

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年01月10日

分析师

分析师：杨晓峰 S1070518090002

☎ 021-31829781

✉ yangxiaofeng@cgws.com

分析师：何思霖 S1070518070001

☎ 0755-83515591

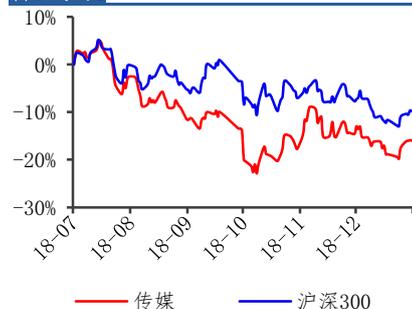
✉ hesilin@cgws.com

分析师：张正威 S1070518120002

☎ 0755-83554449

✉ zhangzhengwei@cgws.com

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<云游戏：一场或由5G触发的3A游戏平民化>> 2018-12-28

<<商业“流量”vs专业水平：电影评选对卖方分析师评选的借鉴意义>> 2018-11-20

<<传媒反弹：从估值和持仓角度，影视和游戏的收益风险比有多高？>> 2018-11-13

“腾讯”研究策论：渠道轮换新王者，游戏广告为股肱

——传媒行业专题报告

核心观点

1、研究“腾讯”：回归分析“社交平台”本源

对于腾讯转向2B业务等问题，我们认为更加应该关注其2B新业务的成功率和竞争力，而非默认其拥有新的增长点，毕竟术业有专攻。更重要的是，我们认为现在处于新一轮渠道变迁（5G）的前夜，站在这个时点，对于社交平台，更应该关注的是腾讯能否顺利的将现有关系链切换到新渠道。对于版号问题，社交平台的间接变现核心是把爆款游戏的价值发挥到最大，因而我们更加关注“刺激战场”是否能够获得版号。基于此，我们从社交平台的变迁规律、直接商业变现和间接商业变现来提供一个分析腾讯的框架。

2、社交主赛道：“IM+封闭式SNS”和“开放式SNS”为主，对新渠道变迁敏感

社交平台的三个维度：用户需求、用户群体和信息传播。“IM+封闭式SNS”与“开放式SNS”2种模式较为常见：“IM+封闭式SNS”一般从“IM”切入，如QQ+QQ空间、微信+朋友圈，也有从“封闭式SNS”切入的，如Facebook+Messenger；“开放式SNS”对传播形式的垂直化要求高，如Instagram以图片切入、Twitter和微博以文字切入、抖音和快手以短视频切入。

新社交平台孵化的被动情景：渠道变迁背景下，关系链是变迁核心，社交平台通过用户新建、用户迁移与用户收购来构建新的关系链。

新社交平台孵化的主动情景：向底层系统/硬件/技术进军，不确定性较高。社交平台本质上作为应用软件，如果向底层操作系统/硬件/技术的层面开拓，具有一定的优势，但是也埋下隐忧，如MSN被AOL、Yahoo! Messenger替代，米聊被微信超越。

3、直接商业化：以广告为主，提高广告CTR是核心

特权变现VS广告变现：处于发展初期的社交产品为保证用户的优质体验，只能主要依靠面向少数用户的增值服务来变现。然而，后期随着平台的发展和用户粘性的增强，广告带来的收入体量将远超过特权服务，同时广告带来的负面影响也能控制在一定范围内。

分解 Facebook 广告增长动力： $eCPM \times I.M. = CPC \times CTR \times 1000 \times$

$I.M.=CPC \times CTR \times 1000 \times A.R. \times F.R.$, 我们发现 eCPM 是 Facebook 广告增长的关键引擎, 而 CTR 是 eCPM 增长的核心。

■ 4、间接商业化: 积极孵化二级平台, 游戏变现效率最高

工具类平台中支付平台与云计算突出: 支付平台变现潜力较大, 云服务主要面向生态圈客户。在衡量支付平台的发展空间时, 更加倾向于采用渗透率这一指标, 即一项金融业务, 他采用互联网的模式有多高的比例。云计算是一项 2B 业务, 其核心是本身拥有较大需求量或拥有足够的客户量, 社交平台的优势在于聚集众多生态圈企业, 这些企业是其重要的客户基础。

对于内容类平台, 我们进一步细化 UGC 和 PGC 类平台的核心竞争点, 将内容平台具体分为 3 类: 1)、长视频和音乐平台, 两者都需要进行较大的版权投入, 因而在竞争中的关键是有足够资金进行版权采购, 这也是腾讯视频、爱奇艺和优酷土豆通过持续烧钱抢用户的原因。2)、短视频和阅读, 两者都需要较多的 UGC 内容生产者, 进而吸引更多用户进入, 并推动更多 UGC 内容生产者参与, 形成良性循环, 这也是 QQ 阅读需要收购盛大文学抢占作者资源, 微视在抖音已经聚集绝大多数短视频作者后追赶乏力的原因。3)、游戏平台, 由于游戏的内容本身和营销推广对游戏运营均起到较大作用, 因而优质游戏和用户流量成为抢占用户游戏时间的重要手段, 这也是网易的《荒野行动》在先发优势下, 仍然被《绝地求生: 刺激战场》超越的原因。

■ 5、游戏变现效率: 将爆款游戏的价值发挥到最大, 收购、代理与自研皆可

2010~2013 腾讯网络游戏 (主要是 PC 端游) 对整体营收的贡献百分比分别为 57.2%、71.3%、45.7%和 55.1%, 贡献公司约 50%以上的收入增长; 2014~2017 年智能手机游戏对整体营收的贡献百分比分别为 55.6%、38.5%、34.9%和 28.4%, 贡献公司 30%以上的收入增长。

头部爆款游戏对游戏收入贡献极大: 结合 Superdata, 根据敏感性分析, 预计《穿越火线》(代理)、《地下城与勇士》(代理)和《英雄联盟》三款端游占腾讯端游收入约 50%以上。腾讯 2018Q3 手游收入约为 195 亿, 而伽马数据显示 2018Q3 《王者荣耀》收入为 50+亿, 约占其手游收入的 25.6%。

Line 游戏收入逊色的主要原因在于对爆款游戏的代理和收购不足。Line 在对爆款游戏的代理和收购方面不容乐观, 多年来, Line 一直拘泥于休闲游戏。根据 SensorTower 数据, Line 收入最高的是《LINE: 迪士尼消消看》, 其 18M12 IOS 端充值额为 8M 美元, 相比而言, 日本 IOS 畅销榜前十的游戏 18M12 IOS 端充值额为 6~53M 美元。

■ 6、风险提示:

头部游戏版号获取不及预期, 新渠道变迁下关系链迁移不及预期。

目录

1. 社交主赛道：“IM+封闭式 SNS”和“开放式 SNS”为主，对新渠道敏感.....	6
1.1 社交平台的三个维度：用户需求、用户群体和信息传播.....	6
1.1.1 用户需求：核心是 IM 需求与 SNS 需求.....	6
1.1.2 用户群体：年龄、兴趣和地区是关键因素.....	7
1.1.3 信息传播：“开放式 SNS”对传播形式的垂直化要求高.....	9
1.2 新社交平台孵化的被动情景：渠道变迁背景下，关系链是变迁核心.....	10
1.2.1 用户新建：核心是差异化.....	10
1.2.2 用户迁移：核心是快速切换.....	10
1.2.3 用户收购：核心是目标平台已有关系链.....	10
1.3 新社交平台孵化的主动情景：向底层系统/硬件/技术进军，不确定性较高.....	11
1.4 跟踪指标：用户数量、用户结构和用户时长.....	11
1.4.1 用户数量：发展前期看 MAU，成熟期看 DAU.....	11
1.4.2 用户结构：防止认知偏差，找准核心用户.....	12
1.4.3 用户时长：用户时间争夺战谁主沉浮，适合竞品冲击分析.....	13
2. 直接商业化：以广告为主，提高广告 CTR 是核心.....	14
2.1 特权变现：适合发展早期，增长空间相对有限.....	14
2.2 社交广告变现：直接变现模式中的最优选择.....	15
2.2.1 社交平台竞价广告的原理及影响因素.....	16
2.2.2 从 Facebook 看社交广告规律：增长迅猛，CTR 是核心驱动力.....	19
2.2.3 微信广告：广告填充率尚存增长空间.....	20
3. 间接商业化：积极孵化二级平台，游戏变现效率最高.....	25
3.1 工具类二级平台易孵化，内容类平台关键在生产方式.....	25
3.2 工具类平台：支付平台变现潜力较大，云服务主要面向生态圈客户.....	26
3.3 内容类平台之 PGC：以资本开支为核心的“长视频”和“音乐平台”.....	29
3.3.1 长视频平台：资本开支持续增长，盈亏关键是加大自制和提高会员费.....	29
3.3.2 流媒体音乐：竞争格局优于长视频，腾讯音乐剔除直播收入仍能盈利.....	32
3.4 内容类平台之 UGC：以 UGC 作者为核心的“阅读平台”和“短视频”.....	32
3.4.1 阅读平台：盛大文学具有先发优势，QQ 阅读收购盛大文学而壮大.....	33
3.4.2 短视频平台：快手抖音具备先发优势，腾讯微视追赶乏力.....	33
3.5 游戏平台：将爆款游戏的价值发挥到最大，收购、代理与自研皆可.....	34
3.5.1 游戏是腾讯最大增长动力：2008~2013 靠端游，2014~至今靠手游.....	34
3.5.2 获得爆款游戏是腾讯游戏增长的核心，无论收购/代理/自研.....	36
3.5.3 Line 游戏收入逊色的主要原因在于对爆款游戏的代理和收购不足.....	39
4. 风险提示.....	40

图表目录

图 1:	全球社交产品对两种核心需求的分布	6
图 2:	社交平台主要服务模式及其对接需求	7
图 3:	全球社交平台主要使用人群	8
图 4:	全球主要社交平台上线时间轴	9
图 5:	微信和子弹短信使用频次对比	11
图 6:	微信和子弹短信使用时长对比	11
图 7:	手机 QQ 近年日活 (DUA) 与人均使用时长趋势图	12
图 8:	微博月活 (MAU) 增长 (亿)	13
图 9:	微博日活人数 (DAU) 增长 (亿)	13
图 10:	微博活跃用户性别占比	13
图 11:	微博用户年龄组成	13
图 12:	微博和抖音人均使用时长变动趋势	14
图 13:	社交平台典型竞价广告变现原理	16
图 14:	社交平台的广告收入主要由 CPC、CTR、eCPM、广告请求量和广告填充率 ..	17
图 15:	Facebook 广告收入、eCPM、展示量同比增长率	19
图 16:	Facebook 广告收入、eCPM、展示量环比增长率	19
图 17:	Facebook 的 eCPM、CTR 和 CPC 同比增长率	19
图 18:	Facebook 的 CPC 走势 (以 CPC-Caming 为例)	20
图 19:	微信广告 CPM 水平比较	21
图 20:	朋友圈大盘广告填充率(2018 年 7-8 月)	24
图 21:	朋友圈核心城市广告填充率 (2018 年 7-8 月)	24
图 22:	朋友圈重点城市广告填充率 (2018 年 7-8 月)	25
图 23:	朋友圈普通城市广告填充率(2018 年 7-8 月)	25
图 24:	2018 年上半年前五大中国公有云 IaaS 市场份额	29
图 25:	微视 (第 1 张图) 和抖音 (后 3 张图) 的“新年”话题比较	34
图 26:	《王者荣耀》与《绝地求生: 刺激战场》日活	38
图 27:	《刺激战场》与《穿越火线》日活	38
表 1:	国内外不同社交平台信息传播的主要形式和重要内容	9
表 2:	国内外主要社交平台的人际关系链	10
表 3:	腾讯控股 2001~2002 年收入构成 (单位: 百万元, %)	14
表 4:	Line 近年各项收入占比情况	15
表 5:	社交平台广告 (按展示方式划分)	15
表 6:	社交平台广告 (按购买方式划分)	16
表 7:	微信广告主要类型	20
表 8:	2018 年 7.17-8.15 朋友圈信息流广告曝光量 (最大曝光量为每日数据)	22
表 9:	2018 年 7.17-8.15 公众号底部广告曝光量 (最大曝光量为每日数据)	23
表 10:	腾讯控股主要二级工具类平台	26
表 11:	互联网理财的渗透率变化 (2015~2017)	26

表 12:	互联网消费金融的渗透率变化 (2011~2017)	26
表 13:	互联网保险的渗透率 (2014~2017)	27
表 14:	微信支付/QQ 钱包的收入来源	27
表 15:	腾讯控股备付金利息收入的敏感性分析 (单位: 亿元)	27
表 16:	腾讯参股公司微众银行通过微信支付入口变现消费金融流量 (单位: 亿元)	28
表 17:	腾讯云主要客户 (以游戏和视频为主)	28
表 18:	2017 年腾讯视频电视剧和网络剧分别占总播量的 60.85% 和 15.15%	29
表 19:	爱奇艺各类城市的 15s 贴片广告 CPM 价格及增长率	30
表 20:	优酷 2018 年会员价促销 (单位: 元)	30
表 21:	爱奇艺 2018 年会员价促销 (单位: 元)	30
表 22:	腾讯视频 2018 年会员价促销 (单位: 元)	31
表 23:	爱奇艺付费率的测算 (单位: 万人)	31
表 24:	2018 年优爱腾网络剧聚集分布	31
表 25:	腾讯音乐“音乐付费”和“社交娱乐”的利润贡献敏感性分析 (单位: 百万元)	32
表 26:	QQ 阅读与起点风月榜排名作品相同 (按月票进行排名)	33
表 27:	2018~2017 腾讯控股对网络游戏收入增长的解释	34
表 28:	2008~2013 年端游对腾讯控股收入增长贡献约 50% 左右	35
表 29:	2008~2013 年手游对腾讯控股收入增长贡献约 30% 左右	36
表 30:	假设《穿越火线》和《地下城与勇士》中国区收入占比为 80%	36
表 31:	假设《穿越火线》和《地下城与勇士》中国区收入占比为 70%	37
表 32:	假设《穿越火线》和《地下城与勇士》中国区收入占比为 60%	37
表 33:	2018 年 12 月腾讯手游 IOS 畅销榜前五游戏的 IOS 端充值额	38
表 34:	腾讯控股 2006~2018 年投资的游戏公司一览	38
表 35:	日本 IOS 游戏畅销榜及充值额 (百万美元)	40
表 36:	Line 重要游戏的 IOS 端充值额 (百万美元)	40

1. 社交主赛道：“IM+封闭式 SNS”和“开放式 SNS”为主，对新渠道敏感

1.1 社交平台的三个维度：用户需求、用户群体和信息传播

1.1.1 用户需求：核心是 IM 需求与 SNS 需求

主流人群对社交平台的需求主要可以分为两类：即时通讯(Instant Messaging, 简称 IM)需求和社交网络服务(Social Networking Services, 简称 SNS)需求。

IM 需求是指随时随地与他人进行通讯交流的需求，是社交平台用户最传统、最基本的需求。国内外早期社交平台浪潮的产生主要对接的就是网民的 IM 需求。在我国，早期 QQ 的兴起就是凭借其便捷的在线及时通讯功能，同理还有海外风靡一时的社交产品 ICQ 和 MSN。目前来看，满足用户强 IM 需求的国内社交平台主要包括微信、QQ、陌陌、阿里钉钉等，国外社交平台则主要包括 Messenger、WhatsApp、Snapchat、Line 等。

SNS 需求是指在人与人之间的社交网络或社交关系连接中对信息分享与互动等的需求。SNS 需求是人们日益提升的生活水平以及快节奏生活大环境下的产物，综合性的主流社交平台一般均满足用户的 SNS 需求。SNS 根据分享与互动的群体的开发程度不同，可以分为封闭式 SNS 和开放式 SNS，封闭式 SNS 主要是成为好友后才能分享互动，而开放式 SNS 是在没有成为好友的情况下也能分享与互动。封闭 SNS 包括微信朋友圈、QQ 空间、Facebook，开放式 SNS 主要包括 Instagram、Twitter、Pinterest 等。

图 1：全球社交产品对两种核心需求的分布



资料来源：长城证券研究所

■ 社交平台主要服务模式：“IM+封闭式 SNS”与“开放式 SNS”

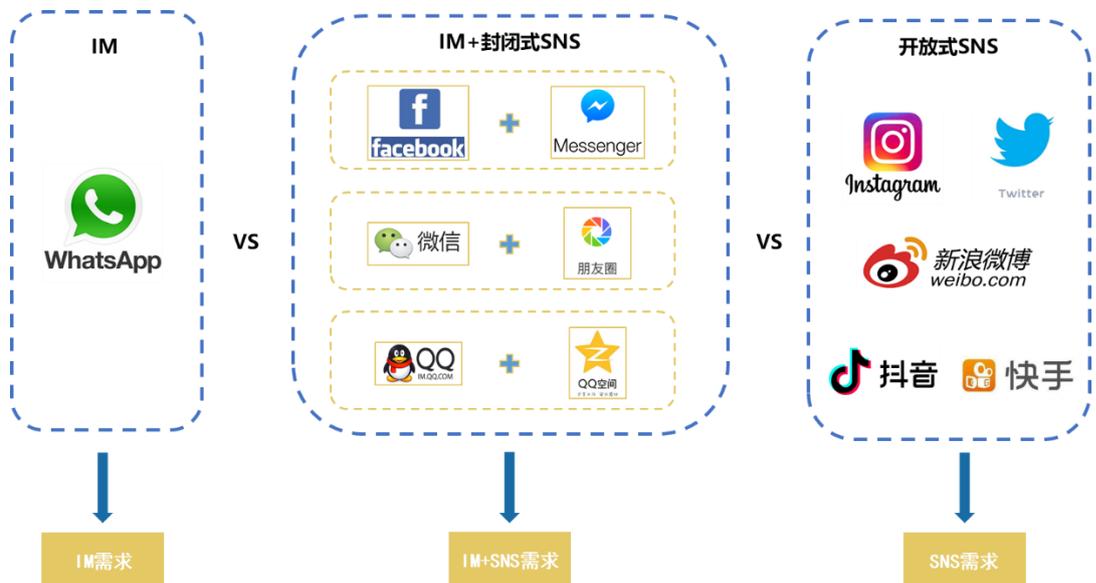
基于社交平台的主要用户需求，全球市场上主要存在着三大社交网络服务模式——“IM”、“IM+封闭式 SNS”与“开放式 SNS”。

“IM”模式仅聚焦于为用户提供即时通讯功能，不提供分享交流等平台，以 WhatsApp 为典型代表。“IM”服务模式的社交产品专注于契合用户的 IM 需求。由于服务功能的单一性，为维持用户粘性，这种服务模式对产品的 IM 功能在技术层面上及服务体验上均有着较高要求，同时也要具备庞大的用户基础及关系链。

“IM+封闭式 SNS”模式既具备即时通讯功能又为用户提供了面向现实朋友关系网的封闭型分享与互动平台，以 Facebook+Messenger、微信+朋友圈、QQ+QQ 空间等为代表。由于 IM 需求的面向对象通常为封闭的朋友关系网络，因此，IM 功能通常与封闭式 SNS 相结合。这种服务模式组合因沟通对象为现实中的关系链好友从而具有较强的互动性，契合了社交用户的 IM 需求及其在现实封闭关系链中的 SNS 需求。

“开放式 SNS”为用户提供了公开的面向全体网民的分享互动平台，以 Instagram、Twitter、微博、抖音、快手等为代表。“开放式 SNS”通常不为用户提供即时通讯功能，而是聚焦于为用户提供与开放关系链网络的交流平台，这种服务模式因不受封闭关系网壁垒的束缚从而具有较强的传播性，信息可以在更大的范围内传播，契合了用户在现实及陌生网络关系链中的 SNS 需求。

图 2: 社交平台主要服务模式及其对接需求



资料来源：长城证券研究所

1.1.2 用户群体：年龄、兴趣和地区是关键因素

用户群体作为社交平台的服务对象，是研究社交平台的另一关键维度。通过跟踪社交产品的用户群体，有助于分析平台的竞争力与发展情况。

以主流用户为代表的社交平台：包括微信、Facebook、Messenger、WhatsApp、Line 等。这些平台拥有完善的用户关系链网络，并凭借社交用户必需的核心功能，快速渗透到主流用户的日常生活中。

以青少年用户为代表的社交平台：包括 QQ（从过去的主流用户群体切换到目前的青少年群体）、Snapchat 等。这些平台通过推出一系列低龄化、年轻化的功能与内容，以增加对青少年群体的用户粘性。

以兴趣用户为代表的社交平台：包括微博、抖音、快手、陌陌、Instagram、Twitter 等。这些平台多具有分享交流的性质，凭借各领域的优质内容及娱乐方式吸引着相应的兴趣用户。

图 3: 全球社交平台主要使用人群



资料来源：长城证券研究所

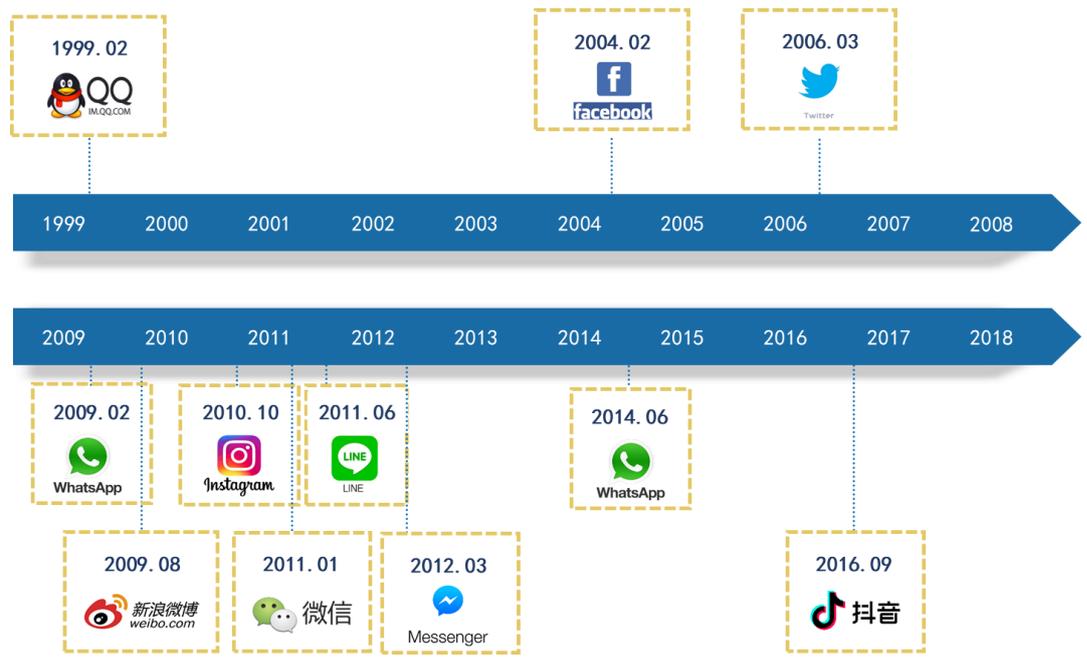
此外，社交平台用户的地区分布也是决定平台长期增长的关键因素，可以通过本土渗透和海外渗透两个维度来分析用户群体的地区分布。

社交产品的本土渗透由于网络效应的存在，本土竞争格局一般可以较快确定，但由于本土互联网流量的天花板制约，后期增长往往相对平缓。从国内来看，以 IM+封闭式 SNS 的社交平台为例，微信于 2011 年 1 月 21 日推出，当年 7 月份日增用户 10 万，当年 11 月份日增用户 20 万，迅速成为国内社交龙头。

社交产品的海外渗透在很大程度上受海外巨头先发优势的制约，同时还受来自语系、文化等因素的影响。同样以腾讯为例，微信于 2012 年才开启海外扩张的步伐，而 WhatsApp 已于 2009 年 2 月上线。

抖音海外渗透的成功很大程度上归功于把握了先发优势。2017 年年初，今日头条就率先为抖音在全球市场布局，于 2017 年 2 月收购了北美知名短视频社区 Flipagram，于 11 月收购了海外音乐短视频平台 Musical.ly。2017 年，抖音以新名字 Tik Tok 在海外上线以来，在东南亚、日本等地区曾多次登顶免费 App 下载排行榜。抖音凭借着优质的产品体验与先进的技术支撑，顺势直上，把握住了先发优势，才有了海外迅猛扩张的良好态势。因此，我国的社交产品质量不是问题，部分产品海外渗透艰难的症结在于进入时间，错过了先发优势。

图 4: 全球主要社交平台上线时间轴



资料来源: 长城证券研究所

1.1.3 信息传播：“开放式 SNS” 对传播形式的垂直化要求高

通过分析主要的社交平台可以发现，尤其是“开放式 SNS”，其成功需要在主要形式或者重点内容中有一样特别突出。形式方面，Instagram 以图片切入、Twitter 和微博以文字切入、抖音和快手以短视频切入；重点内容方面，微博以明星娱乐和网红为特色、抖音以帅哥/美女/笑话为特色、快手以段子/搞笑内容为特色。

表 1: 国内外不同社交平台信息传播的主要形式和重要内容

产品	用户需求	信息传播	
		主要形式	重点内容
微信	IM+封闭式 SNS	文字+图片+信息链接	个人生活/爱好+热门话题
QQ	IM+封闭式 SNS	文字+图片+信息链接	个人生活/爱好+热门话题
Messenger	IM	文字+图片	日常类即时信息
WhatsApp	IM	文字+图片	日常类即时信息
Instagram	开放式 SNS	图片	个人生活/爱好
Twitter	开放式 SNS	文字+图片	实时资讯信息
Snapchat	IM	短视频	个人生活/爱好
Line	IM+封闭式 SNS	文字+图片+信息链接	个人生活/爱好+热门话题
Facebook	IM+封闭式 SNS	文字+图片+信息链接	个人生活/爱好+热门话题
新浪微博	开放式 SNS	文字+图片+信息链接+短视频+直播	明星娱乐、网红
抖音	开放式 SNS	短视频	帅哥/美女、笑话
快手	开放式 SNS	短视频	段子、搞笑内容
陌陌	开放式 SNS	图片+直播	真人帅哥/美女

资料来源: 长城证券研究所

1.2 新社交平台孵化的被动情景：渠道变迁背景下，关系链是变迁核心

随着科技的发展，渠道逐步在发生变迁，主流用户渠道经历了电脑和手机的变迁（预计下一个渠道变迁是 5G），渠道变迁也带来了社交平台的变迁，而相对稳定的是关系链，因而社交平台通过用户新建、用户迁移与用户收购来构建新的关系链。

1.2.1 用户新建：核心是差异化

用户新建是利用公有的关系链，如手机通讯录、校友通讯录等，来实现新赛道原始用户关系网络的构建。初创之期的 Facebook 就是通过校友网络的关系链成功取得了渠道差异化的优势，而 WhatsApp 也是通过原有的手机通讯录迅速切入移动 IM 市场。

1.2.2 用户迁移：核心是快速切换

用户迁移是利用原有的关系链，如原主赛道积累的关系链，来实现向新社交平台的迁移。PC 端 QQ 成功地向手机 QQ 和微信迁移（QQ 好友与手机通讯录为起步关系链），Facebook 建立了 Messenger（Facebook 联系人为起步关系链），这些都是社交平台通过用户迁移开辟新社交平台的成功案例，当然也有人人网没有成功将 PC 的关系链导入到移动端的案例。通过用户迁移孵化新赛道的成功率取决于能否实现关系链的快速切换，核心是时间效率。

1.2.3 用户收购：核心是目标平台已有关系链

由于差异化要求、先发优势等因素的制约，可选择直接收购现有成熟的关系链的方式来孵化新的社交平台。通过用户收购孵化新社交平台的关键是要收购有较大威胁的产品，收购其已有的关系链是核心，如 Facebook 收购 WhatsApp，陌陌收购探探等。

表 2：国内外主要社交平台的人际关系链

社交产品	人际关系链现状	起步关系链
Messenger	熟人	FB 联系人
WhatsApp	熟人	手机联系人
Instagram	陌生人	兴趣
Twitter	陌生人	兴趣
Snapchat	熟人	手机联系人
Line	熟人	手机联系人
微信	熟人	QQ 联系人+手机联系人
手 Q	熟人	QQ 联系人+手机联系人
新浪微博	陌生人	兴趣
抖音	陌生人	兴趣
快手	陌生人	兴趣
陌陌	陌生人	兴趣

资料来源：长城证券研究所

1.3 新社交平台孵化的主动情景：向底层系统/硬件/技术进军，不确定性较高

进军底层系统为社交平台新主赛道的孵化提供了新的思路，但固守底层系统也带来一定的弊端。社交平台，本质上作为应用软件，如果向底层操作系统的层面开拓，具有一定的优势，但是也埋下隐忧。2002~2003年，硅谷很多学校都开始用 LINUX，但无法与 MSN 兼容，很多用户迁移到 AOL、Yahoo! Messenger。同样的案例发生在米聊身上，它在小米系统上线后用户迅速增长，但没有充分吸引其他安卓系统和 IOS 系统用户（米聊兼容其他安卓系统）。

微信小程序可以看做是微信向底层平台的进军，将用户留在微信系统中，但小程序最直接受益的是流量变现效率提高。2017年1月9日正式上线的微信小程序是微信向底层系统进军之路的一大里程碑。凭借无需安装、触手可及、用完即走等优势以及更高级的接口，小程序大大降低了企业的开发成本，同时也为用户提供了更方便快捷的服务体验，有助于防止流量的流失。聊天、朋友圈、微信支付、订阅号、服务号、小程序等，所有的操作都可以在微信这个系统里完成。

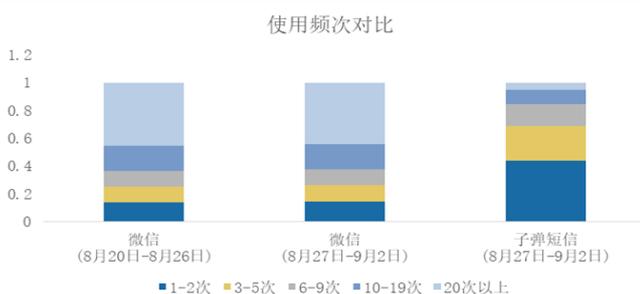
收购 Oculus 可以看做是 Facebook 对底层硬件的布局，尤其是对 VR 渠道的布局。Facebook 对新渠道的重视程度可以通过其成立的三大部门之一的“新平台和基础架构（New Platforms and Infrastructure）”，该部门的成立主要是为了应对新渠道的变迁，其主要负责人工智能、增强/虚拟现实、区块链和技术团队。

1.4 跟踪指标：用户数量、用户结构和用户时长

1.4.1 用户数量：发展前期看 MAU，成熟期看 DAU

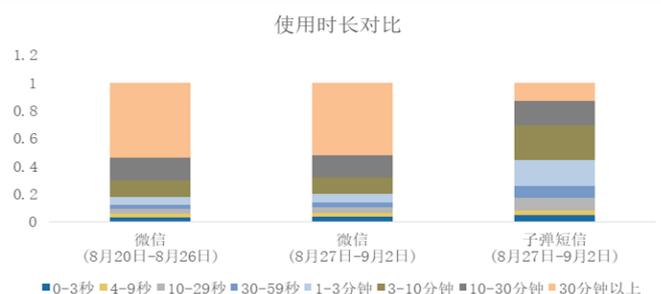
由于社交平台的外部性较强，需要达到一定的用户规模才能发挥其功能，因而在社交平台发展早期更加关注 MAU 的体量，尤其是比较同类社交平台的 MAU 来判断哪款社交产品能最终跑出来。比如子弹短信推出早期虽然很火，但是其 MAU 在推出一个月活增长便进入乏力期，因而其在 IM 领域对微信的冲击相对有限。从用户使用角度，子弹短信远不及微信：1、以使用频次数量为维度，用户使用微信的频次明显高于子弹短信的使用频次；微信的使用频次在子弹短信出现前后较为稳定。2、以使用时间为维度，使用时长方面，用户使用微信的时长明显高于子弹短信的使用时长；微信的使用时长在子弹短信出现前后较为稳定。

图 5：微信和子弹短信使用频次对比



资料来源：Questmobile，长城证券研究所整理

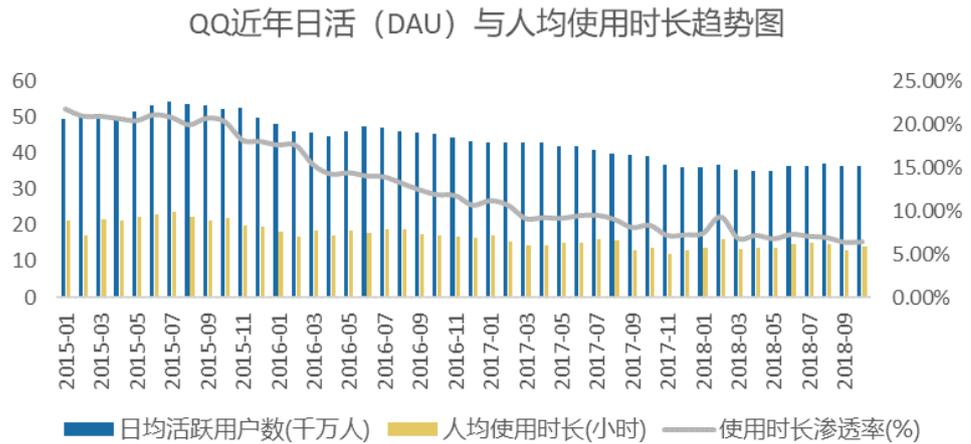
图 6：微信和子弹短信使用时长对比



资料来源：Questmobile，长城证券研究所整理

由于社交平台用户的使用情况偏日常化，产品需求也处于高频档，因而在社交平台成熟期，DAU 可以更为精准地反映社交平台的用户数量变化。此外，平台的运营效果会最先在 DAU 上有所体现，因此研究社交产品应重点追踪 DAU 这一指标。观察手机 QQ 近几年的日活数据和用户使用时长，可以发现手机 QQ 的使用时长渗透率下跌趋势最为明显，日均活跃用户数量和人均使用时长也随之下降。虽然手机 QQ 这款 APP 在前期发展迅猛，但是在手机 QQ 进入成熟期后，同时也随着市场上众多同类社交 APP 的出现，手机 QQ 的使用时长渗透率率先下降，DAU 和人均使用时长紧随其后逐渐下降。

图 7: 手机 QQ 近年日活 (DAU) 与人均使用时长趋势图



资料来源: Questmobile, 长城证券研究所

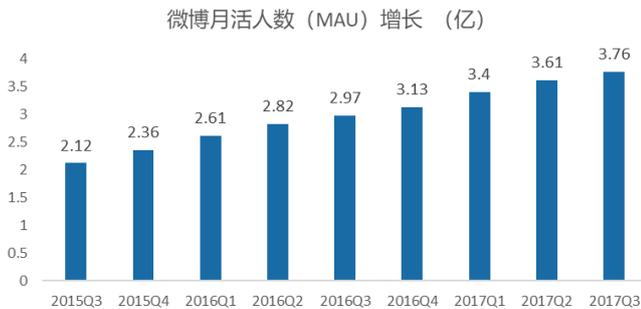
1.4.2 用户结构: 防止认知偏差, 找准核心用户

在分析某类产品时，一般偏向于把研究者自身当成用户群体，这往往会带来偏差，因为研究者可能并不是其主要用户群体，因而需要关注社交平台的用户结构。用户结构反映了社交平台的受众人群的组成细节，平台能否针对用户结构的变化确立合适的战略战术是长期发展的关键。我们可以通过年龄组成、性别比例和地区分布这三个指标来追踪。在社交产品的领域，用户结构变化是常态，追踪用户结构的演变趋势可以更有针对性地分析社交产品的定位、内容、战略及运营情况。

认知偏差典型的案例是微博，在 2014 年之后，媒体方面不断存在微博已没落的论调，但实际上微博一直在持续增长，这一点从其 MAU 和 DAU 的持续增长也可以看出。2011-2017 年新浪微博的日均活跃用户数 (DAU) 逐年增长，除 2012 年 DAU 取得了近 80% 的增长外，其他年份的增长率基本维持在 30% 左右。2011-2017 年新浪微博月均活跃用户数 (MAU) 也一直保持着逐年增长的趋势，每年的增长率稳定在约 30% 的水平。**年龄组成方面**，据《微博用户发展报告》显示，2012-2017 年新浪微博的 90 后用户占比在不断上升，80 后用户占比总体上呈下降趋势，而 80 前用户的占比基本保持稳定。我们观察到，2012 至 2014 年，微博用户群体的年龄组成变化较大，90 后用户占比从 37% 飞跃至 63%，取代 80 后用户人群，逐渐成为微博用户的主力军。**性别比例方面**，据《微博用户发展报告》显示，2013-2017 年新浪微博的男性用户一直略多于女性用户。除了 2014 年男性用户的占比高达近 70% 外，其他年份男女用户比例基本持平，可见新浪微博在两种性别群体中的渗透情况相对均衡。**地区分布方面**，据《微博用户发展报告》显示，近几年新浪微博用户的地区分布逐渐向我国三、四线城市蔓延。2014-2017 年新浪微博我国

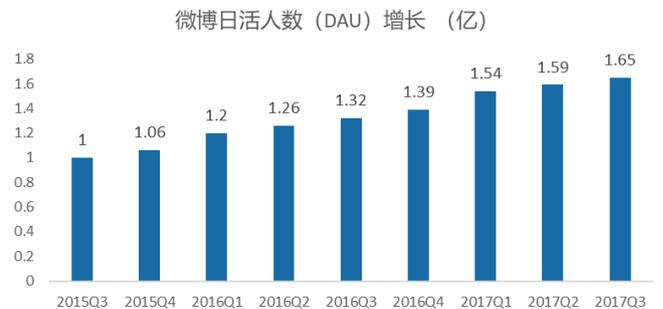
一线城市用户占比从 22% 下降至 16%，而三、四线城市用户占比呈稳步上升趋势。截至 2017 年，我国三、四线城市用户占比已高达 53%，超越了一、二线用户群体，跃居新浪微博用户主力之位。这种衰退偏差产生的原因可以归结为：很多人跟踪微博的产品表现时角度过于狭隘，忽视了微博用户结构的地域分布与年龄比例的变化——微博的用户结构正在大幅渗透至我国三四线城市并呈年轻化发展。

图 8: 微博月活 (MAU) 增长 (亿)



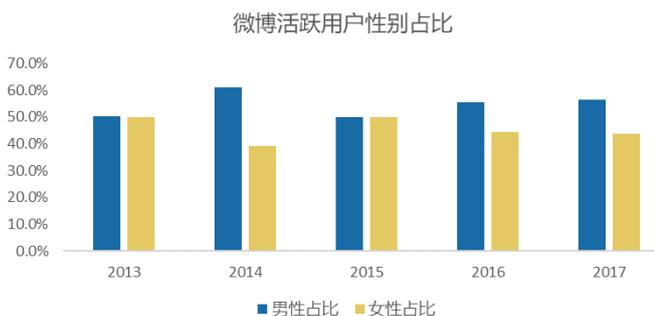
资料来源: 微博用户发展报告, 长城证券研究所整理

图 9: 微博日活人数 (DAU) 增长 (亿)



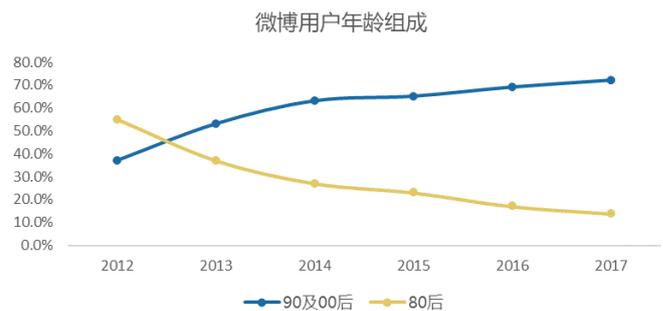
资料来源: 微博用户发展报告, 长城证券研究所整理

图 10: 微博活跃用户性别占比



资料来源: 微博用户发展报告, 长城证券研究所整理

图 11: 微博用户年龄组成



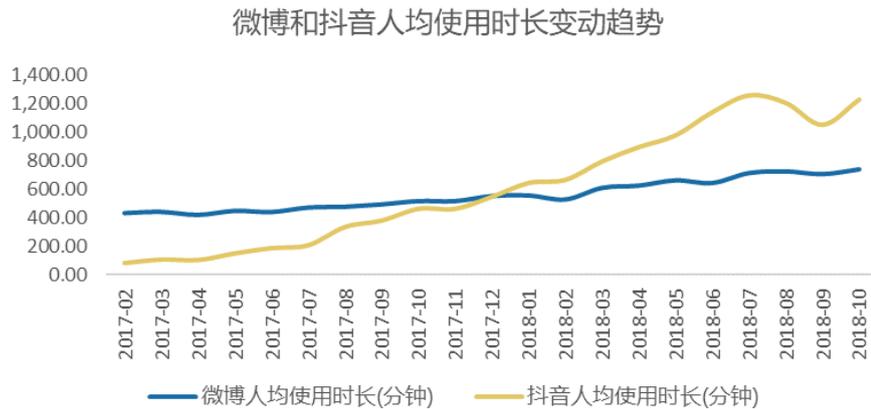
资料来源: 微博用户发展报告, 长城证券研究所整理

1.4.3 用户时长: 用户时间争夺战谁主沉浮, 适合竞品冲击分析

一般可以通过追踪人均月度使用时长这一指标来衡量各平台用户时长的长短与变化趋势。人均月度使用时长越长, 产品的用户粘性越好, 也越容易抵挡来自同类社交竞品的冲击。相比于 MAU、DAU 而言, 用户时长对冲击的反映更加敏锐, 一个用户从某个 APP 的离开必然是先从减少用户时间开始, 进而他可能某天开始不再使用该产品, 它将首先不被统计如 DAU, 进而一个月左右的时间它也将不再统计入 MAU。

竞品分析的典型案例包括抖音对微博的冲击评估。根据我们对社交平台的三个维度的分析, 可以发现抖音和微博均属于开放式 SNS 平台, 但在信息传播方面, 微博偏向明星娱乐及网红, 而抖音偏向帅哥美女和笑话, 因而两者在满足用户需求方面重叠度并不是非常高, 冲击相对有限。我们通过分析微博和抖音的用户时长可以发现, 两者的用户时长都处于增长状态。

图 12: 微博和抖音人均使用时长变动趋势



资料来源: Questmobile, 长城证券研究所

2. 直接商业化: 以广告为主, 提高广告 CTR 是核心

2.1 特权变现: 适合发展早期, 增长空间相对有限

特权变现, 主要包括会员服务、虚拟礼品和付费表情等, 是社交平台发展早期直接商业化的重要方式之一。从国内外的社交软件发展史来看, 特权变现主要兴起于 2004 年, 并在 2010 年以前一直在社交产品的商业化探索初期占据重要地位。由于社交产品日常化、身份化的特性, 用户于线上彰显身份、获取更多功能等对增值服务的需求为社交平台的特权变现带来了商业化契机。在我国, 特权变现的兴起主要可以从我国社交巨头腾讯的早期发展历程上一窥究竟。腾讯最早的特权变现方式——QQ 会员是腾讯为用户提供的一项增值服务, 用户通过付费可以获得包括 QQ 特权、游戏特权、生活特权、装扮特权等几十余项特权。而后衍生出的 QQ 秀装扮、QQ 黄钻、QQ 绿钻等也是腾讯推出的一系列特权服务, 这些特权服务的推出率先解决了腾讯变现的难题。

腾讯 2001~2002 年其收入来源主要来自于特权服务, 如移动 QQ、QQ 会员、QQ 行等, 广告收入占比较低仅占 4.5%。2003 年, 互联网增值收入占比 31.3%, 移动及电信增值服务占 63.3%, 网络广告占 4.5%。其中, 移动 QQ 占移动及电信增值服务收入的 71.7%。而互联网增值收入中 85.2% 是 QQ 会员、QQ 行 (QQ 行是简化版 QQ 会员) 和 QQ 秀, 可以看出腾讯收入中主要来源还是其特权服务, 但是比重逐年有所下降。

表 3: 腾讯控股 2001~2002 年收入构成 (单位: 百万元, %)

项目	2001 年		2002 年	
	金额	占总收入百分比	金额	占总收入百分比
互联网增值服务	0.0944	1.9	4.0819	15.5
移动及电信增值服务	3.7960	77.3	19.8818	75.6
网络广告	0.7735	15.8	1.9188	7.3
其他	0.2437	5	0.4284	1.6
总收入	4.9076	100	26.3107	100

资料来源: 腾讯控股, 长城证券研究所

Line 是一家在日韩风靡的聊天应用，在其发展早期，其付费贴图表情特权表现突出。在其发展早期，Line 的付费贴图表情收入甚至接近于线下线上收入的总和，但总体呈现下降趋势，并于 17 年低于广告收入总和。

表 4: Line 近年各项收入占比情况

	2013	2014	2015	2016	2017
聊天与内容收入:					
聊天收入（主要来自贴图表情服务）	25.0%	24.0%	23.9%	20.8%	18.1%
内容收入（主要来自游戏板块）	44.6%	46.8%	40.9%	31.8%	24.0%
其他收入	1.7%	2.1%	5.0%	8.5%	12.1%
收入小计	71.3%	72.9%	69.8%	61.1%	54.2%
广告收入:					
线上广告收入	13.4%	16.9%	22.0%	31.6%	39.5%
线下广告收入	15.3%	10.2%	8.2%	7.2%	6.2%
收入小计	28.7%	27.1%	30.2%	38.9%	45.8%
总收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: Line 招股书, 长城证券研究所

然而，对于社交平台而言，特权变现的增长空间极为有限，并且过度依靠特权变现不利于社交产品在竞争激烈的环境中抢夺市场份额。处于发展初期的社交产品为保证用户的优质体验，只能主要依靠面向少数用户的增值服务来变现。然而，后期随着平台的发展和用户粘性的增强，广告带来的收入体量将远超过于特权服务，同时广告带来的负面影响也能控制在一定范围内，广告将成为收入增长的重要动力。

2.2 社交广告变现：直接变现模式中的最优选择

社交平台的广告变现，就是基于社交平台的用户数据，为广告主提供产品推广的平台，实现广告的精准投放。从展示方式来看，社交平台广告主要可以分为原生广告、横幅广告、信息流广告、开屏广告和悬浮广告等。

表 5: 社交平台广告（按展示方式划分）

类型	主要形式	主要特征
原生广告	让广告作为内容植入到产品页面设计中。	不受条条框框的标准限制，随场景而灵活变化。以微信朋友圈为主要代表。
横幅广告	一般在社交网站或移动端 APP 的顶部、底部出现。形式可分为：静态横幅、动画横幅与交互式横幅等。	传统的互联网广告形式，较为常见。以新浪微博、微信公众号为主要代表。
信息流广告	一般嵌入在社交平台的信息流之间，可通过点赞、评论、转发等方式与他人互动。	在社交平台广告中较为常见。用户体验较好，拓展了广告的互动性与传播空间，有助于提升广告的推广效果。以微信朋友圈、新浪微博、QQ 空间、Facebook 为主要代表。
开屏广告	用户启动移动端 APP 时屏幕上显示的广告，形式多为图文和动画。	用户可选择跳过，在我国社交软件居多。以新浪微博、知乎为主要代表。
悬浮广告	在社交软件特定区域悬浮的广告。	较为少见，以新浪微博为主要代表。

资料来源: 微信广告, 长城证券研究所

从购买方式来看，社交平台广告主要可以分为竞价购买广告和排期购买广告两种类型。

表 6: 社交平台广告（按购买方式划分）

类型	主要原理	主要特征
竞价购买广告	通过调整广告展示单价和广告质量，与其他广告主竞争广告展示机会，按广告展示单价竞价进行收费。	社交平台最常见的广告投放方式。广告的投放由广告位的竞争程度、出价高低及广告质量而决定。
排期购买广告	预定未来时间范围内的目标人群进行广告投放，按固定的广告展示单价进行收费。	一种保价、保量的合约购买方式。

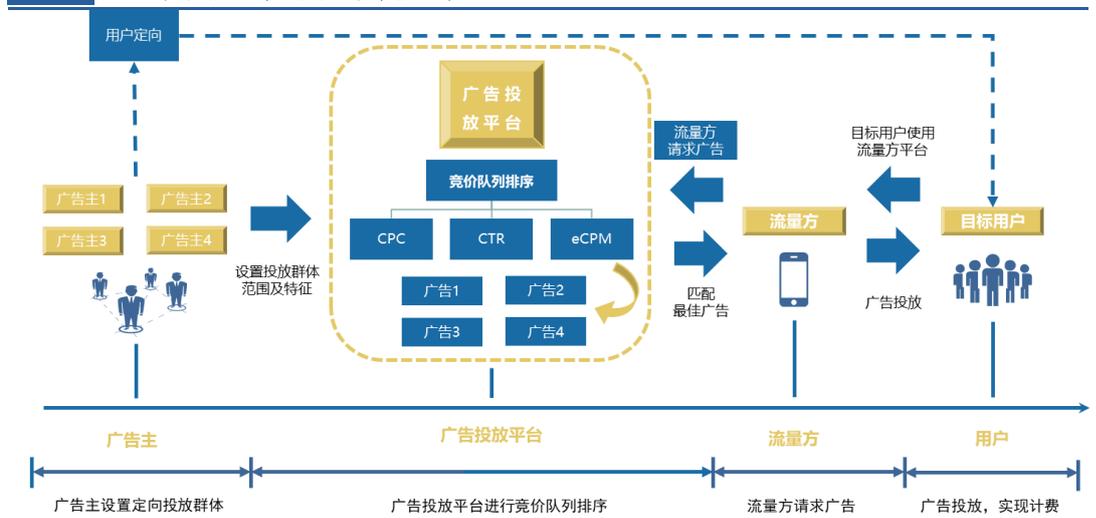
资料来源：微信广告，长城证券研究所

2.2.1 社交平台竞价广告的原理及影响因素

鉴于社交平台的广告多数都是竞价广告，因此我们着重以竞价广告的操作流程为例，来分析社交平台的广告变现机制。社交平台竞价广告的变现机制主要分成几个阶段：**1.广告主设置定向投放群体**，**2.流量方请求广告**，**3.匹配最优广告**，**4.竞价队列排序**，**5.用户点击，实现计费**。

具体流程：首先，广告主会根据所推广产品的特性来确定潜在的用户群体，设置定向投放的群体范围或特征。接下来，当流量方的用户开始使用该产品的时候，流量方会向广告投放平台系统进行广告请求。然后，广告投放平台会对该部分用户人群的特征进行分析，与广告主定向的群体范围和特征进行匹配，匹配出所有符合该人群特征的最优广告队列。最后，广告投放平台通过预估各广告主的千次广告收益（eCPM）来进行竞价队列排序，系统根据历史数据以及用户群体和广告的相关信息，对用户的点击通过率（CTR）进行预估，然后乘以广告主的单次点击出价（CPC），算出一个预估 eCPM 进行排序。换言之，广告竞争力=广告出价×广告质量（主要取决于 CTR）。排序后，平台会优先展示预估 eCPM 较高的广告，用户看到广告后，如果主动点击了广告，系统会上传对应的点击行为数据，广告投放平台对用户点击行为进行记录，实现计费。经过以上几个阶段，社交平台就实现了通过广告直接把流量变现的目的。

图 13: 社交平台典型竞价广告变现原理

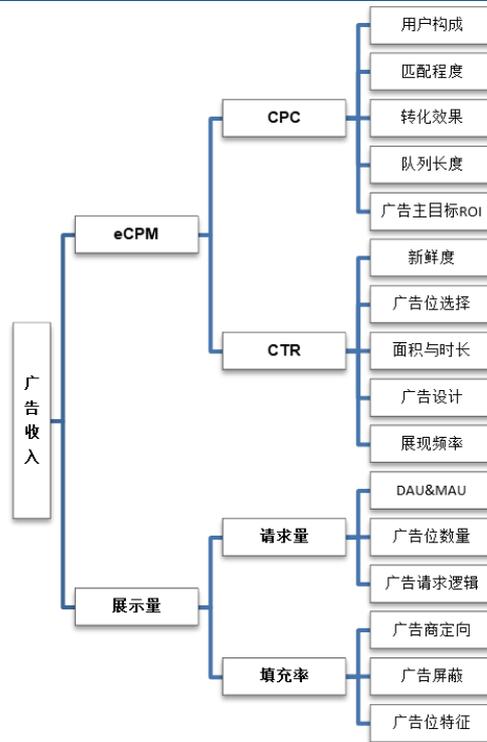


资料来源：微信广告，长城证券研究所

社交平台的广告收入由流量价格及实际流量组成，一般可以表示为：

$$\begin{aligned} \text{广告收入} &= \text{eCPM} \times \text{I.M.} = \text{CPC} \times \text{CTR} \times 1000 \times \text{I.M.} \\ &= \text{CPC} \times \text{CTR} \times 1000 \times \text{A.R.} \times \text{F.R.} \end{aligned}$$

图 14: 社交平台的广告收入主要由 CPC、CTR、eCPM、广告请求量和广告填充率



资料来源: 长城证券研究所

影响 CPC 的主要因素有: 1. 社交平台的用户构成; 2. 社交平台用户与广告主目标人群的匹配程度; 3. 广告的转化效果; 4. 竞价队列的长度; 5. 广告主目标 ROI 等。CPC (Cost Per Click) 是指用户每次点击 CPC 广告, 广告商要承担的成本, 即推广平台单次点击可获得的收入。CPC 越高, 社交平台每次点击的广告价格越高。第一, 社交平台的用户构成是广告推广效果的先决条件, 越广范围、越高粘度的用户群体往往会导致越高的 CPC 定价。第二, 平台投放目标用户与广告主目标人群的匹配程度越高, 越有利于较高的 CPC 定价。第三, 广告的转化效果越好, 广告主对社交平台广告投放的依赖度也越高, 越有利于较高的 CPC 定价。第四, 竞价队列越长, 说明广告主间的竞争越大, 越容易推动 CPC 出价的提高。第五, 对每一位广告主而言, 其出价都是与其目标投资回报率 (ROI) 进行权衡后的结果。

$$\text{ROI} = \frac{(\text{收入} - \text{成本} - \text{CPC})}{(\text{成本} + \text{CPC})}$$

$$\text{CPC} = \frac{(\text{收入} - \text{成本} - \text{ROI} \times \text{成本})}{(\text{ROI} + 1)}$$

因此, 广告主的目标 ROI 越高, 其 CPC 的出价就倾向于越低; 广告主的目标 ROI 越低, 其 CPC 的出价就倾向于越高。

影响 CTR 的主要因素有: 1. 广告的新鲜度; 2. 广告位的选择; 3. 广告的面积与时长; 4. 广告的设计样式与内容; 5. 广告的展现频率等。CTR (Click-Through-Rate) 是指广告的点击通过率, 即该广告的实际点击次数 (到达目标页面的数量) 除以广告展示

量。CTR 越高，社交平台广告的引流效果越好，同时也进一步促进平台广告价格的上涨。CTR 可以表示为：

$$\text{CTR} = \frac{\text{点击量 (Click)}}{\text{展示量 (I.M.)}}$$

第一，广告对用户的新鲜感越强，由于好奇心驱使，用户点击广告的几率越大，CTR 也就越高。第二，广告位的位置越好、与平台内容的融合越自然，越容易提升 CTR。第三，广告的展示面积越大、展示时长越长，用户对广告的留意程度就越高，CTR 也会越高。第四，广告的设计样式与内容越新颖，越有助于 CTR 的提升。第五，广告的展现频率对 CTR 有着双重的影响，高频次的广告展示一方面会使用户加深对品牌的印象，促进 CTR 升高，另一方面却可能使用户滋生抵触情绪，导致 CTR 下降。因此权衡好最优的广告频次对 CTR 有着至关重要的影响。

影响 eCPM 的主要因素有：1. CPC；2. CTR。eCPM (Earning Cost Per Mille) 指千次广告收益，即每一千次展示可以获得的广告收入。eCPM 越高，社交平台的广告价格越高，即能带给平台的广告收入越高。eCPM 的计算公式可以表示为：

$$\text{eCPM} = \text{CPC} \times \text{CTR} \times 1000$$

影响广告请求量的主要因素有：1. DAU&MAU；2. 广告位数量；3. 广告请求逻辑等。广告请求量 (A.R.)，即流量方向广告投放系统请求的广告量。广告请求量越高，说明可供流的广告流量就越高。第一，社交平台的日均活跃用户数量 DAU 和月活跃用户数 MAU 越高，说明平台的活跃用户越多，运营情况越好，平台的广告请求量也会相应增加。第二，社交平台的广告位数量越多，说明其可投放广告的位置越多，其广告请求量自然也越高。第三，不同的广告请求逻辑也会对广告请求量造成一定的影响。

影响广告填充率的主要因素有：1. 广告商定向；2. 广告屏蔽；3. 广告位特征等。F.R. (Global Fill Rate) 是广告填充率，即广告普及比率，也是一个核心的指标。广告填充率越高，意味着平台广告的争取者越多，平台越受广告商青睐，卖出的流量库存占比高，广告销售能力就越好。F.R. 一般可以表示为：

$$\text{广告填充率 (F.R.)} = \frac{\text{广告展示量 (I.M.)}}{\text{广告请求量 (A.R.)}}$$

第一，广告商向社交平台的定向投放为广告的填充率提供了保证，广告商对平台的定向投放越多，平台广告的填充率越高。第二，社交平台对广告的过度屏蔽会降低广告的填充率。屏蔽的存在可能会将一些高价广告拒之门外，导致竞价队列长度缩短，降低广告的填充率。第三，广告位的形式和尺寸也会影响广告的填充率。部分广告主会青睐特定比例的广告尺寸和特定的广告形式，因此，社交平台设计广告位时，应尽量选择高填充的广告形式与尺寸。

影响广告展示量的因素有：1. 广告请求量；2. 广告填充率。广告展示量 (I.M.)，即广告展示给用户的次数。广告展示量越高，通常情况下用户对广告的点击次数也会越多，社交平台的广告收入也越高。广告展示量的计算公式可表示为：

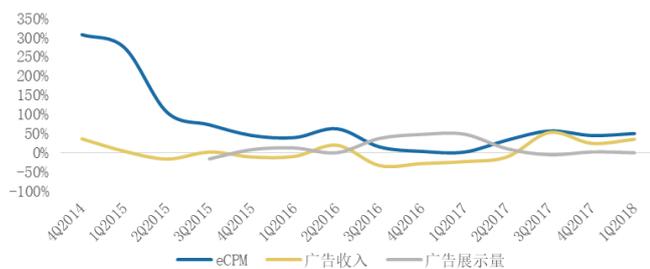
$$\text{广告展示量(I.M.)} = \text{广告请求量(A.R.)} \times \text{广告填充率 (F.R.)}$$

2.2.2 从 Facebook 看社交广告规律：增长迅猛，CTR 是核心驱动力

以 Facebook 2015Q1 到 2018Q1 的季度广告数据为例，结合第三方社交移动广告软件提供商 Nanigans 的 CPC 和 CTR 数据，2015-2018 年 Facebook 的季度广告收入呈逐年同比增长趋势，且同比增长率维持在 50% 左右。环比来看，广告收入除小部分季度有较小下降外，其余季度均有所增长。

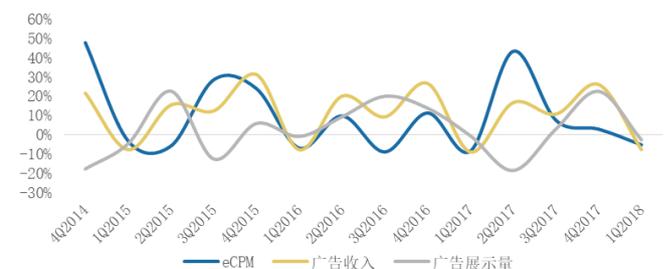
从广告展示量来看：2015-2018 年 Facebook 的广告展示量并未呈现逐年同比增长的态势，包括 2015Q3、2016Q2、2017Q3、2018Q1 在内的 Facebook 的广告展示量同比增长甚至为零或负值。且从环比来看，在 2014Q4、2015Q3、2017Q2，Facebook 广告展示量均为负增长，而广告收入却增长良好。因此，Facebook 的广告展示量并非推动其广告增长的关键引擎。

图 15: Facebook 广告收入、eCPM、展示量同比增长率



资料来源: nangans, 长城证券研究所整理

图 16: Facebook 广告收入、eCPM、展示量环比增长率

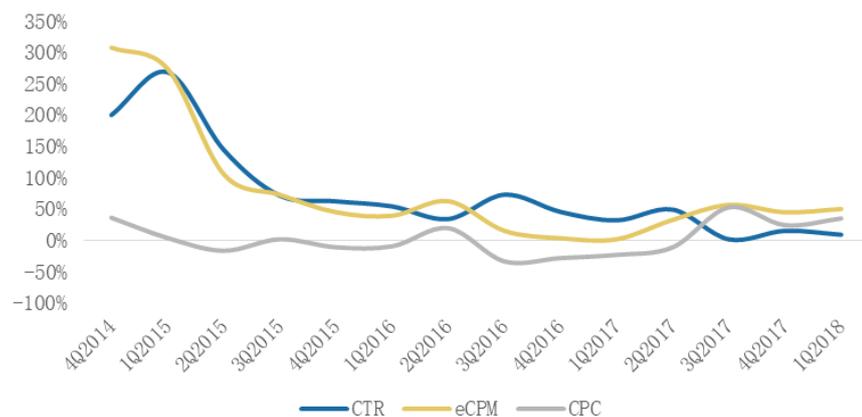


资料来源: nangans, 长城证券研究所整理

从 eCPM 来看：2015-2018 年 Facebook 广告的季度 eCPM 也同样维持在逐年同比大幅增长的趋势。2015Q1、Q2 eCPM 的同比增长率已超 100%，2015Q3 与 2016Q2 eCPM 的同比增长率高达约 70%，涨幅呈现出回落又上涨的趋势。环比来看，虽除个别季度 eCPM 有所回落之外，大部分季度 eCPM 都呈增长趋势。通过对比可以发现，Facebook 广告的广告 eCPM 与其广告收入的走势大致相同，eCPM 是 Facebook 广告增长的关键引擎。

