

透过 Facebook 看腾讯社交广告

——广告行业研究系列之一



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 区别于市场看法，我们有两大有趣发现：1) 互联网流量红利见顶（包括用户增长及广告曝光量停滞），单纯依靠广告价格提升也可长拉动广告收入增长。2018 年与 2013 年相比，Facebook 的广告总曝光量更低，但总收入增长近 7 倍；单用户曝光量减少 2/3，但 ARPU 值提升 3 倍，因平均广告价格快速提升；2) 国内头部广告流量 ARPU 值与海外仍有较大差距，整体增长空间值得期待。广告 1.0 阶段—互联网广告收入由用户规模驱动，目前该阶段逐渐结束。2.0 阶段—广告收入依靠 ARPU 值提升，目前才刚开启！据我们测算，即使是国内广告能力变现最强字节跳动，2018 年今日头条 ARPU 值大约只有 Facebook 北美 ARPU 值的 1/3，抖音仅为 1/5，仍有明显空间，

复盘 Facebook 成长路径，我们看到：

- 流量价值马太效应显著，ARPU 值接棒用户规模驱动增长，北美 ARPU 值是整体 ARPU 值的 5 倍，流量广告价值与消费能力高度正相关，核心用户 ARPU 值的提升至关重要。Facebook 过去 3 年北美用户规模增长不到 10%，但同期北美广告收入增长 175%，依靠丰富社交场景（收购 Instagram）、标签数据精准投放挖掘每个用户的商业价值，能够释放更强增长动力。
- 广告价格和曝光量交替驱动增长，但价格提高更为关键。2018 年 Facebook 的广告总曝光量与 2013 年接近，但收入增长近 7 倍；2015 年至今单用户广告曝光量增长 30~40%，但 ARPU 值是当时的 3 倍；平均广告价格自 14Q1 起增长 5 倍，由此可以看到广告价格的提高是比曝光量更重要的驱动力。
- 腾讯社交广告怎么看？短期取决于 adloads 进度，中长期精准投放或支撑广告价值超预期。熟人社交属性和产品理念决定 adloads 提升空间有限，但已属于市场预期。我们结合对 Facebook 的复盘，认为微信作为国内社交寡头其拥有的一二线城市核心流量商业化价值巨大，虽然微信 adloads 天花板有限，目前广告变现处于依靠增加广告条数的 1.0 阶段。未来随着竞价投放成为主流，在腾讯全方位的 APP 矩阵支持下，微信流量数据维度更广、深度更深，赋予腾讯社交广告更高价值，数据和场景价值有望支撑广告价格提高，从而开启 2.0 增长阶段。

投资建议

- 变的是我们所处宏观经济的周期位置，不变的趋势是社交流量价值会愈发凸显，精准营销提升广告价值，看好社交广告价值。微信作为国内社交寡头其拥有的一二线城市核心流量商业化价值巨大，虽然 adloads 天花板有限（已是市场一致预期），广告变现处于依靠增加广告条数的 1.0 阶段，未来随着竞价投放成为主流，数据和场景价值有望支撑广告价格提高，开启 2.0 增长阶段。建议从长期趋势角度关注社交广告变现潜力大的腾讯控股（0700.HK，未评级）、UGC 视频社区哔哩哔哩（BILI.O，买入）以及分享下沉流量红利的趣头条（QTT.O，买入），从跟踪角度关注微信朋友圈广告加载率、小程序生态建设程度和微信广告竞价规则变化。

风险提示

- 监管政策风险；竞争格局变化风险；用户流失风险；宏观经济风险

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

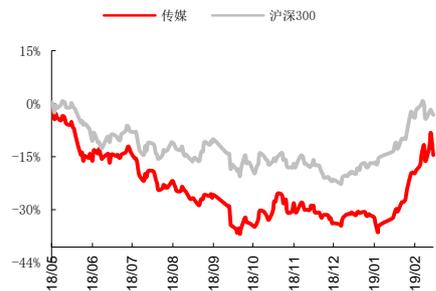
行业

传媒

报告发布日期

2019 年 06 月 25 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

项雯倩

021-63325888*6128

xiangwenqian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020003

联系人

高博文

021-63325888-6089

gaobowen@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1.有趣的发现及结论.....	5
1.1 流量红利到头是否意味着线上广告市场空间见顶?	5
1.2 国内互联网广告处于哪个阶段?	6
2.Facebook 增长路径回顾	6
2.1 全球最大社交网络，缔造广告帝国	7
2.2 深耕核心流量，精准数据奠定广告价值	8
2.2.1 美欧始终是核心收入来源，新兴市场边际贡献有限	9
2.2.2 增长动力：ARPU 值提升>用户增长，核心流量马太效应显著	10
2.2.3 价格提高是 ARPU 值提升关键，数据+算法凸显广告价值	13
3.腾讯社交广告价值：精准化或超预期	17
3.1 相比媒体广告，腾讯社交广告增长潜力更大	17
3.2 短期看广告加载率，长期价值更在精准化带来的价格提升.....	19
4.投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图 1: 目前 Facebook 广告总曝光量低于 2013 年水平	5
图 2: Facebook 平均广告价格涨幅显著	5
图 3: Facebook 分地区 DAU 增速	5
图 4: Facebook 分地区 ARPU 值 (美元, DAU 口径)	5
图 5: Facebook 主 APP 北美地区 ARPU 值 (DAU 口径) 和今日头条、抖音对比	6
图 6: Facebook 社交应用矩阵	7
图 7: 国内外主流社交平台推出信息流广告的时间	7
图 8: Facebook 信息流广告形式	8
图 9: 美国国内互联网广告市场份额 (2018 年)	8
图 10: Facebook 收入构成及增速	8
图 11: Facebook 分地区广告收入 (单位: 百万美元)	9
图 12: Facebook 分地区广告收入占比	9
图 13: Facebook 分地区广告收入同比增速	10
图 14: Facebook 分地区 MAU (单位: 百万)	10
图 15: Facebook 分地区 DAU (单位: 百万)	10
图 16: Facebook 分地区 MAU 同比增速	11
图 17: Facebook 分地区 DAU 同比增速	11
图 18: Facebook 分地区用户活跃度 (DAU/MAU)	11
图 19: Facebook 广告业务 ARPU 值 (美元, MAU)	12
图 20: Facebook 广告业务 ARPU 值 (美元, DAU)	12
图 21: Facebook 广告业务 ARPU 值 (MAU) 同比增速	12
图 22: Facebook 广告业务 ARPU 值 (DAU) 同比增速	12
图 23: Facebook 广告收入驱动因素拆分	13
图 24: Facebook 广告总曝光量	14
图 25: Facebook 平均广告价格	14
图 26: Facebook 广告总收入、广告总曝光量、平均广告价格同比增速	15
图 27: Facebook 产品矩阵	15
图 28: Facebook 可选广告目标	16
图 29: Facebook 广告定向投放维度	16
图 30: Facebook 广告定向投放选择	16
图 31: 无 Pacing 算法时的广告投放 (加速投放)	16
图 32: 无 Pacing 算法时的广告投放 (出价过低)	17
图 33: Pacing 算法时的广告投放 (均衡状态)	17
图 34: 腾讯媒体广告和社交广告主要阵地	18

图 35: 腾讯媒体广告收入及同比	18
图 36: 腾讯社交广告收入及同比	18
图 37: 2019 年 4 月移动互联网总使用时长占比	19
图 38: 腾讯的总时长占比与广告份额占比 (剔除电商和搜索)	19
图 39: 微信月度 MAU 及同比	19
图 40: 手机 QQ 月度 MAU 及同比	19
图 41: 微信社交广告主要产品	20
图 42: 腾讯 APP 及业务矩阵	21
图 43: 腾讯对外投资的垂直领域公司	21
图 44: 整体 APP 中 MAU 超过 500 万的数量和微信小程序数量	21

1.有趣的发现及结论

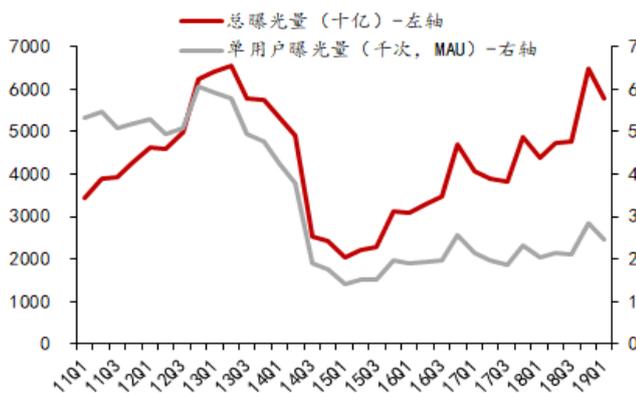
1.1 流量红利到头是否意味着线上广告市场空间见顶？

NO，广告价格和 ARPU 值会接棒广告收入的成长，且价值更为可观。

区别于市场与我们之前看法，我们通过复盘海外 Facebook 增长路径发现：流量红利见顶、用户增长停滞并不等同于广告收入的放缓，广告曝光量的下降也不等于收入的减少。2018 年与 2013 年相比，Facebook 的广告总曝光量更低，但总收入增长近 7 倍；单用户曝光量减少 2/3，但 ARPU 值提升 3 倍，究其原因在于平均广告价格的提升，广告价值提升是比曝光量更重要的增长驱动力。

