

通信互联网行业 2019 年度投资策略

互联网下半场生存指南：从 2C 到 2B 的产业大变局

推荐（维持）

- 2018 年是中国互联网行业由 2C 向 2B 转变的元年，互联网 C 端的式微和 B 端的崛起。C 端消费是过去二十年中国互联网发展的主题，巨大的人口红利孕育了中国互联网从 BATJ 到 TMDX 的四大和四小巨头，覆盖了从资讯到社交、从电商到本地生活服务的一系列 C 端消费行业。一直以来我们所熟悉的消费互联网行业的核心模式为 C 端用户的获取与变现。而随着互联网 C 端人口红利的消失，移动用户增长见顶，互联网步入存量市场。腾讯组织架构重组、阿里巴巴的新制造与新零售布局再到美团的餐饮商户供应链赋能，中国的科技巨头们几乎全部开始重估 B 端的价值，试图将手中的巨大流量与企业的业务模式、运营模式和商业模式的数字化结合起来。
- 按照中国互联网发展 copy from America 路径的研究方法，我们可以看到中美企业 C 端互联网巨头已经不相上下，而 B 端互联网公司出现了跨时代的鸿沟。美国 2B 互联网公司在营收与估值上，占据绝对的主导地位，专门服务 B 端市场的互联网公司蓬勃发展。而中国却没有一家能够对标的典型 2B 互联网企业。B 端的赋能是一个漫长而艰难的过程，与欧美国家不同，中国的企业，尤其是在制造、物流、消费等领域数字化程度低，处于产业价值链底端，缺乏技术升级的需求，外加大部分中小企业的生命周期较短，全市场角度缺乏需求。
- 中国 B 端互联网业务起步较晚，但目前呈现出井喷态势，主要有两个方向：纯 2B 模式向下沉——云基础服务和大数据加强自身“大脑”计算功能，2C+2B 模式——利用平台优势，在 C 端已经发展成熟的零售、金融、社交、LBS 等领域发展 SaaS 服务。云基础服务和大数据是最为基础的底层平台，但同时需要长期的投入与规模化和先入为主的模式，同比大约落后美国优秀企业 5 年时间。而 2C+2B 模式，消费互联网蓄力 B 端服务是中国区别于美国的新模式。
- 中国 C 端巨头们发力 2C+2B 模式，一方面建设自身 B 端服务平台，一方面血拼扫货买买买，抢夺优质 B 端服务公司筹码。与美国百花齐放的各行业 SaaS 企业服务不同，国内互联网巨头借助 C 端积累的大量用户与数据，搭建互联网科技平台，并通过平台提供标准化的基础产品及服务，准确获取中小企业流量。传统 C 端巨头们无一不是平台型的公司，从腾讯到百度，从阿里巴巴到京东美团，无一不在做两件事：第一，在自身业务层面，以巨大的 C 端流量吸引、拓展商户或者企业用户，同时集平台之力，对商户进行数字化的教育和技术升级（所谓的商户赋能）。第二，每一个 C 端巨头都是买买买的高手，血拼抢夺销售、营销、电商、企业服务、人工智能、云平台等几大领域的科技公司。
- 中国 C 端互联网巨头各显神通，独领风骚。我们看到有实力，有平台，有用户的互联网巨头们各显神通，在自己深耕赛道里集中火力，形成了各领风骚的 B 端业务发展模式：
 - 阿里巴巴模式——零售+物流+营销+金融，商户经营的全生命周期服务
 - 腾讯模式——以小程序为核心的 B 端服务布局
 - 美团模式——围绕餐饮商户的 SaaS+供应链布局
 - 百度模式——围绕企业信息化的 ABC（AI 人工智能+Big Data 大数据+Cloud Computing 云计算）布局
- 风险提示：中小企业生命周期短；技术落地周期长，政策因素；新业务发展不及预期。

华创证券研究所

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859

邮箱：gengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360517100004

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	102	2.87
总市值(亿元)	7,731.91	1.49
流通市值(亿元)	5,376.2	1.45

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	10.99	-27.31	-36.86
相对表现	8.32	-9.77	-14.96



相关研究报告

《互联网下半场生存指南系列之一：从 Square 的崛起看中国移动互联网 B 端服务市场》

2018-11-15

目 录

一、消费互联网 C 端的式微和 B 端的崛起.....	5
(一) 消费互联网 C 端历经二十年的高速发展，随着人口红利的结束，触达天花板。.....	5
(二) C 端增长红利期结束实质上倒逼了 B 端产业的升级，产业升级为 B 端互联网服务带来巨大市场需求	9
二、按照互联网 copy from America 路径的研究方法，我们可以看到中美企业 C 端互联网巨头不相上下，中国 2B 互联网企业发展明显落后美国.....	10
(一) 中国 2B 互联网企业发展明显落后美国.....	10
(二) 中国在 B 端互联网发展路线上基本 copy 了美国由企业服务到云计算再到 SaaS 的历程，2015 年之后在云基础服务与 Saas 服务两个领域呈现井喷状态.....	11
(三) 中美 B 端互联网估值差距巨大.....	12
三、中国模式从 2C 到 2B 的互联网研究框架.....	13
(一) 方向一：向上发展云计算基础设施和大数据以加强自身“大脑”的基本算力.....	14
(二) 方向二：2C+2B，消费互联网蓄力 B 端服务是中国区别于美国的独特模式.....	15
四、从赢家通吃到独领风骚，中国 C 端巨头们各自发力 2C+2B 模式.....	16
(一) 阿里巴巴模式——零售+物流+营销+金融，商户经营的全生命周期服务.....	17
(二) 腾讯模式——以小程序为核心的 B 端服务布局.....	18
(三) 美团模式——围绕餐饮商户的 SaaS+供应链布局.....	20
(四) 百度模式——围绕企业信息化的 ABC(人工智能+大数据+云计算)布局.....	24
五、风险提示.....	26

图表目录

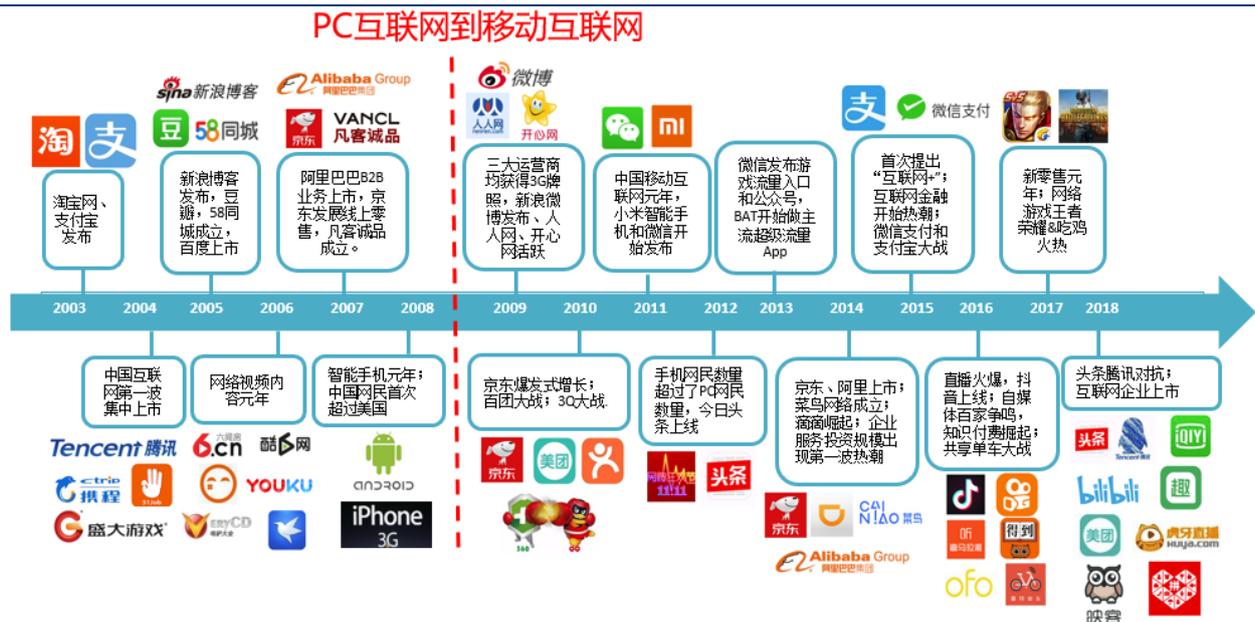
图表 1	2003-2018 十五年间中国互联网发展历程.....	5
图表 2	2016 年 1 月-2018 年 6 月中国移动互联网月活跃用户规模及增速.....	6
图表 3	2018 年 6 月超级玩家.....	6
图表 4	2017 年 8 月-2018 年 8 月我国市场移动应用规模（单位：万款）.....	7
图表 5	2017 年主要互联网公司获取新客月活成本比较（单位：元）.....	8
图表 6	2018 年 6 月亿级玩家榜.....	8
图表 7	流量分发情况.....	9
图表 8	新常态下的消费服务市场：消费升级实质上倒逼了产业升级.....	10
图表 9	中美互联网企业 Top 50 2B /2C 市值总和对比（单位：亿美元）.....	10
图表 10	中美 TOP 50 互联网企业行业分布（单位：家）.....	11
图表 11	中美 B 端服务市场发展历程.....	12
图表 12	中美 2B 互联网公司市值情况.....	12
图表 13	美股代表 SaaS 公司 2015-2018 年股价走势.....	13
图表 14	从 2C 到 2B 的互联网研究框架.....	13
图表 15	中美云计算发展相差约五年左右.....	14
图表 16	2017 年中国云计算公司营收（亿美元）.....	14
图表 17	2017 年云计算 IaaS 市场份额（%）.....	14
图表 18	互联网巨头在各个垂直行业打造 B 端平台型服务.....	15
图表 19	中国大中小型企业数量及营业利润.....	15
图表 20	阿里巴巴 2B 服务全景.....	17
图表 21	阿里巴巴 2018FY 2B 业务收入（百万人民币）.....	17
图表 22	蚂蚁金服围绕 B 端商户的全平台服务图景.....	18
图表 23	阿里巴巴 B 端服务布局.....	18
图表 24	微信小程序 2B 服务生态布局.....	19
图表 25	腾讯投资梳理.....	19
图表 26	小程序行业竞争格局向“一超多强”发展.....	19
图表 27	2018 年 8 月小程序 TOP100 企业分布对比.....	19
图表 28	美团围绕餐饮 B 端，加速 SaaS+供应链布局.....	20
图表 29	美团投资梳理（保守估计累计投资 12 亿）.....	21
图表 30	美团点评平台优势明显.....	22
图表 31	美团金融版图布局为 TO B 业务奠定基础.....	23
图表 32	餐厅收入拆分.....	23

图表 33	国内餐饮供应链领域代表性玩家.....	23
图表 34	美团调整业务架构.....	24
图表 35	百度 B 端服务布局.....	25
图表 36	近 5 年百度投资事件的数量分布及 2017 年百度投资赛道分布.....	25
图表 37	百度近年来投资梳理.....	25

一、消费互联网 C 端的式微和 B 端的崛起

中国互联网经历了十五年的高速发展，从 PC 互联网到移动互联网，C 端消费是过去十五年中国互联网发展的主题。各路大小巨头围绕资讯、电商、社交、生活服务四条赛道各显神通，将移动互联网用户总量推至 11 亿。一直以来我们所熟悉的消费互联网行业的核心模式为 C 端用户的获取与变现。无论是以阿里巴巴、京东、拼多多等电商为首的消费者佣金变现，还是以腾讯为首的消费者增值服务变现，又或者以百度、微博、今日头条为首的广告变现。其核心模式无不是遵循获取 C 端用户——每个人的生活线上化、数据化——进行数据与流量的变现这一基本商业模式。而随着互联网 C 端人口红利的消失，移动用户增长见顶，移动互联网步入存量市场，C 端用户变现迎来天花板。增长放缓的同时成本进一步推高。C 端增长式微的同时，是 B 端业务的冉冉上升。新兴的 2B 互联网公司不断入局，同时 BAT 等巨头也在不断扩大 B 端互联网业务。互联网浪潮正从过去的消费互联网向产业互联网转移，巨头们正在把“矛头”从 C(消费者)端转向 B(企业)端，他们希望越来越多的企业接入互联网，进行数字化和智能化改造，从制造、金融、医疗、汽车、物流、通信到交通、城市管理、政府服务最终打造一个万物互联的新世界。腾讯组织架构重组、阿里巴巴的新制造与新零售布局再到美团的餐饮商户供应链赋能，中国的科技巨头们几乎全部开始重估 B 端的价值，试图找到将手中的巨大流量与企业的业务模式、运营模式和商业模式的数字化结合起来。**2018 年可以称之为中国互联网行业由 2C 向 2B 转变的元年。**

图表 1 2003-2018 十五年间中国互联网发展历程



资料来源：华创证券整理

(一) 消费互联网 C 端历经二十年的高速发展，随着人口红利的结束，触达天花板

1、移动互联网用户总量触及增长天花板

整个移动互联网 C 端的规模可看做三个核心变量的乘积：活跃用户数、单用户使用时长、APP 总数。2018 年上半年三个核心变量增长均放缓，标志着中国移动互联网步入存量市场。2018 年上半年中国移动互联网用户规模增长停滞，人均单日使用时长增幅较小。根据 Questmobile 统计数据 displays，2018 年上半年，中国移动互联网活跃用户数净增仅 0.23 亿，同比下降 25%。

图表 2 2016 年 1 月-2018 年 6 月中国移动互联网月活跃用户规模及增速

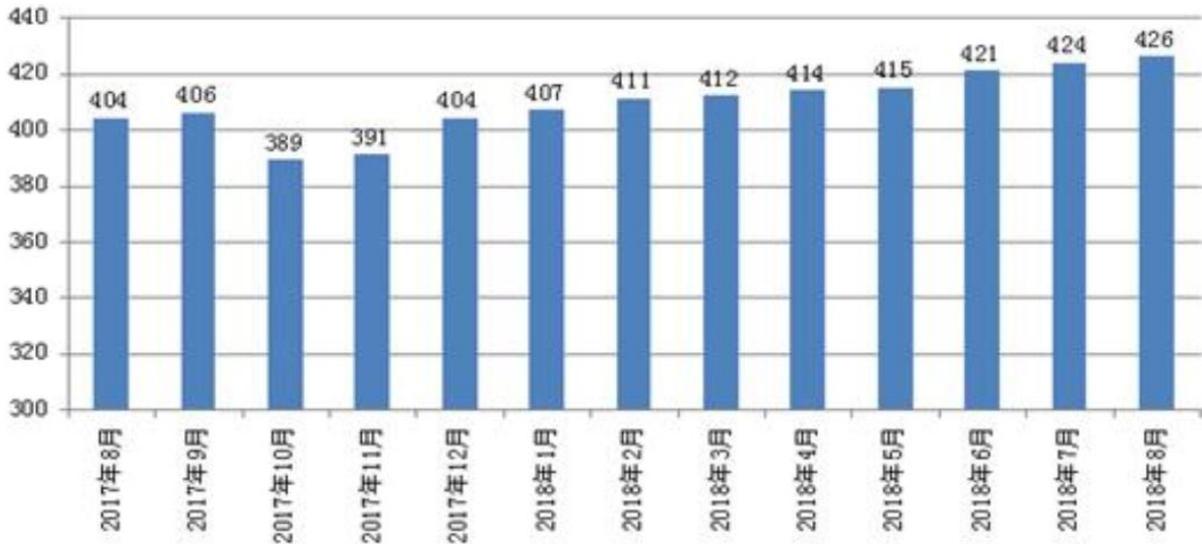

资料来源: Questmobile, 华创证券

同时, 2018 年 6 月 APP 月活用户数排名显示, 月活用户超过 3 亿人的前十强的 APP 环比增幅平均仅 3%, 只有优酷一家环比增幅大于 5%。主要原因为阿里巴巴大文娱体系的战略调整以及上半年优酷独家合作世界杯带来的品牌效应。

图表 3 2018 年 6 月超级玩家

排名	APP	公司	行业	月活人数 (万)	环比增幅 (%)
1	微信	腾讯	即时通讯	91094.5	0.14%
2	QQ	腾讯	即时通讯	54551.8	2.72%
3	爱奇艺	爱奇艺	综合视频	53518.6	3.17%
4	支付宝	阿里巴巴	支付	48675.5	4.39%
5	淘宝	阿里巴巴	综合电商	47564.2	4.05%
6	腾信视频	腾讯	综合视频	46916.8	1.01%
7	优酷	合一信息	综合视频	40893.4	8.71%
8	微博	新浪	社交网络	40053.9	4.54%
9	WiFi 万能钥匙	上海连尚	无线管理/WIFI 管理	36470.8	1.77%
10	搜狗输入法	搜狗	中文输入法	33317.3	1.15%

资料来源: trustdata, 华创证券

图表 4 2017 年 8 月-2018 年 8 月我国市场移动应用规模 (单位: 万款)


资料来源: 工信部、华创证券

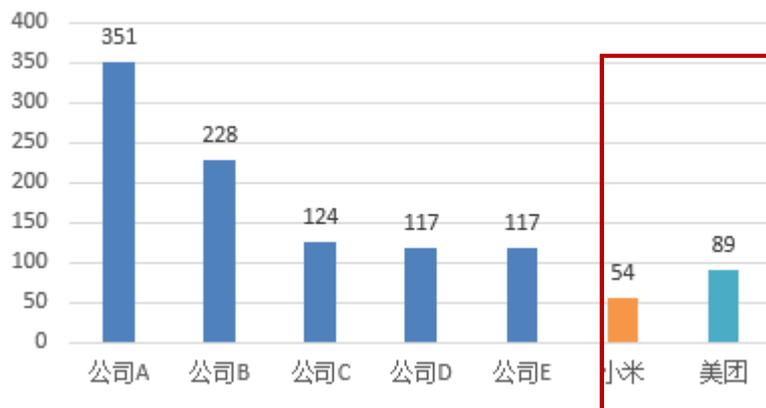
从 APP 数量的角度看, 情况也不容乐观。全球范围内 APP 数量自 2017 年以来均出现下滑。根据 App Annie 的数据, 2017 年 Apple Store 上架应用数量 201 万款, 同比下降 7%, 而 Google Play 的应用数 366 万个, 同比增速首次回落至 30% 以下。**国内 APP 数量 2017 年以来也出现增速放缓的情况。**工信部发布的数据显示, 截至 2018 年 8 月, 移动应用 APP 规模为 426 万款, 比去年同期仅增长 5%。**单台设备商 APP 的安装数与活跃度都在下降。**每台设备平均安装 APP 数量从 2015 年的 39.7 降至 2017 年的 38.5, 每台设备平均每日打开应用数从 2015 年 24.5 降至 2017 年 20.9。尽管市场上 APP 整体规模依然巨大, 截至 8 月底, 我国市场上监测到的移动应用为 426 万款。但从用户使用需求来看, 近 80% 的用户安装 APP 数量不超过 35 个, APP 需求量已达极限。

2、C 端流量获取变得越来越贵, 流量争夺战下沉——到三四线城市去, 到线下去

随着互联网整体规模的见顶, 线上流量成本持续走高。2017 年全球市值在 150 亿美元以上的主流互联网公司月活获客成本皆在 100 元以上。在消费互联网的各个领域, 搜索、电商还是增值服务, 线上获客成本都比几年前上升了 5-10 倍。2017 年流量巨头百度的流量获取成本占到总成本的 10.7%, 高达 25 亿元; 直播巨头陌陌 6 亿美元收购探探, 只为其 1.1 亿注册用户。

流量的争夺逐渐从线上转移到了线下。能够在线下获得更加量大价廉的流量成为互联网公司发展的核心。后起之秀的互联网小巨头, 无不是依靠各种线下流量的获取掘到第一桶金。小米 MIUI 1.7 亿月活用户主要来自于小米手机、智能家居等等硬件产品的销售, 而美团 3.1 亿月活用户则主要来自于餐饮、娱乐、服务、旅游、出行等等本地生活服务圈的线下流量。美团更是于 2018 年 27 亿美元收购摩拜单车, 以获得摩拜 1.5 亿线下用户。

一二线城市流量红利基本殆尽。三四线为代表的下沉市场成为了目前增量红利的全新蓝海,如淘宝和腾讯大王卡纷纷下乡, 58 同城开通了“同镇业务”; 拼多多、趣头条等收割三线以下城市的应用崛起。

图表 5 2017 年主要互联网公司获取新客月活成本比较 (单位: 元)


资料来源: 小米招股说明书, 美团招股说明书, 华创证券

3、马太效应越发明显, 流量进一步向头部公司集中

头部 APP 进一步分化为腾讯系、阿里系、百度系、头条系四大阵营。2018 年月活用户过亿排名前 40 的 app 中, 22 个 APP 归属于腾讯百度阿里头条四巨头, 占比超过六成, 其中腾讯拥有 (自有或收购) 11 个, 阿里巴巴 5 个, 今日头条 4 个, 百度 2 个。

图表 6 2018 年 6 月亿级玩家榜

排名	APP	活跃人数 (万)	开发商	公司	说明
1	微信	91094.5	腾讯	腾讯	
2	QQ	54551.8	腾讯	腾讯	
3	爱奇艺	53518.6	爱奇艺	爱奇艺	独立上市, 百度持股
4	支付宝	48675.5	阿里巴巴	阿里巴巴	
5	淘宝	47564.2	阿里巴巴	阿里巴巴	
6	腾讯视频	46916.8	腾讯	腾讯	
7	优酷	40893.4	合一信息	阿里巴巴	被阿里收购
8	微博	40053.9	新浪	新浪	独立上市, 新浪&阿里持股
9	WiFi 万能钥匙	36470.8	连尚网络	连尚网络	
10	搜狗输入法	33317.3	搜狗	搜狗	独立上市, 新浪&阿里持股
11	手机百度	32472.2	百度	百度	
12	腾讯新闻	28872.1	腾讯	腾讯	
13	QQ 浏览器	28268.2	腾讯	腾讯	
14	应用宝	27278.4	腾讯	腾讯	
15	今日头条	26847.1	字节跳动	今日头条	
16	快手	24551.4	一笑科技	快手	独立上市, 百度&腾讯投资
17	高德地图	24139.9	高德	阿里巴巴	被阿里收购
18	腾讯手机管家	23582.5	腾讯	腾讯	
19	搜狗音乐	23064.2	酷狗	腾讯	腾讯音乐娱乐集团
20	QQ 音乐	21419.7	腾讯	腾讯	腾讯音乐娱乐集团

排名	APP	活跃人数(万)	开发商	公司	说明
21	百度地图	21228.3	百度	百度	
22	京东	18805.3	京东	京东	独立经营, 腾讯持股
23	抖音	18526.1	字节跳动	今日头条	字节跳动子公司
24	UC 浏览器	16703	优视	阿里巴巴	被阿里收购
25	360 手机卫士	15035.3	奇虎 360	奇虎 360	
26	全民 K 歌	14790.8	腾讯	腾讯	腾讯音乐娱乐集团
27	美团	13021	三快科技	美团	独立经营, 腾讯持股
28	美图秀秀	12575.1	美图	美图	
29	拼多多	12460.6	寻梦信息	拼多多	独立经营, 腾讯持股
30	滴滴出行	11986.9	小桔科技	滴滴	独立经营, BAT 持股
31	华为应用市场	11868.6	华为	华为	
32	火山小视频	11868.4	字节跳动	今日头条	字节跳动子公司
33	墨迹天气	11747.4	墨迹风云	墨迹风云	独立经营, 阿里持股
34	酷我音乐	10876.8	酷我	腾讯	腾讯音乐娱乐集团
35	OPPO 应用商店	10810.3	永盛通信	OPPO	
36	西瓜视频	10786.1	字节跳动	字节跳动	

资料来源: trustdata、华创证券

腾讯、阿里、百度、头条四大巨头不仅掌控了头部 APP, 还根据自己的生态圈建立了移动端生态流量用户体系, 将各 APP, 移动网页, H5 等移动端各种生态流量进行整合, 提供最大化的使用场景, 最大限度将用户流量留在自身生态体系内。例如, 腾讯系在社交为基础、搭建视频、资讯、阅读、浏览器等各种场景, 形成全场景触达用户, 同时微信 QQ 等社交生态完全屏蔽同为内容属性的今日头条生态, 以达到最大限度防止流量跳转的目的。阿里巴巴则是围绕电商、零售、生鲜、本地生活、支付、导航等生活服务构建自身的流量生态体系。头条依托多年积累的媒介资产和算法优势拓展生态流量。

流量分发渠道进一步去中心化, 搜索引擎失去了流量分发的核心功能。移动互联网时代 APP 新增流量的基础推广为两个途径: **第一, 移动应用市场排名。**移动应用市场基本垄断在百度、腾讯、阿里巴巴和苹果四家, 业内通过移动应用市场推广获得的一个有效用户的成本为 150-200 元。**第二, 手机厂商预装。手机厂商预装成本极高, 且头部效应明显。**2018 年一季度中国市场智能手机销售出货量近 80% 来自于小米、荣耀、苹果、华为和 OPPO。其中排名第一的小米仅接受自身生态内部的 MIUI 相关产品预装。

图表 7 流量分发情况

	主动流量			被动流量					
	应用商店		SEM	商店榜单	预装	渠道合作		增长工具	
	App Store	安卓商店	品牌词			投放	异业合作	红包	推荐工具
成本	低	低	低	低	高	可控	低	低	可控
效率	较高	较高	中等	中等	低	中等	极差	中等	中等
质量	极高	极高	极高	极差	中等	可控	高	中等	高

资料来源: 华创证券整理

(二) C 端增长红利期结束实质上倒逼了 B 端产业的升级, 产业升级为 B 端互联网服务带来巨大市场需求

根据普华永道发布的《科技赋能 B 端新趋势白皮书》预计, 到 2025 年, T2B2C(编者注: T 指科技, B 指商家,

C 指用户)模式给科技企业带来的整体市值将高达 40 至 50 万亿元人民币。而中国移动互联网 2018 年的市场规模仅为 8.42 万亿元。B 端产业互联网化市场前景可期。

B 端市场与 C 端市场并不是互相替换，而是相互继承关系。C 端市场为 B 端市场培养了用户，沉淀了技术。未来 C 端和 B 端会进一步打通消费服务市场上 C 端主要盈利模式是沉淀用户，将其转化为流量，通过电商、游戏、用户付费、广告变现取得盈利。把流量变现，让用户付费的过程，可以说是漫长曲折。相比之下 2B 业务的营收显得更直接，省下转化的步骤。事实上，2B 业务的一大特点就是长期稳定，粘度高。一旦有了签约，客户通常会持续成交，收入较为稳定。2017 年以来，在消费互联网领域的 B 端业务不断的重新证明自己。在 C 端获客红利消失的互联网消费服务市场，面临渠道、客户、服务以及产品的全面转型。

图表 8 新常态下的消费服务市场：消费升级实质上倒逼了产业升级

	过去	现在
渠道	流量入口开放，现金获客	流量入口固化，现金获客成本高
客服	聚焦于吸引客户	加强客户粘性，聚焦于留存客户
服务	提供基础消费服务	实现消费升级与消费分级
产品	低端产品	实现消费升级，提高中高端产品

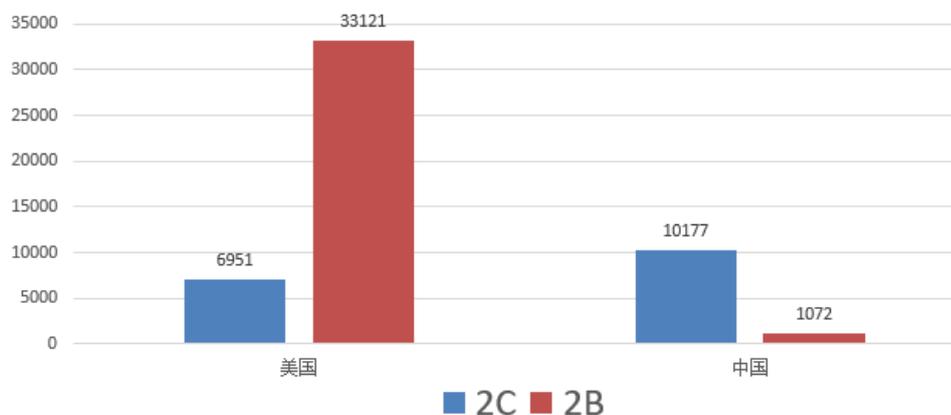
资料来源：普华永道《科技赋能 B 端新趋势白皮书》、华创证券

二、按照互联网 copy from America 路径的研究方法，我们可以看到中美企业 C 端互联网巨头不相上下，中国 2B 互联网企业发展明显落后美国

（一）中国 2B 互联网企业发展明显落后美国

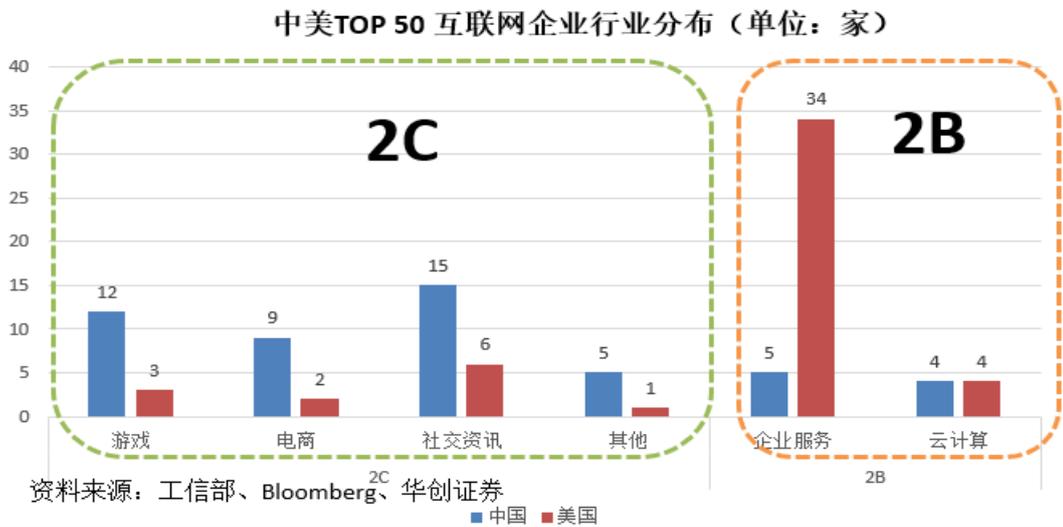
以工信部 2017 年 TOP50 互联网企业和美国 TOP50 互联网上市公司对比，美国 B 端互联网企业在数量和市值上都呈现出碾压性优势。中国 TOP50 互联网企业中，2C 企业合计 38 个，集中在游戏、社交、资讯、电商等领域，2B 企业仅 12 家。而美国 2B 企业合计 40 家，企业主要集中在企业服务、云计算等领域。占比 80% 以上。在市值上，我们统计了中国两国 TOP 50 中所有上市公司，美国 TOP50 中互联网 2B 业务总市值为 3.3 万亿美元，而中国互联网 TOP50 中 B 端业务合计 6961 亿美元（其中包含阿里巴巴和腾讯的云业务，蚂蚁金服等 B 端业务）。

图表 9 中美互联网企业 Top 50 2B /2C 市值总和对比（单位：亿美元）



资料来源：工信部、Bloomberg、华创证券

图表 10 中美 TOP 50 互联网企业行业分布 (单位: 家)



资料来源: 工信部、Bloomberg、华创证券

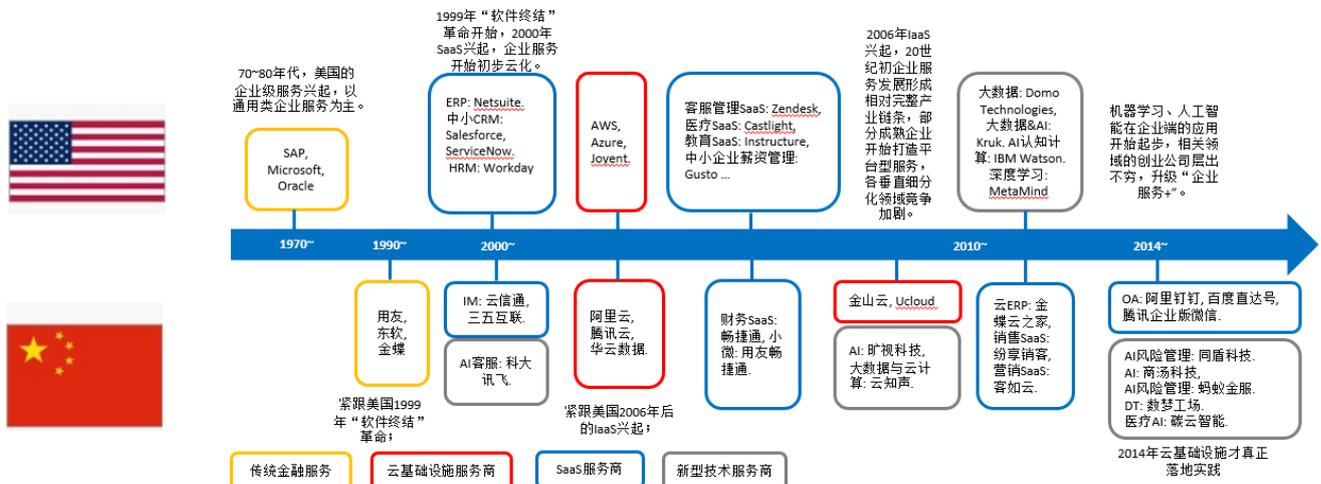
(二) 中国在 B 端互联网发展路线上基本 copy 了美国由企业服务到云计算再到 SaaS 的历程, 2015 年之后在云基础服务与 SaaS 服务两个领域呈现井喷状态

相比于美国消费服务领域互联网 B 端业务的全面开花与市值的巨大体量, 中国互联网 B 端业务发力晚、业务范围以云计算基础设施业务和企业 SaaS 为主, 估值与美国还有较大差距。美国 B 端互联网服务公司根据历史发展时期, 可归纳为四大领域: 传统企业服务 (例如 SAP、Microsoft 等以通用类企业服务为主)、云基础设施服务商 (主要集中在 IaaS+Paas 层面)、SaaS 服务以及新型技术服务 (大数据、AI 等)。美国最早在 2000 年左右已经完成 B 端业务的初步云化, 1999 年服务企业 CRM 系统的 salesforce 成立, 2005 年服务企业 HR 系统的 workday 成立。2006-2008 年是企业云基础服务业务的爆发时期, 这时企业服务发展形成了相对完整的产业链, 部分成熟型企业开始打造平台型服务, 各个垂直细分领域竞争加剧, 2010 年之后互联 B 端业务向新兴技术服务延伸, 主要集中在大数据、AI、深度学习等相关企业端的应用。

中国在 B 端互联网发展路线上基本 copy 了美国由企业服务到云计算再到 SaaS 的历程。相比与美国互联网 B 端业务的全面开花与市场认可, 中国的互联网 B 端业务起步较晚。2000 年左右紧紧跟随美国企业软件服务, 专注于医疗 HIS 系统的东软, 专注于企业 ERP 系统的用友和专注于财务系统的金蝶, 三家公司合计市值仅 142 亿美元。2007 到 2009 云计算布局开始 copy to China, 2010 年后随着政策的推动, 浪潮、阿里、腾讯、华为纷纷加速入局, 2015 年左右国内企业用户开始采用基础云计算基础服务, 但是与美国仍旧存在 5 年左右的发展差距。2015 年开始, 中国 SaaS 企业服务呈现爆发态势, 在各个垂直细分领域延伸, 尤以餐饮、电商、零售为重点领域。例如销售 Saas 分享销客, 营销 Saas 容如云, 餐饮 Saas 石基信息, 以及电商 Saas 中国有赞。CRM 领域的纷享销客创下一年(2014.07-2015.07) 融资三轮、近两亿美元的惊人速度, 餐饮营销领域的 SaaS 容如云 2015 年在新三板挂牌。在企业办公领域, 2015 年阿里巴巴发布专业的企业办公平台阿里钉钉, 同时腾讯拓展企业微信, 百度开启直达号。

受益于云化后软件成本降低和企业发展管理需求提升, 国内许多服务业已经开始引入 SaaS。根据相关上市公司披露, 服务业已取代制造业成为第一大 SaaS 客户行业。但中国相较于美国 SaaS 市场 30% 的渗透率, 国内企业 SaaS 市场对传统企业软件业务渗透率仍然不足 5%。主要原因是服务业中尤其是餐饮、零售等企业以中小规模企业为主, 且分布相对分散, 运营粗放, 对软件的运营并没有特别大的需求。但是随着餐饮业和零售业的线上化率提升, 美团、阿里巴巴等平台型巨头对餐饮业服务业零售业等中小企业的大规模整合, 未来 SaaS 服务将有广阔的市场空间。

图表 11 中美 B 端服务市场发展历程



资料来源：普华永道《科技赋能B端新趋势白皮书》、华创证券

（三）中美 B 端互联网估值差距巨大

虽然在技术路线上沿袭了美国的模式，但由于 B 端的赋能是一个漫长而艰难的过程，与欧美国家不同，中国的企业，尤其是在制造、物流、消费等领域数字化程度低，处于产业价值链底端，缺乏技术升级的需求，外加大部分中小企业的生命周期较短，全市场角度缺乏需求。中国 B 端互联网企业与美国相比，市值差距巨大。企业服务领域中国用友、东软、金蝶合计仅 142 亿美元，美国 Oracle SAP Salesforce 合计 4,206 亿美元。云基础服务领域，Amazon, Microsoft 云计算利润贡献分别为 74% 和 70%，中国阿里和腾讯云计算 2018 上半年收入贡献分别为 6% 和 3%。SaaS 服务领域，美国 SaaS 企业市值已经突破 1700 亿，而中国只有 45 亿美元。

图表 12 中美 2B 互联网公司市值情况

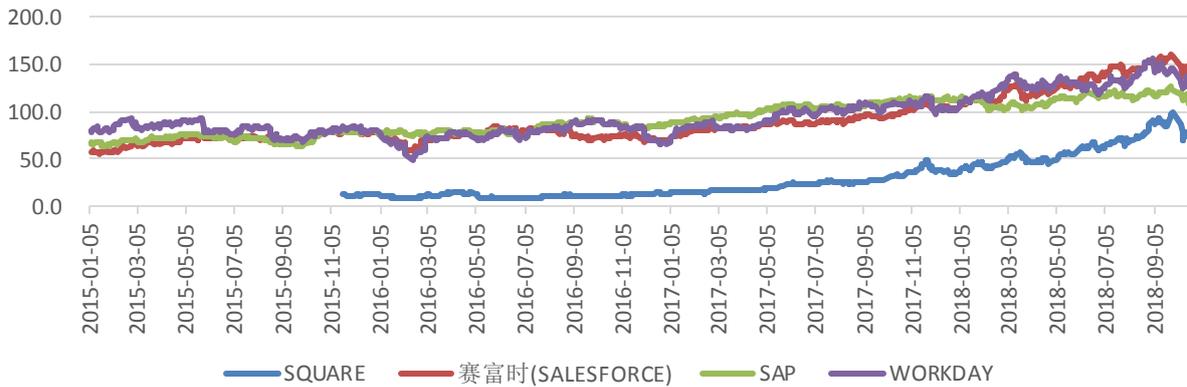
美国企业	市值	中国企业	市值
Amazon(AWS)	7961	蚂蚁金服	1500
Microsoft(Azure)	7744	平安科技	407
Oracle (传统企业服务公司)	1885	科大讯飞	122
SAP (传统企业服务公司)	1362	用友 (传统企业服务公司)	73
Salesforce (传统企业服务公司)	958	启明星辰	34
ServiceNow	321	卫士通	36
Workday	273	东软 (传统企业服务公司)	25
		金蝶 (传统企业服务公司)	44
		绿盟科技	15

资料来源：Bloomberg, Wind, 华创证券

美国互联网 B 端业务可分为：传统企业服务、云计算、SaaS 服务与新兴技术服务四个领域。其中发展最成熟估值最大的为云基础设施业务部分，Amazon AWS 和 Microsoft 的 Azure 利润贡献分别为 74% 和 70%，两家市值合计超

过 1.5 万亿美元。而近年最为活跃，上市公司如雨后春笋不断涌现的是 SaaS 服务部分。从整体板块来看，美股 SaaS 服务连续两年涨幅最高，估值创历史新高。尤其是在支付、零售、营销、餐饮、人力资源等领域，代表性的公司屡屡创造股价奇迹。从事客户服务、零售以及电子商务的 Salesforce 自 2004 年上市至今，股价涨幅超过 20 倍，当前市值超过 1081 亿美元。从事支付及餐饮业务的 Square 2015 年上市至今，股价涨幅超过 6 倍，当前市值 308 亿美元。

图表 13 美股代表 Saas 公司 2015-2018 年股价走势

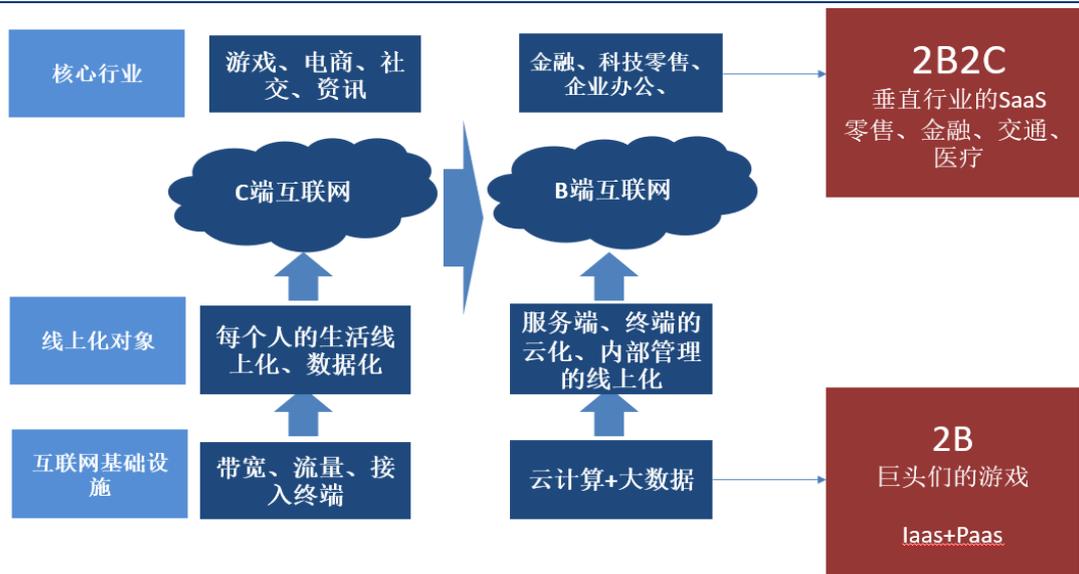


资料来源: Bloomberg, 华创证券

三、中国模式从 2C 到 2B 的互联网研究框架

与美国 B 端互联网百花齐放的态势截然不同，中国互联网 2B 服务一直是只属于中国互联网巨头们的游戏，B 端服务需要漫长的客户培育与教育，对整个产业链的整合，传统互联网巨头纷纷加速布局互联网 B 端业务，尽管每一家的打法不尽相同，但是我们可以观察到核心的两个大的方向是：1、向上发展云计算基础设施和大数据以加强自身“大脑”的基本算力；2、2C+2B 模式——利用平台优势，在 C 端已经发展成熟的零售、金融、社交、LBS 等领域发展 SaaS 服务。

图表 14 从 2C 到 2B 的互联网研究框架

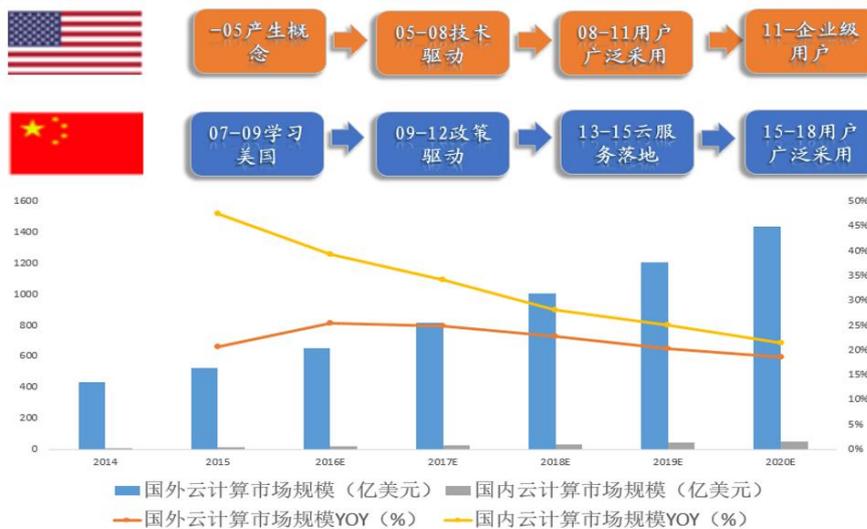


资料来源: 华创证券整理

(一) 方向一：向上发展云计算基础设施和大数据以加强自身“大脑”的基本算力

云业务和大数据是最为基础的底层平台，但同时需要长期的投入与规模化和先入为主的模式。无论是阿里、腾讯、百度，还是华为、金山、浪潮，征战数字化转型和智能化变革市场的先锋，都是云业务。阿里云已经连续 12 个季度实现 100% 高增长；2018 年 10 月腾讯组织架构调整战略，将战略重心互联网 B 端业务倾斜，新成立云与智慧产业事业群 (CSIG) 与平台与内容事业群 (PCG)。其中 CSIG 将以腾讯云、智慧零售、腾讯地图等核心业务线为主。百度云整合 ABC (AI、Big Data、Cloud Computing)，想要通过 AI 打开与其他厂商的差异化竞争。

图表 15 中美云计算发展相差约五年左右

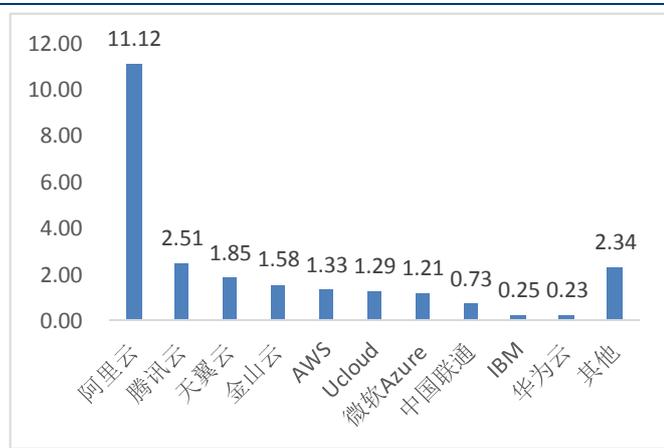


资料来源: Gartner, 华创证券

但是从目前云基础设施 (IaaS+PaaS) 发展布局来看，中美之间的差距仍旧巨大，目前我国尚处于云计算用户的广泛采用阶段，而美国在 2011 年左右，已经实现了企业级用户的推广。中国仍旧与美国相差五年左右。

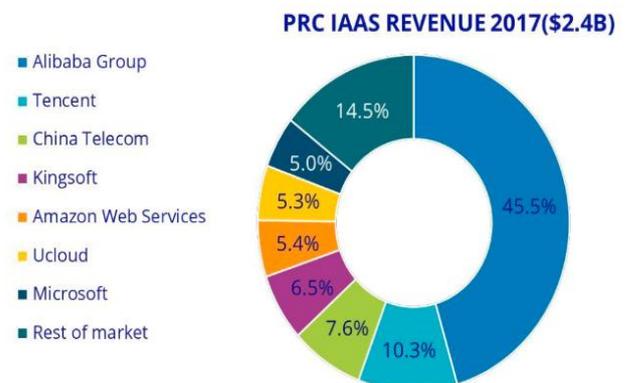
传统 C 端巨头为中国云计算基础服务市场的玩家。在 2017 年国内 IaaS 市场份额中，阿里云占据 45.5% 的市场份额，腾讯市场份额 10.3%，阿里腾讯总计占比过半。

图表 16 2017 年中国云计算公司营收 (亿美元)



资料来源: IDC, 华创证券

图表 17 2017 年云计算 IaaS 市场份额 (%)



资料来源: IDC, 华创证券

(二) 方向二: 2C+2B, 消费互联网蓄力 B 端服务是中国区别于美国的独特模式

如果说向上走的云计算和大数据是“殊途同归”，是中国对美国模式的 copy，那么 2C+2B 模式——利用平台优势，在 C 端已经发展成熟的零售、金融、社交、LBS 等领域发展 SaaS 服务则是中国区别于美国的独特模式。中国的互联网巨头们是最典型的平台型经济体，赢家通吃的平台经济模式决定了平台经济天生具有进攻性战略，需要快速获得数量巨大的用户基数和稳定大量的服务提供商。平台两端的用户与商户会相互依赖相互控制，形成良性循环机制，在滚雪球式的发展中扩大双边市场规模。因此，服务商户。提升商户粘性成为了互联网公司的必然路径。巨头们根据自身行业的所在领域，提供垂直行业的 B 端服务。例如阿里巴巴的蚂蚁金服，以支付为切入点，主要为中小企业搭建零售通、金融平台以及线下生活服务的收钱码平台。借助 C 端积累的大量用户与数据，搭建互联网科技平台，并通过平台提供标准化的基础产品及服务，准确获取中小微企业流量。

图表 18 互联网巨头在各个垂直行业打造 B 端平台型服务

公司名称	平台领域	领域	公司及收购公司
美团	餐饮服务平台	餐饮系统	客如云、掌上快销、天子星、屏芯科技、芯火、石川科技、天财商龙
		酒旅信息系统	别样红、番茄来了
腾讯	电商平台	电商	有赞、微盟
		线下零售	飞凡网
阿里巴巴	金融平台及零售平台	支付与金融服务	蚂蚁金服、
		酒店、餐饮、零售行业信息系统	石基信息
		餐饮系统	二维火
京东	物流技术平台	企业采购及物流	工业购、甄云信息、EasyStack
网易	云平台		
360	安全服务平台		

资料来源: 华创证券整理

从需求端来看，我国企业结构与企业信息化程度决定了中小企业是 2C+2B 业务的金矿。中国工商登记的企业数量近 3000 万家，与美国量级相当，其中中小企业占比 90% 以上，整体数量超过美国，且仍在持续增加，企业级市场红利非常丰厚。大型企业以国有经济为主，在科技升级上多倾向于使用私有云和政务云，对公有云的 SaaS 服务需求较少。而中小企业，尤其是零售、生活服务、制造等领域的中小企业对公有云的 SaaS 服务需求空间广阔。

图表 19 中国大中小型企业数量及营业利润



资料来源: 国家统计局 (大中小企业定义按照国家统计局规定以企业收入), 华创证券

四、从赢家通吃到独领风骚，中国 C 端巨头们各自发力 2C+2B 模式

中国 C 端巨头们发力 2C+2B 模式，一方面建设自身 B 端服务平台，一方面血拼扫货买买买，抢夺优质 B 端服务公司筹码。与美国百花齐放的各行业 SaaS 企业服务不同，国内互联网巨头借助 C 端积累的大量用户与数据，搭建互联网科技平台，并通过平台提供标准化的基础产品及服务，准确获取中小企业流量。传统 C 端巨头们无一不是平台型的公司，从腾讯到百度，从阿里巴巴到美团，无一不在做两件事：第一，在自身业务层面，以巨大的 C 端流量吸引、拓展商户或者企业用户，同时集平台之力，对商户进行数字化的教育和技术升级（所谓的商户赋能）。第二，每一个 C 端巨头都是买买买的高手，血拼抢夺销售、营销、电商、企业服务、人工智能、云平台等几大领域的科技公司。

C 端消费互联网四大特征：供给决定需求、流量变现、头部集中、赢家通吃。而到了 2B 互联网时代，头部集中和赢家通吃的定律失效了，不会出现赢家通吃的现象，更不会是一个巨头时代，因为每个领域都有很强的垂直专业性，不可能哪一家公司解决所有问题。因此，我们看到有实力，有平台，有用户的互联网巨头们各显神通，在自己深耕赛道里集中火力，形成了各领风骚的 B 端业务发展模式：

- 阿里巴巴模式——零售+物流+营销+金融，商户经营的全生命周期服务
- 腾讯模式——以小程序为核心的 B 端服务布局
- 美团模式——围绕餐饮商户的 SaaS+供应链布局
- 百度模式——围绕企业信息化的 ABC（AI 人工智能+Big Data 大数据+Cloud Computing 云计算）布局

（一）阿里巴巴模式——零售+物流+营销+金融，商户经营的全生命周期服务

作为互联网企业中 B 端业务基因最为扎实的巨头，阿里巴巴似乎已经跑通了自己的 2B 业务模式：以阿里云为基座，搭建线上线下零售+物流+营销+金融的全生命周期服务平台。阿里巴巴向商户开放融合了用户消费、娱乐、LBS、支付等等综合数据的平台，由商户调用技术、服务和渠道运营资源，提升运营效率。**阿里的阿里妈妈、蚂蚁金服、1688、菜鸟网络**都是为企业提供获客渠道拓展、各类技术、服务方面的支持，从营销管理、客户管理、生产研发、采购、内部管理等各方面降低了企业的获客、运营、推广和管理成本。

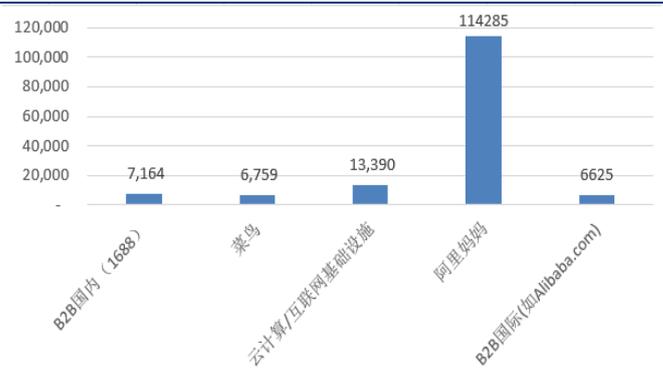
根据阿里巴巴年报披露拆分，阿里巴巴 2B 业务 2018 财年（综合 B2B1688 平台，跨国 B2BAlibaba.com，广告营销阿里妈妈，以及物流平台菜鸟网络合计收入为 1482 亿，占总收入比重 59%。由于蚂蚁金服未并表，所以其中未包含蚂蚁金服收入。

图表 20 阿里巴巴 2B 服务全景



资料来源：阿里巴巴财报，华创证券

图表 21 阿里巴巴 2018FY 2B 业务收入（百万人民币）



资料来源：阿里巴巴财报，华创证券

以蚂蚁金服为例，蚂蚁金融服务集团起步于 2004 年成立的支付宝，此后 10 年间支付宝逐渐围绕最初的支付功能、发展成为多元金融服务集团。截止 2018 年 6 月，支付宝连同其海外合营公司伙伴在全球约有 8.7 亿年度活跃用户，“多收多保”服务已覆盖超过 2500 万家小微企业。蚂蚁金服围绕 B 端商户搭建全场景的服务平台。**1、零售领域：为夫妻店提供“零售通”，提供标准化订货、物流、营销、增值服务。提供阿里大数据分析、提供支付、实名认证、信用、FRID 等技术支持。****2、TechFin 平台：**通过向中小金融机构提供大数据平台、智能风控平台、分布式基础技术架构等服务，帮助金融机构搭建金融平台系统。**3 商户收钱码：**小商家、个体户无需使用复杂设备，可以实现线下的收单，店内运营等财务会记功能。

图表 22 蚂蚁金服围绕 B 端商户的全平台服务图景



资料来源：阿里巴巴财报、华创证券

除了搭建自身 B2B 服务体系外，阿里巴巴还专注于血拼抢夺销售、营销、电商、企业办公、采购、云平台等几大领域的科技公司。其投资与合作主要集中在销售、营销、电商以及企业办公、采购等 SaaS 服务公司。

图表 23 阿里巴巴 B 端服务布局

阿里巴巴 B 端服务业务布局					
销售	营销	电商	企业办公与 HR	采购	云平台
探迹	雅座	龙图信息	Getlinks	政采云网络	奥哲网络
雅座	二维火	placeIQ	人力窝		中兴软创
上海秉坤	杭州数云		酷盘		企加云
二维火	掌慧纵盈		安心记加班		七牛云
百胜软件	缔元信		噼里啪		数梦工场
石基信息	友盟				驻云

资料来源：IT 桔子，华创证券整理

（二）腾讯模式——以小程序为核心的 B 端服务布局

以小程序为核心布局 B 端服务，连接线上线下一体化。小程序凭借无需下载安装、快捷注册登陆、体积最大 2M、新增扫码入口和微信平台运行特性得到迅速发展，据统计，2017 年小程序平均 10.5 天开放一个重要新能力，偏向于以公众号体系、微信支付为基础通道及能力的内部体系打造；2018 年，小程序借小游戏跨入新的阶段，在社交关系链为主导的大方向下奏响了广告变现的主旋律。小程序具备连接线上线下的能力，开启在商业实践中的规模化应用。传统企业经过多年经营沉淀大量会员，如何借助互联网有效激活用户资产，打通线上线下实现营销场景一体化是近几年很多企业寻求突破的方向，**腾讯通过入股或合作的方式整合线下零售阵营，让他们前端接入小程序，后台连接腾讯云数据，支付基于微信支付，形成消费闭环。**目前腾讯主要布局应用开发、电商、营销与销售、BaaS、媒体和人工智能方向，截至 2018 年 6 月，微信小程序日活逾 2 亿，累计用户数破 6 亿，小程序总量突破 100 万，比 2018 年 1 月增长 72%。

图表 24 微信小程序 2B 服务生态布局



资料来源：华创证券整理

图表 25 腾讯投资梳理

所属业务	公司	轮次	时间	投资金额
电商	微盟	C 轮	2015/11/9	5 亿人民币
	微盟	D 轮	2018/4/20	10.09 亿人民币
营销与销售	销售易	D+轮	2018/4/2	1 亿人民币
	销售易	D 轮	2017/1/12	2.8 亿人民币
BaaS	腾讯云	A 轮	2013/10/18	未披露
媒体	创业邦	B 轮	2014/12/2	数千万人民币

资料来源：华创证券整理

小程序行业竞争格局向“一超多强”发展。2017 年 1 月，微信小程序如约而至；2017 年 5 月，支付宝小程序悄然上线；2018 年 3 月，小米、华为、OPPO、vivo 等十家中国主流手机厂商推出快应用联盟；2018 年 7 月，百度正式发布小程序，加入战局。基于微信天生社交属性以及 10 亿用户背书的光环，小程序生态整体结构以不可逆转之势向“一超多强”发展。2018 年 8 月阿拉丁小程序 TOP100 排名中腾讯独占 11 家小程序上榜，占比最高。

图表 26 小程序行业竞争格局向“一超多强”发展



资料来源：即速应用，华创证券

图表 27 2018 年 8 月小程序 TOP100 企业分布对比



资料来源：阿拉丁研究院，华创证券

腾讯调整组织架构，从消费互联网向产业互联网转移。新成立云与智慧产业事业群（CSIG）、平台与内容事业群（PCG），撤销移动互联网事业群（MIG）、社交网络事业群（SNG）、网络媒体事业群（OMG），持续投资未来前沿基础科学，加大对 AI、机器人、量子实验室等投入。新成立的平台与内容事业群（PCG）将对 MIG、SNG、OMG 中，与社交平台、流量平台、数字内容、核心技术等强关联、高融合性的版块拆分重组。产品涉及 QQ、QQ 空间、腾讯视频、腾讯新闻、天天快报等。腾讯的用意在于促进社交平台、内容产业和技术更深度融合。云与智慧产业事业群（CSIG）将整合包括腾讯云、智慧零售、腾讯地图、安全产品等核心业务线，帮助医疗、教育、交通、制造业等行业向智能化、数字化转型。这是腾讯成立至今第 3 次重大组织架构调整，标志着腾讯从消费互联网向产业互联网转移。

（三）美团模式——围绕餐饮商户的 SaaS+供应链布局

作为最大的本地生活服务平台，美团主要围绕其 600 万餐饮商户，布局餐饮 SaaS、金融服务和供应链领域。形成对餐饮商户的平台化服务。

餐饮 SaaS 服务方面，美团做了餐饮店几乎用到一切的信息设施：电子菜单、收银 POS、管理 SaaS/ERP。除之前的团券、预订、外卖服务外，目前美团主要通过收购别样红、屏芯科技等科技公司布局 ERP 系统服务等，美团通过云端 ERP 系统帮助商家整合线上线下交易，提供会员管理及运营数据分析功能。**金融服务方面**，2016 年，美团小贷成立，为美团点评平台上的小商家提供无抵押小额贷款，2017 年美团注册了北京美团金融科技有限公司，通过收购钱袋宝、金城互相诺等相继获得银行牌照，第三方支付牌照，小额贷款牌照，保险中介机构牌照。**供应链方面**，2016 年，美团上线了商家后台系统“快驴”，其中的供应链板块“快驴进货”帮助企业解决供应链配送服务，近两年来美团通过对康品汇、亚食联等投资控股的形式不断完善供应链服务。

图表 28 美团围绕餐饮 B 端，加速 SaaS+供应链布局



资料来源：华创证券整理

图表 29 美团投资梳理（保守估计累计投资 12 亿）

所属业务	公司	轮次	时间	投资金额
餐饮 SaaS	番茄来了	A 轮	2015/1/19	数千万人民币
	奥琦玮	B 轮	2015/6/15	1.58 亿人民币
	别样红	B 轮	2015/12/18	数千万人民币
	屏芯科技	战略融资	2016/4/25	亿级人民币
	番茄来了	A+轮	2016/5/17	数千万人民币
	天子星	B 轮	2016/12/16	未披露
	大家来	A 轮	2017/10/20	亿级人民币
	奥琦玮	C 轮	2018/3/28	2 亿人民币
	屏芯科技	并购	2018/5/16	未披露
	别样红	并购	2018/5/23	未披露
金融服务	水滴互助	种子轮	2016/4/15	850 万人民币
	水滴互助	天使轮	2016/5/9	4000 万人民币
	金诚互诺	天使轮	2016/9/14	未披露
	钱袋宝	并购	2016/9/26	未披露
	水滴互助	A 轮	2017/8/30	1.6 亿人民币
供应链	易久批	战略融资	2016/5/13	未披露
	易久批	C 轮	2016/10/18	1 亿美元
	亚食联	战略融资	2017/6/16	过亿人民币
	康品汇	A 轮	2017/11/20	未透露
	易久批	D 轮	2018/9/20	2 亿美元

资料来源：IT 桔子、美团年报、华创证券

在餐饮 SaaS 领域，美团围绕中小餐饮商户切入收单、ERP 等餐饮 SaaS。美团具备三大优势：**1) 平台优势无与伦比，为线下商户提供基于生态、全链条的整体解决方案。**美团一直专注于平台生态建设，在外卖、团购、支付等环节覆盖有大规模的消费者和商家，形成了庞大的餐饮数据池，是实现餐饮 B2B 服务平台化的主要力量。美团点评餐饮开放平台与餐饮服务商无缝连接，将沉淀的业务能力开放给 SaaS 服务商，帮助商家实现外卖自动接单同步后厨、团购秒速验券、评价实时管理、预定、智能支付、门店信息线上化、全渠道会员等功能，实现平台、服务商与商户的高效闭环连接。**2) 美团拥有强大的地推能力。**餐饮业由于中小商户较多，软件推广需要大量的销售团队及后续服务团队，对大部分创业公司来说，都是难以突破的困难。美团的地推团队曾助美团在 2013 年千团大战中一举夺得 60% 的市场份额。目前，美团共拥有 4.6 万名员工，地推人员约 2.5 万人，在大规模地推团队的管理上，美团具有丰富的经验，可以使其迅速抢占市场份额，不断兼并整合，未来有望实现数家独大甚至一家独大。**3) 餐饮 SaaS 赛道内美团一家独大，相比阿里占据先发优势。**当前餐饮 SaaS 技术服务商主要有传统 ERP 服务厂商及第三代 SaaS 服

务商，其体量均不能和美团同日而语。尽管阿里收购了饿了么，未来也可能进入餐饮 SaaS 市场，但餐饮行业是双边市场，一方面 to C，一方面 to B，相比滴滴、ofo 等业务模式更加复杂，IT 化过程中需要和商户做一步步匹配。相比刚接触餐饮行业的阿里，美团占据了先发优势。

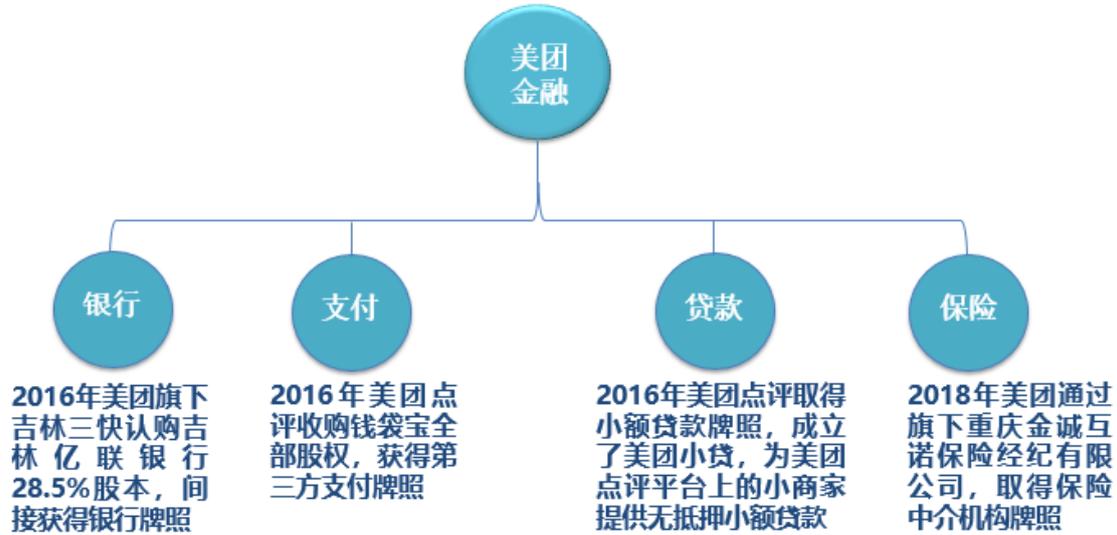
图表 30 美团点评平台优势明显



资料来源：亿欧智库，华创证券

金融服务方面，美团着力发展聚合支付、小额贷款等业务。聚合支付方面，美团具备用户基础且行业内不存在同体量的竞争对手。随着移动支付碎片化现象越发严重，商户需要服务机构能够满足支付聚合、账户一键式管理、会员管理、客户营销、数据分析等店铺升级后的多方面需求，聚合支付顺势崛起。美团具有 470 万商家，年度交易用户达到 3.4 亿，用户基础将助力美团聚合支付业务，有望成为公司未来业绩增长点。目前美团线上支付包括美团支付、其他第三方支付及信用卡及借记卡或网商银行账户转账等，线下支付系统包括智能 POS 终端、小美盒子 and 美团二维码。此外，尽管支付宝和微信占据 90% 以上的第三方支付市场份额，但支付宝全力构建其金融体系，微信偏重于社交，在聚合支付方面二者均未发力。**小额贷款方面，小微企业贷款需求迫切，小额贷款业务将提升商户粘性。**尽管政策利好，但在很多商业银行看来，小微是高投入低回报的贷款，小微企业的贷款需求迫切，美团凭借其超大体量优势，有望在供给端占据可观的市场份额，另一方面，小额贷款业务也有助于提升美团商户粘性，完善商户端的生态。

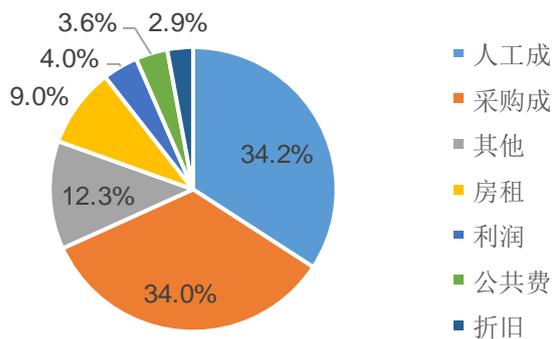
图表 31 美团金融版图布局为 TO B 业务奠定基础



资料来源：招股说明书，华创证券

供应链处于蓝海市场，美团以配送网络及外卖平台切入供应链领域具备明显优势。餐厅收入的构成中，采购成本占到 34.0%，供应链市场前景广阔，处于蓝海市场，但传统供应链市场小而分散，中间损耗严重，而供应链的重资产运营特征和交易环节的复杂和管控难度，使供应链整合难度较大。目前市场主要参与者类型包括供应链上游企业、互联网初创公司与餐企自建供应链。美团建立并经营着世界上最大的同城即时配送网络，并自主研发出一套实时智能调度系统，日常高峰期每小时执行 29 亿次的路径规划算法计算最优路线，为美团即时物流平台的进一步拓展，如向供应链领域的拓展奠定了技术基础。2016 年，美团上线了商家后台系统“快驴”，其中的供应链板块“快驴进货”，是美团在餐饮供应链领域的布局。美团连接千万商家的外卖平台切入餐饮供应链领域则有着天然的优势，海量的商户数据与现成的运力网络，使得美团在餐饮供应链方面的成长具有广阔的空间。

图表 32 餐厅收入拆分



资料来源：IBISWorld，华创证券

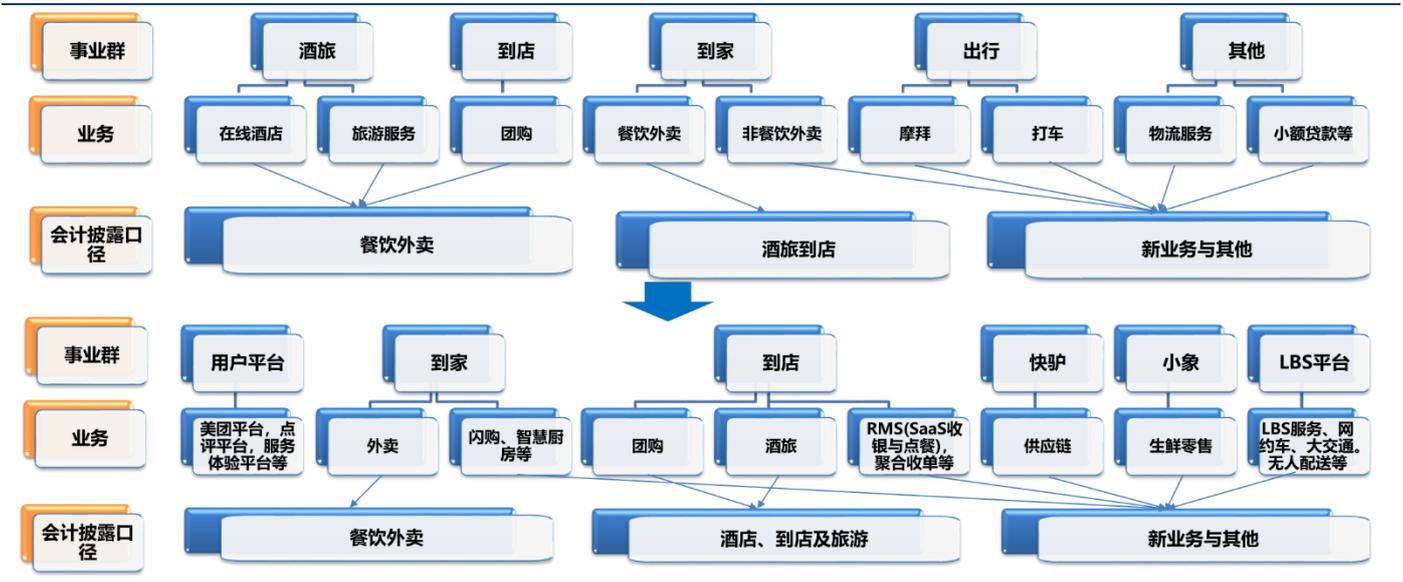
图表 33 国内餐饮供应链领域代表性玩家

企业背景	企业名称	成立时间	模式
餐企背景	蜀海供应链	2006	整体供应链托管运营
	众美联供应链	2014	供应链综合服务平台
	信良记	2016	爆品垂直供应链
互联网跨界背景	功夫鲜食汇	2017	快餐食材供应链
	美菜	2014	食材生鲜B2B电商
	链农	2014	农业食材B2B电商
供应链背景	宋小菜	2014	蔬菜B2B交易服务平台
	京东企业购	2017	采购配送电商平台
	冷联天下	2013	第四方物流服务总包
	餐北斗	2017	餐饮行业物流供应链

资料来源：亿欧智库，华创证券

业务架构调整，彰显公司集中火力布局 B 端服务的转型野心。2018 年第三季度，美团调整业务架构，新增快驴事业部，由陈旭东负责，为商家提供优质供应链服务，同时新增小象事业部，由陈亮负责，继续深耕生鲜零售，提升消费体验。

图表 34 美团调整业务架构



资料来源: 美团招股说明书、公司公告、华创证券整理

(四) 百度模式——围绕企业信息化的 ABC(人工智能+大数据+云计算)布局

依靠 ABC 战略，加速 B 端企业信息化布局。 ABC 战略中的 A (人工智能) 领域，百度是基础技术积累最多的企业，积累了大量模型、算法，也积累了大量人才。在 B (大数据) 领域，全网数据、多年搜索数据、自动驾驶积累的数据、语音语料积累的数据，百度的数据积累非常丰富。在 C (云计算) 领域，百度在 2013 年就拥有过万的 Hadoop 集群，现在则通过百度云开始向外界分享。百度以人工智能为中枢，以大数据为依托，以云计算为基础，深度结合并改造传统行业，真正提升每一个企业的运营效率。

百度云布局云计算三层次服务，具有重要战略地位。 在 IaaS 层，百度拥有国内最大的 GPU/FPGA 集群所构成的“百度大脑”的支持，以及最大的 HADOOP/SPARK 集群和运营效率最高的数据中心。在 PaaS 层，百度在语音、图像、自然语言处理等方面拥有杰出能力，百度将上百种算法模块整合到 PaddlePaddle 的云端托管分布式深度学习平台，客户可以使用各种算法模块、开发工具、数据引擎为自身的商业目的服务，此外，天算、天像、天工三大智能平台，分别提供智能大数据、智能多媒体、智能物联网服务。SaaS 层方面，百度重视对垂直行业的理解、渗透和方案定制，着力发展医疗云、教育云、金融云、交通云、物流等。2017 年，百度云收入同比增长三倍，流量是去年的八倍，客户数增长了十倍，而且百度不断在财报里提到，百度云具有重要战略地位。

图表 35 百度 B 端服务布局

销售	营销	AI	企业办公与HR	大数据	云平台
甘来科技	星途协议 Zingfront 智能 dynamic yield 数美科技 个推	Flow++ Visual Threat TigerGraph KITI.AI 曲速未来 阿丘科技 驭光科技 玄羽科技 声智科技 捷通华声	译马网	TrustGo Cloudflare Falcon Computing Solutions	加速乐 Woo Yun 捷通华声灵云 安全宝 知道创宇

资料来源: IT 桔子, 华创证券整理

加速买买买, 重点投资企业信息化领域。 据不完全统计, 百度在近 5 年的投资事件一共有 139 起, 合计投资额约是 1646 亿元, 近年来百度在投资并购方面稳中有升, 整体处于向上的发展态势。2017 年, 百度投资的 41 家企业中, 企业服务类的企业数量占比达到 26%, 是绝对的重中之重, 企业服务类中最多的是在人工智能企业, 百度 CEO 李彦宏也曾在多个场合公开所说, 百度要 All in AI。

图表 36 近 5 年百度投资事件的数量分布及 2017 年百度投资赛道分布



资料来源: IT 桔子, 华创证券

图表 37 百度近年来投资梳理

所属业务	时间	公司	地点	轮次	投资金额
销售	2017.11.13	甘来	广东	B 轮	未透露
营销	2017.03.02	数美科技	北京	A 轮	1000 万美元
	2017.07.24	Dynamic Yield	北美洲	C 轮	3100 万美元
	2017.06.28	个推	浙江	E 轮	未透露
	2018.08.21	星途协议	北美洲	种子轮	数千万人民币

所属业务	时间	公司	地点	轮次	投资金额
	2018.06.01	智线	北京	A 轮	共融资数千万
AI	2017.11.01	驭光科技	北京	A 轮	未透露
	2017.09.27	声智科技	北京	A 轮	未透露
	2017.10.30	所问数据	北京	A 轮	3500 万元
	2017.09.19	TigerGraph	北美洲	A 轮	3100 万美元
	2017.08.16	中国联通	北京	战略投资	780 亿元
	2018.06.27	VisualThreat	北美洲	A 轮	未透露
企业办公与 HR	2018.09	译马网	北京	A 轮	千万级
大数据	2017.05.09	Falcon Computing Solutions	北美洲	B 轮	800 万美元
	2013.2.13	TrustGo	北美洲	收购	3000 万美元
	2015.09.22	CloudFlare	北美洲	D 轮	共融资 1.1 亿美元
云平台	2012.11.1	加速乐	北京	B 轮	数千万人民币
	2012.5.14	Woo Yun	北京	A 轮	100 万元
	2013.05.06	捷通华声语音	北京	B 轮	数千万人民币
	2015.04.15	安全宝	北京	收购	未透露
	2012.11.09	知道创宇	北京	B 轮	数千万人民币

资料来源：华创证券整理

五、风险提示

中小企业生命周期短；技术落地周期长，政策因素；新业务发展不及预期。

通信组团队介绍

研究员：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：蒋颖

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500