

## 小程序，微信的功守道

——流量内部流转为守，开启智慧零售为攻

### 一、互联网遇桎梏，微信临难题，三大背景孕育小程序诞生

(1) 手机网民稳定增长且对移动互联网依赖提升,App 使用量成为瓶颈。2017 年,我国手机网民规模 7.53 亿,同比增长 8%;2018Q1,移动网民单日使用时长增至 273.2 分钟,环比增长 12.3%。但是 2017 年移动网民使用 App 数量维持在 17 个左右,人均 App 使用量成为瓶颈。(2) 移动互联网流量向三大巨头汇聚,且 App 获客成本也持续增加。三大巨头需要提高用户的使用时长守住流量,其他非巨头则需做好流量共生。(3) 线下价值凸显,阿里、京东等纷纷从线上向线下拓展,然而腾讯而缺少线上线下连通的入口。在上述三大背景下,小程序孕育而生。

### 二、小程序多优势齐爆发,多场景应用潜力无限

背靠微信近 10 亿的用户数,凭借自身具备的“六大优势”,小程序在一年时间里快速发展。截至 2018M3,小程序拥有 MAU 4.05 亿,微信渗透率高达 43.9%,用户使用时长和留存率均有明显提高。小程序于电商、游戏、线下等多场景试水成功,零售、出行交通、工具类小程序是访问占比排名前三的细分行业,2018M4 游戏、网购和图片摄影类在 TOP100 占比位居前三。从产业链来看,上至下游分别为技术提供商、服务运营、C 端等,小程序运营是核心与关键。

### 三、小程序/微信生态圈连接线上线下解决微信难题

腾讯构建生态使流量在微信内部流转。用户可以通过分享、扫码、公众号等进入对应小程序,完成娱乐、游戏、支付等一系列操作。小程序利用 4 大优势开启腾讯智慧零售体系,腾讯切入线下零售和服务市场,实现了线下零售的数字化,也实现了从“内容提供商”到“内容+服务”格局转变。基于景、物和服务需求,彻底打通线上线下,真正实现“连接万物”的构想。

### 四、关于小程序的思考,能否成为新一代的移动互联网入口?

小程序有望逐步替代低频轻应用,并对高频轻应用起到导流和替代作用,对高频重应用则较难替代。据初步估算,可被小程序替代 App 至少占 30%。绕过各大应用分发平台,小程序也可以依托于强大的自营社交平台进行轻应用的分发。

**五、推荐标的:** (1) **腾讯控股:** 小程序改变公司行业影响力与格局,增加流量变现渠道;游戏业务和广告业务持续高增长。(2) **阅文集团:** 网文行业龙头文学作品垄断享受在线付费阅读的收入高增长;小程序微信读书有利于在线阅读平台的 MAU 继续保持高增长;(3) **其他受益标的:** 有赞和量子云等。提供小程序的研发、运营等技术支持。

## 互联网传媒

维持

中性

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号: S1440513090003

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

执业证书编号: S1440515080001

曾荣飞

zengrongfei@csc.com.cn

010-85130578

执业证书编号: S1440518030003

发布日期: 2018 年 06 月 06 日

### 市场表现



## 目录

写在前面的话：月活用户超过 10 亿的微信为什么这么焦虑？	1
腾讯的宿命与反抗，大象如何才能翩翩起舞？	1
腾讯面临的三个难题	2
微信小程序为何能全线爆发？	7
简介：六大特点构建独特优势	7
画像：应用场景丰富，小程序 B 端和 C 端全线爆发	10
产业链：上下游逐步完善，核心在于小程序运营	14
为什么小程序能实现流量内部流转与智慧零售，解决腾讯的难题？	16
小程序构建完整生态，操作闭环实现流量内部循环	16
小程序连接一切，补上智慧零售最后短板	24
小程序开拓线下海量应用场景	28
小程序开启线上电商无限想象	30
关于小程序的两点发散性思考	34
小程序能否主导应用分发，成为移动互联网入口？	34
小程序该如何平衡“替代”与“导流”二者的关系？	37
推荐标的：“腾讯系”受益无限，“牛仔裤”风生水起	39
腾讯控股：游戏广告高增长依旧，微信生态构建新格局	39
阅文集团：网文龙头构建生态帝国，微信读书助力业务发展	41
有赞：定位 SaaS 服务 B 端、依托社交深耕电商	43
量子云：根植微信生态、专注流量变现	44

## 图表目录

图表 1：2007 -2017 年中国移动互联网用户规模	2
图表 2：腾讯系的 MAU 全国第一（单位：亿）	2
图表 3：2017/2018M3 月人均新安装 APP 数	3
图表 4：2017/2018M3 月人均打开 APP 数	3
图表 5：2018M4 MAU>100 万的 App 个数及占比	3
图表 6：微信/APP 拉新成本	3
图表 7：中国移动互联网用户月度总使用时长（千亿分钟）	4
图表 8：中国移动互联网用户人均单日使用时长（分钟）	4
图表 9：2014M11-2017M4 移动互联网用户每日 APP 时间	4
图表 10：互联网公司的流量竞争	5
图表 11：网上零售额仅占国内商品零售总额的 1/5	6
图表 12：电商获客成本曲线	6
图表 13：阿里巴巴积极布局线下业务	6
图表 14：小程序的定义	7

图表 15: 小程序的入口之一——下滑菜单 .....	7
图表 16: 小程序的发展历程 .....	8
图表 17: 小程序六大优势 .....	9
图表 18: 小程序与 APP 大小对比 .....	9
图表 19: 公众号与小程序对比（以美团为例） .....	9
图表 20: 微信小程序的入口分类 .....	10
图表 21: 小程序电商用户进入小程序的入口/渠道分布 .....	10
图表 22: 小程序拥有丰富的应用场景 .....	11
图表 23: 2017M1-2018M3 微信小程序月活跃用户规模 .....	11
图表 24: 2017M1-2018M3 微信小程序在微信中的渗透率 .....	11
图表 25: 2017M1-2018M1 已上线微信小程序数量情况 .....	12
图表 26: 小程序用户平均单次使用时长（分钟） .....	12
图表 27: 小程序用户日均使用频次占比 .....	12
图表 28: 小程序用户日均使用时长占比 .....	12
图表 29: 2017M5、2017M11 小程序用户留存率情况 .....	13
图表 30: 2017M7 各类小程序用户留存率情况 .....	13
图表 31: 代表性小程序“跳一跳”用户留存率情况 .....	13
图表 32: 2017M9-2018M4 小程序 TOP100 榜单分类对比 .....	14
图表 33: 微信小程序 C 端用户访问及 B 端分布占比情况 .....	14
图表 34: 小程序产业链 .....	15
图表 35: 小程序产业链中游小程序运营商详解 .....	15
图表 36: 小程序构建完整生态 .....	16
图表 37: 小程序推出前微信流量二次分发过程 .....	17
图表 38: 小程序推出后流量二次分发实现内部流转 .....	17
图表 39: 小程序对于不同类型应用的影响 .....	18
图表 40: 移动互联网中不同应用的分类 .....	18
图表 41: 2018M3 规模 Top100 小程序细分行业情况 .....	18
图表 42: 2018M3 欢乐斗地主 APP 与小程序用户规模对比 .....	19
图表 43: 2018M3 猫眼 APP 与小程序用户规模对比 .....	19
图表 44: 小程序的多种变现方式 .....	20
图表 45: 玩家平均每天使用时长 .....	20
图表 46: 玩家平均每天使用频次 .....	20
图表 47: 微信小游戏广告类型 .....	21
图表 48: 微信小游戏道具内购（目前仅对安卓系统开发） .....	21
图表 49: 腾讯与小游戏开发者的分成方式 .....	22
图表 50: 游戏沉浸度图谱 .....	22
图表 51: 王者荣耀微信小程序福利 .....	23
图表 52: 2018M3 王者荣耀 APP 与小程序用户规模对比 .....	23
图表 53: 纪念碑谷 2x 给自己的成长语录小程序 .....	24
图表 54: 新零售下“人、货、场”将在线化、数据化 .....	24
图表 55: 传感器和物联网提升门店消费体验 .....	24

图表 56: 阿里巴巴的“三流”融合 .....	25
图表 57: 腾讯智慧零售的投资布局 .....	26
图表 58: 腾讯为智慧零售提供丰富的产品支持 .....	27
图表 59: 小程序 4 大价值实现智慧零售闭环 .....	27
图表 60: 小程序拥有丰富的应用场景 .....	28
图表 61: 2017 年小程序 TOP200 类型分布 .....	28
图表 62: 2018 年 4 月小程序 TOP100 类型分布 .....	28
图表 63: 餐饮类小程序主要功能使用率 .....	29
图表 64: 2017 年餐饮类小程序月平均流量增长环比 .....	29
图表 65: 小程序在交通出行场景的应用 .....	29
图表 66: 小程序在 O2O 线下点餐中的应用 .....	30
图表 67: 2017 年中国微信小程序电商应用发展历程 .....	30
图表 68: 网络购物类小程序 TOP100 上榜率对比 .....	31
图表 69: 电商类小程序细分品类分布 .....	31
图表 70: 电商 APP 与电商小程序对比 .....	31
图表 71: 内容与服务相融合, 新型电商模式助力“梦芭莎” .....	32
图表 72: 电商×社交多种运营方式 .....	33
图表 73: 小程序电商还有哪些想象空间? .....	34
图表 74: 互联网浏览器之争 .....	35
图表 75: 全球 IOS APP 商店下载量 .....	35
图表 76: 全球 IOS APP 商店用户支出量 .....	35
图表 77: 全球用户应用支出份额 .....	36
图表 78: 2018 年 4 月 Top 10 应用商店月独立设备数 (万台) .....	36
图表 79: 移动互联网中不同应用的分类 .....	36
图表 80: 2018M3 规模 Top100 小程序细分行业情况 .....	36
图表 81: 腾讯与小游戏开发者的分成方式 .....	36
图表 82: 2018M3 移动购物 APP 与小程序用户规模对比 .....	37
图表 83: 拼多多 MAU 和小程序指数 .....	37
图表 84: 移动购物行业典型独立 APP 在不同等级城市占比 .....	38
图表 85: 小程序对于不同类型应用的影响 .....	39
图表 86: 腾讯游戏产品线丰富 .....	40
图表 87: 游戏出海: 从资本到产品的文化输出之路 .....	40
图表 88: 腾讯广告业务 (单位: 亿) .....	40
图表 89: 全国网络广告业务 (单位: 十亿) .....	40
图表 90: 精准用户画像是效果广告的核心 .....	41
图表 91: 新的广告位已然就绪 .....	41
图表 92: 阅文集团生态帝国 .....	42
图表 93: 2014-2017 年阅文集团营业收入及净利润 (亿) .....	42
图表 94: 2014-2017 年阅文集团营收分类占比 .....	42
图表 95: 2018Q1 中国智能手机出货量及份额 .....	43
图表 96: 2017-2018 阅文集团部分参投项目 .....	43

图表 97: 有赞面向商家提供的服务经营场景丰富, 覆盖行业众多.....	43
图表 98: 有赞 2014-2016 年注册用户数 (单位: 亿) .....	44
图表 99: 有赞 2014-2016 年 GMV (单位: 亿) .....	44
图表 100: 有赞提供多元化、个性化小程序服务.....	44
图表 101: 有赞提供专享版和公共版两种小程序版本.....	44
图表 102: 量子云“流量聚集-流量运营-流量变现”业务闭环 .....	45
图表 103: 量子云旗下 TOP10 公众号粉丝数量 (万人) .....	45
图表 104: 量子云 2016-2017 年营收和利润情况 (单位: 亿) .....	45
图表 105: 量子云 2018-2022 年预测净利润 (单位: 亿) .....	45



## 写在前面的话：月活用户超过 10 亿的微信为什么这么焦虑？

微信最近很焦虑，先是跟抖音之间掀起了长达数月的封杀大战，接着又禁止在朋友圈发布淘宝的“淘口令”。微信，一个拥有超过 10 亿月活跃用户的超级 APP 为何如此焦虑？我们认为目前微信的用户数已经接近了移动互联网的用户数，也就是说用户人数已经接近了天花板。2018 年第一季度微信月活跃用户数已达到 10.4 亿人，接近于中国移动互联网总设备数 10.91 亿台，因此微信用户数的上升空间有限。要想继续增长，就需要提高用户使用微信的时长，提高用户通过微信的消费支出。

然而每个人一天的时间只有 24 小时，除去睡觉，就剩下十五六个小时。在这剩下的时间里，用户会被各种视频、游戏、购物、短文等吸引注意，互联网经济简单来说就是注意力经济。不管是淘宝、微信，或是网易、头条都想让用户把尽可能多的时间用在自己的应用上。因此它们都会提供尽可能多的功能，让用户能在自己的 APP 里做尽可能多的事。与其他公司相比，微信还可以利用自己强大的熟人社交，通过转发、分享外部链接来提供更丰富的服务。不过这种外部链接分享对于对微信来说却是一把双刃剑，一方面外部链接能够给用户提供更多服务，提高了用户体验，用户使用微信的次数肯定会上升；但是另一方面，这些用户会被这些第三方链接引导到第三方的应用上，形成使用习惯后会把时间停留在第三方应用中，从而降低了微信的使用时间。如何保证流量不外流，同时持续提高用户使用微信的时间，是微信面临的难题。

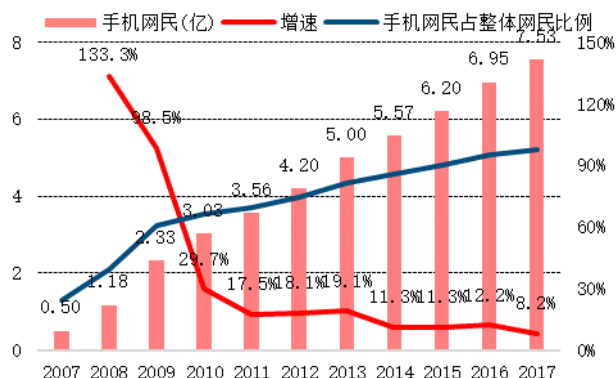
业务收入方面，社交广告和支付是腾讯寄予厚望的两块业务，但这两块业务讲究的同样也是流量为王。特别是支付，只有跟零售、消费联合起来，才能发挥最大的作用，获得最多的现金流量。然而跟支付宝相比，线上微信支付缺少了淘宝天猫这样电商平台的优势，虽然入股了京东，但是京东也有京东支付。在线下，除了和支付宝一样的扫码支付外，微信支付还能不能拿出属于自己的杀手锏来呢？虽然腾讯已经为智慧零售布局了腾讯云、广告、AI 算法、移动支付等，但是在连接线上与线下上还缺少最后一块拼图，线上线下连通的入口究竟何在？

我们认为小程序的推出，很好地解决了微信，或者说是腾讯面临的难题。第一、微信小程序的流量流转始终在微信内部。用户可以通过分享、扫码、公众号等进入对应小程序，完成娱乐、购物、支付等一系列操作，而不需要离开微信。第二、小程序开启了智慧零售的入口，比如在超市、餐厅，可以通过小程序扫码来购物、点菜，实现了线下零售的数字化。此外小程序还可以对民生、政务、生活服务、电商等多个场景赋能，真正实现了微信“连接万物”的构想。微信小程序的推出，为社交广告和支付注入了强劲动力，根据腾讯控股 2017 年年报，社交广告收入为 256.10 亿元，同比增长 65%。支付业务包含在其他收入中，虽然详细收入没有披露，但是支付业务及云服务收入的增长使得其他业务收入同比增长 153%。如果说实现流量内部流转，保证流量不流失是防守的话，那么连接万物开启智慧零售则是进攻。微信小程序是腾讯的一招完美的功守道。

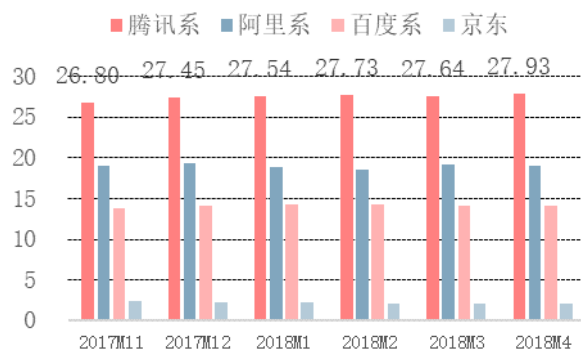
## 腾讯的宿命与反抗，大象如何才能翩翩起舞？

中国移动互联网用户规模增长放缓，王座之上的腾讯该如何寻找新的流量红利？一方面，移动互联网的用户规模逐渐接近天花板。截止 2017 年底，我国移动用户规模达 7.53 亿，较 2016 年底增加 5734 万人，同比增长 8.35%，增速比上年降低了 4 个百分点。移动用户占全体网民的比重也由 2016 年的 95.1% 提升至 2017 年的 97.5%。另一方面，腾讯系的微信、QQ、腾讯游戏等都是日使用时长最多的 App 之一。2018M4，腾讯系微信、QQ、游戏、视频、音乐、新闻等总计月活跃账户数达 27.93 亿，其中微信及 Wechat 合并账户达 10 亿。远高于

阿里系、百度系的 MAU，腾讯已经成为了中国互联网的龙头。但是“像大公司一样资源丰富、实力雄厚，又能像小公司一样发展迅速、充满活力”是绝大多数大公司们所无法实现的美好梦想。在移动互联网用户规模接近天花板，以及自身用户接近移动互联网总人数的背景下，腾讯又该去何处寻找新的流量红利，来保持自身的高速发展，从而逃脱“大公司困境”的宿命呢？

**图表1： 2007 -2017 年中国移动互联网用户规模**


资料来源：中国互联网络信息中心，中信建投证券研究发展部

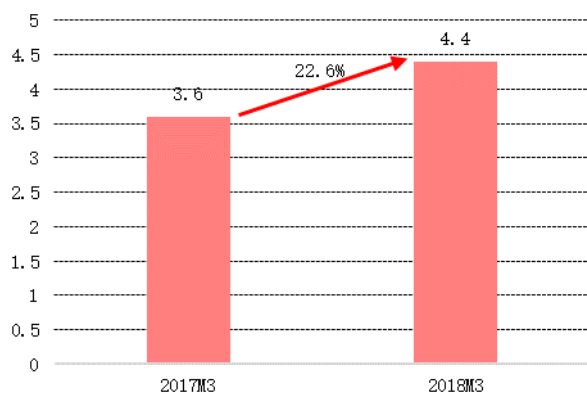
**图表2： 腾讯系的 MAU 全国第一（单位：亿）**


资料来源：艾瑞数据，中信建投证券研究发展部

## 腾讯面临的三个难题

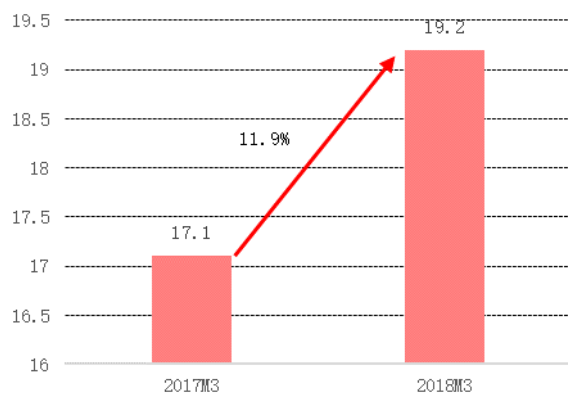
**App 获客成本和难度持续增加，第三方 App 转向微信汲取用户流量。**2018M3，我国移动网民用户月人均新安装 APP 数约 4.4 个，较 2017M3 3.6 个同比增长 22%。但是，我国网民手机中平均拥有 App 数量约 17 个左右，也就是说新安装的 App 生命周期会越来越短。另一方面，2018M3 移动互联网用户月人均打开 App 数达 19.2 个，同比增长 11.9%。此外，艾瑞数据显示，MAU 大于 100 万的 App 占同类 App 比重平均 8.8%，这意味着大部分用户被使用的频次是极其有限的。伴随移动互联网用户数将达天花板，APP 的获客成本也显著提高。但是借助微信，第三方应用能够有效降低获客成本。例如，母婴产品 APP 获客成本达 30 元+，而在微信中的获客成本为 8 元+，约为 App 获客成本的三分之一。教育、女性时尚、互联网金融等在微信中获客成本是 App 获客成本的 1/3-1/5 左右。因此第三方应用纷纷转向微信汲取用户流量。但正如上文提到这种外部链接分享对于对微信来说却是一把双刃剑，一方面外部链接能够给用户提供服务，提高了用户体验，用户使用微信的次数肯定会上升；但是另一方面，这些用户会被这些第三方链接引导到第三方的应用上，形成使用习惯后会时间停留在第三方应用中，从而降低了微信的使用时间。**如何保证流量不外流，是微信面临的第一个难题。**

