|  |
| --- |
| Table\_Title |
| **2015年06月10日** |
| **传媒-海外市场** |

|  |
| --- |
| **Table\_Summary** |
| **社交网络-寻找下一个腾讯** |
|  |
| ■**社交网络重定义企业的成长逻辑，从连接“人与人”，到连接“人与服务”与“人与设备”。**小米创立6年销售收入即可实现从0到千亿的突破，核心是基于20-39岁的年轻用户通过“参与感”构建米粉社群（MIUI突破1亿，米粉复购率约40%），基于粉丝需求实现产品品类扩张、生态构建以及涵盖工作、娱乐和生活场景的渗透。腾讯基于庞大用户体系不断向连接“人与服务”与“人与设备”延伸，市值由上市时占中国移动的2%至当下的68%，单用户收入由不足中移动的1%提高至2014年的13.4%，单用户利润由占中移动1.2%提升至21.6%。社交网络能够帮助电商以较低的代价实现从“弱连接”到高频次的“强连接”转变，在降低新客获取成本的同时最大化用户生命周期的价值，这是阿里巴巴重视社交并不断谋求并购的原因所在。  ■**广告是社交网络商业化的主流模式，游戏的流量转化效率最高，社交电商、在线直播在内的增值服务和本地生活服务正在成为新趋势。**1）广告是社交网络尤其是北美社交类公司的主要收入来源，2014年分别占Facebook收入的92.3%、Twitter的89.5%、新浪微博的79.2%、腾讯的10.8%和YY的4.6%；2）游戏因其流量转化效率高，是中国社交类公司采用的主要盈利模式， 2014年占腾讯56.7%、YY的22.1%和陌陌的24.4%；3）在线直播在中国受用户欢迎，2014年分别占YY和天鸽收入的57.3%和91.1%，陌陌也即将于2H15上线相关业务；4）基于LBS特性与O2O融合产生新的商业价值，包括手Q、微信、天鸽（O2O的KTV）和陌陌在内也在不断探索和突破。  ■**下一个腾讯会是谁？**社交网络被誉为互联网皇冠上的明珠，腾讯2004年上市至今股价累计上涨220倍（收入同期增长68倍）。**我们认为那些用户规模庞大并覆盖主流群体，使用粘性强具备平台属性，应用场景丰富和业务延展性强的公司有可能成为下一个腾讯**？**目前从用户规模和应用场景的可拓展性来看，最有可能的分别是YY和陌陌**。在全球MAU超过1亿的19个社交应用中，中国占据6个（QQ、QQ空间、微信、百度贴吧、新浪微博和YY）; 腾讯(USD4.38)、FB(2.47)和LinkedIn(1.84)分列单用户季度收入前三；腾讯(225.3)、FB(157.3)和LinkedIn(78.7)分列单用户市值前三。  ■**投资建议：建议关注腾讯（700 HK），**广告业务将替代手游成为腾讯的重要收入来源；参照Facebook FY15E的40.6x P/E估值，我们认为腾讯的合理估值在HKD170-180之间；**推荐欢聚时代（YY US），维持此前的目标价USD88，**对应FY16E的16.7x P/E，较当前中国社交公司平均26.9x和海外社交公司平均40.2x分别低37.9%和58.5%；**推荐陌陌（MOMO US），**基于公司FY15享受用户增长的红利、收入快速增长以及丰富的商业化前景，我们认为公司合理估值在单用户市值USD45-50之间，对应市值USD35亿-39亿之间，**按中值计算折合目标价为USD19.8**；**建议关注新浪微博（WB US）**微博单用户收入为Twitter的32.6%，而当前单用户市值为USD19.8仅为Twitter的25.5%，我们认为微博的合理单用户估值应该在USD22.5-25之间，对应公司USD44.6亿-49.5亿市值区间。  ■**风险提示：用户增长遇到瓶颈；活跃度下降；商业化进程不顺。** |

|  |  |
| --- | --- |
| Table\_BaseInfo | |
| **行业深度分析** | |
| 证券研究报告 | |
|  | |
| **投资评级** | **领先大市-A** |
| ***维持评级*** | |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Table\_FirstStock | | | |
| **首选股票** | | **目标价** | **评级** |
| YY |  | 88.0 | 买入 |
| MOMO |  | 19.8 | 增持 |
|  |  |  |  |

|  |
| --- |
| Table\_Chart |
|  |
|  |
|  |

|  |  |
| --- | --- |
| Table\_Author | |
| **文浩** | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1450514060001 | |
| wenhao@essence.com.cn | |
| 010-66581627 | |
| **许彬** | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1450514070001 | |
| xubin3@essence.com.cn | |
|  | |

|  |  |
| --- | --- |
| Table\_Contacter | |
| 报告联系人 |  |
| **王晨** | 010-66581623 |
| wangchen1@essence.com.cn | |

|  |  |
| --- | --- |
| **Table\_Report** | |
| **相关报告** | |
| 传媒:传媒互联网一周观点：震荡市场，维持选股至上，国企改革有催化 | 2015-06-08 |
| 传媒:传媒互联网一周观点: 震荡不改中线乐观 | 2015-06-01 |
| 传媒:传媒互联网一周观点：可能震荡消化政策，中线不必悲观 | 2015-05-25 |

# 导读

在PC互联网全面转型移动互联网、并迈入物物互联的趋势中，在垂直细分领域连横合纵不断涌现百亿美元市值公司的浪潮中，在传统产业全面拥抱互联网的时代中，为何我们回归本源，研究“以人为生意”被称之为社交网络的公司？

我们身处一个**以用户为核心、去中心化的潮流中，社交网络承接了人们对话、沟通和互动的信息流动功能，是移动互联网时代信息传播的核心枢纽**；**在满足用户多样性和差异化需求的过程中，社交网络逐步由娱乐场景向生活和工作场景不断渗透和深化，产品和服务的种类与内涵不断延伸与丰富，从“人与人的连接”到“人与服务的连接”、“人与设备的连接”，由此实现了企业的无边界扩张，这也是社交网络为何被誉为互联网皇冠上的明珠所在。**

本文第一部分通过几个实际案例的研究，力图在量化数据分析的基础上发现线索与规律，帮助大家去理解**社交网络为什么如此重要**？

1. **全球互联网公司市值前十大公司中，社交网络公司市值占比为何如此之高？**全球互联网公司市值排名前10的公司中，Facebook和腾讯分别以2268亿美元和1916亿美元（2015年4月15日）合计占市值前十大公司的29%。
2. **为何小米这样的公司能够在成立6年不到的时间，实现销售收入从0到千亿的突破？为何市场份额较小的小米，销售费用占收比仅为三星的三分之一？**传统企业包括万科、海尔、格力、苏宁和联想分别用了27年、21年、24年、20年和22年实现了从0到千亿销售收入的突破，而小米成立于2011年的收入仅为RMB5.5亿，而2014年就实现RMB743亿的销售收入，预计2015年轻时突破千亿，为何小米能够6年突破千亿？为何小米在市场份额比三星低、品牌影响力不如三星的情况下，销售费用占收比不到三星的一半？（小米2013年销售费用占比为3.2%，同期三星为9.3%）
3. **为何中国移动与腾讯同样是以用户为基础的公司，市值之间的差异不断缩小？**腾讯市值由上市之初不及中国移动市值的2%，增长至68%以上？是什么原因导致了上述的差异？
4. **为何阿里巴巴在社交网络领域一直非常焦虑，不断地通过包括Allin来往和并购的方式来进行社交领域的布局？**

本文第二部分是从理论的视角阐述社交网络的定义与范畴、价值主张、分类和应用图谱，解读社交网络是什么，它怎样形成的过程。

第三部分是结合我们对社交网络商业化价值的理解，**从用户数量、交互频次、应用场景和商业化变现四个维度来理解和判断社交网络的投资价值**。在建立社交网络分析框架的同时，**结合了社交领域行业专家的观点，提出了社交网络研判的定量观测指标。**

在第三部分中，我们还逐一对**Facebook以及Twitter的历史发展脉络、用户构成与发展、盈利模式以及历史上的所有并购重组案例（我们不完全统计了FB历史上54次比较大型的收购项目和类型）**逐一做了详细的回顾和分析，以尽可能通过复盘的方式在还原其发展历程的同时，给读者以启发与参考。

|  |
| --- |
| **图1：社交网络投资逻辑的分析框架** |
|  |
| *数据来源：安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图2：社交网络研判的观测指标** |
|  |
| *数据来源：安信证券研究中心* |

在第四部分中，我们扫描了世界范围内主流的社交应用，并对社交上市公司的收入构成进行了归类整理，并全面比较了全球主要社交类产品的单用户收入、单用户市值，并对腾讯、YY和陌陌的一季度业绩做了详细的跟踪与点评。YY和陌陌的全局情况我们已经在此前的覆盖报告中有过重点阐述。

|  |
| --- |
| **图3：全球社交类应用的MAU对比** |
|  |
| *数据来源：Statista（2015年5月26日数据）,公司公告，安信证券研究中心*  *注：Facebook，WhatsApp, FB Messager和 Instagram，QQ, QQ空间，微信 LinkedIn,Twitter,LINE, 新浪微博，YY和陌陌采用公司数据* |

|  |
| --- |
| **图4：全球主要社交类应用的单用户季度收入对比（1Q15）** |
|  |
| *数据来源：Statista,公司公告，安信证券研究中心*  *注：腾讯的收入剔除了电商业务收入，腾讯的MAU使用的是PC端QQ账户数；LinkedIn使用是独立访客数(Unique Visiting Members)；Line收入数据为Statista（LINE Corporation's app revenue 1Q15），MAU数据为Statista（2015年4月）数据，估值数据来自Reuters（2014年7月）；Whatsapp 的MAU数据为Statista（2015年4月），单用户估值根据2014年2月被收购价格除以当时MAU数值* |

|  |
| --- |
| **图5：全球主要社交类应用的估值对比** |
|  |
| *数据来源：Bloomberg（2015年6月9日），互联网公开材料,公司公告，安信证券研究中心*  *注:2014年2月，Facebook宣布以190亿美元（40亿现金+120亿FB股票+30亿限制性股票）收购WhatsApp,当时WhatsApp月活跃用户为4.5亿，70%为日活跃用户.WhatsApp基本没有商业化，仅仅是每年收取1美元的使用费，根据2014年10月29日美国证监会的资料显示，2014年WhatsApp的营业收入为1,020万美元。*  *注：腾讯的收入剔除了电商业务收入，腾讯的MAU使用的是PC端QQ账户数；LinkedIn使用是独立访客数(Unique Visiting Members)；Line收入数据来自LINE Corporation's app revenue 1Q15，MAU为Statista（2015年4月）数据，估值数据来自Reuters（2014年7月）；Whatsapp的 MAU数据来自Statista（2015年4月），单用户估值根据2014年2月被收购价格除以当时MAU数值* |

第五部分是我们的投资建议：

**建议增持腾讯（700 HK），中期随着微信好友圈广告的逐步推广，广告业务将替代手游成为腾讯的重要收入来源；参照Facebook FY15E的40.6x P/E估值，我们认为腾讯的合理估值在HKD170-180之间。** 公司作为社交网络龙头，涵盖中国主流用户并拥有8.32亿QQ和5.49亿微信用户，是BAT中战略路径最为清晰的公司，**业务发展驱动力短期看游戏，中长期分别看好广告与金融服务。**腾讯的“连接”战略继续深化，丰富各个场景下的生活服务，完成O2O生态圈的构筑。新增的城市服务通过接入更多的生活场景，能够对使用者的数据进行更多维度和场景的积累，形成更为精准的用户画像，对于提高广告投放的ROI有极大帮助，还包括积累消费金融的信用数据，为未来提高金融服务提前做好准备。

**推荐买入欢聚时代（YY US），维持此前的目标价USD88，对应FY16E的16.7x P/E，较当前中国社交公司平均26.9x和海外社交公司平均40.2x分别低37.9%和58.5%。**公司当前单用户市值仅为USD34.7，股价对应我们预测FY15E和FY16E的P/E19.7x和13.6x的估值，估值便宜安全边际高；截止一季度末公司账上现金及现金等价物RMB39.8亿，复星入股表明公司当前估值具有吸引力（6月4日复星公告累计持有237.1万ADS，占A类股7.3%和总股本的4.4%）

**建议增持陌陌（MOMO US），**基于公司FY15享受用户增长的红利、收入快速增长以及丰富的商业化前景，**我们认为公司合理估值在单用户市值USD45-50之间，对应市值USD35亿-39亿之间，按中值计算折合目标价为USD19.8**。公司的社交形态由“颜值社交”扩大至“多元化社交”，重视UGC内容与运营；用户继续高增长，空间有望扩大，丰富的社交形态有助于用户关系的沉淀和交互；收入1Q15实现3.8倍的同比增长，收入来源多元化，历史首次实现盈亏平衡；丰富的商业化前景，构筑未来发展的长期动力。

**建议关注新浪微博（WB US）**-截止1Q15的MAU达到1.98亿，虽是媒体属性的社交平台但仍有价值；微博单用户收入为Twitter的32.6%，而当前单用户市值为USD19.8仅为Twitter的25.5%，**我们认为微博的合理单用户估值应该在USD22.5-25左右，对应公司市值USD44.6亿-49.5亿之间。**

|  |
| --- |
| **图6：社交网络估值对比表** |
|  |
| *数据来源：Bloomberg (2015年6月9日)、安信证券研究中心*  *注：除YY和陌陌之外，均采用Bloomberg的市场一致预期。* |

[导读 2](#_Toc421688885)

[1. 社交网络的商业价值 11](#_Toc421688886)

[1.1. 社交网络-互联网皇冠上的明珠 11](#_Toc421688887)

[1.1.1. 社交网络公司占世界前十大互联网公司市值29% 11](#_Toc421688888)

[1.1.2. 社交网络的公司估值相对较高，有更高的估值溢价 11](#_Toc421688889)

[1.1.3. 社交网络的员工人均产出效率最高 12](#_Toc421688890)

[1.2. 社交网络-重定义企业的成长逻辑 13](#_Toc421688891)

[1.2.1. 小米-从0到千亿，用户社群的奇迹 13](#_Toc421688892)

[1.2.2. 用户社群-降低营销费用，实现高效率低成本的扩张 14](#_Toc421688893)

[1.2.3. 粉丝经济-基于用户实现企业的无边界扩张 18](#_Toc421688894)

[1.3. 社交网络-从连接“人与人”，到连接“人与服务”与“人与设备” 20](#_Toc421688895)

[1.3.1. 腾讯的市值从中国移动的2%占比增长至68%占比 20](#_Toc421688896)

[1.3.2. 腾讯与中国移动在用户认识上的差异导致当下的局面 22](#_Toc421688897)

[1.4. 为何阿里巴巴一直在社交领域非常焦虑？ 24](#_Toc421688898)

[2. 社交网络的演进与规律 26](#_Toc421688899)

[2.1. 定义与范畴 26](#_Toc421688900)

[2.2. 社交网络的价值重估 26](#_Toc421688901)

[2.3. 社交网络的分类与应用图谱 28](#_Toc421688902)

[3. 社交网络投资逻辑的分析框架与海外标杆研究 31](#_Toc421688903)

[3.1. 社交网络的分析框架 31](#_Toc421688904)

[3.1.1. 用户属性与规模是社交网络的基础，也是研判社交网络价值的第一要义 32](#_Toc421688905)

[3.1.2. 交互频次（Engagement)即粘性与时长决定了社交网络的可持续发展能力 34](#_Toc421688906)

[3.1.3. 应用场景(Application Scenario)决定了社交网络的商业化潜力 36](#_Toc421688907)

[3.1.4. 社交网络的商业化变现模式(Monetization) 37](#_Toc421688908)

[3.2. Facebook-以用户体验为核心的社交网络巨头 38](#_Toc421688909)

[3.2.1. 公司发展简史-从常青藤名校起步，不断连接更多用户 38](#_Toc421688910)

[3.2.2. Facebook用户年龄分布均衡且忠诚度高，Instagram在年轻人做了布局 40](#_Toc421688911)

[3.2.3. 广告仍然是Facebook收入变现的主要来源，占总体92%以上 41](#_Toc421688912)

