

海外科技行业深度研究报告

互联网广告的5000亿江湖：BATT哪家强？

推荐（维持）

□ 互联网广告行业到底增速几何，是市场一直关心的问题。广告作为宏观经济的晴雨表，基本呈现出与经济周期一致的变化趋势。然而2019年上半年，在汇总了行业内16家核心互联网广告公司收入后，我们发现，与市场的直觉不同，互联网广告的行业增速仍然保持在40%的高增长。广告主真的如我们所预计的那样削减了广告开支吗？进击的字节跳动是否改变了潮水的方向？技术的迭代到底为互联网广告行业带来了什么？

□ **我们的核心观点：**

- 1、互联网广告增长的核心逻辑不变——广告的增长主要来自于大型平台经济体带来的流量效应。
- 2、对于流量的转化效果，交易类平台与内容类平台的上下限有天然不同，所以互联网广告内部结构性分化加剧
- 3、短期经济压力并未改变广告主的广告预算，只是改变了预算的分配方案。互联网广告整体预算无需过分悲观。
- 4、增量从何而来——零售、本地生活，餐饮，美业等行业的线上化渗透率加速，带来行业传统销售费用的线上化迁移，做大了互联网广告行业蛋糕。

□ **在互联网广告的内部蛋糕上，不同类型的广告又处于截然不同的发展阶段。**
电商广告随着电商的二次爆发迎来高光时刻，营销产品的开发日益成熟，产品矩阵丰富性提高，叠加高转化率，将持续切割广告大盘蛋糕。**互联网品牌广告**——受长视频网站内容上线影响，PV、VV增速均有限，限制了广告供给增长，同时受广告主预算收窄影响，需求持续下滑。**信息流广告**——上半年以来，字节跳动系和腾讯社交广告持续释放库存导致2019年Q2以来，整体信息流广告库存大增，产生供大于求的失衡状态。目前处在库存过量价格下跌的振荡期，调整后将进一步向龙头集中。**搜索广告**——流量分发渠道进一步去中心化，搜索引擎失去了流量分发的核心功能。知乎、微信、今日头条、阿里健康等垂直领域觊觎搜索蛋糕，动摇百度的统治地位。

□ **行业内几个影响格局的新趋势正在形成。****第一**，从流量价值到用户价值的挖掘，互联网广告寻找增长的第二曲线，从APP应用下载，到线索获取，到商品转化，最后是开店带货。**第二**，效果广告持续进化，效果广告也从单个关键词的投放变成模型计算投放。我们梳理了近10年来国内效果广告的变迁，主要经历了合约广告、关键词竞价、DSP投放、以及OCPM展示四个阶段，而这四个阶段就是百度凤巢系统向字节跳动巨量引擎交棒的过程。**第三**，LA强势增长，广告投投向本地化、碎片化演进。本地生活逆势增长，广告线上化天花板较高，同时线下向线上引流或引起行业新一轮增长。

□ **重点公司：**

- 1、**阿里巴巴**：抢占下沉市场引发用户新一轮增长，同时广告产品的进一步开发将引领电商广告行业持续增长
- 2、**腾讯控股**：网络广告增速放缓，广告库存或将继续保持过剩状态。
- 3、**百度**：核心业务搜索广告收到挤压，信息流广告难抢头条蛋糕
- 4、**微博**：视频内容运营与社交效应驱动活跃用户增长，四季度KA或有回流
- 5、**美团点评**：本地生活服务广告抗压增长，线下向线上转化成为行业新增长

□ **风险提示：**宏观经济复苏不利，行业发展可能不及预期、行业监管趋严

华创证券研究所

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859
 邮箱：gengchen@hcyjs.com
 执业编号：S0360517100004

联系人：靳相宜

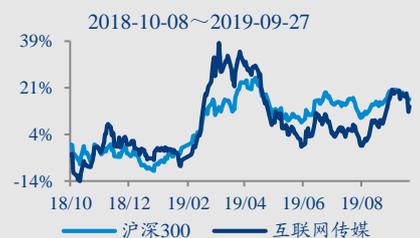
电话：010-66500831
 邮箱：jinxiangyi@hcyjs.com

行业基本数据

美股中概股股票家数（只）	138
总市值（亿USD）	3130.5
流通市值（亿USD）	2541.9
流通市值占比%	81%

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	6.09	-10.14	19.81
相对表现	4.69	-9.63	7.78



相关研究报告

《海外科技互联网行业周报（20190610-20190614）：如果阿里巴巴赴港上市，我们可以期待什么？》

2019-06-16

《海外科技互联网行业周报（20190617-20190621）：Facebook发行Libra，对国内互联网巨头有何影响？》

2019-06-24

目录

一、互联网广告行业究竟如何？	6
(一) 互联网广告行业 2019 年上半年真实增速几何？	6
1、对标国际市场，则整体增速比国际及北美市场略高	7
2、马太效应持续加强，五大巨头占比提升	9
3、时长与收入的错位进一步强化	10
4、活跃用户与收入增长——活跃用户见顶，对收入拉动有限	11
(二) 广告主需求端来看，受经济周期与行业政策影响较大	12
二、谁增长了？谁掉队了？谁持平了？原因是什么？	13
(一) 电商广告：随着电商的二次爆发迎来高光时刻	13
1、增长动力来自何处？从需求端来看，电商广告 ROI 较高，商户愿意花更多的钱在电商引流与转化上	15
2、增长动力来自何处？从供给端看，电商对于营销产品的开发日益成熟，产品矩阵丰富性提高	18
(二) 互联网品牌广告——受长视频网站内容上线影响，以及广告主预算收窄影响，持续下滑	22
1、三家长视频广告收入持续下滑	22
2、互联网品牌广告与人均 VV 高度相关，三家长视频未来播放内容储备盘点	23
(三) 信息流广告——处在行业供需振荡期，调整后向龙头集中	25
(四) 搜索广告——百度的统治时代结束，垂直领域觊觎搜索蛋糕	27
三、行业正在起变化——我们判断会影响整个行业格局的几个新趋势	30
(一) 从流量价值到用户价值的挖掘，互联网广告寻找增长的第二曲线	30
1、中美广告差异显著，平台 ARPU 值增长空间显著	30
2、多渠道提升广告转化——从 APP 应用下载，到线索获取，到商品转化，最后是开店带货	31
(二) 效果广告持续进化——效果广告发展史，从 1.0 到 4.0，从凤巢到巨量	32
(三) LA (local advertiser) 强势增长——广告投放愈发本地化	34
四、投资建议	37
(一) 阿里巴巴：抢占下沉市场引发用户新一轮增长，同时广告产品的进一步开发将引领电商广告行业持续增长	37
(二) 腾讯：网络广告增速放缓，广告库存或将继续保持过剩状态	37
(三) 百度：核心业务搜索广告收到挤压，信息流广告难抢头条蛋糕	37
(四) 微博：视频内容运营与社交效应驱动活跃用户量增长，四季度 KA 或有回流	38
(五) 美团点评：本地生活服务广告抗压增长，线下向线上转化成为行业新增长点	38
五、风险提示	39

图表目录

图表 1	国内主流互联网公司 2018-2019H1 广告收入情况.....	6
图表 2	2018-2019H1 互联网广告收入情况（亿元）.....	7
图表 3	全球广告及互联网广告收入情况（亿美元）.....	8
图表 4	美国数字广告市场占比.....	8
图表 5	美国互联网公司广告收入增速情况.....	8
图表 6	中国互联网公司广告收入市场占比.....	9
图表 7	BATT 系用户在移动大盘中的占比.....	10
图表 8	互联网媒介集团分布.....	10
图表 9	各社交媒体 Ad load 统计.....	10
图表 10	移动互联网巨头系 APP 使用时长占比.....	11
图表 11	移动互联网巨头系广告收入占比.....	11
图表 12	中国网民规模增长情况.....	11
图表 13	中国移动互联网用户月人均单日使用时长.....	11
图表 14	2018-2019 上半年 TOP10 行业投放刊例花费同比增幅.....	12
图表 15	2018 下半年广告主行业投放比例.....	13
图表 16	2019 上半年广告主行业投放比例.....	13
图表 17	阿里巴巴广告收入（亿）.....	14
图表 18	京东广告收入（亿）.....	14
图表 19	拼多多广告收入（亿）.....	14
图表 20	美团点评广告收入（亿）.....	14
图表 21	电商行业 TOP3 MAU 与活跃买家及增速（亿）.....	15
图表 22	2019 年 6 月移动购物行业用户规模增量.....	15
图表 23	2019 年 6 月移动购物行业人均使用时长增量.....	15
图表 24	2017-2019Q1 主要行业销售费用同比增速.....	16
图表 25	国内零食公司销售费用情况.....	17
图表 26	三只松鼠平台费用加服务费.....	17
图表 27	拼多多商户后台管理后台：广告模块内置于整体的店铺管理体系中.....	17
图表 28	阿里巴巴、拼多多广告货币化率.....	18
图表 29	京东分业务货币化率.....	18
图表 30	阿里妈妈营销产品推出历史.....	19
图表 31	阿里妈妈营销产品梳理.....	19
图表 32	阿里妈妈营销产品图例.....	20
图表 33	拼多多线上推广产品梳理.....	20

图表 34	拼多多线上推广产品图例.....	21
图表 35	美团点评广告推广产品梳理.....	21
图表 36	美团点评广告产品图例.....	22
图表 37	腾讯爱奇艺广告收入（亿）.....	22
图表 38	优酷网易广告收入（亿）.....	22
图表 39	互联网品牌广告收入模型.....	23
图表 40	腾讯视频品牌广告产品梳理.....	23
图表 41	腾讯视频品牌广告产品图例.....	24
图表 42	爱优腾三家部分开机、待播剧梳理.....	24
图表 43	互联网信息流广告收入模型.....	25
图表 44	中国不同形式网络广告市场份额及预测.....	25
图表 45	今日头条流量变现方式及付费价格.....	26
图表 46	中国移动互联网信息流广告市场规模趋势.....	26
图表 47	主要信息流平台 DAU 和广告加载率.....	26
图表 48	主要信息流广告报价趋势变化.....	26
图表 49	Facebook 广告加载率同比增速.....	27
图表 50	Facebook 广告数量与广告单价反向震荡.....	27
图表 51	互联网核心信息流产品比较.....	27
图表 52	2019 年 1 月全国搜索引擎市场份额移动端占比.....	28
图表 53	垂直领域搜索产品梳理.....	28
图表 54	百度核心业务广告收入.....	29
图表 55	百度活跃广告主数量.....	29
图表 56	头条搜索产品矩阵 VS 百度搜索产品矩阵.....	30
图表 57	爱奇艺、奈飞 ARPPU 值对比.....	30
图表 58	微博、Twitter、Facebook 单用户价值对比（美元）.....	30
图表 59	深度转化营销产品.....	31
图表 60	快手小店、魔筷星选微信小程序月活用户.....	32
图表 61	抖音快手营收目标（亿）.....	32
图表 62	短视频行业主要变现方式.....	32
图表 63	效果广告发展历程.....	33
图表 64	OCPM 简化流程.....	34
图表 65	算法推荐与搜索广告对比.....	34
图表 66	2017-2018 年中国网民使用各类互联网应用的用户规模及增长率.....	35
图表 67	2017 年上市、挂牌医美企业销售费用占营业收入比重.....	35

图表 68 华韩整形，丽都整形销售费用构成.....	36
图表 69 中国医美电商市场规模（亿）.....	36
图表 70 新氧营业收入拆分（亿）.....	36
图表 71 2019 年 1 月手机百度和今日头条 APP 信息流广告刊例及实际核算单价.....	38
图表 72 微博 2013 年至 2019 年各季度 MAU（百万）及同比增速.....	38
图表 73 微博 2013 年至 2019 年各季度 DAU（百万）及同比增速.....	38

一、互联网广告行业究竟如何？

互联网广告行业到底增速几何，是市场一直关心的问题。广告作为宏观经济的晴雨表，基本呈现出与经济周期一致的变化趋势。然而 2019 年上半年，在汇总了行业内 16 家核心互联网广告公司收入后，我们发现，与市场的直觉不同，互联网广告的行业增速仍然保持在 40% 的高增长。广告主真的如我们所预计的那样削减了广告开支吗？进攻的字节跳动是否改变了潮水的方向？

我们的核心观点：

- 第一，互联网广告增长的核心逻辑不变——广告的增长主要来自于大型平台经济体带来的流量效应。
- 第二，对于流量的转化效果，交易类平台与内容类平台的上下限有天然不同，所以互联网广告内部结构性分化加剧
- 第三，短期经济压力并未改变广告主的广告预算，只是改变了预算的分配方案。互联网广告整体预算无需过分悲观。
- 第四，零售、本地生活，餐饮，美业等行业的线上化渗透率加速，带来行业传统销售费用的线上化迁移，做大了互联网广告行业蛋糕。

（一）互联网广告行业 2019 年上半年真实增速几何？

2019 年上半年互联网广告行业维持高速增长（同比 40%），几家欢喜几家愁。从主流互联网公司广告收入来看，2019 年上半年互联网广告行业并未遭遇外界预期的寒冬，增速反而高于 2018 年平均水平，同时远远跑赢整体广告大盘。根据国家市场监督管理总局披露的数据，2018 年我国广告经营额为 7991.49 亿元，同增 15.88%。而根据中关村互动实验室数据显示，2018 年互联网广告总收入为 3694.23 亿元，年增长率为 24.2%，增长率远超广告业整体大盘。

尽管行业呈现整体高增长（同比增速 40%），但是内部结构性分化加剧的趋势。几家欢喜几家愁，以阿里巴巴和拼多多领头的电商广告贡献了主要的收入增长，以字节跳动为代表的字节跳动系（包含抖音、今日头条、西瓜视频等等）则贡献了 170% 的惊人增速。传统的搜索广告和长视频网站广告收入却由于宏观经济影响和行业因素增速大幅放缓。

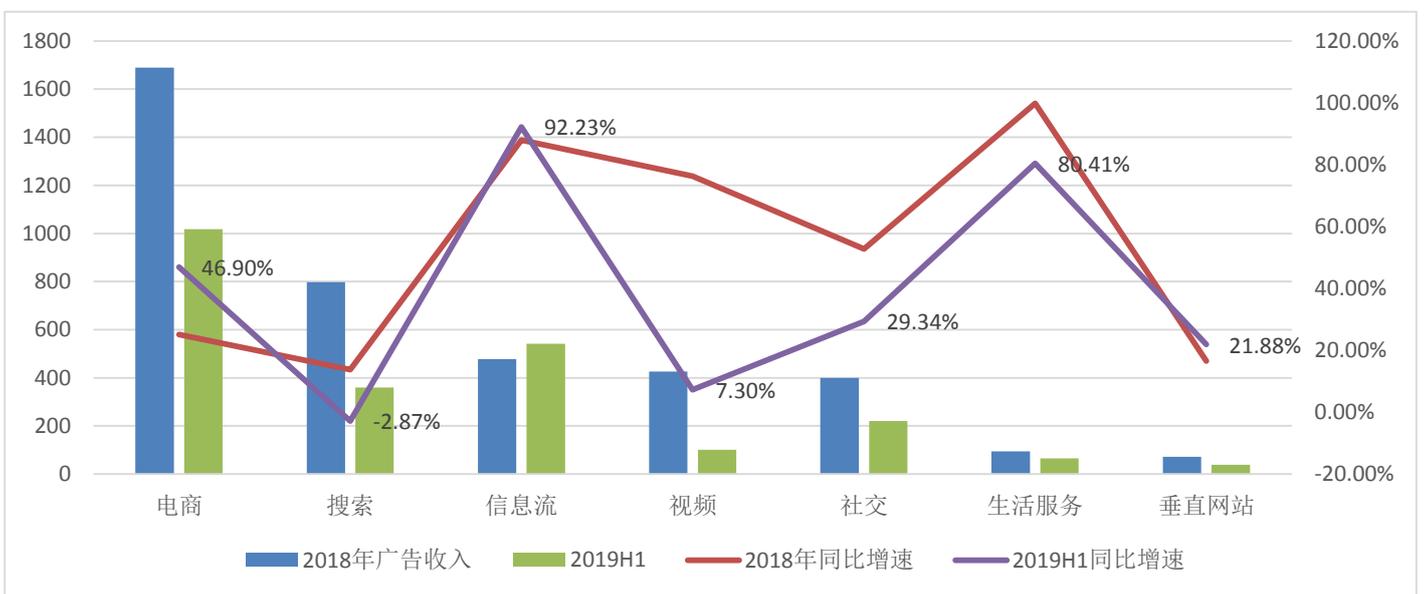
图表 1 国内主流互联网公司 2018-2019H1 广告收入情况

	2018Q1		2018Q2		2018Q3		2018Q4		2019Q1		2019Q2	
	人民币 (亿元)	人民币 (亿元)	人民币 (亿元)	人民币 (亿元)	人民币 (亿元)	人民币 (亿元)	环比增长	同比增长	人民币 (亿元)	环比增长	同比增长	
阿里巴巴	229.93	274.69	267.22	466.88	301.1	-35.50%	31.00%	420	39.50%	52.90%		
百度（核心业务不含爱奇艺）	150.59	185.8	200.81	189.97	155.41	-18.19%	3.20%	170	9.39%	-8.50%		
腾讯	106.89	141.1	162.5	170.3	133.8	-21%	25.1%	164	22.40%	16.00%		
爱奇艺	21.1	26.17	24	22	21.19	-3.68%	0.40%	22	3.80%	-15.90%		
微博	21.21	25.69	28.63	29.19	23	-18.00%	13.00%	25.57	8.70%	20.00%		
网易	4.62	6.34	6.44	7.61	4.39	-42%	-5%	5.82	32.60%	-8.30%		
搜狗（搜索及广告服务）	15.4	18.9	17.6	19	15.8	-16.84%	13.67%	18.83	18.42%	9.10%		
哔哩哔哩	0.704	0.959	1.37	1.6	1.12	-30.00%	-30.00%	1.68	49.73%	75.00%		
趣头条（广告和营销）	2.307	4.39	8.965	12.479	10.87	-12.89%	371.30%	13.58	24.93%	209.20%		
美团（在线营销服务）	15	20.99	27.24	30.7	28.61	-6.80%	91.20%	36.32	26.90%	73.00%		

