

行业名称：互联网科技

## 阿里巴巴商业矩阵研究之一 -零售业务的中盘之局

评级：增持（首次覆盖）

分析师：李俊松

香港执业证书编号：BEY885

执业证书编号：S0740518030001

Email: [ljis@r.qizq.com.cn](mailto:ljis@r.qizq.com.cn)

分析师：赵坤

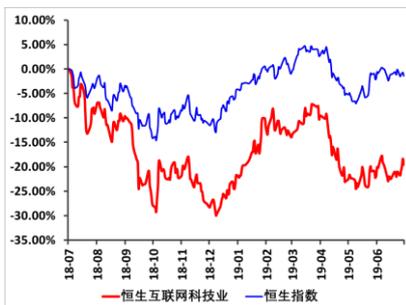
执业证书编号：S0740516080002

Email: [zhaokun@r.qizq.com.cn](mailto:zhaokun@r.qizq.com.cn)

### 基本状况

上市公司数	38家
行业总市值(百万元)	5092882
行业流通市值(百万元)	4662453.81

### 行业-市场走势对比



### 相关报告

### 投资要点

■ **核心零售，聚焦渗透率转化：**从零售业务的经营性落地来看，GMV 考  
量是目前各互联网零售平台的主要衡量指标，在经历了新零售场景下  
沉、物流配送的区域下沉后，零售增长点开始向社交零售和生鲜零售转  
移，但是从目前各细分方向的运营情况来看，均出现了明显的分化。从  
核心零售业务的 GMV 的持续增长假设来看，未来 GMV 的增量主要来  
自于存量用户流量转化提升（营销方式革新、销售场景多样化）和增量  
用户流量获取提升（物流配送渠道下沉、SKU 丰富、垂直细分渗透），  
但是我们认为至少就一点是可以确定的，即当前核心零售的延伸方向很  
难在短期形成二次规模化，更多的是形成长效性的协同效应和排他性竞  
争力。

■ **电商营销盈利性从哪来，到哪去：**我们认为理解目前阿里的广告收入业  
务需要从内外两个维度进行分析，特别是考虑到目前内容营销的大行其  
道，可能会为公司未来的流量转化和营销模式产生较为直接的影响。从  
外部维度来看，随着以 BAT 为主导阵营的互联网生态以及各垂直领域  
均进入寡头竞争阶段，互联网流量的营销转化开始更加强调场景协同、  
产品协同、内容协同。通过整理近几年，互联网广告收入规模下的移动  
广告的收入占比，我们可以明显的看到，在未来三年移动广告的高增长  
红利也在逐渐消失，相对应的围绕着用户碎片化时间渗透的竞争策略将  
会日益加强。虽然 BAT 现有的竞态产品非常丰富，但是大多数很难解  
决其流量背书下的盈利性问题，所以，通过广告营销对现有的流量入口  
进行整合，是平台型公司优先考虑的盈利路径。

■ **跨境电商，行业增长支撑盈利逻辑：**阿里巴巴旗下涉及跨境电商业务的  
品牌线主要包括 B2B 跨境业务（1688 国际站）、B2C 业务（AliExpress、  
天猫国际）、海外电商（Lazada），其中速卖通主要对应了阿里巴巴的  
B2C 出口跨境业务，天猫国际主要对应的是 B2C 进口跨境业务，Lazada  
作为辐射东南亚的电商平台，亦可以看做纯海外电商平台，当然不排除  
未来随着一带一路政策的持续推进，跨境物流配套完善下，直接形成同  
国内业务的协同预期。

➢ 我们会通过宏观经济、行业竞态、内生增长三个维度回归盈利分析

和估值框架。1、对于核心零售部分，我们在当前时点认为其已经处于“中盘”阶段，现有的零售规模格局很难被打破，但是考虑到移动广告业态的加速进化，广告营收部分的变现极有可能会出现后来者居上。2、对于跨境电商部分，我们重点分析了 B2B 业务的全球化增量（以及对应的全链路数字化升级）、B2C 业务的出口跨境、东南亚区域的红利拓荒，这些因素也为我们在后续的财务分析和预测提供了一定的基础背书。



- 风险提示：1、全球贸易局势紧张，所带来的外汇波动和贸易政策不确定性；2、社交电商、跨境电商等细分行业竞争加剧所导致亏损规模扩大；3、区域下沉不及预期带来的增速放缓。

## 内容目录

核心零售，聚焦渗透率转化 .....	- 5 -
核心零售矩阵稳定转化，纵横维度边际增量协同 .....	- 5 -
零售细分流量分化突出，后入玩家难以形成规模化 .....	- 7 -
电商营销盈利性从哪来，到哪去 .....	- 9 -
广告收入营销模式进化，流量分化背书盈利结构 .....	- 9 -
电商竞态的存量格局，未来竞态的参考方向 .....	- 16 -
跨境电商，行业增长支撑盈利逻辑 .....	- 20 -
AliExpress/天猫国际，B2C 业务供应链持续渗透 .....	- 21 -
Lazada,海外电商平台辐射东南亚 .....	- 26 -
阿里巴巴国际站,B2B 跨境电商数字化再造 .....	- 29 -
投资评级说明: .....	- 34 -

## 图表目录

图表 1: 阿里巴巴核心零售业务架构 .....	- 5 -
图表 2: 阿里巴巴泛互联网入口业务架构 .....	- 6 -
图表 3: 阿里巴巴工具型业务架构 .....	- 6 -
图表 4: 2018Q4-2019Q1 综合电商月独立设备数及同比增速 (单位: 万台) ..	- 8 -
图表 5: 2018Q4-2019Q1 社交电商月独立设备数及同比增速 (单位: 万台) ..	- 8 -
图表 6: 2018Q4-2019Q1 生鲜电商月独立设备数及同比增速 (单位: 万台) ..	- 8 -
图表 7: 2018Q4-2019Q1 跨境电商月独立设备数及同比增速 (单位: 万台) ..	- 8 -
图表 8: 2013-2021 年中国网络广告/移动广告市场规模 (单位: 亿元) .....	- 9 -
图表 9: BAT 互联网广告营销平台生态 .....	- 10 -
图表 10: 阿里妈妈营销矩阵生态 .....	- 11 -
图表 11: 阿里妈妈全域营销解决方案 .....	- 12 -
图表 12: 淘宝改版前后对比 .....	- 12 -
图表 13: 2014-2021 年中国网络购物 B2C 市场交易规模 (单位: 亿万元) ..	- 13 -
图表 14: 2014-2021 年中国 B2C 与 C2C 市场份额对比 .....	- 13 -
图表 15: 天猫 TEP 服务商生态合作平台 .....	- 14 -
图表 16: 2018 年三大电商平台用户城市层级分布 .....	- 14 -
图表 17: 2018 年中国不同城市层级总人口及网络购物人口数 (单位: 亿人) -	14 -
图表 18: 2013 年/2018 年中国互联网用户获取内容信息主要形式分布 .....	- 15 -
图表 19: 2015-2021 年中国不同媒体类型广告市场份额 .....	- 16 -
图表 20: 2017-2018 年网络应用用户规模及网民使用率 (单位: 万) .....	- 16 -

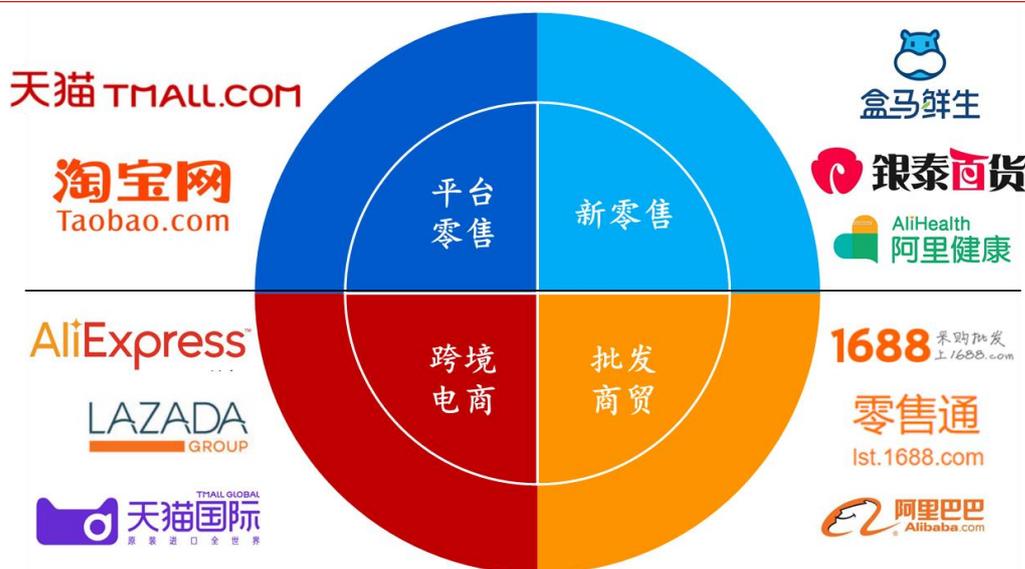
图表 21: 2015-2018 年实物商品网上零售额及增速.....	- 17 -
图表 22: 2017Q1-2018Q4 主流电商营收增速.....	- 17 -
图表 23: 天猫/京东 2019 年 618 购物节热销品类对比.....	- 18 -
图表 24: 各电商平台拼购模式对比.....	- 18 -
图表 25: 各电商平台拼购模式实施效果对比.....	- 19 -
图表 26: 各电商平台城市区域分布对比.....	- 19 -
图表 27: 各电商平台区域下沉情况.....	- 19 -
图表 28: 各电商平台会员标准对比.....	- 20 -
图表 29: 2018 年中国主要跨境电商对比.....	- 21 -
图表 30: 2018Q1-2019Q1 跨境进口零售电商市场竞争格局.....	- 22 -
图表 31: 中国 B2C 进口跨境电商竞争力象限.....	- 23 -
图表 32: AliExpress APP 全球影响力.....	- 24 -
图表 33: 全球各国电商平台收入及 TOP3 电商平台.....	- 24 -
图表 34: AliExpress 线上店铺全方位服务方案.....	- 25 -
图表 35: 中国 B2C 出口跨境电商竞争力象限.....	- 26 -
图表 36: 东南亚区域各电商平台对比.....	- 26 -
图表 37: 2017-2021E 泰国移动电商销售额.....	- 27 -
图表 38: 2017-2020E 泰国移动电商占 B2C 电商渗透率.....	- 27 -
图表 39: 2018 年泰国电商玩家市场份额.....	- 28 -
图表 40: Lazada/Shopee 东南亚各国用户流量对比.....	- 29 -
图表 41: 阿里巴巴国际站全球影响力.....	- 29 -
图表 42: 2016-2018 年阿里巴巴国际站经营指标.....	- 30 -
图表 43: Alibaba.com 使用信保的供应商数.....	- 31 -
图表 44: Alibaba.com 超级信用证交单金额.....	- 31 -
图表 45: Alibaba.com 活跃买家零售商占比.....	- 31 -
图表 46: Alibaba.com 全球买家活跃数/GMV TOP15 排名.....	- 31 -