图表3： 2017/2018M3 月人均新安装 APP 数



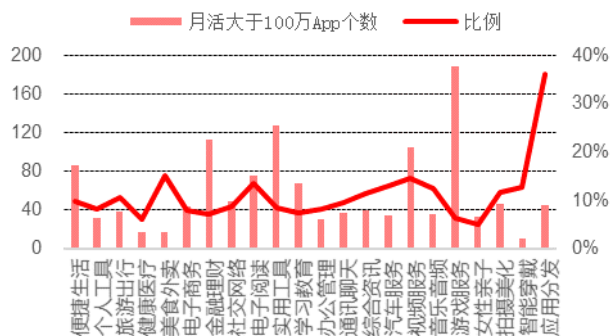
资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

图表4： 2017/2018M3 月人均打开 APP 数



资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

图表5： 2018M4 MAU>100 万的 App 个数及占比



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表6： 微信/APP 拉新成本

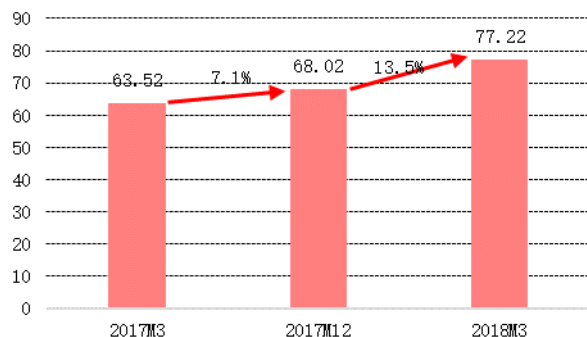
	项目	拉新成本	
		微信	APP
APP开发成本高 推广成本高	母婴	8元+	30元+
	教育	8元+	30元+
APP下载安装量降低 用户降低	女性时尚	7元+	20元+
	娱乐/体育	7元+	20元+
APP营销收入在降低	互联网金融	30元+	150元+

资料来源：阿拉丁，中信建投证券研究发展部

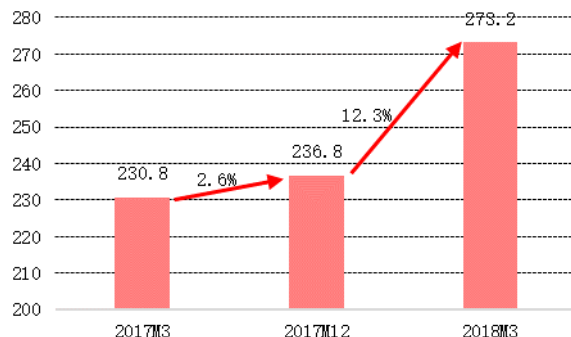
用户数量接近天花板，用户时间成为各家争夺焦点。2018M3，我国移动网民月度总使用时长达 77.22 千亿分钟，环比增长 13.5%；人均单日使用时长增长至 273.2 分钟，环比增长 12.3%。相较于用户数量的增长乏力，用户使用时间还有很大的增长空间，因此各家的竞争焦点都聚焦在了用户时间上。不管是淘宝、微信，或是网易、头条都想让用户把尽可能多的时间用在自己的应用上。因此它们都会提供尽可能多的功能，让用户能在自己的 APP 里做尽可能多的事。虽然目前腾讯系的应用占据用户的时间最多，但是每个人一天的时间只有 24 小时，除去睡觉，就剩下十五六个小时。在这剩下的时间里，用户会被各种视频、游戏、购物、短文等吸引注意，互联网经济简单来说就是注意力经济。如何进一步提高用户使用微信的时间是腾讯面临的第二个难题。



图表7： 中国移动互联网用户月度总使用时长（千亿分钟）



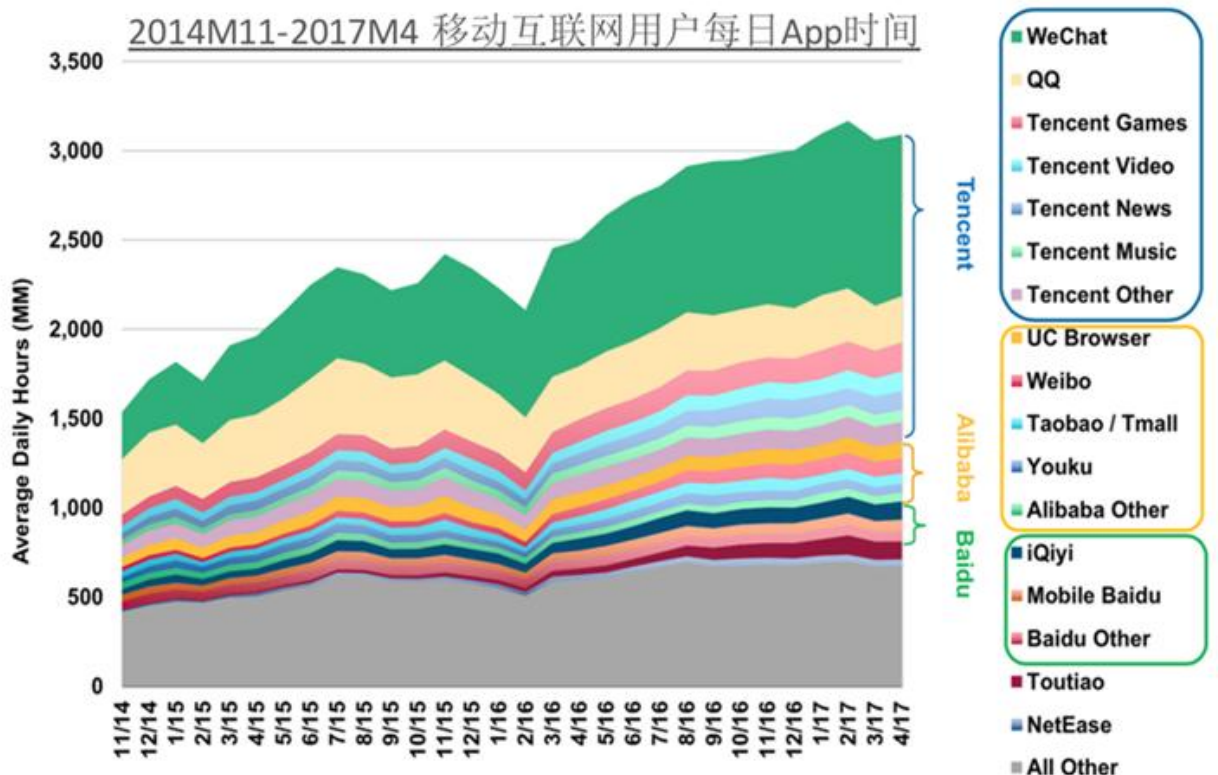
图表8： 中国移动互联网用户人均单日使用时长（分钟）



资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

图表9： 2014M11-2017M4 移动互联网用户每日 APP 时间



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

为了争夺用户流量，互联网巨头们频频“斗法”。

1) 2008 年 9 月，淘宝屏蔽百度搜索爬虫，用户无法通过百度搜索到淘宝的商品。淘宝此举虽然少了百度这一外部流量，但是在用户中牢牢建立了购物搜索要用淘宝的习惯，阿里成为自己购物平台唯一的流量卖家。

2) 2010 年 11 月，腾讯推出的电脑管家触及了 360 的流量利益，拉开了 3Q 大战的帷幕，腾讯随后要求用户在 QQ 和 360 软件之间二选一。

3) 2012 年 2 月，百度诉 360 恶意插标及劫持流量，并最终胜诉。

4) 2013 年 11 月，淘宝“封杀”微信，用户无法在微信应用内打开淘宝链接，试图让微信与电商彻底告别，淘宝进一步巩固对电商流量的掌控。随后微信给予反击，屏蔽了淘宝相关链接。

5) 2018 年 5 月，微信实行外链分享新规，朋友圈不允许发布识别码及口令。由于淘宝链接主要通过识别码或口令在微信分享，该新规直指淘宝。

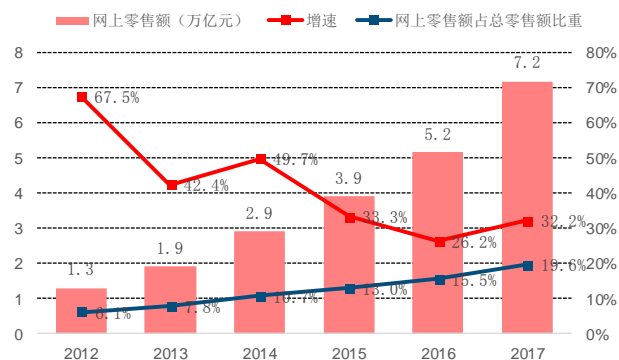
**图表10： 互联网公司的流量竞争**

时间	事件
2008.09	淘宝屏蔽百度搜索爬虫
2010.11	3Q 大战：腾讯 QQ 与 360 软件在电脑上不共存
2012.02	百度诉 360 插标及劫持流量
2013.11	淘宝“封杀”微信，淘宝链接不能在微信里跳转
2018.05	微信外链分享新规：朋友圈不允许发布识别码、口令

资料来源：中信建投证券研究发展部

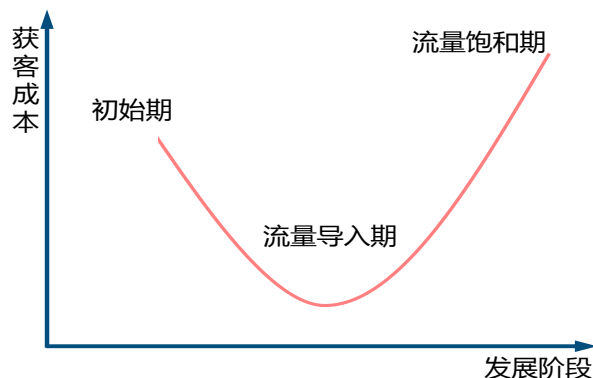
**线上红利减弱，巨头纷纷拓展线下。**在线上平台发展的初期，互联网的力量打破了地域限制，享受到一定的流量红利，获客成本相对于线下更低。但是随着线上竞争的激烈，流量呈现集中化的趋势，对于新进的线上商家来说，获客成本急剧提升。线上环节打破信息不对称的传统优势渐行渐远，线下实体环节接近消费者的优势重新体现出来，成为新的流量入口。其次中国的电子商务经过了十几年的高速增长之后，增速逐渐下降。根据国家统计局的数据，我国网上零售额增速从 2012 年的 67.5% 下降到了 2016 年的 26.2%。2017 年随着新零售、智慧零售的兴起，网上零售额增速再度提升。此外网上零售额在社会消费品零售总额中的占比仍然仅有 1/5 左右，海量消费依旧沉淀在线下。

图表11： 网上零售额仅占国内商品零售总额的 1/5



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表12： 电商获客成本曲线



资料来源：中信建投证券研究发展部

阿里、京东等电商龙头平台通过投资或收购布局线下零售。例如，阿里巴巴参股苏宁云商、入股百联集团、私有化银泰商业，并借助盒马鲜生探索新业态和新模式；京东通过先进的物流系统来实现生鲜上门配送到家、达达-京东到家等，进而强化消费者的体验，还与永辉超市、沃尔玛等合作来开展无界零售，实现第四次零售业的变革。相比起来，腾讯缺少了电商的基因。虽然腾讯为智慧零售布局了腾讯云、广告、AI 算法、移动支付等，但是还缺少一个将线上与线下连通的入口与桥梁。如何寻找一种便捷的方法将 10 亿的微信用户（线上）与线下商店连接是腾讯面临的第三个难题。

图表13： 阿里巴巴积极布局线下业务



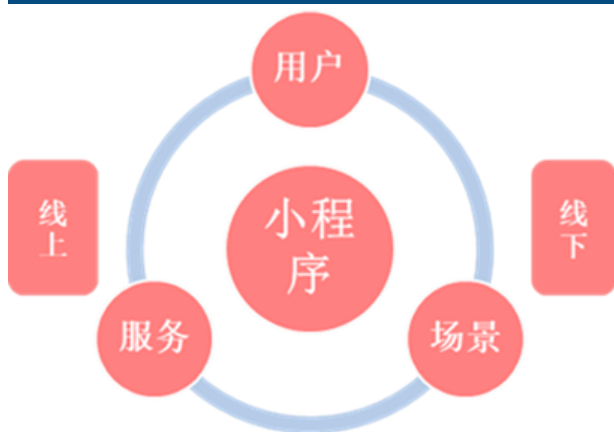
资料来源：中信建投证券研究发展部

## 微信小程序为何能全线爆发？

### 简介：六大特点构建独特优势

小程序是指借助于微信公众平台、无需下载安装即可使用、能够在微信内被便捷地获取和传播并兼容第三方服务、融合线上线下场景的一种轻体量应用。小程序具有开放能力，定位于轻量化的应用，即具有“用完即走”、“无需下载”的特点，用户无需下载和安装也无需登录注册即可使用。另一方面，小程序背靠微信海量高粘性的用户，方便的入口使其得以很快地在微信内部传播，同时用户也很容易获取。

图表14： 小程序的定义



图表15： 小程序的入口之一——下滑菜单



资料来源：中信建投证券研究发展部

资料来源：微信，中信建投证券研究发展部

自 2017 年 1 月小程序正式发布起，微信小程序经历了 60 余次功能开放与技术演进。2017 年 1 月，微信小程序正式发布。2017 年 2 月，小程序开放了模糊搜索功能，摩拜单车小程序开始入驻，同时可支持微信扫小程序。2017 年 3 月，小程序开放了个人开发申请，个人可申请开发小程序；增加公众号菜单打开小程序、模板消息打开小程序、关联小程序下发通知的功能；同时在 APP 上可分享小程序、小程序能兼容线下已有二维码。2017 年 4 月，支持生成小程序码，并开放小程序第三方平台；2017 年 12 月，小程序代码包扩大到 4M；程序升级功能支持实时音视频录制；小程序升级播放能力、小游戏上线；增加小程序任务栏、程序菜单升级。2018 年 4 月，通过公众号文章可打开小程序，并开放小游戏接口。

图表16： 小程序的发展历程



资料来源：微信官网，中信建投证券研究发展部

**小程序具有六大优势：**

- 1) 无需登录。**小程序借助于微信公众平台，用户无需注册登录即可直接打开使用。
- 2) 无需下载安装。**这是小程序轻量化特点最大体现。即用户不需要下载安装小程序，通过多个微信接口可直接享受小程序带来的便利性。
- 3) 用完即走。**利用碎片时间，用户可以在小程序使用界面达到自己的预期，目标完成后即可退出，不用停留在产品里面。
- 4) 社交裂变。**微信的强社交属性也赋予小程序一定的社交属性。小程序具有多个入口，其中最重要的入口之一就是通过微信群分享，通过这种分享的方式使得小程序得以很快被传播，从而大大提高其使用率。
- 5) 兼容第三方服务。**第三方服务是小程序生态系统里面关键性的一部分，第三方服务商主要包括数据监测统计平台、第三方应用商店和垂直媒体，包括阿拉丁小程序统计平台、小程序数据助手、即速商店、知晓程序等，这些第三方服务商大大提高了小程序运营效率，填补了门店小程序和微信小店小程序的空白区域，推动了小程序市场的发展。
- 6) 融合线上线下场景。**通过多种行业类别的小程序，用户可实现线上线下场景的高度融合。现有小程序主要集中在以下行业：游戏类、网络购物类、图片摄影、工具、餐饮、生活服务、社交、旅游、出行服务、线下零售、音乐音频、教育等，多样而又便捷的轻量型小程序实现链接线上和线下一切场景。



图表17： 小程序六大优势

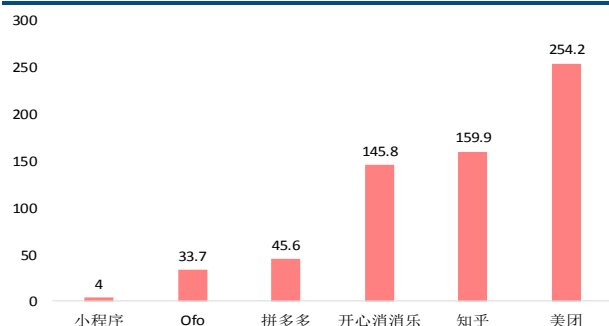


资料来源：知乎，中信建投证券研究发展部

相比于 APP，微信小程序无需安装、用完即走。微信要求小程序代码包不能超过 4Mb，所以小程序通常较小。相比于动辄几十、几百 Mb 的 APP，小程序在加载方面具有明显优势。其加载过程往往只需要几秒，加载完成后也不会占用手机过多的容量。小程序为用户提供了简单快捷的解决方案。微信对小程序的设计提出了大量规范性的要求，以保证小程序界面简洁、流程简单、风格相对统一。在这些规范性要求下，许多小程序保留了 APP 的核心功能，精简了 APP 中一些冗余的功能，实现简化升级。

与公众号相比，小程序提供了更多应用功能。公众号目前的功能基本停留在资讯推送以及简单的用户互动，无法向用户提供全面的服务，更像是内置于微信的信息窗口。而小程序的功能丰富多样，根据用户不同的需要，可以提供多方面的服务，是内置于微信的轻应用。

图表18： 小程序与 APP 大小对比



资料来源：App Store，中信建投证券研究发展部

图表19： 公众号与小程序对比（以美团为例）

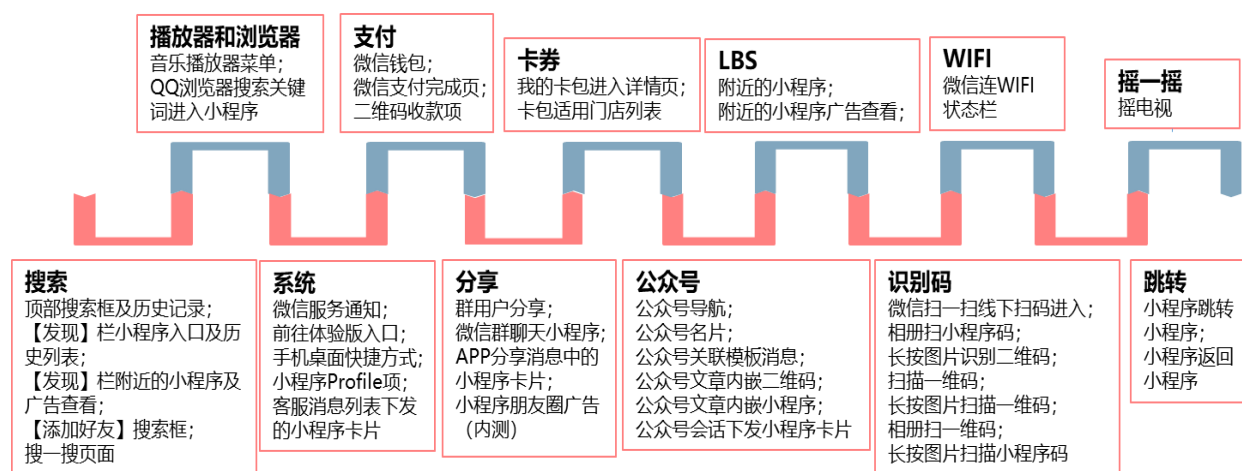


资料来源：美团，中信建投证券研究发展部

目前已有 60 种小程序入口方式。这些入口包括 LBS、公众号、支付、分享、识别码、系统、卡券、跳转、摇一摇、搜索、播放器、浏览器、WIFI 等多种方式。LBS 入口包括附近小程序列表及列表广告；公众号入口包括公众号导航、名片、内嵌二维码、内嵌小程序、公众号会话下发小程序卡片、关联模板消息；支付入口包括

