

## 传媒

## 守正出奇，微信流量变现正当时！

## -微信小程序专题研究报告

**评级：增持（维持）**

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

联系人：夏洲桐

Email: xiazt@r.qlzq.com.cn

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
科达股份	10.7	0.48	0.68	0.84	1.11	22.	15.7	12.7	9.64	0.38	买入
平治信息	61.0	1.21	2.28	3.12	3.94	38.	26.7	19.5	15.5	0.30	买入
华扬联众	35.3	0.79	1.07	1.47	2.24	38	33.0	24.0	15.7	0.93	买入

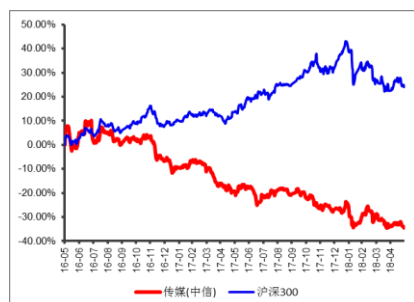
备注

**投资要点**

- **流量红利期接近尾声，存量博弈愈演愈烈，微信小程序应运而生。**我国移动互联网设备约 11 亿台，微信日活用户已超 10 亿，移动流量红利的天花板逐渐显现，市场进入存量博弈，即争夺用户使用时间。我们认为，移动互联网服务的本质为使人们的衣、食、住、行等需求更为便捷，因此在用户存量博弈时代，囊括各类 APP 主要功能的微信小程序应运而生。
- **微信依靠小程序及小游戏的用户粘性，进一步占领用户使用时间。**（1）目前已经上线的小程序超过 58 万个，基本包含了用户使用频次较高的轻 APP；（2）小程序中游戏和工具类占比较高。游戏类小程序主要以休闲益智和社交游戏为主，其数量在 Top100 小程序中占比 43%，工具类小程序用户粘性较强，其数量在 Top100 小程序中占比 32%。2017 年小程序的 MAU 月均复合增速高达 42%，我们预估 2018 年小程序 MAU 虽有所放缓，但依然有望突破 8 亿；其次，随着小程序月活用户数增长和小程序内容的不断完善，微信有望进一步分流新闻资讯、数字阅读、生活服务和手机游戏用户时长，我们估算 2018 年底微信每日人均使用时长有望突破 90 分钟，再创新高。
- **移动广告市场持续高增长，腾讯有望通过微信再造一个移动互联网生态圈，并适度将微信流量和用户使用时间有效的转化成广告收入。**2017 年移动广告市场规模高达 2650 亿元，5 年 CAGR 高达 66.80%，移动广告的发展趋势毋庸置疑。我们定义微信广告生态为全场景、社交化的广告生态：（1）全场景：具有可满足移动网络用户所需的各种场景，同时小程序还具备打通线上和线下的功能；（2）社交化：微信强大的社交功能使得传播更为有效，广告转化效率更高。通过与国外互联网科技巨头 Facebook 的比较，我们发现 2017 年 Facebook 的 ARPU 值几乎是腾讯的 3 倍，所以我们认为在国内飞速发展的移动广告市场，腾讯的广告收入仍有较大的提升空间。
- **我们认为当前在微信流量加速变现过程中的受益方为腾讯广告产业链相关标的，建议关注科达股份（腾讯社交广告第一大代理商及多家互联网巨头核心广告代理商，业务平台整合后更具有品牌竞争力）、平治信息（百足模式+CPS 模式，率先打通微信渠道的数字阅读公司）、华扬联众（技术优势明显，腾讯及多家互联网巨头核心广告代理商）。**
- **风险提示：**互联网广告技术迭代风险、广告代理商毛利率波动风险、互联网营销公司商誉风险

**基本状况**

上市公司数	136
行业总市值(百万元)	1750839.20
行业流通市值(百万元)	1089112.55

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

- <<【中泰传媒】中文传媒（600373）深度报告之三：手游出海风起，三维度看公司的边际改善及价值重估>>2018.06.04
- <<【中泰传媒】完美世界（002624）跟踪点评：新游戏表现超预期，年轻化战略持续推进>>2018.06.04
- <<【中泰传媒——月观点】关注业绩稳定增长且现金流充裕的标的>>2018.06.03

## 内容目录

微信 MAU 占比突破九成，用户时间争夺战拉开序幕 .....	- 4 -
微信用户使用时长有较大提升空间 .....	- 4 -
小程序 MAU 已突破 3 亿，上线后表现出色 .....	- 4 -
微信单日人均使用时长有望突破 90 分钟，再创新高 .....	- 6 -
网络广告市场持续高增，腾讯广告业务仍有提升空间 .....	- 8 -
移动广告市场份额大幅提升，信息流广告异军突起 .....	- 8 -
互联网公司广告收入占比超八成，社交广告增速显著 .....	- 9 -
广告业务适度提升有望支撑腾讯业绩高增长 .....	- 10 -
微信重构移动互联网广告生态 .....	- 12 -
朋友圈信息流广告+小游戏激励式广告 .....	- 12 -
广告主根据需求选择排期或竞价投放广告 .....	- 13 -
微信有望打造全场景、社交化互联网广告生态 .....	- 14 -
投资策略：建议关注腾讯广告产业链相关标的 .....	- 15 -
风险提示： .....	- 16 -
互联网广告技术迭代风险 .....	- 16 -
互联网广告代理商毛利率波动风险 .....	- 16 -
互联网营销公司商誉风险 .....	- 16 -

## 图表目录

图表 1：2017 年底微信月活跃用户数 9.89（亿） .....	- 4 -
图表 2：2017 年底微信人均每日使用时长 65（分钟） .....	- 4 -
图表 3：微信小程序与公众号关联以及附近的小程序 .....	- 4 -
图表 4：2017 年底小程序月活用户突破 3 亿 .....	- 4 -
图表 5：微信小程序发展历程示意图 .....	- 5 -
图表 6：小程序与 APP、H5 的比较 .....	- 6 -
图表 7：小程序主要分为轻 APP 和 OMO 两类 .....	- 6 -
图表 8：微信 Top100 小程序各类型占比 .....	- 7 -
图表 9：2017 年各类 APP 人均使用时长（分钟） .....	- 8 -
图表 10：微信通过小程序分流其他 APP 的时间估算 .....	- 8 -
图表 11：中国五大媒体广告市场规模预测 .....	- 9 -
图表 12：移动广告市场占比大幅提升 .....	- 9 -
图表 13：网络广告市场中不同广告形式占比 .....	- 9 -
图表 14：信息流广告市场规模不断提升 .....	- 9 -
图表 15：Facebook、Google、微博广告收入增速对比 .....	- 10 -

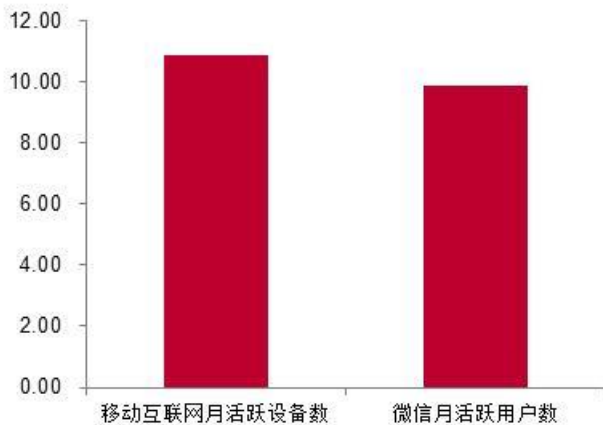
图表 16: 2017 年 Facebook、Google、微博广告收入占比.....	- 10 -
图表 17: 2017 年腾讯各业务收入占比.....	- 11 -
图表 18: 腾讯游戏与广告业务收入增速.....	- 11 -
图表 19: facebook 与腾讯的 ARPU 对比 .....	- 11 -
图表 20: 微信目前 4 个广告位示意图 .....	- 12 -
图表 21: 朋友圈广告和小游戏广告示意图 .....	- 12 -
图表 22: 微信广告按曝光排期购买的详细售卖定价.....	- 13 -
图表 23: 微信广告按曝光竞价购买的详细售卖定价.....	- 14 -
图表 24: 微信广告按点击竞价购买的详细售卖定价.....	- 14 -
图表 25: 三家标的公司估值表 .....	- 15 -

## 微信 MAU 占比突破九成，用户时间争夺战拉开序幕

微信用户使用时长有较大提升空间

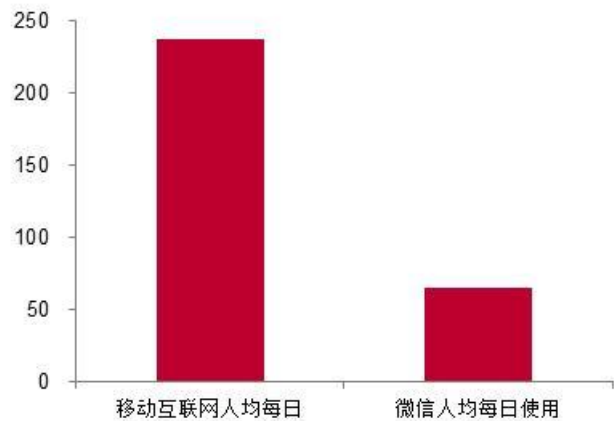
- 2017 年我国移动互联网月活跃设备约为 10.85 亿，而微信的月活跃用户就高达 9.89 亿，占比 91.15%，但从使用时间上来看，微信每日人均使用时长仅仅只有 65.5 分钟，仅占移动互联网人均每日使用时长 236.8 分钟的 27.66%。我们认为，微信 MAU 的增量即将碰到天花板，但人均每日使用时长仍有较大的提升空间。

图表 1: 2017 年底微信月活跃用户数 9.89 (亿)



来源: QuestMobile、中泰证券研究所

图表 2: 2017 年底微信人均每日使用时长 65 (分钟)



来源: QuestMobile、中泰证券研究所

小程序 MAU 已突破 3 亿，上线后表现出色

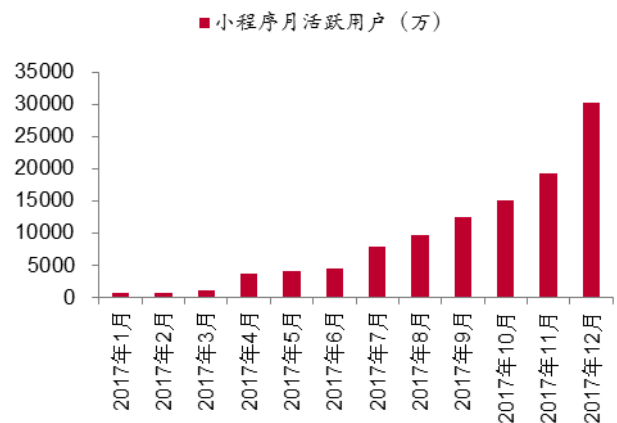
- 微信小程序是一款不需要下载安装即可使用的轻量级应用，于 2017 年 1 月份正式发布。经过了一年多的发展，微信小程序的功能日益完善：搜索框下方小程序快捷入口、附近的小程序、小程序相互跳转、小程序与公众号间相互跳转以及小程序内广告投放等。小程序诞生一年多来目前月活用户已经突破 3 亿，已经上线的小程序 58 万个，开发者超过 100 万，第三方开发平台超过 2000 家。

图表 3: 微信小程序与公众号关联以及附近的小程序



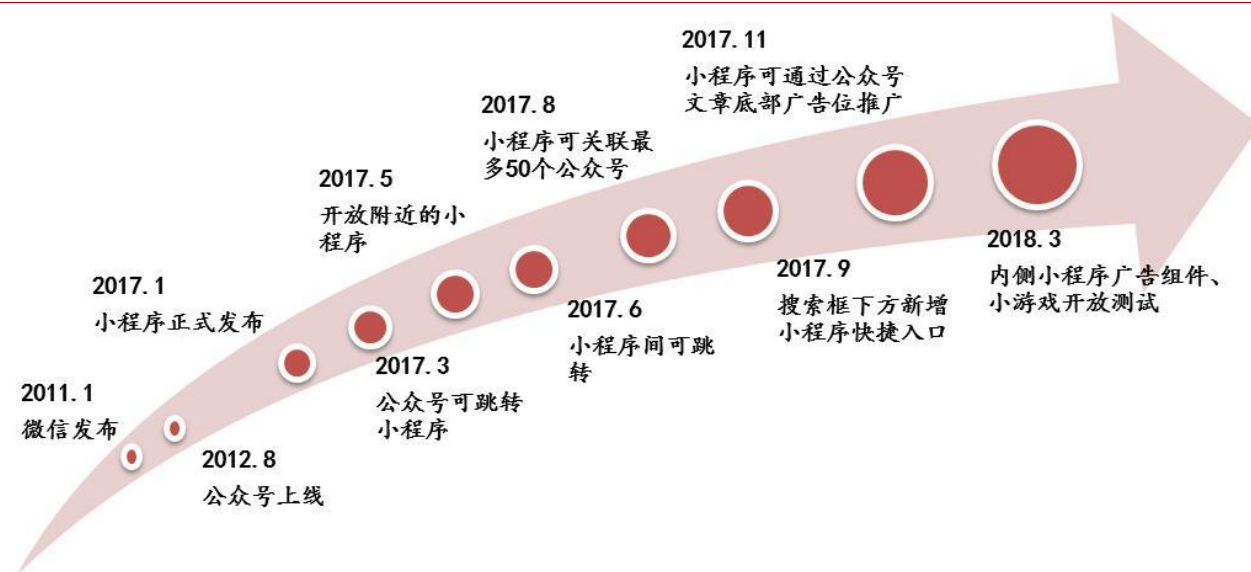
来源: 公开信息、中泰证券研究所

图表 4: 2017 年底小程序月活用户突破 3 亿



来源: QuestMobile、中泰证券研究所

图表 5: 微信小程序发展历程示意图



来源：公开信息、中泰证券研究所

- 与传统的 APP 相比，微信小程序具有开发成本低、简单便捷、易于分享的优点。每个小程序不超过 2M 的大小使得小程序的开发安装以及使用非常简捷。友好的社交分享设置使得大家在分享一款有趣的应用时不用像之前还需通过应用商店来实现，微信一键分享微信群或朋友圈即可，大大降低了传播成本，提升了效率。诚然，小程序作为轻量级应用，在内容丰富度、交互和视觉体验上可能难以满足某些重度用户的需求，但每个应用的首要功能在小程序上基本都能实现。
- 目前主流的微信小程序可以分为轻 APP 和 OMO 连接器两类。轻 APP 的本质就是将原生 APP 轻量化，同样可以实现简单的信息展示和 UI 交互，主要可以分为四类：游戏（最强弹一弹、跳一跳等）、工具（名片助手、发票助手等）、电商（京东购物、拼多多等）、内容（腾讯视频、优酷视频等）。OMO（Online-Merge-Offline）主要将线上和线下场景相互连接，小程序通过扫码打开即可实现线下信息的线上实时展示，主要用于餐厅点餐（肯德基、麦当劳）、移动充电（街电、小电）和出行（摩拜）、等。小程序作为 OMO 连接器，实现了信息实时展示、在线支付和对线下设备的控制。



图表 6：小程序与 APP、H5 的比较

	APP	小程序	H5
运行平台	Android/iOS	微信	Web浏览器
开发成本	高	低	低
开发周期	长	短	短
安装包大小	不受限	2M	受限
用户体验	流畅	流畅	一般
下载安装	需要	不需要	不需要
社交分享	一般	很方便	方便

来源：公开信息、中泰证券研究所

图表 7：小程序主要分为轻 APP 和 OMO 两类



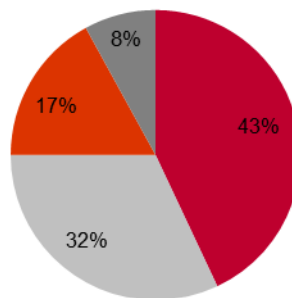
来源：公开信息、中泰证券研究所

### 微信单日人均使用时长有望突破 90 分钟，再创新高

- 移动互联网流量红利的本质是抢夺新增用户，我们认为，微信的 MAU 增量已接近天花板，但单日人均使用时长仍有较大的提升空间。移动互联网的本质是满足人的基本需求，就像各类 APP 满足人们衣、食、住、行的需求一样，在存量博弈时代微信想要争夺用户使用时间就要从用户需求入手。我们看好囊括各类 APP 主要功能的微信小程序将有效抢占用户使用的时间，主要逻辑有以下两点：
  - （1）从数量上来看：目前已经上线的小程序超过 58 万个，基本上包含了除去移动社交之外用户使用时长占比较高的移动视频（腾讯视频、优酷视频等）、新闻资讯（腾讯新闻、网易新闻等）、数字阅读（一起看、妖鹿说等）和移动购物（京东购物、拼多多等）等类别的轻 APP，在一定程度上会分流一部分原生 APP 的用户使用时间。
  - （2）从内容上来看：我们统计了小程序 Top100 榜单数据，其中游戏和工具类占比较高。游戏类小程序的数量占比 43%，主要以休闲小游戏和社交游戏为主，易于上手，容易沉迷，激励式分享使其传播起来非常迅速，比如最近现象级的小游戏《最强弹一弹》和《海盗来了》。根据 QuestMobile 统计，用户每日花费在手机游戏上的时间占比高达 14.8%，除去一些王者荣耀、阴阳师等一些大型游戏，小游戏有望占领一部分休闲玩家的游戏时间。工具类小程序的数量占比 32%，以方便易用为主，解决一个核心问题即可，用户粘性较强，比如饿了么、滴滴出行等。

**图表 8：微信 Top100 小程序各类型占比**

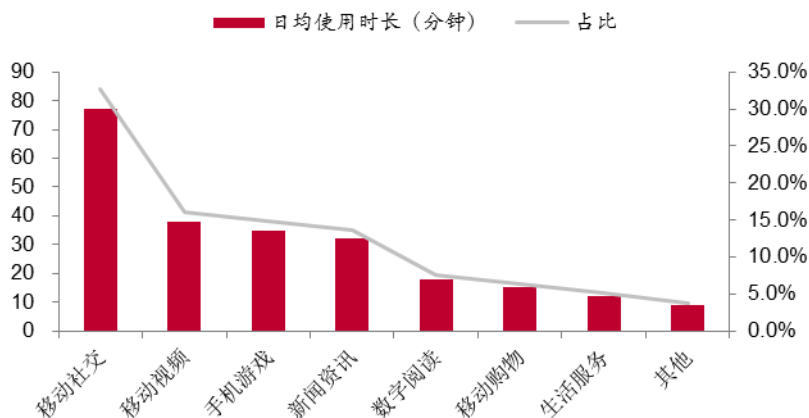
■ 游戏 ■ 工具 ■ 电商 ■ 内容



来源：阿拉丁、中泰证券研究所

- **依靠小程序导流，我们估算 2018 年底微信每日人均使用时长有望突破 90 分钟，再创新高。**首先，根据 2017 年小程序的 MAU 增速，我们预估 2018 年月均增速在 10% 左右，到 2018 年底小程序的 MAU 有望突破 8 亿；其次，随着月活用户数增长和微信小程序内容的不断完善，微信有望分流一部分新闻资讯、数字阅读、生活服务和手机游戏用户时长，我们假设用户单日人均使用移动互联网时长不变，我们给予不同类型的 APP 不同的时间分流比：
  - **移动视频：**移动视频日均使用时长约为 38 分钟，目前优酷视频和腾讯视频的轻 APP 已经上线，但原生 APP 用户粘性较高，我们估算微信小程序的主要分流的以小视频用户为主和一小部分原生视频 APP 用户，给予 10% 的时间分流比例。
  - **手机游戏：**手机游戏日均使用时长约为 35 分钟，手机游戏 UI 界面较为复杂，容量较大，重度手游用户对于原生 APP 的依赖性较高，我们估算微信小游戏主要分流的是以休闲游戏为主的群体，给予 20% 的时间分流比例。
  - **新闻资讯：**新闻资讯日均使用时长 32 分钟，随着腾讯新闻、网易新闻等轻 APP 的上线，以及悬浮窗功能的出现，使得用户在微信端阅读和分享新闻更为便捷，我们估算给予新闻资讯 25% 的时间分流比例。
  - **数字阅读：**数字阅读日均使用时长 18 分钟，目前很多在线阅读网站都上线了自己的小程序，比如 QQ 阅读、17K、有书阁等，我们估算给予数字阅读 25% 的时间分流比例。
  - **移动购物：**移动购物日均使用时长 15 分钟，这部分用户对于电商平台的依赖性较强，我们估算小程序只能分流一小部分京东和拼多多的用户，给予 5% 的时间分流比例。
  - **生活服务：**生活服务日均使用时长 12 分钟，微信小程序分流的主要是携程旅游、滴滴出行等使用方便、目的明确的服务类 APP，我们估算给予生活服务 25% 的时间分流比例。
- 通过上述分析，在给予不同类别赋予不同的分流比例之后，我们估算 2018 年底微信每日人均使用时长有望突破 90 分钟，再创新高。

图表 9: 2017 年各类 APP 人均使用时长 (分钟)



来源: QuestMobile、中泰证券研究所

图表 10: 微信通过小程序分流其他 APP 的时间估算

类别	日均使用时长 (分钟)	占比	微信分流时间预测	微信分流 (分钟)	分流比例
移动社交	77	32.6%	微信	65.5	85%
移动视频	38	16.1%	移动视频	3.8	10%
手机游戏	35	14.8%	手机游戏	7.0	20%
新闻资讯	32	13.6%	新闻资讯	8.0	25%
数字阅读	18	7.6%	数字阅读	4.5	25%
移动购物	15	6.4%	移动购物	0.8	5%
生活服务	12	5.1%	生活服务	3.0	25%
其他	9	3.8%	其他	0.0	0%
总计	236		总计	92.5	

来源: QuestMobile、中泰证券研究所

## 网络广告市场持续高增，腾讯广告业务仍有提升空间

### 移动广告市场份额大幅提升，信息流广告异军突起

- 过去 5 年中国五大媒体广告总市场规模不断扩大，2017 年总规模突破 5000 亿元，但存在结构性变化。以报纸、杂志为代表的纸媒广告市场份额不断萎缩；电视和广播广告市场份额逐渐稳定、增速放缓；而互联网网络广告一路高歌猛进，近 5 年来 CAGR 高达 38.11%，我们预计 2018 年网络广告市场规模有望突破 5000 亿。
- 随着用户使用习惯的转变，近几年移动广告增速显著，并且在网络广告中的占比不断提升。2017 年移动广告市场规模高达 2650 亿元，在网络广告中的占比高达 66.8%，近 5 年来 CAGR 更是高达 66.80%。我们预计随着用户在移动设备上的使用时间不断增加，未来 5 年移动广告将保持 50%以上的增速并不断提升在国内广告市场中的市场占比。

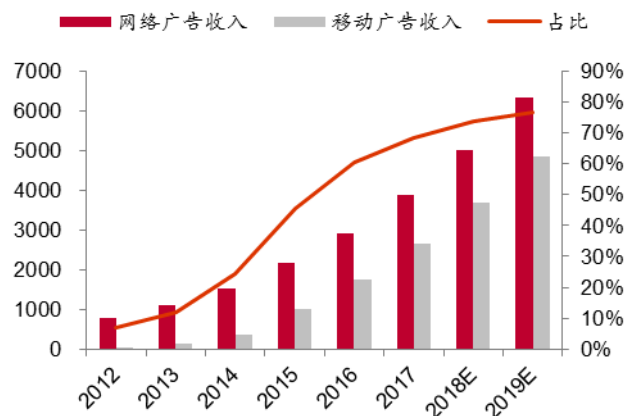


图表 11: 中国五大媒体广告市场规模预测



来源: iResearch、中泰证券研究所

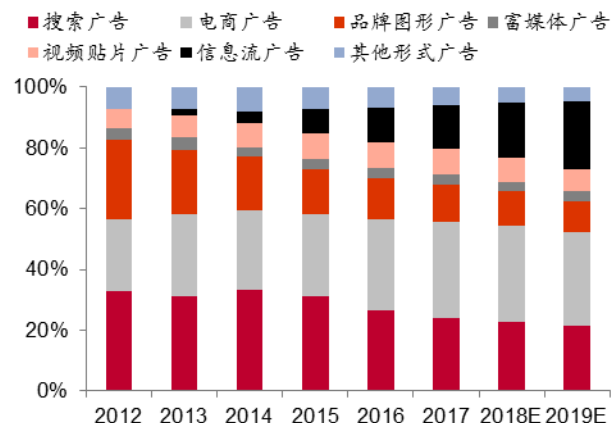
图表 12: 移动广告市场占比大幅提升



来源: iResearch、中泰证券研究所

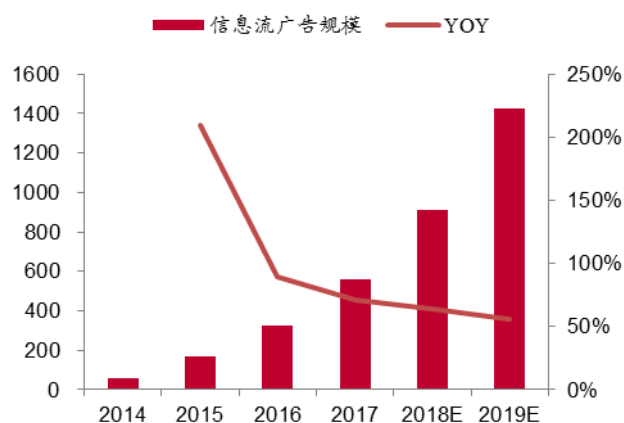
- 从广告形式上来看, 搜索广告市场份额不断下滑, 信息流广告增势迅猛。近几年随着用户上网使用习惯的改变和政策影响, 我们看到搜索广告的市场占比不断下滑。而电商广告受益于线上购物的快速发展, 在 2016 年以 30% 的市场占比超越搜索广告成为市场占比第一的广告形式。近几年较为火热的信息流广告则以社交、新闻、视频为载体, 在当前的大数据应用时代迅速崛起, 其精准投放和较高的转化率深受广告主的青睐, 2017 年市场规模约为 557 亿, 在网络广告市场中占比约为 14.3%, 随着各个社交媒体、新闻媒体、视频媒体纷纷布局自己的信息流广告产品, 我们认为信息流广告未来仍有较大的发展空间。

图表 13: 网络广告市场中不同广告形式占比



来源: iResearch、中泰证券研究所

图表 14: 信息流广告市场规模不断提升



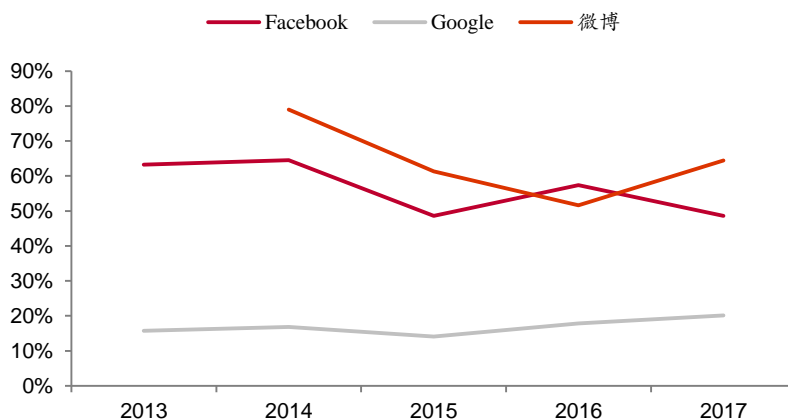
来源: iResearch、中泰证券研究所

### 互联网公司广告收入占比超八成, 社交广告增速显著

- 通过对比国内外互联网科技公司的收入构成, 我们认为广告收入贡献占比非常显著, 且依然保持高速增长。2017 年 Facebook 广告业务收入占总营收的 98%, Google 的广告业务收入占比 87%, 微博广告业务收入占比 87%, 互联网公司通过流量通道, 来开展广告业务具有先天优势, 而广告收入也是互联网公司流量变现的重要手段。

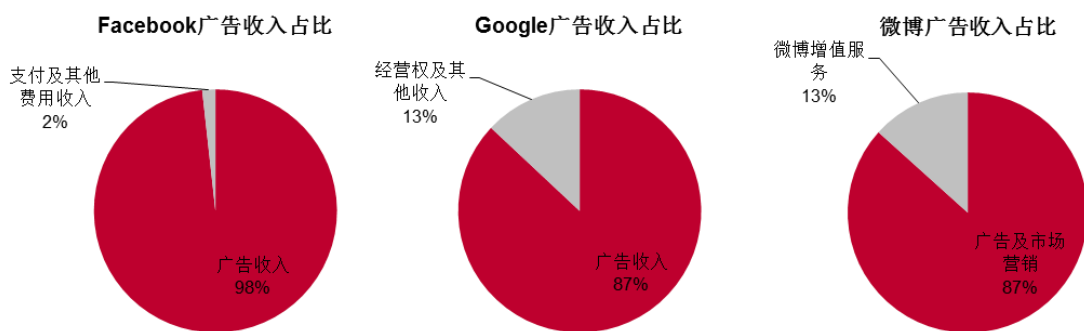
- 近 5 年来社交广告公司广告收入增速明显高于搜索广告，与之前得到的行业变化结论基本一致。通过对比主打社交广告的 Facebook、微博和主打搜索广告的 Google 的广告收入增速，我们可以看到近 5 年来社交广告公司广告收入增速平均都在 50% 以上，而搜索广告公司的广告收入增速平均已经低于 20%。美国广告市场经过几十年的发展已经相当成熟，Facebook 依然能保持如此高的增速与社交广告的飞速发展密不可分，国内社交广告也有相似的社交网络公司在经营，但我们认为依然有很大的市场空间可以挖掘。

**图表 15: Facebook、Google、微博广告收入增速对比**



来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 16: 2017 年 Facebook、Google、微博广告收入占比**

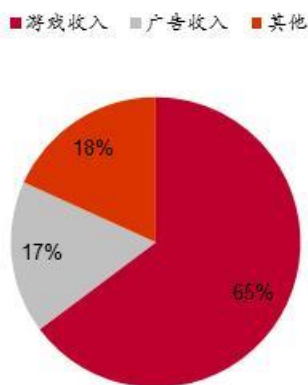


来源：公司公告、中泰证券研究所

### 广告业务适度提升有望支撑腾讯业绩高增长

- 通过分析比较腾讯的财务报表，我们发现近五年来腾讯的游戏业务收入占比超过 60%，而网络广告收入占比低于 20%，剩下 20% 收入主要来自于微信支付、云计算等业务。从收入增速来看，腾讯的游戏收入增速不断下滑，而广告业务收入增速近五年来一直保持在 45% 以上。

图表 17: 2017 年腾讯各业务收入占比



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 18: 腾讯游戏与广告业务收入增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

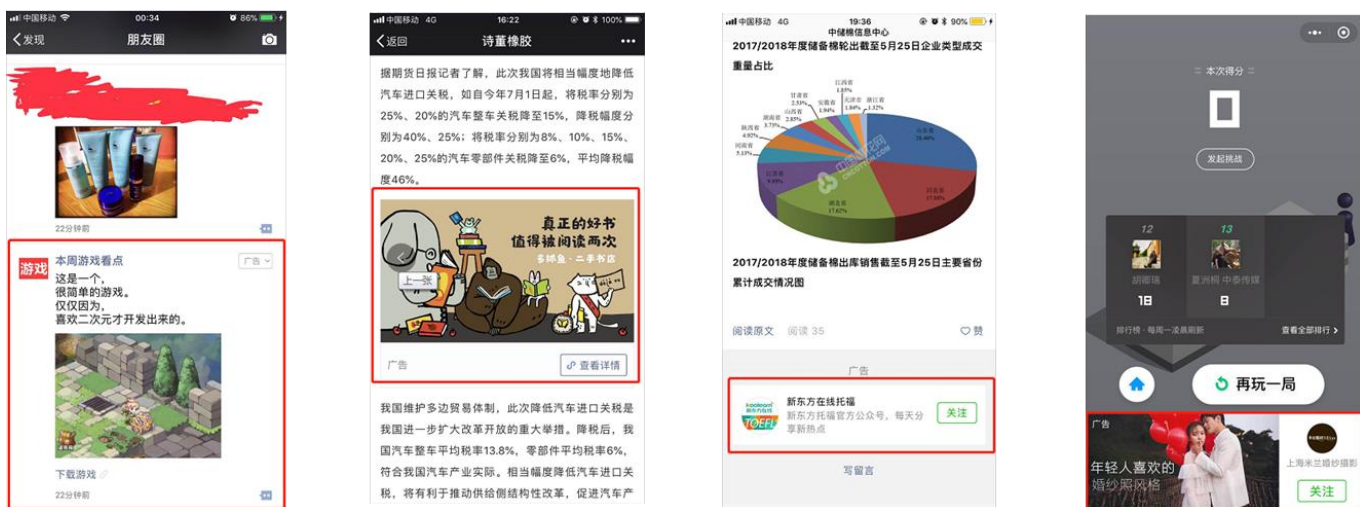
- 目前腾讯的游戏端收入偏向于项目化, 单个游戏的生命周期会对公司业绩造成一定的影响, 我们认为腾讯需要有一个较为稳定的盈利增长点, 而广告业务就是一个非常好的流量变现点。通过与 Facebook 的比较, 我们认为流量变现的关键在于提高 ARPU 值。根据我们的测算, 2017 年腾讯的 ARPU 约为 6.49 美元, 与 Facebook 的 19.09 美元仍有较大的差距。我们可以看到 Facebook 在 2017 年的 ARPU 值几乎是 2013 年的 6.42 美元的 3 倍, 我们认为 ARPU 值的快速提升主要原因在于 Facebook 基于用户大数据的测算之后的社交广告精准投放, 而较高的转换效率又使得广告主更加青睐于 Facebook 的平台, 愿意投入更多的资金, 使得 Facebook 的 ARPU 值不断提升。
- 我们预测未来腾讯广告收入增长点将主要来自于基于微信平台的社交广告。目前微信的广告位一共有 4 个, 分别位于朋友圈广告、公众号文中、公众号底部广告位和小程序广告位。微信依托大量的用户数据资源和优化的算法, 在广告投放的精准程度上丝毫不亚于 Facebook, 比如首次上线的三个朋友圈广告 (宝马、VIVO 和可口可乐) 点击互动率超过了 40%, 所以我们认为未来微信的 ARPU 值具有较大的提升空间。

图表 19: facebook 与腾讯的 ARPU 对比

Facebook	2013	2014	2015	2016	2017
网络广告收入 (百万美元)	7,872	12,466	17,928	27,638	40,653
MAU (百万)	1,227	1,394	1,591	1,859	2,129
ARPU(美元/年)	6.42	8.94	11.27	14.87	19.09
腾讯	2013	2014	2015	2016	2017
网络广告收入 (百万元)	5,034	8,308	17,468	26,970	40,439
微信 MAU (百万)	355	500	697	889	989
ARPU (元/年)	14.18	16.62	25.06	30.34	40.89
ARPU (美元/年)	2.25	2.64	3.98	4.82	6.49

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 20：微信目前 4 个广告位示意图



来源：公开信息、中泰证券研究所

## 微信重构移动互联网广告生态

### 朋友圈信息流广告+小游戏激励式广告

- 腾讯的产品注重用户体验，因此并未过多采取广告方式变现。我们研究发现，微信朋友圈具有信息流广告推送优势，但尚未开始大规模投放。首先，曝光次数方面，一天只推送 1~2 条；其次，微信对广告主及广告内容的进行适当筛选，比如首批入驻微信朋友圈广告的广告主都是非常优质的企业（可口可乐、Vivo 智能手机和宝马汽车等）。
- 小游戏的激励式广告与使用者也是完美契合，用户在看完广告之后会获取该小游戏下发的对应激励（加分/复活等）。用户通过看完一定时长的广告才能获得奖励，保证了广告观看时长，完整的帮助广告主传递信息，同时，通过观看广告可以获得虚拟奖励的机制，提升了用户对于广告的接受程度，大大提高了广告的推广效率。

图表 21：朋友圈广告和小游戏广告示意图



来源：公开信息、中泰证券研究所

## 广告主根据需求选择排期或竞价投放广告

- 目前微信的广告售卖策略一共有 4 种：按曝光排期购买、按曝光竞价购买、按点击竞价购买和按单篇文章购买，不同的微信广告位置支持不同广告售卖方式组合：
  - （1）朋友圈信息流广告位和公众号文章视频贴片广告位支持曝光排期/曝光竞价购买；
  - （2）公众号底部广告支持曝光排期/点击竞价购买；
  - （3）公众号文中广告和小程序广告支持点击竞价购买；
  - （4）互选广告按照流量主报价计费。
- 广告主可以根据自身的实际需求选择广告投放策略组合，也就是排期购买和竞价购买的区别：
  - 排期购买存在最低预算，事先确定曝光地点、曝光时间和曝光量。其优点在于曝光率较高，稳定的曝光量，可以取得最优质的曝光人群，其缺点主要在于费用昂贵。
  - 竞价购买在确定投放人群和日预算之后，通过实时竞价的方式与其他广告主竞争广告曝光。其优点在于费用较低，操作灵活，可以根据曝光率更改竞价。其缺点在于竞价过低可能抢不到曝光机会。

**图表 22：微信广告按曝光排期购买的详细售卖定价**

广告位	售卖门槛	售卖定价	排期时间范围
朋友圈信息流	单次广告投放预算 5 万起	按千次曝光定价	投放开始时间：未来 1~28 自然日
		由投放地域和广告创意外层媒体类型共同决定	投放持续时间：12 小时~5 自然日
		<b>外层视频创意</b>	
		核心城市：180 元/千次曝光	
		重点城市：120 元/千次曝光	
		其他城市：60 元/千次曝光	
		<b>外层图片创意</b>	
		核心城市：150 元/千次曝光	
		重点城市：100 元/千次曝光	
		其他城市：50 元/千次曝光	
公众号文章底部	单次广告投放预算 1000 起	按千次曝光定价，由投放地域决定。	投放开始时间：未来 1~28 自然日
		核心城市：35 元/千次曝光	投放持续时间：12 小时~不限
		重点城市：30 元/千次曝光	
		其他城市：25 元/千次曝光	
公众号文章视频贴片	单次广告投放预算 1000 起	按千次曝光定价，由投放地域决定。	投放开始时间：未来 1~28 自然日
		核心城市：25 元/千次曝光	投放持续时间：12 小时~不限
		重点城市：20 元/千次曝光	
		其他城市：15 元/千次曝光	

来源：微信广告助手、中泰证券研究所



**图表 23：微信广告按曝光竞价购买的详细售卖定价**

广告位	售卖门槛	售卖定价	排期时间范围
朋友圈信息流	每日广告预算1000 起	按照千次曝光出价，最低出价由地域决定。	投放开始时间：最早开始时间当日
		核心城市：100 元/千次曝光	投放持续时间：6小时~30自然日
		重点城市：60 元/千次曝光	
		其他城市：30 元/千次曝光	
公众号文章视频贴片	每日广告预算200 起	按照千次曝光出价，最低出价 10 元/千次曝光。	投放开始时间：最早开始时间当日 投放持续时间：12小时~不限
小游戏激励式广告	每日广告预算1000 起	按照千次曝光出价，最低出价由地域决定。	投放开始时间：最早开始时间当日
		核心城市：50元/千次曝光	投放持续时间：12小时~不限
		重点城市：40 元/千次曝光	
		其他城市：30 元/千次曝光	

来源：微信广告助手、中泰证券研究所

**图表 24：微信广告按点击竞价购买的详细售卖定价**

广告位	售卖门槛	售卖定价	排期时间范围
公众号文章底部	每日广告预算 50起	按照每次点击出价，最低出价 0.5 元。	投放开始时间：最早开始时间当日 投放持续时间：1小时~不限
公众号文章中部	每日广告预算 50起	按照每次点击出价，最低出价 0.5 元。	投放开始时间：最早开始时间当日 投放持续时间：1小时~不限
小程序广告	每日广告预算 50起	按照每次点击出价，最低出价 0.5 元。	投放开始时间：最早开始时间当日 投放持续时间：1小时~不限

来源：微信广告助手、中泰证券研究所

### 微信有望打造全场景、社交化互联网广告生态

- 广告的本质在于要能够改变大众对于商品的态度，并促使其消费使得广告主受益。在互联网环境中，广告主注重广告转换效率，因此我们认为广告转化效率高的平台可以获得更高的溢价。而目前存在的问题一个是随着头部资源平台集中度不断提升，长尾效应逐渐下降，核心有效数据尚未打通。；另一个是用户愿意花在 PC 端的时间明显减少，花在移动设备上的时间不断增加，更多的使用时间意味着更多的曝光机会。所以我们认为未来就会出现一个全场景、移动社交化的广告生态，而微信就是最好的内容载体。
- **全场景：微信既是腾讯用户数据来源也是全场景打通的关键。**全场景意味着在各种设备、各种场合都能触及受众，腾讯通过小程序平台将大量的应用入口集成在微信上，其中既包括腾讯系的腾讯新闻、腾讯视频、拼多多、京东等 APP，也有携程、滴滴出行等各种类型的 APP，并且还有 OMO 连接器打通线上和线下场景。腾讯通过分析消费者在各个场景的行为和数据，全方位的刻画出用户的行为喜好和消费习惯，确保广告投放的精准度。
- **社交化：移动广告的趋势毋庸置疑，微信强大的社交功能使得传播更为有效。**微信的核心在于熟人网络，当广告也被赋予社交属性的时候，就

会发现它的传播效率与品牌广告相比有了显著提升。比如，用户对于一闪而过的电视广告、海报广告可能没有太深的印象，而当用户在朋友圈看到熟人在某个商品广告下点赞或评论，自然而然也会加深用户对于该商品的印象。比如微信在朋友圈首次上线的三个广告（宝马、VIVO、可口可乐）覆盖人群超过一亿，其点击互动率达到 40%，微信的社交属性对于装换效率的提升功不可没。

## 投资策略：建议关注腾讯广告产业链相关标的

- 我们认为当前市场对于腾讯更多的关注点还是在游戏业务方面，对其广告业务的预期较低，而当前在微信流量加速变现过程中有望受益的是**腾讯广告产业链相关标的**，建议关注**科达股份、平治信息、华扬联众**。
- **科达股份**：公司作为国内数字营销行业龙头，建立起头部媒体和全行业护城河，拥有完善的大数据分析体系。公司的合作媒体基本涵盖国内所有的头部媒体，比如腾讯、小米、字节跳动、网易和搜狗等；覆盖的行业从传统的基石行业（汽车、金融、地产）到互联网风口行业（电商、游戏、互金），上亿级合作规模客户数量不断攀升。我们认为科达作为腾讯广告的第一大代理商，在腾讯广告不断完善的返佣机制下最为受益，尽享微信流量红利，今年广告业务有望超预期。我们预计科达股份 2018-2019 年营收 128.05、167.03 亿元，归母净利润 6.54、8.07 亿元，当前对应 2018 年估值 15 倍。
- **平治信息**：公司作为国内最大的数字阅读平台之一，通过“百足模式”和“CPS 模式”进一步强化内容创新和渠道建设。公司率先打通微信渠道，推出微信公众号/小程序阅读模式，用户可以直接通过微信进入书库选取阅读，公众号也会定期推送用户感兴趣的小说信息。我们认为公司能最大限度的享受这波微信流量红利的变现，预计平治信息 2018-2019 年营收 13.50、17.59 亿元，归母净利润 1.83、2.49 亿元，当前对应 2018 年估值 40 倍。
- **华扬联众**：公司作为提供互联网及数字媒体领域全方位服务的广告公司，致力于提供跨媒体领域的营销整合服务。公司拥有业内最为庞大的技术团队，每年均能孵化一批新技术和应用平台，始终保持强大的技术优势。腾讯作为华扬联众最大的供应商，我们认为公司将受益于微信流量变现。我们预计华扬联众 2018-2019 年营收 103.93、126.97 亿元，归母净利润 1.76、2.42 亿元，当前对应 2018 年估值 33 倍。

图表 25：三家标的公司估值表

简称	股价	归母净利润（百万元）			EPS			PE			2018P EG	评级
	(元)	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
科达股份	10.7	462.71	654.08	806.94	0.48	0.68	0.84	22.63	15.74	12.74	0.38	买入
平治信息	61.06	97.03	182.13	249.31	1.21	2.28	3.12	38.59	26.78	19.57	0.30	买入
华扬联众	35.36	126.71	176.40	242.00	0.79	1.07	1.47	38	33.05	24.05	0.93	买入

来源：公司公告、中泰证券研究所

## 风险提示:

### 互联网广告技术迭代风险

- 互联网广告技术日新月异，各种新颖的广告呈现方式层出不穷，需关注互联网技术迭代可能对目前市场环境带来冲击的风险

### 互联网广告代理商毛利率波动风险

- 目前我国数字营销行业尚未出现明显的龙头效应，竞争格局较为分散，互联网广告资源整体采购价格不断上涨，行业竞争格局有所加剧，投资者需关注互联网广告代理商毛利率变动风险。

### 互联网营销公司商誉风险

- 互联网营销公司在企业兼并整合过程中会产生较大金额的商誉，商誉需在每年年终进行减值测试。未来包括但不限于宏观经济形式及广告市场行情的恶化，投资者需关注商誉减值风险对公司损益造成的不利影响。

### 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。