

阿里巴巴 IPO 深度报告

浪潮之巅的互联网巨头——从盈利本质看阿里的昨天、今天和明天

分析师： 欧亚菲 S0260511020002



020-87555888-8641



oyf@gf.com.cn

分析师： 洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

核心观点：

● 阿里电商生态圈的盈利本质：平台之王，流量变现，成就中国最赚钱的互联网公司

如果把阿里巴巴看做是一家电商公司，那么无论是 1.68 万亿 GMV、525 亿营收和 231 亿净利润等财务数据，还是 2.55 亿活跃用户、127 亿订单、8 亿在售商品等运营指标，都足以震慑任何一个竞争对手。这一汇聚品牌商和消费者的网购平台，凭借与生俱来的购物属性，自然成为高转化率的广告发布平台。因此从盈利本质出发，阿里巴巴更为准确的定义是一家依托电商服务集聚庞大用户和流量基础，并以广告营销作为流量变现手段的互联网企业。FY2014，阿里广告收入 297 亿元，占总收入 57%，并有望在 2015 年超越百度成为中国最大网络广告平台。

● 阿里电商生态圈的拓展升级：供应链+国际化+移动端，打造覆盖全球、全渠道的广告交易平台

阿里巴巴作为一个在线实时广告平台，其核心在于获取更多用户（广告位），并吸引更多品牌商（广告主）。目前我们看到的是一个基于 PC 端、覆盖国内商品零售的广告交易平台，展望未来我们对阿里核心盈利能力的持续提升充满信心：1) 行业高速增长，未来 4 年 PC 广告 CAGR=27%，移动广告 CAGR=69%；2) 布局菜鸟物流，提升供应链效率，巩固流量基石；3) 国际化战略，其中海外代购规模 14 年翻倍，跨境出口规模未来 3 年 CAGR=30%（速卖通 4 年达 37 亿美金）；4) All-in 移动端，移动电商未来 4 年 CAGR=59%（淘宝无线份额 84.2%），O2O 拓展生活服务类广告主资源。随着大数据技术提升，未来广告位或将更为有效的切割，满足移动端精准投放需求和竞价搜索广告向 DSP 展示广告的转型。凭借对用户、商品极深的理解和强大的大数据技术，阿里巴巴竞争力凸显。

● 从 IT 时代到 DT 时代，云计算+大数据打造中国商业发展的基础设施

阿里除了自身交易数据外，还通过投资、收购、合作的方式获得广泛数据源，并将大数据分析成果应用于电商、金融、健康、娱乐、生活等各个领域。金融已经成为电商以外大数据应用最广泛的模块，支付宝十年 3.84 万亿交易额（占第三方在线支付份额 50%，移动支付份额 76%）、阿里小贷四年 1600 亿累计贷款、余额宝一年近 6000 亿规模，而未来医院、数字娱乐等领域的布局，无不彰显阿里巴巴打造 DT 时代商业发展基础设施的雄心壮志。

● 盈利预测与估值探讨：未来三年利润 CAGR=39.1%，12 个月合理市值中枢 2240 亿美元

我们预测阿里未来三年收入 CAGR=36%、利润 CAGR=39%，增长动力来自大数据支持下广告投放转化率的提升及国际化、移动化战略下广告主和广告位资源的快速扩张。我们对比同样以流量变现为盈利模式的互联网企业，考虑估值切换，给予阿里巴巴 FY16 年 30XPE，则 12 个月合理市值中枢 2240 亿美元。此外，我们梳理了与阿里巴巴有紧密的资本或业务层面直接或间接合作的上市公司（详见第六章），供投资者参考！

● 风险提示：品质管控不力、物流体验不足致用户流失；VIE 结构的法律风险；国际化战略不达预期。

相关研究：

电商中概股 2Q14 经营分析：B2C 化&移动化加速，天猫&京东寡头垄断，垂直电商大放异彩	2014-09-01
聚美优品 IPO 深度报告：美妆电商盛宴，聚美谁与争锋	2014-04-21
从京东看中国电商转折点报告之二：以移动和大数据为核心，拓展金融等增长点	2014-02-10
从京东看中国电商转折点报告之一：京东在 PC 电商巅峰时刻上市将获溢价	2014-02-07

目录索引

投资聚焦	7
一、 阿里生态圈构建：贯通批零业务，打造闭环链条	8
（一）B2B 时代：以批发业务为突破，供血零售业务	8
（二）C2C 时代：免费模式+用户体验，打败 EBAY	10
（三）B2C 时代：淘宝导流，成就天猫	11
（四）大阿里时代：打通批零市场，构建 CBBS 电商生态圈	12
二、 阿里生态圈盈利：平台之王，流量变现	13
（一）规模经济+流量变现，典型的互联网巨头	13
（二）零售业务：品牌化转型盈利激增，成就最赚钱互联网公司	17
（三）批发业务：从信息服务到交易服务，在线产业带助推平台复苏	23
三、 阿里生态圈扩展：供应链+国际化+移动端	25
（一）供应链：电商渗透率持续提升，建菜鸟网络补物流短板	26
（二）国际化：天猫国际请进来，跨境电商走出去	31
（三）移动端&O2O：流量爆发，阿里 ALL-IN	35
（四）千人千面，迎接大数据时代展示广告春天的来临	40
四、 从 IT 时代到 DT 时代，建中国商业发展基础设施	44
（一）云计算：大数据分析基础，生态系统运转基石	45
（二）DT 时代：数据化运营，提升社会效率，创造巨大价值	48
（三）阿里金融：大数据支持下的互联网金融创新	49
五、 盈利预测及估值探讨	53
（一）盈利预测：未来三年收入 CAGR=36.2%，利润 CAGR=39.1%	53
（二）估值探讨：12 个月合理市值中枢 2240 亿美元，对应 FY16 年 30XPE	55
六、 阿里巴巴相关投资标的梳理	56
七、 附录	57

图表索引

图 1: B2B 业务曾经是阿里集团的主要收入来源	9
图 2: 国际业务是 B2B 的主要收入来源	9
图 3: B2B 业务为集团提供充裕现金流	9
图 4: B2B 业务稳定盈利供血零售业务	9
图 5: 淘宝高速发展受益网购人群的流量红利	10
图 6: 免费政策催生淘宝商品 SKU 数激增	10
图 7: 2005 年后淘宝交易规模超越 eBay 易趣	11
图 8: 2010 年主要购物网站渗透率	11
图 9: 国内网购市场 B2C 占比持续提升	11
图 10: 中国网购市场由平台电商主导, 美国则相反	11
图 11: 天猫商城占 B2C 市场份额 50.6%	12
图 12: 天猫商城占阿里 GMV 比例持续提升	12
图 13: 阿里构建完整 CBBS 电子商务生态系统	13
图 14: 按业务分, 零售业务是阿里巴巴主要收入来源	14
图 15: 按区域分, 中国市场是阿里巴巴主要收入来源	14
图 16: 按盈利模式分, 广告和佣金是阿里主要收入来源	14
图 17: 阿里巴巴零售业务收入构成	14
图 18: FY2010-FY2014 阿里营收 CAGR 达 67.5%	15
图 19: FY2012 后阿里毛利率持续回升	15
图 20: 规模化优势带动费用率下行	15
图 21: 阿里净利润高速增长	15
图 22: BAT 三巨头的营收比较	16
图 23: BAT 三巨头的净利润比较	16
图 24: BAT 三巨头的毛利率比较	16
图 25: BAT 三巨头的净利润率对比	16
图 26: 活跃用户持续增长	17
图 27: 活跃用户人均订单数高达 50 单	17
图 28: 淘宝卖家数高增长	18
图 29: 淘宝平台不同交易量卖家同比均大幅增长 (2013.6)	18
图 30: 阿里巴巴零售业务货币化率	18
图 31: 阿里巴巴天猫商城货币化率	18
图 32: 不同品类电商公司的毛利率-仓储物流费率	19
图 33: 中国 B2C 服装品类市场规模及天猫份额	19
图 34: 从品牌商来看, 化妆品、服装毛利率更高	20
图 35: 从渠道商来看, 化妆品、服装毛利率更高	20
图 36: 阿里巴巴零售业务广告收入及增速	21
图 37: 阿里巴巴零售业务广告货币化率	21
图 38: TANX 整合阿里妈妈广告产品	21
图 39: 2013 年百度和大淘宝广告收入遥遥领先 (亿元)	22

图 40: 淘宝广告收入 2015 年有望超越百度 (亿元)	22
图 41: 天猫 GMV 增速领先 B2C 网购行业增速	22
图 42: 阿里巴巴全面从 C2C 向 B2C 转型	22
图 43: 阿里巴巴交易佣金收入及增速	23
图 44: 天猫综合佣金率逐年下降	23
图 45: 内贸带动 B2B 业务营收恢复增长	23
图 46: 阿里 B2B 平台营收市场份额触底回升	23
图 47: 中小企业 B2B 平台月度覆盖用户下降	24
图 48: B2B 行业营收增速放缓	24
图 49: B2B 行业从信息服务向交易服务、资源整合平台转型	24
图 50: 阿里在线产业带交易规模	25
图 51: 阿里巴巴在线产业带服务模式	25
图 52: 2013 年中国互联网、网购渗透率落后发达国家	27
图 53: 中国线下零售设施建设落后 (2013 年)	27
图 54: 13-16 年中国网上购物规模 CAGR 为 27.2%	28
图 55: B2C 网购市场占比持续提升	28
图 56: 价格之外网购用户开始重视品质	28
图 57: 物流和售后服务成为用户咨询的重点	28
图 58: 天猫在 B2C 网购市场份额下滑	29
图 59: B2C 市场天猫受到多方挑战 (1Q2014)	29
图 60: 14 家物流合作伙伴配送点超 10 万个 (2014.4)	30
图 61: 阿里四方物流体系	30
图 62: 跨境电商交易规模持续增长	32
图 63: 跨境电商以出口为主	32
图 64: 未来五年跨境网购人数	32
图 65: 未来五年跨境消费金额	32
图 66: 海外代购市场交易规模	33
图 67: 天猫国际平台拥有数千个国际品牌	33
图 68: 速卖通缩短优化外贸产业供应链	34
图 69: 速卖通 FY2014 平台 GMV 达到 37 亿美元	35
图 70: 阿里速卖通营收规模	35
图 71: PC 端网购用户增速中枢下行	36
图 72: 移动购物市场未来四年 CAGR=58.8%	36
图 73: 阿里移动端抢占先机	37
图 74: 1Q2014 淘宝无线一家独大	37
图 75: 移动端盈利模式逐渐清晰	37
图 76: 阿里移动端增速领先行业	37
图 77: 本地生活 O2O 在线商务用户	39
图 78: 团购市场交易规模	39
图 79: 二维码广告在移动端广告中的接受度较高 (2013)	39
图 80: PC 网络广告市场未来四年 CAGR 为 26.9%	40
图 81: 中国网民接触时间最长的媒体分布	40
图 82: 2014 年电商网站将成为最大 PC 网络广告投放地	41

图 83: 电商网站广告网民关注和点击率最高	41
图 84: PC 电商广告未来四年 CAGR 达 37.1%	41
图 85: 大淘宝是最主要的 PC 电商广告投放地	41
图 86: 用户全天在多屏之间切换 (2013 年 10 月监测)	42
图 87: PC 端流量向移动端转移	42
图 88: 移动广告市场高增长	42
图 89: 聊天和购物是用户点击移动广告最主要的场景	42
图 90: DSP 展示广告高速增长	43
图 91: 2015 年美国展示广告将超越搜索广告 (十亿美元)	43
图 92: DSP 广告改变传统广告投放方式	43
图 93: 营销精准化是用户最希望广告改进的方面	43
图 94: 云计算是阿里生态系统运营的基石	45
图 95: 阿里云服务生态系统	46
图 96: 阿里云计算收入稳定增长	47
图 97: 中国公有云服务市场规模	47
图 98: 亚马逊 AWS 云服务收入	48
图 99: 全球云服务市场规模	48
图 100: 2010 年全球数据储存量超过 6450PB	48
图 101: 第三方互联网&移动支付规模	51
图 102: 支付宝占第三方互联网支付半壁江山	51
图 103: 第三方移动支付市场高增长	51
图 104: 1Q2014 第三方移动支付市场份额	51
图 105: 余额宝规模近 6000 亿	52
图 106: 阿里小贷累计贷款超过 1600 亿	52
表 1: 90 年代中国电子商务发展的主要支持政策	9
表 2: 无论是对卖家还是买家而言, 淘宝在用户体验上完胜 eBay (易趣)	10
表 3: 大阿里计划主要项目	12
表 4: 广告和游戏是全球互联网公司流量变现的主要方式 (2013 年)	16
表 5: 广告和佣金是零售市场盈利模式	17
表 6: 天猫商城服装品类的广告费率敏感性分析	19
表 7: 新浪、百度、淘宝广告对比	20
表 8: 阿里巴巴去年以来主要投资	26
表 9: 阿里天、地、人三网构成	30
表 10: 阿里依托菜鸟推出多种特色物流服务	30
表 11: 主要跨境 B2C 电商主打 3C 和服装, 规模较小	32
表 12: 天猫国际 VS 海淘优势明显	33
表 13: 速卖通 2013 年交易国家 TOP10	34
表 14: 阿里巴巴在移动端的布局	37
表 15: 阿里“码上淘”五类码	38
表 16: 本地生活 O2O 参与企业类型	39
表 17: 阿里 TANX 是国内上线最早的广告交易所	44
表 18: 阿里巴巴云计算技术进化史	45

表 19: 阿里云计算应用项目	47
表 20: 大数据分析应用所创造的价值	49
表 21: 大数据具有应用价值潜力行业	49
表 22: 阿里大数据应用典型项目	50
表 23: 支付宝大事记	51
表 24: 阿里小贷发展历程	53
表 25: 阿里巴巴盈利预测	54
表 26: 可比公司估值情况 (百万美元)	55
表 27: 阿里巴巴投资或合作的上市公司	56
表 28: 与阿里巴巴投资或发展领域相关的概念股 (与阿里巴巴无直接关系, 但所处行业是阿里重点投入领域)	57
表 29: 两版支付宝赔偿及相关协议对比	58
表 30: 阿里巴巴从 2005 年至今主要的对外投资项目整理	59

投资聚焦

如果要评选一家全球最牛的互联网企业，阿里巴巴毫无疑问是这一殊荣的有力竞争者。这家由18个创始人在1999年创立的公司，本着“让天下没有难做的生意”这一理念，建立了完整的CBBS电商生态圈，成为中国最大的在线商品交易平台。而之所以把阿里看做是一家互联网公司，在于其流量变现的盈利模式更接近google、腾讯、百度等，只是在流量聚集和变现的手段上有所差异。因此在我们看来，阿里巴巴的本质是一家以广告营销为主要盈利模式的互联网企业。

回顾过去15年的发展历程，阿里巴巴在每一个时点上对于行业趋势的准确把握和提前布局，都使其在激烈的竞争中占得领先优势，享受流量红利。而看似眼花缭乱的业务布局和收购兼并，核心都是围绕广告交易平台的建立、维护和拓展进行。在大数据时代，每个用户的每个时间段都是一个独立广告位，因此在阿里巴巴建立的广告交易平台中，如何获取并维护用户规模、如何延长用户停留时间以及如何吸引更多品牌商资源是最为核心的竞争力。

阿里巴巴用15年的时间建立了一个从C（消费者）到小B（分销商）到大B（品牌商）的国内电商生态圈，并以广告和佣金实现流量变现。而展望未来我们看到的是阿里更具雄心的布局，其核心正是扩展广告主和广告位资源：1）巨额投资菜鸟物流，提升供应链效率和用户体验，巩固其广告交易平台的流量基石；2）以天猫国际和速卖通进军跨境电商，将其广告交易平台从国内拓展至全球；3）全面ALL IN移动互联，将其广告交易平台从PC端拓展至移动端；4）O2O模式创新与布局，将其广告交易平台从实物商品领域拓展至生活服务类产品。数年之后我们所看到的阿里巴巴，将会是一个覆盖全球用户、全球品牌、全渠道服务的国际实时广告交易平台。

如果你就此认为阿里只是局限于电商生态体系的流量变现，那可能又低估了这家互联网巨头的雄心壮志。诚如马云所言，以云计算和大数据分析为依托，阿里未来十年的目标，是“建立DT数据时代中国商业发展的基础设施”。除了自身电商生态体系积累的2.55亿用户和800万卖家产生的庞大交易支付数据、通过投资收购获得的来自微博、UC浏览器、优酷土豆、高德地图、中信21世纪、虾米音乐等涵盖社交、娱乐、生活、健康等各个领域的数据外，阿里还与外部机构如气象局、药监局、海关等合作获得更广泛的数据使用授权。毫无疑问，阿里巴巴是中国最广泛、最领先、且最具价值的大数据拥有者之一，并将大数据分析结果应用于电商、金融、健康、教育、生活等各个领域，提升社会运营效率，创造更大的价值！

阿里巴巴对于持续创新的追求和对于未来极具前瞻性的布局，将使得这家互联网巨头始终站在时代和潮流的风口，创造一个又一个惊喜。我们预测公司FY15-17收入复合增速36.2%，利润复合增速39.1%，参考同样以流量变现为盈利模式的互联网企业，考虑估值切换，给予阿里巴巴FY2016年30XPE，则12个月合理目标市值2240亿美元。建议投资者关注这家站在浪潮之巅的中国互联网巨头。

一、阿里生态圈构建：贯通批零业务，打造闭环链条

“让天下没有难做的生意”，这是马云1999年创立阿里巴巴时许下的愿景。尽管彼时的马云自己也未曾想到今天的电子商务应该是什么模式，但其对最初愿景的坚持不渝和前瞻性的业务布局，都无不令人钦佩。

阿里巴巴1999年从B2B切入助力国内企业的外贸批发生意；2003年凭借B2B稳定的盈利开始培育C2C市场；2008年借助C2C的流量基础向B2C转型；2011年阿里巴巴抛出大阿里战略，打通批发和零售市场（2013年内贸B2B网站1688.com中50%-60%的批发订单来自淘宝和天猫卖家），看似孤立的业务布局最终构建了一个完整的CBBS电商闭环：从C端消费者需求出发，贯穿整条供应链到达B端供应商，实现C（消费者）-小B（分销商）-大B（供应商）的供应链重构，而阿里巴巴作为S（服务商）参与全程。

我们在这一章节中将阐述阿里巴巴过去15年是如何一步步构建起这样一个完整、庞大的电商生态系统，这既是阿里巴巴流量变现的基础，也是未来O2O、国际化扩张的底层架构。

（一）B2B时代：以批发业务为突破，供血零售业务

1999年马云和其他17位创始人成立阿里巴巴，上线alibaba.com（外贸）和1688.com（内贸），以“让天下没有难做的生意”为理念，为中小企业提供“信息发布+网上推广”服务，打造“网上义乌集市”。以B2B业务作为涉足电商的突破口，体现了阿里巴巴对当时中国电商环境的准确判断。

1) 网购人群基数低，C端需求未形成：根据信息部统计，1999年全国联网计算机仅350万台、网民890万，其中网购人群占比20.3%，且购物满意度仅40%。C端流量基础和购物体验的缺失，使得红极一时的电商网站如8848、卓越（B2C）、易趣、雅宝（C2C）等都经营艰难，并迅速走向倒闭或被收购的命运。

2) B2B行业需求刚性、政策支持：亚洲金融危机之后外贸复苏，一年两次的广交会已难以满足中小企业需求，同时政府也频繁出台一系列支持电子贸易发展的政策，一个能够突破时间、地理限制，帮助中小企业更便捷做外贸的平台呼之欲出。

3) 互联网IT技术尚处于发展初期：早期B2B以迎合中小企业商品信息展示、沟通交流的迫切需求为主，不涉及在线交易，因此对于阿里巴巴来说更易上手。

B2B业务不仅帮助阿里巴巴树立行业地位(09年阿里占B2B市场份额约60%)，更为其日后向C端进军奠定了夯实基础。一方面，会员费+广告费（主要为会员费）的稳定盈利，既是淘宝长期坚持免费政策的底气，也是07年底在香港上市最好的背书。直到2011年之前，B2B业务一直是集团收入的主要构成，并以丰厚的现金流和净利润向零售业务供血；另一方面，B2B业务多年积累的庞大生产商和供应商资源，为阿里未来构建的C-B-B-S生态圈提供了有力支持。

图 1: B2B 业务曾经是阿里集团的主要收入来源

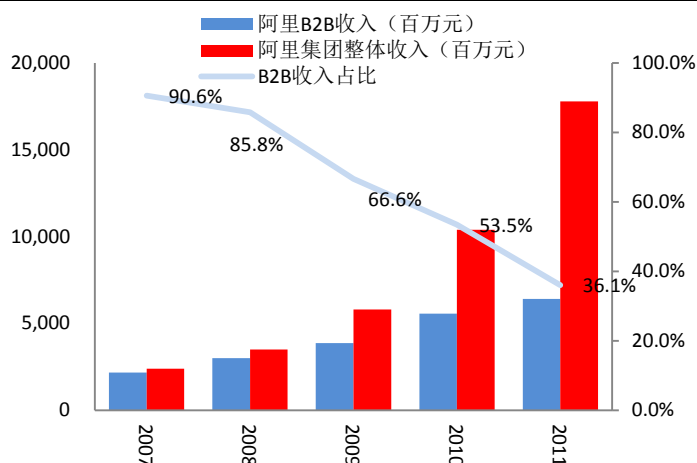
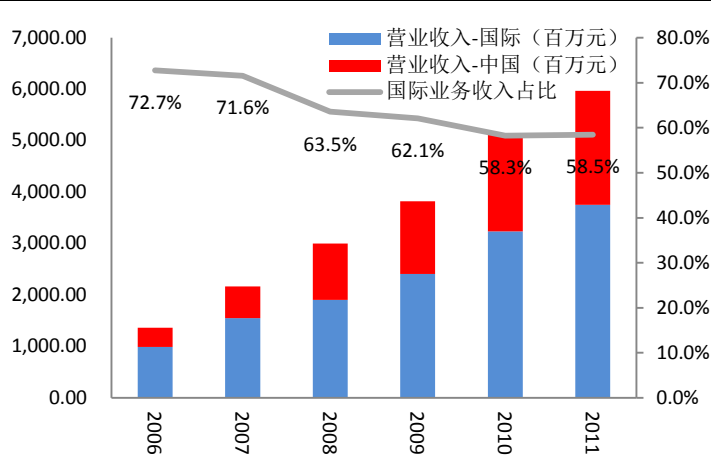


图 2: 国际业务是 B2B 的主要收入来源



数据来源: Yahoo 年报、阿里巴巴港股上市资料、广发证券发展研究中心

图 3: B2B 业务为集团提供充裕现金流

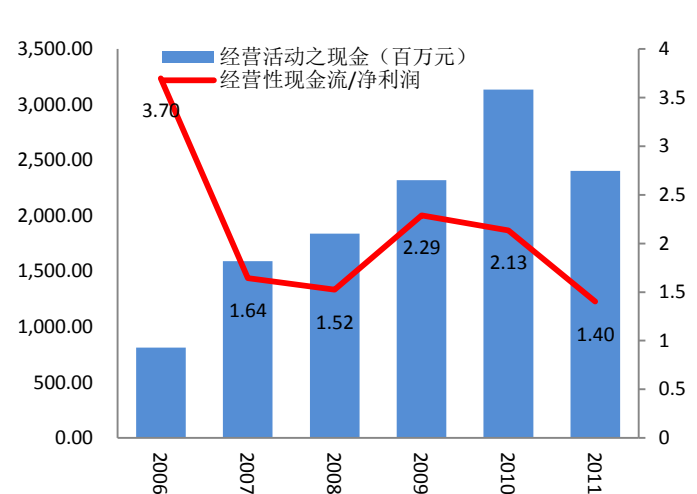
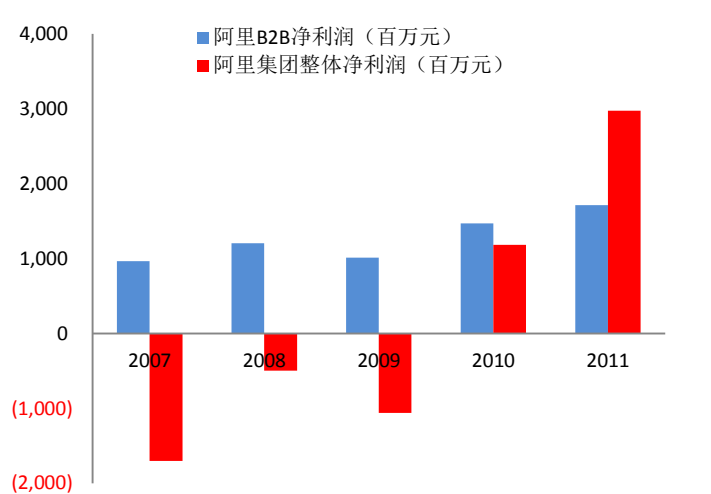


图 4: B2B 业务稳定盈利供血零售业务



数据来源: Yahoo 年报、阿里巴巴港股上市资料、广发证券发展研究中心

表 1: 90 年代中国电子商务发展的主要支持政策

时间	重要事件
1994 年 5 月	人民银行、电子部、全球信息基础设施委员会 (GIIC) 共同组织“北京电子商务国际论坛”; 同年 10 月“亚太地区电子商务研讨会”在北京召开, 电子商务概念开始在我国传播。
1996 年 1 月	国务院国家信息化工作领导小组成立, 时任国务院副总理邹家华任组长, 20 多个部委参加, 统一领导信息化建设。
1997 年 4 月	全国信息化工作会议在深圳召开, 各省市相继成立信息化领导小组, 开始制定本省包含电子商务在内的信息化建设规划。
1998 年 7 月	商务部国际电子商务中心 (CIECC) 上线中国商品交易市场, 号称“永不闭幕的广交会”。
1998 年 10 月	国家经贸委与信息产业部联合宣布启动以电子贸易为主要内容的“金贸工程”。北京、上海等城市启动电子商务工程, 开展电子商场、电子商厦及电子商场试点

数据来源: 公开资料整理、广发证券发展研究中心

（二）C2C 时代：免费模式+用户体验，打败 eBay

经历了2000年前后的互联网泡沫，B2B业务“会员费+增值服务”的盈利模式逐渐稳定，同时网民规模的快速增长为零售业务的发展提供了良好的土壤。2003年中国互联网用户规模已达到8000万，同年eBay完成对易趣的全资收购（02年收购40%股份），而阿里巴巴上线淘宝，正式进军C2C零售业务。

与eBay照搬海外市场佣金收费模式不同，**淘宝从一开始就坚持免费政策（B2B业务的现金流和利润是其强大支持），吸引大量卖家入驻，SKU数快速丰富**，而eBay易趣直到2008年才宣布免费，为时已晚。如果说免费政策成功帮助淘宝实现SKU数的规模化，那接地气的用户体验则是彻底拉开与eBay易趣差距的关键所在：**小商家集市模式VS二手拍卖模式、支付宝担保VS银行转账、推出阿里旺旺鼓励沟通VS禁止买卖双方交易前沟通等**，无不体现淘宝对本土市场和消费者的准确理解。

2003年eBay交易额8.4亿元，淘宝仅0.9亿元；到了2007年上线天猫前，淘宝交易额已达到433亿元，而eBay仅40亿元，被远远甩开。**回顾淘宝的成功，很大程度上受益于中国网购市场的流量红利**，从2003年到2010年网民数增长5倍，而淘宝注册用户从23万增长至3.7亿，体现阿里巴巴极具前瞻性的布局。

表 2：无论是对卖家还是买家而言，淘宝在用户体验上完胜 eBay（易趣）

	淘宝	eBay（易趣）
收费标准	免费，卖家&商品数量迅速增长	卖家商品上架费和成交佣金，2008.5 宣布免费
经营模式	小商家集市模式	竞价拍卖为主
沟通机制	推出阿里旺旺，鼓励买卖交易前沟通	禁止买卖双方事先沟通，防止私下达成交易
支付方式	推出支付宝，信用担保支付、全额赔付	银行转账和汇款

数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

图 5：淘宝高速发展受益网购人群的流量红利

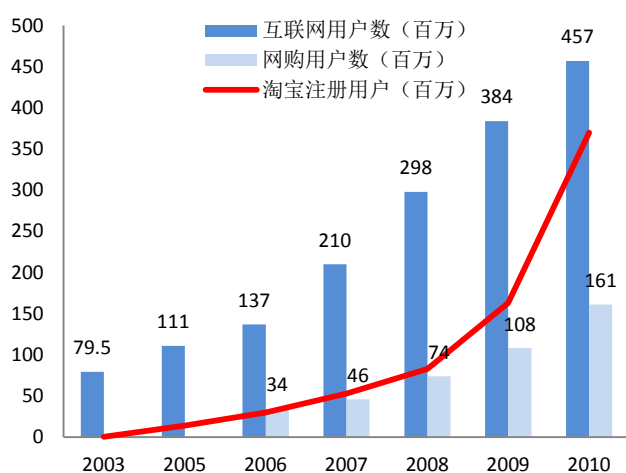
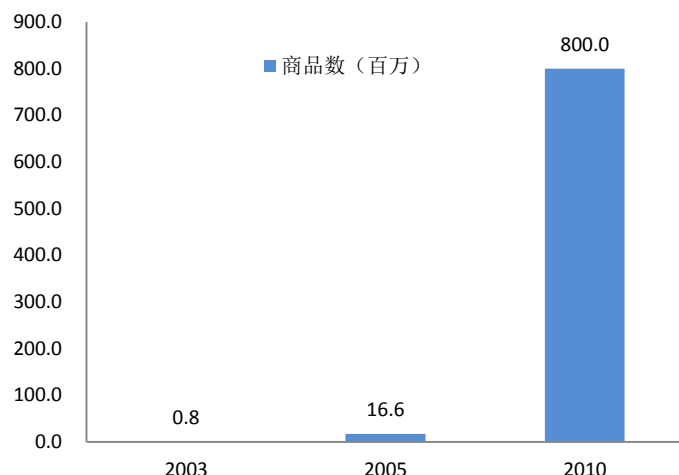


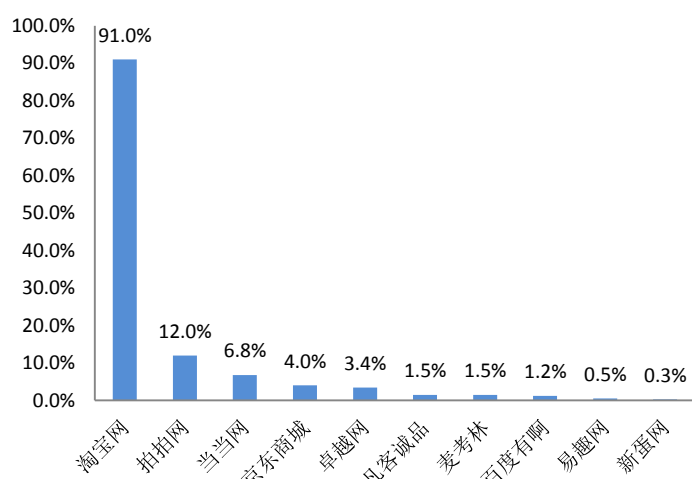
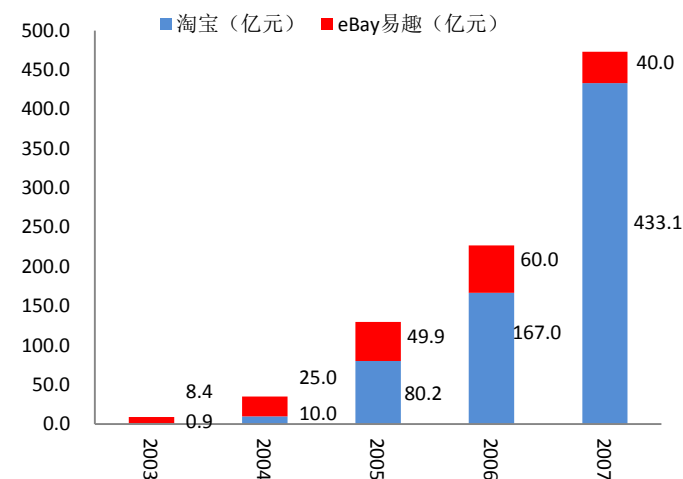
图 6：免费政策催生淘宝商品 SKU 数激增



数据来源：CNNIC、淘宝官方新闻资料、广发证券发展研究中心

图 7：2005 年后淘宝交易规模超越 eBay 易趣

图 8：2010 年主要购物网站渗透率



数据来源：艾瑞咨询、CNNIC、广发证券发展研究中心

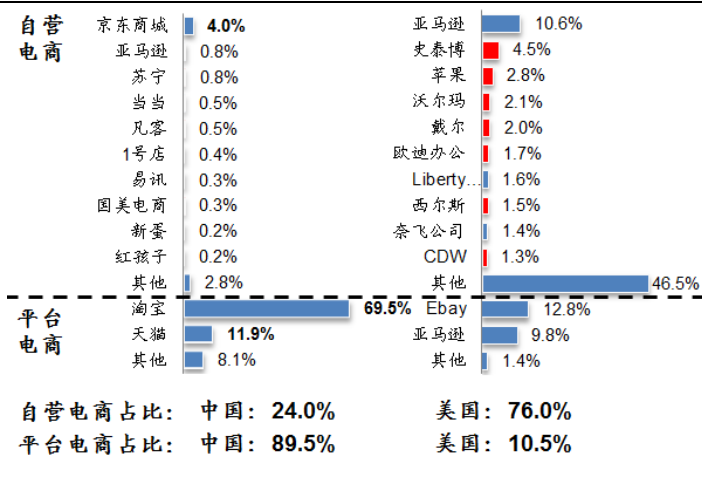
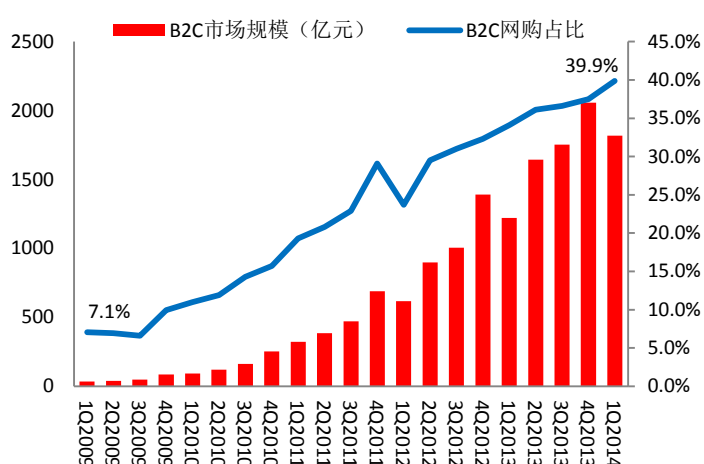
（三）B2C 时代：淘宝导流，成就天猫

2007 年随着 B2B 业务在香港上市，阿里巴巴开始将更多精力转移到零售市场。免费开店政策和接地气的用户体验，使得淘宝成功击退 eBay，并建立了基于支付宝的网络诚信和支付体系，但低门槛也带来了商品重复陈列、卖家质量参差不齐、假货横行等问题。随着网购市场的成熟，消费者对于品牌、品质、售后等越来越关注。正是在这样的背景下，2008 年阿里上线淘宝商城（2012 年 1 月更名为天猫），吸引品牌商或品牌授权的经销商和分销商入驻，全面从“淘便宜”向“淘品质”迁移。

与美国等成熟市场不同，C2C 一直是国内网购的主流方式，但近年来 B2C 发展迅猛。根据艾瑞咨询的统计，B2C 占网购市场份额从 2010 年的 13.7% 上升为 2013 年的 35.1%，并有望在 2017 年达到 52.4%，超越 C2C 的趋势不可逆转。而受益于淘宝流量导入的天猫商城，成立短短 5 年多就实现销售额 5050 亿元，占国内 B2C 网购市场份额的 50.6%，占大淘宝系的 31%。

图 9：国内网购市场 B2C 占比持续提升

图 10：中国网购市场由平台电商主导，美国则相反



数据来源：艾瑞咨询、CNNIC、广发证券发展研究中心

注：红色为有实体店的自有平台电商。

图 11：天猫商城占 B2C 市场份额 50.6%

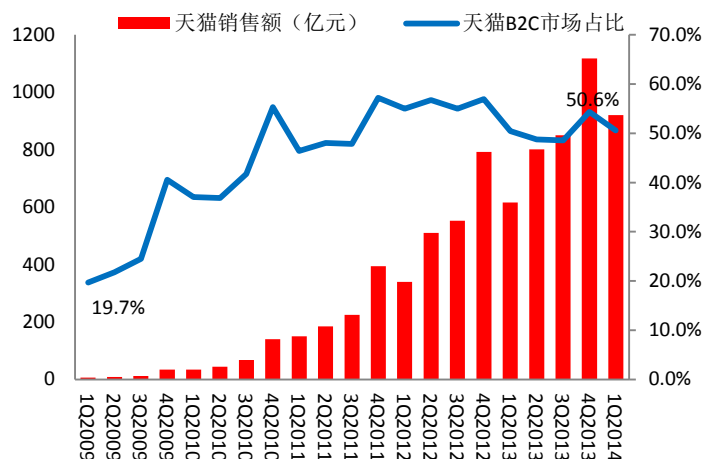
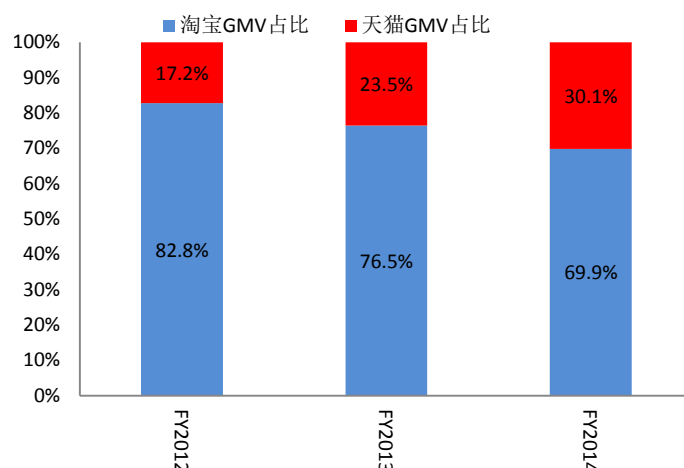


图 12：天猫商城占阿里 GMV 比例持续提升



数据来源：艾瑞咨询、CNNIC、广发证券发展研究中心

天猫商城以交易佣金的收费模式提高商户进驻门槛，同时为商户提供基于大数据的营销、订单、金融等方面的服务（2012年7月推出的聚石塔平台，在短短半年时间里就覆盖了2万多商户，处理订单1400万单，占天猫订单总数的24%），收获丰厚利润，成功实现流量变现，帮助阿里巴巴扭亏为盈，并超越B2B业务成为集团新的利润贡献主力。

（四）大阿里时代：打通批零市场，构建 CBBS 电商生态圈

电子商务不应该是孤立的B2B、C2C或B2C，而是整个商务活动的电子化。2011年6月阿里巴巴抛出大阿里计划，拆分淘宝、天猫、一淘，同时B2B退市转型，整合流量体系（阿里妈妈）、支付体系（支付宝）、物流体系（菜鸟网络）、数据体系（阿里云）等，将看似孤立的零售市场（淘宝、天猫）和批发市场（Alibaba.com和1688.com）打通，构建了一个从C端需求出发，贯穿整条供应链到达B端供应商，实现C（消费者）-小B（分销商）-大B（供应商）的供应链重构，而阿里巴巴作为服务商（S）参与全过程。

这个完整的CBBS电商生态系统，既是阿里巴巴日后流量变现的盈利模式基础，也是未来向国际化（天猫国际和速卖通）、移动端O2O拓展的底层架构。我们将在后面的篇章详细介绍阿里巴巴的盈利本质和未来的增长空间。

表 3：大阿里计划主要项目

时间	项目
2008 年 1 月	支付宝宣布与建行合作推出信贷服务，为符合条件的淘宝卖家提供个人小额信贷
2008 年 4 月	淘宝商城上线，并相继推出淘宝电器城、淘宝名鞋馆等，淘宝在“淘便宜”的基础上出现差异化的“淘品质”
2008 年 9 月	淘宝合并阿里妈妈并宣布未来五年对淘宝网追加 50 亿投资，淘宝继续免费；TOP 淘宝开放平台，开放 API 吸引合作伙伴进入，把淘宝网的商品、用户、交易、物流等一系列电子商务基础服务，像水、电、煤一样输送给有需要的商家、开发者、社区媒体和各行各业。
2009 年 6 月	
2009 年 9 月	成立阿里云，专注云计算领域的研发，集团提供大数据营销和云计算基础服务支持
2010 年 6 月	推出“淘宝大物流计划”，宣布将与合作伙伴投资千亿建设覆盖全国物流体系

2010 年 10 月

推出一淘网，提供以淘宝为核心、覆盖全网的比价购物和团购优惠搜索

2011 年 6 月

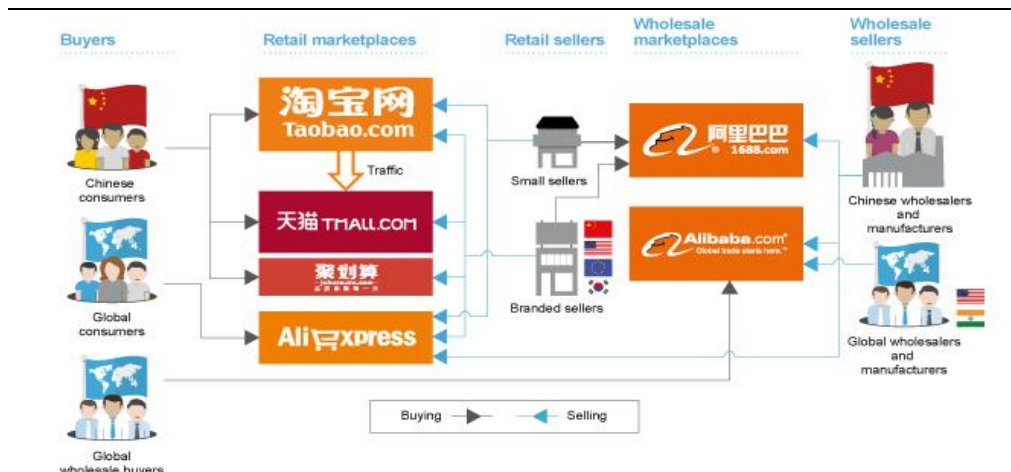
分拆大淘宝为三部分：淘宝（承接原 C2C 业务）、天猫（B2C）和一淘网（搜索导购）

2012 年 6 月

B2B 业务退市；7 月调整淘宝、一淘、天猫、聚划算、阿里国际业务、阿里小企业业务和阿里云为七大事业群，组成集团 CBBS 大市场

数据来源：阿里巴巴招股书、公开资料整理、广发证券发展研究中心

图13：阿里构建完整CBBS电子商务生态系统



数据来源：阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心

二、阿里生态圈盈利：平台之王，流量变现

阿里巴巴对于中国网购用户流量红利以及网购发展趋势的精准把握，使其在短短15年时间里成功建立起一个完整的CBBS电商生态圈。2014财年1.68万亿的GMV、2.55亿的活跃用户、127亿的订单、800万的卖家以及8亿的在售商品等一系列指标中，任何一个数据都足够震撼，足以证明其绝对领先的行业地位！

一直以来阿里巴巴都被认为是一家平台型电商公司，其扣点佣金的“二房东”物业经营模式也被其他竞争对手所效仿，但仅仅4年时间就从FY2010亏损8亿到FY2014盈利230亿的惊人变化，让人不禁怀疑，这真的只是一家电商公司么？

拨开电商外表，阿里巴巴的盈利模式其实与百度、腾讯等互联网公司更为接近，即提供服务（阿里的电商、百度的搜索、腾讯的社交）积累庞大用户和流量资源，随后通过流量变现带来收入利润的快速增长，而广告和游戏几乎成为所有互联网公司流量变现的共同选择。因此在我们看来，阿里巴巴的本质是一家以广告营销为主要盈利模式的互联网企业。在这一章中我们将详细解读阿里巴巴电商生态圈的盈利本质，揭示其大数据支持下强大的广告交易平台模式。

（一）规模经济+流量变现，典型的互联网巨头

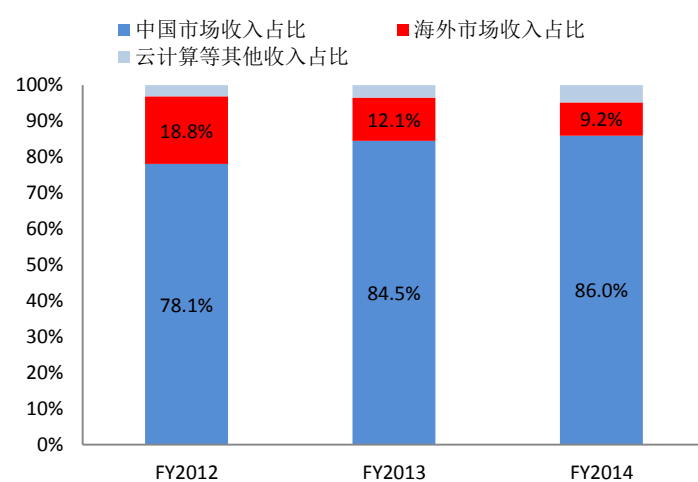
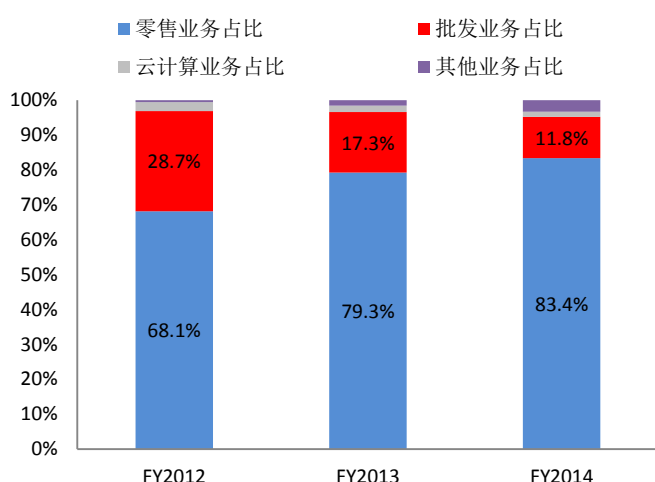
阿里巴巴是典型的互联网公司，早期以免费模式切入电商领域，充分受益网购用户流量红利，建立了中国最大的商品交易平台，后期则以广告营销实现用户和流量的变现，收获丰厚利润。08年成立的天猫，经过2年的淘宝导流和培育开始显现平台规模效应，随着引流成本下降（销售和市场费用率下降）和流量变现能力提高

(毛利率上升)，收入和利润高速增长。营业收入从FY2010的66.7亿元增长至FY2014年的525亿元，CAGR为67.5%；净利润从FY2011扭亏为盈到FY2014盈利230.8亿元，CAGR为169.2%，而在FY2012年后更是迎来利润迅猛增长的拐点。

在FY2014阿里巴巴525亿元收入中，按业务类型分，83.4%来自零售业务（包括淘宝、天猫、聚划算、速卖通等），11.8%来自批发业务(alibaba.com、1688.com)，云计算及其他业务占比4.8%；按区域分，86%来自中国市场（包括淘宝、天猫、聚划算、1688.com等），而中国市场收入中的95%又是来自零售业务（淘宝、天猫、聚划算），并以广告营销收入和交易佣金的形式获得；从盈利模式的角度来分，56.6%来自在线广告营销，24.7%来自交易佣金，11.8%来自B2B会员费，因此阿里巴巴是一家电商公司，更是一家以在线广告为主业的互联网公司。

图 14：按业务分，零售业务是阿里巴巴主要收入来源

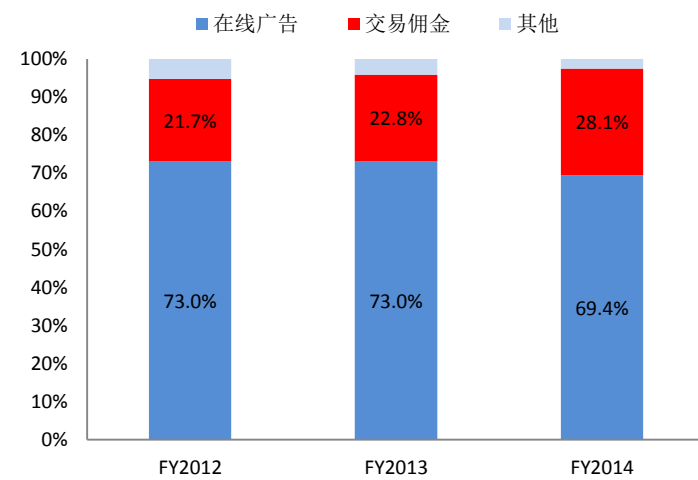
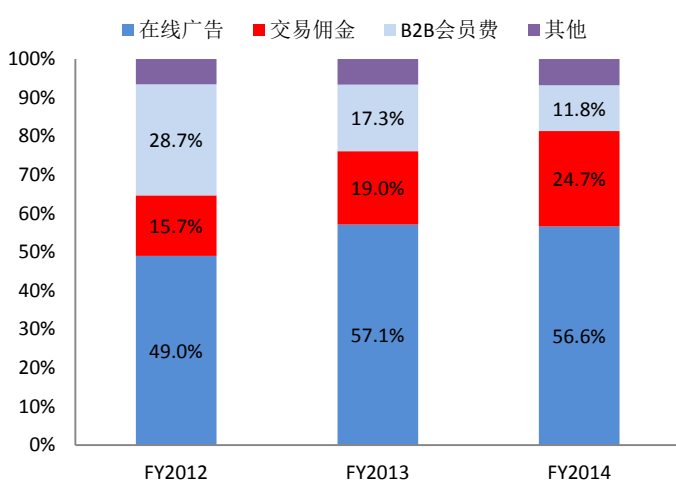
图 15：按区域分，中国市场是阿里巴巴主要收入来源



数据来源：阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心（1.阿里财年跨度为上年2季度至当年1季度，如FY2010为2009.4.1-2010.3.31；2.FY2010、FY2011合并报表范围含支付宝，下同）

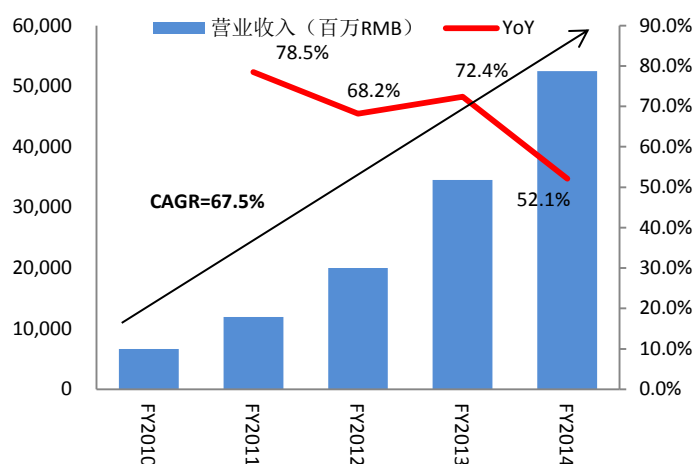
图 16：按盈利模式分，广告和佣金是阿里主要收入来源

图 17：阿里巴巴零售业务收入构成



数据来源：阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心

图 18: FY2010-FY2014 阿里营收 CAGR 达 67.5%



数据来源：阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心

图 19: FY2012 后阿里毛利率持续回升

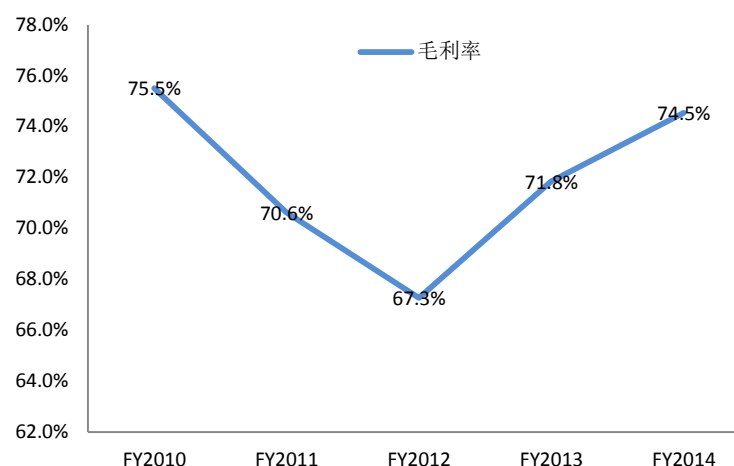
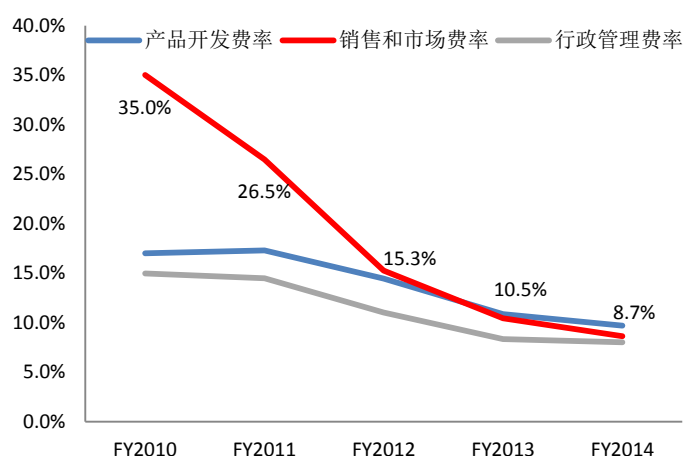
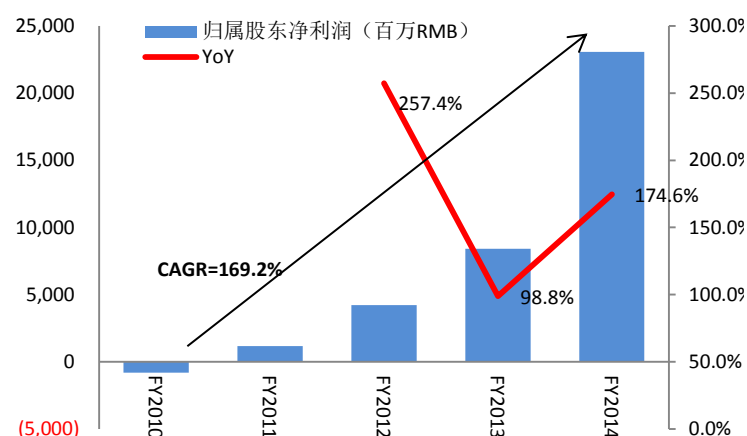


图 20: 规模化优势带动费用率下行



数据来源：阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心

图 21: 阿里净利润高速增长



从全球主要的互联网公司收入结构来看,除了亚马逊(以商品销售为主)和eBay(以交易佣金为主),其余公司都不约而同地以广告和游戏作为流量变现的主要方式,而广告、游戏、服务(亚马逊和eBay本质上赚的是物流、数据、金融服务的钱)则是这些公司的主要盈利构成。

以BAT三巨头为例,百度作为搜索引擎,连接人与信息,其收入主要来自关键词搜索和展示广告;腾讯作为社交平台,连接人与人,其收入主要来自互动游戏;而阿里作为电商平台,连接人与商品,其收入主要来自广告。FY2014,阿里巴巴收入略逊于腾讯,但利润超越腾讯,成为中国最赚钱的互联网巨头。

表 4：广告和游戏是全球互联网公司流量变现的主要方式（2013 年）

公司	网站类型	第一收入来源	金额（十亿 RMB）	总收入（十亿 RMB）	第一收入来源占比	备注
亚马逊	B2C 电商	商品销售	371.36	453.98	81.8%	盈利靠服务
谷歌	搜索引擎	广告	308.21	364.79	84.5%	含成员网站（如 YouTube）广告
eBay	C2C 电商	交易佣金	78.60	97.85	80.3%	交易佣金收入含 PayPal 扣点
腾讯	社交平台	游戏	32.63	60.44	54.0%	广告 50.3 亿元
阿里巴巴	平台电商	广告	29.73	52.50	56.6%	仅含零售市场广告收入（FY2014）
Facebook	社交平台	广告	42.60	48.00	88.8%	
百度	搜索引擎	广告	31.80	31.94	99.6%	对应报表中“网络营销服务收入”项
搜狐	门户&网游	游戏	4.08	8.54	47.8%	广告收入 38.3 亿元
奇虎 360	安全监控	广告	2.54	4.09	62.1%	
新浪	新闻门户	广告	3.21	4.06	79.1%	
优酷土豆	在线视频	广告	2.70	3.03	89.1%	

数据来源：WIND、艾瑞咨询、阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心

图 22：BAT 三巨头的营收比较

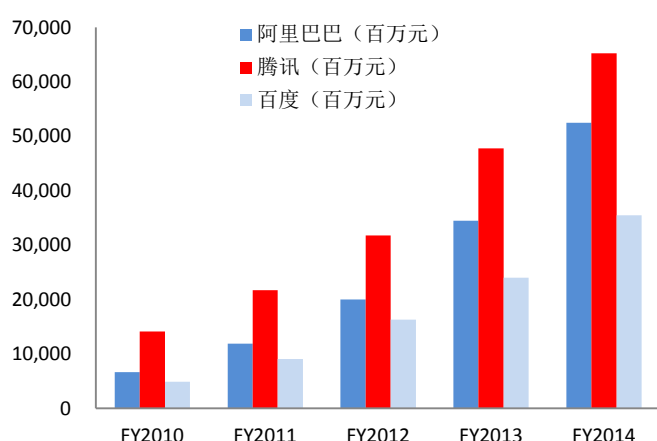
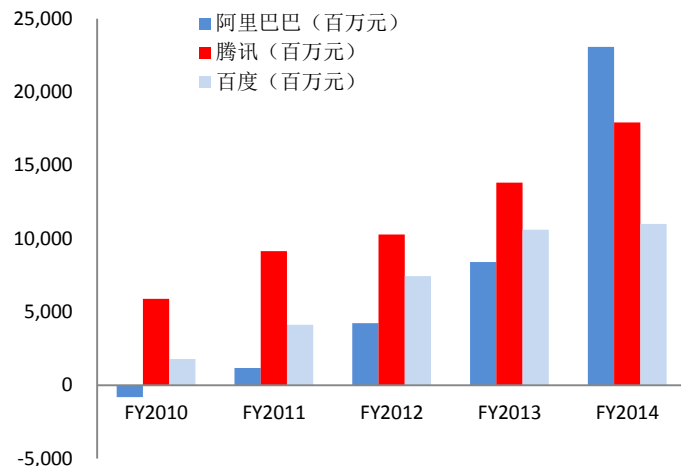


图 23：BAT 三巨头的净利润比较



数据来源：WIND、阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心（为方便比较，百度、腾讯数据均调整为阿里财年期间数据）

