

# 生生不息、走向全球、引领未来的数字经济体

## ——电商业务逻辑与研究框架专题二

2021年7月

姓名	陈腾曦	于健
邮箱	chentengxi@stocke.com.cn	yujian01@stocke.com.cn
电话	13916068030	15821682853
证书编号	S1230520080010	S1230519050001

## □ 乘时代红利崛起，前瞻布局、履带发展造就效率壁垒，核心四维认知阿里：

- **文化：**阿里由文化价值观驱动。“让天下没有难做的生意”的使命，“不求大、不求强，活102年”的愿景，和“客户第一”、“唯一不变的是变化”、“此时此刻、非我莫属”等价值观，能吸引到同路人，也保障了公司始终往一个方向发展。
- **战略：**打造商业操作系统，为天下商家提供全业务流程数字化产品解决方案，持续降本增效创造价值。公司战略稳健前瞻，服务商角色不断进化，从服务中国商家的商贸“场”，到服务全球的更广义商业基础设施。
- **组织：**合伙人制度及股权安排保障核心管理层控制权，使得阿里精神得以传承。阿里注重对于同路人的选拔和培养，“政委、班委、独立编制”等组织设计，使阿里内部持续创业，阿里的企业家精神得以规模化崛起。
- **业务：**从拥抱变化到引领变化，业务“自孵化+投资并购”，业务发展“以攻为守”，业务延伸“履带式发展”，持续布局迭代“常青型现金牛+前瞻型明星”业务矩阵，从B2B供血到淘宝天猫供血、B2B老树开新花、云计算崛起。

## □ 核心壁垒：数据积累下的效率优势，规则清晰下的投入产出可控

- 商家由利益驱动、转移成本较高，会在短期利益和长期利益权衡下做出决策。“用户在哪商家在哪”与“商家在哪用户在哪”之争下，阿里优势在于规则梳理清晰下ToB商家侧的优势。得益于长期坚实的基建积累，拥有数据和算法带来的效率优势、健全的消费者服务体系、清晰的商家利益梳理，使得阿里平台规则清晰，投入产出可控，依然是商家首选平台。

## □ 未来发展：“菜鸟+蚂蚁”解决信任和履约难点，商业版图不断延伸，业务溢出的云计算将持续为创新业务供血，整个数字经济体生生不息。

- 菜鸟+蚂蚁进一步提升效率，菜鸟是物流行业数字化转型的引擎，蚂蚁最重要的产品是“建立信任”，打造跨品类、跨区域基础设施，实现国际贸易数字化，并得以切入东南亚电商红利赛道，复制输出电商经验，得以融合本地生活、同城零售，打造集团高频复购引擎。
- 云计算诞生于双11对于技术基建的高要求，从内部服务项目到业务对外输出，阿里云的核心壁垒来自于数据的积累和理解，技术与业务的紧密结合。

## □ 投资建议：长期壁垒的互联网平台首先必须是个好产品（高用户粘性），从企业家出发，研究企业使命愿景价值观、组织与激励，在此基础上分析经营结果，进而判断互联网平台是否能够持续保持一个“好产品”的特质，这对应互联网平台企业的长期壁垒。商业效率评估的基础是数据积累，建议关注阿里巴巴、腾讯（微信）；社会数字化持续深化催生新电商平台，建议关注拼多多、美团、字节、快手。

## □ 风险提示：行业竞争加剧、行业监管、跨境风险、新业务发展不及预期

# 目录

CONTENTS

01

研究框架：文化、战略、组织、业务

02

电商基本盘核心壁垒坚实

03

边界延伸：“菜鸟+蚂蚁”解决信任和履约痛点，  
助力高效推进全面的业务数字化

04

业务溢出：云计算具备“商业+技术”独特优势

05

投资建议及风险提示

# 01

## 研究框架

**历史发展：乘时代红利崛起，前瞻性布局、履带式发展造就效率壁垒**

**基因和壁垒：持续传承的使命、愿景、价值观**

**基因的传承：合伙人制度及股权安排保障核心管理层控制权**

**组织与人才：内部持续创业源于企业家精神的规模化崛起**

合伙人：老人强运营，后入者多为专业精英

组织管理：重视同路人的选拔和管理

组织架构：统一指挥，网状协同

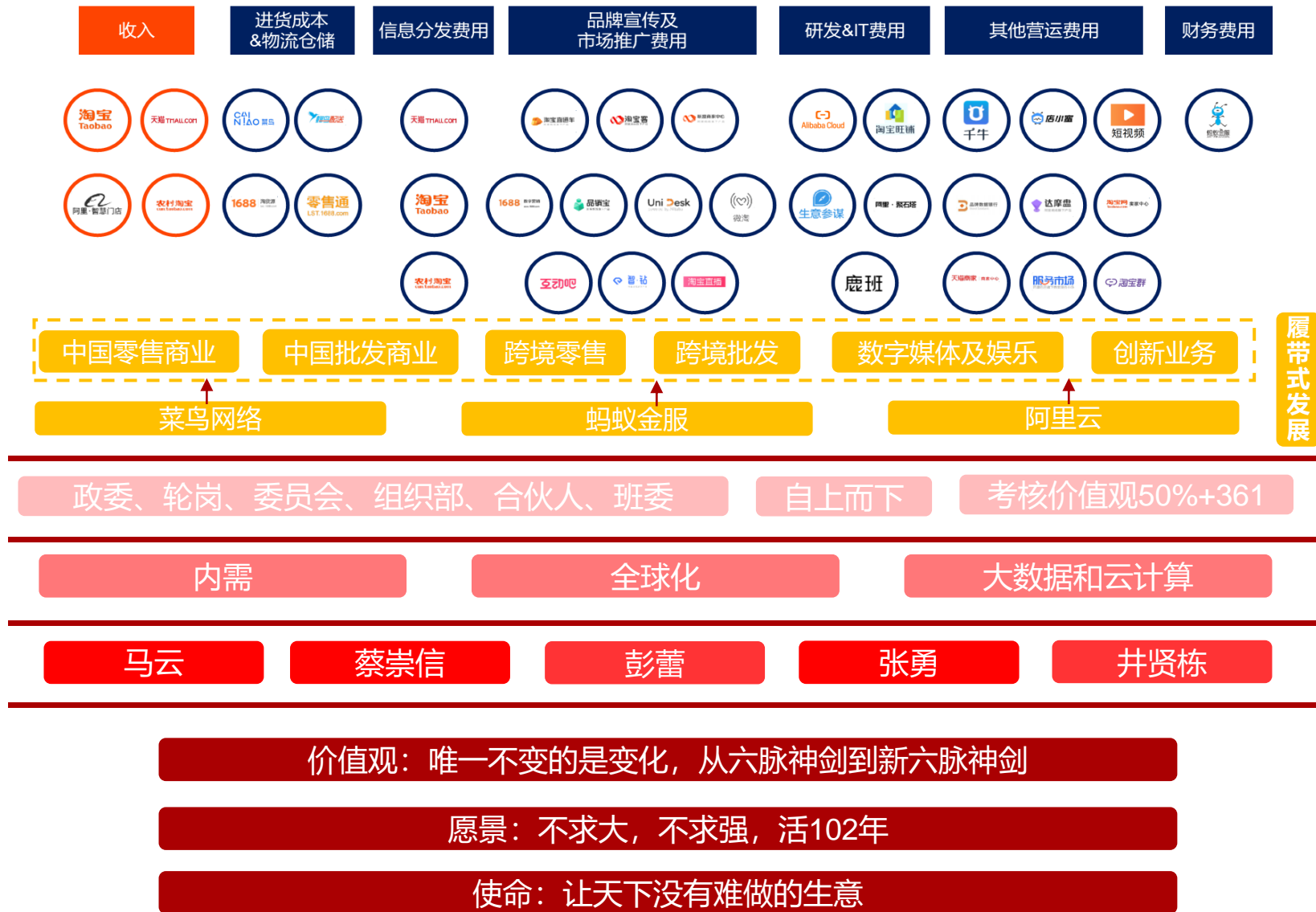
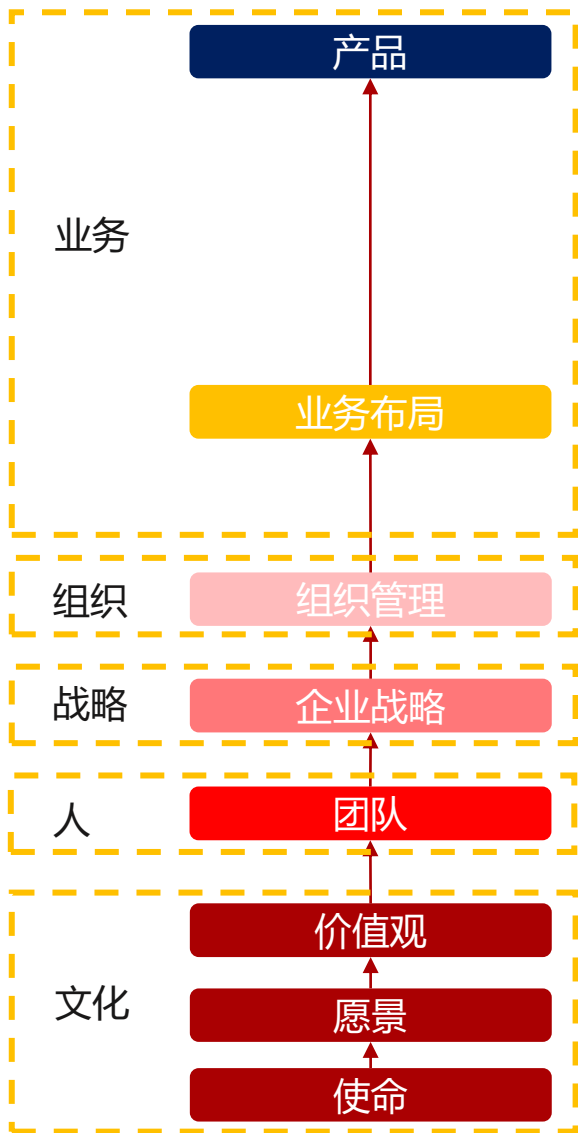
**战略及业务：履带式发展，持续打造高效的数字化商业生态**

业务战略：提供全业务流程数字化产品解决方案，持续降本增效

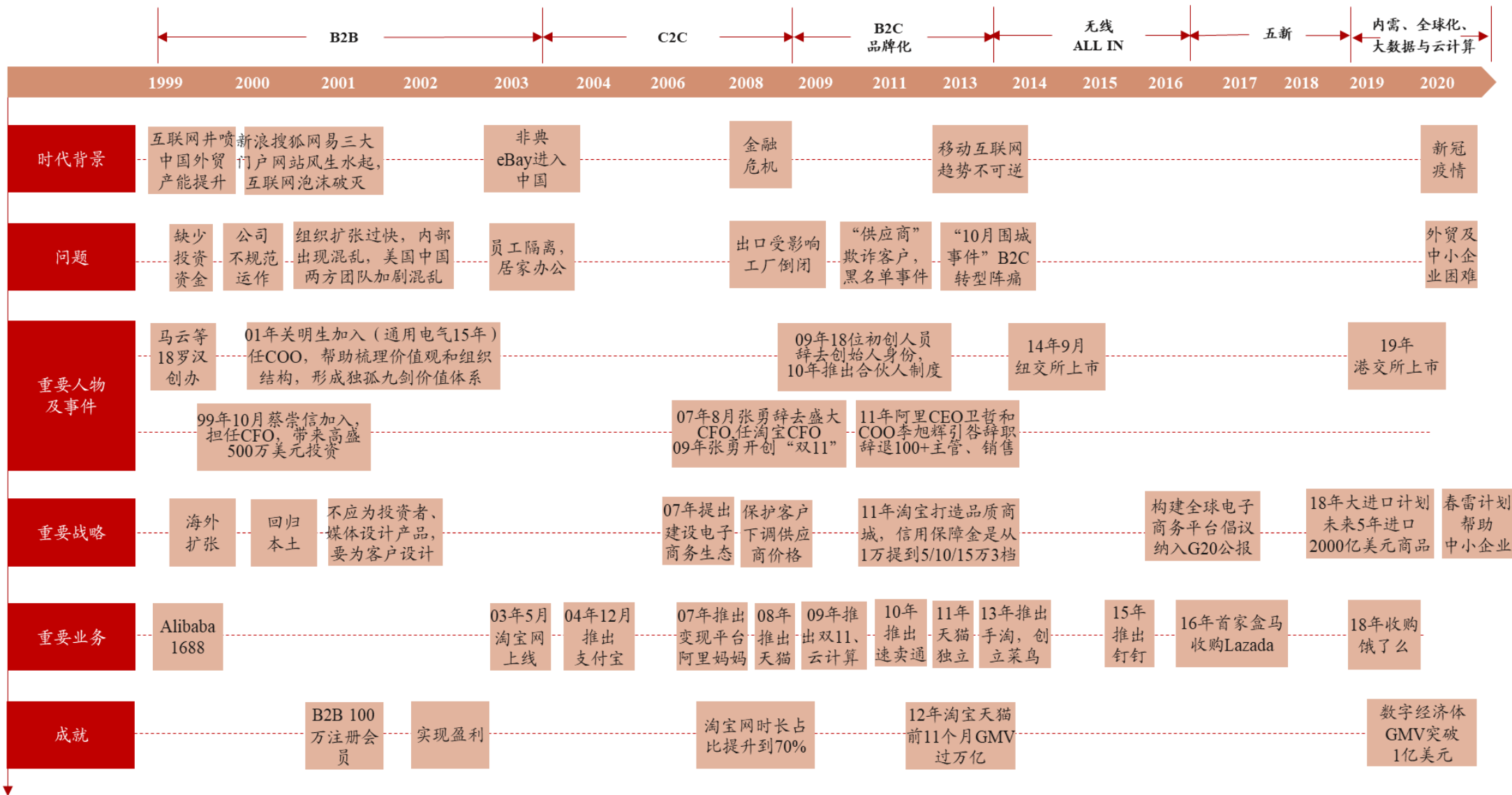
履带式发展：从B2B供血到淘宝天猫供血及“B2B老树开新花”

- **从经营成果来看，阿里FY2021实现营收7173亿元，同比增长41%；实现归母净利润1503亿，同比增长0.7%，实现Non-GAAP归母净利润1720亿元，同比增长30%，而核心两个部分的经营数据来看：1) 核心商业部分（中国零售商业、中国批发商业、跨境零售、跨境批发、菜鸟物流、本地生活服务等）：**截至2021年3月底AAC8.11亿人，FY2021中国零售市场GMV达7.49亿。淘宝特价版等下沉策略成功推进，FY2021约70%新增AAC来自欠发达地区。淘宝特价版AAC超过1.5亿人。截至2020年6月，1688和阿里巴巴国际站的付费会员分别为92万和19万，年度活跃买家分别为670万和260万，本地生活年交易用户2.9亿人。FY2021整体核心商业收入为6211亿元（+42%），EBITA为1945亿元（+17%），扣除饿了么、新零售等业务后EBITA为2291亿元（+11%）。2) 云计算部分：市占率亚太地区第一。FY2021云计算营收为601亿元（+50%），EBITA为-1.66亿元。FY21Q3云计算首次转正。
- **阿里的独特基因和核心壁垒：使命、愿景、价值观。**阿里是一家文化驱动、价值观驱动的公司，“让天下没有难做的生意”的使命，“不求大、不求强，活102年”的愿景，和“客户第一”、“唯一不变的是变化”、“此时此刻、非我莫属”等的价值观。阿里的文化能吸引到同路人，也保障了阿里始终坚守初心，做长期的事情。
- **102年=战略×组织，坚守初心，拥抱变化，生生不息。**

  - 战略：公司坚守初心“让天下没有难做的生意”。商业中，涉及具体行业、市场、渠道等存在蓝海和红海，但是唯一可以确定的整体大的方向是数字化。阿里在数字化大方向下，提出前瞻性发展战略，着力构建数字经济体，发力“内需”、“全球化”、“大数据与云计算”。
  - 组织：阿里的组织是一套自上而下集权而扁平的机制，且变化最为频繁，组织设计服从于战略，每一次战略的调整升级都匹配以组织的调整和升级。通过合伙人、委员会、组织部、轮岗、政委、班委等组织设计，达成选对人、用对人、发展人、评估人的目标。
- **履带式发展，打造闭环的业务布局及产品矩阵：**阿里从拥抱变化到引领变化，擅长以攻为守，持续布局迭代“常青型现金牛业务+前瞻型明星业务”矩阵，从B2B批发、到淘宝天猫、到菜鸟经营性现金流的转正和阿里云的盈利，履带式发展使得阿里经营稳健，逐步沉淀了走向数字化进程所必须需要的各方面的基础设施。不同的、特定的业务在特定的历史窗口、时间窗口扮演不同的角色，经历不同的生命周期。包括新业务的孵化壮大盈利，以及“老树开新花”。
- **面向未来，创新驱动，为创造客户价值而投资。**阿里将通过内生外延不断引入一些解决方案，帮助大家探索出各行各业数字化转型的标杆。公司以大数据和云计算为底层基础设施支撑，通过内生外延去探索和推进“五新”，新零售（核心商业）、新制造（犀牛制造）、新金融（支付宝）、新技术（阿里云、天猫精灵IoT，平头哥芯片）、新能源（小鹏汽车），乃至“百新”，推动各行各业的数字化转型。未来阿里通过搭建各种各样高效的互通互联的基础设施，真正构筑立体的阿里数字经济生态。