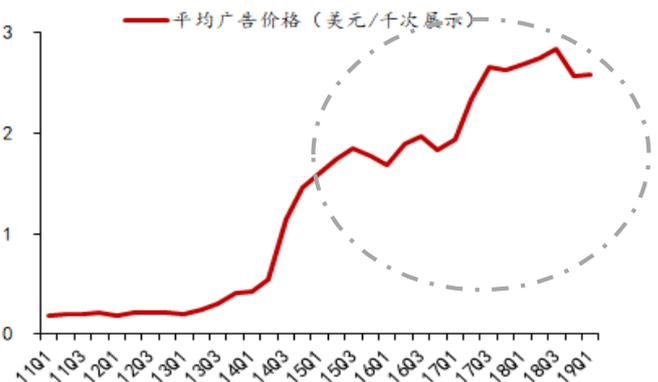
广告价格和曝光量均可驱动增长，价格驱动更为可观。互联网产品的广告收入阶段可简单划为两大阶段。1.0 阶段，既流量红利期，红利包括用户增长 (MAU/DAU)、用户单日时长、feeds 数量。整体收入增长由用户数增长及广告曝光量增长驱动。2.0 阶段，既产品流量遇到瓶颈后，可靠提升广告价格 (ecpm) 来驱动收入增长。FB 第二阶段收入更为可观。

图 1：目前 Facebook 广告总曝光量低于 2013 年水平



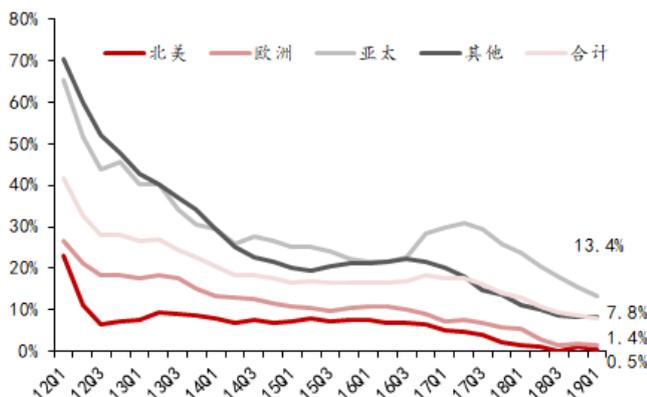
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：Facebook 平均广告价格涨幅显著



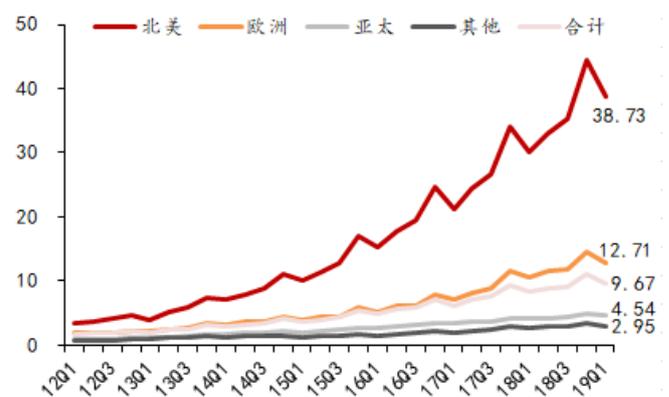
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：Facebook 分地区 DAU 增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所 注：数据为 Facebook 主 APP 用户

图 4：Facebook 分地区 ARPU 值 (美元, DAU 口径)



数据来源：公司公告、东方证券研究所

1.2 国内互联网广告处于哪个阶段？

广告 2.0 阶段开启，流量驱动向价值驱动切换，社交广告优势有望凸显。

近两年除了异军突起的短视频外，国内头部 APP 用户数量增速都较之前显著放缓，用户流量红利结束已经是市场共识。但是我们认为即使这样，也只是阶段 1.0 结束，阶段 2.0 仍非常值得期待。我们将国内变现能力非常突出的字节跳动与 Facebook 对比，通过数据处理，发现 2018 年今日头条 ARPU 值大约只有 Facebook 北美 ARPU 值的 1/3 (rmb256 vs rmb 786)，抖音日活贡献年收入仅 149 元，提升空间更大，国内以广告变现为主要收入的头部流量 ARPU 值与海外仍有较大差距，互联网广告收入增长由用户规模扩大驱动的 1.0 阶段逐渐结束，ARPU 值提升有望接棒开启 2.0 增长阶段，在这一过程中我们更加看好头部社交社区平台凭借高粘性流量和多维数据，凸显更大广告价值。

图 5：Facebook 主 APP 北美地区 ARPU 值 (DAU 口径) 和今日头条、抖音对比

APP名称	MAU (亿)	DAU (亿)	DAU/MAU	2018年收入	2018年ARPU值
Facebook (北美)	2.43	1.86	77%	265亿美元	\$114/¥786
今日头条	2.37	1.12	47%	约290亿元	¥256
抖音	2.61	1.21	46%	约180亿元	¥149

数据来源：公司公告、腾讯新闻、Questmobile、东方证券研究所 注：1. Facebook 不单独披露主 APP 收入，假设 FB 主 APP 占总收入的 80%；2. mau、dau 均采用年度平均数

2. Facebook 增长路径回顾

Facebook 是全球规模最大、市值最高的社交网络平台和第二大广告平台（仅次于谷歌），而社交流量具有用户规模大、使用时间长、粘性高的特点，在广告变现上的价值高。因此我们认为复盘 Facebook 广告业务增长路径有利于为判断国内社交广告空间提供参考：

- **流量价值马太效应显著，ARPU 值接棒用户规模驱动增长**，北美 ARPU 值是整体 ARPU 值的 5 倍，流量广告价值与消费能力高度正相关，核心用户 ARPU 值的提升至关重要。用户增长的停滞远不意味着收入见顶，Facebook 过去 3 年北美用户规模增长不到 10%，但同期北美广告收入增长 175%
- **广告价值提升是比曝光量更重要的增长驱动力**。2018 年与 2013 年相比，Facebook 的广告总曝光量更低，但总收入增长近 7 倍；单用户曝光量减少 2/3，但 ARPU 值提升 3 倍，究其原因在于平均广告价格的提升，广告价值提升是比曝光量更重要的增长驱动力。

2.1 全球最大社交网络，缔造广告帝国

全球最大社交网络，连接全球海量用户，社交生态系统完整。公司旗下除主平台 Facebook 外，还包括了图片社交平台 Instagram、即时通讯软件 Messenger 和 Whatsapp，包揽 2018 年全球 10 大 APP（用户规模）的前 4 位。截止 2019 年一季度，Facebook 全球月活跃用户达 23.8 亿，Messenger、Whatsapp、Instagram 的 MAU 也在 10-15 亿量级。

图 6: Facebook 社交应用矩阵

Facebook	Messenger	Instagram	WhatsApp	Oculus
社交分享平台	即时通讯应用	图片社交平台	即时通讯应用	VR 社交平台
2019. 3 MAU23. 8亿	2018. 12 MAU14亿	2018. 06 MAU10亿	2018. 12 MAU15亿	

数据来源：公司公告、Statista、东方证券研究所

信息流缔造广阔商业变现空间。信息流广告是位于社交媒体用户中的好友动态、或者资讯媒体和视听媒体内容流中的广告，是信息流商业化的一种形式。作为原生广告的一种，信息流广告的一大特点在于内容即广告，嵌入在用户浏览的信息中，增加了赞助推广的标签。Facebook 曾最早于 2006 年测试了首版信息流 (News Feeds)，2011 年 7 月 Twitter 推出信息流广告后，2012 年 1 月 Facebook 也正式上线信息流广告，随后微博、雅虎、Pinterest、Instagram 以及头条、抖音、微信、QQ 空间等社交平台也相继效仿。Facebook 的信息流广告具有图文、图片、视频、幻灯片、全景 VR 等多种形式，2018 年 Facebook 广告收入中 92% 来自移动端，其中绝大多数为信息流广告。