拼多多（在线营销服务）	11.08	23.71	29.74	50.62	39.5	-21.97%	256.47%	64.67	63.72%	172.76%
京东（市场和广告服务）	64.7	88.5	77.7	104.4	81.4	26.00%	-22.00%	110.8	25.00%	36.00%
陌陌（移动营销/亿美元）	0.187	0.223	0.172	0.178	0.12	-32.58%	-32.00%	0.111	-7.50%	-46.00%
新浪（亿美元）	3.671	4.541	4.838	4.843	3.88	-20.00%	6.00%	4.336	11.75%	-5%
汽车之家	13	18.49	18.88	22	16	23.08%	25.00%	23	43.75%	24%
字节跳动	60	100	150	140	180	28.57%	200.00%	270	50.00%	170.00%
总计	720.389	940.493	1026.105	1271.77	1016.19	-20.10%	41.06%	1350.717	32.92%	43.62%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 2018-2019H1 互联网广告收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

注：公司样本以图表二中典型互联网公司广告数据为主，视频只包括长视频。

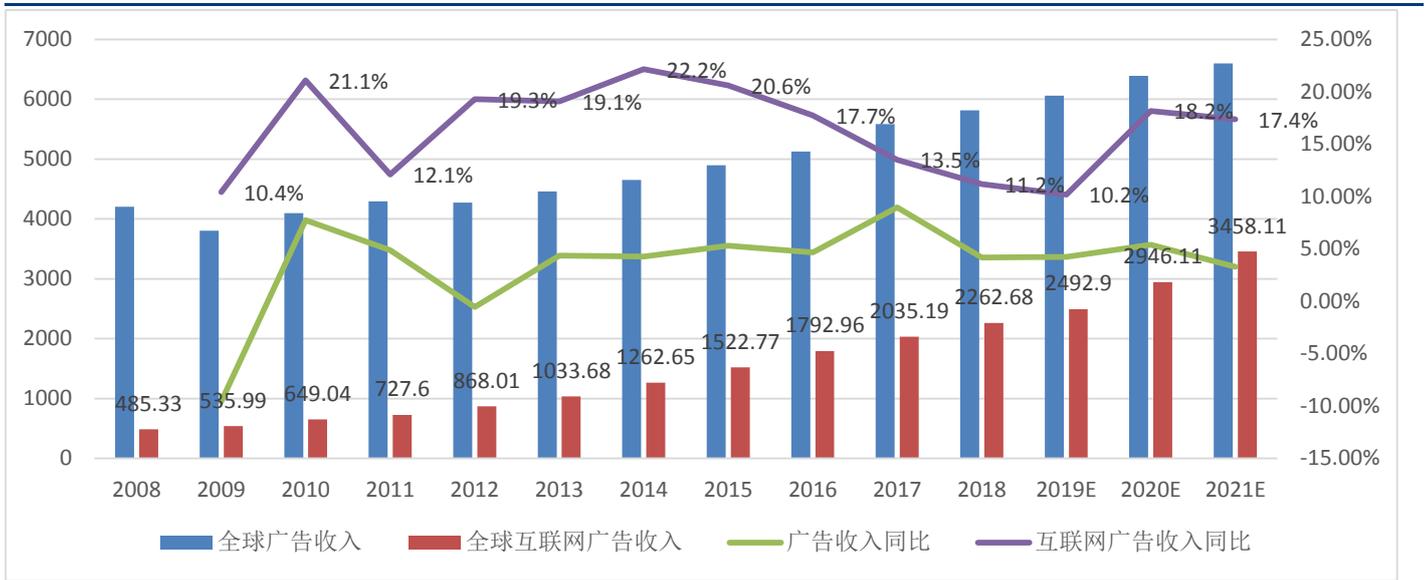
2018 年到 2019 上半年，传统广告媒体，如搜索、分类信息行业等，制约于用户增速放缓和垂直领域的分流，广告曝光量趋于稳定，未来能保持较为稳定增长，但在移动广告市场中，其份额逐渐萎缩；电商、社交等板块随着用户依赖性增强，且各大平台不断尝试新型广告形式，随着各类营销产品的成熟运营，未来仍有较大增长空间；新型移动互联网服务——短视频，用户增长迅速且粘性不断加强，目前还未完全开放商业化，这种短视频信息流的形式能够更好地贴合用户需求，有效提升广告转化率，未来发展潜力巨大；长视频平台受到宏观经济承压，广告主紧缩预算，加之剧集延迟上线，平台广告增长严重受限；本地生活服务行业营销费用整体快速上升，广告线上化率持续提高，行业天花板较高，或成为线上广告市场新的增长点。

1、对标国际市场，则整体增速比国际及北美市场略高

2018 年全球互联网广告市场规模同比增速为 11.18%，美国行业规模同比增速达到 18.81%，增速相比中国略微偏低，并且增速都有所下滑，但聚焦到海外几大典型互联网公司的广告收入情况，我们发现其增速比中国公司整体略低。其中，Facebook 2019Q2 广告增速达 27%，这得益于 Stories 模式的信息流广告增长，以及 Instagram、WhatsApp 等 Facebook 旗下平台广告潜力的进一步挖掘；Amazon 在 2019 年以来广告收入一直呈现高速增长，2019Q2 增速达 69.53%，逐渐开始挑战 Google 和 Facebook 两大互联网广告巨头的地位，这一方面是由于 Amazon 持续拓展数字广告业务，一方面也是其前值基数较小的缘故。而像 Pinterest, Roku 等公司也由于美国移动端信息流广告投入的持续

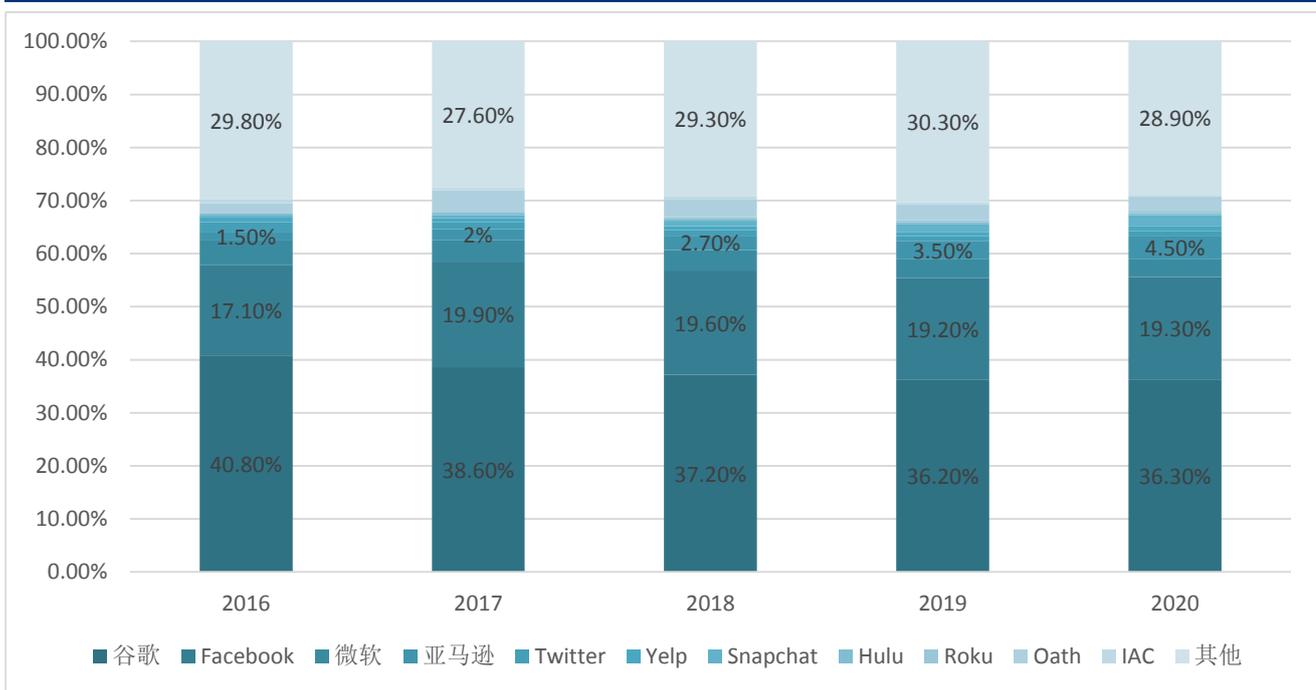
增长取得业绩的快速进步。

图表 3 全球广告及互联网广告收入情况 (亿美元)



资料来源: eMarketer, 华创证券

图表 4 美国数字广告市场占比



资料来源: eMarketer, 华创证券

图表 5 美国互联网公司广告收入增速情况

日期	2018				2019Q1		2019Q2			
	2018Q1 美元 (亿元)	2018Q2 美元 (收入)	2018Q3 美元 (亿元)	2018Q4 美元 (收入)	美元 (亿元)	环比增长	同比增长	美元 (亿元)	环比增长	同比增长
Google	311.5	326.6	289.5	326.4	307.2	-5.87%	15.31%	326.01	6.12%	16.07%

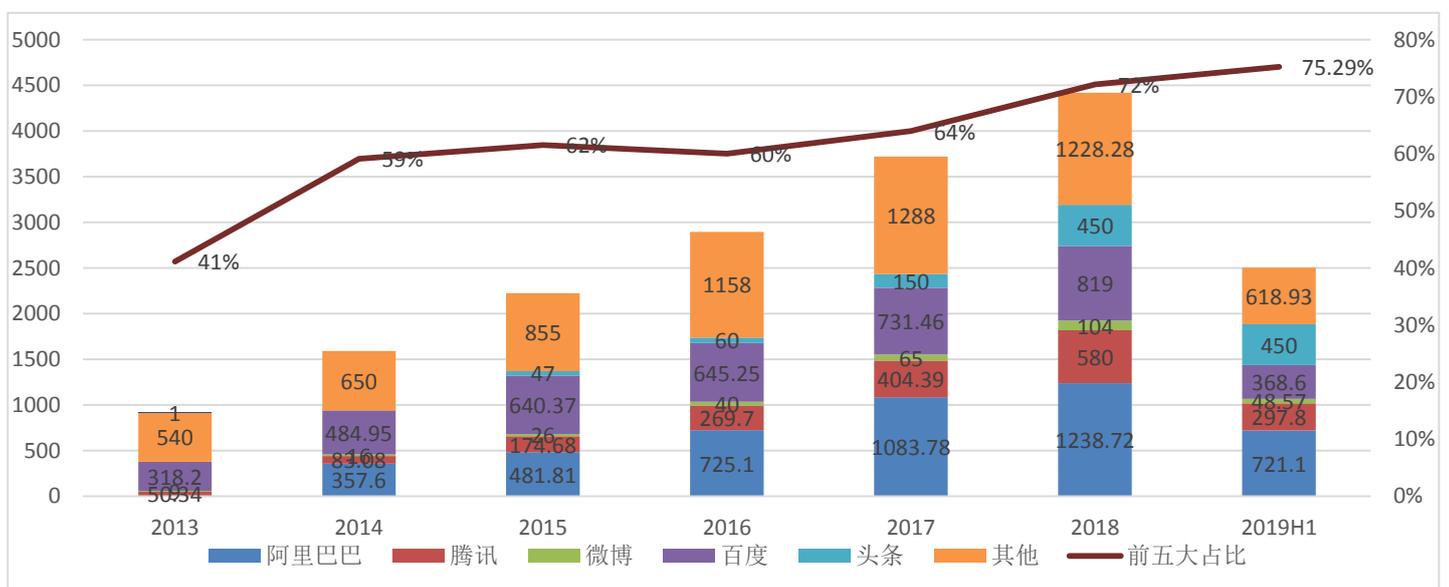
Facebook	119.7	132.3	135.4	166.4	149.1	-10.30%	26.40%	217.348	45.77%	26.99%
Amazon	20.31	21.94	24.9	33.9	27.1	-20%	34%	37.127	37.00%	69.53%
Snapchat	2.3	2.6	2.98	3.9	3.2	-17.95%	38.50%	3.88	21.25%	47.94%
Pinterest	1.3	1.6	1.9	2.7	2	-26.00%	53.71%	2.6	29.00%	62.07%
Twitter	6.6	7.1	7.6	9.1	7.9	-13.42%	18.35%	8.4	6.92%	18.41%
Roku (platform)	0.75	0.903	1.001	1.514	1.34	-11.50%	79.00%	1.68	25.37%	78.67%

资料来源：公司公告，华创证券

2、马太效应持续加强，五大巨头占比提升

我们在年初关于互联网的报告《互联网 C 端的大变局——流量焦虑与估值的重构》中就指出：**在流量的变现上，巨头的护城河牢不可破，利润进一步向头部平台集中，2019 年马太效应将进一步强化。**2018 年五大巨头瓜分了互联网广告市场 72% 的份额。大型互联网集团凭借媒体流量优势不断抢占市场份额，广告收入连年保持快速增长。腾讯阿里百度头条微博五大巨头垄断了互联网广告近 7 成的市场份额。在市场进入存量时代之后，投放成本不断攀升，对中小公司形成巨大压力。2019 年半年已过，从集中度来看，印证了我们年初的判断，五大巨头的集中度进一步提升，截止 2019 年 H1，腾讯阿里百度头条微博广告收入占比达到 75%，比 2018 年年末的 72% 提升了 3 个点。

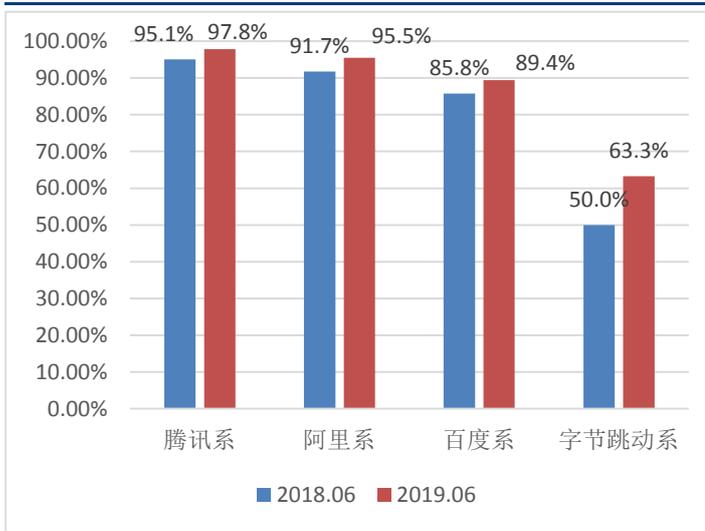
图表 6 中国互联网公司广告收入市场占比



资料来源：公司公告，华创证券

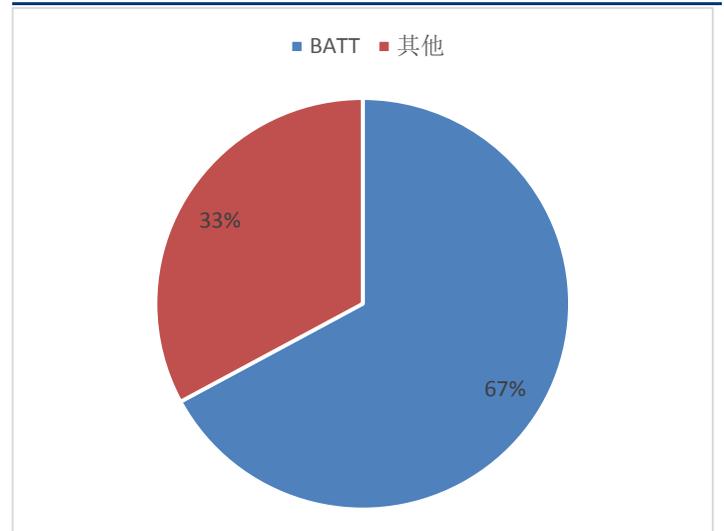
注：行业总数据为广告收入前 20 的互联网公司加总取得。

图表 7 BATT 系用户在移动大盘中的占比



资料来源: Questmobile 《中国移动互联网 2019 半年大报告》, 华创证券

图表 8 互联网媒介集团分布



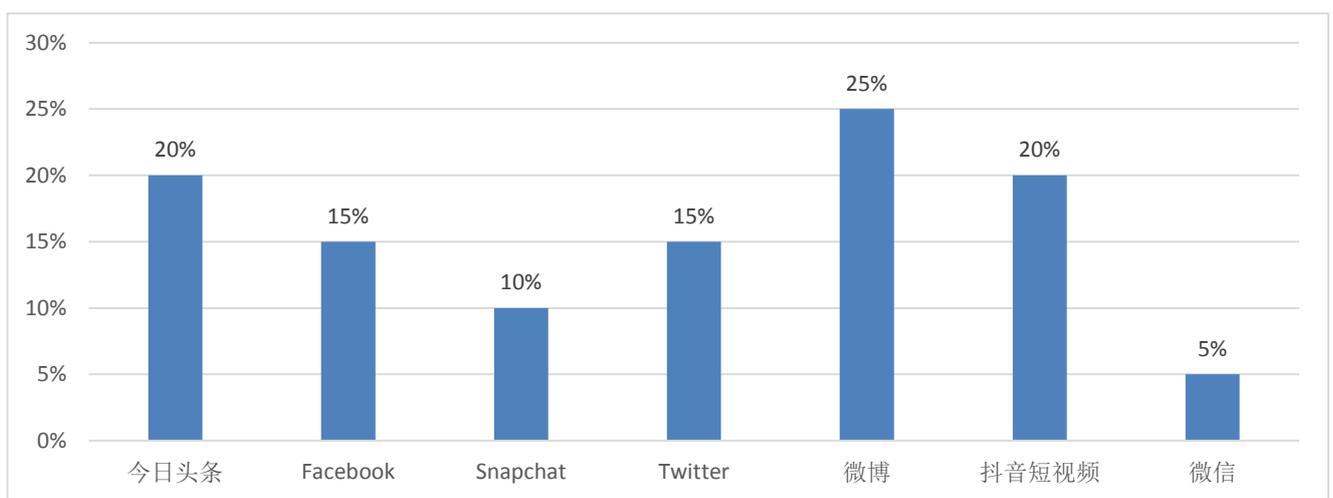
资料来源: Questmobile 《2019 移动互联网广告营销半年报告》, 华创证券

