

电商行业深度研究报告

阿里巴巴：练就核心商业强大基本盘

推荐（维持）

- **核心商业：阿里巴巴最稳固的基本盘。**阿里经历了 B2B、C2C、B2C 等一系列电商模式转型，以核心商业为基本盘驱动飞轮旋转，发展成为集电商、新零售、金融、物流、大文娱、云计算为一体的庞大的生态体系，成为市值第一的中国公司。迄今为止，不断做大的核心商业仍然是阿里上市公司体系中唯一挣钱的业务，占阿里近九成营收，为阿里生态扩张提供强有力的造血输血功能，短期来看仍是公司主要盈利来源，支撑阿里整体的战略布局。本篇报告也聚焦于此，从商业核心逻辑切入，抽丝剥茧阿里最稳固的电商基本盘是如何炼成的。
- **阿里核心商业主要三类收费模式。**（1）**广告收费：**此部分收入是阿里最大的单一收入来源，阿里也被看作一个互联网流量广告公司；（2）**交易佣金：**以交易金额为基础的收费模式；佣金能完全对应线下传统零售的流水扣点；（3）**技术服务费：**类似于进场门槛费和部分租金性质，充分体现出阿里电商接近线下零售商的商业地产属性。
- **从 B2B 到 C2C，从外贸黄页到广告公司。**电商平台的竞价排名盈利模式之所以能建立，主要来自于流量红利初期中小商家的同质化竞争。形成丰富供给端和需求流量池的基础上，双边网络效应明显，平台成为流量规则的制定者，并从流量争夺中实现广告盈利。随着竞争格局愈发激烈，中小商家对 CPC 价格的承受极限，实际上是线下租金、渠道进场费乃至税费的腾挪空间。而 CPM 展示广告塑造品牌形象，线上更易于跟踪消费者行为路径，电商离交易决策端更近使得广告投放更容易转换为成交。因此汇聚大规模流量、沉淀丰富用户数据实现千人千面的电商足以成为优秀的广告平台，相当于传统品牌的营销费用实现线上化迁移。
- **从 C2C 到 B2C，从广告公司到线上商业地产。**从淘宝商城到天猫，构建线上商业地产，以线下商业地产类比，天猫的盈利模式逐渐演变为“线上商业地产”。分为三个阶段：（1）**淘品牌：**享受扁平化流通红利，并通过供应链改造提升效率。（2）**传统品牌：**从 C2C 到 B2C，天猫平台的品质升级成功解决了线下大品牌的两大核心诉求——正品和统一价格，使得曾经对电商敌对的传统品牌转变态度，阿里与其握手言和，既享受交易额增长带来的佣金扣点收入上升，还能拥有更多的广告收入。（3）**赋能品牌——GMV 导向转向综合价值导向，**随着线上线下流量再平衡，阿里的货币化率逻辑渐完善，逐渐从注重平台占有率转向全价值链赋能品牌，成为品牌营销主战场。同时，发展跨境平台亦成为众多海外品牌进入中国的桥头堡，天猫国际为海外品牌入华全环节创造价值。
- **未来可以期待的变现方式。**（1）**大数据 C2M——**供应链价值再开拓，流量红利见底，淘工厂联手制造业试图突破天花板，C2M+IOT 下的供应链模式将会进一步缩短产销环节长度，创造更多价值。（2）**“88VIP”——**打通会员体系，内部流量互导打造 1+1>2 生态融合，全新的会员体系整合集团内资源，打通消费端资源在当前流量为存量市场的情况下，内容平台掌握的流量更为稳定且具有高黏性，阿里则借此将流量在体系内流转，拉升流量转化率。
- **风险提示：**网上零售额增速不及预期，新的电商平台或模式涌现冲击现有流量和电商格局，活跃用户增长不及预期，新零售业务开拓不达预期。

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

联系人：王紫洛

电话：021-20572561

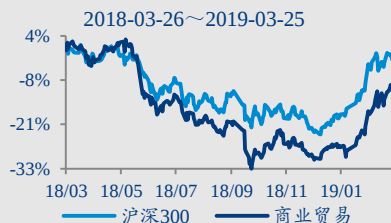
邮箱：wangziluo@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	99	2.75
总市值(亿元)	9,887.79	1.61
流通市值(亿元)	6,951.61	1.56

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	13.09	18.56	-4.32
相对表现	6.76	8.82	-0.17



相关研究报告

《美国外卖：市场空间、变现率与盈亏平衡点测算》

2018-09-03

《外卖系列报告 2：低价引客撑到何时？——平台方与餐厅模型拆解》

2018-12-18

《电商法下化妆品代购生存法则》

2019-01-10

目 录

一、核心商业：阿里巴巴最稳固的基本盘.....	5
二、从 B2B 到 C2C：从外贸黄页到广告公司.....	9
（一）劳动密集型 B2B 起家，电商变现早期萌芽.....	9
（二）C2C：免费六年，一朝变现，彰显广告平台实质.....	9
1、CPC 搜索广告——线下渠道费用的腾挪空间.....	10
2、CPM 展示广告——品牌营销费用的线上迁移.....	11
三、从 C2C 到 B2C，从广告公司到线上商业地产.....	13
（一）从淘宝商城到天猫，构建线上商业地产.....	13
（二）从淘品牌到传统品牌，借消费升级品牌化.....	15
1、扁平化流通的红利，流量扶持淘品牌.....	15
2、借消费升级品牌化，与线下品牌握手言和.....	17
（三）从销售平台到品牌赋能，GMV 导向转向综合价值导向.....	19
1、线上线下流量再平衡，货币化率逻辑渐完善.....	19
2、全价值链赋能品牌方，成为品牌营销主战场.....	20
3、发展跨境，成为海外品牌进入中国市场的试金石.....	22
四、未来可以期待的变现方式：.....	23
1、大数据 C2M——供应链价值再开拓.....	23
2、“88VIP”打通会员体系，内部流量互导打造 1+1>2 生态融合.....	24
五、风险提示.....	24

图表目录

图表 1 阿里巴巴发展历程.....	5
图表 2 阿里巴巴电商各业务收费模式.....	6
图表 3 阿里历年营收及增长.....	6
图表 4 阿里历年各业务结构占比.....	6
图表 5 阿里历年经营利润及增长.....	7
图表 6 阿里核心商业历年结构拆分.....	7
图表 7 阿里巴巴历年分部业务 Adjusted EBITA 情况.....	7
图表 8 阿里巴巴电商各业务收费模式.....	8
图表 9 2000 年前后出口量增速-名义货币量.....	9
图表 10 B2B 业务曾经是集团收入的主要来源.....	9
图表 11 阿里广告平台交易体系.....	10
图表 12 阿里历年广告收入、增长以及在核心电商占比.....	11
图表 13 各淘品牌在线上的服务和推广费用率.....	11
图表 14 近十年社零及网上社零增速.....	11
图表 15 淘系 GMV 在网上社零中占比.....	11
图表 16 电商数据驱动的人、货、场重构以及与传统零售的比较.....	12
图表 17 御泥坊各阿里营销工具的广告费用开支.....	13
图表 18 西班牙美妆品牌 MERTIDERM 天猫开店.....	13
图表 19 以 B 端为主的品牌安井进驻天猫.....	13
图表 20 知名汽车品牌特斯拉进驻天猫.....	13
图表 21 天猫、淘宝历年 GMV 及增长比较.....	14
图表 22 天猫佣金收入、GMV 占比及佣金率趋势.....	14
图表 23 阿里佣金和广告收入历年占比结构及增长.....	14
图表 24 天猫盈利模式和线下商业地产对比.....	14
图表 25 线下商业地产和线上天猫的费用情况的简单类比.....	15
图表 26 传统服饰供应链流通环节的加价结构.....	15
图表 27 阿里平台上诞生的淘品牌.....	16
图表 28 各淘品牌在发展黄金时期的收入规模增速.....	16
图表 29 淘品牌供应链环节的缩短.....	16
图表 30 部分线上品牌打造的柔性供应链结构.....	17
图表 31 社零总额增速与阿里品质消费指数的对比.....	18
图表 32 双 11 女装销售排名淘品牌减少，大品牌增多.....	18
图表 33 参加天猫超级品牌日多为线下传统品牌.....	18

图表 34	传统品牌支持线上，营业成本增速高于线下	19
图表 35	线下重点品牌的线上化率情况	19
图表 36	传统化妆品品牌与淘品牌的费用率比较	19
图表 37	线下渠道毛利率及品牌线上费用率的比较	19
图表 38	阿里商业逻辑和货币化价值的升级	20
图表 39	天猫成全球新品首发第一平台	20
图表 40	各传统品牌线上收入占比及增速	20
图表 41	天猫创新中心产品体系	21
图表 42	阿里天猫智慧门店	21
图表 43	天猫上星巴克全新页面以及天猫渠道独家推出的现象级新品星巴克猫爪杯	21
图表 44	星巴克入驻盒马打造“外送星厨”	21
图表 45	阿里全面赋能星巴克	22
图表 46	海外品牌入住天猫国际销量可观	23
图表 47	阿里全环节创造价值	23
图表 48	阿里 C2M 模式示意图	23
图表 49	阿里 1688 淘工厂页面	23
图表 50	“88VIP”会员体系	24
图表 51	“88VIP”会员权益	24

一、核心商业：阿里巴巴最稳固的基本盘

阿里巴巴成立于 1999 年，经历 B2B、C2C、B2C 等一系列电商模式转型，以核心商业为基本盘驱动飞轮旋转，发展成为集电商、新零售、金融、物流、大文娱、云计算为一体的庞大生态体系。成为市值第一的中国公司，仅用了二十年时间。期间互联网新模式层出不穷，阿里在各个赛道不断试水，以其不断壮大的核心商业，尤其是电商部分为基础，为阿里生态扩张提供强有力的造血输血功能，短期来看仍是公司主要盈利来源，支撑阿里整体的战略布局。

