

“微信互联网”价值迸发，腾讯中长期增长点显现——腾讯系列深度报告（一）

推荐 （维持）

2018年08月14日

重点公司

重点公司 评级

相关报告

《【兴证传媒】CDR系列之（三）阿里巴巴深度报告：技术驱动的商业帝国》2018-07-29

《【兴证传媒】CDR系列报告之（二）百度深度报告：广告触底回升，AI布局值得期待》2018-06-21

《【兴证传媒】CDR系列报告之（一）小米深度报告：创新驱动的互联网巨头在进击》2018-06-11

《【兴证传媒】互联网系列报告之广告篇：互联网广告马太效应显著，数千亿市场仍具增长空间》2018-05-21

《【兴证传媒】从Netflix盈利看爱奇艺，中国在线视频临近收割期——爱先视频系列之二盈利指标分析篇》2018-03-26

分析师：

丁婉贝

dingwanbei@xyzq.com.cn

S0190515020001

邵伟

shaowei@xyzq.com.cn

S0190518030003

投资要点

- **腾讯是一家以流量和资本为核心，当前以游戏为主要变现方式的互联网公司。**2018Q1 腾讯营收达到 735.28 亿元，YoY+48.39%，其中，社交网络增值服务收入达到 180.99 亿元，YoY+47.18%，占比 24.62%，营收占比近年稳定；网络游戏收入 2017 年达到 978.83 亿元，YoY+41.17%，营收占比 41.2%，近年来营收占比总体有所下降；网络广告收入 2017 年达到 404.39 亿元，YoY+49.94%，占比 17.01%有所上升；其他收入近年占比快速增长，主要由金融、云计算等业务贡献，此外投资收益占腾讯净利润比例已超 30%。从收入结构和主要业务来看，腾讯核心竞争力在于流量和资本，当前选择了游戏乃至大文娱板块作为主要的变现模式。
- **网络游戏增长或至一定瓶颈，广告变现潜力大，有望成为重要收入拉动力。**腾讯收入结构中网络游戏占比最高，但由于行业放缓和市占率较高，其增长或已至一定瓶颈。小程序所带来的广告、游戏、支付、云服务、佣金等潜力均有望拉动腾讯收入增长。腾讯在广告变现方式具有如下优势：1）腾讯产品矩阵流量大、具有全时使用场景、广告加载率低，广告变现效率相比其他互联网公司潜力大；2）广告平台完成整合有利于广告变现。
- **“微信互联网”商业价值加速释放全方位拉动收入增长。**1）微信坐拥超 10 亿月活用户，估算得微信用户中尚有 6.33 亿为非手游用户，有 5.34 亿为非电子商务用户，小程序的推出有望带来新一轮流量红利；2）小程序引发下一轮平台级机会，从数据流量、市场机会、用户教育成本来看机会已成熟，阿里、百度、小米、硬核联盟均推出了基于自身生态体系的小程序或同类产品，意图在流量红利消退背景下深挖用户价值。3）微信小程序开始解锁广告变现，小游戏、小程序电商率先发展，小程序的优势在于人群下沉增量用户数量巨大、社交裂变玩法获客成本低、传统线下场景向微信转移。4）社交电商迎来发展春天，小程序有利于公众号增加电商转化率，微商借助小程序品牌化打造私域流量，小程序成为社交电商逆袭机会；5）头部 APP 则利用小程序进行生态流量协同，通过开发功能细分的小程序、小程序矩阵等为自身生态低成本获客，或进一步完善用户服务。
- **预计微信公众号+微信朋友圈广告 2018 年收入约 343 亿。**我们暂仅对微信广告变现潜力进行测算，估计微信朋友圈广告+微信公众号广告 2018 年收入总和达到 343 亿元，中长期看中性条件下广告潜力有望超 1000 亿。
- **投资建议。**短期看，由于游戏收入增速放缓及新的增长点尚未完成接力，腾讯收入端确存一定的不确定性。但从长期来看，从 QQ、游戏、微信再到如今的小程序，腾讯具有极强的进化能力，而小程序则帮助微信掌握流量的二次分发权，奠定了腾讯中长期持续成长的基础，腾讯长期确定性高。广告作为腾讯过去变现不足的领域，未来有望成为腾讯进一步增长的重要动力。而微信则有望在小程序的助推下成为腾讯包括广告、支付、云计算、金融、佣金等全方位收入最重要的增长点。建议关注腾讯控股（0700.HK）。

风险提示：宏观经济下滑风险；行业发展不及预期风险；用户数及活跃时间下滑风险；政策风险；行业竞争风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、腾讯网络游戏增长或已至一定瓶颈	- 4 -
2、广告变现潜力大，有望成为重要拉动力	- 5 -
2.1、流量规模最大变现效率最低，广告收入潜力大	- 5 -
2.2、完成广告平台整合，意在广告变现	- 14 -
3、“微信互联网”商业价值加速释放全方位拉动收入增长	- 15 -
3.1、触达低线人群，“微信互联网”触发新一轮人口红利	- 15 -
3.2、小程序引发的下一轮平台级机会	- 16 -
3.3、解锁广告变现，小程序应用变现迎来红利期	- 18 -
3.4、小程序带来社交电商的发展春天	- 21 -
3.5、头部 APP 利用小程序完善生态流量协同	- 27 -
4、微信广告空间测算	- 29 -
4.1、微信朋友圈广告广告空间测算	- 29 -
4.2、微信公众号广告空间测算	- 29 -
5、投资建议	- 30 -
图 1、腾讯公司年度收入结构	- 4 -
图 2、腾讯公司季度收入结构	- 5 -
图 3、腾讯产品覆盖了用户全天候使用场景，并具有生动多样的广告形式	- 6 -
图 4、2017 年 6 月-2018 年 6 月腾讯产品日均使用时长对比（分钟）	- 6 -
图 5、微信和 QQ 广告重点定位于不同的用户群体	- 7 -
图 6、2017Q1-2018Q1 QQ、QQ 空间和微信的月活跃账户（单位：亿）	- 7 -
图 7、移动互联网各巨头独立 APP 总使用时长占比	- 8 -
图 8、腾讯视频的主要广告形式图解	- 10 -
图 9、腾讯新闻 APP 的开屏、信息流、视频广告图解	- 10 -
图 10、腾讯体育 APP 的部分广告资源图解	- 11 -
图 11、QQ 浏览器部分广告资源图解	- 11 -
图 12、朋友圈广告四大展现形式	- 12 -
图 13、公众号广告两大展现形式	- 12 -
图 14、微信小程序广告两大展现形式	- 13 -
图 15、QQ 空间 APP 的部分广告资源图解	- 13 -
图 16、QQ 浏览器与 UC 手机浏览器使用界面图解	- 14 -
图 17、2017 年 1-12 月微信与小程序月活跃用户数（单位：万）	- 15 -
图 18、微信小程序的主要价值	- 16 -
图 19、小程序/轻应用/快应用/直达服务发展轨迹	- 17 -
图 20、生态流量的价值模式分类	- 17 -
图 21、2018 上半年微信小程序 C 端访问和 B 端小程序数量分布图	- 18 -
图 22、微信小游戏分类占比	- 20 -
图 23、在一定条件下小游戏会触发激励式广告弹窗	- 20 -
表 1、腾讯媒体广告和社交广告主要的产品及其流量规模	- 5 -
表 2、各互联网公司 TOP100APP 中的流量总和及其单位流量变现能力情况（单位：亿、亿元）	- 8 -
表 3、主要产品广告形式、广告加载率、广告价格	- 9 -
表 4、QQ 空间广告	- 14 -
表 5、月活跃用户 TOP20 微信小程序（单位：万）	- 17 -
表 6、TOP100 微信小程序行业汇总	- 18 -
表 7、微信小程序广告计价方式与价格	- 19 -

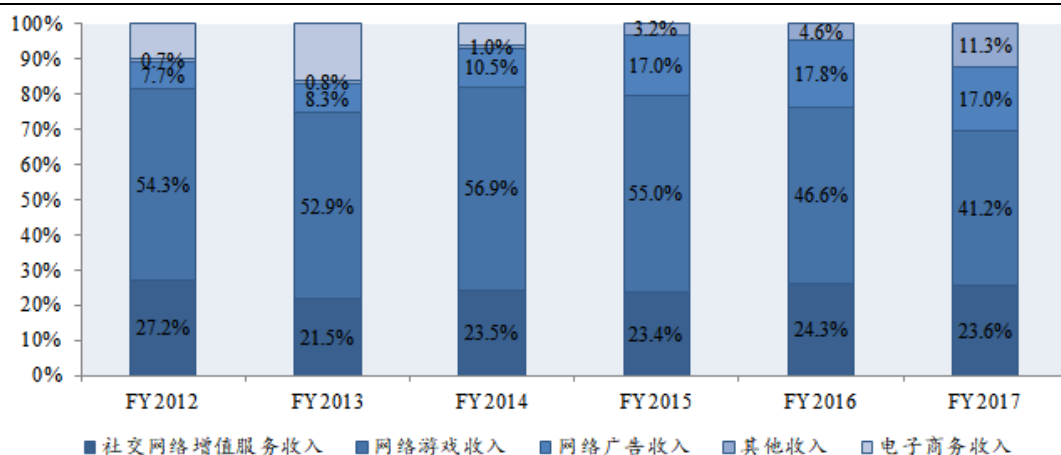
表 8、微信小程序广告计价方式、价格、社交场景梳理.....	- 20 -
表 9、同款产品微信小程序与 APP 的 MAU 对比（2018 年 6 月）	- 25 -
表 10、微信朋友圈广告收入测算	- 29 -
表 11、微信朋友圈广告收入敏感性分析（单位：亿元）	- 29 -
表 12、微信公众号空间测算	- 30 -
表 13、微信公众号广告收入敏感性分析（单位：亿元）	- 30 -

1、腾讯网络游戏增长或已至一定瓶颈

腾讯公司收入主要包含三部分：增值服务收入、网络广告收入以及其他收入，其中增值服务收入包含社交网络收入和网络游戏收入。2018Q1 腾讯总营业收入达到 735.28 亿元，同比大幅增长 48.39%，其中，社交网络增值服务收入达到 180.99 亿元，YoY+47.18%，占比 24.62%，近年以来营收占比保持稳定；网络游戏收入达到 287.78 亿元，YoY+26.16%，营收占比 39.14%，近年来营收占比总体有所下降；网络广告收入达到 106.89 亿元，YoY+55.18%，占比 14.54%，同比有所上升；其他收入近年占比快速增长，主要由金融、云计算等业务贡献。此外投资收益占腾讯净利润比例已超 30%。从收入结构和主要业务来看，腾讯是一家以流量和资本为核心，当前选择了游戏乃至大文娱板块作为主要的变现模式。

