

互联网巨头系列之阿里巴巴 (BABA)

论阿里巴巴的成长性和护城河

2018年11月25日

增持 (维持)

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

联系电话: 021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李磊

lilei@dwzq.com.cn

研究助理 肖文瀚

xiaowh@dwzq.com.cn

投资要点

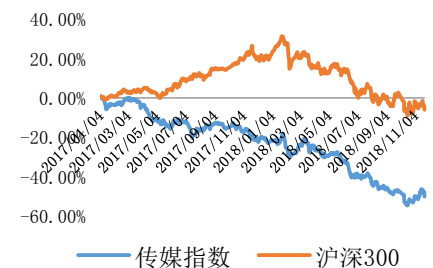
■ **阿里零售业务成长性主要有三个支点，分别是中国消费市场基本面、线上渗透空间，以及电商平台货币化潜力。**鉴于前两个维度的讨论已经比较多，我们重点剖析货币化潜力。我们认为，除了和线下百货一样提供商品交易平台，阿里对 B 端的服务广度和服务深度已经进入一个全新的层次，这将有助于其在巩固护城河的同时重新定义货币化空间。更深层次的 B 端服务可以从三个维度来看：第一个维度是手淘内容化，通过强运营能力增加用户停留时间，将淘宝、天猫打造成重要的品牌推广阵地。从阿里妈妈的角度来看，就是从效果广告走向品效合一的过程。第二个维度是消费者资产化，通过各个场景采集到的数据全方位识别消费者，帮助品牌商建立私有的消费者资产，全链路、全生命周期追踪消费者，提升营销效率。从阿里妈妈的角度看，就是 Uni marketing 体系下品牌数据银行正在做的事情。第三个维度是从 B2C 走向 C2B，提高库存周转率，改进供应链效率，通过创造价值实现自身价值。这三个维度都是基于数据的，数据是实现一切的基础。

■ **电商平台是典型的双边市场，具有一定的双边网络正外部性。双边网络拥有两方参与者，且一方参与者的行为会影响另一方参与者。**体现在电商平台上，商家越多的平台对用户的吸引力越大，用户越多的平台也能招揽更多的优质商家入驻。双边网络模型认为，当双边平台达到关键规模之后，就会开启一段自我维持的增长过程，先发者优势巨大，甚至可能直接对行业形成垄断。我们认为理论上的双边网络模型可以做两点补充。第一点，双边网络效应是存在边界的，当双边参与者达到边界规模之后，正外部性会明显减弱。此时，双边参与者的数量不再是关键，平台综合服务能力将成为影响 B 端效率和 C 端体验的核心。第二点，理论上的双边网络模型隐含了一个核心假设，即消费者需求是同质的，这无疑过度理想化。在现实世界中，人与人之间，同一个人不同时期，需求都是有差异的。正是这种差异化需求的普遍存在，新的电商平台们才有了诞生和发展的土壤。对于一个致力于成为综合型电商的平台公司来说，双边网络模型中自我维持的增长过程会遇到比理想环境多得多的困难。这种困难可能出现在 B 端扩品类上面，可能出现在 C 端扩用户上，也有可能两者皆有且互为负向循环。对于先发者，需要通过持续创新来进行破壁。对于追赶者，可以享受到先发者已经搭建好的基础设施，但也会面临先发者强劲的俯视打击。正如阿里商业体是一个生态一样，阿里的护城河亦是一个生态，这一点集中体现在“88VIP”会员上。

■ **新零售除了可以加固传统电商业务护城河，更是在拓宽业务边界。**在本地服务电商的布局上，阿里主要选择了两大解决方案，分别是口碑和饿了么组成的本地生活服务公司，以及盒马鲜生。两大解决方案互为协同，互为补充。(1) 对于口碑和饿了么来说，除了需要面临美团点评正面对抗之外，小程序亦有可能成为其水面之下的竞争对手。线下门店在通过口碑和饿了么完成触网的同时也在通过小程序进行数字化，如果微信给小程序开辟更优质的入口，口碑、饿了么、美团点评等本地生活中心化流量入口的根基均可能会受到影响。(2) 盒马鲜生是新零售时代重要的创新范本，其商业模式主要有两大优势。首先，前置仓模式下仓库是成本项，而仓店一体模式下门店可以创收。其次，线下门店可以达到曝光和获客的效果。盒马鲜生超过 50% 收入来自于线上，坪效远超同行，但考虑到最优秀的线下零售公司普遍也只有 2%-3% 的净利率，其长期盈利能力依然需要时间验证。

风险提示：宏观经济加速下滑、新零售业务竞争加剧、海外扩张不及预期。

行业走势



相关研究

内容目录

1. 阿里基本情况介绍	5
1.1. 阿里业务构成	5
1.2. 阿里发展历史	5
1.3. 两种典型的电商模式：平台 VS 自营	6
1.4. 阿里营收、利润、货币化情况	7
2. 论阿里成长性	8
2.1. 宏观经济增长是最大的基本盘	9
2.2. 渗透率：Who, What, and How ?	10
2.2.1. Who?	10
2.2.2. What?	11
2.2.3. How?	13
2.3. 货币化能力：从交易平台到更深层次的商家服务	14
2.3.1. 深度服务 B 端，重新定义货币化	14
2.3.2. 从 PC 到移动，正在发生什么？	15
2.3.3. 内容化提升用户参与度，阿里妈妈走向品效合一	17
2.3.4. 从一次性营销走向消费者资产运营，提升货币化潜力	20
2.3.5. C2B 模式改变商家成本结构，通过创造价值实现自身价值	21
3. 论阿里护城河	21
3.1. 有边界的双边网络效应，现实世界和理论世界的区别	22
3.2. 阿里妈妈大数据营销平台，划时代的全域营销方法论	24
3.3. 快速发展的菜鸟网络，目标全国 24 小时送达	26
3.4. 合伙人制度具有较强纠错能力，打通管理人员上升通道	28
4. 布局新零售	29
4.1. 新零售的两个维度：整固护城河、拓宽业务边界	29
4.2. 口碑+饿了么：与美团点评的一战，以及水面下的竞争对手	30
4.3. 盒马鲜生：新零售重要范式，盈利能力需时间检验	32
5. 总结	34
6. 风险提示	34

图表目录

图 1: 阿里业务结构图	5
图 2: 阿里发展史	5
图 3: 阿里营收、利润	7
图 4: 阿里业务结构	7
图 5: 阿里利润率	7
图 6: 阿里费用率	7
图 7: 淘宝 GMV、天猫 GMV 及增速 (亿)	8
图 8: 阿里中国零售业务货币化率	8
图 9: 2015Q3-2018Q3 阿里各业务 EBITA (亿)	8
图 10: 2015Q3-2018Q3 阿里各业务收入 (亿)	9
图 11: 2016Q2-2018Q3 中国零售业务收入构成 (亿)	9
图 12: 2012-2017 社消零售额规模及电商渗透率	9
图 13: 中国各级城市网购渗透率	10
图 14: 2015-2018Q3 阿里年度活跃买家数	11
图 15: 资深用户单量和消费额更高	11
图 16: 2017 年中国各行业线上渗透率情况	12
图 17: 家电、3C、服装等品类渗透率趋势	12
图 18: 电商基础设施的优化和创新	13
图 19: 阿里中国零售业务货币化率	14
图 20: 百货行业毛利率、净利率	14
图 21: 移动端 GMV 占比	15
图 22: 移动端货币化情况	15
图 23: 阿里巴巴将自然人 ID 化	16
图 24: 手机淘宝 APP 首页	17
图 25: 推荐产生的 PV 和推荐产生的 PV	18
图 26: 阿里用户停留时长	18
图 27: 2013-2020 年中国不同形式网络广告市场份额及预测	19
图 28: 手机淘宝历次改版	20
图 29: 消费者资产	21
图 30: C2B 模式下供需模型将被重塑	21
图 31: 头部电商 APP 用户规模	22
图 32: 移动购物行业人均独立安装 APP 数量	22
图 33: 有边界的双边网络模型	23
图 34: 先发者、追赶者成长轨迹	24
图 35: 现实世界的双边网络模型	24
图 36: 阿里妈妈数据赋能	25
图 37: 品牌和消费者 AIPL 关系	26
图 38: 线上线下数据打通	26
图 39: 菜鸟网络合作的作快递服务平台	27
图 40: 菜鸟联盟平均每日包裹量	27
图 41: 菜鸟网络改善运输速度	27

图 42: 菜鸟网络服务范围	28
图 43: 阿里合伙人类别	28
图 44: 阿里合伙人主要权力	28
图 45: Nike 智慧门店	29
图 46: 良品铺子智慧门店	29
图 47: 2017 年新零售品类市场规模及电商渗透率	29
图 48: 阿里本地生活服务公司赋能商家	30
图 49: 微信小程序首页	32
图 50: 微信附近的小程序功能	32
图 51: 盒马场景展示	32
图 52: 盒马 APP	32
表 1: 天猫平台各大品类佣金率	6
表 2: 天猫品类销售前十大占比	13
表 3: 阿里妈妈营销产品	14
表 4: 饿了么得到阿里系资源扶持	31
表 5: 各类线下门店坪效	33
表 6: 零售行业净利率水平	33

1. 阿里基本情况介绍

1.1. 阿里业务构成

阿里旗下有四块业务，分别为核心商业（电商、新零售、菜鸟等）、云计算、媒体娱乐和创新业务。作为国内最大的电商平台，其主要电商产品包括淘宝、天猫、聚划算等。2018 财年（2017/4/1—2018/3/31），淘宝+天猫的 GMV 达到 48,200 亿元，市场份额超过 65%。

图 1：阿里业务结构图

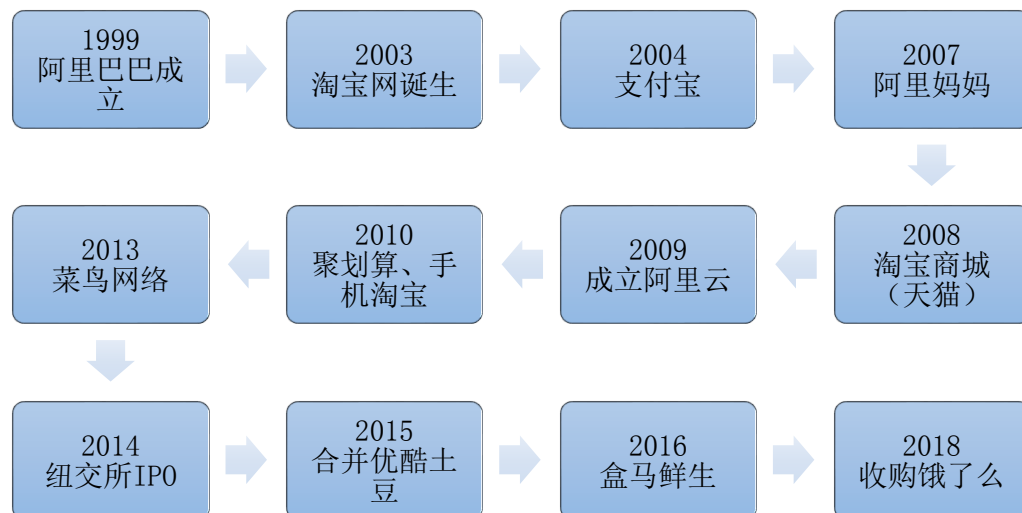
核心商业 (Core Commerce)	阿里云	数字媒体与娱乐	创新业务
			

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 阿里发展历史

1999 年，阿里在杭州成立，打造全球/国内批发贸易平台。2003 年，阿里创立了淘宝网，进军 C2C 电商市场。2004 年，阿里创立阿里旺旺和支付宝，极大地强化了平台基础设施。2008 年，阿里创立淘宝商城（2012 年改名天猫），开拓 B2C 业务。2009 年，阿里推出首款云计算业务，命名阿里云。2010 年，阿里推出手机淘宝，为阿里电商移动化迈出关键一步。2013 年，阿里推出菜鸟物流，菜鸟物流的目标是打造全国范围内任一地区实现 24 小时送达的商业基础设施。2016 年，阿里提出了新零售概念，通过内生和外延持续在新零售领域不断布局。

图 2：阿里发展史



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 两种典型的电商模式：平台 VS 自营

平台和自营是电商最典型的两种模式。淘宝、天猫、拼多多为平台模型，不涉足商品采买，只提供交易平台。亚马逊、京东、苏宁等主要为自营模式，盈利模式为赚采售差价。目前，亚马逊、京东等自营电商同样也在运营第三方交易平台，严格来说是自营+平台双模式。

平台电商的商业本质接近于商业地产。地产商修建购物中心，集聚人流量，将摊位出租给商家，通过租金或扣点的方式产生收入。阿里则是搭建虚拟购物平台，聚集人流量，将分配流量给商家，通过佣金和广告的方式进行变现。实体购物中心和虚拟购物平台均存在一定的双边网络效应。商家越多，对人流的聚集效应越强。人流量越大，对商家的吸引力也越强，购物中心/购物平台的商业价值也就越高。虚拟购物平台不受物理限制，常常演绎为强者恒强。自营电商本质接近于传统零售公司，盈利的关键在于供应链效率。自营模式两个要点，第一个是规模化采购降低进货成本，第二个是自建物流提高物流效率，进而减少流通成本。

淘宝只对有营销推广需求的商家收取一定的广告费用，在此基础之上，天猫还向商家收取一定的佣金费用。不同品类佣金率有一定的差异，服饰和鞋类箱包的佣金费率为5%，3C数码为2%，家电佣金费率是2%-5%。

表 1：天猫平台各大品类佣金率

天猫经营大类	软件服务费费率	软件服务年费（元）	享受 50%年费折扣优惠对应年销售额（元）	享受 100%年费折扣优惠对应年销售额（元）
服饰	5%	30000	180000	600000
		60000	360000	1200000
鞋类箱包	5%	60000	180000	600000

3C 数码	2%	30000	360000	1200000
家用电器	2%	30000	360000	1200000
	3%-5%	30000	360000	1200000