3、时长与收入的错位进一步强化

在 BATT 几大集团内部, 用户时长与广告的收入具有较大的错位, 社交与内容占据了较长的用户时长而产生的收入并未与时长占比形成对应。腾讯系 2019 年上半年总时长占比 42%, 而相对广告收入占比 13%, 阿里巴巴时长占比 10%, 而广告收入则占到了 30%, 字节跳动时长占比 11.7%, 收入占比 19%。可以看到, 从时长这个维度来看, 交易类平台与内容类平台的上下限有天然不同。交易类平台流量天然具有更强的广告盈利能力。我们认为主要源于两方面原因——加载率与转化率, 决定了单位时间内, 交易型平台比内容社交平台具备更高的广告收入能力。

第一, 在广告加载率方面, 交易型平台用户比内容与社交平台用户对广告天然容忍度更高, 交易平台的加载率天花板相应较高。以信息流广告为例, 拼多多广告加载率大约 25%, 今日头条 20%, 微信朋友圈小于 10%。

图表 9 各社交媒体 Ad load 统计



资料来源: 华创证券整理

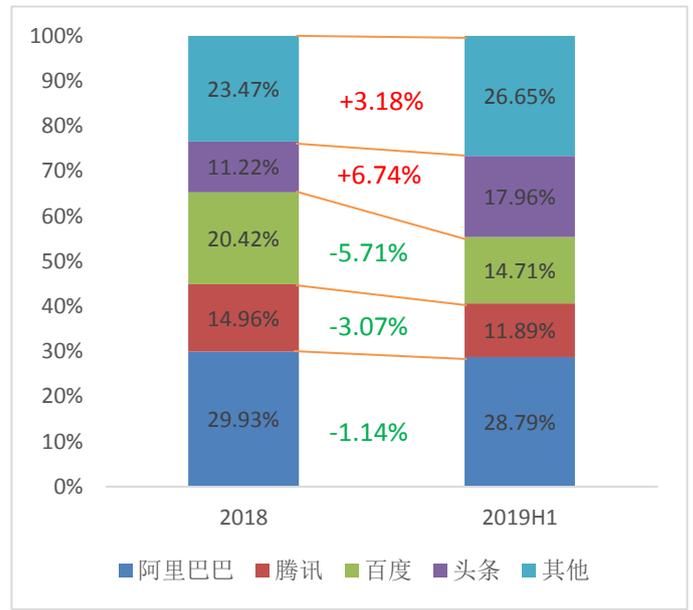
第二，在转化率方面，交易类平台具备交易场景，因此天然具有更强的转化率。

图表 10 移动互联网巨头系 APP 使用时长占比



资料来源: Questmobile 《中国移动互联网 2019 半年大报告》，华创证券

图表 11 移动互联网巨头系广告收入占比



资料来源: 公司公告，华创证券

4、活跃用户与收入增长——活跃用户见顶，对收入拉动有限

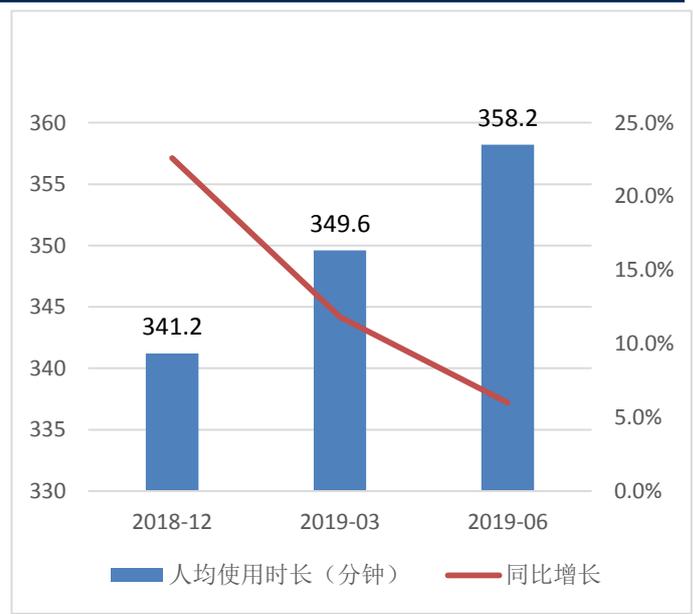
从活跃用户增长来看，整体互联网行业用户的增长曲线趋向平滑。新增用户对于广告收入的新增拉动有限。并且用户日均使用时长也逐渐见顶，对广告收入的拉动效果更加受限。

图表 12 中国网民规模增长情况



资料来源: Wind，华创证券

图表 13 中国移动互联网用户月人均单日使用时长



资料来源: Questmobile 《中国移动互联网 2019 半年大报告》，华创证券

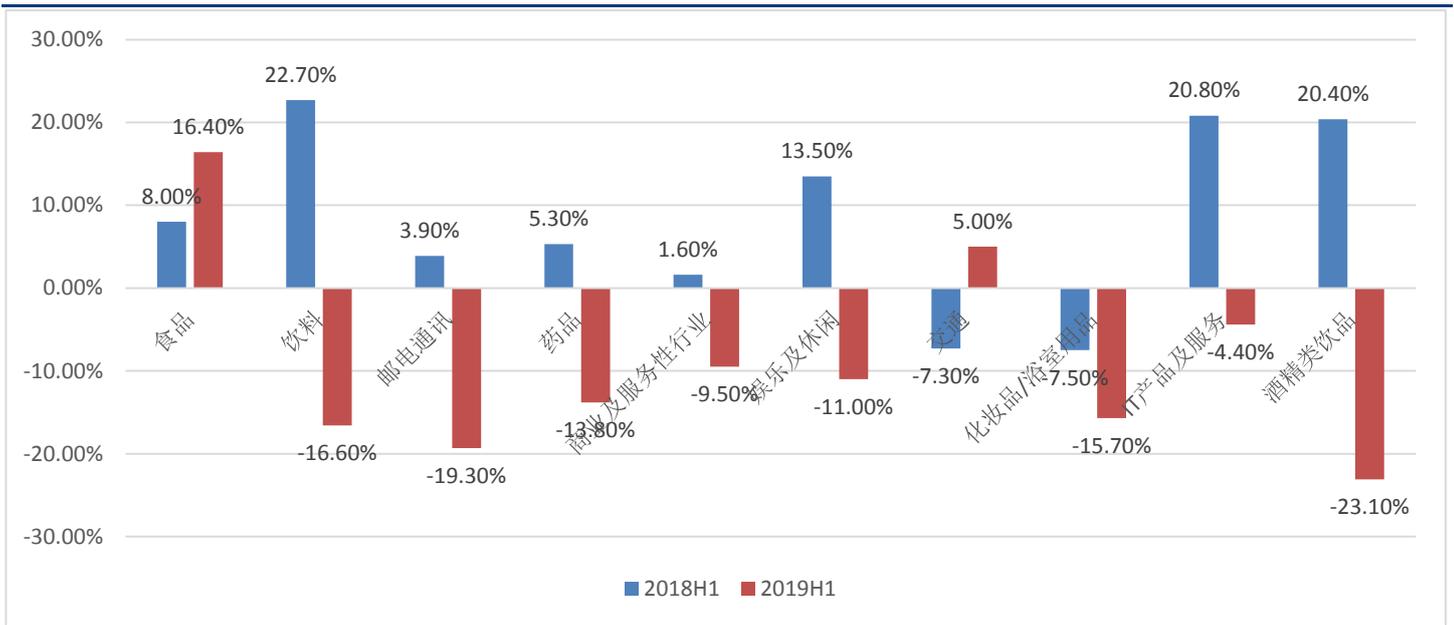
我们判断 2019 年下半年互联网广告行业将有三大趋势

- 1) **第一梯队统治力持续加强，马太效应持续。** 流量具有极大的规模效应，因此“winner take all”（赢家通吃）的法则在互联网广告行业同样盛行。2019 年是 ATT 全面布局的一年，从社交、文娱、出行、本地生活、支付到游戏、二次元、汽车、房地产、教育、企业服务等等，巨头们手握丰富的资金与资源，对全市场所有可见的流量进行围猎和争夺。而广告收入只是流量聚合在收入端的一种反映。因此，之前能够独善其身的一些垂直领域，也没法逃开巨头的侵蚀。
- 2) **告别人口红利，互联网公司的增长曲线逐渐平滑，新用户拉动增收有限。**
- 3) **时长尚未见顶的将有更高的广告天花板。**

(二) 广告主需求端来看，受经济周期与行业政策影响较大

根据 CTR 数据，2019 年上半年全媒体广告市场中，TOP5 广告投放行业分别为：食品（占比 11.4%）、饮料（占比 11%）、通信（占比 10.7%）、医药（占比 9.5%）、服务型行业（占比 6.8%）。在排名前 10 的全媒体广告市场行业榜单中，2019 年上半年，仅有食品和交通行业呈现涨幅，同比分别增长 16.4%和 5.0%。需要注意的是，CTR 统计全媒体广告中，互联网只包含 PC 端投放值，不包含移动端。因此，CTR 全媒体数据以非线上广告为主。

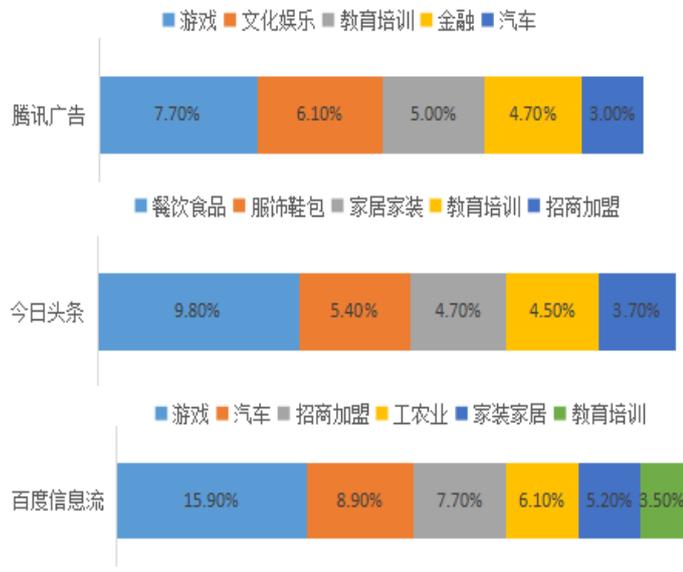
图表 14 2018-2019 上半年 TOP10 行业投放刊例花费同比增幅



资料来源：CTR 媒介智讯《2019 上半年中国广告市场回顾》，华创证券

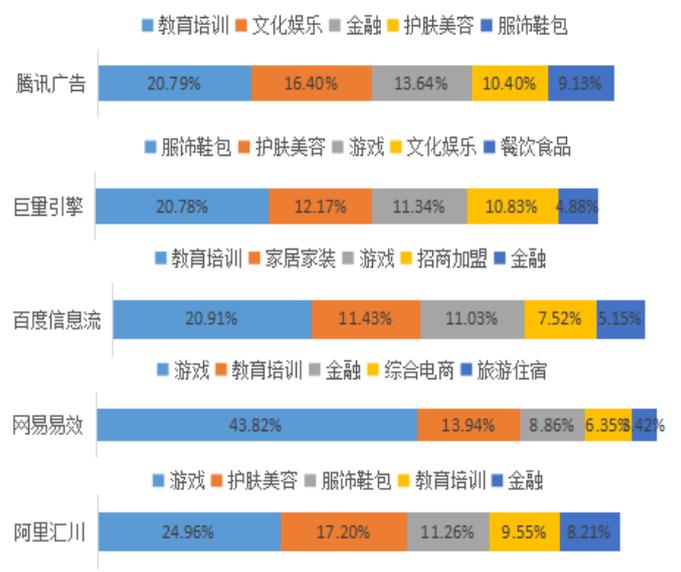
互联网广告的广告主与全媒体广告的广告主相比，主要集中在，教育、金融、游戏、医疗、文娱等几大领域。2019 年上半年腾讯广告，网易易效，阿里汇川的游戏广告投放均超过 20%，分别为各公司行业投放比例第一位；百度信息流广告自 2018 年下半年以游戏为首要投放行业转变为 2019 上半年主要投放教育培训广告，投放比例超 20%；巨量引擎则主要聚焦服饰鞋包和护肤美容领域，两者合计超过 30%。

图表 15 2018 下半年广告主行业投放比例



资料来源: App Growing 《2019 年 Q1 流量平台投放洞察》, 华创证券

图表 16 2019 上半年广告主行业投放比例



资料来源: App Growing 《2019 年 Q1 流量平台投放洞察》, 华创证券

二、谁增长了？谁掉队了？谁持平了？原因是什么？

(一) 电商广告：随着电商的二次爆发迎来高光时刻

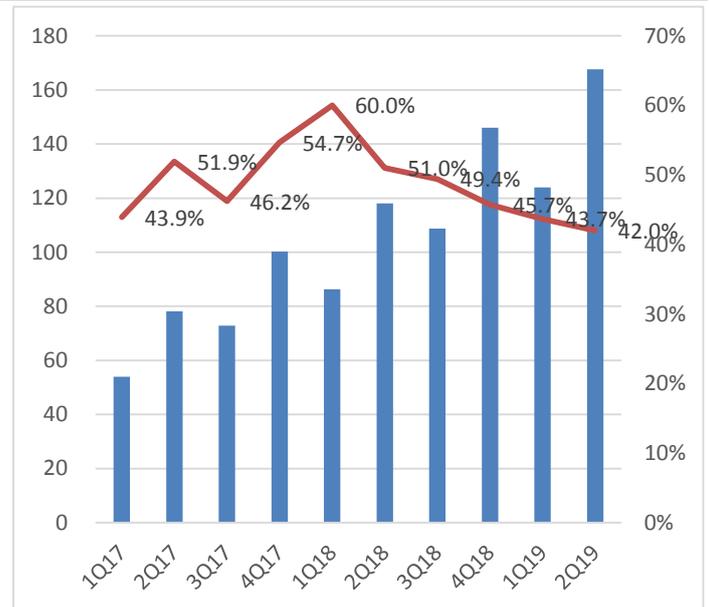
2019 年上半年，电商全行业进行了二次爆发期，行业交易额平均增速超过 40%，行业 CR3 月活跃用户环比与同比皆迎来几个季度最高峰值。随着电商行业的爆发，互联网头部平台也迎来了市值的重新洗牌，TOP 5 排名重新改写。截止 9 月 26 日美股收盘，排名前五的互联网公司分别为：阿里巴巴（4556 亿美元）、腾讯控股（4052 亿美元）、美团点评（589 亿美元）、京东（432 亿美元）、拼多多（380 亿美元）。纵观 TOP5 互联网公司，除了腾讯之外，阿里巴巴、美团点评、京东与拼多多，皆为交易型电商平台。伴随着行业的二次爆发，电商广告也迎来了高光时刻。阿里巴巴、拼多多、京东、美团广告业务 2019 年 Q2 同比增速分别达到：53%、172%、36%、73%，远远高于行业平均增速。

图表 17 阿里巴巴广告收入 (亿)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 18 京东广告收入 (亿)



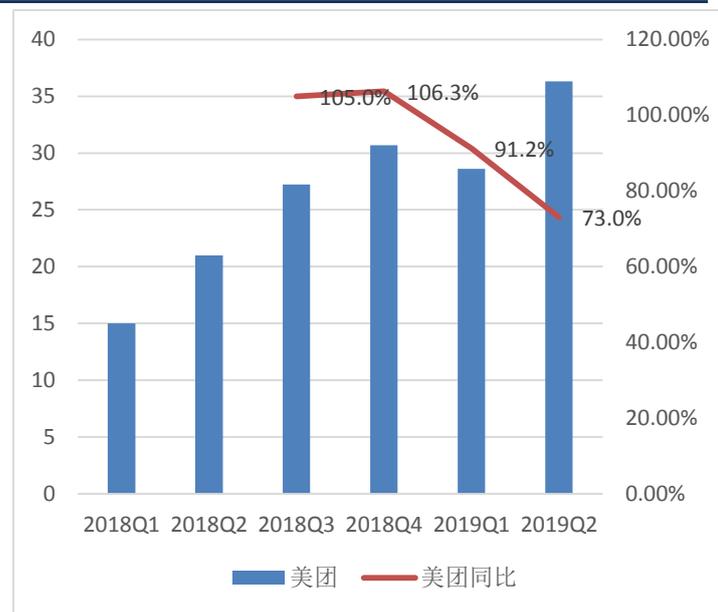
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 19 拼多多广告收入 (亿)



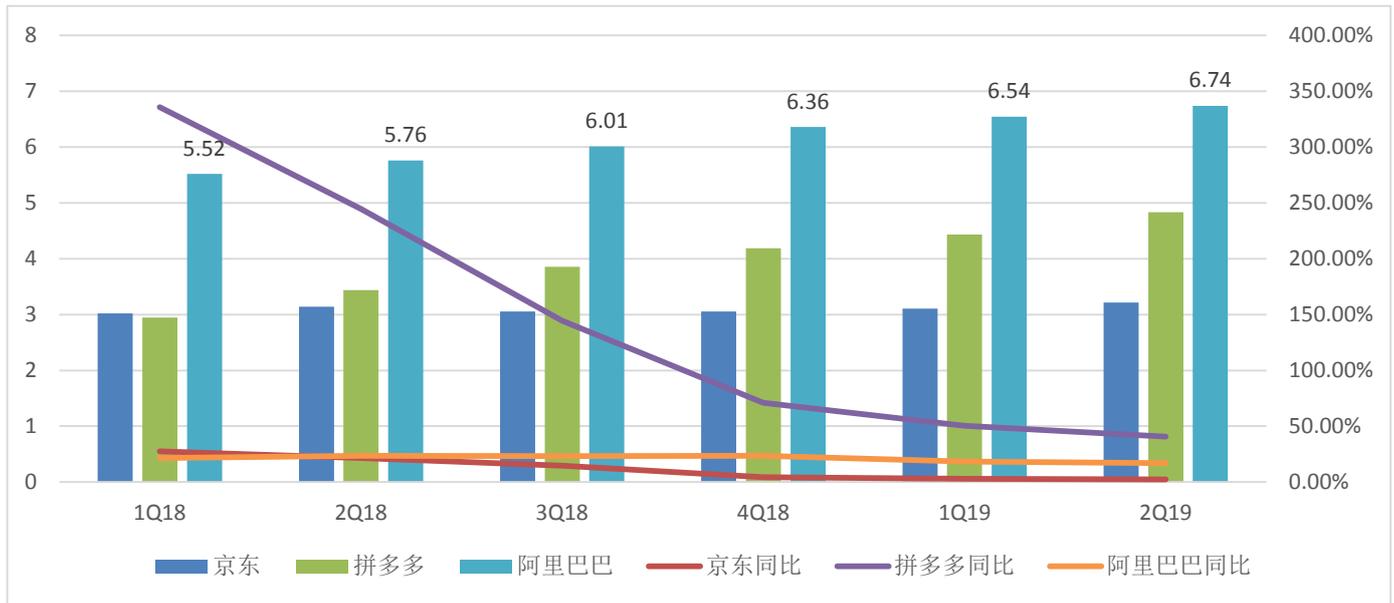
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 20 美团点评广告收入 (亿)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 21 电商行业 TOP3 MAU 与活跃买家及增速 (亿)



资料来源: 公司公告、华创证券整理

1、增长动力来自何处? 从需求端来看, 电商广告 ROI 较高, 商户愿意花更多的钱在电商引流与转化上

从用户数与时长来看, 电商用户与时长均大幅增长, 从 2017 年 1 月 5.64 亿, 增至 2019 年 6 月 9.97 亿, 2 年半时间增长 76.8%。2018 年 7 月到 2019 年 6 月, 非一线城市移动电商用户增长较快, 增速均超过 15%; 一线城市用户更偏爱逛电商, 2019 年 6 月人均使用时长增加 19 分钟, 大幅领先其他城市使用时长增加 6 分钟, 使用时长增长率大幅领先。

图表 22 2019 年 6 月移动购物行业用户规模增量



资料来源: QuestMobile 《中国移动互联网 2019 半年大报告》, 华创证券

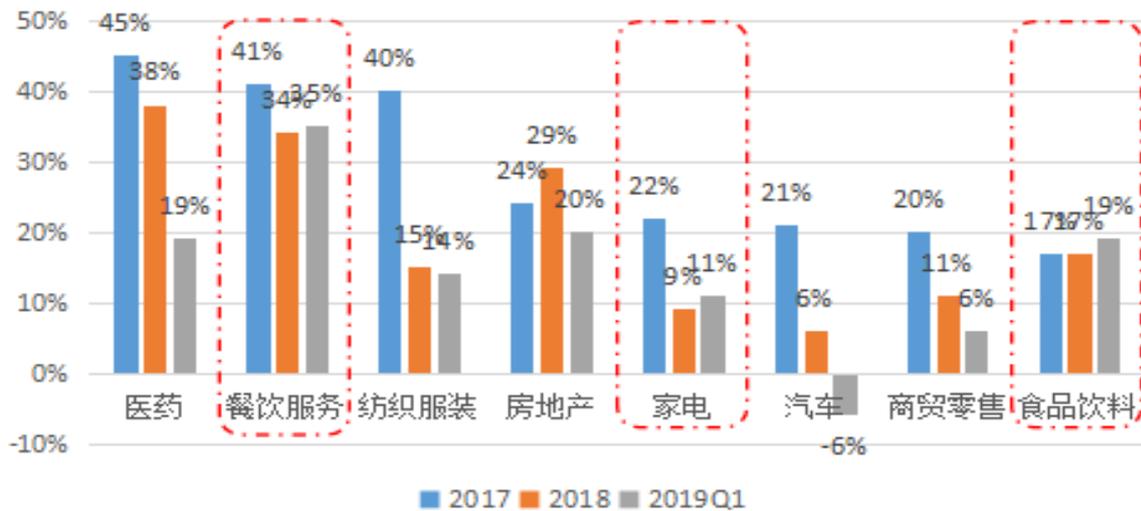
图表 23 2019 年 6 月移动购物行业人均使用时长增量



资料来源: QuestMobile 《中国移动互联网 2019 半年大报告》, 华创证券

从广告主投放角度来看，电商平台广告主投放意愿逐渐走强。从行业调整上来看，传统搜索广告主医药，品牌广告主汽车等受到宏观政策与行业环境影响，销售费用下降较快，而餐饮旅游、家电、食品饮料等以销售为导向，更愿意投放电商平台的广告主销售费用同比上升较快。这部分广告主的增长主要源于：行业销售渠道的线上化迁移和广告主对转化率的追求。

图表 24 2017-2019Q1 主要行业销售费用同比增速

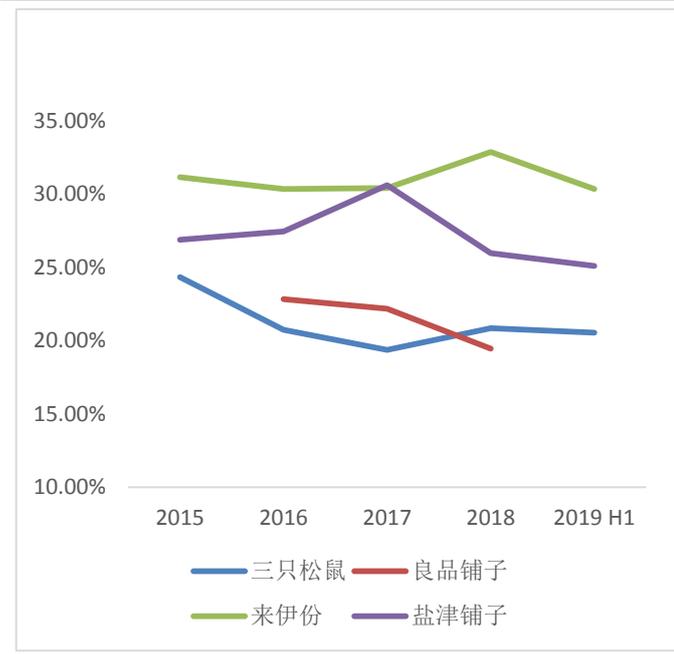


资料来源: Questmobile 《2019 移动互联网广告营销半年报告》，华创证券

1.1 渠道线上化迁移：食品饮料、家电、餐饮旅游等行业的线上化率逐步走高。销售渠道从线下向线上有明显的迁移。根据国家统计局数据，餐饮行业 2018 年全年体量 4.3 万亿，整体线上化率 11%，2019 年预计全年体量 4.8 万亿，线上化率 13%，2020 年线上化率将达到 16%。家电行业线上渠道销售额比例从 2016 年的 14.8% 迅速提升至 2019H1 的 36.4%，并且线上销售额的增速远超线下，2017 年线上同比增长 119.3%，线下仅增长 9.7%。食品饮料行业以休闲食品为例，2018 年休闲零食阿里全网销售额 597.13 亿元，同比增长 19.52%。

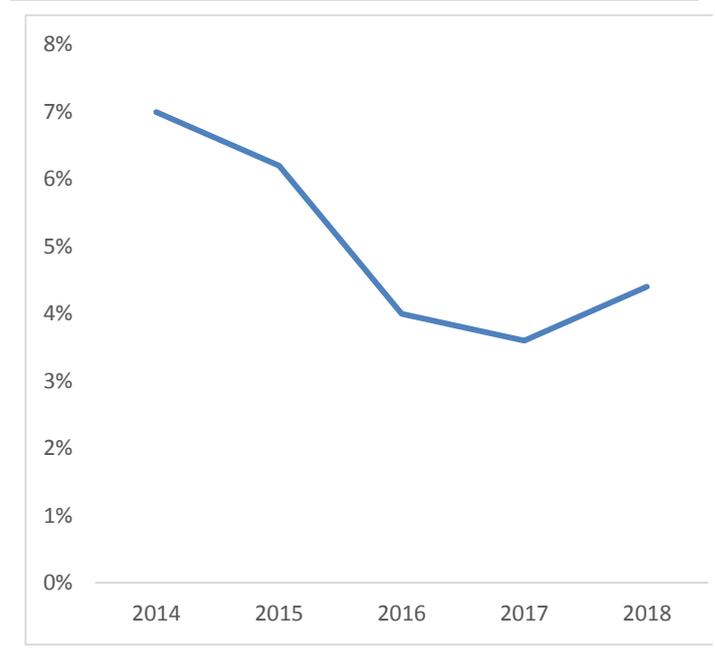
同时，销售费用随着渠道的线上化迁移而迁移，以休闲食品类行业龙头三只松鼠为例，三只松鼠主打线上销售推广。2018 年三只松鼠的推广费用占收入比重 2%，低于线下经销商模式的洽洽（7.1%），低于门店模式的来伊份（3.9%），也低于线下线上模式的良品铺子（4.9%）。从销售费用率来看，相比于其他三家零食公司，三只松鼠的销售费用率更低。这是由于电商的规模不断扩大，用户存量持续增长，这为商铺带来较高的复购率也进一步降低了引流成本。低价引流和电商良好的转化率是吸引食品饮料公司进行线上广告投放的重要因素。

图表 25 国内零食公司销售费用情况



资料来源：公司公告、华创证券

图表 26 三只松鼠平台费用加服务费

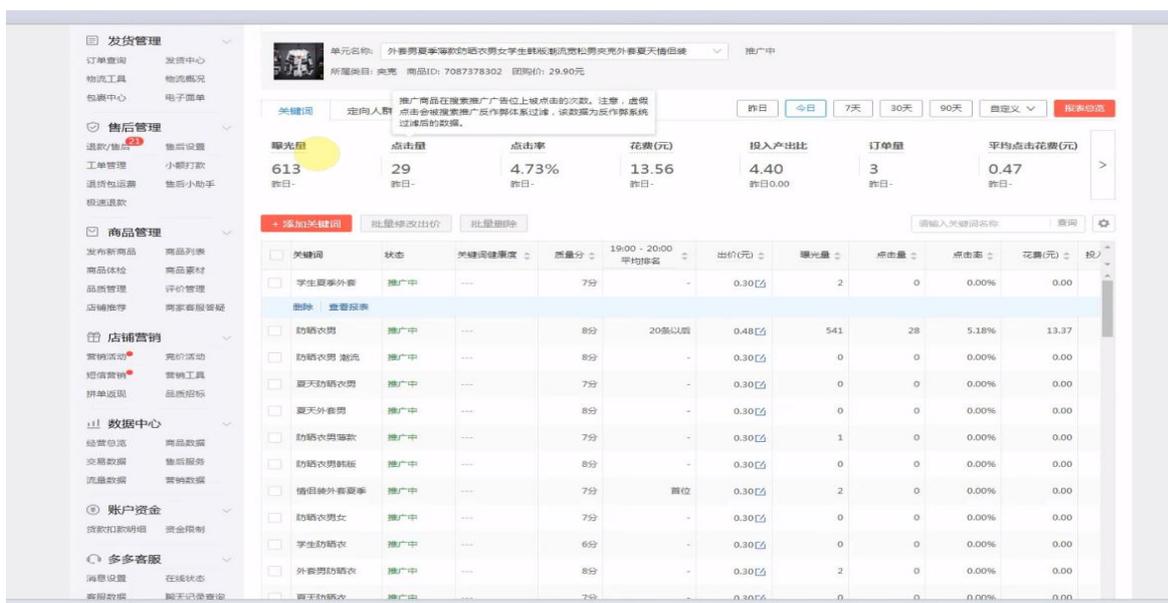


资料来源：公司公告、华创证券

1.2 广告主追求交易的转化率：另一方面在广告投放中，更加注重效果类广告，预算分配上更愿意向 ROI 较高的电商倾斜。

在商户的电商管理体系中，效果广告投放往往不是单独模块，而是内置于整体的店铺管理体系中，成为提升电商运营的一个子模块，与商品售后、发货、店铺运营等等共同构成了交易的转化，ROI 较高，拼多多商铺搜索推广广告平均 ROI 为 5% 左右，而根据我们草根调研的数据，百度一般商品类关键词搜索广告平均 ROI 为 2%，两者存在较高的差异。整合化带来较高的 ROI，使得广告主在预算分配时，更倾向于向电商平台倾斜。

图表 27 拼多多商户后台管理后台：广告模块内置于整体的店铺管理体系中

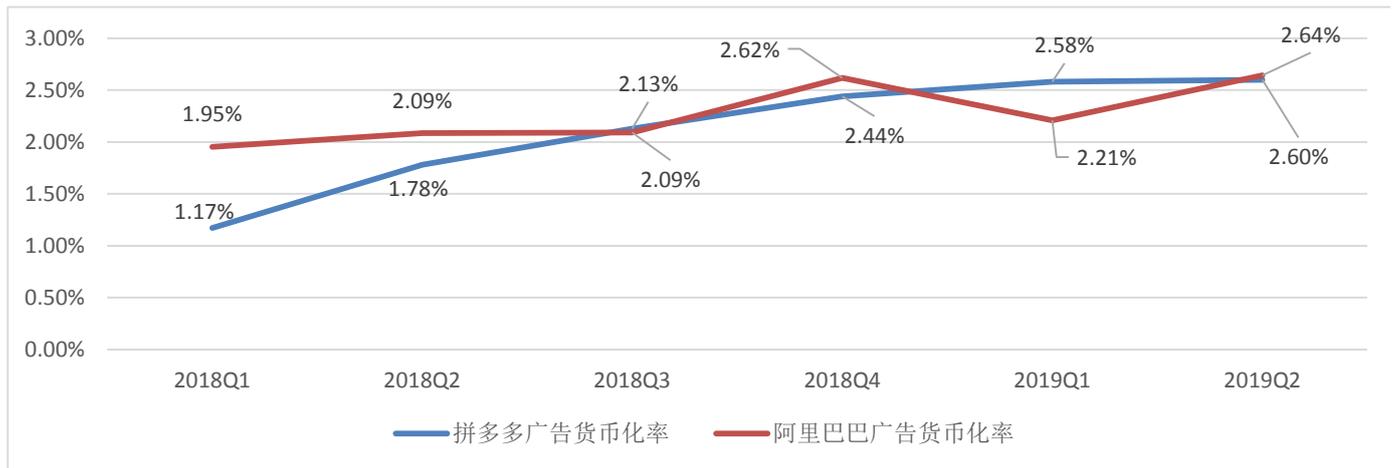


资料来源：拼多多大学、华创证券整理

2、增长动力来自何处？从供给端看，电商对于营销产品的开发日益成熟，产品矩阵丰富性提高

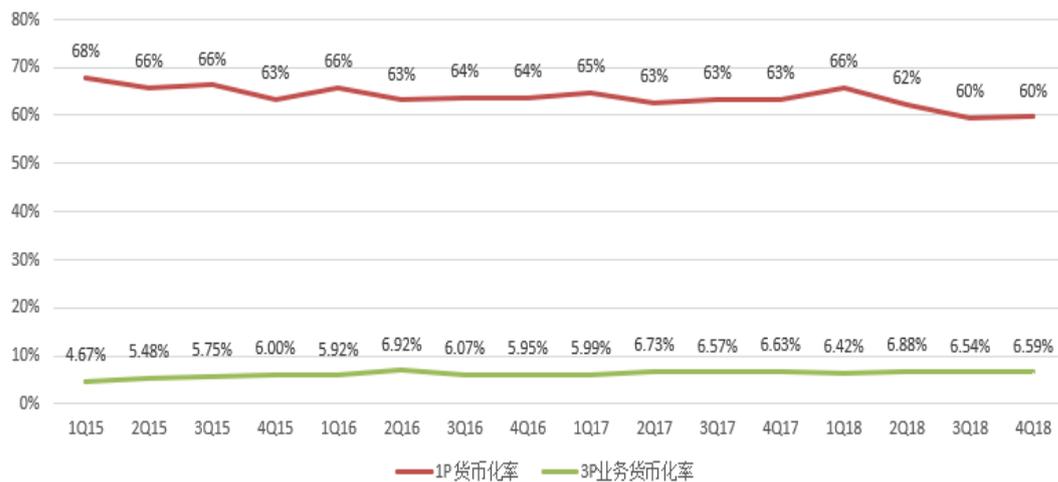
从供给端看，三家电商营销产品的开发日益成熟，从品牌展示到搜索推广再到大数据客户运营，产品矩阵日益丰富。同时，也为电商平台带来了货币化率，尤其是广告业务货币化率的提升。阿里巴巴与拼多多广告货币化率随着广告产品矩阵的丰富日益走高。截止 2019 年 Q2，拼多多整体平台广告货币化率达到 2.6%，阿里巴巴广告业务货币化率达到 2.54%。

