

社交电商：流量红利末期的新机会

——电商行业专题之二

行业深度

◆流量红利末期，电商交易对接社交平台流量成为新机会

电商获客成本高企的大背景下，电商流量来源已经开始向社交平台泛化，品牌商及商户通过社交流量进行营销推广并最终实现商品销售的趋势已经愈加显著。根据 Frost Sullivan 数据，中国社交电商规模总计 9672 亿，同比增长 59%，大幅高于电商行业整体增速。随着社交流量与电商交易的不断融合，社交电商占行业整体比例也将逐年提升，预计 2020 年社交电商占电商整体比例将提升至 11.5%。

◆**流量池特征定义社交电商模式：**社交流量分为**关系链流量**与**优质内容流量**两大类，前者以微信为代表（双向关注，核心优势是积累了用户现实社会的社交关系），后者以微博/宝宝树/小红书/抖音/快手为代表（单向关注，核心优势是能够持续提供优质的资源，并在此基础上形成单向的粉丝关注关系）。流量池特征定义了在不同平台上的社交电商模式。

◆**关系链流量：**绝大多数中国互联网用户的熟人社交关系链均沉淀在微信体系之内，因此基于关系链的社交电商实质上就是针对微信生态流量的电商交易变现。随着微信生态圈基础设施的不断完善，商家私域流量运营趋势已经开始形成，商家开始利用有赞/微盟等 SAAS 工具直接在微信体系内进行电商变现。

◆**优质内容流量：**抖音/快手/小红书等社交内容平台的优势在于优质内容，电商生态体系建立门槛极高，对接阿里巴巴成熟的电商交易平台是更合理的选择。全网营销，阿里成交；阿里巴巴将成为社交内容流量实现电商变现的落地平台。

◆**中国有赞：**随着电商流量来源向社交平台泛化，商户私域流量经营需求不断提升，有赞是目前商户服务 SaaS 行业的领先者，基于公司在手用户基础，广告及金融等增值服务将为公司中长期增长提供更强大动力。我们首次覆盖中国有赞（8083.HK）并给予“买入”评级，目标价 1.06 港币/股。

◆**阿里巴巴：**在社交电商兴起的大趋势下，阿里受益于社交内容流量寻求电商交易变现需求，将承接社交流量落地交易环节。我们维持公司 EPA 分别为 3.24/4.72/6.12 美元/ADR；维持目标价 221 美元/ADR，重申“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观消费超预期下行；电商法等监管措施严格程度超预期。

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (美元/ADR)			PE(X)			投资评级
			18E	19E	20E	18E	19E	20E	
8083.HK	中国有赞	0.63	-0.01	-0.01	-0.01	NA	NA	NA	买入
BABA.N	阿里巴巴	187.6	3.24	4.72	6.12	58	40	31	买入
PDD.O	拼多多	23.0	-1.29	-0.58	1.39	NA	NA	16.5	买入

资料来源：WIND、各公司公告、光大证券研究所预测；

注：股价时间 19 年 4 月 18 日；阿里数据对应 FY19-21。

电商行业：增持（维持）

分析师

范佳璐 (执业证书编号：S0930518100002)
021-52523691
fanjiali@ebsec.com

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)
021-52523837
kongrong@ebsec.com

相关研报

享受下沉红利的新一代电商平台——拼多多（PDD.O）投资价值分析报告.....2018-10-31

无惧宏观消费下行风险，关键指标全线超预期——拼多多（PDD.O）3Q18 业绩点评.....2018-11-21

电商二十岁：成年人的世界没有容易的事——电商行业首次覆盖报告...2019-02-26

要想富先修路：即时配送网络的基础设施效应——电商行业专题之一...2019-03-10

投资聚焦

在目前电商流量成本高企的大背景下，电商商户及品牌商均在寻求低成本获客方式，而社交电商则是目前流量红利末期新的趋势性机会。

研究背景

从本质上说，社交电商是社交流量与电商交易的结合。从社交平台角度看，包括微信、抖音、小红书等主流社交平台均开始寻求广告以外的变现方式；从电商商户及品牌商角度看，社交平台能够提供更低成本的获客方式。

在中国由于互联网巨头之间采取相对封闭且自成体系的竞争策略，因此绝大部分B端商家资源均被集中在了阿里/京东等主流电商平台体系内。

各个社交流量池的特点也存在较大差异。微信等社交平台的基础是双向关注的熟人社交关系；而抖音/快手/小红书等平台的基础是单向关注的优质内容生产体系。

我们区别于市场的观点

我们认为对社交电商的分析需要从社交流量池的不同类别进行切入。

对于以关系链为主要优势的社交流量平台（微信），拼多多、云集等平台借助微信熟人关系实现了用户规模的原始积累，未来随着微信基础设施的逐渐成熟，以有赞为代表的电商服务SaaS公司将享受微信生态电商红利。

对于以优质内容为主要优势的社交流量平台（抖音/快手/小红书等），对接阿里巴巴成熟的电商交易平台是更合理的选择。全网营销，阿里成交；阿里巴巴将成为社交内容流量实现电商变现的落地平台。

投资观点

基于以上观点，我们重点推荐中国有赞（8083.HK）与阿里巴巴（BABA.N）。

随着电商流量来源向社交平台的泛化，商户私域流量经营需求正不断提升，有赞是目前商户服务SaaS行业的领先者，基于公司在手用户基础，广告及金融等增值服务将为公司中长期增长提供更多动力。我们首次覆盖中国有赞（8083.HK）并给予“买入”评级，目标价1.06港币/股。

在社交电商兴起的大趋势下，阿里受益于社交内容流量寻求电商交易变现的需求，将承接社交流量落地交易环节。我们维持公司EPA分别为3.24/4.72/6.12美元/ADR；维持目标价221美元/ADR，重申“买入”评级。

目 录

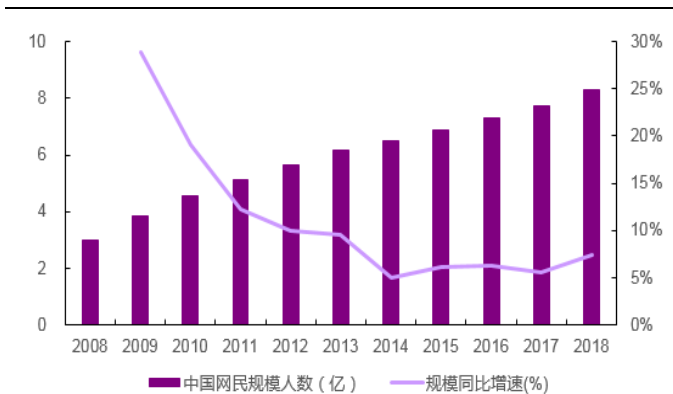
1、 社交电商：流量红利末期的新机会.....	4
1.1、 流量红利将尽，获客成本提升	4
1.2、 电商流量来源开始泛化，社交平台对接电商成为趋势.....	6
1.3、 市场规模：快速增长的万亿市场.....	9
2、 为什么这个时点重点关注社交电商.....	10
2.1、 腾讯加快产业互联网布局，微信寻求连接人与商业.....	10
2.2、 资本市场降温，社交内容平台寻求多元化变现手段.....	10
3、 切入点：关系链与优质内容	13
3.1、 社交电商模式由流量池特征定义.....	13
3.2、 关系链：微信的商业化开发.....	14
3.3、 优质内容：对接阿里平台是最佳选择.....	19
4、 中国有赞：做正确而不是容易的事.....	22
4.1、 借壳登陆资本市场，获取支付牌照完善战略布局	22
4.2、 SaaS 产品梯次清晰，门店产品加速推广	23
4.3、 增值业务打开想象空间	26
4.4、 盈利预测与估值	29
4.5、 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级.....	31
4.6、 风险提示	31
5、 微盟集团：受益腾讯广告体系向中小企业下沉.....	32
5.1、 SaaS 产品与广告营销双轮驱动.....	32
5.2、 完善的销售渠道是公司的核心竞争优势.....	33
5.3、 帮助腾讯实现广告业务下沉.....	35
5.4、 风险提示	35
6、 阿里巴巴：全网营销，阿里成交	36
6.1、 阿里拥有基础设施最完善的电商成交平台	36
6.2、 通过投资等方式连接社交内容流量	36
6.3、 投资建议：维持“买入”评级	37
6.4、 风险提示	37
7、 拼多多：继续受益于微信关系链资源	38
7.1、 继续受益于微信关系链资源	38
7.2、 低线下沉市场竞争或将加剧	38
7.3、 募资夯实供给端基础，打开中长期增长空间.....	38
7.4、 投资建议：维持“买入”评级	38
7.5、 风险提示	38
8、 风险提示.....	39

1、社交电商：流量红利末期的新机会

1.1、流量红利将尽，获客成本提升

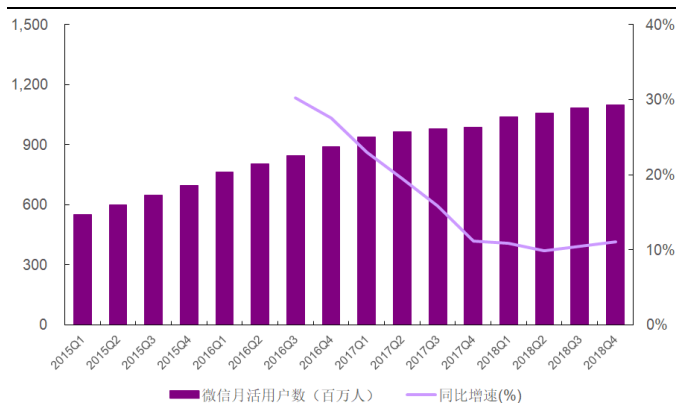
经过十余年的高速发展，互联网行业的增速开始逐渐放缓。截至 2018 年年底，网民规模人数已经达到了 8.29 亿，同比增速从 2009 年的近 30% 放缓至 2018 年的 7%；微信月度活跃用户数接近 11 亿人，同比增速也已回落至 11%。

图 1：互联网网民数量及同比增速



资料来源：CNNIC，光大证券研究所

图 2：微信月活用户数及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

电商行业同样逃不开流量红利将尽的行业趋势，根据统计局数据，截止 2018 年年底，全国网络零售额约 9 万亿，占居民最终消费额 23.6%，占 GDP 总额近 10%，同比增速从 2012 年的 83.7% 放缓至 2018 年的 25.5%，流量资源的争夺变得愈发激烈。

从电商平台角度看，京东与阿里巴巴获客成本已经出现大幅提升。2018 年阿里与京东获客成本分别达到 306 元/人与 1503 元/人，与两大电商巨头上市之初的 2014 年相比大幅上升。从活跃用户规模看，虽然拼多多与阿里巴巴享受下沉市场红利，用户规模仍然保持增长态势，但京东/唯品会全年分别仅获取 1280 万/270 万新增用户；京东年度活跃用户数量甚至在 2018 年 3 季度首次出现了环比负增长。

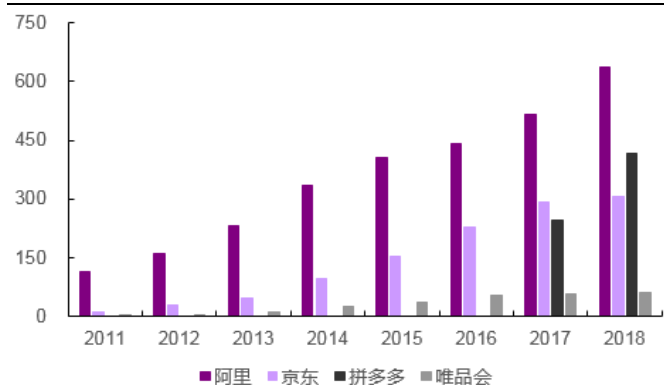
表 1：阿里与京东获客成本比较（元/人）

	阿里巴巴	京东
2014	70	82
2015	150	124
2016	412	142
2017	333	226
2018	306	1503

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

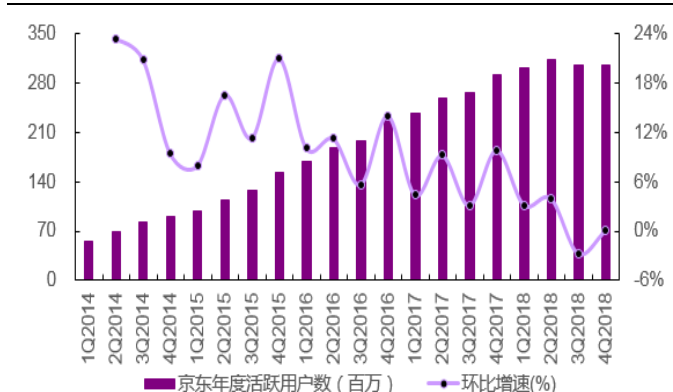
注：获客成本的计算方法为公司当年销售费用/当年新增活跃消费用户数，由于京东在 2018 年全年轻新增年度活跃用户 0.13 亿，故照此口径计算的获客成本较前一年大幅提升。

图 3：各大主流电商平台年度活跃用户数（百万人）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

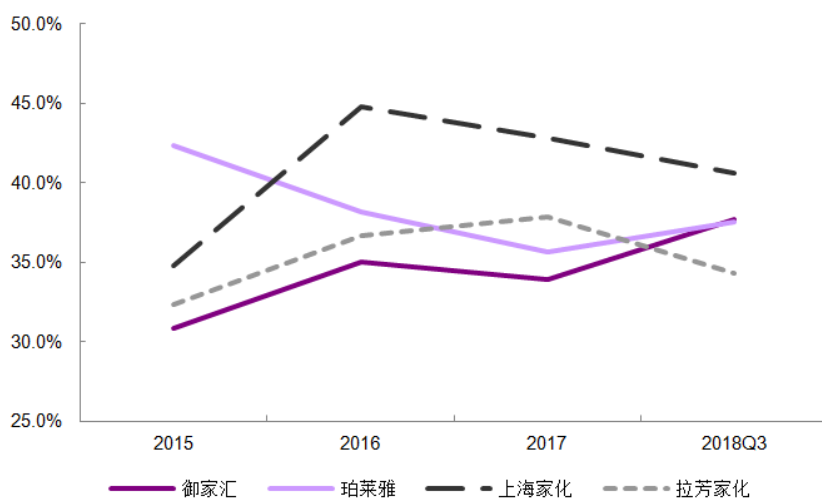
图 4：京东年度活跃用户数在 2018Q3 首次出现负增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

从商家角度看，“淘品牌”出现与崛起的背后实质上是电商行业流量红利的直接反映，然而在目前流量红利将尽的大背景下，“淘品牌”的营销获客成本已经逐渐向传统品牌靠拢。以典型的“淘品牌”御家汇为例，公司 2015 年销售费用率 30.8%，显著低于珀莱雅/上海家化/拉芳家化等传统品牌，然而随着电商行业流量红利逐渐接近尾声，公司 2018 年前 3 个季度销售费用率提升至 37.7%，与传统化妆品品牌竞争对手基本处于同一水平。

图 5：化妆品行业上市公司销售费用率 (%)



资料来源：WIND、光大证券研究所

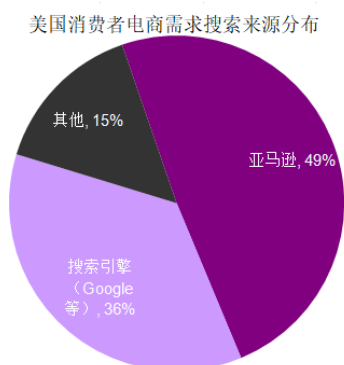
1.2、电商流量来源开始泛化，社交平台对接电商成为趋势

1.2.1、传统电商平台流量起点均为搜索引擎

传统电商平台均以搜索框为起点进行产品设计及流量分配，并在此基础上建立了以竞价排名为代表的成熟盈利模式。

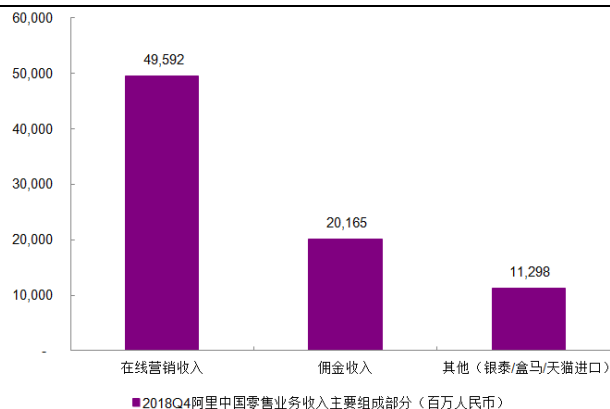
根据 Survata 调研数据,85%的美国消费者电商需求均从搜索框启动,其中 Google 等搜索引擎占整体需求来源比例 36%,亚马逊站内搜索占整体需求比例 49%。而在国内,以阿里巴巴为代表的电商平台也以搜索广告变现为主要盈利模式;2018Q4(日历年)阿里巴巴在线营销收入 495.92 亿元,占阿里中国零售业务收入 61.2%,是公司核心电商业务收入的主要驱动力。

图 6: 美国消费者从 Amazon 和搜索引擎进行产品搜索



资料来源: Survata 调研 (2017 年 9 月)
注: 样本来自 2000 位美国消费者

图 7: 2018Q4 在线营销收入是阿里中国零售业务主要组成部分



资料来源: 公司公告、光大证券研究所
注: 2018Q4 按日历年口径; 在线营销收入即主要指搜索竞价排名收入

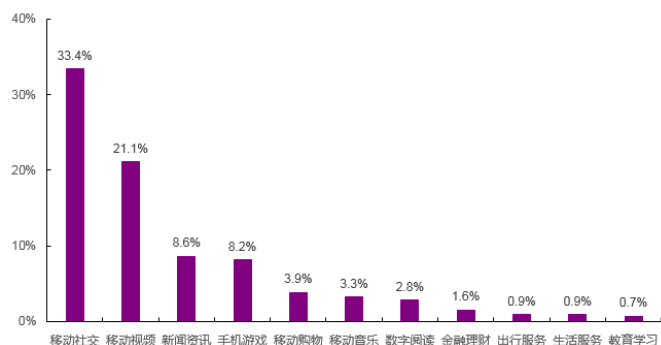
1.2.2、社交流量中潜藏的电商需求仍待挖掘

社交流量在用户使用时长方面占据了巨大的优势,然而由于种种原因社交流量中潜藏的电商需求仍然未能被完全开发。

从移动互联网垂直行业总使用时长看,移动社交的使用时长仍占据榜首。2018 年 12 月中国移动互联网总使用时长中,移动社交与新闻资讯两大类 APP 产品共占用户总时长 42.0%,各类社交及资讯产品占有了大量用户时间及注意力,但是社交流量向电商变现的转化却并不顺畅。

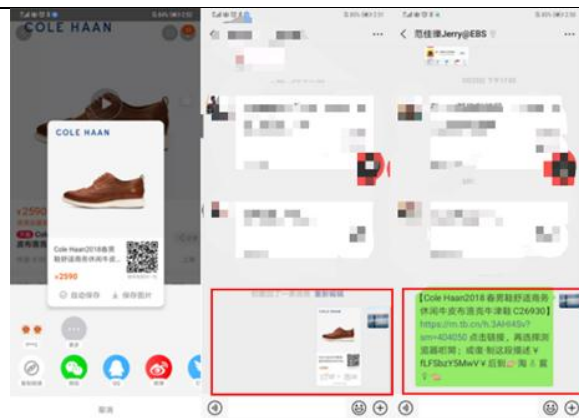
以微信为例,由于淘宝与微信相互封杀,因此淘宝链接只能以图片或代码形式在微信中实现分享,大大影响了电商消费需求通过社交关系进行传播的用户体验。

图 8：18 年 12 月移动互联网用户总使用时长占比 (%)



资料来源：QuestMobile、光大证券研究所

图 9：淘宝链接只能以图片或代码形式在微信中分享



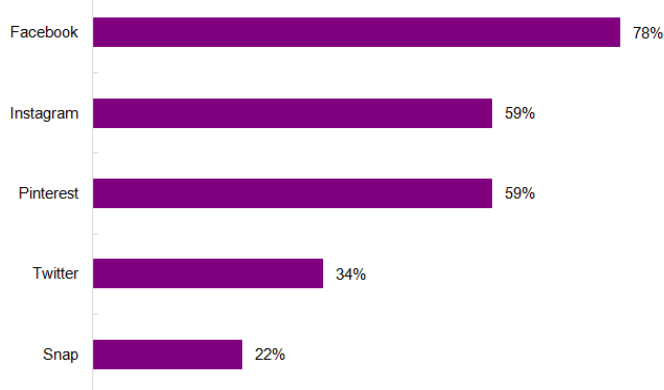
资料来源：淘宝 APP、微信 APP、光大证券研究所

1.2.3、电商需求来源开始向社交流量泛化

在电商获客成本高企的大背景下，电商流量来源已经开始向社交平台泛化，品牌商及商户通过社交流量进行营销推广并最终实现商品销售的趋势已经愈加显著。

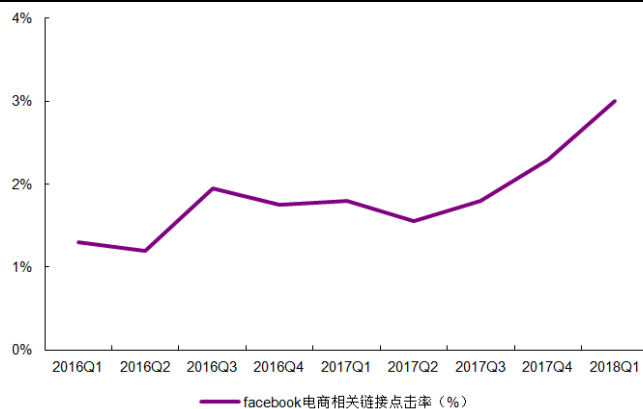
在美国，社交流量对接电商需求的规模和效率正逐渐提升。截至 2018 年 4 月 Facebook 平台上共有 8000 万家中小公司建立了企业主页，同比增速达到 23%；在 Facebook、Instagram、Pinterest 等社交平台上，用户在使用平台过程中发现电商需求的比例分别高达 78%/59%/59%。Facebook 平台用户对电商信息的接受度也正在逐渐提升。FB 平台电商相关链接的点击率从 2016 年 Q1 的 1.2% 逐渐在 2018 年提升至超过 3%。

图 10：在各社交媒体上发现电商需求的消费者比例 (%)



资料来源：Curalate Consumer Survey (2017 年 8 月)
注：样本来自 1000 位美国消费者

图 11：Facebook 电商相关链接点击率不断提升



资料来源：Facebook, Nanigans Quarterly Facebook Benchmarking Data

在国内，以抖音、快手、小红书为代表的头部社交应用也开始着力对接电商需求，实现多元化的商业化变现模式。

2018 年 3 月抖音与淘宝平台实现对接，同年 5 月上线自有店铺；2018 年 6 月，快手联合有赞推出“快手小店”，并在之后接入了淘宝、天猫。小红书于 2019 年 3 月上线“小红店”，以网红零食切入社交电商领域，此外小红书正逐步打通社区和电商业务，与“小红店”一同加快商业化变现的进

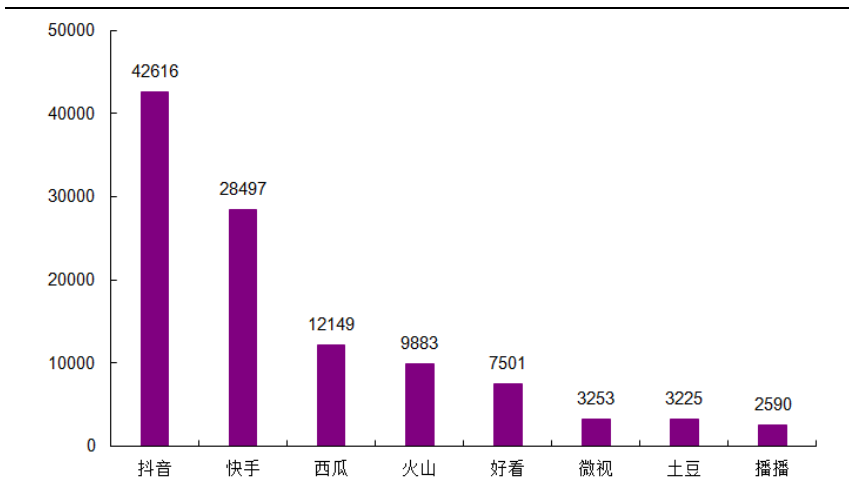
程。

表 2：社交媒体平台加速电商变现

	时间	电商对接
抖音	2018 年 3 月	与淘宝平台实现对接
	2018 年 5 月	上线抖音自有店铺
快手	2018 年 6 月	联合有赞推出“快手小店”
	2018 年 12 月	发布“麦田计划”宣布对快手小店升级改版，面对平台用户推出全新的“电商服务市场”
小红书	2019 年 2 月	将原有的社区电商事业部升级为“品牌号”部门，第二升级“福利社”部门
	2019 年 3 月	小程序电商“小红店”开始内测

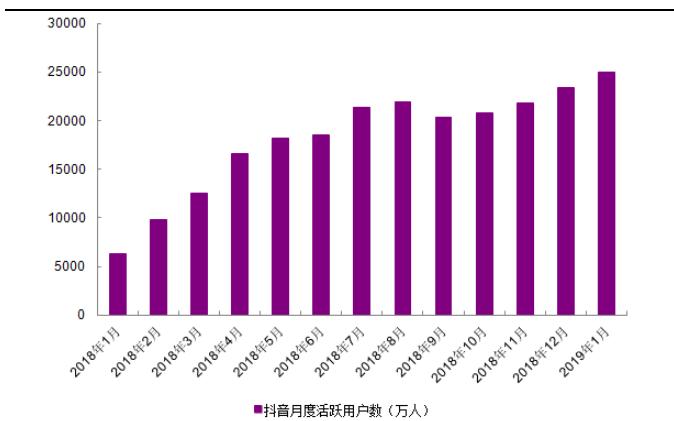
资料来源：Marketing、华尔街见闻、36Kr、光大证券研究所

图 12：2018 年 12 月短视频 APP 月活用户规模(万)



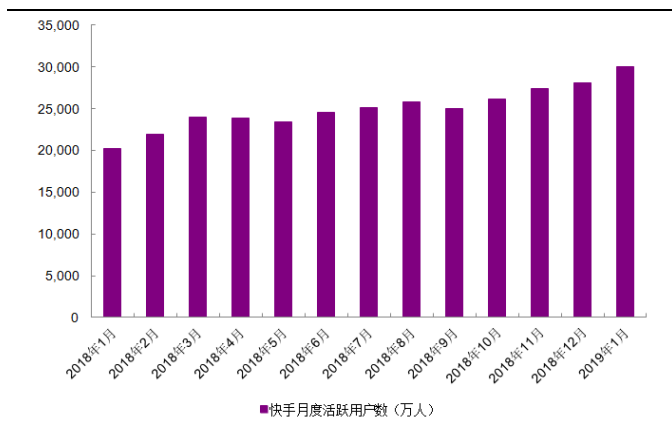
资料来源：QuestMobile、光大证券研究所

图 13：抖音月度活跃用户数 (万)



资料来源：WIND、易观千帆、光大证券研究所

图 14：快手月度活跃用户数 (万人)

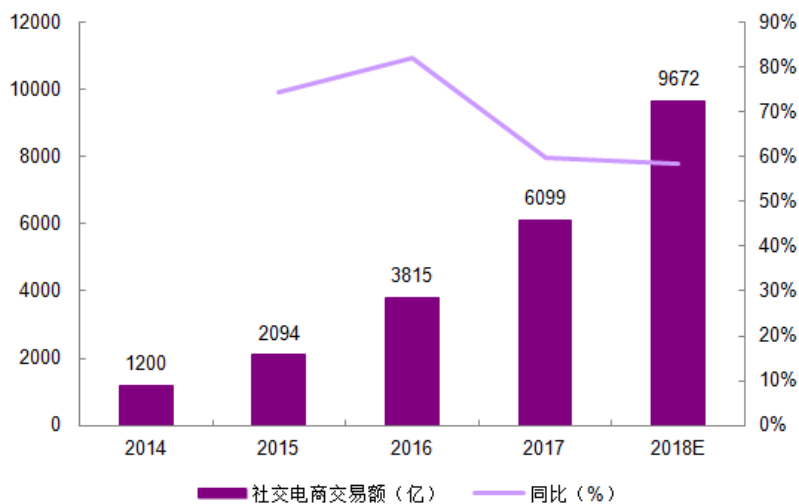


资料来源：WIND、易观千帆、光大证券研究所

1.3、市场规模：快速增长的万亿市场

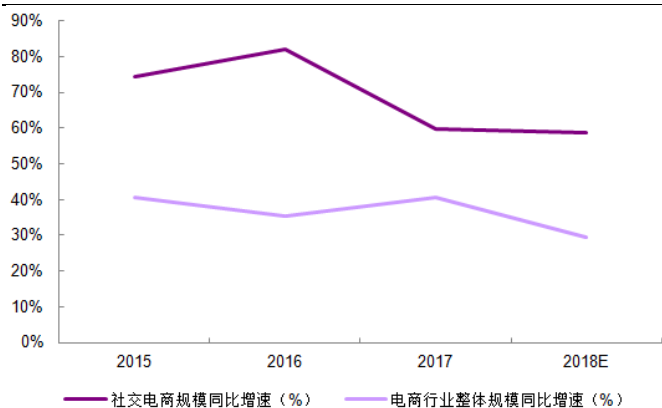
根据 Frost Sullivan 数据及预测,2018 年中国电商行业总规模总计 10.09 万亿,同比增长 29.6%。其中社交电商规模总计 9672 亿,同比增长 59%,大幅高于电商行业整体增速。随着社交流量与电商交易的不断融合,社交电商占行业整体比例也将逐年提升,2013-2017 年社交电商规模占比已从 2.0% 增长至 7.8%,预计 2018 年社交电商占比将提升至 9.6%。

图 15: 社交电商交易额保持 50%以上同比增速



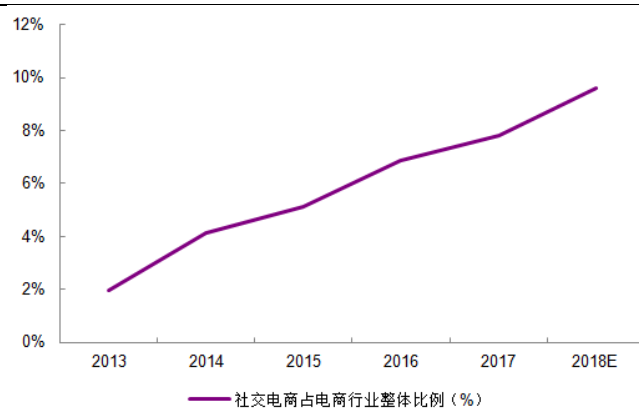
资料来源: Frost Sullivan 预测、光大证券研究所

图 16: 社交电商规模增速大幅高于电商行业整体增速



资料来源: Frost Sullivan 预测、光大证券研究所

图 17: 社交电商规模占电商行业整体比例逐步提高



资料来源: Frost Sullivan 预测、光大证券研究所

2、为什么这个时点重点关注社交电商

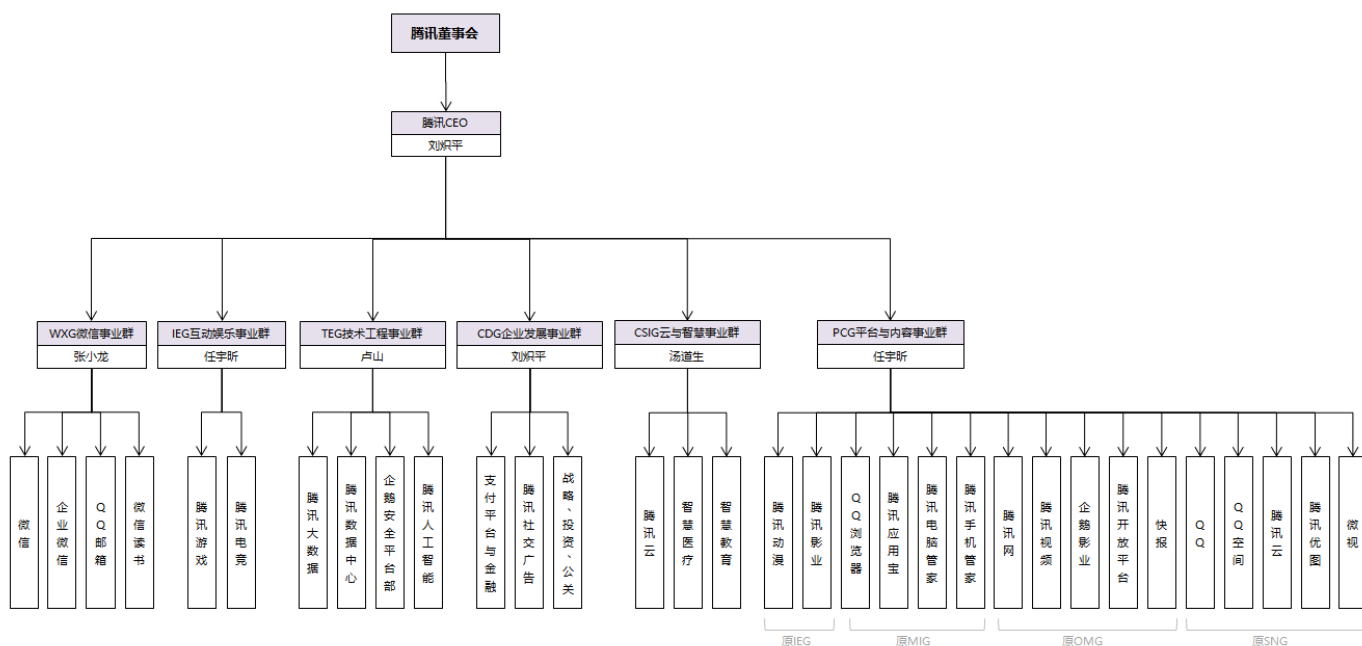
从2018年开始，腾讯从公司战略层面全面转向产业互联网布局，微信也通过小程序加速连接“人与商业”；而随着一级市场融资环境的降温，社交内容平台公司也开始寻求除广告以外的多元化变现手段。因此无论是以微信为代表的关系链社交平台，还是以抖音/快手/小红书为代表的优质内容社交平台，均开始以更积极的姿态拥抱电商交易，社交电商行业开始加速发展。

2.1、腾讯加快产业互联网布局，微信寻求连接人与商业

腾讯在2018年9月进行了近年来最大规模的组织架构调整，并宣布全面拥抱产业互联网。在原有七大事业群的基础上，保留原有的企业发展事业群(CDG)、互动娱乐事业群(IEG)、技术工程事业群(TEG)、微信事业群(WXG)；新成立云与智慧产业事业群(CSIG)、平台与内容事业群(PCG)。

在此次组织架构变动中，虽然微信事业群没有发生变化，但微信由“连接人与人”升级至“连接人与商业”的战略在小程序上线时就已经启动，通过全面开放微信自身的基础设施能力，帮助线上线下的商家对接微信生态内近11亿活跃用户。

图 18：腾讯 2018 年 9 月调整后组织架构

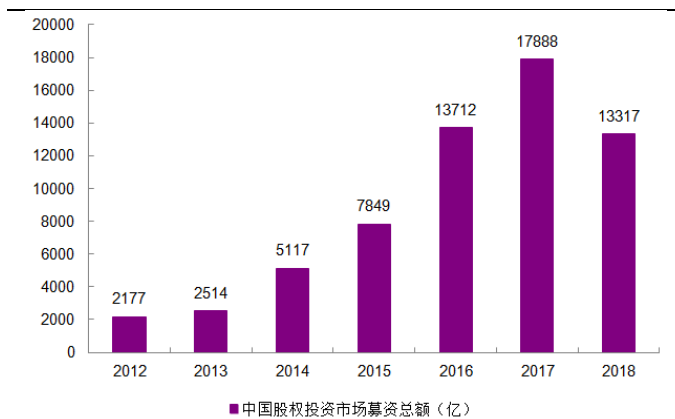


资料来源：公司公告、光大证券研究所

2.2、资本市场降温，社交内容平台寻求多元化变现手段

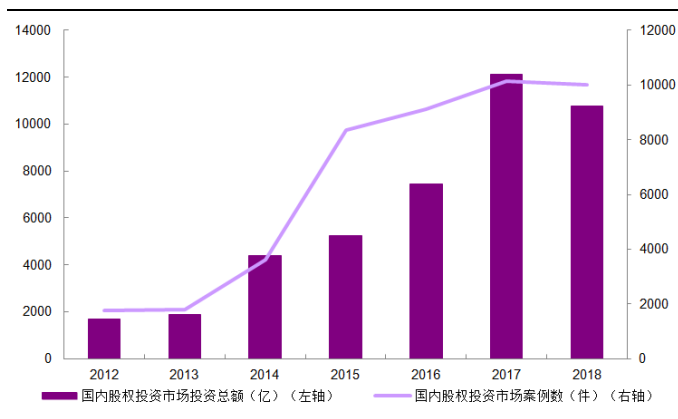
2018 年美股/港股二级市场互联网板块大幅回调，对整个互联网行业融资环境造成了负面影响。2018 年国内股权投资市场出现显著降温，股权投资市场募资总额从 2012 年起开始逐年增长，2012-2017 年复合增速达到 52.4%，然而 2018 年行业募资总额从 17888 亿元同比下降 25.6% 至 13317 亿元，行业首次出现募资额同比下降的情况。与募资端类似，2018 年股权投资行业投资额与案例数也同样出现下降，投资总额同比下降 10.9% 至 10800 亿元，投资案例数量同比下降 1.2% 至 10021 件。资本市场融资环境的变化促使社交内容平台公司加快寻求多元化的变现手段，而电商交易作为互联网行业三大变现手段之一，则是社交内容平台进行除广告以外多元化变现最直接的途径

图 19：18 年股权投资行业募资总额出现下降



资料来源：清科数据、光大证券研究所

图 20：18 年股权投资行业投资额与案例数均出现下降

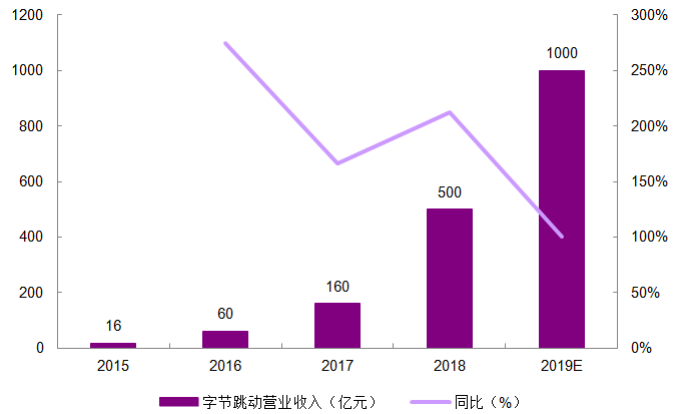


资料来源：清科数据、光大证券研究所

以字节跳动为例，公司是国内除蚂蚁金服以外估值最高的未上市互联网企业，也是目前国内估值最高的未上市互联网社交内容平台公司。根据《财经》披露的数据，过去四年中公司营业收入从 2015 年的 16 亿增长至 2018 年的 500 亿元，复合增速超过 200%。然而由于资本市场环境变化，公司对旗下产品商业化变现能力也提出了更高的要求。

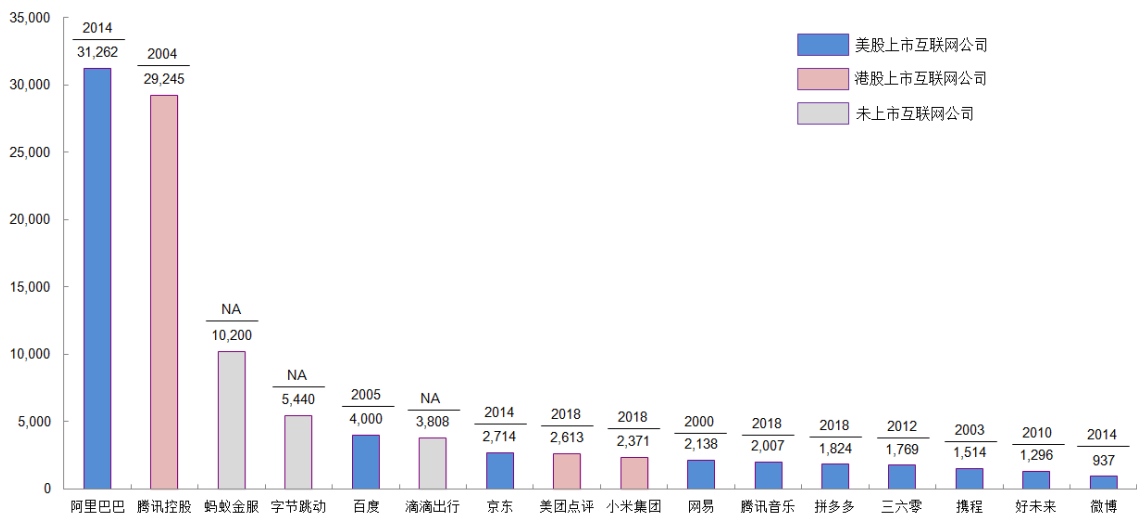
公司计划在提升广告收入的基础上优化目前较为单一的收入结构，在电商、内容付费业务上探索更多收入空间，因此需要将公司旗下如抖音、火山小视频等内容社交平台流量与电商交易进行更紧密的对接，从而加强社交内容平台流量的商业化变现能力。

图 21: 字节跳动 2019 年营收目标有所下调



资料来源:《财经》、光大证券研究所
注: 根据《财经》, 2019 年数据为字节跳动营收目标

图 22: 前 15 大中国互联网公司市值排名 (亿人民币)



资料来源: Wind、Mary Meeker 《2018 Internet Trend》、光大证券研究所
注: 图例中横线上端标注上市年份, 下端标注最新市值; 美元/人民币汇率按照 1: 6.8 计算; 港币/人民币汇率按照 1:0.85 计算
已上市互联网公司市值根据 2019 年 3 月 16 日数据;
未上市互联网公司估值根据 Mary Meeker 《2018 Internet Trend》数据;
“三六零”2012 年在美股上市, 2017 年通过拆除 VIE 架构回归 A 股。

3、切入点：关系链与优质内容

3.1、社交电商模式由流量池特征定义

社交电商的本质是社交流量与电商交易的结合，而社交流量特征的差异会直接导致社交电商模式的区别。因此我们认为社交电商行业的分析需要从社交流量池的特点进行切入。

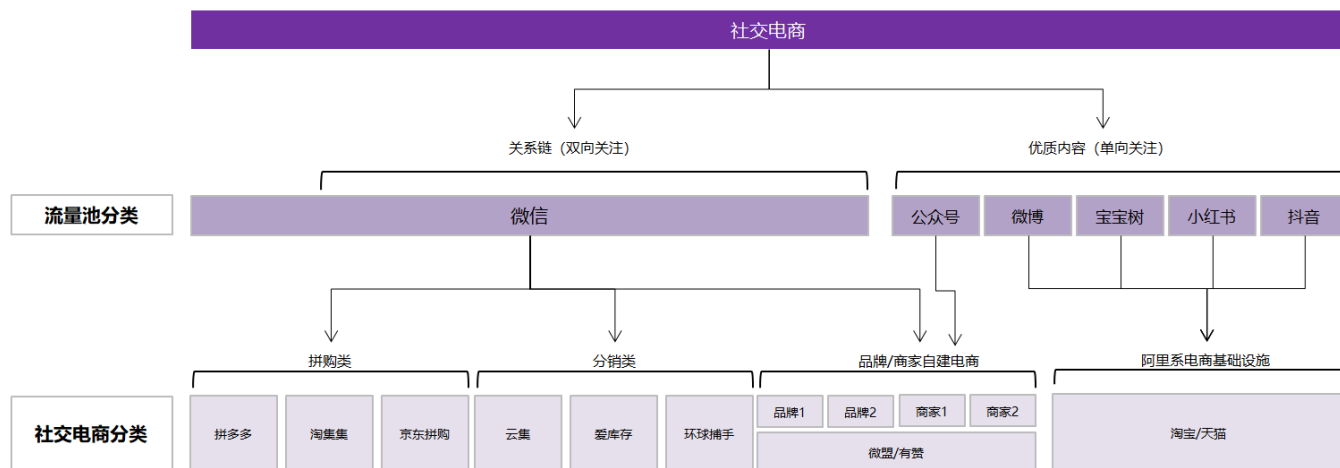
社交流量分为**关系链流量**与**优质内容流量**两大类，前者以微信为代表（双向关注，核心优势是积累了用户现实社会的社交关系），后者以微博/宝宝树/小红书/抖音/快手为代表（单向关注，核心优势是能够持续提供优质的资源，并在此基础上形成单向的粉丝关注关系）。

基于这两类社交流量的特点的不同，社交电商领域演化出了不同的平台模式。

拼多多和云集是微信体系内发展出的拼购类与分销类社交电商的代表，其核心是利用微信熟人关系链，以拼购、分销等方式实现商品销售，同时也注重将用户留存在自己APP及会员体系内。

小红书、抖音、快手、微信公众号等内容平台则大多利用粉丝资源进行流量变现。内容提供方基于持续的优质内容输出，获得了大量粉丝资源，通过对接电商平台能够实现粉丝资源的进一步商业化应用。

图 23：社交电商全景图谱



资料来源：光大证券研究所

3.2、关系链：微信的商业化开发

绝大多数中国互联网用户的熟人社交关系链均沉淀在了微信体系之内，因此基于关系链的社交电商实质上就是针对微信生态流量的电商交易变现。

在过去几年，以社交拼团为代表的拼多多以及以分销为代表的云集均实现了用户量和 GMV 的大幅增长，然而随着微信生态圈基础设施的不断完善，商家已经开始利用有赞/微盟等 SAAS 工具直接在微信体系内进行电商变现。我们认为随着电商需求来源向社交流量泛化，商家私域流量运营趋势已经开始形成。

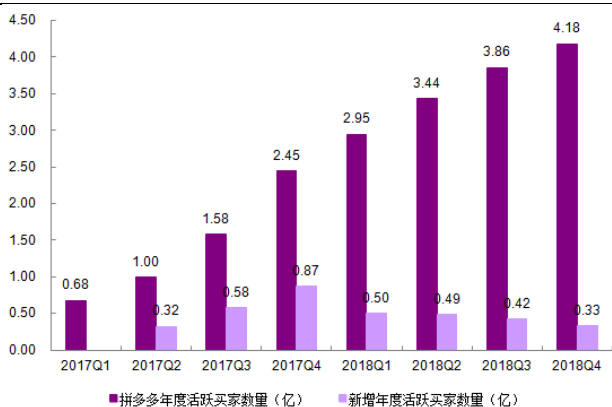
3.2.1、拼多多、云集充分利用微信关系链实现了快速增长

通过充分利用微信关系链进行拼团及分销，拼多多和云集实现了规模的快速扩张。从本质上说，拼多多与云集均受益于微信关系链资源资源。

拼多多是社交拼团模式在电商行业的代表，通过社交拼团链接在微信群中的传播，公司挖掘出大量潜藏在社交流量中的电商需求。截至 2018 年底公司年度活跃买家用户 4.18 亿，同比增长 71%；公司年度 GMV 从 2017 年的 1415 亿元增长至 4712 亿元，同比增长 233%。

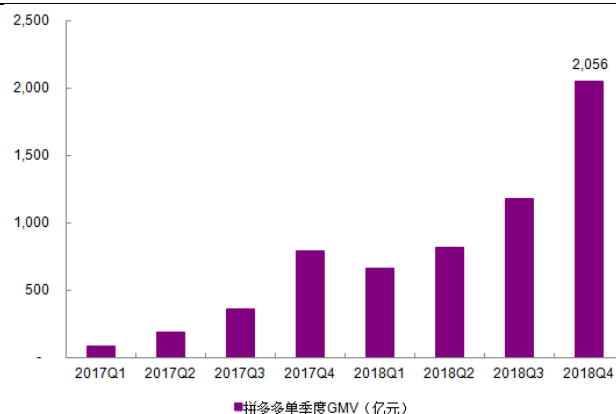
云集则是分销模式在电商行业的代表，通过分销返佣分成，公司帮助信用户将社交关系进行变现。公司采取“自营+会员制”的电商模式，每个注册会员都能成为微店店主，并利用自己的微信关系网络进行推荐分销获得返佣分成。2018 年全年云集 GMV 达到 227 亿元，同比增长 136%，年订单数超 1.53 亿，同比增长 102%。

图 24：拼多多年度活跃用户数快速增长



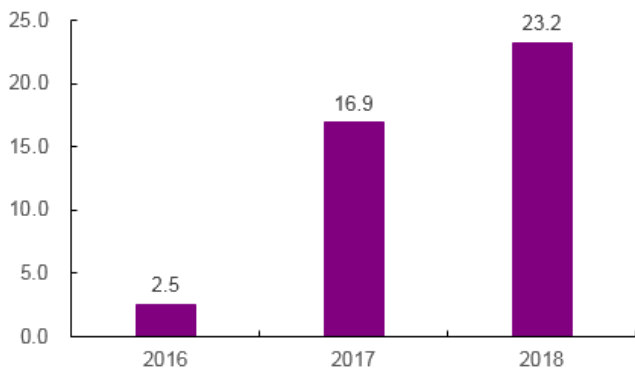
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 25：拼多多 GMV 快速增长



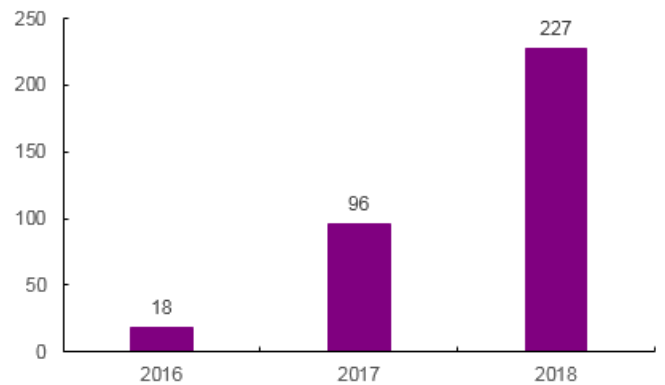
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 26: 云集买家用户数 (百万)



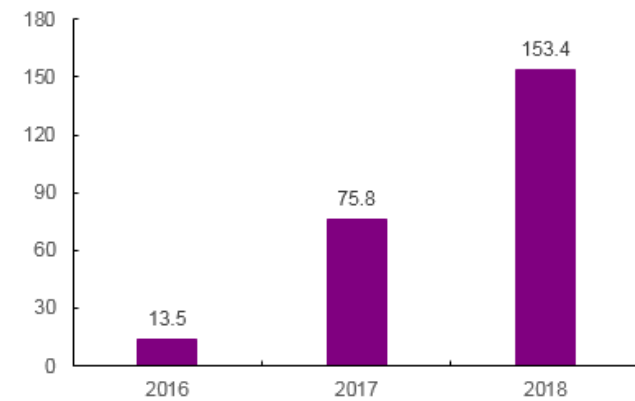
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 27: 云集年度 GMV (亿元)



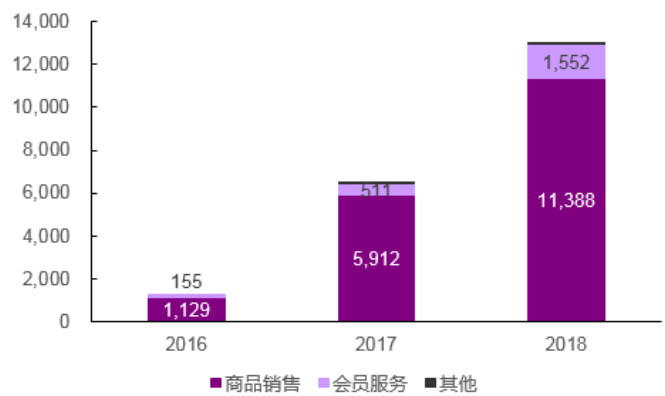
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 28: 云集年度订单量 (百万)



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 29: 云集营收及营业结构 (百万元)



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

表 3: 2018 年微信生态圈内社交电商 GMV 均实现大幅增长

	拼多多	云集	环球捕手	爱库存
2018 年 GMV (亿)	4716 亿	227 亿	>100 亿	30 亿
2018 年 GMV 同比 (%)	233%	136%	500%	NA
成立时间	2015 年 9 月	2015 年 5 月	2016 年	2017 年末

资料来源: 各公司公告、亿邦动力、慧聪网、光大证券研究所

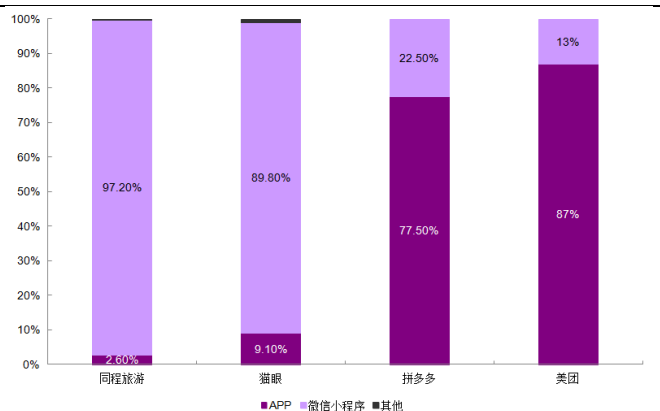
3.2.2、微信生态圈基础设施逐渐完善

微信作为未来承载生态圈内电商交易的平台，其基础设施的逐步完善是商家最为关注的问题。随着 2017 年初微信小程序上线并在之后持续迭代，微信连接线上线下服务的能力正逐步加强，微信正向着移动互联网新一代操作系统稳步前进。

从行业细分角度看，根据 Questmobile 数据，2018 年前 10 个月大部分垂直行业小程序数量增幅均在 50% 以上，美妆、酒旅等部分行业同比增幅在 100% 以上。同程旅游、猫眼娱乐等产品用户来源中来自微信小程序的比例分别为 97.2% 与 89.8%；而拼多多与美团也分别有 22.5% 与 13.0% 的用户来自小程序流量。

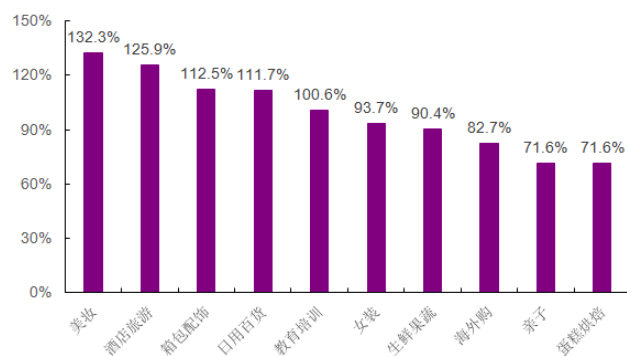
从小程序与 APP 数量对比角度看，2018 年 8 月至 2019 年 2 月，MAU 规模大于 500 万的 APP 数量增长 6.9%，而同口径的小程序数量增长 43.6%。

图 30：微信小程序为部分主流应用提供了流量来源支持



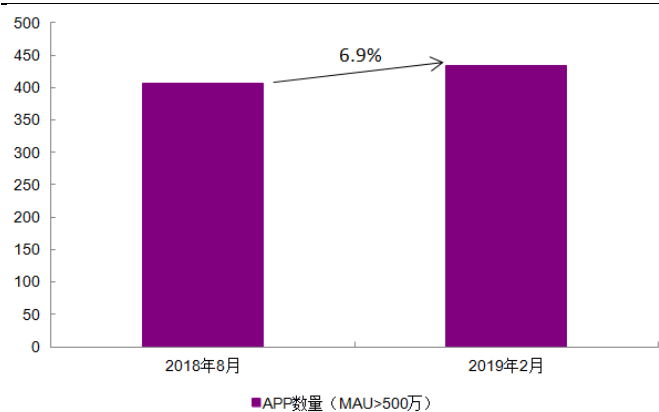
资料来源：Questmobile、光大证券研究所

图 31：2018 年 1-10 月各行业小程序数量同比增幅 (%)



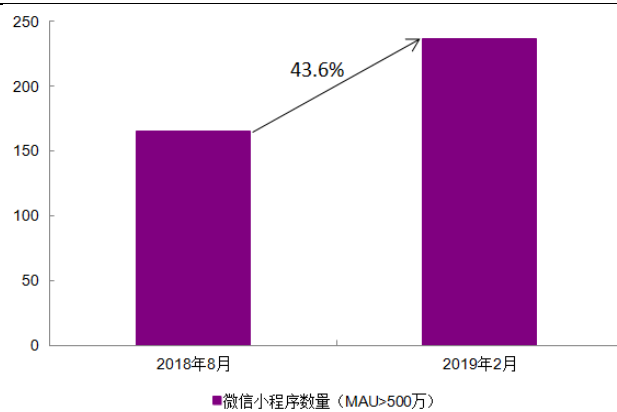
资料来源：QuestMobile、光大证券研究所

图 32：MAU 大于 500 万的 APP 数量增长 6.9% (2018 年 8 月至 2019 年 2 月)



资料来源：Questmobile、光大证券研究所

图 33：MAU 大于 500 万的小程序数量增长 43.6% (2018 年 8 月至 2019 年 2 月)



资料来源：Questmobile、光大证券研究所

2019 年初，张小龙在微信公开课活动中曾经公开表示，微信搜索、评价体系、留存唤回是微信小程序在 2019 年的工作重点。我们认为这三大升级迭代是微信为生态体系内电商变现做出的重要迭代。如果用淘宝/天猫等阿里体系电商做类比，“搜索直达”相当于淘宝/天猫的站内商品搜索，“评价体系”相当于 DSR 商家评分系统，而“留存唤回”相当于阿里体系内的店铺收藏/购物车。

图 34：张小龙 2019 年微信公开课中重点提到的微信小程序三大目标



资料来源：微信公开课、光大证券研究所

在张小龙提到的三大目标中，微信搜索是微信生态体系内流量分发的核心环节。从 2015 年开始微信就开始对搜索功能进行持续迭代；2017 年微信组织架构调整，专门成立了搜索应用部，负责微信的搜索业务、阅读推荐业务、AI 技术研究及落地、微信数据平台建设和数据能力的应用。

截至目前，微信搜索已经能够显示商品（京东电商）、视频（腾讯视频）、问答（知乎）、读书（微信读书）等 11 种搜索结果，通过搜索结果微信将腾讯投资版图内的合作伙伴连接在了一起。

与微信生态内电商变现相关度最大是“商品”栏目，目前为了保证微信用户购物体验，“商品”栏目的搜索结果仅显示“京东自营”与“京东好店”平台上的 SKU，我们认为随着微信生态基础设施的不断完善，未来“商品”栏目搜索流量也将逐步向第三方商家及品牌商开放。

（注：京东好店是京东平台根据商家店铺评分等指标严格筛选出的优质商家）

表 4：微信搜索的升级迭代

时间	微信搜索进展
2015 年	推出“站外搜索”功能，用户在搜索栏的检索结果中会出现站外链接
2016 年	推出朋友圈搜索及文章搜索功能，用户可以通过关键词或者精准语句搜索到朋友圈、公众号、小说、音乐、表情等，微信还上线了朋友圈热文，进行热门文章推荐
2017 年	微信推出的基于微信大数据的移动端指数“微信指数”，微信宣布进行内部结构调整，将微信搜索、阅读推荐、微信数据能力等业务整合一体，成立搜索应用部
2019 年	微信小程序推出页面收录功能，小程序“页面收录设置”默认开启，商家不需要任何操作，就能被收录到微信搜索中

资料来源：微信、光大证券研究所

3.2.3、商家通过 SAAS 工具直接对接消费者成为可能

我们认为微信通过小程序、微信搜索、公众号等基础模块为电商商家提供了整套“乐高积木”，有赞、微盟等 SAAS 供应商基于对行业的深入理解，利用“乐高积木”为商家提供了垂直化的行业解决方案，从而使得电商商家能够在微信生态内直接对接消费者。

图 35：微信与有赞/微盟等 SaaS 供应商合作为商户/品牌商提高微信生态电商经营效率



资料来源：光大证券研究所

3.3、优质内容：对接阿里平台是最佳选择

3.3.1、社交内容平台积极谋求电商变现

从 2018 年中开始，抖音、快手等头部社交内容平台均开始积极寻求通过电商交易的方式对其拥有的社交流量实现多元化的商业变现。

2018 年 3 月抖音 APP 开始接入淘宝平台；2018 年 5 月抖音 APP 上线自有店铺，短视频发布者可以在其发布的短视频下方加上商品的链接，链接可以选择跳转到淘宝或者天猫页面，也可以跳转到抖音自建平台店铺。2018 年 12 月“双十二”前夕，抖音正式全面开放“购物车”功能，对 KOL 粉丝量的要求从 100 万下降至 3000，并以优惠券、话题等形式对店铺及商铺进行营销推广。

2018 年 6 月，快手 App 主播个人主页新增“快手小店”，每个主播均可开启自己的小店，在快手作品、短视频、直播等场景内，直接引导粉丝在快手 App 内进入商家店铺购物，而商品则来源于快手主播合作的淘宝或有赞店铺。2018 年 12 月，快手发布“麦田计划”，推出升级改版后的“快手小店”和“电商服务市场”，并以“新国货、新农商、新公益、新娱乐、新匠人、新课堂”六大方向为发展重点。

3.3.2、电商生态壁垒较高，对接阿里平台是最佳选择

百度和腾讯曾分别在 2008 年和 2006 年正式涉足电商。这两家互联网行业巨头都在自身搜索及社交赛道上能够获得源源不断的流量支持，然而百度有啊在 2011 年关停，而腾讯的“拍拍网”也随着 2014 年公司对京东的投资并入了京东体系之内，两家国内互联网巨头在电商领域的探索均以失败告终。

根据百度有啊（百度电商平台）创始人李明远的总结：“电商背后，其实更多的是供应链、是商品、是物流、是仓储、是品牌建设。电子商务比拼的是商品及商业服务，而不根本取决于购物网站的细节设计、网站感受。”

阿里巴巴从 2003 年淘宝上线之初就开始不断迭代优化电商平台及整个交易闭环之内的供应链、商品品类、物流仓储等服务环节，并搭建出了包含了买方、卖方、物流仓储、广告代理、线上支付、消费金融、内容制作等多元化合作伙伴的生态体系。

目前如抖音、快手、小红书等优质内容平台的最大的竞争优势均在于流量（和 08 年的百度/06 年的腾讯一样），然而如果考虑到建设电商平台生态体系的资源投入的话，以自身的流量优势对接成熟且完善的阿里电商平台则是优质内容社交平台的更合理的选择。

图 36：阿里巴巴电商平台生态圈



资料来源：公司公告、光大证券研究所

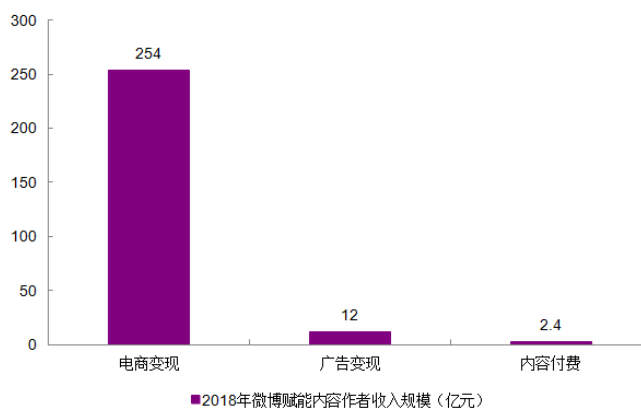
3.3.3、微博：对接阿里平台实现流量变现闭环

微博在 2013 年 4 月阿里战略投资以前就拥有 1.07 亿月活用户，截至 2018 年 9 月平台月活用户高达 4.46 亿。

微博针对平台创作者提供了多种变现方式和工具，包括广告平台、付费订阅、作者打赏等等；然而在微博平台上变现效率最高的方式仍然属于电商。根据微博 V 影响力峰会数据，2018 年平台粉丝数超过 2 万或月均阅读量超 1000 万的大 V 用户数量接近 5 万，2018 年微博赋能内容作者的收入规模已经达到 286 亿，其中电商变现高达 254 亿，广告和内容付费变现分别只有 12 亿和 2.4 亿元。

正因为电商强大的变现能力，微博与阿里在 2013 年以后展开了紧密的战略合作。2016 年开始崛起的网红经济模式就是阿里与微博平台合作的典型案例；微博在网红经济中完成前端获客与用户触达功能，而淘宝及天猫平台则为网红达人提供电商变现所需的整套商品供应链生态。以网红张大奕为主要创始人之一的如涵电商为例，公司在 2018 财年完成 GMV200 亿元，实现收入 9.48 亿元，同比分别增长 66%与 64%。

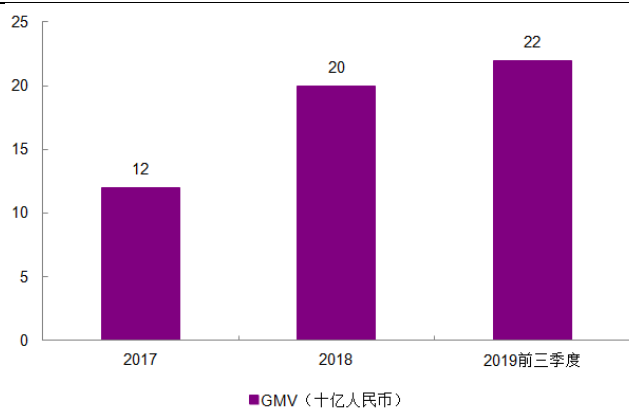
图 37：电商是微博大 V 主要变现方式



资料来源：微博 V 影响力峰会、光大证券研究所

注：截至 2018 年 12 月 21 日数据

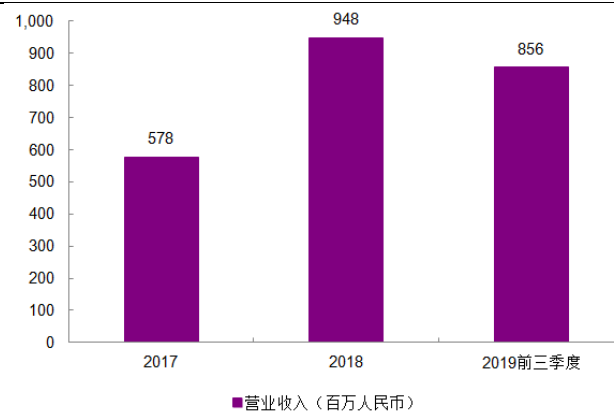
图 38：如涵电商 GMV 快速增长



资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：如涵以每年 3 月 31 日为财年最终日

图 39：如涵电商营业收入快速增长



资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：如涵以每年 3 月 31 日为财年最终日

4、中国有赞：做正确而不是容易的事

随着电商需求来源开始向多元化的社交流量泛化，商户对私域流量运营的需求正日渐加强。有赞是商家服务 SaaS 行业的领导者，为商家的私域流量运营提供完整的服务解决方案。

所谓私域流量，即商户或品牌无需付费即可随时触达，反复利用的用户流量。基于对品牌商或商户提供的商品及服务的认可，用户资产以粉丝、会员等形式被沉淀在公众号、微信群、个人微信号，抖音号、小红书号等社交媒体与平台上；相对淘宝，京东，百度这些公域流量平台，只要商户或品牌商能够在商品及服务方面保持较高水准，即可使存量客户实现高留存、高复购，从而充分提高流量使用效率。

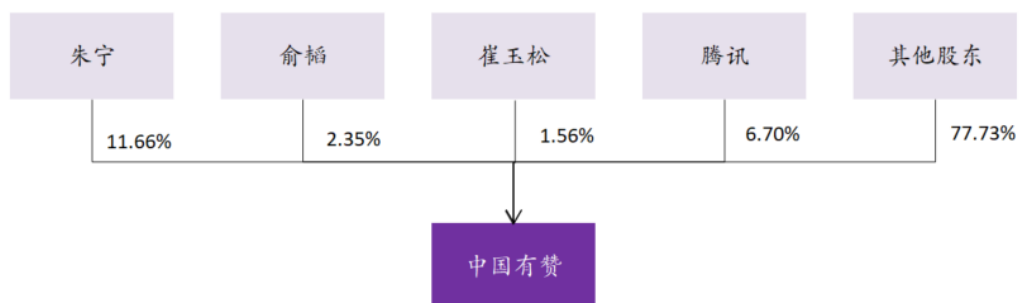
我们认为有赞是目前商家服务 SaaS 领域产品能力处于优势地位的行业领导者，随着电商需求来源向社交流量泛化的逐步加深，公司将受益于商户对私域流量经营需求的提升，而产品能力则是公司在行业趋势下获得领先优势的核心竞争力。

4.1、借壳登陆资本市场，获取支付牌照完善战略布局

中国有赞成立于 2012 年，原名“口袋通”，是一家移动零售服务商。公司旗下有有赞微商城、有赞零售、有赞美业、有赞小程序等产品，帮助商家网上开店、网上营销、管理客户、获取订单。

2018 年 4 月，有赞以 51% 的股份换取 55 亿股中国创新支付公司股份，成为了港股上市公司中国创新支付（8083.HK）的第一大股东，正式实现了在港股市场的借壳上市。中国创新支付拥有第三方支付牌照，其业务范围包括全国性互联网支付及预付卡发行及受理（北京市、上海市、浙江省、广东省、辽宁省）。收购完成之后，中国创新支付公司已融入有赞体系内，成为有赞集团的第三方支付服务业务部门，未来有赞将凭借第三方支付牌照进一步开展互联网支付、资金结算、跨境结算等相关增值金融业务。

图 40：中国有赞股权架构图（截至 2018 年 4 月 3 日）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

4.2、SaaS 产品梯次清晰，门店产品加速推广

目前有赞的业务板块主要分为电商产品、门店产品及有赞云三个部分。其中电商产品主要提供以微商城为主的解决方案；门店业务主要包括有赞零售、有赞连锁、有赞美业等各个垂直行业门店全渠道经营产品；有赞云主要提供给第三方的开发者，通过开发者满足长尾客户个性化需求。

以 SaaS 与 PaaS 产品为基础，有赞为商户提供包括支付、金融、广告投放、分销供货等全方位的增值服务，从而满足商户引流获客、客户服务、支付结算、消费金融等全流程的需求。

图 41：有赞的 SaaS 产品布局

板块	产品				服务客群
消费者服务	有赞微小店		有赞精选		消费者
增值服务	支付和金融	广告投放	分销供货	培训咨询	商家 电商 自媒体 门店
SaaS	移动电商解决方案：有赞微商城 线下垂直行业解决方案：有赞零售/美业/教育/餐饮				
PaaS	有赞云				开发者

资料来源：招股说明书、光大证券研究所

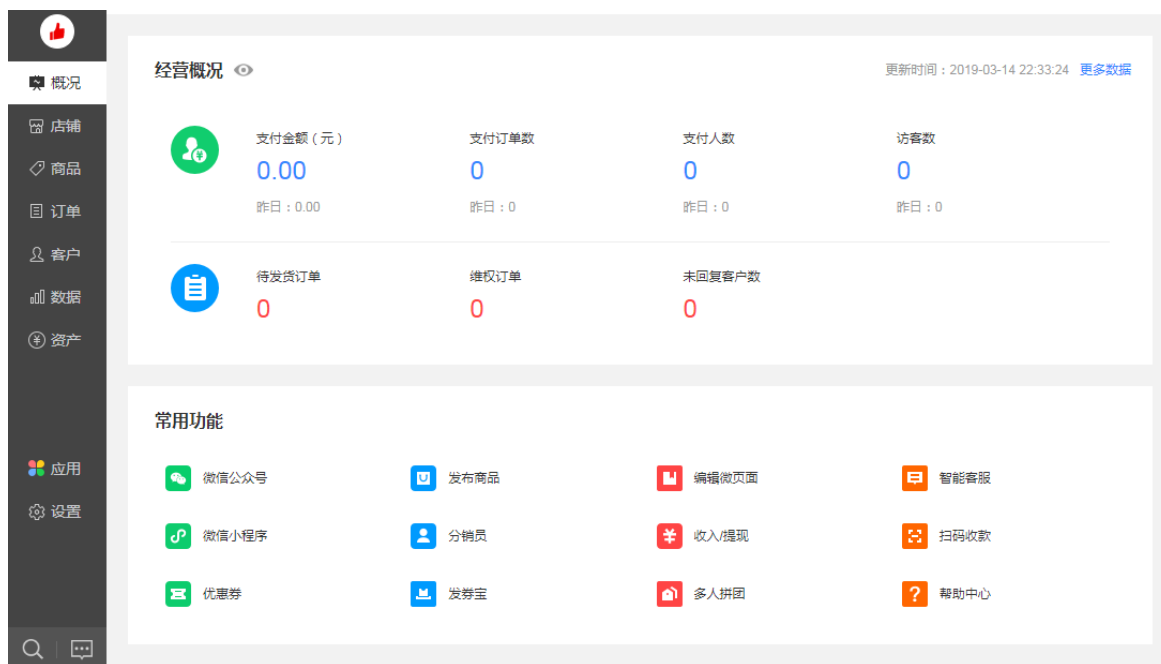
4.2.1、有赞微商城：成熟产品进入收获期

作为公司当前的核心 SaaS 产品，有赞微商城基于微信平台，通过营销渠道、拓展功能、促销工具、互动玩法、店铺推广、应用市场、经营报告、经营指导等多个方面对线上商户进行电商业务的管理与运营。

有赞微商城于 2013 年底推出，在之后的三年中通过免费的方式吸引用户并不断进行产品的打磨与完善，2016 年微商城正式启动商业化，并在 2017-2018 年贡献了公司绝大部分营业收入。目前微商城业务已经全面进入了生态建设期，在付费商户数量持续快速增长的前提下，拓展增值服务与有赞云生态建设。

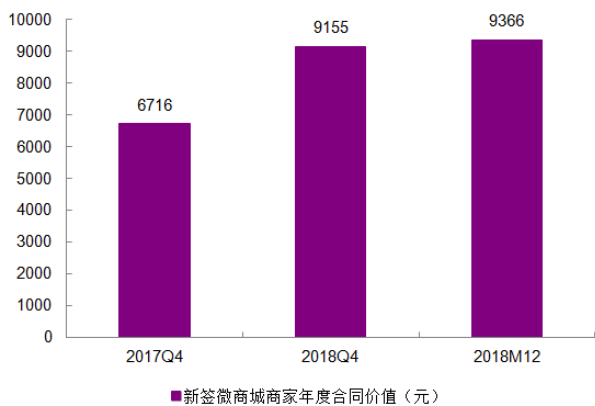
用户对微商城产品的认可体现在了合同金额与 ARPU 值等数据层面。2018Q4 微商城商家年度合同价值同比增长 36.3%至 9155 元；微商城付费商家 ARPU 值同比增长 40.4%至 8831 元。

图 42：有赞微商城管理界面



资料来源：有赞微商城、光大证券研究所

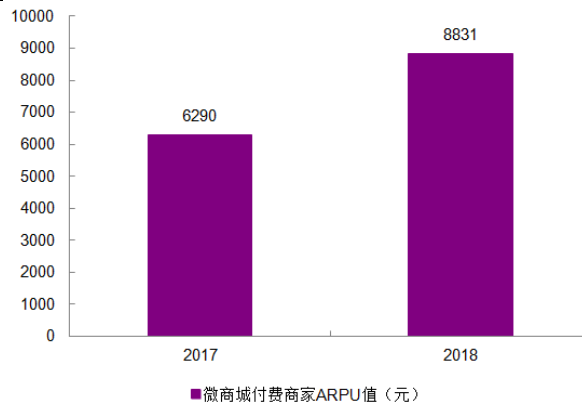
图 43：新签微商城商家年度合同价值持续提升



资料来源：业绩说明会材料、光大证券研究所

注：2017Q4/2018Q4 指当季数据，2018M12 指 12 月单月数据

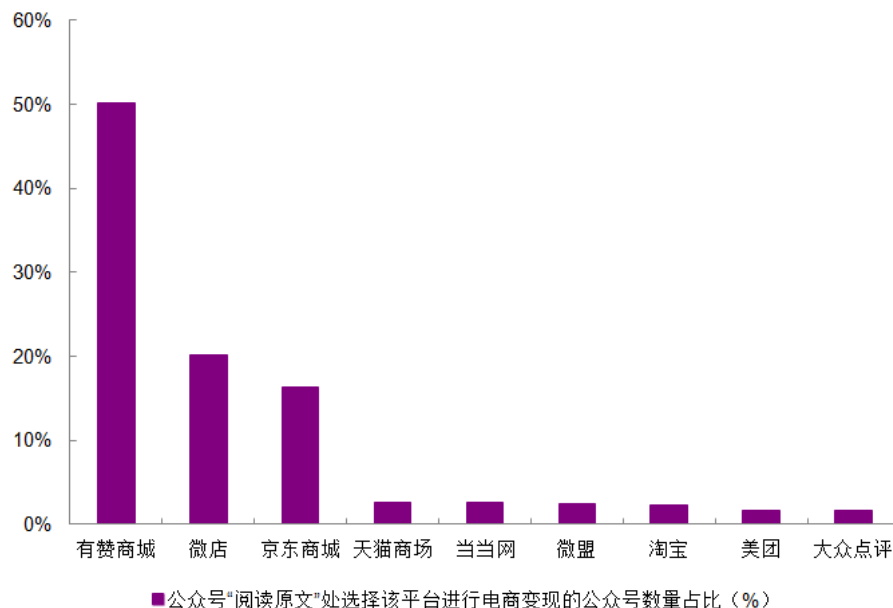
图 44：2018 年微商城付费商家 ARPU 值大幅提升



资料来源：业绩说明会材料、光大证券研究所

从市场占有率方面也能体现微商城产品的竞争优势。根据新榜样本库 44 万公众号监测数据，17%以上的公众号在“阅读原文”处引导消费，而选择通过有赞商城进行引导消费的公众号数量占已开通电商消费功能公众号数量一半以上，显示了有赞在微信公众号电商领域较强的竞争优势

图 45：有赞商城在公众号电商领域市场占有率具备优势

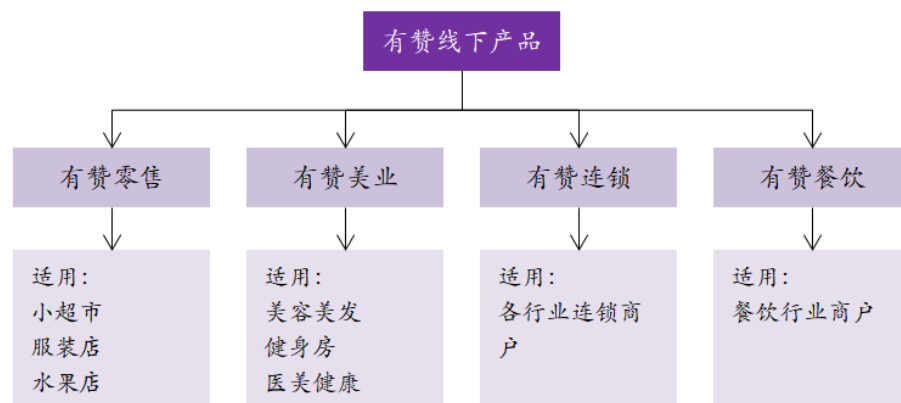


资料来源：新榜、光大证券研究所

4.2.2、有赞门店：线下产品进入加速推广期

从 2018 年开始，有赞以电商产品为基础推出线下门店产品，开发出针对包括有赞零售、有赞美业、有赞连锁、有赞餐饮等不同垂直细分行业的 SaaS 产品。根据统计局数据，2018 年全国社会消费品零售总额 38 万亿，其中网上商品与消费零售额 9 万亿，占比 23.6%。线下消费场景在零售行业整体中占比仍然超过 75%。有赞正凭借门店产品进入更广阔的线下零售市场。

图 46：有赞线下产品覆盖线下多个垂直行业商户



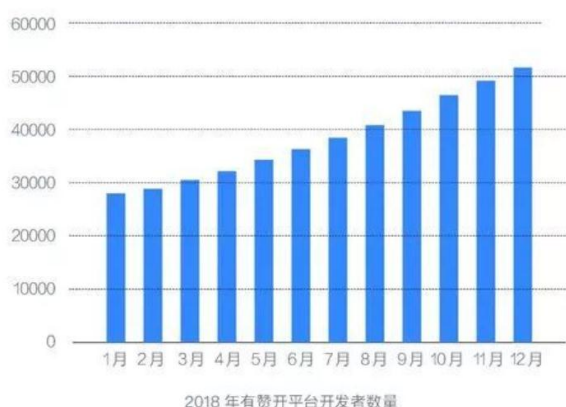
资料来源：公司官网、光大证券研究所

4.2.3、有赞云：生态体系正初见雏形

有赞云同时为公司内部和外部开发者提供模块化的功能组件。对于公司内部开发者来说，有赞云提供的基础功能能够极大的提升公司新产品开发效率，例如公司有赞零售、有赞美业、有赞教育等近期发布的 SaaS 产品均受益于有赞云所带来的效率提升；对于公司外部开发者来说，有赞云能够让开发者独立调取现成的功能模块，从而高效的服务长尾客户的个性化需求。

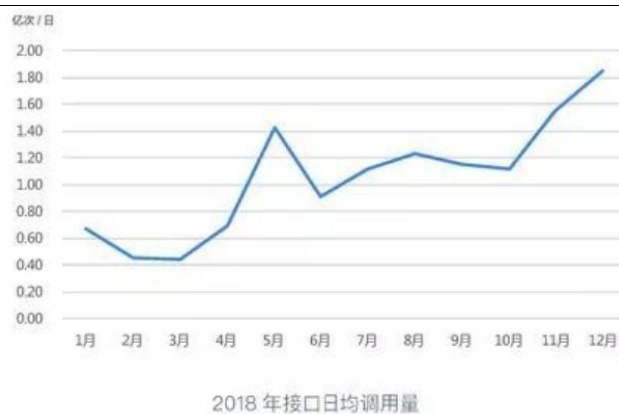
根据《有赞云 2018 生态白皮书》，2018 年底有赞云平台开发者数量已经超过 5 万，日均接口调用次数增长至超过 1.8 亿次，与 2018 年初相比均实现大幅提升。有赞云所打造的生态体系正初见雏形。

图 47：2018 年 12 月有赞云平台开发者数量超过 5 万



资料来源：《有赞云 2018 生态白皮书》

图 48：2018 年 12 月有赞云日均接口调用量超过 1.8 亿



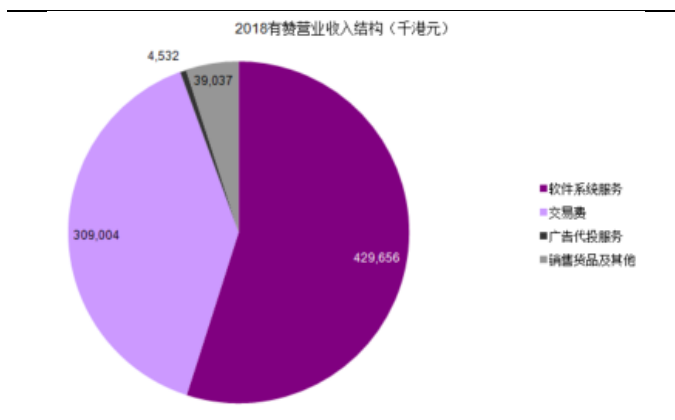
资料来源：《有赞云 2018 生态白皮书》

4.3、增值业务打开想象空间

以 SaaS 和 PaaS 产品作为基础，公司为中小商户提供包括支付交易、商品分销、广告代投等增值服务。我们认为公司未来增值服务收入将成为公司业绩的另一个增长点。

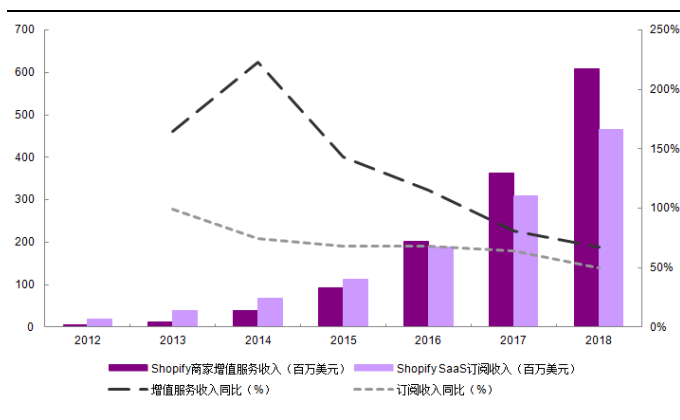
Shopify 是美国商家服务 SaaS 行业龙头，公司收入结构以 SaaS 订阅服务收入及商家增值服务组成。从 2013 年开始公司增值服务收入增速持续高于订阅收入，2018 年公司增值服务收入 6.08 亿美元，已经显著高于公司订阅服务收入。从收入结构来看，有赞 18 年交易费收入与广告收入加总约 3.13 亿港币，占公司营收整体比例 40.1%，我们认为未来公司交易费及广告收入增速将为公司整体收入规模提供更强的增长动力。

图 49：2018 年有赞交易费与广告收入占比不到 50%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 50：Shopify 增值服务收入增速持续高于订阅收入



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

4.3.1、广告业务帮助商户对接腾讯社交流量

2018 年下半年，有赞与腾讯发布“星火计划”与“烽火计划”，分别针对线下门店商家与线上电商商家进行广告扶持，在线下通过有赞数据明确消费者画像，帮助商家获取周边粉丝信息促进全渠道经营；在线上通过“广告+SaaS+数据”全链路解决方案，帮助商家实现流量价值最大化。

2018 年公司广告代投业务营业收入仅 453 万，占公司营收比例仅 0.5%。中小商户对高质量广告引流服务具有较强的需求，而腾讯广告业务也需要有赞等合作伙伴对接垂直行业中小商户。公司与腾讯广告合作关系的深入将为中小商户带来更高效的广告投放产品，帮助中小商户提高经营效率。

表 5：2018 年下半年开始有赞广告与腾讯合作开始加速

概要	具体内容
2018 年 7 月 与腾讯发布“星火计划”	有赞与腾讯合作针对门店商家，通过有赞数据明确消费者画像、帮助商家获取周边粉丝，促进商家全渠道经营。
2018 年 11 月 腾讯广告业务高管加盟	腾讯 OMG（网络媒体事业群）区域拓展部总经理赵强加盟有赞，赵强供职腾讯 15 年，加入有赞 you 主要负责有赞广告业务及产品逻辑
2018 年 12 月 与腾讯发布“烽火计划”	公司再次与腾讯继续携手发布面向电商商家的广告扶持项目，通过“广告扶持+SaaS 服务+数据赋能”全链路解决方案，帮助电商商家实现流量价值最大化。

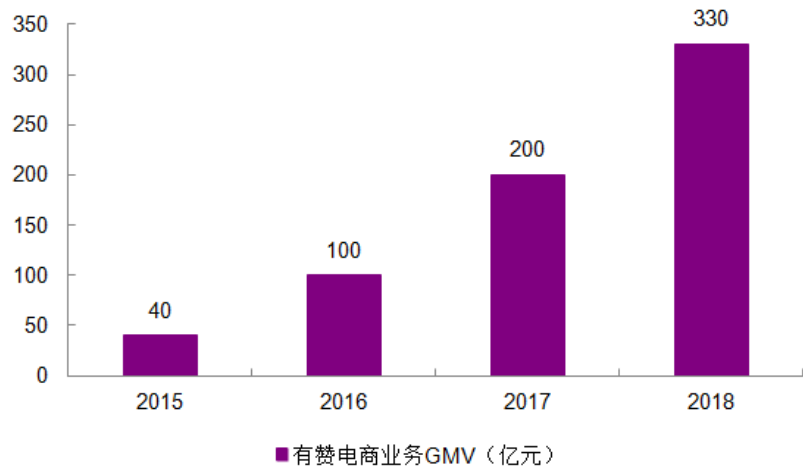
资料来源：公司公告、光大证券研究所

4.3.2、金融业务解决用户融资痛点

随着公司在 2018 年借壳中国创新支付实现港股上市，有赞也随之获得了中国创新支付的第三方支付牌照，支付业务范围包括互联网支付（全国）与预付卡发行与受理（北京市、上海市、浙江省、广东省、辽宁省）。根据公司公告，有赞 2018 年 GMV 达 330 亿元人民币，同比增长 80%。有赞平台上持续增长的 GMV 规模是公司开展金融增值业务的基础。

2019 年 4 月，根据全天候科技信息，有赞正筹备上线“有赞分期”与“有赞小贷”两大金融产品。其中“有赞分期”与海尔消费金融合作，除海尔金融之外有赞还将引入更多的资金端合作伙伴；而“有赞小贷”则是为中小企业提供的小额贷款服务。

图 51：有赞平台 GMV 持续快速增长



资料来源：公司公告、光大证券研究所

4.4、盈利预测与估值

4.4.1、关键假设

从付费商户数据来看，截止 2018 年底，公司付费商户约 7 万户。通过分拆付费用户群体来看，头部用户的续约率普遍较高，月均 GMV>40000 元的 A、B 类商家近一年的整体续签率超过 90%，月均 GMV 在 28000 至 40000 元之间的 C 类商家整体续签率超过 80%。

我们预计公司 2019-2021 年付费用户数量分别为 11.2/17.8/27.6 万，同比增长 61%/58%/55%，预计用户 ARPU 值 2018 年的 8831 元/户增长至 10597/12611/14881 元/户，同比增长 20%/19%/18%。

我们预计公司 2019-2021 年 GMV 分别为 562/926/1520 亿元，单用户 GMV 贡献分别为 50/52/55 万元。

表 6：付费用户数（户）与 ARPU 值（元/户）预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
付费用户数量（万户）	3.9	7.0	11.2	17.8	27.6
YoY (%)		79%	61%	58%	55%
A+B 类商户		1.1	1.8	2.9	4.7
YoY (%)			68%	65%	62%
占比 (%)		15%	16%	16%	17%
C 类商户		1.8	2.9	4.7	7.5
YoY (%)			62%	60%	58%
占比 (%)		26%	26%	26%	27%
DEFG 类商户		4.1	6.5	10.2	15.5
YoY (%)			58%	56%	52%
占比 (%)		59%	58%	57%	56%
续费率		64%	71%	72%	73%
A+B 类商户		90%	92%	93%	94%
C 类商户		80%	82%	83%	85%
DEFG 类商户		50%	60%	62%	62%
ARPU 值（元/户）		8,831	10,597	12,611	14,881
YoY (%)		40%	20%	19%	18%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

注：A+B 类指月均 GMV>40K 人民币的商户；C 类指月均 GMV 在 28K 至 40K 人民币的商户；DEFG 类指月均 GMV 小于 28K 商户

表 7：有赞 GMV 及单用户贡献 GMV 预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
付费商户数(万户)	3.9	7.0	11.2	17.8	27.6
GMV(百万元)	18,500	33,000	56,189	92,600	152,030
单用户贡献 GMV (万)	47	47	50	52	55

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

4.4.2、盈利预测与估值分析

我们预测有赞 2019-2021 年营业收入分别为 14.5/24.5/41.1 亿港元，同比增长 111%/69%/68%，调整后公司 2019-2021 年营收同比增速分别为 85%/69%/68%。对应 2019-2021 年归母营收分别为 7.4/12.5/20.9 亿港元，未来三年归母营收复合增速 74%。

注 1：由于公司 2018 年 4 月 18 日借壳上市，2018 年财务数据并不反映有赞公司实际全年业绩，根据公司披露的调整后 2018 年营业收入数据（在 2018 年年报基础上加入有赞 2018 年 1 月 1 日至 4 月 17 日财务数据），有赞 2018 年营业收入为 7.82 亿元，据此计算调整后未来三年营收同比增速。

注 2：公司借壳上市时注入上市公司体内中国有赞 51% 股份，因此在做估值测算时我们需要计算归属母公司营业收入指标。

表 8：有赞业绩预测（港币:人民币汇率按 1:0.85 计算）

业绩预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
GMV（百万港币）	21,653	38,624	65,764	108,380	177,937
付费用户数量（万）	3.9	7.0	11.2	17.8	27.6
营业收入（百万港币）	208	684	1,446	2,445	4,114
营业收入增长率（%）	NA	229%	111%	69%	68%
每股营业收入（元港币）	0.01	0.04	0.09	0.16	0.27
归母净利润（百万港币）	-112.2	-503.3	-153.6	-141.5	-118.1
每股净利润（元港币）	-0.01	-0.03	-0.01	-0.01	-0.01

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

表 9：关于营业收入项的调整（港币:人民币汇率按 1:0.85 计算）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 （百万港币）	208	684	1,446	2,445	4,114
调整后营业收入 （百万港币）	NA	782	1,446	2,445	4,114
归母调整后营业收入 （百万港币）	NA	399	737	1,247	2,098
每股归母调整后营业收入 （元港币）	NA	0.03	0.05	0.08	0.14

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

由于 SaaS 公司大多处于亏损状态，且营业收入的增速对公司估值具有较大影响，综合以上考虑我们选用 PSG 指标对中国有赞进行估值。

我们选取美股 Salesforce、Shopify 与 Square 作为有赞的对标公司。其中 Salesforce 是美股 SaaS 行业龙头，而 Shopify 与 Square 均是美国中小商户 SaaS 服务及综合解决方案提供商，对有赞的估值水平具有较强的参考意义。根据下表计算，有赞对标公司 2019 年平均 PSG 水平为 41.0。

表 10: 国外对标公司营业收入一致预期及 PS 指标

	营业收入 (十亿美元)					CAGR	PS				PSG
	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2019		FY2020E	FY2021E	FY2022E		
Salesforce (CRM)	13.0	16.0	19.2	22.8	19.7%	9.2	7.5	6.2	5.3	38.1	
	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E	CAGR	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E		
Shopify (SHOP)	1.07	1.48	1.97	2.56	33.7%	22.4	16.2	12.2	9.4	48.1	
Square (SQ)	1.59	2.26	3.04	4.07	36.8%	19.2	13.5	10.0	7.5	36.7	
中国有赞 (8083.HK)	0.10	0.18	0.31	0.52	73.9%	22.7	13.6	8.5	4.9	18.4	

资料来源: Bloomberg 一致预期、光大证券研究所预测

注 1: Salesforce、Shopify、Square 三家公司营业收入根据彭博一致预期; 中国有赞营业收入数据为光大证券研究所预测

注 2: 中国有赞营业收入数据根据美元:港币=1:7.9 汇率换算为美元

注 2: Salesforce 财政年度到当年 1 月 31 日为止, 因此将公司 2019 财年数据与 Shopify/Square 2018 财年数据横向比较

注 3: 营业收入 CAGR 根据 2018-2021 财年三年复合增速计算 (Salesforce 根据 2019-2022 财年数据计算)

注 4: PSG 根据 2019 财年 Bloomberg 一致预期 PS 与未来三年营收 CAGR 计算, 股价数据根据 2019 年 4 月 18 日收盘价计算

4.5、投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级

随着电商流量来源向社交内容平台的泛化, 商户私域流量经营需求正不断提升。有赞是目前商户服务 SaaS 行业的领先者, 基于公司在手用户基础, 广告及金融等增值服务将为公司中长期增长提供更多动力。我们预计调整后公司 2019-2021 年营收同比增速分别为 85%/69%/68%。对应 2019-2021 年归母营收分别为 7.4/12.5/20.9 亿港元, 未来三年归母营收复合增速 74%。对标公司 2019 年平均 PSG 水平为 41.3。基于有赞目前的规模及未来高速增长幅度的不确定性, 我们对 PSG 指标给予 30% 的折价, 根据 28.9 倍 PSG 及未来三年营业收入 74% 的增速, 我们给予公司 2019 年 21.2 倍 PS, 首次覆盖给予 1.06 元港币/股目标价。

4.6、风险提示

公司线下门店产品推广难度高于预期。公司线下门店经过长期打磨将在 2019 年进入大规模推广期, 公司在北上广深杭等一线城市成立直销团队, 并在非一线城市建立经销商体系。如果 2019 年线下门店产品推广难度超预期, 公司 SaaS 业务增速将受到较大影响。

微商城业务用户流失率提升。微商城业务是公司目前营收的主要来源, 如果微商城业务用户流失率出现提升, 则有赞存量用户贡献营收规模将出现下滑, 对公司业绩将造成负面影响。

增值服务业务进展低于预期。公司增值业务是未来重要的增长点, 如果公司在广告及金融等业务领域进展低于预期, 将对公司业绩增长带来负面影响。

SaaS 业务竞争加剧, 竞争对手以低价策略争夺市场。微盟、美团等公司均计划在 2019 年进一步加快线下产品的推广力度, 如果竞争对手以低价策略争夺市场份额, 可能导致短期内竞争环境的恶化。

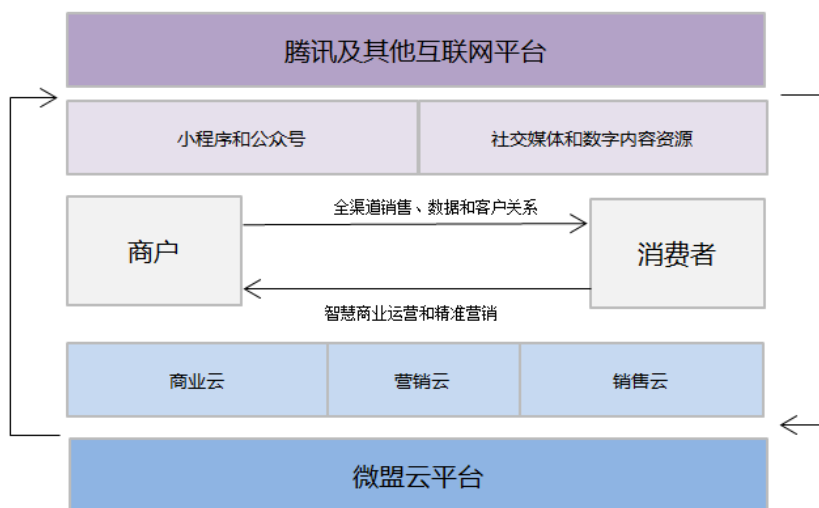
5、微盟集团：受益腾讯广告体系向中小企业下沉

5.1、SaaS 产品与广告营销双轮驱动

微盟业务主要由 SaaS 产品及广告营销两部分组成。

随着微信生态内基础设施的不断完善，以社交电商的形式连接微信流量与消费者需求正逐渐成为商户的共识。微盟为微信生态中的商户提供商业云、营销云、销售云等多种第三方工具，帮助商户更好的建立自己在微信生态内的电商平台；同时微盟通过对接腾讯广告体系，帮助中小商户主动在腾讯体系内以广告的形式进行营销获客，解决中小商户获客难的核心痛点。

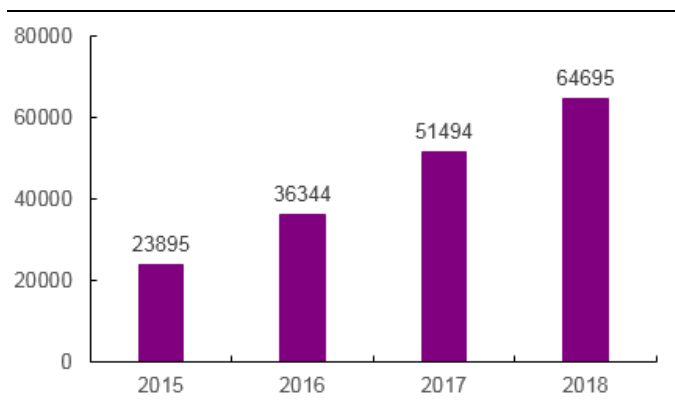
图 52：微盟服务于腾讯生态中的商户及消费者



资料来源：公司公告、光大证券研究所

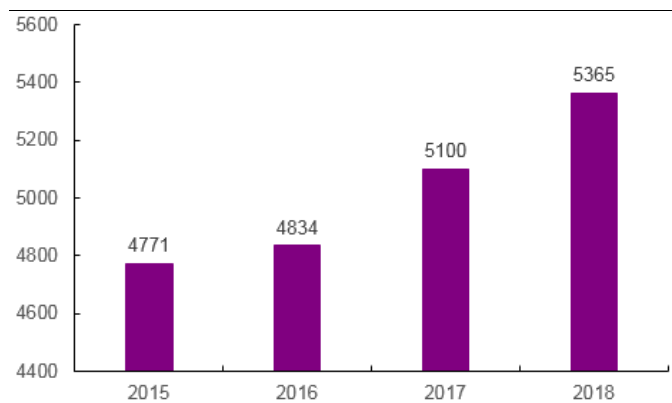
根据公司公告,微盟 SaaS 产品付费商户数保持快速增长,在 2016-2018 年分别达到 3.6/5.1/6.5 万, ARPU 值分别达到 4800/5100/5400 元/户,为精准营销业务提供了优质的客户基础。公司从 2016 年开始发力精准营销业务,经过 3 年时间的发展,2018 年公司精准营销业务收入 5.18 亿元, SaaS 产品收入 3.47 亿元;精准营销业务已经超过 SaaS 业务成为公司第一大营收来源。

图 53: 微盟 SaaS 产品付费用户数 (户)



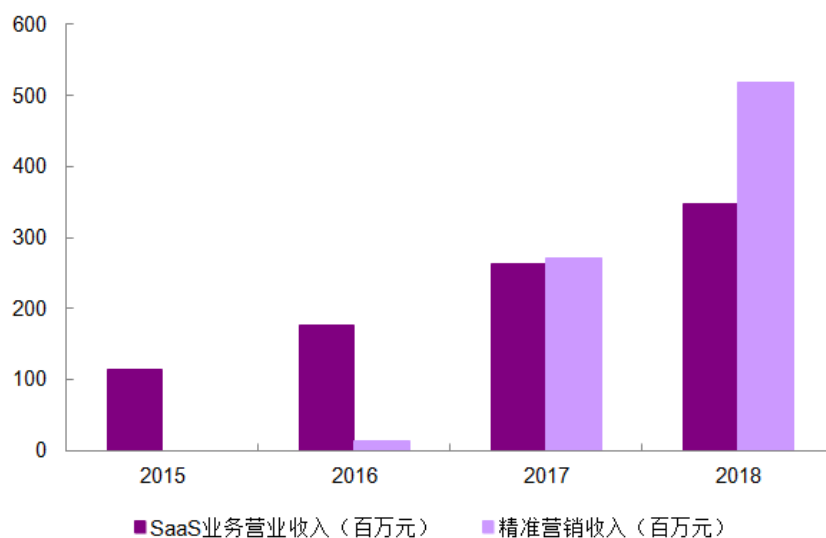
资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

图 54: 微盟 SaaS 产品的 ARPU (元/户)



资料来源: 招股说明书、光大证券研究所

图 55: 2018 年开始公司精准营销收入超过 SaaS 业务收入



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

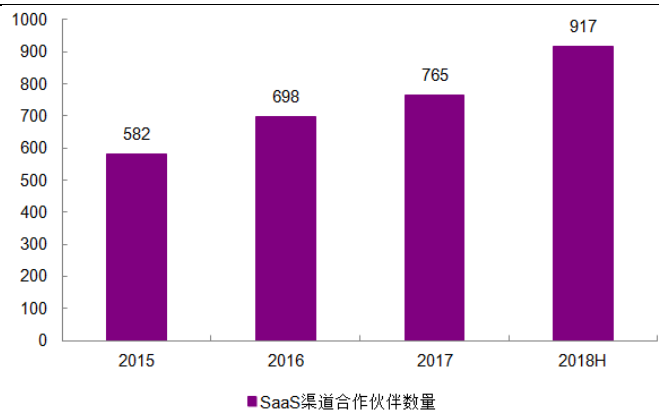
5.2、完善的销售渠道是公司的核心竞争优势

完善的销售渠道网络是微盟的核心竞争优势。

微盟是目前腾讯社交网络广告平台中最大的精准营销合作伙伴, 主要采用“分销+直销”的模式进行销售。从市场份额来看(按毛收入), 微盟从 2016 年的占比 11.2% 上升到 2017 年的占比 17%, 始终处于龙头地位。2016-2018 年微盟连续三年获得腾讯广告区域及中长尾渠道年度最佳服务商。

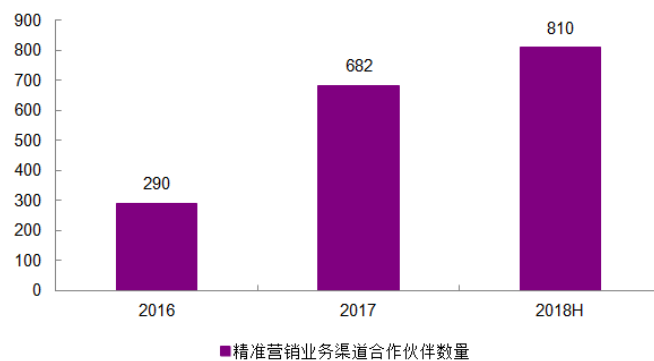
公司 SaaS 及精准营销渠道合作伙伴均呈现快速增长态势。截至 2018 年 6 月 30 日, 公司 SaaS 渠道合作伙伴 917 家, 精准营销渠道合作伙伴 810 家, 其中 182 家合作伙伴同时为公司 SaaS 及精准营销业务提供渠道服务。

图 56: 公司 SaaS 渠道合作伙伴数量持续增长



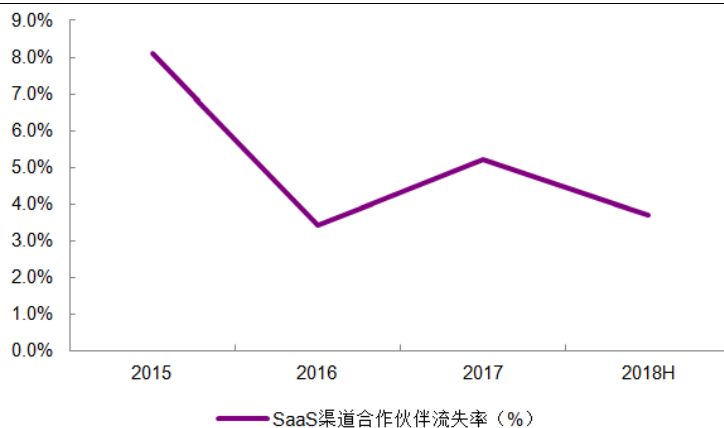
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 57: 公司精准营销业务渠道合作伙伴数量持续增长



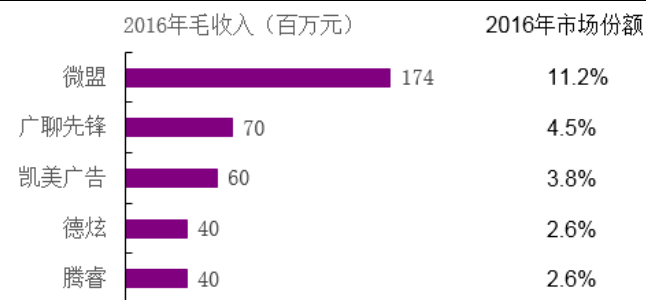
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 58: 微盟渠道代理商网络流失率较低



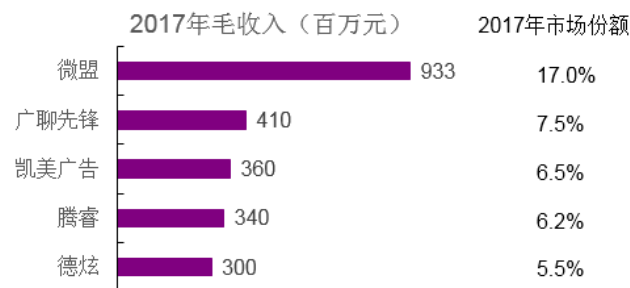
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 59: 2016 年在腾讯平台服务中小商家的 5 大精准营销提供商市场份额 (按毛收入)



资料来源: 弗若斯特沙利文、光大证券研究所

图 60: 2017 年在腾讯平台服务中小商家的 5 大精准营销提供商市场份额 (按毛收入)

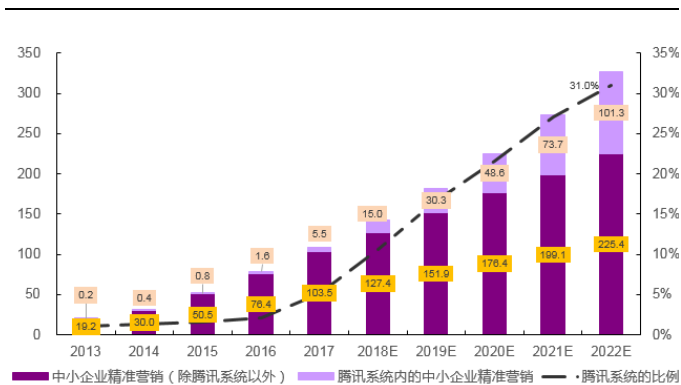


资料来源: 弗若斯特沙利文、光大证券研究所

5.3、帮助腾讯实现广告业务下沉

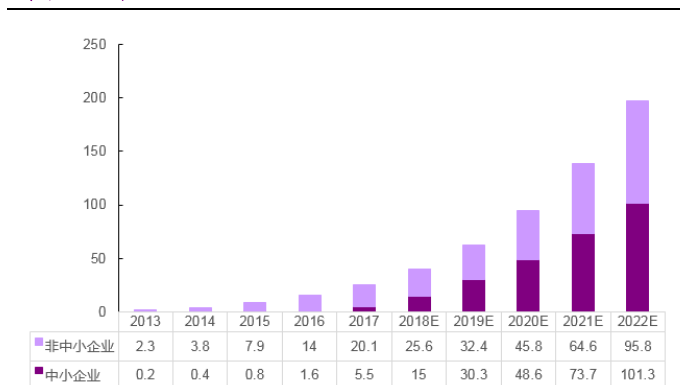
根据弗若斯特沙利文，腾讯系统内的中小企业的精准广告市场规模由2013年的2亿元大幅增长至2017年的55亿元，年复合增长率为129.0%，预计将以79.1%的复合增长率于2022年达到1013亿元。

图 61：腾讯针对中小企业广告业务的市场规模(十亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所

图 62：腾讯系统内按广告主类型划分精准营销市场规模(十亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文预测，光大证券研究所

2018年9月腾讯新一轮组织架构调整，将社交与效果广告部（SPA）与原网络媒体事业群（OMG）广告线予以整合，成立新的广告营销服务线（AMS）。AMS的作用是将腾讯内部的社交、视频、资讯，以及其他富媒体资源完整结合，加上打通的用户数据，形成可以发挥腾讯资源优势的整合营销方案。

2018年4季度腾讯社交及其他广告收入118亿元，同比增速44%，主要来源于微信朋友圈、公众号和广告联盟广告收入的增长。2018年腾讯网络广告业务ARPU约52.9元人民币合7.9美元，相比Facebook 18年ARPU 24.96美元，仍有较大差距，因此我们认为腾讯网络广告仍就处于变现的初级阶段，有巨大的发展空间。

腾讯广告业务向中小商户的渗透需要以微盟为代表的渠道合作伙伴提供全方位的解决方案服务。基于微盟完善的销售渠道资源，公司能够最大程度上享受腾讯广告向中小商户下沉的趋势性红利。

5.4、风险提示

- 1/ 腾讯广告代理商政策出现变化，公司竞争优势弱化；
- 2/ 广告产品 ROI 下降，广告主投放复购率降低；
- 3/ SaaS 产品续费率不足，获客成本持续提升。

6、阿里巴巴：全网营销，阿里成交

在电商交易向社交流量泛化的过程中，阿里巴巴同样是核心受益者之一。

在上文中我们曾经提到，对于抖音、小红书、快手等社交内容平台来说，电商生态体系建立门槛极高，与其投入大量资源从零开始打造自有电商平台，不如直接对接淘宝实现交易闭环。在电商交易向社交内容平台泛化的过程中，阿里巴巴承接了大量新兴社交内容平台的商品交易需求，从而进一步巩固了自身国内电商行业的龙头地位。

6.1、阿里拥有基础设施最完善的电商成交平台

电商平台曾是腾讯、百度等互联网巨头共同重点投入的业务，然而由于电商业务的建立和发展不仅需要前端平台建设，更建立围绕着平台的电商生态体系，从而保证用户全流程购物体验。阿里巴巴历经十余年建立起的电商生态体系建设是公司在社交电商趋势中最大的竞争壁垒。

6.2、通过投资等方式连接社交内容流量

2013 年阿里巴巴对微博的投资是公司历史上最成功的投资之一。2016 年网红电商开始兴起，微博在网红经济中完成前端获客与用户触达功能，而淘宝及天猫平台则为网红达人提供电商变现所需的整套商品供应链生态。随着各类垂直平台的兴起，阿里巴巴也加快了社交内容平台领域的投资节奏。2018 年公司连续投资小红书、Bilibili 与宝宝树，占股比例均在 5-10% 左右。通过与垂直内容平台的战略合作，阿里能够更有效率的对接社交内容平台的流量资源，从而进一步巩固阿里平台的龙头地位。

表 11：阿里巴巴通过投资等方式连接社交内容平台

	阿里巴巴占股比例	合作内容
小红书	<10%	2018 年 11 月淘宝新一轮内测，淘宝商品可实现与小红书内容的打通，消费者可以在“好物点评团”板块中看到带有小红书 logo 的点评
Bilibili	8%	2018 年 12 月，Bilibili 与淘宝在内容电商等方面达成合作，双方也在 B 站自有 IP 的商业化运营方面将进一步达成战略合作
宝宝树	9.9%	2018 年 11 月，宝宝树与淘宝订立战略合作协议，双方未来将在电商、广告、C2M、知识付费及其他潜在业务领域开展合作

资料来源：各公司公告、亿邦动力、光大证券研究所预测

注：根据 36Kr 信息，2018 年 5 月小红书完成超过 3 亿美元财务融资，阿里巴巴领投，估值超过 30 亿美金。因此我们预计阿里巴巴占股比例略小于 10%

6.3、投资建议：维持“买入”评级

在社交电商兴起的大趋势下，阿里受益于社交内容流量寻求电商交易变现的需求，将承接社交流量落地交易环节。同时公司作为电商低线下沉红利最大的受益者，用户规模继续快速增长；公司核心商业业务提供的充沛的现金流为新零售、云计算等业务提供了强有力的支持。创新业务的逐渐成熟将为公司未来中长期增长发展打下坚实的基础。我们维持公司 EPA 分别为 3.24/4.72/6.12 美元/ADR；维持目标价 221 美元/ADR，维持“买入”评级。

6.4、风险提示

- 1/ 宏观消费需求超预期恶化；
- 2/ 新零售业务推进进展低于预期；
- 3/ 云计算、大文娱等业务持续大幅亏损；
- 4/ 社交电商行业发展低于预期

图 63：业绩预测与估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
GMV (百万人民币)	3,765,600	4,819,968	6,009,909	7,306,134	8,668,520
营业收入 (百万元人民币)	158,273	250,266	376,737	522,565	718,397
营业收入增长率	56.5%	58.1%	50.5%	38.7%	37.5%
净利润 (百万元人民币)	43,675	64,093	56,581	82,487	106,992
净利润增长率	-38.9%	46.7%	-11.7%	45.8%	29.7%
EPA (元美金)	2.58	3.69	3.24	4.72	6.12
P/E	73	51	58	40	31

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 18 日

7、拼多多：继续受益于微信关系链资源

7.1、继续受益于微信关系链资源

腾讯持有拼多多股份近 20%，是拼多多最重要的战略投资者。拼多多除了获得微信支付九宫格中的入口位置以外，还充分利用了微信群及微信体系内的熟人关系链资源，以分享拼团的方式迅速完成了用户规模的原始积累。

我们认为微信体系内用户的电商消费潜力仍在继续释放过程中。根据拼多多 2018Q4 业绩报告，公司单用户年度消费额 1127 元，与阿里/京东同口径数据均有较大差距，拼多多将继续受益于微信关系链资源，实现存量用户消费频次与活跃度的进一步提升。

7.2、低线下沉市场竞争或将加剧

随着淘宝总裁蒋凡开始兼任天猫总裁，阿里巴巴开始对拼多多采取更为激进的竞争策略。除了在品牌商层面加大“二选一”政策以外，天猫优选（原农村淘宝）也开始三四线城市加大推广力度；根据光大家电团队研究，2019 年 3 月奥克斯与美的线上销量同比大幅增长，而天猫优品贡献的销售额分别占两大品牌销售额同比增量的 75% 和 31%。我们认为随着拼多多在 2017-2018 年对三四线人群电商消费潜力的激活，2019 年低线下沉市场竞争或将加剧，拼多多将更加充分的利用微信关系链资源，在用户活跃度与客单价两个层面实现继续增长。

7.3、募资夯实供给端基础，打开中长期增长空间

我们仍然认为公司中长期增长空间需要依赖于供给端改造。2018 年底开始的“新品牌计划”已经在松发陶瓷、重庆百亚、家卫士等多个代工厂商开始落地；随着“新品牌计划”进一步深入，我们预计公司仍需投入大量资源对代工商供给端合作模式进行试错与调整。公司完成募资 10 亿美金将保证公司在 2019 年继续夯实供给端基础，为中长期增长提供持久动力。

7.4、投资建议：维持“买入”评级

虽然电商行业下沉市场竞争格局或将在 2019 年出现加剧，但三四线城市消费线上化趋势仍然存在；随着微信搜索及小程序等基础设施的进一步迭代，微信体系内电商消费体验或将继续改善。我们仍然维持公司 30.02 美元/ADR 目标价，维持“买入”评级。

7.5、风险提示

- 1/ 监管风险：平台打假效果或进展低于预期；
- 2/ 竞争加剧风险：淘宝、京东等竞争对手采取超预期激进的竞争策略；
- 2/ 品类升级风险：品类升级的过程中产品定位偏移，核心用户流失；
- 3/ 用户体验风险：用户由于用户体验迁移至淘宝、京东等平台。

图 64：业绩预测与估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
GMV (百万人民币)	-	141,500	471,191	836,370	1,228,121
营业收入 (百万元人民币)	505	1,744	13,120	23,418	38,417
营业收入增长率		245.5%	652.3%	78.5%	64.0%
净利润 (百万元人民币)	-292	-525	-10,217	-4,603	10,987
EPA (元美金)	-0.04	-0.08	-1.29	-0.58	1.39
ROE (归属母公司) (摊薄)	-81.9%	-43.6%	-54.3%	-34.7%	48.7%
P/E	NA	NA	NA	NA	16.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 18 日

8、风险提示

1/ 微信生态电商进度低于预期

我们在上文中曾经提到，围绕着电商平台的生态体系建立门槛较高，需要投入大量资源。微信已经为其电商生态的建立完成了大量基础设施建设（包括微信小程序、微信搜索、好物圈等等），然而微信生态电商是否能够成为与淘宝/天猫/京东等主流电商平台 GMV 体量接近的电商行业另一极则仍然存在不确定性。

2/ 宏观消费增速继续走弱

社交电商目前体量接近 10000 亿/年，虽然增速持续高于电商行业整体水平，但仍然受宏观消费增速影响。如果宏观消费增速持续走弱则社交电商行业存在增速低于预期的风险。

3/ 互联网行业巨头之间竞争加剧

随着目前资本市场环境恶化，腾讯、阿里、字节跳动等巨头公司之间的竞争格局可能加剧，如果巨头之间对各自的商家及流量资源采取更为封闭的策略则社交电商行业发展或将受阻。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不将与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