

方正证券研究所证券研究报告
行业专题报告
行业研究
商业贸易行业
2017.07.06/中性

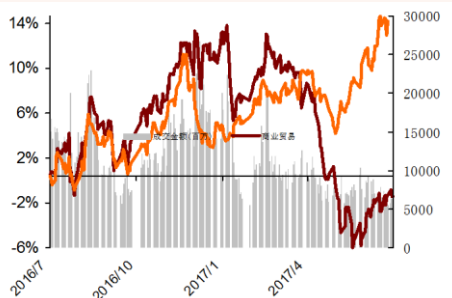
首席分析师 韩振国
执业证书编号： S1220515040002
TEL: 010-68584800
E-mail: hanzhenguo@foundersc.com

联系人： 倪华

TEL:
E-mail: nihua@foundersc.com

重要数据：

上市公司总家数	93
总股本(亿股)	1001.13
销售收入(亿元)	3148.43
利润总额(亿元)	118.47
行业平均 PE	98.93
平均股价(元)	13.41

行业相对指数表现：


数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《快速扩张的钻石新秀，定位高端的娱乐营销大师》2017.06.09
《艺术品收藏：一项兼具审美和保值功能的另类投资》2017.06.05
《从永辉超级物种与 Eataly 美食综合体看零售场景化趋势》2017.06.01
《湖北省商业龙头：重资产、低估值、员工激励充分》2017.05.30
《外贸&化工双主业腾飞：快时尚产业链龙头供应服务商，新能源电解液产能放量》2017.05.15

请务必阅读最后特别声明与免责条款

阿里是典型的生态型公司，4 大板块协同发展。核心电商业务是主要收入来源（占比 85%），给未盈利的业务提供资金支持；云计算业务的规模和龙头优势开始显现，是阿里未来几年的增长动力之一，为其他业务提供强大的数据支持；数字媒体娱乐业务、创新业务提升了阿里集团服务种类的多样性，同时也承担着用户信息搜集和导流的角色。

进击的巨人：阿里未来将从横、纵两个维度进行扩张。

横向的扩张是指其核心电商业务增长，目前的增长来自于卖家结构的改善和广告效率的提升。卖家结构的改善源于天猫的崛起，天猫 GMV 占比提升至 42%，商户数 3 年复合增速 44%，对比淘宝，天猫单位交易额贡献的佣金和广告收入更高；广告效率的提升则依赖于用户衣食住行全维度信息的搜集，加上阿里云计算能力的支持，阿里可对用户习惯做出更加精准的预测，从而提升买卖双方的匹配程度，进一步带来货币化率的提升，目前阿里货币化率刚突破 3%，天猫仅为 5%，低于京东扣除物流服务费之后的货币化率，未来仍然有提升空间。

纵向的扩张是指服务种类的增加。阿里是一个服务提供平台，从提供购物服务起家（Shop@阿里），目前向多个领域延伸，做到了 Live@阿里（文娱、饮食、出行、医疗领域等），及 Work@阿里（云计算、物流、办公领域等）。

数据的王国：数据将成为阿里的核心优势。阿里全方位的纵向扩张已经使数据的维度足够丰富，出于对庞大交易数据处理的需求，阿里布局了云计算基础设施，形成了大量的冗余计算能力，目前阿里云已成长为国内最大的公共云服务商，17 财年云计算收入增速超 100%达到 67 亿元，运营亏损率收窄至-10%以内，规模和龙头优势开始显现，预计其未来 1~2 年内将实现盈亏平衡，成为阿里新的利润增长点。

映射到 A 股零售行业，新零售的核心逻辑是搜集用户行为数据，用户画像接近完整之后，既可以帮助阿里核心电商业务广告效率的提升，也可以帮助线下改造门店品类、品类，提高库存周转率。预计用户全画像数据的搜集仍需 3-5 年，届时数据积累的量变到质变会对行业产生深远影响。阿里投资合作的相关标的依然值得持续跟踪：苏宁云商、三江购物、百联股份等。

风险提示

电商增速放缓，新零售融合效果低于预期

目录

1	阿里“1+3”业务板块：核心电商业务加三大潜力业务	5
2	横向扩张：电商平台业务是阿里增长的主引擎.....	7
2.1	电商平台收入以国内零售市场为主	7
2.2	电商收入解析：佣金和广告	9
2.2.1	受益于天猫卖家红利，佣金收入维持高增长.....	10
2.2.2	跨平台用户信息搜集系统是提升广告收入的关键.....	11
2.3	电商平台趋势：向移动端和线下转移	15
2.3.1	流量从 PC 端转移到移动端	15
2.3.2	线上和线下的融合，拥抱新零售	16
2.3.3	国际化正在进行时	18
3	纵向扩张：云计算将成为阿里新的增长点.....	20
3.1	中国云计算市场进入快速成长期，龙头初现.....	20
3.2	阿里云是未来利润的新兴增长点	22
4	纵向扩张：物流、金融、媒体全方位的进击.....	24
4.1	以平台的思路建物流，为商户提供效率更高的服务.....	24
4.2	金融服务	28
4.3	数字媒体平台是重要的流量入口及信息搜集渠道.....	30
5	营业成本有所上升，费用率基本维持稳定.....	30

图表目录

图表 1:	阿里巴巴四大业务版块	5
图表 2:	阿里巴巴收入及增速	6
图表 3:	阿里巴巴收入构成	6
图表 4:	阿里巴巴向横/纵两个维度成长	6
图表 5:	阿里巴巴生态圈	7
图表 6:	阿里巴巴投资并购版图	7
图表 7:	阿里巴巴电商平台的收费模式	8
图表 8:	2017 财年收入构成（按业务分类）	8
图表 9:	阿里巴巴电商平台收入及增速	9
图表 10:	2017 财年电商平台收入构成	9
图表 11:	中国网购规模和阿里 GMV 增速放缓	9
图表 12:	阿里国内零售货币化率逐步提升	9
图表 13:	商户在阿里国内零售平台上使用的服务	10
图表 14:	阿里国内零售收入构成	10
图表 15:	国内零售的广告/佣金收入及增速	10
图表 16:	京东与天猫的佣金率对比	10
图表 17:	天猫的交易额及增速	11
图表 18:	天猫 GMV 占比逐年提升	11
图表 19:	阿里巴巴的四种广告营销服务	12
图表 20:	阿里年度活跃用户数增速放缓	12
图表 21:	天猫商户数量近年来快速增长	13
图表 22:	阿里巴巴的数据网络覆盖购物、餐饮、社交、娱乐、出行等多领域	14
图表 23:	单位广告费用的提升将是阿里电商业务的增长主力	14
图表 24:	阿里的货币化率仍然有提升空间	14
图表 25:	PC 端和移动端的 GMV 及增速	15
图表 26:	PC 端和移动端收入及增速	15
图表 27:	阿里移动端的月活跃用户数及增速	16
图表 28:	阿里移动端和 PC 端的货币化率	16
图表 29:	中国网络广告和移动广告市场规模	16
图表 30:	阿里巴巴的线下业务布局	17
图表 31:	阿里国际电商平台收入及增速	18
图表 32:	速卖通的 GMV 及增速	18
图表 33:	阿里巴巴国际收入来源	18
图表 34:	LAZADA 电商平台的基本情况	19
图表 35:	国内公共云服务市场规模及增速	20
图表 36:	2016 年 4 季度中国公有云竞争格局	21
图表 37:	国内公有云服务市场份额	21
图表 38:	亚马逊 AWS 的收入和运营利润（美元）	21
图表 39:	阿里云的发展过程	22
图表 40:	阿里云全球数据中心布局	22
图表 41:	阿里云的产品体系	23
图表 42:	阿里云的付费用户数	23
图表 43:	阿里云单个用户数贡献的收入	23
图表 44:	阿里云收入及增速	24
图表 45:	阿里云的亏损在逐步缩小	24

图表 46:	天猫在 3C 数码家电品类占有率较低	24
图表 47:	菜鸟网络成立之初的股权结构	25
图表 48:	菜鸟仓储配送服务的示意图	26
图表 49:	菜鸟不同品类的仓配服务及合作伙伴	26
图表 50:	菜鸟网络盈利情况	27
图表 51:	阿里巴巴在物流领域的布局	28
图表 52:	蚂蚁金服旗下九大业务	29
图表 53:	蚂蚁金服和阿里没有直接股权关系	29
图表 54:	阿里向支付宝支付的手续费	29
图表 55:	蚂蚁金服向阿里贡献的利润	29
图表 56:	支付宝在第三方移动支付领域占据龙头	30
图表 57:	支付宝已经渗透了生活的方方面面	30
图表 58:	阿里数字媒体业务的收入	30
图表 59:	阿里数字媒体业务的 EBITA	30
图表 60:	阿里的营业成本占收入比重上升	31
图表 61:	阿里的费用率可控	31
图表 62:	四大业务的 ADJUSTED EBITA 及 MARGIN	31
图表 63:	阿里的股权投资收益	32
图表 64:	阿里的净利润率	32

1 阿里“1+3”业务板块：核心电商业务加三大潜力业务

阿里巴巴是国内最大的电商平台，位列中国互联网巨头“BAT”之一。2017年财年（2016.03~2017.03）收入已达到1583亿元，同比增长57%，5年复合增速51%。

从2017财年起，阿里将其业务分为四大板块：

（1）核心电商业务（由国内外的零售、批发电商平台以及营销平台构成）；

（2）云计算业务（阿里云）；

（3）数字媒体与娱乐业务（优酷土豆、UC网页等）；

（4）创新业务及其他（包括YunOS、高德地图、钉钉等）。

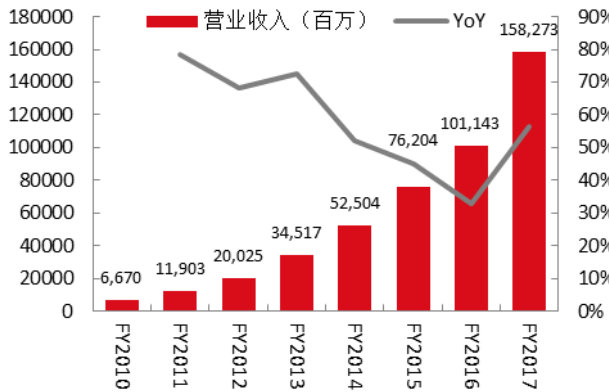
核心电商业务目前仍是阿里的主要收入来源，其他业务增长潜力较大。2017财年电商板块的收入为1339亿元，占总营收的85%（2015、2016年财年的占比均在90%以上）。其他业务板块也处于快速的增长期，云计算业务2017财年增长121%至67亿元，数字媒体娱乐业务收入增长271%至147亿元，创新类和其他业务收入增长65%至30亿元。三大潜力业务是阿里生态的重要环节，不仅可以服务于阿里核心电商业务，也有望成为阿里未来收入增长的新引擎。

图表1： 阿里巴巴四大业务版块



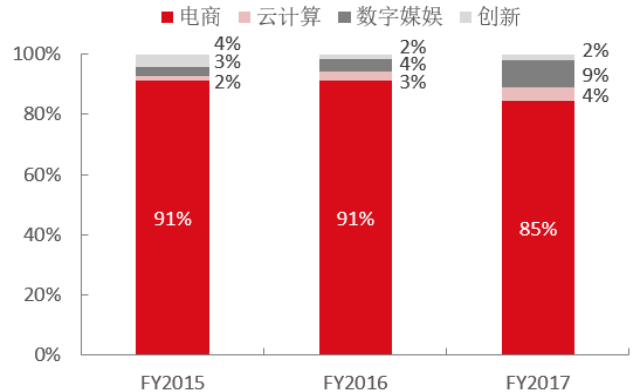
资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表2： 阿里巴巴收入及增速



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表3： 阿里巴巴收入构成



资料来源：公司财报，方正证券研究所

阿里起家于电商平台业务，当电商 GMV 从高速增长向中速增长的过程中，阿里业务需要进一步向横向、纵向两个维度扩张。

横向扩张指的是核心电商业务继续增长：来自买家、卖家的增长，以及买卖双方商品信息匹配效率的提升（货币化率的提升）。

纵向扩张指的是业务链的延伸：（1）前端基于个人用户除了商品零售之外，向视频、文娱、医疗、金融等领域拓展；（2）后端基于企业开始提供“物流、信息”的服务，如菜鸟物流和阿里云。

同样是服务个人和企业，但提供的服务内容在不断丰富，基于阿里电商平台业务的基因，未来的扩张也会更多采用平台模式。平台业务模式的核心是数据的掌控，未来阿里会变成向多个领域进击的巨人，成为数据的王国。

图表4： 阿里巴巴向横/纵两个维度成长



资料来源：方正证券研究所

研究阿里的重要意义在于研究公司的战略布局对行业未来格局的影响。可以看到阿里近期的投资领域瞄准新零售、物流、本地服务、文娱产业等领域，理清投资背后的商业逻辑需要理清阿里四大业务板

第一板块核心电商业务为公司的现金牛，目前的货币化率仅 3%，未来仍有持续提升的空间（前提是广告的匹配效率提升）。

第二板块的阿里云，与 Amazon 的云计算业务逻辑类似，都是在满足电商业务高峰时期业务量而搭建的 IaaS、Paas、Saas 三层业务构架，冗余了大量计算能力，通过开放给第三方获取收入。阿里云围绕核心业务而起，在过去几年规模持续翻倍增长，即将成为盈利的新型业务。

The diagram illustrates the Alibaba ecosystem structure, centered around the **阿里巴巴生态图** (Alibaba Ecosystem Map). The ecosystem is organized into several layers and categories:

- 数字媒体娱乐业务 (Digital Media and Entertainment Business):** Includes Youku (优酷), UC, 土豆 (Tudou), 阿里音乐 (Alibaba Music), 阿里影业 (Alibaba Pictures), 阿里游戏 (Alibaba Games), UC News, and 优酷网 (Youku.com).
- 核心电商业务 (Core E-commerce Business):** Includes 阿里巴巴 (Alibaba.com), 淘宝网 (Taobao.com), 天猫 (Tmall), 天猫国际 (Tmall Global), 聚划算 (Juhuasuan), 阿里妈妈 (Alimama), 天猫超市 (Tmall Supermarket), AliExpress, LAZADA, and 农村淘宝 (Rural Taobao).
- 创新业务 (Innovation Business):** Includes 高德地图 (Gaode Map), 飞猪 (Fliggy), 盒马 (Hema), 阿里影业 (Alibaba Pictures), 口碑 (Koubei), and 优酷网 (Youku.com).
- 支付及其他金融服务 (Payment and Other Financial Services):** Includes 蚂蚁金服 (Ant Financial).
- 物流服务 (Logistics Service):** Includes 菜鸟 (Cainiao).
- 广告营销和数据管理 (Advertising, Marketing, and Data Management):** Includes 阿里妈妈 (Alimama).
- 云计算 (Cloud Computing):** Includes 阿里云 (Alibaba Cloud).