图 7: 国内外主流社交平台推出信息流广告的时间

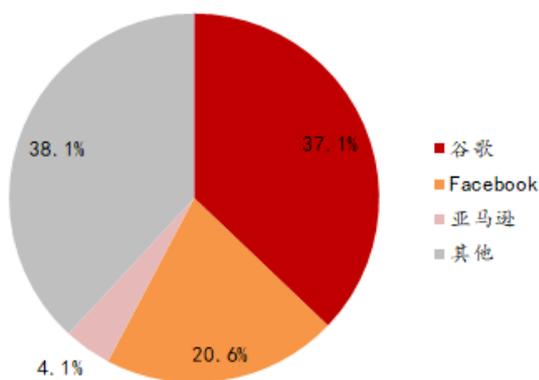


数据来源：腾讯新闻、东方证券研究所

图 8：Facebook 信息流广告形式


数据来源：公司官网、东方证券研究所

社交广告龙头，市场份额仅次于谷歌，就美国国内而言，谷歌占据互联网广告市场 37.1% 的份额，Facebook 以 20.6% 的市占率位居第二，双寡头瓜分了近 6 成的在线广告收入。亚马逊虽然广告收入相对较低，但从 2018 年下半年起加速广告商业化变现进程，有望实现高速增长占据更大份额。Facebook 2018 年广告收入 550 亿美元，同比增长 37%，占总收入的 99% 以上，广告收入 5 年 CAGR 达 51%，

图 9：美国国内互联网广告市场份额（2018 年）


数据来源：eMarketer、东方证券研究所

图 10：Facebook 收入构成及增速


数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.2 深耕核心流量，精准数据奠定广告价值

通过复盘 Facebook 广告业务的高速增长，我们发现如下经验：

- **流量价值马太效应显著，核心流量的深耕至关重要。**我们发现 Facebook 的核心流量（北美、欧洲）的 ARPU 值是驱动广告营收增长的主要动力，新兴市场即使用户增速更高（由于渗透率较低），也没有贡献出更快的增长。而北美、欧洲虽然用户增长停滞，但依靠丰富社交场

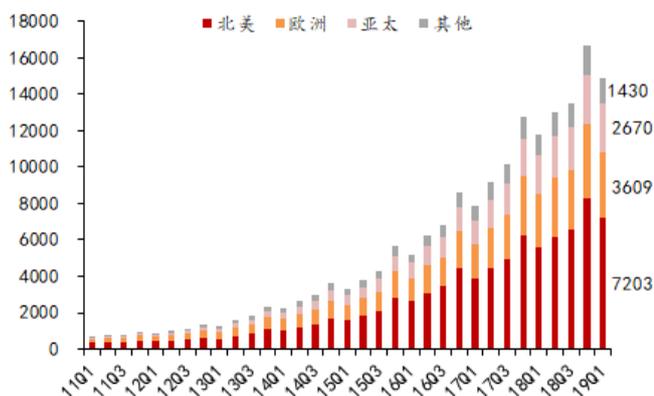
景（收购 Instagram）、标签数据精准投放挖掘每个用户的商业价值，能够释放更大的增长动力，对于高粘性的社交流量巨头而言，用户规模的见顶远非收入见顶之日，ARPU 值提升将开启新增长周期。

- 广告价格的提升比曝光量更加重要，背后是来自数据+竞价算法的支撑。2018 年与 2013 年相比，Facebook 的广告总曝光量更低，但总收入增长近 7 倍；单用户曝光量减少 2/3，但 ARPU 值提升 3 倍，究其原因在于平均广告价格的提升，广告价值提升是比曝光量更重要的增长驱动力。

2.2.1 美欧始终是核心收入来源，新兴市场边际贡献有限

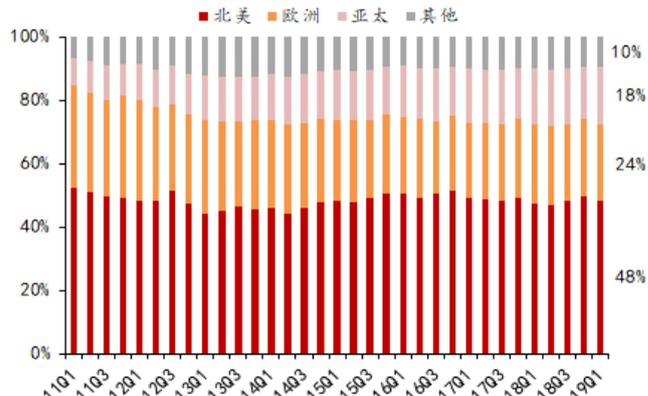
美国本土是收入核心，发达国家地区占比超 7 成。分地区来看广告收入，北美（美国&加拿大）一直是广告收入的半壁江山，19Q1 收入 72 亿美元，占比达 48%；其次为欧洲地区，19Q1 广告收入 36.1 亿美元，占比 24%；亚太地区占比 18%，其他（拉丁美洲、非洲、中东等）地区占比 10%。

图 11: Facebook 分地区广告收入 (单位: 百万美元)



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

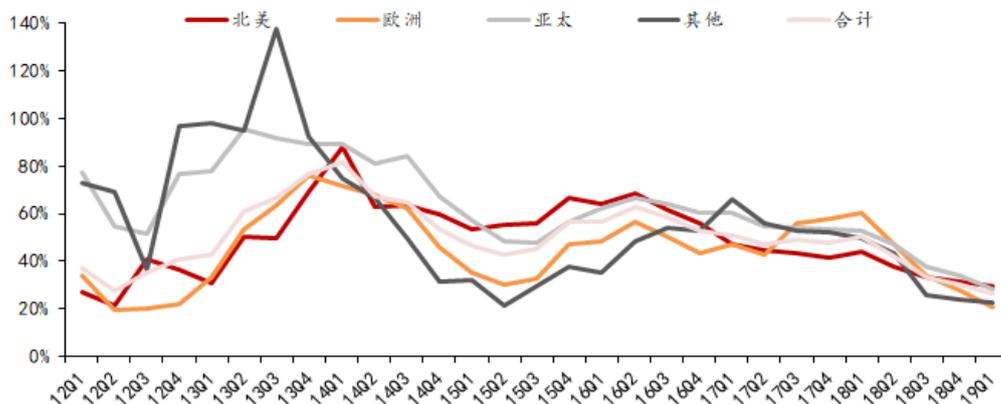
图 12: Facebook 分地区广告收入占比



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

从不同地区的广告收入增速来看，新兴市场的增长并没有相对更快：

- 12Q1-13Q4：全球各地区均处于加速增长，整体增速由 30% 左右提升到近 80%，亚太和其他地区增长显著快于北美和欧洲；
- 14Q1-16Q4：整体增速波动回落，地区差异缩小。广告总收入增速从 80% 回落至 45% 左右后反弹至 60%，北美地区增长快于整体，欧洲则低于整体，不同区域的增速差异缩小。
- 17Q1-至今：增长持续放缓，各地区增速收敛。整体增速由 50% 持续回落至 26%，18 年放缓尤为明显；北美、欧洲、亚太和其他地区的增速逐渐收敛，增长最快和最慢的差距由 30-40% 缩小到 10% 以内，一定程度上反映了全球互联网流量红利时代步入尾声。

图 13: Facebook 分地区广告收入同比增速


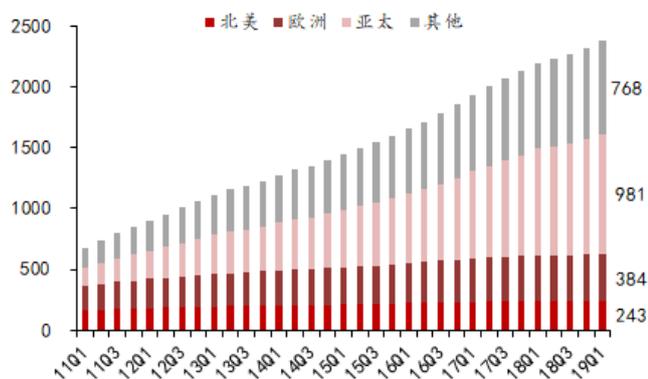
数据来源: 公司公告、东方证券研究所

2018 年以来亚太地区的收入增速也并未显著高于北美和欧洲, “其他”地区增速也为最低, 说明新兴市场并未由于渗透率更低、用户数量增长更快而实现更强劲的增长, 未来 Facebook 的增长动力仍在于核心市场。

