

移动互联网最高维“生物”， 商业化仅是水到渠成

——微信专题报告（一）

行业评级：看好

2021年4月

姓名	陈腾曦	于健	辛泽熙	刘雪瑞
邮箱	chentengxi@stocke.com.cn	yujian01@stocke.com.cn	xinzexi@stocke.com.cn	liuxuerui@stocke.com.cn
电话	13916068030	15821682853	15274944744	13018069312
证书编号	S1230520080010	S1230519050001	S1230520120002	

投资要点

□ 我们认为微信是移动互联网阶段最高维的“生物”

- 从产品理念看，微信完全体现了张小龙的克制、简单实用、强调用户体验，思考每个功能带来的长久性、持续性影响；
- 从网络效应来看，微信以“连接”为最小单元，推出了社群、朋友圈、公众号、小程序、视频号等超级节点。

□ 生态节点的推出与交错，促使微信不断升维，最终成为“高维”生态

- 每个节点单独构成了点对点的连接，而各个节点之间将用户、商户、商品均连接起来，形成网状的交错，即随着节点的推出与用户数的增加，微信的连接数量将呈几何级增长，不断升维；
- 我们认为“微信”是移动互联网中最高维的“生物”，本质在于网络效应的连接壁垒最高，对于其他APP是降维打击。

□ 商业化成为最后水到渠成的结果，克制、缓慢但空间巨大

- 我们预计微信团队做的首要是维持“生态系统”的稳定与开放性的平衡，维持系统的熵减，因此商业化是结果，并非刻意追求的过程；
- 商业化可分为支付、游戏、广告及电商，由于微信本身仅是系统的维系者，因此生态的服务商、品牌商均享有较大空间和自由度

□ 投资标的及建议：

- 微盟集团（2013.HK）：微信电商生态与智慧零售基建服务商龙头之一，**维持“买入”评级。**
- 中国有赞（8083.HK）：微信电商生态与智慧零售基建服务商龙头之一，**维持“买入”评级。**
- 腾讯控股（0700.HK）：微信商业化空间巨大，移动互联网最高维的壁垒，关注。

□ 风险提示：微信生态发展不及预期、技术变革

目录

CONTENTS

01

产品理念：用户体验为中心

02

微信不断推出生态节点

03

产品节点交错提升生态维度

04

商业化：结果而非过程，克制、缓慢但空间巨大

05

投资建议与盈利预测

06

风险提示

1

产品理念

- 创始人及创始团队
- 微信十年：从聊天工具到社交平台，再到互联网枢纽
- 产品研发：实验室文化延伸 “简单”概念

张小龙：Foxmail创始人——QQ邮箱团队——微信之父

- 职业生涯：**毕业于华中科技大学电信系，分别获得学士、硕士学位。毕业后进入电信机关单位，之后转身投入互联网。曾开发国产电子邮件客户端——Foxmail收获百万用户，最终1200万向博大出售foxmail，2005年博大被腾讯收购后加入腾讯，负责QQ邮箱完善，开发超大附件，漂流瓶，阅读空间等功能，做到全国用户量第一；之后提议开发腾讯微信，10年来不断完善功能和生态，现DAU达到10.9亿，是中国最高用户量App；张小龙被《华尔街日报》评为“2012中国创新人物”。主要负责腾讯公司广州研发部的管理工作，同时参与腾讯公司重大创新项目的管理和评审工作。
- 个性特点与审美观贯穿产品：**坚持简单实用；注重细节、反复试错；为用户体验开发和完善产品而不仅是为了商业化；结合产品、哲学与人性，在产品中增加人性关怀方面的考量，思考每个功能带来的长久性、持续性影响
- 研发微信的原因：**受美国免费短信软件kik message的爆发启发，向马化腾提议创造中国的实时通讯应用软件。Kik很可能成为QQ在移动互联网时代的强大竞争对手。张小龙认为在新的移动互联网平台上，必将出现相应的移动通讯工具。
- 从PC软件的Foxmail到QQ邮箱的转变——软件思维切换互联网思维；从QQ邮箱到微信——PC互联网逻辑到移动互联网逻辑的转变；微信的早期到微信的后期——从产品架构师到生态管理者的角色转变**

图1：微信平台组织架构变化

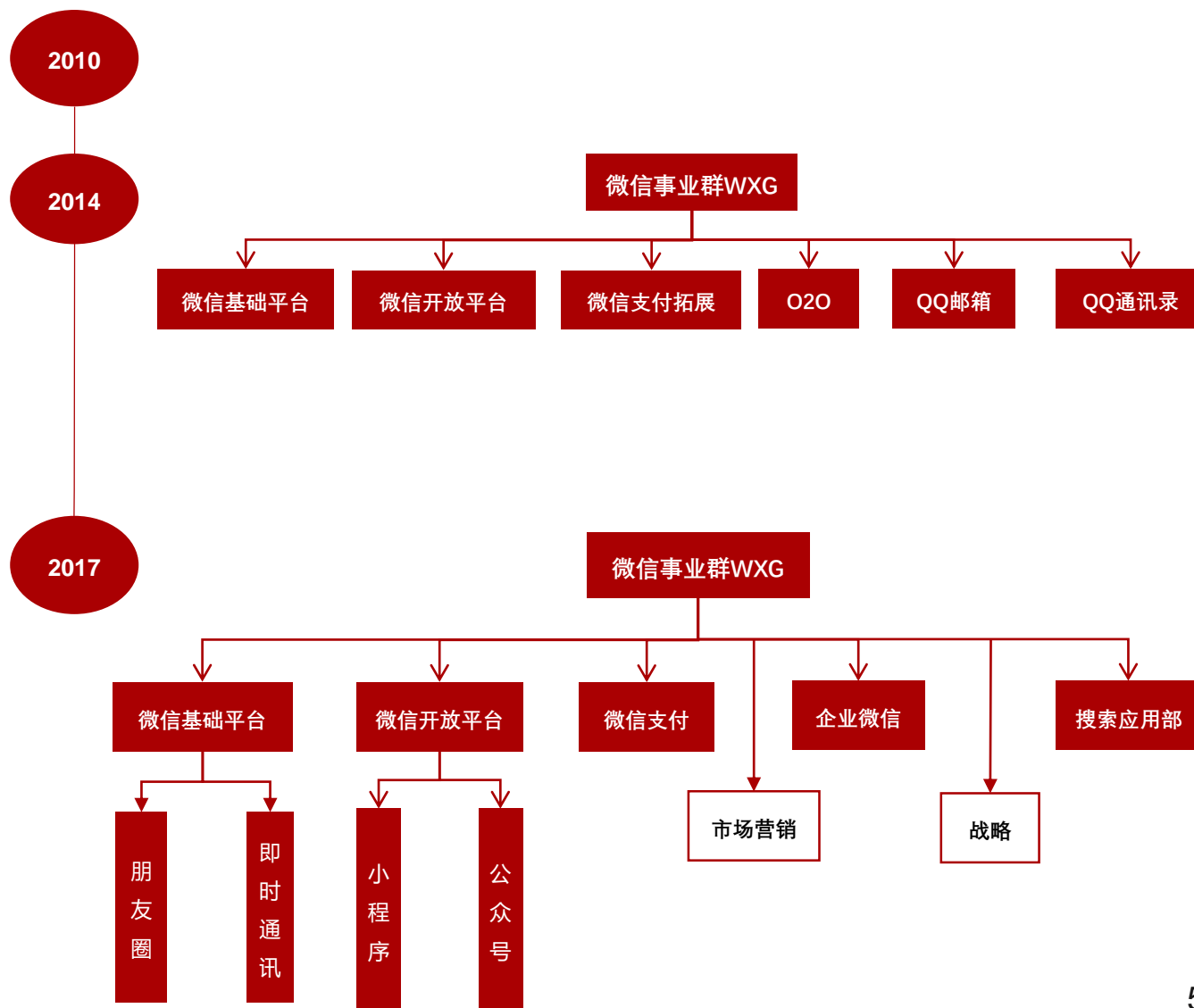


图2：微信产品列示——向外表达范围的扩大

✦ 搜一搜

扫一扫

小游戏

小商店

微信支付

看一看

小程序

摇一摇

语音视频通话

公众号

视频号

漂流瓶

聊天、群聊

朋友圈

直播与附近的人

添加好友

聊天

图片、文字

视频

定向表达

非定向表达

精神需求：向外界表达自我

微信十年：从聊天工具到社交平台，再到互联网枢纽

即时通讯社交平台

V1.0~V3.0

- 2010.11.19微信项目启动
- 2011.1.21推出1.0版本：实现通讯录读取、腾讯微博私信互通和多人会话。2011.5.10推出2.0版本加入语音对讲功能、加入“查看附近的人”功能。
- 2011.10.1推出3.0版本加入“摇一摇”、“漂流瓶”功能；加入多个语言界面，开始国际化；3.5版本加入二维码名片功能。

从即时通讯到社交属性

“通讯录”——熟人关系链，“附近的人”——陌生人关系链，“二维码”——线下社交关系链
积累用户数与社交关系基础

内容分享与社交平台

V4.0

- 2012.4.19 推出4.0版本加入相册功能，推出内容分享场景朋友圈；英文名改为Wechat，进一步国际化
- 2012.7推出4.2版本语音通话、视频通话，推出适合PC端的网页版微信
- 2012.8推出公众号
- 2012.9推出4.3版本推出摇一摇传图功能。2013.2发布4.5版本，支持实时对讲、多人实时语音，丰富摇一摇、二维码功能和聊天记录管理功能

分享，内容生态衍化

- 密集社交网络关系，增强用户粘性，盘活关系链；
- 朋友圈、公众号、单聊群聊形成信息传播闭环

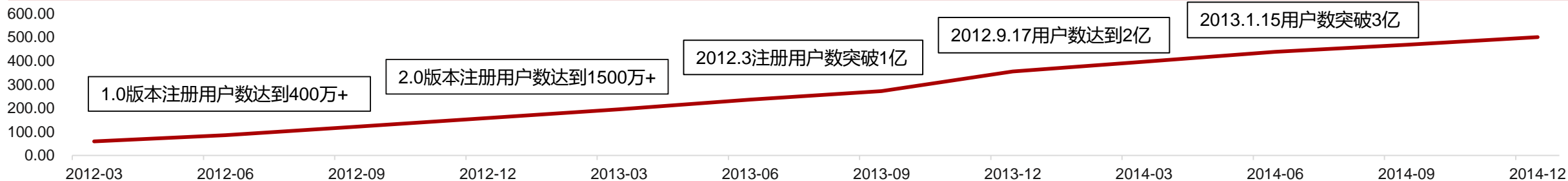
商业化氛围初显

V5.0

- 2013.8发布5.0版本，加入表情商店、游戏中心、和微信支付功能，丰富扫一扫功能
- 2014.1加入滴滴打车功能，与微信支付打通；发布理财通；上线微信红包功能
- 5.4版本推出微信全局搜索
- 2014.3对外开放微信支付接口
- 2014.8微信支付正式公布“微信智慧生活”全行业解决方案，目前覆盖30多个行业

- 游戏是腾讯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，这种优势也从PC端迁移到手机端；
- 表情包营收情况一般。与Line所处环境不同，网民不愿意为表情付费的习惯到了移动端依然没有改变，现在表情包一般为免费
- 微信支付是成功的商业化产品

图3：微信注册用户数量不断增长



微信十年：从聊天工具到社交平台，再到互联网枢纽

移动支付连接智慧生活

小程序进一步完善开放生态

提升产品质量，视频号上线，开启泛娱乐化

V6.0

- 2014.10.1发布6.0版本小视频、卡包、手势密码等功能。2015.1发布6.1版本加入微信红包、自定义表情同步等功能。春节摇一摇发放5亿红包
- 2015.8微信朋友圈广告官网正式上线
- 2015.8.8微信倡导“无现金日”
- 2015.9推出微粒贷，完善金融功能；微信支付向服务商开放
- 2016年初跨境支付支持10+种货币外币结算，业务覆盖20多个国家和地区
- 2016.3停收转账手续费，收取提现手续费；推出企业微信

- 2016.9微信买单功能上线，实现“一码两用”
- 2016.9小程序内测
- 2017.1正式上线第一批小程序；12月小程序开放小游戏，微信启动页面重点推荐“跳一跳”
- 2018.3小程序广告组件启动内测，开发者可以通过小程序获得广告收入
- 2017.5新增“微信实验室功能”，实验功能为“搜一搜”和“看一看”，算法推荐开始辅助社交推荐
- 2017上半年推出关键词及定位搜索功能，全面推动用户触达和使用小程序

V7.0~V8.0

- 2017.9在11个城市推出乘车码，使用双离线二维码
- 2018.11暂时下线部分内容功能，整顿内容质量
- 2018.12微信7.0版本上线，推出视频动态功能
- 2019.10宣布升级《微信外部链接内容管理规范》，明确新违规类型
- 2020年7.0.13版本视频号上线
- 2020年初取消5000人好友限制；用户可以在小程序中使用微信支付。2020.6正式上线微信支付分功能
- 2021.1.21发布8.0版本，加入状态设置、动态表情功能，改变听歌方式、突出直播入口、支持全屏播放视频号。将“附近的人”升级为“直播和附近”，丰富视频号的流量入口

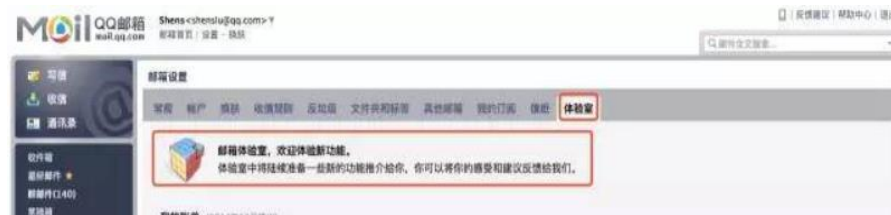
图4：微信功能的多样化受到用户认可



产品研发：实验室文化延伸“简单”概念

图5：微信实验室与用户的积极交互

- **产品实验室文化**：先开放实验室以尝试各种功能，根据效果和用户反馈不断改进或剔除功能，研发功能的过程既是“多变”也是“不变”，在用户已有的使用场景下的深入挖掘与拓展，去提高微信内的体验，从不是强塞的植入。
- **产品观**：聚焦、一维化、简单、效率、主干清晰、分类、目标、功能中心、确定性、自然流
- **微信对QQ邮箱的功能继承：实验室**（用户在这里开通一些新奇的功能）从邮箱的QQ对话功能到微信的“QQ离线消息”，从邮箱“漂流瓶”到微信“漂流瓶”，从“附件收藏”到“微信收藏”，从“广播”到“朋友圈”，从邮箱的“阅读空间”和“邮件订阅”到微信的公众号……
- **第一个实验室时代**：插件（后改名“功能”），包括腾讯新闻、腾讯微博、朋友圈、群发助手等，开发团队可以通过看用户安装和卸载的情况来决定插件的去留。贯彻“简单”理念——多功能但不臃肿，这个“实验时代”伴随微信团队在移动互联网扎根生长，微信奠定了行业地位“腾讯的移动互联网船票”
- **第二个实验室时代**：优化搜索的体验以达到微信的产品要求，实验基于Feed流的“看一看”，以及搜索功能的“搜一搜”，将做新功能的选择交给用户。推荐算法开始深入微信生态，作为社交分发的补充，推出了基于算法推荐的“精选”，搜索算法日益成熟，搜索结果更加丰富
- “实验室”文化，即灰度测试新功能，可以理解为微信与用户的交互，实现产品价值共创，并且给了用户个性化差异化的选择

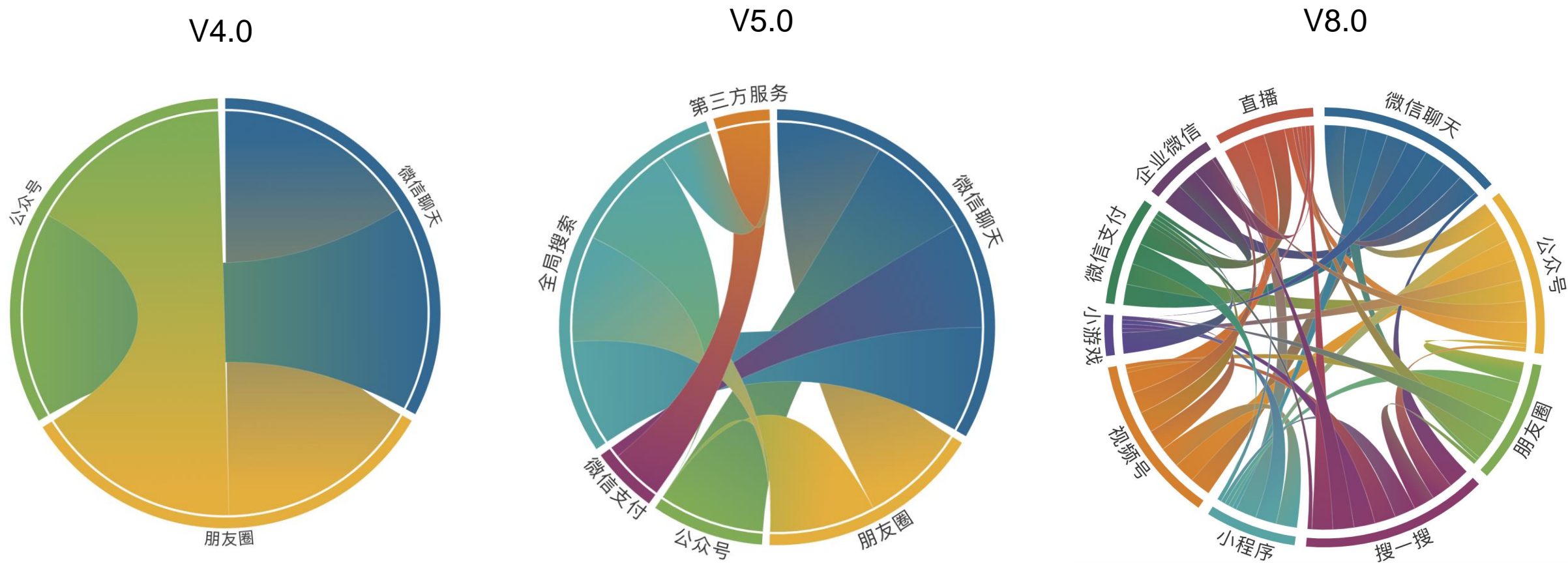


2

微信生态节点

- 2.1 微信内部互联
- 2.2 朋友圈
- 2.3 公众号
- 2.4 小程序
- 2.5 视频号
- 2.6 搜一搜
- 2.7 企业微信

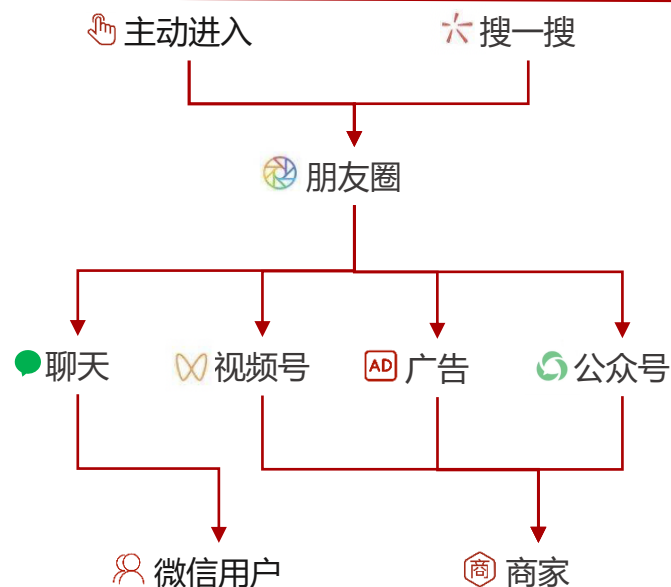
图6：微信内节点多维连接不断加强



张小龙初心：打造建立人设的途径

- 以熟人小圈子为起点，逐步发展为熟人+半熟人的大圈子，再到泛关系社交的超级圈；分享内容从朋友日常逐步加入第三方内容（公众号）以及个人/机构营销内容，发展过程印证现实社交关系的活力凸显与压力倍增，社会资本逐渐积累，社交关系逐渐表层化。
- 朋友圈满足即时通信外的分享需求，新节点构建“社会化”关系第二维度，结束“点对点”的一维交互。
- 接入第三方内容后，朋友圈同时也承担向公众号、视频号、音乐等模块导流的角色。

图7：朋友圈社交功能外扩



截至2018年末

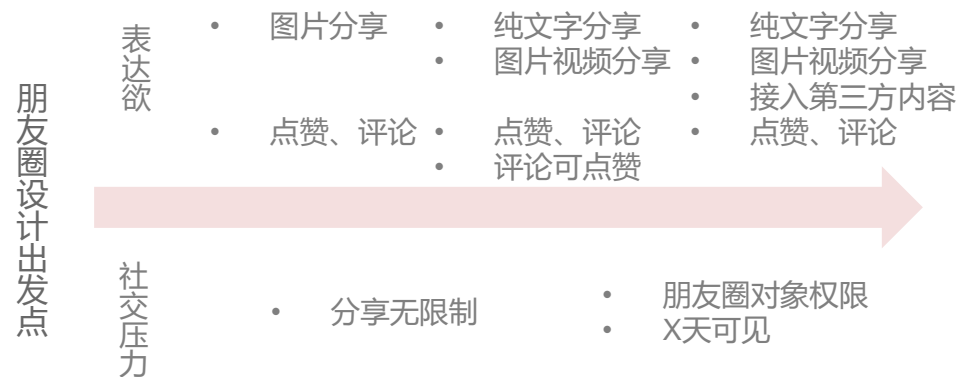
DAU | 7.5亿

截至2020年末

DAU | 7.8亿

每日1.2亿用户发表朋友圈
其中照片6.7亿张，短视频1亿条

- 对用户而言，朋友圈是表达自我、建立人设的途径。



- 对商家而言，朋友圈是营销的触达途径。

图8：朋友圈分享



图9：朋友圈广告投放



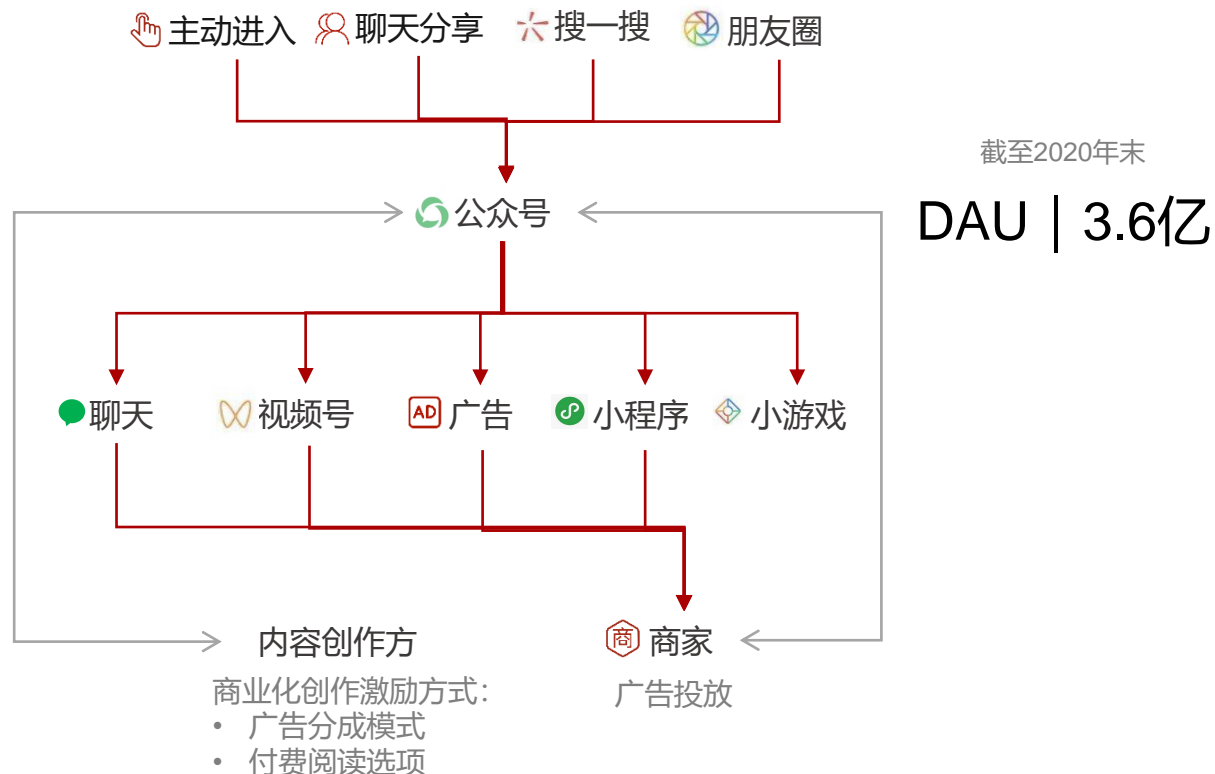
张小龙初心：鼓励有价值的服务

在拥有亿级用户后，为挖掘用户价值、创造更好的粘性，开始丰富内容生态，形成微信体内的信息生态循环“公众号-聊天-朋友圈”

起初主要面向名人、政府、媒体、企业等机构推出合作推广业务，作为品牌线上推广渠道，为微信社交圈引入第三方信息；5.0版本将公众号分为服务号和订阅号，企业号可以看做微信在2B业务中的初步尝试之一；后期开放个人注册公众号权限，内容创作激励等政策促使微信内容生态更加蓬勃

- 公众号的出现打通了B端，带来新的商业模式。商家开启自媒体运营，形成线上线下互动营销方式
- 公众号主要为各模块导流的接受者。

图10：公众号接收范围扩大，从C端打入B端



To C：媒体信息获取渠道

- 公众号类似“博客”的升级版，成为获取讯息的主要渠道之一。
- 目前创作红利虽然退去，但是去中心化的机制保留新兴公众号成长空间。

To B：成为商业名片

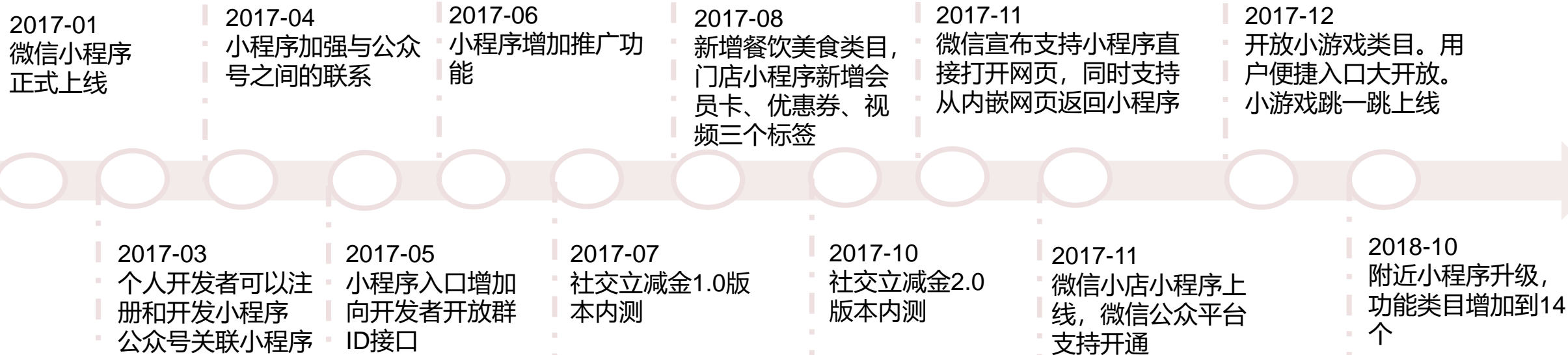
- 相较于应用程序，公众号开发和推广成本更低。
- 互联网去中心化的特点可消除商铺地理位置的限制。

去中心化机制保护价值

- 限制诱导传播类内容
- 限制涉及版权、违规等内容
- 微信官方不提供公众号流量入口
- 强调私域流量沉淀
- 强调用价值维护客户
- 鼓励商家通过公众号与消费者直接沟通
- 发展出提供服务的功能（小程序）

图11：小程序迅速升级发展

微信小程序从诞生到爆发的一年：



小程序正式上线

个人开发者
开发小程序降低开发门槛
小程序入口增加

吸引大量商户

用户使用小程序
流量不断增长小程序与本地生活
完美契合迎来爆发

变化：

流量获取

分享获客

“广告投放”
与“小程序之间的相互跳转

流量运营

重流量

重留存

流量变现

流量低，难度大

用户沉淀，变现
方式多样，成长为品牌官网

流量边界

应用场景少

应用场景方方面面，
出现车载工具、PA
端、刷脸支付等

- 对商家而言，小程序成为触达用户的新渠道。小程序主要应用领域在于电子商务、旅游出行、美食外卖等多种领域。
- 截止2020年底，累计超过**1亿**人次在购物中心、百货小程序产生下单购物行为；累计超过**3亿**用户在微信内购买生鲜、蔬果。

微信小程序领域分布广阔，可类比应用程序

便捷生活	美食外卖	电子阅读	通讯聊天	智能穿戴	健康医疗	社交网络	办公管理
个人工具	电子商务	实用工具	综合资讯	应用分发	游戏服务	女性亲子	拍摄美化
旅游出行	金融理财	学习教育	汽车服务	视频服务	音乐音频		

图12：艾瑞微信小程序活跃指数top100行业分布情况

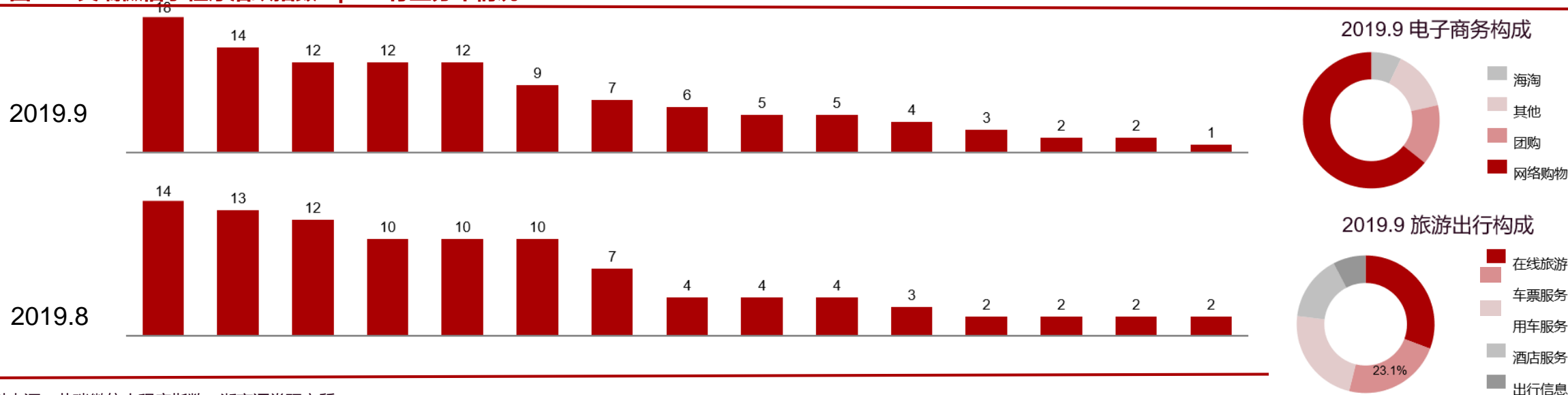


图13：小程序连接多方产品平台

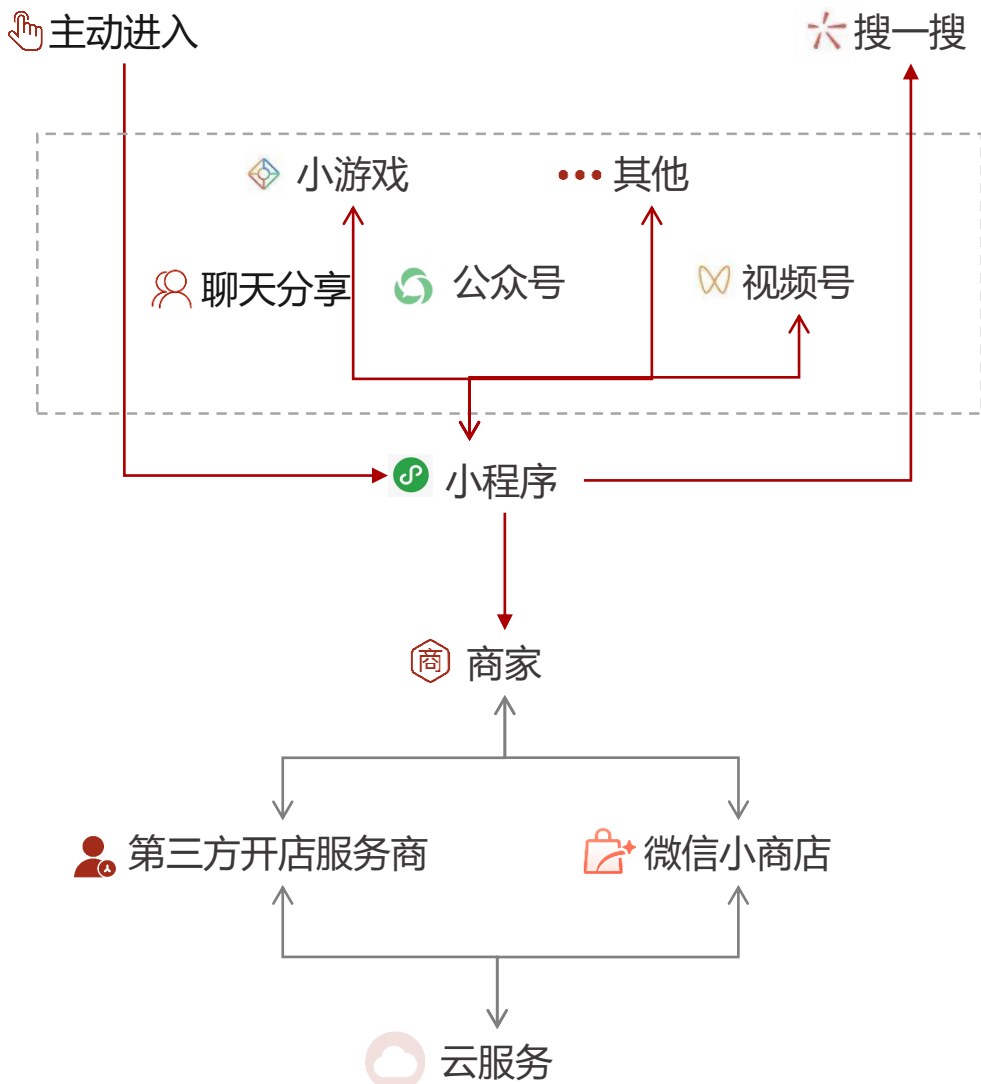
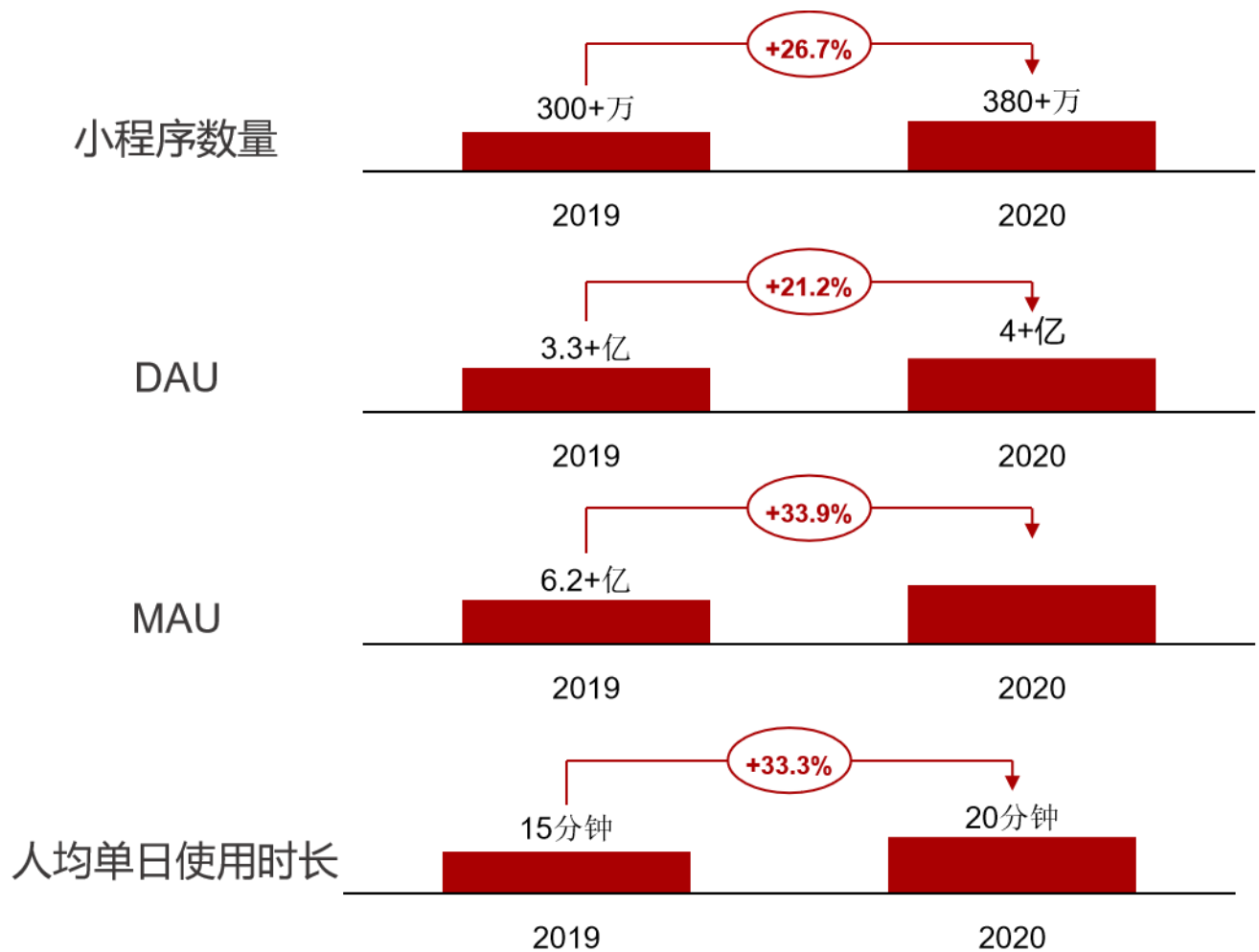


图14：小程序受到用户认可



- 小程序更像是微信体系内的app，具有用完即走，无需下载安装的特点，可成为应用程序替代品。
- 多入口触发复购：页面下拉的最近栏、小程序消息订阅、搜一搜等方式提高小程序留存。

微信小程序界面复制app中的基本功能。

图15：美团小程序界面



图16：美团app界面



表1：小程序与app仍有差异

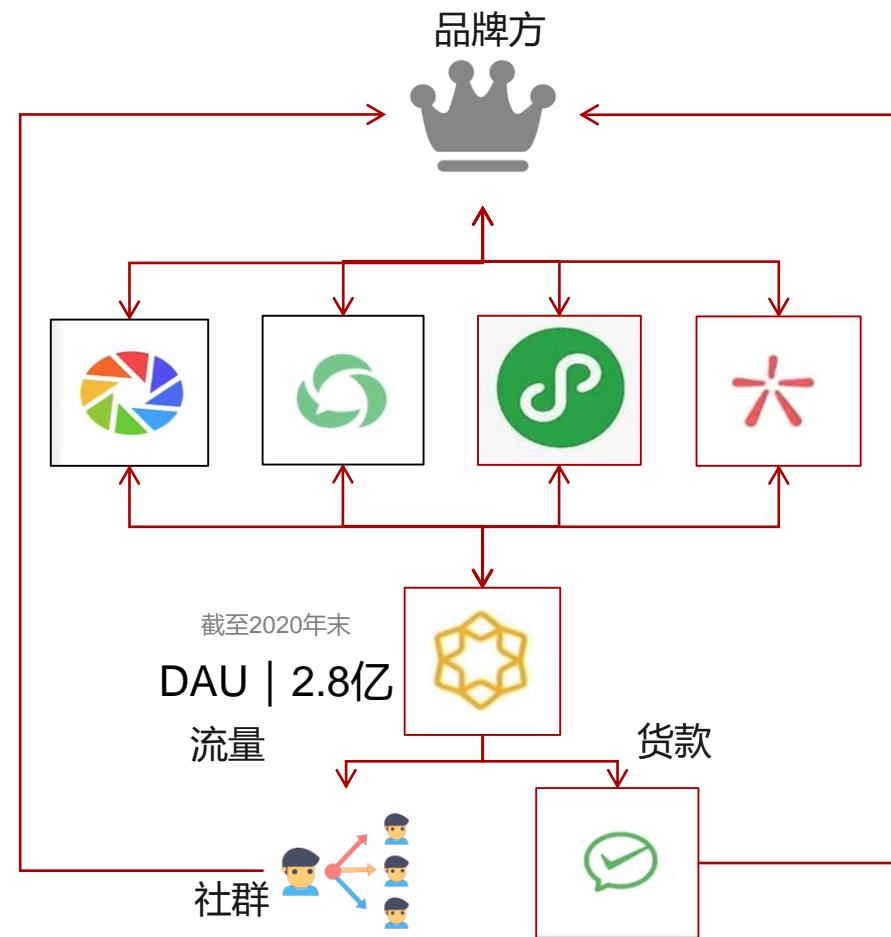
	小程序	APP
用户群	• 限于微信用户，约10亿+	• 面向全球拥有智能手机的用户，约33亿+
下载及安装	• 无需下载安装，响应速度快，不占内存	• 需要下载，占内存，导致系统反应慢
开发成本	• 给予腾讯小程序开发框架，一次开发适配所有手机，成本较低	• 需要考虑安卓和ios两种开发语言，开发成本高
引流推广	• 背靠庞大微信体量，用户活跃度高；微信对小程序引流有所限制 • 但公众号跳转、下拉式访问降低推广难度	• 需要用户主动下载；推广方式不受限制，自由度更高
内容轻重	• 小程序只能在功能架构上设置为简单轻量、工具属性的应用； • 主要从成熟app中复制重要功能和框架	• 内容框架不受大小限制
流畅度	• 总体流畅，在切换多层界面、加载数据时仍会卡顿	• 反应较为流畅

- 微信早已长成了一个拥有“内容+商业”的完整生态，而且公众号、微信支付等都是领域中的拳头产品，视频号为微信短内容发力而生，为连接再添一环，不代表与其他短视频应用之路完全相同。
- 视频号已经成长为微信私域流量的“集散中心”，承担微信内流量归集与再分发的任务，目标是完善生态内循环。

图17：微信产品正在实现内循环



图18：品牌方与社群产生连接



视频号在微信生态内形成一个“内循环”。资料来源：浙商证券研究所

- 微信全场景支持视频号。视频号归集了来自各个板块的流量；
- 视频号内置多触点。支持导出流量至小程序、公众号等其他微信服务场景，完成流量再分发；

初衷：让人人都能通过视频的方式去公开表达内容

- 视频号更强调朋友关系的推荐
- 未来播放量分布关注推荐、好友推荐、机器推荐的消耗期望比例为1:2:10。

图19：视频号关注



图20：视频号基于社交关系的推荐



图21：视频号基于算法的推荐



张小龙：直播是比短视频更容易表达的工具

直播比视频门槛更低：

- 拍短视频需要内容准备，而直播更像是轻松的日常聊天，表达难度更低。
- 开启直播步骤较为简单，创建账号后便可直播。
- 直播界面具备基础功能，如抽奖、美颜等。

图22：直播账号创建



图23：主播界面



直播不局限于带货，更强调个人表达，因此领域更为多元：

朋友在看	同城	颜值
购物	游戏	才艺
新闻	教学	日常生活

图24：直播界面



图25：直播带货



真正意义上人人可创作的载体，丰富底层内容形式，商业化新场景

视频号成为品牌第三个官网，新冷启动方案形成：

- “短视频IP+社群”，通过视频号的优质内容将公域粉丝转向私域社群，再用微信小商店完成购买转化。

图27：公域流量到购买形成链条

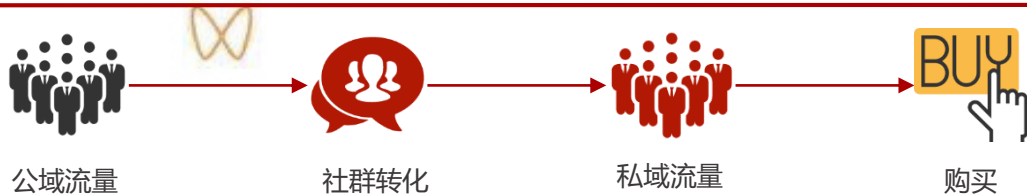


图28：视频号官网



图29：私域流量引导



直播进一步加强线上线下的连接。

- 直播可直接与私域流量互动引导后期变现。
- 小程序商店协助直播向购买界面的转化。

图30：直播界面



图31：直播界面中的小商城预览



图32：小商城界面



搜什么：满足搜索需求，帮助用户更便捷地使用搜索功能，快速地获取想要的内容或服务。显示信息包括公众号、资讯、朋友圈，引入了微信外的搜索结果。相比微信搜索栏功能，‘搜一搜’过滤了大部分私人信息，相当于一个移动端搜索引擎

微信端：帮助用户查找、发现信息，解决微信内信息的多样性、信息选择的困难、搜索的困难等问题

- **更加方便的信息获取方式再次提高用户粘性。**微信生态里汇聚的巨量、散乱、碎片化的，社交流的信息依附于社交链、粉丝体系上，缺乏有效的索引，两项功能针对减小用户查找和发现信息的难度。2017年微信内部成立搜索应用部，负责微信搜索业务、阅读推荐业务、AI技术研究和落地、数据平台建设和数据能力的应用
- **搜一搜是小程序打通各个app的补充，完善微信生态。**第三方APP入驻小程序服务功能基本完全复制，搜一搜可以通过H5触达部分App限制功能
- “圈子”功能尝试短内容社区。

C端：即搜即用，用完即走，微信内一条龙解决问题

- **搜索即服务。**以医疗搜索为例，小程序搜索功能可以在微信内直接完成从咨询到支付再到诊后跟踪，微信已经成为医疗信息化的重要政绩考量场景
- **结果直达内容缩短信息获取时间。**搜一搜能够直接显示关键词最相关内容结果，提高获取信息内容效率；可以快速触达社交内容，提高社交效率

B端：关键词营销抢占流量

- **多一个链路触达品牌官网。**通过关键词搜一搜，用户可以直接到达品牌公众号、小程序以及外站官网信息内容，更全面输出品牌并，提高粉丝活跃度
- **营销新场景。**可以让更多的公众号运营者和商户使用“微信搜索：关键字”的方式来宣传自己的产品

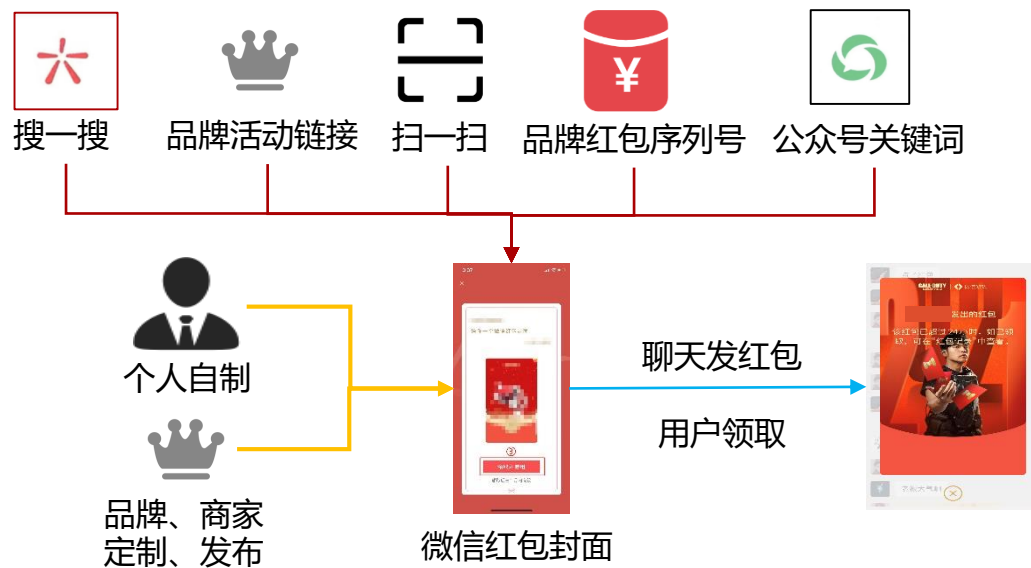
图33：微信“圈子”尝试开启社区服务功能



资料来源：浙商证券研究所



图34：微信红包功能创新



资料来源：浙商证券研究所

稀缺性+社交影响+亏损特点是背后驱动力。

- 微信红包封面有定期稀缺性，一定程度上有激励性
- 微信红包封面用于聊天交互过程中形成社交影响，参与人数呈现指数级裂变
- 微信红包有效期仅3个月，一方面推动用户使用红包封面、发红包的频率；一方面随红包封面数量增加，商家曝光准确命中率、转化率将变差

微信端接机培养用户搜一搜、视频号习惯。搜一搜是领取红包封面入口，个人定制微信红包封面需要开通视频号并发布视频、形成互动，提高用户对两个重要功能的使用习惯链路、活跃度上升

商家获得拉新、曝光、转化机会。相对于硬广而言，红包封面是一种更友好、有效促活的营销策略，社交驱动下裂变快、曝光率增长快、转化几率上升

企业微信是连接企业和微信生态的移动办公平台，超过80%的全国前500强使用

移动办公平台指向企业用户直接提供移动办公SaaS应用，同时以PaaS平台集成第三方开发者扩大产品功能覆盖的移动办公软件。旨在解决信息传递和反馈不及时痛点，整合企业内多个办公软件，将多种功能聚合在统一平台，结合移动终端，让办公更加协同有序，通过激励实现员工对企业价值的贡献。

- 企业微信通过连接微信，连接企业内外沟通，连接企业内部各管理软件，以微信一致的沟通体验，将企业微信打造成专属于企业的互联网时代的连接器，符合腾讯做互联网“连接器”的宗旨。
- 面对Boss层、Manager层、User层需求分别设计管理系统，Boss层用户所看重的是产品战略，Manager层所看重的是产品的功能模块设计，User层关注产品的交互设计和界面设计，即产品的结构层和框架层；最后产品的表现层和框架层，要针对以上三类人群做不同的区分。
- 企业级服务最核心的价值：减少成本，提高效率，增加产出，或者三者兼顾，专业且高效的解决问题

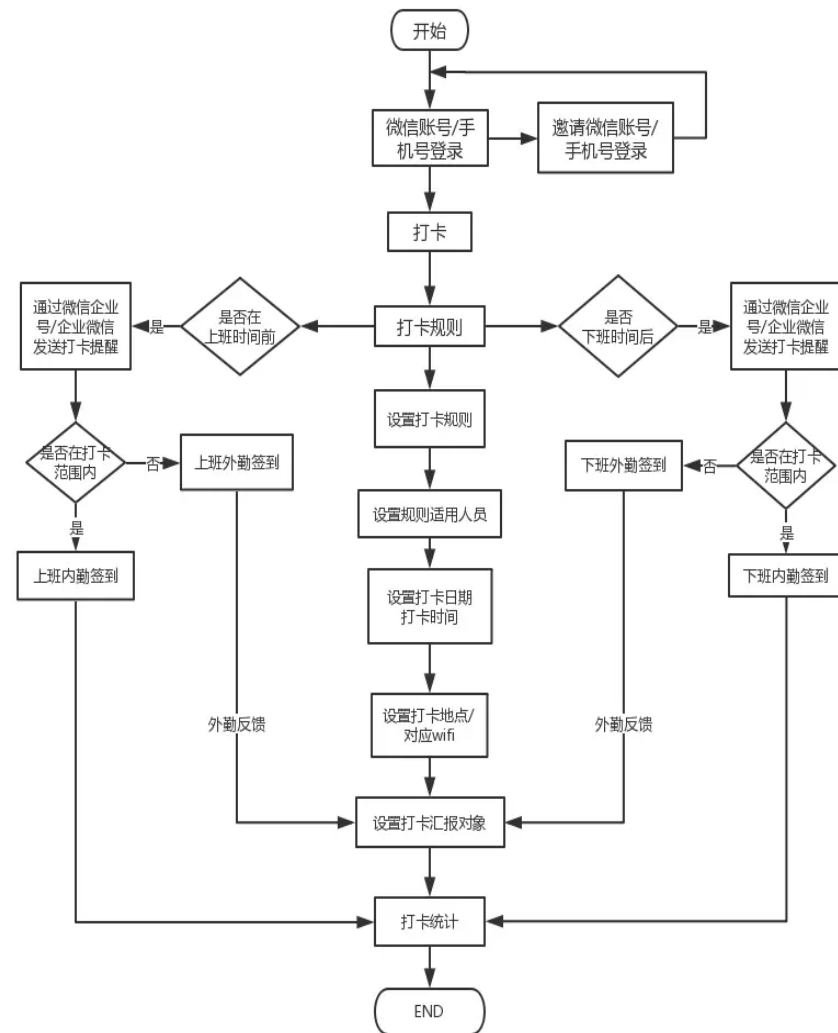
核心功能：打卡、审批、汇报、公告、文件盘、同事吧、连接微信、连接第三方，

- 连接微信是特色功能，企业微信的信息能够通过企业号发到员工捆绑的个人微信上，企业微信里面的打卡等高频使用的应用与小程序打通
- 连接器理念贯穿，微信通过九宫格、公众号、小程序等连接了大量的政务、企业、个人开发的应用。更多企业业务通过开放接口给第三方，高效、专业满足企业定制化服务需求

商业模式是产品收费+有偿线下服务

- 国内企业级产品收费主要是私有化部署，产品收费模式包括：按软件模块收费、按注册使用用户收费、特定模块的使用数量收费（公费电话、企业网盘等）、私有化部署等，中国的企业级产品服务市场尚未成熟，用户付费意愿、产品收费模式还处于初级阶段。私有化部署付费金额最高且支付意愿较强
- 企业级产品需要各种的咨询/培训等线下服务。合作伙伴的数量和质量，直接影响产品对用户的覆盖以及用户对产品的体验。

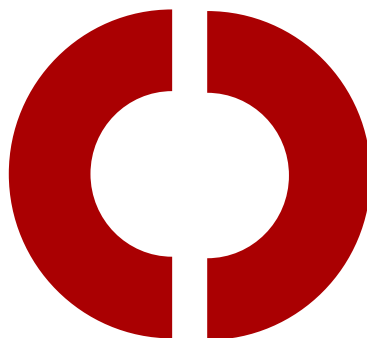
图35：企业微信打卡功能路线图



不同性格的微信，试验田

- 主要面向各企业管理人员
- 好友人数上限50000人
- 每名客户每个自然日最多能展示企业成员发表的1条内容、每个自然月最多能展示企业发表的4条内容。（企业发表和成员发表内容的展示限制互不影响）
- 企业内部群聊人数上限为2000，外部群聊人数上限为500人。
- 单个客户一周内仅限接收一次群发消息，人数没有限制可选全部客户无需分批。
- 必须先获得企业微信认证才可以加个人号好友，其次企业微信创建人及管理员可以开通企业员工的添加权限。在添加手机号的时候，用户接收到的信息并非是通讯录通知，而是类似于小程序的弹窗。
- 企业微信被封，个人微信也被封
- 成员可将自己的客户共享给其他成员，查看客户信息时，点击更多操作后，可将客户共享给其他成员。

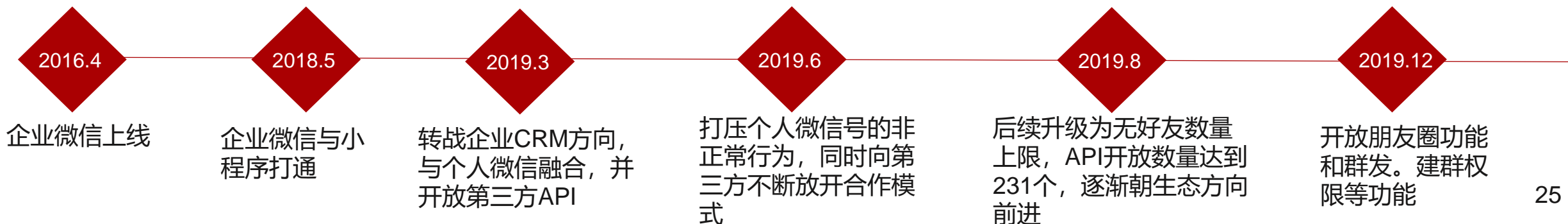
企业微信



个人微信

- 主要倾向广大群众
- 2021年取消好友人数5000人上限
- 发朋友圈和展示朋友圈没有限制，包括短视频、文字+图片、纯文字
- 微信群最多为500人。为了避免恶意帐号给群带来骚扰，更好的保护信息安全，100人以上的微信群主要针对已通过实名认证的微信用户
- 群发消息次数无限制，群发人数单次限制200人
- 加我为朋友时需要验证”功能开启后，他人添加您为好友时，需要您同意接受请求后，方能成为好友；未开启该功能，任何人添加您为好友，无需您手动同意接受
- 个人微信被封，企业微信禁止对外功能
- 用户之间不可共享好友

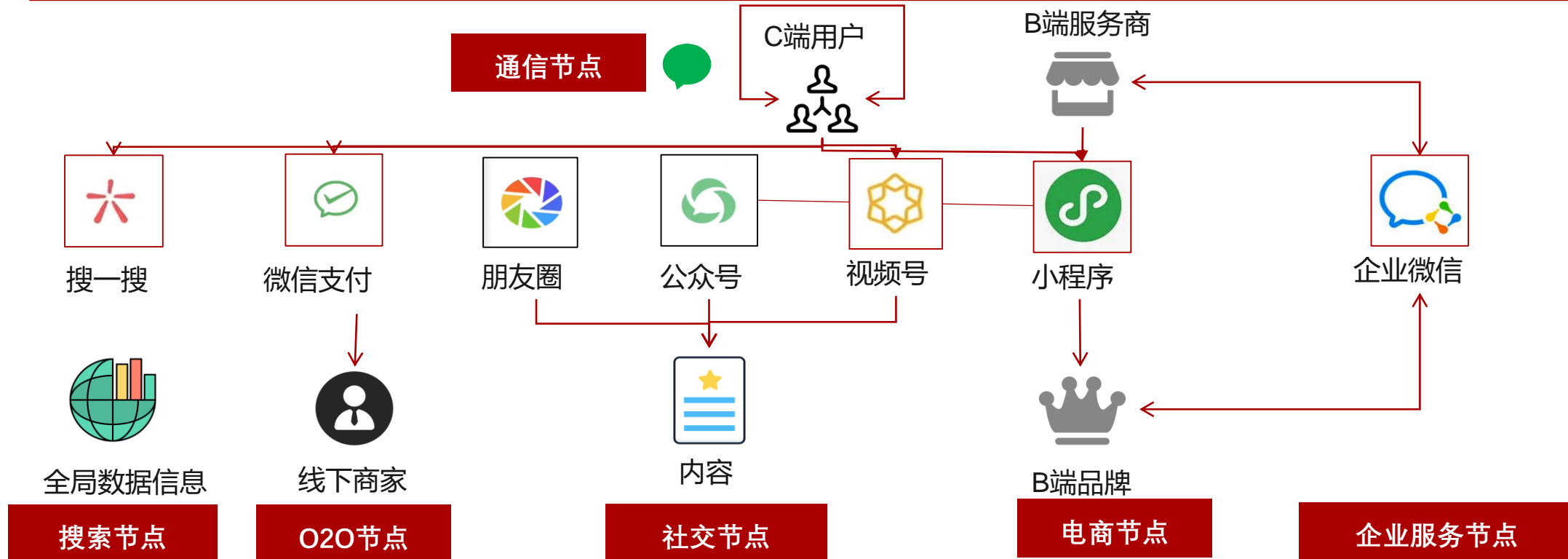
图36：企业微信与个人微信功能发展



3

产品节点交错
提升生态维度

图37：产品连接各节点



资料来源：浙商证券研究所

节点1：通信，连接人与人。满足用户即时通信需求，
节点2：社交，连接人与内容。朋友圈满足用户分享需求，公众号进一步图文内容、视频号视频内容进一步丰富内容生态，用户主导的多场景社交互动带来丰富社交信息；
节点3：电商，连接人与商业。公众号、小程序、视频号成为企业在微信中的三大官网，形成从商品到支付再到粉丝沉淀的电商闭环

节点4：O2O，连接人与生活。微信支付二维码一举打通线上与线下，商家收款及管理功能不断完善，助力线下传统商业数字化
节点5：搜索，连接微信与世界。搜一搜、看一看在社交推荐基础上加入算法辅助，扩大信息获取范围同时提高信息匹配效率
节点6：企业微信，连接企业与客户。企业微信协助企业分部管理，优化客户关系管理模式，增强盈利能力，开放第三方服务接口，提高内外效率；

流量资源聚集，内容生态蓬勃，用户数据沉淀

通信：更快更省更有趣

私聊对话框维持熟人关系链：

- 对话框实时对话文字、图片、视频、表情，一定程度上取代短信
- 语音聊天、语音电话、视频聊天功能丰富聊天形式，一定程度取代电话
- 创意表情等功能增加聊天趣味性

群聊拓展新社交关系可能性

- 群聊功能拓宽聊天场景和社交可能性，群聊红包增强社交互动趣味性
- 群聊满足生活、工作协作需求



催化剂

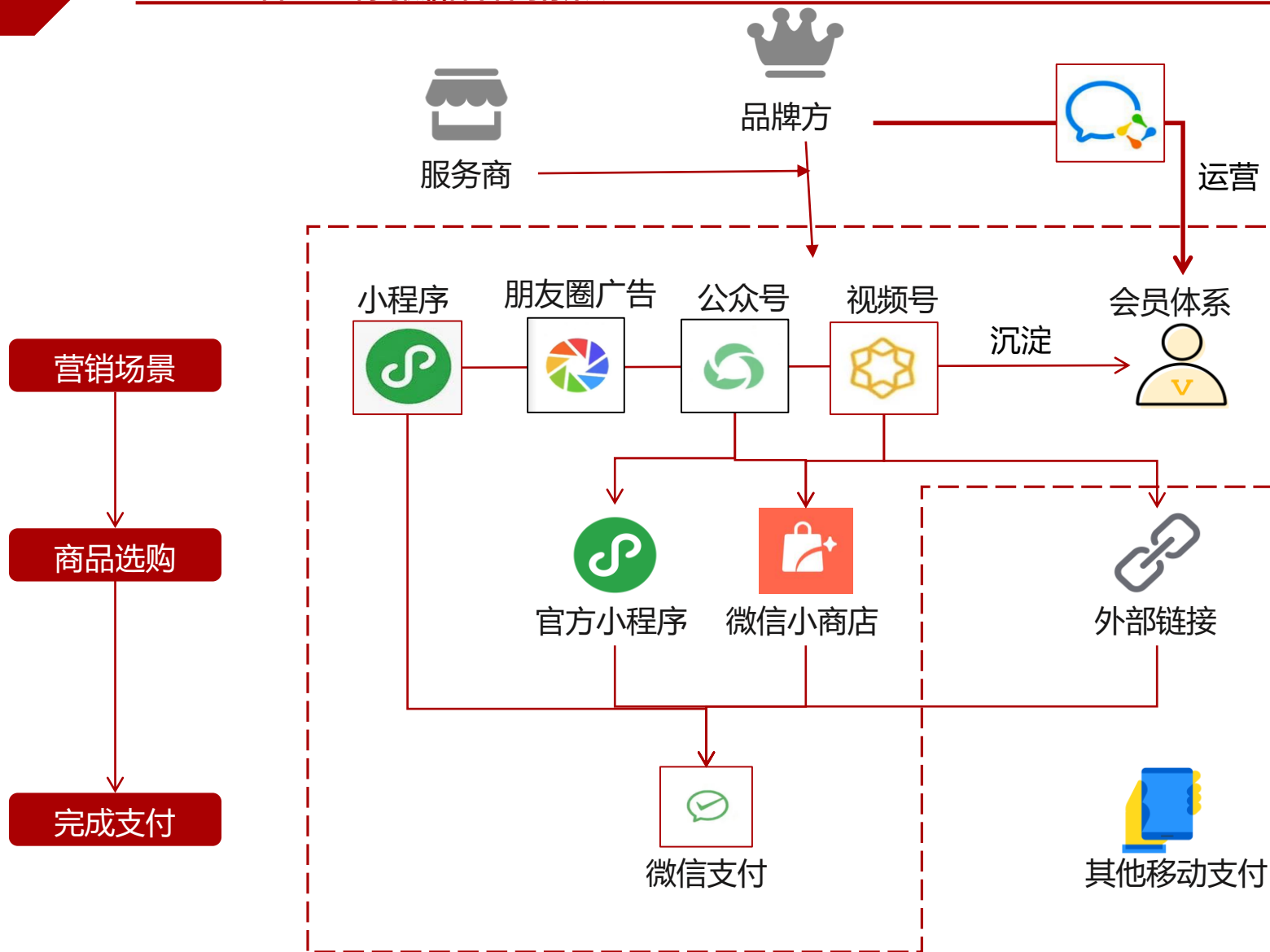


管理社交链



社交：更多内容、场景，满足不同需求

- 朋友圈密切熟人关系链。分享日常内容，包括图文、视频等多种形式，点赞评论等功能增强互动性
- 公众号密切熟人、用户与创作者沟通，信息获取场景、范围更为丰富
- 视频号专攻微信内公域社交。长短视频内容丰富社交形式、场景
- 圈子形成基于兴趣的陌生人社交圈。用户主导的高活跃短内容承载平台，满足社区型需求，拓展新关系链
- 摇一摇、漂流瓶、附近等功能开启陌生人社交链
- 线下场景引入半熟人社交链
- 权限、分组等功能管理、筛选关系链



电商：流量加成，微信内形成闭环

- **小程序、公众号、视频号是品牌在微信内的三个品牌官网**，即三个促销活动开展平台、新品展示平台、产品在线销售平台、调研平台、企业文化传播平台、人才招聘平台··
- **对用户**：可在微信内一站式实现购物需求；朋友圈广告互动良好体验提高品牌认知；基于微信的使用习惯可能形成新的消费习惯
- **对品牌方**：丰富营销场景及营销形式；微信内社交流量、高用户粘性给品牌方带来巨大销售、盈利潜力；粉丝互动增强会员粘性，提高复购率
- **对服务商**：一大批服务商在各种品牌与微信之间架起桥梁，抓取巨大发展机遇；服务商在各行业数字化转型浪潮中起到关键作用，未来成长确定性增强
- **对微信**：与品牌方、服务商合作更加密切，微信内部的合作有可能可以拓展到腾讯其他生态领域，促进微信小生态、腾讯大生态的繁荣

图39：O2O相互连通

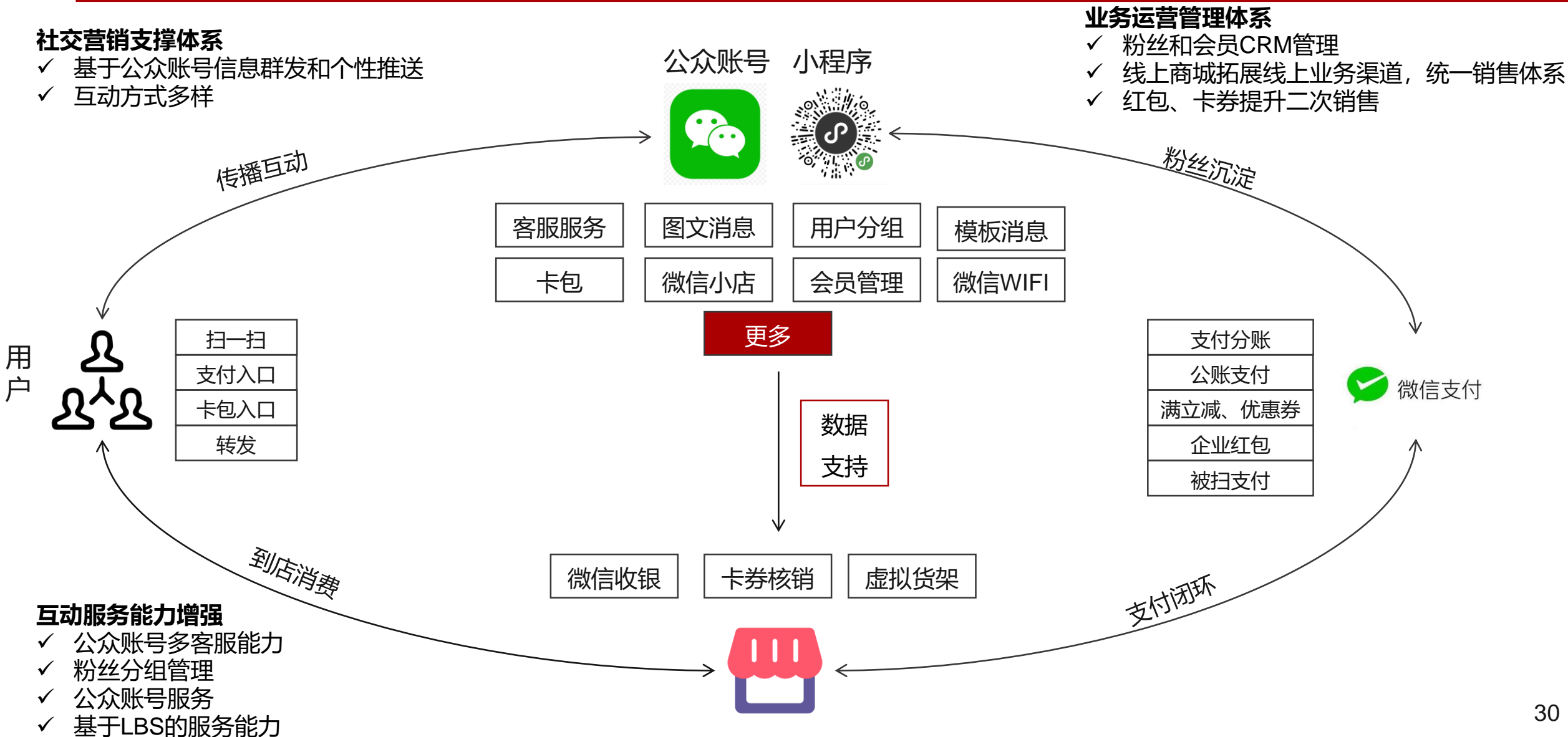


图40：企业服务组织架构

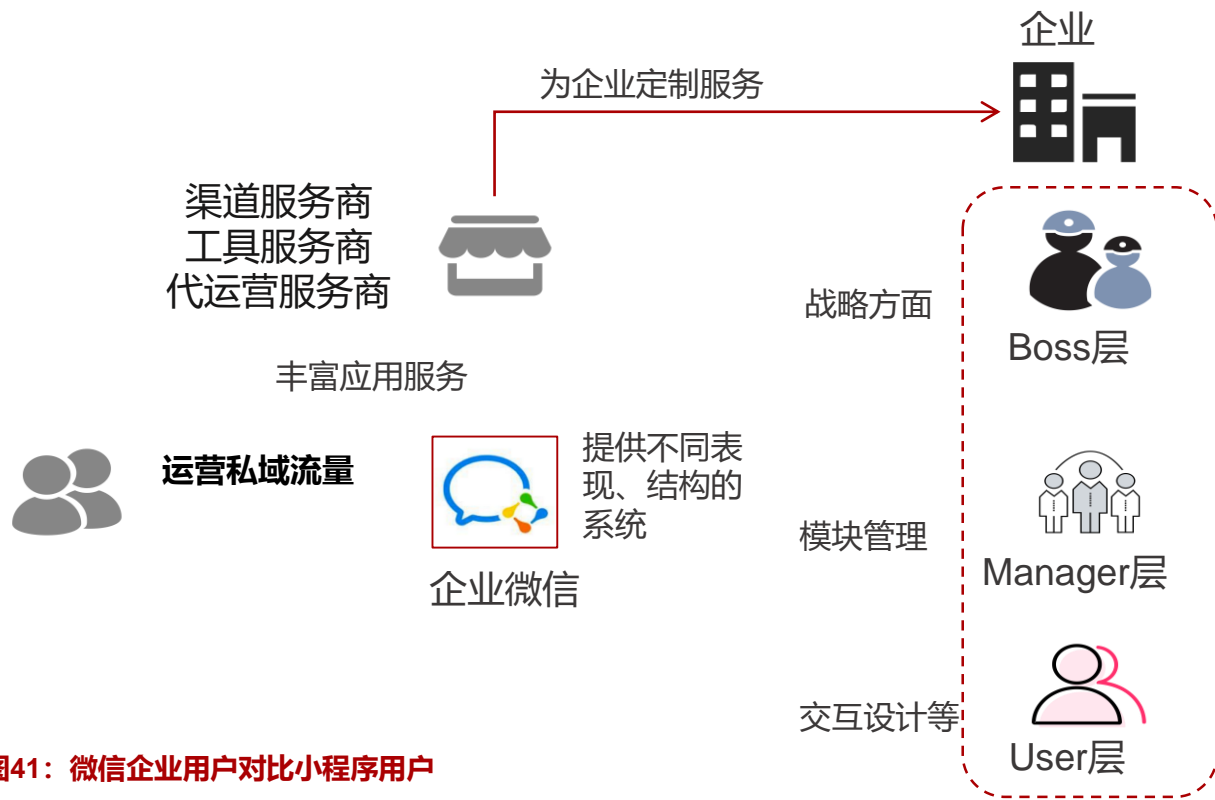
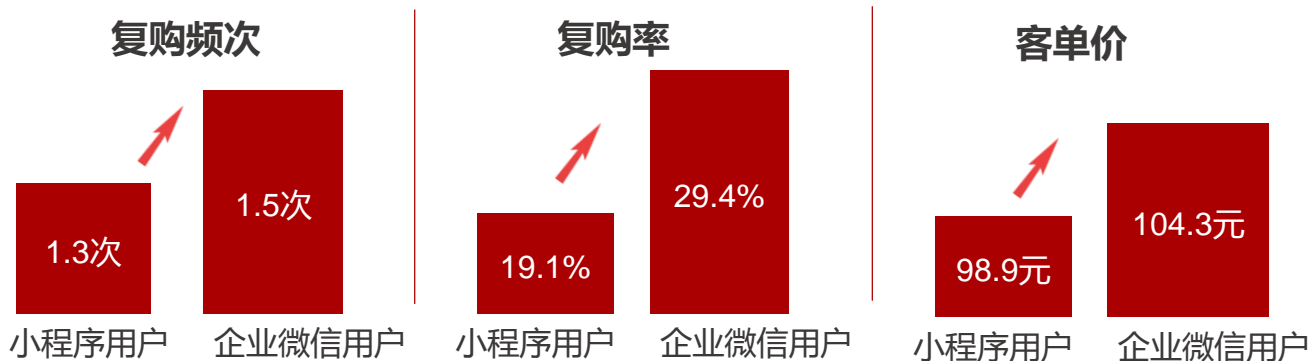


图41：微信企业用户对比小程序用户



企业服务：赋能内外，生意增长新驱动力

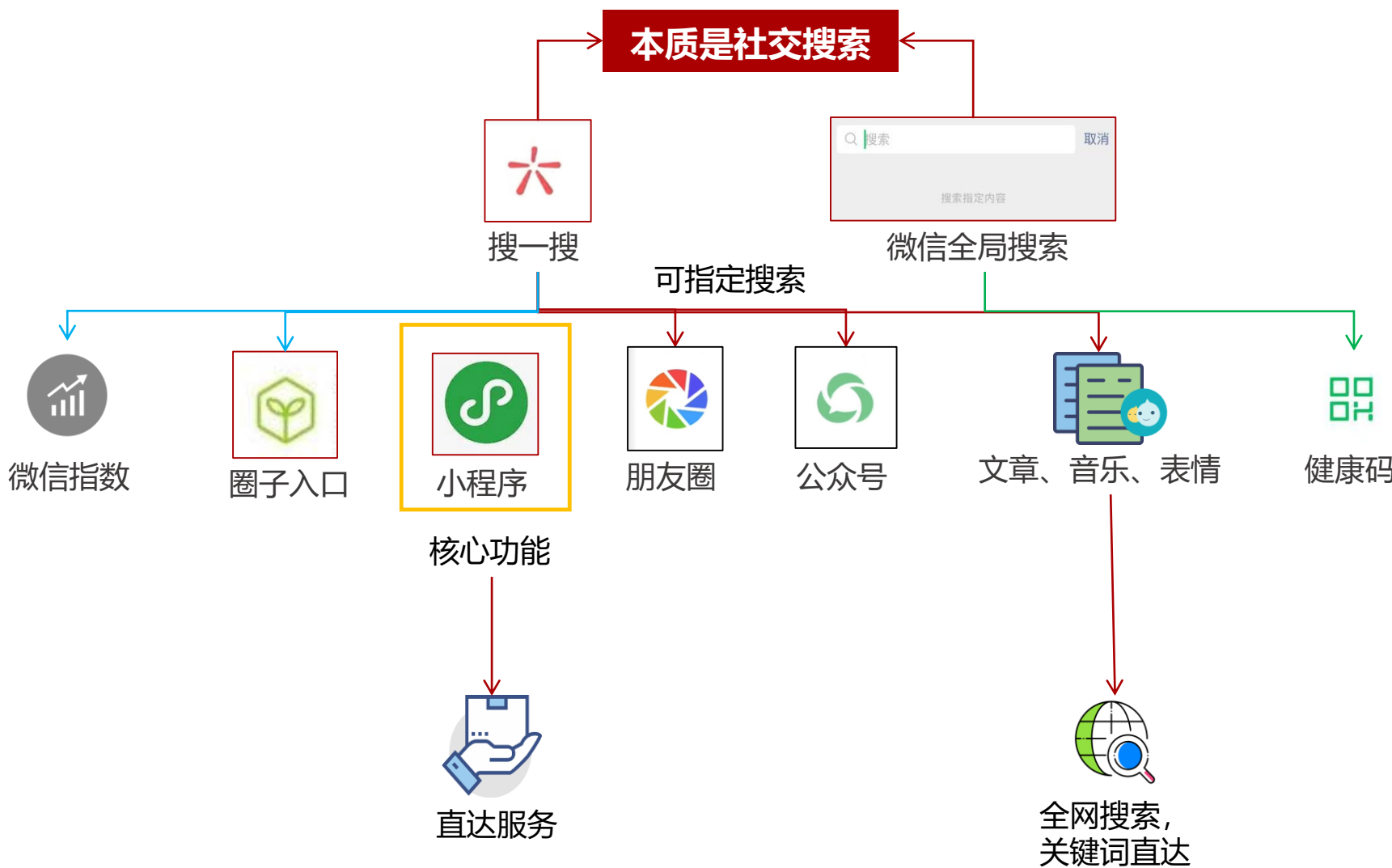
运营私域流量是最大特色，企业微信+社群模式激活新生意活力

- 企业通过企业微信服务运营私域流量盘活粉丝存量，显著提升老客复购频次、复购率和客单价，带来存量生意的增长
- 企业微信特色服务帮助企业多种方式拉新裂变，如内容社群打卡模式，带来生意新增量
- 社群运营私域流量具有天然的社交属性和情感属性；能够实现高效高频次的触达用户，方便即时互动；低成本、易获取、自扩散。实现获客留存转化的降本增效，节省公域投放成本

提高企业内部管理、运营效率

- 利用开放数据串联起用户的全私域产品线行为轨迹，有利于精细化运营
- 企业微信ID将客户资源明确归属于企业，维护品牌、减少客户流失率

图42：微信搜索导航到各平台内容



搜索：连接微信内外，直达实现高效

C端：搜索功能极大提高效率

- 搜索关键词直达结果。算法作为社交推荐辅助提高信息检索、获取效率。
- 搜索关键词直达服务。搜索小程序是搜索功能的核心，真正将产品做到即搜即用、用完即走并且反复使用

B端：营销方式更为丰富

- 算法辅助阅读推荐，关键词营销新场景
- 海量用户基础、主动搜索转化率更高，品质效率协同

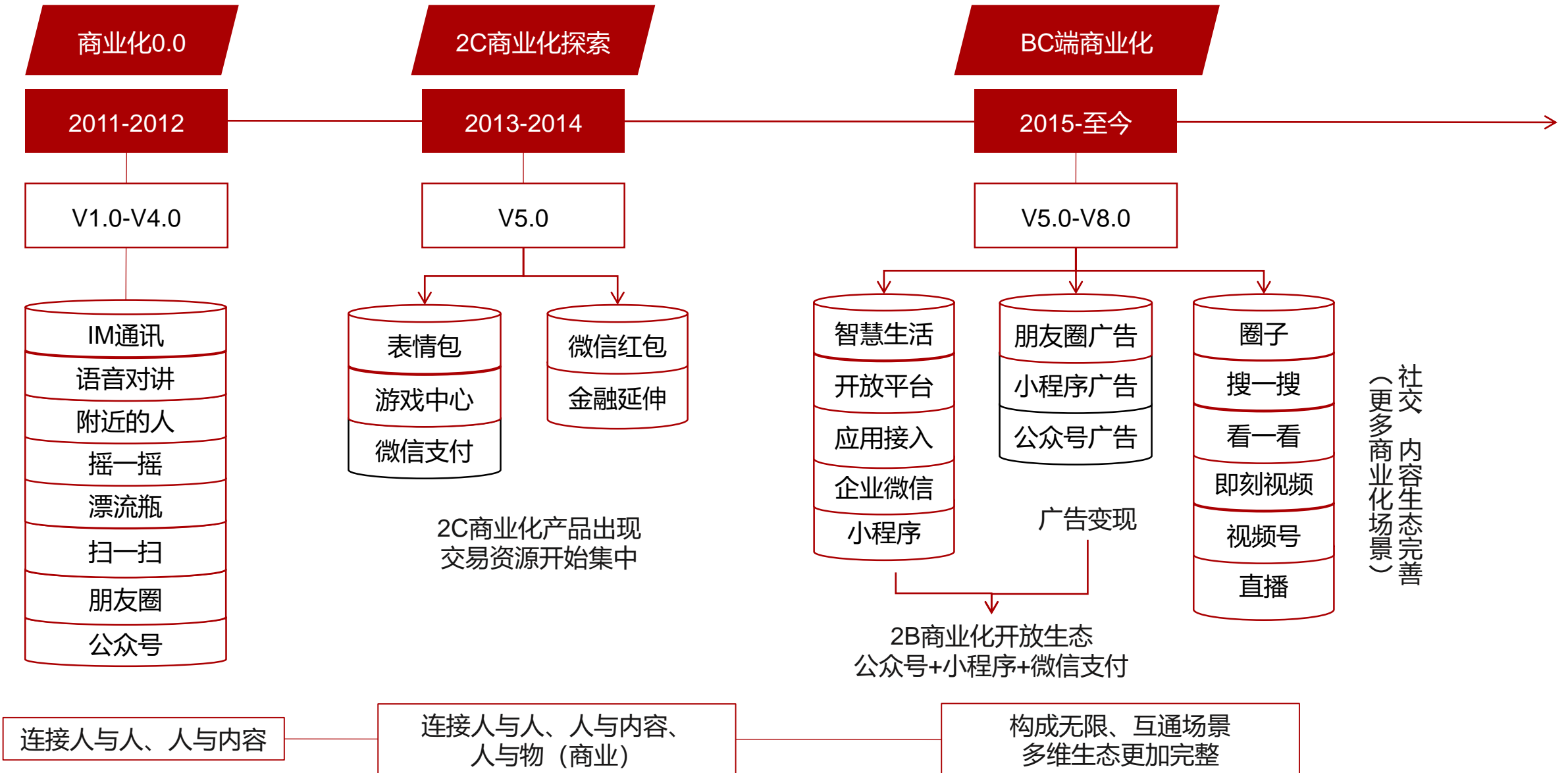
微信端：高效特点提高用户粘性，扎深流量大盘

- 基于用户在微信内沉淀的海量数据，搜索结果精准、个性化、与用户强相关，显著效率提高、用户粘性上升
- 把海量的用户、海量的优质内容、海量的服务连接起来，还可以提供基于当下位置，更加个性化的线下应用场景
- 生态完善，微信正在成长为一个移动端的超级入口

4

**商业化：结果而非过程，
克制、缓慢但空间巨大**

图43：微信商业化模式发展逐年完善



发展策略:

- 将基础支付服务作为流量入口，构建业务生态圈，重点发力O2O，在下沉市场有更多存量上升空间
- 目前金融服务渗透率有待提升，微粒贷将继续发力，未来保险服务可能成为重点发展方向
- 备付金政策等外部因素改变，盈利来源拓宽，其他能力增强
- 支付服务进一步国际化

市场地位:

数字支付龙头，小额高频支付领跑线下，与支付宝相比属性不同，各有优势

- 微信支付有更多社交属性，而支付宝带有工具属性。根据艾瑞咨询，微信支付在移动支付市场市占率达38.9%，线下市占率达86.4%，线下优势更为明显
- 线下消费已是财付通领跑，且领先优势仍在放大。线下场景支付更突显小额、高频的特点，叠加微信/QQ以社交模式进行渗透；附加二维码等低成本载体，财付通在线下支付场景的份额快速增长并超越支付宝。

引领用户支付习惯并占领绝大部分市场份额，领导地位难撼动。

- 益普索报告数据显示，微信支付用户渗透率为84.3%，相比之下，支付宝的用户渗透率仅为63.6%。

驱动因素:

- 对商家的赋能服务不断丰富，未来服务费可能提高
- 微信电商体系等多生态发力，线上交易占比提升，交易笔数、金额上升
- 加速下沉市场移动支付挖掘和已有存量市场跃升可能

图44：微信支付路线图

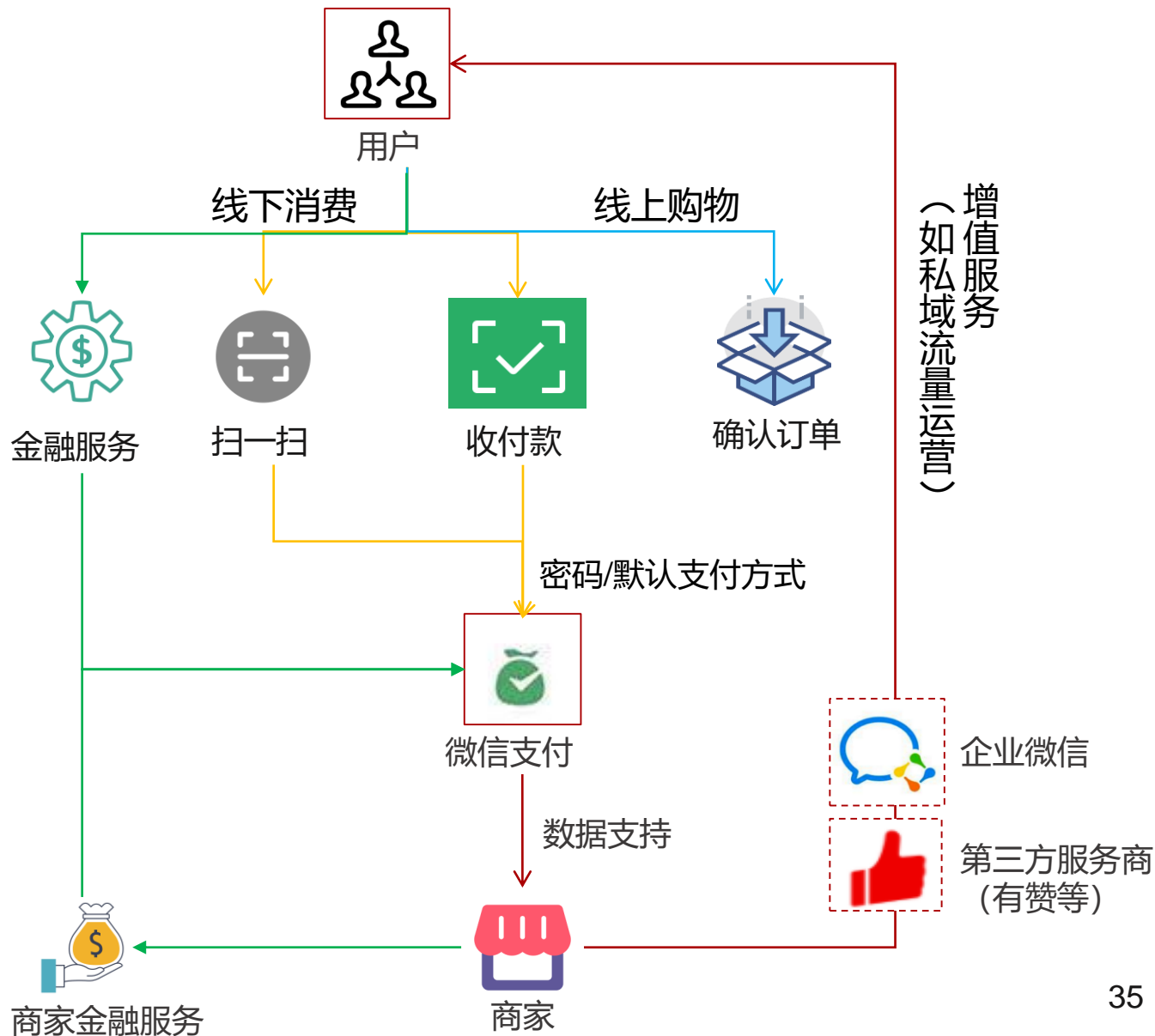


表2：2019年移动支付收入及2020年、2021年移动支付收入预测

	2019	2020E	2021E		2019	2020E	2021E
商业支付日均笔数 (亿笔)	10	16	19				
每月商业支付金额 (元)	2900	3219	3573.09				
移动支付金额增长率	11%	11%	11%				
	2019	2020E	2021E		2019	2020E	2021E
线上交易占比	55%	58%	55%	线下交易占比	45%	42%	45%
每月线上笔均金额 (元)	1595	1867.02	1965.1995	每月线下笔均金额 (元)	1305	1351.98	1607.8905
线上交易金额 (亿元)	105270	207911	246436	线下交易金额 (亿元)	70470	109024	164970
线上收入实际费率	0.32%	0.32%	0.32%	线下收入实际费率	0.02%	0.02%	0.02%
线上支付交易收入 (亿元)	337	665	789	线下支付交易收入 (亿元)	14	22	33
	2019	2020E	2021E		2019	2020E	2021E
微信支付交易收入 (亿元)	673	822	981				
非金融机构备付金规模 (亿元)	15292	17833	19250				
其中微信支付占比	45%	46%	47%				
备付金利息率		0.35%	0.35%				
微信支付备付金利息收入 (亿元)		29	32				
微信支付总收入 (亿元)	673	850	1013				
整体交易额 (万亿元)	175740	316935	411406				
平均费率	0.16%	0.27%	0.21%				

B端:

- 收付款服务手续费, 根据行业不同收取。
(实际费率扣除发卡行、收单行清算成本、线下交易服务商返点。线下交易费率大多为0.38%, 实际费率0.02%; 线上交易费率0~1%, 实际费率0.32%)
- 赋能增值服务、金融服务收取服务费

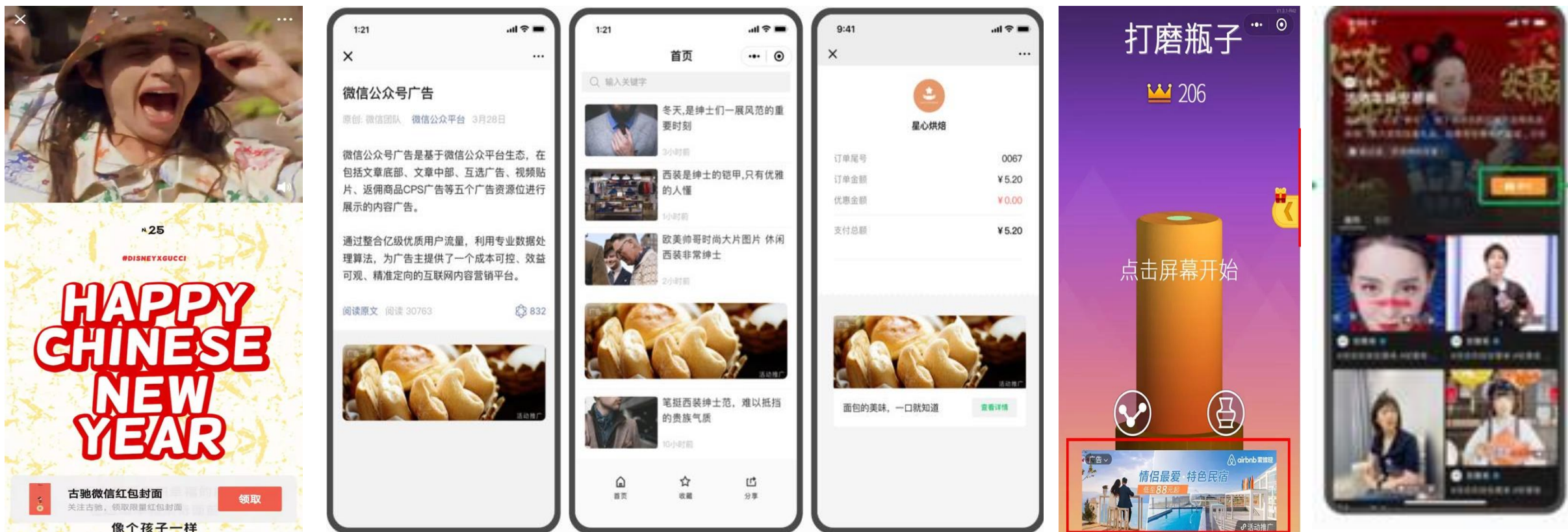
C端:

- 提现等交易服务收取手续费, 客户备付金利息收入
- 数字金融服务收取服务费和佣金

注:

- 备付金规模参考央行公告, 整体规模在2020年内有所波动, 2018年支付宝和财付通(微信支付)的占比分别为47%和45%;
- 从2020年1月起, 央行将对第三方支付机构备付金按0.35%的年利率支付给支付机构利息;
- 中国银联的调查报告显示, 2019年人均移动支付消费金额每月已超过2900余元, 同比增长率约11%

图45：微信各平台广告投放

**朋友圈广告**

(以原创形式展示的原生广告，跳转小程序/APP等多种形式)

公众号广告

(插入小程序卡片，广告位：文中、底部、互选广告、视频贴片)

小程序广告

(封面广告、插屏广告、视频贴片、自定义广告等)

支付订单详情页广告

(C端用户线下主动扫码支付后跳转页面)

小游戏推广广告

(Banner广告、视频激励式广告、插屏广告)

视频号广告

(视频内容中嵌入公众号链接，或测评推荐类原生广告，未来可能有嵌入式信息流广告)

表3：微信依据平台模式分类收取广告费用

	流量主 (内容创作、运营、开发者)	广告主 (推广产品、服务、品牌)	腾讯广告业务部门 (CDG)
朋友圈广告	-	合约购买/智能优化(oCPM-信息流)	
公众号广告	关注人数>500, 按单日广告收入流水 分成70%，不设上限	竞价购买/合约购买/智能优化收费	
小程序广告	按eCPM计价，开发者按单日广告收入 流水的50% (100万元以内) 或30% (100万元以上) 分成，不设上限	智能优化收费 (oCPC-banner,插屏广告)	
支付详情页广告	-	竞价购买/合约购买	
小游戏广告	创意小游戏： 开发者按单日广告收入流水的70% (200万元以内) 或50% (200万元以上) 不设上限。 普通小程序/小游戏： 开发者按单日广告收入流水的50%比 例分成，不设上限。	竞价购买/合约购买/智能优化收费 (oCPM-激励式广告)	

• 竞价购买：

按CPC扣费，实际扣费与广告出价、广告质量有关，流量按广告竞争力分配

广告竞争力=广告出价x广告质量（点击率）

• 合约购买：

按CPM扣费，优先保量，面向“推广品牌活动”、推广我的应用“、”推广我的公众号“、”收集销售线索“、”推广我的小游戏“5种推广目标开放

按城市阶梯定价：

视频样式/非视频样式：核心/重点/普通
核心城市(北京上海) /重点城市 (20个) /普通城市 (其他)

• 智能优化收费

oCPM按曝光次数收费，广告会在曝光展示时扣费；**oCPC按点击次数收费**，广告在点击时扣费，单次曝光/点击的价格由转化出价、广告质量与完成转化的预估概率共同决定。**深度优化**考虑广告主设定的优化目标出价和深度出价

图46: 微信广告收入测算 (亿元)

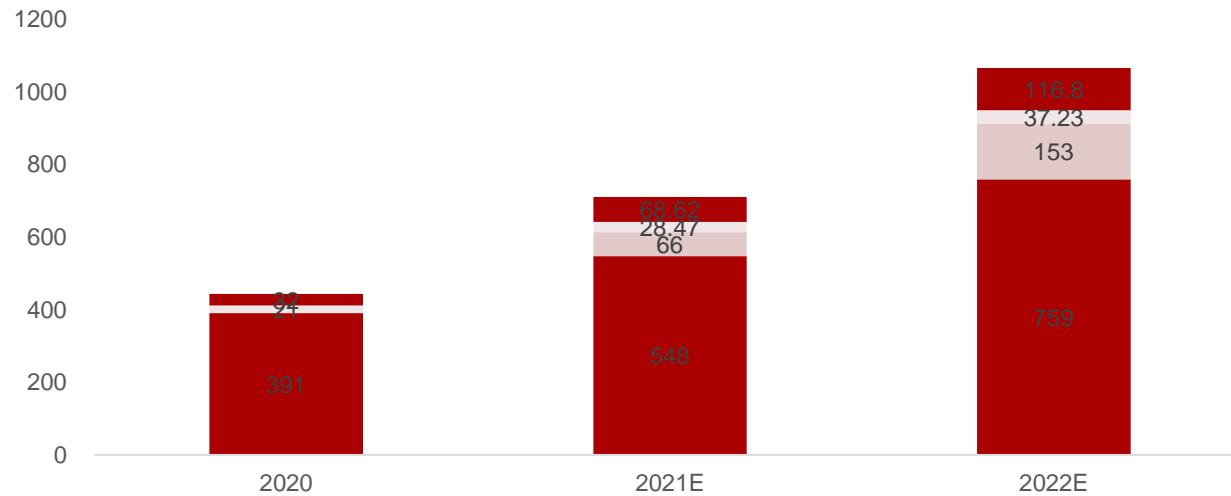


表4: 微信各平台广告运营情况

朋友圈广告				视频号广告				公众号广告				小程序广告			
	2020	2021E	2022E		2020	2021E	2022E		2020	2021E	2022E		2020	2021E	2022E
DAU	7.8	8.2	8.6	DAU	3	3.9	4.5	公众号日均PV	54	57	60	DAU	4.1	5.8	7
人均单日使用时长	84	86	88	人均单日使用时长 (分钟)	18	23	28	接入广告的公众号比例	20%	22%	24%	人均单日使用时长 (分钟)	15	18	21
平均刷朋友圈时间占比	30%	30%	30%	每分钟播放次数 (次)	3	3	3	平均每篇文章广告数量	2	2.3	2.6	平均每分钟广告加载个数	0.3	0.3	0.3
每分钟feed流个数	5	5	5	Ad Load		4%	6%	广告有效曝光率	60%	60%	60%	平均CPM价格	12	15	18
Ad Load	2.20%	3.00%	3.80%	eCPM		25	25	平均CPM价格	15	15	15	日均收入 (亿元)	0.22	0.47	0.8
eCPM	50	53	56	日均收入 (亿元)		0.26	0.57	日均收入 (亿元)	0.19	0.26	0.34	年均收入 (亿元)	81	171.55	292
日均收入 (亿元)	1.08	1.68	2.42	视频号广告年均收入 (亿元)		94.9	208.05	微信平台分成比例	30%	30%	30%	微信平台分成比例	40%	40%	40%
朋友圈广告年均收入 (亿元)	394	613	883					公众号广告年均收入 (亿元)	21	28.47	37.23	小程序广告年均收入 (亿元)	32	68.62	116.8

数据来源: 浙商证券研究所

广告收入测算模型:

- **朋友圈广告年均收入**=朋友圈DAU*人均单日使用时长*平均刷朋友圈时间占比*每分钟feed流个数*Ad Load*eCPM*365
- **公众号广告年均收入**=公众号日均PV*接入广告的公众号比例*平均每篇文章广告数量*广告有效曝光率*平均CPM价格*微信平台分成比例*365
- **视频号广告年均收入**=视频号DAU*人均单日使用时长 (分钟) *每分钟播放次数*Ad Load*平均CPM价格*365
- **小程序广告年均收入**=小程序DAU*人均单日使用时长 (分钟) *平均每分钟广告加载个数*平均CPM价格*微信平台分成比例*365

发展历程与端游、手游相似，从超休闲进场到逐渐重度化，最后达到百花齐放

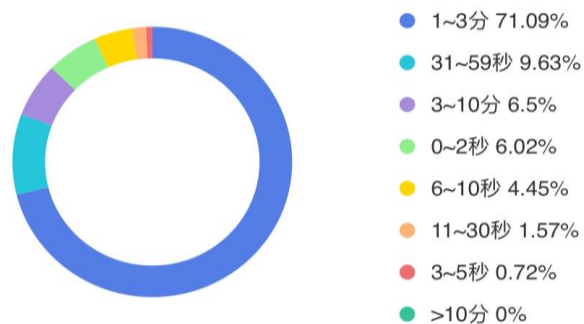
图47：微信游戏发展不断完善



资料来源：浙商证券研究所

小游戏主要吸引短期用户，满足用户空隙间的休闲娱乐需求。小游戏活跃用户中有71.09%使用1-3分钟，活跃10分钟以上用户比例为0，其余活跃时长皆短于1分钟。极短的用户时长加剧小游戏开发者之间的竞争，内容质量要求不断上升

图48：近30天活跃用户游戏时长



资料来源：阿拉丁数据统计平台，浙商证券研究所

中重度小游戏解决轻度超休闲游戏痛点，变现、盈利潜力巨大

- **轻度游戏已经成为竞争红海**，买量成本上涨、ARPU值偏低，相似游戏个数过多；中重度小游戏体验更佳，提升用户时长，实现长线经营，未来收入潜力直指端游手游
- **基础技术优化**，物理缓存扩容，为中重度小游戏发展提供环境
- **服务方面调优版本内容和商业化模式**，帮助开发者提高收入，拓宽曝光、推广渠道、追加搜索、广告位资源等
- **调增分成激励优质产品**，产品内购月流水超过50万、广告日流水小于200万元，开发者可分成70%

10亿+

注册用户

5亿+

MAU

+80%

流量

+20%

商业规模

700万+

推广带来注册
量

39

广告分成超百
万游戏数

道具内购



广告抽成



- 创意小游戏：
微信按照收入流水30%分成
- 普通小游戏：
微信按照收入流水40%分成

- 创意小游戏：

单日广告收入流水	微信分成
200万以内的部分	30%
超过200万的部分	50%

- 普通小游戏：
按照单日广告收入流水50%分成

小游戏平台商业化模式包括广告和游戏内购。平台流量稳步增长、活跃用户数继续攀升，商业变现能力有所增长。

- 小游戏于2019年底累计注册用户超过10亿，今年首次突破了5亿MAU。截至2020年7月，小游戏整体流量同比增长80%
- 商业规模总量同比增加20%，2020年12月商业规模达到开放三年来单月最高值，月广告分成超过百万的游戏达39款，日均通过小游戏推广带来的注册量超过700万
- 2021年，小游戏将联合视频号，产生游戏+直播的全新玩法；并升级移动端和PC端无缝连接的接力能力、广告场景的分析工具等等。

表5：2020年小游戏总收入估计

单位：亿元	2019	2020E	2021E
社交及其他广告收入	529.0	687.7	894.0
yoy (估计)	33%	30%	30%
小游戏广告占比	10.00%	10.00%	10.00%
小游戏广告收入	52.9	68.8	89.4
广告收入/小游戏总收入	80%	80%	80%
小游戏总收入	66.1	86.0	111.7

数据说明

- 社交及其他广告收入主要由朋友圈、小程序广告构成
- 2019年广告收入增速为33%，2020的增速、小游戏占总广告收入、广告收入占比皆为估计量。

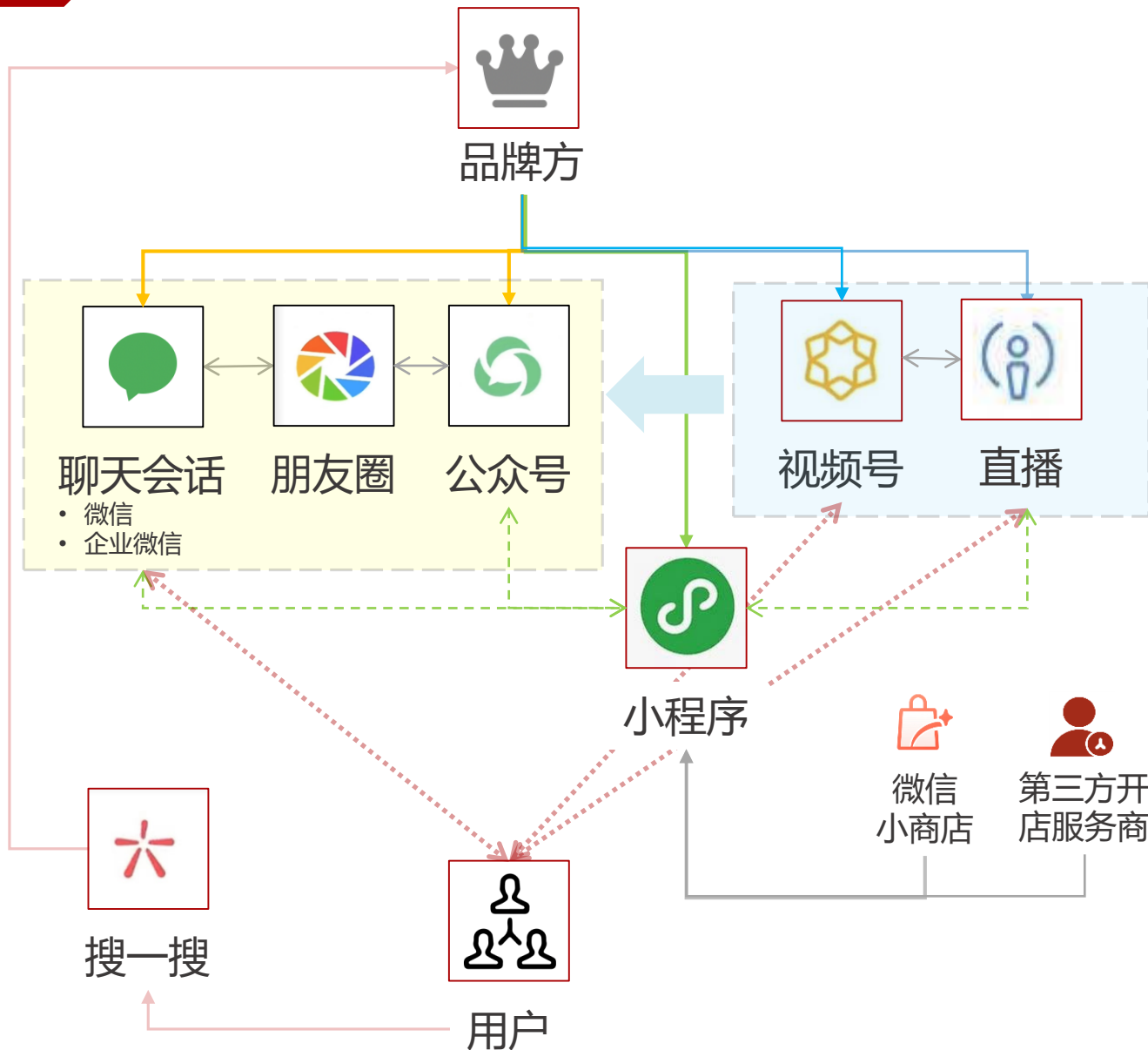
表6：2020年小游戏总收入敏感性分析测算

广告收入增速 小游戏占比	20%	25%	30%	30%	40%
8%	63.5	66.1	68.8	68.8	74.1
9%	71.4	74.4	77.4	77.4	83.3
10%	79.3	82.7	86.0	86.0	92.6
11%	87.3	90.9	94.6	94.6	101.8
12%	95.2	99.2	103.1	103.1	111.1

资料来源：浙商证券研究所

电商商业化：品牌方多节点渗透，牵一节而动全身

图49：微信内部各功能实现循环联通



- 私域流量运营：
 - 会话聊天发放优惠券激发购买欲
 - 导购推荐引导消费
 - 朋友圈公众号广播商品、优惠活动
- 公域流量运营：
 - 视频号、直播吸引粉丝
 - 引导新流量进入私域流量池
- 小程序成为连接用户和品牌的入口
- 微信应用内部互相导流连接
- 单渠道触达用户引发全渠道联动

小程序

小程序界面跳转微信支付



微信小商城按收入的0.6%抽成



视频号和直播

视频号在打赏等模块推出微信豆虚拟货币



微信支付提取金额按0.1%收取手续费

表7：微信小程序变现空间计算

$$\text{微信变现空间} = \text{小程序成交额} * \text{提现转化率} * \text{手续费率} + \text{小商城成交量} * \text{手续费率}$$

2020年	2百万	2万亿+	0.1%	0.1%	预计：1亿	0.06%
CAGR		70%	-	-	70%	-
2021E	3.5百万	3.5万亿+	0.1%	0.1%	1.7亿+	0.06%

未来变现新渠道：微信豆提现、直播场景功能插件

表8：微信视频号和直播变现空间计算

$$\text{微信变现空间} = \text{微信豆提现额} * \text{手续费率} + \text{插件收入} * \text{手续费率}$$

2020年	0.6万	100万	0.1%	500万	0.1%
CAGR		70%	-	70%	-
2021E	1.02万		0.1%	850万	0.1%

表9:微盟盈利预测

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1969	3125	4288	5740
(+/-)	37.03%	58.72%	37.22%	33.86%
净利润(不含少数股东权益)	(1157)	181	611	1219
(+/-)	-	-	238.12%	99.43%
每股收益(元)	-0.52	0.08	0.27	0.54
P/E	-57.67	368.92	109.11	54.71

资料来源: 浙商证券研究所

表10:有赞盈利预测

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1821	2802	4070	5727
(+/-)	55.53%	53.91%	45.23%	40.73%
归母净利润	(355)	(320)	(134)	9
(+/-)	-	-	-	-
每股收益(元)	(0.02)	(0.02)	(0.00)	0.01
P/E	-	-	-	164.58

资料来源: 浙商证券研究所

□ 微盟集团 (2013.HK) : 推荐

- 受益于微信生态、私域流量及SaaS优质赛道红利, 高增长有望持续; 智慧零售、智慧餐饮等垂直场景有望在未来高速增长。

□ 中国有赞 (8083.HK) : 推荐

- 以 SaaS 的商业模式成为微信生态、私域社交电商的基础设施建设者, 完整闭环有望从工具发展为生态构建竞争壁垒, 最终实现多种增值服务变现; 依靠垂直场景的门店 SaaS 产品和销售环节发力, 有望在未来 2-3 年高速增长。

□ 腾讯控股 (0700.HK) : 关注

- 移动互联网最高维的生物, 微信壁垒与护城河极深, 商业化空间巨大、确定性强。

□ 风险提示

- 微信生态发展不及预期；
- 技术变革导致微信被更迭；

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>