

证券研究报告

2018年08月12日

社交电商：模式创新百舸争流

——社交电商行业深度研究

行业评级：增持

姓名：訾猛（分析师）

邮箱：zimeng@gtjas.com

电话：021-38676442

证书编号：S0880513120002

姓名：陈彦辛（分析师）

邮箱：chenyanxin@gtjas.com

电话：021-38676430

证书编号：S0880517070001

姓名：彭瑛（分析师）

邮箱：pengying@gtjas.com

电话：021-38674933

证书编号：S0880116100160

姓名：李梓语（研究助理）

邮箱：liziyu@gtjas.com

电话：021-38032691

证书编号：S0880117090058



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

目录 / CONTENTS

01

流量红利殆尽，社交电商因变革而腾飞

02

深度剖析拼多多的崛起之路

03

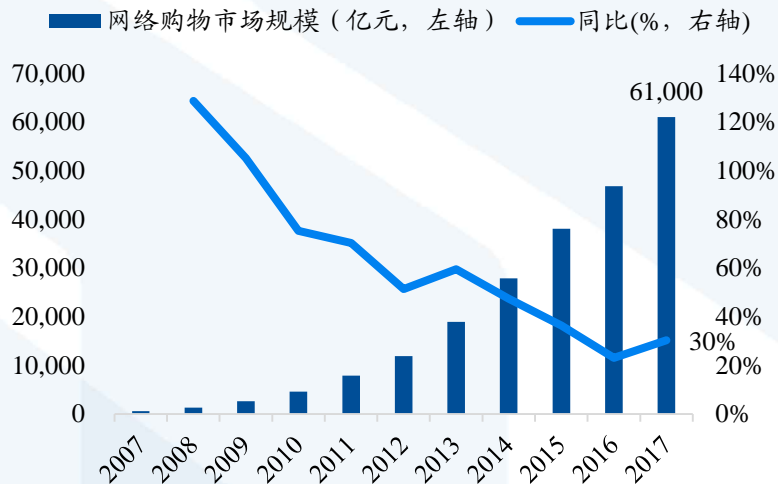
社交引流为核心，多种模式百花齐放



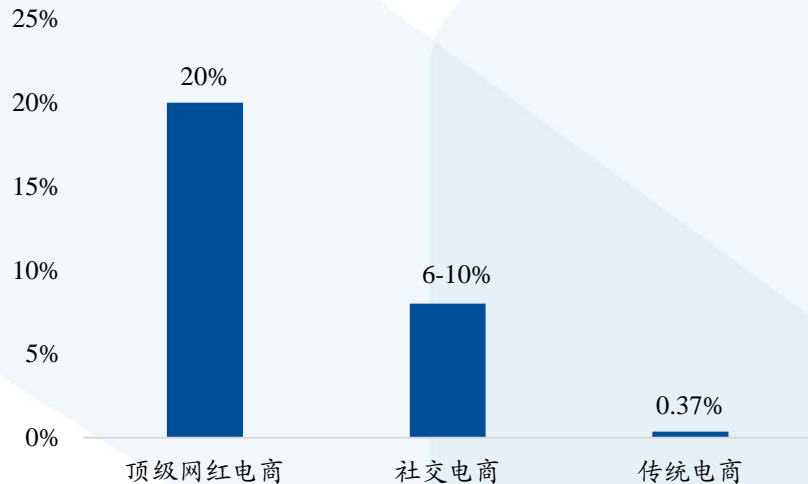
1.1 背景：传统电商增速下滑，获客成本水涨船高

- **流量红利时代结束，传统电商增速下降。**传统电商诞生初期，依托巨大市场需求，短期步入高速增长期。近年来，随着流量红利殆尽，网络购物增长速度显著下滑，降至30%左右。
- **传统电商获客成本不断上升，购买转化率远不及社交电商。**流量红利殆尽，中心化的传统电商市场遵循二八原则——小部分的头部品牌占据了平台大部分的流量，获客成本水涨船高，已经超过200元/人，同时单一的购物场景使得传统电商的购买转化率也远低于社交电商。

图：网络购物市场规模近年增速明显下降



图：社交电商的购买转化率远高于传统电商



1.1 背景：传统电商增速下滑，获客成本水涨船高

表：京东、阿里、唯品会获客成本均超过200元/人

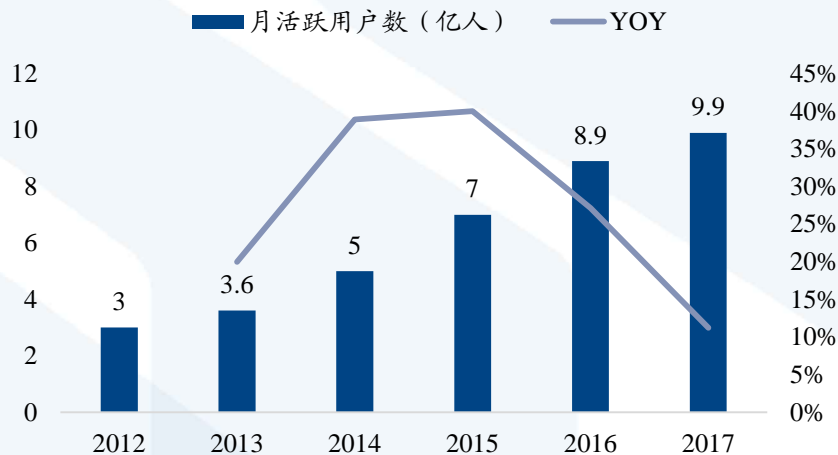
京东	2012	2013	2014	2015	2016	2017
活跃用户数量（百万）	29	47	97	155	227	293
新增用户数（百万）	29	18	49	58	72	66
营销/广告费用(亿元)	11	16	40	77	106	149
获客成本（元/人）	37	88	82	132	148	226
阿里巴巴	2012	2013	2014	2015	2016	2017
活跃用户数量（百万）		255	350	423	454	552
新增用户数（百万）		255	95	73	31	98
营销/广告费用(亿元)	36	45	85	113	163	273
获客成本（元/人）		18	90	155	526	279
唯品会	2012	2013	2014	2015	2016	2017
活跃用户数量（百万）	4	9	24	37	52	58
新增用户数（百万）	3	5	15	12	16	6
营销/广告费用(亿元)	2	5	12	21	28	30
获客成本（元/人）	77	87	78	170	183	523



1.1 背景：移动社交快速发展，微信生态势能巨大

- **微信用户规模庞大、生态圈完善，流量价值涌现。**近年来微信用户持续快速增长，2018年春节期间，微信活跃用户数已经突破十亿人，规模之大、渗透率之广为各行带来巨大社交营销价值。以社交功能为基础，公众号、小程序、微信支付三大支点，使用户在一个生态内可以完成社交、娱乐、支付等多项活动，兼具流量入口和变现渠道。

图：微信月活跃达到10亿



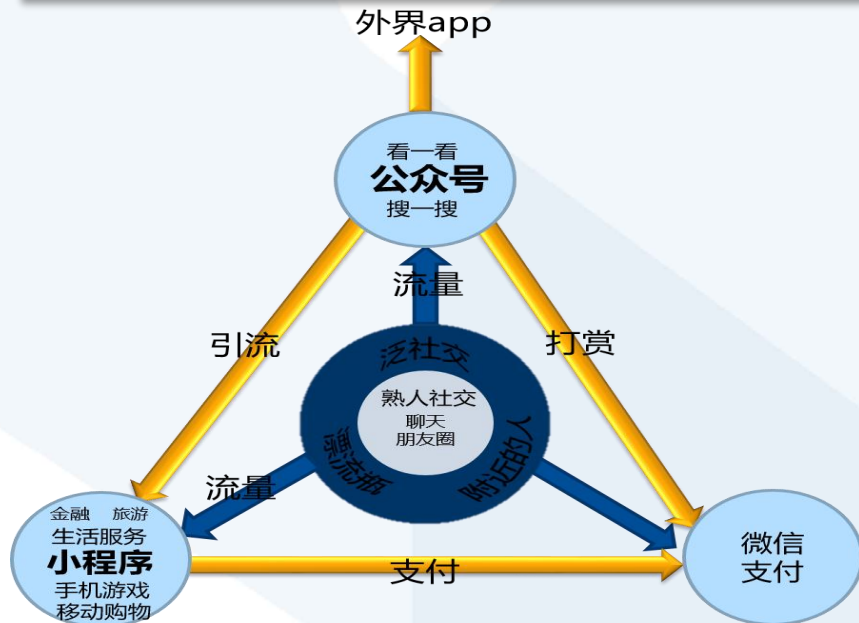
资料来源：电子商务研究中心、国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

图：微信生态布局完善，势能巨大



1.2 变革：流量红利殆尽，社交电商风起云涌

萌芽期

◆ (2011)



- 2011年
- 个人微商诞生
- 蘑菇街网站上线

- 2009年
- 11月：美丽说创立



- 2012年
- 11月：口袋通（后更名为有赞）在杭州创立



微商诞生

模式探索期

◆ (2012-2016)