## 核心零售，聚焦渗透率转化

核心零售矩阵稳定转化，纵横维度边际增量协同

- 对于当前的互联网整体业态而言，BAT 的存量业务已经形成了相对稳定的进入壁垒，基于经营业务的风险性考量，我们认为更多的是聚焦管理层的能力变化。而对于增量业务（创新业务和泛主营业务）的考量，我们认为需要给予更高的风险测试作为对应风险溢价的背书，以便对其可能出现的破坏式创新和短期业态变化给予充分的预期。所以回到这篇关于阿里巴巴的研究报告上来看，我们将会尽量弱化对其各个业务线的单一表述（这一部分是大部分互联网研究者相对熟知的），对应加强对其各个业务线的横向对比梳理（包括了对应细分行业的竞争业态的分析，如新零售、跨境电商、生鲜零售等），以及对可测量数据的挖掘分析。
  - **核心零售业务：**目前被我们归类为核心零售业务的主要包括，平台零售（对应了很大部分的数字广告收入），新零售（盒马、银泰百货、阿里健康）、跨境电商（速卖通、Lazada、天猫国际）、批发商贸（1688、零售通、阿里巴巴）。其中由于批发商贸在常规意义上和零售业务的差异化，这里一并归入“核心零售概念”，方便进行业务阐述。

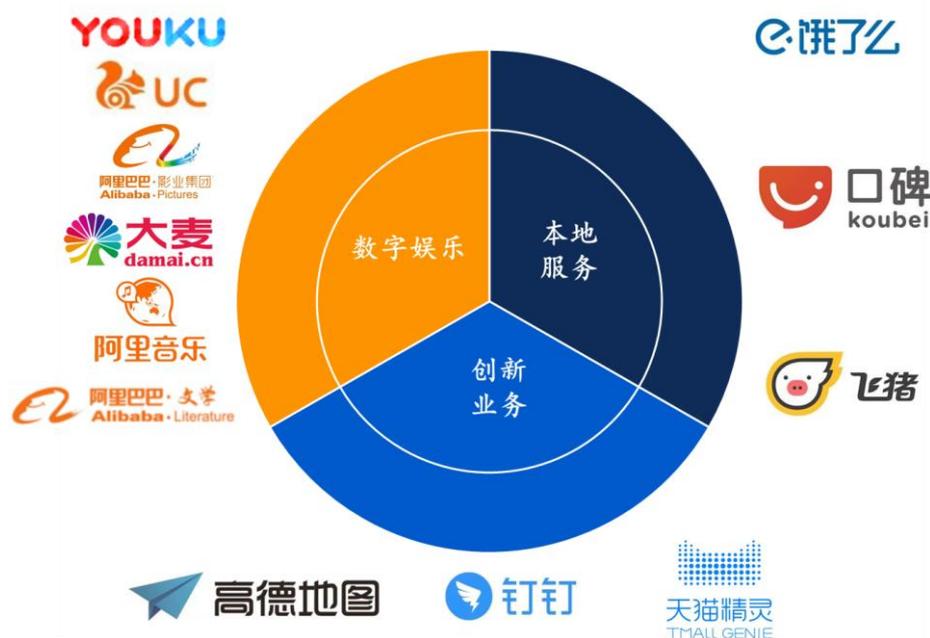
图表 1：阿里巴巴核心零售业务架构



来源：中泰证券研究所

- **泛互联网入口**: 这一部分主要对阿里巴巴的其他互联网业务进行区分处理, 部分虽然同零售业务没有很强的直接协同性, 但是体现出了平台型公司的泛互联网布局特征, 所以在此部分进行分分类梳理, 并且后续我们会进行更为深入的业务分析。数字娱乐服务(优酷、UC、阿里影业、大麦网、阿里音乐、阿里文学)、本地服务(饿了么、口碑、飞猪)、创新业务(高德地图、钉钉、天猫精灵)。

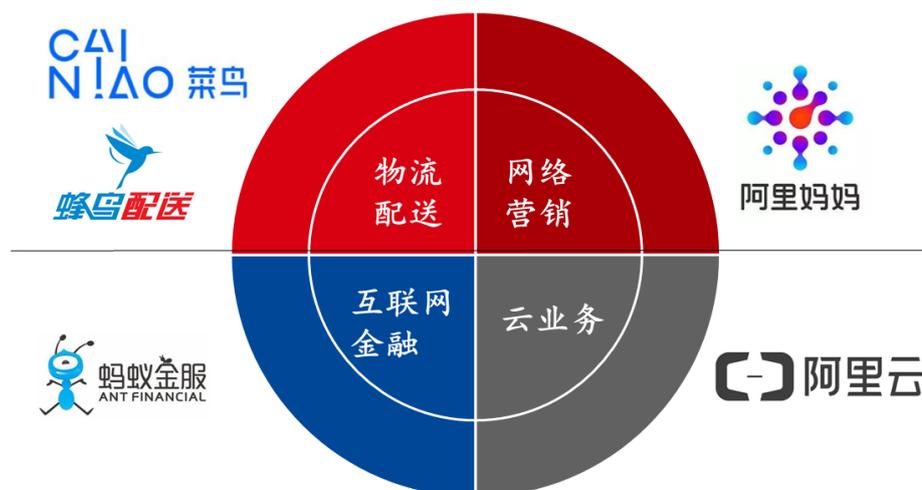
图表 2: 阿里巴巴泛互联网入口业务架构



来源: 中泰证券研究所

- **工具型业务**: 这部分业务被公司在年报中分别单列, 我们认为每一个业务在具备同传统业务强协同的基础上, 同时亦具备很强的业务独立性, 具备很强的成长性潜力。物流网络\配送(菜鸟物流、蜂鸟即配)、网络营销(Alimama)、互联网金融(蚂蚁金服)、云业务(阿里云)。

图表 3: 阿里巴巴工具型业务架构



来源：中泰证券研究所

### 零售细分流量分化突出，后入玩家难以形成规模化

- 从零售业务的经营性落地来看，GMV 考量是目前各互联网零售平台的主要衡量指标，在经历了新零售场景下沉、物流配送的区域下沉后，零售增长点开始向社交零售和生鲜零售转移，但是从目前各细分方向的运营情况来看，均出现了明显的分化。从核心零售业务的 GMV 的持续增长假设来看，未来 GMV 的增量主要来自于存量用户流量转化提升（营销方式革新、销售场景多样化）和增量用户流量获取提升（物流配送渠道下沉、SKU 丰富、垂直细分渗透），但是我们认为至少就一点是可以确定的，即当前核心零售的延伸方向很难在短期形成二次规模化，更多的是形成长效性的协同效应和排他性竞争力。（关于泛互联网业务和工具型业务的详细拆分，我们会在后续专题报告进行）

- **核心逻辑的数据支撑：**我们通过整理 2018 年 12 月的移动互联网热门行业月独立设备数和同比数，作为零售业务延伸的“社交电商”、“生鲜电商”明显处于高速增长阶段（分别为 69.6%、65.7%），母婴电商的增速相对平缓，并且受限于消费群体，绝对规模的扩张已触达瓶颈。跨境电商同比增速为-11.6%，已处于收缩阶段，考虑到该统计口径以独立 APP 为主，所以我们更倾

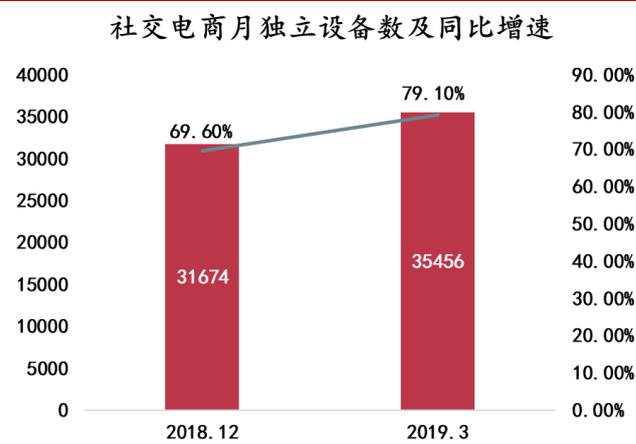
向于认为该细分行业的集中度在想平台电商集中。作为该部分数据的持续性对比，我们亦整理了 2019 年 3 月份，各细分行业对应增速，社交电商为 79.1%，生鲜电商为 47.8%，相对应的母婴电商为-12.7%，跨境电商的同比增速为-27.0%。所以就整体来看，围绕电商所展开的细分渗透，部分已经开始进入行业集中度提升阶段，部分则呈现出新的高成长性，但是无论如何无论在绝对规模上很难与现有的综合电商形成匹敌。

**图表 4: 2018Q4-2019Q1 综合电商月独立设备数及同比增速 (单位: 万台)**



来源: 艾瑞咨询、中泰证券研究所

**图表 5: 2018Q4-2019Q1 社交电商月独立设备数及同比增速 (单位: 万台)**



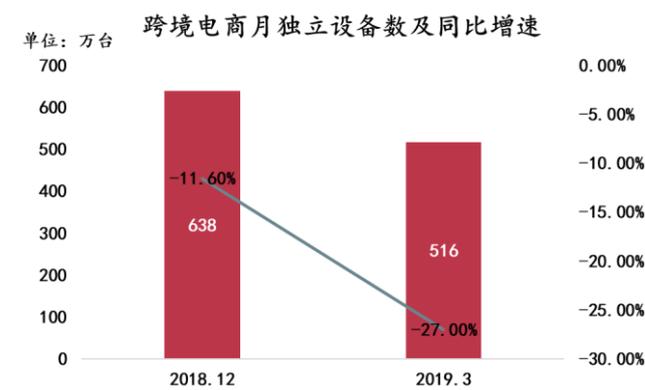
来源: 艾瑞咨询、中泰证券研究所

**图表 6: 2018Q4-2019Q1 生鲜电商月独立设备数及同比增速 (单位: 万台)**



来源: 艾瑞咨询、中泰证券研究所

**图表 7: 2018Q4-2019Q1 跨境电商月独立设备数及同比增速 (单位: 万台)**



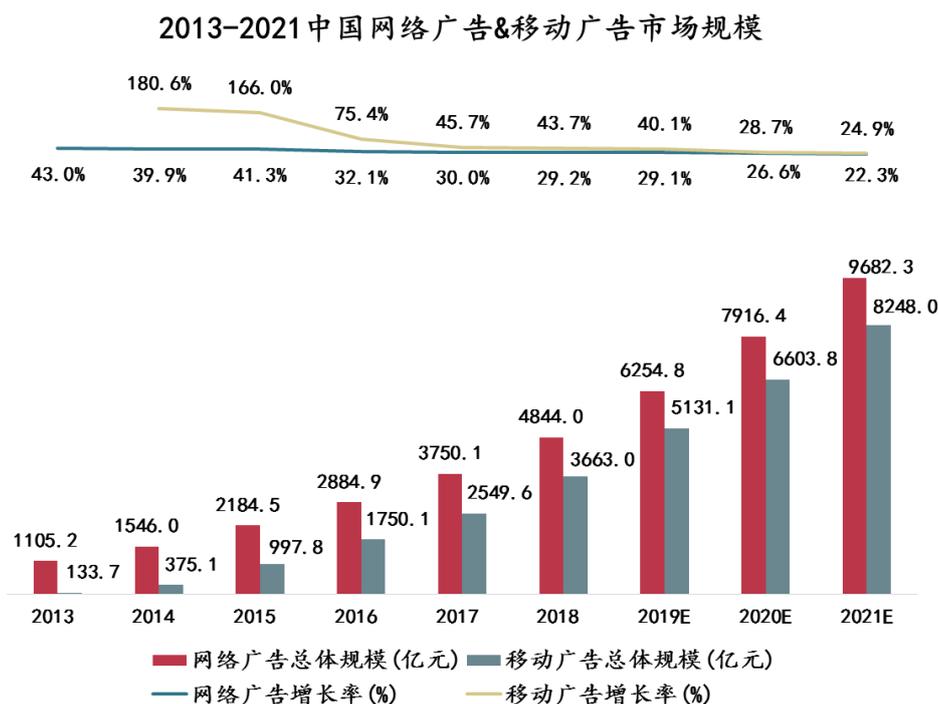
来源: 艾瑞咨询、中泰证券研究所

## 电商营销盈利性从哪来，到哪去

### 广告收入营销模式进化，流量分化背书盈利结构

- 作为阿里当前零售盈利核心的广告收入，从商业模式理解，既包含了淘宝/天猫自有平台的广告收入（主要通过 P4P/展示类广告），亦包含了基于自有平台的端口开放所进行第三方合作广告收入（主要包括了搜索引擎、新媒体、视频娱乐网站、移动 APP 等）。在此之外，优酷、UC 等流量细分平台亦提供了一部分的流量入口。而“阿里妈妈/达摩盘”主要作为互联网营销的数据平台进行支持，同时“阿里鹿班”作为广告设计类的长尾工具产品，进行了一定程度的二次协同（考虑到互联网营销的媒介进化高频，这一类产品很难贡献高规模收入和高利润变现，主要起到了品牌效应）。

图表 8: 2013-2021 年中国网络广告/移动广告市场规模 (单位: 亿元)



来源: 艾瑞咨询、中泰证券研究所

- **阿里巴巴互联网竞态:** 我们认为理解目前阿里的广告收入业务需要从内外两个维度进行分析，特别是考虑到目前内容营销的大行其道，可能会为公司未来的流量转化和营销模式产生较为直接的影响。从外部维度来看，随着以 BAT 为主导阵营的互联网生态以及各垂直领域均进入寡头竞争阶段，互联网流量的营销转化开始更加强调场景协同、产品协同、内容协同。通过整理近几年，

互联网广告收入规模下的移动广告的收入占比，我们可以明显的看到，在未来三年移动广告的高增长红利也在逐渐消失，相对应的围绕着用户碎片化时间渗透的竞争策略将会日益加强。虽然

BAT 现有的竞态产品非常丰富，但是大多数很难解决其流量背书下的盈利性问题，所以，通过广告营销对现有的流量入口进行整合，是平台型公司优先考虑的盈利路径。

**图表 9: BAT 互联网广告营销平台生态**

企业	媒体平台	核心资源	数据平台	创意平台
百度	百度、地图、贴吧、好看等	搜索+品牌+信息流+视频	百度DMP智选	百度信息流创意馆
阿里巴巴	天猫、淘宝、优酷、UC等	搜索+品牌+信息流+视频	阿里妈妈达摩盘	阿里鹿班
腾讯	微信、QQ、腾讯新闻&视频等	品牌+信息流+视频	腾讯数据管理平台	动态商品广告

来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

- ✓ **百度：**工具型广告入口持续弱化。从百度自身的产品序列来看，百度搜索、百度地图的流量性主要集中在工具方向，相较阿里的零售流量和腾讯的社交流量，在移动互联网时代，先天缺乏转化优势，同时百度贴吧等基于社交端的流量入口在移动互联网时代缺乏竞品优势，这些都导致其在平台营销竞争的背景，缺乏持续优势。
- ✓ **阿里巴巴：**零售型广告入口深耕细作。相较其他流量入口的用户泛化，阿里巴巴的现有流量，特别是淘宝/天猫的用户流量天然具备消费引导的属性，所以在最终的盈利性转换上，相对其他二者优势更强。并且考虑到目前阿里妈妈在互联网营销的深入整合，我们预期广告收入的变现周期将会持续拉长，但是用户变现的粘性也会相对提升。
- ✓ **腾讯：**社交型广告入口精准投放。腾讯广告的变现平台主要集中在微信和 QQ 上。从碎片化的时间来看，该两类型所对应的用户时长应该是最大的，但是考虑到用户兴趣点的分散化和用户兴趣标签的集中化，在最终的广告转化上，单纯的展示类广告反而会影响整体的用户体验，所以小程序作为部分消费意愿的对接载体起到了很强的点对点作用。在当前时点，我们还很难看到腾讯在营销广告方向上规模化和精准化的双向提升，但是精准化必然是小程序广告载体的实现路径。
- **阿里巴巴的互联网营销矩阵：**关于阿里巴巴的营销矩阵也经历了一个明显的产品性过渡，除了传统广告竞价(淘宝直通车、智钻、品销宝)作为内部流量广告变现的入口，对于用户数据挖掘的数字营销产品线则主要对应了全平台(亦包括了第三方广告接口)。而在当前时点，基于内容营销的“超级推荐”，主要通过淘宝平

台上的“猜你喜欢”、“微淘”、“淘宝直播”、“有好货”四个模块进行推广。

图表 10: 阿里妈妈营销矩阵生态



来源：公司官网、中泰证券研究所

- ✓ **传统广告竞价：**传统广告竞价产品包括淘宝直通车、智钻和品销宝，收费模式以 CPM 和 CPC 为主。淘宝直通车通过对关键词竞价排名，帮助商家进行搜索推广；智钻通过面向全网流量（淘宝电商、门户网站、影视媒体、社交媒体、垂直行业）实时竞价，助力商家全网推广投放；品销宝通过在 PC 端和无线端提供大号展示广告位，传递品牌价值理念，进一步提升品牌影响力。
- ✓ **数字营销：**在传统广告资源投放的基础上，数字营销以消费者为核心，以数据为资源，通过对消费者跨平台、跨终端、线上线下多维消费数据搜集和分析，集于 Uni ID（不涉及用户敏感隐私），精准刻画用户画像，将消费行为转变为品牌商的数据资产，从而更高效地连接品牌商和消费者，实现品牌营销的数字化和精准化。具体来说，Uni Desk 为代理商提供全链路营销解决方案，Brand Hub 为品牌商提供全域运营（淘宝系产品媒体、线下媒体）解决方案，品牌数据银行和达摩盘为数据分析提供支持。

图表 11: 阿里妈妈全域营销解决方案



来源：阿里妈妈官网、中泰证券研究所

- 内容营销：**阿里妈妈于 2019 年 4 月份正式发布了信息流营销新品“超级推荐”内测版，这一新的拳头产品整合了淘宝直通车的定向推广和智钻单品推广。“超级推荐”从全场景覆盖（手淘猜你喜欢、微淘、直播广场、有好货）、多样式创意沟通（商品、图文、直播间、淘积木、短视频）、数据技术驱动、多维度价值四个方面出发，让用户在逛淘宝的过程中，发现更符合心意的商品和内容，实现“货”精准找“人”。对比传统广告竞价模式的以广告位和资源投放为核算收入的商业模式，内容营销在广告投放的转化上，主要以用户的购买行为变现为核算收入的标准，所以在短期内其规模化的效果还有待观察，但是作为长周期下，可以为公司提供相对增量的营销收入，我们认为其在 2019 年起始，未来将逐渐贡献更高的营收比例（2019 年的广告收入存在广告位置换所带来的短期增速下滑的影响）。

图表 12: 淘宝改版前后对比

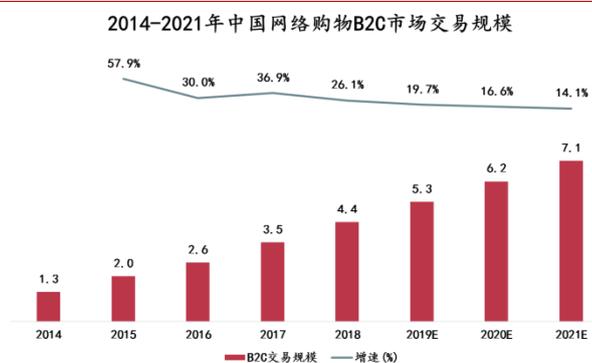


来源：KANTAR、中泰证券研究所

■ 从阿里当前的流量货币化来看，B2C 端品牌商的广告支出应该构成了核心营收，这其中有着很强的流量分化关系，同时对于社交电商、内容营销这两部分新兴模式所可能带来的冲击，我们认为需要区分考量，至少对于阿里巴巴这种平台电商而言，即时机会也是挑战。

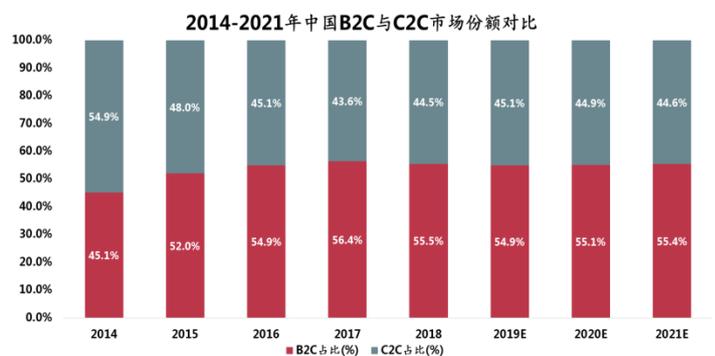
➢ **品牌电商的流量背书：**传统品牌商的触网在经历了第一阶段的“线上渠道开拓”和第二阶段“品牌化触网”，目前也已经开始进入专业化品牌运营的阶段。其中部分国际品牌选择了外包服务，而国内品牌则主要通过组建自有的电商团队进行线上运营。无论选择何种方式，“淘宝/天猫”的品牌商线上增量以及现有存量构成了其广告收入的部分核心。虽然，阿里巴巴也面临着越来越多的垂直细分电商平台的直接竞争（如蜜芽、小红书等），但是这一类竞争主要集中在长尾用户，我们认为未来电商流量仍主要以寡头竞争为主。

图表 13: 2014-2021 年中国网络购物 B2C 市场交易规模 (单位: 亿万元)



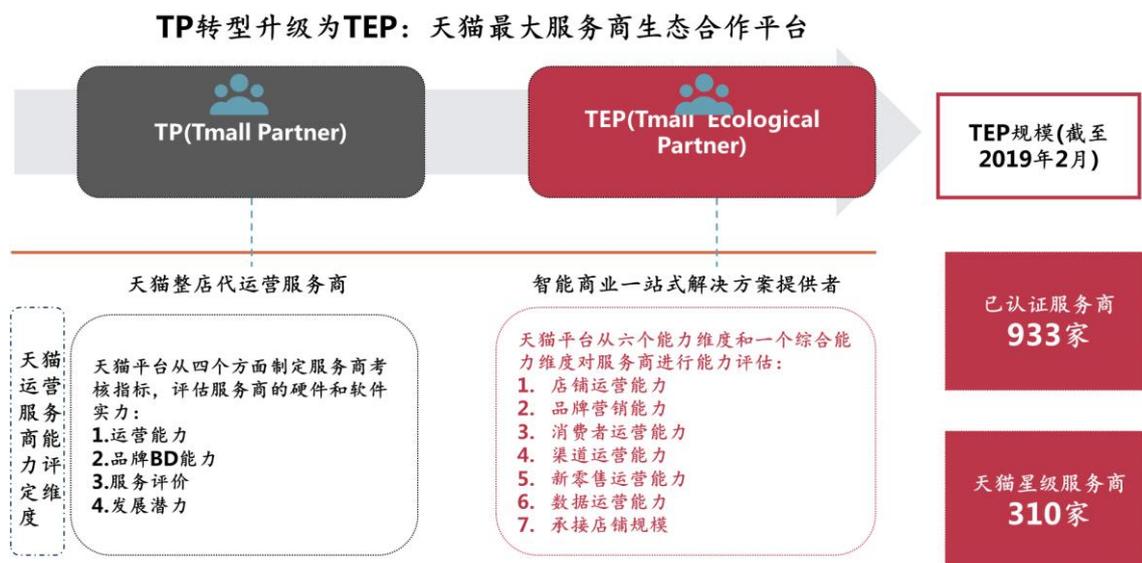
来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

图表 14: 2014-2021 年中国 B2C 与 C2C 市场份额对比



来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

图表 15: 天猫 TEP 服务商生态合作平台



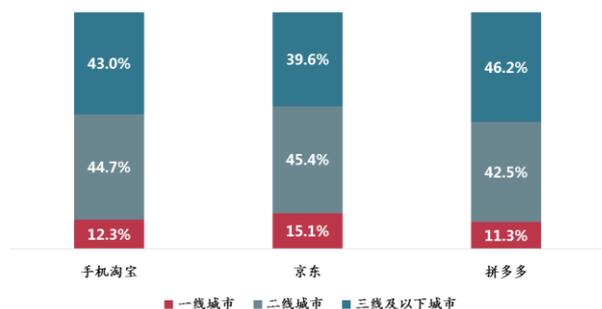
来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

- **社交电商的渗透竞争：**正如我们在上文所提到的，随着 B2C 业务和 C2C 业务的市场结构开始固化，平台流量也开始形成一定的付费壁垒，很多 C2C 商户的流量导入开始更倾向于使用社交平台作为引流（其中拼多多的模式主要基于淘宝的筛选后市场和区域渗透，在通过拼购模式进行流量打包，而抖音的流量引流相对更加倾向于社交行为，所以在长周期上，我们更看好后者）。单纯围绕阿里的“淘宝/天猫”来看，社交电商的快速崛起确实可能会在平台的流量层面产生一些扰动，但是我们认为简单租宝的社交传销模式很难最终对其现有的 C2C 市场形成威胁，反而是未来基于精准用户营销、用户兴趣标签的高质量流量转化会为其带来更高弹性的广告收入增长。所以从 C2C 的角度来看，未来的核心增量市场（竞争市场）主要集中在三四线城市的强渗透（如目前可以看到的抖音平台上，淘宝店铺的端口接入）。

图表 16: 2018 年三大电商平台用户城市层级分布

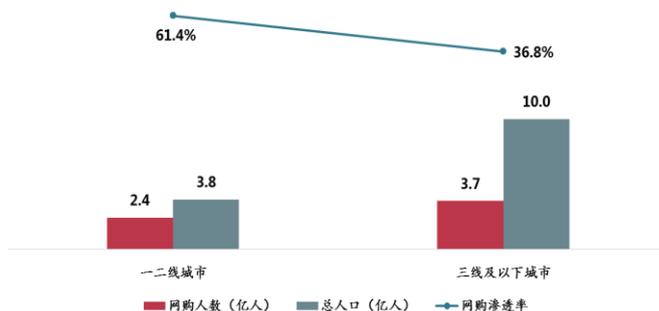
图表 17: 2018 年中国不同城市层级总人口及网络购物人口数（单位：亿人）

2018年三大电商平台用户城市层级分布



来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

2018年中国不同城市层级总人口及网络购物人口数

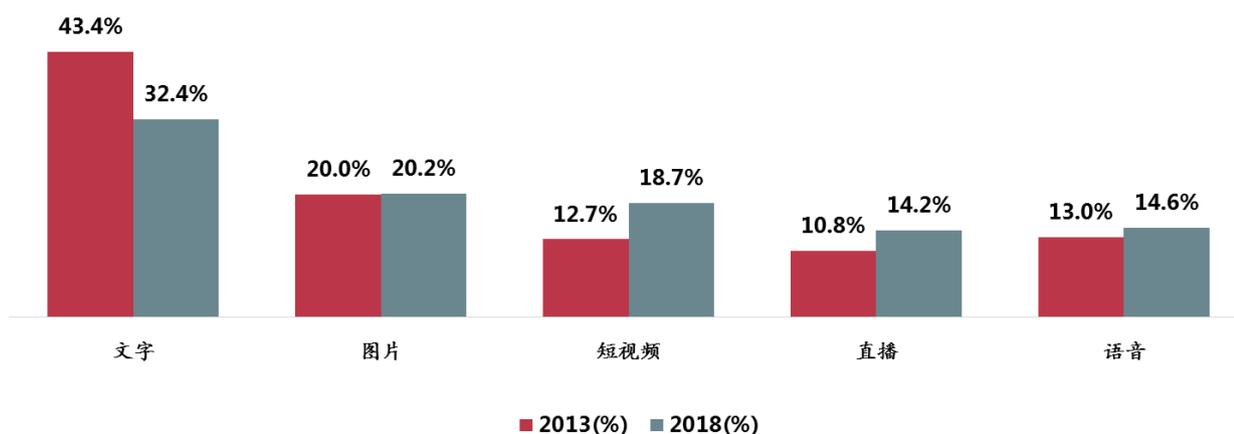


来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

- **内容营销的挑战/机遇：**我们通过对比 2013 年和 2018 年互联网用户获取信息的形式分布，可以看到，短视频/直播的用户时长的快速增长。同时随着 5G 带宽的强提升，可以预期视频内容营销将成为移动互联网的核心增量。目前，可以看到天猫在很多产品页面已经开始使用“短视频”替换原有图片界面，同时增加了直播推荐的购买入口，虽然这种产品创新推介相较“抖音短视频”的营销效应，仍属于初级阶段，但是说明电商平台未来从文字/图片向视频载体的进化开始成为必然趋势。

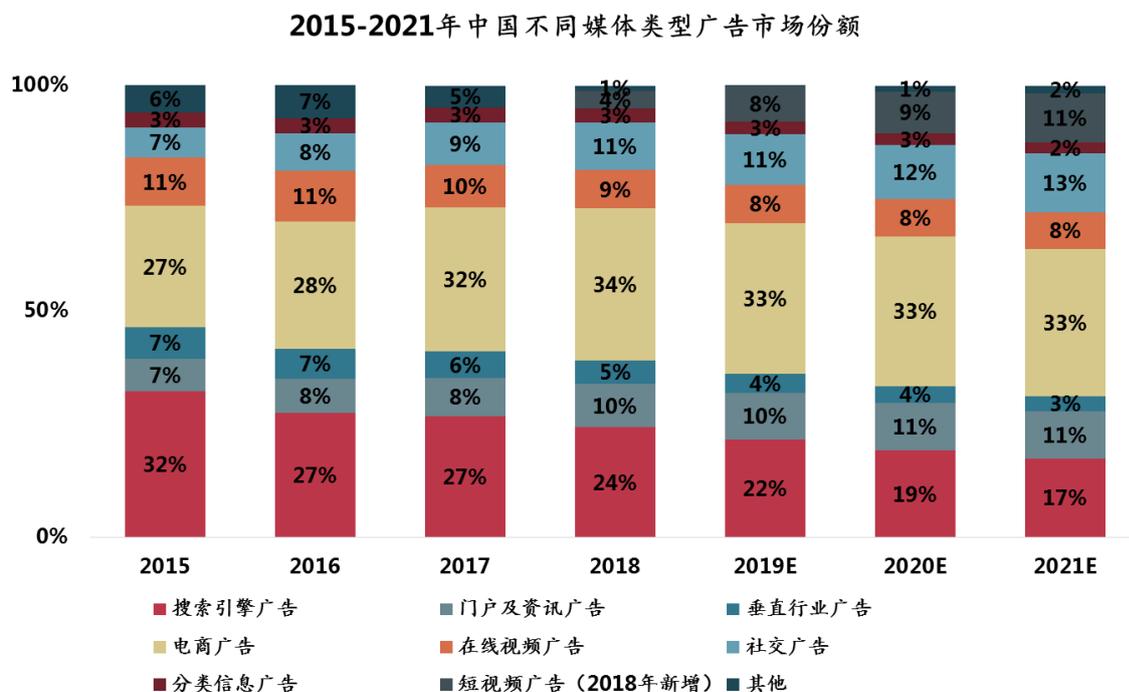
图表 18: 2013 年/2018 年中国互联网用户获取内容信息主要形式分布

2013年和2018年中国互联网用户获取内容信息的主要形式分布



来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

图表 19: 2015-2021 年中国不同媒体类型广告市场份额



来源: 艾瑞咨询、中泰证券研究所

### 电商竞态的存量格局，未来竞态的参考方向

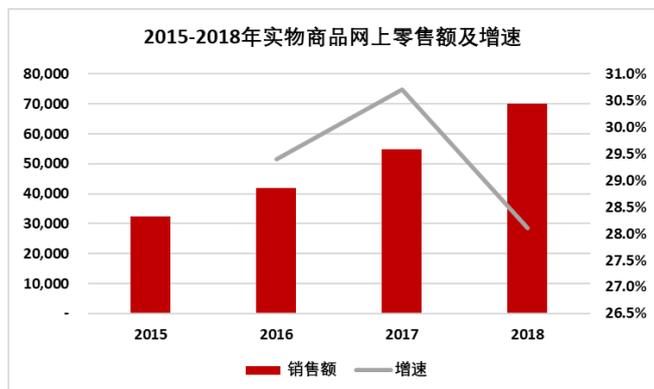
- 从绝对规模来看，互联网用户的规模增速已经开始进入相对瓶颈，在横向维度的用户数据挖掘和纵向维度的区域渗透是目前所有互联网公司所聚焦的重点。我们通过整理 2017 年和 2018 年各互联网细分方向的用户规模增速和渗透率，可以明显的看到，网络购物和网络支付仍存在着较高的渗透空间，同时也具备更高的用户增长率。当然这一点跟我们在互联网区域下沉渗透的观点不谋而合（同线下消费场景牢牢绑定的网络购物和网上支付需要通过物流和门店来提升渗透率）。

图表 20: 2017-2018 年网络应用用户规模及网民使用率 (单位: 万)

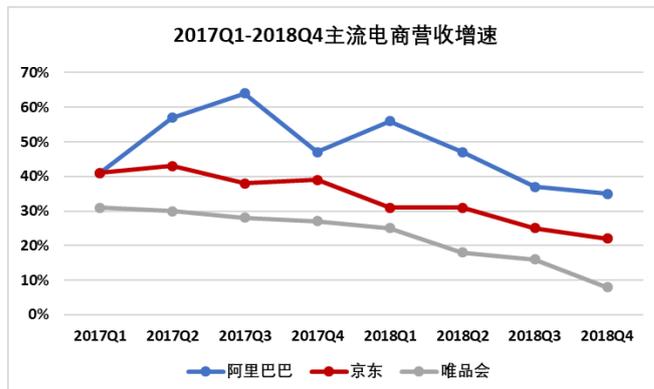
应用	2018.12		2017.12		年增长率
	用户规模	网民使用率	用户规模 (万)	网民使用率	
即时通信	79172	95.60%	72023	93.30%	9.90%
搜索引擎	68132	82.20%	63956	82.80%	6.50%
网络新闻	67473	81.40%	64689	83.80%	4.30%
网络视频	61201	73.90%	57892	75.00%	5.70%
网络购物	61011	73.60%	53332	69.10%	14.10%
网上支付	60040	72.50%	53110	68.80%	13.00%
网络音乐	57560	69.50%	54809	71.00%	5.00%
网络游戏	48384	58.40%	44161	57.20%	9.60%

来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

- ✓ **流量红利逐渐消失:** 从近三年的实物商品网上零售额和主流电商的营收对比来看,快速增长的纯行业红利阶段正在消退,目前对于电商营收的预期,大多都集中在未来整个国民消费增速的贡献以及区域渠道下沉带来的后续增量。但是我们认为从阿里巴巴的营收结构去倒退其盈利性的增量立足点,可预期的部分应该是对“现有存量流量”的盘活。

**图表 21: 2015-2018 年实物商品网上零售额及增速**


来源：国家统计局、中泰证券研究所

**图表 22: 2017Q1-2018Q4 主流电商营收增速**


来源：上市公司年报、中泰证券研究所

- ✓ **SKU/折扣差异持续弱化:** 电商基于 SKU 的标签化目前在持续弱化,特别是在物流端的服务差异被缩减以后。至少从 B2C 电商的角度而言,单纯的靠扩张 SKU 去实现规模性增量已经很难(跨境电商的 SKU 品类除外),对于阿里巴巴而言,C2C 业务在提供大量活跃交易的同时,也提供了很大程度的弹性 SKU,并且从目前的渠道下沉来看,GMV 的提升是体现在双 C 端的,而非单一性的需求拉动。

图表 23: 天猫/京东 2019 年 618 购物节热销品类对比

IT3C		家居清洁		食品保健		母婴	
天猫	京东	天猫	京东	天猫	京东	天猫	京东
苹果 小米 美的 海尔 奥克斯 华为 荣耀 格力 飞利浦 vivo	苹果 华为 小米 美的 格力 海尔 奥克斯 联想 戴尔 一加	清风 维达 心相印 蓝月亮 威露士 洁柔 植护 汰渍 奥妙 全棉时代	维达 清风 蓝月亮 心相印 石头 洁柔 威露士 奥妙 汰渍 妈妈壹选	三只松鼠 五芳斋 易果生鲜 百草味 / 蒙牛 伊利 汤臣倍健 新肌饮 Swisse	五芳斋 茅台 三只松鼠 五粮液 蒙牛 伊利 洋河 / 京东生鲜 龙利鱼	帮宝适 全棉时代 可优比 爱他美 好奇 BabaBaba 好孩子 M oony 子初 美素佳儿	惠氏 乐高 美素佳儿 帮宝适 雅培 花王 好奇 美赞臣 爱他美 贝亲

来源: 360 电商、中泰证券研究所

- ✓ **拼购模式的死灰复燃:** 拼多多的快速崛起又重新将“拼购模式”拉回了大众视野, 其 GMV 的快速增长, 我们认为主要受益于: 1、电商行业长期竞争业态, 供给 C 端 (小商户、小作坊、小农户等) 被洗出平台, 2、物流持续规模化和渠道下沉所带来的运转成本降低, 3、社交流量入口的购物模块搭载技术成熟 (微信小程序等), 能够实现快速的引流。同时在“社交营销”和“单品订单规模化”这两项拼购模式的天然属性加成下, 单品价格极低的优势就相对凸显了。但是我们认为拼购模式虽然后来者居上, 仍然不能违背两个商业本质的价值规律, 1、低价格敏感度的商品, 对应供需双方的营销成本都不能太高, 所以这一部分对应的 GMV 基本上没有形成广告收入的可能性, 只能回归抽佣模式。2、高价格敏感度的商品 (家电、3C、品牌商品), 虽然有可能通过工厂直销来获得高用户增量和高 GMV 增长, 但是长期一旦触及 SKU 天花板, 就很难跟存量 B2C 平台形成规模化竞争。所以回归到淘宝的拼购模式, 在当前时点, 我们认为这仅仅是一种“跟随策略”, 短期未能对其现有的业务产生直接冲击。

图表 24: 各电商平台拼购模式对比

平台	实施	效果
苏宁	2016年7月中旬，苏宁乐拼购上线。通过分享微信好友、发朋友圈等方式完成拼购，商品以自营为主。2018年818发烧购物节发布会上，苏宁易购将乐拼购业务升级为苏宁拼购	日均30万左右活跃用户，2018年818中，一小时苏宁拼购突破100万单
网易	2017年推出 网易一起拼”（严选产品）	2018年网易严选入驻拼多多的品牌馆
京东	2018年4月京东拼购上线，6月1日个人可正式申请入驻，平台使用费500元/月以及扣点1%	2018年Q1商户渗透率16%，Q2上升到40%。2018年618期间，京东购物小程序用户数从1月份的5000万拉升到2.12亿
淘宝	2018年3月推出淘宝特价版，8月支付宝上线5折拼团	淘宝特价版几乎就是复制的拼多多，使用商品流展示

来源：360 电商、中泰证券研究所

**图表 25：各电商平台拼购模式实施效果对比**

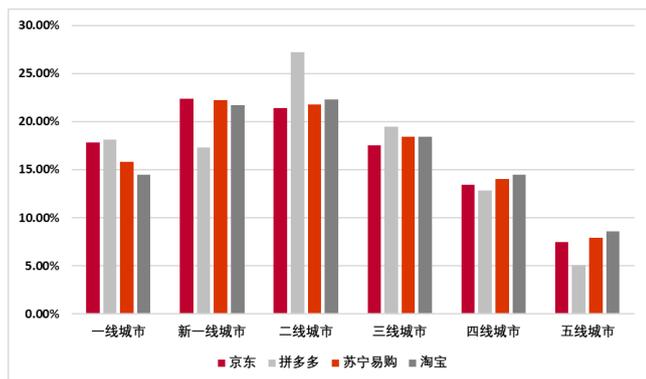
	苏宁拼购	京东拼购	淘宝特价版
供应链	认证企业商家（不允许个人） 共享苏宁供应链 独立对外采购	认证企业商家和个人 新供应商（门槛低，SKU5000+即可入住）	信用一钻以上淘宝/天猫卖家 品牌优选型、厂家直销/产地直供、特价热小型商家
营销方式	苏宁零售生态圈引流 苏宁推客佣金激励分享 苏宁拼购独立APP	微信/手机QQ/京东APP/拼购小程序/微信公众号/M 站同时发力 无独立APP	淘宝商户资源+流量支持 邀请新用户注册/购物返红包 淘宝特价版独立APP
盈利模式	自营部分获取销售毛利 平台商户综合佣金率1%	平台使用率：500元/月 平台扣点率1%	1%平台扣点率
SKU	商户数量超过4万家 SKU 超过1000万个	覆盖家电3C，家装家居，服饰，母婴，生鲜等超过15个品种	覆盖女装、日化等16个品类 均价6-30不等
用户	活跃用户人均消费2-2.1单/月 活跃用户客单价月内80元/单	5月品购节单量环比增长139% 618日均新用户环比增长280%	防御性产品

来源：360 电商、中泰证券研究所

■ 通过前面的逻辑梳理，我们可以看到“零售流量/GMV”和其“广告/佣金收入”是互为表里的关系，当然从目前各大电商的商业模式进化路径来看，基于协同业务下的云服务、会员收入也可能成为其未来盈利结构的主要贡献点。考虑到阿里云服务的规模性和独立性，我们会在后续的专题报告中进行论述，本部分主要对阿里的区域下沉和会员服务进行分析。

➢ **物流渠道下沉的现状 & 未来竞争点：**我们通过对比阿里巴巴、京东、苏宁易购、拼多多的各城市电商用户的分布情况，可以明显的看到阿里巴巴在各区域城市的用户分布相对均衡，京东、苏宁易购的自营物流仓储使其在一线城市、新一线城市的用户分布更具优势，而拼多多借助社交营销和拼购模式，在二、三线城市的用户渗透率比较高。其实单纯的对比各电商平台的物流渗透网络，我们认为从长期来看意义不大，因为考虑到，金融、供应链下沉的协同因素，甚至包括未来围绕中小企业和对应商户的云服务，在这一方面阿里巴巴的潜在变现能力会更强一些。

**图表 26：各电商平台城市区域分布对比**
**图表 27：各电商平台区域下沉情况**



来源：360 电商、中泰证券研究所

电商下沉情况	
阿里巴巴	物流服务覆盖全国250个城市，2900个县，借助阿里生态在物流，金融，供应链的下沉生态体系全方位服务于下沉市场
京东	物流覆盖2655个区县，1500个县，30万行政村开展金融业务，开展B2B2C模式主力品商、渠道商、零售商市场下沉
苏宁易购	物流覆盖250多个地级市，2800多区县，48000多乡镇。推出惠农贷，结合线上电商渠道共同打造下沉市场服务生态
拼多多	注册地址为国家贫困县的商户数量超过14万家，订单总额达到162亿元

来源：360 电商、中泰证券研究所

- **会员服务的差异化及对比：**从目前各电商平台对自己会员服务权益的整合来看，主要是基于“商品折扣”、“运费福利”、“生态权益”。其中商品折扣的形式类似于传统零售商的“定期/定品类折扣”以及折上折形式，各电商平台间的竞争优势并不明显。对于运费福利，基于自营物流价格的明显提升，京东、苏宁的会员权益相对优势更为突出。而对于生态圈的内容整合，我们认为很难形成有效的协同效应，更多的是在于已有存量用户的转化上。最终，我们可以看到，阿里巴巴的会员用户主要集中在头部活跃用户上，并且在会员门槛的对比上，可以明显看到阿里巴巴的888元门槛，基本是无意义的，更多的是为了将活跃用户向购物行为引导，所以可以预期的是“会员收入”很难在现有的业务模式下独立核算，或者说形成规模性。

**图表 28：各电商平台会员标准对比**

	阿里88VIP	京东PLUS	苏宁SUPER	亚马逊Prime
会员费	普通会员：888元/年 淘气值1000+：88元/年	注册用户：299元/年 银牌以上：198元/年 钻石续费：149元/年	普通会员：149元/年 V3/V4：109元/年	季度会员：79元/季 年度会员：288元/年 联合套餐：299元含12个自然月的亚马逊Prime会员及372天腾讯视频VIP会员
商品折扣	精选品牌、天猫超市、国际直营 9.5折	九折服饰品类券 100元全品类分享券	2%云钻返利 每月6号专属会员日	在商品已有折扣上享受会员折扣
运费福利	基本包邮	360元/年运费礼包	30张自营运费券/年	海外购满200元免邮 国内订单零门槛免邮
生态圈权益	优酷年度VIP 饿了么年度VIP 虾米音乐年度VIP 淘票票年度全国卡	爱奇艺VIP年卡	372天PP影视会员 PP体育会员+3张观赛券 免费阅读5000本悦享电子书 苏宁家电清洗保养7-8折优惠	会员尊享折扣 免费阅读电子书 372天腾讯视频VIP（联合套餐专享）
用户情况	淘宝系头部活跃用户	数量1000万+，续费近80%	苏宁全渠道生态圈活跃用户	全球用户超1亿

来源：电商平台官网、中泰证券研究所

## 跨境电商，行业增长支撑盈利逻辑

- 阿里巴巴旗下涉及跨境电商业务的品牌线主要包括 **B2B 跨境业务(1688 国际站)**、**B2C 业务 (AliExpress、天猫国际)**、**海外电商 (Lazada)**，其中速卖通主要对应了阿里巴巴的 **B2C 跨境业务**，天猫国际主要对应的是 **B2C 跨境业务**，Lazada 作为辐射东南亚的电商平台，亦可以看做纯海外电商平台，当然不排除未来随着一带一路政策的持续推进，跨境物流配套完善下，直接形成同国内业务的协同预期。所以在本部分我们将分别按照这三部分业务内容进行竞争性和盈利支撑点的分析。

### AliExpress/天猫国际，B2C 业务供应链持续渗透

- **天猫国际和速卖通 (AliExpress) 的最大区别在于**，天猫国际的 C 端为国内买家，AliExpress 的 C 端用户为海外买家。就两者而言所面临的竞争业态差异化也非常明显。天猫国际所在的跨境电商进口端，面临着各大电商平台的同质化竞争，目前竞争的重心还处在 SKU 品牌扩张和海外直仓设立两个方向。而 AliExpress 所处的竞态相对开放，并且短期仍持续受益于对外出口贸易的增长和跨境电商的全球渗透率提升。
  - **天猫国际所处竞态：**天猫国际目前隶属于天猫的进出口事业部，已经成为了天猫的三大板块之一。就天猫国际所在的竞态环境而言，现存的跨境电商平台分别具备各自不同的竞争优势，其中自营模式主要是为很多标准化的化妆、护肤、3C、家电等全球标准化产品提供质量保证，而平台模式则是传统海外代购的线上化。在这两种基础模式的基础上，各平台上有分别构建了自身的竞争壁垒，网易考拉（正品保障）、小红书（内容社区）、美图/蜜芽（垂直专业化）等。而天猫国际的主要竞争优势则是“持续丰富的 SKU”，当然这一部分亦借助了阿里的传统流量优势和全球 B 端供应网络。

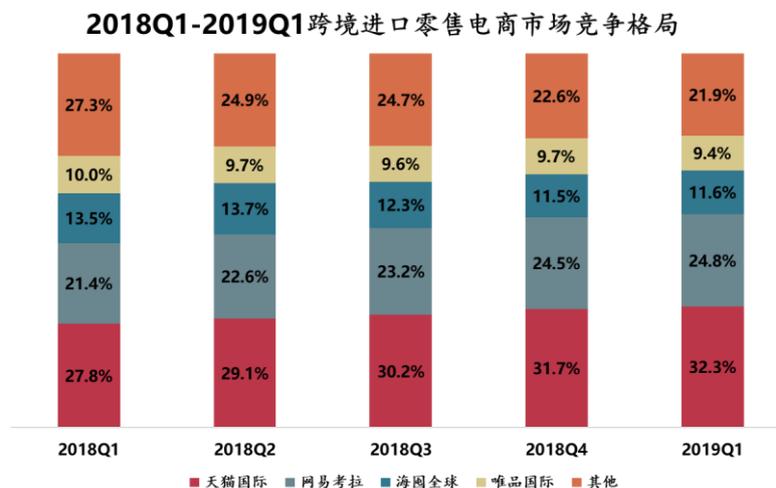
图表 29: 2018 年中国主要跨境电商对比

2018中国主要跨境电商玩家对比

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

来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

- ✓ **天猫国际的市场份额：**通过对 2018Q1-2019Q1 进口零售电商交易规模数据分析，我们能看到，整个市场的集中度仍在提升，近 80% 的市场份额被天猫国际、网易考拉、海囤全球、唯品国际占领。头部电商增长迅猛，天猫国际和网易考拉吃掉了 55% 左右的市场份额，其中天猫国际占比 32.3%，增长 4.5%，牢牢占据进口零售电商市场头名。

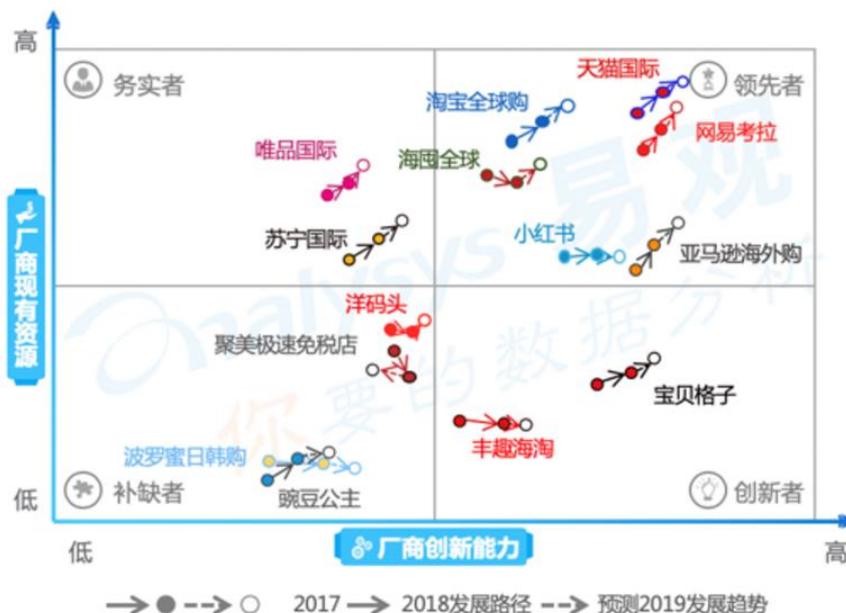
**图表 30: 2018Q1-2019Q1 跨境进口零售电商市场竞争格局**


来源：易观数据、中泰证券研究所

- ✓ **天猫国际的战略差异：**相较其他跨境电商的“被动满足海外购需求”，天猫国际的 SKU 丰富其实是主动引导和挖掘海外购需求，特别是通过将全球各本土中小品牌引入中国市场，实现供给和需求的循环双增策略，使其在现有的存量跨境电商竞争格局下，能够持续获得绝对的市场增量。截至目前，

天猫国际共引进了 77 个国家和地区、超 4000 个品类、超 20000 个海外品牌进入中国市场,其中 8 成以上是首次入华。未来 5 年,天猫国际计划覆盖超过 120 个国家和地区。

**图表 31: 中国 B2C 进口跨境电商竞争力象限**



来源: 易观数据、中泰证券研究所

- **AliExpress(速卖通)所处竞态:** AliExpress 全球速卖通创立于 2010 年, 最早定位于跨境 B2B 平台, 2012 年, 正式转型为出口型跨境电商, 其中 B 端主要为国内卖家, 根据公司的最近战略, 未来预期将实现多国家区域的卖家互通。目前速卖通已经开通 18 个语种的站点, 覆盖全球 220 多个国家和地区, 海外买家数累计突破 1.5 亿, 25-34 岁的人群是消费主力。在全球 100 多个国家的购物类 APP 下载量中排名第一。AliExpress 的全球网络渗透同“一带一路”战略下的国家区域辐射存在一定的关联性, 根据官方披露, 截止 2018 年, 速卖通平台 56% 的买家来自“一

带一路”沿线国家和地区，贡献了 57%的订单量和 49%的成交额。

**图表 32: AliExpress APP 全球影响力**



来源：速卖通官网、中泰证券研究所

✓ **AliExpress(速卖通)市场份额：**速卖通作为阿里巴巴出海

B2C 业务，近年发展势头稳健有力。由于无法获得直接的份额数据，所以我们通过两个视角的间接数据，对速卖通的市场份额进行分析。根据易观披露的数据，从全球各国电商平台的排名来看，速卖通扩张主要集中在欧亚大陆，现已成为俄罗斯、德国、英国、西班牙等国家或地区主要电商。其中在俄罗斯业务表现强劲，在俄活跃买家数约 2000 万，营收增长贡献达 10%。另外根据易观数据在国内卖家中进行调研统计的结果，国内商家出海渠道选择，短期来看，一超多强的局面或将持续存在，亚马逊保有绝对领先地位。但速卖通背靠阿里强大的流量导入和电商运营，未来成长性可期。

**图表 33: 全球各国电商平台收入及 TOP3 电商平台**



来源：CBND 数据、中泰证券研究所

- ✓ **AliExpress(速卖通)的平台框架：**速卖通的卖家入驻类似于淘宝的标准，即“好货源+线上运营能力”，卖家可以根据自身条件在三种跨境方案间进行选择“自主开店”、“托管”、“供货”，而针对平台本身的运营能力提升，为卖家开通了“速卖通服务市场”、“全球速卖通大学”、“跨境物流方案”、“结算放款方案”等。

图表 34: AliExpress 线上店铺全方位服务方案



来源：速卖通官网、中泰证券研究所

- ✓ **AliExpress(速卖通)的战略预期：**根据速卖通官方所公布的2019年战略规划，除了已经开通的俄罗斯、土耳其、意大利、西班牙四国，未来速卖通平台将向全球零售卖家开通平台销售功能，在原有“本地到全球”升级为“全球到全球”的B2C跨境电商平台，所以可以预期，速卖通业务规模增速将进一步的增加，同时在全球的辐射范围上，有望比肩亚马逊。

**图表 35: 中国 B2C 出口跨境电商竞争力象限**



来源：易观数据、中泰证券研究所

### Lazada,海外电商平台辐射东南亚

- 阿里巴巴最早于 2017 年 6 月 30 日投资 Lazada10 亿美元，后又在 2018 年 3 月 19 日，阿里宣布，将向东南亚电商平台 Lazada 增加 20 亿美元的投资。同时，蚂蚁金服集团董事长、Lazada 现任董事会主席彭蕾将兼任 CEO 职务。
- 海外电商平台的拓荒属性：在当时的时点来看，国内线上零售正处在线上线下的赋能递减，单纯从线上零售的静态格局来看，国内线上零售的业态转变正处在向销售渠道（线下零售）和垂直细分（消费场景）的深度挖掘。从总体来看，这两个方向的转换跟线上零售拓荒期相比，存在极大的区分度。一、线上线下的协同，更多的体现在对传统零售的新赋能，这种重资产运营的服务溢价提升，更多的来自于线上零售成长惯性下的不得已而为之（由于在重资产方向的投入，其资本效用比必然小于线上零售的拓荒时代）。二、垂直细分场景的尝试，是以小博大的赛道，BAT 在这一赛道的资本优势被束缚的前提下，只能通过两种选择路径来保证固有地位，一是对潜在威胁者收并购，二是资本投入扶持对应竞争者。所以在这种背景下，投资 Lazada 就具备了区域扩张的拓荒属性，相较国内竞争业态，东南亚的线上零售市场仍处于拓荒时代，特别是其移动用户规模相较国内仍处于快速增长期，所以单纯从资本效用比上，流量变现的逻辑仍然适用。

**图表 36: 东南亚区域各电商平台对比**

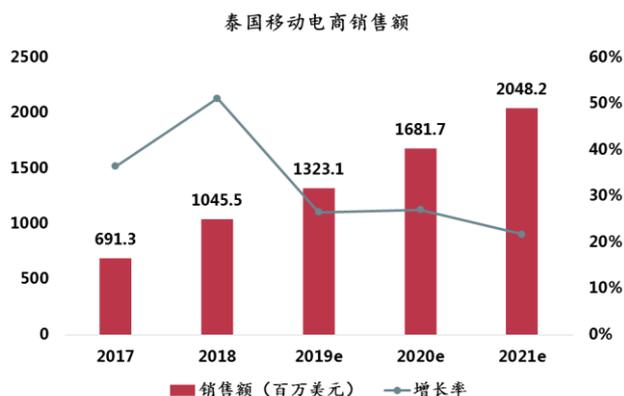
平台	每月流量估算	简介
	4490万	Lazada是家泰国电子商务公司，在线百货商店和零售商自销平台，涉及印度尼西亚，菲律宾，新加坡，马来西亚和越南。由Rocket Internet于2011年成立，于2016年被阿里巴巴收购Lazada的控股权及其在东南亚的业务。
	3010万	Shopee是一家主要的移动，多元化的在线商店，以及网络购物。作为整个东南亚的主要平台，Shopee也有分布在新加坡，菲律宾，马来西亚，印度尼西亚，越南以及台湾。Shopee的母公司为Garena，前身为东南亚的一家线上游戏公司，该公司于2017年5月获得了5.5亿美元融资，用于扩大其移动电商Shopee,并于同年1月份在纽交所上市，其大股东为腾讯，占比33.4%。
	230万	JIB计算机集团是泰国的专业计算机和IT产品百货商店。JIB开发了自己的电子商务网站，成为网上技术产品和小工具的领先专业商家。
	175万	Chilindo是专门的电子商务拍卖平台。允许用户出价并为各种类别的产品支付合适的价格，包括时装和配饰，家居和园艺产品，家庭和儿童用品，电子产品和小工具，旅游，运动，健康和美容。
	160万	Advice是智能手机和IT产品的零售和批发分销商，在泰国和老挝拥有350家分支机构。作为IT产品在线的领先分销商，Advice还是泰国最受欢迎的电子商务网站之一。
	150万	Power Buy是泰国的连锁店，专门从事电器，IT产品，手机，小工具和电子产品的零售。Power Buy在全国拥有90家分支机构，还推出了电子商务平台，并成为泰国重要的在线零售商。
	120万	JD Central是一个多元化的电子商务平台，提供广泛的产品，尤其是电子产品和小工具，时尚，健康和美容及家庭和儿童用品。它是泰国零售集团Central Group与中国电子商务平台JD.com的合资企业。
	120万	Se-ed最初是一家书籍和杂志出版公司，后创建了自己的电子商务网站，并成为泰国图书销售的在线领导者，并拓展其他相关项目和更多样化的类别。
	120万	作为泰国领先的百货商店，为与线上平台竞争，Central已经推出了自己的在线电子商务网站，产品范围囊括了美容，时尚及家居和装饰。
	110万	HomePro成立于1995年，是泰国领先的家居装饰零售连锁店。而后将其网站发展成为一个电子商务平台，销售各种家庭和家居设备，工具和配件。

来源：CAMI、中泰证券研究所

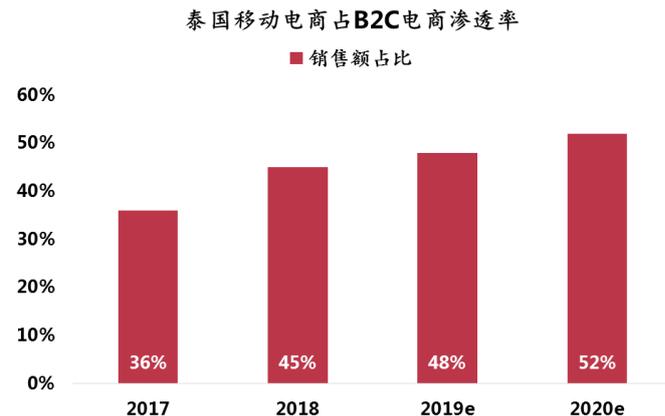
- **Lazada 的海外竞态：**考虑到 Lazada 最早为泰国的本土电商，所以我们先从泰国的业态环境进行分析。根据 Euromonitor 所披露的数据，在经历了低基数的高速增长后（特别是 2018 年），未来三年（2019E-2021E）泰国移动电商的销售规模将开始回归稳定增速区间（20%-30%），同时其在整个 B2C 电商的渗透率也将从 2018 年的 45%提升至 2020 年的 52%。而目前从其市场份额的分布来看，lazada 以 23.3%的市场份额位居首位。

图表 37: 2017-2021E 泰国移动电商销售额

图表 38: 2017-2020E 泰国移动电商占 B2C 电商渗透率

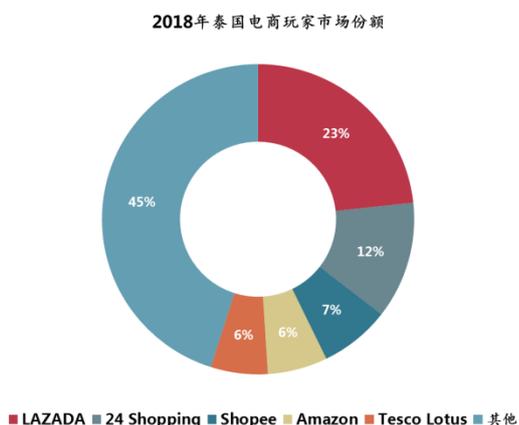


来源: Euromonitor、中泰证券研究所



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

图表 39: 2018 年泰国电商玩家市场份额

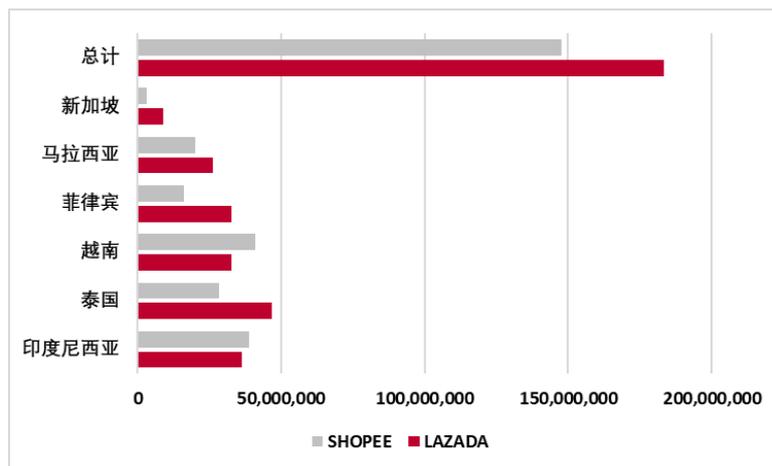


来源: Iprice、中泰证券研究所

- ✓ **Lazada/Shopee 的流量对比:** 通过股权穿透, 我们可以看到 Lazada 和 Shopee 的短兵相接, 其实也是阿里系和腾讯系的细分市场之争。Shopee 的母公司为 Garena, 前身为东南亚的一家线上游戏公司, 该公司于 2017 年 5 月获得了 5.5 亿美元融资, 用于扩大其移动电商 Shopee, 并于同年 1 月份在纽交所上市, 其大股东为腾讯, 占比 33.4%。由于 Lazada 更倾向于 B2C 的模式, 而 Shopee 的模式为 C2C, 两者在流量引聚 (包含了网页流量和移动流量) 上, Lazada

目前具备明显的优势，但是考虑到 Shopee 的社交属性，长期具备高速增长的潜力。综合来看，考虑到现有东南亚的物流网络、移动支付等仍存在较大的提升空间，同时移动支付的渗透率亦将逐步替代 PC 流量，所以短期 Lazada 仍处在高成长高支出阶段。

图表 40: Lazada/Shopee 东南亚各国用户流量对比



来源: CAMI、中泰证券研究所

### 阿里巴巴国际站,B2B 跨境电商数字化再造

- 对于 1688 国际站的分析,我们很难找到直接有效的数据作为经营参考,所以在这一部分,我们主要通过定性分析的方式,对其业务现状和未来可能存在的成长性进行讨论。就目前 1688 国际站的主要商业模式仍然以“中国企业外销”的 B2B 跨境为主,所以在对标上仍主要对标“敦煌网”等。但是考虑到目前公司在“数字化重构”战略的持续布局,未来极有可能演变为“全球卖全球”的全球性 B2B 跨境电商。

图表 41: 阿里巴巴国际站全球影响力



来源：阿里巴巴国际站官网、中泰证券研究所

- 国际站的“内生性增长”：我们通过对比其 2016-2018 年，其平台活跃买家、支付买家、订单规模同比增速，可以明显的看到，活跃买家数已经进入稳定增长区间，而在支付转化率上，则呈现出高速增长态势。考虑到公司目前在“数字化重构”战略下，针对“信用担保”、“支付金融”、“基础物流”、“跨境供应链”等进行的升级，进而最终实现分国家、分行业定向引流。可以预期其“全球卖全球”在此基础也将更顺利推行。根据公司官方披露，“全球卖全球”占比为 5%。目前平台已开放了美国卖家的入驻，未来可以预期该部分将成为确定增量。

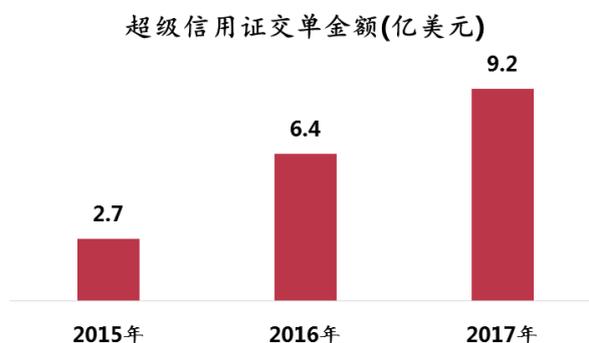
图表 42：2016-2018 年阿里巴巴国际站经营指标



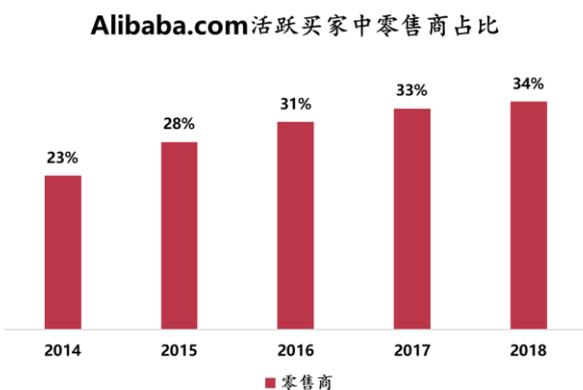
来源：阿里巴巴国际站官网、中泰证券研究所

**图表 43: Alibaba.com 使用信保的供应商数**


来源：阿里研究院、中泰证券研究所

**图表 44: Alibaba.com 超级信用证交单金额**


来源：阿里研究院、中泰证券研究所

**图表 45: Alibaba.com 活跃买家零售商占比**


来源：阿里研究院、中泰证券研究所

- 贸易不确定的潜在影响:** 对于全球贸易当前的强烈不确定性，我们预期一定会对整体 B2B 行业增速产生直接影响，具体到公司而言就是对整体询盘量产生直接影响，但是考虑到活跃买家数的增速（特别是一带一路国家）和全球卖全球业务的确定增量，营收变化相对不会特别明显，更多的是应该的体现在净利润层面。

**图表 46: Alibaba.com 全球买家活跃数/GMV TOP15 排名**

排名	活跃买家数TOP 国家和地区	同比	排名	GMV TOP 出口国家/地区	相比2016年排名变化
1	美国	32.00%	1	美国	-
2	印度	86.70%	2	印度	↑ 1
3	加拿大	16.00%	3	英国	↑ 1
4	俄罗斯	7.00%	4	韩国	↑ 3
5	英国	-5.40%	5	香港	↓ 3
6	巴西	36.40%	6	德国	-
7	澳大利亚	13.20%	7	澳大利亚	↑ 4
8	土耳其	47.20%	8	俄罗斯联邦	-
9	中国	3.40%	9	越南	↑ 1
10	巴基斯坦	53.70%	10	日本	↓ 1
11	墨西哥	53.80%	11	加拿大	↑ 6
12	印尼	55.50%	12	意大利	↑ 9
13	法国	20.70%	13	泰国	-
14	沙特阿拉伯	49.20%	14	菲律宾	↓ 2
15	意大利	20.50%	15	法国	↓ 1

来源：阿里研究院、中泰证券研究所

- 基于阿里的这种区域市场扩张，我们认为对于整个业态而言并非是一家企业的独立性事件。从小额贸易的用户类型来看，B2B\B2C\C2C 这三种模式，前两者受益于自贸区和一带一路的政策效应，在跨国渠道和平台上，已经初具规模（阿里速卖通）。后者的跨国渠道仍局限于大型零售平台的全球购通道和对应口岸关税，仍具备规模成长空间。所以，以东南亚线上零售市场为例，在其从支付端口、物流、商品标准化三者形成平台化优势后，实现同国内平台的无缝对接就成为了水到渠成之事。当然，我们认为这种“以市场对市场”的贸易开放原则，放在当下时点，对中国在参与全球贸易结构调整和人民币全球化，具备一定示范效应。

## 投资建议

- 本文作为阿里巴巴集团商业矩阵研究的第一篇，基本上圈定了我们后续系列报告的研究框架，即以其营收结构为一级框架，根据各事业群所从事的核心业务为二级研究重心，抽丝剥茧层层递进，同时考虑到部分业务（如 1688 国内平台）已经处于成熟稳定发展阶段，所以在研究进行了省略。但是在该系列的最后部分，我们会通过宏观经济、行业竞态、内生增长三个维度回归盈利分析和估值框架。**1、对于核心零售部分，我们在当前时点认为其已经处于“中盘”阶段，现有的零售规模格局很难被打破，但是考虑到移动广告业态的加速进化，广告营收部分的变现极有可能会出现后来者居上。2、对于跨境电商部分，我们重点分析了 B2B 业务的全球化增量（以及对应的全链路数字化升级）、B2C 业务的出口跨境、东南亚区域的红利拓荒，这些因素也为我们在后续的财务分析和预测提供了一定的基础背书。**

- 风险提示：1、全球贸易局势紧张，所带来的外汇波动和贸易政策的不确定性；2、社交电商、跨境电商等细分行业竞争加剧所导致的亏损规模扩大；3、区域下沉不及预期所带来的增速放缓。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**分析师承诺:**
**负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:**

1. 本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
3. 本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
4. 本人承诺由本人出具的所有报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，且仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。  
 请务必阅读正文之后的重要声明部分