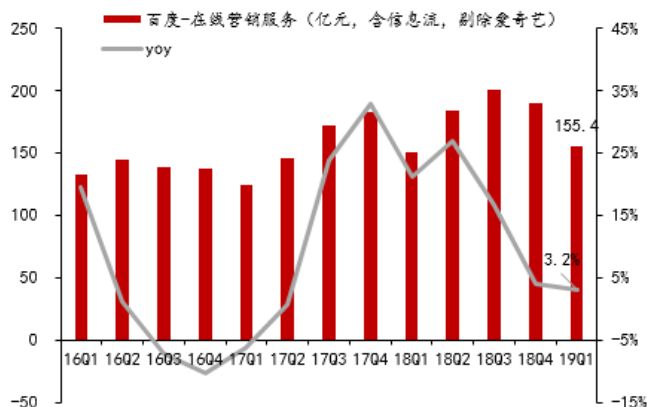
图 10：拼多多 17Q1-19Q1 Ad take rate


资料来源：公司公告、东方证券研究所

1.2 搜索广告：传统搜索流量价值下降，增速放缓明显

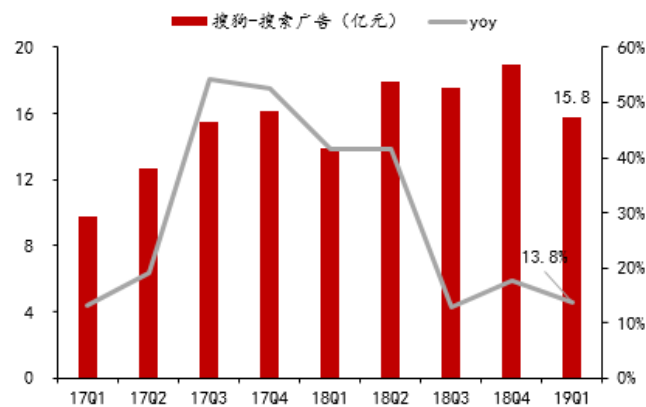
百度是国内最大搜索引擎，据 statcounter 数据 2018 年百度在中国网络搜索市占率为 70.3%，其次是神马搜索，搜狗排名第三市占率为 4.7%。【百度-在线营销服务】披露数据包括了以搜索广告收入为主，还包括爱奇艺广告收入和客户端信息流收入，我们将爱奇艺广告收入作为视频广告收入剔除，在后文单独讨论。因此我们选择剔除爱奇艺广告收入后的【百度-在线营销服务】、【搜狗-搜索广告】分项业务作为统计口径。

图 11：百度 16Q1-19Q1 广告收入（含信息流，剔除爱奇艺）



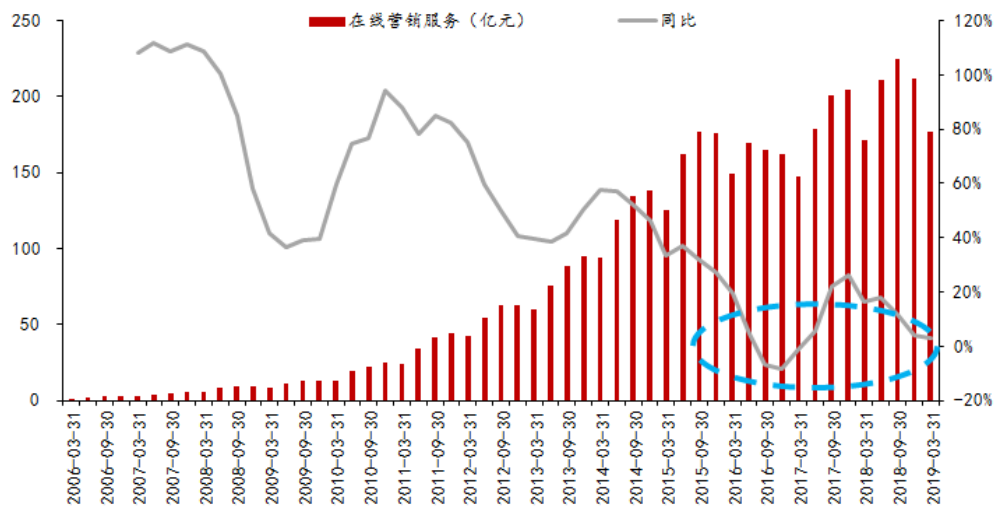
资料来源：公司公告、东方证券研究所 注：剔除爱奇艺广告收入

图 12：搜狗 17Q1-19Q1 广告收入



资料来源：公司公告、东方证券研究所

部分主投行业受政策影响，搜索广告增速近两季度增速明显放缓。不考虑爱奇艺广告收入，百度 18Q4/19Q1 广告收入分别为 189.9/155.4 亿元，同增 3.9%/3.2%，收入增速较前几季度明显放缓。百度搜索结构中医疗占比最高（约 30%），其次教育/金融/游戏占比分别约 11%-15%。近两季度受政策影响，叠加平台持续整顿医疗广告、游戏和金融政策监管加强有关，占比较高的行业受影响较严重，导致广告收入下滑明显。由于百度 APP 信息流广告增速更快（据财经报道，2018 年百度信息流广告增速 40-50%），我们认为仅搜索广告收入在 19Q1 大概率负增长。搜狗 19Q1 搜索广告收入 15.8 亿元，同增 13.8%，单季增速较 18Q4 亦有下滑。整体来看，百度和搜狗广告收入从 18Q3 起均有明显放缓，与经济增速同步下行，并没有展现出电商广告穿越周期的强劲韧性。

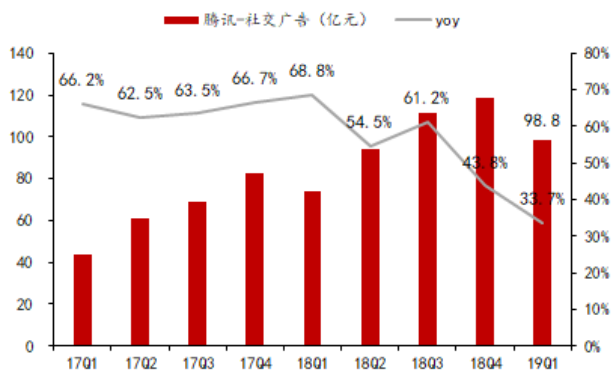
图 13：百度广告业务收入同比增速（含爱奇艺）


资料来源：各公司财报、东方证券研究所 注：百度 2015 年之前不单独披露爱奇艺广告季度收入，为保持前后数据口径一致，采用百度整体广告收入

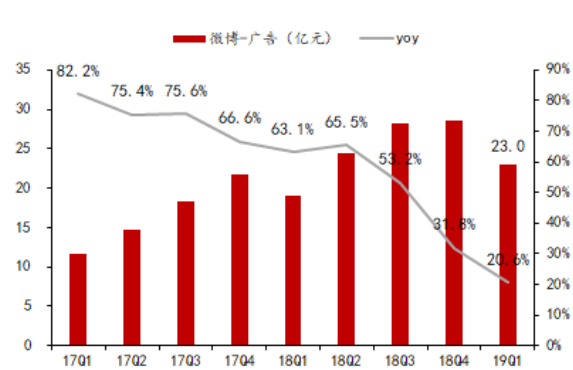
中长期来看，搜索将呈现分散化趋势，传统搜索引擎的流量价值下降。首先，我们认为搜索是最有效且有价值的广告形式，CTR&ROI 天然高，但搜索形式我们发现正在发生变化。PC 互联网时代，搜索引擎是最主要的获取信息方式和流量入口，因此 2006 年直到 2014 年之前均为搜索广告的黄金时代，在此期间百度单季度广告收入增速基本都保持在 50%-100% 区间。而步入移动互联网时代，电商、社交、信息流媒体、O2O 等崛起，各自跑马圈地汇集海量流量，并加入搜索形式对用户注意力和广告主预算持续分流，削弱了搜索引擎作为流量入口的价值。而 2014 年后百度广告形式仍以单一搜索广告为主，因此广告收入增速下滑明显，2016 年之后还经历了监管强化、搜索广告整顿等，增速中枢下降到 15% 左右，甚至一度负增长。

1.3 社交社区广告：传统巨头增速放缓，短视频贡献显著增量

社交社区广告增速稍有放缓，社交流量广告变现潜力仍大。腾讯社交广告 19Q1 收入 98.8 亿元，同比增长 33.7%，增速略有下滑但仍保持高增速，与搜索、视频和媒体广告的接近零增长甚至负增长相比已是亮眼。微博 19Q1 广告收入 23 亿元，单季度增速由 18Q2 的 65.5% 持续下滑至 19Q1 的 20.6%。腾讯社交广告包括了微信、QQ、应用商店和优量（广告联盟）收入，广告形式以信息流效果广告为主；微博广告以信息流为主，还包括搜索、展示类。虽然受到宏观经济影响增速放缓，但社交平台流量壁垒高、用户规模大、粘性强，生态体系下多维数据也对用户的画像刻画也更为精确，我们仍看好社交广告在互联网广告中扩大份额、取得超额增长。

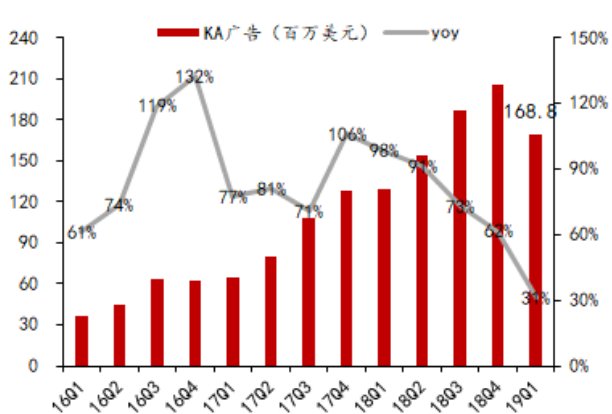
图 14：腾讯 17Q1-19Q1 社交广告收入


资料来源：公司公告、东方证券研究所

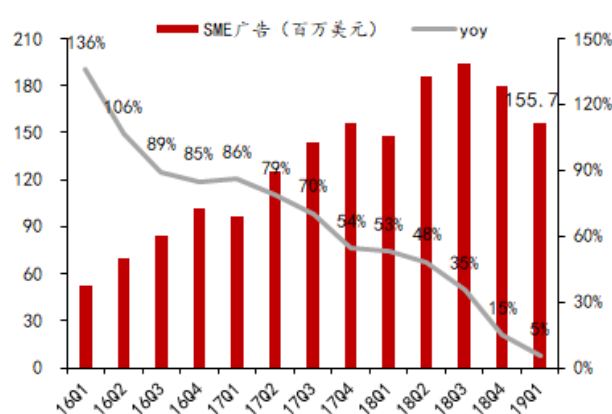
图 15：微博 17Q1-19Q1 广告收入


资料来源：公司公告、东方证券研究所

微博增速放缓或因短视频产品对其部分替代效应。微博将广告收入按广告主规模分为了大型广告主 KA (Key Account) 和中小广告主 SME (Small and Medium-Sized Enterprises)，19Q1 微博 KA 广告收入 1.69 亿美元，同比增长 31%但较前期增速有所放缓；SME 广告收入 1.56 亿美元，同比仅增长 5%。KA 和 SME 二者增速在 18 年以来均持续放缓。我们认为这一方面反映了品牌广告主在经济下行周期中的预算收缩，另一方面也和短视频社区的崛起造成的替代效应有关。微博内容呈现方式以图文和视频为主，微博信息流广告也和短视频信息流广告有较大相似性。从广告主投放角度，风头正劲的抖音、快手也是很好选择。

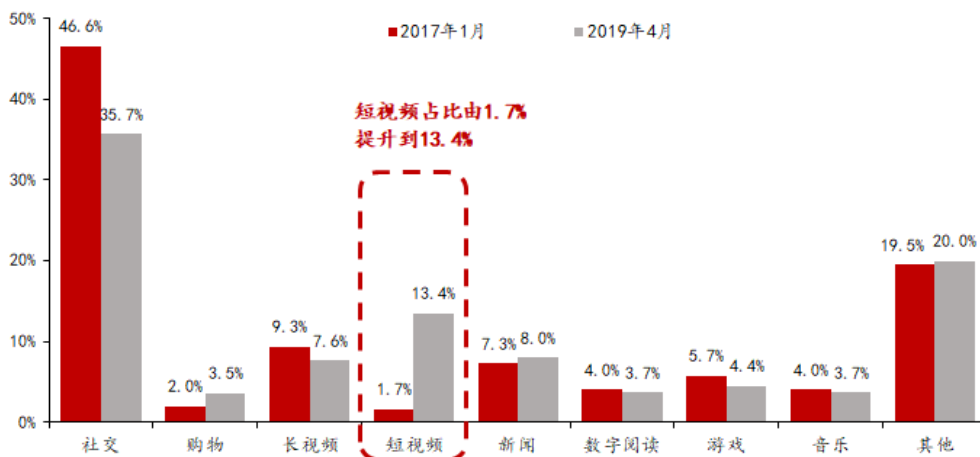
图 16：微博 16Q1-19Q1KA (关键客户) 广告收入


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 17：微博 16Q1-19Q1SME (中小客户) 广告收入


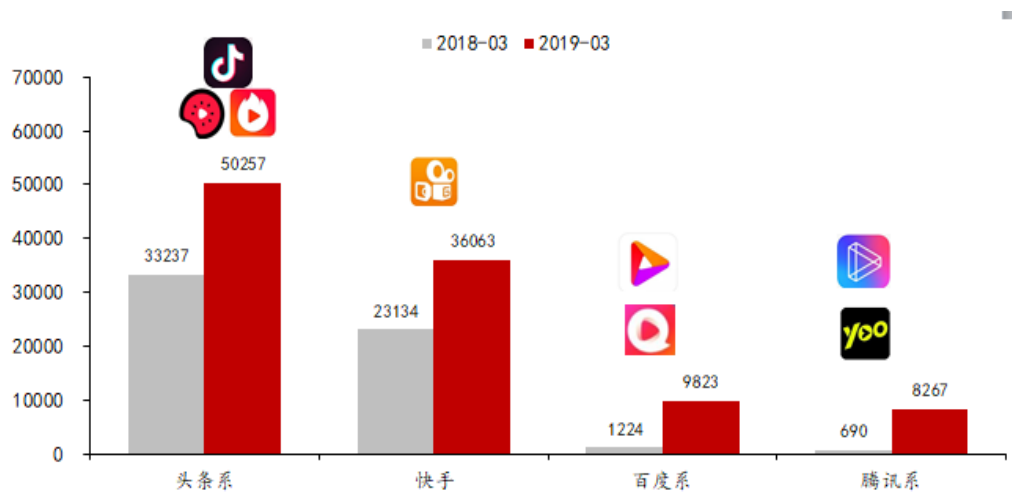
资料来源：公司公告、东方证券研究所

腾讯、微博、哔哩哔哩之外，短视频已成为最重要的社区社交流量池，根据 Quesrmobile 数据，2019 年 4 月短视频 APP 占移动互联网使用总时长比例已达 13.4%，较 17 年 1 月的 1.7% 有爆发式大幅提升，以微信、QQ、微博为代表的社交类 APP 使用时长份额下降 9pcts 至 35.7%。

图 18：移动互联网不同类型 APP 使用总时长占比


资料来源：Questmobile，东方证券研究所

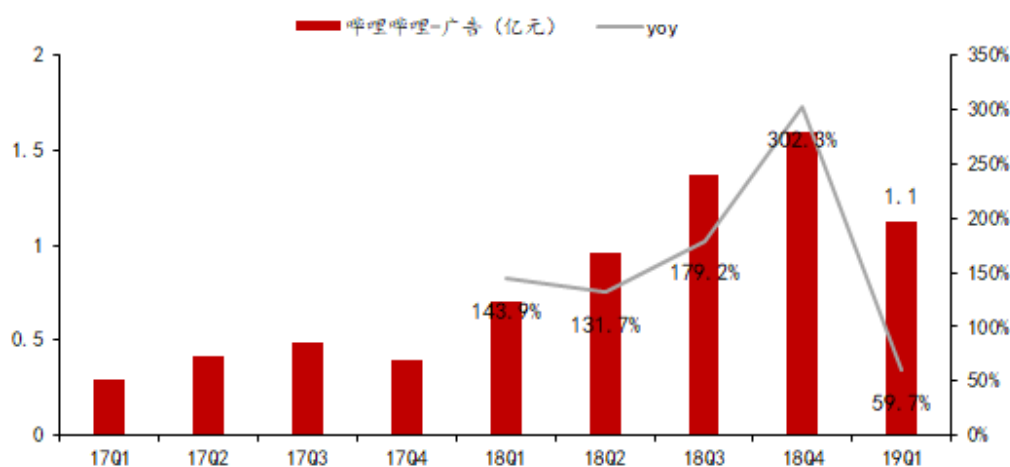
腾讯、百度错失短视频风口，头条系和快手瓜分数百亿增量红利。根据 Questmobile 数据，截至 2019 年 4 月头条系短视频应用 MAU（去重）规模超 5 亿人，5 月抖音 DAU 突破 2.5 亿；快手 MAU 达 3.6 亿，DAU 也超过 2 亿。相比之下百度系短视频（好看视频、全民小视频等）和腾讯系短视频 APP（微视、yoo 视频等）均未超过 1 亿，和抖音、快手差距较大，BAT 传统巨头都没有很好把握住短视频风口，也因此难以分享短视频信息流广告的变现红利。据恒大研究院预测抖音 2018 年广告收入保守估计在百亿以上，可能达 150-180 亿，19 年目标翻倍以上增长；而界面新闻则报道快手 2019 年目标营收 300 亿，主要由直播和广告贡献。

图 19：主要短视频 APP 去重月活跃用户规模（万人）


资料来源：Questmobile，东方证券研究所

B 站仍处于商业化早期，广告增速有望持续保持领先。哔哩哔哩 19Q1 广告收入 1.1 亿元，同比增长 59.7%，仍保持高速增长但较 18Q4 明显回落。B 站广告收入增速远高于其他互联网广告，主要由于 B 站广告商业化处在初期，信息流视频广告加载率较低且不存在贴片广告，可挖掘广告库存空间广阔。与爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆等 PGC 视频平台不同，B 站作为 Z 世代 UGC 视频社区，虽然用户规模相对较小，但黏性远高于 PGC 平台、人群画像更加细致，未来商业化程度提升后单位流量价值也可能更高。

图 20：哔哩哔哩 17Q1-19Q1 广告收入



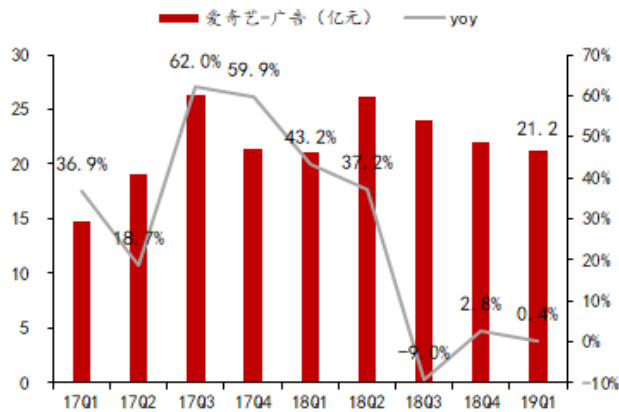
资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.4 视频广告：需求疲软叠加监管加强，增速大幅下滑

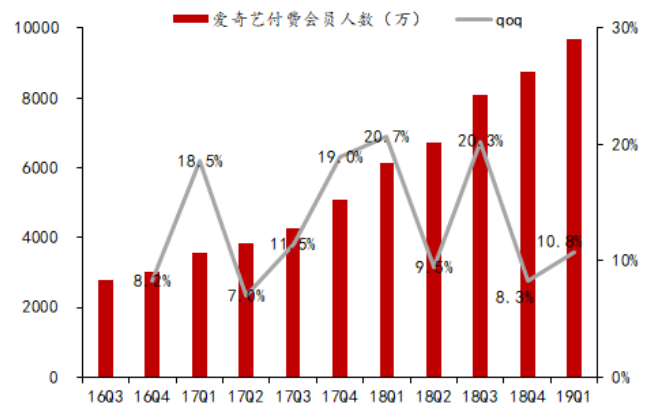
上文讨论的电商、搜索和社交广告都是效果属性较强的互联网广告形式，而视频广告目前仍以长视频贴片展示类广告为主，更偏向于品效合一或品牌广告。信息流视频广告比例仍较小，未来随抖音、快手等短视频平台商业化开发推进，有望成为视频广告中的主流形式，但目前将爱奇艺、腾讯视频广告定义为品牌广告收入较为准确。

经济下行导致投放预算削减，监管政策延缓内容上线，双重压力导致视频广告增长明显放缓。爱奇艺 19Q1 广告业务收入 21.2 亿元，同比仅增长 0.4%，18Q4 也仅增长 2.8%，原因一方面是由于宏观经济不景气导致广告主投放需求疲软，视频贴片以品牌广告为主首当其冲；另一方面由于“限古令”等监管政策部分剧集延期上线，导致相关品牌广告收入受到影响。腾讯媒体广告收入中包括腾讯视频、QQ 浏览器、腾讯新闻等，其中以视频为主，因此在一定程度上也可以代表腾讯视频收入变化趋势，19Q1 收入 35 亿元，同比增长 6.1%，较 18Q3/Q4 的 23.5%/25.9% 增速大幅下滑，同样是由于视频贴片、新闻媒体广告的品牌属性导致其承压明显。

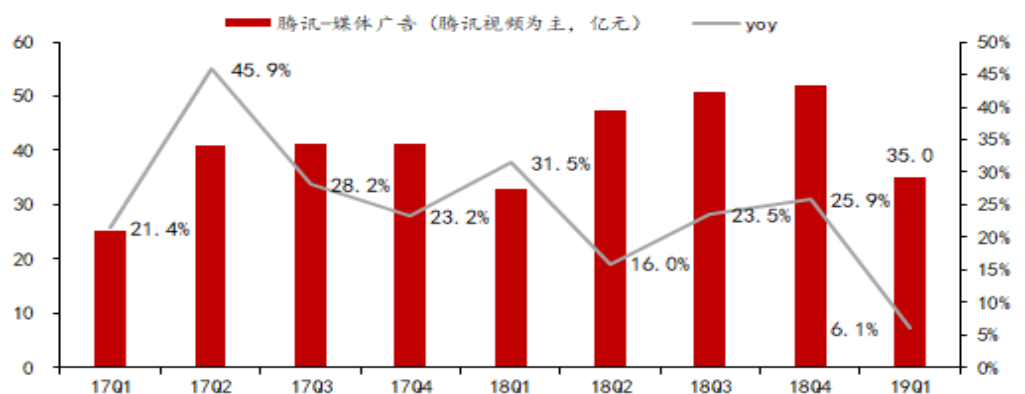
长期来看，视频付费率提升将持续挤压贴片广告空间，视频广告形式有望迎来变革。目前贴片广告仍是最主要的视频广告形式，爱奇艺付费会员规模持续快速增长，季度环比增速保持 10~20%，19Q1 已达 9680 万，会员订阅收入已连续 3 个季度超过广告收入。付费渗透率的提升将直接挤压贴片广告库存，未来视频平台广告变现需要探索信息流、智能植入等新兴广告形式。

图 21：爱奇艺 17Q1-19Q1 广告收入


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 22：爱奇艺付费会员规模


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 23：腾讯媒体广告 17Q1-19Q1 收入（以腾讯视频为主）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

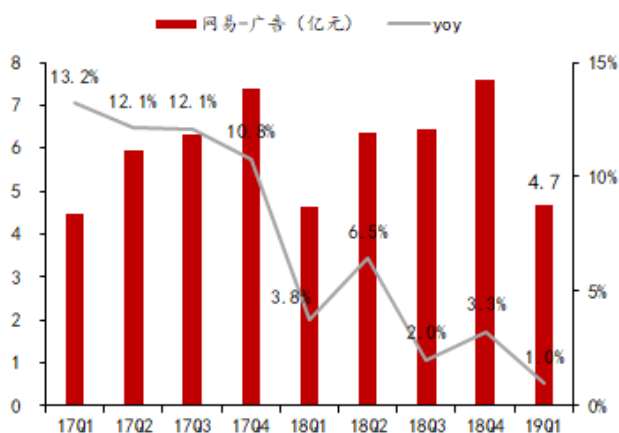
1.5 媒体广告：流量分流和宏观经济双重压力，传统门户负增长，下沉市场红利值得挖掘

媒体广告在几种互联网广告中品牌属性最强（因最传统）。整体来看，网易、新浪、搜狐、凤凰等以门户网站起家的资讯类媒体在流量被头条系、微信公众号持续分流的大趋势下，2018年下半年至今又面临宏观经济下行的广告主预算缩减，双重压力导致媒体广告收入下滑最为显著：

- 网易由于产品矩阵相对丰富，广告构成也相对多元，除了网易新闻和网易邮箱外，网易云音乐、有道云、有道词典、网易公开课等也贡献了可观广告位数量，广告形式上以展示类的品牌广告为主。19Q1 广告收入 4.7 亿元，同比增长仅 1%，较 18Q4 的 3.3% 继续下滑；
- 新浪门户网站广告不包含微博，由新浪新闻、新浪财经等资讯类 APP 广告和 PC 门户广告构成，主要为展示类的品牌广告。19Q1 收入 3.2 亿元，同比下滑 21.6%，较 18Q4 略有缩窄；

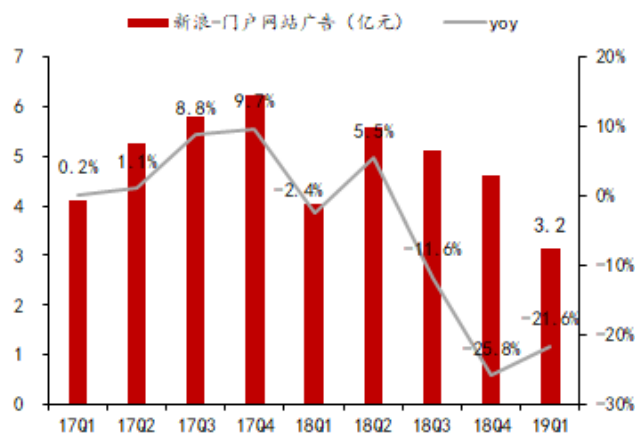
- 搜狐品牌宣传广告不含搜狗搜索广告，主要由搜狐门户、搜狐视频、搜狐畅游等构成，其中门户及客户端收入占比 55%，视频占 23%。19Q1 收入 2.9 亿元，同比下滑 18.4%，降幅较 18Q4 的 16.4% 略有扩大；
- 凤凰新媒体广告收入主要来自 PC 门户、凤凰新闻客户端、凤凰视频等，以品牌广告为主，19Q4 广告收入 2.2 亿元，同比减少 11.1%。