微信钱包、微信支付完成页、二维码收款项；分享入口包括群用户分享、微信群聊天小程序、APP 分享消息中的小程序卡片、小程序朋友圈广告；识别码入口包括微信扫一扫线下扫码进入、相册扫小程序码、长按图片识别二维码、扫描一维码等；系统入口包括微信服务通知、前往体验版入口、手机桌面快捷方式、小程序 Profile 项、客服消息列表下发的小程序卡片；卡券入口包括我的钱包进入详情页、卡包适用门店列表；跳转入口包括小程序跳转小程序、小程序返回小程序；摇一摇入口包括摇电视；播放器和浏览器入口包括音乐播放器菜单、QQ浏览器搜索关键词进入小程序；WIFI 入口包括微信连 WIFI、状态栏。

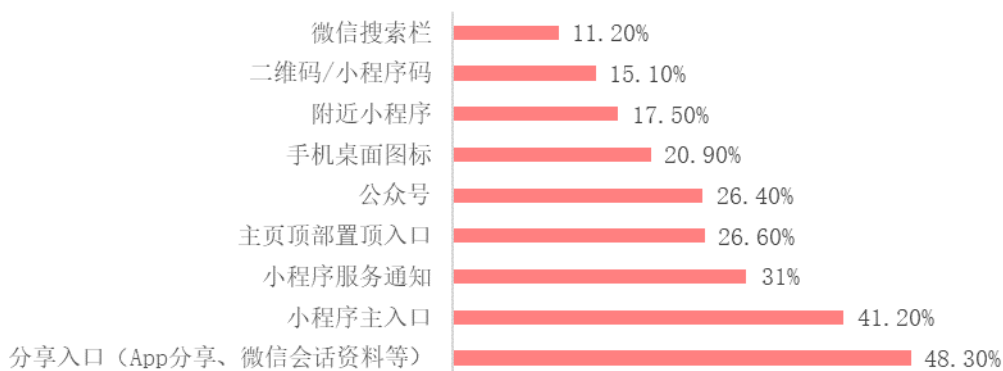
图表20： 微信小程序的入口分类



资料来源：中信建投证券研究发展部

以电商小程序为例，从进入小程序入口分布来看，分享入口用户使用率最高，为 48.30%；小程序主入口位居第二，为 41.20%。其后依次是小程序服务通知、主页顶部置顶入口、公众号入口、手机桌面图标、附近小程序、二维码及小程序码、微信搜索栏。

图表21： 小程序电商用户进入小程序的入口/渠道分布



资料来源：艾媒咨询，中信建投证券研究发展部

## 画像：应用场景丰富，小程序 B 端和 C 端全线爆发

微信小程序可以应用到生活中的各个场景，包括电商、工具、旅游、教育、出行、医疗、餐饮、游戏等。

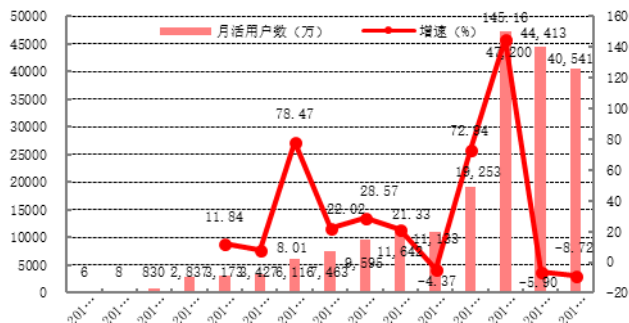
图表22： 小程序拥有丰富的应用场景



资料来源：中信建投证券研究发展部

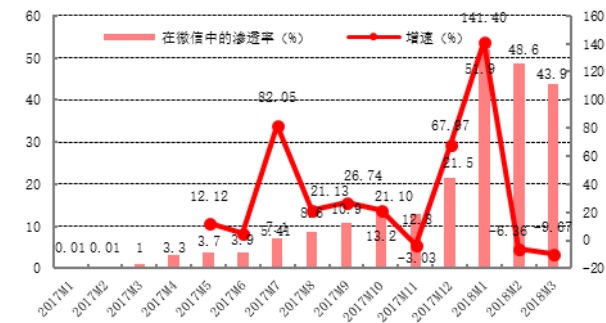
小程序在 2018 年迎来全线爆发式增长。从总量上看，由 2017 年 1 月 200 个发展至 2018 年 1 月的 58 万个，增长率近 2900%。在月活跃用户规模方面，小程序由 2017M1 的 6 万增长至 2018 年同期 4.72 亿，增长率高达 7856.67%；从小程序在微信中的渗透率来看，2017 年 1 月仅为 0.01%，至 2018 年同期首次超过 50%，达到 51.9%，增长近 52 个百分点。在达到新一爆发点之后，小程序总体水平较为稳定，2018 年 2 月至 3 月基本延续 1 月的发展活力，月活稳定在 4 亿以上的较高水平，渗透率均保持在 40%以上。

图表23： 2017M1-2018M3 微信小程序月活跃用户规模



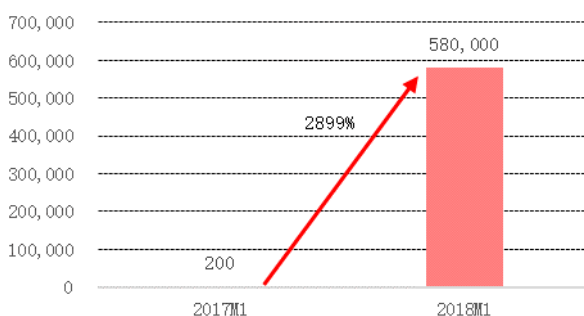
资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

图表24： 2017M1-2018M3 微信小程序在微信中的渗透率



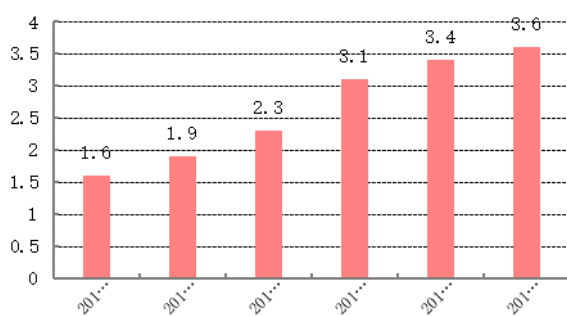
资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

图表25： 2017M1-2018M1 已上线微信小程序数量情况



资料来源：微信官方公告，中信建投证券研究发展部

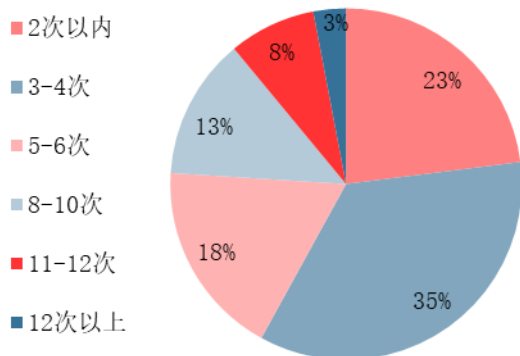
图表26： 小程序用户平均单次使用时长（分钟）



资料来源：BiaNews，中信建投证券研究发展部

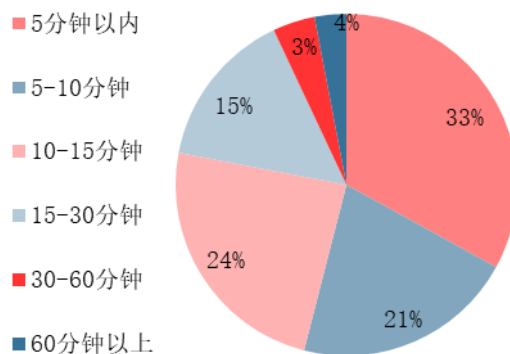
在时间分布特征方面，小程序的用户使用时长呈增长态势，存在小部分深度依赖的高频用户，仍具有较大发展空间。从时间序列角度来看，用户平均单次使用时长由 2017 年 2 月的 1.6 分钟增长至 7 月的 3.6 分钟，半年增长率达 125%，具有较强的发展力。从用户界面数据来看，2017 年 12 月数据显示，近六成小程序用户的日均使用频次处在中低频水平，但存在 11% 的高频用户，有较强的拓展空间；用户日均使用时长在 0-15 分钟内的占比近八成，完全符合小程序“即来即走”的原设定位，同时，小程序“长时”用户（60 分钟以上）占比达 4%，以日活 1.7 亿（2017M12）计，用户量达 680 万。

图表27： 小程序用户日均使用频次占比



资料来源：阿拉丁小程序统计平台，中信建投证券研究发展部

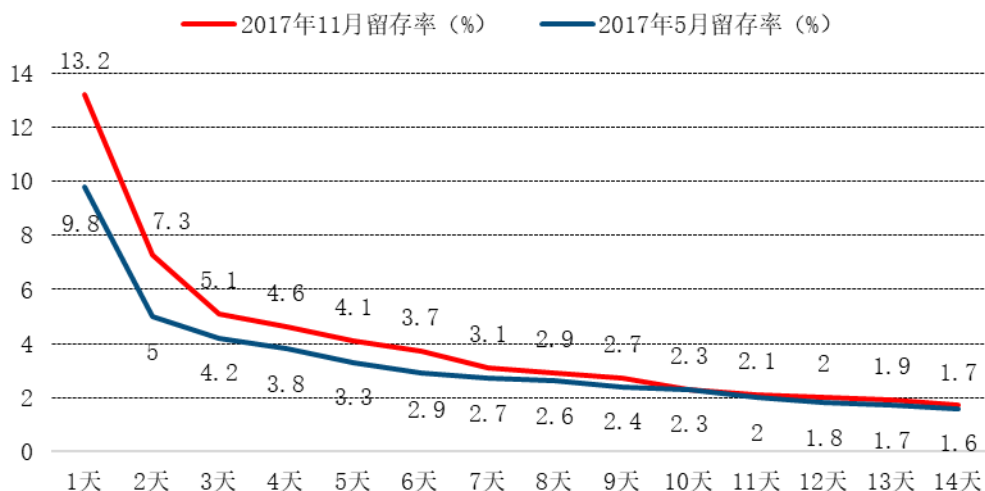
图表28： 小程序用户日均使用时长占比



资料来源：阿拉丁小程序统计平台，中信建投证券研究发展部

留存率方面，小程序用户粘性提高，1-14 天用户留存率半年内均获得不同程度的增长，留存水平显着提升。小程序在 2017 年 11 月的次日、7 日、14 日留存率分别是 13.2%、3.1%和 1.7%，相较 2017 年 5 月的 9.8%、2.7%、1.6%，分别增长 3.4、0.4、0.1 个百分点，短时间留存率提升幅度较大，部分证明小程序短期活力极强。

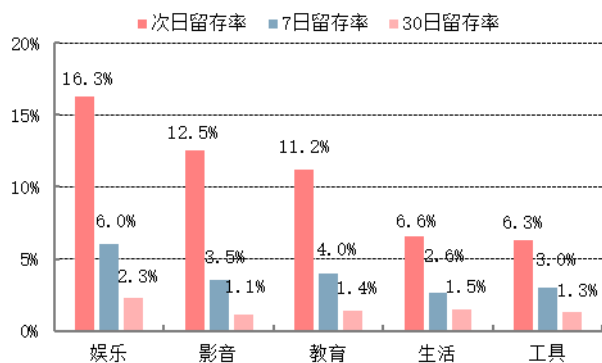
图表29： 2017M5、2017M11 小程序用户留存率情况



资料来源：阿拉丁小程序统计平台，中信建投证券研究发展部

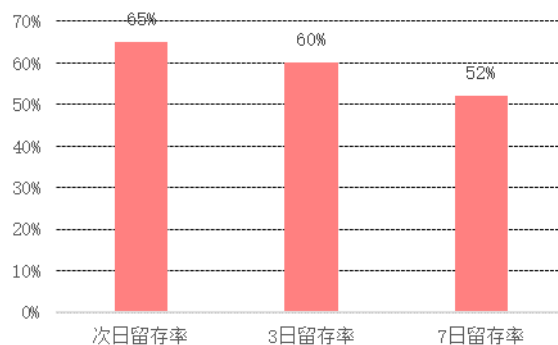
从整体水平来看，用户留存率在前三天衰减速度较快，两周后留存率较低；纵观全产业，各类小程序都呈现出上述趋势。而从各细分类别分布来看，娱乐影音类小程序留存率数据较为抢眼，部分证明小程序趋向填补用户的碎片化时间，而娱乐影音为这种目标提供了良好的内容支持。另一方面，头部小程序的留存率水平极高，且次日、3日、7日留存率水平差别较小，以代表性小程序“跳一跳”为例，各时限留存率均超过 50%。

图表30： 2017M7 各类小程序用户留存率情况



资料来源：BiaNews，中信建投证券研究发展部

图表31： 代表性小程序“跳一跳”用户留存率情况



资料来源：知晓程序&白鹭科技，中信建投证券研究发展部

头部小程序行业分布集中于游戏、零售电商（网络购物）、图片摄影及工具等类型。其中，游戏类小程序（以下简称“小游戏”）自 2017 年 12 月飞速增长，在 2018 年获得大爆发，连续四个月在阿拉丁平台 TOP100 榜单中占比超过 30%；网络购物类小程序位列第二，占比保持在 10%以上。其中，小游戏“跳一跳”自推出至今一直高居榜首，电商类小程序“拼多多”亦数月位居前十榜单。两大行业在小程序领域占比较高的原因有以下两点，一是变现模式、变现渠道较为清晰，游戏类小程序通过内购、广告等模式实现变现，网购电商的直接导向即为购物变现；二是行业形势符合 C 端用户碎片化时间的娱乐和消费需求，用户利用小程序进行 3-5 分钟的休闲娱乐、浏览购物，即点即玩，即看即买，精准实现需求满足。

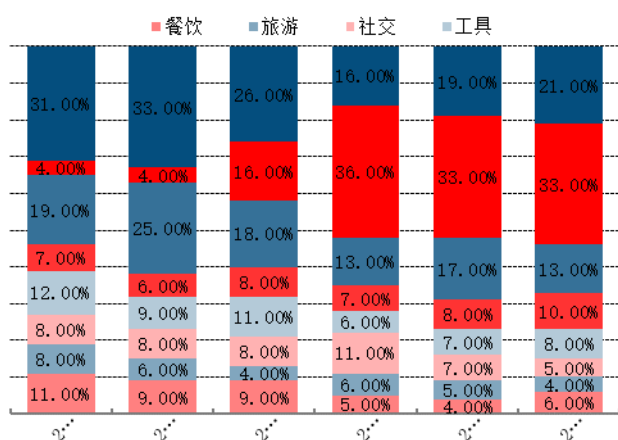
除游戏、网购电商之外，图片摄影及工具类小程序同样势头强劲。数据显示，在图片摄影方面，以“珍贵



相片集 Lite”“黑咔相机”“卡瓦音乐相册”等占据头部地位；在工具类小程序中，以“收款小账本”及各类“充电”型小程序为先。除此之外，出行类小程序在 TOP100 虽占比较低，但排位极为靠前，“摩拜单车”“ofo 小黄车”等小程序连续数月占据 TOP20 榜单。

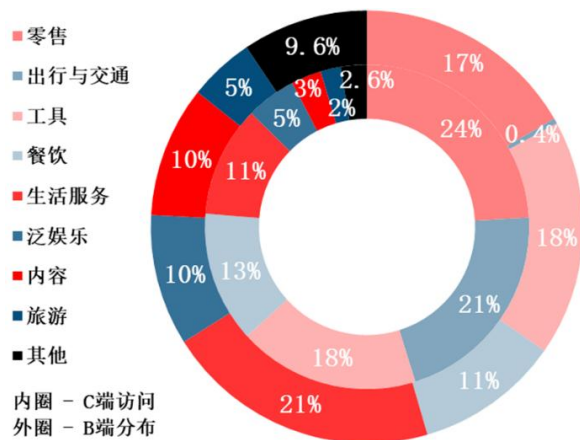
微信小程序 C 端访问与 B 端分布情况有较大差别，其中，C 端用户访问占比首位为零售类，占比达 24%；B 端分布占比首位为生活服务类，占比达 21%。二者占比差别最大的小程序类别为“出行交通类”，对于 C 端访问比重高达 21%，B 端分布仅达 0.4%，主要是共享单车带动 C 端使用。差别最小的则是“新物种”工具类小程序，B 端分布及 C 端占比均为 18%，该类小程序大多只在小程序的形态中存在，完全符合初定产品设计。

图表32： 2017M9-2018M4 小程序 TOP100 榜单分类对比



资料来源：阿拉丁小程序统计平台，中信建投证券研究发展部

图表33： 微信小程序 C 端用户访问及 B 端分布占比情况



资料来源：知晓程序&白鹭科技，中信建投证券研究发展部

## 产业链：上下游逐步完善，核心在于小程序运营

小程序仍处于发展初期，正在逐步完善其产业链，目前已形成了以上游技术支持商、中游小程序运营商、第三方服务商、下游 C 端用户的全产业链。

(1) **上游技术支持商**：上游产业包括定制开发商、小程序模板提供商、小程序插件提供商、云服务商等，其中，定制开发商提供全套的小程序设计开发，代表性公司包括咫尺网络、凸赞科技等；小程序模板、插件提供商能够为小程序的开发提供模板参考与插件业务，方便小程序运营商快速便捷地进行程序搭建与运营维护，代表性公司包括有赞、即速应用、小神推、芝麻小客服等；云服务商提供云服务支持，代表公司包括腾讯云、LeanCloud 等。

