

海外市场

从“互不联网”到“互联网”

“互不联网”即将成为过去。2021年9月9日，工信部召开“屏蔽网址链接问题行政指导会”，提出，即时通信软件“外链展示和访问形式应保持一致”、“在应用内以页面的形式直接打开”、“不附加额外步骤”。

当前，微信已经就与其他平台的“互联互通”，展开有步骤地开放。目前，QQ端可以直接打开和使用淘宝和抖音链接。在微信端，一对一聊天界面可以打开和使用淘宝及抖音链接。

变革中的一粒沙，互联网企业面前的一座山。我们认为，此次微信与淘系、抖音等开放外链，其影响程度：

- 1) 极大意义上取决于双向互联互通的程度。诸多细节，如落地页设置、是否允许调起APP、数据反馈度等，均影响用户与商家引流效果。
- 2) 定性上，开放外链在 i) 淘宝端：利好平台流量。ii) 抖音端：利好平台流量。iii) 微信端：利好微信私域电商生态。
- 3) 定量上，我们测算了此次开放外链对 i) 淘宝，ii) 抖音，iii) 微信在不同情形下的影响程度。

淘系：社群运营程度、流量入口是核心变量。如果淘系可以将淘客的社群运营体系复制到微信端，那么参考微信同类社群电商数据，我们估算此次开放可为淘系带来10%以上显著用户增量。

在不考虑社群运营的情况下，我们匡算出“九宫格”公域流量占到微信端总流量约2/3。由于淘系基本不可能获得九宫格等核心资源，我们估算，其通过微信私域可获得约1.6%-4.6%的用户增量。

抖音：落地页设置是核心变量。微信外链开放对抖音的加成很大程度上取决于交互层面细节。如果像快手一样，抖音可以获得推荐、流量、交互等功能完备的小程序落地页，那么我们估算其可以获得约15%的用户增量。

如果抖音在微信端的UI呈现功能有限，则较难获得显著增量。

微信：核心问题是单向开放还是互联互通。针对微信自身受到的影响，首先视频生态端，我们倾向于认为，由于UI及入口优势，视频号不会受到显著负面影响。

其次，电商生态端，微信端私域电商将有利好，幅度上取决于互联互通的程度。如果是微信向其他平台单向开放，则或可带来3000-7000亿电商成交额，但不一定为微信带来收入。如果在长期这一开放做到微信和很多平台间双向的“互联互通”，则或可为微信带来近7000亿的额外私域电商成交额。这将在长期体现为，微信作为电商基础设施的越来越重要的服务和变现价值。

风险提示：“互联互通”程度弱于预期，商家及创作者运营力度弱于预期，互联网相关监管政策加强。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				P/E			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
9988.HK	阿里巴巴	买入	6.6	8.1	7.9	9.3	19	15	16	13
0700.HK	腾讯控股	/	13.0	14.1	17.1	20.7	29	27	22	18

资料来源：公司公告，国盛证券研究所。注：阿里巴巴、腾讯EPS数据为non-GAAP口径，腾讯控股EPS来自Bloomberg一致预期

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 朱若菲

邮箱：zhuruoifei@gszq.com

相关研究

- 1、《微信视频号，敢为天下后》2021-01-18
- 2、《微信商业，当打之年》2020-07-08
- 3、《本地生活争夺战》2020-04-10
- 4、《直播电商风云录》2019-11-06

内容目录

1. “互不联网”即将成为过去	3
2. 互联互通改变了什么	4
2.1 淘系：社群运营程度、流量入口是核心变量	4
2.1.1 情形一：社群电商或有显著增量	4
2.1.2 情形二：如无九宫格，仅靠私域对平台边际加成有限	5
2.2 抖音：落地页设置是核心变量	7
2.2.1 情形一：若小程序功能完善，或有显著增量	7
2.2.2 情形二：若不能保证体验，则互通对抖音加成不大	8
2.3 微信：核心问题是单向开放还是互联互通	8
风险提示	10