资料来源：浙商证券研究所



- 使命：1999年，阿里自创立起即为“让天下没有难做的生意”的使命。
- 愿景：2004年五周年，将“成为一家持续发展102年的公司”定为愿景。
- 价值观：从独孤九剑到六脉神剑到新六脉神剑。1) 2001年独孤九剑：关明生帮助马云等创始人梳理企业价值观，形成九个词的价值观被马云称为“独孤九剑”。2) 2004年六脉神剑：正式形成了“六脉神剑”的价值观：3) 2019年“新六脉神剑”：客户第一，员工第二，股东第三；因为信任，所以简单；唯一不变的变化；今天最好的表现是明天最低的要求；此时此刻，非我莫属；认真生活，快乐工作。20周年之际，马云将董事局主席一职交棒给现任阿里CEO张勇。同时历时14个月，各层讨论及修改，形成新六脉神剑，对于如何经营业务、招揽人才、考核员工以及决定员工报酬扮演着重要的角色，目的寻找同路人。

## 2001年独孤九剑：

激情  
创新  
教学相长  
开放  
简易  
群策群力  
专注  
质量  
客户第一

## 2004年六脉神剑：

客户第一  
团队合作  
拥抱变化  
诚信  
激情  
敬业



## 阿里巴巴

## 新六脉神剑

The New Six Values for the Alibaba Digital Economy

## 使命

Mission

- ▶ 让天下没有难做的生意  
To make it easy to do business anywhere

## 愿景

Vision

- ▶ 活102年：我们不追求大，不追求强，我们追求成为一家活102年的好公司  
Last for 102 years: We do not pursue size or power; we aspire to be a good company that will last for 102 years.
- ▶ 到2036年，服务20亿消费者，创造1亿就业机会，帮助1000万家中小企业盈利  
By 2036, we aim to serve 2 billion consumers, create 100 million jobs, and help 10 million SMEs to be profitable

## 价值观

Values

- ▶ 客户第一 员工第二 股东第三  
Customers first, employees second, shareholders third
- ▶ 因为信任 所以简单  
Trust makes everything simple
- ▶ 唯一不变的是变化  
Change is the only constant
- ▶ 今天最好的表现是明天最低的要求  
Today's best performance is tomorrow's baseline
- ▶ 此时此刻 非我莫属  
If not now, when? If not me, who?
- ▶ 认真生活 快乐工作  
Live seriously, work happily

+

BG愿景

经营业务

决定员工报酬

招揽人才

考核员工

一群有情有义的人，在一起做一件有价值有意义的事  
Well-meaning people get together to do meaningful things

2019年9月10日

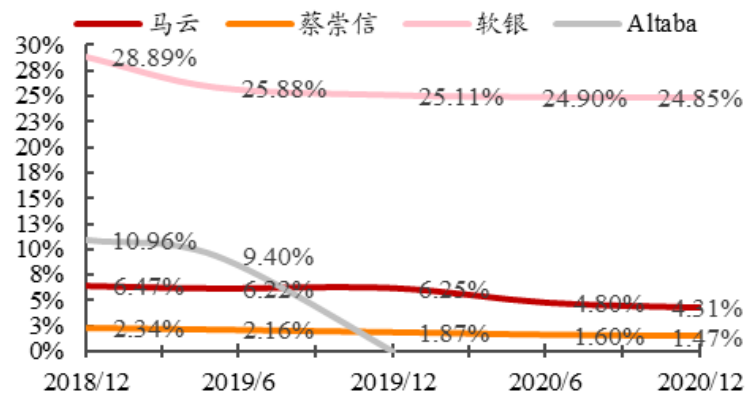


- 阿里早期的发展需要大量资金，先后引入软银、雅虎等投资者。
- 但阿里始终担心外部投资者过高的股权会使得公司管理层失去控制权。早期在第二轮融资中即拒绝了软银期望融资占据30%股权的提议。2005年雅虎以10亿美元及雅虎中国战略入股阿里，成为阿里最大股东（占35%），阿里则以其中7.5亿元回购软银及其他股东股份，以实现三足鼎立。
- 2012年回购股份“私有化”。2012年5月，利用71亿美元回购雅虎手中20%的阿里股权。阿里成功解除雅虎大股东的威胁，重新掌握公司董事会。通过向一系列PE基金和主权财务基金出售了26亿美元普通股和16.88亿美元的可转换优先股。2012年6月私有化完成，正式退市。

图：阿里巴巴融资历程

	年份	融资金额	融资方
第1轮	1999年12月	500万美元	高盛集团领投, FidelityCapital (富达投资)、新加坡政府科技发展基金、银瑞达InvestorAB
第2轮	2000年	2500万美元	软银、新加坡政府科技发展基金、富达、汇亚基金、瑞典AB等
第3轮	2004年2月	8200万美元	软银、新加坡政府科技发展基金等
第4轮	2005年8月	10亿美元+雅虎中国	雅虎(兑换阿里巴巴集团39%的普通股, 并获得35%的投票权)
第5轮	2007年11月		B2B业务香港上市, 12年退市
第6轮	2011年9月	20亿美元	美国银湖、俄罗斯DST、新加坡淡马锡、云锋基金
第7轮	2012年8月	43亿美元	中投、中信资本、博裕资本、国开金融、美国银湖、俄罗斯DST、淡马锡
第8轮	2014年9月	220亿美元	纽交所上市
第9轮	2019年11月	880亿港币	港交所上市

图：阿里巴巴核心股东持股变动情况

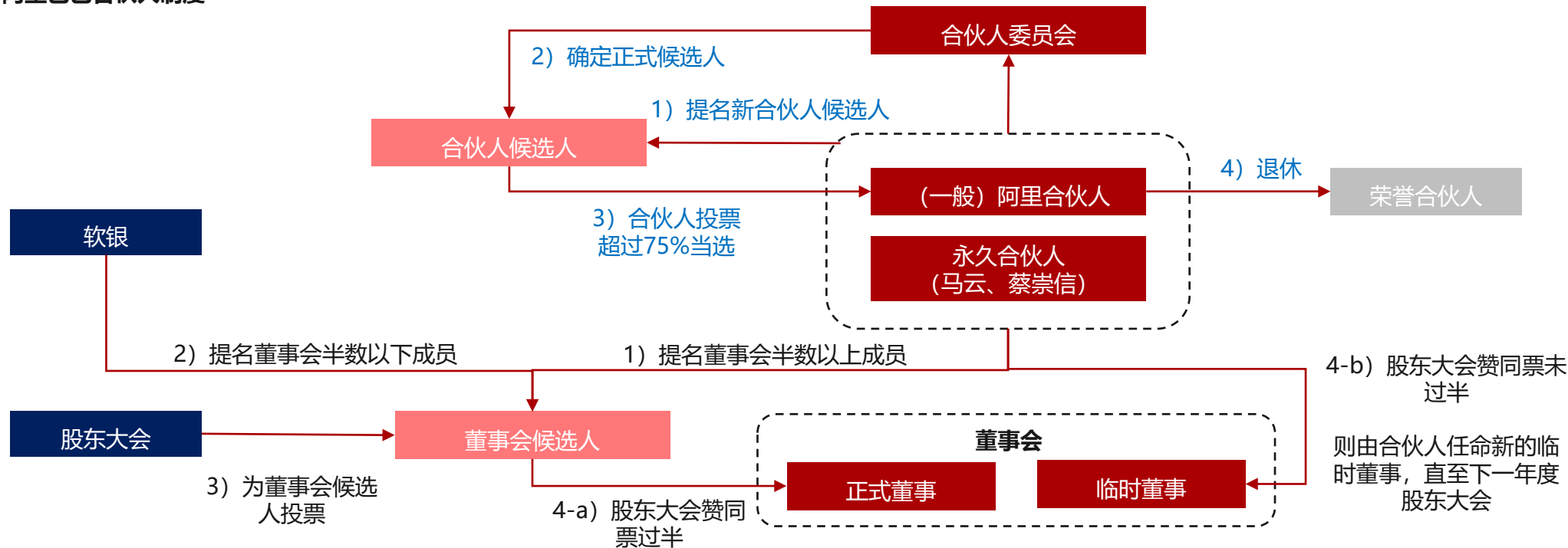


图：阿里巴巴核心股东持股变动情况

股东	2018/12/31	2019/6/3	2019/12/31	2020/7/2	2020/12/31
马云	6.47%	6.22%	6.25%	4.80%	4.31%
蔡崇信	2.34%	2.16%	1.87%	1.60%	1.47%
其他管理层	未披露	0.89%	未披露	1.00%	未披露
软银	28.89%	25.88%	25.11%	24.90%	24.85%
Altaba	10.96%	9.40%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	55.45%	55.45%	66.77%	67.70%	68.93%

- 公司治理结构方面，合伙人制度有效解决公司管理权长期可持续的接替。2013年赴美上市之前，阿里巴巴进行了合伙人制度改革，以牢牢掌握控制权。目前阿里巴巴共有合伙人为38人。由合伙人提名董事会的大多数董事人选。提名的每位董事人选，必须在年度股东大会上得到超过投票股东所持表决权的二分之一同意方能当选。如果未获得股东选举，或在当选后因故离任董事，阿里巴巴合伙有权委任临时董事，直至下一届预定年度股东大会召开为止。如需修改阿里合伙人制度，必须获得出席股东大会的股东所持表决权95%以上通过，马云和蔡崇信合计持股超过5%。
- 通过设置年度现金奖金池用于管理层激励，管理层利益梳理清晰、激励充分。总金额按照经调整税前营业利润的一定百分比计算。先分配给管理层（FY2019超过360名成员）中非合伙人成员的奖金比例，剩余部分作为管理层合伙人的奖金。合伙委员会将会决定管理层中所有合伙人年度奖金的具体分配，而支付给合伙人中担任我们的高管、董事会合伙委员会成员的年度奖金，还需董事会薪酬委员会批准。主要根据合伙人对我们业务及弘扬使命、愿景、价值观作出的贡献程度，确定奖金分配。

图：阿里巴巴合伙人制度



合伙人委员会：马云、彭蕾、蔡崇信、张勇、井贤栋

- 阿里整体管理层的架构为最高为经济体发展执行委员会（13人，张勇、井贤栋、张建锋、蒋凡、胡晓明、王磊、戴珊、倪行军、黄浩、王帅、邵晓锋、武卫、童文红），下设五委四办（“五委”负责统筹，包括技术、人才发展、安全风险、财务投资、公共事务委员会；“四办”负责执行，有具体目标，包括农村、全球、用户、企业服务办公室）。
- 目前阿里合伙人委员会由马云、蔡崇信、彭蕾、张勇和井贤栋五人组成。合伙人委员会确定合伙人候选人，合伙人有权提名董事会的大多数董事人选及任命临时董事。

表：阿里巴巴合伙人委员会成员主要背景

技术	加入	加入前经历	主要特点/成绩
马云	1999	1988年毕业于杭州师范学院外语系，同年担任杭州电子工业学院英文及国际贸易教师；1995年创办中国第一家互联网商业信息发布网站中国黄页；1998年任中国国际电子商务中心国富通信息技术发展有限公司总经理；1999年创办阿里巴巴	创立阿里
彭蕾	1999	毕业于浙江工商大学企业管理专业	历年来带领过市场、服务和HR等多个部门，打造出了一套具有阿里巴巴特色的电商组织文化体系，在提升客户满意度及维持企业文化方面拥有丰富的经验
蔡崇信	1999	加拿大籍华人，纽约州执业律师，耶鲁大学经济学及东亚研究学士和耶鲁法学院法学博士；1990-993年在纽约Sullivan&Cromwell律师事务所从事税务法律业务；1994-1995年任纽约并购公司Rosecliff, Inc. 副总裁及总法律顾问；1995-1999年任北欧工业控股公司Investor AB 附属公司Investor Asia Limited 副总裁及高级投资经理，主要负责亚洲私募募股本业务	使阿里巴巴真正规范化运作，1999年放下七十万美元年薪工作投奔马云，帮马云注册公司 1999年领导成立阿里巴巴集团香港总部 2005年主导收购中国雅虎及雅虎对集团投资的谈判； 2013年5月任董事局执行副主席，负责战投，卸任CFO； 2019年6月卸任集团战投部负责人职务
张勇	2007	上海财经大学金融学学士学位。 上海普华永道会计师事务所担任审计和企业咨询部门资深经理； 2005-2007年期间，担任在线游戏开发和运营商盛大互动娱乐有限公司的首席财务官	2007年8月加入阿里巴巴集团，担任淘宝网首席财务官，参与设计淘宝商业模式，帮助淘宝在09年年底实现盈利；2008年兼任淘宝网首席运营官兼 <b>淘宝商城</b> 总经理； 2011年天猫成为独立业务后，出任总裁， <b>双11的创立者</b> ； 2013年9月起，担任集团首席运营官，全面负责国内和国际业务的运营，带领公司 <b>All in 移动</b> ，建立全球物流平台菜鸟网络，并推出了天猫国际；主导了集团多项重要战略投资，包括苏宁云商、海尔电器、银泰商业集团、新加坡邮政等。
井贤栋	2007	上海交通大学工学学士，明尼苏达卡尔森EMBA、MBA 曾就职于太古可口可乐和百事可乐	2007-2009年历任集团资深总监、副总裁，主管财务和运营； 2009年加入支付宝，担任CFO；2014年任蚂蚁金服COO

资料来源：公司公告，公司官网，公开资料整理，浙商证券研究所

## 高管团队

表：阿里巴巴高管主要背景

姓名	职位	加入	背景	加入前经历	主要特点/成绩
张勇	董事会主席兼CEO	2007	财务	/	/
蔡崇信	执行副主席	1999	财务	/	/
武卫	董事兼CFO	2007	财务	曾为毕马威北京分公司的审计合伙人（工作15年）。1981年普林斯顿大学政治学学士学位。1993年加入高盛，1994年成为合伙人；2008-2013年退休前任高盛集团副主席	2007年7月加入任CFO；11年10月任集团副CFO；14年5月任集团CFO；19年6月兼任战投部负责人
J.Michael Evans	董事兼总裁（非合伙人）		财务		2014年9月起担任董事。2015年8月出任阿里巴巴集团总裁
井贤栋	董事	2007	财务	/	/
Kabir Misra	董事（非合伙人）		财务	2006-2018年为SoftBankInvestmentAdvisors及SoftBankCapital的管理合伙人。	2020年9月起担任阿里巴巴集团董事。现为位于加利福尼亚州一家风投公司RPSVentures的管理合伙人
童文红	首席人才官	2000	人力		从前台做起，之后陆续担任集团行政、客服、人力资源等部门管理工作。组建菜鸟网络。
程立	首席技术官	2005	技术	2000届上海大学计算机硕士；2004年2月在上海交大攻读博士，作为外包架构师协助支付宝网站建设，后放弃博士学位，加入支付宝。	支付宝技术平台的奠基人之一，主持了支付宝各代技术架构的规划与基础技术平台的建设，设计并实施了支付宝一系列关键业务系统；
张建锋	阿里云智能事业群总裁	2004	技术		2004年加入淘宝任首席架构师；带领团队攻克了超大规模互联网工程系统难题，解决了“双11”、12306春运购票、央视春晚等场景下的流量突变型云计算系统难题；
吴敏芝	首席客户官	2000	市场	浙江大学外经贸学院国际贸易专业，中欧国际工商学院EMBA	曾担任过区域销售总经理、GoldSupplier销售部副总裁、诚信通销售部副总裁、供应商服务部副总裁、国际贸易事业部总经理等多职
俞思瑛	首席法务官	2005	法务	华东政法学院经济法系毕业曾在多家律师事务所及政府部门任职	加盟阿里法务部，在淘宝打假、网购侵权投诉等为阿里提供诸多法律建议
郑俊芳	首席风险官兼首席平台治理官	2010	财务	曾在毕马威工作过13年	2015年12月负责阿里首次组建的平台治理部，平台治理部负责电商平台的规则、知识产权保护、打假、打击信用炒作等管理事宜；2016年7月卸任集团副CFO，“全职”打假
董本洪	首席市场官（非合伙人）	2016	市场	1995-003年在宝洁和信超媒体和欧莱雅担任过多个高管职务。2004-2010年任百事可乐大中华区市场副总裁。2010-2016年任市场营销公司VML中国CEO。	2016年1月加入，担任首席市场官；2017年11月-2018年11月兼任阿里妈妈总裁
戴珊	B类事业群总裁	1999	市场	杭州电子工业学院工程学学士	2002-2005任阿里巴巴公司中国市场部诚信通高级销售总监，建立该公司的电话销售小组；2017年担任B2B事业群总裁
蒋凡	淘宝总裁兼天猫总裁（非合伙人）	2013	技术	复旦大学计算机系毕业。曾任职Google中国；2010年创办移动开发者服务平台友盟	从14年开始推进无线化、内容化，推进手淘功能研发，建构淘宝内容化体系，淘宝无线交易占比从10%+增长到80%；17年12月任淘宝总裁；19年3月兼天猫总裁；4月任天猫法人、董事长兼总经理
樊路远	大文娱事业群总裁	2007	财务		07年加入支付宝，2010年首创快捷支付；13年带领团队推出余额宝等“余额宝之父”。参与阿里影业系列重要决策，淘票票初創人；18年任大文娱事业群轮值总裁兼优酷总裁；19年任阿里文娱总裁

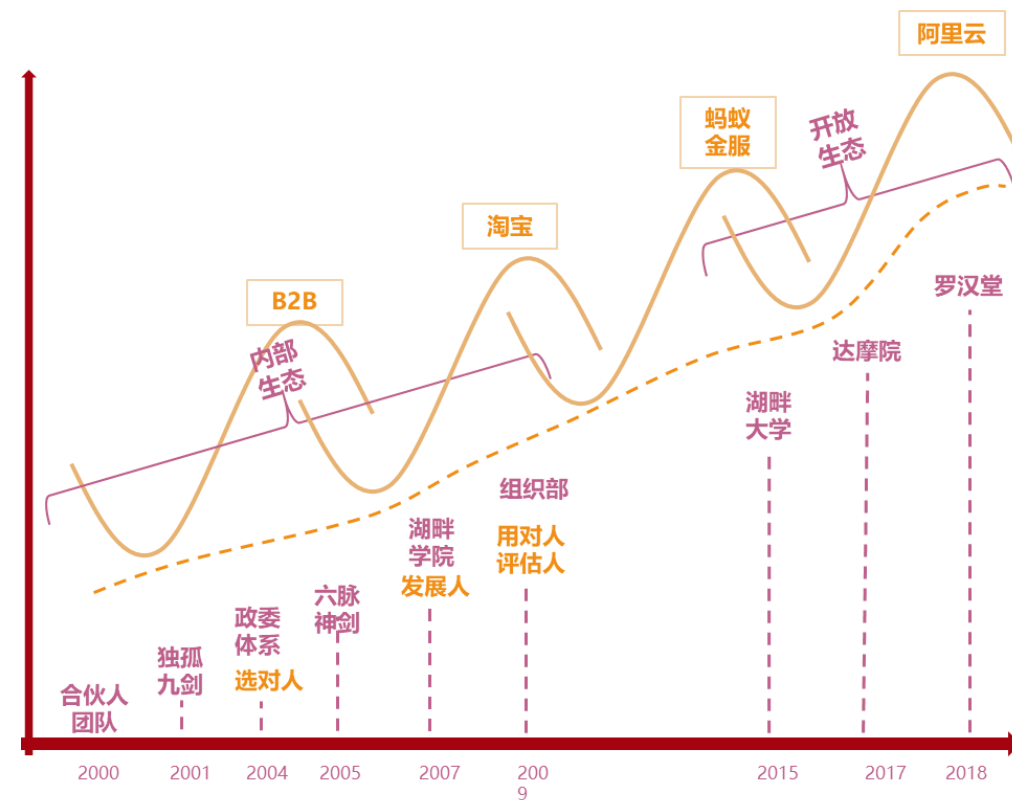
# 组织与人才：内部持续创业源于企业家精神的规模化崛起

## 合伙人团队：老人强运营，后入者多为专业精英

姓名	职位	加入背景	主要特点/成绩
张勇	董事会主席兼CEO	2007 财务	/
蔡崇信	执行副主席	1999 财务	/
胡晓明		2005 财务	2009年创建阿里金融，利用大数据技术为小微企业提供信贷服务，首次让信用替代抵押；2014年任阿里云总裁，阿里云持续保持高速增长，并开启全球化。2018年回到蚂蚁，2020年蚂蚁自研数据库产品OceanBase独立公司化运作
赵颖	蚂蚁国际事业群总裁	2005	曾任蚂蚁金服集团财务与客户资金部总经理，兼飞猪总裁
武卫	董事兼CFO	2007 财务	/
井贤栋	董事	2007 财务	/
樊路远	大文娱事业群总裁	2007 财务	/
郑俊芳	首席风险&治理官	2010 财务	/
俞永福		2014 财务	历任集团投资决策委员会及多个重要业务领导岗位，曾带领阿里文化娱乐集团、高德集团、阿里妈妈等主要业务进行全面整改、战略升级、业务转型、团队融合
吴泳铭		1999 技术	1999年第1代程序员；2003年淘宝7员大将之一；2004年支付宝技术总监；后历任中国雅虎P4P产品及技术总监；2011年淘宝一拆三，任一淘网总裁；
蔡景现		2000 技术	2003年淘宝3名工程师之一；2003-07独自维护淘宝搜索引擎
倪行军	蚂蚁CTO、支付宝事业群总裁	2003 技术	支付宝创始团队核心成员，支付宝早期版本研发者；参与了支付宝各代技术架构的规划，快捷支付、支付宝钱包、线下支付等几次重大业务战略的实施与落地
吴泽明	零售技术事业群总裁	2004 技术	阿里巴巴80后技术领头人，16、17年双11总技术负责人 经历了淘宝完整的技术演进：参与淘宝网Java体系升级；作为架构师和主力开发，参与天猫的创建；通过五彩石项目，完成天猫和淘宝平台的合并升级，并完成整体系统的分布式改造。同时还创建了稳定性平台（CSP）及全链路压测系统等产品，为历次双11的系统稳定性提供有效支撑。
张建锋	阿里云智能事业群总裁	2004 技术	/
程立	首席技术官	2005 技术	/
刘振飞		2006 技术	搭建了阿里妈妈广告系统；组建淘宝技术保障部，负责2009-2015年天猫双11的技术保障工作；支持完全OceanBase在淘宝的落地；支撑了阿里云前6年的艰苦创业；2013年8月负责完成“飞天5K项目”，2015年6月负责完成“登月计划”
蒋江伟		2008 技术	12年开始负责阿里巴巴中间件技术产品（分布式架构的基础技术组件）和高可用架构。阿里云技术掌舵人
王坚		2008 技术	2008年9月加入阿里巴巴集团，先后担任首席架构师、CTO，创办阿里云计算；2019年11月当选中国工程院院士；主持研发了中国唯一自研的云操作系统——飞天
戴珊	B类事业群总裁	1999 市场	/
彭翼捷		2000 市场	曾任中国诚信通产品设计师，成功带领销售小组，向中小企业推广产品；2010年创立速卖通；2012年组建支付宝国际业务
吴敏芝	首席客户官	2000 市场	/
孙利军		2002 市场	创造了阿里中供销售领域的多项纪录
王帅		2003 公关	先后担任阿里巴巴公关总监、中文站总编辑、大淘宝首席市场官、中国雅虎总经理等；长期领导集团公关、市场体系
闻佳	PR总裁	2007 公关	曾任阿里巴巴集团董事局办公室研究员
王磊	本地生活总裁，饿了么CEO	2003 运营	2006-2012年任职于雅虎中国P4P、阿里妈妈、B2B广告产品运营部、B2B广告服务部商业产品部2012-2013年任无线事业部O2O工作室资深总监；2013年任淘点点事业部总经理；2015年组建阿里健康任执行董事兼CEO；2018年10月任本地生活服务公司（饿了么口碑）总裁，兼任饿了么CEO
张宇		2004 运营	2004-2006年任淘宝网市场部总监，后任口碑网总经理、阿里云计算无线事业部副总裁，聚划算总裁，16年组建文娱，历任阿里音乐、大麦网、现场娱乐事业群CEO
彭蕾		1999 人力	历年来带领过市场、服务和HR等多个部门，打造出了一套具有阿里巴巴特色的电商组织文化体系，在提升客户满意度及维持企业文化方面拥有丰富的经验；
蒋芳		1999 人力	2017年任张勇国际业务特别助理兼集团副CPO，全面负责集团人才及组织文化发展的策略和执行；阿里文化和价值观最坚定的坚守者和践行者之一
方永新	钉钉总经理	2000 人力	曾任广东大区总经理，浙江大区总经理，中供团队HRG；中供团队中著名的“闻味官”，对企业文化、商圈建设有独到见解
童文红	首席人才官	2000 人力	/
曾松柏		2012 人力	蚂蚁集团首席人才官，蚂蚁金服集团资深副总裁，负责蚂蚁金服的人力资源事务
俞思瑛	首席法务官	2005 法务	/
邵晓锋		2005 信安	2005年3月任集团网络安全部总监；
宋洁		2000 行政	主管活动发展部，主导各类活动

- “打仗不是协同，打仗是统一指挥”，阿里拥有强战略执行能力，组织设计自上而下。“唯一不变的是变化”，重视组织设计，内外兼修，天晴时修屋顶，持续迭代组织架构，组织架构每年都在频繁变动。
- 前美团联合创始人王慧文曾高度评价阿里的组织架构，他认为“企业能做新业务本质上是组织能力的溢出。今天的中国互联网企业中，只有阿里巴巴建立起了合格的组织能力。其余都不及格，这其中也包括美团”。
- 1) 从顶层组织管理来看，设置委员会制：经济体发展执行委员会以阿里巴巴集团CEO张勇为首、蚂蚁金服董事长兼CEO井贤栋为其副手，共13人，五委四办横穿、纵穿阿里经济体。高管轮岗，让员工适应变化：阿里让员工去适应变化，并且适应挫折。
- 2) 从管理架构来看，设置中台保障“组合式创新”，设置“独立编制”保障颠覆式创新：起步阶段、颠覆式创新的业务，需要设立独立编制，要有自己的业务、技术、产品，相当于就是一个全新的独立公司。而与原业务相似的新业务，则适合中台，避免重复造轮子。
- 3) 从人才考核来看，保障选对人&用对人&发展人&评估人：
  - ①设置政委、成立组织部，考核强调价值观，寻找同路人：2004年建立政委体系。2009年成立组织部考核高管。
  - ②设置班委制，去层级化、集体领导制，也适用于选拔培养接班人、负责人：一个领导班子代替负责人的角色，给年轻人创造机会。班委制最早由俞永福引入阿里，并在随后整合UC、高德等业务，组建阿里移动事业群的过程中发挥重要作用，2015年底张勇上任CEO后，淘宝、手淘、天猫采取班委制，事业部的负责人直接和张勇汇报。2016年被引入支付宝事业群。

图：推进组织设计，保障选对人&用对人&发展人&评估人



- 组织架构大框架“定格”于2013年，从7个事业群分拆出来25个事业群，交由战略决策委员会和战略管理执行委员会负责；2015年12月，组织结构又进行了一次全面调整，建立“大中台小前台体系”；2016年12月，天猫与聚划算合并，变为“三纵两横”的网状协同体系。
- 2017年，推出五新战略（新零售、新制造、新金融、新技术、新能源），并明确了五新战略的三驾马车（基础设施落地、战略思维输出、生态圈投资拉动），在组织架构上进行了多位高管的轮岗。
- 2019年底，阿里巴巴的权力体系被再次集中，拥有向张勇直接汇报权限的高管有所减少。蒋凡、戴珊作为集团代表，拥有对部分业务群分管的更高权限：蒋凡在现有淘宝天猫总裁的职责基础上，分管阿里妈妈事业群；阿里巴巴集团B2B事业群总裁戴珊，分管盒马事业群，全面负责打通盒马、村淘、智慧农业等业务，盒马总裁侯毅向戴珊汇报。
- **2020年以来组织架构调整：淘系协同性提升，新零售及本地生活发力**
  - **中台变薄，合并同类项：**周靖人调任蚂蚁集团，担任蚂蚁智能引擎与数据中台技术部负责人，其原来负责的新零售智能引擎事业部（AI中台，被认为是中台的核心，包括搜索推荐事业部、阿里妈妈技术团队等，核心业务有淘宝主搜和猜你喜欢）被分拆。调整前，是中台向各个前台业务送技术；调整后，是技术与产品打配合。
  - **淘系中坚力量崛起，进一步集权：**天猫5大行业合并管理权、搜索并入产品、阿里妈妈重划负责人。2020年5月，阿里妈妈事业群总裁张忆芬离职，该业务“一拆三”，其中产品部分汇报给蒋凡。
  - **着重发力同城零售，天猫超市事业群升级为同城零售事业群。本地生活加快和支付宝协同，加快本地生活业务数字化：**从组织调整上看，2020年1月，蚂蚁金服CEO胡晓明兼任阿里本地生活服务公司董事长。2020年10月新零售技术事业群总裁吴泽明（范禹）将兼任阿里本地生活首席技术官（CTO），向阿里集团CTO程立（鲁肃）和王磊双实线汇报。现蚂蚁智能引擎技术事业部负责人青峰加入本地生活等。

表：阿里的主要业务高管、事业群和汇报关系

	汇报人	业务高管	事业群
核心商业	张勇	蒋凡	淘宝总裁
			天猫总裁
			阿里妈妈
	程立、蒋凡	原为周靖人	新零售智能引擎事业群（AI中台）
	张勇	刘鹏	天猫进出口事业群，兼任考拉CEO
	程立、王磊	吴泽明	新零售技术事业群总裁，兼任本地生活CTO
	张勇	李永和	同城零售事业群
	戴珊	侯毅	盒马事业群，兼任数字农业事业部总裁
	张勇	戴珊	B类事业群
	张勇	李纯	Lazada集团总裁
云计算	张勇	王磊	本地生活服务公司总裁
	张勇、胡晓明	万霖	菜鸟网络总裁
	张勇	张建锋	阿里云智能事业群总裁，兼达摩院院长
	数字媒体及娱乐	张勇	樊路远
张勇		俞永福	互动娱乐事业群总裁，兼任高德地图总裁
创新		张勇	朱顺炎
	张勇	朱顺炎	阿里健康CEO
	张勇	井贤栋	蚂蚁金服董事长
	井贤栋	原为胡晓明	蚂蚁金服总裁，兼本地生活公司董事长

业务战略：提供全业务流程数字化产品解决方案，持续降本增效创造价值

- 对于B端，阿里提供数字化产品解决方案持续为商家创造价值，通过延伸全业务流程各类增值服务，市场空间及货币化空间巨大。通常情况下，每100美元的收入，B端有约55美元的销售成本、20美元的分销成本，和10美元的市场营销费用，即4%的利润。阿里巴巴集团为这些商家在各环节提供的产品和服务，帮助他们更高的效率的生产运行。以往阿里更多的关注在于交易交付环节，而随着“云钉一体”、“迅犀”等解决方案的孵化和落地，阿里的数字化生态布局日渐完善，贯穿生产、组织管理、交易交付等环节。阿里巴巴的价值创造贯穿商户的利润表各科目。

图：阿里巴巴业务贯穿商家利润表所有科目





- 业务发展会经历三个阶段：播种，壮大和盈利。**早期，阿里B2B起家，2002年首次实现全年正现金流入，B2B业务是老大哥，是整个阿里集团的现金牛，负责为淘宝网、阿里软件、支付宝和中国雅虎四个业务部门“输血”。目前，零售商业代替B2B业务，成为整个阿里集团的现金牛，为菜鸟网络、阿里云、数字媒体及娱乐、创新业务等输血。核心业务如淘宝、天猫和批发业务等是高盈利的。核心商业为集团提供强劲的现金流，公司将这些利润再投资于新业务的孵化，新业务都有着千万级上亿级的用户规模，比如新零售、本地生活服务、进口和国际业务等均发展强劲，有能力在未来为集团带来盈利和现金流。
- 重视业务协同，为核心商业投资，为未来投资。**1) 核心商业：集中于零售、东南亚电商、物流；2) 流量：传媒文娱；3) 为未来投资：智能汽车、房地产等。

图：东南亚市场布局



图：阿里投资逻辑：注重业务协同，为未来投资

	股权收购	收购分析
销售渠道 (传统零售)		<ul style="list-style-type: none"> <li>拓展方向包括：百货商超，数码连锁，家居建材连锁</li> <li>线上线下结合，建新城改旧城，针对“场”进行科技赋能</li> <li>并购大型商超与快消商超共同筑建“阿里30分钟生活圈”</li> </ul>
物流		<ul style="list-style-type: none"> <li>持续投资物流，完善菜鸟网络</li> <li>饿了么的庞大物流体系为阿里本地生活配送提供了巨大支持</li> </ul>
流量入口		<ul style="list-style-type: none"> <li>获取流量</li> </ul>
为未来投资		<ul style="list-style-type: none"> <li>智能汽车、房地产、芯片等</li> </ul>

# 02

## 电商基本盘核

## 心壁垒坚实

### 核心壁垒：数据驱动下“技术+商业”的高效率

**数据：**数据资产沉淀，商家生态丰富，强“万能淘宝+理想生活天猫”心智

**闭环：**信息流、内容化，带来“好逛”的沉浸体验

**工具：**商业化产品和服务，为商家增长带来价值

### 成长驱动：品类场景拓展推动消费频次提升，商家增值服务延伸 提升货币化率

**新用户的潜在提升空间：**C2M之战攻克欠发达、新触网、跨平台用户

**人均GMV的提升空间：**下单频次、均价

**货币化率的成长空间：**增值业务的自然延伸

- 商家是利益驱动的，会在短期利益和长期利益权衡下做出决策。“用户在哪商家在哪”与“商家在哪用户在哪”之争，阿里优势在于规则梳理清晰下，ToB端商家侧的优势
- 规则清晰，投入产出可控，依然是商家首选平台。相比拼多多、抖音等平台，阿里的投放相对有章可循，商家能够获得稳定的投入产出，而在拼多多和抖音，投放高风险、高收益。规则尚未成型，投入产出相对不稳定
- 相比C端用户转移成本更低，渠道忠诚度低。B端商家相对转移成本高，渠道忠诚度较高。对于B端，阿里提供数字化产品解决方案持续为商家创造价值，通过延伸全业务流程各类增值服务，市场空间及货币化率空间巨大
- 数据：数据资产沉淀，商家生态丰富，强“万能淘宝+理想生活天猫”心智
  - 所有企业都将面对一个海量的、碎片化的、实时的、多场景的需求品牌商和平台核心比拼消费者数据资产。企业能在多大程度上实现对消费者的数字化运营，持续提升客户需求实时感知能力，不断改善消费者体验，企业就将在多大程度上掌握竞争的主导权。企业经营从以产品为中心到以消费者为中心，从产品功能导向到功能+体验导向转变。传统的产力主要体现为功能和性价比的竞争，而未来的产力、服务力，则将来自更多的消费者体验、参与感、个性化、服务化等因素，为实现这一产力的提升，需要构建一套基于消费者洞察的、数字技术驱动的新品创新体系。

表：某纺服品牌电商阿里的运营模型

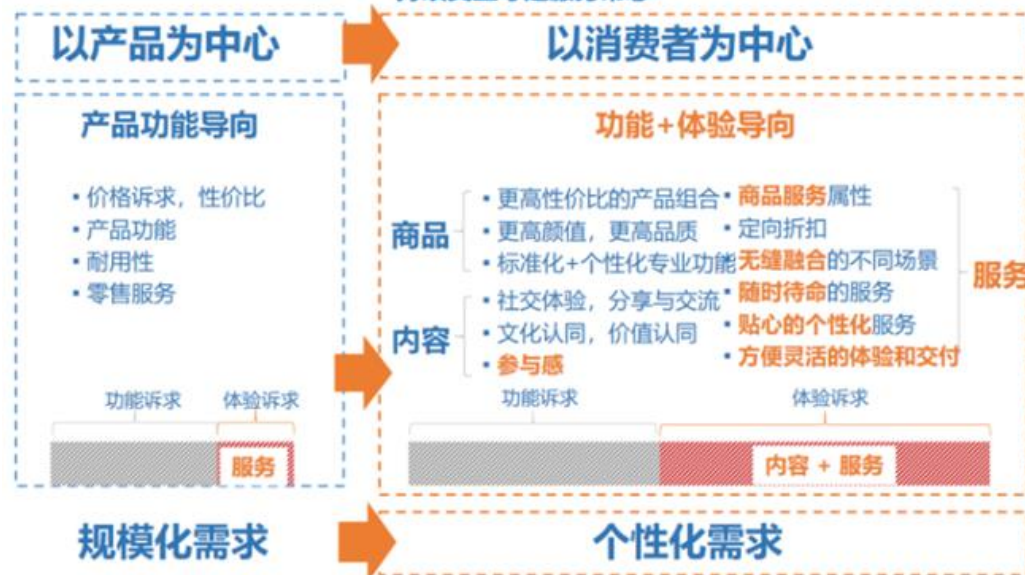
	天猫
定价毛利	60%
流量成本	10%
物流成本	5%
平台佣金	5%
客服运营及企业投入等	10%
其他及税费等	10-20%
利润率	10%

表：某食品电商阿里与拼多多平台运营模型对比

	天猫	拼多多
定价毛利	45%	45%
实际售价	85折（波动）	85折（常年让利）
销售费用（直接降价、折扣）	15%	15%
行销费用（广告购买和赠品）	15%	10%
平台扣点	2.5%	0.6%（百亿补贴开始收2.5%扣点）
履约费用	15%	20%（客单价低，没有开通购物车）

## 实时洞悉客户需求，实时满足客户需求

交付产品只是服务开始  
持续交互才是服务常态

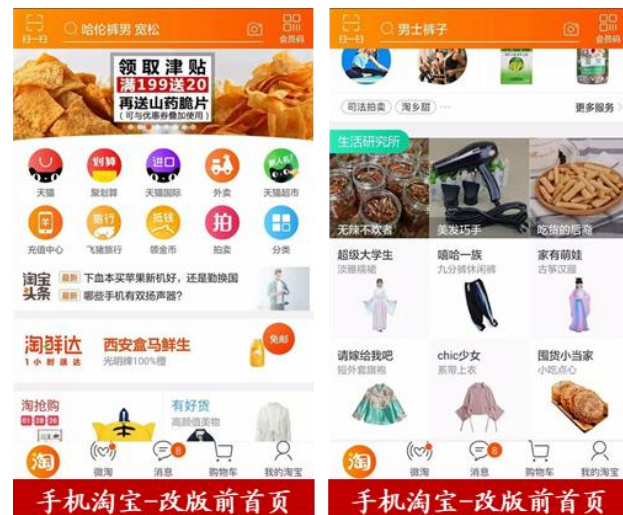


# 核心壁垒：数据驱动下“技术+商业”的高效率

闭环：信息流、内容化，带来“好逛”的沉浸体验

- 根据消费体验的产品设计：货架式：搜索后购买——信息流&内容化：发现后购买——沉浸式、互动式体验中购买。产品间并不互相替代，而是使逛淘宝体验更加多元化：搜索稳定，信息流明确增长潜力，直播高速增长，短视频爆发式增长，融入到淘宝体验的方方面面；娱乐化互动产品带来更高粘性&更多商业化场景，电商购物场景未来会越来越向娱乐化互动化的方向发展，天猫农场、淘宝人生等互动游戏整体去重MAU2.6亿。
- 18年末到19年初从模块化到信息流的频繁改版。

图：手淘模块化界面

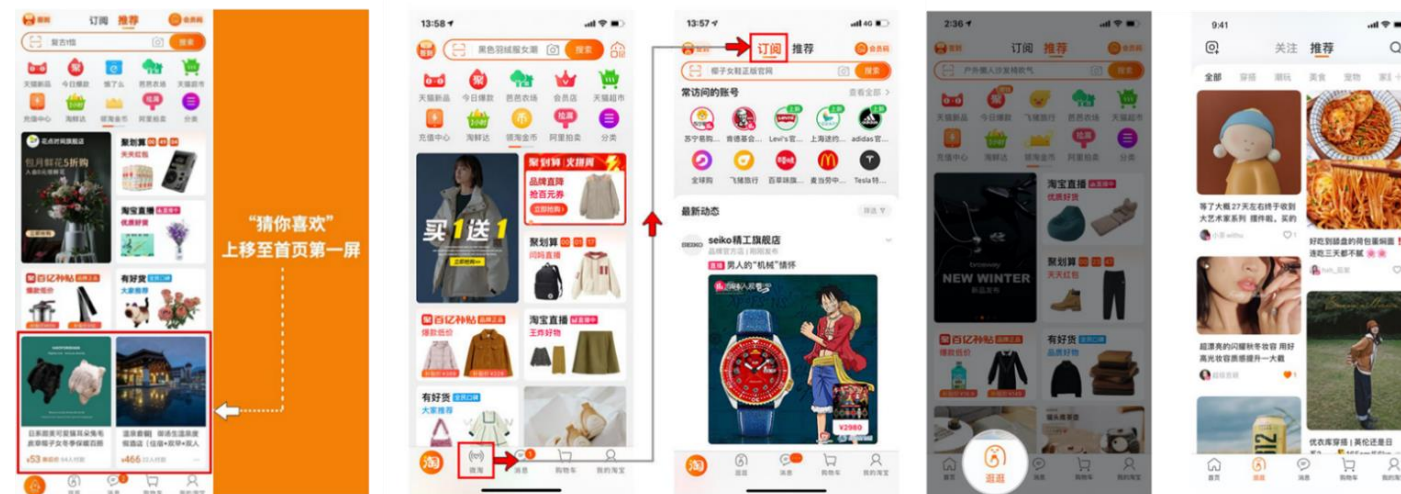


图：手淘信息流改版后



- 2020年底淘宝再迎来三个重大变化：发布讲求效率的猜你喜欢，升级更纯粹的私域运营领地“微淘/订阅”，推出消磨时间、离商品更远的“逛逛”。
- 内容化也体现在短视频和直播等新媒介形式，提升用户转化。

图：2020年底淘宝升级



- 用户产品与商业化产品采用一体化设计战略。阿里妈妈一方面是平台变现工具，另一方是商家增长引擎（更重要），帮助商家做增长。
- 淘宝客，简称CPS，属于效果类营销推广，诞生于2007年9月。2021年2月淘客引导成交量计入淘宝的搜索权重。大量商家将倾向选择淘宝客模式，用相对过去更简单、有效的渠道进行发展业务：1) 降低运营门槛，加快工厂商家回流；2) 加快淘客回流；3) 与品牌商共担引流成本，用户提升；4) 扶持类似于值得买、返利网等导购平台，维护阿里流量生态。

表：不同类型淘客，阿里妈妈抽成不同

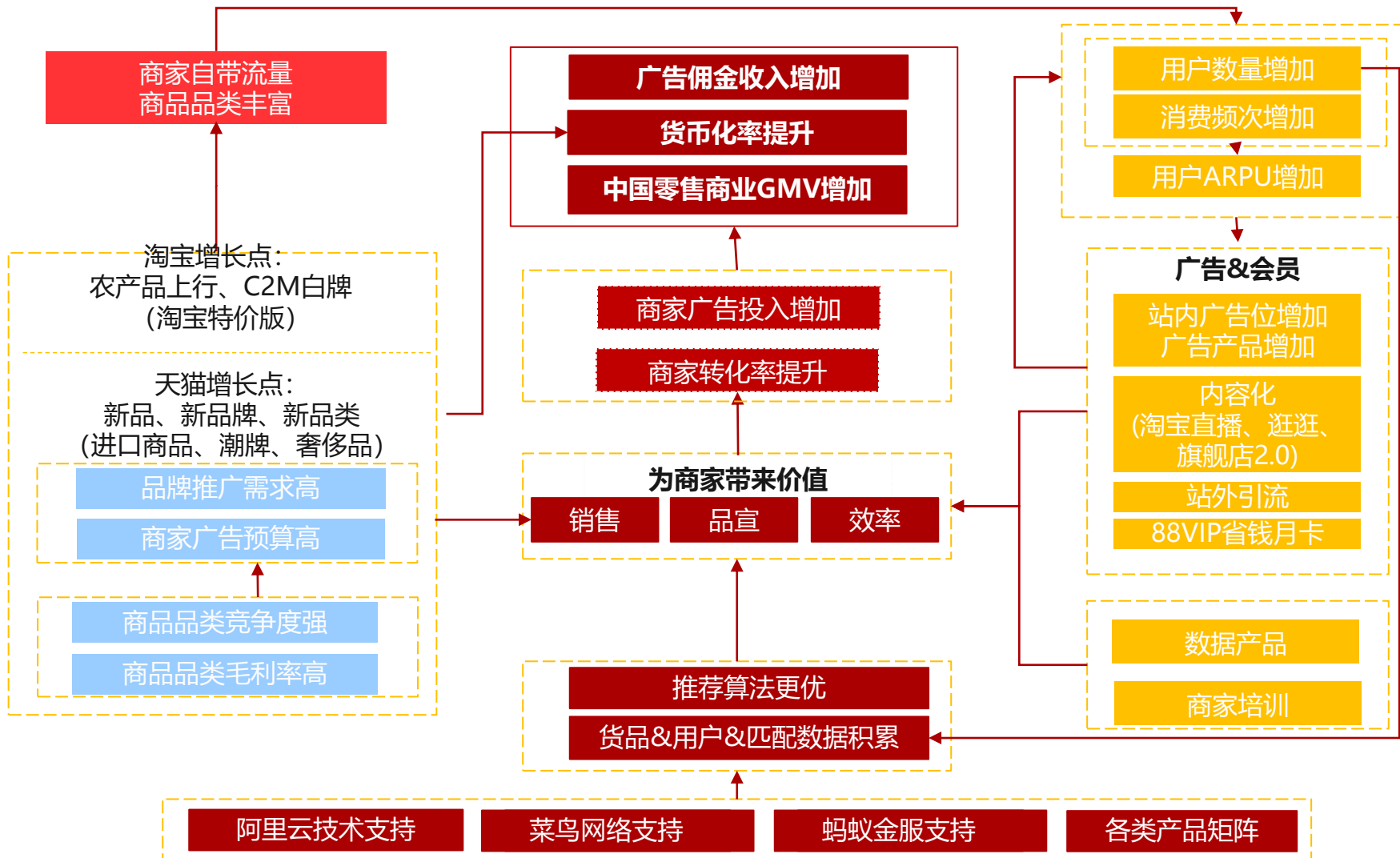
类型一	对于渠道型淘客（如花生日记、好省、福袋生活、蜜源、粉象生活、高佣联盟）：
公式	实际佣金=实际成交额（不含运费）*商家设置的佣金比率*（1-10%渠道管理服务费率-10%技术服务费）
类型二	内容型淘客（如抖音/快手/微博等内容媒体里推广的达人、机构）
公式	实际佣金=实际成交额（不含运费）*（商家设置的佣金比率-6%内容场景服务费（部分为2%））*（1-10%技术服务费）*淘客分成比例/（内容平台的分成比例+淘客分成比例）
类型三	其他类淘客（如个人淘客，站内淘客）
公式	实际佣金=实际成交额（不含运费）*商家设置佣金比率*（1-10%技术服务费）

表：阿里商业化工具体系

分类	工具	细分	服务内容	展示位置	付费服务
搜索竞价类	淘宝直通车	标准分发	买家搜索关键词展现匹配商品	PC端：带有“掌柜热卖”标识。首页：3+16+5；左侧3个，综合排序前三个，右侧16个，底部5个。第二页：3+16+5。	按单次点击付费
		智能推广	买家设置预算、出价限额、营销场景和推广商品进行推广	移动端：产品左上角标有hot标志。“1+5+1+5+1+10+1+10.....”，其中1为直通车广告位。	按预算限额和单次出价限额付费
	品销宝	明星店铺 品牌专区 超级推送	用户搜索关键词，在搜索页最上方优先展示店铺 在搜索结果页第一坑位的资源位品牌。 无需打开手机淘宝，运用消息推送触达唤醒消费者。	淘宝、UC浏览器搜索结果展示广告位	按展示付费 每个月价格5万元起。 5分/条/消费者手机
信息流类	超级推荐	超级推荐	面向用户精准推送图片、文字、视频等	猜你喜欢、微淘热门、直播精选	按展示付费、按单次点击付费
展示类	超级钻展	展示广告	面向全网精准流量实时竞价的展示推广平台	淘宝、天猫、微博、网易、优酷土豆等媒体展示单位	按展示付费、按单次点击付费
		移动广告	根据用户的属性和访问环境，将广告推送至用户手机	网络视频前后插播视频贴片	按展示付费、按单次点击付费
		视频广告	获取精准视频流量	爱奇艺、优酷等视频媒体视频嵌入	按展示、单此点击付费
互动类内容	超级直播	超级直播	为淘宝主播和商家提供的在直播过程中快速提升观看量、增加互动，进而促进转化的一站式直播推广工具	直播间全屏上下切，直播广场，直播间挽留弹窗，猜你喜欢，搜索结果页列表，钻展坑位	基础版推广为系统智能出价，单次投放100元起，专业版推广为手动出价，最低消耗300元。
商家与个人营销类	淘宝客	淘宝客	淘客发起活动，卖家挑选商品报名参加推广	淘客选择的渠道（站外有微信、QQ、微博、B站等）	针对渠道抽佣10%技术服务费与0-10%内容服务费
其他类	Uni-desk	Unidesk	为品牌实现“全链路”、“全媒体”、“全渠道”的大数据营销	阿里全网	整体方案服务费
	达摩盘	达摩盘	帮助需求方实现各类人群洞察与分析，潜力客户的挖掘；通过标签市场快速圈定目标人群	针对每月使用5000元以上的	智钻商家免费开放
	数据银行	数据银行	用于人群精细化运营，将人群分成A（认知）I（兴趣）P（购买）L（忠诚），通过AIPL、购买数据及各种细分条件进行交并差，划分人群的基本属性及消费行为标签，对人的属性进行描述，帮助品牌更好的了解其人群状态，进行精准营销		

资料来源：公司官网，浙商证券研究所（品销宝是钻展明星店铺升级后的独立平台，主要有明星店铺、品牌专区、超级推送）

- 用户数是电商过去的主要增长驱动，截至2021年3月底，AAC8.11亿人（YoY+11.71%,QoQ+3200万人）+MAU9.25亿人（YoY+9.34%，QoQ+2300万人），淘系用户达到相对高位；未来增长驱动可能会转向人均消费和货币化率。



## 新用户的潜在提升空间：C2M之战攻克欠发达、新触网、跨平台用户

- 用户渠道忠诚度不高，欠发达地区AAC渗透率仍有提升空间。**综合电商头部应用重合度高：2020年6月极光数据显示，拼多多和淘宝整体重合率高达58.91%。**特价电商应用用户与拼多多用户高度重合。**根据极光数据，淘宝特价版、京喜等特价电商用户重合度不断上升，2020年6月与拼多多用户重合度都高达85%以上。而根据2020年投资者日资料，阿里对中国发达地区的渗透率约90%。欠发达地区45%。
- 淘宝直播+淘宝特价版+聚划算+省钱专区，发力C2M，打出下沉市场组合拳。**天天特卖+聚划算+淘宝特价版构建C2M核心布局：早在2018年9月，阿里就在淘宝内部启动了C2M举措。同年11月，淘宝升级天天特卖，天天工厂项目启动。2019年3月，阿里重启聚划算，将其与天天特卖整合，构建了C2M的整体布局，并上线淘宝特价版。2020年3月正式推出淘宝特价版APP。淘宝特价版是全球首款C2M货品为核心供给的购物APP，定位追求性价比人群，产业带源头工厂直供，消费者享受0差价购物体验。与1688打通发挥供应链效率优势，引流端通过打造亿级流量入口、1分钱拉人进行裂变，势头发展迅猛，淘宝特价版MAU在FY21Q1/FY21Q2/FY21Q3分别达到4000万/7000万/1亿，2020年12月MAU及AAC均破亿，而在提升转化和客单价方面，通过派发满折、满减券、智能推荐等模块进行用户挽留，更大限度提升用户购买成交欲望。

图：拼多多淘宝用户重合



图：拼多多和淘宝特价版用户重合



数据来源：极光APP (Aurora Mobile, NASDAQ: JG) 2019.06-2020.06

柱状图为京喜(淘宝特价版)与拼多多的重合用户数/京喜(淘宝特价版)用户数

折线图为京喜(淘宝特价版)与拼多多的重合用户数/拼多多用户数

## 人均GMV的提升空间：下单频次、均价

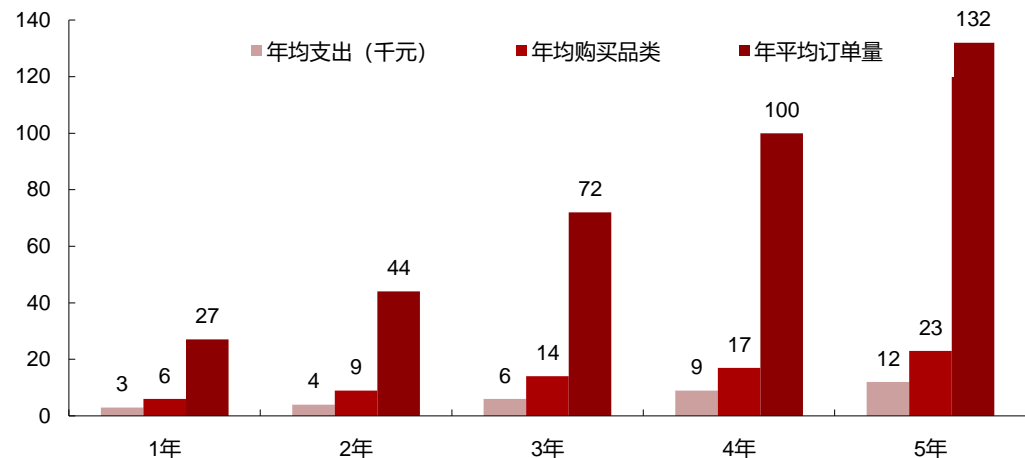
- 丰富的人群及丰富且有优势的全品类才能带来消费频次的提升和正循环。从下图可以看出，用户的购买品类随着使用年限提升，会有提升。而这驱动着用户年均支出的提升。
- FY2020ARPU为9076元，按照投资者日资料，假设人均支出9000元，年订单100单，笔单价约90元，随着购物年限增加，年均购物支出在提升。但是每年增速衰减。
- 淘系前期积累的一些忠诚且消费金额较高的用户，他们本身消费力较强，这部分用户人均GMV提升主要在于消费品类增长和消费升级，增速不会太快。近几年新增用户，多数来源于欠发达地区及年纪较大的用户。该群体人均GMV增速相对较快，但是整体消费不会太高。根据投资者日资料，假设第1/2/3/4/稳态年ARPU增速分别约50%/40%/30%/20%/10%，则FY21/FY22/FY23的GMV不低于7.7/8.8/10万亿。

表：基于ARPU值假设，测算阿里巴巴GMV增速预测

	FY2020E		FY2021E		FY2022E		FY2023E		
	人数 (百万)	ARPU (百元)	GMV (亿)	增速	GMV (万亿)	增速	GMV (万亿)	增速	GMV (万亿)
5年以上	423	120	5.08	10%	5.58	10%	6.14	10%	6.76
4年	31	100	0.31	15%	0.36	10%	0.39	10%	0.43
3年	98	70	0.69	20%	0.82	15%	0.95	10%	1.04
2年	102	40	0.41	25%	0.51	20%	0.61	15%	0.70
1年	72	15	0.11	30%	0.14	25%	0.18	20%	0.21
0年	85	10			0.09	30%	0.11	25%	0.14
-1年	50	10					0.05	30%	0.07
-2年	50	10							0.05
合计			6.59		7.50		8.43		9.40
yoy					13.82%		12.40%		11.48%

资料来源：投资者日材料，国家统计局，浙商证券研究所

图：网购越久，消费频次、品类数都更高（2018年数据）



- 空间：从GDP、社零、电商渗透率的角度来看淘系电商的天花板，也仍然较高。

表：电商及阿里天花板仍然较高（单位：万亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GDP:现价	68.89	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
社零	30.09	33.23	36.63	38.10	41.16	39.20
社零实物电商	3.24	4.19	5.48	7.02	8.52	9.76
实物电商/社零	11%	13%	15%	18%	21%	25%
阿里相应财年GMV	3.09	3.77	4.82	5.73	6.59	



## 货币化率的成长空间：增值业务的自然延伸

- 通过阿里巴巴商业操作系统为商家提供丰富多样的服务和产品，在销售和营销、平台推广和新品发布，产品开发、渠道管理等各个方面助力。同时通过蚂蚁提供金融服务，通过阿里云提供相关技术服务，通过菜鸟提供物流服务，助力商家整体销售业绩增长。
- 变现率提升源于对客户的增量价值。目前阿里的Takerate从2014年的2.5%提高到4.5%，这不是因为收取了更高的费用率，而是因为阿里为商家提供了更广泛的价值。变现率 $4.5\%=4\%+0.5\%$ ，4%来自CMR和佣金，0.5%来自菜鸟物流和本地生活服务。2019年投资者日总的活跃商家数为2800万，付费的商家有350万。
- 关于CMR和佣金的上限，我们认为参考付费的品牌商家，毛利率高一些的商家比较好的ROI在1: 10，而毛利率低的比如大家电商家，ROI可能在1: 100以上，假设平台全为付费商家，商家平均来看整体ROI为1: 20左右，则仅营销费用一项的变现率则不低于5%。

图：阿里巴巴能够为商家提供更多增值服务提高货币化率



# 03

**边界延伸：菜鸟+蚂蚁**

**解决信任和履约痛点**

**高效推进业务数字化**

菜鸟网络 “物流行业数字化转型的引擎”

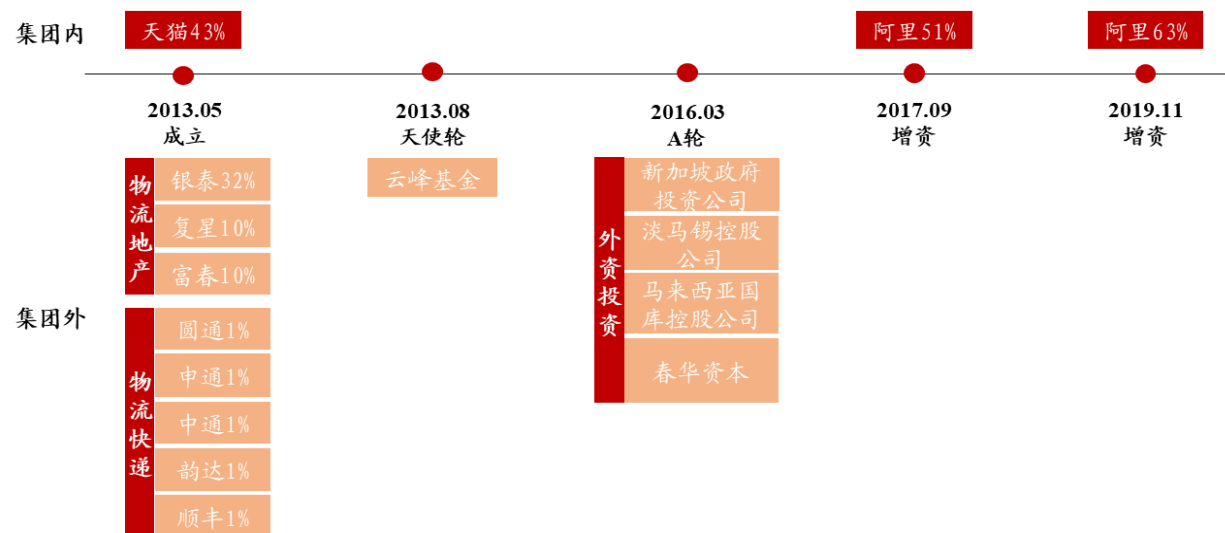
蚂蚁 “建立信任”，区块链推动国际贸易从meet到trade

切入东南亚电商红利赛道，扩展商业数据，复制输出电商经验

基础设施打通背景下，本地生活、同城零售加深融合，打造高频复购引擎

- **双11对于物流的需求推动阿里搭建国内智能物流骨干网。**2010年前后，虽然网购初步崛起，但是快递网点各自生长，快递业整体是一个传统人力行业（手写面单、人工分拣、手工记录、短信通知），时效性很差。2009年开始双11逐年单量飙升，爆仓时有发生。2013年5月28日菜鸟网络正式成立，打通物流骨干网和毛细血管，提供智慧供应链服务。智能物流骨干网首先是基于连接，通过IoT技术，把仓储、干线、末端、车辆、人员、包裹、门店等全物流要素数字化，进行解构，并通过大数据连接，运用算法不断优化网络、提升智能化水平，实现重构，最终为商家和消费者创造商业效率和极致体验。
- **内需增长+全球化发展趋势，跨境贸易越来越多，2016-2019年跨境包裹的复合增长率达到32%，菜鸟网络提供境内外物流行业整体的数字化解决方案，在国内物流骨干网基础上，进一步建立全球物流骨干网，这将使菜鸟智能物流骨干网成为全球基础设施。**
- 菜鸟已经建立包括全球运输网络、全球供应链网络和全球末端网络三大体系。菜鸟网络已在杭州、香港、迪拜、莫斯科、列日、吉隆坡等世界名城和核心节点，建设了智能物流骨干网上重要的数字网络枢纽eHub，并布局了保税仓、中心仓、中转仓、海外仓等仓储基础设施，海外各国的自提点等跨境电子商务基础设施。利用物流线路，包括航空、铁路、公路、海路在内，穿针引线。建设及接入海外自提点（接入国外合作伙伴的自提资源）等末端配送环节基础设施，辐射西班牙、俄罗斯、波兰、澳大利亚等国家，为欧洲和大洋洲的消费者提供自提服务。

图：菜鸟网络股权结构变化

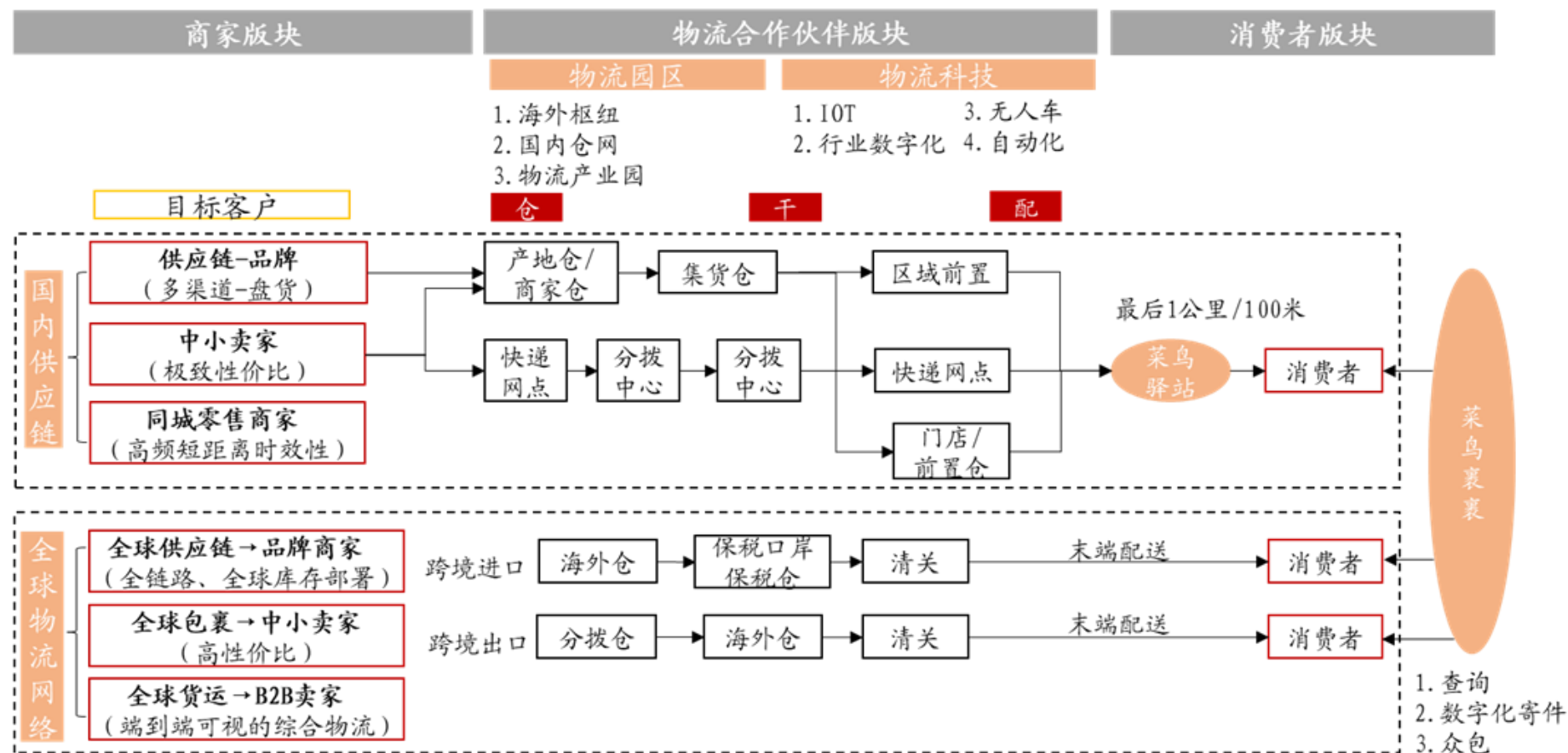


表：全球智能物流骨干网

核心要素	核心指标	具体能力或数量
物流枢纽	物流枢纽	7个eHub (自建)
	保税仓海外仓	200+ 万平
跨境干线	覆盖国家	200+
	空运	900+, 160+架/月干线包机
	铁路	中欧班列列车等创新解决方案
	公路	欧洲卡车网络, 覆盖德国、法国等欧洲国家, 用于欧洲进出口业务。
清关	海运	500+
	清关时效	秒级
物流系统	覆盖地区	智能关检务平台覆盖20个国家及地区
	覆盖国家	15个
	实现功能	SaaS软件支持全程数字可视化
价格	价格	中小卖家5美元10日达 (UPS、FedEx、DHL等50美元3-5日达; 邮政公司3-5美元, 时效较差、不确定)

