

## 微信互联网生态

### 下沉、分享、小程序，创造新的流量红利

#### 核心观点：

##### ● 为什么微信会有新的流量红利？

我们认为有 3 点原因：1) 微信作为流量枢纽持续下沉，“小镇中年”被新卷入移动互联网。一方面是微信确立了自己流量分发核心的位置，另一方面“小镇中年”人群此前并未接触 PC 互联网时代，信任成本极低，行为逻辑与一二线年轻人群有着极大的区别。2) 微信生态圈工具箱日趋完善，小程序打造了生态闭环；小程序丰富了微信体内的支付工具、电商工具等一系列基础设施，使得在微信内部进行流量分发成为可能。3) 旧有微信公众号生态体系内，长尾内容创作者的变现需求迫切，因此创业者在不断谋求流量的精细化经营和变现模式的探索。

##### ● 红利体现在哪：更低廉的获客成本和更流畅的变现场景

我们认为用户红利的核心体现在社交分享带来了更低的获客成本和部分新的变现场景，因此各个厂商对于用户红利的创造性利用也主要体现在获客方式创新和场景落地创新上，相对来说前者更加关键。我们总结了 4 种在微信体内新的获客方式：拼团模式（拼多多）、社交裂变（薄荷阅读）、现金奖励（趣头条）、B 端聚合。B 端整合又可以分成两类：第一种电商服务类的代表是有赞、微盟等，他们主要为微信里面的卖家提供类 SaaS 的服务；第二种模式主要是公众号聚合，指的是通过长尾微信公众号的广告位进行分销，分销商品主要系小说、漫画、知识付费等内容服务居多，结算方式一般是 CPS。以上这 4 种模式互相渗透，共同形成了今年微信生态体系内部快速获客的主要手段。

● 未来会如何演化：小游戏是下一个风口，微信内部的 SKU 会迅速扩容社交分享带来的低获客成本和新的用户场景让许多的厂商和产品受益，我们认为这一波人口红利正逐渐走向下半场，腾讯将进一步清晰界定规范分享行为、维持社区的健康度，而总体上微信生态内部可以落地的场景将更加丰富，甚至将逐渐像原生 App 生态靠近，因此占据原生 App 付费主流的游戏产品将逐渐在小游戏上复制；电商和知识服务的客单价将逐步提升；CPS 模式接入的 SKU 将更加丰富。

**投资建议：** 微信这一次的新型流量红利主要体现在社交分享成本低，小程序和公众号带来了变现场景丰富。上市公司当中主要相关标的包括：平治信息（受益于长尾公众号变现）、瀚叶股份（拟收购微信公众号运营量子云，尚未过会）、中国创新支付（拟收购有赞 51% 股份）。

**风险提示：** 微信对生态内分享进行严格限制的风险，内容或者商品品质不够的风险，用户增长不达预期的风险，用户变现不达预期的风险。

#### 行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2018-05-23

#### 相对市场表现



分析师： 旷 实 S0260517030002



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

#### 相关研究：

2018 一季报传媒行业总结：整 2018-05-13

体增速放缓，广告、影视制作、院线子行业 18Q1 相对回暖

2017 年传媒行业年报总结：行 2018-05-11

业分化显著，商誉减值压力较大

传媒行业：广视角 | 樊登读书 2018-04-17

会：打造书籍精华分享平台，畅享音频付费红利

联系人： 朱可夫 0755-23942152

zhukefu@gf.com.cn

## 目录索引

1、为什么微信在这个时点上出现了新的流量红利？	5
1.1 微信作为流量枢纽持续下沉，小镇中年被新卷入移动互联网	5
1.2 微信生态圈工具箱日趋完善，小程序打造了生态闭环	8
1.3 旧有微信公众号生态体系内，长尾内容创作者的变现需求迫切	10
1.4 这次的流量红利并非来自用户增长而是社交流量再循环红利	13
2、微信红利：更低廉的获客成本和更流畅的变现场景	14
2.1 概述：沿获客方式和变现场景对产品进行分类	14
2.2 按照获客方式分类：微信生态下新获取流量的 4 种打法	15
2.2.1 拼团模式：类似于之前兴起的团购，拼团场景主要是微信群	16
2.2.2 社交裂变：用户自发形成的在朋友圈和微信群里的大范围传播	17
2.2.3 现金奖励：平台对老用户带新用户进行奖励鼓励社交拉新	17
2.2.4 B 端聚合&服务：可分为电商服务和 CPS 分销两类	18
2.3 按照落地场景分类：目前以电商、游戏、内容付费为主	21
3、未来：小游戏是下一个风口，关注公众号新玩法	23
3.1 小游戏前景巨大：增强用户粘性，落地场景变现顺畅，	23
3.2 电商和知识付费将逐渐经历客单价的升级	25
3.3 CPS 模式接入的 SKU 将扩容	26
4、典型代表产品浅析	28
4.1 拼多多：新晋崛起电商平台，主要传播场景在微信群和公众号	28
4.2 薄荷阅读：知识付费代表产品，主传播场景在微信群和朋友圈	30
4.3 有赞：定位 B 端服务平台，伴随微信体系电商起航	31
4.4 趣头条：资讯领域新晋黑马，主要传播场景为微信群和短信	34
4.5 平治信息：移动阅读分发能力进一步加强，主要传播场景在公众号	35
4.6 量子云：公众号累计粉丝超过 2.4 亿，广告+付费阅读多元变现	37
风险提示	39

## 图表索引

图 1：微信月活发展历程	5
图 2：微信日活发展历程	6
图 3：移动互联网总月度总时长和单人日均使用时长	6
图 4：各类头部应用的时长占比情况统计	6
图 5：微信的总使用时间占移动互联网总时长的比重约为 25%左右	7
图 6：2014 和 2017 年度微信百度搜索指数年龄分布	7
图 7：2017 年 12 月网民正在“下沉”和“变老”	8
图 8：2015 年微信在各线城市用户渗透率一览	8
图 9：微信小程序成为微信生态当中的基础工具箱	8
图 10：微信小程序成为微信生态当中的基础工具箱	9
图 11：微信小程序月活的增长情况	9
图 12：微信公众号的主要变现模式一览	10

图 13: 微信公众号月活粉丝数 2017 年达到近 8 亿	11
图 14: 微信公众号自媒体的平台诉求	11
图 15: 公众号阅读量向头部集中趋势明显	11
图 16: 公众号广告收入向头部集中也非常明显	11
图 17: 微信公众号的粉丝分布情况	12
图 18: 微信公众号的粉丝分布情况	12
图 19: 微信最新的流量红利不同于流量的二次分发	13
图 20: 2017 年 5 月和 11 月微信小程序的留存情况	14
图 21: 微信生态下各个新崛起的产品分类	15
图 22: 微信小程序的粉丝和客户主要的获取渠道方式	15
图 23: 酷客多的披露显示商家更加倾向于优惠券和社交分享的获客方式	16
图 24: 拼团模式的主要获客方式	16
图 25: 社交裂变效果取决于分享频次、效率和转换	17
图 26: 连咖啡的社交裂变过程	17
图 27: 趣头条典型的现金奖励机制设计	18
图 28: 趣头条的奖励规则一览	18
图 29: 有赞微商城模式专注店主的后端服务	19
图 30: 云集除了后端服务还提供供应链服务	19
图 31: 微盟的营收和净利润增长情况	19
图 32: 微盟提供的电商一揽子解决方案的部分功能	19
图 33: 微信公众号主要的 5 种变现模式	20
图 34: 微信公众号文末插入“阅读原文”跳链实现 CPS 分成	20
图 35: 微信小程序的主要三大变现场景	21
图 36: 微信小程序 2017 年 12 月 Top200 的行业分布	22
图 37: 微信小程序形成的生态系统和各个环节的厂商概览	22
图 38: 2018 年 1-2 月小游戏已经明显占据小程序主力	23
图 39: Top50 小程序当中小游戏占比约为 38%	23
图 40: 17Q2 到 2018 年 1-2 月 Top200 各个领域小程序的分布趋势	24
图 41: 跳一跳改版后上线了多人对战功能	24
图 42: 网购小程序用户目前 30 岁以上人群占据主力	25
图 43: 拼多多目前仍以 1-50 元的低价商品居多	25
图 44: 微榜统计的 Top10 原文应用文章阅读数合计维持在 20 亿次左右	27
图 45: 2017 年 11 月 Top30 原文应用种类一览	27
图 46: 2018 年 4 月 Top30 原文应用种类一览	27
图 47: 拼多多发展历程简单回顾	28
图 48: 2015 年-2018 年 3 月拼多多的月活和日活推移图	29
图 49: 2015 年-2018 年 3 月拼多多的人均单日使用时长	29
图 50: 微信公众号的粉丝分布情况	30
图 51: 薄荷阅读的股份机制设计	31
图 52: 2014-2017 年有赞 GMV 增速较快	33
图 53: 2014-2016 年有赞收入增速较快	33
图 54: 趣头条重要事件时间轴	34
图 55: 2017 年至今趣头条 iOS 新闻榜单(免费)排名	35

图 56: 2017 年至今趣头条安卓端下载量 .....	35
图 57: 平治主要原文应用接入帐号数和阅读数提升 .....	37
图 58: 平治主要原文应用接入帐号数和阅读数提升 .....	37
图 59: 量子云“流量聚集-流量运营-流量变现”业务闭环 .....	37
图 60: 量子云 2016-2017 年营收和利润情况 .....	38
表 1: 罗辑思维和得到产品线逐渐向客单价更高的课程、出版、线下体验升级 ..	26
表 2: 有赞集团经 2014 年-2016 年的运营数据 .....	32
表 3: 有赞集团财务数据 .....	32
表 4: 有赞集团 2014 年到 2017 年 1-10 月的财务数据 .....	33
表 5: 平治信息 2014-2017 年经营业绩 .....	36
表 6: 平治信息主营构成 .....	36
表 7: 量子云财务数据 .....	38
表 8: 量子云旗下粉丝人数前五的公众号 .....	39

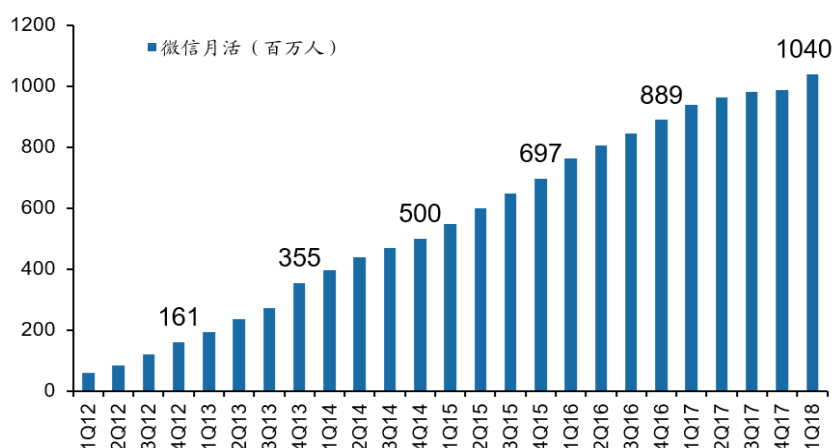
前言：2018年以来，伴随着微信小程序能力的不断加强，微信用户的不断下沉，市场上出现了一批将微信作为核心基础设施，借助社交裂变、社交拼单等方式实现迅速用户增长的厂商，最终变现落地的场景包括但不限于电商、知识付费、小说阅读、资讯服务、B端服务等，本篇报告旨在解读为什么微信体系在这个时点上会爆发新的流量红利、厂商们做用户增长的新模式主要有哪些、未来的趋势会如何演化、二级市场当中又有哪些相关的标的。

## 1、为什么微信在这个时点上出现了新的流量红利？

### 1.1 微信作为流量枢纽持续下沉，小镇中年被新卷入移动互联网

微信正逐渐成为整个移动互联网的基础设施。根据腾讯财报，18Q1微信及WeChat合并月活跃账户达10.4亿，同增10.9%，为全国用户量最多的手机App。微信从12Q1起步月活用户仅为5900万人左右，伴随中国移动互联网进程的不断推进，微信的活跃账户一直维持稳步增长，在2014-2017年年末分别达到5亿月活、6.97亿月活、8.89亿月活和9.89亿月活。而伴随着移动互联网用户的微信整体的用户增长从17Q2开始逐渐放缓，17Q1-18Q1的同比增长率分别为23%、19.5%、15.8%、11.2%和10.9%，同比增速已经掉至10%左右。

图1：微信月活发展历程

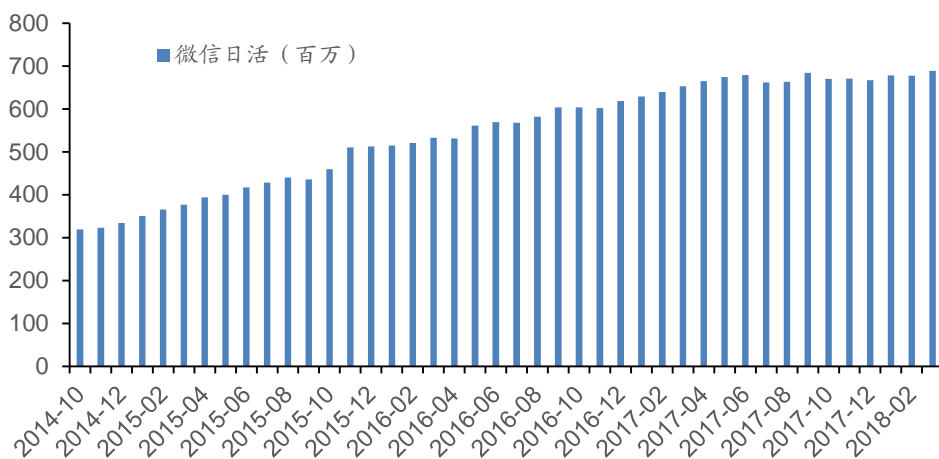


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从日活上来看，微信的用户数量增长同样开始呈现乏力趋势。根据Quest Mobile数据，微信在2018年3月日活达到6.89亿人，同比增长5.5%，环比上个月增长1.7%。而从2017年6月份开始，微信的日活同比增速下滑至20%以下，并在2017年年底下滑至7.7%左右。而另外根据Quest Mobile数据来看，微信DAU/MAU的比例也一直较为稳定，从2016年以来一直维持75%-80%左右的比例，用户的粘性极强，继续提升的空间并不大。因此在整体用户数量开始触达天花板的时候，微信自身也在重新寻求新的增长点。



图2：微信日活发展历程

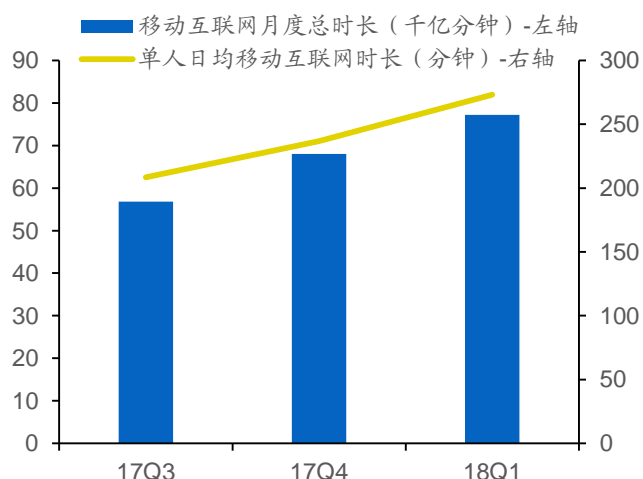


数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

从行业来说，中国的整体移动互联网人均单日使用时长已经较高水平。根据Quest Mobile数据，18Q1中国移动互联网的月度总时长达到了77千亿分钟，环比17Q4增长了14%，单人日均使用时长达到了273分钟，环比17Q4增长了15%。

