

2019年12月23日

整合营销

营销行业点评：营销行业市场预期开始修复，具备估值提升空间

■营销板块估值已触底，基本面改善及主题推动下估值具备溢价空间，我们认为主要有以下三方面原因：

(1) 中美贸易战缓和预期下，营销板块外部条件出现边际预期改善，基本面存在弹性，同时网红营销、电商营销等新热点有效提振板块关注度。营销行业具备顺周期性质，企业主预期经济回暖下，将提前加大广告投放力度，由此带来营销公司业绩弹性，同时叠加近期新型营销热点（如网红营销、电商营销）主题，我们预计营销板块估值中枢具备上移可能。

(2) 5G时代有望催生出新媒体下的新型营销业务模式。广告与游戏同为四大变现模式之一，广告相比游戏的市场认可度明显较低，存在估值提升空间。5G催生出新型营销类型及变现模式，一方面继续切割传统广告的市场份额，另一方面有望成为营销整体市场规模增长的新推力。参照4G时代新型营销类型（移动营销），我们预计5G时代新型营销模式的出现将成为营销市场的增长新动能，带动行业整体快速发展，可以提前给予板块估值溢价。

(3) 品效合一趋势下，广告主营销预算投放更为集中，具备更全业务链条的营销公司有望受益。5G将革新“连接”的速度、效率及质量，并丰富“连接”的种类（消费互联网、工业互联网、智慧物联等），进一步缩短“品”与“效”转化路径。“品效合一”在外部技术进步推动下，结合企业主现实诉求及营销公司主动的思路转变，将成为未来营销的新趋势，2019年已成为“品效合一”元年。

■**投资建议：**我们重构营销行业研究框架，将营销业务抽象为四大业务形态：媒介型、技术型、创意型、代理型。我们认为布局营销赛道应首选具备核心资源（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，即布局媒介型或技术型营销公司。目前营销板块整体处于估值底部，关注基本面改善及主题推动下估值中枢上移的可能。推荐【线下强媒介标的】分众传媒、【技术型标的】每日互动、【电商营销标的】壹网壹创、值得买。同时建议关注技术型标的浙江富润、汇量科技及拥有转型诉求的传统营销标的华扬联众、宣亚国际等。

■**风险提示：**宏观经济回暖不及预期、行业竞争恶化、营销新模式发展不及预期的风险。

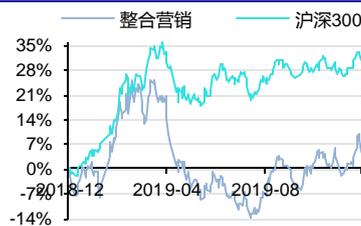
行业动态分析

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	-0.89	-4.11	-30.86
绝对收益	2.15	-2.15	0.09

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
2019-10-12

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

1. 营销行业市场预期开始修复，具备估值提升空间

营销板块估值已触底，我们认为以下三方面将带来板块的估值溢价空间：

1) 中美贸易战缓和预期下，营销板块外部边际条件出现预期改善，基本面存在弹性，同时网红营销、电商营销等新热点有效提振板块关注度；2) 5G 时代有望催生出新媒介下的新型多样的广告变现方式，广告与游戏同为四大变现模式之一，广告的市场认可度明显较低。3) 品效合一趋势下，广告主营销预算投放更为集中，具备更全业务链条的营销公司有望受益。

(1) 中美贸易战缓和预期下，营销板块外部条件出现边际预期改善，基本面存在弹性，同时网红营销、电商营销等新热点有效提振板块关注度。营销行业具备顺周期性质，企业主预期经济回暖下，将提前加大广告投放力度，由此带来营销公司业绩弹性。目前宏观经济外部条件出现积极变化信号，营销行业的业绩弹性有望提前于经济回暖而释放，反映在可以给予的估值溢价更高，同时叠加近期新型营销热点（如网红营销、电商营销）主题，我们预计营销板块估值中枢具备上移可能。目前行业估值中枢自 2015 年以来已下降至历史低位（剔除分众后，分众估值已反映业绩弹性预期），2015-2019 年分别为 122.45、41.36、33.56、21.37、24.36。对比游戏，营销板块市场关注度极低，市场尚未意识到营销板块边际条件改善下业绩弹性预期应给予估值溢价。

图 1：2015-2020E 营销板块绩优公司估值中枢（未剔除分众）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

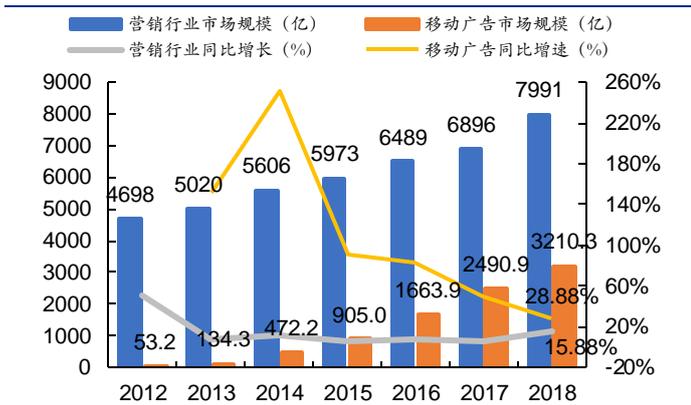
图 2：2015-2020E 营销板块绩优公司估值中枢（剔除分众）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

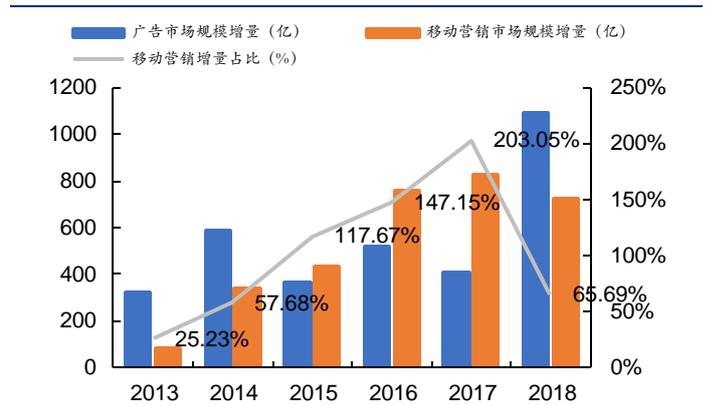
(2) 5G 时代有望催生出新媒介下的新型营销业务模式。广告与游戏同为四大变现模式之一，广告相比游戏的市场认可度明显较低，存在估值提升空间。5G 催生出的新型营销类型及变现模式，一方面继续切割传统广告的市场份额，另一方面有望成为营销整体市场规模增长的新推力。互联网拥有广告、游戏、电商及增值服务四大变现模式，物联网时代预计将深化这四类变现模式。2013 年 12 月 4 日，工业和信息化部向中国移动、中国电信、中国联通发放 TD-LTE 牌照，此举标志我国电信产业正式进入了 4G 时代，也标志移动营销进入高速发展通道，成为营销行业增长新推力的同时，开始切割其他营销类型的市场份额。对比 2013 年至 2018 年移动营销市场规模增量与营销市场总规模增量，前者占后者的比例分别为 25.23% (2013)、57.68% (2014)、117.67% (2015)、147.15% (2016)、203.05% (2017)、65.69% (2018)。2013-2014 年移动营销已成为营销市场最重要的增长力量，2015-2017 年移动营销拉动增长的同时甚至抢占其他营销类型，2018 年移动营销逆势依然贡献了 65.69% 的增长动能。参照移动营销，我们预计 5G 时代新型营销模式的出现将成为营销市场的增长新动能，带动行业整体快速发展，可以提前给予板块估值溢价。

图 3：2012-2018 年移动营销与营销行业市场规模



资料来源：易观，国家市场监督管理总局，安信证券研究中心

图 4：2013-2018 年移动营销市场份额增量占营销行业市场规模增量的百分比



资料来源：易观，国家市场监督管理总局，安信证券研究中心

(3) 品效合一趋势下，广告主营销预算投放更为集中，具备更全业务链条的营销公司有望受益。

营销按目的可分为曝光及效果两大类，分别对应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，本质是抓取用户心智；效果广告追求短期明确的销售转化，本质是激活用户短期消费冲动。我们认为 2019 年将成为“品效合一”元年：

传统上“品”与“效”分别代表长期与短期的利益诉求，前者追求“创意”与“灵感”，后者要求“行动”与“利益”，本身存在必然的冲突性（大型公司内部市场部与销售部，不同利益诉求及 KPI 指标导致目标并不一致），所以“品”与“效”一直以来都要分开，从品到效的转化路径过长，转化过程中消费者早已丧失行动的热情。

移动互联网时代明显缩短了“品”与“效”的转化距离，并明显提高了“效”的转化效率，“品”可能是分散的，但“效”却集中于手机中，不管通过何种方式触达（视频、游戏、小说、工具等），拿起手机即可完成“效”的转化。但“品”与“效”的间隔仍泾渭分明，效果广告更多的是切割品牌广告的市场份额，而非合二为一。

2019 年外部宏观经济的压力传导至企业经营业绩，品牌主面临趋紧的营销预算约束，现实条件迫使品牌主在市场决策上愈发谨慎，即宁可不做，也不做无效的工作。因此品牌主开始提出“品效合一”，本身是自身诉求的现实反映，营销公司作为乙方接收到这种反馈后，为了维持营销预算的获取，将调整自身的营销服务思路和策略，反过来加速“品效合一”的推进速度。

5G 时代将革新“连接”的速度、效率及质量，并丰富“连接”的种类（消费互联网、工业互联网、智慧物联等），进一步缩短“品”与“效”转化路径。因此我们认为“品效合一”在外部技术进步推动下，结合企业主现实诉求及营销公司主动的思路转变，将成为未来营销的新趋势，2019 年已成为“品效合一”元年。

2. 投资建议

我们重构营销行业研究框架，将营销业务抽象为四大业务形态：媒介型、技术型、创意型、代理型。我们认为布局营销赛道应首选具备核心资源（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，即布局媒介型或技术型营销公司。目前营销板块整体处于估值底部，关注基本面改善及主题推动下估值中枢上移的可能。推荐【线下

强媒介标的】分众传媒、【技术型标的】每日互动、【电商营销标的】壹网壹创、值得买。同时建议关注技术型标的浙江富润、汇量科技及拥有转型诉求的传统营销标的华扬联众、宣亚国际等。

3. 风险提示

宏观经济回暖不及预期、行业竞争恶化、营销新模式发展不及预期的风险。

■ 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
	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
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	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
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
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