小红书

- 2013年
- 6月：小红书成立
- 11月：美丽说建立电子商务交易平台
- 12月：小红书转型社区发展

- 2014年
- 蘑菇街转型社会化电商，以全新的方式将“社交+购物”结合

SaaS服务

- 2015年
- 2月：有赞微店上线
- 4月：云集APP诞生
- 9月：拼多多在微信朋友圈通过熟人社交的方式传播，正式上线



- 2016年
- 1月：有赞买家版上线；蘑菇街收购美丽说，成立美丽联合集团。
- 9月：拼多多用户总量突破1亿人

内容电商

快速成长，硕果累累

◆ (2017至今)

- 2017年
- 8月：贝店上线
- 拼多多APP上市
- 小红书成长为全球最大的社区电商平台
- 有赞发布“有赞零售”、“有赞美业”、“有赞餐饮”和“有赞云”



- 2018年
- 5月：有赞香港借壳上市
- 7月：拼多多在纽交所挂牌上市

分享电商+B2B2C



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

1.2 变革：社交电商创新模式，实现引流、变现、留存全闭环

图：社交电商主要分为社交内容、分享、零售电商三种

		特点	引流模式	主要目标	社交模式	盈利模式	代表企业
社交内容电商	自营型	发现-购买-分享商业闭环：通过内容运营激发用户购买热情，同时更了解用户喜好	名人、达人发布内容引流	具有中高消费的年轻女性	熟人/泛社交	商品差价	小红书
	导流型	内容运营，不参与商品流通，通过导流收费	工具+社区	APP使用者	泛社交	导流收入	美柚、什么值得买
社交分享电商	拼购型	通过利益激励鼓励个人分享商品链接推广商品，利用拼团低价吸引用户	社交网络+渠道下沉	价格敏感人群	熟人社交	广告收入	拼多多
	分享型	通过分享促进用户社交互动，促进其消费刚需	内容分享	中高消费人群	熟人社交	商品差价	礼物说
社交零售电商 B2B2C		标准化微商：平台承担商品供应、物流、售后；个人负责分销	人群利益链朋友圈KOL等	内部高信任度分销商	熟人社交	商品差价；分销商注册费用	云集微店、贝店、环球捕手
服务商		为商家提供SaaS工具服务	-	中小商家	-	软件产品+交易佣金	有赞，微盟



1.2 变革：社交电商拥有发现式购买、用户主动、场景丰富等特点

- 与传统电商相比，社交电商拥有发现式购买、用户主动、场景丰富等特点。传统需求导向型电商，初期凭借便捷的购物方式，面临巨大市场需求，市场份额呈现指数级增长。但随着流量红利的殆尽，传统电商增长的持续性面临着巨大的挑战，社交电商应运而生，通过分享、内容制作、分销等方式，实现了对传统电商模式的迭代。

图：与传统电商相比，社交电商拥有发现式购买、用户主动、场景丰富等特点

传统电商	VS	社交电商
货架式电商，刚性需求，搜索式购买	购买需求	发现式购买
平台主动、用户被动	人与商品的关系	用户主动、人驱动人
较为单一，买完东西就结束了	购买场景	更为丰富，可以进行分享、内容创作等，提升用户粘性

资料来源：靠谱好物、国泰君安证券研究

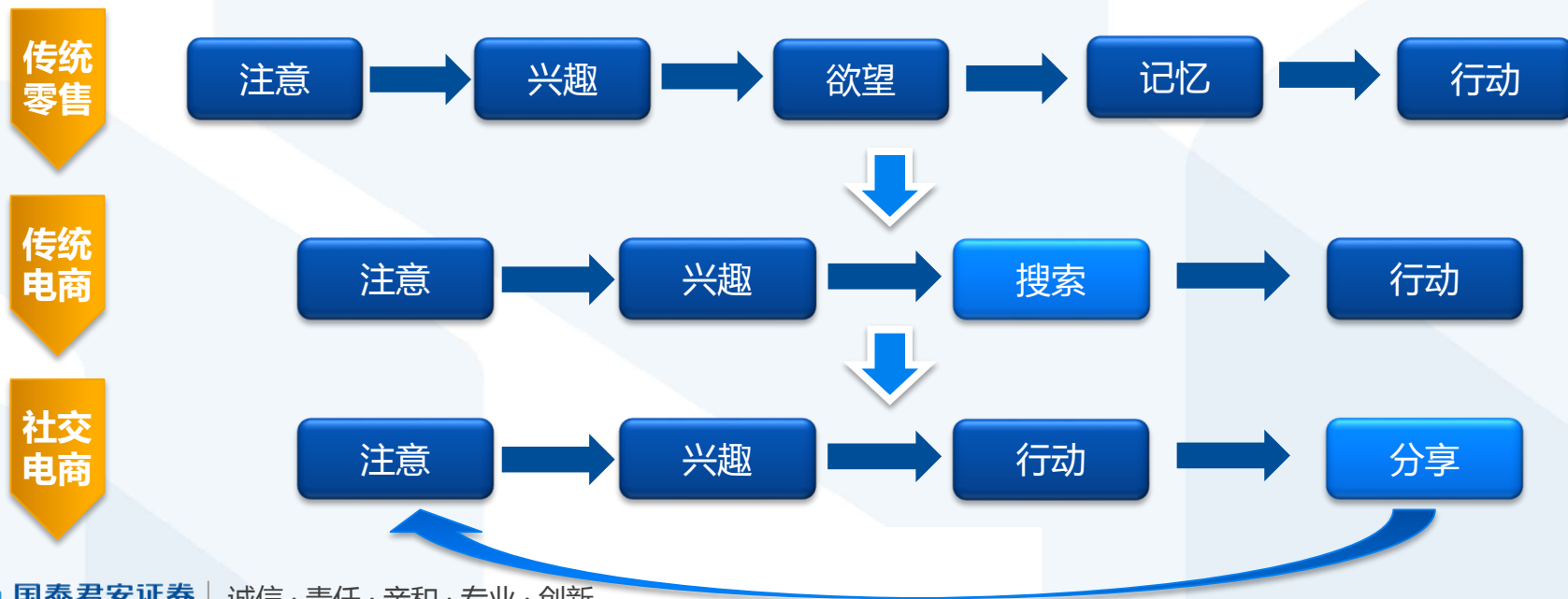


国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

1.2 变革：社交电商实现搜索式购物到发现式购物的转化

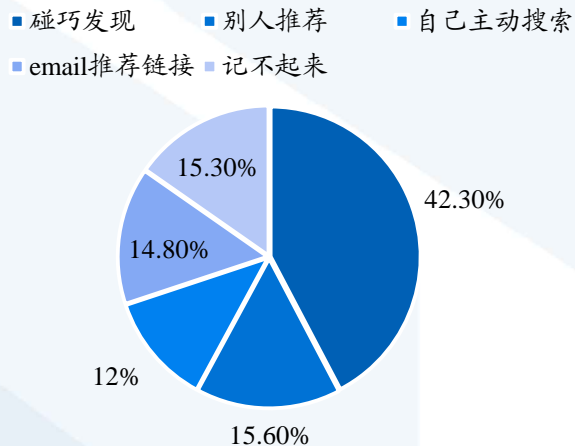
- 新模式的出现推动用户购物模式发生变化。在传统零售中，用户按照AIDMA模式（注意-兴趣-欲望-记忆-行动）进行购物，而传统电商通过搜索提供了与传统媒介完全不同的、主动、精准获取信息的可能性，进一步的，社交电商弱化了搜索，着重分享，消费者可以作为发布信息的主体，与更多的消费者分享信息，激发其他人的购物兴趣。



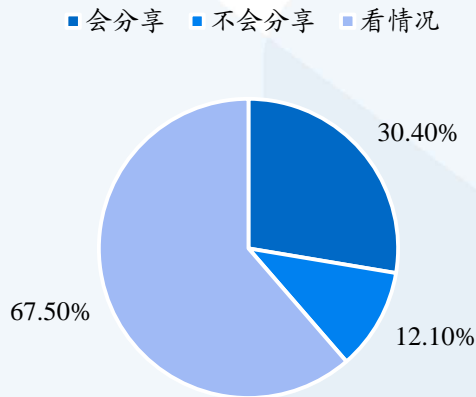
1.2 变革：社交电商实现搜索式购物到发现式购物的转化

- 社交电商实现搜索式购物到发现式购物的转化，用户倾向于主动分享商品。依托社交流量平台以及熟人网络传播，社交购物用户通过“碰巧发现”和“别人推荐”获得商品信息占比近六成，远超出主动搜索的12%。消费者逐渐从搜索式购物转向发现式购物。

图：社交电商用户“发现式”占比近六成



图：社交电商用户倾向于主动分享商品



资料来源：Vision Critical、艾瑞咨询、国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

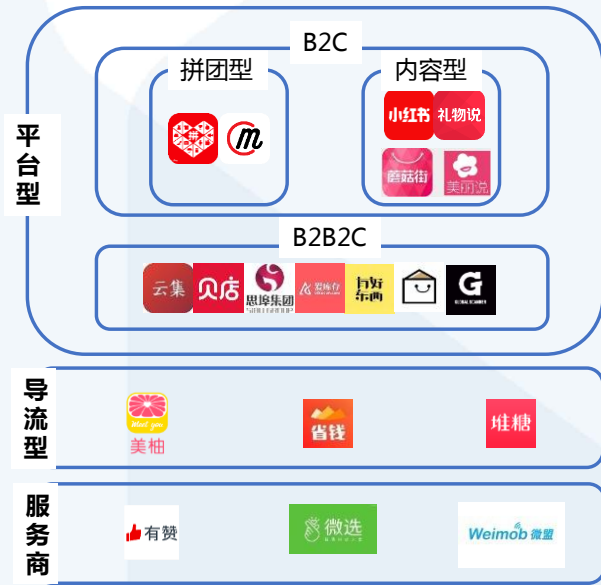
诚信·责任·亲和·专业·创新

1.2 变革：社交电商去中心化，重构传统电商“人货场”



- 利用社交网络引流，存量、增量双双发力，去中心化。原有存量市场，以社交为纽带，抢夺市场份额。增量市场，着眼于新目标用户，实现降维攻击。
- 用户既是接受者，也是推广者。用户通过社交引流至电商后，基于社交目的或自身利益，自发成为推广者，实现裂变式发展。

- 品牌商
- 代工厂+分销商
- 中小商家

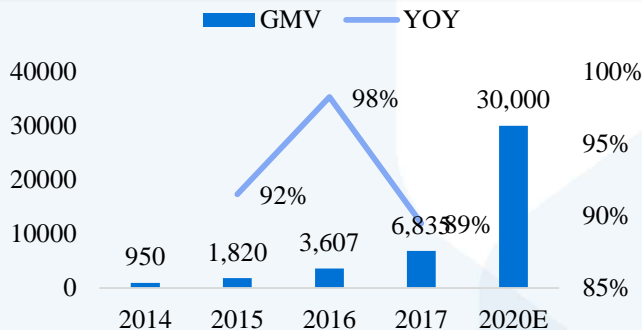


资料来源：鲸准研究院、国泰君安证券研究

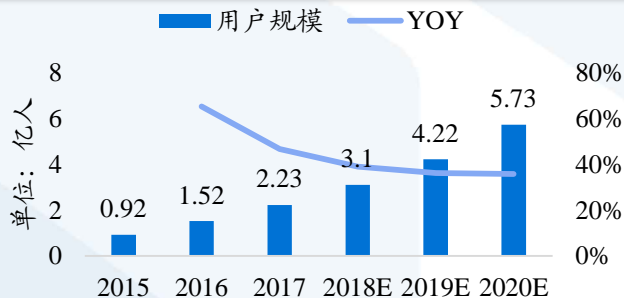
1.3 成效：社交电商打破巨头垄断局面，快速发展

- 根据创奇社交电商研究中心的数据，2017年国内社交电商GMV接近7000亿，预计2020年将达到3万亿；根据艾媒咨询的预测，2018年社交电商用户数将破3亿，预计2020年将达到5.73亿。2018年春季微信小程序移动购物用户规模TOP5中有3家是社交电商，其中拼多多位居第一。

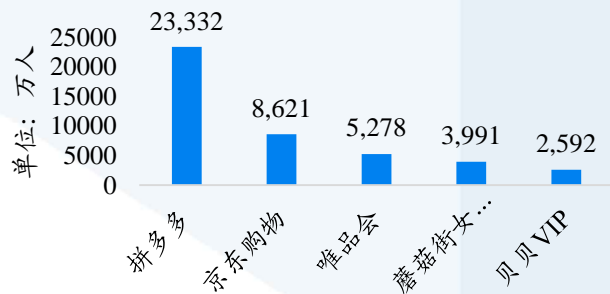
图：社交电商GMV高速增长（亿元）



图：2018年中国社交零售用户将突破3亿



图：2018年春季微信小程序移动购物用户规模TOP5，社交电商大显神威



1.3 成效：政策监管不断完善，推动行业健康发展

- 一方面，体现国家对相关行业重视程度，强化相关部门责任，为行业健康发展搭建框架。另一方面，随着执法力度加强，有助于打破过去对微商行业的偏见和顾虑，树立正面行业形象。

时间	政策	具体内容
2015.11 首次纳入监管	《关于加强网络市场监管的意见》	意见指出：研究社交电商、跨境电商、团购、O2O等商业模式、新业态的发展变化，针对性提出依法监管的措施办法
2016.09 法律首肯	2016年新广告法	新广告法将网红、明星微博、微信自媒体、个人朋友圈+微博一并纳入监管范围，要求按照其他行业标准遵守广告法的约束
2016.12 首次提倡鼓励发展	《电子商务“十三五”发展规划》	规划提出，积极鼓励社交网络电子商务模式，鼓励社交网络发挥内容、创意及用户关系优势，建立链接电子商务的运营模式支持健康规范的微商发展模式，为消费者提供个性化电子商务服务
2017.11 首部微商行业法规将出台	《微商行业规范》征求意见	意见要求，研究规范微信等社交网络营销行为，研究社交电商等新业态的发展变化，针对性提出监管的措施办法
2018.7	《社交电商经营规范》行业标准公开征求意见	-

资料来源：易观、国泰君安证券研究

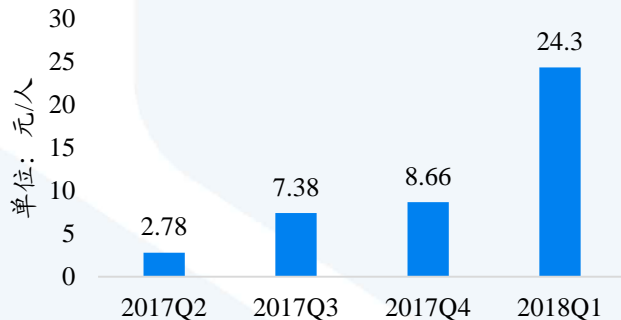


国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

1.4 展望：行业竞争加剧，社交电商需加强壁垒

图：社交电商获客成本逐渐上升（拼多多）



图：传统电商纷纷布局，行业竞争加剧



表：社交电商未来发展内外动力

内部完善提升	外在推动力
社交电商合作主流化	技术创新推动社交平台高速发展，带来更多流量
社交电商平台化发展	大数据创新优化社交电商发展
社交新零售聚合线上线下	主流资本投资助力社交电商快速发展
口碑重要性提高 平台加强品质把握	规范政策陆续出台



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

资料来源：公司公告、《2018中国社交电商行业发展报告》、国泰君安证券研究 注：拼多多招股书中销售费用和营销费用没有拆分，可能会高估获客成本

1.4 展望：社交电商是把双刃剑，化挑战为机遇是模式持续关键

利：社交网络强大流量支持	特点	弊：模式持续性受挑战
去中心化 商业模式创新+社交网络获取流量	流量中心	需要不断创新方式以维持用户粘性 过于依赖社交媒介，流量入口受限
主要是用户体验式消费传播 平台口碑更重要	运营传播	内容导购型传播能力较弱 维持口碑需平衡商家和消费者的关系，提供高质量产品
基于社交关系链条，以低成本获客	获客成本	需解决内容到消费、成本到收益转化问题
依靠熟人或社群传播，实现用户精确细分	用户类型	-
基于社会互动传播，用户信任度高，粘性强	用户粘性	拼购型面临社交属性弱、低价难以完全保证双重挑战
基于兴趣或社交关系，刺激用户偶发性需求	制造需求	商品质量监管困难，服务规范难度大 发展品类比较单一，适合体验式传播的美妆、服饰箱包等占比超70%
巨头垄断格局下，利于中小商家发展 渠道下沉至三四线	渠道情况	壁垒低、易复制 分销式应避免发展为传销

资料来源：艾媒咨询、国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

目录 / CONTENTS

01

流量红利殆尽，社交电商因变革而腾飞

02

深度剖析拼多多的崛起之路

03

社交引流为核心，多种模式百花齐放



2.1 拼多多——凭借低价拼团模式快速扩张

- 2015年，拼多多在微信朋友圈通过熟人社交的方式传播，正式成立
- 2016年9月，拼多多用户数仅1亿，月GMV仅为10亿元
- 依托微信流量、在微信里传播诱导性的分享二维码和链接，以低价拼团模式崛起的拼多多，在电子商务行业迅猛发展
- 2017年1月，年初月活人数大约2000万，月GMV突破40亿
- 2017年，除了依靠微信的熟人社交功能，开发独立的拼多多APP来引流
- 2018年初，月活人数激增至1.6亿，在一年的时间里，月活跃用户的增加达到了十倍；拼多多活跃用户接近3亿，仅次于淘宝与京东，月GMV突破百亿大关

2015-2017
国内品牌建立期

2017年以来
进一步拓展市场

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究



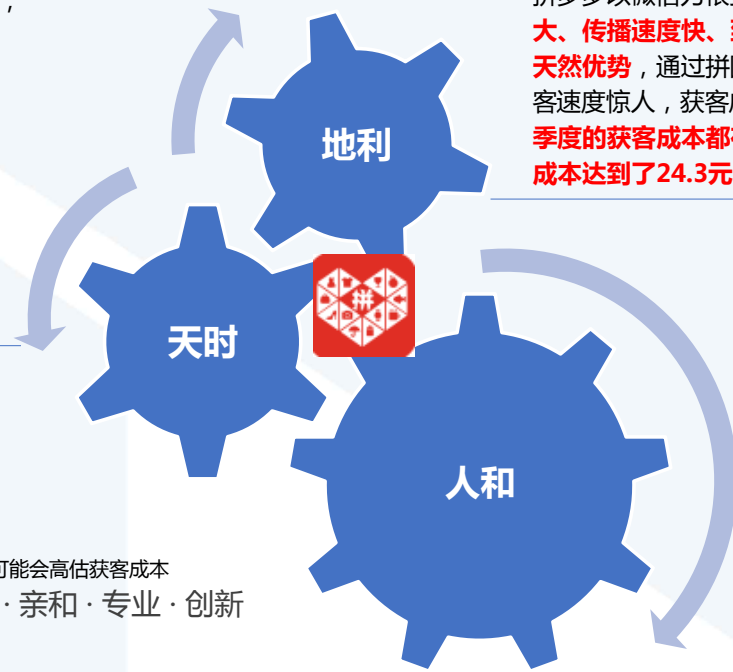
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

2.1 拼多多——地利天时人和铸就电商第三极

- **地利**：微信拥有10亿+的月活，强信任关系，拼多多借助社交网络实现传播裂变，降低获客成本。
- **天时**：淘宝有一大批商家外溢，拼多多吸收了这部分商家，拼团模式使流通端计划性增强，推动供给端市场化竞争。
- **人和**：腾讯的二股东地位以及战略合作确保了拼多多在微信上的运营顺畅，剑走偏锋瞄准低线城市价格敏感性人群，拼多多70%的用户为女性，三、四线及以下用户占比近6成，与淘宝重合的用户占45.8%（2017年底）。

在线上获客成本不断攀升的今天，淘宝流通侧的高度市场经济和供给侧高度计划经济的矛盾越来越紧张，同时**淘宝去低端化以及复杂的规则使得大量的商家外溢**。拼多多的拼团模式是对于流通侧的改造，通过拼团实现了对某一商品同一时间的大量需求，**使得前端的流通侧更有计划性，从而推动供给侧市场化竞争**



- 拼多多以微信为根据地，**借助微信用户数量庞大、传播速度快、到达范围广、信任程度高等天然优势**，通过拼团模式实现了传播裂变，获客速度惊人，获客成本低。**拼多多2017年每个季度的获客成本都在10元以下，2018Q1获客成本达到了24.3元，但仍然远低于阿里和京东。**

- 腾讯的二股东地位以及战略合作确保了拼多多在微信上的运营顺畅
- 拼多多剑走偏锋瞄准低线城市价格敏感性人群：70%为女性，近6成来自三、四线及以下城市，与淘宝重合的用户占45.8%。每单平均单价不高，在30-40元之间，但复购率提升显著，推动客户年度支出增长

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

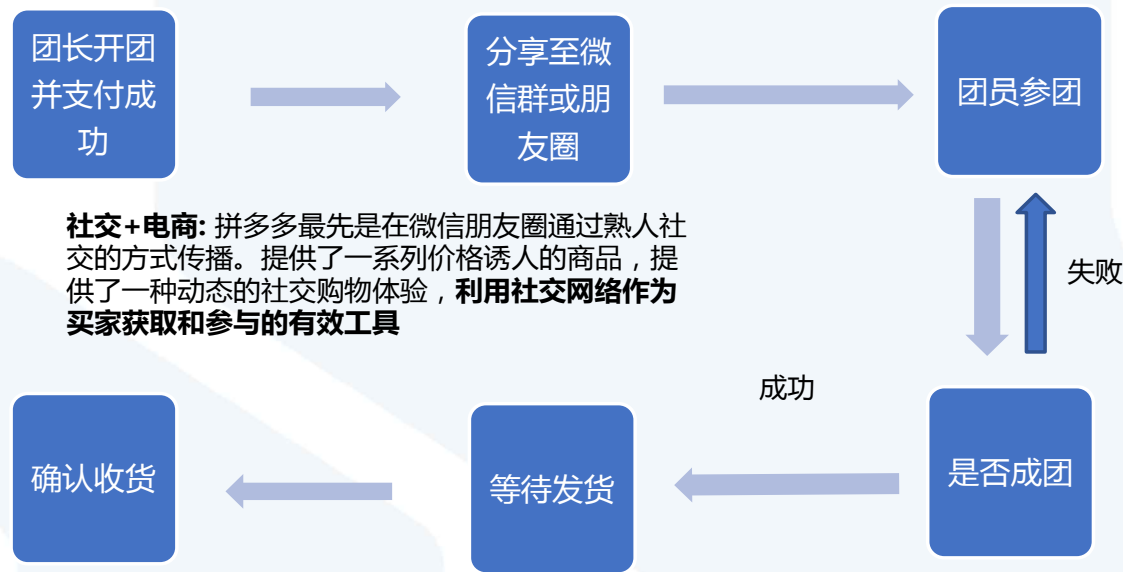
注：拼多多招股书中销售费用和营销费用没有拆分，可能会高估获客成本



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

2.1 拼多多——引流模式变革，利用社交网络快速低成本获客



社交+电商: 拼多多最先是在微信朋友圈通过熟人社交的方式传播。提供了一系列价格诱人的商品，提供了一种动态的社交购物体验，**利用社交网络作为买家获取和参与的有效工具**

分销+团购: 网上团购中用户可以将拼团的商品链接发给好友，如果拼团不成功，那么就会退货。许多人会在朋友圈和各个微信群发带有拼多多团购的链接，**通过社交网络实现了一次裂变，将获客成本大大降低**

目标用户精准: 短短两年时间，拼多多剑走偏锋，依靠“爆款+低价+免佣金”，**瞄准三、四、五线城市人群，以低价大量拉取用户，从而实现高速发展**

资料来源：国泰君安证券研究

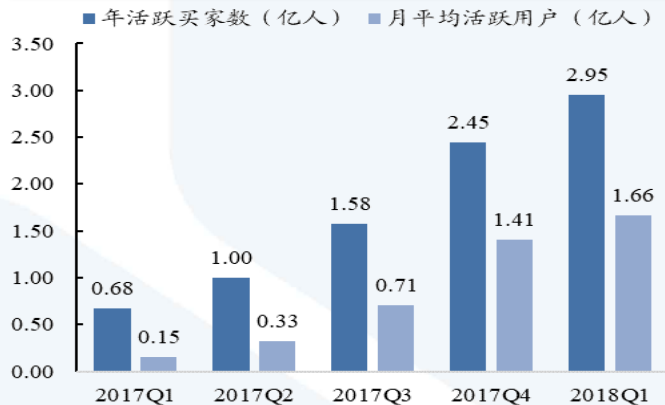


国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

2.2 拼多多——用户：利用社交网络实现快速低成本获客

图：拼多多用户数和买家数实现爆发式增长



图：复购率提升，客户年度支出增长迅速



表：拼多多获客成本有上升趋势，但仍远低于阿里、京东200+的水平

公司	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
销售及营销费用（百万元）	73.9	88.9	427.9	753.9	1217.5
年活跃买家数（百万）	67.7	99.7	157.7	244.8	294.9
新增活跃买家数（百万）	-	32	58	87.1	50.1
平均获客成本（元/人）	-	2.78	7.38	8.66	24.30



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

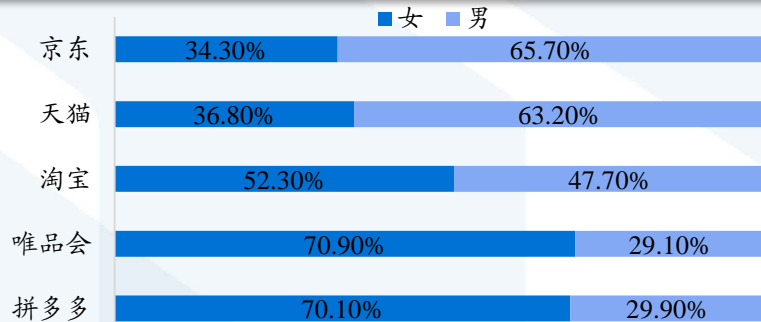
诚信·责任·亲和·专业·创新

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究 注：拼多多招股书中销售费用和营销费用没有拆分，可能会高估获客成本

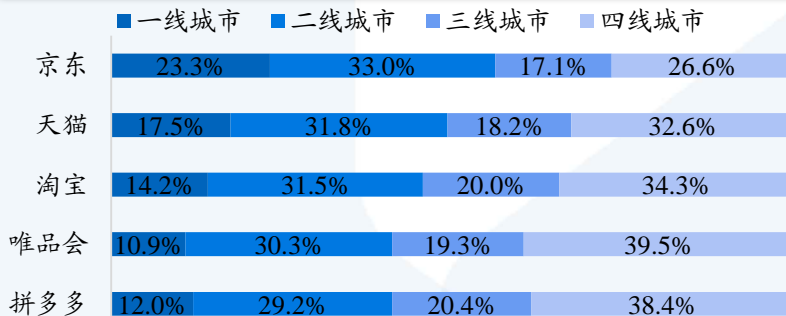
2.2 拼多多——用户：剑走偏锋瞄准低线城市价格敏感性人群

- 根据企鹅智酷的数据，拼多多的用户70%为女性，近6成来自三、四线及以下城市，来自一线城市用户仅有12%。拼多多2017年GMV 1412亿，订单量43亿，每单平均单价32.84元，2018Q1公司GMV 662亿元，订单量17亿单，每单平均单价38.94元，客单价比较低。拼多多24岁以下年轻用户比例不及淘宝、京东，拼多多的用户对于价格是极其敏感的。

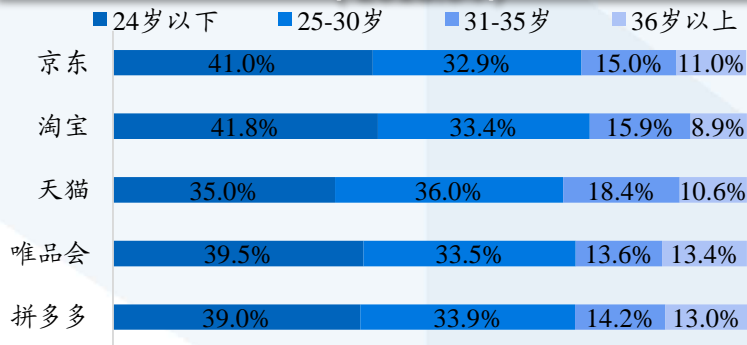
图：拼多多女性用户超过7成（2018.04）



图：拼多多三线以下城市用户占比近6成（2018.04）



图：拼多多24岁以下用户比不及淘宝、京东（2018.04）



2.2 拼多多——用户：与淘宝重合占比高达45%，与京东重合比提升

- 拼多多与淘宝的用户重合比较高，一直稳定在40%以上，并且稳中有升，到2017年底达到45.8%；拼多多与京东用户重合比从2016年底的13%快速提升到2017年的25.9%，占比提升了一倍。

表：拼多多、淘宝用户重合占比高达45%，与京东重合比例快速上升

	2016-12	2017-06	2017-12
拼多多月活	1901.88万	4374.79万	15654.81万
拼多多/淘宝重合占比	40.7%	42.8%	45.8%
拼多多/京东重合占比	13%	15.3%	25.9%

拼多多/淘宝重合占比=拼多多和淘宝的重合用户数/拼多多的用户数

拼多多/京东重合占比=拼多多和京东的重合用户数/拼多多的用户数

资料来源：企鹅调研平台、QuestMobile、国泰君安证券研究



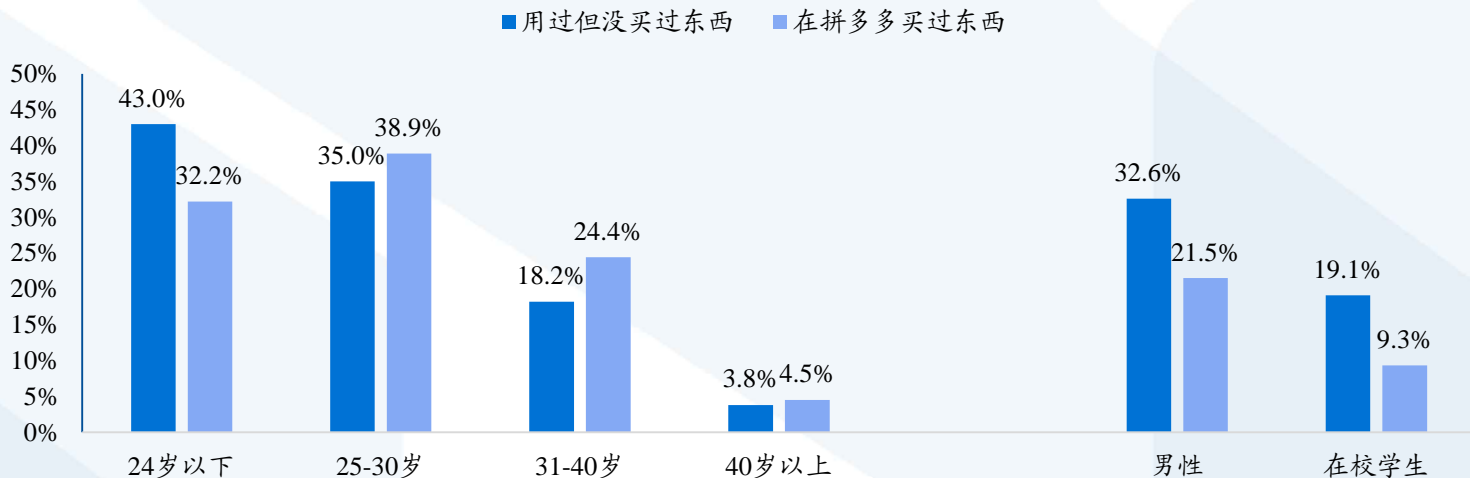
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

2.2 拼多多——用户：对于年轻人、男性以及在校学生吸引力不足

- 拼多多用户男性占比不大，而且在使用过拼多多后购买的欲望也低于女性，转化率不高，这与男性对价格敏感性相对较低有关；同理，年轻人特别是学生群体，使用过拼多多后转化为购物的比例不高。

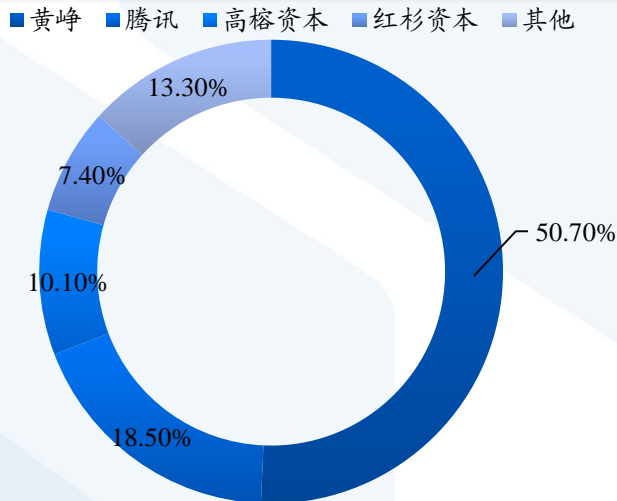
图：拼多多对于年轻人、男性以及在校学生吸引力不足



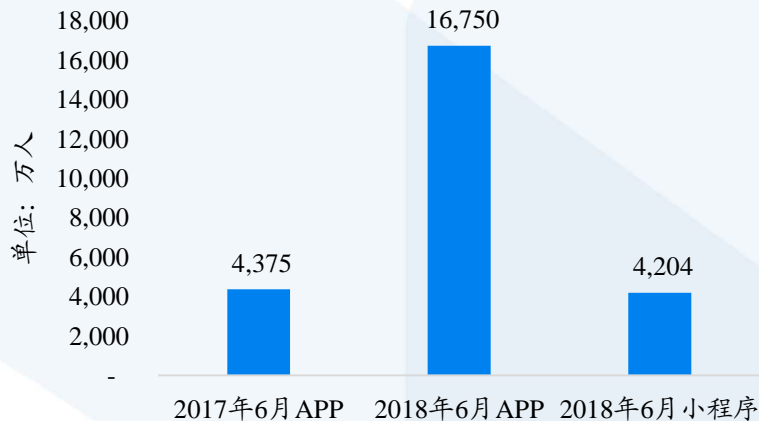
2.3 拼多多：拼购模式成功不可或缺的力量——腾讯的支持

- **微信流量入口。**拼多多的分享拼购主要是在微信上完成的，得到腾讯的支持是至关重要的。随着社交媒体各类衍生产品的出现，也有助于拼多多活跃用户规模进一步上升。
- **多角度开展合作，避免过度依赖微信流量。**2018年2月，拼多多与腾讯达成长达五年的战略合作框架协议，将在支付解决方案、云服务和用户互动等多个领域合作，同时探索并寻求潜在合作的机会。

图：腾讯是拼多多的第二大股东



图：拼多多APP&小程序活跃用户规模增长迅速



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究



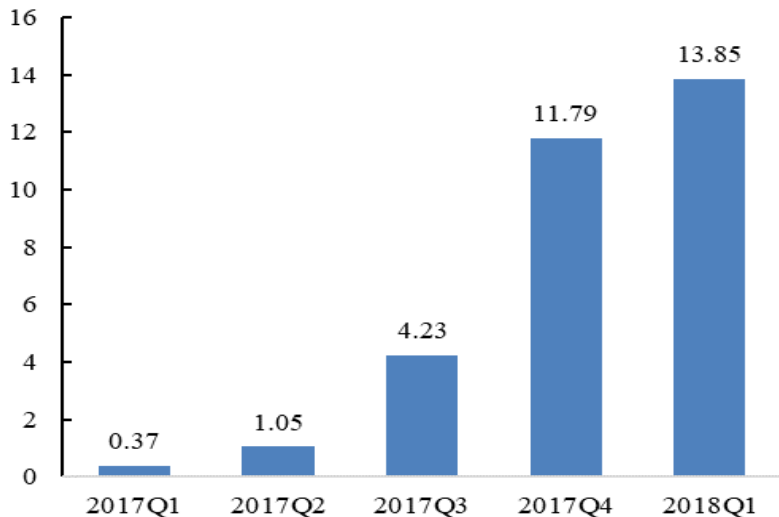
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

2.4 拼多多——财务：平台模式助推拼多多营收、GMV快速增长

- 拼多多营收不断增长，近五个季度分别为0.37、1.05、4.23、11.79和13.85亿元，2018Q1营收同比增长37倍。从GMV来看，公司截止2018Q1的十二个月内的GMV已经接近2000亿元，为1987亿元，2018Q1单季度GMV为662亿。2017Q1以后，公司放弃自营业务，转型成为一家纯平台的公司，这也使得公司GMV迅速爆发。

图：拼多多营收2017Q2以后爆发式增长（单位：亿元）



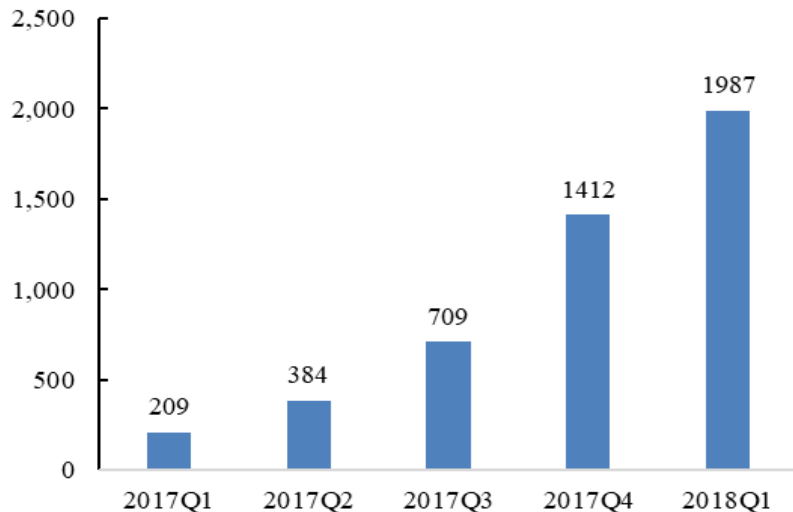
资料来源：公司公告，国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

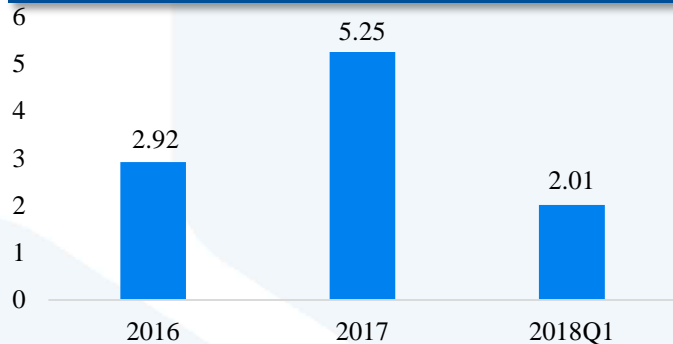
图：拼多多年GMV已近2000亿元（单位：亿元）



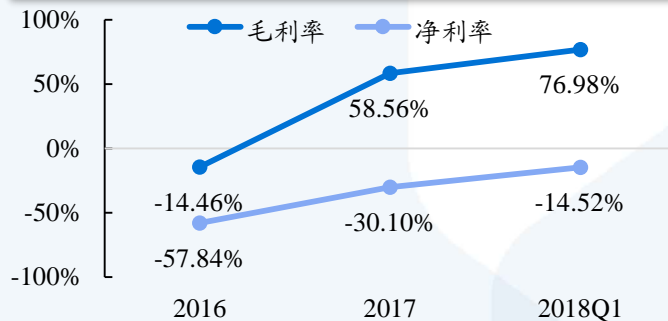
资料来源：公司公告，国泰君安证券研究 注：这里的GMV是过去12个月的累计GMV

2.4 拼多多——财务：盈利能力持续提升，现金流状况良好

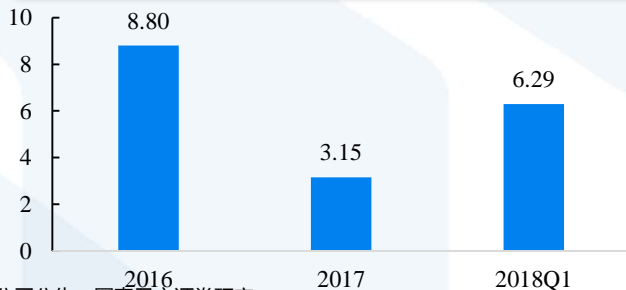
图：拼多多亏损随收入增长而增大（亿元）



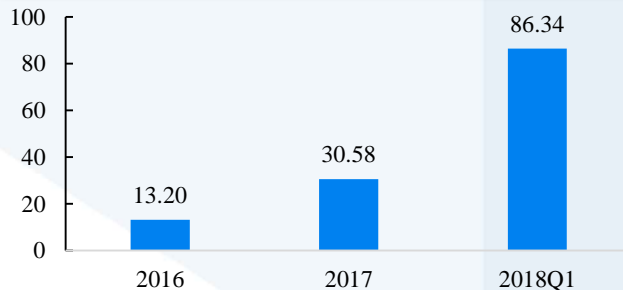
图：毛利率高速增长，净亏损率显著降低



图：拼多多经营性现金流状况良好



图：拼多多现金及现金等价物持续增长



资料来源：公司公告、国泰君安证券研究



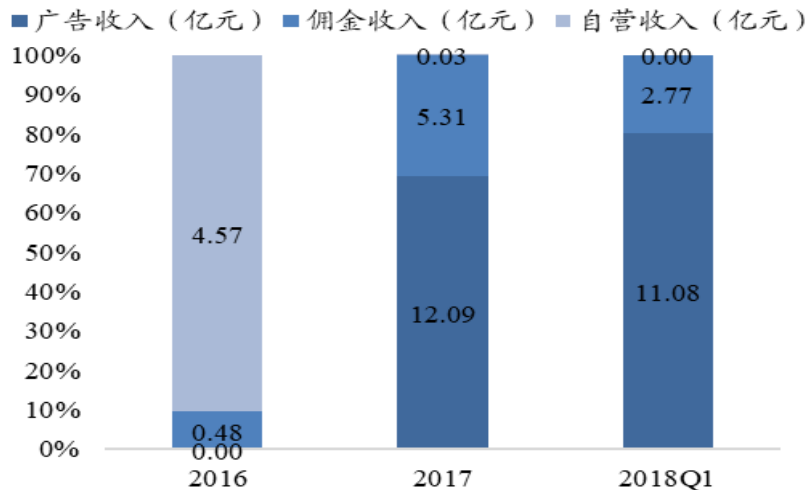
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

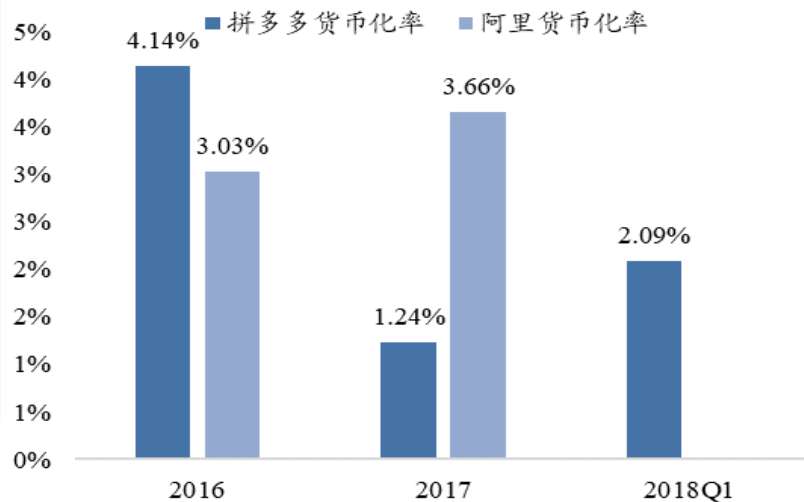
2.4 拼多多——财务：广告收入突飞猛进，货币化率仍有提升空间

- 平台模式推动公司广告收入快速增长。2016年，公司广告收入为0，到2017年为12.09亿元，而2018Q1仅一个季度，公司广告收入就达到了11.08亿元，接近2017全年的水平，占收入的比例达到了80%。
- 货币化率仍有提升空间。拼多多2018Q1货币化率为2.09%，比2017年的1.24%提升了0.85 pct，主要是广告收入大增导致的，但这与阿里3%+和京东平台8%左右的货币化率仍有差距。

图：拼多多广告收入突飞猛进，占比超过8成



图：拼多多货币化率仍有提升空间



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

2.5 拼多多——估值：强劲增长带来高估值

- 通过对比拼多多和可比公司的估值，我们发现拼多多的估值水平比较高，这一方面是由于规模差异，另一方面得益于拼多多业绩增长的强劲。

图：拼多多估值水平比较高

公司	市值 (亿人民币)	年GMV (亿人民币)	年FCF (亿人民币)	P/GMV	P/FCF	PE			PS		
	2018.8.6	2017年	2017年			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
阿里巴巴	31,716	48,200	953	0.66	33.27	30.09	22.63	16.94	7.81	5.81	4.43
亚马逊	61,764	29,146	437	2.09	139.10	71.09	50.30	36.71	3.84	3.15	2.63
京东	3,529	12,945	215	0.27	16.39	56.85	31.06	20.54	0.74	0.59	0.49
唯品会	415	729	-12	0.57	-	13.25	9.98	7.66	0.46	0.38	0.31
eBay	2,305	5,969	167	0.38	13.56	14.68	14.08	12.81	3.11	2.89	2.63
乐天市场	723	-	80	-	9.02	14.62	15.88	15.51	1.09	0.96	0.84
拼多多	1,528	1,987	3	0.77	498.55	-	-	-	18.09	13.02	10.57



目录 / CONTENTS

01

流量红利殆尽，社交电商因变革而腾飞

02

深度剖析拼多多的崛起之路

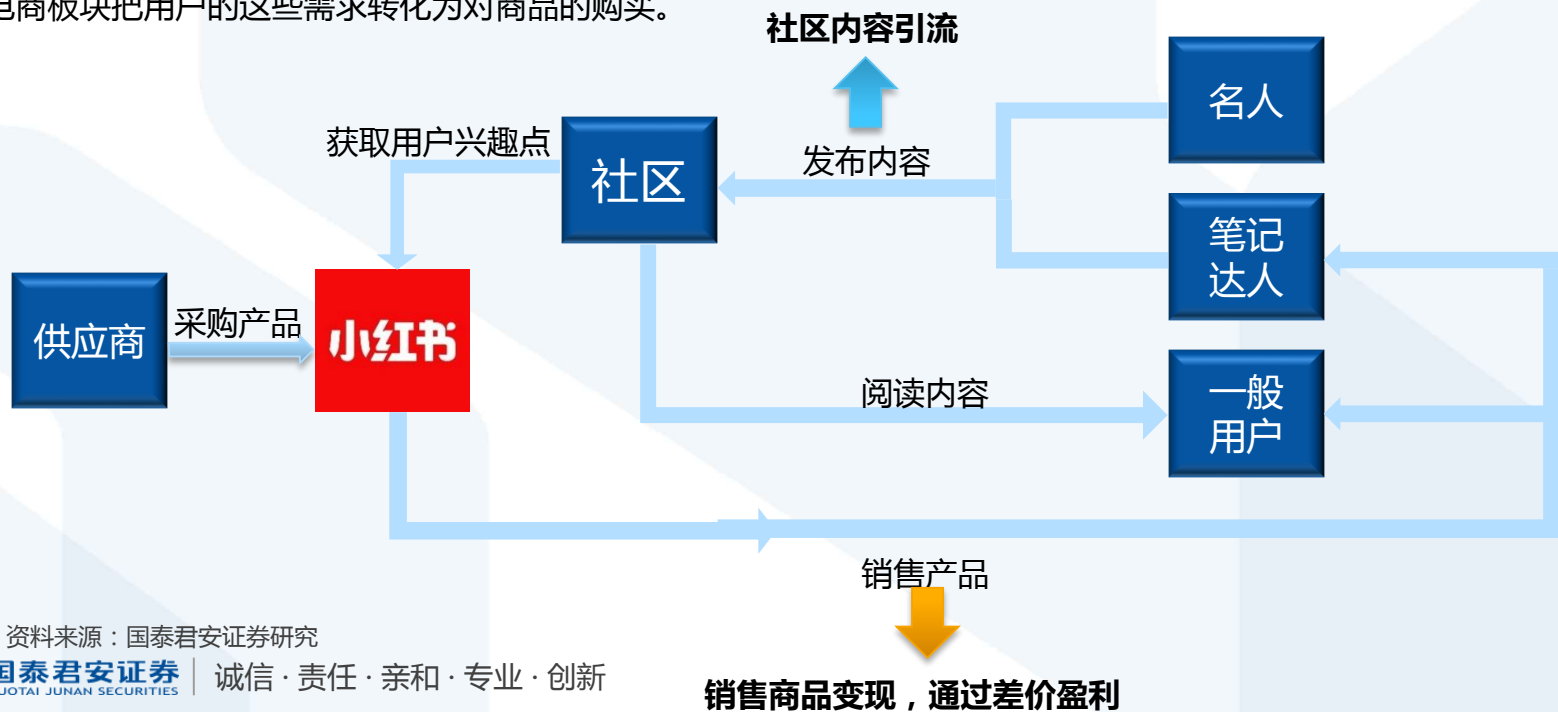
03

社交引流为核心，多种模式百花齐放



3.1 小红书——UGC社区快速获取用户

- 小红书主要有UGC社区和跨境电商两大板块，以UGC（用户原创内容）社区引流，鼓励用户在社区创作并分享内容，其他用户浏览、传播内容后产生消费欲望，通过邀请名人入驻，进一步放大社区制造消费欲望的能力。小红书的电商板块把用户的这些需求转化为对商品的购买。



资料来源：国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

销售商品变现，通过差价盈利

3.1 小红书——社区+电商模式成绩斐然，受资本认可

- **小红书社区+电商模式成绩斐然。**2017年第三个6.6周年大促，仅2小时就突破1亿销售额。2018年5月，小红书用户总量突破1亿，70%为女性，50%为90后，2018年新增用户中70%为95后。小红书社区每日笔记曝光数达到14亿次，相当于全中国平均每人每天点击一次。
- **受资本市场认可，估值达到30亿美元。**小红书目前已完成5轮融资，投资者包括腾讯、真格基金等，共融资约28.18亿人民币，D轮投后估值30亿美元。

表：小红书受到多家知名机构和企业追捧

融资时间	融资轮次	融资金额	主要投资者
2013年10月	天使轮	数百万人民币	真格基金
2014年6月	A轮	数百万美元	金沙江创投、真格基金
2015年6月	B轮	数千万美元	GGV纪源资本、金沙江创投
2016年3月	C轮	1亿美元	腾讯、天图投资、元生资本
2018年6月	D轮	3亿美元	阿里巴巴、金沙江创投、K11等

资料来源：IT桔子，国泰君安证券研究



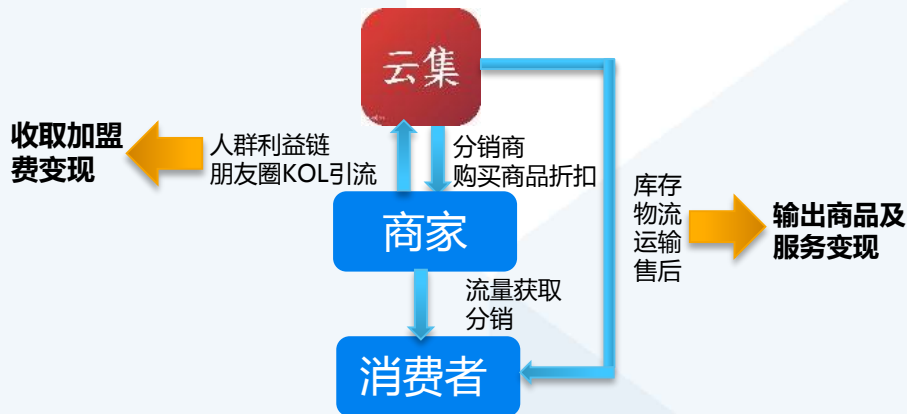
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

3.2 云集微店——对微商标准化，实现引流变现双功效

- **社交分销+电商售货。**云集以分销模式为核心，基于人群利益链、朋友圈KOL引流，分销商触达下级消费者；平台通过收取加盟费、提供商品以及服务变现。目前注册店主数已突破300万，VIP注册用户突破1500万。2018年5月18日，云集三周年单日成交额超5.88亿元，总成交额突破10.8亿元。
- **受资本市场认可，估值20亿+美元。**云集目前已完成5轮融资，投资者包括钟鼎创投、凯欣资本等。B轮投后估值达20亿美元以上。

图：云集利用朋友圈KOL引流，输出商品和服务变现



图：云集微店在短期内完成多轮融资

融资时间	融资轮次	融资金额	主要投资者
2015年7月	天使轮	5000万人民币	钟鼎创投等
2016年6月	A轮	2.28亿人民币	钟鼎创投、凯欣资本
2018年4月	B轮	1.2亿美金	鼎晖投资、华兴新经济基金



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

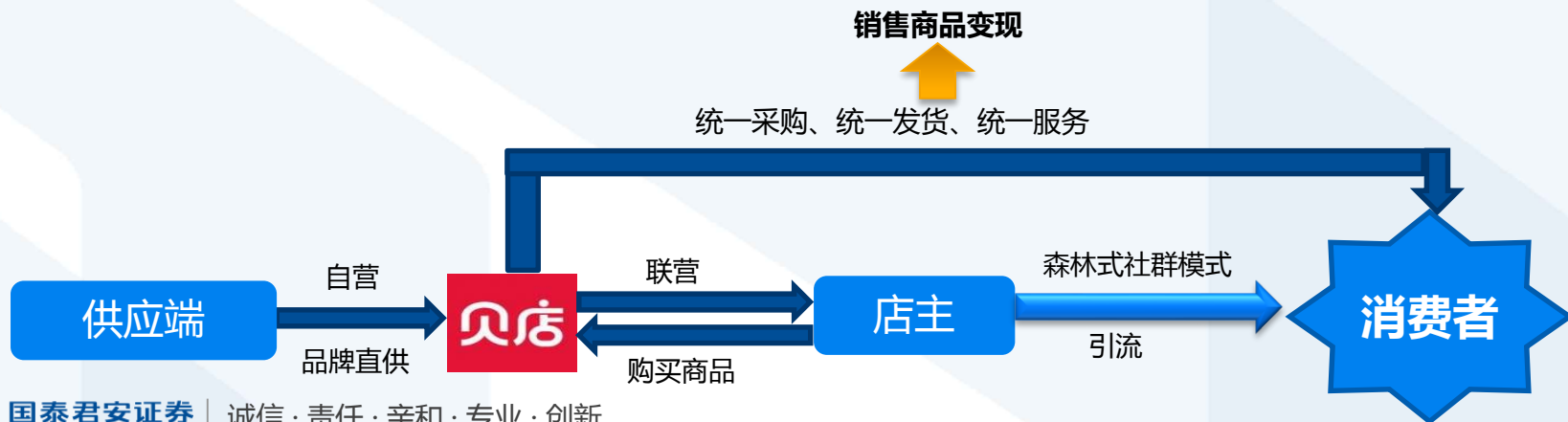
诚信·责任·亲和·专业·创新

资料来源：IT桔子、国泰君安证券研究

3.3 贝店——打通供应链，打造消费型社交电商平台

- **贝店致力于打造消费型社交电商平台。**贝店以多维连接供应端、店主、消费者为核心，源头直采保证品质，与店主联营，通过店主森林式社群模式引流，通过销售商品变现。森林社群基于社交关系精准触达，增加用户信任感，降低获客成本。
- **贝店发展迅猛，战果累累。**商品品类广泛，现有2000个品牌，20000个SKU，位列社交电商第一。2017年11月贝店上线不足三个月，双十一斩获百万订单；根据易观智库的数据，贝店2018年3月月活环比增长133.37%位列第一；Quest Mobile的数据显示2018年4月贝店已成为人均使用次数最多、使用时长排名第一的社交电商平台。

图：贝店打通供应端、店主、消费者整个供应链



3.4 环球捕手——社交电商让传统会员制度焕发新生

- **会员制度+社交模式集引流、变现于一身。**会员首先以折扣价购买商品，平台销售商品变现。其次，环球捕手会员进一步衍生出分销拉新功能，有效帮助平台引流。
- **新模式收效迅速，估值已达20亿。**环球捕手现有SKU一万种以上，品牌1000多个，注册用户超3000万。2018年4月，环球捕手两周年GMV破1.5亿。

图：环球捕手集会员制度、社交电商于一体



图：环球捕手估值已达20亿元

融资时间	融资轮次	融资金额	主要投资者
2015年7月	天使轮	千万人民币	-
2015年12月	A轮	千万美元	经纬创投、顺为资本、平安创投
2016年10月	A+轮	1亿元人民币	广发信德、顺为资本、平安创投
2018年2月	-	-	文辰友创基金



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

3.5 美柚——“工具+社区+电商”商业闭环

- **工具+社区引流。**美柚最早作为服务工具出现，后衍生出社区，通过社交属性，增强用户粘性。此模式一方面降低获客成本，同时获得用户数据。
- **广告+佣金变现。**美柚目标客户明显，使其获得广告商青睐，实现广告变现。柚子街作为美柚推出的纯第三方平台，轻模式运行，以前端引流为基础，佣金收入变现。

图：美柚从工具到电商，成功将流量变现



图：美柚2013-2016年间完成五轮融资

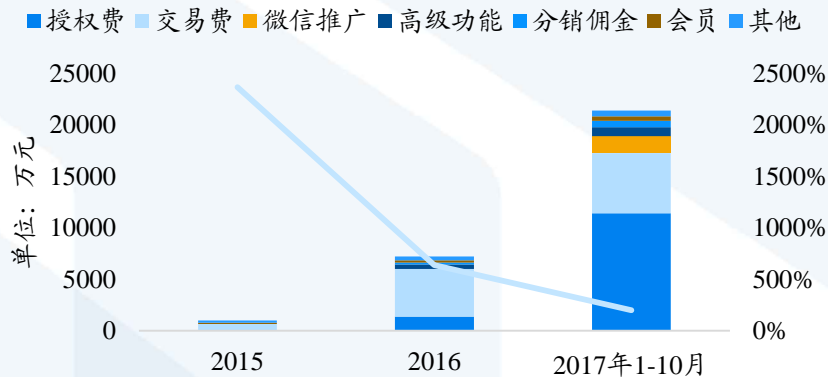
融资时间	融资轮次	融资金额	主要投资者
2013年4月	A轮	数百万人民币	险峰长青
2014年1月	B轮	1500万美元	经纬创投、险峰长青
2014年6月	C轮	3500万美元	SIG、经纬创投、险峰长青
2015年12月	D轮	数千万美元	凯辉基金、经纬创投
2016年8月	E轮	10亿元人民币，拆除VIE	未透露



3.6 有赞——定位SaaS服务商

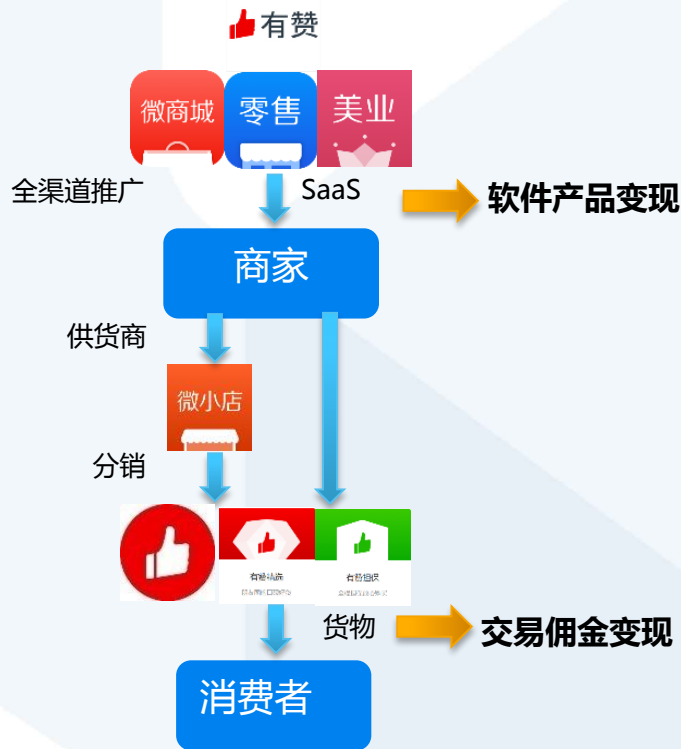
- **定位SaaS商家服务公司。**有赞主要目标对象为中小商家。通过提供技术帮助及全渠道宣传，去中心化助力商家获取流量。
- **软件产品+交易佣金变现。**有赞微商城为商家提供服务，收取授权费、高级功能费用、会员费三种，2017年1-10月，三种费用合计1.27亿元，占比近六成。交易佣金2017年1-10月近六千万，占比27%。

图：有赞营收三年内高速增长，十个月营收已突破2亿元



资料来源：公司公告、国泰君安证券研究

图：有赞定位SaaS，软件产品+交易佣金变现



- **社交电商是时代的产物。**一方面，在流量红利殆尽、网购整体规模增速放缓的今天，中心化的传统电商获客成本水涨船高，搜索式的购物使得转化率很低，这为社交电商的出现提供了机会；另一方面，随着中国网络渗透率的不断提升，尤其是底线城市的提升，以及微信庞大的用户群和强信任关系，为社交电商提供了良好的客观条件。
- **社交电商实现从搜索式购物到发现式的转化，重构了“人-货-场”的关系，发展迅猛，百花齐放。**社交电商拥有去中心化、发现式购买、用户主动、场景丰富等特点，重构传统电商“人货场”的关系，实现了引流、变现、留存全闭环，获客成本低，购物转化率高，打破了传统电商巨头的垄断，快速发展。社交电商模式多样，百花齐放，主要分为社交内容电商、社交分享电商和社交零售电商三种。
- **社交电商仍面临诸多挑战。**一方面是来自外部的压力：拥有流量优势的传统电商开始进军社交电商领域，行业竞争加剧；另一方面更多的是企业内部不断更新迭代的压力：目前社交电商仍面临着过度依赖微信、粘性不高、口碑争议等问题，能否实现企业自身的更新迭代，也将决定企业的未来。
- **受益标的：拼多多，中国有赞。**

- 1、传统电商进军社交电商领域，行业竞争加剧；
- 2、过度依赖社交网络的经营风险；
- 3、口碑效应带来的用户流失的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**分析师声明**

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安商贸零售团队

Thank you for listening



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES