

红包还能“红”多久？

内因外素孵化红包经济，“社交元素+春晚主题”点燃参与热情。自2014年电子红包乍现，红包经济已成为一种现象级新型经济模式。“春节经济”的火热消费情绪及移动支付渗透率一路攀升催生红包经济后，社交元素的引入与主题互动的紧扣助推各大平台红包用户数、参与次数、月活的激增。而各大平台“红包大战”的背后实则各大平台抢占移动支付入口及用户海量数据。

从C端到B端，“线下导流+场景营销+技术升级”趋势显现。随着：1)人口红利效应消失；2)各大平台月活趋近饱和(3Q16财付通月活8.3亿、支付宝4.0亿月活)；3)移动支付通道业务同质化严重，各大平台的战略中心一方面逐渐从重基数增长侧重到强用户粘性，另一方面，也逐渐从C端用户拓客转移到B端线下导流。经过2015-2016年移动支付的“井喷式”发展及多年移动支付习惯培养，底层终端设备、用户教育和场景搭建已基本完成。在下一款现象级产品推出前，我们认为红包大战将依旧存在，但以补贴为主的战术将逐渐分化，粘性和频率的争夺呈现“去中心化”趋势的同时，将依托自创玩法的技术升级和产品构思的爆点出现。

引入“LBS+AR”新元素，放大营销效果。继2016年明星游戏Pokemon Go大热后，支付宝和QQ相继引入“LBS+AR”元素推出AR实景红包，其根本原因在于：1)随着C段用户趋紧饱和、沉淀资金利息监管收紧，线下支付份额成为盈利重阵地；2)吸引消费者迈入实体零售商户是线下零售实现增长拐点的首要关键；3)“LBS+AR”强大的图像识别技术、高效的O2O导流能力，助推网上商品和用户之间的感知交互，弥补传统网购的信息不对称及产品真实性痛点缺陷，放大营销效果。

支付宝VSQQ红包：一样的元素，不一样的玩法。凭借电商和金融业务的支撑，支付宝于线下场景的开拓有天然优势，红包设置的最终目的反而是为了增加社交互动属性。QQ支付虽落后于微信、支付宝，但依托强社交链(8.8亿月活)、用户年轻低龄化，借助红包打通线下商家，为商家导流的同时进行促销。具体玩法层面，支付宝延续“五福”主题、卡位场景，通过“藏/找红包”增添互动；而QQ主打“天降红包”，突出线下商户导流。

开启有效流量的二次分发。从支付宝和QQ红包的相同元素引入与各自跨境营销，争夺社交、商户份额形势来看，阿里巴巴(BABA US. 买入)和腾讯(700 HK. 买入)已逐渐进入各自垄断领域。在垂直细分应用领域逐渐被巨头跑马圈地并牵手联姻之后，两者内生增长的推动急需弥补短板并开启有效流量的二次分发争夺。深层次看，红包现金派发投入力度的削减、春晚的退出、微信的低调都在暗示移动支付“节日性”策略面临回调。原因在于红包活动当天激励效应明显，但用户持续互动相对乏力。

但考虑短期效应，我们认为AR实景红包技术元素的加入依旧有望引领Pokemon Go之后又一轮“LBS+AR”热潮。带有社交传播属性的红包活动发起者，如阿里巴巴、腾讯、微博(WB US)等或将短期受到关注；而随着AR+LBS营销导流的推出及发展，具有AR/LBS技术研发优势或能够提供AR优质内容的内容提供商有望在AR+LBS新产业爆发中持续受益。

强于大市

黄群
(852) 3761 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

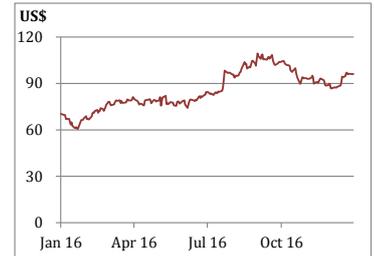
TMT

腾讯 (700 HK)



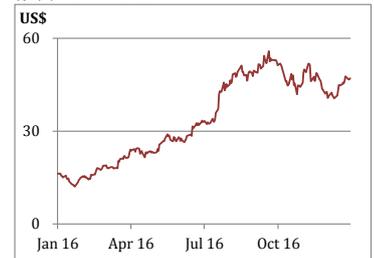
资料来源：彭博

阿里巴巴 (BABA US)



资料来源：彭博

微博 (WB US)

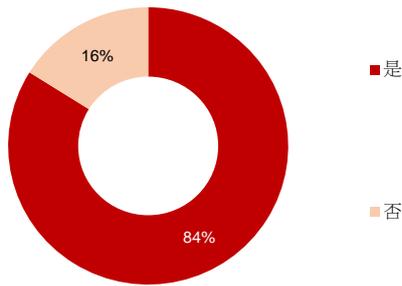


资料来源：彭博

红包经济的前世：情感搭台，经济唱戏

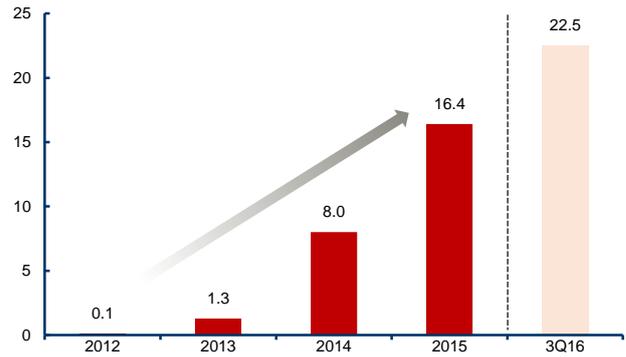
内因外素孵化红包经济。自2014年电子红包乍现，红包经济已成为一种现象级新型经济模式。“春节经济”的火热消费情绪及移动支付渗透率一路攀升触发BAT等互联网企业以新年红包为契机，推出多种电子红包活动以期拓客并拉动月活。根据iiMedia Research统计，至2016年春节，受访手机网民新春“网络红包”收/发参与率高达84%，红包互动急速走高。辅之电商促销、手机购物、O2O推动及终端逐步普及，移动支付行业进一步进入井喷式发展。

图 1: 2016 年受访手机网民新春“网络红包”参与率



资料来源: iiMedia Research, 招银国际研究

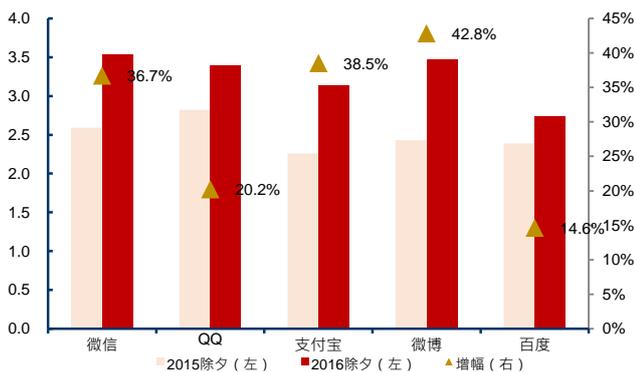
图 2: 第三方移动支付市场规模 (万亿·人民币)



资料来源: 易观, 招银国际研究

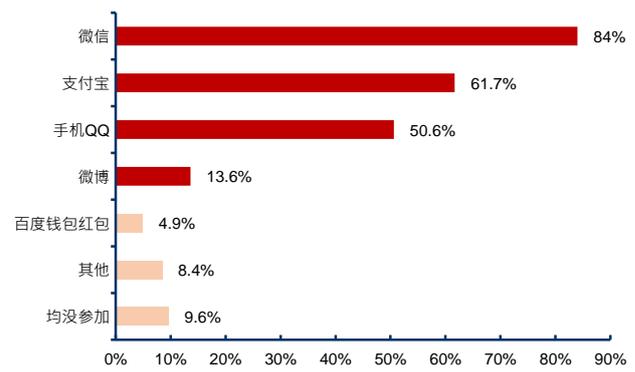
社交元素+春晚主题+全民互动，点燃参与热情。回顾2016年春节，BAT及微博等平台红包活动推陈出新，从微信“红包照片”、支付宝“集五福/敬业福”到微博“全民红包”，社交元素的引入与主题互动的紧扣助推各大平台红包用户数、参与次数、月活的激增。受益于庞大的社交关系链和高月活，微信以84%的手机网民红包参与度成为电子红包的主要入口，2016年除夕夜当天收发红包总量达81亿个；而支付宝“咻一咻”贡献2.2亿现金大奖，75万用户集齐“五福”。

图 3: 2015-2016 年除夕当天用户平均活跃次数



资料来源: TalkingData, 招银国际研究

图 4: 2016 年新春“网络红包”用户应用使用分布



资料来源: iiMedia Research, 招银国际研究

图 5: 2015-2016 年各大平台红包玩法升级



资料来源: TalkingData, 招银国际研究

图 6: 各大应用红包活动均收效显著, 用户参与热情提升



资料来源: TalkingData, 招银国际研究

红包大战是触发因素, 抢占支付入口和用户数据是根本原因。“红包大战”的背后实则为各大平台抢占移动支付入口及用户海量数据: 1) 移动支付入口: 通过红包收发增加新用户并逐渐释放规模效应, 在移动支付端口抢占市场份额并维持用户使用粘性, 进而通过第三方支付模式实现变现(接入费、服务费、交易佣金、沉淀资金利息等); 2) 海量数据营销: 红包用户转化为平台用户后, 其支付交易数据往往具备高频、时效性强、反映偏好的特性; 支付平台在积累用户交易数据和场景化的业务数据后, 能够通过数据分析, 为用户推送个性化营销服务信息, 提升营销转化率。从整个支付闭环来看, 通过寻求交易数据变现的途径扩展商业模式, 将成为支付公司谋求长期发展的必然方向。

今生：从 C 端到 B 端，线下导流+场景营销

C 端用户趋近饱和，B 端商家链接成关键。随着：1) 人口红利效应消失；2) 各大平台月活趋近饱和（3Q16 财付通月活 8.3 亿、支付宝 4.0 亿月活）；3) 移动支付通道业务同质化严重，各大平台的战略中心一方面逐渐从重基数增长侧重到强用户粘性，另一方面，也逐渐从 C 端用户拓客转移到 B 端线下导流。

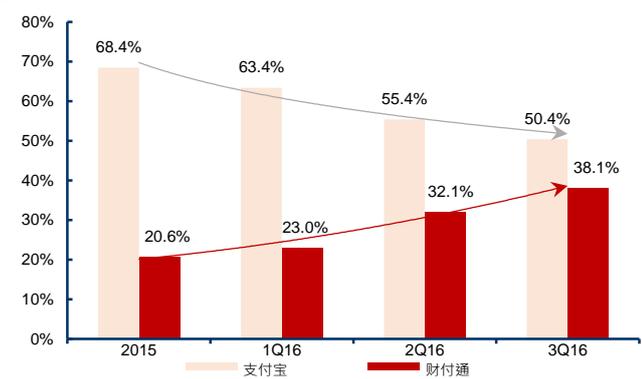
“去中心化+新技术普及”趋势显现。经过 2015-2016 年移动支付的“井喷式”发展及多年移动支付习惯培养，底层终端设备、用户教育和场景搭建已基本完成。在下一款现象级产品推出前，我们认为红包大战将依旧存在，但以补贴为主的战术将逐渐分化，粘性和频率的争夺呈现“去中心化”趋势的同时，将依托自创玩法的技术升级和产品构思的爆点出现。

引入新元素：“LBS+AR”

借力“LBS+AR”，2017 年红包玩法升级。继 2016 年 12 月 22 日支付宝率先推出 AR 实景红包后，腾讯于 2017 年 1 月 11 日宣布了 QQ 红包的三种玩法：AR 天降红包、刷一刷红包和“面对面”红包（从小年持续到除夕）。不同于往期红包大战，2017 年红包逐渐“脱春晚化”：成本过高、春晚合作沟通时效等因素让支付宝退出春晚红包，而考虑微信用户体验及突出工具属性，QQ 接棒微信继续参与春节红包。两大平台红包相继引入“LBS+AR”元素，其根本原因在于：

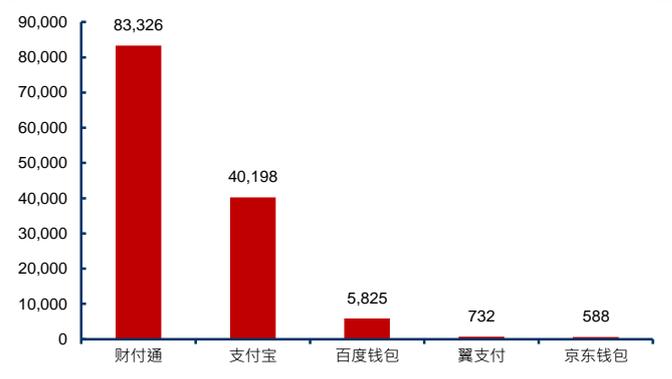
1) **线下支付份额是盈利重阵地。**从移动支付的盈利模式考虑，随着 C 段用户拓客趋紧饱和、沉淀资金利息监管收紧，移动支付直接收入来源方—线下商户（B 端流量口）-将成为各大平台抢占的阵地。虽然目前支付宝以 50.4% 的市场份额领跑第三方支付行业，但微信凭借先天的社交优势、强用户粘性逐渐在移动支付领域蚕食支付宝份额（从 2015 年 21% 的市场份额上升到 3Q16 38% 的市场份额）。而线下支付的粘性及用户惯性的培养往往需要对线下商家的精准定位与场景互动。

图 7: 2015-2016 年两大移动支付应用市场份额变化



资料来源：易观，招银国际研究

图 8: 3Q16 中国移动支付工具活跃人数（万）



资料来源：易观，招银国际研究

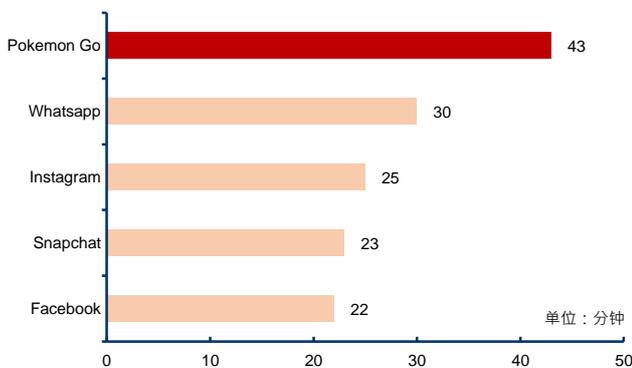
2) **场景营销：吸引消费者迈入实体零售商户是线下零售实现增长拐点的首要关键。**线上电商高峰已过，而随着消费者偏好逐渐从纯粹追求廉价、快速过渡到注重体验，线下零售有望迎来新契机。线下买家与卖家的链接往往需要融合更多的场景营销，而 AR 实景红包的设置将多维度提升用户体验并实现多方反哺：

C端用户：利用“进店抢红包（店铺折扣）”吸引C端客户到店，客户享受折价消费；
B端商家：红包的精准定位（设置于商家 logo/单件商品）促进营销定位投放，扩大品牌效应的同时提升业绩。

平台本身：在场景交互和线下导流的同时培养消费者使用习惯，提高使用频次并最终通过支付端变现并将初期红包补贴成本转嫁至商家，实现盈利。

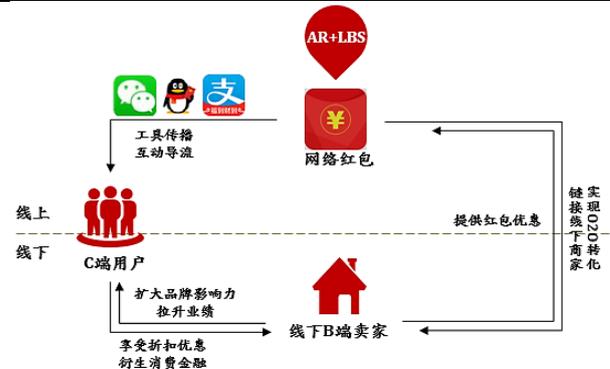
- 3) **技术加码：“LBS+AR”实现高效 O2O 导流、放大营销效果。**“LBS+AR”元素基于地理位置和 AR 实景扫描，其强大的图像识别技术在强化用户对图像识别目标的认知之余，助于增加用户使用时长、提升小额支付频次，培养用户的线下支付习惯及下沉业务至四五线城市；同时让虚拟的网上商品和用户之间实现感知交互，弥补传统网购的信息不对称及产品真实性痛点缺陷，强力刺激顾客的知觉体验，传递产品价值，并借机强化虚拟广告印象。此外，“LBS+AR”元素助于提升用户使用时长。从 Pokemon Go 运行效果来看，Pokemon Go 推出初期每日用户时长长达 43 分钟，一度超越 Whatsapp、Instagram 等主流社交工具。

图 9: Pokemon Go 每日用户时长一度超越社交工具



资料来源: Similar Web, eMarketer, 招银国际研究

图 10: LBS+AR 是优秀的 O2O 导流模式



资料来源: 招银国际研究

一样的元素，不一样的玩法

支付宝及 QQ 虽都以 AR 实景红包为元素，但由于各自优势及属性的差异，其玩法各有千秋。凭借电商和金融业务的支撑，支付宝于线下场景的开拓有天然优势，红包设置的最终目的反而是为了增加社交互动属性。QQ 支付虽落后于微信、支付宝，但依托强社交链（8.8 亿月活）、用户年轻低龄化，借助红包打通线下商家，为商家导流的同时进行促销。

图 11: 2017 年春节支付宝 VSQQ 红包策略比较

| | 支付宝红包 | QQ红包 |
|------|---------------|------------------|
| 红包金额 | 2亿现金+3000万优惠券 | 2.5亿现金+30亿卡券礼包 |
| 可玩性 | 藏/找红包，集福卡 | 天降红包、刷一刷红包、面对面红包 |
| 参与度 | 全民送福 | 倚重年轻人 |
| 优势 | 线上商户合作强 | 社交属性强，用户基数大、年轻化 |
| 主要目的 | 增加社交互动属性 | 为商户引流 |

资料来源: 公开资料整理, 招银国际研究

支付宝：延续“五福”主题、卡位场景，增添互动。

- 1) **支付宝强社交互动属性。**与 Pokemon Go 中用户只能被动前往固定地点抓精灵相比，支付宝红包更突出互动属性：推出“藏红包”和“找红包”玩法，通过自主设计与互藏互找间增加应用的耐玩性和趣味性。

图 12: 支付宝 AR 实景红包: “藏红包+找红包” 创新玩法



资料来源: 支付宝应用截图, 招银国际研究

- 2) **卡位场景。**计划借助红包推广“蚂蚁森林”，卡位支付场景。通过一系列的线下门店消费、生活缴费转化为“绿色能量”，蚂蚁森林以“绿色生活”为起点，设计一系列支付场景，增强用户粘性和消费欲。但具体红包设置待定。
- 3) **延续“五福”主题。**在保持原有五福主题之余，主要变化为：未刻意营造任何一张副卡的稀缺感；增加了“万能福”和“顺手牵羊福”等流行桌游中的道具增加趣味性；增加“AR 扫福”的新玩法。但截止 2017 年 1 月 23 日，已有 5,087 万用户集齐五福，相比去年 77 万用户，今年最高单个 666 元、总额 2 亿元的红包相对单个用户而言吸引力将减弱。

图 13: 支付宝 AR 实景红包: “找福字+集五福” 创新玩法



资料来源: 支付宝应用截图, 招银国际研究

QQ 红包: 主打“天降红包”，突出线下导流。

- 1) **主打“天降红包”。**QQ 红包包括“天降红包”、“刷一刷红包”、“面对面包”三种形势，主打“LBS+AR 天降红包”。“天降红包”分为商家红包、明星红包和个人红包。此外，新添地图宝箱的卡券红包和集卡兑换的玩法，用户集齐明星的四张“字卡”即可与明星合影。

图 14: QQ AR 实景红包: “天降红包+刷一刷红包+面对面红包” 创新玩法



资料来源: QQ 应用截图, 招银国际研究

2) **突出线下导流。**商家明星的现金红包将从 1 月 20 日小年开始, 每天在全国各个地区陆续发放, 用户“红包放置点”的半径 120 米范围内, 从三个红包中抽取现金; 与支付宝红包照片识别相比, QQ 用户仅需到达地点就可领取。商家红包的设置, 为商户引流的意图十分明显。

短暂的狂欢: 贴身肉搏下的流量二次分发

从支付宝和 QQ 红包的相同元素引入与各自跨境营销, 争夺社交、商户份额形势来看, 阿里巴巴和腾讯已逐渐开始渗透各自垄断领域。在垂直细分应用领域逐渐被巨头跑马圈地并牵手联姻之后, 两者内生增长的推动急需弥补短板并开启有效流量的二次分发。

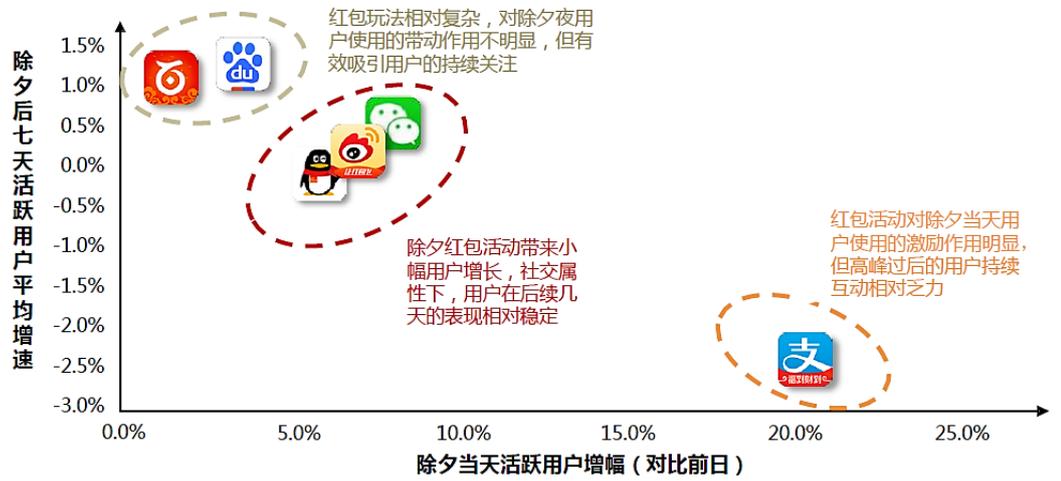
自去年网易 (NTES US) 在陆续推出多项爆款游戏一度威胁到腾讯游戏垄断位置后, 腾讯在新游戏利润释放之前预计其游戏增速将趋缓; 而微信、QQ 月活趋近饱和、微信广告投放谨慎之际, 支付及服务高达三位数的同比增速有望成为业绩增长引擎。而考虑目前支付宝在云服务的难以撼动的垄断优势, 紧追支付宝的财付通将成为重点发力对象。2016 年微信支付在线下拓展方面持续加码: 3 月上线肯德基微信支付、5 月在全国 31 个省市近 1500 座中国石油直营加油站上线微信支付、8 月联络全国近 70 万门店的商家推出无现金日活动、12 月 2500 多家星巴克门店上线微信支付。直至 2017 年 1 月推出的小程序, 让微信支付直接受益, 可见腾讯目标集中在线下商户链接。

面对移动支付份额逐渐被蚕食、支付宝低频短板, 阿里巴巴不得不试图介入社交链以此强化用户粘性并推进后续营销。但与微信“净体验”的风格相悖, 支付宝“校园日记”的“噱头造势”并未如期取得良好市场反应。此次集五福、藏/找红包设计依旧旨在推动用户互动及好友连接。

开启有效流量二次分发。红包具备社交+金融双重属性, 微信及 QQ 支付在拥有强大社交属性的基础上, 通过红包将社交流量转化为金融流量, 乃至线下变现。而支付宝则是试图将金融流量转化为社交流量。我们认为, 此次春节红包大战实则是对有效流量的二次洗牌。

深层次看，红包现金派发投入力度的削减、春晚的退出、微信的低调都在暗示移动支付“节日性”策略面临回调。原因在于红包活动当天激励效应明显，但用户持续互动相对乏力。2016年春节微信、QQ、微博红包除夕前后用户互动较稳定，而缺乏社交粘性的支付宝红包在除夕后七天活跃用户呈下滑态势。

图 15: 红包用户助推月活激增，但用户持续互动相对乏力



资料来源: TalkingData, 招银国际研究

但考虑短期效应，我们认为 AR 实景红包技术元素的加入依旧有望引领 Pokemon Go 之后又一轮“LBS+AR”热潮。带有社交传播的红包活动发起者，如阿里巴巴、腾讯、微博等或将短期受到关注；而随着 AR+LBS 营销导流的推出及发展，具有 AR/LBS 技术研发优势或能够提供 AR 优质内容的内容提供商有望在 AR+LBS 新产业爆发中持续受益。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

| | |
|-----|--------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15% |
| 持有 | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级 |

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。