

腾讯 VS 阿里专题研究

行业专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 深入研究了腾讯和阿里巴巴在企业文化、组织架构和对外沟通上的区别，并指出了这种区别的根源。
2. 为何互联网行业有“腾讯的产品，阿里的运营”一说？这是核心竞争力的区别吗？我们做出了回答。
3. 在战略投资方面，指出阿里更喜欢全面并购、腾讯更喜欢投资联营公司，并分析这种差异对两大巨头新业务发展的影响。
4. 对主要的“腾讯系”“阿里系”上市公司发展方向和投资价值进行了分析。

腾讯系 VS 阿里系： 从战略、组织到执行，究竟有何异同？

基本结论

- **腾讯 VS 阿里，两个世界的碰撞：**腾讯是“佛系文化”，阿里则是“狼性文化”；腾讯的管理是“联邦自治”，阿里则是“中央集权”；腾讯对外是“保守沟通”，阿里则是“强势沟通”。鸿沟一般的差别，究竟孰优孰劣？其实，这都是核心业务和历史路径的自然结果。以社交和游戏起家的腾讯，更注重多元化和自由度；以电商起家的阿里，则将组织和执行力放在第一位。物竞天择，双方都适应了自己的核心领地，但是在领地之外就不一定了。
- **腾讯的产品，阿里的运营：**任何互联网公司都面临着“流量、产品、运营”的铁三角关系，必须每项都及格、至少一项做到优秀。腾讯在产品上做到了极致，笼罩着“产品经理”文化——以用户体验为导向，寻找最大公约数，在矛盾中实现平衡。阿里则在运营上做到了极致，运营的魔鬼都在细节，因此产生了效率导向、执行力为王、B端C端兼顾的文化。所以，腾讯在泛文娱方面游刃有余，却在B端业务困难重重，而阿里正好相反。
- **腾讯的联营合营，阿里的全面并购：**2016年以来，两巨头都在对外投资方面一掷千金，但是方式有微妙差别。腾讯更重视对联营/合营公司的投资，并且不断将财务投资转化为联营投资，但是很少进行并购；阿里则更重视全面并购，甚至将许多重要联营公司并表了。其实，关键“自由度”和“执行力”之争：腾讯倾向于保持被投公司的独立性、鼓励“赛马机制”；阿里则倾向于将对方全面纳入自己的体系，以强大的执行力取胜。

投资建议

- **腾讯控股**的战略方向有三个：第一是发展2B业务，其中金融支付已经颇具规模，但是云计算、企业服务还差很远；第二是将微信小程序发展为囊括游戏、媒体、电商、O2O的生态系统；第三是海外扩张。我们相信，腾讯正走在正确的道路上。“多元化”体制决定了它不可能整体掉队。
- **阿里巴巴**正处于转型期：新零售的大业才进行到一半，创新和海外业务多在亏损，需要核心电商的输血，但是电商的货币化率不可能无限提高。所以，2019年阿里将聚焦于新业务的扭亏、减亏，并继续以并购促进创新。虽然社交电商、去中心化电商对阿里有冲击，但是影响是可控的。
- **腾讯音乐**已经取得了绝对的市场优势，未来将成为“腾讯系”偶像网红经济的变现出口，但是短期内要承担内容成本上升的代价。**阅文集团**在付费阅读领域的壁垒被严重低估了，而且在免费阅读、海外市场、IP改编游戏方面取得了长足的进步。**阿里影业**重新并表阿里之后，获得了更多的流量和运营支持，并且已经多次证明自己对内容方的意义，必将拥有一席之地。

风险提示：监管风险，技术变革风险，流量红利耗尽，用户习惯变迁。

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

内容目录

腾讯文化 VS 阿里文化：两个世界的碰撞	4
“佛系文化”的腾讯，“狼性文化”的阿里	4
“联邦自治”的腾讯，“中央集权”的阿里	6
“保守沟通”的腾讯，“强势沟通”的阿里	10
腾讯的产品 VS 阿里的运营：两种核心竞争力	13
流量、产品、运营：互联网公司的“铁三角”	13
腾讯的产品：以用户体验为导向，追求“最大公约数”	15
阿里的运营：效率导向，执行力为王，B 端 C 端并重	18
投资并购：“腾讯系”与“阿里系”究竟有何区别？	22
腾讯“投行化”了？其实，阿里也一样	22
“联营合营”的腾讯，“全面并表”的阿里	23
重要的不是“控制权”，而是“自由度”与“执行力”之争	26
投资建议：“特色”之别不是“优劣”之分	29
腾讯控股	29
阿里巴巴	29
腾讯音乐	30
阅文集团	30
阿里影业	30
微博	30
风险提示	31

图表目录

图表 1：中国互联网行业的几大“毕业生组织”	4
图表 2：“阿里系”创业者偏好的创业方向	5
图表 3：阿里巴巴的入职培训以“百年阿里”闻名	5
图表 4：腾讯组织架构	6
图表 5：腾讯的手机游戏收入分账结构	7
图表 6：阿里巴巴组织架构	8
图表 7：腾讯、阿里各事业群负责人的履历	9
图表 8：2010 年 7 月《计算机世界》封面文章批判腾讯	10
图表 9：阿里巴巴集团官网上丰富的媒体资源	11
图表 10：一年一度的阿里巴巴投资者日	12
图表 11：互联网行业的流量、产品、运营三角关系	13
图表 12：百度的历史可谓“产品和运营双失败”的总记录	14
图表 13：百度的“春晚红包大战”结局很尴尬	15
图表 14：微信历史上的里程碑	16
图表 15：微信中 95 后 DAU 使用时长及次数情况	17
图表 16：QQ 中 95 后 DAU 使用时长及次数情况	17

图表 17: 主流“吃鸡”手游的发布时间、宣发途径、特色	17
图表 18: 优秀的产品经理需要具备什么能力? 一切能力	18
图表 19: 天猫的品牌建设与市场推广活动	19
图表 20: 支付宝的“6 月刷脸随机立减”推广活动	20
图表 21: 淘宝的“原创特色商家”扶持计划	20
图表 22: “中供铁军”曾是阿里巴巴走出低谷的力量	21
图表 23: 腾讯与阿里巴巴的对外投资规模 (十亿美元)	22
图表 24: 腾讯与阿里巴巴的商誉规模 (十亿美元)	23
图表 25: 2018 财年阿里、腾讯各类对外投资规模 (十亿人民币)	24
图表 26: 2016 年以来腾讯、阿里重大并购活动一览	24
图表 27: 腾讯、阿里重要联营/合营公司一览	25
图表 28: Riot Games 在举行“30 小时开发大赛”	26
图表 29: MAU 最高的电竞直播应用都是腾讯系 (百万)	27
图表 30: 腾讯音乐拥有四款 MAU 过亿的应用 (百万)	27
图表 31: 在阿里体系内, 口碑网、饿了么的 DAU 均有显著提升 (万)	27
图表 32: Lazada 于 2018 年加入“双十一”“双十二”促销活动	28

腾讯文化 VS 阿里文化：两个世界的碰撞

- 腾讯 VS 阿里，是中国互联网行业永恒的话题。双方都既不缺少“粉丝”，又不缺少“敌人”，可谓“誉满天下，谤满天下”。管理学教科书上说：企业的竞争，在最高层面是文化和价值观的竞争。那么，腾讯和阿里的文化到底是什么？它们的区别和优劣何在？以上知识很难从财报、新闻稿等官方渠道学到。一千个人眼中有一千个腾讯、阿里，其中夹杂着自媒体、公关文稿甚至都市传说。真正的答案，只能从实践中获得。

“佛系文化”的腾讯，“狼性文化”的阿里

- 有人的地方就有江湖，互联网行业是一个规模巨大、变幻莫测的江湖。在互联网的江湖，存在着几个大名鼎鼎的“毕业生组织”：腾讯的“南极圈”，百度的“百老汇”，阿里的“前橙会”，京东的“东成西就”，等等。其中，腾讯和阿里的校友会无疑是规模最大的——它们都有几万名离职员工，其中既有其他互联网公司的高管、骨干，也有大批创业者。
- 如果你参加过两大校友会的活动，肯定能立即发现文化差异：在“南极圈”里，人们保持着礼貌和克制，从头到尾不温不火，就像普通的社交活动；在“前橙会”上，气氛要热烈的多，经常出现轮流干杯的盛况，好像久别的战友重逢。有些人觉得腾讯校友太冷淡、对老东家缺乏认同感；有些人却觉得阿里校友太入戏、感情表达太直白。对于那些在腾讯、阿里都工作过的人来说，赶两个场子可能会有“人格分裂”的错觉。

图表 1：中国互联网行业的几大“毕业生组织”

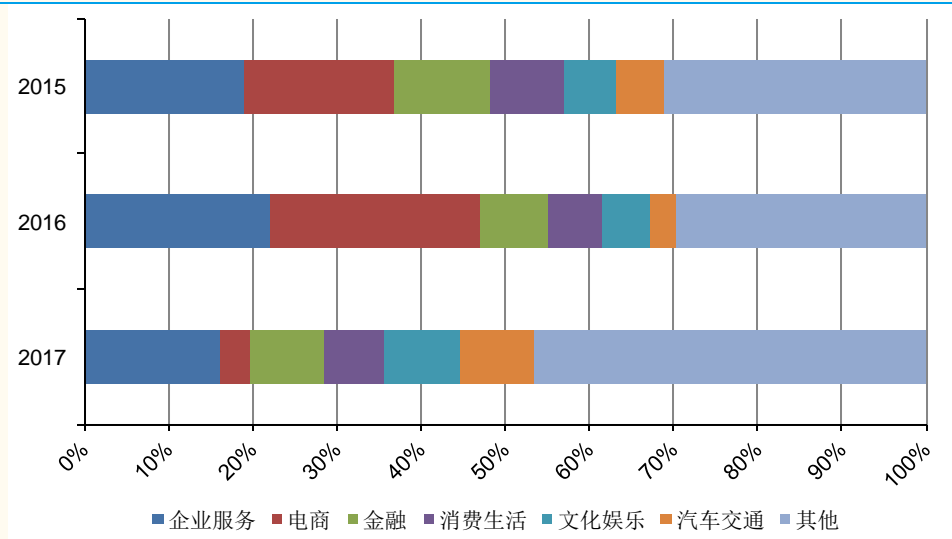


来源：协会官网，国金证券研究所

- 其实，从校友会的组织方式上，也能看出腾讯、阿里的深层区别：阿里的“前橙会”获得了官方的全力支持，经常有阿里高管、合伙人出席，马云本人也多次送来祝福；腾讯则既有民间的“南极圈”“单飞企鹅”，又有官方的“青腾汇”。事实上，“青腾汇”的定位根本不是腾讯离职员工组织，而是腾讯发起的“高端创始人社群”，其中很多会员未曾就职于腾讯。换句话说，从阿里离职的人，能够很容易地找到组织；从腾讯离职的人，理论上能找到好几个组织，也可能是永远找不到组织。
- 根据“前橙会”一年一度公布的“阿里校友创业黄埔榜”，从 2015 年到 2017 年，阿里离职员工偏好的创业方向一直包括企业服务、电商、金融，这些都是“阿里系”擅长的领域；唯一与“阿里系”没有太大重叠的热门方向是汽车交通，这是全球最热门的创业领域之一。我们可以说：阿里员工即使离职创业，仍然带着深刻的阿里烙印。

- 而腾讯那边又是什么样的呢？很遗憾，无论是“青腾汇”还是“南极圈”，都没有定期公布校友创业榜单的机制；偶尔公布的榜单非常粗糙，并且没有得到官方背书。也许，这意味着腾讯官方不关心自己离职员工的创业成果，或者不善于表达关心？无论如何，从创业成就上看，“腾讯系”和“阿里系”算是各擅胜场——2017 年，“前橙会”和“南极圈”都登记了超过 1000 家校友创业公司，其中各有几十家“独角兽”。

图表 2：“阿里系”创业者偏好的创业方向



来源：初橙资本，国金证券研究所

- 任何人，只要在阿里工作过一天，恐怕都不会忘记它的入职培训：新员工会给自己起一个“花名”，收到一本名为“百年阿里”的小册子，然后开始至少一个月的“精神洗礼”。那些不能全面接受阿里文化的人，可能会视之为“洗脑”，甚至在这个阶段就坚持不下去；对阿里文化感到适应的人，则可以如鱼得水、在这里呆上许多年。例如，关于阿里入职培训中的“破冰”环节，外界有许多夸大其词的报道；真实的“破冰”则是为了迅速拉近新员工的距离、让他们全身心投入阿里的组织。在集团培训结束后，还会进行业务部门自身的培训，往往会持续一年之久。

图表 3：阿里巴巴的入职培训以“百年阿里”闻名



来源：新浪网，国金证券研究所

- 在完成新人培训流程后，阿里员工还会持续感受到“政委体系”带来的压力和动力。所谓“政委”，是指业务性 HR，他们与业务部门主管共同负责对员工的管理。阿里的“政委”权力很大，不但具备传统企业 HR 的职能，

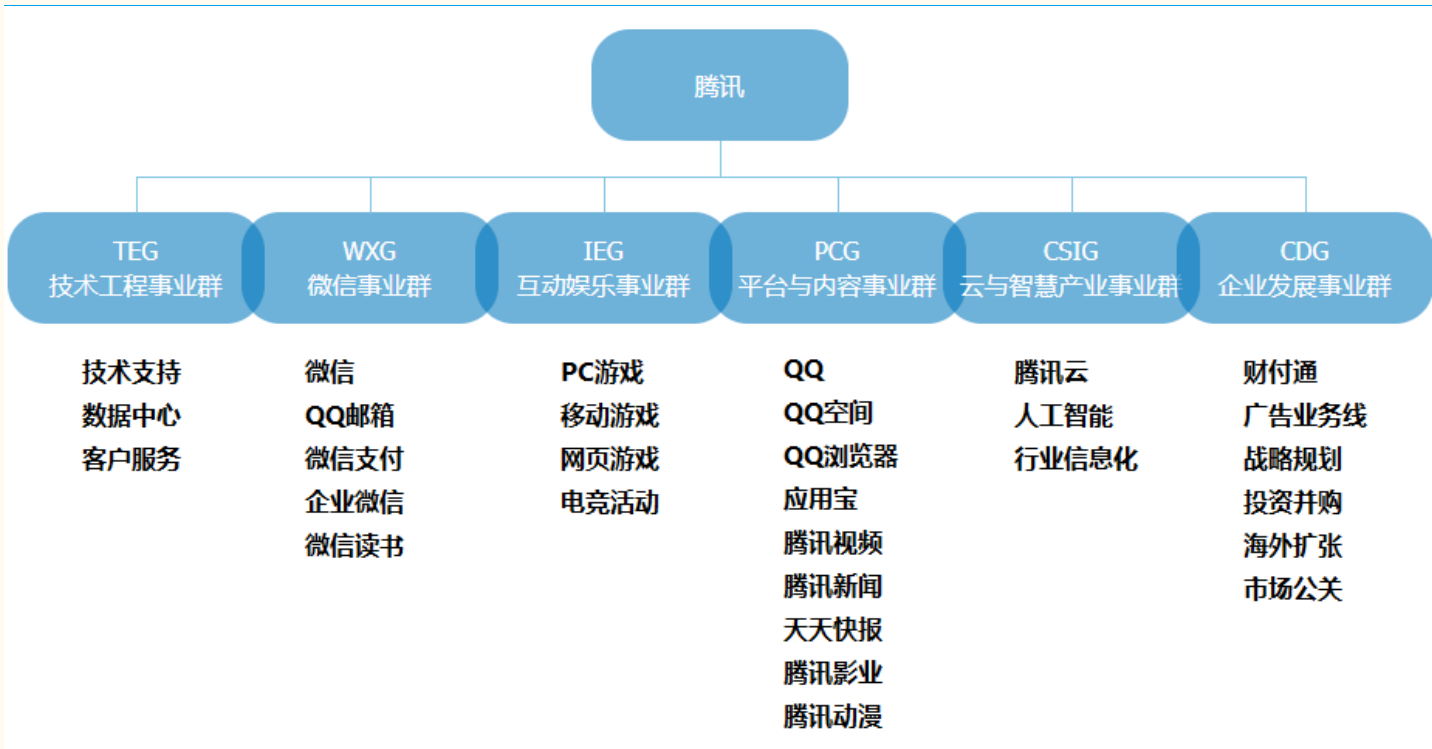
还能够监督业务负责人、参与重大决策，是业务部门名副其实的“二把手”。阿里的员工若出现任何思想、文化上的“水土不服”，他的“政委”绝不会坐视不管。强大的“政委体系”，使得阿里的全体员工保持着“狼性”的精神状态和较高的执行效率，被广泛视为阿里的核心竞争力之一。

- 相比之下，腾讯的企业文化要低调很多。人人都知道阿里的使命是“让天下没有难做的生意”，但是有谁知道腾讯的使命是什么呢？（答案是“通过互联网服务提升人类生活品质”）。腾讯的入职培训平淡无奇，很少对员工强调价值观和文化，更没有“政委体系”。坦白说，想在腾讯“混日子”，不是什么很难的事情，很多中层管理者也确实在“混日子”。怪不得很多离职员工都会抱怨：腾讯不但是佛系文化，而且是佛系管理。
- 但是，且慢下结论！不是所有企业都需要“狼性文化”，也不是所有文化都需要强调。腾讯能够成为与阿里并驾齐驱的互联网巨头，在价值观和文化层面肯定有深层原因。世界上成功的道路不止一条，与其急于评判腾讯和阿里企业文化的优劣，不如更认真地提问：是什么造成了两大巨头的文化差异？这种文化差异又如何体现在组织和管理层面呢？

“联邦自治”的腾讯，“中央集权”的阿里

- 2018年10月，腾讯进行了有史以来最大规模的组织架构调整，形成了六大事业群：**WXG（微信）、IEG（互动娱乐）、PCG（平台与内容）、CSIG（云与智慧产业）、CDG（企业发展）、TEG（技术工程）**。从这次组织架构调整，可以看到明显的“事业群分权”和“论功行赏”的迹象；腾讯的“联邦自治”管理体系，得到了最鲜明的体现。
- 首先，业绩表现最好、最重要的两个事业群——**WXG** 和 **IEG**，几乎没有受到调整；前者保持完整，后者只失去了腾讯影业等少数周边业务。在业务决策上，两大事业群也都保持了高度的自主性。其中，**WXG** 可谓张小龙治下的独立王国，是腾讯的流量担当、创新支点；**IEG** 则是五大工作室群构成的松散自治体，是腾讯的利润引擎和现金牛。

图表 4：腾讯组织架构



来源：公司官网，国金证券研究所整理

- 其次，表现较差的 **OMG**（网络媒体）和 **MIG**（移动互联网）被并入 **SNG**（社交网络），形成了全新的 **PCG**。此前，OMG 在信息流阅读、长视频和短视频方面均大败于“头条系”；MIG 的工具类应用则逐渐被边缘化。反观 SNG，核心的 QQ 应用已经成功转型为以 95 后为核心用户的“年轻化酷炫社交平台”，重新走上了上坡路；由它来主持整合，算是强者兼并弱者。
- 再次，云服务被从 **SNG**（前台）、**TEG**（后台）当中剥离出来，加上其他事业群的企业软件和 AI 技术，成立了全新的 **CSIG**。这是在经过反复讨论之后，腾讯管理层“All in 2B”决策的体现。虽然 2B 业务的收入和利润贡献极低，但是成立事业群后将具备独立的决策权和丰富的资源。
- 最后，各事业群的广告资源被整合到 **CDG** 旗下的 **AMS**（广告业务线），由公司统一调配。这是在“大分权”体制下的“小集权”，因为广告主肯定希望与一个统一的腾讯广告销售部门打交道。除此之外，腾讯的各个事业群，甚至各个事业部/产品团队/工作室，都具备强烈的自主性。换句话说，腾讯是“诸侯林立”的联邦，而且每个大诸侯下面还有小诸侯。
- 你肯定会问：“诸侯林立”的联邦体制，不是必然伴随着低效率吗？大错特错！只要有公平的利益分配机制，“联邦制”也能带来高效率。以手机游戏为例，腾讯收到的每一笔收入，在扣除渠道分成之后，一般遵循以下分账模式：腾讯公司层面扣除 30%；微信或 QQ 分走 30%，作为导流的代价；市场团队和运营团队各自分走 5-10%；剩下的由研发工作室支配。在整个流程中，研发工作室自负盈亏，多赚钱就意味着有更多资源发奖金、扩张团队；微信、QQ 的流量是无价的，但是都有内部核算机制。

图表 5：腾讯的手机游戏收入分账结构



来源：国金证券研究所整理

- 你可能还会问：手游团队依赖的流量来自微信和 QQ，如何保证后两者的流量分配公平呢？虽然有内部分账机制，但是微信和 QQ 团队的决策不可能永远保持理性啊。放心，这个问题，腾讯早已给出了解决方案：第一，所有手游上线前，均根据内测数据评定星级，赋予相应的流量资源；内测由运营工作室主持，它独立于研发和市场部门之外。第二，假设研发工作

室对评定星级有疑问，可以使用“门票”索取更多的流量；每个工作室每年的“门票”数量都是有限的，也可花钱购买。总而言之，通过发达的内部市场，就算旗下部门各自为战，腾讯仍能达到较高的整体效率。

- 再看看阿里巴巴，它的组织架构远比腾讯复杂，调整也更频繁。阿里也有“事业群”，但是事业群的独立性和稳定性都不太高。在 2019 年 6 月的最新组织架构调整之后，我们可以将阿里的业务体系进行如下拆分：
- **零售业务**，包括中国在线零售（淘宝、天猫、聚划算等）、新零售（银泰、盒马鲜生等）、全球及跨境零售（速卖通、天猫国际、Lazada 等）。其中，前者是阿里的现金牛和短期利润增长引擎，后两者则是战略发展方向。这个业务包含多个事业群，例如天猫、盒马都是独立事业群。
- **批发业务**，包括 1688.com、零售通、Alibaba.com 等。这是阿里的“龙兴之地”，虽然现在对收入和利润的贡献都有限，但是在打通上下游、维持 B 端客户黏性等方面，具备一定的战略意义。
- **消费者服务(O2O)业务**，包括饿了么、口碑、飞猪等。它是阿里“新零售”版图不可分割的一部分，在提高用户黏性、获取用户数据、交叉变现等方面具备很强的现实意义，也是阿里资金投入的重点。
- 以上三项业务合称“**核心电商**”，不过其中也包括庞大的线下零售业务。这些业务决定了阿里的企业文化和组织体系，培养了绝大多数的高管和业务骨干。阿里的其他业务，也是以核心电商为参照物建立起来的。

图表 6：阿里巴巴组织架构



来源：公司官网，国金证券研究所

- **数字媒体和娱乐业务**，包括优酷、UC 浏览器、阿里影业、大麦网、阿里音乐、阿里文学等。这些业务大部分来自收购，在历史上亏损比较严重；其中部分业务于 2019 年 6 月被调整到创新业务。
- **物流基建业务**，包括菜鸟物流、蜂鸟配送等。其中，菜鸟本来是阿里的联营公司，蜂鸟则归属饿了么旗下；在 2018 年饿了么与口碑网合并、菜鸟物流并表之后，它们都被阿里全面控制。

- **阿里妈妈**，即整个“阿里系”的广告营销平台。阿里最重要的货币化方式是在核心电商平台上为商户提供广告服务，而商户的广告投放是通过阿里妈妈进行的，相关数据也由它进行整合。
- **阿里云**，中国最大的公有云平台，同时为“阿里系”提供技术和系统支持。在 2018 年改组之后，阿里云升级为阿里中台战略的基础设施。
- **创新项目**，包括高德地图、钉钉、天猫精灵等。2019 年 6 月，UC、阿里文学、阿里音乐等也被调整到了这个事业群。
- **蚂蚁金服**虽然不由阿里控股，但是阿里有权收购其 33% 的股份（已经决定执行），为阿里提供支付、金融方面的支持，也有大量的人员交流。
- 在阿里内部，不存在“独立王国”，无论职位多高也是一颗螺丝钉。对比一下腾讯和阿里各事业群负责人的履历，就会发现：腾讯的事业群负责人任期明显较长，IEG、TEG 已经十多年没有换过负责人，WXG 从成立以来就没有换过负责人；阿里的事业群负责人任期较短，经常轮岗，甚至从外部空降。现在，阿里旗下有五项重要业务的负责人，是从 2018 年以后才开始主管该项业务的。与此同时，阿里的组织架构调整频率也很高，在 2018 年 11 月的调整之后，2019 年 6 月又进行了调整。毫不夸张地说，阿里是一个“中央集权”体制，各项业务融合为一个紧密的整体。无论是核心电商，还是阿里云、文娱、创新业务，都在用同一个节奏呼吸。

图表 7：腾讯、阿里各事业群负责人的履历

	姓名	主管业务	履历
腾讯	任宇昕	PCG IEG	2005 年起主管游戏业务，2013 年起主管 MIG，2017 年起主管 OMG
	汤道生	CSIG	2012 年起主管 SNG
	张小龙	WXG	2011 年起主管微信产品
	卢山	TEG	2008 年起负责系统平台管理
	刘炽平	CDG	2003 年起任公司总裁
阿里	蒋凡	淘宝	2013 年负责淘宝无线业务，2017 年起负责淘宝，2019 年起负责天猫
	戴珊	B2B	2017 年起负责 B2B 业务，此前主管人力资源长达十年
	樊路远	数字媒体与娱乐	2018 年起轮值负责大文娱业务，此前长期任职于支付宝
	张忆芬	阿里妈妈	2018 年重新加入，负责阿里妈妈；多年前曾任职于阿里广告业务
	张建锋	阿里云智能	2018 年起负责阿里云，2016 年起担任 CTO，此前负责中国零售业务
	王磊	本地生活服务	2018 年起负责本地生活服务，此前曾负责阿里健康、淘点点等
	万霖	菜鸟网络	2014 年起任职于菜鸟网络，2017 年起负责菜鸟网络
	侯毅	盒马鲜生	2015 年创立盒马鲜生
	朱顺炎	创新业务	2019 年起负责创新业务，此前任职于大文娱、阿里妈妈、UC 等

来源：公司官网，国金证券研究所

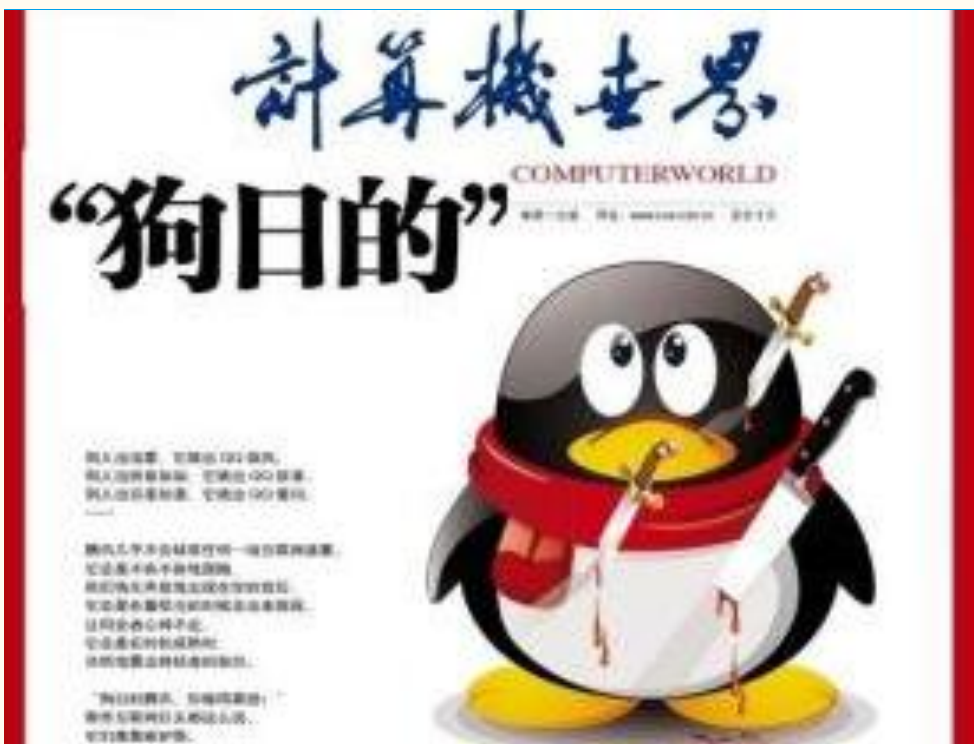
- 频繁的轮岗、调整组织架构，会不会导致高管和业务骨干无所适从？并没有。恰恰相反，阿里培养人才、吸收外部人才的效率，被公认为互联网行业最高的。例如，著名的淘宝、天猫少帅蒋凡，2013 年加入阿里，2017 年主管淘宝，2019 年又接手天猫；此前执掌天猫的靖捷（现任 CEO 助理）2015 年才加入阿里；盒马鲜生创始人侯毅曾是京东物流负责人，2015 年才在阿里的扶持下创业。在阿里体系内，80 后高管、业务负责人已经屡见不鲜。准确地说，阿里会“吃下”那些认同它的人才，将其“熔炼”为重要的螺丝钉；至于那些不认同它的人才，根本不会长期待下去。

- 阿里的“中央集权”体制，是否优于腾讯的“联邦自治”体制？很多投资者和媒体都呼吁腾讯学习阿里、打破内部山头。但是，还是那句老话——世界上成功的道路不止一条，任何公司的组织架构、管理体系都是由业务环境和历史所决定的。阿里通过“中央集权”成为世界级互联网巨头，而腾讯通过“联邦自治”也做到了。在后续章节，我们将指出：腾讯和阿里都选择了最适合自己核心业务的管理体制，也一直没有停止微调。

“保守沟通”的腾讯，“强势沟通”的阿里

- 2010 年 7 月，《计算机世界》杂志刊登了题为《“狗日的”腾讯》的封面文章；当年 9 月，“3Q 大战”爆发，腾讯的公开应对措施一度陷入舆论漩涡。多年以后，类似场景又在“头腾大战”之中重演。与此同时，自媒体上流传着无数对腾讯的质疑：“腾讯没有梦想”“腾讯没有核心技术”“腾讯游戏坑害未成年人”“腾讯只会抄袭”……对于这些质疑，腾讯大部分时候保持克制。这不禁让人好奇：腾讯是怎么看待与外界的沟通呢？

图表 8：2010 年 7 月《计算机世界》封面文章批判腾讯



来源：计算机世界，国金证券研究所

- 对于互联网圈外的广大群众而言，企业官方渠道是他们了解腾讯、阿里等互联网巨头的最重要窗口。“官方沟通”不仅包括新闻稿、发布会，也包括官方举办的活动、媒体软文、社交媒体传播等。在以上所有方面，腾讯都采取保守的态势：它的官方新闻稿发布比较谨慎；它的高管极少公开讲话或接受采访；它很少面向大众举办活动；在社交媒体上，腾讯的“黑文”一贯比“软文”多。以外界关注度极高的张小龙为例，大部分人只有在每年年初的“微信公开课”上才能一睹风采。腾讯的投资者关系也以保守著称：没有季度和年度业绩指引，年报远比很多同行公司简略，就连“投资者工具箱”里的经营数据也是越披露越少。
- “保守沟通”有什么错吗？业绩毕竟是真刀真枪打拼出来的，与外界沟通的手段本身能够影响大局吗？然而，无论在消费者业务还是企业业务上，占领舆论高地、构筑品牌形象，都是很重要的。2017 年 5 月，当媒体围攻《王者荣耀》、腾讯游戏面临“道德指摘”之时，天美工作室制作人的一封公开信就挽回了不少公众形象。在金融支付、云计算、企业服务等高度依赖品牌认同的业务上，更积极的沟通态度无疑会加分。

- 与此相反，阿里将对外沟通变成了一种“核心竞争力”。作为阿里的“首席代言人”，马云不仅是成功企业家，而且是年轻人的导师、资深公益人士；阿里高管频繁在各种场合宣讲阿里的价值观、战略。除了官网，阿里还有专门的新闻网站，提供丰富的图文、视频等媒体资源。“阿里系”在各大社交媒体都维持着官方账号，直接与网民互动，解答或澄清关于公司的疑问。所以，很少有人写阿里的“黑文”，就算写了也难以让人置信。

图表 9：阿里巴巴集团官网上丰富的媒体资源



来源：公司官网，国金证券研究所

- 每年 9 月，阿里都在杭州举行盛大的投资者日活动，从马云、张勇到各事业群负责人都会现身说法。在投资者日之前，杭州西湖会迎来“淘宝造物节”；此后，则是持续数日的“云栖大会”，全面展现阿里云、AI、2B 和创新业务的储备。普通人就算报不上名也不必气馁，因为网上有全程直播，还提供演讲 PPT、录音等。这种活动只要参加一次，你不仅会了解阿里，也很容易认同阿里。而腾讯的投资者关系部又在干什么呢？它几乎从不在总部举行类似的活动，甚至很少在中国大陆进行路演；投资者若想见到腾讯各事业群的负责人，更是不可实现的梦想。
- 从 2018 年下半年开始，腾讯正在悄然改变“保守沟通”——以马化腾为首的高管多次接受专访，面向大众的活动开始增多，在社交媒体上也不是一味被动挨打。背后的原因大概有两个：第一，腾讯要发展 2B 业务，必须加强在企业客户心目中的形象，让它们相信腾讯的品牌和实力；第二，市面上频繁出现的负面言论，已经影响了腾讯的核心业务，使它严肃地意识到占领舆论阵地的重要性。腾讯可能永远不会像阿里一样“强势公关”，但是它正在更积极地用公关活动维护自己的利益。

图表 10：一年一度的阿里巴巴投资者日



来源：搜狐新闻，国金证券研究所

- 不过，企业对外沟通的“积极”或“保守”态度，只能决定沟通的效率，而不可能改变事实本身。对于互联网专业人士而言，他们有无数的信息渠道，在决定为谁工作、跟谁合作的时候，不会过度参考公关等官方信息。对于大众而言，刻板印象也不是不可改变——君不见，在重度玩家圈子里，近年来腾讯游戏的口碑不断提升，甚至有反超网易之势？腾讯固然需要学习阿里的沟通态度，但是，它并没有在沟通问题上吃太多亏。“桃李不言，下自成蹊”，虽然是个比喻，却也足够以小见大了。

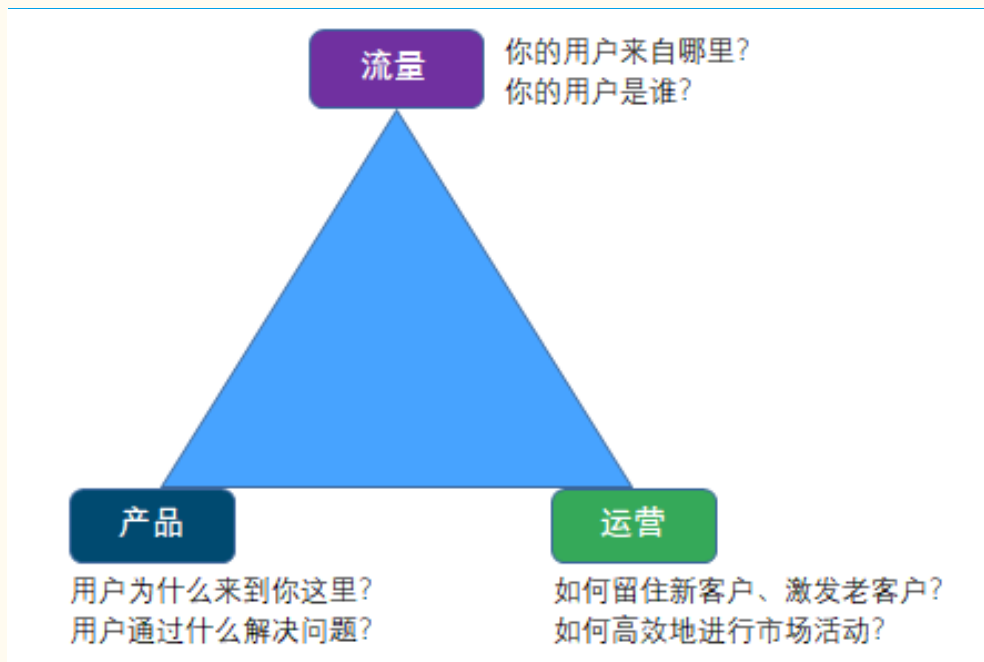
腾讯的产品 VS 阿里的运营：两种核心竞争力

- 在互联网创业圈有一个传说：如果集齐了百度的技术人员、腾讯的产品经理和阿里的运营人员，创业项目就等于预定了成功的门票。今时今日，百度早已衰落，但是腾讯的产品、阿里的运营仍然是江湖神话。到底什么是产品能力，什么是运营能力？它们如何成为了腾讯、阿里各自的标签？为什么不能互换？以上问题，有必要从理论和实践上好好解答。

流量、产品、运营：互联网公司的“铁三角”

- 任何互联网公司都可以用“三角形框架”去分析：**流量、产品、运营**。优秀的公司必须在三个方面都达到及格线；伟大的公司必须在三个方面都表现优异，并至少在一个方面具备“杀手铜”。
- 流量**：你的用户来自哪里？你的用户是谁？你获取用户的成本有多高，用户的留存率有多高？他们会花多少时间在你这里？“流量”不是一个孤立的概念——你可以通过坑蒙拐骗获得用户，但是要让他们留下，就需要产品、运营两端的努力了。无论如何，流量是互联网公司的根基。
- 产品**：用户到你这里来，是为了什么？你如何解决他们的问题？在移动互联网时代，用户首先看到的是 App 界面，其次是 App 的流畅性、稳定性，但这只是表象。在游戏 App 之下，隐藏着一套规则、数据、服务器体系；在电商 App 之下，是无数的商品、店铺、算法机制。产品的灵魂是产品经理，他们一头连着程序员和技术中台，一头连着销售和合作伙伴。

图表 11：互联网行业的流量、产品、运营三角关系



来源：国金证券研究所整理

- 运营**：如何做好客服？如何通过市场活动，提高当期收入，又不损害长期客户价值？流失的客户，应该怎么拉回来？上级拨出的市场预算，怎么花才最有性价比？需要进行地面推广吗？如何处理 B 端客户和供应链关系？宽泛地说，互联网公司的“运营”是个大杂烩，多的是脏活、累活，高度依赖经验储备和执行力。再好的产品，也会被不良的运营毁掉。
- 在理解“腾讯的产品，阿里的运营”之前，我们不妨先看看反面教材。在互联网行业，“产品和运营双失败”的典范无疑是百度。从 PC 时代到移动时代，百度几乎尝试过所有的消费互联网业务，其中绝大部分以失败告终，只保住了核心搜索。失败有很多原因，但是背后的逻辑大致雷同。

- **电商领域：**很少有人记得，百度曾经三次进军零售电商，分别是 2008 年的“有啊”（C2C）、2010 年的“乐酷天”（B2C）、2015 年的百度 Mall（B2C）。三次失败的原因如出一辙：产品没有特色，先抄淘宝、再抄天猫；未能提供足够的流量支持；客户和后台支持的水平也很低。更糟的是，百度每次都舍不得砸钱，在忍受 2-3 年的亏损之后，就会认输退场。
- **社交领域：**百度贴吧一度是最受年轻人欢迎的网络社区，继承了中文 BBS 文化。但是，贴吧在产品端“昏招”迭出：历史数据经常丢失；移动端界面不好；从浏览器向 App 导流的方式很愚蠢；过多的广告严重影响了阅读。在运营端，“卖贴吧”的行为既打击了贴吧的公信力，又挫伤了用户积极性。百度 Hi（即时通信）、百度空间曾经一度流行，可是百度从未投入足够资源。百度说吧（微博）居然设计为全实名制，从产品思路上就错了。

图表 12：百度的历史可谓“产品和运营双失败”的总记录



来源：公司官网，国金证券研究所

- **泛文娱领域：**百度组建过庞大的游戏发行团队，企图像腾讯那样实现“流量的游戏变现”。但是，在产品端，百度缺乏自研游戏，又不像腾讯、盛大那样能获得优质进口游戏的代理权；在运营端，百度更是完全无法与“坑钱专家”腾讯相比。在文学、音乐领域，百度进场晚、重视程度不够、产品没有差异化，几乎没掀起什么声浪。讽刺的是，百度唯一成功的泛文娱业务——爱奇艺，恰恰是在独立运营之后取得成功的。
- **O2O 及金融领域：**当百度下定决心进军 O2O 时，其实已经晚了，各大巨头及其代理人早已打的不可开交。O2O 是重运营的生意，而百度未能建立起与美团、阿里同一档次的地推能力和 B 端合作伙伴资源。由于 O2O 和电商业务均未发展起来，百度的金融业务也缺乏应用场景。在 2-3 年的巨额投入之后，由于看不到希望，百度再次失去了耐心。
- 百度从来不缺乏流量和技术实力，但是缺乏对用户体验的感知，“产品经理文化”不足，而且内部决策效率低下，因此无法开发出“杀手级”的消费应用。在核心搜索方面，它们尚有一定的产品优势；问题在于，过于激进的变现严重影响了长期品牌形象，这在实质上是一个运营问题。在 AI 时代，百度企图利用自己的技术基因，进军智能驾驶、智能家居，然而问题又来了：如何让技术在消费端“落地”呢？如果百度连手机屏幕上的用户习惯都无法掌握，它怎么可能掌握汽车里、家里千变万化的用户习惯？
- 2019 年春节期间，百度发起了价值 10 亿元的“红包大战”。此前，微信、QQ、支付宝、今日头条等都曾经通过“春节发红包”活动，获得了大批用户；“阿里系”还连续赞助了三年的春节晚会。然而，百度的红包营销从一开始就引来了“没诚意”的吐槽：活动规则复杂，从 1 月 28 日开始抽卡、邀请亲友组队，2 月 4 日当天才迎来红包高潮；导流过于激进，用户不但要下载手机百度，还很容易被误导下载“百度全家桶”；红包兑现需要绑定

度小满钱包，而且必须在 2 月 16 日之内完成。根据我们的监控数据，百度通过“红包大战”吸引到的用户，大部分都在 1-2 个月内流失掉了。

图表 13：百度的“春晚红包大战”结局很尴尬



来源：百度，国金证券研究所整理

- 百度推送给用户的产品，当然没有什么特色，用户体验也不好；百度在运营上也缺乏重点，过于贪心，没有焦点。10 亿元的红包预算，要推广一款 App 可谓绰绰有余，要推广“百度全家桶”却远远不足。更荒谬的是，在“红包大战”期间，所有打开手机百度网页或 App 的人，都会被引导到与红包营销相关的页面上，从而严重透支了百度的流量基础。腾讯的产品经理和阿里的运营人员，对百度肯定都有无数的吐槽——这就是为何百度未老先衰，而腾讯、阿里一路成长为世界级互联网巨头的原因。

腾讯的产品：以用户体验为导向，追求“最大公约数”

- 无论是投资者、媒体还是普通用户，都低估了腾讯在产品开发上面临的挑战：它的用户基数是互联网公司当中最大的，没有之一。在 PC 时代，QQ 是国民应用；在移动时代，微信是国民应用，QQ 是半个国民应用。随着用户基数扩大，应用开发难度呈几何级数上升，复杂的用户需求足以逼疯产品经理，任何一个错误都可能导致万劫不复。而且，对绝大部分用户来说，腾讯产品的意义太重要了——淘宝是拿来买东西的，抖音是拿来娱乐的，微博是拿来看八卦的，微信却绑定了用户的几乎所有社会关系（对于 95 后来说，QQ 也有类似意义）。人是一切社会关系的总和，所以，人其实已经与微信或 QQ 合二为一。这种产品的开发难度该有多高？
- 微信崛起的历史，就是腾讯产品能力的一座丰碑。2010 年 11 月，腾讯广州研发部负责人张小龙给马化腾写信要求开发微信，当时米聊已经测试约半年，中国移动的飞信更是早已流行起来。2011 年 1 月，微信 1.0 上线，很快以极简主义的设计、较高的稳定性和寻找 QQ 好友的功能获得了用户认可；不久后加入的“语音对讲”功能，成为了微信早期最大的特色。直至 2012 年，微信的定位都介于“熟人社交”和“陌生人社交”之间，“附近的人”“摇一摇”“漂流瓶”让人想起陌陌，新推出的朋友圈又让人想起微博和 QQ 空间。在这段时间，微信每 2-4 个月进行一次重要迭代。
- 到了 2013 年下半年，微信 MAU 突破 3 亿，今天我们常用的公众号、微信支付、扫一扫等功能均已上线。从此开始，微信确立了“熟人社交”的定位，开始淡化“陌生人社交功能”；同时，通过微信游戏中心、微信支付等，谨慎地进行变现尝试。短短两年之内，微信成为中国最大的手游分发渠道之一；三年之内，又成为中国最大的移动支付应用之一。随着产品的日益成熟，微信的重大迭代频率也下降到每 6-12 个月一次。

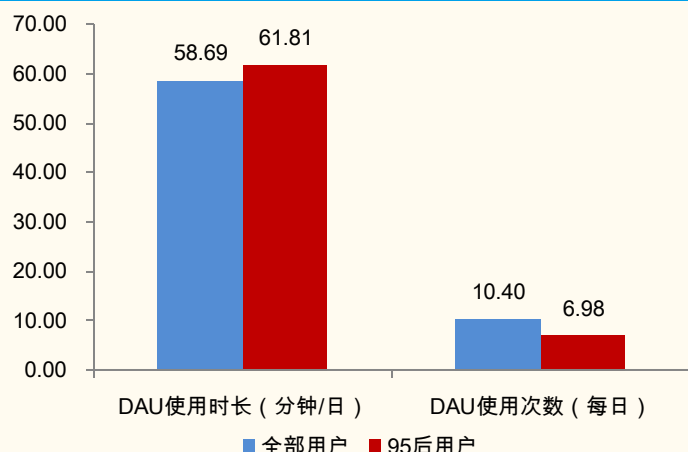
图表 14：微信历史上的里程碑

时间	MAU	事件
2011 年 1 月	未披露	微信 1.0 版产品发布
2011 年 5 月	未披露	加入语音对讲功能
2011 年 8 月	未披露	加入“附近的人”功能
2011 年 10 月	未披露	加入“摇一摇”“漂流瓶”功能
2012 年 4 月	6000 万	加入“朋友圈”功能
2012 年 7 月	9000 万	网页版上线
2013 年 2 月	1.9 亿	微信公众号上线
2013 年 8 月	2.7 亿	加入“扫一扫”“表情商店”功能， 微信游戏中心、微信支付上线
2014 年 2 月	3.9 亿	微信支付开始大规模接入第三方
2014 年 8 月	4.6 亿	“微信智慧生活”解决方案发布
2015 年 1 月	5.4 亿	加入“微信红包”功能，强化微信 内部的搜索功能
2016 年 9 月	8.4 亿	“微信小程序”上线
2017 年 5 月	9.6 亿	在“微信实验室”中加入了“看一看” “搜一搜”功能
2017 年 12 月	9.9 亿	在 iOS 系统上，微信语音聊天可以 像系统电话一样被接听； 微信 H5 小游戏上线
2018 年 6 月	10.6 亿	微信公众号改版为信息流界面 增加“用过的小程序”任务栏
2019 年 1 月	11.0 亿	增加“时刻视频”功能
2019 年 5 月	11.2 亿	“好物圈”功能开始测试

来源：微信主页，国金证券研究所

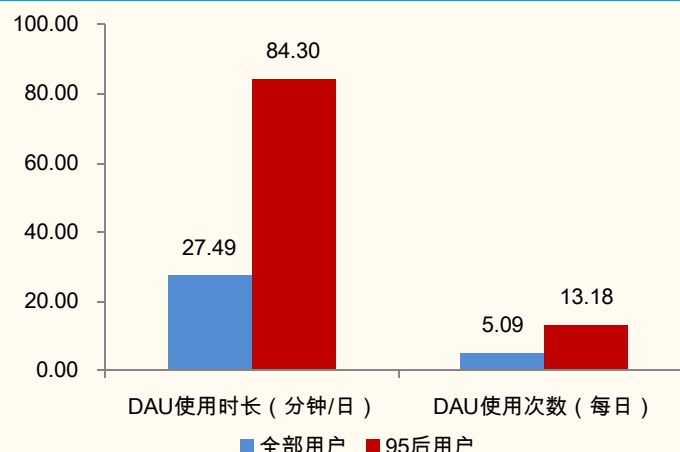
- 微信犯过错误，也走过弯路——“时刻视频”功能使用者寥寥，“看一看”“搜一搜”功能发展迟缓，小程序也在短暂的冲刺之后面临瓶颈。微信在变现方面有很多问题——广告数据没有打通，广告位开的过于保守，最近推出的“商品返佣”“好物圈”的效率很低下。但是，在绝大部分情况下，微信团队的决策是正确的，他们努力追求十几亿用户的“最大公约数”。无论用户怎么吐槽微信，都不得不承认：在头部移动 App 中，微信的用户体验就算不是最好的，至少也是最好的之一。
- 如果当初没有微信，腾讯会怎么样？这个问题毫无意义，因为 2011 年初，除了张小龙，腾讯内部还有至少三个团队在做类似的事情，其中就包括 QQ 团队。如果张小龙失败了，腾讯还有数百个优秀产品经理等着接过火炬。在中国，只有腾讯具备高 DAU、高黏性即时通信产品的开发经验；网易的易信、阿里的来往都是 2013 年下半年推出的，那时大局已定。我们可以想象“不是张小龙开发的微信”，但是无法想象“不是腾讯开发的微信”。任何杀手级产品看起来都很简单，直到你自己尝试开发为止！
- QQ 团队大可不必为“错失微信”而懊恼——2013 年以来，通过持续的产品迭代，QQ 已经重新找到了坐标，与微信拉开了差距。微信是极简主义，QQ 则是酷炫主义；微信面向全年龄段，QQ 则面向年轻人、未成年人；微信更重视工作，QQ 则更重视兴趣。在 2019 年的腾讯财报里，首次写入了“扩列”一词；与此相仿的新词还有“养火”“CQY”“CDX”“NSS”……我们的监测数据显示，95 后用户每天使用 QQ 的时间是全体用户的 3 倍，打开 QQ 的次数是全体用户的 2.6 倍！QQ 的产品经理可谓嗅觉灵敏，抓住了微信“有所不为”的部分，成就了自己的“有所为”。

图表 15: 微信中 95 后 DAU 使用时长及次数情况



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

图表 16: QQ 中 95 后 DAU 使用时长及次数情况



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

- 再谈谈腾讯的生命线——游戏。有一种刻板印象：腾讯只是游戏发行和导流做得好，产品研发能力很弱，反而是抄袭很积极。在 2010 年以前，这种刻板印象还有些道理；在今天，可以说完全过时了。《王者荣耀》《QQ 飞车》《QQ 炫舞》《火影忍者》《魂斗罗手游》等大作均出自腾讯自研；《英雄联盟》《部落冲突》等世界级大作被它通过并购收入麾下；它还孵化了《隐形守护者》等一系列独立游戏佳作。如今，财大气粗的腾讯早已不屑于抄袭，而是以并购、投资等手段进行名正言顺的合作。
- 令人记忆犹新的“吃鸡大战”，是腾讯游戏产品能力的最佳体现。2017 年 10 月，《小米枪战》打响了“吃鸡手游”的第一枪；11 月，网易的《荒野行动》《终结者 2》同时上线，获得了用户和口碑的双丰收。此时，腾讯重金购买版权的“正版吃鸡”还在研发之中，无奈之下只好与巨人合作推出《光荣使命》，同时将《穿越火线》改版为“吃鸡玩法”的《荒岛特训》。事实证明，以上两款产品难当大任。如果不能尽快推出重量级“吃鸡手游”，近年来手游市场最大的风口恐怕就要被网易独占。

图表 17: 主流“吃鸡”手游的发布时间、宣发途径、特色

产品	上线时间	研发商	主要宣发	游戏特色
《小米枪战》	2017.10.18 首次测试 2017.10.30 发布会 2017.11.15 上线	西山居	小米应用商店、微博、明星	虚幻 4 引擎
《光荣使命》	2017.10.08 预约 2017.11.30 上线	巨人	微信游戏、公众号、官网	动态光影、螺旋仪
《穿越火线：荒岛特训》	2017.11.15 上线	腾讯	微信游戏、官网	CF 特色延续
《终结者 2：审判日》	2017.11.04 上线	网易	公众号、微博明星推	科幻巨作 IP、120 人
《荒野行动》	2017.11.04 上线	网易	直播平台、官网	6.4km*6.4km 地图、1000 米视距
《绝地求生：全军出击》	2017.12.01 开启预约 2018.02.09 上线	腾讯	微信、QQ	正版、虚幻 4 引擎
《绝地求生：刺激战场》	2017.12.01 开启预约 2018.02.09 上线	腾讯	微信、QQ	正版、虚幻 4 引擎

来源: DoNews, 国金证券研究所整理

- 根据原始计划，《绝地求生》正版手游要到 2018 年 4 月才能上线。但是，严峻的局势迫使腾讯加快进度，COO 任宇昕亲自督战，开发团队 7*24 备战。2017 年 12 月 9 日，《绝地求生》手游开始预约；12 月底，产品其实已经达到上线条件，但是为了应对《荒野行动》的版本更新，又附加了一个多月的开发。2018 年 2 月 9 日，由光子、天美工作室开发的两款吃鸡手游同时上线。要知道，《绝地求生》IP 方韩国蓝洞只是把源代码交给了腾讯，完全没有参与手游研发！可见，腾讯游戏开发团队承受了多大的压力。

- 在《绝地求生》手游上线之日，“吃鸡大战”其实已经结束。两款游戏都使用虚幻 4 引擎，实现了较高的画面质量，操作手感不错，继承了原作的精髓。其中，《刺激战场》对端游还原度更高，《全军出击》则做了不少改良——在“死亡行军”式的开发过程中，腾讯居然还有余力两头下注。到了 2019 年 5 月，《刺激战场》关闭并转移至《和平精英》；为了既符合监管要求、又满足“吃鸡”玩家的口味，光子工作室做出了巨大努力，基本继承了原有玩家。这无疑是“产品经理文化”的成功。
- 每家互联网公司都有产品经理，但是腾讯的产品经理最为强势：他们不但可以随意指挥技术人员，甚至可以强势地训斥销售经理，这在阿里、百度简直难以想象。腾讯的程序员经常抱怨，他们的时间全浪费在“把某个按钮左移或右移几个像素”这种小事上了；销售人员则会抱怨，产品设计时留给广告的位置太少、曝光率太低。可是，消费者在意的，往往就是那“几个像素”，往往就是那一两个广告位啊！

图表 18：优秀的产品经理需要具备什么能力？一切能力



来源：达内教育，国金证券研究所

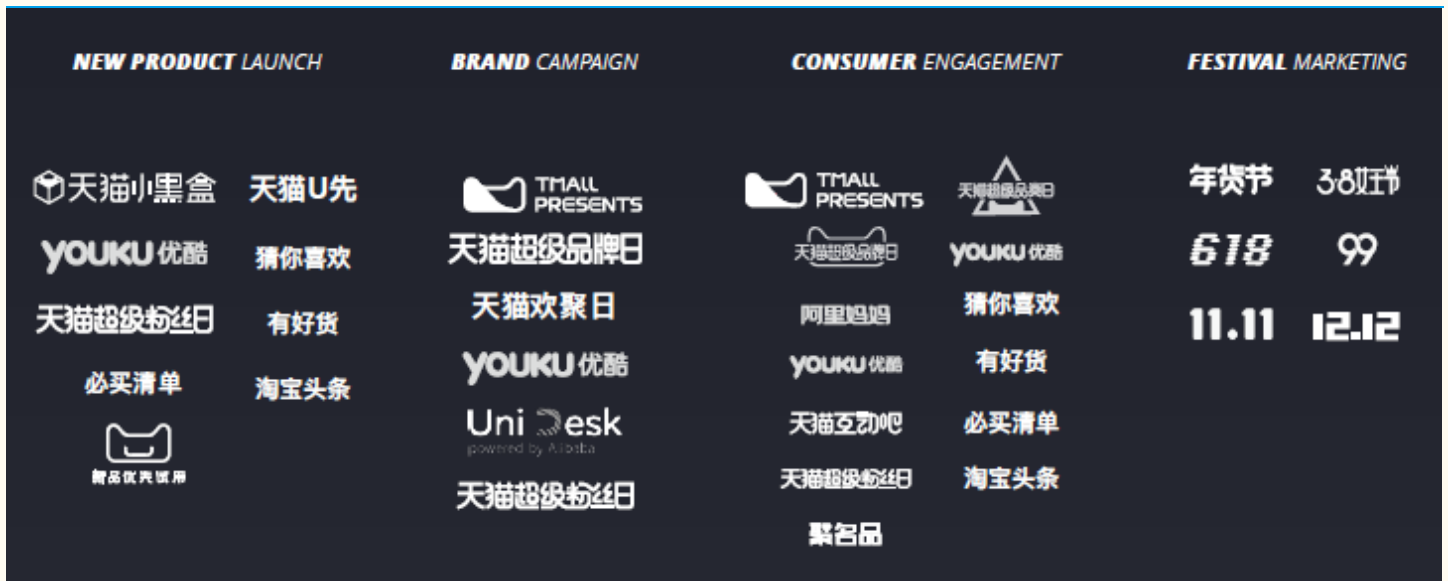
- 优秀的产品经理，永远在寻找“最大公约数”：各类用户的最大公约数，有限预算与无限需求的最大公约数，技术、运营、销售的最大公约数，长线价值与短期绩效的最大公约数……他们既要产生创意，又要为创意争取资源；既要迎合潮流，又要追求创新；既要懂开发，又要懂市场，还要懂客服。他的生命线是用户体验，最终目的却是赚钱。有谁能比产品经理更矛盾、更痛苦、更精神分裂呢？这些“精神分裂者”的伊甸园，就是腾讯。

阿里的运营：效率导向，执行力为王，B 端 C 端并重

- 淘宝这个网站，很难做吗？做一个大概花不了多少钱吧，就是需要准备很多服务器。历史上，无数竞争对手这么想过，飞蛾扑火一样地投向零售电商，绝大部分以失败告终。他们没有意识到：我们在浏览器或手机里看到的那个“淘宝”，只是庞大生态系统的一个终端。“手机淘宝”“手机天猫”的界面、功能设计当然很重要，可是并非决胜之地。
- 没错，做一个淘宝、天猫不难，难的是：吸引五花八门的海量商家入驻；创造各种消费场景，以吸引各种消费者；为商户和消费者同时提供不间断的支持服务；诱导消费者多花时间，从而多花钱。阿里基本不做自营，依赖第三方商家，所以最大的挑战是：如何让商家赚钱。
- 你还记得天猫每年要做多少次“购物节”吗？“双十一”“双十二”当然是最重要的，还有“年货节”、“3.8 女王节”、“6.18 大促”、“9.9 大促”……办一次购物节似乎很简单，可是为什么京东首创的“618”远远不如阿里首创的“双十一”那么热门呢？因为，在阿里的购物节背后，是无数的铺垫和支持：以“天猫小黑盒”“天猫 U 先”等为代表的新产品推送机制；

以“超级品牌日”“超级粉丝日”“欢聚日”为代表的品牌形象工程；“猜你喜欢”“有好货”“淘宝头条”“必买清单”等基于兴趣和算法的推广功能。电商运营的秘诀，无非是水滴石穿，工夫全在平时。

图表 19：天猫的品牌建设与市场推广活动



来源：公司官网，国金证券研究所

- 当我们说“阿里擅长运营”时，我们其实在说两件事情：在 C 端，阿里善于做市场活动、进行客户服务；在 B 端，它善于吸引商家、处理合作伙伴关系。换句话说，阿里既能让消费者心甘情愿地花钱，又能让商户赚到钱，同时还能给自己留下一份。要同时实现以上目标，无异于魔术师在空中玩三个球，一个都不能落地。由于业务环节太多、细节太重要，阿里必须组建一支思想统一、组织紧密、执行力强的队伍。
- 举个例子：为什么京东在第三方商家方面始终无法挑战天猫？是因为阿里要求“二选一”吗？不，是因为京东给商家的回报不够理想——它的“泡泡”广告平台 ROI 低于阿里妈妈，购物节热度不够，用户时长不足，给商户带来的流量和 GMV 增量也不足。要提高广告平台 ROI，就要打通内部数据、提升技术水平；要提升购物节热度，需要丰富的资源和经验；要提升用户时长，需要增加类似“淘宝直播”“淘宝头条”这样的功能……同时解决上述问题，对执行力的要求实在太高了。
- 整个“阿里系”都非常擅长市场推广活动。如果你认为市场活动就是砸钱、没有技术含量，那就是井底之蛙了。2019 年春节，百度砸了 10 亿红包却没有留住多少用户；2018 年底，银联支付猛砸红包也没有改变市场格局。而支付宝在 2018 年的巨额补贴，却确实带来了约 1 亿 AAU（年活用户）的增长；淘宝通过赞助春晚等一系列活动，也成功实现了渠道下沉。砸钱不难，难的是成本收益核算；补贴必须与其他市场活动构成一个整体。例如，进入 2019 年，支付宝的补贴力度总体上在缩减，重点指向刷脸支付，既补贴用户也补贴商户——这就是有智慧的砸钱。

图表 20：支付宝的“6 月刷脸随机立减”推广活动

6月刷脸随机立减
基础活动

在2019年6月1日-6月30日期间，用户可在支付宝蜻蜓和部分自助收银设备参与刷脸支付随机立减活动，**用户需报名参与活动**，活动期间最多享受3次立减优惠，同一用户每天最多可享受1次立减，活动期间限量5,000,000份立减机会。

6月22日当天
刷脸随机立减活动升级

↓

加码

6.22刷脸微笑日
基础活动加码

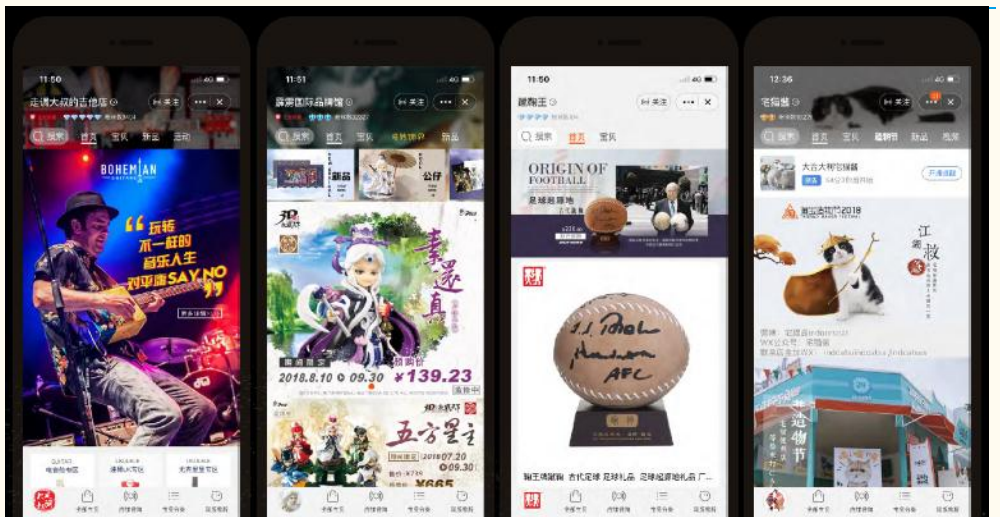
2019年6月22日0时至6月22日24时，活动期间额外增加100万份1至10元随机立减机会和1万份最高288元免单机会，**用户需报名参与活动**，同一用户6月22日累计限享受一次立减/免单优惠，先到先得。

关于报名：用户如已扫码报名参与6月整体刷脸随机立减活动，无需重复报名
活动次数：用户可在6月22日当天获得额外一次立减机会，不占用6月刷脸随机立减活动次数

来源：公司宣传材料，国金证券研究所

- 阿里做任何市场活动，都离不开商家的合作。我们很难想象，“双十一”离开商家提供的大量优惠、返券活动会是什么样；饿了么需要商户配合打折；淘票票接入了许多银行卡的立减项目。电商和 O2O 的运营之所以远比网游、视频的运营更复杂，就是因为利益相关方太多、步调很难一致。以“双十一”为例，许多品牌方做的活动是无利可图的，阿里必须以“长远的流量”补偿“现在的让利”；如果品牌方始终不愿参加，或者参加力度不够，又该如何说服？其中的奥秘，显然不是我们坐在办公室里能参透的。
- 要保持“阿里系”电商的长期吸引力，就必须维护商家的多样性。京东、拼多多是买东西的好地方，但是淘宝是用来逛的地方，用户花的时间长了，花的钱也就多了。淘宝能用来逛，离不开“淘宝直播”等内容功能，更离不开千千万万个垂直商家，就像我们走街串巷偶尔能发现的特色小店。已经开办三年的“淘宝造物节”，就是给这些潮人、原创、脑洞卖家的舞台。如果阿里运营能够保证 B 端卖家获得足够的流量、客服和基础设施支持，那么卖家就能集中精力提高商品质量和丰富度了。

图表 21：淘宝的“原创特色商家”扶持计划



来源：公司官网，国金证券研究所

- 既然阿里的成功在很大程度上来自与 B 端商家合作的能力，能不能复制这种能力呢？其实，已经有人在复制了，但是这些复制者大多出身阿里——滴滴、易到、美团点评、赶集、去哪儿……它们都有（或者有过）来自“阿里地推团队”的高管，这个团队的另一个名字叫“阿里中供铁军”。在

B2B 业务大发展的时期，“中供铁军”以顽强的地推扫楼方式，签下了大批企业客户，亲身了解和满足它们的需求。近年来，“中供铁军”的地位和作用在淡化，但是它的“地推精神”已经扩散到整个“阿里系”：支付宝有庞大的地推团队（微信支付没有），饿了么、口碑网也有；淘宝对农村的渗透早在 2010 年就已开始；在新零售领域，阿里直接深入无数个门店。

- 看起来，“阿里的运营”在砸钱的部分比较符合互联网的气质，在其他部分完全不符合人们对互联网的定义：地推是互联网吗？客服是互联网吗？O2O 是互联网吗？新零售是互联网吗？像，又不像。运营，在本质上都是细节、都是脏活累活；运营不需要天才，而需要韧性和一致性。所以，阿里才会建立“政委机制”，才会把“价值观”列为第一优先，才会采纳中央集权体系，才会有强大的技术中台。一切都是自然发生的！

图表 22：“中供铁军”曾是阿里巴巴走出低谷的力量



来源：公司官网，国金证券研究所

- 市场上从不缺少阿里的挑战者。然而，无论是当年的京东、唯品会，还是现在的拼多多、美团、微信电商体系，在扩张到一定规模之后，都要面临一个问题：阿里的运营很难超越，尤其不可能在短期内超越，因为它没有什么“秘诀”。随着 GMV 扩大、品牌形象提升，运营体系就能自然完善吗？从阿里挖人就能学到运营体系吗？能够以流量和产品端的优势，抵消运营的劣势吗？从历史经验看，答案都是否定的。

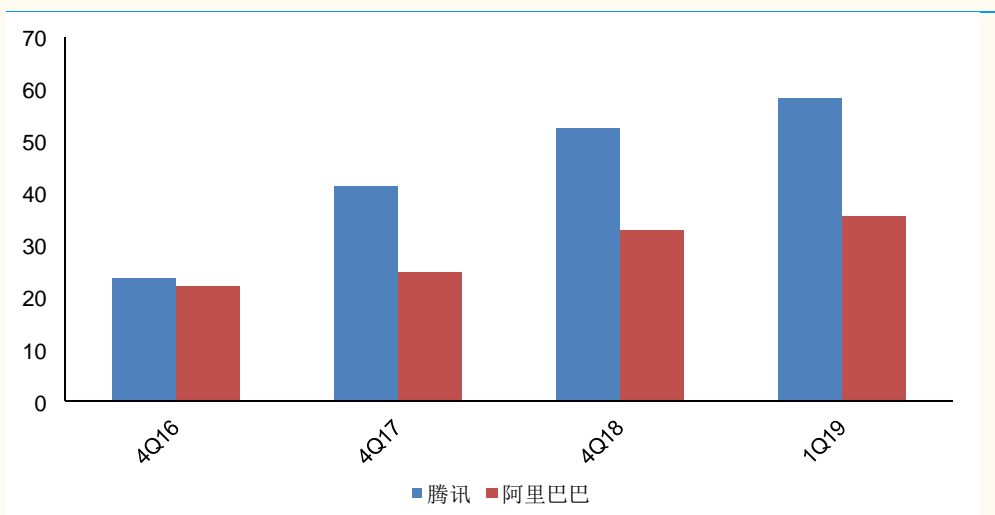
投资并购：“腾讯系”与“阿里系”究竟有何区别？

- 互联网的江湖虽大，可是大部分人都需要站队：有的站腾讯，有的站阿里，还有少数两个都站。除了头条等少数例外，互联网独角兽大多归属“腾讯系”或“阿里系”。这两个体系有什么区别？它们能给自己的投资对象什么资源？企业家选择其中一个的原动力是什么？还有，从长期看，腾讯和阿里会不会都变成投资公司呢？答案既要看数字，也要看案例。

腾讯“投行化”了？其实，阿里也一样

- 从 2013 年开始，“腾讯投行化”一直是外界热议的话题。腾讯的战略投资规模大、范围广，从游戏、电竞到零售、消费品牌，无所不包。腾讯高度重视投资，总裁刘炽平、CSO James Mitchell 等都来自投行，内部有庞大的投资规划、研究、执行团队。从财务报表看，2016 年底，腾讯的对外投资（包括公允价值投资和对联营/合营公司的投资）的账面价值为 237 亿美元，与阿里相仿；2019 年一季度，这个数字已经上升到 584 亿美元，比阿里高出约 2/3。腾讯是不是比阿里更喜欢投资？

图表 23：腾讯与阿里巴巴的对外投资规模（十亿美元）

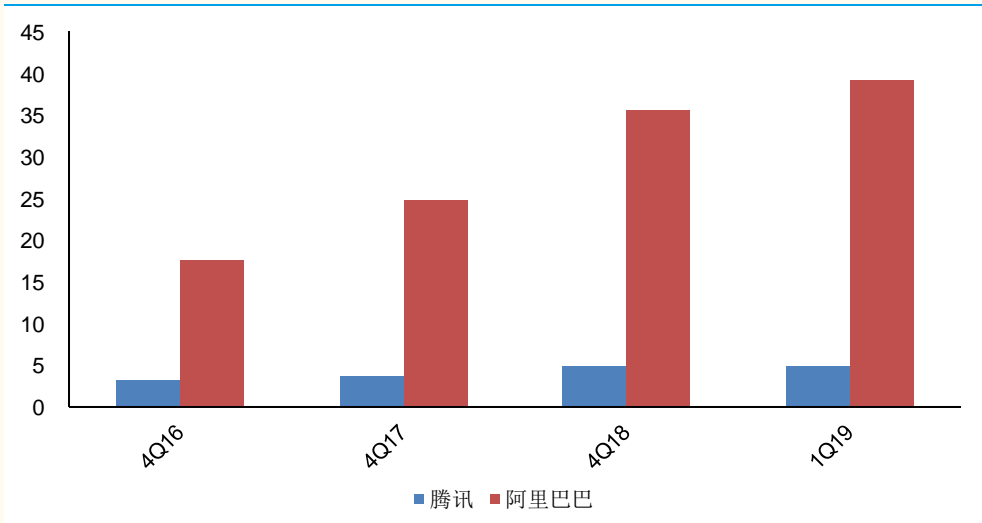


注：阿里巴巴的“财季”与日历季并不同步，此处是指日历季。

来源：公司官网，国金证券研究所

- 且慢！如果我们考察“商誉”指标，结论就会逆转——自从 2014 年上市以来，阿里的商誉规模一直远高于腾讯：2019 年一季度末，阿里的商誉账面价值高达 393 亿美元，是腾讯的 8 倍多。商誉的主要来源是并购，可见阿里在历史上投入到并购的资金规模远远大于腾讯。而且，阿里的并购活动在近年来尤其频繁，仅仅 2017-18 年（按日历年计算），商誉规模就翻了一倍。并购与投资的区别，在于前者全面并表、转移控制权。我们是否可以说，阿里更在意控制权，而腾讯并不在意？从某种程度上说，确实如此。我们将在下文深入分析两大巨头战略投资思路的差别。

图表 24：腾讯与阿里巴巴的商誉规模（十亿美元）



注：阿里巴巴的“财季”与日历季并不同步，此处是指日历季。

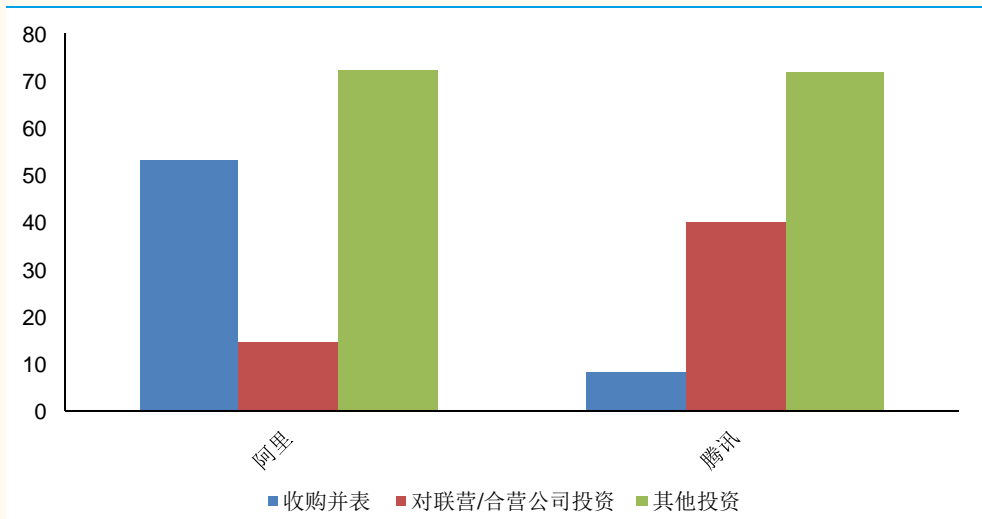
来源：公司官网，国金证券研究所

- 腾讯和阿里都高度重视投资并购，原因一目了然：它们需要快速切入新业务，不可能事事都内部孵化，而且它们的财务资源也足以支撑投资并购。腾讯不但要在游戏、电竞等强势领域扩大优势，还要全面进军影视内容、切入新零售、扩大 B 端服务和金融业务；阿里则在新零售和 O2O 领域布下重兵，在文化娱乐领域维持存在，进一步加强支付和物流的掌控。现在，腾讯的总裁刘炽平来自高盛，阿里的总裁 Evans 也来自高盛。如何更聪明、更高效地进行投资并购，将决定两大巨头的未来。
- 外界可能会认为：以腾讯、阿里两家的资源、名声和财力，想投资谁不是一件很容易的事情吗？恰恰相反。弱小的公司急需投资，但很难被腾讯、阿里看上；强大的公司不缺投资，对任何投资者都会很挑剔。“独角兽”的创始人人们深知，站队不是小事，能像滴滴、B 站那样在两大体系之间保持“中立”的公司极少。他们首先要考虑：腾讯、阿里能给自己输出什么资源，又会从自己索取什么？这笔投资最终的结局会是什么？

“联营合营”的腾讯，“全面并表”的阿里

- 2018 财年，阿里在投资并购方面花费了约 1402 亿人民币的现金，其中 533 亿花在并购上，144 亿花在对联营/合营公司的投资上，725 亿花在其他股权投资上（以上并未包括债权投资、短期投资等）。阿里在这一年完成了好几个“大手笔”：耗资 349 亿人民币收购饿了么，将饿了么与口碑网合并，对菜鸟网络实现全面并表，收购土耳其第一大电商平台……饿了么、口碑网、菜鸟都是从阿里的联营公司转为并表子公司。此外，阿里还追加了对早已并表的东南亚电商公司 Lazada 的投资。
- 几乎同一时间（腾讯的财年比阿里早一个季度），腾讯在投资并购方面花费了约 1201 亿人民币的现金，其中 82 亿花在并购上，401 亿花在对联营/合营公司的投资上，718 亿花在其他股权投资上。此外，腾讯还将价值 715 亿的投资，从一般投资划归对联营公司的投资范畴（已经扣除划出部分）！总而言之，在 2018 年，腾讯“对联营/合营公司的投资”的账面价值，新增超过 1000 亿元（已考虑减值拨备的因素）之多！
- 按照国际会计准则，如果对一家公司的持股占比在 20-50%之间，或者持股不足 20%但是能派驻董事、或者以其他方式对其施加重大影响，这家公司就属于“联营/合营公司”范畴。这种控制方式强于一般的财务投资，却又不如全面的收购并表。过去几年，腾讯一直在以增持、派驻董事、签署战略合作协议等方式，增加联营公司的数量和投资规模；阿里则更专注于全面收购，或将联营公司变成并表子公司。

图表 25：2018 财年阿里、腾讯各类对外投资规模（十亿人民币）



注：阿里巴巴财年的结束日期是 3 月 31 日，与日历年并不重叠。

来源：公司官网，国金证券研究所

- 事实上，在过去三年，腾讯只进行了两次规模较大的收购：2016 年 7 月收购中国音乐集团，以此为基础组建了腾讯音乐；2018 年 10 月收购新丽传媒，但是是由子公司阅文集团完成的。除了新丽传媒，在整个 2018 年，腾讯进行其他并购总共只花费了约 31 亿元。相比之下，在过去三年，阿里的并购触角伸得非常广：在 O2O 领域收购饿了么、并表口碑网；在文化娱乐领域收购优酷土豆、大麦网、南华早报；在零售商超领域收购银泰百货、开元商城；在海外收购 Lazada、Trendyol；在物流领域并表菜鸟物流……阿里的新零售、大文娱和海外版图，有一大半是依靠并购建立的。

图表 26：2016 年以来腾讯、阿里重大并购活动一览

	公司名称	公司估值	收购时间	行业
腾讯	中国音乐集团	102.9 亿	2016 年 7 月	在线音乐
	新丽传媒	92.1 亿	2018 年 10 月	影视制作
阿里	饿了么	478.2 亿	2018 年 5 月	O2O 电商
	优酷土豆	358.7 亿	2016 年 4 月	在线视频
	银泰百货	241.1 亿	2017 年 5 月	零售商超
	Lazada	114.2 亿	2016 年 4 月	海外电商
	Trendyol	58.1 亿	2018 年 7 月	海外电商
	大麦网	38.3 亿	2017 年 3 月	演出票务
	开元商城	33.6 亿	2018 年 4 月	零售商超
	南华早报	18.9 亿	2016 年 4 月	新闻出版
	亚博科技	16.1 亿	2016 年 8 月	在线彩票

来源：公司公告，国金证券研究所

- 然而，在联营/合营公司方面，腾讯就占据绝对优势了：电商方面的京东、拼多多、唯品会，O2O 方面的美团点评、58 同城、猫眼娱乐，游戏和电竞方面的虎牙、金山软件、Epic、Netmarble，海外电商方面的 Flipkart、Sea Ltd、Go-Jek，与互联网行业距离遥远的万达商业、中金公司、中信资本、华南城……通过联营，腾讯将影响力伸向多个战略方向。很多联营公司与腾讯产生了真实的协同效应：美团、京东、拼多多从微信获得流量，Epic、金山的游戏由腾讯代理，Sea 是腾讯在东南亚扩张的立足点，搜狗为微信搜索提供技术支持……有些联营公司离开腾讯甚至难以生存。
- 阿里在联营公司方面弱了一些，而且聚焦于与核心电商业务相关的零售、物流、海外电商等领域。原因在于：阿里旗下许多优秀的联营公司已经被收购并表，包括饿了么、口碑网、菜鸟物流、UC、优酷土豆、Lazada……阿里本来就对联营公司施加着巨大影响，但是仍然追求并表后

的更大影响。理论上，对于新零售、文娱等新兴的亏损业务，放在表外对财务更有利；但是阿里似乎并不在乎这一点，更重视全面的控制权。

图表 27：腾讯、阿里重要联营/合营公司一览

	公司名称	公司估值	持股比例	联营时间	行业
腾讯	美团点评	3945 亿港元	19.06%	2018 年	O2O 电商
	京东	438 亿美元	18.01%	2014 年	电商
	万达商业	2500 亿人民币	4.00%	2018 年	商业地产
	拼多多	240 亿美元	16.90%	2017 年	电商
	Flipkart	210 亿美元	不明	2018 年	海外电商
	Sea Ltd	114 亿美元	33.40%	2017 年	海外电商
	58 同城	92 亿美元	22.60%	2015 年	O2O 电商
	Kakao	11.0 万亿韩元	13.34%	2012 年	海外网络社区
	中金公司	661 亿港元	4.95%	2018 年	金融服务
	Netmarble	9.7 万亿韩元	17.57%	2014 年	海外网络游戏
	唯品会	57 亿美元	8.70%	2017 年	电商
	Go-Jek	350 亿人民币	10.00%	2017 年	海外网约车
	虎牙	51 亿美元	31.50%	2018 年	电竞直播
	四维图新	316 亿人民币	9.74%	2014 年	LBS
	金山软件	232 亿港元	7.78%	2011 年	综合互联网
	微众银行	200 亿人民币	30.00%	2014 年	金融服务
	中信资本	200 亿人民币	23.40%	2014 年	投资管理
	Epic Games	200 亿人民币	48.4%	2012 年	海外网络游戏
	猫眼娱乐	145 亿港元	13.96%	2018 年	O2O 电商
	易鑫集团	116 亿港元	15.39%	2017 年	汽车金融
阿里	搜狗	16.1 亿美元	38.20%	2013 年	搜索引擎
	华南城	93 亿港元	11.55%	2013 年	商贸物流
	易车	7 亿美元	7.87%	2016 年	汽车电商
	苏宁易购	1069 亿人民币	19.99%	2016 年	零售商超
	高鑫零售	706 亿港元	30.98%	2017 年	零售商超
	微博	98 亿美元	30.20%	2014 年	网络媒体
	网商银行	200 亿人民币	30.00%	2014 年	金融服务
	百世快递	27 亿美元	26.52%	2017 年	物流
	Paytm Mall	20 亿美元	31.00%	2017 年	海外电商
	ShopRunner	15 亿美元	39.00%	2013 年	物流
	日日顺	100 亿人民币	31.00%	2017 年	物流
	三江购物	83 亿人民币	32.00%	2016 年	零售商超

注：上市公司估值以 2019 年 6 月 28 日收盘价为基准，非上市公司估值为国金证券研究所估算。

来源：公司公告，国金证券研究所估算

- 为什么腾讯喜欢联营，阿里喜欢并购？从商业模式上看，腾讯是“流量富余”者——它通过社交平台产生巨额流量，但是社交本身难以变现，有必要将流量导出，对象包括游戏、也包括合作伙伴的应用。阿里虽然也通过淘宝产生充足的流量，但是电商本身的变现能力更强，所以并没有将流量导出的冲动。因此，互联网行业往往称腾讯为“流量白洞”，阿里为“流量黑洞”。腾讯倾向于以联营获得合作伙伴，然后导出流量、共同赚钱；阿里则倾向于以并购将对方消化吸收，实现流量的“自体循环”。
- 从文化上看，腾讯基于“产品经理文化”建立了“联邦自治”体制，各个事业群、事业部都是一方诸侯。在松散的管理氛围下，收购与联营有什么本质区别呢？只要把自己的任务完成好，腾讯管理层大概没有兴趣介入子公司或联营公司的日常工作。阿里则基于“运营文化”建立了“中央集权”体制，不存在真正的“山头”，整个公司的思想行动高度统一。在这种情况下

下，收购和联营的区别就很大了。怎么保证一项新业务在思想上与阿里看齐、在组织上与阿里融合？当然是全面并表。

重要的不是“控制权”，而是“自由度”与“执行力”之争

- 当一家公司（无论是不是互联网独角兽）的负责人收到来自腾讯或阿里的投资或并购邀约时，他会考虑什么？控制权当然是很重要的，但那只是表象。即便控制权不转手，腾讯、阿里这样的巨头也有无数方法影响被投公司的独立性。关键在于自由度：无论对方投资多少、进不进董事会、索取什么回报，它能赋予足够的自由行动权吗？对于一手把公司带大的创业者来说，这个问题尤其重要，谁愿意失去“亲儿子”呢？
- 腾讯的回答会很简单：无论投资还是并购，自由度一定会给够。《英雄联盟》开发方 Riot Games 早在 2011 年就被腾讯收购了；此后的 8 年，它在人事、开发、运营乃至战略上，都保持着独立性。2019 年，腾讯改组《英雄联盟》中国区职业联赛，甚至与 Riot 合资成立了公司，尽管 Riot 就是它的子公司！《堡垒之夜》开发方 Epic 从 2012 年起就被腾讯联营；当 Epic Game Store 于 2018 年开业时，一度对中国锁区，有媒体认为是避免与腾讯的 WeGame 竞争；可是锁区很快结束，谣言不攻自破。

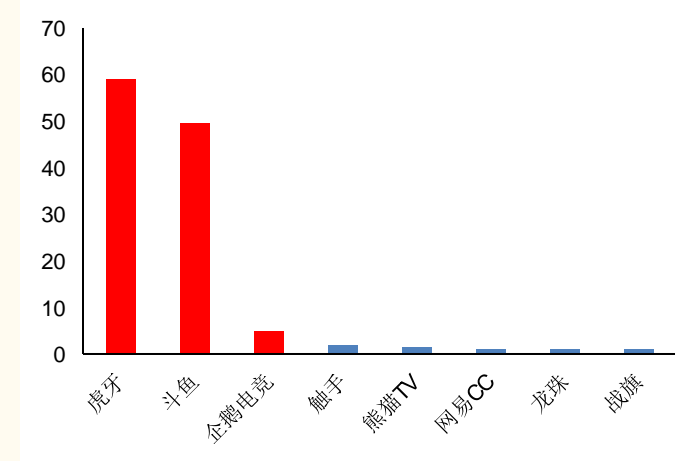
图表 28：Riot Games 在举行“30 小时开发大赛”



来源：公司官网，国金证券研究所

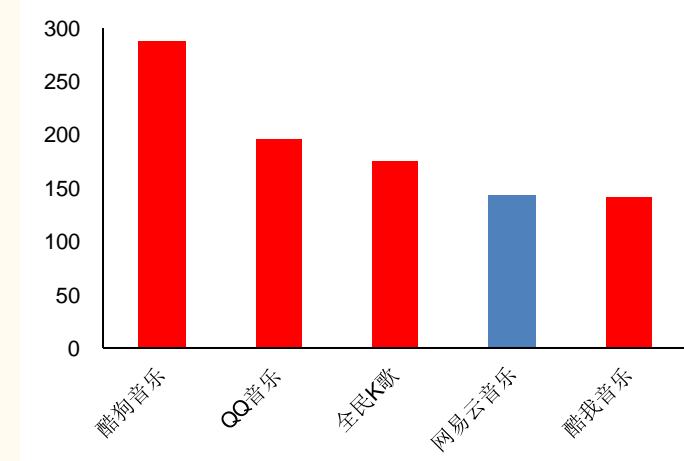
- 无论在内部还是外部，腾讯一贯鼓励“赛马机制”。简单地说，就是：兄弟登山，各自努力，谁打下了新领地，谁就是这片领地的主人！所以，腾讯不会阻止《王者荣耀》借鉴《英雄联盟》的玩法，也不会阻止《英雄联盟》开发自己的手游；不会在虎牙和斗鱼两个被投电竞直播平台之间拉偏架，更不会偏袒自己的企鹅电竞；在短视频领域，重要的微信入口给了微视，但是“腾讯系”文娱资源仍然大量倾注到快手。对于腾讯来说，不存在“亲儿子”和“干儿子”的区别：谁能打胜仗，谁就是亲儿子。
- 即使在同一业务单元内，“赛马机制”仍然大显神威。例如，腾讯音乐旗下有四款 MAU 过亿的应用，其中酷狗音乐、QQ 音乐、酷我音乐的功能和用户都有重叠。酷狗、酷我来自并购，QQ 音乐、全民 K 歌来自腾讯内部；酷狗、酷我都是直播和音乐并重，QQ 音乐则是纯粹的音乐应用，它们的定位存在微妙差异，没有刻意划分领地。在影战略视内容方面，腾讯既有并表的腾讯影业、企鹅影视（两者已经合并），又有投资的柠萌影业，还有通过阅文集团间接控股的新丽传媒。它们的战略定位存在差异，但是在经营、内容开发上，仍然保持着高度自由。

图表 29: MAU 最高的电竞直播应用都是腾讯系 (百万)



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

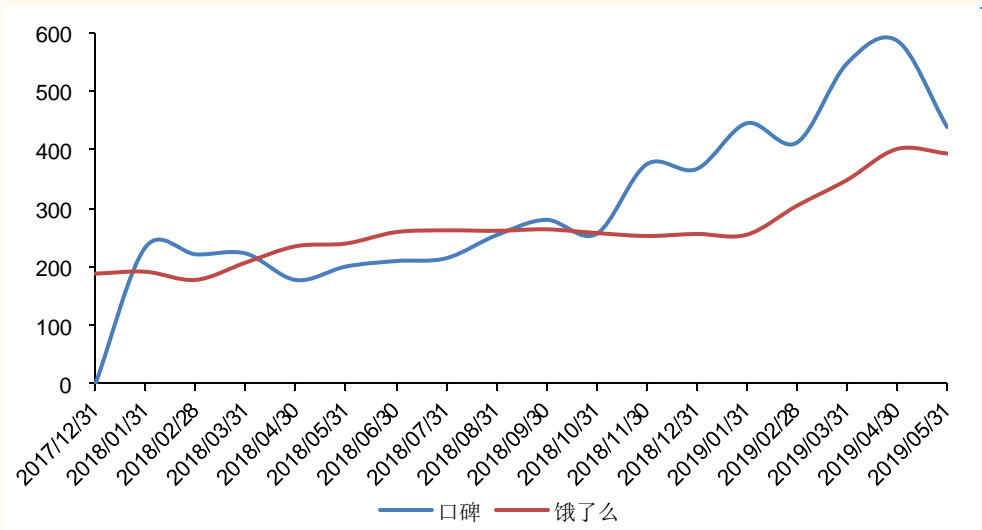
图表 30: 腾讯音乐拥有四款 MAU 过亿的应用 (百万)



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

- 那么, 阿里的答案呢? 不是“自由”, 而是“执行力”; 不是“独立”, 而是“整合”。因为只有整合, 才能最大限度地发挥阿里的组织、运营能力。如果一个企业家不认同阿里的文化和管理体系, 不希望阿里接触自己的数据、运营, 他可以不接受阿里的投资。并入阿里体系会丧失独立性, 却可以获得更高的效率。我们的监测数据显示: 2017 年底口碑 App 独立上线之后, DAU 立即突破 200 万; 2018 年下半年全面并入阿里之后, DAU 跃升至 400 万量级。饿了么在并入阿里之后, DAU 累计攀升了约一倍。交叉导流、强大的地推、市场活动的丰富经验……在阿里体外是很难得到的。

图表 31: 在阿里体系内, 口碑网、饿了么的 DAU 均有显著提升 (万)



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

- 阿里的体系不仅适用于国内, 也早已扩张到海外。作为东南亚最大的电商平台之一, Lazada 不仅在技术、数据上全面接入阿里, 在市场活动上也与阿里同步: 2018 年“双十一”“双十二”, Lazada 都是重要参与者。蚂蚁金服前董事长彭蕾于 2018 年 4 月接任 Lazada CEO、12 月专任董事长。在东南亚、南亚、中东等互联网行业发展速度不及中国的地区, 阿里可以扮演“传火者”的角色, 将先进的制度与理念输出出去。因此, 即便在印度和土耳其, 阿里也更倾向于以并购加强执行力。
- 在一千个创业者眼中, 有一千种成功的定义。有人更重视完全的独立自主, 即便接受巨头的投资, 也要保持最终决策权; 有人更希望成为大家庭的一部分, 在“更大的蛋糕”上享有一块奶油。天才的创意者、辛劳的产品经理和文艺范儿的创作者, 会更欣赏腾讯的模式; 俭朴的实干家、坚韧的运

营人员和精细化的管理者，会更欣赏阿里的风格。当一部分人对腾讯的“没有管理”“没有文化”感到不屑时，另一部分人却认为这是最极致的管理、最宽容的文化；当一部分人认为阿里在“洗脑”“给员工巨大压力”时，另一部分人却产生了蓬勃的活力和归属感。两个世界的碰撞可能永远不会结束，而新世界的火花，就在这永无休止的碰撞中产生。

图表 32: Lazada 于 2018 年加入“双十一”“双十二”促销活动



来源：公司官网，国金证券研究所

投资建议：“特色”之别不是“优劣”之分

- 腾讯和阿里的文化、战略、组织架构，都是所处环境的产物。在自己的核心领地，它们几乎无所不能；但是，在遥远的陌生领地上，就不一定了。与其斤斤计较“腾讯和阿里的优劣”，不如接受这种特色。投资“腾讯系”，是投资一系列松散而有机的实体；投资“阿里系”，则是投资一架整体性很强的战车。它们将随着经济周期和发展阶段，而呈现此消彼长的态势。

腾讯控股

- 在历史上，腾讯是一家披着社交网络外衣的游戏公司，它的主要盈利模式是将 QQ、微信的巨大流量导向网络游戏。虽然它也通过广告、社交网络增值服务等方式赚钱，但体量与游戏无法比拟。游戏仍然是一座富矿，《和平精英》的上线再次证明了腾讯游戏的可持续发展空间。但是，从今以后，我们会更多地讨论腾讯的 2B 业务，尤其是金融。
- 根据央行第三方支付风险评估报告，财付通（主要是微信支付）很可能已经占据中国第三方支付市场的 60-70%（按笔数计算）。虽然在高利润业务、牌照业务方面仍然难以超越支付宝，但是巨大的市场份额、超高的用户黏性，已经足够让这项业务赚钱。存款备付金上缴对利润有很大影响，但是零钱通、微粒贷等业务的发展足以抵消这个影响。
- 腾讯的长期战略方向有三个。第一是发展 2B 业务，包括金融支付、云计算、企业信息化等，这条路很艰难，但是已经取得阶段性进展。第二是发展微信小程序，建立完备的小程序生态系统，包括游戏、媒体、电商、生活服务等多种功能。第三是海外扩张，其中海外游戏发行已经初见成效，但是其他领域的成果还不多。我们相信，腾讯走在正确的道路上。
- 在多元文化、赛马机制和宽松的管理体系下，我们不用担心腾讯犯下整体性的错误。错过短视频的井喷发展固然是遗憾，但是在此期间，腾讯的在线音乐、长视频、电竞等业务有了长足的发展。从 QQ 到微信，从 DNF 到《王者荣耀》，从微信支付到 QQ 看点，腾讯的成功产品往往不是精心策划的结果，而是发挥内部积极性、多元文化碰撞的结果。“联邦分权”的体制，可能让腾讯这艘巨轮无法达到最快速度，但是永远不会掉队。

阿里巴巴

- 现在，阿里巴巴正处在一个微妙的转型期：新零售的大业才进行到一半，没人说得清“新零售的完成状态”是什么样；阿里云、文娱、海外业务还在亏损；核心电商业务还在顽强增长，为其他业务输送弹药。但是，正如阿里在财报中指出的：为了商户的可持续发展，核心电商业务的货币化率不可能无限制地提升。所以，在 2019 财年，新零售和其他业务必须尽量减亏、扭亏，同时又不能损害长期竞争力。
- 为了实现新零售愿景，阿里在扩大并表范围，企图以强大的组织执行力去改造传统零售行业。但是，新零售的最大问题是可复制性——如果一家盒马门店成功了，能不能复制到另一家呢？如果盒马整体成功了，能不能复制到银泰呢？对于互联网公司来说，线下场景的零散、多变，是一个新的挑战。我们相信，阿里能够获得成功，但是要花多久呢？
- 以拼多多、快手、微信小程序为代表的“社交电商”“去中心化电商”，对阿里构成了冲击，但是仍在可控范围内。阿里通过对淘宝、天猫 App 的改版，鼓励商户经营自有流量；通过强化电商平台内部的媒体功能，实现“社交电商”的传播模式；通过渠道下沉、聚划算和针对性算法，应对拼多多的低价攻势。多年来，阿里不是一直习惯于见招拆招吗？
- 如果阿里继续做出百亿规模的大手笔收购，我们不会吃惊。毕竟，阿里的组织文化决定了：只有被阿里并表的公司，才能最大限度地发挥“阿里体系”的优势。我们相信，阿里不但会在新零售、海外继续并购投资，也不会放弃文娱业务——它是增加用户时长、赶上社交电商潮流的利器。

腾讯音乐

- 腾讯音乐是腾讯历史上最大规模的一次并购的成果，也是腾讯“多元文化”“内部赛马”机制的体现。2016 年以来，原属中国音乐集团的酷狗、酷我仍然发展良好，原属腾讯的 QQ 音乐也不遑多让，全民 K 歌更是异军突起。与腾讯旗下的其他业务，腾讯音乐也呈现良好的竞合关系——与腾讯视频合作出品综艺节目、涉足艺人经纪，就是明证。
- 投资者在争论：腾讯音乐的大部分收入来自直播，到底应该怎么估值？我们认为，估值的决定因素不在于“业务性质”，而在于“业务的稳定性和上升空间”。与其他秀场直播平台相比，腾讯音乐直播业务的流量来自腾讯系，成本低而且稳定；基于强大的版权库和算法，容易实现交叉变现；付费渗透率和 ARPU 仍有上升空间。这就够了。
- 在音乐流媒体领域，除了网易云音乐，腾讯音乐已经没有什么对手。接下来，它一方面要依靠强大的版权内容和自制内容，进一步挖深护城河、提高音乐业务的付费渗透率；一方面要加强数字专辑、单曲、微综艺等“偶像经济”业务，成为“腾讯系”偶像经济的变现出口。这要以短期的内容成本提升、毛利率下降为代价，但是这个代价是值得的。

阅文集团

- 阅文集团在网文阅读领域的竞争壁垒被严重低估了。起点中文网已经走过了 16 个年头，在此期间建立了庞大的作者体系、编辑体系和付费体系。虽然免费阅读 App 来势汹汹，但是不可能危及付费阅读的基本盘，因为在线娱乐消费的总体趋势是走向付费。何况，去年以来，阅文在免费阅读、海外市场、智能硬件、手游等领域，都取得了长足的进步。
- 受到监管影响，起点、晋江有一批违规网文下架；“阅文系”IP 改编影视剧也遭遇了一些反复。但是，通过对起点、晋江网文的抽样分析，我们认为下架数量和比例没有外界想象的高，总体影响可控。而且，东方不亮西方亮，虽然“阅文系”IP 的影视改编进入了瓶颈期，游戏改编却有较大进步。我们对 IP 运营的长期前景保持谨慎乐观。

阿里影业

- 2018 年底，阿里影业从阿里的联营公司再次变为并表子公司。在此前后，“阿里系”赋予阿里影业的资源日益增加：支付宝、手机淘宝均对淘票票导流；文娱电商业务“阿里鱼”划归阿里影业；淘宝大会员全面覆盖淘票票；阿里影业与优酷等大文娱业务的交流不断加深。在流量、数据和运营方面，我们相信阿里影业都具备很强的竞争力。
- 阿里影业能做好内容吗？这个问题还没有答案。我们不如换一个问题：阿里影业能让优秀内容方受益吗？答案是肯定的。从 2018 年暑期档担纲《我不是药神》《西虹市首富》主宣发，到 2019 年春节档《流浪地球》一鸣惊人，再到引进奥斯卡最佳影片《绿皮书》并创造票房奇迹，阿里影业反复证明了自己的长期价值，从而必然在影视行业拥有一席之地。

微博

- 微博是“阿里系”的特殊一员：早就是阿里的联营公司（阿里为第一大股东），为淘宝、天猫输送了许多流量，开创了“网红带货”模式，同时又保持着相当的独立性。对于缺乏社交入口的阿里来说，虽然微博的社交属性也在淡化，但是仍然是“社交电商”的一张珍贵门票。微博的话题性、爆发性流量，任何人都垂涎三尺，阿里当然会高度重视。
- 不过，“网红带货”模式已经扩展到快手、抖音、B 站等应用，微信公众号也正在仿效。微博的流量增长空间不及快手、抖音，社区属性不及 B 站，似乎可能被“后来居上”。但是，快手、抖音、B 站都不是“阿里系”成员，在同等条件下，我们认为阿里仍然会更信任微博这个“自己人”。

风险提示

- 对于任何传媒与互联网行业公司而言，监管风险都是至关重要的。
- 技术变革导致的被替代风险也很重要。
- 由于流量红利耗尽导致的马太效应，中小型互联网公司还要面临被大公司夺取市场份额的风险。
- 对于消费互联网公司来说，用户使用习惯的变迁是最大的风险，快速的产品迭代又会带来更高的产品风险。

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