[3.2.4. 移动端用户占比超过86%，移动广告收入已经占1Q15广告收入的73% 42](#_Toc421688913)

[3.2.5. 并购一直是Facebook笼络人才、获取用户以增强社交帝国，进入新领域的重要方式 43](#_Toc421688914)

[3.3. Twitter-自媒体与信息聚合器平台，基于“事件”的社区聚集区 48](#_Toc421688915)

[3.3.1. 公司发展简史-基于事件将人们聚集起来 48](#_Toc421688916)

[3.3.2. 广告收入占收入总体89%，其中移动端广告收入占89% 48](#_Toc421688917)

[3.3.3. Twitter并购围绕社交、移动端和广告技术展开 50](#_Toc421688918)

[4. 中国社交网络主要公司分析 53](#_Toc421688919)

[4.1. 社交应用的综合对比 53](#_Toc421688920)

[4.1.1. 全球社交类1亿MAU以上的社交应用中，中国占6个 53](#_Toc421688921)

[4.1.2. 主要社交类上市公司的商业模式及收入构成 54](#_Toc421688922)

[4.1.3. 全球主要社交类产品的单用户收入对比 55](#_Toc421688923)

[4.1.4. 全球主要社交类应用的单用户估值对比 56](#_Toc421688924)

[4.2. 腾讯1Q15业绩点评-“连接”战略继续深化，IP生态优势凸显，手游业务持续高增长，广告业务迎来腾飞 57](#_Toc421688925)

[4.2.1. 核心观点 57](#_Toc421688926)

[4.2.2. 财务分析 58](#_Toc421688927)

[4.2.3. 运营数据分析 61](#_Toc421688928)

[4.3. 欢聚时代1Q15业绩点评-战略投入游戏直播，短期压力不改长期趋势 63](#_Toc421688929)

[4.3.1. 财务指标分析 63](#_Toc421688930)

[4.3.2. 关键运营数据跟踪 65](#_Toc421688931)

[4.4. 陌陌1Q15业绩点评：陌陌再出发-新形态、新里程、新起点 68](#_Toc421688932)

[4.4.1. 社交形态由"颜值社交"扩大至"多元化社交"，重视UGC内容与运营 68](#_Toc421688933)

[4.4.2. 用户继续高增长，空间有望扩大，丰富的社交形态有助于用户关系的沉淀和交互 72](#_Toc421688934)

[4.4.3. 收入实现3.8倍的同比增长，收入来源多元化，历史首次实现盈亏平衡 75](#_Toc421688935)

[4.4.4. 丰富的商业化前景，构筑未来发展的长期动力 76](#_Toc421688936)

[4.4.5. 财务分析及估值 78](#_Toc421688937)

[4.4.6. 运营数据及重要的商业化进展 79](#_Toc421688938)

[5. 投资建议与风险提示 80](#_Toc421688939)

[5.1. 投资建议 80](#_Toc421688940)

[5.2. 风险提示 82](#_Toc421688941)

[**图1：社交网络投资逻辑的分析框架** 3](#_Toc421688942)

[**图2：社交网络研判的观测指标** 3](#_Toc421688943)

[**图3：全球社交类应用的MAU对比** 4](#_Toc421688944)

[**图4：全球主要社交类应用的单用户季度收入对比（1Q15）** 4](#_Toc421688945)

[**图5：全球主要社交类应用的估值对比** 5](#_Toc421688946)

[**图6：社交网络估值对比表** 6](#_Toc421688947)

[**图7：全球市值前10互联网公司** 11](#_Toc421688948)

[**图8：全球市值前10互联网公司的市值占比** 11](#_Toc421688949)

[**图9：全球市值前10互联网公司财务细节与盈利预测** 12](#_Toc421688950)

[**图10： 全球前10大互联网员工人均实现公司收入** 12](#_Toc421688951)

[**图11：全球前10大互联网员工人均实现公司利润** 12](#_Toc421688952)

[**图12：中国企业从创立到实现千亿销售所需的时间** 13](#_Toc421688953)

[**图13：互联网影响下，产业边界模糊化及经济服务化** 14](#_Toc421688954)

[**图14：用户构成对比-小米 vs. 三星 vs. 苹果** 14](#_Toc421688955)

[**图15：小米科技的销售收入增长（2011A-2015E）** 14](#_Toc421688956)

[**图16：小米科技历次融资对应的估值水平** 14](#_Toc421688957)

[**图17：三星、联想和小米在线销售和营销费用上的占比（2012 vs. 2013）** 15](#_Toc421688958)

[**图18：小米产品与用户之间的交互** 16](#_Toc421688959)

[**图19：小米科技与米粉交朋友** 16](#_Toc421688960)

[**图20：小米科技旨在通过互动与用户社区建立“强链接”** 17](#_Toc421688961)

[**图21：小米社区的用户互动及参与度** 17](#_Toc421688962)

[**图22：小米科技MIUI用户增长的里程碑（2010年5月-2015年2月）** 18](#_Toc421688963)

[**图23：中国各厂商智能手机出货量比较（2013A vs. 2014A）** 18](#_Toc421688964)

[**图24：全球智能手机出货量份额（1Q11-4Q14）** 18](#_Toc421688965)

[**图25：小米科技基于用户需求的品类扩张体系** 19](#_Toc421688966)

[**图26：市值对比-中国移动 vs. 腾讯** 20](#_Toc421688967)

[**图27：用户规模对比-中国移动 vs. 腾讯** 21](#_Toc421688968)

[**图28：单用户ARPU对比-中国移动 vs. 腾讯 (2005A-2014A)** 22](#_Toc421688969)

[**图29：单用户月度利润对比-中国移动 vs. 腾讯 (2005A-2014A)** 22](#_Toc421688970)

[**图30：净利率对比-中国移动 vs. 腾讯 (2005A-2014A)** 23](#_Toc421688971)

[**图31：腾讯的战略演进-连接“人与人”，到连接“人与服务”和“人与设备”** 23](#_Toc421688972)

[**图32：腾讯的核心竞争力示意图** 24](#_Toc421688973)

[**图33：阿里巴巴在社交领域的并购** 25](#_Toc421688974)

[**图34：互联网社交产品的渗透率变化** 26](#_Toc421688975)

[**图35：Web 1.0模式下信息内容的传播机制** 27](#_Toc421688976)

[**图36：Web 2.0模式下信息内容的传播机制** 27](#_Toc421688977)

[**图37：社交网络划分** 28](#_Toc421688978)

[**图38：中国社会化媒体格局** 29](#_Toc421688979)

[**图39：社交类应用的用户重合度** 30](#_Toc421688980)

[**图40：不同社交应用的主要功能** 30](#_Toc421688981)

[**图41：社交网络投资逻辑的分析框架** 31](#_Toc421688982)

[**图42：社交网络研判的观测指标** 31](#_Toc421688983)

[**图43：罗杰斯的创新扩散曲线示意图** 32](#_Toc421688984)

[**图44：腾讯即时通讯活跃账户的增长** 33](#_Toc421688985)

[**图45：全球社交类应用的MAU对比** 33](#_Toc421688986)

[**图46：主要社交应用的人均指标对比（2014年10月）** 34](#_Toc421688987)

[**图47：陌陌MAU用户增长以及DAU占MAU比重 (1Q13A-1Q15A)** 35](#_Toc421688988)

[**图48：Facebook的MAU增长以及DAU占MAU比重（1Q09A-1Q15A）** 35](#_Toc421688989)

[**图49：社交产品使用频次指标-DAU/MAU** 36](#_Toc421688990)

[**图50：涵盖腾讯用户24小时生活圈的产品体系** 36](#_Toc421688991)

[**图51：用户群体的延展是应用场景的拓展机会** 37](#_Toc421688992)

[**图52：Facebook的用户发展及里程碑事件（2004-2014）** 38](#_Toc421688993)

[**图53：美国主流社交平台活跃用户的年龄分布（3Q14）** 40](#_Toc421688994)

[**图54：Facebook用户使用年限分布** 40](#_Toc421688995)

[**图55：Facebook用户按年龄分布的平均好友数量** 40](#_Toc421688996)

[**图56：Facebook收入增长（2004-2014）** 41](#_Toc421688997)

[**图57：Facebook收入构成（2004-2014）** 41](#_Toc421688998)

[**图58：Facebook广告收入及所占全球互联网广告份额（2009-2014）** 41](#_Toc421688999)

[**图59：Facebook高级广告投放系统示意图** 42](#_Toc421689000)

[**图60：移动端月活跃用户及占比（4Q10-1Q15）** 42](#_Toc421689001)

[**图61：Facebook移动端广告收入及占比（4Q12-1Q15）** 42](#_Toc421689002)

[**图62：Facebook单用户季度收入（2004A-2014A）** 43](#_Toc421689003)

[**图63：Facebook收购的企业类型** 44](#_Toc421689004)

[**图64：Facebook在新领域的布局** 44](#_Toc421689005)

[**图65：Facebook历史上的收购不完全统计（2004-2014）-1** 45](#_Toc421689006)

[**图66：Facebook历史上的收购不完全统计（2004-2014）-2** 46](#_Toc421689007)

[**图67：Facebook最新M&A案例 （2014年4月 – 2015年3月）** 47](#_Toc421689008)

[**图68：WhatsApp的MAU增长里程碑** 47](#_Toc421689009)

[**图69：Twitter收入增长（1Q11-1Q15）** 48](#_Toc421689010)

[**图70：Twitter收入构成（4Q12-1Q15）** 48](#_Toc421689011)

[**图71：Twitter基于社交信息流的广告变现** 49](#_Toc421689012)

[**图72：Twitter在流行病预测方面的效果-1** 49](#_Toc421689013)

[**图73：Twitter在流行病预测方面的效果-2** 49](#_Toc421689014)

[**图74：Twitter单用户收入趋势（1Q11-1Q15）** 50](#_Toc421689015)

[**图75：Twitter的MAU发展及收入增速** 50](#_Toc421689016)

[**图76：移动端广告及占比 (4Q13-1Q15)** 50](#_Toc421689017)

[**图77：Twitter历史上的收购不完全统计（2008-2014）-1** 51](#_Toc421689018)

[**图78：Twitter历史上的收购不完全统计（2008-2014）-2** 52](#_Toc421689019)

[**图79：全球社交类应用的MAU对比** 53](#_Toc421689020)

[**图80：社交类上市公司的商业模式及收入构成（2014）** 54](#_Toc421689021)

[**图81：全球主要社交类应用的单用户季度收入对比（1Q15）** 55](#_Toc421689022)

[**图82：全球主要社交类应用的估值对比** 56](#_Toc421689023)

[**图83：腾讯的“连接”战略** 58](#_Toc421689024)

[**图84：微信-城市服务** 58](#_Toc421689025)

[**图85：腾讯移动端品牌广告形态-1Q15占品牌广告40%的份额** 59](#_Toc421689026)

[**图86：腾讯的移动端效果广告形态-1Q15占效果广告75%份额** 60](#_Toc421689027)

[**图87：腾讯与一致预期对比表** 61](#_Toc421689028)

[**图88：公司业绩与一致预期对照表** 65](#_Toc421689029)

[**图89：YY平台的活跃用户增长情况（4Q11A-1Q 15A）** 65](#_Toc421689030)

[**图90：在线音乐与娱乐的付费用户与ARPU** 66](#_Toc421689031)

[**图91：YY游戏业务的付费用户数及ARPU** 66](#_Toc421689032)

[**图92：游戏直播竞争情况分析-1** 66](#_Toc421689033)

[**图93：游戏直播竞争情况分析-2** 67](#_Toc421689034)

[**图94：陌陌6.0的产品功能分类** 69](#_Toc421689035)

[**图95：陌陌版本从5.0到6.0升级过程中的调整与升级** 70](#_Toc421689036)

[**图96：陌陌历史版本更新重要里程碑（2011-2015）** 71](#_Toc421689037)

[**图97：陌陌6.0版本上线后聊天室的活跃度与话题丰富度** 72](#_Toc421689038)

[**图98：陌陌MAU历史增长（1Q13A-1Q15A）** 72](#_Toc421689039)

[**图99：陌陌在iOS平台上的历史下载排名** 73](#_Toc421689040)

[**图100：陌陌在iOS平台上的历史畅销排名** 73](#_Toc421689041)

[**图101：iOS平台上的免费和付费排名前10** 74](#_Toc421689042)

[**图102：陌陌在Google Play平台上的免费排名前10** 74](#_Toc421689043)

[**图103：百度指数-社交应用热度跟踪** 75](#_Toc421689044)

[**图104：陌陌收入构成对比（1Q14A vs. 1Q15A）** 75](#_Toc421689045)

[**图105：礼物商城购买路径** 76](#_Toc421689046)

[**图106：礼物商城使用流程** 76](#_Toc421689047)

[**图107：陌陌海外版社交应用Blupe** 77](#_Toc421689048)

[**图108：陌陌海外版Blupe在美国iOS社交类排名** 77](#_Toc421689049)

[**图109：陌陌业绩与一致预期对比表** 79](#_Toc421689050)

[**图110：YY盈利预测表** 80](#_Toc421689051)

[**图111：MOMO盈利预测表** 81](#_Toc421689052)

[**图112：社交网络估值对比表** 81](#_Toc421689053)

# 社交网络的商业价值

## 社交网络-互联网皇冠上的明珠

### 社交网络公司占世界前十大互联网公司市值29%

我们整理了全球市值排名前十大的互联网公司（2015年4月15日数据），谷歌以3,594亿美元位列全球第一，占总体市值的24.5%。Facebook和腾讯分别以2,269亿美元和1,916亿美元分列前十大的第二和第四。

本质上，我们理解社交网络的公司是真正以用户为核心、注重用户需求的公司。公司业务发展的第一要义，除了用户，还是用户，基于**用户的不断增长，并同时注重用户社群的维护和用户交互不断增强（粘性），根据对用户需求的准确洞察（标签化）推出符合用户需要的产品或服务，从而实现企业的扩张与企业范围延展。对于社交网络的公司而言，本质上是不存在产品边界的，因为理论上围绕用户所需的一切产品和服务，都可以基于平台或自研或接入合作伙伴的方式予以满足。**

从互联网模式的角度而言，**互联网本质是“流量”的生意，而社交网络意味着用户之间的交互以及UGC内容可以产生源源不断的内生性流量**（区别于搜素引擎从外部购买流量）；并基于流量的不同属性，进行包括游戏、电商和生活服务等的变现。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图7：全球市值前10互联网公司** |  | **图8：全球市值前10互联网公司的市值占比** |
|  |  |  |
| *数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心*  *注：Bloomberg数据截止2015年4月15日* |  | *数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心*  *注：Bloomberg数据截止2015年4月15日* |

### 社交网络的公司估值相对较高，有更高的估值溢价

从财务数据看，以广告为主要收入来源的公司销售净利率高，例如Facebook以及阿里巴巴（广告收入占FY14收入51%），经调整后净利率分别达41.2%和48%，**平台效应下流量的汇聚和集中是相对自发和低成本的，因此净利率相对较高**。而搜素广告巨头谷歌和百度的经调整后净利率为27.6%和31.1%，主要原因是有流量购买成本(TAC）的存在，导致盈利能力的下滑；相比之下，以电商自营为主的亚马逊和京东，销售净利润（non-GAAP basis）分别为1.4%和0.3%，未来盈利能力的改善取决于运营效率的提升以及规模效率的提升。

**从估值看，社交类上市公司是市盈率最高的（剔除自营电商）；Facebook和腾讯FY15E的P/E分别有41.5x和37.8x，反映了资本市场对于社交网络公司愿意给予更高的估值溢价。**基于Bloomberg一致预期下，谷歌、eBay和Priceline当前价格的Forward P/E最低，仅为18.7x、18.1x和20.9x，Facebook、阿里巴巴、腾讯和百度分别为41.5x、37.3x和37.8x和26.6x，反映了市场对于Facebook的高预期。自营电商领域来看，剔除净现金后，亚马逊和京东的EV/Sale分别仅为1.6x和1.5x，随着市场份额的提升、规模优势的扩大和竞争壁垒的增强，亚马逊和京东的市盈率也在迅速下滑。

|  |
| --- |
| **图9：全球市值前10互联网公司财务细节与盈利预测** |
|  |
| *数据来源：Bloomberg（数据截至2015年4月15日），安信证券研究中心*  *注：利润数据为Non-GAAP数据，雅虎利润中主要是与阿里巴巴相关的其他利润高达103.6亿美元，导致利润高于业务收入；* |

