

【广发传媒&海外】趣头条（QTT）

互联网用户下沉，激励裂变打造新流量入口

核心观点：

1) 公司主要瞄准下沉市场，信息流广告为主要变现手段

公司主要以内容资讯分发 App 趣头条和免费阅读小说 App 米读为主要产品，于 2018 年 9 月 14 日正式登陆美国纳斯达克市场上市。主要的收入模式以效果类广告变现为主。我们认为公司把握了两大红利：一是下沉市场的人口红利；二是信息流产品模式为后发者提供了极佳的商业化工具。

2) 公司通过激励裂变等运营模式保持先发优势，逐步进入其他细分领域

公司能够在下沉市场率先跑出的原因在于：率先利用现金激励抢占了用户心智，用现金+积分体系来奖励用户的拉新、活跃等行为。公司快速孵化出了基础流量池后，藉此搭建了有效的“增长+运营+商业化”的模型，进而能够推出更多垂直类 App 进行领域拓展（如免费阅读小说 App 米读）。

3) 未来主要依靠 DAU 驱动收入增长，激励成本下行可期

广告收入=eCPM*人均 Feeds*Ad Load*DAU，我们认为公司未来收入端的主要驱动力在于 DAU 持续不断增长，通过 AI 和内容积累更好地运营用户，提高 eCPM，伴随着买量和激励成本逐渐下行，净利润空间逐步得到释放。
投资建议：我们认为公司短期已成功抢占未来下沉市场红利的先机，长逻辑是随着用户上的先发优势和规模优势，平台 AI 算法和内容积累形成良性生态，逐渐提升盈利能力。我们预计公司 2019-2021 年将实现收入 63.5 亿、104.3 亿和 144.8 亿元，分别增长 110%、64%和 38.9%；Non-GAAP 净利润预计 2019-2021 年分别为-19.06 亿元、-9.12 亿元和 4.03 亿元。当前股价对应的 2019-2021 年 PS 估值约为 1.46X、0.89X 和 0.64X，相较可比公司平均水平偏低，我们综合考虑 DCF 和 PS 估值方法，得出公司对应合理价值为 7.45 美元/ADS，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：短期经济周期带来的广告业务压力，竞争格局恶化的风险，买量成本过贵、用户流失风险，低线用户广告价值小的风险，政策监管风险。

盈利预测：

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿元）	517	3,022	6,354	10,426	14,477
增长率(%)	792.2	484.5	110.3	64.1	38.9
EBITDA（亿元）	-95	-1,020	-1,798	-807	497
GAAP 归母净利润	-101	-2,029	-2,217	-1,336	-176
Non-GAAP-归母净利润	-97	-1,077	-1,906	-912	403
Non-GAAP-EPS（元/ADS）	-0.34	-3.78	-6.68	-3.20	1.42
市销率（P/S）	17.95	3.07	1.46	0.89	0.64
市净率（P/B）	-	6.14	14.22	6.86	7.91
EV/EBITDA	-	-	-	-	18.67

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

4.73 元

合理价值

7.45 元

报告日期

2019-05-31

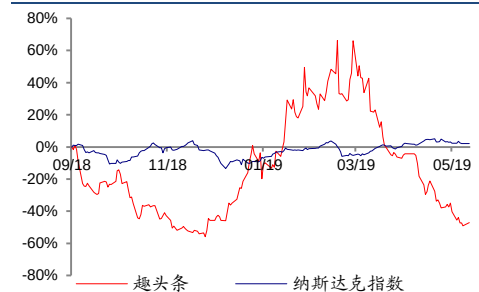
基本数据

总股本/流通股本（百万股） 71/37

总市值/流通市值（百万美元） 1420/737

一年内最高/最低（美元/ADS） 20.39/4.00

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：

目录索引

一、趣头条：瞄准下沉市场，内容资讯平台 2 年 IPO	5
1.1 快速起量迭代，下沉市场巨头登录美股上市融资 8400 万美元	5
1.2 腾讯阿里加持，创始人投票权占比 70%以上	6
1.3 高管广告行业经验丰富，承袭盛大系裂变打法	7
1.4 公司收入成长性较快，当前仍处于亏损状态	8
二、乘下沉之风而起，以激励裂变为矛，信息流为盾	9
2.1 信息流广告完成广告主教育，二线互联网公司有望复制成功路径	9
2.2 下沉市场成为人口红利主战场，激励&裂变成为通用打法	13
2.3 信息资讯竞争格局逐渐稳定；免费阅读开辟小说市场新维度	16
三、“增长+运营+商业化”模型，逐步跑通垂直领域	18
3.1 趣头条主 APP：增长模型加入用户激励，鼓励裂变拉新	18
3.2 竞争优势：在下沉市场形成先发优势，算法&内容后续有待巩固	22
3.3 米读：开辟免费小说流量变现新格局，证明公司产品孵化能力	25
四、财务：收入跟随用户快速成长，买量成本仍高企	28
4.1 广告变现模式下，用户量为公司收入增长的核心驱动力	28
4.2 内容端支出比例或将有所上升，研发&管理投入建设人才梯队	30
4.3 销售费用中互动激励成本比重下行，买量获取成本仍将持续高企	32
4.4 公司 19Q1 受季节性和宏观经济影响，亏损环比放大但同比缩窄	33
五、盈利预测与估值	34
风险提示	40

图表索引

图 1: 趣头条发展历程和公司战略定位一览	5
图 2: 趣头条股权架构 (IPO 之时)	7
图 3: 趣头条高管背景	8
图 4: 趣头条营业收入情况推移	9
图 5: 趣头条净利润情况推移	9
图 6: 信息流广告市场规模	10
图 7: 2013-2020 年中国不同形式网络广告市场份额及预测	10
图 8: 信息流广告市场的发展历史和现存格局	11
图 9: 内容资讯主要玩家日活数据	12
图 10: 内容资讯主要玩家月活数据	12
图 11: 内容资讯主要玩家单人日均使用时长增量 (分钟)	12
图 12: 内容资讯主要玩家 2018 年 12 月 DAU/MAU	13
图 13: 中国移动互联网活跃用户城市等级分布	13
图 14: 中国移动互联网活跃用户城市等级分布	14
图 15: 下沉过程当中出现的社交裂变和用户激励新模式	15
图 16: 趣头条 APP 与综合资讯 APP 行业用户画像对比	15
图 17: 2017 年新闻资讯市场规模同增 41.6% 达到 305 亿元	16
图 18: 阅读付费市场 2018 年整体达到 136.3 亿元	17
图 19: 网络文学存量用户规模当中多为免费用户	17
图 20: 趣头条的拉新现金奖励规则	18
图 21: 趣头条的拉新现金奖励规则	19
图 22: 趣头条用户邀请好友的成功数量	20
图 23: 用户接触趣头条的途径	20
图 24: 2018 年 6 月新闻资讯 app 的用户卸载率对比	21
图 25: 2018 年 8 月新闻资讯 app 的次月留存率对比	21
图 26: 2018 年 8 月新闻资讯 app 的用户黏性对比	21
图 27: 2018 年 8 月新闻资讯 app 的用户地域分布	23
图 28: 2018 年 12 月 app 四线及以下用户独占率	23
图 29: 趣头条 app 页面的积分奖励提示	23
图 30: 趣头条每新装用户的获取成本 (元)	24
图 31: 2015-2018 年 H1 移动互联网用户的城市分布	24
图 32: 趣头条 2018 年 6 月卸载用户的 7 月去向 (%)	24
图 33: 2015-2018 年 H1 移动互联网用户的城市分布	24
图 34: 趣头条目前内容成本占收入比重约为 5%	25
图 35: 2017-2018 年移动阅读 APP 行业的 MAU	26
图 36: 2018 年阅文集团每月平均在线阅读用户	26
图 37: 2019 年 3 月数字阅读类 App 的 MAU	26
图 38: 2019 年 3 月数字阅读类 App 的平均 DAU	26
图 39: 2018 年-2019 年典型免费阅读 App 的 MAU	27
图 40: 2018 年-2019 年典型免费阅读 App 的平均 DAU	27
图 41: 米读 APP 的广告位	27

图 42: 趣头条 App 的主要广告分布	28
图 43: 今日头条平均 MAU 及平均 DAU (万)	29
图 44: 趣头条平均 MAU 及平均 DAU (百万)	29
图 45: 趣头条营业收入情况推移	29
图 46: 趣头条净利润	29
图 47: 趣头条营收构成	30
图 48: 趣头条各业务营收	30
图 49: 趣头条每 DAU 每天营收	30
图 50: 趣头条营业成本推移	31
图 51: 趣头条营业成本构成推移	31
图 52: 趣头条整体三费增长推移	32
图 53: 趣头条整体费用率增长推移	32
图 54: 趣头条销售费用拆解	33
图 55: 趣头条销售费用构成	33
图 56: 趣头条每 DAU 销售费用	33
图 57: 趣头条毛利率	34
图 58: 趣头条净亏损率	34
表 1: 趣头条历史主要融资情况概览	6
表 2: 免费小说市场广告规模敏感性分析 (亿元)	17
表 3: 趣头条日常任务的积分奖励	20
表 4: 趣头条流量变现模型的成本收益单元经济模型	22
表 5: 2018 年 Q4 趣头条获客回本周期的敏感性测试	22
表 6: 2019-2021 年公司收入、MAU 和 DAU 预测	35
表 7: 公司内容成本和毛利率估计	35
表 8: 公司用户互动激励费用和获取成本推移	36
表 9: 公司用户季度互动激励费用和获取成本推移	36
表 10: 公司利润表关键指标预测	37
表 11: 2021 年利润扭亏的敏感性测试	37
表 12: 2019~2024E 趣头条预测的自由现金流情况	38
表 13: WACC 和永续增长率的敏感性分析	38
表 14: 趣头条可比公司对比估值	39

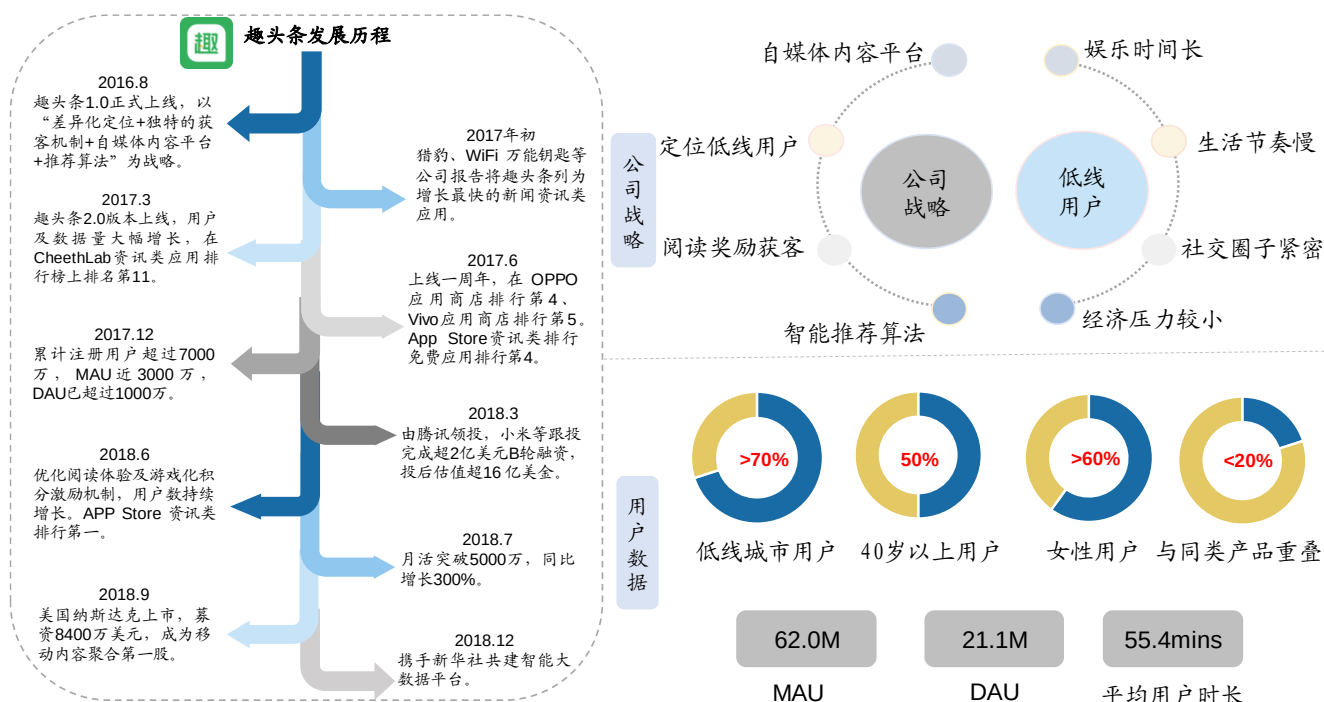
一、趣头条：瞄准下沉市场，内容资讯平台 2 年 IPO

公司主要以趣头条内容资讯分发软件App为主要产品，并于2018年9月14日正式登陆美国纳斯达克市场上市，我们将从公司发展历史、股权构成、高管背景等简单介绍公司概况。

1.1 快速起量迭代，下沉市场巨头登录美股上市融资 8400 万美元

趣头条App瞄准下沉市场，历经多次迭代起量迅速。新闻资讯App趣头条于2016年6月上线，由上海基分文化传播有限公司开发，主打“差异化定位+独特的获客机制+自媒体平台+智能推荐算法”四位一体的战略，深耕三四线下沉市场。自诞生以来飞速发展，2017年初被猎豹，WIFI万能钥匙等公司报告列为增长最快的新闻资讯类应用。2017年3月，趣头条2.0版本上线，用户量大幅增加，跃升CheethLab资讯类应用榜第一。2017年6月，上线一年时间，趣头条在OPPO，VIVO应用商店排行榜及APP Store资讯类免费应用排行榜冲进TOP5，2017年底，累计注册用户超7000万，月活近3000万，日活超1000万。2018年6月两周年之际，优化阅读体验及游戏化积分奖励机制，用户数量持续增长，一跃成为APP Store资讯类TOP1，7月月活突破5000万，同比增长300%；2018年12月，新华社携手趣头条共建智能大数据平台。而2018年9月，公司创造了2年零3个月登录二级市场IPO的新速度，此后在资本助力下，公司产品布局进一步扩展，分别在2017年和2018年发布了两款独立APP,主打短视频的“趣多拍”和主打长阅读的“米读小说”，前者和趣头条采用类似的奖励机制，后者则提供免费小说阅读功能。

图1：趣头条发展历程和公司战略定位一览



数据来源：趣头条招股说明书，广发证券发展研究中心

1.2 腾讯阿里加持，创始人投票权占比 70%以上

公司在快速发展的过程中离不开一级市场资金的鼎力支持，整体资金运用效率较高。除了启动时候的天使轮资金之外，用户量极速上升的同时，趣头条于2017年9月获得首次A轮融资4200万美元，由红点创投和成为资本领投，而2018年3月再次获得融资，由腾讯领投，小米等跟投完成超2亿美元B轮融资，此次投后估值超16亿美元。在Pre-IPO的阶段，公司于2018年8月进行了第三次融资，8000万美元引入人民网战略投资（占比3%）。2018年9月，公司正式在美国纳斯达克上市，融资8400万美元，估值上升至21亿美元。而最新19Q1末，阿里巴巴投资公司1.7亿美元可转债，当期公司市值约为32亿美元。4轮公司累计融资5.6亿美元，截止2018年12月31日，公司账上尚有现金21.86亿元人民币，相比同期融资款项差额仅为5.7亿元人民币，整体资金的运用效率极高。