Curved arrows on the left and right sides of the diagram indicate **数据技术支持** (Data Technology Support) flowing into and out of the ecosystem.

Alibaba Group
阿里巴巴集团

- 新零售** (New Retail): 三江购物, 银泰商业, Suning 苏宁, 新华超市, 易果生鲜, 盒马鲜生
- 物流** (Logistics): CAINIAO 菜鸟, 百世快递, 圆通速递, Singapore POST, 日日顺, GOGO VAN, RRS.com
- 文娱产业** (Entertainment Industry): 阿里巴巴影业集团, 大麦, 微博, BONA 博纳影业集团, H.B.R. THERS MEDIA 华谊兄弟, S.M. ENTERTAINMENT
- 本地服务** (Local Services): 口碑, 滴滴, 饿了么, lyft, Yum!
- 医疗健康** (Healthcare): AliHealth 阿里健康, 万里云
- 信息科技、金融服务** (Information Technology & Financial Services): Shiji, magic leap, MEIZU, 蚂蚁金服, paytm

研究源于数据 7 研究创造价值

电商平台收入主要来自广告和佣金，2017FY 收入增速 45%。阿里巴巴目前是国内最大的电商平台（市场份额在 75% 以上），电商平台业务（收入规模 1,339 亿元，在阿里收入总量中占比 85%）也是阿里收入占比最大的业务。

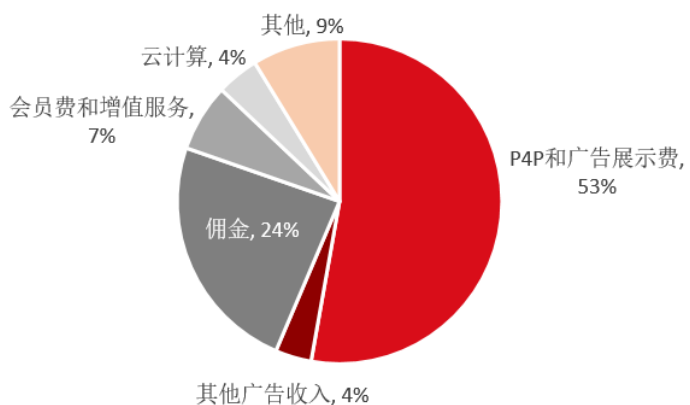
从收入模式上看，主要有广告营销费用、交易佣金、会员费、增值服务等，其中广告费用和交易佣金占了总营收的 80%；从收入构成上看，电商平台的收入绝大多数来自国内（国内收入占比近 5 年维持在 90% 左右），而国内收入中，零售平台的收入又占了大头。

图表7： 阿里巴巴电商平台的收费模式

平台	收费项目	收费模式
国内零售	P4P 直通车	在淘宝搜索页的竞价排名，按照 CPC 计费
	广告展示费	按照固定价格或竞价 CPM 收取广告展示费用
	广告收入	
	淘宝客项目	按照交易额的一定比例向淘宝和天猫的卖家收取佣金
	聚划算位置费	卖家购买聚划算的促销页面费用
	交易佣金	天猫和聚划算的卖家，对于通过支付宝的每一笔交易，需要支付交易额的 0.4~5% 的佣金
国内批发	淘宝旺铺使用费	每月收取固定费用，同时店铺软件业提供收费工具以帮助店铺升级
	会员费和增值服务费	阿里巴巴诚信通会员年费 6688/年，可以给会员提供品牌建设、引流、引用认证等服务
	广告费用	P4P 广告费用
国际零售	交易佣金	佣金率为 5~8%
	广告费用	第三方联盟营销广告费和 P4P 广告费
	商品销售收入	主要来自 LAZADA 平台的自营商品销售
国际批发	会员费和广告费用	Gold Supplier 会员年费
	广告费用	P4P 广告费
	增值服务费	提供出口/进口相关服务，包括清关、退税

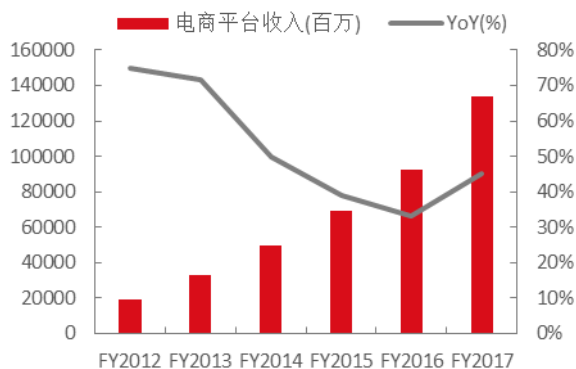
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表8： 2017 财年收入构成（按业务分类）



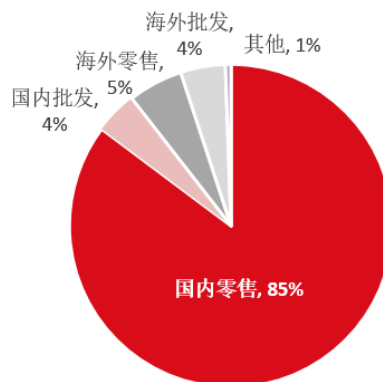
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表9： 阿里巴巴电商平台收入及增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表10： 2017 财年电商平台收入构成

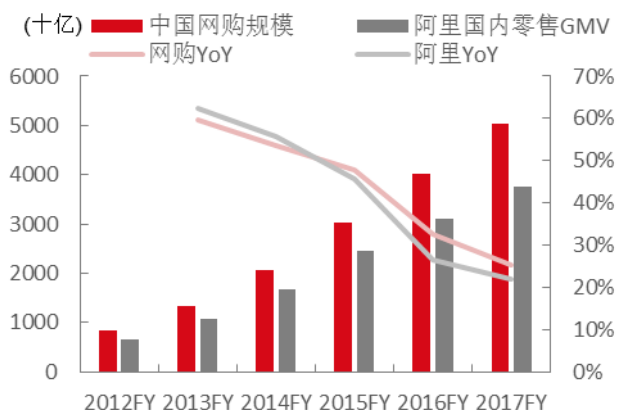


资料来源：公司公告，方正证券研究所

网购交易规模增速开始放缓，未来增长将依赖于货币化率的提升。国内的网络购物市场已经度过了最快的增长期，网购交易规模的增速开始趋缓，阿里的 GMV 增速也从 2013 财年的 62% 下降到 2017 财年的 22%，但是货币化率（收入/GMV）逐步提升，2017 财年已经达到 3.03%，同比增加 0.44 个百分点。

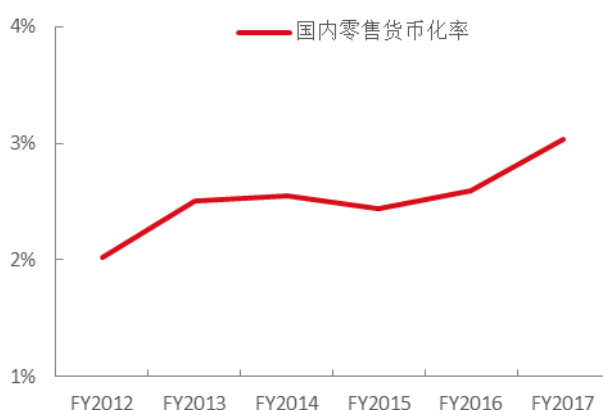
GMV 增速低于电商收入增速的剪刀差主要来自两个方面：（1）移动端红利，移动端用户使用虽然碎片化，但是停留时间更长；（2）天猫卖家数维持 40% 以上增长（天猫卖家相较于淘宝卖家能承受更高的租金），带动了货币化率的提升。

图表11： 中国网购规模和阿里 GMV 增速放缓



资料来源：艾瑞咨询，公司公告，方正证券研究所

图表12： 阿里国内零售货币化率逐步提升



资料来源：公司公告，方正证券研究所

2.2 电商收入解析：佣金和广告

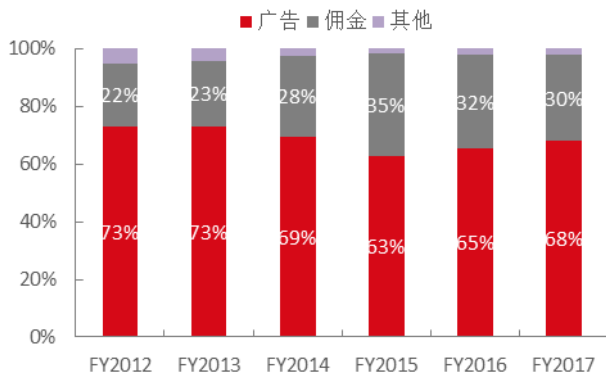
核心电商业务的收入七成来自广告营销服务，三成来自交易佣金。阿里国内零售平台主要有淘宝和天猫（包括天猫国际和聚划算），主要的商业模式是商户在阿里的平台上开设店铺，使用阿里的营销广告服务，阿里收取广告费用，广告收入约占国内零售收入的 65~70%；另外针对天猫商户及聚划算平台上销售的卖家，淘宝还会根据交易额提取一定比例的佣金，佣金率大约为 0.4~5%，佣金收入的占比电商业务约为 30%；此外，还有一些其他费用，例如淘宝旺铺的使用费等，但占比很小（2%左右）。

图表13: 商户在阿里国内零售平台上使用的服务

商户类别	使用服务类别	
	淘宝平台	天猫平台
淘宝卖家	P4P 直通车	聚划算的展示费
	广告展示费	聚划算交易佣金
	淘宝客佣金	
	淘宝旺铺	
天猫卖家	P4P 直通车	交易佣金
	广告展示费	P4P 直通车
		广告展示费
		淘宝客佣金
		聚划算的展示费

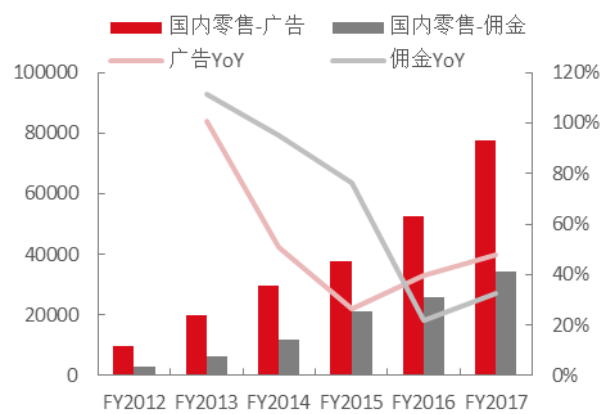
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表14: 阿里国内零售收入构成



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表15: 国内零售的广告/佣金收入及增速



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

2.2.1 受益于天猫卖家红利, 佣金收入维持高增长

佣金率较为稳定, 佣金收入未来仍有提升空间。阿里根据交易额按比例向天猫的商户提取交易佣金, 扣点率为交易额的 0.4~5%, 此外还会对天猫的商户收取年费, 每年 1~6 万元 (如果商户的年交易额达到了一定标准, 可以享受 50% 或 100% 的年费折扣); 除使用聚划算的淘宝商家也需缴纳交易佣金外, 淘宝商户不缴纳佣金和年费。由此来看, 佣金收入的影响因素主要有两点, 一是佣金率, 二是交易规模, 尤其是天猫的交易规模:

- **佣金率较为稳定:** 天猫的交易佣金率 (佣金收入/交易额) 近年来保持在 2~2.5% 左右的水平。而比较各个品类的扣点率可以发现, 天猫的扣点率普遍比京东的低 3% 左右 (例如天猫服装品类的扣点率是 5%, 京东是 8%)。

图表16: 京东与天猫的佣金率对比

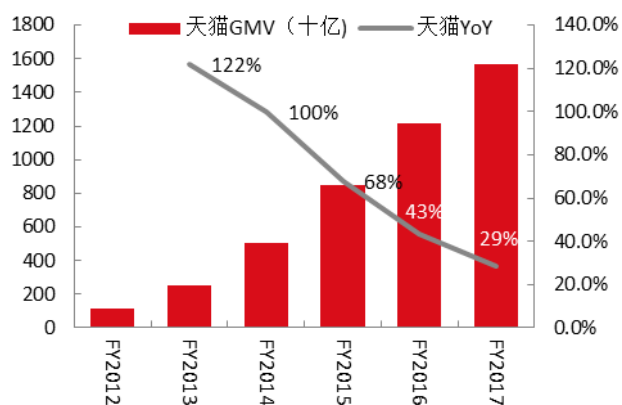
品类	京东佣金率 (SOP)	天猫佣金率
服装	8%	5%
珠宝	7~10%	2~5%
化妆品	5%	4%

家居	6~8%	2.5~5%
厨具	6~8%	2.5~5%
家居建材	8%	2~5%
母婴	3~8%	2~5%
玩具	5%	5%
食品饮料	3%	2%
生鲜	3%	2%
酒类	5%	2%
手机	4%	2%
图书	5%	2%
数码	4~10%	2%
家电	5~8%	2%
个护家电	8+2%	5%

资料来源：公司官网，方正证券研究所

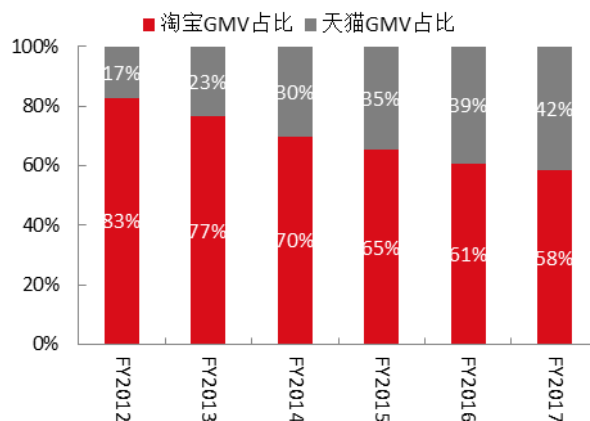
- 天猫交易规模持续提升：**天猫交易额的绝对规模和占比均在快速提升,2017财年的交易额为 1.57 万亿,占国内零售交易额的 42%。从供给端来看,是由于大量国内与国际的知名品牌进驻天猫,截至 2017 年 3 月,进驻天猫的品牌数已超过 10 万家;从需求端来看,是由于消费升级,顾客对产品的品质与品牌重视程度提升,天猫相较于淘宝更能迎合消费者的需求,预计天猫交易额未来持续维持高增长。

图表17： 天猫的交易额及增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表18： 天猫 GMV 占比逐年提升



资料来源：公司公告，方正证券研究所

2.2.2 跨平台用户信息搜集系统是提升广告收入的关键

广告收入是未来电商平台收入的主要增长来源。阿里的广告营销服务可以分为四种：

- P4P 直通车：**淘宝/天猫搜索页的竞价排名,买家搜索一个关键词,设置了该关键词的商品就会在淘宝直通车的展示位上出现,当买家点击了推广的商品时,会进行扣费(按点击付费,CPC),单位扣减费用是由商户竞价得出;
- 广告展示位：**通常在淘宝/天猫首页、各级子页面、确认收货页面等,以焦点图、banner、文字链等形式出现,有品牌广告、钻石

展位等，适合有更高推广需求的卖家，一般按千人展示成本收费（CPM）和点击付费（CPC）；

- **淘宝客：**第三方联盟导流项目，为淘宝和天猫卖家提供站外的流量，帮助推广商品（例如淘宝客在微博、qq 等其他平台为商户推广商品），成交后按交易额支付佣金报酬；
- **聚划算展位：**淘宝/天猫卖家把商品在一定时间段内，把商品放在聚划算促销页面上，要支付上架费。

图表19： 阿里巴巴的四种广告营销服务

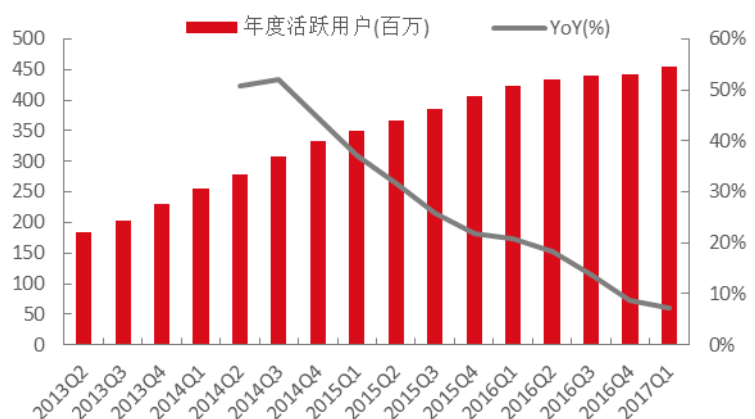


资料来源：淘宝网，新浪微博，方正证券研究所

总结来看，广告收入的影响因素有两方面：一是流量（如买家的浏览量、点击量等），这与买家消费需求和习惯相关；二是卖家愿意为单位流量承担的费用（例如单次点击费用、千人展示成本等），这与商户的类型，及广告营销的效果有关：

- **流量：增长空间有限。**买家的浏览量和点击量与网络购物的人数与需求是成正比的，用户流量红利再逐步消退；截至 2017Q1 阿里月活增速下降到 10% 以下，4.2 亿用户规模已经接近天花板。

图表20： 阿里年度活跃用户数增速放缓



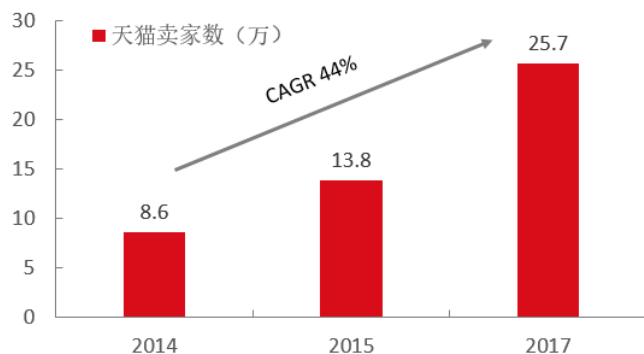
资料来源：公司公告，方正证券研究所

- **卖家为单位流量支付费用的提升是广告收入增长的主要驱动力。**单位广告费用的高低与两个因素有关：
 - (1) **商户类型**，相比于淘宝的商户，天猫的商户大多是大型品牌代理商或是品牌直营店，对品牌建设、推广的需求更强，且对广告营销服务的支付能力也更高，因此天猫商户数量占比的提升

(天猫卖家数近三年的年复合增速为 44%) 带来的卖家红利有益于单位广告费用的提升;

(2) **广告投放的精准度**, 在流量的存量博弈时代, 商户对广告的效果有更高要求, 广告的精准度越高转化率越高, 商户支付意愿更高, 阿里巴巴拥有国内最大的 C2C 与 B2C 交易平台, 掌握国内最大的电商交易数据。阿里的业务布局已横跨消费、社交、**媒体娱乐、搜索引擎、金融、医疗健康**等多个领域, 可获得用户在各个场景下的信息, 在数据算法的配合下, 对消费者行为、喜好的预测也更为准确, 有能力继续提升商品与消费者的匹配效率; 此外, 阿里系统里的多类型媒体平台, 不仅可以作为用户信息的采集渠道, 也可以作为广告的投放渠道, 可针对不同企业的诉求选择合适的品牌广告传播手段, 提高广告的传播效率。

图表21: 天猫商户数量近年来快速增长



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

阿里已开始建立全平台的用户信息搜集系统 Uni Marketing。在 2017 阿里妈妈全球广告主峰会上, 阿里妈妈发布了 Uni Marketing 全域营销方法论, 建立了一个 Uni ID 的系统, 在其中, 以用户个体为单位的、在不同平台上的数据会被搜集并串联。例如, 阿里现在可以搜集同一个用户在优酷土豆上观看视频的信息和在淘宝上的购物信息等, 从而对用户的行为与喜好有更加全面的了解。

从阿里的业务版图可以看到, 其数据搜集的来源覆盖了消费、社交、饮食、餐饮、出行、医疗、休闲娱乐等各个方面, 除此以外, 以支付宝为支付入口的服务业种类众多 (2016 年支付宝占第三方移动支付的市场份额为 55%), 包括所有使用支付宝进行线下支付的场景、交通费用支付、生活缴费、教育缴费、投资理财等。丰富的数据维度可以精准刻画出消费者的喜好与习惯。通过用户信息的搜集及数据处理, 阿里可以让品牌和用户在阿里系统里建立全生命周期的联系, 让用户在合适的时间、地点接触到合适自己的品牌。

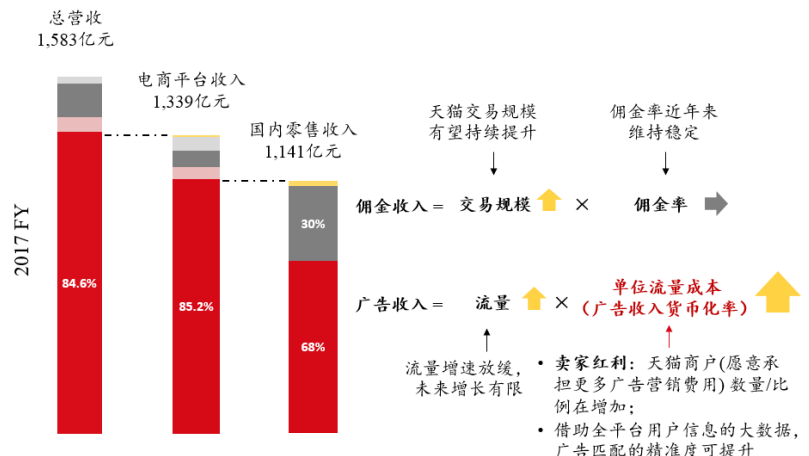
图表22： 阿里巴巴的数据网络覆盖购物、餐饮、社交、娱乐、出行等多领域



资料来源：网络公开资料整理，方正证券研究所

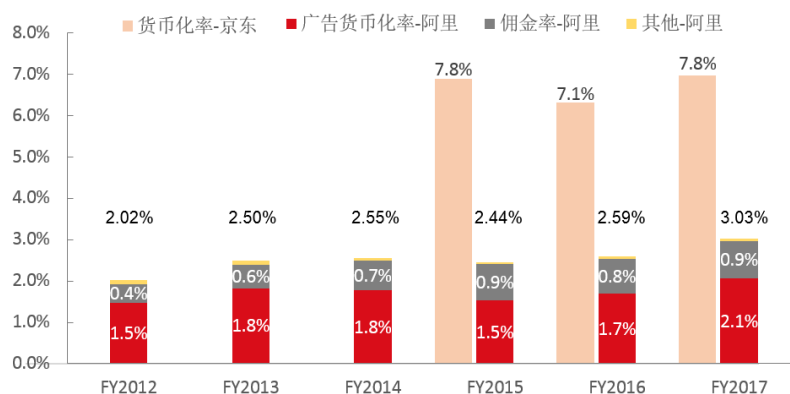
天猫的货币化率低于京东，仍然有提价空间。短期内阿里的收入支柱仍然是广告服务和交易佣金，在网络购物交易额（GMV）增速放缓的大背景下，收入的增长更加依赖于货币化率的提升（广告业务匹配效率的提升）。提升货币化率的关键是利用大数据优势提升广告投放的精准度，或是提升物流、仓储相关配套服务吸引更多优质卖家，目前阿里国内零售平台整体货币化率刚刚突破3%，若是对天猫平台进行单独估算，货币化率也仅为4~5%。而京东目前的货币化率为7~8%，比天猫高出3%左右，即使剔除掉京东给一部分商户提供的物流服务费，京东的货币化率仍然比天猫高1-2个百分点，阿里整体的货币化率仍存在提升空间。

图表23： 单位广告费用的提升将是阿里电商业务的增长主力



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表24： 阿里的货币化率仍然有提升空间



备注：京东货币化率=京东的电商平台收入/京东电商平台的 GMV
 京东电商平台收入包含给部分商户提供的物流服务费

资料来源：公司公告，方正证券研究所

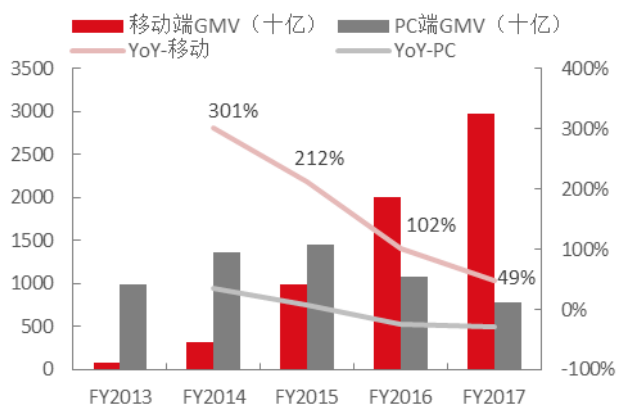
2.3 电商平台趋势：向移动端和线下转移

2.3.1 流量从 PC 端转移到移动端

目前阿里移动端的交易额占比已达 80%。阿里国内电商零售平台的月活跃用户数截至 2017 年 3 月已经突破 5 亿，有 79% 的交易是通过移动端完成的。这种变化一方面是由于移动设备普及率的升级，另一方面是由于网购场景日益丰富，消费者时间趋于碎片化。根据艾瑞咨询的数据，用户在家和在工作地点网购的比例在变小，而在上下班途中与娱乐场所网购的比例在上升。

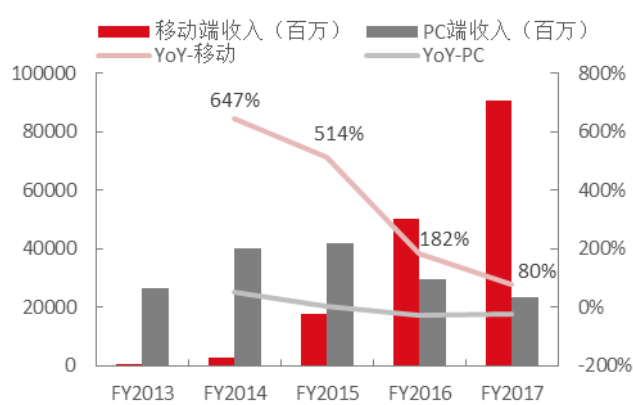
移动端货币化率首次超过 PC 端。移动端的盈利能力逐渐显现，近年来收入成倍增长，2017 财年创造的收入占比核心电商业务约 80%，且随着移动端盈利能力的提升，货币化率也随之升高，2017 财年移动端的货币化率首次超过 PC 端。除了网购平台，社交、娱乐媒体平台也在向移动端转移，而这些平台（微信、微博、直播等）是网络营销的主战场，根据艾瑞咨询的数据，中国移动广告市场规模占网络广告的比例已经从 2012 年的 6.9% 提升到了 2016 年的 60.3%，意味着阿里收入向移动端的转移是大势所趋。

图表25： PC 端和移动端的 GMV 及增速



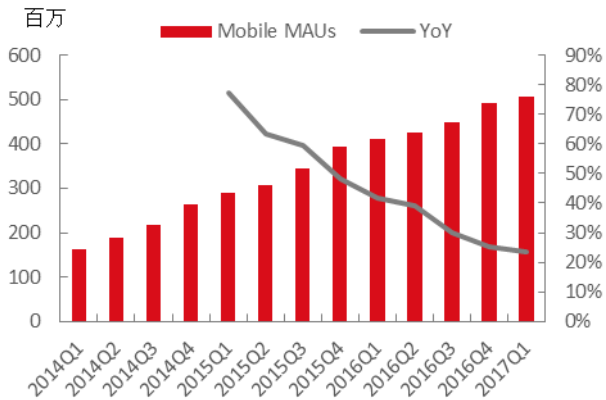
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表26： PC 端和移动端收入及增速



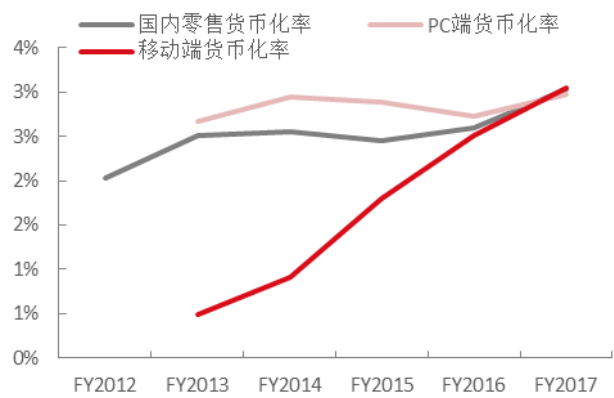
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表27: 阿里移动端的月活跃用户数及增速



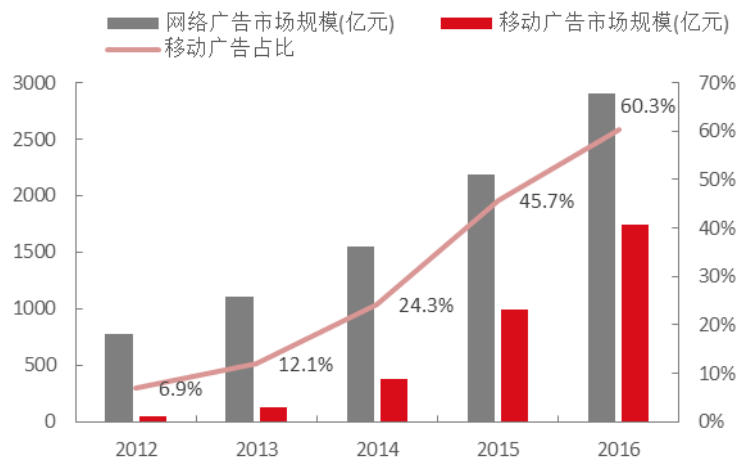
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表28: 阿里移动端和PC端的货币化率



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表29: 中国网络广告和移动广告市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 方正证券研究所

2.3.2 线上和线下的融合, 拥抱新零售

未来的零售业态不再是线上和线下以对立、竞争的形态存在, 线上线下的合作是**双赢战略**。虽然此前电商对线下实体门店造成了很大冲击, 但是当电商渗透率已达 14%, 流量增长遇到瓶颈之时, 双线融合的趋势开始显现:

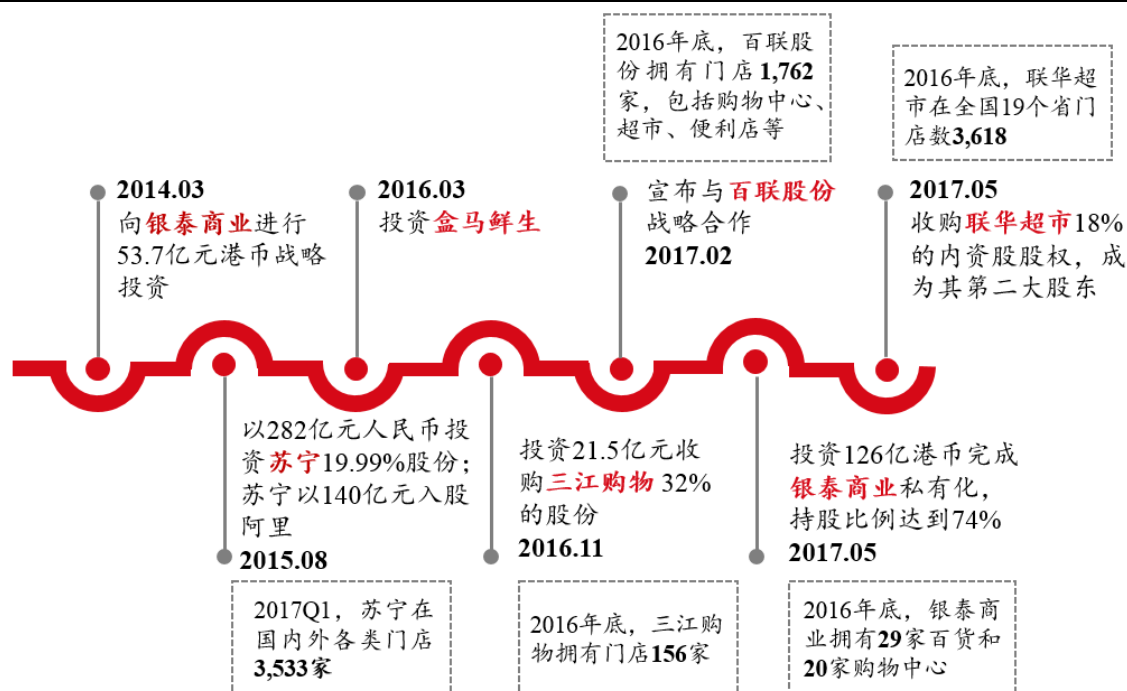
- **突破流量瓶颈:** 线下零售在物理空间的门店占据着周边人群的活动时间和空间, 实时触及日常生活的购买需求, 且体验性更佳, 可拓宽线上零售企业的流量渠道;
- **共享物流体系:** 线下零售企业拥有数量庞大、分布范围广的实体门店和物流体系, 线上线下的融合可以共享物流体系, 共享用户数据, 优化门店及仓库的库存管理;
- **线下数据搜集:** 与线下零售企业的合作可搜集用户线下消费习惯的数据;

包括阿里在内的各大电商巨头都在积极向线下布局。目前看来, 电商中线下布局做的最早也最完善的是阿里, 从 2014 年开始投资银泰商业, 至今为止已经投资/收购的线下零售企业包括苏宁、三江购物、联华超市等, 这些企业拥有遍布全国的实体门店、物流仓储系统; 京东 2015 年与永辉达成战略合作, 认购永辉 10% 股权, 同年还投资了天天果园; 美国市场的电商渗透率比国内晚 3 年, 线下布局的脚步也

晚了3年,2017年亚马逊收购了美国最大的有机食品零售商全食超市。由此看来,线上线下融合的新零售形态将逐步取代传统的“纯电商”。

- **苏宁云商**:2015年8月,阿里以约283亿元人民币战略投资苏宁,成为第二大股东,苏宁将以140亿元人民币认购不超过2780万股的阿里新发行股份。截至2017年3月苏宁进入地级以上城市297个,合计拥有各类型店面合计3,553家,其中连锁店面1,486家,苏宁易购服务站直营店1,991家,提供社区便利服务的苏宁小店13家,大陆以外门店63家。
- **三江购物**:2016年11月,阿里巴巴通过协议受让、认购可交换债、认购公司定增股票等方式收购三江购物32%股份,投资额约21.5亿元。截至2016年底,三江购物拥有门店数156家,其中超市120家,邻里店36家,130家位于宁波市内,26家位于宁波市外。
- **百联集团**:2017年2月,阿里和百联集团宣布达成战略合作,双方的合作将基于大数据和互联网技术,在全业态融合创新、新零售技术研发、高效供应链整合、会员系统互通、支付金融互联、物流体系协同等六个领域展开,暂不涉及资本层面。截至2016年底,百联股份有线下门店1,761家,其中综合百货23家,购物中心13家,奥特莱斯5家,大型综合超市150家,超级市场675家,便利店805家,专业连锁90家。
- **银泰商业**:2014年阿里以53.7亿元对银泰商业进行战略投资,2017年,又投资126亿港元参与银泰商业的私有化,持股比例达74%。截至2016年底,银泰商业共拥有线下门店49家,其中29家百货店,20家购物中心。
- **联华超市**:2017年5月,阿里收购联华超市18%的内资股股权,成为其第二大股东。截至2016年底,联华超市共有线下门店3,618家,遍布19个省及直辖市,其中大型综合超市152家,超级市场1,953家,便利店1,513家。

图表30: 阿里巴巴的线下业务布局



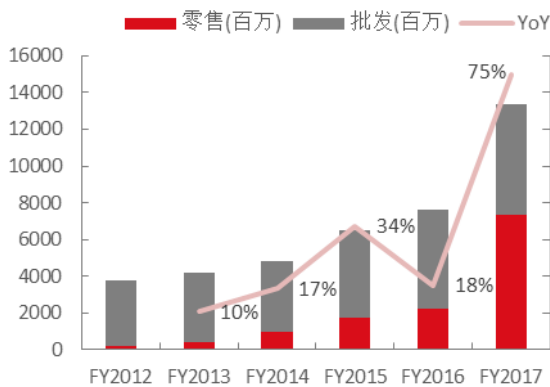
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