图表目录

图表 1: 微信一对一聊天界面：淘宝链接示例	3
图表 2: 微信一对一聊天界面：抖音链接示例	3
图表 3: 社群电商的微信贡献占比：以橙心优选和美团优选为例	5
图表 4: 微信外链管理规范示例：2021年9月17日修订版	5
图表 5: 不同产品微信贡献比例（去重）：外卖服务	6
图表 6: 不同产品微信贡献用户（去重）：外卖服务	6
图表 7: 不同产品微信贡献比例（去重）：旅游出行	6
图表 8: 不同产品微信贡献用户（去重）：旅游出行	6
图表 9: 不同产品微信贡献比例（去重）：电商	7
图表 10: 不同产品微信贡献用户（去重）：电商	7
图表 11: 快手的微信小程序保留了核心的浏览、交互等功能	8
图表 12: 快手超两成用户来自微信小程序	8

1. “互不联网”即将成为过去

微信的商业生态，在2021年9月再次迎来新变量。2021年9月9日，工信部召开“屏蔽网址链接问题行政指导会”，提出了有关即时通信软件的三条要求：

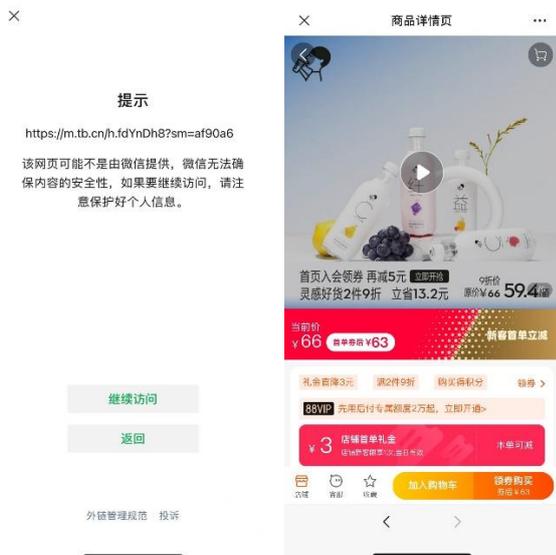
- 1) 具有外部网址链接访问功能的即时通信软件，对于用户分享的同种类型产品或服务的网址链接，展示和访问形式应保持一致；
- 2) 具有外部网址链接访问功能的即时通信软件，用户在即时通信中发送和接收合法网址链接，点击链接后，在应用内以页面的形式直接打开；
- 3) 不能对特定的产品或服务网址链接附加额外的操作步骤，不能要求用户手动复制链接后转至第三方浏览器打开。

9月17日，微信表示将在“以安全为底线”、“用户为本”等原则下逐步开始落实外链管理措施，包括：

- 1) 在确保信息安全的前提下，用户升级最新版本微信后，可以在一对一聊天场景中访问外部链接。
- 2) 为用户提供自主选择权。群链接因涉及广大接收方用户，将继续开发功能便于用户自主个性化选择。
- 3) 设立外链投诉入口，用户可以举报违法违规外链。平台将按照相应规则处理，并对外链提供平台的管理有效性设立信用分级。

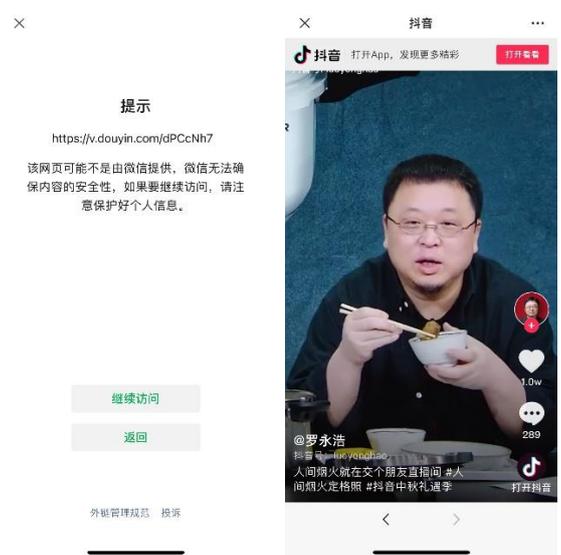
当前，QQ端可以直接打开和使用淘宝和抖音链接。在微信端，一对一聊天界面可以打开和使用淘宝及抖音链接，群聊界面尚不能。