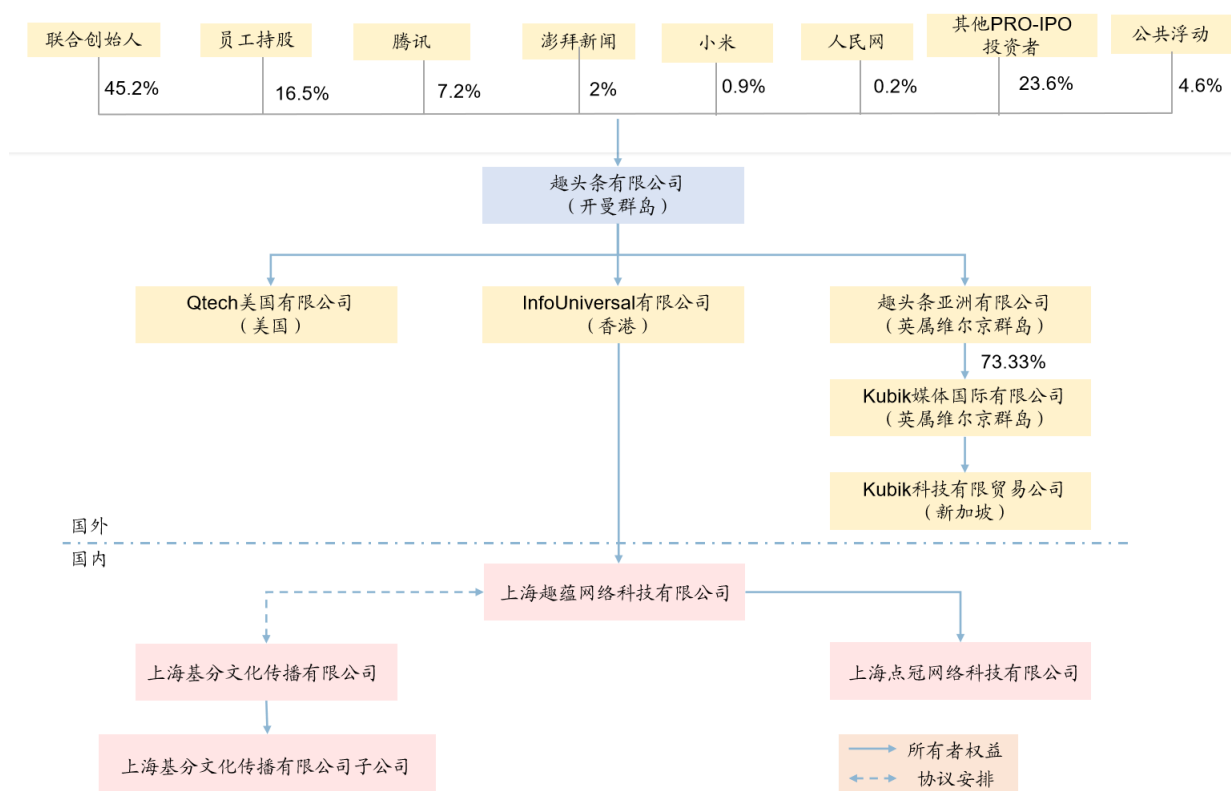
表 1：趣头条历史主要融资情况概览

发布时间	投资方	轮次	金额	当时估值
2016/9/1	天津益信资产（领投）	天使轮	数千万人民币	1 亿人民币
2017/10/10	红点创投、成为资本（领投）；华人文化	A 轮	4200 万美元	13.65 亿人民币
2018/3/14	腾讯（领投）；小米集团；顺为资本；新天域资本；尚城资本；光源资本；创投投资；华新投资	B 轮	2 亿美元	104 亿人民币
2018/8/1	人民网	战略投资	8000 万美元	175.5 亿人民币
2018/9/14	-	IPO 融资	8400 万美元	21 亿美元
2019/3/28	阿里巴巴	二级市场	1.7 亿美元可转债	32 亿美元

数据来源：IT 桔子，广发证券发展研究中心

战略合作联手互联网、国有媒体等多方巨头，创始人掌握超半数投票权。趣头条从2017到2018年间历经四次融资，引入腾讯、小米、澎湃新闻、人民网等众多公司强强联手。目前腾讯持股7.2%，依靠腾讯强大的资本和流量，趣头条有望将与腾讯嫡系产品腾讯新闻、天天快报、微信公众号等形成移动资讯矩阵，同时也能够帮助腾讯向下触达此前较难触及的下沉市场。而澎湃新闻和人民网分别持股2%，0.2%，两大官媒加持，引入政治背书，官方媒体有望在内容审查、新闻编辑、监管尺度等多个方面指导公司年轻的团队。而剩余持股最多的依然是联合创始人团队（股权占比45.2%），其中创始人谭思亮持股37.8%左右，拥有70%以上的投票权，将有利于公司战略布局。公司总体采用VIE架构，与旗下子公司构成股权控股或协议安排的关系。本次IPO释放的股权约为4.6%，占比较低，其他在IPO之前的投资者占股约为23.6%。

图2：趣头条股权架构（IPO之时）



数据来源：趣头条招股说明书，广发证券发展研究中心

1.3 高管广告行业经验丰富，承袭盛大系裂变打法

从披露的工作经历来看，创始团队深耕广告领域，盛大系打法助力开拓下沉市场。趣头条联合创始人谭思亮、李磊、王志良等都曾是盛大网络广告业务体系管理层出身，目前趣头条拉新收徒的社交裂变奖励获客借鉴于2007年盛大游戏首创的“盛大分红系统”，该模式采用收徒模式，老玩家每推广一个玩家，盛大将按照新玩家消费，分给“师傅”50%的红利，这一模式能够在早期迅速带动用户数量和活跃度的增长。而谭思亮其后曾于2013年创立广告技术公司互众广告，2015年6月该公司被吴通控股溢价20倍以13.5亿元收购。此外，创始团队多从盛大网络到互众广告，共同创业多年，管理团队稳定，具有丰富的营销推广经验。而其他团队成员则具有丰富的互联网从业经验、技术经验、资本管理经验，为趣头条的技术、运营、资本运作等多方面保驾护航。

图3: 趣头条高管背景

姓名	职位	工作经历
谭思亮	联合创始人兼执行主席	YAHOO! 雅虎中国 51.com 若邻网 SODA 盛大网络 互众广告
李磊	联合创始人兼总裁	51.com SODA 盛大网络 互众广告
王志良	联合创始人兼首席技术官	OO Live Bai du 百度 SODA 盛大网络 互众广告
陈思晖	联合创始人兼首席运营官	SODA 盛大网络 互众广告 清源火眼 QENG KEENSIGHT
陈昱丞	首席战略官	KPMG PEPSICO 搜 狐 SOHU.com SODA 盛大网络 互众广告
Jianfei Dong	联席总裁	Bai du 百度 映客直播 酷讯旅游 KUXUN.CN
Guanqiang Feng	联席总裁	Bai du 百度 联创云科
王静波	首席财务官	Deutsche Bank 德意志银行 Yintech 银 科 控 股
Binjie Zhu	副总裁	Deutsche Bank 德意志银行 小影

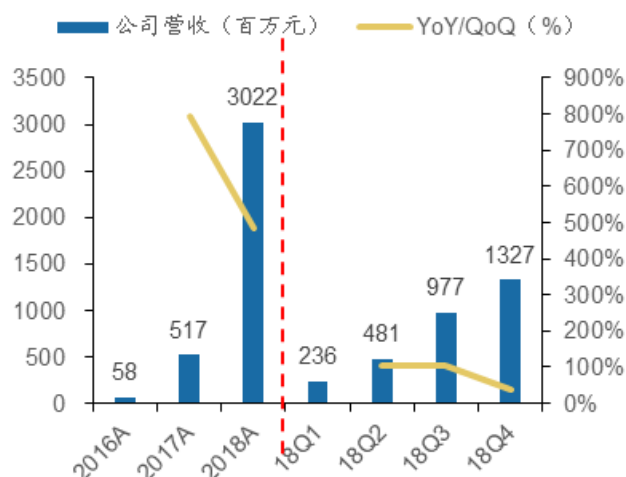
数据来源: 趣头条招股说明书, 广发证券发展研究中心

1.4 公司收入成长性较快, 当前仍处于亏损状态

内容+算法双轮驱动收入快速增长, 当前仍处于亏损状态。作为新兴资讯分发平台, 趣头条采用智能算法对用户资讯精准推送, 公司于2017年4月以来启动信息流模式接入商业化之后, 公司的收入快速增长, 2017年达到5.17亿元, 2018年全年同比增长484%达到30.2亿元, 分季度来看, 19Q2-18Q4公司收入分别达到4.8亿元、9.8亿元和13.3亿元, 环比增速分别为103%、103%和36%。公司19Q1收入指引约为11-11.2亿元人民币, 春节因素叠加宏观环境不景气下环比略有下跌, 但同比增速依然高达360%以上。

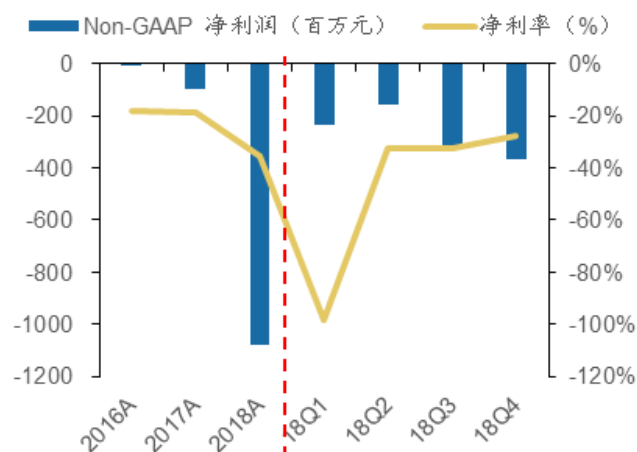
而当前公司的流量成本仍然较高, 激励成本尚处在高位。从净利润来看, 公司2018年Non-GAAP净利润亏损10.8亿元, 相比2017年仅亏损9741万元增幅明显, 净利率也下滑至-36%。而分季度来看, 公司18Q2-Q4分别亏损1.6亿元、3.2亿元和3.8亿元, 净亏损率分别为33%、33%和28%, 盈利情况略有改善。

图4: 趣头条营业收入情况推移



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图5: 趣头条净利润情况推移



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

二、乘下沉之风而起，以激励裂变为矛，信息流为盾

公司为何能够实现这么高的收入增长，我们认为主要系踩中了两个风口，一方面是下沉市场：1-3线城市完成互联网人口红利后，互联网公司对用户增量渴求延展至4-6线城市；另一方面则是今日头条引领的资讯内容信息流产品模式完成了前期用户教育的工作，为后来者提供了极佳的商业化工具。而公司切入的角度主要是新闻资讯App和免费阅读，前者的竞争格局正在趋于稳定，而后者是趣头条开辟的全新战场。

2.1 信息流广告完成广告主教育，二线互联网公司有望复制成功路径

信息流广告增长迅速，预计到2020年在网络广告市场中占据最大份额。信息流（Feeds）广告，是在社交媒体用户好友动态、或者资讯媒体和视听媒体内容流中的广告形式，这一变现形式极度适配移动互联网时代，近年来取得了远超网络广告市场的增长。根据艾瑞咨询，2018年信息流广告同比增长58.3%至1090亿元，过去三年的CAGR为85%；而未来预计增量将持续维持高位，2019-2020年分别增长58.2%和47.1%至于1725亿元和2538亿元，主要推动力来自社交、新闻资讯、视频网站的信息流广告增量。而接受信息流的人群将逐渐向泛内容平台用户、非典型资讯用户渗透，更多为被动触达，整体转化效率或有所降低。而趣头条用户典型的标签如下沉市场、女性人群、大龄人群等均符合上述特征。

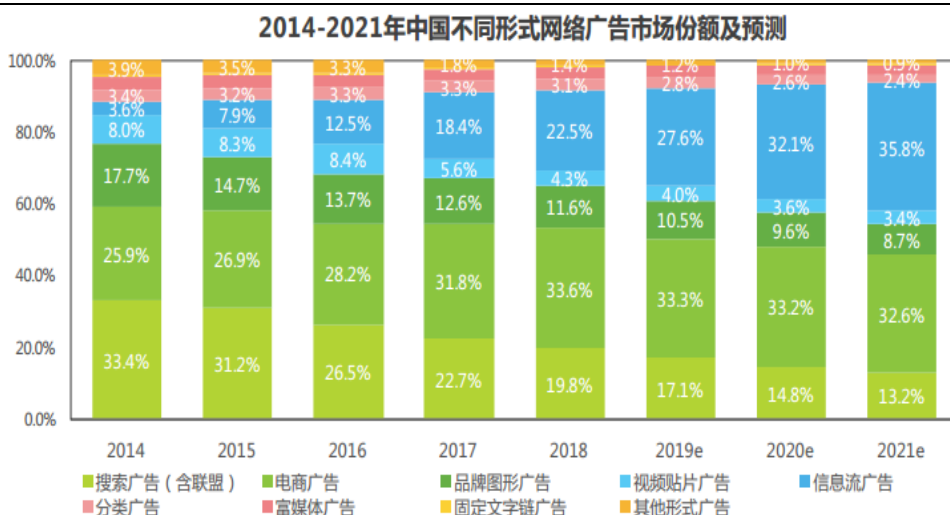
而在结构上，信息流的快速增长也将助推这一广告形式成为网络广告市场的最大细分领域。根据艾瑞咨询的数据，2018年信息流广告市场规模达1090.4亿元，在网络广告市场中占比22.5%，超过搜索广告成为网络广告市场市占率第二名；电商广告以33.6%的市占率居于第一。而根据艾瑞数据，未来2019-2021年信息流预计将逐步提高市占率，分别为27.6%、32.1%和35.8%，并在2021年超过电商广告成为市场第一名占据网络广告市场最大份额。

图6: 信息流广告市场规模



数据来源: 艾瑞咨询《2019年中国信息流潜力市场展望报告》, 广发证券发展研究中心

图7: 2013-2020年中国不同形式网络广告市场份额及预测



数据来源: 艾瑞咨询《2019年中国信息流潜力市场展望报告》, 广发证券发展研究中心

BATA占据信息流广告第一梯队, 第二梯队新兴应用加速追赶, 激烈的竞争让广告主迅速完成了教育转化。信息流广告最初是由新浪微博推出, 随后各大巨头进场, 目前已经形成了以百度、腾讯、阿里及今日头条为首的第一梯队; 趣头条、陌陌为代表的新兴应用, 新浪、搜狐、网易及凤凰等传统门户, 以及爱奇艺、哔哩哔哩在内的其他应用构成的第二梯队。第一梯队参与者根据各自平台的特点, 整合旗下信息流产品, 不断提高用户及流量市场份额。其中, 今日头条最先进入资讯信息流广告市场, 主要依托今日头条APP等产品, 通过基于兴趣的推荐算法精准推送用户感兴趣的信息流广告。而腾讯主要依托旗下社交产品, 信息流广告可以在移动端的微信以及QQ上投放, 也可以在PC端QQ空间等位置投放, 覆盖超十亿用户。目前腾讯社交以及信息流产品的广告加载率远低于行业水平, 随着公众号改版, 未来腾讯社交生态圈的

信息流广告价值还可以进一步挖掘。相对于其他巨头，百度进入信息流广告领域较晚，2016年10月才推出信息流广告，在百度首页、百度贴吧、百度手机浏览器APP等百度平台的资讯流中穿插展现。整体上，因为一线大厂对于信息流广告的重视，KA和SME广告主均已经逐渐熟悉了信息流广告的投放，有利于此前广告销售能力偏弱、但拥有自有流量池的二线互联网公司发展该项业务，目前处于第二梯队的参与者，主要包括传统门户网站，和新兴应用（如趣头条、陌陌等）加速追赶头部阵营。

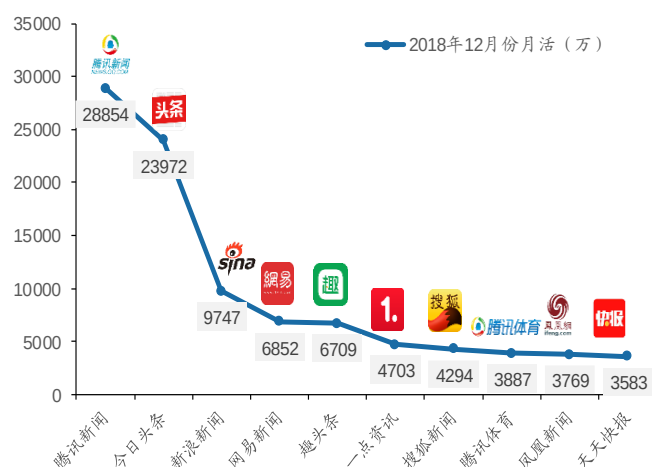
图8：信息流广告市场的发展历程和现存格局



数据来源：广发证券发展研究中心

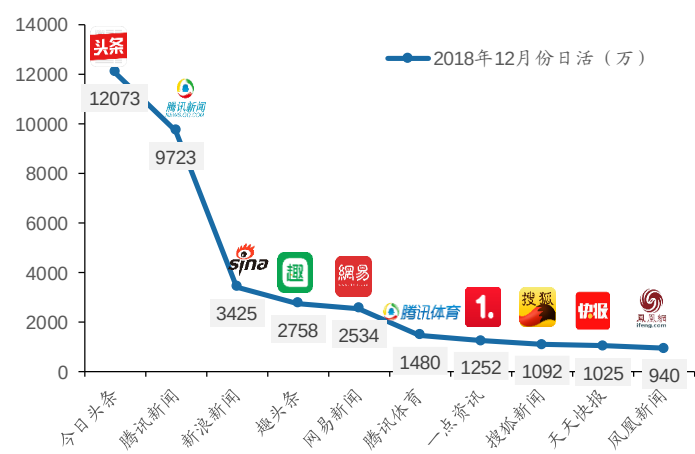
信息流应用的关键驱动力是用户的媒体使用时长，可以简单拆解为用户基数、用户粘性和单用户时长3个变量。根据QuestMobile统计的2018年12月新闻资讯类APP日活数据，今日头条平均日活在2017年5月超越腾讯新闻之后连续20个月排名第一。2018年12月今日头条平均月活为1.21亿，其次是腾讯新闻、新浪新闻、趣头条以及网易新闻，12月月活分别为0.97亿、0.34亿、0.28亿以及0.25亿。新闻资讯类APP日活第二梯队产品新浪新闻、趣头条以及网易新闻与第一梯队产品今日头条及腾讯新闻之间仍有一定差距。从月活数据来看，新闻资讯类APP中2018年12月月活排前的产品分别是腾讯新闻、今日头条、新浪新闻、网易新闻以及趣头条。