图表 1 阿里巴巴发展历程



资料来源：公司官网、华创证券

阿里主要业务包括核心商业、数字文娱、云计算、创新及其他业务。其中作为基本盘的核心商业业务包括 6 大部分：

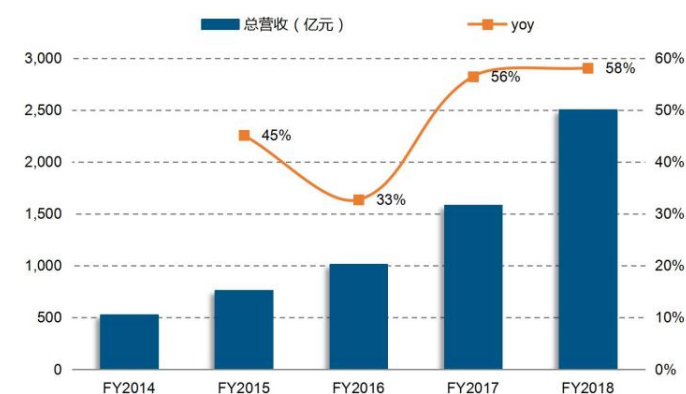
- 中国零售：淘宝、天猫、天猫国际、新零售（银泰 17 年 5 月并表，2017Q3 首次提及盒马贡献）
- 国际零售：Lazada、速卖通
- 中国批发：1688
- 国际批发：阿里巴巴国际站
- 菜鸟：2017Q4 并入报表
- 饿了么：2018Q2 并入报表

图表 2 阿里巴巴电商各业务收费模式

业务分类	各业务板块细分			FY2018 营业收入（亿元）			yoy	调整 EBITA	调整 EBITA 利润率
				细分板块 营收	yoy	合计			
核心商业	中国零售	客户管理	 淘宝网 天猫 TMALL.COM  聚划算 农村淘宝 天猫超市  阿里妈妈 Tmall GLOBAL	1142.85	55%	2140.2	60%	1141	53%
		佣金收入	 FRESHIPPO  银泰商业	465.25					
	中国批发		 阿里巴巴 1688.com	71.64	26%				
	国际零售		 AliExpress  LAZADA	142.16	94%				
	国际批发		 阿里巴巴 1688.com	66.25	10%				
云计算						133.9	101%	-7.99	-6%
数字文娱	   优酷   阿里体育  阿里音乐   阿里游戏 					195.64	33%	-83.05	-42%
创新项目 及其他	   					32.92	10%	-29.96	-91%
合计						2502.7	58%	970.03	39%

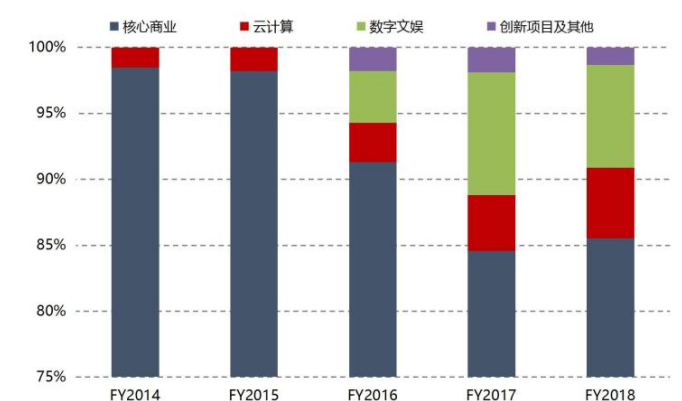
资料来源：公司公告、华创证券

图表 3 阿里历年营收及增长



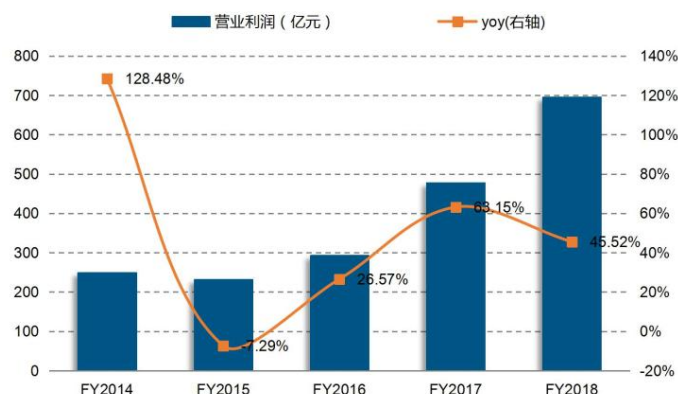
资料来源：公司公告、华创证券，阿里巴巴 FY2018 财年对应自然年 2017Q2-2018Q1

图表 4 阿里历年各业务结构占比



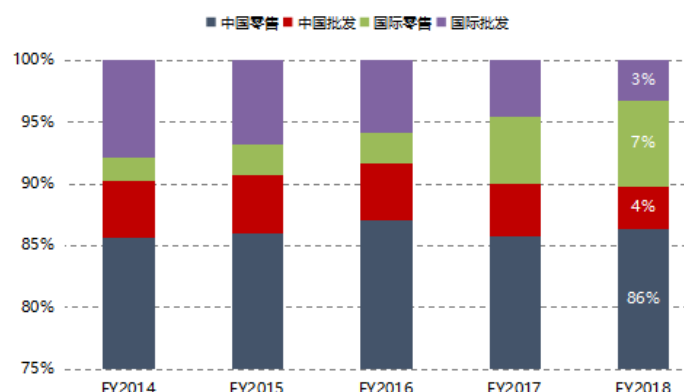
资料来源：公司公告、华创证券

图表 5 阿里历年经营利润及增长



资料来源：公司公告、华创证券

图表 6 阿里核心商业历年结构拆分



资料来源：公司公告、华创证券

图表 7 阿里巴巴历年分部业务 Adjusted EBITA 情况



资料来源：公司公告、华创证券

从历年各业务分部为公司提供的 Adjusted EBITA 来看，即使第二大业务云计算的亏损已大幅减小，但至今为止，不断做大的核心商业仍然是阿里上市公司体系中唯一一挣钱的业务，占阿里近九成营收，并为其提供源源不断的盈利和现金流，支撑其他业务投入。本篇报告也聚焦于此，从商业核心逻辑切入，抽丝剥茧阿里最稳固的电商基本盘是如何炼成的。

我们总结阿里核心商业各业务的收费模式，主要能划分为三类：

- **广告收费**：通过给客户提供营销服务赚取广告收入，此部分收入是阿里最大的单一收入来源，阿里也由此被看作一个互联网流量广告公司。
- **交易佣金**：以交易金额为基础的收费模式，佣金能完全对应线下传统零售的流水扣点；
- **技术服务费**：此部分收费相对固定且有所返还/优惠，非常类似于进场门槛费和租金性质（线下租金包含地理位置带来的流量价值，因此线下租金自带品牌露出，可以看作有部分与广告费重叠）。此项与交易佣金同时充分体现阿里电商接近于线下零售商的商业地产属性。

以此商业实质为基础分析，我们回顾了迄今为止阿里在电商基本盘上的一系列转变。

图表 8 阿里巴巴电商各业务收费模式

业务板块	平台	收费模式	内容介绍
国内零售	天猫（包含天猫、天猫超市、天猫国际）	软件服务年费	年费金额以一级类目为参照，分为 3 万元和 5 万元两档，按照销售额进行 50%或者 100%返还，某些类目存在实时划扣的软件服务费
		交易佣金	根据所属商品的不同类目，收取每笔 0.5%-5%的交易佣金
		倒扣率	天猫超市特有，10%-30%的倒扣率，3 个月账期
		广告收费	P4P（pay for performance）直通车
			在淘宝搜索页的竞价排名，按照点击 CPC 计费
			展示广告
			全网首页、各级子页面、旺旺页面展示广告，以及促销活动中的展示广告位置，按千人展示成本 CPM 收费
	淘宝网	淘宝客佣金	第三方联盟导流项目，按照成交支付佣金报酬
		聚划算	包含基础技术服务费、佣金费用和竞拍费用
		广告收费	包含直通车、展示广告、淘宝客、聚划算、和其他营销工具费用
国内批发	1688.com	旺铺使用费	每月需支付固定费用，在宝贝展示，店铺招牌上和普通店铺有区别
		技术服务费年费	诚信通会员缴纳年费，年费金额以一级类目为参考，分为 58000 元和 28000 元两档
国际零售	速卖通	广告收费	P4P 直通车广告和展示广告
		技术服务费年费	不同类目年费金额从 1 万到 5 万不等，按照销售额进行 50%或者 100%的返还
		交易佣金	根据所属商品的不同类目，收取每笔交易 5%-8%的交易佣金
	Lazada	广告收费	P4P 直通车广告、联盟店铺
		交易佣金	不同类目收取 1%-4%的交易佣金
		账务处理费	一般为 2%
		LGS 运费	全球物流方案(LGS)
		商品销售收入	自营商品销售收入
国际批发	阿里巴巴国际站、Alibaba.com	基础服务费	按年收费，根据展示橱窗数量分为 29800 元和 69800 元每年
		增值服务费	提供进出口相关服务、海运服务等
		广告收费	P4P 直通车、展示广告

资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

二、从 B2B 到 C2C：从外贸黄页到广告公司

（一）劳动密集型 B2B 起家，电商变现早期萌芽

阿里创立之初以 B2B 起家，上线 alibaba.com（外贸）和 1688.com（内贸）两大平台，打造“网上的批发市场”。事后来，以 B2B 切入电商体现了阿里对当时电商行业发展阶段的准确判断：一方面 C 端需求尚在早期，2C 电商的早期参与者——8848、卓越网、易趣等均因过早切入 C 端市场而早早夭折；另一方面顺应宏观经济形势，97 年亚洲金融危机后外贸复苏，大量的进出口供需对接，对突破时间和地理限制的线上模式的需求爆发，B2B 市场如火如荼。