图表 1: 微信一对一聊天界面: 淘宝链接示例



资料来源: 微信, 淘宝, 国盛证券研究所

图表 2: 微信一对一聊天界面: 抖音链接示例



资料来源: 微信, 抖音, 国盛证券研究所

2. 互联互通改变了什么

此次微信与淘宝、抖音等平台互联互通的影响，极大程度上取决于平台间的双向开放程度，其可能性包括：

- 1) 完全开放：微信将其公域流量（如九宫格、朋友圈、搜一搜商品页）和私域流量（如单聊、群聊）等均向淘宝抖音开放，淘宝抖音也对链接转载微信、“+V”引流等操作完全放开。
- 2) 有约束地开放：流量端，微信可能将私域流量开放给淘宝抖音，而不提供公域入口。形式上，微信允许外链的呈现、甚至允许小程序形态，但不一定允许调起原有APP。数据端，微信未必将外链传播中涉及的微信社交关系提供给其他平台。

互联网变革中的一粒沙，落在每个公司面前都是一座山。微信和淘系抖音互通过程中的种种细节，如给予多少数据反馈、是否允许链接调起APP等，均是影响巨大的动作。我们认为平台会倾向于在保障安全和体验的前提下谨慎有步骤开放——上述第二种可能性更大。基于这一假设，我们对淘宝、抖音、微信所受影响做定性、定量的估算。

首先，定性角度，我们认为：

- 1) 对淘系：利好淘系流量、商家成交，但对淘系广告变现未必有利。
- 2) 对抖音：利好抖音流量。
- 3) 对微信：长期利好微信商业生态，可体现为支付、营销、企业服务等变现方式。

其次，定量角度，我们对淘系的流量利好、抖音的流量利好、微信的支付利好做一假设测算。

2.1 淘系：社群运营程度、流量入口是核心变量

淘宝与微信打通后的影响取决于两个重要假设：

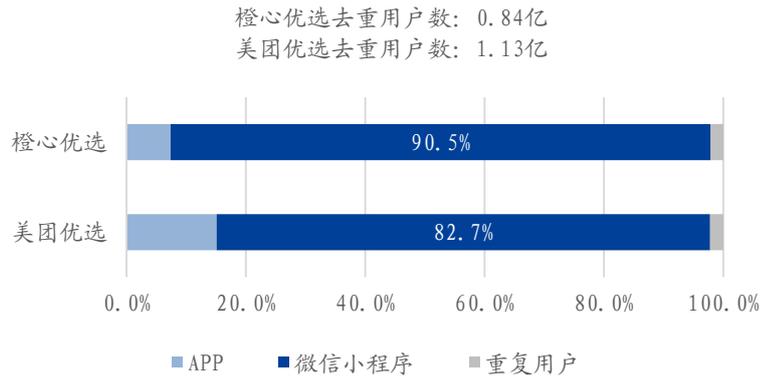
- 1) 微信开放的流量结构：基于微信流量的公私域之别，微信大概率向淘宝开放的是私域流量，即一对一聊天、群聊等。微信的公域流量，如九宫格、朋友圈、搜一搜商品页等，可能不会向淘系开放。
- 2) 淘宝的社群运营程度：淘系拥有大量的站外淘客体系。如果淘系和微信得以顺畅互通，不论是淘宝和淘特，都有动力将大量的社群电商运营复制到微信端。

基于这两个假设，我们认为，淘系受益于微信流量的程度可能有两种重要情形：

2.1.1 情形一：社群电商或有显著增量

对于淘宝，最理想的情形是广大淘客可以在微信端做社群运营，为淘宝和淘特等带来更多用户和成交。当然，这取决于淘客社群运营是否符合微信外链规范。

图表3: 社群电商的微信贡献占比: 以橙心优选和美团优选为例



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所测算。数据截至2021年6月

我们用其他社群电商产品的微信端贡献作为参照, 来类比淘系如果做社群运营可以获得的微信端用户数。此处, 我们选择美团优选、橙心优选作为参照。我们不参照京喜的原因是, 京喜在微信社群运营外, 还拥有微信发现页“购物”这一集中入口。

由橙心优选、美团优选的流量来源可见, 两个用户数在一亿量级的社群电商产品, 均有80-90%的用户来自微信端, 即, 各约有7600万和9300万微信小程序端用户。淘特整体用户数在1.3亿级别, 拥有海量的高性价比供应链。淘宝更是超8亿用户使用的超强供应链产品。如果淘客体系可以在微信端顺畅复制, 我们相信“互联互通”同样有机会为淘系带来上亿级别的新增用户。这对于整个淘系而言也是超过10%的显著用户增量。

当然这一情形的重要前提是淘客体系或者社群运营体系可以在微信端复制。如果相关运营违反了微信的外链管理规范, 如涉嫌“诱导跳转”或“违规拼团”等, 均有可能使得这一情形不成立。

图表4: 微信外链管理规范示例: 2021年9月17日修订版



资料来源: 微信, 国盛证券研究所

2.2.2 情形二: 如无九宫格, 仅靠私域对平台边际加成有限

在没有社群运营体系的前提下，淘系只能享受基于微信可能给到的入口所产生的流量加成。微信流量入口按公域和私域可以归为两大类：

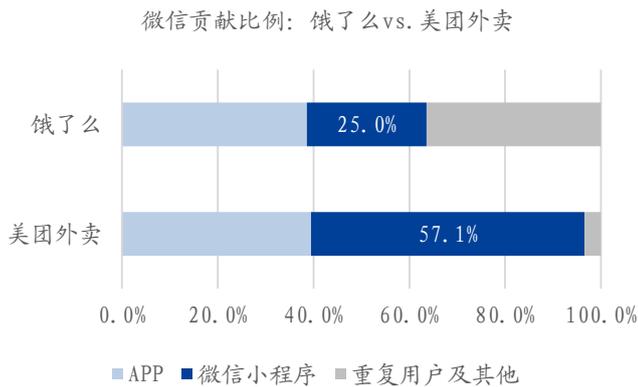
- i) 公域：朋友圈、发现页、支付页九宫格，等，
- ii) 私域：一对一聊天、群聊，等

微信的发现页、九宫格等位置是留给自身产品以及所投资产品的稀缺资源，即使被投资公司花大价钱也未必可以获得。因此淘系基本只能获得微信的私域流量，甚至只是其中一些私域流量。

我们参考几类泛电商类竞品的用户来源，来一定程度上量化微信流量中公域 vs. 私域流量大小的差别：

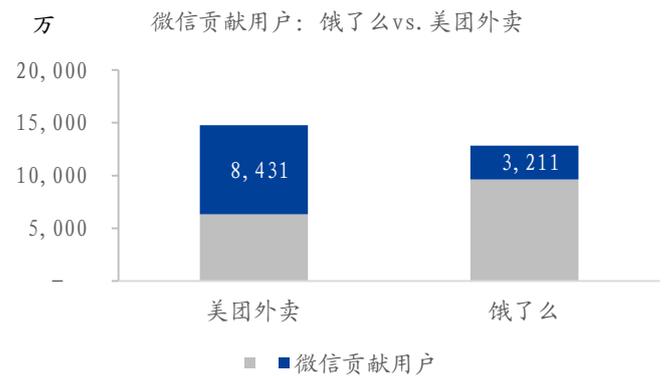
- i) 外卖服务：美团外卖、饿了么都有微信小程序。但区别是：美团外卖有微信九宫格的公域流量导流，饿了么只有私域流量。
- ii) 旅游出行：同程旅行、携程旅行、去哪儿旅行都有微信小程序。但区别是：同程旅行有微信九宫格的公域流量导流，携程旅行、去哪儿旅行只有私域流量。

图表 5: 不同产品微信贡献比例 (去重): 外卖服务



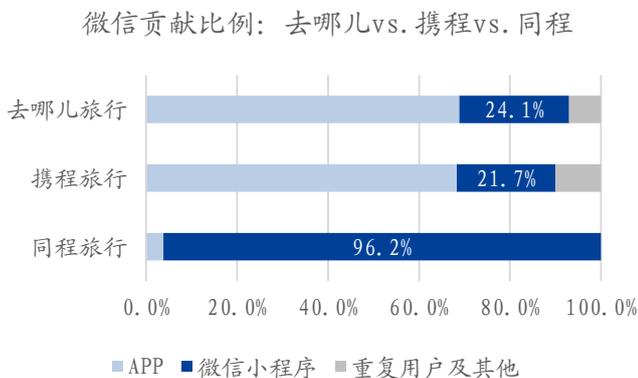
资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所。数据截至 2021 年 6 月

图表 6: 不同产品微信贡献用户 (去重): 外卖服务



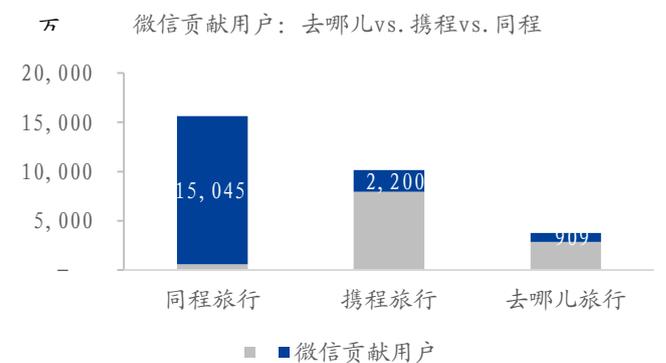
资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所。数据截至 2021 年 6 月

图表 7: 不同产品微信贡献比例 (去重): 旅游出行



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所。数据截至 2021 年 6 月

图表 8: 不同产品微信贡献用户 (去重): 旅游出行

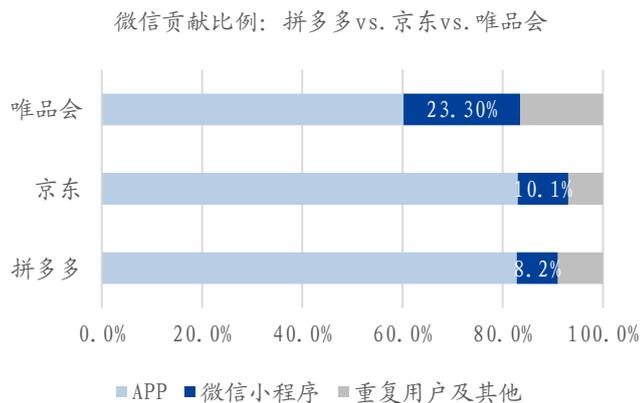


资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所。数据截至 2021 年 6 月

由以上竞品的用户来源可以清晰看出：针对用户中的微信贡献比例，具有微信九宫格流量支持的产品，如美团外卖、同程旅行，通常是只有私域导流的竞品的2-3倍、甚至更多。针对微信贡献用户数，具有微信九宫格流量支持的产品，如美团外卖、同程旅行，通常是只有私域导流的竞品的3-6倍，甚至更多。