图表 28 阿里巴巴、拼多多广告货币化率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 29 京东分业务货币化率



资料来源：公司公告，华创证券

2.1 阿里巴巴营销产品梳理。自淘宝网上线以来，为了更好地服务商户，提升广告转化率，阿里巴巴陆续推出不同类型的营销产品。从最初的淘宝直通车、钻石展位等搜索竞价模式产品；到后来达摩盘、智钻为代表的大数据营销产品；近两年又推出了淘宝直播、超级推荐等内容推荐模式的产品。十数年营销产品模式的完善和成熟显著提升了阿里巴巴的广告转化率和 ROI。

图表 30 阿里妈妈营销产品推出历史


资料来源: 阿里妈妈官网, 华创证券

图表 31 阿里妈妈营销产品梳理

产品类型	产品	计价方式	产品说明
搜索竞价	淘宝直通车	CPC 计价, 展示免费	商品出现在手机淘宝/淘宝网搜索页的显眼位置, 当买家进行关键词搜索时, 以优先排序获得买家的关注。同时, 只有买家点击才需付费, 系统智能过滤无效点击。
展示推广	品销宝	CPM 计价	手机淘宝/淘宝网/UC 首屏的顶端大图展示广告位, 可以有效起到品牌推广和客户转化的作用。
	智钻	以 CPM 为基础, 增加 CPC 的结算模式	以图片展示为基础, 精准定向为核心, 面向全网精准流量实时竞价的展示推广平台。平台还可以为客户提供精准定向、创意策略、效果监测、数据分析、诊断优化等服务。
	超级推荐	CPC/CPM 计价	面向场景的信息流推广, 主要形式非常丰富, 包含商品、微淘图文、哇哦视频、直播间、淘积木 (超级推荐专属模板)。
品牌营销	Uni desk	按照方案计价	阿里巴巴 Uni Marketing 品牌全域营销方法论下的核心产品之一, 可以帮助客户实现“全链路”、“全媒体”、“全数据”、“全渠道”的营销。
数据服务	达摩盘	加入条件: 钻石展位+直通车+超级推荐最近 30 天总消耗 >= 1.5 万元	广告主通过达摩盘可以实现各类人群的洞察与分析, 潜力客户的挖掘; 能够通过标签市场快速圈定目标人群, 建立个性化的用户细分和精准营销; 通过第三方服务应用市场, 解决个性化的营销需求。
个人营销	淘宝客	CPS 计价, 交易成功后抽取佣金	淘宝客是通过推广者自有的一些渠道, 如聊天工具、社交平台、网站等, 帮助商家推广促成交易从而赚取佣金收益的推广者。

资料来源: 阿里妈妈官网, 华创证券

图表 32 阿里妈妈营销产品图例



资料来源：阿里妈妈官网

2.2 拼多多营销产品梳理。拼多多为不同等级、不同类型的商户提供了多样化的营销产品，包括：主要为小型 C2C 电商卖家提供的 CPS 模式的多多进宝；主要为中小型电商提供 CPC 模式的搜索推广和场景推广产品；主要为 TOP C2C 电商提供的 CPM 模式的聚焦展位和明星店铺产品；主要为传统品牌厂商提供的 CPT 模式的展示广告等等。自上线以来，拼多多不断对这些营销产品进行更新和完善，这些营销产品也为拼多多 GMV 的高速增长和营收增长提供了可观的促进效果。

图表 33 拼多多线上推广产品梳理

广告产品	出价方式	展示位置
搜索推广	CPC	搜索关键词，1+6N
商品推广	CPC	打开商品类目，1+6N
店铺推广	CPC	营销活动页
聚焦展位	CPM	首页 banner 第 2-7 帧
明星店铺	CPM	搜索结果界面置顶展示
展示广告	CPT	首页 banner 第 2-5 帧 多多果园右上角 ICON

资料来源：多多大学，华创证券

图表 34 拼多多线上推广产品图例



资料来源：多多大学

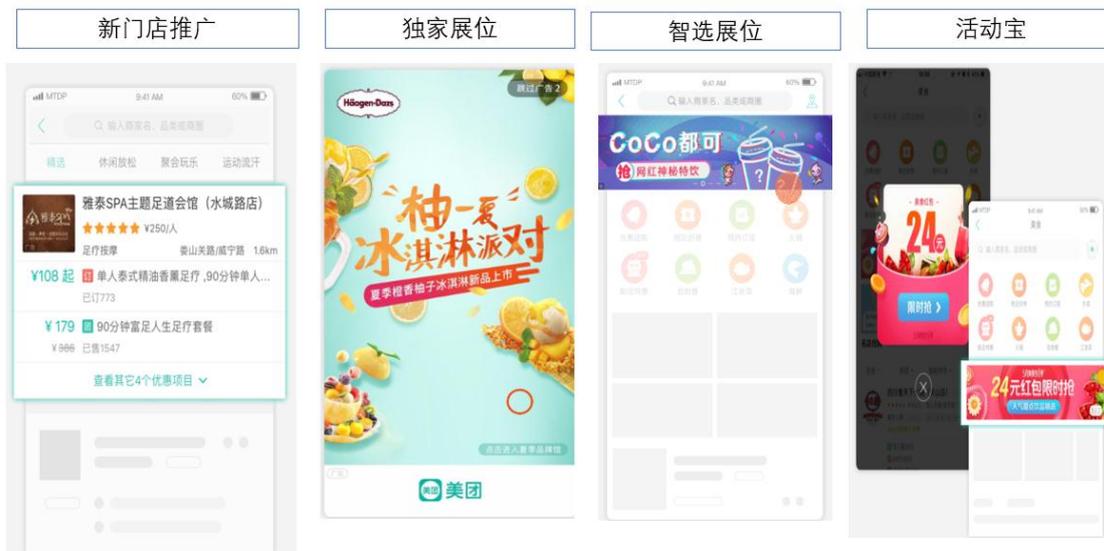
2.3 美团营销产品梳理。美团点评的营销产品主要可以分为三类：1) CPC 模式的商户广告展位，主要是借助固定广告展位，智能精准投放，为商户提供更多曝光机会，提高广告转化率。未来 CPC 广告类目会更加细化，月活商户中有 20% 采取这类广告模式。2) CPM 模式的智选展位，主要是通过大数据的精准营销方式，触及强关联用户起到高效的用户需求满足。CPM 整体占收比比较小，目前主要为 Feeds 流广告。3) 商户通服务，为商户提供团购、预订、店铺形象装修、顾客数据营销等多样化服务，便利商户的全方位经营，月活商户中 40% 采取商户通模式。商户通目前在不同领域收取的费用和渗透率存在差异：在餐厅领域，用户需每年缴纳 6000 元左右的使用费，目前渗透率约为 40%；到综领域年费价格较高。

图表 35 美团点评广告推广产品梳理

广告类型	产品	计价方式
展示广告	钻石、铂金展位	CPT/GD (时长计费/固定广告位)
搜索广告	搜搜、点金推广	CPM (按展示付费)
Feeds 广告	信息流广告	CPC (按点击付费)
推送广告	弹窗、揽客宝	CPA (订单计费)

资料来源：美团点评广告平台官网，华创证券

图表 36 美团点评广告产品图例



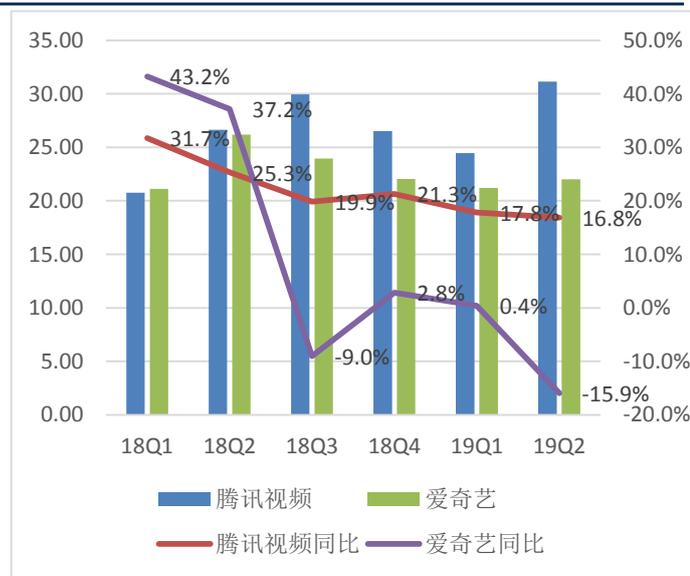
资料来源：美团点评广告平台官网

(二) 互联网品牌广告——受长视频网站内容上线影响，以及广告主预算收窄影响，持续下滑

互联网品牌广告主要来自于三家长视频网站以及网易，受到广告主预算收窄、内容上限延迟以及爆款视频乏力三个主要原因拖累，2019年上半年以来，爱奇艺、优酷、腾讯视频、网易广告收入相对持续下滑。

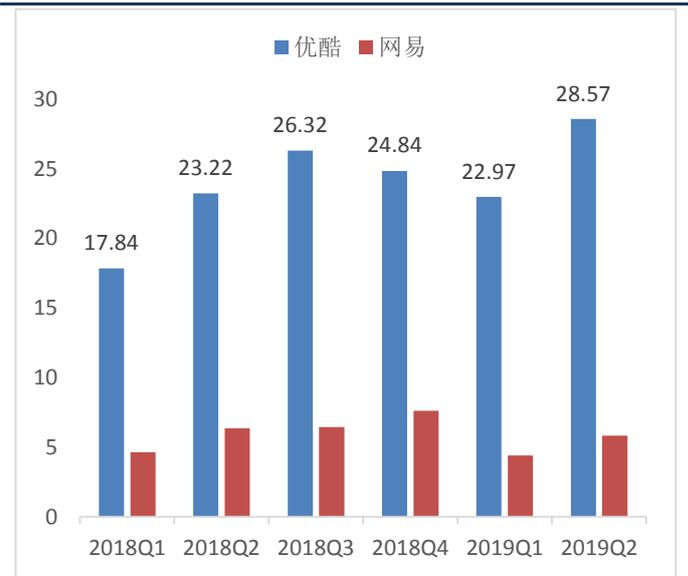
1、三家长视频广告收入持续下滑

图表 37 腾讯爱奇艺广告收入（亿）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 38 优酷网易广告收入（亿）



资料来源：公司公告，艾瑞咨询，华创证券

2、互联网品牌广告与人均VV高度相关，三家长视频未来播放内容储备盘点

图表 39 互联网品牌广告收入模型



资料来源：华创证券整理

根据互联网品牌广告的收入公式，以展示类为主的品牌广告，收入提升主要依赖于日活跃用户（DAU）、人均页面按浏览（在长视频领域为VV，人均视频播放）、广告展现率以及广告单价CPM四个核心指标。

以长视频网站爱奇艺为例，平台利用海量的内容资源和庞大的用户体量，结合广告主的行业特点和特定需求，提供多样化的精准投放服务，得以有效地增强广告主在特定人群中的品牌影响力。同样，为了进一步提升广告转化率和收入，腾讯视频也推出了多样化多计价模式的广告产品。

图表 40 腾讯视频品牌广告产品梳理

产品类型	出价方式	刊例价格
前贴片、后贴片广告	CPM	通投：45-60 元/CPM 核心城市（北京、上海）：165-255 元/CPM 重点城市：100-170 元/CPM 其他/全省：50-80 元/CPM
暂停广告	CPM	通投：30-40 元/CPM 核心城市（北京、上海）：70-110 元/CPM 重点城市：50-95 元/CPM 其他/全省：35-50 元/CPM
如影随行	CPM	通投：35-40 元/CPM 核心城市（北京、上海）：90-100 元/CPM 重点城市：60-75 元/CPM 其他/全省：40-45 元/CPM
闪屏（移动端）	CPM	35-55 元/CPM

资料来源：华创证券整理

图表 41 腾讯视频品牌广告产品图例



资料来源：多多大学

在明年的网剧中，除开校园之外，青春、甜宠剧或将持续霸屏，而古装剧在“去宫斗化”后，走向更为“小而美”的细分领域，爱情、轻喜剧等关键词在古装这个大分类中出现的频率极高。从三家视频网站的剧集库存来看，腾讯视频的库存最为雄厚，但是从作品来看，爱奇艺即将推出的作品成为爆款的可能性更高。

图表 42 爱优腾三家部分开机、待播剧梳理

平台	类型	数量	作品
腾讯视频	古装武侠&爱情	10	少女大人，传闻中的三公主，御赐小仵作，有翡，长安少年行，神医凰后，少爷与我的罗曼史，今夕何夕，九流霸主，明月照我心
	青春&校园	5	致我们甜甜的小美满，好像和你在一起，百年之一言为定，森永高中三年二组，我们的西南联大
	都市爱情	8	遇见璀璨的你，暖暖请多指教，余生请多指教，仲夏满天心，好想和你在一起，我的漂亮朋友，不说谎恋人，酋长的男人
	悬疑&剧情	6	焕脸，双探，虫图腾，时间倒数遇见你，痕迹，鬼吹灯之龙岭迷窟
优酷视频	青春&校园	4	全世界最好的你，初恋了这么多年，放学别走，我凭实力单身
	都市爱情	5	约定时间爱上你，交换吧运气，半暖时光，你听起来很甜，全世界都不如你
	古装爱情	1	将军家的小娘子
爱奇艺	都市时尚	1	了不起的女孩
	奇幻玄幻	3	亲爱的药王大人，无心法师3，天舞纪
	古装爱情&喜剧&励志	5	如意芳霏，明月曾照江东寒，我在六扇门的日子，云上学堂，三嫁惹君心
	悬疑探案	5	夜凛神探，猎狐，长夜难明，少主且慢行，坏小孩

资料来源：华创证券整理

（三）信息流广告——处在行业供需振荡期，调整后向龙头集中

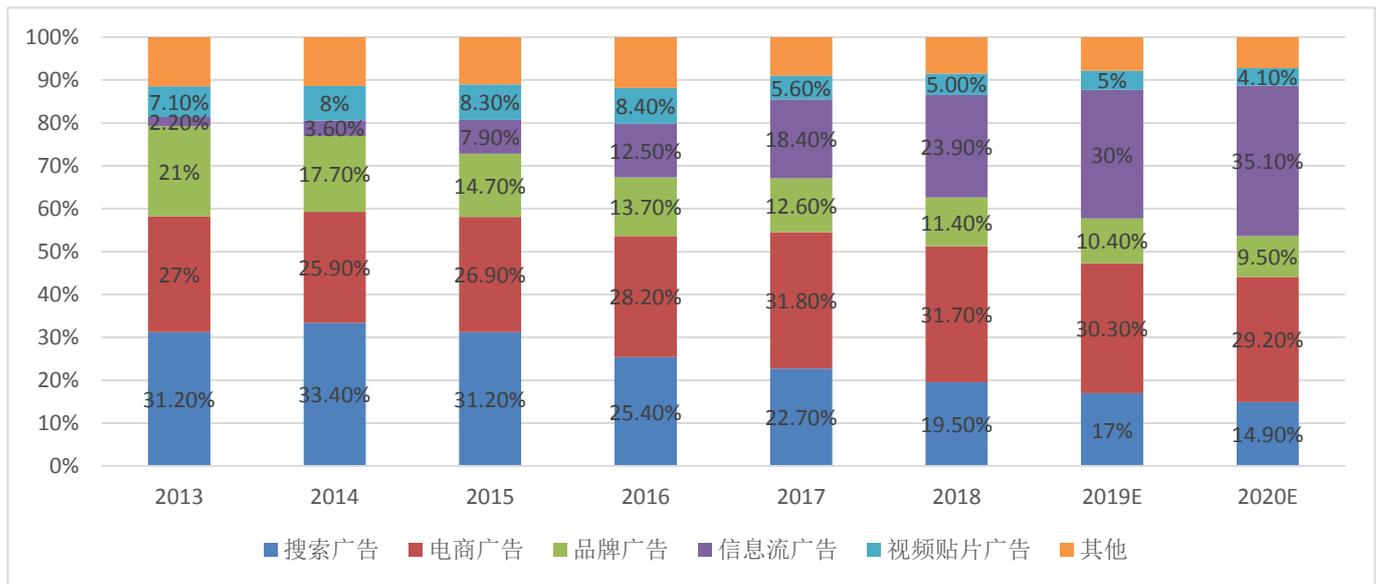
内容的去中心化与分发的中心化决定了信息流广告的崛起。2018年以来，信息流广告是互联网广告市场主要的增量，根据信息流广告公式，相比于品牌展示广告，信息流广告的关键指标在人均 feed。相比人均 PV 或者 VV，feed 的增加取决于每天刷新的次数以及每次刷新可以加在的信息流数量，相比长视频每一个 VV 平均需要消耗用户 20 分钟到半小时，每一个 feed 可能只需要消耗用户几秒钟到几分钟。因此，在同一单位时间内，广告的库存量被极大的提升。理论上，信息流广告的潜在库存量来自于用户持续刷新和 Feed 持续增长的阅读内容。但是这只是理论上最大化的广告库存池，因为不可能所有的信息流都可以加载广告。因此，这个广告库存池内能够转化为广告的比例就是广告加载率（ad load）。Ad load 是各个互联网公司用来调节信息流广告供给的核心阀门，人均 feed 和广告加载率共同构成了实际库存。