研究源于数据 17 研究创造价值

2.3.3 国际化正在进行时

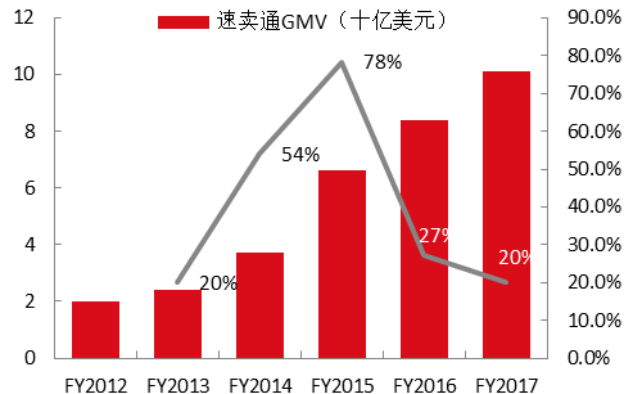
海外收入大幅增长。阿里的之前的海外收入主要来自国际零售平台速卖通 (AliExpress)，国际批发平台 (Alibaba)，收入构成主要是佣金、会员费和广告业务，目前这两个平台的收入增速有放缓的趋势：由 Alibaba 贡献的国际批发收入 2017 财年的增幅为 11%，速卖通 2017 财年的 GMV 增速为 20%。但由于阿里 2016 年收购了东南亚最大的电商零售平台 Lazada，2017 财年国际电商平台的收入大幅增长 75%，达到 133 亿元，其中零售收入 73 亿元，同比增长 233%。

图表31： 阿里国际电商平台收入及增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表32： 速卖通的 GMV 及增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表33： 阿里巴巴国际收入来源

平台	业务	收入模式
速卖通	国际零售	交易佣金：交易额的 5~8%；
		广告费：P4P 和第三方联盟营销
Lazada	东南亚零售	自营商品销售收入
		交易佣金：扣点率 1~12%
Alibaba	国际批发	会员费：Gold Supplier 会员费
		广告费：P4P 广告
		增值服务：清关、VAT 退税、橱窗产品等，2017FY 增值服务收入占比 35%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

连续收购 Lazada 股权，彰显阿里进军海外市场决心。Lazada 成立于 2012 年，总部位于新加坡，业务覆盖新加坡、印尼、马来西亚、菲律宾、泰国和越南六个市场，最初是自营模式，从 2013 年开始转型为开放平台，目前 75-80% 的 GMV 来自平台。2015 年其平台交易总额突破 10 亿美元，成为东南亚地区最大的电商平台。2016 年 4 月，阿里以 10.2 亿美元收购了 Lazada 51% 的股权，成为其控股股东；2017 年 6 月，阿里巴巴又以 10 亿美元增持 Lazada 32% 的股权（Lazada 隐含估值 31.5 亿美元，比去年阿里收购时增长将近 60%），阿里持股比例提升至 83%。

东南亚市场有很大的增长潜力，首先其人口处于增长状态，更重要的是网购渗透率很低，渗透率提升过程中网购规模高速增长，2015 年东南亚地区的零售开支为 4750 亿美元，而电商的零售额仅为 52 亿美元，渗透率仅有 1.1%；2017 财年（截至 2017 年 3 月），Lazada 的

年度活跃用户数为 2,300 万人（比 2015 年增长 121%），而东南亚地区的人口有 5.6 亿人，待挖掘的空间很大。阿里收购 Lazada，不仅可以享受东南亚网络零售市场增长的红利，且可以利用自身在数据、商家、物流、支付方面的资源对 Lazada 进行协助，扩大其在东南亚市场的影响力。

图表34：Lazada 电商平台的基本情况

用户	2015 年全年交易总额达到 13 亿美元；2017 财年，年度活跃用户数 2,300 万人
商户	- 截至 2015 年底，Lazada 已拥有 4 万卖家，提供 1600 万种商品； - 从 2014 年开始向中国招商，2017 年已有 8,000 多名中国商家入驻，开设 20,000 家店铺；今年天猫出海在 Lazada 马来西亚开通了“淘宝精选”（Taobao Collection）站点，目前入驻 Lazada 马来西亚站的中国品牌有华为手机、森马服饰等；
物流	- 有自建物流体系 Lazadaexpress，2015 年底，Lazada 拥有 10 座物流中心、80 多间配送中心、61 个分拨中心、2000 辆配送车队，与各国 100 多家第三方物流公司合作，85% 订单在 48 小时内发货，超过 60% 订单实现次日达；为卖家提供仓配一体化服务； 2016 年，菜鸟网络已经开始和 Lazada 的物流体系尝试对接；
支付	提供包括货到付款、HelloPay（已并入蚂蚁金服更名 Alipay）、Visa 在内的 60 种付款方式，以应对多国跨币种结算问题，卖家在不同国家收到的款项均以当地货币存入账户。

资料来源：公司官网，方正证券研究所

在 eWTP 整体框架下的全方位全球化。2016 年的博鳌论坛，马云首次提出了 eWTP（electronic World Trade Platform，全球电子贸易平台）的设想，在这个设想的指引之下，阿里除了收购国际零售平台，在支付体系、物流系统、数据支持方面也有所动作：

- **物流：**2014 年投资 2.49 亿美元持有**新加坡邮政**（Singapore Post）10.35% 的股份，并签署战略合作备忘录，建立跨境电商物流平台，2017 年又投资 1.34 亿美元增持股份至 14%；
- **支付平台：**2015 年，阿里及蚂蚁金服对印度最大支付平台**Paytm** 的母公司 One97 Communications 投资将近 9 亿美元；2017 年，阿里又对 Paytm 进行了增持；2016 年，蚂蚁金服对泰国支付公司**Ascend Money** 进行战略投资（持有其 20% 的股份），并通过输出技术和经验把支付模式复制到泰国，未来 5 年有望服务泰国一半以上的网民；
- **云计算：**过去 2 年，阿里云在香港、新加坡、日本、迪拜、欧洲、美国西部、美国东部和澳大利亚建立了 8 个大数据中心和本土团队，2017 年宣布即将在马来西亚、印尼和印度建立数据中心。

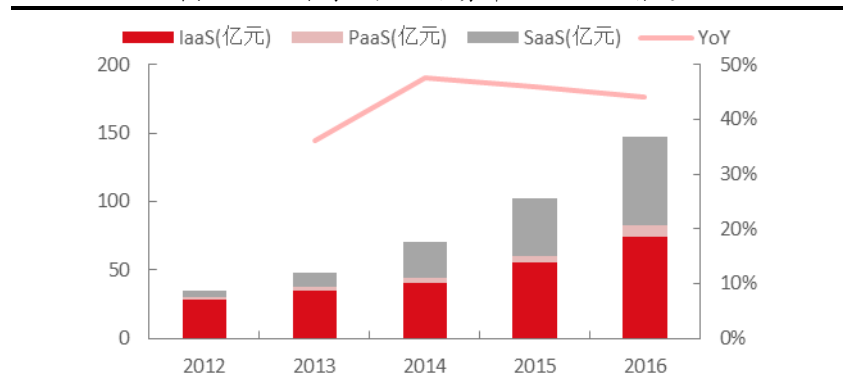
3 纵向扩张：云计算将成为阿里新的增长点

3.1 中国云计算市场进入快速成长期，龙头初现

“在云端”是企业未来的选择趋势。云计算服务相对传统的 IT 服务，不需要企业对硬件设施进行大规模的投入，而且客户可以按时、按需进行灵活购买，整体来说资源利用率更高且成本更低；此外，云计算企业可以提供大数据搜集分析等创新产品。根据 IDC 的统计数据，2015 年全球企业在本地 IT 基础设施上的投入首次出现下降(YoY -1.6%)，而云相关的 IT 基础设施上的投入却大幅增长(YoY 24%)。

中国公共云市场正在高速成长期，市场潜力大。根据中国信通院的数据，我国 2016 年公共云服务的市场规模约 148 亿元，近年来的增速在 40~50%之间；而 Gartner 的数据表明，2016 年全球公共云服务市场规模为 2040 亿美元，中国的市场规模仅为全球市场的 1%。2011-2013 年是国内云计算行业客户培育阶段，2014-2015 年是业务普及阶段。阿里云作为国内云计算行业代表企业，2015-2017 财年云业务收入快速增长，反应我国云计算业务已经进入了快速成长期。

图表35： 国内公共云服务市场规模及增速



资料来源：中国信通院，方正证券研究所

云计算行业有规模效应，先成长起来的企业有明显优势。

- **首先，云计算对前期投入有较高要求：**1) 建设基础设施需要较高的前期投入；2) 产品的研发对技术和资金有较高的要求；3) 在市场拓展阶段要牺牲一部分利益进行降价促销活动，比如自 2006 年发布以来，亚马逊 AWS 已降价 52 次，阿里云从 2014 年开始每年降价十余次，年降幅高达 30%。
- **客户会倾向于选择大规模的服务商，**因为大服务商出现故障或停机的概率较小，而且对于大型企业客户，因为数据搬迁的难度和成本较高，有时还会影响到企业的正常运营，因此选择一个服务商之后不会轻易更换，客户粘性很高；
- **更重要的是，云计算有明显的规模经济，**规模越大的公司，服务器等软硬件采购成本越低，而人力等附加成本并不会随计算规模的提升同比例提升，这意味着用户规模越大，单位成本越低，利润率越高。

全球云计算龙头亚马逊 AWS 成立于 2006 年，在前几年时间里是处于亏损状态的，2015 年亚马逊首次披露 AWS 的收入情况，可以发现至少从 2013 年开始，AWS 已经实现正的运营利润了，可以推测其

亏损期有 5~6 年。初期的亏损期度过以后，规模效应开始显现，利润率会迅速提升（AWS 的运营利润率从 2014 年的 14% 迅速增长到 2016 年的 30%）。

国内云服务市场龙头初现，政策限制让外资巨头水土不服。国内的云计算市场还未完全成熟，但是已经可以看得出行业龙头。

从客户数量、营收规模来看。

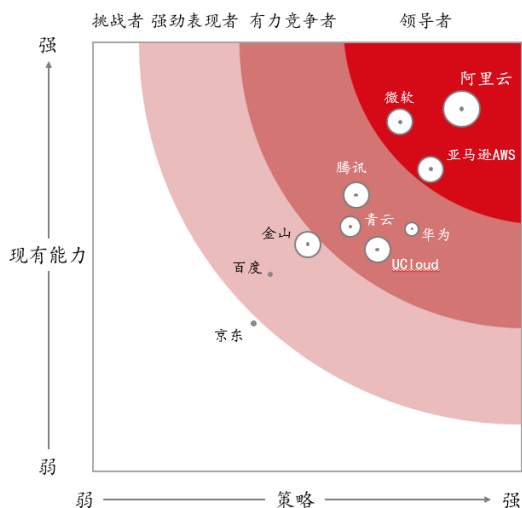
（1）IaaS 层阿里云一家独大，加上其他几主流服务商占据 80% 以上份额；

（2）PaaS 层中，对象存储、大数据、人工智能、通信细分领域内，存在各自头部公司，但从 PaaS 覆盖的全部领域来看，更大的市场则被大量小企业瓜分；

（3）SaaS 层中，互联网公司产品如阿里钉钉拥有最多的客户数量，金蝶拥有最多的业务收入，但这些远不能覆盖 SaaS 层的全部业务，小企业长尾明显，且仍有大量初创企业涌现。

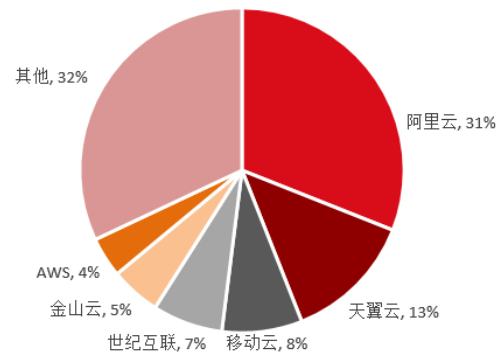
目前外资巨头亚马逊 AWS 和微软在国内的市场份额只有不到 10%，主要因政策监管要求国内产生数据必须留在国内，所有技术服务，都要由中国公司提供，受限于此，外资巨头难以调用他们在国外的资源，例如亚马逊在宁夏中卫的数据中心不能和全球其他数据中心有互联，AWS 全球数百个应用，能在中国落地的也仅有数十个。

图表36： 2016 年 4 季度中国公有云竞争格局



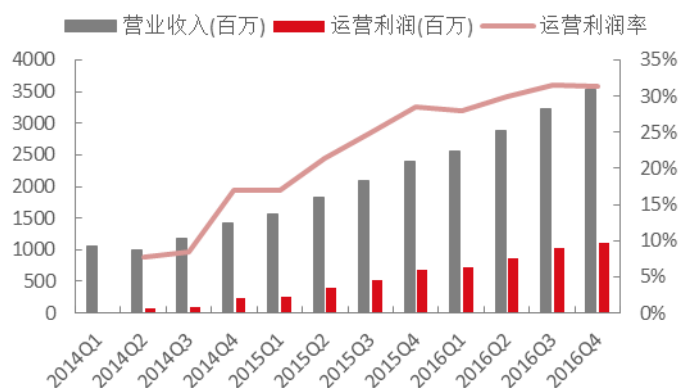
资料来源：Forrester，方正证券研究所

图表37： 国内公有云服务市场份额



资料来源：IDC，方正证券研究所

图表38： 亚马逊 AWS 的收入和运营利润（美元）



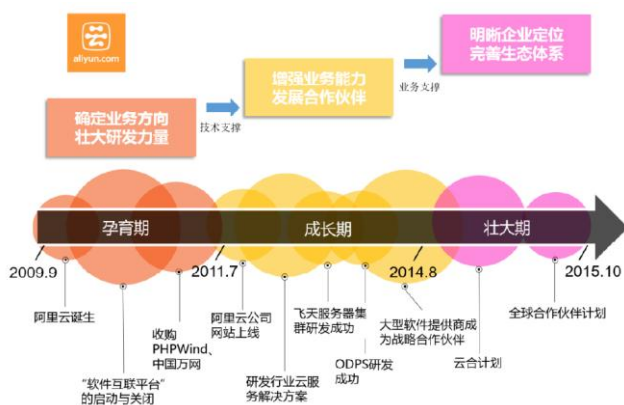
资料来源：亚马逊公告，方正证券研究所

3.2 阿里云是未来利润的新兴增长点

阿里云是国内云计算行业中的先发者。处理淘宝和天猫庞大而复杂的交易数据的 IT 成本高昂，使得让阿里走上自主研发的道路。阿里云正式成立于 2009 年，初期主要是支持阿里商户的日常运营及数亿买家的访问，以及每年“双 11”期间的交易和支付高峰。2011 年，阿里云开始向第三方客户售卖云服务，形成了以公有云为主体服务的业务体系。目前阿里云已经成长为国内云服务提供商的龙头企业，体现在：

- **市场份额国内最大：**根据 IDC 的统计数据，阿里云是国内最大的公共云服务提供商，占国内公有云市场规模的 31%；
- **基础设施完备程度较高：**在全球 14 个地理区域内（还有印度、印尼和马来西亚 3 个在建）运营 28 个可用区；阿里云 CDN 覆盖六大洲、30 多个国家、1000 个以上的全球节点；
- **技术优势：**能够支持双 11 期间庞大的交易峰值，2016 年双 11 当天系统交易创建峰值达到每秒钟 17.5 万笔，支付峰值达到每秒钟 12 万笔，刷新世界记录；
- **客户资源优势：**阿里云面向 200 多个国家和地区的广泛客户群体，例如阿里电商平台上的卖家、大型企业、政府机关等，截至 2017 年一季度，阿里云的付费用户已经达到 87.4 万（同比增长 70%），客户包括中国铁路总公司、微博、比亚迪、万科、中国石化、中信集团、中央电视台、芒果 TV、中国邮政、饿了么等。

图表39： 阿里云的发展过程



资料来源：赛迪智库，阿里研究院，方正证券研究所

图表40： 阿里云全球数据中心布局

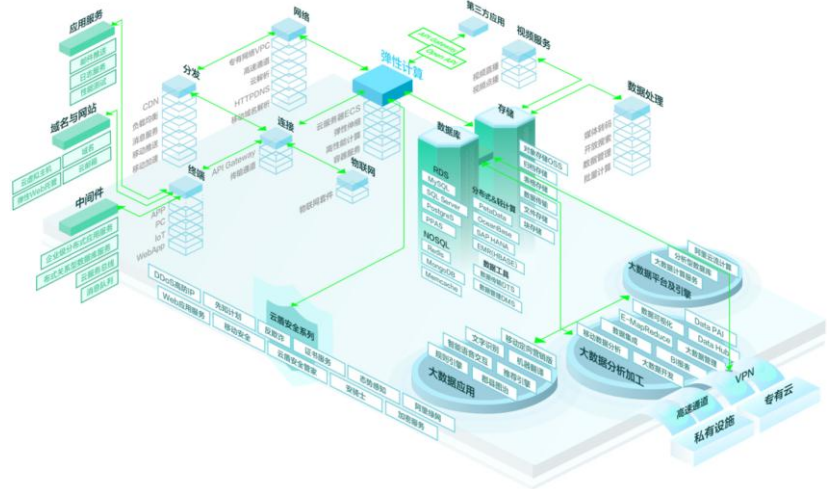


目前马来西亚、印度和印尼的数据中心在建

资料来源：阿里云，方正证券研究所

服务种类丰富，涵盖 IaaS/PaaS/SaaS 层。阿里云提供一系列的服务，计算、存储、分析、云通信、管理工具、移动服务等，提供的产品线与亚马逊 AWS 非常相近，提供的服务主要以 IaaS 和 PaaS 为主，且为了提升云的可用性，服务更多中小型企业，也开发了许多 SaaS 层面的服务。

图表41： 阿里云的产品体系

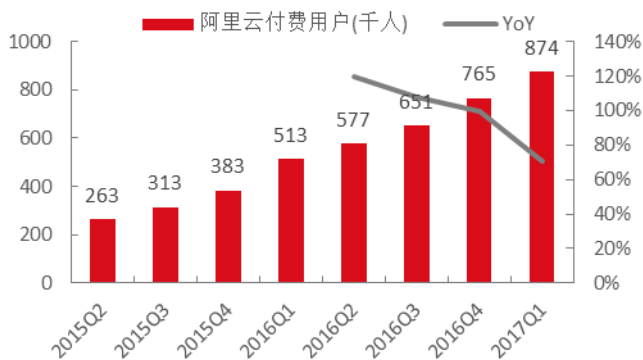


资料来源：阿里云，方正证券研究所

阿里云收入快速增长，主要来自付费用户的增多。阿里云 2015 财年以来收入快速增长,2017 财年收入达到 67 亿元,同比增长 138%。收入增长的主要动力是付费用户的增长，付费用户从 2015 年 2 季度的 26 万人增长到 2017 年 1 季度的 87 万人（较 2016 年同期同比增速 70%），目前，抢占市场份额、扩大用户数量是公司当前的首要目标，因此阿里云近期有很多促销活动，2016 年 10 月，阿里云宣布再次下调价格，核心云产品的最高降幅达 50%，包括云服务器 ECS、云数据库 RDS、云存储 OSS 及云安全产品等。目前，阿里云的 80% 的客户是中小企业，因此客单价较低，单季度单个用户贡献的收入仅为 2500 元（仍在上升中），而大客户才是利润贡献的主力，阿里已经有多个大客户的成功案例，未来也将继续提升这方面的能力。

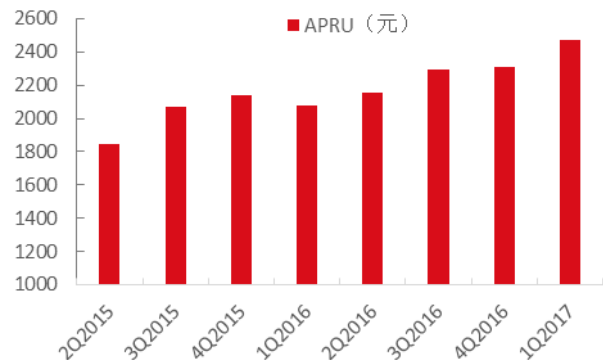
规模效应已经显现，接近盈亏平衡点。阿里云亏损正在逐渐缩窄，2Q15 EBITA Margin 为 -76%，1Q17 已收窄到- 8%，降价同时盈利情况改善，体现阿里云规模效应正在呈现。未来 1~2 年之内阿里云有望实现盈亏平衡（亚马逊 AWS 2013 年营收 30 亿美元时已经有 20% 左右的运营利润率，阿里云目前收入 10 亿美元左右，预计收入增长 1~1.5 倍之后可以实现盈亏平衡）。

图表42： 阿里云的付费用户数



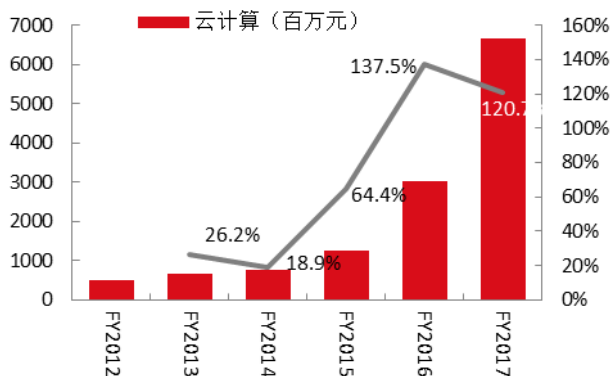
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表43： 阿里云单个用户数贡献的收入



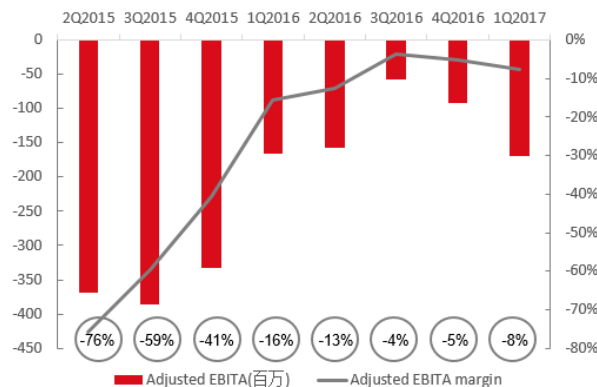
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表44： 阿里云收入及增速



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表45： 阿里云的亏损在逐步缩小



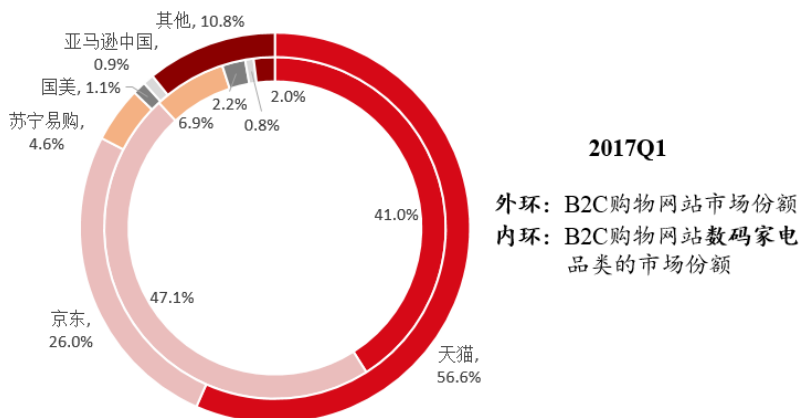
资料来源：公司公告，方正证券研究所

4 纵向扩张：物流、金融、媒体全方位的进击

4.1 以平台的思路建物流，为商户提供效率更高的服务

物流体系的缺失成为阿里短板。阿里早期没有自建物流系统，物流环节由“三通一达”等第三方快递公司承担，与京东、1号店、苏宁等自建物流的电商相比，阿里在物流方面给顾客的体验相对较差，例如京东可以依赖自身遍布全国的仓储物流网络做到次日达，但阿里依赖第三方物流就很难做到。对于那些对配送环节有较高要求的品类，如数码家电类，阿里的市场份额并没有其他品类高，2017Q1，天猫在B2C整体的网购市场份额为57%，但是在数码家电品类的市场占有率仅为41%。

图表46： 天猫在3C数码家电品类占有率较低



资料来源：艾瑞咨询，易观智库，方正证券研究所

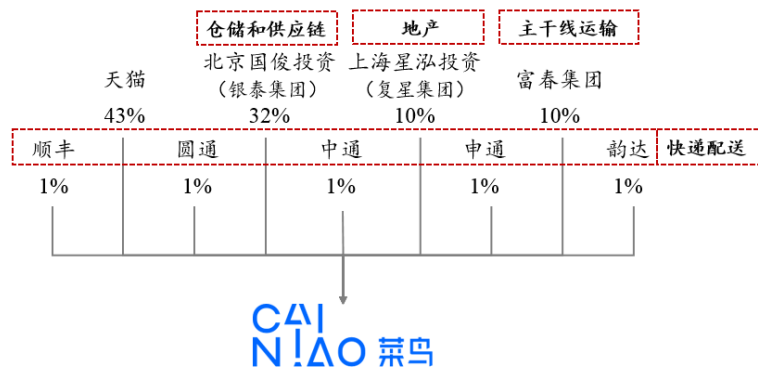
阿里联合供应链、地产、物流资源成立菜鸟网络。自建物流成了阿里的迫切需求，2013年阿里与银泰集团、复星集团、富春集团、三通一达和顺丰共同投资设立了菜鸟网络，目标是利用8~10年时间，以3000亿元的代价在全国建立起一张能够支持日均300亿网络零售额的中国智能物流骨干网络，从成立之初的股权结构上看，菜鸟网络整合了大数据、仓储和供应链、地产、物流配送等多方面资源。2016年3月，菜鸟网络完成了首轮对外融资，融资金额100亿元。

菜鸟网络定位并非物流商，而是物流网络平台，菜鸟网络主要是

提供标准，扮演平台的角色，仓储、干线、配送，甚至铁路、公路、航空等社会资源可自由接入菜鸟平台，菜鸟利用大数据来进行资源的统一调配和管理，实现物流效率的最大化。“天网”和“地网”是菜鸟网络的关键工具：

- **天网（线上数据网络）**：即利用物联网、云计算等技术，建立基于淘宝、天猫交易信息、物流信息、仓储设施数据的应用平台，并共享给电子商务企业、物流公司、仓储企业、第三方物流服务商以及供应链服务商；
- **地网（线下仓储网络）**：在全国几百个城市通过“自建+合作”的方式建设的实体仓储设施。

图表47： 菜鸟网络成立之初的股权结构



备注：目前阿里持有菜鸟网络的股权为 47%

资料来源：亿邦动力网，公司公告，方正证券研究所

目前菜鸟网络提供的服务可以分为两大类，一类是纯粹的物流数据和技术服务，菜鸟网络不参与实体的仓储配送环节，是菜鸟网络未来的核心盈利业务；另一类则是仓储管理和配送服务，是目前菜鸟的主要收入来源，其中很大一部分的仓储物流服务是向天猫超市提供的。

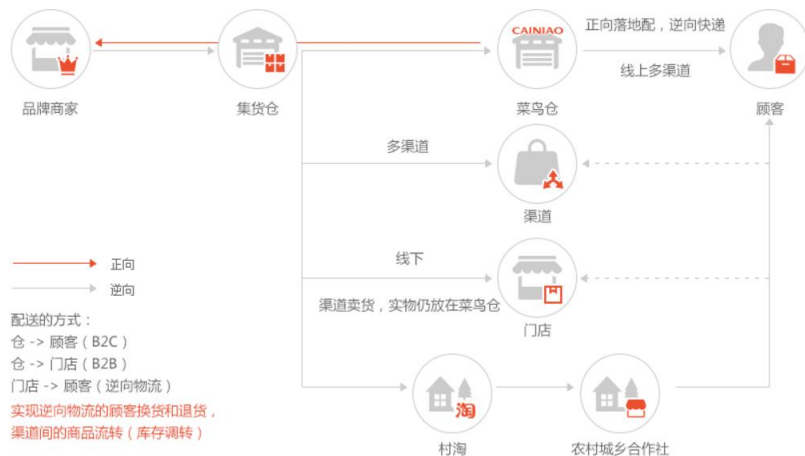
（1）物流数据和技术解决方案。包括快递服务平台和菜鸟物流云服务，主要是基于大数据和阿里云的计算为商家、顾客和物流商提供的服务，包括：

- **电子面单服务**：由菜鸟网络和快递公司联合向商家提供的一种通过热敏纸打印输出标准化纸质物流面单的服务，打印速度可提升 4~6 倍，且可提升包裹送达时效；
- **地址库服务、车辆路径规划服务**（给快递公司提供的）；
- **物流跟踪服务**：向消费者提供购物后的快递物流状态查询服务；目前不管是在哪个电商平台购买的商品，如果商家使用的是与菜鸟有合作的快递公司，都可以通过支付宝查询物流信息，例如在京东买了一件第三方商家的商品，商家使用韵达快递发货，顾客可以使用支付宝来追踪该快递的信息；

目前物流数据和技术服务还未创造稳定的收入，但未来这将是菜鸟物流的核心盈利点。

（2）仓储管理和配送服务：选择该服务的商家只需要将货物运输到最近的揽货仓（菜鸟在全国设置 5 个揽货仓），货物会被统一运送至菜鸟分布全国的仓库（菜鸟自有仓库或是其合作伙伴的仓库），当用户下单后，卖家将订单发送给菜鸟网络，由菜鸟从离用户最近的仓库发货，并由与菜鸟合作的快递公司完成配送（可选择的当日达或次日达服务），同时菜鸟网络还会提供分仓、补货建议和提醒。如此

图表48: 菜鸟仓储配送服务的示意图

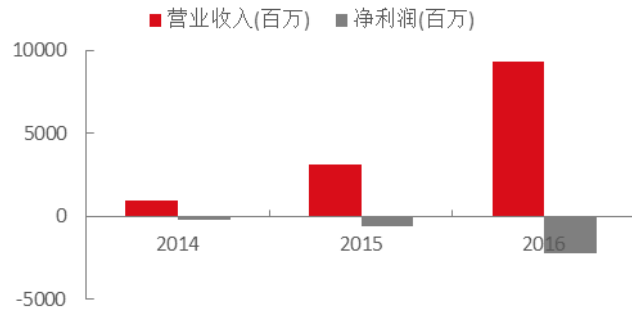


图表49: 菜鸟不同品类的仓配服务及合作伙伴

品类	服务能力	合作伙伴
小电数码行业	25 个当日达城市	
	150 个次日达城市	
生鲜行业	全国 6 城 7 个冷链分仓	万象物流、晟邦物流、安鲜达、恒孚物流、
	服务范围 38 个城市	东骏快捷物流、中诺配送
美妆行业	全国 7 个中心仓库	
	18 个当日达城市	
	120 个次日达城市	
快消行业	全国 5 个中心仓库	万象物流、如风达、黄马甲、中通快递、韵
	45 个次日必达城市	达、越海全球物流
大电行业	5 个中心仓库 31 个配送仓库	
	32 个当日达城市	日日顺、准时达、苏宁
	150 个次日达城市	
家装行业		居家通、日日顺、中铁物流集团、天地华宇

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表50: 菜鸟网络盈利情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

菜鸟网络对阿里的物流效率有明显的提升作用。菜鸟网络的业务量近两年增长明显，2016年菜鸟仓配订单量比2014年增加了16倍，同时明显提升快递时效，减小快递输送距离，对阿里物流效率的提升有很大促进作用。

以双十一期间揽件能力为例：在11月11~14日三天的时间里，2016年的实际揽收率占双十一总量的70%，而2015、2013年这一比例仅为60.7%、53.9%；从包裹的签收时间来看，11月20日之前被签收的包裹比例中，2016年为80%，而2015、2013年仅为72%、67.6%。

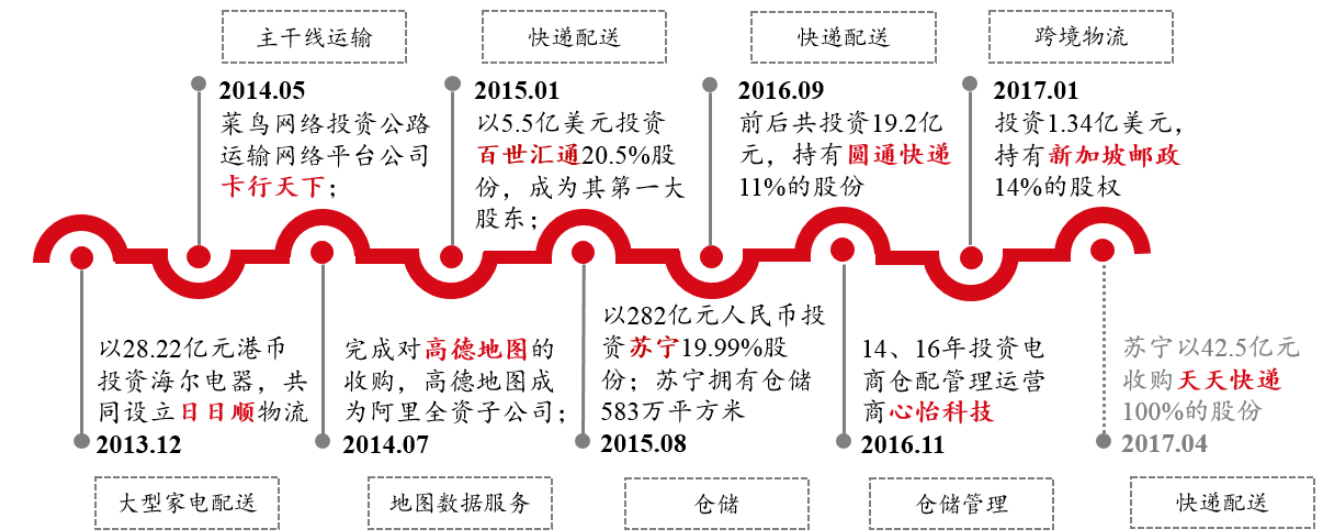
阿里在物流领域的战略投资进一步完善了菜鸟网络生态系统。除了投资设立菜鸟网络，阿里还在不断的投资并购物流领域的多个企业，而这些企业与菜鸟网络的合作会产生很强的协同效应。阿里投资的相关企业包括：

- **日日顺物流：具备大件家电的配送能力。**由阿里与阿里参投的海尔电器共同设立，是大件物流的服务提供商，目前拥有100个物流中心，6000HUB服务点，500万平方米的仓储面积。日日顺可以补齐阿里在大件家电运输领域的短板，在菜鸟仓配服务中负责大家电和家装产品的运送。
- **高德地图：提供地图和地址服务。**高德地图是中国领先的数字地图内容、导航和位置服务提供商，拥有先进的数据融合技术和数据处理能力，日均处理定位请求及路径规划数百亿次，服务超过30万款移动应用。阿里在2014年完成对高德地图的全资收购，2016年高德地图与菜鸟网络联合发布了物流数据开放平台，双方将打通底层地址数据，建设国内最先进的5级地址库。菜鸟合作伙伴的170万快递员每天在提供终端配送服务，对末端地址进行采集、验证和回传，产生的数据与高德的地图结合后，将产生地址库新标准，即省、市、区县、街道和乡镇这4级地址之后，楼栋和门派信息都可以得到精确采集和标准化，将每栋楼的位置信息纳入数据库，让包裹在发出之前就规划好最优路线，优化最后500米的配送，目前地址库服务已经在菜鸟网络的平台上线。
- **苏宁：雄厚的仓储和物流配送能力。**2015年8月，阿里以283亿元人民币投资苏宁，成为第二大股东，苏宁以140亿元认购2780万股阿里新发行股份。在菜鸟网络的布局中，物流数据网络（天网）的建设是阿里的强项，而物理层面的仓储设施（地网）的布局，则要寻求外部的力量，而苏宁正好在仓储和物流领域有很大优势。2017年，苏宁出资42.5亿元全资收购天天快递，目前70%的股份已经完成交割，剩余30%的股份将在12个月内完

成转让，截至 2016 年 12 月，公司及天天快递拥有物流仓储及相关配套总面积达 583 万平方米，拥有的快递网点达到 17,000 个，公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,805 个区县级城市，投入运营 7 个自动化分拣中心、32 个区域配送中心，其仓储物流基础设施的完善程度超过了京东（京东目前有 7 大物流中心，560 万平米仓储面积，6,906 个配送站和自提点，覆盖 2,658 个区县）。

- **心怡科技：仓储管理商。**心怡科技是国内最大的第三方电商物流供应链企业，是天猫超市仓储管理服务提供商，2014 年获得阿里领投的 A 轮融资，今年已经获得 C 轮融资。心怡科技主要是以信息平台为基础，以自动化设备与智能分拣系统为支撑为电商提供仓库库存管理、分拣和装货等服务。
- **百世汇通、圆通快递：快递企业。**与快递公司的合作，可以在仓储、分拣等基础设施方面进行合作，此外，菜鸟网络的终端配送服务也需要快递公司来配合。

图表51： 阿里巴巴在物流领域的布局



资料来源：公司官网，方正证券研究所

4.2 金融服务

蚂蚁金服业务板块包括支付、理财、借贷、保险等。蚂蚁金服旗下有支付宝、芝麻信用、蚂蚁聚宝、网商银行、蚂蚁小贷、余额宝、招财宝、蚂蚁花呗、蚂蚁金融云九大业务，向消费者和商户提供网络支付服务及其他金融服务，包括财富管理、借贷、保险和信用体系等；此外蚂蚁金服还投资了天弘基金（公募基金，股权 51%），朝阳永续（私募数据库，股权 20%）、恒生聚源（金融证券为核心的数据库，股权 19.1%），和海外支付平台 Paytm 与 Ascend Money。2017 财年，蚂蚁金服（包括 Paytm 和 Ascend Money）在全球范围内的活跃用户已经超过 6.3 亿人。

蚂蚁金服三年向阿里贡献利润共 49 亿元。蚂蚁金服的主要收入来源为支付宝手续费（2017 财年阿里向支付宝支付的手续费达到 55 亿元，费率约为 0.15%），其他收入包括小贷（花呗、借呗、企业贷）

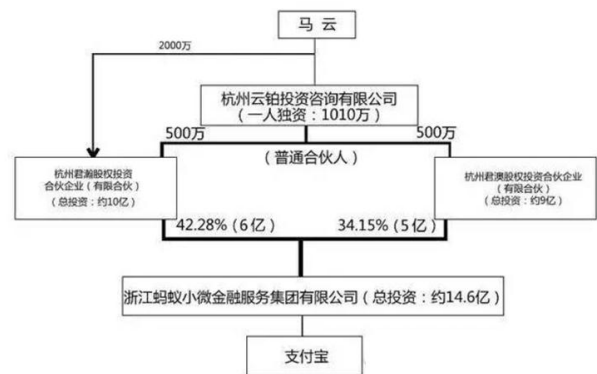
产生的利息，理财板块（比如余额宝）产生的盈利分红，蚂蚁聚宝代销基金产品获取的手续费，代销保险业务的手续费，以及一些金融机构使用蚂蚁金融云所支付的使用费等。目前阿里巴巴集团和蚂蚁金服没有直接的股权关系，但是在 2014 年 8 月修订版的支付宝框架协议中 (Alipay IPLA)，蚂蚁金服每年要向阿里支付税前利润的 37.5%（修订前是支付宝支付税前利润的 49.9%）作为特权使用费和软件技术服务费，且蚂蚁金服一旦上市，阿里将获得其 33% 的股权，2015~2017 财年，蚂蚁金服向阿里支付的特权使用费和软件技术服务费分别为 17、11、21 亿元。

图表52： 蚂蚁金服旗下九大业务



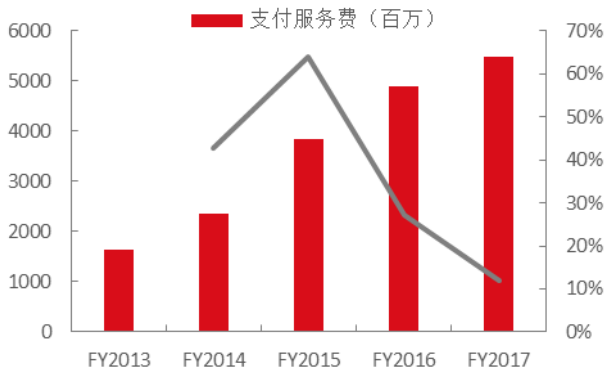
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表53： 蚂蚁金服和阿里没有直接股权关系



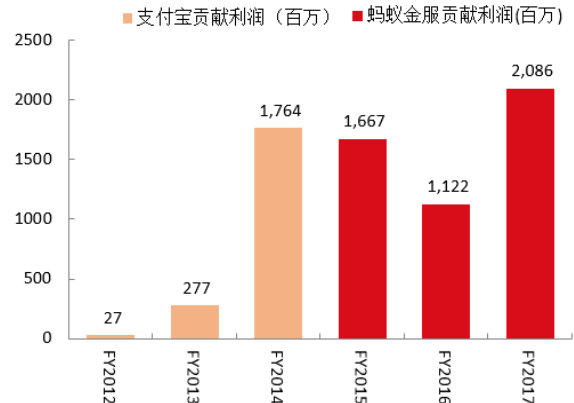
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表54： 阿里向支付宝支付的手续费



资料来源：公司公告，方正证券研究所

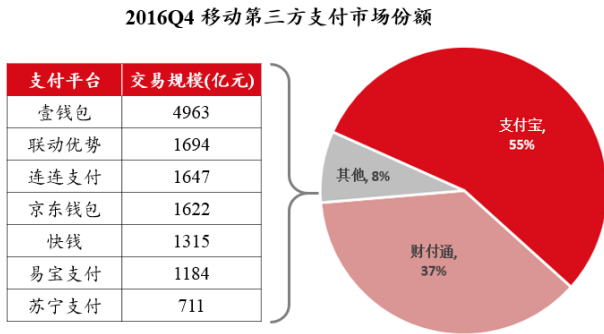
图表55： 蚂蚁金服向阿里贡献的利润



资料来源：公司公告，方正证券研究所

支付宝渗透生活各方面，是阿里用户信息采集的重要来源。目前，支付宝是线上、线下第三方支付的龙头企业，在第三方移动支付市场中的市场份额为 55%，可运用在人们日常生活的方方面面，包括购物、出行、娱乐、投资、教育等，从这些场景数据的搜集，可以立体的刻画出用户的喜好与行为习惯，对阿里的数据帝国有重要贡献。

图表56: 支付宝在第三方移动支付领域占据龙头



资料来源: 艾瑞咨询, 方正证券研究所

图表57: 支付宝已经渗透了生活的方方面面



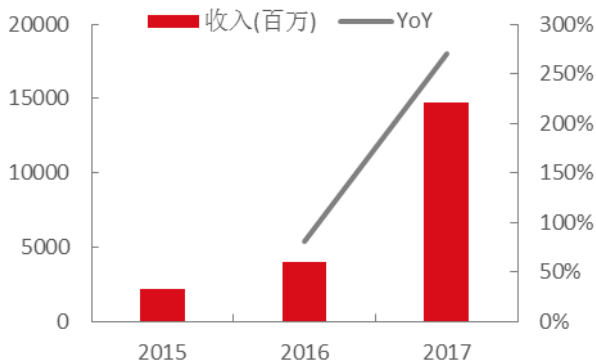
资料来源: 支付宝, 方正证券研究所

4.3 数字媒体平台是重要的流量入口及信息搜集渠道

数字媒体平台不仅可作为广告投放平台, 也是用户信息采集渠道。未来的网络营销, 将逐渐从单纯的产品展示转向内容营销, 视频短片、直播等手段都会成为新的营销手段, 数字媒体平台的导流作用也会更为明显; 此外数字媒体平台也是阿里数据网络的重要板块。目前, UC 浏览器和优酷土豆的主要盈利模式是 P4P 广告收入以及广告展位收入, 而数字媒体业务目前仍然处于亏损阶段。

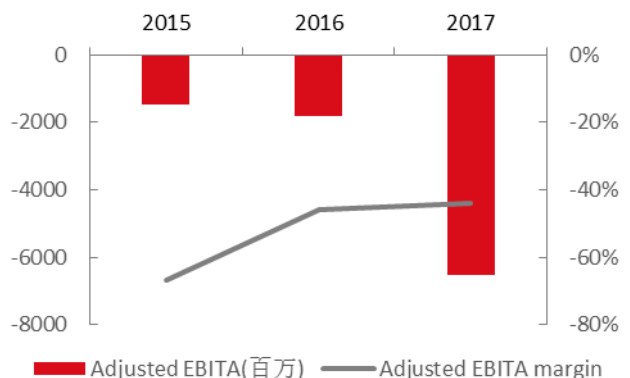
- **UC 浏览器:** UC 浏览器是全球三大手机浏览器之一。旗下有 UC 头条 (新闻阅读平台), 2017 年 3 月, UC 头条的移动端月活跃用户已经超过 2 亿 (包括海外用户); 此外, 还有神马搜索 (UC 和阿里 2013 年成立合资公司所推出的移动搜索引擎), 根据 StatCounter 统计数据, 神马搜索是国内第二大的移动搜索引擎。
- **优酷土豆:** 国内领先的视频类网站, 2016 年 12 月优酷视频的月活跃用户数为 2.89 亿 (仅次于腾讯视频和爱奇艺视频), 土豆视频的月活跃用户数为 3232 万。

图表58: 阿里数字媒体业务的收入



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表59: 阿里数字媒体业务的 EBITA



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

5 营业成本有所上升, 费用率基本维持稳定

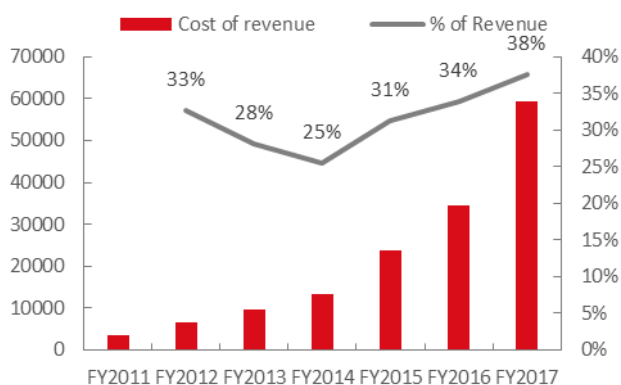
新业务拓展导致阿里的营业成本占比在不断上升。阿里营业成本

占收入的比重不断上升，主要是由于阿里近年来进行大量的业务拓展，而这些业务的盈利能力暂时还未显现，比如 2017 财年的营业成本占比上升到了 38%，是由于阿里并表了 Lazada（其存货的成本较高）、优酷土豆（目前暂未盈利），及阿里云业务的快速发展的相关成本。

费用率整体稳定可控。阿里的产品开发费用主要作为工资支付给对软件、应用、操作系统和数据库进行开发维护的工作人员，销售费用包含线上线下的营销费用，及给相关工作人员的工资和奖金，管理费用主要包含管理和行政人员的工资。**三项费用近三年来稳中略降，整体的运营利润率也维持在 30% 左右的水平。**分业务来看，核心电商业务的“EBITA/营业收入”基本维持稳定在 60~65% 左右，云计算亏损不断减小，逐渐接近盈亏平衡点；数字媒体娱乐和创新业务板块下属的很多企业仍然处在早期投入阶段，暂时未实现盈利。

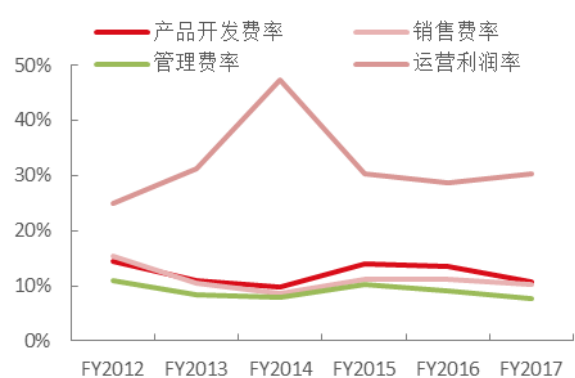
部分子公司仍处于早期投入阶段。部分阿里未并表的子公司仍然处于初始积累的阶段，例如菜鸟物流，所以阿里的股权投资暂时亏损，且随着投资企业的增多，亏损近年来有所增加。阿里的净利率总体维持在 25% 以上的较高水平（2016 财年的超高净利率主要是来源于其资产处置收益）。

图表60： 阿里的营业成本占收入比重上升



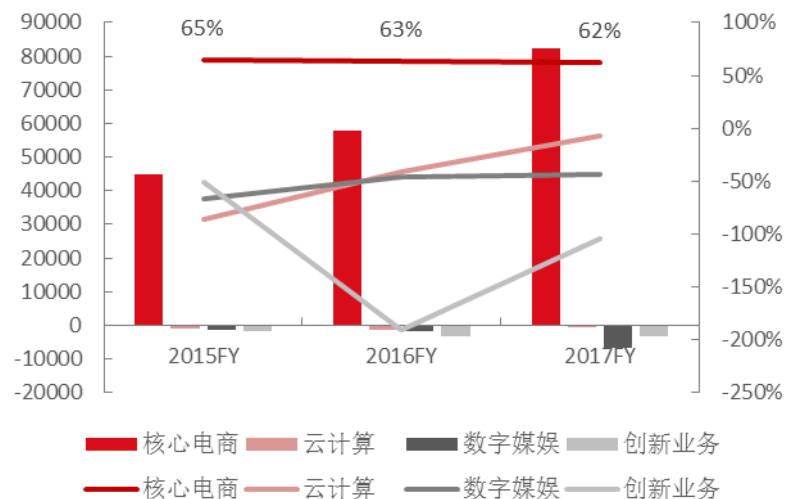
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表61： 阿里的费用率可控



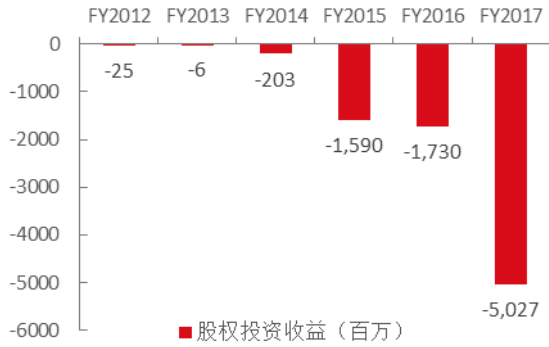
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表62： 四大业务的 Adjusted EBITA 及 margin



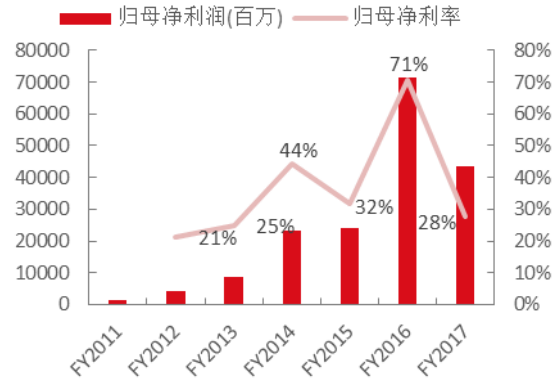
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表63: 阿里的股权投资收益



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表64: 阿里的净利润率



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

阿里业务特点可以用“数据的王国，进击的巨人”来概括。数据是阿里作为平台型电商起家的核心优势，也是向新零售过渡的必要环节，进击主要体现在阿里在人群、地域、服务领域的持续扩张。

新零售的核心逻辑是搜集用户行为数据，用户画像接近完整之后，既可以帮助阿里核心电商业务广告效率的提升，也可以帮助线下改造门店品类、品类，提高库存周转率。预计用户全画像数据的搜集仍需3-5年，届时数据积累的量变到质变会对行业产生深远影响。

阿里投资合作的相关标的依然值得持续跟踪：苏宁云商、三江购物、百联股份等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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保持在最新状态。同时，本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com