图 24：BAT 三巨头的毛利率比较

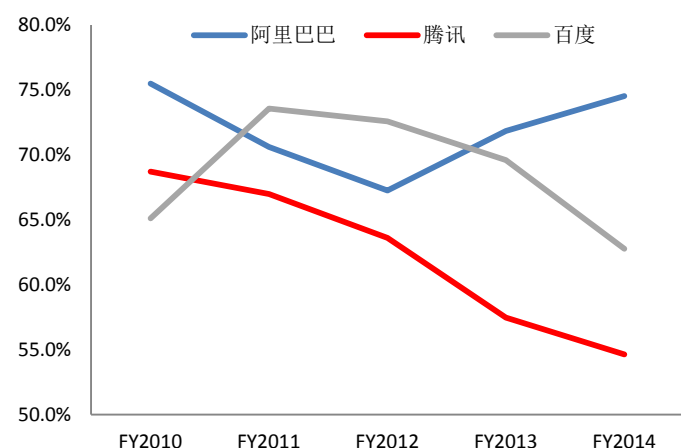
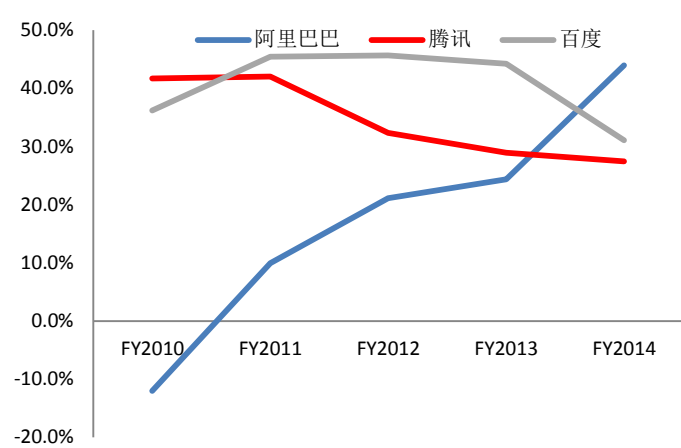


图 25：BAT 三巨头的净利润率对比



数据来源：WIND、阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心（为方便比较，百度、腾讯均调整为阿里财年期间数据）

（二）零售业务：品牌化转型盈利激增，成就最赚钱互联网公司

阿里巴巴零售业务包括淘宝（C2C）、天猫（B2C）和聚划算（团购），是CBBS电商生态圈最为关键的环节，也是流量变现的重要基础。阿里集团80%的收入来自零售业务，主要以商家在线广告投放和交易佣金为主，并伴随少量淘宝店铺装饰和聚划算平台上架费。相比长期习惯免费政策的淘宝C店卖家，天猫商城中的品牌大商户不仅向阿里支付交易佣金，也更有意愿和能力投放广告以吸引流量。从淘宝向天猫的全面导流，对用户而言意味着购物体验的提升和商品品质的保证，而对阿里来说则实现了从赚吆喝到赚利润的转型。

阿里巴巴广告收入大多按效果付费，而交易佣金直接按交易额扣点，因此无论是广告还是佣金，都高度依赖于平台整体GMV的扩大，而这背后的核心基础是阿里自创立以来苦心搭建的商品交易平台所汇聚的庞大用户和流量规模。FY2014，阿里巴巴零售平台活跃用户达2.55亿，同比增长48.3%；卖家数量800万，同比增长33%；活跃用户平均订单数50单，买家卖家活跃度及黏性遥遥领先竞争对手，也为公司带来过去2年59%的GMV复合增速和79%的收入复合增速。

表 5：广告和佣金是零售市场盈利模式

	淘宝网	天猫平台	聚划算平台
淘宝卖家	1、效果付费（P4P）广告 2、展示广告 3、淘宝客推广 4、店面装饰费（旺铺）		1、交易佣金（5%） 2、上架费
天猫商户	1、效果付费（P4P）广告 2、展示广告	1、交易佣金（0.3%-5%） 2、效果付费（P4P）广告 3、展示广告 4、淘宝客推广	1、交易佣金（5%） 2、上架费

数据来源：阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心

图 26：活跃用户持续增长

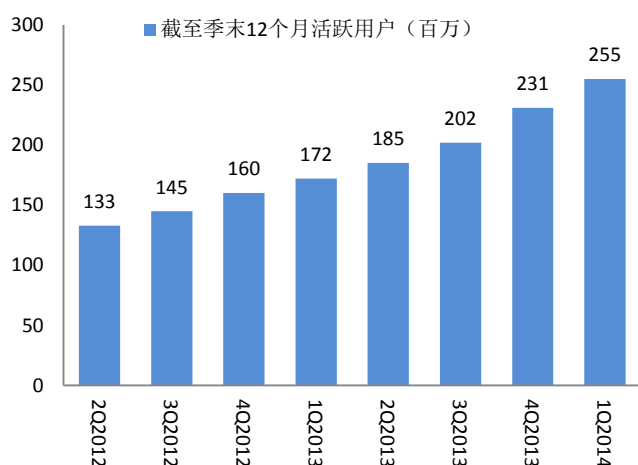
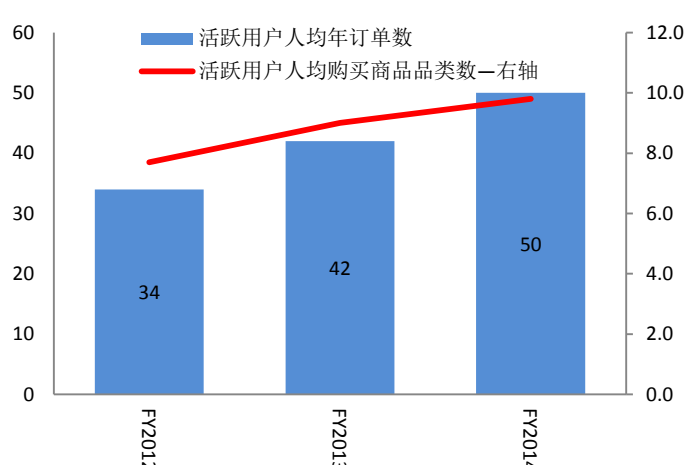


图 27：活跃用户人均订单数高达 50 单



数据来源：阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心

图 28: 淘宝卖家数高增长

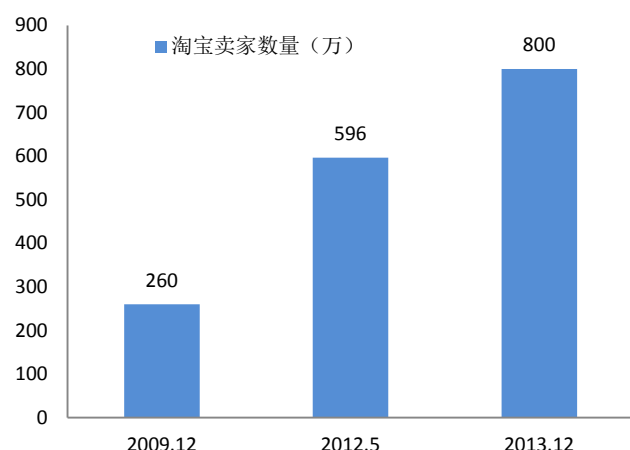
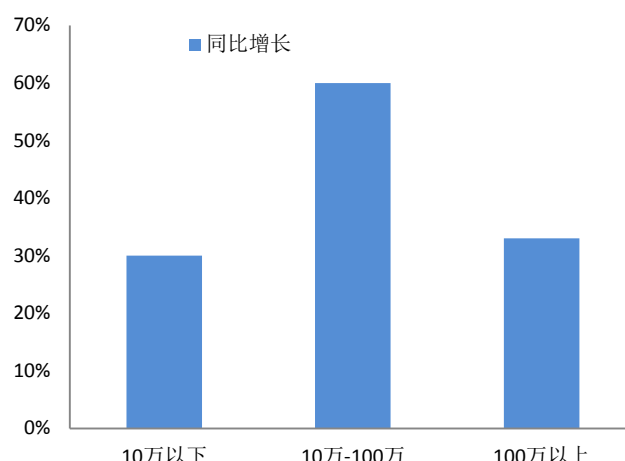


图 29: 淘宝平台不同交易量卖家同比均大幅增长(2013.6)



数据来源: 淘宝公开新闻整理、广发证券发展研究中心

FY2014零售业务整体货币化率为2.69%，若剔除移动端影响（移动端仍处于培育阶段，货币化率较低），PC端的货币化率为3.11%，较FY2013同比提升0.22个百分点。考虑到淘宝C2C免费政策，我们极端假设阿里巴巴国内零售收入全部来自于天猫商户（事实上淘宝C店卖家也会投放大量广告，并使用直通车等服务），则FY2014天猫商城货币化率8.27%，过去三年持续下行，这背后既有移动端培育的影响（剔除移动端影响，天猫PC端货币化率约10.2%，同比下滑0.8个百分点），也有品类拓展的因素（从高毛利率的服装向3C/数码、日化用品、生鲜等延伸）。

图 30: 阿里巴巴零售业务货币化率

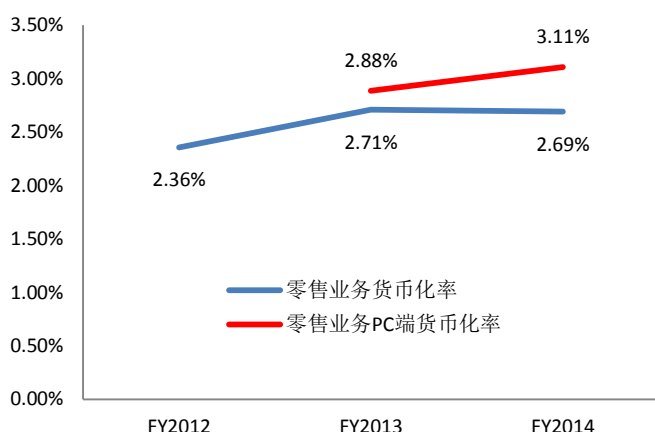
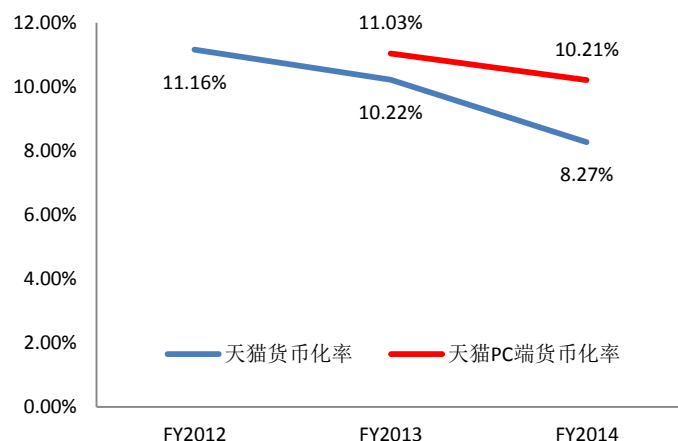


图 31: 阿里巴巴天猫商城货币化率



数据来源: 阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心

从另一个角度来看，阿里巴巴零售业务收入来源于平台商户的盈利，因此阿里巴巴货币化率（营业收入/GMV）很大程度上取决于平台商户的利润率水平。对于服装、化妆品等高毛利率的品类，品牌商在享有较高盈利能力的前提下，也有更强的意愿在渠道投放广告。线下渠道中，主打化妆品的莎莎、卓越，以服装/化妆品为主的百货等毛利率都远高于经营3C/家电的苏宁、国美；而在线上渠道，同样也是主打

服装和化妆品的唯品会、聚美优品毛利率远高于经营3C/家电的京东商城。因此，较高的服装、母婴、化妆品等高毛利率品类占比（我们测算上述三个品类占比50%左右）是阿里巴巴得以收获300亿广告收入的重要原因。我们以天猫商城核心品类服装为代表，尝试来判断对商家而言，阿里巴巴平台的综合费率的合理性和成长性。

在此之前我们极端假设所有零售业务收入来自天猫，实际上尽管淘宝免收交易佣金，但商户仍愿意投放广告以吸引流量（假设淘宝整体广告费率在0-1%之间）；另一方面根据易观国际的数据，天猫占B2C网购服装市场份额为75%，我们据此测算服装约占天猫GMV的40%（假设60%其他品类的整体广告费率在0-2%之间）。

在淘宝C2C广告费率0.5%、天猫除服装以外其他品类在整体广告费率1%的中枢假设下，我们计算天猫服装的广告费率为10.3%，这意味着加上5%的交易佣金后，天猫服装品类商家的费用率约为15.3%，高于聚美优品开放平台服装14%的扣点率（不承担物流），也高于唯品会扣除仓储物流费用后12.4%的扣点率，体现了天猫更强的流量基础和平台价值。我们认为天猫商城目前的综合费用率较线下传统渠道仍有优势，尽管服装、化妆品等品类受垂直电商分流影响，但凭借其强大的大数据能力，在不改变原有品牌商转化率的前提下，实现广告资源的进一步细分，促进GMV和广告收入的持续增长。

表 6：天猫商城服装品类的广告费率敏感性分析

		淘宝平台 GMV 广告费率				
天猫非服 装品类广 告费率		0.00%	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%
	0.0%	14.7%	13.3%	11.8%	10.4%	8.9%
	0.5%	14.0%	12.5%	11.1%	9.6%	8.2%
	1.0%	13.2%	11.8%	10.3%	8.9%	7.4%
	1.5%	12.5%	11.0%	9.6%	8.1%	6.7%
	2.0%	11.7%	10.3%	8.8%	7.4%	5.9%

数据来源：广发证券发展研究中心

图 32：不同品类电商公司的毛利率-仓储物流费率

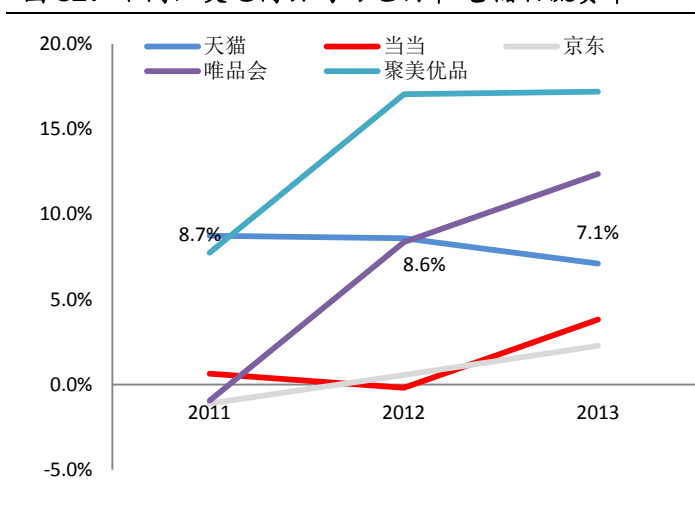
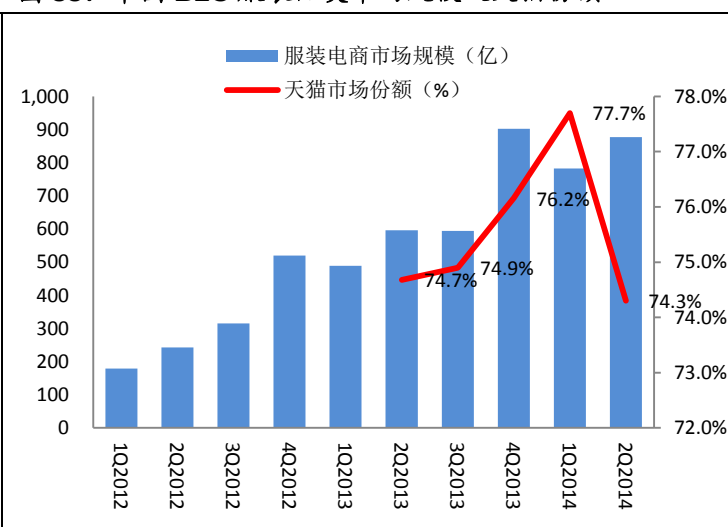


图 33：中国 B2C 服装品类市场规模及天猫份额



数据来源：公司年报、易观国际、广发证券发展研究中心（天猫为对应财年数据，如2013年对应FY2014数据）

图 34：从品牌商来看，化妆品、服装毛利率更高

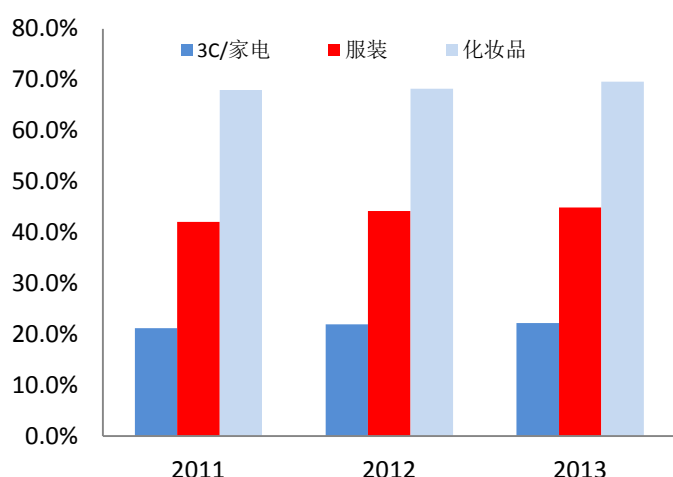
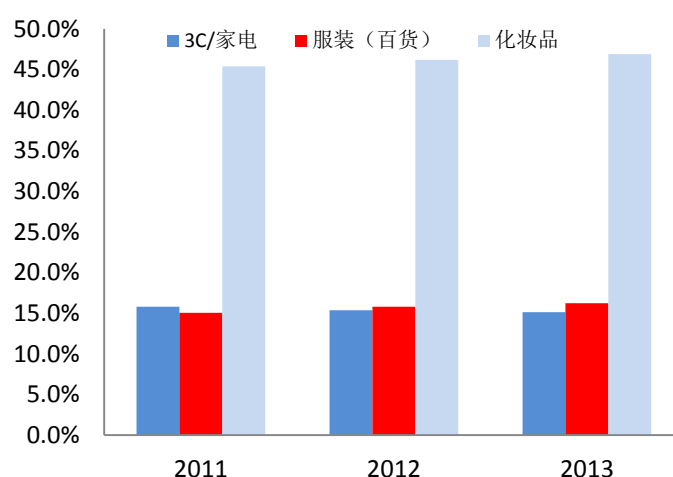


图 35：从渠道商来看，化妆品、服装毛利率更高



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（我们以美邦、奥康、探路者作为服装品牌代表，以美的、海尔、海信作为家电品牌代表，以家化、丸美作为化妆品品牌代表；同时我们以王府井、重百、合百作为服装渠道代表，以苏宁、国美作为家电渠道代表，以莎莎、卓越作为化妆品渠道代表，来比较不同品类的品牌和渠道毛利率差异）

1. 在线广告：大数据支持下的按效付费模式

阿里巴巴建立的电商生态圈，拥有2.55亿的活跃用户、800万的卖家、8亿的在售商品数以及年127亿的订单数，是中国最大的在线商品交易平台。这一汇聚了品牌商和消费者的在线商城，也自然成为高转化率的广告发布平台，2013年更是以近300亿元的广告收入紧随百度，并有望在2015年实现超越。而阿里巴巴在2011年9月推出的TANX系统，整合阿里体系内外的广告位和广告主资源，该系统目前已经成为中国最大的实时在线广告交易网站。随着阿里巴巴大数据技术的提升，未来有望实现广告位更为有效的切割，最大限度实现精准投放。

从盈利本质上看，天猫商城与传统零售渠道并无太大区别，都是打造集聚客流的平台（在线交易平台 VS 实体门店），将流量（客流）分配给品牌商并转化为销售，以扣点、广告费、上架费等作为流量变现的途径。但不同于传统零售被动式的硬广宣传，阿里巴巴的广告收入以按点击（P4P）或成交（淘宝客）效果付费模式为主，有利于广告转化率的提升，因此更容易被广告主接受。

和传统门户网站（如新浪）和搜索网站（如百度）等相比，阿里巴巴天生的电商基因，使得在阿里平台上的广告投放更容易转化为最终成交，且阿里多年积累的对用户消费数据的挖掘也更有利于帮助品牌主实现精准营销。未来随着“千人千面”的推进，每个用户每次网页浏览都将成为一个独立的广告位，若能有效切割并充分利用，阿里的GMV和广告收入仍有相当广阔的成长空间。

表 7：新浪、百度、淘宝广告对比

	平台类型	广告主类型	媒体属性	收费模式	转化效率
新浪	门户网站	品牌广告主为主	品牌塑造	时长计费为主	较低
百度	搜索网站	中小企业为主	信息搜索	效果付费为主	一般
淘宝	购物网站	电商广告主为主	购物行为	效果付费为主	较高

数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心（其中淘宝指包含淘宝、天猫、聚划算的大淘宝概念，下同）

图 36：阿里巴巴零售业务广告收入及增速

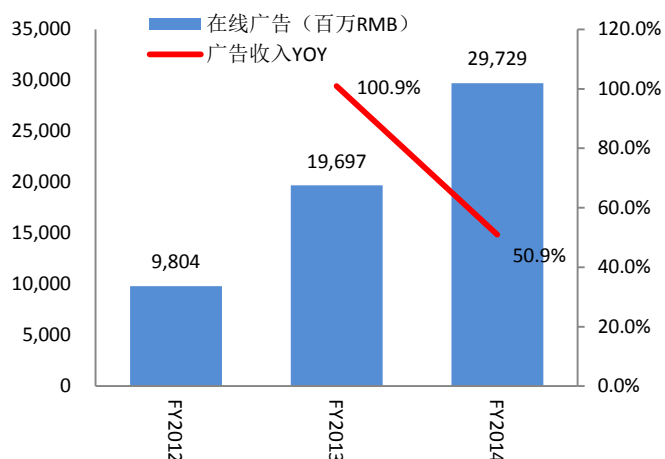
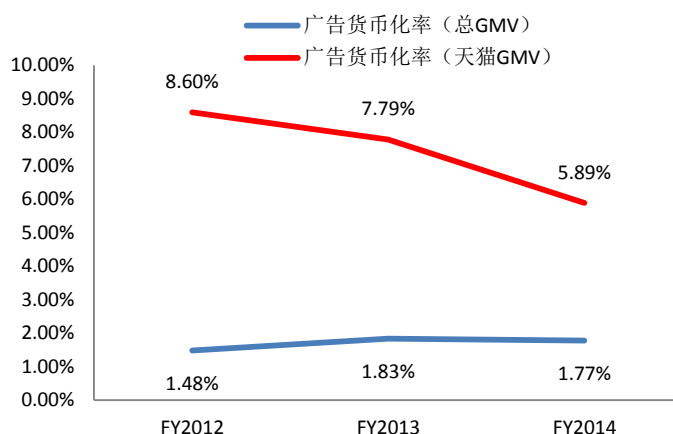


图 37: 阿里巴巴零售业务广告货币化率

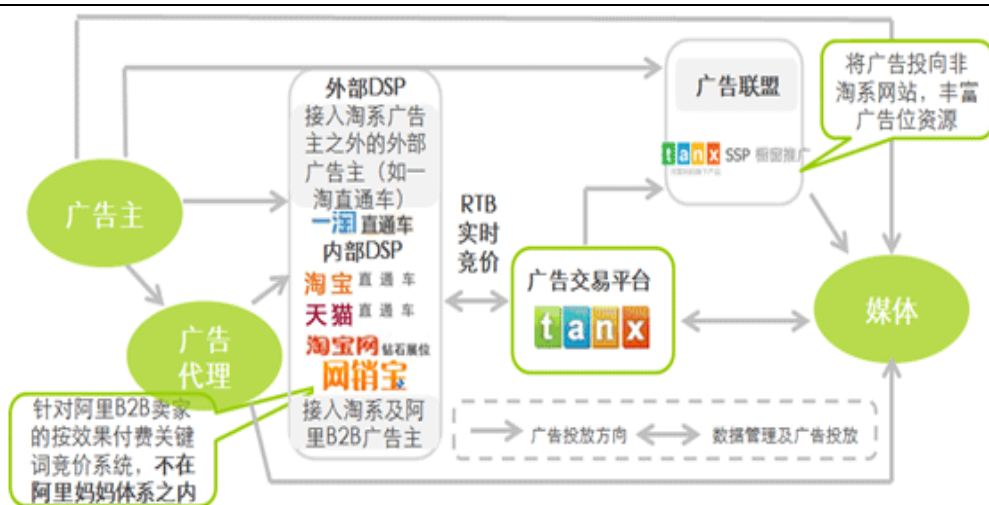


数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

TANX (Taobao Ad Network and Exchange) 系统是阿里妈妈在2011年9月对展示广告业务做的创新升级，也是我们认为非常重要、并且极具前瞻性的产品。TANX系统将阿里妈妈旗下主要广告业务打通，阿里平台及外部B2C网站卖家均可以通过内外部DSP (Demand-Side Platform, 需求方平台) 进入系统，按自身需求选择相应的广告位进行实时竞价投放。

TANX系统的作用在于实现了对每个用户、每次网页流量的有效切割，充分利用用户碎片化的流量。对广告主而言，TANX平台可以依据用户浏览行为和购物历史数据对其进行标签分类，保证广告能够达到目标受众，最大限度实现精准投放；对阿里而言，TANX实时抓取用户登录情况，能有效提升网站碎片化流量的变现能力；而TANX实时竞价的定价方式则实现了市场化透明定价，保证每一个用户展示行为都能合理评估定价，阿里平台广告投放真正实现用效果说话，看转化率给钱。目前，TANX平台每日自动广告投放量已达百亿级，是中国最大的实时在线广告交易网站。

图38: TANX整合阿里妈妈广告产品



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心；

图 39：2013 年百度和大淘宝广告收入遥遥领先（亿元）

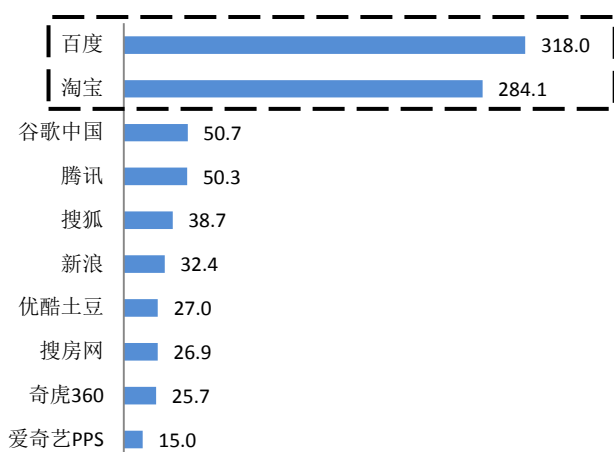
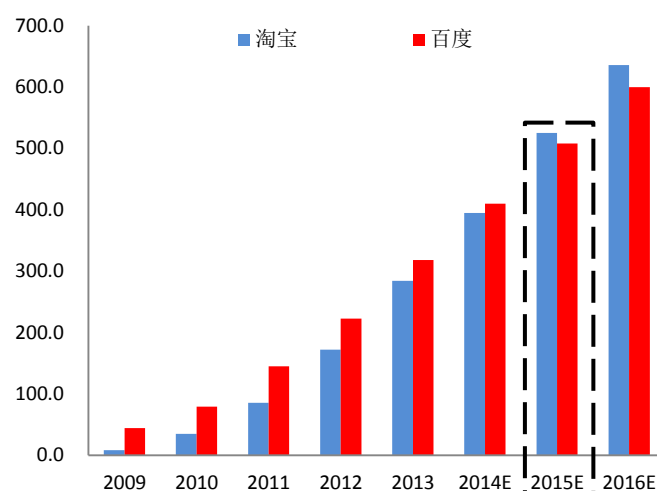


图 40：淘宝广告收入 2015 年有望超越百度（亿元）



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

2. 交易佣金：提高商家入驻门槛，全面转型品质和品牌

阿里巴巴零售业务的交易佣金来自天猫商家支付的年费和技术服务费，前者根据体量和品类收固定金额，而后者则根据品类按销售额比例收取。除了3C家电(2%)、食品药品(2%-3%)、服务类(0.5%-2%)以及虚拟用品(0.3%-0.5%)较低外，其他主要品类的技术服务费率均为5%。对于阿里而言，交易佣金旨在提高商户入驻门槛，此外也为天猫商家带去区别于淘宝卖家的流量资源倾斜，如在搜索结果中优先呈现、参加“双十一”促销等，以实现全面向品质和品牌的转型。

随着天猫GMV的规模快速扩张，阿里交易佣金收入也相应持续高速增长。从FY2012到FY2014，天猫商城GMV从1140亿元增长至5050亿元，CAGR为111%，高于同期B2C网购市场规模83.4%的复合增速，天猫占阿里GMV比例也从17.2%提升至30.1%。与此同时，阿里交易佣金收入从29.2亿元增长至120.2亿元，CAGR为103%，综合扣点率从2.56%下降至2.38%。

图 41：天猫 GMV 增速领先 B2C 网购行业增速

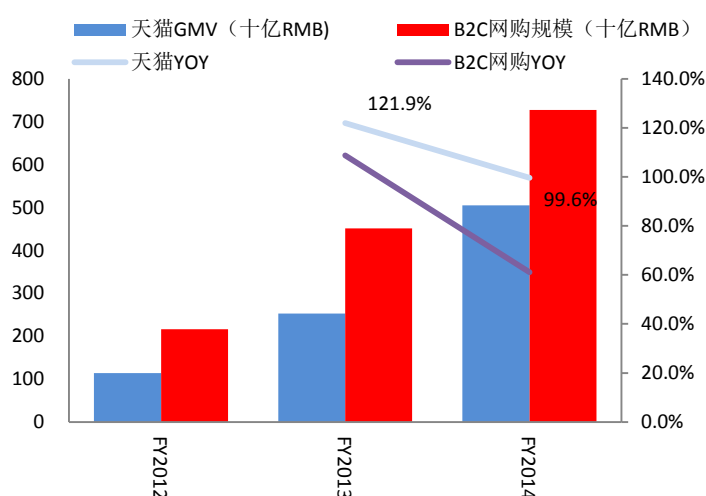
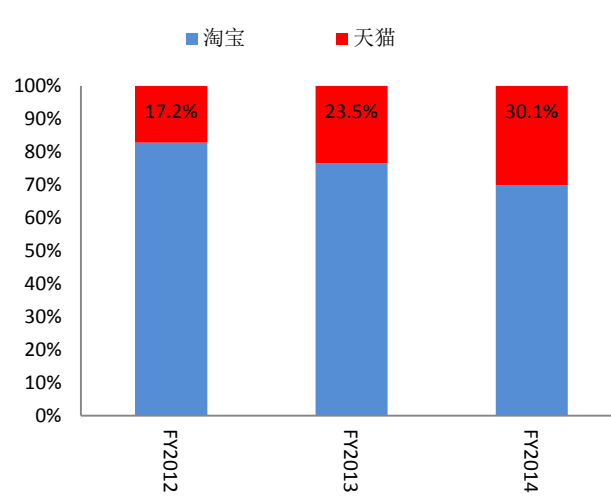


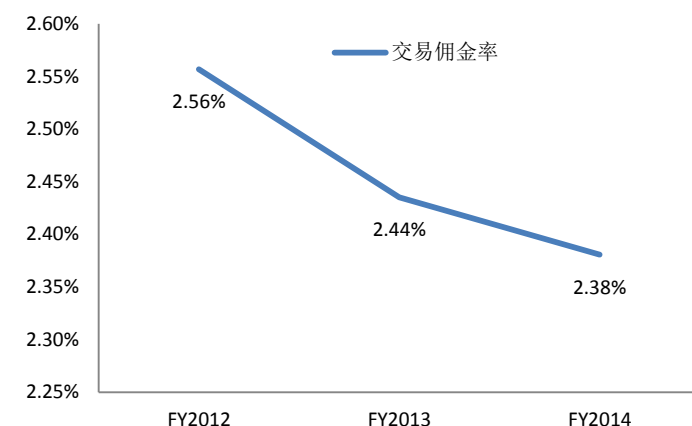
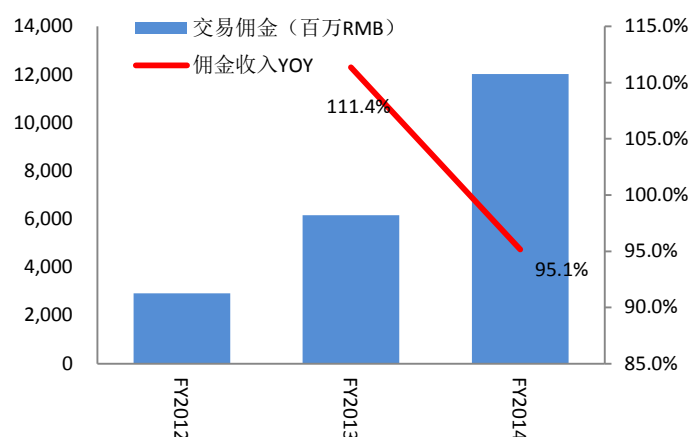
图 42：阿里巴巴全面从 C2C 向 B2C 转型



数据来源：阿里巴巴招股书、艾瑞咨询、广发证券发展研究中心（聚划算平台GMV已按其商品来源归入淘宝或天猫）

图 43：阿里巴巴交易佣金收入及增速

图 44：天猫综合佣金率逐年下降



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

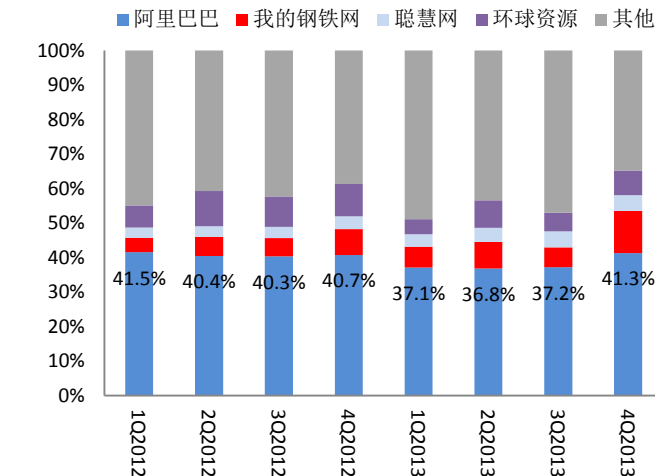
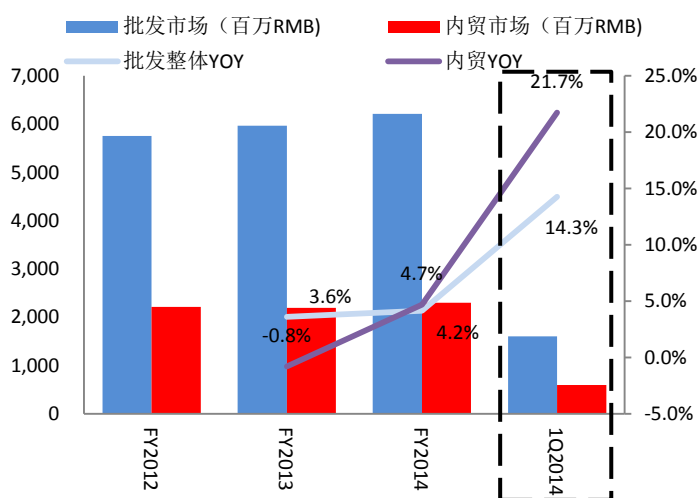
（三）批发业务：从信息服务到交易服务，在线产业带助推平台复苏

B2B业务是阿里巴巴进入电商行业的突破口，其会员费+增值服务费的稳定盈利是公司日后向零售业务进军，并长期坚持淘宝免费政策的底气所在。但由于批发业务交易金额大、交易对象相对固定，真正的交易仍在线下完成。2012年阿里B2B业务香港退市后，发力从信息服务平台向交易服务和资源整合服务平台的转型升级，一方面打通批发市场和零售市场，以淘宝、天猫800万卖家的采购需求带动B2B平台的在线交易需求；另一方面以在线产业带模式与地方政府和第三方服务商合作实现B2B的线上线下融合，带动阿里内贸业务逐步走出停滞困境。

我们认为对阿里巴巴而言，B2B业务的复苏和交易在线化的意义除了增加收入外，更重要的在于：1）打通零售和批发市场，为零售市场提供稳定高质的批发供货支持；2）积累商家交易数据，为阿里金融服务等提供大数据支持。

图 45：内贸带动 B2B 业务营收恢复增长

图 46：阿里 B2B 平台营收市场份额触底回升



数据来源：阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心

1. 打通批零市场，从信息服务向交易服务转型

包括阿里巴巴在内的B2B平台，大多停留在信息服务阶段，即为中小企业提供产品信息发布和搜寻渠道，依靠“会员费+增值服务费”实现盈利，而真正的交易则在线下完成。与零售市场面对数亿买家不同，批发市场交易金额大、交易对象相对固定，既难以向卖家收取交易佣金，也制约了付费用户数的增长（截至2013年末阿里巴巴B2B付费用户约81万（内贸市场69万，外贸市场12万），相比零售业务2.55亿活跃买家和800万卖家相去甚远。单一盈利模式以及会员增长放缓，使得B2B业务收入很快触到瓶颈。从1Q12-4Q13，B2B平台收入增速从29%下滑至15.7%，信息服务的平台定位已难以持续，向交易服务和资源整合服务平台的转型成为行业共识。

2012年阿里巴巴B2B业务从香港退市后，发力批发业务的转型升级，打通批发市场和零售市场，实现从C（消费者）-小B（分销商）-大B（生产商）的供应链重构，以淘宝、天猫800万卖家的采购需求带动B2B平台的在线交易需求增长。根据阿里研究中心数据，2013年阿里内贸批发业务中（1688.com）50-60%的订单来自淘宝/天猫卖家，其中13年“9.4”备货节当天在线交易总额突破41.9亿，创B2B行业记录。

图 47：中小企业 B2B 平台月度覆盖用户下降

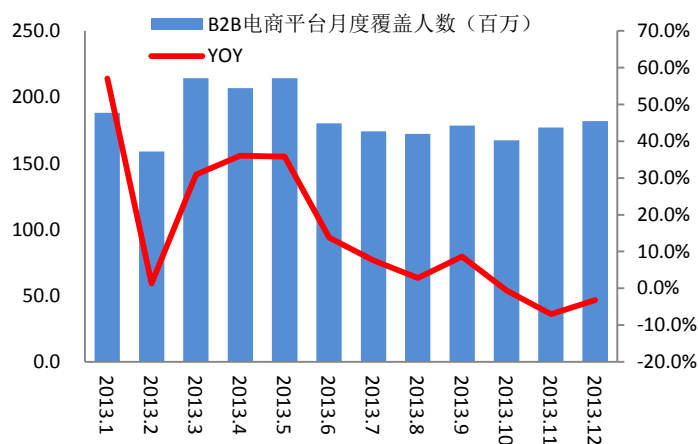
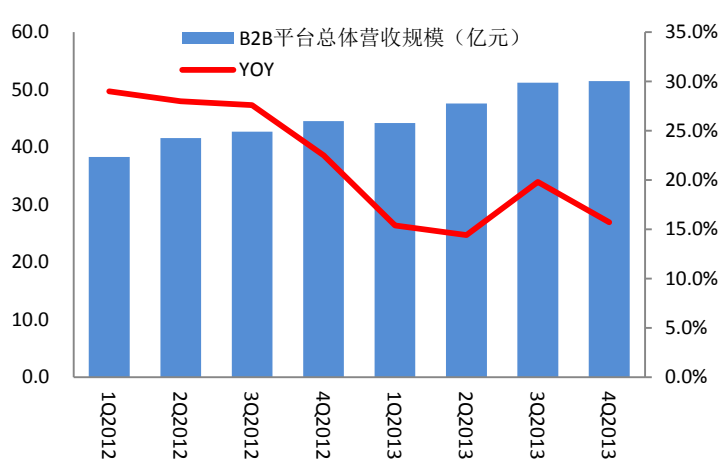
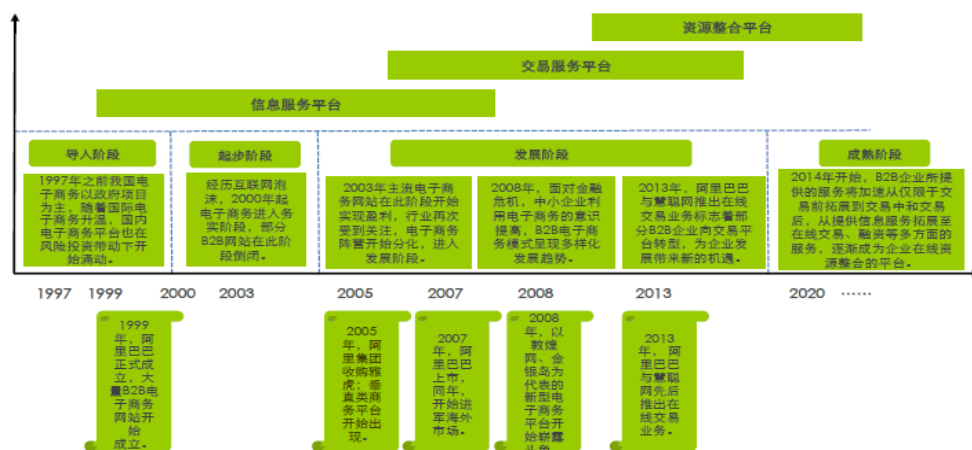


图 48：B2B 行业营收增速放缓



数据来源：艾瑞咨询、阿里研究院、广发证券发展研究中心

图49：B2B行业从信息服务向交易服务、资源整合平台转型



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

2. 在线产业带：批发市场的O2O融合

在线产业带以线下传统产业带或专业市场为基础，构建在第三方电商平台上的在线生态圈。以阿里巴巴为代表的“企业+政府+第三方服务运营商+B2B平台运营商”的线下产业带标准模式逐渐形成：即线上部分主要由B2B平台提供产业带专题页面，线下则由政府牵头组建电子商务产业园区，而服务运营商则提供免费或低成本代运营服务（政府补贴支持平台商或代运营商）。

根据阿里研究院的数据，自2012年9月与浙江湖州织里政府签约建立第一个在线产业带以来，截至2014年三月，阿里巴巴全国共签约在线产业带101个，覆盖阿里巴巴内贸网商50万家。2013年，共有180万名淘宝（天猫）卖家通过在线产业带在线下单，形成3800万订单数；在线产业带全年交易额突破500亿元，2015年交易额有望达到3000亿元。

图 50：阿里在线产业带交易规模

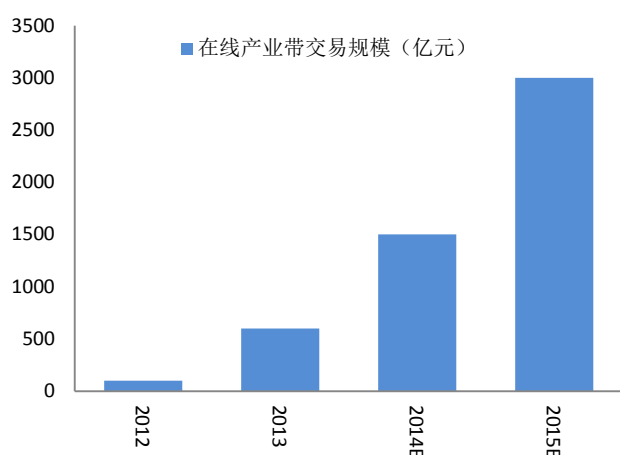
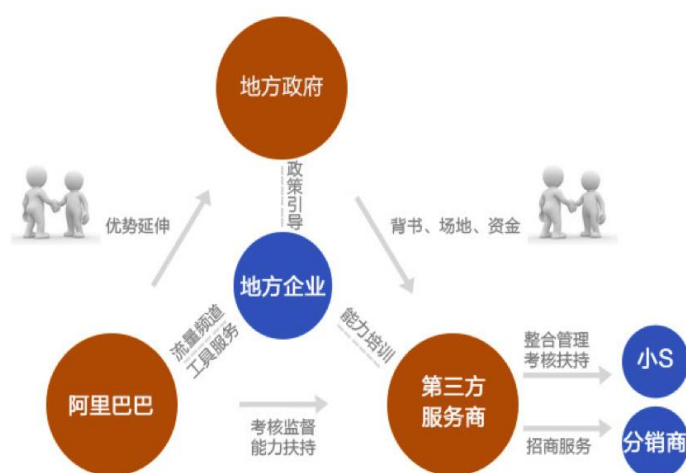


图 51：阿里巴巴在线产业带服务模式



数据来源：阿里研究院、广发证券发展研究中心

三、阿里生态圈扩展：供应链+国际化+移动端

在前两个章节中，我们详细阐述了阿里巴巴是如何在过去15年里构建起一个连接C端、小B（分销商）和大B（供应商）的电商生态圈，并深入分析了阿里巴巴生态圈的盈利本质：基于电商平台庞大流量的变现，而广告营销、交易佣金则是其主要变现手段（近60%的收入来自广告业务）。如果我们把每一个用户看做是一个广告位，那么我们会发现阿里巴巴本质是一边连接着广告主（品牌商），一边连接着广告位（用户）的互联网广告交易平台，而与生俱来的商品交易属性，使其相比搜索引擎、门户网站、视频网站等互联网公司有着更高的交易转化率，也因此成为品牌商最为看重的广告投放渠道。

对于一个广告公司来说，最核心的就是获取能接触到大量用户的广告位资源，以吸引广告主的青睐。对于阿里巴巴来说，日均UV达到2亿的淘宝和天猫对品牌商来说就是最好的广告位，随着大数据支持下的“千人千面”计划推进，每个用户本身就是一个独立广告位，因此在阿里巴巴所搭建的广告交易平台中，最核心的就是获取并维护用户规模，同时吸引更多的品牌商资源。围绕这一流量变现本质，我们更容易去理解阿里巴巴在各个领域的布局，也更能看清阿里巴巴强大的竞争实力。

去年以来阿里巴巴一系列眼花缭乱的疯狂并购，看似分散，实际上都是在强化并巩固其广告交易平台的市场地位：1) 抢占广告位资源（收购UC优视、微博、恒大俱乐部、高德地图等，以扩充用户数，占领用户更多时间）；2) 维护广告位资源（收购菜鸟物流、银泰百货等，以提升用户购物体验，巩固电商龙头地位）；3) 拓展广告主资源（收购文化中国、中信21世纪等，切入健康娱乐产业，扩充产品和服务）。

在此之前，我们更多看到的是阿里巴巴建立的基于PC端、连接国内用户和商家的电商生态圈，这既是阿里巴巴流量变现的基础，也是未来扩张的底层架构。从电商生态圈的巩固和拓展来看，我们认为阿里巴巴最重要的三大战略是供应链、国际化和移动端。布局菜鸟网络，提升供应链效率，以满足消费者对配送时效和质量的高要求；国际化走出去+引进来，拓展海外广告主和广告位资源；All-in移动端一方面抢占用户移动端广告位，另一方面也是增加实物商品以外的广告主资源，更重要的是阿里巴巴对于用户购物行为的了解以及强大的大数据技术，使其在移动端广告推送上领先优势更加凸显。数年之后我们所看到的阿里巴巴，将会是一个覆盖国内外用户和国内外品牌的国际实时广告交易平台，而其收入和盈利也将随着广告位、广告主的拓展，以及大数据支持下广告投放率的提升而持续快速增长。

表 8：阿里巴巴去年以来主要投资

领域	公司	投资金额	持股比例	备注
抢占广告位 (拓宽用户 渠道和粘性)	UC 优视	US\$4.79 亿 &1230 万股份	100%	2014.6 以 4.79 亿美元+1230 万限制性股票收购 UC 剩余 34%的股份
	微博	共 US\$10.4 亿	30%	13 年 4 月首次投资持股 18%，14 年 4 月微博上市后行权增持至 30%
	恒大俱乐部	RMB12 亿	50%	增资入股广州恒大足球俱乐部（与恒大集团各 50%）以优先股形式投资；Tango 是美国移动社交平台，目前注册用户约 2 亿，月活跃用户超过 7000 万
	Tango	US\$2.17 亿	20%	海尔集团 2%，海尔物流子公司 9.9%的股份，以及转换后相当于海尔物流子公司 24%股份的可转债
维护广告位 (增强用户 体验)	银泰百货	HK\$37.1 亿	35.9%	9.9%股份及相当于 26%股份的可转债；双方将设立合资公司（阿里持股 80%）拓展 O2O 业务
	菜鸟物流	RMB24 亿（注 册资本）	48%	阿里主导，联合银泰、富春、复兴、三通一达及顺丰，总投资额预计 3000 亿元
	新加坡邮政	S\$3.1 亿	10%	双方将成立合资公司推进“国际电商物流平台”建设
	优酷土豆	US\$10.9 亿	16.5%	云峰基金出资 1.32 亿美元持股 2%
拓展广告主 (拓展产品 和服务)	文化中国	HK\$62.4 亿	60%	文化中国将更名为阿里巴巴影业；拥有王家卫、周星驰、陈可辛、李连杰等人电影优先投资权
	华数传媒	RMB65 亿	20%	云溪投资向阿里贷款 6.5 亿元（十年期、8%年利率），用于认购华数传媒非公开发行后 20%股份
	高德地图	共 US\$14.3 亿	100%	13 年 5 月战略入股 28%，14 年 2 月提请全资收购
	中信 21 世纪	HK\$9.3 亿	38%	云峰基金出资 3.95 亿港元持股 16.1%

数据来源：阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心

（一）供应链：电商渗透率持续提升，建菜鸟网络补物流短板

与发达国家相比，中国更高的经济发展速度、更强的消费升级需求使得中国消费市场规模仍将保持快速增长，而线下传统零售供应链的落后更是促使国内网

购渗透率持续提升，并有望远超发达国际水平。

随着网购行为的成熟，消费者的痛点逐渐从低价向更高的产品品质、更优的购物体验转移，而B2C近几年远高于C2C的高速增长也印证了这一趋势的变化。阿里巴巴在C2C领域以95%的市场份额所向披靡，但在B2C领域的市场份额仅50%，无论是京东、一号店等具备全品类全供应链能力，还是唯品会、聚美优品、当当网等在垂直品类上具备除快递环节以外供应链能力的公司，都对阿里系平台形成了分流。

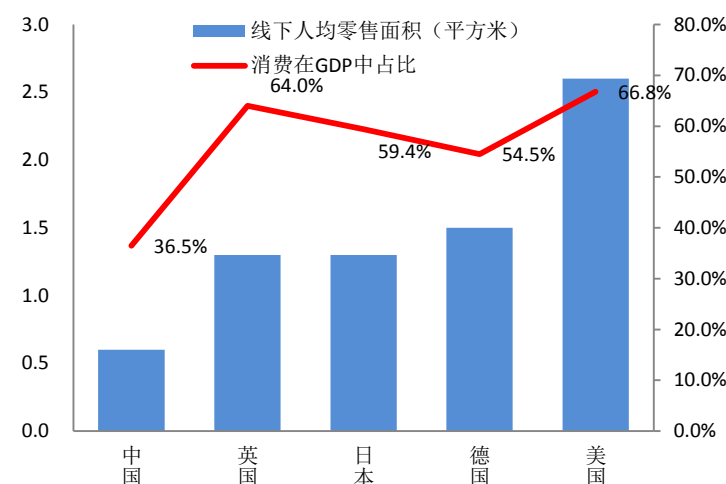
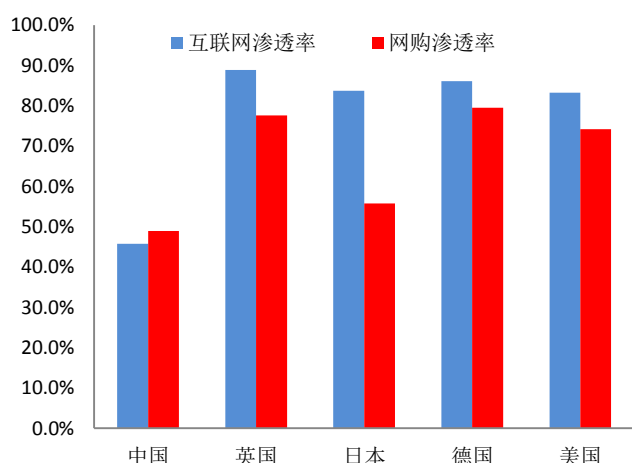
为了巩固在中国网购市场的龙头地位，阿里巴巴除了加强淘宝向天猫的导流以吸引品牌之外，更是在2013年5月联合银泰、复星和三通一达等企业共同打造社会化物流网络，提升供应链效率以实现更优的物流配送体验。从某种程度上来说，菜鸟物流计划的启动，是阿里巴巴应对自营B2C竞争的必然选择，也是维护广告交易平台基石的重要战略。

1. 中国网购市场：规模在扩大，渗透率在提升，结构在变化

中国网络购物市场规模从2008年128亿快速增长至2013年的1.8万亿，年复合增长率达70.4%。但和美日英德等发达国家相比，中国互联网渗透率（45.8%VS四国平均85.5%）、网购渗透率（48.9%VS四国平均71.8%）仍然有较大差距，另一方面国内消费占GDP比例仅36.5%（四国平均61.2%）、人均实体零售面积仅0.6平方米（四国平均1.7平方米）、且线下实体零售供应链效率低下，因此我们认为国内消费的成长空间和线下实体零售的建设落后，使得中国网购市场依然能保持快速增长。根据艾瑞咨询预测，中国网购市场规模到2016年将达到3.8万亿，未来三年复合增长率为27.2%。

图 52：2013 年中国互联网、网购渗透率落后发达国家

图 53：中国线下零售设施建设落后（2013 年）



数据来源：Euromonitor International、广发证券发展研究中心

平台电商规模效益和赢家通吃的特点让淘宝在C2C在市场所向披靡，难有对手。但在逐步度过网购初期流量红利、低价驱动的粗放式增长之后，C2C商品质量参差不齐、售后服务不佳、物流服务偏弱等购物体验上的劣势逐步显现。同时，强调商品品质、物流和售后服务等客户体验的B2C电商不断壮大，用户对网购主要诉求将由“淘便宜”向“淘品质”迁移，网购平台增长重心将转向B2C市场：据艾瑞咨询数据，2013年B2C在整体网购规模中占比35.1%，预计到2017年将达到52.4%，超越C2C成为网购主要渠道。

图 54：13-16 年中国网上购物规模 CAGR 为 27.2%

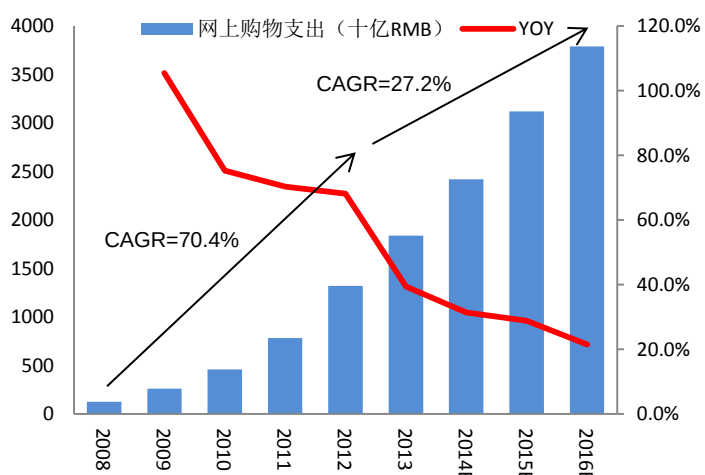
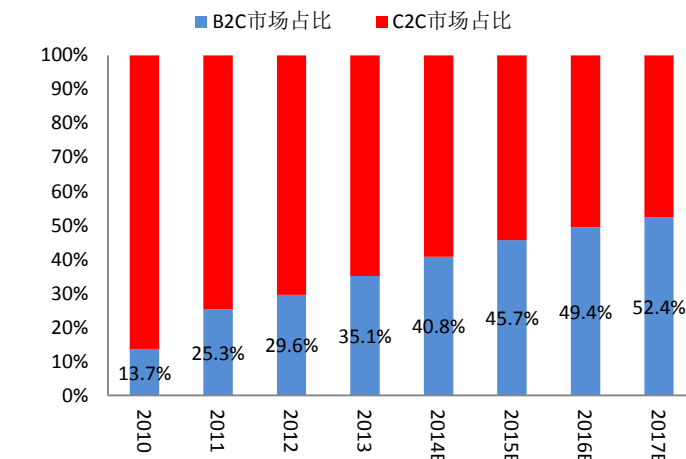


图 55：B2C 网购市场占比持续提升



数据来源：阿里巴巴招股书、艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图 56：价格之外网购用户开始重视品质

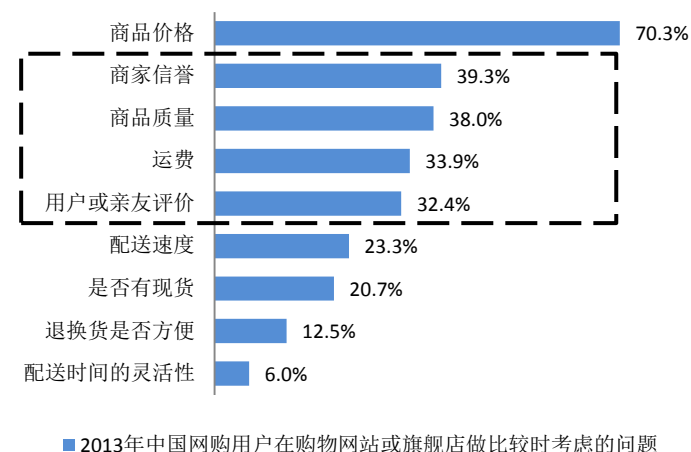
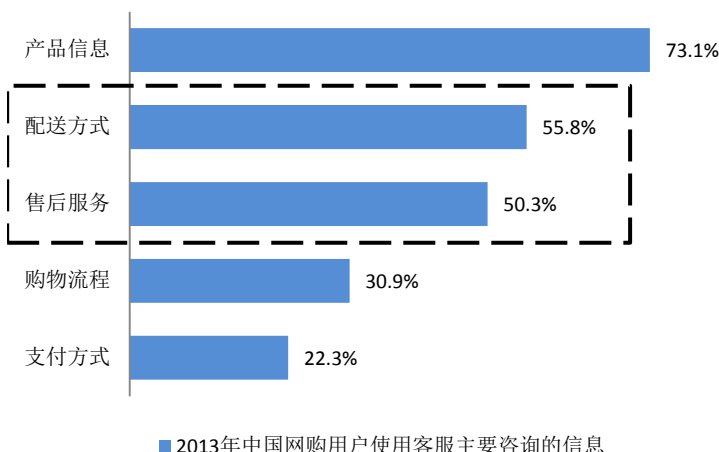


图 57：物流和售后服务成为用户咨询的重点



数据来源：CNNIC、艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

阿里巴巴在 C2C 市场是绝对龙头，但在更加注重服务和购物体验的 B2C 市场受到了京东、一号店、唯品会、聚美、当当等自营电商的有力挑战。自营电商对产品质量、售后服务的强管控能力是作为平台电商的阿里所欠缺的，尽管天猫商城借助淘宝引流仍然在绝对规模上遥遥领先，但市场份额有所下滑：据艾瑞咨询数据，天猫在 B2C 网购市场份额已由 2011 年 4 季度 57.2% 峰值下滑至 2014 年 1 季度的 50.6%。就如我们此前所论述的，阿里巴巴庞大的买卖家基数、交易规模是其广告交易平台的基石，而转型品牌化（从 C2C 转向 B2C）和提升供应链效率（菜鸟网络）是维护这一基石的必然选择。

图 58：天猫在 B2C 网购市场份额下滑

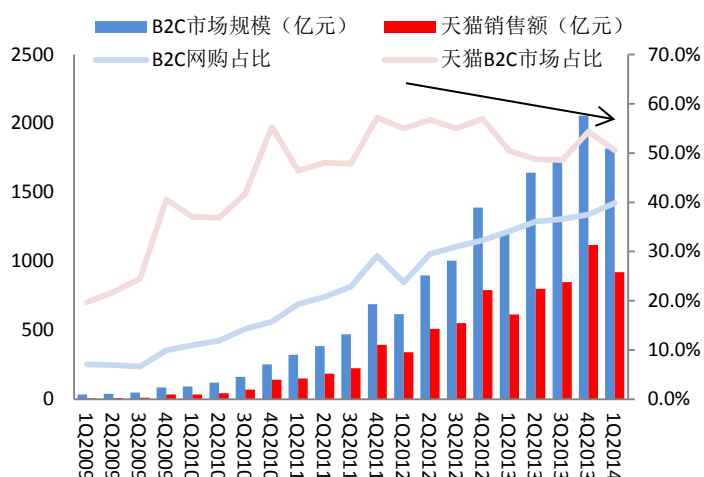
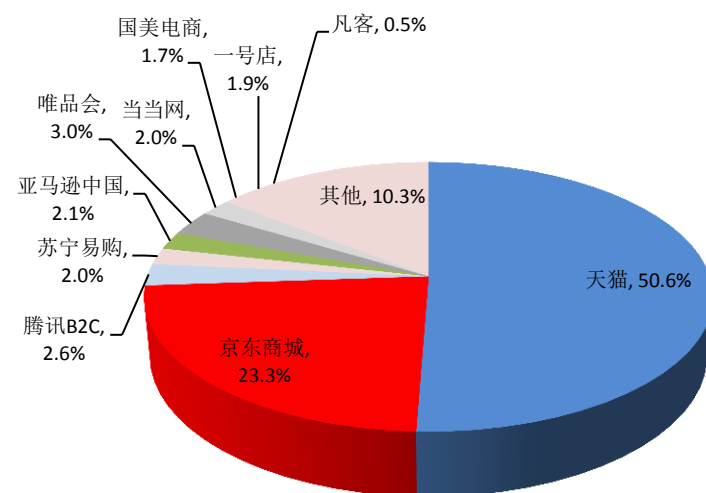


图 59：B2C 市场天猫受到多方挑战（1Q2014）



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

2. 菜鸟物流计划：整合社会化资源，弥补供应链短板

与京东、一号店等自营电商自建仓储物流体系不同，阿里一直扮演平台服务商角色，依靠和第三方物流公司的深度合作来搭建社会化物流体系，为平台商家和消费者提供支持：即通过中央物流信息系统实现与物流合作伙伴的数据打通、信息共享、运力协调指导和配送方案优化，而具体配送则由第三方物流合作伙伴执行。依托这一社会化物流体系，阿里将其服务范围拓展至三四线城市：截至2014年4月，阿里14家战略物流合作伙伴在全国合计拥有1702个分拨中心和超过10万个配送点，远超京东全国82个仓库、1662个配送点（含209个自提点）的规模。

从业务量来看，阿里巴巴2013年双十一单日1.56亿、全年50亿包裹（约占2013年中国快件总数的54%）的规模，已绝非自建物流或单一物流公司能够满足，搭建社会化物流体系是必然选择，但另一方面由于缺乏对合作伙伴的管控，诸如送货延迟、单面验货等问题也一直困扰着阿里。随着消费者对物流、售后等价格外因素关注度的提升，阿里启动菜鸟物流计划，弥补供应链短板，以维护广告交易平台基石。

2013年5月阿里巴巴联合银泰、复星和三通一达等企业共同组建菜鸟物流网络，首期投入1000亿元（累计拟投入3000亿元），计划用8-10年时间建立一张能够支撑日均300亿（年约10万亿）网络零售额的智能物流骨干网络，实现覆盖全国的24小时必达物流网络。随着天网（中心物流信息平台）、地网（菜鸟高标准仓储体系）和人网（线下实体服务体系）组成的三网搭建完成，菜鸟网络将有能力实现配送全程跟踪，在提升效率的同时也满足消费者多样化且个性化的配送需求。

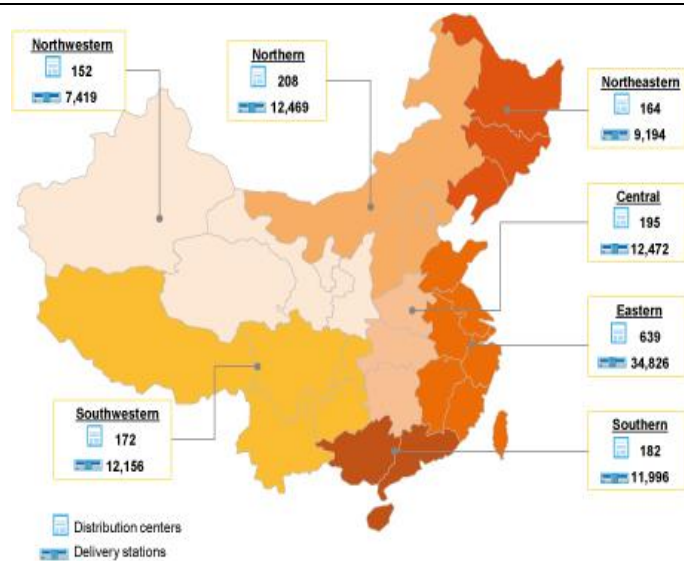
阿里巴巴与日日顺物流、中国邮政的合作，便是菜鸟物流体系搭建的典型举措。

1) 前者在全国拥有9个发运基地、90个物流配送中心、仓储面积达200万平方米以上，建立了7600多家县级专卖店、约2.6万个乡镇专卖店和19万个村级联络站，并在全国 2800多个县建立了物流配送站和17000多家服务商网点，帮助阿里巴巴实现大件商品配送体验上的突破；2) 而后者在全国拥有11.8万个网点（包括村邮站、三农服务站、社区服务店等），覆盖中国最偏远的山村和极寒之地，通达200多个国家和

地区，且未来两年将与阿里巴巴实现数据全对接，在物流、金融、信息安全、跨境电商等多个领域展开深度合作。

图 60：14 家物流合作伙伴配送点超 10 万个（2014.4）

图 61：阿里四方物流体系



数据来源：阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心

表 9：阿里天、地、人三网构成

三网	描述
天网	全面打通菜鸟、阿里电商体系、物流公司、商家、消费者之间的中央物流数据分享平台
地网	连通全国的高标准仓储体系，覆盖全国各中心区，与合作伙伴一起为商家提供与仓储相关的高品质服务
人网	面向消费者的线下实体服务体系建设：如小区服务站、自提点等体系；并大幅提高快递员的工作效率

数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

表 10：阿里依托菜鸟推出多种特色物流服务

活动	描述
新西兰海鲜节	保证海鲜从新西兰上岸后 72 小时内送到顾客手中，如开箱发现部分海鲜死亡按死亡个数比例退款。
美国车厘子直送国内	先订购，后采摘，再送货；支付尾款后美国西北车厘子 3-5 天送达
美国冰淇淋直送国内	包括哈根达斯在内美国十大冰激凌品牌在天猫接受预定，能保证 50 小时不化，可送达全国 210 个城市，承诺“化了包赔”。
天猫超市代扔垃圾	天猫超市活动，快递员上门送件的同时，将主动帮助消费者带走生活垃圾；广州、上海、北京等 11 个城市的消费者将率先启动。
大家电下乡直达	联手海尔日日顺，保证全国 2600 多个区县、38000 多个乡镇，50 多万个村大家电送货上门、安装及提供售后服务

数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

（二）国际化：天猫国际请进来，跨境电商走出去

在此之前我们探讨的是一个连接国内用户和商家的电商生态圈如何建立，并且如何盈利。如果把阿里巴巴看做是一个广告交易平台，那么庞大的用户（广告位）和品牌商（广告主）资源则是这个平台的基石，未来广告收入的增长也将依赖于广告主和广告位的持续扩张。截至FY2014年，阿里巴巴拥有2.55亿活跃用户，800万卖家，其1.68万亿美元的零售市场交易额在中国网购市场中占比达到83.2%。尽管仍然处于国内电商垄断地位，但在可预见的未来将不断受到各个品类垂直型电商的冲击和分流，因此国际化将成为阿里巴巴下一阶段做大广告交易平台的重要战略。

阿里巴巴的国际化主要分为天猫国际和速卖通，前者是把海外品牌引进来，后者是把国内品牌带出去。目前的阿里巴巴更多是一个基于国内零售业务的电商平台，广告位为国内消费者，而广告主为国内品牌商。在我们的分析框架中，天猫国际把海外品牌引进来，实际上是增加了阿里巴巴的广告主资源；速卖通把国内品牌带出去，海外消费者则成了阿里巴巴的广告位资源。因此从这一角度出发，我们能清晰地看到国际化战略对于阿里巴巴核心盈利模式的加强，即从中国在线广告交易平台向国际在线广告交易平台的升级和转型。

2010年，阿里巴巴上线全球速卖通开始涉足B2C出口，2014年正式推出天猫国际涉足B2C进口。前者推出4年时间就实现37亿美元的交易规模，远超兰亭集势、DX.com等平台；而后者与C2C海淘相比，在渠道合规性、商品品质、物流体验和售后服务等方面都具有明显优势。如同当年淘宝抢占国内网购市场一样，率先布局且拥有强大B端资源和海外物流布局的阿里巴巴，有望充分享受跨境电商的流量红利。

1. 跨境电商空间大：批发与零售比翼，出口与进口齐飞

出口导向的经济政策和海外市场对中国制造的强劲需求维持了中国跨境电商近年来30%以上的复合增速。2013年中国跨境电商交易规模达3.1万亿，占中国进出口总额12.1%。根据易观国际的预测，未来三年跨境电商交易额仍将维持30%左右的年均增速，至2016年达到6.5万亿，占进出口总额19%。

从结构上看，目前跨境电商以出口为主（占比90%左右），且基本以B2B形式存在，支付、物流等环节建设的落后使得跨境B2C市场发展缓慢，主要跨境B2C平台如兰亭集势、DX.com等交易规模均在十亿人民币量级，且交易品类集中在3C、服装等；另一方面由于政策限制、平台缺失使得进口电商B2C主要以淘宝、eBay等平台的C2C海淘为主，增长强劲但整体规模不大。

在我们看来，中国制造的价廉物美、跨境支付物流等基础建设加速以及跨境交易习惯的逐渐形成，将推动跨境零售市场需求快速增长。根据PayPal的调研预计，2013-2018年美国、巴西、英国、德国和澳大利亚等五国在未来5年跨境网购的人数持续增长，跨境网购消费金额将实现翻倍增长。而与此同时，中国消费者对跨境网购的需求也十分强劲，预计未来五年中国跨境网购人数将翻番，交易规模将增长362.7%至1601亿美元。

对阿里巴巴而言，在国内网购流量红利渐失、增长放缓的情况下，依托B2B平台Alibaba.com的人气和知名度顺势推出速卖通（B2C出口）并上线天猫国际（B2C进口），全面进军跨境零售电商市场，无疑为平台流量开拓了一个新的增长点。通过加速支付宝国际化（如2014年7月支付宝与海外购物退税机构瑞士环球蓝联宣布，将联合推广支付宝海外退税服务）和海外物流体系的建设（如投资新加坡邮政、与

澳大利亚、巴西等当地邮政服务商达成战略合作等），阿里巴巴的国际化之路让国内其他电商难以望其项背。

图 62：跨境电商交易规模持续增长

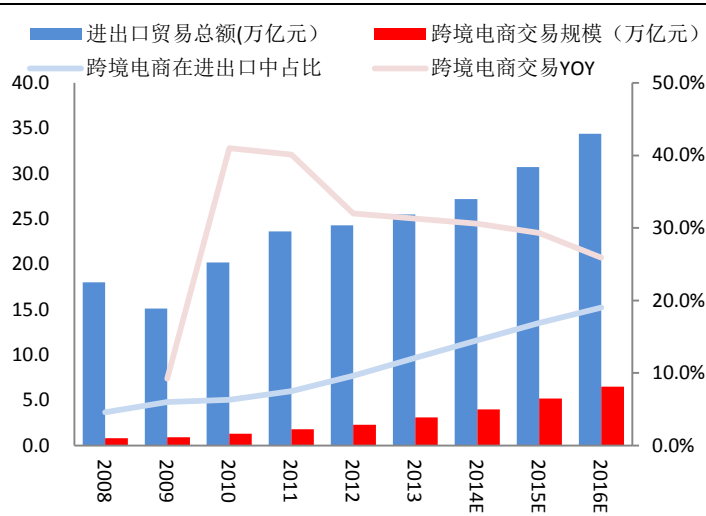
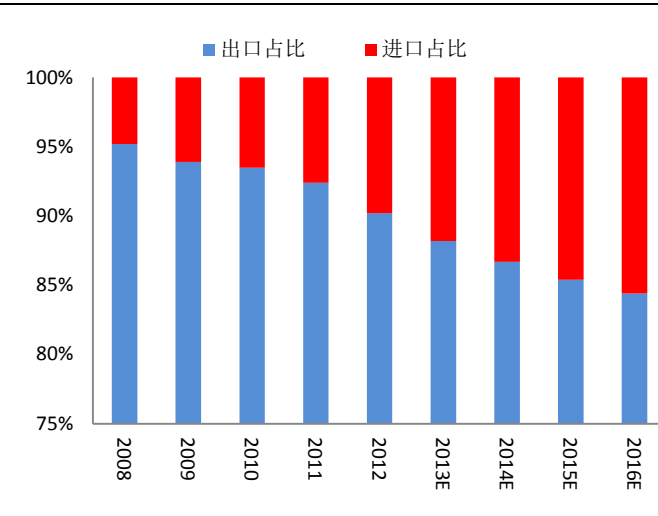


图 63：跨境电商以出口为主



数据来源：易观咨询、广发证券发展研究中心

图 64：未来五年跨境网购人数

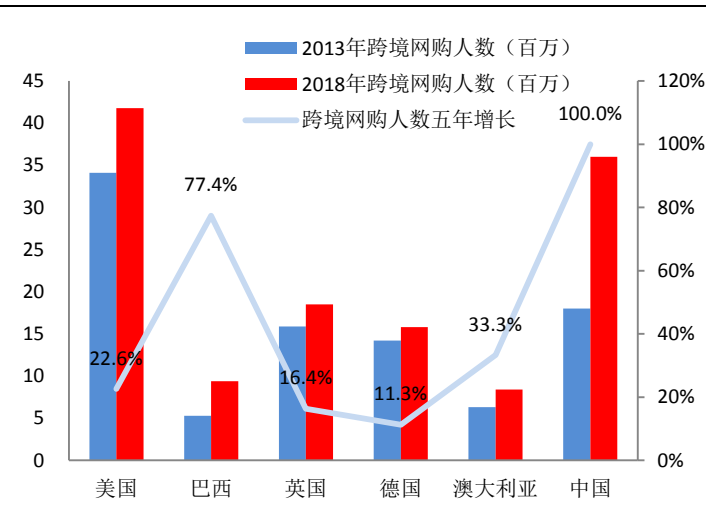
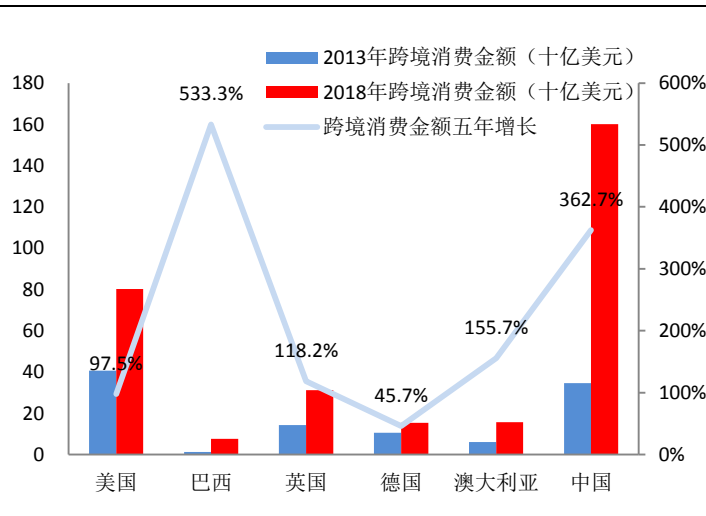


图 65：未来五年跨境消费金额



数据来源：PayPal、广发证券发展研究中心

表 11：主要跨境 B2C 电商主打 3C 和服装，规模较小

B2C 网站	成立时间	主打品类	销售规模 (人民币)
DealXtreme	2006 年	3C	11 亿 (13 年)
LightInTheBox	2007 年	服装+3C	18 亿 (13 年)
Focalprice	2008 年	3C	1.3 亿 (10 年)
tinydeal	2006 年	3C	--
everbuying	2006 年	3C	2 亿 (13 年)

Sammydress	2006 年	服装	2.6 亿（13 年）
milanoo	2008 年	服装	--
iPmart	2004 年	3C	1 亿（09 年）
pandawill	2009 年	3C	2 亿（11 年）
tidebuy	2010 年	3C+服装	6000 万（12 年）

数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

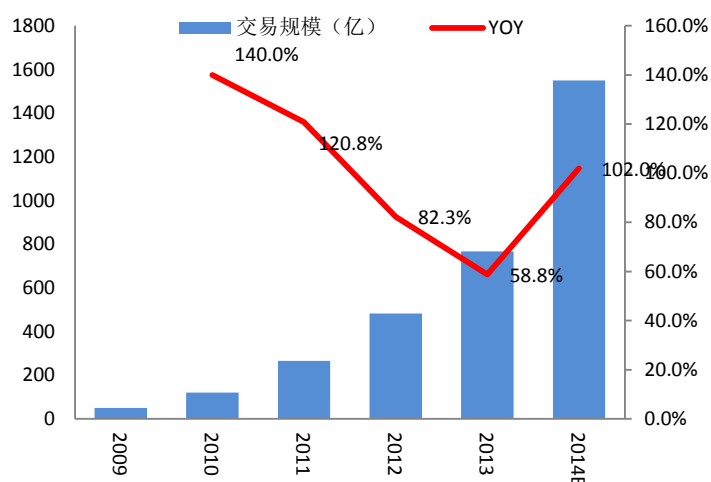
2. 天猫国际：扩充海外广告主，打造海淘千亿市场正规军

2014年2月，天猫国际正式上线，为国内消费者直供海外原装进口商品。天猫国际与天猫经营模式相同，即品牌商直接入驻平台面对消费者，平台则提供阿里旺旺咨询、国内物流和售后等服务。目前天猫国际品类涵盖母婴用品、食品保健、美妆个护和服饰鞋包四大类，入驻商家来自美国、英国、澳大利亚、日韩、台湾等多达数千个品牌，其中不乏Dior、NewBalance、Lee Jeans等知名品牌。

据中国产经信息网预计，2014年中国海外代购市场规模将达1549亿元，同比增长102%。与C2C海淘相比，天猫国际在渠道合规性、商品价格和品质、物流时间和售后服务等方面均具有明显优势，有望迅速抢占海外代购市场千亿规模蛋糕。

图 66：海外代购市场交易规模

图 67：天猫国际平台拥有数千个国际品牌



数据来源：中国产业经济信息网、天猫国际官网、广发证券发展研究中心

表 12：天猫国际 VS 海淘优势明显

项目	天猫国际	海淘
合规性	当地海关、外管、检验检疫、财税等部门会随企业入驻跨境电商平台园区，提供一站式的服务	海淘物品的入关是以“个人物品”报关，且转运在美国尚处在灰色地带
商品价格	“网购保税”模式享受保税优惠，规模化降低成本 10%~20%，最终的价格与海淘接近	海淘总价包括物品价格、国（境）外消费税、运费、转运运费及可能没有规避掉的关税。
正品保证	进口报关、检验检疫、网上销售等全程阳光	难以保证正品，需要依靠用户凭经验和卖家

	监管通道，产品可溯源	信用判断
物流时间	72 小时内保证发货，预计 14 个工作日送达。 物流全程可追踪	较为成熟的海淘公司承诺 10 天左右收货，但取决于过关速度，物流时间普遍长达一个月
售后服务	商家店铺阿里旺旺中文咨询，质量问题或商家协商一致退货；天猫国际介入协调	自行联系卖家协商

数据来源：天猫国际官网、公开资料整理、广发证券发展研究中心

3. 全球速卖通：扩充海外广告位，迅速占领跨境零售市场龙头地位

阿里2010年上线全球速卖通国内布局国际零售市场，采取B2C和B2B兼容模式，通过一站式商品上架翻译、物流运输和支付宝结算服务，使得国内卖家直接面对海外零售商或顾客。目前，速卖通已覆盖全球220多个国家和地区，日均海外流量近5000万UV。除英语网站外，速卖通还在俄罗斯和巴西上线了俄语和葡萄牙语网站。

依靠Alibaba.com积累多年的卖家资源、支付宝国际化稳步推进以及海外物流体系的建设，速卖通上线后迅速增长，交易规模迅速超越兰亭集势等B2C平台。**FY2014，速卖通平台交易规模已达37亿美元，其中24亿美元通过支付宝结算。**通过对以支付宝结算的交易收取5%固定佣金的主要盈利模式，FY2012-FY2014速卖通平台营收从2.2亿元增至9.4亿元，CAGR达105.1%。如同当年的淘宝，速卖通将充分享受跨境零售市场的流量红利，随着海外活跃用户数和流量的持续增长，我们认为速卖通平台的广告价值也将充分体现，其盈利模式也将从固定扣点发展为广告+扣点的模式。

图68：速卖通缩短优化外贸产业供应链



数据来源：速卖通官网、广发证券发展研究中心

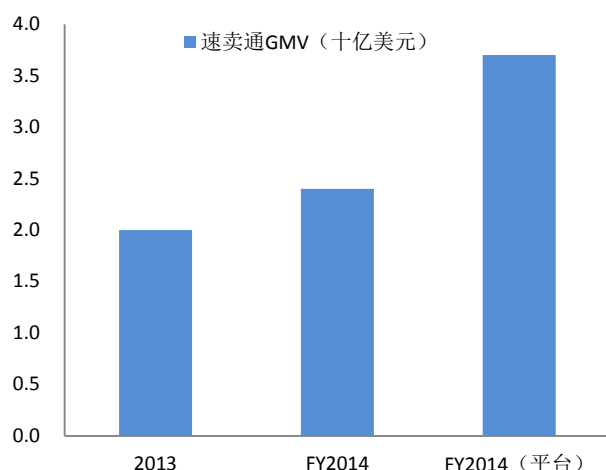
表 13：速卖通 2013 年交易国家 TOP10

国家	交易额排名	UV 数排名	订单价（美元）	客单价（美元）
俄罗斯	1	2	21	42.97
美国	2	1	69	120.39
巴西	3	3	20	53.46
西班牙	4	4	40	73.84
英国	5	5	100	181.21
乌克兰	6	6	31	57.91

法国	7	7	41	86.3
加拿大	8	8	42	85.46
以色列	9	9	25	51.41
澳大利亚	10	10	58	106.83

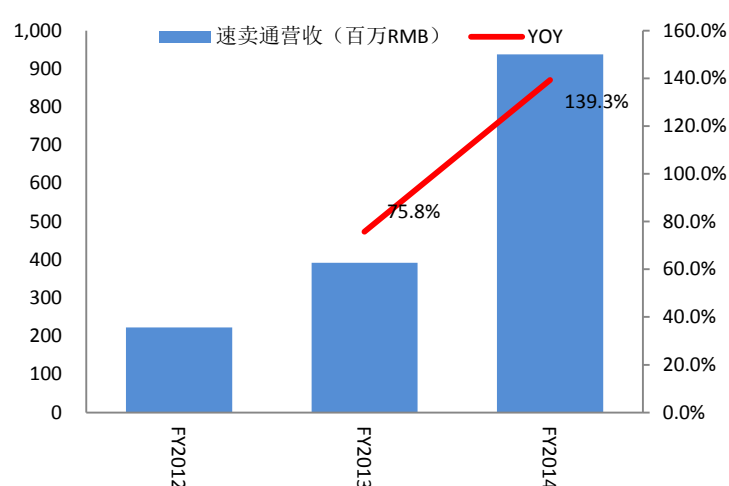
数据来源：速卖通新闻资料整理、广发证券发展研究中心

图 69：速卖通 FY2014 平台 GMV 达到 37 亿美元



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图 70：阿里速卖通营收规模



(三) 移动端&O2O：流量爆发，阿里 All-in

我们在此前反复强调，阿里巴巴的战略布局始终围绕其核心盈利模式的加强而展开。对于一个在线广告交易平台来说，广告位（用户）和广告主（品牌商）是其成功的基石，随着“千人千面”计划的推进，每一个用户本身就是一个独立广告位，而在这一篇章中我们再次拓展广告位的定义：**即每一个用户的每一个时间段是一个独立广告位**（用户在不同的时间面对着不同的屏幕，或PC，或手机，或IPAD，或电影银幕，不同时间用户面对的屏幕就是其独立广告位的载体），因此对于阿里巴巴而言，除了要扩大用户数，还要尽可能占有用户更多的时间。

智能手机和移动支付的普及，带动移动购物市场的爆发，而用户购物习惯的转变也影响着广告位价值的迁移。PC端的用户基数仍然庞大，但用户时间却被移动端分流，这也是为什么阿里巴巴从2013年开始发力移动端的入口抢夺，包括上线来往，投资微博、高德地图、UC优势、优酷土豆等，其本质仍然是为了获取用户更多的停留时间，以强化在线广告交易平台的核心盈利模式。

尽管微信在移动端入口争夺中处于绝对垄断地位，但其社交属性使其在向购物领域拓展过程中仍然面临一定障碍，阿里在移动购物市场76.4%的份额足以证明其电商霸主的地位。我们看好阿里巴巴的移动端战略：1) 阿里系的手机淘宝+支付宝钱包+社交地图视频等，已经形成强大的“入口—支付—分享”的完成移动端购物生态体系；2) 大数据时代下，阿里系积累的商品和用户数据帮助其实现更精准的推送，也更适合移动端展示广告的特点；3) 移动端O2O的布局，帮助阿里巴巴将广告主资源成功拓展至生活服务类业态，更多的商品种类提升用户黏性的同时，也将提高广

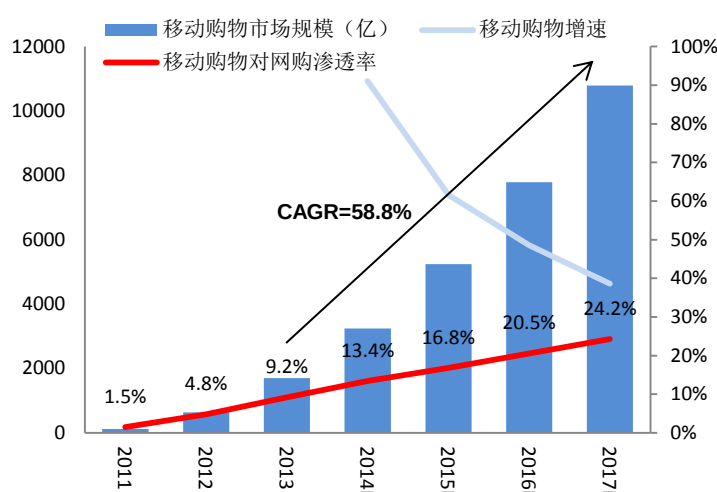
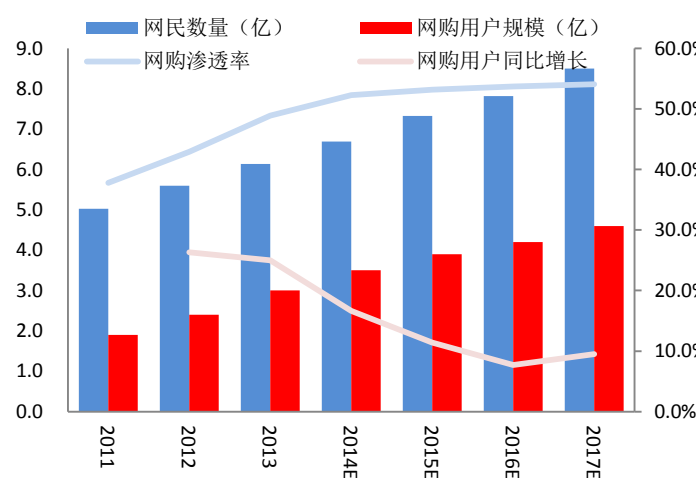
告投放的转化率。我们判断阿里巴巴未来仍将在移动端展开一系列入口资源的争夺，将其在PC端构建的广告交易平台复制到移动端，随着移动端用户数和品牌数的扩大，其移动端的广告价值也将持续提升，货币化率也将相应上升。

1. 移动电商：移动流量爆发，阿里率先布局

从网购市场的渠道格局来看，PC端流量红利逐渐丧失，2014年中国PC网民和网购用户数已分别达到6.7亿和3.5亿，未来增速将向10%的中枢靠拢。另一方面，智能手机的普及、移动支付的成熟逐渐改变消费习惯的同时，也带来移动购物市场的爆发。2014年中国移动购物市场交易规模预计将增长91%至3241亿元，占网购份额达到13.4%，未来4年CAGR有望达到 58.8%，保持高速增长态势。

图 71：PC 端网购用户增速中枢下行

图 72：移动购物市场未来四年 CAGR=58.8%



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

尽管微信在移动端入口处于绝对垄断地位，但其社交属性使其在电商领域一直难有作为，而阿里巴巴则在08年就已经上线手机淘宝率先布局移动端，不得不敬佩马云对行业趋势的精准把握。从2Q13到1Q14，阿里巴巴移动端销售规模同比增速超过300%，远超行业增速。以最新的2Q2014数据来看，阿里巴巴移动端单季GMV高达1640亿元，占阿里系零售业务GMV的比例从去年同期的12%提升至32.8%，超越行业平均水平。而根据艾瑞咨询的数据，2Q2014淘宝无线在移动购物市场份额高达84.2%，遥遥领先于排名第二的京东5.3%的市场份额。

移动购物的兴起背后，是广告位价值从PC端向移动端的转移，尽管PC端的用户基数仍然庞大，但用户时间却被移动端的各种应用分流。为了获取用户更多的停留时间，强化广告交易平台的盈利基石，阿里巴巴从2013年开始发力移动端的入口抢夺，包括上线来往，投资微博、高德地图、UC优势、优酷土豆等一系列眼花缭乱的运作（这些入口从某种意义上来说，都是阿里巴巴的潜在广告位），并基本形成了强大的“入口—支付—分享”的完整移动端购物生态体系。

阿里巴巴正在移动端复制其PC端的成功经验，而移动端屏幕小、使用时间碎片化等特点，使其更适合基于大数据技术下的精准推送，而阿里在用户消费行为和商品数据的积累和应用方面无疑是最为领先的。阿里移动端收入从2Q12的4200万提升至1Q14的11.6亿元，货币化率也从0.44%提升至1.49%。我们认为随着移动端用户数和商品数的扩大，其移动端广告价值也将持续提升。

表 14: 阿里巴巴在移动端的布局

手机应用	类型	备注
手机淘宝	购物平台	中国市场 MAU 前五的应用之一，截至 2013 年 10 月注册用户 3.2 亿
手机支付宝	支付工具	中国市场 MAU 前五的应用之一，2013 年底活跃用户突破 1 亿
手机天猫	购物平台	中国市场 MAU 前五的应用之一
UC 浏览器	浏览器	2014 年 3 月全球用户突破 5 亿，海外用户突破 1 亿
微博	社交媒体	截至 2013 年底注册用户 5.4 亿，手机 MAU1.29 亿
来往	即时通讯	截至 2013 年 10 月注册用户突破 1000 万
高德地图	地图导航	2013 年 12 月 MAU9200 万
阿里通信	虚拟运营商	

数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

图 73: 阿里移动端抢占先机

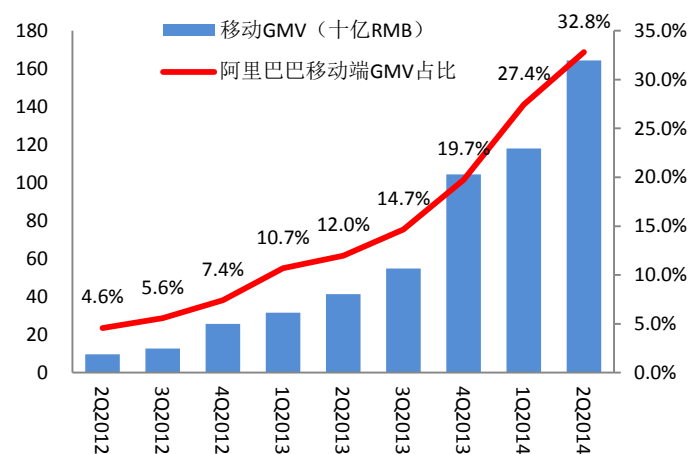
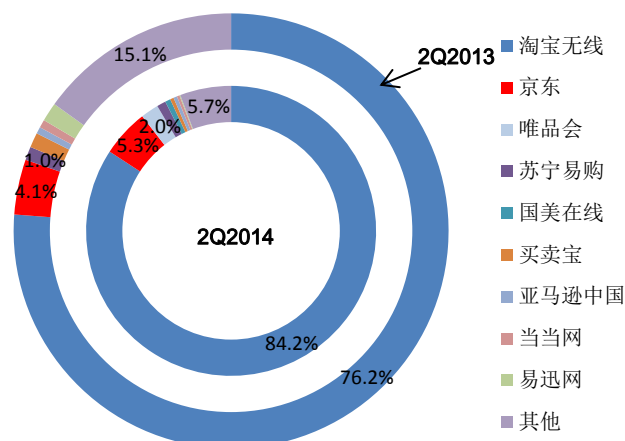


图 74: 1Q2014 淘宝无线一家独大



数据来源：阿里巴巴招股书、艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图 75: 移动端盈利模式逐渐清晰

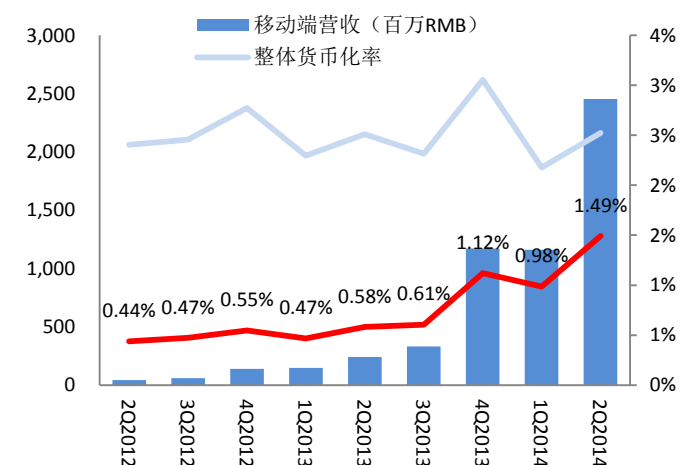
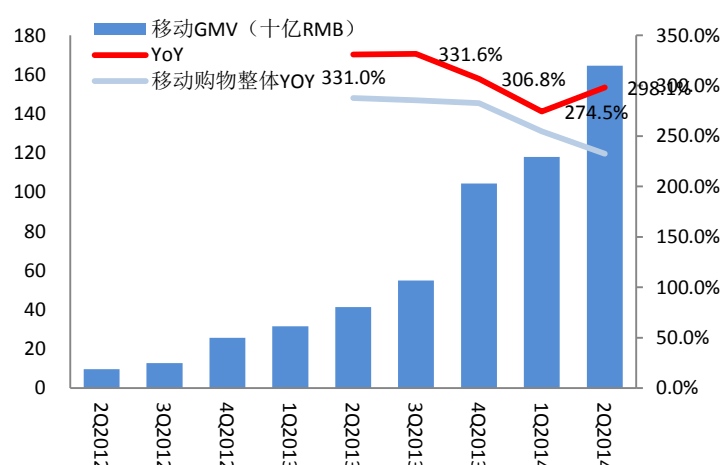


图 76: 阿里移动端增速领先行业



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

2. O2O创新：提升用户黏性，扩大广告主资源

O2O指的是将线下商业资源与移动互联网相结合，利用移动互联工具和技术，通过线上精准营销、线下资源整合，最大程度地解决信息不对称问题，提升线下商业的经营效率和盈利能力。一般来说实物商品的O2O有两种模式：1)从线上到线下，典型应用场景如用户在线上购买或预定服务，再到线下商户实地享受服务、或用户在线购买或预定商品，然后再到线下的实体店取货或体验；2)从线下到线上，典型应用场景如用户通过线下实体店体验并选好商品，然后通过线上下单来预定商品。无论是哪一种，O2O深层次反映的是移动互联网时代用户信息获取、消费行为的改变，倒逼企业在营销方式、业务流程、资源配置等方面做出相应变革。

在阿里巴巴O2O战略中，二维码被作为主要的服务入口。在初步完成银泰百货、美宜佳、华联超市等线下企业的跑马圈地后，2014年6月阿里正式宣布推出“码上淘”开放战略：首批上线的五类码包含商品码、服务码、互动码、媒体码和码上店五类，分别对应商品信息查询、售后服务、互动营销、快捷购买等功能，覆盖天猫、淘宝商品和阿里系线下的各种服务。依靠二维码的连接，阿里把线上企业营销渠道拓展到线下的同时，也为线下渠道导入线上流量，实现线上线下的渠道融合。

表 15：阿里“码上淘”五类码

五类码	功能
商品码	通过手机淘宝扫描，阿里巴巴 10 亿级别的商品库精准定位商品，可以展现：1) 商品在线的真实评价；2) 最优惠的价格；3) 最快捷的物流
服务码	签收包裹时用手机扫描服务码，快速体验交易后的完整服务：1) 查看商品的使用说明；2) 了解商品的增值服务；3) 急速呼叫店铺进行售后咨询
互动码	用手机淘宝扫描印在商品上的互动码，可以进入品牌量身定做的互动体验
媒体码	看到媒体上的促销信息，用手机淘宝扫描后立刻在线购买
码上店	在入店前扫描码上店，就可以清楚了解新款上架、促销活动以及会员优惠情况，喜欢的商品随时在线收藏，产品信息真正做到了如指掌

数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

相比实物商品，我们认为O2O对于生活服务类业态的经营效率提升有着更大的价值，一方面非标准化的生活服务产品无法在网上享受，另一方面O2O有望整合前端分散的消费需求，从而提升线下单点的盈利能力。目前一些比较成功的O2O案例，基本都是在团购以及其他生活服务类业态，如餐饮、娱乐、旅游、社区服务等。以本地生活服务O2O为例，2013年本地生活O2O用户达到1.85亿，2015年有望达到2.93亿。2014年上半年，本地生活服务中市场规模最大的团购市场交易额已达294.3亿元，同比增长108.3%。

阿里巴巴在移动互联各类场景的布局同样可圈可点，如点评网站口碑网、团购网站美团网、优惠券网站丁丁优惠、餐饮预订淘点点、票务演出猫眼电影、地图导航高德、用车服务快的打车等等。我们认为阿里巴巴在移动端O2O的布局，一方面增加用户黏性，占据用户更多时间；另一方面成功将生活服务类业态纳入广告主资源，今年7月大众点评发布O2O广告价值模型，引入效果量化体系，便是最好的案例（大众点评网发布O2O广告价值模型，通过商户曝光量、到店转化率、单次消费金额的统计建模得出广告投放收益，旨在细化用户从“关注”到“消费”的整个行为过程，并量化其中的广告效果）。

表 16: 本地生活 O2O 参与企业类型

企业类型	代表企业
平台和入口类	阿里巴巴、腾讯、百度
地方生活服务社区论坛	天通苑、合肥论坛、19 楼
分类信息网站	58 同城、赶集网、百姓网
生活服务点评类网站	大众点评、口碑网、爱生活
生活服务类团购网站	美团网、点评团购、百度糯米
生活服务优惠券网站	丁丁优惠、街库网、布丁移动
行业垂直网站	美食订餐类网站
	淘点点、饿了么、饭统网
	票务演出类网站
	大麦网、格瓦拉、美团猫眼电影
	婚庆摄影类网站
家政、美容类网站	中国婚博会、久久结婚、喜事网
	找阿姨、服务迷、乐帮业家政网
地图/导航服务	高德地图、百度地图
汽车服务	易到用车、快的打车、滴滴打车

数据来源: 艾瑞咨询、公开资料整理、广发证券发展研究中心 (其中加粗为阿里系公司)

图 77: 本地生活 O2O 在线商务用户

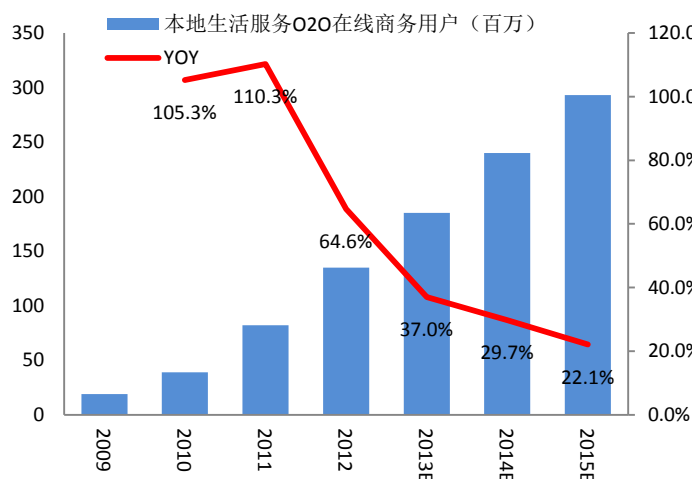
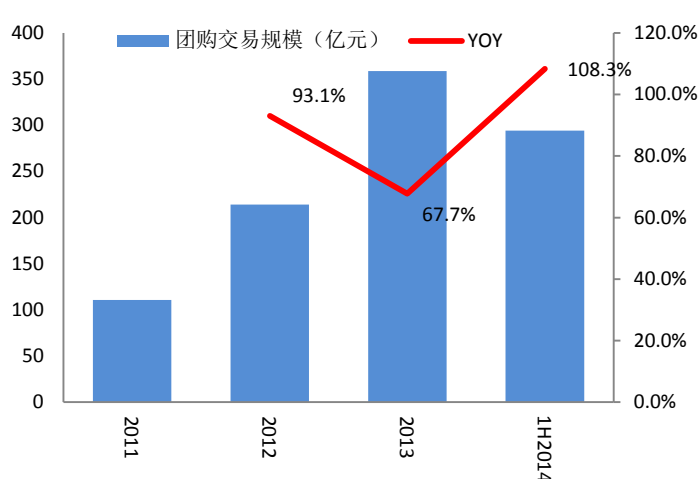
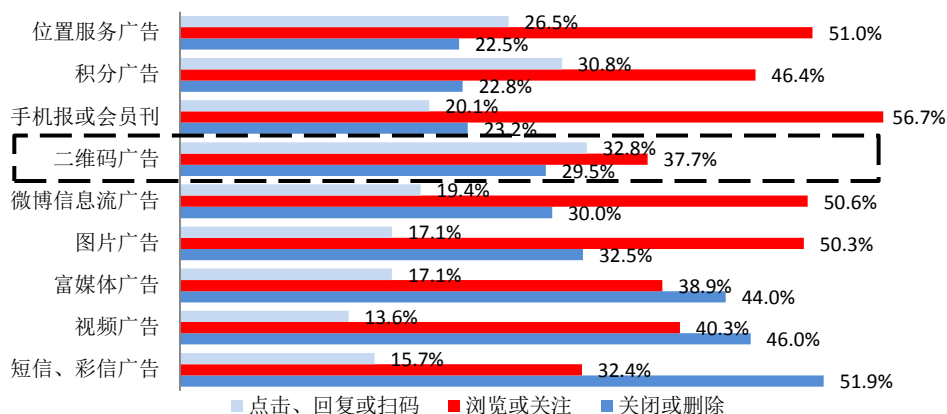


图 78: 团购市场交易规模



数据来源: 艾瑞咨询、团 800、广发证券发展研究中心

图 79: 二维码广告在移动端广告中的接受度较高 (2013)



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

(四) 千人千面，迎接大数据时代展示广告春天的来临

我们一直强调，阿里巴巴不仅仅是一家电子商务公司，从盈利模式来看更是一家以在线广告为流量变现手段的互联网巨头。阿里巴巴打造了一个从C（消费者）到小B（分销商）到大B（品牌商）的国内电商生态圈，并以广告和交易佣金实现流量变现，而展望未来我们看到的是阿里更具雄心的布局：1）巨额投资菜鸟物流计划，提升供应链效率和用户体验，巩固其广告交易平台的流量基石；2）以天猫国际和速卖通进军跨境电商，将其广告交易平台从国内拓展至全球；3）全面ALL IN移动互联，将其广告交易平台从PC端拓展至移动端；4）O2O模式创新与布局，将其广告交易平台从实物商品领域拓展至生活服务类产品。数年之后我们所看到的阿里巴巴，将会是一个覆盖全球用户、全球品牌、全渠道服务的国际实时广告交易平台，而其收入和盈利也将随着广告位、广告主的拓展，以及广告投放率的提升而持续快速增长。

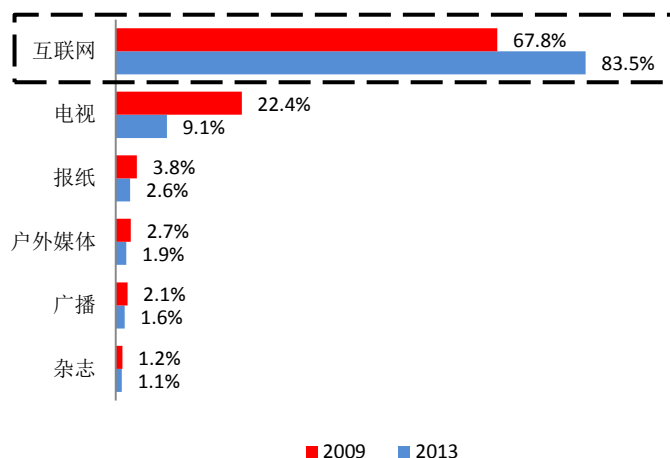
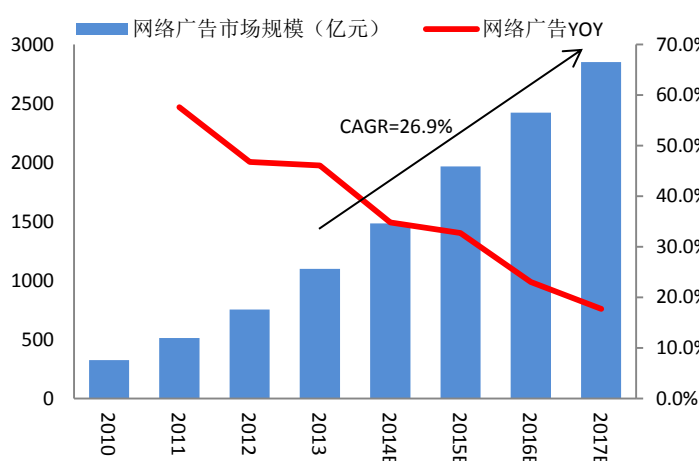
我们对阿里巴巴未来核心盈利模式的持续，以及在线广告收入的快速增长充满信心，主要原因在于：1）互联网广告行业保持高速增长，未来4年PC端广告规模CAGR=26.9%，移动端广告规模CAGR=69.4%；2）阿里与生俱来的购物属性广告转化率高，购物网站广告是网民点击和关注度最高的渠道；3）国际化与移动化战略先发优势明显，速卖通4年时间实现37亿美元交易额，淘宝无线占据移动购物84.2%市场份额，均遥遥领先其他竞争对手；4）竞价搜索广告向DSP展示广告转型，极深的对用户、商品的理解和极强的大数据技术，凸显阿里巴巴的竞争力。

1. 电商广告：千亿市场，阿里独尊

互联网的快速普及已经使其成为当今最重要的媒体介质。2013年中国PC网民数量达到6.2亿，其中83.5%表示互联网是其接触时间最长的媒体（这一比例在2009年为67.8%），远超排名第二的电视（2013年为9.1%）。网民对互联网的强依赖使得网络广告市场快速扩张：2013年PC网络广告市场规模已达1100亿，预计未来4年仍将保持26.9%的复合增长率，至2017年市场规模将达2852亿元。

图 80：PC 网络广告市场未来四年 CAGR 为 26.9%

图 81：中国网民接触时间最长的媒体分布



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

从网站细分类型来看，电商网站连接人与商品，其与生俱来的购物属性使其具有更高的成交转化率，也因此获得更高的广告回报率和媒介价值，未来将成为网络广告最为重要的投放渠道。2013年，电商网站广告收入312.4亿元，占网络广告整体市场份额28.4%，未来四年电商网站广告收入将保持37.1%的复合增长率，至2017

年达到1103.7亿的市场规模，在网购广告市场占比38.7%，超越搜索引擎网站，成为最大的网络广告投放渠道。

图 82：2014 年电商网站将成为最大 PC 网络广告投放地

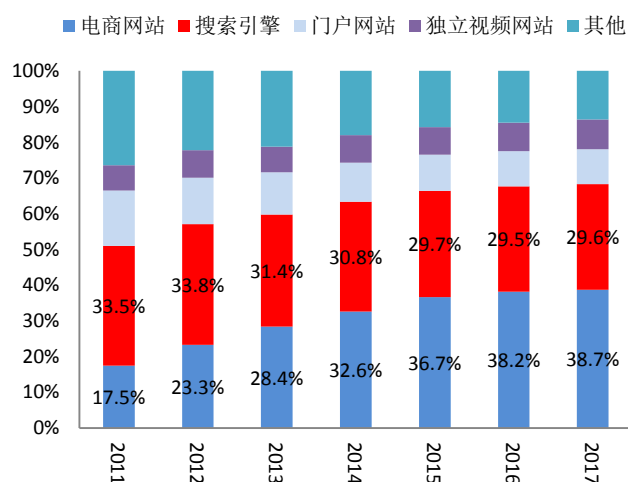
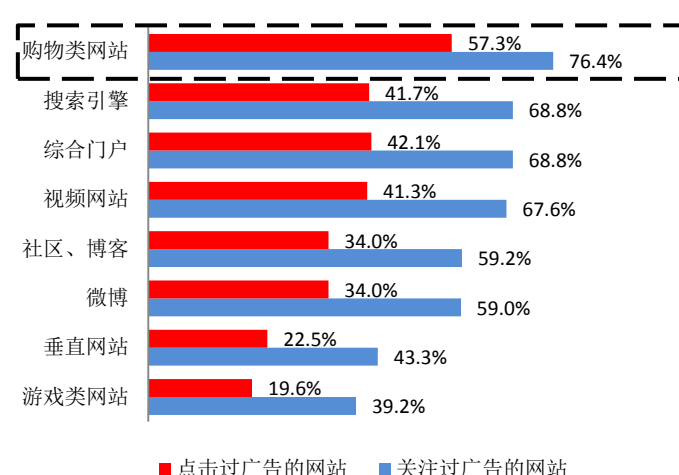


图 83：电商网站广告网民关注和点击率最高



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

而在电商网站中，流量规模优势和平台电商定位让阿里得以独享电商广告市场高增长：2013年，大淘宝平台（淘宝+天猫）284.1亿元广告收入在电商网站广告中占比高达98.1%。尽管京东、一号店等自营电商以及唯品会、聚美优品、当当、美丽说、蘑菇街等时尚电商都将对阿里广告平台形成一定分流，但一方面自营电商如何平衡自营商品和平台广告主之间的利益冲突仍是难题，另一方面阿里在商品和用户数据上的积累，使其拥有更高的广告投放转化率，因此未来仍将是电商广告主最为重视的广告平台。

图 84：PC 电商广告未来四年 CAGR 达 37.1%

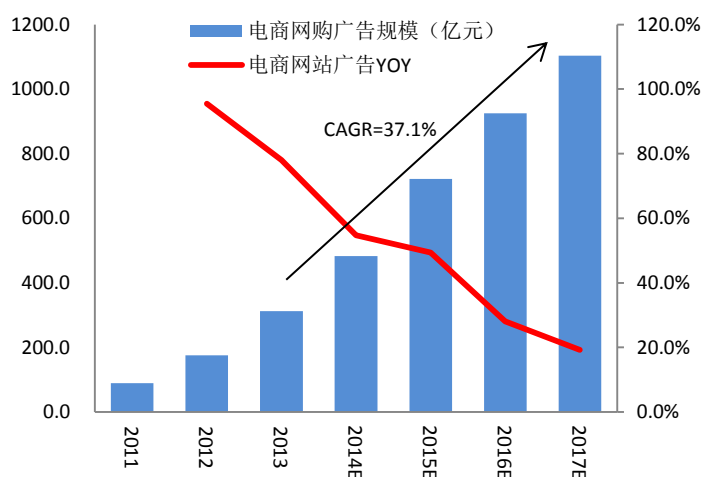
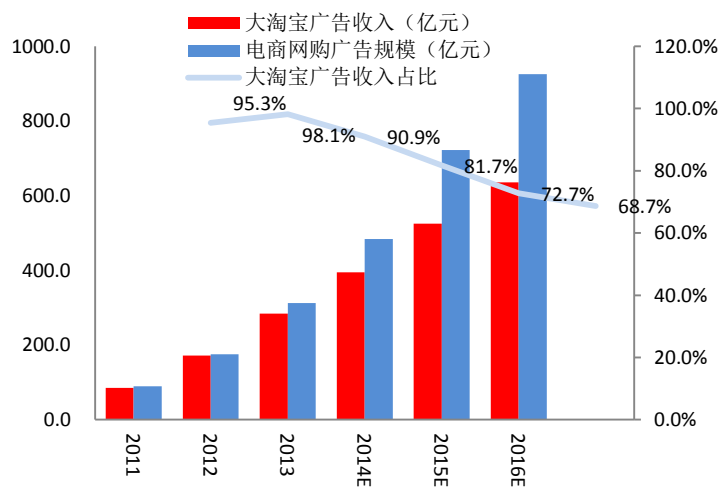


图 85：大淘宝是最主要的 PC 电商广告投放地



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

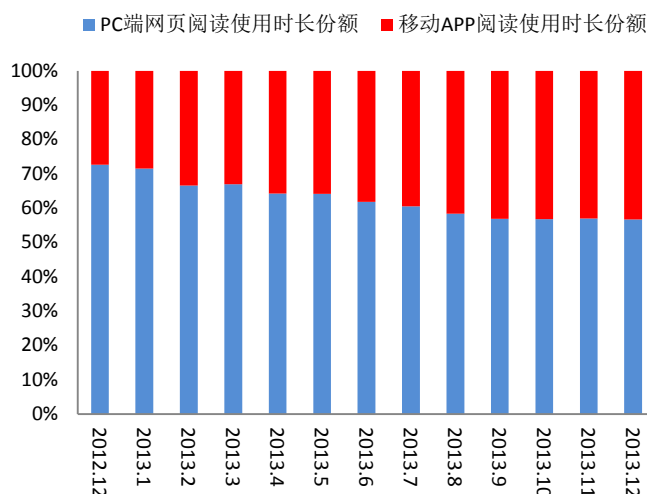
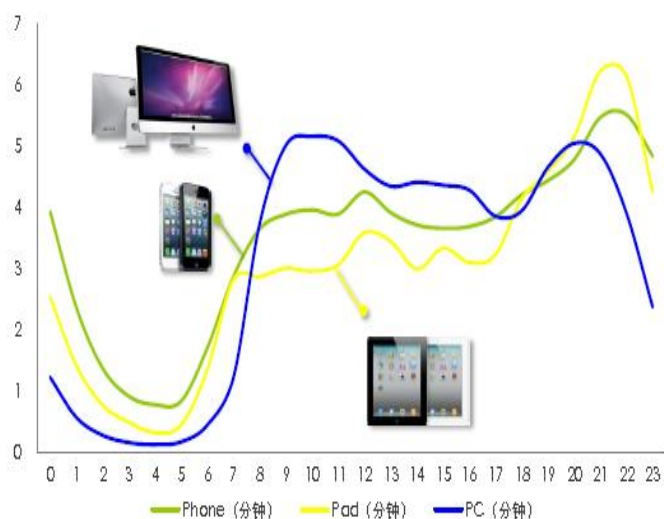
2. 网络广告未来趋势之一：移动广告流量爆发

从在线广告渠道来看，智能手机等移动终端的普及使得用户全天在多屏之间不断切换，PC端流量逐步向移动端迁徙，移动端广告市场将有更为强劲的爆发力。据艾瑞咨询数据，2013年12月，移动端APP阅读市场份额已达43.3%（VS2012年12月27.3%），并且在早上八点之前、下午五点之后的休闲和购物高峰时段，用户在

移动端所花的时间更多。流量的迁徙使得移动端广告市场规模迎来爆发期：**2013年移动广告市场规模155.2亿元，未来四年将保持69.4%的复合增长速度，至2017年，市场规模将达1276.9亿元。**而从广告场景来看，社交和购物场景下的移动广告将拥有更高的关注和点击率。

图 86：用户全天在多屏之间切换（2013 年 10 月监测）

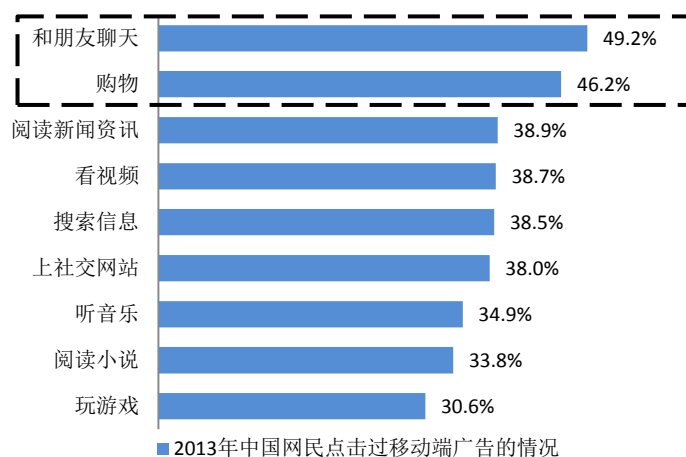
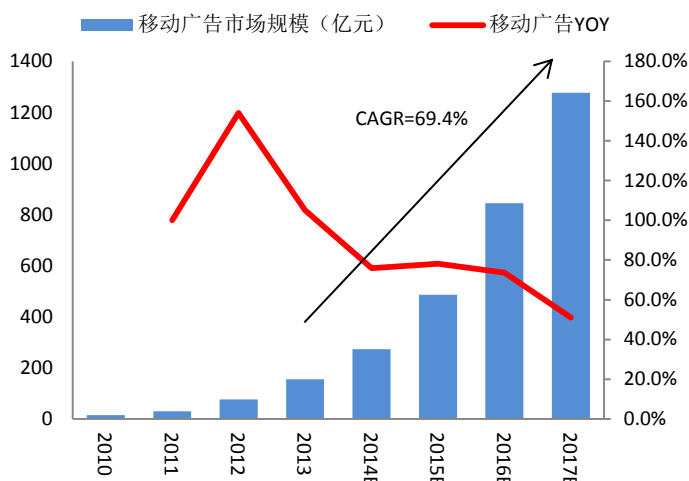
图 87：PC 端流量向移动端转移



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图 88：移动广告市场高增长

图 89：聊天和购物是用户点击移动广告最主要的场景



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

3. 网络广告未来趋势之二：展示广告精准为王

从广告类型上看，相较于竞价排名、关键词搜索等，基于大数据技术、实时竞价的DSP展示广告未来将有更大发展空间。从美国市场来看，到2015年展示广告有望超越搜索广告，成为最大的广告类型。传统的展示广告投放方式是媒体购买，即广告主根据自身的营销诉求及目标受众，采购相应属性的媒体，从而实现对受众的覆盖。而DSP模式不同于传统竞价购买广告位的无序模式，可以基于对用户购物、社交等多方数据的交叉分析，将闲置广告位分配给最合适的广告主，并根据点击或成交效果收费，真正实现将广告投放由媒体购买向受众购买的转变。广告投放精准

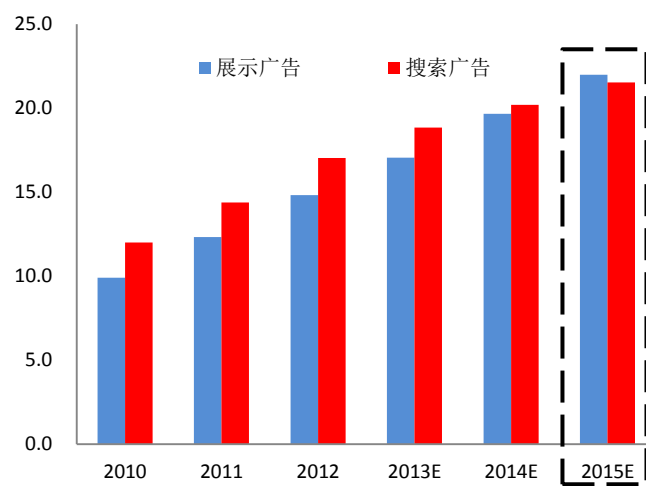
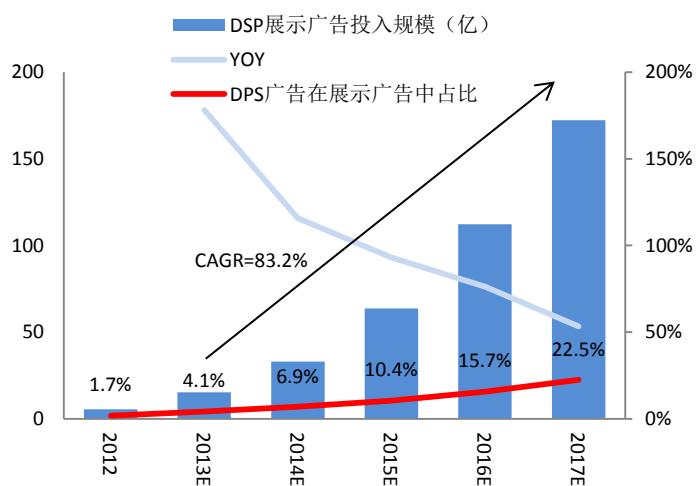
化不仅减少广告无效投放,节约广告主成本,也将有效提高受众对广告接受程度,从而提高转化率。而广告交易所实时竞价、自动投放的模式不但提高广告定价的透明度,也将更好的利用用户越加碎片化的流量。

我们认为在移动端屏幕小、搜索需求弱化、用户流量碎片化的背景下,基于用户消费偏好分析的精准商品推送需求将更为强烈。自2011年9月阿里首先上线TANX广告交易平台以来,谷歌、百度、腾讯等拥有流量优势的企业纷纷上线广告交易平台。据艾瑞咨询数据,2013年DSP型展示广告市场规模约为15.3亿元,预计未来四年将保持83.2%的复合增长率,到2017年市场规模达到172.2亿元,占全部网络展示广告的22.5%。

对于阿里来说,先发优势、用户和品牌商资源以及对2.55亿用户购物和浏览等数据的分析无疑使其TANX广告交易系统更具竞争力。根据阿里妈妈官网数据,目前阿里TANX系统日均PV超过50亿,覆盖超过50%的网络推广展示,每日自动广告投放量达百亿级,已经成为中国最大的网络广告交易平台。

图 90: DSP 展示广告高速增长

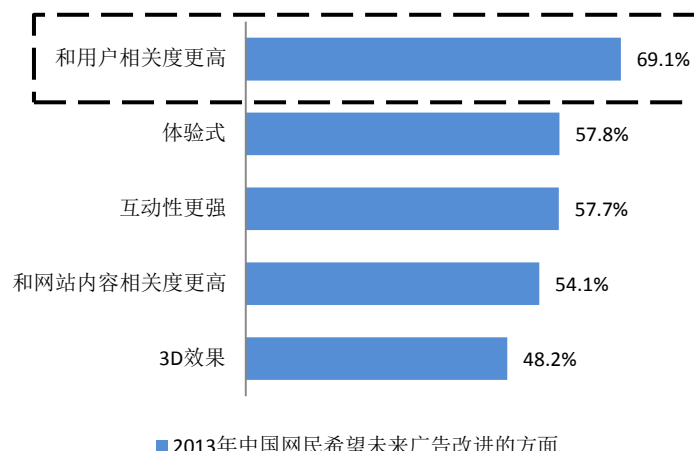
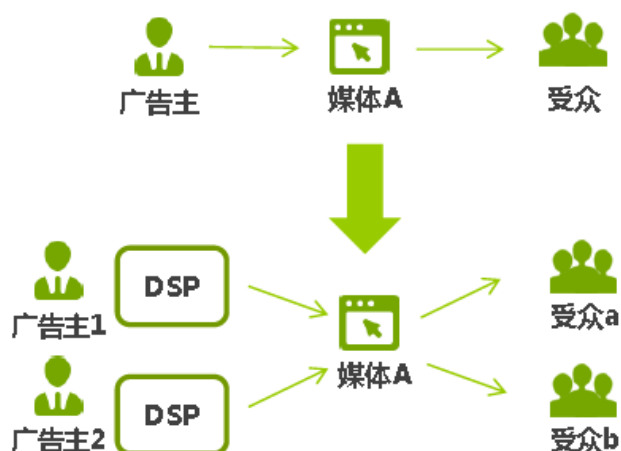
图 91: 2015 年美国展示广告将超越搜索广告 (十亿美元)



数据来源: 艾瑞咨询、eMarketer、广发证券发展研究中心

图 92: DSP 广告改变传统广告投放方式

图 93: 营销精准化是用户最希望广告改进的方面



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

表 17：阿里 TANX 是国内上线最早的广告交易所

广告交易平台	上线时间	性质	主要媒体资源	对第三方 DSP 开放程度	DSP	是否接入其它广告交易平台	SSP
阿里 TANX	2011.9	开放	阿里妈妈联盟	部分开放，内部 DSP 优先级较高	直通车、钻展、网销宝	是	TANX SSP
谷歌 DoubleClick	2012.4	开放	AdSense 及 AdMob 联盟网站	完全开放，内部 DSP 与第三方同等竞价	AdWords、DBM	是	AdMeld
百度 BES	2013.8	开放	贴吧、知道等自由小频道；广告管家接入的媒体；百度网盟中的部分媒体	完全开放，内部 DSP 暂未开始参与竞价	鸿媒体、网盟推广	否	广告管家
腾讯 TAE	2013.1	封闭	腾讯广告资源和 Discuz 联盟资源	完全开放	腾果	否	无
新浪 SAX	2013.3	封闭	新浪门户广告资源	完全开放	无		无
盛大 AA	2012.9	封闭	盛大系网站广告资源	完全开放	无		无

数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

四、从 IT 时代到 DT 时代，建中国商业发展基础设施

回顾阿里巴巴过去15年的发展历程，马云对于行业趋势的把握、对于自身资源的认识以及极具前瞻性的业务布局，都无不令人钦佩。从国内向全球延伸，从PC端向移动端迁移，从实物商品向生活服务类拓展，阿里巴巴建立的基于国内零售生态圈的在线广告交易平台正在加速扩张其广告位和广告主资源。除了外延扩张外，云计算和大数据支持下的广告投放转化率提升则赋予了这一平台更宽的护城河。

如果认为阿里只是局限于电商生态体系的流量变现，那可能低估了这家互联网巨头的雄心壮志。诚如马云所言，以云计算和大数据分析为依托，阿里未来十年的目标，是“建立DT数据时代中国商业发展的基础设施”，而电商生态体系可能仅仅是这一宏伟蓝图中的一个组成部分。

DT（Data Technology）时代简而言之，就是大数据分析激发和驱动生产力发展的时代，其大致思路可以概括为：1）通过数据化运营解决问题；2）在解决问题的过程中产生新的数据，并对其搜集和处理；3）数据和运营结合，不断进行数据化运营和运营数据再处理的循环过程，最终实现“collect data for future problem”的目标，激发和驱动生产力的发展。根据麦肯锡的研究，几乎所有行业都是大数据应用的潜在行业，尤其在信息、金融保险、批发贸易和政府部门等最具潜力，而从市场规模上看，全球范围内大数据应用的经济价值将会是万亿美元级别。

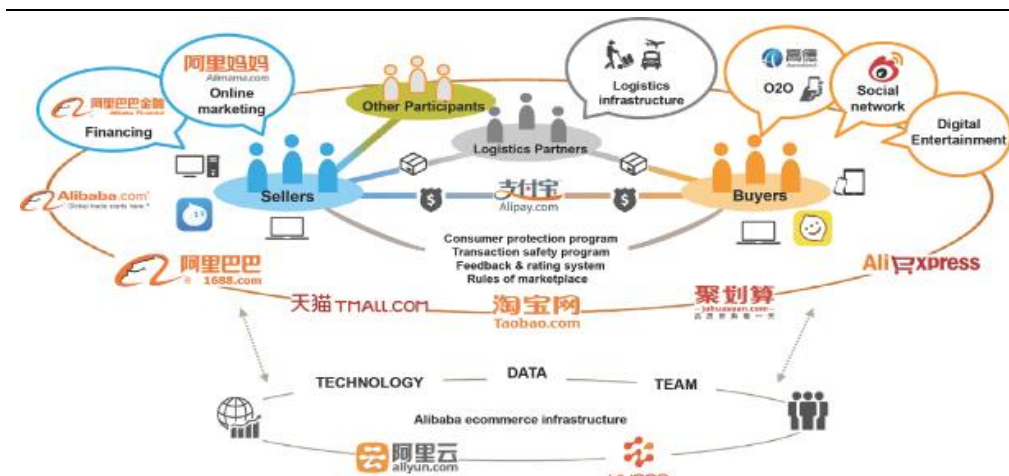
从09年开始就布局云计算领域，目前坐拥2.55亿活跃用户、800万卖家消费和交易数据，微博、UCweb、高德地图等社交娱乐数据，以及来自合作方如中国气象局、美国海关、药监局等授权使用的海量数据的阿里巴巴，无疑是中国最广泛、最领先、并且最有价值的大数据拥有者之一，而在云计算领域的积累则让阿里拥有极强的大

数据处理分析能力。我们在此前探讨的基于在线实时广告交易平台的营销体系，便是大数据分析的具体应用和价值创造。除此之外，新近推出的“污染地图”、“药品安全计划”、各类金融产品等，都是阿里大数据分析在各个领域的应用。

（一）云计算：大数据分析基础，生态系统运转基石

与亚马逊推出云计算服务的原因相似，阿里云计算业务的初衷也是为了解决电商生态系统膨胀和海量数据分析的需求。2009年9月，由阿里集团首席架构师王坚牵头，组建“阿里云”公司，正式涉足云计算领域。成立以来，云计算作为阿里大数据分析的技术基础，一直扮演阿里集团后台服务者的角色，是阿里生态系统得以正常运转的基石：通过整合集团资源，为集团各个子公司提供统一的基础设施服务，从而降低运营成本、提高资源利用效率，同时深入挖掘整理阿里系统的用户数据。

图94：云计算是阿里生态系统运营的基石



数据来源：阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心；

表 18：阿里巴巴云计算技术进化史

时间	关键词	备注
大数据底层技术		
2009	淘宝 RAC 集群	基于 Oracle 产品架构的 RAC 集群达到顶峰，成为国内每天处理量最大、最忙的数据仓库
2009	淘宝云梯诞生	淘宝第一个分布式计算系统 hadoop 集群，规模 300 台
2010 年初	飞天	阿里自主开发的大规模分布式计算系统
2012	ODPS	阿里自主研发的离线数据处理平台，可以提供海量数据仓库的解决方案以及针对大数据的分析建模服务
2013.5	ADC	数据工作平台 ADC 全面启用，完善了云计算平台生态圈
驱动底层技术的项目		
2010	去 O 计划	数据量大爆炸的一年，RAC 集群已不能满足业务发展速度，从 RAC 迁移到 hadoop
2012.1	冰火鸟	建立支持集团数据化运营、商业创新的数据交互平台，标志着阿里自主研发的分布式计算平台正式对全集团提供服务
2013.8	5K	单集群规模从 1500 台升级到 5000 台，同时实现了跨集群扩展，100T 数据 TearSort 30 分钟完成，比世纪记录快 2 倍

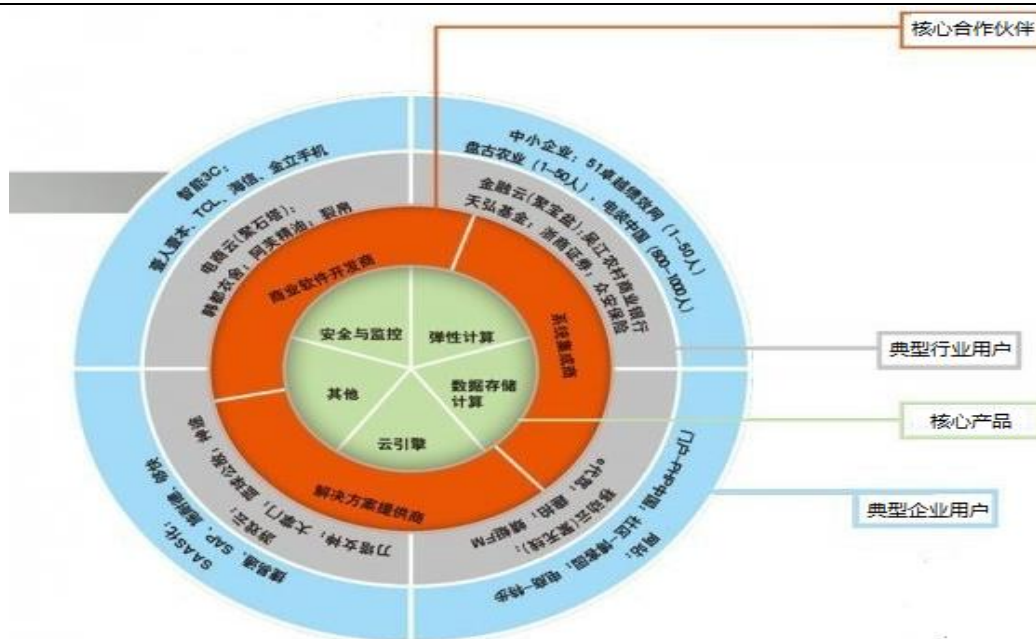
2013 下半年	登月计划	致力于将搜索、广告、物流等多个 BU 的数据统一，未来 ODPS 将成为承载阿里集团全部数据的统一处理平台。
2014.1	聚无线项目	ODPS 产品 1 月对外公测、7 月正式发布，该产品具有 BP 级别数据处理能力，为用户在数据仓库、数据分析、海量数据统计、数据挖掘、商业智能和模型训练等领域提供解决方案

数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

阿里在云计算领域的布局可谓快步如飞：2013年8月，阿里自主研发的单集群规模从1500台升级到5000台，同时实现了跨集群扩展，100T数据Tear Sort算法30分钟完成，比全球记录快2倍；2014年1月，阿里ODPS产品1月对外公测（7月已正式发布），这款产品具有BP级别数据处理能力，为用户在数据仓库、数据分析、海量数据统计、数据挖掘、商业智能和模型训练等领域提供解决方案。犹如发电厂发电自用的同时向外提供电力服务一样，技术积累升级使得阿里云计算在满足自身系统应用的同时也具备了向外提供云计算服务的能力。

通过与东软集团、浪潮集团等IT解决方案与服务商合作，阿里云服务形成了从“核心产品—核心合作伙伴—典型行业用户—典型企业用户”的云服务生态体系。2013年末，淘宝和天猫80%以上的网店进销存管系统已经迁移到阿里“聚石塔”云服务平台，超过98万客户直接或间接使用阿里云服务。除了服务于阿里系公司（淘宝和天猫、天弘基金、众安保险等）和平台商家外，阿里云的服务客户还涵盖智能家电（美的空调、壹人壹本、TCL等）、金融（浙商证券、珠江人寿、吴江农村商业银行等）、电商网站（12308全国汽车票、特步官方商城等）、游戏（大掌门、刀塔女神等）以及大量中小企业、门户和社区网站等。

图95: 阿里云服务生态系统



数据来源：商业价值、广发证券发展研究中心；

表 19: 阿里云计算应用项目

应用项目	描述
移动 APP 开发	用户包括领先的移动拍照应用、摄影及摄像分享应用和实时消息分享平台；利用云服务器（ECS）来运行移动应用软件；运用内容分发网络（CDN）来处理海量共享信息。
网游和在线平台	主要利用云服务器（ECS）来运行游戏平台；运用软件负载均衡设备（SLB）找出最优方案，以免系统超载；使用内容分发网络（CDN）来提高媒体传输速度。
电商及互联网金融	为中国零售市场上使用云服务器以及 Rational 数据库的客户 提供后台支持；中小企业贷款运用开放数据处理服务（ODPS），利用零售平台的销售数据来对中小型申请贷款的企业进行信用以及风险管理评估；
系统集成	用户包括地方政府、软件集成商和数字娱乐平台；系统运用云服务器，数据存储以及数据处理服务，包括系统稳定性的维护和系统线性构建；

数据来源：阿里巴巴招股书、广发证券发展研究中心

2013年中国公有云市场规模约47.6亿元，同比增长36%，预计2014年增长31.9%至62.8亿元，而阿里云FY2014计算和互联网基础服务收入7.7亿，同比增长18.9%；作为对比，2013年全球云服务市场规模约1318亿美元，同比增长18%，而亚马逊作为全球云服务龙头，其云服务收入约31亿美元。2014年7月，阿里三项云服务率先获得工信部“可信云认证”，未来伴随政府层面对信息安全的愈加重视、行业“可信云”标准的建立，我国云计算产业有望进入快速发展期，率先发力的阿里云将有望分享中国云服务盛宴。

图 96: 阿里云计算收入稳定增长

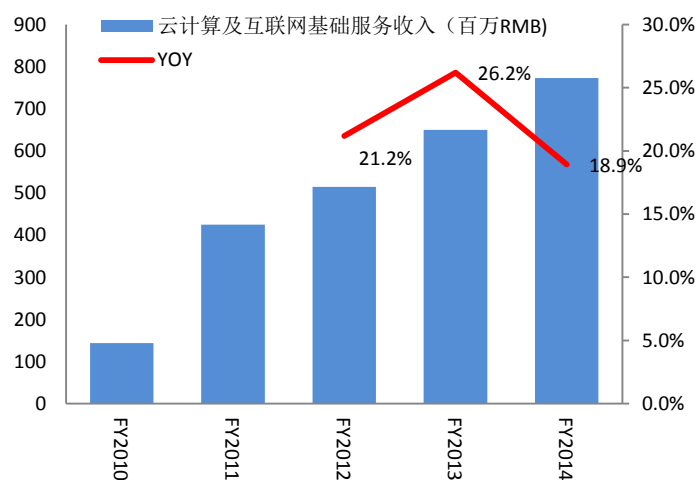
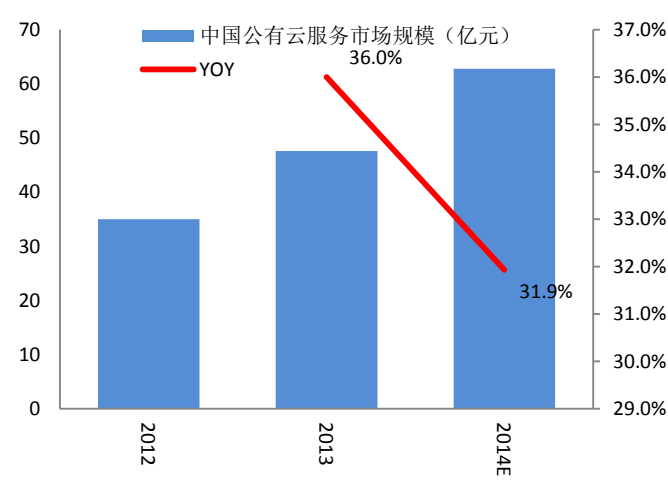


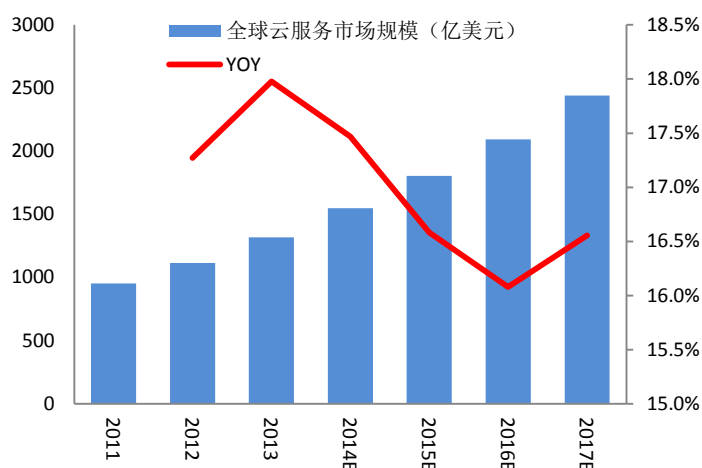
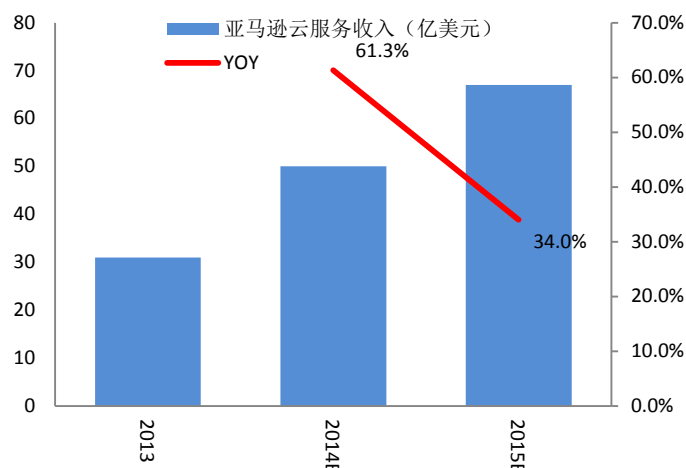
图 97: 中国公有云服务市场规模



数据来源：阿里巴巴招股书、电信研究院、广发证券发展研究中心

图 98：亚马逊 AWS 云服务收入

图 99：全球云服务市场规模



数据来源：Pacific Crest Securities、Gartner、广发证券发展研究中心

（二）DT 时代：数据化运营，提升社会效率，创造巨大价值

所谓大数据，至少具备3V特点：1) Volume，数据体量巨大。2010年全球数据存储量就已超过6450PB；2) Variety，数据类型繁多，既包括便于存储的以文本为主的结构化数据，也包括网络日志、音频、视频、图片、地理位置信息等大量的非结构化数据。据Gartner预计，全球信息量中的85%由各种非结构化数据组成；3) Velocity，处理速度快。对数据分析处理要在秒级时间范围内给出分析结果。

图100：2010年全球数据储存量超过6450PB



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心；1PB=1024TB；1TB=1024GB

海量数据本身并不会产生价值，只有通过对其进行分析处理来解决问题，提升社会运营效率的过程中才会产生价值，而所谓DT时代就是不断进行数据化运营和运营数据再处理的循环过程，最终激发和驱动生产力发展的时代。全球范围内大数据分析所创造的价值是十分惊人的，几乎所有行业都能成为大数据潜在应用行业，其中信息、金融保险、批发贸易和政府部门大数据的应用价值最高。据麦肯锡全球研究院预计，大数据应用在美国医疗服务业产业每年创造3000亿美元的价值以及大

约0.7%的年生产率增长；欧洲公共部门管理因为大数据每年创造2500亿欧元的价值以及大约0.5%的年生产率增长。

表 20：大数据分析应用所创造的价值

行业	描述
美国医疗服务业	每年价值 3000 亿美元；大约 0.7%的年生产率增长
欧洲公共部门管理	每年价值 2500 亿欧元；大约 0.5%的年生产率增长
全球个人位置数据	服务提供商收入 1000 亿美元或以上；最终用户价值达 7000 亿美元
美国零售业	可能的净利润增长水平为 60%或以上；0.5-1.0%的年生产率增长
制造业	产品开发组装成本降低达 50%；运营资本降低达 7%

数据来源：麦肯锡全球研究院、广发证券发展研究中心

表 21：大数据具有应用价值潜力行业

	综合价值潜力 指数	行业内公司表 现的差异性	行业内动荡情 况（排名变化）	交易的密度	每家公司的数 据量	公司客户和供 应商密度
信息	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★
金融保险	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★
批发贸易	★★★★★	★	★★★★★	★★★★★	★★★★	★★★★★
政府	★★★★★	☆	☆	☆	★★★★★	★★★★★
计算机及电子 产品	★★★★★	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★★	★
房地产及租赁	★★★★★	★★★★★	★	★★★★★	★★★★★	★★★★
运输和仓储	★★★★★	★★★★★	★★	★★★★★	★★★★★	★★★★
卫生保健和社 会保障	★★★★★	★★★★	★★★★★	★	★★★★	★★★★★
零售	★★★★	★	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★★
专业科学和技 术服务	★★★★	★★★★	★★★★★	★★★★★	★	★★
公用事业	★★	★★	★★	★★★★★	★★★★★	★
教育	★★	★★★★★	★	★	★★	★★★★★
艺术、休闲娱乐	★★	★★★★★	★	★★★★	★	★★★★★
住宿和餐饮	★★	★★	★★★★★	★	★	★★★★★
制造业	★	★★★★	★★★★	★★	★★★★	★

数据来源：艾瑞咨询、麦肯锡全球研究院、广发证券发展研究中心

（三）阿里金融：大数据支持下的互联网金融创新

阿里巴巴无疑是中国最广泛、最领先、并且最具价值的大数据拥有者之一。除了自身电商生态体系积累的2.55亿用户和800万卖家产生的庞大交易支付数据、通过投资收购获得的来自微博、UC浏览器、优酷土豆、高德地图、中信21世纪、虾米音乐等涵盖社交、娱乐、生活、健康等各个领域的数据之外，阿里还与外部机构合作获得更广泛的数据使用授权，如气象局的气象数据、美国海关的海运进口提单原始数据、药监局的药品批号数据等。阿里巴巴在线广告交易平台不断提升的广告投放转化率，正是大数据分析价值创造的成功应用，而金融体系可以说是除营销体系外

又一大数据应用的典型领域。

表 22：阿里大数据应用典型项目

大数据应用项目	备注
淘宝指数	免费消费者数据研究平台。数据来源为用户在淘宝网、天猫上的搜索后台成交明细数据；提供市场趋势分析、市场细分分析，以及类目、子类目及品牌排行榜。
数据魔方	面向卖家开放的交易数据分析产品。为卖家提供每分钟更新一次的实时数据，并提供行业、品牌、产品、属性、淘词（包括行业热词榜、全网热销词查询以及宝贝标题诊断）等分析
药品安全计划	依托中信 21 世纪药品监管数据，使用淘宝或支付宝手机客户端扫描市面上任意药品包装上的条形码和药品监管码，就能获得该药品的真伪提示、用法、禁忌、生产批次及流通过程等信息。
污染地图	借助阿里云计算平台的大数据实时处理能力，随时查询 190 个城市空气指数和污染物浓度，同时还汇总了多省市废弃污染源实时排放数据。并随时分享到微博、来往等社交平台。
阿里金融	余额宝每日业务预测平均预测命中率 86%，最高达 97%；阿里小贷贷款成本 3 毛钱，不到普通银行的 1/1000，违约率不足 1%，远低于一般小贷 5%-6% 的违约率水平
未来医院计划	2014 年 5 月推出，对医疗机构开放账户体系、移动平台、支付及金融解决方案、云计算能力、大数据平台等能力；截止 2014 年 8 月已有杭州、温州、广州、上海等地 9 家三甲医院加入

数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

2003年作为淘宝平台交易工具，阿里上线支付宝。2004年12月，支付宝网站上线，开始独立运营。而基于支付宝积累的交易数据，阿里的金融服务业务也逐步扩张：面向平台商家推出小额贷款业务（阿里小贷）和特色保险业务（众安财险）；面向个人用户则推出资产管理业务（余额宝）和消费信贷业务。

作为集团电商生态圈的组成部分，支付宝自诞生之日起就受益于在线零售市场的爆发而保持高速增长。近年来随着支付宝业务逐步拓展至信用卡还款、公共事业缴费等生活服务领域拓展，其规模已远超阿里自身品台商品交易规模。FY2014，支付宝交易额已达3.87万亿，其中来自淘宝和天猫平台的交易额仅占33.9%。根据艾瑞咨询的数据，2010-2013年中国第三方互联网支付市场交易规模从1.01万亿增长至5.37万亿（CAGR达74.5%），预计到2017年第三方互联网支付市场规模将达18.48万亿（未来4年CAGR达36.2%），而占据互联网支付半壁江山的支付宝有望随着行业规模快速扩大而保持高速增长。

而在移动端，支付宝的领先优势更为凸显。根据艾瑞咨询的数据，2013年移动支付市场规模同比暴增707%至1.22万亿，未来4年将保持175%的复合增长率。以1Q14的数据来看，支付宝移动支付交易规模达1.17万亿，占第三方移动支付市场份额高达76.2%，阿里前瞻性的布局 and All-in移动战略的执行，成效显著。

图 101: 第三方互联网&移动支付规模

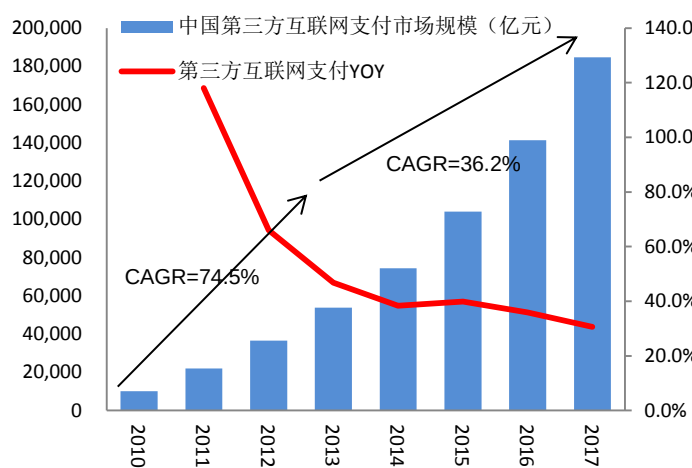
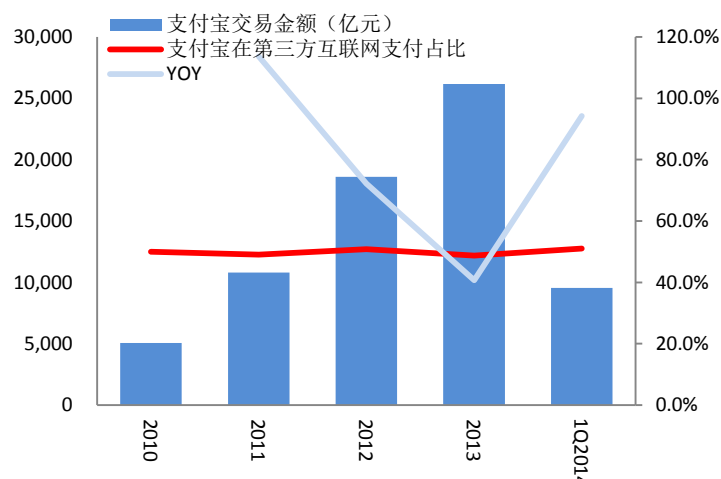


图 102: 支付宝占第三方互联网支付半壁江山



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图 103: 第三方移动支付市场高增长

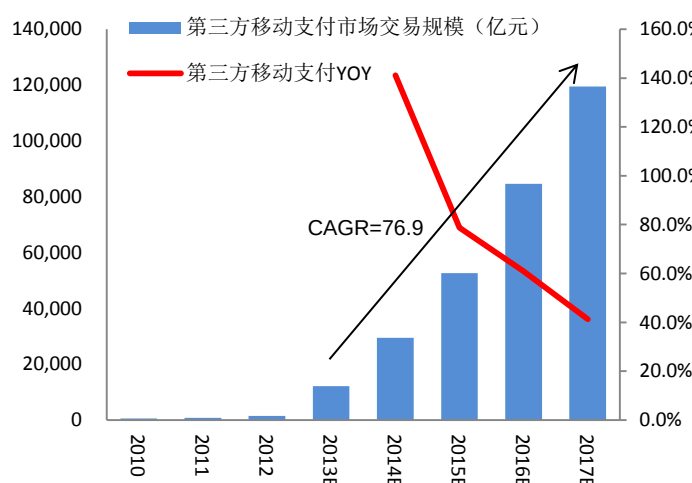
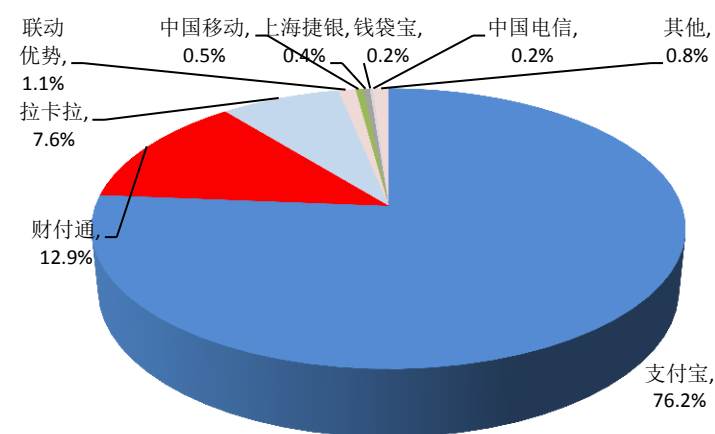


图 104: 1Q2014 第三方移动支付市场份额



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

表 23: 支付宝大事记

时间	重要事件
2004.12	支付宝网站正式上线, 开始独立运营
2005.2	“你敢用, 我敢赔”口号提出, 推出“全额赔付”制度
2007.8	在香港联合建设银行、中国银行拓展海外业务; 12月与美国 Philiou Selwanes Partners 达成合作协议, 在北美商家中推广支付宝服务
2008.1	与建设银行合作推出卖家信贷服务
2008.2	发布移动电子商务战略, 推出手机支付业务
2008.10	公共事业缴费业务正式上线。上线首日首先支持上海地区的水电煤、通讯等缴费
2009.1	上线信用卡还款业务, 首先支持对工商银行的信用卡还款
2011.4	与万事达卡国际组织达成合作, 正式开通香港、澳门、台湾三地的万事达卡支付业务
2011.5	获得央行颁发国内第一张第三方支付牌照, 覆盖互联网支付、移动电话支付、银行卡收单、

预付卡发行与受理、货币汇兑等众多支付业务类型

2011.7

推出条码支付，进军线下支付市场

2012.9

推出账户余额保障服务，因账号被盗造成余额损失可获赔；13年4月升级服务，为所有快捷支付用户投保，使用快捷支付付款发生被盗，均可获得平安产险100%赔付

2013.6

余额宝上线，至14年6月规模超过5742亿元，客户超过1亿人

数据来源：支付宝官网、广发证券发展研究中心

支付宝交易数据的积累使得阿里巴巴在提供交易工具之外，也为买卖双方提供更多的金融增值服务。于买家，2013年6月阿里推出余额宝，并控股天弘基金，进入资产管理领域。据阿里官方数据，截至2014年6月，余额宝规模已超过5742亿元。依据用户在支付宝中沉淀的数据，余额宝内部资金流出预测系统每天定时进行业务预测，平均预测命中率达86%，最高达97%，有效解决流动性管理问题。另外，通过推出“天猫分期”等服务，阿里也在逐步试水消费信贷领域。

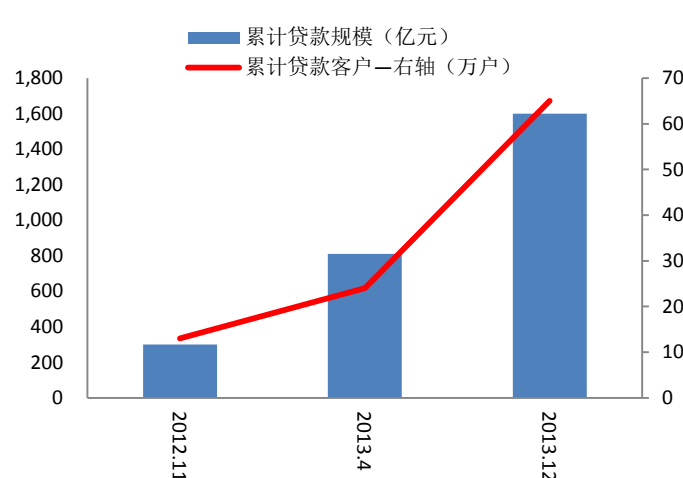
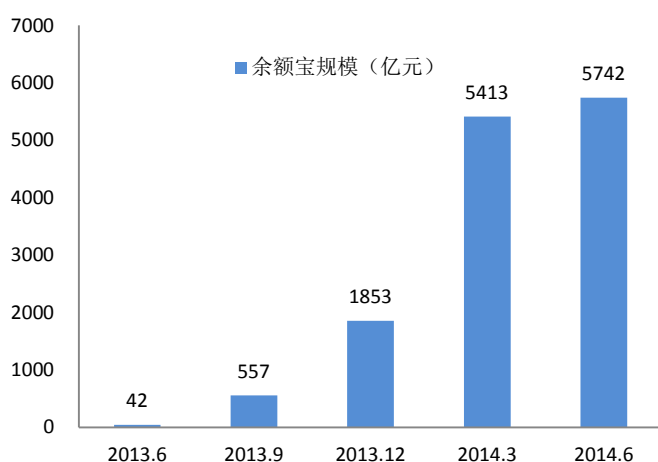
于卖家，2010年在经过三年与银行合作放贷后，阿里成立小贷公司，开始自营小额贷款业务。基于商家在阿里平台经营大数据的分析是阿里小贷和传统银行、一般小贷公司最大的区别。根据平台商家的历史数据（包括个人信息、征信信息、历史表现、交易信息、经营状况等）建立预测模型，综合分析商家违约风险的概率，确定决定准入客户，细化客户授信。

在2013年年中获批发行资产证券化项目盘活资金后，阿里小贷规模迅速扩大：截至2013年4月，阿里小贷累计放贷810亿元，至2013年末，阿里小贷累计贷款已超过1600亿，累计贷款客户超过65万，全年新增贷款超过1000亿元。作为对比，据央行披露数据，2013年全国新增小额贷款规模仅为2268亿元

据阿里官方披露，依托云计算平台处理能力，通过每天处理30PB数据，包括店铺等级、收藏、评价等800亿个信息项，运算100多个数据模型，阿里小贷实现3分钟申请、1秒放款、零人工干预；每笔贷款成本3毛钱，不到普通银行的1/1000，并且违约率不足1%，远低于一般小贷5%-6%的违约率水平。

图 105：余额宝规模近 6000 亿

图 106：阿里小贷累计贷款超过 1600 亿



数据来源：据新闻资料整理、东证资管、广发证券发展研究中心

表 24：阿里小贷发展历程

发展时期	描述
数据积累期（2002-2007）	通过 B2B 平台“诚信通”、淘宝等产品积累原始商户数据，为小贷风险管理打好基础。
经验积累期（2007~2010 年）	阿里作为中介桥梁与建行、工行深入合作网络联保贷款，同时建立信用评价体系、数据库以及一系列风控机制
独立发展期（2010 年-2014 年 7 月）	2010 年停止和银行合作，以旗下浙江、重庆两家小贷公司尝试自营阿里小贷，发放以大数据分析为核心的网络微贷；贷款额度 100 万以下开放部分核心数据，借助企业在一达通平台上所积累的出口流水等数据，与七家银行合作共同搭建风险模型，通过大数据分析，提供无担保、无抵押的纯信用贷款；贷款额度为 100-1000 万

数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

五、 盈利预测及估值探讨

（一）盈利预测：未来三年收入 CAGR=36.2%，利润 CAGR=39.1%

我们从GMV、收入、毛利率和费用率等维度对阿里核心指标进行预测。总体来看，我们认为未来阿里巴巴以广告和佣金为主的流量变现盈利模式不会改变，预测阿里巴巴未来三年收入CAGR=36.2%，净利润CAGR=39.1%，主要增长动力来源于阿里生态圈GMV的增长、天猫GMV占比的提升、国际化和移动端布局的推进（本质是广告主和广告为资源的快速扩张、广告投放转化率的持续提升）以及云计算业务爆发、来自小微金服的投资收益及费用率持续下降。

1. 零售市场GMV预测

阿里领先的完整CBBS电商生态系统及供应链、国际化拓展和移动端领先布局将推动阿里零售市场GMV持续增长，预计未来三年国内零售市场GMV增速分别为38.5%、31.1%和25.6%。其中，网购品牌化、品质化转变、淘宝强大导流能力将帮助天猫高速成长。预计未来三年天猫GMV增速分别为70%、50%和40%，淘宝GMV增速分别为25%、20%和15%。移动端流量爆发、先发布局优势将使阿里移动端GMV增速大幅超越PC端，预计未来三年移动端GMV增速分为为150%、70%和50%，FY2017阿里国内零售市场移动端GMV占比将达53%，超过PC端。

2. 收入预测

天猫GMV占比大幅提升将带动国内零售市场货币化率大幅提升。但考虑到移动端尚在投入期货币化率较低因素，预计国内零售市场货币化率保持小幅增长，未来三年分别为2.72%、2.89%、3.07%。其中广告收入/国内零售GMV分别为1.79%、1.84%和1.91%；佣金收入/天猫GMV保持2.35%不变，略低于FY2014，主要由于向3C家电品、食品等扣点率较低品类扩展。

此外，速卖通业务受益跨境网购流量爆发有望大幅增长，预计未来三年收入增速分别为100%、70%和50%；云计算业务有望随我国公有云市场同步成长，预计未来保持30%收入增速；B2B业务方面，国内市场收益CBBS模式下零售市场推动、国际市场收益外贸逐步恢复和“一达通”补贴推动，有望恢复稳定增长，未来三年收

入增幅分别为11.9%、11.9%和12%；来自小微金服收入将随阿里系金融业务快速增长（FY2014阿里小贷业务收入约17.5亿元，2014年8月阿里集团以32.19亿元将小贷业务出售给小微金服集团，未来三年小微金服还将以日均贷款余额2.5%比例支付年费，这部分费用将直接计入阿里集团利润；未来小贷业务不再进入阿里集团收入和成本。具体见附录“支付宝股权结构及相关协议简介”），预计未来三年增速分别为60%、50%和40%。

3. 毛利率和费用率预测

毛利率方面：移动端、供应链等持续投入，以及对小微金服员工的股权激励将压低规模化带来的毛利率提升，预计未来三年毛利率分为72%、73%和74%。

期间费用率方面：产品开发费用率预计保持稳定，但上市后阿里将无需向雅虎支付技术专利费用（按收入1.5%），预计未来三年产品开发费用率分为9.0%、8.5%和8.5%；移动端投入使得营销和市场费用率上升明显，预计未来一年移动端依然是投入期，此后将逐步回落。预计未来三年营销和市场费用率分别为10%、9.0%和8.0%；行政和管理费用率未来将有较大降幅，但考虑到上市一次性承销佣金费用和股权激励费用逐步摊销，预计未来三年行政和管理费用率分别为7.0%、6.0%和5.5%。

4. 盈利预测

依据我们对阿里零售市场GMV、收入、毛利率和费用率等维度核心指标预测，考虑15%实际有效税率（税率上升主要由于2014年起天猫不再享受高新技术企业前两年免所得税待遇，改为减半按12.5%征收），不考虑UC优视股权重估带来一次性62.5亿元收益，预测FY2015-FY2017三年净利润分别为317.5亿元、459.3元和635.5亿元，对应净利润率分别为42.6%、45.7%和47.9%，三年CAGR=39.1%。

表 25：阿里巴巴盈利预测

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016E	FY2017E
国内零售 GMV (十亿 RMB)	663	1,077	1,678	2,325	3,047	3,826
YOY		62.4%	55.8%	38.5%	31.1%	25.6%
淘宝 GMV (十亿 RMB)	549	824	1,173	1,466	1,760	2,023
YOY		50.1%	42.4%	25%	20%	15%
天猫 GMV (十亿 RMB)	114	253	505	859	1,288	1,803
YOY		121.9%	99.6%	70%	50%	40%
移动端 GMV (十亿 RMB)		79	319	798	1,356	2,034
YOY			303.8%	150%	70%	50%
移动端占比		7.3%	19.0%	34.3%	44.5%	53.1%
国内零售整体货币化率	2.02%	2.50%	2.55%	2.72%	2.89%	3.07%
广告收入/国内零售 GMV	1.48%	1.83%	1.77%	1.79%	1.84%	1.91%
佣金收入/天猫 GMV	2.56%	2.44%	2.38%	2.35%	2.35%	2.35%
收入 (百万 RMB)	20,025	34,518	52,505	74,592	100,482	132,623
YOY		72.4%	52.1%	42.1%	34.7%	32.0%
零售市场收入 (百万 RMB)	13,422	26,971	42,833	63,262	88,210	117,435
YOY		100.9%	58.8%	47.7%	39.4%	33.1%
速卖通收入 (百万 RMB)	223	392	938	1,876	3,189	4,784
YOY		75.8%	139.3%	100%	70%	50%

B2B 业务收入 (百万 RMB)	5,757	5,965	6,213	6,949	7,776	8,706
YOY		3.6%	4.2%	11.9%	11.9%	12.0%
云计算收入 (百万 RMB)	515	650	773	1,005	1,306	1,698
YOY		26.2%	18.9%	30%	30%	30%
毛利率	67.3%	71.8%	74.5%	72%	73%	74%
期间费用率	42.2%	30.6%	27.1%	26.6%	24.1%	22.6%
其中: 产品开发费用率	14.5%	10.9%	9.7%	9.0%	8.5%	8.5%
销售和市场费用率	15.3%	10.5%	8.7%	10.0%	9.0%	8.0%
行政管理费用率	11.0%	8.4%	8.0%	7.0%	6.0%	5.5%
小微金服收入 (百万 RMB)	27	277	1,764	2,822	4,234	5,927
YOY				60%	50%	40%
税前利润 (百万 RMB)	5,015	14,238	24,920	37,352	54,034	74,760
有效所得税率	15.2%	14.4%	11.9%	15%	15%	15%
净利润 (百万 RMB)	4,690	11,640	23,606	31,749	45,929	63,546
YOY		148.2%	102.8%	34.5%	44.7%	38.4%
净利润率	23.4%	33.7%	45.0%	42.6%	45.7%	47.9%

数据来源: 阿里巴巴招股说明书、广发证券发展研究中心 (考虑到阿里重估 UC 优视股权价值一次性增加 62.5 亿元收益, FY2015 实际净利润将超过我们预测)

(二)估值探讨: 12 个月合理市值中枢 2240 亿美元, 对应 FY16 年 30XPE

相比从电商、社交、搜索引擎等具体业务角度选择可比公司, 我们更倾向于从盈利模式的本质寻找估值可比公司。我们认为阿里巴巴的本质是一家以广告营销收入为流量表现手段的互联网企业, 考虑其在电商领域的绝对霸主地位和强劲而又稳定的盈利能力, 我们选择百度 (搜索龙头)、腾讯 (社交龙头)、奇虎 360 (安全监控龙头)、谷歌 (搜索龙头) 和 Facebook (社交龙头) 等互联网企业作为可比公司, 并采用 PE 相对估值法对阿里巴巴进行估值。

阿里巴巴对于持续创新的追求和对于未来极具前瞻性的布局, 将使得这家互联网巨头始终站在时代和潮流的风口, 创造一个又一个惊喜。我们预测公司 FY15-FY17 税后净利润分别为 317.5 亿元、459.3 元和 635.5 亿元, 利润复合增速 39.1%, 参考同样以流量变现为盈利模式的互联网企业, 考虑估值切换, 给予阿里巴巴 FY16 年 30XPE, 12 个月合理市值中枢 2240 亿美元 (以上均按 1 美元=6.15 人民币即时汇率换算)。建议投资者关注这家站在浪潮之巅的中国互联网企业。

表 26: 可比公司估值情况 (百万美元)

	市值	收入		净利润		PS		PE	
		2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E
百度	75,097	5,196	8,048	1,685	2,186	14.5	9.3	44.6	34.3
腾讯	157,054	9,831	12,907	2,532	3,971	16.0	12.2	62.0	39.5
奇虎 360	12,813	671	1,331	98	342	19.1	9.6	131.0	37.5
谷歌	397,140	59,825	53,014	12,214	18,170	6.6	7.5	32.5	21.9
Facebook	192,962	7,872	12,226	1,500	4,319	24.5	15.8	128.6	44.7
平均						16.1	10.9	79.8	35.6

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心 (市值数据截至 8.24 收盘, 按 1 美元=7.75 港元即时汇率换算腾讯数据)

六、 阿里巴巴相关投资标的梳理

作为一家市值将达2000亿美元、引领中国电商、乃至互联网未来发展变革的巨头公司，阿里未来自身的高速成长，也将带动相关领域合作伙伴的巨大发展机遇。我们梳理了与阿里巴巴有紧密的资本或业务层面直接或间接合作的上市公司，供投资者参考！

表 27：阿里巴巴投资或合作的上市公司

领域	公司简称	合作/投资	业务合作领域
电商	擎天软件	持股 13.3%	电商软件开发
物流	海尔电器	持股 2%+物流子公司 33.9%	旗下日日顺物流与菜鸟物流深度合作三四线城市物流配送
O2O	银泰百货	持股 26.1%	在其门店并成立合资公司合作 O2O 业务
影视制作	阿里影业(文化中国)	持股 60%	香港上市
医药信息	中信 21 世纪	持股 38%	香港上市
社交	微博	持股 32%	美国上市
视频网站	优酷土豆	持股 16.5%	美国上市
影视制作	华谊兄弟	持股 5.8%	
数字电视	华数传媒	20%	双方将共同参与到原创内容、视频通讯、游戏、音乐、教育、云计算、大数据等领域的布局 and 并购中，共同拓展文化传媒产业链上下游。
金融系统开发	恒生电子	持股 20.6%	恒生电子主要面向银行、证券、保险、基金管理等金融机构提供应用软件的解决方案
家装	金螳螂	1.7%	
酒店预订	石基信息	合作	淘宝旅行与石基信息酒店信息系统直连, 淘点点与餐饮信息系统直连, 支付宝与公司产品渠道推广方面达成全面战略合作
物流	湘邮科技	合作	邮政第一股, 实际控制人中国邮政为阿里物流合作伙伴
大数据	金证股份	合作	为天弘基金提供技术支持
O2O	华联股份	合作	在其下属购物中心开展 O2O 业务和合作
在线产业带	小商品城	合作	共同建设电商产业园, 打造网购中心
云服务	东华软件	合作	云计算、大数据、智慧城市等
云服务	东软集团	合作	阿里云服务核心合作伙伴, 共同推进云服务业务发展
云服务	浪潮信息	合作	母公司浪潮集团为阿里云服务核心合作伙伴
云服务	浪潮软件	合作	母公司浪潮集团为阿里云服务核心合作伙伴
跨境物流	中海集运	合作	母公司中海集团与阿里将在跨境电商物流和航运电商平台方面开展合作
跨境物流	中海发展	合作	母公司中海集团与阿里将在跨境电商物流和航运电商平台方面开展合作
跨境物流	中海科技	合作	中海集团旗下信息化整合平台, 母公司中海集团与阿里将在跨境电商物流和航运电商平台方面开展合作

数据来源：上市公司公告、公开资料整理、广发证券发展研究中心

表 28：与阿里巴巴投资或发展领域相关的概念股（与阿里巴巴无直接关系，但所处行业是阿里重点投入领域）

公司简称	代码	阿里相关概念	公司简称	代码	阿里相关概念
北方导航	600435	电子地图概念	内蒙君正	601216	余额宝&互联网金融概念
超图软件	300036	电子地图概念	东方财富	300059	余额宝&互联网金融概念
华力创通	300045	电子地图概念	上海钢联	300226	余额宝&互联网金融概念
拓尔思	300229	大数据概念	大智慧	601519	余额宝&互联网金融概念
天玑科技	300245	大数据概念	同花顺	300033	余额宝&互联网金融概念
银信科技	300231	大数据概念	生意宝	2095	余额宝&互联网金融概念
荣之联	002642	大数据概念	腾邦国际	300178	在线旅游概念
中储股份	600787	智能物流概念	号百控股	600640	在线旅游概念
亿阳信通	600289	智能物流概念	方直科技	300235	淘宝同学&在线教育概念
远望谷	002161	智能物流概念	全通教育	300359	淘宝同学&在线教育概念
浙大网新	600797	智能物流概念	科大讯飞	002230	淘宝同学&在线教育概念
生意宝	2095	电子商务概念	立思辰	300010	淘宝同学&在线教育概念
深圳华强	000062	电子商务概念	赞宇科技	002637	在线认证概念
智慧能源	600869	电子商务概念	华测检测	300012	在线认证概念
青岛金王	002094	电子商务概念			

数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、品质管控不力、物流体验不足致用户流失；
- 2、VIE结构的法律风险；
- 3、国际化战略不达预期。

七、 附录

1. 支付宝股权结构及相关协议简介

2011年，为满足监管要求以顺利获得第三方支付牌照，支付宝剥离从阿里集团剥离，成为浙江阿里巴巴电子商务有限公司（以下简称浙江阿里；马云、谢世煌分别持股80%和20%）全资子公司。同年7月，阿里集团、雅虎和软银三方就支付宝问题达成一致赔偿协议（TIPLA协议）。

2013年初，以浙江阿里为主体，筹建小微金融服务集团。依据成立公告，小微金服目标股权结构为小微金服及阿里巴巴集团全体员工持股40%，未来分步引进战略投资者持股60%（监管部门批准前提下，阿里集团将对小微金服37.5%税前利润收益权换取小微金服33%股权）。马云在小微金服中的持股比例将不高于其在阿里集团中的持股比例（阿里IPO前8.9%）；马云和谢世煌此前持股浙江阿里（小微金服）作为过渡性安排，将不会在小微金服股权变更中获得任何利益。

筹建中的小微金融服务集团将掌控阿里系金融业务，除支付宝100%股权外，小微金融服务集团主要资产包括：众安保险19.9%股权、天弘基金51%股权和浙江阿里巴巴小额贷款有限公司20%股权（小贷公司其余股东包括阿里集团和其他外部股东；依据公开资料，小贷公司成立时阿里集团持股70%，银泰、复兴和万向集团各持有10%股份，其中阿里集团所持股权将全部转让给小微金服）。

2014年8月，阿里集团将小贷业务出售给小微金服，并与雅虎、软银、小微金服等各方重签TIPLA协议，2011年原协议废止，两版协议主要内容对比如下：

表 29：两版支付宝赔偿及相关协议对比

2011 年原版协议	2014 年新版协议
一、流动性事件支付： 1) 当支付宝上市或出售股权时，阿里巴巴集团将获得相对于支付宝 37.5%股权的现金对价；2) 现金对价不低于 20 亿美元且不高于 60 亿美元 二、利润分成： 支付宝上市（或出售）前，阿里巴巴集团享有支付宝 49.9%税前利润的收益权 三、《支付宝商业协议》下的优惠条款 1) 支付宝以优惠条件为阿里集团提供支付和结算服务；2) 协议期限 50 年，且阿里集团有权到期续约 50 年 四、小微企业贷款收益分成： 未涉及 五、潜在股权投资： 阿里集团不能获得支付宝（小微金服）股权	1) 小微金融服务集团（以下简称小微金服）或支付宝上市时，阿里集团有权选择相当于小微金服 37.5%权益的现金对价；2) 未来在监管部门允许下，阿里集团有权选择将对小微金服 37.5%收益权兑换为小微金服 33%的股权；3) 取消上市对价上限；小微金服上市市值不得低于 250 亿美元，对应阿里集团现金对价不低于 93.75 亿美元 1) 阿里巴巴集团享有小微金融服务集团（以下简称小微金服）37.5%税前利润收益权 2) 小微金服或支付宝上市时，在监管部分允许的前提下，阿里集团有权选择接受现金对价或继续享有小微金服 37.5%税前利润收益权 《支付宝商业协议》下的优惠条款不变 阿里集团以 32.19 亿元（5.18 亿美元）将小微贷款业务出售给小微金服，同时 2015-2017 年，阿里集团每年获得小微企业贷款日均余额 2.5%的年费；208-2021 年，阿里就谈获得与 2017 年等值固定年费 1) 在获得监管部门批准的前提下，阿里集团有权选择以 37.5%的收益权交换小微金服 33%的股权。若监管部门批准的持股比例低于 33%，则按最高允许持股比例交换；2) 若小微金服上市前实行增资扩股，阿里集团有权按 33%比例优先认购；若认购金额不超过 15 亿美元，以小微金服支付阿里集团的技术专利费抵扣（小微金服税前利润 37.5%）

数据来源：阿里集团公告、广发证券发展研究中心

2. 阿里巴巴历年主要对外投资

表 30：阿里巴巴从 2005 年至今主要的对外投资项目整理

时间	被投资方	累计投资	持股比例	业务	时间	被投资方	累计投资	持股比例	业务
2005.12	一拍网	约 3000 万元	100%	电商	2013.6	穷游网	不详	不详	旅游社区
2006.1	口碑网	约 500 万美元	不详	电商	2013.1	ShopRunner	2.02 亿美元	39%	电商
2007	百世物流	不详	不详	物流	2013.12	海尔电器	9.65 亿港元	2%	家电制造
2009.9	万网	约 8000 万美元	100%	互联网接入	2013.12	日日顺物流	18.56 亿美元	33.9%	物流
2010.1	商派	约 1200 万美元	不详	电商软件	2014.1	1stdibs (美国)	约 1500 万美元	不详	电商
2010.3	星晨急便	约 7000 万元	约 40%	物流	2014.2	茵曼	不详	不详	女装
2010.4	海淘搜	300 万元	约 10%	电商导购	2014.2	VIPABC	约 1 亿美元	不详	在线教育
2010.6	Vendio (美国)	不详	100%	电商软件	2014.2	高德地图	14.26 亿美元	100%	在线地图
2010.8	Auctiva (美国)	不详	100%	电商软件	2014.3	银泰百货	53.7 亿港元	26.1%	零售
2010.8	搜狗 (后退出)	约 1500 万美元	10.88%	搜索引擎	2014.3	文化中国传播	62.44 亿港元	60%	传媒影视
2010.11	一达通	约 5.6 亿元	65%	物流	2014.3	TangoMe (美国)	2 亿美元	20%	移动社交
2011.1	擎天软件	1.69 亿元	25%	电商软件	2014.4	中信 21 世纪	9.32 亿港元	38%	电子信息
2011.3	尊宝网	不详	不详	电商	2014.4	新浪微博	10.35 亿美元	32%	社交平台
2011.3	爱狗网	不详	不详	电商社交	2014.4	华数传媒	65 亿元	20%	数字电视
2011.3	酷武物流	不详	不详	物流	2014.4	恒生电子	32.99 亿元	20.6%	软件开发
2011.5	CNZZ	约 1500 万美元	100%	流量统计软件	2014.5	优酷土豆	10.9 亿美元	16.5%	视频
2011.7	名鞋库	约 1500 万美元	约 20%	电商	2014.5	一达通	7.9 亿元	35%	物流
2011.7	美团网	约 5000 万美元	不详	团购	2014.5	新加坡邮政	3.13 亿新元	10%	物流
2012.2	购物助手	不详	100%	电商软件	2014.5	天弘基金	2.62 亿元	51%	金融
2012.8	陌陌	4000 万	不详	移动社	2014.6	恒大足球俱乐	12 亿元	50%	足球

		美元		交		部			
2012.1	丁丁网	不详	不详	生活社 区	2014.6	21 世纪传媒	5 亿元	20%	传媒 影视
2013.1	虾米音乐网	不详	不详	音乐分 享平台	2014.6	UCWeb	11.65 亿 美元	100%	移动 浏览 器
2013.4	快的打车	约 1 亿美 元	不详	手机软 件	合计		约 618 亿 元		

数据来源：新财富周刊、公开资料整理、广发证券发展研究中心

广发零售行业研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2013 年度新财富批零行业第二名，金牛分析师第二名，水晶球奖第一名，第一财经分析师第一名；2012 年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011 年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010 年度新财富批零行业第六名。
- 洪涛：资深分析师，浙江大学金融学硕士，拥有 4 年零售行业研究经历，2014 年进入广发证券发展研究中心。2012 年度新财富批零行业第四名，金牛分析师第四名，水晶球奖第二名，2011 年及 2013 年新财富批零行业入围。
- 智健：研究助理，哥伦比亚大学运筹学硕士，浙江大学金融学、自动化双学士，2013 年进入广发证券发展研究中心。2013 年度新财富批零行业第二名(团队)，金牛分析师第二名(团队)，水晶球奖第一名(团队)，第一财经分析师第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。