

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

阿里投资者大会告诉了我们什么？ 下沉市场、内容电商、新零售、O2O，等等

事件

一年一度的阿里巴巴投资者大会于 2019 年 9 月 23-24 日在杭州举行，这是马云退休之后的第一次投资者大会。在会上，淘宝/天猫负责人蒋凡、菜鸟网络负责人万霖、盒马鲜生负责人侯毅、本地生活负责人王磊等发表主题演讲并接受投资者提问。“后马云时代”的阿里拉开帷幕，新常态下的电商乃至整个互联网行业的愿景也得到了全面更新。

评论

阿里核心电商业务的成长动力依然强劲：2018-19 财年，淘宝/天猫 70% 以上的新用户来自下沉市场，下沉市场新用户的年化 ARPU 超过 2000 元。显然，除了拼多多，阿里也是“电商下沉”最大的受益者。与拼多多、快手、淘集集之流相比，阿里最大的优势是：对商品的理解程度最深、SKU 最多、履约能力最强，即便是朋友圈微商，多半也乐意把交易过程放在淘宝完成。聚划算的“天天工厂”（C2M）、天猫国际的品牌激增、盒马鲜生的入驻低线城市，也在为阿里输入新的活力。未来 1-2 年，阿里在电商行业的统治地位仍然不可动摇。

内容电商/社群电商，阿里准备好了吗？手机淘宝信息流已经成为阿里的重要用户入口，淘宝直播创造着年化千亿级别的 GMV，快手、微博、抖音、小红书也向淘宝输送了大量流量。阿里固然缺乏自有社交平台，大文娱业务也没有建立足够的优势，但是它仍然可以通过与外部合作解决问题。微信野心勃勃，想通过小程序、好物圈扩大在电商市场的存在，可惜尚未取得太大进展。无论如何，阿里不能对内容电商的潮流掉以轻心。

“新零售”最大的问题是缺乏可复制性：今年是“新零售”概念提出三周年，可是阿里及其竞争对手都已经很少提及“新零售”概念，转而拥抱“智慧零售”“数字赋能”等更容易落地的概念。阿里、腾讯、京东都做出过很多新零售标杆，但是都缺乏向其他门店、其他品牌的可复制性。如果不惜代价，当然能实现对传统零售的彻底改造，然而这个代价值得付吗？阿里及其竞争对手都将保持谨慎，等待宏观环境和技术的瓜熟蒂落。

对于阿里而言，战略重点仍然在核心电商：我们认为，从今年的投资者大会看，阿里的战略重点、资源投入重点仍然是核心电商，尤其是零售电商。在历史上，阿里善于通过“砸钱”快速切入新市场，但是今后更需要“有智慧”的砸钱。我们估计，阿里在新业务的补贴方面比原先保守了，扩张更重视效率和性价比。在宏观经济放缓的背景下，这种选择是有正确的。核心业务的稳定增长、新兴业务的减亏，将是重中之重。

投资建议

我们认为，未来 4 个季度，**阿里巴巴**将保持不逊于整个电商行业的 GMV 增速、远超全行业的收入和扣非净利润增速；虽然拼多多、内容电商的崛起给长期带来了一些变数，可是并不会在短期影响阿里的统治地位。**美团点评**可以在经营和财务数据上实现健康的提升，因为阿里本地生活服务聚焦于“有质量、有智慧的增长”，而不是一味砸钱。**中国有赞**等去中心化电商服务商仍然面临着难得的发展机遇，尽管它们的 GMV、用户基数和运营实力还远远无法与阿里等中心化电商平台相比。**腾讯控股**通过微信小程序、好物圈进军电商已经是公开的秘密，不过在短期内很难取得成果；不过，由于支付补贴大战的告一段落，微信支付可能贡献较高的利润。

风险提示：监管风险；宏观经济风险；消费者审美疲劳；投资并购减值。

重要业务数据和干货

- 在本次阿里巴巴投资者大会上，各事业群均披露了大量业务数据，其中很多是第一次披露。对电商行业乃至整个互联网行业的投资者来说，这些数据都具备极强的指导意义，可谓求之不得的“干货”。下面，我们将各事业群公布的重要业务数据进行总结，并进行粗略的点评。

