

## 营销传播行业

# 出海系列深度之二：营销服务商，中国移动互联网出海淘金热下的卖水人

### 核心观点：

在《移动扬帆，链接全球》报告中我们详细分析了我国移动互联网公司出海的历程，我们认为未来 2-3 年中国移动互联网出海还将继续保持强劲势头，服务于出海互联网公司的营销企业也将能从出海热潮中直接受益。本报告我们将重点关注移动出海营销行业以及出海营销服务商。

#### ● 出海广告千亿级别的广阔市场，涉及广告主、中介和媒体全环节

国内移动互联网出海热之下，整条产业链都在海外复制中国市场的迅速增长。广告主端需要更大的流量来完成用户生态圈的原始积累；代理商和营销服务商帮助国内的广告主投放海外的媒体市场，完成 App 的用户增长；而国内已经出海较久的 App 则在海外作为媒体开启变现，营销服务商帮其更好的做好商业化闭环。从整个海外广告的盘子来看，我们认为非中国的全球 App 广告主投放预算应该在千亿美元左右，而即使去掉 FB 和 Google 两家巨头，也是千亿人民币量级的市场。

#### ● App 广告主和媒体或互为两面，注意广告形式的创新和 ROI 的优化

对于广告主结构而言，我们认为出海的广告主正逐渐变“重”，从工具类逐步转向游戏，再转向电商、内容等；出海地区逐步转向新兴市场。而媒体侧，国内出海的突破口同样在新兴市场，并逐步接入商业化变现，有望逐步分流部分 FB 和 Google 的预算。

#### ● 出海营销服务商能够提供哪些价值？

我们认为国内出海的营销服务商能够提供三类价值：第一是改善效率，广告主在投放广告过程中的账户、投放准备等工作可以由中介平台完成；第二是聚合，由于出海竞争激烈、先发优势十分重要，因此当前第三方独立中介平台可以提供提供中长尾流量的聚合，扩大广告的覆盖面积；第三是监测，在广告主注重数据监测和海外隐私规定严格的背景下，独立的第三方平台可以提供广告效果监测等功能。

#### ● 投资建议：

由于全球流量成本逐渐升高，国内互联网公司出海过程中需要进行大量的广告投放，而此前在海外已经有较多媒体资源的广告中介公司做的是金矿旁边“卖水和铲子”的生意，我们认为这类出海营销服务公司将持续从国内的移动互联网出海热潮中直接受益，可持续关注蓝色光标、智度股份、汇量科技等。

#### ● 风险提示：

1) 中美贸易战影响广告主在美投放；2) 海外媒体平台投放政策变化；3) 中外文化差异导致广告投放效果不佳。

### 行业评级

买入

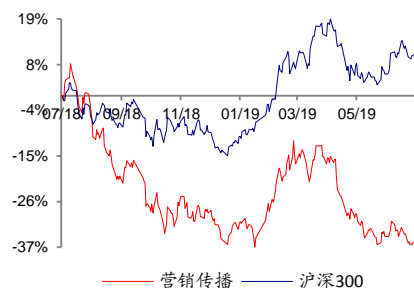
前次评级

买入

报告日期

2019-07-16

### 相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

朱可夫



SAC 执证号：S0260518080001



0755-23942152



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

营销传播行业:19Q1 广告行业总结：需求承压，宏观经济及投放结构变迁	2019-06-03
营销传播行业:2月广告行业数据点评：传统媒体下滑明显，生活圈媒体增幅回落	2019-04-04
广发传媒“科创”系列报告：木瓜移动：乘中国移动互联网出海之势，打造全球化数字营销网络	2019-04-03

联系人：叶敏婷 021-60759783

yeminting@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
光线传媒	300251.SZ	人民币	7.53	2019/4/25	增持	8.71	0.25	0.32	30.51	23.53	38.5	28.2	7.70	8.90
横店影视	603103.SH	人民币	15.38	2019/3/11	增持	27.38	0.52	0.57	29.86	27.02	16.1	14.3	13.00	12.50
芒果超媒	300413.SZ	人民币	38.85	2019/4/30	买入	45.5	1.16	1.43	33.37	27.18	6.5	4.7	18.10	18.52
视觉中国	000681.SZ	人民币	19.14	2019/1/16	买入	30.8	0.72	0.96	26.50	19.94	31.6	23.3	15.00	16.20
平治信息	300571.SZ	人民币	41.93	2018/10/29	买入	-	2.29	3.04	18.28	13.81	10.2	7.1	36.50	33.60
万达电影	002739.SZ	人民币	17.28	2019/4/30	买入	27.72	0.74	0.84	23.35	20.57	13.9	12.2	9.50	9.70
新媒股份	300770.SZ	人民币	79.30	2019/5/7	买入	78.05	2.23	2.94	35.49	27.01	30.0	22.0	27.84	26.78
蓝色光标	300058.SZ	人民币	4.89	2019/4/30	买入	5.75	0.23	0.32	21.26	15.28	12.4	8.4	7.20	9.00
完美世界	002624.SZ	人民币	24.25	2019/4/30	买入	33.2	1.66	1.91	14.61	12.70	10.39	7.99	21.93	19.08
吉比特	603444.SH	人民币	213.35	2019/4/25	买入	231.8	11.59	13.08	18.41	16.31	11.8	9.8	24.60	23.70
三七互娱	002555.SZ	人民币	13.86	2019/4/27	买入	14	0.87	5.38	15.91	2.58	12.2	9.2	24.21	22.86
美吉姆	002621.SZ	人民币	13.09	2019/4/17	增持	24.4	0.28	0.38	47.16	34.38	26.1	20.6	11.90	14.90
视源股份	002841.SZ	人民币	75.40	2019/6/15	买入	81.6	2.04	2.68	36.90	28.15	28.41	20.56	28.27	27.04
分众传媒	002027.SZ	人民币	5.21	2019/4/25	买入	7.26	0.29	0.36	18.18	14.53	14.5	10.2	22.70	21.20
新经典	603096.SH	人民币	56.62	2019/4/21	买入	71.5	2.17	2.67	26.15	21.22	20.2	15.5	16.20	15.20
中南传媒	601098.SH	人民币	12.46	2019/4/23	增持	13.88	0.75	0.83	16.68	15.04	4.4	3.1	9.10	9.10
中信出版	300788.SZ	人民币	37.88	2019/6/27	-	24.2~30.3	1.21	1.46	31.27	25.88	20.7	15.7	13.44	14.37
中国科传	601858.SH	人民币	12.61	2019/7/2	买入	14.92	0.61	0.68	20.62	18.43	12.2	9.4	12.35	12.44
猫眼娱乐	01896.HK	港元	14.42	2019/5/6	买入	19.24	0.60	0.86	24.03	16.77	10.0	7.6	10.56	13.14
美团点评	03690.HK	港元	65.05	2019/5/25	买入	66.5	-0.77	-0.08	-	-	-	102.5	-5.30	-0.60
爱奇艺	IQ.O	美元	19.49	2019/5/18	买入	25.32	-11.88	-7.06	-	-	-	-	-90	-115
网易	NTES.O	美元	256.24	2019/5/17	买入	310	58.90	67.74	29.88	25.98	19.1	16.0	12.01	11.30
趣头条	QTT.O	美元	4.54	2019/5/31	买入	7.45	-6.68	-3.20	-	-	-	-	-176	-51

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 爱奇艺、网易和趣头条的 EPS 单位为人民币。

## 目录索引

一、移动出海营销产业概览.....	6
1.1 出海营销产业概览.....	6
1.2 出海厂商面对的广告市场广阔，未来有望切走非 APP 广告主预算.....	7
二、广告主：电商+内容类增长迅速，未来重点地区或转向新兴市场.....	10
2.1 游戏仍是主要出海行业，电商类以及内容类需求增长.....	10
2.2 不同广告主出海诉求匹配不同媒体，品牌投放或逐步崛起.....	13
2.3 广告主预算最主要仍是分配在北美，新兴市场有望快速发展.....	14
三、媒体资源：流量越来越聚集，国内 APP 出海后提供新媒体增量.....	15
3.1 媒体资源越来越集中，FB 及谷歌是中国广告主首选.....	15
3.2 不同媒体平台流量有所差异，展现形式也有所差异.....	17
3.3 国内出海 APP 接入变现，出海广告主变身媒体平台.....	19
四、出海营销服务商价值：效率、聚合和第三方检测.....	21
4.1 营销服务商为广告主更多解决效率问题.....	21
4.2 出海厂商极度追求先发优势下，出海营销服务商能够提供更大范围的聚合.....	22
4.3 广告主数据透明意识增强，对第三方检测及媒介归因需求提升.....	24
五、投资建议.....	25
5.1 蓝色光标（300058.SZ）：FACEBOOK 国内最大代理，出海业务持续增长.....	25
5.2 汇量科技（01860.HK）：攫取东南亚新兴市场流量红利.....	26
5.3 智度股份（000676.SZ）：全球领先第三方搜索流量入口，为精准营销赋能.....	27

## 图表索引

图 1: 中国移动出海营销服务产业链图谱.....	6
图 2: Ad Exchange 竞价模型 .....	7
图 3: 2018 年全球的广告市场规模约为 7120 亿美元.....	8
图 4: 2018 年全球的移动 App 广告主投放预算规模约为 945 亿美元.....	8
图 5: 2018 年我们估计出海营销厂商所涉及的市场规模.....	9
图 6: 2016 年中国移动出海企业领域分布 .....	10
图 7: 2018 年中国出海品牌 50 强各细分领域结构.....	10
图 8: 从木瓜移动营收结构看出海广告主结构变化 .....	11
图 9: 从汇量科技营收结构看出海广告主结构变化 .....	11
图 10: 2016-2017 年各品类出海 APP 下载量占比变化.....	12
图 11: 海外市场电商产业可开发空间广阔 .....	12
图 12: 品牌广告主广告投放.....	14
图 13: 2016Q1-2017Q4 各品类出海 APP 在各区域的预算分布比例.....	14
图 14: 2019 年全球非游戏类的广告平台综合实力榜单.....	15
图 15: Facebook 平均日活 (亿) .....	15
图 16: 按用户行为发生地划分的 Facebook 营收来源 (百万美元) (user geography) .....	16
图 17: 按用户行为发生地划分的 Facebook 营收结构 (user geography) ....	16
图 18: 按广告主付款账户所在地划分的 Facebook 营收来源 (百万美元) (billing address) .....	16
图 19: 按广告主付款账户所在地划分的 Facebook 营收结构 (billing address) .....	16
图 20: 在美国以及加拿大发生的 FB 营收 (百万美元) .....	17
图 21: 来自亚太地区付款账户的 FB 营收 (百万美元) .....	17
图 22: 美国数字广告市场 TOP5 .....	17
图 23: Facebook 与 Google 的广告收入增速对比.....	18
图 24: 2017 年 iOS 媒体不同类别广告形式收入占比.....	19
图 25: 2017 年安卓媒体不同类别广告形式收入占比.....	19
图 26: TikTok Ads 增长表现排名 (全球范围) .....	20
图 27: Facebook 上广告投放流程 .....	21
图 28: 2015-2019 年美国程序化购买广告支出 .....	22
图 29: 2015-2019 年中国程序化购买广告支出 .....	22
图 30: 东南亚各国程序化广告投放花费 (亿美元) .....	23
图 31: 广告主在 Instagram 上的广告投放.....	24
图 32: 通过蓝色光标在 Facebook 上进行广告投放.....	25
图 33: 蓝色光标出海广告投放业务营收.....	26
图 34: 蓝色光标出海广告投放业务毛利水平 .....	26
图 35: 汇量科技移动用户分布情况.....	27
图 36: 营收结构-分区域.....	27

图 37: Spigot 业务模式.....	27
图 38: Spigot 营收及净利情况.....	28
表 1: 移动出海营销广告主特征分析.....	13
表 2: TikTok Ads 在各品类应用以及各地区的营销价值影响力排名.....	20
表 3: Wind 一致预期下的相关公司估值表.....	25

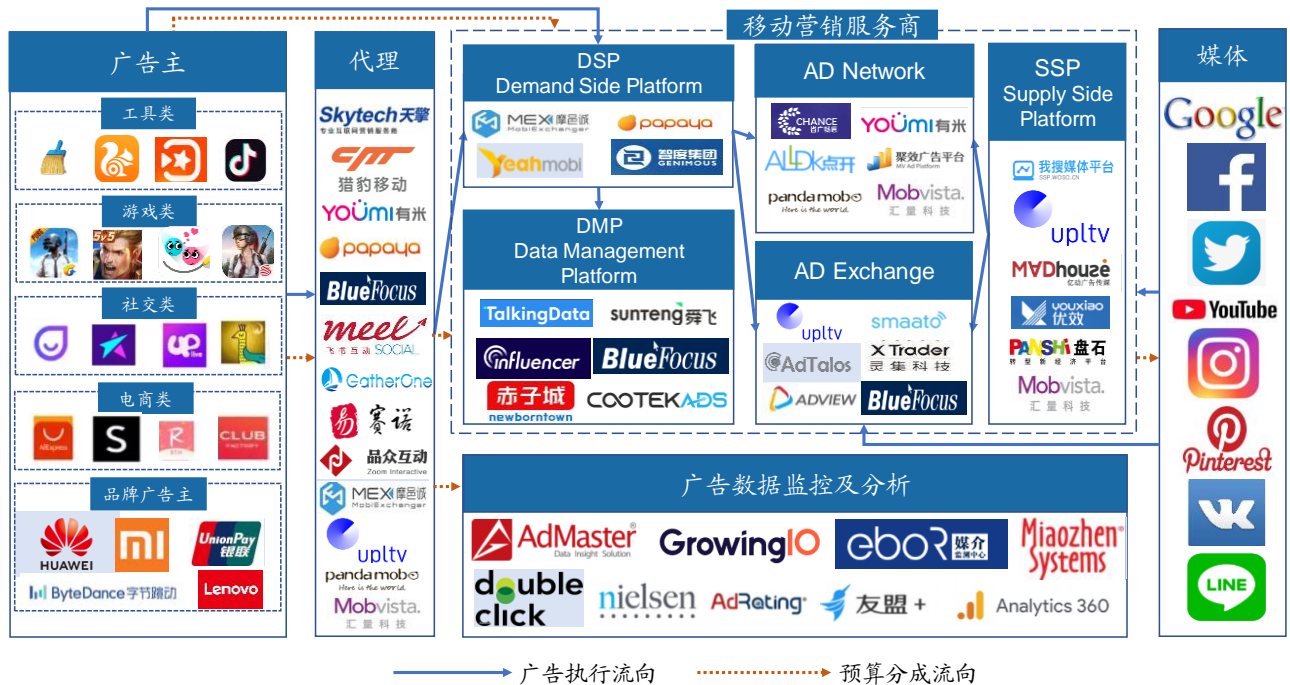


# 一、移动出海营销产业概览

## 1.1 出海营销产业概览

在2019年6月12日我们外发的《移动扬帆，链接全球》报告中我们详细分析了我国移动互联网公司出海的历程，以及为什么我们认为当前时点“出海”行业正在发生积极变化。我们认为未来2-3年中国移动互联网出海还将继续保持强劲势头，从工具到内容，到产品、模式和资本将全面出海；而应用生态的进一步丰富也将有利于“卖水和铲子”的营销平台，服务于出海互联网公司的营销企业也将能从出海热潮中直接受益。国内广告主出海广告投放可以进行线上及线下广告投放，本报告我们将重点关注移动出海营销行业以及出海营销服务商。

图 1：中国移动出海营销服务产业链图谱



数据来源：艾瑞咨询《2016年中国移动出海营销行业研究报告》，广发证券发展研究中心

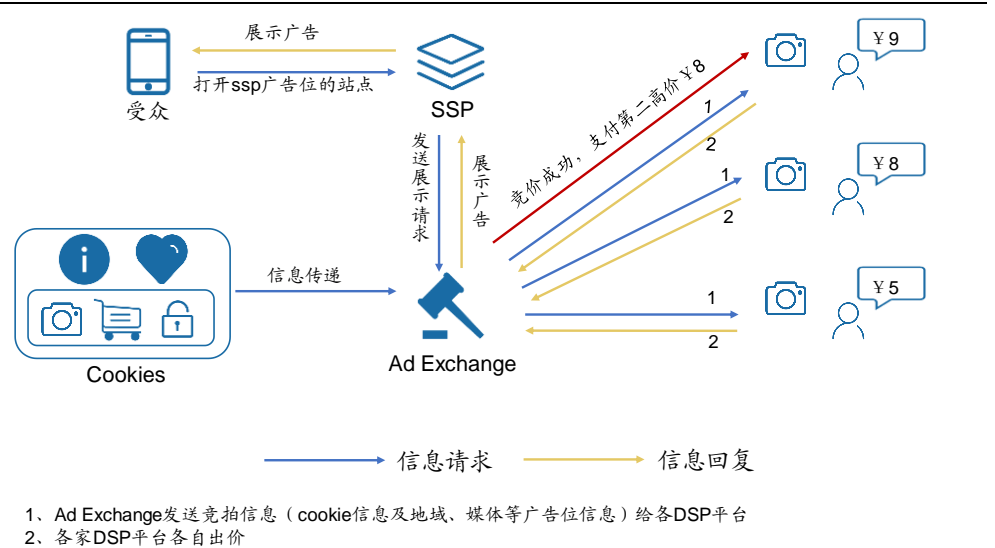
整体来看，出海营销产业链与国内的广告投放产业链区别不大，最大的区别在于出海营销产业链中媒体资源为海外的媒体资源，包括Facebook、Google等流量巨头及Instagram、推特等主流媒体平台以及主流媒体之外的海外长尾媒体；除此之外，还有有变现需求的出海app。广告主在对接海外媒体资源的时候，会面临语言不通、投放规则差异、投放后台使用差异、VPN不稳定等障碍，所以对于中间环节移动营销服务商的依赖会更强，出海广告投放服务商的价值会进一步突显。我们以数字营销为例，出海营销产业链中关键的中间环节服务商包括：

- DSP: Demand Side Platform，需求方平台。有广告投放需求的广告主可以在需求方平台上设置目标投放区域、目标广告受众以及自己的报价等；
- SSP: Supply Side Platform，供应方平台。主要供有变现需求的媒体资源在平

台上发布以及管理自己的广告位；

- **DMP: 数据管理平台。**DMP能够通过数据分析, 建立用户画像, 进行用户标签管理, 使广告投放更加精准。目前很多服务商功能集DSP+DMP于一身。
- **Ad Network: 广告网络平台。**广告网络平台内部能够形成闭环, 内部整合了各个媒体平台的广告位资源, 然后对接广告主制定双方都能接受的投放价格。目前比较主流的Ad Network有Google的AdSense, UnityAds, Vungle等。
- **Ad Exchange: 广告交易平台。**广告交易平台属于技术平台, 连接DSP以及SSP, 通过接入SSP的媒体流量收集处理广告目标客户的数据, 在众多的广告网络提供的流量的基础上进行竞价买卖, 目前比较大型的Ad Exchange有Google的Double Click, Yahoo的Right Media。

图 2: Ad Exchange 竞价模型



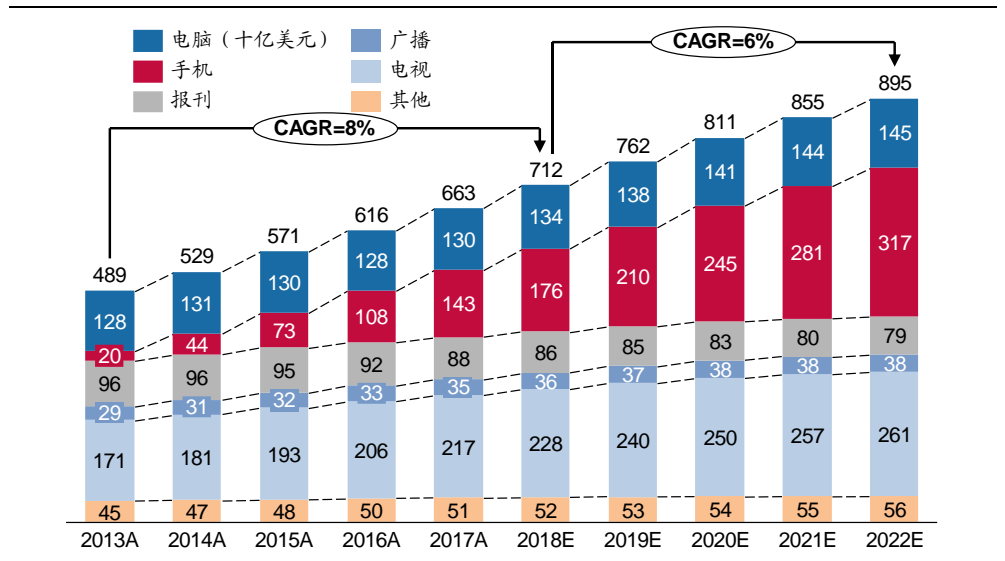
数据来源: 百度百科, 广发证券发展研究中心

整个移动出海广告投放流程可以总结为, 用户访问媒体平台时, SSP向Ad Exchange发出访问信号, SSP将具体的广告位信息以及用户属性等信息发送给DSP, DSP对广告位展现开始竞价, 竞价获胜者可以在这个广告位上进行广告投放。广告主为以上的投放进行付费, 媒体平台收取提供流量的费用, 营销服务商收取服务费。

## 1.2 出海厂商面对的广告市场广阔, 未来有望切走非 APP 广告主预算

移动出海厂商可达市场是全球的广告市场, 空间十分广阔。根据易观智库, 2018年国内移动互联网的广告市场规模约为3210亿元, 整体互联网广告市场的规模接近4000亿元, 今年有望达到4500亿元。而根据汇量科技的招股说明书显示, 全球的广告市场在2018年达到了7120亿美元, 其中仅手机端广告主预算达到了1760亿美元, 占总广告预算支出的25%左右, 未来有望逐步提高比例, 2022年有望占比达到35%左右, 成为全球广告市场增长的主动力。