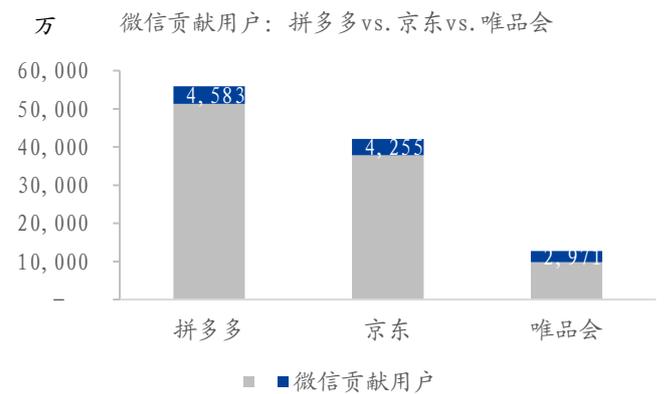
基于以上量化的结论，我们类比拼多多、京东、唯品会几个具有微信九宫格公域流量的产品，匡算淘系获得微信私域流量的增量：

图表 9: 不同产品微信贡献比例 (去重): 电商



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所。数据截至 2021 年 6 月

图表 10: 不同产品微信贡献用户 (去重): 电商



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所。数据截至 2021 年 6 月

从比例的角度，拼多多、京东、唯品会用户来自微信的比例从8%到23%不等。如果按照前述计算，私域用户只占微信流量约1/3左右，那么淘系可能获得的微信增量比例约在**3-8%**，均值约**4.6%**。

从数量的角度，拼多多、京东、唯品会来自微信的用户数量约3000万-4500万不等。如果按照前述计算，私域用户只占微信流量约1/3左右，那么淘系可能获得的微信用户增量约**1000万-1500万**，均值约占淘系现有用户的**1.6%**。

2.2 抖音: 落地页设置是核心变量

与偏交易、核心为“买”的淘系相比，抖音属性更偏娱乐体验、核心是“逛”。因此，互联互通对抖音的用户端影响极大程度上取决于交互层面细节：如，抖音在微信端的落地页是小程序还是H5、小程序是否保留上下刷的体验、是否保留个性化推荐，等

2.2.1 情形一: 若小程序功能完善, 或有显著增量

从快手的微信小程序可以看出，在具备浏览、交互、个性化推荐等核心功能的前提下，

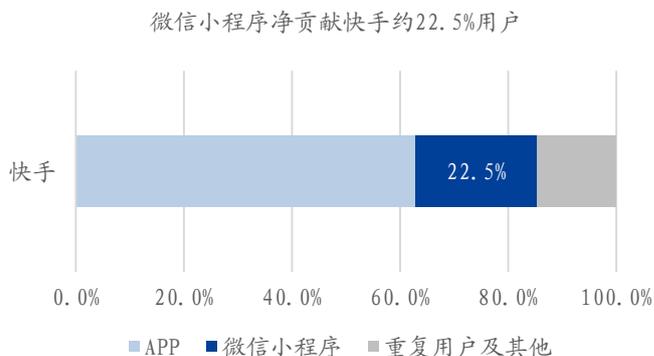
微信小程序为快手带来了可观用户量:根据 Questmobile,在快手全域约 4.2 亿 MAU 中,约有 22.5%即 9400 万用户完全来自微信小程序。如果加上小程序和 APP 重复用户,则约 37.1%即 1.5 亿用户通过微信小程序使用快手。

图表 11: 快手的微信小程序保留了核心的浏览、交互等功能



资料来源: 微信, 国盛证券研究所

图表 12: 快手超两成用户来自微信小程序



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所。数据截至 2021 年 1 月

相较电商产品,短视频产品有更大比例用户来自微信小程序,我们认为这符合产品特性及用户习惯。相比电商,短视频产品的使用门槛更低:

- 1) 使用场景: 短视频产品使用场景较为高频和碎片化,小程序的调起较为方便。
- 2) 使用目的: 用户的短视频使用习惯是“逛”,更多为没有目的性的刷视频,小程序已经可以满足不少用户的使用需求。用户在电商产品的使用上则有复杂的商品筛选、比价、客服售后等过程,更适宜在功能完备的 APP 端完成。

因此我们认为,如果抖音可以获得类似快手一样完备功能的微信小程序,则其有机会同样吸引过亿的微信端新增用户,这对于抖音是约 15%以上的边际用户增量。

2.2.2 情形二: 若不能保证体验,则互通对抖音加成不大

基于同样理由,如果抖音在微信端的 UI 呈现功能有限、用户体验不佳,则很难为抖音带来有意义的增量。

2.3 微信: 核心问题是单向开放还是互联互通

首先,视频生态端,我们倾向于认为,与抖音的互联互通不会对微信视频号带来显著负

面影响:

- 1) 入口及 UI 优势: 视频号在微信发现页拥有“视频号”“直播”两个二级公域入口, 在“搜一搜”、“朋友圈”亦可以得到展示。而快手及抖音只能获得小程序或移动站界面, 也只能通过私域传播。在微信端 UI 体验上, 视频号更是优势显著。
- 2) 生态已渐成熟: 参考视频号当前进展, 虽然快手在微信小程序获得了近一亿用户, 但也并不妨碍视频号快速跃升。根据视频号数字营销平台百准创始人龚海瀚今年公开透露, 视频号 DAU 已达 4.5 亿。

其次, 电商生态端, 我们倾向于认为, 与其他平台的互联互通在长期将利好微信的私域电商生态, 当然利好程度亦是取决于平台间双向互通的程度:

1) 情形一:

假设外链仅停留在微信向其他平台单向开放, 而其他公域平台向微信私域导流开放程度并无放宽, 则微信此次向淘系等开放对微信电商利好有限, 局限于前述计算的为淘系带来的网购用户增量:

- i) 若存在淘系社群运营, 则在微信端为淘系带来 10% 以上用户增量。参照淘系去年约 7 万亿 GMV, 则对应 7000 亿以上导流成交。
- ii) 若无社群运营、也不开放公域支持, 则在微信端为淘系带来平均 4.6% 的用户增量。参照淘系去年约 7 万亿 GMV, 则对应约 3000 亿导流成交。

这一成交导流是否能为微信端带来贡献, 取决于是在微信内完成交易、还是导回淘宝端。只有在当交易在微信端、通过微信支付完成, 才能为微信带来变现。

2) 情形二:

假设长期维度上, 外链开放做到真正的双向“互联互通”, 即各大电商平台和流量平台对于“+V”等公域导私域操作也进行了开放。那么类比当前淘系“包裹卡”导私域的转化率, 我们可以粗略计算其他平台公域导私域带来的销售增量。

2020 年, 假设微信小程序万亿级 GMV 中, 扣除虚拟商品、线下成交以后, 线上导流成交占 1/3, 即 3300 亿。当前线上导流核心来源是淘系快递“包裹卡”。我们可以估算得出淘系导私域的转化率约 5%。

我们假设, 双向互联互通后, 微信端成交受益于: 1) 公域导私域转化率提升, 比如提升至 10%, 2) 商家在淘系外其他平台也可以公域导私域。那么, 当前约 10 万亿年度线上实物零售额可以带来 1 万亿私域成交, 较原有 3300 亿净增 6700 亿。

综上, 我们认为, 微信对其他平台开放外链, 如果停留在单向开放, 则或可带来 3000-7000 亿导流成交额, 但是否对微信带来即时收入还取决于交易是否通过微信支付完成。如果长期这一开放做到多平台“互联互通”, 则或还可为微信带来近 7000 亿的额外电商成交。这将在长期体现为, 微信作为电商基础设施的越来越重要的服务和变现价值。

风险提示

“互联互通”程度弱于预期：此次微信与淘系、抖音等开放外链，其影响程度极大意义上取决于双向互联互通的程度。诸多细节，如落地页设置、是否允许调起 APP、数据反馈度等，均会影响用户与商家导流效果。

商家及创作者运营力度弱于预期：互联互通有利于商家更好的进行私域运营、降低获客成本、提升留存复购，也利好创作者进行多平台流量运营，如果商家及创作者运营力度弱于预期，则利好程度或不及预期。

互联网相关监管政策加强：2020年以来互联网相关反垄断、数据安全等监管政策不断完善，如果后续互联网监管政策继续加强，或对各大互联网平台相关业务继续产生影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com