

紅包還能“紅”多久？

內因外素孵化紅包經濟，“社交元素+春晚主題”點燃參與熱情。自2014年電子紅包乍現，紅包經濟已成為一種現象級新型經濟模式。“春節經濟”的火熱消費情緒及移動支付滲透率的一路攀升催生紅包經濟後，社交元素的引入與主題互動的緊扣助推各大平臺紅包用戶數、參與次數、月活的激增。而各大平臺“紅包大戰”的背後實則為各大平臺搶佔移動支付入口及用戶海量數據。

從C端到B端，“綫下導流+場景營銷+技術升級”趨勢顯現。隨著：1) 人口紅利效應消失；2) 各大平臺月活趨近飽和（3Q16財付通月活8.3億、支付寶4.0億月活）；3) 移動支付通道業務同質化嚴重，各大平臺的戰略中心一方面逐漸從重基數增長側重到強用戶粘性，另一方面，也逐漸從C端用戶拓客轉移到B端綫下導流。經過2015-2016年移動支付的“井噴式”發展及多年移動支付習慣培養，底層終端設備、用戶教育和場景搭建已基本完成。在下一款現象級產品推出前，我們認為紅包大戰將依舊存在，但以補貼為主的戰術將逐漸分化，粘性和頻率的爭奪呈現“去中心化”趨勢的同時，將依托自創玩法的技術升級和產品構思的爆點出現。

引入“LBS+AR”新元素，放大營銷效果。繼2016年明星遊戲Pokemon Go大熱後，支付寶和QQ相繼引入“LBS+AR”元素推出AR實景紅包，其根本原因在於：1) 隨著C段用戶趨緊飽和、沉澱資金利息監管收緊，綫下支付份額成為盈利重陣地；2) 吸引消費者邁入實體零售商戶是綫下零售實現增長拐點的首要關鍵；3) “LBS+AR”強大的圖像識別技術、高效的O2O導流能力，助推網上商品和用戶之間的感知交互，彌補傳統網購的信息不對稱及產品真實性痛點缺陷，放大營銷效果。

支付寶 VS QQ 紅包：一樣的元素，不一樣的玩法。憑藉電商和金融業務的支撐，支付寶於綫下場景的開拓有天然優勢，紅包設置的最終目的反而是為了增加社交互動屬性。QQ支付雖落後於微信、支付寶，但依托強社交鏈（8.8億月活）、用戶年輕低齡化，借助紅包打通綫下商家，為商家導流的同時進行促銷。具體玩法層面，支付寶延續“五福”主題、卡位場景，通過“藏/找紅包”增添互動；而QQ主打“天降紅包”，突出綫下商戶導流。

開啓有效流量的二次分發。從支付寶和QQ紅包的相同元素引入與各自跨境營銷，爭奪社交、商戶份額形勢來看，阿里巴巴（BABA US. 買入）和騰訊（700 HK. 買入）已逐漸進入各自壟斷領域。在垂直細分應用領域逐漸被巨頭跑馬圈地並牽手聯姻之後，兩者內生增長的推動急需彌補短板並開啓有效流量的二次分發爭奪。深層次看，紅包現金派發投入力度的削減、春晚的退出、微信的低調都在暗示移動支付“節日性”策略面臨回調。原因在於紅包活動當天激勵效應明顯，但用戶持續互動相對乏力。

但考慮短期效應，我們認為AR實景紅包技術元素的加入依舊有望引領Pokemon Go之後又一輪“LBS+AR”熱潮。帶有社交傳播屬性的紅包活動發起者，如阿里巴巴、騰訊、微博（WB US）等或將短期受到關注；而隨著AR+LBS營銷導流的推出及發展，具有AR/LBS技術研發優勢、而隨着AR+LBS營銷導流的推出及發展，具有AR/LBS技術研發優勢或能夠提供AR優質內容的內容提供商有望在AR+LBS新產業爆發中持續受益。

强于大市

黃群

(852) 3761 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

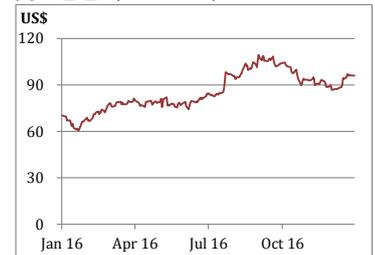
TMT

騰訊 (700 HK)



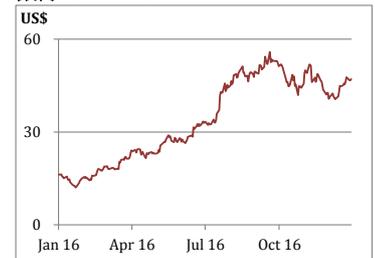
資料來源：彭博

阿里巴巴 (BABA US)



資料來源：彭博

微博 (WB US)

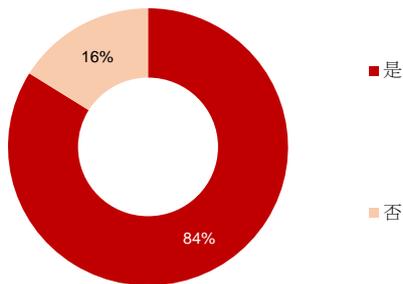


資料来源：彭博

紅包經濟的前世：情感搭台，經濟唱戲

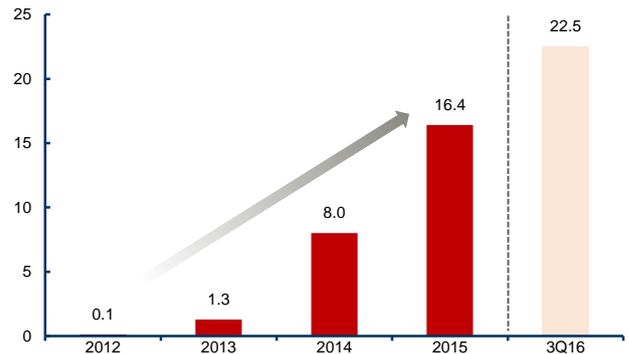
內因外素孵化紅包經濟。自 2014 年電子紅包乍現，紅包經濟已成為一種現象級新型經濟模式。“春節經濟”的火熱消費情緒及移動支付滲透率的一路攀升觸發 BAT 等互聯網企業以新年紅包為契機，推出多種電子紅包活動以期拓客並拉動月活。根據 iiMedia Research 統計，至 2016 年春節，受訪手機網民新春“網絡紅包”收/發參與率高達 84%，紅包互動急速走高。輔之電商促銷、手機購物、O2O 推動及終端逐步普及，移動支付行業進一步進入井噴式發展。

圖 1: 2016 年受訪手機網民新春“網絡紅包”參與率



資料來源：iiMedia Research，招銀國際研究

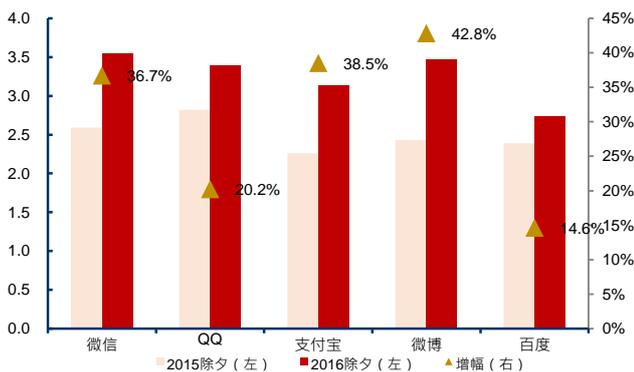
圖 2: 第三方移動支付市場規模（萬億·人民幣）



資料來源：易觀，招銀國際研究

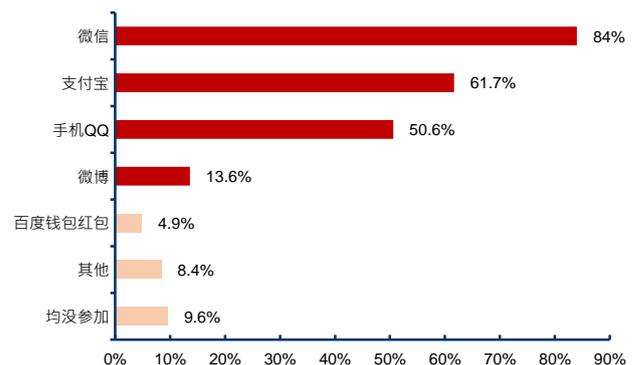
社交元素+春晚主題+全民互動，點燃參與熱情。回顧 2016 年春節，BAT 及微博等平臺紅包活動推陳出新，從微信“紅包照片”、支付寶“集五福/敬業福”到微博“全民紅包”，社交元素的引入與主題互動的緊扣助推各大平臺紅包用戶數、參與次數、月活的激增。受益於龐大的社交關係鏈和高月活，微信以 84% 的手機網民紅包參與度成為電子紅包的主要入口，2016 年除夕夜當天收發紅包總量達 81 億個；而支付寶“咻一咻”貢獻 2.2 億現金大獎，75 萬用戶集齊“五福”。

圖 3: 2015-2016 年除夕當天用戶平均活躍次數



資料來源：TalkingData，招銀國際研究

圖 4: 2016 年新春“網絡紅包”用戶應用使用分布



資料來源：iiMedia Research，招銀國際研究

圖 5: 2015-2016 年各大平臺紅包玩法升級



資料來源：TalkingData，招銀國際研究

圖 6: 各大應用紅包活動均收效顯著，用戶參與熱情提升



資料來源：TalkingData，招銀國際研究

紅包大戰是觸發因素，搶佔支付入口和用戶數據是根本原因。“紅包大戰”的背後實則為各大平臺搶佔移動支付入口及用戶海量數據：1) 移動支付入口：通過紅包收發增加新用戶並逐漸釋放規模效應，在移動支付端口搶佔市場份額及維持用戶使用粘性，進而通過第三方支付模式實現變現（接入費、服務費、交易佣金、沉澱資金利息等）；2) 海量數據營銷：紅包用戶轉化為平臺用戶後，其支付交易數據往往具備高頻、時效性強、反映偏好的特性；支付平臺在積累用戶交易數據和場景化的業務數據後，能夠通過數據分析，為用戶推送個性化營銷服務信息，提升營銷轉化率。從整個支付閉環來看，通過尋求交易數據變現的途徑擴展商業模式，將成為支付公司謀求長期發展的必然方向。

今生：從 C 端到 B 端，綫下導流+場景營銷

C 端用戶趨近飽和，B 端商家鏈接成關鍵。隨著：1) 人口紅利效應消失；2) 各大平臺月活趨近飽和（3Q16 財付通月活 8.3 億、支付寶 4.0 億月活）；3) 移動支付通道業務同質化嚴重，各大平臺的戰略中心一方面逐漸從重基數增長側重到強用戶粘性，另一方面，也逐漸從 C 端用戶拓客轉移到 B 端綫下導流。

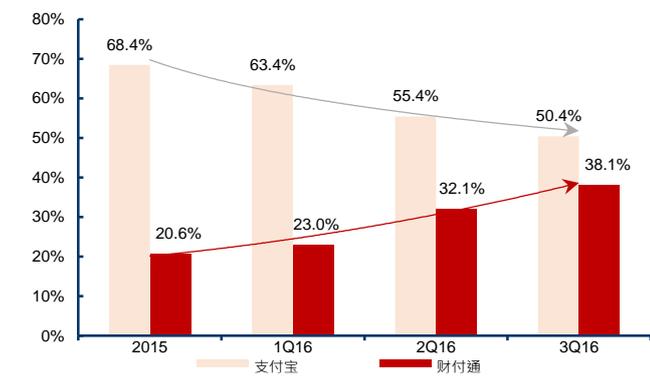
“去中心化+新技術普及”趨勢顯現。經過 2015-2016 年移動支付的“井噴式”發展及多年移動支付習慣培養，底層終端設備、用戶教育和場景搭建已基本完成。在下一款現象級產品推出前，我們認為紅包大戰將依舊存在，但以補貼為主的戰術將逐漸分化，粘性和頻率的爭奪呈現“去中心化”趨勢的同時，將依托自創玩法的技術升級和產品構思的爆點出現。

引入新元素：“LBS+AR”

借力“LBS+AR”，2017 年紅包玩法升級。繼 2016 年 12 月 22 日支付寶率先推出 AR 實景紅包後，騰訊於 2017 年 1 月 11 日宣布了 QQ 紅包的三種玩法：AR 天降紅包、刷一刷紅包和“面對面”紅包（從小年持續到除夕）。不同於往期紅包大戰，2017 年紅包逐漸“脫春晚晚化”：成本過高、春晚合作溝通時效等因素讓支付寶退出春晚紅包，而考慮微信用戶體驗及突出工具屬性，QQ 接棒微信繼續參與春節紅包。兩大平臺紅包相繼引入“LBS+AR”元素，其根本原因在於：

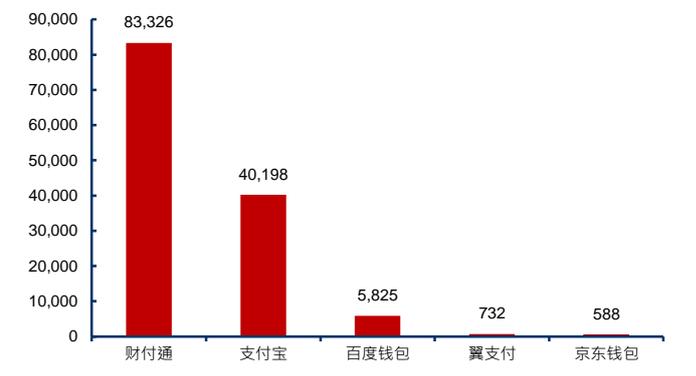
- 1) **綫下支付份額是盈利重障地。**從移動支付的盈利模式考慮，隨著 C 段用戶拓客趨緊飽和、沉澱資金利息監管收緊，移動支付直接收入來源方—綫下商戶（B 端流量口）-將成為各大平臺搶佔的障地。雖然目前支付寶以 50.4%的市場份額領跑第三方支付行業，但微信憑藉先天的社交優勢、強用戶粘性逐漸在移動支付領域蠶食支付寶份額（從 2015 年 20.6%的市場份額上升到 3Q16 的 38.1%市場份額）。而綫下支付的粘性及用戶慣性的培養往往需要對綫下商家的精準定位與場景互動。

圖 7: 2015-2016 年兩大移動支付應用市場份額變化



資料來源：易觀，招銀國際研究

圖 8: 3Q16 中國移動支付工具活躍人數（萬）



資料來源：易觀，招銀國際研究

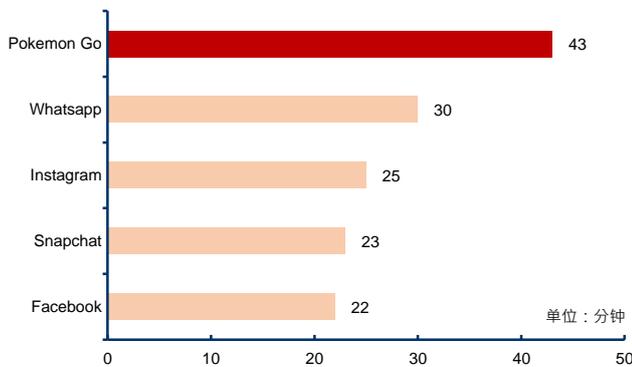
- 2) **場景營銷：吸引消費者邁入實體零售商戶是綫下零售實現增長拐點的首要關鍵。**綫上電商高峰已過，而隨著消費者偏好逐漸從純粹追求廉價、快速過渡到注重體驗，綫下零售有望迎來新契機。綫下買家與賣家的鏈接往往需要融合更多的場景營銷，而 AR 實景紅包的設置將多維度提升用戶體驗及實現多方反哺：

C 端用戶：利用“進店搶紅包（店鋪折扣）”吸引 C 端客戶到店，客戶享受折價消費；
B 端商家：紅包的精準定位（設置於商家 logo/單件商品）促進營銷定位投放，擴大品牌效應的同時提升業績。

平臺本身：在場景交互和線下導流的同時培養消費者使用習慣，提高使用頻次並最終通過支付端變現及將初期紅包補貼成本轉嫁至商家，實現盈利。

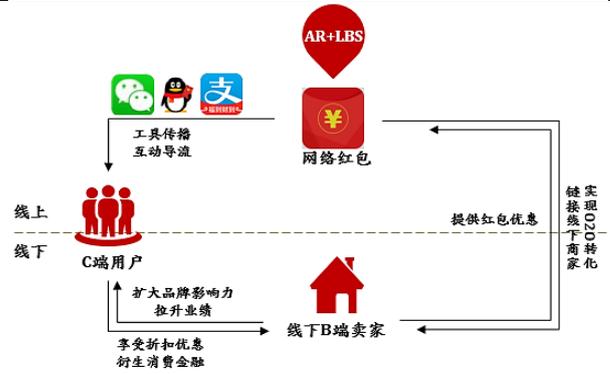
- 3) **技術加碼：“LBS+AR”實現高效 O2O 導流、放大營銷效果。**“LBS+AR”元素基於地理位置和 AR 實景掃描，其強大的圖像識別技術在強化用戶對圖像識別目標的認知之餘，助於增加用戶使用時長、提升小額支付頻次，培養用戶的線下支付習慣及下沉業務至四五線城市；同時讓虛擬的網上商品和用戶之間實現感知交互，彌補傳統網購的信息不對稱及產品真實性痛點缺陷，強力刺激顧客的知覺體驗，傳遞產品價值，並借機強化虛擬廣告印象。此外，“LBS+AR”元素助於提升用戶使用時長。從 Pokemon Go 運行效果來看，Pokemon Go 推出初期每日用戶時長長達 43 分鐘，一度超越 Whatsapp、Instagram 等主流社交工具。

圖 9: Pokemon Go 每日用戶時長一度超越社交工具



資料來源：Similar Web，eMarketer，招銀國際研究

圖 10: LBS+AR 是優秀的 O2O 導流模式



資料來源：招銀國際研究

一樣的元素，不一樣的玩法

支付寶及 QQ 雖都以 AR 實景紅包為元素，但由於各自優勢及屬性的差異，其玩法各有千秋。憑藉電商和金融業務的支撐，支付寶于線下場景的開拓有天然優勢，紅包設置的最終目的反而是為了增加社交互動屬性。QQ 支付雖落後於微信、支付寶，但依托強社交鏈（8.8 億月活）、用戶年輕低齡化，借助紅包打通線下商家，為商家導流的同時進行促銷。

圖 11: 2017 年春節支付寶 VSQQ 紅包策略比較

| | 支付寶紅包 | QQ紅包 |
|------|---------------|------------------|
| 紅包金額 | 2億現金+3000萬優惠券 | 2.5億現金+30億卡券礼包 |
| 可玩性 | 藏/找紅包，集福卡 | 天降紅包、刷一刷紅包、面對面紅包 |
| 參與度 | 全民送福 | 倚重年輕人 |
| 優勢 | 線上商戶合作強 | 社交屬性強，用戶基数大、年輕化 |
| 主要目的 | 增加社交互動屬性 | 為商戶引流 |

資料來源：公開資料整理，招銀國際研究

支付寶：延續“五福”主題、卡位場景，增添互動

- 1) **支付寶強社交互動屬性。**與 Pokemon Go 中用戶只能被動前往固定地點抓精靈相比，支付寶紅包更突出互動屬性：推出“藏紅包”和“找紅包”玩法，通過自主設計與互藏互找間增加應用的耐玩性和趣味性。

圖 12: 支付寶 AR 實景紅包：“藏紅包+找紅包”創新玩法



資料來源：支付寶應用截圖，招銀國際研究

- 2) **卡位場景**。計劃借助紅包推廣“螞蟻森林”，卡位支付場景。通過一系列的線下門店消費、生活繳費轉化為“綠色能量”，螞蟻森林以“綠色生活”為起點，設計一系列支付場景，增強用戶粘性和消費欲。但具體紅包設置待定。
- 3) **延續“五福”主題**。在保持原有五福主題之餘，主要變化為：未刻意營造任何一張副卡的稀缺感；增加了“萬能福”和“順手牽羊福”等流行桌遊中的道具增加趣味性；增加“AR 掃福”的新玩法。但截止 2017 年 1 月 23 日，已有 5,087 萬用戶集齊五福，相比去年 77 萬用戶，今年最高單個 666 元、總額 2 億元的紅包相對單個用戶而言吸引力將減弱。

圖 13: 支付寶 AR 實景紅包：“找福字+集五福”創新玩法



資料來源：支付寶應用截圖，招銀國際研究

QQ 紅包：主打“天降紅包”，突出線下導流

- 1) **主打“天降紅包”**。QQ 紅包包括“天降紅包”、“刷一刷紅包”、“面對面紅包”三種形勢，主打“LBS+AR 天降紅包”。“天降紅包”分為商家紅包、明星紅包和個人紅包。此外，新添地圖寶箱的卡券紅包和集卡兌換的玩法，用戶集齊明星的四張“字卡”即可與明星合影。

圖 14: QQ AR 實景紅包：“天降紅包+刷一刷紅包+面對面紅包”創新玩法



資料來源：QQ 應用截圖，招銀國際研究

2) **突出線下導流**。商家明星的現金紅包將從 1 月 20 日小年開始，每天在全國各個地區陸續發放，用戶“紅包放置點”的半徑 120 米範圍內，從三個紅包中抽取現金；與支付寶紅包照片識別相比，QQ 用戶僅需到達地點就可領取。商家紅包的設置，為商戶引流的意圖十分明顯。

短暫的狂歡：貼身肉搏下的流量二次分發

從支付寶和 QQ 紅包的相同元素引入與各自跨境營銷，爭奪社交、商戶份額形勢來看，阿里巴巴和騰訊已逐漸開始滲透各自壟斷領域。在垂直細分應用領域逐漸被巨頭跑馬圈地並牽手聯姻之後，兩者內生增長的推動急需彌補短板並開啓有效流量的二次分發。

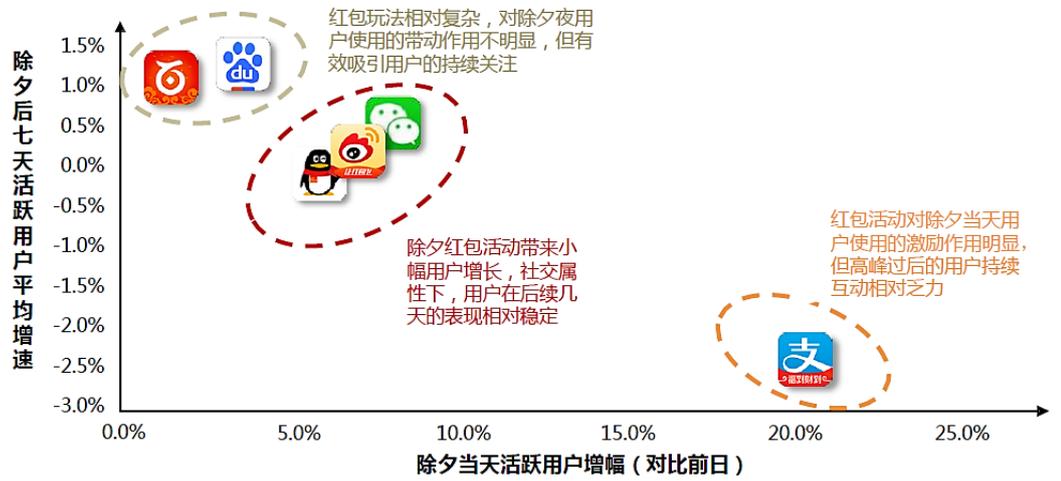
自去年網易（NTES US）在陸續推出多項爆款遊戲一度威脅到騰訊遊戲壟斷位置後，騰訊在新遊戲利潤釋放之前預計其遊戲增速將趨緩；而微信、QQ 月活趨近飽和、微信廣告投放謹慎之際，支付及雲服務高達三位數的同比增速有望成為業績增長引擎。而考慮目前支付寶在雲服務的難以撼動的壟斷優勢，緊追支付寶的財付通將成為重點發力對象。2016 年微信支付在線下拓展方面持續加碼：3 月上線肯德基微信支付、5 月在全國 31 個省市近 1500 座中國石油直營油站上線微信支付、8 月聯絡全國近 70 萬門店的商家推出無現金日活動、12 月 2500 多家星巴克門店上線微信支付。直至 2017 年 1 月推出的小程序，讓微信支付直接受益，可見騰訊目標集中在線下商戶鏈接。

面對移動支付份額逐漸被蠶食、支付寶低頻短板，阿里巴巴不得不試圖介入社交鏈以此強化用戶粘性並推進後續營銷。但與微信“淨體驗”的風格相悖，支付寶“校園日記”的“噱頭造勢”並未如期取得良好市場反應。此次集五福、藏/找紅包設計依舊旨在推動用戶互動及好友連接。

開啓有效流量二次分發。紅包具備社交+金融雙重屬性，微信及 QQ 支付在擁有強大社交屬性的基礎上，通過紅包將社交流量轉化為金融流量，乃至線下變現。而支付寶則是試圖將金融流量轉化為社交流量。我們認為，此次春節紅包大戰實則是對有效流量的二次洗牌。

深層次看，紅包現金派發投入力度的削減、春晚的退出、微信的低調都在暗示移動支付“節日性”策略面臨回調。原因在於紅包活動當天激勵效應明顯，但用戶持續互動相對乏力。2016年春節微信、QQ、微博紅包除夕前後用戶互動較穩定，而缺乏社交粘性的支付寶紅包在除夕後七天活躍用戶呈下滑態勢。

圖 15: 紅包用戶助推月活激增，但用戶持續互動相對乏力



資料來源：TalkingData，招銀國際研究

但考慮短期效應，我們認為 AR 實景紅包技術元素的加入依舊有望引領 Pokemon Go 之後又一輪“LBS+AR”熱潮。帶有社交傳播的紅包活動發起者，如阿里巴巴、騰訊、微博等或將短期受到關注；而隨著 AR+LBS 營銷導流的推出及發展，具有 AR/LBS 技術研發優勢或能夠提供 AR 優質內容的內容提供商有望在 AR+LBS 新產業爆發中持續受益。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

| | |
|-----|--------------------------------|
| 買入 | : 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15% |
| 持有 | : 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出 | : 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10% |
| 未評級 | : 招銀國際并未給予投資評級 |

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。