最初 B2B 只能实现企业信息的展示，由于 2B 端业务线下交易居多、金额高且供需相对稳定，因此 B2B 平台很难以对交易的撮合而实现佣金（向交易流水抽成）变现，更多依靠会员费、广告费盈利。同时业务拓展需要培养出一只强大的销售团队——中供铁军，对外贸企业进行上门推广营销和操作指导。此阶段阿里的业务属于劳动密集型。

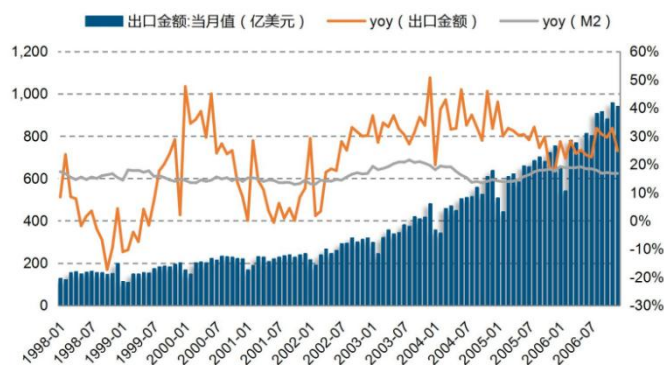
早期 B2B 模式并非好的商业模式，但阿里凭借自身对业务的理解，以及向当时互联网主流的门户和搜索模式学习，逐渐诞生了影响阿里后期电商变现模式的几个关键点：

- 2002 年 3 月，推出诚信通（缴纳年费，享有旺铺、认证、精准营销优先展示等特权），成为技术服务费的雏形；
- 2005 年 3 月，借鉴搜索引擎模式推出“关键词竞价”服务，成为 CPC（每次点击付费）方式的 P4P 直通车雏形；
- 2007 年 9 月，推出黄金展位服务，成为展示广告 CPM 收费模式的雏形。

正由于 B2B 电商变现模式逐渐清晰，为阿里日后业务打下基础：

- 一是为后期 2C 模式提供了变现方法论的支持
- 二是积累了出口爆发时期庞大的生产商和供应商资源，有了厚实的供应商基础
- 三是提供丰富的现金流和利润为 C2C 供血

图表 9 2000 年前后出口量增速-名义货币量



资料来源：Wind、华创证券

图表 10 B2B 业务曾经是集团收入的主要来源



资料来源：公司公告、华创证券

（二）C2C：免费六年，一朝变现，彰显广告平台实质

2003 年 eBay 完成对易趣的全资收购，面对外资巨头的竞争，阿里也在同年上线淘宝，开启 C2C 的平台之争。eBay 照搬美国 C2C 电商模式，收取上架费和佣金，有 B2B 业务输血的淘宝实行了 3 年再 3 年的免费政策（2005 年宣布继续免费 3 年）。当时中小卖家在国内可以选择的电商平台有限，除了收费的 eBay，阿里没有其他 C2C 竞争对手。凭借着对中国市场的深度理解，淘宝迅速将大量中小卖家吸引到线上开店，形成供给端的丰富基石，由此在中国第

一波互联网流量红利下吸引了更多的 C 端用户参与。2007 年淘宝商城（后更名为天猫）上线前，淘宝交易额达到 433 亿元，市场份额超 83%；反观 eBay 中国，C2C 收入仅 40 亿元，市场份额位居第三。

6 年的免费政策和支付宝、阿里旺旺等电商基础建设的逐步完备，已经帮助阿里形成庞大的 C 端流量池，为进一步变现提供流量基石。2008 年 10 月，淘宝推出直通车，即通过用户标签定向展示推广，由此阿里承接 B2B 的变现方法论，开启 C 端广告平台之路：按效果颗粒度的层次主要分为展示广告（CPM）、搜索广告（CPC）、联盟广告（CPS），三者分别按展示、点击、销售情况核计广告费用。对应到阿里，即智钻、P4P 直通车、淘宝客三个营销产品。

图表 11 阿里广告平台交易体系



资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

1、CPC 搜索广告——线下渠道费用的腾挪空间

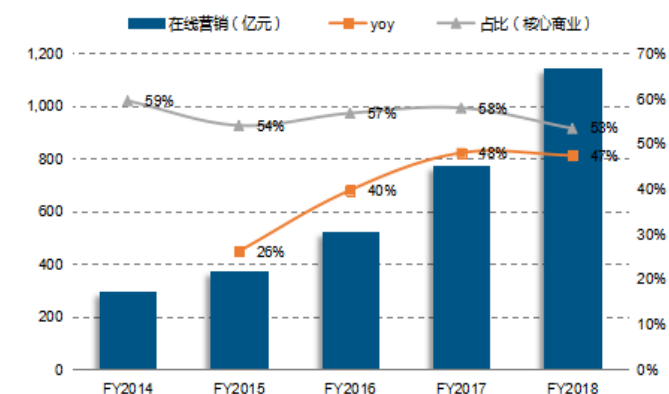
作为最初也是主要的广告收入来源，关键词竞价排名（直通车）采用按点击收费的 CPC 模式，由商户连续出价竞标。 $CPC \text{ 收入} = \text{关键词搜索广告加载率} \times \text{用户点击率} \times \text{CPC 单价}$ ，其中 $CPC \text{ 单价} = \text{下一位出价} \times (\text{下一名质量得分} / \text{自身质量得分}) + 0.01 \text{ 元}$ 。

加载率通过页面无处不在的广告位增加实现增长，用户点击率依赖于大数据的精准化营销，而 CPC 单价一定程度上取决于关键词的竞争程度；为了保证商品质量，阿里还进一步发展出复杂的质量得分评价系统，从多个维度进化出越发完备的排名规则。

我们认为，电商平台的竞价排名盈利模式之所以能建立，主要来自于流量红利初期中小商家的同质化竞争。形成丰富供给端和需求流量池的基础上，双边网络效应明显，平台成为流量规则的制定者，并从流量争夺中实现广告盈利。目前广告收入在阿里中国零售中占比三分之二，在核心电商中也有过半占比。

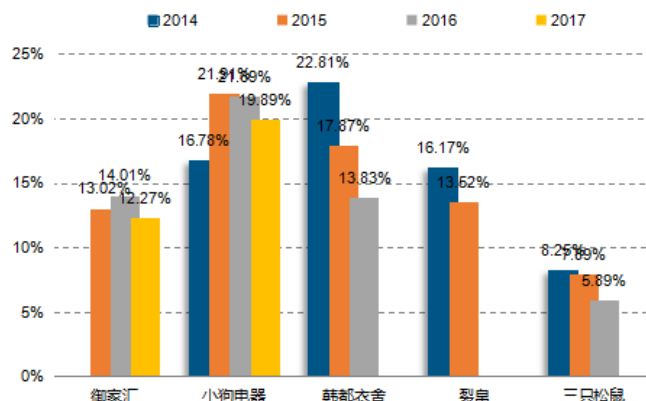
随着竞争格局愈发激烈，中小商家对 CPC 价格的承受极限，实际上是线下租金、渠道进场费乃至灰色税费的腾挪空间，在初期（线上营销费用率+物流履约费率）<<线下租金+渠道费用率的前提下，线上电商平台对中小商家来讲有利可图。

图表 12 阿里历年广告收入、增长以及在核心电商占比



资料来源：公司公告、华创证券

图表 13 各淘品牌在线上的服务和推广费用率



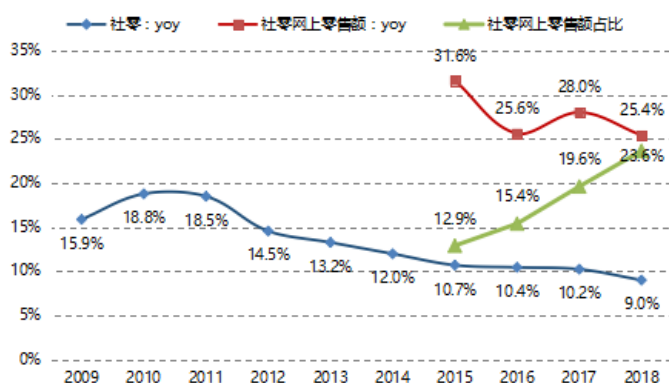
资料来源：公司公告、华创证券

2、CPM 展示广告——品牌营销费用的线上迁移

展示广告主要集中在首页及各类目 Banner 位置，根据每千次展示价格竞价收费。2008 年推出直通车后，时隔两年为弥补单品推广劣势，淘宝又推出直通车店铺，2010 年 9 月正式推出明星店铺，其功能在于帮助商家塑造品牌形象，逐渐发展为“智钻”（原钻石展位）产品。

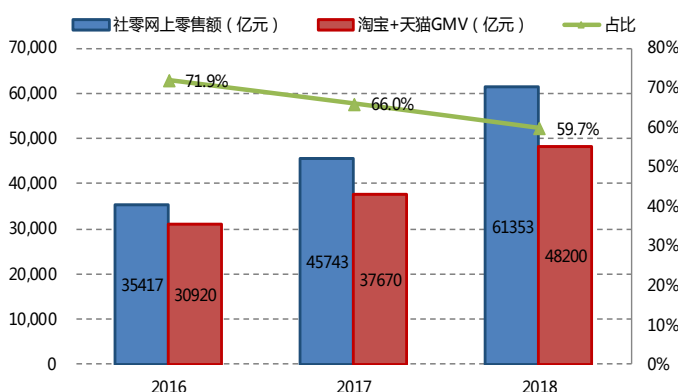
在 CPM 产品形态日渐成熟的同时，阿里孵化了众多诞生于淘系的“淘品牌”，并利用 B2C 平台“天猫”重建了与存量线下品牌的关系，正品直营+价格保障（线上线下所售价格趋于一致）解决了品牌方的后顾之忧，使得品牌方愿意向线上投放营销。此外，线上零售持续保持 25%以上增速，显著快于线下，占比越来越高，独占线上鳌头的阿里，其线上平台自然越来越多地承载了品牌展示和推广功能。