资料来源：阿里妈妈，东吴证券研究所

1.4. 阿里营收、利润、货币化情况

FY2018 (2017Q2-2018Q1)，阿里实现营收 2503 亿元 (YoY58%)，实现归属股东的净利润 640 亿元 (YoY 46%)。FY2014 到 FY2018，阿里营收 CAGR 为 47.8%，归属股东的净利润 CAGR 为 29%。伴随云计算、数字媒体娱乐等业务快速发展，FY2014 到 FY2018，核心商业收入占比从 95%下降至 83%。

图 3：阿里营收、利润

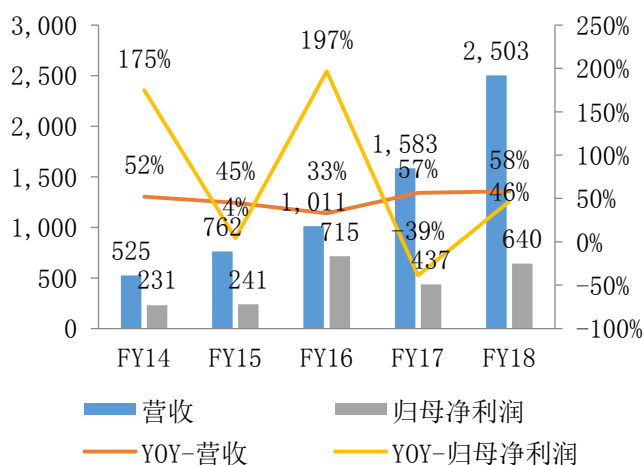
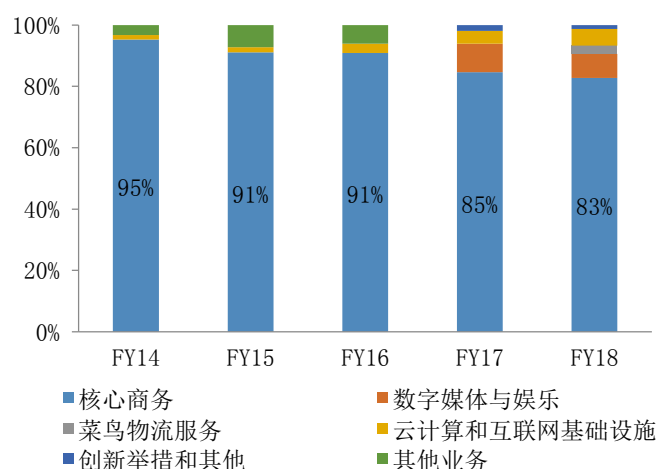


图 4：阿里业务结构

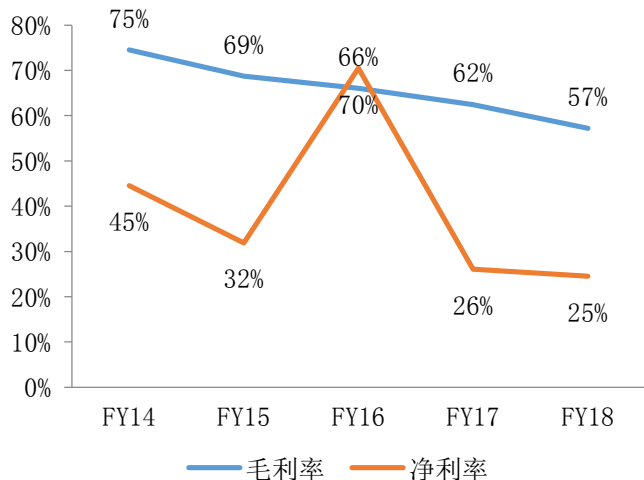


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

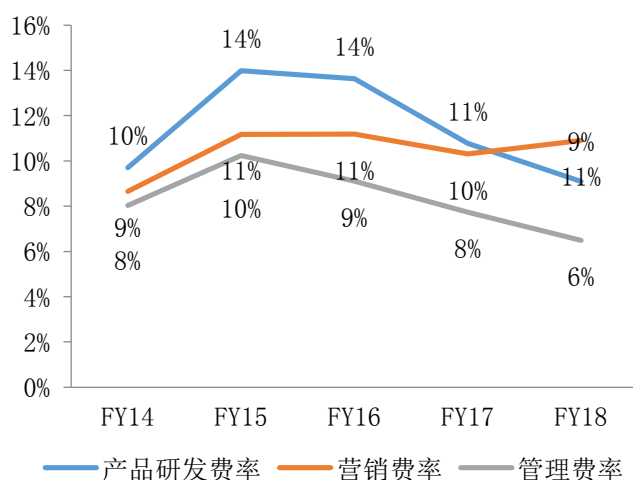
FY2014 到 FY2018，阿里毛利率从 75%下滑至 57%，毛利率下滑主要源于收入结构改变。核心商业收入占比下降，而核心商业是高毛利率业务。另外，核心商业中饿了么、Lazada、盒马鲜生、菜鸟网络等业务尚处于投入期，对毛利率也有一定的拖累。

图 5：阿里利润率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：阿里费用率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

FY2018, 阿里中国零售业务 GMV 达到 4.82 万亿, 其中淘宝贡献 26890 亿元, 天猫贡献 21310 亿元。FY2014 至 FY2018, 淘宝 GMV 增速分别为 42%、36%、18%、17%、22%, 天猫 GMV 增速分别为 100%、68%、43%、29%、36%, 天猫 GMV 占比从 30% 上升至 44%。阿里向天猫商户收取一定的佣金, 并向淘宝和天猫商户提供直通车、钻石展位等营销工具, 按照 CPC/CPM 收取一定的广告费用。伴随天猫 GMV 占比提高, 阿里货币化能力快速提升。FY2013 至 FY2018, 阿里货币化率从 2.5% 上升至 3.66%。

图 7: 淘宝 GMV、天猫 GMV 及增速 (亿)

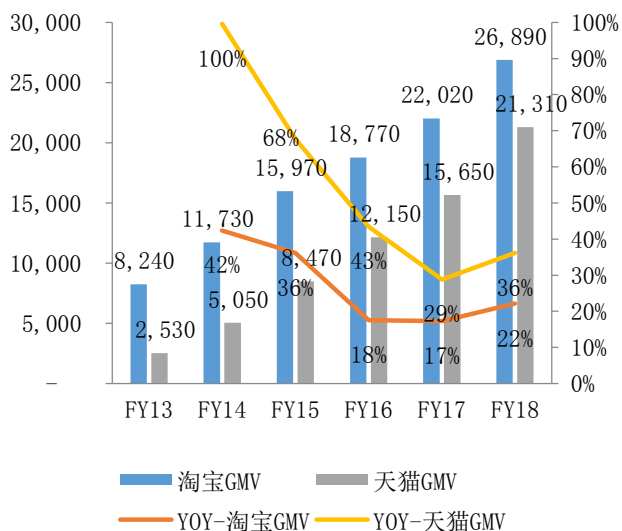
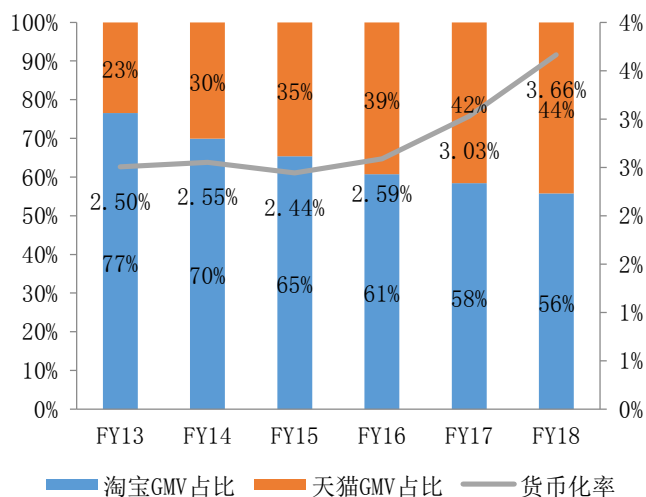


图 8: 阿里中国零售业务货币化率



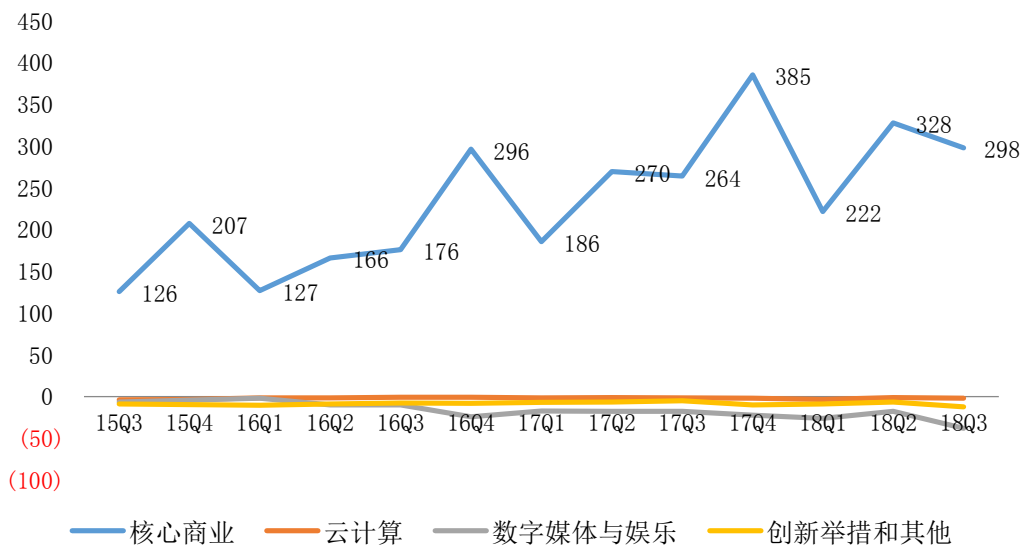
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 论阿里成长性

阿里主营业务包括核心商业、云计算、数字媒体与娱乐和创新业务。核心商业盈利能力强劲, 其他业务仍处于亏损状态。2018Q3, 核心商业、云计算、数字媒体与娱乐、创新业务 EBITA 分别为 298 亿、-2.3 亿、-38 亿、-12.4 亿。

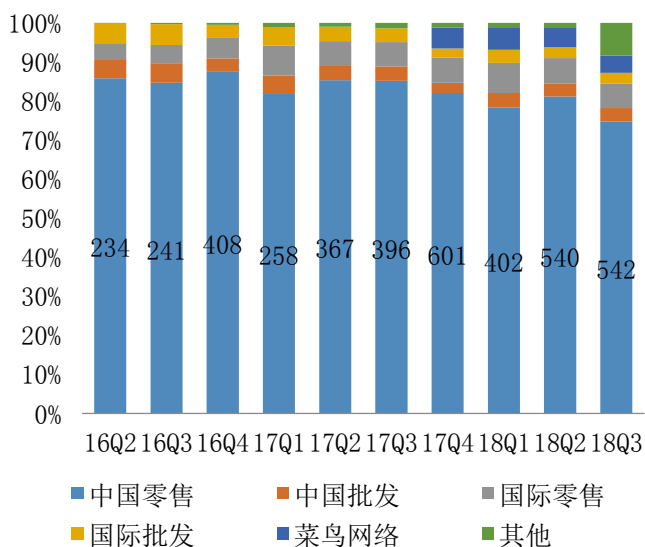
图 9: 2015Q3-2018Q3 阿里各业务 EBITA (亿)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

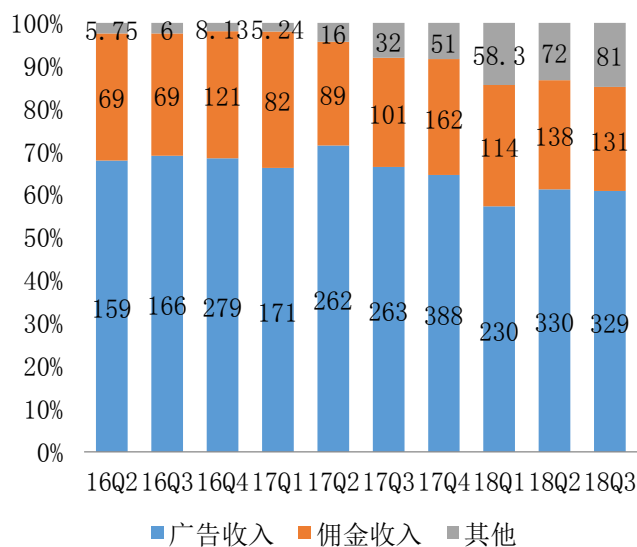
核心商业包括中国零售、中国批发、海外零售、海外批发、饿了么、菜鸟网络等业务。2018Q3，中国零售收入占核心商业 75%，中国零售收入主要由广告收入和佣金收入组成。2018Q3，广告收入占比约 60%，佣金收入占比约 24%，是阿里主要现金流来源。

图 10：2015Q3-2018Q3 阿里各业务收入（亿）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：2016Q2-2018Q3 中国零售业务收入构成（亿）

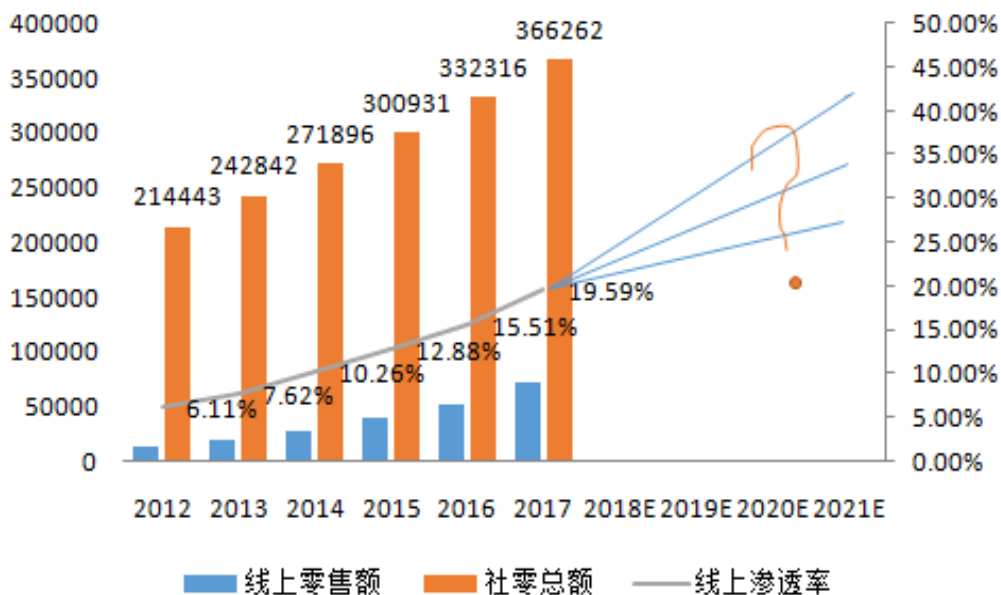


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 宏观经济增长是最大的基本盘

电商行业 GMV=社零总额*电商渗透率，宏观经济增长是阿里增长最大的基本盘。2018 年 1-9 月，中国社零总额达到 27.4 万亿，同比增长 9.3%。未来几年中国经济增长面临减速，但考虑到中国经济逐步从投资拉动走向消费拉动，预计社零增速仍将超过 GDP 增速。

图 12：2012-2017 社消零售额规模及电商渗透率



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

2.2. 渗透率：Who, What, and How ?