图 24：网易 17Q1-19Q1 广告收入



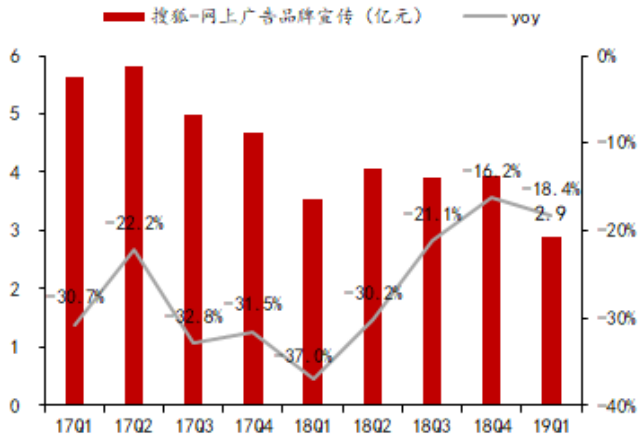
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 25：新浪 17Q1-19Q1 广告收入（不含微博）

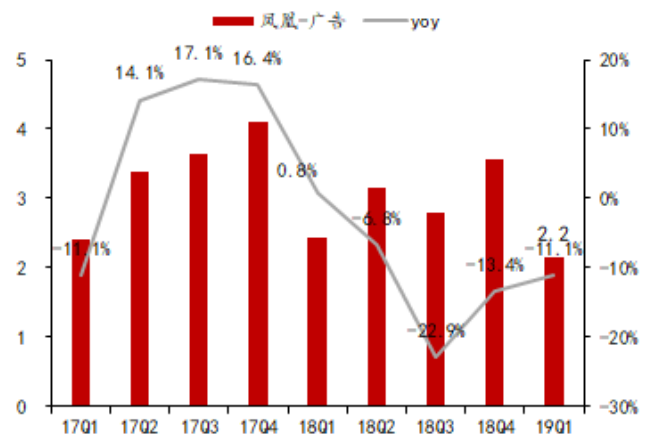


资料来源：公司公告、东方证券研究所

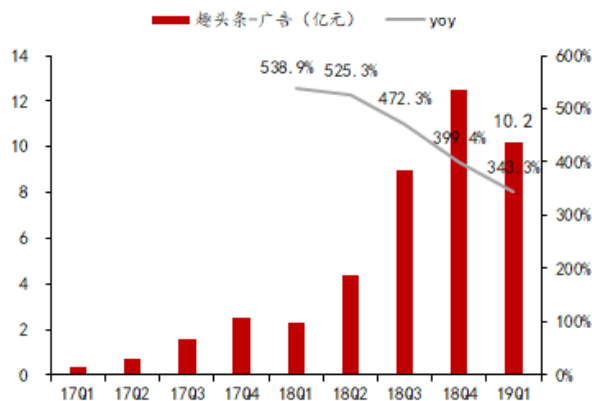
受益下沉市场流量红利，趣头条广告逆势高增长。趣头条作为瞄准下沉市场的内容聚合平台，通过社交裂变和现金激励低成本获客，迅速汇集低线城市流量，广告变现以信息流、CPC 计价为主，效果属性强。19Q1 收入 10.2 亿元，同比增长 343%，在广告整体不景气的大环境下逆势取得高速增长，一方面有低基数效应的原因，另一方面也由于用户规模增长迅猛，下沉市场流量通过信息流广告成功变现。即使不考虑流量规模的增长，CPC 计价的信息流广告由于其效果属性，相比 CPM 计价的展示类广告在经济下行期也更易吸引广告主投放。

图 26：搜狐 17Q1-19Q1 广告收入（不含搜狗）


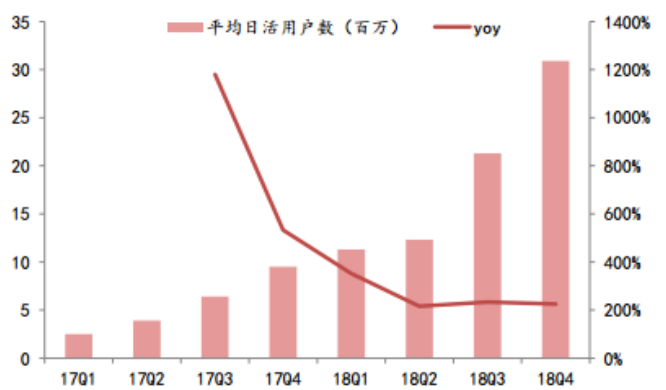
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 27：凤凰新媒体 17Q1-19Q1 广告收入（亿元）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 28：趣头条 17Q1-19Q1 广告收入


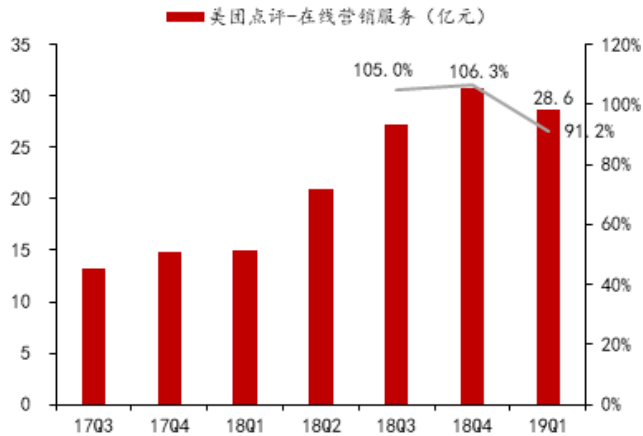
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 29：趣头条 17Q1-18Q4 平均 DAUs


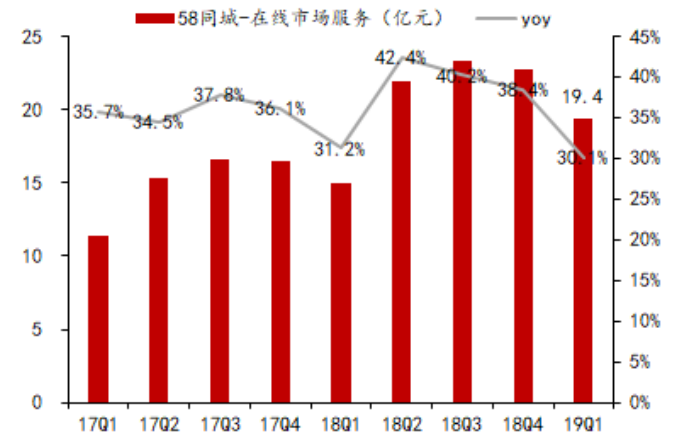
资料来源：公司公告、东方证券研究所

1.6 其他：生活服务广告效果属性强，保持逆势增长

线上渗透率提升，营销效果属性强，生活服务类广告维持高速增长。美团点评 19Q1 在线营销服务收入 28.6 亿元，同比增长 91.2%，增速较 18Q3/Q4 小幅下降但仍维持高位，主要受益于平台活跃商家数量、GMV 快速增长以及广告业务本身仍处在扩张期。58 同城 19Q1 广告收入 19.4 亿元，同比增长 30.1%，季度增速自 18Q2 起小幅下降但有限。生活服务类广告受宏观经济影响较小，我们认为原因除了生活服务交易线上渗透率持续提升之外（类似电商广告逻辑），还在于餐饮、娱乐休闲、地产等 O2O 营销服务更注重客户转化，ROI 可量化。

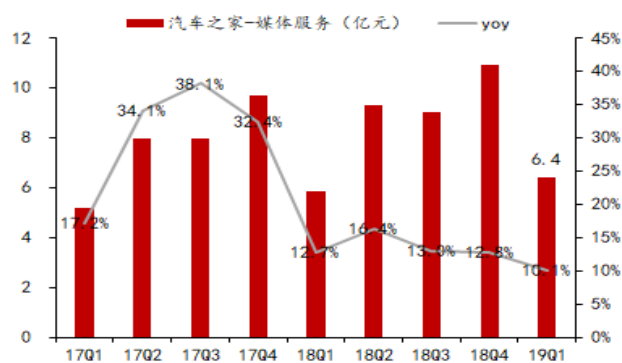
图 30：美团点评 17Q3-19Q1 广告收入


资料来源：公司公告、东方证券研究所

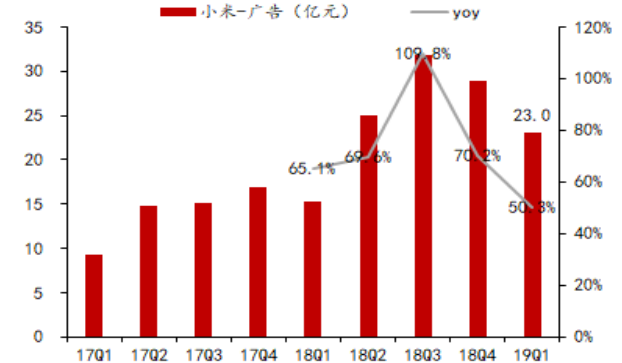
图 31：58 同城 17Q1-19Q1 广告收入


资料来源：公司公告、东方证券研究所

汽车之家是国内领先的汽车领域垂直社区，19Q1 广告收入 6.4 亿元，同比增长 10.1%，季度广告增速从 18Q2 起亦有持续下滑但幅度有限，在中国月度乘用车销量连续 10% 以上幅度下滑的惨淡车市下，能连续 4 个季度取得 10% 以上增长已实属不易。这主要是因为汽车之家凭借高精度的用户数据，与 4S 店、车企深度合作主打定向效果营销，转化率和 ROI 高，支撑广告业务逆势增长。小米则依托自己的“米粉”用户和软硬件生态体系，拥有浏览器、应用商店、视频、音乐等丰富广告资源，在 19Q1 实现 23 亿广告收入，同比增长 50.3%。

图 32：汽车之家 17Q1-19Q1 广告收入


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 33：小米集团 17Q1-19Q1 广告收入


资料来源：公司公告、东方证券研究所

总结来看，一季度互联网广告分化明显，以电商、社交广告为代表的效果广告维持中高增速，电商一枝独秀，腾讯社交、微博有所下滑但增速仍维持中高，而视频、媒体等展示类品牌广告放缓明显，部分媒介甚至出现负增长。品牌广告明显强于效果广告，短视频崛起对原有社交社区的广告投放产生替代效应。

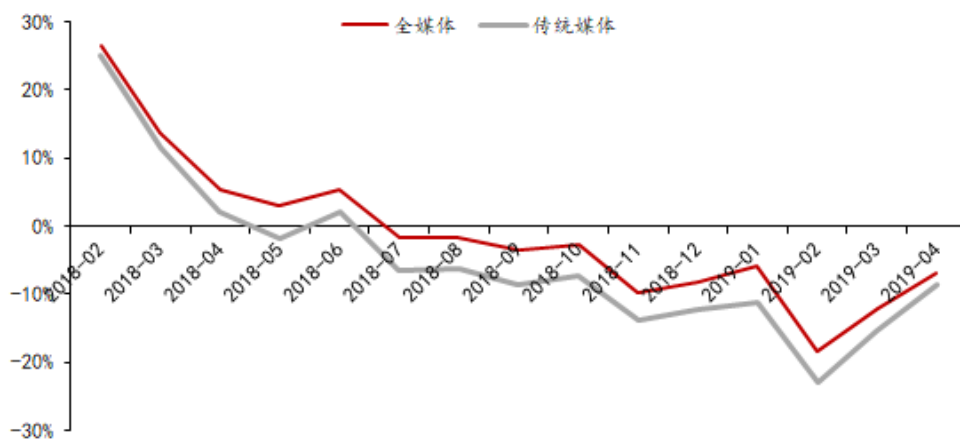
2.19Q1 互联网广告疲软原因分析

我们认为 19Q1 上市互联网广告公司整体增长乏力的原因，一方面是需求端宏观经济下行导致广告主投放缩减，更进一步品牌/效果广告各有结构性不利因素（品牌广告部分头部行业下滑严重，如汽车；效果广告部分头部行业受政策影响明显，如金融、医疗、游戏等），另一方面是媒介端竞争格局的变化，头条系 APP 的崛起持续切分流量和广告收入。

2.1 宏观经济下行导致广告主预算削减

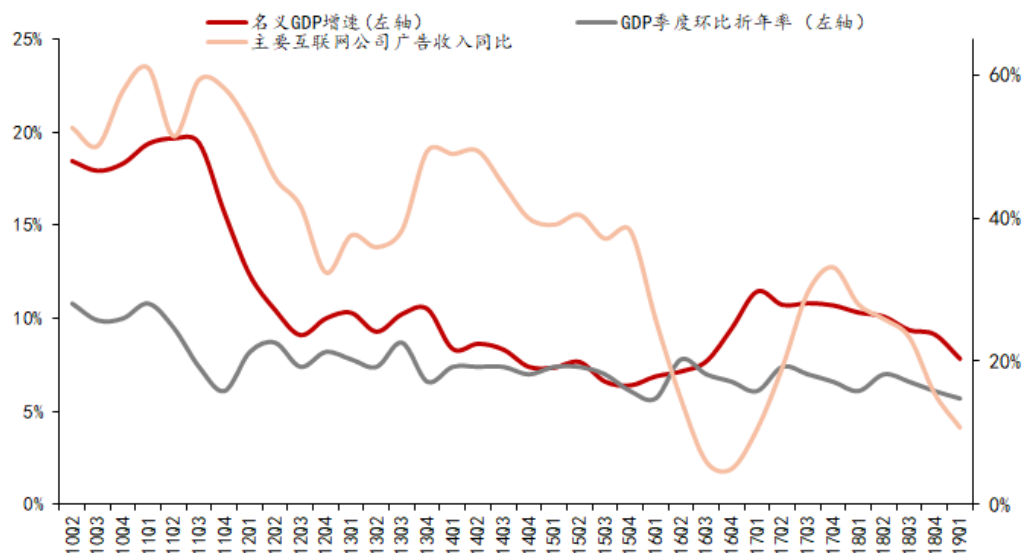
线下品牌广告下滑明显。线下广告都属于品牌广告，根据 CTR 披露的数据，2019Q1 中国广告市场（不含互联网）整体下滑 11.2%，4 月同比下滑 6.8%，电视为代表的传统线下媒体下滑幅度更大，生活圈媒体也不再维持以往高增速，而且 CTR 统计口径为刊例支出，若考虑到销售困难期媒体可能给予广告主更高折扣，品牌广告实际降幅大概率更高。

图 34：CTR 中国广告市场（不含互联网）刊例花费同比变化



资料来源：公司公告，东方证券研究所 注：CTR 为抽样调查不含互联网，按刊例价估算花费，或与实际数据存在差异

由于缺少按照季度统计的广告市场实际收入数据，我们将腾讯、百度、微博、新浪、网易、搜狐、搜狗 7 家互联网公司的广告业务收入加总，作为主要互联网公司广告收入变量，这 7 家公司 2018 年广告收入合计占总广告市场约 25%，一定程度上可以反映互联网广告趋势变化；选取了 10Q2 以来的名义 GDP 增速、GDP 季度环比折年率作为宏观经济变量。

图 35：名义 GDP 增速和主要互联网公司广告收入增速


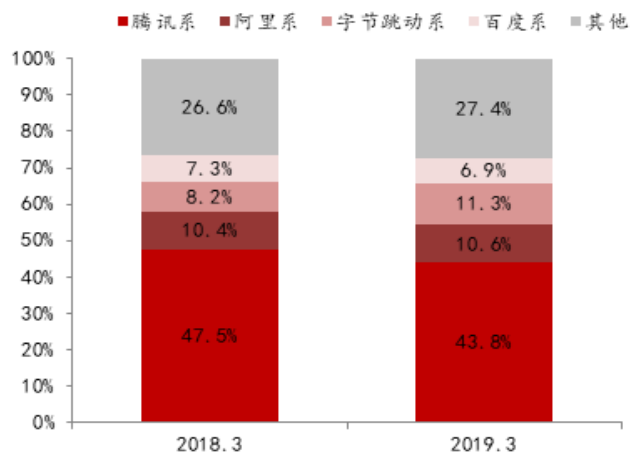
资料来源：wind，公司公告，东方证券研究所 注：主要互联网公司广告收入含腾讯、百度、微博、新浪、搜狗、网易、搜狐的广告业务收入，不含阿里京东的电商广告

广告市场和宏观经济变动趋势基本一致，后周期效应明显。我们发现广告收入增速和名义 GDP 增速趋势大体一致，主要互联网公司广告收入增速的变化大体滞后 GDP 两个季度左右，即宏观经济变化或在 2 个季度后传导至广告市场。随着中国经济整体增速中枢的下移，企业信心将更为谨慎，预算投放的管理也将更加长期，即使 19Q3 经济出现反弹广告主也很难立刻加大投放，我们认为年内广告需求侧将持续承压。

2.2 字节跳动带来竞争格局变化，持续切分流量与收入

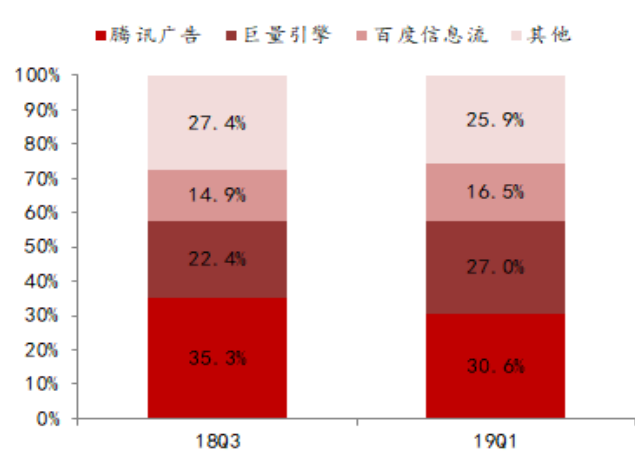
宏观经济影响外，字节跳动的迅猛发展也对以上互联网公司的流量与广告收入形成了分流。根据 Questmobile 数据，以今日头条、抖音为代表的字节跳动系 APP 在全网总使用时长占比由 18 年 3 月的 8.2% 提升到 19 年 3 月的 11.3%，占比已超过阿里系仅次于腾讯，我们认为是在作为广告变现基础的总时长上已经领先。据 APP Growing 监测，2019 年 1 季度移动端广告投放中，字节跳动的巨量引擎（前身为今日头条营销平台）占比 27%，较 18Q3 提升 4.6pcts，仅次于腾讯广告 30.6% 的占比，可见今日头条、抖音等 APP 已经在互联网广告中切分掉相当大份额。据彭博报道，字节跳动 2018 年营收约为 500-550 亿元，假设其中广告收入 400 亿元，已接近 2018 年百度广告收入的 1/2、腾讯广告收入的 2/3，在后互联网红利期必然对其他互联网公司形成冲击。

图 36：各大互联网巨头 APP 使用时长占比



资料来源：Questmobile、东方证券研究所

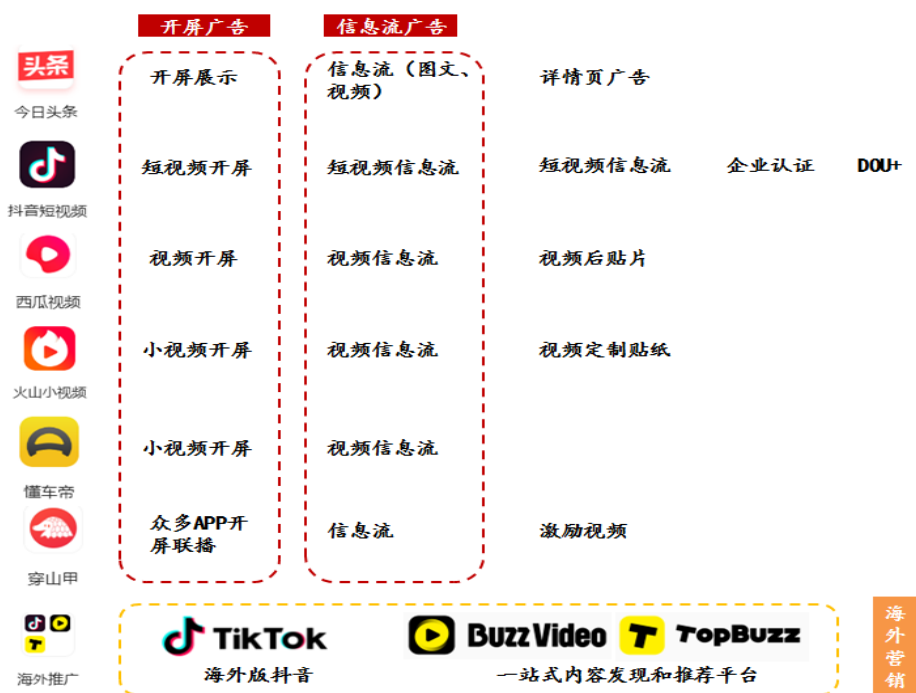
图 37：主要流量平台投放金额监测占比（APP Growing 估算）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

应用矩阵和广告资源丰富，巨量引擎聚合流量精准投放。2019 年初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（中小 APP 广告联盟）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，有助于整体营销能力以及营销效果的提升。我们认为字节跳动基于数据、算法以及流量优势，在坐拥海量广告资源的同时还可以为广告主提供更加精准的营销服务。

图 38：今日头条产品矩阵及其广告资源



资料来源：巨量引擎官网，东方证券研究所

逆势追求翻倍增长，2019 年势必刺刀见红。据界面新闻，字节跳动 2019 年目标营收 1000 亿元，即使剔除其中的海外收入、非广告收入，若实现这一目标抖音、头条广告收入也要达到翻倍或高双位数增长。19 年上半年广告主投放预算随经济放缓而收紧，全年广告大盘增长不乐观，字节跳动的逆势高增长大概率需要抢占原有投放媒介的存量份额。

综上所述，一季度广告市场整体疲软主要由于需求端宏观经济下行导致广告主预算缩减，更进一步**品牌和效果各有结构性不利因素**：品牌广告部分头部行业（如汽车、新经济）下滑严重，效果广告虽由于注重转化的特点受影响更小，但搜索、社交的增速也受到政策收紧影响，例如医疗（搜索广告主力）、游戏（社交买量主力）、金融等重要广告主行业导致监管加强。此外，**媒介端竞争格局的变化，头条系 APP 的崛起持续切分流量和广告收入。**

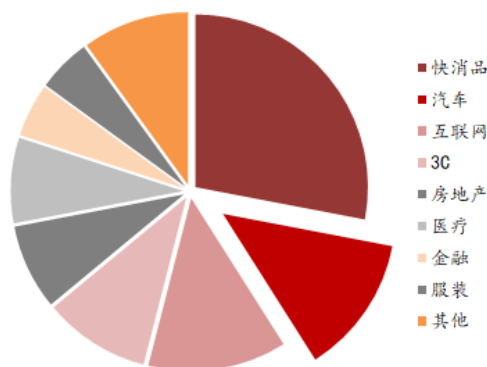
3. 抽样广告主分析：管窥细分行业投放行为

一季度广告整体疲弱主要还是因宏观经济出现下滑。下文我们将采取自下而上方法，从广告主角度出发，以汽车和新经济行业为例看下游广告主产业具体生产情况，已此来判断广告行业受影响程度。

3.1 汽车广告主：终端需求疲软，营销支出下滑显著

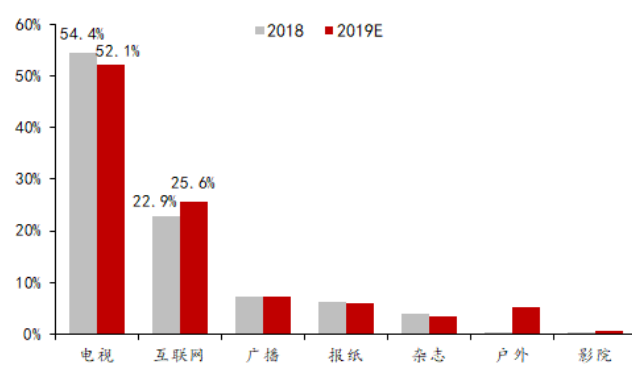
汽车行业是典型的品牌广告大户，2019 年投放预算下滑非常明显。据艾瑞咨询，汽车行业广告主投放金额占整个品牌广告市场的 10-15%，占比位居各行业前列；据 Zenith 媒体咨询，2018 年全球汽车厂商 54.4% 的广告预算投放至电视媒体，互联网占比 22.9%，考虑到线上广告中同样有一定比例属于品牌广告，汽车广告主 80% 以投放都属于品牌支出。汽车行业既是品牌广告市场的重要需求者，其自身广告结构也以品牌广告为主，因此是一个较好的观察品牌广告上游变化的样本。根据 4A 公司，2018 年下半年起汽车广告主投放出现疲软，2019 年有多家外资、合资车企削减广告支出幅度达 10-20%。

图 39：品牌广告主行业分布结构（2014 年）



资料来源：艾瑞咨询、东方证券研究所

图 40：全球车企广告投放媒介占比

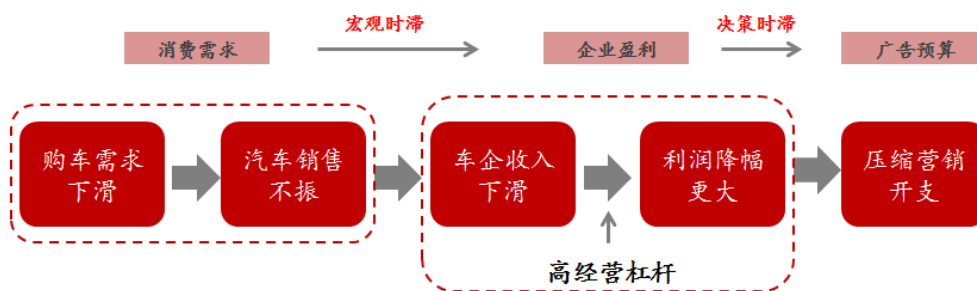


资料来源：Zenith、东方证券研究所

从逻辑上，我们认为宏观经济对汽车广告主投放行为的传导路径大致如下：终端消费者汽车购买需求下滑=>经销商库存增加、提车需求下降=>整车厂销量减少、销售收入下滑，而整车行业作为重资产行业固定成本大，高经营杠杆放大了净利润下滑幅度。为了减少亏损，车企不得不削减费用开

支，品牌广告作为一项非刚性支出必会减少。而从时间轴上来看，购车需求的下降到车企收入下滑，再从净利润下滑到削减营销开支，这一过程存在传导时滞和决策时滞，我们认为这可能是微观角度广告市场对宏观经济变动具有滞后性的原因。同理，当宏观经济回暖、消费需求提振时，广告费用的追加也存在滞后性。

图 41：宏观经济影响车企广告投放传导路径

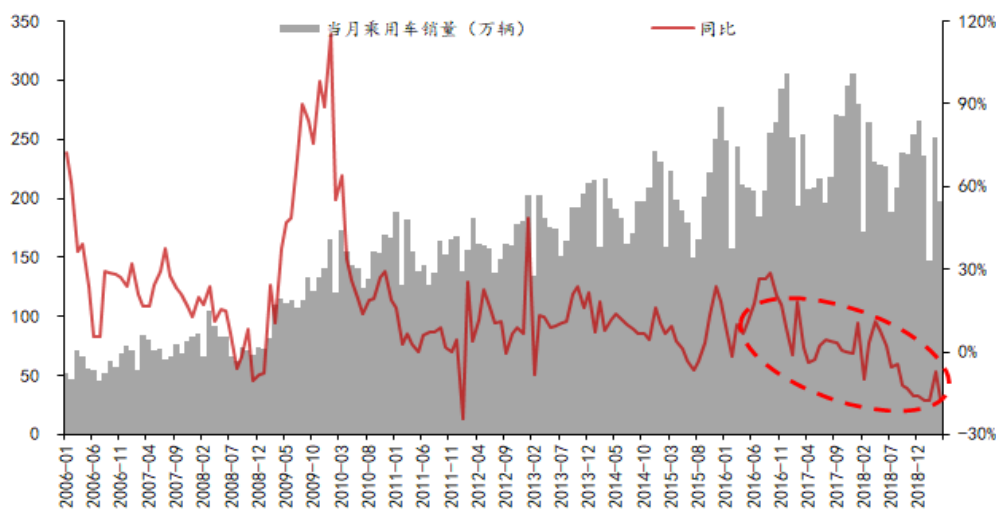


资料来源：东方证券研究所

下面我们从实证角度验证这一逻辑：

终端需求持续疲软，连续三个季度出现明显下滑。2015-2017 年受到购置税优惠政策刺激影响，国内乘用车市场快速扩大，也透支了 2017 年后的部分需求；叠加宏观经济下行压力加大，居民消费意愿下降也制约了汽车消费市场，2018 年下半年起国内乘用车月销量同比持续负增长，全年下滑 4.3%。数据来看，2018Q3/Q4/2019Q1 乘用车销量季度同比下滑分别达 7.7%/15%/13.8%，汽车销量增速已处于历史低点。

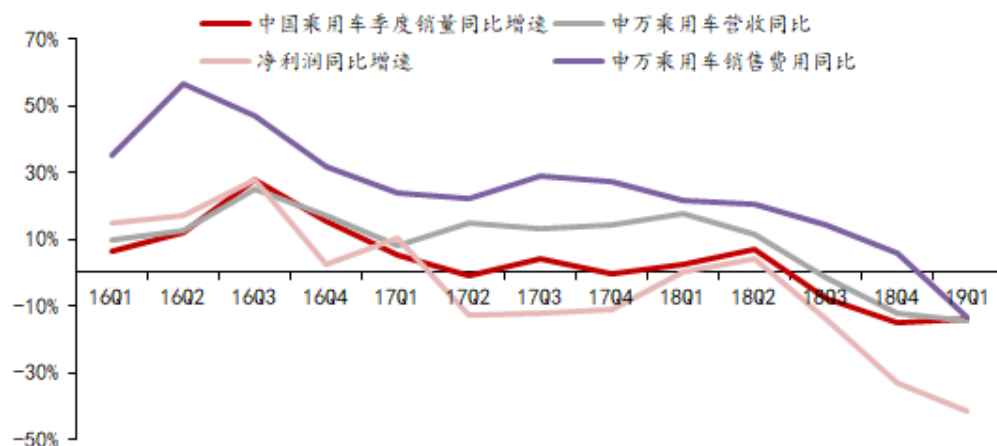
图 42：国内乘用车单月销量



资料来源：中国汽车工业协会，东方证券研究所

销售费用与销量、收入大趋势保持一致，但有 1-2 个季度左右滞后。根据数据分析，乘用车季度销量同比增速在 18Q2 达到阶段高点后转负，18Q3/18Q4/19Q1 同比下滑 7.7%/15%/13.8%，申万乘用车板块季度营收增速也随之下滑，18Q3-19Q1 分别为-1.6%/-11.9%/-14.1%，连续 3 个季度负增长（可理解为同步指标）；由于销售预算提前确定，不会当季立刻调整，销售费用变化存在 1-2 个季度左右的滞后性，例如 16Q1-Q2 和 18Q3-19Q1，其中 18Q3 乘用车销量和营收都已出现明显下滑，但销售费用增速只是小幅收窄，四季度也保持正增长，直到 19Q1 才转负。我们判断这可能由于销售费用中除去运输费等和销量强相关的开支，广告费、宣传推广费等营销投入更多与上一期预算和未来信心有关，无法及时调整，因此存在一定滞后。导致结论：销售费用没有完全和营收一致调整，也会放大净利润的下滑幅度，营杠杆导致同期净利润下滑幅度更大，一季度同比减少 41.7%。

图 43：申万乘用车板块营收、净利润、销售费用增速



资料来源：wind，东方证券研究所

总结来看，汽车终端需求维持疲软，车企销量和营收持续下滑，高经营杠杆则会导致净利润降幅更大。为了改善业绩企业将压缩非刚性开支，品牌广告首当其冲，但这一调整过程往往存在 1-2 个季度的滞后。目前汽车销售端拐点尚不明确，但即使可以在 19Q2 末或 Q3 初实现降幅收窄乃至增长。品牌广告支出也会有滞后性，下降趋势在未来两个季度大概率会延续。只有当车企对增长持续性有较强信心时才会明显提升广告预算。因此我们认为即使下半年销售端有所起色，汽车广告预算也难有明显反转，对行业全年投放持谨慎态度。

3.2 新经济广告主：一级市场降温，创投类广告主投放动力不足

除了一线成熟品牌外，近年来依靠融资迅速崛起的互联网企业和新兴消费品牌等创投型企业同样是重要的品牌广告主，据 CTR 数据，2018 年生活圈媒体 10 大新增投放品牌中，创投类广告主占比近 2/3。

图 44：2018 年生活圈媒体新增 TOP10 品牌

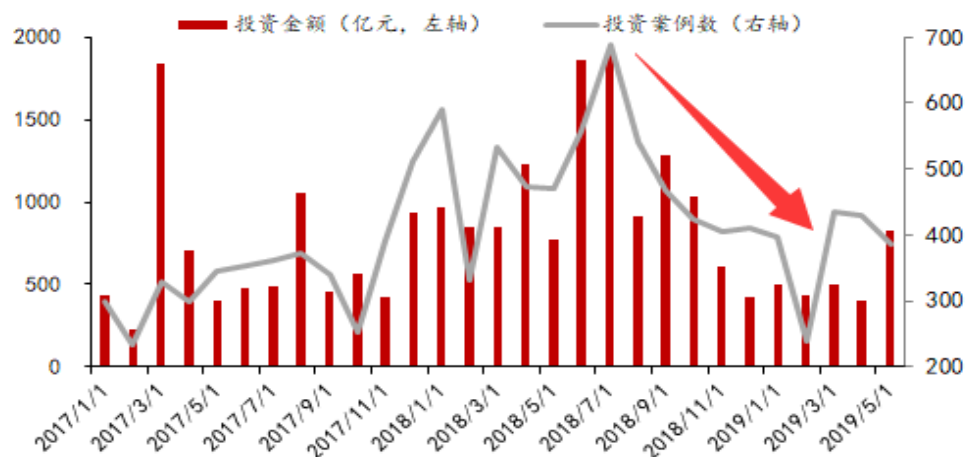
排名	电梯电视新增TOP10品牌	互联网新品牌	电梯海报新增TOP10品牌	互联网新品牌	影院视频新增TOP10品牌	互联网新品牌
1	瑞幸	√	瑞幸	√	自如	√
2	妙优车	√	金六福		唐小僧理财	√
3	必要	√	妙优车	√	妙优车	√
4	快狗打车	√	易车	√	对啊	√
5	波司登		快狗打车	√	胖子行动队 电影宣传片	
6	芝士超人	√	小米有品	√	贝壳找房	√
7	小米有品	√	PPMONEY	√	瑞幸	√
8	露露		雨虹		李茶的姑妈 电影宣传片	
9	惠而浦		必要	√	小猪快跑游戏	√
10	金六福		养生堂		毛豆新车网	√

资料来源：CTR, 东方证券研究所 注：该排名为 CTR 抽样调查的刊例花费，和实际排名有差别

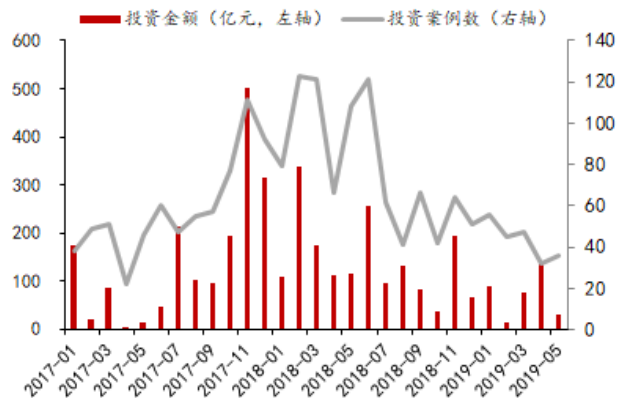
一级市场投融资紧俏，创投型广告主投放动力不足。创投驱动型公司由于成立时间短，往往需要进行大规模广告投放来建立品牌形象，提升市场认知度和获取客户，因此是品牌广告投放大户，例如过去两年的二手车行业和瑞幸咖啡、幸福西饼等。该类广告主处于初创阶段，现金流入往往有限。

因此广告投放基本依靠融资烧钱，融资冷热直接影响广告预算。进入 2018 年下半年以来，我国 PE/VC 投资规模和投资事件数都明显下滑，与 17 年到 18 上半年形成鲜明对比，一级市场投融资遇冷直接导致 18 年下半年以来创投型企业的投放动力不足，品牌广告尤其受到冲击。

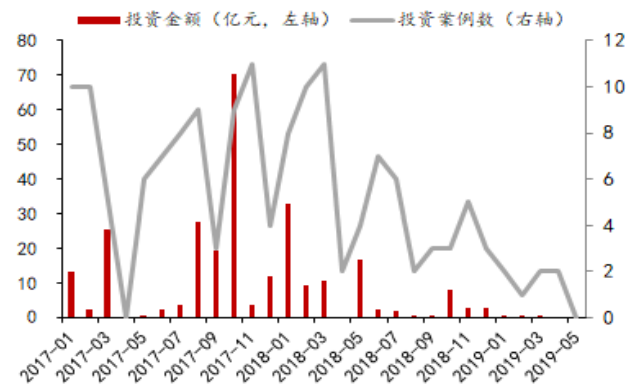
图 45：中国 PE/VC 投融资金额和数量统计



资料来源：wind, 东方证券研究所

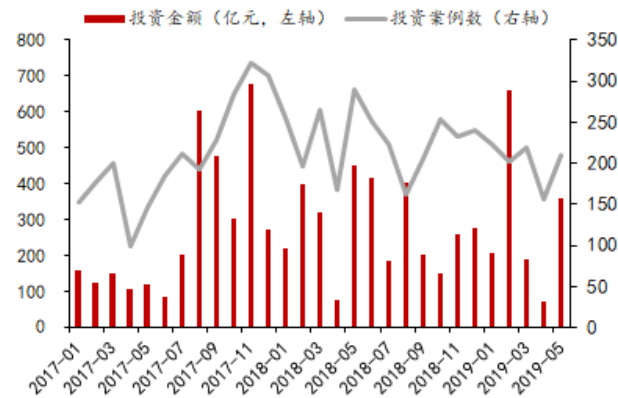
图 46：中国 PE/VC 可选消费行业投资金额和数量


资料来源：wind、东方证券研究所

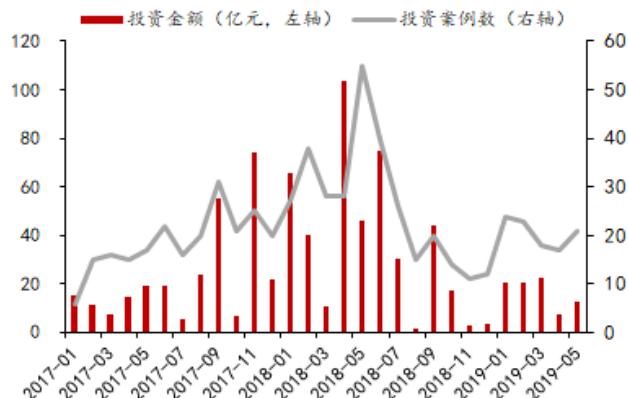
图 47：中国 PE/VC 日用消费品行业投资金额和数量


资料来源：wind、东方证券研究所

分行业看，可选消费和日用消费品行业的一级市场融资额下降明显，医疗保健从高点回落，软件和互联网服务相对稳定。而消费品是品牌投放大户，医疗行业则是重要的互联网广告主，融资遇冷对品牌广告投放影响明显。

图 48：中国 PE/VC 软件和互联网服务行业投资金额和数量


资料来源：wind、东方证券研究所

图 49：中国 PE/VC 医疗保健行业投资金额和数量


资料来源：wind、东方证券研究所

新经济新品牌广告主盛筵难再。总结来看，以初创企业为主的新品牌广告主由于 18 年下半年以来一级市场投融资规模和数量下降，广告投放来源收紧，而这些企业往往是品牌广告投放大户。我们认为，一方面初创企业的广告预算来自融资，具有不稳定性；另一方面中国经济步入存量时代，企业竞争强者恒强是大概率事件，新品牌的出现频率从长期来看是下降趋势。因此我们预计初创型广告主投放或难以再现 15-18 年的高增长，在整体广告市场的占比也将下降，对新经济行业客户依赖较高的媒介可能受到持续冲击。

综上所述，虽然这两类广告主无法覆盖所有所有行业，但投放占比高、代表性强，能够管窥品牌广告投放趋势。我们发现：1) 品牌广告主投放预算受下游需求和企业经营情况影响明显，而终端消费需求-企业盈利-广告预算的传导具有滞后性（如销售费用的下滑滞后于销量），结合第二章分析大约滞后 1-2 个季度；2) 创投型公司广告投放受融资驱动，长期看持续性存疑，该类广告主占比较大的媒介会受到明显冲击。就汽车销量和一级市场融资而言，19Q2 尚未出现反转；受贸易战超预期影响宏观经济复苏或延后，Q2、Q3 出现阶段性拐点的概率下降，即使反弹，同期广告市场由于滞后性也难有向上弹性。因此我们认为品牌广告大概率 19Q2-Q3 会继续疲软，以品牌广告收入为主的媒介会持续受到冲击。

4.投资建议

从 19Q2 收入指引看,爱奇艺 yoy+12~18%,广告负增长/微博 yoy+7~10%/百度 yoy-2~+4%，均不及预期，反映二季度互联网广告大概率继续疲软。我们认为宏观经济复苏的不确定性受贸易战影响增大，Q2、Q3 出现阶段性拐点的概率下降，即使反弹，同期广告市场由于滞后效应的存在也使短期内向上弹性有限，Q3 品牌广告大概率难以出现反转；同时另一方面字节跳动的强势分流有望持续，因此我们对全年互联网广告持谨慎态度，建议密切跟踪宏观经济变化、重要广告主行业改善情况以及竞争格局变动。线下转线上，品牌转效果的仍是长期趋势，效果广告相对表现更佳，我们建议从长期视角关注电商广告和社交社区广告两条主线：

- **电商广告**：我们认为电商广告凭借强效果属性稳 ROI，在经济下行期更具韧性；同时线上消费渗透率持续提升、电商平台 GMV 有望持续维持中高速增长，因此电商广告具有穿越周期的超额价值，有望继续逆势高增长。我们建议关注龙头阿里巴巴（BABA.N，未评级）和受益下沉市场、货币化率较快提升的拼多多（PDD.O，买入）
- **社交社区广告**：以信息流为主要形式的社交社区广告同样具有强效果属性，虽然受到宏观经济影响增速放缓，但社交平台流量壁垒高、用户规模大、粘性强，生态体系下多维数据也对用户的画像刻画也更为精确，我们仍看好社交广告在互联网广告中扩大份额、取得超额增长。我们建议关注社交广告变现潜力仍大的腾讯控股（0700.HK，未评级），估值较低且社交价值难被替代的微博（WB.O，未评级）以及分享下沉流量红利的趣头条（QTT.O，买入）。

风险提示

- **宏观经济下行风险**
国内经济受贸易战影响，增速可能继续放缓，复苏时点和程度不及预期。
- **监管政策风险**
监管部门对医疗广告投放监管加强；游戏版号审核情况不及预期，游戏上线数量下降导致广告支出减少等。
- **竞争格局变化风险**
互联网广告库存过剩，互联网巨头竞争导致广告价格下降；字节跳动迅猛发展切分存量收入，对其他媒介形成冲击等。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