图表 43 互联网信息流广告收入模型



资料来源：华创证券根据公开资料整理

图表 44 中国不同形式网络广告市场份额及预测



资料来源：艾瑞咨询《2018年中国网络广告市场年度监测报告》，华创证券

2019年上半年，今日头条和抖音 DAU 与用户时长的快速增长急速的扩张了字节跳动系的信息流广告库存池，而微信朋友圈“看一看”的上线，以及 DAU 的增长也相应推动了微信朋友圈的以及 QQzone 广告库存。在此基础上，字节跳动提升 Ad load，根据估算，抖音广告加载率 2019 年 6 月在 15%-20%（平均每 10 条 feed 中间有 1.5-2 条），朋友圈 Q2 以来将每日每人上限 2 条广告增加至 3 条，加载率提升至 5% 以上。导致 2019 年 Q2 以来，整体信息流广告库存大增，产生供大于求的失衡状态。

图表 45 今日头条流量变现方式及付费价格

落地页\APP\文章\店铺					
广告位置	今日头条信息流	小图	组图	大图	视频
	今日头条详情页				
	西瓜视频				
	火山小视频				
	抖音	X	X	X	视频
竞价计费方式	点击 CPC	0.2 元/次起			
	展示 CPM	4 元/千次展示起			
	转化 OCPM	1 元/千次展示起			
	转化 CPA	1 元起			
	有效播放 CPV	0.2 元/次起			

资料来源：今日头条官网、华创证券

图表 46 中国移动互联网信息流广告市场规模趋势



资料来源：Questmobile、华创证券

图表 47 主要信息流平台 DAU 和广告加载率

	朋友圈	今日头条	抖音	快手
DAU	7.5 亿	1.18 亿	2.26 亿	2.2 亿
广告加载率	每日 2 到 3 条	10%	12%-14%	2%-5%

资料来源：Questmobile、华创证券

在供大于求的失衡状态下，CPM 单价自 Q3 开始出现下跌趋势。我们汇总了今日头条与抖音最核心的信息流广告位置——推荐页第一条信息流，发现今日头条 APP2019 年 Q3 以来，刊例价格由 160-180 元每个 CPM 降至 160 元每个 CPM。抖音 APP 首条信息流刊例价从 240 元每个 CPM 下降至 160-200 元。

图表 48 主要信息流广告报价趋势变化

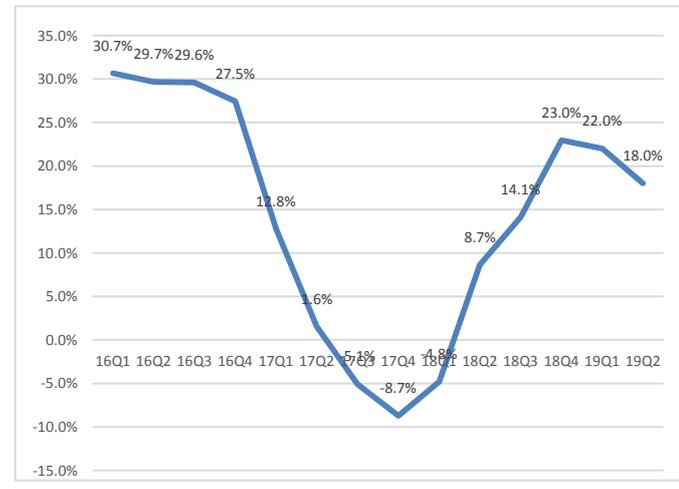
媒体	广告形式	2017 年			2018 年			2019Q2		
		CPM 刊例单价	折扣	CPM 实际均价(元)	CPM 刊例单价	折扣	CPM 核算均价(元)	CPM 刊例单价	折扣	CPM 核算均价(元)
今日头条 APP	信息流	150	27%	40	160-180	25%	40-45	160	25%	40
	开屏	160	18.75%	30	200	25%	50	900 万包日	50%	按照 1.2 亿 DAU 计算，核算为 38 元
抖音	开屏 (静态/动态)				260-280	25%	65-70	200	25%	50
	信息流				240	25%	60	160-200	25%	40-60

资料来源：字节跳动、华创证券

但如果比照海外龙头的信息流产品发展历程，我们可以看到信息流广告总是要经历供需与价格的行业震动。以 Facebook 为例，从 15Q4 到 17Q1 这 6 个季度处于库存量逐步提升，同时广告单价逐步下降的周期，广告加载率自 16 年 Q1 以来保持 30% 的增速，同时广告数量增速为 50%，相对应广告单价增速仅为 5%。随着广告供给的大幅提升，广告单价持续下降至 17Q1，形成了库存过量的高峰。17Q1 之后，为了消化库存，facebook 调节广告加载率，大大降低了广告数量的供给，广告单价随之逐步上升，至库存降至最低点，单广告 ARPU 也达到了增速最高点。18Q1

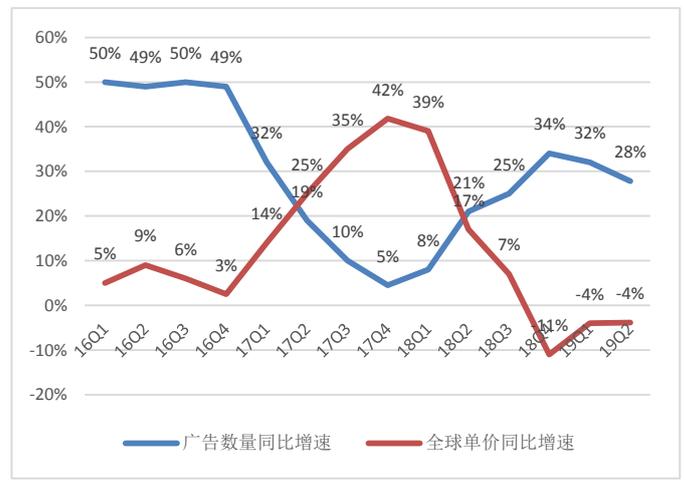
以来，又开启了库存的逐步上升与单价逐步下跌的新一轮调整震荡。对比 Facebook 量价关系，我们认为目前国内信息流广告处于库存过量、价格开始下跌的周期，各家 Q1 以来纷纷释放

图表 49 Facebook 广告加载率同比增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 50 Facebook 广告数量与广告单价反向震荡



资料来源：公司公告，华创证券

图表 51 互联网核心信息流产品比较

产品	流量从哪里来	怎么推荐	产品特点
百度	从图文，到贴吧，新闻，再到短视频以及在多个垂直领域布局	基于兴趣+搜索的推荐算法	1、适应场景广。旗下有社交类，新闻类，搜索类等多个产品，可以满足不同场景下的广告需求。 2、对用户特征了解，基于搜索的大数据，对用户搜索意图洞察。
头条	从图文到短视频、问答、社区以及在汽车，家居等垂直领域布局	基于兴趣的推荐算法	1、对用户行为洞察。新闻出身，用户使用时间长，粘性强。 2、提供关键词定向、创意词包、多创意投放等功能。
微博	从图文到直播，到短视频等多种方式布局	基于兴趣+社交的推荐算法	1、大V多，意见领袖有导向作用。 2、基于大V的广告推荐机制。 3、支持与企业自有 DNP 数据打通。

资料来源：爱盈利，华创证券

(四) 搜索广告——百度的统治时代结束，垂直领域觊觎搜索蛋糕

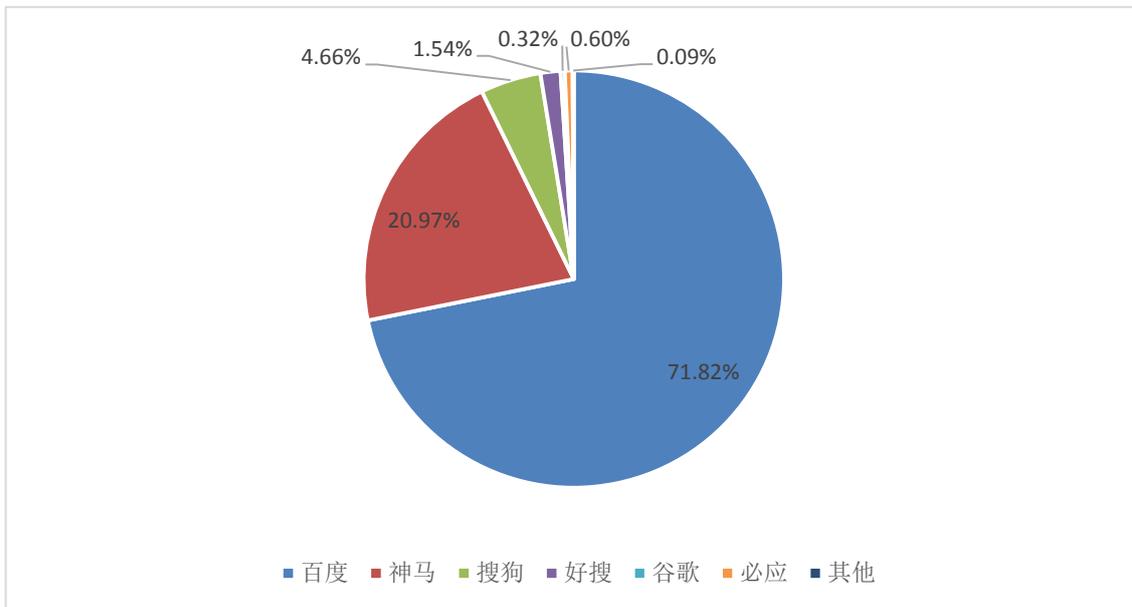
流量分发渠道进一步去中心化，搜索引擎失去了流量分发的核心功能。在传统的 PC 时代，以百度和 google 为首的搜索引擎掌握着核心的流量分发功能，然而随着移动互联网的崛起，百度在移动互联网发展的掉队，预示着搜索引擎在移动互联网时代流量分发的核心功能正在衰退。2017 年四季度以来，百度移动端收入与 DAU 增长持续放缓，移动端使用时长显著落后于微信、手机淘宝、手机 QQ、UC 浏览器、今日头条等巨头 APP。2018 年 1 月，百度将手机百度更名为百度，意味着全面转向移动市场的公司战略，但是 2019 年第二季度，百度 APP 用户增长却差强人意。

移动互联网失去了搜索的流量分发，同时结成了信息的茧房。垂直领域的搜索产品迅速替代了百度的综合搜索功能。2011 年成立的知乎，凭借结构化、专业和友善的社区氛围，聚集了互联网科技、商业、影视、时尚、文化等领域最具创造力的人群，产生了大量的优质专业的内容。截至 2019 年 1 月，知乎已拥有超过 2.2 亿用户，共产

出 1.3 亿个回答，极大的分流了百度在专业领域的搜索功能。2017 年微信上线搜一搜看一看，搜索项目包括朋友圈、文章、公众号、小说和表情等。搜索的结果页则会出现 QQ 音乐、搜狗百科、微信朋友圈、腾讯新闻、知乎以及各个微信公众号里的内容。2018 年阿里健康宣布启动权威医学智库“医知鹿”，用户可以通过医知鹿查询各种医学知识。医知鹿从患者视角出发，将教科书式的医学知识和治疗方案解读成患者易懂、实用的内容。2019 年 8 月头条进军搜索领域，希望通过搜索体系作为支撑来封锁流量，保证头条信息流的未来增长。头条搜索结果与百度不同，主要来自于头条系的信息内容，主题类型也偏向于新闻娱乐。

从市占来看，根据 Statcounter 数据，截至百度 2019 年 5 月，百度在国内搜索引擎市场份额由 70%左右下滑至 65%，下滑速度严重。

图表 52 2019 年 1 月全国搜索引擎市场份额移动端占比



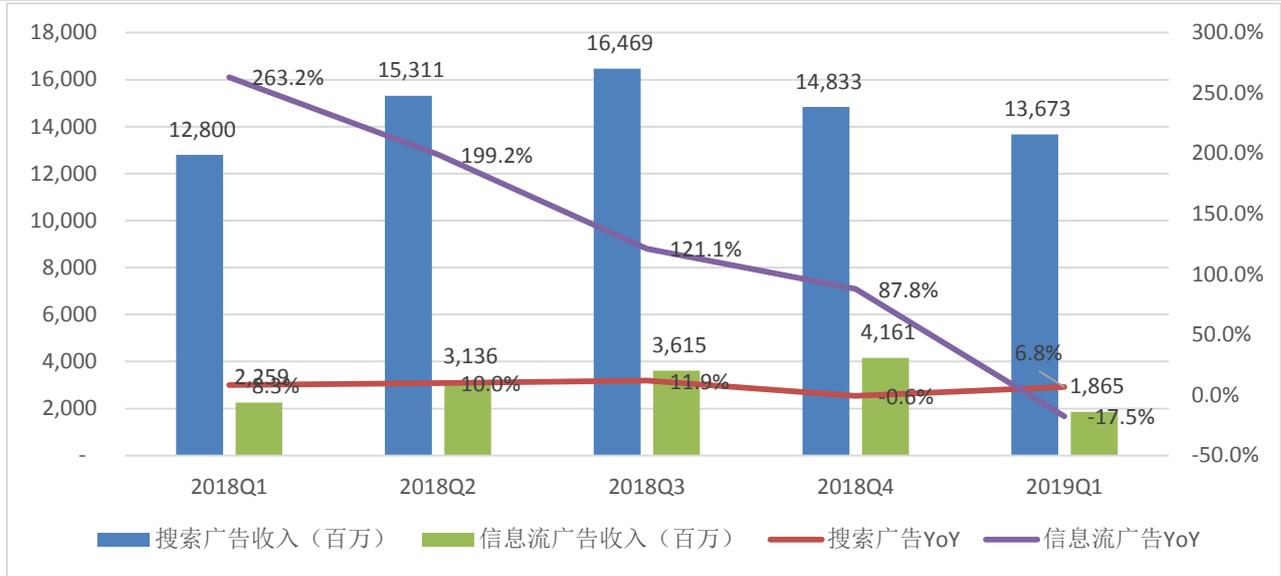
资料来源：艾瑞咨询《2018 年中国网络广告市场年度监测报告》，华创证券

图表 53 垂直领域搜索产品梳理

平台	搜索产品	上线时间	主要搜索内容主题
头条	头条搜索	2019.8	新闻资讯，娱乐热点
知乎	知乎搜索	2011.1	知识经验，观点见解
阿里健康	医知鹿	2018.5	疾病知识，防止措施，药物作用
微信	搜一搜&看一看	2017.5	朋友圈信息，公众号文章

资料来源：华创证券整理

图表 54 百度核心业务广告收入



资料来源：公司公告，华创证券

图表 55 百度活跃广告主数量



资料来源：公司公告，华创证券

2019年8月今日头条正式上线了搜索功能。今日头条拥有巨量的信息流和相当庞大的用户体量，在上线了搜索功能之后是否会在未来替代百度在搜索引擎领域的地位呢？**我们的回答是：不能。**原因在于：

1、目前两者的搜索量级不同，百度每日能够达到60亿次以上，头条搜索只能达到0.3亿次，两者量级相差巨大。主要原因在于今日头条主打推荐新闻资讯和娱乐热点，主力用户尚未形成搜索习惯，这在短期内很难实现飞跃式增长。

2、搜索需要用户的使用场景，带来相对的转化率截然不同。不同于今日头条用户主要搜索的新闻娱乐主题，百

度的应用场景除了百科之外，主要为医疗、汽车、旅游等指向性明确的领域。百度搜索的明确细分领域能够大幅提升搜索结果广告的转化率，这是今日头条难以实现的。

3、搜索功能需要过硬的搜索质量、检索能力、站内的内容和搜索产品的能力等进行支持。而短期内今日头条在技术和内容积累上难以进行突破。

图表 56 头条搜索产品矩阵 VS 百度搜索产品矩阵

搜索产品	字节跳动	百度
搜索	头条搜索	百度搜索
贴吧	飞聊	百度贴吧
问答	悟空问答	百度知道
图片搜索	灵犬反低俗助手	百度识图
百科	互动百科	百度百科

资料来源：华创证券整理

三、行业正在起变化——我们判断会影响整个行业格局的几个新趋势

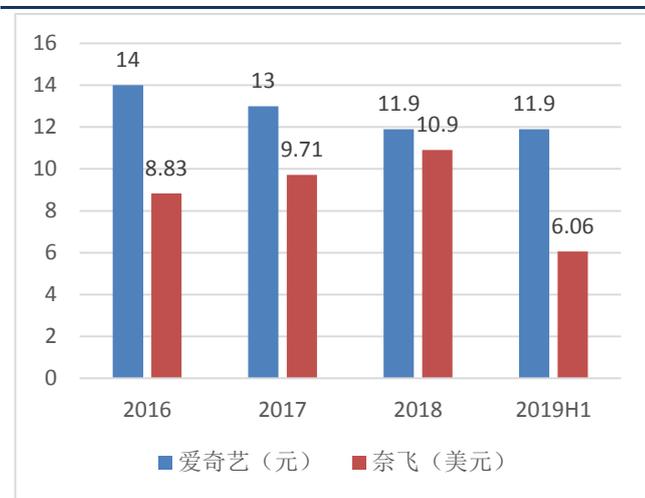
(一) 从流量价值到用户价值的挖掘，互联网广告寻找增长的第二曲线

广告投放本质上是对用户的价值挖掘，流量变现是人们惯常认为的“互联网思维”。在这种模式下， $ROI = \text{流量收入} / \text{流量获取成本}$ ，这实际只是一种传统经济模式。而在用户流量增长全面见顶的前提下，跨越是增长的关键。目前互联网广告行业正在跨越从流量价值到用户价值的第二曲线。价值的跃迁往往意味着互联网平台与用户关系的改变，从用户的单次展现价值向用户的多次交易价值变迁。

1、中美广告差异显著，平台 ARPU 值增长空间显著

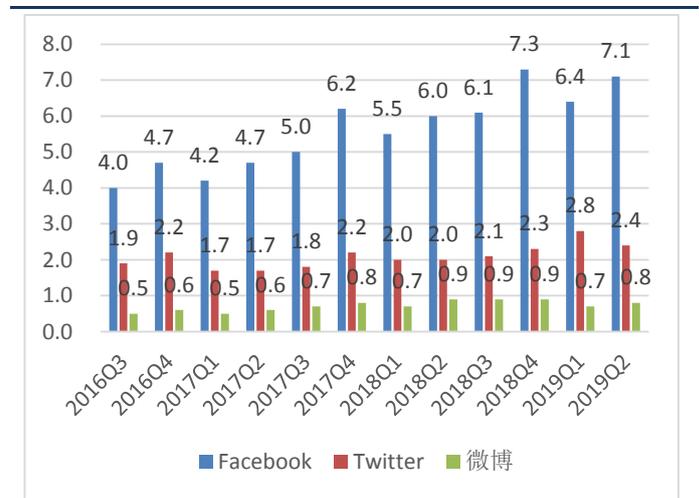
目前如果统一采用单用户价值指标同向对比，可以看到，同属于社交平台属性，中美平台的单用户价值差异还比较大，这背后反映了不同平台对用户的画像细微程度，用户的活跃度，在平台的使用时长，持续性，用户交互模式及用户的付费意愿和能力等要素。

图表 57 爱奇艺、奈飞 ARPPU 值对比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 58 微博、Twitter、Facebook 单用户价值对比(美元)



资料来源：Bloomberg，华创证券

2、多渠道提升广告转化——从 APP 应用下载，到线索获取，到商品转化，最后是开店带货。

图表 59 深度转化营销产品

APP 应用下载	线索获取	商品转化-鲁班
卡券下载	线索收集	商品管理
分块下载技术	(橙子建站、青鸟线索通)	商品推广
分场景安装	线索运营	订单管理
场景还原	(飞鱼 CRM、呼叫中心)	生意参谋
深度转化-付费	线索再营销	
深度转化-次留	(深度转化-有效获客)	

资料来源：华创证券整理

在提升广告转化的进阶中，按照转化率的从低到高，又分为下载转化、线索获取、商品转化以及最终的开店带货。

APP 下载：以互联网广告主和核心，还包含卡券以及红包下载，一般按照下载量的转化来付费。拼多多 MAU 的迅速提升就来自于 APP 下载效果广告的有效投放。根据拼多多财报，2019 年 Q2，拼多多月活跃用户（MAU）达到 3.66 亿，同比增长 88%，环比增长 26%，2019 年 Q2 营销费用 61.04 亿元，同比增长 105.5%，环比增长 24.8%，平均每个新增 MAU 获得成本 80 元，为 80 元：（计算公式：单季销售费用/新增 MAU），2019 年 Q1 MAU 单个获取成本为 103.15 元。拼多多新增营销费用主要用于三方面：销售补贴、电梯及电视广告、线上效果广告。

线索获取以 CRM 管理优先的广告主为核心，主要为汽车、教育培训。广告效果包括：线索搜集、线索运营以及线索的二次营销。根据行业调研，目前百度获取一个有效线索的成本在 200 元左右，今日头条则在 130 元左右。

商品管理：以单品爆品类的食品饮料以及服饰化妆品等广告主为主，包括单品商品管理、推广、订单管理以及整个店铺的运营咨询。

开店带货：以品牌类的食品饮料以及服饰化妆品等广告主为主，进一步激发流量价值。

以抖音短视频平台为例，抖音推出了多种直播、内容、KOL 带货模式的营销产品，包括：

1) 抖音信息流广告：店铺直投的方式，广告主以视频内容展示产品卖点，用户可以通过点击视频下方链接跳转至绑定的淘宝，天猫店铺。

2) 抖音电商“鲁班”：直接以视频展示的方式进行商品推广，顾客可以跳转到抖音系统界面下的购买页面完成交易，不需要转至第三方电商平台，以进一步提升商品转化率。

3) 抖音小店：商家可以通过开通抖音小店来实现卖货的目的，但目前对商户的要求较高。

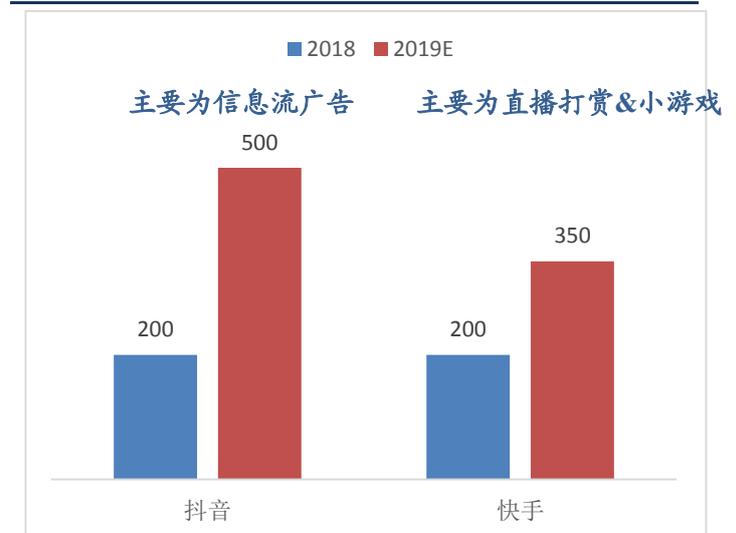
4) 抖音橱窗：类似淘宝商家的模式，抖音用户可以拥有个人主页电商橱窗，可以为发布的视频添加商品并售卖，也可以在直播间中添加商品并售卖，并拥有 dou+ 推广功能。这种方式门槛较低，也方便小商家进行商品管理。

图表 60 快手小店，魔筷星选微信小程序月活用户



资料来源: Questmobile 《中国移动互联网 2019 半年大报告》, 华创证券

图表 61 抖音快手营收目标 (亿)



资料来源: Questmobile 《中国移动互联网 2019 半年大报告》, 华创证券

图表 62 短视频行业主要变现方式

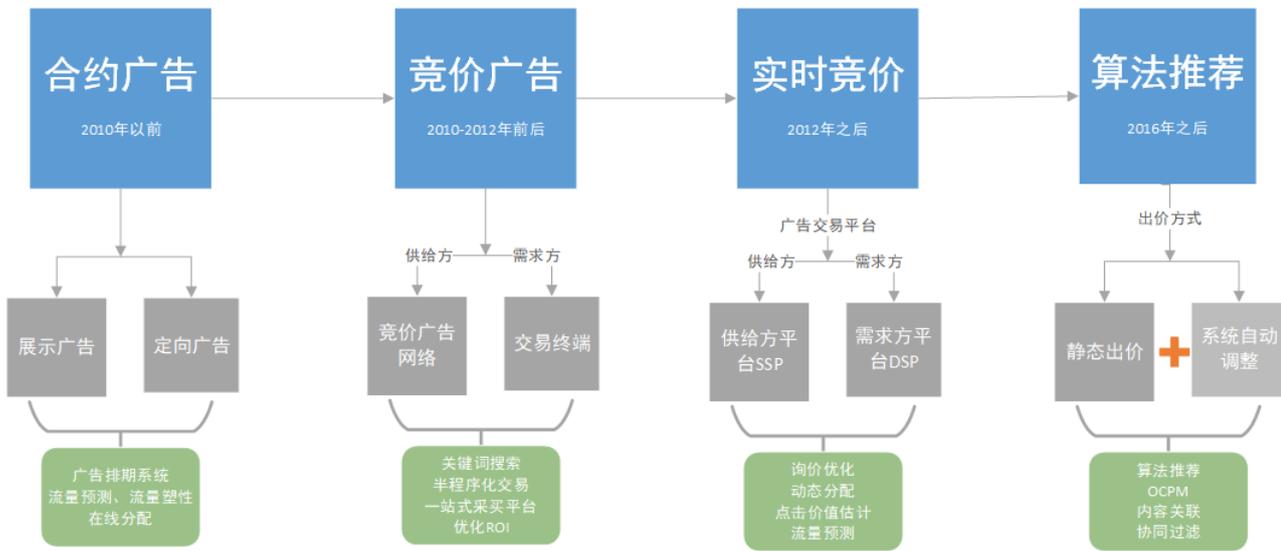
广告	直播打赏	平台卖货
用户对广告形式的接受度:	用户观看直播打赏的主要原因:	用户购买商品的主要品类
创意有趣的内容: 74.2%	主播有才艺: 55.7%	美妆护肤: 38.9%
明星或者网红推荐: 40%	主播表演很卖力: 49.5%	鞋帽服饰: 35.8%
品牌/产品输出: 37.4%	打赏不多, 不会在乎: 32.6%	食品: 32.8%
使用教程中植入: 35.3%	主播颜值高: 32.5%	生鲜水果: 27.5%
	捡到了主播发的红包: 31.6%	家居家装用品: 23.7%

资料来源: Questmobile 《中国移动互联网 2019 半年大报告》, 华创证券

(二) 效果广告持续进化——效果广告发展史, 从 1.0 到 4.0, 从凤巢到巨量

流量的机制从搜索向主动分发转变, 结合技术的变革推动着互联网效果广告的转变。效果广告也从单个关键词的投放变成模型计算投放。我们梳理了近 10 年来国内效果广告的变迁, 主要经历了合约广告、关键词竞价、DSP 投放、以及 OCPM 展示四个阶段, 而这四个阶段就是百度凤巢系统向字节跳动巨量引擎交棒的过程。

图表 63 效果广告发展历程



资料来源：华创证券整理

效果广告 1.0：合约广告时代。主要是合同规定时段内某一广告位被特定广告主所独占，广告售卖以传统线下媒体签订排期的方式进行售卖，根据广告位置是否固定，又分为固定位置和非固定位置（定向展示）两种形态。**在技术要求上：**在固定位合约广告时期，媒体只要和广告主签订好合同、在固定时间段内把他的广告展示出来就可以了，此时还没有存在对计算的需求，广告仍然以手工的形式分配广告位给不同签订了合同的广告主，以排期系统为准。随着用户信息的丰富，广告标签系统的建立，广告由之前人来分配变成根据受众定向由机器自动决策并返回广告创意，由固定位置向非固定位置进化，即只向一部分最有可能观看广告的目标群体展现

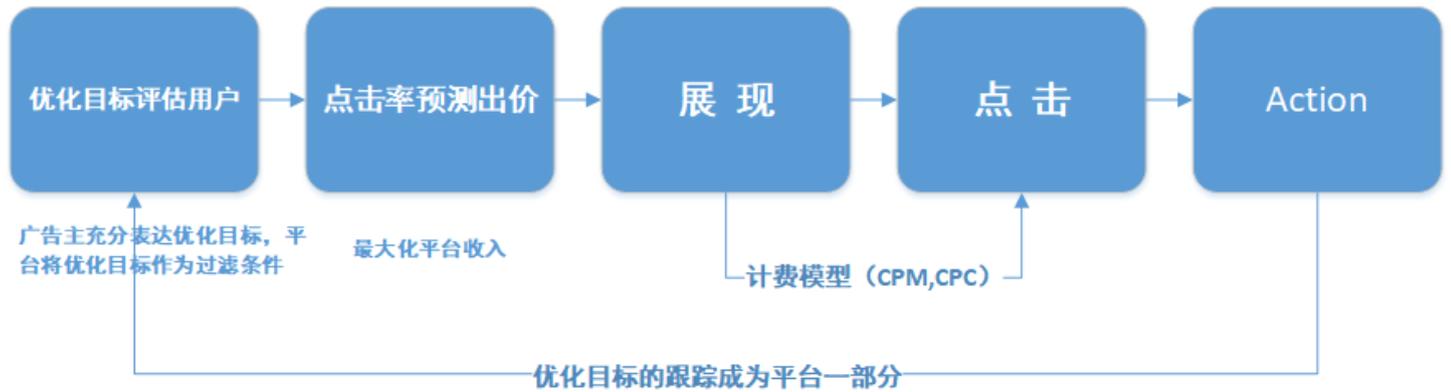
效果广告 2.0：百度关键词广告的全盛时代。2009 年尚未退出中国的 Google 谷歌的 ad word 关键字广告系统将竞价排名首次引入国内。同年百度推出凤巢广告投放系统，全面开启关键词竞价机制。**在技术要求上，**合约广告发展的后期对广告投放技术产生了要求。媒体拥有的数据越来越多，市场也就向精细化运作的方向发展：受众定向标签变得越来越精准、广告主的数量不断膨胀，合约广告需要解决**在线分配问题**，即当有些受众同时满足多个广告合约，如何更有效分配？因此，为了解决党同一次展示满足多个广告主合约时，能够卖出最贵的单价而避免浪费，就产生了对某一个展示多个广告主来进行竞价，即同一个广告位置的拍卖。

效果广告 3.0：DSP 程序化购买与实施竞价 RTB (Real time bidding)。竞价的主要应用场景为关键词搜索，关键词搜索竞价下，广告主只能根据定义好的人群定向标签和相应的关键词预先出价，而不能控制每一次展示的出价，同时除了关键词场景外，还有很多根据用户数据标签的主动推送。对广告效果的优化使得广告主不满意只能按照广告平台提供的受众标签进行购买，而是希望能够根据自身需求更加精确的定位用户。这种情况下，每一次竞价的过程变得公开透明，在每一次的竞价中，都有广告主来判断是否需要并给出出价。这个帮助决策的过程就是程序化购买。**在技术要求上，**第一，需要受众数据，准确的，海量的；其二，强大的半自动化算法，保证最合理的竞价。**在典型产品上，**主要是“数据交易平台（data exchange）、数据管理平台（DMP）”。程序化交易方式使得在线广告越来越向着数据驱动、计算导向的方式前进。

效果广告 4.0：OCPM/CPC，OCPM/CPC 是经过优化（optimized）的程序化购买。优化目标一般为最后的受众行为。执行分三步：1、做广告计划进行第一次投放。2、训练模型——经过第一次投放，在系统经过一定时间和数量对受众的分析后，机器会学习到广告受众对于某一个动作的喜好与习惯，例如点击、购买、安装等等，从而不断的训练模型优化广告效果。3、持续后续投放，不断优化模型。因此，OCPM 的准确性极度依赖模型算法，同时也要求广告主大量持续的训练和尝试。

在技术要求上，OCPM 主要依靠的是模型的自主学习，以及前期的大量广告投放的训练。

图表 64 OCPM 简化流程



资料来源：华创证券整理

程序化购买对数据和算法提出了更高的要求，因此催生了大数据的应用以及广告系统的撮合平台，由于程序化购买跳出了关键词搜索的场景，腾讯广点通、阿里汇川、字节跳动巨量引擎等等系统纷纷登陆。而程序化购买进一步发展为算法推荐，对算法模型提出了更高的要求，在这个过程中，字节跳动的算法以极高的准确率、学习能力以及海量的广告主训练慢慢占据了市场的主导地位。因此，我们可以看到，效果广告的持续进化就是对技术模型的以来不断加强的过程，同时也是百度凤巢系统、腾讯广点通向字节跳动巨量引擎交棒的过程。

图表 65 算法推荐与搜索广告对比

	算法推荐	搜索广告
对模型和系统的依赖	纯粹依靠模型	有更多人工可以优化的空间
稳定性	系统稳定性弱（流量的消耗单日不可控）	稳定性较可控（例如可以控制单日流量的消耗）
广告计划可优化	不可对比	可以对比相同广告投放计划之间的指标差异
竞价出价可控性	不可人为调节	出价可预测
优化方式	依靠各种产品	依靠第三方优化公司

资料来源：华创证券整理

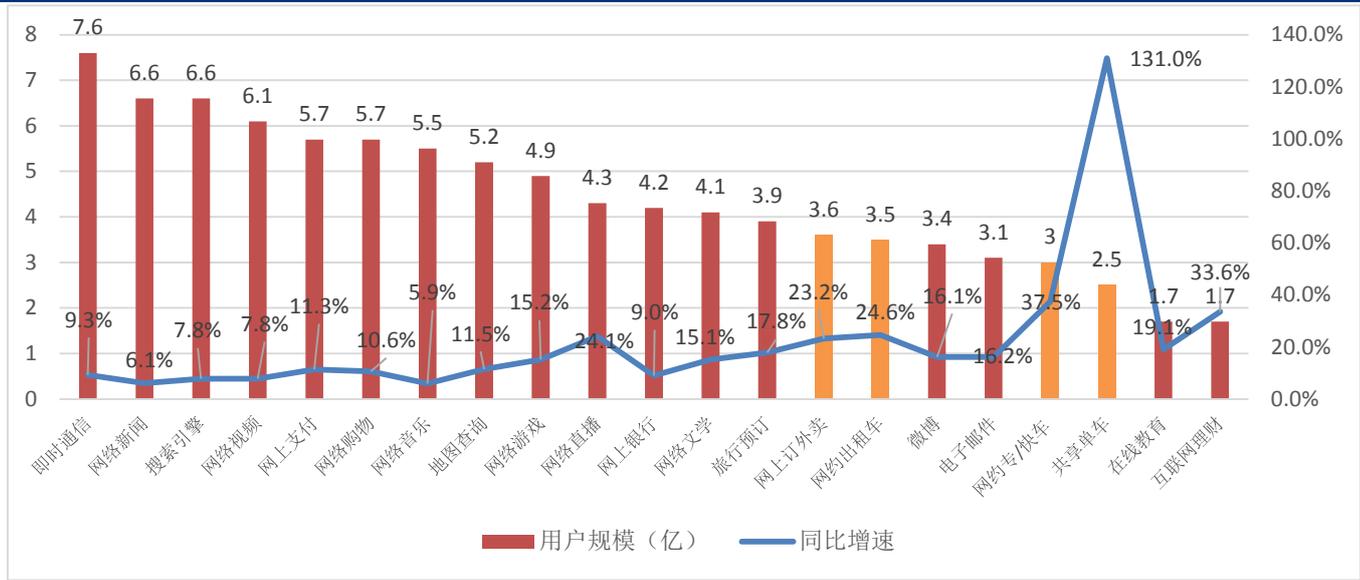
（三）LA（local advertiser）强势增长——广告投放愈发本地化。

1. 本地生活服务广告抗压增长，线下向线上转化成为新增长点

本地生活逆势增长，广告线上化天花板较高，同时线下向线上引流或引起行业新一轮增长。尽管当前经济下行压力加剧，国内经济环境发展态势严峻，但消费和本地生活板块表现较为亮眼。尤其是本地生活产业在 2018 年到 2019 年上半年实现逆势抗压增长，例如餐饮，旅游和美容等产业均取得不俗表现。本地生活广告目前整体大趋势呈现线下向线上转变，线上占比持续升高，而且这一板块的广告线上化整体天花板较高，或能成为互联网广告产业新的增长点。

从各类应用用户变化上可以看出，2018 年，网上预约专车/快车、网上定外卖、共享单车等本地生活服务有关的 APP 用户规模增速最高，年增长率分别达到 40.9%、23.2%、130.1%。本地生活服务类目主要指消费者需要去实体店体验的本地生活服务类项目，而不是 B2C、C2C 那样可以通过物流送到消费者手中的项目；主要包含：餐饮、美业、休闲娱乐、教育培训、婚纱摄影等等。

图表 66 2017-2018 年中国网民使用各类互联网应用的用户规模及增长率

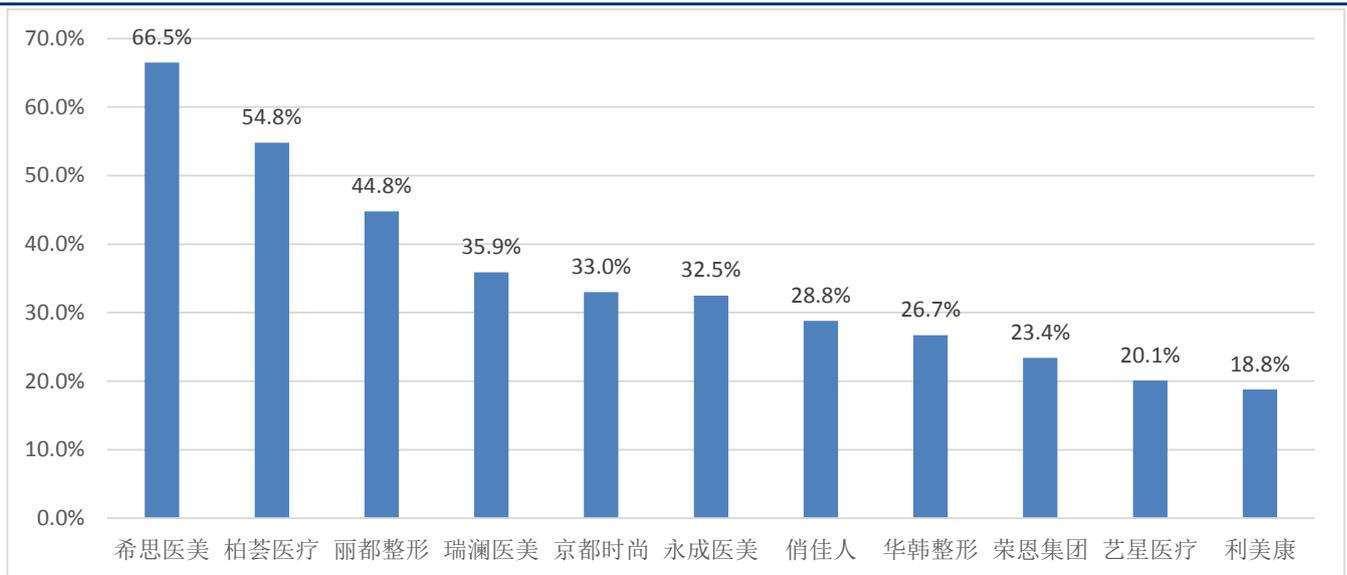


资料来源: CNNIC 第 43 次《中国互联网络发展状况统计报告》，华创证券

以医美行业为例，医美行业是目前本地生活服务线上化增速最快的行业。以美团点评线上交易额为例，在 618 促销节期间，医美交易用户在 6 天内实现了 6.7 亿元的交易额。医美线上化市场规模从 2016 年的 7.8 亿元快速增长到 2018 年的 69 亿元，带动了多家以线上医美信息推送、预订为主营业务的平台发展，例如行业龙头新氧，以及更美、悦美、美呗等垂直电商平台。现阶段此类医美电商的主要收入来源为广告和佣金抽成，并且广告占比最高可达 67%，预计此比例在未来会持续提升。

医美行业迅速实现线上化。销售费用高占比是医美机构最大特点 2017 年医美上市及挂牌企业销售费用占营业收入平均值为 33.21%，最高者达到 66.5%，最低的也有 18.8%，整体水平高于 15% 的税前扣除标准。而迅速的线上化运营，使得传统用于线下获客的销售费用很大程度上为线上广告行业带来了增量。

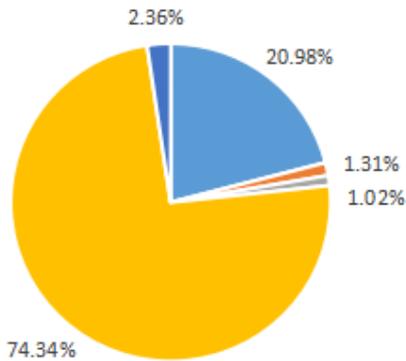
图表 67 2017 年上市、挂牌医美企业销售费用占营业收入比重



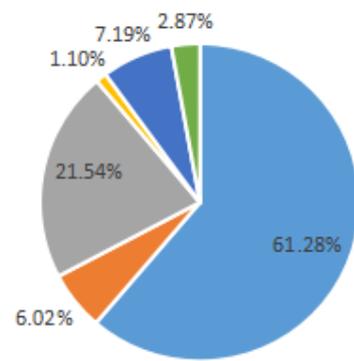
资料来源: 公司公告，华创证券

图表 68 华韩整形，丽都整形销售费用构成

华韩整形销售费用构成



丽都整形销售费用构成



■ 职工薪酬 ■ 办公费及差旅费 ■ 房租费 ■ 广告及业务宣传费 ■ 其他 ■ 广告宣传费 ■ 租赁费 ■ 职工薪酬 ■ 办公差旅费 ■ 装修租赁费 ■ 其他

资料来源：公司公告，华创证券

在行业大环境背景下，医美电商龙头新氧的业绩取得了快速增长，其广告收入从2016年的0.2亿元，增长至2018年的4.15亿，广告收入在整体营业收入的占比也从41%增长到67%。平台上医美服务商户从2016年的1309个增加到2017年的2141个。移动端的月活用户数从2016年的456.6万增加到2017年的982.1万，增幅115.1%。购买用户总数从2016年的71.6万人增加到2017年的15.24万人，增速达112.9%。

图表 69 中国医美电商市场规模（亿）



资料来源：Mob 研究院《2019 医美电商行业报告》，华创证券

图表 70 新氧营业收入拆分（亿）



资料来源：公司公告，华创证券

2. LA——KA 与 SME 之外的迅速崛起品类

在信息流广告投放中，游戏、电商等传统大面积投放的 KA，更加注重本地化的分化与投放。基于算法与大数据技术，广告主期望更加贴合不同地区、不同消费使用习惯的用户需求，于是本地化广告 (LA) 成为当前线上广告新崛起的品类。由于本地化广告具有更强的用户亲和力，能够使得广告主的产品和服务更好地融入用户的本地文化，

进而形成一个区域性的本地社交圈子。具有本地特色的产品与服务不仅能更好地吸引本地用户，更能够与本地商户、媒体等形成联动，进一步提升广告转化率。

四、重点公司

（一）阿里巴巴：抢占下沉市场引发用户新一轮增长，同时广告产品的进一步开发将引领电商广告行业持续增长

阿里巴巴广告收入引领电商广告行业增长。阿里巴巴拥有国内最大的电商平台，在以电商为核心的生态下，在多个领域均有布局，形成全域营销产品矩阵，作为强势电商媒体平台，阿里巴巴用于接近齐全的广告营销体系，其中淘宝直通车、钻石展位、分享+为中小卖家提供效果广告服务；品销宝为品牌广告主提供曝光展示服务以及达摩盘 DMP 以及 TANX ADX 广告交易平台等为广告主提供基于全网的站内、站外数字营销服务，阿里巴巴目前已经完成营销服务整合，阿里妈妈成为阿里巴巴数字营销的综合品牌，同时与国际 4A 广告代理厂商-WPP、阳狮建立战略合作关系，将 Uni Desk 接入国际 4A 体系，未来阿里巴巴或将成为媒体驱动广告革新的领军企业。

阿里妈妈、大数据中台构成了阿里巴巴的强商业操作系统。阿里巴巴具备远超于其他电商的运营意识，早已经从纯粹的商品交易平台走向了“用户培育+品牌展示+商品交易”的广告综合平台。在流量的价值挖掘上，阿里巴巴也已经从单纯的交易平台走向更深层次的商家服务品效合一服务。随着下沉市场推动新一轮电商用户的增长，阿里巴巴将引领电商广告行业持续增长。

（二）腾讯：网络广告增速放缓，广告库存或将继续保持过剩状态

网络广告业务收入达 164 亿元，同比增长 16%，环比增长 22.4，占营收比 18.5%。其中媒体广告 79 亿元，社交广告 219 亿元，媒体广告表现平淡，以视频为代表的媒体时长增长达到一定瓶颈后，广告收入受内容产品周期及广告主需求周期影响，部分热门剧集延后播映减少了视频广告库存，加上缺乏 FIFA 世界杯的带动，导致广告招商收入大幅减少。社交广告主要由微信朋友圈、小程序及 QQ 看点广告收入增长驱动，根据我们独家测算，朋友圈广告大约在社交广告收入中占比 50% 左右。二季度以来腾讯朋友圈开放第三条广告，大大增加了社交平台广告加载率，但是由于行业内整体库存量的推高，朋友圈广告实际执行价格有所下降，增收有限。

我们认为下半年长视频内容延期未见明显好转，品牌广告仍旧承压，社交广告方面，加载率提升仍将支撑中短期的收入增长，但为兼顾用户体验，熟人社交平台加载率天花板较难超过 15%，不宜对空间过分乐观。

（三）百度：核心业务搜索广告收到挤压，信息流广告难抢头条蛋糕

从流量变现角度来看，百度的核心商业模式为线上广告营销收入，即“搜索广告+信息流广告”，占总收入比重 70% 以上。搜索广告自 2017 年“魏则西”事件以来持续低迷，叠加政策监管越发严厉，提价困难。百度大举入局信息流广告，2017 年以来收入增长主要来自于信息流广告的拓展，然而信息流广告受到头条较高转化率的威胁，短期内难有价格提升。

信息流广告的核心计价方式为 CPC 和 CPM，目前以 CPM 为主。信息流广告平均点击率是提升广告单价、流量提价的核心。根据草根调研了解，行业内平均水平为 1% 左右，今日头条 A P P 依托算法推荐，信息流广告平均点击率显著高于行业平均水平（平均可达 1.5% 左右，游戏行业广告可达 2%），百度信息流广告的平均点击率在 0.8%-1.2% 之间。对比 2018 年百度和今日头条同等位置信息流广告刊例价格，以及折扣后核算实际价格，可以看到，百度刊例价格与核算价格目前均略高于今日头条。从广告主需求角度来看，百度信息流广告 2019 年提价幅度较小。

图表 71 2019 年 1 月手机百度和今日头条 APP 信息流广告刊例及实际核算单价

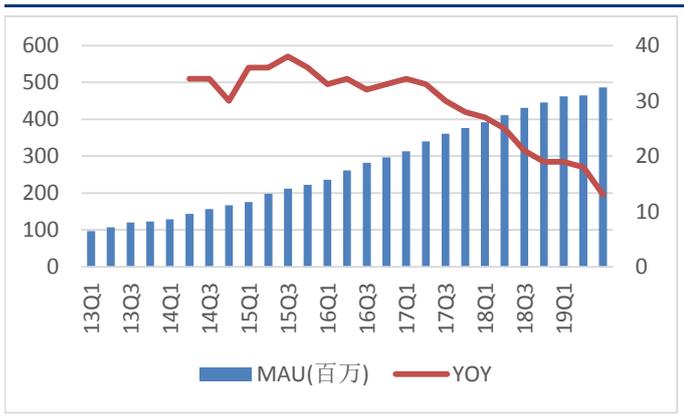
媒体	频道	广告形式	广告位置	售卖方式	CPM 单价 (元)	平均折扣	CPM 核算均价(元)
手百 APP	推荐频道	信息流	第一广告位	CPM	160-200 (优选位置)	35%	56-70
今日头条 APP	推荐频道	信息流	第一广告位	CPM	160-180 (优选位置)	25%	40-45

资料来源：华创证券整理及测算

(四) 微博：视频内容运营与社交效应驱动活跃用户量增长，四季度 KA 或有回流

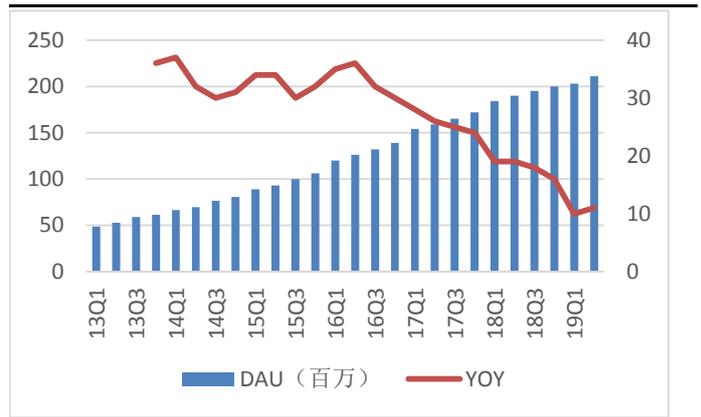
微博从轻产品进入重运营阶段——视频内容的运营与社交效应的提升有效驱动月活用户数与用户互动量同步增长。截至 19Q2，平均月活跃用户 MAU 达 4.86 亿,较 Q1 净增 2100 万，其中 94%为移动端用户。平均日活跃用户数 (DAUs) 较 Q1 净增约 800 万，达到 2.11 亿。双双创下四个季度以来最大增幅。用户粘性上，DAU/MAU 约为 44%，仍旧维持高位，整体流量和用户互动量实现 2 位数增长。

图表 72 微博 2013 年至 2019 年各季度 MAU (百万) 及同比增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 73 微博 2013 年至 2019 年各季度 DAU (百万) 及同比增速



资料来源：公司公告，华创证券

从 KA 广告来看，得益于社交广告竞争格局中有限的竞争对手，微博 KA 广告商拥有着较大增长空间。同时，微博平台名人资源，kol 影响力提升了平台营销能力，促进品牌广告商的 ARPA 持续增长。从 SEM 广告主来看，主要受到字节跳动以及腾讯信息流广告库存释放的挤压，未来增长空间有限。长期来看，我们认为微博广告盈利潜力仍旧强劲，其人均收入仍然落后于 Facebook 和腾讯等社交网络。

(五) 美团点评：本地生活服务广告抗压增长，线下向线上转化成为行业新增长点

到店业务尤其到店导流已经形成了独一无二的业务形态以及高竞争壁垒。商户规模与商户 ARPU 强劲增长，到店综合品类拓展强劲，美业、休闲娱乐、亲子、家装、医美、学培、婚庆等随着消费升级的品类快速增长。由于具有对商业重要的导流功能，美团到店业务的广告价值非常高，2017 年，美团的广告收入是 47 亿元，2018 年已经增加到 97 亿，同比增长 106%，2019 年 Q2 到店酒旅业务广告收入为 24.78 亿元，同比增长 61%，环比增长 21%。经过我们的测算，广告业务在酒旅到店板块中的占比不断提升，截止 2019 年 Q2，已经占到整个板块的 45.8%。由于行业的垄断地位，我们预计美团到店业务广告 2019 年全年将保持 60%以上增速，至 2019 年全年，占互联网广告全行业占比将达到 2-3%。

五、风险提示

- 1) 宏观经济复苏不利，行业发展可能不及预期
- 2) 行业监管问题
- 3) 竞争者新产品的推出

电子&海外科技组团队介绍

TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大学计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2016年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017年加入华创证券研究所。

分析师：桑梓

埃克塞特大学硕士。曾任职于东方证券另类投资子公司。2017年加入华创证券研究所。

研究员：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500