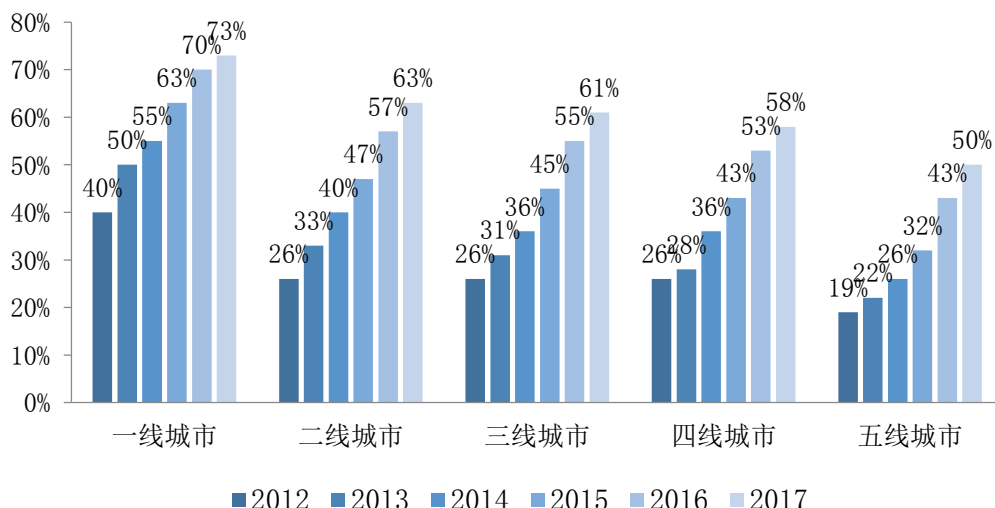
$$\text{电商渗透率} = \sum_{XY} \frac{X \text{线城市消费额} * (Y \text{品类消费占比} * Y \text{品类电商渗透率})}{\text{社会总消费额}}$$

2017年，我国社零总额为366262亿元，其中线上零售额71751亿元，电商渗透率达到19.6%（线上零售额包括虚拟物品和实物商品，实物零售占比约为80%）。我们认为，电商增速放缓的趋势客观存在，但电商在人群（Who）和品类（What）上依然存在一定的渗透空间，而VR/AR、智慧物流、大数据等技术的发展对渗透过程将起到积极的作用（How）。

2.2.1. Who?

在人群角度看，电商下沉空间依然较为明显。我国城乡发展差距较大，高线城市网购人群渗透率明显高于低线城市。根据贝恩咨询的数据显示，2017年一线城市73%的人群有过网购经历，而这一数字在五线城市仅为50%。2018Q2，阿里新增年度活跃买家达到2400万，其中80%来自低线城市。2018Q3，阿里新增年度活跃买家2500万，其中75%来自低线城市。截止目前，阿里年度活跃买家6.01亿人，距离8亿网民仍有一定距离。

图 13：中国各级城市网购渗透率

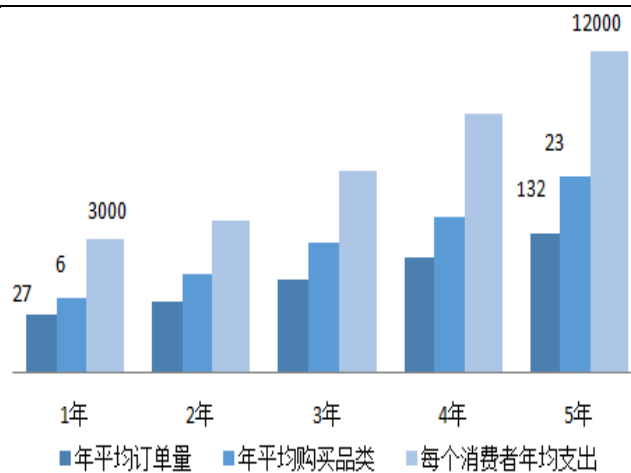
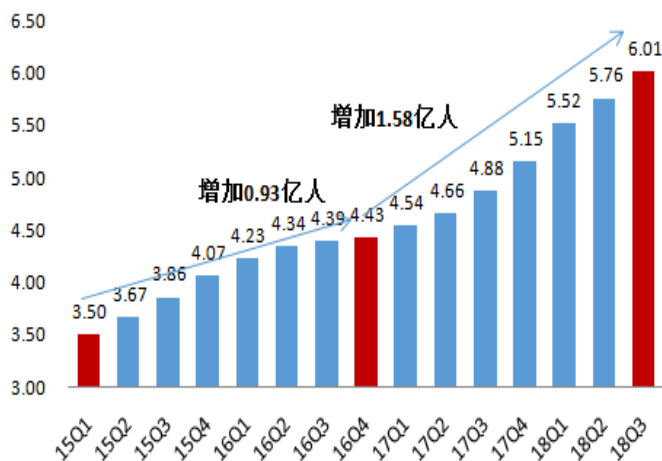


资料来源：凯度数据，贝恩咨询，东吴证券研究所

根据阿里在投资者日披露的数据显示，用户下单量和网购金额会随着网购年龄增长而快速增长。一年经验的网购用户平均下单数量仅为 27 单，而五年经验的网购用户平均下单数量达到 132 单。一年经验的网购用户平均年消费支出仅为 3000 元，而五年经验的网购用户平均年消费支出达到 12000 元。2015Q1 到 2016Q4，阿里年度活跃买家增加 9300 万。2016Q4 到 2018Q3，阿里年度活跃买家增加 1.58 亿。数量庞大的新增活跃买家为后续增长提供了一定安全垫。

图 14: 2015-2018Q3 阿里年度活跃买家数

图 15: 资深用户单量和消费额更高



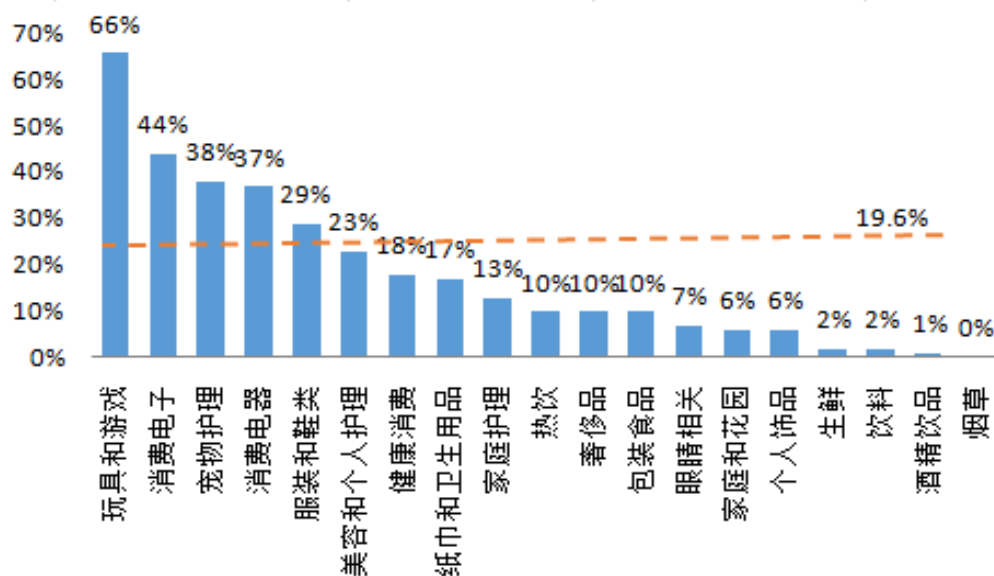
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：阿里巴巴投资者日，东吴证券研究所

2.2.2. What?

品类特性（是非标品、物流成本等）和网购人群（年轻人和老年人购物需求存在一定差异）阶段性决定各个品类渗透率。根据 Euromonitor 的数据显示，2017 年我国电商渗透率为 19.6%。玩具游戏（包括网游）、消费类电子、宠物护理、消费类电器、服装鞋类等品牌渗透率排名前五，渗透率分别达到 66%、44%、38%、37%、29%。FMCG 渗透率则普遍低于 10%，市场体量达 4.7 万亿的生鲜品类渗透率仅为 2%。

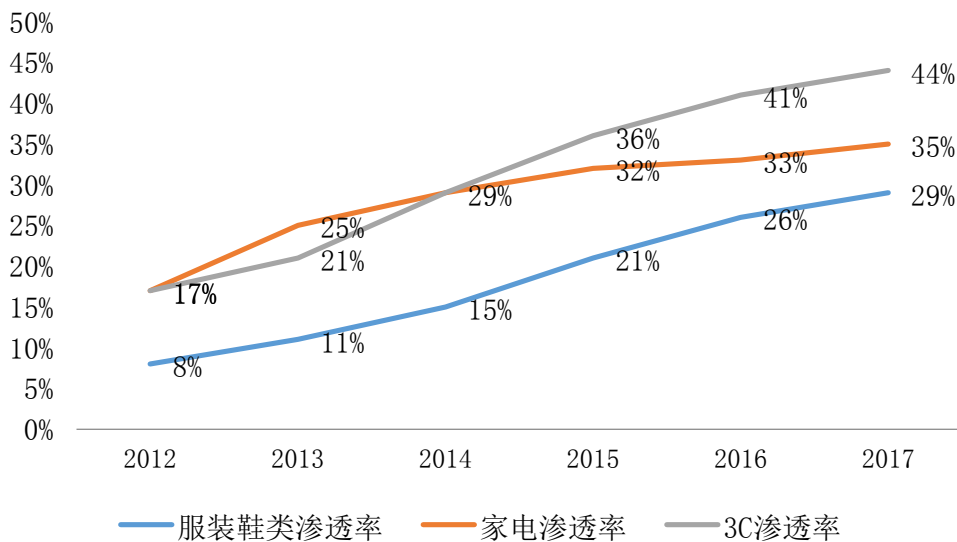
图 16：2017 年中国各行业线上渗透率情况



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

对于渗透率较高的家电、3C、服装等品类，线上零售额增速仍远超线下零售额增速，渗透还在进行中。对于渗透率较低的 FMCG，则可以通过新零售来构建解决方案。传统电商品类+FMCG 整体渗透空间依然还比较大。由于 FMCG 在解决方案上显著区别于传统电商品类，我们先主要讨论家电、3C、服装等传统电商品类，而 FMCG 则主要放在新零售章节进行讨论。

图 17：家电、3C、服装等品类渗透率趋势



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

根据魔镜数据统计数据显示，在 2017 年“双 11”活动中，服饰内衣销售额排名第一，占比 16.39%。运营商通讯销售额排名第二，占比 14.29%。家电销售额排名第三位，占比 8.53%。电脑办公销售额排名第四，占比 4.64%。手机（运营商合约机/配件）销售额排名第五，占比 3.29%。我们假设“双 11”销量占比和全年销量占比一致，计算出

2017 财年天猫各大品类单独的 GMV 数据。结合不同品类不同的佣金率情况，得出天猫平台各品类佣金收入排序依次为：服饰内衣（175 亿）、个护化妆（50 亿）、运动健康（39 亿）、家居家装（39 亿）、家具（36 亿）、家用电器（36 亿）、母婴用品（26 亿）。基于我们假设的预测值（464.6 亿，但不包含 GMV 为 5833 亿的其他品类）与实际值（465.3 亿）存在一定偏差，但各个品类的排序大致成立。服饰、美妆等品类是天猫佣金贡献最大的品类，是天猫不可丢失的堡垒。

表 2：天猫品类销售前十大占比

按照双十一占比推测各个品类全年 GMV 及佣金						
行业品类	所占类别	对应 GMV (亿)	浮动佣金率	对应浮动佣金(不考虑折扣和退货)	佣金占比(估算浮动佣金/2017 年中国零售佣金收入)	
服饰内衣	16.39%	3,492.71	5%	174.64	37.50%	
个护化妆	5.88%	1,253.03	4%	50.12	10.80%	
运动健康	3.68%	784.21	5%	39.21	8.40%	
家居家装	3.63%	773.55	5%	38.68	8.30%	
家具	3.42%	728.8	5%	36.44	7.80%	
家用电器	8.53%	1,817.74	2%	36.35	7.80%	
母婴	4.92%	1,048.45	2%-5%	26.21	5.60%	
电脑办公	4.64%	988.78	2%	19.78	4.30%	
食品饮料、保健产品	3.96%	843.88	2%	16.88	3.60%	
手机(运营商合约机/配件)	3.29%	701.1	2%	14.02	3.00%	
运营商通讯	14.29%	3,045.20	0.40%	12.18	2.60%	
其他	27.37%	5,832.55	-	-	-	
合计	100%	21310		464.5		
2017 财年天猫商城实际数据						
天猫 GMV				21,310		
中国零售实际佣金收入				465.3		

资料来源：魔镜数据，公司公告，东吴证券研究所

2.2.3. How?

在优化基础设施的基础上进行一定的创新，减少电商购物中存在的各种摩擦，是推动电商渗透广度和渗透深度的关键。基础设施优化和创新主要包括三个层面，分别包括通过新物流减少流通摩擦、通过 VR/AR 技术减少体验摩擦、通过大数据精准推送刺激消费者购买欲，蚕食一些本来属于线下的交易行为。

图 18：电商基础设施的优化和创新



资料来源：东吴证券研究所

2.3. 货币化能力：从交易平台到更深层次的商家服务

2.3.1. 深度服务 B 端，重新定义货币化

阿里妈妈是阿里电商业务货币化平台，旗下营销产品直通车（按照 CPC 收费）、钻石展位（按照 CPM、CPT 收费）、淘宝客（按照 GMV 扣点收费）是阿里电商业务主要的收入来源。除此之外，阿里妈妈旗下广告交易系统 TANX 亦是最大的 ADX 之一，非淘系媒体可接入 TANX，对接淘宝和天猫商家的营销推广需求。媒体通过售卖广告位获得收入，阿里通过 ADX 收取一定的费用。

表 3：阿里妈妈营销产品

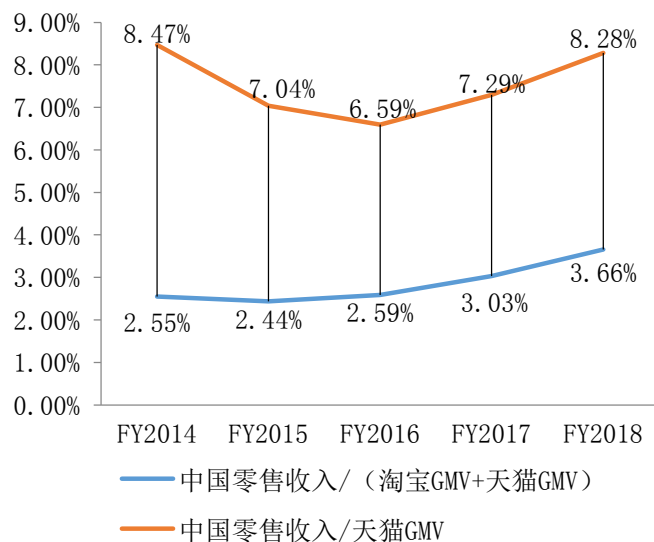
	淘宝网	天猫	聚划算
淘宝卖家	P4P 直通车、钻石展位、 淘宝客、店面费用	不适用	佣金、安置费
天猫卖家	P4P 直通车、钻石展位	佣金、P4P 直通车、 钻石展位、淘宝客	佣金、安置费

资料来源：阿里巴巴招股说明书，东吴证券研究所

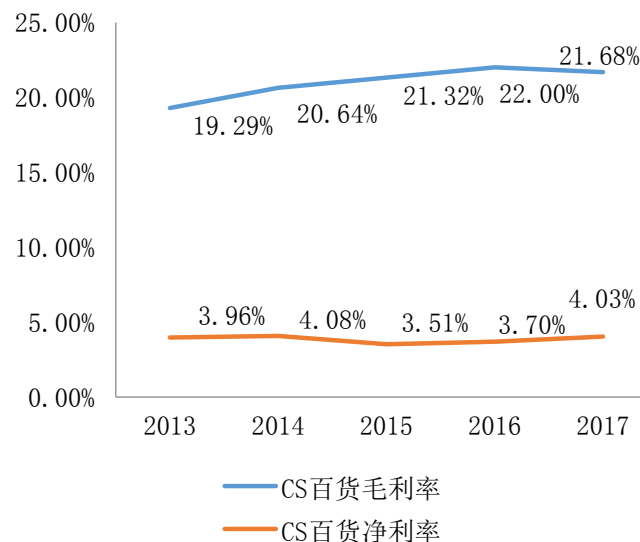
2018 财年，阿里中国零售业务货币化率为 3.66%。假设广告均由天猫商户投放，天猫货币化率将达 8.28%，天猫商户实际成本在 3.66%-8.28% 之间。2017 年，中国百货行业毛利率为 21.63%，如不考虑退货和未支付订单带来的 GMV 失真，以及天猫商户租用线下场地、摄影、客服等带来的额外开销，线上开店成本仍明显低于线下开店成本，货币化率具备提升条件。

图 19：阿里中国零售业务货币化率

图 20：百货行业毛利率、净利率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所



资料来源：WIND，东吴证券研究所

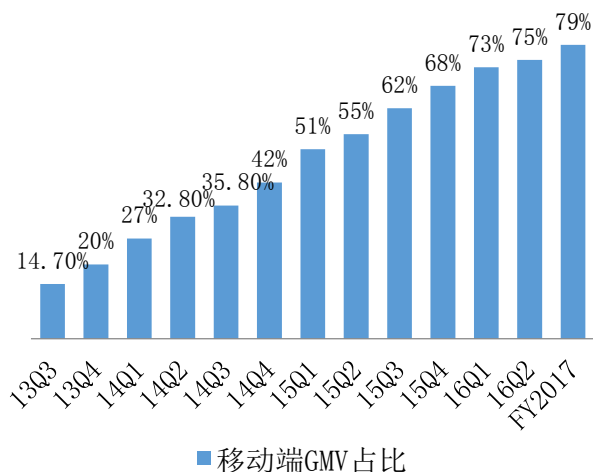
除了和百货商场一样提供商品交易平台，通过创新，阿里对品牌商的服务正在进入一个全新的层次，这将有助于打开货币化空间。更深层次的品牌商服务可以从三个维度来看，第一个维度是手机淘宝内容化，通过强运营能力提升用户停留时间，将淘宝、天猫打造成重要的品牌推广阵地。从阿里妈妈的角度来看，就是从效果广告走向品效合一的过程。第二个维度是消费者资产化，通过各个场景采集到的数据识别消费者，帮助品牌商建立属于自己品牌的消费者资产，全链路、全生命周期追踪消费者，提升营销效率。从阿里妈妈的角度看，就是 Uni marketing 体系下品牌数据银行正在做的事情。第三个维度是从 B2C 走向 C2B，提高库存周转率，改进供应链效率，通过创造价值实现自身价值。这三个维度都是基于数据的，数据是实现一切的基础。深层次的商家服务既是阿里增长助推器，也是阿里护城河。

2.3.2. 从 PC 到移动，正在发生什么？

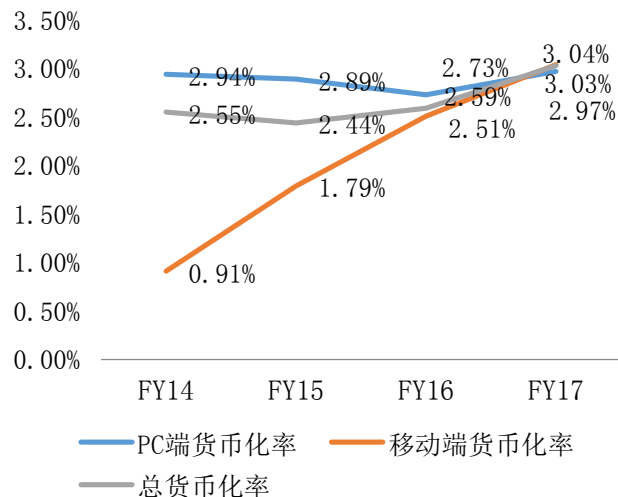
2013Q3，移动端 GMV 占比为 14.7%。2017 财年，移动端 GMV 占比增至 79%。2018 年“双 11”期间，移动端 GMV 占比超过 90%。移动化伴随触网终端和消费习惯的变化，对用户使用时长、用户粘性、以及平台货币化能力影响重大。对于阿里来说，移动化带来最大的两个变化分别是（1）阿里收集到了远超 PC 时代的用户数据。（2）移动化让天猫/淘宝从工具走向了可玩可逛的线上购物中心。

图 21：移动端 GMV 占比

图 22：移动端货币化情况



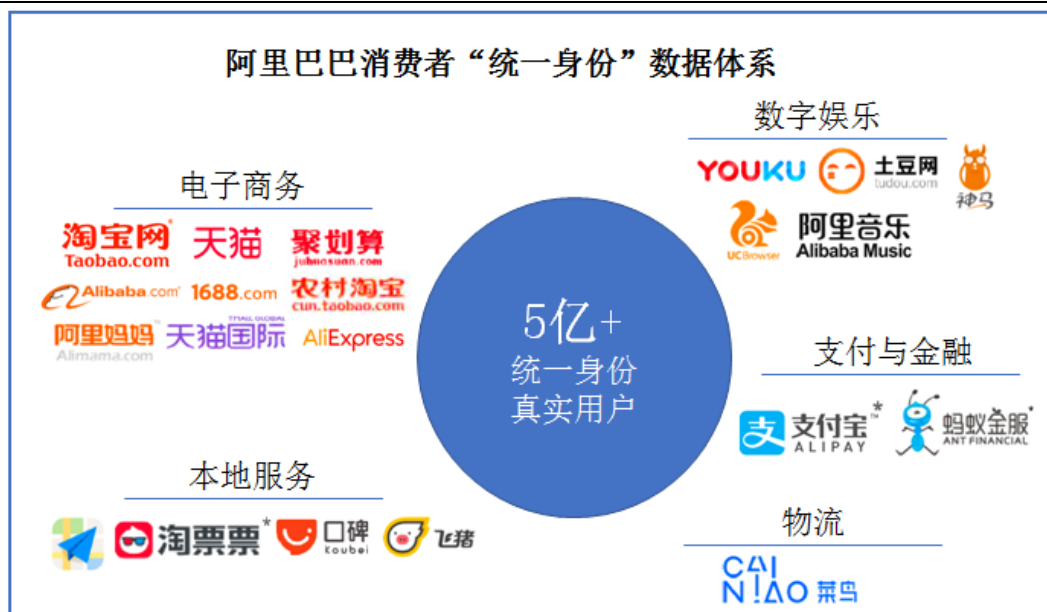
资料来源：公司公告，东吴证券研究所



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

PC 互联网时代，用户数据沉淀在与用户发生交互的各大网站上，而将用户足迹匹配起来的技术主要是基于 Cookie 的。一个常规的个性化分发过程是：某网页收到一个 PV 请求，网页将请求发给广告交易平台 ADX，ADX 收到请求后向接进来的各大 DSP 发出信息，有一个 Cookie 是这样的用户马上要浏览某网页，对这个用户感兴趣的广告主请进行竞价购买。Cookie 技术让个性化分发成为现实，但 Cookie 有一些难以避免的问题。首先，多人共享一台电脑会形成信息噪音。其次，Cookie 是不稳定的。智能手机出现之后，情况发生了变化，每台手机只属于一个用户，线上行为均可以和手机 ID 匹配起来，而手机 ID 是独立且稳定的。除此之外，互联网公司能够掌握的数据维度也在变多。PC 互联网时代，用户线上行为以资讯获取和线上娱乐为主，采集到的数据往往基于兴趣维度。移动互联网出现之后，互联网对日常生活的渗透大幅跃升，更多场景开始触网。高德地图产生的生活轨迹数据、饿了么产生的外卖配送数据、线下支付产生的交易数据等等，都在数据定义用户上提供了更多可能。

图 23：阿里巴巴将自然人 ID 化



资料来源：东吴证券研究所

从 PC 到移动，互联网公司对用户的识别进入到了一个崭新的高度。通过手机淘宝、支付宝、优酷土豆、高德地图、淘票票等平台在不同场景沉淀的各种数据，阿里更加精准地识别消费者，进而进行千人千面的分发。千人千面在刺激消费上极有作用。另外，千人千面亦提升了商品和用户的匹配度，进而提升平台广告转化率，对平台货币化能力也意义重大。

2.3.3. 内容化提升用户参与度，阿里妈妈走向品效合一

淘宝、天猫在服装、美妆等冲动性消费的品类上拥有极大的优势。手机淘宝 APP 开辟了淘宝直播、淘宝头条、微淘、有好货等创新栏目，在阿里精细化运营之下，走向内容化和社交化。在此基础上，阿里向用户精准推送其可能感兴趣的物品，使得淘宝越来越具有“逛”的属性。从工具平台到内容平台是手淘一直以来的进化方向。2015 年，手淘搜索产生的 PV 远超推荐产生的 PV。2018 年，推荐产生的 PV 已经大幅反超搜索产生的 PV。根据艾瑞咨询的数据显示，手淘用户深度远超其他购物 APP。有 23.6% 的手淘用户单日停留时间超过 30 分钟，21.7% 的手淘用户单日停留时间达到 10-30 分钟，远超京东、苏宁等购物 APP。

图 24：手机淘宝 APP 首页

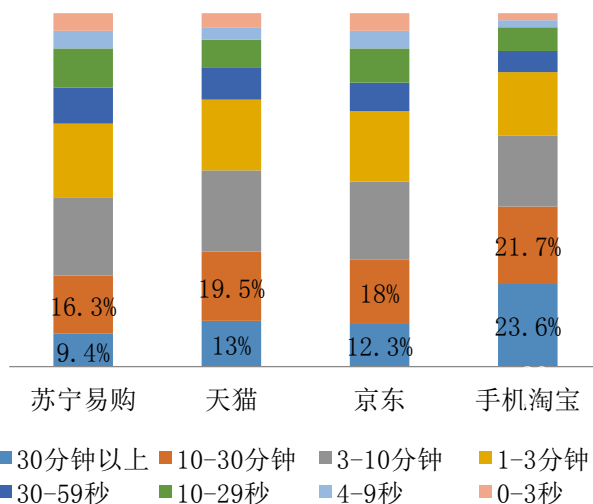
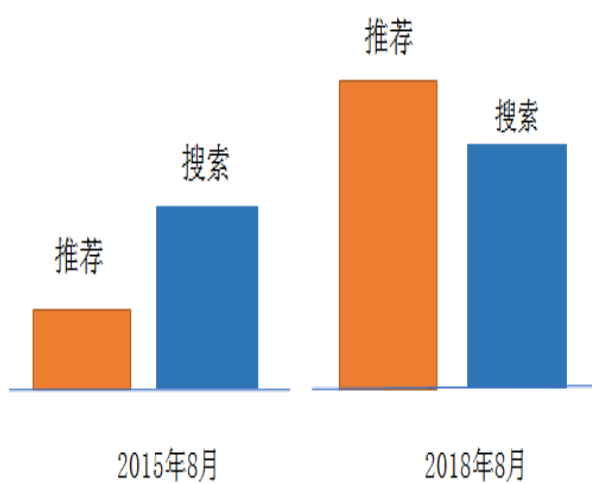


资料来源：手机淘宝 APP，东吴证券研究所

“逛”的属性最直接的影响是刺激用户消费，和提升平台用户粘性。根据阿里投资者日披露的数据，阿里年消费超过一万元的深度用户留存率高达 98%。与此同时，“逛”的属性亦有助于提升电商平台货币化能力。越来越多的品牌开始选择将天猫作为重要的品牌推广阵地，阿里从纯粹的商品交易平台走向了“用户培育+品牌展示+商品交易”的综合平台。对于阿里妈妈来说，这也意味着变现方式从效果广告走向了品效合一。另外，为了帮助品牌商更好的进行品牌推广，阿里推出了“天合计划”。品牌商基于自有采买的非淘系的媒体投放内容，进行天猫品牌视觉元素的植入，以此形成联合投放，从而置换获得更多阿里系内资源投放。

图 25：推荐产生的 PV 和推荐产生的 PV

图 26：阿里用户停留时长

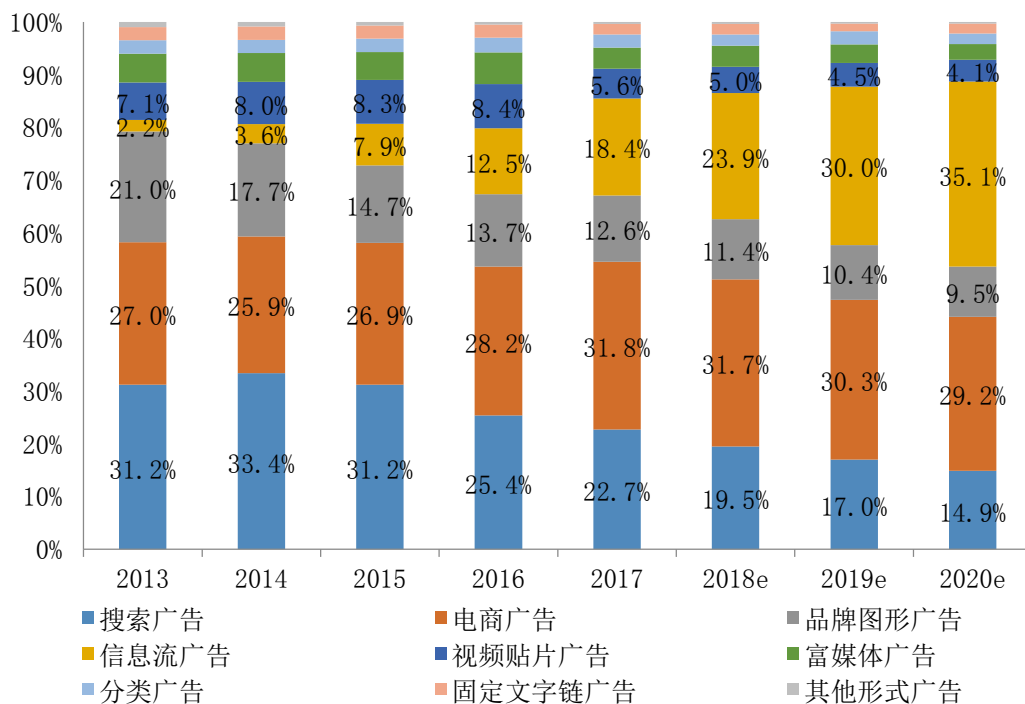


资料来源：公司资料，东吴证券研究所

资料来源：公司资料，东吴证券研究所

根据艾瑞咨询的统计数据显示，2017年互联网广告市场中，电商广告、搜索广告、品牌图形广告、信息流广告占比分别为31.8%、22.7%、12.6%、18.4%。从商业本质来讲，效果广告时代的阿里妈妈主要抢走的是线下地产商的生意，而品效合一时代的阿里妈妈，开始和提供品牌图形广告、信息流广告、富媒体广告的媒体进行竞争。2018年4至6月，手机淘宝平均每日短视频播放量达到19亿次。即使按照CPM10元的低价计算，单日广告展示价值亦达到1900万元（没有货币化，但是实际上为商家产生了价值）。用户停留时间越长、商家内容运营能力越强，淘宝和天猫平台产生的品牌展示价值也就越大。

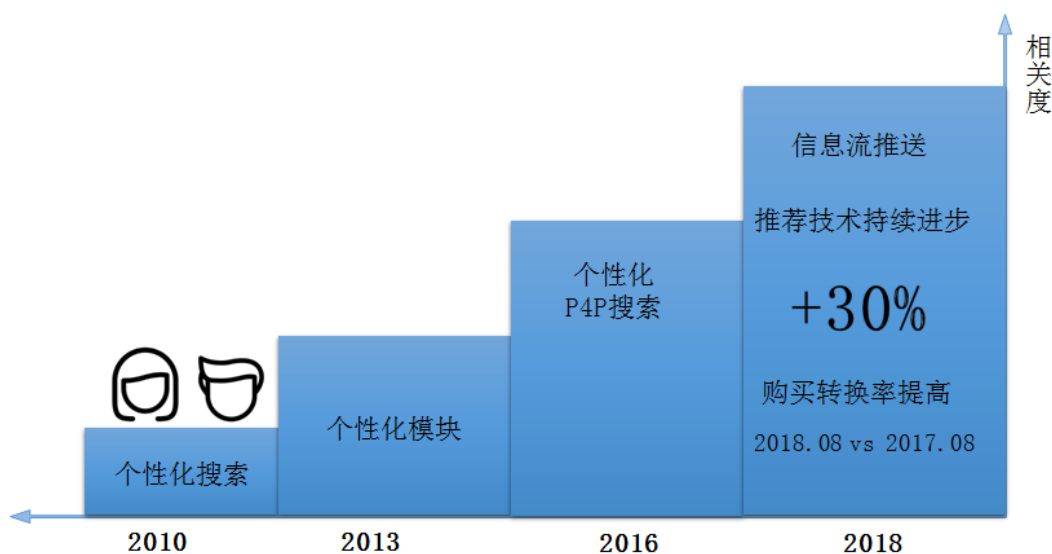
图 27：2013-2020 年中国不同形式网络广告市场份额及预测



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

手机淘宝历史上经历了数次改版。最初，阿里根据用户年龄、性别、历史购物数据的初等特征识别用户偏好。随着数据积累和推荐技术持续进步，阿里从识别偏好（你之前购买过 X，可能你会喜欢 Y）向识别个人（你是一个 35 岁住在 A 地点的单身男性，已经购买了去迪拜的机票）进行过度。2018Q3，手机淘宝再次进行改版，进一步提升信息流在商品分发上的权重。根据阿里披露的数据，2018 年 8 月天猫用户购买转化率较之去年同期提升了 30%。鉴于宏观经济下行对平台商家带来了较大压力，以及商家学习信息流营销尚需要一定的时间，阿里暂时未对信息流进行货币化，这也为阿里后续货币化留足了空间。

图 28：手机淘宝历次改版



资料来源：阿里投资者日，东吴证券研究所

2.3.4. 从一次性营销走向消费者资产运营，提升货币化潜力

对于品牌商来说，追求交易只是一个方面。如何运营、管理和洞察消费者、如何驱动新用户对品牌形成正向认知，如何增强老用户对品牌的忠诚度同样重要。这是品牌商一直以来的诉求之一，如今阿里妈妈正在让这一切变成现实。阿里妈妈 Uni marketing 体系下品牌数据银行记录品牌与消费者在各个场景中产生的各种联系。基于一定的算法，阿里妈妈用一个具体的数字反应品牌从认知、兴趣、购买、忠诚 (AIPL) 所有关系环节上产生的价值，形成消费者资产。消费者资产基于现有品牌消费者人群，预测未来 3 年该人群将为品牌创造的价值。这改变了过去仅用 ROI 评估营销效果的局面，品牌的营销投入可以直接反应在消费者资产中，通过消费者资产变化来衡量营销效率（譬如，一次营销活动后，A 品牌的数据银行中消费者资产增加了 10 亿）。消费者资产由一次又一次的营销活动中累计得来，又将指导品牌商新的营销活动，将短期营销活动变成长期的营销规划。

消费者资产运营为商家提供的服务广度和服务深度远超单纯意义上的电商交易平台，为品牌商创造了极大的价值，对阿里货币化潜力具有十分积极的作用，也是阿里护

城河的重要组成部分。

图 29：消费者资产

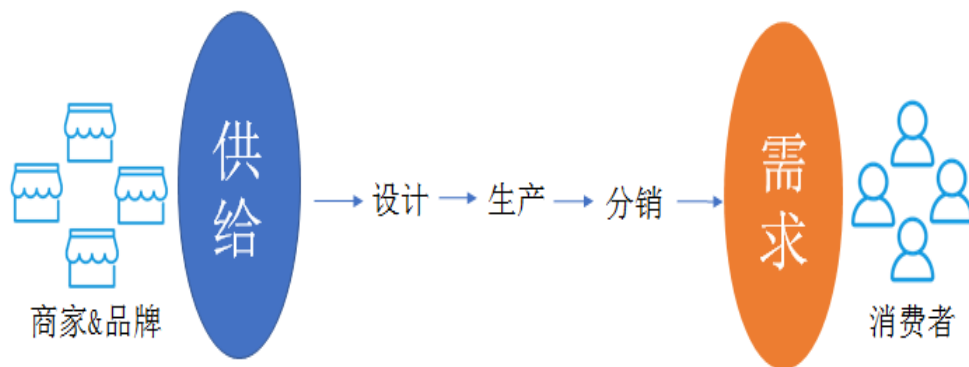


资料来源：阿里巴巴投资者日，东吴证券研究所

2.3.5. C2B 模式改变商家成本结构，通过创造价值实现自身价值

电商对供应链的反哺和重塑已经慢慢开始。现有 B2C 模式下，商家对消费者和消费需求知之甚少，往往只是基于过往经验或数据进行一定的市场预判。产出和需求一旦出现不匹配，便会降低库存周转率，进而影响商家经营效率。阿里着手于供应链各个环节的数字化改造，在这之后，C2B 模式将越来越普遍。在 C2B 模式下，商家可以知道消费者的具体需求并协助商家生产、制造相应的产品，通过市场需求迅速改变供应链，提升生产效率。从 B2C 到 C2B，阿里在创造价值的同时亦将实现自身价值。

图 30：C2B 模式下供需模型将被重塑



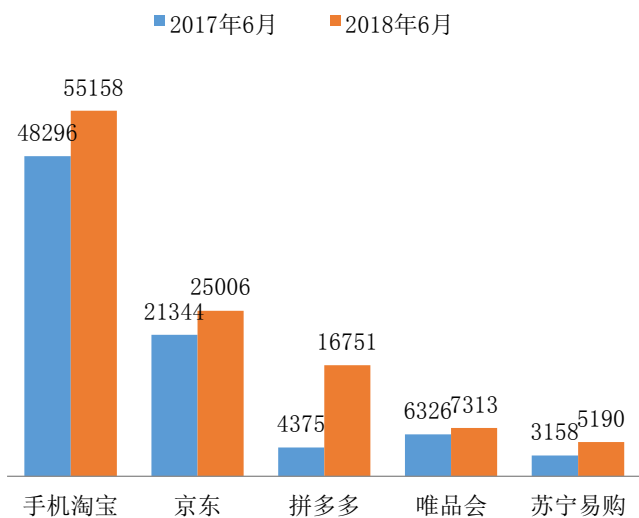
资料来源：阿里巴巴投资者日，东吴证券研究所

3. 论阿里护城河

电商平台在本质上接近工具类 APP。根据 Questmobile 的数据显示：2017 年 3 月，30% 的移动互联网用户安装一个购物类 APP，35% 的移动互联网用户安装两个购物类 APP。2018 年 3 月，安装一个购物类 APP 的比例降至 20.3%，安装二个购物类 APP 的比例降至 23.7%。越来越多的移动用户选择在手机中安装 3 个、4 个、5 个甚至更多购物类 APP。用户在不同购物类 APP 中进行比价的成本很低，那么电商平台的护城河又

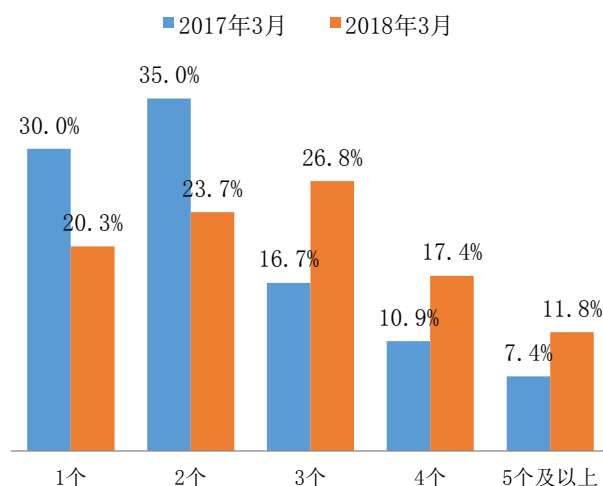
在哪里？

图 31：头部电商 APP 用户规模



资料来源：Questmobile，东吴证券研究所

图 32：移动购物行业人均独立安装 APP 数量



资料来源：Questmobile，东吴证券研究所

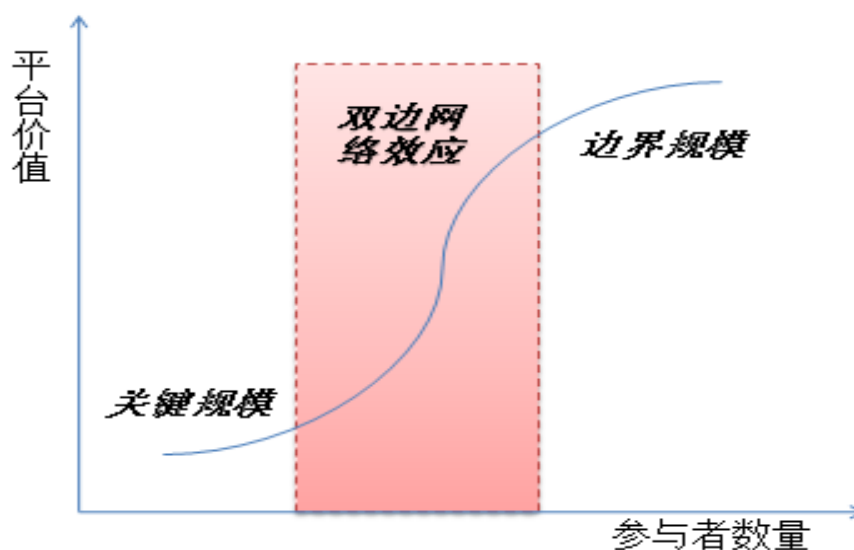
我们认为，阿里最直接的护城河是互为正外部性的海量商家和最广泛最深度的用户群体。通过持续创新，阿里已经构建起远超同行的 B 端服务能力，进而大大地增强了商家端粘性。利用大数据和强运营能力，手淘逐步呈现出内容化、社交化、精准化的趋势，用户端粘性也得到了加强。另外，拟继续投资千亿元搭建的菜鸟网络、具有纠错+激励双重作用的合伙人组织架构等均是阿里护城河的组成部分。正如阿里商业体是一个生态一样，阿里的护城河亦是一个生态，这一点集中体现在“88VIP 会员”上。

3.1. 有边界的双边网络效应，现实世界和理论世界的区别

电商平台是典型的双边市场，具有一定的双边网络正外部性。与单边网络不同，双边网络拥有两方参与者，且一方参与者的行为会影响另一方参与者。体现在电商领域，即商家越多的平台对用户的吸引力越大，用户越多的平台也能吸引更多的优质商家入驻。阿里是中国最早的规模化电商平台，在双边网络效应下快速成长为全球最大的电子商务公司之一。

我们认为理论意义上的双边网络正外部性可以做两点补充。第一点，双边网络正外部性是存在边界规模的。在平台起步阶段，当平台达到关键规模（即平台点燃引擎所必须的各方参与者最小数量）之后，就会开启一段自我维持的增长过程。但当平台达到边界规模，双边网络正外部性就会开始减弱。边界规模在多边网络平台上普遍存在。对电商平台来说，15 万品牌商和 20 万品牌商对用户经验的差异并不明显。对出行平台来说，三分钟接人和四分钟接人对用户经验的差异也并不明显。在双边网络到达边界规模之后，双边参与者数量变得不再关键，平台综合服务能力将成为影响 B 端效率和 C 端体验的核心。反应在电商平台上，体现为赋能强、精准推送、售后好、物流快等。反应在出行平台上，则体现为服务态度好、不绕路、安全等。对于已经跨过边界规模的阿里来说，这正是其致力于的方向。

图 33：有边界的双边网络模型



资料来源：东吴证券研究所绘制

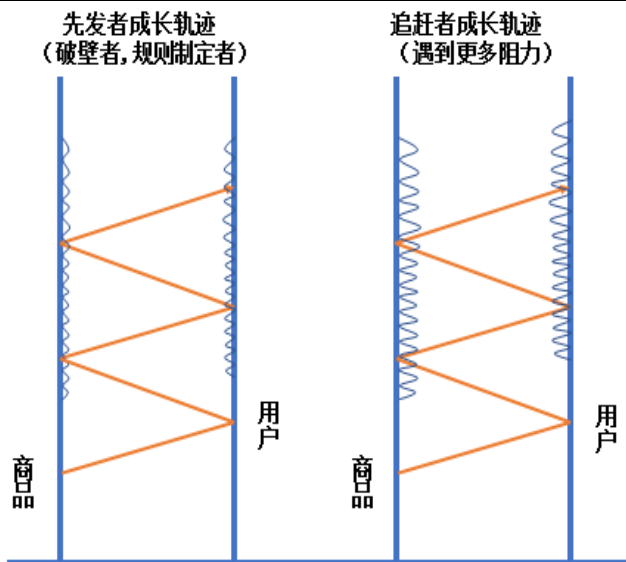
第二点，理论上的双边网络模型里隐含了一个核心假设，即消费者需求是同质的，这过度理想化。在现实世界中，人与人之间，同一个人不同时期，需求都是有差别的。差别化的用户需求给各类电商平台提供了诞生和发展土壤，因此我们能够看到先发者往往并不具备绝对的垄断性。（不同双边网络中，需求的同质化程度不一样。电商平台需求同质化最弱，外卖平台其次，出行平台需求同质化较强，因此UBER和滴滴的垄断能力也较强）

任何一个电商平台规模化的背后一定是其满足了某些用户的某些需求。中国人口基数大，城乡发展差异明显，不同人群在不同时期存在不同的用户需求。大部分电商平台始于某一个特定品类，例如京东始于3C、当当始于图书、聚美优品始于美妆、一号店始于日用零食。每一个垂直电商都有一颗综合电商的心，但不同品类特点不同，不同垂直电商在扩品类上拥有的禀赋和竞争力也就很不一样。3C 电商在扩品类战役中占据了竞争高地。一方面，3C是标品，电商渗透率可以很快起来，结合3C本身用户群很广，平台GMV能够做大。另一方面，3C客单价较高，高客单价平台和低客单价平台互相渗透时，高客单价平台补贴相同的金额可以获得更多的用户，在补贴战中具有一定的优势。京东从3C起家，逐步将品类扩充至图书、家电等领域，通过自建仓储物流提升消费者购物体验，成为用户量和GMV仅次于阿里的综合性电商。

拼多多是一个异类，但正如前文强调的一样，任何电商平台规模化的背后一定是其满足了某些用户的某些需求，拼多多亦不会例外。拼多多异军突起的背后是低线城市价格敏感群体开始触网，而他们的购物需求显著区别于一二线城市主流网购人群。拼多多早期典型用户主要特征有“时间成本低，质量诉求低、对价格敏感、热衷于占便宜”。微信是拼多多能够跑出来的基础设施，微信+Wechat用户数量超过10亿，几乎覆盖所有网民，远超阿里触角（阿里年度活跃买家6.01亿）。拼多多通过拼团的方式在微信环境中进行社交裂变，迅速且低价获取用户，目前年度活跃买家已经超过3.8亿。

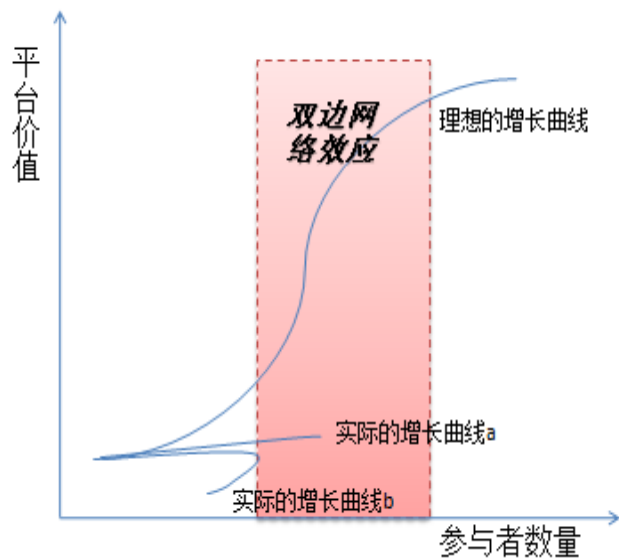
对于一个致力于成为综合型电商平台的公司来说，双边网络模型中自我维持的增长过程会遇到比理想环境多得多的困难。这种困难可能出现在 B 端扩品类上面，可能出现在 C 端扩用户上，也有可能两者皆有且互为负向循环。对于先发者，需要通过持续创新来进行破壁（例如阿里旺旺、支付宝、电商物流等）。对于追赶者，可以享受到先发者已经搭建好的基础设施，但难免遭遇先发者强劲的俯视打击。

图 34：先发者、追赶者成长轨迹



资料来源：东吴证券研究所绘制

图 35：现实世界的双边网络模型



资料来源：东吴证券研究所绘制

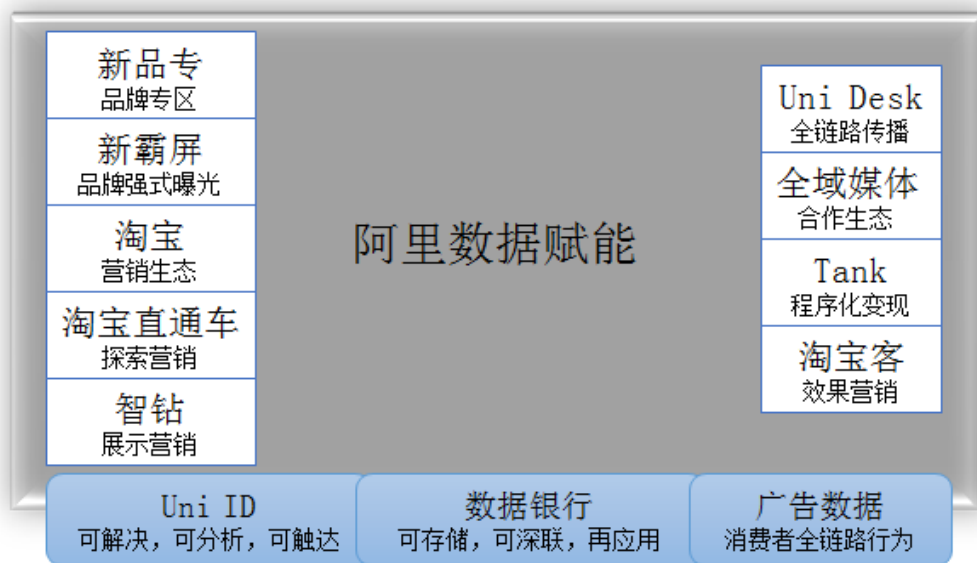
对于先发者来说，通过持续创新向 B 端提供最优质的服务，向消费者提供最全面、最优质的商品和体验是维持竞争优势的不二法门。在残酷的现实世界中，先发者往往还会合理地利用已经积累的优势，有针对性地围困追赶者于“关键规模”之下，或是在追赶者自循环增长过程中设置障碍，进而影响其增长路径。京东和拼多多是阿里最大的追赶者，年度活跃买家均超过 3 亿。京东曾经给阿里制造了不小的麻烦，但阿里通过“天猫正品化+物流提速”的组合拳进行了回击，并在服装、美妆等关键品类上对京东进行了一定的限制，改变了京东增长曲线。在用户基数近 2 倍于京东的情况下，2018Q3 年度活跃买家环比增长 2500 万人，甚至高于京东（京东环比减少近 900 万人）。而对于迅速壮大的拼多多，预计阿里会在其品牌化道路上设置一定的障碍。我们认为阿里是具备这种能力的，这背后是阿里极为强大的品牌商服务能力，而负责赋能的则主要是阿里妈妈事业群。

3.2. 阿里妈妈大数据营销平台，划时代的全域营销方法论

阿里妈妈是阿里货币化平台，也是阿里服务商家的业务中枢。阿里妈妈的发展史可以分为两个阶段。第一个阶段从 2007 年到 2015 年，这个阶段可以理解为直通车、钻石展位、淘宝客等工具的教育和普及，以及帮助品牌主进行深度、广度兼具的整合营销。第二个阶段是 2016 年全域营销（Uni Marketing）方法论的提出，以 Uni desk、品牌数据银行，Brand hub 等产品为基础，阿里妈妈开始推动品牌商实现“全链路”、“全媒体”、“全

数据”、“全渠道”的营销。

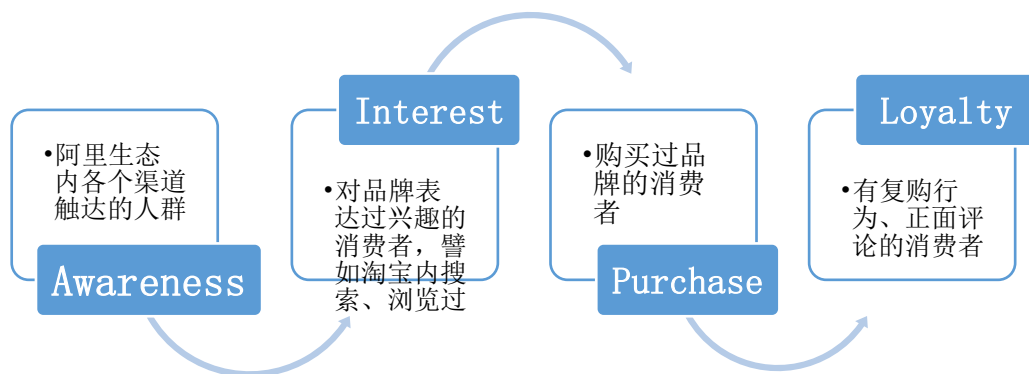
图 36：阿里妈妈数据赋能



资料来源：阿里妈妈，东吴证券研究所

全域营销是阿里妈妈划时代的重要产品，而品牌数据银行则是全域营销方法论的核心，也是全域营销实现的基础。品牌数据银行可以理解为升级版 DMP，传统的 DMP 针对不同用户进行一定的画像，而品牌数据银行则可以存储用户和某个品牌所处的联系阶段和联系过程。在阿里系流量支持下，品牌数据银行打通多个媒介，融合各个场景中沉淀下来的消费者数据，使得品牌商首次实现了对消费者的精准识别，让品牌商彻底告别一次营销。Uni desk 是全域营销另一个核心产品，主要面向代理商，帮助代理商完成智能策略（投放前，更好的识别和洞察人群，并且及时校正）、智能投放（投放过程，将受众分为 Aware、Interest、Purchase、Loyalty 四个不同阶段给予不同的素材）、以及数据回流，并且全链路可视化（投放后，数据回流给品牌数据银行，形成数据资产）。全域营销的出现让阿里妈妈从侧重于效果广告延伸至真正的品效合一，而品牌数据银行中沉淀的消费者资产更是对品牌商极为宝贵的数据财富。

图 37：品牌和消费者 AIPL 关系



资料来源：阿里妈妈，东吴证券研究所

阿里拥有淘宝、天猫、支付宝、优酷土豆、高德地图等众多数据来源，这些线上各个场景中产生和沉淀下来的用户数据是非常宝贵的资产。新零售趋势下，伴随线上线数据打通（有交易的场景，譬如 Nike 天猫店和 Nike 线下门店数据打通），品牌数据银行将采集到更多维度的与品牌产生关联的用户数据。对阿里来说，一方面，增加与品牌商的合作深度，巩固了护城河。另一方面，线下数据补充线上数据库，可以提升电商平台匹配效率。对于商家来说，在阿里赋能下开始进行消费者管理，营销效率和运营效率得到大幅提高。在追赶者还处在吸引品牌商入驻的时候，阿里和品牌商的合作深度已经从单纯的交易层面走到了数据层面。

图 38：线上线下数据打通



资料来源：天猫，东吴证券研究所

3.3. 快速发展的菜鸟网络，目标全国 24 小时送达

菜鸟网络是阿里控股的，专注于物流网络的平台服务。目前，菜鸟全球智慧物流网

络已经覆盖 224 个国家和地区，并且深入到了中国 2900 多个区县，其中 1000 多个区县的消费者可以体验到当日达和次日达配送。

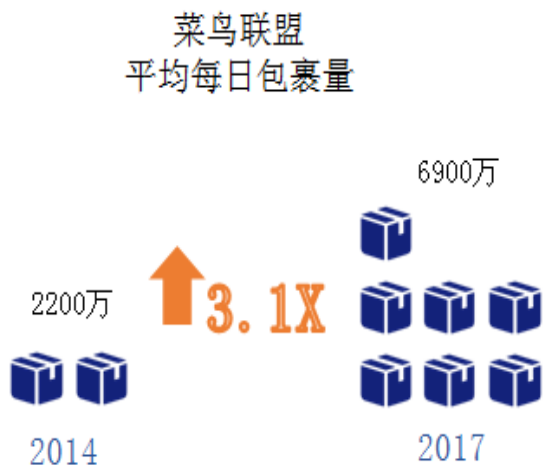
图 39：菜鸟网络合作的快递服务平台



资料来源：菜鸟网络，东吴证券研究所

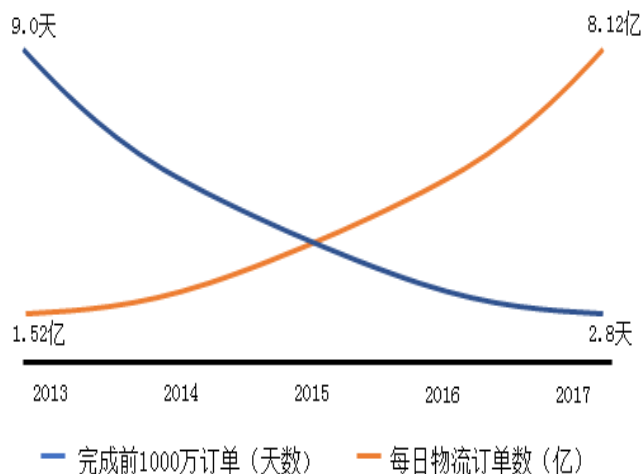
菜鸟网络试图将不同快递公司的资源实时地充分地调动起来，进而在速度和成本化进行优化。目前，菜鸟网络已经接入快递员超过 300 万人，合作运输车辆超过 23 万辆，制定专业路线超过 600 万条。根据菜鸟网络官方表态，阿里巴巴和菜鸟网络预计将继续投入 1000 亿元升级全球智慧物流网络，加快实现全国 24 小时、全球 72 小时必达。

图 40：菜鸟联盟平均每日包裹量



资料来源：阿里巴巴投资者日，东吴证券研究所

图 41：菜鸟网络改善运输速度



资料来源：阿里巴巴投资者日，东吴证券研究所

除了将商品、消费者及商家等信息数字化，菜鸟还致力于将库存、物流方式、装运人员等要素进行数字化，从而实现整个物流网络的数字化。城际物流中，菜鸟网络服务 1000 万商家，6.01 亿消费者（电商业务）。城内物流中，菜鸟服务 350 万商家，1.68 亿消费者（本地服务业务）。物流体系的数字化将提升整个物流体系运转的效率，减小商家成本，提升消费者购物体验。

图 42：菜鸟网络服务范围



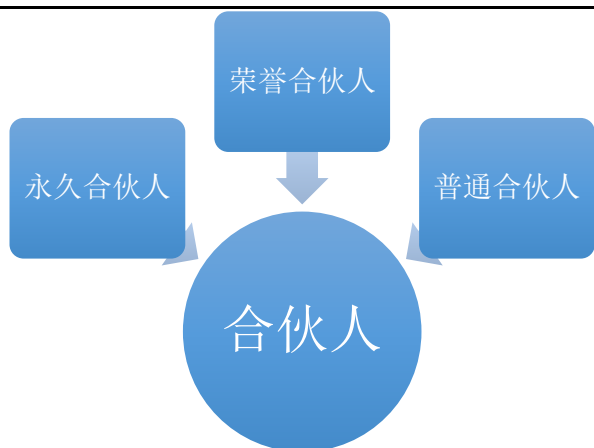
资料来源：阿里巴巴投资者日，东吴证券研究所

3.4. 合伙人制度具有较强纠错能力，打通管理人员上升通道

阿里合伙人是一层特殊权利机构，用以稳定创始人和管理层现有的控制权并对抗其他股东的权力。在阿里的合伙人制度下，合伙人最为重要的一个权力是对董事会成员进行提名，合伙人一人一票享有提名权，而非按照持股比例来分配提名权。合伙人提名董事之后，需交由股东大会投票，若股东大会没有通过合伙人的提名或被提名人离开董事会，合伙人可继续提名，直到股东大会投票通过，同时，合伙人有权任命一人担任临时董事，该临时董事有权行使董事的相关权职直至下一届股东大会召开。

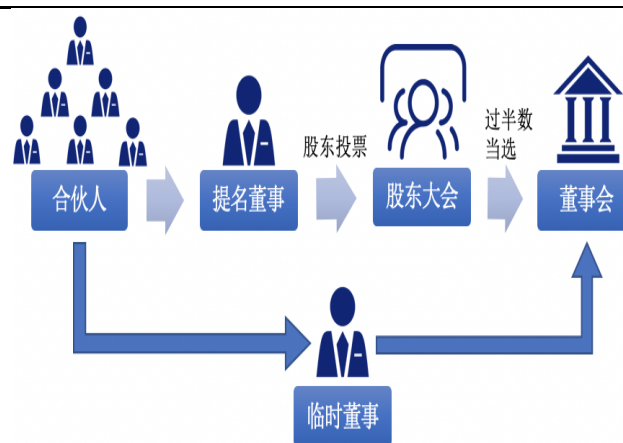
阿里合伙人主要有三类：一是永久合伙人，包括董事局主席马云和执行副主席蔡崇信；二是荣誉合伙人，合伙人的年龄超过 60 岁，或年龄与在阿里工作年限的总和等于或超过 60 时，可申请退休并担任荣誉合伙人。荣誉合伙人不可以行使合伙人的权利，但仍可以享受部分分红与奖励；三是普通合伙人。

图 43：阿里合伙人类别



资料来源：阿里巴巴，东吴证券研究所

图 44：阿里合伙人主要权力



资料来源：阿里巴巴，东吴证券研究所

阿里合伙人制度的优点主要有：(1) 巩固了管理团队对公司的掌控力。(2) 规定退出机制，如退休、除名等，具有一定的纠错能力。(3) 打通了管理人员的上升通道，可以激励员工为公司发展作出积极贡献。

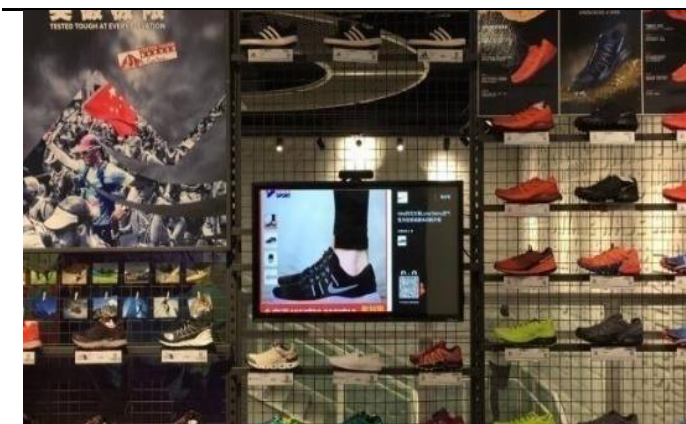
4. 布局新零售

4.1. 新零售的两个维度：整固护城河、拓宽业务边界

一切企业行为都可以解释为寻求增长和加深护城河。阿里的新零售战略也不例外。我们认为阿里新零售可以从两个维度来解读，第一个维度是对传统电商业务的加固，第二个维度是业务边界的拓宽。

对传统电商业务来说，阿里对品牌商的赋能从线上走到线下，在智能导购、客流统计、互动营销、智能收银等各环节赋能商家，系统性改造品牌商线下门店。这个层面的合作可以让阿里掌握大量线下产生和沉淀的消费者数据，结合阿里已有的全网最强大的线上数据，更加准确地识别消费者，提升线上平台转化率。对于品牌商来说，线下门店的改造可以提升线下门店运营效率，并且阿里可以反馈相应的消费者资产给品牌商。对于品牌商来说，消费者资产是极为有价值的财富，品牌商基于自身品牌的消费者资产进行颗粒度更细的营销推广和用户培育，让一切营销推广变得可视化、可追踪化。新零售在电商领域的尝试大大增强了阿里和品牌商之间的合作深度，进一步巩固电商业务护城河。

图 45: Nike 智慧门店



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

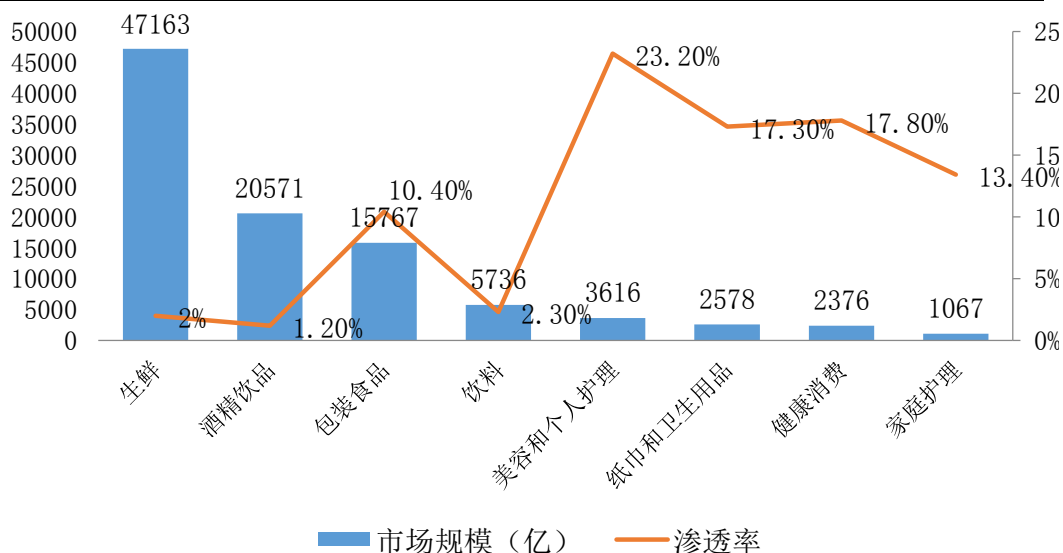
图 46: 良品铺子智慧门店



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

第二个维度是新零售将阿里的业务范围从原本实物电商延伸至生活服务电商。从品类角度来看，即从电商渗透率较高的服装、家电、消费电子等品类延伸至 FMCG，拓宽业务边界，打开成长空间。FMCG 领域最大的三个类目分别是生鲜、酒精和食品包装，市场规模分别达到 4.7 亿、2.1 亿、1.6 亿，电商渗透率分别低至 2.0%、1.2%、10.4%。为了吃下这一块蛋糕，阿里主要布局了两个解决方案，第一个是由口碑+饿了么组成的本地服务公司，第二个是盒马鲜生。两大解决方案互为协同，互为补充。

图 47: 2017 年新零售品类市场规模及电商渗透率



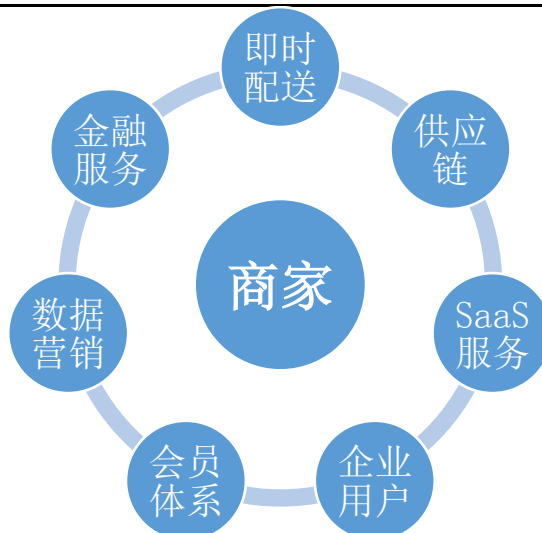
资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

饿了么和盒马鲜生均处于投入阶段，并表后对阿里财务数据产生了一定的拖累。2019 财年第二季度（即 2018Q3），阿里核心零售业务 EBITA 为 298.1 亿元，Marketplace-base 零售业务 EBITA 为 356.4 亿元，即意味着饿了么、盒马鲜生、菜鸟网络等非 Marketplace-base 零售业务 EBITA 之和为-58.3 亿元。根据阿里 Earnings call 的披露，亏损排名前五的业务分别为饿了么、Lazada、新零售（主要为盒马）、天猫国际、菜鸟网络。

4.2. 口碑+饿了么：与美团点评的一战，以及水面下的竞争对手

2018 年 4 月，阿里以 95 亿美金的作价完成对饿了么的收购。2018 年 10 月，阿里宣布口碑和饿了么合并，成立本地生活服务公司。饿了么和口碑合并打通“到家”和“到店”两个场景，饿了么拥有丰富的本地生活服务资源和强大的即时配送能力，口碑则拥有成熟的商家服务体系和深刻的消费者洞察，协同作用明显。合并后，两者将共同推动本地生活服务市场的全面数字化。目前，口碑和饿了么在超过 600 个城市拥有超过 300 万的活跃商家。口碑平台 MAU 达到 1.67 亿，饿了么则拥有超过 60 万的月度活跃骑手为消费者服务。

图 48：阿里本地生活服务公司赋能商家



资料来源：阿里巴巴，东吴证券研究所

新零售是阿里打开业务边界的战略高地，本地生活服务更是高频的流量入口和支付场景，阿里、美团点评一战无法避免。本地生活服务平台和实物电商平台一样，也具有一定的双边网络效应。美团和饿了么创始团队运营能力强悍，在风投/产业资本助推之下，从数百个外卖平台中脱颖而出，最终成为外卖战场上的双寡头。本地服务电商护城河较之实物电商更弱，因为本地服务电商具有明显的地理属性，理论上竞争对手有机会进行单点突破，再逐一进击。

美团点评到家业务市场份额略高于饿了么（不同第三方机构给的数据有一些差异，大致 64 开）。饿了么比美团更早进军餐饮外卖领域，且在 2015 年之前对美团占据优势。2015 年，美团和大众点评合并，饿了么遭遇一定意义上的降维打击。如今饿了么归附阿里麾下，且与口碑合并组成新的本地服务公司。在阿里系庞大的资源扶持之下，战局有望又一次迎来拐点。阿里系资源大致可以分为资金、流量、内容、会员体系、物流协同等。

表 4：饿了么得到阿里系资源扶持

资金	电商业务现金牛作为后盾
流量	手机淘宝、支付宝等超级 APP
内容	星巴克（天猫化）、盒马鲜生（自建）
其他	88 会员、物流协同（电商配送可以平滑用餐高峰明显的外卖配送）

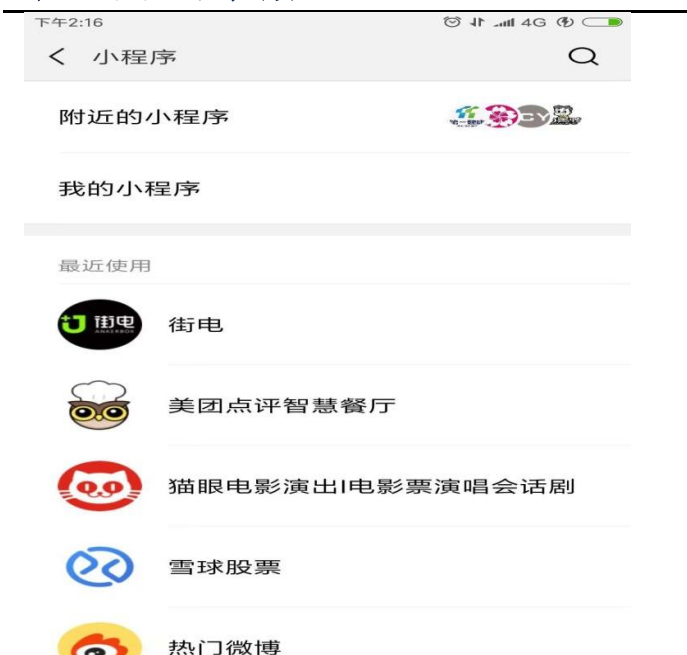
资料来源：东吴证券研究所

在资金上，正如当年阿里利用 B2B 业务产生的现金流补贴 C2C 业务，电商业务可以作为现金流输血新零售，打持久战。在流量上，阿里在手机淘宝和支付宝两大超级 APP 为饿了么开辟了一级入口。在内容上，阿里通过入驻星巴克/屈臣氏的天猫式玩法、阿里系盒马鲜生/阿里健康、零售通赋能便利店/夫妻店等方式，丰富饿了么内容矩阵，

增强用户吸引力。除此之外，由于外卖业务在时间上有明显的高峰波谷，阿里错峰调度外卖配送和电商配送，可以充分利用闲散运力，提高送餐效率。口碑+饿了么同时亦融入阿里 88 会员体系，在拉新和增加用户粘性上均具备较好的效果。阿里对饿了么的扶持是全方位且不遗余力的，本地生活服务电商之战刚刚拉开序幕。

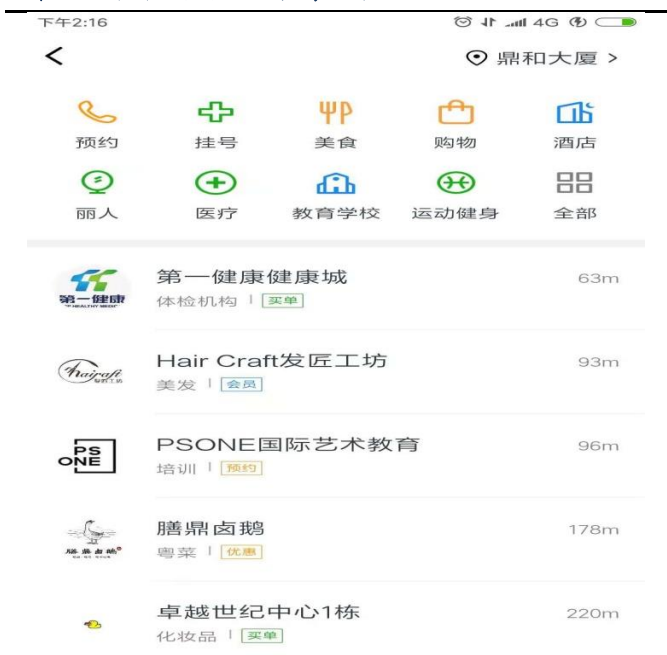
微信小程序亦可能成为饿了么（包括美团点评）水面之下的竞争对手。微信小程序已经上线附件的小程序功能，涵盖美食、挂号、丽人、酒店、运动等多个模块。一方面，线下门店通过口碑/饿了么、美团点评的方式完成触网。另一方面，线下门店也在通过微信小程序的方式进行数字化。微盟、有赞等公司帮助线下门店搭建小程序，并收取一定的 SaaS 费用（按照模块多少定价，最低一般在 4800 元/年）。对线下门店来说，微信小程序的优势在于基本没有 take rate（美团 2018Q3 take rate 为 14%，含配送）。如果微信在以后的改版中把小程序提到一级入口（譬如首页最下面，朋友圈旁边的位置），减少消费者和小程序之间的距离从而改变消费者习惯，饿了么/口碑、美团点评线下服务流量入口的根基将会受到影响，这亦会是饿了么/口碑、美团点评的风险之一。

图 49：微信小程序首页



资料来源：微信 APP，东吴证券研究所

图 50：微信附近的小程序功能



资料来源：微信 APP，东吴证券研究所

4.3. 盒马鲜生：新零售重要范式，盈利能力需时间检验

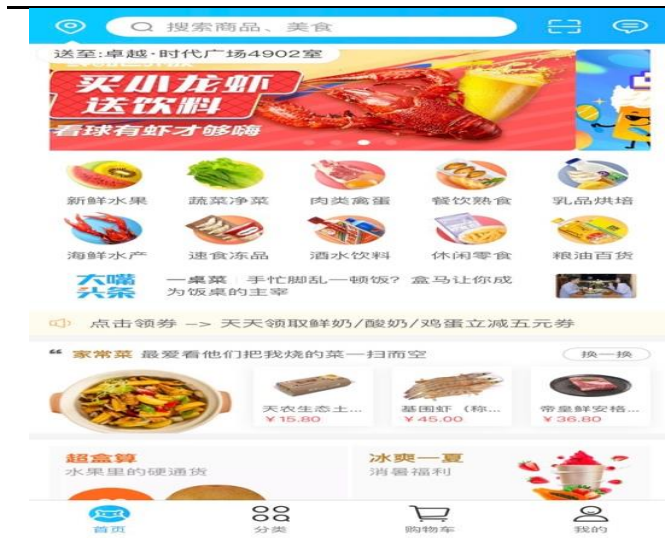
盒马鲜生是“超市+体验式餐厅”的合体，目前在全国拥有 77 家门店，集中分布在一线城市和强二线城市。盒马鲜生支持到店购买和 APP 下单配送到家，可以实现门店附近 3 公里范围内最快 30 分钟送货上门，是新零售的重要范式之一。

图 51：盒马场景展示

图 52：盒马 APP



资料来源：盒马鲜生，东吴证券研究所



资料来源：盒马鲜生 APP，东吴证券研究所

一切变化的背后都是消费者习惯的变化，盒马模式新零售亦不例外。盒马模式诞生的背后，是冷链物流和即时配送等基础设施的成熟，更是消费者追求品质升级，以及线上购物习惯养成后的集中体现。与每日优鲜等通过前置仓完成生鲜配送的模式不同，盒马鲜生拥有线下门店，门店 2/3 区域用作经营，1/3 区域用作仓储。盒马鲜生仓店一体的商业模式主要有两大优势：(1) 前置仓模式下仓库是纯成本，仓店一体模式下门店可以创收。(2) 线下门店可以获客，线上线下相互导流。目前，盒马鲜生超过 50% 流水来自线上 APP 下单，坪效远高于传统超市。根据我们的草根调研，传统百货的坪效一般在 1 万元/m²/年，便利店平均坪效约为 2-3 万元/m²，而盒马鲜生坪效可以做到 5 万元/m²/年。

表 5：各类线下门店坪效

	百货	购物中心	永辉超市	苹果	小米之家	便利店	盒马鲜生
坪效(约)	1万	0.6 万	2万	37万	27万	2-3万	5万

资料来源：东吴证券草根调研整理

和流量运营不同，零售业靠的是供应链效率和精细化运营。根据公开资料显示，盒马鲜生目前处于投入期，尚在亏损。零售行业容易困于同质化竞争，沃尔玛、好市多、永辉超市等最优秀的线下零售公司净利率仅为 2%-3%，线上零售公司京东则至今依然处于亏损状态。盒马鲜生短期取得了较大的 GMV 和良好的坪效，但长期盈利能力依然需要时间验证。

表 6：零售行业净利率水平

	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
沃尔玛	3.36%	3.37%	3.05%	2.81%	1.97%
好市多	1.83%	2.04%	1.98%	2.08%	2.21%
永辉超市	2.32%	1.42%	2.47%	2.88%	
京东	-4.32%	-5.18%	-1.48%	-0.05%	

资料来源：Wind、东吴证券研究所

5. 总结

阿里零售业务成长性主要有三个支点，分别是中国消费市场基本面、线上渗透空间，以及电商平台货币化潜力。鉴于前两个维度的讨论已经比较多，我们重点剖析了货币化潜力。我们认为，伴随阿里在商家服务广度和服务深度上持续创新，线上电商成本 VS 线下百货成本的直接对比已经过时，阿里正在重新定义货币化空间。更深层次的商家服务可以从三个维度来看，第一个维度是手淘内容化带来的品牌推广价值，第二个维度是消费者资产化带来的营销赋能价值，第三个维度是从 B2C 到 C2B 带来的供应链效率价值。这三个维度都是基于数据的，数据是实现一切的基础。

在研究电商的时候，我们经常套用的一个理论就是双边网络模型。双边网络模型认为，当平台达到关键规模之后，就会开启自我维持的增长过程，先发者将拥有极大的优势，甚至直接对行业形成垄断。我们认为，理论上的双边网络模型包含了一个核心假设，即消费者需求是同质的，这无疑过度理想化。中国人口基数巨大，城乡发展差距明显，人与人之间，同一个人不同时期，用户需求都是有差异的。正是这种差异化需求的存在给新的电商平台们提供了诞生和壮大的土壤，使得阿里一直深处激烈的竞争包围之中。在现实世界中，双边网络模型中自我维持的增长过程会遇到比理想环境多得多的困难。这种困难可能出现在 B 端扩品类上面，可能出现在 C 端扩用户上，也有可能两者皆有且互为负循环。对于先发者，需要通过持续创新来进行破壁。对于追赶者，可以享受到部分先发者遗产，但难免也会遭遇先发者强劲的俯视打击。这种俯视打击包括先发者互为正外部性的海量商家和用户、通过持续创新构建的远超同行的 B 端服务能力、最强大数据+强运营能力带来的超高用户粘性、支付宝和菜鸟网络等商业基础设施、具有纠错+激励功能的新式组织架构等等。正如阿里商业体是一个生态一样，阿里的护城河亦是一个生态，这一点集中体现在“88VIP”会员上。存量用户时代，没有护城河的互联网公司失去利润只是时间问题，而阿里显然不是这样的公司。

6. 风险提示

宏观经济加速下滑、新零售业务竞争加剧、海外扩张不及预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