下面我们对 Facebook 的 eCPM 进行进一步分解。

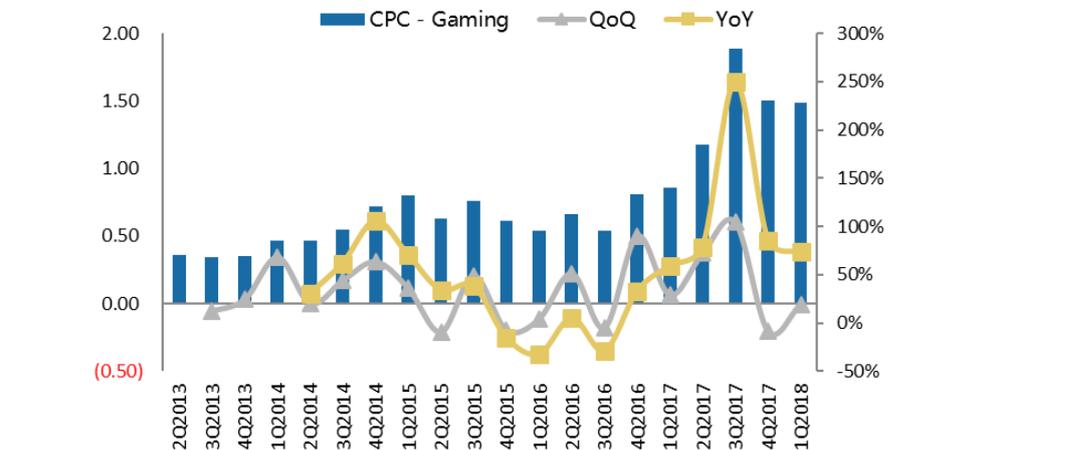
图 17: Facebook 的 eCPM、CTR 和 CPC 同比增长率



资料来源: nangans, 长城证券研究所

从 CPC 来看：2014-2018 年 Facebook 广告 的 CPC 同比增长率较为波动，并未如 eCPM 一样呈现逐年增长的趋势。相反，2016Q3-2017Q1 期间，Facebook 的季度 CPC 一直保持在负增长的状态，且每季度的同比跌幅高达 20% 以上。但是从 2017Q3~2018Q1，Facebook 季度 CPC 同比增速有所上升。

图 18: Facebook 的 CPC 走势 (以 CPC-Gaming 为例)



资料来源: nanggans, 长城证券研究所

从 CTR 来看：2014-2018 年 Facebook 广告 的 CTR 呈现逐年同比增长的趋势。2014Q4-2015Q2 CTR 的季度 CTR 的增长率均高达 100% 以上，虽然近年来其增幅在整体上呈现出缓慢下降的趋势，但 CTR 仍保持逐年同比增长的状态。可以发现，Facebook 广告的 CTR 与 eCPM 的变化趋势大致相同，因此 CTR 是 eCPM 增长的关键引擎，从而也是推动整体广告增长的重要因素。

综上，Facebook 的广告收入增长主要取决于 eCPM 的增长，其中，最主要取决于 CTR 的增长，展示量方面由于受广告位数量、特征等因素的制约，对广告增长的推动作用有限。因此，对于 Facebook 而言，CTR 的优化是推动广告增长的关键所在。这也是 Facebook 三大部门之一的核心产品服务部门，主要负责包括广告、分析和产品管理。也是基于此腾讯在内部重新整合新的广告营销服务线，即把原先分散在企业发展事业群 (CDG) 的原社交与效果广告部 (TSA) 与原网络媒体事业群 (OMG) 广告线进行合并。过去由于产品分散，品牌商一旦想在腾讯跨部门的产品进行联合投放，当中就需要对接两拨不同的体系；另外，即便同属于腾讯系的产品，由于隶属不同事业群，其用户数据也未能完全打通，这对于广告主渴求的定位用户画像来说，会在一定程度下缺失精准度。

2.2.3 微信广告：广告填充率尚存增长空间

微信广告主要包括朋友圈、公众号和小程序广告，其支持的购买方式如下表所示。

表 7: 微信广告主要类型

微信广告大类	微信广告细分	购买方式
朋友圈	本地推广广告	曝光竞价购买
	电商推广广告	曝光竞价购买
	其他朋友圈信息流广告	曝光排期购买、曝光竞价购买
公众号	公众号文章底部广告	曝光排期购买、点击竞价购买
	公众号文章中中部广告	点击竞价购买

	公众号文章视频贴片广告	曝光排期购买、曝光竞价购买
小程序	小游戏激励式广告	曝光竞价购买
	其他小程序广告	点击竞价购买

资料来源：微信广告，长城证券研究所

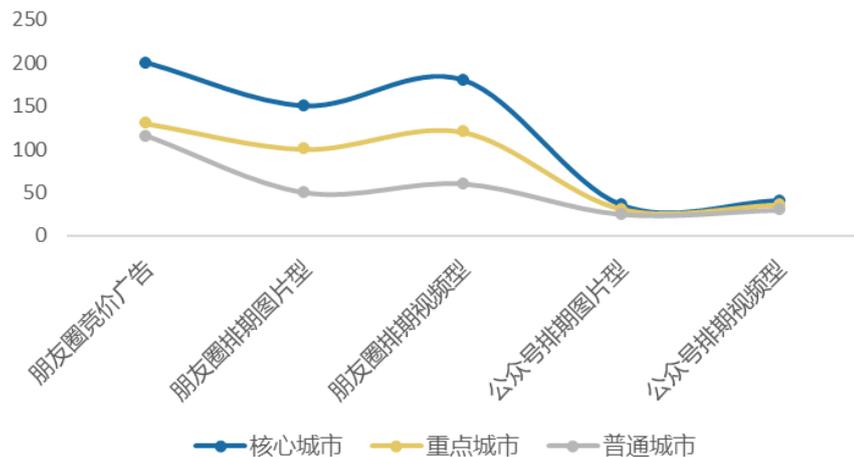
微信广告把目标用户依据核心城市、重点城市和普通城市进行划分，并分别针对不同的类别城市给出曝光竞价的建议出价范围。其中，核心城市包括北京、上海；重点城市包括天津、沈阳、大连市等 20 个一二线城市；普通城市包括河北、山西、内蒙古等 27 个城市。

■ 广告价格：CPC/CPM

CPC 衡量的是点击竞价购买广告的价格水平，我们着重对公众号文章底部广告的 CPC 进行分析。广告商在竞价购买朋友圈信息流广告时，微信广告会给出相应的建议 CPC 出价范围，我们可以根据其出价范围来跟踪 CPC 水平及走势。在 2018 年 7 月 17 日至 8 月 7 日期间，从价格水平来看，在所有城市中，核心城市的 CPC 建议出价是最高的，大致保持在 5.5 元/点击的平均水平。重点城市的 CPC 建议出价较核心城市低了约 30%，平均建议出价约维持在 3.9 元/点击。普通城市的 CPC 建议出价是最低的，平均水平维持在 2.9 元/点击。因此，核心城市公众号文章底部广告的单价最高，远高于普通城市。

CPM 衡量的是曝光竞价购买广告和曝光排期购买广告的价格水平，我们着重对朋友圈信息流广告和公众号文章底部广告 CPM 进行分析。其中，对于以 CPM 计价的竞价广告，我们根据微信给出的建议出价范围来跟踪 CPM 水平；对于以 CPM 计价的排期广告，我们可直接通过微信公布的固定价格来跟踪 CPM 水平。

图 19：微信广告 CPM 水平比较



资料来源：长城证券研究所

注：朋友圈竞价广告核心城市 CPM 为 100-300、重点城市为 60-200、其他城市 30-200

我们观察到，对于朋友圈信息流广告，核心城市的 CPM 水平远高于重点城市，重点城市的 CPM 水平远高于普通城市。在 2018 年 7 月 17 日至 8 月 7 日期间，核心城市的朋友圈排期图片型广告 CPM 高达 150 元/千次曝光、朋友圈排期视频型广告 CPM 高达 180 元/千次曝光，均远超普通城市约 50 元/千次曝光的 CPM 水平。公众号底部文章竞价广告的 CPM 水平与朋友圈广告相比较低，且城市间的价格水平差别较小。三种城市的公众号底部文章的排期图片型及视频型广告的 CPM 定价均低于 50 元/千次曝光。

因此，从微信提供的 CPM 竞价建议出价范围及排期固定价格，我们可以看出，微信朋友圈的广告单价整体上高于公众号文章底部的广告单价，从广告单价的角度来讲，朋友圈广告的变现能力高于公众号文章底部广告。此外，核心城市的朋友圈广告单价远高于重点城市和普通城市，但这种价格差异在公众号文章底部广告上并不显著。

■ 广告展示量

广告展示量方面，我们可以通过微信平台跟踪到不同城市不同广告投放类型的预计最大曝光量。该指标是微信针对广告商所选定向对可获得的最大曝光量的预估，在此基础上，实际的曝光量与广告收入还受到出价和竞争的影响。因此，根据系统预估的最大曝光量，我们可以粗略把握广告展示量的水平与走势，这里我们依然着重对朋友圈信息流广告与公众号文章底部广告进行分析。

表 8: 2018 年 7.17-8.15 朋友圈信息流广告曝光量（最大曝光量为每日数据）

投放城市分类	城市	预计最大曝光量	投放城市分类	城市	预计最大曝光量	
核心城市	北京	22,531,450 次	其他城市	河北	37,847,016 次	
	上海	19,824,318 次		山西	19,949,970 次	
	天津	9,542,804 次		内蒙古	15,443,711 次	
	沈阳市	6,827,330 次		辽宁	13,362,657 次	
	大连市	4,953,853 次		吉林	13,967,618 次	
	哈尔滨市	6,290,392 次		黑龙江	11,289,179 次	
	南京市	7,434,708 次		江苏	11,289,179 次	
	苏州市	11,857,871 次		浙江	29,102,318 次	
	杭州市	10,763,767 次		安徽	24,043,730 次	
	宁波市	7,066,662 次		福建	15,538,453 次	
	福州市	5,662,421 次		江西	17,896,358 次	
	厦门市	4,312,220 次		山东	35,961,044 次	
	济南市	5,340,034 次		河南	33,287,480 次	
	青岛市	6,774,821 次		湖北	15,377,662 次	
	郑州市	9,517,013 次		湖南	19,200,056 次	
	重点城市	武汉市		9,119,951 次	广东	60,347,508 次
		长沙市		7,796,710 次	广西	21,216,510 次
广州市		20,510,884 次	海南	5,344,748 次		
深圳市		19,289,356 次	四川	20,518,138 次		
重庆		14,608,283 次	贵州	16,357,238 次		
成都市		14,597,765 次	云南	20,148,722 次		
西安市		10,073,212 次	西藏	954,590 次		
			陕西	12,818,668 次		
			甘肃	12,111,993 次		
			青海	3,283,803 次		
			宁夏	4,435,534 次		
			新疆	11,018,615 次		

资料来源：微信广告，长城证券研究所

从朋友圈信息流广告来看，2018年7月中旬，朋友圈信息流广告在北京、上海这两个核心城市的预计最大曝光量约达0.2亿次，在重点城市与普通城市的预计最大曝光量参差不齐，受城市人口规模等多方面因素的影响。

表9：2018年7.17-8.15公众号底部广告曝光量（最大曝光量为每日数据）

投放城市分类	城市	预计最大曝光量	投放城市分类	城市	预计最大曝光量
核心城市	北京	16,586,889 次	其他城市	河北	29,027,856 次
	上海	13,434,498 次		山西	19,264,575 次
重点城市	天津市	6,437,904 次	内蒙古	12,796,344 次	
	沈阳市	4,184,103 次	辽宁	16,432,746 次	
	大连市	3,422,529 次	吉林	9,255,873 次	
	哈尔滨市	4,808,463 次	黑龙江	12,569,832 次	
	南京市	4,849,845 次	江苏	34,983,531 次	
	苏州市	6,701,673 次	浙江	33,180,906 次	
	杭州市	7,575,513 次	安徽	18,319,092 次	
	宁波市	4,713,291 次	福建	19,113,963 次	
	福州市	4,043,061 次	江西	13,238,775 次	
	厦门市	2,766,093 次	山东	36,904,923 次	
	济南市	3,898,356 次	河南	31,868,463 次	
	青岛市	5,006,892 次	湖北	18,645,891 次	
	郑州市	6,050,847 次	湖南	20,102,511 次	
	武汉市	5,923,500 次	广东	72,643,494 次	
	长沙市	5,018,046 次	广西	15,284,742 次	
	广州市	14,011,569 次	海南	3,574,197 次	
	深圳市	10,962,237 次	四川	24,651,495 次	
	重庆	9,436,977 次	贵州	9,735,066 次	
	成都市	8,800,044 次	云南	12,996,423 次	
	西安市	7,223,898 次	西藏	534,501 次	
			陕西	20,477,061 次	
			甘肃	10,352,001 次	
			青海	2,266,374 次	
			宁夏	3,937,659 次	
			新疆	11,626,923 次	

资料来源：微信广告，长城证券研究所

公众号文章底部广告的预计最大曝光量整体上低于朋友圈广告。2018年7月中旬，公众号文章底部广告在核心城市的预计最大曝光量约达0.15亿，在重点城市和普通城市的预计最大曝光量水平也参差不齐，但均低于所对应的朋友圈广告预计最大曝光量。

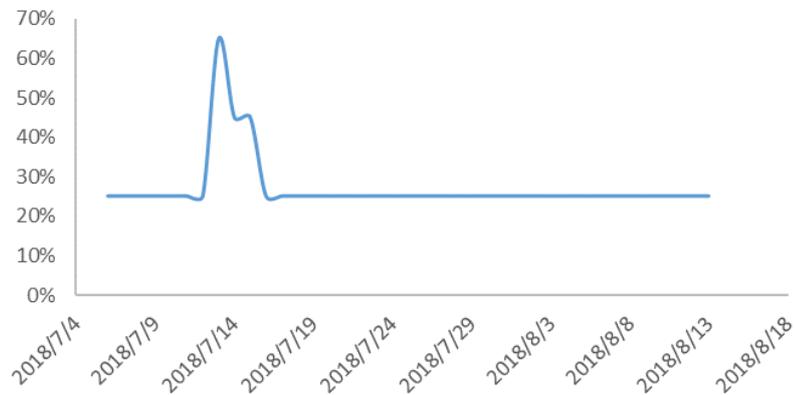
■ 广告填充率

基于微信广告更新的每日数据，我们对2018年7-8月微信朋友圈当天的广告填充率的变化趋势进行了跟踪与估测。

总体大盘来看，朋友圈当天广告填充率在7月中旬出现了高峰，7月13日的填充率高达约50%-80%，而其余时段的广告填充率均小于50%。因此，2018年7-8月，朋友圈广告大盘流量的填充率在绝大部分时间一直保持在较低水平，只有在七月中旬出现了短暂

的增长。整体来看，2018年7-8月，朋友圈广告大盘流量的出售情况不容乐观，可供给流量并未得到充分利用。

图 20: 朋友圈大盘广告填充率(2018年7-8月)



资料来源: 微信广告, 长城证券研究所

从核心城市来看，在7-8月的绝大部分期间，核心城市的广告填充率均高于50%，尤其在7月中上旬及8月上旬的部分日期，其广告填充率高达80%-90%。但是朋友圈当天广告填充率在7月末-8月初出现了低谷，7月30-31日的填充率低至50%以下。因此，2018年7-8月，核心城市朋友圈广告流量的出售情况较好，可供给流量的资源利用率较高，广告主对核心城市用户的广告投放意向较强。

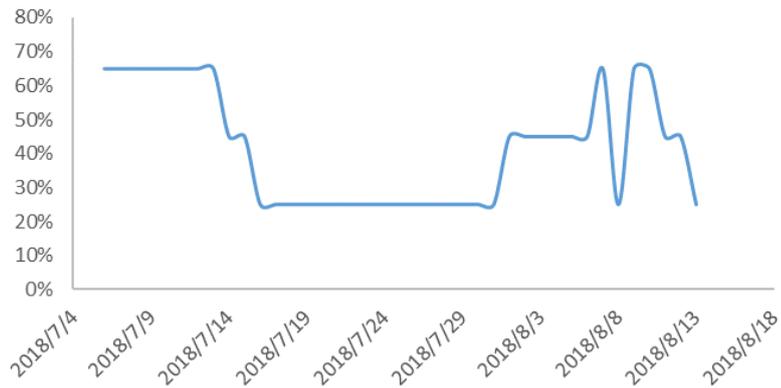
图 21: 朋友圈核心城市广告填充率 (2018年7-8月)



资料来源: 微信广告, 长城证券研究所

从重点城市来看，朋友圈当天广告填充率在7月上旬一直介于50%到80%，在7月中下旬一直保持在低于50%的水平，在8月较为波动。因此，2018年7-8月，重点城市朋友圈广告流量的出售较为波动，总体上不及核心城市的朋友圈广告填充情况，未能保证可供给流量的高效利用，广告主对重点城市用户的广告投放意向低于核心城市。

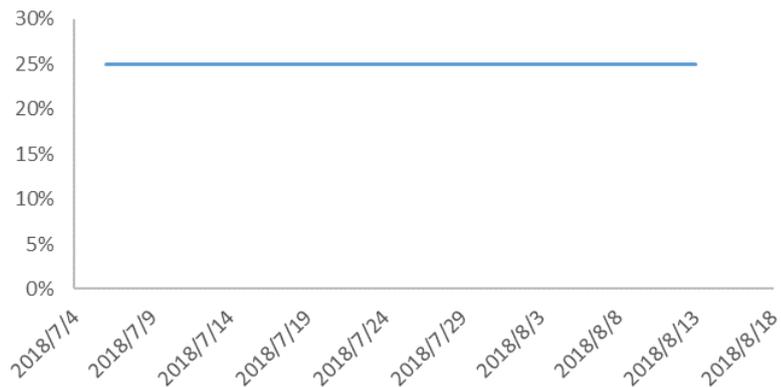
图 22: 朋友圈重点城市广告填充率 (2018 年 7-8 月)



资料来源: 微信广告, 长城证券研究所

从普通城市来看, 朋友圈当天广告填充率在 7-8 月一直稳定在 50% 以下。因此, 2018 年 7-8 月, 普通城市的广告填充率十分低迷, 可供广告流量利用率较差, 广告商对我国普通城市用户的广告投放意向较弱。

图 23: 朋友圈普通城市广告填充率(2018 年 7-8 月)



资料来源: 微信广告, 长城证券研究所

3. 间接商业化: 积极孵化二级平台, 游戏变现效率最高

3.1 工具类二级平台易孵化, 内容类平台关键在生产方式

为了更好的进行流量变现, 社交平台往往会将流量导入到二级平台, 以此来孵化二级平台, 进而再次通过广告、内容/服务等进行变现。从二级平台的孵化的容易程度来看, 工具类 > 内容类, 内容类进一步可以区分为 UGC、PGC, UGC 主要取决于能否聚集主要内容生产者 (会出现明显的先发优势), 而 PGC 主要取决于公司的资本投入能力和自制能力 (需要一定的资本优势, 并积累制作能力)。这里以腾讯的微信/手 Q 作为主要的社交平台进行分析, 1)、工具类平台: 软件管理 (应用宝)、浏览器 (QQ 浏览器)、资讯 APP (腾讯新闻、天天快报), 其中支付平台 (主要是微信支付) 相对潜力较大; 2)、内

容平台：主要是长视频（腾讯视频）、音乐平台（腾讯音乐）、短视频（微视）、阅读平台（QQ阅读、起点、微信读书）、游戏平台（微信游戏、手Q游戏）。

对于内容类平台，我们进一步细化 UGC 和 PGC 类平台的核心竞争点，将内容平台具体分为 3 类：1)、长视频和音乐平台，两者都需要进行较大的版权投入，因而在竞争中的关键是有足够资金进行版权采购，这也是腾讯视频、爱奇艺和优酷土豆通过持续烧钱抢用户的原因。2)、短视频和阅读，两者都需要较多的 UGC 内容生产者，进而吸引更多用户进入，并推动更多 UGC 内容生产者参与，形成良性循环，这也是 QQ 阅读需要收购盛大文学抢占作者资源、微视在抖音已经聚集绝大多数短视频作者后追赶乏力的原因。3)、游戏平台，由于游戏的内容本身和营销推广对游戏运营均起到较大作用，因而优质游戏和用户流量成为抢占用户游戏时间的重要手段，这也是网易的《荒野行动》在先发优势下，仍然被《绝地求生：刺激战场》超越的原因。

3.2 工具类平台：支付平台变现潜力较大，云服务主要面向生态圈客户

社交类广告平台孵化成二级工具类平台后，这些工具类平台往往以广告变现为主。但是一般工具类平台的发展天花板会相对较为明显，如以猎豹为代表的工具类公司也在寻求转型。

表 10: 腾讯控股主要二级工具类平台

工具类平台	类别	变现方式
QQ 浏览器	浏览器	搜索广告、信息流广告
应用宝	应用商店	应用分发收入
手机管家	系统工具	广告收入

资料来源：腾讯 APP，长城证券研究所

相比而言，支付平台虽然也是工具，但是其由于使用频次高，因而其有较大的拓展空间。在衡量支付平台的发展空间时，更加倾向于采用渗透率这一指标，即一项金融业务，他采用互联网的模式有多高的比例，类似于零售交易中有多少比例采用电商模式，本质是渗透率提高的过程。从目前的发展程度来看，截止 2017 年年底，互联网消费金融渗透率为 6.18%，互联网保险渗透率 5.02%，在理财产品方面，微信理财的渗透率为 2.1%，蚂蚁金服理财的渗透率为 10.8%。

表 11: 互联网理财的渗透率变化（2015~2017）

	2015-06	2015-12	2016-06	2016-12	2017-06	2017-12
理财产品资金余额（一般个人客户）（万亿元）	9.20	11.64	12.71	13.46	13.14	14.60
微信理财余额（亿元）						3000
渗透率						2.1%
蚂蚁金服理财余额（亿元）						15800
渗透率						10.8%

资料来源：Wind，天弘基金，长城证券研究所

表 12: 互联网消费金融的渗透率变化（2011~2017）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
互联网消费金融（亿元）	7	19	60	183	1,184	4,367	43,847

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
住户短期消费贷款（亿元）	137,136	193,806	276,456	350,222	441,856	534,541	709,374
互联网消费金融占比	0.00%	0.01%	0.02%	0.05%	0.27%	0.82%	6.18%

资料来源：艾瑞咨询，Wind，长城证券研究所

表 13: 互联网保险的渗透率（2014~2017）

	2014-06	2014-12	2015-06	2015-12	2016-06	2016-12	2017-06	2017-12
原保费总收入（亿元）	11,489	20,235	13,703	24,283	18,813	30,959	23,140	36,581
互联网保险收入（亿元）	318	859	816	2,234	1,431	2,299	1,346	1,835
互联网保险收入占比	2.77%	4.25%	5.96%	9.20%	7.61%	7.43%	5.82%	5.02%

资料来源：Wind，长城证券研究所

支付平台的主要利润贡献将由备付金利息收入转向平台衍生收入变现（互联网消费金融+互联网理财产品+互联网保险）。支付平台收入过去主要来自服务手续费收入（主要贡献收入）、客户备付金利息收入（主要贡献利润）和平台衍生收入，但是由于央行要求支付机构客户备付金集中交存，未来支付平台将失去备付金利息收入这一块收入（具有高毛利）。

表 14: 微信支付/QQ 钱包的收入来源

支付类平台	收入类型	简介
微信支付 /QQ 钱包	服务手续费收入	第三方支付平台针对个人客户转账、提现、信用卡还款等交易收取的服务费；第三方支付平台针对个人客户转账、提现、信用卡还款等交易收取的服务费。
	客户备付金利息收入	客户在使用第三方支付平台消费转账过程中，由于存在结算周期的时间差，会在备付金账户内沉淀出一定规模的资金，2019 年后这块业务收入将消失。
	平台衍生收入	第三方支付平台通过累计客户信息、聚合交易信息、制造支付场景，衍生出诸如互联网营销、征信、金融等增值服务，分别对企业端客户及个人客户提供金融服务或产品销售。

资料来源：金融科技头条，长城证券研究所

根据腾讯控股电话会议，其指出 2018Q2 备付金利息收入占其他业务收入的比例为 low-teens，因而我们预期其占比为 10%、11%、12%、13%、14% 和 15%，同时假设微信支付备付金占备付金总额的比例不发生变化，并且其缴存比例按照 A 类缴存比例的要求实现，即 18M7~18M12 的缴存比例分别为 52%、62%、72%、77%、82% 和 87%，进而得到 18Q3、18Q4 微信支付的备付金利息收入规模。

表 15: 腾讯控股备付金利息收入的敏感性分析（单位：亿元）

	2018.04	2018.05	2018.06	2018.07	2018.08	2018.09	2018.10	2018.11	2018.12
非金融机构存款（备付金集中交存规模）	4995.04	5009.23	5008.36	6413.31	7638.43	8749.99	9956.91	12446.46	
A 类缴存比例	42%		52%	62%	72%	77%	82%	87%	
	18Q2 备付金利息收入			18Q3 备付金利息收入			18Q4 备付金利息收入		
10%	17.50			11.42			9.21		
11%	19.25			12.56			10.13		
12%	21.00			13.71			11.05		
13%	22.74			14.85			11.97		

	2018.04	2018.05	2018.06	2018.07	2018.08	2018.09	2018.10	2018.11	2018.12
14%		24.49			15.99			12.89	
15%		26.24			17.13			13.81	

资料来源：央行，腾讯控股 2018Q2 电话会议，长城证券研究所

注：2018Q2 的缴存比例采用腾讯控股 2018Q2 的电话会议数据

表 16: 腾讯参股公司微众银行通过微信支付入口变现消费金融流量（单位：亿元）

	2015	2016	2017
微众银行资产总额	96	520	817
营业收入	2.25	24.49	67.48
营业利润	-6.02	3.09	17.38
净利润	-5.83	4.01	14.48

资料来源：微众银行，长城证券研究所

注：微众银行是腾讯参股公司，腾讯持有微众银行 30% 的股份

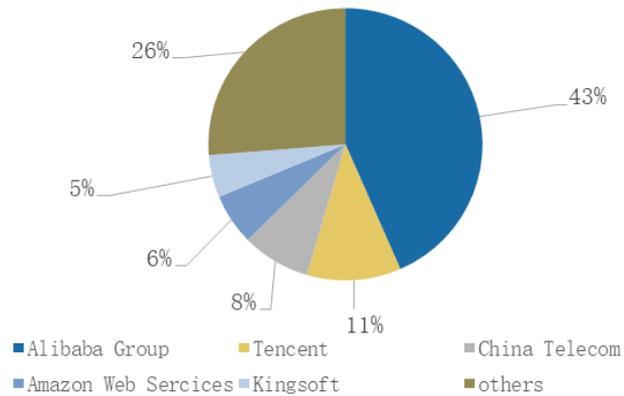
云计算是一项 2B 业务，其核心是本身拥有较大需求量或拥有足够的客户量，社交平台的优势在于聚集众多生态圈企业，这些企业是其重要的客户基础，正是在这个基础上促使腾讯云 2018Q1~Q3 实现同比翻倍以上的增长，达到 60 亿元。这一点可以通过分析腾讯云的主要客户来发现，其重要客户主要是游戏等，腾讯作为重要的游戏渠道，一般游戏公司均有意愿。腾讯云未来的发力重点和增长点是金融、市政和智慧零售，这块云业务增长主要取决于其社交平台生态圈能否与金融、市政和智慧零售紧密结合起来，从一定程度上来讲金融和智慧零售方面，阿里云的优势可能更大，而市政方面，华为云的优势也不可小觑。

表 17: 腾讯云主要客户（以游戏和视频为主）

客户类型	主要客户
游戏	《PUBG Mobile》《部落冲突：皇室战争》《迷你世界》《永恒纪元》《热血江湖手游》《野蛮人大作战》《十二战纪》《女神联盟》《饥荒》《天堂 2：重生》《圣斗士星矢集结》《命运-冠位指定》《不良人 2》《奇迹暖暖》《盗墓笔记》《王者荣耀》《弓箭手大作战》《侍魂 OL》《神曲之符文英雄》《刀剑笑新传》《京门风月》《御剑情缘》《坦克之战》《暗黑黎明 2》《少年西游记》《东方不败》《熹妃传》《鬼吹灯 3D》《问道》《三剑豪 2》《苍穹变》《青丘狐传说》《霸道天下》《少年三国志》《时空猎人》《新征途》《英魂之刃》《开心消消乐》《大主宰》《全民主公》《神雕侠侣》《帝尊》《大富豪 2》《武极天下》《风云》《天龙八部 3D》《少年四大名捕》
金融	微众银行，富途证券，泰康人寿，安心财险，分期乐，妈妈资本，中金在线，和泰人寿，财人汇，广发证券，威富通
医疗	卓健·移动远程，卓健·掌上医院，医链，杏仁医生，泰道，微医集团，百洋健康网
电商	聚美优品，锤子科技，小红书，海澜之家，折 800，楚楚街，世界工厂网，微影时代
视频	斗鱼 TV，蘑菇街，快手，bilibili，熊猫直播，龙珠直播，广东网络广播电视台，中国网络电视台，Live Me，Zenjoy
O2O	滴滴出行，大众点评，土巴兔，e 袋洗，58 同城
微信	易企秀，兔展，微信生意宝，指点传媒，小猪 CMS，初页，同程网，住哲网，7 天连锁酒店
移动应用	荔枝 FM，大象册，搜狗
政务	四川省人民政府，云南省公安厅，厦门市人民政府，广东省人民政府，海南省公安厅，深圳市住房和建设局，广州市人民政府，深圳市公安局
在线教育	猿题库，新东方，多狮口语，ABC360，腾讯课堂
企业	人民日报，树根互联

资料来源：腾讯云，长城证券研究所

图 24: 2018 年上半年前五大中国公有云 IaaS 市场份额



资料来源: IDC, 长城证券研究所

3.3 内容类平台之 PGC: 以资本开支为核心的“长视频”和“音乐平台”

长视频平台和音乐平台虽然早期可以通过用户流量导流孵化, 但其最后依赖的是内容流量, 因而其竞争的主要是版权内容, 这就需要较大的资本支出。以视频平台为例, 爱奇艺的内容成本 2016~2017、2018Q3 为 75.41 亿、126.17 亿和 60 亿 (YOY+60%); 以音乐平台为例, 其音乐服务成本为 2016~2017、2018H1 为 24.81 亿、61.42 亿和 44.99 亿 (YOY+70.5%) (包含音乐版权成本和主播分成成本等) 正是在这种高版权投入下长视频平台和音乐平台本身的盈利能力相对较弱。

3.3.1 长视频平台: 资本开支持续增长, 盈亏关键是加大自制和提高会员费

■ 影视剧成主要流量来源, 硬广和会员增长将进入瓶颈期

在长视频领域, 腾讯视频、爱奇艺和优酷视频, 均主要通过影视剧流量来吸引用户, 进而通过用户付费和硬广收入来进行变现; 而芒果 TV 主要通过综艺流量来吸引用户。根据腾讯视频 2017 年播放流量的分析, 约 60.85% 为电视剧播放量、约 15.15% 为网络剧播放量、约 18.03% 为综艺流量、约 5.96% 为动画流量。站在视频平台角度, 电视剧流量的变现效率是低于综艺的变现效率, 因为综艺一般还有一项软广收入。

表 18: 2017 年腾讯视频电视剧和网络剧分别占总播量的 60.85% 和 15.15%

	电视剧	网络剧	综艺	动画
播放量	1,426	355	423	140
占比	60.85%	15.15%	18.03%	5.96%

资料来源: 猫眼专业版, 腾讯视频, 长城证券研究所

注: 电视剧、网络剧和综艺为 2017 年前 50 名作品在腾讯视频播放量 (来自猫眼专业版); 动画主要来自腾讯视频 2017 年前 50 名热门动画播放量

硬广是视频网站发展过程中一直存在的变现模式, 但是目前其增长相对乏力, 一般视频平台的硬广售卖率大约是 60%~70%, 同时其价格增长相对缓慢。视频网站的硬广客户

往往是中小企业主，因而其与宏观经济走势密切相关。通过跟踪爱奇艺的硬广刊例价，可以发现其刊例价格即使在 K 级城市，2017~2018 的增速均只有 8.3% 和 7.7%，进而其实际价格的增长更加缓慢。

表 19: 爱奇艺各类城市的 15s 贴片广告 CPM 价格及增长率

市场分级	2015	2016	2017	2018
K	100.00	120	130	140
A+	54.55	90	90	100
A	40.91	65	70	70
B		50	50	50
省级			45	45
K		20.0%	8.3%	7.7%
A+		65.0%	0.0%	11.1%
A		58.9%	7.7%	0.0%
B			0.0%	0.0%
省级				0.0%
全国		25.7%	0.0%	0.0%

资料来源: 爱奇艺, 长城证券研究所

会员付费方面, 视频平台通过持续低折扣的会员价, 促使整体付费率水平已达到较高水平, 未来进一步增长的压力相对较大。通过分析优酷、爱奇艺和腾讯视频 2018 年促销后的月均价格, 优酷为 7.75~9.83 元/月, 爱奇艺为 7.42~9.83 元/月, 腾讯视频为 8.17~9.83 元/月, 年化约为 100 元左右, 促销力度极大。同时视频平台通过各种搭售方式来进行进一步挖掘付费用户, 如优酷通过搭售各种电商产品, 如西屋原汁机、天猫精灵套装等; 而爱奇艺通过与京东联合推出“京东 PLUS+爱奇艺黄金会员”; 腾讯视频与中国联通推出大王卡, 实现腾讯视频免流量。

表 20: 优酷 2018 年会员价促销 (单位: 元)

时间	促销价	年卡		季卡		
		原价	价格/月	促销价	原价	价格/月
5月20日	118	198	9.83			
8月6日	99	198	8.25			
11月11日	99	198	8.25	28	56	9.33
12月21日	118	198	9.83			
12月27日	93	198	7.75	39元/4个月		9.75

资料来源: 优酷, 长城证券研究所

表 21: 爱奇艺 2018 年会员价促销 (单位: 元)

时间	促销价	年卡			季卡		
		原价	价格/月	促销价	原价	价格/月	
2月16日	118	198	9.83				
4月22日	99	198	8.25				
5月2日				54元/6个月	58	9	
6月2日	138	198	11.50				
7月14日	89	198	7.42				
11月20日				54元/6个月	58	9	

资料来源: 爱奇艺, 长城证券研究所

表 22: 腾讯视频 2018 年会员价促销 (单位: 元)

时间	年卡			季卡		
	促销价	原价	价格/月	促销价	原价	价格/月
5月17日	118	198	9.83			
7月20日	99	198	8.25	34	68	11.33
11月14日	99	198	8.25			
12月21日	98	198	8.17			

资料来源: 腾讯视频, 长城证券研究所

为了更好的了解付费率水平, 我们采用付费用户数与移动端用户的比值来衡量, 这样可以剔除 PC 和移动的重合用户, 同时 PC 端用户也有较大概率是移动用户。由于付费用户往往是时点数据, 因而付费率也是时点数据。爱奇艺移动端用户采用 QB 数据情况下, 2017 年 12 月 31 日、2018 年 6 月 30 日的付费率分别为 10.57% 和 13.28%。

表 23: 爱奇艺付费率的测算 (单位: 万人)

	2017H1	2017H2	2018H1
时点数	3,000	5,080	6,620
QB 口径的月活		48,048	49,859
付费率		10.57%	13.28%
变化率			2.7%

资料来源: 爱奇艺, Questmobile, 长城证券研究所

■ 盈亏关键: 成本端加大内容自制, 收入端提高会员费

长视频成本端主要取决于竞争格局和自制能力, 竞争格局决定了采购版权的价格, 而自制能力决定了自制版权的成本。目前视频平台中, 主要是腾讯视频、爱奇艺和优酷竞争相对激烈。根据新剧观察 2018 年优酷版权预算 300 亿、腾讯视频 250 亿, 爱奇艺 100 亿。相对于头部版权剧的竞价, 视频平台能够在一定程度上控制定制剧和自制剧的成本, 从而适当控制成本规模。根据传媒内参公众号, 2018 年网络剧中优酷、腾讯视频和爱奇艺的自制比例均已达 32.8%、38.8% 和 50.6%, 这将有助于视频平台控制内容成本。

表 24: 2018 年优爱腾网络剧聚集分布

平台	片单数	自制剧	版权剧	自制比例
优酷	58	13	39	32.76%
腾讯视频	67	26	41	38.81%
爱奇艺	79	40	39	50.63%

资料来源: 传媒内参公众号, 长城证券研究所

视频平台竞争格局稳定后, 会员费的提升将是视频平台的盈利关键。根据视频平台的促销信息, 预计 2018Q3 爱奇艺的会员价格约为 100 元左右/年, 而正常情况下爱奇艺年度会员的价格为 198 元/年。因此如果在会员具备粘性且各视频平台不打价格战的背景下, 如果会员价格能够恢复到原价, 那么视频平台会员收入预计将翻倍, 以爱奇艺 2018Q3 数据为例, 会员收入 28.52 亿元、运营亏损 25.91 亿元, 会员价格的上涨将有效促使会员收入在一定程度上弥补亏损。

3.3.2 流媒体音乐：竞争格局优于长视频，腾讯音乐剔除直播收入仍能盈利

相比于长视频，腾讯音乐集团面临的竞争格局更加有利，腾讯音乐拥有 QQ 音乐、酷狗音乐和酷我音乐三大平台，其主要竞争对手为网易云音乐。虽然腾讯音乐集团在音乐版权采购方面投入力度较大，但由于其竞争对手的采购预算相对有限，其成本也能控制在一定范围内，因此即使将直播的利润剔除后，其本身音乐订阅收入仍然能够实现盈利，只是规模并没有那么大。

由于腾讯音乐集团的直播平台更加接近于秀场直播，因此我们通过对映客的财务数据来分析腾讯音乐的直播业务对集团的利润贡献。2018 年上半年映客的收入为 22.81 亿，净利润为 9.58 亿，由于其刚上市，因而剔除附有优先权的金融工具公允价值收益 5.49 亿后，其经调整的净利润约为 4.09 亿，因而净利率为 17.9%，这里我们假设在腾讯音乐集团社交娱乐（主要是直播）净利率在 16%、17%、18%、19% 和 20% 的情况下，2018 年上半年社交娱乐（主要是直播）对净利润的贡献约为 55.7%~69.6%。因此总结来说，虽然腾讯音乐集团贡献主要利润的是相关音乐平台的直播业务，但是其本身音乐付费业务也能在一定程度上覆盖音乐版权费用进而实现盈利。

表 25：腾讯音乐“音乐付费”和“社交娱乐”的利润贡献敏感性分析（单位：百万元）

	2016	2017	2018H1
社交娱乐服务收入	2,217	7,832	6,066
社交娱乐预计净利率	社交娱乐服务预计净利润		
16%	354.72	1253.12	970.56
17%	376.89	1331.44	1031.22
18%	399.06	1409.76	1091.88
19%	421.23	1488.08	1152.54
20%	443.4	1566.4	1213.2
社交娱乐预计净利率	占公司总净利润的比例		
16%	417.3%	95.0%	55.7%
17%	443.4%	100.9%	59.2%
18%	469.5%	106.9%	62.6%
19%	495.6%	112.8%	66.1%
20%	521.6%	118.8%	69.6%

资料来源：腾讯音乐，长城证券研究所

3.4 内容类平台之 UGC：以 UGC 作者为核心的“阅读平台”和“短视频”

“阅读平台”和“短视频”虽然也能通过社交流量来构建平台，但是由于其相对缺乏 UGC 作者，因而相比其他早已形成规模的平台而言，竞争优势并不大。因此，社交平台在进军 UGC 平台时，需要通过收购具备一定作者优势的平台，来加速发展。

3.4.1 阅读平台：盛大文学具有先发优势，QQ 阅读收购盛大文学而壮大

网络文学主要是 UGC 模式生产，因而其核心是网络文学作家，网络文学作家与用户之间具有正相关性，作家的聚集将吸引更多用户，而更多的用户也将吸引更多作家。因此，社交平台在切入阅读领域时，其需要收购原有网络文学平台，才能较快的实现对作家的聚集，这也正是 QQ 阅读会收购盛大文学的原因。因此我们可以看到目前 QQ 阅读 APP 和起点的内容均主要定位小说，且热门小说的排序基本一致。QQ 阅读 APP 和起点 APP 默认榜单（排第一个的榜单）均为风云榜，两者的风云榜基本一致。

表 26: QQ 阅读与起点风月榜排名作品相同（按月票进行排名）

排名	作品	排名	作品
1	重生之都市修仙	11	道君
2	深夜书屋	12	太初
3	天道图书馆	13	牧神记
4	诡秘之主	14	这里有妖气
5	全球高武	15	史上最强赘婿
6	天阿降临	16	明朝败家子
7	圣武称尊	17	伏天氏
8	大医凌然	18	凡人修仙之仙界篇
9	民国谍影	19	我有一座恐怖屋
10	诸天农贸世界	20	汉乡

资料来源：QQ 阅读 APP、起点 APP，长城证券研究所

3.4.2 短视频平台：快手抖音具备先发优势，腾讯微视追赶乏力

短视频领域，快手率先发力，前期内容主要是各种搞笑视频，因而其很早就聚集了一批搞笑视频作者，而抖音以音乐和拍摄手法为突破点，吸引了众多达人加入，主要发力高质量视频，而微视在内容运营方面也倾向于高质量视频，虽然其有腾讯流量加持，但其对作者的吸引力仍然没有抖音强，因此我们预计微视较难追赶抖音。由于较难获取抖音和微视的活跃作者数量，因此我们通过其短视频数量来比较，我们在抖音和微视里搜索“新年”话题，抖音的短视频远多于微视。

图 25: 微视 (第 1 张图) 和抖音 (后 3 张图) 的“新年”话题比较



资料来源: 抖音、微视, 长城证券研究所

3.5 游戏平台: 将爆款游戏的价值发挥到最大, 收购、代理与自研皆可

3.5.1 游戏是腾讯最大增长动力: 2008~2013 靠端游, 2014~至今靠手游

从 2008~至今, 腾讯的增长主要来自于游戏的增长, 2008 年 Q2 推出了至今仍然贡献较大收入的《地下城与勇士》和《穿越火线》, 开启公司 PC 端游戏的高速增长, 2014 年开始受益于整体手游的发展 (作为游戏平台), 2015 年底《王者荣耀》的推出进一步公司手游的发展。

表 27: 2018~2017 腾讯控股对网络游戏收入增长的解释

2008	2009	2010	2011	2012
二零零八年推出新的游戏(包括地下城与勇士、穿越火线、QQ 炫舞及 QQ 飞车)以及 QQ 华夏及 QQ 三国的全年影响的推动下, 网络游戏收入取得增长。	网络游戏收入由上一年的 23.259 亿元增加 131.5% 至本年度的 53.854 亿元, 乃因于二零零八年推出的 MMOG 及中型休闲游戏(包括地下城与勇士、穿越火线、QQ 炫舞及 QQ 飞车)大受市场欢迎。QQ 游戏本年亦取得按年增长。网络游戏收入的增长因较为成熟的	网络游戏收入由上一年的 53.854 亿元增加 76.6% 至本年度的 95.097 亿元, 乃由于来自本集团主要的 MMOG 及中型休闲游戏(包括地下城与勇士、穿越火线、QQ 炫舞及 QQ 飞车)的收入增加, 该增加亦受惠于二零一零年推出的新网络游戏的收入贡献及 QQ 游戏	网络游戏收入由上一年的 95.097 亿元增加 66.4% 至 158.214 亿元。该项增加主要反映现有游戏如穿越火线、地下城与勇士、QQ 游戏、七雄争霸及 QQ 飞车日益受欢迎, 以及英雄联盟等新游戏的贡献。英雄联盟于 2011 年 9 月推出。	网络游戏收入增加 44% 至 228.49 亿元。其主要源于主要游戏的贡献, 于二零一二年新推出游戏的贡献, 国际市场增长的贡献及 QQ 游戏平台的持续增长。

2008	2009	2010	2011	2012
	MMOG 的收入下降而有所抵销。	的增长。		
2013	2014	2015	2016	2017
网络游戏收入增加 34% 至 319.66 亿元。该项增加主要反映我们在国内的主要个人计算机游戏、英雄联盟在国际市场的以及推出新款个人计算机游戏的贡献。	网络游戏收入增长 40% 至 447.56 亿元。该项增长主要受中国及国际市场计算机游戏收入增长以及于二零一三年推出的结合 QQ 手机版及微信的智能手机游戏收入大幅增长所推动。	网络游戏收入增长 26% 至 565.87 亿元，该项增加主要反映智能手机游戏收入的增加，主要受我们的多元化游戏组合及前述采用总额确认收入的较小程度的影响所推动。个人计算机游戏收入亦有所增长，主要受我们的主要游戏及于二零一五年推出的新游戏所推动。	网络游戏收入增长 25% 至 708.44 亿元，该项增长主要受我们的主要智能手机游戏（如《王者荣耀》、《穿越火线：枪战王者》及《剑侠情缘》）收入的增长所推动。该项增长亦受到若干主要个人计算机客户端游戏收入的增长所推动。	网络游戏收入增长 38% 至 978.83 亿元，该项增长主要受我们的智能手机游戏（包括《王者荣耀》等现有游戏以及《魂斗罗：归来》、《龙之谷》与《经典版天龙手游》等新游戏）收入的增长所推动。个人计算机客户端游戏（如《地下城与勇士》及《英雄联盟》）亦对收入增长作出资料来源：长城证券研究所贡献。

资料来源：腾讯控股，长城证券研究所

我们通过各项业务的收入增量占当年总收入增量的比例来衡量各项业务的收入贡献，可以看到 2010~2013 网络游戏（主要是 PC 端游）贡献百分比分别为 57.2%、71.3%、45.7% 和 55.1%，贡献公司 50% 以上的收入增长；2014~2017 年智能手机游戏贡献百分比分别为 55.6%、38.5%、34.9% 和 28.4%，贡献公司 30% 以上的收入增长。

表 28：2008~2013 年端游对腾讯控股收入增长贡献约 50% 左右

	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
贡献百分比						
一、增值服务	89.8%	96.9%	93.8%	91.7%	61.1%	56.0%
1、互联网增值服务	72.0%	87.3%	82.6%	85.4%	58.1%	78.5%
1.1、网络游戏收入			57.2%	71.3%	45.6%	55.1%
个人电脑游戏收入						
智能手机游戏收入						
1.2、社交网络收入			25.4%	14.1%	12.5%	23.4%
2、移动及电信增值服务	17.7%	9.6%	11.2%	6.3%	2.9%	
二、网络广告	10.0%	2.6%	5.7%	7.0%	9.0%	10.0%
2.1、媒体广告收入						
2.2、社交及其他广告收入						
过去的分类						
2.1、效果广告收入						
2.2、品牌展示广告收入						
三、电子商务服务	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.8%	32.4%
四、其他产品	0.2%	0.5%	0.5%	1.3%	1.1%	1.6%

资料来源：腾讯控股，长城证券研究所

表 29: 2008~2013 年手游对腾讯控股收入增长贡献约 30%左右

	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31
贡献百分比				
一、增值服务	99.1%	72.5%	55.3%	53.8%
1、互联网增值服务				
1.1、网络游戏收入	69.2%	49.4%	29.1%	31.5%
个人电脑游戏收入	22.9%	28.7%	7.1%	12.1%
智能手机游戏收入(部分收入统计在社交网络收入中)	55.6%	38.5%	34.9%	28.4%
1.2、社交网络收入	29.9%	23.1%	26.3%	22.3%
2、移动及电信增值服务				
二、网络广告	17.7%	38.3%	19.4%	15.7%
2.1、媒体广告收入				
2.2、社交及其他广告收入				
过去的分类				
2.1、效果广告收入			14.4%	12.3%
2.2、品牌展示广告收入			5.0%	3.4%
三、电子商务服务	-27.3%	-19.9%	0.0%	0.0%
四、其他产品	10.5%	9.0%	25.3%	30.5%

资料来源: 腾讯控股, 长城证券研究所

3.5.2 获得爆款游戏是腾讯游戏增长的核心, 无论收购/代理/自研

■ 腾讯游戏的最大增长在于将爆款游戏的价值发挥到最大

腾讯 PC 端游中的主要增长动力来源于《穿越火线》(代理)、《地下城与勇士》(代理)和《英雄联盟》。由于《穿越火线》和《地下城与勇士》主要在中国地区相对火爆, 因而我们对其中中国收入进行敏感性分析, 假设两者的收入占比均为 80%、70%和 60%三种情况。

在《穿越火线》和《地下城与勇士》的收入中 80%来自中国的情况下, 这三款游戏 2013~2017 年占腾讯端游收入的 35%、42.2%、56.4%、53.6%和 55.6%。在《穿越火线》和《地下城与勇士》的收入中 60%来自中国的情况下, 这三款游戏 2013~2017 年占腾讯端游收入的 29.4%、35.9%、49.1%、46.8%和 48.2%。因此总体而言《穿越火线》(代理)、《地下城与勇士》(代理)和《英雄联盟》三款端游占腾讯端游收入约 50%以上。

表 30: 假设《穿越火线》和《地下城与勇士》中国区收入占比为 80%

	2013	2014	2015	2016	2017
1、穿越火线	46.7016	43.84536	61.5384	60.984	76.272
全球 (亿美元)	9.57	8.97	11.1	11	14
中国占比	80%	80%	80%	80%	80%
2、英雄联盟	38.064	57.8006	112.8204	117.81	143.01
全球 (亿美元)	6.24	9.46	16.28	17	21
3、地下城与勇士	20.7888	43.55208	58.32288	60.984	87.168
全球 (亿美元)	4.26	8.91	10.52	11	16
中国占比	80%	80%	80%	80%	80%
4、其他	196.03743	198.74968	179.97448	207.593	244.55

	2013	2014	2015	2016	2017
合计	301.59183	343.94772	412.65616	447.371	551
汇率	6.1	6.11	6.93	6.93	6.81
前三款端游占比	35.0%	42.2%	56.4%	53.6%	55.6%

资料来源: Superdata, 长城证券研究所

表 31: 假设《穿越火线》和《地下城与勇士》中国区收入占比为 70%

	2013	2014	2015	2016	2017
1、穿越火线	40.8639	38.36469	53.8461	53.361	66.738
全球(美元)	9.57	8.97	11.1	11	14
中国占比	70%	70%	70%	70%	70%
2、英雄联盟	38.064	57.8006	112.8204	117.81	143.01
全球(美元)	6.24	9.46	16.28	17	21
3、地下城与勇士	18.1902	38.10807	51.03252	53.361	76.272
全球(美元)	4.26	8.91	10.52	11	16
中国占比	70%	70%	70%	70%	70%
4、其他	204.4737	209.6744	194.9571	222.839	264.98
合计	301.5918	343.9477	412.6562	447.371	551
汇率	6.1	6.11	6.93	6.93	6.81
前三款端游占比	32.2%	39.0%	52.8%	50.2%	51.9%

资料来源: Superdata, 长城证券研究所

表 32: 假设《穿越火线》和《地下城与勇士》中国区收入占比为 60%

	2013	2014	2015	2016	2017
1、穿越火线	35.0262	32.88402	46.1538	45.738	57.204
全球(美元)	9.57	8.97	11.1	11	14
中国占比	60%	60%	60%	60%	60%
2、英雄联盟	38.064	57.8006	112.8204	117.81	143.01
全球(美元)	6.24	9.46	16.28	17	21
3、地下城与勇士	15.5916	32.66406	43.74216	45.738	65.376
全球(美元)	4.26	8.91	10.52	11	16
中国占比	60%	60%	60%	60%	60%
4、其他	212.91	220.599	209.9398	238.085	285.41
合计	301.5918	343.9477	412.6562	447.371	551
汇率	6.1	6.11	6.93	6.93	6.81
前三款端游占比	29.4%	35.9%	49.1%	46.8%	48.2%

资料来源: Superdata, 长城证券研究所

腾讯 2018Q3 手游收入约为 195 亿, 而伽马数据显示 2018Q3《王者荣耀》收入为 50+ 亿, 约占其 25.6%。我们统计了 IOS 畅销榜前 100 名中的手游, 腾讯占 42 款, 同时根据 Sensor Tower 数据获得这 42 款手游的 IOS 端充值额, 可以发现前 5 款游戏《王者荣耀》、《侍魂: 胧月传说》、《QQ 飞车》、《红警 OL》、《火影忍者 OL-忍者新世代》分别占这 42 款游戏流水的 38.07%、5.86%、5.49%、5.12% 和 4.03%, 可见《王者荣耀》单款手游对其手游收入的影响的重要性。

表 33: 2018 年 12 月腾讯手游 IOS 畅销榜前五游戏的 IOS 端充值额

游戏名	充值额 (百万美元)	占腾讯 42 款游戏的比例
王者荣耀	104	38.07%
侍魂: 胧月传说	16	5.86%
QQ 飞车	15	5.49%
红警 OL	14	5.12%
火影忍者 OL-忍者新世代	11	4.03%

资料来源: Sensor Tower, 长城证券研究所

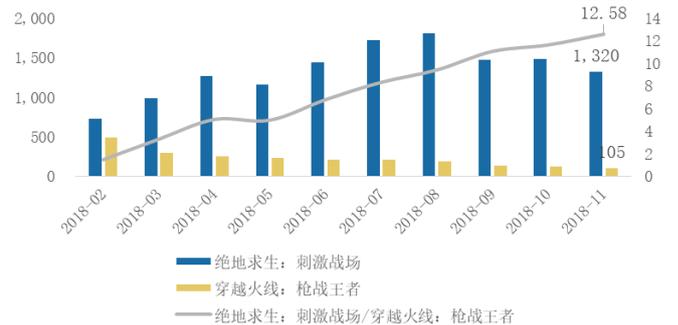
同时,《绝地求生:刺激战场》尚未拿到游戏版号也是导致腾讯手游收入增长放缓的重要原因,我们可以具体测算《绝地求生:刺激战场》的影响有多大,这里我们采用腾讯的 FPS 《穿越火线:枪战王者》为例,其 2018M12 的 IOS 充值额为 10M 美元。2018 年 6 月~11 月,《绝地求生:刺激战场》IOS 端日活大约是《穿越火线:枪战王者》的 6.80、8.33、9.42、11.07、11.64、12.58 倍,因而预计《绝地求生:刺激战场》IOS 端月充值额潜力约 68M~126M 美元左右(目前《王者荣耀》12 月为 108M 美元)。同时《绝地求生:刺激战场》2018 年 6 月~11 月的日活用户数大约是《王者荣耀》的 59.7%、62.2%、68.2%、63.3%、60.2%和 59.0%,大约是 60%《王者荣耀》的日活用户水平,这就再一次说明《绝地求生:刺激战场》单款游戏对公司手游收入的影响较大。

图 26: 《王者荣耀》与《绝地求生:刺激战场》日活



资料来源: Questmobile, 长城证券研究所整理

图 27: 《刺激战场》与《穿越火线》日活



资料来源: Questmobile, 长城证券研究所整理

对于同一款游戏,对于腾讯和其他公司而言,其价值是不一样的(腾讯以其能够达到的最大价值来衡量),因而腾讯有较大动机去代理爆款游戏或者收购爆款游戏研发商。

表 34: 腾讯控股 2006~2018 年投资的游戏公司一览

年份	并购标的	持股比例	金额	代表性游戏
2006	GoPets (韩国)	16.90%	3281.3 万元	
2007	永航科技 (北京)	63.90%	不详	QQ 炫舞
	Vina Games (韩国)	30.20%	不详	泡泡堂
2008	Outspark (美国)	不详	1100 万美元	世纪领主
2010	网域 (深圳)	100%	4.5629 亿元	QQ 华夏、英雄岛
	游戏谷 (北京)	68.00%	1.68 亿元	七雄争霸、魔幻大陆、功夫西游
	GH Hope Island (韩国)	不详	25 亿韩元	
	Eyedentity Games (韩国)	不详	39.99 亿韩元	龙之谷
	Redduck (韩国)	不详	15 亿韩元	战地之王、重火力
	Nextplay (韩国)	不详	15 亿韩元	QQ 仙境

	Topping (韩国)	不详	15 亿韩元	
	Reloaded Studios (韩国)	不详	54.95 亿韩元	
	Studio Hon (韩国)	不详	14.5 亿韩元	
2011	Roit (美国)	100%	16.79 亿元	英雄联盟
	漫游谷 (北京)	62.50%	7.6431 亿元	
	Epic Games (美国)	48.40%	20.8721 亿元	战争机器 3、堡垒之夜
	金山网络 (北京)	15.28%	7.4181 亿元	
2012	银汉科技 (广州)	15.00%	数千万元	
	Level Up International (新加坡)	100%	3.4806 亿元	
2013	动视暴雪	24.70%	14 亿美元	使命召唤、魔兽世界、星际争霸、暗黑破坏神、炉石传说、守望先锋
	乐逗游戏 (深圳)	20.40%	1500 万美元	水果忍者、神庙逃亡系列、地铁跑酷、纪念碑谷
	Plain Vanilla (冰岛)	不详	2200 万美元	
2014	4:33 Creative : Lab (韩国)	不详	1.1 亿美元	
	Playdots (美国)	不详	1000 万美元	
	Aiming (日本)	16.84%	不详	
	CJ Games (韩国)	28.00%	5 亿美元	
	擎天柱 (广州)	不详	1.5 亿元	
	TapZen (韩国)	不详	800 万美元	
	PATI Games (韩国)	不详	200 亿韩元	
	艺动娱乐 (北京)	不详	数千万元	
2015	Glu Mobile (美国)	14.60%	1.26 亿美元	
	Miniclip (瑞士)	不详	不详	
	Hammer&Chisel (美国)	不详	不详	
2016	Paradox Interactive (瑞典)	5.00%	1.38 亿元	骑马与砍杀
	Supercell (芬兰)	不详	90 亿美元	部落冲突: 皇室战争、海岛奇兵
2017	西山居 (珠海)	9.90%	1.43 亿美元	剑网、剑侠世界
2018	盛大游戏 (上海)	不详	30 亿元	传奇、百万亚瑟王
	蓝洞 (韩国)	10%	5882 亿韩元	绝地求生: 大逃杀
	育碧 (法国)	5%	3.7 亿欧元	刺客信条、彩虹六号、雷曼

资料来源: 游戏葡萄, 长城证券研究所

3.5.3 Line 游戏收入逊色的主要原因在于对爆款游戏的代理和收购不足

Line 在对爆款游戏的代理和收购方面不容乐观, 多年来, Line 一直拘泥于休闲游戏。截止 2018 年 12 月, Line 排名前五的游戏主要是休闲游戏, 分别是《LINE: 迪士尼消消乐》、《JUMP 英雄大乱斗》、《LINE: 消除泡泡龙 2》、《LINE: 波兔波兔》、《LINE: PLAY 打造完美小屋》, 但只有 1 款《Line: 迪士尼消消乐》进入日本 IOS 畅销榜前 10。

根据 SensorTower 数据, Line 收入最高的是《LINE: 迪士尼消消看》, 其 18M12 IOS 端充值额为 8M 美元, 相比而言日本 IOS 畅销榜前十的游戏 18M12 IOS 端充值额为 6~53M 美元, 因此可见 Line 在游戏方面的竞争力远不如腾讯在中国游戏领域的竞争力。

表 35: 日本 IOS 游戏畅销榜及充值额 (百万美元)

排名	游戏名	开放商	IOS 流水
1	Fate/Grand Order (命运/冠位指定)	Aniplex Inc.	34
2	パズル&ドラゴンズ (智龙迷城)	GungHo Online Entertainment, Inc.	30
3	ドラゴンボールZ ドッカンバトル (龙珠 Z 爆裂大战)	BANDAI NAMCO Entertainment Inc.	18
4	荒野行動-東京決戦 (荒野行动: 东京决战)	NetEase Games	25
5	LINE: デイズニー ツムツム (迪士尼消消乐)	LINE Corporation	8
6	モンスターストライク (怪物弹珠)	XFLAG, Inc.	53
7	実況パワフルプロ野球 (实况力量职业棒球)	KONAMI	9
8	星のドラゴンクエスト (星之勇者斗恶龙)	SQUARE ENIX INC	6
9	マフィア・シティ-極道風雲 (黑道风云)	YOTTA GAMES LIMITED	9
10	Pok é mon GO (精灵宝可梦 GO)	Niantic, Inc.	25

资料来源: Appannie, SensorTower, 长城证券研究所

表 36: Line 重要游戏的 IOS 端充值额 (百万美元)

IOS 畅销榜排名	游戏名	流水 (百万美元)
5	LINE: デイズニー ツムツム (迪士尼消消看)	8
22	LINE ポコポコ (波兔波兔)	5
53	LINE POP2	1
59	LINE バブル 2 (消除泡泡龙 2)	2
64	ジャンプチ ヒーローズ (JUMP 英雄大乱斗)	0.8
101	LINE ポコパンタウン -PPT- (pokopang 小镇)	0.5
160	LINE ブラウンファーム (熊大农场)	0.4
231	LINE パズル タンタン (熊猫连连看)	0.4

资料来源: Appannie, SensorTower, 长城证券研究所

4. 风险提示

头部游戏版号获取不及预期, 新渠道变迁下关系链迁移不及预期。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>