

2019年10月10日

整合营销

营销专题：四大营销业务形态中，技术型及媒体型营销公司更具价值

■为了尽可能全面的理解营销行业，以期解释不同营销公司差异巨大的毛利率水平，我们重构了营销行业研究框架。我们由果推因，首先从营销目的出发（品牌 or 效果），对应到不同营销方式（内容营销、场景营销及程序化计算），最终拆解为四大业务形态：

- **媒介型业务**：媒介型业务包括线上及线下媒介两类，因头部媒介掌握直接接触达主流用户的核心资产，在议价能力上的优势愈发明显，因此占据主要的市场份额。新的头部媒介产生方式包括自主培育及收购兼并，但门槛及难度均极高。
- **技术型业务**：技术型业务以数据为基，以算法为核，旨在通过技术手段帮助广告主“提质增效降本”（精准营销、评估监测、系统构建等）。技术型解决方案涉及消费者消费决策全链路及广告主业务管理全环节，因此非标性较强，得以要求较高的毛利率，且若技术解决方案的商业模式跑通，可迅速、高效的规模化复制，营收增速预期也较高。
- **创意型业务**：创意型业务以人才为核心，业务形态具有高度非标性，高内容溢价要求高毛利率（70%-90%），但高非标性又限制了规模化复制的能力，营收规模易遇到增长瓶颈。
- **代理型业务**：代理型业务属于模式成熟的标准形态业务，其盈利模式本质为“降成本提利差”，即通过大规模广告投放的规模化优势降低流量采购成本，从而获得更高利差。广告代理公司与媒体的定价权已出现逆转，代理型业务的价值不断下降，核心原因为头部媒体集中度越来越高。

■我们基于以上业务形态框架具体拆解 A 股营销公司各类营销业务，得出拆解结果：1) 媒介型业务毛利率约 50%-60%，如利欧股份 57.74%（公众号）、分众传媒 56.64%（楼宇媒体）、智度股份 49.37%（搜索引擎插件）；2) 技术型业务毛利率较大但差异加大，范围区间 20%-90%，如数知科技 25%-28%（SaaS 类服务）、每日互动 60%-90%（精准营销、大数据服务）；3) 代理型业务毛利率偏低，线下代理型业务毛利率分化。线上代理型业务毛利率水平约在 8%-15% 左右，线下代理型业务出现分化，电视广告代理型业务毛利率低至 4%（如引力传媒），楼宇广告代理型业务毛利率高至 31%（如分众传媒）；4) 创意型业务毛利率较高，约 30%-80%，如华扬联众 52.66%（广告创意/策划）、因赛集团 85.53%（品牌管理）、思美传媒 30.9%（内容营销）。

■我们得出核心结论：

- 1) 营销行业行业更大获益者或未来潜在的获益者（表现为市场份额较

行业深度分析

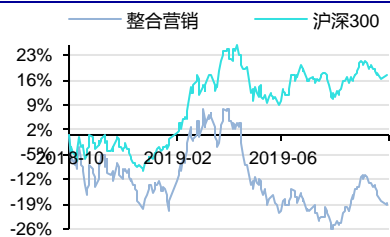
证券研究报告

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.37	-3.75	-36.02
绝对收益	-3.30	-2.25	-18.90

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

陈旻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002
chenmin1@essence.com.cn

相关报告

营销：行业新发展，以 MarTech 为方向，正加速迭代 2019-05-14

大、毛利率较高、业务规模增速极快) 一定是具备核心资源(如媒介资源、用户数据资源)或核心能力(如技术壁垒、内容创作壁垒)的营销公司。

2) 媒介型业务只有依靠自主培育(如抖音)及产业链收购(如整合户外媒体)两种方式获得,对资金、资源及经验的要求极高,若新的终端形态出现(如VR/AR)有望降低新的头部媒介出现的门槛。从这一角度, 我们认为中长期容易脱颖而出的应该为营销技术公司,尤其是具备海量数据资产的技术型公司或致力于转型为营销技术公司的传统营销公司。

■ 推荐标的: 我们本篇报告得出核心结论: 1) 当前更受益及未来潜在更受益的营销公司应具备媒介型业务或技术型业务。2) 媒介型的培育或收购的门槛极高(除非新的终端/媒介形态出现), 因此技术型营销公司在中期更容易脱颖而出, 尤其是本身具备数字资产的营销公司。推荐媒介型营销公司分众传媒, 技术型营销公司每日互动, 同时建议关注技术型营销公司浙江富润、极光, 推荐拥有转型诉求的传统营销公司华扬联众、宣亚国际。

■ 风险提示: 宏观经济剧烈波动的风险、技术型业务商业模式低于预期的风险、营销公司毛利率改善不及预期、营销公司转型不及预期、行业竞争恶化。

内容目录

1. 营销行业的本质并未明显变化.....	4
2. 拥有媒介型业务及技术型业务的公司更为受益.....	4
2.1. 从营销目的的角度理解营销行业.....	5
2.2. 从营销方式的角度理解营销行业.....	6
2.2.1. 内容营销.....	7
2.2.2. 场景营销.....	9
2.2.3. 程序化交易.....	10
2.3. 从业务形态的角度理解营销行业.....	12
2.3.1. 媒介型业务.....	12
2.3.2. 技术型业务.....	13
2.3.3. 创意型业务.....	13
2.3.4. 代理型业务.....	14
2.4. 四大业务形态的毛利率拆解.....	17
2.5. 关注媒介产业链整合及具备大数据分析能力的营销技术公司.....	18
3. 推荐标的.....	20
4. 风险提示.....	20

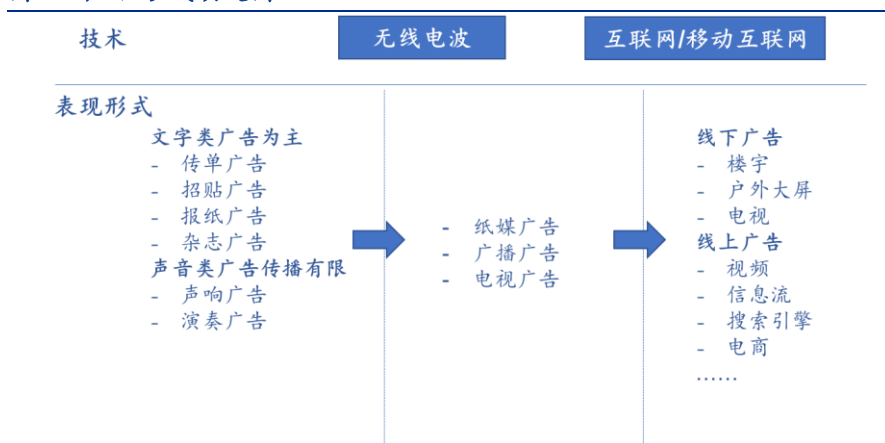
图表目录

图 1: 广告形式演变图.....	4
图 2: 营销研究路径图.....	5
图 3: 用户行为正漏斗（流量）.....	5
图 4: 用户价值倒漏斗（价值）模型.....	5
图 5: 1.1. 从营销方式的角度理解营销行业.....	7
图 6: 场景营销框架图.....	9
图 7: 2013-2016 年四家主流信息流广告平台广告刊例价格涨幅.....	10
图 8: 中国程序化交易市场规模及程序化直接购买市场规模.....	11
图 9: 程序化交易模式分类.....	12
图 10: 2018 年阿里、腾讯、百度、头条、京东广告市场份额估算（亿元）.....	13
图 11: 2018 年 MCN 营收规模现状.....	14
图 12: 大数据业务链.....	19
图 13: 大数据产业链.....	20
表 1: 在线视频内容营销市场规模预测.....	8
表 2: 院线电影内容营销规模预测.....	8
表 3: 电视剧内容营销规模预测.....	8
表 4: 2018 年媒体返点政策.....	15
表 5: A 股主要营销公司业务形态分类及对应毛利率.....	18

1. 营销行业的本质并未明显变化

广告作为与经济活动高度相关的信息传播形式，伴随人类社会发展长久存在并日新月异，每一种新型媒介的产生都是对广告传播形式及传播效力的巨大革新。可以考证的最早的广告是现存于英国伦敦博物馆内的一张写在羊皮纸上寻找出走奴隶的广告，距今已有 3000 年历史。西方早期出现的广告形式包括传单广告、招贴广告、声响广告、演奏广告等。15 世纪末叶，欧洲国家开始出现印有新闻的小报（时称“新闻书”），报纸广告的雏形开始出现；1731 年英国出版《绅士杂志》，但直到 20 世纪二三十年代，杂志广告才伴随世界性重要杂志的发展而获得重视。无线电波的发明是人类传播领域最大的突破之一，讯息得以跨越时间、空间自由的流动，广播广告、电视广告等新媒介体系下的新型广告得以迅猛发展，至 20 世纪 90 年代，互联网的兴起再一次颠覆了广告行业，文字、声音、视频等富媒体广告形式再一次出现革命性变化。每一次新型媒介的革新都预示着广告行业出现巨大突破，但实际上归根结底，从“广告”售卖标的物的变化上，我们发现广告的本质变化并不大：在互联网出现以前，广告售卖标的无法突破物理载体的时空性约束，广告售卖标的物都是“广告位”——“空间位置”（纸面空间等）或“时间位置”（广播时段等）；互联网出现之后，大数据与技术的演进逐步让广告售卖标的突破物理性约束，广告售卖标的物由“广告位”转变为“用户标签”，不同性质、分类的用户观看到的广告均不相同（千人千面），“广告位”数量理论上趋于无限。

图 1：广告形式演变图



资料来源：安信证券研究中心

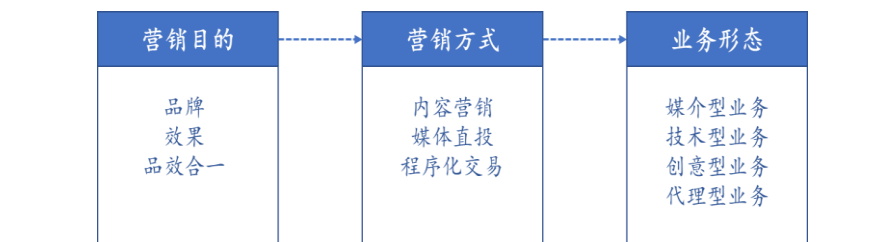
广告行业的日新月异带来了营销行业的研究难度，我们发现在线上媒体巨头出现以前，定价权主要掌握在广告代理公司/4A 广告公司手中，而当线上媒体的集中度越来越高后，定价权已被头部媒体夺取，表现在广告公司毛利率的差异和变化上。本篇报告尝试重新构建营销公司研究框架，以解读营销公司不同业务环节的毛利率差异和变化趋势。

2. 拥有媒介型业务及技术型业务的公司更为受益

为了尽可能全面的理解营销行业，以期解释不同营销公司差异巨大的毛利率水平，我们重构了营销行业研究框架。我们由果推因，首先从营销目的出发（品牌 or 效果），对应到不同营销方式（内容营销、场景营销及程序化计算），最终拆解为四大业务形态（媒介型业务、技术型业务、创意型业务、代理型业务）。我们得出核心结论：营销行业行业大获益者或未来潜在的获益者（表现为市场份额较大、毛利率较高、业务规模增速极快）一定是具备核心资源（如媒介资源、用户数据资源）或核心能力（如技术壁垒、内容创作壁垒）的营销公司。因此拥有媒介型业务（核心资源）、技术型业务（核心能力）的公司更为受益，前者是当前最大获益者，占据最大的市场份额，后者是未来潜在的受益者，表现为高毛利率下的高营收增速；创意型业务次之，因为尽管高非标性对应高毛利率，但同样“人”的限制制约了营收规模的增长（存在瓶颈）；中间环节的代理型业务毛利率较低且呈现逐渐下降趋势，在未来

趋势难以赚取超额经济利润。

图 2：营销研究路径图



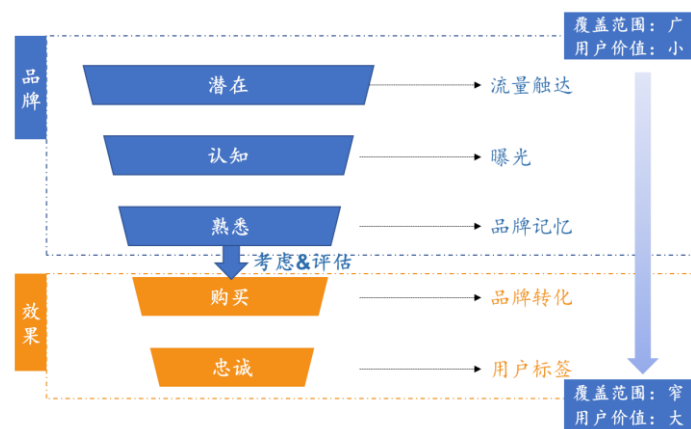
资料来源：安信证券研究中心

2.1. 从营销目的的角度理解营销行业

广告营销目的可分为曝光及效果两大类，分别对应为品牌广告及效果广告。品牌广告追求中长期且持续稳定的销售转化，营销重点为曝光量及触达频次，考核广告投放环境及投放受众群体规模，主要营销指标包括广告可视度(Viewability)、广告可见的 TA 浓度(Viewable TA%)、广告可见的 TA 到达率 (Viewable TA+Reach) 等；效果广告追求短期明确的销售转化，营销重点为触达用户的精准性，主要营销指标包括 CPA、CPL、CVR、短期 ROI (日 ROI、月 ROI) 等。经济周期处于下行或震荡阶段，品牌广告主也逐步开始对投放效果提出要求，即强调品效合一。

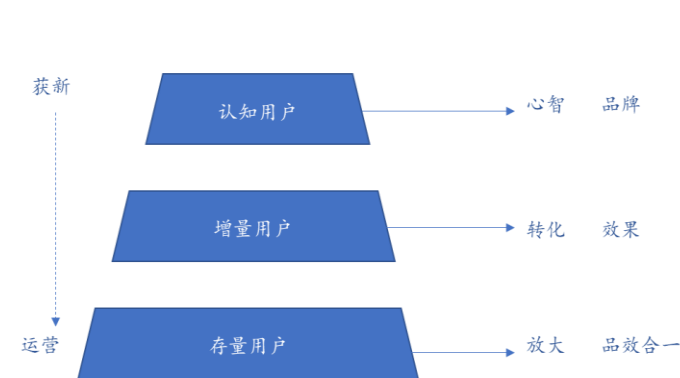
我们基于消费者消费决策全链路来理解品牌和效果两种营销目的。品牌广告更契合用户消费决策的前端，效果广告着重于消费决策的后端，品效合一囊括消费决策全链路，且着重运营尾端更具价值的忠诚用户（存量用户运营）。用户行为可按照用户规模从大到小构建为正漏斗模型：潜在、认知、熟悉、评估、购买、考虑及评估、购买、忠诚，不同广告类型的营销重点对应不同的用户行为阶段。

图 3：用户行为正漏斗（流量）



资料来源：安信证券研究中心

图 4：用户价值倒漏斗（价值）模型



资料来源：安信证券研究中心

品牌广告追求曝光量及触达频次，目标人群主要为用户规模较大的行为前端，包括潜在（流量池）、认知（曝光）、熟悉（多频触达）。曝光渠道的优劣对广告效果至关重要，核心价值主要集中于优质媒体资源，头部媒体因此获得高议价能力，广告代理公司则处于相对弱势地位，表现为毛利率不断下降。

效果广告追求触达用户的精准性，因此营销目标定位为用户规模较小的行为后端，包括考虑

及评估（目标客群）、购买（直接转化）。效果广告追求短期且明确的销售转化，投放目标人群的覆盖面与精准度对广告效果至关重要。核心价值集中于媒体及主要集中于媒体及具备精准营销能力的营销技术公司。

品效合一的理念正逐步被大品牌主接受，尤其在宏观经济形势不景气，企业发展遇到瓶颈的情况下。品效合一将囊括消费决策全链路，且最精准的尾端忠诚用户是其关注重点。存量用户的运营价值正不断放大，即用户的消费行为并非低频或低维度的，而是高频及多维度，不仅抓取用户对品牌的认知心智，促成短期直接的销售转化，而且还注重长期运营下用户的重复消费及多维消费。预计有三种方式提供品效合一的服务能力：

(1) 产业链整合。通过收购兼并同时获得品牌广告及效果广告的营销能力。

(2) 技术能力升级。通过更先进更完备的算法逻辑提高用户标签精准度，同时兼顾品牌广告足够高的曝光度要求，可有效节省广告主广告预算，对应“节流”。

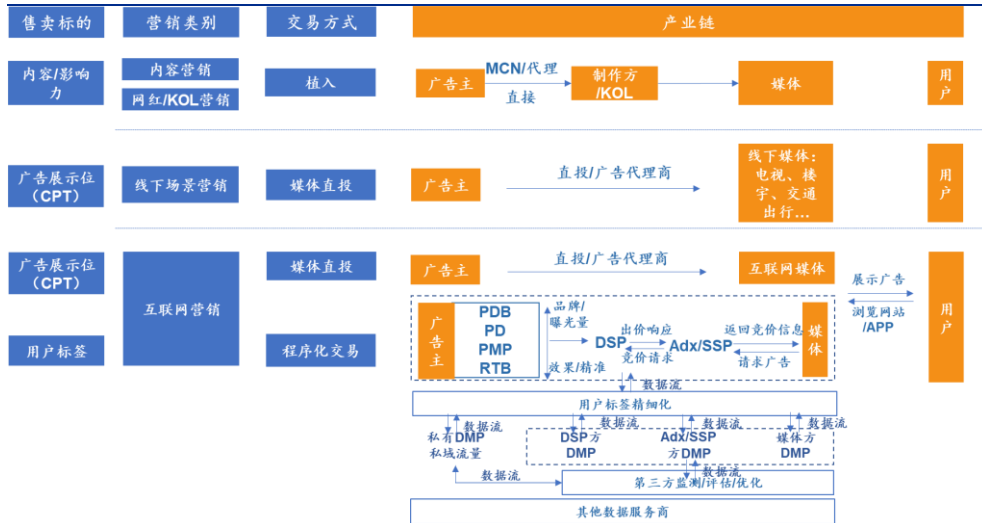
(3) 运营能力升级。重点关注存量用户运营，提高用户粘性及多维变现能力（产品/服务的其他增值收入），有效提高广告主收入，对应“开源”。

2.2. 从营销方式的角度理解营销行业

结合开篇的分析，我们实际上发现广告售卖标的只出现过一次根本性变化——互联网出现以前售卖标的是时空受限的“广告位”，互联网出现以后售卖标的转变为时空不受限的“用户标签”，且该变化过程伴随无法突破物理限制的线下广告的衰落，同时倒逼线下广告学习互联网模式探索千人千面的广告投放方式（如分众尝试的线下显示屏数字化等，该模式在物联网时代预计逻辑更为通畅）。移动互联网时代，媒体集中度大幅提高，高议价能力同时带来了高内容溢价及高影响力溢价，对应内容营销、影响力营销（网红/KOL 营销）的崛起，我们单独将其从“广告位”售卖标的中拆出，定义为内容/影响力售卖。内容/影响力并非新的广告售卖标的，对应产业链内的广告创意策划及明星，且没有突破“广告位”的时空限制，我们之所以单独拆出，是因为内容营销、网红营销引入了新的玩家——影视制作公司、MCN、网红/KOL 这些原本内化在广告代理公司内部业务环节的外部参与者。

根据我们的营销行业分析框架，按照三大广告售卖标的：内容/影响力售卖、广告位售卖、用户标签售卖，我们将营销方式主分为三大类：1) 内容/影响力售卖对应内容营销/网红营销，其产业链环节新增 CP、MCN、网红/KOL 等新型参与者；2) 广告位售卖对应线下场景营销，包户外广告、楼宇广告、影院广告、电视广告、广播广告等，其广告位暂未突破时空的物理限制，主要按照 CPM、CPT 结算；3) 用户标签售卖对应互联网营销，部分互联网营销仍采用广告位售卖模式（主要针对品牌广告）。

图 5：1.1. 从营销方式的角度理解营销行业



资料来源：安信证券研究中心

2.2.1. 内容营销

内容营销定义多种多样，按照百度百科，内容营销指通过合理的内容创建、发布及传播，借助文字、图片、影视、动画等形式传达品牌主相关广告信息。按此定义一切广告均可定义为内容营销，因为广告本身即承载有内容。实际上内容创意/策划一直内化在广告代理公司/4A公司内部的业务环节，制作过程可能外包。本篇报告的内容营销采用狭义定义，指植入于电影、电视剧、综艺、动画、短视频等视觉内容中的广告，或具体称为内容植入广告，即将产品或品牌及其代表性的视觉符号甚至服务内容与服务内容与电影、电视剧或电视节目内容的道具、台词、剧情及场景等相结合，让观众留下对产品品牌的印象。从这一角度看，内容营销更契合追求曝光度的品牌广告。

我们预估内容营销市场规模约 100-200 亿元，较低基数下增速弹性较高。根据 2016 年艺恩的统计口径，电影植入广告、电视剧植入广告、网络剧植入广告、综艺内容营销的市场规模分别约 11 亿元、16 亿元、4.5 亿元、60-70 亿元，对应 2016 年内内容营销市场规模约超 100 亿元。我们按照在线视频内容营销市场、电影内容营销市场和电视内容营销市场对内容营销市场规模进行了详细拆分：

- 1) 在线视频内容营销市场：根据艾瑞咨询统计，从 2013 年迄今，中国在线视频广告市场年均增长率基本保持在 40% 以上。从 2013 年的不到 100 亿元增长至到 2017 年的接近 500 亿元，预计 2018-2021 年市场规模分别为 601.67 亿元、756.90 亿元、940.06 亿元。在视频广告的品牌营销中，视频贴片广告的占比受付费会员渗透率的提升、网络视频平台自制内容的增加等因素影响呈下降趋势，2017 年视频贴片广告占市场份额的比重由 2014 年的 81.8% 下滑至 67%。预计 2018 年-2021 年贴片广告的增速将放缓，假设未来三年贴片广告规模年增长率分别为 23%、22%、20.05%，对应占总视频广告比重分别为 63.37%、61.46%、59.41%。与此同时自制剧和综艺的快速发展带动内容营销规模的扩张，预计 2018 年-2021 年内内容营销规模的平均增速为 30%，则在线视频内容营销 2018-2021 年的市场规模分别为 138.50 亿元、180.05 亿元和 234.07 亿元。

表 1: 在线视频内容营销市场规模预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
在线视频总广告 (亿元)	67.38	97.98	151.77	233.28	326.52	462.82	601.67	756.90	940.06
YOY		45.40%	54.90%	53.70%	40.00%	41.70%	30.00%	25.80%	24.20%
贴片广告 (亿元)	48.00	79.00	123.00	172.00	239.00	310.00	381.30	465.19	558.46
占视频广告比重	71.20%	80.60%	81.00%	73.70%	73.20%	67.00%	63.37%	61.46%	59.41%
YOY		64.60%	55.70%	39.80%	39.00%	29.70%	23.00%	22.00%	20.05%
品牌植入 (亿元)	18.60	18.98	28.77	61.28	82.63	106.54	138.50	180.05	234.07
占视频广告比重		19.40%	19.00%	26.30%	25.30%	23.00%	23.02%	23.79%	24.90%
YOY		-2.00%	51.50%	113.00%	34.80%	28.90%	30.00%	30.00%	30.00%
Total 品牌广告(亿元)	67.38	97.98	151.77	233.28	321.63	416.54	519.80	645.24	792.52
效果广告 (亿元)					4.90	46.28	81.86	111.66	147.54
占视频广告比重					1.50%	10.00%	13.61%	14.75%	15.69%
YOY						844.90%	76.89%	36.39%	32.14%

资料来源: 艾瑞咨询、安信证券研究中心

- 2) 院线电影内容营销市场: 根据艺恩报告的测算, 2012 年和 2013 年电影广告植入的市场规模分别为, 5.96 亿元和 10 亿元, 对应占国产电影票房的比重分别为 7.17% 和 7.82%。我们预计电影内容营销占国产电影票房的比例将保持稳定 (约为 8% 左右), 则按照 2017 年 300 亿、2018 年 378 亿的国产电影票房推算, 2017 年、2018 年对应的电影内容营销市场分别为 24.37 亿元、30.88 亿元。

表 2: 院线电影内容营销规模预测

	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
国产电影票房 (亿元)	70.56	83.06	127.82	161.69	271.37	266.53	300.81	378.86
国产电影票房占比	53.60%	48.50%	58.60%	54.50%	61.60%	58.30%	53.80%	62.20%
yoy		17.71%	53.88%	26.50%	67.83%	-1.78%	12.86%	25.95%
电影植入规模 (亿元)	3.96	5.96	10.00	12.77	21.71	21.46	24.37	30.88
占国产票房比重	5.61%	7.17%	7.82%	7.90%	8.00%	8.05%	8.10%	8.15%

资料来源: 艺恩、安信证券研究中心

注: 假设电影植入的规模占国产票房的比例约为 8%。

- 3) 电视剧内容营销市场: 传统电视广告的表现形式以时段广告和栏目广告为主, 形式主要为硬版广告、标版广告、长秒广告、特约广告、栏目提示等, 内容营销的占比很低, 假设内容营销占传统电视广告的比重为 1.5%, 则 2018 年电视内容营销的市场规模约为 14 亿元。

表 3: 电视剧内容营销规模预测

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
整体 (亿元)	1787.90	1719.50	1686.10	1683.80	1717.90	1759.50	1813.50
电视 (亿元)	1060.22	1004.19	967.82	939.56	912.20	890.31	870.48
电视广告中内容植入规模 (亿元)	15.90	15.06	14.52	14.09	13.68	13.35	13.06

资料来源: 艾瑞咨询、安信证券研究中心

注: 假设内容营销占传统电视广告的比重为 1.5%。

- 4) 加总三大市场规模, 我们预估 2018 年内容营销市场规模约 171.51 亿元, 2016-2018 年年复合增长率约 30.96%。我们暂未考虑 PGC、UGC 市场中的内容营销规模 (如短视频等)

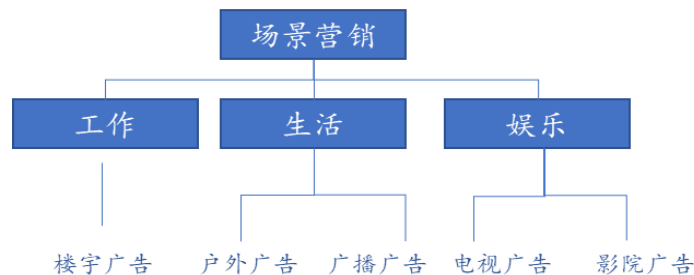
及网红/KOL 营销市场规模，克劳锐估算 2018 年 MCN 市场规模约 100 亿元。

内容营销技术化趋势已经开始，一方面逐步弱化内容创意中的非标性部分，提高技术型营销公司的议价能力（相对内容方），另一方面将推动内容营销市场空间的迅速提升（规模化复制能力提高）。即未来内容营销将更多利用图像识别等技术进行后期植入，而非在制作过程中直接植入，相当于将内容的广告位“固化”。所谓后期植入，是通过自动化的视频植入技术，广告主可在拍摄完成后，选择预留的广告植入位置，在画面中插入广告信息、产品实物等元素。以影谱科技为例，影谱科技成立于 2009 年，是国内领先的可视化信息技术提供商。影谱科技通过 AI 视觉技术，对视频进行追踪与识别，并将品牌与视频内容相结合，实现广告自动投放及广告位的新增。AI 赋能下影谱科技可以整合媒体资源，拓展视频广告投放空间，实现按需定制及精准营销，迅速放大内容营销市场规模。根据影谱科技的招股书，一部 30 集电视剧，传统人工需要 19200 小时至 33900 小时，而影谱科技的“植入易”平台只需要 2 位非技术人员自动操作 3.5 小时即可完成。

2.2.2. 场景营销

所谓场景，简单来说即消费者工作及生活中的多种情景，时间、空间、背景、人的行为及相互关系组成了场景的结构。我们定义场景营销为契合消费者线下生活、娱乐、工作场景的一切营销形式，因此契合生活场景的户外广告、广播广告；契合娱乐场景的电视广告、影院广告；契合工作场景的楼宇广告均囊括在场景营销的研究框架中。

图 6：场景营销框架图

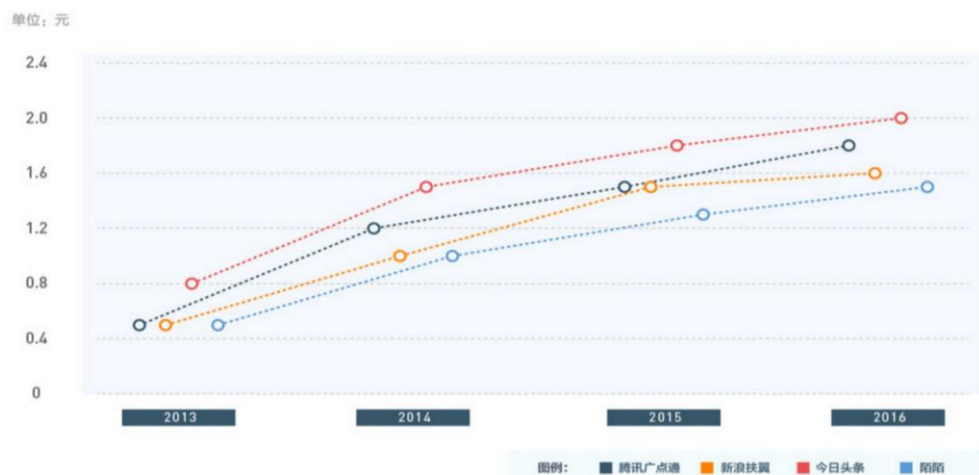


资料来源：安信证券研究中心

我们观察到传播媒介的价值正在重估（互联网媒介与传统媒介性价比重估），广告主重新重视线下流量的价值，表现为线上广告预算占比降低，线下广告预算占比提高。一方面是头部媒体流量越来越集中，线上流量越来越贵，表现为投放成本上升；另一方面互联网虚假流量居高不下，事中监测及事后评估机制局限性明显，且注意力经济下，碎片化的用户注意力难以抓取，表现为投放效果下降。在此背景下，线下流量重获青睐，传播媒介价值重估。

1、线上流量获取成本越来越贵，性价比越来越低，其背后原因为头部媒体流量越来越集中。根据 36 氪，从媒体的角度看，BAT、今日头条及主流视频网站等头部互联网媒体市场份额占比已达 80%，巨头垄断的直接后果导致流量供给方议价能力提高，通过提高刊例价格增厚广告收入。2013-2016 年，腾讯广点通、新浪扶翼、今日头条、陌陌等刊例报价普遍上涨 2-3 倍。其中腾讯广点通 2013 年 CPC 0.5 元，2016 年则涨至 1.8 元（上涨约 260%）；今日头条 2013 年 CPC 0.8 元，2016 年则涨至 2 元（上涨约 250%）；从广告主的角度看，以创业公司为例，海外旅行海玩网 2013 年单付费用户获取成本约 230 元，2014 年涨至 300 元，2015 年涨至 400 元；2016 年涨幅接近 30%；互联网金融创业公司 2013 年获客成本约 300-500 元，2016 年则涨至 1000-3000 元；2016 年微信大 V 公众号单篇软文价格十几万-数十万不等（部分甚至阅读量仅 3000-5000 人次）。

图 7： 2013-2016 年四家主流信息流广告平台广告刊例价格涨幅



资料来源：36 氪，安信证券研究中心

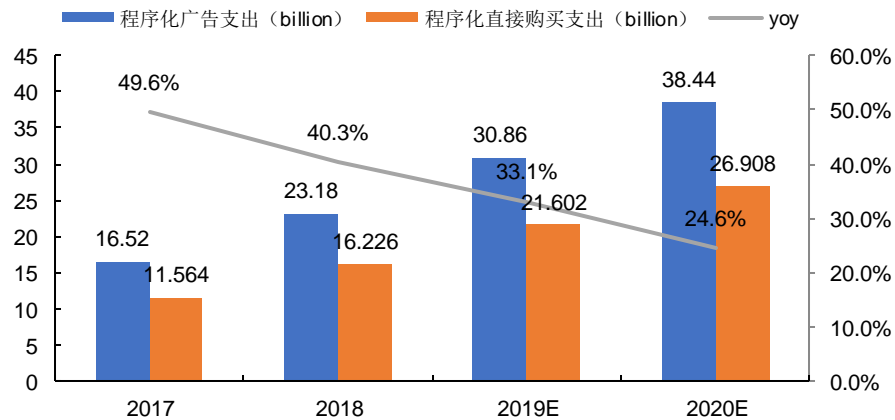
2、互联网异常流量、虚假流量居高不下，难有有效监测及评估机制。宝洁首席品牌官在 2017 年中国金投赏上指出，宝洁的数字媒体广告预算中仅 25% 的资金真正用于消费者（2017 年起宝洁已削减 1 亿美元不必要的数字媒体广告预算，资料源于“营销大拆解”）。根据尼尔森，中国约 71% 的数字媒体广告未有效投放；第三方营销数据技术公司 Admaster 监测数据也显示，2017 年全年互联网平均异常流量占比约 29.4%。互联网广告投放的不透明及监测机制、评估机制的缺失系虚假流量高企的主要原因，基于此广告主尽管仍增加互联网广告投放预算，但部分预算增量预计将切回电视媒体等传统媒介，并进一步加大楼宇媒体的广告投放力度。

3、5G 及物联网技术的大规模应用将彻底颠覆线下传统广告公司，线下传播媒介数字化，线下传统广告公司将转变为线下的数据流量公司，最终类似线上营销发展历史，商业模式有望由传统广告位售卖模式转变为流量化运营思维下的受众定位售卖模式，这将突破线下广告位数量的物理限制，并因提升广告投放效率及转化效果而打开线下广告提价空间。如分众引入阿里战投，利用阿里丰富的线上流量运营及变现经验、先进的大数据分析及用户精准定位技术能力，以实现线下用户行为的数据化，最终实现类似线上“千人千面”的线下精准投放。

2.2.3. 程序化交易

我们定义程序化交易为利用技术手段进行广告交易与管理。广告主可以直接或对接需求方平台程序化采购流量资源，基于曝光度和精准度的不同需求选择不同的交易方式；媒体主可以直接或者对接供给方平台程序化出售流量资源，并利用技术实现广告流量的分级，进行差异化定价，最大化流量售卖价值。因此一切通过技术手段实现流量采买与销售的营销模式均包括在程序化交易的概念中。程序化交易分为程序化直接交易（non-RTB）及 RTB 实时竞价两类。前者通常为一对一直接交易（侧重曝光量及优质流量），多适合品牌广告主。后者通常为一对多实时竞价（侧重精准度及用户标签），多适合效果广告主。根据全球知名研究机构 Emarketer 数据显示，2018 年中国程序化广告支出为 231.8 亿美元（折合人民币约 1622.8 亿元），程序化广告占数字广告支出的比例为 65.7%，其中程序化直接购买市场规模约占 70%（折合人民币约 1135 亿元）。互联网营销的概念更大，程序化交易包含于互联网营销，从售卖标的的角度理解，互联网营销广告售卖标的包括广告展示位和用户标签两大类，程序化交易更侧重于用户标签的出售方式（PDB 侧重曝光量，因此保留了传统的下单排期的方式）。

图 8：中国程序化交易市场规模及程序化直接购买市场规模



资料来源：Emarketer、inmobi、安信证券研究中心

从交易模式的角度理解程序化交易将更为清晰。下图各类交易模式按照流量挑选优先度从高到低的顺序排列分别为（价格一般也由高到低）1）头部竞价（Header Bidding）；2）程序化保量（Programmatic Guaranteed Buying/PGB）、程序化直接采购（Programmatic Direct Buying/PDB）；3）首选交易（Pregerred Deals/PD）；4）私有交易（Private Auction/PA）；5）公开交易（Open RTB）。品牌广告主与效果广告主有不同的交易模式偏好。PDB、PD 流量更为优质，同时广告主能够购买的目标受众的量级更大，更适合以曝光为主的广告；PA、Open RTB 均为剩余流量，但流量标签更为精细化，更适合以转化为目的效果广告。PA 一般是优质媒体的常规剩余流量或常规媒体的优质剩余流量，采取优质资源邀约竞价的模式（媒体认可的优质广告主才可参与竞价，主要基于自身品牌形象的考虑），因此较为适合优质效果广告主。（资料参考：《程序化广告》）

（1）程序化直接交易（Programmatic Direct）

流量供给需求双方一般按照协商好的价格或流量，绕开竞价直接进行一对一交易（non-RTB）。需要曝光度的品牌主一般青睐该种交易模式。

- 程序化保量（PGB）/程序化直接采购（PDB）：该模式保价且保量。PDB 保量方式有两种，1）按照双方约定好的流量 100% 采购；2）按照约定好的返量比进行采购（即媒体按照广告主所需流量的倍数进行推送，广告主返回多余流量）。
- 首选交易（PD）：该模式保价不保量，买卖双方按照协商的固定价格进行交易，价格一般高于 RTB 交易，但流量也会优先进入 PD，其次进入 PA，最后进入 RTB。
- 头部竞价（Header Bidding）：需求方绕开广告交易平台（AdX/SSP）直接对接媒体或 App，同时媒体将流量以最高的优先级推送给需求方。

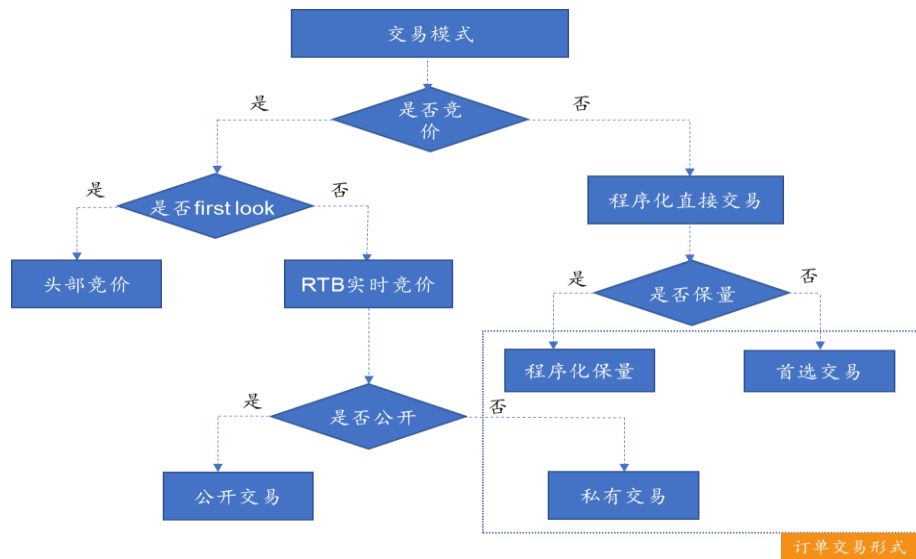
（2）RTB 实时竞价（Real-Time Bidding）

广告主通过该模式直接竞价购买用户标签，精准营销提高转化效果；媒体主将剩余流量接入 RTB 交易市场，放大广告变现价值。RTB 分为私有竞价（Private RTB）及公开竞价（Open RTB）两种模式。

- 私有竞价（Private Auction/Private RTB）：部分优质媒体为保护自身流量池及广告展示的高品质，不接入公开交易市场，仅邀请部分广告主在私有交易市场上竞价交易；部分媒体为最大化流量收入，流量先进入私有交易市场，剩余流量再进入公开交易市场。相比之下，PMP 媒体或流量质量相比 RTB 更优质，价格也更高。
- 公开竞价（Open Auction/Open RTB）：广告主可在公开市场实时竞价购买剩余流量，剩余流量非劣质流量，指媒体通过传统售卖、其他排期售卖、优先售卖之后剩余可交易的

流量。

图 9：程序化交易模式分类



资料来源：《程序化广告》，安信证券研究中心

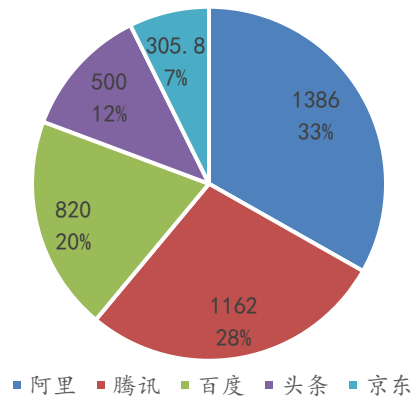
2.3. 从业务形态的角度理解营销行业

我们从业务的角度拆解营销行业，即将所有营销公司、具有广告业务的非营销公司（如媒体、CP 等）及从事广告业务的个体（KOL、网红等）的业务形态具分为媒介型业务及非媒介型业务两大类，其中非媒介型业务包括创意型业务、代理型业务、技术型业务三类。根据我们的研究框架，我们得出核心结论：营销行业更大获益者或未来潜在的获益者（表现为市场份额较大、毛利率较高、业务规模增速极快）一定是具备核心资源（如媒介资源、用户数据资源）或核心能力（如技术壁垒、内容创作壁垒）的营销公司。因此拥有媒介型业务（核心资源）、技术型业务（核心能力）的公司更为受益，前者是当前最大获益者，占据最大的市场份额，后者是未来潜在的受益者，表现为高毛利率下的高营收增速；创意型业务次之，因为尽管高非标性对应高毛利率，但同样“人”的限制制约了营收规模的增长（存在瓶颈）；中间环节的代理型业务毛利率较低且呈现逐渐下降趋势，在未来趋势难以赚取超额经济利润。

2.3.1. 媒介型业务

媒介型业务包括线上及线下媒介两类，因头部媒介掌握直接接触达主流用户的核心资产，在议价能力上的优势愈发明显，因此占据主要的市场份额。前五大线上头部媒介所属公司主要包括阿里、腾讯、百度、今日头条、京东等，总市场份额占比接近 100%。根据各公司财报，2018 年阿里、腾讯、百度、京东广告收入分别为 1386 亿元、1162 亿元、820 亿元、305.8 亿元（估计值，剔除假设占比 1/3 的第三方佣金），另外根据第一财经，今日头条 2018 年广告销售 KPI 为 450-500 亿元，假设 2018 年完成 500 亿元的销售目标，五大互联网公司合计营收 4173.8 亿元。根据艾瑞咨询，2018 年互联网广告市场规模共计 4844 亿元，五家公司市占率高达 86%。线下头部媒介典型公司主要为分众传媒，市占率预估为 50%-70%。按照 2018 年楼宇媒体营业收入占比，预估分众占比约 80%；按照 2018 年楼宇媒体点位占比约 50%。

图 10：2018 年阿里、腾讯、百度、头条、京东广告市场份额估算（亿元）



资料来源：各公司年报、安信证券研究中心

2.3.2. 技术型业务

技术型业务以数据为基，以算法为核，旨在通过技术手段帮助广告主“提质增效降本”（精准营销、评估监测、系统构建等），营销目的包括新增用户获取及存量用户运营（品效合一）。技术型解决方案涉及消费者消费决策全链路及广告主业务管理全环节，因此非标性较强，得以要求较高的毛利率，且若技术解决方案的商业模式跑通，可迅速、高效的规模化复制，营收增速预期也较高。技术型业务核心竞争力主要在于数据资产与技术能力两方面，我们认为数据源更接近用户、数据获取渠道更丰富、技术能力更先进的技术型业务更容易获得成功。典型公司包括互联网巨头，如百度、阿里、腾讯、字节跳动，掌握海量数据且技术能力先进；第三方垂直领域营销技术公司，如每日互动、泰一指尚、秒针等；进行技术化转型的传统营销代理公司，如宣亚国际、华扬联众等。

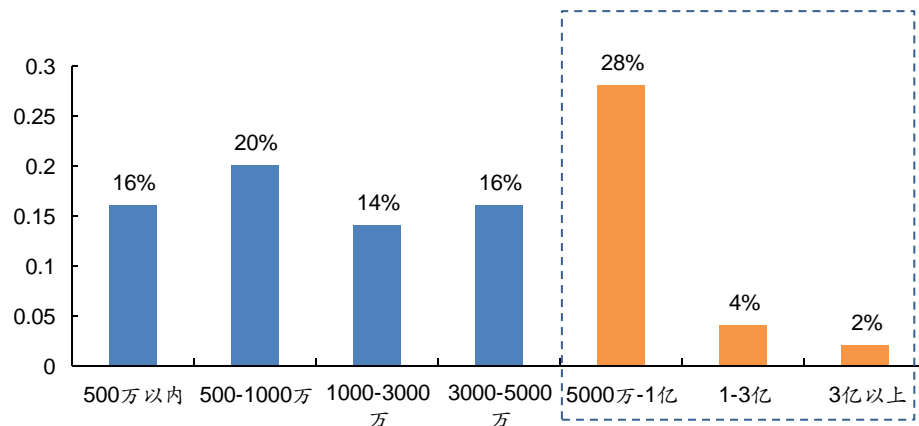
数据源主要分三类：

- 第一方数据（基于自身业务产生的数据）：包括 CRM 数据、电商交易数据、业务运行产生的数据（如流媒体、个推等），代表公司包括爱奇艺、微梦创科（微博）、字节跳动（抖音）等媒体型公司；每日互动、秒针等第三方服务公司。直接接触用户数据源头，价值更高。
- 第二方数据（基于广告主产生的数据）：包括广告投放或广告主运营产生的相关数据（私域流量）。服务广告主过程中产生的运营数据，广告主最核心的用户数据无法直接获得，该部分数据主要用于帮助对应广告主构建企业用户人群画像，沉淀的数据分析结果也将成为第一方数据的来源，代表公司包括每日互动、泰一指尚等。
- 第三方数据（数据源来自第三方的外部数据）：包括第三方 DMP 数据、通信运营商数据（如泰一指尚获取的脱敏数据）等。数据源来自第三方，议价权掌握在数字资产所属方，且部分数据采购系提前采购，即成本前置，若对应营收未明显扩张，将压制该业务的毛利率水平。技术则主要体现在算法的先进性及大数据的挖掘能力，该部分环节本身可沉淀数据资产，且技术与数据在实务中一般为统一整体。代表公司包括泰一指尚等。

2.3.3. 创意型业务

创意型业务以人才为核心，业务形态具有高度非标性，高内容溢价要求高毛利率（70%-90%），但高非标性又限制了规模化复制的能力，营收规模易遇到增长瓶颈。根据克劳锐，2018 年 94% 的 MCN 营收规模小于 1 亿元，营收规模超过 3 亿元仅占比 2%。

图 11： 2018 年 MCN 营收规模现状



资料来源：克劳锐、安信证券研究中心

创意型业务可细分为以营销公司为主体的广告创意策划及以 CP 为主体的内容营销。

(1) 广告创意策划的业务形态主要内嵌于广告代理业务链中，包括自设创意部门或外包创意制作，代表公司包括省广股份、华扬联众等。广告创意策划的业务形态也可单独作为业务主体存在，代表公司包括因赛集团（品牌管理业务营收占比约 50%-60%）。

(2) 内容营销以 CP 为内核，CP 方包括专业制作单位、专业个人、内容创意爱好者，分别对应 OGC、PGC、UGC。其中 OGC 内容主要包括影视剧、电影、综艺等，营销参与方包括内容制作公司/工作室、广告代理公司等；PGC 和 UGC 主要包括短视频、微博、公众号、直播，营销参与方包括个人（网红、KOL 等）/工作室、MCN 等。

头部内容集聚绝大多数流量，因此头部 CP 的议价能力越来越高，表现为去中心化趋势（广告代理公司作用弱化、MCN 红人出走等），腰部及长尾内容仍需要中介机构对接广告资源，因此广告代理公司/MCN 仍具备较高价值。

2.3.4. 代理型业务

代理型业务属于模式成熟的标准形态业务（此处代理型业务特指对接媒介与广告主的中间业务环节，代理型公司指以代理型业务为主体的营销公司）可简单理解为资金流转的中间环节，其盈利模式本质为“降成本提利差”，即通过大规模广告投放的规模化优势降低流量采购成本，从而获得更高利差。广告代理公司与媒体的定价权已出现逆转，代理型业务的价值不断下降，核心原因为头部媒体集中度越来越高。

(1) 电视广告时代，电视媒体是最强媒介，但电视台分省分地区均不相同，且数量众多，因此代理型公司的核心价值是与优质媒体的资源关系，一方面能够获得优质广告位，另一方面返点政策极为不透明，可轻松获得较高利差。

(2) 互联网兴起之初，广告位资源数量几何式增长，广告投放形式也丰富多样，广告主难以界定广告投放方式的优劣，需要广告代理公司的专业能力（经验）。因此广告代理公司的核心价值逐步演变为挑选优质媒体/广告位、提供占优投放策略的能力。

(3) 移动互联网时代，媒体流量集中度越来越高，BATJ（百度、阿里、腾讯、今日头条）四家占据主要流量及海量用户数据，媒体话语权越来越大，定价权逐步转移向媒体。因此广告代理公司的核心价值下降更为明显，甚至“垫资”的能力反而对广告主更重要。代理型公司在产业链上同时受到广告主（资金占用）及媒体主（议价能力压制）两头挤压，表现为广告主降低广告预算或延长应付账款账期、媒体主降低返点比例或提高刊例价。

根据创业家，今日头条商业化第一年媒体返点政策最高达 25%（对应开屏广告全年承包价格仅 500 万，2017 年开屏广告单日价格已达 96 万元），2015 年给代理商的返点比例降到 15%，

2016 年最高返点只有流水的 12%，2017 年再次降到最高 8% 的水平，2018 年略微提升到 9%，强势媒介挤压代理商的趋势逐步明朗。根据娱乐资本论，2019 年 7 月 26 日，影院映前广告搜狐晶茂向法院递交破产清算，主因系广告主预算削减 50%，媒体主（影院）反而提价 40%，而媒体代理合约一般为 3-5 年，成本较为刚性，无法灵活应对宏观经济形势趋紧下广告主大幅削减预算的情况。

表 4：2018 年媒体返点政策

媒体	行业	开户费用	点数	直开地区
	常规行业	5000	2	全国（强势资源）需添加白名单
	二类电商	5000	12	高仿、数码产品除外
	化妆品（加粉软文类，不加任何导航）	10000	6	框架户
	化妆品	10000	4	全国（强势资源）
	药品/保健品	10000	5	药品 OTC（咳嗽消化胃病等，看产品投放表），保健品（减肥丰胸便秘美白）
	医疗/医院	5000	9	医疗框架日销 1000 以上
	游戏（页游、手游、不涉及棋牌）	10000	17	框架户
	招商加盟	10000	12	框架户
百度信息流	股票	12000	8	框架户（不许软文加粉）股票加粉、股票加群、股票诊股（非软文）28
	常规	5000	19	全国（强势资源）
	教育	5000	16	全国（强势资源）
	股票	10000	17	股票加粉、股票加群、股票诊股（非软文）
	招商加盟	10000	17	全行业（金融、医疗、游戏、教育除外）
	游戏（页游、手游、不涉及棋牌）	10000	25	框架户需要修改版权
搜狗	祛痘	12000	14	科普、答题页面
	二类电商	5000	20	服装、鞋子、3C 等一切实物在线下单形式都可以上。比如：钓鱼小药、探鱼器、捕鱼器、相机、手机等。 佛珠手串类：佛珠、小叶紫檀、黄梨花、蜜蜡、琥珀、崖柏、橄榄核、核雕、沉香、天珠、绿松石、菩提、玉石、翡翠、红珊瑚、和田玉、黑曜石、紫砂壶、貔貅 食品：三七粉、黑枸杞、海参、人参、阿胶、酒类、蜂蜜、石斛、燕窝、灵芝、藏红花、茶叶、阿胶糕等 教程类：教育学习法、记忆法、爱情挽回、恋爱秘诀等任何教程其他行业：家居、装饰等
360	常规	5000	24	全国本地户
	股票	5000	28	框架户
	保健品	10000	28	减肥，丰胸，祛斑，祛痘，狐臭，生发，去皱，风水，取名等等
	化妆品	5000	15	框架户
	教育（培训、辅导）	5000	25	框架户
	金融	10000	25	直播间，股票加粉股票软件，贵金属黄金白银
	游戏（页游、手游、不涉及棋牌）	10000	18	框架户
	招商	10000	30	全国（强势资源）
360	常规	5000	30	套户
	保健品	10000	28	框架户
	游戏（页游、手游、不涉及棋牌）	5000	28	技索+信息流，全行业游戏
	WZ	10000	20	框架户
	化妆品	10000	15	框架户
	软件下载	10000	28	框架户
	股票	10000	30	框架户
	医疗户	10000	17	套户
	电商	5000	30	二类电商，白酒（不上茅台，五粮液）、起名，软件下载，ppt，保健品（减肥、丰胸等，页面不含有药品，药材）化妆品（页面不含有品牌，化妆品图）减肥产品只要没有老中医基本都能上、佛牌不能涉及迷信等。增肥、祛斑、祛痘、祛皱、增高、狐臭、情感咨询，紫砂壶、拉二胡教程等各种教程（具体看页面）、规避风险：落地页统一版权，禁止跳转，不接中小已成单正企客户；不上手表、手机
	金融	10000	28	股票、股权、直播间直投、现货、期货、期权、贵金属、平台查询、软件下载、新三板、大宗交易

	招商	5000	25	全国 (强势资源)
今日头条	常规	5000	7	全国 (黑龙江、重庆、山西、江苏、甘肃、山东、常州, 辽宁, 内蒙, 云南, 宁夏, 贵州苏州河北连云港常州强势资源)
	放心购	5000	2	KA 框架需缴纳 20000 保证金
	常规 (套户)	5000	9	天津, 扬州, 湖南, 安徽, 广西, 新疆 10 个点青海 7 个点深圳 3 个点
	游戏 (页游、手游、不涉及棋牌)	12000	20	
神马	教育、招商加盟、金融、保健品		19	招商加盟必须单页、金融只能是股票、期货
	APP		20	除了黄赌毒、金融、游戏其他都可上
	化妆品	10000	14	KA 框架
	招商加盟	10000	23	全国 (强势资源)
	药品/保健品	6800	15	减肥, 失眠, 祛痘, 祛斑, 狐臭, 痔疮, 补气血, 月经, 胃病, 阴道炎, 腰膝, 便秘, 宫颈糜烂, 鼻炎 (打鼾), 静脉曲张, 胃胀胃酸, 扁桃体, 皮肤病 (手足), 肩推炎, 祛风湿, 荨麻疹, 生发, 痛风, 皮肤病, 手足癣, 骨病软文, 风湿软文, 咽喉炎、颈椎病, 增肥等
	风水	10000	20	起名风水算命不能上软文
	普通	5000	14	江苏 27 郑州 35 山东 27 上海 40 广州 30
UC	金融	11000	15	股票、期货、贵金属、信用卡
	UC 教育	12000	15	KA 框架
	游戏 (页游、手游、不涉及棋牌)	12000	18	全国 (强势资源)
	二类电商		13	佛牌、貔貅、化妆品
	招商加盟	10000	20	KA 框架 (必须是单页)
	WZ	10000	2	全国 (强势资源)
	UC 房产	10000	8	KA 框架
	UC 家居	10000	8	KA 框架
广点通	常规	3000	7	全国 (强势资源) 包运营
朋友圈	常规	3000	7	全国 (强势资源) 包运营
爱奇艺	常规	5000	25	全国 (强势资源)
新浪扶翼	常规	5000	25	全国 (强势资源)
新浪粉丝通	常规	5000	24	全国 (强势资源)
陌陌	常规	5000	25	全国 (强势资源)
知乎	常规	5000	5	全国 (强势资源)
搜狐汇算	常规	5000	9	全国 (强势资源)
凤凰	常规	5000	9	全国 (强势资源)
快手	婚纱摄影、旅游景点、生活服务、区域品牌	5000	3	全国
网易有道	常规	5000	20	全国
优酷	常规	5000	25	全国
一点资讯	保健品	5000	12	全国
	电商	5000	8	套户
	常规	5000	15	全国 (强势资源)
惠头条	WZ	10000	9	全国 (强势资源)
	保健品	10000	14	全国 (强势资源)
	常规	5000	14	全国 (强势资源)
WIFI	WZ	5000	7	全国 (强势资源)
	常规	5000	10	全国 (强势资源)
OPPO	常规	5000	5	全国 (强势资源)
趣头条	WZ	10000	2	全国 (强势资源)
	常规	5000	10	全国 (强势资源)
美柚	化妆品、保健品	10000	25	全国 (强势资源)
淘新闻	WZ、生发、耳鸣、祛斑	10000	12	测试成本 100-200
福利圈圈	WZ	10000	12	新平台测试成本 80-120
小果互动	WZ	10000	3	全国 (强势资源)
东方头条	常规	5000	5	全国 (强势资源)
nice	WZ	10000	4	生发黑发男性减肥祛斑等软文 WZ 可包广告位测试成本 60-100
变现猫	wz	10000	5	全国 (强势资源)
推啊	常规	10000	3	测试成本 100
	WZ	5000	4	全国 (强势资源)

亿码互动	常规	10000	3	测试成本 100
百川互动	常规	10000	5	包运营
	WZ	5000	10	全国 (强势资源)
宝宝树	常规	10000	5	测试成本 85
波波视频	常规	5000	4	全国 (强势资源)
来推	常规	5000	12	生发、交友、棋牌、直播、WIFI、电商、狐臭、教育、手机、贷款
芒果 TV	常规	5000	8	贷款、理财、信用卡、二类电商
猎豹移动	常规	5000	17	金融 35 非金融 50
花生日记	常规	5000	8	社交直播电商游戏教育医疗金融工具类软件
懂球帝	常规	5000	20	全国 (强势资源)
范特西视频	WZ	10000	5	游戏 10 非游戏 15
网站建设	常规	10000	20	新渠道, 测试成本 60-100, 主要承接博彩、网赚、棋牌
小程序	常规	1000	返现 400	
备注	常规	3000	返现 100 0	

资料来源: 今日头条、百度、搜狗、360 等, 安信证券研究中心

相比线上广告, 线下广告代理型业务生存环境稍好, 反映在毛利率的差异上, 线下广告代理型业务毛利率约在 20%-40% 之间, 线上广告代理型业务毛利率下降至 10% 左右。主要系, 1) 线下广告核心价值仍体现在与媒介的关系资源上, 线上广告因广告位资源极为丰富、交易政策更为公开透明、竞争更为激烈, 其核心价值大幅弱化; 2) 线上广告更易监测效果并发现虚假流量, 透明化的交易方式致非正常超额收益消耗殆尽。但按照我们的逻辑拖延, 线下广告代理型业务的超额毛利率空间也将逐步下降, 最终将收敛于线上广告的毛利率水平, 主要系, 1) 线下媒体的集中度已出现提高趋势, 如分众已具备楼宇媒体的垄断优势; 部分营销公司正尝试收购户外广告资产等; 2) 线下媒体开始出现数字化趋势, 物联网时代该趋势将进一步加快。

2.4. 四大业务形态的毛利率拆解

我们基于以上营销公司业务形态框架重新划分 A 股上市公司的业务分类, 我们剔除无法具体拆解营销业务的营销公司及入选营销公司中无法具体拆解的营销业务, 最终得到如下分类及毛利率表格。我们得出结果: 1) 媒介型业务毛利率约 50%-60%, 如利欧股份 57.74% (公众号)、分众传媒 56.64% (楼宇媒体)、智度股份 49.37% (搜索引擎插件); 2) 技术型业务毛利率较大但差异加大, 范围区间 20%-90%, 如数知科技 25%-28% (SaaS 类服务)、每日互动 60%-90% (精准营销、大数据服务); 3) 代理型业务毛利率偏低, 线下代理型业务毛利率分化。线上代理型业务毛利率水平约在 8%-15% 左右, 线下代理型业务出现分化, 电视广告代理型业务毛利率低至 4% (如引力传媒), 楼宇广告代理型业务毛利率高至 31% (如分众传媒)。根据产业链调研, 户外广告代理型业务毛利率约 20%-30%, 电视广告代理型业务较低主要系二三线电视台广告返点本身很低 (2%-6%) 及广告招商难度较大所致; 4) 创意型业务毛利率较高, 约 30%-80%, 如华扬联众 52.66% (广告创意/策划)、因赛集团 85.53% (品牌管理)、思美传媒 30.9% (内容营销)。

表 5: A 股主要营销公司业务形态分类及对应毛利率

公司名称	主营业务分类	业务形态	毛利率
省广集团**	媒介代理	代理型业务	7.35%
	数字营销服务	代理型业务为主	16.39%
华扬联众*	广告投放代理	代理型业务	9.45%
	广告策划与制作	创意型业务	52.66%
科达股份**	互联网服务	代理型业务为主(年报披露广告代理成本占总成本的 92.93%, 策划与设计费占总成本的 6.05%)	9.64%
引力传媒**	数字营销	代理型业务为主	10.08%
	媒介代理	代理型业务	4.38%
思美传媒*	内容营销	创意型业务	30.90%
	媒介代理	代理型业务	10.01%
利欧股份**	媒介代理服务	代理型业务	6.98%
	数字营销服务	创意型+媒介型业务	57.74%
因赛集团**	品牌管理	创意型业务	61.57%
	媒介代理	代理型业务	6.47%
	数字营销	创意型业务	85.53%
分众传媒**	楼宇媒体	媒介型业务	56.64%
	代理	代理型业务	31.00%
数知科技**	智慧营销业务	技术型业务	25.04%
	数据智能应用与服务	技术型业务	28.84%
每日互动***	增长服务	技术型业务	66.92%
	公共服务	技术型业务	90.51%
	风控服务	技术型业务	90.38%
智度股份**	数字营销业务	代理型业务	4.73%
	互联网媒体业务	媒介型业务	49.37%

资料来源: 各公司年报、安信证券研究中心

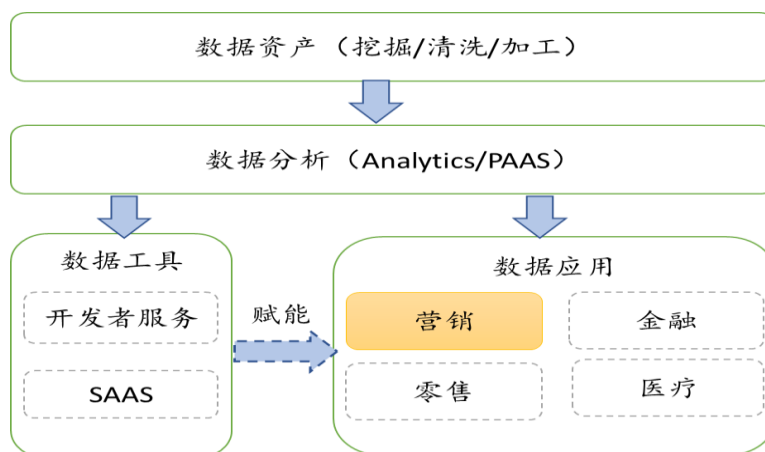
备注: *为 2017 年报数据; **为 2018 年报数据; ***为 2019 半年报数据

2.5. 关注媒介产业链整合及具备大数据分析能力的营销技术公司

我们认为当前更受益及未来潜在更受益的业务形态应为媒介型业务及技术型业务。媒介型业务只有依靠自主培育(如抖音)及产业链收购(如整合户外媒体)两种方式获得,对资金、资源及经验的要求极高,若新的终端形态出现(如 VR/AR)有望降低新的头部媒介出现的门槛。从这一角度,我们认为中长期更容易脱颖而出的应该为营销技术公司,尤其是具备海量数据资产的技术型公司或致力于转型为营销技术公司的传统营销公司。

大数据产业围绕数据资产、数据分析、数据应用三个环节自下而上展开。其核心为用户数据,包括行为数据、交易/支付数据及地理位置数据等。海量数据经过挖掘、清洗、加工等一系列处理后形成可应用的资产, BAT 美团等平台型公司天然在数据资产方面有优势。数据分析体现在基于人工智能的分析、模型能力以及构建数据中台的能力。数据应用即在垂直行业的具体应用及对工具类的应用。工具类应用一般以 SaaS 或开发者服务形式出现,进一步赋能垂直行业,营销是数据应用最重要的场景之一,也是数据产业变现主要的途径。营销之外,技术型公司还可涉足金融、零售等具体业务环节,变现潜力极大(类似 CPS 的概念)。

图 12: 大数据业务链

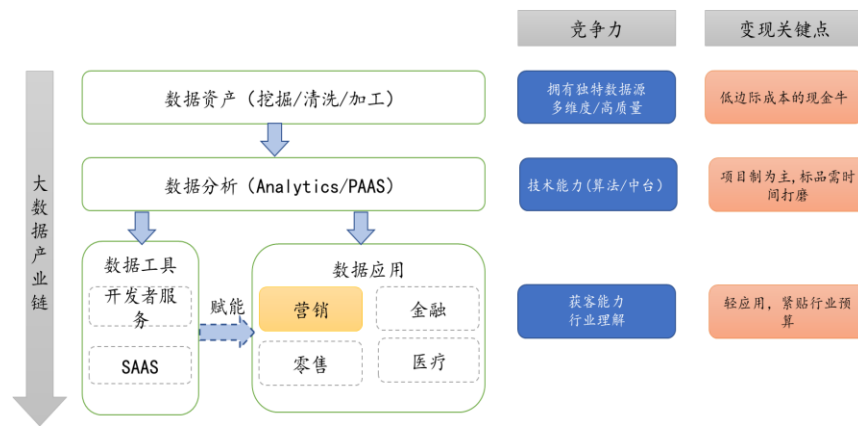


资料来源: 安信证券研究中心

基于大数据及技术进步, 传统营销升级智慧营销/Martech。纵观国内营销发展历程, 我国已经历传统营销阶段 (1995 年以前)、“互联网+营销”阶段 (1995-2004)、“技术+营销”阶段 (AdTech, 2004-2012)、“AI+营销”阶段 (智慧营销, 2012 至今)。

- Martech 是“AI+营销”的纵深发展, 国内尚未出现行业龙头。梳理大数据产业链, 从竞争力及变现的关键点理解, 未来机会在大数据产业链深耕数据资产及技术公司, 转型的传统代理型营销公司及细分领域垂直营销公司。
- Martech 公司的竞争力体现在大数据产业链纵深能力。营销收入受制于所处行业预算。营销工具的技术门槛亦非难以跨越。因此, 从应用/工具向数据分析及数据资产端延伸方能构筑企业的护城河。
- 大数据并不仅是海量数据, 而是大量数据通过挖掘、清洗、加工后形成数据资产的能力。拥有独特数据源, 通过外部采购丰富数据维度, 并有能力将海量数据变为高质量的数据资产是竞争力的核心。从变现的角度, 拥有数据资产并通过变卖数据变现, 是产业链中更好的“生意”, 边际成本随收入增加无限减少。腾讯、阿里、美团等平台型公司, 天然拥有数字资产的优势。除此之外, 其他公司则通过拥有自己独特数据源, 通过数据挖掘、加工技术整合高质量多维度的数据, 构建自己的数据资产护城河, 例如极光、什么值得买。
- 数据分析能力体现在人工智能算法应用, 及构建中台的能力。优质的数据资产是数据分析能力最大化的保证, 稳定强大的中台是支持数据应用的基础。数据分析/中台能力是产业链承上启下的环节, 技术能力本身即其竞争力的体现。各家构建中台首要是为夯实竞争基础, 在此基础上可考虑变现。无论是分析/模型或构建中台, 都需要深入与客户企业系统/数据, 因此大部分为项目部署制。标品的开发需要时间的打磨及行业积累。在 Martech 企业中, 微盟、极光均具备较强的中台能力, 微盟已经对外输出其中台能力。
- 数据工具及数据应用环节, 入局的玩家较多。工具及应用离不开场景, 公司的获客能力及对行业/场景的理解是其核心竞争力的体现, 先发优势明显。在变现环节, 由于需要在获客投入且单纯的应用或工具均受制于行业预算, 将应用做轻, 最大限度降低开发和部署成本, 寻求在产业链纵深布局以增加变现空间。在开发者服务端以极光、每日互动为代表, SAAS 端的有赞、微盟。营销应用层面的什么值得买等。开发者服务工具, 以推送工具为代表, 即满足开发者在“技术/成本”间平衡的需求, 推送本质是增加留存, 保证用户的活跃度。

图 13: 大数据产业链



资料来源: 安信证券研究中心

3. 推荐标的

我们本篇报告得出核心结论: 1) 当前更受益及未来潜在更受益的营销公司应具备媒介型业务或技术型业务。2) 媒介型的培育或收购的门槛极高(除非新的终端/媒介形态出现), 因此技术型营销公司在中期更容易脱颖而出, 尤其是本身具备数字资产的营销公司。推荐媒介型营销公司分众传媒, 技术型营销公司每日互动, 同时建议关注技术型营销公司浙江富润、极光, 推荐拥有转型诉求的传统营销公司华扬联众、宣亚国际。

4. 风险提示

宏观经济剧烈波动的风险、技术型业务商业模式低于预期的风险、营销公司毛利率改善不及预期、营销公司转型不及预期、行业竞争恶化。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

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

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

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

B—较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

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

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

■ 免责声明

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

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

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

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

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

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	陈盈怡		
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034