### 社交网络的员工人均产出效率最高

**从员工人均实现收入来看，社交网络类公司Facebook和腾讯分列美国和中国单人收入贡献最高。**谷歌和Facebook实现的人均收入较高，分别达到123.1万和135.5万美元，在中国的互联网公司中腾讯最高为46.3万美元、其次是京东27.4万美元，阿里巴巴和百度分别为33.5万和17.2万美元。

从员工实现的人均利润(non-GAAP）看，剔除雅虎因素的影响，Facebook的单人利润最高，达到55.9万美元，谷歌和Priceline分别以34万美元和22.4万美元分列第二和第三位。阿里巴巴以16.1万美元排名紧随其次，其他分别是腾讯（14.1万美元）、eBay（10.8万美元）、百度（4.9万美元）、亚马逊（0.8万美元）和京东（0.1万美元）。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图10： 全球前10大互联网员工人均实现公司收入** |  | **图11：全球前10大互联网员工人均实现公司利润** |
|  |  |  |
| *数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心*  *注：Bloomberg数据截止2015年4月15日* |  | *数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心*  *注：Bloomberg数据截止2015年4月15日* |

## 社交网络-重定义企业的成长逻辑

### 小米-从0到千亿，用户社群的奇迹

我们回顾了改革开放以来中国主要标志性企业的成长史，**传统企业销售收入实现千亿突破的极限大约是20年，互联网在规模效应、长尾效应以及马太效应的综合影响下，企业成长速度突破了增长的极限，京东创立17年实现千亿销售收入（净收入）的突破，而小米更是突破10年的极限，仅用6年实现了千亿规模的跨越（预计）。**

|  |
| --- |
| **图12：中国企业从创立到实现千亿销售所需的时间** |
|  |
| *数据来源：Bloomberg ，安信证券研究中心* |

* **房地产**：万科成立于1984年，直到2010年销售收入首次突破千亿，从0-1000亿经历了27年；
* **家电**：海尔创办于1984年，2004年销售收入首次突破千亿，历经21年实现从0到1000亿的跨越；格力创立于1989年，2012年收入破千亿，历经24年；
* **家电流通**：苏宁创于1990年，2009年销售收入首次突破千亿，历经20年实现从0到1000亿的跨越；
* **IT**：联想创立于1984年，2005突破千亿，历经22年实现从0到1000亿的跨越；
* 诞生于PC时代的电商：京东创立于1998年，2014年销售收入破千亿，历经17年实现从0到1000亿的跨越；
* 诞生于移动互联网时代的XX（我们无法用产业来定义小米所属的行业）：小米创办于2010年5月，2011年收入仅为5.5亿，我们预计小米科技2015年销售收入突破千亿（2014年销售收入为RMB743亿，同比增长135.1%），只用了6年时间实现从0到1000亿的跨越；

对于小米科技这样的公司，我们无法用准确的定义去描述公司所属的行业，互联网重新定义了产业，使得原有的产业边界日趋模糊，尤其是使得制造业与服务业的界限模糊化。**在我们看来，小米科技是以年轻的80后、90后为核心**（根据百度指数的数据，小米20-39人群占总体84%）**，围绕这一核心用户群对于科技电子产品的追求和向往，围绕MIUI构建的软硬件一体化产品矩阵和生态，实现从工作、娱乐和生活场景的全天候覆盖。**

|  |
| --- |
| **图13：互联网影响下，产业边界模糊化及经济服务化** |
|  |
| *数据来源：《信息化与产业融合》，安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图14：用户构成对比-小米 vs. 三星 vs. 苹果** |
|  |
| *数据来源：百度指数（2015年5月26日），安信证券研究中心* |

伴随小米销售收入从2011年的5.5亿元快速增长至2014年的743亿元时（含税收入），虽未上市，估值也迅速实现了2011年年底的10亿美元到2014年12月的450亿美元，同期收入涨幅135倍，而估值涨幅45倍。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图15：小米科技的销售收入增长（2011A-2015E）** |  | **图16：小米科技历次融资对应的估值水平** |
|  |  |  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心* |  | *数据来源：互联网公开材料，安信证券研究中心* |

### 用户社群-降低营销费用，实现高效率低成本的扩张

我们比较了小米、三星和联想同期的销售和营销费用占比后发现，小米虽然彼时规模远远小于两外两家，但费用率是最低的（受可供参考的数据原因，只比较了2012和2013年数据）。**三星2013年销售和营销费用占比为9.3%（2012年为8.9%），而同期小米科技的销售和营销费用占比仅为3.2%（2012年为3.9%）；而同处中国的联想销售和营销费用占比为4.9%（2012年为5.6%），均比小米科技高**。

|  |
| --- |
| **图17：三星、联想和小米在线销售和营销费用上的占比（2012 vs. 2013）** |
|  |
| *数据来源：华尔街日报、公司年报、IDC、安信证券研究中心* |

*注：1. 联想财年结束于三月三十一日，故2013年联想收入区间为2013年4月1日-2014年3月31日；2. 三星将销售、分销和管理费用视为一个科目列示，我们将其中Commission and service charges, Advertising and sales promotion三部分加总视为销售及营销费用。*

而根据IDC手机出货量的市场份额来看，2013年三星的市场份额为31.3%，远高于小米1.8%的水平。为何智能手机出货量龙头的三星，需要耗费比规模小的多的小米科技更高比重的销售和营销费用支出？原因在于小米从一开始让用户参与到产品研发过程中，包括市场运营，**基于小米的产品建立用户社群，并通过多种方式与用户进行沟通（交互）形成链接，这是我们看到小米在用户扩张上利用口碑营销的重要结果。**

|  |
| --- |
| **图18：小米产品与用户之间的交互** |
|  |
| *数据来源：安信证券研究中心* |

粉丝经济的背后是社群对品牌的忠诚度以及口碑传播。“做粉丝”作为小米三大战略其中的用户战略，**核心在于参与感扩散的“信任背书”，是由一次性的产品销售为基础的“弱连接关系”转向参与做产品做服务做品牌做销售的“强链接关系”演进**(详见后文)**。**借助这一战略，小米能够以很小的代价实现很强的用户忠诚度，实现由小米手机向小米平板、小米路由、小米手环、小米电视以及其他衍生品扩张，实现销售收入增长。

|  |
| --- |
| **图19：小米科技与米粉交朋友** |
|  |
| *数据来源：公司资料，安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图20：小米科技旨在通过互动与用户社区建立“强链接”** |
|  |
| *数据来源：新浪微博，安信证券研究中心* |

“做自媒体”作为内容战略，**核心在于引导每个员工和每个用户都成为“产品的代言人”，在以该员工和该用户为中心的社交关系网络中实现信任背书，**从而机会以较低的成本吸引潜在用户成为小米新用户，实现了低成本的用户增长，进而带动销售收入提升。

|  |
| --- |
| **图21：小米社区的用户互动及参与度** |
|  |
| *数据来源：公司材料、安信证券研究中心* |

### 粉丝经济-基于用户实现企业的无边界扩张

成长于移动互联网时代的小米科技，从2011年的30万手机销量，提高到2014年的6112万销量，4年时间实现204倍的销量倍增。**这依靠于小米的销售通路以电商渠道为主，能够开始实现用户规模的扩大，并通过用户社区的方式实现口碑传播，低成本获取新增用户密切相关。**2015年米粉节一天（4月8日），小米销售211万台手机，总体支付金额突破20.8亿元。

|  |
| --- |
| **图22：小米科技MIUI用户增长的里程碑（2010年5月-2015年2月）** |
|  |
| *数据来源：公司网站、互联网新闻，安信证券研究中心* |

在探寻小米成功的秘密时，小米联合创始人黎万强的《参与感》一书很好的阐述了小米在用户扩张方面的策略，即通过**“构建参与感”，搭建起用户社区，让用户参与到做产品做服务做品牌做销售的过程，建立一个可触碰、可拥有的双向链接**。从这个意义而言，小米不应仅视为一个硬件公司，而应视为一个面向创新科技改善生活的用户社群，而这个用户群在2015年2月13日已经实现MIUI激活用户1个亿。米粉是小米手机最忠实的用户，**米粉重复购买2~4台手机的用户占42%**。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图23：中国各厂商智能手机出货量比较（2013A vs. 2014A）** |  | **图24：全球智能手机出货量份额（1Q11-4Q14）** |
|  |  |  |
| *数据来源：IDC（2015年2月），安信证券研究中心* |  | *数据来源：IDC（2015年2月），安信证券研究中心* |

**从单用户价值的提升角度看，小米实现了基于用户需求的产品品类扩张、生态构建以及场景渗透。从小米过去5年的成长经历来看，小米的产品体系从数码扩展到家电，从围绕MIUI构建的软硬件一体化产品矩阵和生态，及从工作、娱乐和生活场景的全天候覆盖**。为用户提供了包括智能手机、平板电脑、机顶盒、移动电源、路由器、可穿戴设备、智能电视、插座及插线板、耳机及音响、电子秤、运动相机、遇摄像机和空气净化器等设备，构筑了硬件的入口、手机操作系统的入口、智能家居的入口和生活娱乐的入口。

|  |
| --- |
| **图25：小米科技基于用户需求的品类扩张体系** |
|  |
| *数据来源：公司材料，安信证券研究中心* |

## 社交网络-从连接“人与人”，到连接“人与服务”与“人与设备”

### 腾讯的市值从中国移动的2%占比增长至68%占比

从腾讯上市之后的历史市值对比来看，腾讯上市时的市值仅为8.9亿美元，中国移动是其市值的64.4倍。2007-2008年，中国移动的用户增长进入上市以后的快速增长期（22.6%-23.8%），两家公司的市值比也达到了历史的峰值77.4。伴随中国移动用户增长的放缓以及腾讯QQ用户的持续增长，QQ用户在2009年底首次超过中国移动，市值比仅为4.8倍，随后差距不断缩小。截止2015年5月25日，腾讯市值为1,920.6亿美元，相当于中国移动市值的68.3%。

|  |
| --- |
| **图26：市值对比-中国移动 vs. 腾讯** |
|  |
| *数据来源：公司公告，Bloomberg(2015年5月25日)，安信证券研究中心*  *注：本比较是作者于2014年1月首次在虎嗅网发表的文章《由中国移动与腾讯用户规模、ARPU和股价的对比，看平台价值的迁移》* |

从本质上而言，中国移动和腾讯都是**为了解决人的沟通需求而生的企业，但不同的是，双方在用户发展与维系、产品发展上的差异导致了其市值的今非昔比**。

**相同点：**

* 都是解决了用户的沟通需求；
* 都存在社交关系链，中国移动基于通讯录联系人的社交关系链，腾讯基于好友、同学、同事等社群组成的社交关系链；用户均对社交关系链的网络有很大的依赖性。

|  |
| --- |
| **图27：用户规模对比-中国移动 vs. 腾讯** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心*  *注：本比较是作者于2014年1月首次在虎嗅网发表的文章《由中国移动与腾讯用户规模、ARPU和股价的对比，看平台价值的迁移》* |

**不同点：**

* 中国移动对用户的基础沟通需求进行收费，而腾讯对用户的基础沟通需求基本免费.
* 用户对中国移动网络的忠诚度在于VIP会员积分，而通讯录已经不再是强粘性因素，用户变更号码后，只需要重新拨打即可与现有客户进行接通。而用户对于腾讯的依赖性基于用户账户与所在社群的链接，用户的转换成本非常高，需要重新一一添加为好友验证通过后方可使用。
* 中国移动的收入增长主要依赖于用户的增长，而腾讯的收入增长是由用户增长和ARPU的提升同时贡献。
* 中国移动基于用户的通讯需求衍生出其他基于手机为载体的增值服务，而腾讯的商业化变现过程虽然没有中国移动更有效率，但衍生出的增值服务种类丰富而全面，在满足用户需求的同时，强化了用户对于QQ网络的粘性，构筑起一道很深的护城河。

### 腾讯与中国移动在用户认识上的差异导致当下的局面

对比之下，中国移动在随着用户数量增长的同时，ARPU持续下滑，从2005年的平均单用户每月收入贡献82.1元，降低至2014年的60.1元。而同期腾讯通过提供丰富和全面的产品和服务，平均单用户每月收入贡献为0.6元，提高至2013年的8.1元，占中国移动ARPU的13.4%。而同期用户的数量增长已经在2009年超过了中国移动。

|  |
| --- |
| **图28：单用户ARPU对比-中国移动 vs. 腾讯 (2005A-2014A)** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心*  *注：1.腾讯的ARPU是用腾讯当年总体营收，除以年末QQ活跃账户数，再除以12得到腾讯的ARPU；2.中国移动的ARPU中使用的业务总收入不包含终端销售收入，即中国移动的ARPU使用中国移动当年服务业务收入（service revenue），除以年末用户数，再除以12得到中国移动的ARPU.*  *注：本比较是作者于2014年1月首次在虎嗅网发表的文章《由中国移动与腾讯用户规模、ARPU和股价的对比，看平台价值的迁移》* |

从单用户单月贡献利润来看，中国移动单用户单月利润在2008年达到顶峰20.5元之后，逐年下滑至2014年的11.3元。同期腾讯的单用户贡献持续从2005年的0.2元，提升至2014年的2.4元，占同期中国移动单用户单月利润贡献值的21.6%。

|  |
| --- |
| **图29：单用户月度利润对比-中国移动 vs. 腾讯 (2005A-2014A)** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心*  *注：1. 单用户单月利润是使用当年公司的总体利润除以年末用户数，再除以12得到。腾讯总利润使用的是经调整后归属股东净利润（Non-GAAP net profit attributable to equity holders）*  *注：本比较是作者于2014年1月首次在虎嗅网发表的文章《由中国移动与腾讯用户规模、ARPU和股价的对比，看平台价值的迁移》* |

|  |
| --- |
| **图30：净利率对比-中国移动 vs. 腾讯 (2005A-2014A)** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心*  *注：表中文字系公司半年报提及的公司发展战略；腾讯在2012和2013年销售净利率的下降主要是受电商业务的低毛利摊薄影响。此期间电商业务的毛利率分别为5.3%（2012年）和5.7%（2013年）。* |

|  |
| --- |
| **图31：腾讯的战略演进-连接“人与人”，到连接“人与服务”和“人与设备”** |
|  |
| *数据来源：公司材料，安信证券研究中心* |

腾讯的生态演变，从**自我强化的社交图谱体系-从“人与人的连接”即“用户可以从QQ中找到ta的朋友，用户的朋友可以从QQ中找到ta”演变到“人与服务的连接”或“人与设备的连接”即涵盖用户24小时生活圈的产品体系“用户需要的服务都可以在腾讯生态得到满足”。**

根据公司2014年所披露的公司战略，中国移动的公司战略仍然是“深化四网协同发展、创新全业务经营、积极拓展移动互联网”的战略转型，通过网络服务的升级来提升客户体验。而腾讯则指出“继续打造互联网生态系统，以提升用户的在线及线下生活”，通过构建生态系统，来满足客户多层次的需求，让客户收益。从战略层面上，中国移动和腾讯对于用户社群的理解和认识，足以看到双方对社交网络的理解和认识，高下之分一目了然。

|  |
| --- |
| **图32：腾讯的核心竞争力示意图** |
|  |
| *数据来源：公司材料、安信证券研究中心* |

## 为何阿里巴巴一直在社交领域非常焦虑？

作为全球最大的B2B和B2C 电商平台的阿里巴巴为何大力进入社交网络服务领域？ 2013年9月23日，阿里巴巴正式发布移动好友互动平台“来往”，是阿里推出的即时通讯软件，也是阿里第一款独立于电商业务之外的社交产品，其核心功能是实现熟人之间的社交。除了语音、文字等基本的通讯功能之外，“来往”支持“阅后即焚”。

在开展自主研发进入移动社交领域的同时，阿里巴巴还同时通过外延式并购扩张的方式，陆续投资了微博、TangoMe和陌陌等社交领域的巨头，致力于构建阿里巴巴的用户社交网络。我们理解，原因主要存在以下几个方面：

**1）从新用户拓展来看，电商获取新客的成本越来越高，迫使电商巨头搜寻性价比高的获取用户途径。**根据行业专家的判断，由过去的几十元获取一个新用户，到目前获取用户的成本接近人民币100-200元，用户获取成本伴随电商用户渗透率的提升，成本快速攀升。京东与腾讯的联姻，除腾讯自身电商业务一直尚未成长起来外，京东迫切需要获得稳定的互联网用户入口，而腾讯的QQ和微信用户群体则提供了一个很好的新开户来源。截止2015年3月末，阿里巴巴、京东和唯品会的活跃买家数分别达到3.5亿、1.05亿和1,290万(阿里巴巴和京东的活跃买家数均指的是在过去12月有过购买记录的用户)。

**2）存量用户的价值，使得用户维系成为电商公司长远发展的重要命题。**根据阿里巴巴在FY15Q2（2014年第三季度，即阿里巴巴的2015年财年第二季度）电话会议上，CEO陆兆禧对于存量用户价值的阐述，1年左右的用户年均消费GMV约为1,000元左右，5年的老用户年均GMV消费约为5,000元，而10年以上老用户年消费约为30,000元。由线上购物的销售形成基于商品关系的“弱连接”，而如果能够建立用户之间基于商品购买的社群，以及用户与商家之间商品互动的社群，将大大增加平台的粘性，社交网络能够以较低的代价实现从“弱连接”到高频次的“强连接”转变，最大化用户的价值。这也是阿里巴巴如此重视社交网络领域并购的原因。

|  |
| --- |
| **图33：阿里巴巴在社交领域的并购** |
|  |
| *数据来源：公司材料、公开新闻、安信证券研究中心* |

# 

# 社交网络的演进与规律

## 定义与范畴

按照维基百科的定义，社交网络服务（Social Networking Services），主要作用是**为一群拥有相同想法、活动、事件和兴趣的人创建在线社区。**这类服务往往是基于互联网，为用户提供各种联系、交流的沟通网络。

社交网络的发展，离不开六度分隔理论，即“人际关系脉络方面你必然可以通过不超出六位中间人，间接与世上任意人相识”。个体的社交圈会不断地**扩大和重叠**并在最终形成大的社交网络。多数社交网络会提供多种让用户**交互**起来的方式，可以为聊天、图片和视频分享、文件分享、博客、讨论组群等。

按照中国互联网研究中心在2014年的报告显示，即时通讯、社交网站和微博是社交类应用的三个细分领域，既有社交类应用的基本属性，也有各自的特性。社交网站、即时通信偏于沟通、交流与互动，而微博则更偏向信息传播，让人们从中获取新闻资讯。截止2013年12月，即时通信、社交网站和微博在整体网民的覆盖率为89.3%、61.7%和43.6%。

|  |
| --- |
| **图34：互联网社交产品的渗透率变化** |
|  |
| *数据来源：CNNIC、安信证券研究中心* |

## 社交网络的价值重估

**社交网络的出现颠覆了传统媒体的信息交互方式。**在传统媒介的内容传播上有过往的“**一对多**Push方式传播”，通过自上而下的**单向**信息传播模式，保证了对**传播内容的最大化控制**。Web2.0模式也就是社交网络模式下，转变了1.0时代自上而下的信息传播，信息节点的每一个人都是信息制造者，是一种“多对多的信息分发机制”，信息的汇聚和分发几乎同时发生，是一种“去中心化”的信息传播机制。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图35：Web 1.0模式下信息内容的传播机制** |  | **图36：Web 2.0模式下信息内容的传播机制** |
| Circulation 1.0 |  | circulation2_0 |
| *数据来源：公开材料、安信证券研究中心* |  | *数据来源：公开材料、安信证券研究中心* |

**理解社交网络，作为基于社交连接产生的网络，其商业价值参照**梅特卡夫定律（MetCalfe’s Law）对于网络价值的理解，即：

**1.网络价值与网络用户数量的平方成正比**，即N个联结可以创造N乘以N的效益。

**2.网络的外部性和正反馈性**：使用网络的人越多，这些产品才变得越有价值，因而越能吸引更多的人来使用，最终提高整个网络的总价值。

**3.消费即生产**：信息资源的奇特性不仅在于它是可以被无损耗地消费的，而且信息的消费过程可能同时就是信息的生产过程，它所包含的知识或感受在消费者那里催生出更多的知识和感受，消费它的人越多，它所包含的资源总量就越大。

**4.传播和反馈同时进行的交互性媒体**：互联网不仅使得信息的边际成本达到最低，而且是一种传播和反馈同时进行的交互性媒介

**对于社交网络的正确理解并予以实践是企业的核心竞争力之一。**用户与企业之间，到底是何种关系最为理想？成千上万的用户有千千万万的想法，为何他们选择你的产品？在认可产品之后，还主动帮助传播？**社交网络的构建是基于人与人之间的信任关系，信息的流动是信任的传递，企业建立的用户关系信任度越高，企业价值越大。**

如果要理解社交网络对于企业运营的意义，我们可以从传统企业的命题来回顾。传统企业以盈利为目标，通过为客户提供商品或者服务来获利。企业规模的扩大，一方面来自于获取更多的用户（包括地理上的区域扩张）、另一方面在于如何为现有客户提供更多的产品或者服务，**其竞争要点的核心在于如何拓展新增客户并维系存量客户。**而很大程度上，传统企业的客户与用户是重合的，即购买产品的人即是企业的用户

互联网的出现，使得企业盈利的过程不再显得清晰和直接，企业通过免费的产品和服务，积累了大量的社交网络和社群，然后再逐步通过广告、游戏和电商进行商业的变现。盈利的半径和过程变得更长，但核心还是如何快速积累新增用户并做好用户留存，竞争的核心并未变化，只是客户与用户有所区别。

**而上述竞争要义的核心，在于如何建立构建起使用企业产品或者服务的用户社群，在保持社区的用户群不断扩大、用户交互不断增强（粘性）的基础上，根据对用户需求的准确洞察（标签化）推出符合用户需要的产品或服务，从而实现企业的扩张与企业范围延展。**

以小米为例，过去当企业交付商品给用户后，企业与用户的接触才刚刚开始，后面需要不断与用户互动，让用户参与到商品的改进完善中来，建立起企业与用户、用户与用户之间的社群。传统企业的销售模式下，用户与企业的产品之间，只是简单的销售关系，当消费行为发生之后，企业与用户的关系基本就中断了。甚至有的企业还希望用户购买产品之后，就最好不要与企业发生任何联系，因为这可能意味着售后、投诉、纠纷、成本和公关危机…小米的案例说明，只有把与用户的关系由弱关系逐步通过“开放参与节点”，把做产品做服务做品牌做销售的过程开放，筛选出让企业和用户双方获益的接点，双方获益的参与互动才可持续，方能建立起强连接。

社交网络在建立其企业与用户的信任感之后（例如小米的米粉），可大大降低企业的营销成本。从两个方面予以体现，一是在推出新的产品或者服务时，基于信任感之下，营销成本很低，有了**信任背书，用户愿意尝试新的产品或服务**；另一方面，通过企业自身的社交网络以及与现有用户为核心的社交网络发生重合，**进而进行口碑传播，新用户的获取成本还是很低**。这也是我们当前研究社交网络的前提与基础，也是我们对社交网络进行重估的意义所在。

## 社交网络的分类与应用图谱

1. 我们根据彼此**关系的强弱**可将社交网络划分为强关系社交和弱关系社交，也就是**基于线下社会关系形成的“熟人社交网络”以及基于兴趣、事件、活动或者地点而形成的“陌生人社交网络”**

|  |
| --- |
| **图37：社交网络划分** |
|  |
| *数据来源：安信证券研究中心* |

2）根据用户社群**共同点的差异**，可以形成不同的社区。包括基于**共同话题或者问答**形成的社群（如贴吧、知乎、天涯、西祠胡同）、基于**爱好**形成的社群（豆瓣）、基于**学习经历**形成的社群（如校友录、人人和Facebook）、基于**工作经历**形成的社群（如大街网、脉脉、Linkedin）、基于**地理位置**形成的社群（如19楼、陌陌）。

3) 可以按照基于社**交的应用**进行划分，包括即时通讯（QQ、来往、米聊、微信、WhatsApp、Line）、在线直播（如9158和YY）、在线求职（脉脉、LinkedIn）、社交博客（Twitter, Weibo）等。

4) 按照用户**交流分享的形式**，可以划分为短信、图片、语音、视频和多媒体等。

CIC关于中国社会化媒体格局的概览给了我们一个全局的视角来理解和解读社交网络的分类。

|  |
| --- |
| **图38：中国社会化媒体格局** |
|  |
| *数据来源：CIC、安信证券研究中心* |

从社交类应用的用户重合来看，社交网站、微博和即时通讯虽然同属于社交类应用，但满足的是用户不同层次的需要，用户在使用不同产品时,使用的功能也有所不同。而腾讯目前的社交类产品已经几乎覆盖了用户对于社交类的需求。

* **社交类网站**：以QQ空间为代表的社交类网站，用户主要使用其来上传照片、发布更新状态、发布日志/评论；
* **即时通讯工具**：以微信为代表的即时通讯工具，用户主要使用其来聊天或者关注朋友圈，旨在进行沟通和交流以维系当前的熟人关系。
* **微博**：使用主要是关注新闻热点话题和关注感兴趣的人，社交媒体的属性凸显。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图39：社交类应用的用户重合度** |  | **图40：不同社交应用的主要功能** |
|  |  | |  |  |  | | --- | --- | --- | | **社交网站** | 上传照片 | *71.2%* | | 发布更新状态 | *67.9%* | | 发布日志/评论 | *67.7%* | | **微博** | 关注新闻/热点 | *75.9%* | | 关注感兴趣的人 | *62.1%* | | 分享/转发信息 | *58.3%* | | **微信** | 语音聊天 | *84.5%* | | 文字聊天 | *83.3%* | | 朋友圈 | *77%* | |
| *数据来源：CNNIC、安信证券研究中心* |  | *数据来源：CNNIC、安信证券研究中心* |

# 社交网络投资逻辑的分析框架与海外标杆研究

## 社交网络的分析框架

结合我们对社交网络商业化价值的理解，我们用社交网络从用户数量、交互频次、应用场景和商业化变现四个维度来理解和判断社交网络的投资价值，作为我们研究社交网络投资价值的分析框架：

|  |
| --- |
| **图41：社交网络投资逻辑的分析框架** |
|  |
| *数据来源：安信证券研究中心* |

对于用户属性与规模而言，我们除了关注当前社交网络产品的注册用户、月度活跃用户（MAU）和日活跃用户（DAU）之外，还会关心产品目标用户群的年龄分布，了解其用户增长的天花板。同时，对于性别比例以及区域分布也是我们关注的重要指标之一。

对于观察用户的交互频次而言，我们关心产品的打开次数、使用时长，以及活跃用户的占比（DAU/MAU），这是用来判断社交网络产品粘性的重要指标。

就应用场景和商业化变现而言，我们分别关注频次与客单价、用户转化率、付费用户占比，单用户收入以及单项产品的毛利率。

|  |
| --- |
| **图42：社交网络研判的观测指标** |
|  |
| *数据来源：安信证券研究中心* |

### 用户属性与规模是社交网络的基础，也是研判社交网络价值的第一要义

按照梅特卡夫定律的理解，**网络价值是随着用户数量的增长而指数性增长：**在应用场景相同的前提下，一个10万人的应用与一个1万人的应用相比，理论上价值提升了10\*10=100倍。有价值的社交网络首先是建立一个足够庞大的用户基础之上。

奇虎董事长老周借用毛泽东的语录**“地在人失，人地皆失；地失人在，人地皆得” 来形容互联网的本质，即用户为王**。在他看来，地就是你的收入，人就是你的用户。如果为了用户利益放弃一些收入，那么不仅能留住用户，而且失去的收入还能回来。“看一家互联网公司能否成功，早期赚钱不赚钱不重要，只要看它的产品是否足够得好，是否好得足以凝聚人气，好得足以形成海量的用户基础。如果是，这家公司就一定有用户价值，它只要是有用户价值，就一定会找到某种形式去释放出商业价值。”

**在用户数量积累到一定阶段到达拐点后，用户社群就会进入自我增强的螺旋式扩张阶段。**罗杰斯(Everett Rogers)的创新扩散曲线(Diffusion of Innovations)很好的解读了一项创新应用的用户积累过程，腾讯上市之后即时通讯账户即经历了高速扩张期(Early Majority)、稳定增长期期(Late Majority)和缓慢增长期(laggards)三个阶段。

|  |
| --- |
| **图43：罗杰斯的创新扩散曲线示意图** |
|  |
| *数据来源：网络公开资料、安信证券研究中心* |

腾讯是1998年11月12日由马化腾和他大学时的同班同学张志东成立，当时公司的主要业务是拓展无线网络寻呼系统。1999年2月，腾讯正式推出即时通讯工具QQ，从历史数据来看，用户增长了经历了三个阶段：

**高速扩张期**：用户从2003年4季度的8,150万，增长至2006年1季度的2.21亿，保持了同比45% 以上的高速增长；

**稳定增长期**：用户从2006年2季度的2.24亿，发展至2010年4季度的6.48亿，基本维持了同比20%以上的增速；

**缓慢增长期**：用户从2011年1季度的6.74亿，扩张至2015年1季度的8.3亿，增速放缓至同比20%以下。

|  |
| --- |
| **图44：腾讯即时通讯活跃账户的增长** |
|  |
| *数据来源：公司材料、安信证券研究中心* |

我们扫描了全球社交网络应用中，月度活跃用户超过1亿的应用服务中，中国占6个。其中，Facebook是当之无愧的社交网络之王，截至2015年1季度的MAU达到14.4亿。QQ空间和WhatsApp分列第二和第三，分别有8.32亿和8亿MAU。

* 5亿MAU以上：Facebook、QQ、WhatsApp、QQ空间、微信和Facebook Message;
* 3-5亿MAU：包括LinkedIn、Twitter、Skype、Google+、Instagram和百度贴吧等；
* 1-3亿MAU：Viber、Tumblr、LINE、Snapchat、新浪微博、YY和Vkontake等。

|  |
| --- |
| **图45：全球社交类应用的MAU对比** |
|  |
| *数据来源：Statista（2015年5月26日数据）,公司公告，安信证券研究中心*  *注：Facebook，QQ, LinkedIn,Twitter,LINE, 新浪微博，YY和陌陌采用公司数据* |

### 交互频次（Engagement)即粘性与时长决定了社交网络的可持续发展能力

通过社交网络内部频繁交互和内容创作、传播、反馈到再创作、传播和反馈的往复循环中，带动的商业活动创造的价值就越容易积累。在我们对社交网络的理解中，**通过用户之间的互动和交流，逐渐地帮助用户构建和完善起每一名用户所特有的网络人际脉络，从而形成对特定社交网络的依赖，构成用户粘性的第一道护城河。**在这个交互的过程中，社交网络公司可**利用其中产生的海量信息，收集用户兴趣、行为和关系网络等数据，刻画和描述用户的属性并通过账户体系予以分类和标签化。**

陌陌、Facebook以及微博的招股说明书都将扩大用户基数以及保持用户的活跃度作为公司运营的第一要义，都在风险提示的第一条予以重点阐述。

**表1：社交网络公司对于用户及用户活跃度的阐述**

|  |  |
| --- | --- |
| **陌陌招股书风险提示第一条** | If we fail to retain our existing users, further grow our user base, or if user engagement on our platform declines, our business and operating results may be materially and adversely affected. |
| **Facebook招股书风险提示第一条** | If we fail to retain existing users or add new users, or if our users decrease their level of engagement with Facebook, our revenue, financial results, and business may be significantly harmed. |
| **微博招股书风险提示第一条** | If we fail to grow our active user base, or if user engagement on our platform declines, our business, financial condition and operating results may be materially and adversely affected. |

