

证券研究报告—海外公司深度报告

海外

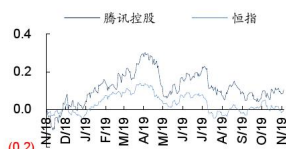
互联网

腾讯控股(00700)
买入

合理估值 453-485 元 昨收盘 386 元 (维持评级)

2020年03月02日

一年该股与恒生指数走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	19,406/19,406
总市值/流通(百万元)	319,227/319,225
上证综指/深圳成指	3,096/11,116
12个月最高/最低(元)	420.0/312.2

证券分析师：王学恒

电话：010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980514030002

联系人：谢琦

电话：021-60933157

E-MAIL: xieqi2@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

海外公司深度报告

微信生态：价值创造，一直在路上

● 微信商业化的探索从未止步

微信的发展可划分为三个阶段：1) 2011-2013年：零商业化阶段。2) 2014-2017年：探索 ToC 广告变现阶段。3) 2018年至今：发力 B 端业务，努力实现广告扩容。为保持极致的产品体验，微信的功能添加及商业化相对克制，但从未放弃探索兼顾用户体验的广告形式，长期来看更有利于其稳健成长。

● 补全内容生态，社交广告 ARPU 值有望持续提升

我们测算，当前微信社交广告的核心变现方式朋友圈、公众号已相对饱和，新产品小程序、看一看和视频号是更加优质的变现场景。远期来看，我们测算看一看、视频号的潜在广告价值均在百亿级别，随着微信内容丰富度的不断提升，用户在微信各产品中的时间分配有望发生迁移，从而拉动微信社交广告收入的持续增长。

● 小程序全面商业化，远期广告空间超过百亿

小程序已经具备了商业化的生态基础和用户基础，2019 年 DAU 超过 3 亿、GMV 超过 8000 亿，用户停留时间持续提升。微信平台已开发出多种广告形式满足流量方的需求，广告基础设施已搭建完毕，短期内广告仍将是小程序的主要变现方式。我们测算，2019 年小程序的广告收入约为 20 亿，长期来看商业价值超过百亿。

● 投资建议：维持“买入”评级

结合绝对估值及相对估值，我们认为公司的合理股价为 453-485 港币，对应 2020 年 PE 为 32-35 倍，相对公司当前股价涨幅空间为 17%-26%。基于对公司社交广告业务、海外游戏及支付业务的长期看好，我们预测公司 2019-2021 年净利润增速分别为 21%/23%/17%，维持“买入”评级。

● 风险提示

广告市场需求持续疲软；新产品用户活跃度不及预期；微信商业化进程不及预期；测算误差导致的风险等。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	312,694.0	380,107.0	462,404.0	553,271.0	653,696.0
(+/-%)	31.5%	21.6%	21.7%	19.7%	18.2%
净利润(百万元)	78,719.0	95,570.0	117,617.0	138,062.0	161,632.0
(+/-%)	10.1%	21.4%	23.1%	17.4%	17.1%
摊薄每股收益(元)	8.2	10.0	12.3	14.5	16.9
EBIT Margin	24.4%	19.9%	20.4%	21.1%	21.6%
净资产收益率(ROE)	24.3%	22.8%	21.9%	20.5%	19.3%
市盈率(PE)	46.8	38.6	31.4	26.7	22.8
EV/EBITDA	53.1	40.9	33.6	28.1	23.8
市净率(PB)	11.4	8.8	6.9	5.5	4.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为微信潜藏着巨大的商业化潜力，原因如下：1）微信管理层从未放弃过对其商业化的探索，为维护其极致的产品体验，微信在朋友圈、公众号中的广告变现一直留有余力；2）新增的内容形态发生了质的变化：相比于朋友圈、公众号，看一看和视频号都是更加优质、潜力更高的广告变现载体，随着产品DAU的增长及用户使用习惯的改变，腾讯社交广告的ARPU值有望迎来显著增长；3）2020年小程序的商业化有望提速：广告产业链已经搭建成熟，微信持续开辟广告位，在DAU、用户使用时长、广告加载率增长的共振下，短期内广告有望成为小程序最具潜力的变现方向。结合绝对估值及相对估值，我们认为公司的合理股价为453-485港币，对应2020年PE为32-35倍，相对公司当前股价估值空间为17%-26%，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

- 第一，朋友圈、公众号的广告变现已相对充分，新增产品看一看、视频号的广告潜力更高，长期来看，有望拉动腾讯社交广告ARPU值持续增长；
- 第二，2020年，小程序的商业化进行明显提速，对标朋友圈及公众号，产品DAU、用户使用时长、广告加载率均存在较大的提升空间，短期内有望通过广告释放其货币化潜力。

与市场的差异之处

- 第一，市场或认为，图文付费能够有效提升微信的变现能力。我们认为，图文付费与微信公众号原有商业模式存在掣肘，短期内不会成为内容创作者主流的变现方式；
- 第二，市场或认为，微信的广告变现过度克制，从而抑制其商业价值。我们认为，朋友圈的媒体属性偏弱，极致的产品体验是留住用户的关键，而新增的看一看、视频号都具有较高的广告变现潜力，远期来看，有望带动社交广告收入的持续增长；
- 第三，市场或认为，小程序电商将延续阿里、京东“抽佣式”的变现方式。我们判断，短期内，广告将是小程序最具潜力的变现方式。

股价变化的催化因素

- 第一，看一看、视频号用户数量、使用时长增长超预期；
- 第二，小程序用户数量、使用时长增长超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，微信被新的社交、内容产品替代的风险；
- 第二，看一看及视频号的商业化速度不及预期等。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 453.38-485.42 港元	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 450 -480 港元	7
投资建议: 维持“买入”评级	7
微信: 探索兼顾用户体验的商业化之路	8
新产品微信: 零商业化, 以用户体验为中心	8
社交工具微信: 在克制中摸索对 C 端用户最友好的商业模式	9
操作系统微信: 创建交易生态, 实现广告扩容	12
微信的广告潜力还有多高?	15
内容生态: 不断试探内容边界, 生态建设未完成	15
对标 Facebook, 微信还有哪些潜在的广告形式?	23
小程序: 2020 年步入全面商业化	34
小程序: 从“用完即走”到全面商业化	34
小程序的电商生态发生了实质性的变化	35
短期内广告是小程序最具潜力的变现方式	37
盈利预测	41
假设前提	41
未来 3 年盈利预测	41
盈利预测的敏感性分析	41
风险提示	43
附表: 财务预测与估值	44
国信证券投资评级	45
分析师承诺	45
风险提示	45
证券投资咨询业务的说明	46

图表目录

图 1: 微信发展进程中的里程碑事件.....	8
图 2: 2011-2013 年微信 MAU (万) 及重要事件.....	9
图 3: 手机 QQ 和微信导流的手游收入 (亿元)	9
图 4: Line 的表情包营收 (百万日元)	9
图 5: 历年除夕微信红包发放数量 (亿个)	10
图 6: 2014Q3-2019Q3 财付通 GMV 和市占率	10
图 7: 2017-2019 年腾讯社交广告收入及占腾讯系广告收入比重	10
图 8: 微信朋友圈四种主流广告形态.....	11
图 9: 腾讯—产业互联网模式.....	13
图 10: 2017-2018 年微信小程序 MAU 增长迅猛	13
图 11: 微信小程序总数翻倍增长.....	13
图 12: 企业微信为商家提供了官方的流量运营体系	14
图 13: 微信的内容形态不断丰富.....	15
图 14: 首批参与付费阅读的公众号新榜指数均偏高.....	16
图 15: 微信付费内容的数据表现.....	16
图 16: 2019 年 1-11 月公众号打开率及分享率	17
图 17: 2019 年 11 月微信公众号阅读来源	17
图 18: “看一看” 置顶内容数据表现	18
图 19: 微信公众号来源于“看一看”导流比例	18
图 20: 2017Q4-2019Q3 中国不同形式网络广告市场份额	18
图 21: 中国网络广告市场信息流广告规模	18
图 22: 微信搜一搜已接入 18 个类目小程序的内容	19
图 23: 微信搜一搜品牌官方区分级机制及对应权益	19
图 24: 百度的搜索引擎广告收入及增速	20
图 25: 2017Q4-2019Q3 中国搜索广告市场规模	20
图 26: 微信“视频号”产品形态	21
图 27: 微信视频内容灰度测试	21
图 28: 微信的“视频梦”由来已久	21
图 29: 抖音每月独立设备数突破 4 亿	22
图 30: 微信圈子入口及界面	23
图 31: Facebook 社交产品矩阵.....	24
图 32: Facebook 信息流广告版位一览	24
图 33: Facebook 广告曝光量与广告单价同比增速	25
图 34: Instagram Stories 日活跃用户数 (百万)	26
图 35: Instagram/Facebook/Messenger Stories	26
图 36: Instagram Stories 广告占比不断提升.....	26
图 37: Instagram Stories 主要入口	27
图 38: 微信视频动态主要入口	27
图 39: 微信小程序 MAU (亿)	35
图 40: 微信小程序日均使用时长 (min)	35
图 41: 微信小程序入口丰富	35

图 42: 微信“扫一扫”可实现识图购物	36
图 43: 小程序直播可实现边看边买	36
图 44: 小程序直播可引导用户激活会员	36
图 45: 企业微信开放朋友圈功能	37
图 46: 2019 年主流电商平台 GMV 情况 (亿)	37
图 47: 2019 年主流电商平台 GMV 同比增速	37
图 48: 微信不断完善小程序的广告变现基础设施	38
图 49: 小程序的广告形态不断丰富	38
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (港币)	7
表 4: 同类公司估值比较	7
表 5: 微信不断完善对公众号作者的保护政策	12
表 6: 微信小程序的历次重要更新	14
表 7: 微信付费阅读比 Top10 内容	错误!未定义书签。
表 8: 微信付费阅读收入 Top10 内容	错误!未定义书签。
表 9: 微信朋友圈广告售卖策略	28
表 10: 朋友圈广告收入 (亿元) 对有效曝光次数与实际 CPM 的敏感性分析	28
表 11: 朋友圈广告收入 (亿元) 对朋友圈 DAU 与实际 CPM 的敏感性分析	28
表 12: 微信公众号广告售卖策略	30
表 13: 公众号广告收入 (亿元) 对流量主开通比例与实际 CPM 的敏感性分析	30
表 14: 看一看广告收入 (亿元) 对广告加载率与实际 CPM 的敏感性分析	31
表 15: 看一看广告收入 (亿元) 对人均 feeds 数与实际 CPM 的敏感性分析	31
表 16: 视频号广告收入 (亿元) 对广告加载率与实际 CPM 的敏感性分析	32
表 17: 视频号广告收入 (亿元) 对人均观看视频数与实际 CPM 的敏感性分析	32
表 18: 微信广告位潜力测算	33
表 19: 2019 年以来小程序商业化动作不断	34
表 20: 微信小程序广告售卖策略	39
表 21: 小程序广告收入 (亿元) 对人均使用时长与实际 CPM 的敏感性分析	39
表 22: 小程序广告收入 (亿元) 对每分钟广告数与实际 CPM 的敏感性分析	40
表 23: 未来 3 年盈利预测表	41
表 24: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	42

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：453.38-485.42 港元

2020 年，腾讯的主营业务均面临较大机遇：1) 微信流量尚未充分变现，小程序、直播带货均有望释放流量的变现潜力；2) 海外游戏市场尚存较大发展机遇；3) 支付行业格局稳定且已步入收获期，公司在用户端优势显著，收入端费率的提升有望为毛利贡献较大弹性。远期来看，新增内容体系及小程序，为广告业务贡献了较大的货币化潜力，支付及金融业务有望和游戏一样，成为腾讯的支柱型业务；4) 云业务发展尚属初级阶段，有望伴随行业的成长而成长。

基于对公司长期发展的看好，我们维持盈利预期，预计公司在 2019-2021 年收入增速分别为 22%/22%/20%，净利润增速分别为 22%/23%/17%，费用率基本稳定。

综合绝对估值和相对法估值，我们认为公司合理估值为 453-485 港币，相对于公司目前股价有 17%-26%溢价空间，基于对公司海外游戏及支付业务的看好，上调至“买入”评级

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	56.48%	31.52%	21.56%	21.65%	19.65%	18.15%	16.65%	15.15%	13.65%
毛利率	49.18%	45.45%	44.16%	43.52%	43.52%	43.52%	43.52%	43.52%	43.52%
管理费用/营业收入	13.90%	13.28%	13.76%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%
销售费用/销售收入	7.42%	7.75%	5.58%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
所得税税率	17.85%	15.33%	13.55%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%	13.50%
股利分配比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.84	T	13.55%
无风险利率	2.60%	Ka	7.62%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	0.87
公司股价（元）	399.0	Ke	7.81%
发行在外股数（百万）	9553	E/(D+E)	95.75%
股票市值(E, 百万元)	3811493	D/(D+E)	4.25%
债务总额(D, 百万元)	158133	WACC	7.67%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	2.2%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 453.38-485.42 港币。

绝对估值的敏感性分析

表 3 是公司绝对估值对折现率和永续增长率的敏感性分析。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（港币）

		WACC 变化				
		7.6%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%
永 续 增 长 率 变 化	2.5%	510.76	499.45	488.58	478.12	468.05
	2.4%	503.27	492.30	481.75	471.60	461.82
	2.3%	496.06	485.42	475.18	465.31	455.80
	2.2%	489.11	478.78	468.83	459.24	449.98
	2.1%	482.42	472.39	462.71	453.38	444.37
	2.0%	475.97	466.22	456.80	447.72	438.94
	1.9%	469.75	460.26	451.09	442.24	433.69

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：450-480 港元

我们选取与腾讯体量、业务规模及行业地位相近的互联网公司阿里巴巴进行比较，采用 PE 法进行估值。考虑到腾讯在 2020 年的海外游戏业务、支付业务均有望迎来优异表现，我们给予公司 2020 年 32-34 倍 PE，对应合理的股价区间为 450-480 港币。

表 4：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (3月1日)	EPS (港币)			PE			PB-2018	PEG-2019E	总市值 (亿港元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
0700	腾讯控股	386	9.19	11.16	13.73	42.0	34.6	28.1	10.0	1.8	36,874
9988	阿里巴巴	200	4.57	6.47	5.80	43.7	30.9	34.5	7.4	0.6	43,491
均值						43.7	30.9	34.5			

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测

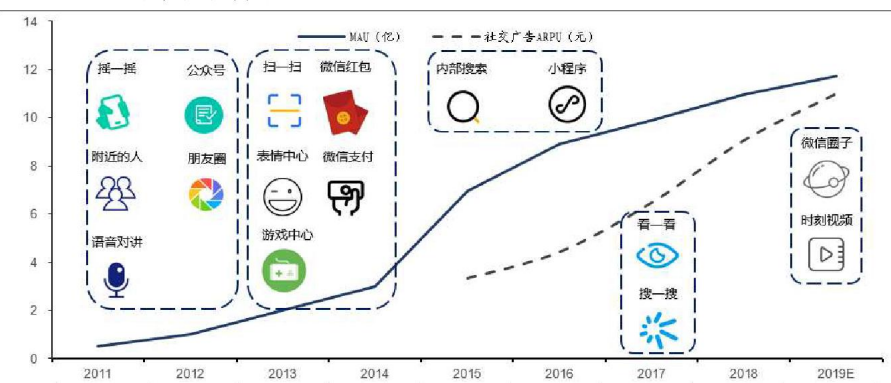
投资建议：维持“买入”评级

结合绝对估值及相对估值，我们认为公司的合理股价为 453-485 港币，对应 2020 年 PE 为 32-35 倍，相对公司当前股价估值空间为 17%-26%，维持“买入”评级。

微信：探索兼顾用户体验的商业化之路

微信一直在野心勃勃且小心翼翼地探索其商业化之路。微信自 2011 年诞生以来，我们将其发展划分为三个阶段：1) 2011-2013 年：零商业化阶段。2) 2014-2017 年：探索 ToC 广告变现阶段。3) 2018 年至今：发力 B 端业务，努力实现广告扩容。无论是加入图文付费、看一看、搜一搜、视频号等内容形态，还是引入小程序，在社交生态中融入交易生态，微信总是在动作谨慎地，维持着高水准用户体验的同时，极力拓宽其商业化之路。

图 1：微信发展进程中的里程碑事件

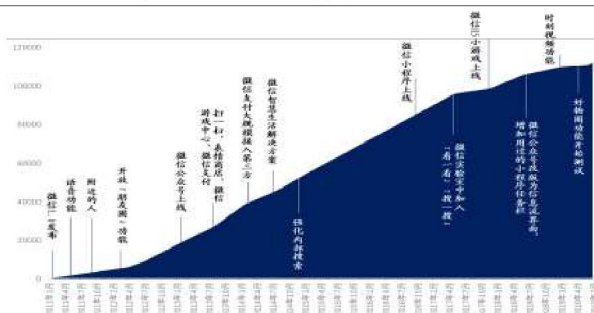


资料来源：微信，国信证券经济研究所整理

新产品微信：零商业化，以用户体验为中心

微信在发展早期近乎零商业化，专注通讯与社交，完善内部生态构建。2011 年，腾讯紧抓移动互联网浪潮，推出微信从而进入移动 IM 领域。2011 年 5 月，微信加入语音对讲功能，并密集推出“附近的人”、“摇一摇”、“漂流瓶”功能，尽力引导用户社交。2012 年 4 月，微信的月活达到 6000 万，平台开放朋友圈强化社交属性，打造微信公众平台孕育内容生态，提供微信开放平台拥抱第三方，努力完善用户体验。本阶段内，微信的变现举措几乎为零，但已经有探索商业化方法的苗头，如微信 3.5 版本推出“扫一扫”等功能，为打通线上线下壁垒，进入本地生活领域埋下伏笔。

图 2: 2011-2013 年微信 MAU (万) 及重要事件

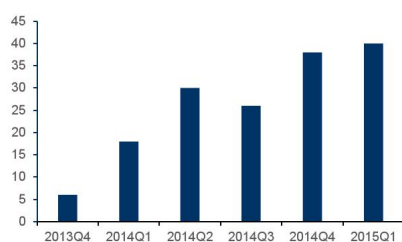


资料来源: 微信、国信证券经济研究所整理

社交工具微信: 在克制中摸索对 C 端用户最友好的商业模式

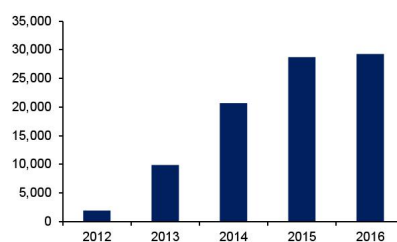
随着微信的用户体量逐渐扩大, 微信开始探索商业化之路。2013 年微信用户便达到了 3.5 亿, 对比同年微博的 5 亿注册用户, 微信已经初步具备商业化规模的用户基数。2013 年是微信商业化的元年, 这一年, 微信发布了支付、游戏中心、表情中心共三个商业化产品: **1) 游戏中心:** 游戏是公司历来的营收重点, 借助微信的大用户量、高活跃度和强关系链, 腾讯自然地将这种优势从 PC 端迁移到了移动端; **2) 表情中心:** 表情包在 QQ 时代就一直是中国网民的爱好, 同时期, 日本社交产品 Line 成功通过表情包收费取得商业变现的成功, 于是微信也尝试通过表情进行商业变现。遗憾的是, 由于中日消费习惯的不同, 表情包付费的尝试失败; **3) 微信支付:** 微信支付诞生早期, 更多是作为电商 O2O 体系中的一环推出的, 腾讯此前的电商购物业务不顺利, 希望借助微信“附近的商家+我的卡包+微信支付”的组合拳入局 O2O 本地生活服务, 附近的商家、我的卡包尝试近乎失败, 微信支付却凭借着高频的用户使用习惯脱颖而出, 成为公司继游戏业务外另一个重要业务。

图 3: 手机 QQ 和微信导流的手游收入 (亿元)



资料来源: 易观、国信证券经济研究所整理

图 4: Line 的表情包营收 (百万日元)

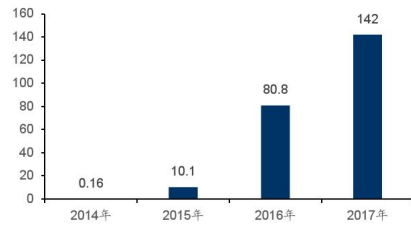


资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

支付业务变现是微信一次成功的商业化尝试。2014 年春节, 微信推出支付红包,

在几乎没有任何市场资源投入的情况下引发病毒式传播，凭借这一巧妙的玩法完成了大规模的用户绑卡，并在同年3月份立即对商户开放，大力布局O2O和线下支付场景。区别于支付宝的重运营策略，微信支付更倾向于精细化打磨产品，提升支付体验、打造创新支付形态，在产品端积累优势。凭借6亿日活、高频的巨大流量，微信打破了支付宝在互联网支付中一家独大的格局。2014Q3，支付宝在移动支付市场的市占率高达83%，随后被微信支付迅速挤占，2017Q1，微信支付的市场规模已高达40%。根据我们在1月22日发布的报告《金融科技，引领腾讯下一个十年》测算，在剔除备付金利息上缴的影响后，腾讯的金融科技业务有望在2019年取得了超过20%的收入增长，毛利率由2018Q1的10%增长至2019Q3的29%。

图 5：历年除夕微信红包发放数量（亿个）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

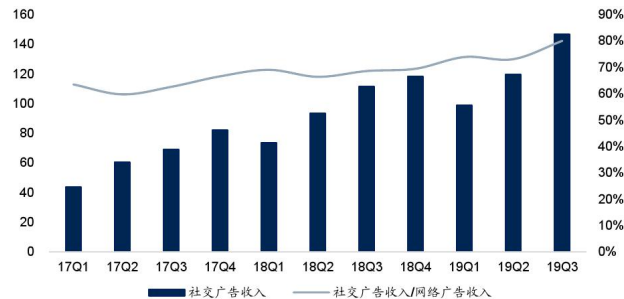
图 6：2014Q3-2019Q3 财付通 GMV 和市占率



资料来源：易观、国信证券经济研究所整理

尽管广告并不是微信最推崇的变现模式，但凭借强大的流量底盘，其广告收入增长迅猛。微信社交广告包括朋友圈广告、公众号广告和小程序广告，从社交广告增速上看，一直保持稳健增长。与此同时，微信也不断优化广告的用户体验。

图 7：2017-2019 年腾讯社交广告收入及占腾讯系广告收入比重



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

朋友圈广告方面，微信始终将用户体验与产品调性放在更高的战略地位。微信的谨慎体现在广告数量、广告形式及社交属性上。2015-2018 年每位微信用户每天只会收到一条朋友圈广告，直到 2019 年中旬才开放第三条广告。其次，朋友圈广告提供四种展示形式，常规式广告使广告与用户日常分享并无明显区别。

此外，微信围绕社交，开通了广告主互动和朋友互动功能，使得朋友圈广告更像是一条趣味的“动态”，而不是生硬的植入，增强社交属性，最大程度降低用户对广告的抵触心态。

图 8：微信朋友圈四种主流广告形态



资料来源：微信广告小助手，国信证券经济研究所整理

对于公众号广告，微信更多将之视为与内容生态中的创作者“共赢”的手段，这从公众号的历次迭代中可以窥斑见豹。最初，微信公众号定位为机构或个人品牌推广的渠道，具有消息推送等基础功能，能够快速触达微信用户。这一时期，公众号通过拓展用户，自身即为广告。随着基础框架的搭建和内容生产越来越丰富，自媒体内容创作成为微信内容生态的重要组成部分。2014年，微信引入广点通打通官方流量变现方式，阅读量和点赞功能使微信公众号的内容质量有了衡量标准，原创保护和广告变现激发自媒体创作热情。2014-2018年，广告位由图文底部扩至顶部、文中、底部和视频贴片；可以推广公众号、app、商户、卡券及小程序；支持互选广告及排期购买，并提供CPC与CPM计价方式。微信通过增加广告位、优化广告形式逐步开放完善广告环境，为广告主和流量主提供服务。

表 5：微信不断完善对公众号作者的保护政策

类目	保护政策	执行时间
原创保护	微信公众平台提供了健全的原创保护机制、原创作品声明比对等措施，共同保障权利人的合法权益	2015.1.22
赞赏功能	同一作者名发表三篇以上的原创文章，可以邀请创建一个赞赏账户，赞赏账户用于原创文章的赞赏收款。用户需遵循《微信赞赏账户功能使用条款》等协议及平台规则	2015.4
评论	开通微信认证的公众号可在微信后台添加该功能模块，即可显示用户评论，公众号运营者可直接与用户互动	2015
页面模板	为原创帐号提供专题模板，方便其进行相关主题的内容汇总	2015
文章内链	文章内部添加历史文章链接，形成有效引导	2015
辟谣功能	某一领域有专长的原创公众号，可以成为辟谣中心的成员，直接对微信公众平台上出现的谣言进行辟谣	2015
付费阅读	优质原创帐号可尝试付费阅读模式	2015
搜索加权	原创文章在微信平台各项搜索情境下加权，获得更多流量	2015
流量主功能	当公众号粉丝超过 5000 后，就能申请开通流量主，开通流量主后，广告主会在文章底部投放广告，通过点击量来计算盈利	2015
快捷关注	文章尾部可以添加快捷关注按钮，方便快捷留住用户	2015
入原创库	原创内容将进入“原创库”，未来向商家、品牌开放，为三者之间提供内容使用等方面的合作机会	2015
转载功能	为降低原创作者和转载者之间的沟通成本，简化转载流程，公众平台推出开放转载功能。原创作者将文章设置为开放转载后，所有公众号都可以直接转载，文章可在转载帐号显示全文	2017.5
转载文章可赞赏作者	为了进一步鼓励原创作者，微信方表示只要是开启了赞赏作者的原创文章，被转载时(包括白名单转载)，文章底部也会出现赞赏模块，赞赏收益全部归原创作者。“转载文章可赞赏作者”是一种更直接的收益形式，直接赋能原创作者更容易激发作者创作激情，也更接近内容创业的本质	2018.6

资料来源：微信，国信证券经济研究所整理

微信不断地丰富内容形式，并为内容创作者增加变现方式，力求在用户体验和商业中取得平衡。为了激活内容创作的活力，一方面，微信构建“看一看”、“搜一搜”、“视频号”，增加内容流量入口；另一方面，微信增加对创作者的激励。微信逐渐降低流量主门槛，流量主的开通门槛由 14 年 10 万粉丝降至 17 年 5000 粉丝，2019 年底官方开展“微信创客自荐计划”，开通门槛降至 500 粉丝，2020 年初，微信灰度测试订阅号付费功能。从微信一系列的举措和改进中可以看出，腾讯在不断提升产品的广告变现能力。

操作系统微信：创建交易生态，实现广告扩容

2018 年是腾讯发力 B 端业务的重要一年，而微信则成为了支付、云计算及企业服务业务拓展的重要载体。2018 年，在腾讯全球合作伙伴大会上，马化腾指出，伴随数字化进程，移动互联网的主战场正在从上半场的消费互联网，向下半场的产业互联网方向发展；并表示，接下来腾讯将扎根消费互联网，拥抱产业互联网。在腾讯的 B 端生态战略中，微信不仅提供了庞大的 C 端消费者流量

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

入口，同时还拥有着交易的基础设施微信支付、企业服务的落地场景小程序+公众号+企业微信，扮演着举足轻重的角色。

图 9：腾讯—产业互联网模式

模式：产业互联网是互联网发展模式的深化

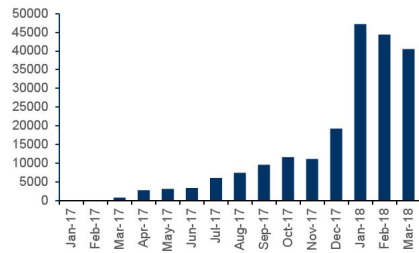
- 互联网完成了人与人的连接，形成了消费者网络
- 互联网+将连接扩展到企业，形成了人与企业的外部连接，使得企业的商品与服务能够快速传递给用户
- 产业互联网进一步将连接从广度上扩展到不同产业企业间，从深度上深入到企业内部，使得可以围绕用户需求重新组织要素和生产运营模式，更有效地实现供需匹配



资料来源：腾讯研究院、国信证券经济研究所整理

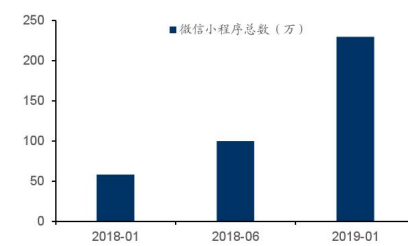
小程序的推出标志着微信从工具型应用提升为操作系统，吸引 B 端商家入驻。2017 年，微信推出小程序开放平台，让任何一个商家、开发者都能开发自己的工具。小程序作为介于原生 App 和 H5 的中间解决方案，具有低用户成本和低开发成本的先天优势：1) 从用户端来看，小程序无需下载安装，相比原生 APP 使用成本更低，相比 H5 功能更齐全、性能更佳，由于有入口，留存率也更高；2) 从商家端来看，小程序开发成本低，叠加微信庞大的用户流量底盘和开放生态，商家入驻的投入更低、潜在回报更有吸引力。同时，更多开发者的入驻也意味着微信的功能可以无限延伸，提升了用户使用频次和时长，形成良性循环。

图 10：2017-2018 年微信小程序 MAU 增长迅猛



资料来源：QuestMobile、国信证券经济研究所整理

图 11：微信小程序总数翻倍增长



资料来源：微信公开课、国信证券经济研究所整理

小程序的诞生，为微信的商业化打开了广阔的成长空间。腾讯在广告变现方面，对朋友圈广告及小程序的态度截然不同。2018 年 3 月，小程序上线仅一年，微信即正式宣布小程序广告组件启动内测，开发者可以通过小程序来赚取广告收入。在 2019 年，一系列小程序广告能力开放，如插屏广告、视频及贴片广告、激励式广告、格子广告等。今年年初的微信公开课 Pro 透露，2020 年微信小程序的工作重点将放在商业场景建设。用户方面，小程序将推出品牌认证、物流工具优化、官方交易保障等措施，提升用户在小程序上交易的信任感；商家方面，小程序将为商家提供和完善包括直播组件、一物一码、识物等多个组件，帮助商家提升运营能力。

表 6: 微信小程序的历次重要更新

时间	更新详情
2017 年 1 月	微信第一批小程序正式上线, 用户可以体验到各种各样小程序提供的服务
2017 年 12 月	微信上线小游戏, 微信启动页面还重点推荐了小游戏「跳一跳」, 用户可以通过「小程序」找到已经玩过的小游戏
2018 年 1 月	微信提供了电子化的侵权投诉渠道, 用户或者企业可以在微信公众平台以及微信客户端入口进行投诉
2018 年 1 月	从移动应用分享至微信的小程序页面, 用户访问时支持打开来源应用
2018 年 3 月	小程序广告组件正式启动内测, 开发者可以通过小程序来赚取广告收入。除了公众号文中、朋友圈广告以及公众号底部的广告位都支持小程序落地页投放广告, 小程序广告位也可以直达小程序
2018 年 7 月	小程序任务栏功能升级, 新增“我的小程序”板块; 用户可以将喜欢的小程序直接添加到“我的小程序”
2018 年 8 月	小程序后台数据分析及插件功能升级, 开发者可查看已添加「我的小程序」的用户数。此外, 2018 年 8 月 1 日至 12 月 31 日期间, 小程序 (含小游戏) 流量主的广告收入分成比例优化上调, 单日广告流水 10-100 万区间的部分, 开发者可获得的分成由原来流水的 30% 上调到 50%, 优质小程序流量主可获得更高收益
2018 年 9 月	微信“功能直达”正式开放, 用户使用微信搜一搜功能词, 搜索页面将呈现相关服务的小程序, 点击搜索结果, 可直达小程序相关服务页面
2019 年 8 月	微信 PC 版新版本中, 支持打开聊天中分享的小程序

资料来源: 公司公告、微信客户端、国信证券经济研究所整理

小程序配合企业微信、公众号及支付业务, 完善的交易生态正在形成。小程序为商家搭建了交易场景, 而企业微信、公众号和微信支付则为商家提供了经营工具, 包括营销获客、企业资金与成员管理、客户关系与售后管理等增值服务。1) 微信支付除了提供支付接口, 还提供以卡券为核心的营销工具、资金管理后台; 2) 公众号为商家创造更多触达用户的机会, 其中订阅号带来更多内容、服务号提供更多互动; 3) 企业微信 3.0 版本上线后, 开始接入微信生态, 为商家提供了联系客户、管理客户的官方渠道。我们认为, 随着微信交易生态的不断完善, 微信对于商家的吸引力将不断增强, 原先在微信内开展交易的商家将被纳入微信官方体系内, 从而实现货币化, 从而吸引更多商家入驻。

图 12: 企业微信为商家提供了官方的流量运营体系


资料来源: 企业微信 3.0 发布会、国信证券经济研究所整理

我们判断, 广告将是小程序未来最具潜力的货币化方向。理论上, 电商平台的变现方式包含以下几种: 1) 向商家收取流水抽成; 2) 为消费者提供互联网金融业务; 3) 类比公众号, 拓展小程序内部的广告, 与开发者共享广告收入。但

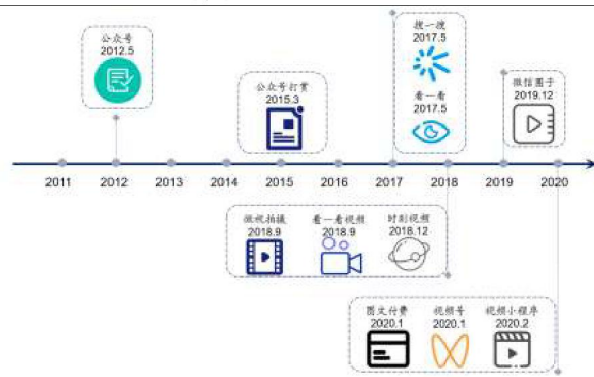
从小程序的实际情况出发，我们判断，微信小程序是典型的“去中心化”平台，这意味着平台没有统一的流量分发权，同时，相比于阿里、京东等成熟的电商平台，腾讯在物流基础、售前、售后设施方面明显薄弱，短期内向商家收取流水抽成的模式较难达成。互联网金融方面，受限于消费金融牌照及政策影响，我们判断其不确定性更高。我们从小程序的用户体量、用户使用时长等运营数据角度估算，短期内，广告将是小程序最具潜力的货币化方向。

微信的广告潜力还有多高？

内容生态：不断试探内容边界，生态建设未完成

微信在不断试探内容边界，对视频和中心化内容分发的探索从未停止。回顾微信内容的更新历程，我们发现，微信在不断试探着自身内容的边界。

图 13：微信的内容形态不断丰富



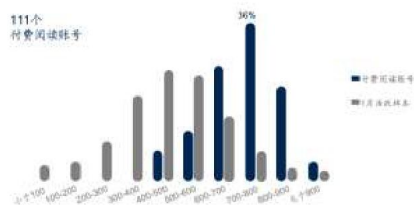
资料来源：国信证券经济研究所整理

图文付费：补全垂直内容创作者的收入来源

2020 年，蛰伏了近 5 年的公众号付费阅读功能迎来了灰度测试。1 月 15 日，微信团队宣布，微信订阅号付费能力正在进行灰度测试，受到邀请的公众号创作者可以选择对原创文章内容设置付费，用户购买后，才能完整阅读原创文章。从微信官方的口径来看，测试付费阅读是为了给优质的内容创作者提供更多的变现方式。在付费的定价方面，微信提供了 1~208 元范围内的 35 个档位，暂不支持自定义金额。

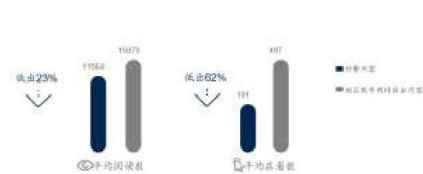
根据新榜统计结果，1 月 15 日至 2 月 5 日测试期间，付费阅读内容的数据表现显著低于对应账号同时期内的整体数据表现。1 月 15 日至 2 月 5 日，新榜监测到，在使用了付费阅读功能的 111 个公众号中，超过 53% 的公众号将付费金额设置在最低的 1 元档，多数创作者以低价战略温和开场。结果显示，进行付费测试的 248 篇内容中，平均阅读数和在看数分别为 11564 次和 191 次，相比于所在公众号的平均阅读次数和在看次数，分别降低了 23% 和 62%。由此可见，收费行为显著影响了内容的传播，该测试结果可能干扰到部分流量主开通付费功能的意愿。

图 14：首批参与付费阅读的公众号新榜指数均偏高



资料来源：新榜、国信证券经济研究所整理

图 15：微信付费内容的数据表现



资料来源：新榜、国信证券经济研究所整理

测试期间，平均单篇内容的付费阅读比为 8%，知识付费、连载小说表现出较强的适应力。测试期间，75.8%的内容付费阅读比在 10%以下，平均单篇内容的付费阅读比为 8%，平均单个公众号付费阅读收入为 6885 元，平均单篇内容的付费阅读收入为 3064 元。其中，单价最高的 3 篇内容均为财经解读类内容，股评内容《2020 年 A 股行情前瞻报告》的收费设置为最高档的 208 元，共有 792 个用户乐意买单，发文 3 天付费阅读收入超过了 16.4 万元。在付费阅读比排名前十的内容中，有 6 篇为连载小说或系列内容。究其原因，知识付费、付费小说均已在得到、阅文等平台上拥有了成熟的商业模式，因而在本次测试中取得了较为突出的表现，而自媒体、八卦等微信公众号中的常见内容并不适合这种模式。

表 7：微信付费阅读比 top10

付费内容标题	公众号	付费人数	单价	付费阅读比
刚刚，教育部"1 号文件"发布，开启百年未有之大变局	政事堂 2019	51,416	¥ 1	51.4%
黑凤凰：小萨勒曼传（上）	卢克文工作室	47,470	¥ 1	47.5%
《做局》第 1177 章 兵贵神速	天下亦客 2	2,751	¥ 1	46.6%
《做局》第 1171 章 你是谁？	天下亦客 2	2,669	¥ 1	43.8%
一种特定的获利方法，3 天获利 22%！	吕杨先生	792	¥ 1	42.6%
老爷，家里的女人全弯了 78	天玄之歌	2,619	¥ 1	42.4%
《做局（沉浮）》第 1163 章 只为见到你	天下亦客 2	2,584	¥ 1	36.7%
自古情义两难全《东北诡仙派》第四十卷 第 30 章	丁凡的奇妙世界	1,234	¥ 1	34.6%
击落美国 CIA 科技！塔利班，到底是什么班？	超级学妈	17,356	¥ 1	32.2%
赤戟月度推书·佳作好评回馈·必读（2019·12）	赤戟的书荒救济所	10,237	¥ 1	30.2%

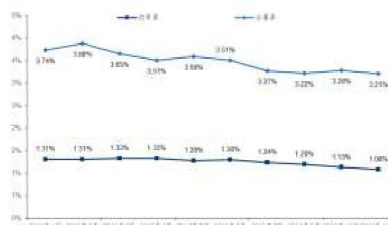
资料来源：新榜、国信证券经济研究所整理

表 8: 微信付费阅读比 top10

内容	公众号	单价	收入
【重磅】《2020 年 A 股行情前瞻报告》	宣继游财经直播	¥208	164,736
对新世界体系的预言与展望	至道学宫	¥8	71,648
刚刚, 教育部"1 号文件"发布, 开启百年未有之大变局	政事堂 2019	¥1	51,416
黑凤凰: 小萨勒曼传 (上)	卢克文工作室	¥1	47,470
世界霸主兴衰史	天涯时事	¥3	27,075
负责武汉撤侨的日本官员为何跳楼自杀	静说日本	¥3	21,705
【宣股十八摸】王亚伟+民生信息化+独角兽举牌, 淘金第一期!	宣继游财经直播	¥68	19,584
击落美国 CIA 科技! 塔利班, 到底是什么班?	超级学妈	¥1	17,356
明月与沟渠: 台湾往事启示录	李不太白	¥8	16,096
周一开市如何操作	旅行者 78	¥28	13,132

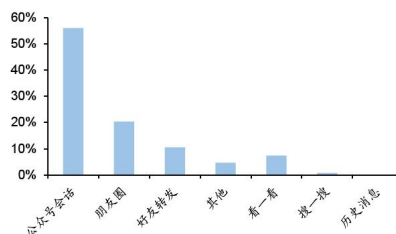
资料来源: 新榜, 国信证券经济研究所整理

图文付费与扩大内容影响力、广告收入及打赏收入之前均存在矛盾, 短期内难以成为公众号的主流变现方式。首先, 图文付费显著抑制了内容的阅读和传播次数。青瓜传媒数据显示, 2019 年 8 月, 微信公众号图文平均打开率仅为 1.2%, 超过 40% 的阅读流量来自于朋友圈、好友转发等非公众号会话方式, 对流量主而言, 启用付费阅读, 意味着在降低打开率的基础上, 再放弃超过 40% 的阅读流量, 这与力求扩大自身影响力的流量主需求不符。其次, 微信公众号的头部创作者已经通过广告及打赏获得了稳定的商业收入, 新榜数据显示, 2019 年 12 月, 头部账号原生 (软文) 广告的平均成交单价为 55984 元, 显著高于测试期间平均单篇内容的付费阅读收入 (3064 元), 且原生广告的收入稳定性显著高于付费图文。由此, 我们判断, 本次微信中加入付费功能, 主要意义在于为部分垂直内容创作者增加新的变现方式, 短期内不会取代广告、打赏成为公众号的主流变现工具。

图 16: 2019 年 1-11 月公众号打开率及分享率


资料来源: 青瓜传媒、国信证券经济研究所整理

注: 打开率=图文阅读人数/图文送达人数

图 17: 2019 年 11 月微信公众号阅读来源


资料来源: hi 微小宝、国信证券经济研究所整理

看一看: 补足中心化内容推荐方式, 为潜在优质广告位

看一看经过多次迭代, 与公众号内容相结合, 已成长为高价值的信息流产品。看一看于 2017 年 5 月中旬上线, 一度被寄予释放公众号流量、拯救打开率的

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

厚望，前期效果不明显。直到2018年12月，微信7.0版本将“看一看”与公众号“点赞”融合，公众号文章可以通过点击“好看”（后来改称为“在看”）直接推送到“看一看”页面，从而使“看一看”成为朋友圈之外的另一高价值信息流平台。此外，微信还尝试引入外部内容完善生态。2019年8月初，快手分享与微信的信息流全面打通，快手短视频可以直接分享到微信“看一看”。春节期间，微信在“看一看”中置顶话题“新冠肺炎疫情动态”，聚合相关新闻、小程序、公众号、视频。截至2020年2月28日，该话题收获了20.2亿次阅读，1636.4万个“在看”，由此可以推算出其惊人的潜在流量。

看一看有助于微信内容生态的整合与盘活。微信原本即拥有公众号这一高质量图文信息平台，但是近几年打开率呈现下降趋势。看一看可以通过社交推荐+算法分发相结合的方式，对微信公众号以及其他内容进行导流，提升传播效率和用户的内容消费量。

图 18：“看一看”置顶内容数据表现



资料来源：微信、国信证券经济研究所整理

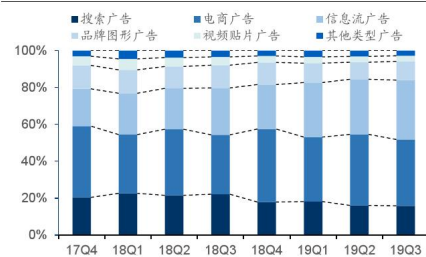
图 19：微信公众号来源于“看一看”导流比例



资料来源：hi 微小宝、国信证券经济研究所整理

看一看的内容体系完善，也有望为自身带来可观的商业前景。信息流本身就具有高用户时长、高广告价值的特性。腾讯系的另一款信息流产品腾讯看点（QQ看点、看点快报）已经开启商业化，其中QQ看点依托MAU超过7亿次的QQ，在18年9月DAU突破1亿，成为腾讯内部第一款DAU破亿的信息流产品。根据公司管理层所述，未来一年腾讯看点的短内容消费量预计将提升5倍，商业收入整体会上涨30倍。基于微信更大的用户底盘以及内部更优质的内容生态，我们判断看一看具有不弱于QQ看点的商业化潜力。

图 20：2017Q4-2019Q3 中国不同形式网络广告市场份额



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 21：中国网络广告市场信息流广告规模



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

搜一搜：微信搜索引擎的雏形

微信搜一搜在微信生态中的定位，是作为用户和微信海量的帐号、内容、品牌、服务的连接桥梁。2017年5月，“搜一搜”作为微信实验室中的功能首次上线，最初它的重点是公众号、朋友圈、文章、小说、音乐和表情的搜索，之后，搜一搜中逐渐增加了站外搜索和小程序搜索。去年12月11日，微信宣布，微信搜索正式升级为“微信搜一搜”，用户可通过主动搜索关键词获得公众号、小程序、游戏、百科以及医疗咨询等二十多种信息服务内容。2020年微信公开课Pro中，再次透露出三个重要发展方向：1) 微信“搜一搜”将支持小程序内容搜索，目前已经接入18个类目小程序；2) 品牌官方区能力全新升级，提供自定义配置品牌关键词、商品橱窗、直播、个性化营销区域等能力，帮助品牌精准触达用户；3) 帐号权威、内容优质、用户行为是影响排序的核心因素，搜一搜尝试提出通过用户的点击、阅读停留、打赏点赞等方法，引入社交的影响，判断帐号和内容的权威度。

图 22：微信搜一搜已接入 18 个类目小程序的内容



资料来源：微信公开课Pro，国信证券经济研究所整理

图 23：微信搜一搜品牌官方区分级机制及对应权益



资料来源：微信搜一搜助手，国信证券经济研究所整理

搜一搜与小程序的联动，可以打破微信不同业务之间的“信息孤岛”，从而获取C端用户更多的使用频次和时长。与web互联网相比，移动互联网的各个app更加割裂，信息难以打通、搜索，微信搜索若能进入到每一个小程序的内部，则具有其他搜索引擎无法比拟的优势。再加上微信沉淀已久的公众号、小程序、商品、表情等内容生态，对C端用户的吸引力大大增强。

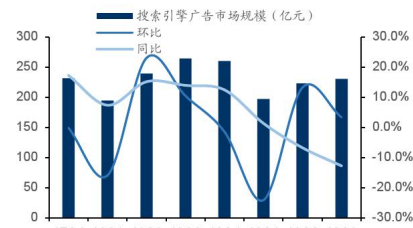
搜一搜是微信搜索引擎的雏形，有望完善微信内部生态闭环，增强对B端商家的吸引力。对B端商家来说，“搜索”是来自消费者主动的行为，意味着品牌商通过“搜索”数据进行的消费者画像更加准确有效，这也是搜索信息流价值较高的核心原因。通过微信以往的商业化节奏，我们推测微信在短期不会通过搜索信息流广告的形式去变现，但是凭借此功能吸引更多商家入驻，则可以将更多的交易纳入微信生态体系。对标百度的搜索广告收入，搜一搜潜藏着巨大的商业化潜力。

图 24：百度的搜索引擎广告收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25：2017Q4-2019Q3 中国搜索广告市场规模



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

视频号&视频：“短内容”落地，微信最值得期待的内容方向

微信不断释放加码视频内容的信号。微信的“视频梦”由来已久：2018年9月，朋友圈推出了“用微视拍摄”的限时推广入口；2018年12月，微信推出了“即刻视频”，2019年12月，微信在朋友圈试水“视频轻互动”，从推广力度和入口来看，微信并未在视频中投入全力。张小龙在2020年的微信公开课中提到，微信上还缺少一个“人人都可以创作的载体”，以图文为主要内容的微信希望补足自身在视频内容方面的短板。2020年春节前，微信视频号开通内测，可以发布图片和视频内容，内容呈现形式为瀑布流形式；用户可以在视频号内点赞评论和关注，保证内容生产者与用户的互动，虽然视频号的发展尚属早期，自推出以来，已经出现了阅读超过10万次，点赞超过2万次的视频内容，这样的流量效果让众多视频作者跃跃欲试。2020年2月，微信公众号上线视频灰度测试入口，据36kr报导，视频消息还独有“视频后贴广告”的商业化模式，开通后系统会根据用户画像自动展现广告；同时公众号底部广告对视频消息也同样适用。

图 26: 微信“视频号”产品形态



资料来源: 36kr、国信证券经济研究所整理

图 27: 微信视频内容灰度测试



资料来源: 36kr、国信证券经济研究所整理

图 28: 微信的“视频梦”由来已久

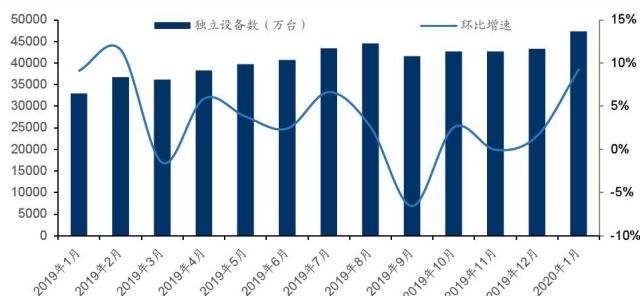
- 2015年9月 朋友圈推出“用短视频”限时推广入口
- 2015年9月 微信推出“看一看短视频”小程序
- 2015年12月 微信7.0版本上线, 推出“时刻视频”“看一看”
- 2019年2月 微信可以拍摄表情作为红包封面
- 2019年2月 春节期间朋友圈广告推出“视频版互动”
- 2019年3月 公众号开启视频前贴片广告, 素材延长到30秒
- 2019年5月 公众号信息流直接可以播放视频
- 2019年5月 “视频动态”更新: 私密留言、添加背景音乐
- 2019年6月 联合腾讯视频推出10秒朋友圈功能
- 2019年6月 向快手开放朋友圈视频链接分享权限
- 2019年8月 联合快手, 推出上下无限制的“看一看视频”
- 2019年8月 公众号内测视频连创声明功能
- 2020年1月 视频号内测
- 2020年2月 微信公众平台灰度测试“视频号”入口

资料来源: 刺猬公社、国信证券经济研究所整理

以往在微信中, 视频用户的传播需求无法被满足。从微信小视频到时刻视频到微视朋友圈分享, 微信并没有撬动起用户的创作热情。围绕微信公众号形成的内容中心, 由于其以文字为主的载体形式, 使得微信无法挖掘长尾用户的创造潜力。视频号支持移动端的内容创作、发布, 以短视频、图片为主, 一方面降低了创作者的创作门槛, 吸引非长文创作者进入微信的内容生态; 另一方面也有望补足微信在视频内容方面的缺失。

短视频类产品日活用户基数大、粘性强, 广告收入 ARPU 值高。2016 年字节跳动推出抖音, 2018 年, 月均日活超过千万, 春节期间, 最高日活达 6000 多万。QuestMobile 估计, 2019 年抖音收入约为 500 亿元, 快手为 350 亿, 抖音月活为 5 亿, 快手月活为 3.4 亿。由此推算抖音、快手季度 ARPU 约为 25 元, 显著高于我们估算腾讯社交广告的 ARPU 值 (约 10 元)。

图 29: 抖音每月独立设备数突破 4 亿



资料来源: 2019抖音数据报告、国信证券经济研究所整理

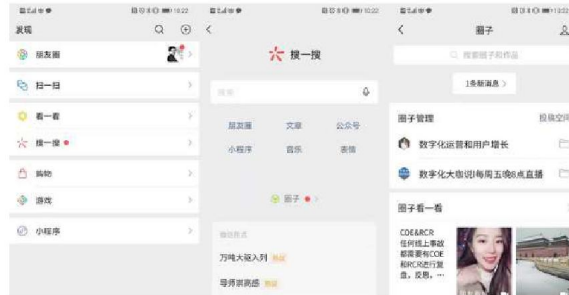
视频号尚处于初级阶段, 素材、工具均有待完善, 核心壁垒在于优质内容的引入。对用户而言, 微信“视频号”不具有抖音的沉浸式体验, 视频号页面的视频内容在 Wi-Fi 及移动流量状态下均会自动播放。目前视频暂时无法全屏、横屏播放, 不可暂停, 也没有进度条的功能。站在视频创作者的角度, 与“抖音”上丰富多彩的视频素材相比, 视频号提供的编辑功能相对初级, 仅限于添加配乐、配文字等初级功能。与抖音全民拍视频的导向不同, 视频号并不支持个人随意发布视频内容, 只有具有一定创作能力和影响力的作者才具有发布资格, 从产品形态上来看, 更类似于中心化运营的微博。

微信不缺用户和流量入口, 视频号的变量来自于管理层的意志及内容的差异化。从当前内测情况来看, 头部短视频账号、自媒体账号、明星、大 V 是首批种子创作者, 事实上, 这些成熟的头部内容创作者早已被抖音、微博等平台所囊括, 根据内容创作者全网分发的习惯, 微信可能会产生同质化的内容。我们判断, 对擅长产品打磨的腾讯而言, 素材和工具的差异会很容易迎头赶上; 流量层面, 视频号位于“朋友圈”下的黄金展示位, 无需担忧, 真正的变量在于管理层的意志及内容的差异化。

圈子: 隐藏于“搜一搜”二级入口, 尚未大力推广

微信圈子是微信对陌生人社交内容的补充。微信圈子起源于 2018 年内测的“我的购物单”, 起初定位是分享购物单、推荐商品的社交电商工具。经过数次迭代后, 产品机制从好物推荐变成了以垂直兴趣组为核心功能的社区, 入口也转移到了“搜一搜”页面, 产品旨在用兴趣连接陌生人, 与百度贴吧和豆瓣类似。在微信发展早期, 陌生人社交是其主打功能之一, “摇一摇”交友助力产品顺利完成冷启动。后期, 微信的定位发生了变化, 转变为以熟人社交功能为主。此后, 微信对陌生人社交的探索一直偏向谨慎, “圈子”功能隐藏于“搜一搜”功能的二级入口下, 尚未大规模推广。由此, 我们判断, 短期内“圈子”不会在商业化中发力。

图 30: 微信圈子入口及界面



资料来源：微信、国信证券经济研究所整理

对标 Facebook，微信还有哪些潜在的广告形式？

核心观点：朋友圈和公众号广告位的开发潜力已经不大，货币化率整体偏低。而新产品小程序、看一看和视频号则是更加优质的变现场景。随着用户时长逐渐向新产品迁移，微信的广告价值有机会得到进一步释放。

选择可以与微信对标的产品并非易事，因为在全球所有的社交产品中，微信的产品形态和商业模式都比较特殊，即使是早期与微信产品形态十分相近的 Line，在商业模式上也与微信渐行渐远。但是，国际社交巨头在广告领域已经进行了各种先验尝试，借鉴他们的经验，对于我们研究微信广告的潜在空间也具有一定参考价值。接下来我们将对 Facebook 旗下的广告业务进行分析。

Facebook: 信息流广告占据主要地位，Stories 发展迅速

Facebook 是全球规模最大、市值最高的社交网络平台和第二大广告平台（仅次于谷歌），公司旗下除主平台 Facebook 外，还包括了图片社交平台 Instagram、即时通讯软件 Messenger 和 WhatsApp，包揽了 2018 年全球 10 大 APP（用户规模）的前 4 位。截止 2019 年 12 月，Facebook 全球月活跃用户达 25 亿，Messenger、WhatsApp、Instagram 的 MAU 也在 10-20 亿量级。目前公司的广告主要依托 Facebook 主应用和 Instagram 投放。据彭博社报道，Instagram 2018 年广告收入占 Facebook 公司整体收入的 15~20%，Messenger 和 WhatsApp 广告占比则很小。

图 31: Facebook 社交产品矩阵

				
Facebook	Messenger	Instagram	WhatsApp	Oculus
社交分享平台	即时通讯应用	图片社交平台	即时通讯应用	VR社交平台
2018.12 DAU 16.6亿 MAU 25亿	2018.12 MAU 14亿	2018.06 MAU 10亿	2020.02 20亿用户	

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

Facebook 广告增长的主要驱动力来源于信息流和 Stories。公司的广告收入占比在 98%以上,其中绝大多数来自信息流广告。凭借用户规模大、使用时间长、粘性高的优势,以及精准智能的广告投放机制,Facebook 具有高广告变现价值。

➤ 信息流广告

Facebook 的信息流广告库存丰富、形式多样。主要版位包括: Facebook 动态广告、Instagram 动态广告、Facebook PC 端右边栏广告、Instagram 发现页广告、Messenger 收件箱广告、电商平台 Marketplace 广告。其中, Facebook/Instagram 动态类似于朋友圈,是最主要的信息流广告形式;右边栏广告只在 PC 端存在,在用户向移动端转移的趋势下占比逐渐减小;其余版位体量还比较小。Facebook 的信息流广告具有图文、图片、视频、幻灯片、全景 VR 等多种形式,并且还在拓展试玩广告等新形式,广告主可供选择的形式愈发多样化。

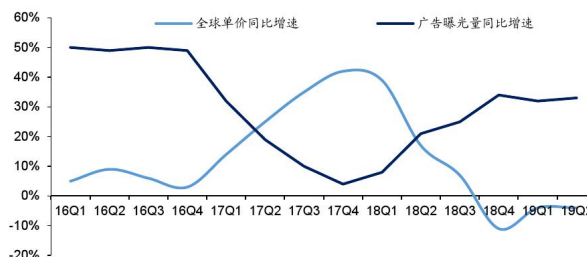
图 32: Facebook 信息流广告版位一览



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

Facebook 信息流广告加载率已经接近成熟,广告收入主要由曝光次数及单价的提升所驱动。Facebook 信息流广告加载率在 2017 年初达到饱和,此后一直稳定在 15%左右。广告曝光量和单价则一直稳定增长。

图 33: Facebook 广告曝光量与广告单价同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

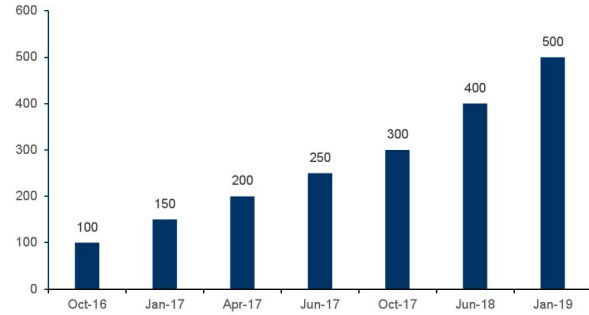
我们认为,与 Facebook 的信息流广告相比,微信朋友圈广告加载率的上限更低。微信朋友圈承载的更多是双向互动的熟人社交关系,从用户心理角度偏向于私有领域;而 Facebook、Instagram 除了熟人外,还可以单向关注名人、机构等头部用户,兼具媒体与社交属性,更偏向于公共领域。这一产品属性差异导致了:1) 用户对广告浓度的容忍程度不同:朋友圈的广告加载率上限应低于 Facebook、Instagram 这类弱关系社交产品;2) 人均内容消费量不同:朋友圈的内容多来自于普通用户,在创作数量和内容质量两方面都弱于 Facebook/Instagram 平台上的 PGC+PUGC 内容。因此,朋友圈广告的开发空间要比 Facebook/Instagram 信息流小很多。

“看一看”是微信内部更适合对标 Facebook 的信息流场景。微信内部的信息流页面包括看一看、订阅号页面等。订阅号页面虽然在内测“发现公众号”推送,但微信公开课已经表示不会做成不受用户掌控的信息流,因此广告加载空间也不大。相比之下,看一看是更适合信息流广告变现的场景:1) 看一看是基于内容信息流,媒体属性要强于社交属性,从用户心理角度更偏向于公共领域,广告加载率天花板较高;2) 看一看依托公众号内容池,并且正在尝试引入外部内容,逐步加入中心化的内容分发机制,凭借“朋友在看”和“精选”两大体系,人均内容消费量有很高的增长潜力。目前看一看仍处于生态构建阶段,尚未开启商业化,但是广告价值潜力不容忽视。

➤ Stories 广告

作为新兴的产品形态,Instagram Stories 用户增长迅猛,有很强的商业化前景。Stories 是一种竖版沉浸式短视频,最早起源于 Snapchat,发布后 24 小时将转为仅对自己可见,在 Instagram 平台也可以通过精选后设置为所有人公开可见,微信视频动态的产品形态与之类似。当用户滑动观看 Stories 视频时,会出现轮播广告,用户可以选择左滑跳过并观看下一条视频,或者上滑了解更多。由于沉浸式的观看体验、强互动形式,凭借 Instagram 超过 10 亿日活的用户流量底盘,Stories 的广告价值巨大。尽管目前 Stories 广告的货币化率低于信息流广告,Facebook 管理层坚定认为这一广告形式未来仍有广阔的变现前景。

图 34: Instagram Stories 日活跃用户数 (百万)



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

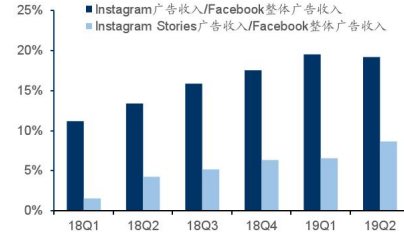
Stories 广告是 Facebook 广告新的增长驱动力。Facebook 的 Stories 广告展位包括 Facebook Stories、Instagram Stories、Messenger Stories。目前 Instagram Stories 已经发展成熟进入快速商业化阶段, 根据 Facebook 官方披露数据, 超过半数的 Instagram 用户使用 Stories, 我们推测其 DAU 超过 5 亿。而 Facebook/Messenger Stories 仍处于生态培养阶段, 尚未有较多的广告投放。

图 35: Instagram/Facebook/Messenger Stories



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 36: Instagram Stories 广告占比不断提升



资料来源: Marin Software、国信证券经济研究所整理

微信的视频动态与 Stories 形态十分相似, 尚未取得同等的用户体量和内容消费量。视频动态与 Instagram Stories, 存在三方面的不同: 1) **创作成本差异:** 视频动态只提供了最基础的拍摄功能, 以及添加音乐、文字、表情和地点, 缺少 Stories 提供的滤镜、贴纸和模板等降低创作成本的工具; 2) **视频动态的拍摄和观看缺乏显眼的集中入口:** 虽然在朋友圈最上方增加了集中入口, 但 UI 设计并不让人有很强的点击欲望, 并且由于观看过的视频动态不会出现再出现在这里, 持续视频的场景也很少出现; 3) **微信和 Instagram 的产品属性导致用户行为习惯存在差异,** 微信更多是基于熟人的社交关系, 而 Instagram 则是更偏向于陌生人、兼具媒体与社交属性的产品, 在用户创作和内容消费方面更具优势。Facebook 虽然用户体量较 Instagram 更大, 但 Facebook Stories 的用户直到 2018 年 5 月才达到 1.5 亿, 而 Instagram Stories 在 2017 年 11 月即拥有了 3

亿用户。基于上述原因，我们判断视频动态在短期内难以有商业化的土壤。

图 37: Instagram Stories 主要入口



资料来源: Instagram、国信证券经济研究所整理

图 38: 微信视频动态主要入口



资料来源: 微信、国信证券经济研究所整理

微信的广告价值还有多少提升空间？

核心观点: 微信目前已经开放的广告产品包括朋友圈广告、公众号广告、小程序广告，潜在的优质广告位则包括看一看和视频号。其中，受制于用户体验等诸多因素，朋友圈和公众号广告收入提升空间已经不大，未来增长更多由看一看和视频号驱动。

➢ **朋友圈广告:** 增长已近瓶颈，短期内，广告有效曝光次数驱动收入增长

朋友圈广告的收入估算: 朋友圈广告收入=DAU×每人每天广告加载个数×平均每个广告有效曝光次数×实际 CPM/1000×365。

1) DAU: 根据腾讯 2018 年报，2018 年朋友圈 DAU 为 7.5 亿；根据 2020 微信公开课 Pro，2019 年微信 MAU 为 11.5 亿，比去年同期增长 6%，我们估算朋友圈 DAU 会有同等增长。

2) 每人每天广告加载个数: 根据腾讯 2018 年报，朋友圈开放第二条广告后约有 50% 的人每天会看到第二条广告。2019 年 5 月以后，每人每天最多收到三条朋友圈广告。由此，我们推算平均每人每天会在朋友圈刷到 2 条广告。

3) 平均每个广告的有效曝光次数: 用户在浏览朋友圈广告时，广告露出一定比例+停留一定时间计一次有效曝光；用户对广告进行了点赞、评论操作，当其好友也对广告进行点赞、评论操作时，系统会对用户进行红点提醒；用户点击红点提醒，算作一次互动曝光。用户每有一次朋友圈广告曝光或互动曝光，系统会进行扣费。五分钟内最多扣费一次，一个用户同一个广告最多扣费 8 次。

4) 实际 CPM: 朋友圈广告的主要收费模式为 CPM 曝光排期和 CPM 曝光竞价，根据城市等级的不同，定价标准不一。此外，在实际业务中，往往会给予广告主尤其是大客户一定折扣。

综合以上信息，我们估算 2019 年朋友圈广告收入约为 320~340 亿元。

表 9：微信朋友圈广告售卖策略

广告位	售卖方式	售卖门槛	广告价格
朋友圈信息流	曝光排期	单次广告投放	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
		预算 5 万起	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
朋友圈信息流	曝光竞价	每日广告预算 1000 起	核心城市：100~600 元/千次曝光 重点城市：60~400 元/千次曝光 其他城市：30~400 元/千次曝光

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

注：核心城市包括北京、上海；重点城市包含广州、成都、深圳、杭州、武汉、苏州、重庆、南京、天津、西安、沈阳、长沙、青岛、宁波、郑州、大连、厦门、济南、哈尔滨、福州等 20 个高活跃城市；其他城市包含除以上 22 个城市之外的其他城市

根据微信现有用户量级，我们假设朋友圈 DAU 长期理论上限为 9 亿、每人每天加载 2 条广告，则朋友圈广告收入对平均每个广告有效曝光次数与实际 CPM 的敏感性分析如下表所示：

表 10：朋友圈广告收入（亿元）对有效曝光次数与实际 CPM 的敏感性分析

实际 CPM（元）	平均每个广告有效曝光次数			
	1.5	2	2.5	3
20	197.1	262.8	328.5	394.2
30	295.7	394.2	492.8	591.3
40	394.2	525.6	657.0	788.4
50	492.8	657.0	821.3	985.5
60	591.3	788.4	985.5	1182.6

资料来源：国信证券经济研究所测算

同样地，假设每人每天加载 2 条广告、平均每个广告有效曝光次数为 2.5 次，则朋友圈广告收入对朋友圈 DAU 与实际 CPM 的敏感性分析如下表所示：

表 11：朋友圈广告收入（亿元）对朋友圈 DAU 与实际 CPM 的敏感性分析

实际 CPM	朋友圈 DAU（亿）				
	8	8.5	9	9.5	10
20	292.0	310.3	328.5	346.8	365.0
30	438.0	465.4	492.8	520.1	547.5
40	584.0	620.5	657.0	693.5	730.0
50	730.0	775.6	821.3	866.9	912.5
60	876.0	930.8	985.5	1040.3	1095.0

资料来源：国信证券经济研究所测算

结论：朋友圈广告收入增长难度较大，短期内还可以通过提升广告有效曝光次数实现增长。1) 朋友圈日活的增长空间已经不会太大，而且随着视频号、看一看等功能的成熟，用户还存在被分流的可能。2) 实际 CPM 提升难度较大，近两年广告市场需求侧持续疲软，供给侧面临短视频、信息流广告的竞争，朋友圈的社交属性也使其转化率难以过高提升。我们测算，朋友圈广告的提升空间

主要来自于每个广告有效曝光次数和实际 CPM 的提升。3) 短期内可以通过提升广告有效曝光次数实现增长。朋友圈增加第四条广告不太可能，但是用户看到第二、三条广告的比例，以及每个广告有效曝光次数还有提升空间。去年微信在拓展形式、增强广告互动性方面进行了诸多尝试，预计会提升用户停留时长和互动频次，从而提高每个广告有效曝光次数。长期来看，受限于单用户扣费次数上限，难以有持续提升机会。

➤ 微信公众号广告：增长空间有限

微信公众号广告的收入测算：公众号广告收入=DAU×人均阅读量×广告加载率×实际 CPM/1000×(1-流量主分成比例)×365。

1) DAU 和人均阅读量：根据微信官方和企鹅智酷数据，2017 年 9 月微信公众号月活跃粉丝数量为 7.97 亿，2014 年 9 月用户平均每天阅读文章数量 5.86 篇。我们估算这两个指标在过去几年略有增长但幅度不大。

2) 广告加载率：包含开通流量主的文章比例和每篇文章设置的广告数量 2 个维度。2019 年 5 月，流量主开通门槛降低至 500 粉丝，预计会有更多的长尾公众号接入流量主功能。目前主要广告版位包括底部广告、视频贴片广告、文中广告（1-2 条）、互选广告和返佣商品广告。

3) 实际 CPM 和流量主分成比例：公众号广告的销售策略包括 CPM、CPC、CPS 等多种形式。除销售中所给予的折扣率之外，还需要扣除流量主的分成部分。2019 年 6 月 1 日起，公众号原创文章流量主按照原创文章单日广告收入流水的 70%比例分成，不设上限。非原创文章的流量主分成则低于此比例。

综合上述信息，我们测算 2019 年公众号广告收入约为 68-72 亿元。根据 2019 微信公开课 Pro 数据，2018 年前三季度流量主分成超过 30 亿，推算全年收入超过 40 亿元。此时尚未提升原创文章分成比例，按照 40%的流量主分成比例、15%的增速推算，2019 年公众号广告收入约为 70 亿，符合测算结果。

表 12: 微信公众号广告售卖策略

广告位	购买方式	售卖门槛	广告价格
公众号文章底部	曝光排期	单次广告投放 预算 1000 元 起	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
公众号文章底部	曝光竞价	每日广告预算 50 元起	20~200 元/千次曝光
公众号文章底部	点击竞价	每日广告预算 50 元起	按每次点击出价, 最低出价 0.5 元
公众号文章视频贴片	曝光排期	单次广告投放 预算 1000 元 起	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
公众号文章视频贴片	曝光竞价	每日广告预算 200 元起	10~200 元/千次曝光
公众号文章中中部	曝光排期	单次广告投放 预算 1000 元 起	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
公众号文章中中部	点击竞价	每日广告预算 50 元起	按每次点击出价, 最低出价 0.5 元
互选广告(底部)	单篇文章购买	文章价格由流量主自主决定	
返佣商品广告	CPS 返佣	广告主可自定义佣金比例, 基准门槛按品类不同从 5%~20% 不等	

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

注: 核心城市包括北京、上海; 重点城市包含广州、成都、深圳、杭州、武汉、苏州、重庆、南京、天津、西安、沈阳、长沙、青岛、宁波、郑州、大连、厦门、济南、哈尔滨、福州等 20 个高活跃城市; 其他城市包含除以上 22 个城市之外的其他城市

公众号广告收入的提升空间更多来自于开通流量主的图文比例。单篇图文的广告加载率天花板有限, 广告添加过多会影响有效曝光量和点击率, 都会影响最终付费。微信降低了流量主开通门槛, 可以更多挖掘长尾流量主的广告价值。虽然公众号广告形式逐渐丰富, 可以更加满足广告主的需求, 但与朋友圈逻辑类似, 实际 CPM 难有较大提升。

根据相关数据, 我们将公众号 DAU 和人均阅读篇数的上限设定在 7 亿和 6 篇/天, 平均每篇图文添加 2 条广告, 流量主分成比例平均为 60%。则公众号广告收入对开通流量主的图文比例与实际 CPM 的敏感性分析如下:

表 13: 公众号广告收入(亿元)对流量主开通比例与实际 CPM 的敏感性分析

实际 CPM	流量主开通比例				
	20%	30%	40%	50%	60%
20	49.1	73.6	98.1	122.6	147.2
30	73.6	110.4	147.2	184.0	220.8
40	98.1	147.2	196.2	245.3	294.3
50	122.6	184.0	245.3	306.6	367.9
60	147.2	220.8	294.3	367.9	441.5

资料来源: 国信证券经济研究所测算

结论: 公众号广告收入的提升空间有限。一方面, 公众号图文打开率逐渐下降, DAU 和人均阅读量都已经接近瓶颈, 图文总阅读量难以提升; 另一方面, 虽然

微信降低了流量主开通门槛，但为了扶持原创图文创作者，也提高了流量主分成比例。再加上实际 CPM 难以提升，公众号广告总收入大幅提升较为困难。

➤ 看一看：潜在优质广告位

看一看的广告价值的长期理论上限测算：看一看广告收入=DAU×人均 feeds 数×广告加载率×实际 CPM×365。

1) DAU：考虑到看一看的入口优先级较高，且内容逐渐丰富，长期来看，**看一看的 DAU 有望达到朋友圈和公众号相仿的水平**，我们按照 7 亿进行估算。

2) 人均 feeds 数：虽然人均公众号阅读数只有 6 篇左右，根据信息流产品的使用习惯，用户会查看多条 feeds 后点开一篇图文，因此人均 feeds 数会是人均公众号阅读数的数倍。

3) 广告加载率：Facebook 和今日头条的广告加载率均在 15%-20% 左右。看一看的媒体属性比朋友圈更强，但是由于微信的商业化较为克制，且看一看内容更加优质，广告加载率预计会介于朋友圈和 Facebook 之间。

3) 实际 CPM：由于看一看无需流量主分成，因此预计可以达到介于公众号和朋友圈之间的水平。

综合上述信息，我们假设看一看的 DAU 长期理论上限为 7 亿，人均 feeds 数为 50 条/天，看一看广告收入对广告加载率与实际 CPM 的敏感性分析如下：

表 14：看一看广告收入（亿元）对广告加载率与实际 CPM 的敏感性分析

实际 CPM	广告加载率				
	2.5%	5%	7.5%	10%	15%
20	63.9	127.8	191.6	255.5	383.3
30	95.8	191.6	287.4	383.3	574.9
40	127.8	255.5	383.3	511.0	766.5
50	159.7	319.4	479.1	638.8	958.1
60	191.6	383.3	574.9	766.5	1149.8

资料来源：国信证券经济研究所测算

同样地，我们假设看一看的 DAU 长期理论上限为 7 亿，广告加载率为 Facebook 的一半即 7.5%，看一看广告收入对人均 feeds 数与实际 CPM 的敏感性分析如下：

表 15：看一看广告收入（亿元）对人均 feeds 数与实际 CPM 的敏感性分析

实际 CPM	人均 feeds 数				
	20	35	50	75	100
20	76.7	134.1	191.6	287.4	383.3
30	115.0	201.2	287.4	431.2	574.9
40	153.3	268.3	383.3	574.9	766.5
50	191.6	335.3	479.1	718.6	958.1
60	230.0	402.4	574.9	862.3	1149.8

资料来源：国信证券经济研究所测算

结论：理想情况下，看一看的潜在广告价值更高。在前文分析中我们已经论述，看一看是比朋友圈更加优质的广告变现场景。考虑到看一看依托公众号内容池和社交推荐，内容就相对优质，随着内容生态和算法机制的完善，看一看的人均 feeds 数和广告加载率都有可提升空间。一旦开启商业化，其蕴含的广告价值将得以迅速释放。

➤ **视频号：变现潜力较大，但依赖于内容完善**

视频号广告价值的长期理论上限：视频号广告收入=DAU×人均观看视频数×广告加载率×实际 CPM/1000×365。

1) DAU：考虑到视频号的入口优先级较高，且内容逐渐丰富，长期来看，视频号的 DAU 可能会达到与朋友圈和公众号相仿的水平，我们按照 7 亿进行估算。

2) 人均观看视频数：根据 2019 微信公开课 Pro 数据，朋友圈用户时长稳定在 0.5 小时左右。假如同样按照视频号用户时长为 0.5 小时估算，平均一个视频观看时长为 15~30 秒，则平均每人每天观看视频数可以达到 100 以上。考虑到短视频的重度用户多数已对抖音产品有了较强粘性，实际情况中，视频号的人均观看视频数可能会被冲淡。

3) 广告加载率：Instagram、微博和抖音的广告加载率均在 15%-20% 左右。视频号的媒体属性比朋友圈更强，但是由于微信在商业化较为克制，我们假设广告加载率介于朋友圈和抖音之间。

3) 实际 CPM：由于视频号形态为信息流，无需流量主分成，预计实际 CPM 介于公众号和朋友圈之间。

综合上述信息，对标相关产品，我们假设理想情况下，视频号的 DAU 上限为 7 亿，人均观看视频数为 50 条/天，则视频号广告收入对广告加载率与实际 CPM 的敏感性分析如下：

表 16：视频号广告收入（亿元）对广告加载率与实际 CPM 的敏感性分析

广告加载率 实际 CPM	2.5%	5%	7.5%	10%	15%
20	63.9	127.8	191.6	255.5	383.3
30	95.8	191.6	287.4	383.3	574.9
40	127.8	255.5	383.3	511.0	766.5
50	159.7	319.4	479.1	638.8	958.1
60	191.6	383.3	574.9	766.5	1149.8

资料来源：国信证券经济研究所测算

同样地，假定视频号的 DAU 长期理论上限为 7 亿，广告加载率为抖音的一半（估算为 7.5%），视频号广告收入对人均观看视频数与实际 CPM 的敏感性分析如下：

表 17：视频号广告收入（亿元）对人均观看视频数与实际 CPM 的敏感性分析

人均观看视频数 实际 CPM	25	50	100	150	200
20	95.8	191.6	383.3	574.9	766.5
30	143.7	287.4	574.9	862.3	1149.8
40	191.6	383.3	766.5	1149.8	1533.0
50	239.5	479.1	958.1	1437.2	1916.3
60	287.4	574.9	1149.8	1724.6	2299.5

资料来源：国信证券经济研究所测算

结论：视频号的潜在广告价值较大，但依赖内容质量的提升。与看一看的逻辑类似，视频号的广告价值受到人均观看视频数和广告加载率驱动。与看一看不同，微信没有视频内容的生态基础，并面临着现存短视频产品的竞争。其广告价值能否释放，取决于能否凭借优质内容和算法推荐获取尽可能多的用户时长。

表 18: 微信广告位潜力测算

广告形式	2019 年收入测算	增长的驱动因素	广告价值提升空间
朋友圈广告	320~340 亿元	广告的曝光次数	短期中等，长期不大
公众号广告	68~72 亿元	开通流量主的图文比例	不大
看一看广告	-	人均 feeds 数；广告加载率	潜力较高
视频广告	-	人均观看视频数；广告加载率	潜力较高

资料来源：国信证券经济研究所测算

小程序：2020 年步入全面商业化

小程序：从“用完即走”到全面商业化

2020 年，管理层对小程序商业化的重视程度空前提高。2017 年，微信小程序诞生之初，张小龙强调了其“用完即走”的产品理念，与传统 App 相比，小程序没有应用商店、不能推送消息、不能分享朋友圈、只能实现有限制地搜索，最大程度降低对用户的打扰；而在今年 1 月的微信公开课上，微信开放平台副总经理杜嘉辉反复强调：“2020 年，小程序的重点目标是助力商家打造自己的商业闭环”，并且将“如何留下用户”列为新一年的三项工作重点之一，并推出大量用于“商业化”的功能：直播组件、搜索页运营、推送消息、一物一码、扫一扫识物、封面广告、交易保障等。

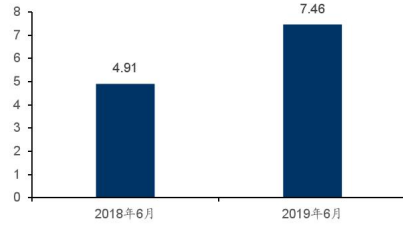
表 19：2019 年以来小程序商业化动作不断

时间	事件
1 月 23 日	微信推出小程序桌面
3 月 5 日	微信“购物单”正式升级为“好物圈”
3 月 27 日	微信内测小程序评测功能，小程序同时上线物流助手接口能力
3 月 29 日	微信上线客户小助手小程序
4 月 1 日	微信广告发布微信广告助手官方小程序，微信正式开放好物推荐接口能力
4 月 25 日	微信小程序插屏广告组件向非游戏类小程序开放
4 月 26 日	微信小程序激励式广告组件向非游戏类小程序开放
5 月 24 日	微信小程序内测用户满意度功能
6 月 27 日	微信支付团队内测小程序电商新功能商家卡片
7 月	微信一物一码全面升级，微信“全局弹窗”功能支持小程序弹窗
8 月	微信 PC 版内测电脑端打开小程序功能
8 月 30 日	3 月 27 日 微信内测小程序评测功能，小程序同时上线物流助手接口能力
9 月 10 日	微信：小程序新能力及“服务商助手”上线
9 月 16 日	微信团队：推出小程序视频广告和小程序视频前贴片广告组件
10 月 24 日	“微信行业助手小程序”正式发布
11 月 22 日	微信广告按形态投放能力上线，打通公众号和小程序
11 月 26 日	微信推出“腾讯 QQ”小程序，可查看消息但不能回复

资料来源：刺猬公社，国信证券经济研究所整理

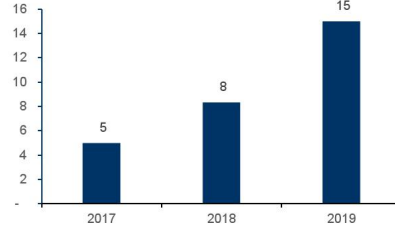
小程序已经具备了商业化的生态基础和用户基础。上线 2 年以来，小程序已覆盖超过 200 个细分行业，根据阿拉丁数据，小程序的数量从 2017 年的 58 万增长至 2019 年的 300 万以上，复合增速高达 125%。用户端，截至 2019 年 11 月，其日均活跃用户超过 3 亿，年内累计创造交易额达 8000 亿，同比增长 160%。根据 QuestMobile 的数据，2019 年 6 月，微信小程序的月活用户规模高达 7.46 亿，高于国内绝大部分 App，月度人均使用微信小程序 42.6 次，小程序的商业化已经具备了充沛的用户基础和生态基础。

图 39: 微信小程序 MAU (亿)



资料来源: QuestMobile、国信证券经济研究所整理

图 40: 微信小程序日均使用时长 (min)



资料来源: 阿拉丁研究院、国信证券经济研究所整理

微信小程序入口丰富, 超过 10 亿的大流量底盘保障用户触达。微信小程序上线初期, 其入口隐蔽, 不易被用户发现。目前, 除搜索等方式外, 小程序还在基于内容、社交关系、地理位置三个要素上, 主动提升触达用户的概率。微信小程序自带腾讯的社交基因, 在社交关系和分享裂变方面存在着天然优势, 在所有互联网巨头所推出的小程序中, 微信触达用户的入口最为丰富。阿拉丁数据显示, 2019 年, 微信小程序中, 约 38.8% 的活跃用户来自于用户分享。

图 41: 微信小程序入口丰富



资料来源: 360智慧商业、国信证券经济研究所整理

小程序的电商生态发生了实质性的变化

小程序在品牌认证、物流工具和交易保障三个方面, 完善电商体系的基础设施, 提高用户的购物体验。2019 年 7 月, 微信全面开放“一物一码”功能, 消费者购买商品时扫描商品上的微型二维码, 即可直接跳转到品牌专属小程序, 获得定制化服务。目前小程序已经拥有快递配送、即时配送、散单寄件等多种物流解决方案, 开发者只需接入开放端口, 就可使消费者在小程序上直接查看购物后的物流信息, 提高对收货的安全感。交易保障是小程序在电商方面的一大变化, 微信能提供给商家的新功能包括: 统一的官方标识、商品搜索加权, 以及统一的订单管理和用户纠纷处理功能。更为重要的是, 微信搜一搜在 2019 年改版后可支持商品搜索, 将内容生态与交易生态直接相连, 让用户以最短路径触达信息及服务。

图 42: 微信“扫一扫”可实现识图购物



资料来源: 360智慧商业、国信证券经济研究所整理

微信直播组件即将推出, 消费者在小程序内可以实现交易闭环, 显著提升购物体验: 2019 年 12 月, 直播业务被统一在信息流业务“腾讯看点”之下, 看点直播成为了腾讯直播业务对外输出的统一品牌, 本次推出的微信直播组件, 与看点直播存在如下区别: 1) 在看点直播中, 成千上万的商家使用同一个直播程序, 直播与交易过程相互割裂; 微信的直播组件, 赋予了每一位商家直播卖货的能力, 商户对商品的交易过程更具“掌控力”; 2) 微信的直播组件, 能够使商家在小程序内形成交易闭环。看点直播需要跳转到商家小程序进行购买, 在“看”和“买”之间增加了一个步骤, 在互联网产品的规则中, 使用的过程每多一步, 都意味着转化率的显著降低。

图 43: 小程序直播可实现边看边买



资料来源: 36kr、国信证券经济研究所整理

图 44: 小程序直播可引导用户激活会员



资料来源: 36kr、国信证券经济研究所整理

企业微信: 客户朋友圈功能正式开放, 帮助电商商家实现“种草”功能。2019 年 12 月, 企业微信和个人微信之间建立了两条通道: 1) 可以由企业微信发起员工和客户组成的百人群; 2) 企业微信用户每天可推送一条信息到客户的朋友圈。企业微信员工在微信端朋友圈内会显示“企业名称”, 这样一来, 企业微信员工的所有动作都会成为“企业官方”动作。相比于企业员工直接用个人微信发朋友圈, “客户朋友圈”的针对性更强, 更容易建立起客户的信任度。其次, 由于企业微信里的微信好友都是企业的潜在客户或已完成购买的用户, 群体精准性极高。当企业员工发一条朋友圈, 就相当于在精准人群里发一条有“加 V”认证的朋友圈“广告”。

图 45: 企业微信开放朋友圈功能

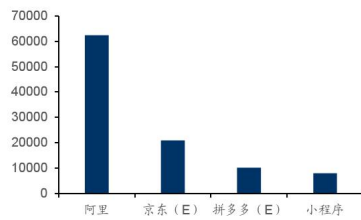


资料来源: 企业微信、国信证券经济研究所整理

短期内广告是小程序最具潜力的变现方式

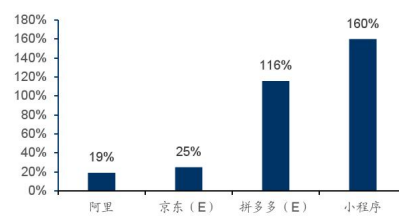
小程序的交易体量表现强劲: 小程序电商已经成为继传统电商、社交电商和直播电商之后的线上零售新业态, 2019 年, 小程序累计创造了超过 8000 亿的交易额, 其 GMV 体量已经与拼多多十分接近; GMV 增速为 160%, 显著高于三大主流电商平台阿里、京东及拼多多。

图 46: 2019 年主流电商平台 GMV 情况 (亿)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 47: 2019 年主流电商平台 GMV 同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

有别于淘宝、京东等中心化的电商体系, 微信小程序去中心化的流量分发方式, 使其难以通过“直通车”式广告及流水抽成盈利。对商家而言, 淘系电商、京东、拼多多对平台流量的分配能力极强, 能够为其提供中心化的广告展位, 以及成熟的物流网络和专业的售前、售后设施, 因此, 平台能够通过抽佣的方式获取收益; 而微信平台在流量掌控度和电商基础设施方面稍显弱势, 由此我们判断, 短期内微信难以通过收取佣金进行大规模的商业化变现。

小程序广告变现的各环节均已准备就绪: 1) 微信小程序的广告基础环境已经形成: 微信平台已开发出多种广告形式满足流量方的需求, 2019 年, 小程序开始尝试插屏广告、视频贴片广告等形式; 2020 年, 小程序计划启动封面广告, 以及更多适合页面展示的自定义广告, 广告形式的多样性, 一方面体现出管理层具有较强的变现意愿, 同时也为广告主提供了更多的选择; 2) 小程序的用户停留时长在不断增加: 根据阿拉丁数据, 2019 年, 小程序用户人均单日使用时长

为 900s，同比增长 80%，用户时长是广告变现的基础；**3）产业链趋于成熟：**大量代理公司积极投入小程序广告市场，并涌现出众多专注于小程序的广告监测、DMP、SSP 等领域的公司和团队。

图 48：微信不断完善小程序的广告变现基础设施



资料来源：阿拉丁小程序、国信证券经济研究所整理

图 49：小程序的广告形态不断丰富



资料来源：微信公开课、国信证券经济研究所整理

小程序作为新的流量池，随着生态的繁荣，将源源不断吸引广告主投入。对于有明确需求的用户，微信提供小程序搜索，可精准地将用户带到小程序内部；对于隐性需求，微信可通过内容、社交关系及地理位置进行推荐，搜索环节与推荐环节在助力商家打造商业闭环之余，也提供了良好的广告机会。

小程序的广告收入测算：小程序广告收入=DAU×人均使用时长×平均每分钟加载广告数×实际 CPM/1000×(1-开发者分成比例)×365。

1) DAU：2019 年小程序 DAU 超过 3 亿，参考微信朋友圈、公众号的发展过程，我们判断随着小程序生态的逐渐完善，其 DAU 还有较高的提升空间。我们假设，稳定状态下，小程序的 DAU 上限为 7 亿。

2) 人均使用时长/日：根据阿拉丁研究院数据，2019 年人均使用小程序时长达到 15 分钟，2020 年小程序的产品理念发生了明显变化，从“用完即走”到“促增长、拉回流、加强商业化”，对标朋友圈稳定状态下约 30 分钟的用户使用时长，我们判断小程序的人均单日使用时长仍具有提升空间。

3) 平均每分钟加载广告个数：目前小程序的主要广告版位包括 banner 广告、激励视频广告及插屏广告。对标朋友圈的 4 次广告曝光/30 分钟和抖音的 3 个

广告/10 分钟，我们估计小程序的广告浓度会介于二者之间。

4) 实际 CPM 和开发者分成比例：小程序的销售策略包括 CPM 和 CPC 两种形式，以 CPM 为主。除广告销售过程中所给予的折扣率之外，还需要扣除开发者的分成部分。2019 年 6 月 1 日起，小程序开发者单日广告流水 100 万以上的分成比例也由 30%提升到 50%；其中，创意小游戏开发者可获单日广告收入流水 200 万以内部分的 70%。

综合上述信息，我们测算 2019 年微信小程序广告收入约为 16~20 亿元。

表 20：微信小程序广告售卖策略

广告位	购买方式	售卖门槛	广告价格
小程序 banner	曝光排期	单次广告投放 预算 1000 元 起	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
小程序 banner	点击竞价	每日广告预算 50 元起	按每次点击出价，最低出价 0.5 元
小程序激励式广告	曝光竞价	每日广告预算 1000 元起	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
小程序插屏	曝光排期	单次广告投放 预算 1000 元 起	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
小程序插屏	曝光竞价	每日广告预算 200 元起	10~200 元/千次曝光

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

注：核心城市包括北京、上海；重点城市包含广州、成都、深圳、杭州、武汉、苏州、重庆、南京、天津、西安、沈阳、长沙、青岛、宁波、郑州、大连、厦门、济南、哈尔滨、福州等 20 个高活跃城市；其他城市包含除以上 22 个城市之外的其他城市

我们假设理想状态下，小程序 DAU 为 7 亿，开发者分成比例平均为 55%，平均每分钟加载广告 0.3 个，小程序广告收入对人均使用时长与实际 CPM 的敏感性分析如下：

表 21：小程序广告收入（亿元）对人均使用时长与实际 CPM 的敏感性分析

实际 CPM (元)	人均使用时长 (min)				
	15	30	45	60	120
10	51.7	126.5	189.7	252.9	505.9
15	94.9	189.7	284.6	379.4	758.8
20	126.5	252.9	379.4	505.9	1011.8
30	189.7	379.4	569.1	758.8	1517.7
40	252.9	505.9	758.8	1011.8	2023.6

资料来源：国信证券经济研究所测算

同样地，我们假设小程序 DAU 长期理论上限为 7 亿，开发者分成比例平均为 55%，平均用户时长为 30 分钟，小程序广告收入对人均使用时长与实际 CPM 的敏感性分析如下：

表 22: 小程序广告收入（亿元）对每分钟广告数与实际 CPM 的敏感性分析

实际 CPM (元)	每分钟广告数				
	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
10	34.5	69.0	103.5	138.0	172.5
15	51.7	103.5	155.2	207.0	258.7
20	69.0	138.0	207.0	275.9	344.9
30	103.5	207.0	310.4	413.9	517.4
40	138.0	275.9	413.9	551.9	689.9

资料来源：国信证券经济研究所测算

通过上述分析我们得到：微信小程序的广告变现尚属早期，其 DAU、日均使用时长、广告浓度均具有较高的提升空间。理想情况下，远期年化广告收入在百亿级别。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1) 增值业务保持稳健增长，2019/2020 年营收增速分别为 13%/13%；
- 2) 社交广告逐渐发力，有望弥补品牌广告收入下滑，2019/2020 年营收增速分别为 17%/25%；
- 3) 金融科技与云业务高速增长，2019/2020 年，金融科技及云业务营收增速为金融科技业务营收增速为 28%/40%，毛利增速为 40%/53%。

未来 3 年盈利预测

表 23：未来 3 年盈利预测表

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	312,694	380,107	462,404	553,271
营业成本	170,574	212,247	261,166	312,488
销售费用	24,233	21,199	25,432	30,430
管理费用	41,522	71,203	81,308	93,575
财务费用	(100)	6071	5,606	4,650
营业利润	59,051	75,460	99,807	122,282
利润总额	94,466	112,291	138,111	162,119
归属于母公司净利润	78,719	95,570	117,617	138,062
EPS	8.24	10.00	12.31	14.45
ROE	24%	23%	22%	20%

按上述假设条件，我们得到公司 2019-2021 年收入分别为 3081/4624/5533 亿元，归属母公司净利润 958/1176/1381 亿元，净利润年增速分别为 21%/23%/17%。每股收益分别为 10.00/12.31/ 14.45 元。

盈利预测的敏感性分析

盈利预测情景分析
表 24：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
乐观预测					
营业收入(百万元)	312,694	386,848	478,980	582,518	698,824
(+/-%)	31.5%	23.7%	23.8%	21.6%	20.0%
净利润(百万元)	78719	123,871	154,959	186,008	222,097
(+/-%)	10.1%	57.4%	25.1%	20.0%	19.4%
摊薄 EPS	8.24	12.97	16.22	19.47	23.25
中性预测					
营业收入(百万元)	312,694	380,107	462,404	553,271	653,696
(+/-%)	31.5%	21.6%	21.7%	19.7%	18.2%
净利润(百万元)	78719	95,570	117,617	138,062	161,632
(+/-%)	10.1%	21.4%	23.1%	17.4%	17.1%
摊薄 EPS(元)	8.24	10.00	12.31	14.45	16.92
悲观的预测					
营业收入(百万元)	312,694	373,365	446,119	525,020	610,787
(+/-%)	31.5%	19.4%	19.5%	17.7%	16.3%
净利润(百万元)	78719	68,975	83,315	94,942	108,712
(+/-%)	10.1%	-12.4%	20.8%	14.0%	14.5%
摊薄 EPS	8.24	7.22	8.72	9.94	11.38
总股本（百万股）	9553	9553	9553	9553	9553

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

政策风险

公司所处的游戏、支付、内容赛道，均与政策强相关，行业政策可能会随时变动，政策的收紧对于公司的业务开展具有较大的影响。

估值的风险

我们采取绝对估值与相对估值相结合的方法，计算得到公司的合理股价为 453-485 港币，该估值建立在较多的假设前提上，特别是对于公司未来自由现金流、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假设和可比公司估值参数的选取，均加入了分析师的个人判断。可能会由于对公司金融科技业务的竞争格局、流水增速及提费速率过于乐观的估计，导致公司股价被高估的风险。

盈利预测的风险

我们对公司未来三年的盈利假设如下：

- 1) 增值业务保持稳健增长，2019/2020 年营收增速分别为 13%/13%，如 PC 端游戏、海外游戏推广速度不及预期，可能会导致营收及净利润不及预期的风险；
- 2) 社交广告逐渐发力，有望弥补品牌广告的下滑，2019/2020 年营收增速分别为 17%/25%。公司在效果广告行业面临“头条系”及其他产品的竞争，品牌广告受宏观经济影响较大，若广告主投入不及预期，可能会导致营收及净利润不及预期的风险；
- 3) 金融科技与云业务高速增长，2019/2020 年，金融科技及云业务营收增速为金融科技业务营收增速为 28%/40%，毛利增速为 40%/53%。金融科技业务对政策依赖较高，若监管政策收紧，或收入端费率提升速度不及预期，可能会导致营收及净利润不及预期的风险。

投资减值的风险

公司对外有大量的战略投资，且公开信息较少，该部分业务盈利状况难以预测，可能会导致公司的净利润不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	97814	105420	123235	168733	营业收入	312694	380107	462404	553271
应收款项	46695	56762	69051	82621	营业成本	170574	212247	261166	312488
存货净额	324	392	478	567	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	2590	3148	3830	4583	销售费用	24233	21199	25432	30430
流动资产合计	217080	235379	269734	333300	管理费用	41522	71203	81308	93575
固定资产	39970	107559	175249	241085	财务费用	(100)	6071	5606	4650
无形资产及其他	205259	37767	18883	0	投资收益	0	(8190)	(6942)	(6942)
投资性房地产	33422	33422	33422	33422	资产减值及公允价值变动	0	16714	17856	17095
长期股权投资	227790	303720	383290	462859	其他收入	(17414)	(2450)	0	0
资产总计	723521	717847	880578	1070667	营业利润	59051	75460	99807	122282
短期借款及交易性金融负债	26834	29104	20266	21790	营业外净收支	35415	36832	38305	39837
应付款项	98714	119423	145488	172832	利润总额	94466	112291	138111	162119
其他流动负债	76887	91055	110373	131361	所得税费用	14482	15218	18645	21886
流动负债合计	202435	239582	276127	325983	少数股东损益	1265	1504	1849	2171
长期借款及应付债券	138735	138735	138735	138735	归属于母公司净利润	78719	95570	117617	138062
其他长期负债	26144	34859	41578	41578					
长期负债合计	164879	173594	180313	180313	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	367314	413175	456440	506296	净利润	78719	95570	117617	138062
少数股东权益	32697	34201	36050	38221	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	323510	419080	536697	674759	折旧摊销	0	24772	28651	32724
负债和股东权益总计	723521	866456	1029187	1219276	公允价值变动损失	0	(16714)	(17856)	(17095)
					财务费用	(100)	6071	5606	4650
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	22235	32898	39045	33921
每股收益	8.24	10.00	12.31	14.45	其它	1265	1504	1849	2171
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	102219	138030	169307	189783
每股净资产	33.86	43.87	56.18	70.63	资本开支	(13210)	(56764)	(59602)	(62582)
ROIC	40%	50%	92%	95%	其它投资现金流	(31947)	0	(3483)	(3657)
ROE	24%	23%	22%	20%	投资活动现金流	(128366)	(132694)	(142655)	(145809)
毛利率	45%	44%	44%	44%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	24%	20%	20%	21%	负债净变化	27278	0	0	0
EBITDA Margin	24%	26%	27%	27%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	32%	22%	22%	20%	其它融资现金流	(36292)	2270	(8837)	1523
净利润增长率	10%	21%	23%	17%	融资活动现金流	18264	2270	(8837)	1523
资产负债率	55%	52%	48%	45%	现金净变动	(7883)	7606	17815	45498
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	105697	97814	105420	123235
P/E	46.8	38.6	31.4	26.7	货币资金的期末余额	97814	105420	123235	168733
P/B	11.4	8.8	6.9	5.5	企业自由现金流	73683	66138	89835	105076
EV/EBITDA	53.1	40.9	33.6	28.1	权益自由现金流	64754	63159	76149	102578

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032