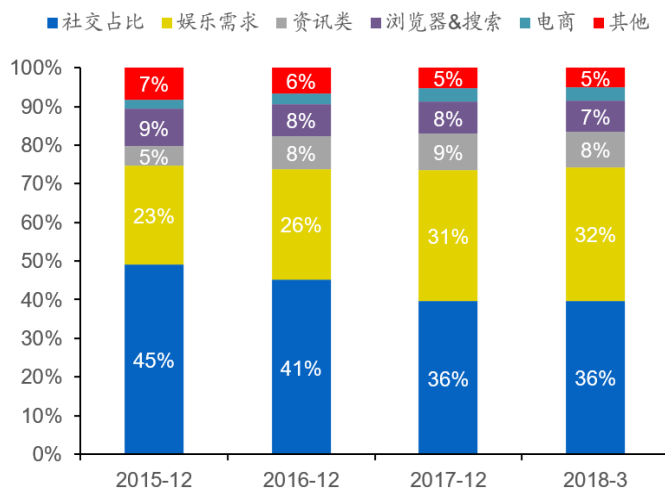
而根据我们的抽样统计，社交始终占据用户时长的最大一部分。2018年3月份，社交软件占据移动互联网35%左右的时长，相比2015年减少了约10pct，但仍然是移动互联网当中最大的时长占据者。争夺社交软件份额的主要系娱乐类App，目前占比达到约32%左右。值得注意的是，移动端的流量时长分布远比PC端更加集中，我们通常认为“搜索下载”和“网站导航”为PC时代的流量枢纽，但根据Quest Mobile的统计，搜索的用户量约为4.5亿，为各类应用最高，但其时长占比约为5%左右，落后于网络视频的13%左右位于第二名。PC时代的网络社交时长占比约为4%-5%，基本与搜索相当，但其流量分发能力远弱于搜索。

图3：移动互联网总月度总时长和单人日均使用时长



资料来源：微信大会，广发证券发展研究中心

图4：各类头部应用的时长占比情况统计

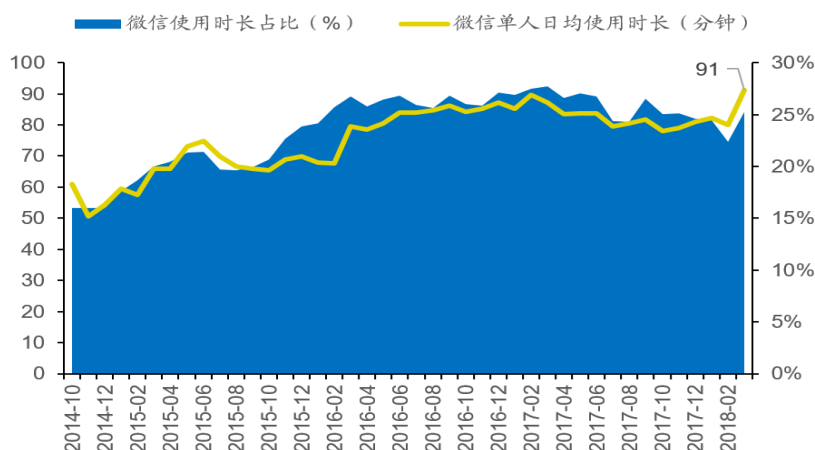


资料来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

移动互联网取代PC互联网的过程中，微信成为了新的流量枢纽和中心。在微信诞生的7年之后，这款社交App已经毫无疑问成为了移动互联网的中心，根据Quest Mobile的统计，微信单人的日均使用时长高达90分钟左右，而按照总时长的口径计算，移动互联网有25%的时长花在了微信上，而其他App无一超过10%，这带来了两个后

果：第一，微信已经成为移动互联网的基础设施，这意味着其他的厂商借助微信的能力去获取用户要比自己获取外部流量成本更低；第二，微信被动或主动承担了流量分发的重任的同时，为了满足用户的需求，逐渐在自己的App里生长出社交之外的其他功能，如资讯（微信公众号）、金融（支付和理财通）、搜索、游戏（小游戏）、电商（小程序）等，这些能力又反过来加强了微信对用户的粘性。

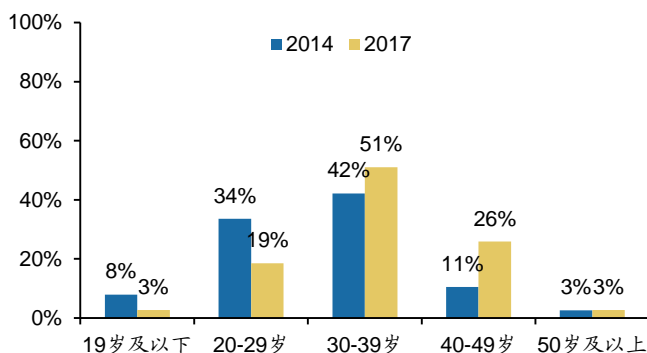
图5：微信的总使用时间占移动互联网总时长的比重约为25%左右



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

伴随着微信的下沉，“小镇中年”正成为新的互联网人口增量。互联网人口从一二线城市向三四五线城市下沉的趋势确立，许多之前并未接触过PC互联网的low线城市偏大龄人群被微信卷入移动互联网当中。从2014-2017年微信的百度指数变化来看，2017年30-39岁搜索微信的占比达到51%，40-49岁达到26%，远远高于2014年42%和11%的比例，而20-29岁搜索微信的比例从34%下降至19%。

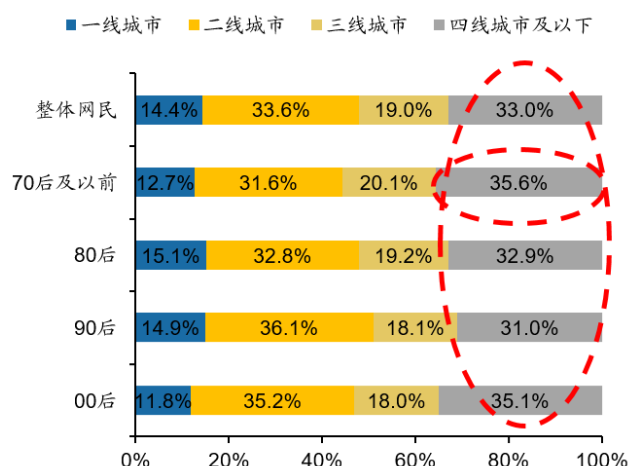
图6：2014和2017年度微信百度搜索指数年龄分布



资料来源：百度指数，广发证券发展研究中心

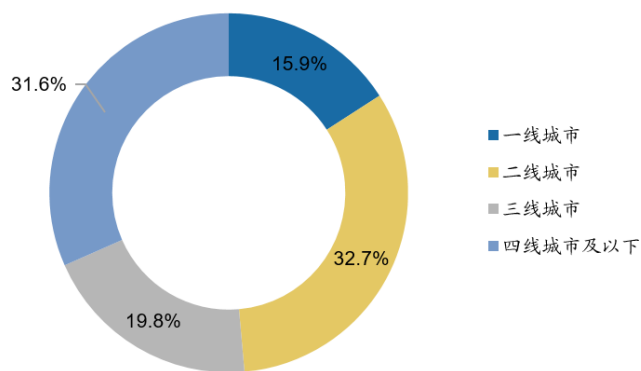
从地域来看，根据Quest Mobile 2017年12月的网民年龄和区域分布情况，三四线城市的70后及以前年龄段的分布明显更加偏重于低线城市。而微信在2015年披露的人口城市分布当中，一线城市占比16%、二线城市占比33%、三线城市占比20%、四线城市占比32%，预计两年的发展后微信的用户会更偏向低线城市。

图7：2017年12月新网民正在“下沉”和“变老”



资料来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

图8：2015年微信在各线城市的用户渗透率一览



资料来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

## 1.2 微信生态圈工具箱日趋完善，小程序打造了生态闭环

而在2017年下半年以来，市场新涌现的针对微信的创业热潮则是因为小程序的出现增强了微信的能力。根据阿拉丁小程序研究院，小程序的出现加强了微信的基础能力，微信体系内4个Tab内部本身有着丰富的层级和流量输出口，但是此前其中用户的操作体验和许多功能仍然有所限制，比如在过去只有服务号能够调用微信的支付接口API，订阅号不能，而小程序一方面能够直接关联微信公众号，一方面也能够比较方便的调用支付API，间接赋予了公众订阅号一定的支付能力。

图9：微信小程序成为微信生态当中的基础工具箱



数据来源：阿拉丁指数《2017年小程序白皮书》，广发证券发展研究中心

截止2017年年底，小程序于2017年微信公开课Pro上正式发布后，基本上每个月都会进行大量的更新和能力开放。比照Quest Mobile统计的微信小程序月活的增长情



况来看，可发现其重要时间点有2017年6月、2017年12月、2018年1月：

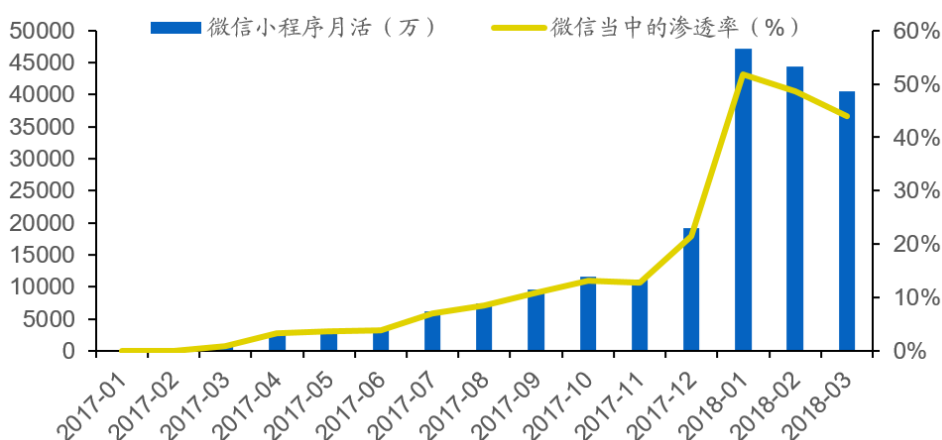
- ✓ 2017年6月：此前5月，微信开放小程序的分享功能，支持分享到群和分享给个人；随后的7月，微信升级了小程序能够获得的用户信息维度。微信在2017年5-7月的月活分别达到3173万、3427万和6116万；渗透率由3.7%上升至7.1%。
- ✓ 2017年12月：11月份小程序开放内嵌网页能力，用户使用小程序时，可以从小程序直接进入内嵌网页，同时也支持用户从内嵌网页返回小程序，这意味这Web端的开发者可以直接开发小程序，开发成本大幅度降低，小程序的种类迅速丰富起来。2017年12月小程序的月活达到1.9亿，渗透率达到21.5%。
- ✓ 2018年1月：微信正式开放“小游戏”，并用首页方式推广“跳一跳”，微信小程序用户迎来爆发式增长，2018年1月用户数量达到4.72亿人，渗透率达到51.9%。2018年2月和3月的活跃用户也分别达到4.4亿和4.1亿人。

图10：微信小程序成为微信生态当中的基础工具箱



数据来源：阿拉丁指数《2017年小程序白皮书》，广发证券发展研究中心

图11：微信小程序月活的增长情况



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

为什么小程序的开放能够引来微信体系内流量红利的再度爆发？我们认为这是因为小程序补充了微信体系此前实现成本较高的几种能力：

- ✓ 对于用户来说，相比原生应用，小程序无需安装、用完即走。而相较于此前微信以H5界面链接外部的一些界面，小程序几乎没有加载感，使用体验更加流畅。
- ✓ 对于开发者来说，小程序开发成本低，没有注册流失。而小程序提供的用户信息维度丰富，相较于通过手机注册App，微信作为注册号码天生有更多的社交关系（比如对朋友的即时通讯，对群和对朋友圈的一对多通讯）。同时能够更加方便的调用支付接口，我们此前提到过微信订阅公众号并不能直接调用支付接口，而现在能够通过小程序调用支付接口，打通了用户的变现通路。
- ✓ 最核心的一点，小程序能够在微信体系内通过分享形成社交裂变，好的小程序比原生App的用户获取成本低得多，因此小程序的开发者数量迎来迅速上涨，应用场景的全面覆盖导致了用户流量的超预期增长。

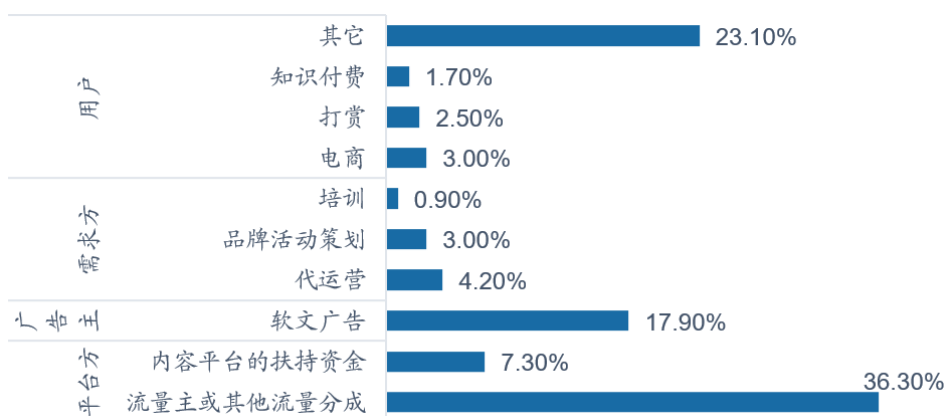
### 1.3 旧有微信公众号生态体系内，长尾内容创作者的变现需求迫切

我们在上面梳理了微信公众号流量红利在供给端的两大原因：微信成为移动互联网的中心枢纽和微信小程序降低了微信内部创业的获客成本，而对于本身在微信体系内部做粉丝或者流量的创业者而言，原有微信公众号生态的恶化也让他们不得不通过各种创新的形式去获取新用户形成“拉新→变现→形成品牌→低成本获取新用户→继续变现”的良性循环。

原有微信公众订阅号的生态面临2大问题：变现形式单一和头部效应不断加重，导致UGC生态不能进入良性循环，甚至部分公众号创作者开始退出微信这个平台。

**首先是旧有生态下变现模式单一。**新榜针对头条号、微信公众号等多位内容创业者进行了样本量为2887份的问卷调查，其中软文广告和流量主分成仍然是内容创业者最主流的变现方式，分别占内容创业者变现形式的18%和36%左右，但这两类变现模式都有比较明显的天花板，且非常依赖流量的获取能力。变现效果较好的电商、知识付费等C端模式目前分别占比仅为3%和1.7%。

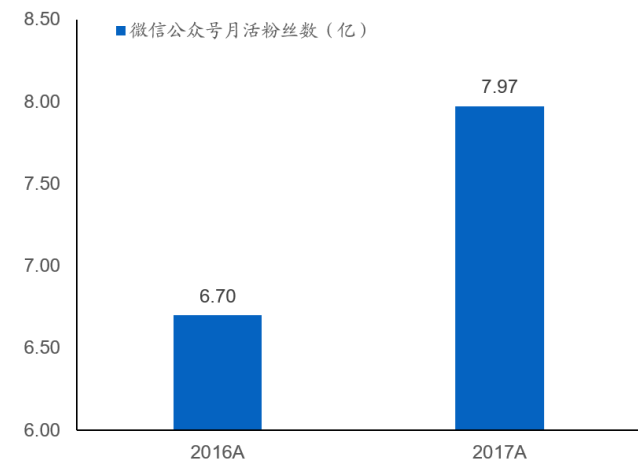
图12：微信公众号的主要变现模式一览



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

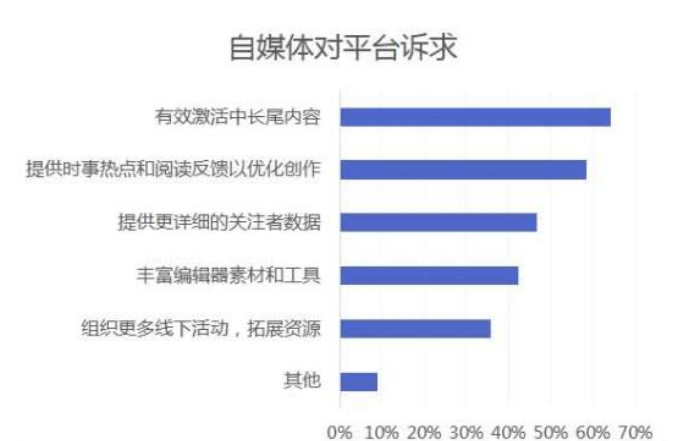
**另外一个问题是头部效应过于明显。**根据微信公开课PRO的数据，微信公众号月活粉丝数在2017年达到了7.97亿，相较2016年同比增长了19%。但用户量的增长基本都是头部公众号带来的增长。根据新榜的统计，Top50公众号的阅读量占比达到了2.9%，而Top500的公众号阅读量占比为12.9%，另外广告的收入分布基本上也在向头部集中，根据新榜的抽样，报价在10万以上的公众号占据了超过40%的广告收入，报价1万的公众号广告成交比例达到了94%，中长尾的自媒体能拿到了广告收入偏少，生产内容的积极性受到较大的打击。

图13: 微信公众号月活粉丝数2017年达到近8亿



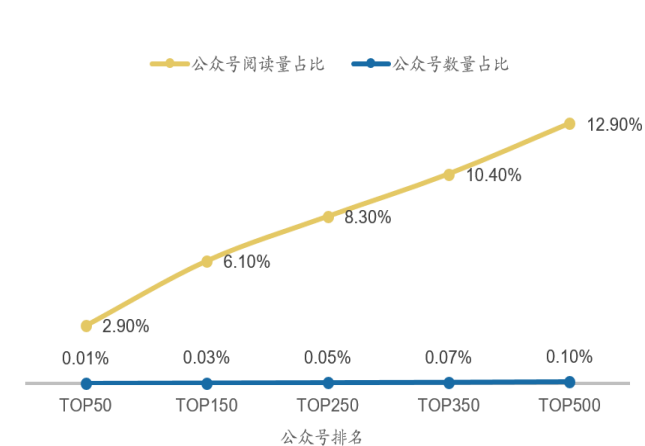
资料来源: 微信公开课 Pro, 广发证券发展研究中心

图14: 微信公众号自媒体的平台诉求



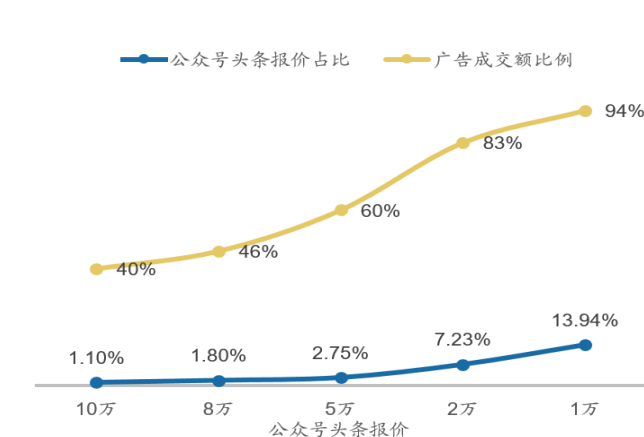
资料来源: 微信公开课 Pro, 广发证券发展研究中心

图15: 公众号阅读量向头部集中趋势明显



资料来源: 新榜《内容创业者报告》, 广发证券发展研究中心

图16: 公众号广告收入向头部集中也非常明显



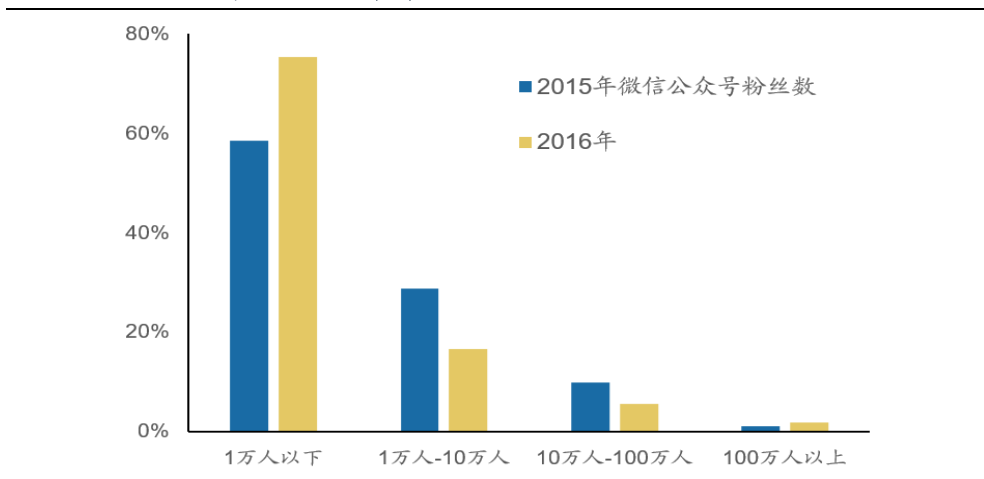
资料来源: 新榜《内容创业者报告》, 广发证券发展研究中心

对于微信公众号生态而言，最为致命的是腰部公众号的流失。根据微小榜的统计，2016年相较于2015年公众号在分布比例上，1万粉丝以下的长尾公众号增加最多，同时100万以上的大号数量也在增加，而1-100万人的微信公众号粉丝量占比下降较快，而这部分恰好是微信体系内优质内容的最大来源。因此这部分有一定粉丝基础的公众号也面临较强的变现压力。

从创新的变现形式来说，腰部公众号在缺少软文单子的情况下，小额支付、打赏、CPS广告成为主要的几种形式。根据阿拉丁研究院的抽样问卷统计，用户为内容付费的意愿高达57%以上，领先于不愿支付的43%，说明粉丝在微信上是愿意为有价

值的内容进行小额支付的，因此打赏成为收入的一种补充渠道。但打赏收入天花板仍较低，公众号目前较为流行的一种变现模式是CPS电商变现，即公众号以文章的形式为商品或者服务打广告，用户进行付费之后流水双方进行分成，目前主流的形式还是第三方通过公众号来进行变现。但根据“嗨推”公众号，目前微信在灰度测试微信官方的CPS电商广告位销售，形式就是商品销售返佣，目前仍主要只支持电影类商品的售卖，预计后续将逐步扩展至其他商品领域。

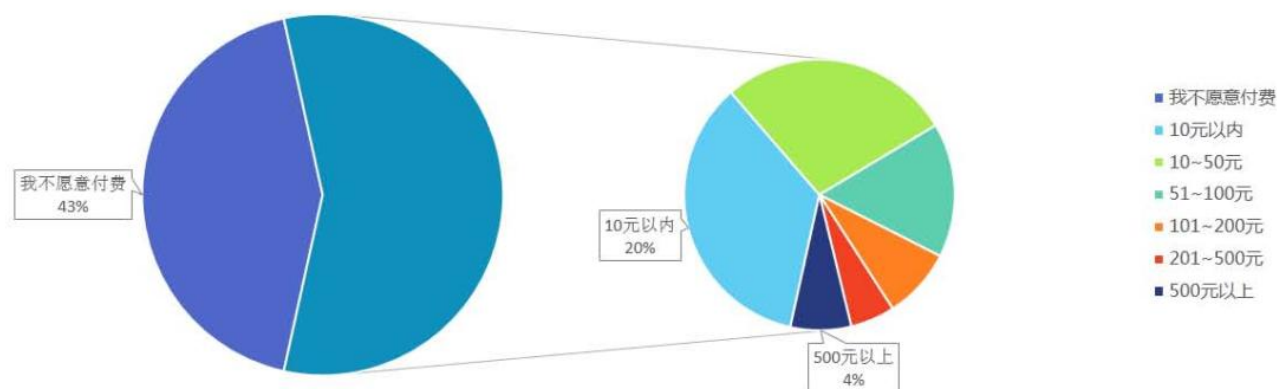
图17: 微信公众号的粉丝分布情况



数据来源：微小榜，广发证券发展研究中心

图18: 微信公众号的粉丝分布情况

请问在微信平台上，每个月您愿意为有价值的内容和资讯花多少钱？

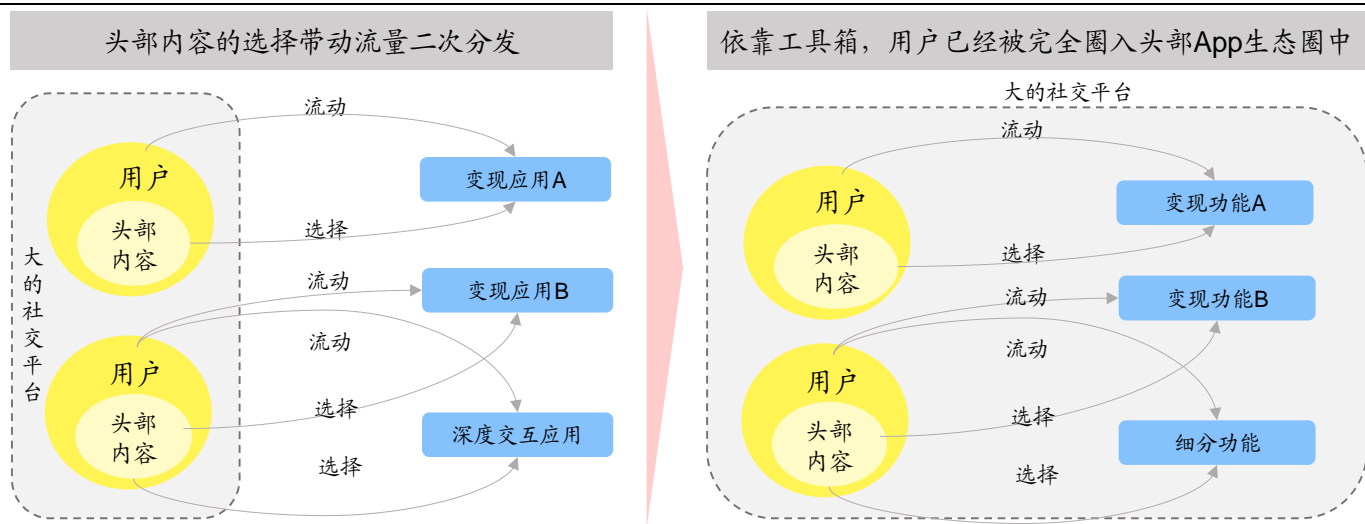


数据来源：阿拉丁《小程序白皮书》，广发证券发展研究中心

## 1.4 这次的流量红利并非来自用户增长而是社交流量再循环红利

我们认为，微信本身下沉和流量中心位置的奠定，小程序对于生态圈的建设，公众号自媒体对于变现机制的不断梳理造就了微信体系内部有一次的流量红利。而这次的微信红利相比之前的头部App的流量分发有着本质的不同，之前移动互联网领域头部App对于内容的分发本质是微信的使用人群迅速增多，导致公众号的关注人数增多，朋友圈的使用人群变多，多余流量开始溢出，如微信“我的”→“钱包”下的三级入口开放给了京东、滴滴、猫眼、mobike等第三方合作上，本质上是再向第三方导流，用户在形成了使用习惯之后，会脱离微信直接使用第三方的服务和App，进入新的流量池当中，用户使用该服务的需求是原生的、准确的、长期稳定的。而在小程序出现之后，事情发生了两个变化：第一是微信的流量始终在内部流转，比如一个典型的知识付费流程：观看公众号→被引流入小程序购买课程→小程序内听课→回到公众号反馈，这一过程中是不会跳出微信这个体系的；第二是正因为小程序通过分享等形式找到用户、产生需求，这些需求更多是即时性的、有一定社交属性的、非长期稳定的，所以对社交网络有很高的依赖度，比如典型的朋友圈英语课程销售，因为看到朋友分享而产生了购买欲望的人群比例是非常高的。

图19：微信最新的流量红利不同于流量的二次分发

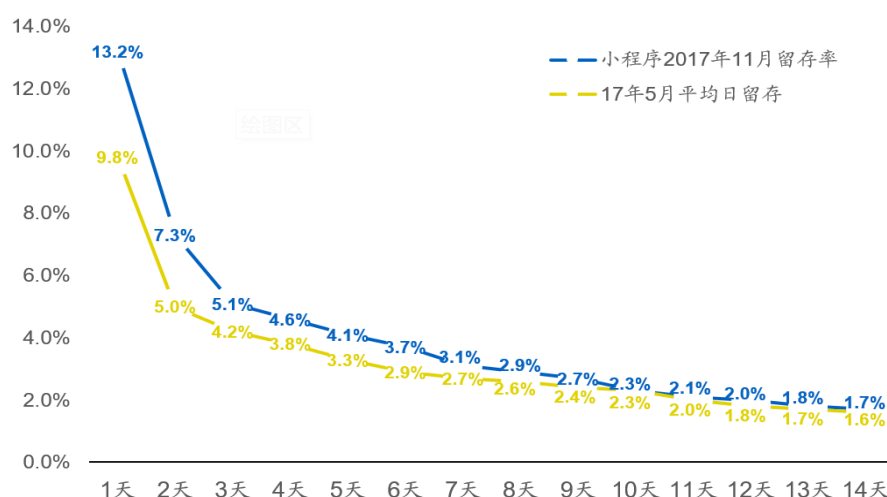


数据来源：华兴资本《场景时代的逻辑：流量的二次分发》，广发证券发展研究中心

正因为是流量在内部流转分发，小程序反倒增强了用户的粘性而非分发至第三方平台。我们从阿拉丁研究员检测的数据来看，小程序在经过了各种能力的升级之后，其用户的留存水平有了显著提升，2017年11月小程序的次日、7日、14日留存率分别是13.2%、3.1%和1.7%，而2017年5月小程序次日、7日、14日的留存率分别为9.8%、2.7%、1.6%。这也说明微信流量更多在内部流转，微信生态下能够满足的用户需求越来越多，包括电商、知识服务、小说阅读等都在内部结局，这对用户的停留时长增长或许起到了一定的正向作用。



图20：2017年5月和11月微信小程序的留存情况



数据来源：阿拉丁小程序，广发证券发展研究中心

## 2、微信红利：更低廉的获客成本和更流畅的变现场景

我们解释了为什么在这个时点上出现了新的微信生态红利，主要是下沉的微信流量分发能力日益完备、小程序的出现和微信生态内部厂商对变现机制和流量获取方式的不断创新带来了新的用户红利。我们认为用户红利的核心体现在社交分享带来了更低的获客成本和部分新的变现场景，因此各个厂商对于用户红利的创造性利用也主要体现在获客方式创新和场景落地创新上，相对来说前者更加关键，我们将在下面进行更详细的拆解。

### 2.1 概述：沿获客方式和变现场景对产品进行分类

在获客方式上，我们按照获客对依赖微信的程度进行了划分。左边的主要依赖微信获客的又可以分为两种：云集、环球捕手等电商应用虽然在微信上有公众号，获客方式主要依赖微信关系链的拓展，但是其也有自有App，拉新过程主要在微信上，而形成复购之后的支付环节一般在App上进行；另外一大批公众号创业者如年糕妈妈、新世相、咪蒙等基本上都没有自己的独立App（或者使用不多），获客、提供服务或者产品、支付等环节都在微信体系内部完成，包括百阅、平治信息等微信小说运营商也是如此。而右边的App普遍具有独立App，只是主要的获客渠道主要来自微信，自有App作为获客渠道补充、最终流量的承载方和场景的落地之处。

在变现场景上，我们将主流的变现场景按照ARPU值的高低进行了区分。以小额支付和广告变现作为核心货币化手段的内容服务领域相对来说用户的ARPU值低于卖课程服务的增值服务业务，而另外客单价平均最高的仍应该是电商领域，不过也需要看具体SKU单价而定，部分电商主流SKU的客单价定价也偏低。

图21：微信生态下各个新崛起的产品分类

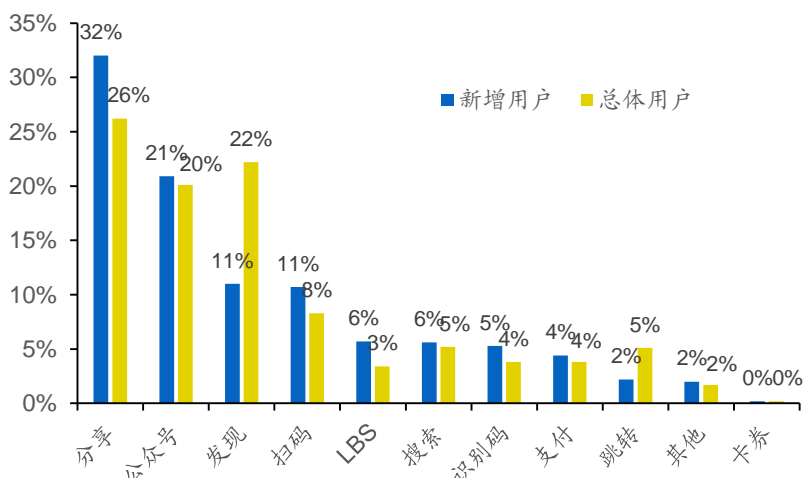


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## 2.2 按照获客方式分类：微信生态下新获取流量的4种打法

从C端用户来看，社交关系是获客关键。微信生态体系内获客成本较低的核心原因是因为社交网络天然适合分销，熟人关系链中的分享隐含了用户的人格背书，因此信任成本较低，电商的转化率较高。阿拉丁统计的小程序主要获客方式当中，分享为最普遍的方式，分别占新增用户和总体用户的32%和26%；另外公众号（订阅）分别占21%和20%位于第二名。而PC时代最常见的获客方式搜索占比仅为5-6%左右。这说明微信体系内部社交关系是获客的源头。

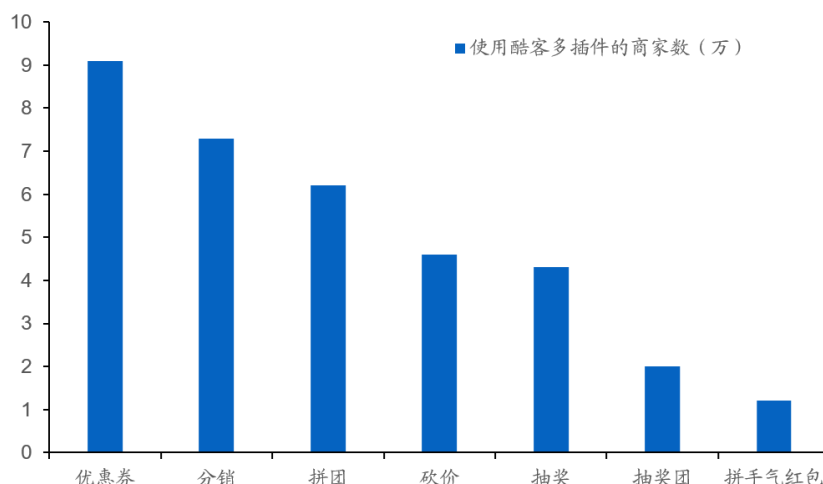
图22：微信小程序的粉丝和客户主要的获取渠道方式



数据来源：阿拉丁小程序，广发证券发展研究中心

从B端商家来看，现金奖励、分销体系、拼团等手段更加常见。我们从商家的选择来反推获客手段，酷客多是一款微信电商服务系统，能够帮助店家管理会员体系，内置有优惠券、分销、拼团、砍价、抽奖等多种功能。从其披露的商家对插件的使用数量来看，接入优惠券的商家数量最多，约为9万家，而紧随其后的是分销（7万家使用）、拼团（6万多家使用）、砍价（接近5万家使用），这三项功能都是典型的社交场景下的获客手段。

图23：酷客多的披露显示商家更加倾向于优惠券和社交分享的获客方式



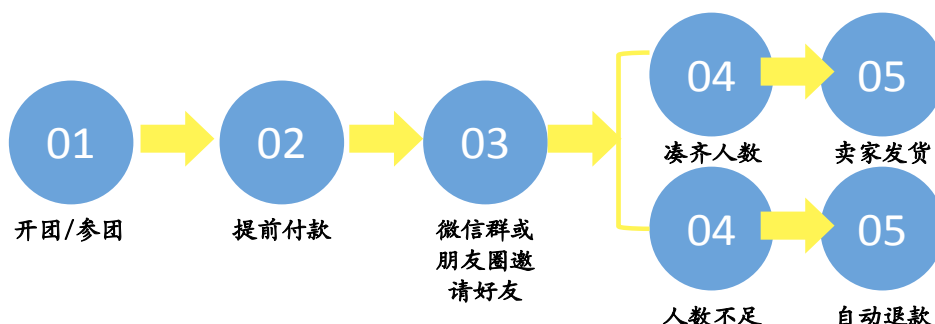
数据来源：酷客多，广发证券发展研究中心

社交功能和奖励机制的创新是划分具体获客方式的核心标准，我们可以将具体创新的微信获客方式分为四种：拼团模式、社交裂变、现金奖励、B端聚合。这几种模式本身互相渗透，共同形成了今年微信生态体系内部快速获客的主要手段。

### 2.2.1 拼团模式：类似于之前兴起的团购，拼团场景主要是微信群

拼团模式的典型代表为拼多多。用户首先发起拼团，通过微信群或者单人对话邀请社交熟人、陌生人等参与拼团，达到人数规定后就能低价购物；而如果拼团人数未满足要求，则平台退款。这种社交推广模式好处在于：a) 鼓励用户自发传播，宣传费用几乎为零；b) 拼团发起人本身隐性为商品信用背书，有利于打造用户对于商品或者平台的形象认知。

图24：拼团模式的主要获客方式



数据来源：新浪科技，广发证券发展研究中心

## 2.2.2 社交裂变：用户自发形成的在朋友圈和微信群里的大范围传播

内容借助社交网络，引发用户自发的大范围传播，形成新用户的不断涌入，我们将这个过程叫做社交裂变。一般的流程是用户A看到活动→生成专属的宣传海报或者链接→分享至朋友圈或者微信群→用户B通过海报或者链接形成关注或者购买行为→（A用户获得积分或者现金奖励）。我们以连咖啡为例，首先购买咖啡的时候提示你分享专属海报和链接邀请好友形成关注后可以赢得0.3杯咖啡，用户分享至朋友圈形成邀请后累计积分兑换咖啡。社交裂变的过程通常伴随着现金或者积分奖励，才能够让用户自发扩散形成拉新过程，这个过程主要有三个核心影响因素：第一是分享频次，指的是老客户当中有多少人愿意帮你分享，这个主要取决于分享物料的话题性和奖励的力度；第二是分享效率，是否愿意反复分享，并转发至朋友圈、群、个人等各个社交渠道，这个则主要取决于分享物料的话题性，近期的抖音作品《文物戏精大会》就取得了非常好的分享效率；第三个则是取决于转化效率，指的是新用户看到海报或者链接后能否转化为新的用户，主要取决于转化链条是否简短流畅。

图25：社交裂变效果取决于分享频次、效率和转换



资料来源：36氪，广发证券发展研究中心

图26：连咖啡的社交裂变过程



资料来源：连咖啡，广发证券发展研究中心

## 2.2.3 现金奖励：平台对老用户带新用户进行奖励鼓励社交拉新

现金奖励往往与社交裂变相结合，主要是指产品通过微信社交链条对用户做出隐性补贴，让其帮助拉新的获客方式。我们以趣头条为例，其模式主要是用户学习并读新闻→“读者分成广告收入”。趣头条发起的现金收徒活动和“盛大分红系统”有很大相似之处，趣头条每位用户都有自己专属的邀请码，并可以通过邀请码进行收徒。通过该邀请码或分享链接注册的趣头条新用户，都将成为发出邀请人的徒弟。比如趣头条用户A每收1位有效徒弟奖励3500金币，金币分5次发放，每次700金币。发放条件是A必须促使徒弟B活跃并进贡60金币，方法就是通过QQ或微信给徒弟发链接，徒弟B点击链接登录趣头条并有效阅读3篇文章就算成功。此后，B好友每在趣头条上看一篇文章，用户A还可以再获20金币的进贡。

这种模式和“传销”的核心区别在于法律界定“传销”有几个要点：1）参加者按照一定顺序组成层级；2）参加者以缴纳费用或者购买商品、服务等方式获得加入资格，下



线的用户出现了经济损失; 3) 另外从事的经济活动会骗取下线财物、扰乱社会秩序。我们认为趣头条在机制设计上, 奖励是由平台方发放的, 用户在观看新闻的过程当中并未出现经济损失, 虽然在架构上“师徒”也形成了梯形结构, 但与传销还是有着一定的区别。

图27: 趣头条典型的现金奖励机制设计



数据来源: 趣头条, 新浪科技, 广发证券发展研究中心

图28: 趣头条的奖励规则一览



数据来源: 趣头条, 广发证券发展研究中心

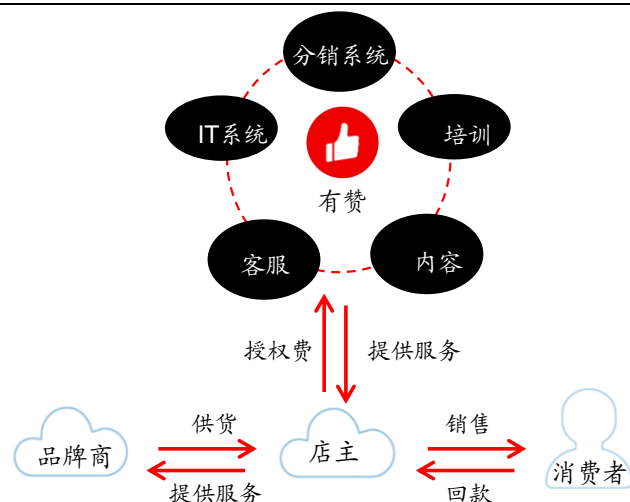
## 2.2.4 B 端聚合&服务: 可分为电商服务和 CPS 分销两类

前面三种形式主要是通过社交分享等机制迅速在用户端起量, 而第四种主要是通过B端客户做用户增长, 主要的模式有两种: 以有赞、微盟为代表的电商Saas提供商; 以平治信息为代表的微信公众号聚合商。



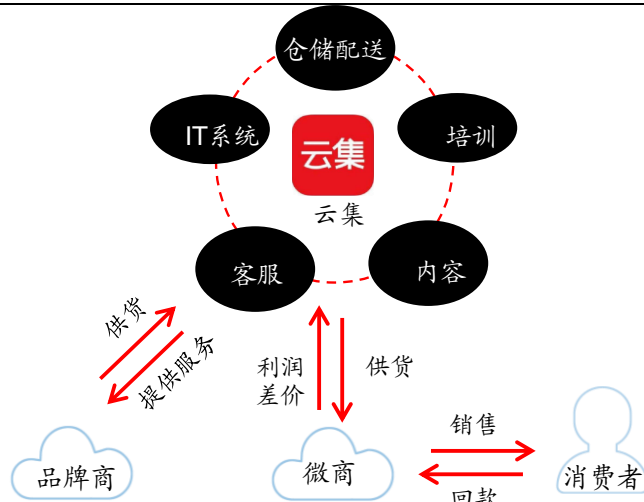
有赞和微盟的模式主要通过为店主提供电商SaaS解决方案。比如有赞的微商城，微信体系内的个人店主也是重要的渠道之一，有赞可以提供展现、推广、互动、留存、成交、复购、分销、支付数据等功能，收费方式主要系向店主收取授权费，价格上主要分成三档：4800元/年、9800元/年、15800元/年。微盟是类似有赞的模式，根据其披露的数据来看，2016年全年营收3.1亿元，净利润约为5140万元，而2017年1-4月实现收入2.1亿元，净利润950万元，我们预计随着微信体系流量红利的进一步释放，2018年微盟有望实现收入利润的较快增长。而略有不同的，另外如云集一方面为微商店主提供IT系统、客服培训体系和内容服务等，也为店主提供供应链和仓储配置服务，前端的微商店主只需要负责销售转化即可。

图29：有赞微商城模式专注店主的后端服务



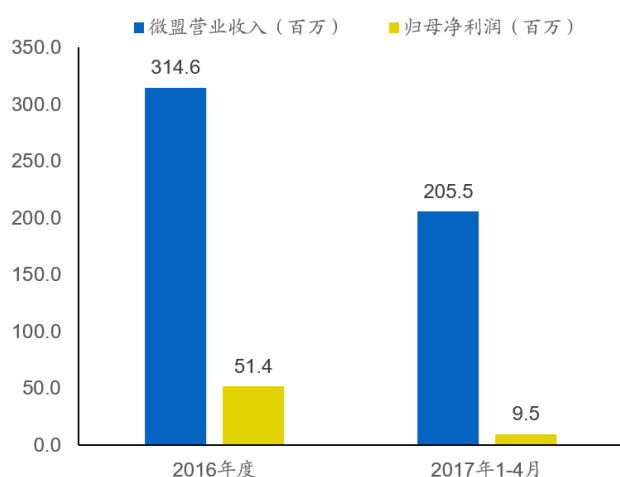
资料来源：有赞，广发证券发展研究中心

图30：云集除了后端服务还提供供应链服务



资料来源：云集，广发证券发展研究中心

图31：微盟的营收和净利润增长情况



资料来源：天马股份公司公告，广发证券发展研究中心

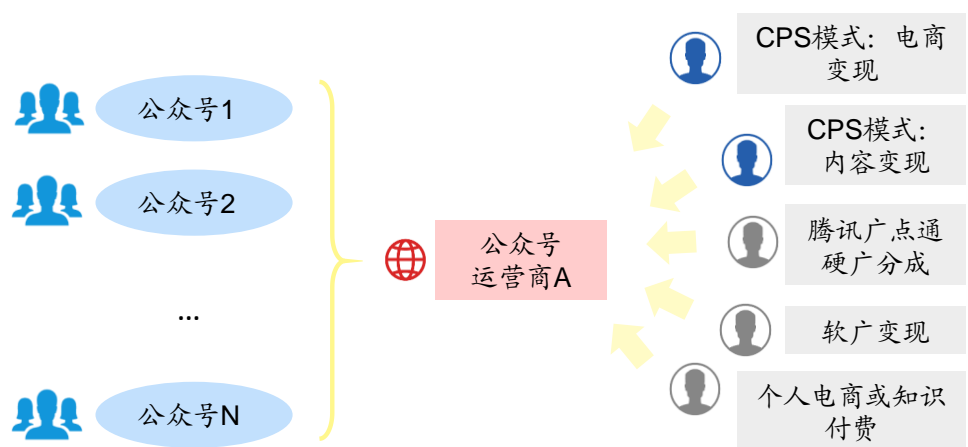
图32：微盟提供的电商一揽子解决方案的部分功能



资料来源：微盟官网，广发证券发展研究中心

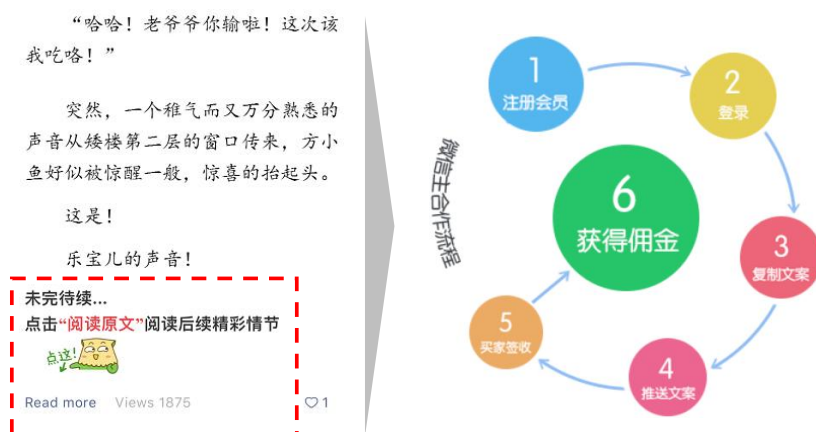
另一种主要的模式则是利用微信公众号做CPS的分销系统。目前微信公众号有5类变现模式：软广分成、个人电商或者知识付费、硬广分成、CPS内容变现、CPS电商变现，其中前两者主要是大号的变现模式，第三种的广告分成收入有限，而后两者是新出现的中小长尾公众号变现的新模式。CPS模式其内在逻辑与PC时代的网盟模式类似。内容和平台公司负责提供原文应用后台，并准备好内容素材、推广的商品、小说、漫画的跳转链接，微信公众号运营者登录之后选出自己的宣传材料，生成微信图文之后负责推送，之后粉丝阅读文章一旦形成了购买行为，则平台和公众号之间可以进行分成，比例大概是公众号分流水的80-90%，平台分流水的10-20%。这一模式解决了长尾的微信公众号接不到软广单、同时硬广曝光商业价值不够的问题，让长尾公众号运营者有了顺畅的变现途径。而平台方能够推广自己的小说、漫画或者商品。

图33：微信公众号主要的5种变现模式



数据来源：微信公众号，微信CPS联盟，广发证券发展研究中心

图34：微信公众号文末插入“阅读原文”跳链实现CPS分成



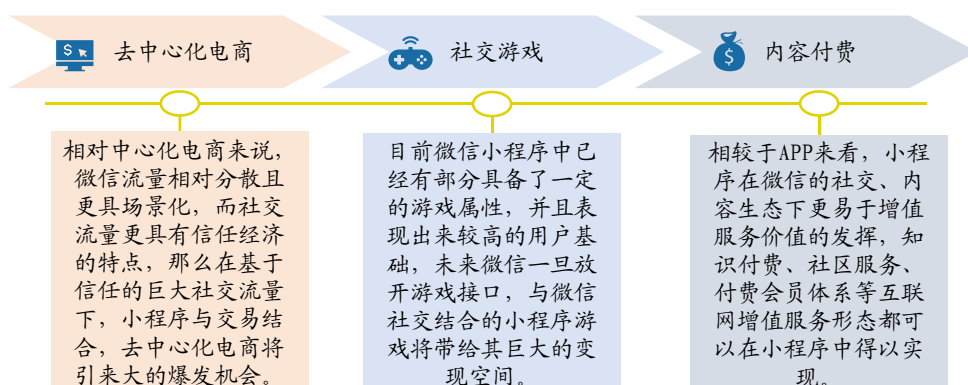
数据来源：微信公众号，微信CPS联盟，广发证券发展研究中心

## 2.3 按照落地场景分类：目前以电商、游戏、内容付费为主

从场景区分，微信生态内产品后端变现的主要方式包括电商、游戏、知识付费、在线阅读、资讯平台等，其中主流的主要是电商、小游戏和内容付费三种，目前变现的场景仍正在不断拓展。

- **电商：**目前小程序变现方式最普遍的形式就是电商，社交电商和之前传统的电商最大的区别在于消费者需求产生的逻辑是不一样的，传统电商消费者需求更稳定，有需求后在应用里面搜索商品；而在社交网络当中，电商的商品资讯和服务需求来自于精准订阅和增量需求，因此社交网络产生的购物需求更加个性化、即时性和受他人影响。这块是增量市场而非抢夺存量份额。
- **社交游戏：**根据Quest Mobile的统计，截止到2018年3月，微信小游戏玩家已经达到4.5亿，小程序用户则达到5.6亿的规模，小程序用户当中小游戏普及率已经超过80%，而媒体GameLook披露，4月底《海盗来了》的日流水已经突破了200万元，小游戏正成为微信体系内一个重要的变现出口。
- **内容付费：**主要包括小说漫画等订阅付费和知识付费。此前微信公众号已经把内容和知识付费的路径打通，而小程序关联微信订阅号之后可以方便的调用支付接口，构造微信体系内的知识付费闭环。目前公众号大V的变现模式除了广告之外，更具规模效应的无疑就是知识付费。咪蒙、新世相、吴晓波、逻辑思维等行业领域的KOL都开通了自己的知识付费渠道。

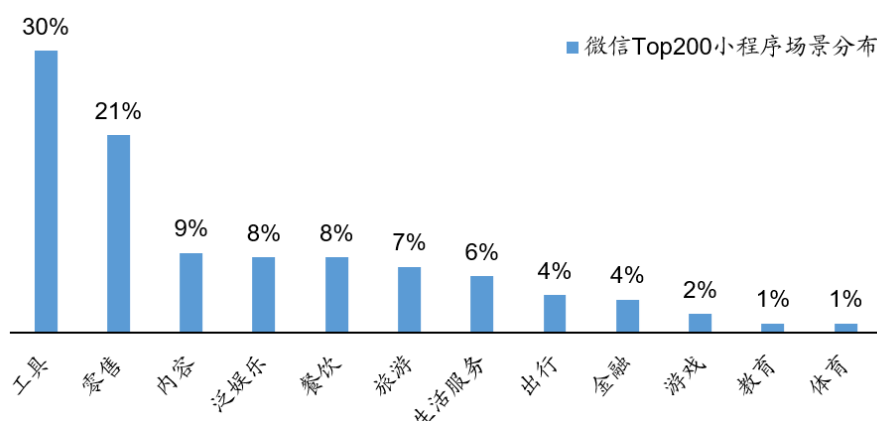
图35：微信小程序的主要三大变现场景



数据来源：阿拉丁小程序《小程序白皮书》，广发证券发展研究中心

除了以上的三大场景之外，微信生态内部可以拓展的场景非常之丰富，小程序和公众号最初在功能上承担了轻度应用宣传、简单工具应用等作用，随着小程序能力的不断加强和开发者的不断创新，小程序能够承载的服务和内容正逐渐变得更加丰富。根据阿拉丁《小程序白皮书》的统计，Top200小程序的数量分布上仍以工具、零售内容居多，两者合计占比超过51%，内容、泛娱乐、游戏等分别占9%、8%、2%的份额。

图36: 微信小程序2017年12月Top200的行业分布



数据来源: 阿拉丁《小程序白皮书》, 广发证券发展研究中心

从小程序或者微信内部生态的角度, 微信已经形成了一个较大的生态系统, 各个环节都有相应的头部厂商, 并且有一定的盈利模式, 落地场景十分丰富。比如在数据分析方面包括阿拉丁、艾瑞、易观等, 在广告中介和平台上包括微播易、腾讯社交广告、小神推等公司。其中开发服务商和模板服务商的出现, 直接促成了第三方开发生态的繁荣, 如夺冠魔方可以利用功能模块/自由组合的新模式制作小程序, 目前已经累计生成了3万家以上的小程序。随着开发者不断入驻, 我们认为落地场景有望继续深度拓展。

图37: 微信小程序形成的生态系统和各个环节的厂商概览



数据来源: 阿拉丁《小程序白皮书》, 广发证券发展研究中心



### 3、未来：小游戏是下一个风口，关注公众号新玩法

小程序上线后，微信生态迎来了巨大的用户红利，社交分享带来的低获客成本和新的用户场景让许多的厂商和产品受益，我们认为这一波人口红利正逐渐走向下半场，腾讯将进一步清晰界定规范分享行为、维持社区的健康度，而总体上微信生态内部可以落地的场景将更加丰富，甚至将逐渐像原生App生态靠近，因此占据原生App付费主流的游戏产品将逐渐在小游戏上复制；电商和知识服务的客单价将逐步提升；CPS模式接入的SKU将更加丰富。

#### 3.1 小游戏前景巨大：增强用户粘性，落地场景变现顺畅

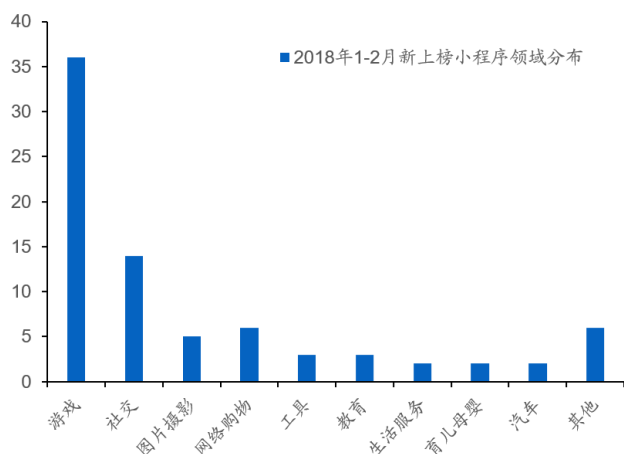
在放松了对小游戏的限制之后，微信小游戏将成为小程序生态当中的重要一环。

2017年12月跳一跳首先以首页推广的形式上线测试，同期还有一批轻度小游戏上线；2018年1月微信公开课Pro上张小龙正式发布2018微信全新计划：玩一个小游戏是正经事，并披露小游戏的累积使用用户数已经达到了3.1亿，其中风靡朋友圈的小游戏《跳一跳》的DAU已经突破了1亿，另一小游戏星途DAU也超过了500万；2018年3月微信小游戏正式开放全类目测试；3月29日，微信官方公布小游戏创收模式以及分成比例，创收模式主要分为安卓道具内购和小游戏广告流量分成；2018年4月，非官方微信小游戏开始出现，小游戏的总数达到73款，其中46款为第三方开发者创作，其中18款为个人开发者开发，28款为第三方公司开发。

小游戏对于微信生态的作用在于加强了用户之间的互动，增强了用户粘性。腾讯高级副总裁张小龙在演讲中透露，《跳一跳》次日留存为65%、3日留存为60%、7日留存为52%，上线不到20天，累计用户3.1亿，DAU达到1.7亿，都足以说明轻度社交小游戏能够提升整个生态的粘性。

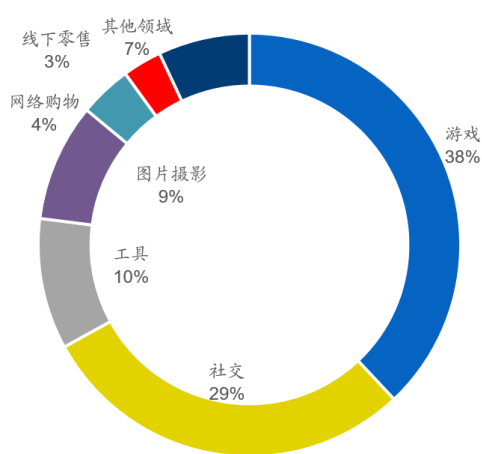
在腾讯的推动下，小游戏的数量增长迅猛。根据阿拉丁小程序研究报告的统计，2018年新上线的Top200小程序当中有超过35款小游戏，占比相较于2017Q2和2017年12月份有了大幅度提升。从品类而言，目前小程序、社交、电商为小程序中创业者开发最多的三类产品。

图38：2018年1-2月小游戏已经明显占据小程序主力



资料来源：阿拉丁《小程序白皮书》，广发证券发展研究中心

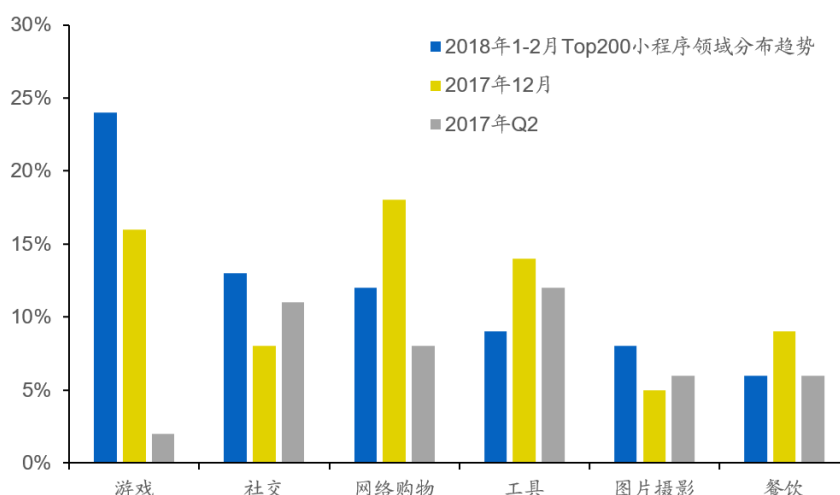
图39：Top50小程序当中小游戏占比约为38%



资料来源：阿拉丁《小程序白皮书》，广发证券发展研究中心



图40：17Q2到2018年1-2月Top200各个领域小程序的分布趋势



资料来源：阿拉丁研究院，广发证券发展研究中心

我们认为小游戏未来的发展方向是社交化、中度化、和原生手游App联动。微信小游戏的最大特点是通过群分享，能利用创新玩法造成口碑效应实现迅速聚量，根据游戏陀螺的统计，原生手游App的传播带量占新增比不会超过10%，但微信上小游戏的传播带量占新增比超过70%，这决定了原生手游App更多的获客方式是买量，而小游戏则是通过社交属性裂变导量。跳一跳在最初单机版上线之后也上线了多人版本供群内好友一起游戏。另一个方向是偏重度的游戏出现，4月份腾讯上线的小游戏中包括《第一战舰》，由深圳前海绝对零度研发，也是H5游戏转型上线的偏重度体验的小游戏，另外还有一款后宫美男恋爱养成的AVG游戏《女皇陛下》；小游戏未来的变现方式主要是通过广告和内购充值，而内购充值上轻度游戏远不如重度游戏氪金属性重，未来随着小游戏承载能力变强，重度小游戏将逐渐上线。第三个趋势是与原生手游App的联动，由于起量快、社交属性强，H5和小游戏都是原生App手游的重要宣传方式，此前QQ飞车App采用了手机QQ开机界面QQ飞车H5小游戏试玩推广的方式，QQ飞车App当日即登上了iOS下载排行榜第一，充值排行榜第二，我们预期未来随着小游戏生态更加开放，同样将出现以小游戏为宣传手段的联动方式。

图41：跳一跳改版后上线了多人对战功能

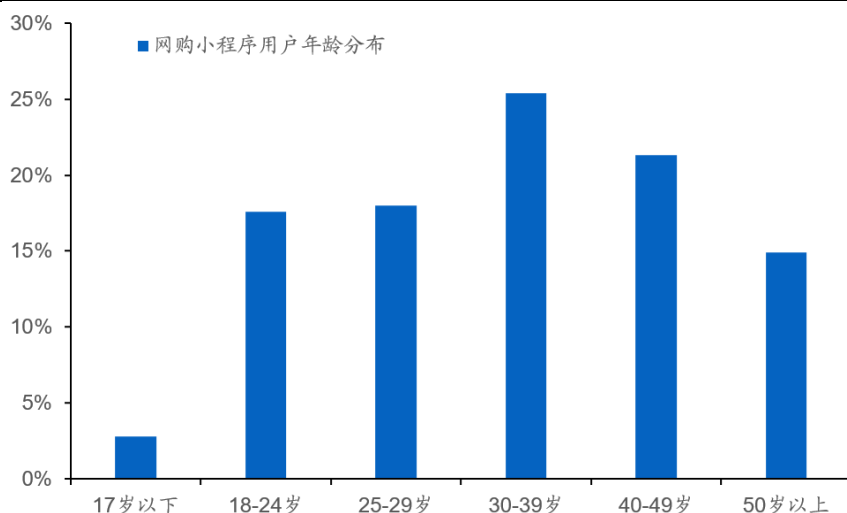


资料来源：跳一跳，广发证券发展研究中心

### 3.2 电商和知识付费将逐渐经历客单价的升级

目前电商和知识付费的人群分布更偏向中年人，消费能力巨大。根据阿拉丁研究院的《2017年小程序白皮书》，目前小程序电商使用人群中，超过25%以上为30-39岁人群，另外接近20%来自25-29岁，这部分为目前中国最具消费能力的人群，我们预计小程序下的电商将逐步实现更加重度的购物体验，整体的客单价有望提升。在TOP10的小程序但中零售占据3席，分别是拼多多、蘑菇街女装、女王的新款，后两者已经开始逐渐接近电商原生App的客单价。

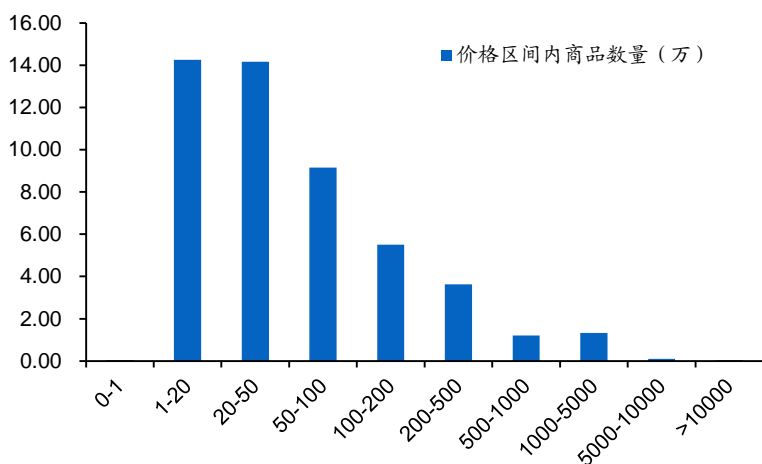
图42：网购小程序用户目前30岁以上人群占据主力



资料来源：阿拉丁《2017年小程序白皮书》，广发证券发展研究中心

我们以拼多多为例，其客单价相较淘宝、京东仍有巨大的提升空间。根据知乎用户“放开那个猕猴桃”对于拼多多商品信息约50万条的爬取，绝大多数的商品价格分布都在1-50元之间，近50万条商品信息当中，有接近14.2万条价格分布在1-20元之间，而又14.1万条分布在20-50元的价格区间内。京东曾经在2012年公开部分运营数据，每日订单超过30万单，日交易额超过1亿元，客单价超过300元，我们认为相较于这些主流电商，以拼多多为代表的小程序电商仍有较大的提价空间。

图43：拼多多目前仍以1-50元的低价商品居多



资料来源：知乎用户“放开那个猕猴桃”，广发证券发展研究中心

另外，我们认为微信的场景天然适合知识付费，未来该类商品服务的SKU将逐渐扩充并且同样经历提价的过程。我们以逻辑思维为例，最初逻辑思维的主阵地微信公众号，其后逐步发展出来了得到App、得到小程序等其他平台，最开始提供的产品为60秒的语音订阅，定价为免费，逐步上线的是音频和视频节目，客单价同样较低；其后逻辑思维开始逐步上线专栏音频和文章，在得到App和微信小程序上均可订阅，客单价约为100-200元左右；而在2016年，罗振宇正式开启线下的跨年演讲，门票收费880-3580元/张不等。我们从这可以看到其实知识付费能够提供的SKU是十分丰富的，而且相较于单纯的100元左右的课程定制，未来线下培训、线上定制化服务等形式都会出现，并且定价可能会更高。

表 1：罗辑思维和得到产品线逐渐向客单价更高的课程、出版、线下体验升级

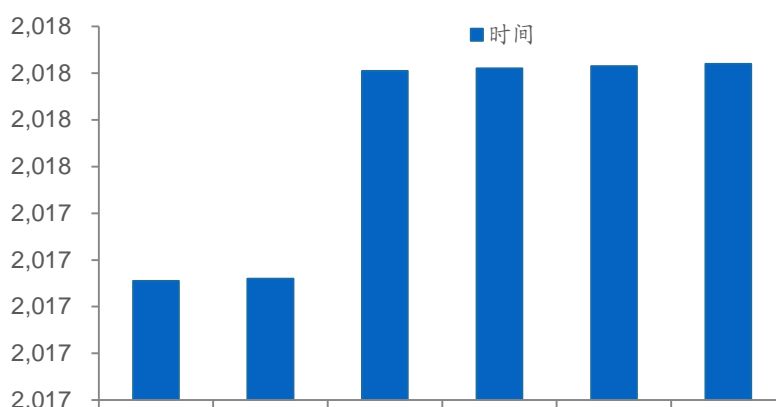
产品名称	产品形式	渠道	定价策略
罗辑思维订阅号	60S 语音	微信	免费
罗辑思维音频节目	50 分钟音频节目	得到 App	
罗辑思维订阅专栏	专栏音频+文章	得到 App	100-200 元
罗振宇跨年演讲	4 小时电视演讲	深圳卫视	880- 3580 元
得到课程	音频课程	微信小程序、得到 App	
得到听书	书籍的精简概要	得到 App	5-20 元
得到引进出版各类系列图书	纸质和电子图书	微信小程序、得到 App、kindle	30-500 元

资料来源：罗辑思维公众号，网络公开信息，广发证券发展研究中心

### 3.3 CPS 模式接入的 SKU 将扩容

我们此前介绍了B端聚合的一类起量方式CPS分销，我们认为这类CPS模式接入的应用和场景也将越来越多。通过微信公众号进行CPS聚合，我们可以认为是类似于PC端网盟的微信端新型流量的获取方式，从我们的跟踪来看，Top30原文应用接入的帐号月度阅读数一直保持在20亿附近，春节年初以来还略有增长。目前这类的分销模式仍以我们此前介绍的小说和电商为主，特别是小说，非常适合微信内部浏览的场景，无需跳转，一直是这类CPS分销模式的流量支撑来源。

图44：微榜统计的Top10原文应用文章阅读数合计维持在20亿次左右



资料来源：微榜，广发证券发展研究中心

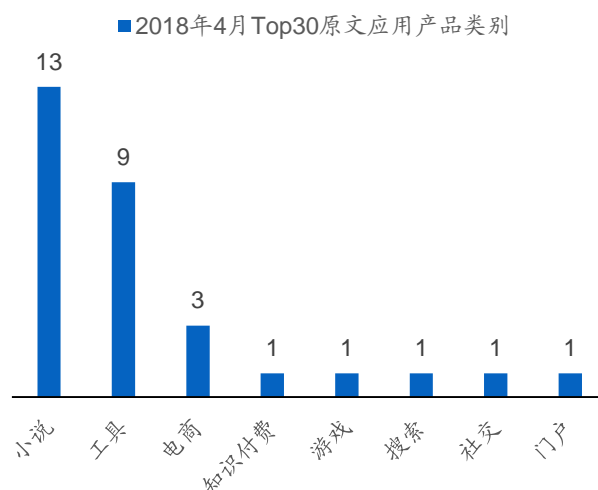
根据我们对Top30原文应用种类的跟踪，我们发现场景和SKU确实在不断丰富过程中。2017年11月Top30主要原文应用的种类有4种，主要是小说、电商、工具和游戏，而2018年4月Top30原文应用中接入的种类有8种，新出现的品类包括：门户（网易）、知识付费（千聊）、搜索（百度）、社交（微博和微博短网址），其中尤其以知识付费类的千聊值得关注，这是对CPS分销模式后端对接商品的又一次扩充，未来知识付费等虚拟服务或也能够通过微信公众号做少量的补充式分发。

图45：2017年11月Top30原文应用种类一览



资料来源：微信大会，广发证券发展研究中心

图46：2018年4月Top30原文应用种类一览



资料来源：微信大会，广发证券发展研究中心

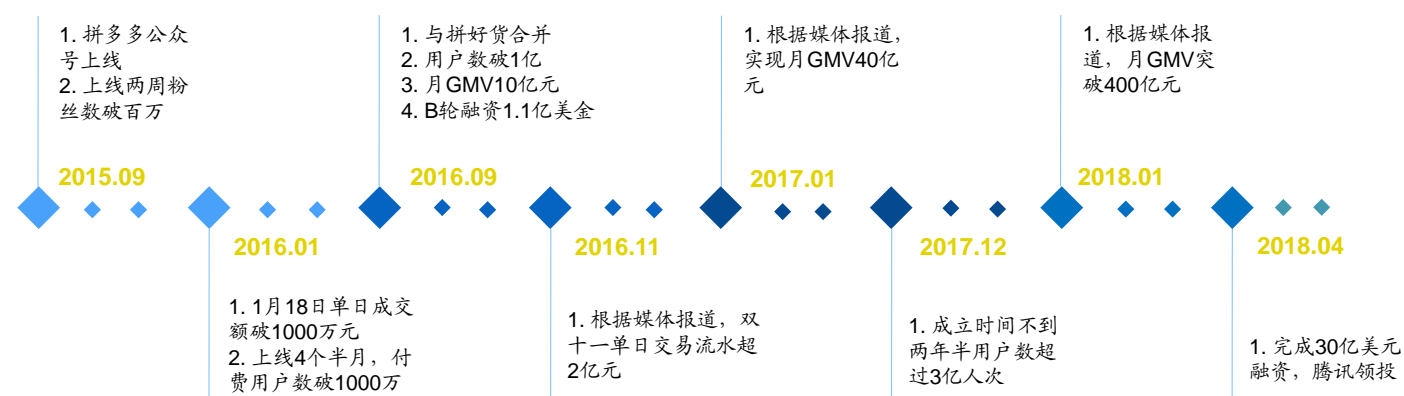
## 4、典型代表产品浅析

我们在前文中主要介绍了微信生态红利形成的原因、目前主流的几类商业模式和我们对未来趋势的预判，我们将从6款典型的产品或者厂家为例，从主要商业模式、如何利用微信生态、运营情况等方面对产品做出进一步的解析。

### 4.1 拼多多：新晋崛起电商平台，主要传播场景在微信群和公众号

拼多多是一家专注C2B拼团购物的第三方社交电商平台。用户可以通过和朋友、家人、或者陌生人等进行拼团以更低的价格购买商品，将沟通分享与社交理念融合在电商中，形成了拼多多的社交电商创新模式。根据易观千帆的数据，2018年4月份拼多多月活超过1亿，在社交电商类APP中连续多月稳居第一。2018年4月，拼多多完成C轮30亿美元的融资，由腾讯领投。

图47：拼多多发展历程简单回顾



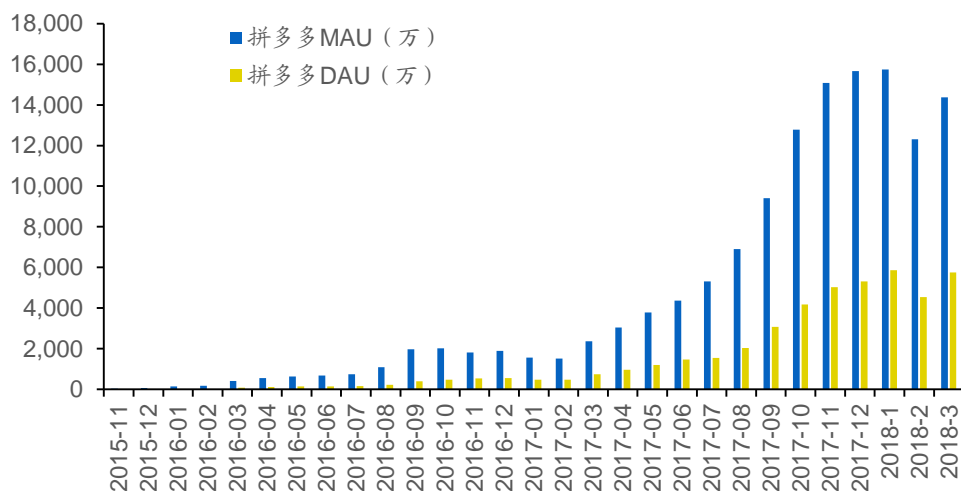
资料来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

在拼多多平台上，包含三类用户：主动用户、被动用户以及商家。1) 商家：在拼多多平台上，商家可以通过用户之间的社交分享获得更多流量以及精准用户，有利于中小卖家增加销量，产生更高的复购率、转化率以及留存率。2) 主动用户：希望通过最低的价格买到所需商品而愿意拼团分享，是平台的使用者同时也是流量分享者。3) 被动用户：被动接受主动用户分享的客户，受拼团产品的品质以及团购价的优惠的吸引成为平台的客户，成为平台的新用户之后自动转化成主动用户。用户除了自己在平台上发起拼单并在亲人朋友等中进行分享以成团外，也可以选择直接在平台上直接加入陌生人发起的团购，除此之外还可以选择以比团购价高的价格进行单独购买。为了鼓励用户开团参团购物，平台还推出了“限时秒杀”、“砍价免费拿”等活动，多角度挖掘社交电商的创新模式。

拼多多成长速度十分惊人，用户月活目前已经达到1.4亿以上。根据Quest Mobile的数据显示，2017年1月拼多多月活还只有1558万人左右，日活约为478万左右。而2018年3月的数据显示，拼多多目前已经有1.43亿的月活和5747万日活用户，在电商App中仅次于手机淘宝和京东，位于第三名。而从用户粘性上，拼多多的单人单日使用次数逐渐有2015年的日均4.5次上升至5.9次，而同期单人日均使用时长也从13分钟上升至21分钟左右。

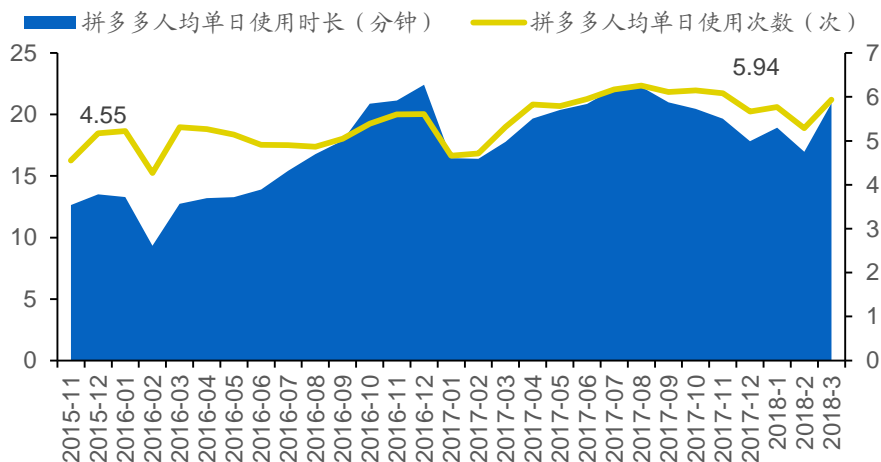


图48: 2015年-2018年3月拼多多的月活和日活推移图



数据来源: 阿拉丁小程序, 广发证券发展研究中心

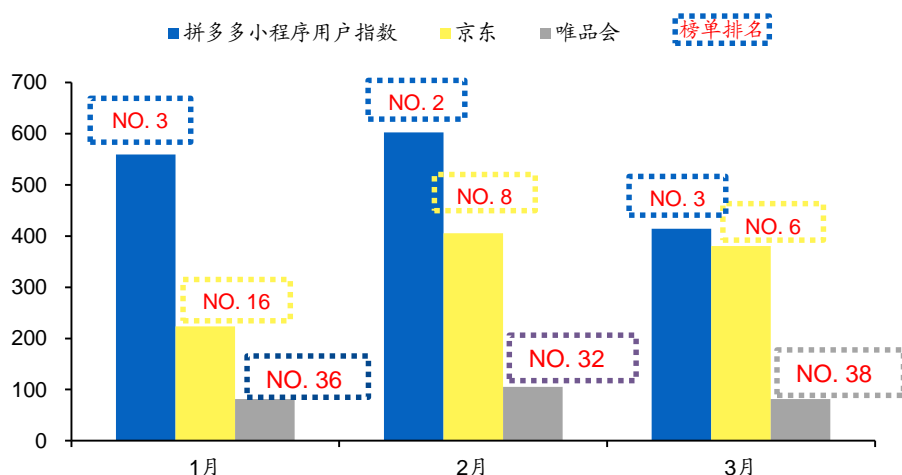
图49: 2015年-2018年3月拼多多的人均单日使用时长



数据来源: 阿拉丁小程序, 广发证券发展研究中心

拼多多目前最大的竞争优势在于“社交分享”这一模式显著地降低了获客成本，能够让其在供应链端灵活度更大。我们按照阿拉丁小程序的统计来看，拼多多是排名前三的小程序，其用户指数要远高于同样被认为是腾讯系的京东和唯品会。而这就意味着拼多多的主场景是在微信公众号或者微信群当中，让公司获得了更加低廉的获客成本。跟其他产品对比的话，我们以原价259元左右的红双喜电动电风扇为例，淘宝标价为189元，拼多多分享到群的砍单可得价为89元，分享到群需要17位左右的好友帮助砍价（平均每人砍价10元左右），我们假设其中有50%成为了拼多多的新客户，则获客成本约为7.5元/人（假设成本为150元/台）。其远低于京东、阿里目前平均200元以上的获客成本价。

图50: 微信公众号的粉丝分布情况



数据来源: 阿拉丁小程序, 广发证券发展研究中心

## 4.2 薄荷阅读: 知识付费代表产品, 主传播场景在微信群和朋友圈

薄荷阅读于 2016 年 6 月上线, 是百词斩旗下的一款基于微信端的英语付费阅读产品, 从单纯的工具类产品延伸到了英语阅读付费的服务。薄荷阅读的目标是让学员以碎片化的时间在 100 天读完 4 本名著, 4 个故事拆分到每天阅读, 100 天完成 10 万字左右的阅读量, 课程学费为 149 元。

学员每日的学习内容包括: 1) 每日一句 (名言等); 2) 今日词汇; 3) 今日阅读 (学习时间在 7-11 分钟); 4) 配套音频; 5) 课后习题; 6) 答疑解惑, 学员如对语句有困惑的可以在微信群中提出, 老师一一解答, 同时微信群中还会进行讲义分享等活动。

薄荷阅读的收入来源是主要是每个学员每期 149 元的学费, 主要传播场景主要系微信群和朋友圈。为了扩大获客规模和维持产品社区氛围, 薄荷阅读主要采用了以下几种机制:

- 鼓励老用户续费和拉新。老用户续费可以享受 20 元的优惠, 另外老用户介绍新用户入群可以获得 20 元的折扣优惠。
- 奖励分享。对于在朋友圈和微信群积极打卡的学员有打卡 80 天送在读实体书 (4 本英文名著纸质版) 的奖励。
- 微信群维持热度。社群内老师定期讲解知识点, 另外会查看朋友圈打卡分享, 监督用户的学习计划。

薄荷阅读每两周发布新一期报名, 截至目前, 薄荷阅读已经开课 34 期, 第 35 期报名截止日期为 2018 年 5 月 26 日, 正式开课时间是 2018 年 5 月 29 日。每一期开设两个微信社群, 每个微信群学员人数在 400~500 人不等 (不排除少部分学员没有加入微信群), 我们保守计算薄荷阅读已经有超过 3 万人使用薄荷阅读的服务。

图51：薄荷阅读的股份机制设计



数据来源：阿拉丁小程序，广发证券发展研究中心

### 4.3 有赞：定位 B 端服务平台，伴随微信体系电商起航

有赞集团主要从事电商业务，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。有赞集团经营部分第三方电商平台并提供综合消费者管理及线上分销方案，以协助商户建立、营运、管理及推广期线上商店。2018 年 1 月 2 日，中国创新支付公告拟以 20.96 亿港币收购有赞集团 51% 股权，目前交易尚未完成。

有赞集团集团旗下主要产品分为 ToB 和 ToC 两条产品线，ToB 产品主要是有赞微商城和其衍生出来的有赞零售、有赞美业等；ToC 主要是面向个人开店服务的有赞微小店和 B2C 商城有赞精选。

目前公司主要贡献营收的产品是针对商家的有赞微商城。其使用流程主要系：1）在有赞集团电商平台注册的商户开设线上店铺，通过电子商务应用向消费者提供货物；2）消费者就选定物品下单并选择支付渠道（如支付宝、微信支付）；3）交易所得款项可从消费者在选定支付渠道注册的制定银行账户中扣除并计入有赞集团委聘第三方支付服务供应商代管开立的银行账户；4）待收到消费者订单后，商户将按照消费者指示安排交货；5）若第一步中消费者的货物接受确认书及第二步中消费者在货物交付后七日内并无异议或投诉，则交易所得款项净额发放到商户指定银行账户。

除了线上结算之外，有赞集团电商平台也可线下结算交易所得款项，在实际交付货物或提供服务时，商户可以现金或使用其第三方支付渠道（如微信支付官方账户）收取销售所得款项。如果是线下结算则有赞集团将不会负责结算商户与消费者之间的销售所得款项。

总体来看，公司的运营数据增长十分强劲。截至 2016 年 12 月 31 日，有赞集团拥有超过 36.4 万活跃注册商户及超过 12 亿个注册商户追随者。2014、2015 年同期活跃注册商户数为超过 2.6 万及 36.9 万。2016 年全年通过有赞集团结算系统结算的 GMV 为 74 亿元，同比增长 164%；消费者与商户直接结算的 GMV 约为 26 亿元，同比增长 100%；全年 GMV 约为 100 亿元，同比涨幅达 144%。

表 2：有赞集团经 2014 年-2016 年的运营数据

项目	2014	2015	2016
注册用户追随者数目	超过 0.9 亿	超过 5.2 亿	超过 12 亿
通过有赞集团结算系统 结算的 GMV (亿元)	0.991	28	74
消费者与商户直接结算 的 GMV (亿元)	1.605	13	26
GMV (亿元)	2.596	41	100

资料来源：中国创新支付收购公告，广发证券发展研究中心

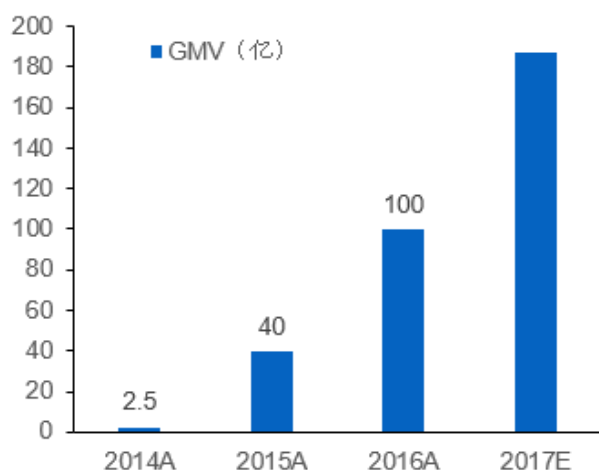
有赞集团 2016 年全年实现营收 9,827 万元，同比大幅增长，全年毛利为 4,677 万元；2017 年前十个月实现营收 2.1 亿元，同比增长 197%，实现毛利 1.5 亿元，同比扭转为正。公司除税前亏损的主要原因是可赎回可转换优先股公允价值的变动。2014-2016 年全年度公司可赎回可转换优先股公允价值变动值分别为 1.7 亿、5.2 亿和 9.5 亿元，2016 年 1-10 月和 2017 年 1-10 月公司可赎回可转换优先股公允价值变动分别为 9.4 亿元和 1.2 亿元，去除掉这部分的影响，从毛利润的角度来看，公司在 2016 年已经毛利转正为 4677 万元，2017 年 1-10 月这部分毛利扩大为 1.5 亿元。由于有赞的收入与接入的商家数量、商家交易量相关性较强，我们从 2014-2017 年 1-10 月的集团 GMV 来看，公司仍将保持一定的快速增长。

表 3：有赞集团财务数据

项目 (万元)	1-10 月		全年度		
	2016A	2017 A	2014 A	2015 A	2016 A
收益	7,193	21,389	40	978	9,827
毛利/(毛损)	2,832	15,149	-123	-866	4,677
除税前亏损	-106,313	-23,238	-21,775	-70,733	-111,004
除税后亏损	-106,313	-23,238	-21,775	-70,733	-111,004
经调整亏损金额	-13,045	-11,360	-4,654	-18,566	-15,566

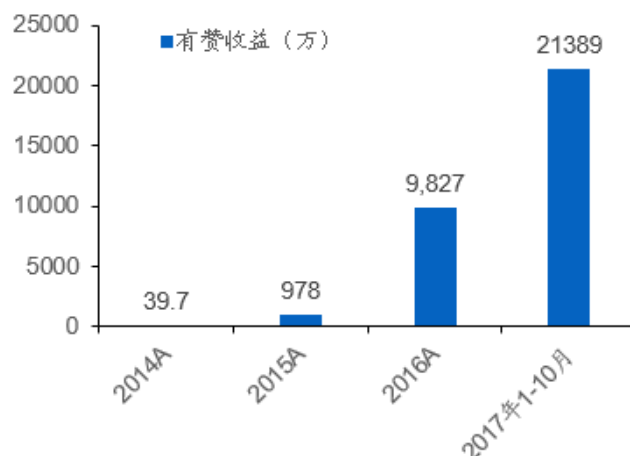
资料来源：中国创新支付收购公告，广发证券发展研究中心

图52：2014-2017年有赞GMV增速较快



资料来源：微信大会，广发证券发展研究中心

图53：2014-2016年有赞收入增速较快



资料来源：微信大会，广发证券发展研究中心

从收入构成上，公司仍以授权加盟费为主，这~~让~~公司更偏向于 SaaS 服务提供商。公司收入来源包括交易费、授权费、高级功能、会员以及其他服务：1) 交易费主要指通过有赞集团电子平台销售商品收取的特定费率，收取对象是注册商户；2) 授权费：是指向在有赞微商城订阅标准功能的注册商户收取的费用；3) 高级功能费：是指向在有赞微商城订阅额外高级功能的注册商户收取的授权费；4) 会员费：指在有赞集团电商平台订阅标准或高级功能以及线下服务的注册用户收取的费用；5) 其他服务收益：是指特别项目及线下服务(如培训、推广活动)授权特定功能产生的收益。从2017年1-10月的数据来看，有赞的授权费收入高达1.14亿元，在总收入占比中约为53%。

表4：有赞集团2014年到2017年1-10月的财务数据

项目 (万元)	年度			1-10月	
	2014	2015	2016	2016	2017
授权费	-	-	2865	1346	11394
交易费	-	635	5569	4660	5853
微信推广	-	-	-	-	1657
高级功能	-	-	433	410	861
分销佣金	-	-	266	181	613
会员	-	131	409	224	431
其他	40	212	284	373	580
合计	40	978	9827	7193	21389

资料来源：中国创新支付收购公告，广发证券发展研究中心

考虑到 SaaS 类型公司的成本前置和高客户粘性，我们预计有赞未来将保持快速增长并迅速扭亏。而收入端主要的驱动力来自于：1) 微信支付持续向线下扩张的过程中，有赞作为第三方服务商的不断拓展；2) C 端产品有赞微小店将借力于目前的微商体系，逐步开始走上快速增长区间。

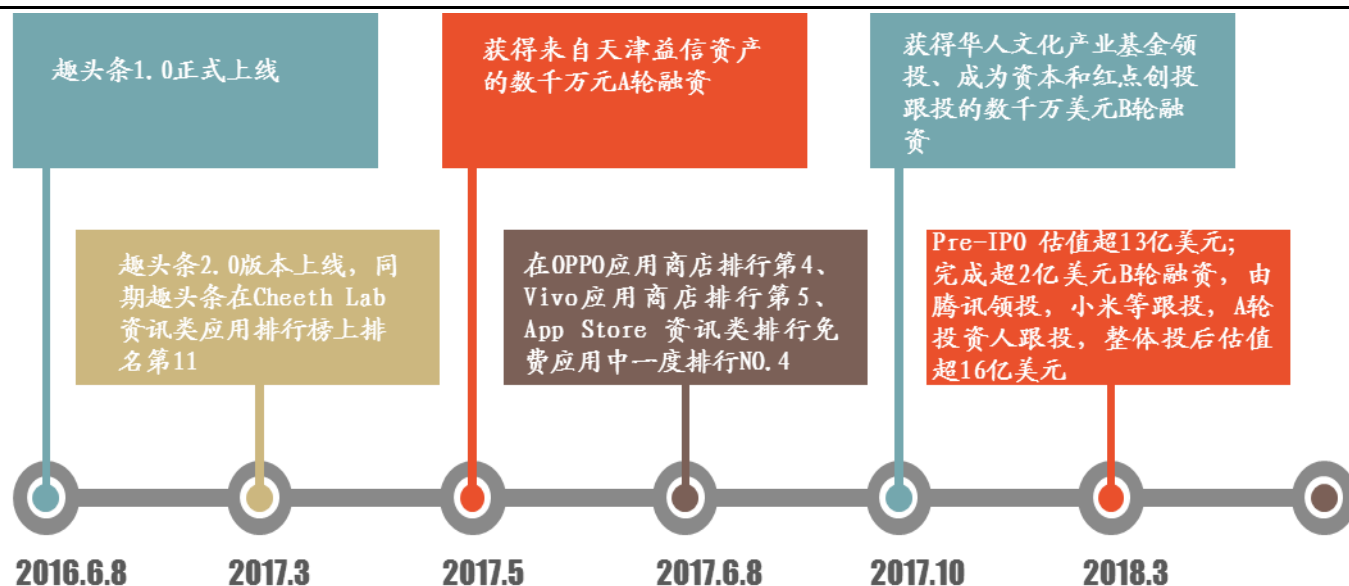
**风险提示：**中国创新支付(8083.HK)收购有赞51%股份事宜仍未完成，有一定的并购未完成风险；另外有微信停止与有赞合作的风险；toB 商户付费意愿不强的风险。



#### 4.4 趣头条：资讯领域新晋黑马，主要传播场景为微信群和短信

趣头条是上海基分文化传播有限公司推出的一款创新模式的生活资讯阅读应用，集合生活、娱乐、社会、养生、时尚等海量新鲜内容呈现给用户。另外在阅读资讯的同时，还有丰富的活动、宝箱、福利、等奖励措施帮助用户在养成良好阅读习惯的同时获取丰厚的回报。根据 36 氪，趣头条 2016 年 6 月上线，Pre-IPO 估值已超 13 亿美元。

图 54：趣头条重要事件时间轴



资料来源：企查查，投资界，网易新闻，广发证券发展研究中心

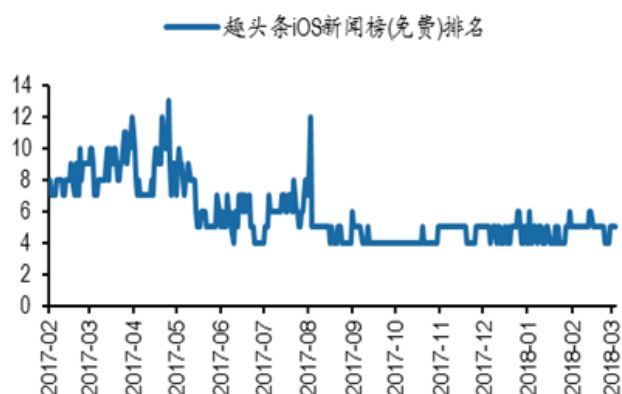
趣头条从商业模式而言最大的创新在于开创现金收徒模式，其主要的传播场景在微信群和短信。趣头条现在主要在向三四线进行用户渗透，在下沉市场争取市场份额，用户以北方的非一线城市为主，女性群体占到 70%。

1) 现金收徒活动：收徒，倚靠社交关系链获取海量用户。趣头条每位用户可以通过自己专属邀请码进行收徒，新用户将成为发出邀请人的徒弟，每收 1 位有效徒弟奖励 3500 金币，分 5 次发放，发放条件是用户必须促使徒弟活跃并进贡 60 金币，方法就是通过 QQ 或微信给徒弟发链接，徒弟点击链接登录趣头条并有效阅读 3 篇文章就算成功。此后，好友每在趣头条上看一篇文章，这名用户还可以再获 20 金币的进贡。现金补贴主要由平台方承担，而平台方的收入主要依靠广告收入变现。

2) 网赚：另外用户也可以通过现金任务赢得金币。诸如签到、阅读新闻、注册、分享链接，给出优质评论等特定行为，都能获得相应金币。如用户每阅读一篇文章可以获得 10 金币，每针对资讯做出优质评论即可获得 200 金币，将资讯分享到朋友圈并且被朋友认真阅读了就可以获得 90 金币。

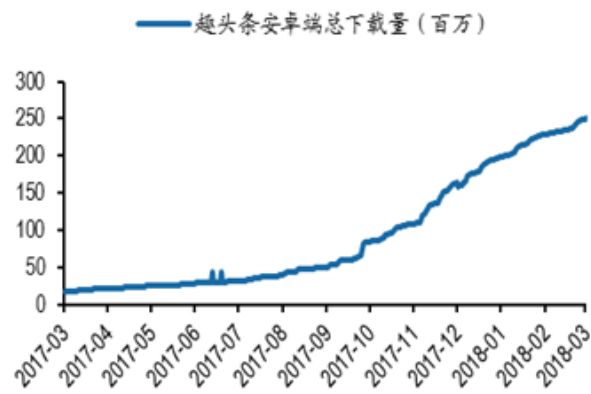
而用户账户当中的最终金币可兑换为人民币，兑换比例取决于官方认定的新闻价值和。自 2018 年以来，兑换“汇率”基本为 1000 金币—5 毛钱左右。也就是说假设完成全部新手任务，趣头条用户至少能获得 3.5 元现金奖励。正是这两种用户机制的创新，让趣头条的新闻下载排行榜一直在前 5 名左右，下载量迅速增长。

图55：2017年至今趣头条iOS新闻榜单(免费)排名



数据来源：酷传，广发证券发展研究中心

图56：2017年至今趣头条安卓端下载量



数据来源：酷传，广发证券发展研究中心

#### 4.5 平治信息：移动阅读分发能力进一步加强，主要传播场景在公众号

杭州平治信息技术股份有限公司，成立于2002年11月25日，2012年8月24日改制为股份公司。公司主营业务包括移动阅读业务、资讯类业务及其他增值电信业务。公司2008年开始进入移动有声阅读市场，提供服务以有声阅读为主、以文字阅读、动漫画、游戏、音乐、教育等其他服务为辅。公司与咪咕阅读、沃阅读等运营商有良好的合作关系。

公司主营业务主要包括三大板块：移动阅读业务、资讯类业务、其他增值电信业务，主要以提供小说阅读吸引用户订阅付费为主。在内部管理上，公司采用多团队并行的“百足模式”，孵化了一批原创阅读内容生产平台，包括超阅小说、盒子小说、知阅小说、麦子阅读、如玉小说、掌读小说、夏至小说、灵书阅读、柚子文学、花生阅读、梦想家中文网、巨星阅读、七果小说、樱桃阅读、星芒阅读等在内的近70个自有原创阅读站。

目前公司的运营情况良好，在渠道端和内容端都不断深入拓展。在平台上，截至2017年，公司的“百足模式”孵化多远平台已经组建了近70个原创阅读站，全平台累计点击量过亿IP近二十部。而内容端，2017年公司新增签约机构近百家，新增原创作品近9000部，新增签约作者5000余人。截至目前，公司已经拥有各类优质文字阅读产品21000余本，签约作者原创作品17000余部，引入有声作品近6000部，时常3万五千多小时，自制精彩有声内容近6000余小时。从营销渠道上，公司加快在新媒体领域的布局，已经实现多个平台精准推送，除了话匣子、超阅、麦子等30多个自有运营平台，还在微信、新浪微博、今日头条等多个平台自营新媒体账号以给用户提供内容，目前公司旗下已经拥有超过4000万的微信粉丝矩阵。

微信公众号为公司产品的用户主场景，借助微信红利，公司近年来的业绩增速非常快。公司2017年收入同增94%至9.1亿元，相比2016年收入端178%的增速有所放缓，主要系产品结构的变化导致；而归母净利润同增100%至于9703万元，相比2016年88%的增速仍保持加速，我们预计今年公司也将维持高速增长。

表 5: 平治信息 2014-2017 年经营业绩

财务数据	2014A	2015A	2016A	2017A
营业收入(万)	12,420	16,820	46,902	90,995
yoy	23.84%	35.42%	178.84%	94.01%
营业成本(万)	7,166	10,298	36,067	68,434
yoy	44.38%	43.70%	250.24%	89.74%
净利润(万)	2,033	2,575	4,831	10,581
yoy	-10.60%	26.64%	87.62%	119.02%
归母净利(万)	2,033	2,578	4,843	9,703
yoy	-10.60%	26.78%	87.88%	100.36%

资料来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

分业务来看, 移动阅读业务营收占比依旧最大, 2017 年实现营收 8.19 亿元, 同比增长 113.92%, 占比为 90.02%, 提高 8.37 个百分点; 资讯类业务同比略有下降, 2017 年实现营收 5,021 万元, 同比下降 20.23%, 营收占比从 2016 年的 13.42% 下降至 5.52%; 其他业务收入实现营收 3945 万元, 同比增长 70.63%; 除了三大主营外, 2017 财年其他业务收入实现营收 107 万元, 占比为 0.12%。

表 6: 平治信息主营构成

主营构成(万元)	2014A		2015A		2016A		2017A	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
移动阅读业务	10,213	82.23%	12,827	76.26%	38,296	81.65%	81,921	90.02%
资讯类业务	1,815	14.61%	2,483	14.76%	6,294	13.42%	5,021	5.52%
其他增值电信业务	392	3.16%	1,510	8.98%	2,312	4.93%	3,945	4.34%
其他业务收入							107	0.12%
合计	12,420	100%	16,820	100%	46,902	100%	90,995	100%

资料来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

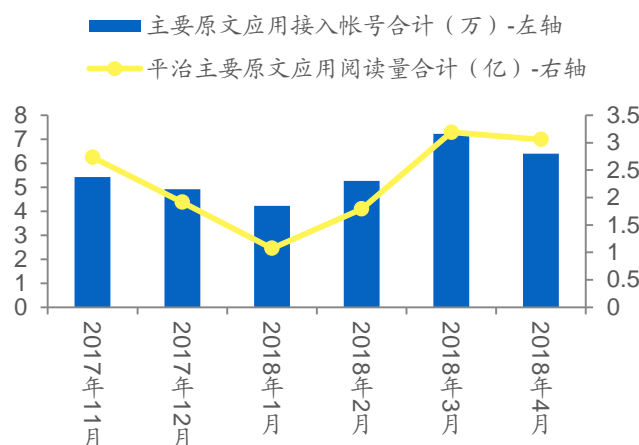
平治信息旗下部分内容也受益于微信公众号的 CPS 分发模式。我们统计了平治旗下公众号超阅小说的头条图文阅读量, 发现目前已经稳定在 2-3 万的阅读量区间内。我们预计主要的增长动力来自公司小说站接入的长尾公众帐号。我们统计了平治旗下主要 5 个原文应用帐号从 2017 年 11 月以来的接入公众号数量和总阅读量的统计, 发现整体接入帐号已经达到约 7 万个左右, 而整体的阅读量高达 3 亿以上, 相比去年 11 月约有 10-20% 的增幅。我们认为随着公司接入帐号的增多和流量运作的进一步精细化, 公司整体的分发能力还将进一步上升。而除了分发能力之外, 公司还将受益于 CPS 模式 SKU 升级的逻辑, 后续有望在小说品类之外, 开发漫画、短视频等 ARPU 值更高的内容产品。

图57：平治主要原文应用接入帐号数和阅读数提升



数据来源：酷传，广发证券发展研究中心

图58：平治主要原文应用接入帐号数和阅读数提升



数据来源：酷传，广发证券发展研究中心

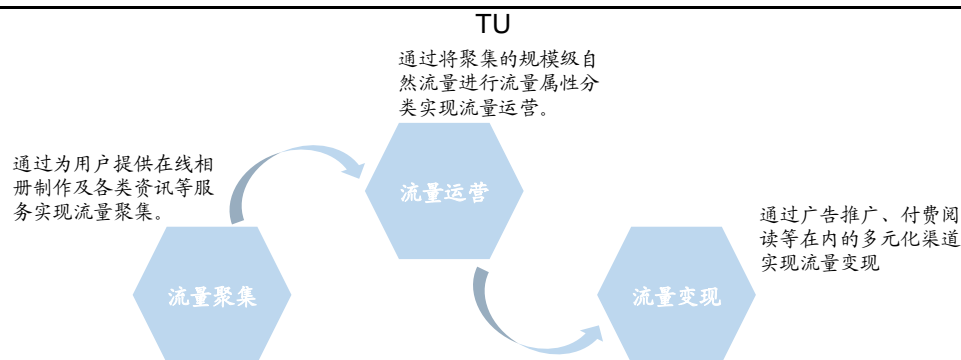
**风险提示：**平治从事内容分发业务有一定的政策监管风险，另外有微信平台限制公众号 CPS 服务的风险，用户增长不及预期的风险。

#### 4.6 量子云：公众号累计粉丝超过 2.4 亿，广告+付费阅读多元变现

量子云成立于 2014 年，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，主营业务为移动互联网推广业务和腾讯社交广告业务，目前旗下运营微信公众号 981 个。2018 年 4 月 27 日，瀚叶股份（600226.SH）公告拟以 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，量子云当前还没有做出具体的业绩承诺，但其收购说明书总预测量子云在 2018 年至 2022 年将实现净利润 2.7 亿元、4.1 亿元、5.2 亿元、6.0 亿元和 6.6 亿元，目前交易方案还尚未过会。

**量子云主营业务是微信公众号运营商。**量子云依托微信社交平台，通过为用户提供在线相册制作及各类资讯等服务实现流量聚集，通过将聚集的自然流量进行流量属性分类实现流量运营，并通过广告推广、付费阅读等多元化渠道实现流量变现，构建“流量聚集-流量运营-流量变现”的业务闭环。

图 59：量子云“流量聚集-流量运营-流量变现”业务闭环



资料来源：瀚叶股份收购公告，广发证券发展研究中心

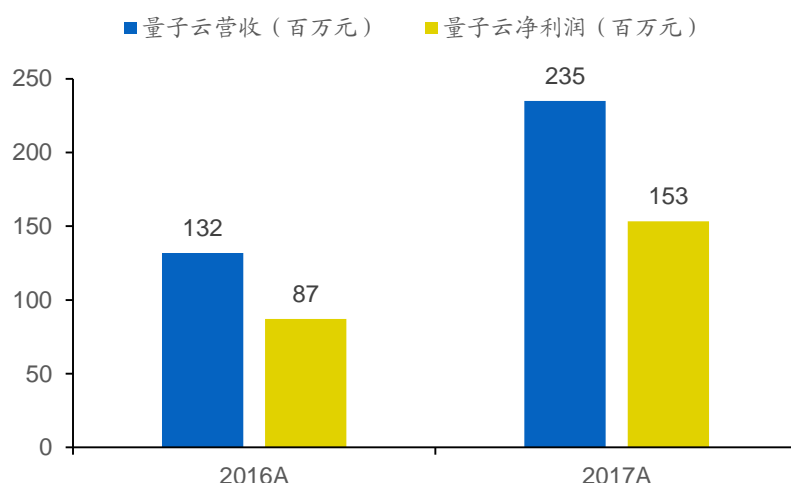
公司整体成长速度较快。根据公告披露，量子云 2017 年营业收入 2.35 亿元，相比 2016 年提高 78.13%；2017 年实现净利润 8,713 万元，同比增长 75.93%。

表 7：量子云财务数据

项目（万元）	2016A	2017A
营业收入	13,185	23,486
营业成本	1,410	2,437
利润总额	10,040	17,540
净利润	8,713	15,329
净利率	66.08%	65.27%

资料来源：瀚叶股份收购公告，广发证券发展研究中心

图 60：量子云 2016-2017 年营收和利润情况



数据来源：阿拉丁小程序，广发证券发展研究中心

截至收购预案签署日，量子云运营的微信公众号共 981 个，涵盖了情感、生活、时尚、亲子、文化、旅游等诸多领域，粉丝数量合计超过 2.4 亿（不考虑去重），其中女性粉丝占比近 70%。粉丝数量超过 100 万的公众号达 86 家，合计粉丝数量为 1.547 亿，占比 64.5%。其中“卡娃微卡”粉丝人数最大，达 1,566.61 万。

我们认为公司的变现模式主要包括头部公众号的软广和长尾公众号的付费阅读收入两大类。公司的核心资产是大量公众号，头部公众号主要可以通过软广变现，根据产业链调研反馈，一般 1000 万以上粉丝量的公众号头条刊例价报价可以达到 30 万以上，二条可以达到 10 万以上。而 500 万以上粉丝量的公众号头条刊例价可以达到 10 万以上。另外比较长尾的公众号，可能广告报价不高，但能够通过 CPS 小说分销的模式进行分成，同样能够进行变现。我们预计微信公众号的变现红利仍将持续，而量子云持续的吸粉能力和流量经营能力将是公司长期发展的核心竞争力。后续情况仍可等待公司对交易所问询的进一步反馈。



表 8：量子云旗下粉丝人数前五的公众号

序号	公众号名称	账号主体/认证主体	粉丝人数（万人）
1	卡娃微卡	量子云	1,566.62
2	天天炫拍	天天炫拍	700.44
3	动态相册	量子云	658.18
4	立体音乐相册	量子昆腾	424.96
5	鹿姐时光记	量子云	413.58

资料来源：瀚叶股份收购公告，广发证券发展研究中心

**风险提示：**瀚叶股份目前收购量子云仍处于交易所问询过程当中，有一定的过会风险；另外存有微信限制公众号接入 CPS 服务的风险；公众号粉丝流失过快的风险等。

## 风险提示

- 1) 微信对生态内分享进行严格限制的风险。微信为了保证微信社区的健康度，会封杀部分分享，目前微信明确主要封杀的类型包括：三级（包括）以上的分销、含有较多诱导分享的链接或者文字、图片等。
- 2) 内容或者商品品质不够的风险。我们总结的几类商业模式主要是以分销作为手段进行商品销售和内容分销，可能存在商品品质较低和内容较低俗影响产品品牌的情况。
- 3) 用户增长不达预期的风险。目前微信本身用户增长已经开始趋缓，公众号的关注人数增长开始趋缓，小程序使用方的渗透率已经较高，有用户增长不及预期的风险。
- 4) 用户变现不达预期的风险。公司吸引用户流量后有变现效率不达预期的风险。

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨艾莉：分析师，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 朱可夫：联系人，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。