*数据来源：公司材料、安信证券研究中心*

**从用户使用时长来看**，陌陌平均每个活跃用户的日均时长时长在30分钟左右，微信在70分钟以上，而Facebook平均在45分钟左右。根据艾瑞mUserTracker的数据，2014年10月，微信的人均月使用次数为168.3次和人均有效使用时长为382.4分钟；新浪微博的人均月使用次数为45.2次和人均有效使用时长为145.7分钟；陌陌的人均月使用次数为52.7次和人均有效使用时长为115分钟。

|  |
| --- |
| **图46：主要社交应用的人均指标对比（2014年10月）** |
| |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | App | 人均使用次数（次） | 人均有效使用时间（分钟） | 人均使用天数（天） | 人均单日使用次数（次） | 人均单日有效时间（分钟） | 人均单次有效时间（分钟） | | 微信 | 168.3 | 382.4 | 16.2 | 8.4 | 18.8 | 2.9 | | 新浪微博 | 45.2 | 145.7 | 10.5 | 2.8 | 8.9 | 3.2 | | 陌陌 | 52.7 | 115.0 | 8.3 | 4.0 | 8.8 | 2.7 | |
| *数据来源：艾瑞mUserTracker (2014年12月),安信证券研究中心* |

**我们一般用DAU/MAU的比重来对判断活跃用户的质量以及用户粘性。一般而言，**

* **需求本身的频次越高，使用频次越高；**
* **移动设备用户越多，使用频次越高；**
* **熟人关系链越多，使用频次越高，这也是我们用该指标观测用户沉淀的重要参照之一。**

从陌陌上市前公布的7个季度数据来看，DAU/MAU占比一直处于稳步提升过程中，从1Q13A的35.9%增长至3Q14A的42.4%，显示了用户粘性不断增强的过程。

|  |
| --- |
| **图47：陌陌MAU用户增长以及DAU占MAU比重 (1Q13A-1Q15A)** |
|  |
| *数据来源：公司公告、安信证券研究中心* |

在Facebook过去的25个季度中，随着MAU用户的持续增长，其用以衡量用户活跃度的DAU/MAU比重不断提高，充分反馈了用户粘性的不断增强，公司股价也不断创新高。

|  |
| --- |
| **图48：Facebook的MAU增长以及DAU占MAU比重（1Q09A-1Q15A）** |
|  |
| *数据来源：公司公告,安信证券研究中心* |

参照下图的分析，DAU/MAU比重最高的是WhatsApp约为70%，这也是为何Facebook愿意耗费190亿美元收购的重要原因，而最新的数据显示，WhatsApp的MAU已经由Facebook2014年2月收购时的4.5亿增长至当前的MAU8亿，反映了Facebook独到的眼光。我们预计微信的DAU/MAU比重也在60%左右。

|  |
| --- |
| **图49：社交产品使用频次指标-DAU/MAU** |
|  |
| *数据来源：互联网公开材料（2015年1月）、安信证券研究中心* |

### 应用场景(Application Scenario)决定了社交网络的商业化潜力

试想一下，如果当年的腾讯仍然坚守即时通讯领域，而没有扩展到其他的应用场景，那么腾讯仍将只是一个软件公司。正是基于用户的潜在和现实需求，在优化现有产品和服务的同时，扩充新产品和服务，实现对用户24小时生活圈和生命周期的全面覆盖，强化用户体验来提高用户对其的依赖。在这个过程中，通过用户分类并构建用户模型和标签化，进行精准预测和推荐，借助包括**游戏、广告和电商等商业模式**，进行流量的变现和商业化。

|  |
| --- |
| **图50：涵盖腾讯用户24小时生活圈的产品体系** |
|  |
| *数据来源：公司材料、安信证券研究中心* |

**我们也需要关注各个年龄层和不同细分用户群体的差异，会对社交网络的应用场景的价值有不同的演变路径**。还是以腾讯为例，微信的成功除了使得腾讯成功在移动互联网进行了重要的布局之外，还帮助腾讯**实现了用户群从QQ用户群的“年轻、兴趣广泛和偏好娱乐需求”，从微信用户群的“相对成熟、具有较强购买力的白领高价值用户”。**用户群的延展，使得基于用户群特性的应用场景成为可能。仔细留心腾讯自微信产品出现之后的新产品布局，例如理财通、投资在线旅游、投资京东、开设深圳前海微众银行，就会发现应用场景逐渐从“娱乐”扩展至“商务”。

|  |
| --- |
| **图51：用户群体的延展是应用场景的拓展机会** |
|  |
| *数据来源：安信证券研究中心* |

### 社交网络的商业化变现模式(Monetization)

社交网络在商业化变现上与其他互联网企业并无不同，主要通过会员订阅、付费表情、广告、游戏和电商（抽成）等这几种模式来进行变现。

按照腾讯微博开放平台的资深员工徐志斌《社交红利》中所阐述的那样，商业环境形成的几项要素：社交网络、技术、方便性、成本，这几项要素会帮助商业环境创造出获利条件。**形成社交网络是基础，社交网络的目的越清楚，规模就可以发展得越大，商业价值就会越高；社交网络内容活动越频繁，带动商业活动创造的价值越容易积累。**

**不管是传统还是线上，社交网络因为共同需求（也就是我们的标签）而建立，群内成员有特定的商业需求希望得到满足，若能掌握社交网络特质，设计出方案满足他们的需求，各种商业机会就会呈现在不同的社交网络中。不管是拼车、团购、美食、打车、电影、求职、音乐和视频等网站和服务，社交网络都是在具备商业需求的前提下形成。需求被细腻化、精致化，结果又创造出更多新的商业机会，这也是我们研究社交网络的价值所在。**

## Facebook-以用户体验为核心的社交网络巨头

### 公司发展简史-从常青藤名校起步，不断连接更多用户

Facebook于2004年2月4日正式推出，一开始仅作为哈佛大学校园的社交网络存在，后来逐步扩展到其他在波士顿区域的大学包括常春藤名校与斯坦福大学。然后于2005年9月扩展到高中和国际学校，直至2006年才逐步放开注册，向13岁以上的公众开放。

**2004-2013年期间用户的CAGR达到120.4%，同期收入的增幅更快，达到201.5%。**Facebook的成功也有**很大程度上归结与其在大学中起步，那里是年轻人社交网最密集的地方，通常而是人们一生中最精力充沛地结交朋友的地方**。截止2014年3季度末，Facebook合计有13.5亿MAU，其中有11.2亿用户通过移动端登陆Facebook的门户。

|  |
| --- |
| **图52：Facebook的用户发展及里程碑事件（2004-2014）** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心* |

作为一种全新的交流方式，Facebook将用户全新的连接方式，既可以基于校友通讯率形成社群，可以是相同的体验、爱好、问题或目标，其形式可大可小，从一个群组中的两三个朋友到一个家族，共同的爱好可能是同一则新闻、一首歌或者一个YouTube视频。Facebook并没有明确的把用户集结在一起，结成浪漫交友的圈子，而是表现出其他许多本性：**一种寻求归属的渴望、一种虚荣的冲动和重重的偷窥心**。在Facebook平台上，每个人都可以成为编辑，成为内容的创作者、制作人或散布者。

1. **初创期(2003-2004)-关注于用户体验，仅在学校范围内进行扩张**

Facebook的雏形来自于扎克伯克早期的两项创业产品。2003年9月，扎克伯格开发了称之为“课程搭配”（Course Match）允许同学之间相互查看选课的记录以及，以及课程的参加人数“通过事务可以把人联系起来”。2003年10月28日推出“Facemash”网站，邀请用户比较两位同性同学的照片，指出谁的人气更高。假如意味同学的评分等级更高些，那此人的相片就会用来与其他更受欢迎的学生做比较。上线4个小时后，网站吸引了约450名方可，所有照片共被浏览2.2万次。

正式的产品是与2004年2月4日上线，网站最初仅限哈佛大学学生加入，在上线后的第一个月内，哈佛大学的学士生中有超过一半以上的人注册成为用户。在2004年3月，Thefacebook.com扩展营运范围至哥伦比亚、斯坦福和耶鲁大学。之后继续开放让包括波士顿大学、纽约大学、麻省理工学院在内的所有常春藤盟校，以及大部分美国和加拿大境内的大学师生使用。

1. **扩张期(2005-2012)-在用户快速增长的同时，商业化步伐开始加快**

2005年9月2日，扎克伯格推出了Facebook的高中版网站，在当时，高中版Facebook需要获得邀请才能注册，并将注册适用范围伸至数间公司的员工，包括苹果公司和微软在内。2006年9月26日，Facebook正式对所有年满13岁且持有一个有效电子邮件地址的人开放。

在2007年下半时，Facebook已有超过10万个商业页面（可让公司进行宣传和吸引客户的页面）2007年10月24日，微软宣布以2.4亿美元购入1.6%的Facebook股权，让Facebook的总价值来到约150亿美元。微软的购股条件中包括了可在网站上放置国际性广告的权利。

2009年9月，Facebook宣布其现金移动首次转为正向。在2009年后，Facebook的流量稳定成长。在2010年3月13日，当周Facebook的访问人次超越Google.

1. **成熟期(2013-) 基于社交网络开展移动端和未来发展的布局**

2013年1月15日，Facebook宣布了“社交图表搜索”功能，该功能对用户提供一个“精准的答案”，而非以往一个汇集网站上许多数据链接的页面。

2014年2月19日，Facebook同意最高以190亿美元现金和股票收购实时通信软件公司WhatsApp。2014年3月25日，Facebook以现金加股票方式，收购成立仅两年的虚拟现实头戴设备创业公司 Oculus VR Inc.，作价约为20亿美元 。作价中包括4亿美元现金及2,310万股Facebook股票。2014年，Facebook收购健康跟踪移动应用Moves的厂商ProtoGeo Oy。Facebook没有透露这项交易的价格。

2014年4月24日，Facebook宣布推出新闻服务FB Newswire，一种面向新闻记者的最新服务。2014年6月3日，Facebook宣布将收购芬兰移动互联网服务创业公司Pryte。Pryte的服务主要面向欠发达地区没有订购无线数据服务的手机用户，向他们销售短期的上网服务，允许他们访问特定的移动应用。

### Facebook用户年龄分布均衡且忠诚度高，Instagram在年轻人做了布局

根据GWI的研究统计，Facebook的用户年龄较为均衡，一定程度上反映了Facebook的用户群趋于成熟，16-24岁之间的用户群占比最小，仅为25%。

|  |
| --- |
| **图53：美国主流社交平台活跃用户的年龄分布（3Q14）** |
|  |
| *数据来源：GWI、安信证券研究中心* |

根据Trition Research的研究，Facebook超过三分之二的用户账户使用年限已经超过3年，用户忠诚度非常高，1年以下的用户仅占7%，一定程度反映了Facebook的用户群很稳固，对于其社交网络粘性非常大。18-24岁之间的Facebook账户平均拥有好友649个，正是基于这样的连接，使得Facebook的用户活跃度非常高。根据2Q14业绩会讨论，**扎克伯格提到，美国用户平均每天在Facebook上平均逗留40分钟，其中包括五分之一的时间在移动端**。但比用户平均耗费近9个小时时间在电视、手机和电脑上的时间相比，Facebook仍有较大的提升和改善时间。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图54：Facebook用户使用年限分布** |  | **图55：Facebook用户按年龄分布的平均好友数量** |
|  |  |  |
| *数据来源：Trition Research、安信证券研究中心* |  | *数据来源：Trition Research、安信证券研究中心* |

### 广告仍然是Facebook收入变现的主要来源，占总体92%以上

Facebook商业化变现仍然以广告为主，主要包括企业主页宣传、信息流广告以及精准广告投放。截止2014年，Facebook的广告收入为USD11.5亿美元，占总体收入为92.3%，同时占全球互联网广告收入的9.4%。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图56：Facebook收入增长（2004-2014）** |  | **图57：Facebook收入构成（2004-2014）** |
|  |  |  |
| *数据来源：公司材料、安信证券研究中心* |  | *数据来源：公司材料、安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图58：Facebook广告收入及所占全球互联网广告份额（2009-2014）** |
|  |
| *数据来源：公司公告、Bloomberg, 安信证券研究中心* |

* **企业主页业务（Pages）**主要为企业建立与客户的连接提供了桥梁，来帮助企业建立自己的声誉、接触到新的用户并保持连接；包括使用“附近的”、“签到”和“活动”来帮助企业建立起与基于地理位置用户的连接。
* **广告业务（Advertising）** 帮助企业接触到新的用户并保持沟通与联系。与大多数广告仅能接触到38%左右的潜在用户相比，Facebook可以接触到平均月89%的用户。包括PC和移动端的信息流广告（News feeds）、以及在PC右侧栏目的赞助上广告。
* **高级广告业务(Advanced Advertising)** 帮助广告主通过自主设定广告投向的方向，来找到Facebook平台上潜在的广告受众。可以定制广告基于地理位置、年龄、性别、语言和兴趣来进行精准投放。

|  |
| --- |
| **图59：Facebook高级广告投放系统示意图** |
| https://fbcdn-vthumb-a.akamaihd.net/hvthumb-ak-xpf1/v/t15.0-10/s552x414/10381884_805915789446816_805914962780232_44776_2327_b.jpg?oh=cdff0e2933ff043333d66ef8f9893ff6&oe=554723FD&__gda__=1427201822_3bdb4ce88a33d259b5c78826129d54e8 |
| *数据来源：公司资料, 安信证券研究中心* |

### 移动端用户占比超过86%，移动广告收入已经占1Q15广告收入的73%

Facebook的月活跃用户中，移动端用户从4Q10的40.3%提高至1Q15的86.6%。同时移动端的广告收入贡献也在逐步跟进，截止1Q15，移动端广告收入占总体广告收入的73%，同比提高14个百分点，环比提高4个百分点。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图60：移动端月活跃用户及占比（4Q10-1Q15）** |  | **图61：Facebook移动端广告收入及占比（4Q12-1Q15）** |
|  |  |  |
| *数据来源：公司公告、安信证券研究中心* |  | *数据来源：公司材料、安信证券研究中心* |

从单用户季度收入来看，Facebook的单用户季度收入已经提高至2014年的USD2.24，同比提高39.6%。

|  |
| --- |
| **图62：Facebook单用户季度收入（2004A-2014A）** |
|  |
| *数据来源：公司公告, 安信证券研究中心* |

### 并购一直是Facebook笼络人才、获取用户以增强社交帝国，进入新领域的重要方式

在1Q15的业绩会上，扎克伯格强调当前Facebook已经由**一个单纯的应用演进为一个应用矩阵**，包括14.4亿MAU活跃用户的Facebook服务，8亿WhatsApp用户、7亿群组用户、6亿FB Messager用户，以及超过3亿的Instagram用户，致力于帮助用户分享和连接他们所在意的任何内容。平台上每天的视频浏览量超过40亿次，每天发送的信息超过450亿条，平均每一个用户每天平均花费21分钟使用Instagram。同时，Facebook战略的另一部分，是帮助用户连接商业，截至1Q15时Facebook平台上已经拥有超过200万的广告主

根据我们的不完全统计，截止目前Facebook总共收购了超过50家公司，基本分布在社交领域、移动端、广告和新领域：

* **社交领域**-2007年Facebook收购了离线图片分享应用Parakey，2010年3月又收购了群组图片分享应用Divvyshot；2012年4月以10亿美元收购图片分享服务商Instagram，收购时用户数为3000万，到2013年12月MAU超过1.5亿，截止2014年11月MAU超过3亿；2014年2月以190亿美元收购即时通讯应用WhatsApp，收购时月活跃用户为4.5亿；
* **移动端**- Facebook于2011年收购了移动图片和视频处理应用Digital Staircase；此后，又收购了5个移动应用开发公司；以8500万美元和7000万美元分别收购移动应用开发公司Parse（2013年4月）和Snaptu（2011年3月），提高移动应用的开发能力；收购移动互联网服务Pryte Oy（2014年6月）和约2000万美元收购无人机制造商Ascenta（2014年4月）：通过越过网络屏障以及制造无人飞机来提供互联网服务，使欠发达地区用户有机会使用Facebook；
* **广告-**Facebook在2011年1月收购了基于LBS的广告推介应用Rel8tion，又于2013年3月以1亿美元收购了微软Atlas在线广告平台，提高公司在广告领域的变现能力；2014年7月，收购视频广告技术提供商LiveRail，将其广告网络和数据延伸到该公司自己的媒体覆盖范围之外；以2亿美元收购数据分析公司OyOnavo（2013年10月）：收集用户日常数据并加以分析，以增强广告变现能力；收购安全服务提供商PrivateCore（2014年8月），提高数据安全性。
* **新领域**- Facebook于2010年10月收购云服务公司Drop.io；2011年2月收购招聘服务网站Pursuit；2011年8月收购IOS电子书制作商Push POP Press；2012年5月收购社交化礼物赠送移动应用Karma；2012年6月，收购以色列面部识别技术公司Face.com；2013年8月，收购语音识别和翻译应用开发商Mobile Technologies；2014年3月，收购虚拟现实设备RiftVR制造商OculusVR及摄像技术13th Lab AB和Nimble VR (2014年12月)：研发虚拟现实以及三维手势技术，未来有望拓展到可穿戴的整体虚拟感应系统。截止目前，Facebook进入的新领域包括：云服务、招聘服务、电子书、移动电商、面部识别、语音识别和翻译以及虚拟现实设备。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图63：Facebook收购的企业类型** |  | **图64：Facebook在新领域的布局** |
| |  |  | | --- | --- | | 类型 | 收购数量 | | 社交类 | 16 | | 移动类 | 14 | | 广告类 | 5 | | 技术类 | 7 | | 新领域 | 12 | | 总计 | 54 | |  |  |
| *数据来源：公开资料、公司材料、安信证券研究中心* |  | *数据来源：公开资料、公司材料、安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图65：Facebook历史上的收购不完全统计（2004-2014）-1** |
|  |
| *数据来源：Bloomberg, 互联网公开材料，安信证券研究中心* |
| **图66：Facebook历史上的收购不完全统计（2004-2014）-2** |
|  |
| *数据来源：Bloomberg, 互联网公开材料，安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图67：Facebook最新M&A案例 （2014年4月 – 2015年3月）** |
|  |
| *数据来源：互联网公开信息，Bloomberg（数据截止2015年4月21日），安信证券研究中心*  *注：收并案例数据搜集不完整，案例不包括Facebook大型M&A数量据* |

回购Facebook历史上最大一宗的并购，即2014年以190亿美元的价格（40亿现金+120亿FB股票+30亿限制性股票）收购WhatsApp,当时WhatsApp月活跃用户为4.5亿，70%为日活跃用户。WhatsApp基本没有商业化，仅仅是每年收取1美元的使用费，根据2014年10月29日美国证监会的资料显示，2013年WhatsApp的营业收入为1,020万美元。

如果单纯从数据来看，似乎Facebook以每个MAU用42.2美元的价格非常昂贵，但如果能够考虑这一年后WhatsApp将近8亿的MAU数据，这一笔收购非常值，充分说明了扎克伯格独到的眼光。

|  |
| --- |
| **图68：WhatsApp的MAU增长里程碑** |
|  |
| *数据来源：公司公告,互联网公开材料，安信证券研究中心* |

## Twitter-自媒体与信息聚合器平台，基于“事件”的社区聚集区

Twitter与Facebook致力于连接所有的人不同，**Twitter是一个全球性的实时自我表达和交流工具，致力于为人们提供制作、分发和发现内容的平台，使内容的创造和分发更扁平化，让所有人的声音可以实现实时传播**。截止1Q15，Twitter的MAU用户为3.02亿，+18.4% YoY, +4.9% QoQ，其中移动端的MAU用户占80%。

### 公司发展简史-基于事件将人们聚集起来

Twitter成为家喻户晓的品牌，**通过事件将人们聚集起来**已经成为Twitter的一大优势，比如追踪新闻更新和灾难现场目击者的报道以及在每年冬季将美国橄榄球决赛“超级碗”的数百万粉丝们通过Twitter联系在一起，也因此发展了大量新用户。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图69：Twitter收入增长（1Q11-1Q15）** |  | **图70：Twitter收入构成（4Q12-1Q15）** |
|  |  |  |
| *数据来源：公司公告、安信证券研究中心* |  | *数据来源：公司公告、安信证券研究中心* |

**Twitter最大的问题在于如何留住用户并保持用户活跃度，这与Twitter社交应用的媒体属性密切相关。**为了能够从服务中得到真正的使用价值，用户不得不投入大量的精力，比如判断追随哪种Twitter账户或者如何从海量的无关聊天信息中过滤出对自己有用的信息。

### 广告收入占收入总体89%，其中移动端广告收入占89%

Twitter的收入增长迅速，在过去的11个季度中，始终以同比大于70%的增速发展。截止1Q15，Twitter的总收入为USD4.36亿美元，+74% YoY, -9% QoQ

**广告收入仍然是Twitter收入的主要来源**，1Q15广告收入为USD3.9亿美元，+71.7% YoY, -10.2% QoQ，占当季度业务收入的89%。主要的广告形式包括基于效果的竞价P4P广告推送（Promoted Tweets）、账户推广（Promoted Accounts）以及基于特定地域的按时长付费广告-趋势推广(Promoted Trends)。

|  |
| --- |
| **图71：Twitter基于社交信息流的广告变现** |
|  |
| *数据来源：互联网公开材料，公司公告, 安信证券研究中心* |

**在通过广告收入变现的同时，Twitter还通过数据接入服务获得收入**。通过授权向合作伙伴接入、寻找和分析Twitter的历史和实时数据，收取数据授权费用。合作伙伴通过对数据的分析，识别用户的情绪、影响和其他趋势。例如，在日本有一个利用Twitter数据进行流感预测。可以在短时间内通过数万条 Twitter 找出可能感冒的人，并通过过去的感冒情况和今日的感冒情况进行分析（以及统计目前发烧以及嗓子痛的患者数量），另外该程序还会结合气温和湿度的变化来预测将来感冒的流行情况，并制作一个“易感冒日历”。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图72：Twitter在流行病预测方面的效果-1** |  | **图73：Twitter在流行病预测方面的效果-2** |
| 大数据地图 |  | 大数据预防感冒 |
| *数据来源：互联网公开材料、安信证券研究中心* |  | *数据来源：互联网公开材料、安信证券研究中心* |

Twitter的单用户收入从1Q11的USD0.26经过2年的发展在1Q13突破USD0.56。Twitter上市以后，其商业化进行明显加快，单用户收入从3Q13的USD0.73跃迁至1Q15的USD1.44，随后基本维持在上述水平。通过对其历史的分析，我们认识仅仅通过广告业务进行社交网络的收入变现，是存在一定上限的。如果Twitter需要进一步提高单用户季度收入的数值，就需要进一步扩展业务的应用场景。而Twitter较强的媒体属性，以及用户基于事件性质松散的社群，使得上述努力存在一定难度。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图74：Twitter单用户收入趋势（1Q11-1Q15）** | | |
|  | | |
| *数据来源：公司公告、安信证券研究中心* | | |
| **图75：Twitter的MAU发展及收入增速** | |  | **图76：移动端广告及占比 (4Q13-1Q15)** | |
|  | |  |  | |
| *数据来源：公司公告、安信证券研究中心* | |  | *数据来源：公司公告、安信证券研究中心* | |

### Twitter并购围绕社交、移动端和广告技术展开

**Twitter最大的问题在于如何留住用户并保持用户活跃度，这与Twitter社交应用的媒体属性密切相关。**为了能够从服务中得到真正的使用价值，用户不得不投入大量的精力，比如判断追随哪种Twitter账户或者如何从海量的无关聊天信息中过滤出对自己有用的信息。

据不完全统计，Twitter总共收购了33家公司，其中社交类17家，移动类5家，广告类8家，安全类2家，新领域1家。与Facebook相比，Twitter的收购围绕社交网络服务内容、增加用户和发展广告业务实现营收。

* **社交** - Twitter围绕主营业务做了拓展和加强，其中重点是2012年收购的社交博客公司Posterous和初创视频分享应用公司Vine；同年，Twitter推出了能够上传6秒钟短视频的插件Vine和能够支持视频、图片分享的推文拓展应用。但是，这些应用由于用户对Twitter的简洁性的偏好，在发布之后这些功能的影响非常有限。随着图片分享平台如Instagram的崛起，Twitter又在2014年12月收购了自拍分享平台Shots。
* **安全** - Twitter在2010年4月收购了提供移动通讯业务的Cloudhopper，还在2012年10月收购了移动应用开发平台Cabana；2014年7月，Twitter收购移动电商应用平台CardSpring，进入电商领域，并为其支付功能做准备。
* **广告 -** 从2011年6月收购在线广告拍卖平台AdGrok开始，Twitter于2011年7月收购了社交类营销创意平台Backtype，2012年6月又收购了曾为哈佛大学、华盛顿邮报提供过应用设计服务的广告设计公司Nclue；2013年之后，Twitter将它在广告方面的注意力又拓展到移动广告和原生广告，在2013年9月收购了提供移动广告展位管理的初创公司MoPub，2014年6月又收购了移动原生广告公司Namo Media。

|  |
| --- |
| **图77：Twitter历史上的收购不完全统计（2008-2014）-1** |
|  |
| *数据来源：Bloomberg, 互联网公开材料，安信证券研究中心* |
| **图78：Twitter历史上的收购不完全统计（2008-2014）-2** |
|  |
| *数据来源：Bloomberg, 互联网公开材料，安信证券研究中心* |

# 中国社交网络主要公司分析

## 社交应用的综合对比

### 全球社交类1亿MAU以上的社交应用中，中国占6个

**根据我们的不完全统计，目前全球社交应用超过1亿的应用共计19个，中国占6个，分别是QQ（8.32亿）、QQ空间（6.29亿）、微信（5.49亿）、百度贴吧（3亿）、新浪微博（1.98亿）和YY（1.17亿）。**

Facebook是当之无愧的社交网络霸主，截至2015年1季度的MAU达到14.4亿，还有包括WhatsApp（8亿MAU）、FB Messager（6亿MAU）和Instagram（3亿）在内的应用矩阵。**腾讯作为中国社交领域的霸王，分别拥有8.32亿MAU的QQ、6.29亿MAU的QQ空间以及5.49亿MAU的微信，构成了腾讯强大的用户矩阵，基本覆盖了中国主要的互联网人群。**

从排名来看：

* **5亿MAU以上**：Facebook、QQ、WhatsApp、QQ空间、微信和Facebook Message;
* **3-5亿MAU**：包括LinkedIn、Twitter、Skype、Google+、Instagram和百度贴吧等；
* **1-3亿MAU**：Viber、Tumblr、LINE、Snapchat、新浪微博、YY和Vkontake等。

|  |
| --- |
| **图79：全球社交类应用的MAU对比** |
|  |
| *数据来源：Statista（2015年5月26日数据）,公司公告，安信证券研究中心*  *注：Facebook，WhatsApp, FB Messager和 Instagram，QQ, QQ空间，微信 LinkedIn,Twitter,LINE, 新浪微博，YY和陌陌采用公司数据* |

### 

### 主要社交类上市公司的商业模式及收入构成

* **Facebook**的收入主要由广告和支付及其他两部分构成，2014年总体收入为USD124.7亿，其中广告收入占92.3%；
* **Twitter**的收入主要由广告和数据授权及其他增值收入两部分构成，2014年总体收入为USD14亿，其中广告收入占89.5%；
* **腾讯**的收入由增值服务、广告业务、电商业务和其他收入四部分构成，2014年总收入折合USD128.3亿；包括游戏和会员在内的增值收入占总体79.6%，广告收入占总体的10.8%，电商收入占6.2%；
* **欢聚时代**的收入由增值服务收入和广告收入两大部分构成，2014年总收入折合USD5.93亿；包括游戏、音乐和其他在内的增值服务收入占总体95.4%，剩余的都是广告收入；
* **天鸽**的收入由实时社交视频和游戏及其他收入两部分构成，2014年总收入折合USD1.13亿；实时社交视频收入占总体91.1%；
* **微博**的收入由广告收入和其他收入两部分构成，2014年总收入折合USD2.65亿，其中广告收入占总体79.2%；
* **陌陌**的收入由会员费收入、游戏收入和其他构成，2014年总收入为USD4,480万，其中会员费占整体64.7%，手游占24.4%。

|  |
| --- |
| **图80：社交类上市公司的商业模式及收入构成（2014）** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心*  *注：采用的换算汇率为USD：RMB为6.1422* |

### 全球主要社交类产品的单用户收入对比

我们对比了全球主要社交类应用的单用户收入对比，腾讯以单用户季度收入USD4.38的水平位列第一，**主要得益于腾讯以游戏为主的商业模式，变现能力远远高于其他社交类产品。**

在以广告模式为主的商业模式中，Facebook以单用户季度收入USD2.46位居第一，Twitter和新浪微博的变现能力要弱不少，流量变现能力仅为同期FB的58.5%和19.9%。

同样以在线演艺为主要收入来源的欢聚时代和天鸽，单用户季度收入分别为USD1.59和USD1.84，变现能力相对较高。

在筛选出的众多社交类应用中，单用户季度收入平均为USD1.45**。流量变现能力取决于变现模式，其中游戏的变现效率最高；广告受展现形式以及技术的影响，差异较大；在线演艺的变现模式相对较好；LinkedIn的单用户季度收入也达到USD1.84的水平。**

|  |
| --- |
| **图81：全球主要社交类应用的单用户季度收入对比（1Q15）** |
|  |
| *数据来源：Statista,公司公告，安信证券研究中心*  *注：腾讯的收入剔除了电商业务收入，腾讯的MAU使用的是PC端QQ账户数；LinkedIn使用是独立访客数(Unique Visiting Members)；Line收入数据为Statista（LINE Corporation's app revenue 1Q15），MAU数据为Statista（2015年4月）数据，估值数据来自Reuters（2014年7月）；Whatsapp 的MAU数据为Statista（2015年4月），单用户估值根据2014年2月被收购价格除以当时MAU数值* |

### 全球主要社交类应用的单用户估值对比

我们对比了世界主要社交类应用的单用户估值，估值水平最高的分别是腾讯（225.3）和Facebook（157.3），反映了资本市场对于龙头企业超额的溢价水平。

单用户估值高于USD50的还有包括LinkedIn（78.7）、Twitter（77.8）、天鸽（55.1）和人人（48.7）；Line（48）、WhatsApp（42.2）和陌陌（38.7）基本接近。

陌陌当前的单用户市值略低于我们在2014年12月10日发表的覆盖报告《陌陌-挖掘社交需求、连接创造价值》中对于单用户市值USD50-60区间的判断；欢聚时代（YY）的单用户市值相较天鸽低很多，安全边际较高，值得重点关注。

|  |
| --- |
| **图82：全球主要社交类应用的估值对比** |
|  |
| *数据来源：Bloomberg（2015年6月9日），互联网公开材料,公司公告，安信证券研究中心*  *注:2014年2月，Facebook宣布以190亿美元（40亿现金+120亿FB股票+30亿限制性股票）收购WhatsApp,当时WhatsApp月活跃用户为4.5亿，70%为日活跃用户.WhatsApp基本没有商业化，仅仅是每年收取1美元的使用费，根据2014年10月29日美国证监会的资料显示，2014年WhatsApp的营业收入为1,020万美元。*  *注：腾讯的收入剔除了电商业务收入，腾讯的MAU使用的是PC端QQ账户数；LinkedIn使用是独立访客数(Unique Visiting Members)；Line收入数据来自LINE Corporation's app revenue 1Q15，MAU为Statista（2015年4月）数据，估值数据来自Reuters（2014年7月）；Whatsapp的 MAU数据来自Statista（2015年4月），单用户估值根据2014年2月被收购价格除以当时MAU数值* |

## 腾讯1Q15业绩点评-“连接”战略继续深化，IP生态优势凸显，手游业务持续高增长，广告业务迎来腾飞

### 核心观点

#### **收入小幅超预期，利润基本符合预期。**正如我们在4Q14点评中提到的，1）本季度手游业务成为现金流业务，持续高增长（季度收入达到RMB44亿，+82% YoY，+8% QoQ）；2）腾讯广告业务迎来腾飞，成为一季度的收入新增点（RMB27.2亿，+131.4% YoY，+3.7% QoQ），重要性在提高；3）“连接”战略继续深化应用场景，接入本地医疗服务、交通、公共设施和政府事务；4）IP生态优势凸显，视频、音乐和阅读内容库储备丰富，维持对腾讯持续看好。

**腾讯是BAT中战略路径最为清晰的公司，业务发展驱动力短期看游戏，中长期分别看好广告与金融服务。**凭借手Q和微信庞大的用户基础和应用宝分发能力，腾讯手游活跃玩家达到1亿，为公司贡献RMB44亿收入（较去年增长RMB19.8亿，占腾讯新增收入的33%），为公司维持近40%的业务增长（剔除电商业务）奠定了基础。

广告业务受益于内生性的社交流量、以及IP内容资源的支持，实现同比131.4%的总体增长。品牌广告和效果广告分别同比增长90%和199%，远超行业35.9%的增速。视频广告在包括NBA、HBO等内容优势下，连续7个季度实现收入的翻倍增长。值得关注的是移动端效果广告占总体75%，反映了移动Q-zone、微信公众号以及应用宝的新增贡献。我们认为腾讯广点通与微信广告合并成立社交与效果广告部，将有助于统筹规划并分享广告主资源，为提高点击率和ROI奠定基础，看好好友圈广告未来常态化投放后，对于效果类广告收入的显著提升。

**“连接”战略继续深化，丰富各个场景下的生活服务，完成O2O生态圈的构筑。**“微信城市服务”陆续接入广州、深圳、佛山、武汉及上海5个城市，提供医疗、交通、公用缴费和政府事务四项功能。 微信的“连接一切”全线铺开，向各个环节渗透：微信硬件平台可以连接家电、健康手环、血压计等智能设备；新版微信6.1支持用户搜索附近的餐馆，未来可能会以“摇一摇”的形式给出企业的红包和优惠券。5月份与家乐福达成战略合作，家乐福全国237家门店将陆续接入微信支付，推出智慧超市解决方案，将围绕超市售前、售中、售后等环节，帮助家乐福等商超建立与用户的全方位连接。

我们认为，城**市服务通过接入更多的生活场景，能够对使用者的数据进行更多维度和场景的积累，形成更为精准的用户画像，对于提高广告投放的ROI有极大帮助，还包括积累消费金融的信用数据，为未来提高金融服务提前做好准备**。阿里巴巴的支付宝已经成为城市一卡通，能缴水费、电费、煤气费还可缴纳有线、宽带和物业费。

|  |
| --- |
| **图83：腾讯的“连接”战略** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图84：微信-城市服务** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心* |

### 财务分析

* **总收入**：季度总收入为RMB224亿,+21.7% YoY, +6.8% QoQ，超过市场预期0.9%（剔除电商业务影响，收入同比增加39.7%）
  + 社交业务：收入为RMB53.1亿，+32% YoY，+2.7% QoQ；
  + 游戏业务：收入为RMB133.1亿元，+28.2% YoY，+11.3% QoQ；
    - 手游业务：如果总收入计算，考虑手机QQ、微信分发平台以及应用宝产生的手游业务收入为RMB44亿，+82% YoY，+8% QoQ；不考虑应用宝的情况下，手游业务收入为RMB40亿，+80% YoY，+5% QoQ；
  + 广告业务：收入为RMB27.2亿，+131.4% YoY，+3.7% QoQ；
    - 品牌广告：为RMB14亿，+90% YoY，-7% QoQ，收入排名靠前的广告主所在行业为食品饮料、线上服务、个人护理和消费电子等；其中约40%的收入来自移动端；
    - 效果广告：为RMB13亿，+199% YoY，+18% QoQ，其中75%的收入来自移动端，主要是移动Q-zone，微信公众号以及应用宝上的广告贡献；视频流量和广告收入继续翻倍增长，连续第7个季度翻倍增长；
  + 电商业务：RMB2.3亿，-91% YoY， -49.1% QoQ；
* 毛利率：1Q15为60 %，同比提高2.4百分点，环比下滑0.3百分点；
  + 增值业务（会员+游戏）：1Q15为65.3%，同比下滑4.3百分点，环比改善1.3百分点，主要是手游业务分成比例的增加；
  + 广告: 毛利率为39%，同比提高4.1百分点，环比下滑1个百分点；
* 运营利润（公司口径）: RMB93.7亿,+20.3% YoY, +26.8% QoQ，运营利润率为41.8%，同比下滑0.5百分点，环比提高6.6百分点
* 经调整净利润（non-GAAP）： 1Q15为RMB70.5亿，+35.8% YoY，+4.9% QoQ，略低于市场预期0.2%，净利率为31.5%，同比提高3.3百分点，环比下降0.5百分点；

|  |
| --- |
| **图85：腾讯移动端品牌广告形态-1Q15占品牌广告40%的份额** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图86：腾讯的移动端效果广告形态-1Q15占效果广告75%份额** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图87：腾讯与一致预期对比表** |
|  |
| *数据来源：Bloomberg，公司公告，安信证券研究中心* |

### 运营数据分析

* **微信用户MAU**: 1Q15为5.5亿用户，+38.8% YoY， +9.9% QoQ，移动互联网渗透率为98.5%,（5.57亿移动互联网用户，CNNIC 2015年2月）；
* **QQ总体活跃账户数**：8.32亿用户，-1.9% YoY，+2.0% QoQ。其中QQ智能机活跃账户为6.03亿，+23.1% YoY, +4.7% QoQ, 占总体活跃账户数72.5%；首次公布附近群组数经过一年后，达到170万；
* **QQ会员数**：1Q15付费用户数为8,170万，-7.2% YoY， -2.4% QoQ，QQ会员付费率为9.8%，同比下滑0.6百分点，环比下滑0.4百分点；
* **QQ空间用户数**：6.7亿，+3.7% YoY，+2.1% QoQ；其中移动QQ空间数为5.68亿，占QQ空间用户数85%，同比提升12.5个百分点，环比提高2.5个百分点；
* **红包使用数**：春节期间6天红包使用次数超过10亿；微信春节期间“摇一摇”贡献30亿次；
* **新闻客户端**：PC端和移动端均排名第一；
* **视频**：PC和移动App端均排名第一；
* **音乐**：移动端App排名第二，PC端排名前三，成为最大的授权音乐库；
* **阅读**：移动端App排名第二，PC端排名第一，成为最大的文学库；
* **手机游戏ARPU（Gross basis）**：1Q15为RMB155-165；

## 欢聚时代1Q15业绩点评-战略投入游戏直播，短期压力不改长期趋势

■**基于粉丝经济的泛娱乐外延不断延伸，短期压力不改长期趋势。**公司业务核心是围绕粉丝需求展开的从内容制作到内容消费的闭环，重塑了中国娱乐经济模式。当前公司由于音乐与娱乐等主力业务进入稳步成长期，而持续对创新业务的投入导致毛利下降和营销费用率的提升；在线约会、在线教育在内的创新业务已经初见端倪，但体量尚小增量贡献有限，导致总体增速降至50%左右。我们认为公司战略投资有利于支撑未来长期增长，保持继续看好。

■**移动转型继续推进，适应碎片化场景产品创新。**2015年1季度YY音乐移动端MAU继续增长至3400万，在付费用户的快速增长（+219% YoY，+27.4% QoQ），以及ARPU的同步提升下（占PC用户ARPU约50%），季度收入达到RMB1.42亿，+400% YoY，+49.7% QoQ，占YY音乐收入的24%。产品形态上，推出录播短视频《神曲》以适应移动端碎片化应用场景以及在社交平台上的传播,获得一定成效。

■**游戏直播仍处战略投入期，在线约会成为增长引擎。**游戏直播本季度支出约RMB1.2-1.3亿之间，因战队签约、内容分成以及带宽费用增加，导致整体毛利环比下滑5.1百分点，利润增速放缓。我们认为游戏直播仍处于战略投入期，竞争格局将在年末见分晓，短期的业绩承压换取未来业务发展空间。在线约会成为本季度的增长引擎，季度收入达到1.32亿元，同比增长17倍，环比增长41%，我们预计15年在线约会将实现超过200%的增长，接力YY音乐成为新的增长引擎。YY音乐进入稳步成长期，教育业务正式扬帆起航。在经历连续12个季度环比翻倍增长后，YY音乐同比增速首次低于54%。

■风险提示：活跃用户增长放缓，游戏直播竞争加剧以及内容风险。

### 财务指标分析

**收入**：1Q15A收入为RMB11.5亿, +72.6% YoY, -1.7% QoQ，高于收入指引上限6.5%，也高于我们此前预测和一致预期3%和7.3%，**主要是在线约会以及教育业务大幅超预期**:

* **在线音乐与娱乐**：RMB5.9亿，+54% YoY, -12.7% QoQ; 付费用户数为158.5万，+57.6% YoY, +6.2% QoQ；ARPU为RMB372.3，-2.2% YoY, -17.8% QoQ, 主要受移动端货币化率较低的影响。其中，**移动端收入**达到RMB1.42亿，+400% YoY, +49.7% QoQ，**占在线音乐与娱乐24%，环比提升10个百分点**，主要是移动端付费用户219%的同比增长以及ARPU值54%的增长。
* **游戏**：RMB2.3亿，+28.5% YoY, +1% QoQ；游戏的付费用户数为47.7万，+3.5% YoY, -5.4% QoQ；ARPU为RMB485.8, +24.2% YoY, +6.7% QoQ;
* **在线约会：**RMB1.3亿，+1702.4% YoY, +41% QoQ; 付费用户达到19.2万，同比增长433.3%；
* **游戏直播：**RMB5,500万, +132.5% YoY, +3.8% QoQ; **游戏直播当季度亏损RMB9,000万，公司预计2015年游戏直播业务仍处投入期，将亏损RMB4亿左右；**
* **教育业务**：首次分拆公布，达到RMB2490万。

**毛利率**：1Q15A毛利率为41.5%，同比下降10.9百分点，环比下降5.1百分点，主要受内容分成成本的提高以及带宽成本的扩大；

* **收入分成和内容成本**：RMB4.12亿，+130.1% YoY, +3.5% QoQ，占对应内容相关收入的比重为48.9%，同比增加6.1百分点，环比增加2.2百分点，反映了游戏直播赛事赞助和直播费用的增加所致；
* 带宽成本：RMB1.3亿，+105.4% YoY, +10% QoQ，占带宽关联业务收入的比重为12.1%，同比增加1.6百分点，环比增加0.2百分点，主要是受游戏直播高清视频的费用提高；

**运营费用率**：运营费用率（GAAP）占收入20.3%，同比改善1.5百分点，环比增加1.3百分点；运营费用率（non-GAAP）占收入18%，同比改善0.5个百分点，环比增加1.8个百分点；

* **研发费用（non-GAAP）**：RMB1.11亿，+52.5% YoY，+10% QoQ，占收入9.7%，同比下降1.2百分点，环比增加1.1百分点；
* **营销费用（non-GAAP）**：RMB5,080万，+715.8% YoY，+5.9% QoQ，占收入4.4%，同比提高3.5百分点，环比提高0.3百分点，反映在移动端推广的费用增长以及游戏直播的推广费用增加；
* **管理费用（non-GAAP）**：RMB4,480万，+0.6% YoY，+9.4% QoQ，占收入3.9%，同比降低2.8百分点，环比增加0.4百分点；

**经调整后（non-GAAP）归属股东的盈利**： 1Q15A为RMB2.59亿，+24.7% YoY, -37% QoQ；净利率为22.5%，同比下滑8.7百分点，环比下滑12.6百分点。基于权益的补偿（SBC）:RMB3,180万，占收入2.8%；

**经调整后每ADS收益：**1Q15A每ADS盈利RMB4.36，高于去年同期RMB3.43.

**现金及现金合计物**：累计持有RMB6.76亿现金及现金等价物和RMB33.1短期存款；

**收入指引：**2Q15E为RMB12.7-12.9亿，同比提高51%-53.4%，环比提高10.4%-12.1%，上限低于市场预期0.4%。

**股份回购：**公司已经累计回购价值1.7亿美元的股票，平均回购价为USD54.82。董事会5月8日批准未来12个月，公司将继续回购1亿美元的股，合计公司目前仍有1.3亿美元的额度用于股份回购。

|  |
| --- |
| **图88：公司业绩与一致预期对照表** |
|  |
| *数据来源：Bloomberg（2015年5月12日），安信证券研究中心* |

### 关键运营数据跟踪

#### 用户发展

YY整体平台的MAU维持基本不变，为1.17亿，同比增长22.5%。主要原因是一季度用户活跃度较低，移动端的MAU增长抵消了PC客户端和PC网页端的下滑；

* **移动端**：移动端YY的MAU为3,400万，+71% YoY，+13% QoQ。移动端ARPU已经由上个季度的三分之一增长至这个季度的二分之一；
* **PC客户端**：MAU为5,000万，较上个季度5,300万有所下滑；
* **PC网页端:**  MAU 为4,300万，较上个季度4,400万略有下滑。

|  |
| --- |
| **图89：YY平台的活跃用户增长情况（4Q11A-1Q 15A）** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心* |

#### 用户构成

* **在线音乐与娱乐**：付费用户数为158.5万，+57.6% YoY, +6.2% QoQ；ARPU为RMB372.3，-2.2% YoY, -17.8% QoQ；**移动端付费用户占比为48%，高于上个季度40%；移动端ARPU本季度达到PC端的约二分之一，比上个季度三分之一有较大的提升。**
* **在线游戏**：游戏的付费用户数47.7万，+3.5% YoY, -5.4% QoQ；ARPU为RMB485.8, +24.2% YoY, +6.7% QoQ;
* **会员**：付费会员数达到106.2万，+24.8% YoY, +1% QoQ.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图90：在线音乐与娱乐的付费用户与ARPU** |  | **图91：YY游戏业务的付费用户数及ARPU** |
|  |  |  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心* |  | *数据来源：公司公告，安信证券研究中心* |

#### 游戏直播

游戏直播本季度收入为RMB5,500万元， +3.8% QoQ。从百度指数来看，虎牙直播目前处于第二阵营，但与战旗和龙珠直播的差距在缩小，主要是龙珠直播在腾讯的导流效果下流量增长非常快。

|  |
| --- |
| **图92：游戏直播竞争情况分析-1** |
|  |
| *数据来源：百度指数（2015年5月11日），安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图93：游戏直播竞争情况分析-2** |
|  |
| *数据来源：百度指数（2015年5月11日），安信证券研究中心* |

## 陌陌1Q15业绩点评：陌陌再出发-新形态、新里程、新起点

■**社交形态由“颜值社交”扩大至“多元化社交”，重视UGC内容与运营**。陌陌6.0版本上线后，通过引入行业、家乡、毕业院校、居住区域、工作地点及兴趣话题等六个标签结合地理位置，进行信息流内容的精准推荐，丰富“一对多非实时互动”的社交交互；引入聊天室模块构建“一对多实时互动”的社交交互。根据我们的定期跟踪，聊天室陌陌大杂烩的同时在线人数由上线初期的不足2万，提升近期的4万，活跃度提升效果明显；兴趣话题不断丰富，包括文艺Club、全民K歌和午夜怪谈等话题不断增加。

■ **用户继续高增长，空间有望扩大，丰富的社交形态有助于用户关系的沉淀和交互**。1Q15的MAU达到7,810万，环比提高880万；活跃用户日均使用时长维持在30分钟，主流社交平台的形态日益完善。我们认为改版有助于转变陌陌以往“刷脸”社交的局限性，倡导多元化的社交丰富体验，进一步打开用户规模的增长空间。上线3周后，在附近招呼数量下滑的情况下，新增好友关系不断提升；改版前后，在已有功能刷新量不变的情况下，新增聊天室刷新量持续提升。

■**收入实现3.8倍的同比增长，收入来源多元化，历史首次实现盈亏平衡**。1Q15陌陌收入达到USD2,632万，同比和环比分别增长383.4%和33.2%；经调整后净利润为USD944.2万，符合我们上季度对于公司盈亏平衡的预期。包括到店通（季度充值收入和消耗收入环比增长100%和80%）、品牌广告（包括通用、三星、平安银行和苏宁等19个品牌广告主）、58同城和阿里在内的广告收入达到USD604.4万，成为重要的收入来源（占收入23%）；会员费受春节效应影响，仍实现同比311.3%和环比9.4%的增长，达到USD1,302.1万；手游增长超预期季度收入USD613.4万，+212.5% YoY, +41.1% QoQ，包括《陌陌熊熊消》自研产品和《十万个冷笑话》代理游戏获得较大的成功。

■**丰富的商业化前景，构筑未来发展的长期动力**。礼物商城1月27日上线后，对于丰富用户社交体验和提高收入起到了良好的效果，包括付费表情和礼物商城合计收入USD112.5万（商品单价涵盖RMB79-2000元，平台平均抽成比例达到20%左右，销售情况反馈积极），公司预计在2季度还会进行针对性进行优化。未来，公司和阿里巴巴还将在用户和数据之间打通，探讨社交与微商合作的可能性。同比在2015年下半年还会陆续推出视频直播和与地理位置相关的O2O服务，包括到家服务、外卖、拼车和异地旅游分享类Airbnb等。

**■风险提示**：MAU增速放缓，用户活跃度下降，但新版本上线有望打破用户增长的天花板，沉淀用户社交关系。

### 社交形态由"颜值社交"扩大至"多元化社交"，重视UGC内容与运营

陌陌4月24日正式上线6.0版本，在产品上做了诸多调整和创新，弱化“刷脸社交”，强化多元化的社交平台。引入留言板和聊天室来激发UGC内容，沉淀用户的同时，提高用户活跃度。5.0版本到6.0版本的升级过程中，“附近的人”由一级入口变为二级入口，将“留言板”从二级入口提升到一级入口，引入行业、家乡、毕业院校、居住区域、工作地点以及兴趣话题等六个标签来来进行内容的相关性推荐；新设“聊天室”来鼓励陌生人多对多的聊天。

根据一对一、一对多以及实时互动和非实时互动四个象限，我们将目前陌陌社交的主要社交功能分成三类：

**一对多的非实时互动：**

* **留言板（一级入口）**：通过行业、家乡、毕业院校、居住区域、工作地点以及兴趣话题等六个标签来来进行内容的相关性推荐；
* **话题（二级入口）：**基于话题与兴趣进行信息流内容的关联性内容推荐
* **附近活动（二级入口）：**基于LBS的活动组织

**一对多的实时互动：**

* **聊天室（一级入口）：**通过热点话题和兴趣，鼓励陌生人进行聊天交友，每个聊天室上限为20人，如果三分钟不在线就会自动退出。包括文艺club、全民K歌、说方言找老乡和闺蜜悄悄话等
* **陌陌群组（二级入口）：**基于LBS的位置群组、或者是兴趣的群组进行聊天，为了控制活跃度，非会员加入上限为6个群组

**一对一的实时互动：**

* **附近的人（二级入口）：**基于LBS及相关筛选条件进行附近的人展现，并基于此进行聊天

|  |
| --- |
| **图94：陌陌6.0的产品功能分类** |
|  |
| *数据来源：公司材料，安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图95：陌陌版本从5.0到6.0升级过程中的调整与升级** |
|  |
| *数据来源：公司网站，安信证券研究中心* |

我们回顾了陌陌从2011年8月3日上线后的iOS版本的历次更新迭代，陌陌在4月7日开始的版本更新速度明显加快，5周之内版本更新了4次，反映了公司在新版本上线之后对于运营的重视。

|  |
| --- |
| **图96：陌陌历史版本更新重要里程碑（2011-2015）** |
|  |
| *数据来源：App Annie（2015年5月18日），安信证券研究中心* |

根据我们的定期跟踪，聊天室陌陌大杂烩的同时在线人数由上线初期的不足2万，提升近期的4万，活跃度提升效果明显；兴趣话题不断丰富，包括文艺Club、全民K歌和午夜怪谈等话题不断增加。

|  |
| --- |
| **图97：陌陌6.0版本上线后聊天室的活跃度与话题丰富度** |
|  |
| *数据来源：公司材料，安信证券研究中心* |

### 用户继续高增长，空间有望扩大，丰富的社交形态有助于用户关系的沉淀和交互

陌陌1Q15的MAU为7,810万，+82.9% YoY，+12.7% QoQ，略高于我们此前的预期。活跃用户日均使用时长维持在30分钟，主流社交平台的形态日益完善。我们认为改版有助于转变陌陌以往“刷脸”社交的局限性，倡导多元化的社交丰富体验，进一步打开用户规模的增长空间。上线3周后，在附近招呼数量下滑的情况下，新增好友关系不断提升；改版前后，在已有功能刷新量不变的情况下，新增聊天室刷新量持续提升。

|  |
| --- |
| **图98：陌陌MAU历史增长（1Q13A-1Q15A）** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心* |

根据App Annie上的追踪，在iOS平台中按照下载量陌陌在社交类免费榜排名第5，畅销榜排名第1（免费榜的前4分别为QQ、微信、微博和QQ空间），反映了陌陌作为主流社交平台的地位已经基本巩固。从Google Play安卓平台的排名来看，陌陌排名第10，对应中国的应用只有微博（第5）和知乎（第8）。

|  |
| --- |
| **图99：陌陌在iOS平台上的历史下载排名** |
|  |
| *数据来源：App Annie(2015年5月18日)、安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图100：陌陌在iOS平台上的历史畅销排名** |
|  |
| *数据来源：App Annie(2015年5月18日)、安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图101：iOS平台上的免费和付费排名前10** |
|  |
| *数据来源：App Annie(2015年5月18日)、安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图102：陌陌在Google Play平台上的免费排名前10** |
|  |
| *数据来源：App Annie(2015年5月18日)、安信证券研究中心* |

根据百度指数的追踪，陌陌近期搜索指数相对较为稳定，与QQ、微信和微博相比仍有一定差距。

|  |
| --- |
| **图103：百度指数-社交应用热度跟踪** |
|  |
| *数据来源：百度指数(2015年5月18日)、安信证券研究中心* |

### 收入实现3.8倍的同比增长，收入来源多元化，历史首次实现盈亏平衡

1Q15陌陌收入达到USD2,632万，同比和环比分别增长383.4%和33.2%；经调整后净利润为USD944.2万，符合我们上季度对于公司盈亏平衡的预期。包括到店通（季度充值收入和消耗收入环比增长100%和80%）、品牌广告（包括通用、三星、平安银行和苏宁等19个品牌广告主）、58同城和阿里在内的广告收入达到USD604.4万，成为重要的收入来源（占收入23%）；会员费受春节效应影响，仍实现同比311.3%和环比9.4%的增长，达到USD1,302.1万；手游增长超预期季度收入USD613.4万，+212.5% YoY, +41.1% QoQ，包括《陌陌熊熊消》自研产品和《十万个冷笑话》代理游戏获得较大的成功。

|  |
| --- |
| **图104：陌陌收入构成对比（1Q14A vs. 1Q15A）** |
|  |
| *数据来源：公司公告，安信证券研究中心* |

### 

### 丰富的商业化前景，构筑未来发展的长期动力

礼物商城1月27日上线后，对于丰富用户社交体验和提高收入起到了良好的效果，包括付费表情和礼物商城合计收入USD112.5万（商品单价涵盖RMB79-2000元，平台平均抽成比例达到20%左右，销售情况反馈积极），公司预计在2季度还会进行针对性进行优化。

|  |
| --- |
| **图105：礼物商城购买路径** |
|  |
| *数据来源：公司材料，安信证券研究中心* |

|  |
| --- |
| **图106：礼物商城使用流程** |
|  |
| *数据来源：公司材料，安信证券研究中心* |

未来，公司和阿里巴巴还将在用户和数据之间打通，探讨社交与微商合作的可能性。同比在2015年下半年还会陆续推出视频直播和与地理位置相关的O2O服务，包括到家服务、外卖、拼车和异地旅游分享类Airbnb等。

陌陌在海外推出的兴趣群组Blupe于2014年11月22日上线，由陌陌在美国的分公司推出。用户通过Facebook帐号进行登录，界面上就是附近的群组。对于广度范围，Blupe限制了用户只能添加60英里范围内的群组，而且每个群组的参与人数不能超过25人，起到了将用户引流到线下面对面的进行交流的作用。

|  |  |
| --- | --- |
| **图107：陌陌海外版社交应用Blupe** | |
|  |
| *数据来源：App Annie(2015年5月18日)、安信证券研究中心* | |

|  |
| --- |
| **图108：陌陌海外版Blupe在美国iOS社交类排名** |
|  |
| *数据来源：App Annie(2015年5月18日)、安信证券研究中心* |

### 财务分析及估值

* **收入**：1Q15A收入为USD2,632.4万, +383.4% YoY, +41.9% QoQ，高于收入指引上限1.2%，高于我们预测和一致预期6.1%和3.6%；
  + 会员费：USD1,302.1万，+311.3% YoY, +9.4% QoQ；
  + 手游：USD613.4万，+212.5% YoY, +41.1% QoQ；
  + 移动营销：首次分拆公布，USD604.4万，较去年USD2.9万同比增长207倍；
  + 付费表情和礼物商城: USD112.5万，+290.6% YoY；
* **毛利及毛利率：**1Q15A毛利为USD2,064.2万，+623.5% YoY，+56.6% QoQ；毛利率为78.4%，同比改善26%，环比提高7.4%；
* **运营费用率**：占收入59.9%，同比改善16.9百分点，环比改善27.3百分点;
  + **研发费用：**USD471万，+258.7% YoY，+16.5% QoQ，占收入17.9%，同比和环比分别改善6.2和3.9百分点；
  + **营销费用：**USD677.9万，+262.1% YoY，-27.3% QoQ，占收入25.8%，同比降低8.6百分点，环比降低24.5百分点；用户获取成本（user acquisition cost）约为USD0.75，环比改善约26%；
  + **管理费用：**USD426.8万，+329.8% YoY，+52.7% QoQ，占收入16.2%，同比降低2百分点，环比提高1.1百分点；
* **基于权益的补偿（SBC）:** USD274.3万，占收入10.4%，同比下降7.2百分点，环比下降2.7百分点；
* **经调整后（non-GAAP）归属股东的净亏损**：1Q15A为USD944.2万，较去年同期USD27.1万亏损和上季度USD10.5万亏损有大幅改善，首次实现盈亏平衡，超我们预测和市场预期369.4%和424.6%；
* **经调整后每ADS收益：**1Q15A每ADS亏损为USD0.05；
* **现金及现金合计物：**公司合计持有USD4.52亿现金及现金等价物；
* **收入指引**：2Q15E为USD3,100-3,300万，同比提高267.3%-291%，环比提高17.8%-25.4%，中值与市值预期一致，中值高于我们此前USD3,170万的预测，高于市场一致预期USD3,200万。

|  |
| --- |
| **图109：陌陌业绩与一致预期对比表** |
|  |
| *数据来源：公司公告，Bloomberg（2015年5月18日），安信证券研究中心* |

### 运营数据及重要的商业化进展

* **月活跃用户（MAU）**：MAU为7,810万，+82.9% YoY，+12.7% QoQ,高于我们此前的预期;
* **费会员数**：本季度付费会员为310万，+138.5% YoY, +6.9% QoQ，占MAU的比重为4.2%，环比下滑0.3百分点；
* **商业化进程里程碑**
  + 2015年1月27日，启动实物礼品商城服务，提高用户粘性和活跃度；
  + 2015年4月24日，6.0版本上线。

## 

# 投资建议与风险提示

## 投资建议

**建议关注腾讯（700 HK），中期随着微信好友圈广告的逐步推广，广告业务将替代手游成为腾讯的重要收入来源；参照Facebook FY15E的40.6x P/E估值，我们认为腾讯的合理估值在HKD170-180之间。** 公司作为社交网络龙头，涵盖中国主流用户并拥有8.32亿QQ和5.49亿微信用户，是BAT中战略路径最为清晰的公司，**业务发展驱动力短期看游戏，中长期分别看好广告与金融服务。**腾讯的“连接”战略继续深化，丰富各个场景下的生活服务，完成O2O生态圈的构筑。新增的城市服务通过接入更多的生活场景，能够对使用者的数据进行更多维度和场景的积累，形成更为精准的用户画像，对于提高广告投放的ROI有极大帮助，还包括积累消费金融的信用数据，为未来提高金融服务提前做好准备。

**推荐欢聚时代（YY US），维持此前的目标价USD88，对应FY16E的16.7x P/E，较当前中国社交公司平均26.9x和海外社交公司平均40.2x分别低37.9%和58.5%。**公司当前单用户市值仅为USD34.7，股价对应我们预测FY15E和FY16E的P/E19.7x和13.6x的估值，估值便宜安全边际高；截止一季度末公司账上现金及现金等价物RMB39.8亿，复星入股表明公司当前估值具有吸引力（6月4日复星公告累计持有237.1万ADS，占A类股7.3%和总股本的4.4%）

|  |  |
| --- | --- |
| **图110：YY盈利预测表** | |
|  |
| *数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心* | |

**推荐陌陌（MOMO US），**基于公司FY15享受用户增长的红利、收入快速增长以及丰富的商业化前景，**我们认为公司合理估值在单用户市值USD45-50之间，对应市值USD35亿-39亿之间，按中值计算折合目标价为USD19.8**。公司的社交形态由“颜值社交”扩大至“多元化社交”，重视UGC内容与运营；用户继续高增长，空间有望扩大，丰富的社交形态有助于用户关系的沉淀和交互；收入1Q15实现3.8倍的同比增长，收入来源多元化，历史首次实现盈亏平衡；丰富的商业化前景，构筑未来发展的长期动力。

|  |  |
| --- | --- |
| **图111：MOMO盈利预测表** | |
|  |
| *数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心* | |

**建议关注新浪微博（WB US）**-截止1Q15的MAU达到1.98亿，虽是媒体属性的社交平台但仍有价值；微博单用户收入为Twitter的32.6%，而当前单用户市值为USD19.8仅为Twitter的25.5%，**我们认为微博的合理单用户估值应该在USD22.5-25左右，对应公司市值USD44.6亿-49.5亿之间。**

|  |
| --- |
| **图112：社交网络估值对比表** |
|  |
| *数据来源：Bloomberg (2015年6月9日)、安信证券研究中心*  *注：除YY和陌陌之外，均采用Bloomberg的市场一致预期。* |

## 风险提示

用户增长遇到瓶颈；活跃度下降；商业化进程不顺

|  |
| --- |
| * **公司评级体系** |
| **收益评级：** |
| 领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先纳斯达克互联网指数10%以上；  同步大市 — 未来6个月的投资收益率与纳斯达克互联网指数的变动幅度相差-10%至10%；  落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后纳斯达克互联网指数10%以上； |
| **风险评级：** |
| A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于纳斯达克互联网指数波动；  B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于纳斯达克互联网指数波动； |

|  |
| --- |
| **Ta**ble\_AuthorStatement |
| * **分析师声明** |
| 文浩、许彬分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。 |

|  |
| --- |
| * **本公司具备证券投资咨询业务资格的说明** |
| 安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。 |

|  |
| --- |
| * **免责声明** |
| 本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。  本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。  在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。  本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。  安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。 |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Table\_Sales** | | | |
| * **销售联系人** | | | |
| 上海联系人 | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
|  | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
|  | 凌洁 | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
|  | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
|  | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
|  | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
|  | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
|  | 张莹 | 010-59113571 | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 沈成效 | 0755-82558059 | shencx@essence.com.cn |
|  | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
|  | 范洪群 | 0755-82558087 | fanhq@essence.com.cn |
|  | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

|  |  |
| --- | --- |
| Table\_Address | |
| **安信证券研究中心** | |
| **深圳市** | |
| **地 址：** | **深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层** |
| **邮 编：** | 518026 |
| **上海市** | |
| **地 址：** | **上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层** |
| **邮 编：** | 200123 |
| **北京市** | |
| **地 址：** | **北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层** |
| **邮 编：** | 100034 |