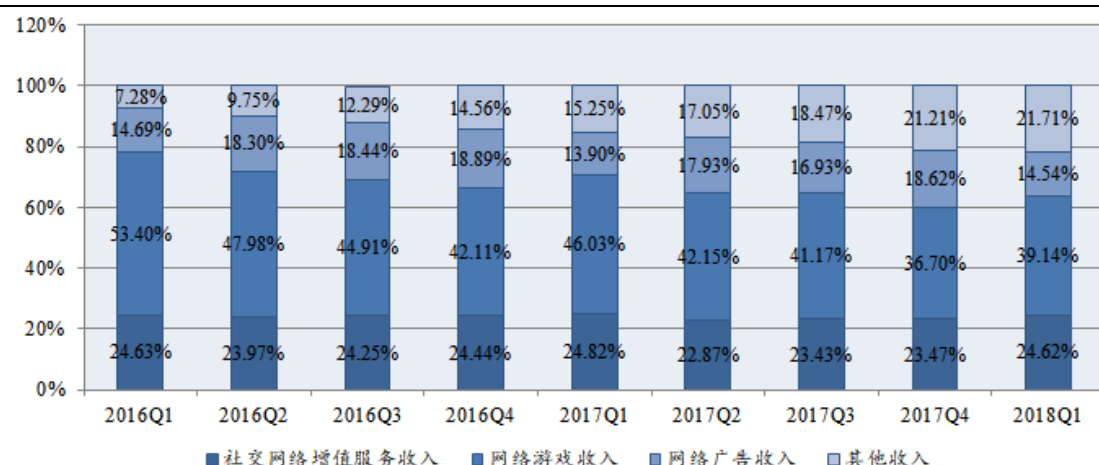
网络游戏占据腾讯营业收入最大的比例，2018Q1 腾讯网易两巨头在 TOP50 移动游戏发行市场中占据游戏市场近 78% 的市场份额（来自伽马数据）。2018 年一季度腾讯移动游戏收入增长达到 68.22%，端游则维持 0% 增长，但移动游戏行业总体增速则放缓至 12.5%（数据来源为伽马数据），腾讯游戏收入增速虽大幅高于行业增速，但市场份额已高，后续仍需新的变现方式作为增长点拉动公司收入进入下一阶段增长。

图 1、腾讯公司年度收入结构



资料来源：腾讯公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、腾讯公司季度收入结构



资料来源：腾讯公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、广告变现潜力大，有望成为重要拉动力

2.1、流量规模最大变现效率最低，广告收入潜力大

腾讯的产品矩阵拥有其他互联网竞品无可比拟的优势：1）稀缺的全时使用场景；2）巨量流量优势。从腾讯主要的产品矩阵来看，其产品覆盖了用户全天候的使用场景，拥有生动多样的广告形式，并拥有巨量的用户流量，以上优势确保了广告的广覆盖、高到达。

从使用时长来看，两大社交网络产品微信、QQ 具有极强的用户粘性，其中微信日均使用时长超 56 分钟（根据艾瑞指数测算）；资讯类产品持续占据用户碎片注意力，腾讯新闻、天天快报、QQ 浏览器日均使用时长达到 27-29 分钟；腾讯视频分流用户娱乐时间，日均使用时长达到 73.4 分钟，移动联盟覆盖长尾流量，保证流量的充分利用。

表 1、腾讯媒体广告和社交广告主要的产品及其流量规模

广告类型	产品	流量规模
媒体广告	腾讯视频	DAU: 1.37 亿+(2017 年 12 月 31 日), 平均 MAU5 亿+; 日均访问市场 70 分众+; 20-34 岁中青年人群; 付费会员 6260 万 (2018 年 2 月);
	腾讯新闻	平均 MAU2.4 亿+; 高学历人群渗透率 72%; 50%来自经济发达地区;
	天天快报	MAU 约 7700 万
	腾讯体育	MAU 月 1387 万
社交广告及其他	微信	整体月活跃用户超 10 亿; 公众号: 月活跃账号数 250 万, 月活跃粉丝数 7.97 亿, 图文消息日均阅读量超 30 亿, 一线城市渗透率覆盖核心用户群体 93%
	QQ 空间	月活跃账户 5.62 亿, 60%以上为 90 后年轻用户;
	手机 QQ	月活跃账户 8.05 亿, 最高同时在线约 2.71 亿;
	应用宝	MAU 约 2 亿
	QQ 浏览器	平均月活 2.3 亿; 浏览器平均月 PV1400 亿;
	移动联盟	移动端用户数量 8 亿, 每日广告曝光数量 15 亿;

资料来源：腾讯社交广告、艾瑞咨询、公司 2017 年年报、兴业证券经济与金融研究院整理

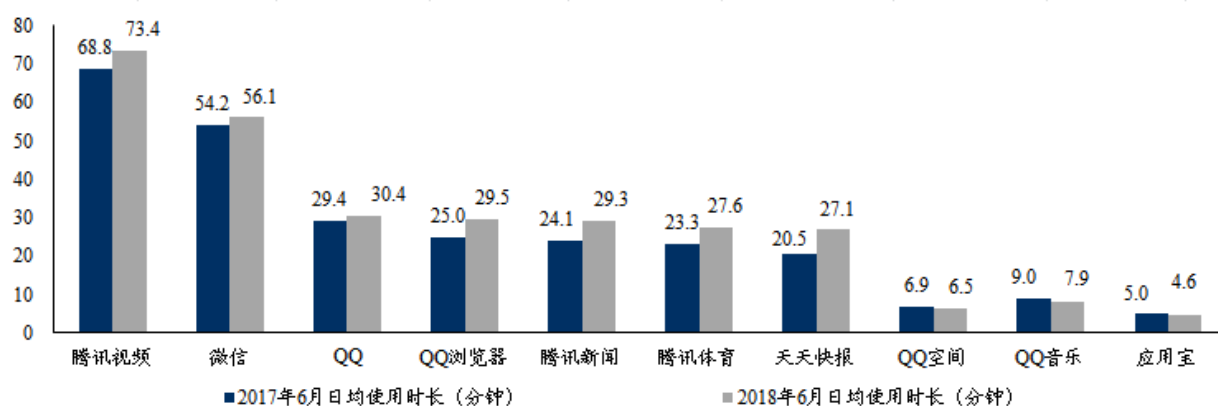
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 3、腾讯产品覆盖了用户全天候使用场景，并具有生动多样的广告形式



资料来源：腾讯社交广告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2017 年 6 月-2018 年 6 月腾讯产品日均使用时长对比（分钟）



资料来源：艾瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

腾讯产品矩阵涵盖中国最广的互联网用户群体和最具稀缺性的社交场景。2018Q1，微信/Wechat 和 QQ 月活跃账户数分别达到 10.4 亿和 8.06 亿，几乎覆盖了全部的互联网用户。其中，微信广告受众偏向于 15-40 岁用户、一线城市核心用户群体；QQ 广告受众则偏重于年轻用户。微信和 QQ 构成中国最大的社交网络，在微信公众号/朋友圈/小程序、企鹅号等内容和服务体系的构建下两大社交网络的使用时间有望不断增长，形成中国最具稀缺性的社交场景和内容分发网络。

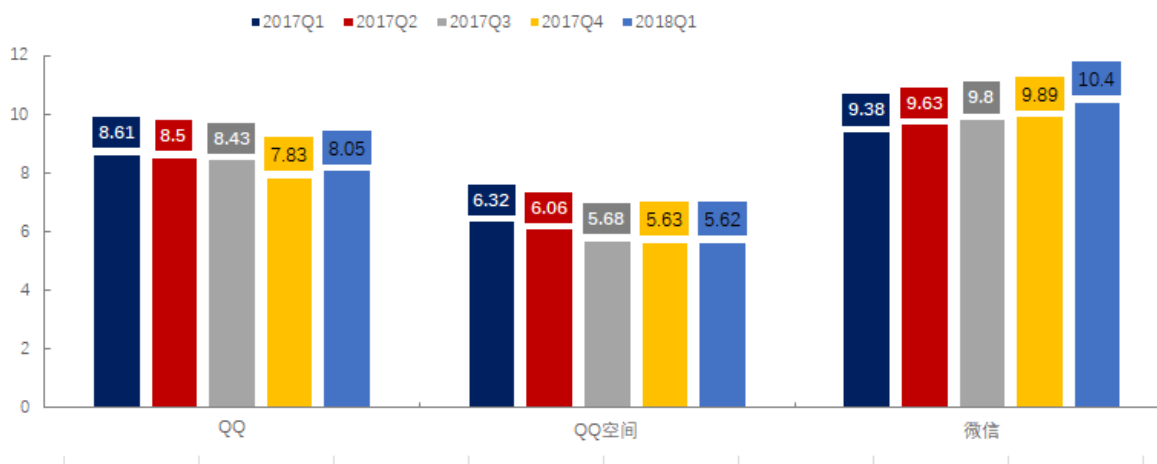
图 5、微信和 QQ 广告重点定位于不同的用户群体



资料来源：腾讯社交广告，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：2018Q1 最新数据更新，微信/Wechat 合并月活跃用户 10.4 亿，QQ 空间月活跃账户数 5.62 亿，QQ 月活跃账户 8.06 亿

图 6、2017Q1-2018Q1 QQ、QQ 空间和微信的月活跃账户（单位：亿）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从腾讯整个广告体系来看，流量规模、变现效率、广告加载率的现状均支持腾讯广告收入的长期高增长。

1) **流量规模**: 腾讯是中国流量最大的互联网公司，且使用时长明显高于其他互联网产品。2018年4月 TOP100APP 中，归属于腾讯旗下的 APP 的日活跃数、月活跃数总和达到 18.8 亿和 48 亿，远高于第二名阿里巴巴的 5.41 亿和 24.64 亿。

2) **从单位流量变现效率来看**，其广告收入位列阿里巴巴和百度之后，单位 DAU 广告收入仅为阿里巴巴的【8.4%】、百度的【16.16%】，同为社交平台的 Facebook 单位 DAU 广告收入为【28.5 美元】，同样远高于腾讯。

3) **从广告加载率来看**，腾讯广告加载率显著低于其他互联网公司，腾讯信息流相比同类产品尚未完全释放。我们梳理了腾讯的各类广告形式。从腾讯视频和资讯类产品的展示广告上来看，非标内容型广告的广告位开发已较为充分，其空间在于价格的增长；从资讯类产品、社交产品内的广告来看，其信息流广告的加载率则大幅低于同类产品，尤其是微信。因此未来腾讯的社交广告具有长远的空间，其中的主要拉动力就是微信。

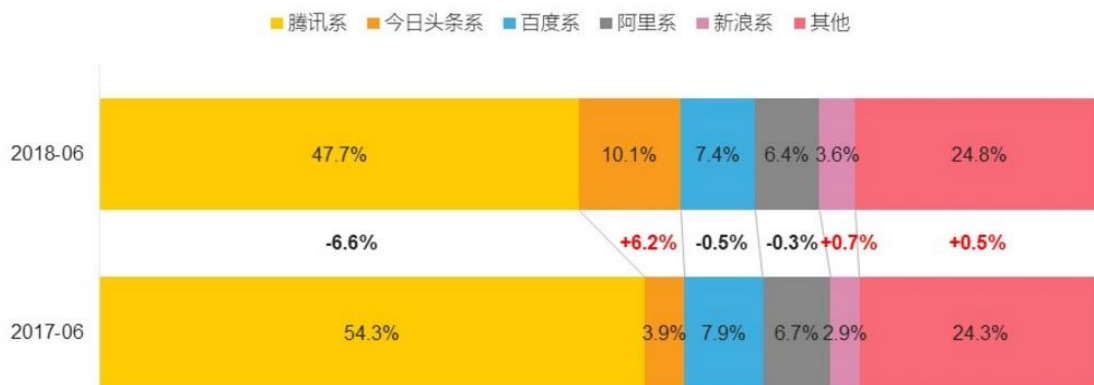
表 2、各互联网公司 TOP100APP 中的流量总和及其单位流量变现能力情况（单位：亿、亿元）

所属集团	2017 年广告收入 (亿元)	DAU 总和 (不去重) (亿)	单位 DAU 广告收入	MAU 总和 (不去重) (亿)	单位 MAU 广告收入
腾讯控股	404.00	18.80	21.49	48.00	8.42
阿里巴巴	1,378.00	5.41	254.71	24.64	55.93
百度	731.47	5.50	132.99	21.31	34.33
360	91.00	2.04	44.61	6.96	13.07
字节跳动	160.00	1.73	92.49	6.86	23.32
微博	65.13	1.47	44.31	5.00	13.03
小米	56.00	1.28	43.75	4.58	12.23
网易	24.00	0.59	40.68	3.02	7.95
Facebook (美元)	399.4	14.01	28.5	21.29	18.76 美元

资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：MAU、DAU 数据来自于艾瑞咨询 2018 年 4 月公布，参与加总的 APP 均为流量 TOP100 中的 APP；广告收入则分别为上述公司 2017 年披露或我们估算数据；该表数据阿里巴巴不含微博，百度不含爱奇艺

图 7、移动互联网各巨头独立 APP 总使用时长占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、主要产品广告形式、广告加载率、广告价格

产品	广告形式	广告加载率等	广告计费方式	广告价格
微信公众号	视频贴片	21.9%的公众号开通了广 点通	曝光排期	核心城市：25 元/千次曝光 重点城市：20 元/千次曝光 其他城市：15 元/千次曝光
	文章底部		曝光排期	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 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
微信朋友圈	信息流-外层视频创意	1 人 1 天最多 2 条，至曝 光给特定中青年人群	曝光排期	外层视频创意 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
	信息流-外层图片创意		曝光排期	外层图片创意 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
小程序	激励式广告	广告门槛较低，独立访客 达到 1000 即可申请	曝光竞价	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
QQ 空间	第三条信息流（视频故事广告）	14%（前 50 条信息广告 7 条）	CPM	核心/重点/其他城市： 120/60/40 元/千次曝光
	第七条信息流（多图轮播）		CPC、CPM	品牌合约 CPM40 元/CPM 起投
腾讯视频	前贴片广告	首页信息流 16%；热点页 视频流 14%；Doki 接近 0%；	CPM	核心城市：120 元/千次曝光 重点城市：65 元/千次曝光 其他城市：45 元/千次曝光
	后贴片广告		CPM	核心城市：70 元/千次曝光 重点城市：40 元/千次曝光 其他城市：25 元/千次曝光
	中插贴片广告		CPM	核心城市：120 元/千次曝光 重点城市：65 元/千次曝光 其他城市：45 元/千次曝光
	暂停广告		CPM	核心城市：70 元/千次曝光 重点城市：50 元/千次曝光 其他城市：35 元/千次曝光
微博	信息流广告	10-16%（视栏目不同）	CPM	视频信息流推荐视频 40 元、70 元（3 秒播放）
	开机画面（开机报头静态版）		11 轮播/天	130 万元
今日头条	信息流广告（推荐频道信息流第 4 条）	首页：14%；西瓜视频页： 18%；微头条：未见广告；	CPM、CPT	全国 45 元/CPM；或北京（16.3 万/天）、上海广州 13 万/天， 深圳 9.8 万/天
	开机画面	-	CPM、CPT	北京（300 元/CPM）上海（200 元/CPM）重点城市 100 元/CPM， 其他城市 80 元/CPM；或北上广 18-24 万/天/轮
抖音	信息流	2%	CPM	60 元/CPM（15 秒视频）
	开屏	-	CPM、CPT	50-60 元/CPM 或 160-192 万/天
火山小视频	信息流	18%	CPM	20 元/CPM（第 7/8 位随机）
	开屏	-	CPM、CPT	40 元/CPM 或 76 万/天

资料来源：腾讯产品实际体验、微博/今日头条/抖音/火山小视频等实际体验、兴业证券经济与金融研究院整理

*注：本表只截取部分单价数据做对比

图 8、腾讯视频的主要广告形式图解



资料来源：腾讯视频 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：本图未标注开屏、片头视频、Banner 广告、片头视频广告、创意中插等广告形式

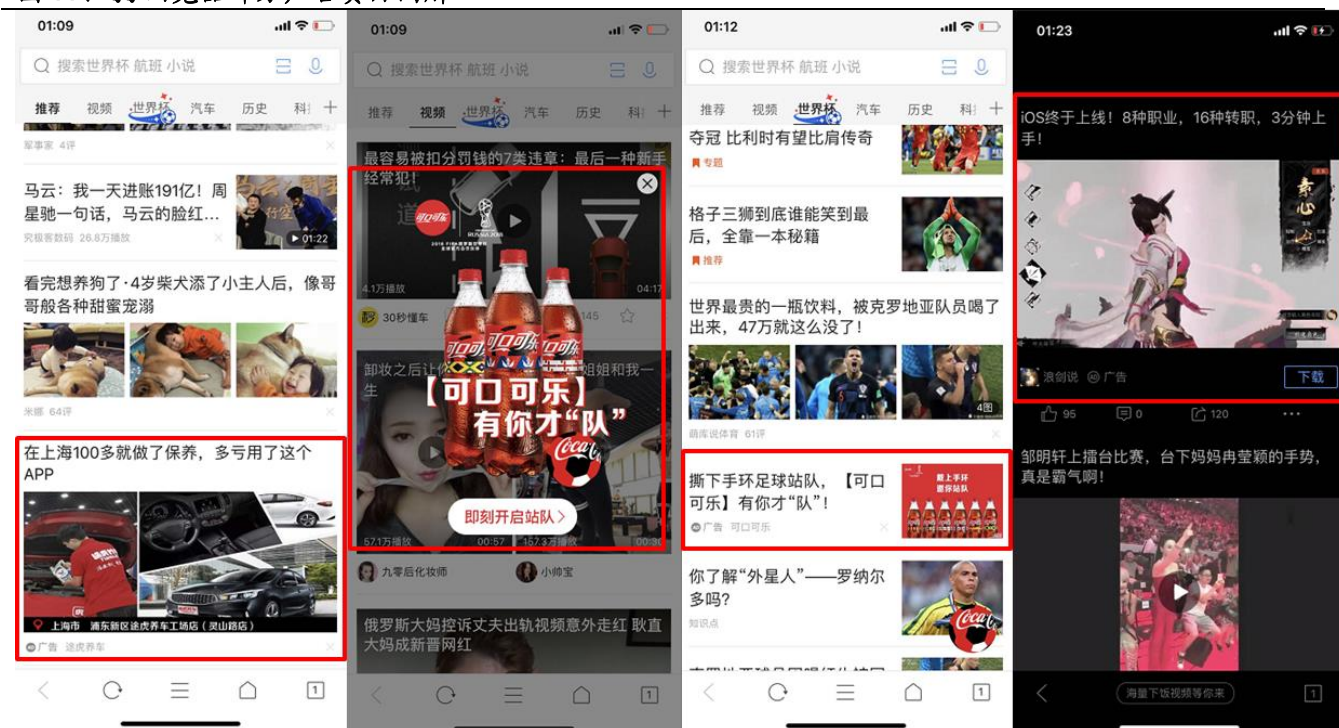
图 9、腾讯新闻 APP 的开屏、信息流、视频广告图解



资料来源：腾讯新闻 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

The figure displays two side-by-side screenshots of a mobile application interface for the 2018 FIFA World Cup. The left screenshot shows the official app layout, featuring a top navigation bar with '世界杯' (World Cup), '推荐' (Recommend), '视频' (Video), 'NBA', and '中超' (Chinese Super League). Below this is a section titled '四强主帅演绎4种不平凡的人生' (Four strong coaches perform 4 extraordinary lives) with a video player. The right screenshot shows the same app but with significant modifications. A large red box highlights the top navigation bar and the '世界杯' header. Another large red box highlights a section titled '世界杯教练席五大男型：你最pick哪一款' (World Cup coaching席 five big male types: which one do you like best?). This section includes a video player and a list of coaches: 法国 (France), 克罗地亚 (Croatia), 比利时 (Belgium), and 英格兰 (England). Below this, there is a section titled '在相关链接上进行品牌植入' (Brand implantation on related links) with a video player. The bottom of the right screenshot shows a large red box around a promotional banner for '5折iPhone X' (50% off iPhone X) and '借款最高¥5000, 现金红包' (Loan up to ¥5000, cash red envelope). The right side of the figure shows a detailed view of the 'World Cup' section, with a large red box around the 'World Cup' header and a large red box around the 'World Cup' header. The right side also shows a detailed view of the 'World Cup' section, with a large red box around the 'World Cup' header and a large red box around the 'World Cup' header.

图 11、QQ 浏览器部分广告资源图解



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 12、朋友圈广告四大展现形式

微信朋友圈广告：基于微信公众号生态体系，以类似朋友的原创内容形式在朋友圈中展示的原生广告



投放特点：投放特点：可通过MP自助投放，具有排期购买、定价购买、竞价购买三种模式。较为优质的广告位（核心城市、视频模式等）更适合通过直采模式购买；进入竞价购买的是偏长尾的媒体流量（不包括核心与重点城市、仅有图文广告）。

资料来源：微信、兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、公众号广告两大展现形式

微信公众号广告：微信公众号广告则是基于公众号生态体系，以文章内容的形式出现在公众号文章中，提供关注、移动应用下载、卡券分发、品牌活动广告等多种广告形式，支持多维度组合定向投放



投放特点：相比微信朋友圈，微信公众号受众面较窄（只有点进公众号文章且拉到最下方才能看到），更偏长尾流量的定位决定了公众号广告的推广目标：包括品牌活动推广、公众号推广、移动应用推广、微信卡券等，更适合通过竞价方式投放。

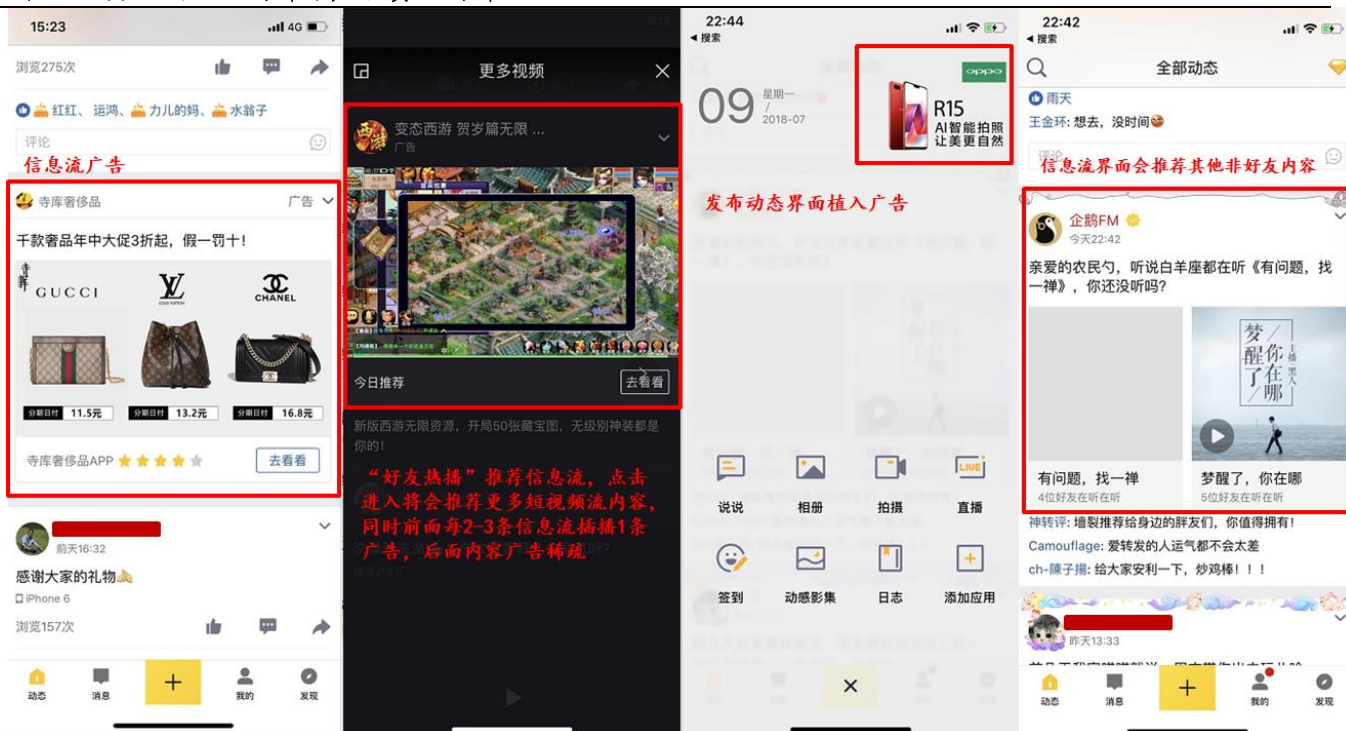
资料来源：微信、兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、微信小程序广告的两大展现形式



资料来源：腾讯公众平台，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、QQ 空间 APP 的部分广告资源图解



资料来源：QQ 空间 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、QQ 空间广告

广告位置	移动端	PC 端
QQ 空间广告	<p>移动端和朋友圈广告类似，但广告类型更多，未来可能在朋友圈广告中应用：类型有图文广告、视频广告、沉浸式视频流广告（用户在 QQ 空间观看视频完毕时，会自动上滑到下一个视频，广告视频会被推荐在内容高度相关的内容场景）、多图轮播广告（3 张图来展示一支广告）、品牌页卡广告（结合特定话题，点击率是常规图文广告 3 倍以上）、微动广告（介于静止图片和动态图之间的广告）</p>	<p>PC 端一种是好友动态信息流广告，其中横条幅广告出现在用户的好友动态中，小图文广告出现在个人中心右上角；另一种是 QQ 空间个人中心 Banner 广告，三种尺寸分别覆盖 QQ 空间页面的左右区域。横条幅动态信息流广告更符合我们所说的信息流广告定义，而另外的广告形式更偏向传统互联网广告类型。</p>

资料来源：腾讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、QQ 浏览器与 UC 手机浏览器使用界面图解



资料来源：腾讯体育 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、完成广告平台整合，意在广告变现

2017 年腾讯广告体系进行架构调整，构建统一内容分发体系和广告平台。2017 年 6 月腾讯网络媒体事业群（OMG）进行架构和人事调整，成立统一的内容分发体系，从而内容体系不再承担销售、频道运营等工作，专注于内容。运营部门则以流量、用户活跃和销售为目的，OMG 门户业务总体“今日头条化”。2017 年 9 月，广点通合并网络媒体事业群 OMG 的效果广告（智汇推）成立腾讯社交广告，社交广告和媒体广告均通过统一的广点通进行投放。

调整后的腾讯社交广告涵盖媒体广告和社交及其他广告两部分投放入口，旗下投放广告的产品主要包括：1）媒体广告：包括腾讯视频和资讯类产品（包括腾讯新闻、天天快报、腾讯网、腾讯体育、QQ 音乐等）；2）社交广告及其他：包括微信朋友圈、微信公众号、小程序、手机 QQ、QQ 空间、手机 QQ 浏览器、应用宝、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

QQ 浏览器、腾讯联盟等。

通过整合，腾讯的所有产品将成为一个流量整体，覆盖全时段、全用户、全需求，大大提升了广告变现的效率。2017 年由于组织调整而影响了一定的广告收入，我们预计 2018 年腾讯整体的广告收入将会迎来高速增长，而首当其冲的当属微信。

3、“微信互联网”商业价值加速释放全方位拉动收入增长

3.1、触达低线人群，“微信互联网”触发新一轮人口红利

2018 年以来微信月活冲破历史性的 10 亿大关，移动互联网将成为“微信互联网”。微信生态下沉至低线城市、农村人群，大量为过去甚至通过传统移动互联网渠道难以触达的用户人群。根据腾讯 2018 年一季报显示，微信的月活已经达到 10.4 亿。若根据 CNNIC 的数据口径，中国手机网络游戏、手机电子商务应用的用户规模分别为 4.07 亿和 5.06 亿人，与微信月活跃数简单相减可估算得微信用户中尚有 6.33 亿为非手游用户，有 5.34 亿为非电子商务用户。这部分“双非”人群我们认为主要特点有低线城镇或农村人群、年龄较高或较低、手机配置较低、闲暇时间较多、熟人社会（微信好友少）、微信为手机上网主要入口等。

微信小程序是腾讯推出的基于微信的轻应用，可实现不需要安装即可直接使用的体验。腾讯推出微信小程序的想法起于 2016 年 1 月，张小龙其时表示，现在越来越多的产品通过公众号来做，因为其开发、获取用户、传播成本更低，但是拆分出来的服务号并没有提供更好的服务，因而研究新的形态承载服务。

2017 年 1 月首批小程序低调上线，2017 年 12 月 28 日微信重点推荐了小程序游戏“跳一跳”。此后至今，微信逐步开放了小程序多项能力并解锁了广告变现手段，小程序数量高速增长。

小程序的推出一方面帮助开发者低成本地接触下沉人群，另一方面也低成本地（无需下载 APP、无需注册）让增量用户获得了休闲娱乐购物体验，通过微信群分享、快捷入口、公众号裂变，完成了初始的用户教育，新一轮的人口红利正在迸发。

图 17、2017 年 1-12 月微信与小程序月活跃用户数（单位：万）



资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3.2、小程序引发的下一轮平台级机会

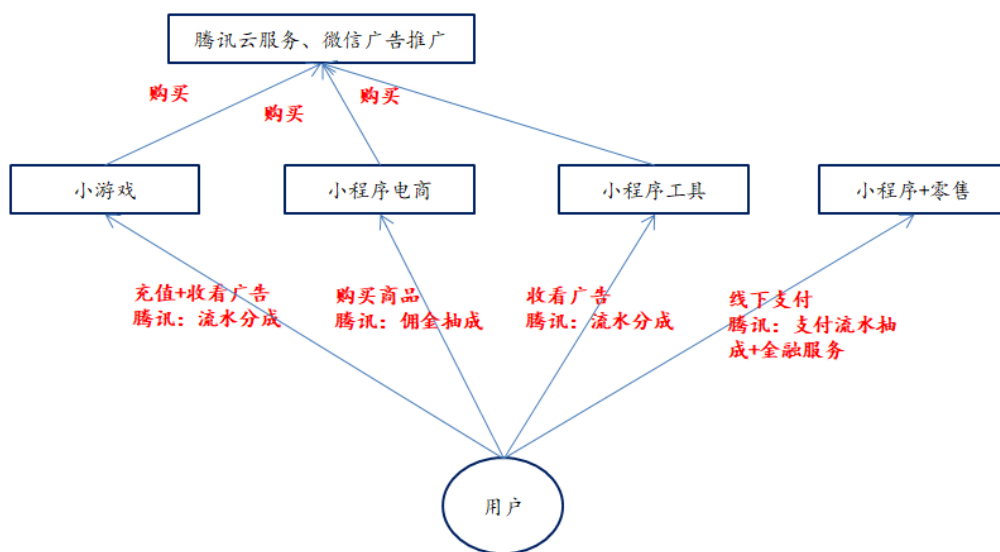
小程序的发展条件已经具备。早在 2013 年百度便推出轻应用，但并未成功也未有互联网公司跟进，究其原因我们认为：**1）数据流量：**当时流量价格高昂，网速不快，原生 APP 直接将数据储存在用户设备上显然更加省流量；**2）市场机会：**当时流量未枯竭，互联网机会也很多，厂商不一定得从轻应用寻求出路；**3）教育成本：**人的观念转变速度有限，先行者需要负担用户学习任务。当前显然已经具备了小程序发展的市场环境。

互联网厂商纷纷布局小程序、轻应用，以期抓住下一轮平台级的机会。移动互联网的下半场的核心趋势在于场景化分发，用户除记住少量的头部 APP 之外，大量的产品都是用完即走，头部 APP 通过发展小程序，可以进一步充分地利用内生流量价值。此外，移动互联网场景化真正的“战场”在线下。微信通过整合微信支付、小程序、扫码等能力，将其推广至酒店、商超、医院、机场等地，使其成为 OMO 连接器。与线上相比，线下存在更多的服务与应用场景，最直接的触达用户的入口就是“码”，如二维码、小程序码。因此，小程序有望引爆数倍于移动互联网的市场，在各大厂商纷纷“私有化”流量的情况下，所有头部互联网不做小程序就将会进一步损失用户。

而对于开发者来说，小程序具有营销价值、导流价值、运营价值、新增场景/功能价值，从而用于获取新用户、提升用户粘性、提升用户体验、提高 ARPU、从而出现新的营销和应用场景等作用。

而对于腾讯来说，对于小程序的掌控力相比移动互联网时代的 iOS 或 Android 于 APP 更强。“微信互联网”时代除传统的电商、游戏、广告收入之外，支付、云服务、佣金等均有望成为“微信税”被腾讯所享有。

图 18、微信小程序的主要价值



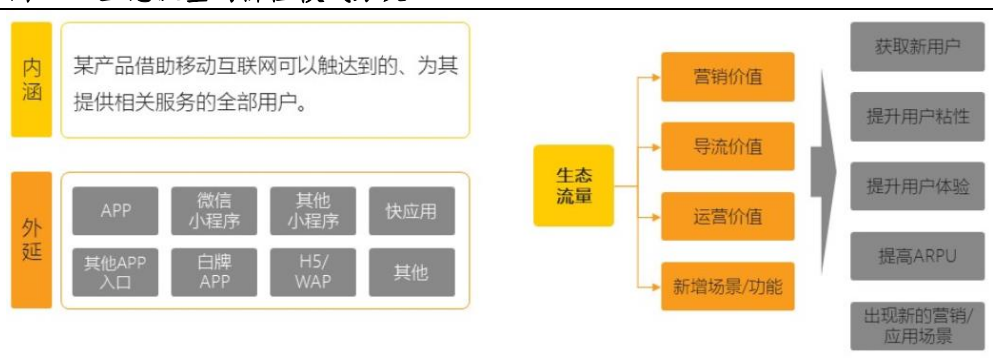
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、小程序/轻应用/快应用/直达服务发展轨迹



资料来源：互联网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、生态流量的价值模式分类



资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、月活跃用户 TOP20 微信小程序（单位：万）

排名	名称	MAU	行业
1	周末摇摇乐	50037.0	金融理财
2	跳一跳	12967.1	手机游戏
3	酒店机票火车	10702.1	旅游出行
4	京东购物	8127.4	移动购物
5	西瓜足迹	7868.0	旅游出行
6	损友圈	7360.2	手机游戏
7	海盗来了	5592.9	手机游戏
8	高考招生指南	5447.4	教育培训
9	收款小账本	5394.1	金融理财
10	城市服务	5286.8	生活服务
11	摩拜单车	5137.1	旅游出行
12	王卡申请助手	4736.4	生活服务
13	欢乐球球	4392.9	手机游戏
14	猫眼电影演出	4209.8	生活服务
15	拼多多	4204.1	移动购物
16	大众点评美食电影运动旅游门票	4052.6	生活服务
17	美团 外卖美食电影酒店门票健身	3998.9	生活服务
18	蒙牛 FIFA 世界杯	3758.7	实用工具
19	欢乐斗地主	3294.0	手机游戏
20	腾讯桌球	3288.2	手机游戏

资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

游戏、广义电商、工具类应用占据小程序用户活跃度前列。根据 2018 年微信公开课披露的数据，截至 2018 年 7 月已经发布的小程序数量达到 100 万+，开发者达到 150 万+，第三方平台达到 5000+，日均打开次数 4 次，54%为主动访问（任

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

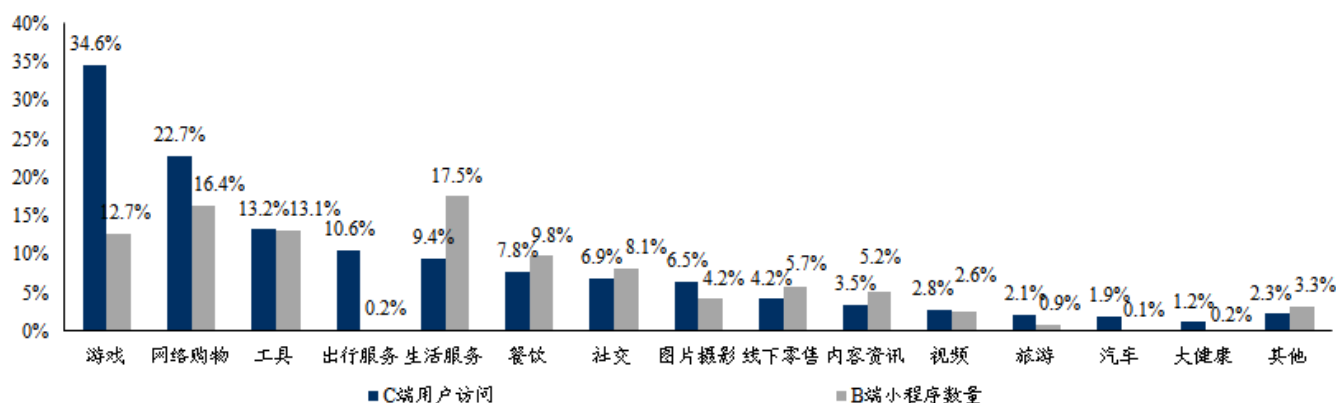
务栏、历史界面、安卓系统桌面)。根据阿拉丁研究院《2018 年上半年小程序生态白皮书》数据显示,小程序的 C 端用户访问数量前三的小程序类别分别为游戏、广义电商零售(网络购物+出行服务+生活服务+餐饮)、工具,分别占比 34.6%、50.5%、13.2%。根据 QuestMobile 数据, TOP100 月活跃人数的小程序中,小游戏、广告电商零售、金融理财三个行业位于前三,但金融理财分类中的“收款小账本”也可归类为工具类应用,若将其 5394 万月活加至“实用工具”分类中则与阿拉丁研究院报告结论一致。因此我们认为,小程序的发展延续了移动互联网的发展思路,游戏、电商作为变现能力较好的两大行业获得迅速发展,工具类应用创业在小程序体系内获得新生。

表 6、TOP100 微信小程序行业汇总

行业	个数	MAU (单位: 万)
小游戏	39	81,051.8
移动购物	9	71,978.0
生活服务	13	37,902.9
旅游出行	8	32,347.6
金融理财	3	7,702.8
移动视频	4	6,933.0
教育培训	2	6,930.0
实用工具	4	6,320.7
新闻资讯	6	5,492.4
数字阅读	4	5,029.1
图像服务	4	4,917.8
健康美容	2	1,964.0
办公商务	1	1,025.3
系统工具	1	805.6

资料来源: Questmobile、兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、2018 上半年微信小程序 C 端访问和 B 端小程序数量分布图



资料来源: 阿拉丁研究院, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、解锁广告变现, 小程序应用变现迎来红利期

小游戏解锁广告变现, 小游戏快速增长。小程序已于 2018 年 7 月全量开放广告组件, 广告变现发力。小程序开发者只要具备累计独立访问用户 (UV) 不低于 1000 且无严重违规记录就可以开通流量主权限。小游戏开发者可以接入 Banner 广告及

激励式视频广告，非小游戏类目的小程序开发者当前只支持 Banner 广告。分成方式上，Banner 按点击计费、激励式视频广告按曝光计费，广告流水按照收入腾讯与开发者进行分成，当前暂行规则如下：当日广告收入流水 100 万元（含）以内的，广告主可获得 50% 的分成，当日广告收入流水 100 万元以上，广告主分成为 30%。

表 7、微信小程序广告计价方式与价格

微信小程序	激励式广告	CPM	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 广告	CPC 竞价	广告预算 50 元起，最低出价 0.5 元

资料来源：微信广告助手、兴业证券经济与金融研究院整理

微信小程序游戏中休闲游戏占据了 82.2% 的比例，新榜排名前 10 的小游戏均为休闲类游戏、棋牌游戏、游戏服务小程序等，游戏类型主要包含技巧类、养成类、休闲益智类、消除类、棋牌类等种类，激励式视频广告成为最主要的变现方式。为数不少的小游戏利用小程序在微信生态中易于社交裂变的优势进行推广，获得大量用户。

我们认为小游戏的爆发式增长得益于如下优势：1) 用户下沉，获取新增用户；2) 低成本获客，轻度小游戏爆发，并为重度游戏导流；3) 利用微信社交链，将传统线下游戏场景向微信转移，例如麻将、斗地主、桌游等。

根据 QuestMobile 数据，小游戏“跳一跳”DAU 排名第一，2018 年 6 月日均 DAU、MAU 分别达到 1087.1 万和 1.2 亿，是名副其实的爆款小游戏，并采取跳一跳基座招商、Banner 横幅广告的方式发布广告，跳一跳的广告变现方式如下：

定制专属品牌盒子：投放跳一跳广告，品牌可获得形态各异的专属品牌盒子，跳上去之后基座皮肤会发生变化，停留还可获得 20 分加分，同时弹出特效动画。独家定制的品牌盒子不仅实现品牌曝光，加分特效的玩法更易收获用户好感。

定制音效：小人跳跃至品牌盒子上，可提示出现品牌音效，这一植入巧妙将品牌广告融为游戏的一部分，而定制特效与品牌理念的结合亦能让用户对广告接受度大幅提升。

官方 IP 授权：品牌还可以获得来自微信广告官方 IP 授权，借跳一跳 IP 进行品牌公关宣传，给潜在消费人群带来新鲜感和趣味感，由此拉动消费和关注度，让一次植入带来的借势效应进一步扩散。

售卖策略：按照 CPD 进行售卖，刊例价格分三档：500 万/1 天，1000 万/2 天，2000 万/5 天，不承诺独占。

图 22、微信小游戏分类占比

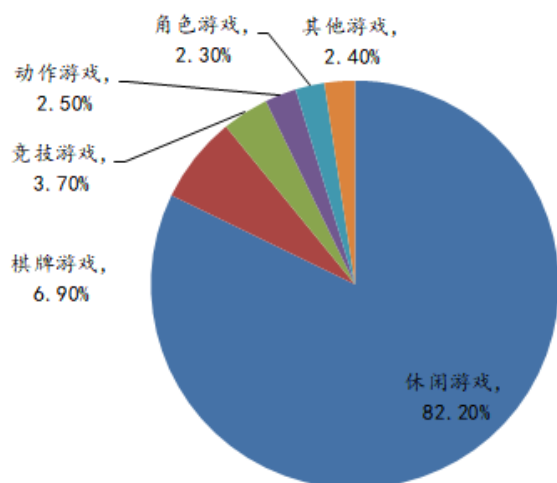


图 23、在一定条件下小游戏会触发激励式广告弹窗



资料来源：新榜，最强弹一弹（右图）、兴业证券经济与金融研究院整理

*注：图为最强弹一弹小游戏截图

分享、快捷入口成为小游戏最主要入口，社交场景下的小游戏潜力巨大。小游戏入口中分享占比从 2017 年的 38.5% 上升至 2018 年上半年的 46.5%，快捷入口从 2017 年的 36.6% 上升至 2018 年上半年的 39.8%，成为小游戏的主要入口。我们认为分享入口的场景占比增加主要是由于用户人群特性、游戏特点都更适合社交裂变的推广方法。上表统计了 2018 年 6 月按日均 DAU 排名的小游戏，排名前 10 的小游戏均有社交因素。

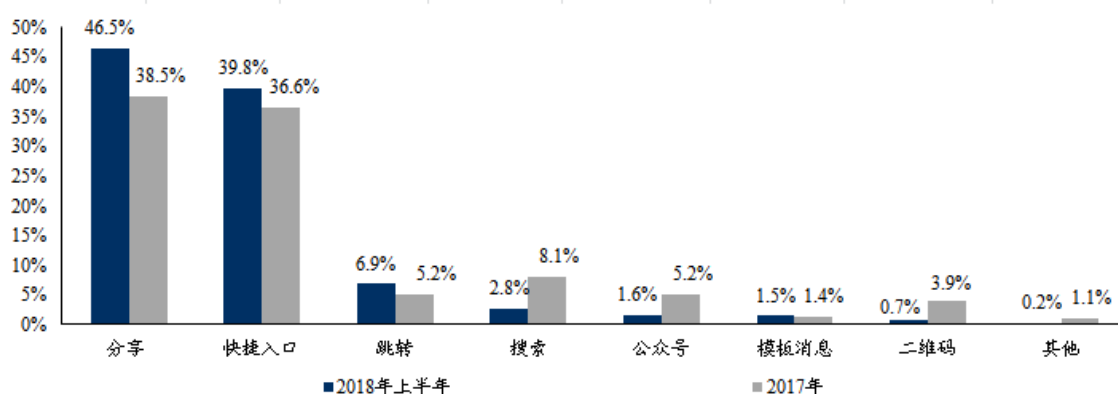
表 8、微信小程序广告计价方式、价格、社交场景梳理

小游戏名称	2018 年 6 月日均 DAU（单位：万）	社交场景
跳一跳	1087.1	好友之间游戏分数 PK 排行，可互相点赞
海盗来了	730.7	游戏内可加本地或世界好友，好友之间可聊天、可互相攻击、设置排行榜进行分数竞争，对邀请玩家进场有游戏道具激励
欢乐斗地主	511.7	通过“查看群排名”进行分享诱导，通过发群组牌局进行社交裂变相比 APP 更方便直接，对邀请玩家进场有积分奖励。
欢乐球球	493.7	通过“查看群排名”进行分享诱导，设置排行榜进行分数竞争
损友圈	437.6	大富翁的游戏形式，与好友或陌生人进行互相竞争；游戏等级达到某层级触发炫耀分享按钮；城市等级 2 级之后有聊天、加

		好友、同城交友功能
腾讯桌游	374.4	获得道具触发分享按钮；与好友有积分排行榜竞争；邀请新玩家给予奖励；好友对战；
最强弹一弹	369.7	——
微信小游戏	168.1	——
王者荣耀（游戏服务平台）	159.7	提供玩家社区交流服务，内容有发帖、直播、福利、攻略、排行榜、好友动态、直接进入游戏等，主要为 APP 游戏以及其他游戏导流
物理弹球正版	139.8	可向好友索要道具，赠送战利品；邀请好友开启红包玩法；排行榜设置，双人接力赛增加互动；

资料来源：QuestMobile、兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、2018 年上半年游戏类小程序用户场景入口分布



资料来源：阿拉丁研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、小程序带来社交电商的发展春天

“微商”成为正规军。在小程序出现之前就已存在利用微信公众号体系、微信朋友圈进行商品售卖的现象。包括朋友圈微商、公众号内容电商等，前者主要通过朋友圈进行商品展示，并用微信转账进行支付，后者主要通过公众号文章进行导流，通过公众号文章底部“阅读原文”或微信底部菜单进入、链接等入口导流至 H5 甚至其他电商平台作为商品的承载页。但通过 H5 页面作为商品承载页转化效率低，因为涉及到“拉到文章底部->点击阅读原文->购买”较长的步骤，而导流至其他平台则可能流失更多的用户。

由于小程序可在微信公众号中直接植入广告，点击即可进入购买页面，路径为“点击->购买”，降低了犹豫型买家的流失率。小程序接近 APP 的使用体验相比 H5 页面响应快、可承载的功能多、入口丰富，提高了很多冲动性消费的转化率。根据有赞在“百万小程序大会”上披露的数据。根据有赞披露的数据，电商商家在开通小程序前后两个月中平均回访增加了 7 个百分点，平均复购增加了 4 个百分点，全店 GMV 平均增加了 120%。社交电商小程序的猛增将带来运营主体的推广需求，未来腾讯有望利用广告、佣金抽成、支付、云服务等各种方式从庞大的小程序社交电商 GMV 中分一杯羹。

图 25、有赞体系小程序 GMV 增幅明显



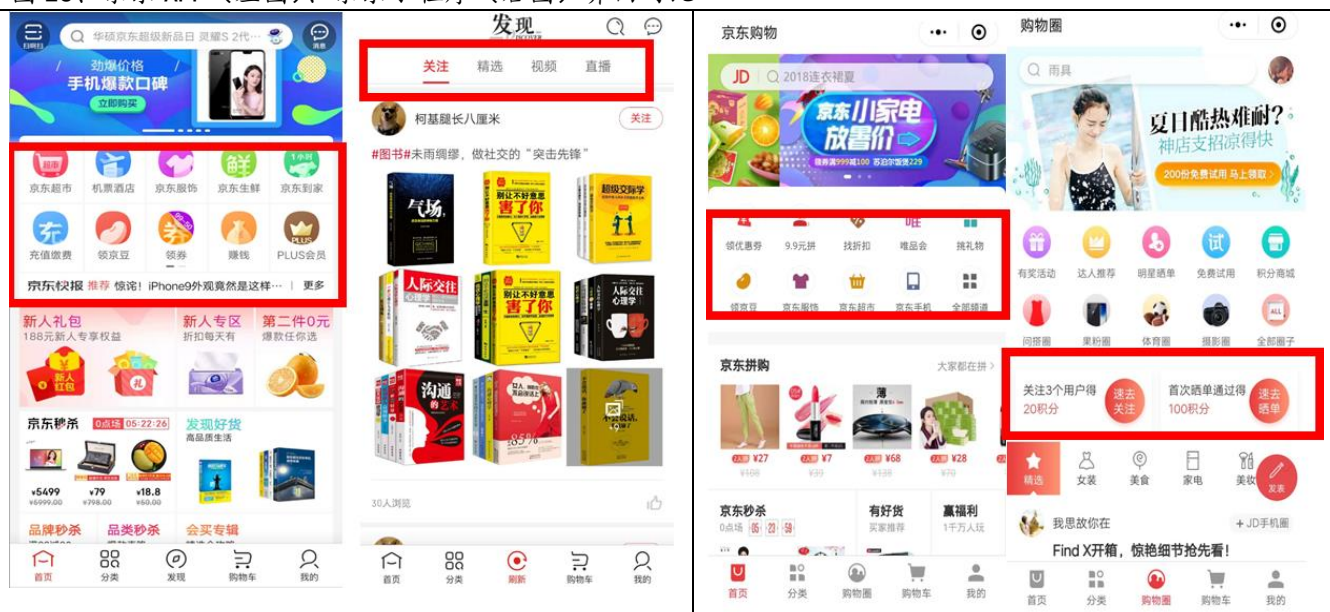
资料来源：有赞，兴业证券经济与金融研究院整理

社交电商新玩法，从围绕货运运营到围绕标准人运营。从当前小程序电商产品来看，既有综合型电商如京东的小程序，也有拼多多、美丽说、蘑菇街、小红书等社交电商，他们属于既有 APP 也有小程序一类，而由于他们对小程序的定位各不相同，因而在小程序上的玩法也各不相同，从而在小程序运营上体现出了不同的结果。此外，有数量庞大的原生微信小程序电商，他们并未开发 APP，却取得了快速的发展。

我们将典型电商的小程序与 APP 页面分析如下。

1) 京东：首页的界面，APP 上重点更多放在超市、酒店、服饰、生鲜，即商品类别上，而小程序的重点放在优惠券，拼购，折扣上。APP 上是“发现”，即你关注的店家，人发布的动态或是视频，而小程序是“购物圈”，整个界面的形式更像是微信朋友圈的形式。

图 26、京东 APP（左图）、京东小程序（右图）界面对比

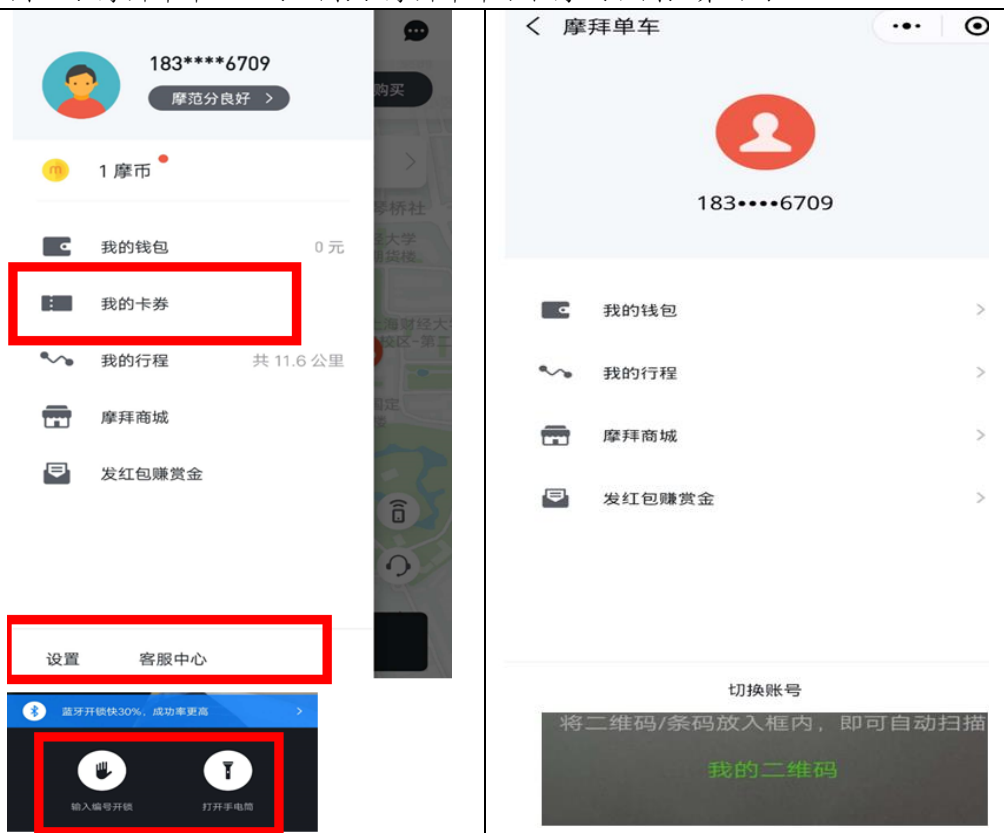


资料来源：京东 APP、京东小程序，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2) 摩拜单车：在用户界面，APP 有更多的信息和内容，包括有客服中心，而小程序比较简略。小程序只能扫码，而 APP 可通过输入编号或是蓝牙开锁。

图 27、摩拜单车 APP（左图）、摩拜单车小程序（右图）界面对比

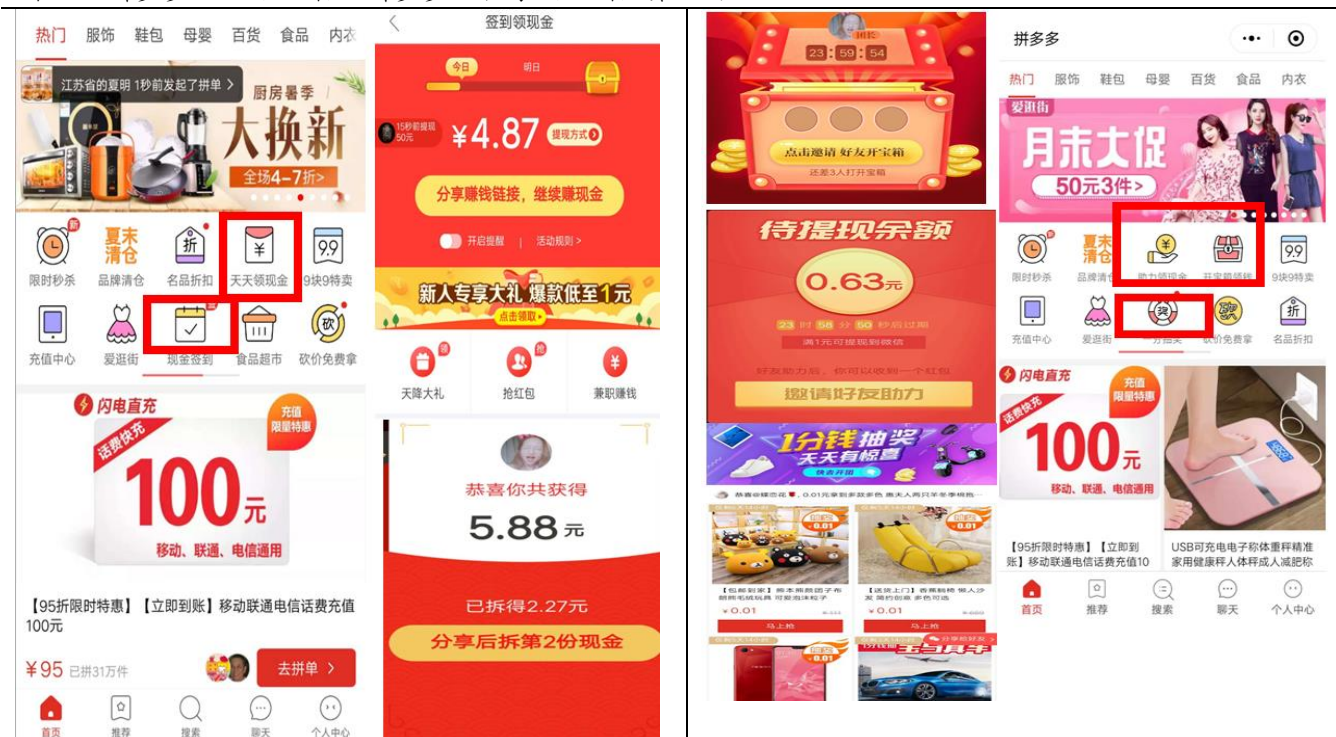


资料来源：摩拜单车 APP、摩拜单车小程序，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 拼多多：APP 上有两个玩法：其一为“天天领现金”：领红包分享后才能继续拆；其二为“现金签到”，签到有现金，需要分享链接。

小程序上有：“助力领现金”，邀请好友帮忙继续拆；“开宝箱领钱”：邀请好友开宝箱。；“一分抽奖”：一分钱拼团抽奖。

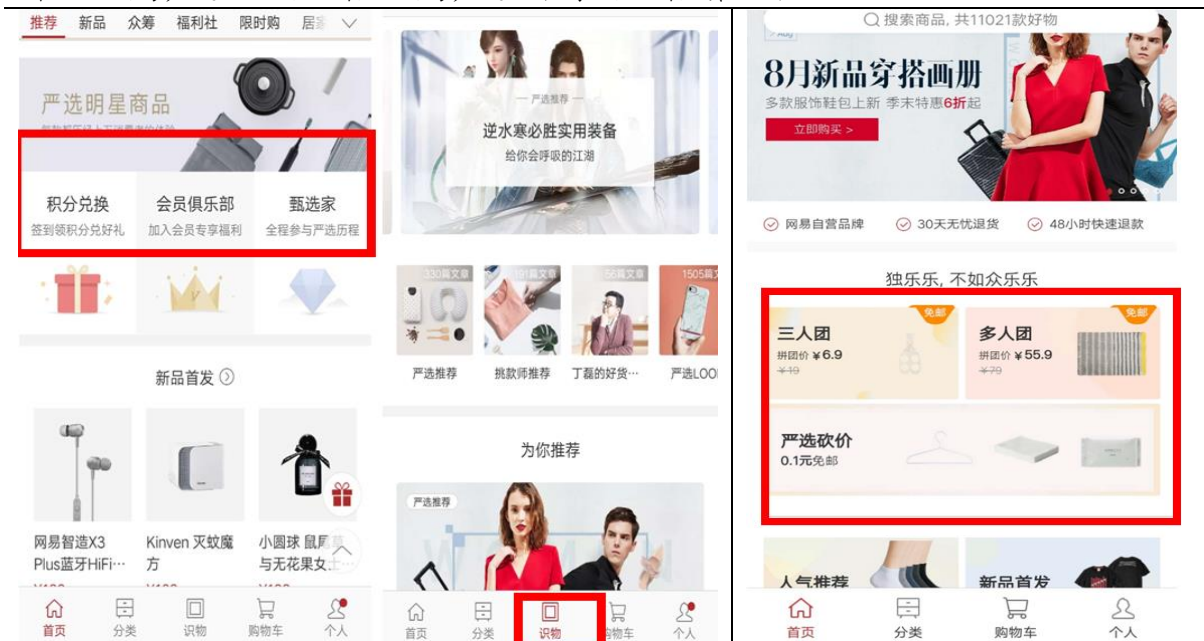
图 28、拼多多 APP（左图）、拼多多小程序（右图）界面对比



资料来源：拼多多 APP、拼多多小程序，兴业证券经济与金融研究院整理

4) 网易严选：小程序主打的是拼团与砍价；APP 上虽然也有这种形式，但比较隐蔽。主要突出的有“识物”：优质商品的推荐，以及会员相关活动。

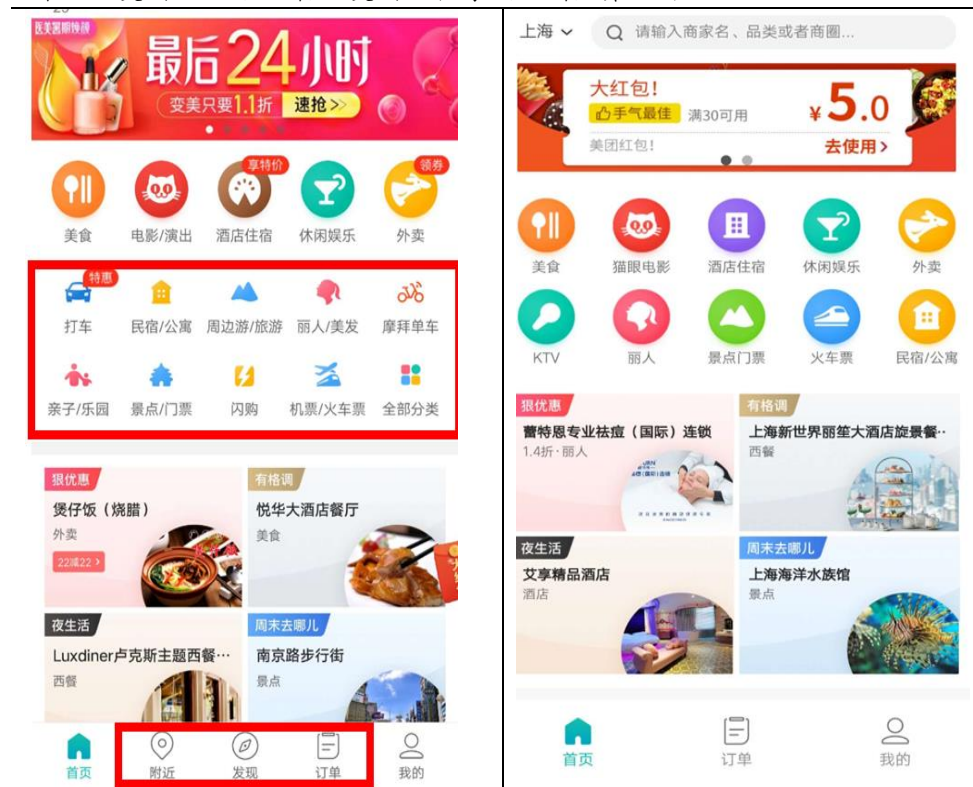
图 29、网易严选 APP（左图）、网易严选小程序（右图）界面对比



资料来源：网易严选 APP、网易严选小程序，兴业证券经济与金融研究院整理

5) 美团：小程序只提供商家、门票的等基本信息服务，而 APP 还链接打车、摩拜、闪购等等，并且可以发布视频以及动态。此外，美团小程序名字“美团|外卖美食电影运动旅游门票”简单粗暴明确，直接将小程序的功能写上。

图 30、美团 APP（左图）、美团小程序（右图）界面对比



资料来源：美团 APP、美团小程序，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、同款产品微信小程序与 APP 的 MAU 对比（2018 年 6 月）

单位：万	2018 年 6 月小程序 MAU	2018 年 6 月 APP MAU
京东购物	1,976.98	224.13
摩拜单车	433.80	43.58
拼多多	1,135.18	224.05
网易严选	15.19	1.00
美团 外卖美食电影运动旅游门票	338.45	157.91
大众点评	520.42	107.80
享物说	237.98	0.00
猫眼电影演出电影票演唱会话剧	781.47	2.74
转转二手交易网	767.47	13.18
美团外卖	891.92	28.93
唯品会	870.45	82.50
携程订酒店订机票火车票汽车票门票	397.29	70.78
蘑菇街女装	434.64	9.91
每日优鲜	246.35	0.82

微店	158.56	2.64
蜜芽	42.44	1.05
小红书	133.57	20.82
礼物说	42.62	0.05
饿了么	159.63	34.72

资料来源：QuestMobile、艾瑞咨询、兴业证券经济与金融研究院整理

除上界面不同，从而对于功能定位有所不同之外，小程序还是社交电商逆袭的机会。典型案例如下：

1) 全能爸爸：订阅号图文采用小程序卡片导购，效率提升

在应用小程序前，全能爸爸通过引导识别二维码、点击阅读原文购买；在应用小程序之后，其采用引导点击小程序卡片，效率更高。用户访问后在微信顶部形成访问记录，使得留存率更高。当前实现月销售 150-200 万元。

2) 十点好物：主题营销，全店满减，周成交 280 万元

依托大号十点读书，关联 13 个自媒体矩阵大号，群发图文内卡片、文字链、图片引流。曾通过 1 元购买限时 8.8 折购物体验卡引流 1.5 万人，设置 5 个梯队的满减优惠由买家自取。2017 年交易额将近 6000 万元。

3) 有间全球购：公众号+小程序+分销，通盘运营，月销过千万

通过拼团、分销员的模式发挥老会员带新作用，将公众号、微商城、个人号、小程序作为营销闭环。开通小程序后，交易额整体提升 20%，小程序付款率比 H5 商城高 2 个百分点。

4) 阔色女装：（团长）0 元拼团引爆群裂变，解决新店初期流量难题

模式为：给予用户不同金额优惠券，拼团的人数要求不一，团长获得约定的无门槛优惠券或免费领取产品，团队则领取 5 元无门槛优惠券，团员券则通过“买则赠一”自动发放，团长需要加客服个人微信领取，从而再增加 1 个用户与产品的链接点。小程序每天新增约 3000+ 用户，平均一个老客户带来 2 个新客户。

5) 植观：好友瓜分券开启用户分享热潮

通过活动推文介绍瓜分玩法，例如 5 人瓜分 500，3 人瓜分 120，4 人瓜分 120 的模式，瓜分成功后以半价左右价格购买指定单品，消息模板通知瓜分成功。在该活动下，2 天的活动增加了 3 倍交易额。

6) 幸福西饼：200+城互联网蛋糕销售，2018 年预计销售 15 亿元

不设线下门店，拥有数百个卫星工厂，同城 2-5 小时免费送达，卫星工厂登记位置细腻，关联“附近的小程序”，通过腾讯社交广告、楼宇广告全方位广告投放，并有新人进店优惠券、监控用户的购买行为。2017 年打造“910 幸福狂欢节”中日销 1326 万。

7) 鲜丰水果：1500+门店，多网店+多人拼团+到店自提

通过多网点实现所有门店在线销售，多人拼团 3 人成团，鼓励老带新；主攻小区业主群、办公室白领群；9-12 款限时限价特价拼团，活动周期 6 天；买家可自动进入最近门店在线购物，凭提货码到店提货，拥有 3-4 天提货时间。导购拦截战术带来提货时的再次消费。

图 31、社交电商典型 APP&小程序月活跃用户规模

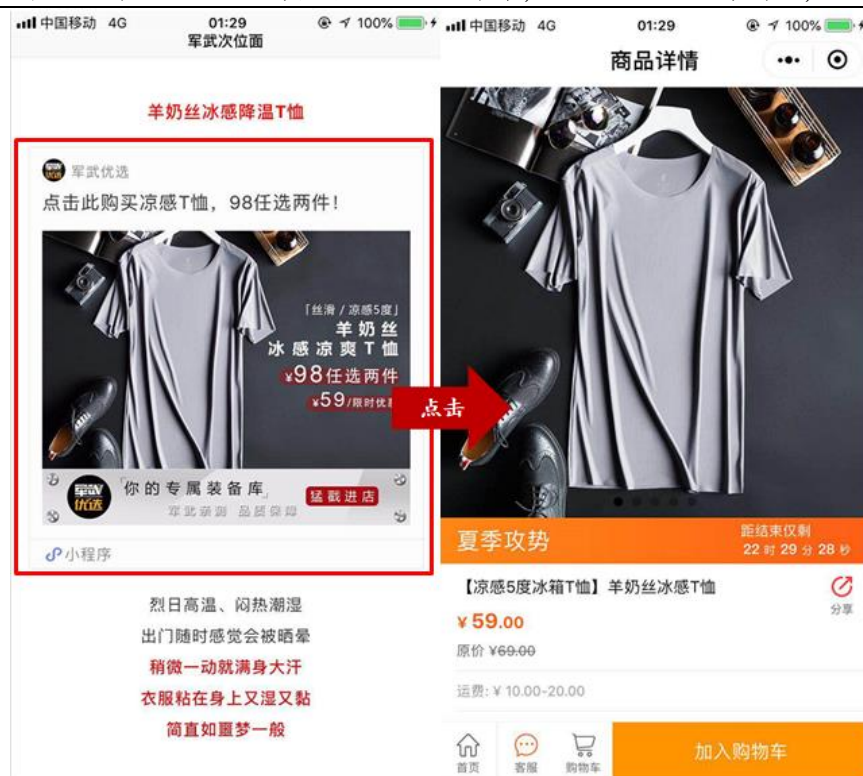


Source: QuestMobile TRUTH 中国移动互联网数据库 2018年6月

备注: 贝店于2017年7月上线, 云集微店无小程序

资料来源: QuestMobile, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、商品通过小程序广告出现在文章中, 直接进入小程序商城, 达到高转化率



资料来源: 军武次位面, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.5、头部 APP 利用小程序完善生态流量协同

除游戏、社交电商之外, 头部 APP 也运用多种模式完善自身的 APP 服务生态。由上文可知, 各产品均对小程序和 APP 做了不同的界面设计, 背后体现的是对于小程序和 APP 不同的产品定位。而根据 QuestMobile 统计, 小红书、京东、58 同城、头条、美团等公司利用小程序为自身 APP 服务或完善自身的服务体系。

1) 小红书: 单体 APP+单体小程序模式。小程序只涵盖简单的商城、发现等核心

功能，而发笔记、关注、附近、消息等完整功能则需要下载 APP 才能体验，从而实现小程序为 APP 导流。

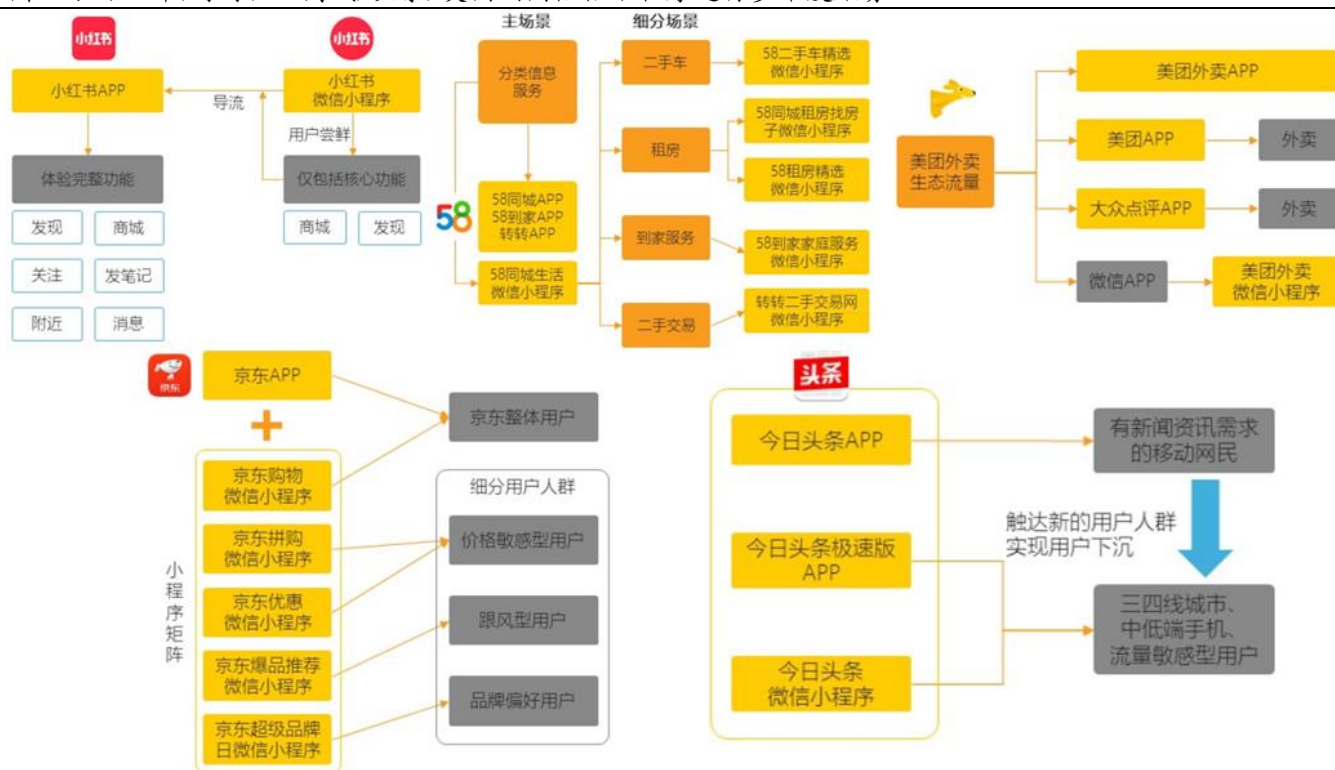
2) 京东：单体 APP+小程序矩阵模式。京东为不同的核心功能如拼购、优惠券、爆品、超级品牌等设立独立的小程序，并单独设立一个承载所有服务的京东小程序，从而各自吸引不同属性的细分用户群体，从而吸引新用户。

3) 58 同城：APP 矩阵+小程序矩阵。通过主场景、细分场景再到个性化触电的方式，为用户提供更简洁高效的服务。

4) 今日头条：APP+轻量级 APP+小程序。通过 APP 吸引主要用户群体，通过轻量级 APP 和小程序获取下沉人群新增用户。

5) 美团外卖：APP+超级 APP 入口+微信小程序。通过 APP 矩阵、小程序形成流量入口矩阵，从而实现生态协同。

图 33、小红书/京东/58 同城/头条/美团利用微信小程序进行多维度服务



资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

由此可以看出，头部 APP 与微信原生小程序开发者不同的是，头部 APP 利用小程序往往是用于完善自有 APP 的生态服务，或用于为自有 APP 进行导流。头部 APP 所开发的小程序的特点在于相比 APP 功能简单，单一小程序定位明确，小程序的主要定位在于获客，APP 的主要用途才是留存。

未来，如若随着小程序电商、小游戏领域出现巨头，则有可能在小程序根基稳固的情况下反向为自有 APP 导流，从而产生微信体系流量外流的隐忧，这考验腾讯将来生态能力的建设。

4、微信广告空间测算

根据上文的分析，我们认为除游戏之外，小程序是腾讯未来拉动收入增长的主要动力。除了腾讯各项业务的自然增长，小程序能带来广告、云服务、支付、金融、佣金等各项收入的全面增长。在此，我们暂仅对微信广告变现潜力进行测算，估计微信朋友圈广告+微信公众号广告 2018 年收入总和达到 343 亿元，中长期看中性条件下广告收入潜力有望超 1000 亿。

4.1、微信朋友圈广告广告空间测算

微信朋友圈主要采取 CPM 进行计费，从今年 3 月份起，微信朋友圈广告从过去的 24 小时 1 条/人增加至最多 24 小时 2 条/人，大大增加了广告加载率，但总体而言相对其他互联网公司广告加载率仍偏低。

我们依据微信朋友圈广告收入计算公式=DAU×广告投放渗透率×广告曝光率×日广告加载数×(CPM/1000)，进行计算，相关数据及测算过程具体如下表所示。我们将“日广告加载数”和 CPM 作为变量进行敏感性分析。根据上述条件，2017 年微信朋友圈广告年化广告收入大约为 100.72 亿元，而 2018 年在满足预测条件的情况下有望达到 244.76 亿元。敏感性分析下，若日广告加载数达到 3.5 条，CPM 达到 85 元，则微信朋友圈广告收入有望达到 586.37 亿元。

表 10、微信朋友圈广告收入测算

微信朋友圈广告	2017 年（推测）	2018E
年平均 DAU（亿）	7.30	8.87
广告投放渗透率	60.00%	60.00%
广告曝光率	90.00%	90.00%
日广告加载数	1.00	2.00
CPM（元）	70.00	70.00
年化广告收入（亿元）	100.72	244.76

资料来源：艾瑞咨询、腾讯社交广告公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

表 11、微信朋友圈广告收入敏感性分析（单位：亿元）

	日广告加载数（条）							
		2	2.5	3	3.5	4	4.5	5
CPM (元)	70	275.94	344.93	413.91	482.90	551.88	620.87	689.85
	75	295.65	369.56	443.48	517.39	591.30	665.21	739.13
	80	315.36	394.20	473.04	551.88	630.72	709.56	788.40
	85	335.07	418.84	502.61	586.37	670.14	753.91	837.68
	90	354.78	443.48	532.17	620.87	709.56	798.26	886.95
	95	374.49	468.11	561.74	655.36	748.98	842.60	936.23
	100	394.20	492.75	591.30	689.85	788.40	886.95	985.50

资料来源：艾瑞咨询、腾讯社交广告公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、微信公众号广告空间测算

微信公众号广告采取 CPC 或 CPM 进行计价，我们假设 CPC 和 CPM 的计费方式各占 50%，则我们依据如下公式进行测算：

微信公众号广告年化收入=公众号流量主日均 PV × 广告曝光率 × (点击率 × CPC+CPM)/2 × 365 × 分成比例，具体假设数据和测算过程见下表。

我们将 CPC 和 CPM 作为变量进行敏感性分析,作为根据下表测算,我们预计 2017 年微信公众号广告收入约为 45.33 亿元,而 2018 年有望达到 98.55 亿元;长期看,若 CPC 达到 5 元,CPM 达到 55 元,则微信公众号广告收入有望达到 443.48 亿元。

表 12、微信公众号空间测算

微信公众号广告	2017 年（推测）	2018E
公众号流量主日均 PV（亿）	8.00	10.00
广告曝光率	60.00%	60.00%
单文章平均广告资源数（条）	1.50	2.00
点击率	2.50%	2.50%
CPC（元）	1.50	2.00
CPM（元）	20.00	25.00
分成比例	60.00%	60.00%
分成后年化广告收入（亿元）	45.33	98.55

资料来源：白鲸出海、神赞、云堆等新媒体广告平台、《微信影响力报告》、兴业证券经济与金融研究院整理

表 13、微信公众号广告收入敏感性分析（单位：亿元）

	CPC（元）							
		2	3	4	5	6	7	8
CPM （元）	25	184.78	246.38	307.97	369.56	431.16	492.75	554.34
	35	209.42	271.01	332.61	394.20	455.79	517.39	578.98
	45	234.06	295.65	357.24	418.84	480.43	542.03	603.62
	55	258.69	320.29	381.88	443.48	505.07	566.66	628.26
	65	283.33	344.93	406.52	468.11	529.71	591.30	652.89
	75	307.97	369.56	431.16	492.75	554.34	615.94	677.53
	85	332.61	394.20	455.79	517.39	578.98	640.58	702.17

资料来源：艾瑞咨询、腾讯社交广告公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

5、投资建议

短期来看，由于游戏收入增速放缓以及新的增长点尚未完成接力，腾讯收入端确实存在一定的不确定性。但从长期来看，从过去的 QQ、游戏、微信再到如今的小程序，腾讯具有极强的进化能力，而小程序的出现帮助微信掌握流量的二次分发权，奠定了腾讯中长期持续成长的基础，腾讯长期成长确定性高。广告作为腾讯过去变现不足的领域，未来有望成为腾讯进一步增长的重要动力。而微信则有望在小程序的助推下成为腾讯包括广告、支付、云计算、金融等全方位收入最重要的增长点。建议关注腾讯控股（0700.HK）。

风险提示：宏观经济下滑风险；行业发展不及预期风险；用户数及活跃时间下滑风险；政策风险；行业竞争风险等；

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn