

阿里巴巴 (BABA.N)

阿里的变量：决战五环外、博弈直播间

阿里巴巴二十年，辽阔布局连接消费互联网和产业互联网。阿里巴巴创业二十载，如今在电商领域笑傲江湖，占国内市场超六成；文娱领域三足鼎立，优酷月活数超四亿；生活服务行业双雄争霸，饿了么和口碑累计月活数超7000万；云计算独占鳌头，IaaS市场份额超四成。依托阿里云、蚂蚁金服、大数据、物联网等，阿里巴巴在数字政务、企业赋能等领域全面发力。

争夺下沉市场，有效打法和多元供应链奠定获客和转化优势。下沉市场网民数超四亿，互联网在五环外大有可为。拼多多把握住了微信渠道红利，通过低价爆款的商品策略、有效的游戏和营销玩法，完成了快速的用户获取和销售转化。阿里巴巴快速反应，发动淘宝特价版、便宜好货区、及整合后的聚划算等全军出击。我们认为，阿里巴巴依赖淘宝客和抖音快手等平台的团战打法更加取巧高效、高端品牌和低价商品俱备的商品生态更加多元；每季度2000多万新增买家超七成来自下沉市场的数据印证了阿里的下沉优势。

布局直播电商，抖音强在内容、快手强在人设、淘宝强在货品。2018年，散打哥和李佳琦的爆红吹响了直播电商的号角，电商和社交平台跑步入场。淘宝直播2018年销售额超千亿，快手老铁异军突起带货数百亿，抖音也成为种草的不二之选。尤其快手，电商规模暴增、自建快手小店，引得淘宝抽取服务费予以制衡，竞争态势微妙。我们认为，抖音强在内容，适合种草；快手强在人设，商业闭环形成、竞争力强劲。但我们最看好淘宝直播：用户交易属性最强；主播体系最强；背靠百万天猫商家和千万淘宝商家，供应链优势最强。预计2019年淘宝直播销售额超1500亿。

阿里商业操作系统，打造产业互联网时代的水电煤。相比于腾讯的工具化打法、美团的服务化打法，阿里巴巴的产业互联网打法更强调服务系统化、运营深入化、行业全面化。2019年伊始，阿里CEO张勇提出“阿里商业操作系统”，依托阿里云、蚂蚁金服、菜鸟等基础设施，以及电商、数字娱乐等营销和数据能力，为零售、餐饮、制造等全行业进行数字化赋能。高鑫零售、星巴克等赋能成功的模式有望被复制到其他更多企业。我们认为，产业互联网时代的阿里巴巴，会更有力度地诠释“让天下没有难做的生意”。

分部估值法，首次覆盖给予目标价218美元。我们预计2020/2021/2022财年，公司收入分别增长35%/28%/23%，达5088/6519/8001亿。预计公司non-GAAP净利分别增长16%/24%/25%，达1170/1450/1814亿。基于分部估值法给予阿里巴巴218美元目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：居民消费意愿和企业付费意愿不及预期；下沉市场用户增长不及预期；内容和社交平台带货量超预期；新零售、生活服务、文娱、云计算等业务投入带来分部亏损超预期；监管及公司治理风险等。

财务指标	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入(百万元)	250,266	376,844	508,770	651,886	800,135
增长率 yoy (%)	58%	51%	35%	28%	23%
归母净利润(百万元)	85,766	100,731	117,001	144,957	181,432
增长率 yoy (%)	42%	17%	16%	24%	25%
EPS 最新摊薄(元/股)	32.86	38.40	44.42	55.03	68.88
净资产收益率(%)	17%	18%	18%	19%	18%
P/E(倍)	36.8	31.5	27.2	22.0	17.6
P/B(倍)	8.6	6.4	5.3	4.4	3.7

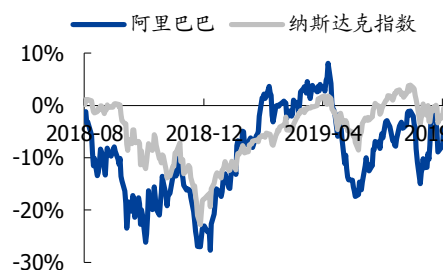
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所，注：归母净利润、净利增长率、摊薄EPS、P/E倍数均为non-GAAP口径

买入(首次)

股票信息

行业	互联网零售
最新收盘价	172.81
总市值(百万美元)	449,916.31
总股本(百万股)	2,603.53
其中自由流通股(%)	100%
30日日均成交量(百万股)	409.69

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E	会计年度	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
流动资产	256,855	270,273	378,116	521,494	686,095	营业收入	250,266	376,844	508,770	651,886	800,135
现金	199,309	189,976	285,826	406,953	548,505	营业成本	-107,044	-206,929	-278,682	-362,018	-444,938
应收账款	43,228	58,590	79,101	101,352	124,401	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	-57,173	-87,942	-107,320	-137,508	-168,780
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	-16,241	-24,889	-27,979	-35,849	-44,002
存货	0	0	0	0	0	财务费用	-3,566	-5,190	-5,103	-5,016	-4,929
其他流动资产	14,318	21,707	13,189	13,189	13,189	资产减值损失	-494	0	0	0	0
非流动资产	460,269	694,803	742,126	791,207	842,109	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	38,192	157,090	207,090	257,090	307,090	投资净收益	9,703	44,672	30,651	42,763	45,948
固定投资	66,489	92,030	74,599	61,000	50,391	营业利润	75,451	96,566	120,337	154,258	183,435
无形资产	27,465	68,276	73,029	75,709	77,221	营业外收入	4,160	221	2,405	2,405	2,405
其他非流动资产	328,123	377,407	387,407	397,407	407,407	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	717,124	965,076	1,120,242	1,312,701	1,528,204	利润总额	79,611	96,787	122,742	156,663	185,840
流动负债	135,810	207,669	257,164	314,971	372,480	所得税	-18,199	-16,553	-25,783	-30,919	-36,754
短期借款	6,028	7,356	5,356	3,356	1,356	净利润	61,412	80,234	96,959	125,744	149,085
应付账款	81,165	117,711	158,528	205,933	253,102	少数股东收益	2,573	7,366	8,712	8,908	8,908
其他流动负债	48,617	82,602	93,280	105,682	118,022	归属母公司净利润	63,985	87,600	105,671	134,652	157,993
非流动负债	141,875	142,005	142,005	142,005	142,005	non-GAAP 净利润	85,766	100,731	117,001	144,957	181,432
长期借款	34,153	35,427	35,427	35,427	35,427	EBITDA	97,003	106,981	139,861	174,261	213,298
其他非流动负债	107,722	106,578	106,578	106,578	106,578	EPS (元/股)	24.51	33.38	40.12	44.78	46.25
负债合计	277,685	349,674	399,169	456,976	514,485	主要财务比率					
少数股东权益	70,616	116,326	125,038	133,946	142,854	会计年度	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
股本	9,706	9,407	9,407	9,407	9,407	成长能力					
资本公积	186,764	231,783	231,783	231,783	231,783	营业收入 (%)	58%	51%	35%	28%	23%
留存收益	172,353	257,886	354,845	480,589	629,675	营业利润 (%)	44%	-18%	66%	23%	22%
归属母公司股东收益	368,823	499,076	596,035	721,779	870,865	归属母公司净利润 (%)	42%	17%	16%	24%	25%
负债和股东权益	717,124	965,076	1,120,242	1,312,701	1,528,204	盈利能力					
现金流量表 (百万元)						毛利率 (%)	57%	45%	45%	44%	44%
会计年度	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E	净利率 (%)	34%	27%	23%	22%	23%
经营活动净现金流	125,805	150,975	196,639	230,434	250,859	ROE (%)	17%	18%	18%	19%	18%
净利润	61,412	80,234	105,671	134,652	157,993	ROIC (%)	11%	7%	10%	11%	11%
折旧摊销	22,020	37,080	59,984	58,226	56,405	偿债能力					
财务费用	0	0	0	0	0	资产负债率 (%)	39%	36%	36%	35%	34%
投资损失	-27,477	-46,311	0	0	0	净负债比率 (%)	-20%	-14%	-28%	-40%	-50%
营运资金变动	22,725	32,250	30,983	37,556	36,460	流动比率	189%	130%	147%	166%	184%
其他经营现金流	47,125	47,722	0	0	0	速动比率	189%	130%	147%	166%	184%
投资活动净现金流	-83,764	-151,060	-107,307	-107,307	-107,307	营运能力					
资本支出	-15,601	-32,336	-30,000	-30,000	-30,000	总资产周转率	41%	45%	49%	54%	56%
长期投资	-47,557	-11,578	-10,000	-10,000	-10,000	应收账款周转率	692%	740%	739%	722%	709%
其他投资现金流	-20,606	-107,146	-67,307	-67,307	-67,307	应付账款周转率	1700%	1939%	2149%	2792%	3431%
筹资活动净现金流	20,359	-7,392	-2,000	-2,000	-2,000	每股指标 (元/股)					
短期借款	-3,590	-4,231	-2,000	-2,000	-2,000	每股收益 (最新摊薄)	24.51	33.38	40.12	44.78	46.25
长期借款	37,215	0	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	49.28	58.52	75.72	88.73	96.60
普通股增加	399	-10,518	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	141.31	190.27	226.29	274.02	330.62
资本公积增加	0	0	0	0	0	估值指标 (倍)					
其他筹资现金流	-13,665	7,357	0	0	0	P/E	36.8	31.5	27.2	22.0	17.6
现金净增加额	56,335	-4,232	87,332	121,127	141,552	P/B	8.6	6.4	5.3	4.4	3.7
						EV/EBITDA	32.1	29.1	21.6	16.6	12.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 栉风沐雨跨越时代，屹立互联网群山之巅.....	6
1.1 栉风沐雨，见证互联网业态演进.....	6
1.2 布局辽阔，连接消费互联网和产业互联网	6
2. 大战拼多多，争夺下沉市场.....	12
2.1 下沉三巨头，揭开草根消费图鉴.....	12
2.2 拼多多：风乍起，吹皱一池春水.....	13
2.2.1 积累流量：把握微信渠道红利、在诱导分享的边缘试探.....	14
2.2.2 促进留存：有效的游戏和营销玩法，争夺用户时间	14
2.2.3 提高转化：低价爆款、人货匹配	15
2.3 巨头的反击：抢占下沉市场，阿里自有优势	15
2.3.1 下沉体量：淘宝下沉用户绝对数量更多、新增买家更年轻	16
2.3.2 打法效率：拼多多靠补贴，淘宝靠盟友团战	17
2.3.3 供应链：阿里巴巴的品牌生态更加多元	18
3. 牌圈快手抖音、力拼直播电商	19
3.1 为何直播电商带货能力炸裂？	19
3.1.1 人：粉丝经济逻辑，爱的魔力转圈圈	19
3.1.2 货：所见即所得，万物皆可播	20
3.1.3 场：从直播间到产业基地，进入第三消费场景	20
3.2 社交平台跑步入场：老铁用爱发电，商业闭环威胁淘宝？	21
3.2.1 抖音的尝试：长于内容，适合种草.....	21
3.2.2 快手的爆发：长于人设，商业闭环形成	22
3.2.3 微信的搅局：长于流量，测试公众号直播.....	23
3.2.4 淘宝的制衡：淘外可以有草原，但不可以有森林.....	24
3.3 淘宝直播：抱紧薇娅李佳琦，正面拥抱第三消费场景.....	25
3.3.1 起于流量成于供应链，三年目标销售额 5000 亿.....	25
3.3.2 估算淘宝直播变现率 8-10%，额外拉动国内零售收入增速 5-6%.....	26
4. 生态型业务：握紧通往产业互联网时代的门票	28
4.1 政企服务升级，B 端业务全军出击.....	28
4.2 迎战产业互联网最强劲敌：腾讯、美团.....	29
4.2.1 腾讯：强在应用工具.....	29
4.2.2 美团：强在商家连接.....	30
4.3 商业操作系统，产业互联网时代的水电煤	31
4.3.1 腾讯的工具、美团的服务，还是阿里的系统？	31
4.3.2 阿里商业操作系统，让天下没有难做的生意	32
5. 盈利预测和投资建议.....	35
5.1 盈利预测	35
5.2 估值及投资建议	35
6. 风险提示	38
7. 附录	39

图表目录

图表 1: 阿里巴巴生态系统.....	7
图表 2: 阿里巴巴近年收入构成 (单位: 百万元)	7
图表 3: 阿里巴巴近年调整后 EBITA 利润率.....	7
图表 4: 阿里巴巴国内电商 GMV 及年活跃买家数 (右轴)	8
图表 5: 2018 年国内电商企业市场份额.....	8
图表 6: 截至目前公司新零售业务主要投资情况.....	8
图表 7: 阿里巴巴商业操作系统	9
图表 8: 阿里巴巴数字政府战略	9
图表 9: 阿里云行业解决方案.....	10
图表 10: 阿里巴巴赋能星巴克.....	11
图表 11: 星巴克中国区同店销售持续改善.....	11
图表 12: 接地气的快手.....	12
图表 13: 撒币模式的趣头条.....	12
图表 14: 农村淘宝“千县万村”计划.....	13
图表 15: 京东“万家专卖店”下沉计划	13
图表 16: 拼多多用户数增长迅猛	13
图表 17: 拼多多 2018 年做到 4716 亿 GMV.....	13
图表 18: 拼多多的社交裂变方式	14
图表 19: 拼多多各类拼单砍价微信群.....	14
图表 20: 拼多多“多多爱消除”.....	14
图表 21: 拼多多“多多果园”.....	14
图表 22: 拼多多用户下沉	15
图表 23: 整合之后、定位下沉的聚划算	16
图表 24: 淘宝特卖区“便宜好货”.....	16
图表 25: 电商 APP 用户的地区分布: 淘宝 vs. 拼多多	16
图表 26: 新增下沉买家年龄分布: 淘宝 vs. 拼多多.....	16
图表 27: 从 2018 年初开展至今的淘客拉新活动	17
图表 28: 以淘宝为供应链的抖音商品橱窗.....	17
图表 29: 单个活跃买家年度维护费用 (元): 阿里巴巴 vs. 拼多多	18
图表 30: 单个活跃买家季度 ARPU (元): 阿里巴巴 vs. 拼多多	18
图表 31: 口红直播一哥: 李佳琦	19
图表 32: 商家直播中展示翡翠品相	20
图表 33: 商家直播中介绍鲜花养护	20
图表 34: 淘宝直播 2019 年 6 月服饰基地排名	21
图表 35: 抖音和快手的产品逻辑区别.....	21
图表 36: 正能量的散打哥	22
图表 37: 2018 年电商节散打哥带货第一.....	22
图表 38: 商品露出位置——直播橱窗	22
图表 39: 商品露出位置——个人主页的快手小店.....	22
图表 40: 直播带货中的微信公众号“老爸评测 DaddyLab”.....	23
图表 41: 快手除第三方外, 还有自建小店	24
图表 42: 来自淘宝的商品不计入快手小店的销量和评分	24
图表 43: 淘宝针对外部内容平台的带货新规.....	25
图表 44: 淘宝直播的入口: APP 首页、微淘、店铺首页	25

图表 45: 淘宝直播一姐: 薇娅.....	26
图表 46: 淘宝直播 CPS 分佣测算.....	27
图表 47: 阿里巴巴数字政府架构体系.....	28
图表 48: 阿里巴巴商业赋能系统: 入口端.....	28
图表 49: 阿里巴巴商业赋能系统: 基础设施端.....	28
图表 50: 中国公有云 IaaS 提供商市场份额占比 (2018H2).....	29
图表 51: 2019Q1 国内第三方移动支付交易规模市场份额.....	29
图表 52: 阿里云及腾讯云客户情况.....	30
图表 53: 截至 2018 年末美团外卖与饿了么关键数据对比.....	30
图表 54: 腾讯智慧零售的七个数字化工具.....	31
图表 55: 美团为餐饮商家推出的六大服务.....	31
图表 56: 阿里巴巴商业操作系统赋能企业.....	32
图表 57: 淘鲜达入口: "天猫一小时达".....	33
图表 58: 淘鲜达入口: 手机淘宝"淘鲜达".....	33
图表 59: 公司收入及调整后 EBITA 利润率预测.....	35
图表 60: 云计算龙头估值水平 (单位: 亿美元).....	36
图表 61: 文娱及创新业务估值水平 (单位: 亿人民币).....	36
图表 62: 阿里巴巴估值表.....	37
图表 63: 阿里巴巴业务构成.....	39
图表 64: 阿里巴巴主要参股公司一览.....	40

1. 栉风沐雨跨越时代，屹立互联网群山之巅

1.1 栉风沐雨，见证互联网业态演进

2019 年是阿里巴巴创立 20 周年。这个 1999 年诞生在杭州的湖畔花园的小公司，如今已是电商年交易额 5.7 万亿、占据中国网购市场超六成份额、在生活服务、娱乐、支付、云计算行业均保持寡头地位的互联网巨头。这二十年，阿里巴巴栉风沐雨、不断发展壮大；也引领着整个互联网产业一同经历了低谷和高峰，跨越了不同的时代：

- 以基础设施来划分，我们的上网交互方式从电脑端，转向手机；如今萌芽阶段的物联网生态又成为新的选择。
- 以变现方式来划分，互联网公司从通过广告、内容付费、电商等 C 端流量变现的阶段，演进到 IaaS 收费、SaaS 收费等产业互联网变现阶段。

在这个过程中，电商行业本身也经历了巨大的变革。中国电商产业发展史，大抵是几个维度的变化在交替演进的过程：

- 从平台的角度，国内早期的电商产业以 C2C 的方式为主。随着用户对产品品质的要求不断提升，B2C 电商应运而生：从综合性的天猫、京东、唯品会，到垂直领域的图书电商“当当网”、母婴电商“红孩子”、美妆电商“乐蜂网”等等。后来垂直电商的供应链和流量不敌综合性巨头，淘宝和天猫一统天下。
- 从用户的角度，由于移动端和物流等基础设施的普及程度，电商产业首先覆盖了一二线城市的用户。随着手机和物流系统的下沉、2014 年之后巨头们的“阿里村淘”及“京东便利店”的推出、2016 年之后拼多多的横空出世和聚划算的重出江湖，下沉区域的电商用户红利也逐渐释放出来。
- 从交易集中度的角度，此前的 B2C 和 C2C 电商是中心化电商的模式，流量和转化都发生在电商平台本身上。2014 年之后，随着网红经济的出现，各大内容平台的 KOL 开始种草和带货；消费者的购物场景除了在淘宝京东唯品会，还散落在双微快抖小红书等各大内容平台的私域流量中；非中心化电商形态愈加丰富。
- 从供应链的角度，2014 年之后，随着库存问题的发酵、消费者对性价比追求的提升，工厂直连模式出现。C2M 模式的必要商城创立于 2014 年；主要模式是将 C 端消费者的需求数据反馈给供应链、完成定制化生产。ODM 模式的网易严选创立于 2016 年；主要特点是打掉品牌溢价、将大牌代工厂高性价比的产品呈现给消费者、对供应链的介入更强。阿里也在通过“淘宝心选”、“天天工厂”进行着对工厂端的改造。

中国电商产业的演进、乃至整体互联网产业的演进，背后的推动力主要包括：

- 新技术的出现和普及；
- C 端流量红利的不断释放、流量价格的不断攀升；
- 信息技术对供应链和企业端的改造升级，等。

在这些因素的综合推动之下，我们来到了内容平台百家争鸣、电商企业垄断竞争、产业互联网只有巨头方可入场的变革时代。

1.2 布局辽阔，连接消费互联网和产业互联网

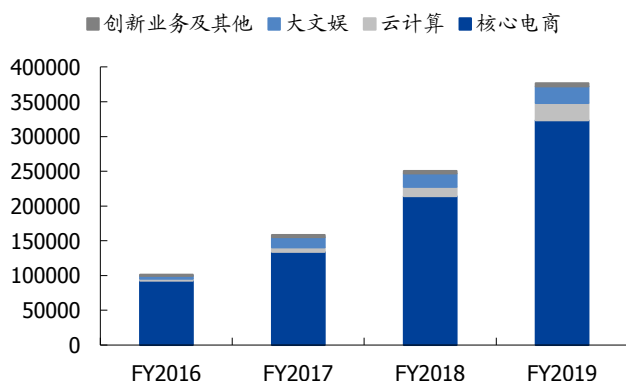
二十载金戈铁马，伴随着互联网产业的演进，阿里巴巴形成了以电商、文娱等消费互联网业务为排头兵，全面布局云计算、支付、商业数据系统等生态的综合型互联网公司。2019财年，电商、大文娱、云计算、创新业务各占公司收入的86%、6%、7%和1%。

图表1：阿里巴巴生态系统



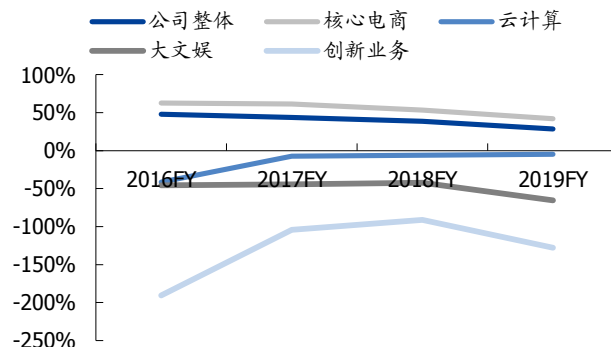
资料来源：公司公告，国盛证券研究所，*根据2019年6月最新组织架构调整

图表2：阿里巴巴近年收入构成（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表3：阿里巴巴近年调整后EBITA利润率

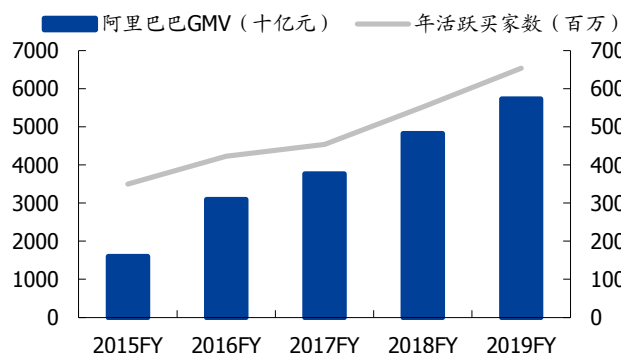


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

截至2019财年，入驻天猫和淘宝的商家数分别达百万级和千万级。随着用户下沉战略的不断推进，阿里巴巴的活跃买家数增长约一亿至6.54亿。在商家和买家活跃度的持续推动下，阿里巴巴2019财年GMV（销售额）超5.7万亿，2018年全年GMV占国内电

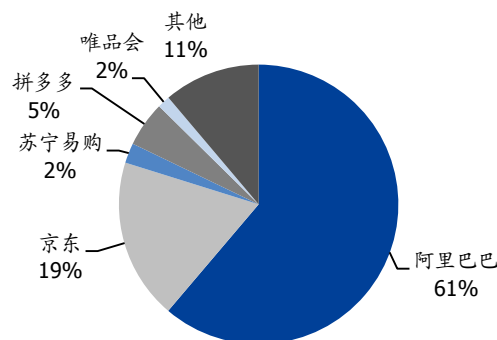
商市场份额超六成。

图表4: 阿里巴巴国内电商 GMV 及年活跃买家数 (右轴)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 2018年国内电商企业市场份额



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

阿里巴巴将自己的线上商家赋能计划也搬到了线下零售企业。公司于2016年10月正式提出新零售思路,一方面在自营端重构线下超市业态,着力打造盒马鲜生;另一方面通过投资完成对银泰商业、苏宁云商、高鑫零售等众多零售百货企业的布局 and 改造。

图表6: 截至目前公司新零售业务主要投资情况

收购/投资时间	公司名称	股票代码	持股比例	投资金额	业务简介
2014年3月	银泰商业	-	74.00%	超200亿元	线上线下零售综合平台,以百货零售、互联网+为核心
2015年8月	苏宁云商	002024.SZ	19.99%	283亿元	苏宁旗下综合电商,品类涵盖3C、百货、虚拟产品等
2016年11月	三江购物	601116.SH	32.00%	约20亿元	浙江省大型连锁超市之一
2017年5月	联华超市	0980.HK	18.00%	-	经营大型综合超市、超级市场及便利店三大主要零售业态
2017年9月	新华都	002264.SZ	5.00%	约5亿元	福建省大卖场、综超市以及百货连锁经营行业的龙头企业
2017年11月	高鑫零售	6808.HK	36.16%	224亿港元	运营欧尚(Auchan)及大润发(RT-Mart)两大知名卖场品牌
2018年2月	居然之家	-	15.00%	54.53亿元	业务涵盖室内设计和装修、家具建材销售、物流、会展等
2019年5月	红星美凯龙	1528.HK	3.70%	43.6亿元	家居装饰及家具商场的运营者和管理者

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

截至2019年6月末,阿里巴巴在一二线城市已开设150家自营盒马鲜生门店,最新的组织架构调整中盒马升级为独立事业群,显示出公司对盒马鲜生的重视。线下零售的赋能业务也颇见成效。例如,高鑫零售旗下欧尚和大润发除了门店和后台系统接受阿里的改造之外,线上入口亦全部接入“淘鲜达”,消费者可通过“天猫一小时达”或者手机淘宝“淘鲜达”享受一小时配送到家业务;截至2019年6月,线上日均订单达700单,618期间一度突破1000单。这对竞争对手的超市和生鲜配送业务形成了直接的压力。

大文娱是阿里巴巴面向C端流量的另一战略型业务,但始终处于激烈的产业竞争中。根据QuestMobile,优酷目前MAU超4亿;仍落后于5.5亿MAU的爱奇艺和腾讯视频。视频平台烧钱换内容从而换流量的模式,至今在变现和盈利角度未见好的突破。爱优腾三家斥巨资外购和自制内容,也因此承受巨额亏损。爱奇艺在2018年的内容成本超210亿、以优酷为主的阿里大文娱在2018年的运营亏损也近200亿。

产业互联网端,阿里巴巴依托阿里云、蚂蚁金服、大数据、物联网、移动化技术等,在数字政务、商业赋能等领域全面发力。2019年1月11日阿里发布“阿里商业操作系统”,旨在通过输出自己二十年中沉淀的数字化能力、帮助企业完成“品牌、商品、销售、营销、渠道、制造、服务、金融、物流供应链、组织、信息技术”等11大商业要素的在线化和数字化。7月25日,阿里巴巴宣布升级服务数字政府战略,整合云计算、金融、

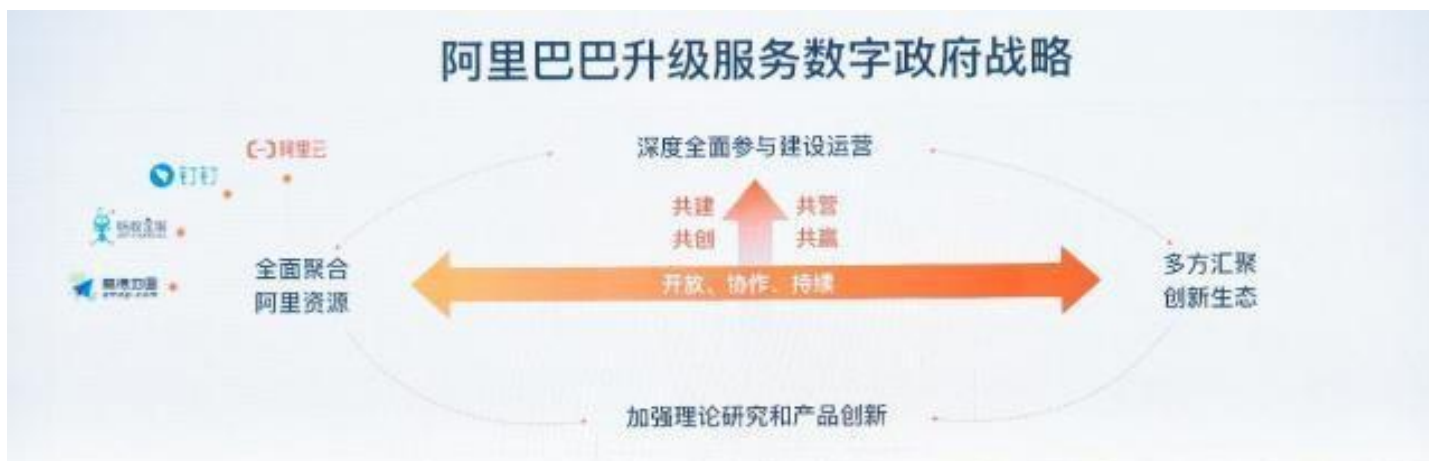
数字技术等资源，系统地服务政府数字化升级。

图表 7: 阿里巴巴商业操作系统



资料来源：公开信息整理，国盛证券研究所

图表 8: 阿里巴巴数字政府战略

















资料来源：公开信息整理，国盛证券研究所

阿里巴巴的数字政务服务战略和商业操作系统的背后，有着阿里云、蚂蚁金服、菜鸟、钉钉等商业基础设施的保障，有阿里妈妈、信息流、直播等商业营销及数据系统的支持，还有生活服务、大文娱等 C 端消费者业务的配合。

以阿里云为例，四大王牌（飞天云操作系统、飞天大数据平台、阿里巴巴双中台以及物联网 AIoT）在手，飞天大数据平台作为国内唯一自主研发的计算引擎，单一引擎可将 10 万台服务器合为一体，单日数据处理量突破 600PB；强大的算力有效保障了云上客户业务的稳定性、安全性和处理效率。

丰富的应用场景和完善的行业解决方案，也让阿里云越发受到政企客户的认可。2019 财年，阿里云的付费客户超过 140 万，覆盖了约 50% 的财富中国 500 强企业以及超过一半的 A 股上市公司；全财年阿里云收入超 247 亿。

图表 9: 阿里云行业解决方案

 <p>在线教育</p> <p>可以快速在阿里云上部署在线教育互动网站, 实现在线评测、在线考</p> <p>了解更多></p>	 <p>新零售</p> <p>新商业洞察结合新技术赋能, 助力企业实现新零售数字化转型创新之</p> <p>了解更多></p>	 <p>新金融</p> <p>实现传统IT向云计算转型, 为金融行业提供完整的“云、端、数”能力。</p> <p>了解更多></p>	 <p>云游戏</p> <p>专属研发、测试、运营、售后服务, 云上资源助力游戏业务快速成</p> <p>了解更多></p>
 <p>影像云</p> <p>向医疗机构提供混合云存储、移动阅片、影像三维重建、区域影像信</p> <p>了解更多></p>	 <p>传媒大数据</p> <p>首创专业媒体云基础资源, 提供面向媒体行业多业务场景解决方案。</p> <p>了解更多></p>	 <p>新制造</p> <p>数据驱动产业升级, 提高产能、降低成本, 释放工业设备数据潜能。</p> <p>了解更多></p>	 <p>新能源</p> <p>提供专业化云端业务与技术解决方案, 构建能源互联新生态。</p> <p>了解更多></p>
 <p>大政务</p> <p>提供弹性伸缩、数据智能、安全合规的政务行业专属云资源服务平</p> <p>了解更多></p>	 <p>高速云控</p> <p>高速交通态势、事件处置闭环、公众信息服务诱导 以及逃费稽查等高</p> <p>了解更多></p>	 <p>新技术</p> <p>专业云产品和技术支持服务, 时刻为新技术带来的业务增长保驾护航</p> <p>了解更多></p>	 <p>智能工业</p> <p>围绕生产环节, 提供定制方案, ET工业大脑助推企业进行数字化转</p> <p>了解更多></p>
 <p>短视频</p> <p>一站式提供海量存储、高效分发、极速网络、高清感知等强大服务。</p> <p>了解更多></p>	 <p>体育</p> <p>丰富可信的云产品、高效优质的技术实施, 助力体育行业数字化转</p> <p>了解更多></p>		

资料来源: 阿里云官网, 国盛证券研究所

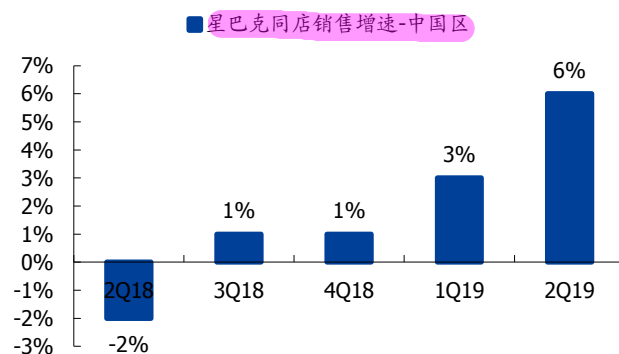
值得指出的是, 阿里巴巴的消费互联网和企业互联网业务并不是独立或割裂的; 相反, 内部数据打通、渠道统一的阿里巴巴有着一套通畅的前中后台操作系统。以阿里巴巴和星巴克的合作为例, 阿里巴巴为星巴克开放了淘宝、天猫、盒马、饿了么、支付宝等多个C端入口, 帮助星巴克进行全域获客; 同时阿里的88VIP会员与星巴克会员体系打通; 后台也为星巴克完成支付、物流配送、数据处理等一体化赋能过程。从2018年年中二者开始合作以来, 星巴克在中国区的同店销售获得了持续的增长, 阿里商业操作系统功不可没。这一模式的成功, 也意味着阿里巴巴打通了消费互联网和产业互联网之间的任督二脉。

图表 10: 阿里巴巴赋能星巴克



资料来源: 公开信息整理, 国盛证券研究所

图表 11: 星巴克中国区同店销售持续改善



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

至此, 阿里巴巴似乎已经在消费互联网和产业互联网端均完成了具有垄断性优势的布局。那么, 现在的阿里巴巴还面临着怎样的竞争变数呢? 核心电商业务和各大生态型业务中, 还有哪些战局未定、还有哪些征途等着阿里巴巴去完成呢?

2. 大战拼多多，争夺下沉市场

2.1 下沉三巨头，揭开草根消费图鉴

2016年6月，一篇《残酷底层无语，一个视频软件的中国农村》将快手以一个粗鄙的视频软件的形象呈现在人们面前；文章开头便是“当你打开这个神秘的软件，肯定会纳闷这个低俗、简陋、粗糙的app为什么是中国第一视频App？因为其用户人群是海量的乡村人口。”公众这才把视线投向拥有超4亿网民的五环外群体。

同一时间，前盛大骨干谭思亮带领的创业团队做了一个叫“趣头条”的App，刚刚在应用商店提交上架。在腾讯搜狐等众多老牌新闻门户和今日头条这个信息流巨擘的夹击之下，趣头条不走寻常路，选择了“看新闻有钱赚”的撒币模式。广大三五线地区的爷叔大妈们发现，只要每天登录这个App、看新闻、点广告、收徒拉新客，就能赚钱提现，原来天下真的有免费的午餐。于是一传十十传百，趣头条这个撒币模式的开创者用一年的时间将用户从0做到了1000万月活。

还是同一时间，拼多多刚上线九个月。崛起初期的拼多多追求低价爆款，两三百元可买到4K电视机，二三十元可买到“阿玛尼同款口红”，还有便宜到几乎白送的进口车厘子；于是通过群裂变效应触达到微信群的每个角落。四个月之后，上线13个月的拼多多做到了超10亿的月度GMV。

图表 12: 接地气的快手



资料来源：快手 APP，国盛证券研究所

图表 13: 撒币模式的趣头条



资料来源：趣头条 APP，国盛证券研究所

有闲、缺钱，大抵是下沉市场用户消费行为的主要特征。快手、趣头条、拼多多把握住这一特征，凭借最接地气的内容调性、最直接的省钱和赚钱玩法，在三到五线城市及农村迅速获取了大规模的用户基数，因而被称为互联网产业的下沉三巨头。在一二城市互联网渗透率见顶的今天，快手、趣头条、拼多多的增长让整个互联网业界意识到，下沉

市场这一互联网洼地尚大有可为，找对了下沉的姿势，便可享受到五环外流量红利，步入业务的第二春。

2.2 拼多多：风乍起，吹皱一池春水

占领下沉市场在电商产业并不算新概念。其实，包括阿里巴巴在内的电商巨头，很早就开始了对下沉渠道的探索。早在2014年，阿里就启动了“千县万村”的农村淘宝业务，一方面“网货下乡”，一方面“农产品上行”。2014年10月，阿里巴巴在浙江桐庐设立了农村淘宝第一个网点；2015年3月，村淘已覆盖了295个村。2017年2月，京东宣布将在当年开设一万家专卖店，做到一线多店、一镇一店；村级则采用“乡村代表”的模式，以完成渠道下沉。2017年4月，京东宣布未来五年将开设100万家京东便利店，一半在农村，进一步加码下沉计划。

图表 14：农村淘宝“千县万村”计划



资料来源：公开信息整理，国盛证券研究所

图表 15：京东“万家专卖店”下沉计划



资料来源：公开信息整理，国盛证券研究所

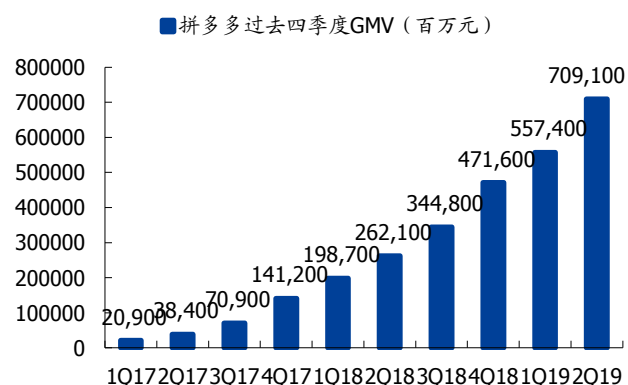
一段时间过去，巨头们的电商下乡计划似乎并没有收到理想的效果。多地的村淘试点和京东便利店处于无人问津的状态，更时有关店消息传出；主要原因还是经营方式传统、当地便宜白牌货品的替代选择较多、店铺无利可图等。眼看着电商巨头们的下沉战略陷入了雷声大雨点小的境地，电商下沉似乎变成了难啃的骨头，一个之前毫无名气的电商APP 拼多多从一个毛细血管般的微信群中悄悄地长了出来，星火燎原般触达了上亿电商用户。

图表 16：拼多多用户数增长迅猛



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 17：拼多多2018年做到4716亿GMV



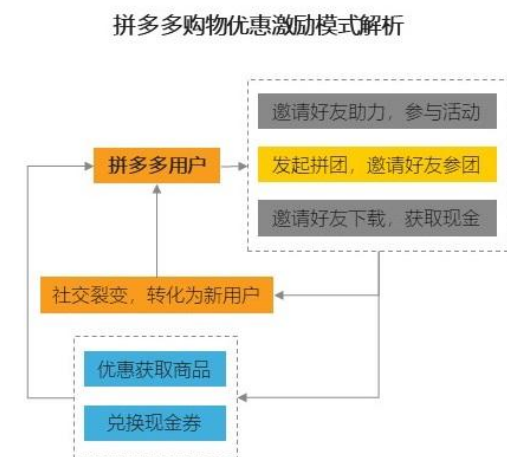
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

截至2019年二季度，拼多多拥有约3.6亿月度活跃用户、4.8亿年度活跃买家；在电商产品中仅次于淘宝，也是阿里巴巴当下最重视的电商对手。那么，这样一匹电商黑马是如何长成的呢？

2.2.1 积累流量：把握微信渠道红利、在诱导分享的边缘试探

首先在流量层面，拼多多把握住了微信渠道的红利。作为一个在一定程度上削弱了淘宝势力的社交平台，微信渠道内的潜在用户基数大、使用和交互时间长、通过社交推广的成本较低。拼多多通过拼团、邀请好友砍价助力、邀请好友下载得现金等方式激励获客拉新。在流量昂贵的移动互联网下半场，这一获客方式成本低、用户天花板高。

图表 18: 拼多多的社交裂变方式



Source: QuestMobile TRUTH 中国移动互联网数据库 2018年7月

资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 19: 拼多多各类拼单砍价微信群



资料来源: 公开信息整理, 国盛证券研究所

2.2.2 促进留存：有效的游戏和营销玩法，争夺用户时间

拼多多是一个有着深厚游戏基因的公司。创始人黄铮在拼多多之前成立了寻梦游戏，深耕游戏设计和玩法。在拼多多的产品设计中，处处可见游戏玩法对用户留存的吸引力。

图表 20: 拼多多“多多爱消除”



资料来源: 拼多多 APP, 国盛证券研究所

图表 21: 拼多多“多多果园”



资料来源: 拼多多 APP, 国盛证券研究所

在拼多多首页，我们可以看到“多多果园”和“多多爱消除”等游戏板块。用户玩游戏便可获得现金、或者收到一箱实物水果。羊毛虽小也得薅，而且用户越薅约上瘾：通过每天登录、邀请好友、浏览商品页面超一分钟等方式就可以薅到更多的羊毛。拼多多通过各种游戏设计将用户的时间和心智大量留在了拼多多体系内，留存和粘性自然得到了提升。

2.2.3 提高转化：低价爆款、人货匹配

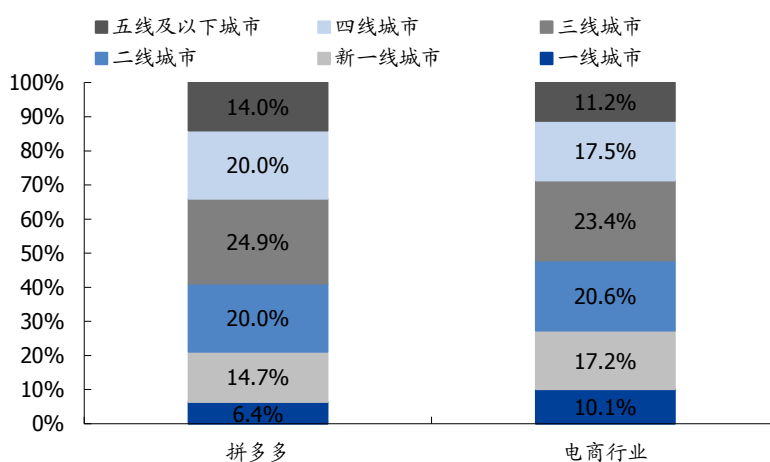
说到电商的转化效率，供应链是阿里巴巴的基本盘。拼多多是如何占领自己的一席之地呢？

一方面，随着淘内流量价格日渐走高，品牌地位日益固化，更多白牌产品需要在淘外寻找自己的露出位置。这些产品没有品牌溢价、性价比高，但无法获得自己的用户。另一方面，很多消费者，尤其是三五线城市消费者，对产品价格敏感、同时没有对于品牌的诉求；他们只需要便宜好用的产品。拼多多做的就是将上述货品和对应需求连接了起来，让追求性价比的消费者找到了便宜好用的货。我们综合市场信息估算，拼多多目前 95% 以上的销售来自非品牌的货品。通过低价爆款的打法，拼多多完成了有效的销售转化。

2.3 巨头的反击：抢占下沉市场，阿里自有优势

拼多多的打法帮其有效地获取了大量下沉市场的用户流量。根据 Questmobile 的统计，拼多多约 59% 的用户来自三线城市以下地区，相比之下其他综合电商在三线城市以下地区的用户占比约 52%。

图表 22：拼多多用户下沉



资料来源：QuestMobile，国盛证券研究所。样本采集时间为 2019 年 618 活动月

下沉市场是国内最后的互联网洼地，抢占下沉市场就是抢占了移动购物的后半场。面对拼多多的汹汹来势，阿里巴巴自然不能放任不理。整合全集团资源、积极灵活应对、系统化作战，正是阿里巴巴的竞争力所在。

2018 年 11 月，阿里巴巴启动新一次组织调整。2019 年 3 月，阿里巴巴上线“淘宝特价版”APP，直接对标拼多多。同月，蒋凡宣布，阿里整合聚划算、淘抢购、天天特卖，要以聚划算为战略窗口，拿下五环外人群的红利。2019 年 4 月，手机淘宝上线“特卖区”，消费者在手机淘宝首页下方、或是搜索商品结果的第三栏即可见“便宜好货”板块，商品价格极具竞争力。

图表 23: 整合之后, 定位下沉的聚划算



资料来源: 手机淘宝 APP, 国盛证券研究所

图表 24: 淘宝特卖区“便宜好货”

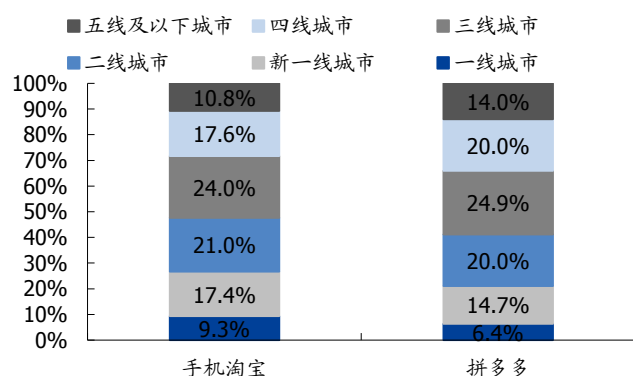


资料来源: 手机淘宝 APP, 国盛证券研究所

这样一场围绕下沉市场的电商争夺战, 到底鹿死谁手呢? 虽然尚无定论, 但我们倾向于认为, 阿里巴巴在这一战中已经具备相对优势。理由如下:

2.3.1 下沉体量: 淘宝下沉用户绝对数量更多、新增买家更年轻

图表 25: 电商 APP 用户的地区分布: 淘宝 vs. 拼多多



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

图表 26: 新增下沉买家年龄分布: 淘宝 vs. 拼多多



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所

首先, 在用户的地区分布上, 根据 QuestMobile 在 618 活动月 (2019.5.20-2019.6.18) 的统计, 淘宝在三线城市及以下地区的用户占比为 52.4%, 拼多多为 58.9%。基于 6 月末用户数的绝对体量, 淘宝在下沉市场的月活数约为 4 亿, 拼多多约为 2.2 亿。考虑到 APP 月活指标并没有考虑到部分通过 H5、小程序等方式在拼多多购物的消费者群体, 我们再来观察两家的买家指标。

根据阿里巴巴的官方统计, 在 2018Q2-2019Q1 的一年中, 阿里巴巴约 1 亿的新增活跃买家中, 有超 77% 来自低线城市, 即超过 7700 万。根据极光大数据和猎聘、Trustdata 等数据的相互验证, 拼多多近 1.5 亿的新增买家中, 有将近一半来自一二线城市, 即低线城

市的新增买家数也在近 8000 万的量级。也就是说，在新增买家这个指标上，阿里巴巴和拼多多基本不相伯仲。

那么这些新增用户的其他属性呢？我们注意到，Questmobile 统计的下沉市场新增用户年龄结构显示，手机淘宝新增的下沉市场用户有 37.5% 年龄在三十岁以下，而拼多多的三十岁以下新增下沉用户比例仅约 10%；也就是说，在同样多的下沉市场获客中，淘宝用户的年龄结构要年轻得多，隐含的生命周期价值也更高。

2.3.2 打法效率：拼多多靠补贴，淘宝靠盟友团战

在攻占下沉市场的战斗中，阿里巴巴和拼多多的打法有相同也有不同。相同之处在于，二者均有 C 端的大力补贴、B 端的工厂扶持。不同之处在于，拼多多作为后起之秀，其补贴和拉新多依赖自身力量；阿里则是联合广大的盟友进行团队作战。经过多年的经营，阿里巴巴体外不仅有毛细血管一般活跃在互联网各个角落的淘宝客，还有抖音快手等大平台作为辅助——任何内容平台要接电商供应链必定少不了淘宝，内容平台在低线城市的渗透也加速了淘宝在相应地区的普及。

从 2018 年年初开始，阿里巴巴启动了大规模的淘客拉新活动。淘宝客每个月在指定页面（淘宝联盟后台“新人福利社”，或可领取新人礼包的页面）拉到手淘新用户，即可在后续结算日获得 CPA（拉新奖励）或 CPS（分佣奖励）；若不参与拉新则不能成为高级淘客账号、不能享受高额佣金。淘宝联盟目前有千万人数的淘宝客，从 2018 年初至今的淘客拉新活动为淘宝的拉新和用户下沉立下了汗马功劳。

图表 27：从 2018 年初开展至今的淘客拉新活动

淘客拉新收益	细则
CPA 激励	当日拉新 1-3 人部分，10 元/人 当日拉新 4-9 人部分，20 元/人 当日拉新 10 人以上，30 元/人
90 天 CPS 跟踪结算	淘客拉来新用户 90 天内购买淘宝客商品，淘客可获佣金
超级红包跟踪	淘宝客推广指定红包页面给新用户，用户使用红包购买了淘宝客商品，淘客可获佣金
用户裂变	淘客拉来的新用户再拉新，淘客仍可获该新人的 CPS 分佣，但不参与 CPA 分佣

资料来源：淘宝联盟，国盛证券研究所

图表 28：以淘宝为供应链的抖音商品橱窗

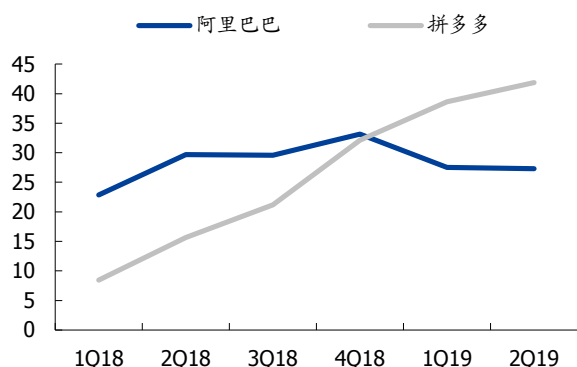


资料来源：抖音 APP，国盛证券研究所

同时我们不能忽略快手、抖音等大型社交平台在下沉市场飞速崛起的过程中对淘宝的引流作用。以抖音为例，很多带货达人在抖音开设了商品橱窗，货源主要来自淘宝；消费者购买时，页面即自动跳转至淘宝。也有很多达人通过安利、测评等方式将一些货品在消费者心中“种草”，引导消费者去淘宝和天猫购买；很多流行元素如“小猪佩奇”系列玩具、以及很多新兴国货品牌如“完美日记”、“花西子”等均是通过这种方式在淘宝上获得了销量的爆发。据统计，在 2019 年 1 月淘宝天猫美妆月销中，“完美日记”位列销售数量第一名，超过欧莱雅、魅可等传统强势品牌。无疑，淘宝和天猫是这一波内容平台下沉的巨大受益者。

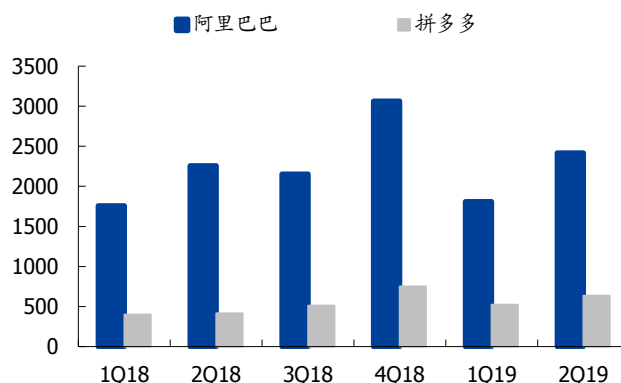
有了淘宝客的辅助和内容平台的加持，淘宝的获客效率提升显著。从投入的角度，在整体下沉过程中，我们估算的阿里巴巴的单个活跃买家的维护费用（营销费用除以买家数）保持平稳，至 1H19 已经低于拼多多。而从产出的角度，阿里巴巴单个活跃买家的购买开支则始终保持数倍于拼多多。从投入的效率而言，淘宝天猫的获客打法更为有效、投入产出比更高。

图表 29: 单个活跃买家年度维护费用 (元): 阿里巴巴 vs. 拼多多



资料来源: 国盛证券研究所估算

图表 30: 单个活跃买家季度 ARPU (元): 阿里巴巴 vs. 拼多多



资料来源: 国盛证券研究所估算

2.3.3 供应链: 阿里巴巴的品牌生态更加多元

那么, 未来呢? 如果电商市场的争夺是一场长跑, 谁会在这场长跑中更有竞争力呢? 我们认为阿里巴巴为这场长跑储备了更充足的能量, 主要原因在于供应链。

首先, 淘宝和天猫目前拥有千万级活跃商家; 拼多多活跃商家数截至 2018 年底约 360 万, 且平均体量很难与淘宝和天猫相比。

在数量的基础上, 天猫和淘宝上的商家已经形成了“消费分级”, 即天猫和淘宝上既有各个品类的大牌和奢侈品牌, 也有符合下沉市场性价比需求的平价货源, 且“便宜好货”中的商品价格已经具有可与拼多多相较量的竞争力。消费者不论想购买大牌商品还是普通产品, 均可在淘宝和天猫上一站式完成。拼多多目前仍以低价爆款的供应链为主; 品牌商品基于平台调性、价格定位、消费者信任度、物流及售后等综合因素, 较少直接入驻拼多多。有些品牌以经销商入驻的方式在拼多多开店, 但能否得到多数消费者的认可有待观察。目前, 品牌商品在拼多多的销售额中占比极低; 我们综合市场信息估算, 拼多多目前 95%以上的销售来自非品牌的货品。

供应链是电商平台的基本盘。不管是一二线城市居民还是下沉市场人群, 都会既有对低价货源的需求和对于品牌大牌商品的需求。拼多多可以凭借低价爆款驶进五环内, 但或许较难在短期内满足五环内外的用户对于品牌消费和升级消费的需求。供应链升级并非易事, 多元的品牌生态是阿里巴巴二十年建造的壁垒, 这一壁垒也决定了阿里巴巴在电商赛道上的中长期优势。综上, 我们认为, 在下沉市场争夺战中, 可能拼多多是一匹最大的黑马, 但目前看来优势方或还是阿里巴巴。

3. 捭阖快手抖音、力拼直播电商

当下，电商战局的重要变量除了低线地区的用户红利之外，还有购物场景变革带来的带货效率的提升。

网红电商起于 2014-2015 年。一方面社交平台上 KOL 影响力逐渐变大，另一方面品牌们在淘内的获客成本太高、需要寻找更加便宜的流量来源。于是，网红带货应运而生。彼时，KOL 在微博微信小红书上的带货形式仍多是图文。2016 年，直播行业炙手可热，在一波秀场类和游戏类直播风潮掀起过后，KOL 们开始试水直播带货。在一场四个小时的淘宝直播中，张大奕创造了近 2000 万的销售额。2017 年 10 月，在一场冬装上新的直播中，淘宝主播“薇娅 Viya”直播五小时带货 7000 万。2018 年的快手电商节，“散打哥”一天带货 1.6 亿。至此，社交平台 and 电商平台真正体会到了直播带货的威力。

3.1 为何直播电商带货能力炸裂？

3.1.1 人：粉丝经济逻辑，爱的魔力转圈圈

首先，直播电商与此前的网红电商、粉丝经济类似，都是以个人 KOL 为核心的流量逻辑。主播的人设、策划控场能力、感染力等都决定了他的影响力，也决定了其带货量级。

比如，在抖音爆火的淘宝主播李佳琦，由于他烈焰红唇的形象、极其夸张的表现力和超犀利的人设而被众多粉丝捧为“口红一哥”。李佳琦在推荐他认可的口红时，有全套充满感染力的表达：“Oh My God!”、“接吻到流血的感觉”、“涂上它你就是贵妇”、“买它买它买它”，让众多粉丝趋之若鹜、瞬间种草。面对试色效果不好的口红，他也会表示“不是我喜欢的颜色”、“真的失望大过期望”，犀利的表达让粉丝十分认可其客观立场。

图表 31：口红直播一哥：李佳琦



资料来源：抖音 APP，国盛证券研究所

爆火的李佳琦体现出了强劲的带货能力：据搜狐、网易等报道，李佳琦曾在 3 分钟卖出 5000 单资生堂红腰子、5 分钟卖出 15000 支口红、单场销售破 2000 万。粉丝经济在直播电商业态中得到了充分体现。

3.1.2 货：所见即所得，万物皆可播

直播电商业态出现之前，KOL们通过图文形式带货；撰写和制作时间较长、对产品的展示效果也不够直观。直播的出现，使得货品的展示更加直观，做到了所见即所得。

图表 32: 商家直播中展示翡翠品相



资料来源：淘宝 APP，国盛证券研究所

图表 33: 商家直播中介绍鲜花养护



资料来源：淘宝 APP，国盛证券研究所

某些品类原本相对不适合线上销售。譬如，昂贵的珠宝翡翠和娇气的园艺鲜花，若在线上购买难以直观看出其品相。然而，直播的出现让商家可以向消费者现场讲解翡翠的成色、光泽、挑选技巧、如何分辨种水等等；也可以让商家现场将鲜花入仓、修剪、养护、打包、发货；很大程度上减少了信息不对称。目前，鲜花园艺店铺“花陌派”一年通过淘宝直播产生的销售额可达 1800 万，占其店铺总成交的一半。珠宝产业更是纷纷加入，目前淘宝直播已经挂牌成立了 16 个珠宝直播基地，珠宝也成为了淘宝直播最重要的品类之一。

3.1.3 场：从直播间到产业基地，进入第三消费场景

如果说线下购物是第一消费场景，在电商平台网购是第二消费场景，那么在与主播的互动过程中完成购物可以被称为第三消费场景。

如今，主播们的直播地点也在发生迁移：不少主播选择将直播间直接开在批发市场、产业基地。背后的推动力是：一方面，主播们每次直播都会宣传多款商品，商品的更新率很快，主播需要有可持续的商品来源；另一方面，店铺加入直播后，有找到合适主播的需求。在主播缺货、货缺主播的情况下，可以同时容纳直播间和充足货源的产业基地成为了很好的直播场景。

杭州屯和直播基地于 2018 年 11 月开始投入使用；由于地处杭州下沙，周边主播资源丰富，因此成立之后迅速聚集了大量直播机构。屯和基地对供应链筛选严格，每月进行末位淘汰，严格保证商品质量和调性。据淘榜单，目前屯和基地拥有 110 个直播间和 80 多家商户，每月销售额上亿，已经位列淘宝直播 2019 年 6 月服饰基地前三名。

产业基地的存在大大解决了之前货品款式少、更新速度慢、退样寄样麻烦等问题，也因此大大提升了一些品类的带货效率。比如珠宝翡翠，主播们直接在云南等地的珠宝产地批发市场进行直播，现场货品储备丰富，主播们批量砍价和拿货，镜头前的粉丝如果满

意即可现场下单。再比如服饰鞋包，主播们直接在服装市场进行直播，诸多款式供粉丝挑选；如果有款式受欢迎但缺货，就直接通知工厂补货。与此同时，由于一定程度上减少了中间贸易环节，盈利空间也得以扩大。

图表 34: 淘宝直播 2019 年 6 月服饰基地排名

排名	区域	基地名称
1	常熟	常熟服饰产业带
2	杭州	集美基地
3	杭州	屯和直播基地
4	杭州	五星基地
5	杭州	芬虹直播基地
6	杭州、嘉兴	七尚
7	深圳	无糖直播基地
8	杭州	四季直播基地
9	杭州	炫研直播基地
10	杭州	乐享天橙供应链基地

资料来源：淘榜单，国盛证券研究所

3.2 社交平台跑步入场：老铁用爱发电，商业闭环威胁淘宝？

目前系统地尝试直播带货的社交平台主要包括快手和抖音。虽然二者都是尝试了直播带货的短视频社交平台，但二者的产品逻辑和带货效率都相差甚远。

3.2.1 抖音的尝试：长于内容，适合种草

图表 35: 抖音和快手的产品逻辑区别

	抖音	快手
口号	“记录美好生活”	“记录世界记录你”
用户定位	中心化	去中心化
内容推荐	聚集在头部爆款内容	公平普惠的内容分发机制
运营介入	强运营	弱运营
产品启动	邀请制，启动速度快	早期增长缓慢
交互方式	滚动播放，用户被动接受内容	瀑布流，用户自行选择内容
调性	酷炫好玩	真实
平台属性	偏内容	偏社交
主要收入来源	信息流广告	直播

资料来源：国盛证券研究所

相比于去中心化的快手，有着中心化分发机制的抖音本身更多是内容平台的逻辑。与快手的佛系运营相比，抖音更强调对有调性的头部内容的推荐。抖音希望达成的效果是用户刷到平台筛选和推荐的优质内容，而不一定长期关注发布这一条视频的作者；所以我们经常看到有些作者的一条短视频有数十万或百万赞、但其剩余短视频都只有几十赞。强内容、弱个人的抖音，更多建立的是用户与内容的关系、而不是用户与作者的关系。因此，抖音在种草层面做得很成功，但转化却不一定发生在抖音平台上。通过 KOL 个人与粉丝之间的粘性和信任来完成直播带货，在抖音并不是一条天生通畅的路径。

3.2.2 快手的爆发：长于人设，商业闭环形成

相比于抖音的内容导向，“记录世界记录你”的快手更加强调 KOL 的个人人设；因此快手上的 KOL 更容易与老铁们建立粉丝圈层和用户粘性。基于 KOL 和粉丝之间的人情关系和信任，直播带货成为了一种自然而然的粉丝经济转化过程。

比如，快手平台的“散打哥”以“正能量”为人所知。粉丝心中，散打哥是充满阳光和能量的代表；基于对他的信任和爱，粉丝们愿意在散打哥的直播中买货。在 2018 年的快手电商节上，散打哥以 1.6 亿带货量的成绩位列快手主播第一。

图表 36：正能量的散打哥



资料来源：快手 APP，国盛证券研究所

图表 37：2018 年电商节散打哥带货第一



资料来源：快手 APP，国盛证券研究所

为了承接主播们日益增加的带货需求，快手启动麦田计划，推出全新的“快手小店”，开始了快手体系内的商业闭环的搭建。快手将淘宝、有赞、京东、拼多多、魔筷等第三方电商应用和平台接入“快手小店”；KOL 开通“快手小店”之后，就可以添加来自第三方应用上的商品。目前商品的露出位置包括直播和短视频页的商品橱窗、以及 KOL 个人主页的快手小店。

图表 38：商品露出位置——直播橱窗



资料来源：快手 APP，国盛证券研究所

图表 39：商品露出位置——个人主页的快手小店



资料来源：快手 APP，国盛证券研究所

快手小店的推出让快手完成了直播电商变现的商业闭环。我们估算，2018 年快手全平台的电商 GMV 在数百亿级，直播是最主要的形式。这么大的量级，快手未来会否直接长成一个巨大的电商平台、甚至威胁到淘宝天猫呢？

我们认为，虽然快手的电商变现模式十分成功、也会为其带来收入规模的扩张，但快手不太可能成为一个威胁淘宝和天猫的电商类平台。原因包括：

第一，快手本质是社交。正如拼多多创始人黄铮所说，“电商就是电商，社交就是社交，没有人为了社交去买东西，只会说因为已经在社交，顺便买了东西”。老铁们因为喜欢“散打哥”、“大胃王猫妹妹”而买了商品，但不会一旦有购物需求就去找散打哥和大胃王猫妹妹。

第二，成也圈层、败也圈层。KOL 的老铁圈层是他可以进行商业变现的粉丝基础；但体量扩大之后的破圈却不容易。不论对豆瓣、知乎、陌陌还是其他以圈层兴起的社交平台而言，破圈都是一个很难逾越的动作；因为破圈必然带来人设兼容、调性契合方面的问题，最终圈层通常还是以一个个小群体的形态存在。所以老铁圈层的扩大并不是一个容易的目标。

第三，供应链的限制。快手需要从淘宝、拼多多、有赞等第三方平台和应用上获取商品资源。如果快手想做成一个大型电商平台，必然与现有供应商平台产生冲突。虽然快手投资了魔筷星选、自己也在尝试自建小店，但若想整体上绕过淘宝和拼多多、甚至体量做到冲击这二者的规模，却并不容易。

基于以上三点，我们更加认同黄铮的判断：快手的直播电商业务更加符合“没有人为了社交去买东西，只会说因为已经在社交，顺便买了东西”的场景。

3.2.3 微信的搅局：长于流量，测试公众号直播

面对直播电商的崛起、玩家们跑步入场的情景，腾讯自然不会坐视不理。2019 年 4 月起，腾讯直播在公众号中开始了一波测试。想直播的公众号可以通过 APP 开通直播任务，但只有配备了小程序商城的公众号才能进行电商带货。受众则直接在小程序中进行预约、观看和互动即可。

图表 40：直播带货中的微信公众号“老爸评测 DaddyLab”



资料来源：微信 APP，国盛证券研究所

还处于测试阶段的腾讯直播也有一些数据可供我们参考。据腾讯数据，公众号大 V “女神进化论”在 4 月的一场直播中得到 4212 人订阅。小程序店铺的下单转化率达到 48.5%。自媒体“她读”在两小时的直播中订单数 1228 笔，转化率 18.32%。

微信作为国内移动互联网 APP 中第一流量平台，电商业务会随着直播功能的开通而跨越式起飞吗？

与快手的原因类似，我们认为直播可能会有效提升微信带货的效率；但基于微信本身是一个社交通讯平台，他的社交属性、好友粉丝圈层、供应链储备都决定了微信用户的行为整体上依然偏向“在社交，可能顺便买了东西”。

从私域流量的变现角度，据估算目前微商体系一年的 GMV 约在 3000 亿的量级，通过小程序、H5 等后端功能来实现。我们认为直播会替代现有微商规模中一部分来自图文、短视频等介质的带货转化，而非对微信之外其他平台的挤压。

3.2.4 淘宝的制衡：淘外可以有草原，但不可以有森林

社交平台直播带货潮流的兴起，对淘宝而言可谓既是机会又是威胁。机会在于社交平台的带货需求很多是在淘宝上转化，直接为淘宝带来了流量和销售额。威胁在于，一旦社交平台做大、尤其是开始搭建自己的电商系统时，就与淘宝产生了竞争。

图表 41：快手除第三方外，还有自建小店



资料来源：快手 APP，国盛证券研究所

图表 42：来自淘宝的商品不计入快手小店的销量和评分



资料来源：快手 APP，国盛证券研究所

比如，搭建了自有供应链渠道且体量日益扩大的快手，就有从草原变成森林的趋势。快手除了外接淘宝，也接了有赞、拼多多等其他电商平台，同时还接了自己投资的魔筷星选、自建了快手小店，形成了自有商业闭环。在快手带货体量小时，淘宝尚可放之任之；当快手电商 GMV 达到百亿级时，淘宝已经不能坐视快手电商这样野蛮生长下去。

基于此，2019 年 5 月，淘宝联盟宣布，KOL 在包括快手、抖音等在内的内容平台上带货，只能选择淘宝指定的商品库中的商品；商品佣金率需设置在 20% 以上；6 月下旬，淘宝直播宣布，淘宝渠道会收取占销售额 6% 的内容场景专项服务费。这些新规意味着淘宝限定了快手、抖音等平台来自淘宝的商品供应链范围；且要从这些平台的带货金额中抽取更大的比例。

图表 43: 淘宝针对外部内容平台的带货新规

	新规前	新规后
商品售价, 假设	100 元	100 元
佣金, 假设 20%	20 元	20 元
扣除内容场景专项服务费 (新增, 阿里收取)		6 元
剩余佣金	20 元	14 元
扣除技术服务费, 佣金 10% (阿里收取)	2 元	1.4 元
剩余佣金	18 元	12.6 元
阿里获得比例	2%	7.4%
内容平台和主播共获得比例	18%	12.6%

资料来源: 公开新闻整理, 国盛证券研究所

比如, 同样是来自淘宝平台的售价 100 元、佣金 20% 的商品, 在淘宝外部内容平台的新规实施前, 内容平台 (如快手) 和主播共可获得的佣金比例是 18%, 只有 2% 需交给阿里。在新规实施后, 阿里获得的佣金比例提升至 7.4%, 而内容平台和主播只剩余 12.6%。我们认为, 这是淘宝针对内容平台带货趋势的防御性动作, 既在供应链端设定了安全的品类范围, 又在收入端提升了自身变现率、制衡了快手抖音等外部平台。

3.3 淘宝直播: 抱紧薇娅李佳琦, 正面拥抱第三消费场景

显而易见, 淘宝不会只有防御性措施。前瞻的淘宝早已捕捉到直播的趋势、提前布局, 开始正面出击拥抱第三消费场景。

3.3.1 起于流量成于供应链, 三年目标销售额 5000 亿

早在 2016 年, 淘宝就推出了淘宝直播。2017 年, 与天猫直播合并了的淘宝直播, 表示要在内容、流量、玩法、人群、商业化等方面进行重大升级; 2018 年更是提出双百战略, 期望培养 100 个月入 100 万的主播。

我们认为, 淘宝直播的竞争优势, 一方面在流量和主播端; 另一方面更在阿里巴巴强大的供应链端。

图表 44: 淘宝直播的入口: APP 首页、微淘、店铺首页



资料来源: 淘宝 APP, 国盛证券研究所

流量端，除了独立的淘宝直播 APP 之外，6 亿月活的淘宝 APP 为淘宝直播开放了多个重要的入口：包括淘宝首页（六大金刚位置）、微淘主页、店铺首页等。据淘榜单统计，淘宝直播的核心用户数量一直在持续增长，核心用户在淘宝直播的每日停留时长近一小时。并且，我们认为淘宝直播的整体用户交易属性要远远强于快手直播。

主播端，淘宝聚集了全网带货能力最强的主播群体。以薇娅为例：作为拥有 620 万订阅粉丝的淘宝直播一姐，薇娅的带货能力令人惊叹。2018 年双十一，薇娅引导成交销售额 3.3 亿；全年引导成交销售额 27 亿；直播观看最高人数达 800 万人，单个链接的最高成交额达 1791 万。

图表 45：淘宝直播一姐：薇娅



资料来源：淘宝 APP，国盛证券研究所

薇娅是第一，但不是唯一。李佳琦、烈儿宝贝、陈洁 kiki、祖艾妈等均是淘宝上鼎鼎有名的带货王。《2019 淘宝直播生态发展趋势报告》显示，2018 年成交破亿的淘宝主播有 81 个，每月带货规模超过百万元的直播间超过 400 个。目前，阿里官方认证的入驻主播机构超 1000 个；其中超过 400 个机构拥有 10 名以上主播。

此外，我们认为，与快手、微信公众号等内容和社交平台相比，阿里巴巴在直播电商业态最大的优势还是在供应链端。阿里巴巴作为中国最大的电商平台，拥有百万天猫商家和约千万淘宝商家，货源的数量和品质均有保障。其他社交平台虽然可以承接外部电商的货源，但从货源充足度、品类和品牌的全面程度、平台的调性等角度而言，距离电商平台的供应链实力还是相差甚远。阿里巴巴在 2013 年可以靠供应链约束蘑菇街和美丽说，现在同样也有实力约束淘外的内容和社交平台。总的来说，无论是强交易属性的用户流量、还是数量和品质均有保障的供应链，均决定了淘宝直播的竞争优势。

经过三年的起伏，拥有着诸多头部和肩部主播以及优质供应链的淘宝直播，正在迎来带货量的井喷。根据《2019 淘宝直播生态发展趋势报告》，2018 年淘宝直播可购买商品数量超过 60 万款；平台全年带货超千亿，带货同比增速接近 400%。2018 年底，淘宝表示，淘宝直播的销售目标是未来三年超 5000 亿。

3.3.2 估算淘宝直播变现率 8-10%，额外拉动国内零售收入增速 5-6%

根据我们的草根调研，目前卖货店铺付出的整体渠道佣金率在 20%-35% 左右。依据阿里资费规定，淘宝直播在实际操作中，与主播达人等内容创作者进行商品导购的 CPS 抽成。在商品销售的所获得的佣金中，阿里妈妈抽取 10% 的技术服务费；淘宝直播平台视主播是机构或个人，抽取 20% 或 30% 的佣金比例，剩余的 70% 或 60% 结算给主播机构

或个人。因此经过估算可知，包括阿里妈妈和淘宝直播在内的阿里平台的分佣比例约在 6%到 14%之间。对于一个典型的淘宝直播场景、即机构化运作的主播推荐佣金率尚为可观的商品时，佣金率基本约在 10%左右。

图表 46: 淘宝直播 CPS 分佣测算

商品售价假设 100 元				
	假设整体渠道佣金率 20%		假设整体渠道佣金率 35%	
	机构主播	个人主播	机构主播	个人主播
阿里妈妈	20 元*10%	20 元*10%	35 元*10%	30 元*10%
淘宝直播	20 元*20%	20 元*30%	35 元*20%	30 元*30%
主播方	20 元*70%	20 元*60%	35 元*70%	30 元*60%
阿里平台总计抽成	6%	8%	10.5%	14%
主播方抽成	14%	12%	24.5%	21%

资料来源：公开信息整理，国盛证券研究所

这一变现水平是非常可观的。目前阿里巴巴国内零售业务的整体变现率约为 3.6%，主要来自淘宝天猫的广告收入和天猫的佣金收入。我们上面的计算意味着，淘宝直播业务的变现率可以做到现有零售业务的近三倍。

根据淘宝直播三年 5000 亿的目标，我们假设 2019-2021 年分别完成 1500 亿、1700 亿、1800 亿。根据平均而言约 8-10%的变现率的假设，我们测算得出淘宝直播在 2020 财年为阿里巴巴的国内零售业务同比增速额外增加 5-6%，为阿里巴巴的总收入同比增速额外增加 3-4%。

4. 生态型业务：握紧通往产业互联网时代的门票

凡是过往，皆为序章。

消费互联网格局即将落定，产业互联网序幕正在拉开。到了比拼技术、数据、企业服务能力等综合实力的阶段，或许只有巨头方可下场一战。

4.1 政企服务升级，B端业务全军出击

阿里巴巴在数字政务和企业服务端深耕已久。今年7月，阿里巴巴宣布升级数字政务战略，以数据化运营为核心，形成政务流程的再造。在阿里巴巴的“1+2+2+N”的数字政务体系中，一朵云、数据和业务两个中台、N个智能应用是面向B端，打通政府和合作方的数据体系；而办公和公众企业两端则是通过支付宝等移动产品串联起来，让用户可以享受到G2C的移动互联网服务。

图表 47：阿里巴巴数字政府架构体系



资料来源：公开信息整理，国盛证券研究所

企业端，阿里更是整合全集团资源，将自己在多元商业场景中形成的前端服务和后端技术分享出来，打造商业赋能系统，帮助企业实现“品牌、商品、销售、营销、渠道、制造、服务、金融、物流供应链、组织、信息技术”等11大商业要素的在线化和数字化。

图表 48：阿里巴巴商业赋能系统：入口端



资料来源：公开信息整理，国盛证券研究所

图表 49：阿里巴巴商业赋能系统：基础设施端



资料来源：公开信息整理，国盛证券研究所

阿里巴巴政企服务升级的背后，是其各项生态型业务多年的布局和积淀。

生活服务业务上，阿里收购饿了么，并与口碑整合、成立本地生活服务公司。截至2018年末，饿了么覆盖676个城市和上千个县、拥有66万骑手、连接和服务了350万个活跃商家。随着阿里在新零售的布局加快，饿了么的配送品类也拓展至大型商超、咖啡餐饮、盒马鲜生、阿里健康等。至此，阿里帮助餐饮、零售等各品类商家打通线上线下入口，让商家在获客和营销端如虎添翼。

云计算业务上，阿里云成立于2009年，多年来持续对基础产品及功能投入建设。目前在IaaS和PaaS端，阿里云依赖强大的稳定性、安全性和功能性，在国内市占率达43%。SaaS端，阿里一方面通过钉钉等自有产品进行特定领域布局，一方面通过投资和合作来集成各垂直功能和垂直场景的应用服务。7月，阿里与Salesforce达成战略合作，未来Salesforce的销售云、服务云、商业云等均将集成于阿里云，为国内客户提供全面服务。目前阿里云付费用户包含了财富中国500强企业以及超过一半的A股上市公司。

金融业务上，支付宝通过集成各个场景的支付功能，承载了诸多G2C和B2C的入口功能；移动支付的发展越来越向B端服务靠拢。资金端，金融科技助力小微企业发展，目前网商银行已经服务超过1170万小微企业和个体经营者。

以生活服务、云计算、金融科技等为抓手，阿里巴巴在数字政务和企业服务上的发展如虎添翼，牢牢卡位产业互联网的重要应用场景。

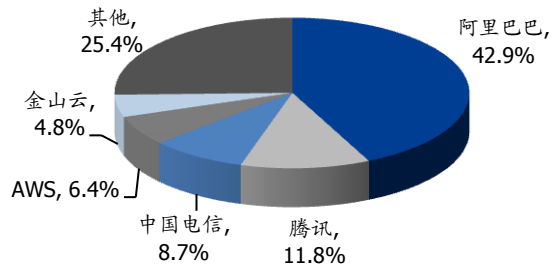
4.2 迎战产业互联网最强劲敌：腾讯、美团

产业端变现啃的是硬骨头，只有技术过硬、布局全面的巨头才能占据产业的高点。在产业互联网的竞争中，腾讯和美团是阿里巴巴绕不过去的对手。

4.2.1 腾讯：强在应用工具

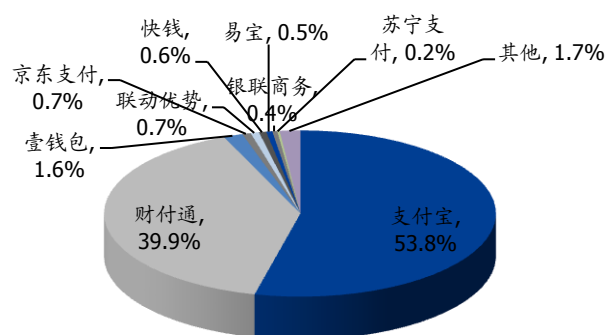
腾讯作为互联网的另一极，除了在游戏、广告等流量型业务上形成寡头优势之外，在云计算和支付等基础设施型业务上也有具备竞争力的布局。

图表 50：中国公有云 IaaS 提供商市场份额占比（2018H2）



资料来源：IDC，国盛证券研究所

图表 51：2019Q1 国内第三方支付移动支付交易规模市场份额



资料来源：iResearch，国盛证券研究所

云业务上，与阿里云的自下而上（从底层飞天系统、到数据层、到应用层、到解决方案）发展不同，腾讯云更侧重从应用层面去自上而下推进。目前腾讯云的主要应用行业包括游戏、视频、在线教育、O2O、政务等等，这也与腾讯自身的业务布局有关。按照 IDC 的统计，2018 下半年，腾讯云在国内 IaaS 市场占比 11.8%，仅次于阿里云。

图表 52: 阿里云及腾讯云客户情况

阿里云	腾讯云
金融: 网商银行、天弘基金、红岭创投、众安保险等	游戏: PUBG Mobile、部落冲突、迷你世界、永恒纪元等
制造业: 徐工集团、协鑫、波司登、春风动力等	视频: 斗鱼 TV、蘑菇街、快手、Bilibili、CNTV 等
智能工业: 力控科技、和隆优化、半云科技、容知等	移动应用: 荔枝 FM、搜狗等
新技术: 努比亚、天润融通、追光动画等	金融: 微众银行、富途证券、泰康人寿等
游戏: 神雕侠侣 2、万象物语、刀剑笑等	电商: 聚美优品、小红书、锤子科技、楚楚街等
视频: 芒果 TV、乐橙、萤石、映客等	微信: 易企秀、兔展、微信生意宝等
传媒: CCTV、浙江电视台、新疆电视台、浙江传媒学院等	旅游: 同程网、住哲网、七天等
健康: Keep、华康移动医疗、1 药网、迈瑞医疗等	O2O: 滴滴出行、大众点评、土巴兔、e 袋洗、58 同城等
政务: 公安部、海关总署、北京国税局、浙江省交通运输厅等	医疗: 微医集团、杏仁医生等
体育: CCTV、亚广联	政务: 四川省人民政府、广东省人民政府、云南省公安厅等
运输物流: 汇通天下、运满满、晟邦物流、上海科箭	在线教育: 猿题库、新东方、好未来、腾讯课堂等
教育: 环宇万维科技、好未来、高顿网校、全美在线等	企业: 人民日报、永辉超市、树根互联、招商局集团等

资料来源: 阿里云官网、腾讯云官网, 国盛证券研究所

支付业务上, 财付通也有迅猛发展。依靠微信的社交关系和腾讯的 B 端布局, 财付通在 1Q19 的国内移动支付市场占比达 39.9%, 仅次于支付宝的 53.8%。在支付笔数这个指标上, 财付通更是超过了支付宝。

基于微信、财付通、腾讯云等基础设施, 腾讯为企业提供了营销、交易、支付、数据处理等环节的工具。比如, 一个典型的知识付费类公司, 后端的代码和数据部署在腾讯云上, 前端建立有自己的企业号和小程序; 公司如果想为自己的知识付费产品做营销, 可以在广点通等平台进行投放; 消费者在购买产品时, 通过财付通进行支付。腾讯虽然由于公司基因等原因, 不介入深层的商业运营, 但其通过工具赋能的方式, 帮助企业实现与消费者之间的连接和转化。

4.2.2 美团: 强在商家连接

美团点评凭借其外卖、到店酒旅、包含餐厅管理系统在内的新业务这三块布局, 牢牢地将餐饮类商家绑定在美团体系上。美团不仅为商家提供线上营销、交易等入口, 更提供了线下一体化的前端配送、点餐、收银、订单管理, 以及后端食材配送和供应链金融等服务。此外, 美团还围绕餐饮系统和供应链, 投资了数家产业链公司, 包括食为天、美菜、谊品生鲜、掌上快销等。

截至 2018 年末, 美团 RMS (餐厅管理系统) 的活跃商家数超过了 30 万家; 美团外卖业务覆盖 2800 个县区市, 拥有超 270 万个骑手, 服务超过 580 万个活跃商户。根据中国烹饪协会的统计, 全国约 800 多万家商户; 也就是说, 全国餐饮商家有七成是美团客户。

图表 53: 截至 2018 年末美团外卖与饿了么关键数据对比

	饿了么	美团
骑手规模	66.7 万	270 多万
收入规模	181 亿元 (2019 财年, 包含飞猪等业务)	381 亿元 (2018 年)
覆盖城市数量	676 个城市和上千个县	2800 个县区市
活跃商户	350 万	580 万

资料来源: 美团点评官网及年报、饿了么官网及公司公告, 国盛证券研究所

4.3 商业操作系统，产业互联网时代的水电煤

不论腾讯还是美团，都把B端业务作为下一阶段的发展重点，全力推进企业端基础设施和商家服务。那么，腾讯或美团，会是阿里巴巴在产业互联网赛道上的重大威胁吗、会撼动阿里巴巴在政企服务上的布局吗？

4.3.1 腾讯的工具、美团的服务，还是阿里的系统？

我们认为，阿里巴巴、腾讯、美团在产业互联网的战略上，是有各自的打法的。腾讯强在基础设施，打法重工具。美团强在商家连接，打法重服务。阿里强在商业运营，打法重系统。

腾讯的发展历程一直是以C端用户为核心。在企业端也是强调不做运营，而是通过开放工具、赋能企业更好地服务消费者。腾讯云的副总裁林璟骅曾表示，腾讯云的战略目标是“第一个目标是帮助零售厂商做好数字化运营，包括提升门店的效率，提升从用户跟商品的连接、再到供应链连接的一个完整的链条。另外一个角度是提高消费者体验，提高线上线下一体化的串联，同时也能够做到千人千面，提供个性化的体验跟服务”。

图表 54: 腾讯智慧零售的七个数字化工具



资料来源：公开信息收集，国盛证券研究所

例如，在智慧零售战略上，腾讯为了实现上述目标，对外推出七个数字化工具：微信公众平台、微信支付、小程序、腾讯社交广告、腾讯云、企业微信、泛娱乐IP。这七个目标，基本都是为连接企业和消费者、改善消费者端体验而服务的。不做商业、不做运营；只做底层设施、浅介入、将工具开放给合作伙伴，是腾讯的产业互联网打法。

图表 55: 美团为餐饮商家推出的六大服务



资料来源：公开信息收集，国盛证券研究所

美团与腾讯不同：美团连接了 580 万餐饮商家；美团铁军的地推文化、服务能力是公司的强大竞争力。在对餐饮商家的赋能过程中，美团强调六大服务：营销服务、IT 服务、经营服务、金融服务、物流服务、供应链服务。

营销服务包括美团、美团外卖、大众点评等 APP 为商家提供的展示、预订、代金券等服务。IT 服务包括公司在餐厅管理系统业务中推出的美团收银、小白盒（支付）等。经营服务包括美团点评餐饮学院为商家推出的培训课程。金融服务包括公司为商家推出的支付和小贷服务。物流服务包括公司在餐饮外卖业务中的美团专送、美团快送、美团众包等。供应链服务包括“美团快驴”等的餐饮采购订货服务等。我们看好美团的地推和服务能力，也看好美团可以在营销、物流、供应链等业务上为餐饮类商家提供价值。

那么，腾讯的工具和美团的服务，与阿里巴巴的产业互联网战略有何不同呢？

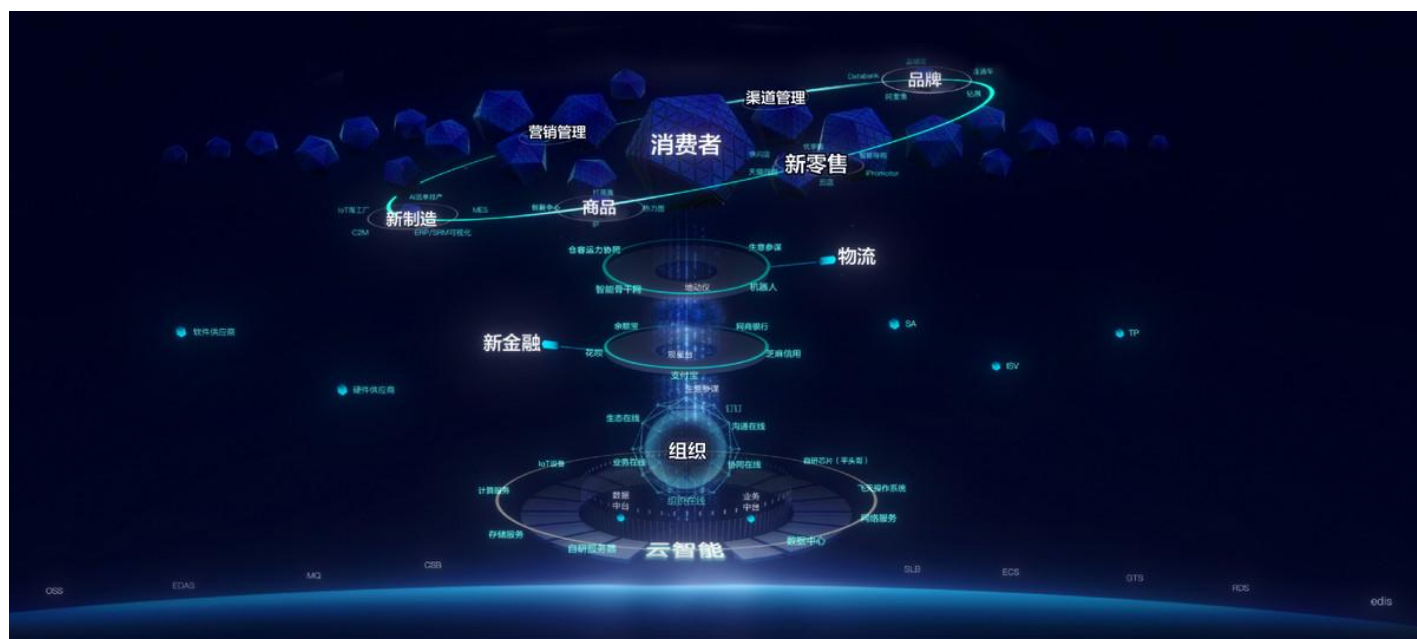
我们认为，相比于腾讯的工具化赋能和浅介入，美团的服务化赋能和垂直领域深耕，**阿里巴巴的产业互联网战略更加侧重服务系统化、运营深入化、行业全面化。**

阿里巴巴集团 CEO 张勇表示，阿里巴巴集团经过过去十年发展、形成一个全方位的数字化商业系统，这个商业操作系统希望帮助所有企业在“品牌、商品、销售、营销、渠道、制造、服务、金融、物流供应链、组织、信息技术”等十一个商业要素上完成数字化。

这个系统到底包含什么呢？在我们看来，这个商业操作系统，既包括企业前端的流量入口、交易平台，也包括后端的供应链、物流、资金流、数据流；既包括企业对外的业务发展与合作，也包括对内的组织沟通、生产管理。张勇表示，“商业操作系统的关键不是单一模块，而是加起来输出一套系统能力。工具只能解决局部问题，而系统解决系统问题”。

4.3.2 阿里商业操作系统，让天下没有难做的生意

图表 56：阿里巴巴商业操作系统赋能企业



资料来源：公开信息整理，国盛证券研究所

我们通过两个例子来说明阿里巴巴的商业操作系统是如何运作的。

在新零售领域，阿里巴巴投资高鑫零售之后，开始了对大卖场的数字化改造。2018 年

3月，上海和苏州的两家大润发开始接入淘鲜达一小时达业务；到2018年底，所有的大润发和欧尚都接入了“淘鲜达”体系。门店周边3公里距离内的消费者均可享受一小时配送到家服务，2019年3月底，这一配送半径扩张至5公里。淘鲜达一方面为大润发和欧尚开放了前端的流量来源和交易入口，另一方面也完成了后端物流、库存、会员体系等的一体化和数字化。

比如，在入口端，消费者可以直接在天猫首页的“超市一小时达”或者淘宝搜索“淘鲜达”板块点击进入，购买超市的百货生鲜等货品；一小时内商品会从附近接入淘鲜达的大润发、欧尚或其他超市配送到消费者家中。淘鲜达属于阿里巴巴的天猫超市事业群，消费者下单后可以在天猫和淘宝APP的订单端直接看到自己的交易记录。在门店端，接入淘鲜达之后，高鑫零售的门店实行分区拣货；门店还可根据消费者自己选择的送货时间予以配送，有效地提高了履约效率。

高鑫零售半年报显示，接入淘鲜达后至2019年6月，单门店的日均单量达700单，618期间单店日均订单更是突破1000单。1H19高鑫零售门店的送货准点率达99%以上，缺货率低于0.3%。高鑫零售的数字化改革作为新零售领域的样板，反映了阿里巴巴的商业操作系统在零售领域已经跑通；在帮助传统大卖场完成前端和后端数字化的同时，有效地提升了零售企业的运营效率。

图表 57: 淘鲜达入口：“天猫一小时达”



资料来源：天猫 APP，国盛证券研究所

图表 58: 淘鲜达入口：手机淘宝“淘鲜达”



资料来源：淘宝 APP，国盛证券研究所

在制造领域，服装品牌雅戈尔与阿里巴巴展开了深入合作。

在展示销售端，传统门店的服饰摆放位置依靠经验，而数字化升级的门店可以用数据来判断出受消费者欢迎的拳头产品。雅戈尔相关人员表示，“当某件衣服被拿到试衣间试穿时，试衣间中的传感器就会感应到，最后得出试穿率”。服装试穿率高，说明更受消费者欢迎，就会放在核心的展示位置、以及反馈给生产后台。

在公司组织端，雅戈尔借助钉钉完成了组织架构的改革。据网易等报道，原来的雅戈尔是层级管理：制造端是厂长、车间主任、课长、组长、工人等层层管理；销售端是总部、大区、省级代理、市级代理、店长层层转达。借助了钉钉等工具后的雅戈尔变成了条线管理，厂长直接传达到工人、总部直接联系到店长。层级的缩短让生产的快速反应也变成了可能，原来从下单到制成需要两周的服装订单，现在两天就可以完成。

在制造生产端，数字化的改造让 C2M 成为了可能。阿里巴巴拥有海量的消费者端数据和有效的大数据分析能力。通过对样本中的数据进行分析，雅戈尔可以大致按照人群的体

型分布来规划自己的生产和销售。雅戈尔董事长李如成表示，“通过阿里大数据的赋能，库存几乎可以到零”。

我们可以看到，阿里巴巴对企业的赋能不是停留在工具层面，也不是只针对某个特定垂直行业，而是贯穿在公司组织、生产、渠道、供应链、营销、销售等等全部环节的，深入赋能企业的内部组织到外部运营、系统地帮助各行业的企业完成数字化升级。阿里商业操作系统，会像生活中的水电煤一样，成为企业数字化升级过程中不可或缺的赋能体系。

目前阿里巴巴的商业操作系统已经在零售业、餐饮业、服装制造、家居制造等领域跑通，未来会将应用到更多其他行业。阿里巴巴一直强调要“让天下没有难做的生意”，它不仅消费互联网时代用电商平台证明了这一点，更在产业互联网时代用商业操作系统大踏步地践行着这一使命。

5. 盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

我们认为，阿里巴巴持续用户下沉和直播等业态带货效率提升带来的核心电商规模增长，以及随着产业互联网业务扩张带来的云计算等收入的提升，是阿里巴巴未来三年收入的主要驱动力。

我们预计，阿里巴巴国内零售电商业务的活跃买家数在 2020/2021/2022 财年分别超 7.3 亿/7.9 亿/8.6 亿人，拉动其国内零售电商业务 GMV 在未来三年分别达 6.9 万亿/7.8 万亿/8.8 万亿，同比增长 21%/14%/13%。我们假设，在淘宝直播等变现效率较高的新业态的拉动下，淘宝和天猫的线上综合货币化率在未来三年分别达 3.59%/3.66%/3.72%，拉动公司的国内零售电商收入在未来三年分别超 3300 亿/4200 亿/5100 亿，同比增长 33%/28%/22%。我们预计，公司整体核心电商业务收入在 2020/2021/2022 财年可分别超 4300 亿/5600 亿/6900 亿。利润层面，我们预计，由于阿里巴巴会在饿了么等生活服务类业务进行持续投入、也会持续加码新零售类自营业务，因此电商业务利润率会较此前几年有所降低。我们预计，在 2020/2021/2022 财年，阿里巴巴电商业务的经调整 EBITA 利润率分别约 38%/36%/35%。

生态型业务上，我们认为阿里云的技术及服务优势将持续推动其数字政务战略和商业操作系统的发展。未来几年，随着阿里云客户开支的提升和客户数的增加，我们预计阿里云收入将保持 58%/40%/32% 的同比增长，EBITA 亏损率逐年缩窄。

大文娱业务由于行业的竞争和优酷的持续投入，还将继续面临亏损。随着 UC 的调出、阿里影业的调入，我们认为短期内公司文娱业务的亏损率难以获得显著改善。我们预计，公司的文娱业务未来三年的收入约保持个位数增长，调整后 EBITA 利润率约在 -35%/-35%/-30%。我们预计，公司的创新业务（高德地图、UC、天猫精灵、阿里文学、阿里音乐等）收入约保持 20%/17%/14% 左右同比增长。

图表 59：公司收入及调整后 EBITA 利润率预测

百万元	FY2018	FY2019	FY2020e	FY2021e	FY2022e
收入	250,266	376,844	508,770	651,886	800,135
核心电商	214,020	323,400	438,023	562,498	691,177
云计算	13,390	24,702	38,917	54,645	71,877
大文娱	19,564	24,077	26,224	28,189	29,599
创新业务及其他	3,292	4,665	5,606	6,553	7,483
调整后 EBITA 利润率	39%	28%	27%	27%	27%
核心电商	53%	42%	38%	36%	35%
云计算	-6%	-5%	-4%	-3%	-2%
大文娱	-42%	-66%	-35%	-35%	-30%
创新业务及其他	-91%	-128%	-146%	-126%	-118%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.2 估值及投资建议

我们采用分部估值法，对阿里巴巴的电商、云计算、大文娱、创新业务及其他资产进行

估值，核心假设如下：

图表 60: 云计算龙头估值水平 (单位: 亿美元)

股票代码	公司简称	上一财年末市值 (亿美元)	估算云市值 (亿美元)	估算云收入 (亿美元)	云动态 P/S
AMZN.O	亚马逊	5,660	4,334	257	17
MSFT.O	微软	7,570	3,634	390	9
GOOGL.O	谷歌	6,824	583	80	7
平均值					11

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 61: 文娱及创新业务估值水平 (单位: 亿人民币)

公司代码	公司简称	市值	2020e 收入	动态 P/S
IQ.O	爱奇艺	925	382	2
BILI.O	哔哩哔哩	318	95	3
0772.HK	阅文集团	227	82	3
TME.N	腾讯音乐	1,607	337	5
NFLX.O	奈飞	9,531	1,771	5
平均值				4

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

- 核心电商业务: 在国内电商市场具有垄断地位, 盈利前景稳定可观; 给予 20x 2020e P/E。
- 云计算: 依据亚马逊、微软、谷歌等云计算龙头的 IaaS 估值水平, 给予 10x 2020e P/S。
- 大文娱及创新业务: 依据爱奇艺、哔哩哔哩、腾讯音乐、阅文集团、奈飞等文娱公司估值水平, 给予 4x 2020e P/S。

图表 62: 阿里巴巴估值表

(百万元)	持股比例	估值方法	2020e 收入	2020e 净利	估值假设	股权价值
核心电商	100%	P/E		137,533	20x 2020e P/E	2,750,652
云计算	100%	P/S	38,917		10x 2020e P/S	389,173
娱乐	100%	P/S	26,224		4x 2020e P/S	104,897
创新业务及其他	100%	P/S	5,606		4x 2020e P/S	22,425
投资、现金及其他						
- 蚂蚁金服	33%	官方估值				1,120,000
- 苏宁易购	19.99%	市值				95,100
- 微博	30.2%	市值				65,261
- 现金及其他						336,749
股权价值加总						4,012,215
股份数 (百万)						2,634
汇率 - 美元兑人民币						7.0
目标价 (美元)						218

资料来源: 公司公告, 公开信息收集, 国盛证券研究所

阿里巴巴作为中国互联网行业中当之无愧的领头羊, 在消费互联网时代引领了电商、文娱、生活服务产业的变革, 在产业互联网时代更是握紧了云计算、支付、政务企业服务的门票, 发展飞速、竞争壁垒牢固。我们给予公司 218 美元的目标价, 对应 34x 2020e non-GAAP P/E; 首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

居民消费意愿和企业付费意愿不及预期：阿里巴巴作为横跨消费互联网和产业互联网的企业，其经营情况和收入也会受到消费者和企业端需求的影响。任何影响用户消费意愿的因素，如用户收入、行业景气度等，均可能影响消费者和企业的需求和支付意愿。

下沉市场用户增长不及预期：目前阿里巴巴、拼多多、京东、唯品会均希望向下沉市场要用户。阿里上线“淘宝特价版”、“便宜好货”、聚划算等；拼多多和唯品会一直注重三线城市及以下地区；京东亦推出“京东秒杀”、“每日特价”、“品牌闪购”等予以跟进。未来电商平台的竞争激烈程度或加剧。

内容及社交平台带货量超预期：直播电商带货势头猛烈，快手、抖音、微信均已入局。快手更是构建了交易闭环，为老铁们的带货生意做好了充足的准备。直播电商越火爆，对内容和社交平台的吸引力也越大。

新零售、生活服务、文娱、云计算等业务投入带来分部亏损超预期：新零售、生活服务、文娱、云计算均是阿里巴巴目前亏损且持续进行投入的业务。这几项业务作为公司C端和B端重要的战略型业务，短期的投入可能会导致分部亏损暂时持续。

监管及公司治理风险：外部监管因素，如来自各项业务对应的监管部门、行业协会、以及SEC等，以及公司内部治理因素，均可能影响公司业务情况和财务表现。

7. 附录

图表 63: 阿里巴巴业务构成

子公司/板块	上市代码	持股比例	所在国家	成立或收购日期	主营业务简介
核心电商及物流					
淘宝网	na	100%	中国	2003 年 5 月	阿里的 C2C 平台，形式包括团购、分销、拍卖等多种电子商务模式
天猫	na	100%	中国	2012 年 1 月	阿里的 B2C 平台，品类包括服装、鞋包、美妆、快消品、家居等
盒马鲜生	na	100%	中国	2015 年 3 月	阿里巴巴对线下超市重构的新零售平台
银泰商业	na	74%	中国	2017 年 1 月	阿里整合线上线下零售的重要平台，以百货零售、购物中心、互联网+为核心
阿里健康	0241.HK	78.51%	中国	2015 年 4 月	阿里旗下的医药电子商贸平台，提供在线医药服务和医药 O2O 服务
全球速卖通	na	100%	中国	2010 年 4 月	面向全球市场打造的在线交易平台，覆盖 3C、服装、家居等行业
Lazada	na	92%	东南亚	2016 年 4 月	东南亚电子商务平台，主要面向印尼、马来西亚、菲律宾及泰国用户
天猫国际	na	100%	中国	2014 年 2 月	阿里的跨境电商平台，主要为国内消费者直供海外原装进口商品
1688 网站	na	100%	中国	1999 年 6 月	阿里旗下的中国小企业贸易电子商务平台，覆盖 16 个行业大类
零售通	na	100%	中国	2016 年	阿里针对线下零售小店推出的提供订货、物流、营销、增值服务等的一站式进货平台
Alibaba.com	na	100%	中国	1999 年	阿里旗下的全球 B2B 电子商务平台，覆盖多个行业大类
菜鸟网络	na	51%	中国	2013 年 5 月	电子商务物流外包服务提供商，提供专业一站式物流服务解决方案
饿了么	na	100%	中国	2018 年 4 月	本地生活平台，主营在线外卖、新零售、配送和餐饮供应链等业务
口碑	na	100%	中国	2015 年 6 月	阿里与蚂蚁金服联手成立的本地生活服务平台
飞猪	na	100%	中国	2014 年	阿里旗下的综合性旅游出行网络交易服务平台
云计算					
阿里云	na	100%	中国	2009 年 9 月	阿里旗下云计算品牌，为政府、企业等机构提供云计算技术和服务
钉钉	na	100%	中国	2014 年 5 月	移动办公软件，为企业提供免费沟通和协同的多端平台
娱乐					
优酷	na	100%	中国	2015 年 10 月	国内第一梯队网络视频平台，由优酷土豆更名而来
阿里影业	1060.HK	50.65%	中国	2014 年 6 月	互联网影视公司，以互联网为核心驱动的全产业链娱乐平台
大麦	na	100%	中国	2017 年 3 月	综合类现场娱乐票务营销平台，覆盖演唱会、话剧、音乐剧、体育赛事等领域
创新业务及其他					
高德地图	na	100%	中国	2014 年 2 月	数字地图内容、导航和位置服务解决方案提供商
UC 优视科技	na	100%	中国	2014 年 6 月	阿里旗下第三方手机浏览器
天猫精灵	na	100%	中国	2017 年 7 月	阿里的人工智能实验室
阿里音乐	na	90%	中国	2015 年 3 月	数字音乐平台，由阿里旗下音乐服务应用虾米音乐、天天动听合并
阿里文学	na	100%	中国	2015 年 4 月	互联网文化娱乐品牌，以内容生产、合作引入以及版权产业链的双向衍生为主

资料来源: Wind、公司公告、国盛证券研究所

图表 64: 阿里巴巴主要参股公司一览

子公司/板块	上市代码	参股比例	所在国家	成立或收购日期	主营业务简介
电商（包括物流）					
苏宁易购	002024.SZ	19.99%	中国	2015 年 8 月	苏宁旗下综合网上购物商城，品类涵盖 3C、消百货、日用品、虚拟产品等
百世集团	BEST.N	26.8%	中国	2015 年 1 月	百世集团旗下知名快递品牌
圆通速递	600233.SH	11.07%	中国	2015 年 5 月	集速递、物流、电子商务为一体的大型民营企业
宝尊电商	BZUN.O	15.3%	中国	2010 年 1 月	整合式电子商务服务商，为品牌企业零售商提供营销、IT、物流等专业服务
海尔日日顺	na	34%	中国	2014 年 3 月	中国大型家电品牌，与阿里联手打造日日顺物流合资公司
新加坡邮政	na	14.51%	新加坡	2015 年 7 月	国家邮政服务供应商，三大业务板块分为传统邮政、物流快递和零售业务
三江购物	601116.SH	32%	中国	2016 年 11 月	浙江省大型连锁超市之一，是浙江省政府重点扶持的大型连锁企业
联华超市	0980.HK	18%	中国	2017 年 5 月	以直接经营、加盟经营和并购方式成为的一家具备全国网点布局、业态最齐全的零售连锁超市公司
新华都	002264.SZ	5%	中国	2017 年 9 月	福建省大卖场、综合超市以及百货连锁经营行业的龙头企业
高鑫零售	6808.HK	36%	中国	2017 年 11 月	以「欧尚」(Auchan)及「大润发」(RT-Mart)两大知名品牌经营大卖场业务
居然之家	na	15%	中国	2018 年 2 月	以家居为主业，业务范围涵盖室内设计和装修、家具建材销售、智慧物流、商业会展等
石基零售	na	38.0%	中国	2018 年 4 月	从事规模化零售信息系统业务
中通快递	ZTO.N	10.0%	中国	2018 年 5 月	集快递、物流、电商、印务于一体的大型集团公司
红星美凯龙	1528.HK	3.7%	中国	2019 年 5 月	家居装饰及家具商场的运营者和管理者
中通快递	002468.SZ	29.9%	中国	2019 年 7 月	国内快递网络最完整、规模最大的民营快递企业之一
云计算					
千方科技	002373.SZ	15.0%	中国	2019 年 5 月	提供智慧交通的综合解决方案
娱乐					
陌陌	MOMO.O	14.00%	中国	2013 年 10 月	移动社交平台，用户基于地理位置进行社交互动
第一财经	na	36.74%	中国	2015 年 6 月	中国专业财经媒体品牌，集广播、电视、日报、网站、杂志于一体
恒大淘宝	834338.OC	37.81%	中国	2016 年 1 月	中国广州的一家职业足球俱乐部，现参加中国足球超级联赛
微博	WB.O	30.2%	中国	2016 年 9 月	中国社交网络平台，用户通过关注机制分享简短实时信息
分众传媒	002027.SZ	7.99%	中国	2018 年 7 月	媒体广告业务，在全球范围首创电梯媒体
哔哩哔哩	BILI.O	7.60%	中国	2019 年 2 月	国内领先的 ACG 文化社区，现已发展成全方位在线娱乐世界
金融、创新业务及其他					
石基信息	002153.SZ	13.06%	中国	2014 年 9 月	饭店管理集团及其管理的高星级饭店信息系统的产品供应商和技术服务商
蚂蚁金服	na	33%	中国	2014 年 10 月	小微企业和个人消费者的金融服务提供商，旗下有支付宝、余额宝等业务
魅族	na	27.23%	中国	2015 年 2 月	智能手机厂商，主要产品有魅蓝 3、魅蓝 2、魅族 MX4 等系列手机
Paytm	na	50.8%	印度	2015 年 9 月	印度最大的移动支付和商务平台

Magic Leap	na	未知	美国	2016 年 2 月	美国的一家增强现实公司
华泰证券	601688.SH	3.25%	中国	2018 年 8 月	券商
中金公司	3908.HK	4.84%	中国	2019 年 2 月	券商

资料来源: Wind、公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com