

微信电商呈多样化发展态势，有望拓宽 SaaS 产业发展空间

加速视频化、电商化，第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha(上)

核心结论

坚守去中心化初心，微信电商生态空出第三方SaaS平台生态位。中国电商体系相对封闭，其中微信生态因为熟人社交属性，天然流量中立不能导流，需要第三方私域流量运营及相应工具服务。同时也只能提供简单的电商工具和运营工具，这就给电商SaaS平台提供了发展空间。短视频目前处于快速的商户导入和电商体系搭建期，存在和第三方电商SaaS平台合作的空间，但已经纷纷建立第一方的SaaS。

微盟、有赞称雄微信电商SaaS，市占率不及10%仍有巨大提升空间。中国电商SaaS格局和龙头对比：主要是微信体系的有赞和微盟两家提供通用性、全国性平台/工具的公司，及其他垂直行业工具和区域性的SaaS服务商构成，目前前两者的市占率估计在10%左右。由于平台的不但发展演进和电商商户玩法的复杂化及增值服务的相关需求，有赞、微盟两家头部企业有望在不断地迭代过程中从尾部、腰部的竞争对手中获取更高的市场份额。

加速视频化、电商化，第三方SaaS平台畅享微信电商变现的alpha。由于微信熟人社交属性天然流量转化效率天然低下需要不断完善其基础设施以提升转化效率。但微信今年将视频号正式开放，并在小程序加入直播功能，新加入小鹅拼拼、腾讯智慧零售平台，7月份微信小商店0元开店开启内测，企图通过视频号、微信公众号以及微信小程序打造微信生态的商业闭环。就目前来看，微信电商布局中存在诸多不完善，这给了第三方电商SaaS平台以更加广阔的发展空间。

微信GMV未来尚有4倍以上增长空间。淘宝2019年GMV达到33870亿元，DAU为3亿，GMV/DAU为11290.00，根据微信小程序DAU4亿的体量，并随着微信电商生态基础设施的进一步完善，我们预测微信电商GMV短期空间可以看到45160亿元，中长期空间更大。

投资建议：受疫情影响，我国经济形势在一季度呈现下滑的趋势，但是电商产业在今年预计维持较高景气度，疫情进一步促进了消费者网购意愿的增加，SaaS工具在此背景下有望取得高速发展。因此我们推荐关注光云科技（688365.SH）、微盟（2013.HK）、有赞（8083.HK）。

风险提示：当前我国经济在疫情冲击下面临较大压力并且亟待复苏；SaaS服务不完善，更新迭代较慢；短视频的迅速发展一定程度上对SaaS产业发展带来阻碍。

行业评级

中配

前次评级

超配

评级变动

调低

近一年行业走势



相对表现

1个月

3个月

12个月

计算机

-4.34

1.50

20.13

沪深300

-1.76

12.47

19.15

分析师



邢开允 S0800519070001



13072123839



xingkaiyun@research.xbmail.com.cn

联系人



赵宇阳



18883318850



zhaoyuyang@research.xbmail.com.cn

相关研究

计算机：掘金云数据中心白盒化趋势—云计算行业深度报告 2019-11-14

计算机：区块链登上科技主舞台—区块链行业动态点评 2019-10-27

计算机：Intel 三季报进一步确认行业回暖信号—数据中心行业动态点评 2019-10-26

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



索引

内容目录

一、中国电商生态繁多，微信为 SaaS 提供发展机遇	5
1.1 阿里巴巴：自带工具平台玩法复杂度高，适合第三方工具、服务类成长	6
1.2 拼多多：生态环境类似淘宝，目前玩法较为单一，未来第三方服务工具或有机会	7
1.3 京东：自营体系打造优质服务，微信合作强化商业效率	8
1.4 短视频：快速崛起的流量平台，自有 SaaS 平台，但商户深度运营障碍或提供空间	9
1.5 美团点评：垂直一体化布局，第三方发展空间有限	15
1.6 微信：流量之王但天然缺乏电商平台生态位，第三方平台得以介入	16
二、微信电商生态发展推高国内电商 SaaS 天花板	17
2.1 微信积极发展电商生态，盘活私域流量	17
2.2 微信电商生态建设进入加速期，直播、朋友圈流量加码	18
2.2.1 直播已经开始公测，对标淘宝、短视频直播值得期待	20
2.2.2 微盟有赞有望提升微信电商生态整体活跃度和基础设施水平	22
2.2.3 腾讯智慧零售对标美团、小红书，仍有较大改进空间	23
2.2.4 小鹅拼拼对标拼多多，功能、玩法更加单一	28
2.2.5 微信朋友圈私域流量有望进一步为商户小程序导流	32
2.3 微信流量之王但天然缺乏电商平台生态位，第三方得以介入	32
三、投资建议	33
光云科技（688365.SH）	34
微盟（2013.HK）	34
有赞（8083.HK）	34
四、风险提示	34

图表目录

图 1：淘宝天猫 GMV 逐年上涨，总 GMV 增速（右轴）继续保持较高水平	6
图 2：阿里电商收入增速（右轴）保持较高水平	6
图 3：阿里抽佣比例有下降趋势	6
图 4：商户视角的阿里巴巴	7
图 5：拼多多 GMV 逐渐上升	7
图 6：拼多多年活跃买家数逐渐增多，增速逐渐放缓	7
图 7：商户视角下的拼多多	8
图 8：京东年活跃买家数整体呈上升趋势	8
图 9：京东总成交额上涨，yoy（右轴）逐渐下降	9
图 10：京东物流收入逐年上涨，yoy（右轴）逐年下降	9

图 11: 商户视角下的京东	9
图 12: 抖音直播电商 GMV2020 目标将达到 2000 亿	10
图 13: 快手直播电商 GMV2020 目标将达到 2500 亿	10
图 14: 字节跳动广告收入持续增长, 2020 预计将达 1800 亿	10
图 15: 抖音广告界面	12
图 16: 快手广告界面 (大广告+小广告)	12
图 17: 快手小店在快手的三级菜单	12
图 18: 抖音更加偏向第三方商品链接	13
图 19: 快手更加重视快小店	14
图 20: 商户视角下的短视频	15
图 21: 商户视角下的美团点评	16
图 22: 微信&WeChat MAU 远高于阿里电商	17
图 23: 阿里电商 GMV 远高于微信生态电商	17
图 24: 商户视角下的微信电商生态	17
图 25: 移动网民人均 APP 使用时长中短视频比例上升	18
图 26: 微信小程序目前发展状态	19
图 27: 淘宝直播相对于微信小程序、看点直播主菜单更显成熟化	21
图 28: 微信小程序、看点、淘宝、抖音快手直播界面差异	22
图 29: 腾讯智慧零售与美团购买流程对比	26
图 30: 腾讯智慧零售“云逛街”模块与小红书推荐界面对比	27
图 31: 小鹅拼拼与拼多多主页面、商品页面、商家页面对比	29
图 32: 小鹅拼拼购买流程展示	30
图 33: 拼多多购买流程展示	30
图 34: 小鹅拼拼“群小店”现阶段体验	31
图 35: 小鹅拼拼群小店有流量, 但转化率不高	31
图 36: 小程序流量来源 TOP10	32
图 37: 微信电商生态	33
图 38: 微信电商生态发展方向	33
表 1: 中国电商生态概览	5
表 2: 抖音快手、视频号区别	11
表 3: 抖音小店、快手小店与第三方 SaaS 商城的区别	13
表 4: 美团点评 GMV 及变现率情况	16
表 5: 微信、抖音、快手、淘宝直播的商户渠道和交易规模	18
表 6: 微信电商生态新发展	19
表 7: 微信直播小程序与淘宝功能评价对比	20
表 8: 微信直播小程序体验评价 (对标淘宝一)	20
表 9: 微信直播小程序体验评价 (对标淘宝二)	21

表 10: 微信小商店与微盟商城、有赞商城区别.....	23
表 11: 腾讯智慧零售与美团功能评价对比（一）	24
表 12: 腾讯智慧零售与美团功能评价对比（二）	24
表 13: 腾讯智慧零售与美团体验评价对比（一）	25
表 14: 腾讯智慧零售与美团体验评价对比（二）	25
表 15: 腾讯智慧零售“云逛街”模块与小红书的差异	26
表 16: 对标拼多多，小鹅拼拼功能玩法更加单一	28
表 17: 小鹅拼拼与拼多多体验评价对比	28
表 18: 重点标的估值一览表	34

一、中国电商生态繁多，微信为SaaS提供发展机遇

中国电商平台除了微信之外，都自有 SaaS 平台。其中电商的三大巨头阿里、拼多多、京东拥有完善的电商运营体系，不需要第三方 SaaS 平台的接入支持；美团尽管与阿里等平台的定位不同，但是内部拥有完善的电商经营方案，同样不具有 SaaS 工具的发展空间。微信是第三方电商 SaaS 平台的主要发展空间：中国电商体系相对封闭，其中微信生态具有熟人社交属性，天然流量中立不能导流，需要第三方私域流量运营及相应工具服务。同时也不能提供专业电商工具和运营工具，这就给电商 SaaS 平台提供了发展空间。短视频目前处于快速的商户导入和电商体系搭建期，存在和第三方电商 SaaS 平台合作的空间，但由于其自有第一方电 SaaS 平台，合作的持续性未能确定。

表 1：中国电商生态概览

平台	入口	流量	线上商户	线下商户	平台开放性	玩法复杂性	SaaS 平台	支付牌照	物流仓储配套基础设施	主攻
阿里	淘宝、天猫、支付宝、饿了么	自有	最多	多，发展中	高	高	自有	有	自有+第三方	线下，支付宝，小程序
拼多多	拼多多，微信	自有	多	C2M，少并且非重点	较高	目前较为简单 但有望逐步提升	自有	暂无	第三方	C2M
京东	京东，微信	自有	较多	较多	较高	目前较为简单 但有望逐步提升	自有	有	自有+第三方	物流，下沉市场
腾讯	微信	自有	缺，主要为微商	缺，小程序等	管理较严格	高，平台无力设置， SaaS 平台提供	自身无法提供，完全依赖第三方	有	第三方	变现：广告，直播
短视频	抖音、快手	自有	缺，发展中	缺，X 小店	低	简单	自有（快小店、抖音小店等）+合作	暂无	第三方	变现：广告，直播
美团	美团、点评	自有	缺	最多	基本封闭	N/A	自有	有	自有	——

资料来源：西部证券研发中心

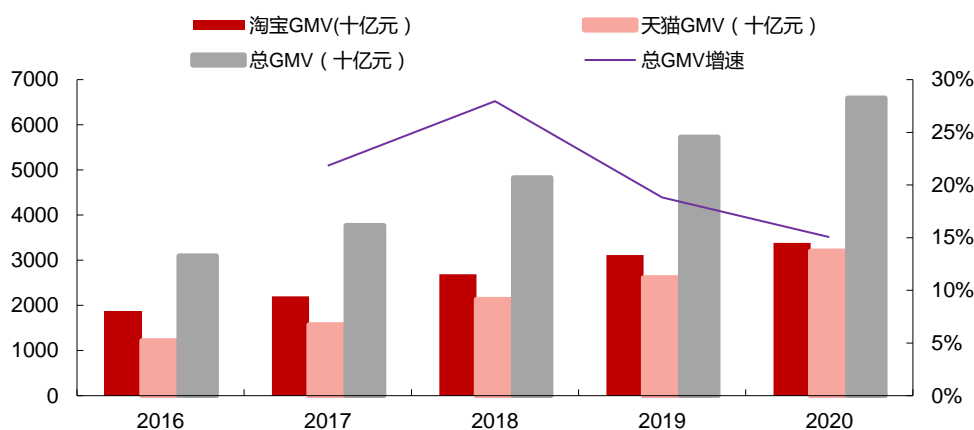
注：粉色表示电商工具的潜在市场，灰色表示电商 SaaS 的潜在市场，颜色越浅代表发展空间不大

1.1 阿里巴巴：自带工具平台玩法复杂度高，适合第三方工具、服务类成长

阿里巴巴以其完善的电商运营体系占领电商市场的首位，覆盖消费者生活的方方面面，涉及实物、虚拟商品、本地生活服务、旅行、媒体和娱乐、医疗健康、金融等领域的服务。阿里云作为技术及系统基础设施，为阿里电商的发展提供了强有力的支撑，自有 SaaS，工具开放度最高，涵盖了该领域所有平台的玩法。

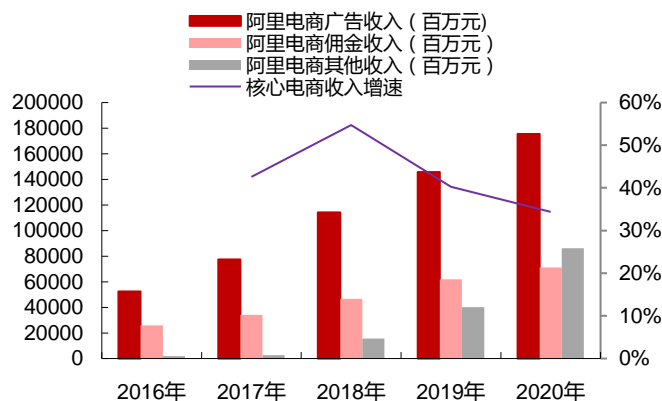
截至 2020 年 3 月 31 日止的 12 个月里，阿里巴巴数字经济体的消费型商业业务 GMV 达人民币 7.05 万亿元，突破 1 万亿美元，阿里巴巴数字经济体全球年度活跃消费者达 9.60 亿。其中，阿里巴巴在中国零售市场的 GMV（总交易额）为 6.59 万亿元。阿里巴巴不断开发欠发达地区用户，截至 2020 年 3 月 31 日止的 12 个月阿里年度活跃消费者为 7.26 亿。1 万亿美元的 GMV，反映了阿里巴巴在电商领域的又一次飞跃，这背后是对科技和创新的大力投入。2020 年，阿里核心电商收入达到 3327.5 亿元人民币，同比增长 34%，继续保持较高增速。

图 1：淘宝天猫 GMV 逐年上涨，总 GMV 增速（右轴）继续保持较高水平



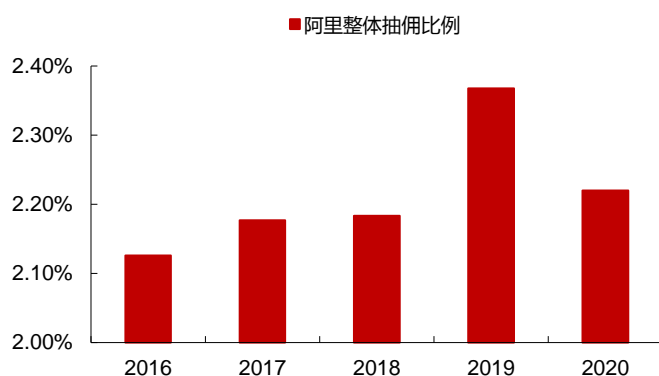
资料来源：阿里巴巴公司年报、西部证券研发中心

图 2：阿里电商收入增速（右轴）保持较高水平



资料来源：阿里巴巴公司年报、西部证券研发中心

图 3：阿里抽佣比例有下降趋势



资料来源：阿里巴巴公司年报、西部证券研发中心

阿里系主要有三项核心电商业务，分别是零售业务、批发业务和消费者业务（O2O），在每个业务板块都具有比较成熟的业务体系。例如淘宝、天猫聚划算支付宝，零售通、饿了么、飞猪等，这些平台都兼具客户流量、商户基数。

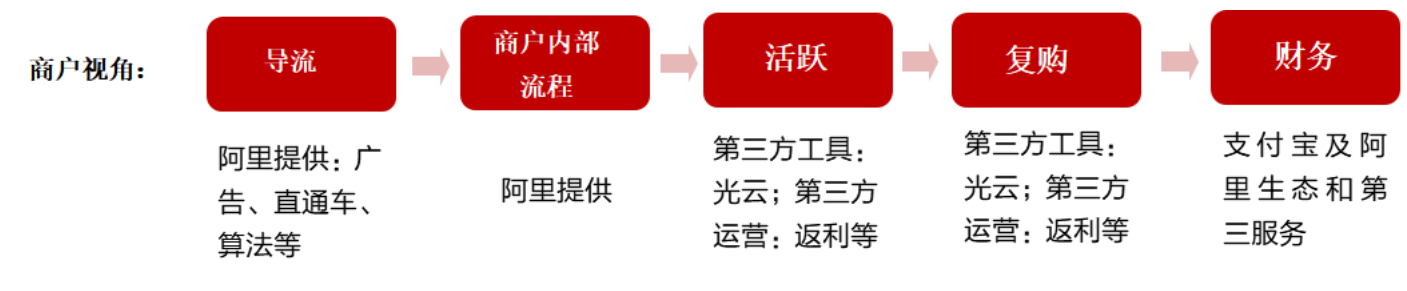
从商户视角看阿里电商生态，阿里电商平台背后有完整的工具作为技术支撑，阿里提供广告、

直通车、算法等进行导流，商户内部运作模式和流程由阿里提供，并可以借助第三方工具加强用户的活跃与复购，最后通过支付宝及第三方服务实现盈利。

除了 2019 年口碑和饿了么加强线下投入，目前转向主攻线下，目前在支付宝上投入很大，一个线下商户入驻就提供 3 倍的公域资源。

阿里提供了完善的电商 SaaS 基础设施如开设网店、千牛等服务，从而剥夺了第三方 SaaS 平台的生长空间，但其 SaaS 平台开放性很强，便于第三方工具接入。

图 4：商户视角的阿里巴巴



资料来源：西部证券研发中心

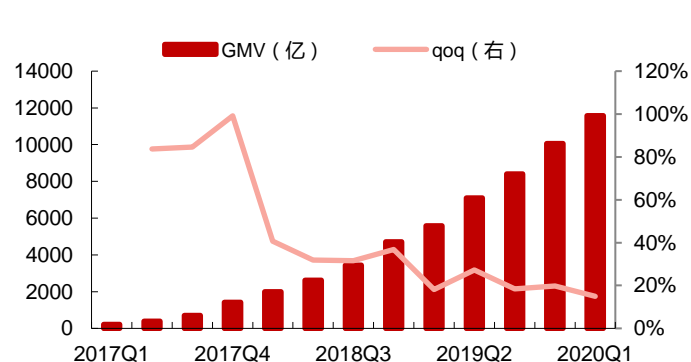
1.2 拼多多：生态环境类似淘宝，目前玩法较为单一，未来第三方服务工具或

有机会

截至 2020 年 3 月 31 日，拼多多在过去的 12 个月里 GMV 达到 11572 亿，较上年同期的 5572 亿元同比增长 108%，对比各季度 GMV 来看，拼多多在 2020 年第一季度的 GMV 为 3026 亿元，同比增幅达到 99%。2019 年，拼多多平台 GMV 突破万亿大关，较上一一年同期的 4716 亿元增长 113%。保持该速度增长，预计拼多多 2020 年 GMV 将突破 1.5 亿。2019 年，拼多多总收入 301.4 亿元，同比增长 130%，货币化率达到 3%。

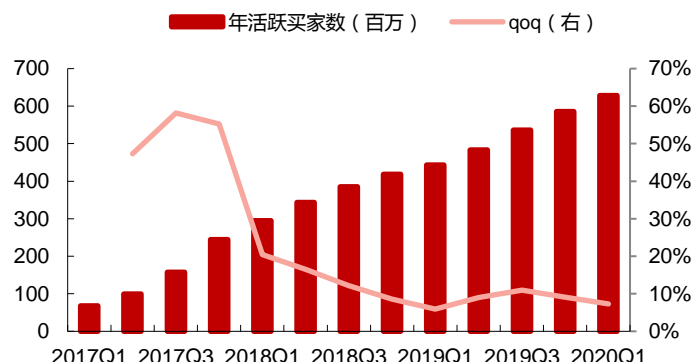
截至 2020 年 3 月底，拼多多平台年活跃买家数达 6.28 亿，单季度净增 4290 万，同比增长 42%较上一一年同期净增 3.33 亿。2019 年第四季度阿里、拼多多、京东三大电商平台的单季净增用户分别为 1800 万，4890 万和 2760 万，拼多多在三大电商中保持领先优势。

图 5：拼多多 GMV 逐渐上升



资料来源：拼多多公司年报、西部证券研发中心

图 6：拼多多年活跃买家数逐渐增多，增速逐渐放缓

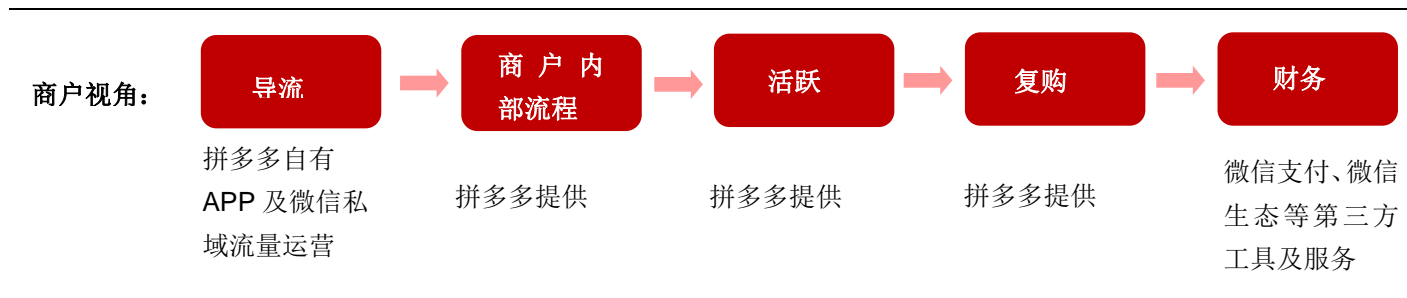


资料来源：拼多多公司年报、西部证券研发中心

拼多多自有 SaaS 平台，因此自带电商网店工具。拼多多目前的玩法较为简单粗暴，主要是社交裂变和拼单，因此目前对第三方周边电商工具需求不大，但未来随着 GMV 持续地高速增长，

其玩法及基础设施也将逐渐丰富，给第三方周边电商工具带来持续的需求空间。

图 7：商户视角下的拼多多



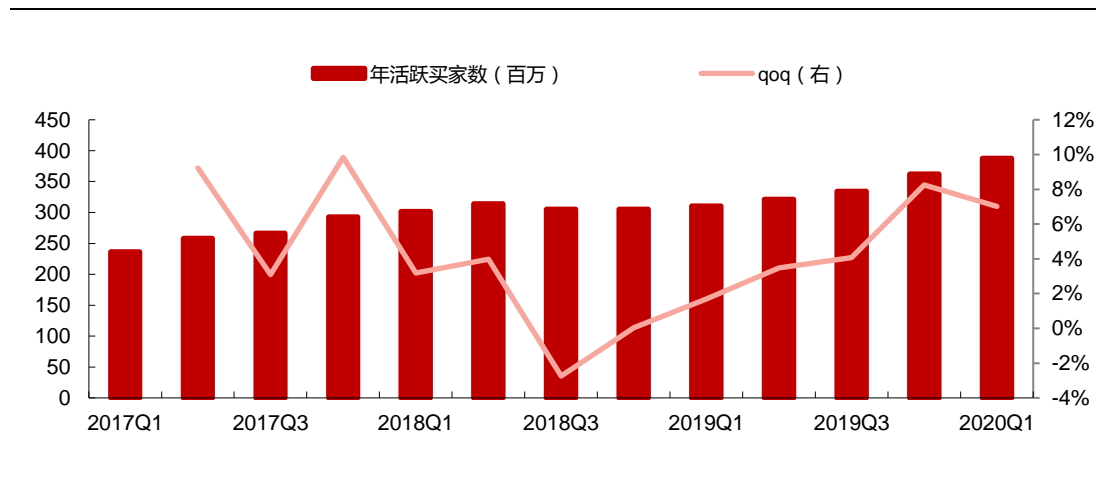
资料来源：西部证券研发中心

1.3 京东：自营体系打造优质服务，微信合作强化商业效率

截至 2019 年 12 月 31 日，京东在 2019 年 GMV 达到 2.09 万亿，较 2018 年同期的 1.68 万亿元同比增长 24.4%。京东物流作为京东服务的一大亮点，全国范围内的物流基础设施覆盖了中国几乎所有的县区，拥有 700 多个仓库网络，建筑面积约 1690 万平方米，分布于 89 个城市，并拥有超过 132200 名配送人员和 43700 名仓储人员的工作团队。对比各年的收入来看，京东物流收入逐年上涨，同时保持较快的增长速度，2017 年到 2019 年物流收入分别为 60.22 亿元、146.65 亿元以及 239.32 亿元，增速分别为 143.5%与 63.2%。

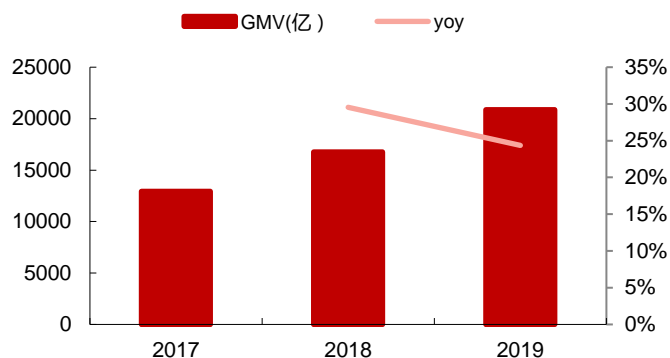
从 2017 年第一季度到 2020 年第一季度的年度活跃买家数据来看，整体呈上涨趋势，2020 年第一季度京东活跃买家数量达到 3.87 亿，比 2019 年第一季度 3.10 亿增长了 0.77 亿，同比增长 24.8%，同时京东与微信展开合作，借助微信自有流量以及通过微信支付九宫格进行线上导流。

图 8：京东年活跃买家数整体呈上升趋势



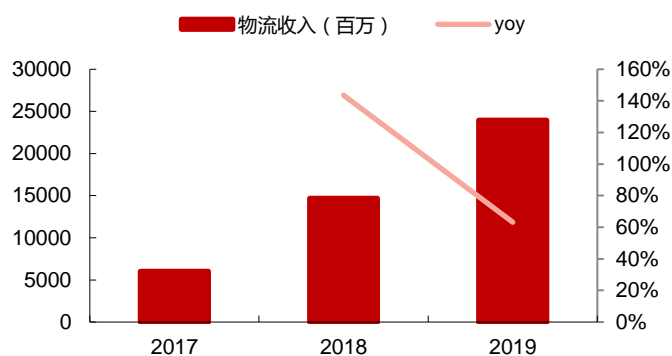
资料来源：京东公司年报、西部证券研发中心

图 9：京东总成交额上涨，yoy（右轴）逐渐下降



资料来源：京东公司年报、西部证券研发中心

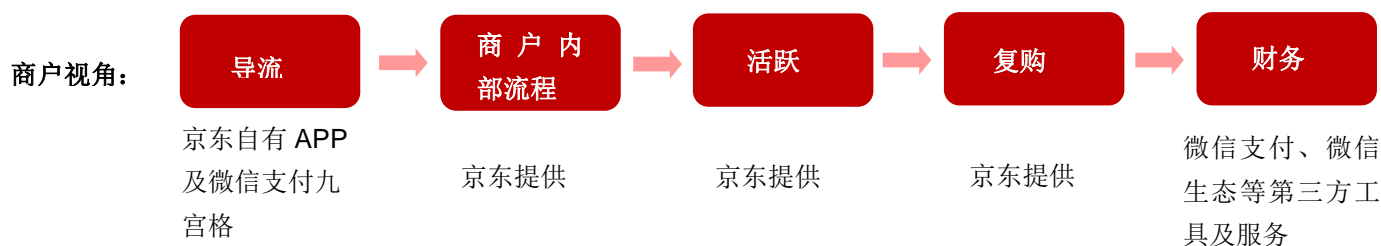
图 10：京东物流收入逐年上涨，yoy（右轴）逐年下降



资料来源：京东公司年报、西部证券研发中心

京东的定位重点放在服务质量上面，以高质量的商品和物流服务来吸引更多的潜在用户加入。同时平台以其完整的技术体系吸引众多优质商家入驻，第三方平台和工具介入的需求较小，但就目前的用户体量来说，远不及拼多多和阿里产品，在导流方面的形式比较单一，未来这个方面是否让 SaaS 更具有发展空间，需要看双方的发展路径。

图 11：商户视角下的京东



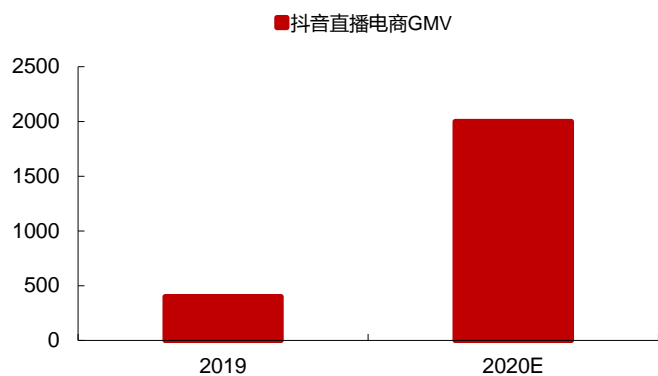
资料来源：西部证券研发中心

1.4 短视频：快速崛起的流量平台，自有 SaaS 平台，但商户深度运营障碍或提供空间

截至 2020 年 1 月 5 日，抖音日活跃用户数已突破 4 亿，快手的日活跃用户数突破 3 亿。从 2019 年 1 月，2019 年 7 月到 2020 年 1 月，抖音日活跃用户数的增长曲线是 2.5 亿，3.2 亿和超过 4 亿。抖音 DAU（日活跃用户）以半年 7-8 千万的速度增长，一年时间，抖音 DAU 增长超过 1.5 亿，如此快的增长速度，表明了短视频在当今社会逐渐成为生活的必要调剂品。

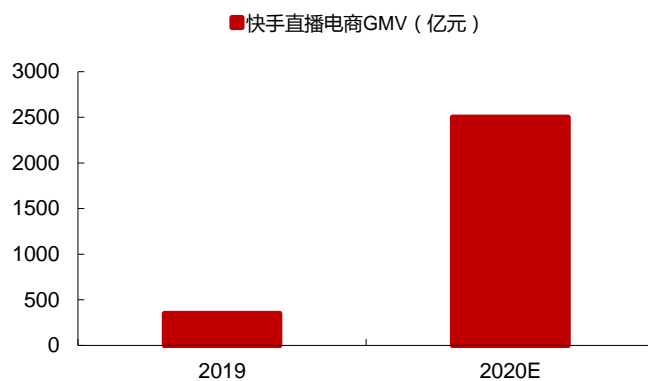
2019 年抖音直播电商 GMV 预计约 400 亿量级，快手约为 350 亿体量。2020 年抖音直播电商的 GMV 目标高达 2000 亿，快手奋起直追将目标定在 2500 亿，这样 5 倍左右数值的目标显示了抖音、快手强劲的发展潜力以及抖音、快手对于自身未来发展的信心。字节跳动系 2019 年的总收入超过 1350 亿元，其中广告变现收入预计已经超过 1200 亿元，2020 总收入目标将达到 1800 亿元。

图 12: 抖音直播电商 GMV2020 目标将达到 2000 亿



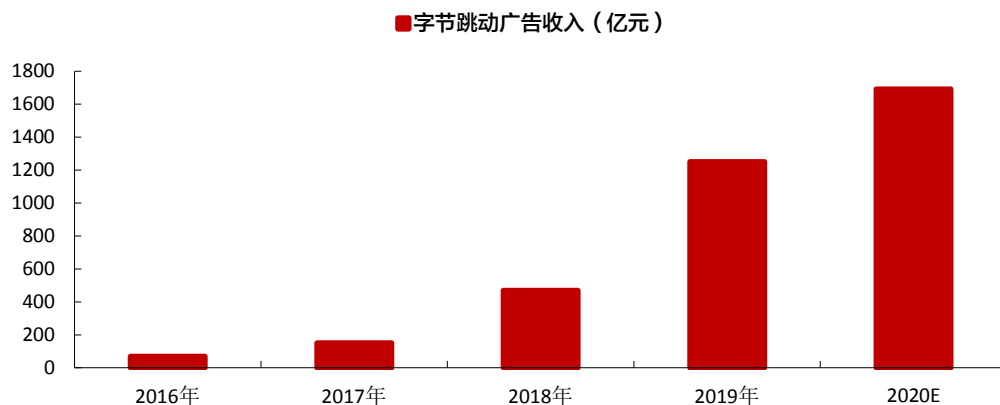
资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

图 13: 快手直播电商 GMV2020 目标将达到 2500 亿



资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

图 14: 字节跳动广告收入持续增长, 2020 预计将达 1800 亿



资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

短视频阵营如抖音、快手等，其社交平台的性质使其电商生态中主要特点是有流量、缺商家、也缺乏商家入驻以后的运营平台。目前抖音、快手自身也有电商 SaaS 平台如抖音小店、快小店，目前也通过和有赞等电商 SaaS 平台导入商家。而微信短视频目前还没有固定的电商模式，大体可以与微信服务号、直播小程序和微信小程序形成闭环。

抖音快手对比微信视频号而言、在流量算法、主要变现方式、主界面排版、小店位置以及电商模式等方面产生了巨大差别，这与两者的产品定位有紧密的联系，且抖音的针对群体主要是一二线城市，而快手主要面向二三线城市。

表 2: 抖音快手、视频号区别

	抖音	快手	视频号
流量算法	中心化, 激励优质内容持续生产	去中心化, 流量均摊, 更加关注长尾用户	采用分级流量池推荐形式, 而这种权重是以好友关心为基本的出发点, 依据内容在全网的动态热度去综合评判的
主要变现方式	信息流广告	直播打赏、电商直播及短视频小游戏	引流涨粉、接广告
电商直播分成方式	精选联盟平台	成交额抽成及固定比例的技术服务费	——
主界面	推荐 (大屏模式) 一对内容的质量有较高要求, 切换成本较高	发现 (小屏模式) 一用户选择为主	朋友喜欢推荐
小店位置	无商城, 需搜索。完全去中心化	我的-更多-快手小店 (商城) 较为中心化 (三级跳转)	——
电商模式	商家购买信息流广告来做单品销售, 抖音根据点击下单量收取广告费用, 抖音仍然保持电商生态中的 “流量提供方” 的定位, 内容带货	直播卖货, 通过直播、短视频引流进入交易界面	视频号+服务号+直播+商城
广告插入频率	平均 8 个短视频后一个广告 (完整看完每个视频的条件下) 6.12.17.67.45.后一个广告 (快速刷完一个视频的条件下)	8. 11.11.11.11.10...后一个广告 (完整和快速看完每个视频的条件下, 并会在每一轮中会参杂小广告)	——
广告类型	APP 外有美妆、首饰等	APP、门店服务预约为主	——
推广费用	98 元起 (4900+人)	4 元起 (粉丝关注页头条), 40 元起 (800-1200 人)	——
视频页面设置	关注、喜欢、评论隐藏、转发、原生合集 (可以拍同款、合拍和制作动态壁纸)、商品链接、一键拍同款 (剪映-抖音旗下 APP)	关注、喜欢、评论滚动、转发、商品链接	收藏、仅仅简单转发、喜欢、评论、服务号文章链接

资料来源: 西部证券研发中心

抖音广告界面与快手界面不同点在于, 抖音广告插入在原生界面, 而快手不是。意味着整个界面将会是广告的内容, 而快手是将广告链接放在视频底部, 这种存放模式, 不会影响用户的浏览体验。同时除了广告位置之外, 另外一个重要差异是广告商会入驻抖音号, 在头像端会生成相应的跳转链接, 方便用户的点击与跳转, 这无疑增加了广告的投放效果, 因此广告成本相对来说也较高, 而快手的广告并不影响快手用户视频的播放, 不会单独有广告号跳转出现。

图 15: 抖音广告界面



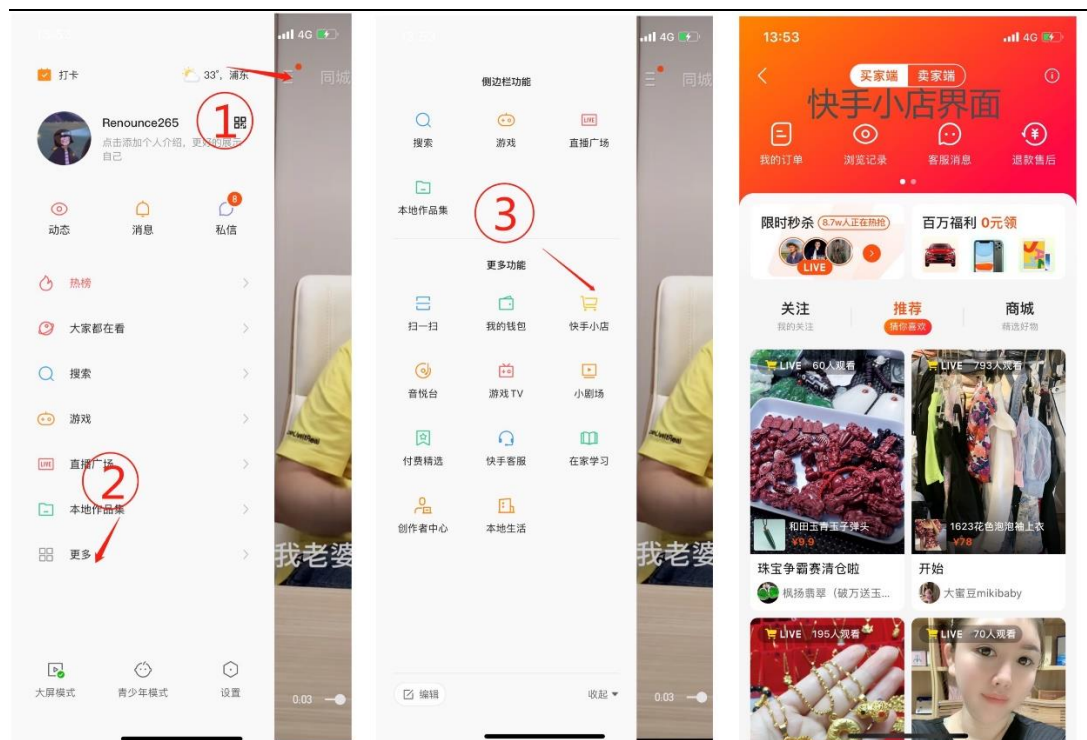
资料来源: 抖音 APP、西部证券研发中心

图 16: 快手广告界面 (大广告+小广告)



资料来源: 快手 APP、西部证券研发中心

图 17: 快手小店在快手的三级菜单



资料来源: 快手 APP、西部证券研发中心

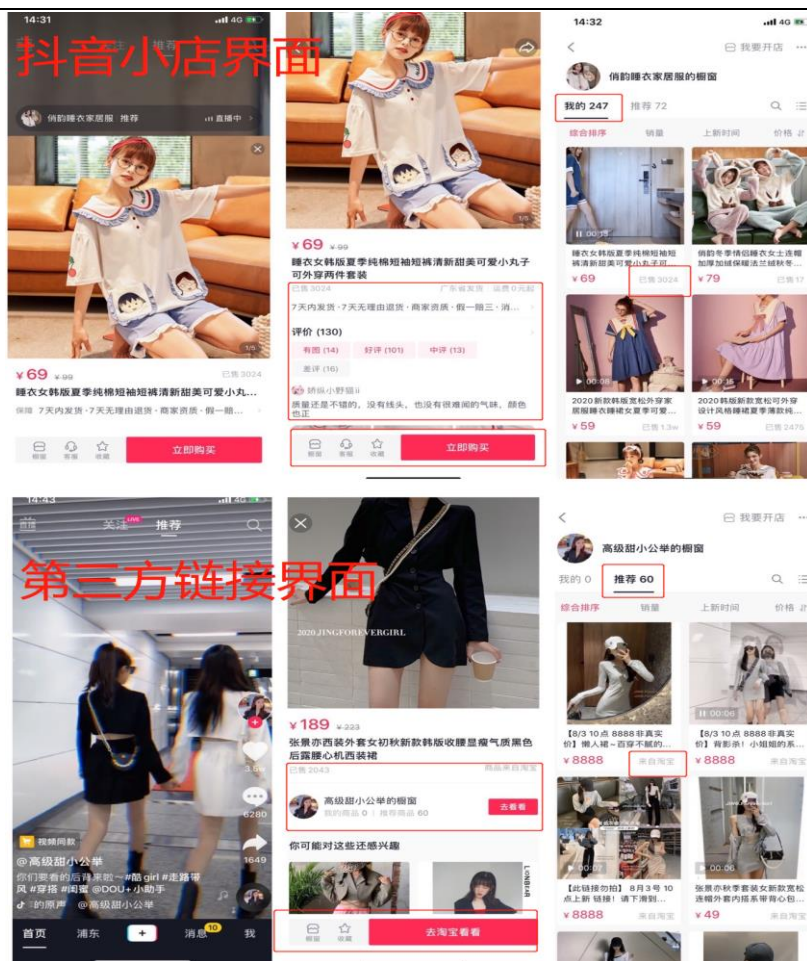
抖音小店和快手小店作为抖音快手电商的工具目前还在不断发展当中, 抖音与快手电商中最重要差别在于一个侧重带货, 一个侧重卖货。同时快手在 2018 年有赞合作, 通过第三方介入, 以此保障交易双方利益, 降低交易门槛。而正是因为快手小店、抖音小店与第三方 SaaS 平台存在差异, 并且 SaaS 平台拥有抖音、快手小店无可替代的功能和运营模式, 才使得 SaaS 平台得以在此有发展空间。

表 3: 抖音小店、快手小店与第三方 SaaS 商城的区别

	抖音小店	快手小店	第三方 SaaS 商城
小店位置	无商城，需搜索。完全去中心化，依托短视频存在	我的-更多-快手小店（简单商城）较为中心化	有赞微盟一小程序，可以单独存在也可以附在微信公众号、APP 等中，未来还可能依附于朋友圈出现。其中有赞与快手合作：在快手作品区可以展示商品，商品来源于有赞商城
流量来源	抖音短视频、直播	抖音短视频、直播	微信公众号、用户推荐、搜一搜、快手、微信直播小程序、微信视频号等
货源	直播带货为主，入驻商家、第三方平台（占比较多）	直播卖货为主，入驻商家、第三方平台例如有赞商家	入驻商家
营销模式	简单交易	简单交易	融入拼团、秒杀、限时抢购、二级分销等多种营销玩法
佣金费率	2%-5%	1%-5%	支付交易费用，0.3-0.6%，其他为固定套餐费用

资料来源：西部证券研发中心

图 18: 抖音更加偏向第三方商品链接



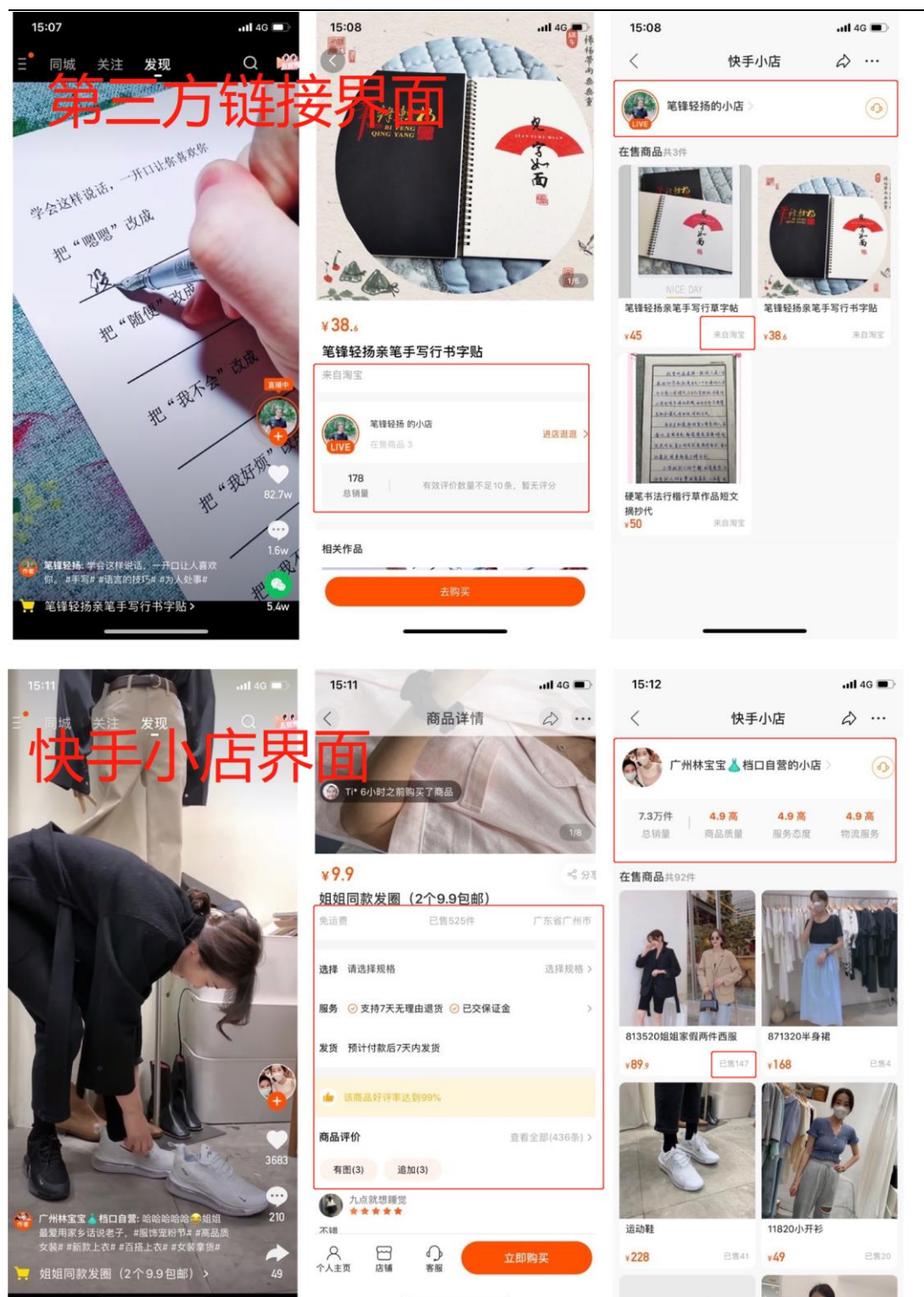
资料来源：抖音 APP、西部证券研发中心

注：第一行为开通抖音小店后，第二行为未开通抖音小店

抖音第三方商品链接点开没有商品评论，只能查看作者商品橱窗，并且点开主体在推荐窗口。

而开通抖音小店的商户点开商品直接显示商品的评论并且进入橱窗主体显示我的小店商品，如图例 21 的第一行。

图 19：快手更加重视快小店



资料来源：快手 APP、西部证券研发中心

注：第一行为未开通快手小店，第二行为开通快手小店后

快手第三方商品链接点开依然没有评论，但与抖音不同的是，商铺首页没有将第三方商品和快手小店商品分开，全归结为在售商品，而快手小店自身产品点开有商品评论，这点与抖音相同，不同的点在于快手的商铺首页会显示店铺评分，类似淘宝，如图例 22 第二行。

抖音、快手的视频流的浏览方式和微信公众号相比，缺乏稳定、高频到达用户的机会（抖音可以关注 1000 个账号，快手可以关注 1500 个账号，抖音的重访率低于快手，同时抖音和快手统一账号的重访频率显然远远低于微信公众号），商家客观上存在从短视频曝光到微信公众号深度运营的需求，可能是未来有赞等第三方电商 SaaS 平台的机会但还需要观察。

图 20：商户视角下的短视频



资料来源：西部证券研发中心

今年 7 月，短视频的月活跃用户已达到 8.52 亿，面对短视频的快速发展，腾讯抓住机会，不断在短视频领域改进。

而与抖音、快手不同的是微信视频号，视频号解决了抖音、快手不能将内容曝光到微信公众号的问题，视频号通过插入公众号文章链接，直接将短视频与微信公众号内容连为一体，省去了中间的操作步骤。腾讯在微信区打造视频号，从浏览图文发展为观看视频，通过短视频拉长用户使用微信平台的时间进而增加月活跃用户数量。

1.5 美团点评：垂直一体化布局，第三方发展空间有限

美团 2019 年总交易金额同比增长 32.3%至 6821 亿元，平台年度交易用户达 4.5 亿，其中餐饮外卖业务全年交易笔数同比增加 36.4%达 87 亿笔，2020 年第一季度美团点评主营业务餐饮外卖 GMV 达 715 亿元，同比下降 5.4%，。

其收入/GMV 计算的 take rate（交易变现率）提升至 14%以上，其中及新业务及线下酒店、到店和旅游业务变现率提升最明显。

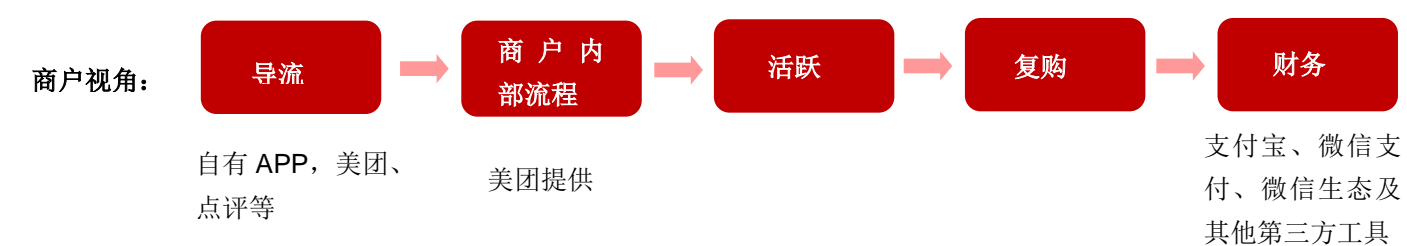
美团点评目前的电商生态主要是垂直一体化的，从构成看美团电商较为完整。有流量、有商家，自身有完整的电商 SaaS 平台，从而使得第三方 SaaS 平台发展的空间较小。

表 4：美团点评 GMV 及变现率情况

GMV（亿元）	2015	2016	2017	2018Q1	2018	2019
餐饮外卖	156	587	1711	545	2828	3,927
酒店、到店和旅游业务	1257	1584	1581	403	1768	2,221
新业务和其他			280	134	560	673
总计	1431	2171	3572	1082	5156	6821
变现率						
餐饮外卖	1.12%	9.03%	12.29%	12.95%	13.49%	13.97%
酒店、到店和旅游业务	2.96%	4.43%	6.86%	7.79%	8.96%	10.03%
新业务和其他			7.30%	8.07%	20.08%	30.33%
总计	2.81%	5.98%	9.50%	10.42%	12.65%	14.18%

资料来源：美团点评，Wind，西部证券研发中心

图 21：商户视角下的美团点评



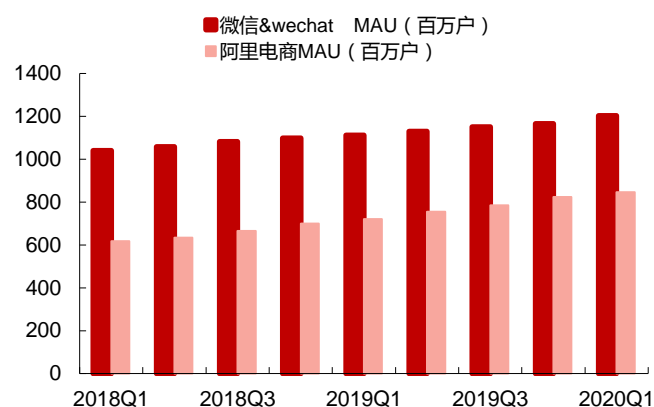
资料来源：西部证券研发中心

1.6 微信：流量之王但天然缺乏电商平台生态位，第三方平台得以介入

微信生态目前有超过 12 亿的 MAU（月活跃用户）用户，已超过了商领域中的三大巨头。对比来看，截至 2020 年第一季度，阿里电商平台的 MAU 为 8.46 亿，与微信生态下的 12 亿产生了较大的差距。微信以其天然的社交优势，聚集了大量的用户，微信已经成为公众日常生活中必不可少的联系工具，但其平台属性使得其电商在这里难以在短时间内迅速发展，这一点为第三方 PaaS、SaaS 的介入提供了机会。

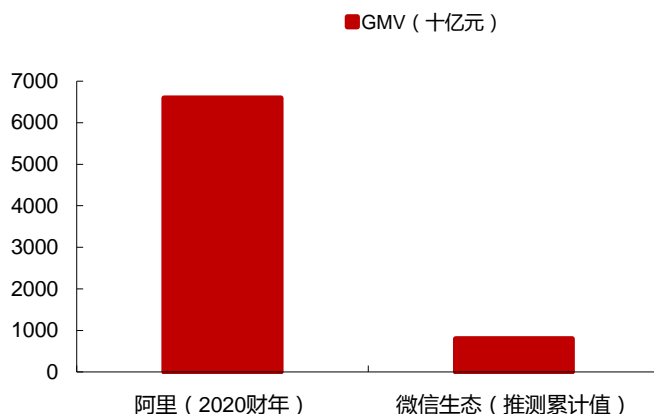
根据目前各方不完全统计数据，目前微信借助第三方发展微信小程序累计交易额超过 8000 亿元，但是微信用户私下进行微商的数据难以收集统计，所以数据上会有偏差，亦有微信生态电商过万亿的业界推测。而阿里核心电商 2020 财年单年 GMV 已达到 6.59 万亿元。此外今年微信在电商领域不断开拓，在 6 月份微信自产的微信小商店开启测试，另有智慧零售、企业微信、视频号、小鹅拼拼等都预示着微信在电商产业开始崭露头角。

图 22：微信&WeChat MAU 远高于阿里电商



资料来源：腾讯公司年报、阿里巴巴公司年报、西部证券研发中心

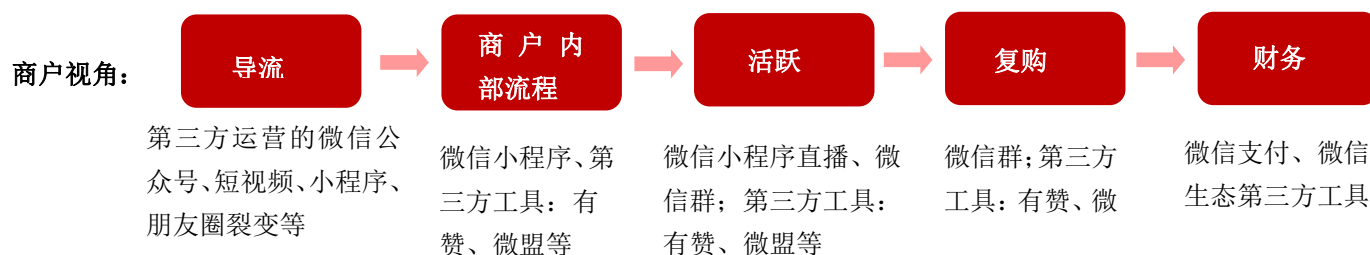
图 23：阿里电商 GMV 远高于微信生态电商



资料来源：阿里巴巴公司年报、WIND、西部证券研发中心

微信无疑是流量之王，但本身具有 C2C 熟人社交属性，基于私域平台的局限性，无法聚集众多商户，也无法像淘宝那样左右流量导向。目前微信电商生态内部，线上靠微商，线下依赖第三方电商工具（SaaS）导入商户并为其提供电商工具和运营服务。发展微信社交电商、提升流量和变现能力是微信的长期命题，其生态内的商户对运营工具和导流的需求也给第三方 SaaS 平台及运营服务提供商以发展空间，又不会像短视频那样面临被第一方 SaaS 平台的替代风险。

图 24：商户视角下的微信电商生态



资料来源：西部证券研发中心

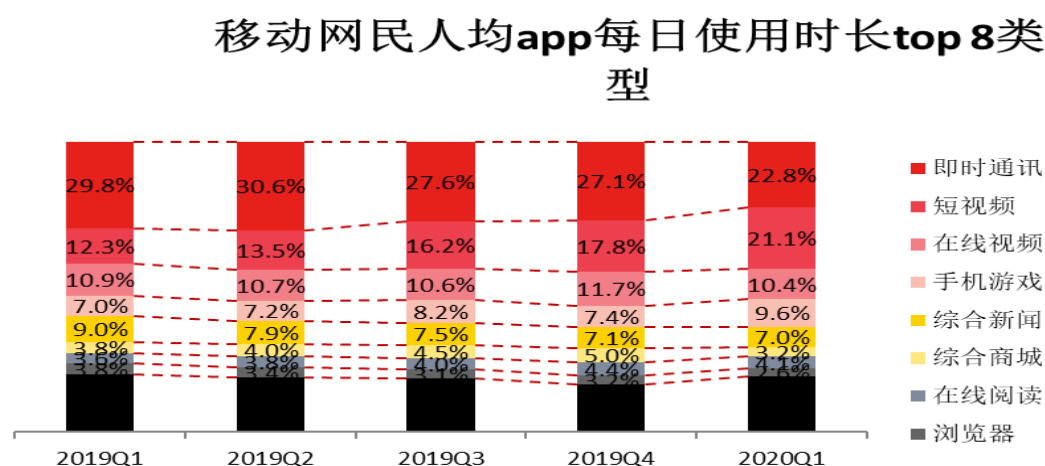
微信的问题在于从 2015 年开始做小程序，目前入驻的商户数量基本达到极限状态，若要吸引更多的商户入驻，微信生态需要新的玩法，如 LBS 广告及直播电商等功能，这些功能的增加也会给基于微信生态的第三方 SaaS 平台及运营服务提供商提供发展空间。

二、微信电商生态发展推高国内电商SaaS天花板

2.1 微信积极发展电商生态，盘活私域流量

即使通讯 APP 使用时长最长，短视频类使用时长持续增长。根据极光大数据，微信为代表的即时通讯类产品在整体移动网民使用时长占比逐步被短视频类产品挤占，2020 年 Q1，即时通讯的占比为 22.8%，短视频已经达到 21.1%。

图 25：移动网民人均 APP 使用时长中短视频比例上升



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

从变现手段看，除游戏外，朋友圈广告、以小程序为主的微商和线下商户是微信的主要商业化手段。

微信本身有流量，总体缺乏缺商户，线上有微商，线下依赖第三方电商工具（SaaS）导入商户，作为社交工具本身缺乏淘宝导流促成交的能力，运营和导流的需求也给第三方 SaaS 工具、运营方以发展空间。2019 年，小程序累计成交额已达 8000 亿，同比增长 160%。

表 5：微信、抖音、快手、淘宝直播的商户渠道和交易规模

	商户渠道	交易广告模板
微信	有赞、微盟、微店、官方小程序等	2019 年仅小程序成交额已达 8000 亿，同比增长 160%
抖音	抖音小店	
快手	有赞、魔筷星选、快手小店等	估算 2019 年约数百亿至千亿体量
淘宝直播	淘宝	估算 2019 年约 2000 亿体量

资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

2.2 微信电商生态建设进入加速期，直播、朋友圈流量加码

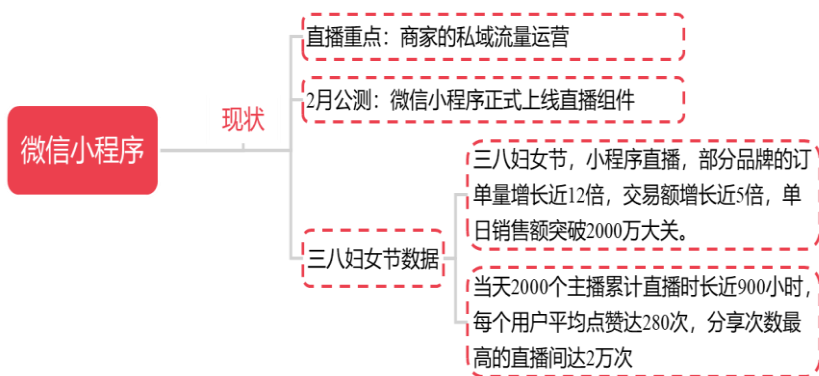
微信自 15 年开始做小程序，目前正需要引入新的玩法来提高流量转化率。2019 年，微信推 LBS 广告，免费试运营，计费方式从 CPC 到 CPM 再到 CPC，2019 年微信，还推出视频号功能，但更偏个人 IP，而不是商户；2020 年微信推出直播，对标淘宝直播，直播工具 3 月已经公测，官方小程序做直播预告，为直播小程序导流，平台和 B 端商户目前积极性都比较高；6 月份，微信推出微信小商店，为商家提供 0 元开店工具，并可以实现直播带货；7 月份微信测试小程序转发朋友圈，以此将微信私域流量打开，为小程序电商注入新的活力。

表 6：微信电商生态新发展

相关产品	时间	动态	内容	类型	案例
腾讯看点直播	2019-03	内测	用户可以通过微信小程序/小程序二维码/社群小程序/H5 等多渠道跳转直播间,内容运营者需要通过 APP 完成直播任务	去中心化	孩子王双十一直播期间销售额高达 20w,鲜丰水果现场试吃直播期间最高销售额 200w
	2020-07	开启入驻	创建直播		
微信小程序	2020-01	直播公测	场内场外互动,数据实时更新,在小程序内完成购买。7月小程序转发朋友圈测试,预计会产生很多商业营销玩法	去中心化	蜜思肤新增用户环比增长 500%,交易金额环比提升 300%
	2020-07	朋友圈转发测试			
企业微信	2020-02	连接微信开通小程序商城	微信与企微相关联,通过绑定微信,私欲流量得到转化	去中心化	目前企业微信已经连接到了屈臣氏中国的 3900 家门店中,后者可以借此精准触达 160 多万名的消费者
微信小商店	2020-06	开启测试	企业最多可以支持开通 50 个小商店,个体工商户最多可开通 5 个小商店,而 1 个微信号也只能注册一次,0 元开店,带货直播	去中心化	
腾讯智慧零售	2020-02	部分地区开启入口	目前已经加入 LBS 服务,用户可以选择就近零售店取货	中心化	沃尔玛 2019 年引流到店新客 160 万
小鹅拼拼	2020-05	团购拼拼小程序	种草+拼团	中心化	
搜一搜	2020-06	服务工具新增搜一搜	用户通过搜索,可以找到相关品类下的小程序,精准推荐,但被展示的小程序有限制	中心化	

资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

图 26：微信小程序目前发展状态



资料来源：西部证券研发中心

2.2.1 直播已经开始公测，对标淘宝、短视频直播值得期待

微信直播最大优点在于成本低，最大缺点是用户到达直播时间成本过高。

表 7：微信直播小程序与淘宝功能评价对比

微信直播小程序功能评价（对标淘宝）								
	依附主体		流量（商品）来源广泛性		界面功能性		搜索便捷性	
	微信直播小程序	淘宝直播	微信直播小程序	淘宝直播	微信直播小程序	淘宝直播	微信直播小程序	淘宝直播
入口	搜一搜-看点直播小程序&搜一搜-商家小程序-直播窗口	淘宝 APP 主页面直播窗口	来源较广：看点公众号订阅&商家宣传&搜索	来源较窄：淘宝 APP	功能性窗口&入口性公众号	功能性窗口	需要搜到直播的商家&需要等待看点直播开始	总量大，无需等待
直播界面	微信小程序	淘宝直播窗口	来源较广：商家私域宣传&搜索	来源较窄：淘宝店铺	评论互动+商品链接+优惠券+客服微信+关注喜欢转发（可以直接联系后台客服）	评论互动+商品链接+优惠券+关注喜欢转发（可以直接联系后台客服）	无搜索界面	有搜索，可以选择感兴趣的直播
商品链接	直播界面		微信商家小程序&微店提供的产品	自有淘宝店铺&第三方淘宝店铺	简单（加入购物车&立即购买）	复杂（商品销量+评价+库存+店铺信息等）	——	
场景互动	直播界面		用户大多来自商家铁粉	用户来自商家铁粉&抖音快手&云逛街	评论转发点赞、优惠券	评论转发点赞、整点秒杀、邀请好友领福利、优惠券、收藏店铺资料来源：西部证券研发中心领优惠券等	——	

资料来源：西部证券研发中心

表 8：微信直播小程序体验评价（对标淘宝一）

微信直播小程序体验评价（对标淘宝一）					
入口深度		直播数量、类型		活跃人群数量以及种类	
微信直播小程序	淘宝直播	微信直播小程序	淘宝直播	微信直播小程序	淘宝直播
深度较深，需要关注商家动态或者看点直播公众号进行订阅	淘宝 APP 主界面直播窗口进入即可	较少；日用品、化妆品、首饰居多	较多；各种直播都有，服装和化妆品最多	较少且以中老年为主	较多且以学生党和上班族为主

资料来源：西部证券研发中心

表 9：微信直播小程序体验评价（对标淘宝二）

微信直播小程序体验评价（对标淘宝续表）					
服务时效性		互动体验性		观看购买便捷性	
微信直播小程序	淘宝直播	微信直播小程序	淘宝直播	微信直播小程序	淘宝直播
时效性较差，主要是由需要添加客服微信&客服数量较少	时效性强，一般商户客服基本秒回	互动性较差，营销活动较少	互动性较强，用户粘性较高	入口较深、且直播基数小，难以快速找到感兴趣的商品，一般不是店铺关注无法直接触及直播内容	入口明显，基数大，通过搜索可以找到感兴趣的商品且可以直接触及直播

资料来源：西部证券研发中心

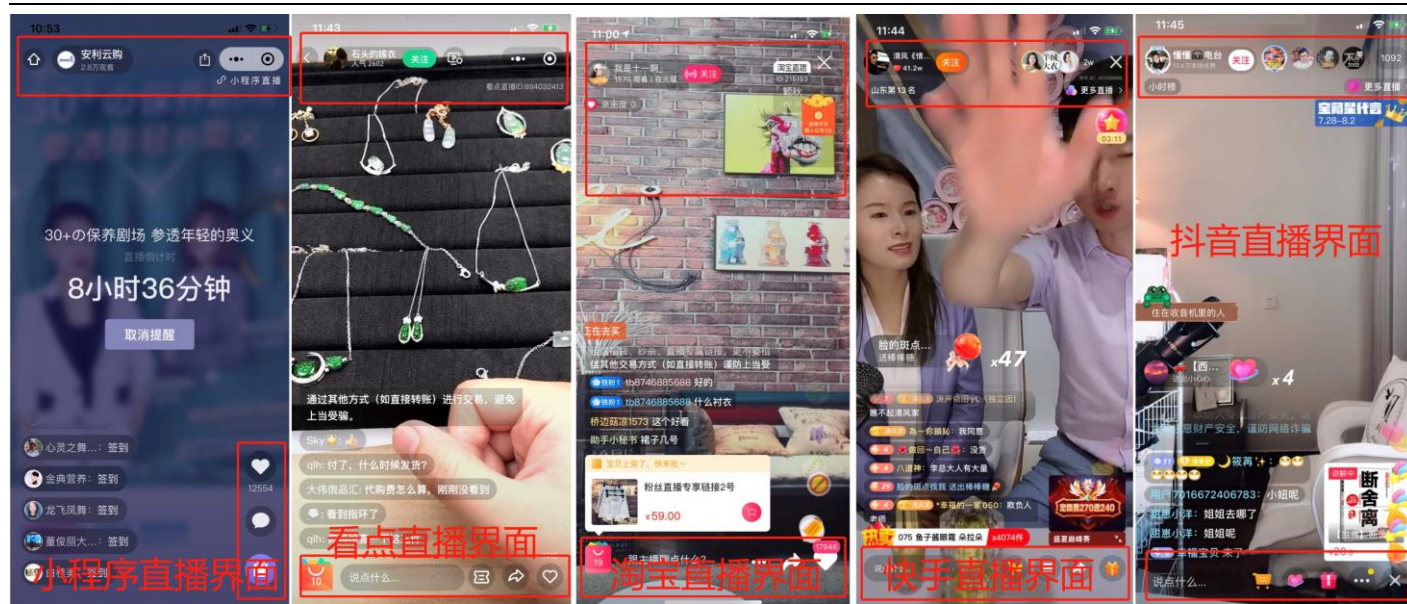
微信小程序直播主要依附于商家店铺而存在，在进入时需要时刻关注店铺动态或者对直播进行预约，后续在服务号进行提醒观看；看点直播主要依附于看点直播微信公众号，直播端通过腾讯直播 APP 开播，用户通过看点直播小程序或者看点直播公众号进入直播界面，主菜单无搜索、分类窗口，是简单的直播合集，也是简单的中心化入口，更加类似于淘宝直播。淘宝直播依附于淘宝 APP 主页，是将不同种类的直播间融合在一起的综合窗口，相对于微信小程序直播和看点直播来讲，更加的成熟，拥有分类、搜索窗口，方便用户选择自己喜欢的直播间。

图 27：淘宝直播相对于微信小程序、看点直播主菜单更显成熟化



资料来源：微信小程序、淘宝 APP、西部证券研发中心

图 28：微信小程序、看点、淘宝、抖音快手直播界面差异



资料来源：微信小程序、淘宝 APP、抖音 APP、快手 APP、西部证券研发中心

微信小程序测试转发朋友圈等举动有利于提高微信小程序直播的转化率以及 GMV。2020 年微信在直播投入较大，从年初三月份的腾讯看点直播再到现在 7 月份的微信小商店，无不在强调直播这一功能，与此同时，微信 7 月份测试小程序转发朋友圈。微信小程序测试转发朋友圈等举动有利于提高微信小程序直播的转化率以及 GMV。

2.2.2 微盟有赞有望提升微信电商生态整体活跃度和基础设施水平

微信小商店基础设施不够完善，微盟有赞介入有望提升微信电商整体运营能力。6 月，微盟小商店开始进入公测，一些拥有企业号的用户纷纷收到内测邀请。微信小商店主打 0 元开店的口号开始吸引各商户们的注意。但是目前微信小商店还在测试阶段，从其开店流程和商家后台模块来看，微信小商店目前只能进行基础的交易卖货行为，适合刚起步的小商户（没有太多的资金）入驻，而对于有一定客户粉丝的商户来说，并不适用，其在营销玩法以及数据分析，客户关系维护上较为欠缺，而微盟、有赞的商城显得更加成熟。

表 10：微信小商店与微盟商城、有赞商城区别

	微信小商店	微盟商城	有赞商城
申请流程	开通微信支付（需上传营业执照、机构代码和法人身份证） —注册微信公众号—公众号 关联微信支付商户号—插件 加入微信小商店—注册小程序	注册选择店铺类型后模块 自由化，自行选择修改	注册选择店铺类型（有赞微商城、有赞零售、有赞美业、有赞教育、有赞餐饮）后—经营 信息—后台模块自由编辑
试用对象	小商户	有一定客户积累的大商户	有一定客户积累的大商户
费用	0	基础 9800 高级 16800	基础 6800（功能相对微盟较少） 专业 12800 旗舰版 26800（定价较高） 部分模块有额外收费
模块管理	基础开店能力，上下架商品管理设置	基础开店能力+店铺装修、营销玩法、渠道管理、数据分析、安全保障等	基础开店能力+店铺装修、营销玩法、渠道管理、数据分析、安全保障等（模块更精细）
商户接入端口	微信小商店小程序	网站+商家 APP	网站+商家 APP
直播功能	有	有	有
营销玩法	打折、优惠券等基本互动	相对有赞来说较少	较多（例如好友瓜分券、拼团、砍价 0 元购、打包一口价、支付有礼、0 元抽奖、销售员、优惠套餐）
数据导出	暂时无	有，全部	有，部分
核心优势	费用低	广告业务	支付牌照

资料来源：西部证券研发中心

2.2.3 腾讯智慧零售对标美团、小红书，仍有较大改进空间

对比美团来说，腾讯智慧零售小程序功能体验有待进一步提升。腾讯智慧零售相对于美团来说，双方在排版条理性、功能窗口完整性、物品丰富度、商品展示方式、用户互动性、菜单细分性、和商家联系紧密性这七个方面产生了较大的差别。腾讯智慧零售页面设置更为简单，对菜单的细分性不够，用户在选择自身偏好产品时，很难在短时间内完成，增加了用户购买市场，降低了用户的消费体验；除此之外，商品数量种类也较少，只覆盖部分商超、美妆、服饰用品等，相对美团来讲，无法完全满足用户生活的全部需求。

表 11: 腾讯智慧零售与美团功能评价对比 (一)

腾讯智慧零售功能评价 (对标美团)						
	排版条理性		功能窗口完整度		物品丰富度	
	腾讯智慧零售	美团	腾讯智慧零售	美团	腾讯智慧零售	美团
主界面	较乱	条理清楚, 分块排版	不够完整, 简单店铺罗列与分类	功能较多, 店铺分类+附加用户服务 (扫一扫、付款码、红包/卡券、骑车)	不够丰富, 集中在服饰、食品、美妆	丰富, 外卖、酒店、美食、休闲、旅游出行、娱乐、美发、医药等
商户界面	热度推荐, 无法预知送达时间	LBS 排序推荐, 方便位置选择	功能较少, 只有搜索; 首页简单介绍+商品展示; 进入店铺后, 为商户开发的小程序 (类似独立 APP) 功能丰富完善	搜索+LBS 定位排序; 首页销量+评分+标签+优惠; 进入店铺后; 进入店铺后仍然依靠美团 APP, 功能相对小程序来说较少, 商家无法独立控制整个售卖流程	都是较为成熟的知名线下商户入驻, 各自产品数量种类较多	分化较为严重, 优质和新入驻的基数商家都比较多, 不以品牌作为主流
商品界面	排版因商户不同而不同, 每个商户独立开发小程序	除商家宣传图之外, 排版模板一致, 风格大体相似	较完整 (有些功能相对美团来讲没有, 例如收藏店铺, 评论筛选功能)	完整	——	——
“我的”界面	较为简单, 比较清楚	复杂, 详尽且清楚	不完整, 与商户脱节	完整, 商户全流程展示以及与用户的互动管理	——	——

资料来源: 西部证券研发中心

表 12: 腾讯智慧零售与美团功能评价对比 (二)

腾讯智慧零售功能评价 (对标美团续表)							
商品展示方式		用户互动性		菜单细分性		商家与平台联系紧密性	
腾讯智慧零售	美团	腾讯智慧零售	美团	腾讯智慧零售	美团	腾讯智慧零售	美团
依托商家 APP、纯图片	依托美团 APP 的入驻商家店铺、图片+视频	——	——	细分不够深入	深度细分	商家挂靠在腾讯零售小程序上	商家挂靠在美团 APP
依附于商户小程序, 点击首页商品小窗口跳转商户小程序	依附于美团 APP, 点击首页商品小窗口跳转商户对应商品位置	——	——	商家独立开发的小程序, 菜单细分较全, 独立于腾讯智慧零售小程序形成销售闭环	美团提供相应的工具模板, 菜单细分较全, 但不独立于美团存在	联系较弱, 独立的小程序窗口	联系较强, 美团 APP 界面内展示
纯图片	图片+视频	评论	评论+满减神器	——	——	联系较弱, 独立完成整个售卖过程, 平台只是商家的简单整合	联系紧密, 从展示到财务环节不独立美团
——	——	无	红包签到、邀请有礼、小美果园	浅层细分	深层细分	联系弱	联系强, 全流程展示

资料来源: 西部证券研发中心

以购买水果为例，搜索“葡萄”后，腾讯智慧零售出来一些超市小程序，并且以最近浏览次数为序显示，只具有搜索功能而不具有筛选排序功能，而美团可以实现距离、店铺星级等的筛选排序；订单界面，腾讯智慧零售小程序为简单的商户小程序交易界面而美团是综合的交易界面，除了涉及商家的优惠活动外，还有美团自身与用户之间的优惠活动；在最后“我的”界面，腾讯智慧零售小程序看不到订单与物流状态，只能进入商户小程序才能看到，而美团可以。

表 13：腾讯智慧零售与美团体验评价对比（一）

腾讯智慧零售体验评价（对标美团，以购买水果为例）						
	第一步	评价	第二步	评价	第三步	评价
腾讯智慧零售	主页搜索关键词或者通过菜单分类-时令水果	可以实现多渠道搜索	选择想购买的店铺	店铺按浏览次数排序，无排序筛选功能	选择想购买的水果 跳转商家商品详情页	无商品详情，简单的图片和文字价格标题
美团	主页搜索关键词或者通过菜单分类-超市便利店	可以实现多渠道搜索	选择想购买的店铺	店铺可以选择排序方式（LBS、好评、人均、综合以及其他特色活动），更人性化	选择想购买的水果 跳转商家 APP 界面 商品位置	有商品详情，满减活动，下单配送时间，并可选择规格

资料来源：西部证券研发中心

表 14：腾讯智慧零售与美团体验评价对比（二）

腾讯智慧零售体验评价（对标美团，以购买水果为例续表）							
第四步	评价	第五步	评价	第六步	评价	平台“我的”窗口	评价
去购买-跳转商家小程序	比美团多一步，但该步有商品详细介绍	去结算-订单结算	可以选择优惠券和备注，可以显示预计送达时长	支付后界面	显示订单状态（预计送达时间但无法显示配送位置）	菜单少且无订单菜单	不可显示购买过商品的历史订单，需要前往商家小程序内部查看
去结算-提交订单界面	可以选择外卖&到店自取、支付方式、优惠券、代金券、备注发票，并显示预计送达时间	支付后界面	显示订单状态、配送位置、售后服务	——	——	菜单多且可以显示订单详细信息	可以显示历史订单

资料来源：西部证券研发中心

腾讯智慧零售目前还处于初步的简单聚合状态。美团有自己的 SKU 管理体系，腾讯自出售后业务后便不再拥有，因此基本以商户为最小的管理单元，智慧零售也仅起到聚合商品的服务，方便用户同时为商户导流的做用。用户从选品到交易全部环节在商家小程序内部完成，与腾讯智慧零售小程序的联系紧密性较弱，从用户体验角度来讲，也不方便于自身对于流程的查看，在跳转界面的同时，必然也会流失一定数量的用户群体。

图 29：腾讯智慧零售与美团购买流程对比



资料来源：腾讯智慧零售小程序、美团 APP、西部证券研发中心

表 15：腾讯智慧零售“云逛街”模块与小红书的差异

	腾讯智慧零售“云逛街”	小红书
定位	促进用户与商户之间的沟通联系	社交、分享、互动
页面设置	点赞、分享、关注、私聊、转发、进入商家小程序/前往门店	点赞、分享、关注、私聊、转发、评论互动
流量走向	商户小程序、线下商铺	淘宝、小红书商城等
排版	简单堆积	可搜索
购买方式	线下+线上	线上为主

资料来源：西部证券研发中心

图 30：腾讯智慧零售“云逛街”模块与小红书推荐界面对比



资料来源：腾讯智慧零售小程序、小红书 APP、西部证券研发中心

腾讯智慧零售中“云逛街”模块对比小红书来看，呈现较大差异。腾讯智慧零售小程序与小红书都侧重导购属性，但小红书这几年发展起来自己的商城。两者不同的地方在于腾讯智慧零售更注重用户与线下商户的沟通体验，侧重将用户引流到具体的门店完成相应的交易环节，但从用户加导游微信到最后实现交易环节时间成本较高；小红书更加侧重于社交、分享、互动，侧重将用户引流至第三方 APP 或者小红书自带的商城内部，完成线上交易活动。因而两者在页面设计上出现了差异，例如在留言互动板块，“云逛街”并不能看到其他评论者的评论动态，因此从这个角度来看，互动性是较弱的，更偏向对个人隐私的保护，这也是由于私域平台的属性。

2.2.4 小鹅拼拼对标拼多多，功能、玩法更加单一

小鹅拼拼的页面设置较为简单，用户很难实现智能化搜索。

表 16：对标拼多多，小鹅拼拼功能玩法更加单一

小鹅拼拼功能评价（对标拼多多）												
	排版条理性		功能窗口完整度		物品丰富度		商品展示方式		用户互动性		菜单细分性	
	小鹅拼拼	拼多多	小鹅拼拼	拼多多	小鹅拼拼	拼多多	小鹅拼拼	拼多多	小鹅拼拼	拼多多	小鹅拼拼	拼多多
主页	有条理、有分类	有条理、有分类	无搜索	有搜索且互动性较强	商品较少	种类较多，商品较多	纯图片	图片+视频	较弱	较强（客户粘性更强）	无多级菜单	有多级子菜单
商品详情页	较清晰	清晰	功能缺少，例如对商品进行文字评论，无法按收藏店铺	功能完善，文字图片评论+拼单信息+店铺收藏关注+直播等	——	——	纯图片	图片+文字（宣传性质较强，更吸引用户）	较弱	较强（直播，图片文字评论，商家互动等）	更粗糙	更详尽
商家界面	无条理	有条理	不够完整，在售商品简单堆砌	完整，有筛选分类以及搜索	物品较少	物品较多	无分类堆砌	可分类展示，方便快捷定位	互动性较弱	关注+客服	无	有
“我的”界面	大致相仿		大致相仿		——	——	精选推荐	大家还在拼	——	拼小圈	更加细化，潜藏互动较多	细分性较浅

资料来源：西部证券研发中心

表 17：小鹅拼拼与拼多多体验评价对比

小鹅拼拼体验评价（对标拼多多，以购买隔热垫为例）									
	第一步	评价	第二步	评价	第四步	评价	第五步	评价	第六步
小鹅拼拼	选择百货菜单	无搜索，无法直接找到商品	选择找到的隔热垫		拼单	单一，拼单时间较长（用户基数小）	地址+商品信息+平台优惠+微信支付	支付方式单一	查看订单
拼多多	直接主页搜索或选择百货菜单后搜索	有搜索，获取商品速度较快	挑选喜欢的隔热垫	找到&挑选喜欢的两个不同概念	拼单&单独购买	根据紧急性做选择	地址+商品信息+店铺&平台优惠+微信&支付宝&QQ 钱包支付	支付方式种类多	物流信息+购买详情+售后服务

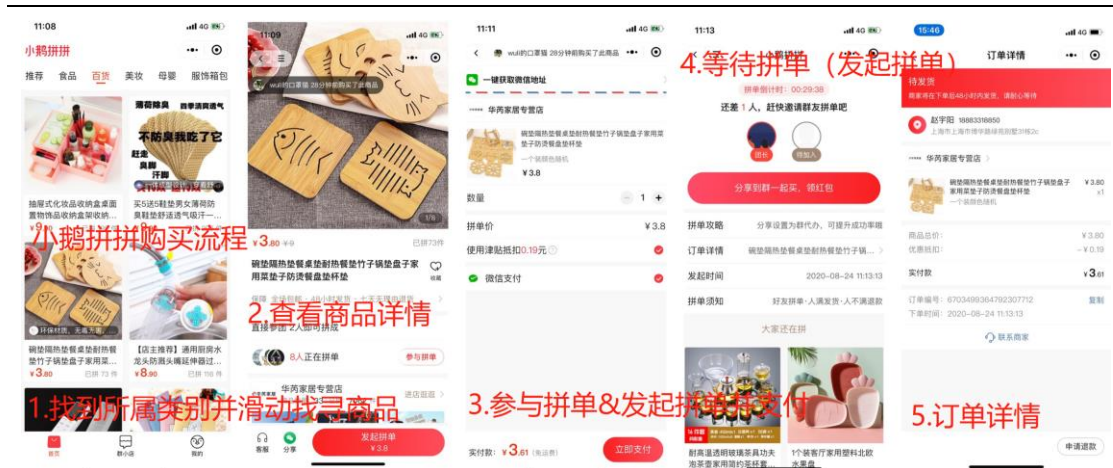
资料来源：西部证券研发中心

图 31：小鹅拼拼与拼多多主页面、商品页面、商家页面对比



资料来源：小鹅拼拼小程序、拼多多 APP、西部证券研发中心

图 32：小鹅拼拼购买流程展示



资料来源：小鹅拼拼小程序、西部证券研发中心

图 33：拼多多购买流程展示

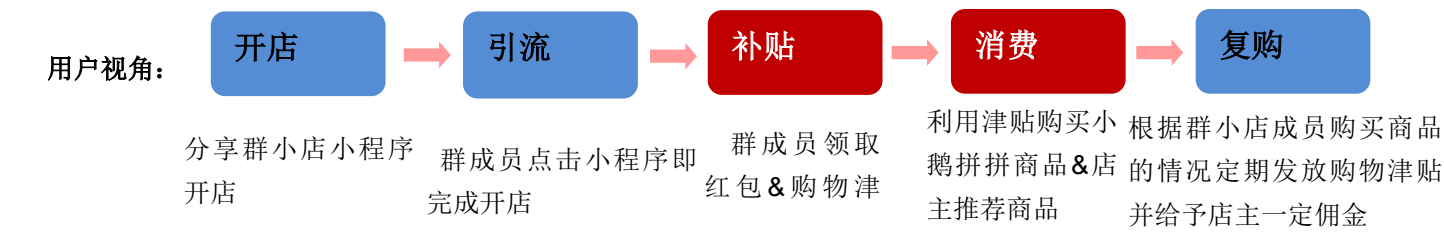


资料来源：拼多多 APP、西部证券研发中心

艾媒咨询数据显示，68%的用户会接受别人的推荐，对于被推的产品，71%的人会选择性地购买，而 26%的人 would 直接购买。由此可见，在新时代消费背景下，分享推荐成为众多电商平台

运营的一大利器。腾讯也不例外，小鹅拼拼最近新上线的群小店功能，正式利用微信社群分享推荐来提高自身的流量转化，但实际运营效果并不及预期。

图 34：小鹅拼拼“群小店”现阶段体验



资料来源：西部证券研发中心

群小店目前的体验来看是分享小程序——拆红包(领津贴)——购买商品后有一定的佣金收入。但目前来看用户利用此窗口进行购买的人数并不多，大部分是通过获得红包/津贴，很少人再利用津贴去消费。同时对于店主来说并非真的可以自由选择群小店成员的秒杀商品，只可以在小鹅拼拼系统提供的几个商品之中选择小店成员最感兴趣的物品，这无疑限制了群小店店长的权利。这也是小鹅拼拼在这一方面做的漏洞，电商不止需要流量，更需要流量的转化。

图 35：小鹅拼拼群小店有流量，但转化率不高



资料来源：小鹅拼拼小程序、西部证券研发中心

2.2.5 微信朋友圈私域流量有望进一步为商户小程序导流

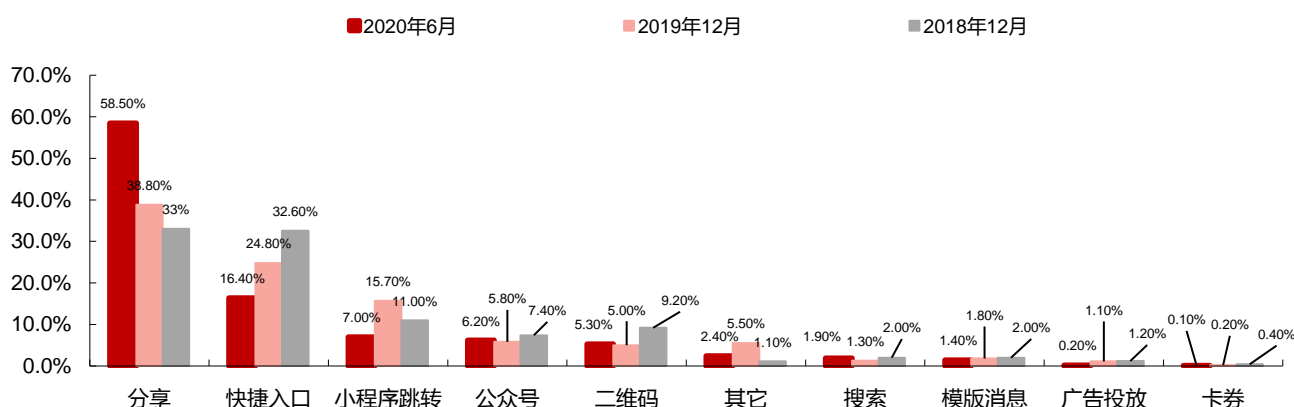
截至 2020 年 6 月，在小程序来源 TOP10 中，可以清晰的看到排在第一位 58.5%的是微信朋友之间的分享，MAU 高达 12 亿的微信是每天用户必不可少的信息交流导致了这一结果，这说明在私域平台中，用户的体验显得格外重要。

同时横向对比可以发现通过分享获得流量的比例在逐年上升，而通过快捷入口获得流量的比例在逐年下降，2020 年 6 月已经下降至 18.4%，这一数据完全展示了微信平台的社交独特性。

朋友圈流量 7-8 亿/天，平均访问朋友圈 10 次/人，朋友圈 100 亿访问量/天。通过分享转发的形式更能够促进商户的精准送达和推荐。未来加入小程序分享朋友圈，将会为各商户平台导入更多流量。

微信小程序测试朋友圈转发只是微信电商做出的基础动作，目前微信的定位主要还是在于巩固自身的用户活跃，在保证用户活跃的基础上，会开拓电商新途径，一旦突破这个点，也就成为微信电商发展的转折点。

图 36：小程序流量来源 TOP10



资料来源：阿拉丁研究院、西部证券研发中心

2.3 微信流量之王但天然缺乏电商平台生态位，第三方得以介入

微信及其电商生态的演进将主要决定第三方电商 SaaS 平台的发展空间。由于微信熟人社交属性天然流量转化效率天然低下需要不断完善其基础设施以提升转化效率，同时也需要布局直播和短视频应对冲击，这给了第三方电商 SaaS 平台以更加广阔的发展空间。

图 37：微信电商生态



资料来源：西部证券研发中心

微信具有天然社交属性，目前仍以流量为重。从微信总体在电商做出的一些变化来看，微信始终围绕微信社交展开电商，利用视频号、微信小程序直播进行引流，将微信用户引入商户小程序完成购买，再通过微信服务号以及微信社群维护客户关系，实现用户的留存与复购，形成电商闭环。这样的运作模式是微信区别于其他电商平台的一大优势，但是目前微信仍然以流量为重，亟需提高流量的转化率。

目前微信电商 GMV 仍有 4 倍以上增长空间。淘宝目前 GMV 为 33870 亿元，DAU 为 3 亿，得到 GMV/DAU 的水平为 11290，随着微信电商生态基础设施的进一步完善，利用微信小程序 DAU4 亿水平粗略估计微信电商 GMV 短期空间可以看到 45160 亿元，中长期空间更大。（最终测算空间 GMV*TAKE RATE 请阅读《微信电商 SaaS 短期空间巨大，持续看好龙头双雄——加速视频化、电商化，第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha（下）》）。

图 38：微信电商生态发展方向



资料来源：西部证券研发中心

三、投资建议

由于微信熟人社交属性天然流量转化效率天然低下需要不断完善其基础设施以提升转化效率，同时也需要布局直播和短视频应对冲击，这给了第三方电商 SaaS 平台以更加广阔的发展空间。

受疫情影响，我国经济形势在一季度呈现下滑的趋势，但是电商产业在今年预计维持较高景气度，疫情进一步促进了消费者网购意愿的增加，SaaS 工具在此背景下有望取得高速发展。因

此我们推荐关注光云科技（688365.SH）、微盟（2013.HK）、有赞（8083.HK）。

光云科技（688365.SH）

光云科技是国内领先的 SaaS 服务商，其核心业务在于为商家提供 SaaS 工具助力电商业务的开展，并在此基础上提供配套硬件、运营服务及 CRM 短信等增值产品及服务。主要产品及服务包括超级店长，快递助手为代表的 SaaS 产品，以快麦电子面单打印机为主的配套硬件。

微盟（2013.HK）

微盟是中国领先的中小企业云端商业及营销解决方案提供商，主营业务是 SaaS 产品以及精准营销服务。透过公司的 SaaS 产品，公司提供多种针对垂直行业的智慧商业解决方案且公司的精准营销服务可使企业面向中国领先数字内容平台上的特定受众进行推广。公司主要透过中国领先的社交媒体平台微信交付商户的 SaaS 产品及精准营销服务。

有赞（8083.HK）

公司(前称中国创新支付集团有限公司)一家主要从事零售科技服务的企业。目前旗下拥有：有赞微商城、有赞零售、有赞美业、有赞小程序、有赞学院等全面帮助商家经营移动社交电商和全渠道新零售的 SaaS 软件产品及人才服务，面向开发者的“有赞云”SaaS 云服务，面向品牌商的有赞推广、有赞分销，面向消费者的有赞精选、有赞微小店等服务，同时还在中国大陆地区拥有中国人民银行颁发互联网支付许可及部分地区预付卡发行与受理，同时可在全国范围内开展虚拟预付卡业务和跨境结算业务。本集团的业务由四个经营分部组成，即商家服务－透过有赞集团于中国提供各种 SaaS 产品和综合服务；第三方支付服务；一鸣神州－提供第三方支付系统解决方案及销售综合智能销售点装置；及一般贸易。

表 18：重点标的估值一览表

代码	简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	PE			PEG		
				2020E	20201E	2022E	2020E	20201E	2022E
688365.SH	光云科技	41.55	166.62	155.64	130.55	106.57	14.06	6.79	4.74
2013.HK	微盟	10.56	238.1	-106.38	232.14	86.65	0.65	1.59	0.52
8083.HK	有赞	1.47	253.5	-49.91	-63.58	-119.63	-2.02	-2.96	-2.55

资料来源：Wind，西部证券研发中心，截至 2020 年 9 月 23 日收盘价，公司预测及估值数据参考 Wind 一致预期

四、风险提示

当前我国经济在疫情冲击下面临较大压力并且亟待复苏，一季度国内生产总值同比下降 6.8%。分产业看，三大产业需求均出现不同程度的下降，导致支出拉动 GDP 下降 4.4 个百分点，资本形成拉动 GDP 下降 1.4 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDO 下降 1.0 个百分点。光云、微盟、有赞目前主要涉及的 SaaS、PaaS 产品、配套硬件、运营服务等，与宏观经济发展水平有较大关系。

SaaS 服务不完善，更新迭代较慢。尽管这几年 SaaS 平台被各厂商所应用，但目前三大公司属于上升发展阶段，在一些新兴领域亟需研发新的产品满足市场需要，并不断重组自身的运营结构，以此提高商家以及自身的变现率，需要花费大量的成本，使得公司的利润变化不及预期。

短视频的迅速发展一定程度上对 SaaS 产业发展带来阻碍。短视频一方面在为 SaaS 工具提供更广的发展空间，一方面自身开始研发电商门户，例如快手、抖音的自有小店，这为 SaaS 产

业的发展增加了竞争难度,影响公司的盈利水平,未来 SaaS 产业是否会在短视频中迅速发展,需要观察短视频的发展态势。

西部证券—行业投资评级说明

超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上
中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘（沪深 300 指数）-10%到 10%之间
低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。

所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告