

传媒

关注业绩高增的低估值数字营销龙头公司

评级：增持（维持）

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qizq.com.cn

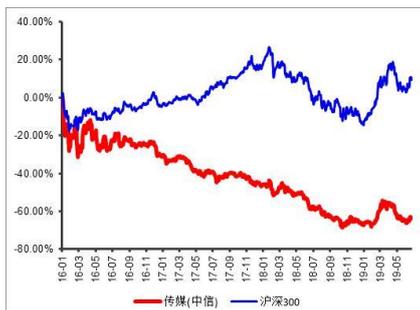
分析师：夏洲桐

执业证书编号：S0740518070003

Email: xiazt@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	142
行业总市值(百万元)	1,367,119
行业流通市值(百万元)	1,018,566

行业-市场走势对比

相关报告

- <<【中泰传媒 芒果超媒】深度报告：内容独具特色的在线视频平台>>2019.06.23
- <<【中泰传媒-周观点】爱奇艺会员规模破亿，传媒板块关注度有望提升>>2019.06.23
- <<【中泰传媒】关于爱奇艺会员突破1亿的一些思考>>2019.06.23

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
华扬联众	14.	0.5	1.09	1.52	1.92	26	13	10	8	0.14	买入
蓝色光标	4.3	0.1	0.23	0.27	0.29	27	19	16	15	0.43	买入
科达股份	4.3	0.2	0.38	0.49	0.60	22	12	9	7	0.13	买入

备注：

投资要点

- **数字营销市场规模高速增长，预计全年广告市场景气度前低后高。**2018年中国数字营销市场总体规模约为3694.23亿元，同比增长24.21%。占比中国总体广告市场的46.23%。随着流量入口从PC端向移动端的不断转移，2018年数字营销移动端广告收入占比68%，较2017年上升6个百分点。我们预计下半年随着各大购物节的刺激数字营销市场有望回升。
- **快销和汽车行业广告主数字营销广告投放量占比过半，行业景气度分化。**数字营销广告主投放行业前五分别是食品饮料、化妆品及个护、汽车、互联网和房地产。其中快销和汽车行业广告主在数字营销的投放量占比超过58%，我们通过跟踪行业销售的景气度可以大致预测该行业广告主的投放趋势，2019年5月国内社零总额同比增加8.6%，增速环比上升1.4个百分点，国内汽车销量同比-16.4%，增速环比下滑1.79个百分点，当前快销行业高景气度依然维持，但汽车行业仍未见景气复苏的趋势。
- **数字营销竞争格局逐渐清晰，龙头市占率有望进一步提升。**2018年数字营销TOP5营收市占率约为12%。随着媒体端集中度的不断提升，单个代理商的规模越大能够获得更加优惠的媒体政策，而规模的扩张又受制于公司的融资能力，已经上市的代理公司更具优势，所以我们认为数字营销行业的竞争格局趋势龙头公司市占率有望进一步提升。
- **营销板块股价自2016年以来受PE下滑影响下跌较多，当前仍处于估值底部。**当前营销板块股价已经较2016年初下跌81%，同期传媒板块下跌67%，沪深300上涨27%。当前营销板块PE中值为28，较最高点128下滑78%，传媒板块PE中值为22，较最高点108下滑79%，沪深300PE中值为20，较最高点45下滑55%。当前营销板块处于估值底部。
- **投资策略：重点推荐业绩高增的低估值数字营销龙头公司华扬联众，建议关注蓝色光标、科达股份。**
- **华扬联众：**(1)公司竞争优势明显，连续5年《互联网周刊》数字营销公司排行榜第一；(2)客户资源储备丰富，快消类客户投放量持续增长，车企新客户不断开发；(3)业绩高增长确定性高，股权激励业绩承诺保证，19年扣非后归母净利润同比增速40%。我们预计2019-2021年归母净利润2.51、3.51、4.43亿元，同比增速95.5%、39.7%、26.24%，公司当前股价对应2019年PE为13倍。
- **风险提示：**宏观政策变化风险、行业竞争加剧风险、公司成本管控风险

内容目录

广告行业作为经济后周期，预期改善带来风险偏好提升.....	- 4 -
数字营销市场高速增长，龙头市占率进一步提升.....	- 5 -
2018 年数字营销市场增速 24.21%，快销、汽车广告主占比过半	- 5 -
营销代理商毛利率趋于稳定，核心竞争力是投放策略和数据分析	- 7 -
营销代理行业竞争格局逐渐清晰，龙头市占率有望进一步提升	- 8 -
投资策略：关注业绩高增的低估值龙头公司.....	- 9 -
关注处于估值底部的营销板块	- 9 -
重点推荐华扬联众，建议关注蓝色光标、科达股份	- 11 -
风险提示：	- 12 -
宏观政策变化风险	- 12 -
行业竞争加剧风险	- 12 -
公司成本管控风险	- 12 -

图表目录

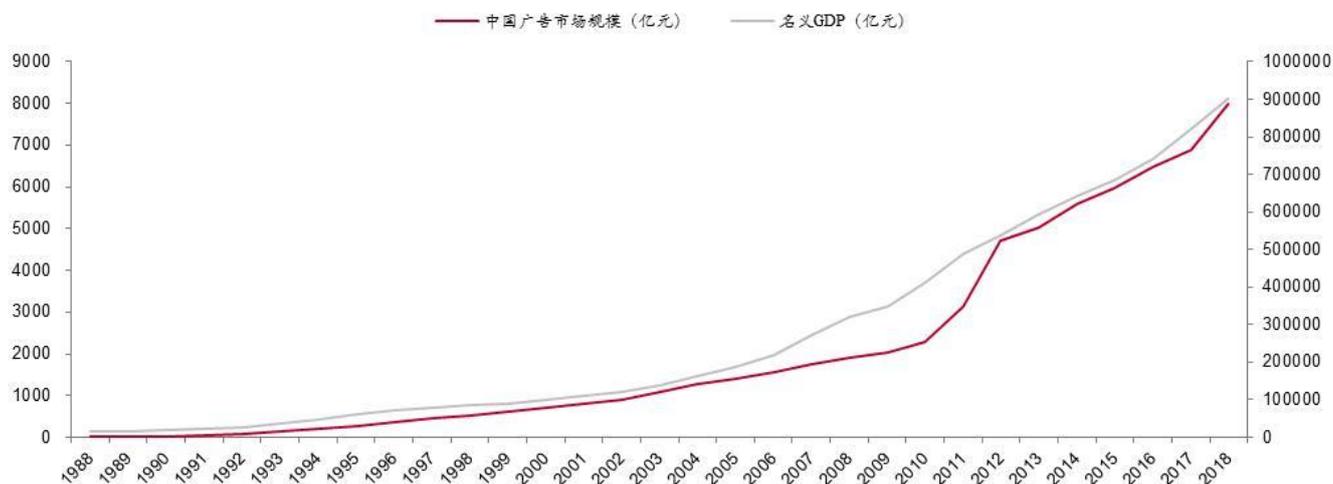
图表 1：中国广告市场规模与名义 GDP 高速增长	- 4 -
图表 2：中国广告市场规模增速与实际 GDP 增速呈现正相关.....	- 5 -
图表 3：201601-201905 中国 M1、M2 情况 (%)	- 5 -
图表 4：201601-201905 中国新增社融规模 (亿元)	- 5 -
图表 5：2016-2018 中国互联网广告经营额	- 6 -
图表 6：互联网广告计价模式结构分析.....	- 6 -
图表 7：中国整体广告主投放行业占比.....	- 7 -
图表 8：中国互联网广告主投放行业占比.....	- 7 -
图表 9：201501-201905 中国社零总额同比增速 (%)	- 7 -
图表 10：201501-201905 中国汽车销量同比增速 (%)	- 7 -
图表 11：2018 年互联网媒体 top10 广告收入 (亿元)	- 7 -
图表 12：2018 年互联网媒体 top10 广告收入占比	- 7 -
图表 13：数字营销整体产业链利润分配.....	- 8 -
图表 14：2018 年数字营销龙头数字营销收入 (亿元)	- 9 -
图表 15：2018 年华扬联众各业务收入占比	- 9 -
图表 16：2018 年蓝色光标各业务收入占比	- 9 -
图表 17：2018 年科达股份各业务收入占比	- 9 -
图表 18：2016-2019Q1 营销板块归母净利润同比增速.....	- 10 -

图表 19: 2016-20190626 营销板块涨跌幅对比.....	- 10 -
图表 20: 2013-20190626 营销板块 PE (TTM) 对比	- 11 -
图表 21: 营销板块重点公司业绩估值表 (以 6 月 26 日收盘价为准)	- 11 -

广告行业作为经济后周期，预期改善带来风险偏好提升

- 中国广告市场规模与名义 GDP（现价，反映总量）在近三十年来同时保持高速增长。我们统计了从 1988 年到 2018 年中国国家统计局公布的名义 GDP 规模和国家工商行政管理总局公布的中国广告市场规模，发现两者经历了同样高速的增长过程。1988 年中国广告市场规模 16 亿元，同期国内名义 GDP 为 1.52 万亿元，2018 年中国广告市场规模 7991 亿元，复合年均增长率为 23.00%，同期国内名义 GDP 为 90.03 万亿元，复合年均增长率为 14.58%。
- 广告作为经济的“晴雨表”，其行业增速与经济周期存在明显的相关性。通过比较中国实际 GDP 增速和广告市场规模增速，我们发现在宏观经济繁荣时期，广告市场规模以比 GDP 更快的速度增长，在经济衰退期，广告主减少广告预算，广告市场增速也随之下滑。
 - 宏观经济高速增长，广告规模同样高速增长。1992、1993 年国内经济高速增长，实际 GDP 增速高达 14.2% 和 13.9%，同时广告市场规模增速也高达 93% 和 98%；2010、2011 年国内经济从金融危机中复苏，实际 DGP 增速重回 10.6%、9.5%，广告市场规模增速也回升到 12.69%、35.87%。
 - 宏观经济增速放缓，广告规模增速也随之下滑。1998、1998 年国内经济增速有所回落，实际 GDP 增速 7.8% 和 7.7%，广告市场规模增速也下滑至 16%、16%；2008、2009 受到全球金融危机的波及，国内实际 GDP 增速下滑至 9.7%、9.4%，广告市场规模增速也萎缩至 9.08%、7.48%。

图表 1：中国广告市场规模与名义 GDP 高速增长



来源：中国国家统计局，中国广告业协会，中泰证券研究所

图表 2: 中国广告市场规模增速与实际 GDP 增速呈现正相关



来源: 中国国家统计局, 中国广告业协会, 中泰证券研究所

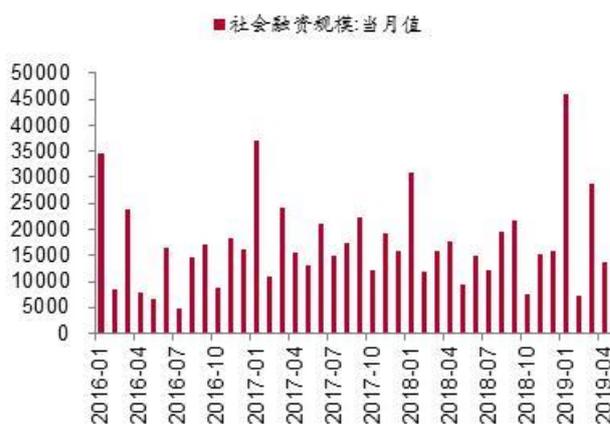
- **2019 年前 5 个月社融大幅增长, M1、M2 震荡回升。**2019 年 5 月份新增社融规模 1.40 万亿元, 前 5 个月累计新增社融规模 10.95 万亿元, 同比增加 2.37 万亿元。5 月份 M1 增速 3.40%, 环比上升 0.50 个百分点, M2 增速 8.50%, 环比持平。总体来看, 当前国际外部形势不确定因素加强, 国内政策端有望向刺激国内经济倾斜, 宽信用政策有望持续。
- **我们预计全年广告市场呈现前低后高的趋势, 一季度行业数据也集中体现了去年四季度大家对于经济的悲观预期, 当前整体社融数据趋势向上, 广告营销行业受宏观经济预期影响较大, 受益于经济预期改善, 带来板块风险偏好提升和估值修复预期。**

图表 3: 201601-201905 中国 M1、M2 情况 (%)



来源: 中国人民银行, 中泰证券研究所

图表 4: 201601-201905 中国新增社融规模 (亿元)



来源: 中国人民银行, 中泰证券研究所

数字营销市场高速增长, 龙头市占率进一步提升

2018 年数字营销市场增速 24.21%, 快销、汽车广告主占比过半

- **数字营销市场规模高速增长, 效果类广告占比大于品牌类广告。**2018 年

中国数字营销市场总体规模约为 3694.23 亿元，同比增长 24.21%，增速较 2017 年下降 5.76 个百分点，占比中国总体广告市场的 46.23%。随着流量入口从 PC 端向移动端的不断转移，2018 年数字营销移动端广告收入占比 68%，较 2017 年上升 6 个百分点。从广告的计价模式来看，互联网广告中按效果类计价的占比 65%，按 cpm 模式计价的占比 30%。由于互联网广告可以通过算法优化来检测广告的 cpc、cpa 等转化率，所以在数字营销中按效果的计价模式更受广告主的青睐。

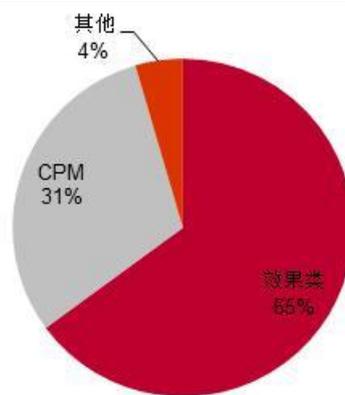
- **广告主端快销和汽车行业数字营销广告投放量占比过半，行业景气度分化。**广告主在选择媒体投放时的偏好有所不同，总体广告主投放行业前五分别是食品、房地产、汽车、化妆品及个护和家电，而数字营销广告主投放行业前五分别是食品饮料、化妆品及个护、汽车、互联网和房地产。其中快销和汽车行业广告主在数字营销的投放量占比超过 58%，我们通过跟踪行业销售的景气度可以大致预测该行业广告主的投放趋势，2019 年 5 月国内社零总额同比增加 8.6%，增速环比上升 1.4 个百分点，国内汽车销量同比-16.4%，增速环比下滑 1.79 个百分点，当前快销行业高景气度依然维持，但汽车行业仍未见景气复苏的趋势。
- **媒体端头部媒体高度集中，流量争夺进一步加剧。**随着互联网头部公司 BAT 各自生态圈的逐步建立，数字营销媒体端 TOP10 的广告收入占比高达 93%，TOP10 头部媒体依次分别为阿里巴巴、百度、腾讯、字节跳动、京东、新浪、360、小米、美团点评和爱奇艺。BAT 传统三强和新巨头的不断崛起也使得互联网的流量争夺进一步加剧，各家为了争夺更多的流量给予广告代理商更为优惠的媒体政策，同时效果类广告代理商通过算法优化提升了整体广告的精确定性和转化率，获得媒体更多的返点。

图表 5: 2016-2018 中国互联网广告经营额



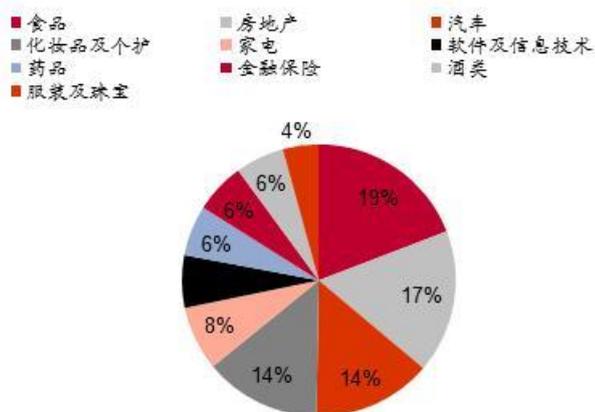
来源：中关村互动实验室，中泰证券研究所

图表 6: 互联网广告计价模式结构分析



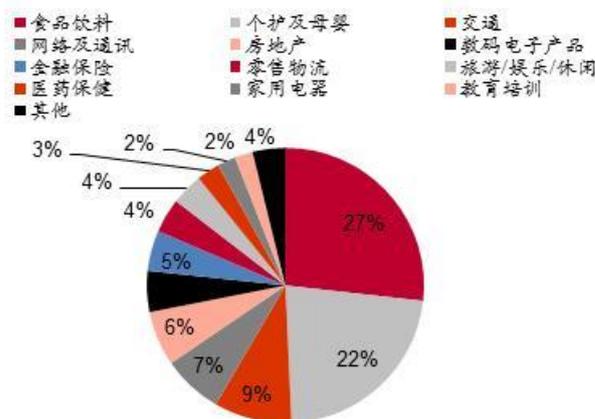
来源：中关村互动实验室，中泰证券研究所

图表 7: 中国整体广告主投放行业占比



来源: 市场监管总局, 中泰证券研究所

图表 8: 中国互联网广告主投放行业占比



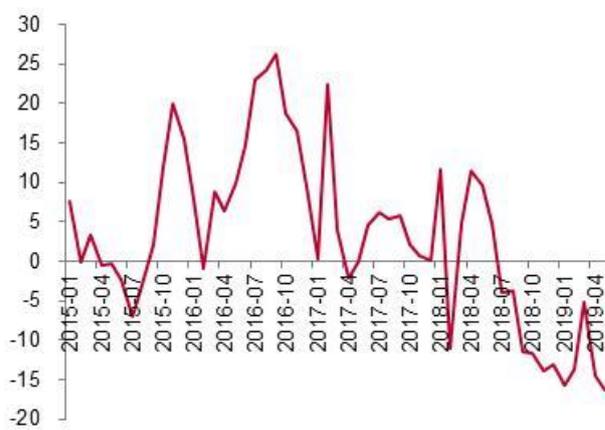
来源: 中关村互动实验室, 中泰证券研究所

图表 9: 201501-201905 中国社零总额同比增速 (%)



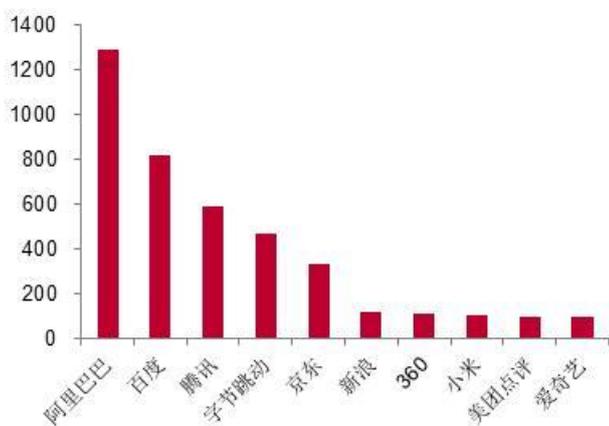
来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 10: 201501-201905 中国汽车销量同比增速 (%)



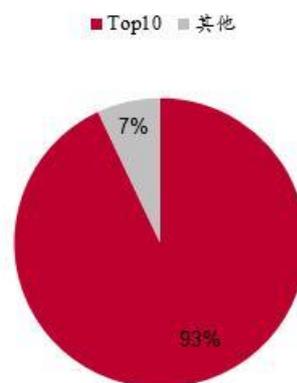
来源: 中汽协, 中泰证券研究所

图表 11: 2018 年互联网媒体 top10 广告收入 (亿元)



来源: 公司公告, 公开信息, 中泰证券研究所

图表 12: 2018 年互联网媒体 top10 广告收入占比

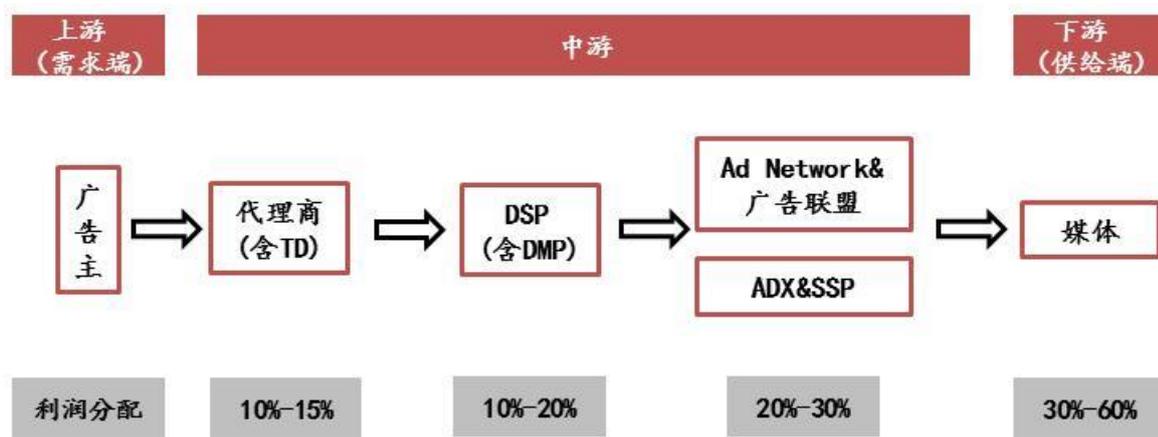


来源: 中关村互动实验室, 中泰证券研究所

营销代理商毛利率趋于稳定, 核心竞争力是投放策略和数据分析

- **数字营销代理商毛利率趋于稳定在 10-15%**。数字营销整体产业链经过数十年的发展，各产业链条的利润分配趋于稳定：媒体的利润分配占比最高（30-60%），但是不同媒体的议价能力差别较大；部分头部媒体自建 ADX 可以拿到更多的利润分配（20-30%），比如 360、阿里妈妈、腾讯等；继续往上游是 DSP 平台（10-20%），比如悠易互动、多盟亿动等，还有 DSP+Ad Network 的模式，比如汇量科技；再往上是直接与广告主对接的代理商（10-15%），比如华扬联众、蓝色光标、国际 4A 和以埃森哲为代表的咨询公司等。
- **投放策略优化和数据分析能力成为代理商的核心竞争力**。我们认为数字营销代理商依然是产业链中不可或缺的一环：从广告主角度来看，一方面受到人力成本限制，没有办法对接到所有的传播媒体，另一方面在投放策略和数据分析上没有代理商那么擅长。从媒体角度来看，媒体也无法对接到所有的广告主资源，依然需要对接代理商来高效售卖自身所有的广告位资源。我们认为虽然当前广告代理商的信息壁垒逐渐消失，但是在帮助广告主进行营销创意、媒体投放策略和大数据分析等方面的优势将成为代理商的核心竞争能力，未来整体行业毛利率也将趋于稳定。

图表 13: 数字营销整体产业链利润分配



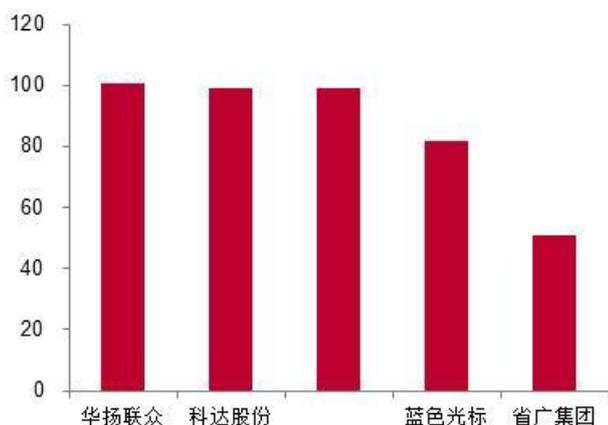
来源：iResearch，中泰证券研究所

营销代理行业竞争格局逐渐清晰，龙头市占率有望进一步提升

- **数字营销代理商行业竞争格局逐渐清晰，龙头市占率有望进一步提升**。目前已上市的数字营销代理公司华扬联众、科达股份、蓝色光标、省广集团，其 2018 年数字营销收入分别为 101、99、82、51 亿元。2018 年数字营销 TOP5 营收占比约为 12%。我们认为代理商行业未来的竞争格局将形成几家收入过百亿龙头的第一梯队和其他中小型代理公司，主要逻辑在于随着媒体端集中度的不断提升，单个代理商的规模越大能够获得更加优惠的媒体政策，而规模的扩张又受制于公司的融资能力，所以已经上市的代理公司更具优势，龙头市占率有望进一步提升。
- **我们重点跟踪的三家数字营销龙头公司华扬联众、蓝色光标、科达股份的营业总收入均已突破百亿，但业务侧重点各有不同**：（1）华扬联众更加倾向于深耕广告主资源，在不断争取现有广告主数字营销预算之外不断开拓新广告主，2018 年前五大广告主占比 34.06%，分别为上汽通用、

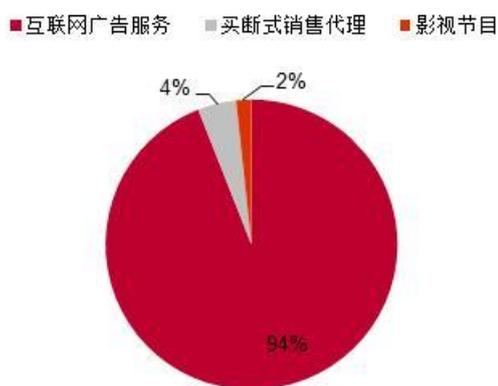
雅诗兰黛、东风标致、鑫诺科捷、东风日产。公司核心客户账期可控，股权激励业绩高增确定性高；（2）蓝色光标当前业务发展重心主要在于出海业务，公司 2018 年出海业务营收 121.00 亿元，同比+178.75%，毛利率 1.11%，成为 Facebook 首家过 10 亿美金合作伙伴和 Google 大中华区的“2018 年度精英代理商”；（3）科达股份更倾向于矩阵化的媒体资源布局，公司目前是腾讯的铂金服务商、今日头条战略合作伙伴、搜狗、阿里、网易、爱奇艺等核心合作伙伴。同时，公司的汽车事业部也增速明显，打造线上线下全维度的客户服务，2018 年实现营收 28.83 亿元，同比+46.72%，净利润 2.59 亿元，占比公司总体的一半。

图表 14: 2018 年数字营销龙头数字营销收入 (亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 15: 2018 年华扬联众各业务收入占比



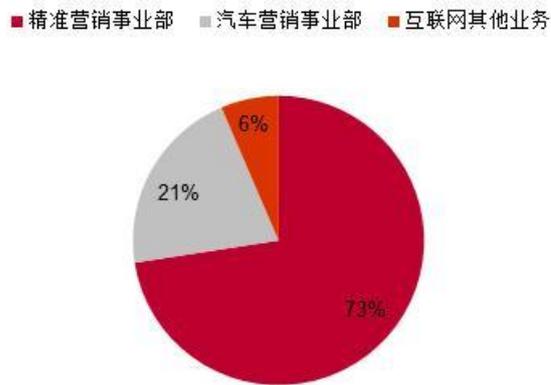
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16: 2018 年蓝色光标各业务收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17: 2018 年科达股份各业务收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

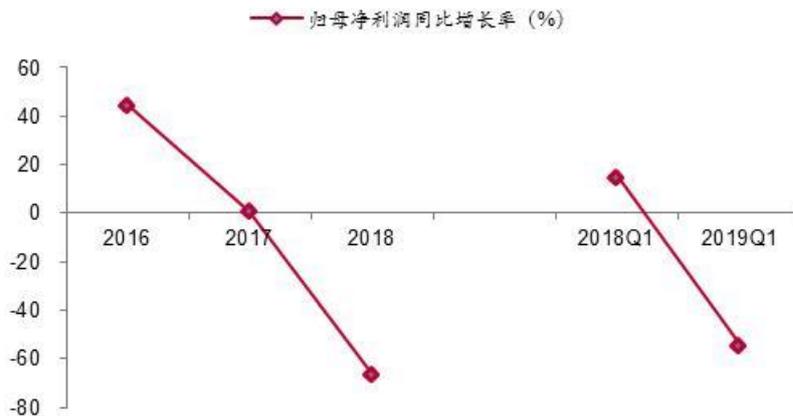
投资策略：关注业绩高增的低估值龙头公司

关注处于估值底部的营销板块

- 营销板块股价自 2016 年以来受 PE 下滑影响下跌较多，当前仍处于估值底部。当前营销板块股价(收盘价算术平均)已经较 2016 年初下跌 81%，同期传媒板块下跌 67%，沪深 300 上涨 27%。当前营销板块 PE(TTM)

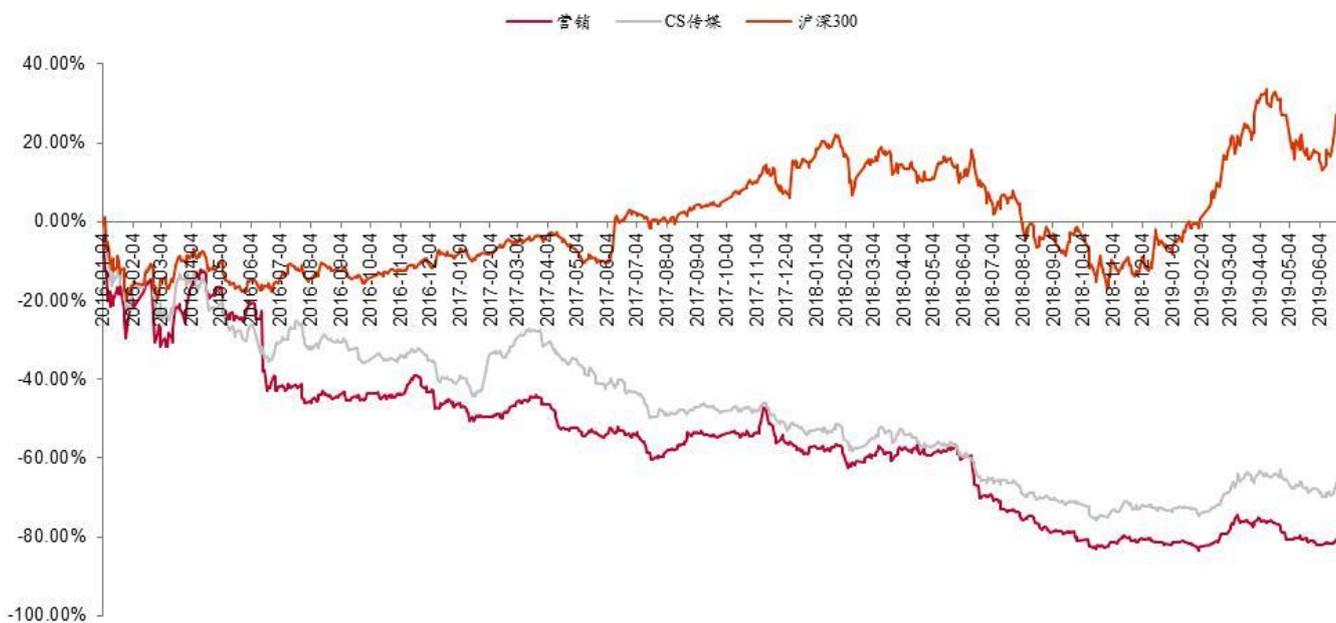
中值为 28, 较最高点 128(2015/12/24)下滑 78%, 传媒板块 PE(TTM) 中值为 22, 较最高点 108(2015/6/12)下滑 79%, 沪深 300PE(TTM) 中值为 20, 较最高点 45(2015/6/12)下滑 55%。同时营销板块 2016-2019Q1 归母净利润同比增速分别为 44.49%、0.79%、-66.37%和-54.33%。我们认为营销板块最近几年的下跌主要是受 PE 下滑和业绩同比增速下滑造成的。

图表 18: 2016-2019Q1 营销板块归母净利润同比增速



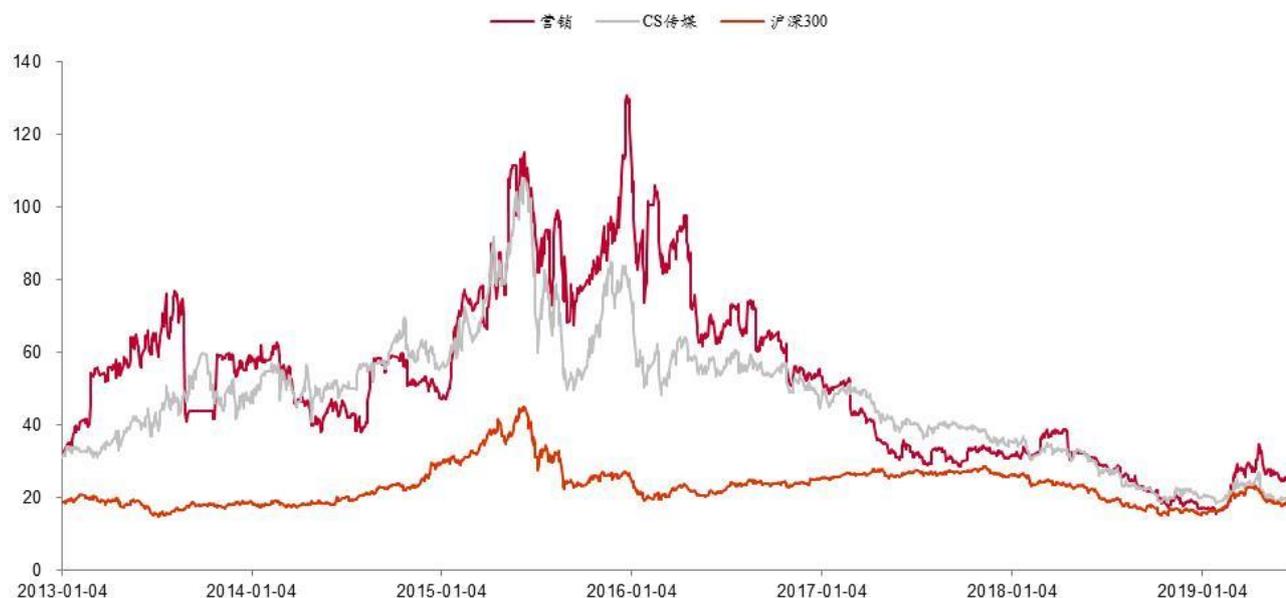
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 2016-20190626 营销板块涨跌幅对比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 20: 2013-20190626 营销板块 PE (TTM) 对比



来源: Wind, 中泰证券研究所

重点推荐华扬联众, 建议关注蓝色光标、科达股份

- 我们预计全年广告市场景气度前低后高, 下半年随着各大购物节的刺激数字营销市场有望回升。行业竞争格局逐渐清晰, 龙头市占率有望进一步提升。所以我们重点推荐华扬联众, 建议关注蓝色光标、科达股份。
- 华扬联众: (1) 公司竞争优势明显, 连续 5 年《互联网周刊》数字营销公司排行榜第一; (2) 客户资源储备丰富, 快消类客户投放量持续增长, 车企新客户不断开发; (3) 业绩高增长确定性高, 股权激励业绩承诺保证, 19 年扣非后归母净利润同比增速 40%。我们预计 2019-2021 年归母净利润 2.51、3.51、4.43 亿元, 同比增速 95.5%、39.7%、26.24%, 公司当前股价对应 2019 年 PE 为 13 倍。

图表 21: 营销板块重点公司业绩估值表 (以 6 月 26 日收盘价为准)

上市公司	股价	归母净利润			EPS			PE		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
华扬联众	14.58	1.28	2.51	3.51	0.56	1.09	1.52	26.04	13.38	9.59
蓝色光标	4.36	3.89	5.04	5.88	0.16	0.23	0.27	27.25	18.96	16.15
科达股份	4.38	2.63	5.02	6.54	0.20	0.38	0.49	21.90	11.53	8.94
行业平均								25.06	14.62	11.56

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示:

宏观政策变化风险

- 广告行业与宏观经济周期密切相关，经济发展具有周期性，消费者购买力、企业经营业绩、品牌传播预算投入与国家经济周期具有较大的相关性。国家宏观经济周期变化对企业品牌传播预算投入产生影响，可能会引起行业内公司业绩出现波动风险。

行业竞争加剧风险

- 数字营销行业龙头市占率较低，竞争格局较为分散，互联网广告资源整体采购价格不断上涨，行业竞争格局有所加剧，投资者需关注互联网广告代理商低价竞争带来的行业内公司毛利率波动风险。

公司成本管控风险

- 数字营销行业公司成本主要由媒介采买费用和员工薪酬费用构成，媒体端的强势会导致媒体采买费用的提升，行业内的竞争会引起员工薪酬的提升。如果行业内公司无法提高投入产出比，可能会对公司未来的经营业绩产生不利的影响。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。