

主題報告 電子商務

無評級

產業報告

中國電子商務 - 模式轉變

中國電子商務蓬勃發展，但互助醫療等新範疇面臨困境

中國電子商務蓬勃發展至領先世界，但共享單車和互助醫療等新範疇面臨困境。僅靠加大用戶群可能無法像以前那樣開展新業務。要依靠構思良好產品，專攻特定市場等特色才能突圍而出。

市場需要誠信交易的精神，不是信用評分

部份網絡紅人和 KOL 不良營商手法風行，故意誤導性信息和假冒商品充斥市場，政府應該執法禁絕。誠信缺失是問題所在，市場需要認真進行誠信交易的精神，而不是信用評分。

政府監管審查阿里巴巴的征信業務是試金石

政府對阿里巴巴的信用相關業務運營進行監管審查可能是整治龐大的電子商務市場的第一步。中國所有電子商務參與者的做法都非常相似，差別在進取程度而已。個人征信業務牌照可能是監管機構朝這個方向努力的試金石。

最壞的情況是支付寶和微信支付都受反壟斷法制裁

在最壞的情況下，由於市場份額集中，支付寶和微信支付都將受到反壟斷法制裁。支付寶分崩離析之後可能觸發針對微信支付的相同行動。我們認為，反壟斷法裁決將影響電子商務生態，具有中國特色的電子商務可能要退回全球一體的水平。

H. C. Kwan
(852) 2159-4506
kwan.hc@hooraysec.com.hk

2021年2月26日	收市價 (港元)	市值 (十億港元)
0700 HK 騰訊控股	662.50	6,356.4
9988 HK 阿里巴巴-SW	232.40	5,030.3
9618 HK 京東集團-SW	360.00	1,126.7

總覽

中國依靠創新技術在電子商務方面作出巨大跨越，徹底革新了 2000 年互聯網泡沫時代 B2B、B2C 和 C2C 模式，領先世界。阿里巴巴在中國電子商務的發展起著關鍵作用，並與價值鏈中的京東和騰訊的微信等其他主要參與者共同創造了一種有別於美國的新模式。該模式在中國非常成功，並且已經在中國以外多地應用，成為中國的成功案例。

從淘寶網到天貓，阿里巴巴的平台容納數以萬計各類型店鋪，並在前端與貨物配送運營商合作，在後端建立了一個具有支付系統，信用評級和貸款的電子商務帝國。

除傳統的點擊廣告外，中國電子商務運營商還邀請網絡紅人進行大規模的軟硬廣告宣傳。依托方便易用的支付系統，通過具有中國特色的紅包獎勵計劃，塑造並維持了數以萬計在人才秀中聲名卓著的網絡紅人及關鍵意見領袖（KOL），建立一個互惠互利的電子商務生態系統。

電子商務運營商更進一步進入肉類和蔬菜等新鮮食品市場，並利用其巨大體量收購線下實體店，以加速交付。其成績都在每年 11 月 11 日的雙十一全球狂歡季上達到高峰。

然而，美好的時光可能已經過去，面臨不確定性增加。一些關鍵支柱的基礎面臨侵蝕的風險，儘管政府應不會與電子商務業全面開戰。政府監管重點是限制信用貸款、資本充足要求和信貸評級服務等，雖然監管這些服務有助減輕電子商務交易的風險。

阿里巴巴，京東和拼多多主導市場

阿里巴巴獨享一半中國電子商務市場份額，京東佔四分之一，拼多多佔八分之一，其餘多家分佔餘下部份。阿里巴巴通過大量創新主導市場，並在整條價值鏈中各環節均佔據領導地位，而其他業者則緊隨其後。除非出現中國政府發起反壟斷法壓制的極端情況，從而重整整個電子商務市場，但這可能對中國經濟產生巨大不利後果。因此對阿里巴巴採取的行動將有助洞悉中國電子商務的未來發展。

當然，主要電子商務參與者的高管的不當行為或負面新聞報導，例如兩年前京東創始人和幾個月前阿里巴巴創始人的行為，都會對行業產生不利影響，鑑於整個行業的市場份額高度集中。

阿里巴巴闖進了太巨大而不能忽視的領域

在短短的 10 年間，阿里巴巴旗下金融板塊螞蟻集團已建立了一個擁有 7.11 億支付寶 APP 月度活躍用戶及 7.29 億支付寶 APP 數字金融年度活躍用戶的帝國。其著名的雙十一全球狂歡季在 2020 年 11 月創造了 4,982 億元人民幣的商品交易額。

圖示 1：阿里巴巴 2020 年雙十一全球狂歡季



資料來源：alibabagroup.com

當銀行努力擠進太大而不能倒的類別時，阿里巴巴則闖進了太巨大而不能忽視的領域，這可能對它和其他電子商務參與者產生負面影響。

中國政府干預煞停螞蟻集團上市

中國政府的第一槍由螞蟻集團暫停在香港和上海的雙重首次公開發行上市作為標誌。螞蟻集團公告指出金融科技監管環境發生變化等重大事項，可能會使公司不符合相關發行上市條件，或者信息披露要求。近年來有多家小額信貸公司倒閉，期間螞蟻集團在嚴格監管下運營多年。然而政府決定不容置疑。

支付寶和微信支付在電子商務支付市場中佔絕對地位。中國銀聯即使在全球信用卡市場上擊敗了 Visa 和 Mastercard 並在中國佔據 90% 市場份額，其銀聯雲閃付移動支付服務遠遠落後於兩家巨頭。中國政府推動的數字貨幣 DCEP 經過 2020 年 10 月在深圳進行的一些測試之後，暫時沒有後續發展。粘性在業務流程中至為關鍵，是電子商務的基因。

央行出台非銀行支付反壟斷措施諮詢文件

中國人民銀行在 1 月份發布了一份諮詢文件，針對非銀行支付行業內公司加強反壟斷措施，例如螞蟻集團的支付寶和騰訊的微信支付。根據擬議的規則草案，如果有企業嚴重阻礙支付服務市場健康發展，中國人民銀行可以建議國務院反壟斷委員會制止其濫用支配地位，甚至強制分拆。

支付寶和微信支付主導市場

根據研究公司 Analysys 的數據，在 233 家持牌企業中，線上交易市場由支付寶和微信支付主導。截至 2020 年第二季度，支付寶在第三方移動支付市場中佔有 55.39% 份額，而微信支付則佔有 38.47% 份額。顯然，按市場份額衡量，支付寶正處於監管十字瞄準線正中，有待參考其他條件，例如與商鋪訂立排他協議等，才被定義為壟斷企業。

便易付款孵化網絡紅人

然而，便易付款是中國電子商務發展的重要支柱。它提供匿名交易以保密雙方的真實身份，並接受 QR 商戶代碼掃描易於使用，催生了新一代的網絡紅人及 KOL，他們可以通過獲取粉絲的紅包獎勵生存。好的一面是有些網絡紅人能促進當地文化及分享生活方式，而壞的一面是有些人只是在做一些嘩眾取寵的事情，如色情裸露或瘋狂暴食，以吸引眼球。

KOL 能正面回饋電子商務

成功的 KOL 能抓住機會為商鋪做線上廣告，部份更能創立自主品牌及商品在電商平台銷售。這能為阿里巴巴、京東等電子商務平台提供積極反饋，參與各方都從中得益。

圖示 2：李子柒展示用竹子做成的桌子



資料來源：bilibili.com 李子柒官網

李子柒是最頂尖的網絡紅人之一。通過展示自己在自然風景中創作的作品吸引粉絲，她以一個普通女孩的身份出現，與那些展示豪華手提包和昂貴食物的 KOL 形成鮮明對比。

圖示 3：李子柒自創品牌罐頭



資料來源：jd.com

但是，並非所有的網絡紅人都是展示正面形象。有些則提供假冒或劣質商品，並以不良營銷手法開展業務，破壞了所有電商的形象。

中國特色紅包有利於業務推廣

便易付款方式成為淘寶網和京東等平台運營商以及各線上商鋪分發紅包的理想渠道，進行廣告和產品促銷。而且這種做法也擴展到線下店，因為幾乎每個目標用戶都擁有數字錢包來搶走這些幸運紅包。

總而言之，支付寶和微信支付的功能已不僅僅是線上支付。如果中國政府對其施加嚴格限制，那麼不僅是電子商務，其他經商方式亦可能發生翻天覆地的變化。

阿里巴巴的信貸帝國

除了提供便易的支付服務外，阿里巴巴還為客戶提供信貸，確立花唄為支付寶線上和線下購物的首選。花唄對大多數用戶在免息期過後收取每日利率最高 0.04%。根據螞蟻集團首次公開招股說明書披露，花唄的平均未償還餘額約為 2,000 元人民幣。這並不是一個大數目，但因坐擁 5 億用戶，令其成為一萬億元的業務。

如果說花唄是為了輔助阿里巴巴平台運營，那麼借唄的本質就是銀行貸款。它是針對平台上具有信用記錄的用戶的短期無擔保消費貸款產品。阿里巴巴開發了芝麻信用，通過智能決策系統來篩選客戶及審批信用額度。大多數借唄用戶的每日利率為 0.04% 或更低，借款人通常可以隨時償還未償還餘額。

阿里巴巴的芝麻信用和微信支付分捆綁各項業務

通過檢查阿里巴巴平台用戶的付款歷史記錄並將其他輔助信息整合到大數據系統中，芝麻信用是捆綁其電子商務平台和信貸業務的關鍵部份。

騰訊並沒有阿里巴巴那麼進取，它於去年六月才推出自有的信用系統微信支付分。與芝麻信用相似，高分用戶可享有免除手機電池充電服務的押金、酒店退房時無需檢查房間等方便及優惠。

退還共享單車押金顯示交易雙方缺乏互信

現時共享經濟已不像當年共享單車時那樣熱門，但有關共享單車訂戶申領退還押金款項遭遇困難的新聞報導突顯了一個事實，即不僅商家關心其訂戶的信用，訂戶也不能信任商家。理論上，信用體系可以很好地服務交易雙方。

央行發出第二張個人征信業務牌照

然而，中國政府在個人征信業務牌照的發放方面卻滯後市場發展。到目前為止，僅發出了兩張，且第二張牌照是在2020年12月才發出。阿里巴巴的芝麻信用和騰訊的微信支付分的牌照狀況均應處於籌備階段，雖然他們幾年前已申請正式牌照以進行個人征信業務。

儘管百行征信和朴道征信這兩家持牌的個人征信業務運營商均引入各電子商務運營商為股東，但是關於業務合作範圍的公開信息很少。從年輕人到老年人，阿里巴巴是與數以億計的人開展人均只有千元的業務，傳統的個人征信報告是否適合這種業務模式值得商榷。如每份征信報告成本10元人民幣，則對應10億元人民幣的支出。

對鵬元征信開出創紀錄高罰款

在發出第二張個人征信業務牌照予朴道征信後數天，中國人民銀行便向鵬元征信就無證經營處以創紀錄2,000萬元人民幣的罰款，明確有保有壓策略。

電子商務在互助保險觸礁

在中國電子商務蓬勃發展的同時，也出現暗湧。共享單車遭遇慘敗，共享移動電話充電電源尚不確定成功，而互助保險則出現退群潮。

美團互助關停

美團互助早前宣佈在1月底關停業務，其用戶數量已從高峰時3,400萬下跌至1,500萬戶。這是繼百度數月前關停該業務後的第二家。中國銀保監坦率表示，罪魁禍首是逆向選擇的風險。

市場只剩下擁有超過一億活躍會員的阿里巴巴相互寶和其他幾個規模較小的參與者。有待觀察相互寶是否可以保留足夠健康人士來維持其互保商業模式，並通過交叉銷售好醫寶健康保險產品來維持該業務發展。

結論：模式轉變了

在中國電子商務蓬勃發展到達世界領先地位之後，現時暗湧出現了。常規的電子商務業務模型仍然有效，但是共享單車和互助醫療等新範疇正面臨困境，這可能窒礙未來電子商務發展創新。僅靠加大用戶群可能無法像以前那樣開展新業務。構思良好的產品，專攻特定市場，更重要的是建立互信基礎，例如消費者和商戶之間的相互信任，以及相關的法律和社會結構越顯重要，我們將繼續關注。

在蓬勃發展的電子商務市場中，一些不良營商手法風行。部份由網絡紅人和 KOL 帶貨的情況過分，故意誤導性信息和假冒商品充斥市場，政府應該執行法規禁絕。誠信缺失是問題所在，欠缺的是認真進行誠信交易的精神，而不是信用分數。

政府對阿里巴巴的信用相關業務運營進行監管審查可能是整治龐大的電子商務市場的第一步。這是針對單個實體還是整個市場仍有待觀察。但是，中國的所有電子商務參與者的做法都非常相似，不同之處在於各自進取程度而已。個人征信業務牌照可能是中國監管機構朝著這個方向努力的試金石。

在最壞的情況下，由於市場份額集中，支付寶和微信支付都將受到反壟斷法制裁。鑑於支付寶目前的市場份額以及微信支付可能從強制分拆的支付寶中增佔多幾個百分點的市場份額，最嚴厲的行動可能導致支付寶分崩離析之後觸發針對微信支付的相同行動。我們認為，反壟斷法裁決將影響電子商務生態系統，而像紅包獎勵這樣的做法可能不再像以往那樣有效運作。結果是具有中國特色的電子商務可能要退回全球一體的水平。

ANALYST CERTIFICATION

THE RESEARCH ANALYST, H. C. KWAN, WHO IS PRIMARILY RESPONSIBLE FOR THE CONTENT OF THIS RESEARCH REPORT, IN WHOLE OR IN PART, CERTIFIES THAT WITH RESPECT TO THE SECURITIES OR ISSUER THAT THE ANALYST COVERED IN THIS REPORT: (1) ALL OF THE VIEWS EXPRESSED ACCURATELY REFLECT HIS OR HER PERSONAL VIEWS ABOUT THE SUBJECT SECURITIES OR ISSUER; AND (2) NO PART OF HIS OR HER COMPENSATION WAS, IS, OR WILL BE, DIRECTLY OR INDIRECTLY, RELATED TO THE SPECIFIC VIEWS EXPRESSED BY THAT ANALYST IN THIS REPORT.

BESIDES, THE ANALYST CONFIRMS THAT NEITHER THE ANALYST NOR HIS/HER ASSOCIATES (AS DEFINED IN THE CODE OF CONDUCT ISSUED BY THE HONG KONG SECURITIES AND FUTURES COMMISSION) (1) HAVE DEALT IN OR TRADED IN THE SECURITIES COVERED IN THIS RESEARCH REPORT WITHIN 30 CALENDAR DAYS PRIOR TO THE DATE OF ISSUE OF THIS REPORT; (2) WILL DEALT IN OR TRADED IN THE SECURITIES COVERED IN THIS RESEARCH REPORT 3 BUSINESS DAYS AFTER THE DATE OF ISSUE OF THIS REPORT; (3) SERVE AS AN OFFICER OF ANY OF THE HONG KONG LISTED COMPANIES COVERED IN THIS REPORT; AND (4) HAVE ANY FINANCIAL INTERESTS IN THE HONG KONG LISTED COMPANIES COVERED IN THIS REPORT.

RECOMMENDATION DEFINITIONS

BUY: SHARE PRICE EXPECTED TO APPRECIATE 20% OR MORE IN THE NEXT 12-MONTH
HOLD: SHARE PRICE EXPECTED TO APPRECIATE BETWEEN 5% AND 20% IN THE NEXT 12-MONTH
SELL: SHARE PRICE EXPECTED TO APPRECIATE LESS THAN 5% IN THE NEXT 12-MONTH
NOT RATED: NO SPECIFIC SHARE PRICE ESTIMATIONS ARE MADE

DISCLOSURES OF RELEVANT BUSINESS RELATIONSHIP

HOORAY SECURITIES LIMITED (THE "HOORAYSEC") AND ITS AFFILIATE HOORAY CAPITAL LIMITED (TOGETHER THE "HOORAY GROUP") ARE LICENSED CORPORATIONS UNDER THE SECURITIES AND FUTURES ORDINANCE (THE "SFO"), MAY, UNDER CIRCUMSTANCES PERMITTED BY LAW, PARTICIPATE IN THE OFFERINGS OF SECURITIES MENTIONED IN THIS REPORT.

HOORAY GROUP MAY, TO THE EXTENT PERMITTED BY LAW, OWN OR HAVE A POSITION IN THE SECURITIES OF (OR OPTIONS, WARRANTS OR RIGHTS WITH RESPECT TO, OR INTEREST IN, THE SHARES OR OTHER SECURITIES OF) THE COMPANY MENTIONED IN THIS REPORT. HOORAY GROUP MAY ADD TO OR DISPOSE OF ANY SUCH SECURITIES OR MAKE A MARKET OR ACT AS A PRINCIPAL IN ANY TRANSACTION IN SUCH SHARES OR OTHER SECURITIES. HOORAY GROUP MAY FROM TIME TO TIME PROVIDE INVESTMENT BANKING, UNDERWRITING OR OTHER SERVICE TO, OR SOLICIT INVESTMENT BANKING, UNDERWRITING, OR OTHER BUSINESS FROM THE COMPANY.

HOORAY GROUP HAS NO MORE THAN 1% FINANCIAL INTERESTS IN THE COMPANY AS AT FEBRUARY 26, 2021.

HOORAY GROUP DOES NOT ACT AS A MARKET MAKER FOR THE COMPANY ON FEBRUARY 26, 2021.

NO EXECUTIVE STAFF OF HOORAY GROUP SERVES AS AN OFFICER OF THE COMPANY AS AT FEBRUARY 26, 2021.

HOORAY GROUP ACTS NO INVESTMENT BANKING ROLES FOR THE COMPANY WITHIN THE PAST 12 MONTHS.

DISCLAIMER

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED TO THE PRESS OR OTHER MEDIA, AND MAY NOT BE REPRODUCED IN ANY FORM, AND MAY NOT BE TAKEN OR TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR PROVIDED OR TRANSMITTED TO ANY U.S. PERSON (WITHIN THE MEANING OF REGULATIONS UNDER THE U.S. SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED), INCLUDING ANY BRANCH OR AGENCY OF A NON-U.S. PERSON(S) LOCATED IN THE UNITED STATES. FAILURE TO COMPLY WITH THIS RESTRICTION MAY CONSTITUTE A VIOLATION OF UNITED STATES SECURITIES LAWS. THIS REPORT MAY NOT BE SENT INTO CANADA OR TO ANY CANADIAN PERSON. THIS REPORT MAY NOT BE SENT INTO JAPAN. THIS REPORT MAY NOT BE DISTRIBUTED OR PASSED TO ANY PERSON OTHER THAN A PERSON WHOSE ORDINARY BUSINESS IS TO BUY OR SELL SHARES OR DEBENTURES, WHETHER AS PRINCIPAL OR AS AGENT. THE DISTRIBUTION OF THIS REPORT IN OTHER JURISDICTIONS MAY BE RESTRICTED BY LAW, AND PERSONS INTO WHOSE POSSESSION THIS REPORT COMES SHOULD INFORM THEMSELVES ABOUT, AND OBSERVE, ANY SUCH RESTRICTIONS. BY ACCEPTING THIS REPORT, THE RECIPIENT AGREES TO BE BOUND BY THE FOREGOING LIMITATIONS.

THIS REPORT HAS BEEN PREPARED BY HOORAY GROUP SOLELY FOR INFORMATION PURPOSES. IT HAS BEEN PRODUCED INDEPENDENTLY OF THE COMPANY, AND THE FORWARD-LOOKING STATEMENTS, OPINIONS, AND EXPECTATIONS CONTAINED HEREIN ARE ENTIRELY THOSE OF HOORAY GROUP AND ARE GIVEN AS PART OF ITS NORMAL RESEARCH ACTIVITIES AND NOT IN CONNECTION WITH ANY OFFERING OF SECURITIES OR AS AN AGENT OF THE COMPANY, ITS SHAREHOLDERS OR ANY OTHER PERSONS. THE READER IS CAUTIONED THAT ACTUAL RESULTS MAY DIFFER MATERIALLY FROM THOSE SET FORTH IN ANY FORWARD-LOOKING STATEMENTS HEREIN. WHILE ALL REASONABLE CARE HAS BEEN TAKEN TO ENSURE THAT THE FACTS STATED HEREIN ARE ACCURATE AND THAT THE FORWARD-LOOKING STATEMENTS, OPINIONS AND EXPECTATION CONTAINED HEREIN ARE BASED ON FAIR AND REASONABLE ASSUMPTIONS, NONE OF HOORAY GROUP, ITS ASSOCIATES INCLUDING HOORAYSEC, AND THE COMPANY HAS INDEPENDENTLY VERIFIED ANY OF THE INFORMATION HEREIN. IF THE COMPANY SHOULD AT ANY TIME COMMENCE AN OFFERING OF SECURITIES, ANY DECISION TO INVEST IN ANY SUCH OFFER TO SUBSCRIBE FOR OR ACQUIRE SECURITIES OF THE COMPANY MUST BE BASED WHOLLY ON THE INFORMATION CONTAINED IN THE FINAL OFFERING MEMORANDUM ISSUED OR TO BE ISSUED BY THE COMPANY IN CONNECTION WITH ANY SUCH OFFER AND NOT ON THE CONTENTS HEREOF. THIS REPORT SHALL NOT BE CONSTRUED AS AN OFFER (OR SOLICITATION OF AN OFFER) TO BUY OR SELL THE SECURITIES/INSTRUMENTS MENTIONED. THE SECURITIES OR INSTRUMENTS MENTIONED MAY NOT BE SUITABLE FOR ALL INVESTORS, THE RECIPIENT OF THIS REPORT SHOULD UNDERSTAND AND TAKE INTO ACCOUNT THEIR INVESTMENT OBJECTIVES, INVESTMENT EXPERIENCES, FINANCIAL SITUATION AND ALL RELATED RISKS, AND WHERE NECESSARY CONSULT THEIR OWN INDEPENDENT FINANCIAL ADVISERS PRIOR TO ANY INVESTMENT DECISION.

HOORAY GROUP DOES NOT REPRESENT THIS IS ACCURATE OR COMPLETE AND WE MAY NOT UPDATE THIS. ACCORDINGLY, NONE OF THE COMPANY, ANY UNDERWRITER OF SECURITIES OF THE COMPANY, OR ANY OF THEIR RESPECTIVE DIRECTORS, OFFICERS OR EMPLOYEES, SHALL IN ANY WAY BE RESPONSIBLE FOR THE CONTENTS HEREOF, OR SHALL BE LIABLE FOR ANY LOSS ARISING FROM USE OF THIS REPORT OR OTHERWISE ARISING IN CONNECTION THEREWITH. BY ACCEPTING THIS REPORT, THE RECIPIENT AGREES TO BE BOUND BY THE FOREGOING LIMITATIONS.

© 2021 HOORAY SECURITIES LIMITED ALL RIGHTS RESERVED

NO PART OF THIS MATERIAL MAY BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED WITHOUT THE PRIOR WRITTEN CONSENT OF HOORAY SECURITIES LIMITED.

OPINIONS AND INFORMATION PRESENTED IN THIS DOCUMENT HAVE BEEN OBTAINED OR DERIVED FROM SOURCES BELIEVED BY HOORAY SECURITIES LTD. (HOORAYSEC) AS RELIABLE, BUT HOORAYSEC MAKES NO REPRESENTATION AS TO THEIR ACCURACY OR COMPLETENESS. HOORAYSEC ACCEPTS NO LIABILITY FOR LOSS ARISING FROM THE USE OF THIS DOCUMENT WHERE PERMITTED BY LAW AND/OR REGULATION.

聯絡我們

H. C. Kwan	kwan.hc@hooraysec.com.hk	(852) 2159 – 4506
研究部	research@hooraysec.com.hk	(852) 2159 – 4500
好盈證券有限公司 香港干諾道中148號 粵海投資大廈1樓		
總機：		(852) 2159 – 4500
客戶服務：		(852) 2159 – 4515
交易專線：		(852) 2159 – 4511
傳真：		(852) 2110 – 4044