图9: 内容资讯主要玩家日活数据



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

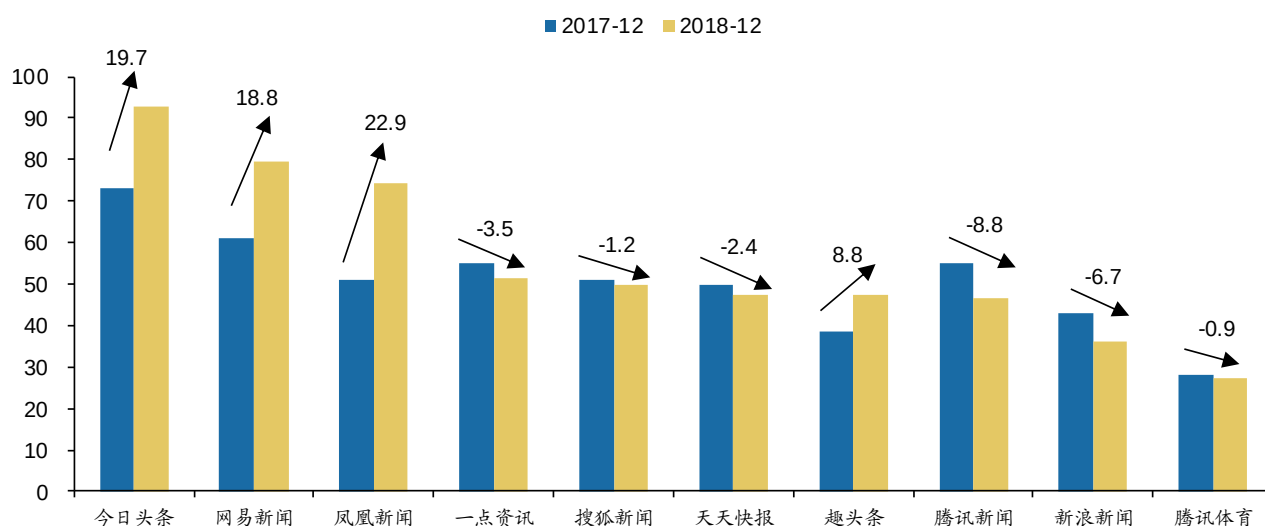
图10: 内容资讯主要玩家月活数据



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

从单人日均使用时长来看, 今日头条优势明显, 趣头条略有增加。根据Quest Mobile的报告, 今日头条2018年12月份相比2017年同期增长27%至92.7分钟, 趣头条2018年12月份相比2017年同期增长23%达到47.3分钟。整体上个性化资讯分发App的时长情况要好于传统的门户网站新闻App。

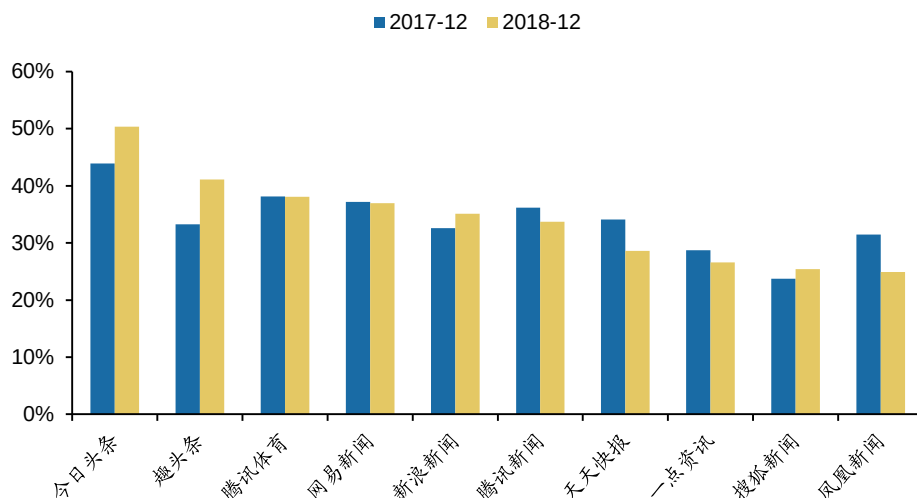
图11: 内容资讯主要玩家单人日均使用时长增量 (分钟)



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

用户的绝对活跃用户数字和时长之外, 用户粘性能够帮助信息流平台在长周期里面更好的攫取用户时长。以DAU/MAU的比例作为新闻资讯类产品的用户粘性数据, 信息流广告平台今日头条以及趣头条用户粘性靠前, 并且呈现同比提升的趋势。2018年年末两大App的比率分别为50%和41%, 领先于其他新闻App的30-40%平均水平。

图12: 内容资讯主要玩家2018年12月DAU/MAU

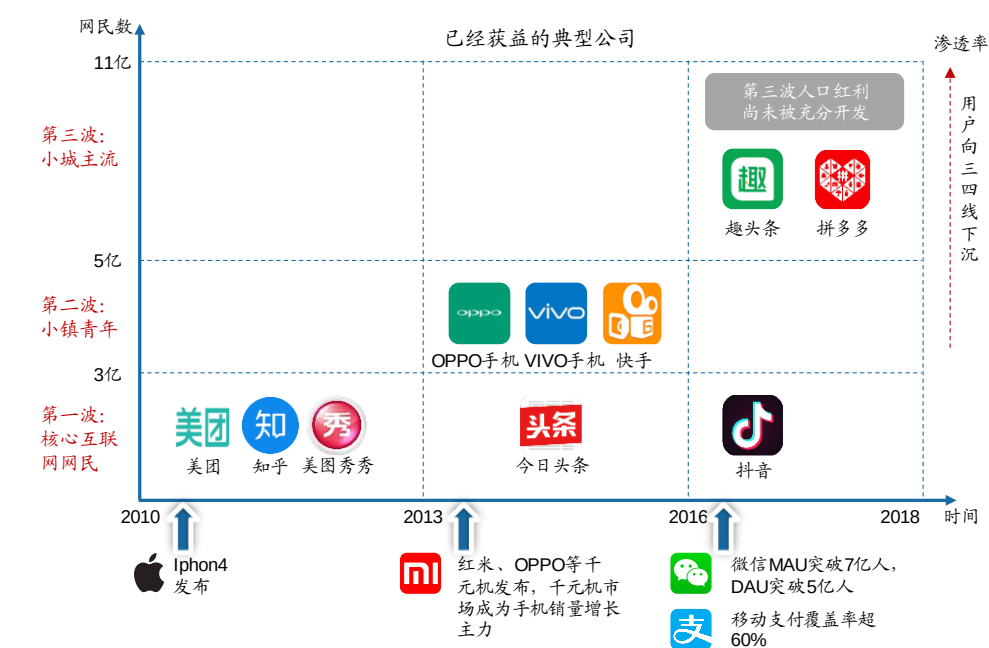


数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

2.2 下沉市场成为人口红利主战场, 激励&裂变成为通用打法

我们可以简单将中国的人口互联网红利分成三个阶段: 1) 2010-2012年, 智能手机尚未普及, 1-2线城市的互联网核心网民卷入移动互联网; 2) 2013年低价智能手机出货量快速上升后, 2、3线城市的年轻人群开始进入互联网领域; 3) 2016年之后, 随着微信、移动支付国民渗透率过半, 3-5线城市的全部居民均开始触达互联网App, 这次的下沉过程中就伴随着趣头条、拼多多用户的崛起。

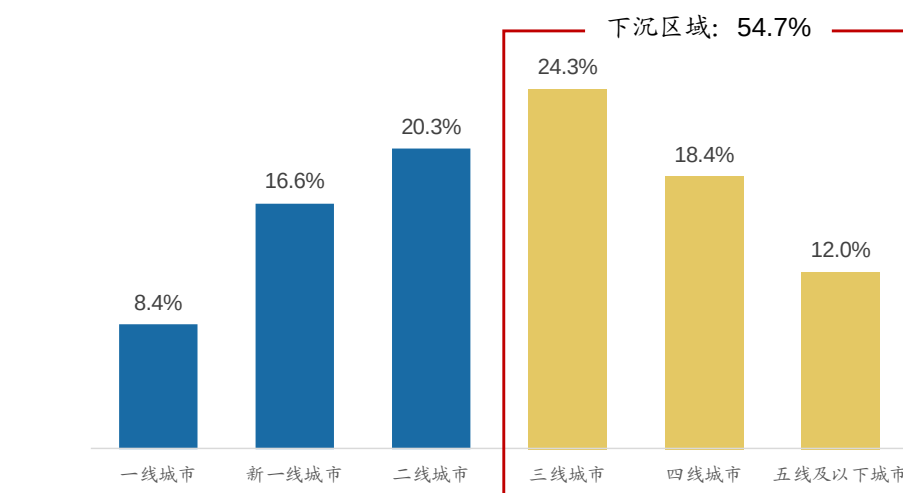
图13: 中国移动互联网活跃用户城市等级分布



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

在整体移动互联网步入第三个阶段之后，新人口红利已经转移至低线下沉市场。根据Quest Mobile的数据，2018年年底3-5线城市的人口占比已经过半，其中三线城市占比24.3%、四线城市占比18.4%、五线城市占比12%，合计已经超过1-2线城市45.3%的互联网人口占比。根据Frost & Sullivan的数据显示，截至2017年，3线城市及以下的人口高达10.3亿人，而移动互联网人口占比尚未过半，未来仍有一定的增长空间。

图14：中国移动互联网活跃用户城市等级分布



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

而在明确下沉市场是下一个互联网的增量市场后，互联网公司采取了激进的激励&裂变打法触达潜在人群，趣头条正是其中的佼佼者。相较于传统运营主导的传统用户增长模式，新的模式更加重视利益快速驱动用户增长，以社交裂变为核心，同时以少量补贴（省钱、获小利和打折券）等获取用户。我们可以按照激励模式的不同将其分为四种：

- **购物优惠激励：**相比传统的双十一、618活动，以拼多多为代表的产品更加注重日常的激励，如拼团、砍价等玩法，另外就是鼓励用户拉新。
- **现金激励：**相比此前的积分奖励，以趣头条为代表的产品直接升级至现金奖励，同时极度重视社交传播性，运营活动的重点就是借助用户本身的社交网络完成新用户触达、导入和激活。
- **实物激励：**主要在运营活动当中出现较多，比如拼多多的多多果园、趣头条的养鸡拿鸡蛋等。
- 另外还包括虚拟权益激励，但这类激励形式在下沉市场上并未表现出特殊之处。

	社交裂变模式（增长导向）	传统模式（运营导向）
高	购物优惠激励 典型代表：拼多多 MAU 1.79亿	双十一、618等促销活动，拉动用户规模短期增长 不是本报告的研究重点
用户感知价值	现金激励 典型代表：趣头条 MAU 5352万 典型代表：答题赢现金类小程序	激励用户签到、阅读等行为，发放现金，积累到一定量后可以提现。 不是本报告的研究重点
	实物激励 典型代表：计步兑奖品类微信小程序	典型代表：JJ斗地主APP MAU 1713万
低	虚拟权益激励 暂无典型代表	内容类（资讯、小说、动漫等），电商类、游戏类等平台的常规运营手段

我们对比趣头条App与其他综合资讯App的用户画像可以发现其下沉迹象明显。根据Quest Mobile的数据显示，趣头条约有41.4%的用户分布至4线城市及其以下，远高于其他综合资讯App35.2%的平均水平；而另外在下沉的同时，这部分人群的消费能力并非如同市场所料那样孱弱，趣头条App的线上消费意愿在高、中、低的分布分别为19.9%、42.3%和37.9%，也显著好于其他综合资讯App的15.5%、36.8%和47.7%。另外在性别上，趣头条主要以女性为主，占比达到了56.4%。

The figure consists of four horizontal stacked bar charts arranged in a 2x2 grid, comparing the user distribution of '综合资讯' (General Information) and '趣头条' (Qutoutiao) across different demographic and behavioral segments.

- 性别分布 (Gender Distribution):** Compares male (男) and female (女) users. For '综合资讯', 53.2% are male and 46.8% are female. For '趣头条', 43.5% are male and 56.4% are female.
- 年龄分布 (Age Distribution):** Compares users across five age groups: 24岁以下 (24 years and below), 25-30岁 (25-30), 31-35岁 (31-35), 36-40岁 (36-40), and 41岁以上 (41 and above). For '综合资讯', the percentages are 32.9%, 30.8%, 16.6%, 10.8%, and 9.0% respectively. For '趣头条', the percentages are 29.1%, 31.8%, 17.8%, 11.3%, and 8.9%.
- 城线分布 (City Line Distribution):** Compares users across four city line categories: 一线城市 (First-tier city), 二线城市 (Second-tier city), 三线城市 (Third-tier city), and 四线城市及以下城市 (Fourth-tier city and below). For '综合资讯', the percentages are 14.7%, 28.9%, 20.3%, and 35.2% respectively. For '趣头条', the percentages are 10.9%, 28.4%, 19.3%, and 41.4%.
- 线上消费意愿分布 (Online Consumption Willingness Distribution):** Compares users across three consumption willingness levels: 高 (High), 中 (Medium), and 低 (Low). For '综合资讯', the percentages are 15.5%, 36.8%, and 47.7% respectively. For '趣头条', the percentages are 19.9%, 42.3%, and 37.9%.

Category	Segment	男	女	24岁以下	25-30岁	31-35岁	36-40岁	41岁以上	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市及以下城市	高	中	低
综合资讯	男	53.2%		32.9%					14.7%				15.5%		
	女		46.8%		30.8%	16.6%	10.8%	9.0%		28.9%	20.3%	35.2%		36.8%	47.7%
趣头条	男	43.5%		29.1%					10.9%				19.9%		
	女		56.4%		31.8%	17.8%	11.3%	8.9%		28.4%	19.3%	41.4%		42.3%	37.9%

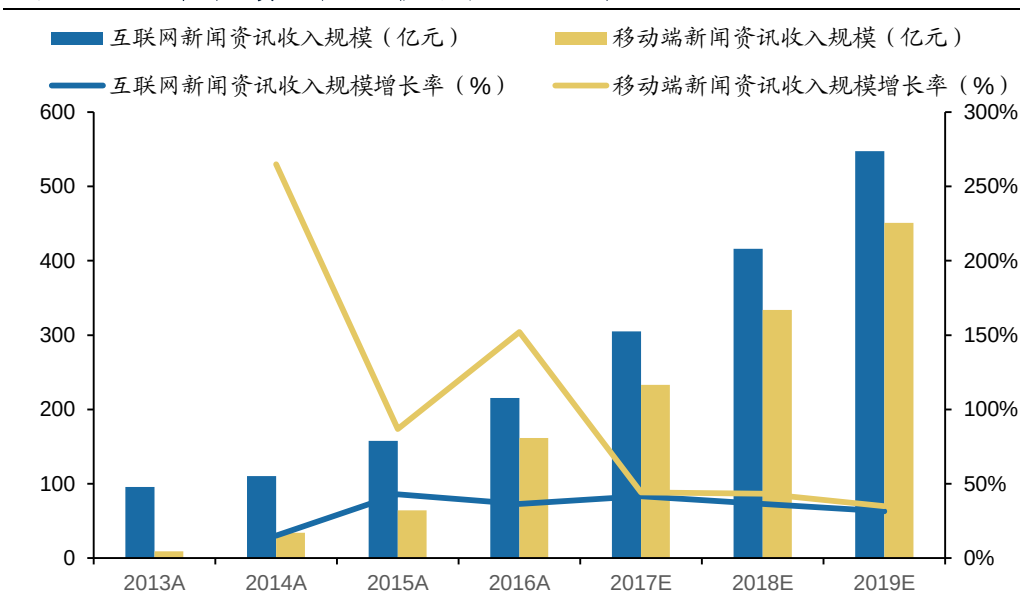
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

2.3 信息资讯竞争格局逐渐稳定；免费阅读开辟小说市场新维度

趣头条是以信息流为商业化手段触达下沉市场，而在进入的内容细分领域上则主要是新闻资讯和小说阅读两大市场。在新闻市场上，根据Quest Mobile的统计，2017年整体互联网资讯市场规模同比增长41.6%达到305亿元，其中移动端占比达到76%为233亿元，统计口径当中包括新闻网站、资讯分发App和其他媒体平台等，收入形式主要以广告收入为主，另外还有部分用户付费收入。我们认为由于2018年以来今日头条、趣头条、今日头条极速版、天天快报等App的快速扩张，市场对于后续新闻平台的估算或仍有所保守。

图17：2017年新闻资讯市场规模同增41.6%达到305亿元



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

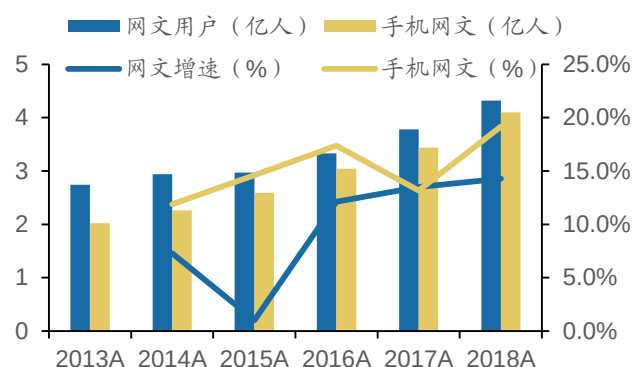
另外公司也通过内部孵化的App米读进入了小说阅读市场。根据中国音像与数字出版协会，2018年的阅读市场规模同增30%至136.3亿元。而根据《中国网络版权产业发展报告(2018)》综合测算，网络文学受众2018年同增14.3%至4.3亿人，其中手机端的阅读用户同比增长19.2%至4.1亿人，占比达到95%。照此计算单人的ARPU值仅为31.6元/年，同比略提升14%。但总体上，由于大部分阅读人群仍是免费阅读人群，小说阅读这一场景的商业化空间仍有待持续挖掘。趣头条于2018年5月推出免费阅读App米读，主要通过广告形式变现，我们认为后续有望帮助小说市场打开商业化的天花板。

图18: 阅读付费市场2018年整体达到136.3亿元



数据来源: 国家版权局, CNNC, 广发证券发展研究中心

图19: 网络文学存量用户规模当中多为免费用户



数据来源: 《中国网络版权产业发展报告(2018)》, 广发证券发展研究中心

我们针对免费小说市场做了简单的敏感性分析,以4亿用户整体作为阅读市场的总用户规模,我们假设免费小说阅读App的用户渗透率达到20%-60%之间。根据目前的米读和连尚等App的广告展示效率来看,平均500-1000字会有一次广告展示,用户的阅读速度一般为300-500字/分钟,即2-3分钟展示一次广告,目前免费阅读软件的人均使用时长达到40-60分钟左右,即用户平均能够看到20-25个广告。我们按照人均广告数量从10-35个不等,另外CPM价格按照10元计算,中性假设条件下(40%的免费小说阅读受众、平均每日展示25个广告)整体免费阅读市场的规模可以达到144亿元,基本上与2018年的付费小说阅读市场规模相若。

表 2: 免费小说市场广告规模敏感性分析 (亿元)

移动阅读市场人数 (亿)	4	4	4	4	4
免费阅读比例 (%)	20%	30%	40%	50%	60%
免费阅读人数 (亿)	0.8	1.2	1.6	2	2.4
人均广告数/日:10	28.8	43.2	57.6	72.0	86.4
15	43.2	64.8	86.4	108.0	129.6
20	57.6	86.4	115.2	144.0	172.8
25	72.0	108.0	144.0	180.0	216.0
30	86.4	129.6	172.8	216.0	259.2
35	100.8	151.2	201.6	252.0	302.4

数据来源: 米读小说 App, 广发证券研究发展中心

三、“增长+运营+商业化”模型，逐步跑通垂直领域

前文中我们梳理了公司的战略导向、目标市场和切入的具体领域，而公司能够领先其他公司跑出的核心原因我们认为主要系搭建了有效的“增长+运营+商业化”的模型，率先利用现金激励抢占了用户心智，孵化出基础流量池之后，进而能够推出更多垂直类App进行领域的拓展。

3.1 趣头条主 App：增长模型加入用户激励，鼓励裂变拉新

我们通过趣头条的产品拆解“增长+运营+商业化”模型发现趣头条App已经将三个阶段全面结合在一起，且为了抢占市场快速加入了用户激励的创新。

图20：趣头条的拉新现金奖励规则

获取用户	1.1	分享邀请新用户	朋友圈	QQ	面对面	电话
	1.2	新用户奖励	新用户自动获得1元奖励和提现刺激奖励			
	1.3	首次行为奖励	新手提示中第一次阅读行为获奖		新手提示中第一次绑定行为获奖	
提升活跃度	2.1	新手任务	首次签到金币	首次绑定账号	首次分享	首次邀请
	2.2	消息推送	短信唤醒召回	金币现金诱惑	标签内容推送	实时新闻推送
	2.3	金币兑换	零钱=昨日金币*昨日汇率/1000；汇率受平台每天运营收益波动，2019年初1600金币=1元			
提高留存率	3.1	日常任务	签到 28金币/次	宝箱 4小时/次	时段金币奖励	养鸡拿鸡蛋
	3.2	阅读系统	阅读新闻奖励，10个/篇		好文分享 唤醒徒弟	优质评论 问卷调查
	3.3	抢红包&砍价系统	抢红包（支付1元 抢0-200元）		扫码领红包	砍价免费商品
收入	4.1	广告分成	宝箱：4小时/次			
	4.2	其他收入	第三方广告平台 业务的中介佣金		第三方电商货物 出售的佣金	
	4.3	主要成本	自媒体入驻 分成	用户获客& 激励成本	其他运营 成本	
自传播	5.1	金币系统	参见【提升活跃度】和【提升留存率】			
	5.2	收徒系统	徒弟拉新奖励 收徒奖励+徒弟进贡		唤醒 日常唤醒徒弟获奖	

数据来源：趣头条 app，广发证券发展研究中心

- **拉新层面：**公司通过分享、广告买量获取新用户，并在用户进入App时就给予现金激励和首次行为的奖励，让其完成实名认证、绑卡等过程。

- **提升活跃度和留存率上**，趣头条设置了一系列的包括登录任务、推送唤醒、金币兑换、日常任务、阅读系统、抢红包系统等一系列活动。
- **商业化**：用户经过“新用户激活→完成活动→留存率提升”的过程后贡献的媒体时长将通过广告的形式商业化，趣头条内的现金激励与当日的广告激励具有勾稽关系，也防止了羊毛党刷爆经济系统的风险，并且增强了平台的调节能力。
- **现金激励和社交裂变**：而这套系统的特殊之处就在于老用户通过类似“收徒”的方式拉新将能够直接赢得拉新奖励（仅限一层）。鼓励老用户帮助趣头条发展下沉市场新用户。

第一个在用户增长方面的创新点在于“现金奖励”。趣头条具体的拉新奖励规则：
 1) 新用户成功注册并完成当天的新手任务(花费约5分钟)即可获得最多16200金币，对应约2-10元人民币（金币转换汇率受每日运营影响波动，安卓端兑换汇率一般为10000金币=1元，iOS端兑换汇率一般为1600金币=1元），申请提现后预计1-3个工作日到账支付宝/微信；
 2) 用户通过微信、QQ、短信、面对面、邀请码等方式邀请新用户注册，根据邀请人数和对方的活跃度获得现金奖励，最高可获得6.8万元（单人拉新6000人左右）。另外读文章、看视频等活动也可以相应按照时长领取金币，极大的提高了公司App的活跃度。

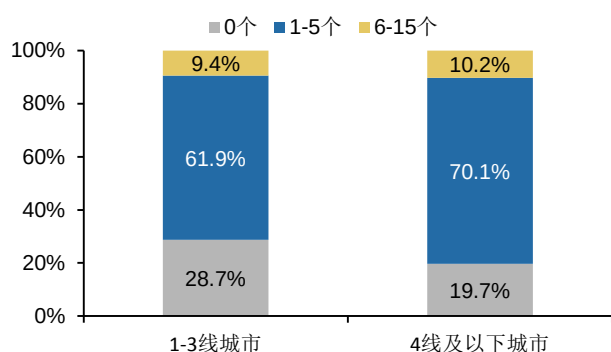
图21：趣头条的拉新现金奖励规则

新用户注册		分享邀请新用户	
任务	金币奖励	邀请人数	现金奖励
打开APP	5000金币	1-2位	8元/位
阅读咨询	4800金币	3-5位	8.5元/位
查看阅读收益	3000金币	6-20位	9元/位
查看我的钱包	2220金币	21-100位	9.5元/位
输入邀请码	5000金币	101-500位	10元/位
提现	180金币	501-1000位	10.5元/位
7天领红包	0.1-88万金币	1001-2000位	11元/位
		2001-4000位	11.5元/位
总计	至少2.72万金币	4001-6000位	12元/位
		累计	68186.5元

数据来源：趣头条 app，广发证券发展研究中心

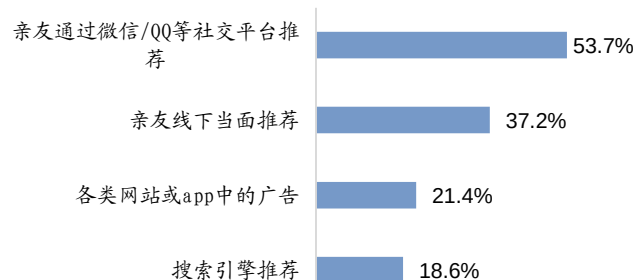
通过现金奖励用户拉新的做法迅速帮助用户完成了App的冷启动。趣头条60.7%的用户来自于三线及以下城市，对应的用户画像为价格敏感度高、线下社交网络多为强关系，因此趣头条的拉新奖励规则可以有效激励用户下载App并推荐朋友注册。根据极光大数据2019年2月的调研结果，1-3线城市的趣头条用户中有71.3%成功邀请1位以上好友，4线及以下城市的趣头条用户中有80.3%成功邀请1位以上好友；超过半数的用户接触趣头条的渠道为亲友推荐。

图22: 趣头条用户邀请好友的成功数量



数据来源: 极光数据 (2019.2), 广发证券发展研究中心

图23: 用户接触趣头条的途径



数据来源: 极光数据 (2019.2), 广发证券发展研究中心

第二个创新点是依据金币体系搭建了用户的强留存系统。首先, 通过每日任务的积分奖励提高用户活跃度。其次, 通过拉新关系搭建层级结构, 激励老用户推动新用户活跃。具体措施包括: 1) 邀请新用户的现金奖励分三天发放, 好友每日有效阅读30金币后才可领取当日对应奖励; 2) 在特定时期内, 可获取邀请好友每日收益的一部分。

表 3: 趣头条日常任务的积分奖励

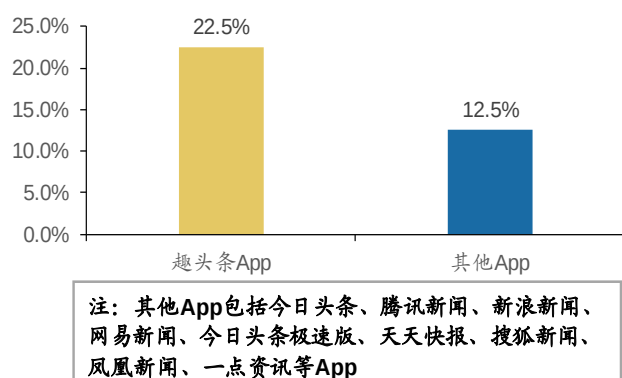
用户行动		积分奖励
每日签到	连续签到第 1/2/3/4/5/6/7 天	18/21/26/45/70/98/193 金币
阅读收益	阅读咨询每 30 秒	最高 10 金币
	观看视频每 30-60 秒	最高 5 金币
幸运大抽奖	每日免费抽取 8 次	奖品+50 金币
开宝箱奖励	每 4 小时领取	随机
时段奖励	整点领取	最高 20 金币

资料来源: 趣头条 app, 广发证券研究与发展中心

建立在金币系统上的留存体系是一把双刃剑, 提升了留存的同时也诞生了羊毛党。趣头条通过现金奖励拉新, 部分下载行为单纯是为了获取奖金。根据QuestMobile的测算, 2018年6月趣头条app在30天内的卸载率 (卸载率=当月发生过卸载行为的用户数/活跃用户数) 达到22.5%, 显著高于新闻资讯类app12.5%的行业平均水平。

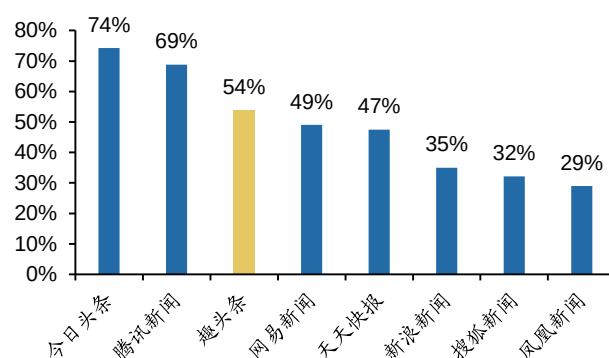
但趣头条的金币层级积分制度确实能有效激活并留存用户, 根据Quest Mobile, 其人均使用开启次数和人均使用时长均位于综合资讯类app的前列, 综合来看趣头条的次月留存率 (次月留存率=上月新安装在当月仍然活跃的人数/上月新安装的人数) 达到53.8%, 高于新闻资讯类app的行业平均水平。另外根据易观千帆的测算, 2018年8月趣头条的人均单日使用时长为71小时, 人均单日启动次数为10次, 显著高于新闻资讯类app的行业平均水平。

图24: 2018年6月新闻资讯app的用户卸载率对比



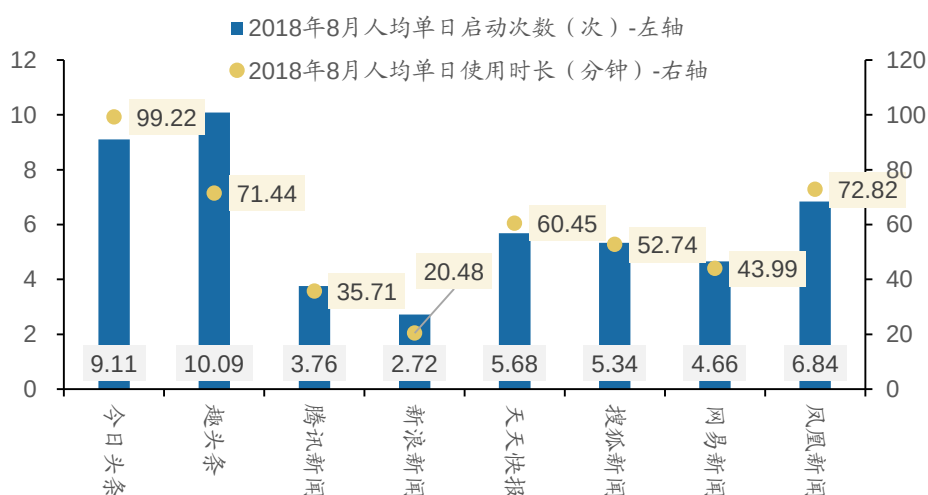
数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图25: 2018年8月新闻资讯app的次月留存率对比



数据来源: 易观千帆, 广发证券发展研究中心

图26: 2018年8月新闻资讯app的用户黏性对比



数据来源: 易观千帆, 广发证券发展研究中心

从公司披露的流量模型来看, 用户成本最大的支出项系用户的买量获取成本和激励成本。1) 单个DAU的日均激励成本有所下行。17Q4-18Q4单个DAU的用户激励约为0.14、0.17、0.21、0.25、0.20元/天。根据趣头条最新披露, 19Q1的单DAU激励成本进一步下降至0.17元/天。2) 买量成本主要随着市场流量价格波动, 17Q4-18Q4单安装用户成本分别为3.58、6.21、5.83、6.75、6.57元/天。19Q1受整体广告市场景气度下降影响, 单用户的获取成本降至6.21元/天。但我们认为中期来看, 流量成本很难持续下滑, 未来或仍将重回上升趋势。

表 4: 趣头条流量变现模型的成本收益单元经济模型

	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
总营收 (亿元)	2.52	2.36	4.81	9.77	13.27
平均 DAU (百万)	9.50	12.90	12.60	21.30	30.90
每 DAU 每天创收 (元)	0.29	0.20	0.42	0.50	0.47
用户激励成本 (亿元)	1.26	1.92	2.46	4.81	5.63
每 DAU 用户每天激励成本 (元)	0.14	0.17	0.21	0.25	0.20
用户获取成本 (亿元)	0.96	1.54	2.05	5.32	7.47
新装用户 (百万)	26.80	24.70	35.10	78.80	113.60
每新装用户获取成本 (元)	3.58	6.21	5.83	6.75	6.57

数据来源: 公司季度财报, 广发证券发展研究中心

我们根据18Q4的经营数据, 整理出公司的单元经济模型敏感性分析, 结论是单个用户的回本周期大概在半年左右。2018年Q4, 趣头条平均每DAU用户每天创收0.47元、对应的激励成本为0.20元, 平均每新装用户的获取成本为6.57元。在上季DAU流失率分别为10%/15%/20%/30%的假设下, 仅考虑每DAU对应的营业收入和互动成本, 在现金奖励模型下趣头条获得单个DAU用户需要146.6.5至218.0天才能回本。平均来看单个DAU在现有条件下回本周期大概是半年左右, 我们预计未来单用户单日的收入或将走平, 单用户的激励成本将逐渐下行, 而买量成本稳中有升, 整体的回本周期或将逐步缩短。

表 5: 2018 年 Q4 趣头条获客回本周期的敏感性测试

上季 DAU 流失率	10%	15%	20%	25%	30%
当季流失 DAU (百万)	3.1	4.6	6.2	7.7	9.3
当季新增 DAU (百万)	12.69	14.24	15.78	17.33	18.87
每 DAU 用户获取成本 (元)	58.9	52.5	47.3	43.1	39.6
回本周期 (天)	218.0	194.4	175.3	159.7	146.6

资料来源: 公司季度财报, 广发证券研究与发展中心

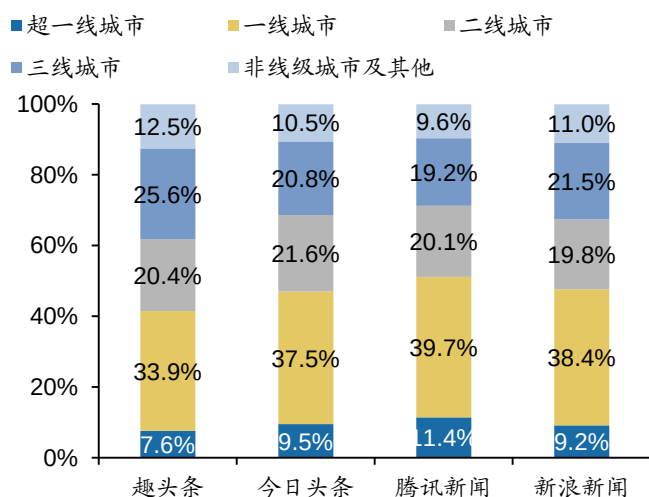
3.2 竞争优势: 在下沉市场形成先发优势, 算法&内容后续有待巩固

因为当前公司的增长模型能够保证回本, 因此在下沉市场的规模化扩张后建立起了先发优势。根据极光大数据报告, 2018年7月超过一点资讯和搜狐新闻位居新闻资讯类APP的第五位。2019年3月, 趣头条的MAU为5880万人, 位居新闻资讯类APP的第5名, 仅次于今日头条、腾讯新闻、新浪新闻、网易新闻; 月均DAU为2466万人, 位居新闻资讯类APP的第4名, 仅次于今日头条、腾讯新闻、新浪新闻。

而对比活跃用户数量大于趣头条的新闻资讯类APP, 趣头条的竞争优势在于: 1) 趣

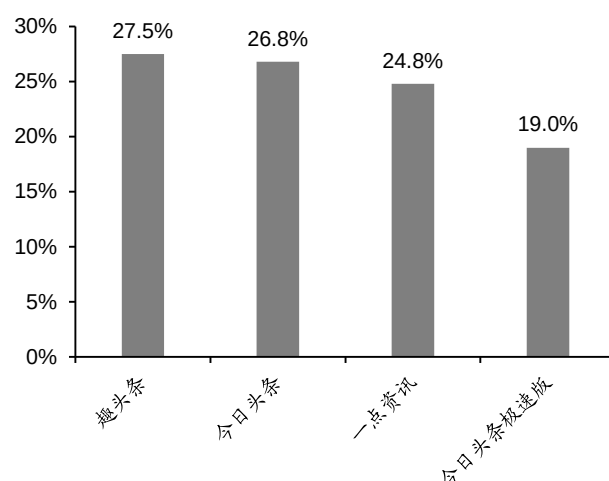
头条的用户画像更下沉、在四线及以下城市的用户独占率最高，可以有效满足下沉市场对应的广告主需求；2) 在先发者的回本周期拉长至半年左右的情况下，新进入者或需要更高的成本，而已拥有较大用户体量的非现金激励型App上线现金奖励制度的转换成本太高。

图27：2018年8月新闻资讯app的用户地域分布



数据来源：易观千帆，广发证券发展研究中心

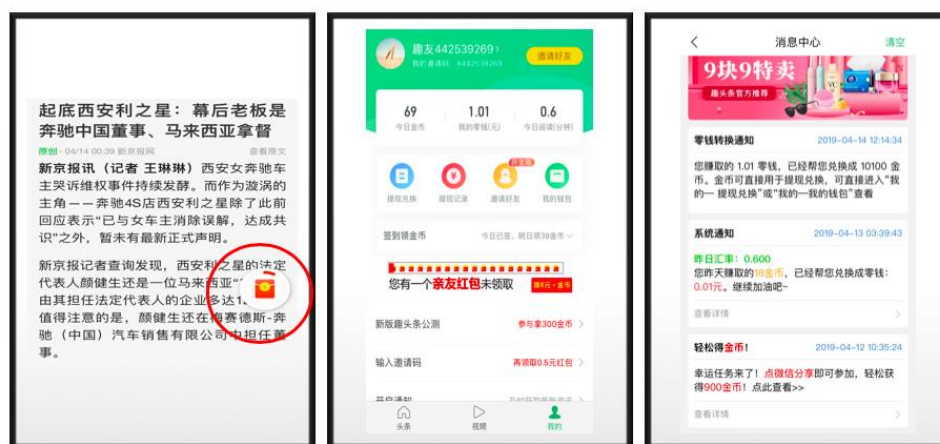
图28：2018年12月app四线及以下用户独占率



数据来源：极光数据，广发证券发展研究中心

现金奖励模型需要通过金币层级积分制度来保障新用户的激活与留存，以趣头条2018年Q4的经营数据为例，每DAU每日的平均互动成本为0.20元，根据今日头条2018年12月平均1.21亿人的DAU测算，今日头条上线现金奖励制度每年需要新增88亿元的销售成本来维系原有用户。其次，此类APP在一二线城市用户占比更高，用户画像为价格敏感度较低且注重使用体验，类似趣头条的强调积分奖励的页面设计很可能使得原有用户不满。

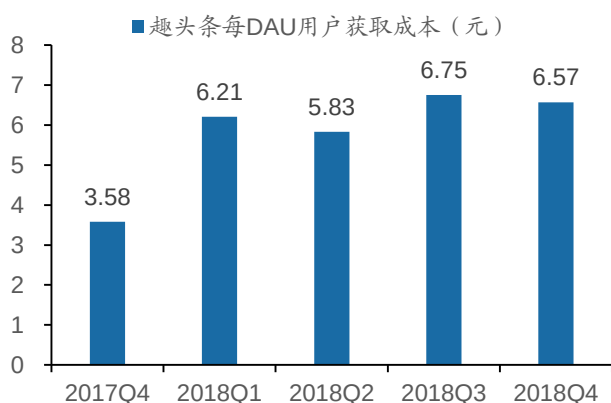
图29：趣头条app页面的积分奖励提示



数据来源：趣头条 app，广发证券发展研究中心

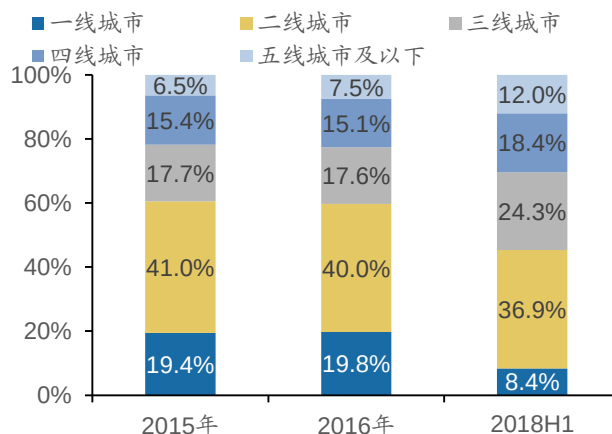
对比复制现金奖励模式的新闻资讯类APP，趣头条的竞争优势在于：1）趣头条驱动社交裂变的用户基数大，信任背书多；2）由于同类竞争者变多和空白市场减小导致获客成本不断提升，趣头条新装用户的平均获客成本从2017年Q1的3.58元/人提升至2018年Q4的6.57元/人，根据趣头条的流量变现模型目前获取的新用户需要半年左右时间才能回本，市场后进者的获客成本随时间推移增高，其投资回报率也同步降低；3）趣头条在内容购买、广告体系搭建、产品研发方面具备一定的先发优势和规模优势。

图30：趣头条每新装用户的获取成本（元）



数据来源：公司季度财报，广发证券发展研究中心

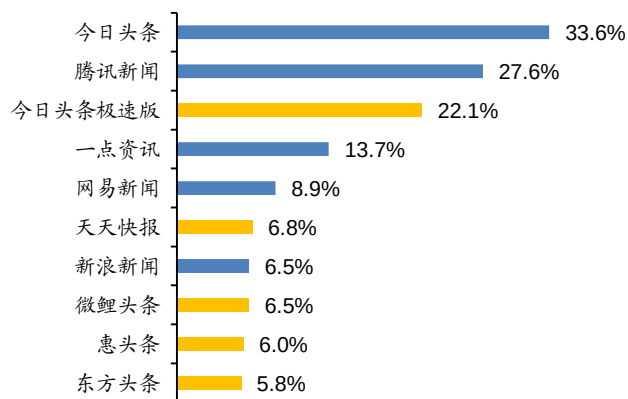
图31：2015-2018年H1移动互联网用户的城市分布



数据来源：QuestMobile，友盟+，广发证券发展研究中心

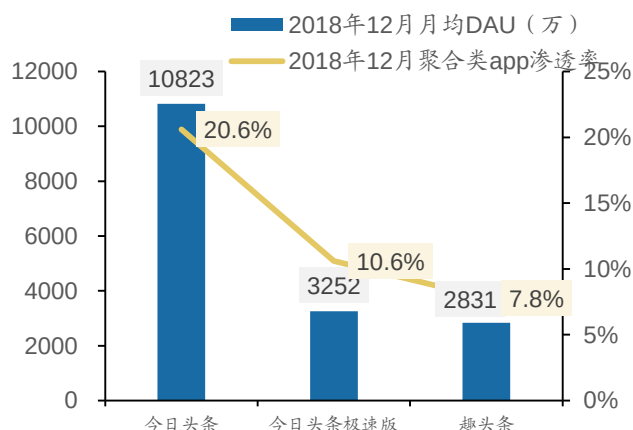
仅复制现金奖励模式大多只能抢夺趣头条的无效用户。根据QuestMobile的测算，2018年6月卸载趣头条的用户中分别有约6.5%去向采用了现金奖励机制的天天快报、微鲤头条、惠头条、东方头条，这部分用户许多是以获取拉新奖励为下载动机的羊毛党。而近期部分大厂只能通过推出激励版来下沉，如字节跳动的今日头条极速版和腾讯新闻极速版。根据极光大数据的测算，截止2018年12月，趣头条的渗透率（7.8%）在采用现金奖励机制的聚合类app中位居第二。

图32：趣头条2018年6月卸载用户的7月去向（%）



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

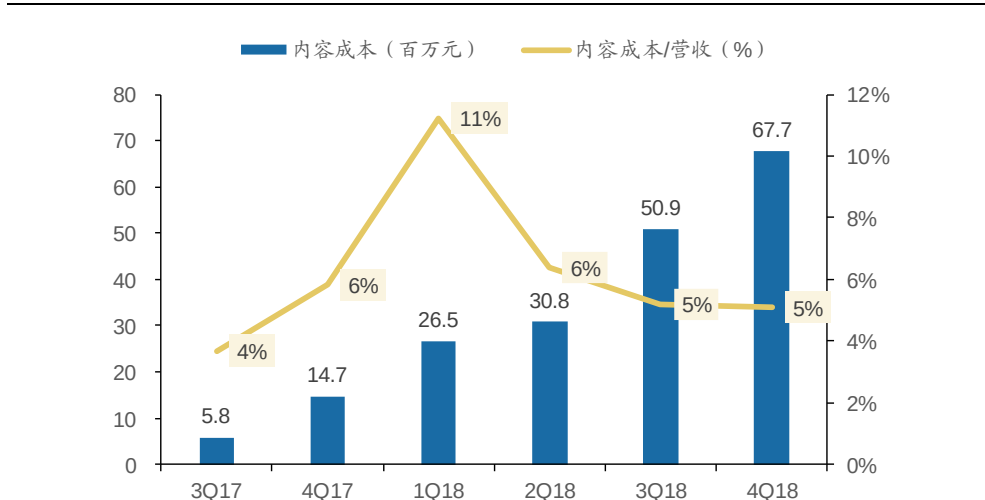
图33：2015-2018年H1移动互联网用户的城市分布



数据来源：极光大数据，友盟+，广发证券发展研究中心

另外商业化的先发优势还体现在对于内容的掌控力上。2019年1月，趣头条平台推出针对原创作者的三大签约计划：“合伙人计划”“放心看计划”“快车道计划”，向优质作者开放签约计划，提供保底激励和优先试用积分双向流通系统的权利。其中，合伙人主要面向全领域地方特色内容创作者，放心看面向健康、育儿、养生领域专业机构和权威专家，快车道则面向全领域优质原创作者，趣头条提供最高每月3万元的保底收入，并提供2000条的推送条数和1亿的推送流量池。一系列计划将为趣头条引入近千名优质原创自媒体，增强内容创新能力。公司18Q4的内容支出达到近7000万，占收入比重约为5%左右。

图34：趣头条目前内容成本占收入比重约为5%



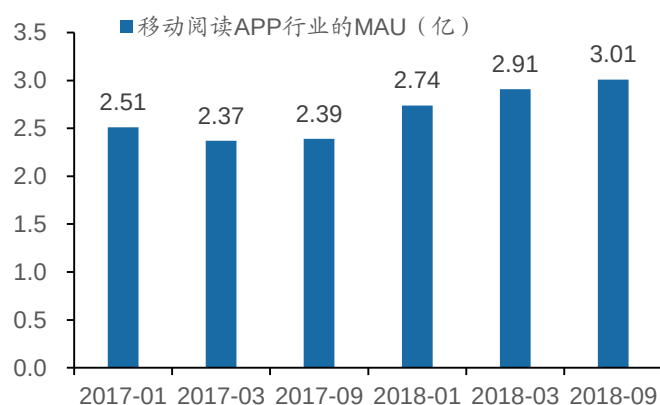
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3.3 米读：开辟免费小说流量变现新格局，证明公司产品孵化能力

在建立了趣头条的基础下沉用户流量池后，公司孵化出了免费阅读小说App米读。其面向的免费移动阅读市场的用户基础要远大于付费阅读用户基础。根据QuestMobile的测算，截止2018年9月移动阅读APP行业的月活跃用户共有3亿人，假如以阅文集团平均5.1%的付费率（付费率=付费人数/MAU）计算，移动阅读行业的非付费用户约有2.85亿人。

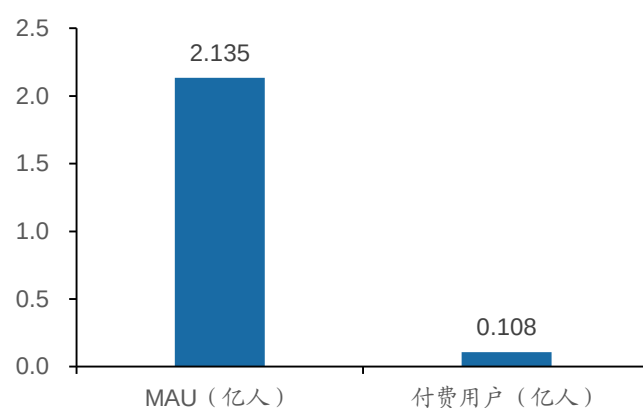
而免费模式推出之后，米读以免费小说为产品吸引用户、通过页面广告变现。这一模式用户量发展迅猛，截止2019年3月，米读的MAU为2975万人、位列数字阅读类app的第三位，平均DAU为997万人、位列数字阅读类app的第一位。已经十分接近行业龙头掌阅和QQ阅读的用户量级。

图35：2017-2018年移动阅读APP行业的MAU



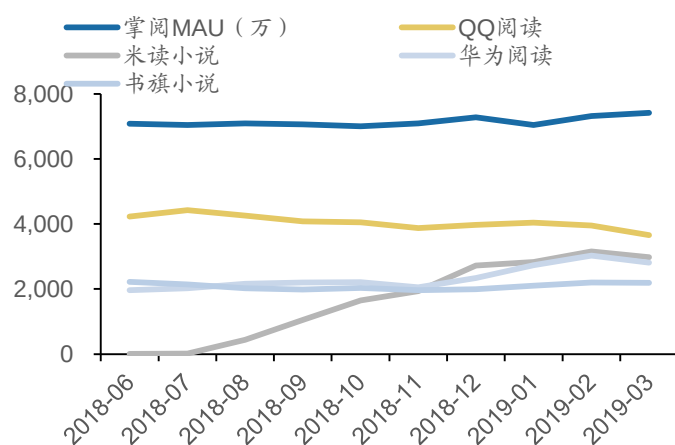
数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

图36：2018年阅文集团每月平均在线阅读用户



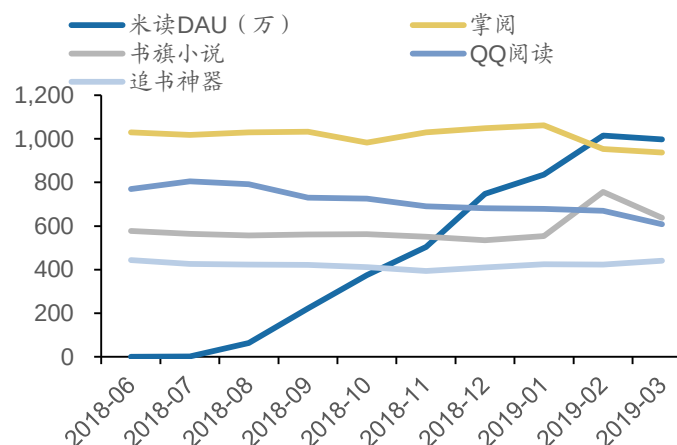
数据来源：公司季度财报，广发证券发展研究中心

图37：2019年3月数字阅读类App的MAU



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

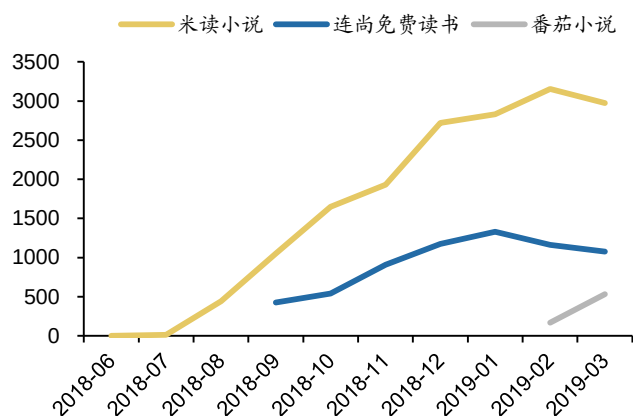
图38：2019年3月数字阅读类App的平均DAU



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

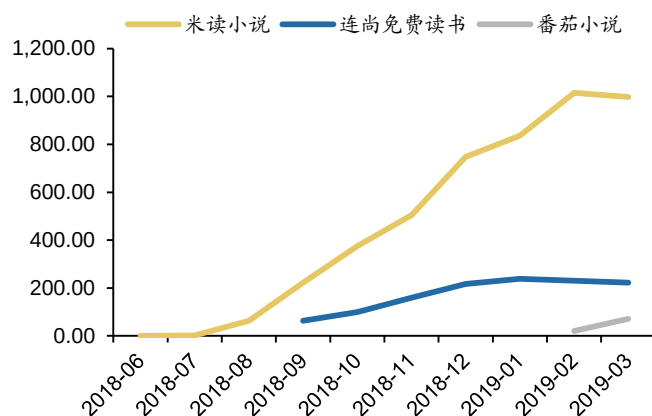
趣头条和米读的协同效应主要表现在以下三点：1) 对流量变现产品的创新性研发能力；2) 系统对接广告主；3) 趣头条价格敏感度高的用户画像与米读免费阅读的用户画像存在重叠，趣头条可以为米读进行引流，在趣头条app“我的”栏目中的下拉条目中陈列了“免费小说”的链接。WiFi万能钥匙旗下的连尚免费读书、字节跳动旗下的番茄小说、阅文集团旗下的飞读陆续入局免费在线阅读市场，截止2019年3月米读仍有显著的先发优势。

图39：2018年-2019年典型免费阅读App的MAU



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

图40：2018年-2019年典型免费阅读App的平均DAU



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

目前，米读小说的变现主要包括小说内的广告位置和App的广告位置。1) 目前小说内的广告位置展示频率约为2-5页就会出现一页广告；小说每章结尾会有一次广告展示位；2) 在App层面，广告主要展示在小说简介、书架、书城、我的设置等界面。

目前米读已经开始尝试加入虚拟货币“米豆”、“米券”和VIP功能，我们预计未来也有望采用免费和付费混合的模式。目前米豆和米券还不能充值兑换，只能通过完成运营活动获得奖励，功能目前只有免广告和兑换部分积分商品。而VIP则能够帮助免除广告、音量键翻页、听书、缓存和其他联动App的福利。当前正式定价为219元/年，打折后约为95元/年。

图41：米读APP的广告位



数据来源：米读 app，广发证券发展研究中心

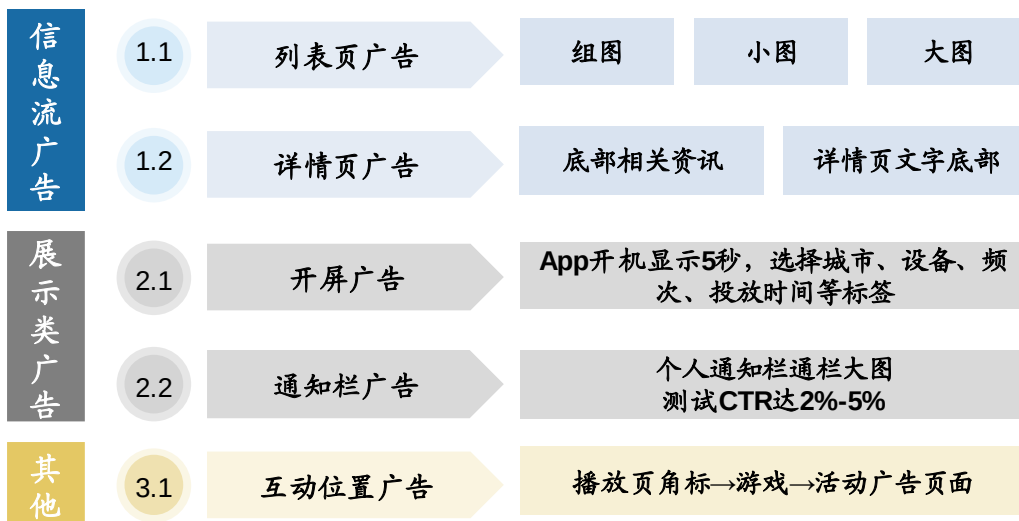
相比付费小说，米读的免费阅读模式比较难形成大的IP，主要作用仍是杀闲。根据阅文、掌阅等付费阅读模型的作者分成来看，一般作者的写作质量越高、作品的每字单价越高。这样就能激励作者写出更好的作品，形成平台独有的小说IP。但目前米读的营收量级只能维持平台提供较低水准的连载作品以及完结时间较长的作品，平台上小说的内容质量普遍偏低，而免费读者对于小说质量的要求也不高，因此我们判断米读或难以形成较大的作品IP，仅仅是具有类似“消闲”价值。另外在米读入局后，包括wifi万能钥匙的连尚文学、字节跳动的番茄小说、阅文的飞读等免费小说App涌现，或将部分分流米读的市场份额。

四、财务：收入跟随用户快速成长，买量成本仍高企

4.1 广告变现模式下，用户量为公司收入增长的核心驱动力

目前公司在收入结构上仍以广告收入为主，在趣头条App当中主要仍以效果和展示类广告为主。其中广告位置可以主要分成以下几类形式：第一是信息流广告，我们推测这块提供了最主要的广告库存，主要位置在信息列表和详情页处，列表页主要系用户浏览新闻当中插入的广告，详情页主要系用户在浏览某一具体内容时尾部的广告位。第二是展示类广告，其中主要包括开屏启动广告，一般展示5秒左右时间，通知栏广告位置主要在个人界面banner大图。第三是其他地区会有部分互动式广告，如广场舞大赛、养鸡拿鸡蛋等。米读的广告位置我们在此前已经有所简介。

图42：趣头条App的主要广告分布

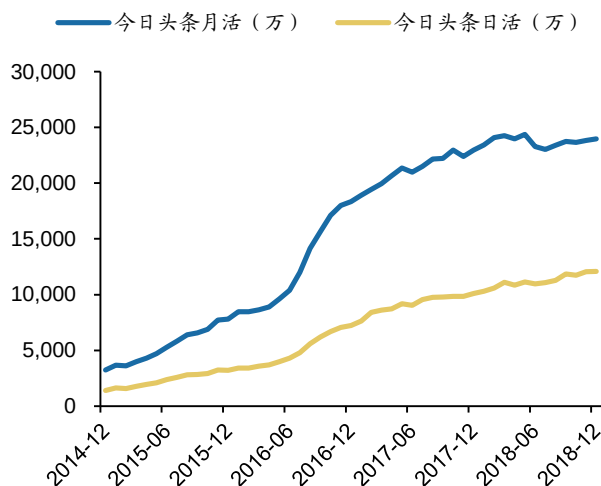


数据来源：趣头条 App，广发证券发展研究中心

我们可以将广告收入拆解为 $eCPM \times \text{人均Feeds} \times \text{Ad Load} \times \text{DAU} \times \text{天数}$ 。其中eCPM(每一千次展示可以获得的广告收入单价)是综合由市场决定的, Ad Load(广告加载率, 指每多少条内容里面有一条广告)和人均展示次数(每人每天可以看多少条内容)方面, 目前趣头条App和米读都并不低, 因此未来的收入增长主要仍是依赖DAU的拉动。根据QuestMobile的数据, 趣头条2018Q4平均月活为0.94亿, 平均日活为0.31

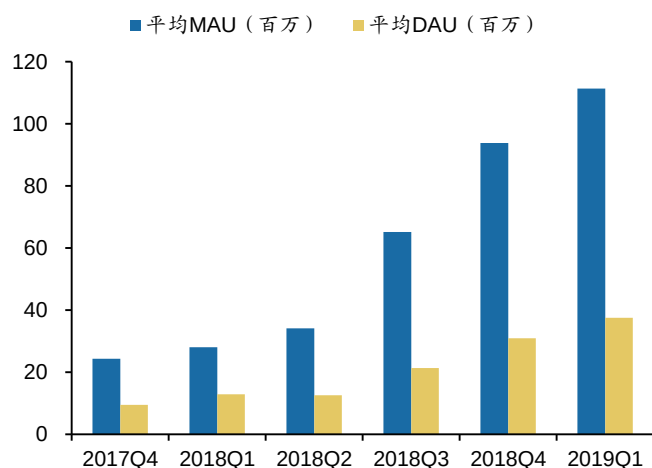
亿。根据中国互联网网络信息中心统计的数据，截至2018年底中国网民达8.29亿。以此数据为基数计算，趣头条的渗透率为3.73%（2018Q4平均DAU/网民总数）。而目前趣头条新装用户数量提升明显，18Q3-19Q1分别新增用户7,880、1.14亿和1.09亿用户。

图43：今日头条平均MAU及平均DAU（万）



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

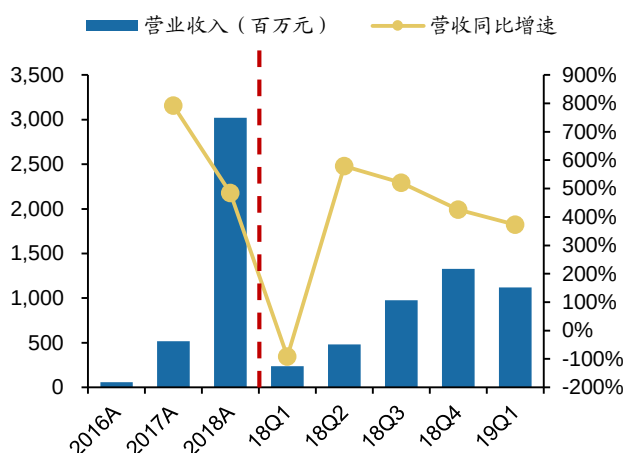
图44：趣头条平均MAU及平均DAU（百万）



数据来源：趣头条招股说明书，广发证券发展研究中心

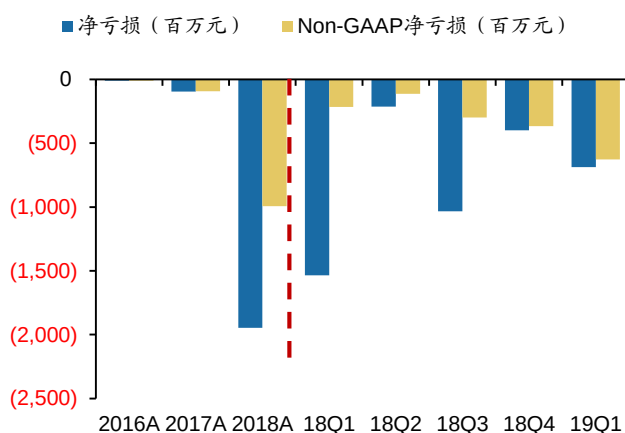
从财报而言，广告收入（advertising and marketing revenues）目前占公司90%以上的收入，2018年广告收入28.14亿元，同比增长448.1%，占全年营收的93.12%，营收占比相比去年同期下降6.07pct，主要是因为本财年其他收入增长明显。其他收入（other revenues）主要来自在线营销平台服务业务（revenues from online marketing platform services），主要系为代理商提供接入第三方流量平台的服务收入和部分广告平台服务收入，2018年实现营收2.08亿元，同比增长4,884.8%。而19Q1趣头条营收同比增长373.3%至11.19亿元，其中广告收入占比超过97%。

图45：趣头条营业收入情况推移



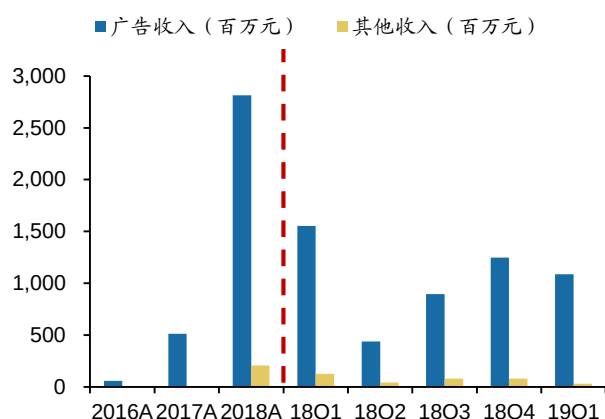
数据来源：趣头条招股说明书，广发证券发展研究中心

图46：趣头条净利润



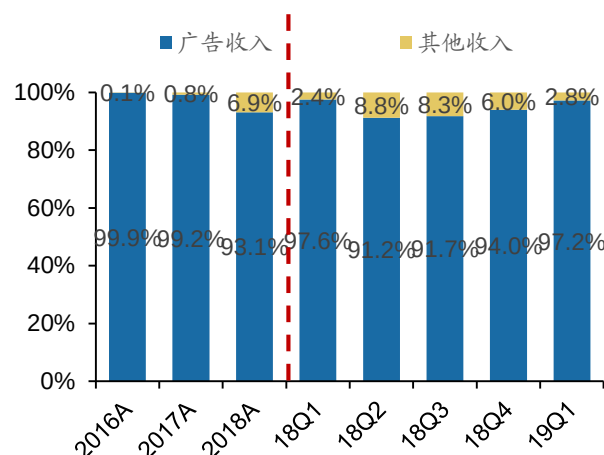
数据来源：趣头条招股说明书，广发证券发展研究中心

图47: 趣头条营收构成



数据来源: 趣头条招股说明书, 广发证券发展研究中心

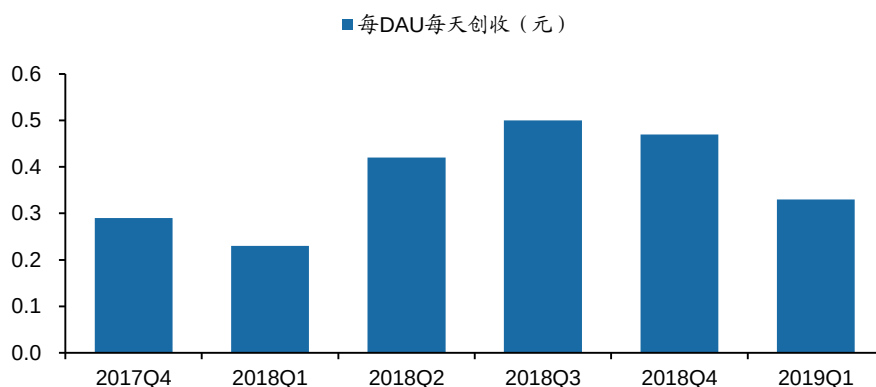
图48: 趣头条各业务营收



数据来源: 趣头条招股说明书, 广发证券发展研究中心

从平均每日活用户每天创收来看, 相比2017年以及2018Q1, 2018Q2以来趣头条每DAU每天营收提升至0.4-0.5元/天后保持稳定。信息流广告价值进一步提高, 持续放量。18Q3-19Q1趣头条每DAU每天营收有所回落, 主要系DAU增长较快, 另外广告主投放的季节性影响所致。我们预期单个用户的广告变现价值不会出现大幅度提升, 广告收入增长主要依赖DAU驱动。

图49: 趣头条每DAU每天营收



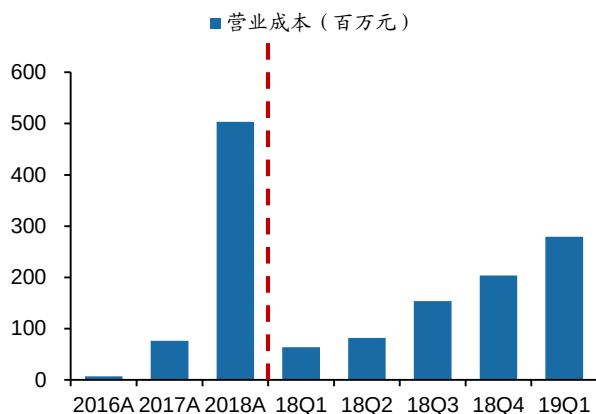
数据来源: 趣头条招股说明书, 广发证券发展研究中心

4.2 内容端支出比例或将有所上升, 研发&管理投入建设人才梯队

内容购买成本提升。从成本端来看, 趣头条营业成本主要包括内容购买成本、带宽成本以及文化建设费用及附加费等。2018年全年趣头条营业成本5.04亿元, 其中Q4营业成本为2.04亿元, 2018Q4成本增长主要是因为内容购买成本 (content procurement costs) 以及内容管理相关的员工薪酬增加。内容购买成本主要指支付给内容提供者的费用, 内容提供者获得的报酬与相应内容被浏览的次数相关, 公司

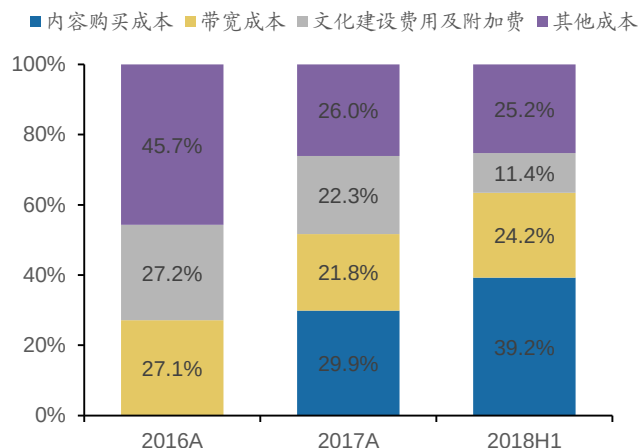
主要采购的内容包括新闻、小说、短视频等。2016年平台上的内容主要是来自于公开可使用的渠道，所以没有产生内容购买成本。但当时公司已经开始建立能供内容提供者上传内容的系统。2017年趣头条开始与创作者进行分成和采购内容，当年内容购买成本为2,286万元；2018上半年内容采购成本为5,728万元，占总成本的比例提升至39.2%。趣头条支付给内容提供者的费用主要与其提供的内容被浏览的次数相关。2019Q1趣头条营业成本持续上升至2.79亿元，同比增长336.5%，其中主要仍是内容成本占收入比重约为8.1%，同比18Q1降低3.1pct，环比18Q4提升约3pct。

图50：趣头条营业成本推移



数据来源：趣头条招股说明书，广发证券发展研究中心

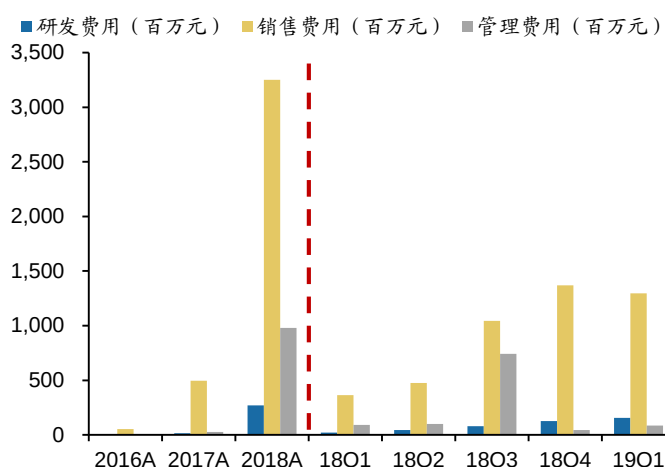
图51：趣头条营业成本构成推移



数据来源：趣头条招股说明书，广发证券发展研究中心

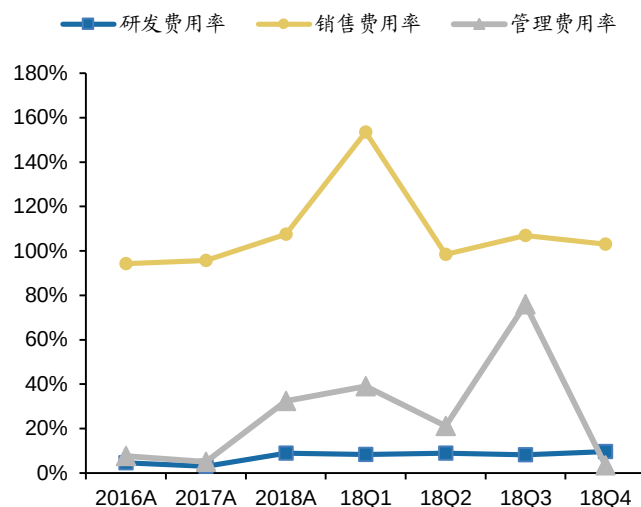
研发和管理投入持续稳健增长，主要系人才梯队的建设支出。2018年公司研发费用2.7亿元，相比2017年同期的1,532万元增长明显。2018年趣头条研发费用率为8.9%，同比提高5.9pct。2019Q1研发费用同比大幅增加688.9%至1.6亿元，管理费用率同比下降31.5pct至7.6%。研发费用投入增长明显主要是因为公司加大了科技研发投入，尤其是基于AI的内容推荐算法的研发。而管理费用主要包括管理人员的薪酬福利以及激励，2018年全年管理费用9.8亿元，同比增长明显一是因为公司业务发展带来的员工数量增长，二是因为在2018Q3公司支付了7.18亿元的股权激励费用。19Q1管理费用0.85亿元，同比小幅下降8%。

图52：趣头条整体三费增长推移



数据来源：趣头条招股说明书，广发证券发展研究中心

图53：趣头条整体费用率增长推移



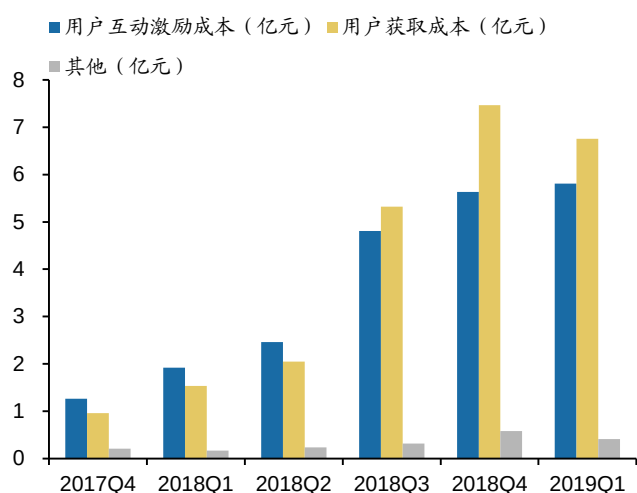
数据来源：趣头条招股说明书，广发证券发展研究中心

4.3 销售费用中互动激励成本比重下行，买量获取成本仍将持续高企

公司最大的费用支出来自获取和维护用户的销售费用。2018年趣头条整体销售费用为32.5亿元，销售费用率为107.5%，相比2017年提高11.8pct。从销售费用构成来看，主要包括用户互动激励成本（user engagement expenses）以及用户获取成本（user acquisition expenses）。2018Q4销售费用中用户互动成本占比41.2%；用户获取成本占比54.6%，用户获取成本相比2018Q3提高3.7pct。2019Q1销售费用中用户互动成本占比44.8%，用户获取成本相比2018Q4提高3.6pct；用户获取成本占比52.1%，用户获取成本相比2018Q4下降2.5pct。

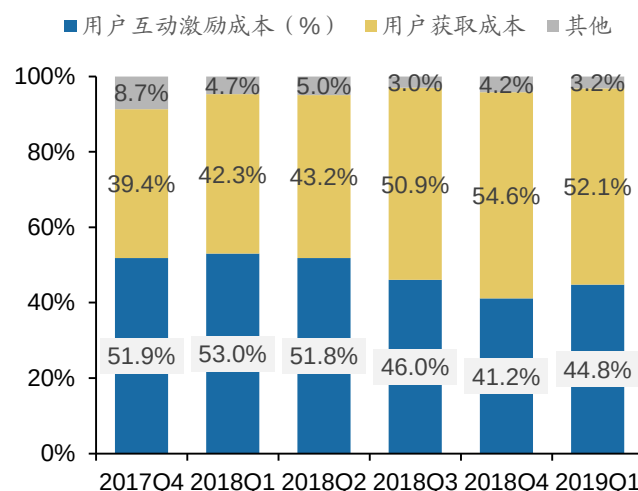
- 用户互动激励成本主要指为了增强用户对平台的忠诚度而使用的花费，包括用来激励用户浏览及分享内容，激励用户互动以及留存而支付给用户的奖励金币（可提现）。2018Q4用户互动激励成本5.6亿元，持续增长主要是因为用户基数的增长。从每DAU用户每天互动成本来看，2018Q4每DAU用户每天互动成本为0.20元，环比下降19.4%，主要是因为趣头条平台用户互动成本得到了有效控制，并且2018年5月推出的新产品米读APP没有产生用户互动成本。2019Q1每DAU用户每天互动成本为0.17元，环比下降15%。随着App内部生态系统的完善和留存率的进一步增加，我们预计这块支出比重将有所下行。
- 用户获取成本包括在口碑传播以及第三方平台营销投放上的花费，2018Q4用户获取成本为7.5亿元。按照装机量计算可得每新增用户的获取成本为6.57元，相比2018Q3的6.75元有所下降，而2019Q1每增用户的获取成本持续下降至6.21元，买量获取外部用户的成本主要取决于市场流量价格，我们预计未来仍会重回增长轨道上。

图54: 趣头条销售费用拆解



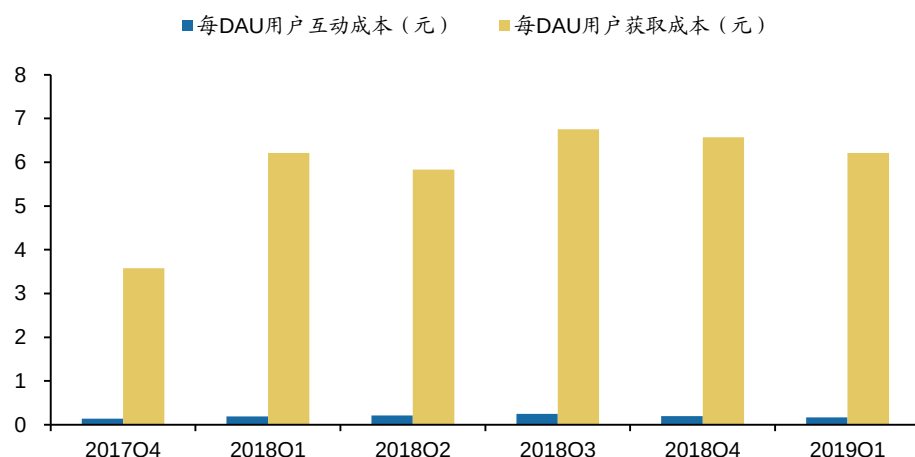
数据来源: 趣头条招股说明书, 广发证券发展研究中心

图55: 趣头条销售费用构成



数据来源: 趣头条招股说明书, 广发证券发展研究中心

图56: 趣头条每DAU销售费用

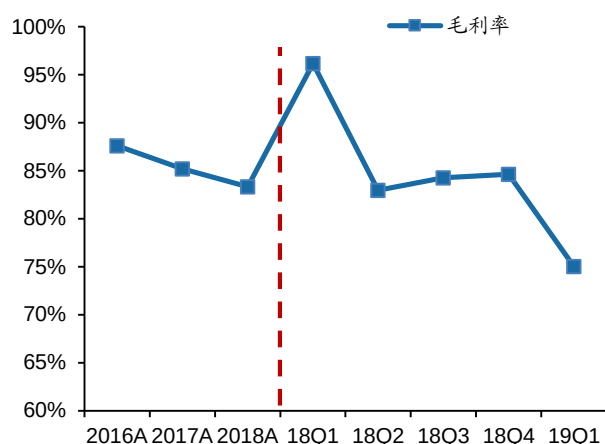


数据来源: 趣头条招股说明书, 广发证券发展研究中心

4.4 公司 19Q1 受季节性和宏观经济影响, 亏损环比放大但同比缩窄

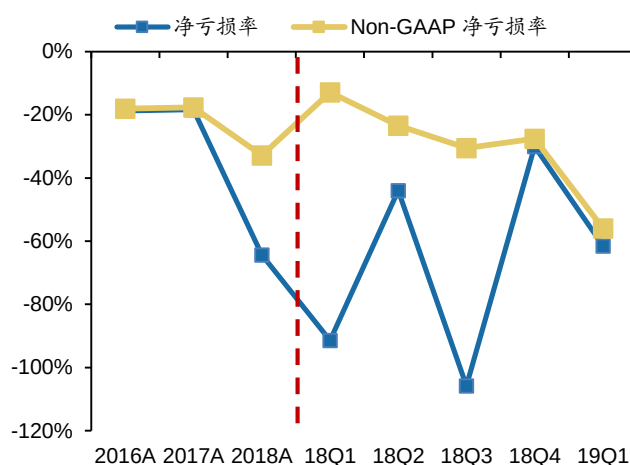
从盈利能力来看, 2018年全年毛利率为83.3%, 相比2017年下降1.9pct, 主要受2018Q1拖累。单季度来看, 2018年各季度毛利率水平呈现提高趋势, 2018Q4毛利率为84.6%, 相比2017Q4提高2.6pct。Non-GAAP净亏损率持续收窄, 2018Q4净利率为-27.6%, 较上一季度收窄2.9个百分点。2019Q1毛利率为75%, 相比2018Q1提高2.1pct, Non-GAAP净利率同比提升至-56%, 相比2018Q1收窄35.5pct, 但环比有所扩大, 我们认为主要系包含春节的Q1季节性和宏观经济环境走弱导致。

图57：趣头条毛利率



数据来源：趣头条招股说明书，广发证券发展研究中心

图58：趣头条净亏损率



数据来源：趣头条招股说明书，广发证券发展研究中心

五、盈利预测与估值

5.1 公司收入和毛利率预测

1) 公司收入预测：DAU用户数量驱动，技术优化投放效果拉高eCPM

公司的主要收入来自于广告收入和其他，而其他收入也是帮助广告主找到第三方流量平台投放广告。广告收入主要由 $eCPM \times \text{人均Feeds} \times \text{Ad Load} \times \text{DAU} \times \text{天数}$ 决定：

- 我们认为eCPM主要取决于广告平台的投放效率和外部的流量价格环境，因此该价格有望缓慢提升。
- 人均Feeds和Ad Load共同决定了每个用户每天看到的广告量，我们认为目前广告的加载率已经到了较高的水平，未来增长空间有限。
- DAU则决定了公司未来广告能够触达的流量规模是多少，我们认为是未来广告收入增长的核心动力。

因此我们主要通过预测公司未来合计MAU和DAU来推算收入的增长情况（DAU和MAU计算口径是年初和年末的公司平均活跃用户数），我们认为，公司当前每个季度的买量规模达到1亿人左右，保持当前的买量规模和留存率稳定，并考虑到19Q1因为第一季度的季节性因素买量人数可能偏低，我们预计未来公司单个季度买量规模或保持在1.0-1.5亿人左右，通过对留存率的模拟（我们通过比对招股说明书披露的17Q2和17Q3的当季DAU、次季DAU和第三季度DAU值得到首季度用户流失率和次季度用户流失率，其后单季度的日活流失率我们假定为90%），由此得到未来2019-2021年公司的DAU有望同比增长104%、43%和21%，达到3860万、5530万和6700万人，同理MAU分别为1.24亿、1.72亿和2.58亿人。DAU/MAU的比例保持在31%、32%和26%。而单个DAU单日产生的收入2016-2018年分别为0.16元/天、0.26元/天和0.44元/天，我们预计单用户时长增长放缓，单DAU贡献收入的增长主要源自技术

优化提升CTR，带动整体eCPM提升。因此预计单DAU单日贡献的收入2019-2021年分别为0.46元、0.52元和0.6元，对应的单个MAU产生的年度收入约为51.3元、60.7元和56.2元。

表 6：2019-2021 年公司收入、MAU 和 DAU 预测

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
公司收入（百万元）	58	517	3022	6354	10426	14477
收入 YoY（%）		792%	484%	110%	64%	39%
平均 MAU 用户（百万人）	4.1	28.2	62.3	124.0	171.7	257.6
YoY（%）		580%	121%	99%	39%	50%
单 MAU 每年产生收入（元）	14.0	18.3	48.5	51.3	60.7	56.2
平均 DAU 用户（百万人）	1.0	5.6	19.0	38.6	55.3	67.0
YoY（%）		458%	240%	104%	43%	21%
单 DAU 每天产生收入（元）	0.16	0.26	0.44	0.46	0.52	0.60
DAU/MAU	24%	20%	30%	31%	32%	26%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2）毛利率预测：内容成本占比上升，总体毛利率维持稳定

公司主要营业成本为内容购买成本、带宽成本以及文化建设费用及附加费等，我们认为带宽成本将与流量端保持同步增长态势（其中也包括了内容编辑成本、部分内容管理人员的开支等），除了内容成本之外的营业成本在收入中占比将由2018年11%的水平提升至17%，此后2019-2021年持续保持稳定。而我们认为未来内容成本在收入当中的占比或随着公司对内容生态的建设而有所升高，我们预计2019-2021年内内容成本占收入比重分别为8%、8%和10%。整体公司毛利率将保持在较高水平，我们预计2019-2021年公司毛利率将保持在75%、75%和73%左右。

表 7：公司内容成本和毛利率估计

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
公司收入（百万元）	58	517	3022	6354	10426	14477
公司营业成本（百万元）	7	76	500	1607	2614	3915
公司内容成本（百万元）	0	23	176	536	857	1475
内容成本/收入（%）	0%	4%	6%	8%	8%	10%
公司其他营业成本（百万元）	3	53	324	1071	1757	2440
其他营业成本/收入（%）	6%	10%	11%	17%	17%	17%
公司毛利率（%）	88%	85%	83%	75%	75%	73%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

3) 销售费用率预测：买量获取成本或持续高企，但用户互动激励成本有望下行

公司在成本费用中支出最多的主要系销售费用，其主要包括用户互动激励费用和公司的买量获取费用。其中用户互动激励费用主要系为了维持现存用户留存而通过金币兑换给予用户活动的支出，买量获取费用则指在外部拉入新用户的成本。按照单人口径计算，单人激励互动费用2018年约为78元/年，我们预计随着趣头条App内部内容生态的逐步完善，越来越多的用户将不依赖于现金奖励而留存在平台中，预计2019-2021年单DAU的单年互动激励成本约为54元、44元和42元。而随着买量规模逐步扩大，后期获取用户的成本或将逐步攀升，按照安装量统计公司App单人获客成本2018年约为6.4元，我们预计2019-2021年将分别提升至7.4元、8.9元和10.2元。

表 8：公司用户互动激励费用和获取成本推移

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
公司销售费用（百万元）	3192	5853	7691	8755
用户激励费用（百万元）	1482	2089	2421	2832
- 年平均 DAU（百万人）	19	39	55	67
- 单人激励费用（元/年）	78	54	44	42
用户获取成本（百万元）	1585	3493	4938	5523
- 公司安装量（百万人）	248	473	558	540
- 单人获客费用（元）	6.4	7.4	8.9	10.2
其他销售费用（百万元）	124	271	332	400

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司的单DAU激励费用季度环比已开始逐步下行，19Q1单人激励费用约为0.17元/天，环比下降了0.03元/天，由于公司除了趣头条主App之外其他的产品如米读App均不产生用户激励成本，我们认为随着其他App的用户量占比越来越大，整体的单人的激励费用将下降。另外用户获取成本上，19Q1单个用户的获客费用为6.3元/人，环比下降0.6元，但考虑到Q1的季节因素，我们认为未来仍将保持着一定的增长速度。

表 9：公司用户季度互动激励费用和获取成本推移

单位：百万元	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2 E	19Q3 E	19Q4 E
公司销售费用（百万元）	363	474	1045	1368	1297	1470	1518	1560
用户激励费用（百万元）	192	246	481	563	581	521	510	477
- 年平均 DAU（百万人）	11	12	21	31	38	46	51	57
- 单人激励费用（元/天）	0.19	0.22	0.25	0.20	0.17	0.13	0.11	0.09
用户获取成本（百万元）	154	205	532	747	675	889	933	987
- 公司安装量（百万人）	25	36	79	109	108	122	122	122
- 单人获客费用（元）	6.2	5.7	6.7	6.9	6.3	7.3	7.7	8.1
其他销售费用（百万元）	17	24	32	58	41	60	74	96
- 其他销售费用/收入（%）	7%	5%	3%	4%	4%	4%	4%	5%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

在上述关于收入、内容成本和各项费用的核心假设下，我们认为2019年-2021年公司收入将同比增长110%、64%和39%，毛利率保持在75%、75%和73%，用户的激励费用下行和用户的获取成本占收入比重略下行，Non-GAAP口径的运营利润率分别为-29%、-8%和3%。对应Non-GAAP口径下净利润约为-19.1亿、-9.1亿和4.0亿元。

表 10：公司利润表关键指标预测

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入（百万元）	58	517	3022	6354	10426	14477
-YoY		792%	484%	110%	64%	39%
内容成本/收入（%）	0%	4%	6%	8%	8%	10%
公司毛利率（%）	88%	85%	83%	75%	75%	73%
用户激励费用（百万元）		288	1482	2089	2421	2832
用户激励费用/收入（%）		56%	49%	33%	23%	20%
用户获取成本（百万元）		174	1585	3493	4938	5523
用户获取成本/收入（%）		34%	52%	55%	47%	38%
Non-GAAP 运营利润率（%）	-18%	-18%	-34%	-29%	-8%	3%
Non-GAAP 净利润（百万元）	-10	-97	-1077	-1906	-912	403
净利率（%）	-18%	-19%	-36%	-30%	-9%	3%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司在2021年有望扭亏为盈。其中我们最为关键的假设是2点：

- 公司平均DAU在2019-2021年能够保持52%的增长，在2021年能够达到6704万左右。
- 公司的激励互动成本能够在不伤害留存率的情况下，能从2018年占收入比重49%下降至占收入比重20%左右；而用户买量获取成本虽然绝对值逐步上升，但是增速略慢于收入增速，占收入比重从2018年52%左右下降至2021年的38%左右。

我们针对公司的2021年DAU水平和激励互动成本占收入比重两个因子进行了2021年净利润扭亏的敏感性分析如下表所示。

表 11：2021 年利润扭亏的敏感性测试

计算结果为 2021 年净利润（百万元）								
2021 年 DAU 假设（百万）		63.02	64.36	65.70	67.04	68.38	69.72	71.06
激励互动成本/收入（%）	18%	353	451	548	646	744	841	939
	19%	227	323	418	513	608	703	798
	20%	125	218	311	403	496	589	682
	21%	-103	-15	73	161	249	337	425
	22%	-194	-108	-22	64	150	236	322

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

5.2 估值讨论

绝对估值来看，我们选取的三阶段DCF估值模型主要是2019年-2020年公司的高速增长

阶段、2021年-2029年公司的盈利扭亏阶段和随后的永续增长阶段。

- 第一个2019-2020年阶段，公司仍在App的DAU快速增长阶段，用户激励费用和获客成本较高，很难实现快速扭亏，自由现金流受到内容支出的投资性现金流影响也难以转正（净利润和自由现金流可能在某一个季度转正）。
- 第二个阶段2021年-2029年，我们认为公司或将在2021年开始扭亏，核心假设主要系公司的用户互动激励成本和买量获客费用均下行，随之公司的自由现金流也将转正并快速增长，此后公司逐步成长为成熟的媒体平台，单个用户的商业价值开发开始增强，利润和自由现金流规模将逐步扩大。
- 第三个阶段是2029年之后，随着公司会员、广告、内容分销等业务逐渐触及天花板，收入的开支或与成本的开支保持相同的变动幅度，公司进入成熟期，自由现金流也将平稳微增。

指标的选取上，我们截取趣头条2018年9月14日上市以来到2019年5月25日区间的公司股价收益率和标普500指数收益率测算 β 值为2.11，我们采用十年期的国债收益率3.26%作为无风险收益率，标普500指数十年平均收益率为市场收益率，计算可得趣头条的WACC为13.8%，我们采用首先计算2019-2029年的现金流折现，然后设定2028年之后公司的长期增长率为0.5%，采用FCFF计算得到公司当前合理的EV应该为18.4亿美元，考虑到目前19Q1末公司账上有13.6亿人民币的现金和已经完成的一笔可转债融资，扣掉公司账上的有息负债和加上公司账上现金后，公司的合理股权价值应该为21.1亿美元，按照当前的A类普通股（7127万普通股）和ADS（一份普通股相当于4份ADS）计算，合理价值应该为7.41美元/ADS。

表 12：2019~2029E 趣头条预测的自由现金流情况

单位: 百万元,人民币	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
FCFF	-1224	-167	1450	2985	3532
	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
	3119	2770	2141	2467	1948
					2230

数据来源：Bloomberg，公司招股说明书，广发证券发展研究中心

我们对公司的加权资本成本WACC和永续增长率进行了敏感性分析。其中WACC从12.3%-15.3%，永续增长率从-0.7%-1.7%，对应的趣头条的合理价值区间范围如下表所示，我们选取其中WACC从13.3%-14.3%和永续增长率从0.2%-0.8%条件，计算得公司的合理股权价值区间约为20.1亿美元-22.2亿美元之间。

表 13：WACC 和永续增长率的敏感性分析

DCF 敏感性分析		-0.7%	-0.4%	-0.1%	0.2%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%
加权资本成本 WACC	12.3%	8.15	8.22	8.30	8.38	8.46	8.55	8.64	8.74	8.84
	12.8%	7.81	7.87	7.94	8.01	8.08	8.16	8.24	8.33	8.42
	13.3%	7.49	7.55	7.61	7.67	7.73	7.80	7.88	7.95	8.03
	13.8%	7.19	7.24	7.30	7.35	7.41	7.47	7.54	7.61	7.68

	14.3%	6.92	6.96	7.01	7.06	7.11	7.17	7.23	7.29	7.35
	14.8%	6.66	6.70	6.74	6.79	6.84	6.89	6.94	6.99	7.05
	15.3%	6.42	6.46	6.49	6.54	6.58	6.62	6.67	6.72	6.77

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

相对估值来看, 我们主要将趣头条与广告媒体类公司进行比较, 按照Bloomberg一致预期, 百度、新浪、搜狐、微博对应2019年一致预期收入的PS估值分别为2.1X、1.2X、0.3X和5.0X。

- 其中新浪、搜狐属于门户网站广告, 主要以展示类广告为主, 近年增速较慢, 资本市场给予的估值较低, 且由于新浪并表微博(截至19Q1持股45.2%)、搜狐并表搜狗(截至19Q1, 搜狐CEO张朝阳和搜狗共同持股39.2%), 因此其收入中并入了拆分上市的高速成长公司的部分股权, 作为旧有主业的门户网站业务的估值较低, 因此PS倍数偏小。
- 而百度主要业务是搜索广告和信息流广告, 其中搜索广告的增速较慢, 而信息流广告增速较快(搜索广告和爱奇艺广告不及预期, 19Q1公司网络营销收入同比增长仅3%)。而微博主要为信息流广告(19Q1收入同增14%), 目前增速仍较快。

出于保守原则, 我们选取了两家以非信息流的展示广告、主要内容主要为资讯的门户网站, 和两家以信息流广告为主、主要内容为资讯的搜索引擎+社交媒体, 与趣头条进行对标, 目前趣头条在媒体时长的成长性和信息流收入的潜力上更像后两家公司, 但提供的内容与前两家公司类似, 综合对标才能兼顾公司的成长性和业务属性。四家公司对应2019年的PS估值约为2X, 而考虑到趣头条仍处于高速成长期, 信息流广告当前仍是广告市场增量的重要部分, 我们认为对应趣头条2019年收入, 可以给予2.2-2.5X PS的估值, 合理股权价值约为20.26-23.03亿美元, 对应公司的合理价值为7.11-8.08美元/ADS。

表 14: 趣头条可比公司对比估值

单位: 百 万美元	公司名称	货币单位	当前股价(元)	公司当前市值 (百万美元)	2019E 营收 (百万美元)	2019E PS
可比广告媒体公司估值						
可比公司	百度	美元	114.14	39,951	18831	2.1
	新浪	美元	40.13	2,784	2275	1.2
	搜狐	美元	13.55	532	1952	0.3
	微博	美元	42.95	9,657	1942	5.0
可比广告媒体公司的平均估值水平						2.1X
估值方法		合理估值	2019E 净利润 (百万美元)	2019E 营收 (百万美元)	合理股权价值 (亿美元)	合理价值(美 元/ADS)
趣头条当前估值						
PS 业务估值		2.2X	-276	921	2026	7.11
PS 业务估值		2.5X	-276	921	2303	8.08

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 股价数据取自 2019 年 5 月 29 日, 2019 年预期营收均为 bloomberg 一致预期

综合绝对和相对估值来看,我们认为趣头条当前13.63亿美元的估值被低估,考虑到公司处于高速成长期,随着未来用户的快速增长、下沉广告市场红利的进一步释放和公司激励买量等成本逐渐下行,我们取两种估值方法下合理价值区间的交集20.26亿美元-22.21亿美元,取其中平均值21.24亿美元,对应当前的ADS和普通股得到合理价值应为7.45美元/ADS,截止2019年5月30日,公司股票价格为4.73美元/ADS,相比合理价值显著偏低。

投资建议: 我们认为未来下沉市场将是国内互联网时长最为重要的增量红利来源,对其流量入口地位的争夺将成为各大互联网产品的重点。而趣头条公司已经借助新闻资讯App、辅之以激励列表和商业化体系的手段成功抢占先机,其搭建的“增长+运营+商业化”能力模型有望能够在除了新闻资讯外的其他垂直领域进行复用,米读等免费小说证明了公司作为App工厂的潜力。长期来看,公司的长逻辑是随着用户上的先发优势和规模优势,平台的AI算法和内容积累形成良性生态,买量和激励成本逐渐下行,作为媒体平台的净利润空间得到释放。我们预计公司2019-2021年将实现收入63.5亿、104.3亿和144.8亿元,分别增长110.3%、64.1%和38.9%;短期由于激励和买量成本,Non-GAAP净利润预计2019-2021年分别为-19.06亿元、-9.12亿元和4.03亿元。当前股价对应的2019-2021年PS估值约为1.46X、0.89X和0.64X,相较可比公司偏低,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 短期经济周期带来的广告业务压力。公司主要以下沉市场的效果类广告为主,与经济形势紧密相关,宏观经济周期较弱或影响广告主的预算分配,对广告收入造成压力。
- 2) 信息流广告库存过多的竞争压力。2018年以来各类资讯软件和短视频崛起,信息流广告开始逐渐流行,这让供给侧出现了大量的广告位库存,或压低广告的eCPM。
- 3) 用户流失的风险。公司目前主要通过积分激励、运营活动和本身的内容生态维持老用户的留存率,而随着激励互动成本的下行和竞争对手的投放,用户有一定的流失风险。
- 4) 买量成本过高的风险。公司主要通过外币广告、社交裂变等方式进行新客户拉新,随着外部买量的比重逐渐增大,互联网流量价格一旦走高有买量成本过高的风险。
- 5) 竞争格局恶化的风险。公司目前主要是在新闻资讯和免费小说两大细分领域,前者面临如今日头条、腾讯新闻等App的竞争,后者面临阅文、掌阅、连尚等App的竞争。
- 6) 低线城市用户广告价值过小的风险。公司目前大多数用户集中在3-5线城市,低线城市的广告效果还尚未被完全验证,有一定的风险。
- 7) 政策监管的风险。当前根据招股书中显示,公司目前并未持有《互联网新闻信息服务许可证》、《信息网络传播视听节目许可证》。另外新华社官微等媒体曾点名批评趣头条等App的网赚模式,公司App因此在苹果商店下架一周左右。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	466	2626	2656	4467	5615	
货币资金	278	2186	1949	3348	4192	
应收及预付	43	204	316	537	647	
存货	0	0	0	0	0	
其他流动资产	144	236	392	581	776	
非流动资产	10	126	173	214	251	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	5	14	21	28	34	
在建工程	0	0	0	0	0	
无形资产	0	0	0	0	0	
其他长期资产	6	112	152	186	217	
资产总计	477	2752	2829	4681	5866	
流动负债	311	1111	1711	2862	4227	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	103	688	1347	2292	3452	
其他流动负债	208	423	364	570	775	
非流动负债	0	33	33	33	33	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	0	0	33	0	0	
负债合计	311	1144	1744	2895	4261	
股本	0	0	0	0	0	
资本公积	9	3684	5044	7084	7084	
留存收益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	-109	1511	653	1353	1173	
少数股东权益	0	-3	-3	-3	-3	
负债和股东权益	477	2752	2829	4681	5866	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	517	3022	6354	10426	14477	
营业成本	76	504	1607	2614	3915	
营业税金及附加	0	0	0	0	0	
销售费用	495	3250	5853	7691	8755	
管理费用	26	981	369	476	661	
研发费用	15	270	680	938	1303	
利息收入	1	31	41	53	75	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	
营业利润	-95	-1950	-2113	-1240	-81	
营业外收入	0	4	-2	4	4	
营业外支出	0	0	0	0	0	
利润总额	-95	-1946	-2115	-1236	-77	
所得税	0	0	0	0	0	
GAAP 净利润	-101	-2029	-2217	-1336	-176	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
GAAP 归母净利润	-101	-2029	-2217	-1336	-176	
Non-GAAP 净利润	-97	-1077	-1906	-912	403	
国际准则-EPS(元)	-0.3	-3.8	-6.7	-3.2	1.4	

现金流量表		单位: 百万元				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	132	-435	-1505	-541	950	
净利润	-95	-1946	-2115	-1236	-76	
折旧摊销	0	6	46	59	70	
营运资金变动	223	554	667	740	1060	
其它	4	958	-57	-45	-34	
投资活动现金流	-122	-72	-93	-100	-107	
资本支出	-5	-87	-93	-100	-107	
投资变动	-117	14	0	0	0	
其他	0	0	0	0	0	
筹资活动现金流	272	2298	1360	2040	0	
银行借款	0	0	0	0	0	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	272	2298	1360	2040	0	
现金净增加额	0	0	0	0	0	
期初现金余额	278	1908	-237	1399	843	
期末现金余额	0	278	2186	1949	3348	

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
成长能力(%)						
营业收入增长	792%	484%	110%	64%	39%	
营业利润增长	-	-	8%	-41%	-93%	
归母净利润增长	-	-	9%	-42%	-94%	
获利能力(%)						
毛利率	85%	83%	75%	75%	73%	
净利率	-18%	-66%	-34%	-12%	-1%	
ROE	-57%	-121%	-195%	-69%	-5%	
偿债能力(%)						
资产负债率	65%	42%	62%	62%	73%	
净负债比率	2%	5%	2%	3%	2%	
流动比率	89%	197%	114%	117%	99%	
速动比率	89%	197%	114%	117%	99%	
营运能力						
总资产周转率	108%	110%	225%	223%	247%	
应收账款周转率	1195%	1482%	2012%	1941%	2237%	
存货周转率	0%	0%	0%	0%	0%	
每股指标(元)						
每股收益	-0.3	-3.8	-6.7	-3.2	1.4	
每股经营现金流	0.5	-1.5	-5.3	-1.9	3.3	
每股净资产	0.6	5.6	3.8	6.3	5.6	
估值比率						
P/S	17.95	3.07	1.46	0.89	0.64	
P/B	-	6.14	14.22	6.86	7.91	
EV/EBITDA	-	-	-	-	18.67	

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。

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性

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。