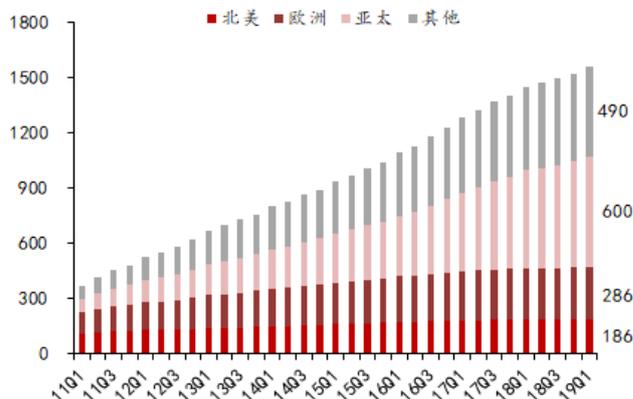
2.2.2 增长动力: ARPU 值提升 > 用户增长, 核心流量马太效应显著

我们发现 Facebook 整体 ARPU 值增速显著高于用户增速, 由于北美欧洲用户增长有限, ARPU 值的提升更是收入增长的主要驱动力, Facebook 存量核心流量的精耕细作远比开疆扩土更为关键。

缔造全球社交网帝国, 发达国家与新兴市场全覆盖。络截至 2019 年 3 月底, Facebook 主平台的全球 MAU 达到 23.75 亿, 其中北美 2.43 亿, 欧洲 3.84 亿, 亚太 9.81 亿, 其他地区 7.68 亿; 全球 DAU 达 15.62 亿, 其中北美 1.86 亿, 欧洲 2.86 亿, 亚太 6 亿, 其他地区 4.9 亿。全球 MAU 增速放缓至 8.1%, DAU 增速放缓至 7.8%。北美、欧洲由于渗透率已非常高, 用户增长已接近停滞; 增量用户主要由亚太等发展中地区贡献, 当地移动互联网普及率相对更低, 仍有一定增长空间。

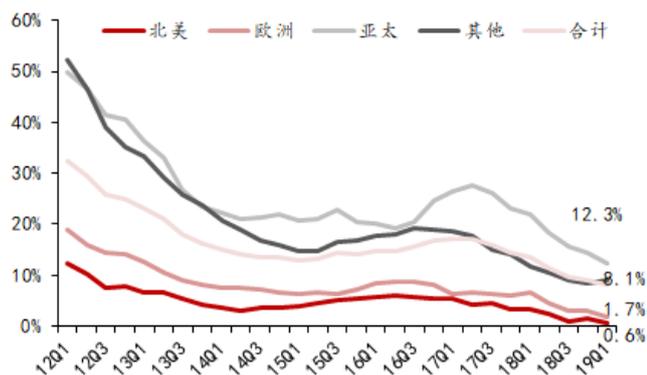
图 14: Facebook 分地区 MAU (单位: 百万)


数据来源: 公司公告、东方证券研究所 注: 数据为 Facebook 主 APP 用户人数; Instagram、Messenger、WhatsApp 不单独披露季度用户数据

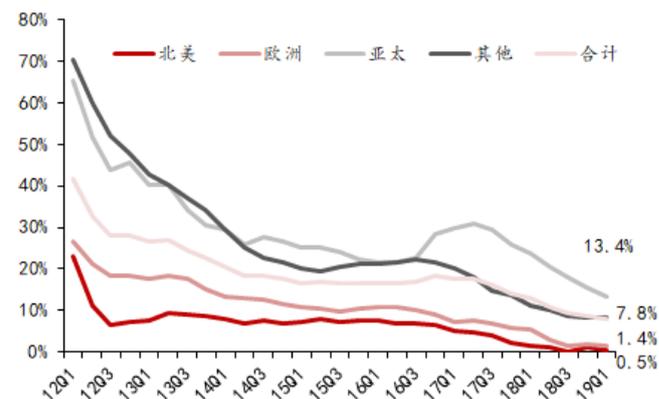
图 15: Facebook 分地区 DAU (单位: 百万)


数据来源: 公司公告、东方证券研究所 注: 数据为 Facebook 主 APP 用户人数; Instagram、Messenger、WhatsApp 不单独披露季度用户数据

用户增长主要由新兴市场贡献，核心地区较早触及天花板。12Q1-14Q1，整体 MAU 增速由 30% 以上降低到 15%，14Q2-17Q1 维持在 15-20% 区间，此后继续放缓，19Q1 MAU 同比增长 8.1%。横向对比下，北美、欧洲由于起步早、渗透率较高，增速较低目前基本接近零增长，新兴市场区域用户增长更快，亚太地区增速最高。单看北美地区 12Q2 后 MAU 和 DAU 增速就已经始终保持在 10% 以下，说明 Facebook 在核心市场早已接近用户天花板，用户数量增长并非收入增长关键，成长动力或更在于单个用户商业化价值的发掘。新兴市场虽然用户规模增速更高，但并未贡献更快的收入增长。

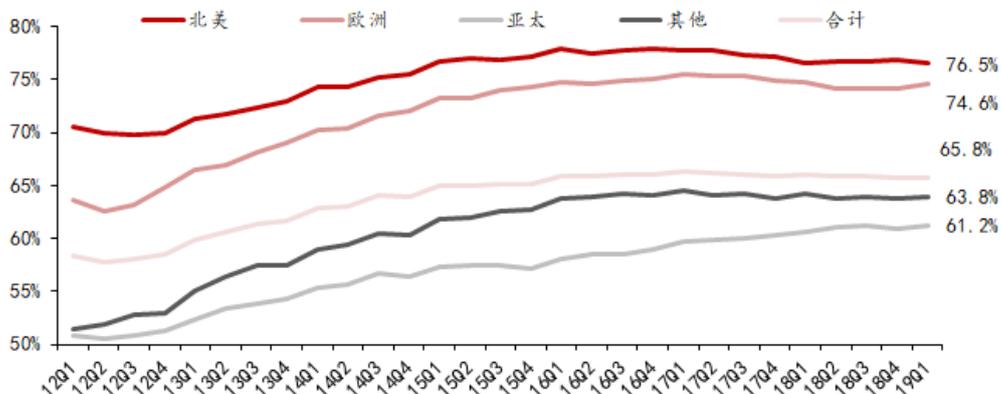
图 16: Facebook 分地区 MAU 同比增速


数据来源：公司公告、东方证券研究所 注：数据为 Facebook 主 APP 用户人数；Instagram、Messenger、WhatsApp 不单独披露季度用户数据

图 17: Facebook 分地区 DAU 同比增速


数据来源：公司公告、东方证券研究所 注：数据为 Facebook 主 APP 用户人数；Instagram、Messenger、WhatsApp 不单独披露季度用户数据

用户活跃度逐步提升，已经维持稳定。我们用 DAU 和 MAU 的比率衡量用户活跃度，横向对比下北美活跃度最高（76.5%），欧洲次之（74.6%），“其他”地区更低（63.8%），亚太最低（61.2%），说明北美用户活跃度最高、人均使用时长也更长；纵向来看，整体用户 DAU/MAU 由 12Q1 的 58.4% 增长至 19Q1 的 65.8%，其中北美/欧洲分别由 70.5%/63.6% 增长至 76.5%/74.6%。DAU/MAU 的提升主要发生在 2016 年之前，此后维持稳定。

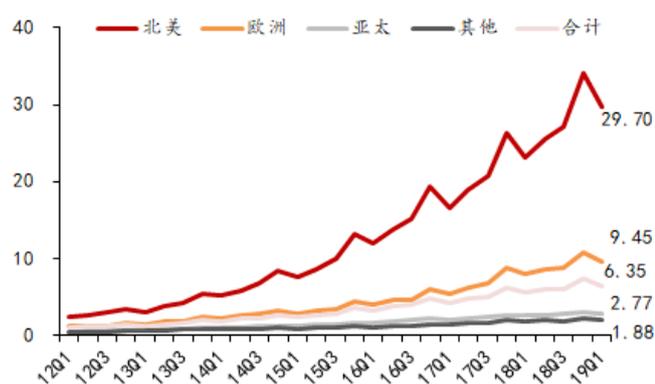
图 18: Facebook 分地区用户活跃度 (DAU/MAU)


数据来源：公司公告、东方证券研究所 注：数据为 Facebook 主 APP 用户人数；Instagram、Messenger、WhatsApp 不单独披露季度用户数据

首先需要说明的是,由于Facebook公司披露的广告收入除Facebook主APP外,还包含来自Instagram、Messenger、WhatsApp的收入(未分别披露);而披露的MAU、DAU属于Facebook主APP,其他APP只有当用户数量达到某一里程碑才会披露。因此下文用 $ARPU = \text{Facebook 广告总收入} / \text{MAU (or DAU)}$ 计算的Facebook ARPU值会被高估,据彭博社报道,Instagram 2018年广告收入占FB公司整体收入的15~20%,Messenger和WhatsApp广告占比也很小,因此我们测算的ARPU值也能代表变化趋势说明问题。

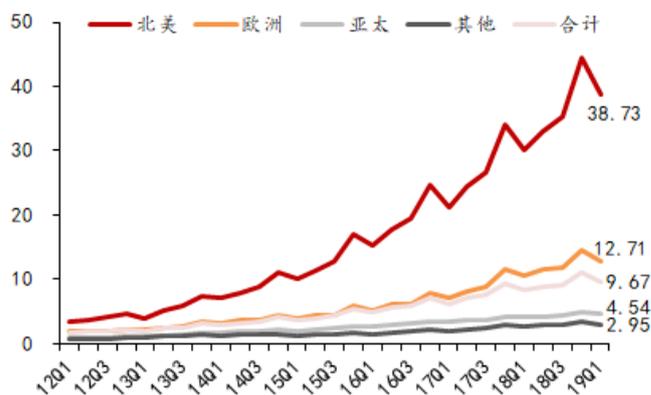
不同地区 ARPU 值分化显著,且差距呈扩大趋势。19Q1以MAU为口径统计的广告业务整体ARPU值为6.35美元,分地区来看北美29.7美元、欧洲9.45美元,亚太2.77美元、其他地区1.88美元。DAU口径的ARPU值由于分母较小则相对更高,但趋势一致。横向对比可以发现北美核心用户的ARPU值远高于欧洲等地区,我们认为这可能由于:1)北美本身经济发达程度高,用户商业价值高,广告价格更高;2)北美核心用户的使用时长和粘性更高、广告曝光量更大。

图 19: Facebook 广告业务 ARPU 值 (美元, MAU)



数据来源:公司公告、东方证券研究所

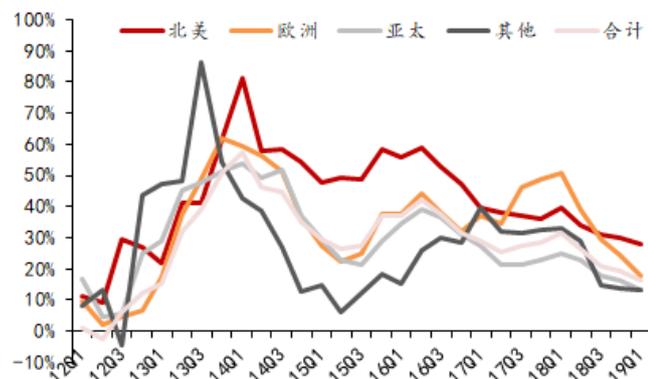
图 20: Facebook 广告业务 ARPU 值 (美元, DAU)



数据来源:公司公告、东方证券研究所

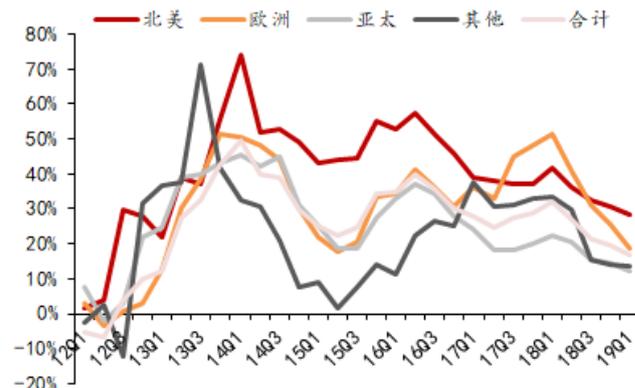
ARPU 值增速远高于用户规模增速,驱动营收快速增长。从MAU口径的ARPU值来看(DAU口径的ARPU值趋势一致),整体ARPU值增速自14Q1达到50%的峰值后波动下降,19Q1为17%,高于同期8.1%的MAU增速,北美ARPU值的增长也快于总体ARPU值,13Q2-17Q1之间同比增速均为最高,此后仅次于欧洲,截至19Q1在北美用户规模接近零增长的情况下仍保持近30%增速,可见ARPU值的快速提升是支撑广告收入增长的主要动力。

图 21: Facebook 广告业务 ARPU 值 (MAU) 同比增速



数据来源:公司公告、东方证券研究所

图 22: Facebook 广告业务 ARPU 值 (DAU) 同比增速

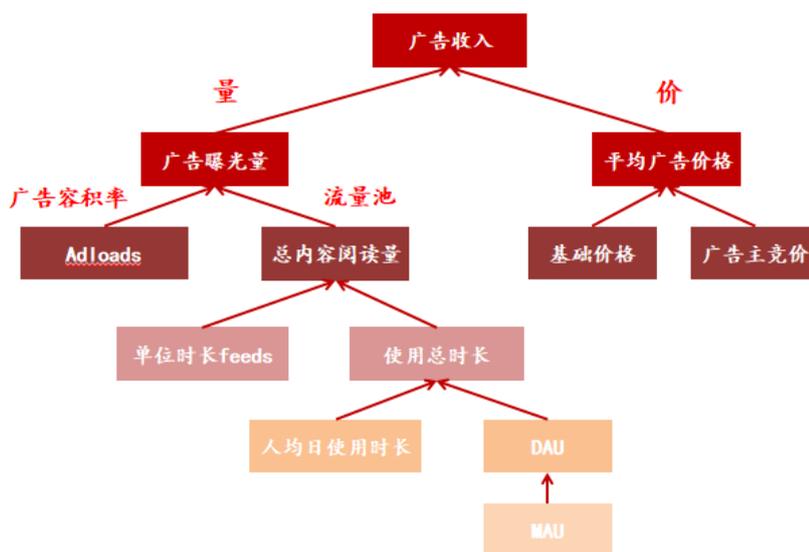


数据来源:公司公告、东方证券研究所

2.2.3 价格提高是 ARPU 值提升关键，数据+算法凸显广告价值

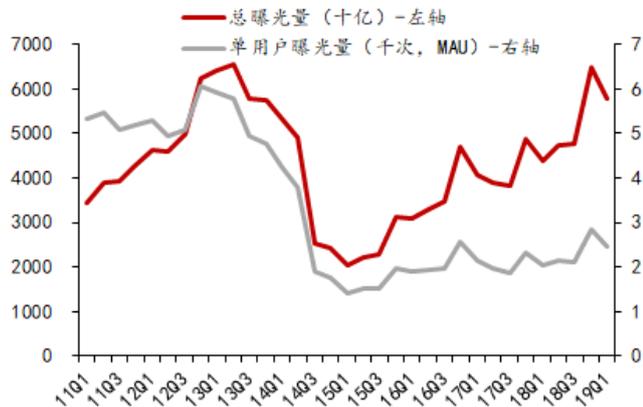
Facebook 最主要的广告形式是信息流广告，收入可以拆解为：广告收入=Ad 总曝光量*Ad-price=DAU*人均 feeds*Ad-load*Ad-price，我们可以从量价角度对 Facebook 广告驱动因素进行 Fenix。量的方面，广告总曝光量=adloads*总内容阅读量，adloads 是每 100 条信息中插入的广告条数比例，代表广告开发程度。总内容阅读量与 APP 使用总时长高度相关，使用时长越长，信息曝光量越大，又可拆分为人均每日使用时长*DAU。价的方面，基础因素为平台的广告定价，同时也受到程序化投放时的竞价影响。某一广告位的竞价高低由供求关系决定，反映广告位的价值，投放越精准价值越高。

图 23：Facebook 广告收入驱动因素拆分



数据来源：公司公告、东方证券研究所

广告曝光量先增后降，系统调整限制低质量广告曝光。11Q1-13Q2 广告总曝光量持续增长，同期单用户曝光量维持在 5-6 千次，总曝光量的增加主要由用户数量增长驱动；13Q2 起，公司调整广告展示系统和算法，大幅减少低质量广告（相关性差、转化低的广告）曝光，单用户曝光量大幅下降至 2 千次左右，总曝光量也随之大跌。15Q1 至今，单用户曝光量小幅增长，但用户活跃度提升、DAU 增长支撑总曝光量增长。我们认为单用户曝光量保持稳定说明 Facebook Adloads 保持稳定。

图 24: Facebook 广告总曝光量


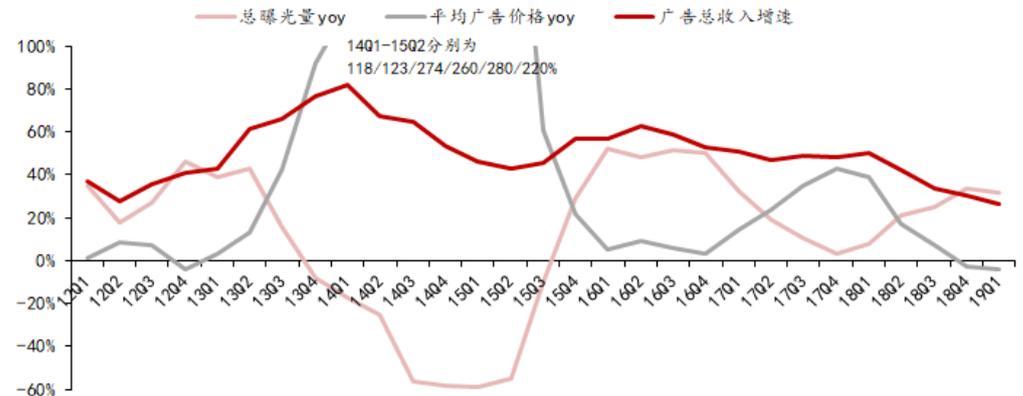
数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图 25: Facebook 平均广告价格


数据来源: 公司公告、东方证券研究所

- **IPO 之前:** 用户的高速增长是主要的驱动因素, 商业化变现程度有限, 增长驱动力比较单一;
- **IPO 之后到 2014 年:** 降低游戏相关业务收入, 开始重点发展信息流广告, 收入=DAU*人均 Feeds*Ad load*Ad price 的收入公式成立;
- **2014Q3~2015Q3:** 增长策略是降低 Adload. 依赖于 ad price 来拉动收入增长, overall CPM 增长是主要驱动因素;
- **2015Q4-2016Q4,** 变成 CPM 和 Ad load 双因素的驱动。Ad impressions 结束了连续 4 个季度的大幅度下跌后, 再次出现正增长 (YoY+29%, 而 15Q3 是-10%), 主要来自 Instagram 的 Ad load 的大幅度上升;
- **从 2017Q1-Q4 开始:** 情况又开始发生变化, Adprice 重新接力 (同比增长 14% in 17Q1) MAU 增长 17%, ad load 持平。
- **从 2018 年开始,** Facebook 开始进入第 5 次增长接力棒切换: 平均广告价格增速下降, 依靠广告曝光量提升拉动增长, 背后是已经成熟的 Instagram Stories 进入商业化变现阶段, 而 Whatsapp, Facebook/Messenger Stories 仍在培养生态的阶段。根据 Facebook 2019Q1 财报, Ad Impression YoY+32%, 广告价格 YoY-4%, 营收 YoY+26%, 主要由 Instagram Stories、Instagram Feed 和 Facebook News Feed 驱动。

图 26: Facebook 广告总收入、广告总曝光量、平均广告价格同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

广告价格和曝光量交替驱动增长，但价格提高更为关键。13Q2 起，平均千次广告价格由 0.19 美元大幅增长至 15Q3 的 1.85 美元。在 2 美元左右维持 6-7 个季度后，再次快速提高至接近 3 美元。广告价格增长幅度远大于曝光量增幅，是广告收入增长的主要推动力。广告价格的上涨一方面与公司调整竞价和展示规则有关（当广告主预算一定时，Facebook 对低质量广告曝光量的限制会推高广告主单次展示的成本），另一方面也体现了 Facebook 的社交流量的价值所在。

多维深度数据助力精准投放。如我们前文所述，Facebook 除主应用外，还拥有 Instagram、Messenger、WhatsApp 等 10 亿级用户的社交产品，关系链涵盖从一对一到陌生人公众的强关系=》弱关系，媒介形态包括文字、图片、视频乃至 VR。Facebook 的账号体系积累了海量用户的多维深度数据。广告主在 Facebook 上投放广告时，有导流、转化、宣传品牌、吸引产品购买等多种广告目标可供选择，满足多样化的推广营销需求。确定目标后，基于庞大且丰富的用户数据，广告主可以按年龄、性别、地点、兴趣爱好、教育程度等多个维度确定广告受众，实现精准化定向投放。

图 27: Facebook 产品矩阵



数据来源：86 Research、东方证券研究所

图 28: Facebook 可选广告目标

Send people to your website	将用户传送到您的网站
Increase conversions on your website	增加您的网站转化率（访客转化为用户）
Raise attendance at your event	提高您的活动出席率
Boost your posts	提升您的职位
Get installs of your app	增加您的app下载安装量
Increase engagement in your app	增加您的app参与度（点赞等互动行为）
Promote your Page	宣传您的网页
Get people to claim your offer	为需要的人提供要约
Get video views	获得视频观看量
Promote a product catalog	推出产品目录
Collect leads for your business	为您的业务收集潜在客户

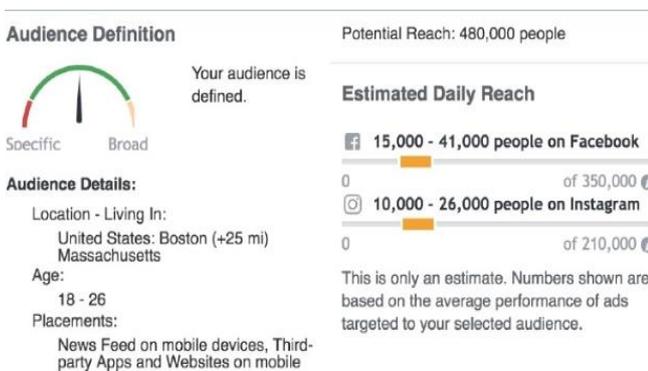
数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 29: Facebook 广告定向投放维度


数据来源：公司官网、东方证券研究所

先进算法确保投放高效率。 Pacing 是 Facebook 广告系统中决定广告主预算在广告生命周期中如何花费的控制逻辑算法。通俗来说，就像一个赛跑运动员在比赛中冲刺太早或太晚都不能取得最好成绩，Pacing 算法可以让广告主在竞争中自动分配预算，确保广告主获得最大 ROI。如下图所示，蓝色的点代表广告获得展示的机会，黄色的圈代表广告赢得展示，红线代表出价的价格。

- 无 Pacing 算法（加速投放）：没有 Pacing，广告主预算在一开始很短时间就被消耗干净（可能潜在的昂贵点击），前期竞争激烈，后期无竞争，形成一定的资源浪费。结果是平均成本会高些，但广告主会得到基于广告设置的最想要的投放。
- 无 Pacing 算法（出价过低）：这种情况下，追求最低的点击价格，但广告主的预算最后没有能用完，最终的广告效果也最差
- Pacing 算法下的均衡状态：广告客户获得了最大的点击数，获取到了最大收益，同时也用完了每日预算。

图 30: Facebook 广告定向投放选择


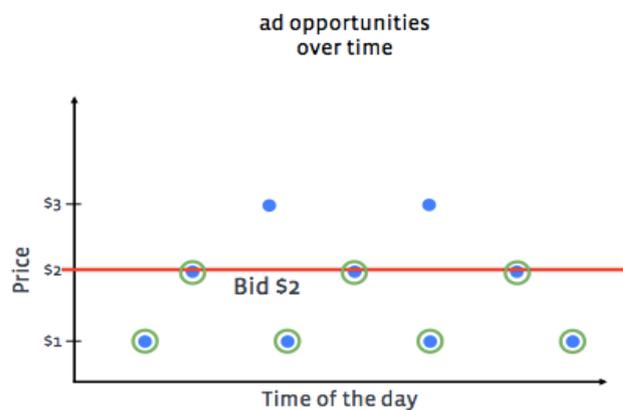
数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 31: 无 Pacing 算法时的广告投放（加速投放）


数据来源：36 氪、东方证券研究所

图 32：无 Pacing 算法时的广告投放（出价过低）


数据来源：36 氪、东方证券研究所

图 33：Pacing 算法时的广告投放（均衡状态）


数据来源：36 氪、东方证券研究所

3. 腾讯社交广告价值：精准化或超预期

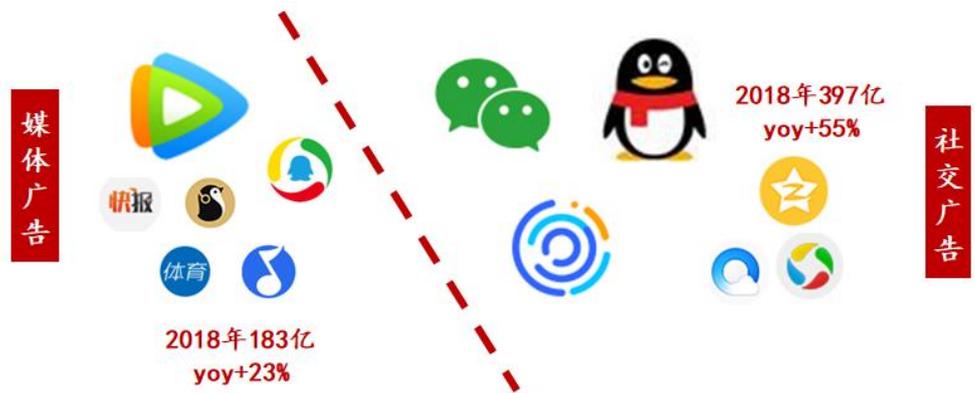
Facebook 旗下 APP 基本为社交平台，相比之下腾讯的社交流量不仅具备规模大、时长长和黏性高的特点，还因腾讯全方位的产品与业务矩阵具有了更加丰富的数据维度。市场上一方面认为腾讯社交广告变现尚处于早期，潜力较大，同时也有声音担忧微信、QQ 由于熟人社交的特性先天在广告曝光的天花板较低。

我们结合对 Facebook 的复盘，认为微信作为国内社交寡头其拥有的一二线城市核心流量商业化价值巨大，虽然 adloads 天花板有限（已是市场一致预期），广告变现处于依靠增加广告条数的 1.0 阶段，未来随着竞价投放成为主流，数据和场景价值有望支撑广告价格提高，开启 2.0 增长阶段。

3.1 相比媒体广告，腾讯社交广告增长潜力更大

腾讯的广告变现可以分为媒体广告和社交广告两大方面，规模以社交为主，媒体广告以腾讯视频的广告收入为主，还包括腾讯新闻、天天快报、腾讯音乐、腾讯企鹅等平台，属于基于内容媒介的广告投放；社交广告以微信、QQ（包括空间）为主，还包括 QQ 浏览器、应用宝，以及流量联盟优量。从体量对比来看，腾讯社交广告是广告业务的主力，2018 年实现 397 亿元收入，同比增长 55%，占广告总收入的近 7 成；媒体广告收入 183 亿元，同比增长 23%。

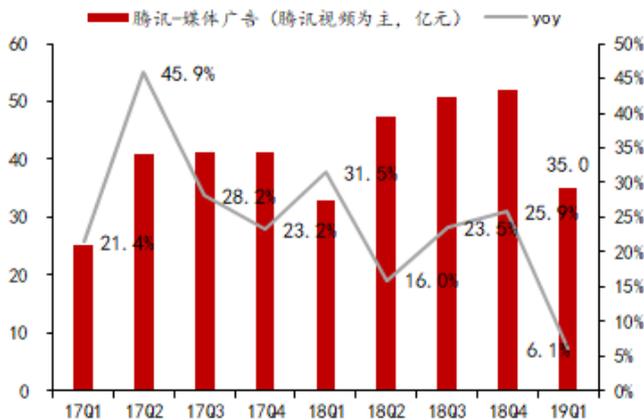
图 34：腾讯媒体广告和社交广告主要阵地



数据来源：公司公告、腾讯广告官网、东方证券研究所

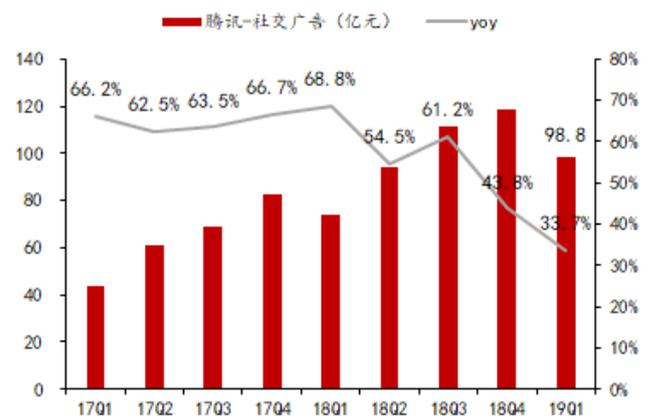
社交广告增长明显快于媒体广告。如果分季度来看，腾讯社交广告收入增速在 18Q2 之前始终保持在 60% 以上，即使受到宏观经济压力和竞争冲击，19Q1 也同比增长 33.7% 显著跑赢广告大盘；而媒体广告过去两年的增速中枢在 20% 左右，19Q1 下滑明显仅同比增长 6.1%

图 35：腾讯媒体广告收入及同比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 36：腾讯社交广告收入及同比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

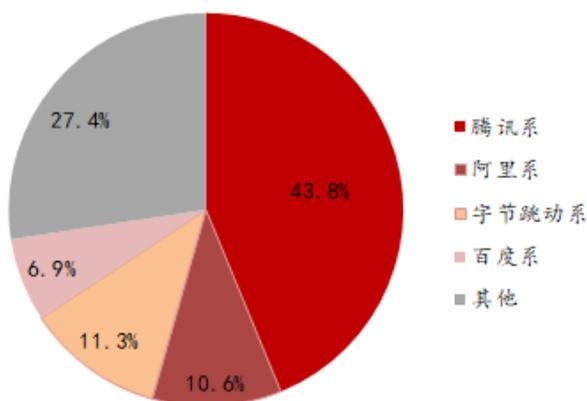
腾讯社交广告的竞争格局和产品属性都要优于媒体广告，未来成长潜力大：

- 从竞争格局上看，腾讯媒体广告矩阵中的支柱——腾讯视频一方面受到爱奇艺和优酷土豆的激烈竞争，另一方面未来长视频平台变现模式将以会员付费为主，贴片空间受到挤占；腾讯新闻更是受到今日头条、趣头条的冲击。社交广告中的微信、QQ 则仍处于绝对垄断地位。
- 从广告属性来看，腾讯媒体广告以品牌广告为主，社交广告则以效果或品效合一广告为主，社交空间尤其适合效果转化，在品牌转效果的大趋势下更容易吸引广告主预算。

广告收入与时长匹配，社交变现较为克制。截至 2019 年 4 月，腾讯系 APP 占据了移动互联网全网使用时长的 43.8%，位居绝对领先地位，字节跳动系以 11.3% 的占比位列第二，其次才是阿里和百度。电商、搜索是“效率最高”的广告形式，2018 年互联网广告市场中电商占比 51%，搜索 20%。对于其他互联网广告，时长意味着曝光时间和次数，广告与时长有着重要关系，因此我们剔除电商

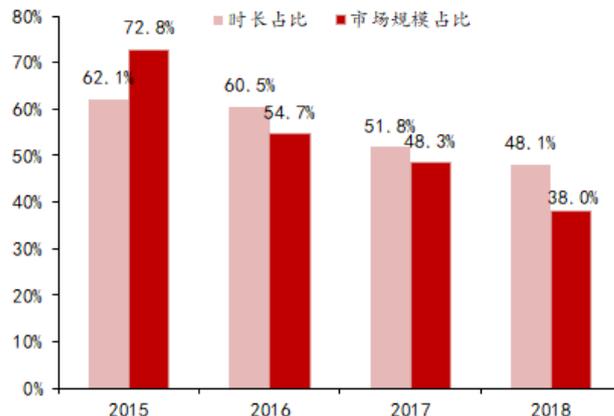
和搜索后统计腾讯系 APP 的总时长占比和互联网广告市场份额，发现二者大致匹配，但份额占比低于时长占比且呈下降趋势。我们判断这主要由于腾讯社交流量的广告变现一直以来比较克制。

图 37：2019 年 4 月移动互联网总使用时长占比



数据来源：Questmobile、东方证券研究所

图 38：腾讯的总时长占比与广告份额占比（剔除电商和搜索）

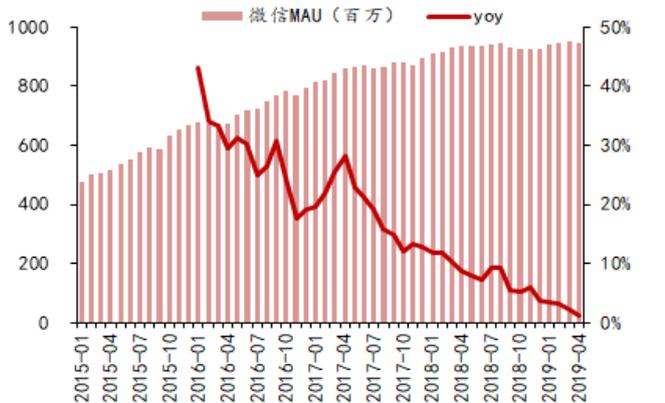


数据来源：Questmobile、各公司公告、东方证券研究所

3.2 短期看广告加载率，长期价值更在精准化带来的价格提升

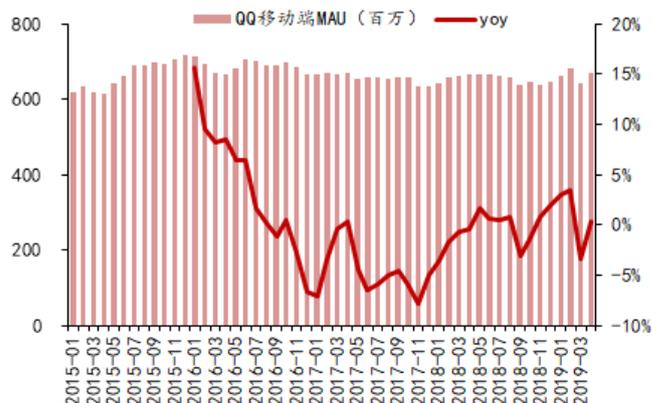
巨量高粘性流量优势构成宽广护城河。截至 2019 年 4 月，微信（不含 WeChat）MAU 达到 9.5 亿，手机 QQMAU 达 6.7 亿，形成了对全地区全年龄用户的覆盖，是中国社交网络的绝对龙头。从使用时长来看，两大社交网络产品微信、QQ 也具有极强的用户粘性，据艾瑞咨询 2018 年微信日均使用时长超 50 分钟，QQ 超 40 分钟，微信和 QQ 时长占比 35% 以上；优量（移动联盟）覆盖长尾流量，微信凭借自身数据优势助力精准投放，保证流量的充分利用。

图 39：微信月度 MAU 及同比



数据来源：Questmobile、东方证券研究所

图 40：手机 QQ 月度 MAU 及同比



数据来源：Questmobile、东方证券研究所

微信变现较为克制，短期空间主要受 adloads 影响。腾讯社交广告主要由微信和 QQ 空间广告构成，浏览器、应用宝和优量联盟虽然在口径上属于社交广告但实质有差异。微信在商业化变现方面一向克制，以 2012 年 4 月 19 日上线的微信朋友圈为例，其首个商业化产品——首条朋友圈广告是在

2015年1月25日上线，历经了三年多的时间。第二条朋友圈广告于2018年3月上线，第三条于2019年5月开放。每人每天最多3条的广告加载率远低于QQ以及市场其他信息流产品，短期内广告收入空间主要受广告加载率和填充度影响。

图 41：微信社交广告主要产品

产品	广告形式	广告加载率	广告价格
微信朋友圈	信息流-视频	19Q2每人每天最多刷到3条	核心城市：180 元/千次曝光（竞价100-300元） 重点城市：120 元/千次曝光（竞价60-200元） 其他城市：60 元/千次曝光（竞价30-200元）
	信息流-图文		核心城市：150 元/千次曝光（竞价100-300元） 重点城市：100 元/千次曝光（竞价60-200元） 其他城市：50 元/千次曝光（竞价30-200元）
微信公众号	文章正文中	约23%的公众号已开通广点通	CPC实时竞价
	文章底部-外层视频创意		核心城市：40 元/千次曝光 重点城市：35 元/千次曝光 其他城市：30 元/千次曝光
	文章底部-外层图片创意		核心城市：35 元/千次曝光 重点城市：30 元/千次曝光 其他城市：25 元/千次曝光
微信小程序	激励小视频	独立访客达到1000即可申请	核心城市：50~200 元/千次曝光 重点城市：40~200 元/千次曝光 其他城市：30~200 元/千次曝光
	banner		CPC实时竞价
QQ空间	信息流	15%左右	核心城市：120 元/千次曝光 重点城市：60 元/千次曝光 其他城市：40 元/千次曝光

数据来源：腾讯社交广告、东方证券研究所

熟人社交属性和产品理念决定 adloads 提升空间有限，但已属于市场预期。一方面微信熟人社交的特性决定了用户对广告的低容忍度，因此朋友圈广告加载率先天就低于 Facebook、微博等弱关系社交产品；另一方面微信自身在商业化尤其是广告变现上一直比较谨慎，张小龙多次在公开场合表示广告变现绝非短期重点。但我们认为市场目前已经意识到微信 adloads 先天较低，这一点已经反映到对广告业务的预期中。

广告价格提升有望贡献超预期增长。广告价格提高经过对 Facebook 广告收入增长驱动力的拆分，我们发现其 2018 年广告总曝光量与 2013 年接近，但收入增长近 7 倍；2015 年至今单用户广告曝光量增长 30~40%，但 ARPU 值是当时的 3 倍；平均广告价格自 14Q1 起增长 5 倍，可以看到广告价值的提高才是驱动 Facebook 高速增长更为重要的因素。我们认为随着未来程序化投放和实时竞价的进一步普及，腾讯社交生态广告价格的提升有可能成为超预期因素。

价格提升的可能性何在？数据维度更广、深度更深，有望赋予腾讯社交广告更高价值。

$$\text{单用户价值公式：} \frac{\text{“ARPU 值 = 单用户观看量 * adload * ecpm”}}{\text{“ARPU 值 = 单用户观看量 * adload * ecpm”}}$$

我们可以看到，在用户观看量（观看时长）、广告加载率一定的情况下，ARPU 值的提升主要依赖于 ecpm（即每千次展示获得的广告收入）。而“ $\text{ecpm} = \text{cpm} * \text{ctr}$ ”，进一步来看，ctr（点击率/转化率）的提升可以提供 ARPU 值。这也比较好理解，从广告主角度，所需要考虑的是 ROI（投入产出比），转化率提升的情况下，cpm 不变，但 ecpm 显著提升（即 ctr 提升，同时提升成本和

收益)，整体 ROI 仍可以保持稳定。数据维度更广、深度更深有助于提升 ctr，进一步提升 ARPU 值。

相比其他，腾讯除了拥有仅次于 Facebook 的超过 10 亿人的全球第二大社交网络，还是中国最大的游戏公司、拥有腾讯视频、QQ 音乐、腾讯新闻、QQ 浏览器、应用宝、微信支付等 APP 或功能模块，横跨社交、娱乐、资讯、金融、工具类应用，并且通过对外投资布局电商、新零售、生活服务、直播、出行、医疗等领域。微信、QQ 的用户不仅在社交空间和娱乐表现出各类标签，更留下了真实的消费、支付、位置信息，数据维度非常丰富且真实，对用户的刻画将更加准确，精准营销准确度和转化率也应该更高。

图 42：腾讯 APP 及业务矩阵



数据来源：公司官网、东方证券研究所

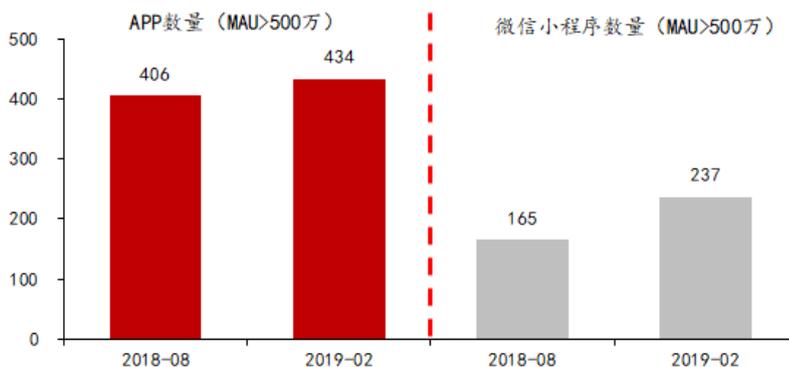
图 43：腾讯对外投资的垂直领域公司



数据来源：公司官网、东方证券研究所

小程序广告有望带来更多潜力。将用户与服务场景链接，开发、商店、服务平台打通后，小程序在电商、餐饮、休闲娱乐、教育、房产、交通出行等领域的应用越来越广泛，B 端推广需求迅速增长。借助微信生态广告变现能力强劲，庞大的平台流量成为良好广告效应和收益的基础。

图 44：整体 APP 中 MAU 超过 500 万的数量和微信小程序数量



数据来源：Questmobile、东方证券研究所

4.投资建议

在移动互联网流量红利见顶的背景下，变的是所处宏观经济阶段，不变的趋势是社交流量价值会愈发凸显，精准营销提升广告价值。微信作为国内社交寡头其拥有的一二线城市核心流量商业化价值巨大，虽然 adloads 天花板有限（已是市场一致预期），广告变现处于依靠增加广告条数的 1.0 阶段，未来随着竞价投放成为主流，数据和场景价值有望支撑广告价格提高，开启 2.0 增长阶段。建议从长期趋势角度关注社交广告变现潜力大的腾讯控股（0700.HK，未评级）、UGC 视频社区哔哩哔哩（BILI.O，买入）以及分享下沉流量红利的趣头条（QTT.O，买入），从跟踪角度可以持续关注微信朋友圈广告加载率、小程序生态建设程度和微信广告竞价规则变化。

风险提示

- **监管政策风险**
互联网隐私政策超预期严格，限制用户数据的收集和使用，影响广告投放精准度。
- **竞争格局变化风险**
短视频等新兴产品冲击导致用户在微信、QQ 等社交平台的人均使用时长下降。
- **用户流失风险**
微信、QQ 等传统社交平台的用户向新兴社交产品转移。
- **宏观经济风险**
宏观经济继续下行导致广告主投放不及预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