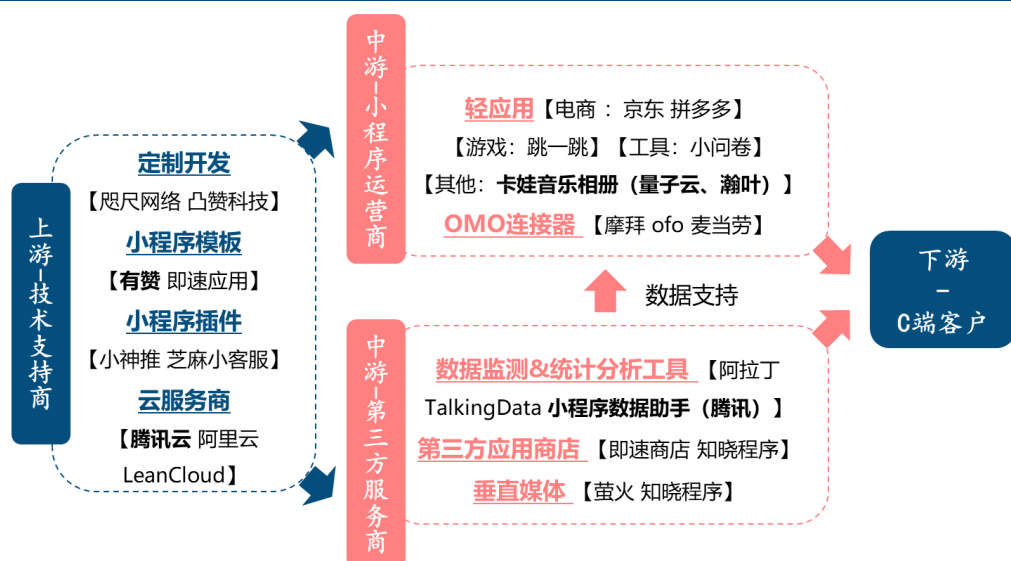
(2) **中游小程序运营商**：中游的小程序运营商是小程序全产业链的核心与关键，可大致分为轻量级应用及 OMO 连接器两类。其中，轻量级应用可实现信息呈现及简单的 UI 交互，OMO 连接器则成为最便捷的线上线下连接渠道，通过“无需下载”“即开即用”的方式贯通“线上-移动端-线下”，快速实现线下点餐、共享单车等场景的运作。

(3) **中游第三方服务商**：中游的第三方运营商主要包括数据监测及统计分析工具、第三方应用商店、垂直媒体等，其中，数据监测及统计分析工具主要为小程序提供后台数据检测与分析支持，代表性公司包括阿拉丁、

TalkingData 及腾讯官方推出的小程序数据助手等；第三方应用商店类似于 app 应用商店，收录当前最新最热门小程序，汇集各行业小程序案例及评测，代表性公司包括即速商店、知晓程序等；垂直媒体主要聚焦于小程序产业，代表性公司包括萤火、知晓程序等。

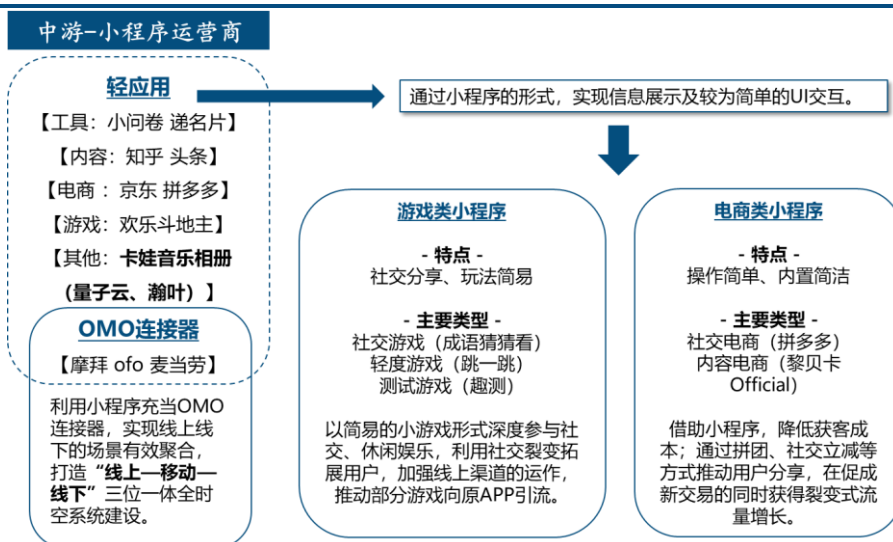
(4) 下游 C 端用户：下游用户通过向中游小程序浏览、使用、付费等方式参与小程序时长，随着 C 端用户对小程序的使用习惯的养成和小程序内容的延展及功能的拓展，市场将形成较快速的增长和正向循环。

图表34： 小程序产业链



资料来源：鲸准研究院，中信建投证券研究发展部

图表35： 小程序产业链中游小程序运营商详解



资料来源：鲸准研究院，中信建投证券研究发展部

## 为什么小程序能实现流量内部流转与智慧零售，解决腾讯的难题？

### 小程序构建完整生态，操作闭环实现流量内部循环

外部链接分享对于对微信来说是一把双刃剑。与其他公司相比，微信可以利用自己强大的熟人社交，通过转发、分享外部链接来提供更丰富的服务。虽然一方面外部链接能够给用户提供更多服务，提高了用户体验，用户使用微信的次数肯定会上升；但是另一方面，这些用户会被这些第三方链接引导到第三方的应用上，形成使用习惯后会把时间停留在第三方应用中，从而降低了微信的使用时间。造成这种状况的原因是小程序出来之前，微信虽然拥有庞大的社交网络（朋友圈）、内容生产传播体系（公众号）以及便捷的支付体系（微信支付），但是还不能与第三方服务无缝融合。小程序的出现丰富了微信可提供的服务种类、提升了微信生态的服务效果，从而构建了完整的微信生态。

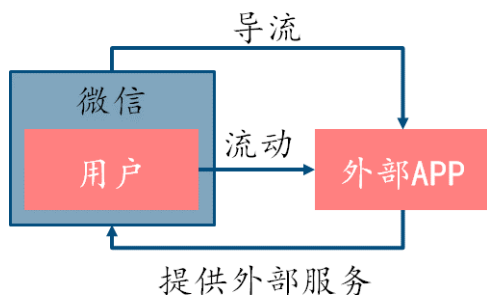
图表36： 小程序构建完整生态



资料来源：中信建投证券研究发展部

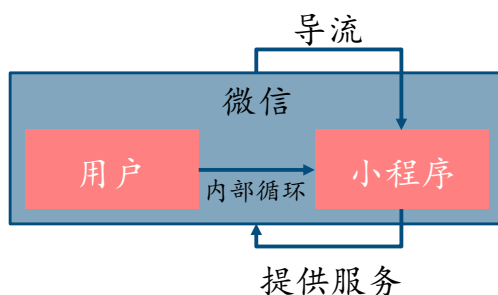
小程序实现操作闭环，开启流量内部循环。一个典型的流程是：用户通过公众号或好友分享被引流到某个小程序（如拼多多小程序）→在小程序内购买→通过微信支付→再一次分享，整个过程不用离开微信，而且突出了微信支付。而且因为这一消费需求是看到分享而产生的，所以对社交网络有很高的依存性。再加上微信“去中心化”的策略，不做内容分发中心，即不给特定头部小程序或公众号导流。我们认为这种“去中心化”的策略让微信中的头部小程序的成长难度变大，避免他们成为微信内部的“超级应用”而带走流量。由于流量在内部流转，小程序的推出会增强用户的粘性，增加了用户使用时间。

图表37： 小程序推出前微信流量二次分发过程



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表38： 小程序推出后流量二次分发实现内部流转



资料来源：中信建投证券研究发展部

初步统计，小程序未来有望替代 30% 的 App。小程序对于不同类别的应用有着不同的影响，主要可以概括为替代与导流。对于低频使用的轻应用，如计算器、手电筒、群发助手等工具软件，小程序具有天然替代其的优势；对于低频使用的重应用，端游和手游、专业修图、剪辑软件，小程序很难替代其功能；当重应用的使用频率提高，例如 QQ、微博、淘宝等，小程序则几乎不可能替代其功能；对于一些高频使用的轻应用如 QQ 音乐等听歌软件、饿了么等外卖软件以及超级课程表这样的教育工具型软件，小程序则可能会替代部分主要功能，同时也具有导流作用。根据艾瑞咨询数据，将 MAU<100 万定义为低频应用，则目前移动应用分为低频轻应用(占 29.06%)、高频轻应用(占 46.38%)、低频重应用(占 3.54%)和高频重应用(占 21.02%)。其中，低频轻应用占比接近 30%，也就是说目前应用中有 30% 应用未来将会被替代。

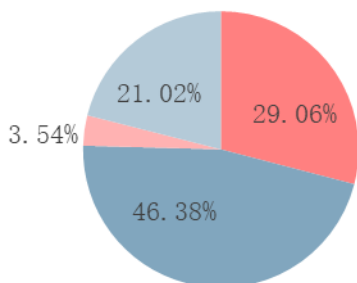
图表39： 小程序对于不同类型应用的影响



资料来源：中信建投证券研究发展部

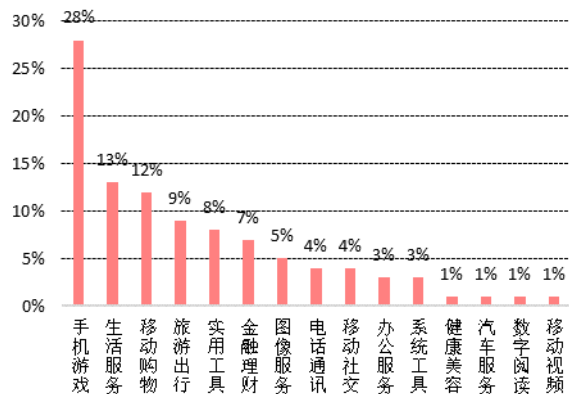
图表40： 移动互联网中不同应用的分类

■ 低频轻应用 ■ 高频轻应用 ■ 低频重应用 ■ 高频重应用



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表41： 2018M3 规模 Top100 小程序细分行业情况



资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

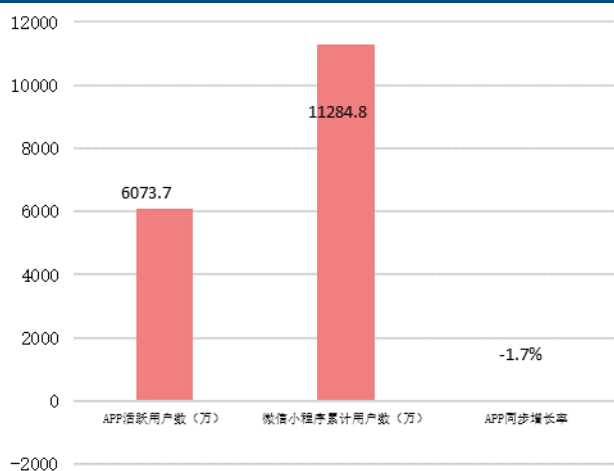


小程序对手机小游戏、生活服务、移动购物和旅游出行等领域轻应用具有替代作用。以欢乐斗地主和猫眼为例：

**欢乐斗地主：**2018年3月，欢乐斗地主 App 的 MAU 为 6073.7 万，而微信小程序累计用户数已达 1.13 亿。同款微信小程序的出现让手机 App 的同步增长率下降 1.70%。所谓同步增长率是指推出小程序后，小程序的 MAU 增长量与 App 增长量的比值。欢乐斗地主的同步增长率为负，说明了小程序 MAU 增长而 App 的 MAU 负增长。小程序的出现让 App 用户减少，更多的用户选择直接在微信小程序里玩欢乐斗地主而不是专门下载一款应用。

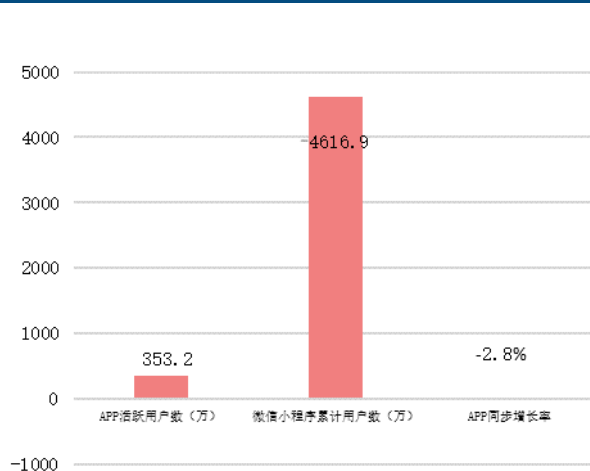
**猫眼：**2018年3月猫眼 APP MAU 为 353.2 万，而同期小程序的 MAU 为 4616.9 万，是 APP MAU 的 13 倍。且 APP 的同步增长率为-2.8%，说明小程序在为猫眼带来巨大流量的同时也使 APP 流失了一些用户。越来越多人偏爱“无需下载，扫码即用”的小程序，而不愿意专门下载独立猫眼软件。

图表42： 2018M3 欢乐斗地主 APP 与小程序用户规模对比



资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

图表43： 2018M3 猫眼 APP 与小程序用户规模对比



资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

**流量内部循环开启，“社交+服务”实现多元化变现。**比如电商可以流量变现的有效途径之一。小程序还可以借助微信的支付便利性，创建线上线下实体交互的新零售/餐饮购物方式，将线下消费者转移到线上实现变现。小程序还可以利用人们的零碎时间来学习，不仅有著名英语学习 App 如百词斩、扇贝等进驻，其他类型的知识付费平台(如知识星球等)也吸引很多流量。多类型的广告也是变现的重要渠道。小程序中不仅有视频插入型广告与页面广告位出租，还有游戏内嵌广告。例如，此前火爆朋友圈的小游戏《跳一跳》上线一个月 DAU 超 1 亿后，就有麦当劳、耐克等品牌植入广告。小程序还可以有小工具付费、特殊服务费等多种小众变现形式。

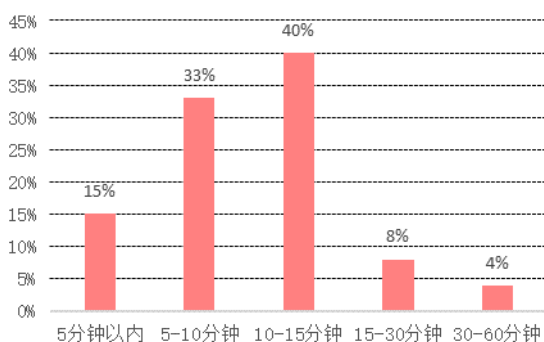
图表44： 小程序的多种变现方式



资料来源：小程序，中信建投证券研究发展部

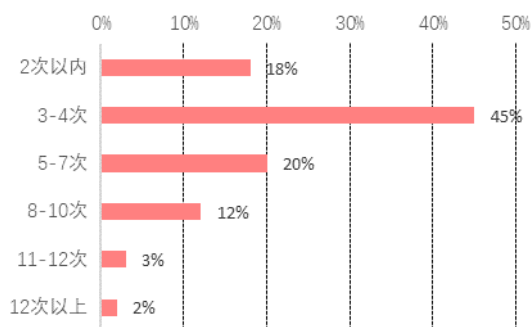
“广告+游戏道具”，微信小游戏迎来流量变现。小游戏开放后 4 个月，累计用户已经达到 4.57 亿人。游戏契合了用户消费时间碎片化特点，且休闲社交类的小游戏占据主导地位。根据阿拉丁统计数据显示，小程序游戏玩家平均每日打开 3-4 次，占用 15 分钟以内时长。用户碎片化消费习惯较为明显。另外，Top200 上榜的 47 个游戏中，基本都是以休闲社交类的小游戏为主(除此之外只含有一款角色扮演游戏及一款竞技游戏)；这些休闲社交类小游戏很好的满足了用户消费碎片化的特点。小游戏利用了用户的碎片化时间，提高了用户停留在微信中的时长。

图表45： 玩家平均每天使用时长



资料来源：阿拉丁小程序统计平台，中信建投证券研究发展部

图表46： 玩家平均每天使用频次



资料来源：阿拉丁小程序统计平台，中信建投证券研究发展部

广告变现是微信小游戏目前主要变现方式之一。目前主流的广告类型有：1）横幅（Banner）广告。横幅广告一般放置于小程序页面下方，游戏开发商按照点击量向广告商收费。2）视频广告。游戏开发商一般通过提供奖励的方式（游戏金币、虚拟道具等）激励用户观看广告视频。3）游戏广告。游戏开发商将广告作为游戏元素融入游戏当中。最为典型的例子便是“跳一跳”小游戏中的跳台广告。该类型广告按照天数向广告商收费。

图表47： 微信小游戏广告类型



横幅广告

视频广告

游戏广告

资料来源：跳一跳，星途 WeGoing，中信建投证券研究发展部

游戏道具购买同样是小游戏的变现方式之一，目前安卓系统已可以实现小游戏道具内购。微信为安卓系统的小游戏用户提供购买虚拟道具的渠道，从而换取渠道技术服务费。当然，小游戏的开发商同样能通过销售虚拟道具获得一定的收入。该变现模式类似于 APP Store 的应用内付费分成，拥有强大渠道的苹果对每笔 APP Store 应用内付费收取 30% 的收入分成。

图表48： 微信小游戏道具内购（目前仅对安卓系统开发）



资料来源：海盗来了，中信建投证券研究发展部

**腾讯与小游戏开发商的分成方式：**1) 广告变现——小游戏广告单日流水收入在 10 万以内的部分，游戏开发商与腾讯按照 5:5 分成。小游戏广告单日流水收入在超出 10 万的部分，游戏开发商与腾讯按照 3:7 分成。2)

游戏道具内购——小游戏道具销售单月流水 50 万以内的部分，游戏开发者分得全部收入而腾讯不参与分成。小游戏道具销售单月流水超出 50 万的部分，游戏开发商与腾讯按照 6:4 分成。

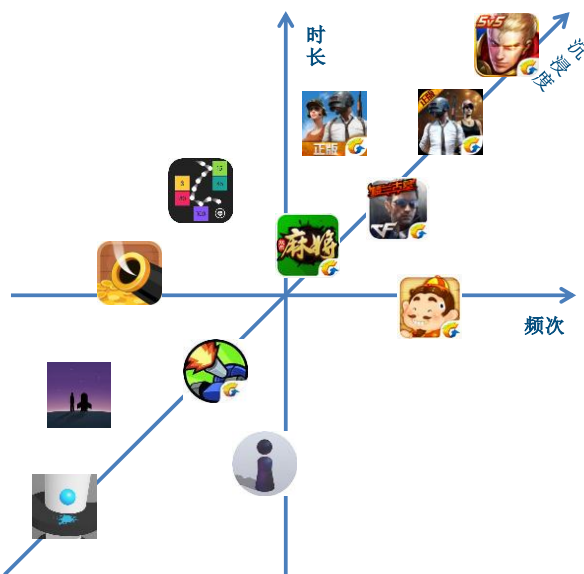
图表49： 腾讯与小游戏开发者的分成方式

变现方式	流水收入	分成方式
广告变现	单日流水 10 万以内的部分	游戏开发者分得 50%，腾讯分得 50%
	单日流水超出 10 万的部分	游戏开发者分得 30%，腾讯分得 70%
游戏道具内购	单月流水 50 万以内的部分	游戏开发者分得 100%，腾讯不参与分成
	单月流水超出 50 万的部分	游戏开发者分得 60%，腾讯分得 40%

资料来源：微信公开课，中信建投证券研究发展部

微信小游戏并与腾讯的拳头手游之间竞争并不突出，相反还能为自家的大型手游进行导流。腾讯最火爆的几款手游几乎都属于高沉浸度手游（高使用时长，高使用频率，在图谱中的位置偏右上方），而微信小游戏的沉浸度则较低（图谱中的位置偏左下方）。正如我们前面所说，微信小程序更有可能替代低频、低沉浸度的 APP，而不太可能替代高频 APP。我们认为，小游戏并不会与腾讯的主要手游产品产生竞争，相反还能通过小程序为自家的大型手游进行导流。

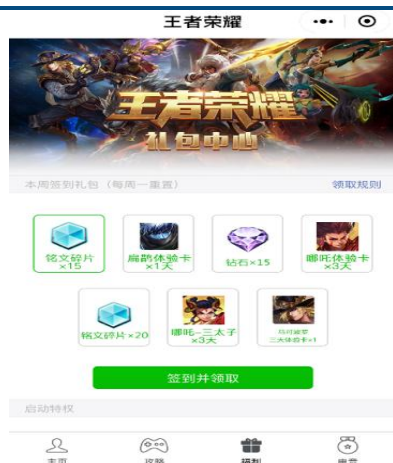
图表50： 游戏沉浸度图谱



资料来源：中信建投证券研究发展部

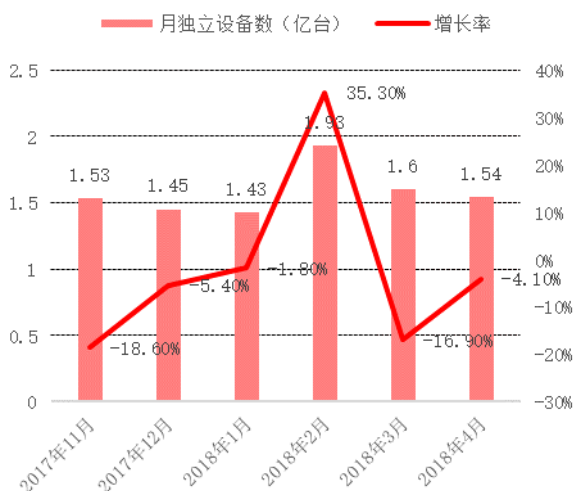
微信小程序推出游戏专属福利，为王者荣耀导流。大型手游《王者荣耀》因代码包大小为 4M 的限制，令微信小程序无法替代 App。但《王者荣耀》小程序有福利措施及攻略讲解等功能，却带来了一定的导流效应。根据阿拉丁数据显示，推出《王者荣耀》小程序后 App 的同步增长率也较高；2018 年 3 月，《王者荣耀》App 的活跃用户数提高了 25.9%，小程序的导流效应凸显。

图表51： 王者荣耀微信小程序福利



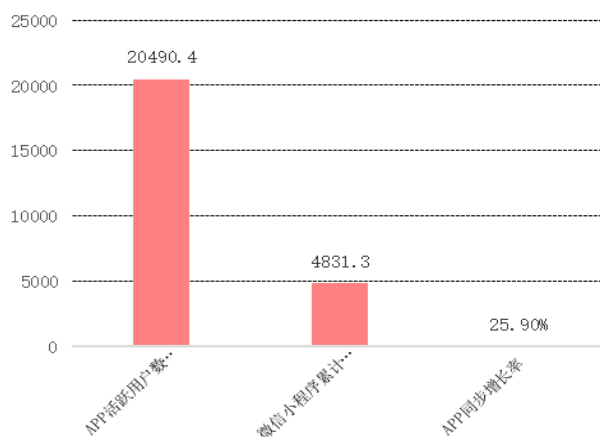
资料来源：小程序界面，中信建投证券研究发展部

图 62：2017M11 月至 2018M4 王者荣耀月独立设备数



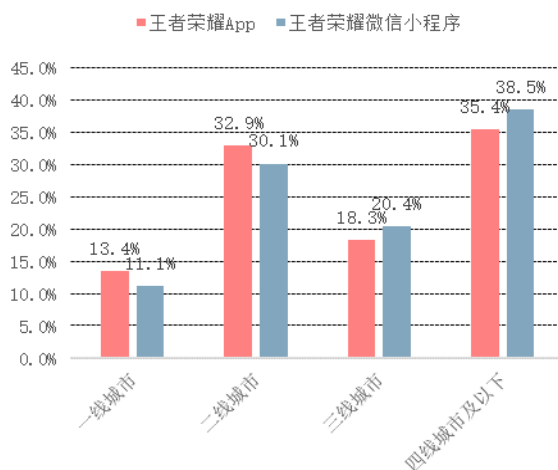
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表52： 2018M3 王者荣耀 APP 与小程序用户规模对比



资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

图 63：王者荣耀 APP 与微信小程序用户城际分布

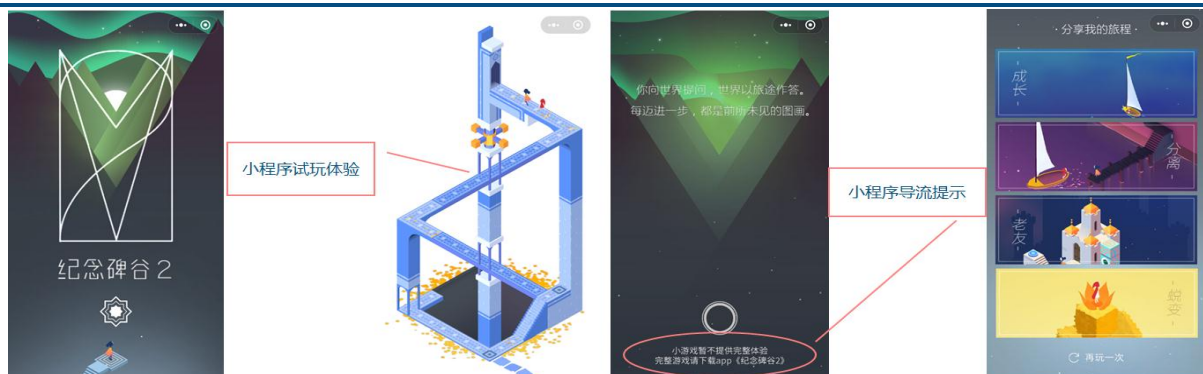


资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

小程序游戏提供试玩体验，同样为《纪念碑谷 2》导流。重量级 APP《纪念碑谷 2》借助小程序的轻量化特点上线了小程序，通过吸引用户试玩并在结束后提醒用户下载 App 来获取流量。随着部分玩家对游戏的沉浸，会为 App 带来一定的流量。



图表53： 纪念碑谷 2x 给自己的成长语录小程序

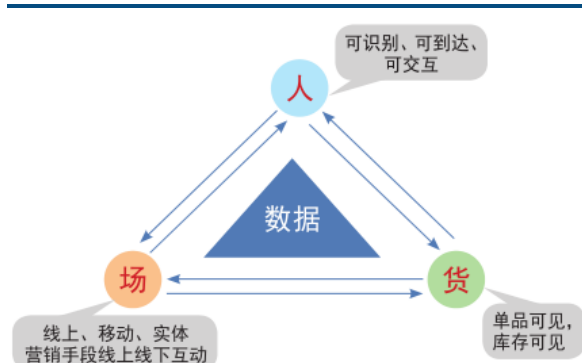


资料来源：小程序界面，中信建投证券研究发展部

## 小程序连接一切，补上智慧零售最后短板

阿里的新零售与腾讯的智慧零售，本质上都试图将庞大的线下消费纳入自己的交易体系。从工厂到消费者，中间的供应链环节包含了物流、信息流和资金流。从传统的线下零售环节来看，一手交钱一手交货的模式只有有限的资金流和有限的物流，信息被淹没。在新零售和智慧零售的场景下，客户通过移动支付、在线下单，企业通过物流配送，实现物流、信息流和资金流的统一与融合。此外，通过数字化的仓储管理，可以实时进行库存管理，实现拣选路径优化、预先送货、商品进库指导等功能。客户线上下单后，可以从距离客户最近的门店配送，最快实现一两小时内送货上门。线上线下不再对立，顾客可以选择最方便的方式购物，而不管是线上还是线上下单，“三流”都被完整地保存下来，并进入系统完整进一步的优化配置。而阿里和腾讯通过大数据、云计算、人工智能等技术构建的平台，为“三流”融合提供了完善的支撑，同时也将“三流”纳入了自己的体系中。

图表54： 新零售下“人、货、场”将在线化、数据化



资料来源：互联网经济，中信建投证券研究发展部

图表55： 传感器和物联网提升门店消费体验

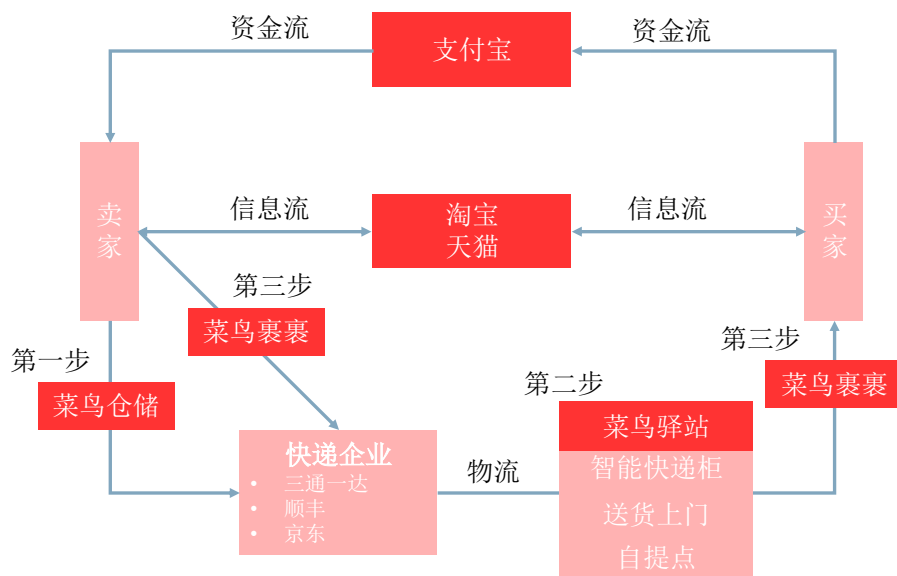


资料来源：麦肯锡，中信建投证券研究发展部

阿里的新零售是现有电商业务的延伸，特别适合既有线上、又有线下业务的商家。天猫、淘宝上有成千上万的商家，阿里通过菜鸟网络、货舱前置、线下商铺与线上商铺数据打通的方式，提高商家的存货周转率、配送效率。以配送为例，在传统的线下零售阶段，产品从工厂发出，需要通过经销商、直营店或加盟店，最终通过零售门店销售，这是物流 1.0 时代。随后，电子商务兴起，线下零售与线上零售共存，但是二者并不连通，

形成多仓独立库存，表现在顾客线上下单后，商家要从电商仓发货，调拨周期较长。新零售打通了线上、线下库存，既丰富了线上 SKU，又盘活了线下库存，同时距离买家更近，时效更快，有些甚至能做到在门店覆盖范围内实现当日配送。

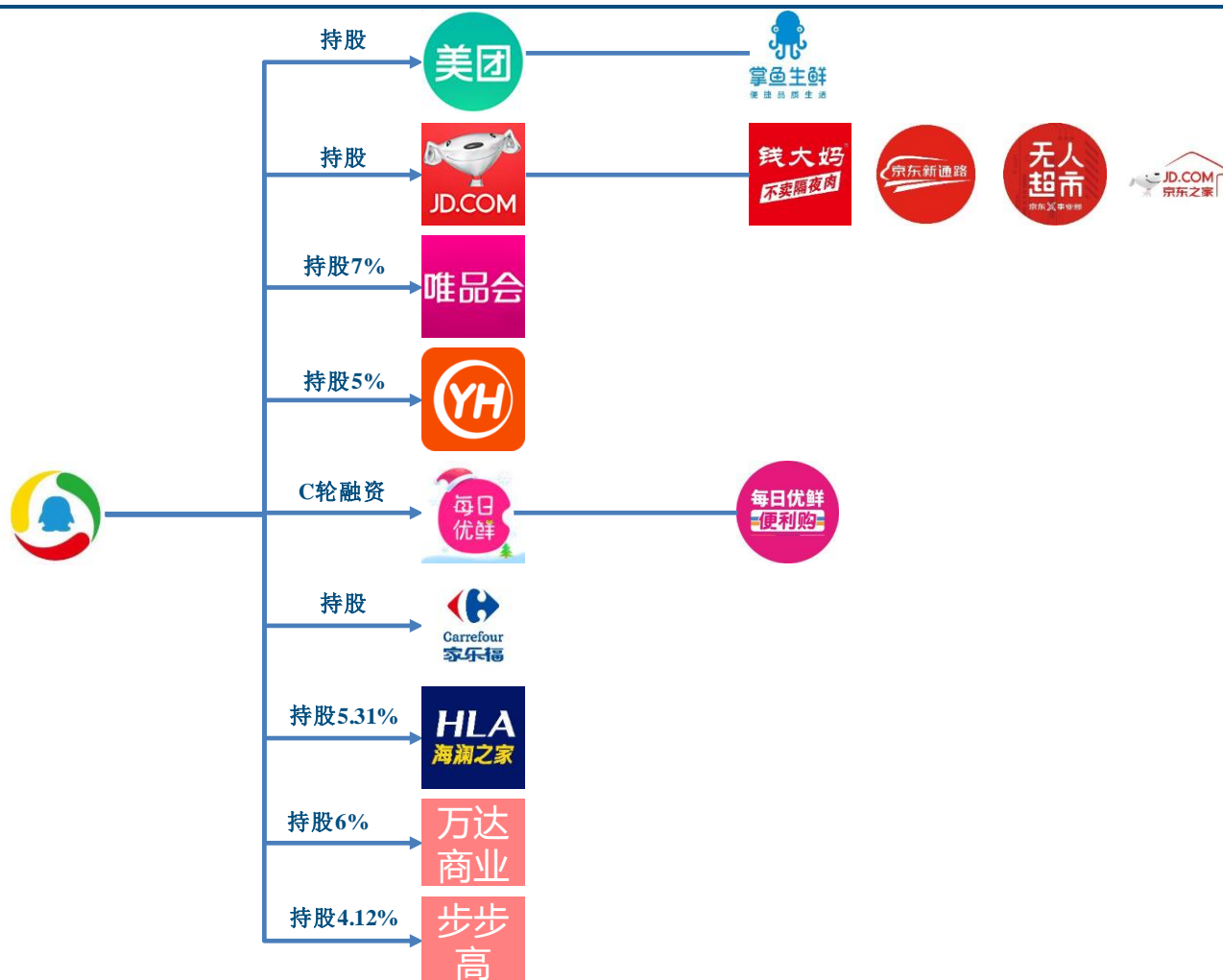
图表56： 阿里巴巴的“三流”融合



资料来源：中信建投证券研究发展部

**腾讯“去中心化”思路，积极布局智慧零售。**一方面，腾讯先后投资了美团、京东、唯品会、永辉、海澜之家、万达商业、步步高等线上线下零售企业，增加合作伙伴。另一方面，提供了小程序、公众号、移动支付、腾讯云、企业微信、社交广告、礼品卡、金融服务、优图 AI 技术以及视频、直播等全产品线的支持，为智慧零售提供了完善的技术支撑。如果说阿里的“新零售”是阿里定义了应用场景，那么腾讯的“智慧零售”是提供了多种工具给商家，由商家自己定义应用场景。因此应用场景的丰富程度超过阿里的新零售。

图表57： 腾讯智慧零售的投资布局



资料来源：腾讯，中信建投证券研究发展部

腾讯的智慧零售提供更底层的技术支持，帮助线下门店全面实现数据化和智能化。与阿里相比，腾讯少了电商基因。因此从线上走到线下，利用线下导流的逻辑并不适合腾讯。而且线下的消费，除了以“下单→配送→收货”概括的这种场景外，还有很多其他场景，比如在店内餐饮（而非外卖）、民生缴费、政务、交通等。腾讯利用大数据、云计算、人工智能等技术能力，为商家提供了公众号、移动支付、腾讯云、企业微信、社交广告、礼品卡、金融服务、优图 AI 技术以及视频、直播等全产品线的支持。比如商家可以利用腾讯的社交广告、视频、直播等实现品牌营销与推广，利用腾讯云的深度 ID 识别、用户画像描述、用户动线分析等。

图表58： 腾讯为智慧零售提供丰富的产品支持

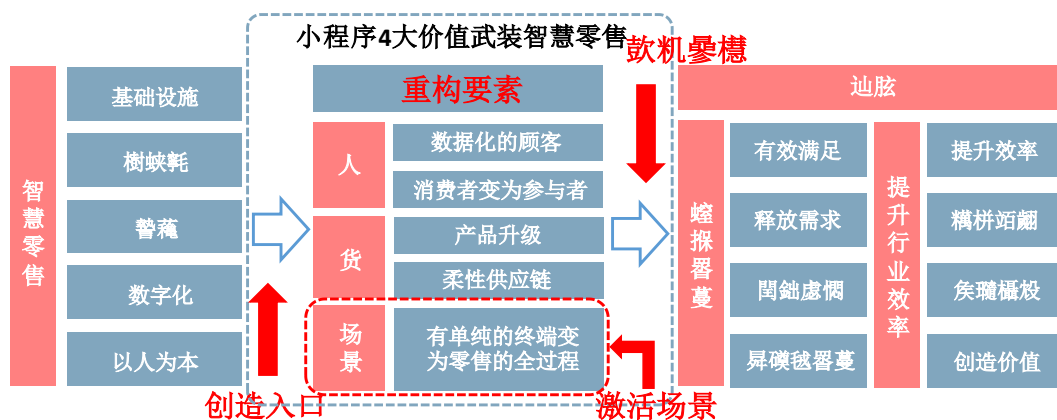


资料来源：腾讯，中信建投证券研究发展部

小程序打通用户的线下属性与线上属性，实现智慧零售闭环。虽然腾讯构建了完善的支撑体系，但是还缺少一个将线下用户属性与线上用户属性连通的桥梁，“万事俱备只欠东风”。比如用户在线下购物，虽然通过微信支付（具备线上用户属性），但是再想点进去找一下之前去了哪些店铺，买过什么东西却没有记录。小程序的出现完美的解决了这个问题，通过不同商家的小程序，用户的消费记录可以很好的保留，可以查看自己去过哪些店，买过哪些商品，复购的方便程度跟网购一样。对于商家而言，“微信支付+小程序”打通用户线上与线下属性，微信支付后即成会员，帮助商家实现多场景贯通、更精准的会员运营模式。在此基础上，大数据运营顺理成章，商家可以更清楚地了解自己消费的场景偏好、消费能力、购买喜好等，可以利用腾讯的社交广告、视频、优惠券等进行更精准的营销。

概括起来，小程序有4大价值：创造入口、激活场景、重构要素、连接一切。(1)建立线上与线下的入口，从而将10亿的微信用户导入线下商家；(2)借助多样的功能激活用户场景，将微信由单纯的支付终端变为零售的全过程。(3)小程序的多样化场景重构了人、货、场景三重要素：人层面——小程序互动让消费者变为参与者，也可以轻松实现顾客数据化；货层面——小程序通过联动线上线下实现产品升级，也可以拼货功能通过联动众多商家构建柔性供应链；场层面——线上线下消费边界的打通。(4)连接社交、购物、交通、住宿、娱乐、学习等所有人们生活中重要场景，可谓连接一切。

图表59： 小程序4大价值实现智慧零售闭环



资料来源：中信建投证券研究发展部

## 小程序开拓线下海量应用场景

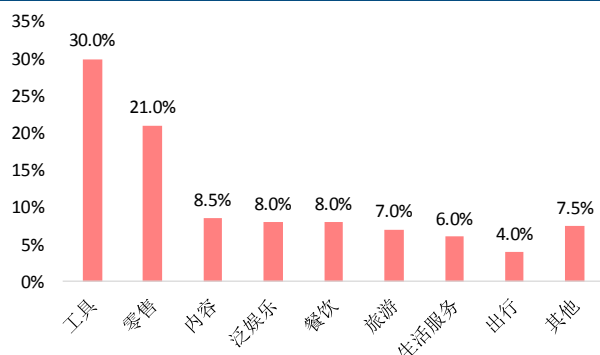
微信小程序可以应用到生活中的各个场景，包括电商、工具、旅游、教育、出行、医疗、餐饮、游戏等。其应用场景的丰富程度超过阿里的新零售。

图表60： 小程序拥有丰富的应用场景



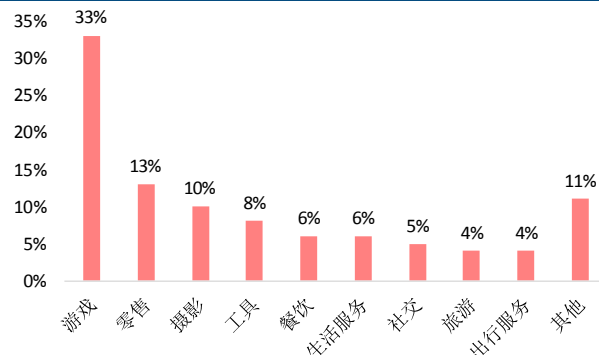
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表61： 2017 年小程序 TOP200 类型分布



资料来源：阿拉丁，中信建投证券研究发展部

图表62： 2018 年 4 月小程序 TOP100 类型分布



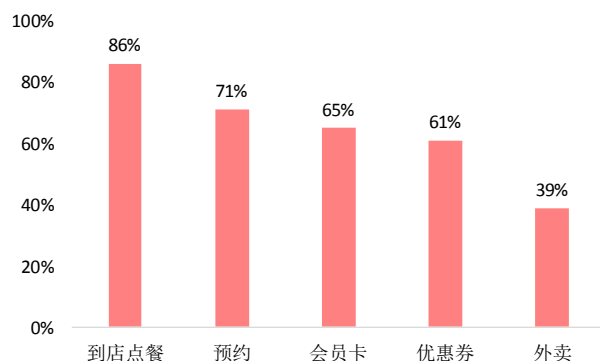
资料来源：阿拉丁，中信建投证券研究发展部

### 场景一：O2O 线下点餐

在餐饮场景，小程序主要用于线下点餐。根据即速应用的统计，餐饮类小程序使用频率最高的功能是到店点餐，该功能的使用率达到了 86%。在 O2O 线下点餐场景下，用户进店消费，通过扫码进行小程序点餐、线上付款，消费结束后可直接通过线上获取电子发票、优惠券、立减金等。小程序在解决等位排队、买单付款等一系列问题的同时，线下商家可利用小程序数据进行客户消费分析、基于 LBS 的信息推送等。以小程序“i 麦当劳”为例，页面包括积分商城、点餐、麦有礼等板块，并设有线上客服，其中，“麦有礼”利用社交礼品卡的方式激发用户购买欲望，“积分商城”通过积分兑换优惠券的活动，提供福利，促进会员注册和积分兑换。在 2017 年 2 月至 12 月期间，餐饮类小程序的流量一直不断上升，且增速整体呈现加快的趋势。餐饮类小程序的潜力在未来有望进一步被挖掘，借助于小程序的点餐或将被更多餐厅应用。

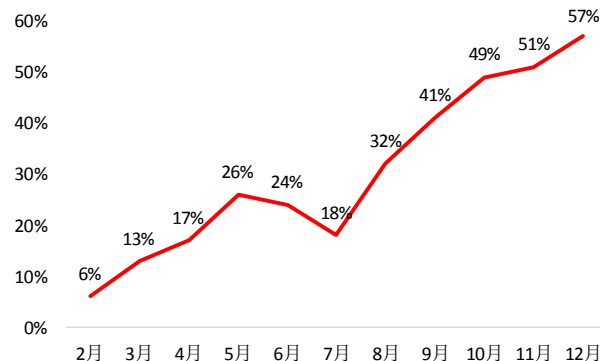


图表63： 餐饮类小程序主要功能使用率



资料来源：即速应用，中信建投证券研究发展部

图表64： 2017 年餐饮类小程序月平均流量增长环比

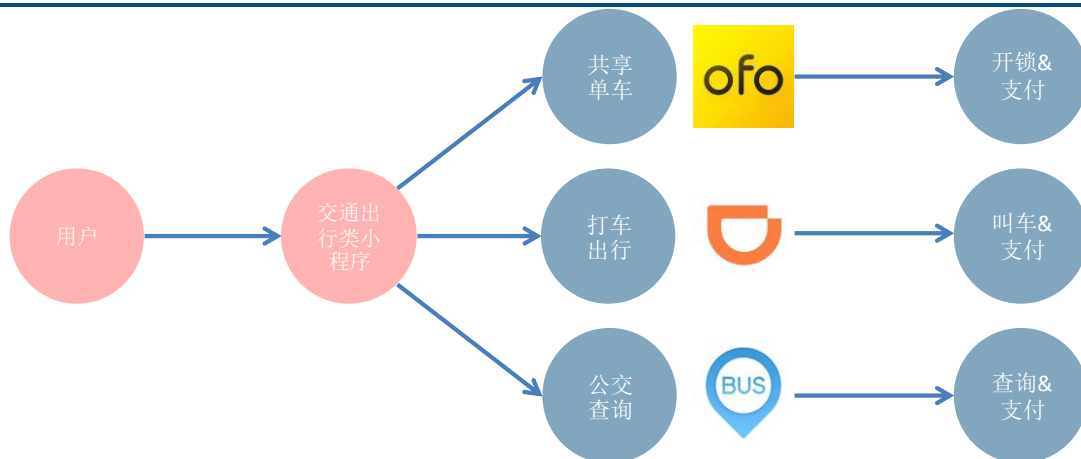


资料来源：即速应用，中信建投证券研究发展部

## 场景二：出行

小程序在交通出行场景有多种应用，包括共享单车、打车出行以及公交查询。根据阿拉丁统计，近 95% 的共享单车平台都支持微信小程序扫码开锁。行业龙头 ofo 便充分利用了微信小程序以拓宽其用户基础。此外，微信小程序还能用于打车出行，向用户提供叫车以及支付的功能。小程序还能查询公交，典型的公交查询小程序有“车来了”。

图表65： 小程序在交通出行场景的应用

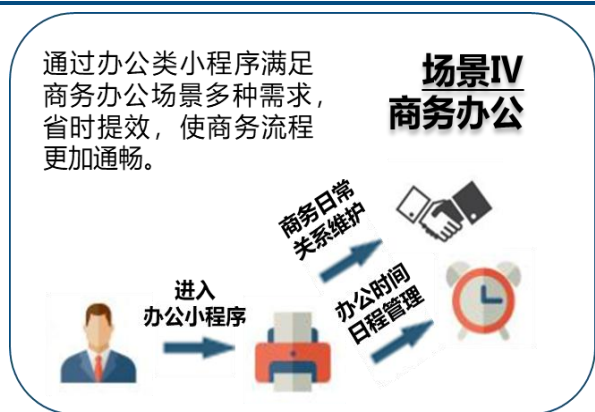


资料来源：阿拉丁，中信建投证券研究发展部

## 场景三：商务办公

在商务办公场景下，用户通过小程序进行商务日常关系维护及办公时间日程管理。通过办公类小程序满足商务办公场景多种需求，省时提效，使商务流程更加通畅。以小程序“递名片”为例，名片收发场景结合小程序特点，无需下载安装，在商务场景中直接互动；在各类场景中，通过无纸化名片交换，提升用户收发名片体验与效率。

图表66： 小程序在 O2O 线下点餐中的应用



资料来源：阿拉丁，中信建投证券研究发展部

## 小程序开启线上电商无限想象

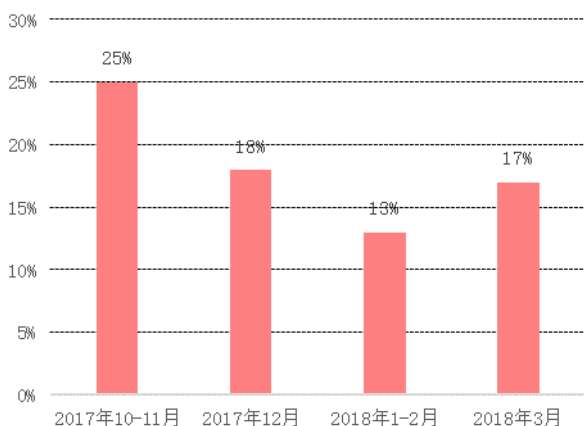
电商小程序从 2017 年 1 月上线以来发展迅猛。根据即速应用数据显示，电商小程序的流量环比保持高速增长趋势，最高可达 89%；95% 的电商平台都已接入小程序，有将近 10% 电商商家直接将小程序当作核心营收来源。与传统电商平台的同质化不同，电商小程序最大细分品类为团购，占比 29%，而其他细分品类分布更加均衡。小程序电商背靠微信 10+ 亿 MAU 和差异化策略赢得了用户青睐。2017 年 10 月至今年 3 月，网络购物类小程序 TOP100 上榜率维持在 20% 左右，18 年 3 月小程序 TOP100 上榜率为 17%。

图表67： 2017 年中国微信小程序电商应用发展历程



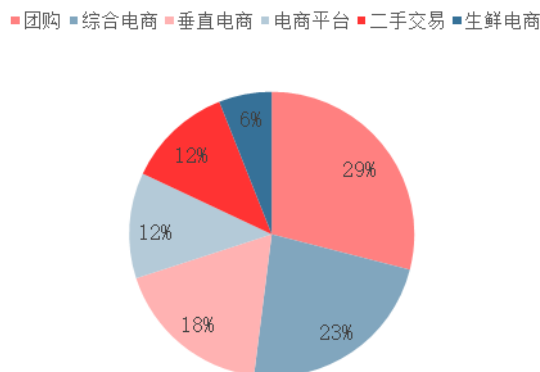
资料来源：艾媒咨询，中信建投证券研究发展部

图表68：网络购物类小程序 TOP100 上榜率对比



资料来源：阿拉丁小程序统计平台，中信建投证券研究发展部

图表69：电商类小程序细分品类分布



资料来源：阿拉丁小程序统计平台，中信建投证券研究发展部

相较于电商 APP，电商小程序在运营成本、推广营销、交易支付方面具有自身优势。电商小程序的开发运营成本低是电商小程序快速发展的重要因素之一。普通商家入驻电商平台需要缴纳保证金、软件服务年费、平台佣金、税收费用等，总额高昂；小程序只需支付相对低廉的店铺建设及维护成本、0.6%的支付费率以及每年 300 元的微信认证费用。在营销推广方面，传统电商平台商品同质化严重外加流量较为单一，其推广成本越来越高；小程序电商的推广更倾向于强社交的分享与推荐。根据即速应用数据，电商小程序面世以来 44%流量来源于用户的主动分享，公众号和发现的入口方式以 24%、15%分列二三位。另外，电商 APP 需要借助第三方支付平台完成交易，小程序则与微信支付相关联，实现便捷支付。

图表70：电商 APP 与电商小程序对比



资料来源：艾媒咨询，中信建投证券研究发展部

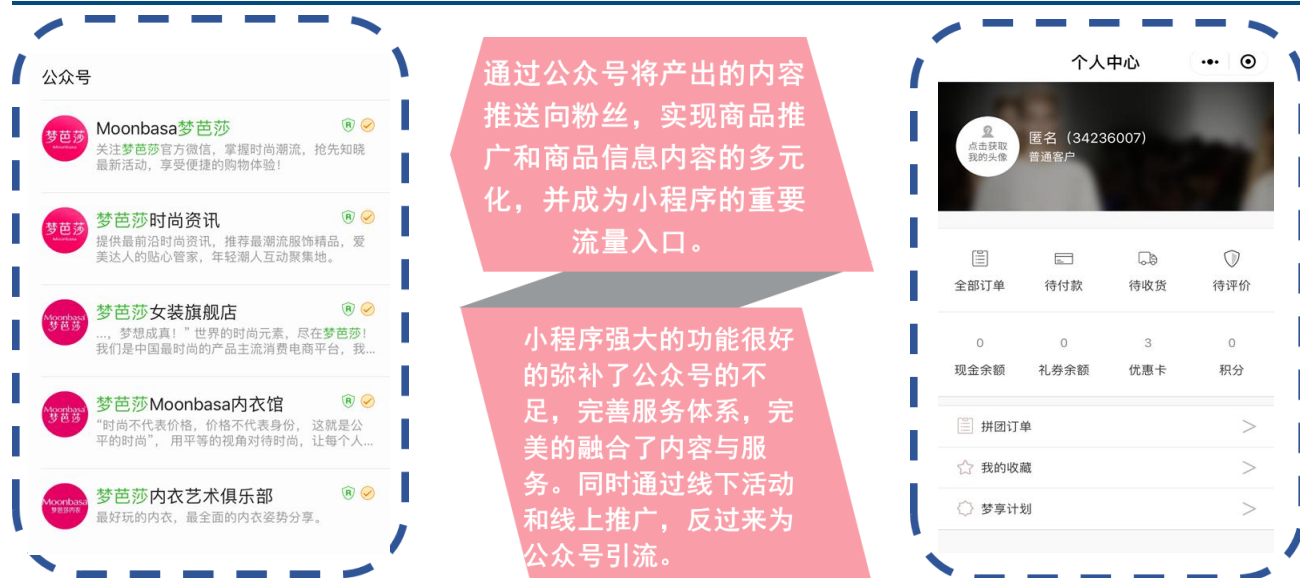
### (1) 公众号+小程序模式是内容生态+服务生态的有机结合

传统公众号单一生态体系正面临诸多问题。微信公众号发文总量趋向饱和，阅读量也开始下滑；以信息内容倾向型的功能设计使传统公众号在游戏、零售、社交等领域无法立足。同样功能服务不够丰富也使公众号的变现手段受到限制。到目前为止，公众号的变现方式依然非常有限，主要以电商营销、广告推广为主，变现方

式的局限也在很大程度上阻碍了公众号的发展。

在功能服务方面，小程序的出现极好地与公众号形成对接。根据《2017 微信数据报告》，微信公众号活跃账号数超过 350 万，公众号活跃粉丝数超过 7.9 亿。庞大的有效流量使公众号作为内容载体在小程序面世后，将成为电商发展极好的土壤。公众号与小程序的结合有多种方式：(1) 通过给公众号粉丝下发通知的途径，可以把部分公众号粉丝导入小程序，积累种子用户；(2) 公众号资料页和菜单栏展示提高小程序的曝光率；(3) 图文消息添加小程序卡片，插入文字链接或图片链接能够更加有效地推广小程序。微信公众号作为内容产出者，通过内容经营，积累有效流量；将产出的内容推送向粉丝，实现电商领域商品推广和商品信息内容的生态多元化，并成为小程序的重要流量入口。同样小程序拥有强大的功能服务设计、宽广的覆盖领域以及超过 60 个入口方式，实现线上线下有机融合，完美的串联起了内容与服务。通过线下活动和线上推广，反过来为公众号引流。

图表71： 内容与服务相融合，新型电商模式助力“梦芭莎”



资料来源：互联网公开资料整理，中信建投证券研究发展部

## (2) 电商×社交，成倍放大效果

传统电商基于弱关系环境，是主要以“商品”为核心的商业模式；电商小程序则基于微信的强社交环境，形成了以“人”为核心的商业模式。传统电商仅将消费者的需求与商品相结合；社交电商则是将消费者的需求与消费者自身的强社交关系联系起来。基于强关系的社交互动形成了新型社交电商独有的内部生态。在社交电商时代，消费的发生慢慢轻“内容”化，越来越依赖于基于强关系的“分享”、“拼团”等社交行为，甚至电商过程本身就是一个社交过程。因此，社交电商的潜力很大，极具挖掘空间。

目前，社交电商有多种玩法。(1) 典型社交型电商礼物说一直以来以“送礼”这一社交场景为核心理念。截止 2018 年 4 月底，礼物说小程序已经拥有 100 多万大众用户和超过 5000 名高端用户，次月留存率达 26%。在礼物说推出小程序之后，用户可以在小程序上挑选商品作为礼物，搭配祝福语放入红包中，再以微信的形式发送给微信群或好友。这种新颖的玩法也高度贴合了微信用户的社交习惯，从抢红包，变成抢礼物。礼物说先社交后电商的理念，更接近于“社交电商”的本质。(2) 在社交情境中，礼物并不是一种商品品类，而是一种与文

字、语音和微信红包一样的社交方式，天然地具有裂变传播的潜在能量。星巴克的社交立减金也起到了加强社交与需求的作用。用户邀请好友一起领取后，就能即刻领取“社交立减金”。通过强关系之间的现金实惠的分享，实现几何级数的社交裂变，增加商家的曝光率。(3) 拼团指必须邀请指定数量好友一起购买，才可享受优惠或福利的一种营销玩法，是常见的社交电商玩法。拼团跟小程序的结合将会把拼团拉新的价值进一步放大。将这三种玩法整合到一起，最典型的案例是蘑菇街女装精选小程序。(4) 分享集奖和分享砍价也是常见的社交玩法。除了以上 5 种玩法以外，只要能“刺激分享”，形成病毒式传播的玩法，都可以在小程序中做尝试。

图表72： 电商×社交多种运营方式



资料来源：互联网公开资料整理，中信建投证券研究发展部

### (3) 小程序电商后续想象空间无限

小程序基于用户景、物和服务三大类需求，未来想象空间无限。(1) 景即指各种线下休闲娱乐、办公场所等。未来，小程序在与大众休闲娱乐场所为主体的结合可以为顾客提供极大线下便利，“票务订购”、“场所服务消费”等功能都可小程序一键完成，由此产生的市场需求或不可小觑。(2) 物主要指物电商小程序。未来，越来越多的社交电商新玩法将会不断涌现；小程序作为载体，将“内容”与“服务”、“社交”与“商品”有机融合起来，并将其丰富化、多元化。(3) 服务狭义上指用户地理位置附近所提供的服务。未来物流体系更加完善，细化到每个服务性店铺；小程序通过用户地理信息或其他用户画像进行计算，对附近的服务进行筛选，并向用户提供更精确的服务指向；结合完善的物流体系，更为准确高效的满足用户需求，完成用户周边服务方面质的飞跃。在广义上，服务的范围极为宽泛，连接了人、景和物。基于上述三方面，小程序将完全打通线上、线下，实现用户身边一切触手可得，迎来“万物皆可小程序”时代。



图表73： 小程序电商还有哪些想象空间？

微信=附近的人+熟人+我=社交

淘宝=（远方的）物+物流+我=电商

大众点评=附近的店+我=线上导流，线下消费

饿了么=附近的餐饮+物流+我=外卖

小程序=附近的一切（物、景、服务）+我+（物流）= 线上、线下全打通（万物皆可小程序）



资料来源：互联网公开资料整理，中信建投证券研究发展部

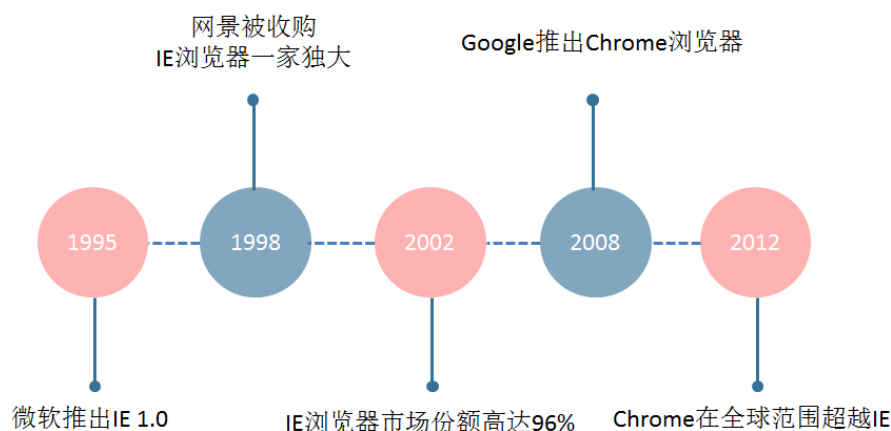
## 关于小程序的两点发散性思考

### 小程序能否主导应用分发，成为移动互联网入口？

正如上文分析，小程序有望替代低频使用的轻应用，如计算器、手电筒、群发助手等工具软件，以及高频使用的轻应用如 QQ 音乐等听歌软件、饿了么等外卖软件的部分主要功能。用户不再安装对应的 APP，转而使用更加方便的小程序。这对手机而言，其实是争夺了入口。纵观历史，从 PC 时代开始，操作系统与超级应用之间的入口争夺就在持续进行。

**浏览器之争（1995-2012 年）：IE 盛极而衰，Chrome 后来居上。**互联网时代，浏览器是流量的入口。用户通过浏览器来查资料、浏览新闻、看视频、购物等，是电脑上用户使用时间最长的软件。从 1998 年网景被收购开始，微软推出的 IE 浏览器长期占据浏览器市场。各大互联网公司意识到浏览器作为流量入口的价值，纷纷开发自己的浏览器，如 Chrome、搜狗浏览器、360 浏览器等。但是一直到 2012 年，Google Chrome 才在全球市场范围内超越 IE 浏览器，微软对于浏览器市场的统治维持了长达 14 年。控制着关键的流量入口，微软在这 14 年来受益无穷，流量入口争夺的重要性不言而喻。

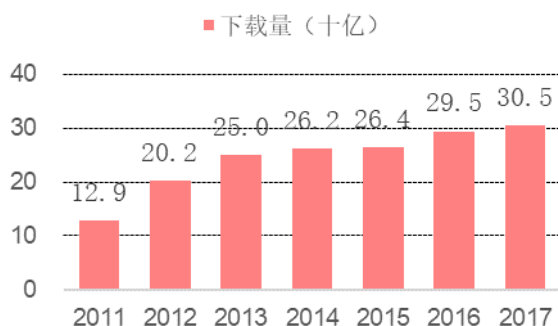
图表74： 互联网浏览器之争



资料来源： 中信建投证券研究发展部

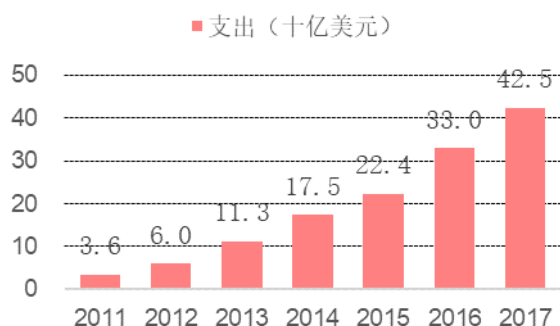
**应用商店之争（2013-2018 年）：**应用商店成为移动互联网时代新的流量入口。移动互联网时代，APP 取代浏览器成为上网的入口。用户会打开淘宝、优酷等 APP 来购物、娱乐，而不是打开手机浏览器登录淘宝网站。这时起到应用分发作用的应用商店成为了流量入口。以苹果的 App Store 为例，根据 App Annie 的统计，App Store 累计产生了 1700 亿次应用下载，App 销售额 1300 亿美元。按照 30%的抽成比例，苹果公司从中将获得近 400 亿美元的收入。安卓方面，因为 App 下载渠道比较分散，因此虽然安卓手机数量是 iOS 手机数量的 4 倍多，但是 Google Play 的 App 销售额仅为苹果 App Store 的 1/2。因为在国内 Google Play 无法使用，因此腾讯、小米、华为等纷纷推出自己的应用商店，抢占这个应用分发的入口。2018 年 4 月，腾讯应用宝以 2.6 亿的月独立设备数领先于全行业。

图表75： 全球 IOS APP 商店下载量



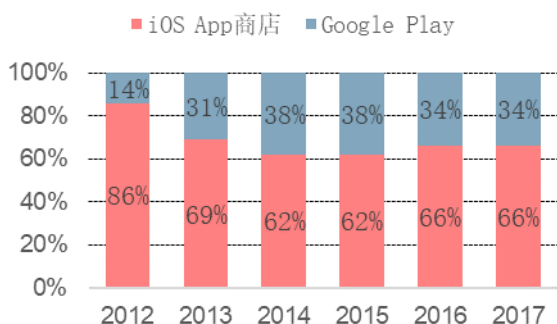
资料来源： App Annie， 中信建投证券研究发展部

图表76： 全球 IOS APP 商店用户支出量



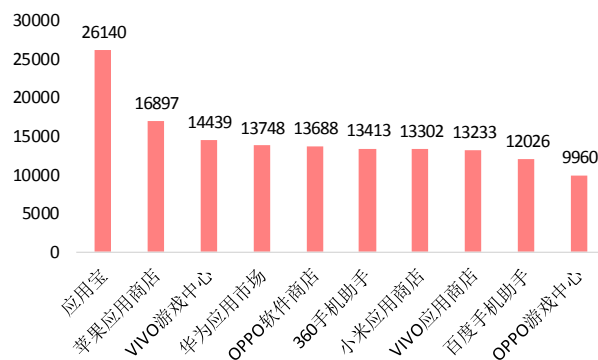
资料来源： App Annie， 中信建投证券研究发展部

图表77： 全球用户应用支出份额



资料来源: App Annie, 中信建投证券研究发展部

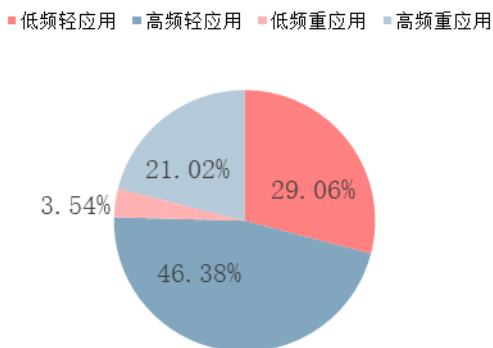
图表78： 2018年4月 Top 10 应用商店月独立设备数(万台)



资料来源: 艾瑞咨询, 中信建投证券研究发展部

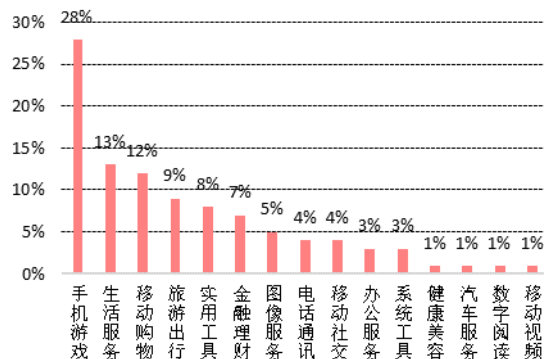
**小程序 (2018-未来): 对移动应用的分发产生巨大影响。**微信小程序可以绕过各大应用分发平台, 依托于强大的自营社交平台进行轻应用的分发。虽然小程序的轻量化的特性决定了其不会完全取代移动 App, 但是因为移动互联网中低频轻应用和高频轻应用的占比高达 70%以上, 因此小程序会对移动应用的分发产生巨大影响。此外小程序对应用商店的收入分成也会产生重大影响。以上文提到的微信小游戏为例, 小游戏开发商通过广告变现和游戏道具变现的收入将于腾讯一起分成, 而不再于 App Store 或者应用商店分成。

图表79： 移动互联网中不同应用的分类



资料来源: 艾瑞咨询, 中信建投证券研究发展部

图表80： 2018M3 规模 Top100 小程序细分行业情况



资料来源: QuestMobile, 中信建投证券研究发展部

图表81： 腾讯与小游戏开发商的分成方式

变现方式	流水收入	分成方式
广告变现	单日流水 10 万以内的部分	游戏开发者得分 50%, 腾讯得分 50%
	单日流水超出 10 万的部分	游戏开发者得分 30%, 腾讯得分 70%
游戏道具内购	单月流水 50 万以内的部分	游戏开发者得分 100%, 腾讯不参与分成
	单月流水超出 50 万的部分	游戏开发者得分 60%, 腾讯得分 40%

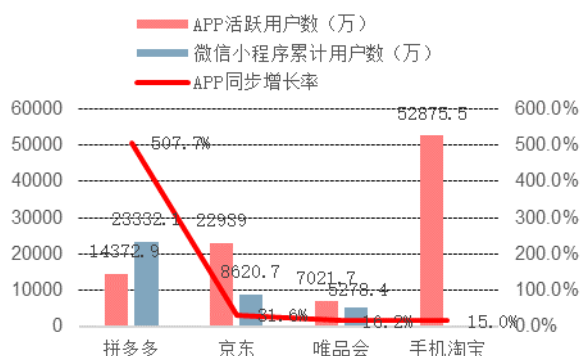
资料来源: 微信公开课, 中信建投证券研究发展部

## 小程序该如何平衡“替代”与“导流”二者的关系？

虽然小程序的理想状态是为第三方商家导入更多用户的同时能实现操作的闭环，用户停留在小程序内操作而不去第三方商家自己的 App。这样第三方商家获得了更多客户，微信在提供多场景服务的同时又不减少用户使用时间，实现一种完美的双赢。正如我们在上文中提到的欢乐斗地主和猫眼两款产品。2018 年 3 月，欢乐斗地主 App 的 MAU 为 6073.7 万，而微信小程序累计用户数已达 1.13 亿，小程序推出后，虽然 APP 用户减少，但整体用户增加。猫眼也是类似，2018 年 3 月猫眼 APP MAU 为 353.2 万，而同期小程序的 MAU 为 4616.9 万，是 APP MAU 的 13 倍。

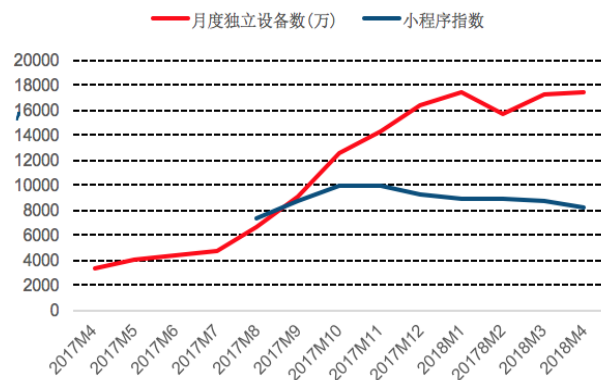
但不可否认对导流 App 的作用也同时存在。以拼多多、京东为代表的电商为例，他们的小程序用户快速增长的同时，APP 增长率也较高。说明在小程序用户导入的时候，还带动了其 APP MAU 的增长，导流效应明显。2018 年 3 月，拼多多小程序累计用户数却达到了 2.33 亿，甚至赶超了京东 App 的 2.29 亿 MAU。小程序依托微信 10 亿的用户加上“社交裂变”，使得拼多多拥有极低的获客成本。但同期拼多多 APP 活跃用户数增长率也超过了 500%，增长势头显着。虽然拼多多 APP 的活跃用户数为 1.44 亿，远低于小程序的月活用户数，但是 APP 用户数增长超过 500%，说明对导流 App 的作用也同时存在。同样部署了小程序的京东、唯品会的 App 用户数量也增长迅猛，APP MAU 同比增长分别达到 31.6%和 16.2%。

图表82： 2018M3 移动购物 APP 与小程序用户规模对比



资料来源: QuestMobile, 中信建投证券研究发展部

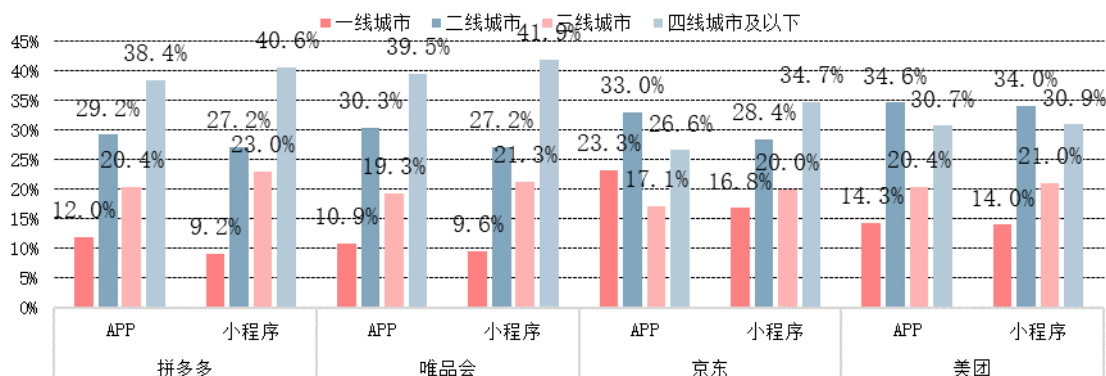
图表83： 拼多多 MAU 和小程序指数



资料来源: 艾瑞咨询, 中信建投证券研究发展部

微信小程序为电商挖掘潜在用户和三四线用户。通过对比拼多多、唯品会、京东、美团独立 App 与相应小程序在三四线及以下城市的占比，三四线城市的用户更倾向于选择相应的小程序，而一二线城市用户独立 APP 占比更高。电商小程序在三四线及以下城市的占比更高说明小程序帮助挖掘了三四线及以下城市用户，使其更便捷接触和使用电商。这些新增用户在使用小程序后，也很有可能安装相应的 APP。

图表84： 移动购物行业典型独立 APP 在不同等级城市占比



资料来源: QuestMobile, 中信建投证券研究发展部

正如我们在上文分析的, 小程序对于不同类别的应用有着不同的影响, 主要可以概括为替代与导流。对于低频使用的轻应用, 如计算器、手电筒、群发助手等工具软件, 小程序具有天然替代其的优势; 对于低频使用的重应用, 端游和手游、专业修图、剪辑软件, 小程序很难替代其功能; 当重应用的使用频率提高, 例如 QQ、微博、淘宝等, 小程序则几乎不可能替代其功能; 对于一些高频使用的轻应用如 QQ 音乐等听歌软件、饿了么等外卖软件以及超级课程表这样的教育工具型软件, 小程序则可能会替代部分主要功能, 同时也具有导流作用。

但是导流的用户如果直接在第三方 APP 中操作, 而不在小程序中操作, 会降低用户使用微信的时间, 也会减少很多附加值收入。以电商为例, 京东小程序中提供微信支付、到付两种方式。而京东 APP 中提供了京东支付、京东白条、京东小金库、微信支付、银联支付、到付等多种支付方式, 其中京东自己的京东支付、京东白条、京东小金库还有支付优惠, 这样微信支付的使用率就会被大大分流。但是电商小程序的入驻, 大大丰富了腾讯智慧零售的生态, 为腾讯与阿里在零售领域的竞争增加了砝码。封闭还是开放, 是腾讯需要面临的抉择。腾讯也通过入股头部小程序的方式来加深与他们的, 比如 2018 年 4 月, 腾讯领投了拼多多的新一轮融资, 进一步将拼多多与自己深度绑定。



图表85： 小程序对于不同类型应用的影响



资料来源：中信建投证券研究发展部

## 推荐标的：“腾讯系”受益无限，“牛仔裤”风生水起

### 腾讯控股：游戏广告高增长依旧，微信生态构建新格局

腾讯一直在延续和拓展在游戏领域的竞争优势。“2018 UP2018 新文创”大会上，腾讯曝光了 28 款游戏产品，包括 4 款功能游戏，9 款代理手游、9 款自研手游、5 款端游以及压轴的《堡垒之夜》。除此之外，腾讯还储备着《DNF 手游》、《海贼王手游》、《剑网三：指尖江湖》、《权力的游戏》等重磅产品。同时，《荒野行动》、《碧蓝航线》等产品在美国、日本的良好表现证明国产优质手游已经具备突破海外成熟市场的能力。2006 年开始腾讯通过资本进行了大量海外市场的布局。而 2017 年开始正式从资本投资转换到产品输出，未来在海外市场的表现值得期待。我们预计腾讯游戏业务未来三年仍有 25.7% 的复合增长，其中端游 17-21 CAGR16.4%，手游 32.2%；市场份额将持续上升。

图表86： 腾讯游戏产品线丰富



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

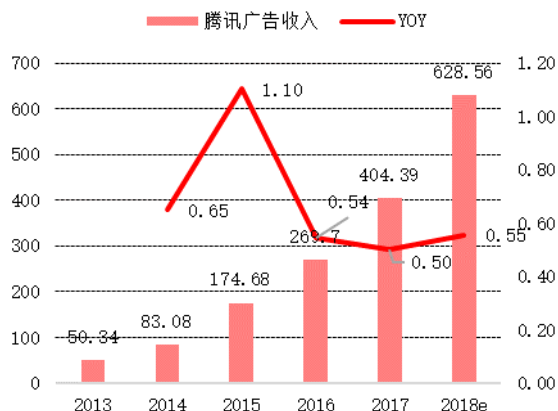
图表87： 游戏出海：从资本到产品的文化输出之路



资料来源：手游那点事，中信建投证券研究发展部

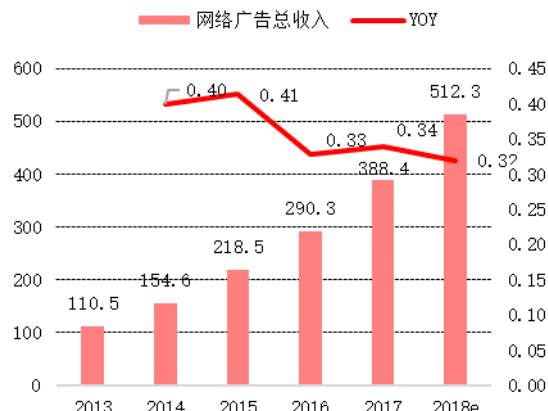
微信广告变现空间巨大，广告收入有望超预期。微信和 WeChat 的合并月活跃账户数达到 10+ 亿，腾讯生态产品占据超过 55% 的中国用户移动消费时长。详细的个人账号体系+多元数据维度(业务体系海量数据和广告行为数据)，使腾讯 DMP (Data Management Platform) 平台可以全方位分析用户画像，提升效果广告的转化率。除此之外，2017 年 5 月 18 日，微信 iOS 版在微信实验室中新增了“搜一搜”和“看一看”两个新功能，12 月 21 日，看一看、搜一搜正式进入发现界面。而在 2018 年 5 月 11 日，微信团队发布订阅号助手，支持公众号运营者在手机上运营管理其账户。2018 年，广告量价的提升有望带动收入超预期。

图表88： 腾讯广告业务（单位：亿）



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表89： 全国网络广告业务（单位：十亿）



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表90： 精准用户画像是效果广告的核心



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表91： 新的广告位已然就绪



资料来源：微信公开课，中信建投证券研究发展部

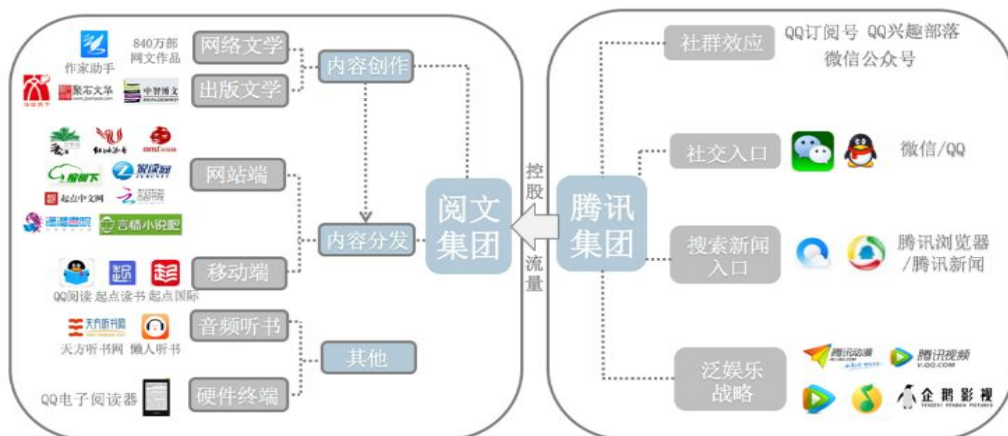
微信广告变现空间巨大，广告收入有望超预期。微信和 WeChat 的合并月活跃账户数达到 10+亿，腾讯生态产品占据超过 55%的中国用户移动消费时长。详细的个人账号体系+多元数据维度(业务体系海量数据和广告行为数据)，使腾讯 DMP（Data Management Platform）平台可以全方位分析用户画像，提升效果广告的转化率。除此之外，2017 年 5 月 18 日，微信 iOS 版在微信实验室中新增了“搜一搜”和“看一看”两个新功能，12 月 21 日，看一看、搜一搜正式进入发现界面。而在 2018 年 5 月 11 日，微信团队发布订阅号助手，支持公众号运营者在手机上运营管理其账户。2018 年，广告量价的提升有望带动收入超预期。

小程序使得微信从“内容服务提供商”切入“内容+服务提供商”，试水线下零售等市场。小程序成为微信布局新零售实现线上线下连接的综合服务突破口。凭借微信的社交属性和 10 亿+MAU 基础，小程序在电商等多个场景具有应用优势。同时，小程序也为微信新增了电商、广告、付费等多种变现方式。后续，基于微信生态的小程序有望改变腾讯的竞争格局。

## 阅文集团：网文龙头构建生态帝国，微信读书助力业务发展

从内容/作者到阅读平台，从 C 端付费再到版权衍生，生态帝国雏型初建。截至 2016 年底，公司拥有作家 530 万位，占网络文学作家的 88.3%。2016 年，中国最受欢迎的 50 位原创网络文学作家中，有 41 位来自于阅文集团。从作品来看，公司拥有文学作品 840 万部，占整个网络文学作品的 72.4%；公司文学作品覆盖了 200 个题材。2016 年，网络热搜的 10 个文学作品中，9 部来自于阅文集团。此外，阅文集团还拥有起点中文网、创世文学网、红袖添香等 10 余个阅读网站，以及 QQ 阅读等移动应用。2016 年 12 月，公司平台及自营渠道的 MAU 高达 1.75 亿人，手机用户达 1.60 亿人，形成了最核心的流量资源。

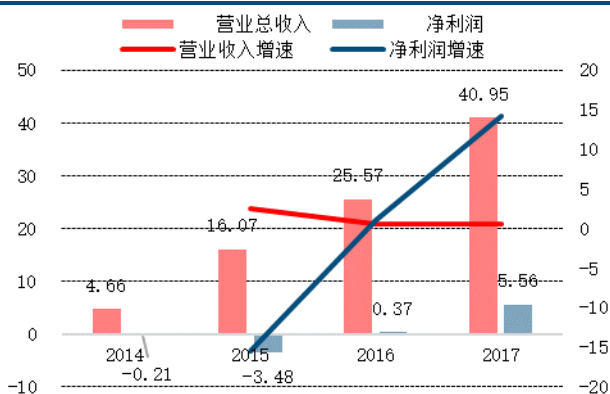
图表92：阅文集团生态帝国



数据来源：中信建投证券研究发展部

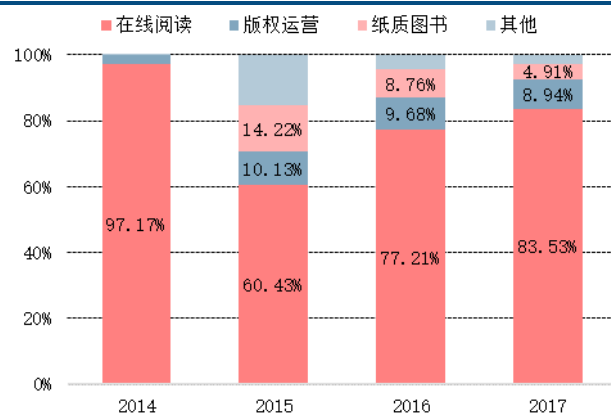
公司通过微信读书小程序等积极获取流量，并布局多元变现。除了建立作家体系、制定扶持制度、引进出版类文学内容等手段来吸引流量外，阅文集团还积极与股东腾讯展开全面战略合作。阅文集团通过微信公众号、QQ 订阅号、QQ 兴趣部落等互动平台，QQ、微信等社交平台等一切可利用资源实现导流和流量变现。公司也通过 VIVO、OPPO 等手机预装来获取流量。另一方面，阅文集团还与 100 多位内容改编伙伴建立了合作关系，进而扩展网文在泛娱乐领域的多元变现，也巩固阅文集团在数字阅读市场的绝对领先地位。2017-2018 年，投资并预计上映的电视剧包括《庆余年》、《黄金瞳》等。

图表93：2014-2017 年阅文集团营业收入及净利润（亿）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表94：2014-2017 年阅文集团营收分类占比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部



**图表95： 2018Q1 中国智能手机出货量及份额**

	18Q1出货量(百万)	18Q1份额	同比增长
华为	21.2	24.20%	1.9%
OPPO	16.5	18.90%	-12.6%
VIVO	14.2	156.30%	-4.0%
小米	13.2	15.10%	41.8%
苹果	9.8	11.30%	2.5%
其他	12.5	14.20%	-59.3%
总计	87.5	100%	-16%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表96： 2017-2018 阅文集团部分参投项目**

名称	类别	演员	进度
黄金瞳	电视剧	张艺兴、王紫璇	2018年1月12日开机，18年暑期档上映
你和我的倾城时光	电视剧	赵丽颖、金瀚	2018年东方卫视播出
武动乾坤	电视剧	杨洋、张天爱、王丽坤	2018年湖南卫视钻石独播剧场
斗破苍穹	电视剧	吴磊、林允、李沁	2018年湖南卫视暑期档上映
庆余年	电视剧	张若昀、李沁、陈道明	2018年已经开机，2019播放
将夜	电视剧	陈飞宇、宋伊人	2018年2月杀青
全职高手	电视剧	杨洋、江疏影	2017年9月开机

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 有赞：定位 SaaS 服务 B 端、依托社交深耕电商

**定位 SaaS 服务 B 端，借壳上市登陆港股。**中国创新支付于 2017 年 3 月 28 日公告，通过增发 55.16 亿股获得有赞 51% 股份；有赞创始人也将成为中国创新支付第一大股东。有赞集团定位 SaaS(软件及服务)，主要从事电商业务，提供各种虚拟批发及零售相关的线上及线下解决方案及服务。目前，公司产品主要涉及帮助商户解决开店问题和消费者购物问题。其中，面向商户的产品包括有赞微商城、有赞零售、有赞美业，面向消费者的产品包含有赞微小店、有赞精选、有赞担保。目前有赞商户数达 300 万，覆盖 150 个行业类别，电商产品年交易额达 200 亿，每秒处理订单数超过 5 万个。

**图表97： 有赞面向商家提供的服务经营场景丰富，覆盖行业众多**

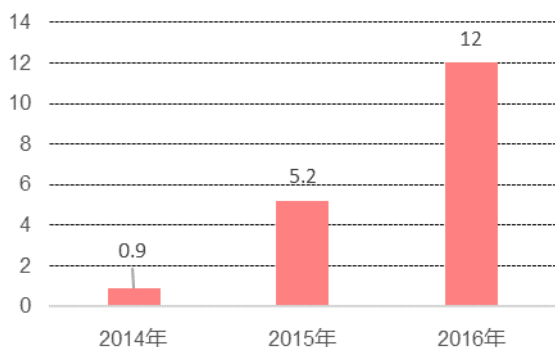

数据来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

**依托微信生态圈，深耕社群电商。**有赞通过为 B 端客户提供技术支持而收取服务费用，通过公众号、小程序及有赞微商城等推广渠道显著降低获客成本。截止 2016 年底，有赞注册用户数 12 亿，年均增长率 265%。根



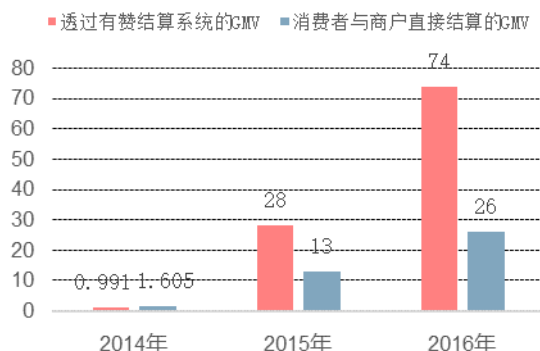
据中国创新支付收购公告显示，有赞 2014-2016 年 GMV（Gross Merchandise Volume，商品交易总额）值显著上升，CAGR 达 521%；其中与有赞结算系统有关的 GMV 增速更快，CAGR 达 764%。

图表98：有赞 2014-2016 年注册用户数（单位：亿）



资料来源：中国创新支付收购公告，中信建投证券研究发展部

图表99：有赞 2014-2016 年 GMV（单位：亿）



资料来源：中国创新支付收购公告，中信建投证券研究发展部

顺应微信发展趋势，打造电商个性小程序。有赞为用户提供一键授权、快速接入、个性装修及营销玩法等多元化服务，致力于帮助用户获取和巩固流量。有赞提供专享版和公共版两个版本的小程序，分别对应于网红、大 V 及品牌商家和低成本使用小程序的商家，两者在申请流程和支付方式上存在差别。据有赞官方数据，黎贝卡的异想世界推出电商小程序“黎贝卡 Official”，7 分钟用户破百万；幸福西饼通过有赞小程序，利用秒杀吸引客流，同时销售优惠券和礼品卡，促成成交。

图表100：有赞提供多元化、个性化小程序服务



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图表101：有赞提供专享版和公共版两种小程序版本



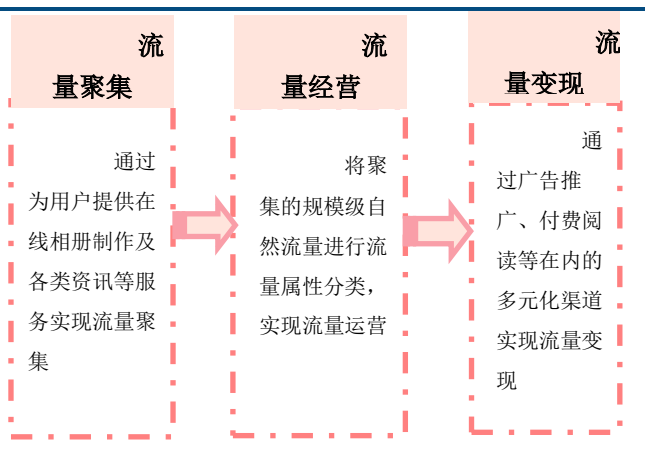
资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

## 量子云：根植微信生态、专注流量变现

瀚叶股份旗下量子云是一家依托“微信生态圈”，专注于移动互联网流量聚集、运营及变现的新媒体公司。2018 年 4 月瀚叶股份拟以 38 亿元收购量子云 100% 股权，其中现金方式支付 9.5 亿元，以发行股份方式支付 28.5 亿元。量子云旗下拥有包含情感、生活、时尚、亲子、文化、旅游、体娱等多领域全面覆盖的公众号矩阵。截至 2018 年 4 月，量子云运营微信公众号共 981 个，其中粉丝人数在百万以上的公众号共有 86 个，粉丝数量合

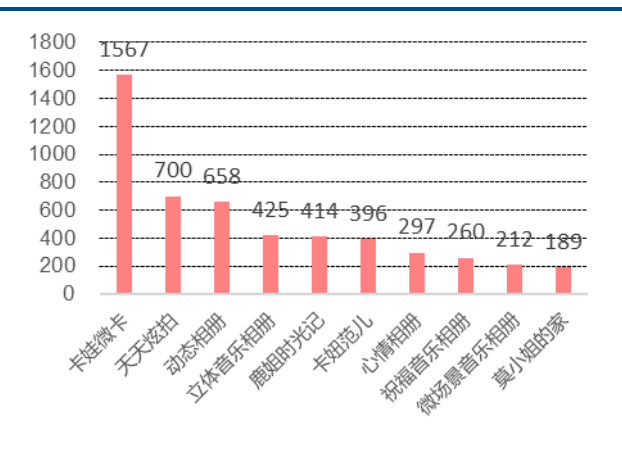
计超过 2.4 亿（不考虑去重）。量子云通过公众号“卡娃微卡”、“天天炫拍”、“动态相册”、“立体音乐相册”、“鹿姐时尚记”为用户提供在线相册制作及各类资讯服务实现流量聚集。将聚集的流量进行流量属性分类，通过广告推广、付费阅读等在内的多元化渠道实现流量变现。

图表102：量子云“流量聚集-流量运营-流量变现”业务闭环



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

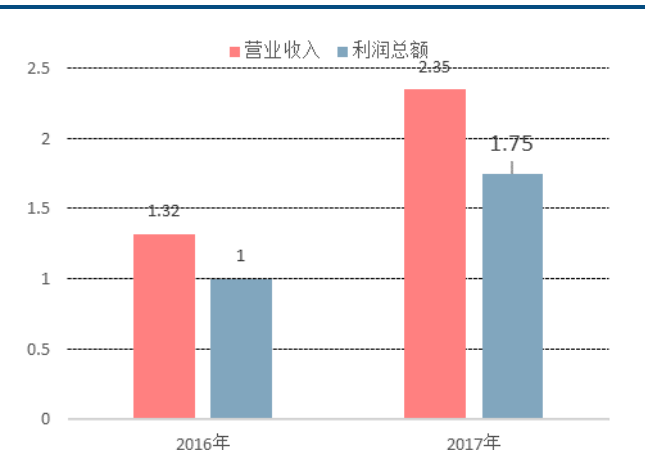
图表103：量子云旗下 TOP10 公众号粉丝数量（万人）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

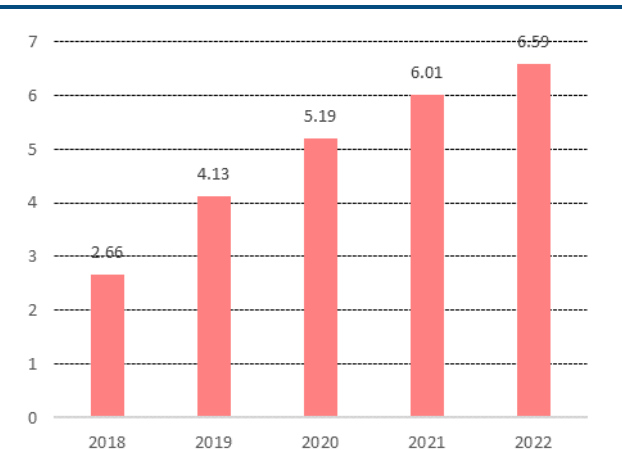
**广告推广+付费阅读实现流量多元变现。**量子云头部公众号主要通过广告推广业务完成流量变现。长尾公众号借助 CPS 小说分销模式，助力付费转化率提升。据公告数据，量子云 2017 年营业收入 2.35 亿元，同比增长 78.13%；2017 年实现净利润 8,713 万元，同比增长 75.93%。据公司预测，量子云 2018 年和 2022 年将实现净利润 2.7 亿、6.6 亿，CAGR 达 25.04%。

图表104：量子云 2016-2017 年营收和利润情况（单位：亿）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表105：量子云 2018-2022 年预测净利润（单位：亿）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**武超则：**中信建投证券研究所副所长，通信行业首席分析师，TMT 行业组长。专注于移动互联网、在线教育、云计算等通信服务领域研究。2013-2017 年《新财富》连续五年最佳分析师通信行业第一名。2014-2017 年《水晶球》最佳分析师通信行业第一名、Wind 最佳分析第一名；2015 年《金牛奖》最佳分析师通信行业第一名。

**陈萌：**中小市值首席分析师，海外市场分析师。从事中小市值研究 5 年，理学金融复合背景，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015 年“新财富”中小市值研究第三名、2016 年“新财富”中小市值研究入围奖。

**曾荣飞：**清华大学互联网方向博士，北京市优秀博士毕业生，拥有互联网行业多年经验，2016 年新财富第一团队成员；目前专注互联网、阅读、影视等领域。

## 报告贡献人

### 研究服务

**刘凯** 18611509840 [liukaizgs@csc.com.cn](mailto:liukaizgs@csc.com.cn)

**刘京昭** 18801173793 [liujingzhao@csc.com.cn](mailto:liujingzhao@csc.com.cn)

#### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 [pengyanping@csc.com.cn](mailto:pengyanping@csc.com.cn)

姜东亚 010-85156405 [jiangdongya@csc.com.cn](mailto:jiangdongya@csc.com.cn)

#### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 [zhaohailan@csc.com.cn](mailto:zhaohailan@csc.com.cn)

#### 保险组

张博 010-85130905 [zhangbo@csc.com.cn](mailto:zhangbo@csc.com.cn)

周瑞 010-85130749 [zhourui@csc.com.cn](mailto:zhourui@csc.com.cn)

张勇 010-86451312 [zhangyongzgs@csc.com.cn](mailto:zhangyongzgs@csc.com.cn)

#### 北京公募组

黄玮 010-85130318 [huangwei@csc.com.cn](mailto:huangwei@csc.com.cn)

朱燕 85156403 [zhuyan@csc.com.cn](mailto:zhuyan@csc.com.cn)

任师惠 010-8515-9274 [renshihui@csc.com.cn](mailto:renshihui@csc.com.cn)

黄杉 010-85156350 [huangshan@csc.com.cn](mailto:huangshan@csc.com.cn)

王健 010-65608249 [wangjianyf@csc.com.cn](mailto:wangjianyf@csc.com.cn)

李雪梅 [lixuemeizgs@csc.com.cn](mailto:lixuemeizgs@csc.com.cn)

#### 私募业务组

李静 010-85130595 [lijing@csc.com.cn](mailto:lijing@csc.com.cn)

赵倩 010-85159313 [zhaoqian@csc.com.cn](mailto:zhaoqian@csc.com.cn)

#### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 [huangfangchan@csc.com.cn](mailto:huangfangchan@csc.com.cn)

戴悦放 021-68821617 [daiyuefang@csc.com.cn](mailto:daiyuefang@csc.com.cn)

李祉瑶 010-85130464 [lizhiyao@csc.com.cn](mailto:lizhiyao@csc.com.cn)

翁起帆 [wengqifan@csc.com.cn](mailto:wengqifan@csc.com.cn)

范亚楠 [fanyanan@csc.com.cn](mailto:fanyanan@csc.com.cn)

李绮绮 [liqiqi@csc.com.cn](mailto:liqiqi@csc.com.cn)

李星星 [lixingxing@csc.com.cn](mailto:lixingxing@csc.com.cn)

王罡 [wanggangbj@csc.com.cn](mailto:wanggangbj@csc.com.cn)

#### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 [huqian@csc.com.cn](mailto:huqian@csc.com.cn)

许舒枫 0755-23953843 [xushufeng@csc.com.cn](mailto:xushufeng@csc.com.cn)

程一天 [chengyitian@csc.com.cn](mailto:chengyitian@csc.com.cn)

曹莹 [caoyingzgs@csc.com.cn](mailto:caoyingzgs@csc.com.cn)

张苗苗 020-38381071 [zhangmiaomiao@csc.com.cn](mailto:zhangmiaomiao@csc.com.cn)

廖成涛 0755-22663051 [liao Chengtao@csc.com.cn](mailto:liao Chengtao@csc.com.cn)

陈培楷 [chenpeikai@csc.com.cn](mailto:chenpeikai@csc.com.cn)

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859