图表 14 近十年社零及网上社零增速



资料来源：Wind、华创证券

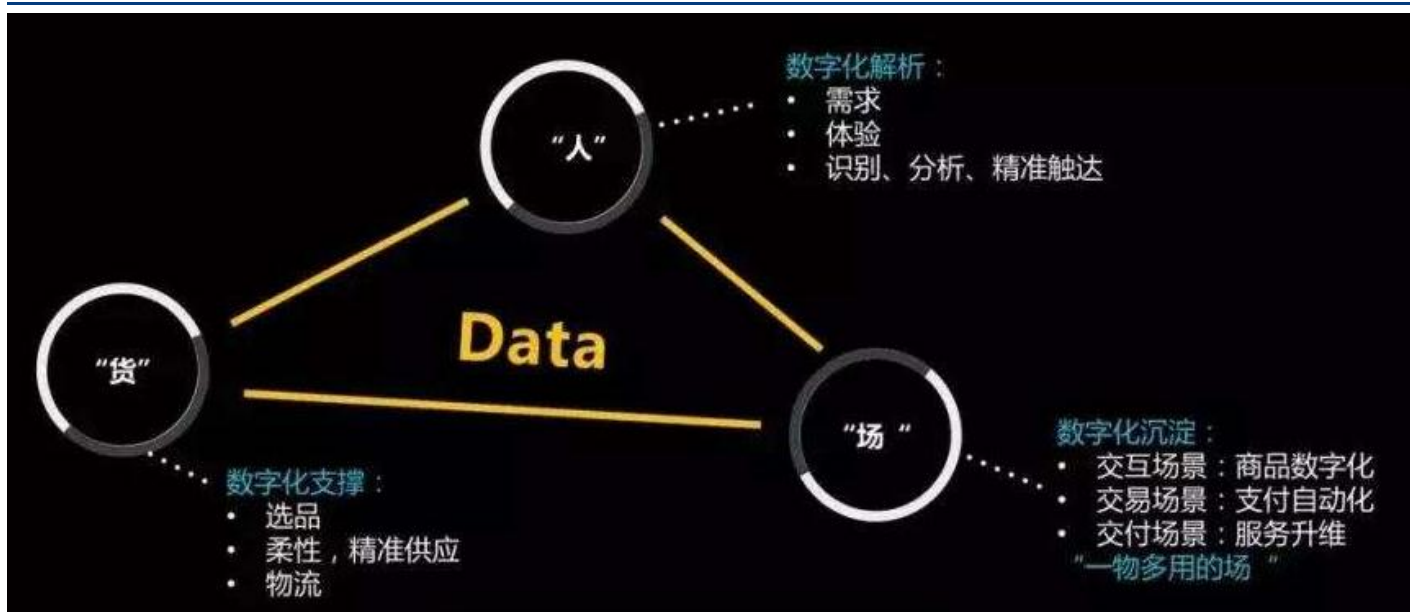
图表 15 淘系 GMV 在网上社零中占比



资料来源：Wind、公司公告、华创证券，公司数据为财年数据

与线下广告渠道相比，线上营销更易于跟踪消费者行为路径，用户消费数据的积累具有可持续、可追溯的特征，可以更好的帮助品牌精准营销，转换率高于线下，且技术实现上更易于考核营销结果。并且，与传统门户网站和搜索引擎相比，电商天生具有交易基因，离交易决策端更近使得广告投放更容易转换为成交。因此品牌营销 ROI（投资回报率）的角度，汇聚大规模流量、沉淀丰富用户数据实现千人千面的电商足以成为优秀的广告平台，相当于传统品牌的营销费用实现了线上化的迁移。

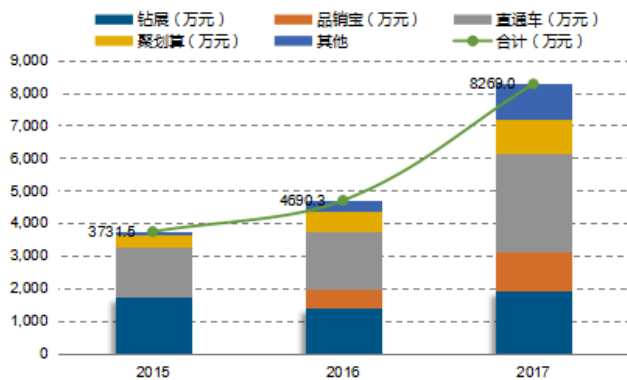
图表 16 电商数据驱动的人、货、场重构以及与传统零售的比较



资料来源: 阿里云, i黑马, 华创证券

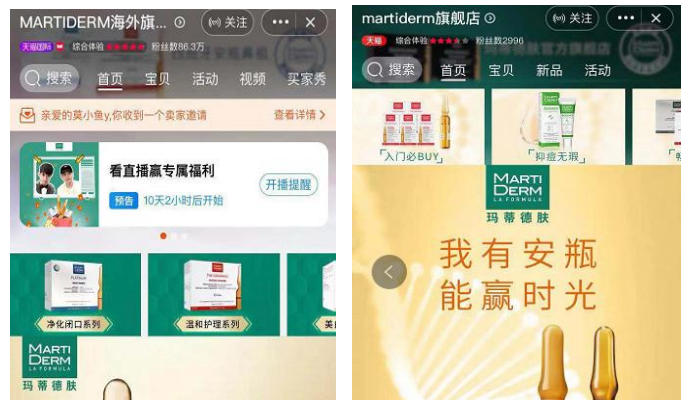
以线上品牌御泥坊为例, 公司 2017 年在阿里系电商平台销售额 6.52 亿元, 平台广告费 1.08 亿元, 其中钻展 1936 万元, 占总体平台广告费 20%, 且每年投入绝对值维持稳定。国外品牌在中国的拓展更加依赖于线上渠道, 例如西班牙药妆品牌 Mertiderm 通过天猫开店快速拓展中国市场, 开店不到 10 个月跻身天猫国际亿级俱乐部, 开店以来平均超过 20% 的超高复购率。即使对于部分非直接 To C 端的品牌 (如安井), 或者线上不易成交的品类 (如汽车) 等, 电商平台也成为其品牌打造、向 C 端进行触达的重要选择。

图表 17 御泥坊各阿里营销工具的广告费用开支



资料来源：公司公告、华创证券

图表 18 西班牙美妆品牌 Martiderm 天猫开店



资料来源：手机淘宝、华创证券

图表 19 以 B 端为主的食品品牌安井进驻天猫



资料来源：天猫

图表 20 知名汽车品牌特斯拉进驻天猫



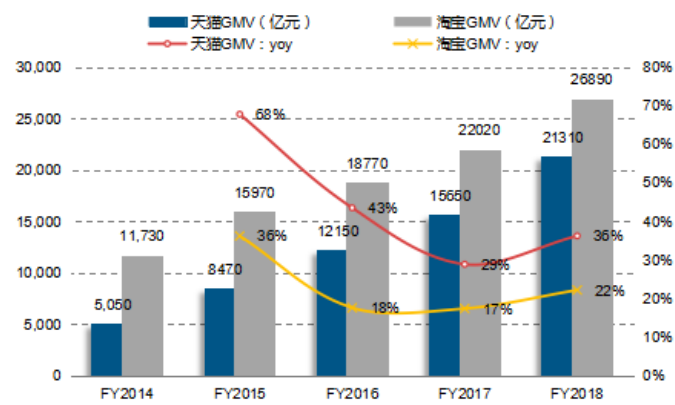
资料来源：天猫

三、从 C2C 到 B2C，从广告公司到线上商业地产

(一) 从淘宝商城到天猫，构建线上商业地产

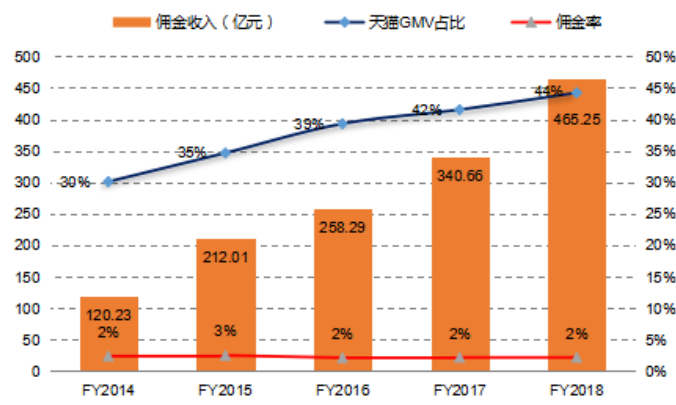
2006 年阿里内部提出 B2C 将是未来电商发展趋势，彼时淘宝平台虽然充分享受流量红利，但海量低质低价商品鱼龙混杂，售后服务缺失、体验差的问题凸显，而京东、聚美优品等强调正品自营的 B2C 正在崛起。在消费升级和品质化竞争形势下，2008 年淘宝商城成立，2012 年正式更名天猫，阿里流量逐渐向天猫倾斜，鼓励优质商家入驻天猫。从 12 年起，天猫平台 GMV 高速增长，增速大幅高于淘宝，在国内零售 GMV 中的占比也逐年攀升达到 FY2018 年的 44%，逐渐与淘宝平分秋色，成为电商 GMV 增长的核心。

图表 21 天猫、淘宝历年 GMV 及增长比较



资料来源：公司公告、华创证券

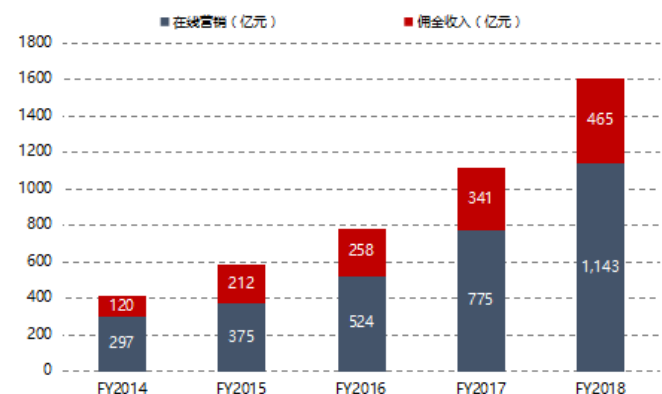
图表 22 天猫佣金收入、GMV 占比及佣金率趋势



资料来源：公司公告、华创证券

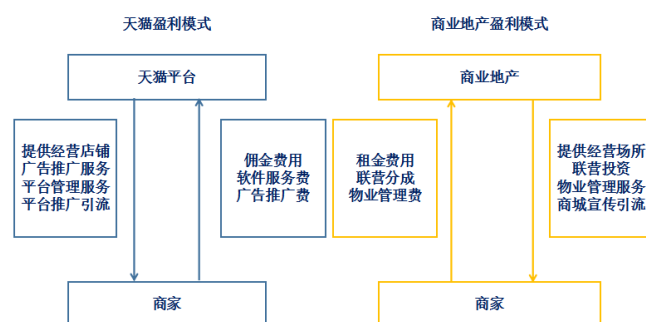
天猫主要通过向商家收取固定的软件技术服务费（分为 3 万、6 万两档，销售额达标后有 50%/100% 的返还）和交易佣金（根据不同类目收取每笔 0.5%~5% 的佣金），当然天猫商家也可以根据需要参与和淘宝平台时期同样的竞价排名和展示广告投入。以线下商业地产类比，软件技术服务费作为进入门槛，类似于线下固定租金，销售返还如同部分灵活的租金优惠政策，而交易佣金正像是流水扣点，可见天猫的盈利模式逐渐演变为“线上商业地产”。

图表 23 阿里佣金和广告收入历年占比结构及增长



资料来源：公司公告、华创证券

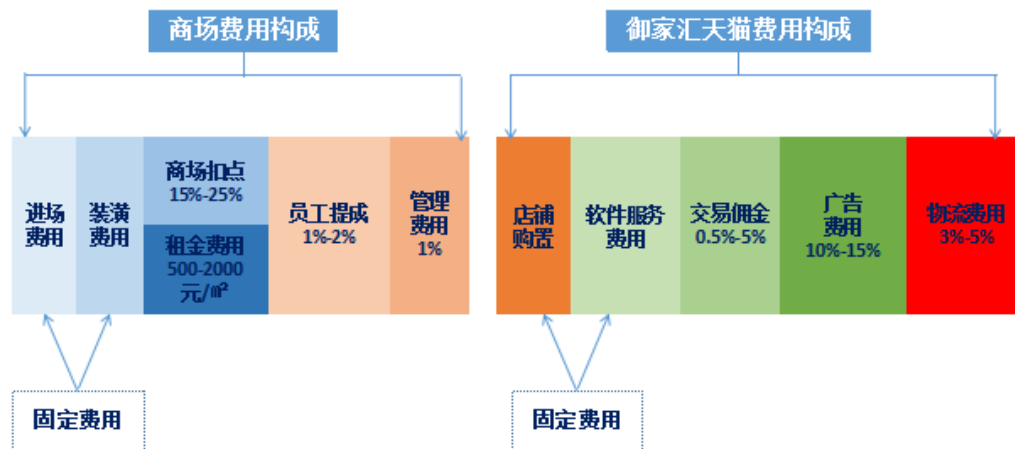
图表 24 天猫盈利模式和线下商业地产对比



资料来源：华创证券

我们将线下商业地产和线上天猫的费用情况进行简单类比，取某线下品牌在购物中心的租金、扣点水平，与淘品牌御家汇线上天猫平台的扣费标准对比，加上比线下渠道多出的物流履约费率，可见差异显著，这也是早期天猫平台的巨大优势。

图表 25 线下商业地产和线上天猫的费用情况的简单类比



资料来源：公司公告、华创证券

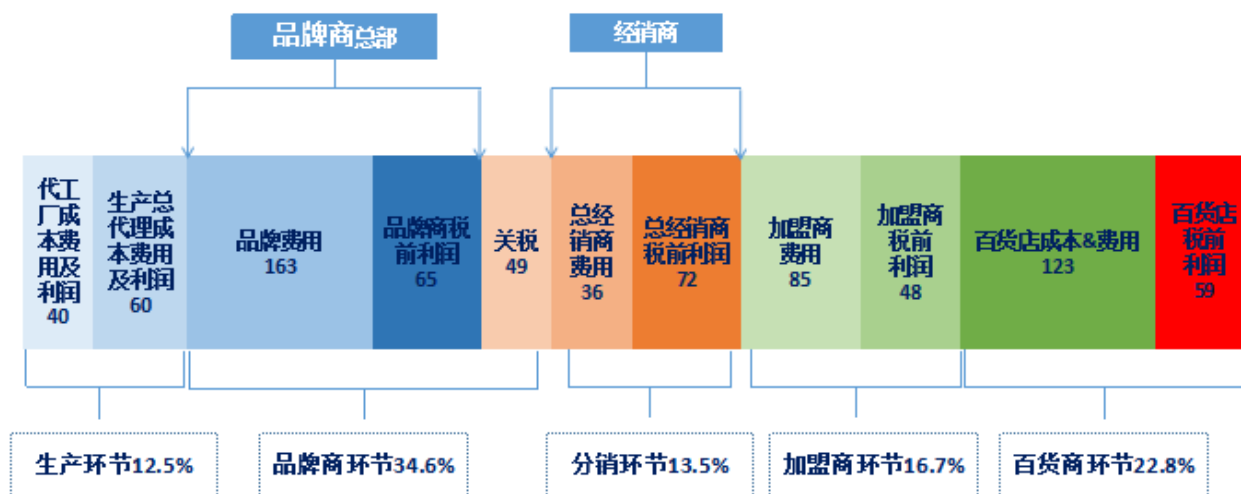
(二) 从淘品牌到传统品牌，借消费升级品牌化

1、扁平化流通的红利，流量扶持淘品牌

低价是过去五年电商在中国快速崛起的核心原因，做大规模后回归供应链整合。电商初期的低价主要来自于低质低税，以及部分商品的远距离直接流通，例如淘宝网初期的低价海量商品，鱼龙混杂，其背后是个体户免税低成本及流量对于绝对低价的追求。做大规模后电商发力整合供应链，借助规模优势缩短流通环节建立护城河。如阿里的天猫官方旗舰店、京东的货采源头、聚美优品的品牌授权开发。

我国传统的线下商业流通环节多，供应链低效，百货二房东模式和地产租金成本上涨，都显著推高了商品终端售价。正是不成熟的线下商业市场为线上电商发展带来空间，供应链的重塑也成为除线下租金价值外的另一个核心价值点。以纺织服饰为例，一件生产成本 100 元的品牌服饰终端价高达 800 元，品牌商加价空间为 280 元，而在分销、加盟商、终端百货环节存在 400 多元的流通加价空间。

图表 26 传统服饰供应链流通环节的加价结构



资料来源：华创证券整理

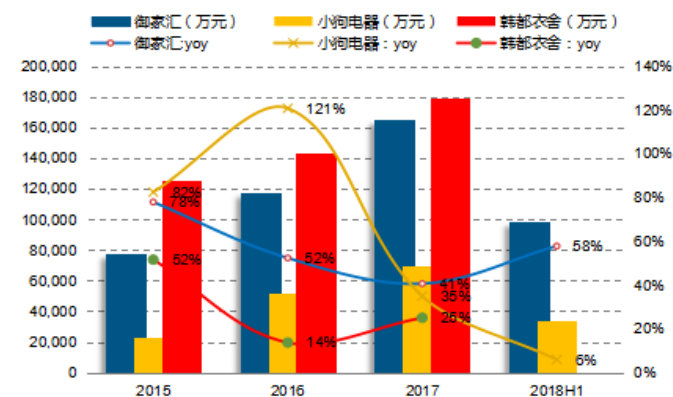
因而随着线上渠道成长诞生的一批商户充分地享受了电商的扁平化流通红利，并逐渐成立独立的互联网品牌，成为第一阶段电商品牌化的受益者。而线上渠道兴起的最初，传统线下品牌普遍对线上渠道持敌对情绪，使得天猫也转向为这些新兴互联网品牌投入大量的流量资源，因此催生了一大批淘品牌，如韩都衣舍、三只松鼠、茵曼、裂帛、御泥坊、小狗电器等等。借助平台带来的大量流量和用户，这些淘品牌迅速扩大规模。

图表 27 阿里平台上诞生的淘品牌



资料来源：华创证券整理

图表 28 各淘品牌在发展黄金时期的收入规模增速



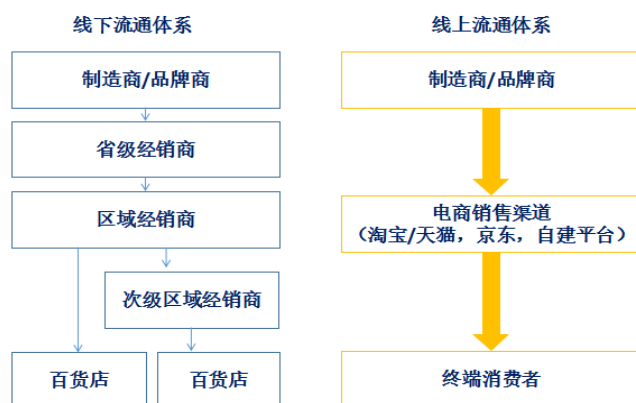
资料来源：公司公告、华创证券

淘品牌企业供应链环节少。我们以御家汇为例，品牌公司向上游原材料供应商采购，对境外原材料以贸易方式采购，境内原材料多直接向生产厂商采购；生产环节，淘品牌企业自主产能体量较小，多以委托加工+自主生产方式进行生产，御家汇近三年资料显示委托生产成本占总生产成本 85%以上；产品销售环节淘品牌随有线上+线下销售，但线上销售超过 90%以上，更多以线上自营+经销+代销为主：

- 线上自营占比约 50%：以天猫、淘宝等自营店铺为主，以自有 APP 为辅；
- 线上经销占比约 14%：京东、聚美等平台作为经销商向公司订货，公司向经销商发货，对方收到货物后结算；
- 线上代销占比约 25%：主要为唯品会平台，公司向代销商发货，代销商向客户发货，实现销售后结算。

类似的，小狗电器通常整机采购国内 OEM/ODM 厂商产品，生产采取包工包料的外包方式，不涉及原材料采购和生产环节，销售环节采取线上自营+电商平台经销+分销为主，其中自营占比 40%以上，电商平台经销占比 40%以上。淘品牌以轻资产重销售的方式运营，避免了大额的生产投入，重心置于销售，对自主销售掌握能力较强。

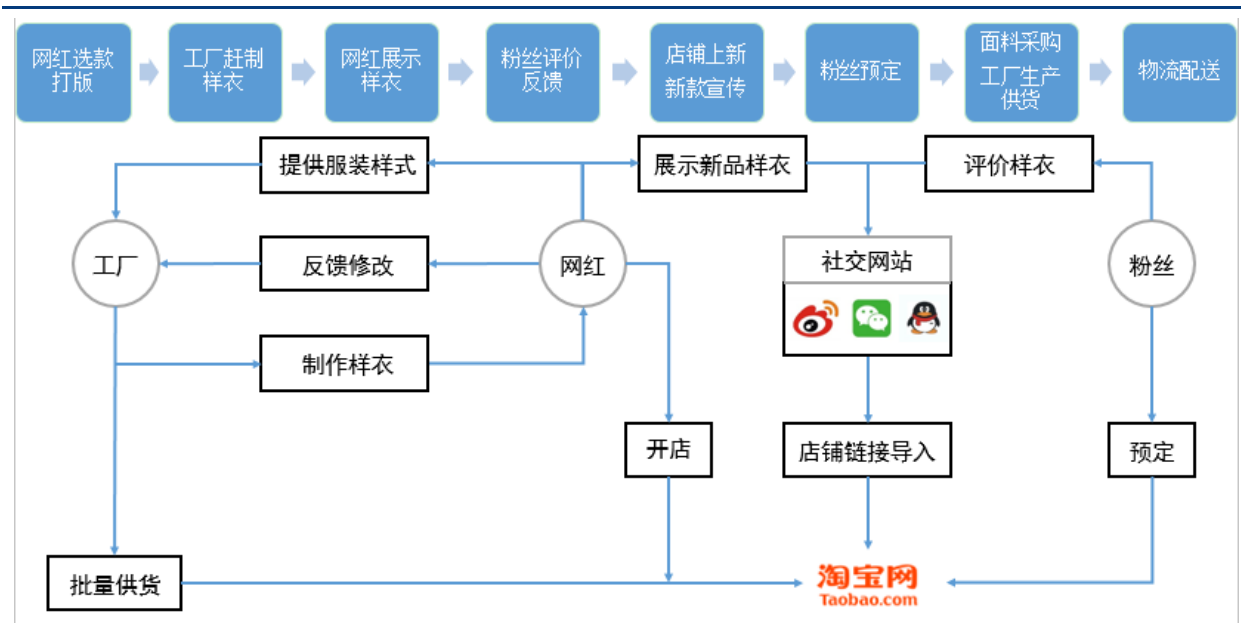
图表 29 淘品牌供应链环节的缩短



资料来源：华创证券整理

淘品牌发展倒逼供应链柔性改造。淘品牌天然的线上基因使其相对线下品牌来说数据能力极强，商品预售以及数据指导的模式对供应链的快速反应、快速生产能力有很高的要求，由此倒逼生产端向柔性供应链发展。以韩都衣舍为例，单量小、补货节奏不固定使得传统代工厂无法合理安排生产周期，公司采取优化产品小组制，进行单款生命周期管理，采取外协生产的轻资产模式实现快速反应的柔性供应链系统。在拥有现货面料的情况下，普通订单会在 7 到 15 天之间出货，柔性供应链可以快速完成快速返单，高速实现库存运转。

图表 30 部分线上品牌打造的柔性供应链结构



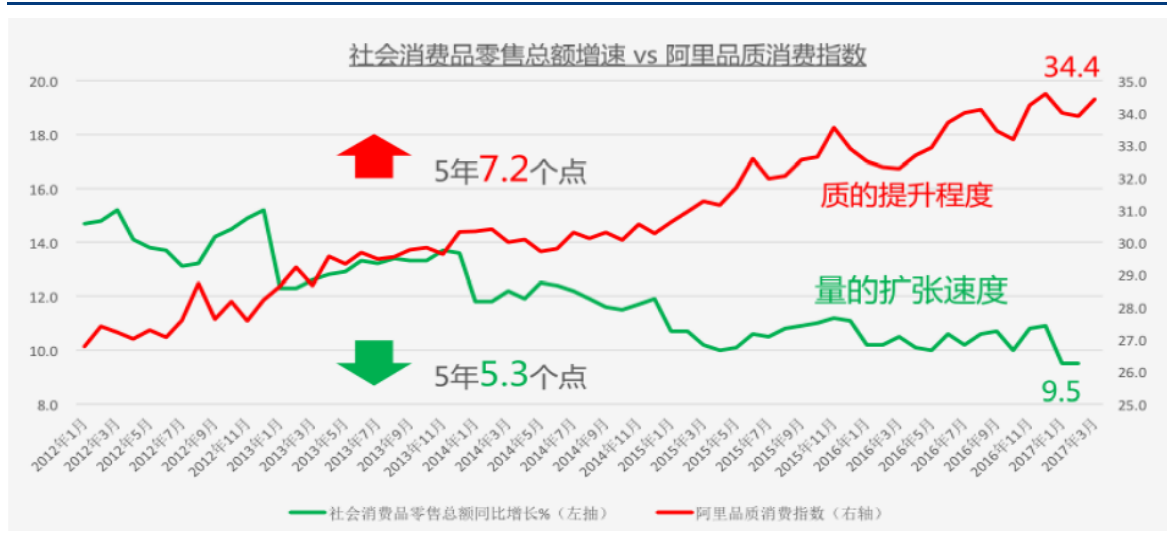
资料来源：华创证券整理

2、借消费升级品牌化，与线下品牌握手言和

淘品牌在阿里系平台快速崛起后，逐渐开始找寻其他途径来摆脱对单一渠道的依赖。而曾经因尾单/原单、窜货乃至假货横行而与电商敌对的品牌商，或者仅把电商当做清库存渠道的优质线下品牌，也逐渐意识到天猫巨大的流量价值，纷纷入驻，积极需求合作。**品牌竞争形势的变化，使得淘宝开始将平台向更多品牌开放，并开始将流量的天平从淘品牌逐渐向传统品牌倾斜。**

同时消费升级趋势愈发凸显，这在线上零售领域也得到了很好的呈现，品牌为主（含淘品牌）的天猫增速显著快于以长尾商品为主的淘宝。根据阿里研究院的统计，目前中高端商品占网购产品超过 1/3，相比 5 年前的 1/4 逐年稳步提升。凭借更好的消费者品牌认知、供应链管理 and 产品质量，传统的线下品牌已成为目前天猫主导电商品牌，而相当一部分淘品牌由于忽视品牌建设而增速回落。历年双十一销售数据可以看到，2014-2015 后，传统线下品牌逐渐取代淘品牌，成为各品类销售量前十。

图表 31 社零总额增速与阿里品质消费指数的对比



从 C2C 到 B2C，天猫平台的品质升级成功解决了线下大品牌的两大核心诉求——正品和统一价格。一方面，主打品牌商品的天猫能肃清淘宝原有的假货问题，用平台背书抵抗了竞争对手京东的正品标签，同时确保了品牌方利益；另一方面，品牌通过线上官方直营店实现终端统一价格，部分可选半标品还推出电商渠道专供货品，用渠道货来与线下销售货品进行差别定位，以实现线上线下渠道利益的再平衡。

对于品牌方而言，直营线上旗舰店可以省租金+出厂价到终端零售价的差额，供应链极度扁平化，品牌方在线上渠道的利润率相较线下大幅提升，推升品牌方在线上广告投入的意愿。由此作为平台，阿里既享受交易额增长带来的佣金扣点收入上升，还能拥有更多的广告收入。

图表 32 双 11 女装销售排名淘品牌减少，大品牌增多

排名	2014	2015	2016	2017	2018
1	韩都衣舍	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库
2	优衣库	韩都衣舍	ONLY	VERO MODA	ONLY
3	Artka	波司登	波司登	ONLY	VERO MODA
4	茵曼	ONLY	韩都衣舍	伊芙丽	波司登
5	波司登	裂帛	乐町	韩都衣舍	伊芙丽
6	欧时力	欧时力	欧时力	太平鸟	韩都衣舍
7	初语	VERO MODA	Vero Moda	波司登	乐町
8	妖精的口袋	乐町	波司登	乐町	太平鸟
9	ONLY	茵曼	太平鸟	欧时力	Teenie weenie
10	裂帛	Artka	伊芙丽	Teenie Weenie	ZARA

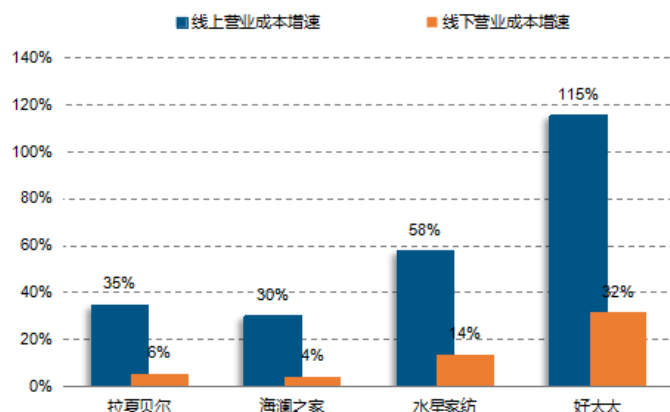
资料来源：华创证券，标黄为淘品牌

图表 33 参加天猫超级品牌日多为线下传统品牌

H&M	优衣库	JAGUAR	RENAULT	new balance
adidas	CASIO 卡西欧	oppo	YVES SAINT LAURENT	unicharm
ECOVACS	VANS	WASH DASH	STARBUCKS	OLAY 玉兰油
dyson	GODIVA 歌帝梵	JO MALONE LONDON	LEGO	SK-II
索菲亚 全屋定制	OYSHO	FOTILE 方太集成厨电	ZARA	Nike

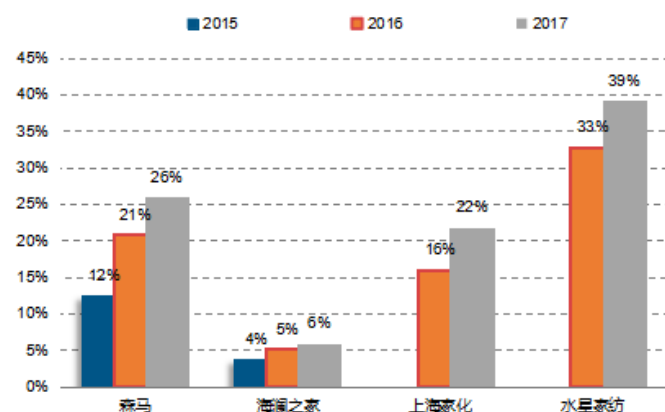
资料来源：华创证券整理

图表 34 传统品牌支持线上，营业成本增速高于线下



资料来源：公司公告、华创证券

图表 35 线下重点品牌的线上化逐年增长



资料来源：公司公告、华创证券

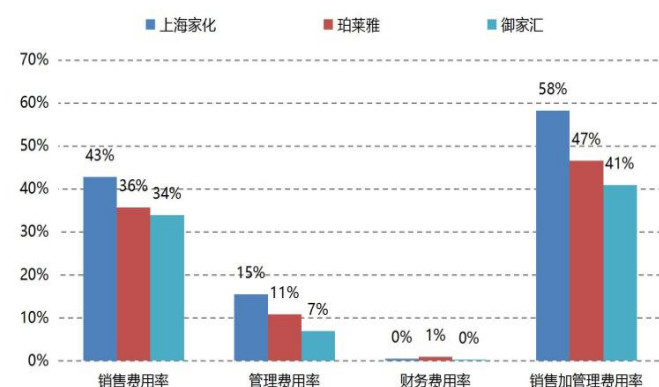
(三) 从销售平台到品牌赋能，GMV 导向转向综合价值导向

1、线上线下流量再平衡，货币化率逻辑渐完善

随着商家涌入线上、流量争夺激烈，天猫平台的优势慢慢被“填平”，商家在线上“经营租金”的考虑中逐渐加入了为争夺流量产生的 CPC 和 CPM 广告投入。这是由于品牌商向线下商业地产付出的租金里，除了实际的物业使用价值，其所处地段和向周边人群进行的品牌露出，使得线下实体店包含了一定客流和品牌曝光的潜在价值，尽管此部分价值难于被定量考核。但在无实物的线上平台，流量和品牌都需要浮动的营销投入去争夺和塑造，因此广告投入已逐渐成为线上渠道“租金”的一种体现。

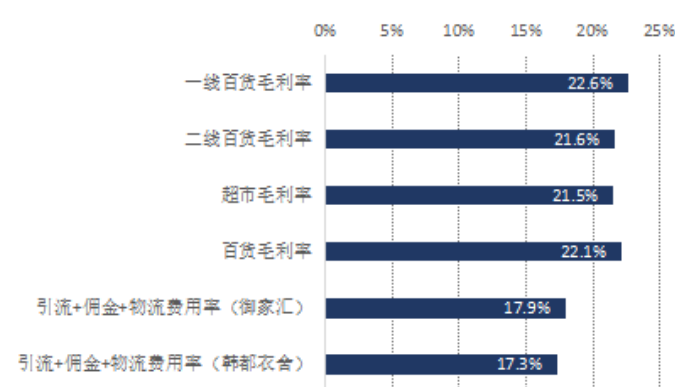
随着线上进入互联网流量红利末期，流量成本不断攀升，线上线下经历了一次成本的再平衡。以各淘品牌上市公司经营数据为例，品牌方渠道费用率线下（可用百货毛利率衡量）22%左右，而主流淘品牌的线上渠道费率（可用平台佣金+引流成本+物流费用率衡量）达到 18%，并仍尚在日益增长。两者日趋接近，线上线下逐渐实现再平衡。

图表 36 传统化妆品品牌与淘品牌的费用率比较



资料来源：公司公告、华创证券

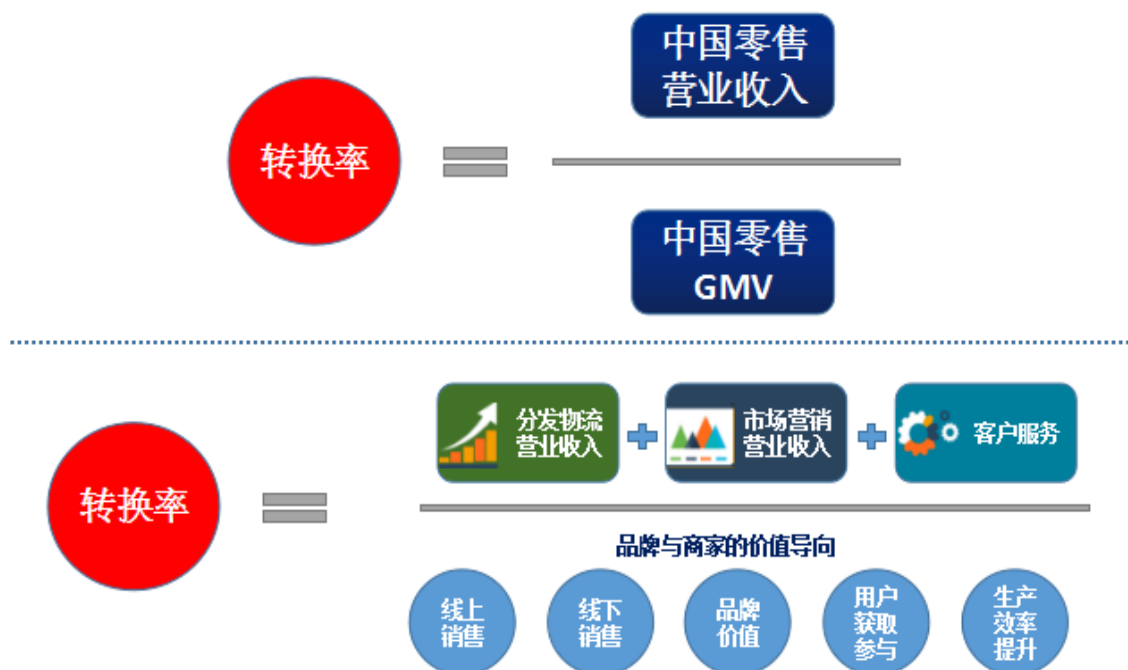
图表 37 线下渠道毛利率及品牌线上费用率的比较



资料来源：公司公告、华创证券，注：御家汇为 2017 年数据，韩都衣舍为 2017H1 数据

面对线上线下再平衡的趋势，阿里的商业逻辑也在逐渐演变。2017 年阿里提出，由过去的以 GMV 为导向转变为以品牌、商家和客户的综合价值为导向，过去更注重平台在电商市场的市场占有率，而未来将判断的基准转变为基于阿里对于线上线下业务的生产、销售、物流、营销、用户服务等综合价值的提供。

图表 38 阿里商业逻辑和货币化价值的升级



资料来源：公司公告，华创证券

2、全价值链赋能品牌方，成为品牌营销主战场

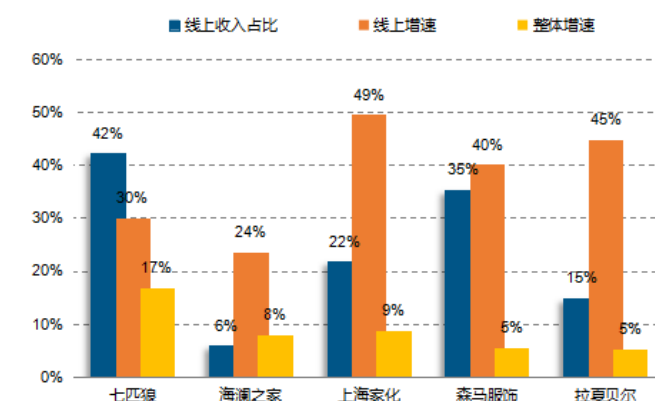
天猫作为品牌营销及品牌转型的主阵地，营销功能越来越受到各大品牌方的重视。据天猫《2018 中国新品消费趋势报告》显示，2018 年天猫上超过 20 万大牌首发超过 5000 万款新品，使得天猫成为全球新品首发的第一平台，各大品牌方愈加倚重天猫渠道，同时我们看到越来越多的奢侈品品牌入驻天猫，天猫逐渐成为其第二官网。公开财务数据显示，各大品牌方天猫业绩促进整体业绩提升，更有部分公司单独设立电商子公司负责运营线上业务。

图表 39 天猫成全球新品首发第一平台



资料来源：天猫《2018 中国新品消费趋势报告》

图表 40 各传统品牌线上收入占比及增速



资料来源：公司公告，华创证券

阿里全价值链赋能，深入影响品牌方。天猫创新中心目前与 70 多家大型公司达成战略合作，其中包括玛氏、三星、雅诗兰黛等，为合作品牌提供大数据、调研和预测模型，指导品牌新品研发缩短孵化周期。阿里不仅赋能商家的线上数字化建设，更拓展到为线下门店创造价值：一方面，借助天猫智慧门店的系统，品牌方打通线上线下会员、商品和服务，以居然之家为例，仅 2018 年双十一期间其门店销售额接近全年 20%，1/4 的流量从线上转化而来；另一方面，阿里全价值链支持品牌方发掘新价值，下文我们以星巴克为例。

图表 41 天猫创新中心产品体系



资料来源：公司官网

图表 42 阿里天猫智慧门店



资料来源：公司官网

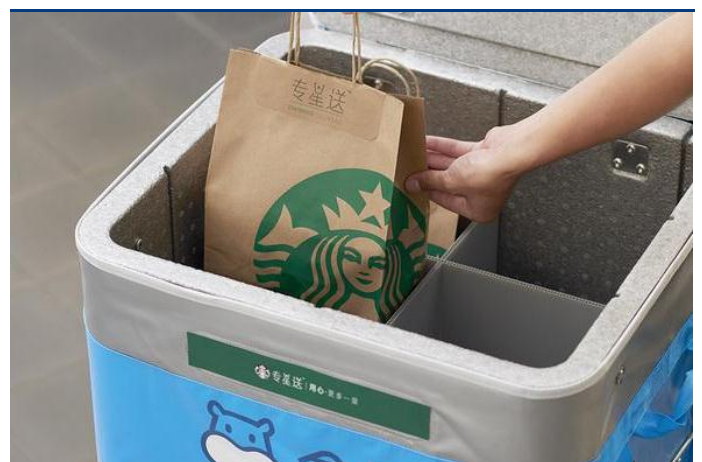
2018 年 8 月 2 日星巴克与阿里巴巴正式签订全面战略合作，形成三个层面的深入合作：（1）线上入口，会员打通：开创星巴克线上新零售智慧门店，消费者可从阿里系的多平台任一入口对其访问，目前从淘宝搜索进入的是为星巴克中国定制的特殊页面而非仅天猫旗舰店，页面还有专星送、用星说以及咖啡教室等服务，同时阿里和星巴克的会员体系也在 18 年年底全面打通；（2）饿了么定制配送：星巴克通过饿了么试点外卖服务，饿了么将为星巴克升级配送体系，配备专属团队，并依据外卖特性研发防泼洒设备等；（3）星巴克入驻盒马：合作打造“外送星厨”，进驻盒马的品牌外送厨房，延展星巴克外送体验和覆盖范围。

图表 43 天猫上的星巴克页面以及天猫渠道独家推出的现象级新品星巴克猫爪杯



资料来源：爱活网、天猫、华创证券

图表 44 星巴克入驻盒马打造“外送星厨”



资料来源：亿欧

阿里首次如此全面地将商业操作系统开放给品牌方，这次战略合作是阿里品牌赋能的里程碑。阿里此次由 CEO 张勇牵头各部门进行全生态资源的投入，大力打造新零售的样本，无疑是用星巴克这个优秀的品牌，为以后与其他 KA 品牌的合作打造标杆，此次合作成功对于阿里全套商业操作体系的赋能也能起到快速拓展的示范作用。

图表 45 阿里全面赋能星巴克



资料来源：阿里巴巴官方微博

3、发展跨境，成为海外品牌进入中国市场的试金石

海外品牌借助天猫国际快速拓展中国市场。天猫国际公开数据显示，2018 年海外品牌入住数同比增长 122%，新入住的海外品牌 GMV 整体同比增长 119%。例如日本品牌 ALBION 入住天猫仅四个月，第四季度较第三季度业绩增长 233%。中国庞大的消费市场为海外品牌提供了想象空间，电商平台拥有庞大的用户群为海外品牌商带来了源源不断的流量。

相较于开设线下渠道的繁琐手续，以及大范围渠道建设带来的巨额成本相比，天猫为海外品牌商减轻了成本压力。这部分红利可让渡给消费者从而提升青睐度。依托阿里大数据品牌商可快速吸引大量粉丝，相较于线下推广而言具有快速高效的突出优势，大大降低海外品牌商试水中国市场试错成本。

天猫国际为海外品牌入华全环节创造价值。天猫国际目前将运营权交给品牌方，品牌商可直接接触消费者，维护品牌建设。此外不仅为入住的商家提供交易平台，同时依托阿里集团各板块业务所产生协调效应为跨境交易提供完善的支付、物流、仓储、客服、售后等全环节服务，将原先“一月达”“半月达”的跨境购物演变为“三日达”“二日达”的快速跨境购物体验。

图表 46 海外品牌入住天猫国际销量可观



资料来源：天猫国际、华创证券

图表 47 阿里为海外品牌入华全环节创造价值



资料来源：公司公告、华创证券

四、未来可以期待的变现方式：

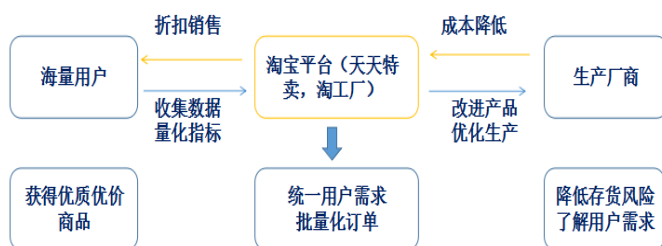
1、大数据 C2M——供应链价值再开拓

流量红利见顶，淘工厂联手制造业试图突破天花板。淘工厂供应链改造模式可以简单理解为 C2M+IOT 模式，C2M 模式还颠覆了从工厂到用户的传统零售思维，由用户需求驱动生产制造，通过电子商务平台反向订购，用户订多少，工厂生产多少，消灭工厂的库存成本，工厂的成本降低，用户购买产品的成本自然也随之下落；而 IOT 代表着数字化改造，厂商对机器上的产能数据与网店打通，前端出售与后端生产紧密联系，使得库存大大减少。

原有模式下无论外贸市场还是内销市场，渠道商相比厂商有更大的定价权，为了配合渠道商价格竞争，厂商不断降低产品质量以降低成本。而新模式下经过供应链价值提升，生产成本普遍下降，生产效率提升，价格战转变成价值战。以耳机厂商 WRZ 为例，在 C2M 赋能下，通过优化体验设计+调整用料的方式，减少中间环节，降低库存，成本大幅降低 10%。

我们认为，C2M+IOT 下的供应链模式将会进一步缩短产销环节长度，解决厂商库存积压及产销不适等问题，借助大数据的依托厂商将会更好把握生产节奏，拉近与消费者距离；IOT 数字化改造，使得生产指标可视化实时化进一步促进厂商生产管理能力的提升。

图表 48 阿里 C2M 模式示意图



资料来源：华创证券整理

图表 49 阿里 1688 淘工厂页面



资料来源：阿里 1688 官网

2、“88VIP”打通会员体系，内部流量互导打造 1+1>2 生态融合

88VIP 整合阿里系会员体系。2018 年 8 月推出“88VIP”，根据淘气值将超过 1000 的用户认定为超级会员，能以 88 元/年的价格成为“88VIP”，而普通会员则需要 888 元/年。普通会员无特殊权益，超级会员在购物、娱乐、支付等方面拥有特权，而“88VIP”除拥有超级会员权益外更具有折上折、专属折扣等多项福利，总结而言其集合了四大会员身份——优酷、饿了么、淘票票、虾米，五大购物权益——天猫精选品牌 9.5 折、天猫国际直营 9.5 折、天猫超市 9.5 折及数码家电专享购物券、专享爆款。

相较于此前淘宝、天猫各自分会员体系松散且感知程度低，全新的会员体系整合集团内资源，打通消费端资源，用户感知程度提升明显，多项产品会员体系的整合解决了消费者繁琐的注册烦恼。88 元的年费水平处于较低水平，带来用户粘性的提升，分层制提升用户身份的尊享感，锁定数量庞大的摇摆用户群体，延长了用户的停留时间。**优化体系的相互引流，通过生活服务业、文娱产业与电商业务的会员体系打通，意味着电商业务与内容正加速实现互通。**在当前流量为存量市场的情况下，内容平台掌握的流量更为稳定且具有高黏性，可称为阿里电商业务的流量支撑和新来源，而阿里则借此将流量在体系内流转，拉升流量转化率。

图表 50 “88VIP”会员体系



资料来源：公司官网

图表 51 “88VIP”会员权益



资料来源：公司官网，天猫，华创证券

五、风险提示

网上零售额增速不及预期，新的电商平台或模式涌现冲击现有流量和电商格局，活跃用户增长不及预期，新零售业务开拓不达预期。

商社组团介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

助理研究员：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

助理研究员：王紫洛

南京大学管理学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500