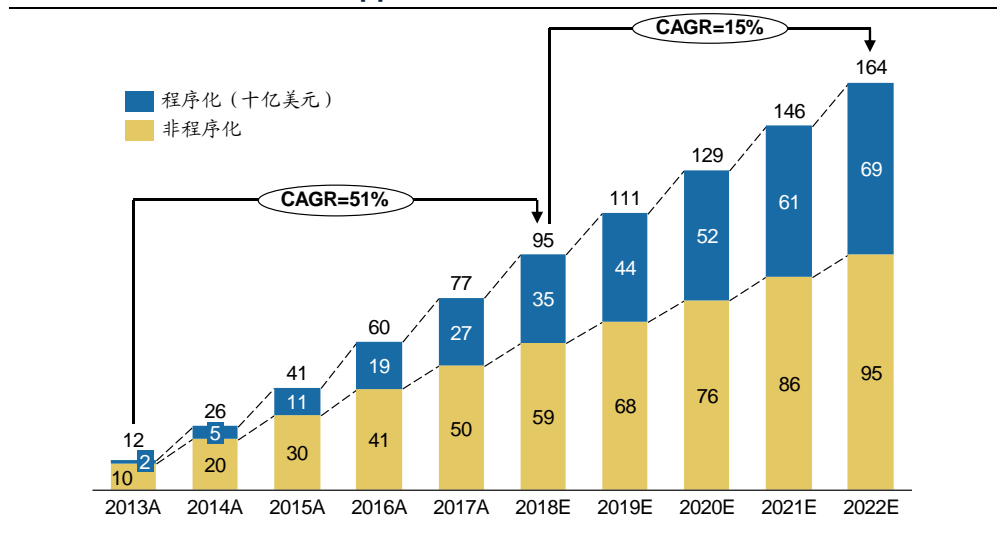
图 3: 2018年全球的广告市场规模约为7120亿美元



数据来源: 汇量科技招股说明书, 广发证券发展研究中心

出海公司主要切走的收入系移动应用App的投放预算, 最严格的筛选标准下这同样是一个千亿元级别的市场。根据汇量科技招股书披露, 按照App广告主的投放预算来看, 2018年有望增长22.4%达到945亿美元。而其中中国市场占比约为30%左右, 我们去掉中国市场的份额, 则可以得到出海公司主要面对的市场规模约为668亿美元。而如果我们考虑到其中约有60%-70%的份额可能主要系Google和Facebook的份额, 则国内移动营销公司出海面对的是一个200亿美元到267亿美元的市场。

图 4: 2018年全球的移动App广告主投放预算规模约为945亿美元



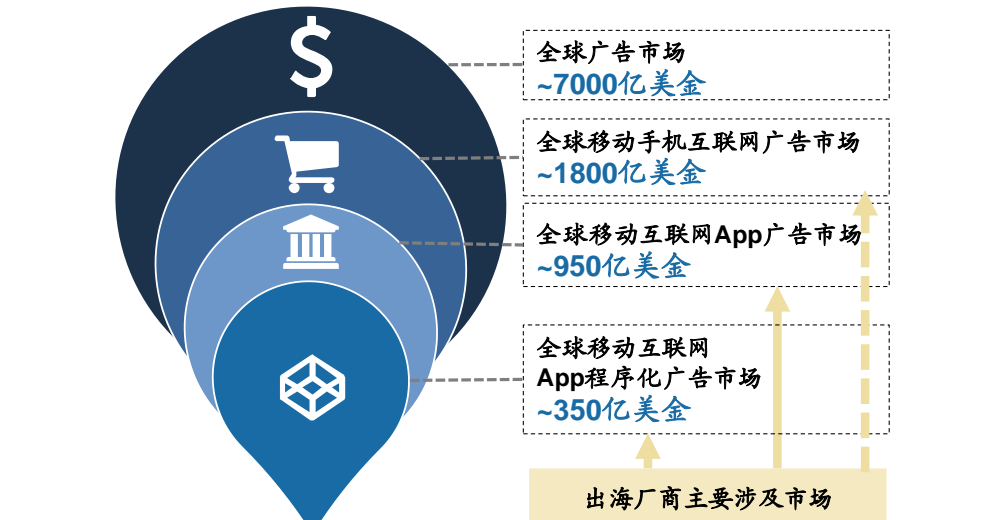
数据来源: 汇量科技招股说明书, 广发证券发展研究中心

我们考虑到未来出海营销厂商切到的预算有望从App广告主预算逐步向其他广告主预算渗透。国内营销厂商出海面对的市场层级由大至小分别是“全球广告市场→移动互联网广告市场→App广告市场→程序化广告投放市场”。目前主要涉及的环节仍



集中在程序化端和非程序化端，其中程序化的投放由于更加自动简单，因此国内营销厂商主要是以这类商业模式为主。我们判断随着整体中国移动互联网App在全球移动互联网当中的话语权变强和本身技术实力的提升，营销公司也有望开始切走部分非App广告主的投放预算。

图 5：2018年我们估计出海营销厂商所涉及的市场规模



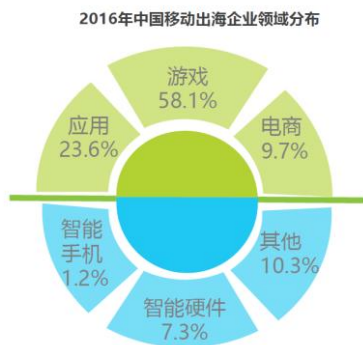
数据来源：汇量科技招股说明书，广发证券发展研究中心

## 二、广告主：电商+内容类增长迅速，未来重点地区或转向新兴市场

### 2.1 游戏仍是主要出海行业，电商类以及内容类需求增长

从广告主来看，除了传统的出海主力军游戏以及工具类应用之外，电商以及品牌广告主出海投放的需求也在增加。根据毕马威与Facebook联合发布的《中国出海领先品牌50强》统计，2018年中国出海品牌50强中，游戏类厂商占到13席（占26%），其次是移动应用类占到10席（占比20%），日用包装消费品以及电子商务类次之（占比分别为14%），消费性服务则占据4席（占比8%）。对比艾瑞2016年发布《2016年中国出海移动应用发展盘点报告》中的统计，出海品牌行业结构已经发生了一定变化。除了游戏类、电商类以及工具类等APP出海之外，日用消费品以及消费性服务品牌也开始加快出海进程。整体来看，游戏类仍是第一梯队，我们认为如果国内版号再继续压制，则出海投放仍能享受一定增长。

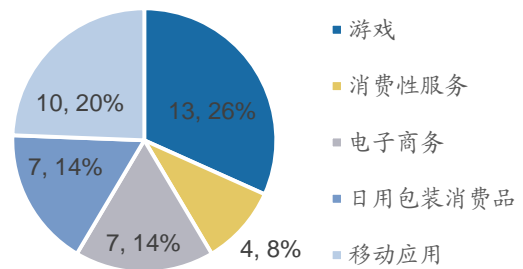
图 6：2016年中国移动出海企业领域分布



来源：根据白鲸研究院数据整理，统计范围截止至2016年5月。

数据来源：艾瑞咨询《2016年中国出海移动应用发展盘点报告》，广发证券发展研究中心

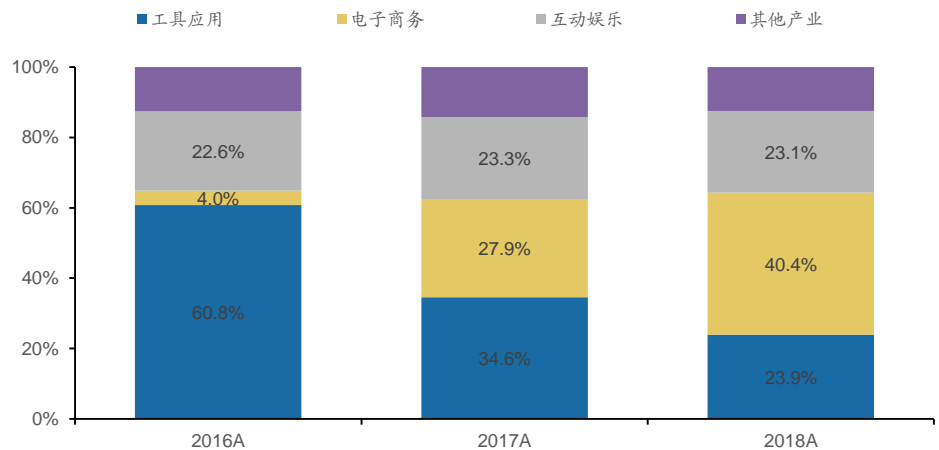
图 7：2018年中国出海品牌50强各细分领域结构



数据来源：毕马威《中国出海领先品牌50强》，广发证券发展研究中心

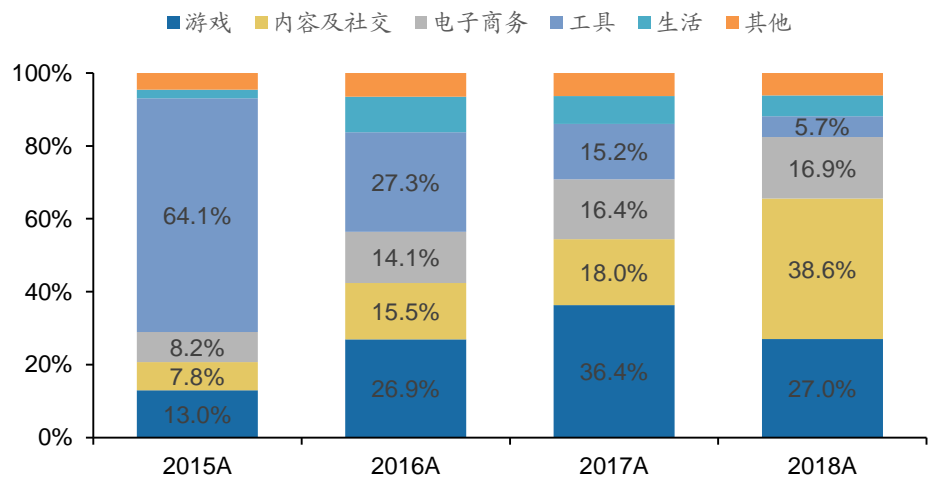
从出海营销服务商木瓜移动招股说明书以及汇量科技招股说明书中披露的公司营收结构也可以看到，不同的广告主贡献的出海广告营收结构在持续变化。木瓜移动2016年营收主要来自于工具应用类广告主，2018年营收则主要来自电子商务类广告主，而互动娱乐广告主占据营收比重相对比较稳定。汇量科技广告主结构也经历了从“工具→游戏→内容及社交”的变迁。当然不同的出海营销服务商有各自着重服务的广告主类型，客户结构的变化也体现出出海营销服务商在各类广告主中品牌推广的努力，但整体上看也能从一定程度上反映出出海广告主结构的变化。

图 8: 从木瓜移动营收结构看出海广告主结构变化



数据来源: 木瓜移动招股说明书, 广发证券发展研究中心

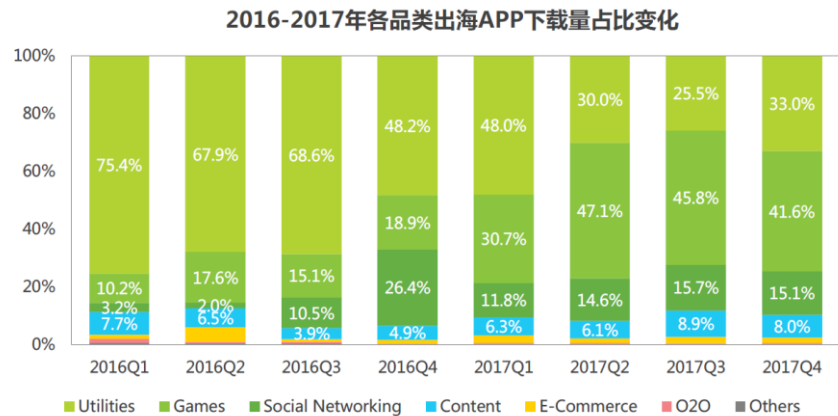
图 9: 从汇量科技营收结构看出海广告主结构变化



数据来源: 汇量科技招股说明书, 广发证券发展研究中心

我们认为广告主结构的变化一是源于用户对于互联网产品需求的变化（电商类及内容类的逆向输出），二是出海平台仍以国内广告主为主，随着国内互联网的成熟，其投放需求逐步从工具转向内容、游戏等App。从各品类出海APP下载量来看，下载量占比最高的产品已经从16年年初的效率类（主要为工具应用）更迭至17年年末的游戏类，内容类产品的下载量占比也在持续提升。海外用户对于产品需求的更迭带动出海广告主结构的变化。在这样的趋势之下，我们认为国内互联网行业发展比较领先的电商类以及短视频类及直播类产品将能实现逆向输出，海外市场将能成为以上APP的蓝海市场。

图 10: 2016-2017年各品类出海APP下载量占比变化



数据来源: 艾瑞《2018年中国移动互联网出海环境全解密》, 广发证券发展研究中心

在后续广告主构成上我们主要看好电商和直播/短视频等重度内容。

**1) 电商:** 根据电子商务研究中心发布的《2018年(上)中国跨境电商市场数据监测报告》显示, 仅2018年上半年中国跨境电商交易规模就达4.5万亿元, 同比增长25%。其中出口跨境电商交易规模为3.7万亿元, 同增26%。出海电商面对的消费者量级在70亿, 从消费者总量到跨越区域都比国内市场广阔。相比与海外, 国内的电商行业发展阶段明显领先, 不仅体现在交易量级、移动端购物占比上, 更是体现在供应链管理、支付体系建设上。国内外电商产业发展阶段的不同一是为电商出海带来广阔的海外市场, 国内市场竞争激烈, 而海外市场有待开发。二是国内电商在技术以及管理上的比较优势明显, 是当前国内互联网产业中最具出海能力的细分领域之一。电商海外市场的开拓将直接带动营销投放的增加。

**2) 内容类产品:** 直播类以及短视频类产品将有望成为重要的出海投放广告主。和电商类产品类似, 直播类以及短视频类产品也是国内发展领先海外的互联网品类之一, 出海具有明显的比较优势。而短视频以及直播类产品本身具有一定的社交属性, 地域局限性较低, 有助于产品快速进入海外市场。

图 11: 海外市场电商产业可开发空间广阔



数据来源: DISPATCH, 广发证券发展研究中心

## 2.2 不同广告主出海诉求匹配不同媒体，品牌投放或逐步崛起

对于广告主来说，投放广告最终的目的就是用更低的成本获取更优质的用户，由于不同行业广告主所需用户的画像不同，决定了广告主进行出海广告投放时诉求以及偏好的投放形式各有差异。

- 各互联网产品中，工具类APP主要包括清理、杀毒、电池、效率等一系列类别，本身的特性主要包括用户规模大、使用频次高但停留时间短、拥护使用替代成本低、用户粘性差等。但相比而言工具类App本地化相对简单，这也是工具类产品率先出海的原因之一。在进行广告投放的时候以覆盖面广，迅速累计用户数为主要目的，偏好铺开式的广告投放，但同时也要求保证用户质量以确保实现下载之后的用户粘性。广告投放计价通常以CPI等方式计价。
- 内容类App变现逻辑主要为“提高DAU→提高用户停留时间→提高平台流量价值→实现商业化变现”。如果面向大众投放，并不能实现较高的转化率，所以内容类APP在进行广告投放时对精准投放的要求更高。
- 游戏类App十分依赖广告投放带来的高转化率，各产品之间买量竞争激烈。游戏类App进行广告投放时希望通过获取优质用户以提高产品生命周期，投放需求兼顾曝光与效果，通常希望在强大DAU的基础上实现高的付费转化。
- 电商类产品离支付端最近，广告投放的目的希望能够直接促成交易，并且通常还需要对老用户进行再营销以促成再次购买，对ROI要求高。KOL网红营销方式“网红带货”的模式在电商出海广告投放上开始流行。除了综合类电商之外，垂直领域电商纷纷出海（规模通常较小）。

表 1：移动出海营销广告主特征分析

	工具类	内容类	游戏类	电商
目标用户	用户覆盖规模较大，用户特征较模糊	根据产品属性确定的垂直用户群体	大规模用户基础上发展付费用户	多为中小企业，用户规模需求不大
营销诉求	地毯式大规模投放，以求在最短时间内累积用户	精准化投放，需找到符合产品定位的目标用户	阶段性投放：大规模投放积累用户规模—锁定可能的付费用户—进行付费引导	投放预算有限，只看重ROI指标，1:1为最低标准
媒体偏好	大媒体为主，但不能完全满足广告主需求，长尾流量作为补充	针对目标群体的媒体流量，不介意流量来源	接受所有流量，但难以获得Google、Facebook等大媒体流量	多为网盟流量
结算方式	CPA（下载量、留存量）		CPA（下载量、留存量）+CPS（付费行为）	CPS、服务费

数据来源：艾瑞咨询《2016年中国移动出海营销行业研究报告》，广发证券发展研究中心

除了互联网产品之外，品牌广告主出海营销意识也在持续加强，投放形式除了传统的线下广告投放之外也逐渐开始在线上进行广告投放。品牌广告主投放广告的需求主要是提升品牌形象以及知名度，提高用户对于产品的认知。对于品牌广告主来说，主流流量平台是首选的投放地。

从广告主的规模上来看，除了广告预算较为充足的大品牌之外，小品牌的出海也为移动营销服务商带来更多的机会。相对而言，小品牌广告投放预算不如大品牌来得



多，在有限预算下对于营销效果的要求一定程度会更高。

图 12: 品牌广告主广告投放



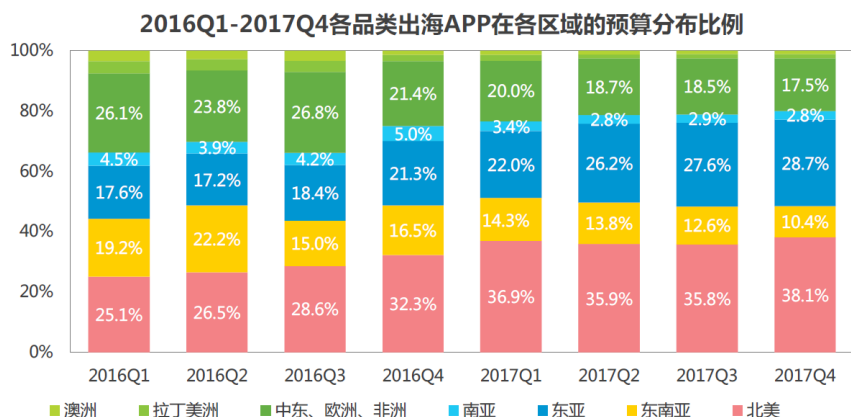
数据来源：蓝瀚互动官网，广发证券发展研究中心

### 2.3 广告主预算最主要仍是分配在北美，新兴市场有望快速发展

我们认为变现模式以及目标群体的差异决定了不同类型广告主在不同媒介上的预算分配不同，也决定了在不同区域的预算分配不同。广告主根据出海业务以及广告投放的诉求，选择不同的投放区域以及投放媒体。区域上，广告预算分配的方向与业务推进方向一致。从2016-2017年各品类出海App在各区域的广告预算分布比例来看，北美以及东亚地区（日韩等）投放相对比较集中，主要是因为以上地区互联网经济较为发达，用户付费意识相对成熟，APP的商业化变现相对容易，广告投放整体来看ROI会相对更高。互联网生态相对不成熟的区域，广告主投放预算相对较少，广告主结构更迭也相对滞后一些。

按照我们在《移动扬帆，链接全球》报告中总结的路线图，我们认为目前国内互联网公司在部分中高发展地区已经取得了较大的出海先发优势，后续的发展重点一方面是向成熟市场如美国、日韩继续渗透，广告精细化投放市场仍可继续挖掘；另一方面则是进一步抢占欠发达新兴市场的红利。

图 13: 2016Q1-2017Q4各品类出海APP在各区域的预算分布比例



数据来源：汇量科技招股说明书，广发证券发展研究中心

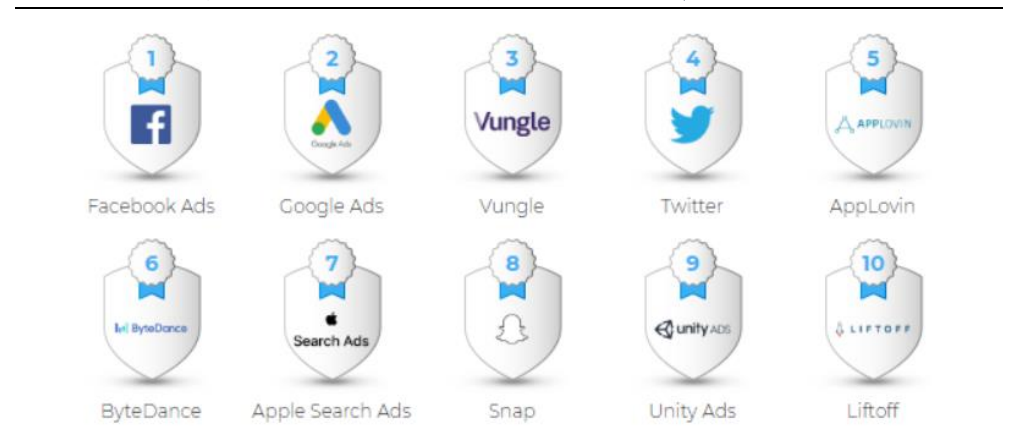
### 三、媒体资源：流量越来越聚集，国内 App 出海后提供新媒体增量

#### 3.1 媒体资源越来越集中，FB 及谷歌是中国广告主首选

从媒体一侧看，我们将海外的媒体资源分为两类，一类是当地媒体资源，主要包括 Facebook、Google、Youtube 等巨头产品以及其他海外长尾媒体；另一类是出海之后有变现需求的国内产品。

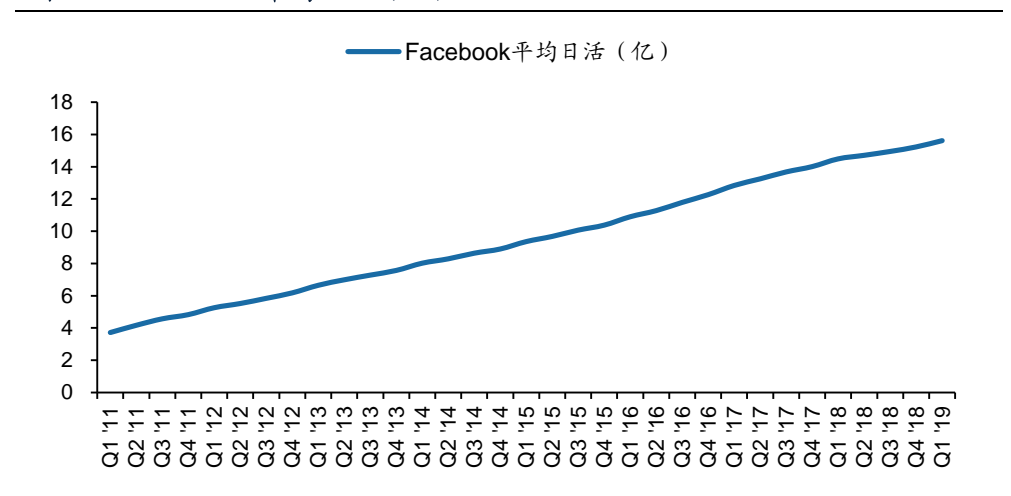
全球媒体流量有集中度提高的趋势，Facebook 以及 Google 持续为全球广告主提供优质流量，强者愈强。随着日活数据的进一步增长，Facebook & Google 双寡头以及 Instagram、Youtube、推特等头部媒体资源在全球互联网市场的集中度还将继续提升，营销价值进一步增强，广告投放优势明显。头部媒体之外，集合众多小媒体流量资源的 Ad Network 及 SSP 以及 Ad Exchange 等平台也能为广告主提供需求流量的补充。

图 14：2019 年全球非游戏类的广告平台综合实力榜单



数据来源：AppsFlyer，广发证券发展研究中心

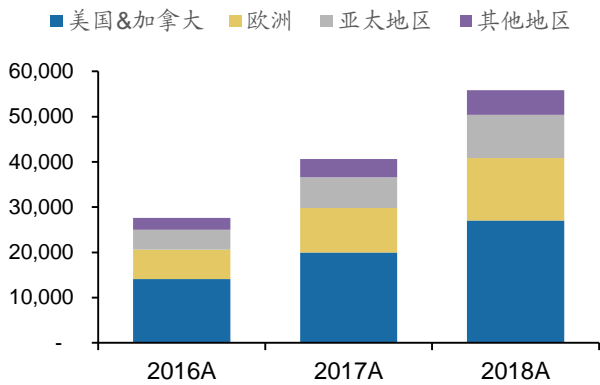
图 15：Facebook 平均日活（亿）



数据来源：statista，广发证券发展研究中心

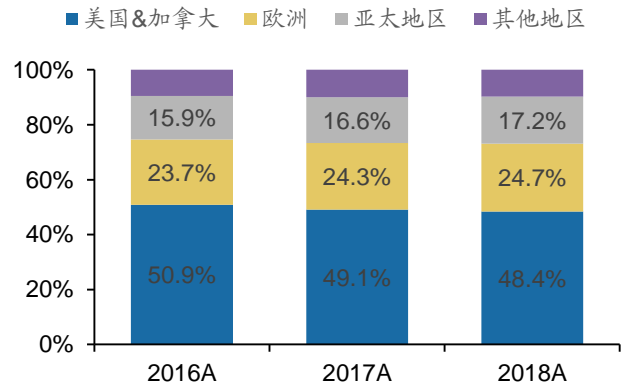
2018年中国广告主预计为Facebook贡献超过50亿美元的广告收入，广告主预算还在持续流入。Facebook对营收按照用户行为发生地（user geography）以及广告主付款账户所在地（billing address）进行了划分。从2018年数据来看，来自亚太地区广告主贡献的收入为117亿美元（占比21%），相比2017年提高48.1%，占比提高1.5pct。从用户行为发生地来看，2018年美国&加拿大地区产生的广告收入为270亿美元（占比为48.4%），相比2017年提高35.4%。对比Facebook营收的两种划分方式，并结合近几年Facebook中国区代理商出海广告投放业务的高速增长，我们认为亚太广告主在美国等地的广告投放花费中，中国广告主贡献良多。根据Pivotal的估算，2018年中国广告主贡献了Facebook总收入的10%，是Facebook第二大广告主来源地，仅次于美国。从来自亚太地区付款账户的FB营收增长趋势来看，中国广告主在Facebook上的广告投放预算仍在持续增长。

图 16: 按用户行为发生地划分的Facebook营收来源 (百万美元) (user geography)



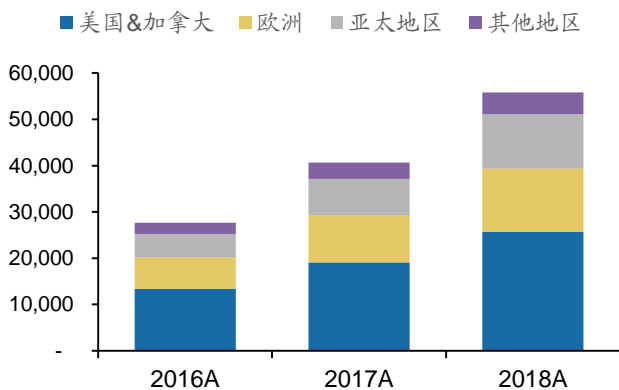
数据来源: FB财报, 广发证券发展研究中心

图 17: 按用户行为发生地划分的Facebook营收结构 (user geography)



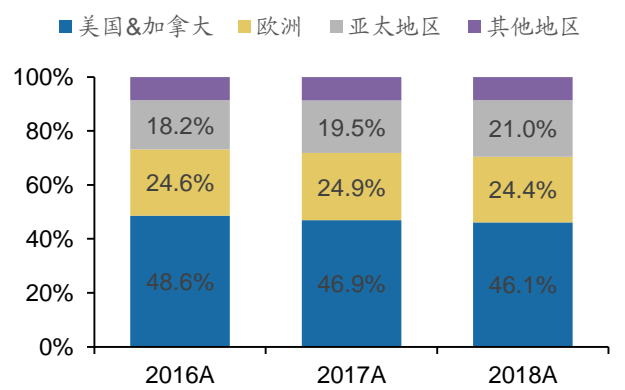
数据来源: FB财报, 广发证券发展研究中心

图 18: 按广告主付款账户所在地划分的Facebook营收来源 (百万美元) (billing address)



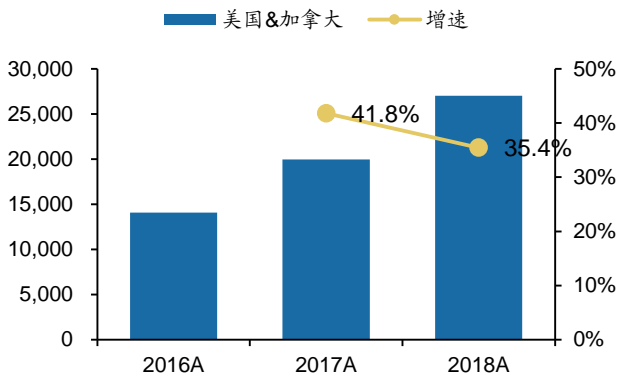
数据来源: FB财报, 广发证券发展研究中心

图 19: 按广告主付款账户所在地划分的Facebook营收结构 (billing address)



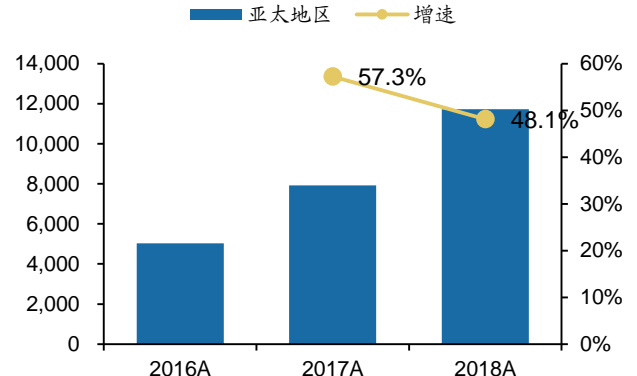
数据来源: FB财报, 广发证券发展研究中心

图 20: 在美国以及加拿大发生的FB营收 (百万美元)



数据来源: FB财报, 广发证券发展研究中心

图 21: 来自亚太地区付款账户的FB营收 (百万美元)

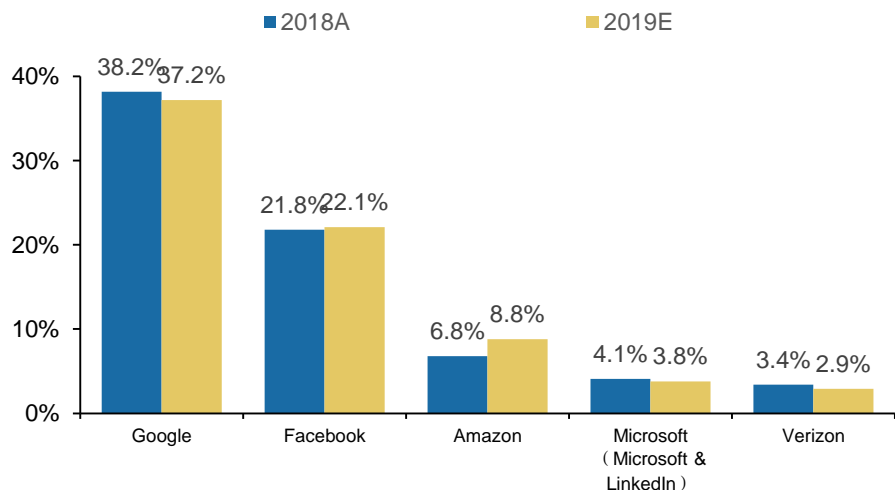


数据来源: FB财报, 广发证券发展研究中心

### 3.2 不同媒体平台流量有所差异, 展现形式也有所差异

以上主要是按照媒体流量体量进行划分, 如果按照平台类型进行划分的话, 与国内类似, 海外主流媒体平台可以划分为社交、搜索、工具以及游戏类等。不同平台流量各有特点, 主要的广告展现形式有所差异, 适合不同的广告主进行广告投放。主要的社交平台包括Facebook、instagram、twitter等; 搜索类主要包括Google、Yahoo以及微软旗下的Bing等; 视频类平台主要包括youtube等。根据eMarketer的测算, 2018年全美数字广告市场中, Google (搜索广告为主) 市场份额排名第一, 市占率为38.2%, 其次是Facebook (社交广告, 21.8%) 以及Amazon (电商广告, 6.8%)。进入2019年虽然Google市占率仍遥遥领先, 但相比2018年略有下降, 而以社交广告为主的Facebook市场份额持续提升。根据eMarketer的最新预测, 2019年预计将有86.8%美国营销人员通过Facebook进行社交营销活动, Facebook是各平台赚取流量的关键。

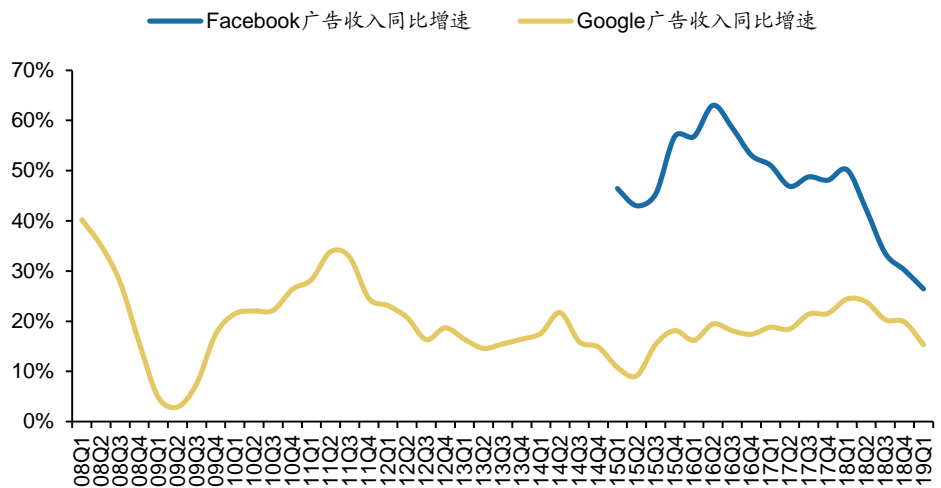
图 22: 美国数字广告市场TOP5



数据来源: eMarketer, 广发证券发展研究中心

我们在《历史回眸与展望：不同经济周期下的广告产业变迁》以及《19Q1广告行业总结：需求承压，宏观经济及投放结构变迁》报告中，详细分析过各类媒体平台营销价值的变迁情况。在互联网技术以及用户使用习惯变迁的过程中，互联网广告增长的驱动力已经经历了“门户及资讯广告→搜索引擎广告→电商广告&社交广告”等几个阶段，预计未来电商广告以及社交广告（这里包括信息流广告）在互联网广告市场中的份额还将进一步提高。而搜索引擎广告整体花费还将增长，总量上来看一定时间内仍能保持体量最大，但份额将会被挤占。对比Facebook以及Google广告收入的增速可以看到，近几年社交平台Facebook的增速远超以搜索为主的Google的广告收入增速。进入2018年下半年以来，全球宏观经济下行压力增大，双巨头广告收入增速均有下滑，但Facebook增速仍高于Google。

图 23: Facebook与Google的广告收入增速对比

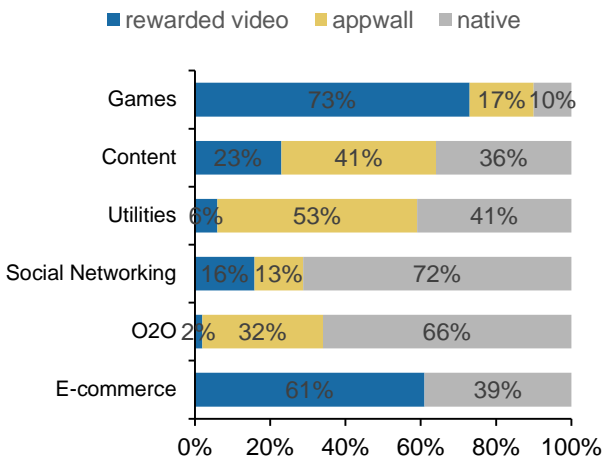


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

不同类型平台流量类型有所差异，首选的广告形式也不尽相同。根据汇量科技的数据，游戏类平台上激励视频广告的商业化价值更强，在iOS和安卓系统下游戏类APP的收入中分别有73%和81%由激励视频贡献。而社交平台以及O2O平台上则是原生广告贡献更多，主要是因为在这类平台上原生广告与平台内容能够结合地更自然。也就是说，如果广告主选择在社交平台或O2O App上进行广告投放的话，首选的展现形式应该为原生广告，而在游戏类产品上进行广告投放的话激励视频广告会更加合适。

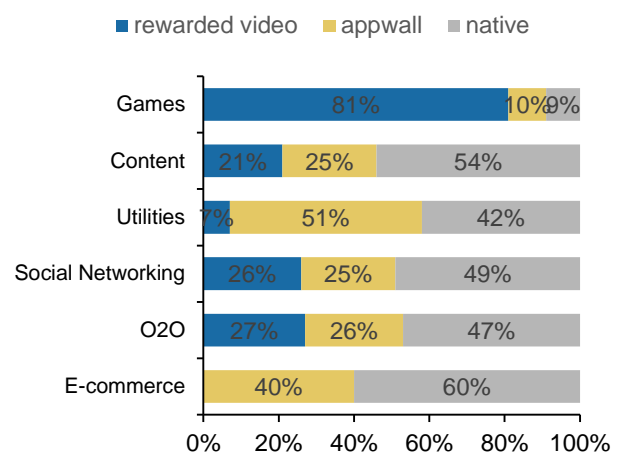


图 24: 2017年iOS媒体不同类别广告形式收入占比



数据来源: 艾瑞咨询《2018年中国移动互联网出海环境全揭秘》, 广发证券发展研究中心

图 25: 2017年安卓媒体不同类别广告形式收入占比



数据来源: 艾瑞咨询《2018年中国移动互联网出海环境全揭秘》, 广发证券发展研究中心

### 3.3 国内出海 App 接入变现, 出海广告主变身媒体平台

除了当地媒体资源之外, 出海App也有变现需求, 成为其他品牌的广告投放平台。根据uptlv官网数据, 以内购为主的游戏通常是3%的用户贡献100%的收益, 而以广告变现为主的游戏则是10%的用户贡献80%的收益, 广告这种商业化方式能够明显提高产品收益。对于工具以及内容类App, 广告更是变现的主要方式。在当地媒体资源丰富的地区(北美以及日韩等地区)出海App流量变现所面临的竞争较大, 流量量级相对较小的媒体平台通常会接入Ad Network或Ad Exchange, 对于专业营销服务商的需求也会增强。在一些新兴市场, 持续买量的商业化变现生态并未形成, eCPM相对较低, 未来增长空间大。

相比直接在海外的媒体平台进行广告投放, 虽然出海App平台流量规模相比Facebook以及Google等流量巨头有较大差距, 但我们认为出海App仍有一定的优势。一是国内出海App作为媒体平台和广告主本身文化背景更相近; 二是目前正是国内App出海潮, 优质出海App在海外享受高速流量增长, 在这些媒体平台进行投放时, 广告主有望借助媒体平台流量的高速增长在目标市场迅速起量。

如果从区域去看媒体资源集中度的话, 互联网生态发展越成熟的地区流量相对越集中(日韩例外)。新兴市场媒体资源比较分散, 国内出海App有望成为当地主流媒体平台。TikTok作为目前国内出海产品中最受关注的平台, 已成为出海广告主投放广告的新渠道。根据AppsFlyer的数据, TikTok Ads已经跃升为全球非游戏类应用中营销价值排名第六的平台。

表 2: TikTok Ads在各品类应用以及各地区的营销价值影响力排名

全球综合实力	地区	文化生活类	工具类	购物类
非游戏类 6	全球	/	5	/
	日本韩国	19	6 (2↑)	/
	大中华区	7	/	/

数据来源: AppsFlyer, 广发证券发展研究中心

图 26: TikTok Ads增长表现排名 (全球范围)



数据来源: AppsFlyer, 广发证券发展研究中心

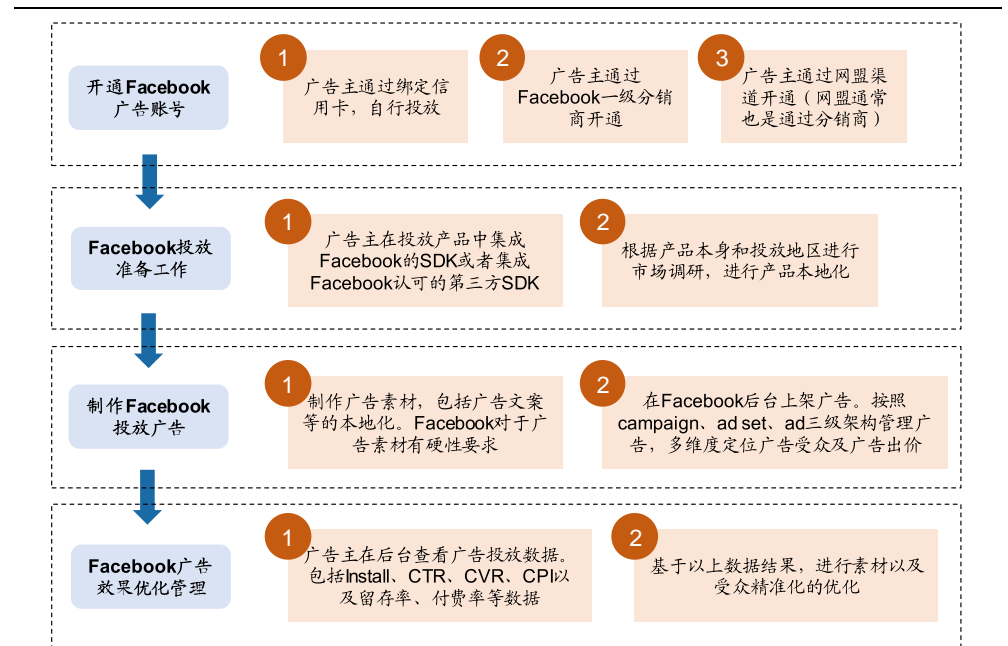
## 四、出海营销服务商价值：效率、聚合和第三方检测

### 4.1 营销服务商为广告主更多解决效率问题

前述分析中我们有提到在广告主进行海外广告投放时，通常会面临语言不通、投放规则差异、投放后台使用、VPN不稳定等障碍。我们以在Facebook上投放广告进行说明（其他媒体平台广告投放流程类似）。广告主在Facebook上进行广告投放，通常可以选择三种渠道，一是通过绑定信用卡自行投放；二是可以通过Facebook在中国的一级分销商开通账户进行投放；三是可以通过网盟渠道开通账户投放，国内大多网盟也都是通过分销商的渠道进行账户开通和广告投放的。如果广告主自行进行投放，投放各环节遇到的障碍主要包括：

- 开通账号环节：在开通账户环节广告主直接面临的障碍即为语言障碍。并且广告主自行开通账户进行广告投放，采购的流量有限，无法享受Facebook的返点政策。如果通过分销商或者网盟进行广告投放，则可享受一定的返点政策。
- 投放准备工作：投放准备工作主要是集成SDK以及产品本地化。在这个过程中，容易出现技术问题，以及由于对投放地文化了解不深造成的产品本地化不佳的可能。
- 投放广告制作：主要工作包括制作广告素材以及后台上架广告，需要多维度定位广告受众以及广告出价。Facebook对于平台上的广告素材创意以及素材大小有硬性要求，需要广告主严格遵循。总体来看，投放广告较为复杂，广告主自行投放的话存在较大广告素材无法通过审核以及投放后效果不佳的可能。
- 效果优化环节：广告实现投放之后，广告主可以在Facebook后台看到投放数据，以此为基础可以进行素材以及受众精准化的优化。

图 27: Facebook上广告投放流程



数据来源：微信公众号“鸟哥笔记”，广发证券发展研究中心

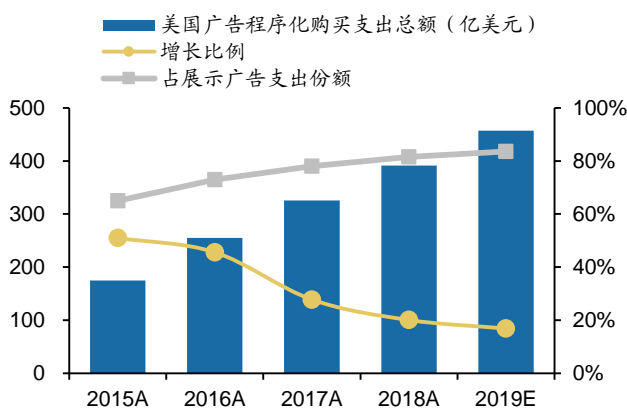
海外媒体资源众多，不仅有除了Facebook以及Google等主流平台，还有各垂直领域流量体量虽然不大但营销价值高的媒体平台。对于出海广告主来说选择何种投放渠道也是广告投放过程中的重要决策。出海营销服务商能在“选择媒体平台→确定投放价格→对接媒体平台实现投放→投放数据分析优化投放”整个投放环节中优化投放流程，为广告主提高海外投放效率。

#### 4.2 出海厂商极度追求先发优势下，出海营销服务商能够提供更大范围的聚合

我们认为广告主选择营销服务商进行广告投放，最主要的目的在于“覆盖+效果”，也就是希望能够对接足够优质的平台，获得量大（DAU高）且质优（用户留存时长）的流量。在此要求下，相比广告主自行投放、自行选择投放平台，出海营销服务商聚合了更大范围的平台流量，能为广告主提供更大范围的聚合，实现更广泛更精准的投放。

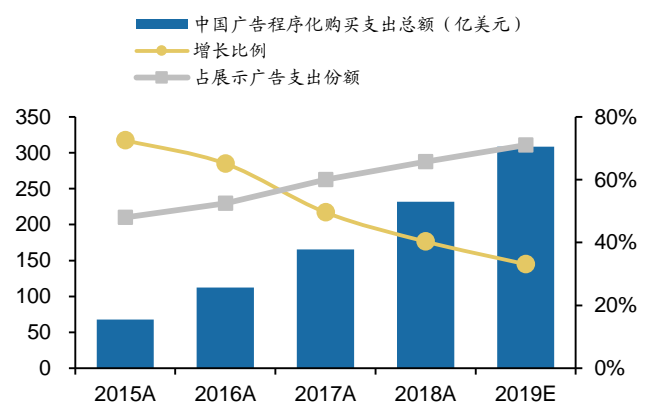
在广告主的对于“覆盖”的诉求下，SSP平台、Ad Exchange以及头部媒体平台的分销商（如Facebook的国内一级分销商等）有望获益。而广告主对于投放效果的要求，通常需要通过技术手段实现，一是对于数据分析能力的要求，能够为目标群体贴上足够多足够准确的标签，DMP平台有望在这个诉求下持续受益。二是程序化投放能力，实现广告最高性价比最精准的投放。对比美国以及中国程序化投放比例来看，美国广告市场整体的程序化购买比例比国内高，并且程序化比例还将持续提升。在美国市场进行广告投放对营销服务商的技术能力要求更高，国内具有技术优势的营销服务商有望受益。而对于东南亚等新兴市场，中国出海营销服务商的技术能力有明显优势，国内营销服务商的业务出海有望提升东南亚以及非洲等新兴市场的整体技术水平，享受发展红利。

图 28: 2015-2019年美国程序化购买广告支出



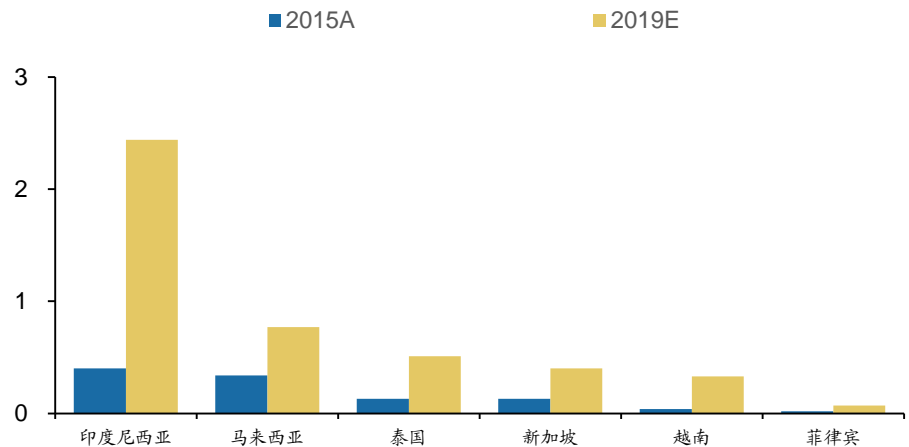
数据来源：木瓜移动招股说明书（申报稿），广发证券发展研究中心

图 29: 2015-2019年中国程序化购买广告支出



数据来源：木瓜移动招股说明书（申报稿），广发证券发展研究中心

图 30: 东南亚各国程序化广告投放花费 (亿美元)



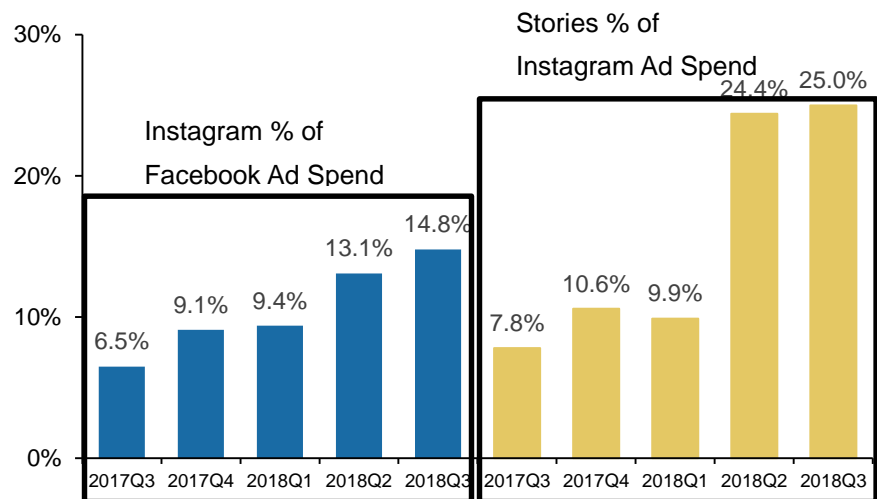
数据来源: eMarketer, 广发证券发展研究中心

社交、短视频、内容付费等热潮之下,除了程序化投放之外,实现广告主“覆盖+效果”营销需求的新兴营销方式还有KOL营销。KOL(Key Opinion Leader)通常拥有广泛的粉丝基础以及号召力。艾瑞咨询按照类型区别将KOL划分为明星类KOL、垂直类KOL以及泛娱乐类KOL。各类KOL在粉丝规模以及粉丝粘性上有所差异。明星类以及泛娱乐类KOL粉丝基础庞大,广告主能够借助KOL的粉丝基础以及号召力,迅速达到覆盖的目的。而明星类以及垂直类KOL粉丝相对较强,能够带来较好的“带货”效应,转化率相对较高。通过有效结合不同类型的KOL,在营销不同阶段制定不同的KOL营销策略,能够为广告主带来良好的营销效果。KOL营销方式开始被国内外广告主接受,广告主正不断增加在KOL上的营销预算。

Instagram、Facebook以及Twitter等都是海外网红聚集的主要平台。其中Instagram正在加速改变营销格局。根据Marin Software的研究,Instagram平台的广告收入在Facebook整个生态体系中的比重正在不断提高,2018Q3占比达14.8%,相比2017年同期提高8.3pct。而Stories在Ins上的占比也在持续提升,从2017Q3的7.8%已提升至2018Q3的25%。我们认为Stories能够吸引到广告主投放预算的转移,本质体现的就是KOL以及内容营销的价值。广告主借助KOL通过Stories给粉丝“种草”,带来高转化率并不断提高品牌影响力。



图 31: 广告主在Instagram上的广告投放



数据来源: Marin Software, 广发证券发展研究中心

对于国内出海广告主来说,借助海外知名KOL庞大的粉丝基础迅速为品牌打开在海外的知名度。但广告主来说搜寻符合品牌要求的海外KOL的信息,点对点对接KOL存在一定困难。手握海量KOL资源的营销服务商有望在KOL营销潮流中受益。

#### 4.3 广告主数据透明意识增强,对第三方检测及媒介归因需求提升

在海量数据以及媒体资源面前,广告主对数据透明以及投放效果监测的要求不断提升,对于第三方监测以及投放效果归因服务商需求提升。根据AppsFlyer在《广告平台综合表现报告》(第八版)中的披露,2018年下半年应用安装广告欺诈仍然高居不下,全球应用安装作弊率接近30%。应用安装作弊不仅会使广告主的投放花费得不到应有的营销回报,也会使广告主没办法获得真实的投放数据以优化营销决策。尤其是在程序化购买比例提升的情况下,流量众多,作弊机会点增多。反作弊成为广告投放过程中的重要环节。广告主对于投放过程透明性的要求也更加严格。

我们认为在这种需求之下,媒体或者投放服务商既当“运动员”又当“裁判”的情况将会逐渐减少,第三方机构在整个投放环节中的重要性将会凸显。尤其是出海广告主,因为对接的是海外的媒体平台,广告主自行监测的难度更大。

## 五、投资建议

由于全球流量成本逐渐升高，国内互联网公司出海过程中需要进行大量的广告投放，而此前在海外已经有较多媒体资源的广告中介公司做的是金矿旁边“卖水和铲子”的生意，我们认为这类出海营销服务公司将持续从国内的移动互联网出海热潮中直接受益。建议关注蓝色光标、智度股份、汇量科技等。

表 3: Wind 一致预期下的相关公司估值表

股票简称	股票代码	货币	最新股价 (元)	最新市值 (百万元)	净利润 (百万元)			PE		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
广告营销公司										
蓝色光标	300058.SZ	人民币	4.89	119.68	389	682	726	30.8	17.5	16.5
汇量科技	01860.HK	港币	3.35	51.40	22	66	100	30.0	10.0	6.6
省广集团	002400.SZ	人民币	3.01	52.47	186	415	490	28.2	12.6	10.7
华扬联众	603825.SH	人民币	11.81	27.28	128	260	359	21.3	10.5	7.6
智度股份	000676.SZ	人民币	6.52	86.46	713	-	-	12.1	-	-

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 所有公司的盈利预测均按照 Wind 一致预期计算, 日期截至 2019 年 7 月 15 日; 汇量科技市场表现指标货币单位为港币, 净利润货币单位为美元。

### 5.1 蓝色光标 (300058.SZ): Facebook 国内最大代理, 出海业务持续增长

蓝色光标以公共关系服务起家, 随着并购整合的推进, 公司目前已经转型为一家综合营销服务商。业务结构包括全案推广服务、全案广告代理、出海广告投放、数据产品服务以及海外公司业务等。出海业务主要是以 Google 及 Facebook 广告代理为主的出海广告投放业务, 蓝色光标是 Facebook 在中国的九家授权代理商之一, 也是国内唯一同时拥有 GoogleCIP (国内核心代理资质)、DVIP (国外核心代理资质)、CEP (中国出海代理资质) 三项牌照的广告代理商。除此之外, 公司也是 TikTok、Twitter、Linkedin 等主流媒体的核心代理商, 另外在海外拥有较多的 KOL 网红资源以及线下媒体宣传资源。

图 32: 通过蓝色光标在 Facebook 上进行广告投放

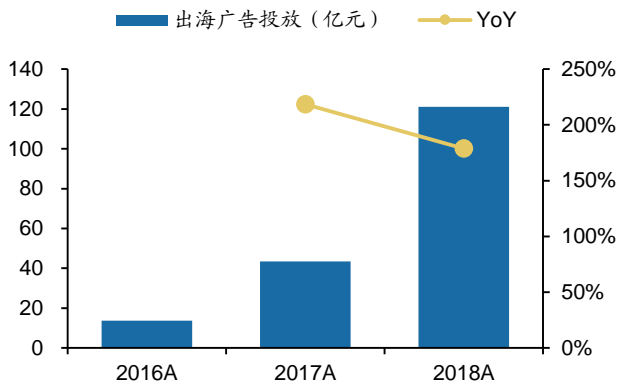


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

公司 2018 年全年实现营收 231.04 亿元, 同比增长 51.7%; 实现归母净利 3.89 亿元, 同比增长 75%。其中出海广告投放业务实现营收 121.01 亿元, 同比大幅增长 178.75%。

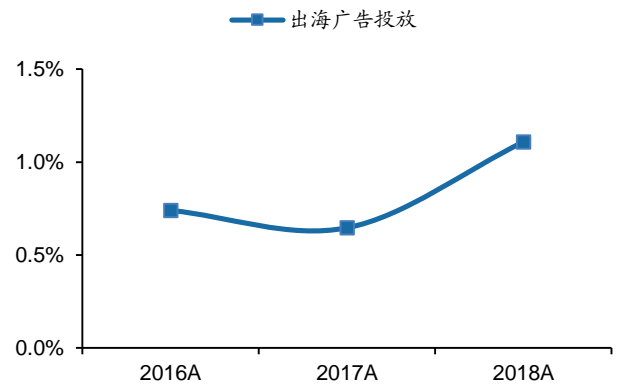
营收占比为52.4%，相比2017年提高23.9pct，其中广告主品类主要包括游戏、电商和品牌类。2018年出海广告营收按客户类型划分，50%左右来自游戏行业，30%左右来自电商类客户，20%左右来自品牌客户。增长趋势来看，游戏客户占比较大，但增速有所放缓；电商、工具以及品牌类客户持续增长。除了出海代理业务之外，公司还收购了一系列海外营销标的布局海外业务，包括Vision 7、WAVS以及Fuse Project等。出海广告代理业务有望和公司全案广告代理以及海外业务等形成协同，为客户产生更好的营销价值。

图 33: 蓝色光标出海广告投放业务营收



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 34: 蓝色光标出海广告投放业务毛利水平



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

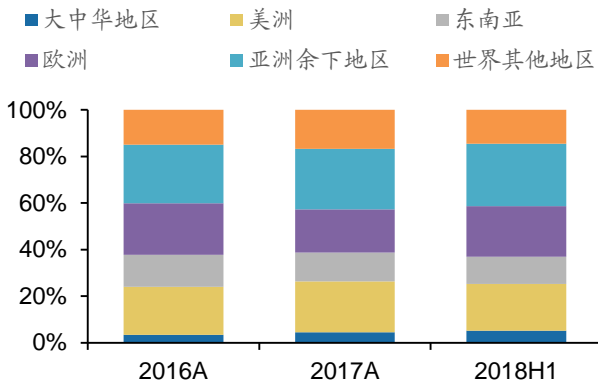
我们预计公司2019-2021年将实现归母净利润5.51亿元、7.59亿元和8.90亿元。2019年7月15日收盘价对应PE分别为21.2/15.4/13.1X。综合考虑可比公司估值、蓝色光标未来业务的成长性以及蓝色光标的历史估值水平，我们给予蓝色光标2019年PE估值为25X，对应合理价值5.75元/股，维持“买入”评级。

## 5.2 汇量科技 (01860.HK): 攫取东南亚新兴市场流量红利

公司业务贯穿开发者整个生命周期，三块业务包括：广告主获课（推广，也就是让App广告主投放广告）、广告发布者变现（通过SDK帮助App进行商业化变现）与技术分析（GameAnalytics帮助游戏分析数据）。公司基于大数据和AI技术，通过其广告投放服务为移动应用开发者进行用户获取。同时公司也帮助App作为广告发布者实现流量变现。公司2018年实现收入4.34亿美元，同比增长38.9%。

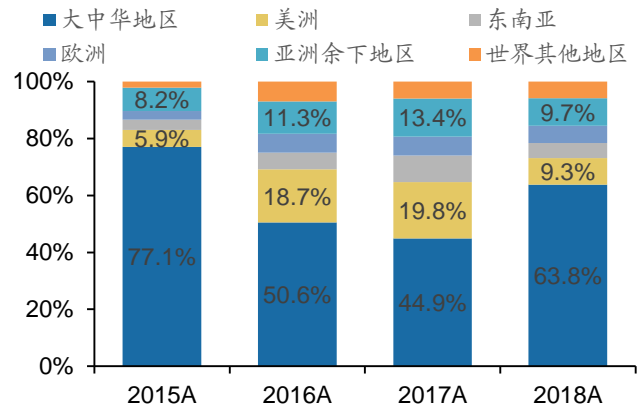
公司的媒体资源主要集中在亚太地区（非国内），而在出海浪潮推动下，2018财年来自大中华地区的广告主贡献收入同比增长98.1%达到2.78亿美元，占收入比重上升18.9pct至63.8%。公司目前业务覆盖全球60个国家，触达200+国家的终端用户，将有效为出海广告主提供触达流量的机会。

图 35: 汇量科技移动用户分布情况



数据来源: 招股说明书及公司财报, 广发证券发展研究中心  
(注: 数据以IP地址位置为基础并从各期间的DAU抽样计算而来)

图 36: 营收结构-分区域



数据来源: 招股说明书及公司财报, 广发证券发展研究中心

### 5.3 智度股份 (000676.SZ): 全球领先第三方搜索流量入口, 为精准营销赋能

公司旗下已经构建了移动互联网流量入口-经营平台-变现渠道的“三位一体”生态链体系, 境外主要依托Spigot搭建了流量入口平台, 境内则主要FMOBI、万流客、应用汇等中长尾资源矩阵, 此外也代理了包括腾讯、百度、VIVO等核心广告资源, 为广告主提供立体式服务。

公司通过收购Spigot已成为全球领先的第三方互联网搜索入口公司。Spigot拥有安全软件、邮件管理软件、浏览器等自研的互联网产品矩阵, 能够通过大数据和算法对发行渠道和产品用户进行多维度的分析, 以低成本获取高质量的用户, 并且能够为用户提供搜索入口服务, 并将搜索请求分发给Yahoo、Google以及Bing等, 为这些平台带来数据增量, 提高广告投放精准度, 以此获得商业变现收入。

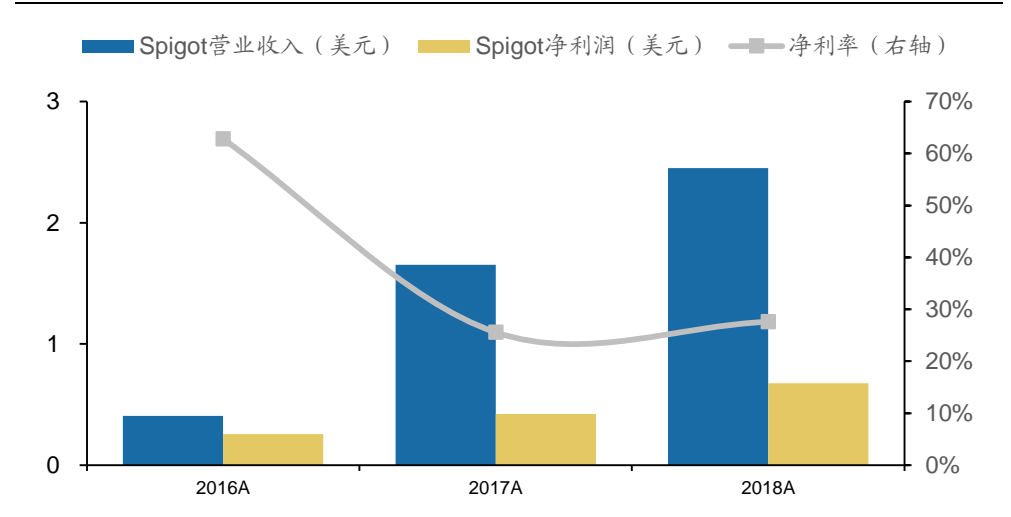
图 37: Spigot业务模式



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

Spigot 2018年实现营收2.45亿美元，同比增幅48%，净利润为6762万美元，同比增长58%。2018年净利率为27.3%。根据公司年报披露，2018年全球搜索业务收入超过1000亿美元，其中通过第三方搜索流量形成搜索业务收入占比约为30%，行业巨大但高度分散。以此为基数计算，Spigot在全球第三方搜索中占比约为0.82%。Spigot基于数据挖掘、分析、处理技术，以及AI算法和产品研发能力，能持续为各广告平台提供增量数据，提高现有用户的变现效率，为精准营销赋能，建议关注。

图 38: Spigot营收及净利情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心



## 风险提示

(1) 中美贸易战影响广告主在美投放: Facebook以及Google作为中国广告主出海最主要的投放平台, 均属于美国企业。中美贸易战或会带来美国对于中国广告主以及中国出海营销服务商在美国本土或美国互联网平台上的广告投放限制。

(2) 海外媒体平台投放政策变化: Facebook以及Google等平台均有各自的投放规则, 投放规则不时会有变化。投放规则的变化需要广告主以及出海营销服务商重新学习新的投放规则, 带来一定的不便。

(3) 中外文化差异导致广告投放效果不佳: 中外文化存在一定差异, 国内广告主以及出海营销服务商投放广告素材时, 可能会因为广告内容本地化不足, 导致受众无法理解, 投放效果不佳。

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：联系人，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。