

重构商业，放眼全球，数字巨头全球化成长进行时

作为国内最庞大的互联网生态体，公司已经形成了零售、物流、批发、云计算和金融科技服务的完整商业基础设施闭环，同时形成了电商、线下消费、外卖、到店消费、旅行、文娱消费的消费场景闭环，无论是对 B 端还是 C 端，阿里巴巴目前都可以提供以消费者为中心的一站式解决方案。

公司利用数据驱动“人、货、场”重构新商业模式，向传统零售业输出基础设施服务能力，通过自营和外延布局完善新零售版图，提升公司在整体零售领域市占率，驱动公司核心电商业务保持高增长。新零售业务中阿里巴巴自营生鲜零售盒马鲜生在坪效、线上销售占比均为行业第一，预计 2018 年底盒马鲜生开店数量达到 100 家+，而饿了么也在年中并表，预计 2018 年收入将接近 200 亿元，为公司新零售板块贡献强劲增长。除了生鲜超市、商场，阿里巴巴着力打造城市社区零售店订货、物流、营销、增值服务的一站式服务直供平台零售通在 2018 年也获得加大资源投入，2018 年 618 零售通单日销量同比增加 42 倍，2019 年预计零售通线下签约门店将达到 100 万个，远期看零售通将可能占据社区零售供货和销售 20%以上的市占率。

公司围绕品牌商进行多渠道多平台“全域营销”，围绕“信息流、资金流和物流”输出基础设施能力，在新零售带动下实现营销、支付、云计算、物流业务高增长，看好未来公司借助技术和数据持续向传统行业赋能。天猫平台三年来进行多次架构调整意在实现对品牌厂商进行线上线下一体化的“全域营销”，即除了天猫外，天猫超市、聚划算、阿里云、1688 的 B2B 平台都为同一品牌厂商提供全方位营销服务，未来 2 年公司在整体互联网营销市占率将超过 30%，预计公司中国核心电商板块整体收入增长仍高于平台 GMV 增速。除银泰百货、盒马鲜生、饿了么、天猫进口属于阿里巴巴自营，收入直接计入新零售收入外，公司输出自身基础设施和数据能力改造传统零售，将为云基础设施、广告营销、系统和技术服务费、物流数据支撑等方面也带来增长。公司自身的各项基于互联网的基础设施和数据能力在完成传统零售行业改造同时也在逐步延伸至其他传统行业如药品流通、酒店业等。

国内线上流量红利消失，公司全球化发展加速，电商、云计算、物流、文娱多领域出击协同作战，东南亚、印度和“一带一路”成为主战场，与国际巨头正面交锋。2014 年开始阿里巴巴展开国家化战略，通过设立当地子公司、外延并购多种手段在东南亚和印度市场布局电商、支付领域。在东南亚目前并购了东南亚最大电商 Lazada、入股印尼最大电商 Tokopedia、入股新加坡邮政等。公司以国家为单位的战略高度，在东南亚各国投资物流、云计算、产业园等基础设施，帮助基建和人才完善，促进当地与中国跨境贸易往来。今年 4 月公司将用 110 亿泰铢投

商业贸易

首次评级

增持

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

曾荣飞

zengrongfei@csc.com.cn

010-85130578

执业证书编号：S1440518030003

石泽葵

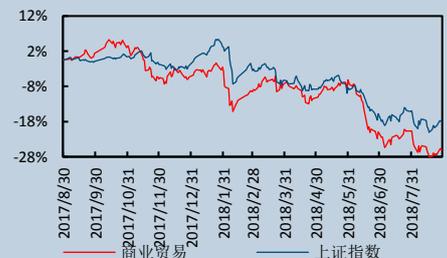
shizerui@csc.com.cn

18616092669

执业证书编号：S1440517030001

发布日期：2018 年 08 月 31 日

市场表现



相关研究报告

资泰国，帮助建设智慧数字中心和出口物流基础设施，同时培训电商人才。2018年6月开设马来西亚办公室，将持续帮助马来西亚中小企业出口，并搭建全球贸易所需的基础设施。公司一系列投资布局是希望在人口同样密集但是电商渗透率低于10%的东南亚保持领先。除了东南亚市场，阿里巴巴2015年开始也通过投资布局逐步完善印度电商生态，投资印度支付公司 One97 Communication、物流公司 XpressBees、电子商务 Paytm 和 Snapdeal 等，近期公司也准备与零售商 Reliance Retail 成立合资公司。但是印度市场巨头环绕、竞争激烈，亚马逊和沃尔玛是最大竞争对手，目前在印度电商市占率领先。面对海外巨头，公司多线业务出击，准备在印度正式落地阿里云服务，也准备在印度推出流媒体服务。速卖通在“一带一路”国家发展迅速，一直是俄罗斯第一大电商平台，随着海外仓和物流基础设施完善，速卖通 GMV 增长迅速，从2012财年20亿美金达到2017财年101亿美金，平台目标在2020年GMV超过200亿美金，综合预计未来海外零售业务在FY19将持续80%高增长。

中国云计算渗透率低于10%，仍然处于高速发展阶段，阿里云已经连续12个季度实现100%高增长，在中国公有云市场市占率接近50%，按营收规模全球排名第4，经过多年双11和12306大规模使用检验，阿里云在规模、产品创新速度、解决方案能力一直保持国内领先，是阿里生态体系输出最核心的基础设施之一。目前阿里云在中国和海外拥有47个可用区和18个地理区域部署了公有云服务，且拥有覆盖全球六大洲70+个国家1500+的全球CDN加速节点，是目前国内基础设施资源最多最稳定的云计算厂商。阿里云平台为公司生态内部和为广大企业、政府提供IT基础设施和数据中台，支撑传统行业和业务向智能化数据化转型，尤其在赋能传统零售商上，帮助传统零售通过数据智能转型新零售，预计2020年阿里云收入规模超过400亿元。

注重基础科学研究，布局芯片和操作系统，志在更长远发展中的自主可控。公司预计投资1000亿建设达摩学院，重点投入基础科学研究，涵盖量子计算、机器学习、基础算法、网络安全、视觉计算、自然语言处理、人机自然交互、芯片技术、传感器技术、嵌入式系统等多个产业领域，建立了遍布全球的研发体系。同时公司投资布局芯片领域，并购中天微，投资寒武纪、Barefoot Networks、深鉴、Kneron、翱捷科技（ASR）等多家芯片尤其是人工智能芯片公司，希望未来在云计算和IoT业务发展时做到资源可控、技术可控、拥有核心竞争力。

投资建议：国内线上流量红利消失，数据帝国寻求全球化发展，今年全球化布局和新零售投资加速，我们看好公司在电商零售、云计算、物流、支付等基础领域的不断创新和技术输出，无论在数字营销、企业IT、金融科技还是物流领域公司市占率都在提升，虽然有各种问题，大文娱、大健康两条长线布局仍然在不断完善，从线上向线下发展过程中，公司毛利率虽然有下降，构建了更强的护城河。我们预计今年阿里巴巴国内电商平台GMV总体增速23.5%的平稳增长，核心商务整体收入增速54%左右，国内零售营销收入增长在50%左右，由于新零售业务自营和新并表的饿了么、菜鸟网络都增长较快，其因此新零售板块也成为FY2019~FY2020公司核心电商业务最重要增长动力。作为商业基础设施最重要的云计算和物流两个板块也依旧保持强劲增长，预计FY2019阿里云将保持90%以上同比增速，而菜鸟网络也将保持30%以上增长。

风险提示：

- 1) 社交电商快速崛起可能导致公司电商平台市占率下降风险
- 2) 线上流量红利消失公司获客成本持续增加可能导致销售费用率上升风险
- 3) 由于新零售板块菜鸟、饿了么、口碑等子公司持续亏损，且新零售建设期投入较大，导致公司毛利率和净利率下降较多风险
- 4) 中国居民消费增速放缓导致公司电商GMV增速放缓
- 5) 文娱板块亏损持续扩大风险
- 6) 海外市场竞争激烈、国际贸易摩擦

目录

1. 数字帝国初长成，形成了商业基础设施的闭环.....	1
1.1 阿里巴巴发展历史和目前业务构成	1
1.2 阿里巴巴各业务板块简介和 2018 年财年亮点.....	4
2. 国内线上零售流量红利消失，线上融合线下新零售为电商板块带来新机遇.....	10
2.1 国内零售板块：淘宝向个性化智能化方向发展、天猫成为阿里巴巴新零售主引擎.....	10
2.1.1 淘宝网：阿里巴巴流量根基，受社交电商挑战，智能化和个性化是未来发展关键.....	10
2.1.2 天猫：消费升级零售 GMV 增长驱动力，新零售战略围绕品牌全域营销将带动天猫平台持续增长	16
2.2 阿里巴巴 B2B 业务：稳步增长中依靠新零售、大进口战略释放新活力	23
2.3 线下赋能，新零售为阿里国内零售板块提供中期增长动力.....	29
2.3.1 新零售是数据驱动“人、货、场”重构的新商业模式，解决传统零售痛点	29
2.3.2 阿里新零售战略清晰，推进速度最快：直营开店、传统零售改造两手抓	32
2.3.3 新零售的美好愿景：以人为本，助阿里形成产业闭环.....	39
3. 全球化拓展加速，海外市场成为公司未来发展新动力.....	40
3.1 国际零售：速卖通：借助“一带一路东风”，发展进入加速阶段	40
3.2 重点投入东南亚和印度电商市场，亚洲和一带一路地区成为海外电商拓展重点.....	42
4. 云计算是阿里巴巴数据时代基础设施	45
4.1 中国云计算高速发展背景下，阿里云在规模、产品创新速度、解决方案能力一直保持国内领先.....	45
4.2 阿里云服务阿里生态体系，是坚实的 IT 基础设施.....	51
5. 菜鸟用数据驱动物流行业变革，成本降低任重道远.....	54
5.1 传统物流问题突出，菜鸟重塑运营模式.....	55
5.2 智慧物流收效显著，物流服务质量显著提升.....	57
5.3 智慧物流的明天：技术创新为降本增效赋能.....	58
5.4 菜鸟网络的全产业链盈利图景	59
6. 阿里大文娱：未来娱乐消费将转化为生产力带动核心商业发展.....	60
6.1 并购出来的“文娱全家福”.....	60
6.2 基建升级成果初现，内容制作毫无起色.....	72
6.3 “大文娱”是阿里未来发展的期许，也是淘宝转型的催化剂	78
7. 基础研究和芯片布局为长远发展提供自主可控能力.....	81
7.1 阿里投资 1000 亿建立达摩学院，研究基础科学.....	81
7.2 阿里巴巴在芯片布局，规划长远	84
8. 盈利预测	85
9. 风险提示	86

...

1. 数字帝国初长成，形成了商业基础设施的闭环

1.1 阿里巴巴发展历史和目前业务构成

阿里巴巴集团成立于 1999 年，目前是中国最大的电子商务平台。回顾阿里巴巴集团近 20 年的发展历史，主要可分为三个阶段：

1999~2003 年借助互联网和中国对外贸易的快速增长，阿里巴巴集团 B2B 业务实现快速阶段：成立之初抱着“让天下没有难做的生意”的宗旨服务广大的中小企业，公司推出首个网站，英文全球批发贸易市场阿里巴巴（Alibaba.com），同年公司推出了专注于国内批发贸易的中国交易市场（现称“1688”），1999 年年底阿里巴巴的会员数量超过 10 万。2000 年 1 月，公司获得软银 2000 万美元投资，支撑公司顺利度过了互联网泡沫破灭后的寒冬，2001 年阿里巴巴 B2B 的企业注册用户超过 100 万，2002 年阿里巴巴推出“关键词”服务，公司首次实现正现金流流入，“会员费+增值服务”的 B2B 商业模式逐步清晰。随着互联网技术的腾飞和中国对外贸易的大幅增长，阿里巴巴集团 B2B 业务最早实现盈利，为后续阿里巴巴集团 B2C、C2C 业务发展奠定了基础。

2003~2011 年，淘宝网飞速发展并推出 B2C 平台，阿里巴巴成为中国最大电商平台，为电子商务用户提供一站式基础设施解决方案。2003 年 5 月淘宝网上线，2004 年 2 月获得 8200 万美元融资，成为当时中国互联网界最大规模的私募融资，2004 年 12 月第三方网上支付平台支付宝推出，利用担保交易的模式消除用户网购的担忧，极大提升购物效率，2005 年 8 月阿里巴巴集团与雅虎达成全面合作关系，10 月为了补足搜索的短板并加强电商的能力，阿里巴巴集团全部收购雅虎中国资产，包括旗下的一搜、3721，雅虎美国获得新阿里巴巴集团的 40% 股份，至此阿里巴巴集团业务涵盖了电子商务、搜索、门户和即时通讯，成为当时业务覆盖范围最广泛的互联网公司。2007 年 11 月，阿里巴巴集团的 B2B 公司阿里巴巴网络以港币 13.5 元在香港挂牌上市，2007 年 11 月，阿里巴巴集团推出广告交易平台阿里妈妈，打造开放式推广交易平台，后续几年直通车、钻石展位、淘宝客等明星产品诞生，如今阿里妈妈已经形成了活火山型的营销产品序列。2008 年阿里推出专注于服务第三方品牌和零售商的淘宝商城（2012 年改名“天猫”），开启 B2C 业务新篇章，2008 年“大淘宝”战略让阿里巴巴明确了电子商务领域的基础设施服务提供商角色，使用户在大淘宝平台上得到支付、营销、物流等一站式服务。2009 年阿里云成立，收购中国万网，布局云计算领域，为其日益庞大的信息处理需求提供基础保证。2010 年 3 月公司推出专注限时促销的销售和营销平台聚划算，4 月推出全球速卖通，帮助中国出口商与海外投资者接触和交易。2011 年 6 月，阿里巴巴集团将淘宝网分拆为三个独立的公司：淘宝网、淘宝商城（后更名为天猫）和一淘，以更精准和有效的服务中国的网购人群。

2012 年~至今，成功实现从 PC 端到移动互联网转型，阿里巴巴在纽交所上市，除电商外，集团在支付和金融、云计算、菜鸟物流、大文娱、新零售等多元化布局，各项业务板块均实现高增长，真正成为数字基础设施提供商，建立了庞大的数据帝国和生态系统。2012 年 6 月阿里巴巴网络有限公司从香港联交所退市。阿里巴巴集团回购一半雅虎所持阿里巴巴股份的交易，金额为 76 亿美元，并向投资机构出售股份筹集了部分交易资金，其中主要包括中国的主权基金、博裕资本、中信资本和国开金融等。2013 年 5 月阿里巴巴和多家物流公司一起创立中国智能物流骨干网（俗称“菜鸟网络”），建立物流数据体系，完善物流基础设施，提升整体物流运行效率。2013 年阿里巴巴并购虾米音乐、投资穷游网，开启大文娱板块战略布局。2014 年 2 月跨境电商 B2C 平台天猫国际成立，让中国消费者能直接购买到国际品牌商品。2014 年 6 月阿里巴巴并购 UC、收购中国传播（现称阿里巴巴影业集团）60% 股权和之后 2015 年正式并购优酷土豆、成立阿里体育，阿里巴巴大文娱版图不断加速扩张。2014 年 9 月阿里巴巴集团在纽交所挂牌上市，发行价格 68 美元，募资金额 218 亿美元。2014 年 10 月

蚂蚁金服成立，后续成为支付宝母公司，此后阿里帝国的金融板块迅速扩大。国际市场布局上，2010年阿里全资收购美国电子商务服务提供商 VendioServicesInc，正式迈出进军海外市场的第一步，同年，收购美国电子商务公司 Auctiva。2015~2018年，阿里又先后入股 Paytm、Lazada、Tokopedia、Trendyol 等进军印度、新加坡、印尼、土耳其等国家。2014年3月阿里巴巴成为银泰商业集团最大股东开始，拉开了阿里巴巴新零售布局序幕。2015年8月阿里巴巴入股苏宁云商，持股 19.99%，2016年1月盒马鲜生第一家店在上海金桥开业，盒马 APP 上线；2016~2018年阿里巴巴还投资了高鑫零售、三江购物、新华都、联华超市、东方股份和

图表1： 阿里巴巴发展简史

	1999 • 马云等十八位合伙人发布了首个网上贸易平台，名为“阿里巴巴在线”，目标是让天下没有难做的生意。
	2000 • 阿里巴巴获得软银2000万元投资，推出“中国供应商服务”。
	2002 • 阿里巴巴推出关键词服务，并在同年实现正现金流流入。
	2003~2004年 • 淘宝网上线，并成立支付宝。
	2005 • 雅虎10亿美元收购阿里巴巴40%股份，阿里巴巴收购雅虎中国，希望加强搜索技术和电商能力。
	2007 • 阿里巴巴B2B业务在港交所挂牌上市，同年成立广告交易平台 阿里妈妈。
	2008 • 推出淘宝商城，后改名为天猫。
	2009 • 成立子公司阿里云，并一路引领中国市场云计算发展。
	2010 • 全球速卖通成立。
	2011 • 支付宝从阿里巴巴独立，天猫、聚划算从淘宝独立，以更精准和有效的服务中国的网购人群
	2012 • 阿里巴巴网络从港交所退市，为集团整体在美国上市做准备，回购半数雅虎持有的股份，并引入国家背景投资者
	2013 • 创立菜鸟网络和社交平台来往。
	2014 • 纽交所上市，推出天猫国际、飞猪，成立蚂蚁金服、并购UC、中国传播，跨境电商和阿里文娱板块快速发展。
	2015 • 推出钉钉、口碑平台，成立阿里音乐集团、收购优酷土豆合并。
	2016 • 生鲜超市盒马鲜生快速扩张，私有化银泰集团、入股高鑫零售，收购东南亚电商Lazada，与百联集团、欧尚零售达成合
	2018 • 95亿美金并购饿了么，完善新零售布局

资料来源：互联网资料整理，中信建投证券研究发展部

居然之家等线下零售企业，并在 2018 年 4 月全资并购饿了么，不断扩大新零售生态链。

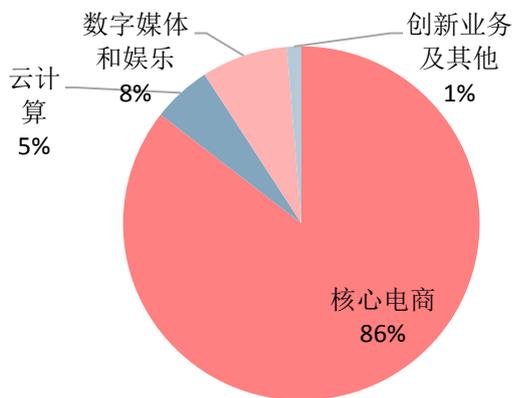
2018 财年阿里巴巴营业收入来自于四个板块：核心电商、云计算、数字媒体及娱乐和创新业务及其他。2018 财年核心电商收入 2140.2 亿元，营收占比 85.5%，同比增长 60%，依然是阿里巴巴最大的收入贡献来源；云计算板块收入 133.9 亿元，营收占比达到 5.4%，同比增长 101%；数字媒体和娱乐业务实现收入 195.6 亿元，营收贡献占比 7.8%，同比增长 33%；创新业务及其他业务实现营收 32.9 亿元，营收占比 1.3%，同比增长 10%。2018 财年公司总营收达到 2502.7 亿元，同比增长 58.12%，创下 IPO 以来最高同比增速；Non-GAAP 净利润 832.1 亿美元，同比增长 44%；Non-GAAP 的自有现金流达到 993.6 亿元，同比增长 58.3%；经调整后的 EBITA Margin 为 39%，由于核心电商对外投资的增加导致整体 EBITA Margin 的下降。

图表2： 阿里巴巴四大业务板块构成和 2018 财年收入、EBITA Margin

业务板块分类	细分板块分类		收入(亿元)	YoY	调整后EBITA Margin	
核心电商业务 Core Commerce	国内零售		1765.6亿元, YoY 55%	2140.2	60%	53%
	国内批发		71.6亿元, YoY 26%			
	国际零售		142.2亿元, YoY 94%			
	国际批发		66.0亿元, YoY 10%			
	菜鸟网络		67.59亿元, 2017自然年10月中旬开始控股并表			
云计算 Cloud Computing			133.9	101%	-6%	
数字媒体和娱乐业务 Digital Media and Entertainment			195.6	33%	-42%	
创新业务及其他 Innovation Initiatives and Others			32.9	10%	-91%	
			32.9亿元			

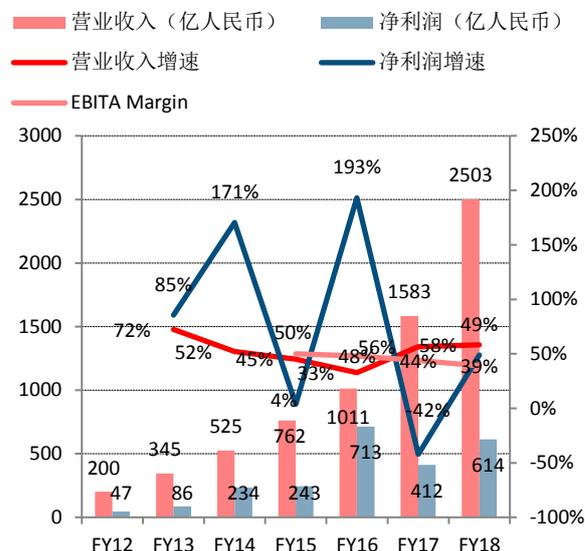
资料来源：阿里巴巴 2018 年财报，中信建投证券研究发展部

图表3： 2018 财年阿里巴巴各业务板块营收贡献占比



资料来源：阿里巴巴财报，中信建投证券研究发展部

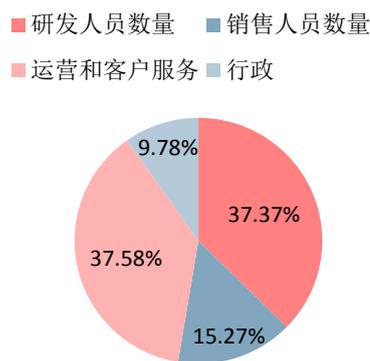
图表4： 阿里巴巴集团总收入和净利润变化趋势



资料来源：阿里巴巴财报，中信建投证券研究发展部

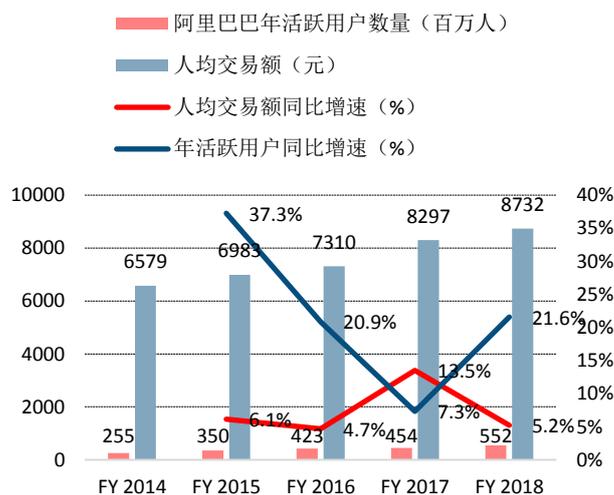
2018 财年阿里巴巴目前员工总数 66421 人，其中研发人员 24820 人，占比 37.37%，销售人员 10143 人，占比 15.27%，运营和客户服务人员 24964 人，占比 37.58%。2018 财年阿里巴巴电商平台年度活跃用户达到 5.52 亿人（即阿里巴巴核心用户），人均在阿里巴巴平台消费 8732 元/年，人均交易额近年一直有提升。

图表5： 2018 财年阿里巴巴人员构成



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

图表6： 阿里巴巴电商平台年度活跃用户和人均交易额情况



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

1.2 阿里巴巴各业务板块简介和 2018 年财年亮点

1) 核心电商业务:

核心电商业务分为国内零售、国内批发、国际零售和国际批发四个部分，其中国内零售 2018 财年收入达到 1837 亿人民币，占核心电商占比 71%，是近十年电商业务主要增长来源。核心电商业务主要收入来自于对入驻品牌和商户收取的平台技术服务费（加上保证金）、广告费用、交易佣金和增值服务等收入。2018 年财年年度活跃消费者达到 5.52 亿，相比 2017 财年增长 9800 万，手机月活跃用户达到 6.17 亿，相比 2017 财年增加 1.1 亿；2018 Q4 年度活跃用户相比 2018Q3 增长 3700 万，季度内新增年度活跃消费者数创下 IPO 以来最高值，2019 Q1 年度活跃用户相比 2018Q4 也保持了增长 2400 万的增长。同时 2018 财年中国地区电商 GMV 达到 4.82 万亿人民币，同比增长 28%，天猫实物商品 GMV 同比增速达到 45%。除去新零售板块后，2018 财年核心电商调整后的 EBITA Margin 为 53%，而 2018Q4 核心电商调整后的 EBITA Margin 为 43%，连续两个季度下降，主要原因是对新零售（包括银泰百货、盒马鲜生、菜鸟、天猫进口业务）持续大规模投入。

图表7： 阿里巴巴集团电商业务收费模式

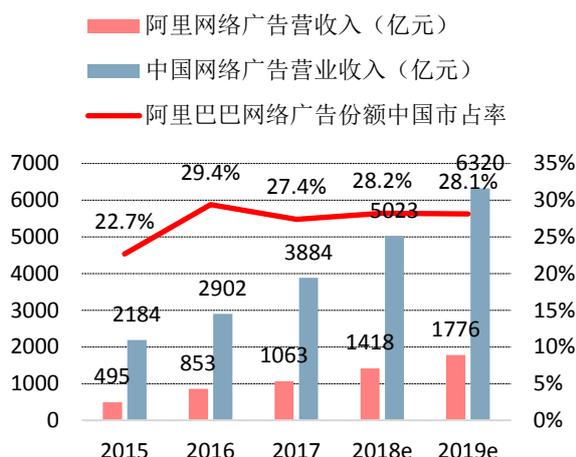
业务板块	平台	收费模式	收费简介		
国内零售	天猫（包含天猫、天猫超市、天猫国际）	软件服务费年费	年费金额以一级类目为参照，分为 3 万元或 6 万元两档，按照销售额进行 50% 或者 100% 返还；某些类目存在实时划扣的软件服务费		
		交易佣金	根据所属商品的不同类目，收取每笔交易 0.5%~5% 的交易佣金		
		倒扣率	天猫超市特有，10%~30% 的倒扣率，3 个月账期		
		P4P 直通车	在淘宝搜索页的竞价排名，按照 CPC 计费		
		广告收费	展示广告	全网首页、各级子页面、旺旺页面展示广告，以及促销活动中的展示广告位置，按千人展示成本 CPM 收费	
			淘宝客佣金	第三方联盟导流项目，按照成交支付佣金报酬	
		国内批发	1688.com	聚划算	聚划算包含基础技术服务费、佣金费用和竞拍费用
				广告收费	包含直通车、展示广告、淘宝客、聚划算和其他营销工具费用
				旺铺使用费	每月需支付固定费用，在宝贝展示、店铺招牌上和普通店铺有区别
				技术服务费	诚信通会员交纳年费，年费金额以一级类目为参照，分为 58000 元和 28000 元两档
国际零售	速卖通	广告收费	P4P 直通车广告和展示广告		
		技术服务费年费	不同类目年费金额从 1 万到 5 万不等，按照销售额进行 50% 或者 100% 的返还		
		交易佣金	根据所属商品的不同类目，收取每笔交易 5%~8% 的交易佣金		
	Lazada	广告收费	P4P 直通车广告、联盟店铺		
		交易佣金	不同类目收取 1%~4% 的交易佣金		
		账务处理费	一般 2%		
国际批发	Alibaba.com 阿里巴巴国际站	LGS 运费	自营产品销售收入		
		商品销售收入	自营产品销售收入		
		基础服务费	按年收费，根据展示橱窗数量分为 29800 万和 69800 万一年		
		增值服务	提供进出口相关服务、海运服务等		
		广告收费	P4P 直通车、展示广告		

资料来源：根据阿里巴巴招股书、平台官网、互联网资料整理，中信建投证券研究发展部

由于阿里巴巴平台自营商品极少，阿里巴巴目前核心电商收入核心商业模式源于对平台卖家收取的广告营

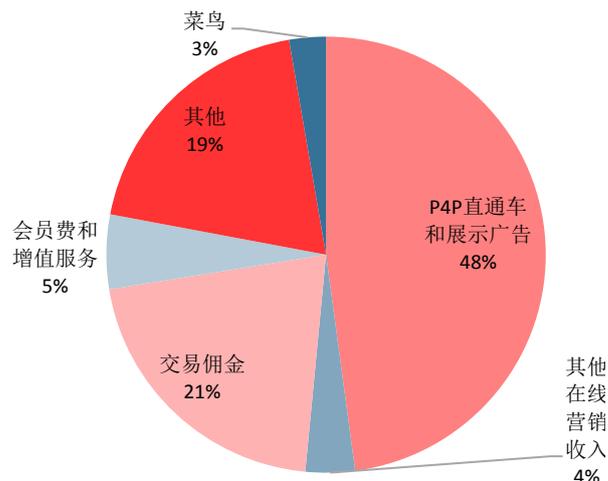
销费用、平台销售佣金和会员费。2018 财年 P4P 直通车和钻展收入达到 1198 亿元，同比增长 43.4%，占公司总收入比例 47.9%，过去 6 个财年该项收入占总收入占比一直在 50%以上，也是公司核心利润来源。阿里巴巴目前占中国互联网广告整体市占率为 28.1%（加上优酷土豆广告收入），因此阿里巴巴也是目前中国互联网广告领域市占率最高的互联网公司。

图表8： 阿里巴巴在中国网络广告市占率达到 28%



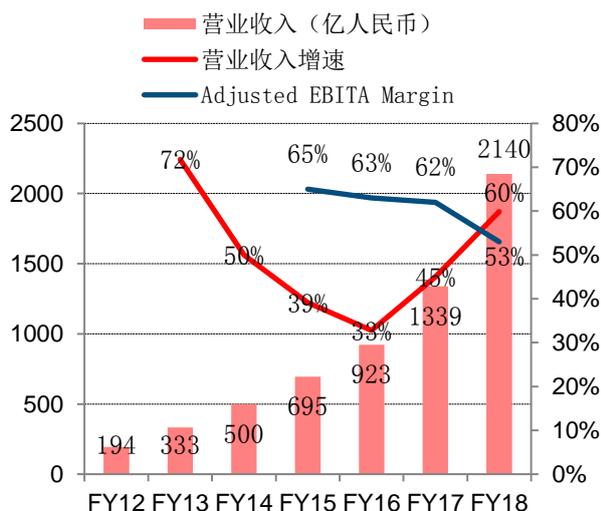
资料来源：eMarket, 中信建投证券研究发展部

图表9： 2018 财年阿里巴巴收入按照产品分类，P4P 直通车和展示广告收入占总收入占比仍然接近 50%



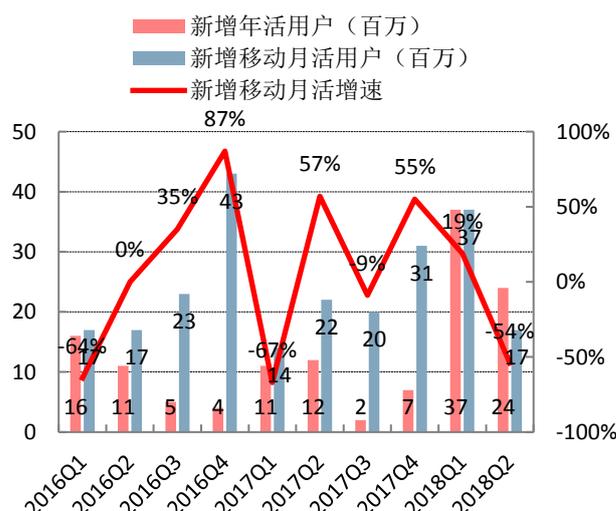
资料来源：Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图表10： 近年阿里巴巴核心电商业收入 and EBITA Margin 变化趋势



资料来源：阿里巴巴财报, 中信建投证券研究发展部

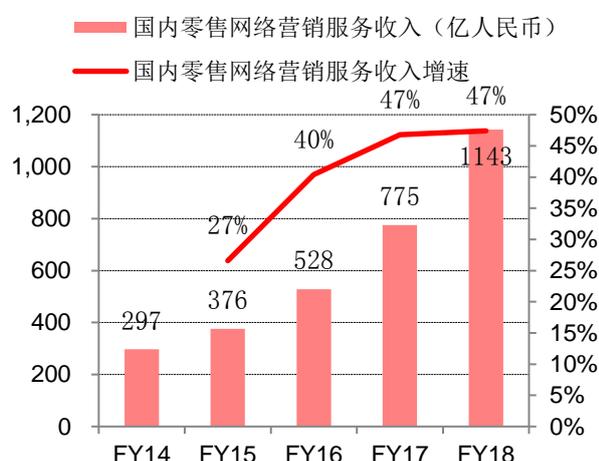
图表11： 阿里巴巴核心电商过去 10 个季度新增年度活跃用户和月活用户



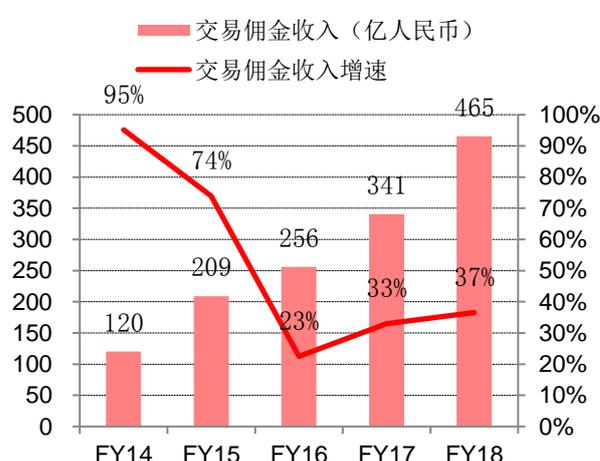
资料来源：阿里巴巴财报, 中信建投证券研究发展部

国内零售：国内零售收入主要由天猫（目前包含天猫、天猫国际、天猫超市）、淘宝（包含农村版淘宝）、

聚划算、阿里妈妈等平台，2018 财年盒马鲜生、菜鸟、银泰集团等新零售板块收入首次合并入国内零售板块（之前盒马鲜生合并创新业务板块收入中）。2018 财年淘宝平台 GMV 达到 26890 亿元，同比增速 22%；天猫平台 GMV 达到 21310 亿元，同比增速 36%。2018 财年国内零售贡献的 1765.6 亿元收入中，来自于平台营销和广告收入为 1142.9 亿元，占板块 46% 的贡献，实现 47% 的同比增长，得益于平台推荐更加精确从而带来的点击单价的上涨和点击总量的上升。交易佣金贡献 465.3 亿元，同比增长 37%，低于天猫 GMV 增速的原因是平台在促销期间给商家的返点和折扣力度较大。新零售板块首次出现在报表中，贡献收入 157.5 亿元。截至今年 6 月底盒马鲜生在全国开出 49 家门店，覆盖全国 13 个主要城市，今年保持较快的扩张速度，阿里巴巴成为高鑫零售第二大股东，并购饿了么，新零售城市网络进一步成型。在新零售内生+外延高速增长驱动下，我们预计国内零售收入未来依旧将保持高增长。

图表12：FY2014 今国内零售广告收入和同比增速


资料来源：中信建投证券研究发展部

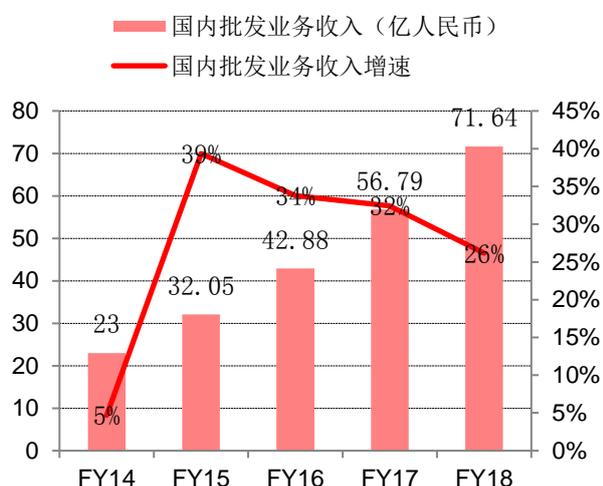
图表13：2014 年至今国内零售交易佣金和同比增速、EBITA Margin


资料来源：中信建投证券研究发展部

国内批发：1688.com 即阿里巴巴中国站 2018 财年收入达到 71.64 亿人民币，同比增长 26%，主要来自于平台商铺的增加。近年来阿里巴巴中国站业务保持平稳增长，虽然增速放缓，阿里巴巴依旧是中国市占率最高的综合 B2B 电子商务平台，根据中国电商研究中心数据，阿里巴巴在中国 B2B 市占率为 37%。

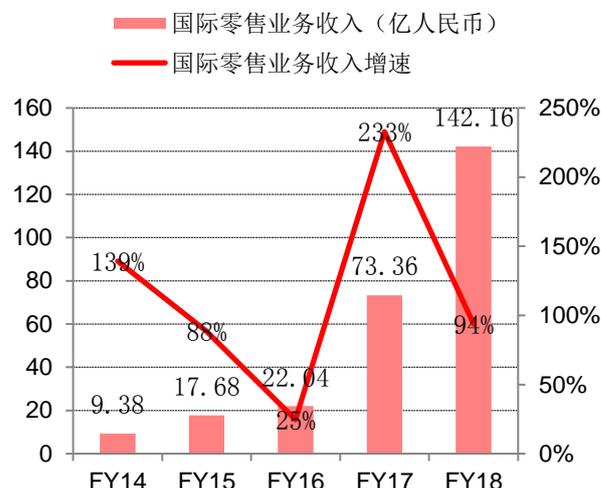
国际零售：2018 财年公司国际零售业务收入达到 142.2 亿元，同比增速 94%，得益于速卖通和东南亚电商 Lazada 平台上 GMV 的高增长。2017 财年到 2018 财年，阿里巴巴国际 B2C 业务都延续了三位数的高增长，速卖通是目前中国唯一一个覆盖“一带一路”沿线全部国家和地区的跨境出口 B2C 零售平台，用户遍及全球 220 多个国家和地区，2017 年年初全球海外买家数累计突破 1 亿，2018 年第二季度速卖通位列全球苹果及安卓手机 APP 下载总榜第九位，用户数仍然保持快速增加。Lazada 是东南亚最大的电商平台，运营据点遍及印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国及越南，目前东南亚市场网络渗透率仍然在快速提升，未来东南亚和印度市场也是阿里巴巴集团投入的重点。2018 年 3 月阿里巴巴集团向 Lazada 增资 20 亿美金，同时彭蕾出任 Lazada 首席执行官，充分表明阿里巴巴集团对东南亚市场的重视程度。在国内流量红利遭遇瓶颈的背景下，海外 B2C 市场的拓展成为阿里巴巴集团的战略重点，因此我们预计未来国际零售将是阿里巴巴核心电商增长的另一个重要推动力。

图表14： 2014 财年至今国内批发业务收入和同比增速



资料来源：阿里巴巴财报，中信建投证券研究发展部

图表15： 2014 财年至今国际零售业务收入增长和同比增速

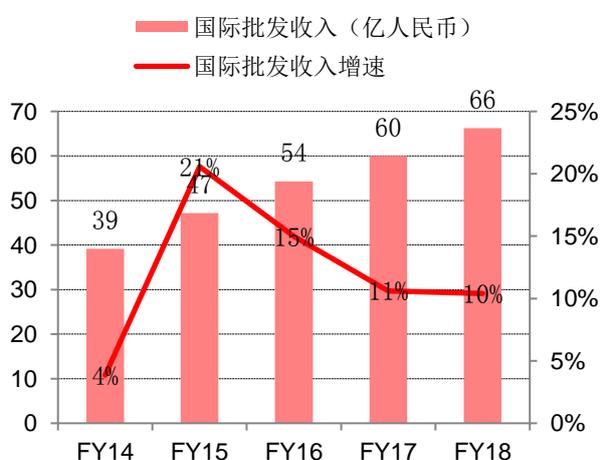


资料来源：阿里巴巴财报，中信建投证券研究发展部

国际批发： 2018 财年实现收入 66 亿元，同比增长 10%，上市以来一直增长缓慢。

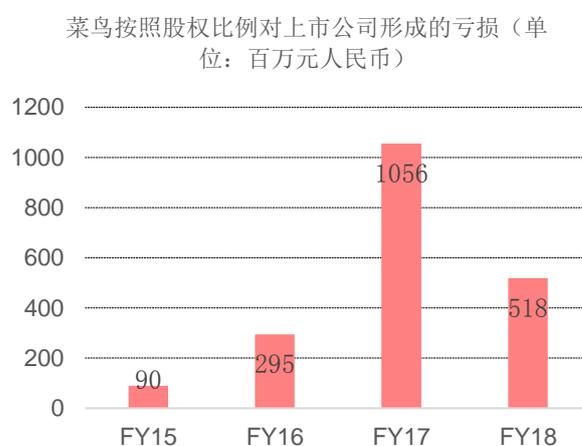
菜鸟网络： 2017 年 10 月中旬阿里巴巴集团正式成为菜鸟控股股东，菜鸟收入首次整体并入上市公司报表。菜鸟网络致力于建设全球开放式、社会化物流基础设施，建立起全球的智能骨干网络，使得国内快递 24 小时到达，全球快递 72 小时达到。因此菜鸟一只在构建数据基础设施、与合作伙伴等一起建设和升级物流基础设施，并在基础设施上做数据产品，帮助商家和合作伙伴提升物流效率，全局优化物流。同时国内还形成菜鸟联盟，提供标准的公共服务品牌、公共售后服务体系等，做行业标准。2018 财年并表近半年，扣除阿里巴巴集团内部的关联收入，菜鸟网络贡献收入为 67.59 亿元。

图表16： 2014 财年至今国际批发业务收入和同比增速



资料来源：阿里巴巴财报，中信建投证券研究发展部

图表17： 菜鸟网络按照股权比例对上市公司形成亏损（单位：百万元人民币），FY18 菜鸟亏损收窄

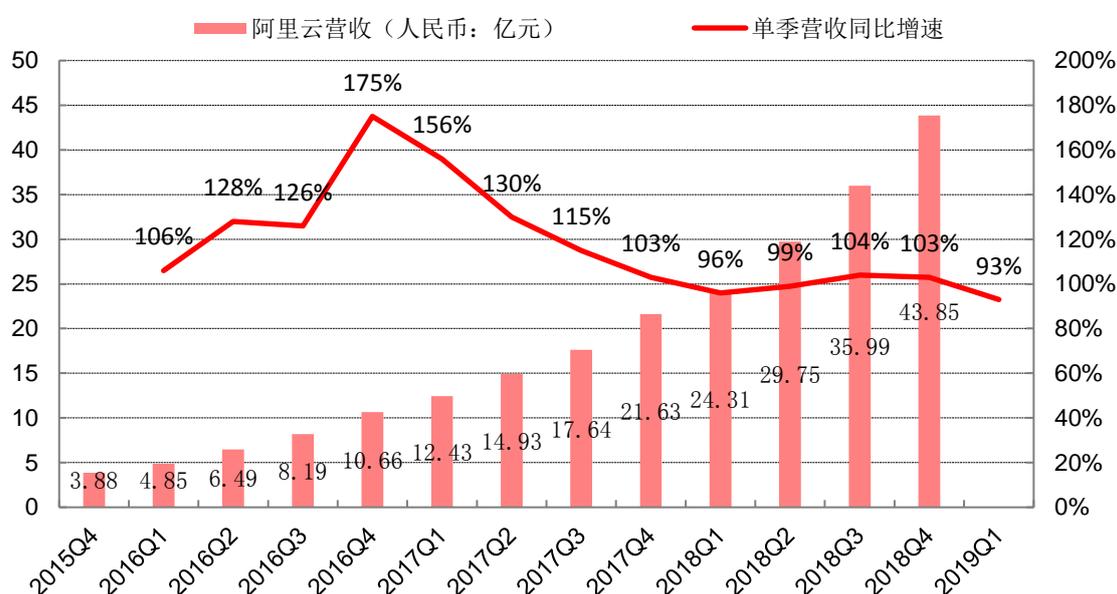


资料来源：阿里巴巴财报，中信建投证券研究发展部

2) 云计算业务

2018 财年阿里云收入达到 133.9 亿元，同比增长 101%，占营收占比 5.4%，EBITA Margin 是-6%，相比 2017 财年-7%，亏损有小幅收窄。2019Q1 收入为 7.1 亿美金（46.98 亿元人民币），自阿里云单独公布收入以来，阿里云已经连续 12 个季度收入同比增速都接近或者超过 100%。目前阿里云付费用户已经突破 100 万，财报显示增速最快的云产品仍然是对于流媒体加速的 CDN 需求以及云端存储的需求。和蚂蚁金服、菜鸟网络一样，阿里云作为阿里巴巴集团的底层基础设施业务，除了对外提供服务，还支撑着阿里巴巴数据王国的正常运转。

图表18： 阿里巴巴集团云计算收入连续 12 个季度接近 100%同比增长



资料来源：阿里巴巴财报，中信建投证券研究发展部

3) 数字媒体及娱乐和创新业务

公司数字媒体及娱乐业务 2018 财年收入为 195.6 亿元，同比增长 33%，略超市场预期，主要得益于 UC 浏览器增值业务和优酷土豆付费订阅的增长驱动。2018 财年该板块 EBITA Margin 为-42%，仍然是由于优酷土豆日益增长的内容版权购买支出造成较大的亏损。

4) 创新业务和其他

创新业务和其他业务板块 2018 财年收入为 32.9 亿元，相比 2017 财年 29.9 亿元大大减少的原因是盒马鲜生的收入从该板块移到核心电商板块中，目前公司创新业务板块主要包括高德地图、钉钉以及 AliOS（车联网）的收入。

图表19： 阿里巴巴生态系统全景图



资料来源：阿里研究院，中信建投证券研究发展部

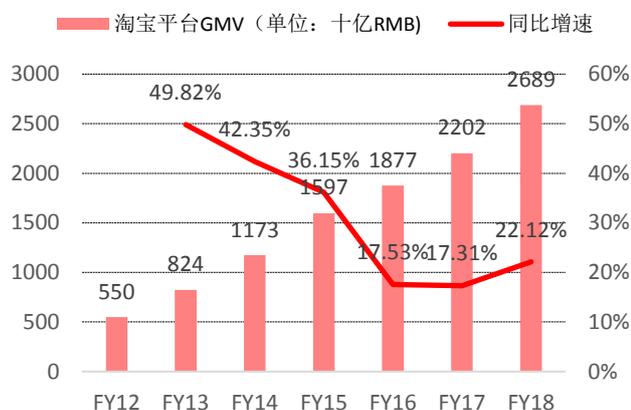
2. 国内线上零售流量红利消失，线上融合线下新零售为电商板块带来新机遇

2.1 国内零售板块：淘宝向个性化智能化方向发展、天猫成为阿里巴巴新零售主引擎

2.1.1 淘宝网：阿里巴巴流量根基，受社交电商挑战，智能化和个性化是未来发展关键

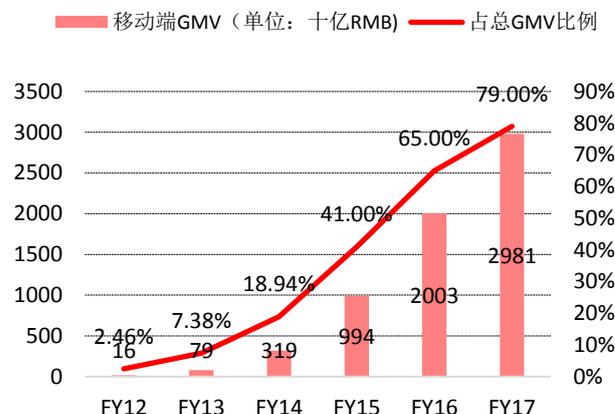
淘宝网是中国目前交易体量最大的网络购物零售平台，是阿里巴巴国内零售的流量根基。淘宝创立于 2003 年 5 月 10 日，成立之初宣布 3 年内免费吸引商家入驻，2005 年 10 月继续实行免费 3 年，迅速将大量中小企业吸引到线上销售商品，由于支付宝担保交易使得用户在线交易信任程度大大提升、同时融资充裕情况下大规模成功的市场营销推广、更适合中国消费者的多种个性化功能推出等多种原因，淘宝在中国市场超过并逐步逼退 Ebay，从 2003 年到 2005 年，淘宝网的市场占有率增长了大约 7 倍，从原来的 8% 到达 58.6%，跃居中国网购市场第一名。2004-2009 年淘宝网在 C2C 的市场份额从 41% 增长到 82%，2010 年至今淘宝一直是 C2C 市场的第一大电商平台。2017 年淘宝平台 GMV 达到 2.7 万亿人民币，占整个网络零售总额 38% 的比例，而淘宝和天猫平台加起来占网络零售总额比例高达 69%。截至 2018 年 6 月淘宝平台上聚集了 980 万户中小卖家，每天在线商品数量超过 8 亿件，淘宝网仍然是中国交易体量最大的网络购物零售平台，阿里巴巴的流量奶牛。

图表20: 近7个财年淘宝平台GMV和同比增速



资料来源: 阿里巴巴财报, 中信建投证券研究发展部

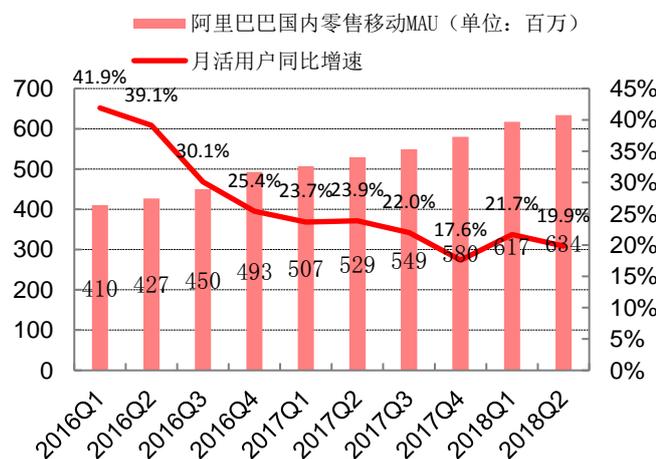
图表21: FY13-FY17 移动端 GMV 占总 GMV 占比



资料来源: 阿里巴巴财报, 中信建投证券研究发展部

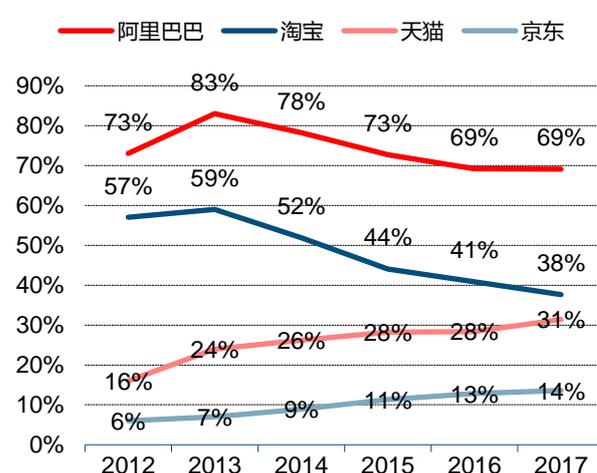
2018年4月份淘宝、京东、天猫、拼多多、月活跃人数分别达4.4亿、1.8亿、0.6亿、1.1亿,手机APP渗透率分别为56%、22%、8%、22%,用户七日留存率分别为71%、65%、63%、71%,淘宝在移动购物领域APP中排名第一。根据2018年4月联通沃指数之移动应用APP排行榜,2018年3月份手机淘宝、天猫、京东、唯品会的户均月流量分别为50.32MB/12.28MB/18.83MB/23.07MB。根据阿里巴巴最新季报数据,月活跃用户数达6.34亿,新增用户0.17亿,淘宝目前仍然是中国移动购物领域最具价值的流量平台,仍然是阿里巴巴国内零售线上的流量根基。

图表22: 阿里巴巴国内零售移动端MAU和同比增速



资料来源: 阿里巴巴财报, 中信建投证券研究发展部

图表23: 中国各大网零平台GMV占网零总额比例

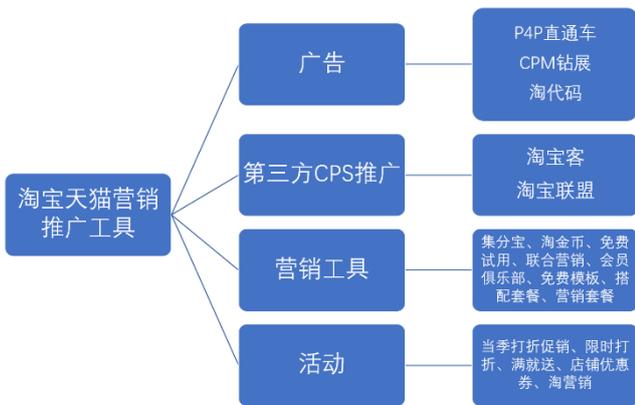


资料来源: 艾瑞咨询, 极光大数据, 中信建投证券研究发展部

淘宝主要依靠商家购买广告服务和淘宝旺铺租金实现收入和盈利,广告单价提升使得淘宝商铺越来越难依靠低价流量获取客户实现销售,近年广告收入年复合增速显著高于平台GMV增速。不同于天猫商铺要收取交易佣金,淘宝商铺除了旺铺使用费主要成本来自于营销推广,即站内和站外的推广获客费用。淘宝天猫为店铺提供广告服务主要包括P4P直通车、钻展、淘代码等广告手段以及第三方推广渠道淘宝客,同时对店铺装修、商品展示橱窗有更高要求的商品提供淘宝旺铺,每月收取固定租金。FY2018年阿里巴巴集团国内零售的广告收入达到1143亿元人民币,同比增长47.4%,由于广告产品单价的上涨以及淘宝天猫平台广告购买总量的增加。

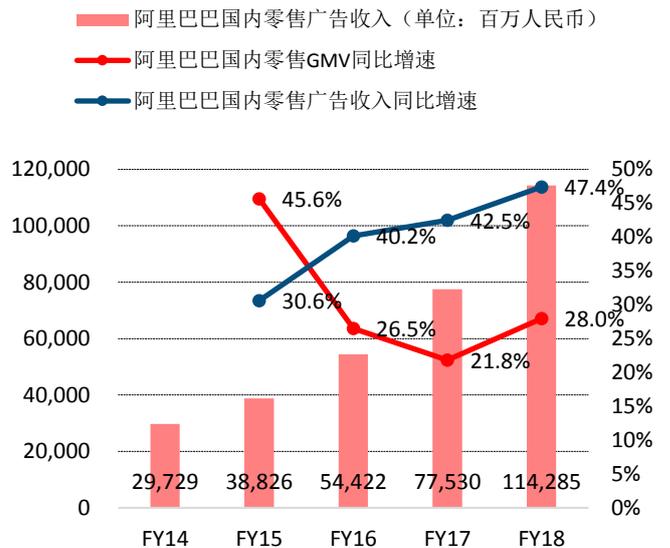
2016 年以来流量价格和营销成本迅速提升，平台展示广告单价不断增加，广告占淘宝商铺成本比重越来越高，加上阿里巴巴战略性将流量向天猫倾斜，淘宝平台上广大中小商铺面临难以依靠低价流量获取客户的困难。FY2014~FY2018 公司国内零售广告业务收入年复合增速为 40.02%，远高于国内零售 GMV 的增速 30.19%的年复合增速，一方面说明平台广告单价价格上涨较快，一方面也说明在淘宝基于大数据“千人千面”等个性化推荐功能逐步成熟，客户点击总量增加。

图表24： 淘宝天猫平台为卖家提供的营销推广工具总结



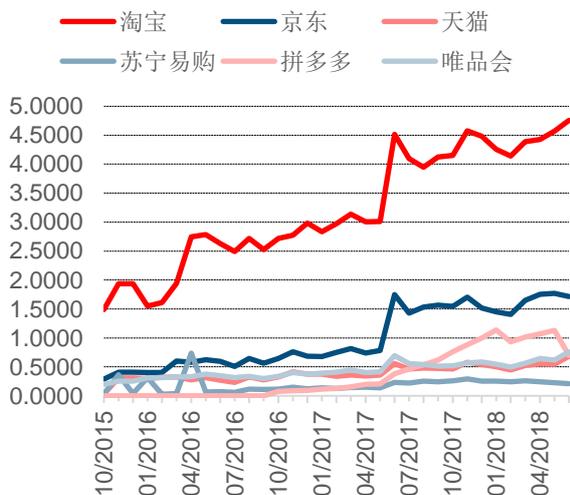
资料来源：互联网资料整理，中信建投证券研究发展部

图表25： 公司国内零售业务广告收入及同比增速，国内零售GMV同比增速对比

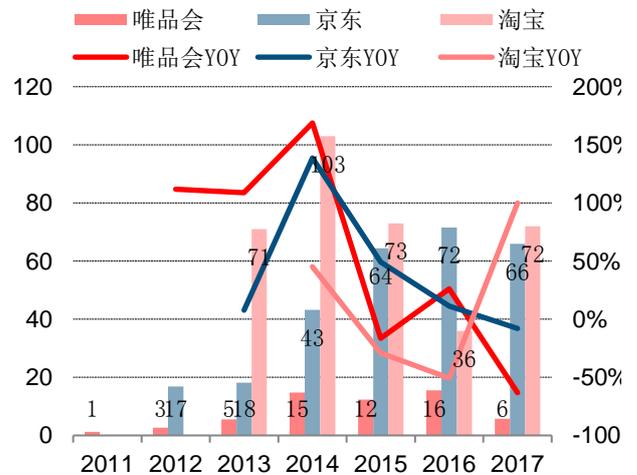


资料来源：阿里巴巴财报，中信建投证券研究发展部

图表26： 网络购物移动应用 MAU (亿人)



图表27： 淘宝、唯品会、京东新增用户 (百万) 及同比增速



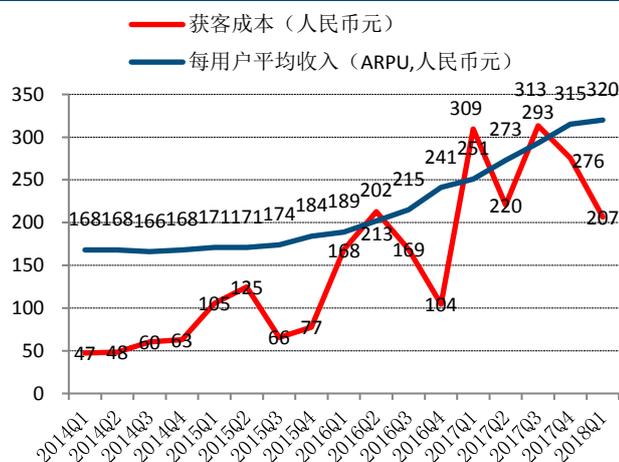
资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

移动端渗透率达到瓶颈、流量向天猫商家不断的倾斜促使 FY2016 以后淘宝 GMV 增速明显放缓。FY2017 阿里巴巴集团国内零售移动端 GMV 占总 GMV 占比达到 79%，实际上反映出智能手机渗透率的瓶颈、一线二线城市网购渗透率的饱和。更重要的是随着消费升级以及阿里巴巴集团将流量向天猫商家不断的倾斜，使得淘宝 GMV 增速在 FY2016 以后迅速放缓，FY2018 淘宝平台 GMV 达到 2.89 万亿人民币，同比增速 22.12%，FY2016~FY2018 淘宝平台 GMV 的年复合增长率为 19.69%。

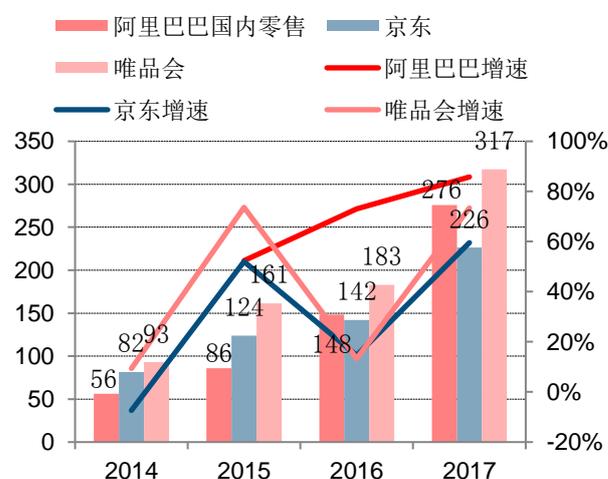
网络购物渗透率逐步提升，线上流量红利逐步消失，淘宝移动端增长触碰瓶颈，各大电商平台都在寻找提升客单价、转化率、复购率的方法。2017 年互联网月度活跃设备数稳定在 10 亿以上，增长缓慢；移动电商用户活跃用户规模超 7 亿人，渗透率达到 65.9%，移动互联网红利达到瓶颈，尤其在一线和二线城市。各电商平台新增月活跃用户平均引流成本（获客成本）逐年上升，阿里巴巴国内零售获客成本从 2014 财年 Q1 的 47 元上升到 2018 财年 Q1 的 207 元，增长幅度 336%，其中 2017 财年年 Q3 获客成本历史最高为 313 元。淘宝、京东、唯品会在 2015 年之前的获客成本普遍低于 100 元，2015 年以后获客成本迅速增长，唯品会 2017 年获客成本高达 317 元，同比增长 73%；阿里巴巴和京东则分别达到 276 元、226 元，同比增长 86%、59%，中国四线城市以上线上流量红利的逐步消失使得各大互联网公司获客成本快速上升。在线上流量红利消失背景下，各大平台都在寻找新的流量入口和提升客单价、转化率、复购率的方法。

图表28： 阿里巴巴国内零售获客成本和 ARPU



资料来源：阿里巴巴财报，中信建投证券研究发展部

图表29： 阿里巴巴国内零售、京东和唯品会获客成本及增速 (按照自然年统计)

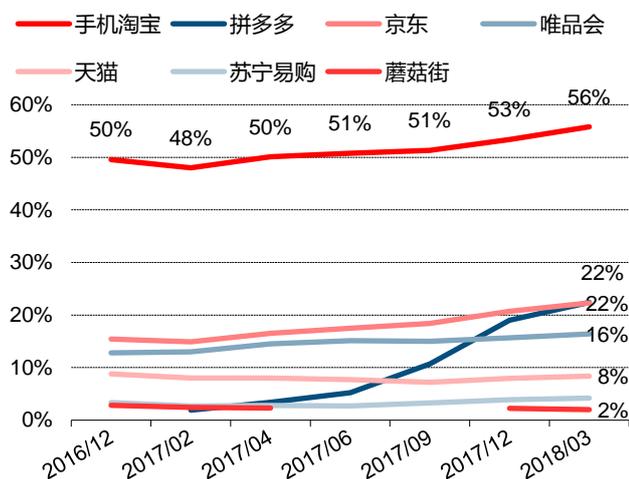


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

淘宝成立十五周年之际，以拼多多们为代表的社交电商崛起，阿里巴巴流量根基受到挑战。依靠微信平台的庞大流量基数，拼多多是近年崛起发展速度最快基于腾讯流量体系的社交电商，拼多多 2017 年初月 GMV 20 亿，2017 年底达到月 100 亿，2018 年 3 月增长至 400 亿，目前已成长为电商平台仅次于淘宝、京东的独角兽。拼多多抓住三线及以下城市商业发展消费升级的机会，主打拼团和低价爆款，复制淘宝免佣金吸引商户入驻的模式，同时社交打法实现了低成本裂变。最近两年阿里、京东等主流平台转向消费升级、品质化升级，去爆款和提高客单价，对中小卖家支持力度降低，这为拼多多留出很大的腾挪空间和发展机遇。拼多多顺势接盘被消费升级挤出的中小卖家，抢夺三四线消费人群，迅速崛起，把握了互联网下沉、主流平台品质化升级的绝佳时机。同时拼多多多靠微信流量平台，微信月活跃用户已超过 9 亿，是覆盖用户规模最大，打开频次最多，人均使用时间最长的应用，拼多多抓住了微信平台的流量红利利用低成本获客。除了拼多多外，以微信流量为基础

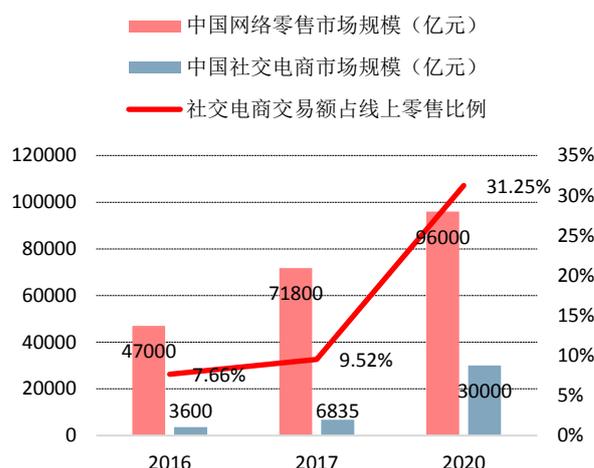
的云集电商、有赞等社群电商，借助资本力量和社交裂变式的推广方法，也在近年获得快速增长，社交电商的崛起也在挑战着淘宝平台的流量根基。

图表30： 2016~2018Q1 网络购物移动应用渗透率,拼多多渗透率快速提升



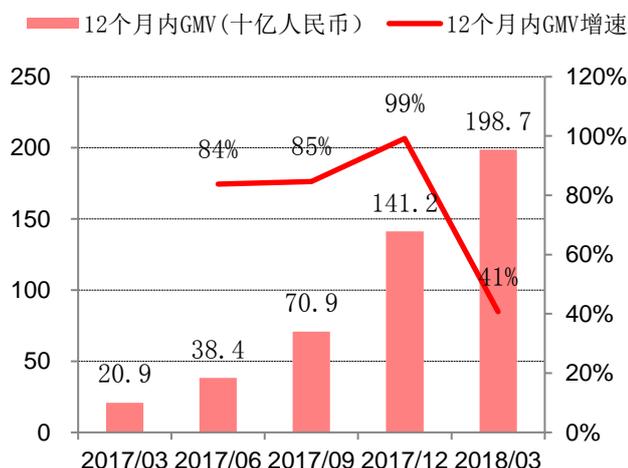
资料来源：极光大数据，中信建投证券研究发展部

图表31： 社交电商规模和市占率，2020年社交电商交易额有望达到线上零售31%的比例



资料来源：前瞻网，中信建投证券研究发展部

图表32： 拼多多 12 个月内 GMV 和同比增速



资料来源：拼多多招股书，中信建投证券研究发展部

图表33： 拼多多 12 个月年活跃买家数量和年度消费金额



资料来源：拼多多招股书，中信建投证券研究发展部

为了弥补“流量入口”匮乏，2017~2018年阿里巴巴加大对线上和线下流量入口平台和垂直电商投资布局，为电商零售业务引流。不管是不是出于腾讯系把控线上流量入口的焦虑和社交电商在低线市场的迅速崛起，公司2018年增加了对垂直领域内容社交电商和农村电商平台的投资，如宝宝树、小红书、汇通达，甚至在7月份150亿元入股分众传媒，看中其线下庞大的流量入口。

图表34： 2017年~2018年阿里巴巴对线上线下流量入口投资总结

公司名称	投资时间	投资金额	投资方	估值
分众传媒	2018年7月	150亿	阿里巴巴	
宝宝树	2018年6月	10亿左右	阿里巴巴	140亿
小红书	2018年6月	3亿美元	阿里巴巴等	30亿美元
汇通达	2018年4月	45亿	阿里巴巴等	超200亿
ofo	2018年3月	8.66亿美元	阿里巴巴等	
魅力惠	2017年1月	无透露	阿里巴巴	

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

发力低线城市和农村市场布局新零售，农村淘宝战略升级，投资布局加速。面对流量饱和的一二线城市现状，向低线城市和农村市场发展成为互联网巨头共同目标，农村淘宝目前已经覆盖全国29个省700多个县30000多个村点，阿里巴巴零售平台上目前有超过100万的农民网商，有超过1000亿元的农产品年销售额，2018年村淘战略继续升级，加大资源投入，如为上万名村小二提供送装一体培训，在全国多个省份设置中心县仓，缩短物流周期，实现物流次日达、家电上门装的服务。2018年4月阿里巴巴45亿元入股农村电商平台汇通达，汇通达通过为农村的“夫妻老婆店”提供商品、金融、信息和营销等整个体系与供应链的支持，对农村的零散销售店进行整合，重点经营家电、农资、农机、电动车、酒水等品类。目前汇通达的业务已经覆盖了全国18个省份、15000多个乡镇，累计发展并服务80000多家乡镇“夫妻店”，2010年至2016年，汇通达的复合增长超过100%，由于汇通达比阿里巴巴更了解农村市场，因此成为公司在农村市场最重要的合作伙伴。

未来淘宝将依然是阿里巴巴生态的根基，和天猫满足品质、确定性的需求不同，未来淘宝将走向智能化和个性化，将为消费者创造更多的个性化需求，创造好的品牌，满足用户在淘宝上得到生活与消费的乐趣。未来淘宝将继续向“智能化”“个性化”方向发展，从以前的发现需求到创造需求，才能继续成为“万能的淘宝”。结合发展战略，淘宝未来发展目标和措施包括：**1) 创造品牌：**加大对特色、原创设计商家以及定制化商品的扶持力度，从营销、消费者触达、大数据孵化等多方面对特色商家赋能，帮助特色商家的发展；**2) 增加流量入口、增加用户覆盖范围：**农村淘宝战略升级，增加农村淘宝覆盖力度和投资力度，未来三年目标覆盖1000个县和15万个村庄；通过投资和战略合作的方式，与点播、短视频、垂直电商、直播等各种内容新媒体合作，增加站外引流；面对社群电商的竞争，淘宝也推出了特价版、并增加了亲情号功能，目的是触达价格敏感用户群和中老年消费群体。**3) 内容化运营提升用户粘性：**2016年开始淘宝不断向内容化社区化运营的转型，改善微淘体验，完善淘宝直播、淘宝头条等多种内容产品，同时培养和扶持网红达人，目的就是希望通过内容化运营增加用户使用粘性和APP使用时长，提升购买转化率和老用户复购率。**4) 多种手段促进复购率和转化率：**一方面推出新的工具引导商家精细化运营，从流量运营思路转化成人群运营。另一方面增强用户体验，不走低价、假货的老路，维护正规商家和消费者的权益，对假货零容忍。不断完善“千人千面”推荐算法以及精准用户画像，使得推荐更精准。淘宝未来在新总裁带领下是否能实现个性化的转型值得期待。

图表35： 淘宝平台未来发展战略和目标总结

淘宝平台战略	目标	措施
	创造品牌、创造个性化需求	<p>加大力度扶持特色、原创设计的商家，比如创客、KOL、红人、设计师，并扶植有独特风格或定制化的商品。利用营销活动、自运营体系、消费者触达、能力成长、大数据孵化等方面对特色商家进行赋能升级。目前淘宝平台上汇集了 10 万家+的特色商家，近年淘宝陆续涌现出儿童家具、孕妇彩妆、大码服饰、编程玩具、改良汉服、宠物服饰、小户型家居等超过 2000 个特色细分市场，去年和“设计、原创”相关的搜索超过 10 亿次，销售规模超过 100 亿。</p> <p>农村淘宝 2018 年战略升级：未来通过复制城市的新零售布局，打造天猫优品农村线下零售品牌和淘乡甜品牌，建成营销、销售、物流、服务四合一的“上下行渠道体系”，从而获取增量农村市场和消费者。目前农村淘宝已覆盖 29 个省级行政区域，超 700 个县，有着近 3 万个天猫优品服务站，近 6 万个村小二和淘帮手。未来 3 年内目标是覆盖 1000 个县、15 万左右村庄。</p>
	增加流量、渠道下沉、增加用户覆盖范围	<p>除了传统网站和搜索引擎导流，广泛和新媒体合作，通过投资线上线下流量入口，和点播、短视频、直播等内容平台厂商合作，增加站外引流。</p> <p>推出淘宝特价版，分级消费吸引更多用户</p>
向智能化、个性化方面发展	内容化运营提升用户粘性	<p>淘宝推出的“亲情账户”，希望触达更多、中老年消费群体</p> <p>培养淘宝内容生态：加强内容运营和制作，提升用户使用 APP 的时长。经过多次改版升级，改善微淘体验，完善淘宝直播、淘宝头条、淘宝达人、爱逛街、淘宝圈子、有好货推荐等内容入口，增加用户使用粘性和使用时长</p> <p>扶持网红也是淘宝内容生态最重要的一方面内容，利用网红自带流量和粉丝，吸引用户提供新的运营工具，引导商家从流量运营走向人群运营，努力提升老客户的复购率，提供商家群、客服号主动邀请，使得商家与客户互动频率增加</p>
	提升复购率和转化率	<p>增强用户体验，不走低价、假货的老路，维护正规商家和消费者的权益，对假货零容忍</p> <p>不断完善“千人千面”推荐算法以及精准用户画像，使得推荐更精准。2016 年正式推出，它依靠淘宝网庞大的数据库，从细分类目中抓取与买家兴趣点匹配的宝贝推广，即针对不同的消费者推荐不同的商品，这个策略会对消费者的标签和店铺商品的标签进行匹配，消费者标签会根据客户的商品属性、消费水平及网络浏览行为等进行更新。千人千面帮助锁定潜在买家，实现流量精准分配和更高的流量价值，提高了用户购买的可能性，很好地实现了去爆款化、优质产品轮播、防止数据作假、限制刷单的目标。</p>
	提升效率	<p>利用新的技术优化服务，如 AI 客服</p> <p>打通卖家与线下生产制造：如淘工厂使得生产效率提升，产品销售模式改变</p>

资料来源：互联网资料整理，中信建投证券研究发展部

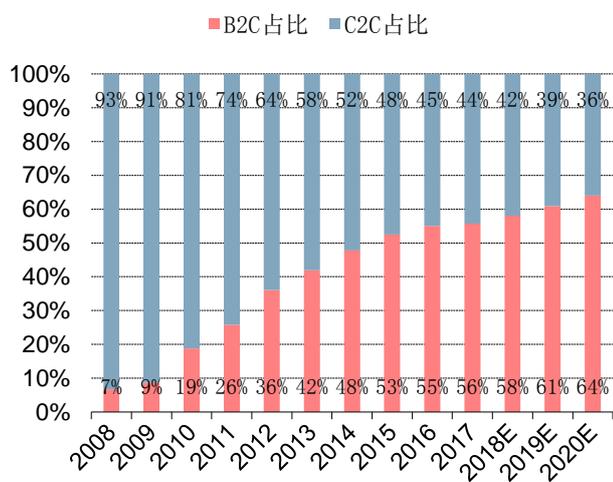
2.1.2 天猫：消费升级零售 GMV 增长驱动力，新零售战略围绕品牌全域营销将带动天猫平台持续增长

消费升级浪潮下，阿里巴巴流量向天猫倾斜、优质品牌不断入驻，天猫 GMV 实现快速增长，预计未来 GMV 将超过淘宝。2008 年 4 月淘宝商城即后来的天猫成立，到 2011 年上半年，淘宝商城已经是国内最大的 B2C 平

台，占据国内超过 50% 的 B2C 市场份额。为了朝更专业的方向发展，2011 年 6 月，阿里巴巴集团正式将淘宝网一拆为三，分为淘宝网(C2C)、淘宝商城(B2C)、一淘网(购物搜索)。淘宝商城正式以独立公司身份开始运营，并在 2012 年 1 月 11 日正式更名天猫。随着居民可支配收入的增长，消费者品牌意识觉醒，网购需求从“便宜”逐步转向“质量和品质”，中国网络零售 B2C 模式兴起并进入高速发展阶段，让电商平台展开了新一轮拉锯战。从单纯的功能性需求到精神需求，因此中国网上零售市场中 B2C 份额逐步增加，2017 年中国 B2C 模式占据网络零售 56% 的份额，B2C 电商快速崛起过程中，不仅仅天猫和京东获得高速增长，唯品会、网易严选等兼顾质量与品牌的 B2C 电商平台也发展壮大获得消费者喜爱。

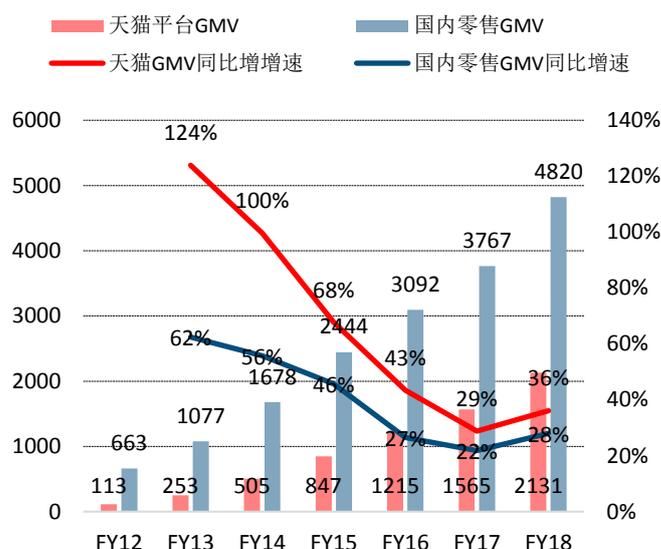
正是在消费升级和品质化战略下，天猫签约商家数量快速增加，2018 年天猫入驻商家数量达到 15 万家，截至 2017 年 3 月福布斯排行榜中消费者最喜爱的 TOP 100 品牌有 75% 都入驻了天猫，并且阿里巴巴集团不断在流量、扶持和支持力度上向天猫倾斜，促进天猫 GMV、客单价上的提升。FY2018 年天猫平台 GMV 达到 2.13 万亿人民币，同比增长 36.2%，占阿里巴巴集团国内零售 GMV 44%，且近年天猫 GMV 增速一直大幅高于阿里国内零售整体 GMV 增速，成为公司电商 GMV 增长核心驱动力。目前天猫也成为成为全球品牌实现新零售转型的主阵地，成为引领中国品质消费的主引擎。

图表36： 2011-2017 年中国网上零售市场结构组成，消费升级背景下 B2C 电商市场份额快速增加



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

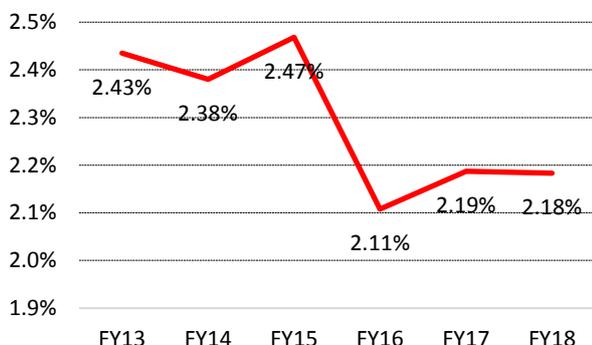
图表37： FY13-FY18 天猫 GMV 和同比增速，以及公司国内零售 GMV 和同比增速（单位：十亿 RMB）



资料来源：中信建投证券研究发展部

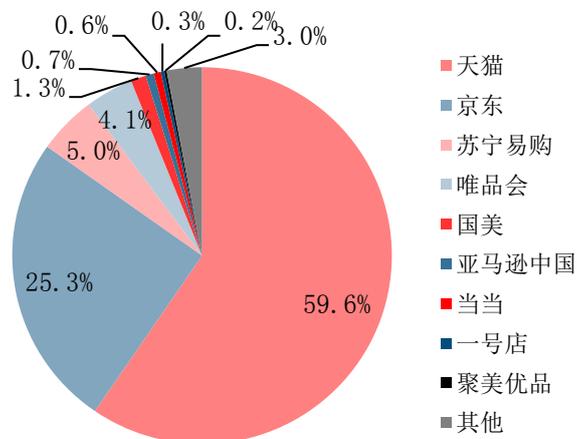
天猫平台收入过去主要来自于网络营销服务（包括平台技术服务费、广告）和交易佣金收入，FY14~FY17 交易佣金占天猫国内零售业务总收入占比平均为 31%，FY2018 天猫交易佣金收入达到 465 亿人民币，平台交易佣金率为 2.18%，FY2014~FY2018 天猫平台平均交易佣金率呈现略有下降的趋势，主要原因是天猫平台在促销活动中给予一定让利和佣金折扣，因此天猫交易佣金收入同比增速近年略低于天猫平台 GMV 的增长。虽然天猫平台交易佣金没有上涨，近年平台营销工具单价上涨较快，无论是 P4P 直通车、还是钻展等展示广告单价上涨较快，因此平台营销流量成本越来越高，这也是淘宝 C 店无法再单纯砸流量带来收入的原因之一。

图表38： 天猫平台平均交易佣金率，近年呈现略微下降趋势



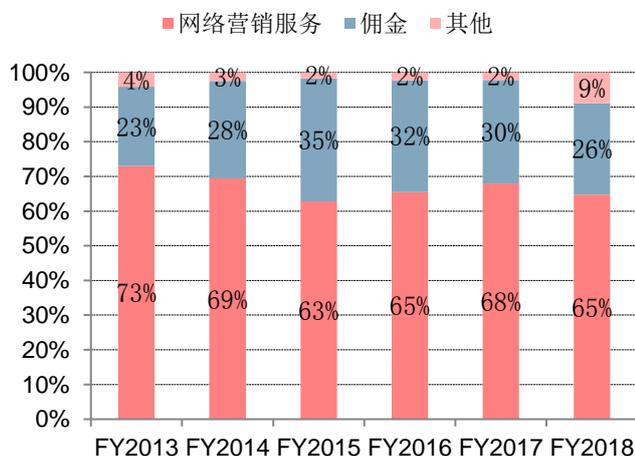
资料来源：阿里巴巴财报数据计算得到，中信建投证券研究发展部

图表39： 2018年第一季度我国 B2C 市场交易份额



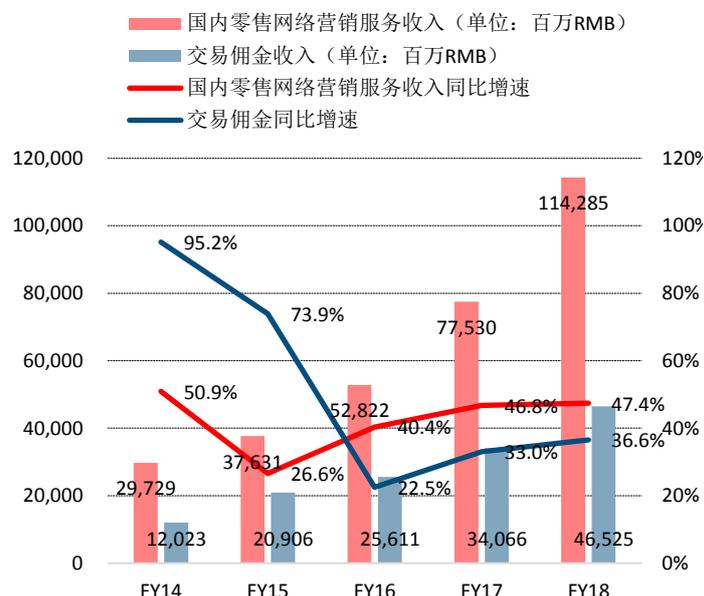
资料来源：易观分析，中信建投证券研究发展部

图表40： 阿里巴巴国内零售收入构成



资料来源：阿里巴巴财报，中信建投证券研究发展部

图表41： 阿里巴巴国内零售网络营销服务收入、交易佣金收入和同比增速

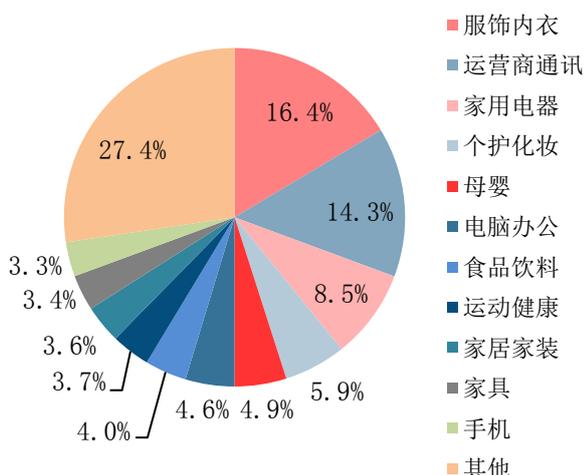


资料来源：阿里巴巴财报，中信建投证券研究发展部

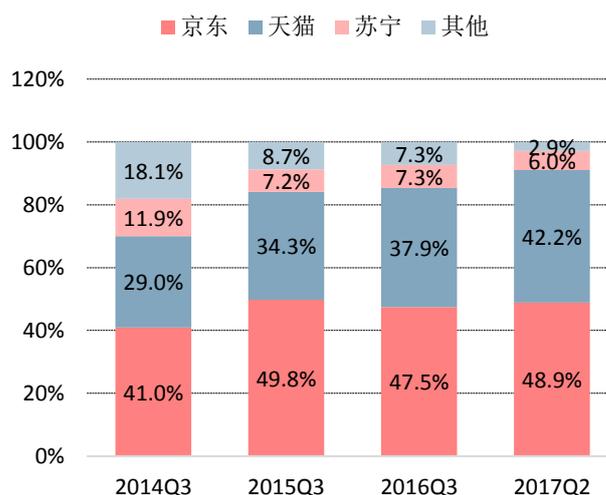
天猫持续多年位居中国 B2C 电商市场龙头，市占率保持在 50% 以上，服饰、个护美妆品类是天猫现金奶牛，2017~2018 年天猫 3C 和家电销量保持高增长，市占率稳步提升。截至 2018 年第一季度，天猫在国内 B2C 电商市场占有率保持第一，市场份额达到 59.6%，京东、苏宁易购、唯品会市占率排在第 2~4 位，分别为 25.3%、5% 和 4.1%，头部电商平台市占率在不断提升，马太效应明显，2014 年 Q4 除去排名前四 B2C 电商平台市占率整体为 80%，到 2018 年 Q1 前四名市占率达到 91%。2017 年天猫公布一级类目销售额来看，服饰内衣、家用电器、

个护化妆和母婴用品几个品类贡献了销售额前四，占比贡献超过 30%，其中服装品类（包括女装、男装、童装、内衣家居服等）交易额达到 2737 亿元，同比增长 39.6%。由于服饰的高毛利和高增长，多年来一直是天猫平台的现金奶牛，是天猫最重要的交易品类，截至 2017Q2 天猫占据网购服饰交易 80% 的市占率。京东服饰类目近年增长较快使得天猫不得不逼迫头部服饰品牌做出“二选一”的策略，以遏制京东服装收入的增长，2017 年前夕又有近 40 个服装品牌退出京东，也直接造成京东 2018Q1 女装品类销售额出现下滑。2017 年大家电、手机在天猫平台销售额增速都高于平台 GMV 增速，是天猫 2017 年的销售亮点，2017 年大家电类目实现 603 亿销售额，同比增长 65.7%；手机销售额 650 亿，同比增长 49.1%。近年天猫联手苏宁持续在家电和 3C 线上销售发力，2014~2017 年天猫在 B2C 市场 3C 和家电品类销售额市占率稳步提升，从 2014 年 29% 市占率提高到 42.2%。相比京东，天猫家电品类多，且小家电销售占比较高，天猫小家电零售额线上占比已达 53%，是小家电第一零售平台。

图表42： 2017 年天猫商城销售额前十类目



图表43： 中国 B2C 市场各平台 3C 和家电产品交易额占比，天猫市占率稳步提升

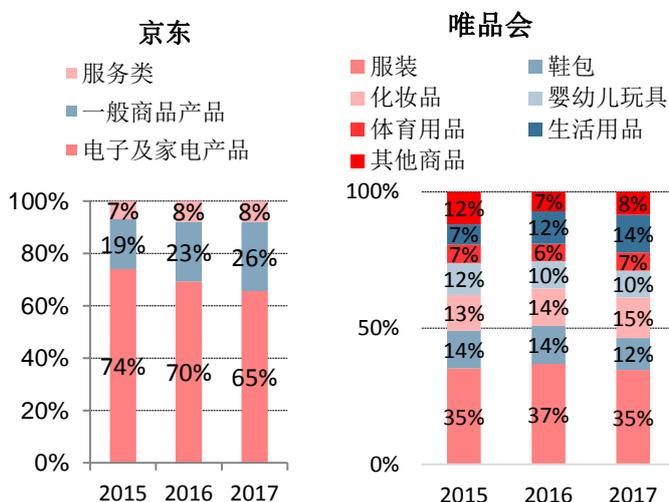


资料来源：电商魔镜，中信建投证券研究发展部

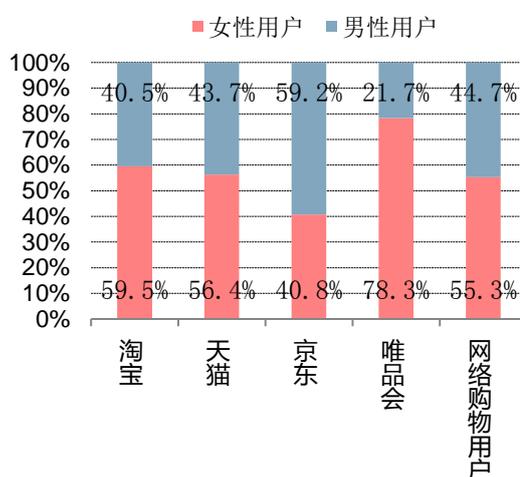
资料来源：易观分析，中信建投证券研究发展部

相比京东、唯品会、苏宁易购等 B2C 平台，天猫品类最全、用户覆盖最广，未来天猫淘宝将继续加强对四线城市及以下地区、农村地区用户覆盖，并在品类上加强快消、生鲜品类的覆盖。天猫在服饰、通讯服务、美妆、3C 和家电等众多行业收入占比较为平衡，商品品类最全面，相比之下京东、唯品会都有某些垂直品类商品占比较高。尽管近年 3C 和家电占京东总收入占比不断下降，2017 年占比仍然有 65%，是京东收入核心来源。而唯品会收入结构中，来自于服饰、美妆、生活用品、母婴产品等四个类目占比高达 70%。同时从用户性别分布来看，京东男性用户占比接近 60%，唯品会女性用户占比高达 74%；从用户城市分布来看，京东一线城市用户占比显著高于其他 B2C 平台，一线和二线城市用户占比超过 60%；而淘宝天猫、唯品会用户按城市等级分布较为平均，在三线、四线城市及以下用户占比都有 50%；唯品会与京东重合用户比例较低，以下都是京东受到天猫在服饰品牌领域“二选一”打击后和腾讯联手入股唯品会的核心原因：在服饰和时尚供应链上的补充，用户群上的互补。FY2019Q1 财报中，阿里巴巴单季度新增年度活跃用户达到 2400 万，得益于淘宝、天猫在四线城市及以下地区、农村地区的持续加大力度推广。

图表44： 京东、唯品会分品类收入占比



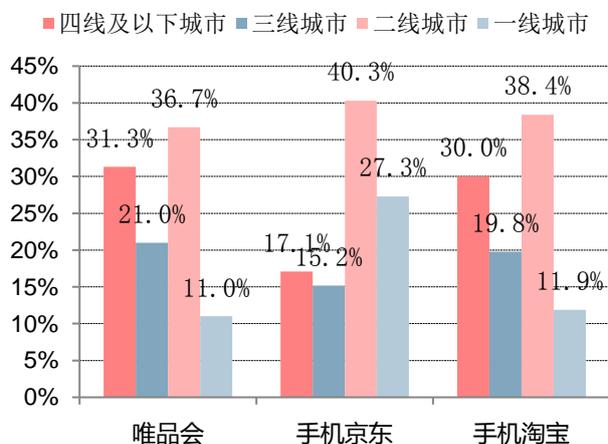
图表45： 2017年 B2C 电商平台按照性别分布比例



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

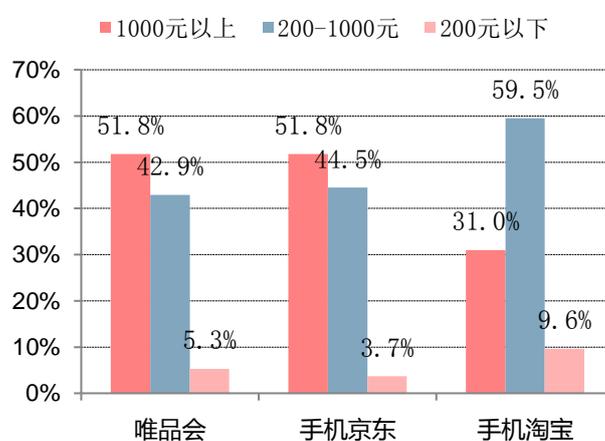
资料来源：易观分析，极光大数据，中信建投证券研究发展部

图表46： 2017年 618 三大电商平台用户按城市等级分布



资料来源：QuestMobile, 中信建投证券研究发展部

图表47： 2017年 618 三大电商平台用户平均消费金额分布



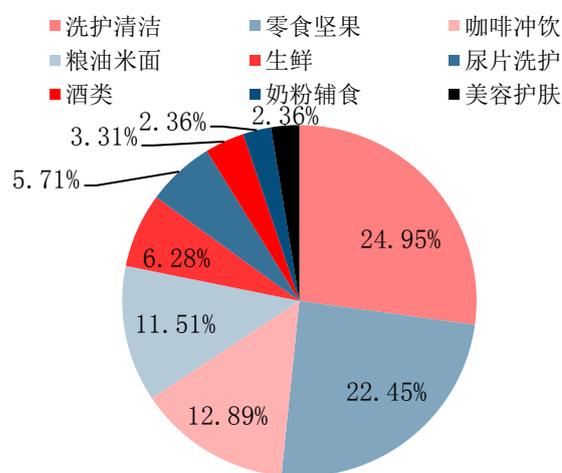
资料来源：QuestMobile, 中信建投证券研究发展部

三年内天猫架构 3 次调整，为适应新零售更好为品牌和商家提供一体化线上线下服务，明确天猫在阿里巴巴新零售主力军地位。以前天猫旗舰店、天猫超市、聚划算都有各自的负责人和品牌对接，2016~2018 年经过多次组织架构调整，天猫将所有营销资源整合到一起，为品牌提供“四位一体”的一站式服务。2018 年 3 月为了适应更多新零售场景，在上次架构调整基础上新成立三大事业部，分别为：天猫消费电子事业部，天猫美家事业部，天猫新零售平台事业部。天猫在服饰、美妆、快消等领域已经占据了绝对优势，天猫的这次调整将重点放在还有提升空间的消费电子上，并且新增布局的家装和汽车行业。天猫新零售平台事业部将整合阿里巴巴集团云+端的基础设施、数字化能力和大数据资源，进一步推进品牌商家的新零售升级。天猫的地位也从线上 B2C 平台转变成阿里巴巴集团消费升级主引擎、品牌数字化转型主引擎、阿里新零售主力军。

图表48： 2018年3月天猫最新组织架构



图表49： 2017年天猫超市各品类销售占比



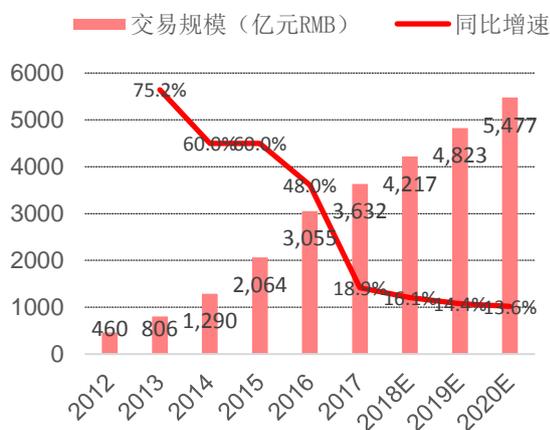
资料来源：亿邦动力网，中信建投证券研究发展部

资料来源：电商魔镜，中信建投证券研究发展部

天猫超市与天猫协同为品牌提供运营服务和一体化解决方案，提升快消尤其是生鲜品类线上销售渗透率，提升阿里零售电商平台复购率。天猫超市是与淘宝、天猫和聚划算并列的第四个消费者平台，主打线上商超和快销产品零售。2017年天猫超市购买用户数达到1.1亿，232个细分品类的销售额增长超过150%，2017年，天猫超市总销售额为389亿元，相比2015年增长了200%以上。根据电商魔镜，9个类目贡献了天猫超市91%的销售额，洗护清洁和零食坚果销售额占比都达到20%以上，其次咖啡冲饮、粮油米面两个品类销售额占比也达到10%以上。2017年天猫快消已是全国线上B2C快消第一平台，且渗透率、金额及新用户占比均排名第一，由于服饰、3C和家电等电商传统三大品类线上渗透率已经接近瓶颈的时候，快消品巨大的市场线上渗透率仍然较低，因此也是阿里巴巴、京东竞争的重点行业，且快消品消费频率也能提供电商平台整体的复购率从而促进GMV的增长。但是天猫超市绝不仅仅是阿里巴巴的线上超市，天猫超市是天猫大快消产品采销一体化的一个中心，并且和天猫旗舰店一起为快消品牌提供双引擎运营，猫超也将和线下超市共同优化配送和供应链。

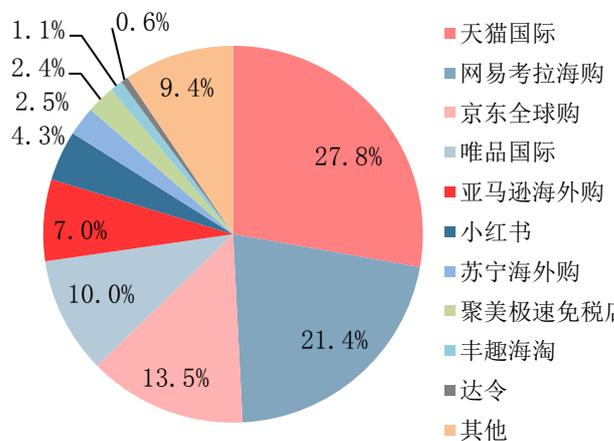
天猫国际随着消费升级以及跨境进口零售快速发展浪潮中实现高速增长，目前处于国内跨境进口零售B2C平台领导地位。天猫国际是阿里巴巴集团在2014年02月19日上线的跨境B2C平台，主要是为国内消费者直供海外原装进口商品，天猫国际的店家来自大陆以外国家地区的实体店，天猫国际是天猫的延伸，致力于满足中国消费者对没有派驻在中国的国际产品和品牌日益增长的需求。跨境进口B2C电商发展历史短，近年一直保持快速增长。2015年天猫国际与多国政府合作，先后开设13个国家馆，2016年双11诞生首个破亿商家，2017年启动全球溯源计划。截至2018年3月，天猫国际拥有来自74个国家和地区的18,000个品牌向中国消费者销售，其中80%的品牌都是首次进入中国市场。根据易观分析，2017年中国跨境进口零售B2C电商交易规模达到3604亿元人民币，同比增长18%，预计2020年跨境进口零售电商市场规模将达到5477亿元，年复合增速14%。2018Q1中国跨境B2C进口零售进口电商统计数据中，天猫国际市占率27.8%排在跨境电商B2C平台首位。

图表50：中国跨境进口零售电商市场（B2C）市场规模和预测



资料来源：易观分析，中信建投证券研究发展部

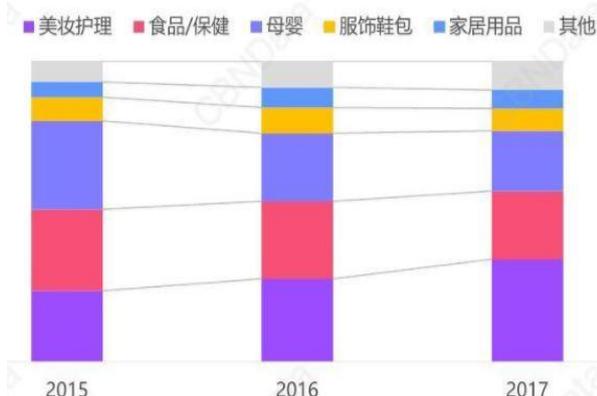
图表51：2018Q1 中国跨境进口零售电商市场（B2C）市场份额



资料来源：易观分析，中信建投证券研究发展部

品类丰富是天猫国际最大优势，美妆护理、食品保健、母婴是天猫国际收入贡献占比前三类目，90后95后逐步成为跨境消费主力。相比其他自营为主的B2C跨境电商平台和垂直电商平台，天猫国际商品品类和海外签约商家最多，新用户增速也最快，2015~2017年天猫国际用户增长3倍，重复购买人数占比较高，2017年购买3次以上用户占比超过40%。美妆护肤、食品/保健、母婴三个类目产品占交易占比超过70%，且美妆护肤产品销售额占比逐年提升，2017年已经占据了天猫国际总销售额的3成，食品/保健、母婴产品销售占比均超过20%。从用户年龄分布来看，90后95后用户占比逐年提升，且消费金额占比逐年提升，2017年90后和95后消费人数占比接近50%，消费金额接近40%。由于90后95后乐意尝试新鲜事物，尤其是新国别、新品类和前卫的爆品，因此90后95后也成为小众国家（比如希腊、智利、波兰、奥地利等）销售额增长的主要推动力。

图表52：2015-2017 天猫国际不同品类产品销售额占比



资料来源：CBNDat，中信建投证券研究发展部

图表53：2015~2017 天猫国际消费者按代际分布：90后95后逐步成为天猫国际消费主力，占总用户数50%



资料来源：CBNDat，中信建投证券研究发展部

图表54： 2018年中国主要跨境电商玩家模式对比

跨境电商玩家	独立垂直类				综合电商子频道类		
	网易考拉海购	小红书	美图美妆	蜜芽	天猫国际	唯品国际	京东全球购
模式	自营+平台	自营+平台	自营+平台	自营+平台	平台	自营	自营+平台
流量优势	网易体系	小红书社区	美图体系	蜜芽社区	天猫	唯品会	京东
核心优势	正品保障	内容社区	AI等科技应用极致用户体验	精准母婴用户	商品丰富	售后服务	物流优势
自营保税仓数量	15个	5个	1个	-	-	5个	7个
自营海外仓数量	18个	4个	1个	-	-	8个	-

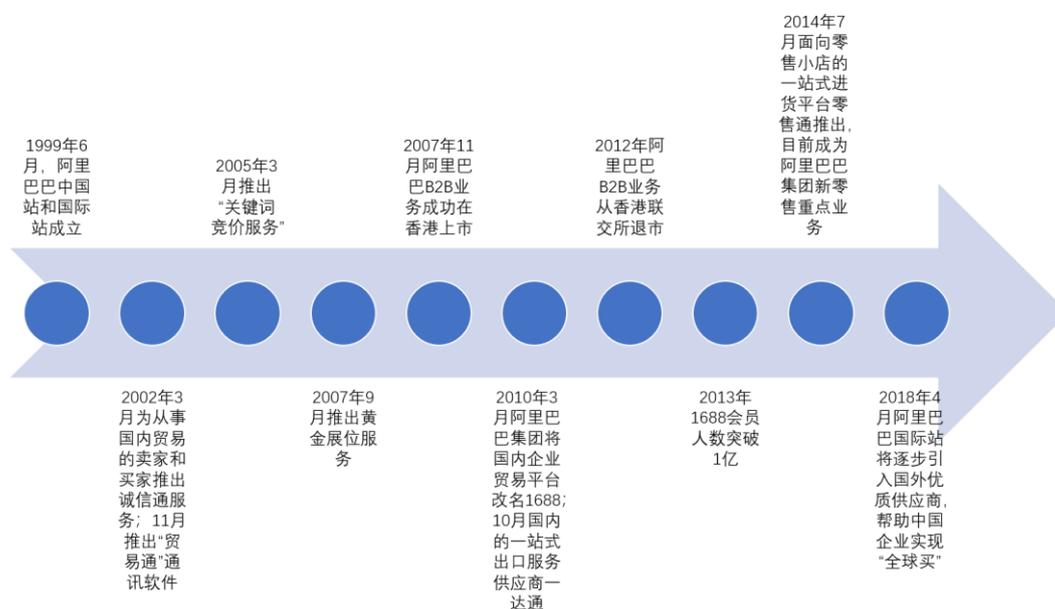
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

成立全球六大采购中心，进一步提升品控和消费者体验，阿里巴巴大进口战略推进下，未来天猫国际将持续引入海外品牌，帮助打造 50 家销售额过亿的品牌，吸引境外消费回流，同时根据将新零售技术输出海外改造境外零售门店。阿里巴巴在今年 3 月宣布在北美、欧洲、大洋洲和日本、韩国、中国香港等地区成立全球六大采购中心，将原产地直供、溯源、通关等跨境难题一站式解决，目的是为了加强品控、提升供应链效率并降低消费者海购的综合成本。3 月份阿里巴巴还和澳大利亚、加拿大、智利、丹麦等国家签订了年度进口采购计划。天猫国际未来三年的三大目标：吸引万亿境外消费回流，服务 2 亿消费者，助力 100 家全球中小品牌上市，打造出 50 个销售过亿的品牌，2017 年在天猫国际平台上销售过亿的品牌达到 35 个。同时配合新零售战略全面推进，阿里巴巴一方面将输出新零售技术对海外品牌门店进行技术改造在支付、数据层面与国内打通，一方面在国内部署跨境保税线下自提店，国内消费者在自提店数秒内完成线上下单、身份验证、跨境支付、缴纳跨境税等一系列合规购买流程，稍等清关后即可当场取走，足不出户就能买到全球同价的进口商品。

2.2 阿里巴巴 B2B 业务：稳步增长中依靠新零售、大进口战略释放新活力

阿里巴巴集团 B2B 业务主要分为国内批发和贸易、国际批发两部分。国内批发主要包括做国内企业贸易的电商平台 1688.com、面向快消品行业中小商家的阿里零售通、帮助传统工厂转型和阿里巴巴电商卖家协同的淘工厂等。国际批发业务板块主要收入来自于阿里巴巴国际站 Alibaba.com。作为阿里巴巴成立之初最早的业务板块，B2B 业务支撑了阿里巴巴早期的盈利帮助阿里巴巴孵化出了后来的 C2C 和 B2C 业务。1688.com 前身是阿里巴巴中国站，中国站与国际站都成立于 1999 年，是中国的批发 B2B 市场的先驱，1688 主要向商家收入基数服务费和广告费获得收入，阿里巴巴国际站收入由对商家的基础服务费、增值服务和广告费用构成。创立之初的 B2B 业务一开始只能实现企业信息的展示和交换，需要公司大量的销售人员去外贸企业做上门推广、营销和使用指导，属于劳动密集型业务，也是在这个过程中阿里巴巴集团训练出一只最具战斗力和执行力的销售地推团队（称为“中供铁军”），这些早期的骨干后来散落到互联网的不同地方创立了一个个互联网巨头，比如滴滴打车创始人程维曾经是阿里巴巴 B2B 最年轻的区域经理、后来是支付宝 B2C 事业部副总；原美团网 COO 干嘉伟，在阿里巴巴 B2B 业务从业务员做到副总裁，2011 年加入美团；原大众点评 COO 吕广渝也是在阿里巴巴 B2B 业务历任大区经理、集团副总裁等要职等等。也正是阿里巴巴 B2B 业务埋下的强悍的 2B 销售基因，阿里巴巴在新零售领域才能成为走的最快、执行力最强的一支队伍。

图表55： 阿里巴巴 B2B 业务发展简史



资料来源：互联网资料整理，中信建投证券研究发展部

阿里巴巴 B2B 电商平台在流量规模、知名度、供应链一体化服务的完善程度、数据挖掘与分析能力明显领先于其他平台，在综合 B2B 电商领域国内份额一直保持第一。B2B 电子商务指以企业为主体，在企业间通过互联网进行产品、服务、信息的交换，包含两种类型 B2B 电商业务：一类是以垂直类商品交易为主体的 B2B 电商业务，包括快消品、农产品、化塑、钢铁、纺服等商品建议；另一类以服务为主体的 B2B 综合电商业务，提供 B2B 信息系统建设、B2B 商品信息以及数据服务、商品物流仓储等服务。阿里巴巴 B2B 业务主要提供服务为主：向企业提供信息系统、商品信息、数据服务、进出口相关增值服务、链接生产制造平台服务、物流服务等。根据中国电子商务研究中心数据，2017 年上半年中国主要 B2B 平台市场份额占比中，7 家核心平台占比为 58.9%，还是占据超过半市场份额，行业优势明显，阿里巴巴 B2B 业务占据 37% 的份额。阿里巴巴 B2B 电商平台在流量规模、知名度、供应链一体化服务的完善程度、数据挖掘与分析能力明显领先于其他平台，因此多年来一直是 B2B 综合电商龙头。

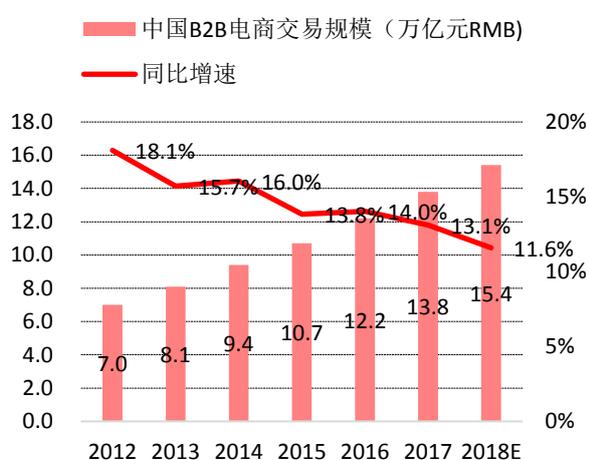
图表56： 阿里巴巴 B2B 业务板块布局

主要平台	行业	性质
1688	内贸 B2B	自建
阿里零售通	快消品 B2B	自建
伙拼	团购 B2B	自建
采源宝	微商批发	自建
五阿哥	钢铁 B2B	投资
淘工厂	工厂 B2B	自建
工业品品牌站	工业品	自建
阿里巴巴国际站	出口 B2B	自建

资料来源：中国电子商务研究中心，中信建投证券研究发展部

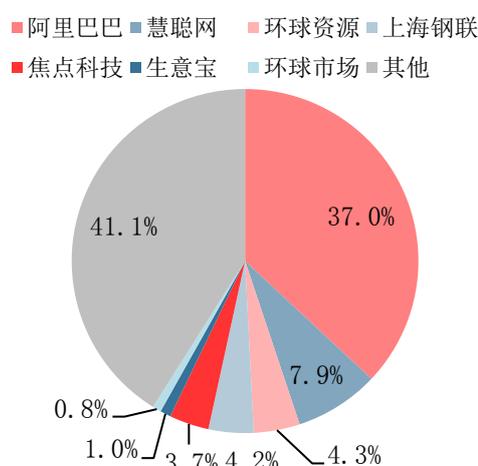
虽然 B2B 综合电商市场集中度高，行业发展速度放缓，垂直领域 B2B 电商如农业、快消、汽配等行业电商发展快速，并获得较大融资，阿里巴巴零售通直供平台增长迅速。根据易观分析，2018 年中国国内 B2B 电商交易规模将达到 15.4 万亿，同比增长 11.6%，近年增速放缓，虽然 B2B 综合电商平台集中度较高且增速放缓，但是垂直行业 B2B 电商仍然有比较大的机会，且融资数量有增加。根据中国电子商务研究中心监测数据，2017H1 中国 B2B 电商融资其中农业、快消、汽配、钢铁、旅游等行业竞争较为激烈，融资数量占比较高，其中融资数量前三为农业、快消、汽车三个行业，占比为 18.12%、12.8%和 10.52%。

图表57： 中国市场 B2B 电商市场交易规模



资料来源：易观分析，中信建投证券研究发展部

图表58： 2017 年 H1 中国 B2B 电商市场市占率，阿里巴巴占比 37%排名第一



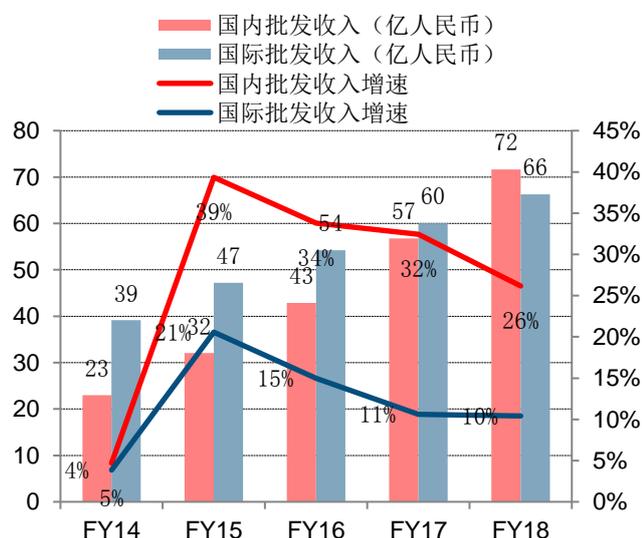
资料来源：中国电商研究中心，中信建投证券研究发展部

2017 年年中 B2B 业务战略升级后，阿里巴巴资源重新向 B2B 事业部倾斜，未来三年 1688 平台逐步从交易平台转型成营销平台，联合天猫、淘宝、蚂蚁金融、菜鸟物流和阿里云等力量，不断提升对中小企业的服务能力，配合阿里巴巴“五新战略”，B2B 业务孵化出了多种新产品和业务，都将成为未来 B2B 增长驱动力。2017 年 1688 平台的企业用户突破 3000 万家，诚信通会员 100 万家，2.5 亿个在线商品，每天产生 1.5 亿次在线浏览，无线成交买家占比超过 65%，且会员数量每年仍然有增长，因此 2015~2018 财年，国内批发业务收入保持年复合 31% 的增长速度，2018 财年国内批发收入达到 72 亿人民币，主要得益于 1688 平台会员人数和单用户付费的增长。2017 年 7 月 1688 平台战略升级，内部架构出现调整，原 1688 事业部与 1688 销售服务事业部正式合并，并更名为阿里巴巴中国内贸事业部（CBU），帮助企业实现线上线下一体化营销和全面数字化转型，而 1688 平台的核心功能也从交易平台转化成采销平台。

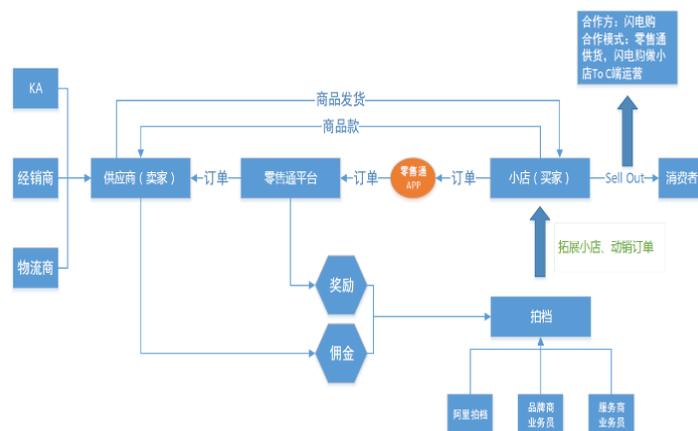
1688 中国内贸事业部分为消费品和非消费品行业，非消费品行业如工业产品是公司未来拓展重点，过去消费产品交易一直在阿里巴巴上占主导，40% 以上的买家是淘宝和天猫的卖家，并通过诚信通、网销宝、菜鸟物流、网商贷等一系列支撑服务服务于中小商贸企业 B2B 采购服务链。2017 年开始阿里 B2B 业务加强对非消费品扶持，尤其是工业产品的扶持力度。2017 年 1688 工业品品牌站上线，帮助企业采购方一次性采购到产品线齐全的海量品牌正品现货，同时获取品牌经销商本地化的服务，而依托阿里巴巴提供额大数据分析，品牌商能精准聚焦买家人群，在品牌展示、营销推广等方面实现供给端与客户的精准匹配。通过整合阿里巴巴集团内部资源，未来十年 1688 平台将为 B 端客户提供线上线下全域营销、生产数字化、分销客流量联盟、本地化代理商资源、数据分析支撑等多种服务，过商家成长体系、数据体系、营销体系、广告体系、开放平台、交易支付体系、

物流体系、金融体系等 8 个方向完善 B 端服务。配合阿里巴巴“五新战略”，预计国内未来增长速度将加快。

图表59：近年阿里巴巴 B2B 业务收入(国内批发和国际批发两部分)和同比增速



图表60：零售通平台向小店订货流程



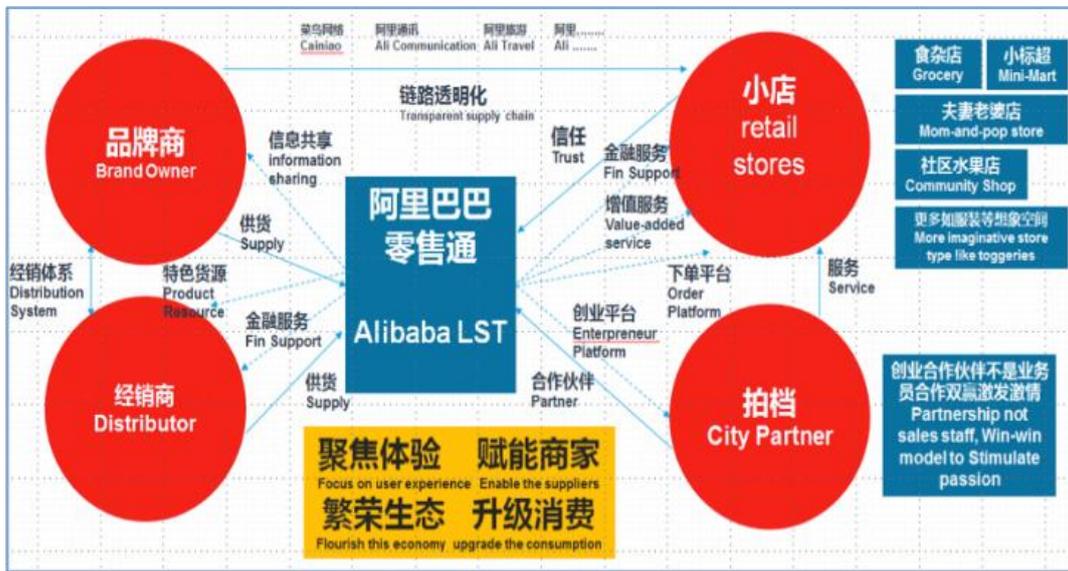
资料来源：阿里巴巴财报，中信建投证券研究发展部

资料来源：阿里巴巴开放平台，中信建投证券研究发展部

零售通是阿里巴巴集团 B2B 事业群针对线下零售小店推出的一站式进货平台，对线下零售互联网化升级并为 O2O 零售业创业群体提供创业平台，是阿里巴巴 B2B 事业群未来重要增长点，也是阿里巴巴新零售布局重要板块，2018 年 618 阿里巴巴零售通单日销量同比增加 42 倍，2018 年~2019 年预计阿里巴巴线下签约门店将达到 100 万个，远期零售通将可能占据社区零售供货和销售 20%以上的市占率。阿里巴巴零售通为城市社区零售店提供订货、物流、营销、增值服务等一站式服务，面向品牌商、零售商店解决以前传统社区零售的几大痛点：1) 根据店铺辐射客户构成，利用淘系数据计算得出该店铺货品选品，帮助社区零售店做到“千店千面”。同时天猫小店将至少有一排专属天猫货架，供应天猫超市、天猫国际、聚优惠、淘品牌等有品质保证商品并有助于提升销售额；2) 借助小店收银工作台和 POS 系统实现商品和经营数据化，更加合理对货品、货架进行管理，有效提升小店毛利；3) 以前品牌商经过分销商和批发商将商品铺到零售小店，看不到商品具体的流通过程，利用零售通的智能分销体系，现在品牌商能了解到不同区域每家门店每次订购的产品种类、订购周期、区域消费者偏好等数据，从而更清晰的洞悉消费者需求。

除了阿里零售通以外，京东的新路通、高鑫零售的飞牛 B2B 也在发力夫妻杂货店 B2B 市场。B2B 零售通业务拓展需要挨家挨户洽谈推销，目前地推任务已由“中供铁军”团队接手。2017 年 8 月阿里巴巴零售通宣布其覆盖的零售小店数量突破 50 万家，已成为 B2B 领域覆盖店数最多的平台之一。2018 年~2019 年预计阿里巴巴线下签约门店将达到 100 万个，远期零售通将可能占据社区零售供货和销售 20%以上的市占率。

图表61：零售通生态体系，面向品牌商、分销商、小店以及创业者分别提供价值



资料来源：阿里巴巴开放平台，中信建投证券研究发展部

图表62：阿里零售通、京东新路通、中商惠民、掌合天下、店商互联对比

业务名称	定位	目标客户	目标区域	供货品类结构	商品供应方式	供货商配送方式	盈利模式	金融服务类型	特色服务
阿里零售通	帮助线下零售店实现线上线下一站式进货及线下全方位服务。	社区中小便利店、超市、小卖部、夫妻老婆店	3-6 线城市	快消品 淘品牌 进口食品 农特产品	供货商开 放入驻	自主配送为主； 大交易量入仓菜鸟物流，协调第三方物流完成； 拥有 5987 个配送站	交易佣金； 广告与数据收益； 赊销、征信、放贷 金融服务； 销售差价收益；		手淘便利店 - 导入入口，到店服务
京东新路通	在全国万千中小门店提供高品质供货及服务，帮助品牌厂商重释渠道价值。	中小门店，乡村夫妻店	3-6 线城市	快消品 IT 数码	自采	和自提点，覆盖全国范围内的 2493 个区县	现金流收益； 广告和数据收益； 整合营销服务； 销售差价收益；	供应链金融	99 元免费配送
中商惠民	一家以社区 O2O 运营服务为核心的企业	社区超市便利店，30-100 平方米面积的店铺。	1-3 线城市	快消品 农产品	自采	1000 多辆配送车	便民业务； 社区金融； 2014 年，已略有盈利		门店智能终端机、用户端 APP - 惠生活
掌合天下	打造中国最专业的超市网络订货平台，帮助中国五百万中小超市轻松做买卖	500 平米以下、以便利店和夫妻店形式为主的非直营连锁中小型超市。	4-6 线城市	快消品 本地直采生鲜	供货商开 放入驻	自主配送 + 便利店区域掌合分布式仓储	（近万元）； 交易佣金（1%-5%）； 搜索竞价排名； 资金沉淀；	支付结算、信用卡、融资贷款、理财、金融产品代销、众筹	818（中国）超市节
店商互联	家身边的微生活服务	社区超市实体	1-2 线城市	快消品	自采	店商物流无忧蚂蚁-	商品差价收益；	店商金融店付	“城市最后一

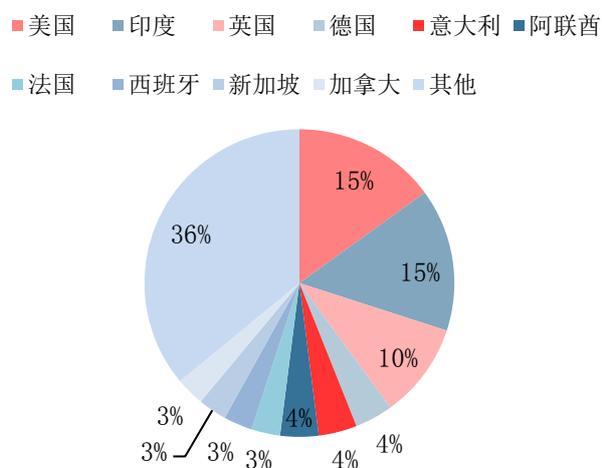
业务名称	定位	目标客户	目标区域	供货品类结构	商品供应方式	供货商配送方式	盈利模式	金融服务类型	特色服务
	务站。为品牌商、便利店和消费者提供从线上到线下全套的立体化解决方案。		市			最后一公里物流。1万个配送站	店付宝金融产品收益；店商数据收益；	宝 - 供应链银行卡，集储蓄、支付、透支、贷款、理财	公里”的物流快捷配送服务。12小时到达、1日2配服务

资料来源：群绘社群数据平台，中信建投证券研究发展部

国际批发即阿里巴巴国际站平台收入近年进一步放缓，顺应出口 B2B 业务的年轻化、碎片化、高频化趋势，进一步优化平台。随着传统外贸出口增长放缓，阿里巴巴国际站收入增速进入缓慢增长，2014~2018 财年，阿里巴巴国际批发业务年复合增速仅为 14.1%，2018 财年阿里巴巴国际批发收入为 66 亿人民币。阿里巴巴国际站订单碎片化、高频化趋势明显，随着互联网渠道下沉，海外中小企业越来越多接触到国际站，全球订单呈现碎片化高频化趋势，最紧要的问题是平台必须能将全球数以亿计的中小企业跟中国数以百万计的制造企业匹配起来。为了解决上述问题，国际站新的战略包括：1) 更精准的购买需求匹配，对买家分层投放营销；2) 全域营销，设计出新产品满足供应商要求；3) 优化跨境大额支付服务并拓展物流服务，国际站目前已经上线的信用证这种结算方式，接下来也会在整个信保支付场景里面上线赊销的结算方式；4) 针对验货需求，对三千美金以上的订单推出零门槛免费验货。

国际站大进口战略将配合阿里巴巴国内新零售，将上线海外品牌馆，期望改变阿里系平台商家、社区零售、微商、线下商超进口货品进货方式。配合阿里巴巴的大进口战略，阿里巴巴国际站也将启动进口业务板块，引入国外优质供应商，对接国内分销渠道，想改变现有线上线下渠道进货方式，可以为淘宝天猫卖家提供优质进口商品渠道，而进口微商、社区平台等中小型进口电商平台也能集中在国际站进行采购，解决中小平台在采购金额、产品原产地溯源、物流、支付等方面的困难。更重要的是配合阿里巴巴新零售战略，一旦阿里巴巴整合完成上游货源，将展开对线下进口渠道更强劲攻势，将展开对线下超市、连锁店、大型商超的进驻，优化传统进口商业模式。

图表63： 阿里巴巴国际站海外买家区域分布



资料来源：阿里巴巴外贸圈，中信建投证券研究发展部

图表64： 中国出口跨境电商市场交易规模（单位：万亿）



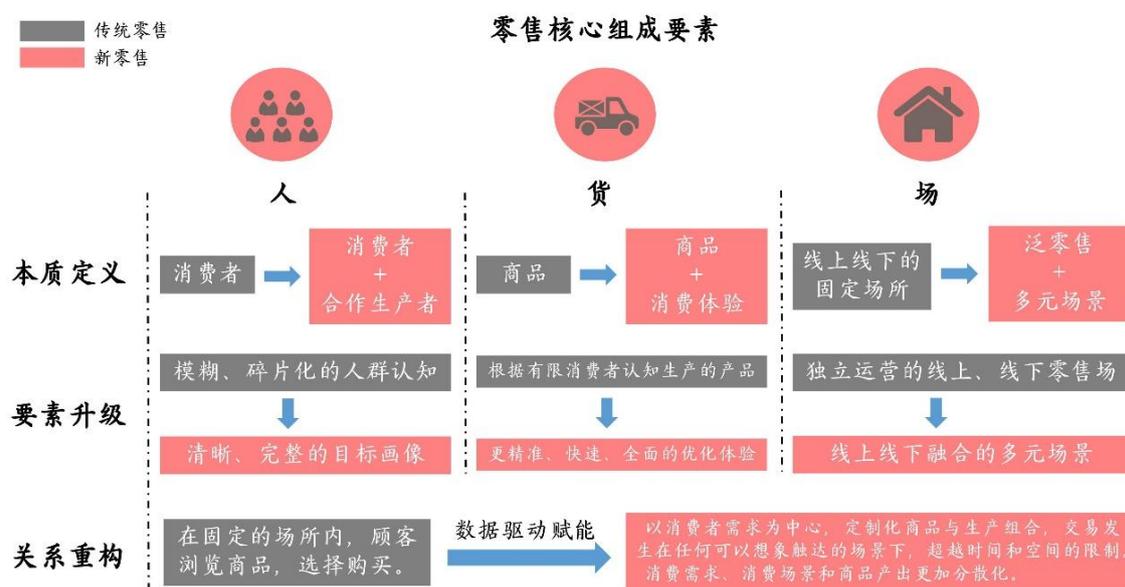
资料来源：中国电子商务中心，中信建投证券研究发展部

2.3 线下赋能，新零售为阿里国内零售板块提供中期增长动力

2.3.1 新零售是数据驱动“人、货、场”重构的新商业模式，解决传统零售痛点

以数据驱动人、货、场重构，改变传统交易结构，新零售成为中国数字经济发展风向标。新零售概念提出于2016年，其核心在于对人、货、场三大商业元素及其之间关系的重构。在新零售的语境下，消费需求、消费场景和商品产出都变得更为分散化。具体来看，人从单纯的消费者向消费者及合作生产者的角色转变，货从商品向全方位的消费过程及体验转变，场从线上线下的零售终端向泛零售和多元场景转变。

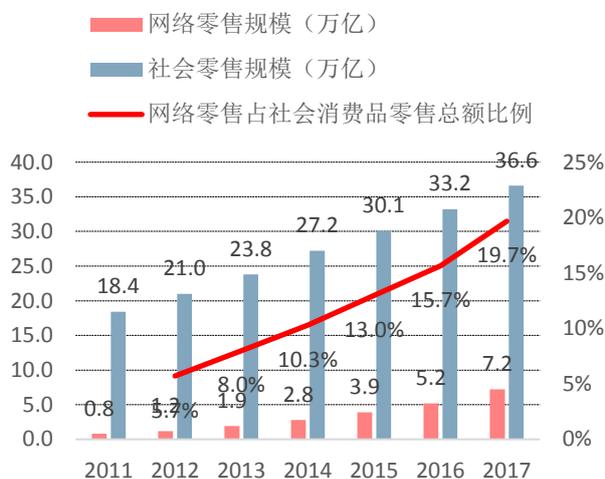
图表65：零售核心组成要素变革分析



资料来源：贝恩咨询，中信建投证券研究发展部

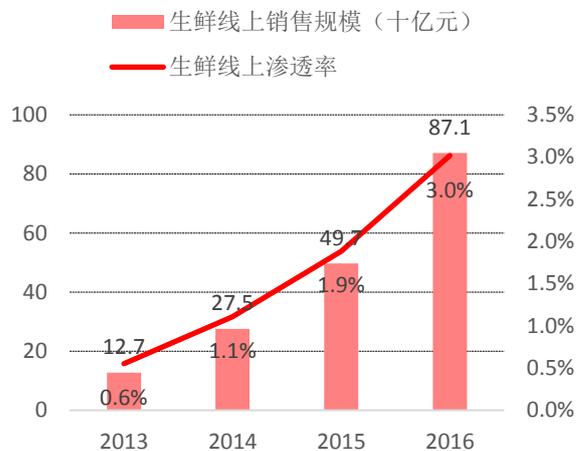
线上流量红利减退、获客成本攀升，线上交易额占社会零售消费总额渗透率仍然较低，且线下传统零售效率低有较大被改造提升空间，因此互联网巨头纷纷进入传统线下零售市场，希望提升在整体零售市场市占率。伴随着网络零售市场布局日趋完善，互联网人口红利逐渐消失，以用户增长为驱动力的线上零售发展正在放缓。另一方面，纯线上形式的开发客户成本已经越来越高，电商空间正在收窄。从市场占比来看，2017年我国社会零售总额中，线上销售额为7.2亿元，占社会零售总额比例低于20%，虽然服饰、家电和3C类产品线上渗透率已经很高，2017年服饰线上销售渗透率达到33%、家电和3C类目线上渗透率达到42%，但是很多类目如生鲜产品线上渗透率仅为3%，因此对于电商巨头来说，线下零售有巨大的空间可以挖掘。同时传统零售也面临成本、效率、不够智能化等诸多问题，需要用新技术重构交易结构换取更高的效率，因此互联网巨头纷纷进入线下传统零售市场，希望提升在整体零售市场的市占率。

图表66： 2017 年网络零售总额渗透率只有 19.7%



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表67： 2016 年生鲜产品线上渗透率仅为 3%



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

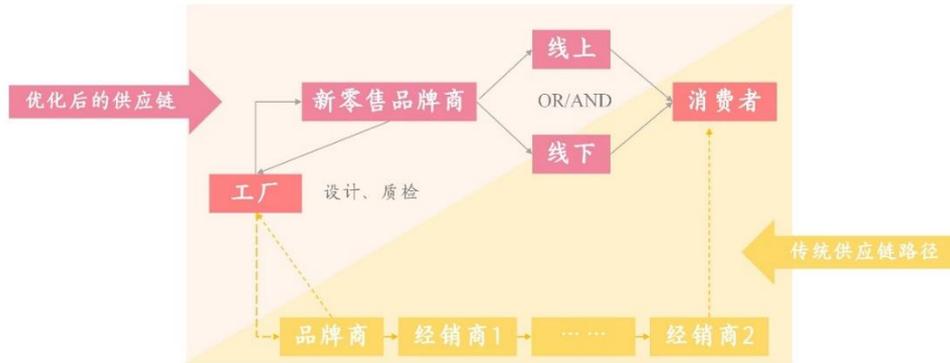
成本高企、坪效低是当前传统零售业普遍面临的商业难题。零售业毛利率普遍较低，大型商超依赖黄金地段获取流量。随着所在地商业地产租金价格和人工成本不断攀升，传统零售成本居高不下。**新零售颠覆传统产业环节，提升效率、降低运营成本。**通过产业链的二次建构，零售业实现了采购权的逐步让渡，新零售运营商能够掌握较多的下游资源，市场呈现买方垄断的总体态势。采购权的转移使得企业能在源头上降低上游企业的拿货成本，从根源上扩增企业的毛利率。新开店融资时，拥有更多门店集合的新零售运营商也更容易受资本的青睐，因而能降低传统零售业的融资成本。新零售通过压缩后端供应链，减少中间环节的渠道成本。零售业整体毛利率不如批发业的主要原因在于经销商占据了行业的相对上游，议价能力的相对弱势使得零售业被迫接受低边际利润的局面。因此，新零售对传统零售业产业结构的改造有助于行业的二次整合，增加传统零售业的生命力。

图表68： 中国传统零售业面临的成本挑战

地产价格上扬推涨门店租金	房地产市场持续走高促使商业地产租金飙升，一线城市尤为明显。如：2016Q3 北京购物中心首层租金指数：同比增长 2%；中高端购物中心首层租金：916.2 元 / m ² /月，环比增长 0.3%。
人工成本上涨快	除租金外，人工成本是零售企业最主要的经营成本，尤其是对便利店来说：“无人化”趋势成为实体企业降低成本的一次重要尝试。
物流运行质量有待进一步优化	物流是链接零售各环节的网络，目前行业集中度低，标准化发展落后，尤其与发达国家相比。016 年社会物流总费用 / GDP：中国 14.9%vs 美国 8.0%。

资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表69： 零售核心组成要素变革分析



资料来源：亿欧智库，中信建投证券研究发展部

新零售打法：线上赋能，降低传统零售交易成本；线下联动，提升消费者购物体验。以阿里巴巴为首的线上零售平台对传统零售实体及其上游供应链进行整合和改造，以减少商品流通环节，提高物流、管理、营销效率，降低地租成本和人力成本等。以便利店、商超为代表的传统零售实体配合对消费者购物需求和习惯的深度挖掘，构建场景化的体验式消费。目前，中国消费市场由人口增量市场转为人口存量市场，存量市场下，零售行业理念由低价零售转为体验式零售。与此同时，消费者的购物行为习惯将向线上线下融合的全渠道购物、随时随地触发的场景式购物、以 B2C 电商和社交媒体为中心的互动式购物、高质量购物和以数据为驱动力的个性化购物方向转变。

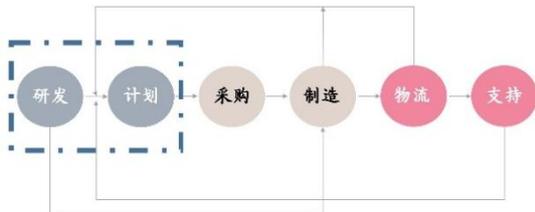
图表70： 新零售商业模式构建



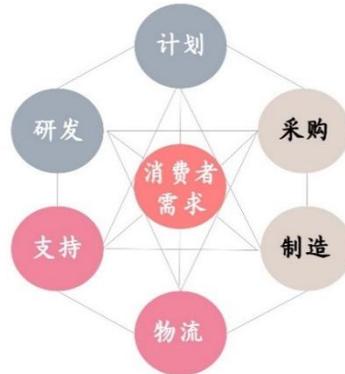
资料来源：贝恩咨询，中信建投证券研究发展部

新零售从源头上改变了传统零售业的供应链体系。传统零售供应链呈现线性状态，各参与方之间依次进行信息交换，效率较低，新零售则逐渐构建联动网状供应链结构。消除了各方因信息不对称而产生的交易成本。同时，无人零售、无人货架等商业模式在一定程度上也降低了人工成本，提高了单位商业地产的利用效率，从而降低了单位租金成本和人工成本。

图表71：传统零售线性供应链



图表72：新零售网状供应链



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

新零售存在较高进入门槛和壁垒，巨头依靠生态布局，领先优势不断扩大。从行业生命周期理论来看，首先，新零售行业仍存在较高的行业技术壁垒和资本进入壁垒，以阿里巴巴、腾讯、亚马逊等为代表的头部玩家在近年来以参股、并购等多种手段实现零售业优质资产的整合。除资本跑马圈地外，互联网巨头的科技优势也使得其他竞争者难以复制其核心专利技术；其次，新零售行业已经初步形成了以无人零售、生鲜餐饮、线上平台联动线下商超为主流的发展范式；第三，新零售建立在对用户进行精准画像的基础上，互联网平台在从线上向线下迁移的过程中已经累积了一定数量的忠实用户，其对用户特征也有一定的了解；最后，公开资料整理显示，新零售行业已经取得初步盈利。以被视为新零售“行业标杆”的盒马鲜生为例，其在2017年7月已实现规模盈利。

图表73：中国新零售产业链图谱

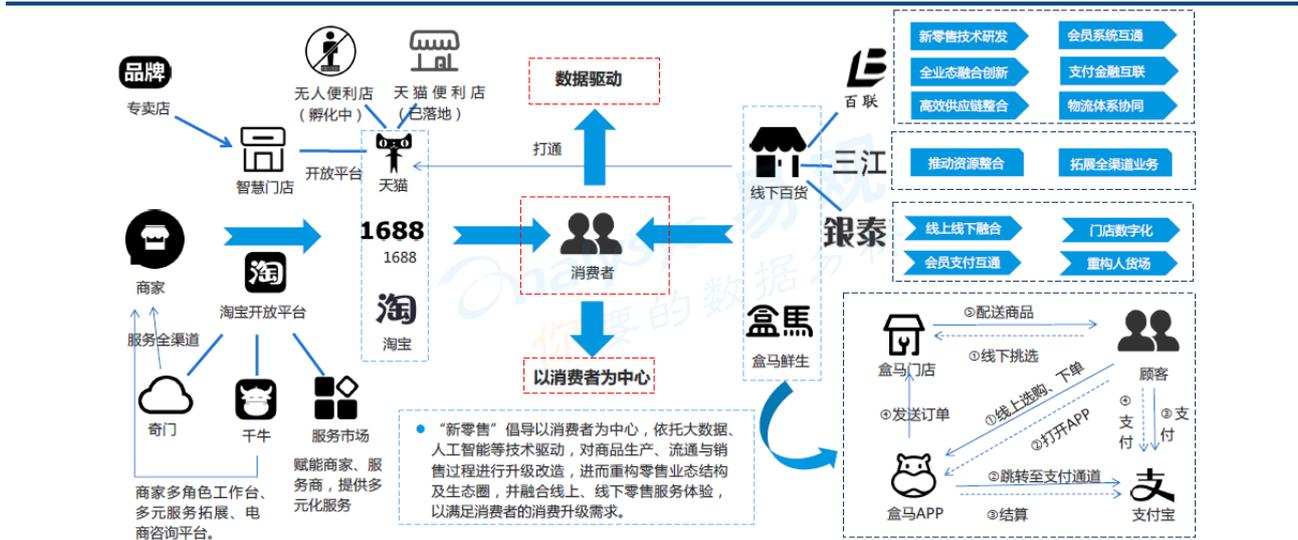


资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

2.3.2 阿里新零售战略清晰，推进速度最快：直营开店、传统零售改造两手抓

依托阿里系生态布局，阿里领军新零售。阿里巴巴的新零售布局始于 2016 年 10 月，其已有的用户基数为新零售输送了首批消费者及其用户行为数据，线上支付、以物联网和 AI 技术为代表的云基础设施和物流体系则全面赋能线下新零售改造。与此同时，新零售也为阿里巴巴生态注入新鲜活力，除银泰百货、盒马鲜生、饿了么、天猫进口属于阿里巴巴自营，收入直接计入新零售板块外，其他新零售业务为阿里巴巴在云基础设施、广告营销费用、系统和技术服务费、物流数据支撑等方面带来增长。

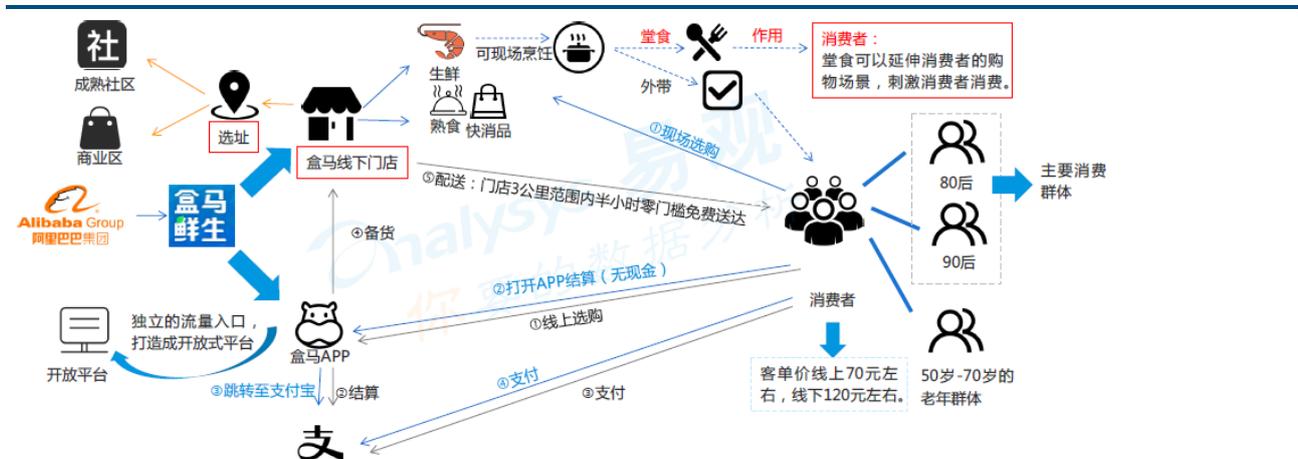
图表74： 阿里巴巴新零售生态布局



资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

阿里自营新零售以生鲜新零售和无人零售为代表。科技助力智慧零售布局，无人零售、盒马鲜生创造零售新机遇。阿里试图利用盒马鲜生等新商业业态零售门店打破传统的零售业布局。盒马鲜生利用技术改变了传统农贸市场、餐饮、超市并立的市场格局，通过吸引人的产品和完善的服务链条，增加消费者对新零售业态的认可，扩大阿里巴巴在生鲜、快消品类零售整体市占率。未来随着品牌认知度的提升和对用户行为预测能力的增强，阿里有望在新开门店中收获超额利润。阿里先后招募了任小枫等多名前亚马逊首席科学家，去年 7 月阿里巴巴首家无人零售咖啡店登陆杭州，“Take Go”技术逐渐进入商用领域。无人零售、RFID 技术的普及化能够降低零售业的人工成本，最大程度上提升技术的利用价值。

图表75： 盒马鲜生生态布局



资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

阿里巴巴亲自下场打造生鲜市场线上线下融合新零售典范：**盒马鲜生**。生鲜属于电商渗透率极低但是消费频次极高的品类，盒马鲜生是全方位的生鲜超市，其承诺在门店3公里范围内，30分钟内会送货上门，除了传统零售超市能实现的功能外，盒马鲜生还可以提供烹饪等附加服务。盒马鲜生在海鲜等多品种上都具有独特的供应链优势，能够实现产地直采。目前盒马鲜生在上海拥有20家门店，在北京拥有13家门店，全国范围内共拥有67家直营门店，预计2018年底盒马鲜生店铺数量将达到100家。

盒马鲜生是具有阿里特色的商业创新，线上订单量超过线下，坪效生鲜领域第一。阿里独特的商业优势在于对消费者的认知和学习，阿里将触角伸到线下零售领域后，可以实现高效的线上线下一体化，高效的物流体系和原有的采购议价优势也相对应的转移到了线下商业实体之中。线下的门店培育也会进一步促进线上APP下单，阿里方面数据显示，盒马鲜生线上下单比例超过50%，远超行业平均水平，运营半年后的成熟店铺更可以达到70%的转化率水平，凸显了线上与线下的良性互动。目前盒马鲜生坪效可以做到5万~6万，是传统生鲜卖场3~5倍，单店一般面积在5000平方米，因此一家店一年收入可达到2.5~3亿。

图表76： 线下各零售业态门平均坪效数据

百货 (平均)	购物中心 (平均)	奥特莱斯 (平均)	永辉超市	永辉 社区店
1万元m ² /年	0.6万元m ² /年	0.5万元m ² /年	2.14万元m ² /年	2.69万元m ² /年
苹果	小米之家	永辉 超级物种	盒马鲜生	
37万元m ² /年	27万元m ² /年	近6万元m ² /年	近6万元m ² /年	

资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

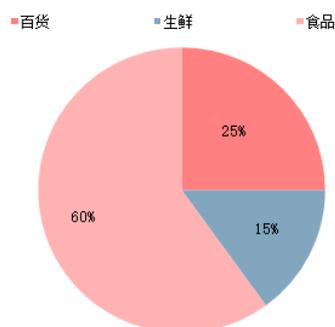
图表77： 盒马鲜生六大特色



资料来源：亿欧智库，中信建投证券研究发展部

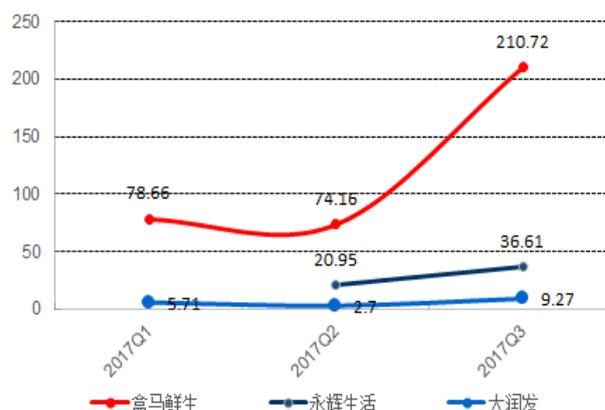
盒马鲜生目标成为年轻一代消费升级的受益者。随着盒马鲜生的APP下单及送货到家功能普及化，其忠实用户数已实现大幅上升，当前使用盒马鲜生的用户以中高收入的80后群体为主，25-45岁女性是其主要消费群体。在消费升级的大背景下，年轻人更关注“好”和“快”，这种倾向在80后、90后甚至00后身上表现得愈发明显。当前，80后数量为2.28亿，90后数量为1.74亿，00后数量为1.26亿，盒马鲜生正瞄准3亿90后和00后的新市场，争夺零售业市场份额。

图表78：盒马鲜生 SKU 分类



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表79：2017年创新实体零售活跃用户规模（万）

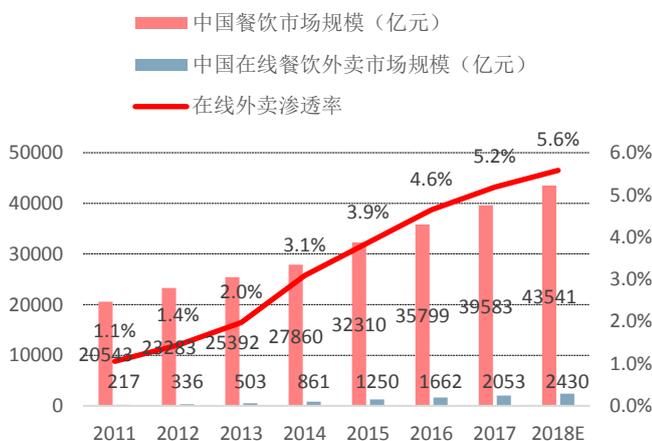


资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

从收入端看，盒马鲜生主推大厨房概念，毛利空间高、货品周转快。盒马鲜生以食品为主，生鲜为辅，肉类、水产、干货、水果、蔬菜、奶制品等瞄准了多数家庭的厨房原料。盒马鲜生还会针对城市定制产品，例如上海专属的小龙虾月饼，其背后离不开大数据对用户特征的识读。盒马鲜生总体毛利率略低于传统餐厅，约18%-23%，自营产品如牛排等毛利可达52%-55%，定价策略上引导消费者主动将盒马鲜生与餐厅比较，将蔬菜水果价格针对性标高。困扰传统生鲜零售商的商品周转问题在盒马鲜生也得到了很好的解决，其中标品周转不超过7日，生鲜在1-3日内即可完成周转，蔬果动销率可达95%。商品损耗方面，现场加工降低了生鲜的损耗概率，7天-30天的账期也确保盒马鲜生拥有了相对充裕的经营性现金流。

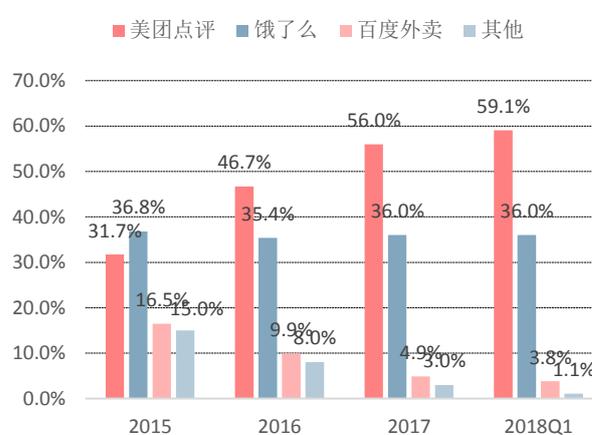
阿里对新零售的布局还包括对原有饿了么资源的整合。饿了么“Make Everything 30”的口号中蕴含着阿里对30万亿消费品市场和30分钟生活圈的追求。继美团推出“小象生鲜”并落户北京和无锡后，饿了么计划使用蜂鸟配送向各路新零售纵队输送运力。依照饿了么创始人张旭豪的公开言论，当下蜂鸟配送平台拥有骑手300万人，覆盖城市1400个，日均配送订单450万单，服务品类涵盖外卖、商超、鲜花、蛋糕、文件等全段配送。

图表80：在线外卖市场规模和渗透率



资料来源：艾瑞咨询、美团点评招股书，中信建投证券研究发展部

图表81：外卖市场竞争格局



资料来源：美团点评招股书，中信建投证券研究发展部

两千亿市场背景下，饿了么的下一站。根据艾媒咨询的数据，2017年全国外卖市场成交总额已经达到2000亿，2018年预计将达到2430亿，外卖市场在整理餐饮市场渗透率为5.6%，目前渗透率仍然较低。饿了么整合百度外卖后，2017年GMV约千亿人民币，市场占有率与美团外卖不相上下（根据易观显示，2017年底饿了么加百度市场占有率达到48.8%高于美团，而根据艾瑞公布的数据，美团市占率达到56%高于前者）。参照行业发展趋势及美团外卖的经营状态，我们预计三年内饿了么能突破3000亿的GMV，收入规模将突破400亿。虽然收入增长有巨大的想象空间，但算上营销和补贴，饿了么至今仍处于亏损状态。根据统计局的数据，快递公司17年同城配送单笔订单平均收入仅为7.9元，盈利空间极为有限，京东达达经营亏损也达到了15.7亿元，整合培育迫在眉睫。在“烧钱”培育用户的大背景下，阿里希望将饿了么培育成本地生活服务扩张的重要棋子。当下盒马鲜生仍然采用外包配送的模式，如果能将蜂鸟平台整合完毕，阿里就能够实现配送成本的全面降低，从根源上增加新零售的毛利率。

就无人零售板块看，无人零售商店和无人零售货架也是阿里拓展的重点。狭义的无人零售指的是以开放货架、自动贩卖机、无人便利店和无人超市为主的实体零售中无人值守的部分，其中无人超市主要处于内测阶段尚未大规模铺开。本报告中无人零售主体集中在开放货架、自动贩卖机、无人便利店三类。虽然无人值守，但背后的管理仍然需要有人，只是人的角色有所变化，前端人员主要负责配货、理货和清洁。目前的无人零售可以“无人”（无人值守），也可以“少人”（少量管理员），或者灵活切换。

图表82：无人零售企业发展核心要素及相应措施



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表83：中国无人零售业态分类

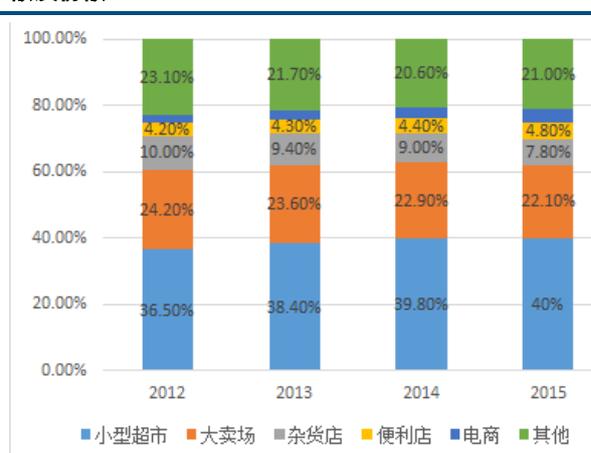
业态	占地面积	模式	距离	代表品牌
开放货架	占地面积较小 (<10 平米)	开放式	最近	每日优鲜、猩便利、小E微店等
自动贩卖机	占地面积较小 (<10 平米)	封闭式	较近	友宝、天使之橙、零点咖啡吧等
无人便利店	占地面积较大 (10-30 平米)	模式不一	较远	缤果盒子、小卖铺、便利蜂、F5 未来商店等
无人超市	占地面积大 (百/千平米)	半开放式	最远	AmazonGo、淘咖啡等

资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

阿里介入传统零售业，实现新零售理念跨越式发展。电商与传统线下零售业从竞争关系逐渐转变为合作关系。阿里巴巴董事局主席马云曾有论断，传统零售业必然会因为电商的广泛普及而进入“寒冷的冬天”。事实上，虽然在早些年大卖场、百货商场普遍存在零增长、负增长的趋势，但线上运营实体正在逐渐意识到线下零售的不可或缺性。从渠道角度看，以快速消费品为例，大型商超依然是市场主体，占比 60%以上。电商始终保持高速增长，但其渗透率仍然较小。传统零售行业也具备其独有的优势，眼见为实的购物体验与良好的仓储、供应链体系使得消费者更倾向于在线下进行购买。电商无法完全满足消费者“即时”的消费需求，这也意味着线上电商需要主动寻找商业机遇，开拓更广阔的市场。

图表84： 2013-2015年中国快速消费品城镇零售渠道销售额增长率

类型	2013	2014	2015
电商	40.9%	34.1%	36.5%
便利店	9.0%	7.1%	13.2%
杂货店	1.1%	0.6%	-10.4%
大卖场	5.0%	2.2%	-0.2%
小型超市	12.8%	9.5%	4.0%
其他	1.1%	0.1%	5.2%
合计	7.4%	5.4%	3.5%

图表85： 2012-2015 年中国快速消费品城镇零售渠道销售额及份额


资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

阿里新零售的布局不仅仅止步于新商业业态的门店，还包括对传统零售行业的变革与改造。阿里自 2015 年起投资了包括高鑫零售、三江购物、联华超市、新华都、银泰商业等多家传统零售业巨头，投资范围包括了大型超市和百货商场。阿里与银泰商业共同发展 O2O 业务，寻找新的商业机遇；阿里还与苏宁创新实践猫宁电商，提升商品与服务的用户体验；三江购物与阿里实现资源互补，借助阿里互联网运营经验拓展资源整合和全通道业务；联华超市、新华都和高鑫零售则希望通过携手阿里实现业务转型升级，全面建设新型终端模式，创新解决方案。阿里实现了传统零售业的多级覆盖，前景极为广阔。

图表86： 阿里巴巴新零售投资布局

入股公司	时间	入股价格	股权比例	总金额
银泰商业	2014.03.31	7.5335 港元	9.9%	53.67 亿港元
苏宁云商	2016.06.29	7.1309 港元	27.8%	38.16 亿港元
三江购物	2017.01.10	10.00 港元	73.7%	198 亿港元
联华超市	2015.08.11	15.23 元	19.99%	283 亿元
新华都	2016.11.19	11.44 元	32%	21.5 亿元
石基零售	2017.05.26		18% 易果生鲜股权转让	
高鑫零售	2017.09.27		5%	约 5.55 亿元
居然之家	2017.11.2		38%	5 亿美金
	2017.11.20	6.5 港元	36.16%	224 亿港元
	2018.02.12		15%	54 亿元

汇通达	2018.04.17		45 亿元
饿了么	2018.04	100%	95 亿美金
美味不用等	2018.05		40 亿元

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

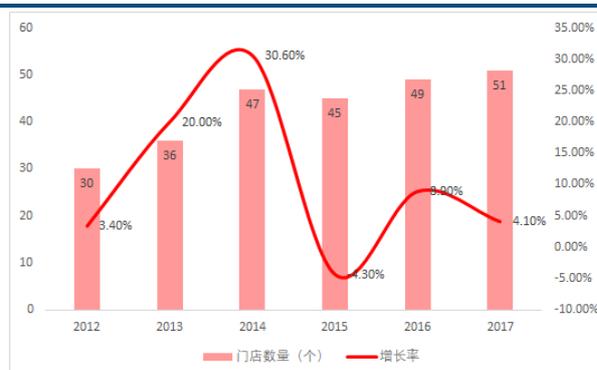
阿里对传统零售改造典范包括对银泰商业和高鑫零售的改造，银泰商业交易额和收入稳步提升。传统商场依靠信息不对称，依靠商业地产租赁费去赚钱的时代已经过去，2016-2017 年阿里全面布局、私有化银泰商业后，银泰迎来了全面复苏。阿里巴巴对银泰的改造包括：1) 整体 IT 系统、CRM 改造，银泰会员与淘宝、天猫、支付宝打通。同时银泰通过天猫上沉淀的海量精准数据，为零食馆的选品、供货和营销提供线上线下一站式解决方案；2) 全方位、无死角做到了线上线下同价，提升银泰在行业市占率；3) 推出了中国零售百货行业第一个付费会员体系，为会员提供 9~9.8 折优惠。2017 年银泰商业营业收入首次超过 200 亿元，增速达到 7.5%，为近四年最高值。2017 年末，中央商场宣布与银泰商业合资成立托管公司，未来“银泰模式”将实现规模化的扩张和复制。

图表87： 2012-2017 银泰商业销售额统计



资料来源：中商产业研究院,中信建投证券研究发展部

图表88： 2012-2017 银泰商业门店数统计



资料来源：中商产业研究院,中信建投证券研究发展部

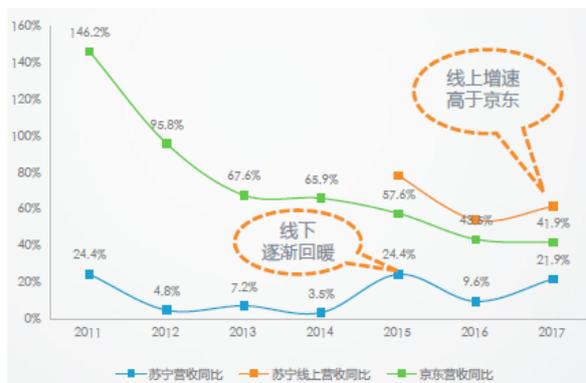
阿里新零售理念创新了电商的运营模式。苏宁是第一代电商与线下实体结合的典范，就硬件设施而言，苏宁早在 2011 年就已经实现了高效的仓储物流体系及广泛分布的线下零售门店资产。然而，作为老牌的零售业巨头，苏宁近几年切入互联网的步伐显得有些迟缓，苏宁期望与阿里合作实现对京东的全面超越。苏宁易购联手阿里天猫成立猫宁电商，实现了苏宁易购在天猫的进驻，当前的苏宁是拥有大量门店仓储和天天快递的家电巨无霸，阿里在与苏宁合作的过程中可以充分借鉴苏宁的发展历程与经验，最大程度上降低在供应链上的二次投资，实现双赢的新格局。

图表89：苏宁云商、国美零售营业收入对比



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表90：苏宁、京东营收增速对比



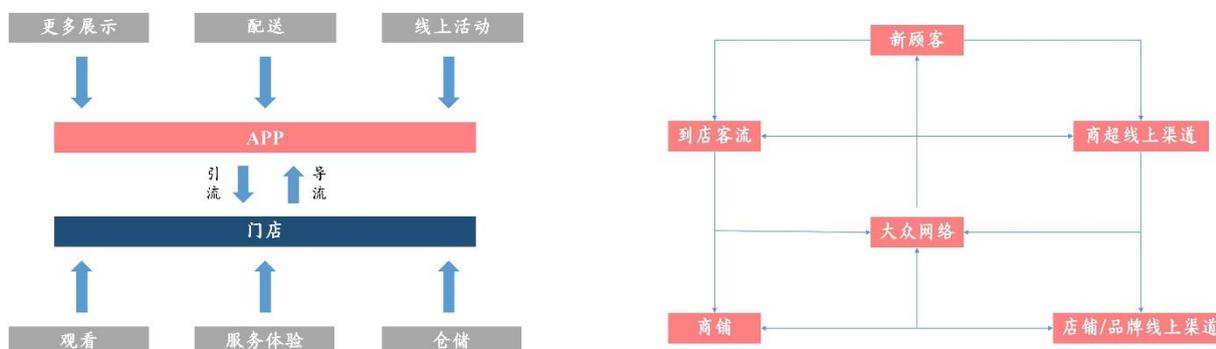
资料来源: 亿欧智库, 中信建投证券研究发展部

除了吸引行业龙头外，阿里对中小零售商的改造也显得别具一格。阿里如果试图广泛进入便利店这一细分行业，难免陷入重资产、低资产周转率的窘境，这也与阿里本身的战略不相符合。阿里零售通和天猫采取加盟模式，吸引传统零售商店、便利店业主加入其中。天猫小店的数量将在本财年末突破 1 万家，新的天猫小店服务门店周边 100-500 米范围内的社区用户。每个天猫小店会有至少一排专属的天猫货架，货架上的商品包括天猫上的国际大牌、聚优惠的货架商品、迪士尼授权商品等。不同于传统便利店加盟打造统一品牌的模式，天猫小店将利用大数据打造“千店千面”，大数据预测将在其中发挥重要的作用。

2.3.3 新零售的美好愿景：以人为本，助阿里形成产业闭环

未来的新零售是以人为核心的商业模式建构。“人货场”的重构本质是对人行为的预测和洞察，2017 年“双十一”期间，利用线下零售店，阿里仅用时 12 分钟就实现了第一单大家电的送货上门。未来，消费者将在购物过程中获得更多主动权，消费者可以在线下智慧店、快闪店定制自己想要的商品，新零售企业也将借助新创造出的需求实现新的扩张。

图表91：阿里巴巴新零售塑造产业链闭环



资料来源: 亿欧智库, 中信建投证券研究发展部

资料来源: 亿欧智库, 中信建投证券研究发展部

“场”的构建将帮助阿里实现产业闭环，提升阿里巴巴多个业务板块收入。在一个良性的生态链中，产业闭环的实现与产业环节连接的紧密程度直接相关。阿里构建全方位、多体系的新零售生态圈，目的是为了消

费者建立品牌信任，更好地巩固客源，在一定程度上降低获客成本与渠道费用，从根源上实现良性的生态闭环，同时帮助阿里巴巴更好的服务品牌商，从云设施、全域营销、物流配送、大数据等服务中获得多样性收入，提升整体阿里系平台在中国零售业市占率。这一商业模式已经在无数消费行业企业中得到验证，以知名企业苹果为例，其“电脑-手机-平板电脑-音乐播放器”生态闭环使得用户更倾向于拥有可以协同工作的同品牌商品，产业闭环将使得阿里从产业链上把握行业形势。

宏大预期必然伴随阵痛，“J型曲线”客观存在，将伴随公司毛利率下降。从长期看，新零售不仅能够实现获客成本的下降，其特定的产业集群布局还能使得阿里降低物流与管理成本。如果阿里的新零售布局集中在特定区域（例如江浙地区），阿里只需要在区域核心区位修建仓库，并围绕仓库建立合适的物流体系，就能降低全产业链的成本。然而，阿里旗下新零售企业 2017 年年报和 2018 年一季度报、中报速递都显示，持续引入高端管理、技术、经营型人才而增加的薪酬成本以及新店的培育期都使得这类企业出现了明显的净利润滑坡，新零售正在经历第一轮“阵痛期”。借用经济学“J型曲线”的观点，只有在脱离了成本高企的低谷后，行业才能长期受益于边际成本的下降和整体利润的提升。**同时阿里巴巴自身核心电商业务，因为新零售板块重资产和初期的大投入，利润率快速下降，2018 财年公司核心商业板块税息及摊销前利润率从 62%下降到 53%，预计随着阿里巴巴新零售版图规模扩大和投资增加，2019~2021 财年公司整体毛利率仍将缓慢下降。**

3. 全球化拓展加速，海外市场成为公司未来发展新动力

3.1 国际零售：速卖通：借助“一带一路东风”，发展进入加速阶段

速卖通创立于 2010 年 4 月，是阿里巴巴面向全球消费者市场打造的在线零售交易平台，是中国中小品牌出海全渠道平台，2015 年开始逐步从 C2C 平台转型成 B2C 平台。通过速卖通，世界各地的消费者可以以具有吸引力的价格直接从中国制造商和出口商处购买商品。阿里巴巴在全球范围内开展和推广速卖通，特别是俄罗斯、东欧和南美等新兴经济体市场。除了全球英文网站之外，还在俄罗斯和巴西经营两个当地语言网站。平台卖家主要由位于中国的中小型企业组成，主要产品类别包括服装和配饰、手机和通信产品、美容和健康、电脑网络、珠宝和手表。除了直通车和钻展等营销工具使用费，速卖通的卖家以固定利率支付交易佣金，通常是通过支付宝结算交易额的 5%~8%，同时速卖通卖家要缴纳年费，年底平台根据卖家服务指标和销售额返还年费。速卖通目前服务来自 220 多个国家和地区的消费者，活跃卖家数量超过 6000 万，覆盖 20 多个主要产品类目，FY2018 平台成交买家数首次突破 1 亿，目前每天速卖通平台产生 200 万个包裹。速卖通 GMV 增长迅速，从 2012 财年 20 亿美金达到 2017 财年 101 亿美金，平台目标在 2020 年 GMV 超过 200 亿美金。和国内当时淘宝向天猫品牌升级一样，2015 年开始速卖通也逐步从 C2C 平台转型成 B2C 平台，2017 年双十一速卖通平台上成交的笔单价比 2016 年同比上升 30%，是 B2C 升级战略成果的体现。

以前速卖通竞争优势在于平台佣金较 ebay 和亚马逊低，适合初级卖家，尤其是有供应链优势和价格优势的卖家，但在国际物流上尚有提升空间。以前速卖通买家特点是价格敏感，低价策略明显，侧重点在新兴市场，特别是俄罗斯和巴西。亚马逊开店流程有非常严格的审核制度，卖家产品需要有质量优势和品牌优势，主要市场在美国和加拿大。eBay 开店门槛比较低，开店免费但上架产品收费且只能拍卖，审核周期和出单周期很长，需要积累信誉才能出业绩，主要市场在美国和欧洲，适合高性价比产品出售。Wish 是新崛起的跨境电商平台，靠物美价廉吸引客户，大部分从中国发货，在美国市场有很高的人气，97%的订单来自移动端，利用强大的算法能力和智能推送技术，为 App 用户精准地点对点推送。物流方面亚马逊全球庞大的自建物流和仓储体系提供了良好的物流体验，Wish 在海外自建海外仓物流效率也较高，但是速卖通以前一直依赖第三方物流，平台物流

评分一直较低。

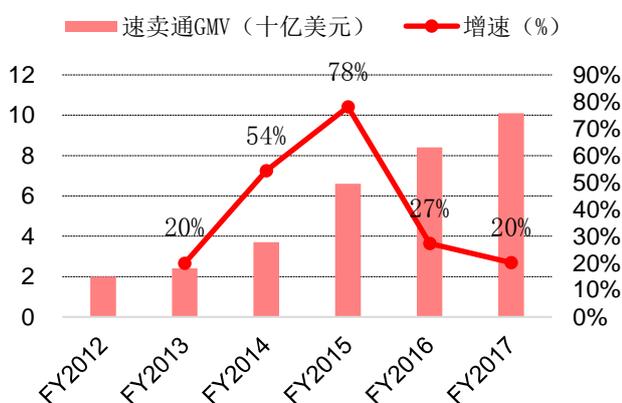
图表92： 2018年主要出口跨境电商 B2C 模式开放平台情况

	速卖通	亚马逊	eBay	Wish
盈利模式	会员费和交易佣金	交易佣金为主	交易佣金为主	交易佣金为主
物流体系	第三方物流	亚马逊物流+第三方物流	第三方物流	Wish 邮
支付方式	国际支付宝、PayPal	支付宝、网上银行支付、国际 标准信用卡	PayPal	PayPal、pingpong、payoneer
销售品类	服装及配饰、手机通讯、美容 护理、珠宝手表、电脑等为主	全新、翻新及二手商品、全品 类综合型	只要物品不违反法律或是在 eBay 的禁止贩售清单之内	全品类综合型，服装、母婴、 3C、主要为女性用品
销售市场	巴西、俄罗斯、乌克兰、智利 (南美、东欧) 为主	北美、欧洲、南美、大洋洲、 亚洲(中国、日本、印度)	美国、英国、澳洲、中国、中 国(香港)、阿根廷等	北美移动端
优势	产品品类较多，用户流量大， 价格相对其他平台较低	对入驻卖家要求高，品牌认同 度和产品质量高且相对优于其 他平台	买家资源广、品牌认同度高、首个移动端购物 app，能对用户 支付系统强大	进行精准的产品推送
劣势	产品质量难以得到保证，物流 服务体验一般，目标地区多为 新兴国家	产品质量不能 100% 保证，此外 商家不选用亚马逊物流，服务 体验也不能得到保证	对产品掌控能力弱、售后服务 质量一般	物流时效慢，规则尚不完善， 假货泛滥，覆盖面小；主要针 对北美地区
美国端 平台费用	5%	\$39.99	\$24.95/\$74.95/ \$349.95	0
美国端 佣金	8%	15%	9.15%+3.9%+0.3%	15%
美国端 回收周期	3-15 天	14 天	3-10 天	14 天
评价	价格为王，准入门槛低	产品为王，准入门槛最高	操作简单，投入不大	千人千面

资料来源：电子商务研究中心，中信建投证券研究发展部

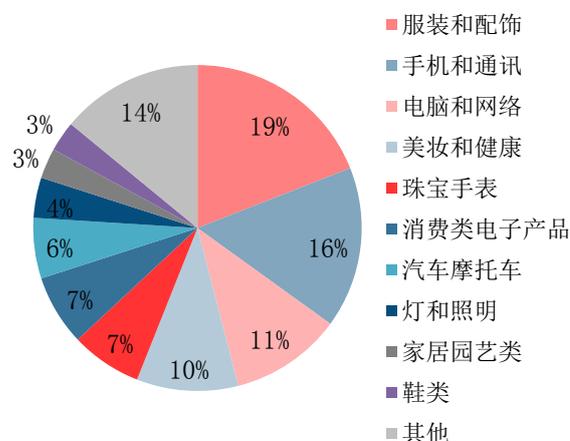
“一带一路”战略助力速卖通进入发展快车道，海外仓等本地化仓储配送布局加强本土化服务，促进平台销售。目前速卖通已经覆盖“一带一路”沿线全部国家和地区，平台目前接近一半的用户来自“一带一路”沿线国家，且大部分用户为 25~34 岁的年轻人，其中俄罗斯、乌克兰、以色列、白俄罗斯和波兰的购买力排前五，速卖通已经成为俄罗斯第一大电商平台。为了提升本地化服务质量和物流效率，改善平台使用体验，速卖通联合菜鸟网络等物流合作伙伴，一方面推进与多家国际航空公司签署包机协议，实现大规模跨境出口包机送货；另一方面大举筹备海外仓，逐步实现本地化仓储、配送、售后等全链路服务，目前当地海外仓次日妥投率已达 90% 以上。速卖通在海外发展的过程中，也不断帮助当地提升了物流基础设施水平和物流效率，例如 2017 年西班牙邮政他们每天分拣处理的 20 万件包裹中，有 4 万件来自中国，95% 以上都是电商件，且包裹处理效率较 4 年前提升了 70% 以上。现在七成以上的跨境邮包可在 10 个工作日之内送抵当地消费者手中。

图表93： 2012-2017 财年速卖通 GMV 及增速



数据来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表94： 速卖通各主要行业 GMV 占比

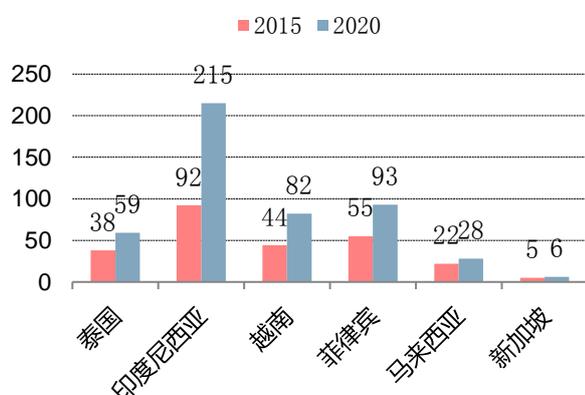


数据来源：速卖通报告，中信建投证券研究发展部

3.2 重点投入东南亚和印度电商市场，亚洲和一带一路地区成为海外电商拓展重点

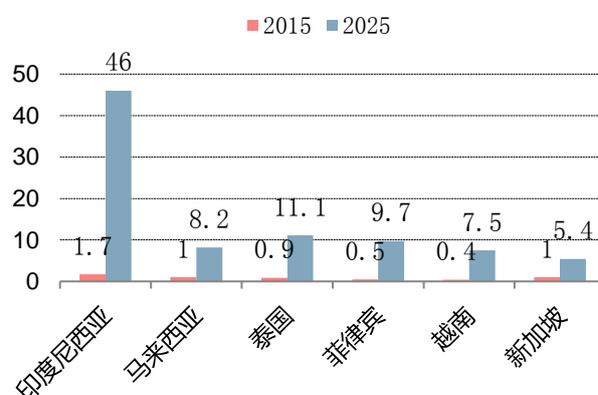
国内三线城市以上流量红利消失，阿里巴巴放眼全球，通过外延并购重点进入东南亚和印度市场，布局电商和支付领域。人口基数大、互联网零售渗透率低的印度和东南亚成了全球关注的新兴电商市场，印度目前 13.2 亿人口、东南亚各国 6.8 亿人口，而 2017 年网络零售渗透率都不到 5%，网络零售和电商市场发展潜力巨大，世界银行预测 2015~2020 年东南亚和印度的网络用户年复合增长率都保持在 14% 以上，增速远高于中国、美国这样的电商成熟市场。因此 2014 年开始阿里巴巴展开国家化战略，第一站就是东南亚和印度市场，通过设立当地子公司、外延并购多种手段在东南亚和印度市场布局电商、支付领域。2014 年阿里 3.125 亿新元购入 10.4% 的新加坡邮政股份，并于 2016 年斥资 10 亿美金（占股 51%）投资新加坡 Lazada 公司，Lazada 为东南亚地区最大的电子商务零售商。2015 年，阿里投资印度支付服务业者 One97 Communications 以及电子商务 Paytm 和 Snapdeal，进军印度电子商务市场。2016 年，阿里旗下蚂蚁金服与泰国的支付企业 Ascend Money 签订战略合作协议，欲打造泰国版“支付宝”。2017 年阿里领投 11 亿美金入股印尼最大电商 Tokopedia。

图表95： 2015~2020 年东南亚互联网用户增长（单位：百万人）



数据来源：World bank，中信建投证券研究发展部

图表96： 2015~2025 年东南亚电商市场增长（单位：十亿美元）



数据来源：world bank，中信建投证券研究发展部

公司以国家为单位的战略高度，在东南亚各国投资物流、云计算、产业园等基础设施，大力投入当地人才培养，帮助基建和人才完善，促进当地与中国跨境贸易往来。

- 1) 与泰国签订多项合作协议，110 亿投资泰国，帮助建设智慧数字中心和出口物流基础设施，同时帮助泰国旅游平台升级、培训电商人才。2018 年 4 月，阿里巴巴集团董事局主席马云与泰国政府正式签署了关于投资、电子商务和旅游等方面的谅解备忘录，合作内容包括数字经济合作；东部经济走廊中小企业数字经济转型；泰国旅游平台打造以及电商人才教育培训。阿里巴巴将累计向泰国投资 110 亿泰铢帮助泰国建设智慧数字中心和面向全球出口的基础设施，阿里将在泰国投建大型智慧物流枢纽，首期建筑面积达 12 万平米，年内动土预期 2019 年投入运营。同时签订的还有 3 年 30 亿元的大单，包括泰国金枕头榴莲、大米等原产地特产都将在天猫、盒马、大润发等渠道发售服务中国消费者。
- 2) 2018 年 6 月开设马来西亚办公室，将持续帮助马来西亚中小企业出口，并搭建全球贸易所需的基础设施：包括电商、物流、云计算、移动支付，并帮助进行科技人才培养。过去一年菜鸟与马来西亚机场控股有限公司 MAHB 设立合资企业建设智慧物流枢纽，实现快速仓储、履约、清关等流程，阿里云在马来西亚建立了第一个国际公有云平台，同时和马来西亚领先大学、政府合作，培训数千名个人、企业家和云计算专家。

3)

图表97： 2013~2018 年阿里巴巴海外投资梳理

年份	投资事件
	战略投资 2.5 亿美元 Snapchat
	战略投资 4.45 亿美元投资 Paytm, 印度的第三方支付电子商务公司
	战略投资 6 亿美元投资美国打车服务平台 Lyft
2018	投资 3000 万美元入股以色列大数据安全分析技术提供商 ThetaRay
	战略投资 4.61 亿美元入股穿戴设备技术公司 Magic Leap
	2 亿美元投资“印度版饿了么” Zomato
	向 Lazada 追加 20 亿美元投资
2017	斥资约 10 亿美元增持东南亚领先电商平台 Lazada, 持股比例将由 51% 提升至 83%
	阿里领投 11 亿美金入股印度最大电商 Tokopedia, 京东曾有意投资后者
2016	2 亿美元投资印度食品及杂货店商 BigBasket 公司
	15 亿人民币投深度学习平台开发者商汤科技
	阿里巴巴以十亿美元的价格收购了新加坡电商零售商 Lazada 51% 的控股权
2015	蚂蚁金服于泰国的支付企业 Ascend Money 签订战略合作协议，欲打造泰国版“支付宝”
	阿里巴巴旗下公司蚂蚁金服收购了印度支付服务业 One97 Communications 的 25% 股权
	2 亿美金注资美国“阅后即焚”移动社交平台 Snapchat
	阿里巴巴与子公司蚂蚁金服入股印度电商 Paytm, 投资金额 6.8 亿美元，成为 Paytm 最大股东
	阿里联合富士康及软银向印度电商巨头 Snapdeal 投资 5 亿美元（阿里约占 1.25 亿美元）
2014	2.17 亿美元收购了美国移动社交应用 Tango 20% 的股份
	2.5 亿美元参与 Uber 的竞争对手 Lyft 的 D 轮融资
	1.2 亿美元投资美国移动游戏开发商 Kabam
2013	阿里追加 5000 万美元投资智能遥控应用 Peel。此前，2013 年 Peel 获阿里投资 500 万美金
	3.125 亿新元（合 2.49 亿美元）收购了新加坡邮政 10.4% 的股权

- 1.5 亿美元参投 Fanatics，阿里在美国的特许产品电商布局初步完成
- 5000 万美元投资应用搜索公司 Quixey，并于 2015 年继续参投 Quixey 6000 万美元
- 2.06 亿美元投资美国电商的物流公司 ShopRunner

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

阿里巴巴先后向东南亚目前最大的电商平台 **Lazada 投资 40 亿美金**，彰显公司希望获得东南亚电商市场领导地位的决心。2016 年 3 月开始阿里巴巴先后 3 次向 Lazada 注资 40 亿美金，几乎全资控股 Lazada，2012 年成立的 Lazada 在被阿里巴巴收购前就是东南亚最大的电商平台，针对印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南拥有 6 种不同语言的官网，创立之初以 B2C 自营电商模式发展，并且主要以 3C 产品为主，随着平台发展和阿里巴巴介入，平台第三方卖家商品也逐步增加，并且业务模式也向 B2B2C 转型，目前平台 SKU 达到 2.6 亿件，聚集了 14.5 万卖家。2015 财年 Lazada 平台 GMV 达到 10.25 亿美金，收入达到 2.75 亿美金，EBITA Margin 为-2.97 亿美金，2016 年年中并入阿里巴巴财务报表，2017 年财年公司财报中国际零售收入达到 10.66 亿美金，同比增长 233%（2016 财年是 3.42 亿美金），2017 财年速卖通和 Lazada 的年度活跃用户共为 8300 万人。2018 财年国际零售收入达到 22.66 亿美金，速卖通和 Lazada 保持高速增长，2017 年双 11 期间，Lazada 单月 GMV 达到 2.5 亿美金。

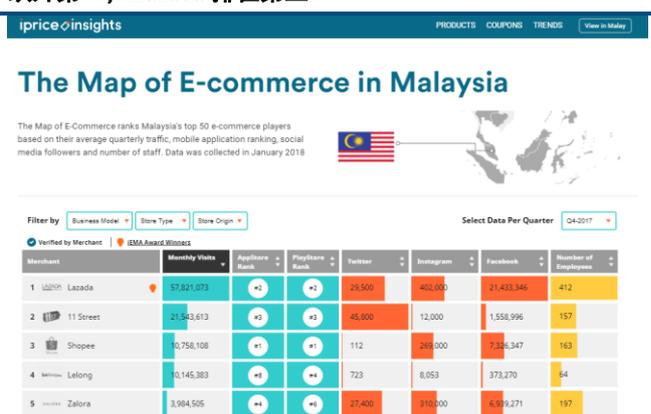
阿里巴巴在产品、物流、支付等多方面对 Lazada 进行改造和协同发展。一方面 Lazada 进入中国招商，大量引入中国卖家，同时 Lazada 使用阿里巴巴的大数据平台，帮助卖家了解产品数据和消费者行为，从而调整自身经营。一方面天猫借助 Lazada 进入东南亚市场，共同推出“淘宝精选”，使得天猫平台上商品能为东南亚用户尤其是华人用户服务。Lazada 目前在东南亚和 100 多家物流厂商合作，并拥有 10 多个物流仓库，菜鸟从 2018 年开始向 Lazada 输出技术能力以提升 Lazada 的物流效率和体验，并由菜鸟物流负责 Lazada 平台中国地区配送，虽然 Lazada 有自身的支付工具 HelloPay，也引入了支付宝作为支付工具，供客户选择。

图表98：泰国是 Lazada 大本营，2015 年以前收入 85% 来自于泰国市场，2017 年 Lazada 在所有 APP 品牌排名第 6

Rank	Brand	2017 Score
1	Facebook	60.7
2	Line	57.5
3	YouTube	51.0
4	Google	47.6
5	Toyota	40.5
6	Lazada	40.1
7	Nike	38.6
8	Adidas	38.1
9	Apple iPhone	35.6
10	Honda (Cars)	33.6

数据来源：Brand Index，中信建投证券研究发展部

图表99：2018Q2 印度尼西亚电商 APP 综合排名，Tokopedia 跃升第一，Lazada 排在第三



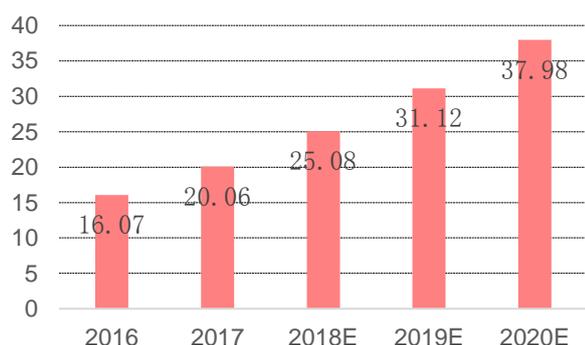
数据来源：iPrice Insights，中信建投证券研究发展部

除了东南亚市场，阿里巴巴也不断通过投资布局印度电商、物流、支付等公司，完善印度电商生态，解决线上支付信任和安全问题，建设物流基础设施。但是印度市场巨头环绕、竞争激烈，亚马逊和沃尔玛是最大竞争对手。2015 年 9 月阿里巴巴 6.8 亿美元投资印度移动支付公司 Paytm，并于 2016 年 8 月、2017 年 3 月、2018 年 4 月不断追加投资并获得了 Paytm 控股权，Paytm 是印度著名的数字支付运营商，拥有 2 亿注册用户，在不断融资过程中扩大了整套金融服务，2017 年 Paytm 推出了电商平台 Paytm Mall，以 B2C 的天猫模式为主。同时公司在 2015~2018 年期间还投资了 Snapdeal（以前是印度第二大电商平台，近年份额下滑到亚马逊之后）、印度

版 1 号店 BigBasket、在线售票平台 TicketNew、物流公司 XpressBees 等，不断加码在印度的布局。

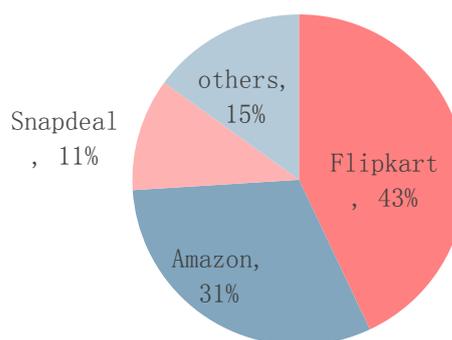
目前印度电商市场最大电商平台是 Flipkart，市占率达到 40%，于 2018 年 5 月被沃尔玛以 160 亿美金收购了 77% 股权。亚马逊 2013 年开始在印度布局电商市场，推出亚马逊印度站并推出针对印度市场的优惠 prime 会员（每年会员费 15 美金），后续通过投资线上礼品卡公司 QwikCliver Solutions、金融服务公司 BankBazaar、在线支付公司 EMVANTAGE Payments 等解决线上支付安全和信任问题，面对 Flipkart 和 Paytm 积极拓展线下零售的竞争，亚马逊在 2017 年入股印度线下零售巨头 Shoppers Stop。为了满足 Amazon Now 物流服务，亚马逊在印度 13 个州设立了 56 个物流中心，2018 年 5 月亚马逊向印度子公司增资 4 亿美元，面对沃尔玛并购 Flipkart 后的竞争，至此亚马逊在印度市场总计投资超过 30 亿美金，并且在印度市场电商市占率达到 30%，逼近 Flipkart。印度市场 2018 年竞争愈加激烈，阿里巴巴 2018 年开始在印度推出多元化服务，2018 年 4 月 Paytm 与阿里巴巴的香港子公司亚博科技(AGTech)建立合作，阿里云在印度首个数据中心用于提供云计算服务，并计划在印度市场进入流视频领域。

图表100： 印度电商市场规模和同比增速(单位：十亿美金)



数据来源：Statista，中信建投证券研究发展部

图表101： 2017 年印度电商市场份额，Flipkart、Amazon 分居前二



数据来源：emarket.com，中信建投证券研究发展部

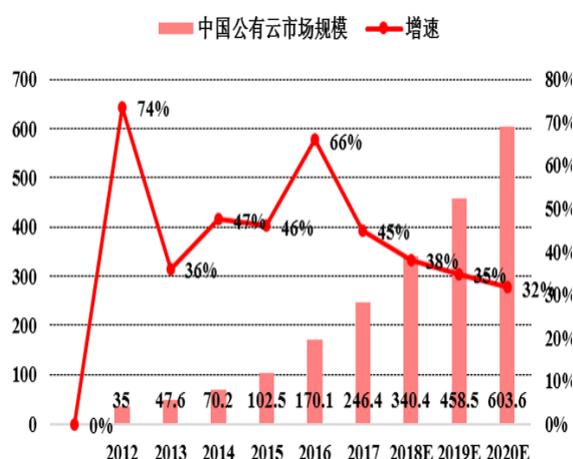
4. 云计算是阿里巴巴数据时代基础设施

4.1 中国云计算高速发展背景下，阿里云在规模、产品创新速度、解决方案能力一直保持国内领先

中国公有云处于高速发展阶段，阿里云已经连续 12 个季度实现接近 100% 的高增长，在中国公有云市场市占率接近 50%，按营收规模全球排名第 4，经过多年双 11 和 12306 大规模使用检验。中国信通院数据显示：2017 年中国公有云服务市场整体规模约 240 亿元，同比增长 66%，预计 2020 年将达到 603.6 亿元，2017-2020 年，中国公有云市场的年复合增长率将达 34.8%。中国最大的公有云提供商——阿里云，2017 年实现 111.7 亿收入，同比增长 101%。目前，阿里云龙头优势明显，2017 年 H1 IDC 发布中国公有云市场份额排名中，阿里云市占率 47.6%，位列第一，腾讯云市占率 9.6% 排在第二，而排在第 4 名之后的云计算厂商，近两年增速明显低于龙头

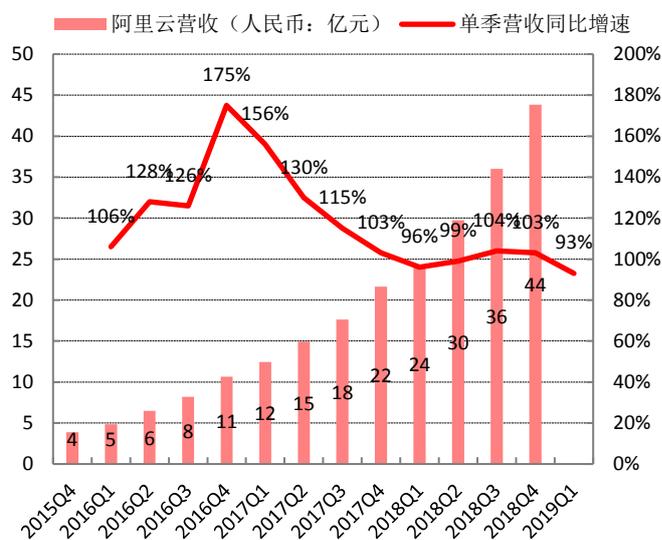
企业，公有云龙头企业的规模优势越来越明显。2018Q1 全球范围内按营收规模排名，阿里云排名第四，在亚太地区营收规模排名第二。目前阿里云在中国和海外拥有 47 个可用区和 18 个地理区域部署了公有云服务，不同地域的资源价格因为当地成本不同存在差异，超大规模数据中心遍布全球，且拥有覆盖全球六大洲 70+个国家 1500+的全球 CDN 加速节点（国内节点数量 1300 个），是目前国内基础设施资源最多最稳定的云计算厂商。

图表102：中国公有云市场规模将在 2020 年达到 603.6 亿



资料来源：中国信通院，中信建投证券研究发展部

图表103：阿里云连续 12 个季度营收同比增速接近 100%



资料来源：阿里巴巴，中信建投证券研究发展部

图表104：阿里云国内开通服务区域

地域名称	华北 1	华北 2	华北 3	华北 5	华东 1	华东 2	华南 1	香港
所在地	青岛	北京	张北	呼和浩特	上海	杭州	深圳	香港
可用区数量	2	7	2	1	7	5	4	2

资料来源：阿里云官网，中信建投证券研究发展部

图表105：阿里云海外开通服务区域

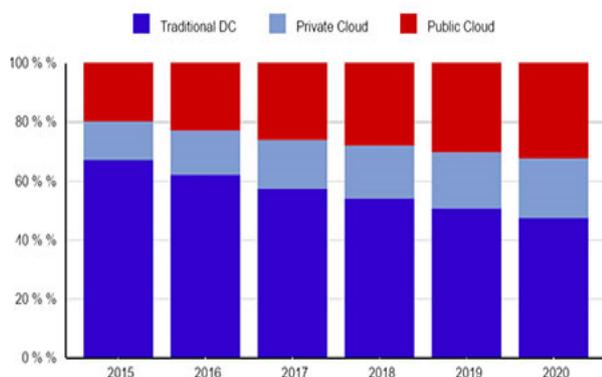
地域名称	亚太东南 1	亚太东南 2	亚太东南 3	亚太东南 5	亚太东北 1	亚太西南 1	亚太中东东部	欧洲中部 1	美国东部 1	美国西部 1
所在地	新加坡	悉尼	吉隆坡	雅加达	东京	孟买	迪拜	法兰克福	弗吉尼亚	硅谷
可用区数量	3	2	2	1	1	1	1	2	2	2

资料来源：阿里云官网，中信建投证券研究发展部

云计算渗透率保持较快增长势头，预计 2020 年全球云计算占企业 IT 基础设施开支比例将超过 50%。2017 年，全球公有云基础设施支出占企业 IT 基础设施支出达到 33.5%，同比增长 34.1%，而传统 IT 基础设施支出逐年下降，同比下滑 4.2%。预计未来 4 年，云基础设施仍将保持每年 27%的年复合增长率，2020 年云基础设施开支占所有 IT 基础设施的比例有望达到 50%，而对应的是传统 IT 基础设施支出占比的持续下降。全球云计算基础

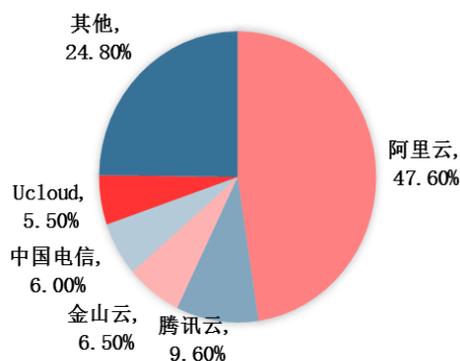
设施收入规模在 2017 年达到 990 亿美金，预计 2020 年将达到 1620 亿美金，年复合增长率 19%。

图表106： 2015-2020 年全球云基础设施占比 IT 开支比例



资料来源：IDC, 中信建投证券研究发展部

图表107： 2017H1 公有云厂商市场份额

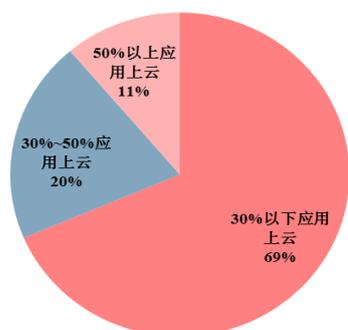


资料来源：IDC, 中信建投证券研究发展部

公有云在低成本、部署灵活、按需付费、异地容灾便利等方面充分证明了其优越性，公有云能降低企业 IT 部署、运维成本。使用公有云的企业减少了 IT 硬件部署成本、减少了 IT 人员、减少了 IT 运维费用、也减少了软硬件升级费用，Verity 咨询计算得出企业将 ERP&CRM 放在公有云上比自建数据中心支撑应用，4 年总成本节省 85%/平均每 100 用户。公有云提供弹性计算存储资源，按需付费，可以最大程度降低企业 IT 资源使用成本。2015 年开始 12306 决定将春运、国庆等出行高峰 75% 的余票查询业务放到阿里云上，而在业务高峰结束后释放掉不必要云资源，回收成本。公有云支持跨地理区域的复制，帮助企业实现异地故障恢复和备份。此外，强大的云端计算能力也为人工智能、深度学习、机器学习、物联网、区块链等的快速发展提供了有力支持。

中国的公有云高速发展，但企业应用上云的比例实际还非常低。随着政企客户对于公有云的接受程度逐步提高，云计算未来发展空间巨大。中国企业出于信息安全顾虑、云端应用尚无法完全满足企业需求、故障修复能力不足等多种因素考虑，互联网公司的核心应用、传统行业的大部分应用目前都还没有迁移到公有云。中国信通院调查发现，70% 的企业迁移到公有云上的应用比例不足 30%。公有云基础设施占中国企业 IT 开支比例不到 8%，与美国市场 22% 的比例有较大差距。目前，中国企业的云端需求主要集中在云主机、云存储、网络、CDN 等 IaaS、PaaS 基础资源，SaaS、数据库等应用相对还比较少，未来还有很大的提升空间。企业应用上云分三步走：一是需要快速试错、快速抢占市场的新业务应用，客户访问前端上云、基础系统上云（计算资源、存储、OA 等）；二是管理上云（人力资源、财务等）；三是业务上云（生产、供应链、营销等）。

图表108：目前中国企业应用上公有云的比例仍然较低



资料来源：中国信通院，中信建投证券研究发展部

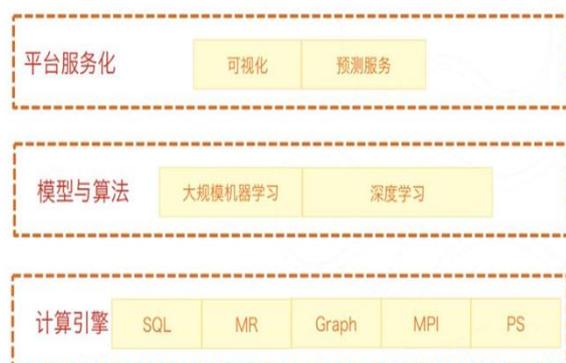
图表109：当前中国企业最主要的公有云需求



资料来源：中国信通院，中信建投证券研究发展部

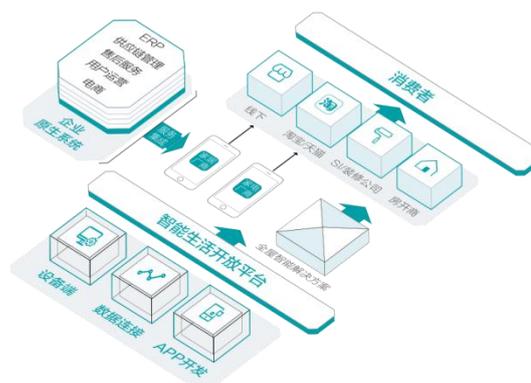
人工智能、物联网将逐步成为云端的重要应用，推动云计算持续快速发展，阿里云在产品创新、新产品推出速度、解决方案完善程度上一直是国内第一。云端机器学习、视频渲染、加密等对云端计算要求极高的应用，超出了传统 CPU 的处理能力。云端异构计算架构的出现，使得应用于云端的芯片、服务器到软件产业链获得新机遇。随着人工智能的迅速发展，云端机器学习的需求越来越大，伴随而来的是云端针对机器学习和数据挖掘等专用计算架构的出现。阿里云 2016 年 5 月率先推出的机器学习平台以及异构计算基础设施，让用户可以通过可视化界面实现实验的搭建服务，底层的算法和计算引擎完全解耦，数据加工人员只需要考虑每个算法的准确率和效能，无需操心底层的计算，计算结果会以可视化的方式返回并展现给用户。

图表110：阿里云的机器学习平台架构



资料来源：云栖社区，中信建投证券研究发展部

图表111：阿里云 IoT 平台架构



资料来源：阿里云官网，中信建投证券研究发展部

云平台即开即用，采用分布式架构，具有强大的弹性扩展能力、高并发处理能力、不断下沉的边缘计算能力、安全防护能力，可以有效满足物联网不同应用场景的个性化需求，能加速物联网的发展，同时物联网数据量的快速增长也将拉动云服务需求的高增长。2018 年阿里云将 IoT 提高到集团未来重要战略，目前平台连接数超过 8000 万，配合阿里 AliOS Things 操作系统、阿里云边缘计算产品，提供逐步完善的物联网解决方案。截至 2018 年 4 月，已经有 16 家芯片公司、52 家设备商、184 款模组和网关支持阿里云物联网操作系统和边缘计算产品。城市、汽车、生活、制造成为阿里巴巴物联网最重点的四个领域，1) 在智能城市物联网平台上，融合了建筑数据、交通数据、水务部分数据等，优化消防部门的救援路线、救援方案等；2) 阿里云物联网智能制造平

台帮助中小制造企业打通人、机、科、法、环等数据的共通共融，实现数据设备可视化和生产流程数字化管理，且成本使得中小企业能负担得起；3）车联网：目前阿里云在上汽的主流车型里预装 AliOS，并把阿里巴巴的各项技术服务与车内打通，驱动汽车的智能化转型；4）智能生活，阿里云正在与万科、美的地产构建智能生活开放平台，打造智能化社区。通过对 124 类单品，包括家居、家电产品，包括无人售货柜、共享雨伞、共享小店等进行全面的覆盖、智能化的连接，借助平台的能力、AI 的能力、大数据的能力，阿里云规划了 36 类智能场景，包括智能室内温控、照明，包括室外无卡化社区，包括智能的能源管理等，努力将能耗降低 20%，打造兼顾舒适绿色的智能生活环境。

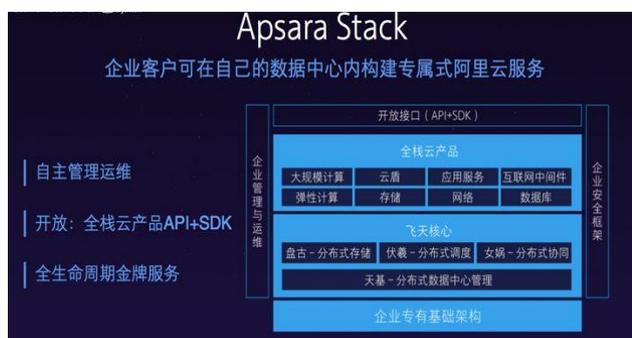
高性价比和产品不断丰富的阿里云不仅拥有覆盖小型初创企业、互联网电商公司的能力，在传统行业大客户上也不断取得突破，2017 年阿里云获得了不少传统行业客户的认可。阿里云早期用户大部分是小型创业公司、阿里系互联网公司，随着云计算快速发展，云正从互联网行业向传统行业渗透，未来两年云计算增长将更多来自较为保守和谨慎的传统行业客户。云计算的应用正在从游戏、电商、移动、社交等互联网行业向制造、政府、金融、交通、医疗健康、教育等传统行业渗透。目前，无论是海外公有云供应商 AWS 和微软，还是国内云计算巨头，都将政府、金融行业、盈利能力较好的制造企业作为主要突破口。2017 年阿里云获得了许多传统行业大型企业的认可，从新零售、金融、传媒到教育、制造业，都有标志性项目突破。出于部署新业务更加快速灵活、减少 IT 运维成本的考虑，2017 年 9 月飞利浦中国关闭在苏州的数据中心，将中国区业务整体迁移至阿里云上。与 2016 年相比，飞利浦中国在 IT 运维方面成本缩减了 54%。2017 年 9 月南京银行和蚂蚁金服、阿里云签署合作协议后，南京银行正在将整个 IT 系统迁移至阿里云平台上，同时正在采用 OceanBase 数据库和机器学习平台 API。

图表112： 阿里云各行业代表性客户

金融行业	浙江网商银行、天弘基金、红岭创投、众安保险、浙商证券
零售行业	太平洋咖啡、KingSouq、Tokopedia、Greendify
互联网行业	大麦网、FaceU、驴妈妈旅游网
政府	公安部、海关总署、海淀政务云、北京国税局、浙江省交通运输厅、宁夏政务云、云上贵州
传媒	中央电视台、浙江电视台、新疆电视台、浙江传媒学院、唱吧、PPTV、新浪微博、芒果TV
工业	Schneider、蓝思
教育	Snapask、TwoSigmas、Gateway Academy、AlphaEdu
制造	徐工集团、协鑫、波司登、春风动力
医疗	KEEP、华康移动医疗、1 药网、好药师去买药、华山医院、邵逸夫医院健康云平台、芸泰网络、迈瑞、荷兰皇家飞利浦公司
游戏	剑侠传奇、剑与家园、梦幻宠物联盟、兵器少女

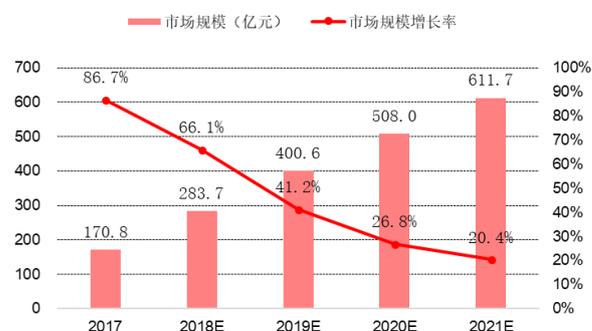
资料来源：阿里云官网，中信建投证券研究发展部

图表113: 阿里云专有云和政务云 Apsara Stack 飞天架构



资料来源: CSDN, 中信建投证券研究发展部

图表114: 中国私有云市场规模和同比增速



资料来源: CCW Research, 中信建投证券研究发展部

在政策驱动下, 中国的政务云近年来实现高速增长, 政务云规模目前占据了我国私有云市场的 53%, 是私有云增长最快的子行业, 阿里云的 Apsara 帮助企业客户在自己的数据中心内部署与公有云相同的云计算架构, 并兼容各种主流的开源技术标准, 包括 Hadoop、Docker、K8S、Spark 等。2012 年以来, 中国各级政府自上而下推出一系列政策法规推动政务云发展, 如推动智慧城市、电子政务等云平台建设。预计 2018 年中国政务云市场规模将超过 280 亿元, 同比增长 66%, 2019 年规模将超过 390 亿元, 增速达 32%。阿里云推出基于公有云架构的“私有云”方案“Apsara Stack”, 其脱胎于阿里云“飞天”(Apsara)技术体系, 具备 IaaS、数据库、大数据、安全、中间件等全套优势, 适用于客户集群规模在 50 台-1 万台的管理规模, 并且业务可向公有云无缝迁移, 目前主要用于政务云领域。面对对数据安全性及隐私性需求较高的客户, 阿里云提供独立的机房集群, 与公共云完全物理隔离, 并且保证严格的准入机制和访问控制、安全容灾能力, 提供网络安全、服务器安全、数据安全、业务安全和移动安全的防护体系, 并对政务云客户提供专属服务团队, 不但包含政务业务专家、云和大数据架构师以及专门的安全运营团队、售后服务支撑体系。目前阿里云政务云示范项目包括: 江苏一张网、云上贵州、人社部、海淀税务局、中国气象局、国税总局、浙江互联网法院等。

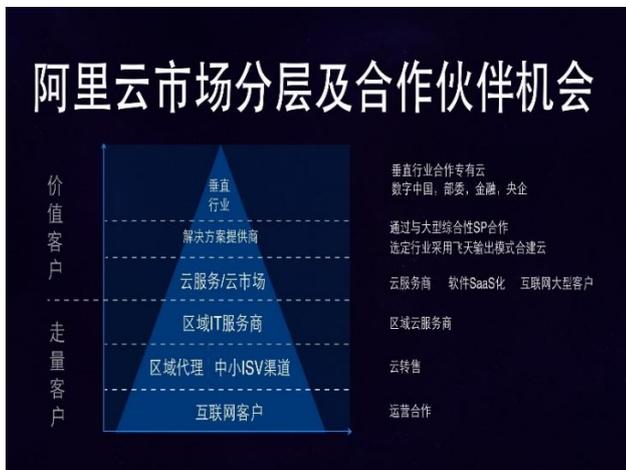
阿里云结合 ZStack 产品云解决方案, 重点面向金融、教育、医疗、制造业等传统行业和中小企业市场。Zstack 成立于 2015 年, 2017 年初获得阿里云领投, 和阿里云一起服务中小企业混合云市场, 企业只需要从网上下载 Zstack 软件安装一键部署即可获得 IaaS 底层架构, 将项目型私有云虚拟化工程转化为产品和服务, Zstack 能快速部署混合云。由于阿里云“飞天”专有云架构适合服务规模 60 台以上的企业, 因此 Zstack 的私有云和阿里云自身飞天架构形成良好的互补, 形成从大企业到中小企业的全面覆盖。

图表115: 阿里云合作伙伴举例

渠道分销合作计划	用友	神州数码	万国数据	东软云科技
云市场计划	安畅网络	用友	安恒信息	完美网络
云安全合作计划	孝道科技	驻云信息	华栖云	环宇数通
SaaS 合作计划	泛微 OA	公司宝	华栖云	小能云客服
智能生活物联平台合作计划	庆科信息	绿联软件	德澜科技	利尔达科技
区域服务合作计划	玳数科技	嘉为科技	驻云信息	数梦工厂

资料来源: 阿里云官网, 中信建投研究发展部

图116: 阿里云市场分层及合作伙伴机会



资料来源: Useit, 中信建投证券研究发展部

图117: 阿里云生态分类



资料来源: Useit, 中信建投证券研究发展部

云计算竞争日趋激烈，生态竞争成为未来焦点，阿里云目前拥有超过 8000 家软件合作伙伴，云上 API 调用位列全球第三。公有云厂商专注于提供基础设施和架构，企业客户应用和业务要快速、安全、低成本的迁移到云端则需要合作伙伴共同完成，因此云计算厂商竞争逐步演化为生态体系的竞争。云厂商生态合作伙伴一般包含主要包含咨询合作伙伴、技术合作伙伴。咨询合作伙伴帮助客户设计、架构、搭建、迁移和管理客户在公有云上的工作负载和应用程序，包含咨询公司、增值服务提供商、大型系统集成商、托管服务提供商和分销商，技术合作伙伴提供托管于公有云平台或与云平台集成的软件解决方案，包括 ISV、SaaS 和 PaaS、开发人员工具、管理和安全供应商等。目前在阿里云生态平台上已经有超过 8000 家软件开发企业，遍布咨询公司、系统集成商、行业头部 ISV。目前，阿里云生态体系下的合作伙伴服务客户超过 10 万家。2018 年 5 月阿里云生态合作伙伴的云市场上，2017 年生态伙伴接到的订单数量超过了 200 万单，使得阿里云整体生态伙伴的收入增幅超过了 200%。在全球的软件体系中，阿里云的 API 调用位列全球第三。

4.2 阿里云服务阿里生态体系，是坚实的 IT 基础设施

2015 年阿里巴巴启动“大中台、小前台”战略后，阿里云成为阿里巴巴集团全域数据最重要基础设施，支撑集团各种业务，实现基础设施、服务、数据的共享，降低基础设施总成本、降低新业务试错成本，提升创新效率。2015 年阿里巴巴提出大中台概念，即 1) 将优势业务模式对应的底层服务形成基础模块，提供给更多业务使用，比如天猫、淘宝、咸鱼、1688 等拥有相似业务流程的，可以共享一套订单管理、评价等服务，对重复类似的服务进行梳理，避免出现“双胞胎”服务，避免重复投资；2) 打通业务间的数据连接，建立大会员体系，阿里系包含阿里巴巴并购的生态内公司数据和底层和阿里集团数据进行融合；3) 根据集团的需要进行新业务孵化，可以快速试错，提升创新效率。阿里云不仅为集团及阿里巴巴生态系统公司提供了计算、网络、服务器等基础设施，还提供了中间件、数据库、操作系统，以及算法平台、数据平台等应用平台。据 2016 年阿里内部测算如果没有建设统一的数据公共层，阿里内部服务器需求量会在 5 年之后达到现在的 100 倍之多，经过数据公共层的统一建设，5 年后的服务器需求量相对会节约 90%，大大降低了集团在基础设施上的投入。除了基础设施共享，阿里巴巴各部门还实现数据共享，OneData 是阿里数据中台的核心，设计、开发、部署和使用上保障了数据口径的规范和统一，实现数据资产全链路管理，提供标准数据输出。实现数据共享后，阿里巴巴内部孵化了许多基于数据智能的新产品，比如公司基于数据中台孵化了“GProfile”全域用户档案的标签服务，千人

千面的个性化服务背后的数据基础就是“GProfile”

图表118： 阿里云承载了阿里巴巴集团基础设施



资料来源：云栖社区，中信建投证券研究发展部

“四横三纵”大数据中台不仅降低集团 IT 基础设施和成本，还实现了对商家赋能。阿里巴巴数据中台旨在对内提供数据基础建设和统一的数据服务，对外提供服务商家的数据产品。大数据中台可以实现 1) 统一数据资产管理：构建元数据中心，通过资产分析、应用、优化、运营四方面对看清数据资产、降低数据管理成本、追踪数据价值；2) 实现统一主题式服务：通过构建服务元数据中心和数据服务查询引擎，面向业务统一数据出口与数据查询逻辑，屏蔽多数据源与多物理表；3) 极大的丰富和完善了阿里巴巴大数据中应用，OneData、OneID、OneService 渐趋成熟并成为上至 CEO、下至一线员工共识的方法论体系。

图表119： 阿里云承载了阿里巴巴集团基础设施



资料来源：云栖社区，中信建投证券研究发展部

阿里云为新零售行业构建数据中台和基础设施,帮助传统零售通过数据智能转型新零售。传统零售常态是基础设施能力弱、物流到支付的能力不足、内部数据整合能力不足，从而影响线上线下商品数据、会员数据和服务数据的打通。阿里云在新零售中扮演的角色称为“中台”，介于企业的前端与后端之间，帮助打通二者数据，数据必须首先上云，才能实现智能，阿里云为企业提供的是一整套数据智能解决方案。阿里云为波司登搭建零售云平台，将库存中心、用户中心、交易中心和订单中心全部汇集到云平台上，业务部门可以根据数据获得的信息作出实际调整。波司登在库存中心新开发自动补货系统，取消经销商仓库，由系统自动为经销商好直营门店补货，有效减少了缺货损失 21%，售罄率同比增长 10%。新零售就是用数字化的方法对零售做重构，背后技术是云和大数据，因此阿里云在新零售战略中有重要地位。阿里云针对零售行业解决方案推推出零售公有云和零售专有云，其中零售专有云将对接淘宝开放平台和数据，为双 11 大促提供稳定性保障，并提供智能设备的门店收银、导购、客流分析等工具。企业还可以在阿里云上获得很多针对零售行业第三方应用，如粉丝会员运营解决方案、以图搜图工具、短信服务等。

图表120： 实体零售门店转型所需技术支持

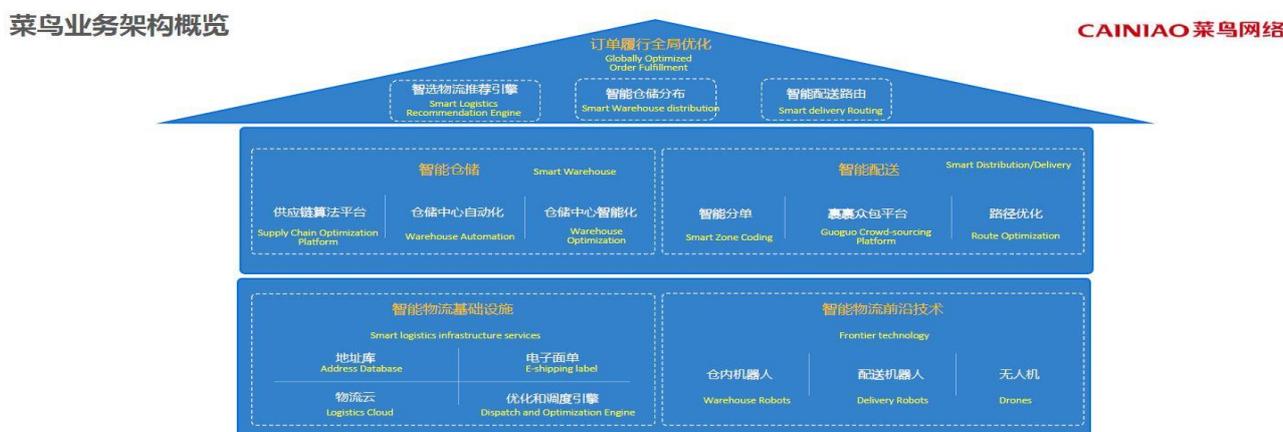


资料来源：阿里云官网，中信建投证券研究发展部

5. 菜鸟用数据驱动物流行业变革，成本降低任重道远

菜鸟网络科技有限公司成立于2013年5月28日，由阿里巴巴集团、银泰集团发起，复星集团、富春控股、顺丰集团、三通一达(申通、圆通、中通、韵达)、宅急送、汇通，以及相关金融机构共同参与。公司致力于建设一个数据驱动、社会化协同的物流及供应链平台，即在现有物流业态的基础上，建立一个开放、共享、社会化的物流基础设施平台。菜鸟是一家互联网科技公司，通过大数据、智能技术和高效协同，与合作伙伴一起搭建全球性物流网络，提高物流效率，加快商家库存周转，降低社会物流成本，提升消费者的物流体验。菜鸟的使命是与物流合作伙伴一道，致力于实现中国范围内24小时送货必达、全球范围内72小时送货必达。FY2018菜鸟网络日均协助投递包裹5500万个，根据国家邮政局数据显示，2017Q2中国快递业务量日均保持1.08亿件，菜鸟网络的快递业务量占比超过50%。

图表121： 菜鸟业务架构概览



资料来源：菜鸟网络，中信建投证券研究发展部

成立之初，阿里巴巴集团注资 21.5 亿元人民币，占股 43%、银泰集团占股 32%、富春集团占股 10%、上海复星集团占股 10%；圆通快递、顺丰速运、申通快递、韵达快递、中通快递各出资 5000 万元人民币，各占股 1%。2017 年 9 月，阿里巴巴集团向菜鸟网络增资 53 亿元人民币，持股比例由 43% 上升至 51%。2018 年 6 月，中通快递增资 1.68 亿元人民币，持股比例超过 10%。2018 财年下半年开始，菜鸟网络并入阿里巴巴集团财报，阿里巴巴年收入增速因此提高五个百分点。

图122: 菜鸟快递服务平台在物流配送中提供的平台服务

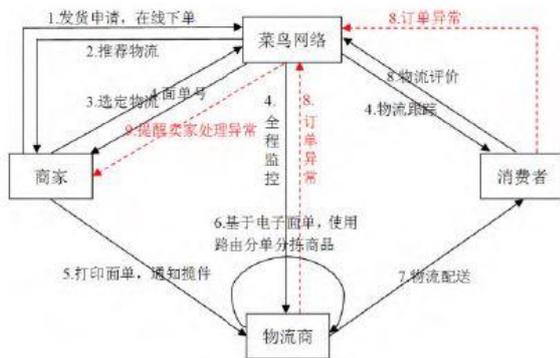


图123: 菜鸟大数据能力

<p>电子面单和智能分单已成物流基础设施</p> <ul style="list-style-type: none"> 淘系电子面单渗透率达80%，淘系智能分单渗透率超过70% 双十一当天，三段码分单调用近3亿次，准确率高达99.8% 	<p>四级和五级地址库亦是重要基础环节</p> <ul style="list-style-type: none"> 五级地址已经可以精确到小区楼栋 双十一当天，菜鸟网络地址库解析总调用量超过4亿次 	<p>高吞吐量和系统稳定性支撑海量订单</p> <ul style="list-style-type: none"> 物流订单创建峰值稳定10万QPS，服务表调用峰值30万QPS 菜鸟WMS系统双十一当日出库达千万级别，已为全球最大
<p>实时监控预警18万网点，协同快递保障安全</p> <ul style="list-style-type: none"> 2016.11.11-13，预警拥堵转用中心80多个 2016.11.11-13，每日预警超负荷网点达1000余个，准确率99% 	<p>智能客服应对海量咨询，显著提升服务质量</p> <ul style="list-style-type: none"> 智能化服务（非人工）比例达96%+ 起接率高达99%，较去年有大幅提升 	<p>智能仓配，实现大促“物流不打折”</p> <ul style="list-style-type: none"> 海量预测，精确分仓，自动化设备大量使用 天猫超市当日达履约率基本与平日持平；4天内，多个类目领先商家发货率接近100%

资料来源：研究与探讨期刊，中信建投证券研究发展部

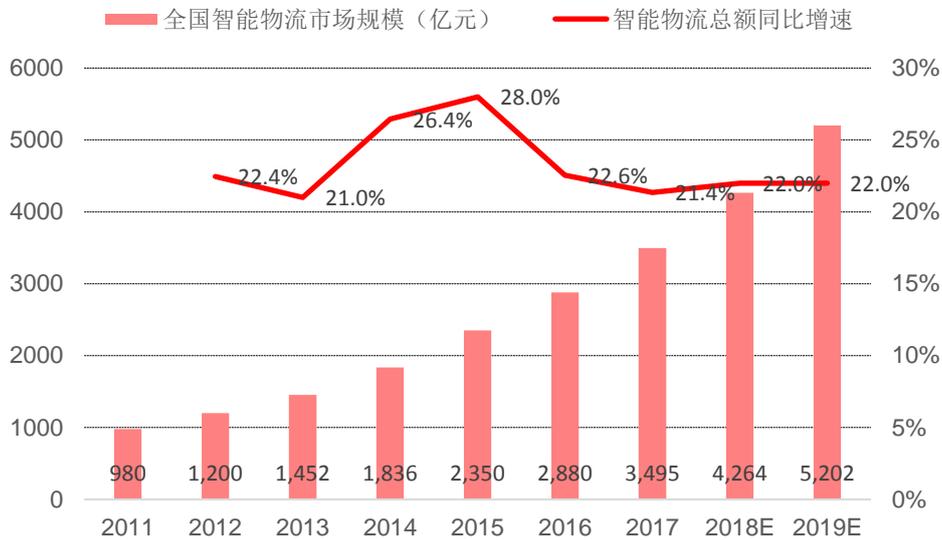
资料来源：菜鸟网络，中信建投证券研究发展部

菜鸟网络推出的服务包括:1)快递平台服务: 针对网络零售商家平台服务和针对快递公司的平台服务, 针对商家平台服务包括: 物流跟踪及服务、电子面单、货到付款等; 针对物流公司服务包括路由分单、菜鸟天地和快递指数等; 2) 仓配网络, 利用自建或者合建仓储、大数据资源为商家、行业、消费者提供个性化服务, 为家电、生鲜、美妆、快消和服装提供专门仓配一体服务; 3) 跨境物流网络, 菜鸟网络的跨境物流合作伙伴数量已经有 89 家, 覆盖全球 224 个国家和地区, 全球仓库数达到 231 个; 4) 农村物流网络: 为乡村中小企业、消费者、电商平台提供商品到村配送、县域间流通、农副产品流通解决方案, 目前覆盖了 650 个县和 4 万+村; 5) 针对零售通的 B2B 物流配送; 6) 菜鸟驿站。

5.1 传统物流问题突出，菜鸟重塑运营模式

目前网络零售已经从解决买卖双方信息不对称的 1.0 时代、解决支付信用, 降低交易成本的 2.0 时代向降低流通成本的 3.0 时代迈进。在这一阶段, 依靠减少中间商降低销售价格、提高销量和利润率的传统电商模式已经很难取得质的增长, 压缩流通成本, 提高物流质量和效率成为大势所趋。2017 年, 我国物流业总收入为 8.8 万亿元, 社会物流总额为 252.8 万亿元, 总费用额为 12.1 万亿元。物流业的社会总费用远超过商品房销售、卫生医疗、旅游、餐饮和住宿等行业。与此同时, 我国物流业存在成本偏高的问题。国际上通常用物流费用在 GDP 中的占比来衡量一个国家物流发展水平, 2017 年我国社会物流总费用占 GDP 比值为 14.6%, 远高于美国 8% 的平均水平, 而这一指标每下降 1%, 对应的市场价值都将超过千亿元人民币, 菜鸟和京东物流目标都是将中国社会物流总费用降到 GDP 占比 5% 以下。

图表124： 中国智慧物流市场规模和同比增速



资料来源：前瞻网，中信建投证券研究发展部

菜鸟物流相比于传统物流业的优势主要有以下几点：

1) 数据协作，信息技术赋能物流运输。当下传统物流行业面临信息化水平低、运营效率低下、服务水平低下、协同能力低下等多重考验。菜鸟网络的物流数据平台，会汇集商家、物流公司以及来自于第三方的数据资源，对阿里平台上海量的商品、交易和用户等信息，以及社会物流网络信息的深度挖掘，实现物流过程的数字化、可视化，对全国各大物流公司进行“中转站-线路-网点”整个包裹流转链路的运输预测和运输预警，让物流公司实时掌握整张物流网络每个环节的“未来包裹量预测”和“繁忙度实况预警”；同时也让商家能够了解物流公司的状况，选择合适的物流公司进行商品配送，实现智选物流的目标。商品运输的过程变得更加智能化，传统物流行业也得益于此实现有序经营。

图表125： 基础设施共享和数据基础设施升级带来成本降低



资料来源：菜鸟网络，中信建投证券研究发展部

2) 主打开放网络体系，改变“各自为政”的低效率运作模式。在菜鸟网络出现前，市场上快递公司数量极多，且各自间都存在着竞争关系，即使是行业龙头“三通一达顺丰”也常常“冷热不均”，在不同地域市场占有

率差距较大，相互之间也缺乏合作。依托于阿里系的菜鸟网络一方面拥有充足的业务来源，另一方面，也有机会从物流平台、仓储和运输三大环节整合行业资源，变革中国社会化物流体系。目前，菜鸟网络由天网、地网、人网三部分构成。其中，天网是开放性的云供应链协同平台，强调电子商务及物流数据的交互和分享；地网是以节点形式布局的仓储和产业园实体物理网络，借由庞大的地面网络不断聚集货物、人气；人网是社会化物流末端网络，主打“最后一公里”物流服务和基于消费者真实生活中各种场景下的便民服务。菜鸟网络能够充分整合行业资源，使得消费者在使用快递业务时更加透明化，也为未来进一步提升送货速度、改善快递服务提供了必要的支持。

3) **电子面单改写传统收发快递模式，保障用户隐私。**传统快递使用过程中，发货方会使用手工填单的方法处理发货，然而手工填单的过程效率极其低下，对于较大的发货方来说需要较高的人工成本。同时，手工填写的快递单极易泄露用户的隐私。菜鸟电子面单看似基础，实际上需要有大数据的信息系统作为支撑。当电子面单体系得到广泛利用时，就能起到节约成本、提升效率的作用。在商家端，电子面单提高了收货效率，成为行业信息化的低成本入口。菜鸟在此先宣布电子面单系统将永久免费给合作伙伴使用。“电子面单”的推广，极大地提升了快递公司的打印效率和分拣效率，进一步降低了传统快递单的纸张成本、人工作业成本、去掉了录单过程、提高分拣速度，同时通过二维码隐藏收件人的隐私信息，一定程度上避免消费者个人隐私泄露。随着电子面单覆盖率的进一步提升，将使全国整体物流速度得到提升，当日达将不再局限于中心城市。

目前菜鸟覆盖率已经超过 30%，未来以菜鸟为核心的物流体系正在逐渐形成。在“天网+地网+人网”、大数据监测的配合之下，菜鸟的市占率有望进一步提高。

5.2 智慧物流收效显著，物流服务质量显著提升

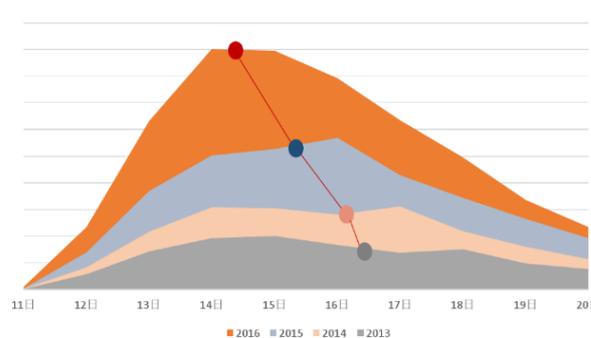
智慧物流的广泛应用提升了物流服务的时效性。以“双十一”购物节为例，2016 年“双十一”包裹履约率同比提升了 25%，与 2013 年相比，1 亿包裹签收时间减少了近 3 倍。物流服务的时效性增加降低了包裹积压的可能性。菜鸟网络从源头上解决了长期以来物流平台资源分配效率低下的问题，整合了所有可用的资源。

图表126： 2015-2016 履约率变化情况



资料来源：菜鸟网络，中信建投证券研究发展部

图表127： 2013-2016 签收峰值流量图



资料来源：阿里研究院，中信建投证券研究发展部

智慧物流提升了中西部地区的物流时效性。从 2016 年的数据看，东部地区时效指数同比下降了 6%，而中

部地区和西部地区分别下降了 10%和 9%。较为完善的基础设施是时效性提升的关键，中西部地区相对于东部地区的增量主要体现于投递和运输效率的提升。菜鸟网络除了利用电子面单等技术提升源头效率外，菜鸟驿站、“四级地址”的应用在最大程度上推动了投递效率的优化。

图表128： 东中西部时效指数

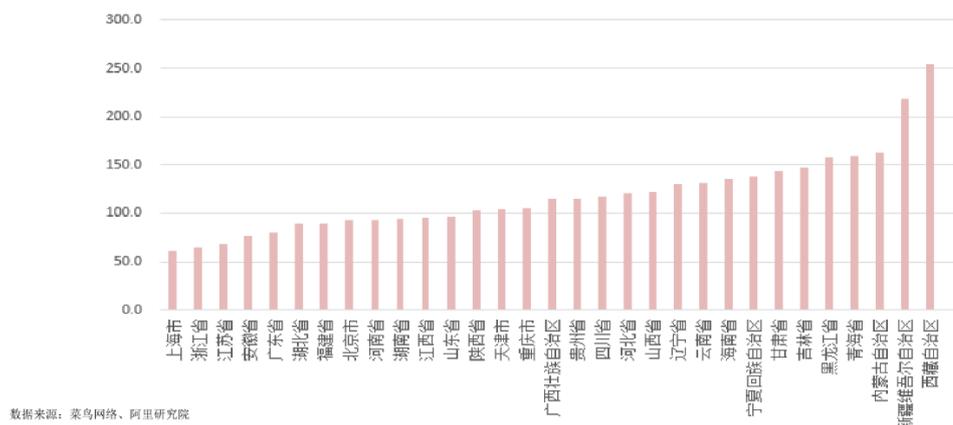


资料来源：菜鸟网络，中信建投证券研究发展部

5.3 智慧物流的明天：技术创新为降本增效赋能

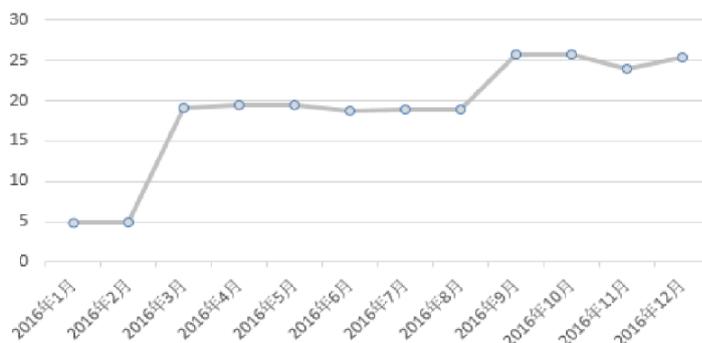
地区差异仍然明显，智慧物流仍需进一步覆盖。从 2016 年物流时效指数看，除相对偏远的西藏、新疆外，内蒙古等省区的时效仍只有江浙沪地区的 1/3。江浙沪地区拥有良好的基础设施，在产业集群和规模效应的集中优势下，时效自然能够保证。中西部地区需要物流云等新科技提升物流整体效率。

图表129： 2016 年区域时效指数



从数据基础设施情况看，物流云在 2016 年 1 月数值为 5，而到 2016 年底就达到了 25.4，增速快于预期，云计算在快递领域的应用能进一步推进物流效率的提升。

图表130： 数据基础设施指数



资料来源：菜鸟网络，中信建投证券研究发展部

5.4 菜鸟网络的全产业链盈利图景

依靠不断提升效率、降低成本，才能创造更多盈利空间。目前菜鸟为商家提供跨境和仓配端到端解决方案，商家付钱给菜鸟，菜鸟再把其中一部分收入分给合作伙伴，因此菜鸟的盈利空间更大在于全国编织的这张网提升货的效率和库存周转率，成本的节省从而获得更高的毛利率。

菜鸟目前形成了独特的飞轮效应：第一个飞轮，阿里系通过菜鸟能找到优质的投资标的，通过投资获得更好的标的收益及业务协同，从而带动菜鸟网络变得更庞大、牢固和协同效率更高；第二个飞轮，菜鸟平台通过与更多的物流企业进行业务合作、资本合作，得到更多的信息数据积累，从而带动菜鸟平台的信息基础变得更丰富；第三个飞轮，通过菜鸟平台的发展带动电商及新零售业务的发展，从而积累更多的订单，使阿里系成为更为强大和优质的物流订单池，从而对更多物流企业产生更强的吸引力。

图表131： 菜鸟网络通过技术对物流各个环节的优化和创新



资料来源：菜鸟网络，中信建投证券研究发展部

从盈利模式相比，菜鸟网络更专注纵向一体化，京东、腾讯在物流方面更专注与横向一体化。菜鸟网络是阿里系的物流创新实践，阿里试图通过全方位管理降低物流方面的交易成本，提升交易效率。全产业链的设计也有助于阿里抢占市场规模。腾讯、京东等企业则更关注自身长项，利用资本实施并购，扩充行业份额，提升毛利率空间。从行业竞争力上看，拥有全产业链的菜鸟网络在未来的竞争中将更具备竞争力，能够更好地开展智慧物流设计与推广。

6. 阿里大文娱：未来娱乐消费将转化为生产力带动核心商业发展

6.1 并购出来的“文娱全家福”

阿里巴巴文化娱乐集团的发展历程就是一部完全的“并购史”。阿里巴巴文化娱乐集团于2016年10月31日正式筹建，其前身为阿里巴巴集团于2016年6月15日宣布成立的阿里巴巴集团大文化娱乐板块。俞永福出任首届文娱集团的董事长兼CEO。作为阿里巴巴集团“快乐+健康”战略中“快乐”产业的载体，阿里巴巴文化娱乐集团承担着阿里巴巴集团在未来十年乃至更久时间内的重要战略落地的使命，亦是阿里巴巴集团继电子商务、金融、智能物流和云计算业务之后的最新产业履带。

目前，阿里大文娱板块呈现出“3+X”的分布：大优酷、阿里移动、现场娱乐三个主打基础设施的建设和改善的事业群为核心，外加音乐、体育、电影、文学、游戏以及主打短视频的土豆作为产业链的延伸主打内容制作。

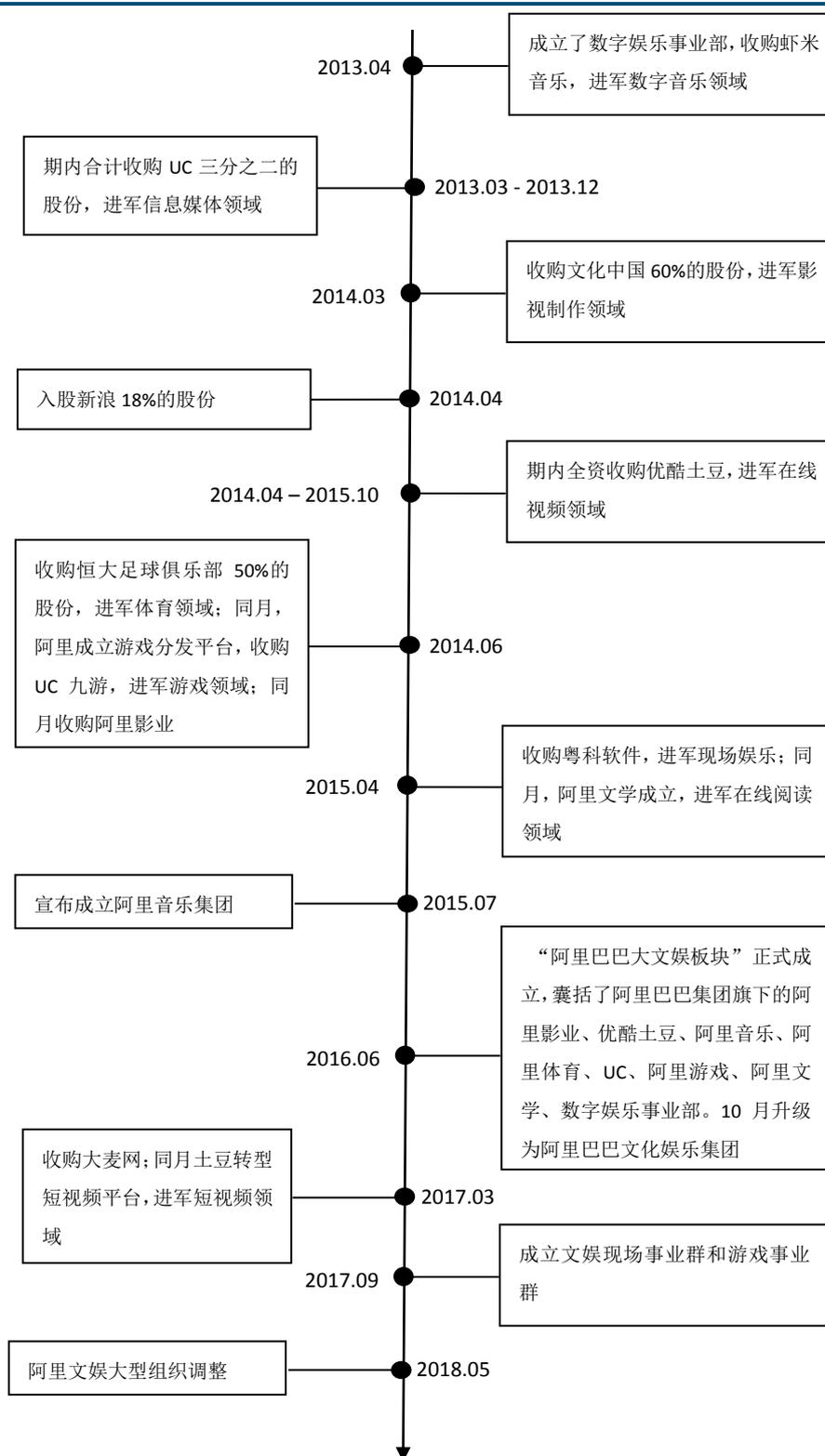
图表132：阿里大文娱板块分布

领域	事业群
在线视频/直播	大优酷事业群
信息媒体	阿里移动事业群
现场娱乐	现场娱乐事业群
短视频	土豆事业群
音乐/演艺	阿里音乐事业群
体育	阿里体育事业群
在线阅读	阿里文学事业群
影视	阿里影业事业群
游戏	阿里游戏事业群

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

阿里自2013年4月份开始，以并购的方式不断进入文娱的各个领域，至2016年“阿里巴巴大文娱板块”宣告成立，标志着阿里集团的布局已基本成型。

图表133： 阿里大文娱板块发展历程



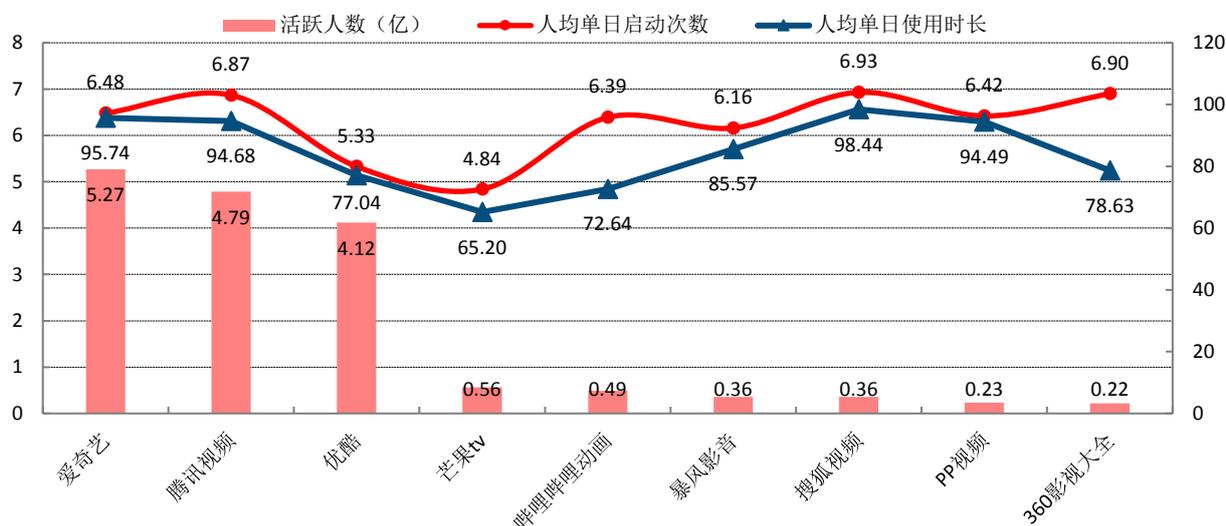
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

成军过后，由于业绩一直没有起色，文娱集团内部架构经历了不断调整，其中高层管理者的调整便是典型代表。原阿里文娱集团 CEO 俞永福已于 2017 年 11 月辞去阿里集团大文娱董事长职务，目前集团 CEO 采取“轮换制”，由各事业群的 CEO 轮流任职，目前由杨伟东担任。

■ 大优酷事业群：在线视频 + 直播综艺 + 家庭娱乐

阿里大优酷事业群主要着力于在线视频领域的发展，主要由优酷、来疯和阿里家庭娱乐事业部三者组成。目前拥有数亿用户，已覆盖 PC、电视、移动三大终端，兼具影视、综艺和资讯三大内容形态，贯穿视频内容制作、播出和发行三大环节，是中国目前最大的家庭数字娱乐平台。在我国在线视频发展兴兴向荣的背景下，优酷稳坐行业龙头之一的位置，但总体而言其发展并不乐观。相较于几年前优酷土豆行业前二的位置，2018 年 3 月优酷月活用户规模为 4.12 亿，居行业第三，前三名和后面企业差距悬殊。

图表134： 2018 年 3 月移动视频 App 活跃用户规模 Top10



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

如今的优酷是由之前的优酷和土豆网合并而成。2012 年 8 月 23 日，当时中国视频网站前两名优酷和土豆网以 100% 换股方式合并成优酷土豆股份有限公司（2015 年 8 月 6 日更名为合一集团），2015 年 10 月 16 日阿里巴巴宣布将收购优酷土豆集团，并将其作为阿里大文娱板块的重要组成部分之一。优酷定位于“中国综合性数字娱乐平台”，其内容体系由剧集、综艺、电影、动漫四大头部内容矩阵为主，以用户原创内容为辅，优质的内容供给便成了重中之重。

来疯是大优酷事业群下的综艺娱乐直播平台，主打全民综娱直播，成立于 2013 年，2016 年 8 月底，合一集团在全直播战略发布会上推出“优酷直播+来疯直播”双品牌组合模式：优酷直播强调深看浅玩，打造新鲜品质直播，偏重媒体化内容和精品内容；来疯直播则明确强调深玩浅看，主打全民综娱直播，偏重 UPGC 和中小节目的直播互动感和社区感。

图表135： 来疯“疯火计划”下的综艺节目



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

而在 2016 年 11 月最新划分的大优酷事业群中，来疯直播则得到了单列的地位。为保证精品内容的源源不断，合一集团还提出了 3 年的内容合作计划——疯火计划，预计在 2017 到 2020 年内计投入 20 亿资源，找 100 家左右的内容制作公司，采用合制或承制等多种合作方式，陆续推出 500 档甚至更多的互动综艺。预计在将来，阿里大优酷事业群内的直播产品将会进行合并，而来疯则很有可能成为大优酷直播业务的中心产品。

阿里家庭娱乐事业部主要瞄准以智能电视、智能机顶盒等为代表的家庭娱乐领域。在 2014 年 7 月，经过多年布局，依托于阿里大数据及阿里生态体系的阿里集团，阿里数娱启动了“家庭数字娱乐生态合作计划”，凭借着得天独厚的优势以“影视+音乐+游戏+教育”的整体布局形式，一举成为业内的佼佼者。

2015 年，阿里数娱切入电视游戏领域，阿里集团旗下除了有网络高清电视机顶盒天猫魔盒、云盒联盟外，还有多家国内知名电视品牌都同样搭载了阿里巴巴家庭娱乐服务平台。阿里欲通过这个平台，让用户可以观看国内外主流影视大作、经典游戏、启蒙幼教等优质内容。2016 年，阿里数娱（阿里家庭娱乐的前身）宣布其关于大屏生态的最新布局；10 月，阿里巴巴家庭娱乐战略发布会举行，同时提出要构建“华人华语地区家庭娱乐内容第一生态”，与优酷实现了业务打通，阿里大文娱板块的结构初具雏形；12 月，阿里数娱正式更名为阿里

家庭娱乐，并公布了其在 2017 年“开放升级、超级内容、数据赋能”三大战略，并宣布与芒果 TV 合作之后，联合厂商推出基于二者独家合作内容的全新互联网电视。

图表136： 阿里家庭娱乐事业部开放升级战略



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表137： 阿里家庭娱乐旗下终端产品矩阵



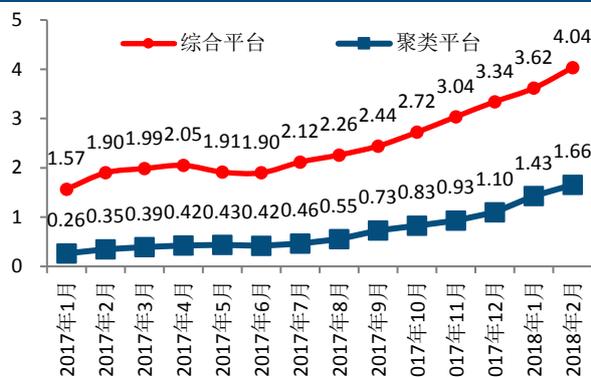
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

自此，阿里家庭娱乐的开放生态链已然成型，并通过品牌、内容、数据、会员、商业在内的五大协同优势，形成围绕智能电视合作联盟，天猫魔盒，CIBN 环球影视 APP 等三大业务的第一内容生态。

■ 新土豆事业群：切入短视频风口

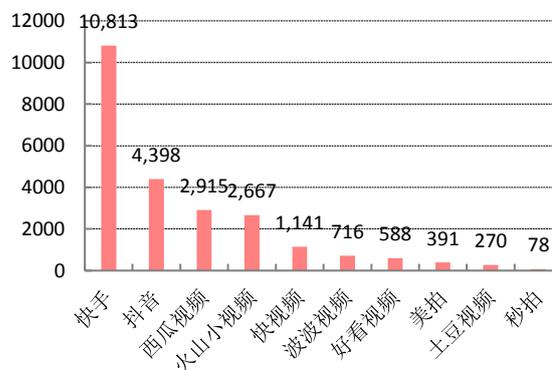
17 年以来，短视频成为互联网传媒领域的又一重大风口。2018 年 2 月我国短视频平台用户规模大约达到了 5.7 亿，与 17 年同期相比翻了 3 倍。阿里文娱看中了短视频市场发展的潜力，将原土豆网改造成短视频平台“新土豆”正式进军短视频领域，2018 年 2 月日均活跃用户为 270 万人，排名行业第九。

图表138： 201701-201802 中国移动短视频平台活跃用户规模（单位:亿）



资料来源：新浪财经，中信建投证券研究发展部

图表139： 2018 年 2 月主要短视频 App 日均活跃用户（万）



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

2017年3月31日，土豆正式脱离大优酷事业群，自此聚焦短视频，并将砍掉所有长视频的内容，口号也从“每个人都是生活的导演”变为“只要时刻有趣着”。新土豆以移动端为主，PC端基本可以说是被战略放弃，组织架构上，2017年，土豆的人员预算是四五百人，比被并购前的土豆人数更多。

阿里在短视频领域一直坚定不移地走“内容为王”的战略：2016年12月阿里文娱宣布启动UC“W+”量子计划，预计投入10亿元人民币扶持自媒体人，对激励扶持的自媒体人数，将不设上限。2017年3月，阿里大文娱宣布将“W+量子计划”升级为“大鱼计划”，在10亿现金扶持基础上，再追加10亿，共20亿纯现金赋能自媒体。其中设立“大鱼奖金”以每月最高2000份万元奖金发放给2000名图文和短视频优秀内容创作者，并将广告分成翻数倍划入内容创作者收益。与“大鱼计划”配套的App“大鱼号”也应运而生。

图表140：阿里文娱短视频战略脑图

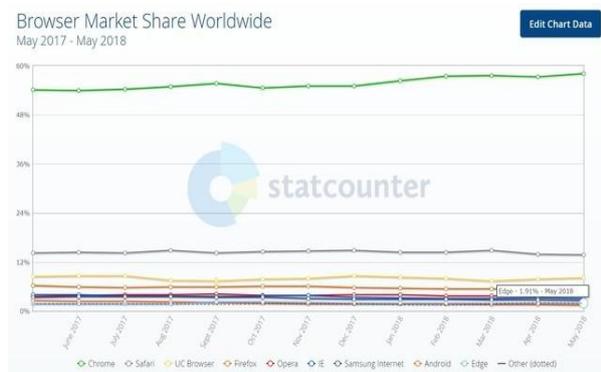


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

■ 阿里移动事业群：大文娱板块的流量分发平台

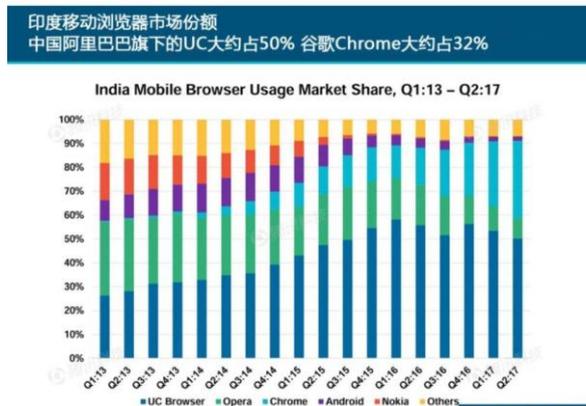
阿里移动事业群的前身为UC（优视科技），由何小鹏和梁捷于2004年在广州创立，2014年6月并入阿里巴巴，成为阿里巴巴移动事业群的核心部分，也是阿里大文娱板块中的导流平台，其业内估值为50亿美元，创造了当时中国互联网史上最大的并购事件新纪录。

图表141: UC 浏览器过去一年全球月活用户排名第三



资料来源: Statcounter, 中信建投证券研究发展部

图表142: 2017Q2 UC 浏览器在印度市场市占率 50%位列第一



资料来源: 搜狐新闻, 中信建投证券研究发展部

2015 年 UC 头条发布, 标志着 UC 浏览器开启了第三代浏览器的新浪潮: 从信息入口工具到内容分发平台, 基于大数据实现精准推荐, 让信息更精准连接到人, 融入信息流式交互体验, 为用户提供个性化阅读体验。2016 年 8 月, UC 正式对外发布 UC 头条独立 App, 将 UC 大数据新型媒体平台的优势属性首先倾斜在最常被应用的资讯领域, 专业于资讯阅读服务。

除了在本土市场取得领先地位, 在海外市场的增长亦成为 UC 的重大亮点。UC 是全球使用量最大的第三方手机浏览器, 目前全球用户超过 5 亿, 海外用户超过 1 亿。在亚洲、非洲、俄罗斯等多个地区取得了市场领先。不仅在全球第二大人口国家——印度成为第一大手机浏览器, 同时也在 2015 年 3 月成为印尼第一大浏览器, 市场份额分别超过 41%和 28.5%。UC 在印度、印尼等国际已经构建了包括浏览器和应用商店在内的完整产品矩阵, 其中印度市场, 总月活已超过 8800 万。根据全球知名的网络流量监测机构 StatCounter 的数据所示, UC 已经成为全球排名前三的移动浏览器。

■ 现场娱乐事业群: 线下演艺市场的“基建升级”

2017 年 9 月 19 日, 阿里大文娱旗下大麦网举行战略发布会, 宣布成立阿里文娱现场娱乐事业群, 包括大麦网、MaiLive 和麦座三大业务品牌。阿里文娱现场娱乐事业群以“打通线上线下”为主要着力点, 以原先的大麦网为核心。

成立于 2004 年的大麦, 是中国最大的综合类现场娱乐票务营销平台, 业务覆盖演唱会、话剧、音乐剧、体育赛事等领域。2017 年 3 月, 大麦成为阿里巴巴全资子公司, 加入阿里大文娱半年后, 大麦此次升级为现场娱乐事业群, 启用新品牌形象及定位, 瞄准了文化娱乐消费升级带来的现场娱乐这一新风口。

MaiLive 作为阿里文娱现场娱乐事业群的现场演出品牌, 主要解决文娱市场中的内容供给问题: 从扶持创作者、扩展 IP 价值、C2B 定制等方向发力, 主打的是为现场娱乐的内容出品和制作赋能。2017 年年底, MaiLive 已经与优酷、阿里文学、虾米音乐等推出“寻光计划”和“聚光计划”以扶持文化娱乐行业新人才和新 IP。其中, 虾米的“寻光计划”将在全国启动 100 场巡演, 单场投入 300 万元, 而“聚光计划”则是与孟京辉、田沁鑫等知名话剧导演一起, 在青年演员、导演、编剧人才培养等方面进行深度合作, 预期投入 10 亿元。粗算下来, 阿里对 MaiLive 单一板块的预期投入已经达到 13 亿。

麦座是阿里文娱 2017 年推出的现场演艺解决方案提供商。麦座作为 MaiLive 的兄弟品牌，具备支持大型演出现场的全流程能力，能够确保观众快速、安全、有序入场。在今天的阿里巴巴年会上，杭州黄龙体育场内近 4 万阿里人全部通过大麦 App 电子票夹中的二维码入场，实现了全场无纸化，入场时间人均 2-3 秒。

作为阿里现场娱乐布局中提供落地服务的重要硬件支撑，麦座试图融入阿里巴巴的大数据、云计算等能力，从票务销售、内容服务、数据服务、营销板块和金融服务五大板块，推动传统演出场馆的智能化，为合作伙伴打造智能化管理体系。目前，麦座已为淘宝造物节、天猫双 11 晚会、CBA 和中国网球公开赛等大型项目提供了完善的互联网化解决方案。对于麦座系统的升级，阿里大文娱现场娱乐事业群一期将投入 5 亿元，强化票务销售、内容服务、数据服务等五大板块的能力，改造超过 1000 所传统演出场馆。

现场娱乐事业群中的三个板块其实等于是阿里在现场娱乐行业的三条业务发展主线：其中大麦网为各类现场娱乐赛事提供票务营销服务，提供的是“管道”服务；而 MaiLive 则注重于赋能现场娱乐行业的新人和新 IP，则为行业持续提供新生力量，充当“蓄水”作用；而麦座则为演出场馆提供软硬件解决方案，则为市场规模持续扩大“添砖加瓦”，三者并驾齐驱，形成链条式服务，一起成为阿里掘金现场娱乐市场的三驾马车。就在互联网创业者们忙着增强用户粘性，延长用户使用时间的时候，小程序的创造者张小龙却提出了“用完即走”的理念，他强调：“一个好的软件，一个好的工具应该让用户用完即走的”，而走是为了下次能够回来。

■ 阿里体育事业群：以线下体育为目标

2015 年 9 月 9 日，阿里巴巴集团宣布成立阿里体育，正式全面布局体育产业，并提出要以数字经济思维创新发展体育产业链。阿里体育的主要战略是做中国体育经济的“基础平台”，即基于全民健身、基于高参与度、年轻人喜欢的、受众广泛的有活力的 IP 和服务开展业务。

图表143：阿里体育拿下 2018 俄罗斯世界杯直播权



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

2015 年 12 月阿里巴巴获得国际足联俱乐部世界杯的商业赞助权，成为第一个冠名顶级国际比赛的中国企业；2016 年 10 月宣布成为 CBA 官方转播机构。2017 年 1 月国际奥林匹克委员会与阿里巴巴集团 19 日在瑞士达沃斯联合宣布，双方达成期限直至 2028 年的长期合作。阿里巴巴将加入奥林匹克全球合作伙伴（TOP）赞助计划，成为国际奥委会在“云服务”及“电子商务平台服务”领域的官方合作伙伴以及奥林匹克频道的创始合作伙伴。同年 4 月，阿里体育 CEO 张大钟表示，奥运会和奥运项目是阿里体育的首要战略。2018 年 6 月初，

距离世界杯正式开幕仅剩十多天，优酷以迅雷不及掩耳之势，拿下了跟央视关于 2018 年俄罗斯世界杯的播放合作权。从谈判到签约，历时三天的闪电战，优酷称这是一次逆袭。作为进军体育行业的新军，优酷拿下世界杯直播权，对于在体育行业根基薄弱的阿里来说，绝对是一场大的胜利。

阿里体育在布局时更多的是以发展线下体育市场为目标。阿里线下体育业务的开展主要围绕运动者，阿里体育想要把线下业务作为主战场和切入点，努力了解并满足运动者的需求，挖掘出体育行业中能够实现盈利的新的商业模式。优酷体育与腾讯体育、苏宁体育会有所不同，最大的打法还是要思考如何利用阿里巴巴固有的天然优势，比如电商优势。淘宝天猫购物节，支付宝活动，饿了么大降价，通过众多子生态的相互连接，阿里的电商优势可以让阿里体育的成长更为轻松。

■ 阿里文学事业群：IP 构建的“排头兵”

阿里巴巴文学是阿里巴巴移动事业群于 2015 年 4 月 23 日宣布正式推出的新业务，作为阿里巴巴文化娱乐集团的专业纵队之一，定位于 IP 培育及衍生的源头兵。

阿里文学一经推出便专注于 IP 孵化：2015 年 8 月，阿里文学亮相南国书香节，同时宣布推出 IP 衍生合作手游；2015 年 12 月，阿里文学宣布推出“光合计划”，打造开放合作的 IP 衍生模式，包括“终端作品曝光计划”、“精品阳光扶持计划”、“IP 联合培养计划”、“IP 联合开发计划”；2017 年 4 月 18 日，阿里文学宣布进军网络大电影，联手阿里文娱集团旗下优酷、阿里影业，推出网络电影 HAO 计划，三方共同投入 10 亿资源赋能网络电影内容生产者，提供集 IP 衍生、项目融资、内容制作、电影宣发在内的全链路支持。其中，阿里文学将开放 IP 资源，鼓励更多作者投入创作，提供创作环境、内容扶持和知识产权保护；2017 年 10 月，阿里文学发布 IP 星河汇，旗下 60 部精品 IP 向合作伙伴开放，并宣布与香港知名作家张小娴签约。

图表144： 2018 年 1 月召开的“阿里文学行业生态峰会”



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

阿里文学对自己的定位从一开始就不是单一的网文阅读平台，而是以网文阅读和 IP 联动为基础的、综合性的基础设施体系。具体落地上，阿里文学则坚持“从头开始、立体化培育”和“深度联动”两点。用周运的话来说，持续加大对原创 IP 的投入度，包括资金扶持，资源协同等，建立全链路的 IP 开发能力，做文字端的时候

想到漫画、电影、剧集、游戏，衍生品等多种形式。作为阿里大文娱的一员，阿里文学和优酷、阿里影业也将越来越密切衔接，甚至在选题阶段就开始进行深度的沟通和配合。

■ 阿里游戏事业群：阿里游戏内容研发 + UC 九游应用分发

相比于阿里文娱集团大多数事业群，阿里游戏事业群成立得相对较晚。阿里游戏事业群最主要的两部分为阿里游戏和 UC 九游。

相比于互联网传媒的其他领域而言，我国移动游戏发展的相对成熟。2018Q1 我国移动游戏市场规模达到了 384 亿人民币，环比增长仍保持在 10% 左右。

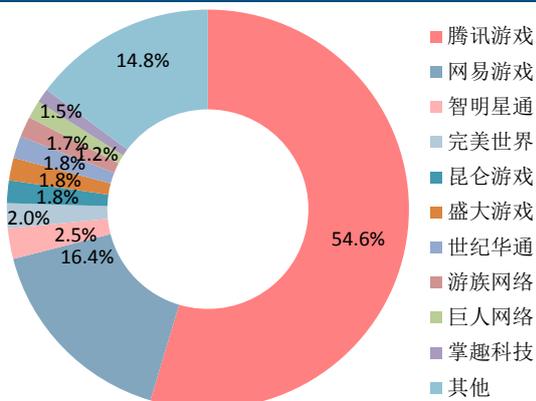
图表145： 2016Q1-2018Q1 中国移动游戏市场规模



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

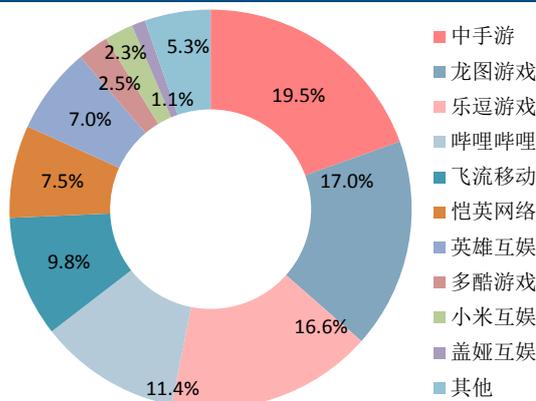
尽管阿里高调进军手游领域，但其表现并不尽如人意。据易观发布的数据显示，2018Q1 游戏研发商和发行商市场规模的排名中，阿里旗下的阿里游戏和 UC 九游均为进入前十。

图表146： 2018Q1 中国移动游戏研发商竞争格局



资料来源：新浪财经，中信建投证券研究发展部

图表147： 2018Q1 中国移动游戏发行商竞争格局



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

UC 九游原属于 UC 优视旗下，2014 年随 UC 被阿里收购而进入阿里集团，尽管早年阿里自称“饿死也不做游戏”，但在 2014 年 6 月，阿里称“不满腾讯一家独大”，欲改变目前游戏产业畸形的分成比例，打造开放共赢

的游戏生态链，进而成立游戏分发平台。举着反垄断的大旗，阿里上来就是大手笔——将游戏开发者、阿里、教育基金用 7:2:1 的分成模式，吸引大量游戏开发者转移阿里的支付宝、来往和淘宝等平台上。时至今日，九游依托 UC 浏览器，意图打造全国乃至全球领先的移动游戏开放平台，成为国内手游市场重要的渠道，同时与阿里文学、阿里影业等集团内的公司等打通，剑指 IP 生态产业链。此外，阿里还推出了阿里云服务游戏公司，淘宝更是国内游戏玩家最常使用的交易平台之一。至此在游戏行业，阿里只缺乏自己投资、代理、研发的游戏产品。

到 2017 年 3 月 16 日，阿里游戏总裁史仓健在阿里游戏 2017 年战略发布会上宣布：阿里游戏正式全面进军游戏发行领域；同年 9 月，阿里文化娱乐集团宣布阿里大文娱成立游戏事业群，下设开放平台事业部和互动娱乐事业部。自此，阿里游戏为阿里集团旗下的独代游戏品牌，旗下阿里九游负责游戏联运业务。

图表148： 阿里游戏旗下主要产品



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

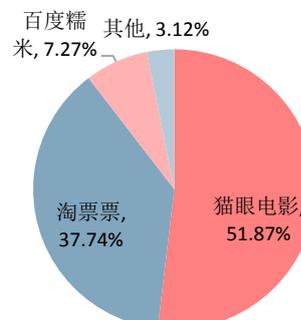
■ 阿里影视事业群：票务平台风生水起，电影制作屡屡碰壁

2014 年 6 月 25 日，阿里集团全资收购文化中国传播公司，并更名“阿里影业”，阿里巴巴自此踏入影视制作领域。阿里集团将阿里影业定位于“将借助互联网和大数据探索以用户需求为核心的电商定制模式，利用阿里巴巴集团旗下电商平台进行宣传、营销，发展电影 O2O 相关业务，实现电子商务与文化产业的跨行业深度合作”。2015 年 4 月 8 日，娱乐宝和淘宝电影并入阿里影业。其中娱乐宝为“金融”+“娱乐”的创新型产品，用户可以以小额投资于电影、电视剧、综艺等节目的制作，其预期年化收益 7%，并有机会享受剧组探班、明星见面会等娱乐权益；而淘宝电影便是著名线上票务平台“淘票票”的前身。2015 年 4 月 22 日，阿里影业再次并购本地影院票务系统服务提供商“粤科软件”，粤科软件的加入，火速助推了阿里影业的互联网宣发业务，再加上阿里影业之前的宣发体系，同效同进，互联网宣发业务在 2015、2016 年成为了阿里影业最赚钱的业务。

阿里影业 2014~2017 年亏损一直在扩大，阿里巴巴也不得不将其从控股转成参股，2017 年阿里影业收入达到 23.66 亿元，亏损 10.5 亿。

图表149： 2017年阿里影业营收构成（单位:亿元人民币）


资料来源：新浪财经，中信建投证券研究发展部

图表150： 2017年Q4中国在线电影票务市场份额，淘票票排名第二


资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

阿里影业拥有全面主控权的处女作电影《摆渡人》于2015年1月12日正式开拍，制作阵容星光璀璨大牌云集，2016年圣诞档期上映后票房仅为3.43亿，未能收回10亿的制作和发行成本。在经过了一年的发展后，2017年里阿里影业出现了抬头之势：2017年里阿里影业完成了旗下业务授权宝与阿里巴巴集团旗下的阿里鱼的合并以及《三生三世十里桃花》、Pac-man，精灵宝可梦等多个衍生品开发及销售工作，该板块业务在收入同比增长148%的情况下，业绩由亏损1434万元变为盈利3269万元。

相较于阿里影业在电影制作方面的失意，其线下票务平台淘票票可谓发展的顺风顺水。在其最大的竞争对手猫眼微影合并后，淘票票仍稳占据市场老二的地位，并与市场第三名拉开了很大的差距。淘宝电影于2014年底上线，自2015年5月更名为“淘票票”；2015年年底，阿里影业自阿里巴巴集团收购淘宝电影业务。2018年4月19日，淘票票对外公布未来三年战略布局，要成为中国最大的用户观影决策平台，实现用户运营平台、片方营销平台和大数据平台三维联动，推动并实现中国电影线上宣发智能化。

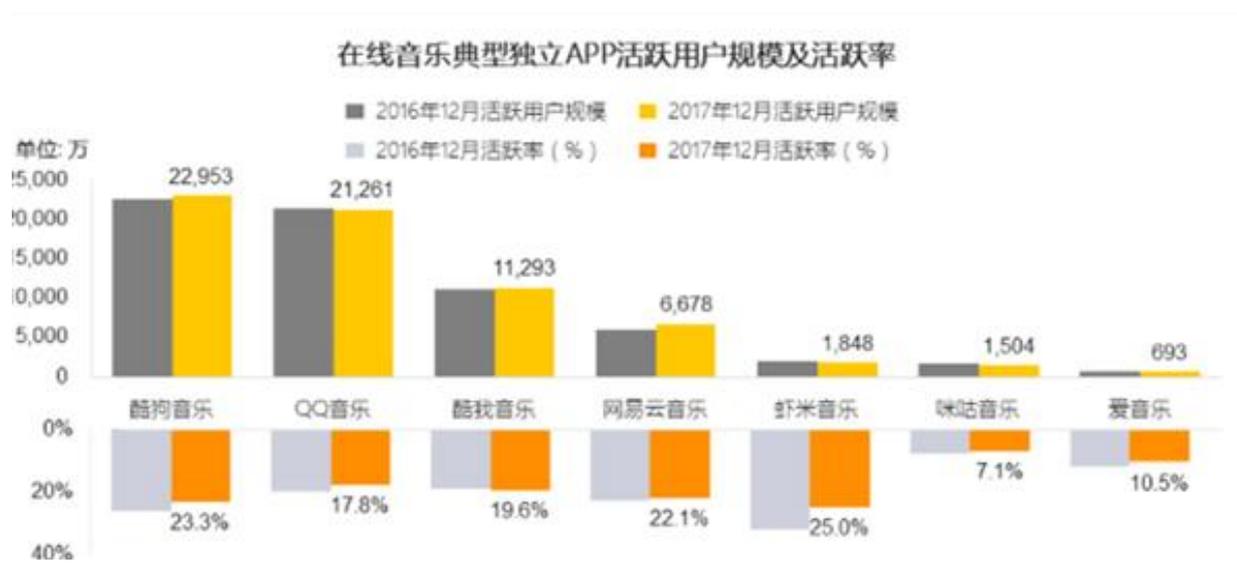
2018年第一季度，淘票票市场份额最高达到43.6%，覆盖用户数量达到2.9亿，日活跃用户数量峰值超过4000万。2018年春节档，淘票票作为《红海行动》和《唐人街探案2》的联合发行方，助推两部影片最终获得36.49亿元、33.98亿元票房，排在中国电影总票房的第2和第3位。淘票票在十五个月内的出票票房（GMV）较上一年同期增长超过80%，增速远远超过中国电影市场的整体发展速度，这表明淘票票在中国电影的增量市场上，已经成为领先平台。

■ 阿里音乐事业群：命途多舛

阿里音乐事业群主要由虾米音乐和阿里星球两部分组成，是阿里大文娱板块所有的事业群中最为命途多舛的一个。2013年1月10日，虾米音乐被阿里巴巴集团收购，这也同时标志着阿里集团向文娱领域布局的开始。虾米音乐自收购后着重音乐内容的开发，2014年虾米音乐启动寻光计划，专门扶持原创音乐人，集结了程璧、金玟岐、左安西西、锐豆、邱比、声音玩具等国内独立音乐界的音乐人。

2015年3月16日，虾米音乐与天天动听合并组建成阿里音乐，2016年4月天天动听正式更名为“阿里星球”，标志着阿里音乐开始涉猎偶像演艺领域。2016年第四季度，虾米音乐市场占有率仅为腾讯系音乐App的1/30，同时期阿里星球宣布全面停止音乐服务，其偶像演艺方面的功能也进行了大幅度的调整，阿里音乐的发展并不顺利。

图表151： 中国在线音乐典型独立 APP 活跃用户规模和活跃率，虾米音乐仅排第 5



资料来源: Questmobile, 中信建投证券研究发展部

阿里音乐发展的停滞从其高管频繁变动之中也能窥知一二。2015年7月阿里音乐成立不久，高晓松和恒大音乐董事长宋柯加盟阿里音乐，高晓松任阿里音乐董事长，宋柯任CEO；2016年9月19日阿里音乐进行了大幅人事调整：阿里音乐原董事长高晓松将全面负责阿里大文娱的国际战略；阿里音乐原CEO宋柯将就任阿里音乐董事长，负责阿里音乐演艺业务及创新发展；合一集团(优酷土豆)总裁杨伟东将兼任阿里音乐CEO，加快视听资源与平台的打通；阿里大文娱领导小组秘书长张宇(语嫣)将协助杨伟东工作，完成相关战略协同和队伍拉通。

6.2 基建升级成果初现，内容制作毫无起色

迄今为止，阿里大文娱板块的战略核心始终是“构建文化娱乐产业新基础设施”，同时希望以基建的发展带动产能升级。在这一战略的指引下，阿里大文娱集团做成了两件事情：**基本完成了文娱领域产业链的整合，在某些渠道端占据了稳定并且具有一定规模的市场份额。**

■ 文娱领域产业链整合

在阿里集团一系列大手笔的“买买买”之后，阿里大文娱板块已经基本达到了全产业链的覆盖，“3+x”的产业布局基本完成：从UC开始的流量引导；到大优酷、虾米音乐、书旗小说提供的线上平台；辅以阿里影业、阿里体育以及虾米音乐和阿里文学自身提供的内容供给；线下部分涵盖大麦网、淘票票及家庭娱乐系列产品；阿里游戏则与阿里传统的电商业务一同为整个阿里文娱产业链提供可选的变现方式，也是阿里文娱集团在手游风口上的布局。

图表152： 阿里“大文娱”版图



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

目前阿里在主要的文娱细分板块都有一到两款主打产品，基本实现了全领域的覆盖，并且在某些细分领域内具有相当规模的市场。

图表153： 阿里文娱产品集合

事业群	产品图标
大优酷	 
新土豆	  
移动事业	 
现场娱乐	
阿里体育	
阿里文学	 
阿里游戏	 
阿里影业	   
阿里音乐	 

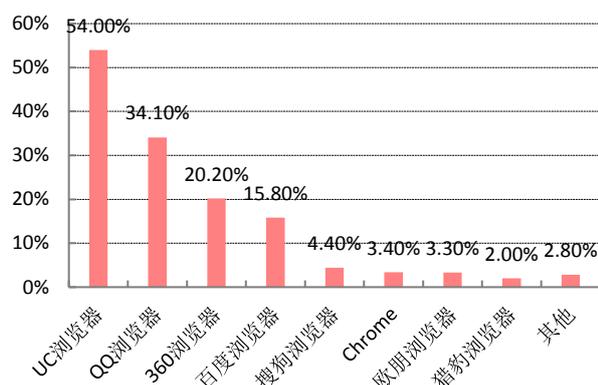
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

■ 基础设施升级初见成效

在阿里大文娱板块中，发展得较好的业务主要有信息分发平台 UC 头条和 UC 浏览器，以及票务平台大麦网和淘票票。

据艾媒咨询的数据显示，2017 年第 4 季度中国手机浏览器市场上 UC 浏览器占据半壁江山，活跃用户市场份额达到 54%，远超第二名 QQ 浏览器。据艾瑞咨询发布的报告显示，在 2017 年第三季度 UC 头条也稳居移动资讯市场第一梯队的位置，其日均独立活跃用户数已超过 4000 万人。根据研究机构 NetMarketShare 公布的 2018 年 5 月最新的浏览器市场份额数据，移动端排名 UC 浏览器位列全球第三，仅次于谷歌 Chrome 和苹果 Safari。同月第三方应用市场研究公司 Sensor Tower 的数据显示，统计今年一季度苹果和谷歌两大应用商店的全球下载量，UC 浏览器跻身前十榜单，排名第五，超过 Snapchat、YouTube 和 Netflix 等国际知名应用。例如在印度和印尼，2018 年 2 月 UC 浏览器宣布双印市场的月度活跃用户已达到 1.7 亿，其中，印度月活用户已突破 1.3 亿。

图表154： 2017Q4 中国第三方手机浏览器活跃用户分布



图表155： 2017 年现场娱乐自营类票务平台行业渗透率大麦网排名第一



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

在票务市场，阿里系产品更是发展得风生水起。据易观发布的数据显示，在电影票务市场，2017 年第四季度阿里系淘票票的市场份额已达到 37.7%，仅次于合并后的猫眼微影，与第三名百度糯米拉开了明显的距离，且在 2018 年第一季度淘票票市场份额更是超过了 40%。随着电影票务市场马太效应地不断显现，百度糯米及之后的综合性电影票务平台市场份额只会越发缩水，淘票票作为行业老二的优势会慢慢体现出来。可以料想的是，竞争完全之后中国在线电影票务市场将会是猫眼微影和淘票票分庭抗礼的局面。

而阿里文娱在现场演艺票务市场上的优势则更为明显。易观发布的研究报告显示，中国现场娱乐票务市场中自营票务平台领域内完全是大麦网一家独大的局面：2017 年大麦网的行业渗透率几乎是第二名永乐票务的 3 倍。尽管今年新兴的摩天轮票务、票牛网等票务交易平台对自营票务平台产生了一定的冲击，但这仍没能撼动阿里在演艺票务平台领域内的龙头地位。

尽管阿里大文娱集团在部分领域发展良好，但总体而言其表现并不尽如人意，主要体现在两个方面：内容端发展停滞以及集团不断增长的巨额亏损。

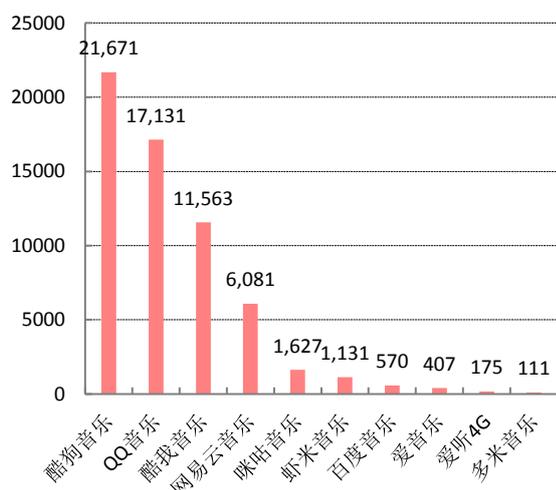
■ 内容业务发展停滞

内容端业务即阿里文娱“3+x”布局中的“x”，具体包括阿里影业、阿里体育、阿里游戏、阿里音乐、阿里文学、新土豆等以内容供给为核心业务的事业群。而阿里文娱集团几乎在所有的内容生产领域内都遭遇了不小的阻碍。

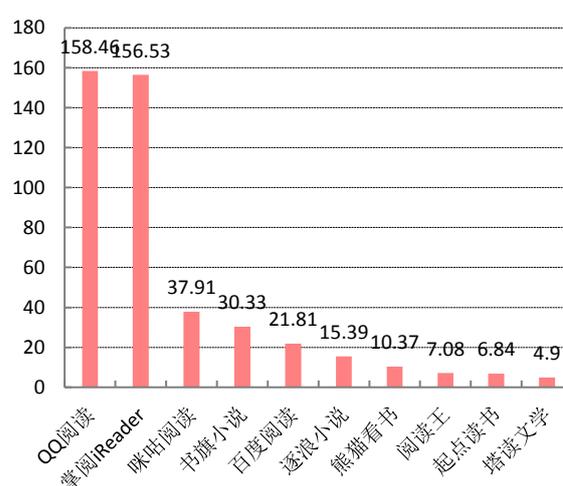
在影视制作方面，成立之初备受瞩目的阿里影业在第一部完全主导的电影《摆渡人》上便遭遇了滑铁卢，影片启用了大量巨星，宣传不遗余力，制作加发行成本高达 10 亿，而最终票房仅不到 3.5 亿，未能收回成本。

而在布局最早的数字音乐领域内，阿里系的市场份额一掉再掉：据易观发布的数据，虾米音乐在 2017 年 12 月的活跃用户数仅有 1131 万，排名第六，几乎是市场占有率最高的酷狗音乐的 1/20，是前三名活跃用户总和的 1/40。

在线阅读市场上，腾讯系产品依旧占据绝对的主导地位，据易观统计，阿里系产品——书旗小说应用使用规模在 2017 年第四季度排名第 4，与第一梯队的 QQ 阅读和掌阅 iReader 具有非常大的差距。

图表156： 2017 年 12 月综合音乐 App 活跃用户数（万人）


资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

图表157： 2017Q4 主流移动阅读 App 使用规模（亿次）


资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

刚成立不久的阿里游戏则一直没能给出爆款手游，2017 年双十一天猫给阿里游戏重点产品《自由之战 2》进行导流，最终效果平平，阿里利用自身电商业务强大的导流能力也未能成功激活自身的手游产品，随着腾讯和网易在游戏市场的统治力不断加强，阿里游戏从中突围的难度也越发加大。

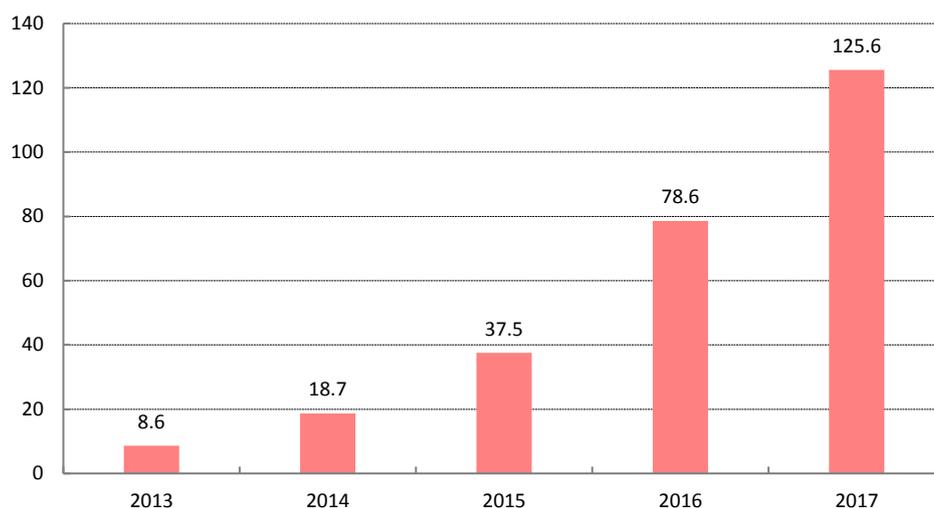
■ 亏损连年扩大

众所周知，阿里大文娱板块自成立起便处于巨额亏损之中并乐此不疲，近年来其亏损额度更有不断扩大之势：阿里年报显示，FY2017 文娱板块共亏损 65.42 亿人民币，FY2018 共亏损 83.05 亿人民币，占总营收的 38%，FY2019Q1 单季亏损 42.90 亿美元。

阿里文娱所产生的巨额亏损有三个主要源头：

(1) 内容成本不断攀升，且阿里文娱自身内容生产能力偏弱

由前文得知，阿里文娱集团其战略重点放在“基础设施升级”上，对内容端的建设力度相对较弱，相应阿里文娱在内容端市场上的市场占有率也难以入目。近年来我国传媒行业内容成本连年上升以至于惊动了政府当局，在此种背景之下，阿里文娱在内容生产方面的劣势便被不断放大，进而成为了阿里文娱盈利道路上的一个重大阻碍。

图表158： 2013-2017 历年爱奇艺内容成本（亿美元）


资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

近年来内容成本的增幅可以从百度旗下爱奇艺的财报中窥知一二：2017 年爱奇艺内容成本占据其营收总额的 72.6%，基本与上年持平，比例相较 5 年前而言提升了近 9 倍。

（2）基础设施建设需要大量初期成本投入

基础设施的建设和改善意味着大量的固定成本投入，阿里文娱的基建梦必然伴随着巨额的前期投资支出，主要包括平台的建设运营费用和为了获取用户而提供的巨额补贴。以发展较为良好的淘票票为例，淘票票成功占据 40% 市场份额的代价是巨额的投入和亏损：2018 年 4 月 13 日，阿里影业发布盈利警告公告称，预期集团截至 2018 年 3 月 31 日止的 15 个月期间将录得净亏损 16 至 17 亿元人民币，导致亏损的主要因素为阿里影业的线上售票平台淘票票。阿里巴巴集团在文娱领域的投入力度不言而喻，其结果不言自明。阿里在文娱道路上十战九输的原因主要有两个方面：一是阿里发展电商的策略与文娱领域并不完全契合，二是阿里在内容生产方面的弱势。

■ 传媒内容领域与电商的发展策略存在差异

迄今为止阿里在文娱领域的核心策略是“以基础设施的改善带动产能升级”，而基础设施改善的第一步即是行业产业链的整合。在电商领域，由于商品之间替代效应较强，供给端竞争激烈，价格相对较低，而商品生产者和购买者之间繁杂的信息流、物流和现金流所带来的成本则占总成本的很大比例，因此产业链的整合能够有效地降低消费者的购买成本，进而能为电商平台创造竞争优势。

而在文娱领域中，由于产品品牌效应强，产品相互之间替代效应很弱，因此内容端议价能力较强且内容生产成本往往较高。况且相比于电商领域，文娱领域渠道端不存在几乎物流成本，产业链整合所带来的运营成本

的下降其效益不如电商明显。

■ 文娱内容生产能力较弱

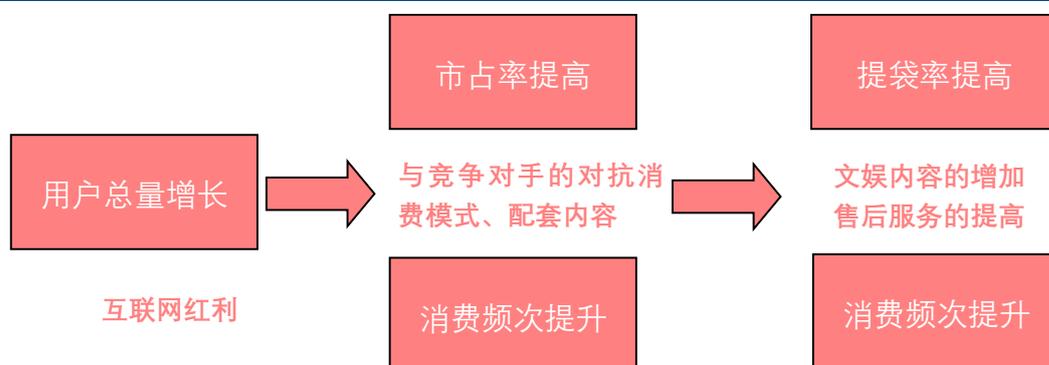
阿里在文娱领域内容端的劣势，除了阿里本身“重基建”的战略布局之外，阿里高度集权的企业文化也是一个重要因素。一个轻松、有活力的创作氛围是创造力得以施展的一个重要条件。以往文娱创作领域中，创作者诸如导演、音乐人、作家、画家、剧本家等无不被给予了很高的独立性，例如音乐领域中较为著名的音乐人，从陶喆、周杰伦、汪峰、到现在的汪苏泷，他们在公司对自己的作品无不具有很强的掌控权，而且他们在成名之后几乎都各自成立了自己的公司。优秀的作品几乎都是在很少甚至没有约束的情况下创作出来的，然而阿里高度集权的企业风格与优秀创作人所需要的自由空间之间不太契合，这也是阿里未能生产出高质量内容的一个重要原因。

6.3 “大文娱”是阿里未来发展的期许，也是淘宝转型的催化剂

■ “大文娱”顺应消费升级，带来阿里稳定增长。

电商平台的的增长主要有两个途径：用户量的增长和客单价的增长。尽管目前看来阿里大文娱板块未能取得盈利，但其对阿里传统电商业务的协同效应不可小觑，文娱内容在电商用户量和客单价两方面的增长均具有显著的促进作用。

图表159： 电商增长模式



资料来源： 中信建投证券研究发展部

(1) 文娱内容是流量源头，能够给主营业务带来流量。

文娱内容对电商流量的增长又可分为两方面：内容电商和粉丝经济。

内容电商的兴起可以说是源于对流量的争夺，传统电商模式遭遇流量危机，内容成为一大突破口。在传统电商流量红利基本结束背景下，不少电商通过互联网的工具或者社群产生内容，获取粉丝后，拓展到实物商品的销售，这种以媒体向电商导流的模式便称为“内容电商”。

近年来新兴的内容电商对以阿里为代表的传统电商带来的不小的挑战。从早前的小红书、蘑菇街等与电商生态紧密相关的内容分享、导购平台开始，用户和流量开始被分流，并且慢慢的真把自己做成了粘性强大的电商平台，这对淘宝这样的流量平台构成了第一次威胁。而随着移动互联网的爆发和内容创业的兴起，移动资讯

平台以及依附于这些平台的万千自媒体，开始由单纯的内容运营指电商运营，资讯平台强大的流量吸附力，头部自媒体如同道大叔、年糕妈妈等的强大纵深度，对电商巨头们发起了第二波进攻。而移动直播和短视频时代的来临，无论是 YY、映客、斗鱼这些平台方，还是在平台上成长起来的网红大咖们，依靠与年轻受众的强交互性和号召力，毫不客气地对电商巨头发起了第三次进攻。

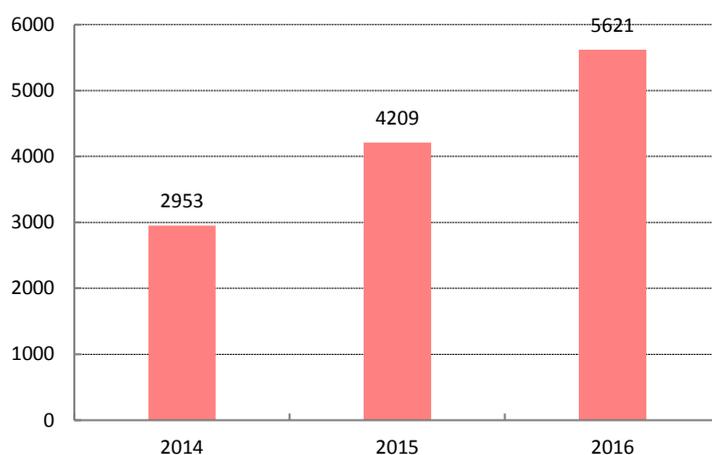
对此，阿里便可以利用阿里文娱所产出的媒体内容吸引用户，并将用户导流至阿里传统电商业务。如此一来，即便阿里在文娱领域存在一定的亏损，也可以在传统的电商业务上得到弥补甚至产生盈利。

而文娱板块对电商业务的另一种促进便是以衍生品的售卖为代表的粉丝经济。在传统的传媒行业内，衍生品的售卖就已经成为媒体产品变现的重要渠道之一，例如漫威系列的手办、服饰、玩具等各类衍生品是漫威系列利润来源的重要一环。

阿里本身所具有的强大的电商平台便是衍生品售卖的天然渠道——电影《三生三世十里桃花》与淘宝和天猫 TOP 品牌商家展开全方位合作，其衍生品方面销售额已超过 3 亿。在半年的时间里，《三生三世》商品化授权覆盖天猫十大行业，包括服饰、美妆、食品饮料、家居百货等 60 余家品牌加盟。三生定制版毛绒玩具未上线预售破 3 万个，众筹商品两周破 200 万，定制款充电宝月销超 5 万件。

（2） 文娱内容能够提升平台调性，配合消费升级，提高平台客单价

文娱对电商的另一种促进作用体现在可以提高电商客户的提袋率和客单价。淘宝从起家之日起便定位在中低端市场，以价格低廉作为其最为核心的竞争力，赢过了一个又一个的对手。目前电商市场流量红利基本消失，市场份额增长空间已十分有限，过去依靠流量的增长而增长的淘宝也面临了转型的压力——从过去专注市场总额的“粗放型”增长转向深耕用户的“精细型”增长。淘宝由“粗”变“细”的关键是要提升平台的“调性”，让用户不再觉得淘宝是一个“菜市场”，而应是一个“商业街”。提升调性最重要的是要打造明星品牌，且要赋予品牌一个“背景故事”，让用户与品牌之间产生情感上的链接，而文娱内容的引入无疑是塑造品牌的最有效的手段之一。通过流量明星的代言、文娱内容展示等方式，阿里试图让淘宝在提供购物功能的基础之上再赋有一些娱乐功能。过去两年淘宝首页核心广告位只有短视频内容的商务才能上，阿里希望淘宝成为一个可以“逛”的地方。作为一个“商业街”，阿里希望“逛淘宝”成为用户消遣时间的新方式，而在这种消费的氛围之下，淘宝上的商品单价就会有进一步上涨的空间。

图表160： 2014-2016 年互联网内容产业产值规模（单位：亿元）


资料来源：中信建投证券研究发展部

■ 文娱行业空间巨大

阿里在文娱领域内大举布局的另一个，也或许是更重要的原因在于马云看中了未来几十年内中国文娱行业的发展潜力。随着政府对知识产权的保护力度不断加重，标志着我国互联网市场的发展重点从渠道端慢慢转向内容端。而作为内容端核心的文娱行业必然受到了较大程度的利好。据观研天下发布的数据显示，2016 年文娱产业内容端产值规模已经达到了 5621 亿元，较前一年具有 33% 以上的增幅。

另一方面，电商和互联网金融业务逐渐定型的阿里集团正在继续寻求下一个突破口。2015 年阿里巴巴的年报中，马云将阿里巴巴定位为“一个开放、透明、协同的商业基础设施平台”，区别于纯电子商务平台。除了电子商务以外，阿里集团还从事着具有重大战略意义的新业务，包括蚂蚁金服和菜鸟网络在内的物流、互联网金融、大数据云计算、移动互联网、广告平台等，其中重点提到了十年后基于数据技术的健康和数字娱乐业务，即‘double H’产业（Health and Happiness）。阿里集团在文娱领域内的布局即考虑到了文娱行业未来几十年内发展的潜力，又兼顾了阿里集团整体的战略布局，是结合两方面的考虑后所下出的一步棋。

可以料想到，未来若阿里完成了对文娱领域基础设施的升级换代，将得以成功地以渠道端反作用于内容端，改变文娱内容的生产模式。待到阿里大文娱板块全面成熟之时，产业链之间的协同效应将得以体现：以 IP 为核心构建一系列的文学、音乐、影视作品及其衍生产品，同时文娱板块通过内容电商和粉丝经济等方式对阿里电商业务的引流作用也将显现出来，同时淘宝也将借由阿里文娱的作品输出提升自身格调，提升顾客的消费层级，进而提高客单价。最终，在中国文娱行业亟待发展的背景下，一个发展完全的大文娱板块有望作为阿里集团的新支柱，同时也能反哺其传统的电商业务，为阿里传统电商带来第二次增长。

7. 基础研究和芯片布局为长远发展提供自主可控能力

7.1 阿里投资 1000 亿建立达摩学院，研究基础科学

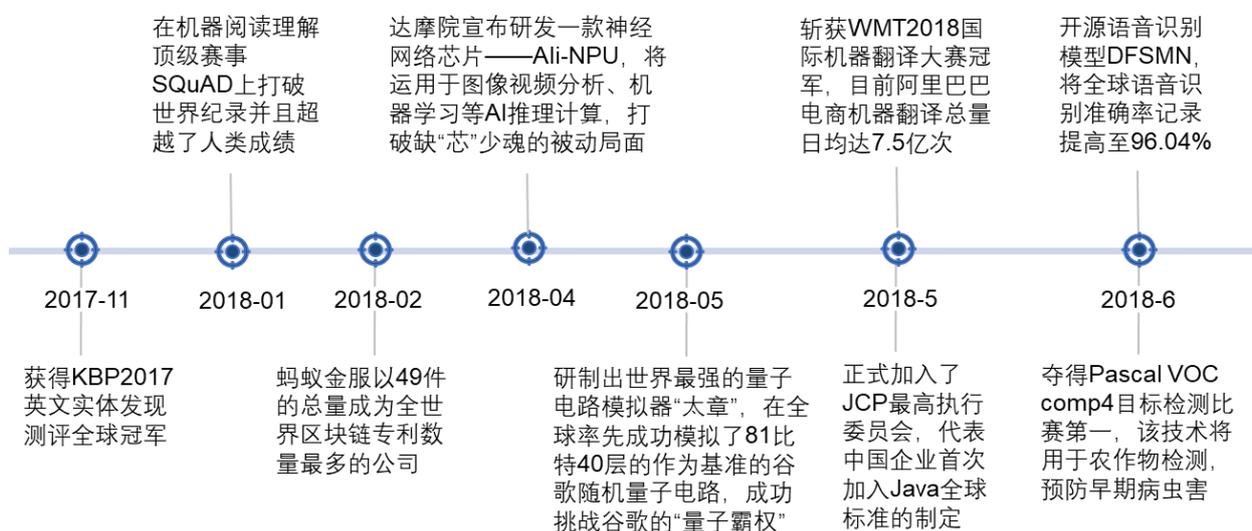
作为世界前沿科技公司，在 2017 年 10 月 11 日杭州云栖大会上，阿里巴巴集团正式宣布建立承载“NASA 计划”的实体组织——“达摩院”，计划未来三年投资 1000 亿元进行技术研发。阿里巴巴达摩院是一家致力于探索科技未知，以人类愿景为驱动力的研究院，是阿里在全球多地设立的科研机构，立足基础科学、颠覆性技术和应用技术的研究，涵盖量子计算、机器学习、基础算法、网络安全、视觉计算、自然语言处理、人机自然交互、芯片技术、传感器技术、嵌入式系统等多个产业领域，引入了数十位世界级科学家，建立了遍布全球的研发体系。阿里巴巴达摩院主要由三大主体组成：一是在全球建设的自主研究中心，构建亚洲达摩院、美洲达摩院及欧洲达摩院三大全球分部，并在北京、杭州、新加坡、以色列、圣马特奥、贝尔维尤、莫斯科等地设立不同研究方向的实验室；二是与高校和科研机构建立的联合实验室，目前已建立了包括浙江大学-阿里巴巴前沿技术联合研究中心、RISELab（UC 伯克利）、中国科学院-阿里巴巴量子计算实验室、清华大学-蚂蚁金服数字金融科技联合实验室在内的多家高校联合研究所；三是全球开放研究项目——阿里巴巴创新研究计划（AIR 计划）。截止 2018 年 6 月，达摩院在国际顶级技术赛事上获得了近 20 项世界第一，并落地了多项研究成果，全面赋能各行各业。2018 年 6 月 26 日，阿里巴巴又倡议发起了“罗汉堂”，未来罗汉堂将与达摩院一起，研究与科技创新伴生的社会经济形态变化等新课题。

图表161： 2018 年 6 月达摩院公开首批科技成果，全面赋能各行各业

领域	成果
农业领域	在计算机视觉知名赛事 Pascal VOC comp4 目标检测上夺得第一，这项技术将用于农作物检测，预防早期病虫害
医疗方面	通过 AI 系统对 CT 影像进行智能检测和识别，帮助医生提升肺结节诊断效率
工业生产	解决良品率提升、故障率预测等制造业难题，帮助协鑫光伏、中策橡胶等大型企业创造利润数十亿元
自动驾驶	首次参加国际最大的自动驾驶计算机视觉算法集 KITTI，一举囊括了三项道路场景分割任务第一
机器翻译	阿里的机器翻译技术夺得了国际顶级大赛 WMT 5 项第一，目前机器翻译的日均使用总量达 7.5 亿次，帮助更多中小商家实现跨国交易
城市治理	达摩院与阿里云城市大脑一起，将杭州试点区域通行时间减少 15.3%，救护车抵达现场时间减少一半
量子电路	研制出世界最强的量子电路模拟器“太章”，并在全球率先成功模拟了 81 比特 40 层的作为基准的谷歌随机量子电路
语音识别	开源了自主研发的新一代语音识别模型——DFSMN，使全球开发者都能共享这一成果

资料来源：互联网资料整理，中信建投证券研究发展部

图表162： 达摩院创造多项第一，推动技术普惠



数据来源：互联网资料整理，中信建投证券研究发展部

阿里巴巴近6年的投资事件数量来看，2015年是阿里巴巴投资热度最高的时期，这与当时资本市场整体处于高潮期有关，2017年投资事件数量虽然不及前两年，但是投资金额创造了历史新高。从投资领域来看，主要分布在电子商务、企业服务、文化娱乐、汽车交通、新零售等领域。从2018财年公告来看，阿里巴巴2018财年加码投资于技术开发、云计算、物流、数字娱乐和本地生活服务，创造了中国及其他新兴市场的消费增长，收获了营业收入及活跃消费者的双最高增长，以新零售驱动的商业变革和持续大规模的技术投资在阿里巴巴2018财年的投资布局中占据了重要地位，旨在创造未来长期高增长的全新基础。

进入2018年阿里巴巴和腾讯的投资都在加速，2018年两家公司上半年投资总额已经是2017年全年的投资总额了。根据IT桔子整理，截止7月17日，阿里2018年共投资52家企业，投资规模达到1018.05亿元人民币；腾讯共投资81家企业，投资规模达到1594.35亿元人民币。阿里巴巴2018年上半年投资更多集中在电商和新零售、海外市场、企业服务、AI应用上。

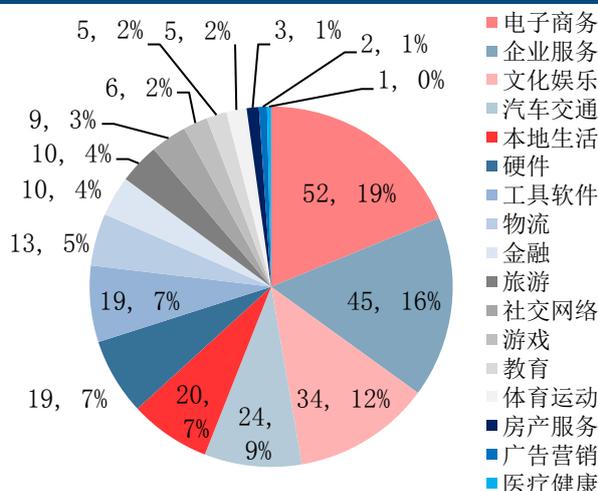
图表163： 2013-2018年6月阿里巴巴各投资板块金额Top3事件

投资板块	总投资次数	公司名称	投资金额	投资时间
电子商务	52	苏宁云商	283亿人民币	2015/8/10
		苏宁云商	282.33亿人民币	2016/6/2
		大润发	224亿港元	2017/11/20
企业服务	45	中国联通	780亿人民币	2017/8/16
		阿里云	60亿人民币	2015/7/29
文化娱乐	34	商汤科技 SenseTime	6亿美元	2018/4/9
		优酷	46.7亿美元	2015/11/6
		万达电影	78亿人民币	2018/2/5

		华数传媒	65.36 亿人民币	2014/4/9
		滴滴出行	30 亿美元	2015/7/8
汽车交通	24	高德	10.45 亿美元	2014/4/14
		Lyft	10 亿美元	2016/1/8
		饿了么	95 亿美元	2018/4/2
本地生活	20	饿了么	12.5 亿美元	2016/4/13
		饿了么	10 亿美元	2017/6/2
		Magic Leap	8.27 亿美元	2016/2/2
硬件	19	乐鑫科技	50 亿人民币	2018/4/20
		魅族	6.5 亿美元	2015/2/9
		UC 浏览器	5.06 亿美元	2013/5/1
工具软件	19	豌豆荚	2 亿美元	2016/7/5
		UC 浏览器	1.8 亿美元	2013/12/1
		中通快递	13.8 亿美元	2018/5/30
物流	13	菜鸟网络	53 亿人民币	2017/9/26
		百世物流	5.5 亿美元	2015/1/15
		Paytm	6.8 亿美元	Paytm
金融	10	恒生集团	32.99 亿人民币	恒生集团
		Paytm	4.45 亿美元	Paytm
		北京中长石基信息	28.1 亿人民币	2014/9/28
旅游	10	百程旅行	2000 万美元	2014/3/1
		穷游网	数千万美元	2013/7/12
		新浪微博	5.86 亿美元	2013/4/29
社交网络	9	Tango	2.8 亿美元	2014/3/19
		Snapchat	2 亿美元	2015/3/13
		Kabam	1.2 亿美元	2014/8/1
游戏	6	巨人网络	1 亿人民币	2016/9/9
		Ouya	1000 万美元	2015/7/29
		VIPABC	1 亿美元	2014/2/17
教育	5	TutorGroup 麦奇教育	1 亿美元	2014/2/1
		超级课程表	数千万美元	2014/8/22
		广州恒大	12 亿人民币	2014/6/1
体育运动	5	体育疯	数千万人民币	2015/1/9
		Sportradar 雷达体育	150 万美元	2016/4/26
		居然之家	130 亿人民币	2018/2/11
房产服务	3	Nestpick	1100 万美元	2015/11/3
		宅急搜	-	2015/4/24
		易传媒 AdChina	-	2015/1/12
广告营销	2	声盟	数百万人民币	2013/2/1
医疗健康	1	阿里健康	1.7 亿美元	2014/1/1

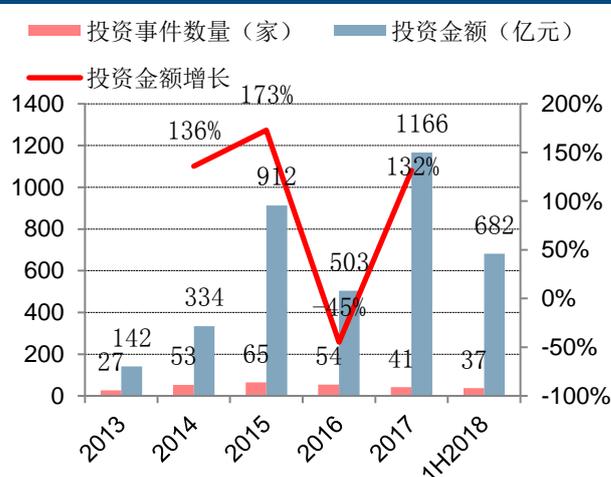
资料来源: IT 桔子, 中信建投证券研究发展部

图表164： 2013年-2018年6月阿里巴巴投资事件数量分布



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

图表165： 2013年-2018年6月阿里巴巴投资事件数量统计



资料来源：IT 桔子，中信建投证券研究发展部

7.2 阿里巴巴在芯片布局，规划长远

早在 2014 年，阿里就开始布局芯片战略，2014 年阿里首次投资中天微，2017 年再次追投，2018 年 4 月全资收购了中天微。中天微是中国大陆唯一的自主嵌入式 CPU IP Core 公司，阿里巴巴全资收购中天微，将在更高层次上统合科研力量，从芯片核心技术能力上实现突破，无论对芯片产业的发展，还是对自主研发核心技术的国家需求，都将起到推动作用。截至目前阿里还投资了寒武纪、Barefoot Networks、深鉴、耐能（Kneron）、翱捷科技（ASR）五家芯片公司。这些 AI 芯片公司的产品应用场景各有不同，各具特色。Barefoot Networks 开发了世界上第一个可编程芯片，比现在市场上任何其他芯片更快，能以每秒 6.5 兆的速度处理网络数据包；寒武纪业务重点在于手机芯片；深鉴科技主要聚焦于安防；耐能则是智能家居与智能安防。

阿里巴巴要做到资源可控、技术可控、拥有核心竞争力，芯片和操作系统是最底层的，这也是阿里达摩院组建以来最重要的研究突破方向。阿里巴巴达摩院已组建了芯片技术团队，进行 AI 芯片的自主研发，在美国、上海的研发人员已达数十人，预计 2018 年底将达百人。达摩院正在研发一款神经网络芯片——Ali-NPU，将应用于图像视频分析、云计算、机器学习等 AI 推理运算，提升运算效率、降低成本。按照设计，阿里巴巴的 Ali-NPU 性能将是目前市面上主流 CPU、GPU 架构 AI 芯片的 10 倍，而制造成本和功耗仅为一般的一半，性价比超过 40 倍，该芯片成熟后将通过阿里云提供公共服务。虽然中国芯片自给率在不断提升，但一些核心零部件还是受制于美国厂商。阿里认为芯片投资可能是一个能够实现“弯道超车”的机会。超车的两个轮子，一个是物联网场景下的嵌入式芯片（中天微），另一个是人工智能芯片（FPGA 等），超车的燃料是阿里巴巴庞大的数据。

图表166： 阿里巴巴主要投资芯片公司

公司	成立时间	阿里进入时间	擅长领域	应用领域
寒武纪	2016.03	2017.08	商用深度学习专用处理器/寒武纪 1A 处理器	智能手机、安防监控、可穿戴设备、无人机和智能驾驶
Barefoot Networks	2015.07	2016.11	软件定义网络 (SDN) 芯片公司	企业可以对特定场景编程
深鉴	2016.03	2017.08	深度学习处理器解决方案/FPGA	语言深度学习处理平台
耐能 Kneron	2016.03	2017.11	同时具备硬件及软件的人工智能解决方案	物联网、智能车联网、安防、无人机等
翱翔科技 (ASR)	2015.04	2017.08	芯片软件开发	

资料来源：互联网资料整理，中信建投证券研究发展部

8.盈利预测

1) 阿里巴巴核心电商业务收入增长及估值预测：我们预计今年阿里巴巴国内电商平台 GMV 总体增速 23.5% 的平稳增长，核心商务整体收入增速在 54% 左右，国内零售营销收入增长在 50% 左右，其中新零售板块增速较快，预计加上饿了么并表，国内新零售板块收入增速将达到 150%，由于新零售板块并表业务毛利率低于传统基于网络营销和交易佣金业务毛利率，且菜鸟、饿了么仍在亏损期，因此预计核心商务板块税息及摊销前利润率将下降到 46%，公司整体毛利率将下降到 52% 以下。给予 20 x PE 估值。

2) 阿里巴巴云计算业务增长和估值预测：中国云计算目前在企业 IT 开支整体渗透率仅为 7%，因此中国私有云和公有云市场都保持快速增长，且龙头厂商增速高于市场增速。预计 FY2019 阿里巴巴云计算业务增长将保持 93% 的同比增速。

3) 阿里巴巴大文娱业务增速和估值预测：预计 FY 2019 保持 35% 的增长

4) 蚂蚁金服估值：由于蚂蚁金服最新估值已经达到 1500 亿美金，因此按照阿里巴巴持有 33% 股权比例折算到上市公司内

5) 创新业务和其他板块：创新业务包含高德地图、钉钉、天猫精灵等业务，由于钉钉在企业的迅速推广、天猫精灵出货量居国内智能音箱出货量保持第一，预计创新业务和其他板块将达到 40% 以上增长。

图表167： 阿里巴巴各业务板块收入预测

单位 百万元人民币	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20
营业收入	34,517.0	52,504.0	76,204.0	101,143.0	158,273.0	250,266.0	405,041.1	590,732.2
YoY		52.11%	45.14%	32.73%	56.48%	58.12%	61.84%	45.85%
核心商务	33327.00	49983.00	69423.00	92335.00	133880.00	214020.00	330736.55	456401.98
YoY		49.98%	38.89%	33.00%	44.99%	59.86%	54.54%	38.00%
菜鸟物流服务						6,759.0	18,100.0	23,530.0
YoY								30.00%
数字媒体与娱乐				3,972.0	14,733.0	19,564.0	26411.4	35127.162

单位 百万元人民币	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20
	YoY						35.00%	33.00%
云计算和互联网基础设施	650.0	773.0	1,271.0	3,019.0	6,663.0	13,390.0	25842.7	43932.59
	YoY	18.92%	64.42%	137.53%	120.70%	100.96%	93.00%	70.00%
创新业务和其他				1,817.0	2,997.0	3,292.0	3950.4	4740.48
	YoY						20.00%	20.00%

资料来源：中信建投证券研究发展部

9.风险提示

- 1) 社交电商快速崛起可能导致公司电商平台市线上市占率下降风险
- 2) 线上流量红利消失公司获客成本持续增加可能导致销售费用率上升风险
- 3) 由于新零售板块菜鸟、饿了么、口碑等子公司持续亏损，且新零售建设期投入较大，导致公司毛利率和净利率下降较多风险
- 4) 中国居民消费增速放缓导致公司电商 GMV 增速放缓
- 5) 文娱板块亏损持续扩大风险
- 6) 海外市场竞争激烈、国际贸易摩擦增加导致海外市场拓展不达预期风险

分析师介绍

武超则：通信行业首席分析师，TMT 行业组长，执业证书编号：S1440513090003。英国斯旺西大学法学硕士，通信行业研究经验 5 年，专注于移动互联网、在线教育、云计算等通信服务领域研究。2013-2017 年《新财富》最佳分析师通信行业连续五年第一名，2014-2017 年《水晶球》、wind 最佳分析师通信行业第一名。

曾荣飞：传媒互联网行业首席分析师，专注于互联网、阅读/出版、影视、教育等领域研究。清华大学计算机系互联网方向硕士、博士，从事互联网产业多年，对产业拥有深刻理解。

石泽葵：通信行业分析师，执业证书编号：S1440517030001。香港中文大学电子工程硕士，专注于云计算、大数据、光电子、军民融合、量子通信等领域的研究，2017 年初加入中信建投通信团队。2017 年《新财富》、《水晶球》、wind 最佳分析师通信第一名团队成员。

报告贡献人

孙晓磊 18811432273 sunxiaolei@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaocsc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liao Chengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859