

推荐 (维持)

阿里巴巴VS亚马逊对比报告

2018年09月11日

殊途同归，平台化发展，生态圈进阶

上证指数 2665

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	92	2.6
总市值 (亿元)	6994	1.5
流通市值 (亿元)	4992	1.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.4	-22.3	-26.2
相对表现	-2.3	-0.9	-10.7



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《新零售供应链专题报告—梅西百货供应链: 增强控货、提升库存效率》2018-09-04
- 2、《新零售供应链专题报告—梅西百货供应链: 增强控货、提升库存效率》2018-09-03
- 3、《美丽消费升级, 四维度视角布局黄金赛道 (20180822)》2018-08-22

许荣聪

021-68407349
xurc@cmschina.com.cn
S1090514090002

研究助理

宁净洁

ningfujie@cmschina.com.cn

阿里巴巴和亚马逊分别作为中国和美国最大的电商龙头, 在发展上具有诸多相似的成功基因, 同时也具有各自独特的成功特征。本文着重分析阿里和亚马逊成功的最核心因素, 希望为当前的电商研究和投资提供一定的借鉴。

□ **我们将营收增速同资本支出比和投资支出比结合起来反映两家电商巨头的发展历程。** 亚马逊作为前瞻者, 在之前各年度主要通过内涵式固定资产投资来实现扩张, 包括前期的物流基础设施建设和之后的 AWS 云服务建设; 自 2017 年开始亚马逊通过外延式并购开始线下零售布局。阿里作为快速反应者, 自 2012 年开始开启自建+投资双驱动模式, 在电商红利逐渐衰减的同时, 着力于社交娱乐、新零售、物流方面的布局。

□ **把握瞬息万变中的不变本质。** 对于零售行业来说, 无论市场怎么改变, 无限品类、极致地价、极速配送永远都是不变的主题, 而对此的坚守也是两家电商成功的原因。具体来看, 一是全品类覆盖满足用户多样化的选择, 淘宝作为平台电商本身就具有全品类覆盖的优势, 而以书籍自营起家的亚马逊, 自 2000 年开始开放第三方卖家平台 (Marketplace), 2016 年 5 月底, 第三方卖家 sku 数已达 3.41 亿个, 远高于自营的 1223.12 万; 二是极致低价, 体现为自有品牌的建设, 压缩中间商差价。亚马逊自 2009 年推出自有品牌, 截至 18 年 3 月底共推测出 74 个自有品牌, 其中某些品类 (包括线上电池、线上婴儿湿巾等) 的市场份额已领先于市场; 阿里在 2017 年 5 月上线第一家自营店铺 “淘宝心选”, 模式类似于网易严选, 目前采取线上天猫旗舰店+线下实体店相结合的全渠道模式; 三是超高配送效率。20 多年的仓配体系建设使亚马逊连续 8 年荣获 “全球供应链大师” 称号, 凭借仓配优势亚马逊进而开辟出 FBA (为第三方卖家提供快速仓储和物流服务) 和 Prime 会员两项高毛利同时不断提升买卖双方体验的主营业务, 2017 年 FBA 营收 319 亿美元, 占总营收比重 18%; Prime 会员营收 97 亿美元, 占总营收比重 5%。阿里自 2013 年组建菜鸟物流, 凭借自身大数据优势, 同时借助物流地产商的 “地网” 优势和 “三通一达” 的 “人网” 优势, 旨在快速提升自身的仓配运营效率, 同时赋能传统物流商家。

□ **云计算是偶然的成功之路。** 随着支撑起庞大电商交易的 IT 基础设施的不断成熟, 亚马逊前瞻性地发现它们也能够作为虚拟商品卖给开发者和初创企业以减少它们在搭建内部软件的成本, 并于 2006 年率先推出公有云服务。作为第一个 “吃螃蟹” 的人, 伴随政府背书和自身云计算服务不断循环成熟, 亚马逊 AWS 云计算已成为全球最优秀的 IaaS 服务提供商, 并在全球公有云市场占据 47.1% 的市场份额。相较之下, 成立于 2009 年的阿里云, 受益于国内关于网络安全和限制外部云服务商进入的政策壁垒, 率先发展起来, 并成为国内公有云市场龙头。2017H1 阿里云在中国公有云 IaaS 市场中独占鳌头,

市场份额占比高达 47.6%。

- **海外扩张方面，共同瞄准亚洲市场。**具体来看，亚马逊和阿里分别在印度、东南亚、澳大利亚市场开启了快速扩张道路。对亚马逊来说，它优先发展第三方卖家平台，同时将 FBA 和 Prime 会员制复制到海外市场。对阿里巴巴来说，不同市场有不同的战略。在印度市场，阿里通过不断投资打造电商、物流、移动支付、搜索、社交娱乐为一体的印度版阿里生态；在东南亚市场，阿里并购东南亚最大的电商 Lazada，并借助 Lazada 迅速切入东南亚八国电商市场；在澳洲市场，阿里一是瞄准赴澳旅游人群，以支付宝方便赴澳旅游者这一核心抓手切入澳洲第三方支付市场，二是凭借自身的流量和资本优势抢占中澳庞大的跨境电商贸易市场。
- **全渠道扩张，零售巨头殊途同归。**受制于线上渠道发展空间的局限性，阿里和亚马逊都选择了走线上线下的全渠道扩张之路。二者都选择了以线下生鲜超市作为全渠道扩张的支点。通过收购 Whole Foods，亚马逊通过 Whole Foods 门店进行有效的社区渗透，同时，将线下门店赋予在线订单配送的功能，提高物流效率，缩短生鲜配送的时间窗口。盒马则在上述基础上更进一步，通过线上线下数据驱动打通从产品追踪，购物，餐饮，配送，社交，各个消费场景，实现以消费者为中心的商业模式，提供随时随地，千人千面的全渠道服务。此外，在二者的全渠道扩张中大数据和科技都扮演这重要的角色，二者利用数据驱动提升了运营效率，提高了消费体验，重新定义了人货场之间的关系。值得注意的是二者的全渠道扩张策略并不完全相同。阿里与传统零售商合作，选择通过平台化的模式打通各个零售产业链环节。而亚马逊的全渠道扩张则大多依靠自身体系单独完成，造成这一差异的原因主要可以归结为：二者面临的竞争环境不同和二者建立生态闭环可行性差异。
- **财务分析：2017 年，阿里的业绩虽然出现小幅下降，但长期来看，整体业绩增长稳健。**在线零售仍然是阿里的立命之本，贡献了主要的营收，创新业务增长较快，但这些业务的亏损对短期业绩产生了负面影响。亚马逊 2017 年营收利润都呈现增长态势，自由现金流有所下滑，但仍然较为充裕，可以支持公司长期投资。
- **风险提示：宏观经济环境恶化，消费力减弱；全渠道推进不及预期。**

正文目录

一、发展历程.....	7
(一) 亚马逊：前瞻者，提前布局.....	7
(二) 阿里巴巴：快速反应者，自 2012 年加速自建和投资.....	7
二、把握瞬息万变中的不变本质.....	9
(三) 超高物流配送效率.....	14
1. 亚马逊：一体两翼，打造 FBA 和 Prime 会员两大核心增长点.....	14
2. 阿里巴巴：菜鸟物流崛起，天地人网打出组合拳.....	21
三、偶然的成功之路：云计算.....	23
(一) 亚马逊 AWS：机会留给提前准备且愿意等待的人.....	23
(二) 阿里云：立足中国，放眼全球.....	28
四、共同瞄准亚洲市场，鹿死谁手 or 共赢？.....	32
(一) 印度市场.....	34
(二) 东南亚市场.....	35
(三) 澳洲市场.....	35
五、从线上到线下，零售巨头殊途同归.....	36
(一) 线上凸显局限性，线下蕴藏巨大商机.....	36
(二) 以生鲜超市为入口，打通线下场景.....	38
(三) 数据驱动，科技零售.....	42
(四) 阿里巴巴：全渠道平台建设 VS. 亚马逊：单打独斗.....	44
六、财务分析：.....	47
(一) 亚马逊：营收快速增长，直营电商收入贡献占比大，会员服务增长快.....	47
(二) 阿里巴巴：创新业务未来可期，短期拖累业绩.....	48
(三) 亚马逊：利润大幅度增加，自由现金流是战略重心.....	50
(四) 阿里巴巴：2017 利润有所下滑，但长期增长稳健.....	51

图表目录

图 1: 03 年至 17 年亚马逊的营收增长同资本支出、投资支出的关系	7
图 2: 11 年至 17 年阿里营收增长同资本支出、投资支出的关系	8
图 3: 淘宝天猫的加总 GMV (单位: 万亿)	8
图 4: 阿里营收驱动因素的分拆.....	8
图 5: 亚马逊提出的“飞轮效应”	9
图 6: 淘宝天猫占全国网络零售额的比重	10
图 7: 亚马逊占美国网络零售额的比重.....	10
图 8: 亚马逊的品类扩张示意图.....	11
图 9: 亚马逊的第三方卖家平台 (Marketplace) 销售额占比	11
图 10: 亚马逊自有品牌一览.....	12
图 11: 亚马逊自有品牌中婴儿湿巾和电池占较大份额	13
图 12: 淘宝心选的天猫官网	13
图 13: 阿里巴巴平台销售品类占比.....	14
图 14: 淘宝心选的线下实体店示意图	14
图 15: 淘宝心选线下实体店的内部风格同 MUJI.....	14
图 16: 2018 年“全球供应链大师”榜单.....	15
图 17: 亚马逊在北美和世界其他地区的仓储面积对比.....	15
图 18: 亚马逊的“自建仓储+第三方配送”体系.....	16
图 19: 亚马逊的 FBA 体系	17
图 20: 阿里 FBA 服务收费一览表	17
图 21: 亚马逊的第三方卖家服务收入及变动情况 (单位: 亿美元)	18
图 22: 亚马逊 Prime 会员体系一览.....	18
图 23: Prime 会员相较 Non-Prime 贡献更多营收.....	19
图 24: 亚马逊持续打造会员社区生态	20
图 25: 阿里在数娱业务上的投资情况	20
图 26: 亚马逊 Prime 会员营收及变动情况.....	20
图 27: 菜鸟网络的创始股权结构.....	21
图 28: 菜鸟网络的物流合作伙伴.....	22
图 29: 亚马逊 AWS 的全球布局情况	24

图 30: 云计算的三层结构: IaaS、PaaS 和 SaaS	25
图 31: 亚马逊是全球 IaaS 行业的唯一 Leader.....	26
图 32: 亚马逊 AWS 的完整业务矩阵	26
图 33: 亚马逊 AWS 的营收及变动情况 (单位: 亿美元)	27
图 34: 全球公有云市场的竞争现状	27
图 35: AWS 和亚马逊整体的经营利润及变动情况 (单位: 亿美元)	27
图 36: 国内云计算市场规模及变动情况 (单位: 亿元)	28
图 37: 2017H1 中国公有云 IaaS 的市场份额	29
图 38: 阿里云数据中心的全球布局	30
图 39: 2017 年全球云计算 IaaS 魔力象限	31
图 40: 阿里云业务营收及变动情况 (单位: 亿元)	32
图 41: 东南亚电商市场规模的变动情况 (单位: 十亿美元)	33
图 42: 美国在线零售营收 (单位: 十亿美元)	37
图 43: 美国在线零售占总零售的市场份额 (%)	37
图 44: 倾向于在线查找信息实体店购买的美国消费者比例	37
图 45: 使用过线上购物线下提货的美国消费者占比	37
图 46: 中国在线零售销售额及增长率	38
图 47: 阿里巴巴活跃买家及增长率	38
图 48: 使用或期待使用全渠道服务的中国消费者占比	38
图 49: 不同商品占美国电商营收比例	39
图 50: 2017H1 天猫各类商品销售额占比	39
图 51: 食品饮料在中美两国零售市场中所占份额 (%)	40
图 52: 亚马逊自建配送点对美国人口的覆盖	41
图 53: 盒马线上线下驱动打通产品、购物以及配送等	41
图 54: 围绕“吃”为主题, 盒马打造多业态的购物体验业态	42
图 55: 数据驱动中台, 阿里构建信息流、物流以及现金流合一的生态体系	43
图 56: Amazon Go 连接消费者, 打造线上线下一体化的数据闭环生态圈	44
图 57: 新零售图谱	45
图 58: 美国线下主要零售商线上业务增长	46
图 59: 中国移动支付市场分额	47
图 60: 亚马逊的营收 (单位: 百万美元)	47

图 61: 亚马逊营收构成 (单位: 十亿美元)	48
图 62: 亚马逊营收同比	48
图 63: 阿里巴巴的营收 (单位: 百万元)	49
图 64: 阿里巴巴各项业务的营收占比	49
图 65: 阿里巴巴各项业务的营收占比	50
图 66: 2017 年阿里创新业务营收增幅及息税前利润率	50
图 67: 亚马逊利润及自由现金流 (单位: 百万美元)	51
图 68: 阿里巴巴净利润 (单位: 百万元)	51
图 69: 阿里巴巴自由现金流 (单位: 百万元)	52
表 1: 阿里营收拆分及纵向对比	9
表 2: 菜鸟网络的仓储中心布局	22
表 3: 菜鸟网络所覆盖的行业及成果	23
表 4: 阿里云产品线	29
表 5: 阿里系和亚马逊的海外布局	33

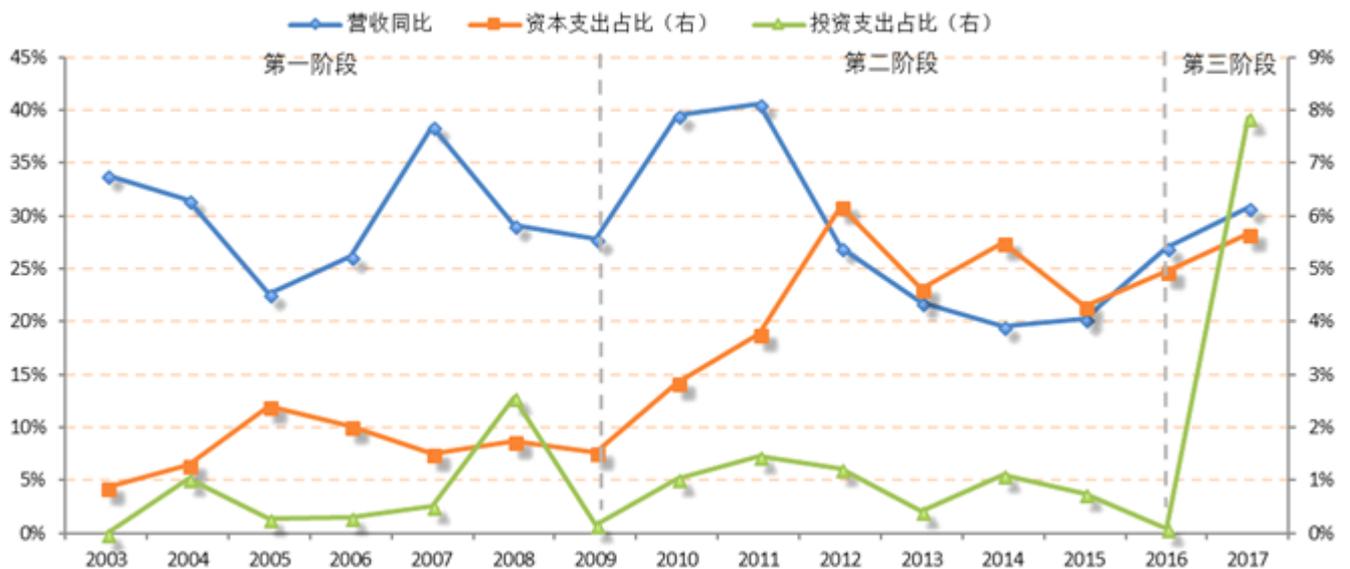
一、发展历程

(一) 亚马逊：前瞻者，提前布局

亚马逊的发展历程可以分为三个阶段：

- **第一阶段（2003-2009年）：** 营收增速虽有波动，但呈高速增长。这一阶段资本支出和投资支出并举，主要用于物流基础设施建设。
- **第二阶段（2010-2015年）：** 受电商业务大幅下滑的拖累，亚马逊营收增速持续放缓。这一阶段亚马逊资本支出增长明显，一度由2009年的1.5%增长至2012年的6.2%，主要用于亚马逊的AWS云服务建设。
- **第三阶段（2016年-）：** 营收增速持续回升，2016年受益于电商直营业务增速的回升，2017年受益于全食超市的并表。这一阶段主要体现为投资支出，2017年亚马逊作价137亿美元收购全食超市，开启全面布局线下零售的序幕。

图 1：03 年至 17 年亚马逊的营收增长同资本支出、投资支出的关系

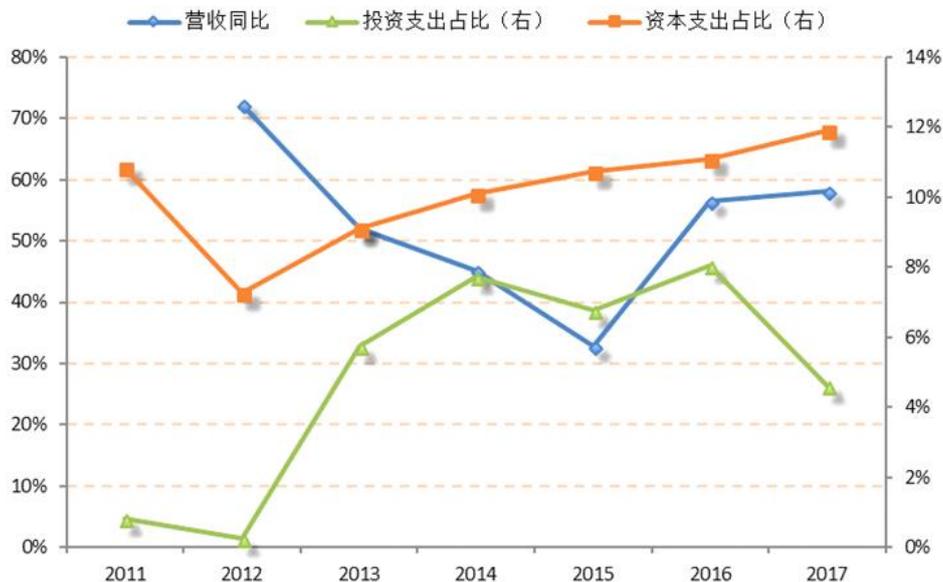


资料来源：公司公告、招商证券

(二) 阿里巴巴：快速反应者，自 2012 年加速自建和投资

2012 年至 2015 年，阿里巴巴营收同比持续下滑，市场普遍产生对阿里持续高增长的担忧。作为回应，阿里巴巴开启了自建和投资双轮驱动模式，资本支出占营收比重自 2012 年的 7.3% 持续提升至 2015 年的 10.9%，投资支出占营收比重自 2012 年的 1.5% 迅速增长至 2015 年的 38.7%。双轮增长模式从 2016 年开始有了回报，2016 营收同比增长 56.5%，较 2015 年的 32.7% 回升 23.8pct，2017 年营收同比进一步达到 58.1%。

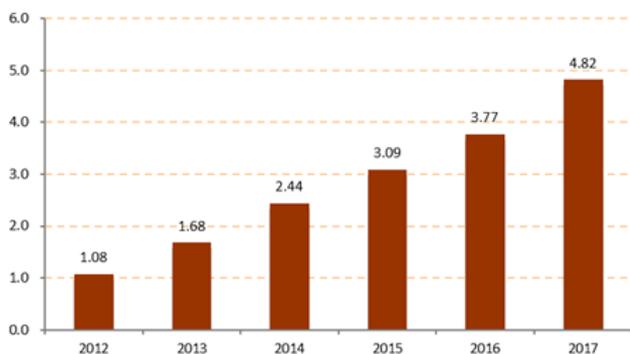
图 2：11 年至 17 年阿里营收增长同资本支出、投资支出的关系



资料来源：公司公告、招商证券

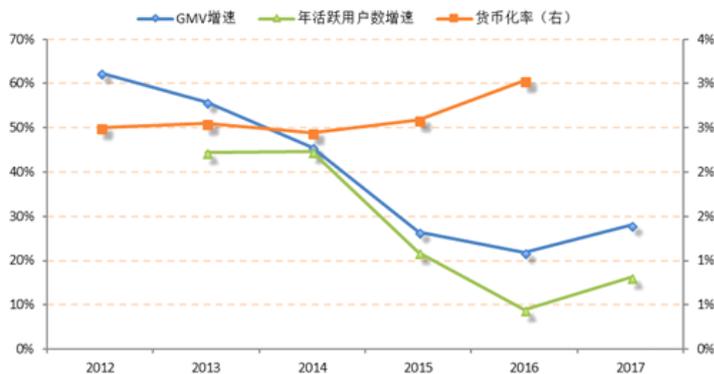
阿里营收增长的驱动因素包括存量和增量两部分。存量驱动主要体现为国内商贸的顾客管理和佣金（即淘宝天猫营收）增速。2017 年淘宝天猫营收占总营收比重为 65%，而淘宝天猫营收的驱动因素进一步拆分为：年活跃用户数×人均 GMV×货币化率。2012 年-2015 年营收增速下降的原因是：货币化率基本保持不变下的 GMV 增速明显下降；背后深层次原因是：互联网流量红利的衰减。2016 年开始的营收增速回升的主要原因是：货币化率的提升，2016 年货币化率为 3.03%，较 2015 年的 2.59%提升 0.44pct；另一重要原因是人均 GMV 提升（传统服装品牌、食品百货等线上占比提升），可通过 GMV 增速与年活跃用户数增速之间的 GAP 得出。

图 3：淘宝天猫的加总 GMV（单位：万亿）



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：阿里营收驱动因素的分拆



增量驱动主要体现为布局新零售、自建物流和开拓数娱流量渠道。截至 17 年，线下零售（银泰盒马）贡献营收 157.49 亿元、菜鸟物流贡献营收 67.59 亿元，数字娱乐业务贡献营收 195.64 亿元。

表 1：阿里营收拆分及纵向对比

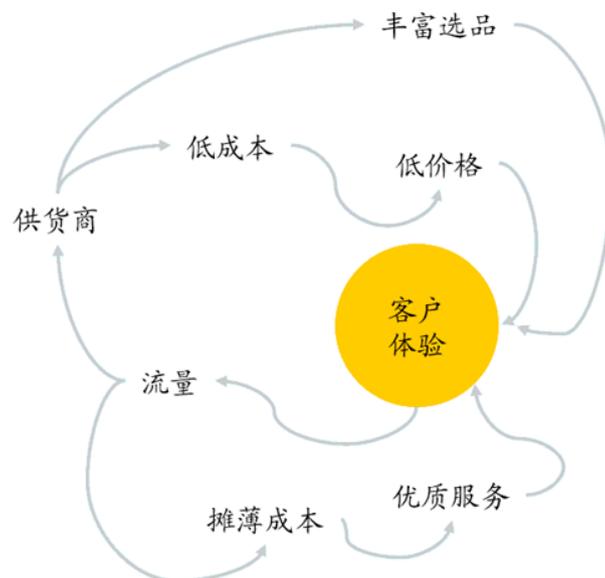
	2012	2017
核心商贸	602.97	3905.79
国内商贸	269.7	1765.59
顾客管理和佣金	269.7	1608.1
线下零售（盒马银泰）		157.49
国内批发	21.97	71.64
国际零售	3.92	142.16
国际批发	37.68	66.25
菜鸟物流		67.59
其他核心商贸		26.97
阿里云	6.5	133.9
数字娱乐		195.64
其他创新性业务	5.4	32.92

资料来源：公司公告、招商证券

二、把握瞬息万变中的不变本质

对于“未来十年，会有什么变化？”和“未来十年，什么是不变的？”这两个问题，贝索斯认为后者更为重要，因为只有把握瞬息万变中的不变本质，才能在竞争中始终保持前瞻性，并最终战胜对手。那么贝索斯所谓的不变的东西是什么呢？对零售行业来说，最简单不过，即**始终秉持顾客至上，尽最大可能实现无限品类、极致低价、极速配送**，这三个理念在贝索斯提出的“飞轮效应”得到完美阐释。飞轮效应的核心和出发点是客户体验，一旦客户需求得到满足，自然获得更多流量。有了流量，就有了三层正反馈机制：1) 形成对供货商的议价能力，从而有了更低成本，形成更低价格，提升客户体验；2) 吸引更多第三方商家进驻，一方面形成更丰富选品，提升用户体验；另一方面更多同类商家竞争压低价格，使客户受益；3) 摊薄物流、信息服务成本，从而有助于形成更优质服务，优化客户体验。

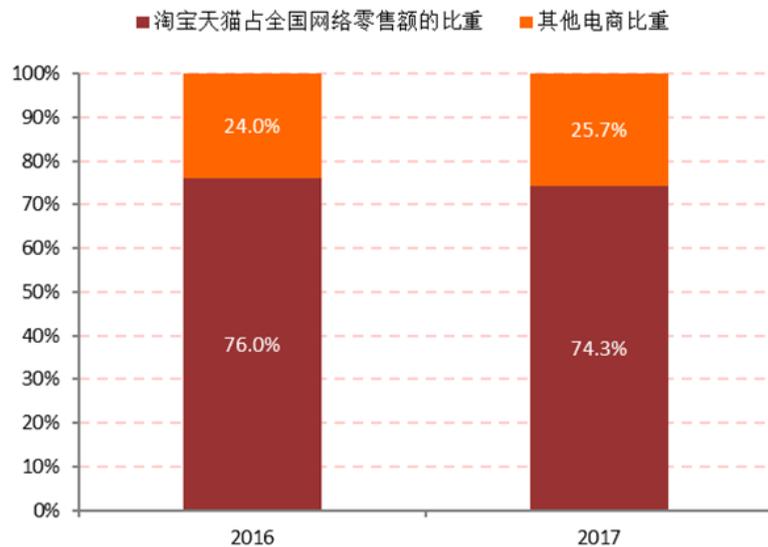
图 5：亚马逊提出的“飞轮效应”



资料来源：招商证券

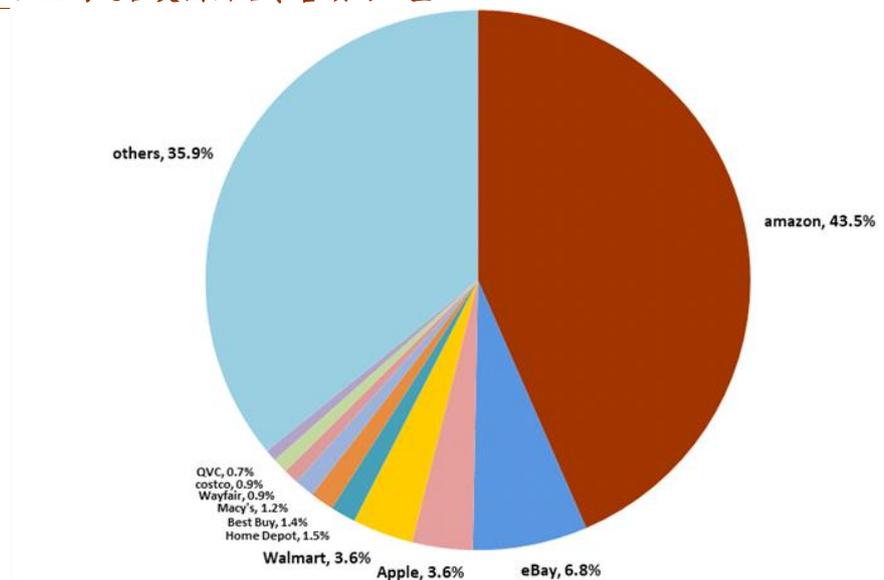
(一) 同为各自市场的电商霸主。阿里和亚马逊作为第一批兴起的互联网电商企业，经过近 20 年的发展，分别成长为各自所在市场的电商霸主。截至 2017 年，淘宝天猫占全国网络零售额的比重高达 74.3%。同样根据 emarketer 报告，亚马逊占全美电商业务比重为 43.5%，远超过第二名 eBay 的 6.8%。

图 6：淘宝天猫占全国网络零售额的比重



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

图 7：亚马逊占美国网络零售额的比重

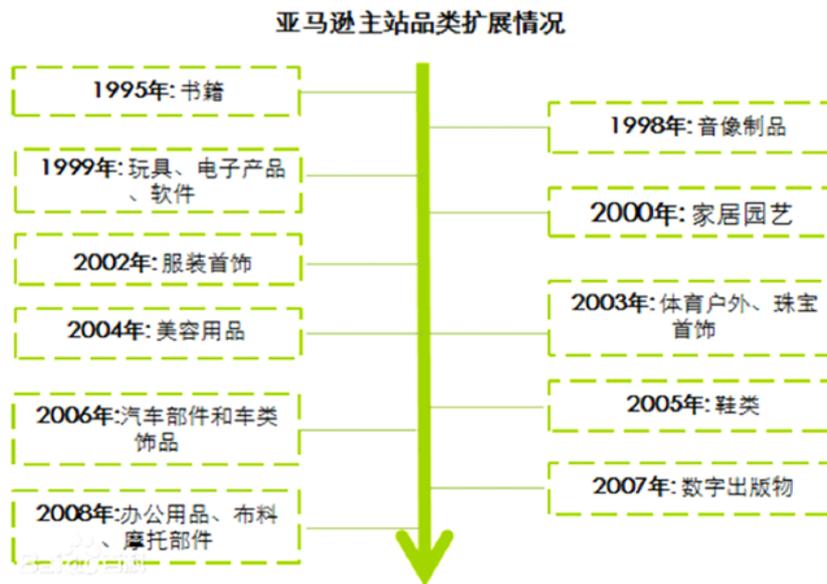


资料来源：emarketer、招商证券

(二) 全品类覆盖。作为书籍自营起家的亚马逊，为了实现全品类覆盖，从 1998 年开始不断扩充自身经营品类，并从 2000 年开始开放第三方卖家平台 (Marketplace)。目前亚马逊拥有覆盖书籍、音像制品、玩具、服装首饰等 16 个主品类，根据 360pi 关于亚马逊 (美国) 的研究报告，2016 年 5 月底亚马逊 (美国) 共拥有商品数 35371.08 万，亚马逊自营商品数 1223.12 万，第三方卖家经营商品数 34147.96 万。对应亚马逊

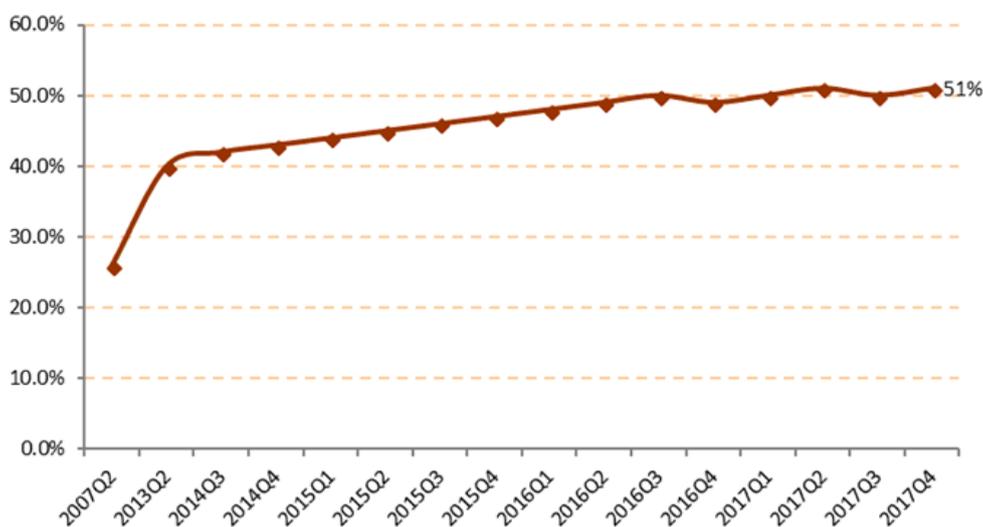
第三方卖家销售额占比持续提升，2017 年 Q4 该比例已达 51%，亚马逊已兼具自营电商和平台电商的特征。

图 8：亚马逊的品类扩张示意图



资料来源：公司公告、招商证券

图 9：亚马逊的第三方卖家平台（Marketplace）销售额占比



资料来源：公司公告、招商证券

阿里作为纯平台电商，天生具有全品类覆盖的优势。2003 年刚成立的淘宝，通过免费模式击败坚持收费模式的电商寡头 eBay，同时也为淘宝积累了大量中小卖家和用户流量。凭借大量流量优势，激起更多品牌商家入驻的意愿，并在 2012 年正式成立天猫，满足消费者对更高品质商品的需求。

(三) 极致低价。相较传统线下销售，亚马逊和阿里巴巴能实现商品低价主要源于：1)

不需要层层分销且互联网运营成本较线下更低；2) 大量同类商品+买家在互联网很容易“货比三家”，导致卖家因相互竞争而降低价格，形成买方市场。另外，一个全新的趋势是自营电商模式，即 P2C（代工厂→消费者），绕过渠道商直接从制造商手中拿货直接销售给消费者。通过自营品牌，平台可以去掉中间商，直接在两端对接代工厂和消费者，实现直接给代工厂下订单，掌控成本利润和产品质量，为消费者提供更高性价比的商品；而代工厂则可以直接与平台沟通，提供自有品牌，并利用平台来进行自有品牌的运营和销售。

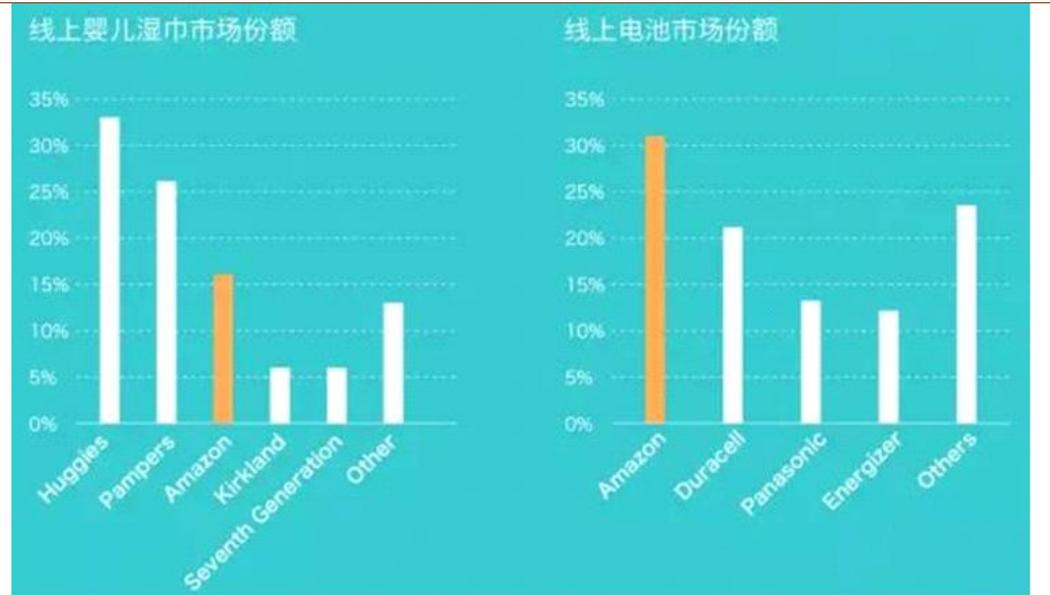
1. 亚马逊：自有品牌飞速发展。自 2009 年推出首个自有品牌至 2018 年 3 月底，亚马逊已共推出 74 个自有品牌，覆盖品类以服装（59 个）为主，同时覆盖鞋包（6 个）、食品杂货（3 个）、卫生保健（3 个）、家居厨房（3 个）、消费电子（1 个）等品类。根据美国媒体 Quartz 报道，亚马逊获得美国专利及商标局批准或者正在申请的商标数量已超过 800 个，这表明未来亚马逊自有品牌的空间将远超预期。在细分品类中，许多亚马逊自有品牌产品已相当成熟并领先于市场。根据 KPCB 报告显示，亚马逊在线上电池市场的市场份额已超过 30%，在线上婴儿湿巾的市场份额已超过 15%。

图 10：亚马逊自有品牌一览

食品杂货	卫生保健品	家居厨房	基本电子消费品
Happy Belly	Amazon Elements	Pinzon	AmazonBasics
Wickedly Prime	Mama Bear	Rivet	
	Presto	Stone & Beam	
服装			
7Goals	Goodthreads	Peak Velocity	The Cambridge Collection
Amazon Essentials	Hale Denim	Plumberry	Trailside Supply Co.
Arabella	Haven Outerwear	Quality Durables Co.	True Angel
Buttoned Down	Hayden Rose	Rebel Canyon	Ugly Fair Isle
Cable Stitch	Indigo Society	Rugged Mile Denim	Velvet Rope
Camp Moonlight	Isle Bay Linens	Savoir Faire	
Clifton Heritage	Kid Nation	Scout + Ro	鞋袜
Coastal Blue	Lark & Ro	Signature Society	206 Collective
Comfort Denim Outfitters	Lily Parker	Smitten	Kold Feet
Core 10	Madeline Denim	Social Graces	Stocking Fox
Cragted Collar	Mae	Something For Everyone	
Daily Ritual	Mariella Bella	Spotted Zebra	包包饰品
Denim Bloom	Mint Lilac	Suite Alice	A for Awesome
Emma Riley	Moon and Back	The Fix	Leather Architect
Essentialist	Ocean Blues	The Luna Coalition	The Lovely Tote Co.
Good Brief	Painted Heart	The Plus Project	
Goodsport	Paris Sunday	The Slumber Project	

资料来源：L2、招商证券

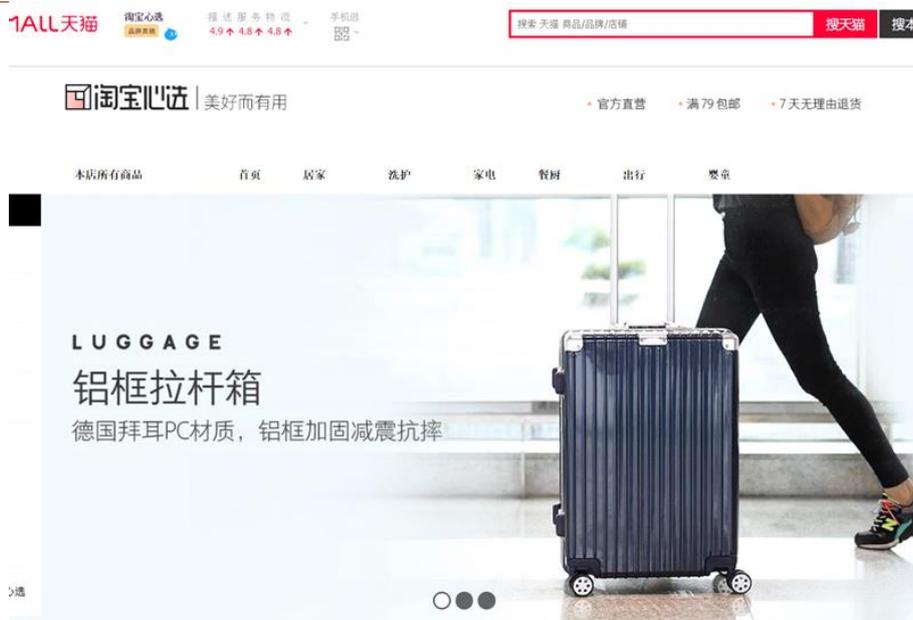
图 11: 亚马逊自有品牌中婴儿湿巾和电池占较大份额



资料来源: KPCB、招商证券

2. 阿里: 新物种淘宝心选。2017年5月, 阿里上线第一家自营店铺, 命名为“淘宝心选”。淘宝心选类似于网易严选, 采取 ODM 模式, 由工厂代工并统一贴牌“淘宝心选”, 目前覆盖居家、餐厨、洗护、出行、家电、婴童等六个一级品类, 共有细分品类数 221 个, 商品总种数 596 个。淘数据显示, 最近 30 天 (2018.5.30-2018.6.28) 淘宝心选共销售 34.51 万件商品, 销售额为 3075.87 万元。从销售品类来看, 核心品类以居家和出行为主。销售额前五名分别为: 旅行箱 (21.41%)、枕头 (10.72%)、床品四件套 (9.61%)、床垫 (7.08%)、被子 (5.34%)。

图 12: 淘宝心选的天猫官网



资料来源: 天猫、招商证券

图 13：阿里巴巴平台销售品类占比



资料来源：淘数据、招商证券

在渠道上，淘宝心选采取线上线下相结合的模式。线上平台以天猫旗舰店形式呈现，线下第一家体验店于2018年4月在杭州亲橙里开业，配备电子价签、自助结算、智能货架等新零售标配硬件设施，内部装饰风格类似MUJI的简约风。

图 14：淘宝心选的线下实体店示意图



资料来源：草根调研、招商证券

图 15：淘宝心选线下实体店的内部风格同 MUJI



（三）超高物流配送效率

1. 亚马逊：一体两翼，打造 FBA 和 Prime 会员两大核心增长点

1) 物流配送体系。从过去的汽车房到今天的机器人库房、直升机配送，亚马逊开创了一整套以高科技为支撑的电商仓储物流的模式，在过去 20 年的快速稳健的发展中，亚马逊形成了成熟的覆盖全球的运营网络。优秀的物流配送体系直接决定供应链好坏，根据 Gartner 公布的 2018 年“全球供应链大师”和“全球供应链 25 强”榜单，亚马逊从 2011

年至 2018 年连续 8 年荣登全球供应链前五名，并荣获“全球供应链大师”的称号。

图 16: 2018 年“全球供应链大师”榜单
Gartner Supply Chain Masters for 2018

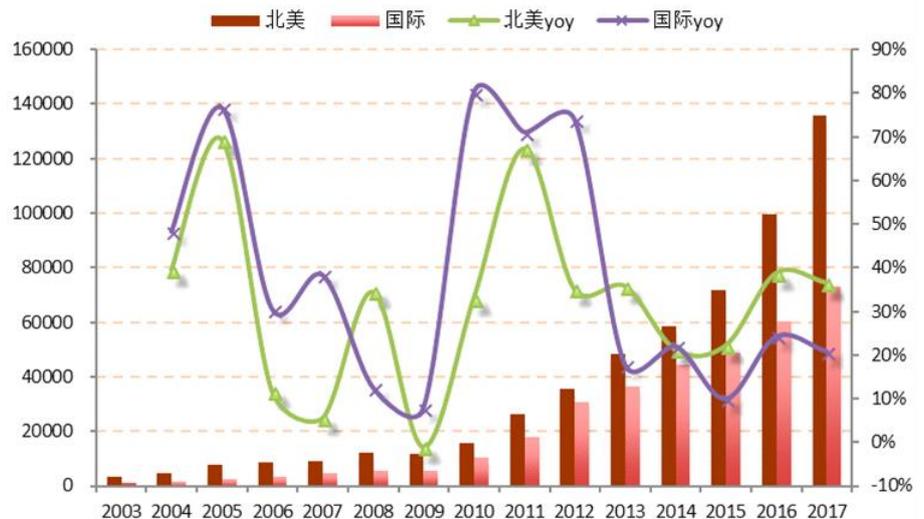


资料来源: Gartner、招商证券

如果从**规模和技术成熟度**来衡量一个企业的物流体系好坏，那么亚马逊物流首屈一指。从规模来看，亚马逊物流无论是在国内还是在全球都保持高速扩张态势。按时间划分，亚马逊的高速扩张可以分为两个阶段：

- 一是 1998-2005 年，这一阶段主要体现为量的增长。截至 2005 年，亚马逊的北美仓储面积达 756 万平方英尺，全球其他地区仓储面积为 262 万平方英尺，第一阶段的成果是形成 FBA 和 Prime 会员两大核心增长点；
- 二是 2010 年至今，这一阶段主要体现为质和量的全面提升，不仅仓储面积进一步快速增长（2017 年底北美仓储面积 13582 万平方英尺、全球其他地区仓储面积 7302 万平方英尺），同时也最先诞生如智能机器人 Kiva、无人机送货、数字化仓配等的黑科技。

图 17: 亚马逊在北美和世界其他地区的仓储面积对比

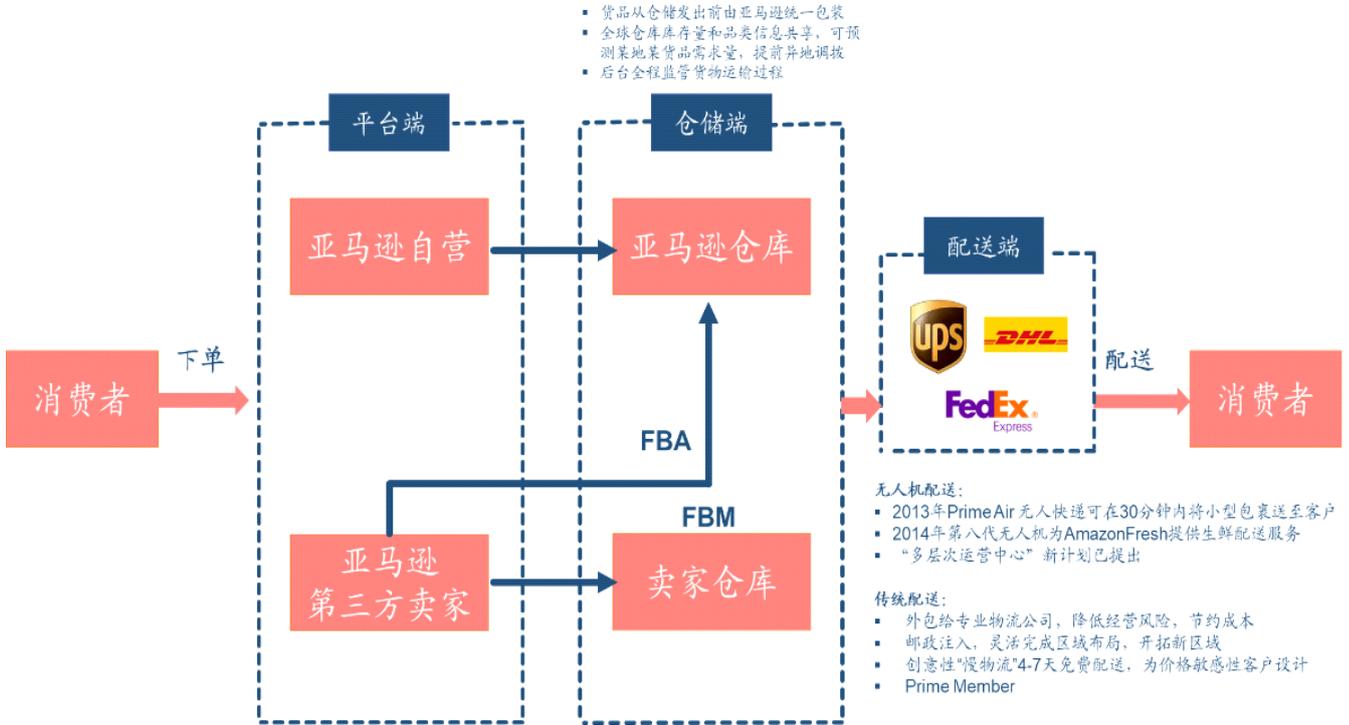


资料来源: 公司公告、招商证券

目前亚马逊主要采取“自建仓储+第三方配送”体系，即一方面通过大规模建设仓储中心实现商品端到端的快速运送；另一方面同 ups、DNL 和 FedEx 进行合作，借助他们的

力量实现“最后一公里”的配送。

图 18: 亚马逊的“自建仓储+第三方配送”体系



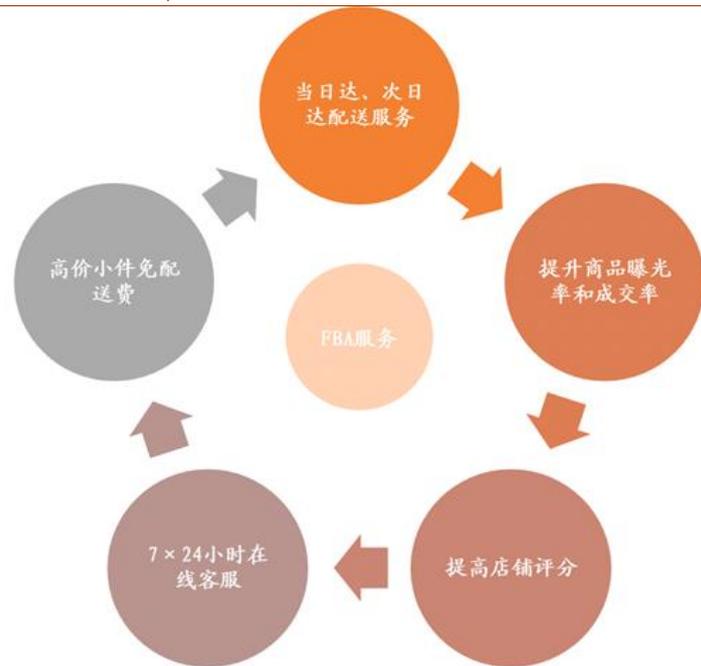
资料来源: 公司公告、招商证券

2) FBA (Fulfillment by Amazon)。受益于亚马逊前期在自营物流的大规模投入, 亚马逊自 2006 年起针对第三方卖家正式推出 FBA 服务。所谓 FBA 服务, 是指亚马逊为第三方卖家提供的代发服务, 即亚马逊将自身平台开放给第三方卖家, 并将第三方卖家的库存纳入到亚马逊的全球物流网络, 为其提供拣货、包装及终端配送代收的服务, 亚马逊则收取服务费用。

相较其他物流配送方式, 亚马逊平台上的第三方卖家大多选择 FBA 服务, 主要优势表现为节省管理成本和提高销售速度。具体体现为:

- **高效迅速的物流仓配体系, 更好的用户体验。**截至 2017 年底, 亚马逊的当日达、次日达服务已覆盖美国逾 8000 座城镇;
- **提高商品的曝光率和成交率。**亚马逊高效仓配体系使买家在购物时往往优先考虑亚马逊配送, 同时亚马逊也会让自己配送的商品排名靠前;
- **无条件删除物流方面的中差评,** 避免因物流运输商的不好印象影响店铺评分;
- **7x24 小时在线客服。**购买 FBA 服务的卖家同时享受亚马逊的及时优质的客服服务, 另一方面也省去自身建立和维护客服的成本费用;
- **高价小件物品, 免除物流配送费。**在标准尺寸内, 单价超过 300 美元的产品免除 FBA 的所有费用。

图 19: 亚马逊的 FBA 体系



资料来源: 招商证券

在 FBA 服务收费上, 亚马逊能够实现三类收入来源: 一是物流配送费, 按件收费; 二是月度库存管理费, 按尺寸收费; 三是库存配置服务费, 根据卖家选定的货件目的地数量和亚马逊建议的货件目的地数量的差异, 按件收费。

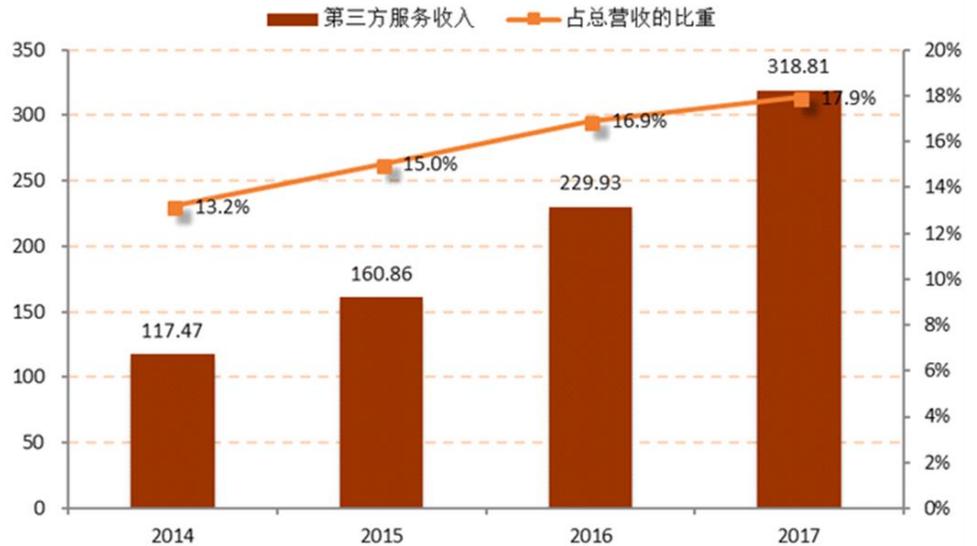
图 20: 阿里 FBA 服务收费一览表

物流配送费		小号标准尺寸 (≤1磅)	大号标准尺寸 (≤1磅)	大号标准尺寸 (1~2磅)	大号标准尺寸 (>2磅)
	1~9月	2.41美元	2.99美元	4.18美元	4.18美元+0.39美元/磅
	10~12月	2.39美元	2.88美元	3.96美元	3.96美元+0.35美元/磅
月度库存仓储费		标准尺寸	超大尺寸		
	1~9月	0.64美元/立方英尺	0.43美元/立方英尺		
	10~12月	2.35美元/立方英尺	1.15美元/立方英尺		
库存配置服务费		亚马逊建议的货件目的地数量	卖家选定的货件目的地数量 (按件费用)		
			3	2	1
		3	免费	0.1美元+0.1美元/磅 (首重超出2磅的部分)	0.3美元+0.1美元/磅 (首重超出2磅的部分)
		2		免费	0.2美元+0.1美元/磅 (首重超出2磅的部分)
	1			免费	

资料来源: 公司公告、公司官网、招商证券

优质的 FBA 服务在吸引更多第三方卖家进驻亚马逊平台的同时, 也为亚马逊带来一个重要营收增长来源。2017 年亚马逊第三方卖家服务收入为 318.81 亿美元, 同比增长 38.7%。对应地, 第三方卖家服务收入占总收入比重稳步上升, 2017 年该比重达 17.9%, 较 2014 年提升 4.7pct。

图 21: 亚马逊的第三方卖家服务收入及变动情况 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司公告、招商证券

3) Prime 会员制: 长期主义的胜利。 Prime 会员制设立于 2005 年, 是亚马逊针对买家提供的以免费物流服务为起点和核心的增值服务。它的设计思路: 类似健身会员卡, 仅设置准入门槛 (99 元/年的会费), 一旦进门, 不再设置分级制度, 即每个会员面对的权益都是一样的。它的具体权益内容包括: 送货福利、流媒体福利、购物福利、阅读福利和其他福利。

图 22: 亚马逊 Prime 会员体系一览

<p>送货福利</p> <ul style="list-style-type: none"> 免费两日达 (free two-day shipping) 免费一日达 (free same-day delivery) 免费两小时达 (Prime Now) 免费预定商品发售当日达 (Free Release-Date Delivery) 免费慢送 (Free No-Rush Shipping) 可获得未来购买奖励 	<p>购物福利</p> <ul style="list-style-type: none"> 全食超市优惠 (Whole Foods Market) <ul style="list-style-type: none"> Prime 会员独享产品优惠 使用亚马逊 Prime 会员优惠 Visa 信用卡获得 5% 返现 Prime Now 2 小时送货服务 亚马逊 Prime 奖励 Visa 信用卡 (Amazon Prime Rewards Visa Signature Card) <ul style="list-style-type: none"> 亚马逊网站购物时获得 5% 返现和其他商家的消费奖励 亚马逊 Prime Store 信用卡 (Amazon Prime Store Card) <ul style="list-style-type: none"> 亚马逊网站购物时获得 5% 返现, 和其他独家优惠 一键购物按钮 (Amazon Dash for Prime) <ul style="list-style-type: none"> 快捷购买喜爱的产品 亚马逊生鲜 (Amazon Fresh) <ul style="list-style-type: none"> 支付额外月度会员费可获得 50 美元以上 Amazon Fresh 订单免费送货服务, 或为 50 美元以下订单支付平邮费用 试衣间服务 (Prime Wardrobe) <ul style="list-style-type: none"> 符合条件的服饰可在七天内先试后买 杂物箱服务 (Prime Pantry) <ul style="list-style-type: none"> 支付额外运费, 以挑选整箱的各类折扣日常生活用品 亚马逊家庭优惠折扣计划 (Deals and Discounts, Compliments of Amazon Family) <ul style="list-style-type: none"> 母婴用品等多达 20% 的折扣 婴儿档案登记后, 部分产品享有 15% 折扣 会员早抢购 (Prime Early Access) <ul style="list-style-type: none"> 提前 30 分钟购买闪购折扣商品 亚马逊元素 (Amazon Elements) <ul style="list-style-type: none"> 亚马逊自营日常必需品 	<p>阅读福利</p> <ul style="list-style-type: none"> Prime 阅读服务 (Prime Reading) <ul style="list-style-type: none"> 通过 Prime 阅读目录借阅书籍, 杂志等 适用于 Fire 平板电脑, Kindle 电子阅读器, 或 iOS 和 Android 的 Kindle 阅读应用程序 亚马逊首次读书项目 (Amazon First Reads) <ul style="list-style-type: none"> 美国会员可从亚马逊首次读书精选中提前免费下载新书 Prime 有声书 (Audible Channels for Prime) <ul style="list-style-type: none"> 无限收听原创有声读物 按喜好收听各类播放列表 华盛顿邮报免费 6 个月试用订阅 (Washington Post Free Trial)
<p>流媒体福利</p> <ul style="list-style-type: none"> 视频服务 (Prime Video) <ul style="list-style-type: none"> 无限制享受电视剧集和电影内容 亚马逊频道 (Amazon Channels) <ul style="list-style-type: none"> 一站式观看各类电视电视频道 每个频道折扣价格 \$4.99-\$14.99/月 Prime 音乐服务 (Prime Music) <ul style="list-style-type: none"> 无限制无广告的数百个 Prime 播放列表和超过一百万首歌曲 亚马逊音乐无限服务 (Amazon Music Unlimited) <ul style="list-style-type: none"> 无限制月度打折计划及年度计划 Twitch 游戏专享 (Twitch Prime) <ul style="list-style-type: none"> 游戏预购和新版本的独家折扣 Twitch.tv 无广告服务 每月一个免费的 Twitch 频道订阅 独享免费游戏 	<p>其他福利</p> <ul style="list-style-type: none"> 会员共享 (Membership Sharing) <ul style="list-style-type: none"> 家庭成员共享特定的 Prime 会员服务 商务账户 (Amazon Business) 和 Prime 个人账户共享运输优惠 Prime 照片 (Prime Photos) <ul style="list-style-type: none"> 为会员和其家庭成员提供 Amazon Drive 中无限照片存储以及加强式搜索和组织功能 	

资料来源: 公司官网、招商证券

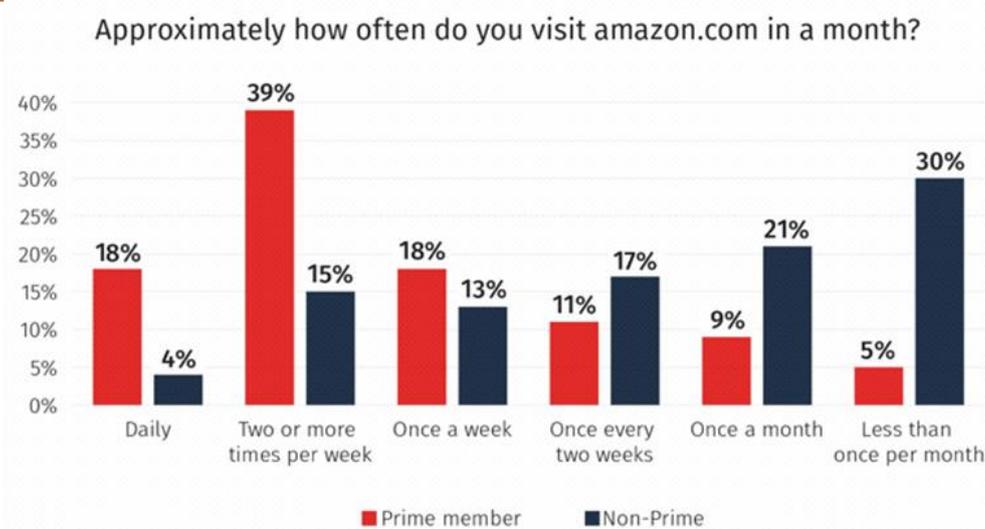
Prime 会员制是贝索斯“长期主义”最完美的诠释, 这是因为会员制初期必然亏钱。一方面是快速免费的配送服务在 10 年前十分稀缺, 加之当时亚马逊物流体系尚处于成长阶

段,因此成本较当时仅 79 美元的年费是偏高的;另一方面是 Prime 会员用户需要培养,且初期 Prime 会员使用者往往是亚马逊核心用户,对他们来说,一年多次复购很容易覆盖年费成本。

但从长远来看,规模经济带来的优势越来越明显。具体表现为:

- **更大规模且富有粘性的会员群体,进而形成更大交易额良性循环。**根据 Feedvisor 的市场调查数据,超过 50%的 Prime 会员每周访问亚马逊至少两次,是非 Prime 会员的 3 倍;其中每天访问亚马逊网站的 Prime 会员占比达 18%。

图 23: Prime 会员相较 Non-Prime 贡献更多营收



资料来源: Feedvisor、招商证券

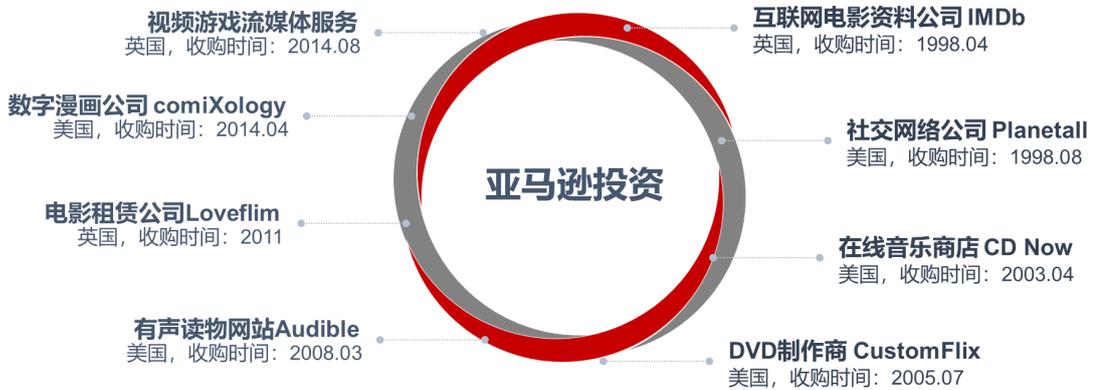
- **会员制入局数娱业务,打造会员社区生态。**
 - 2007 年起,亚马逊开始用 kindle 电子书取代电子书销售,而后面向 Prime 会员也提供了限时免费借阅等权益;
 - 2011 年 2 月起,亚马逊面向 Prime 会员推出 Prime Instant Video 服务,购买了众多公司的电影、电视剧版权免费提供给会员观看。对于大型内容生产公司,亚马逊还推出了 Amazon Channels Program,让内容制作商在亚马逊这里售卖自己旗下的频道,比如 HBO。对于中小型创作团队,2016 年推出的 Video Direct Program 允许创作者将自己的内容上传到 Amazon Video,并直接给予金钱支持;亚马逊也成立了自己的工作室,自制生产视频内容,并直接冲击奥斯卡,大大提高了视频媒体的品牌知名度。亚马逊原创电影会首先在院线放映,之后四到八周出现在亚马逊的 Prime 会员点播平台上;
 - 2014 年 6 月起,亚马逊将数字音乐内容业务整合到 Amazon Music 中,又面向 Prime 会员推出了 Prime Music,并不断丰富免费的在线音乐曲库。

图 24：亚马逊持续打造会员社区生态

2007年	Kindle电子书服务	<ul style="list-style-type: none"> 亚马逊用Kindle电子书取代传统电子书销售，而后面向Prime会员也提供了限时免费借阅等权益
2011年	Prime Instant Video服务	<ul style="list-style-type: none"> 购买众多公司的电影、电视剧版权免费提供给会员观看 针对大型内容生产公司，亚马逊还推出了Amazon Channels Program，让内容制作商在亚马逊这里售卖自己旗下的频道，比如HBO；对于中小型创作团队，2016年推出的Video Direct Program允许创作者将自己的内容上传到Amazon Video，并直接给予金钱支持 亚马逊也已成立了自己的工作室，自制生产视频内容，并直接冲击奥斯卡，大大提高了视频媒体的品牌知名度。亚马逊原创电影会首先在院线放映，之后回到八周出现在亚马逊的Prime会员点播平台上
2014年	Amazon Music服务	<ul style="list-style-type: none"> 亚马逊将数字音乐内容业务整合到Amazon Music中，又面向Prime会员推出了Prime Music，并不断丰富免费的在线音乐曲库

资料来源：公司公告、招商证券

图 25：阿里在数娱业务上的投资情况



资料来源：公司公告、招商证券

截至 2017 年，亚马逊 Prime 会员服务营收 97.21 亿美元，同比增长 52.0%，较 2014 年扩大 2.5 倍，呈高速增长态势。对应地，亚马逊 Prime 会员服务营收占总营收比重逐年提升，2017 年已达 5.5%，较 2014 年的 3.1%提升管 2.4pct。

图 26：亚马逊 Prime 会员营收及变动情况



资料来源：公司公告、招商证券

2. 阿里巴巴：菜鸟物流崛起，天地人网打出组合拳

作为平台型电商，阿里长期忽视自身物流体系的建设，淘宝 C2C 平台上的卖家大多自建仓库并自主选择第三方物流进行配送。但随着消费者对物流配送效率要求的逐渐提高和天猫这一品牌 B2C 电商的崛起，能够统一数据、仓储、物流三层次的菜鸟网络于 2013 年应运而生。

同亚马逊“自建仓储+第三方配送”模式，我们将菜鸟网络分为“天网”、“地网”和“人网”，分别对应于数据网络、仓储体系和物流体系。从股权结构来看，阿里巴巴占股 43%，负责“天网”，借助大数据高效布置仓储并灵活调配物流；银泰集团、复星集团和富春集团分别占股 32%、10%和 10%，负责“地网”，凭借物流地产业务的优势“跑马圈地”；顺丰+“三通一达”分别占股 1%，负责“人网”，借助“天网”和“地网”优势提供高效的终端配送服务。

图 27：菜鸟网络的创始股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

- 基于大数据的物流信息平台（“天网”）：**根据菜鸟网络首席数据科学家丁宏伟的公开演讲，菜鸟“大数据”平台所实现的功能可以概括为“看见、预见、洞见”。
 - 所谓看见，即让社会化体系中的每个合作伙伴（商家、中间仓合作伙伴、配送合作伙伴、快递合作伙伴、消费者），共同看见实时的、在线的、准确的物流数据，将其作为一种数据标准，并根据包裹最新状态，基于算法判断到达下一个节点的时间，推动合作伙伴“上物流云”，推进整个物流行业以较低成本提高合作伙伴的 IT 能力；
 - 所谓预见，即对供应链各个环节进行预测、计划。通过对商家发货地、发货节奏的分析，为每一家快递公司、目的地区区县级别，进行单向预测。比如基于大数据分析，将双十一包裹情况和分布计算结果推送给合作伙伴，提前锁定车辆资源和快递员资源；比如让中小卖家做全国的分仓网络，将库存布局在离消费者更近的城市，从而提高时效；此外还有供应链的优化、销售预测，提前对数据进行分析，并结合行业变化做一些预判；
 - 所谓洞见，即从复杂的数据当中，结合实践来应用观点进行决策，基于数据分析、基于场景，使商业体系部分环节完全自动化。

- 物流仓储平台 (“地网”)**: 依托中国人寿、中信银行等大型金融机构的融资支持和银泰、复星、富春集团在商业地产业务上的优势, 阿里明确了总投资额 3000 亿元 (首期投资 1000 亿、二期投资 2000 亿) 的智能物流网络建设计划。目前菜鸟网络已建立起覆盖东北、华北、华东、华南、华中、西南和西北的七大仓储中心, 预计 2018 年底, 菜鸟网络仓储中心将占地 12040 亩, 对应建筑面积 521 万平方米。

表 2: 菜鸟网络的仓储中心布局

重点地区	2015		2018E	
	占地 (亩)	建筑面积 (千平方米)	占地 (亩)	建筑面积 (千平方米)
东北	—	—	507	287
北部	1277	192	1487	422
江浙沪	1880	207	2784	1419
东南沿海	269	—	269	152
南部	387	—	1581	829
中部	868	—	2368	878
西北	—	—	1000	100
西南	315	—	1045	558
新疆	—	—	500	283
东盟	—	—	500	283
合计	4996	399	12040	5211

资料来源: 中国产业信息网、招商证券

- 第三方终端配送 (“人网”)**: 同亚马逊, 阿里在终端配送上主要依托第三方物流。但作为整合第三方物流的大数据平台, 阿里将凭借强大的数据信息系统, 帮助“三通一达”这样的企业在快递配送的车辆、人员、路线等安排得到进一步优化, 从而在降低配送成本的同时, 亦能极大提升终端配送的效率。

图 28: 菜鸟网络的物流合作伙伴



资料来源: 公司官网、招商证券

从 2013 年至今, 通过 5 年的发展, 菜鸟网络在仓储配送方面硕果累累。目前, 菜鸟网络已分别在电器、生鲜、美妆、快消、大家电、家装、服饰这七大行业有了完整的智慧物流解决方案, 并在仓配时效性 (当次日达) 和准确性 (库存准确性) 达到行业领先水平。与此同时, 阿里巴巴在 2018 年财报中首次披露菜鸟网络的营收情况, 2018 财年菜鸟网络实现营收 67.59 亿元, 占总营收比重达 3%。

表 3: 菜鸟网络所覆盖的行业及成果

覆盖行业	成果
电器	<ul style="list-style-type: none"> 7 大区域仓覆盖全国；多个前置仓提升一线城市时效；分拨中心直接下发站点，实现当日达 整体覆盖当、次日达近 1500 区县 与天猫超市同一套配送体系：落地配+快递
生鲜	<ul style="list-style-type: none"> 全国 6 城 7 个冷链分仓，支持仓配一体，揽配，城市配送 3 种业务模式 主流快递+数十家落地配共同确保全国 80% 区域次
美妆	<ul style="list-style-type: none"> 北京、广州、上海、成都、武汉仓库覆盖全国，整体覆盖当、次日达超 1000 个区县；新增西安、沈阳仓，完成落地配覆盖区域达 90% 以上
快消	<ul style="list-style-type: none"> 全国七大区域智能分仓 各大主流快递网络+数十家落地配 当、次日达近 1500 区县
大家电	<ul style="list-style-type: none"> 覆盖全国 2717 个区县，不管城乡，统一服务标准；整体覆盖当次日达近 1500 区县，平均 2 天送达，99% 时效达成率 送货入户，开箱验货，大冰箱拆门入户
家装	<ul style="list-style-type: none"> 菜鸟介入、优势报价、统一服务、全程可控 广州市、北京市、潮州市、深圳市、常州市、湖州市、苏州市、合肥市、镇江市等始发城市均已在规划，同时到货地将从 1200 区升级到 2200 区
服饰	<ul style="list-style-type: none"> 华北、华东、华南三地分仓，整体覆盖当、次日达超 1000 区县；库存准确率 99.95%

资料来源：公司官网、招商证券

三、偶然的成功之路：云计算

(一) 亚马逊 AWS：机会留给提前准备且愿意等待的人

1. 一切从头说起，AWS 成功源于前瞻和耐心等待。作为电商的鼻祖，1995 年成立以来，亚马逊对外不断扩张自身电商业务的同时，对内逐渐建立起能够支撑庞大交易额和交易数据的 IT 基础设施。随着这些服务器运作能力的逐渐成熟，亚马逊前瞻性地发现它们能够作为虚拟货品卖给开发者和初创企业以减少他们从零搭建内部软件所耗费的时间和成本。2006 年 3 月，亚马逊作为“第一个吃螃蟹的人”，首次退出了弹性计算云 (Elastic Compute Cloud) 服务。

- 第一阶段 (2006 年~2008 年)：初期的云服务推广十分困难，一方面是因为大多数企业对云服务内容尚不了解；另一方面是用户对云服务的安全性和可靠性的担忧。对此，亚马逊继续秉承长期主义的理念，在不断投资以持续改进技术的同时，推出免费试用活动来积累客户，冷静并坚定地等待着云服务市场的爆发。
- 第二阶段 (2009 年~2011 年)：2009 年成为云服务市场爆发元年，该年发生的两件大事成为引燃市场的催化剂，一是金融危机过后市场普遍萧条的美国，科技企业 Salesforce 披露 2008 年年报，成为首家年度收入达 10 亿美元的企业云计算公司，引发市场对云服务的强烈关注；二是许多美国政府机构开始试水云计算，为云服务提供政府层面的“背书”。这一阶段，所有传统的大型 IT 公司均参与到云服务竞争，包括谷歌、IBM、微软、VMWare 和 AT&T 等。
- 第三阶段 (2012 年~)：面对来自其他对手的竞争，亚马逊凭借先发优势并坚持为长期主导地位而牺牲短期利润的理念，一方面选择不断降价，自 2012 年以来共降价 59 次；另一方面不断投资完善自身云服务体系，截至 2017 年底 AWS 已发布

3951 项新功能和和服务。

2. AWS 的竞争优势源于行业强大的马太效应

1) 不断投资并扩大数据中心规模，强者恒强

衡量云服务规模的重要指标是数据中心的规模和承载的服务器数量。

- 2017 年亚马逊数据中心的占地面积已达 10221 平方英尺，对应 AWS 云在全球 18 个地理区域和 1 个本地区域运营 55 个可用区，并将新增巴林、香港、瑞典和美国第二个 AWS GovCloud 区域这 4 个区域，同时再增加 12 个可用区。
- 根据 Synergy Research Group 的最新数据显示，2017 年全球范围内的超大规模数据中心已超过 390 个，其中亚马逊在全球拥有的超大规模数据中心超过 45 个，对应全球前 25 家云服务提供商平均拥有超大规模数据中心 16 个。
- 从承载服务器的数量来看，亚马逊作为全球最大的云计算厂商，有接近 300 万台服务器，远超微软的 200 万台，是中国 BAT（百度、阿里巴巴、腾讯）所拥有服务器数量总和的 2 倍以上。

图 29：亚马逊 AWS 的全球布局情况



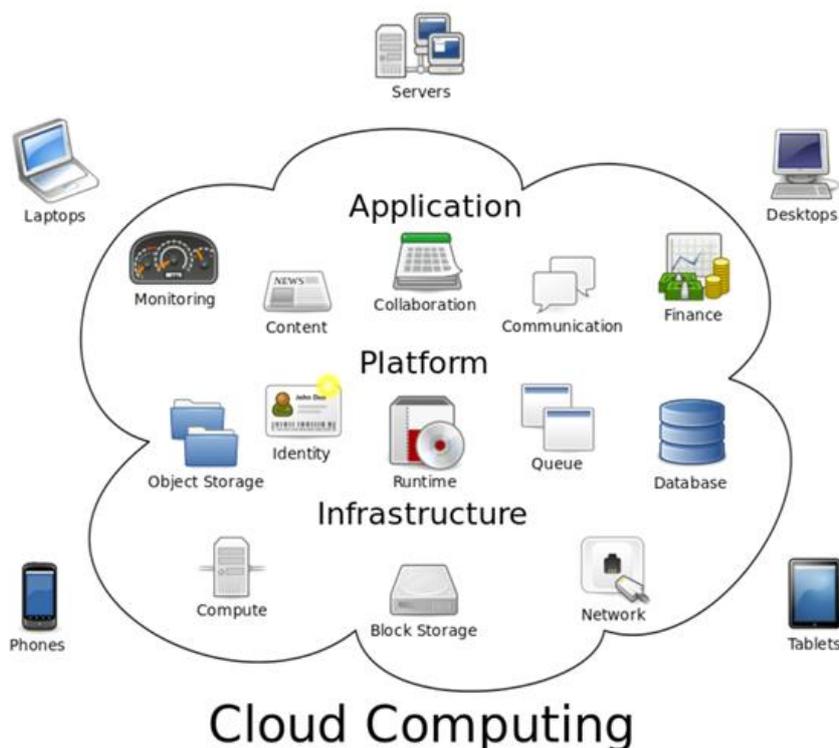
资料来源：公司官网、招商证券

2) 不断投资并扩大数据中心规模，强者恒强

云服务可以分为三层：第一层是基础设施 (Infrastructure)。基础设施服务包括虚拟或

实体计算机、块级存储、网络设施（如负载均衡，内容交付网络，DNS 解析）等；第二层是平台（Platform）。平台服务包括对象存储、认证服务和访问服务、各种程序的运行时、队列服务、数据库服务等；第三层是应用软件（Application）。应用软件服务包括邮件服务、代码托管服务等。用户可以通过台式电脑、手提电脑、手机、平板等各种互联网终端设备访问和使用这些服务。这三层就是我们常说的 IaaS（Infrastructure as a Service）、PaaS（Platform as a Service）、SaaS（Software as a Service）。

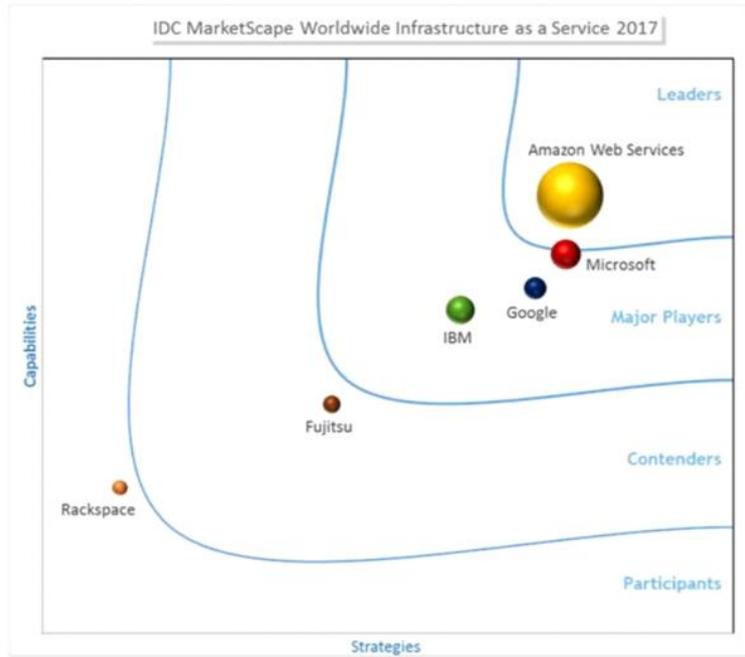
图 30：云计算的三层结构：IaaS、PaaS 和 SaaS



资料来源：公司公告、招商证券

凭借两大核心产品 SimpleStorageService (S3, 侧重存储功能)、ElasticComputeCloud (EC2, 侧重计算功能) 及不断新增和更新的服务, 亚马逊聚集起大量客户, 构建起自身的生态圈, 并迅速成长为全球最大的 IaaS 服务商。根据 IDC 最新报告显示, 亚马逊 AWS 的综合实力位居 IaaS 市场头名, 同时也是 IaaS 市场唯一的 Leader。

图 31：亚马逊是全球 IaaS 行业的唯一 Leader



资料来源：IDC、招商证券

在基础设施端占据优势的 AWS，凭借技术优势和良好口碑，迅速切入 Paas 和更上层的 SaaS 市场，目前已形成覆盖 IaaS-PaaS-SaaS 的完整产品链。

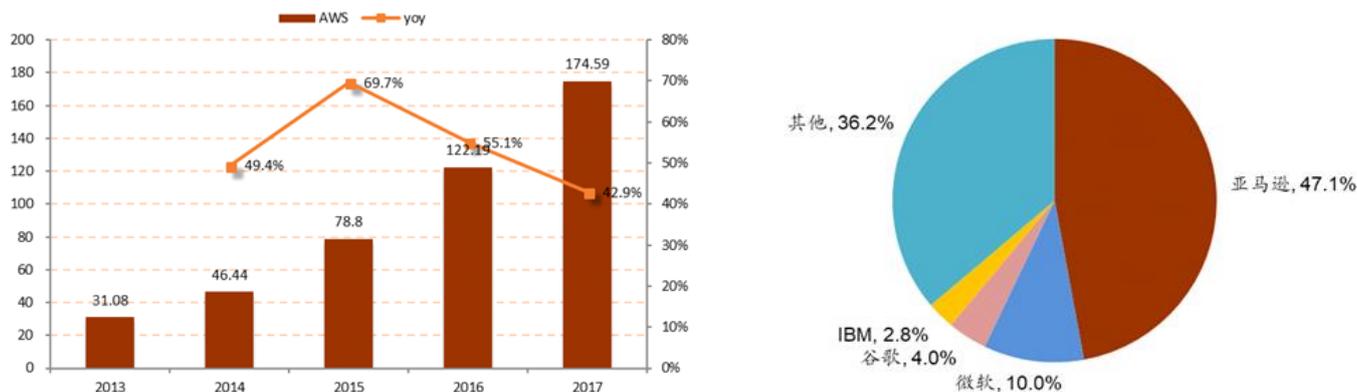
图 32：亚马逊 AWS 的完整业务矩阵



资料来源：观研天下、招商证券

2. 高速增长且成为亚马逊利润的核心增长源。截至 2017 年，亚马逊 AWS 业务实现营收 174.59 亿美元，同比高速增长 42.9%。同时，2017 年 AWS 营收占总营收的比重已达 9.8%，较 2013 年的 4.2% 显著提升 5.6pct。根据 Gartner 最新数据显示，2017 年全球公有云市场中，亚马逊 AWS 市场份额占比为 47.1%，远高于第二名微软的 10%，居绝对领先地位。

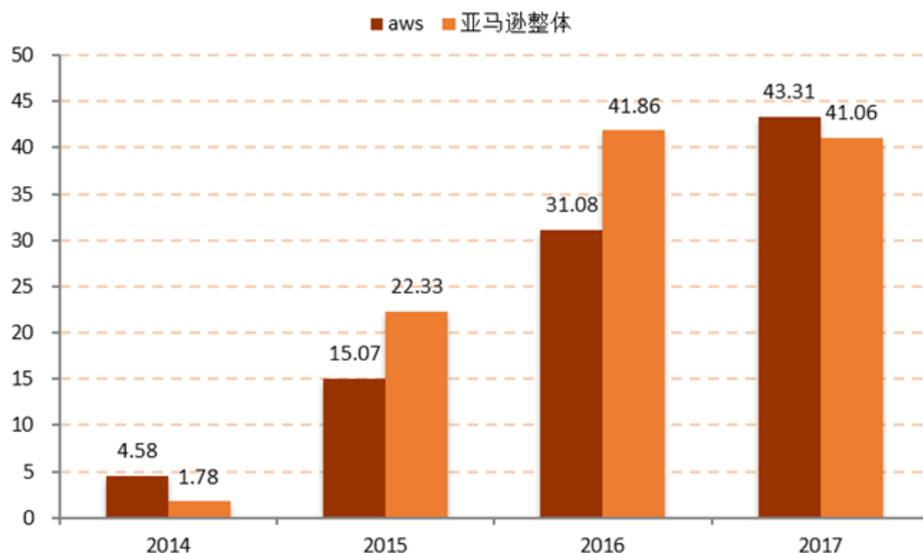
图 33: 亚马逊 AWS 的营收及变动情况(单位: 亿美元) 图 34: 全球公有云市场的竞争现状



资料来源: 公司公告、Gartner、招商证券

AWS 业务是亚马逊利润的核心增长来源。2017 年，占总营收比重尚不足 10% 的 AWS 业务，对经营利润的贡献则超过 100%。高毛利的云服务作为亚马逊利润的最核心增长来源，有效支撑了市场对亚马逊的高估值，并成为支撑亚马逊进一步扩张的重要“现金牛”。

图 35: AWS 和亚马逊整体的经营利润及变动情况 (单位: 亿美元)



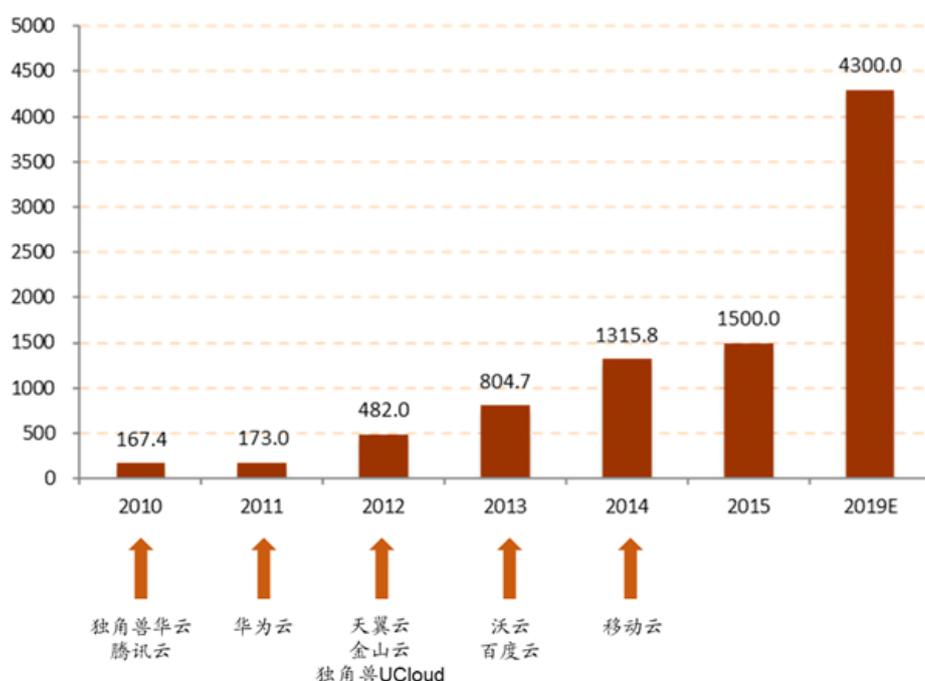
资料来源: 公司公告、招商证券

（二）阿里云：立足中国，放眼全球

阿里云成立于 2009 年，同亚马逊一样，从专注于为自身电商业务提供私有云服务，到顺应云服务市场的爆发，迅速切入国内云市场。

1. 受益于政策壁垒，阿里云在国内“一骑红尘”。回到 2009 年，作为国内“第一个吃螃蟹的人”，初出茅庐的阿里云当时在国内没有竞争对手。根据《互联网周刊》发布的 2017 年全国云计算公司 TOP10，除阿里云以外的 9 家云计算企业均落后阿里云 1 至 5 年不等。其中，腾讯云、华为云最快更上，分别成立于 2010 年和 2011 年；三大运营商中电信的天翼云最快并于 2012 年成立，联通的沃云成立于 2013 年，移动云成立于 2014 年。金山云和互联网巨头百度云则分别于 2012 年和 2013 年成立，独角兽华云和 UCloud 分别成立于 2010 年和 2012 年。

图 36：国内云计算市场规模及变动情况（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、招商证券

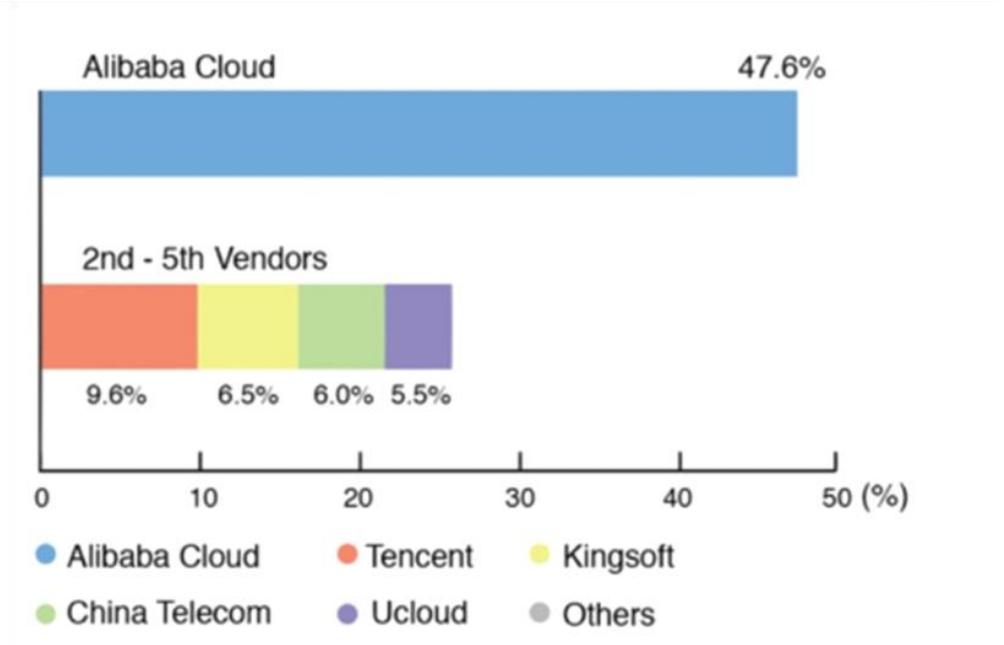
由于国内对网络安全的重视和《网络安全法》的限制，海外云计算公司在国内的业务拓展受限。通过参考网络公开资料，我们整理海外云计算公司入华必须接受的限制包括：

- 海外云计算厂商相关云服务、基础设施由中国合作方运营；
- 海外云计算厂商服务向国内云服务合作方授权技术；
- 中国用户的应用和数据需完全存储在国内数据中心，由中国合作方运营，与海外云服务商非国内数据中心做直接隔离；
- 海外云服务商的中国客户与中国合作方签订合作协议而不是与海外云服务商；
- 海外云服务商的中国合作方需要取得相关资质（云服务牌照等）。

这种限制从很大程度上限制了海外云计算企业抢占国内市场的发展先机，而阿里云作为

国内云计算的领头羊，从 2014 年开始持续保持国内市场第一。根据 IDC 最新的数据显示，在 2017H1 的中国公有云 IaaS 市场中，阿里云独占鳌头，市场份额占比高达 47.6%；第二名至第五名分别为腾讯云、金山云、电信云和 Ucloud，但较阿里云有很大差距。值得注意的是，海外云计算企业无一家挤如前五。

图 37：2017H1 中国公有云 IaaS 的市场份额



资料来源：IDC、招商证券

2. 锚定亚马逊，打造完备精良的产品矩阵。目前阿里云已形成覆盖弹性计算、数据库、存储、网络、大数据、人工智能、云安全、互联网中间件、分析、管理与监控、应用服务、视频服务、移动服务、云通信、域名与网站、行业解决方案在内的全产品矩阵。同时，阿里云研发出的 ET 大脑和飞天操作系统两大拳头产品进一步奠定了其在大数据和 AI 上的领先优势。

表 4：阿里云产品线

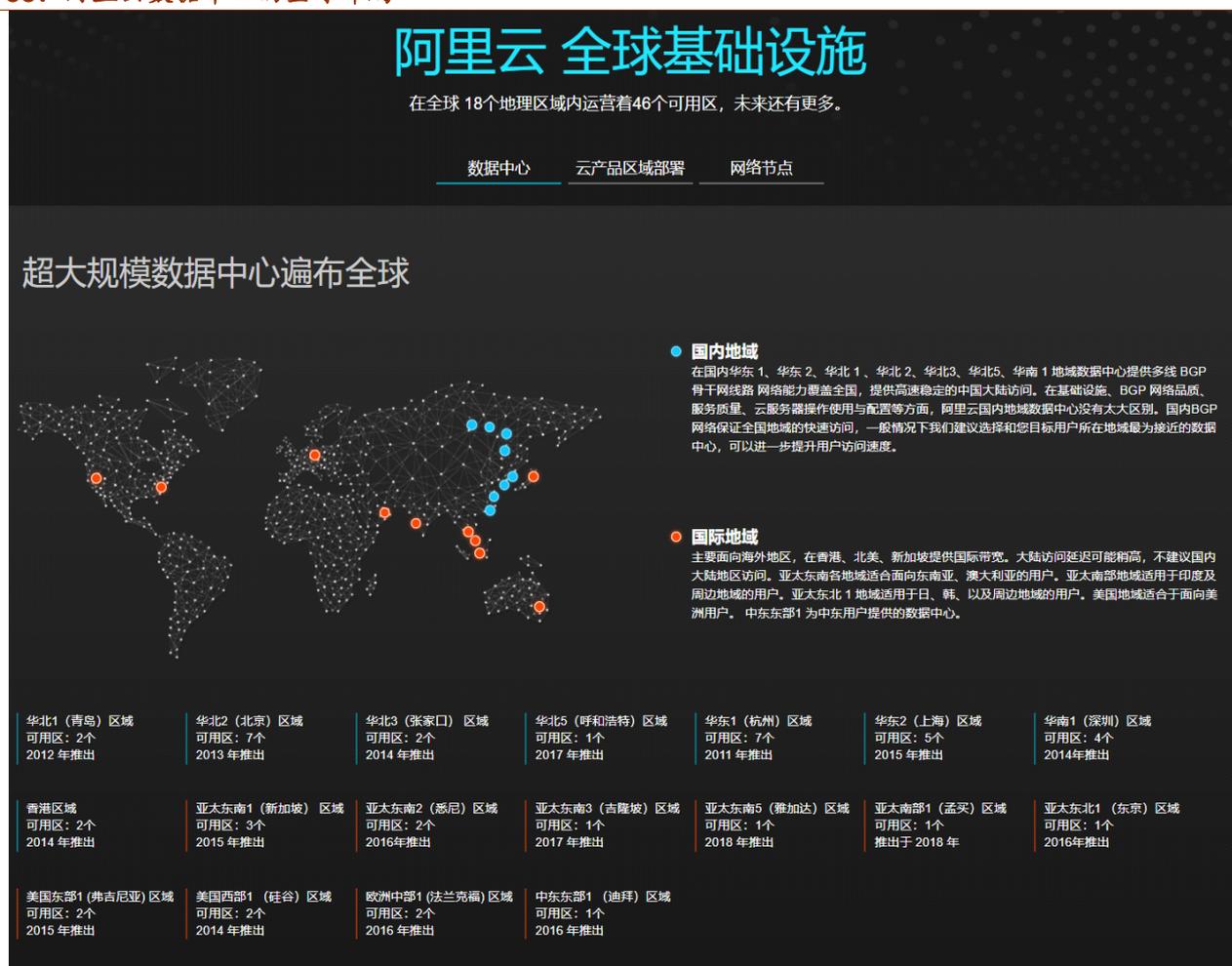
产品	细分
弹性计算	云服务器 ECS、轻量应用服务器、弹性裸金属服务器（神龙）、超级计算集群、GPU 云服务器等
域名与网站	域名注册、域名交易、域名抢注、云解析 DNS、HTTPDNS 等
视频服务	视频点播、媒体处理、视频直播
管理与监控	云监控、访问控制、资源编排、密钥管理服务、操作审计、智能顾问等
存储和 CDN	对象存储 OSS、块存储、文件存储 NAS、表格存储 TableStore、归档存储 OAS 等
安全	DDoS 高防 IP、Web 应用防火墙、游戏盾、安全加速 SCDN、安骑士等
数据库	云数据库 RDS MySQL 版、云数据库 RDS SQL Server 版、云数据库 Redis 版、云数据库 MongoDB 版、云数据库 POLARDB 版等
人工智能 ET	机器学习 PAI、智能语音交互、人脸识别、图像识别、图像搜索等
大数据分析及展现	DataV 数据可视化、Quick BI、关系网络分析
分析与搜索	E-MapReduce、大数据计算服务 MaxCompute、分析型数据库、开放搜索、日志服务等
物联网	物联网平台、智联车管理云平台
网络	专有网络 VPC、负载均衡 SLB、智能接入网关（邀测中）、NAT 网关、弹性公网 IP 等
大数据基础服务	MaxCompute、分析型数据库、E-MapReduce、流计算、DataWorks 等

大数据应用	企业图谱、营销引擎
互联网中间件	企业级分布式应用服务 EDAS、消息队列 MQ、消息队列 Kafka、性能测试 PTS、高性能时间序列数据库 HITSDB 等
专有云	阿里云专有云
云通信	短信服务、语音服务、流量服务、号码隐私保护、物联网无线连接服务等
应用服务	日志服务、开放搜索、性能测试 PTS、云效、邮件推送等
移动云	移动研发平台、移动推送、短信服务、HTTPDNS、移动数据分析等

资料来源：公司官网、招商证券

3. 立足国内，放眼全球。有了稳定的国内市场后，阿里云着眼于国际化扩张。自 2014 年 5 月 12 日阿里云在香港设立首个国际数据中心后，阿里云持续加快数据中心的国际化布局。最新数据显示，阿里云已在全球 18 个地理区域运营了 46 个可用区，其中大陆有 7 个地理区域，共计运营 28 个可用区；香港和海外有 11 个地理区域，共计运营 18 个可用区。

图 38：阿里云数据中心的全球布局



资料来源：公司官网、招商证券

国际化的稳步扩张使阿里云在全球云计算市场占据一席之地。国际知名调研机构 Gartner 每年都会公布全球云计算 IaaS 魔力象限，这是全球云计算企业的顶级荣誉，曾经只有美国企业在这里独领风骚。而从 2017 年开始，这一象限有了中国的身影，它就是排名第四的阿里云。排在阿里云前面的是亚马逊的 AWS，微软和 Google，而 IBM 则远远落后于阿里云。

图 39：2017 年全球云计算 IaaS 魔力象限



资料来源：Gartner、招商证券

4. 营收高速增长，未来空间不可限量。2018 财年阿里云实现营收 133.9 亿元，同比增长 101.0%，同时也是连续三年同比增速超过 100%。从未来增长空间来看，2015 年云计算市场规模 1500 亿，根据工业和信息化部就印发《云计算发展三年行动计划（2017-2019 年）》制定的 4300 亿目标，叠加阿里在海外加速扩张，预计未来三年阿里云将继续保持在 100%以上的高速增长，未来空间不可限量。

图 40：阿里云业务营收及变动情况（单位：亿元）



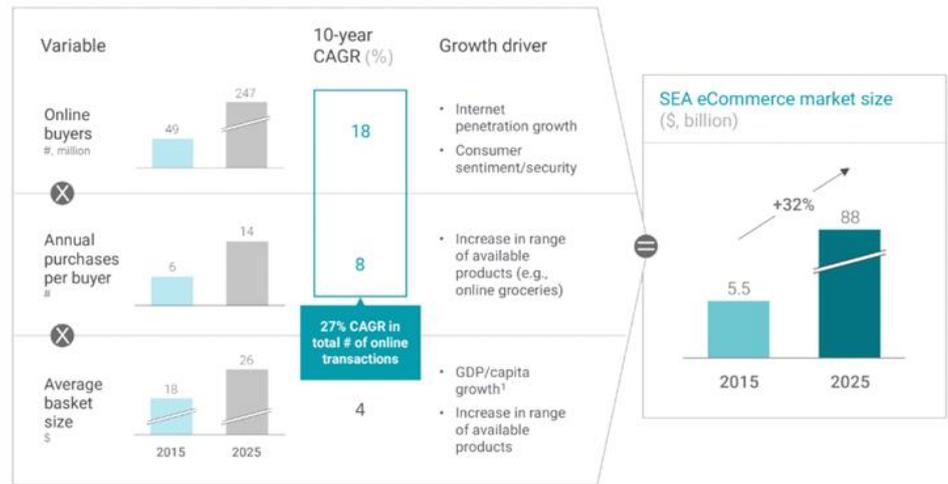
资料来源：公司公告、招商证券

四、共同瞄准亚洲市场，鹿死谁手 or 共赢？

控制北美和欧洲市场的亚马逊、控制中国市场的阿里巴巴，为进一步扩大自身的市场规模，不约而同地开启了海外扩张道路。总的来看，两者在海外扩张上呈现出诸多特征。

- **共同聚焦于亚洲市场。**随着亚洲电商市场的快速成长，都想在此分一杯羹的亚马逊和阿里在亚洲市场开展了一系列的资本运作。
 - 根据 eMarketer 的最新预测，2018 年印度电商销售额将达 327 亿美元，随着互联网普及和智能手机使用率的持续增长，预计 2022 年该数字将达 719.4 亿美元，摩根士丹利报告更是预测，未来印度电商市场年均复合增长率将持续保持 30% 以上水平，到 2026 年将突破 2000 亿美元。
 - 根据 Google 和 Temasek 发布的《东南亚电子商务报告》，2025 年东南亚电商市场规模将达 880 亿美元，较 2015 年的 55 亿美元扩大 16 倍。这一高增速归因为三个驱动因素：一是网民规模将从 15 年的 0.49 亿人增长到 25 年的 2.47 亿人；人均电商购买次数将从 15 年的 5 次/年增长到 25 年的 14 次；单次购买金额将从 15 年的 18 美元增长到 25 年的 26 美元。

图 41：东南亚电商市场规模的变动情况（单位：十亿美元）



资料来源：Google、Temasek、招商证券

- 采取不同的扩张方式。亚马逊主要采取并购模式，阿里主要采取投资模式。结果是，在美国和中国以外的地区，阿里拥有少数股权的公司是亚马逊的两倍，而亚马逊并购的公司是阿里的5倍。

表 5：阿里系和亚马逊的海外布局

投资方	投资方式	被投资方	被投资方的属性	被投资方所在国
阿里系	投资	Paytm	移动支付	印度
	并购	Snapdeal	电商	印度
	并购	Paytm Mall	电商	印度
	投资	Xpressbees	物流	印度
	并购	UCWeb	搜索	中国
	并购	亚博科技	休闲娱乐	中国
	并购	Lazada	电商	新加坡
	并购	Redmart	电商	新加坡
	战略合作	Cabcharge	出租车	澳大利亚
	战略合作	澳洲邮政	物流	澳大利亚
	战略合作	Chemist Warehouse	药店	澳大利亚
	战略合作	澳洲航空	航空	澳大利亚
亚马逊	投资	QwikCilver	移动支付	印度
	投资	BankBazaar	搜索	印度
	投资	HouseJoy	家政服务	印度
	并购	EVANTAGE	移动支付	印度
	并购	Shoppers Stop	电商	印度
	战略合作	澳洲邮政	物流	澳大利亚

资料来源：网络公开资料整理、招商证券

- 最终目的一致，但具体实施时各有侧重。亚马逊和阿里的最终目的都是实现电商和物流的全球化。亚马逊侧重于第三方卖家平台（Marketplace）的全球化，将致力于将更低价格、更全品类、更快物流的理念推广至全世界；阿里侧重于以物流为纽带，以全球各地的关联公司或子公司为连接点，将全球电子商务市场连接为一个整体。

（一）印度市场

1. 亚马逊：第三方卖家平台（Marketplace）优先+亚马逊生态

亚马逊于 2013 年上线印度第三方卖家平台 amazon.in 并宣布将在印度投资 20 亿美元发展自身的电商网络。

- 初入印度市场，亚马逊面对的第一个阻碍是 50% 的亚马逊顾客选择货到付款，这给物流体系造成巨大挑战并限制了亚马逊进一步发展的潜力。为了帮助改进印度消费者的支付习惯，2014 年亚马逊投资一家礼品卡解决方案公司 QwikSilver，该礼品卡系统已经整合进亚马逊第三方卖家平台中，并可通过邮件进行发送。
- 2015 年亚马逊进一步投资了两家公司以拓展自身在印度的电商业务矩阵，分别是一家在线金融产品搜索工具 BankBazaar 和一家在线家政服务平台 HouseJoy。
- 2016 年亚马逊并购了一家第三方支付公司 EMVANTAGE 并迅速发展起了自身的印度支付平台，目前第三方卖家平台已经接受印度发行的信用卡。
- 2017 年亚马逊收购印度领先的时尚电商 Shoppers Stop，从而使亚马逊用户能够直接对接到大奢品牌。

除了第三方卖家平台，亚马逊在印度还提供 Amazon Prime 和 Amazon Now 服务。

- 印度消费者可支付 999 卢比（15.32 美元）获得快速物流和免费视频服务的会员权益。
- Amazon Now 是亚马逊的生鲜杂货业务，目前已在印度的班加罗尔、德里、孟买、海得拉巴等地运营，所有 Amazon Now 订单都承诺两小时内送达。目前，亚马逊已经在印度 13 个邦建立 56 个配送中心，占地 1350 万立方英尺。

2. 阿里：再造一个印度版的阿里生态

通过不断投资，阿里在印度已经形成覆盖移动支付、电商、物流、搜索、休闲娱乐的全业务生态。

- **移动支付：**2015 年 1 月，阿里在印度进行首次投资，将印度最大的移动支付公司 Paytm（印度版支付宝）收入囊中。
- **电商：**2015 年 8 月，阿里收购印度第三大电商 Snapdeal（印度版淘宝）；2018 年 6 月，阿里软银 4.45 亿美元入股 Paytm Group 旗下的在线零售子公司 Paytm Mall（印度版淘宝）。
- **物流：**2018 年 1 月，阿里向印度电商物流公司 Xpressbees 投资 3500 万美元。
- **搜索：**2014 年阿里收购全球最大的移动搜索引擎公司 UCWeb，UCWeb 旗下的 UC 浏览器目前是印度最受欢迎的移动浏览器，在印度占据 40% 以上的市场份额。通过该平台，阿里可搜集印度消费者偏好的大数据，并将研究成果用于指导后续战略。
- **休闲娱乐：**2016 年阿里收购中国综合游戏及娱乐公司亚博科技。2018 年 1 月，亚博科技同 Paytm 成立合资工资，共同在印度推出移动游戏平台 Gamepind。未来 Gamepind 将允许自身休闲游戏用户以折扣价购买商品和服务。

（二）东南亚市场

1. 亚马逊：全力押注新加坡。对于东南亚市场，亚马逊目前完全聚焦于新加坡，迅速建立起覆盖 Amazon Now 和 Amazon Prime 的会员体系。而之所以选择在新加坡，亚马逊给出的解释是：这一国家的人口素质和技术水平与 Prime Now 的价值主张一致。

具体来看，几乎是从 2017 年 7 月亚马逊刚进入新加坡开始，激进的 Prime Now 服务就随即上线，并已成为新加坡消费者提供成千上万的两小时送达服务。2017 年 12 月，亚马逊又迅速地推出了完整的 Prime 会员体系，为新加坡消费者提供 30.20 美元以上订单免费国际配送、Prime 视频服务和 Prime Twitch 订阅等优质服务。

2. 阿里：以 Lazada 为翘板，全面进军东南亚。2016 年阿里以 10 亿美元控股新加坡电商平台 Lazada，2017 年进一步注资 10 亿美元，2018 年第三次注资 20 亿美元并委任阿里十八罗汉之一的彭蕾出任 CEO，足见阿里对东南亚市场和 Lazada 战略地位的重视。

- **并入 Lazada 推动自身国际零售业务的快速增长。**目前 Lazada 在东南亚 8 国中的六个国家（印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南）开展电商业务。根据年报最新数据显示，2018 财年阿里实现国际零售业务 142.16 亿元，同比增长 93.8%，阿里认为主要归因于 Lazada 的营收贡献。
- **依托 Lazada 进一步收购，同亚马逊正面交锋。**2016 年 11 月，Lazada 借助阿里提供的资金完成对新加坡在线杂货公司 Redmart 的收购，后者将同亚马逊的 Amazon Now 直接竞争。

（三）澳洲市场

1. 亚马逊：帮助第三方卖家拓展国内市场。亚马逊旨在打造第三方卖家平台以帮助澳洲卖家进一步拓展国内市场。

- 去年 12 月在墨尔本设立第一个占地面积为 2.4 万平方米的配送中心。与此同时，亚马逊同澳洲邮政达成战略合作，借助澳洲邮政实现最后一公里的配送。
- 从 2018 年 2 月 26 日起，亚马逊开始为澳洲卖家提供 FBA 服务，帮助第三方卖家专注于自身的核心业务，而不必担心物流配送问题。

从 2017 年开始，亚马逊亦在澳洲开始 Amazon Prime 业务，除了更快且免费的物流服务外，亚马逊还为澳洲消费者提供 Prime Video、Twitch Prime 服务和 Alexa 产品。

2. 阿里：搭建连接澳洲和中国的桥梁。瞄准中国人到澳洲旅游的热潮。根据澳洲旅游研究机构公布的最新数据，2017 年中国访澳游客 133 万人次，消费总额达 104 亿澳元，占澳洲国际旅游消费约四分之一。预计中国将很快超过新西兰，成为澳洲最大的国际游客来源国，到 2027 年旅澳中国游客或将达到 330 万人次。

在这一背景下，旨在帮助解决旅澳中国游客支付问题的支付宝在 2016 年底正式进入澳洲。2016 年底，阿里在澳洲推出了它的云服务和支付宝之后，澳洲商家的支付宝普及率迅速提升。目前来看，已有超过 8000 家澳洲商户支持支付宝支付，同时阿里海通澳大利亚出租车公司 Cabcharge 达成战略合作，后者于 2018 年 2 月将支付宝整合进 2.2 万辆出租车中，从而轻松解决旅澳中国游客的出行和消费问题。

以阿里为纽带，覆盖广阔的中澳电商贸易。中国目前是澳洲最大的贸易伙伴，2016年从澳洲进口价值超过550亿澳元的商品，占澳洲总出口额的35%。为了进一步加强同澳洲的跨境电商贸易，阿里已同澳洲建立起多重战略合作伙伴关系。

- 澳洲邮政：2017年阿里通澳洲邮政展开合作，旨在通过Lazada提升澳洲和东南亚地区间的物流效率；
- Chemist Warehouse：该澳洲连锁药店企业已同天猫国际展开独家合作协议，作为交换，阿里将在重大营销活动期间（例如双十一）为该连锁药店企业提供支持，帮助其更好地触达中国消费者。
- 澳洲航空：阿里已同澳洲航空建立合作，旨在让中国游客能够在阿里网站更直接便捷地购买澳航机票，同时澳航也将借助这一契机进一步拓展中澳航线，目前澳航每周在两国之间提供130次航班。

五、从线上到线下，零售巨头殊途同归

2017年6月，亚马逊宣布收购在北美和欧洲拥有497家连锁店铺的有机超市Whole Foods。这一收购被视为亚马逊从互联网B2B1零售巨头向O2O全渠道全渠道零售迈出了重要一步。具有里程碑意义。事实上，早在收购Whole Foods前，亚马逊已经开始了线上线下全渠道的尝试。例如，在收购Whole Foods之初，亚马逊已经在全美开设8家线下书店，这些通过数据驱动线下书店鼓励顾客使用Amazon APP扫码来获取商品信息，Prime会员在线下商店也将获得更优惠的价格。

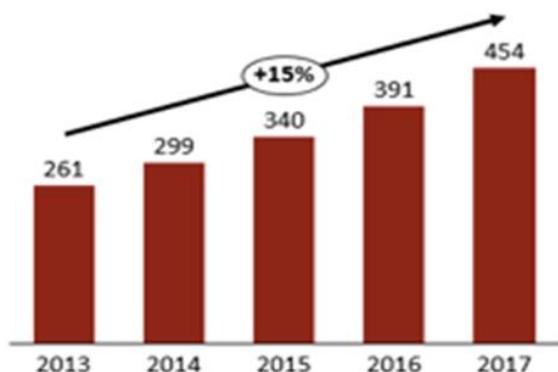
无独有偶，马云提出的“新零售”概念将线上线下物流无界融合，以数据和科技为驱动，打破虚拟与现实的界限，打通消费各个场景，全场景、全天候、全渠道满足顾客随时随地的购物需求。阿里旗下的盒马生鲜就是阿里全渠道扩张的最佳例证。至今，河马已经推出了盒马生鲜，盒马集市，盒马F2便利店以及无人店等多种业态，满足不同消费场景下的顾客需求。

纵观亚马逊和阿里的全渠道扩张之路，我们总结了二者在扩张道路中的以下几个共同点：

（一）线上凸显局限性，线下蕴藏巨大商机

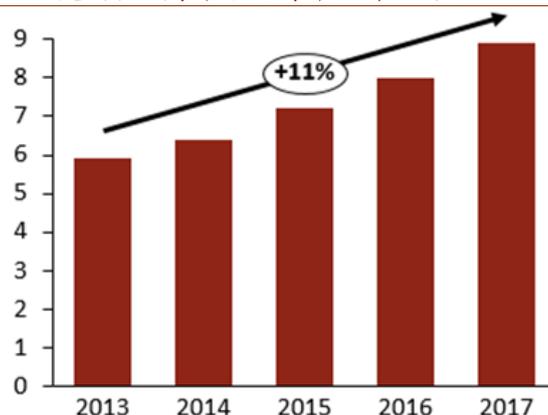
1. 亚马逊：美国线上零售快速增长，但线下零售仍占据市场主流。 尽管，近年来美国在线零售快速增长，2017年，美国在线零售同比增长16%，销售收入增长625亿美元，市场规模到达4535亿美元。与此同时，线下零售2017年的增长仅为3.4%，增长1527亿美元。但是，美国人口统计局的数据显示：2017年第二季度，线上零售收入仅占到美国零售总收入的8.9%。这就意味着美国超过九成的美国零售市场份额依然在线下。除此之外，ICSC的消费者数据也显示，美国消费者平均每月到实体店购物7.5次，消费1710美元，而在线购物次数仅为2.2次，消费247美元。另一方面，尽管网购人数不断增加，73%的美国消费者倾向于在购物前试用或体验商品。

图 42: 美国在线零售营收 (单位: 十亿美元)



资料来源: Stata、TRI、招商证券

图 43: 美国在线零售占总零售的市场份额 (%)



同时, 传统的线下零售巨头, 例如, 沃尔玛, Target, 纷纷推出线下购买, 门店自取的服务模式, 充分利用, 自身线下门店广布的竞争优势, 可以迅速接触大量周边消费者的优势, 将门店作为网购配送中心, 实现线上线下渠道的融合。线下零售市场压倒性的市场份额, 消费者对商品体验的巨大需求, 来自传统零售商的全渠道竞争都是促使亚马逊走下线下, 进行全渠道扩张的重要因素。

图 44: 倾向于在线查找信息实体店购买的美国消费者比例

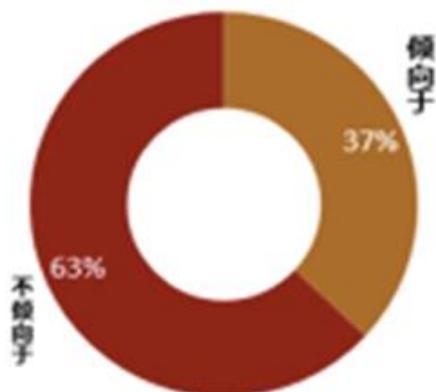
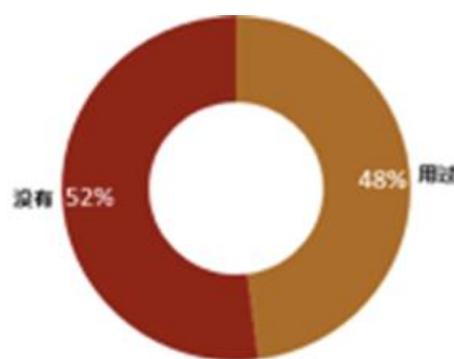


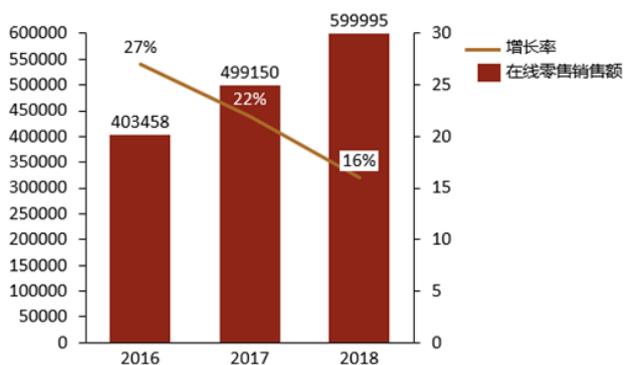
图 45: 使用过线上购物线下提货的美国消费者占比



资料来源: CEIC、招商证券

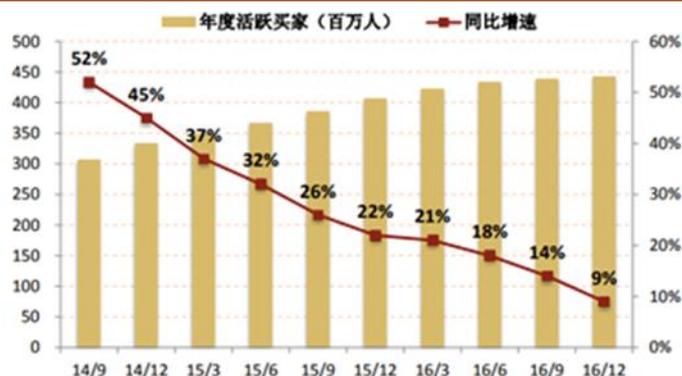
2. 阿里巴巴: 线上零售放缓, 流量红利殆尽, 消费升级迫在眉睫。近年来, 虽然我国在线零售市场营收不断增加, 在线零售营收预计在 2020 年将达到 9560 亿美元, 但是, 在线零售市场的销售增长已经由 2014 年的 47% 降至 2018 年的 16%。互联网普及率在 2018 年预计达到 55.8%, 网络用户数量增长将由 2008 年的 7% 降至 2017 年的 3%。随之而来的是, 电商获客成本不断增加, 流量殆尽。与此同时, 消费者的消费需求不断提高, 麦肯锡的消费者调查数据显示, 越来越多的消费者期待通过全渠道服务享受完善的服务体验。在此背景下, 阿里进军线下, 通过渠道融合, 打破线上线下零售界限既是为了突破线上零售的增长天花板。

图 46: 中国在线零售销售额及增长率



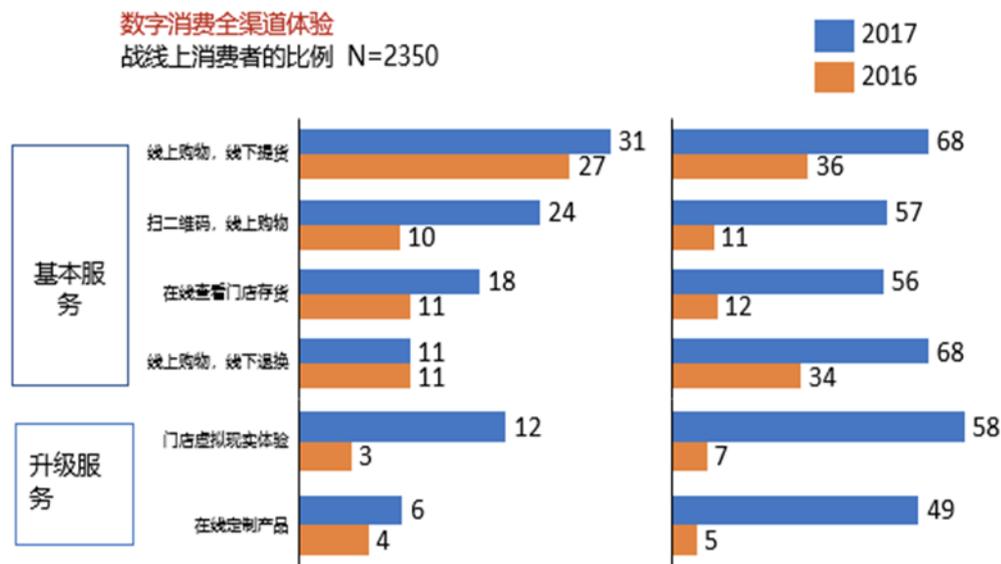
资料来源: CIW、公司公告、招商证券

图 47: 阿里巴巴活跃买家及增长率



另一方面,随着我国居民收入的不断提高,以 90 后为代表的消费者逐渐成为消费主体,年轻一代的中产消费者更加注重商品品质,消费体验,和个性化的消费需求,这一消费趋势也要求电商放弃以低价为中心的粗放式发展理念,转而以消费者为中心,提升产品品质,打造良好的消费体验,满足消费者更高的需求。通过扩展线下渠道,打通各个场景,全天候个性化的需求。从这一角度而言,阿里进军线下,通过全渠道服务,满足消费升级的需求势在必行。

图 48: 使用或期待使用全渠道服务的中国消费者占比



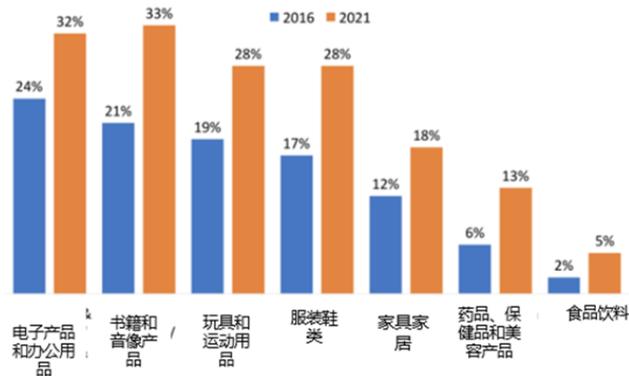
资料来源: 麦肯锡、招商证券

(二) 以生鲜超市为入口, 打通线下场景

从亚马逊和阿里巴巴的成功之道我们不难看出二者的成功有着许多相似的基因,其中一个重要的共同点在于: 在二者的发展中,耐用、容易包装,便于集中运输的商品贡献了主要的销售额。消费者对于这一类型的商品,品牌敏感度低,在对这一类商品的购买过

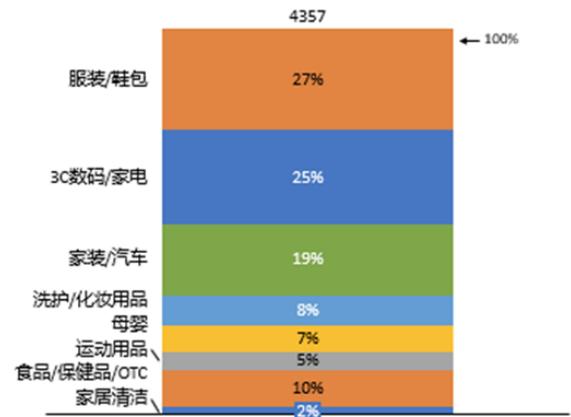
程中与商品互动的意愿小，价格成为了消费者购买这一类商品的决定性因素。这一类商品的代表包括服装、家居办公用品、书籍和电子产品等。这一类商品构成了亚马逊和阿里巴巴的营收来源，也是二者快速增长的主要驱动力。Evercore ISI 的数据显示，这一类商品在 2010 年到 2017 年间对美国电商的增长贡献率超过 60%。例如，2017 年上半年，服装及电子产品在天猫的销售额占比中超过 50%，而食品、药品和保健品的占比仅为 10%。

图 49：不同商品占美国电商营收比例



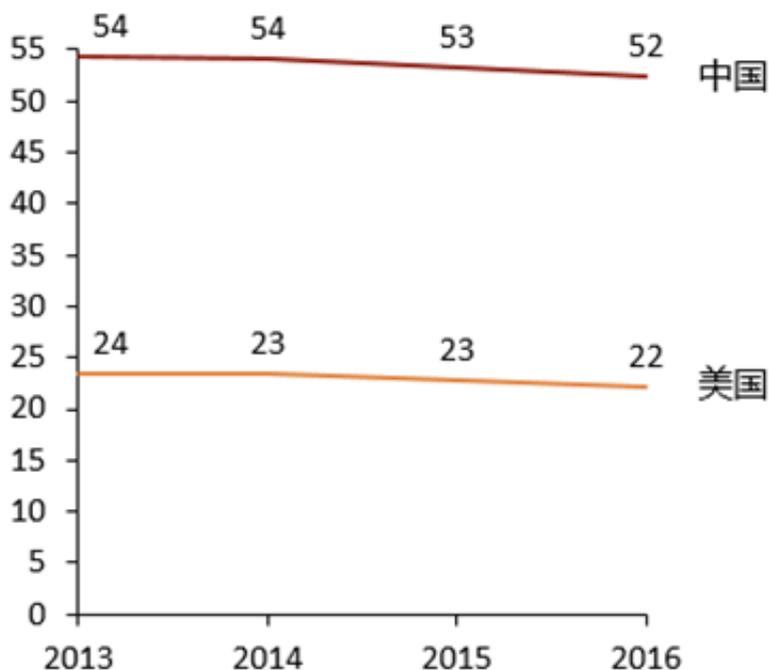
资料来源：BI Intelligence、数据威、招商证券

图 50：2017H1 天猫各类商品销售额占比



但是，食品在中美两国的零售市场中都占据着最大的市场分额。尽管食品占零售总销售额的比重在美国不断下降，在 2016 年，食品和非酒精类饮料占美国零售总销售额的 22.2%，这一数字在中国达到了 52.4%。因为食品易腐烂，对物流要求较高，大部分生鲜食品需要冷链物流，消费者对食品新鲜度的高要求，也需要商品能极短的时间内送达消费者手中，最后一公里的物流问题，在食品领域变得非常突出。这些原因都造成了食品电商渗透率低，成为电商的“死穴”。开拓巨大的食品饮料市场无论对于阿里和亚马逊都是扩展增长空间的必经之路。所以二者都将商超和生鲜作为全渠道布局的切入口也就不足为奇了。

图 51：食品饮料在中美两国零售市场中所占份额（%）



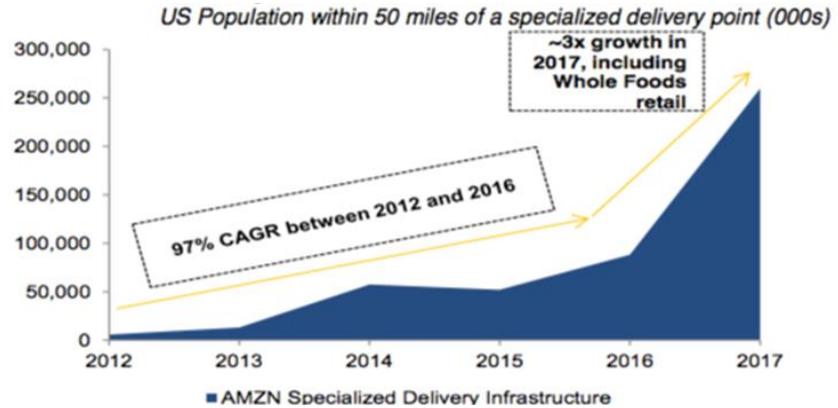
资料来源：US Census Bureau、国家统计局、Euromonitor、招商证券

1. 亚马逊：以 Whole Foods 为中心，线上线下融合，打通生鲜物流痛点。毫无疑问，对于 Whole Foods 的收购，迅速打通了亚马逊全渠道布局的任督二脉。首先，Whole Foods 的线下门店增加了亚马逊对于线下社区的渗透率，更为重要的是 Whole Foods 的门店不仅可以作为亚马逊 Prime Fresh 的线下提货点，也可以充当在线生鲜订单配送中心的角色，缩短生鲜配送时间。其次，通过并购 Whole Foods，亚马逊可以通过线下渠道进入电商渗透率较低的食品饮料零售市场，扩展增长空间。同时，通过引入对亚马逊 Prime 会员的优惠机制，为 Whole Foods 吸引亚马逊 Prime 客流，提升 Whole Foods 销售量，通过对 Whole Foods 门店收集，也能帮助亚马逊更精确的理解线下消费者的购买行为。与美国其他线下零售商相比，在被亚马逊收购以前，Whole Foods 数字化进程十分缓慢，亚马逊领先的自动化技术，供应链数字管理，以及线上运营经验，可以很好地帮助 Whole Foods 补足自身数字化短板，提升线下门店的竞争力，提高购物体验，充分发挥线上线下的协同效应。

最后，Whole Foods 能够帮助亚马逊有效应对来自沃尔玛的全渠道竞争压力，作为美国第一大零售商，沃尔玛将开辟线上市场，实现线上线下全渠道融合，作为近年来的战略重心，直至 2017 年，沃尔玛成为了亚马逊之后的美国第二大电商。尝试通过收购 Jet.com 打开千禧一代的市场，同时通过收购本地物流公司，提升最后一公里物流效率。沃尔玛将广布全美的门店（90%美国居民能在居住 10 英里的范围内找到一家沃尔玛门店），逐渐变为线上购物的线下提货点和订单配送中心，还推出员工下班“顺风车”送货，大大提升了物流效率，沃尔玛两天内免运费的门槛已由最初的 50 美元将至 35 美元，而且无需缴纳会员费，也对亚马逊 Prime 会员两天免费送货造成冲击。挤压了亚马逊在物流建立的优势，面对传统零售业的激烈竞争，Whole Foods 的加入，减少了亚马逊在线下渠道的竞争劣势，收购 Whole Foods 之后，全美 80%的居民能在居住范围 10

英里内找到一家 Whole Foods 门店，弥补了亚马逊对沃尔玛竞争劣势，这些线下门店将与亚马逊遍布全美的各级物流中心发挥协同效应，形成一张巨大的线下物流网，提升物流效率，直面行业痛点。

图 52: 亚马逊自建配送点对美国人口的覆盖



资料来源: Evercore ISI, 招商证券

2. 阿里: 盒马以“吃”为主题，线上线下载通生鲜超市各个场景。如果说，Whole Foods 是亚马逊进军全渠道的桥头堡，那么盒马绝对算的上阿里全渠道布局的排头兵。与亚马逊相似，阿里同样将生鲜超市作为全渠道布局的突破口。如果说 Whole Foods 对于亚马逊的意义在于通过线下门店进行有效的社区渗透，同时，将线下门店赋予在线订单的配送功能，提高物流效率，缩短生鲜配送的时间窗口。盒马则在上述基础上更进一步，通过线上线下融数据驱动打通从产品追踪，购物，餐饮，配送，社交，各个消费场景，实现以消费者为中心，沿产品价值链上个点放大价值，创造产品最大价值。灵活的前台提供多业态融合的服务，满足消费者日益提升的需求。

图 53: 盒马线上线下驱动打通产品、购物以及配送等

场景	服务
商品追踪	顾客通过扫描 <u>二维码实时</u> 了解商品信息以及检验检疫结果
购物	通过自动化提升顾客购物体验，通过安装自助结账机来帮助消费者自助结账，通过 APP 通知食物准备情况
餐饮	顾客在盒马购买新鲜食物后用盒马厨师按照顾客的个性化需求对食材进行现场加工，提供个性化的餐饮体验
配送	盒马对于门店范围内 3-5 公里的顾客的在线订单进行 30 分钟内免费送货，提高物流效率，满足消费者随时随需
社交	通过举办亲子交流活动，手工 DIY，近距离与消费者互动，鼓励消费者拍摄照片，并在网上分享，把消费者变为品牌

资料来源: 招商证券

此外，盒马也通过多种业态，围绕着“吃”这个主题，对生鲜超市+餐饮+电商+O2O 模式进行探索，通过盒马生鲜、盒马集市，盒马 F2 便利店不同业态，打通早餐、下午茶、休闲各个家庭与吃相关的消费场景。实现线上线下联动整合。

图 54：围绕“吃”为主题，盒马打造多业态的购物体验业态

业态	进展	场景及模式	特色品类
盒马鲜生	盒马主力店，一代店	满足社区家庭“吃”的消费场景，单店面积 4000-6000 坪，生鲜超市+餐饮+电商+O2O 模式	海鲜+现场烹调
盒马集市	盒马二代店	餐饮占比达 50% 满足家庭“逛吃”休闲场景，单店面积超 1000 坪。内部小店更多，品类更丰富	海鲜+现场烹调+花店+天猫超市
盒马 F2 便利店	2017 年 12 月 4 日首店在上海开业	满足办公人群早中餐及下午茶“吃”的消费场景，单店面积 800 坪，堂食或外带采用 APP 下单+现吃现做/到店自提，不支持外卖	现做早餐+下午茶+鲜榨果汁+咖啡+果切

资料来源：易观智库、招商证券

（三）数据驱动，科技零售

毫无疑问，大数据和科技在亚马逊和阿里巴巴的全渠道战略中都扮演着重要的角色。以盒马为例，从采购、销售到物流履约智能算法和大数据都有着至关重要的作用。通过大数据，盒马实现了对库存的实时管理，通过商品的专属条码和电子价签，实时掌握库存信息，对线上线下库存统一管理，实现对供应链的实时运算，无缝隙补货。通过与菜鸟合作，前端与天猫超市实现供应链共享，末端自建物流，同时将支付宝作为唯一支付手段，实时收集分析消费者信息，通过大数据驱动做到了人流、物流和现金流的统一，重新构建了人货场之间的关系，打造了以消费者为中心的商业模式。此外，通过线下门店引流，盒马具有了去中心化的流量入口，建立了一门店为中心的会员网络，通过算法为消费者带来个性化的消费体验和场景化互动。

图 55：数据驱动中台，阿里构建信息流、物流以及现金流合一的生态体系



资料来源：易观智库、招商证券

与此同时，大数据和科技在亚马逊的全渠道战略中也起着至关重要的作用。在亚马逊的供应链中，亚马逊与制造商通过数据共享，亚马逊能实时追踪供应商库存，通过大数据体系和智能算法锁定利顾客最近的仓库。这一举措，为亚马逊节省了 10%到 40%的配送成本。同时，亚马逊还运用图论来确定配送时间表，路线和产品分类，进一步减少了物流支出。Whole Foods 是亚马逊数据驱动全渠道战略的又一个例子，亚马逊通过收集分析 Whole Foods 的线下门店数据来理解消费者线下的生鲜食品消费习惯，线下生鲜供应商与零售商的互动情况，这些来自 Whole Foods 的线下数据，为亚马逊 Fresh 的线上运营提供了支持。

Amazon Go 这家位于西雅图的线下门店，是亚马逊科技驱动全渠道战略的典型案例。为了使自动结账变为可能，Amazon Go 运用了包括计算机视觉，计算机深度学习和信息融合技术来使购物自动化。在购物之前消费者需要下载 Amazon Go 的 APP 连接消费者的亚马逊账户。这一举措帮助亚马逊实现线上线下消费数据的闭环，使得亚马逊能过对消费者的消费行为作出全方位的分析。

图 56: Amazon Go 连接消费者, 打造线上线下一体化的数据闭环生态圈



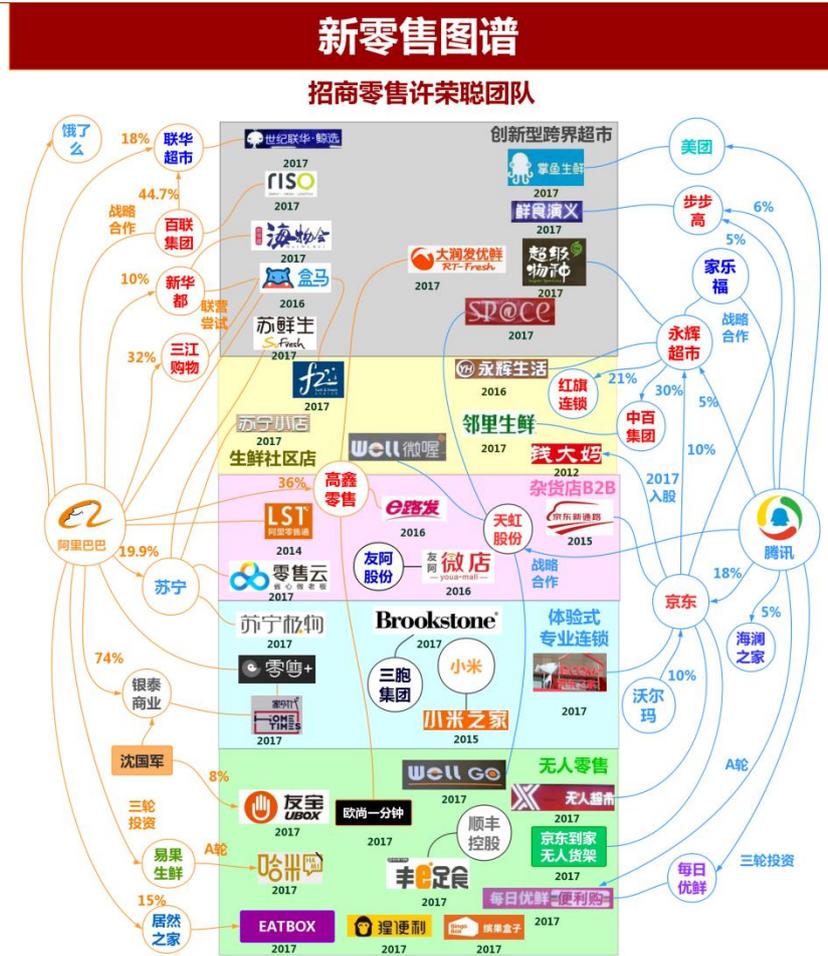
资料来源: 亚马逊官网、招商证券

(四) 阿里巴巴: 全渠道平台建设 VS. 亚马逊: 单打独斗

纵观阿里与亚马逊的全渠道战略, 其中一个重要的差异点在于阿里的全渠道战略重点在于平台建设, 通过打通零售产业链, 来建设生态圈。仅对部分核心业务进行自营, 通过入股线下零售商, 如: 三江购物, 银泰百货和苏宁, 的方式对线下渠道进行渗透和布局。可以看出, 阿里的全渠道战略重心在于平台建设, 打通线上线下产业链, 建立闭环体系, 最终形成全渠道新零售生态圈。

与阿里相反, 亚马逊全渠道战略更倾向于“单打独斗”, 以自营为主, 依靠自身力量来扩展线下渠道, 实现渠道融合。无论是收购 Whole Foods, 开设 Amazon Go 还是扩张下书店, 亚马逊的全渠道扩张都主要在自身体系中进行的。

图 57：新零售图谱



阿里和腾讯两大集团招兵买马，多领域展开较量。
 阿里系具有先发优势，腾讯系不甘落后，17年底开始频繁出手。
 2017年开始，新业态新物种落地明显加速。
 目前新零售业态布局围绕两大主线：数据化和强体验。

招商证券
 详情请关注公众号“聪聪说零售”

资料来源：招商证券

对于，这个全渠道扩张战略选择上重要差异，我们认为这是由于二者所面临的市场环境和竞争环境所导致的。首先，二者在市场上面临的竞争环境不同，阿里在全渠道零售面临的主要对手是同为互联网巨头的腾讯系，而亚马逊面临的主要竞争则来源于，以沃尔玛为代表的线下零售巨头通过进军线上，抢占市场分额。阿里的平台化战略之所以能够成功，主要在于在中国线下零售商自身缺乏像全渠道数字化转型的能力，随着线下零售增长的持续下滑，选择依托互联网巨头实现转型升级，成为了线下零售上的必经之路。而美国市场的情况相反，线下零售商虽然受到了以亚马逊为代表的线上零售冲击，但在，线下零售巨头仍然牢牢把控着美国零售市场。2016年美国排名前10的零售中，除了亚马逊，其余9个席位均为传统零售商。亚马逊在2016年的营收约为沃尔玛营收的22%。基于在高度集中地零售市场多年耕耘没传统零售巨头们在供应链管理，成本控制方面都具有巨大优势，例如，沃尔玛通过与生产商建立销售数据实时共享，最大限度降低库存水平，提高供应链效率，为了应对来自亚马逊的挑战，传统零售巨头也大力投资线上渠道，进行全渠道改造，同时，依托线下门店作为配送中心，提高最后3公里物流效率，使得亚马逊在物流、数据和技术方面对于传统零售商的优势逐渐减小。2017年，经过多年全渠道改造，沃尔玛已经成为了美国第二大电商，2017年在线销售增幅达60%。

从这个角度而言，实力雄厚的美国线下零售商完全可以依托自身力量完成全渠道转型，不必依托互联网企业对其进行支持。

与之相反，我国传统零售业中，大量企业收入来源主要为入场费、联营扣点。零售商引厂进店、出租柜台，不掌握产品终端，不参与销售过程，不直接服务顾客，对供应链掌控程度较低，不具备自主开拓线上渠道的能力，或者能力较差。同时，传统零售商在电商时代来临之前，自身数字化程度较低，主要依靠 POS 机数据和历史交易数据，缺乏对消费者消费数据的收集，与电商差距明显。在写因素都导致了，传统零售商需要对腾讯阿里选边站队，来实现全渠道转型，也为阿里提供了平台化的机会。

另外一个造成亚马逊与阿里全渠道战略差距的主要原因在于阿里对于第三方支付端压倒性优势，使得阿里能够建立闭环生态圈，通过支付宝为连接点建立全渠道平台。但对于亚马逊而言，由于美国移动支付和第三方支付的规模较小，来自华尔街日报的数据显示，2016 年中国移动支付的市场规模约为美国的 50 倍。亚马逊也没有自身的支付工具，由于支付工具的缺失，无法真正建立线上线下的闭环，无法利用支付端的垄断地位，吸引其他零售商加入自身全渠道平台。

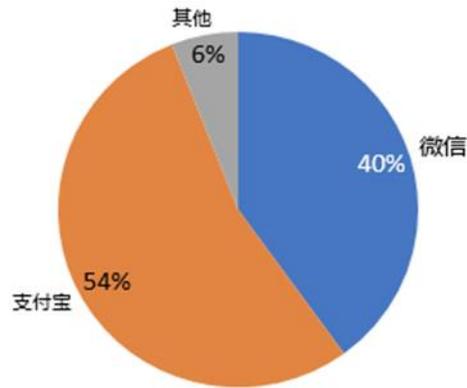
图 58：美国线下主要零售商线上业务增长

		2Q17 Online Growth
US Ecommerce ¹		+16%
Amazon ²		+27%
	2Q17 Comparable In-Store Growth	2Q17 Online Growth ³
	+1.8%	+60%
	4.5%	+43%
	+1.3%	+32%
	+5.4%	+31%
	+6.0%	+23%
NORDSTROM	+1.7%	+20%
	-2.0%	+20%
	+0.1%	+19%
KOHL'S	-0.4%	+19%
JCPenney	-1.0%	"grew double digits"
	-2.5%	"grew double digits"

1) U.S. Department of Commerce
 2) SEC filings
 3) Retailer quarterly earnings conference calls

资料来源：VB、招商证券

图 59：中国移动支付市场分额



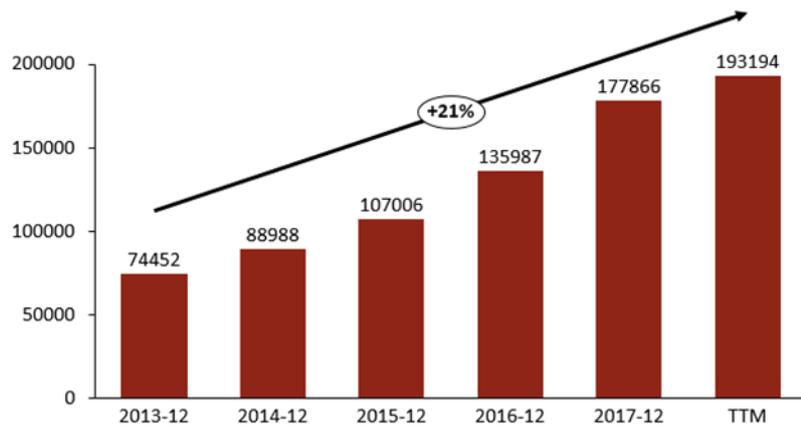
资料来源：ASEAN、招商证券

六、财务分析：

（一）亚马逊：营收快速增长，直营电商收入贡献占比大，会员服务增长快

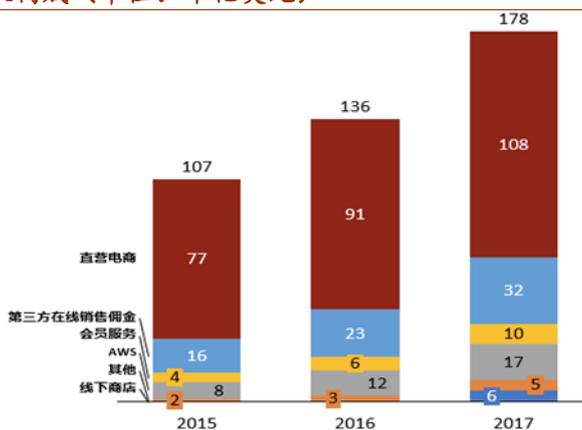
2017 年亚马逊营收达到 1780 亿美元，其中营业利润为 41 亿美元。2013 年到 2017 年亚马逊的营收 CAGR 增幅达到 21%。亚马逊的主要营业收入来源分为直营电商，线下零售，第三方在线销售佣金，会员服务，AWS 和其他收入。其中直营电商为营收的主要增长推力，在营收中占比较大。第三方在线销售佣金和会员服务业也取得了较大的增长，其中会员服务 CAGR 达到 117%，2017 年，包括 Amazon Prime 在内的会员服务收入达到 97.2 亿美元，全美范围内，Amazon Prime 会员达到 9 千万人。第三方在线销售佣金 CAGR 达到 98%。

图 60：亚马逊的营收（单位：百万美元）



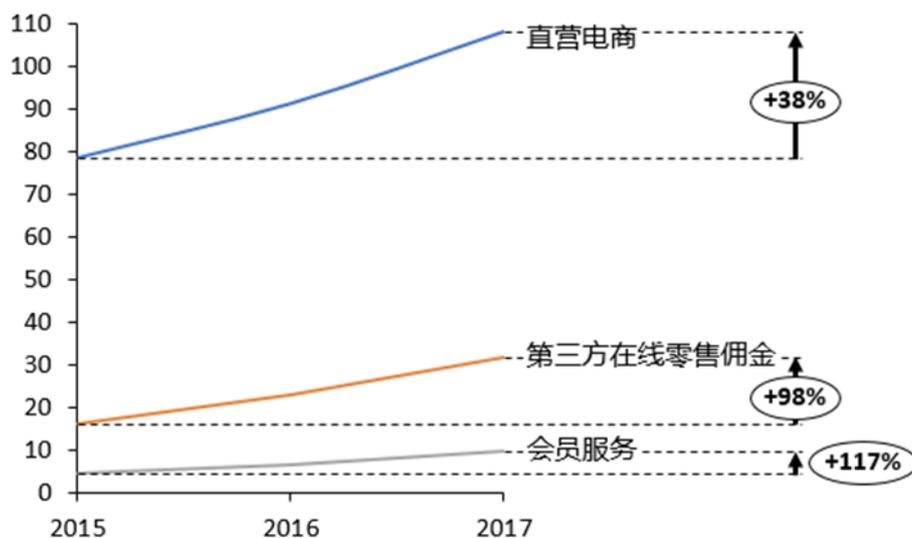
资料来源：公司公告、招商证券

图 61：亚马逊营收构成（单位：十亿美元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 62：亚马逊营收同比



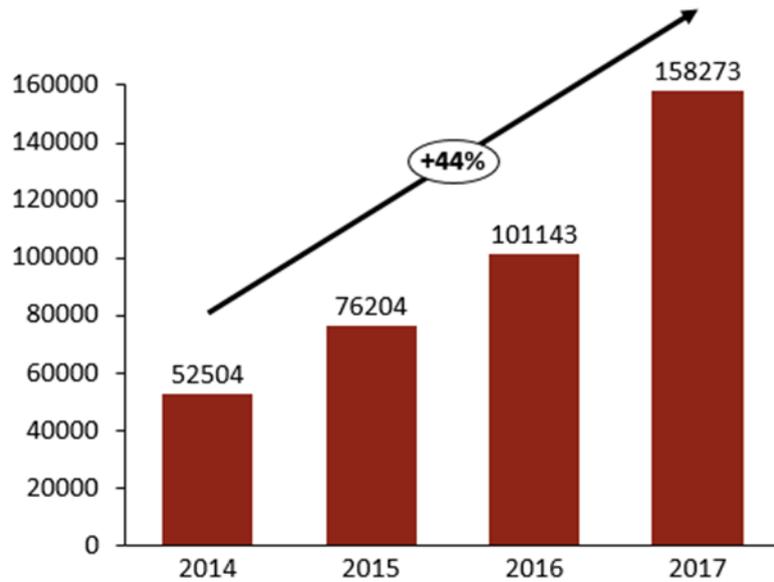
资料来源：公司公告、招商证券

（二）阿里巴巴：创新业务未来可期，短期拖累业绩

阿里营收在近四年内取得了较快的增长，CAGR 在 2014 年到 2017 年达到 44%。

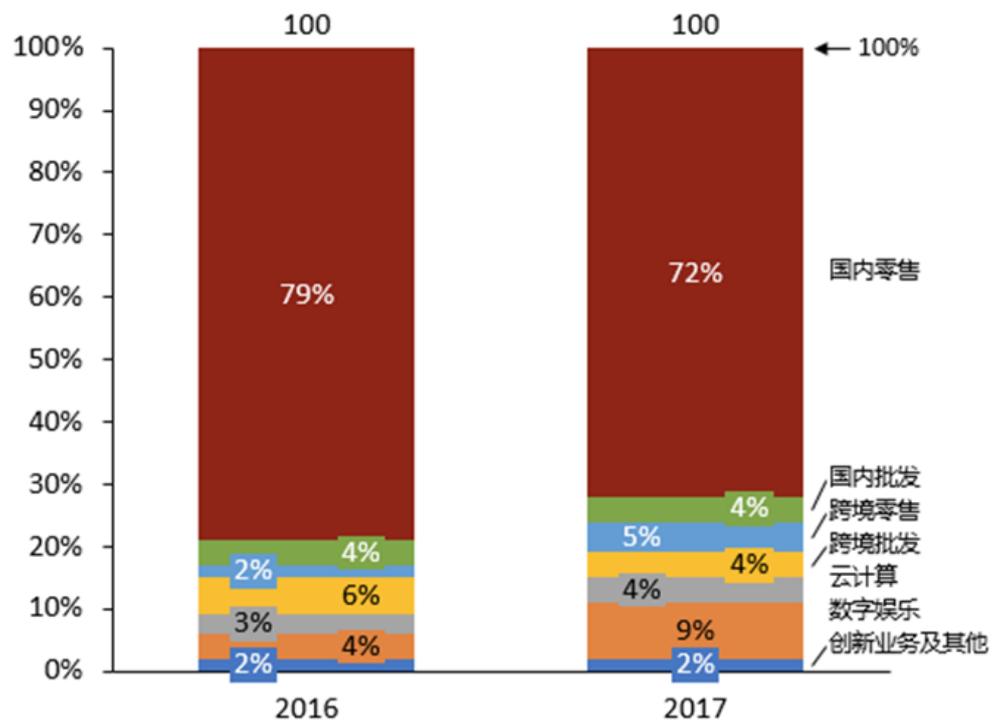
核心电商业务是阿里的生存之本，包括国内零售业务（淘宝、天猫及聚划算）、国内批发业务（1688.com）跨境零售业务（速卖通、Lazada 和天猫国际）和跨境批发业务（alibaba.com），其中，在 2017 年，国内零售业务对营收的贡献达到 78%。长期投资创新业务增长较快，2017 年阿里云同比增长 121%，数字娱乐业务增长 271%。但创新业务尚未盈利，短期内对业绩将产生负面影响。

图 63: 阿里巴巴的营收 (单位: 百万元)



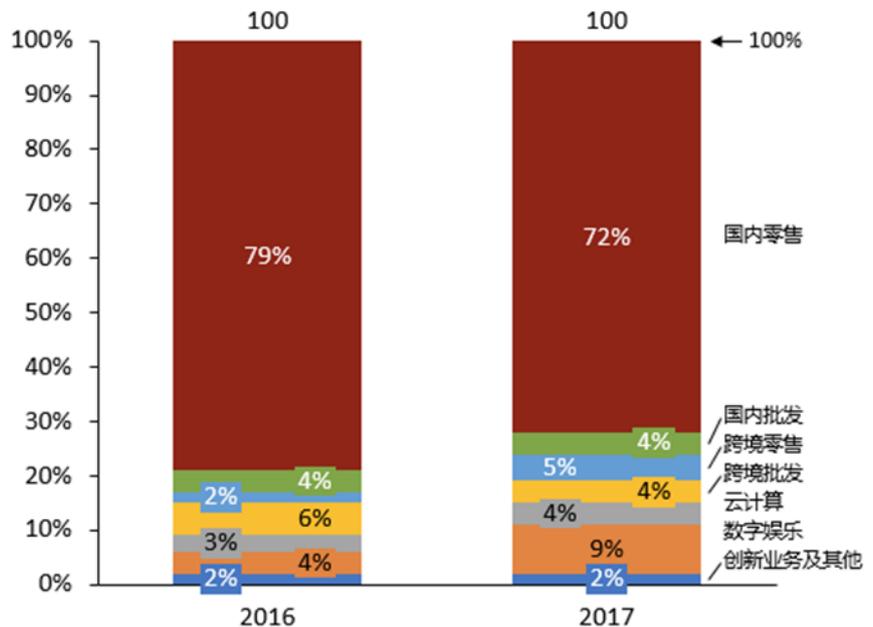
资料来源: 公司公告、招商证券

图 64: 阿里巴巴各项业务的营收占比



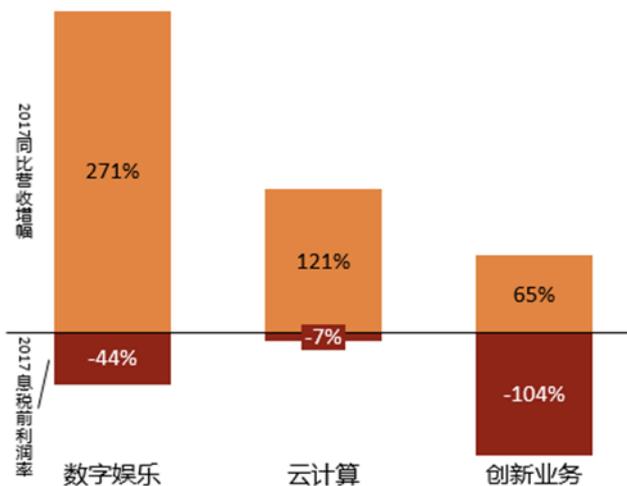
资料来源: 公司公告、招商证券

图 65：阿里巴巴各项业务的营收占比



资料来源：公司公告、招商证券

图 66：2017 年阿里创新业务营收增幅及息税前利润率



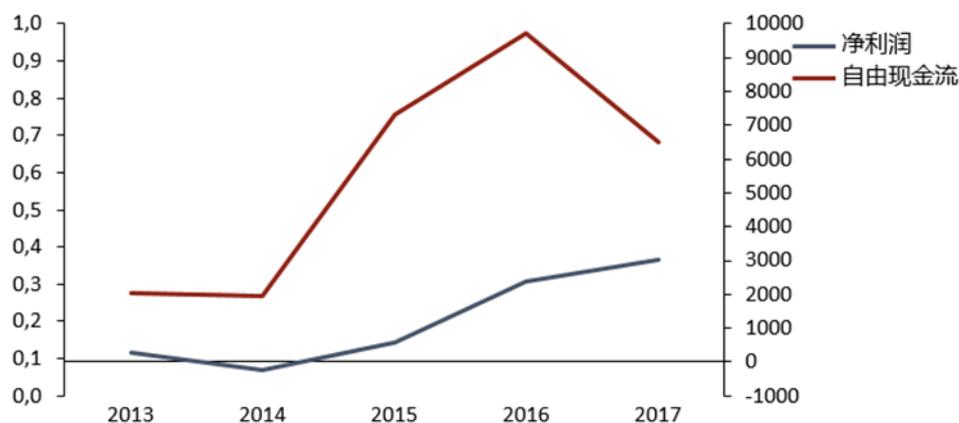
资料来源：公司公告、招商证券

（三）亚马逊：利润大幅度增加，自由现金流是战略重心

2015 年之前亚马逊长期保持不盈利或者在零利润上下徘徊。2017 年尽管亚马逊的利润达到 39.38 亿美元的历史新高，但增幅主要得益于亚马逊历史净利润过低。例如，2014 年亚马逊亏损 2.41 亿美元。相比过千亿美元的营收，亚马逊的利润可谓少之又少。相比于利润，亚马逊更加强调提升自由现金流以支持公司长期发展，提升股东利益。在亚马逊的战略考量中，利润水平并不能真实反映公司财务状况。相反，充足的自由现金流允许亚马逊进行长期的战略投资，形成生态圈效应。虽然，2017 年公司的自由现金流

有所下降，但仍然十分充裕。

图 67：亚马逊利润及自由现金流（单位：百万美元）

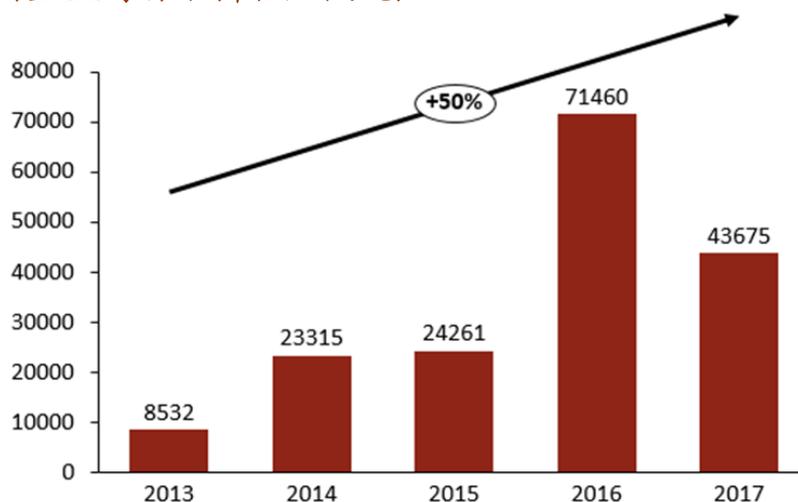


资料来源：公司公告、招商证券

（四）阿里巴巴：2017 利润有所下滑，但长期增长稳健

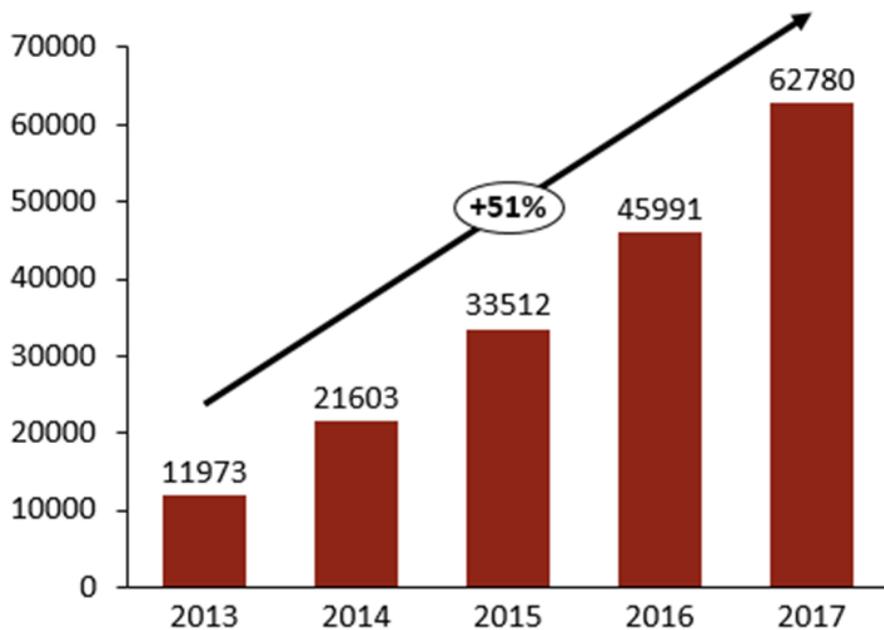
2017 年阿里巴巴净利润达到 436.75 亿元人民币，较 2016 年有所下滑。对非核心业务的长期投资和非核心业务持续亏损是拉低阿里净利润的关键因素，公司数据显示，2017 年公司对创新业务的投资超过 500 亿美元。此外，公司的自由现金流稳步增涨，CAGR 达到 51%。

图 68：阿里巴巴净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 69：阿里巴巴自由现金流（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许荣聪，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，紧跟市场热点，产业人脉丰富。

宁浮洁，南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰，主要方向为超市和电商等。

王凌霄，上海交通大学硕士，同济大学学士，2018年加入招商证券，主要方向为新零售和百货。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。