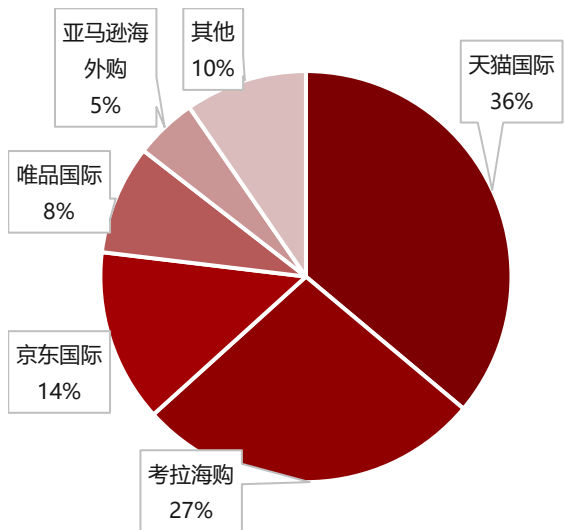
- 针对不同场景推出三类服务：全球包裹服务（中小卖家）、全球供应链服务（大型品牌）和全球货运网络。
- FY21菜鸟网络营收同比增长67.6%至374亿元。FY21Q3首次实现正经营现金流。而截至2020年6月的12个月内，菜鸟驿站（8万家）包裹数日服务包裹数3000万，同比增长110%，菜鸟裹裹跟踪的包裹数同比增长70%，面向工厂或品牌等商家的供应链服务整体收入同比增长50%+。为物流合作伙伴年度服务超过400亿个包裹。而根据运输部公布，2019、2020年我国快递业务量分别为635、830亿件。

图：菜鸟提供物流行业整体的数字化解决方案

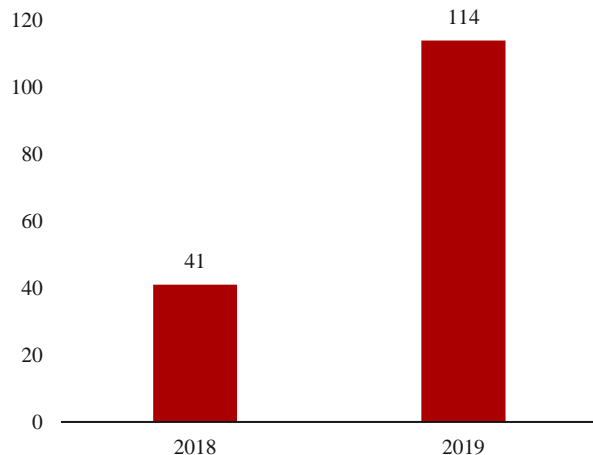


- **中国跨境电商进口持续快速增长，空间巨大。**2019年中国消费品进口1.5万亿。跨境电商进口市场仅918亿，占6%。**疫情导致跨境电商需求激增，而这种需求具有部分的不可逆性。**投资者日资料显示，截至2020年6月，天猫国际加考拉占跨境B2C的63.3%。
- **强大物流供应链及数字化基建，使得阿里具备规模与效率领先优势。**六大的海外直采中心，5大海外仓业务遍布了日韩、欧洲、北美（非标、长尾），保税仓>170万平米(次日达)，1300+国际路线。商家运营模型不断优化，爆品的缺货率比去年下降了30%，物流成本今年下降了10%。
- **天猫国际突出自身“平台”优势，拥有平台开店、官方直营、海外直购三种成熟模式：**2020年投资者日披露全球84个国家和地区的2.6万个海外品牌入驻天猫国际，其中8成以上品牌首次进入中国市场，为其提供“入驻、开店、运营孵化”等一站式服务。天猫国际已经实现30小时跨保税区备货，较市场上同类服务提速四倍，从10-15天缩短到只要2.4天，海外品牌可以通过天猫国际试水，了解中国消费者，然后通过保税仓加快业务拓展。最后通过大贸方式进入中国，比如盒马、银泰、高鑫等。
- **考拉海购主打自营直采，成立专业采购团队深入原产地。**2020年8月战略升级探索“会员电商”。从过去“以货为中心”的流量运营，变成“以人为中心”的会员运营。

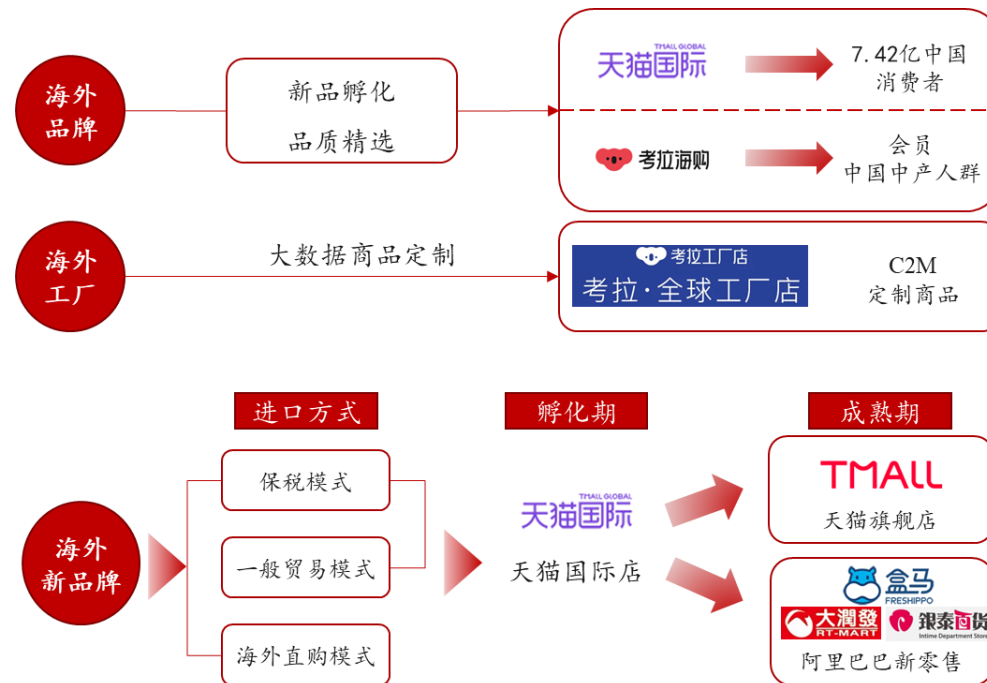
图：天猫国际为跨境进口第一平台



图：天猫国际GMV (亿元)

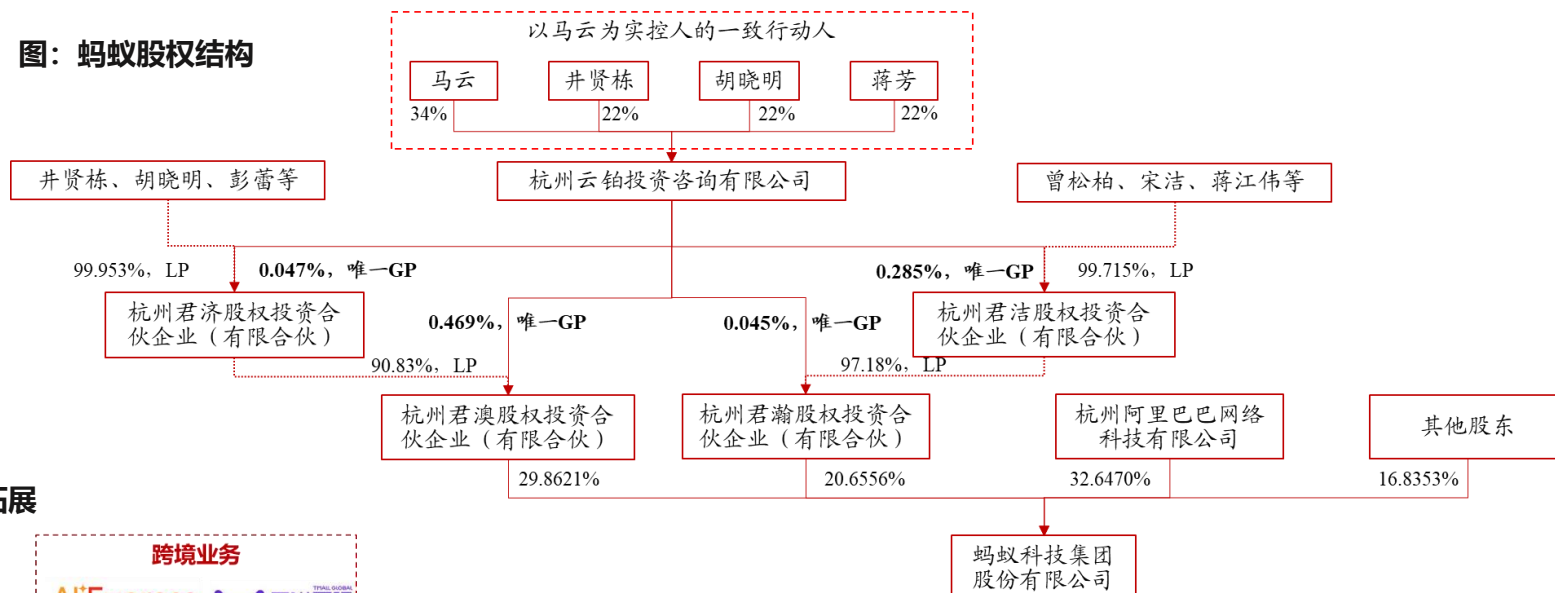


资料来源：公司公告，投资者日材料，公开资料整理，浙商证券研究所



- 支付宝诞生初心是解决线上交易的信用担保问题，后陆续推出快捷支付、余额宝、花呗等明星产品。具备“工具”基因的支付宝，在2004年便从淘宝剥离，除了出于监管制度的考虑外，也期望建立除了网购场景外，更多场景的商业社会的基础设施。随着阿里不断实现边界的拓展，蚂蚁也在持续的去加强产品技术研发，做业务拓展的金融科技方面的基础设施。

图：蚂蚁股权结构



图：蚂蚁金服持续推出产品和服务，助力行业数字化和业务边界拓展

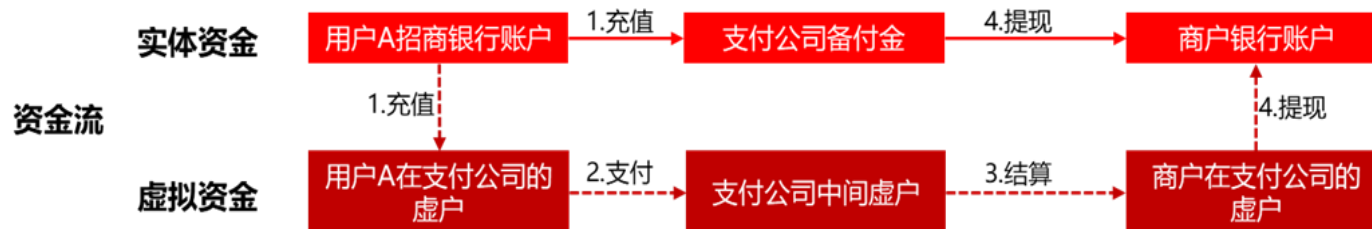


- 支付宝最初的定位只是担保交易工具，解决线上交易的信用担保问题，而非支付工具。网购刚开始发展之初，信任问题极大阻碍买卖家的线上交易，买家没有收到货不愿意预付，卖家没有收到钱而不愿意提前发货。2003年5月淘宝建立以后，10月推出第三方支付工具“支付宝”（“支付保”），以担保交易使消费者对淘宝网上的交易产生信任

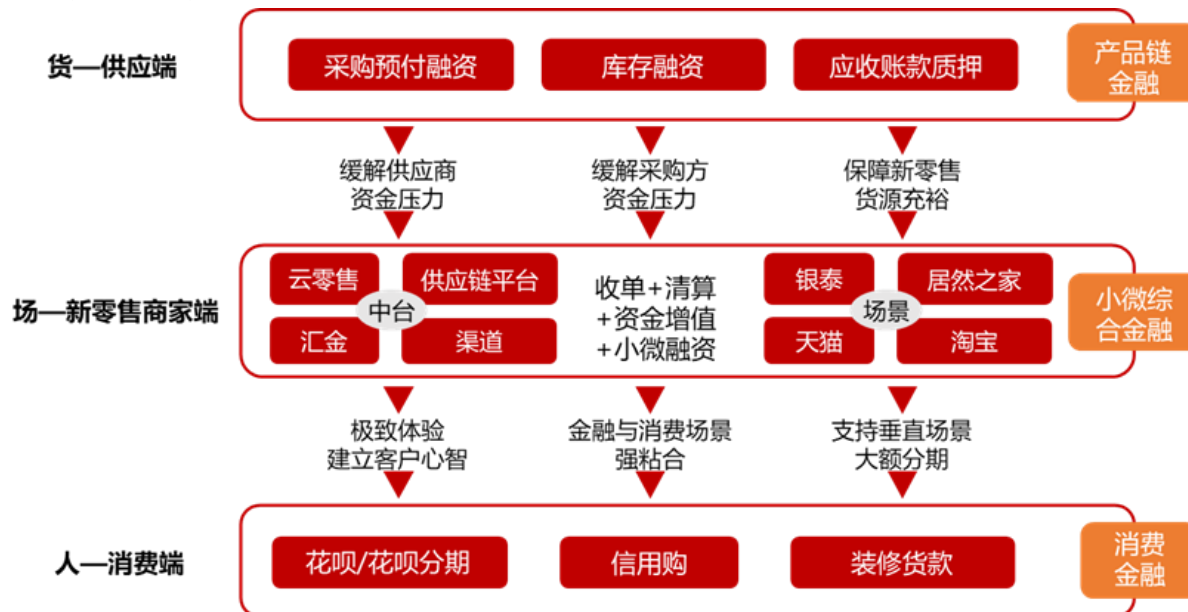
□ **推出快捷支付，解决支付流程繁琐问题。**随着网购人数的增加，网购支付流程繁琐（网站下单→选择银行卡支付→勾选银行→下载按照银行安全控件→输入银行卡→USB盾、令牌器、令牌码等安全设备验证→支付成功返回购物网站）成为用户极大的痛点，也制约着线上交易的转化。2010年支付宝推出快捷支付，以前用户每次点击支付，页面都会跳转到相应银行的网银页面，从点击支付，到最后完成，总共需要跳转7次。每次跳转都有流失。快捷支付通过绑定支付宝账户和银行卡账户，绕过复杂的网银页面，直接在支付宝体系内完成付款

□ **蚂蚁本身依托于阿里消费场景建立起大数据资产，在承担基础的网购交易担保和支付角色的基础之上，为用户（买卖家）提供贷款和/或授信和相关金融服务，为个人用户提供消费信用及分期服务产品，为合作商户提供增值理财及贷款等金融服务。**借助淘宝平台，蚂蚁能够获取潜在客户包含流水，运营情况、信用行为等核心数据。蚂蚁小贷建立了三套机器学习算法模型对上述数据进行价值挖掘：偿贷能力模型（经营数据）、偿贷意愿模型（风险偏好及信用度）、定价模型（价格偏好及策略），给每位客户进行风险评级和定价。

图：蚂蚁金服持续推出产品和服务，助力行业数化和业务边界拓展

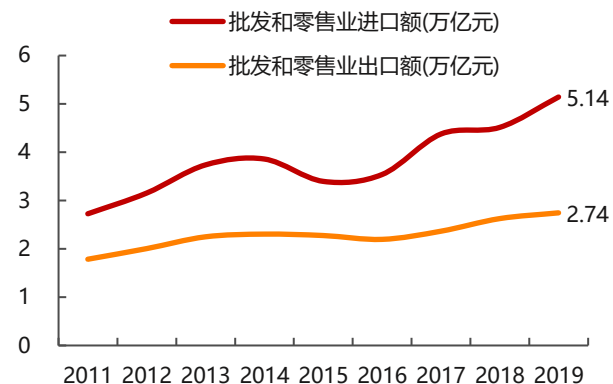


图：人货场逻辑重构逻辑图

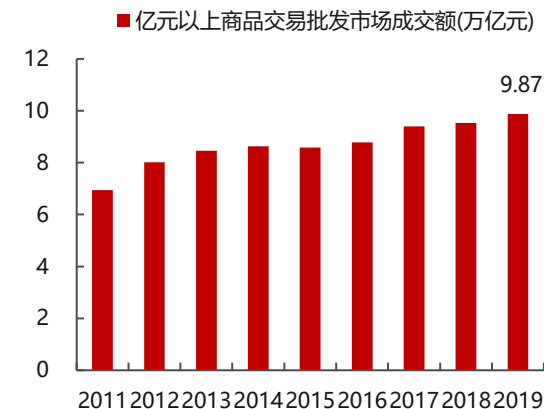


- **批发贸易市场大，但数字化程度不到15%，市场前景广阔。**最新国内批发市场年交易总规模大约9.5万亿人民币，企业2100万家；年出口额约2.5万亿美元，出口企业超过100万家。出口贸易如果像国内贸易一样简单，全球出口贸易企业数量将达到千万级。
- **贸易链路的最大痛点是信任。1688和国际站为贸易平台领导者，但历史上两个平台撮合的交易，尤其是国际站，主要在线下完成，线上更多起到宣传展示作用。**传统的国际贸易企业之间的信任是很难被证实的，拖欠货款情况更是时有发生，整个交易周期十分漫长，无形中增加了贸易成本，一些中小企业经常因为此类问题受到发展限制。
- **围绕让生意更简单解决贸易链路上的痛点，阿里提供丰富的供给（交易生态）、担保交易、便捷支付和一站式履约服务。**基于蚂蚁链的Trusple (trust&simple)，利用分布式账本和智能合约技术可以应用于解决贸易全链路的数字化。它能够使订单自动上链，银行智能担保并付款，所有的信息全程上链，透明可信，缩短供应商交易账期。在Trusple交易会沉淀大量数据，蚂蚁同样可以基于该大数据为供应链、商家、消费者提供金融服务，解决用户资金流问题。
- **从2016年开始，国际站从展示网站变成了拥有支付、交易、结算的全链路跨境贸易网站，买卖双方可以在此完成担保交易。**国际站2020年推出“完税价格”模式，把复杂的外贸批发变成淘宝式“一口价”买卖。据阿里巴巴国际站数据显示，2020年平台实收交易额按美元计价同比增长101%，订单数同比增长翻番。截止2020年6月底，1688拥的92万付费企业会员数，4100万活跃年度企业买家。国际站拥有19万付费企业会员，AAC超过2600万。

图：进出口批发和零售市场空间大



图：批发市场为十万亿市场



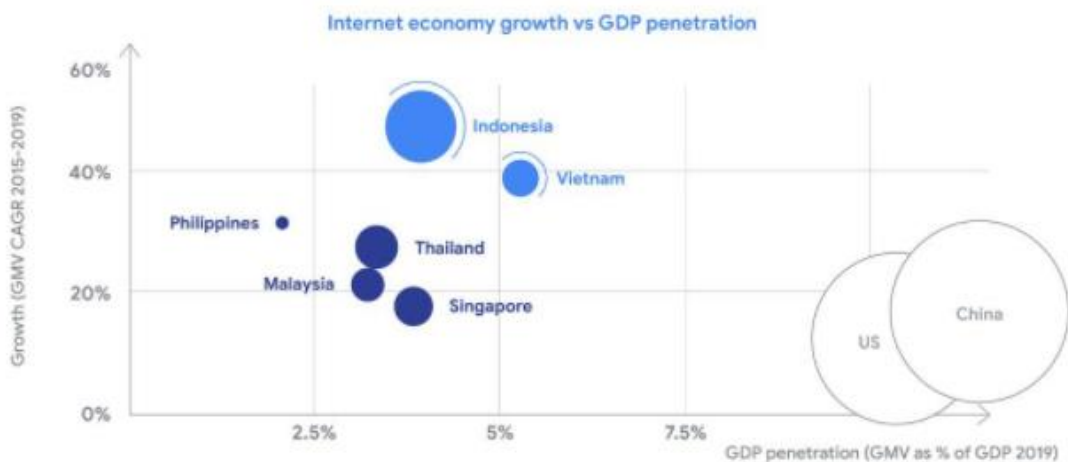
图：1688&amp;国际站完成从Meet到Trade



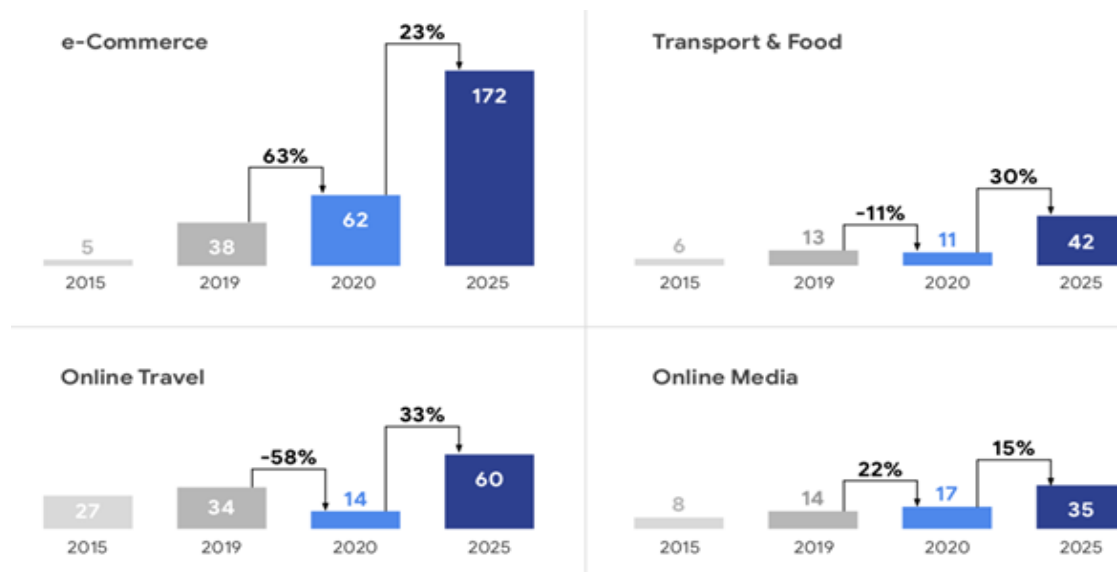


- 从长期来看，线上化趋势不可逆。全球电商渗透率均在持续提升中。而中短期在疫情居家的催化下，全球商业面临线上化的大机遇，电商购物对于人们习惯的塑造是长久、不可逆的，疫情加速了全球商业线上化进程。复盘历史来看，02/03年非典之后，阿里巴巴B2B业务出现大爆发，B2C业务逐渐起步。这意味着，海外在此轮疫情催化下，可能同样迎来电商业务的爆发。
- 东南亚近年来电商快速发展，2019年东南亚互联网经济规模为1000亿美元，预计2025年将达到3000亿美元。东南亚文化多元，人口超过6.5亿，经济迅速数字化。互联网经济的总GMV低，不足GDP的5%
- 疫情危机下，东南亚互联网发展韧性十足。疫情对电商、媒体娱乐和外卖行业的增长可以抵消其对旅游和网约车的负面影响，2020年年底整体互联网经济规模1000亿美元，同比增长5%。其中越南和印度尼西亚的GMV增长速度保持在两位数。整体来看，其中新加坡的GMV受线上旅游业的影响下降了24%，但除去线上旅游业的影响总GMV上涨了20%。

图：东南亚互联网经济高速发展中，远未面临天花板问题



图：2020年东南亚电商、媒体娱乐等增长较快



- 作为阿里出海的重要武器，分步**并购Lazada**。2016年4月，阿里耗资10亿美元入股了电商平台Lazada，2018年追加20亿美元，持股提升至83%，后续追加至90%，投资额总计40亿美元。阿里还向印尼当地最大的电商平台Tokopedia领投11亿美金，掌握控股权。
- Lazada为最为全面的东南亚电商生态系统，其中包括4种业务模式：1) 本地市场平台；2) LazMall (类似于天猫)；3) 跨境；4) 零售自营 (类似于京东)。截至2020年6月，年度活跃购买用户超过8千万，2020年7月月活超过1亿用户 (东南亚人口5.8亿左右)。
- **公司组织设计及业务架构调整，CEO先后由彭蕾、彭龙、李纯担任。**1) **彭蕾**：2018年担任LazadaCEO8个月中，将Lazada按照阿里的组织架构和价值观进行了改造；2) **彭龙**：Lazada创始人，打造了公司的数字物流基础；3) **李纯**：2014年加入阿里，曾任1688CTO，2017年出任LazadaCTO，兼Lazada印尼CEO，曾主导Lazada印尼的起死回生。
- **战略方面，通过打造坚实的基础设施，推动可持续增长：**①**VOYGER项目：旨在重构Lazada的架构和基础设施**，与阿里巴巴中台技术团队紧密合作，6个月改造了Lazada的核心电商平台、消费者端、卖家中心以及搜索和推荐引擎。与蚂蚁集团、阿里妈妈和菜鸟合作等改造了Lazada的支付和钱包功能，以及营销与广告能力，供应链管理和零售管理系统。②**Apollo项目：全新的物流平台，改造并更好的利用Lazada的物流能力。**

图：阿里巴巴在东南亚电商的布局



图：Shopee和Lazada是东南亚使用最多的电商APP

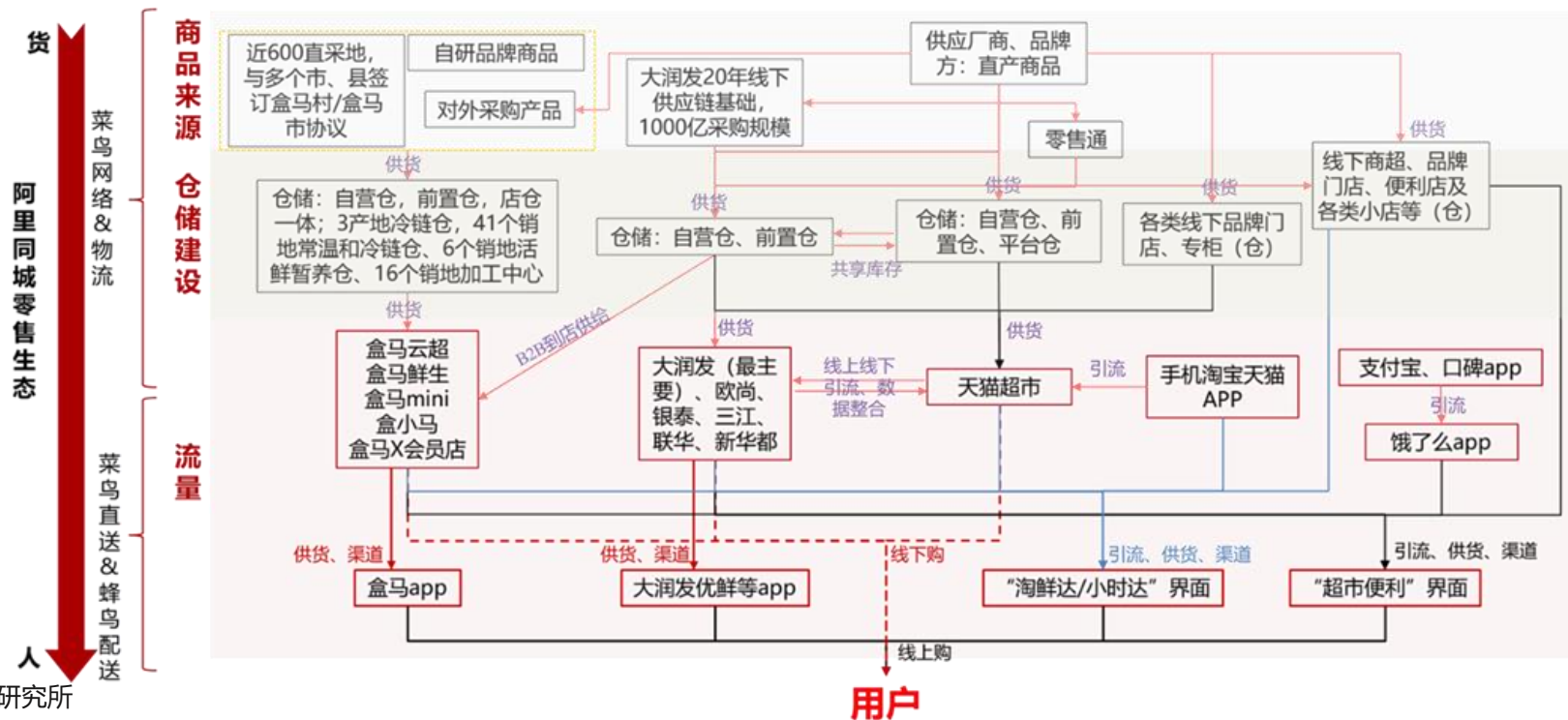
电商平台	中国入股	马来西亚	印度尼西亚	泰国	印度	菲律宾	越南
Shopee	Tencent 腾讯	1	1	1		1	1
Lazada	Alibaba.com	2		2		2	
PG Mall		3					
JD Central	JD.com			3			
Tokopedia	Alibaba.com		2				
Bukalapak	Alibaba.com		3				
IndiaMART					3		
Amazon India					1		
Flipkart					2		
Zalora						3	
Tiki	JD.com						3
Thegioididong							2

图：Lazada的商业模式



- 基于完善的基础物流和支付信用基础设施，阿里业务延伸至更丰富、更高频场景，布局以3公里为半径服务居民消费生活的本地生活（饿了么+口碑+支付宝等），和以城市为单位的同城零售业务（天猫超市+淘鲜达+盒马等）。
- 蚂蚁流量输出及金融信用体系赋能本地生活。组织调整上，2020年支付宝强势介入本地生活，蚂蚁集团前CEO胡晓明（孙权）自2020年初兼任本地生活董事长。2020年11月，阿里集团新零售技术事业群总裁吴泽明（范禹）兼任本地生活CTO，向集团CTO程立（鲁肃）和王磊双实线汇报，蚂蚁智能引擎技术事业部负责人青峰和新零售搜索推荐事业部应用工程技术负责人天民加入本地生活，向范禹汇报。业务融合上，支付宝开放获客、经营、物流、小程序、会员管理、支付金融、地理位置推荐能力为阿里本地生活平台全面赋能。
- 同城零售整合手淘猫超、淘鲜达，以及盒马、饿了么等各大app流量入口，承接消费者的生鲜、快消品等为主的高频日常购物需求，由饿了么（蜂鸟）完成商品的配送到家；蚂蚁金服提供支付，盒马、银泰、大润发、欧尚、三江购物等门店则提供了商品售卖和仓储等。

图：同城零售、本地生活与集团原业务深度融合



# 04

**业务溢出：云计算**  
**具备“商业+技术”**  
**独特优势**

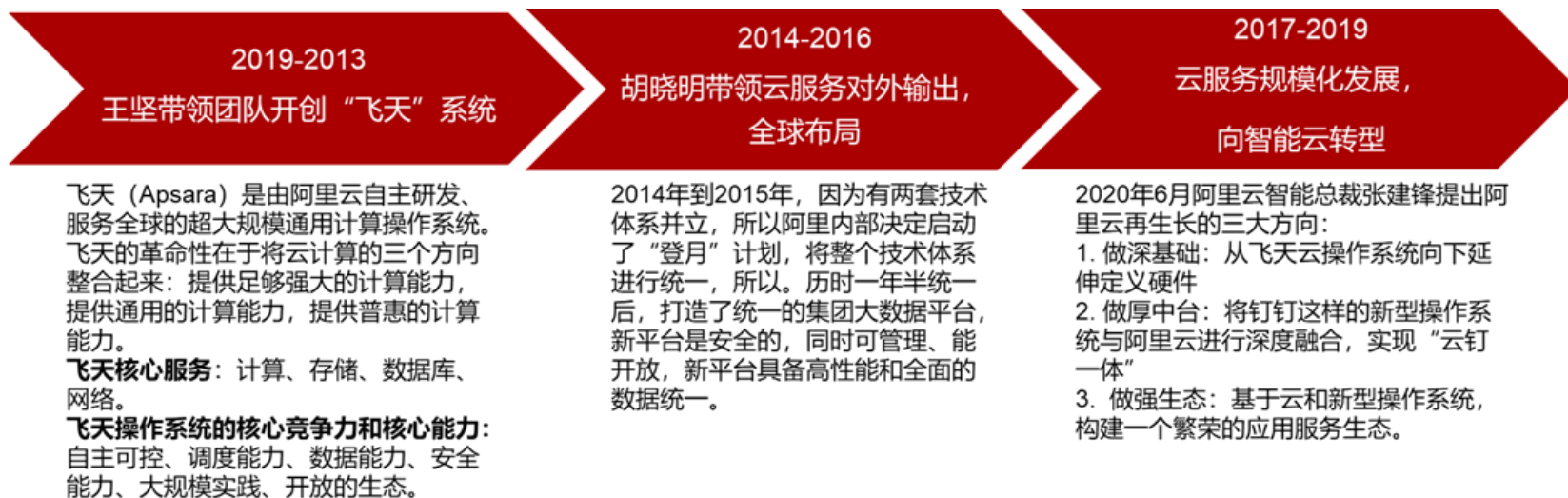
前瞻性落子大数据，双11锤炼出强性能，协同推动企业数字化

我国近三年云计算CAGR近40%，企业上云成趋势，空间巨大

核心壁垒来自于数据的积累和理解，技术与业务的紧密结合

- 前瞻性的布局，双11的锤炼，以及集团首先上云背景下，阿里云在产品性能、增值服务以及渠道拓展方面均具有极强优势。考虑到IaaS+PaaS本身较低产品差异性和突出规模效应，龙头厂商依托单位成本层面的优势，以及客户端的突出粘性，有望使得行业强者恒强特征持续强化。FY21Q3，阿里云收入161.15亿元，同比增长超50%，EBITA为2400万元，为11年来首次从亏本走向盈利。
- 脱胎于淘宝天猫的分布式系统，阿里云的核心竞争优势及壁垒来自于对全面的数据的积累、及对于商业数字化的理解。端到端完全自研的云计算，不同于AWS及微软，阿里“飞天”核心云计算平台是完全自研的，解决包括计算、弹性、网络、存储等问题。阿里云发展过程中的三个重要人物：**王坚（技术攻坚）、胡晓明（对外输出）、张建锋（数字化转型基础设施）**
  - **第一阶段(2009-2013年)**：王坚带领团队完成技术攻坚，开创了自研的超大规模通用计算操作系统“飞天”，满足零售业务对算力的需求。
  - **第二阶段(2014-2016年)**：胡晓明的带领下，云服务从对内实现对外输出，与此同时开始全球布局。
  - **第三阶段(2017-2019年)**：阿里云云服务规模化发展，在全球市场格局中成为前三大公有云服务商，同时向智能云转型，成为数字经济时代企业数字化转型的基础设施。阿里云智能CEO张建锋提出“十年再出发”，让技术成为阿里未来的核心驱动力。

图：阿里云计算发展历程



□ **中国云计算起步较晚**，根据美国国家软件与服务公司协会，美国IT支出及云计算支出比例远高于中国，且仍在持续提升中：

- 2018年IT支出/GDP：中国1.4%，美国4.7%；云计算/IT支出：中国2.7%，美国11.4%。
- 2019年IT支出/GDP：中国2.8%，美国5.8%；云计算/IT支出：中国3.4%，美国10.4%。

□ **按美国水平估计**，我国GDP约为100万亿人民币，假设IT支出/GDP达到6%，IT总支出中云计算占到10%，中国云计算市场就有6000亿元。

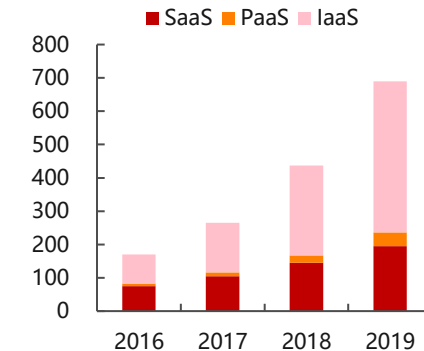
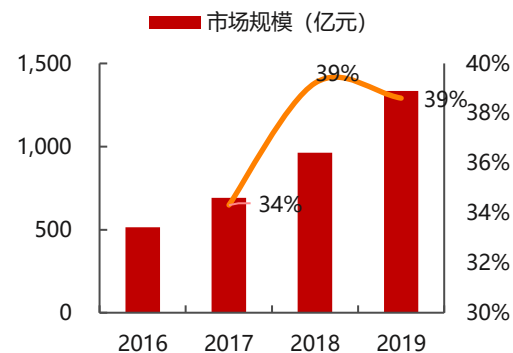
□ **保守估计**，我国GDP约为100万亿人民币，假设IT支出占GDP比例达到5%，IT总支出中云计算占到6%，中国云计算市场就有3000亿元。

□ **目前我国云计算市场处于较为初期的快速增长阶段**，2017-2019年CAGR为38.9%，云计算服务被分为IaaS（基础设施即服务）、PaaS（平台即服务）、SaaS（软件即服务）三层。云计算部署模型包括公有云、私有云、混合云。IaaS层包含云服务器、存储、网络等基础设施服务，PaaS层则包含了云上的多种应用和解决方案。目前，我国云计算以IaaS市场的发展最成熟。

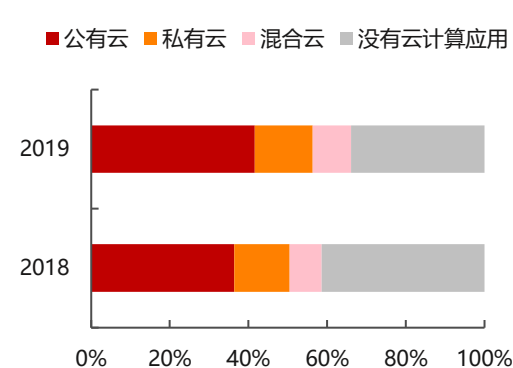
□ 未来十年，我国云计算发展趋势：云技术从粗放向精细转型，云需求从IaaS向SaaS上移，云布局从中心向边缘延伸，云安全从外延向原生转变，云应用从互联网向行业生产渗透，云定位从基础资源向基建操作系统扩展。

□ **云不仅是IT基础设施的替代，而是全方位产业互联网化的支撑，疫情加快了企业上云历程。**云计算的核心是提供运算能力的互联网数据中心(IDC)，而IDC硬件设备主要是成千上万的工业标准服务器。**对于运营商来说**，利用积累的硬件资源优势，通过出租或出售运算能力实现盈利，是规模经济的体现，降低成本的同时可以提高效率。**对于用户来说**，云计算让开发人员和IT部门可以全身心投入最有价值的工作，避免采购、维护、容量规划等无价值的工作分散精力。云计算可以将本身属于资本支出的服务器成本、网络成本、存储成本、数据中心基础设施成本、技术人员等转移至运营支出。当对于企业来说，云计算的运营支出小于本地计算的资本支出，就能够降低成本。

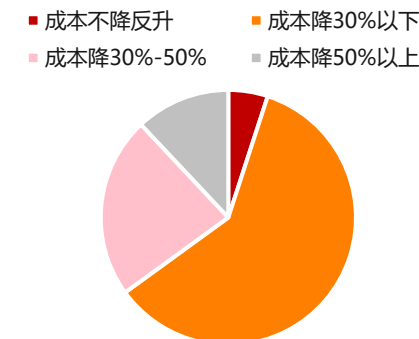
图：我国云计算市场规模（单位：亿元） 图：云计算SaaS/PaaS/IaaS市场规模（单位：亿元）



图：云计算使用情况

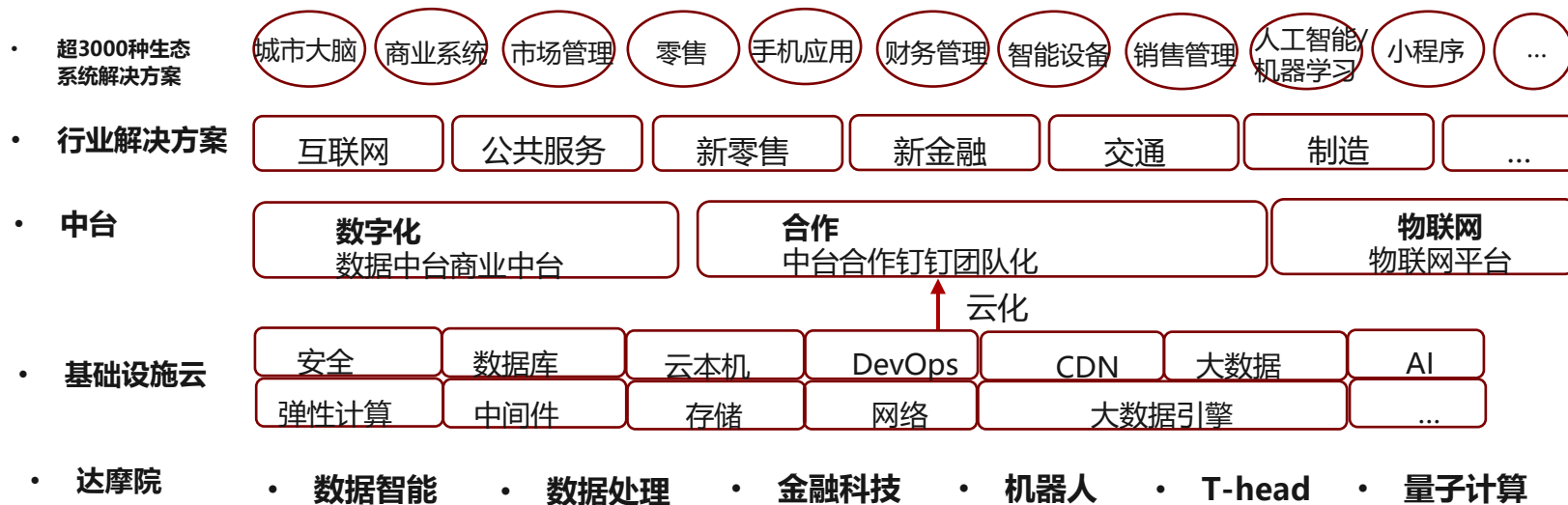


图：我国企业使用云计算降低的IT成本



- FY21阿里云收入601亿元 (+50%)，EBITA为-1.66亿元，亏损收窄10亿元以上。FY21Q3阿里云收入161亿元 (+50%)，EBITA为2400万元，为11年来首次从亏本走向盈利。考虑到IaaS+PaaS本身较低产品差异性和突出规模效应，客户端的粘性，行业强者恒强特征持续强化。利润率长期可对标AWS。
- **产品：**过去几年，阿里云主要的增长点来自于IaaS层，逐步向PaaS拓展。底层IaaS层产品体系完整，主要包括计算、存储、CDN与边缘计算、网络等，并逐步向云通信、容器、数据库、信息安全等PaaS层能力扩展，亦在数据智能、AI、企业应用、物联网等主要应用场景推出诸多行业解决方案。而在上层的SaaS，推出面向企业市场的线上协同办公产品钉钉。收入占比上，2020年非IaaS收入达到了55%。
- **行业&市场&用户：**互联网、零售、金融、公共服务等行业偏大型客户，比如上市公司，目前用户已经从2017年100万提升到2020年的300万的用户。用户主要分部在国内及东南亚市场。阿里一直立足于数字商业的生态基础设施（数字商业、金融、物流、云计算）建设来考虑全球化战略。阿里云建立合作伙伴网络（ACPN），分为渠道合作伙伴、服务伙伴、技术合作伙伴和混合云合作伙伴，目前有9000+合作伙伴。

图：阿里巴巴云计算架构



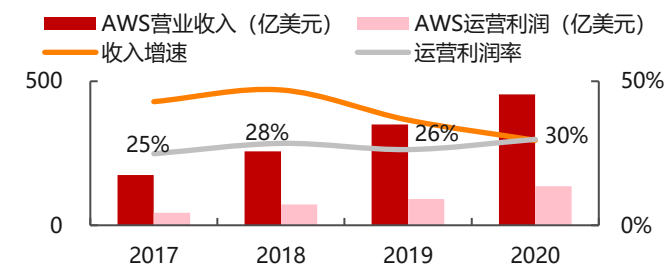
图：阿里云渠道合作网络（ACPN）



表：阿里云EBITA情况

	FY2020				FY2021			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
云计算	78	93	107	122	123	149	161	168
YOY	66%	64%	62%	58%	59%	60%	50%	37%
EBITA	-4	-5	-4	-2	-3	-2	0	3
EBITA Margin	-4.6%	-5.6%	-3.3%	-1.5%	-2.8%	-1.0%	0.1%	1.8%

图：AWS收入和利润情况



图：AWS、阿里云、腾讯云收入对比

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AWS营收	302	512	794	1,135	1,668	2,277	2,949
收入增速		70%	55%	43%	47%	37%	30%
阿里云收入	13	30	67	134	247	400	601
收入增速		64%	138%	121%	101%	84%	62%
腾讯云收入			6	19	91	170	
收入增速				194%	384%	87%	

- 阿里云拥有国内最大的公有云IaaS市场份额。为200多个国家和地区的企业、开发者和政府机构提供服务。阿里云是中国市场份额第一，并且以19.6%的市场占有率成为了亚太市场第一，全球第三。阿里云在全球23个地域开放了69个可用区，为全球数十亿用户提供可靠的计算支持。
- Gartner指出，2020年全球云计算IaaS市场规模升至642.86亿美元，同比增长40.7%。过去五年中，阿里云份额提升近300%，从2016年的3.7%升至2020年的9.5%。行业层面，金融、公共服务、零售、教育等领域成为上云的重点行业。得益于中国在线教育市场的快速发展，阿里云在教育行业排名全球第一，超过亚马逊和微软，市场份额达24.3%。而在零售行业，阿里云与微软的份额基本持平。

图：阿里云计算开放区域

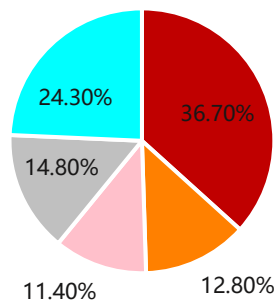


图：云计算公司能力比较

	计算	存储	网络	IaaS基础能力
1	阿里云	亚马逊	亚马逊	亚马逊
2	亚马逊	阿里云	谷歌	阿里云
3	谷歌	微软	微软	谷歌
4	微软	谷歌	阿里云	微软
5	甲骨文	甲骨文	甲骨文	甲骨文

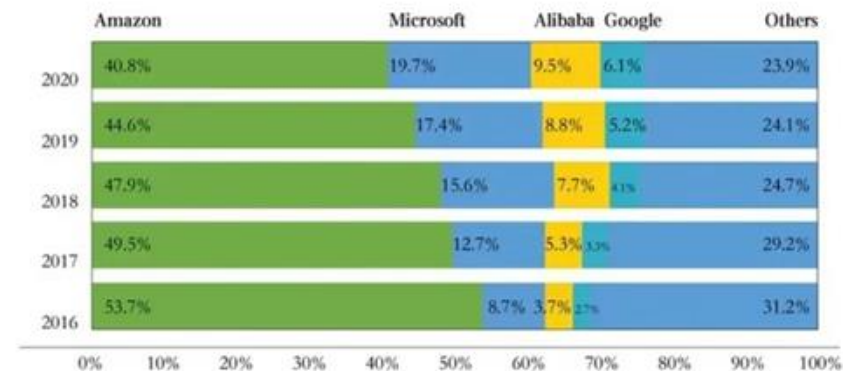
图：全球IaaS市场

■ 阿里云 ■ 天翼云 ■ 腾讯云 ■ 华为云、光环新网 ■ 其他



图：公有云IaaS市场份额（2016-2020）

Public Cloud Market Share, IaaS, 2016-2020





# 05

## 投资建议及 风险提示

- **从行业规模角度来看，电商的涵义已延伸至全社会商业数字化，目前电商的更多增量来自线下商业数字化趋势的不断深化与流量的多样化**（短视频直播平台正在加速利用电商实现流量变现），能够积极进取、持续布局全社会商业数字化的平台及品牌企业能够迎来新的机遇。
- **从竞争格局来看，行业格局的变化已经进入深水区。**监管层面，市场资源加速向头部平台集中带来不公平竞争的风险和隐患，我们认为监管的压力会促使整个电商生态走向开放，进一步推动社会创新与活力的释放，积极拥抱变化、顺应政策、开放进取的平台会迎来新的机遇。
- 在此背景下，我们提出电商行业发展逻辑与研究框架，希望能为投资者研判行业参与者未来的发展势能及行业长期格局提供一些增量：
  - **具备长期壁垒的互联网电商平台首先必须是个好产品（高用户粘性）**，从企业家出发，研究企业使命愿景价值观、组织与激励，在此基础上分析经营结果，进而判断电商平台是否能够持续保持一个“好产品”的特质，这对应电商平台企业的长期壁垒。
  - **商业效率评估的基础是数据积累。**体系化数据的存量（现状）+持续积累数据的能力（未来）是互联网电商平台商业效率差异的根源，基于对积累数据的理解和应用则直接带来了商业效率差异。建议关注阿里巴巴、腾讯（微信）。
  - **社会数字化持续深化催生新电商平台。**各类生活消费场景逐步数字化会产生新的流量池，能够借力新流量池与商业模式创新积累数据的互联网平台型企业具备在电商领域弯道超车、重塑长期竞争壁垒的机会，建议关注拼多多、美团、字节、快手。

- 1、**电商竞争加剧风险**：电商平台竞争日益加剧，社交电商、社区电商、直播电商等崛起，行业格局受到冲击。
- 2、**行业监管风险**：反垄断调查及政策调控风险，导致业务发展受到限制。
- 3、**跨境业务风险**：跨境业务、海外投资存在潜在的政策、法规风险。
- 4、**新业务发展不及预期**：孵化的新业务及并购业务发展不及预期。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>