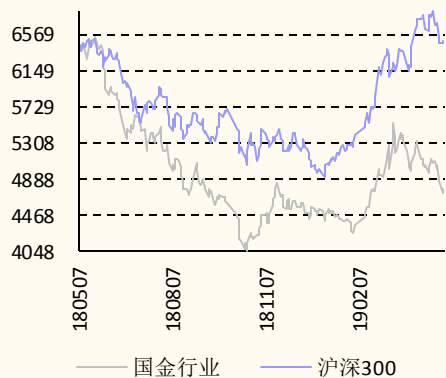


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金其他互联网指数	4771.65
沪深300指数	3913.21
上证指数	3078.34
深证成指	9674.54
中小板综指	9398.35



互联网流量价格触底回升了？ 泛娱乐平台受益最大

行业观点

- **移动流量价格显著回升：**国金研究创新中心的独家监测数据显示：2019年1-4月，移动互联网流量价格持续、显著回升，2018年流量价格普遍下跌的势头有所扭转。宏观经济的回暖以及比较宽松的监管环境，可能导致了广告主需求的上升。效果广告(CPC)的复苏幅度弱于品牌广告(CPM)，因为前者来自中小企业的的需求比例较高。当然，本次复苏的持续性有待观察。
- **泛娱乐内容平台受益最大：**我们发现，各类移动应用的流量价格均出现反弹，其中泛娱乐内容平台的反弹幅度最大。所以，视频平台等对广告收入依赖较高的娱乐应用可能成为最大受益者。社交与通信、泛电商、资讯与流量分发、生活服务与工具等应用的流量价格也有明显反弹。
- **头部流量入口的竞争格局固化：**进入2019年，排名前25的移动应用没有什么新面孔；抖音、拼多多的用户仍在增长，但是增速大幅放缓。在垂直市场尚有变数：趣头条用户基数攀升很快，活跃度有所下降；网易云音乐试图追赶腾讯音乐，但是差距很大；WPS Office的用户活跃度显著提升。

投资建议

- **互联网巨头将受益于流量价格复苏：**以腾讯控股为代表的头部流量入口，以及微博等二线流量入口，将受益于互联网流量价格的复苏；对广告收入的依赖程度越高，受益就越明显。严格地说，一切“流量盈余型”互联网平台都会受益。但是，这种影响可能不会在1-2个季度内完全体现出来。
- **泛娱乐内容平台受益程度最大：**以爱奇艺、芒果TV、B站为代表的视频娱乐平台，将受益于流量价格的强劲反弹。其中，爱奇艺、芒果TV的广告收入占比较大，业绩弹性可能也较大；B站的广告收入贡献较低，但是信息流广告正在发展，而且在与阿里合作尝试网红电商带货模式。
- **“流量输入型”公司面临挑战：**对外部流量依赖程度很高的互联网公司，包括一部分游戏公司、互联网金融公司、垂直电商平台、垂直资讯平台等，可能面临较大的挑战——流量价格攀升将意味着它们的获客成本提升。

风险提示

- 数据准确性问题；宏观经济影响；监管风险。

相关报告

- 1.《进口游戏版号恢复发放，哪些公司受益最大？-进口游戏版号恢复点...》，2019.4.3
- 2.《网络文学二十年：让我们从头认识这个熟悉又陌生的巨大市场-网络...》，2019.3.1
- 3.《2019年春节红包大战分析-一场结局尴尬的互联网营销战》，2019.2.18
- 4.《电商行业出了什么问题？从阿里巴巴调低全年收入增速预期说起...》，2018.11.5

裴培

分析师 SAC 执业编号：S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

内容目录

流量价格触底回升.....这次能持续多久?	3
移动互联网流量价格的下降趋势似乎告一段落.....	3
流量价格全面复苏, 泛娱乐内容应用受益最大.....	4
移动互联网热门赛道的最新进展	6
短视频: 抖音仍在平稳增长, 快手仍然举足轻重.....	6
社交电商: 拼多多用户增长放缓, 用户黏性上升.....	7
新闻资讯: 主打下沉市场的趣头条还能走多远?	8
移动音乐: 网易云音乐不错, 但是腾讯音乐优势太大.....	9
移动办公: WPS Office 的用户活跃度不断攀升.....	10
投资建议	11
头部流量入口可能面临复苏	11
娱乐内容平台受益尤其大.....	11
依赖外部流量的公司面临挑战.....	11
风险提示	11

图表目录

图表 1: 移动互联网流量价格触底回升, 能持续多久?	3
图表 2: 移动互联网头部 App 没有什么惊喜 (单位: 百万)	4
图表 3: 社交与通信流量价格 (2018 年 1 月=100)	5
图表 4: 泛电商流量价格 (2018 年 1 月=100)	5
图表 5: 资讯与流量分发流量价格 (2018 年 1 月=100)	5
图表 6: 泛娱乐内容流量价格 (2018 年 1 月=100)	5
图表 7: 生活服务与工具流量价格 (2018 年 1 月=100)	5
图表 8: 游戏及衍生流量价格趋势 (2018 年 1 月=100)	5
图表 9: 抖音的 MAU 与 DAU 趋势 (单位: 百万)	6
图表 10: 快手的 MAU 与 DAU 趋势 (单位: 百万)	7
图表 11: 拼多多的 MAU 与 DAU 趋势 (单位: 百万)	7
图表 12: 主流电商应用的用户黏性对比.....	8
图表 13: 趣头条的 MAU 与 DAU 趋势 (单位: 百万)	8
图表 14: 今日头条的 MAU 与 DAU 趋势 (单位: 百万)	9
图表 15: 酷狗音乐的 MAU 与 DAU 趋势 (单位: 百万)	9
图表 16: 网易云音乐的 MAU 与 DAU 趋势 (单位: 百万)	10
图表 17: WPS Office 的 MAU 与 DAU 趋势 (单位: 百万)	10
图表 18: WPS Office 的用户活跃度(DAU/MAU)趋势.....	11

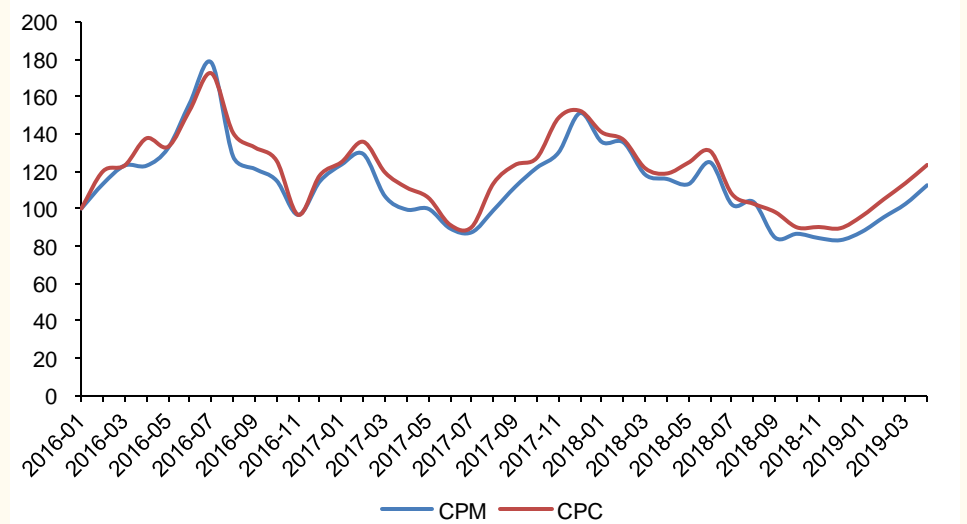
流量价格触底回升……这次能持续多久？

- 整个 2018 年，移动互联网流量价格（无论是 CPM 还是 CPC）都处于持续的下降轨道之中。但是，现在的形势似乎改变了：2019 年 1-4 月，移动流量价格出现强势反弹。这究竟意味着什么？宏观经济复苏了，需求恢复了，还是下跌趋势中的一次回光返照？

移动互联网流量价格的下降趋势似乎告一段落

- 国金研究创新中心的独家监测数据显示，2019 年 1-4 月，移动互联网流量价格出现了强势的环比反弹；截止 4 月底，CPC（点击价格）已经恢复了同比上升的势头，CPM（千人成本价）也与去年同期基本持平。我们是否可以说，贯穿大半个 2018 年的流量价格下跌的势头已经反转了？
- 在过去，持续几个月的流量价格下跌时有发生——2016 年 8-11 月、2017 年 3-7 月都出现过。不过，当过去两轮流量下跌趋势发生时，移动互联网还处于“流量红利”时期，用户基数、用户时长都在强劲增长。当 2018 年再次发生流量价格下跌时，移动互联网的“流量红利”已经耗尽了，进入“存量市场”阶段。因此，互联网公司不得不面临艰难局面。

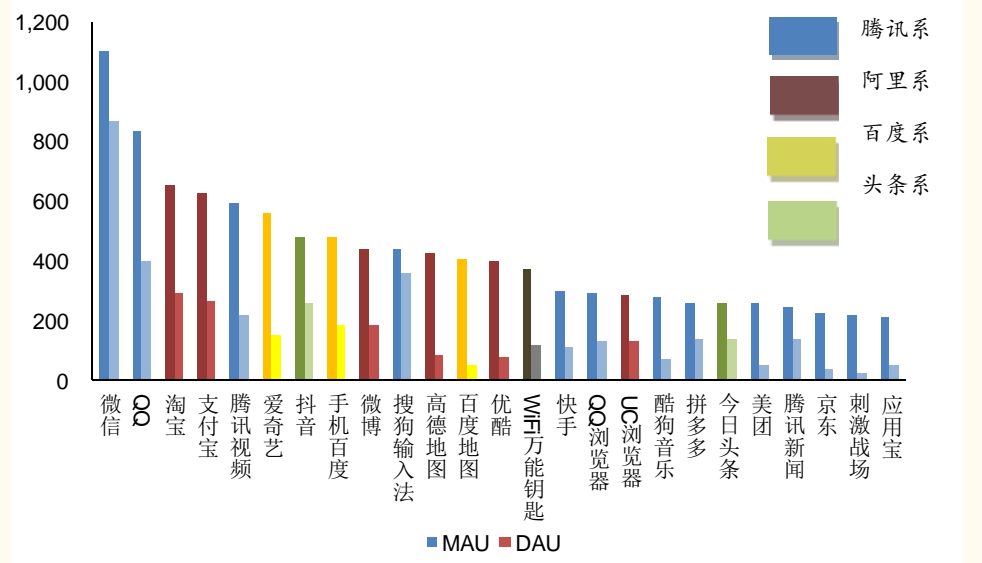
图表 1：移动互联网流量价格触底回升，能持续多久？



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 互联网流量的价格是由供求关系决定的。在短期，供给面变化不大，决定价格的主要是需求面。我们认为，2018 年宏观经济的减速，是导致广告主需求不足的首要因素；监管政策的收紧，也抑制了游戏、互联网金融等广告主的需求。进入 2019 年，宏观经济和监管似乎都有回暖的趋势，导致了广告主预算的恢复性增长。不过，以上只是猜测。现在无人能准确判断：流量价格的反弹，究竟是可持续的，还是回光返照？
- 2019 年 4 月，移动互联网的头部流量入口已经彻底稳定了：MAU（月活用户）排名前 25 的移动 App（也就是中国所有 MAU 超过 2 亿的 App），几乎完全被腾讯、阿里、百度、头条四大生态系统瓜分；其中腾讯、阿里的流量基础明显更大。2018 年，腾讯系的拼多多和刺激战场、头条系的抖音闯入了头部 App 的行列。现在，市场上已经不存在可能进入头部行列的“独角兽”候选人了；除了四大生态系统之外，完全独立的“独角兽”更是少之又少。移动互联网市场下一阶段的变数，主要在于垂直市场、分层市场，例如 B 站、喜马拉雅 FM、趣头条等。

图表 2：移动互联网头部 App 没有什么惊喜（单位：百万）

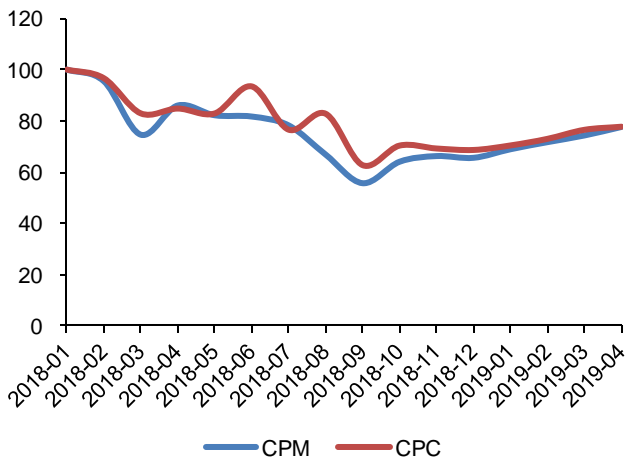


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

流量价格全面复苏，泛娱乐内容应用受益最大

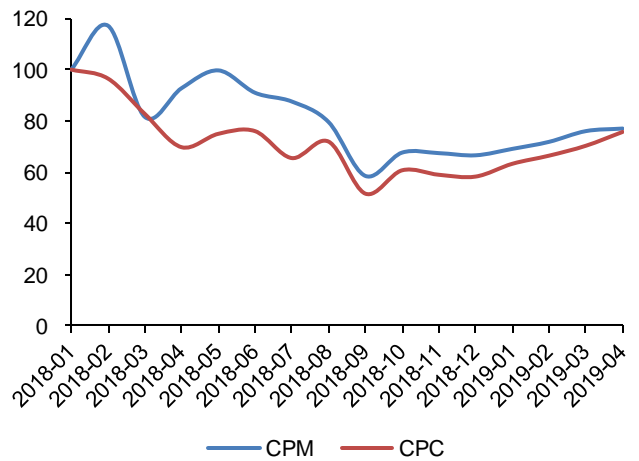
- 我们将主流移动 App 划分为六大类别，并分别统计其流量价格：
- **社交与通信**：主要包括微信等即时通信工具、微博等社交媒体，以及陌陌、小红书等垂直或兴趣社交平台。
- **泛电商**：主要包括淘宝等综合电商平台、闲鱼等二手电商平台、小米商城等品牌自有电商平台、返利网等导购平台。
- **资讯与流量分发**：主要包括所有基于信息流的流量分发平台，例如手机百度（搜索）、QQ 浏览器（浏览器）、今日头条（新闻资讯）等。
- **泛娱乐内容**：主要包括爱奇艺等长视频平台、抖音托短视频平台、酷狗音乐等音频娱乐应用、YY 等直播应用、QQ 阅读等移动阅读应用。
- **生活服务与工具**：主要包括支付宝等支付平台、高德地图等地图应用、搜狗输入法等输入法应用、美团等生活服务平台，以及手机应用商店。
- **游戏及衍生**：主要包括各类移动游戏、游戏助手、游戏垂直资讯平台等。
- 国金研究创新中心的独家监测数据显示：2019 年 1-4 月，以上六大类移动 App 的总体流量价格，均出现了持续、显著的环比复苏。其中，上升幅度最大的是泛娱乐内容应用，已经进入了同比上升的轨道。因此，爱奇艺、B 站、腾讯音乐、芒果 TV 或许将成为上市公司中最大的受益者；腾讯也将受益于旗下庞大的娱乐内容平台业务。

图表 3: 社交与通信流量价格 (2018 年 1 月=100)



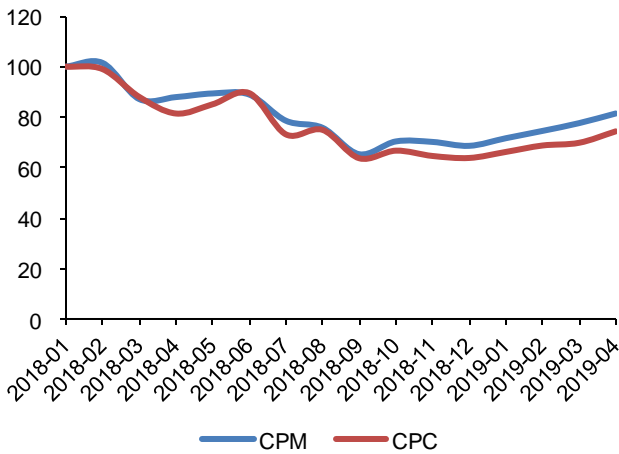
来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

图表 4: 泛电商流量价格 (2018 年 1 月=100)



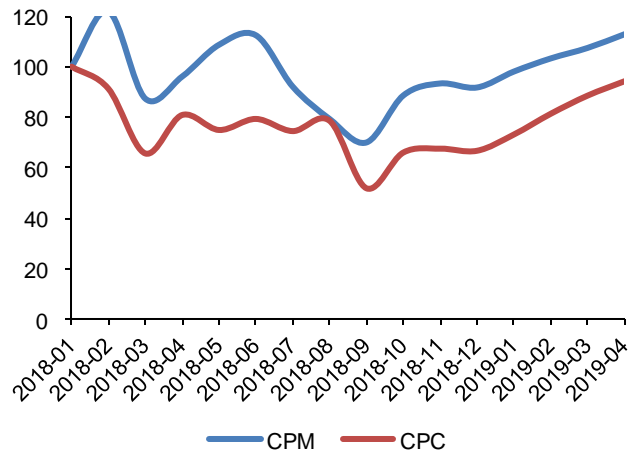
来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

图表 5: 资讯与流量分发流量价格 (2018 年 1 月=100)



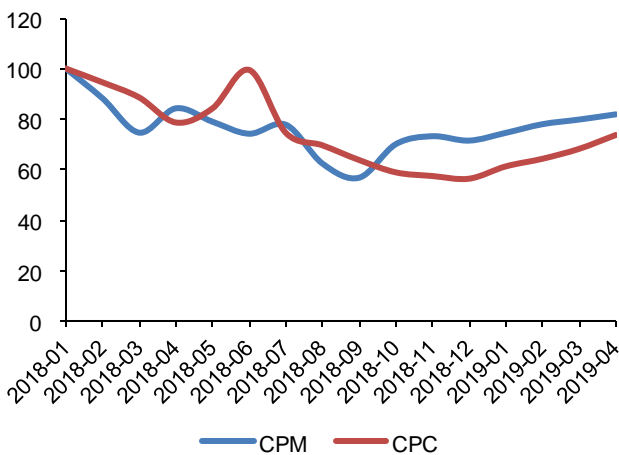
来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

图表 6: 泛娱乐内容流量价格 (2018 年 1 月=100)



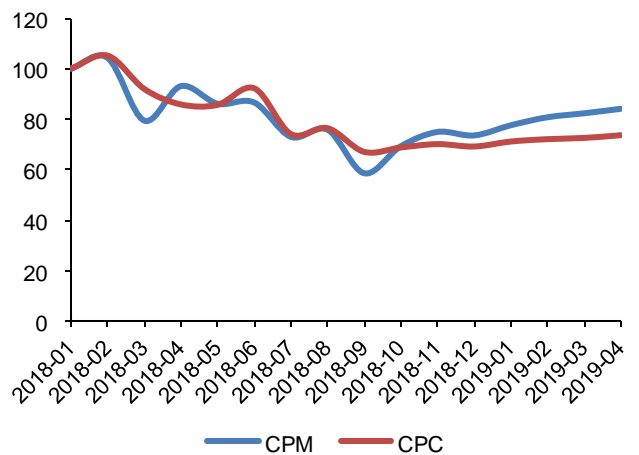
来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

图表 7: 生活服务与工具流量价格 (2018 年 1 月=100)



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

图表 8: 游戏及衍生流量价格趋势 (2018 年 1 月=100)



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

- 有趣的是, 在 2019 年 1-4 月的流量价格复苏过程中, CPC 的回升速度慢于 CPM (仅在社交与通信应用中例外), 而且体现出更高的波动性。我们认为, 这主要是由于 CPM 的需求有很大一部分来自品牌广告主, 尤其是

长单客户，它们的需求存在刚性；CPC 则有大量需求来自中小企业。另外，对于效果类广告而言，广告主往往是“量入为出”，只有自己的收入好转，才会加大广告投入。所以，效果类广告的复苏肯定会滞后于品牌类广告；依赖效果类广告的互联网平台也会面临挑战。

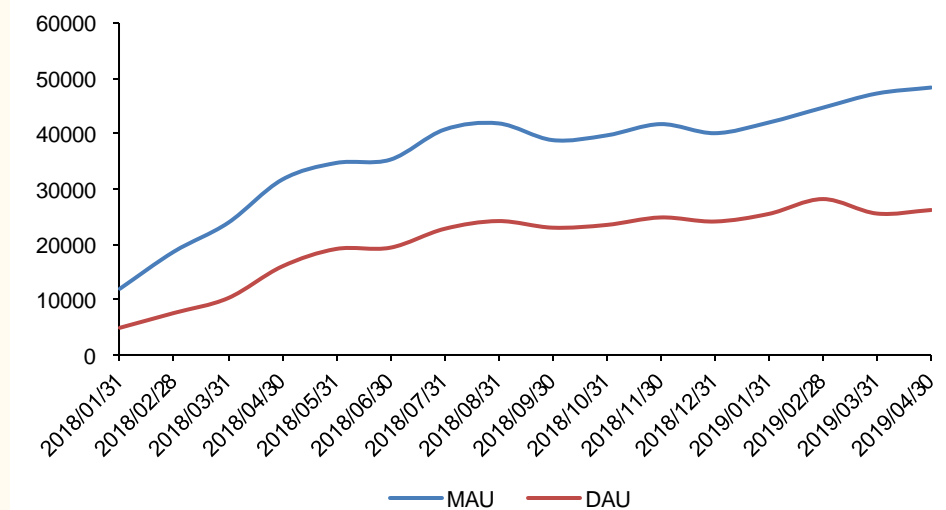
移动互联网热门赛道的最新进展

- 2018 年，我们目睹了抖音和拼多多的强势崛起、腾讯音乐和趣头条的上市；进入 2019 年，以上各条赛道的竞争仍在进行，就连尘埃落定的战场也会产生变数。虽然今年“互联网独角兽”上市的热潮已经衰退，科创板还是吸引了金山办公等申请者。数据能告诉我们什么最新进展？

短视频：抖音仍在平稳增长，快手仍然举足轻重

- 从 2018 年三季度开始，抖音从“爆发性增长”进入了“平稳增长”时期。它的 MAU 环比增速降至个位数，但是没有任何衰退的迹象。在历史上，抖音最值得自豪的是用户活跃度：DAU/MAU 的比值，一般移动 App 往往介于 0.1-0.3 之间，抖音却能达到 0.6；这说明抖音用户的忠诚度和黏性非常高。随着用户基数的进一步扩张，抖音的 DAU 增速慢于 MAU，用户活跃度有下降的趋势，但是仍然高于绝大部分同类 App。

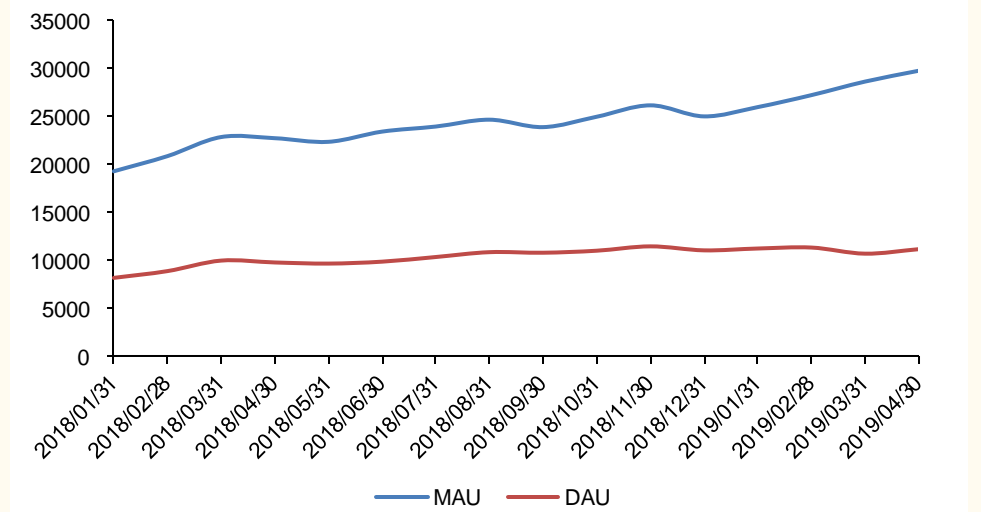
图表 9：抖音的 MAU 与 DAU 趋势（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 在抖音崛起之前，快手是当之无愧的短视频霸主。事实上，快手并没有随着抖音的崛起而衰落，它的 MAU 和 DAU 仍然在增长，只是增速慢于对手。快手的用户活跃度(DAU/MAU)明显低于抖音，但是平均值仍有 0.4 左右，不算太低。在历史上，人们往往认为“北快手，南抖音”，或者“三四线城市快手，一二线城市抖音”；但是，随着用户持续增长，快手和抖音都已经变成了全国性平台，用户画像趋于一致。总而言之，快手虽然在与抖音的竞争中处于下风，但是仍然具备举足轻重的地位。

图表 10: 快手的 MAU 与 DAU 趋势 (单位: 百万)

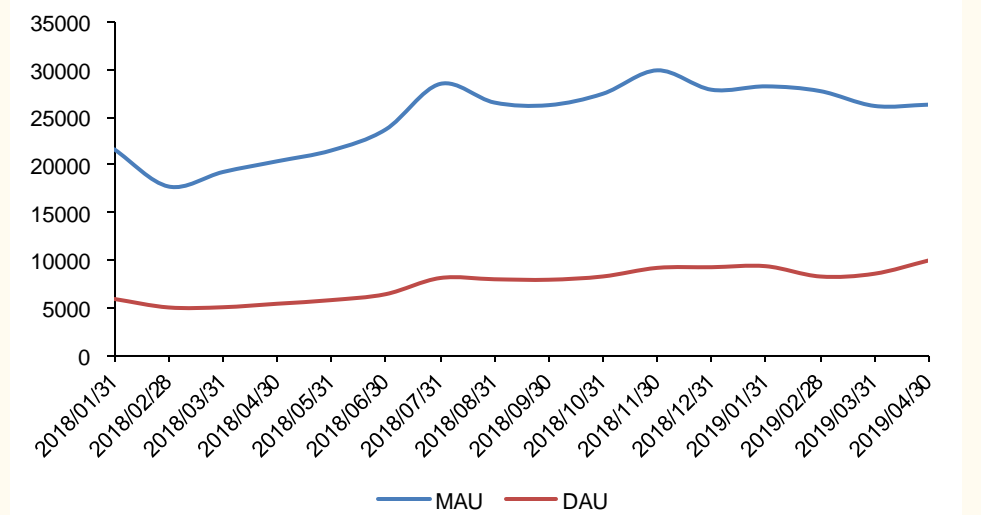


来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

社交电商: 拼多多用户增长放缓, 用户黏性上升

- 2019 年 1-4 月, 受到电商淡季的影响, 拼多多的 MAU (不含小程序) 出现了环比下滑, 同比增速也明显放缓。但是, 它的 DAU 不但没有下降, 反而逆势上升。2018 年 4 月, 拼多多的 DAU/MAU 比值仅为 0.27; 到了 2019 年 4 月, 这个数值已经攀升至 0.38, 超过京东、唯品会, 逼近淘宝。看样子, 经历 2018 年下半年的大规模宣传推广之后, 拼多多正在聚焦于留住用户、提升用户活跃度, 并且颇有进展。

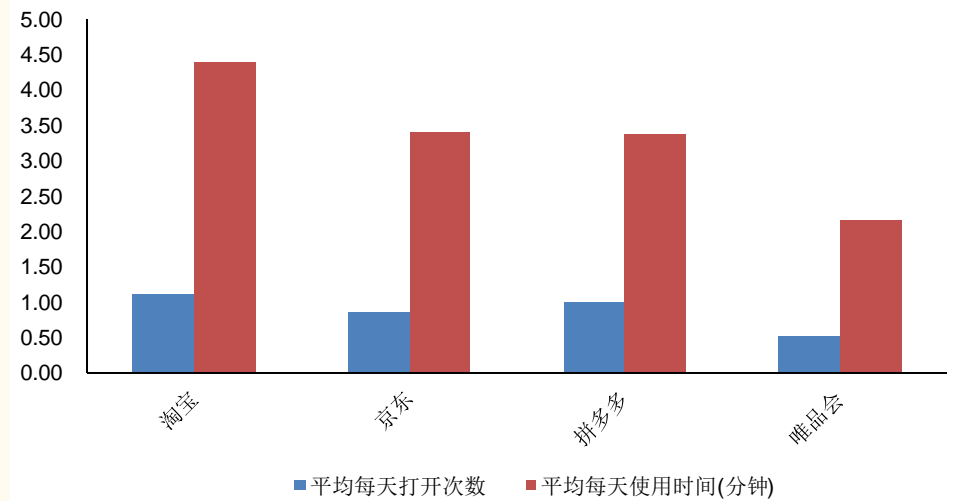
图表 11: 拼多多的 MAU 与 DAU 趋势 (单位: 百万)



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

- 在主流电商应用中, 淘宝的用户黏性是最高的, 在 DAU/MAU 比值、平均每天打开次数、平均每天使用时间上都是如此; 京东和唯品会明显逊色一筹。拼多多的各项用户黏性指标与淘宝的差距已经不大, 而且还在进一步缩小。当然, 淘宝的用户黏性得益于丰富的商品种类、良好的运营、内嵌的社交及娱乐功能; 拼多多还有很长的路要走。无论如何, 现在的拼多多已经是当之无愧的具备独特生态位的头部电商平台。

图表 12：主流电商应用的用户黏性对比

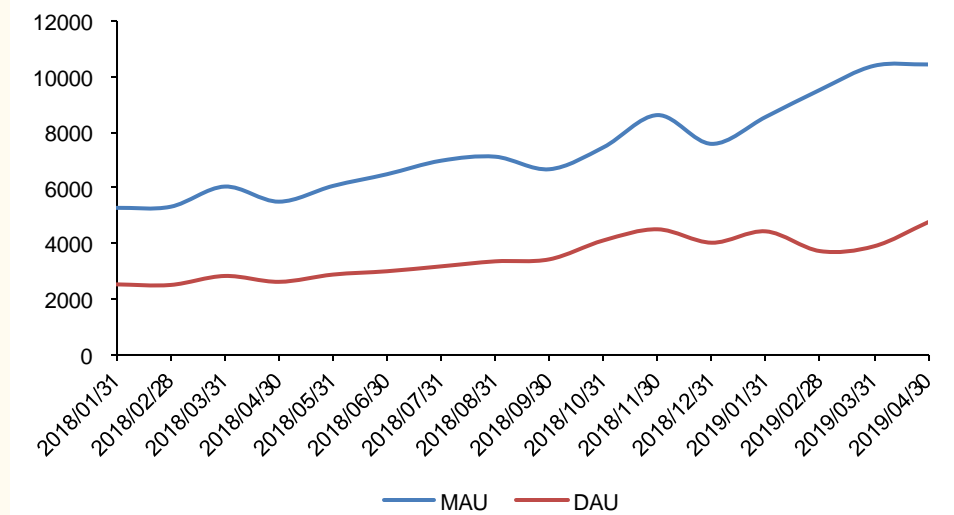


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

新闻资讯：主打下沉市场的趣头条还能走多远？

- 趣头条可能是近年来崛起速度最快的互联网公司：2016 年才成立，2018 年就已上市。趣头条的市场下沉战略、基于社交和奖励的资讯传播模式，具备独特的吸引力。我们的数据显示：进入 2019 年，趣头条的 MAU 上升势头仍很迅猛，4 月底比去年 12 月底增长了约 38%。然而，DAU 的上升比较平缓。事实上，从 2018 年 10 月以来，趣头条的 DAU/MAU 比例就呈现缓慢下降的趋势。用户是不是到了审美疲劳期？

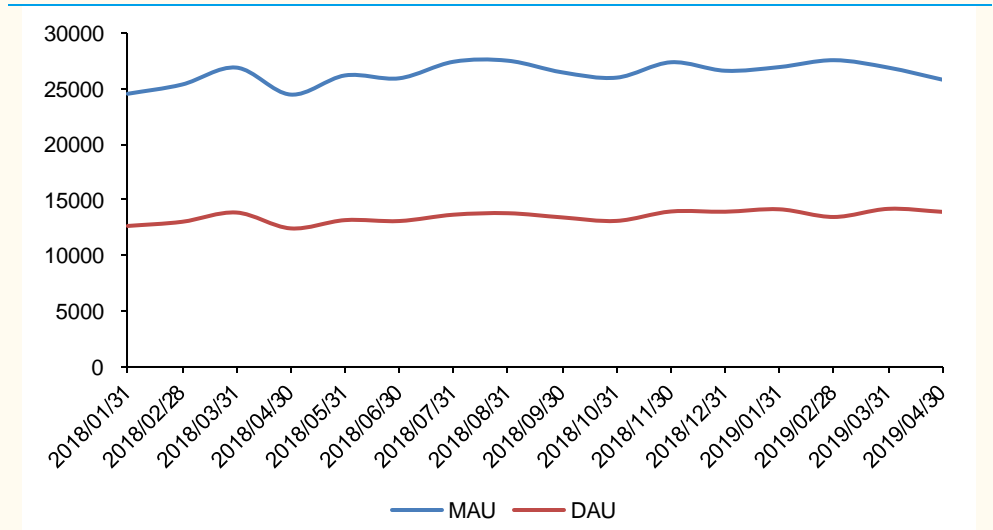
图表 13：趣头条的 MAU 与 DAU 趋势（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 无论如何，与最大的竞争对手——今日头条相比，趣头条的用户基数和用户黏性都还有很大的差距。今日头条的 MAU 和 DAU 已经于 2018 年基本见顶；为了直接应对趣头条，它推出了“今日头条极速版”这个子应用。此外，趣头条还面临着手机百度的竞争：在 2016-17 年的改版之后，手机百度转型为信息流平台，提供的内容越来越丰富；百家号也在为它输送着更多自媒体内容。趣头条的 MAU 已经突破 1 亿，“渠道下沉红利”快要吃完了，接下来需要在产品和运营两端下更多的工夫。

图表 14：今日头条的 MAU 与 DAU 趋势（单位：百万）

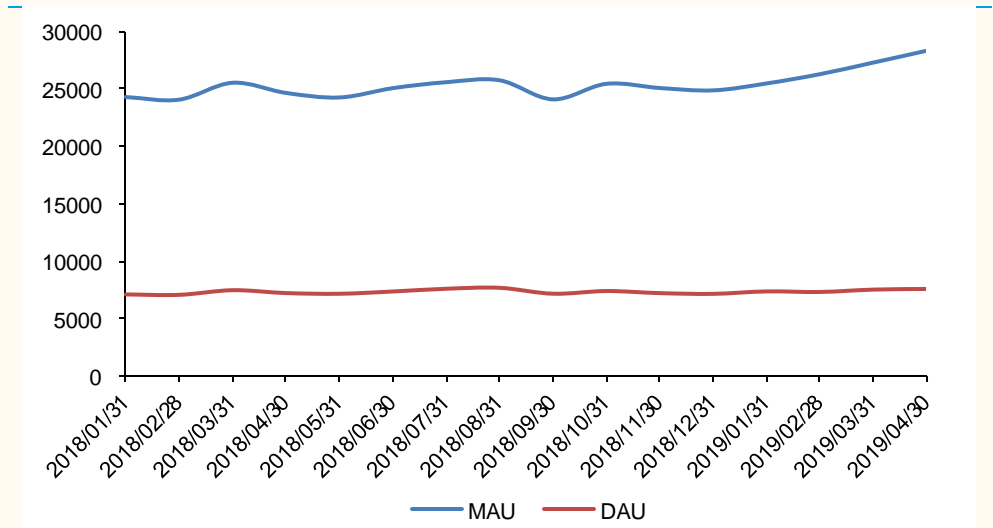


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

移动音乐：网易云音乐不错，但是腾讯音乐优势太大

- 腾讯音乐旗下有四大应用——酷狗音乐、QQ 音乐、酷我音乐、全民 K 歌。我们的数据显示：2019 年 1-4 月，酷狗音乐、QQ 音乐的用户还维持着不错的增速，酷我音乐、全民 K 歌则进入了瓶颈期。无论如何，腾讯音乐的四大应用加起来拥有约 8 亿 MAU；我们估计，去掉重复用户的 MAU 也不会低于 5 亿。这个用户基数非常恐怖，对一切竞争对手构成压倒性优势，更不要说腾讯音乐还有版权库和泛娱乐生态系统的优势了。

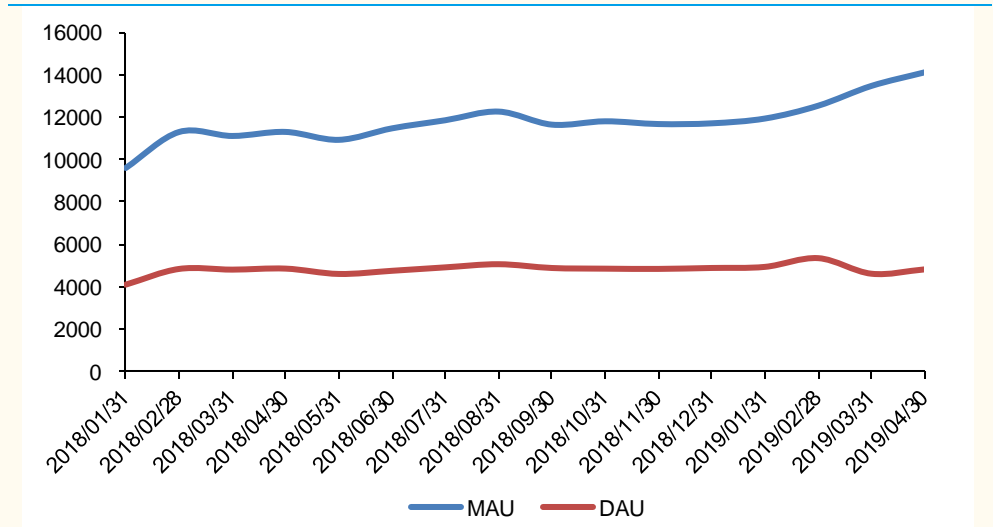
图表 15：酷狗音乐的 MAU 与 DAU 趋势（单位：百万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 腾讯音乐唯一的重量级竞争对手——网易云音乐，在 2019 年 1-4 月的用户增速也还不错，目前其 MAU 已经逼近酷我音乐的量级。在历史上，网易云音乐最受用户欢迎的是其符合文艺青年口味的“社区调性”；但是，随着用户基数的扩大，这种社区调性不可避免地要被稀释。我们观察到，网易云音乐的 DAU/MAU 比例正在缓慢下降。如果这种趋势不扭转，那么它很难对腾讯音乐构成进一步的实质性威胁。

图表 16: 网易云音乐的 MAU 与 DAU 趋势 (单位: 百万)

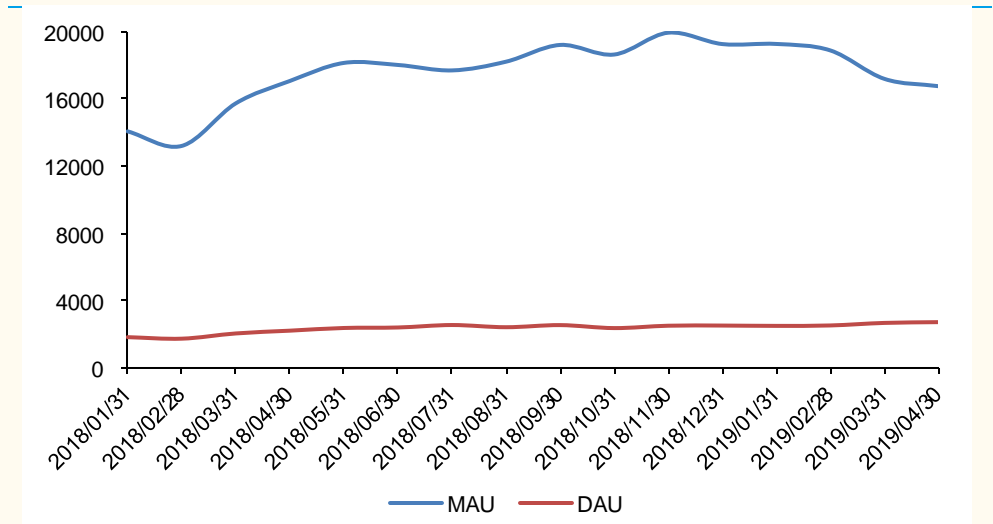


来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

移动办公: WPS Office 的用户活跃度不断攀升

- 在中国的移动办公类应用市场, 金山软件的 WPS Office 几乎没有竞争对手: 苹果的 iWorks 只适用于苹果设备; 微软的 Office 移动版大部分功能需要付费; 云笔记只有分享功能, 无法创立和修改文档; Polaris Office 的本地运营和推广水平不足。我们的数据显示: 2019 年 4 月, WPS Office 有 1.67 亿 MAU, 微软 Word 中国区只有 100 万。到了这个水平, WPS Office 的用户基数也很难进一步扩大了, 接下来要深挖用户黏性和变现。

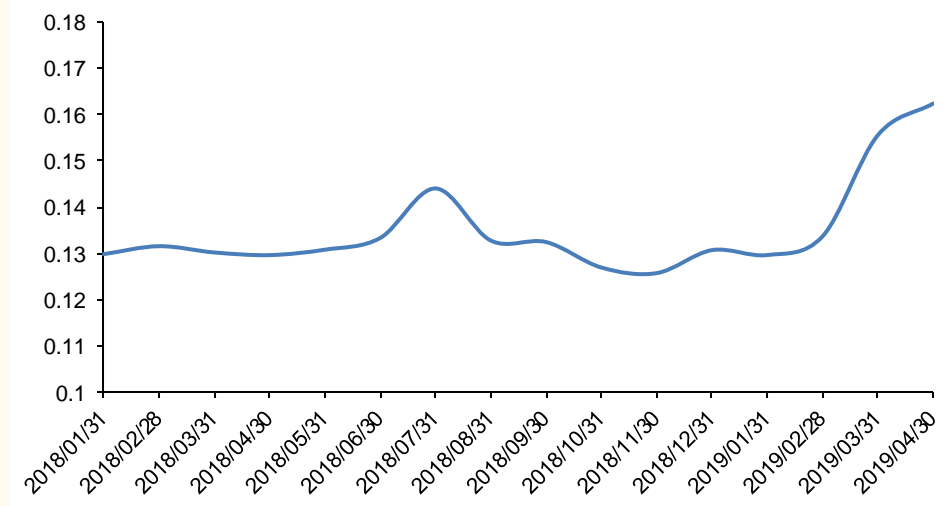
图表 17: WPS Office 的 MAU 与 DAU 趋势 (单位: 百万)



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

- 在历史上, WPS Office 的用户活跃度(DAU/MAU 比值)一直比较低。我们认为, 这主要是因为用户将其定位为一个文档分享和阅览的“备选项”, 使用频率不高。但是, 2019 年 3-4 月, 它的用户活跃度同比和环比均出现了较大幅度的提升。这是为什么? 首先, 最近几个月 WPS Office 进行了增加了云打印、超级 PPT 等重要功能; 其次, 各大媒体对于“996 加班问题”的讨论, 可能使企业倾向于缩减员工加班时间、让其在家完成一些任务, 从而丰富了移动办公的使用场景。无论如何, WPS Office 在细分市场的优势不可撼动, 用户活跃度仍有上升空间。

图表 18: WPS Office 的用户活跃度(DAU/MAU)趋势



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

投资建议

- 如果互联网流量价格复苏的趋势是真实的、可持续的，那么以 BAT 为代表的头部流量入口将迎来业绩复苏，一切“流量盈余型”的平台也将受益。其中，受益最大的是可能视频、音乐等娱乐内容平台。但是，流量价格的反弹，也给依赖外部流量的公司带来了挑战。

头部流量入口可能面临复苏

- 毫无疑问，以腾讯、阿里巴巴、百度为代表的互联网头部流量入口，以及微博、趣头条等次级流量入口，将受益于流量价格的复苏。但是，这种复苏的影响可能不会在 1-2 个季度内完全体现出来。大型互联网公司的业务结构比较复杂，流量有很多用途，广告只是其中一种。各个类型的广告主会将新增预算优先投向哪些平台，还是个未知数。

娱乐内容平台受益尤其大

- 以爱奇艺、芒果 TV、B 站、腾讯音乐为代表的泛娱乐内容平台，将受益于流量价格的强劲反弹。其中，爱奇艺、芒果 TV 的广告收入占比较大，业绩弹性可能也较大；B 站、腾讯音乐的广告收入贡献较低，但是前者正在与阿里合作尝试网红电商带货模式。

依赖外部流量的公司面临挑战

- 对外部流量依赖程度很高、自身造血能力不足的互联网公司，包括一部分游戏公司、互联网金融公司、垂直电商平台、垂直资讯平台等，可能面临较大的挑战。毕竟，流量价格攀升将意味着它们的获客成本提升。

风险提示

数据准确性问题： 相关数据通过自有技术监测获得，力求客观准确地反映业务表现，因统计方法和口径的差异，不排除与官方数据稍有出入。

宏观经济影响： 如果经济复苏程度不足，互联网行业面临的需求可能下滑。

监管风险： 监管部门可能再次收紧对互联网或个别细分行业监管政策。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH