

新零售的核心受益者：腾讯、阿里和 SaaS 公司

2019 年 05 月 07 日

看好/维持

计算机

深度报告

叶盛

分析师

执业证书编号：S1480517070003

yesheng@dxzq.net.cn 010-66554022

投资摘要：

新零售是未来趋势，能够为商家和用户创造新的价值。通过将线上线下两个市场完全打通，可以有效地降低获客成本、增加用户消费支出、开辟外卖等新销售渠道，并将全部用户行为数据化以提升商业效率，从而为商家和用户创造价值。

目前，阿里和腾讯两种新零售解决方案并存，其分别是：

- ◆ **阿里示范并输出完整的新零售解决方案。**盒马鲜生是阿里的新零售样板。阿里通过自身能力和投资并购构建了完整的新零售解决方案输出给线下商户，在线上通过天猫、淘宝和支付宝来触达客户，而在线下则通过建设配备着智能导购和云 POS 机的智慧门店，并包括着完整的 CRM 和营销自动化解决方案，最终所有的数据都沉淀到阿里的品牌数据银行里。
- ◆ **腾讯与合作伙伴共同赋能新零售。**由腾讯提供底层基础设施，包括二维码、微信支付、公众号和小程序，形成一个完整底层闭环。再由中国有赞、微盟等众多 SaaS 合作伙伴提供个性化行业解决方案，还有美团、饿了么等负责外卖配送，从而构成一个完整解决方案共同赋能商户。

我们更看好腾讯的新零售解决方案，原因如下：

- ◆ 微信拥有几乎所有移动互联网用户的社交关系，裂变拉新和后续用户维护只有在微信平台上才能做到。
- ◆ 在微信平台上，商家打造私域流量的成本费用更低。如果商家在微信里面利用小程序开店，微信在交易环节仅收取支付手续费（0.6%），相比阿里收取的 GMV 的 3%-5% 要低很多。
- ◆ 小程序是商家支持谁家方案的监控指标。小程序将成为商家支持谁家新零售方案的选择载体。从小程序数量来看，截止 2018 年底，腾讯小程序数量超过 230 万个，远超阿里系小程序。

腾讯仍然是分享中国产业互联网成长的最佳标的。在赋能用户和商家之后，腾讯将会有三种潜力巨大的变现方式：支付、广告和云服务三种潜力巨大的价值变现方式。

新零售催生出“数据中台”的新角色，SaaS 市场空间超千亿元：

- ◆ 线上线下需要全渠道打通，传统的线下零售软件系统无法满足需求，催生出“数据中台”新角色。
- ◆ 数据中台要将线上线下的商品、会员、库存、订单、价格和门店 IT 系统全部打通，前端需要具备 CRM 功能通过天猫/京东、微信小程序和线下门店服务客户，后端需要和企业仓储管理系统（WMS）、ERP 系统打通。
- ◆ 众多 SaaS 公司在填补数据中台的角色，潜在市场空间超千亿元。我们看好中国有赞（8083.HK）和微盟集团（2013.HK）。

风险提示：宏观经济风险；新零售发展不及预期风险；

目 录

1. 新零售是未来零售行业的大趋势	4
1.1 线下零售在未来仍将是零售的主流	4
1.2 新零售可以为商家和用户创造足够的价值	4
2. 新零售解决方案之争：阿里 or 腾讯	5
2.1 阿里示范并输出完整的新零售解决方案	5
2.1.1 盒马鲜生是阿里的新零售样板	5
2.1.2 阿里投资或控股了众多新零售公司	6
2.1.3 阿里希望提供完整新零售解决方案	6
2.2 腾讯与合作伙伴共同赋能商家	7
2.3 小程序可以作为衡量商家支持的监控指标	8
3. 腾讯仍然是分享中国互联网长期成长的最佳标的	9
3.1 微信支付	9
3.2 广告营销	9
3.3 云服务	10
3.4 连接的不止是新零售	10
3.5 腾讯仍然是分享中国互联网长期增长的最佳标的	10
4. 新零售 IT 的核心环节：SaaS 厂商	11
4.1 新零售带来的 IT 新增市场空间超千亿元	11
4.2 SaaS 行业重点推荐公司	11
4.2.1 中国有赞：率先腾飞的 SaaS 公司	12
4.2.2 微盟集团：SaaS 和营销云双轮驱动	12
5. 风险提示	12

表格目录

表 1:阿里在新零售领域的部分投资布局	6
---------------------------	---

插图目录

图 1:实物商品网上零售额及占比（亿元）	4
图 2: 瑞幸咖啡朋友圈广告.....	5
图 3: 美容店通过小程序打通线上线下	5
图 4:阿里为线下商家提供完整新零售解决方案	7
图 5:腾讯的社交关系才具有裂变拉新能力	8
图 6:微信小程序数量在 2018 年底已经达到 230 万个.....	9
图 7:新零售时代以数据中台为核心的 IT 架构系统.....	11

1. 新零售是未来零售行业的大趋势

1.1 线下零售在未来仍将是零售的主流

电商高速发展这么多年，线下零售市场占比仍然在八成以上。2018 年实物商品网上零售额为 70198 亿元，在社会消费品零售总额中占比为 18%。换句话说，线下零售占比为 82%。因此，线下零售在未来仍然将占据零售的主流。

图 1:实物商品网上零售额及占比（亿元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

作为线上零售的代表，马云敏锐地意识到了线上零售的天花板，在 2016 年提出了新零售的概念。新零售的内涵非常丰富，但是其着眼点在于打通零售的线上线下两个市场，将生意延伸到整个线下零售市场。

1.2 新零售可以为商家和用户创造足够的价值

要想打开新零售的市场，必须能够为线下的商家和用户创造足够的价值。只有商家能够从新零售中获得更多的收入和效益提升，它们才愿意接受。同样，只有用户感受到新零售带来的方便快捷，才能自发推动新零售的扩展。

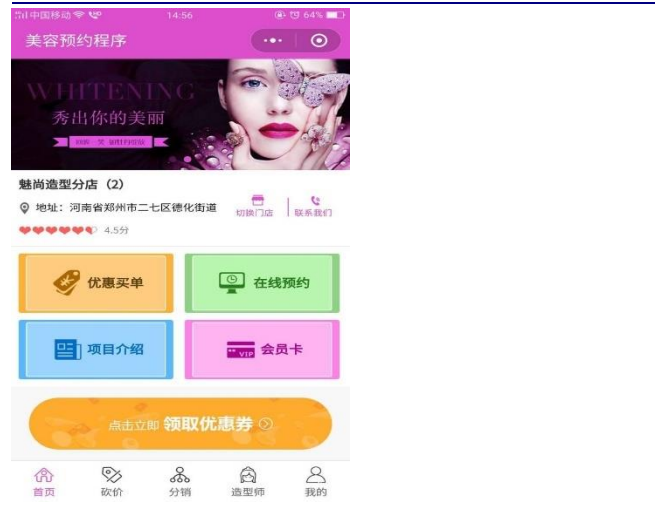
从目前来看，新零售方案可以为线下商家创造的价值有以下几个方面：

一、通过线上线下一体化营销降低获客成本。线下商户同样存在着获客和拉新难的问题，通过互联网方式获客，甚至叠加用社交裂变的方式能够显著降低线下商家的获客成本。

典型代表是瑞幸咖啡，其在诞生 5 个月后，它在全国 13 个城市试营业了 400 多家门店，获得了 300 万个订单，卖出了 500 万杯以上的咖啡。它能够获取如此爆发式的增长，其中重要的引流方式就是在新开门店之后，借助 LBS 技术精准触达门店周围 3 到 5 公里的人群。先通过朋友圈广告等形式冷启动，再利用社交裂变传播，从而快速实现了目标人群的覆盖和首次购买。

图 2：瑞幸咖啡朋友圈广告


资料来源：百度图片，东兴证券研究所

图 3：美容店通过小程序打通线上线下


资料来源：百度图片，东兴证券研究所

二、通过让用户关注其微信公众号和小程序，成功实现了将用户变成长期会员。用户消费习惯的培养，复购率的提升，显著提高了用户全生命周期的商业价值。

譬如美容美发行业，客户可以通过商家小程序实现美发时间、理发师、美发产品等进行选择，按日期预约技师、服务项目。

此外，在小程序内设置美容美发新闻资讯，如祛斑祛痘、皮肤保养的生活习惯等女士感兴趣的内容；设置产品和技师服务展示板块，用户可以直接在美容美发小程序中预约服务项目、技师、购买店内产品。

三、利用小程序、APP 方便开辟了线上下单外卖配送的新销售途径，对其销量提升也有明显提升。阿里巴巴的盒马鲜生已经证明了这一点，其线上销售占比超过 60%。而星巴克开始做外卖配送也直接证明了这一点。

在瑞幸咖啡等对手的挤压下，星巴克也发生了改变，与阿里合作推出了外卖业务，在手机 app 推出了外卖业务。

四、线上线下顾客行为实现了数据化。数据化之后，为后续精准营销、产品和供应链优化提供更好的方案，能够更好地服务好客户。

2. 新零售解决方案之争：阿里 or 腾讯

自从 2016 年马云提出新零售以来，新零售是未来趋势的观点已经得到广泛认同。新零售的核心在于线上和线下的打通，问题的关键在于如何打通。

从目前来看，阿里和腾讯都提供了不同的解决方案，其分别如下：

2.1 阿里示范并输出完整的新零售解决方案

2.1.1 盒马鲜生是阿里的新零售样板

盒马是超市，是餐饮店，也是菜市场。消费者可到店购买，也可以在盒马 App 下单。而盒马最大的特点之一就是快速配送：门店附近 3 公里范围内，30 分钟送货上门。

与传统零售最大区别是，盒马运用大数据、移动互联、智能物联网、自动化等技术及先进设备，实现人、货、场三者之间的最优化匹配，从供应链、仓储到配送，盒马都有自己的完整物流体系。

截至 2018 年 7 月 31 日，盒马已在全国拥有 64 家门店，分布在 14 个城市里，服务超过 1000 万消费者。盒马 1.5 年以上门店单店日均销售额超过 80 万元，线上销售占比超过 60%。盒马的单店平均面积为 4000 平方米，单店坪效超过 5 万元，经营效率超过同类型大卖场 2-3 倍。

2.1.2 阿里投资或控股了众多新零售公司

阿里陆续投资了众多线下零售巨头，以获取线下流量，方便布局新零售方案。阿里对线下零售店的投资重要的有苏宁、高鑫零售（大润发）、三江购物和居然之家等。

阿里还投资了很多新零售相关公司，补齐短板。其中最重要的是联合蚂蚁金服以 95 亿美元拿下了外卖行业龙头饿了么。此外，还收购了一些新零售 SaaS 公司，并自己也开始提供 SaaS 服务。

表 1:阿里在新零售领域的部分投资布局

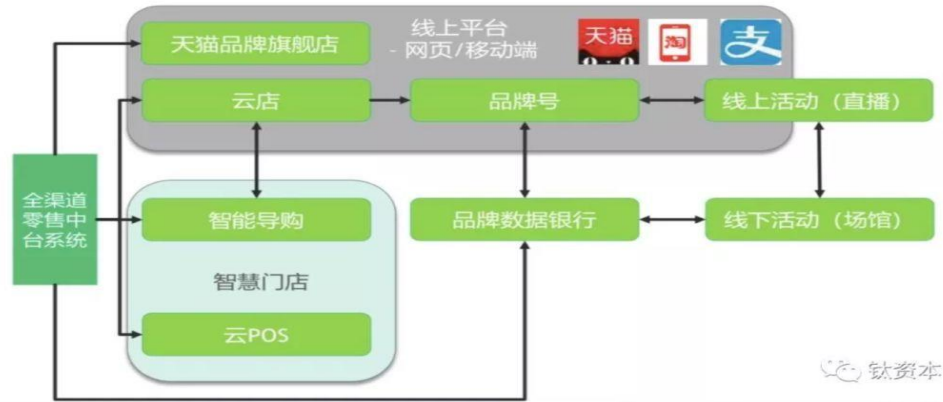
时间	投资金额	投资内容
2015 年 8 月	283 亿元	阿里战略入股苏宁，占股 20%
2017 年 11 月 20 日	224 亿港元	直接和间接持有高鑫零售 36.16% 的股份
2018 年 2 月	54.53 亿	阿里巴巴及关联投资方投资 54.53 亿元人民币，获得居然之家 15% 的股份
2018 年 4 月	95 亿美元	联合蚂蚁金服以 95 亿美元对饿了么完成全资收购
2018 年 9 月	14.66 亿元	阿里 14.66 亿入股三江购物，持股比例增至 32%
2018 年 11 月 19 日	12 亿	阿里 12 亿投资无人零售龙头友宝

资料来源：百度、东兴证券研究所

2.1.3 阿里希望提供完整新零售解决方案

总体看来，阿里巴巴的思路是希望通过自身努力和投资并购补齐新零售解决方案的短板，从而给线下零售企业提供完整新零售方案。阿里巴巴亲自下场示范了新零售样板店“盒马鲜生”，并通过投资布局部分线下龙头零售企业，希望将自己的新零售方案输出到这些企业中。

图 4:阿里为线下商家提供完整新零售解决方案



资料来源：钛资本、东兴证券研究所

阿里巴巴希望通过全渠道的零售中台系统帮助商家打通线上线下，在线上通过天猫、淘宝和支付宝来触达客户，而在线下则通过建设配备着智能导购和云 POS 机的智慧门店，后续包括着完整的 CRM 和营销自动化解决方案，最终所有的数据都沉淀到阿里的品牌数据银行里。

2.2 腾讯与合作伙伴共同赋能商家

腾讯的做法与阿里不同，它选择与合作伙伴共同赋能商家：由腾讯提供底层基础设施，包括二维码、微信支付、公众号和小程序，形成一个完整底层闭环。再由中国有赞、微盟等众多合作伙伴提供个性化行业解决方案，还有美团、饿了么等负责外卖配送，从而构成一个完整解决方案共同服务客户。

在此过程中，我们认为谁能够给商户和用户创造更大的价值，谁就能够赢得它们的支持，从而获得更多的成功。从这个角度出发，我们更看好腾讯的新零售解决方案，原因如下：

1、微信拥有几乎所有移动互联网用户的社交关系，裂变拉新和后续用户维护只有在微信平台上才能做到，商家更喜欢微信平台。商家只有依靠微信这个平台，才能实现裂变拉新，显著降低获客成本，增加用户复购。

目前来看，采用今日头条、支付宝包括盒马鲜生这种 APP 都很难做到裂变拉新的。而后续用户维护方面，腾讯也有天然优势，用户只有微信才处于一直打开状态。

图 5:腾讯的社交关系才具有裂变拉新能力



资料来源：《腾讯智慧零售解决方案》、东兴证券研究所

2、在微信平台上，商家打造私域流量的成本费用更低。要在线上线下实现商户内部信息打通、商户和用户的完全打通，需要一个载体平台。

对于阿里来讲，存在一个困境：如果利用支付宝或者饿了么来作为载体，往往没有足够的用户和商家去使用，缺乏流量。而如果使用淘宝的话，则存在着一个问题：对于淘宝天猫商家来说，阿里往往收取其 GMV 的 3%-5% 作为平台和流量费，还是合理的，毕竟其流量都是来自于淘宝天猫这样的平台方。而对于许多线下商户来说，如果其将流量引导到淘宝天猫里成交，淘宝天猫还需要收取同样的平台和流量费就明显不合理，因为这些流量都是来自于商家自己的，淘宝天猫并没有为商家创造这么多价值。

而对于腾讯的新零售解决方案来讲，商家的成本费用会低很多。如果商家在微信里面开店，微信在交易环节仅收取支付手续费（0.6%）。因此，腾讯方案相比阿里方案会便宜很多，更受到商家的青睐。

2.3 小程序可以作为衡量商家支持的监控指标

综上所述，我们更看好腾讯的新零售解决方案。而在实证环节，我们认为可以选择小程序来观察商家更支持哪个方案。因为未来新零售大规模普及之后，用户是不可能下载那么多的零售商家 APP。而小程序免安装，用完即走的特性既方便了用户，也方便了商家对用户后续服务，是对用户最友好的候选方案之一。因此，小程序很有可能成为打通线上和线下的桥梁，也可以被看作是商家支撑的指标。

从小程序数量来看，腾讯在小程序发展中处于遥遥领先的地位。截止 2018 年 6 月底，微信小程序数量已经突破百万，到 2018 年底时候已经达到 230 万个。其中，除了游戏类小程序之外，商家小程序占有相当数量。

图 6:微信小程序数量在 2018 年底已经达到 230 万个



资料来源：阿拉丁、东兴证券研究所

阿里巴巴、百度等其他家的小程序无论是数量还是活跃度远远无法和微信小程序相比。众多商家和第三方服务商还是会将主要精力投放在微信的小程序上。

因此，从小程序数量来看，商家更愿意选择腾讯的解决方案。我们看好腾讯的新零售解决方案将成为未来新零售的主要平台。目前来看，腾讯的生态系统最有可能实现连接线上和线下、商家和用户、用户和用户的多重交互。

3. 腾讯仍然是分享中国互联网长期成长的最佳标的

在新零售中，腾讯并不直接做零售，而是做好连接、工具和生态这三件事情。在赋能用户和商家之后，腾讯将如何实现变现呢？从瑞幸咖啡的案例来看，腾讯至少会有三种潜力巨大的变现方式：

3.1 微信支付

所有微信公众号和小程序中的交易都是采用微信支付。当商家和用户在线下采用小程序或者优惠券来付款的时候，采用微信支付的交易习惯也会带到线下去。这会给微信支付带来直观的手续费收入和各种衍生金融服务。

支付平台是一种非常好的商业模式，有着长长的坡和厚厚的雪。看一看 Visa 和 Master Card 的市值和历史走势便一目了然了。

3.2 广告营销

瑞幸咖啡在推送广告时主要采取了三种广告方式：

(1) **电梯广告**。电梯广告符合瑞幸咖啡的客群定位，并具有观看强制性，广告效果较好。

(2) **微信 LBS 广告及营销**。瑞幸会在咖啡馆周围 3-5 公里范围内推送微信 LBS 广告，用户定位精准，广告触达效果极佳。

除了能够带来直接的人流和消费之外，微信 LBS 广告的优势在于一旦用户关注了瑞幸咖啡的公众号或者小程序，将可能带给瑞幸带来不断的复购。这极大的增加了广告带来的用户全生命周期的消费价值，会比那种只能带来一次性购买的广告效果要好得多。

此外，瑞幸咖啡还能利用微信的 LBS 数据在店铺选址等方面做出更好的规划。

(3) 微信朋友圈广告。用户定位精准，覆盖面广，主要用来提升品牌形象。

广告也是非常好的变现方式。综合以上几种方式，我们可以看出微信的广告营销非常好，自然会给腾讯广告业务带来很好的投放价值。从数据上看，最近几个季度，腾讯社交广告收入持续保持接近 70% 的增速，也充分证明力腾讯社交广告的价值。

3.3 云服务

未来线上和线下的大规模打通，背后需要强大的云计算能力支撑。腾讯利用生态系统的优势，肯定能从中分得很大一块蛋糕。这对腾讯云计算业务发展也会有非常大的推动能力。

而整个云计算行业的天花板和门槛也非常高，将是腾讯未来非常有潜力的业务增长板块。

3.4 连接的不止是新零售

未来线上线下的全部打通不仅限于零售行业，包括医疗、政务和教育等众多领域都会如此。譬如通过微信办理港澳通行证业务，通过微信实现慢性病不用去医院，医生直接开处方药等。

这些业务的开展，都会带动腾讯的支付、广告营销和云计算业务的增长。因此，展望未来，腾讯将在游戏之外，开辟出支付、广告和云服务三种潜力巨大的价值变现方式。

3.5 腾讯仍然是分享中国互联网长期增长的最佳标的

在 2018 年 11 月，我们在《新零售+互联网行业专题报告之一：从瑞幸咖啡来看腾讯的新零售未来》中就指出腾讯仍然是分享中国互联网长期增长的最佳标的。今天我们依然坚持这个观点。

腾讯在新零售行业的布局，可以延伸到整个产业互联网。腾讯将会与合作伙伴共同赋能整个产业互联网，譬如在智慧医疗、智慧政务里面都是如此。

在赋能用户和商家之后，腾讯将在游戏之外，开辟出支付、广告和云服务三种潜力巨大的价值变现方式，未来可能还有搜索。我们认为腾讯在实际业务中仍然在不断取得更大的进步，腾讯仍然是分享中国互联网长期增长的最佳标的。

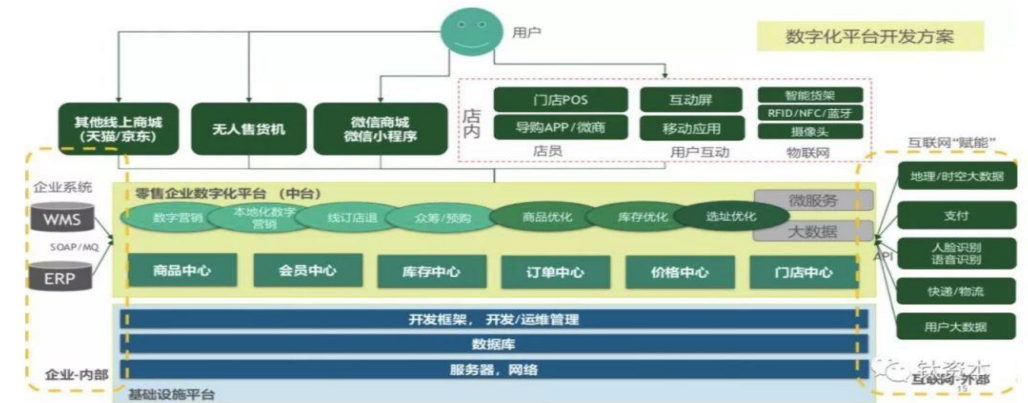
4. 新零售 IT 的核心环节：SaaS 厂商

4.1 新零售带来的 IT 新增市场空间超千亿元

在新零售时代，线上线下需要全渠道打通，传统的线下零售软件系统无法满足需求，催生出“数据中台”的新角色。

数据中台将线上线下的商品、会员、库存、订单、价格和门店 IT 系统全部打通，前端需要具备 CRM 功能通过天猫/京东、微信小程序和线下门店服务客户，后端需要和企业仓储管理系统（WMS）、ERP 系统打通。

图 7:新零售时代以数据中台为核心的 IT 架构系统



资料来源：钛资本、东兴证券研究所

数据中台在未来的新零售 IT 环节处于核心地位。它需要帮商家做好人财货客的线上线下完全打通及精细化运营，对商家做好新零售提供了关键支撑。做好数据中台，需要对商家业务非常了解，能够提供非常好的产品和服务去满足商家的需求。

目前，有众多的企业希望通过 SaaS 的方式去满足商家对数据中台的需求。市场上的商家主要包括原来的 POS 机软件厂商、线上零售 SaaS 厂商等。

未来，新零售 SaaS 市场空间巨大。根据央行发布的数据，截止 2018 年第三季度，银行卡跨行支付系统联网特约商户 2650.27 万户，联网 POS 机具 3231.25 万台。

如果我们简单认为联网特约商户都是线下可进行商业化商户，每户 SaaS 服务费 4000 元/年，则 SaaS 新零售市场潜在空间为 1060 亿元。

4.2 SaaS 行业重点推荐公司

在新零售 SaaS 领域，我们重点推荐标的包括中国有赞（8083.HK）和微盟集团（2013.HK）。

4.2.1 中国有赞：率先腾飞的 SaaS 公司

中国有赞是中国最大的线上去中心化电商平台之一，它的核心产品有赞微商城的 2018 年 SaaS 收入超过 4 亿港币，其商户创造 GMV 超过 330 亿人民币。

随着电商和 O2O 场景的持续渗透，线下门店也需要建立线上渠道，实现全渠道的订单和客户管理。2016 年，有赞开始认识到服务线下商家的价值。经过两年多的研发，有赞陆续推出了有赞零售、有赞美业、有赞餐饮和有赞连锁，形成了面向线下门店客群的新零售解决方案。

我们看好中国有赞的新零售解决方案。具体可以参见我们之前的报告《中国有赞（08083）深度报告：中国率先腾飞的 SaaS 服务商》，里面会有详细论述。

4.2.2 微盟集团：SaaS 和营销云双轮驱动

微盟集团所从事业务和有赞类似，也是中国最大的线上去中心化电商平台之一。随着新零售的发展，微盟也推出了线下新零售 SaaS 产品。

微盟新零售产品主要包括智慧餐饮、智慧酒店、智慧零售和美业等。微盟可以利用其线上 SaaS 产品的优势对接线下客户资源，从而进军新零售 SaaS 市场。

除此之外，微盟在营销云方面做得非常出色，2018 年营销毛收入为 24 亿港币，是腾讯体系最大的第三方服务商之一。未来，微盟可以利用其销售渠道更好地服务线下客户。

5. 风险提示

- 1、宏观经济风险；
- 2、新零售发展不及预期的风险；

分析师简介

叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。