淘宝/天猫

- 2017 年开始，阿里零售电商业务（主要是淘宝/天猫）的用户下沉就取得了显著进展，活跃买家快速增长。2019 日历年二季度（2020 财年一季度），DAU 同比增长 26%，增速甚至呈现不断上升的势头。2018-19 财年（截止 2019 日历年一季度），淘宝/天猫的下沉市场人口渗透率高达 40%；70% 的新增用户来自下沉市场；下沉市场新增用户第一年的购物 ARPU 平均值高于 2000 元人民币。

图表 1：阿里零售电商的增长基石：下沉市场



来源：阿里巴巴官网，国金证券研究所

- 天猫仍然维持着较快的 GMV 增速，其中贡献较大的品类是：快消，同比增长 44%（2019 日历年 1-8 月数据，下同），同期全国总体零售 GMV 增长 11%；服装，同比增长 26%，同期全国总体 GMV 增长 3%；消费电子，同比增长 22%，同期全国总体零售 GMV 下滑 11%。可以看到，这几个品类在天猫的 GMV 增速都远远跑赢了全国零售增速。天猫强大的运营能力、完善的基础设施和对用户的理解，一次又一次地立功了。

图表 2：阿里零售电商增长较快的品类：快消、服装、消费电子



来源：阿里巴巴官网，国金证券研究所

- 在供给端，天猫的战略是：占据“新品”的阵地，孵化原生品牌、原生 SKU，与品牌商联合定制。这曾经是凡客、小米、网易严选想做的事情，而天猫在更大的数量、更高的层级上做到了。2018 年，天猫有 5000 万以上的 SKU 是新品首发；2018 全年，天猫首发新品同比 GMV 同比增长 80%；2019 年 8 月，天猫服饰品类的 GMV 有 53% 来自当月新品。可以想象，上述比例还有上升的空间。
- 众所周知，拼多多的崛起，很大程度是依靠“趣味化”“游戏化”的玩法——很多老年人确实是把它当做“有购物功能的社交游戏”来玩的。在这方面，阿里当然不会落后，推出了一系列淘宝/支付宝内嵌小游戏。举几个例子：金币庄园，MAU 1.5 亿；淘宝人生，MAU 9000 万；叠猫猫，累计用户 2.4 亿；双十一合伙人，累计用户

2.8 亿。阿里显然不是小游戏方面的新手——早在 2017 年，支付宝就是全国最大的小游戏平台之一。淘宝/天猫的规模已经很大了，但是肯定很乐意通过互动娱乐功能吸引更多流量。

- 淘宝直播的规模已经非常巨大，2019 财年（2018 年 4 月-2019 年 3 月）GMV 超过 1000 亿；2020 财年至今（2019 年 4 月-9 月），GMV 同比增长 140%。截止 2019 财年末，天猫商户的直播渗透率超过 50%。下面是几个主要天猫品类的直播情况：美妆，卖家直播渗透率 80%以上（618 期间）；服装，大约 30%的新 SKU 首日销售来自直播（新势力周期间）；珠宝，30%以上的新 SKU 首日销售来自直播（2019 年 1-8 月综合计算）；食品，来自直播的 GMV 同比增长 240%（2019 财年综合计算）。但是，阿里巴巴表示，商家、主播确实赚了很多钱，但是阿里自身在直播方面的货币化率不是很高。

图表 3：淘宝直播的若干重要数据



来源：阿里巴巴官网，国金证券研究所

- 天猫正在推行“旗舰店 2.0”方案：天猫的本质与“品牌官网”别无二致，例如苹果的天猫旗舰店与官网就是共享供应链的。在天猫，头部品牌的 DAU 可以突破 500 万，百万、几十万量级的屡见不鲜。现在，天猫大力推进第三方开发者、品牌方自行入驻，也就是类似微信小程序的模式。阿里自认为在电商方面早已超越了微信小程序，例如开放平台数据，就是微信无法提供的。目前，已经有 7500 个品牌利用阿里的数据能力。

聚划算

- 聚划算力推“天天工厂”，即 C2M 模式，向供应商开放很多消费者行为数据，实现“生产数据化”——根据销售数据下单生产。与此配合，菜鸟也在做新物流模式的探索，蚂蚁金服在扩大供应链金融服务。“天天工厂”模式是 2019 年 8 月开始探索的，联合定制很快达到了每天 1000 万单。“天天工厂”的目标是 3 年内实现 10000 家工厂的数字化转型。一些标杆案例：“千选体重秤”自 2018 年 10 月以来累计获得 300 万以上订单；“冰袖”自 2019 年 4 月以来累计获得约 300 万订单。
- 在中低端市场、垂直领域，阿里的另一个发力点是“淘宝特色长尾市场”，包括“农人”“匠人”“二次元”等领域。2017 年 9 月至 2019 年 9 月，淘宝特色原创市场的 GMV 复合增速超过 30%。

图表 4：聚划算的愿景和重要数据



来源：阿里巴巴官网，国金证券研究所

闲鱼

- 阿里认为，闲鱼平台前途无量，因为随着经济增长，人们的冲动消费变多，二手电商需求随之攀升。淘宝的门槛还在不断提高，真正的 C2C 卖家都会流向闲鱼。除了二手电商，闲鱼还能承载房屋租赁、商品租赁等需求。
- 2019 年 9 月，闲鱼 DAU 达到 2000 万，同比增长 67%——要知道，在一年半以前的 2018 年 3 月，闲鱼 DAU 仅仅同比增长 18%，这是不折不扣的“提速”！2019 财年（2018 年 4 月-2019 年 3 月），闲鱼 GMV 超过 1000 亿元，发布商品人数（卖家）超过 6000 万，累计“鱼塘”（商品兴趣社区）超过 130 万个。

图表 5：闲鱼的若干重要数据



来源：阿里巴巴官网，国金证券研究所

天猫国际

- 天猫国际是中国最大的进出口平台，拥有 22000 个以上的品牌（其中大部分是首次进入中国）、4300 个以上的类目、覆盖 78 个国家和地区。截止 2019 年 7 月底，天猫国际有 55% 的进口商品买家是 90 后；来自下沉市场的用户同比增长 42%。以前是以生活必需品为主，现在是多样化进口，无所不包。
- 截止 2019 年 7 月，新品牌入驻同比增长 300%，战略合作品牌同比增长 86%，年度销售额超过 1 亿元人民币（按过去 12 个月计算）超过 80 个。进口电商是一个长链商业活动，涉及许多环节。天猫国际已经能做到保税仓清关和配送平均 2.4 天，很多城市甚至能做到次日达。

图表 6：天猫国际的若干重要数据



来源：阿里巴巴官网，国金证券研究所

- 天猫国际的长期目标是做到 2000 亿美元的 GMV。怎么做？还是以跨境零售电商为主，大宗贸易为辅，目前还有很多可发掘的空间。例如，宝洁已经与天猫有很好的合作，但是还有 60% 的新商品没有进入中国。还有一些“小而美”的品牌，通过直采、直营方式，完全可以获得中国消费者的认可。

盒马鲜生

- 截止 2019 年 8 月的 12 个月，盒马的年度活跃买家超过 2000 万人，年度留存率超过 60%。盒马的典型用户画像：25-40 岁，女性，年均家庭收入在 27 万元以上。在一年之内，她们会消费：5000 吨车厘子、300 万只龙虾、20 万只帝王蟹、800 万个椰子。盒马的“主力消费人群”（合计贡献 80% 的 GMV）的年均消费超过 3000 元。

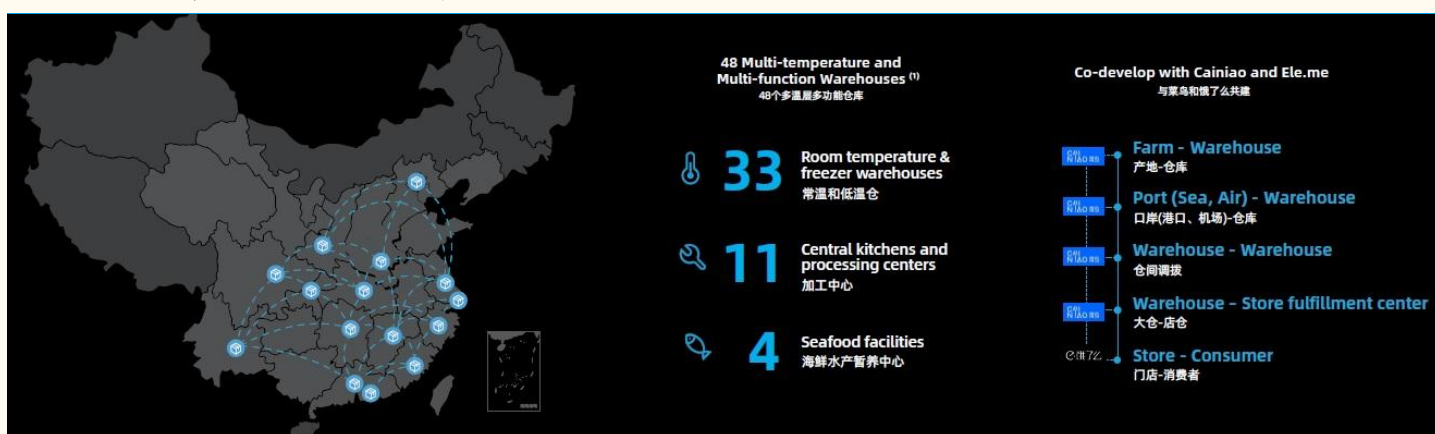
图表 7：盒马鲜生的若干重要数据



来源：阿里巴巴官网，国金证券研究所

- 截止 2019 年 8 月底，盒马开业超过 12 个月的门店的 EBITDA 已经整体转正。从 2018 年 8 月至 2019 年 8 月，线上 GMV 占比从 51% 攀升至 61%；在此期间，同店 GMV 增长 13%，店均运营成本下降 30%。盒马表示，通过基于用户分层运营、内容+社群电商、数据化管理，可以显著提高运营效率。
- 目前，盒马在全国拥有 175 个门店（去年同期为 64 个），进驻 22 个城市（去年同期为 14 个）。在上海，盒马已经覆盖了所有主城区。在核心城市，盒马的任务已经转向“拓展服务边界”。然而，盒马大举入驻二三线城市还是 2018 年的事情，还需要改变，以不一样的门店适应不一样的市场。
- 截止 2019 年 8 月底，盒马在全国拥有 33 个常温和低温仓、11 个加工中心、4 个水产暂养中心，合计 48 个仓库。盒马与菜鸟、饿了么共建物流系统，其中产地、口岸-仓库、仓间调拨、大仓-点仓四个环节与菜鸟合作，门店-消费者环节与饿了么合作。现在，盒马在准备加密门店网络、向下沉地区渗透。

图表 8：盒马鲜生在仓储方面的若干重要数据



来源：阿里巴巴官网，国金证券研究所

天猫超市

- 天猫超市对自己的定位是“旧城改造”——在中国庞大的零售市场之中，电商的 GMV 增速仍然很高，便利店、大卖场、小超市的增速很低，杂货店则是负增长。所以，电商巨头要对传统商超进行“旧城改造”。例如，“淘鲜达”对 23 个线下商超品牌进行了“数字化赋能”，覆盖了 278 个城市、使 800 个门店完成了数字化改造。
- 以大润发为例：某门店原先每日触达人数 11000 人，经过改造，现在是 864000 人！过去 9 个月，淘鲜达已经完成了 485 个门店改造、18000 个 SKU 改造，线上履约及时率在 99% 以上，日均线上订单 700 个以上，平均每个店 GMV 增长 6.5%。淘鲜达的典型用户画像：54% 在淘宝系的年消费在 6000 元以上，34% 是 90 后，老客户平均月购买频次为 2.35 次——所谓的“高价值、年轻化”。

图表 9: 天猫超市的若干重要数据



来源: 阿里巴巴官网, 国金证券研究所

本地生活 (饿了么/口碑网)

- 饿了么与口碑网的分工: 前者包括供应链、SaaS、履约平台、金融支付等; 后者包括智慧餐厅、POS、与支付宝的对接等; 两者都与用户、商户对接。虽然餐饮行业 O2O 的竞争很激烈, 但是数字化率只有百分之十几。线下本地生活服务规模大概有 20 万亿, 其中餐饮占 4-5 万亿, 还有的是市场空间。
- 本地生活服务公司截止 2019 年 6 月底的战绩: 年度活跃用户 2.45 亿、GMV 同比增长 40%、直接覆盖城市超过 100 个。过去一年, 佣金率小幅提升, 配送成本下降了很多 (尤其是在 2019 年二季度); 自 2018 年四季度以后, 补贴越过高峰、略有下降。中国超过 100 万人口的城市有 130 多个, 目前饿了么+口碑网只进入了 70 多个, 其中过去一年进入了十多个。竞争对手 (美团) 有 5 万多员工, 本地生活只有 1 万多人。
- 最重要的是与阿里巴巴经济体打通——饿了么的订单有 28% 来自支付宝, 38% 的新客户来自支付宝。今后, 饿了么还会与手机淘宝打通, 开启“千人千面”, 包括开通淘宝吃播。例如, 在肯德基 X 天猫超级品牌日, 淘宝吃播有 600 万以上观看者, 最流行的套餐 GMV 超过 640 万元。目前, 高德地图有饿了么的优惠券, 今后会直接加入饿了么外卖。蜂鸟配送与饿了么也要进一步打通, 两个系统还很不一样。

图表 10: 本地生活服务的若干重要数据



来源: 阿里巴巴官网, 国金证券研究所

重要的问题是什么？下沉市场、内容电商、新零售……

- 数据只是一个方面，再详细的数据也要为商业逻辑和战略方向服务。从今年的阿里投资者大会，我们能看到哪些大方向？大家最关注的肯定是下沉市场，但这已经是一张“明牌”——所有人都知道，所有人都在努力开拓，而且很可能开拓的差不多了。其次是内容电商/社群电商，这个概念早在 2013-15 年就开始普及，但是至今才成为市场主流。然后就是包括 O2O 的新零售了。我们有一些观点与大家分享。

下沉市场

- 过去几年，阿里在下沉市场（低线城市、乡镇、农村）的努力取得了不错的战果，给人留下了深刻印象。其实，阿里的“基因”很适合下沉市场——从当年的“中供铁军”到现在的农村淘宝、菜鸟物流，阿里一直擅长地推、擅长脏活累活，在“执行力”环节拥有竞争对手无可比拟的优势。然而，“下沉市场”的红利还能吃多久？或许已经吃完了。要知道，现在连拼多多都在飞速向“五环内”升级了。
- 我们认为，下沉电商市场除了淘宝、拼多多，还有快手（虽然大部分成交在其他平台完成）。如果要比较下沉的幅度，淘宝基本覆盖了低线城市，拼多多全面覆盖了低线城市和郊县，快手甚至覆盖了很多乡镇。有人认为，拼多多、快手对下沉市场用户起到了“教育”作用，最后这些都成了淘宝用户——我们难以苟同。下沉市场用户当然可能通过拼多多打开对电商的认知，逐渐接触淘宝，但是几乎不可能从拼多多彻底“升级”到淘宝。对于他们来说，同时使用多个电商平台是正常的，用户忠诚度还在养成之中。
- 无论如何，我们认为电商从“下沉市场”获得的红利已经接近尾声。淘宝、聚划算、闲鱼、微信小程序、快手、抖音、小红书……在过去多年当中，已经反复将下沉市场用户“犁”了很多遍。尤其是拼多多和快手，已经把电商的前沿推到了最低线。我们很难想象，在中国还能有什么“低线流量红利”可供开发。下沉市场是一个真命题，但是它的作用主要发生在过去和现在，而不是未来。

图表 11：阿里零售电商的下沉已经做得足够好了

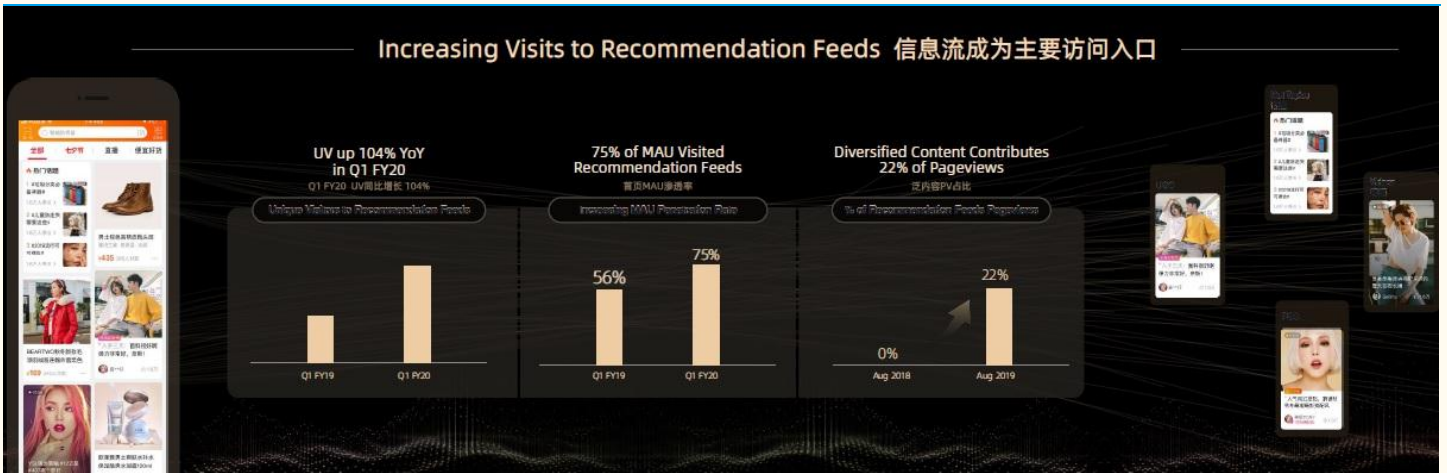


来源：阿里巴巴官网，国金证券研究所

内容电商

- “内容电商”是一个宽泛的概念：凡是基于内容、基于社群、基于垂直“调性”的电商都在此之列。2018 年以来，“直播带货”成为了热门概念，淘宝直播、快手、抖音乃至微信公众号都在往里面冲。无论是从消费升级的角度，从冲动消费的角度，还是从用户分层、精细化运营的角度，内容电商都是未来。阿里的“大文娱”业务并未取得很大成效，但是核心电商业务内部的淘宝直播效果显著。
- 与此同时，淘宝/天猫还从快手、抖音、小红书、B 站接收了大量流量。在本次投资者大会上，阿里表示：来自快手、抖音等外部内容平台的流量和 GMV 仍占少数；这与我们的估算相仿——2019 年，我们预计快手电商的整体 GMV 约 1000 亿，抖音约 400 亿，两者相加仍仅相当于“阿里系”零售电商的 2-3%。快手、抖音、小红书都在发展自有电商平台，但是短期内不会对阿里构成冲击。根据我们了解，快手、抖音向淘宝/天猫输送流量，自身的货币化率很低，反而是阿里的货币化率很高。这种情况能持续吗？还是个谜。
- 阿里缺乏强大的自有内容、社交平台，始终是一个问题。所以，它曾经非常重视“大文娱”业务，并且在抖音、微博等外部内容平台多有投入。不过，只要有强大的执行力，以及对“商品”的深刻理解与履约能力，缺乏内容、社交平台并不是原则性问题。在未来 2-4 个季度内，阿里仍可以在核心电商业务上为所欲为。在长期，阿里必须与外部流量入口（主要是内容性的）形成平衡。外部平台肯定都希望建立自己的电商业务、分走更大的一块收入；阿里必须进一步加强自己在货架深度和履约能力方面的壁垒，以立于不败之地。

图表 12: 信息流界面也是阿里电商“内容化”的一个环节



来源：阿里巴巴官网，国金证券研究所

新零售

- “新零售”概念从 2016 年由阿里研究院提出，迄今已有三年了。然而，还是没人能说清楚“新零售”的内涵。现在，京东、拼多多等阿里的竞争对手已经很少提及“新零售”，阿里自身提的也不多。“智慧零售”“数字赋能”等更详细、更容易落地的概念，正在取代“新零售”。
- 从天猫超市、菜鸟网络、盒马鲜生的主题演讲看，“新零售”对传统零售商超的赋能主要在三个方面：第一是打通线上线下用户、大幅提升触达用户和客单量；第二是打通供应链，甚至实现按需下单生产；第三是进行社群化的客户管理，提升用户黏性和品牌认同感。然而，新零售最大的问题是可复制性差，即便做出了几个标杆案例，也不可能平移到其他门店、其他品牌。腾讯等有志于智慧零售的巨头也面临着类似局面。

图表 13: “淘鲜达”做出了一些标杆，但是可复制性如何呢？



来源：阿里巴巴官网，国金证券研究所

- 要彻底改造传统商超，就必然要触及它们的核心业务流程和数据。仅仅通过战略合作和参股，能否达到改造的目的？过去几年，阿里不断扩大并表范围、资产越做越重，主要是为了新零售的愿景考虑。在历史上，阿里一贯擅长通过强大的执行力去完成不可能完成的任务；不过，实现新零售需要多大的代价？阿里也在严肃思考这个问题，不会一味地通过砸钱去“催熟”新零售。一切都要等待宏观经济和技术的成熟。

风险提示

- 监管风险；宏观经济风险；消费者审美疲劳；投资并购减值。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH