

阿里巴巴 (BABA US) – 初始覆盖，持有评级

26 October 2015

投资要点

- 阿里巴巴面临的困境是多方面的。一方面，中国消费者的消费升级使得出淘现象已经延续了三年；另一方面，传统的电商品类互联网渗透率已经很高，但是更多更大的品类都需要线下设施的辅助；第三，移动互联网导致的交易闭环对PC时代所有以流量撮合为主要模式的企业都带来巨大冲击；
- 面对这些挑战，阿里选择了主动出击，并在智能硬件和互联网金融领域做了大量的投入，我们认可阿里的策略。但是我们认为相对于阿里面对的挑战，买入阿里的转折点还没有到来。

研究团队



温天立
研究部主管

+852 21856112
research@blue-lotus.cn

阿里巴巴 (NYSE:BABA)

挑战和机会：孰小孰大？

- 我们初始覆盖对阿里巴巴的评级为持有，目标价84美元
- 我们建议LO逢低买入阿里的股票，我们建议HF在这个价位减持
- 催化剂：GMV短期增长反弹，利润率下降

中国平台对直营电商的市场份额比远高于世界平均

阿里巴巴国内零售平台（淘宝+天猫）的GMV是京东的8.3倍，远高于美国的0.8倍和日本的2.2倍。我们认为这个比例反映了电商市场的早期，消费者习惯把电商当成是非常规消费的场所，因此非标品是电商消费的主力。我们认为这个现象会逐渐得到改变；

电商发展进入深水区，线下能力彰显重要性

中国电商的社会零售总额渗透率跃8%，但是非常不平均，传统电商品类（服装，化妆品，母婴，电器等）占比13%，但是渗透率已近30-50%不等。其他大部分零售品类（车，房，生鲜，餐饮，医药等）渗透率不到1%。这些零售品类共同的特点是需要同线下设施的辅助来完成销售。我们认为阿里获取这些零售品类业务的竞争力不如京东；

流量撮合模式在移动互联网时代遭遇挑战

无论是百度还是阿里，PC时代的流量撮合模式在移动互联网时代都遇到了巨大的挑战。第一，流量入口的地位因移动互联网的去中心化而渐失作用；第二，无法深入交易闭环导致面临垂直竞争对手的挑战。相对于百度聚焦O2O，阿里投资比较分散，面临的不是钱的问题，而是人才的问题；

我们对阿里的评级为持有，目标价**84美元**

我们对阿里的评级为持有，目标价84美元，亦即基于2015-2017三年的对应目标价市盈率为32X，19X和26X。

投资数据摘要：

	F2013A	F2014A	F2015E	F2016E	F2017E	F2018E
营收（百万元人民币）	34,517	52,504	76,204	97,205	130,842	160,641
Non-GAAP 运营利润(百万人民币)	15,802	28,123	38,427	44,517	52,800	62,712
Non-GAAP EPADS(元人民币)	5.72	11.39	16.08	17.22	19.18	23.84
GAAP EPADS(元人民币)	3.57	10.00	9.95	20.31	10.09	12.94
EBITDA 利润率	48%	56%	53%	48%	43%	41%
P/E (non-GAAP)	81	41	29	27	24	19
EV/EBITDA	59	33	24	21	17	15
EV/FCF	74	52	50	29	20	17

来源: BLRI, 公司数据

[查看最后一页的关键披露](#)

蓝莲花研究机构

本报告采用公司最近的年报数据。成交价为从相关交易所，路透或彭博取得之最近一个交易日数据。其他资料来源包括蓝莲花资本顾问有限公司与 CapitalIQ。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决策。

买入

持有

卖出

目标价: 84 美元	当前价格: 75.62 美元
标签: (NYSE:BABA)	BBG: BABA US
市值 (百万美元)	189,989.77
日成交量 (百万股)	22.51
股权流通比 (百万股)	2,512.4/1,145.7

来源: CapitalIQ

关键变化

	New	Old	Diff
BLRI 评级	HOLD		
BLRI 目标价(美元)	84.00		
2016E EPADS (元人民币)	27.36		
2017E EPADS (元人民币)	19.18		
2018E EPADS (元人民币)	23.84		

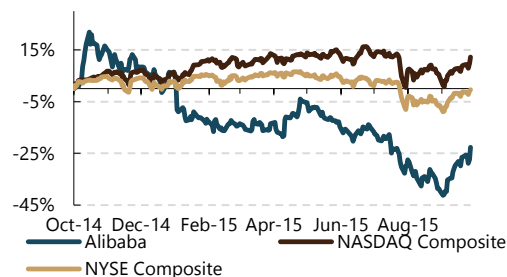
来源: BLRI

BLRI vs. 一致预期

市场推荐值	43
目标价 vs. 一致预期	(6%)
未来一年 EPADS vs. 一致预期	5%
市场评级	BUY

来源: BLRI, CapitalIQ

价格走势和成交量



来源: CapitalIQ

研究团队



温天立

研究部主管

+852 21856112

research@blue-lotus.cn

阿里巴巴：财务摘要

财年截至至3月31日

图表 1. 利润表

(百万元人民币)	F2014A	F2015A	F2016E
中国零售市场 GMV	1,678,000	2,443,600	3,064,713
净营收	52,504	76,204	97,205
营业成本	(13,369)	(23,834)	(32,849)
毛利润	39,135	52,370	64,356
运营成本, GAAP	(14,215)	(29,235)	(37,966)
研发支出	(5,093)	(10,658)	(13,707)
销售指出	(4,545)	(8,513)	(11,866)
行政支出	(4,218)	(7,800)	(9,805)
其它	(359)	(2,264)	(2,588)
运营利润	24,920	23,135	26,390
联属公司权益	2,844	13,028	15,539
运营利润, non-GAAP	28,123	38,427	44,517
税前利润, GAAP	26,802	33,042	59,899
所得税	(3,196)	(6,416)	(6,684)
净利润, GAAP	23,076	24,800	52,288
净利润, Non-GAAP	26,279	40,092	70,415
EPADS, GAAP, diluted	10.00	9.95	20.31
EPADS, non-GAAP, diluted	11.39	16.08	27.36
毛利率	75%	69%	66%
运营利率, non-GAAP	54%	50%	46%
净利率, GAAP	44%	33%	54%

来源：公司数据

图表 2. 资产负债表

(百万元人民币)	F2014A	F2015A	F2016E
现金和现金等价物	33,045	108,193	150,839
限制性现金和应收款	4,921	2,297	2,297
应收账款	13,159	835	-
短期投资及证券投资	12,029	17,806	23,806
预付款项及其他	4,679	12,978	14,602
总资产	67,833	142,109	191,544
固定资产	5,581	9,139	9,856
证券投资, 非流通	20,689	48,488	71,772
土地使用权	1,660	3,105	5,350
商誉及其他无形资产,	13,699	48,508	50,269
预付账款, 应收账款	2,087	4,085	6,570
总资产	111,549	255,434	335,361
银行借款	10,364	1,990	1,990
应计费用	1,267	2,733	3,438
递延收入	2,659	-	-
商业存款	4,711	7,201	9,186
总流动负债	37,384	39,672	46,568
长期债务	30,711	1,609	1,609
递延所得税负债和递延收入	2,636	7,088	8,326
非流动负债合计	33,347	8,697	9,935
资本附加支付	27,043	117,142	121,107
留存收益	1,183	24,842	92,669
总股本	39,739	146,096	217,888
总股本及负债	111,549	255,434	335,361

来源：公司数据

公司描述

阿里巴巴集团 (BABA) 在 2013 年成为全球商品成交总额 (GMV) 最大的在线移动电商公司。阿里巴巴经营淘宝集市, 全球最大 C2C 平台, 占中国 90%GMV 市场份额; 天猫, 全球最大 B2B2C 平台, 占 56% 市场份额; 阿里云, 中国最大的公共云, 占 14% 市场份额, 同时拥有蚂蚁金融 (AF) 的三分之一, 其中包含支付宝, 占 49% 全球市场份额, 全球第一大在线支付平台。

行业看法

我们预计 2015-2016 年中国电商市场分别增长 44% 和 34%。我们预计 B2C/B2B2C, C2C 和 O2O 部门增长 40%, 15% 和 100%, 达到 44%, 35% 和 14% 的市场份额。

图表 3. 现金流量表

(百万元人民币)	F2014A	F2015A	F2016E
净利润	23,076	24,800	52,288
调整			
折旧及摊销	1,339	2,326	2,139
股份报酬	2,844	13,028	15,539
无形资产摊销	315	2,089	2,588
变化			
应收贷款	(9,175)	(11,674)	835
限制性现金和托管	(1,234)	2,624	-
预付款项及其他	(3,567)	(10,297)	(4,109)
所得税应付账款	1,008	1,466	705
应付款项	1,344	(2,659)	-
商业存款	1,628	2,490	1,985
应付负债及递延转	5,598	11,460	4,207
经营现金	26,147	38,630	79,533
资本支出, PPE	(9,161)	(14,905)	(17,904)
购买无形资产	5,876	10,135	11,343
短期投资变化	(8,297)	(3,561)	(5,000)
股权投资支付的现金	(16,468)	(23,430)	-
投资活动现金	(33,189)	(57,990)	(37,887)
购买/赎回债务	5,623	(28,866)	-
筹资活动现金	9,364	87,317	1,000
现金变化	2,225	75,148	42,646
期初现金	30,396	33,045	100,890
期末现金	33,045	108,193	150,839

来源：公司数据

查看最后一页的关键披露

最近报告

投资概览

为什么不是买入

- **流量撮合模式遭遇挑战：**我们认为阿里巴巴面临的挑战和百度面临的挑战是一样的。伴随着流量转向移动互联网，纯信息撮合的商业模式占流量比低于PC，导致百度和阿里这样的企业遭遇成长的天花板。百度向O2O的剧烈转型已经说明了这个问题；
- **阿里的零售电商本身遭遇拐点：**伴随着中国消费者的消费升级，出淘现象已经存在了将近三年，虽然阿里用天猫承接了大部分的淘宝流量的流失但是传统的电商品类也已经遭遇了天花板，尤其对于阿里这样大体量的公司。我们看到，在中国平台电商（如阿里）对直营电商（如京东）的GMV比远高于美国和日本，这个现象的产生，和阿里的先发优势有很大关系，但是伴随着电商消费从猎奇向日常推进的过程，标准品电商的份额将逐渐超过非标品电商，我们认为阿里的GMV增长低于京东会是一个长期的现象；
- **电商发展进入3.0阶段，线下能力彰显重要性：**中国的电商占零售比分布极不平均。传统的电商品类如服装，母婴，化妆品和3C电商渗透率已经很高，而占中国社会零售总额比例巨大的房，车，食品饮料烟酒，餐饮，医药等品类触网率很低。这些品类的共同特征是需要线下设施的辅助来完成销售。对于阿里来说，它巨大的GMV体量导致它的增速很难维持以前的高速；
- **阿里金融面临困局：**在阿里投资的恒生电子因配资事件遭到监管部门处罚以后，阿里金融的问题浮出水面。央行关于限制第三方支付发展成超级账户的表态和都银行客户网签的否定给阿里金融的平台梦设置了巨大的障碍。当阿里从平台转向自营，其互联网优势会丧失，成本结构也不容乐观；
- **支付垄断被打破是时间问题：**移动支付的主要手段已经从账号支付转向绑卡支付。支付宝在绑卡支付上并无网络效应。从大众点评的闪惠模式创新可以看到，垂直O2O app切入支付只是时间问题；
- **云计算面临垂直整合者的挑战：**云计算会从IaaS向PaaS演变，作为IaaS的代表，我们认为阿里在云计算领域会遇到垂直整合的PaaS玩家的强力阻击。这些PaaS玩家包括腾讯（游戏），乐视（视频），小米（智能硬件）和奇虎（企业服务）等。

为什么不是卖出

- **蚂蚁金服仍然是互联网金融最具备投资价值的公司：**我们估算阿里巴巴上市公司的存续业务估值为69.5元人民币(含现金)，而蚂蚁金服（阿里所占的三分之一）则贡献了14.5元人民币；
- **利润率反弹几率很大：**我们的分析显示阿里为了拓展智能硬件在手机补贴，机顶盒补贴等领域做了大量的投入，我们认为这些投入效率不高，但是一旦阿里停止这些投入，利润率反弹是大概率事件；

- **Take rate有上升空间:** 尽管阿里的GMV 增长有瓶颈，但是在加强淘宝首页广告位给直通车以后，我们认为take rate（广告收入除以GMV）很有可能上升。

未来 3-6月股价上升的催化剂

- **利润率回升:** 一方面我们认为阿里需要加大新业务的投入，另一方面我们认为现有的投入方向效率不高，这就造成一个悖论，如果阿里停止目前无效的投入，对投资者来说在一定意义上是一个福音；
- **收入增速放大:** 我们仍然认为阿里在短期内放大收入增速还是可行的。但是阿里面临着移动互联网和微信的竞争，不可能长期狠抓商业化而忽视流量的增长。

哪里可能会出错？

- **短期财务预测可能会偏于保守:** 毋庸置疑，如果阿里愿意在短期内拉升收入和利润，做到的难度并不大，股价也因此会有所表现；

哪些会改变我们的看法？

- **央行改变限制第三方支付发展成超级账户的政策:** 我们认为这是蚂蚁金服面临的最大的政策风险。如果央行不再做这样的限制，会导致我们更看好蚂蚁金服和阿里巴巴
- **政府大力支持阿里云为国有企业服务:** 我们认为中国大部分的国有企业会使用私有云而非公有云。如果阿里云的业务得到政府的支持（如同Amazon和Palantir的业务收到中情局支持），我们会更看好阿里云。

运营指标

图表 4. 季度收入表格 (百万人民币)

(Rmb mn)	F1Q15	F2Q15	F3Q15	F4Q15	F1Q16	F2Q16	F3Q16E
中国零售总额	501,000	555,600	787,000	600,000	673,000	674,837	982,420
淘宝	342,000	379,800	494,000	381,000	427,000	418,043	593,846
天猫	159,000	175,800	293,000	219,000	246,000	256,794	388,574
中国零售 GMV							
PC	337,000	356,600	460,000	296,000	302,000	264,460	373,482
移动	164,000	199,000	327,000	304,000	371,000	410,377	608,938
收入	15,771	16,829	26,179	17,425	20,245	21,576	32,334
中国电商业务	13,348	13,559	22,135	13,895	16,709	17,707	27,892
国际电商业务	1,469	1,617	1,763	1,637	1,746	1,844	2,057
云计算和互联网基础设施	236	285	362	388	485	566	649
其它收入	718	1,368	1,919	1,505	1,305	1,459	1,736
收入成本	(4,585)	(5,596)	(7,520)	(6,133)	(6,711)	(7,838)	(9,960)
毛利润	11,186	11,233	18,659	11,292	13,534	13,738	22,375
毛利率	70.9%	66.7%	71.3%	64.8%	66.9%	63.7%	69.2%
研究支出	(1,952)	(2,581)	(3,083)	(3,042)	(3,241)	(3,279)	(3,803)
销售市场支出	(1,212)	(1,749)	(3,021)	(2,531)	(2,241)	(2,531)	(4,000)
行政支出	(944)	(1,960)	(2,419)	(2,477)	(2,244)	(2,197)	(2,880)
其它项目	(234)	(598)	(789)	(643)	(647)	(647)	(647)
SBC	(1,073)	(3,010)	(4,313)	(4,632)	(3,995)	(3,236)	(4,850)
营业利润, non-GAAP	8,151	7,953	14,449	7,874	9,803	8,967	16,542
营业利润率, non-GAAP	51.7%	47.3%	55.2%	45.2%	48.4%	41.6%	51.2%
活跃用户 (百万)	279	307	334	350	367	385	399
总订单 (百万)	14,508	16,578	18,704	20,300	21,818	23,472	24,894
取率	2.52%	2.30%	2.70%	2.17%	2.33%	2.47%	2.73%
取率 - PC	3.02%	2.54%	3.23%	2.64%	2.56%	2.54%	3.23%
取率 - 移动	1.50%	1.87%	1.96%	1.73%	2.15%	2.43%	2.42%

来源: BLRI, 公司数据

目录

阿里巴巴 (NYSE:BABA)	2
挑战和机会：孰小孰大？	2
阿里巴巴：财务摘要	3
投资概览	4
运营指标	6
阿里困局：从何而来，往何处去？	8
决战生鲜：一步活棋还是然并卵？	8
阿里巴巴的电商业务遇到了多个瓶颈	16
阿里金融需要继续深化才能更上层楼	25
互联网金融的广度，深度和阿里的地位	25
蚂蚁金服做金融自营能不能成功？	29
阿里云能否成为阿里重拾增长的主要推动力？	35
中国云计算很可能走出和美国不同的道路	35
阿里云在中国市场的竞争对手可能是谁？	36
估值和同行分析	38
年度利润表	41
年度资产负债表	42
年度现金流量表	43

阿里困局: 从何而来, 往何处去?

2014年我们估计中国零售电商占社会零售总额(调整后)比为8%, 电器, 服装, 化妆洗护和母婴等品类互联网渗透率已经很高(30-50%), 但是占社会零售总额比例很小(13%)。零售电商继续深化, 需要渗透食品饮料烟酒(FBTA), 餐饮, 医药, 汽车和房产等需要线下设施辅助的零售品类。而在这些品类里, 阿里缺乏线下资源和产业链控制力的弱点开始显现出来。尽管有迹象阿里有迹象在线下正在做巨大的投入, 我们还是认为摆在阿里的面前的将会是一条非常陡的学习曲线。初始覆盖持有。

决战生鲜: 一步活棋还是然并卵?

2015年7月24日, 阿里宣布在北京投入十亿人民币推广商超(商业超市)业务, 利用线下菜鸟网络的支持, 天猫超市做到了类似京东直销电商的统一包装, 一次购齐, 次日送达。目前天猫超市已开通了北上广和七省全境的配送。同时, 大约三天前, 业内传闻变成现实, 网上商超类的领军企业一号店(www.1haodian.com)发生人事震动, 创始人于刚和刘峻岭因和大股东沃尔玛(Walmart)管理层意见分歧, 双双辞职创业。

秋风起于青萍之末。一号店的动荡可能是网络超市这个市场起步的原点

图表 5. 中国零售市场预测表

人民币亿	C2009A	C2010A	C2011A	C2012A	C2013A	C2014A	C2015E	C2016E	C2017E
中国社会零售总额 (蓝莲花调)	13,268	24,190	28,207	31,921	37,228	40,882	45,600	50,332	54,862
Y-Y (%)	22.0%	82.3%	16.6%	13.2%	16.6%	9.8%	11.5%	10.4%	9.0%
在线零售市场规模	320	563	938	1,393	2,168	3,267	4,700	6,319	8,024
在线占比	2.4%	2.3%	3.3%	4.4%	5.8%	8.0%	10.3%	12.6%	14.6%
Y-Y (%)	105%	76%	67%	49%	56%	51%	44%	34%	27%
在线零售分类									
B2C/B2B2C	21	66	198	411	765	1,289	1,998	2,797	3,636
C2C	244	405	586	776	1,128	1,525	1,907	2,193	2,302
在线旅游	55	87	131	171	218	277	356	450	548
O2O	-	5	22	35	57	176	439	879	1,537
在线零售增长									
B2C/B2B2C	106%	214%	201%	107%	86%	69%	55%	40%	30%
C2C	103%	66%	45%	32%	45%	35%	25%	15%	5%
在线旅游	32%	59%	51%	30%	28%	27%	28%	26%	22%
O2O	NA	NA	340%	59%	63%	208%	150%	100%	75%
在线零售构成									
B2C/B2B2C	7%	12%	21%	29%	35%	39%	43%	44%	45%
C2C	76%	72%	62%	56%	52%	47%	41%	35%	29%
在线旅游	17%	15%	14%	12%	10%	8%	8%	7%	7%
O2O	0%	1%	2%	3%	3%	5%	9%	14%	19%

来源: BLRI, iResearch

我们认为食品饮料烟酒(Food-Beverage-Alcohol-Tobacco)是电商下一步的必争之地。不仅因为它每年的零售总额高达 3.2 万亿, 而且因为它是高频次消费, 具备高客单价的特质, 可以产生大量的自由现金流。中国的超市/大卖场从家乐福和沃尔玛进入中国起步, 建立了成熟的生态体系。生鲜占超市 GMV 的 20-25%, 其中一半需要冷链; 剩下的约 35-40%是包装食品(米面粮油等), 35-45%是服装, 电器和家居用品。生鲜是超市揽客

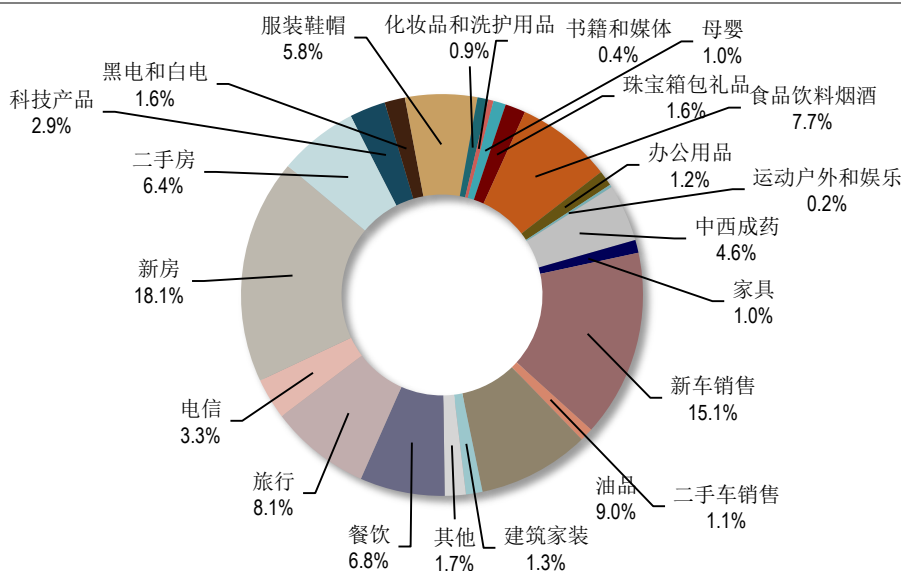
的 loss leader，本身并不赚钱，甚至需要大量的冷链投资，但是它带来现场流量给超市的其他品类带来盈利的机会，这个业务逻辑和大多数直销类电商的业务逻辑大同小异。

电商进入深水区，需要线下设施辅助来完成销售

如下表所示，中国在线零售 2014 年总交易额是 3 万 3 千亿不到，占社会零售总额的比例是 8%（我们对国家统计局的社会零售总额做了一些调整）。但是这个 8% 的渗透率是非常不平均的。我们看到，互联网渗透率比较高的科技产品(40-45%)，黑白家电(25-30%)，服装鞋帽(20-25%)，化妆洗护（35-40%）和母婴（25-30%）其占零售总额比都相当小，一共只占 13%。但是占社会零售总额接近 70% 的前六大品类：房和家具（25%），车和油品（24%），食品饮料烟酒（8%），药（5%）和旅行（8%）总体的互联网渗透率都较低，据我们了解大多数渗透率甚至不到 1%。

电商还处在初级阶段，因为 87% 的社会零售总额的品类互联网渗透率很低。究其原因，是因为这些品类需要线下设施辅助来完成销售

图表 6. 中国社会零售总额 (总额=40.9 万亿人民币 蓝莲花调整), 2014



来源：NBS, BLRI

这是为什么呢？我们认为，这是因为这些零售的品类完成销售都需要一定的线下设施的辅助。比如生鲜需要冷链，油品需要加油站，药品需要药房（药品零售有严格的合规制度），餐饮需要厨房。车不仅需要停车场，而且因为维修的需要必须在 4S 店才能出售（至少在汽油动力车范围内）。房子也需要线下设施了因为房子本身就是销售场所。

详解电商3.0和它的意义

所谓电商 3.0，我们是指电商发展到了需要依赖线下设备的阶段以后所发展起来的新的电商业态。这个业态，也可以称之为 O2O 业态，可以分为产品和人，到店和到家两个主轴，四个象限。如下图所示。其中阿里通过投资美团和自营淘点点，重兵布置了产品到家和人到店这两个象限。但是随着时间的推移，阿里对美团的控制力越来越弱，淘点点的市场份额也落到了饿了么，美团和百度外卖之后。究其原因，是因为阿里给美团带来的价值不大，而且越来越小。阿里尝试通过投资 UCWeb，新浪微博和高德扩大它的流量基础，但是阿里对这些流量的控制能力远逊于微信，而这些流量对于 O2O 的场景控制也

阿里投资美团效果不彰。之后阿里基本放弃了 O2O 领域的投资

[查看最后一页的关键披露](#)

不够。绝大部分 O2O 的消费场景，阿里的产品都无法出现。但是微信和搜索却可以平行出现在大多数 O2O 消费场景中作为 app 的竞品出现。

图表 7. 中国 O2O(电商 3.0)格局图



来源: BLRI

从电商 1.0 高举高大建设电商基础设施（库房，配送，支付等）到电商 2.0 在流量展示和品类选择上以优化做利润（唯品会和聚美优品），电商 3.0 又回到了大规模做基建的道路上。

电商 3.0 只所以在这个时候出现，是因为移动互联网把网络连接到了每个人的手机里。我们说所谓智能硬件，符合三个条件：(1) 信息数字化；(2) 信息格式 IP (Internet Protocol)化；(3) 用户界面人性化。从技术上，移动互联网为万物互联提供了技术解决办法。因为这个解决办法的出现，社会的基础设施出现了一次重构，在这个重构基础上，所有商业模式都得到改变的机会。这个改变对消费者(2C)来说就是电商 3.0 (O2O), 对于企业(2B)来说就是工业 4.0 (Industry 4.0)。由于社会基础设施的重构导致商业模式的变化，针对消费者和企业的金融服务业也随之而变化，这就是互联网金融。

生鲜战略：京东向左，阿里向右

回到生鲜。因为相当大一部分线下零售需要线下设施的辅助，O2O 实际是电商进入深水区的必然出路。实际上在 O2O 的前期，一些需要线下辅助完成消费决定的品类已经出现了早期的 O2O 现象，比如说家具零售。由于现场体验和线上选品都很重要。以美乐乐为代表的电商就把体验店开在房租不高的郊区。客户在网上选品以后到线下完成最终购买决定。同样情况的还有眼镜电商的 Loho 眼镜和印刷排版服务的云印网。

电商公司如何进阶到O2O; 传统行业胜算几何?

移动互联网为电商 3.0 提供和技术解决方案。在此基础上，整个社会的基础设施，在此之上的商业模式，和服务于这些商业模式的金融业，也随之发生了巨大的变化

O2O 是电商发展进入深水区的必经之路

电商在 O2O 到来之前基本上是以一个革命者的姿态出现的，虽然电商主要威胁的是通路渠道，但是当渠道成为主流以后，通路也可以孵化出不一样的品牌（比如淘品牌）。而在 O2O（电商 3.0）的时代电商的策略必须改变，必须依靠线下的基础设施。这对于电商行业领先的公司都是一种挑战。

这样我们观察到 O2O 的舞台出现了三类公司。一类公司是线下传统行业的自我革命，比如多点（物美），e 袋洗（荣昌），好屋（博世堂）和神州专车等等；一类是电商巨头的新的征程，比如京东到家（京东），淘点点（阿里），58 到家（58），房天下（搜房），酒到家（酒仙网）等等；最后一类是全新的 O2O 电商公司试图整合线下的资源，比如滴滴打车，易到用车，美团，点评，房多多等等。

我们看到 O2O 目前的竞争格局，没有一个定论说哪一类公司一定可以成功。但是阻碍成功的因素目前看得出一些端倪。

- 第一个限制成功的阻碍因素就是竞品覆盖，主要限制的是传统行业的自我革命。传统行业如果不能兼容并蓄那它们在 O2O 方面的潜力一定比较有限；
- 第二个限制成功的阻碍因素是品类覆盖，主要是限制电商平台类的巨头。大多数 O2O 的品类对物流的要求都有所不同，没有一种通吃所有品类的物流解决办法。

移动互联网带来的变革对电商大平台来说不轻松

表面上来看，阿里不差钱，而且相比京东利润丰厚得多，做卖场电商是以己之长，击彼之短，再正确不过了。但是实际上我们认为，应对移动互联网带来的变革并不那么简单和容易。具体到电商 3.0 的产品到家部分，阿里和京东的商超策略都有问题，但是京东通过入股永辉，在一定程度上规避了自己的问题。

- **阿里需要生鲜提供的流量吗？** 阿里的问题是它商超的长期利润从哪里来的问题。如我们所言，商超里面生鲜是 loss leader，亏损的目的是带流量给其他 75-80% 的品类。问题是淘宝和天猫已经在卖其他 75-80% 的品类了（服装，电器，家居等等），那即使生鲜电商引流成功了，其意义又何在呢？这个策略让我们想到当年腾讯的电商战略，也是用亏损来导流，但是实际上腾讯并不需要流量，它流量多得用不掉。最后腾讯把易迅卖给了京东，这个投资第二名卖给第一名的策略在团购投资领域再一次重复。我们认为阿里的商超策略就是流量拿来干什么的问题。如果只是为了获取卖商品的流量，那做生鲜完全是脱裤子放屁，而且这还是在生鲜做成功的前提下。如果阿里做生鲜是为了把流量倒给其他 O2O 服务性品类这会比较 make sense 一些，但是这样考虑的话阿里就也应该着重最后一公里的建设，而不应该着重冷链和仓储；
- **京东只做配送利润何来？** 京东的问题也类似。同理，京东是通过社会化的配送和商超合作，京东出流量和最后一公司，超市出选品，冷链仓储和干支线物流。问题是如果配送的是 loss leader 生鲜，那么搭卖的利润货品是谁的？如果也是超市的，那京东只是赚个配送的钱，如果是自己的，但是超市怎么赚钱？这里面还有一个变数，就是超市里除了生鲜以外的 80% 的搭卖品类都完全可以摆脱超市在电商上获取，在这个方面超市和电商是纯竞争关系，因此京东和超市之间的竞合关系也是非常的复杂。

O2O 对行业深度的要求比较高（针对电商背景），同时对竞品覆盖的要求也比较高（针对传统行业背景）

电商 3.0 大规模做基建。包括建设冷链，本地配送，补贴，培训等等

阿里的商超策略和腾讯的电商策略有很多相似之处

阿里不需要电商流量但是京东需要。京东一向的问题就是获取流量成本相比阿里太高了

- **商超的空心化日子也不好过。**商超所建立的覆盖全国的冷链系统貌似FBA O2O无法逾越的障碍，如果建立冷链成本太高那商超可以自己玩FBA O2O吗？我们认为也不能。商超的问题是它赚钱的品类已经被天猫和京东抢走了，剩下生鲜虽然抢不走但是也不赚钱，长此以往也是难以为继。

我们认为京东比阿里好一点的原因是京东可以在超市配送上不赚钱，把配送团队建立起来以后送一些服务性的 O2O，比如便利店，洗衣，送餐等等。也就是说京东不与超市争利，生鲜纯粹作为一个引流产品而存在，而引来流量以后通过新的品类获利，不和老的品类争利。这一点我们认为京东想得比阿里清楚。而京东投资永辉超市，更是在这个我们认为正确的方向上做了正确的优化。永辉的生鲜占比高于其他超市，达到 43%，而永辉的地域覆盖比大润发，家乐福和沃尔玛这样的大超市要小，这就造成永辉和京东合作的空间更大，可以分的蛋糕更大，可以扩展的地域也更大。

不做整合纯O2O企业也很难盈利

重度垂直是 O2O 的特色，各个 O2O 的物流体系其特征都不相同，很难整合到一个普适的物流生态中去。但是依靠重度垂直，能不能达到盈利或者现金流为正的彼岸？据我们的观察，可能也是比较困难的。

市场需要整合，整合的逻辑可能需要一个直销的大品类，类似 3C 之于京东，和一系列平台 marketplace 的品类协同。这就要求我们对 O2O 领域有能力支持直销大平台的品类做一个判断，显而易见，生鲜食品和团购外卖这两个和吃有关的品类和打车出行这个和行相关的品类符合直销大平台的条件。购房和购车规模足够大，但是频次太低。

阿里在酝酿一轮新的投资高潮吗？

纯粹的线上撮合平台在 O2O 的时代能不能做成类似淘宝天猫这样的大平台？我们持比较怀疑的态度。在这方面做出最严肃的努力的可能是百度的直达号+地图，但是百度随即在团购和外卖领域也押注了重度垂直，说明百度也认为轻模式靠不住。相较百度，阿里和腾讯没有走重度垂直路线。但是腾讯有微信撑腰，同时在大众点评，滴滴打车和 58 上有深入的投资布局。腾讯在大众点评的股份大约有 20%并有董事会席位。根据腾讯年报，其在 58 的持股比例也高达 24%。相比而言，阿里在 O2O 时代的筹码就乏善可陈。阿里参与了美团 B 轮和 C 轮的融资，但是在阿里的年报里已经没有美团持股的披露，我们估计阿里的持股已经低于 10%。阿里也参与了快的的早期融资，因此获得滴滴打车的一部分股份。但是我们认为阿里对美团和滴滴这两个 O2O 细分的领军企业的控制力也不高，而且会越来越低。

我们看到，阿里在 2013-14 以投资流量为主之后基本缺席了对 O2O 互联网企业的投资，而在最近把投资重点放到了投资线下企业上去。2015 年 8 月 10 日，阿里投资获取了苏宁 19.9% 的股份，支持苏宁从电器零售向百货零售的转型。这个投资我们认为完全是为了给京东设置竞争上的障碍而做的，因为电器和百货的电商渗透率已经很高了，而且在没有做 O2O 的情况下就已经渗透率很高了，电器和百货类产品标准，包装规整，存储容易，适合长途运输，没有必要做 O2O。对提升阿里长期的估值也看不出什么帮助。

生鲜对京东是正解，但是对阿里却未必。道理跟当年腾讯做易迅的道理是一样的

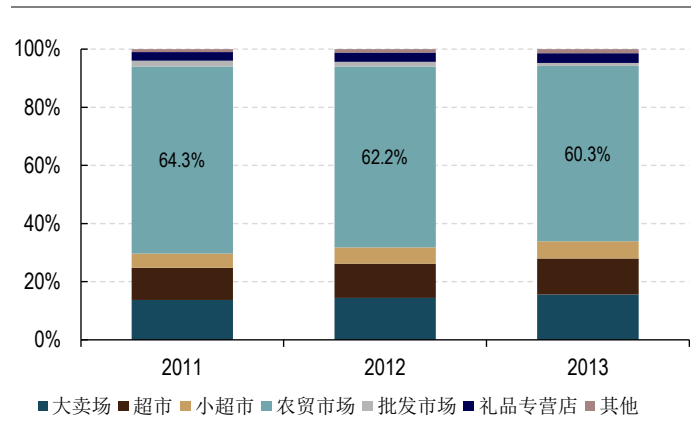
电器和百货类产品标准，包装规整，存储容易，适合长途运输，没有做 O2O 的必要

图表 1. 快速消费品连锁十强 (亿元)

2014 排名	2013 排名	企业名称	2014 销售	2013 销售	2014 门店	2013 门店
1	1	华润万家	1,040	1,004	4,127	4,637
2	2	大润发	857	801	304	264
3	3	沃尔玛	724	722	411	407
4	4	联华	618	688	4,325	4,600
5	5	家乐福	457	467	237	236
6	6	永辉	430	351	337	292
7	7	农工商	294	300	2,566	2,644
8	8	海航	279	264	507	482
9	10	步步高	270	212	525	445
10	9	物美	220	217	565	547

来源: 中国连锁经营协会

图表 2. 中国居民购买生鲜蔬果的渠道分布



来源: Kantar Panelworld

但是结局是不是然并卵?

在 O2O (或者电商 3.0) 的产品到家象限, 阿里雄心勃勃地选择了冷链仓库和配送并举的策略, 而京东选择了只做配送, 把冷链仓储交给超市的策略。这里面忽略了超市自己的策略。

我们认为电商和超市可能会是一个旗鼓相当的竞争格局。但是随着超市业务的被分解, 超市可能长期会被边缘化。超市边缘化以后它将如何自救? 我们认为超市可能成为 O2O 大格局里比较重要的一环。

一号店靠给家庭送米面粮油获取了流量, 剥离了超市 75-80% 的业务

在电商格局里, 一号店成立比较晚, 但是它成功地运用给家庭配送体积大, 重量重的主食类商品 (米, 油, 牛奶, 罐装饮料等等) 脱颖而出, 建立了获取流量的 loss leader, 并在此基础上发展出了自己的 grocery 业务。我们认为这个业务逻辑还是相当清晰的。一号店始终没有碰生鲜, 道理也很简单, 它不需要两个 loss leader。但是可能也正因为如此限制了一号店的发展, 我们估计一号店 2014 年的总 GMV 在 190 亿左右, 相比 2013 年增长低于 40%。而行业内的大超市, 大润发(6808 HK) 一年收入接近 920 亿, 以生鲜知名的永辉超市(601933 CH) 一年也有 370 亿, 物美一年 220 亿, 而沃尔玛和家乐福据我们了解都是一年 400 亿人民币的体量。

从理论上来说, 超市有其生存的逻辑。自电商兴起以来, 凡是以通路为主要优势的零售企业都没落了。唯一的例外一个是超市, 一个是奢侈品或专门店。超市是唯一不以地段为主要卖点的零售品类, 如果其作用和仓库并无很大不同, 尤其是在近郊和二三线城市的商超, 地广人稀, 被电商替代掉的意义并不大。但是在大都市的商超正在走向小型化超市和边缘网络的配送方式。

因为超市 75-80% 的业务是更适合中央调配式的物流体系, 这部分被剥离之后可以和天猫这样的流量平台有很好的整合。米面粮油这样的大宗食品对配送时效的要求也不是非常高。不错, 只要电商平台没有生鲜, 超市就不会面临生死威胁, 因为消费者无论如何还是要去超市购买生鲜, 但是超市赖以盈利的品类, 甚至导流的品类都可能面临单品竞争的风险而被迫剥离。

目前只有阿里巴巴和腾讯在 O2O 领域没有押注于重度垂直。但是腾讯有微信, 在大众点评, 58 和滴滴打车也有深度布局。阿里巴巴 O2O 的布局就乏善可陈

超市这块蛋糕是属于谁的? 只要生鲜不动, 超市就不会死。虽然增长会乏力

生鲜的难点在于进货必须做到产地, 从头开始构造供应链

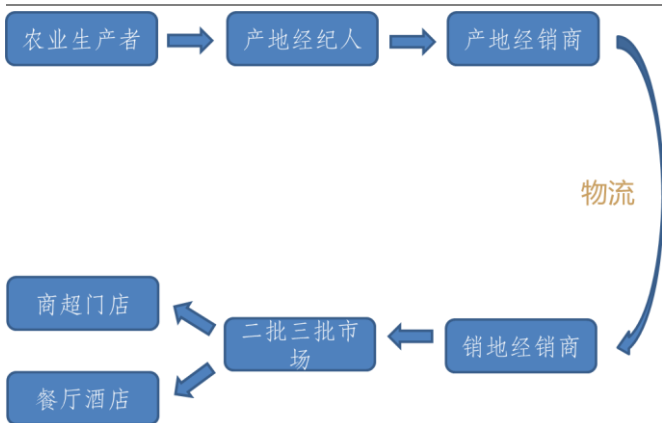
水果是第二个从超市剥离的业务

水果是第二个超市里，却是生鲜里第一个被电商公司攻击的品类。以天天果园为代表的配送模式（产品到家），和以许鲜为代表的线下店模式（产品到店），都选择了水果作为切入点。其原因一是水果不需要冷链，基本都是本地采购，二是水果相对比较标准化，SKU 比较少，便于管理。其实在大城市很多小区都有民营的小水果店，在互联网出现之前就在超市的竞争下存活下来了，说明水果是相对进入壁垒比较低的生鲜类目。但是水果在超市生鲜的 GMV 的占比很小，我们估计大概 10%不到，因此水果的剥离对超市并不是致命的。

生鲜的难点是必须回溯到产地

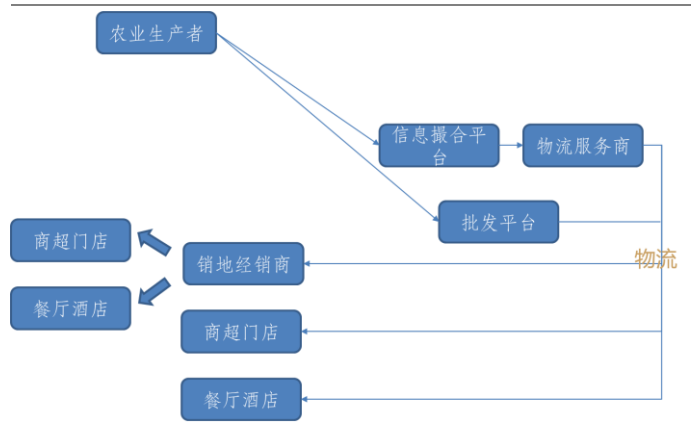
虽然水果并不能改变电商和超市之间的竞争大局，但是水果电商的成功昭示了一个道理，就是做好生鲜必须回溯到产地，从头到尾开始构造供应链，这也是目前一些农产品电商企业比如一亩田，惠农网，链农(Farmlink)，美菜和小农女致力改造的。其中一亩田和惠农采取的是阿里巴巴 B2B 的信息模式，而链农，美菜和小农女针对生鲜采购的大客户比如餐馆，酒店和学校食堂 做定点的直销加配送（类似美国的 Sysco 模式）。

图表 3. 传统生鲜蔬果流通过程



来源: BLRI

图表 4. 农产品电商流通过程



来源: BLRI

我们认为，一旦生鲜 O2O 开始起量，它会直接对接农产品直销。我们看到农产品电商的传统路径有其存在的合理性，即农产品是经不起储存的，易腐坏的商品。因此农产品的流通过程有四个转手环节。一般认为这么多环节是低效率的体现，其实不是，多环节降低了损耗的风险，让每个环节只负责较小的流通长度。我们认为多环节的农产品流通和农产品直销会长期共存。对于终端需求可预测的大宗生鲜需求，手机上的网上超市可以直接对接农产品直销，从而彻底绕过超市。

我们认为单纯信息撮合平台恐怕很难改变农产品流通的现状，但是如果批发平台直接买断农产品介入物流流转又有很大的库存风险。这个风险只有在需求端非常确定的情况下才值得去冒。因此定点模式是采用对有固定食材需求的餐馆酒店供货的方式降低生鲜配送的损耗。

我们看到，阿里直接介入生鲜配送，并不是不可能颠覆超市。但是要彻底颠覆超市，必须颠覆生鲜，要颠覆生鲜，必须重构农产品流通。这里面对阿里的难点在于：

生鲜 O2O 一旦起量，一定会对接农产品直销

- 阿里真的需要颠覆超市吗？我们指出，超市赚钱的业务已经被电商颠覆了，剩下的不赚钱的生鲜业务是否还有颠覆的必要？就算颠覆能获取流量，阿里是否需要这个流量？成本是否划算？
- 重构整个农产品流通难度极大。我们认为，分散多层级的分销体系有其存在的道理，可以避免农产品流通中的损耗，它会和农产品直销长期共存。但是如果阿里采取定点直销的模式，又明显和菜鸟这样的平台级物流方案相违背。

阿里必须痛下决心深入产业上游

我们可以把超市的生鲜业务分为两块：一块是中央配送的冷链体系，需要对接供应商的冷链体系；一块是本地采购或者冷链配送的瓜果蔬菜。可以想象，冷链体系是一个大者恒大的竞争格局，规模越大，损耗率越低。在这一点上超市可能有天然的优势，因为每个超市开业，都会对周围 5 公里方圆形成广告效应，因初始的人流而产生初始的现金流支持超市的运营，尽快达到盈亏平衡点。而生鲜电商并没有这样的效应，在冷链存储和配送能力不能企及的时候，部分订单是无效订单，强行履行订单可能会造成恶劣的客户体验。这对阿里这样的新进入者是不利的。

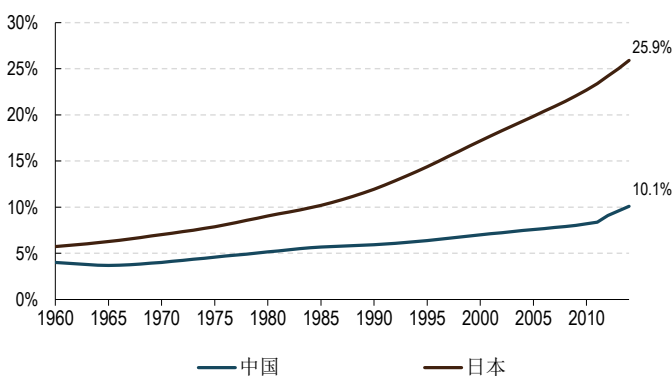
我们认为生鲜是天生适合人到店或者产品到店，不适合产品到家的，因为生鲜的保鲜期短，过了保鲜期就是损耗。而消费者的消费意愿相对商家是不对称的，消费者知道他/她什么时候需要，但是商家并不知道，但是必须面临损耗的风险。这个时候应该是消费者来打破这个不对称，通过访问超市来表明他的购买意愿，而不是让生鲜商家来担负损耗的风险来备货。

如果生鲜要配送到家，那么商家必须有一个非常大的规模，通过规模来探测需求的曲线，指导备货，降低损耗。即使这样，调配备货水平也很难做到不损耗因为商品随着调配合腐坏。

我们认为阿里要征服生鲜道路还很漫长，同时阿里还必须思考它为什么要征服生鲜，我们认为想通为什么对指导怎么做有很大的意义。阿里的生鲜战略必须和它整体的 O2O 战略有通盘的协同，这个协同，是我们目前看不出来的。这个协同如果产生，会让我们对阿里的电商前景做正面的调整。

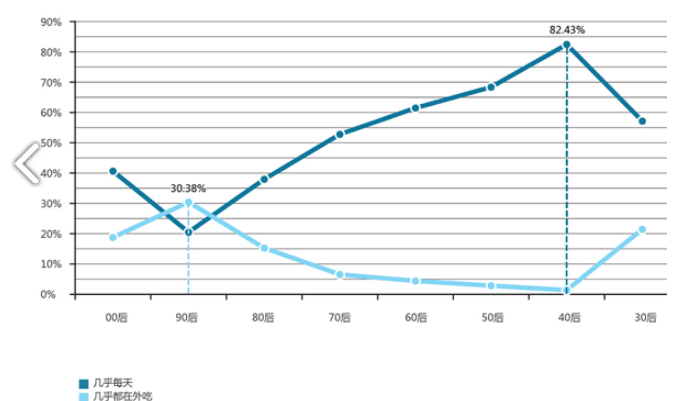
生鲜是适合人到店，不适合产品到家的。生鲜到家有两个变量，第一个是需求，第二个是推广力度。我们认为这两个变量的不确定性会造成业务发展中很大的损耗

图表 5. 65 岁以上人口占比，中国和日本



来源：国家统计局，日本总务省

图表 6. 几乎每天做饭和在外面吃的比例



来源：凤凰网调查

阿里巴巴的电商业业务遇到了多个瓶颈

我们认为阿里巴巴的电商业业务已经出现了多个瓶颈。除了电商市场向 O2O(我们称之为电商 3.0)转进阿里比较缺乏线下基因，资源和经验这个挑战以外，阿里巴巴还面临着用户消费升级和平台电商收税的多重挑战。

大数原则已经开始限制阿里的增长空间

为什么说亚马逊在美国，乐天在日本没有遇到模式局限性但是阿里巴巴在中国就遇到了呢？我们认为这和阿里在中国取得的巨大成就是分不开的。2014 年，阿里国内零售平台的 GMV 占国家统计局的社会零售总额的比例达到 8.8%，这个已经大大超过了 eBay 和亚马逊。这两家在美国国内的收入只占美国社会零售总额的 1.7%。其主要原因是因为美国大部分电商是类似戴尔和苹果的品牌电商和类似沃尔玛(Walmart)，斯泰博(Staples)和百思买 (Best Buy)的线下零售的线上网站，但是在中国它们都在淘宝天猫上开店，贡献 GMV 给淘宝天猫，这个现象的出现又可以说跟阿里在支付和配送的基础设施上拥有的开拓者地位密不可分。阿里在信用卡普及的同时就具备自己的支付手段，阿里也扶持了四通一达作为阿里体系的配送解决方案。可以说阿里在中国电商领域的生态建设，已经远远超过了美国的同行们。

但是长远看，阿里的先发优势也面临着众多的挑战。第一个挑战就是中国消费者的消费升级，从水货-假货-二手货-走私货-贴牌货逐渐向行货和品牌或靠拢。第二个挑战是标准品在电商消费中的比例提高。电商消费从猎奇消费转向日常消费。

阿里的在线零售业务受益于中国电商市场的弯道超车。但是用户习惯正在逐渐改变

图表 7. 美团使用支付宝的支付网关



来源: 美团

图表 8. 京东选择自建网关和块钱



来源: 京东

我们看到，先发优势和一站式服务确实可以解释阿里异乎寻常的高市场占有率，但是我们认为市场份额更大的原因是用户习惯。而这些用户习惯并不是不可以改变的。比如说我们研究了目前的网络支付状况之后，得出的结论虽然是支付宝仍然占据着主导地位，但是其主导的原因已经不是之前的网络效应了。但是实际上网络支付的主体早已从第三方支付转向了快捷支付和网银支付，而这些支付阿里支付宝是没有网络效应的。支付宝的竞争优势在于其交易量和由此带来的技术稳定性，我们认为在支付宝服务的电商和 O2O 企业达到稳定增长阶段后，它们自建支付接口可能是必由之路，这会导致支付宝

查看最后一页的关键披露

蓝莲花研究机构

的市场份额显著下降。我们看到，大型电商如京东，当当，唯品会已经开始利用快捷和网银自己接支付通道。虽然这样做支付的稳定性和鲁棒性不如支付宝，但是成本更低，流程更可控。我们认为这样的用户习惯的改变不会遭到用户的反对。

中国的消费升级是阿里遇到的第一个挑战

自 2008 年以来，C2C 在中国网络零售的占比逐年下降，2007 年 C2C 还占据中国在线零售 93% 的 GMV，我们预计到今年 B2C/B2B2C 的 GMV 会超过 C2C。这个趋势反应了中国社会消费升级，消费者追求品质和品牌的变化，同时也反映了电商越来越成为消费者消费的主流选择，而非猎奇选择的现实。在主流选择的前提下，炫耀，贪便宜和充面子已经不再代表大众的消费心理，而代之以对真品和正品的要求。

阿里的国内零售市场，主要包括淘宝，天猫，聚划算，淘宝超市，喵鲜生，天猫国际等一系列品牌，主要的卖点是全，包括品类全，价格全，货源全。主要缺点是质量控制差，充斥着大量的假货(Fake)，尾货(Off season)，二手货(Used)，贴牌货(Private Label)，冒牌货(Pirated)和走私货或者水货(Smuggled)。虽然这些货也必然有它们的客观需求，但是消费者心目中也存在半明半暗的心理预期。在有更好的选择情况下，客户流失无可避免。淘宝虽然经过阿里巴巴多次打击，整体的商户素质仍然鱼龙混杂。其原因有二。第一，淘宝商户大多无品牌，其商品短斤缺两，以次充好，做表面功夫和打擦边球的情况很多。在国内商品匮乏，选择很少的时候，淘宝商家丰富的商品，殷勤的服务和互联网低廉的服务成本自然让消费者眼前一亮。但是多次低劣的消费体验之后消费者对天下没有免费的午餐这个道理逐渐有所理解。第二，淘宝的商业化机制导致出钱的商户排在前面，而羊毛出在羊身上，推广的成本也必然从商品的利润里扣除，造成有钱打广告的商户没有钱提高质量，有钱提高质量的商户没有钱打广告这样的悖论，逐渐造成淘宝生态系统劣币驱逐良币的沉痾。

同样的问题虽然在百度上也同样存在，但是百度的搜索产品并不面临直接的竞争（谷歌除外）但是阿里的电商服务却面临着垂直电商和京东的直接竞争。因此竞价排名模式对阿里的负面影响比百度更加显性。

发达国家B2C/B2B2C的市场份额大于C2C

淘宝的问题有没有解决办法？有，就是控制商业化规模。我们注意到，在发达国家直销电商模式和平台电商模式基本是等量的关系，其中在美国亚马逊的 GMV 规模是 eBay 的 1.3 倍，在日本乐天的 B2B2C 规模是亚马逊日本的 2.2 倍。去除文化的因素，我们认为 B2C/B2B2C 的市场规模接近 C2C 是比较合理的。而目前阿里的 GMV 是京东的 8.3 倍是不符合客观规律的。

在电商成为消费者消费的主流选择之后，其消费的主要对象应该是其熟悉的品牌货，而不是未知的体验货。这个定律有一定的例外，那就是中国的网购人群，尤其在早期，主要是先上网的年轻人。他们的收入不高，品牌忠诚度尚未养成，对世界有好奇心，另外可能也有社区的原因，他们是淘宝消费的主力。但是随着他们的长大，和淘宝市场份额的提高，在某个时点必然会遇到大批老用户离开淘宝的现象。这些老用户仍然会上淘宝，但是他们分到淘宝的购物预算可能会被京东，唯品会或者聚美分流，造成用户数不减但是 GMV 市场份额下降的结果。

马拉车的比喻：阿里国内零售平台上拉车的马在减少

C2C 的占比越来越小，其导流作用正在下降

竞价排名导致劣币驱逐良币。这一点由于竞争的存在对阿里来说比对百度来说问题更大

B2C/B2B2C 的市场份额应该大于或等同于 C2C。但是在中国这里比例小得异乎寻常

我们认为淘宝早期的导流作用正在逐渐的消失。早期的淘宝受益于大部分中国人的低收入和高消费渴望的剪刀差，创意产品也非常适合在淘宝上销售，但是创意企业本身并不能撑起淘宝这么大的盘子。

平准商品正在代替假冒伪劣和创意产品成为电商导流的选择

我们看到，平价标准商品（平准商品）正在代替假冒伪劣和创意商品成为大多数电商的导流品类，其作用和线下超市的 loss leader 并无二致。我们把它看成是马，流量带来以后变现的方式，比如广告和第三方佣金，我们看成是车。马多了，拉车才容易。马少了，拉车就艰难。中国的在线零售在发展的早期有不用花钱的马，比如服装尾货，属于经济结构性的问题导致的机会。淘宝和唯品会都受益于这种结构性的机会，但是这种结构性机会不会永远存在，尤其在经济成熟以后。

多平台联动减缓客户流失但是阿里的绝对份额在下降

淘宝面对的问题，阿里并没有后知后觉。2012 年初，阿里就成立了天猫，之前在淘宝商城的品牌下淘宝的 B2B2C 业务已经运营了将近 4 年。淘宝在中国电商压倒性的优势使得阿里能够近距离地观察电商发展的走势，及时推出竞品，甚至为天下先。比如说 2014 年初天猫推出天猫国际开拓海淘/海外购市场，但是在天猫国际之前淘宝全球购在 2007 年就已经成立了，在 2013 年就做到了将近 480 亿人民币的 GMV 规模。聚划算，阿里的团购网站成立于 2010 年 3 季度，距离团购先驱拉手网的成立也不过晚了半年。

阿里的问题在于纯虚拟的撮合平台的市场规模对阿里已经没有意义了

图表 9. 中国网络零售时长份额 (PC+移动)

	淘宝	天猫	京东	易迅	唯品会	乐蜂	一号店	当当	苏宁	聚美	亚马逊中国	凡客	其他
4Q12	64.8%	15.2%	3.9%	1.0%	1.0%	0.1%	0.4%	1.0%	0.5%	0.3%	0.4%	0.9%	10.4%
1Q13	64.8%	12.6%	4.6%	1.1%	1.2%	0.3%	0.5%	1.1%	0.4%	1.0%	0.5%	1.2%	10.5%
2Q13	62.2%	15.3%	5.2%	1.4%	1.1%	0.3%	0.5%	0.9%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	10.1%
3Q13	64.9%	13.9%	4.9%	1.8%	1.0%	0.4%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%	9.0%
4Q13	64.4%	17.5%	5.1%	1.8%	1.2%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	6.5%
1Q14	60.9%	16.0%	7.6%	2.3%	1.6%	0.2%	1.1%	0.8%	0.5%	0.7%	0.6%	0.3%	7.4%
2Q14	60.8%	17.1%	7.2%	1.8%	1.7%	0.2%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.1%	7.5%
3Q14	60.8%	16.9%	7.5%	1.5%	1.6%	0.1%	1.1%	0.8%	0.6%	0.7%	0.5%	0.1%	7.5%
4Q14	60.7%	16.8%	7.5%	1.2%	1.7%	0.1%	1.2%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.1%	7.8%
1Q15	61.4%	16.2%	6.8%	1.0%	1.8%	0.2%	1.2%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%	0.1%	8.2%

Source: BLRI, iResearch

阿里电商平台的可监测用户时长并没有实质性下降

从我们监测的时长数据来看，尽管淘宝的市场份额一直在下降，但是阿里的整体市场份额并没有明显的下降。淘宝和天猫的总时长份额始终维持在 77% 以上。这个趋势如果我们只看 PC 会更明显，自 2010 年 3 季度以来，淘宝在 PC 上的市场份额下降了近 20 个点，但是几乎全部被天猫补回来了。阿里及时推出的天猫和手淘挽救了淘宝市场份额的下降。

但是这并不说明阿里的真实市场份额和商业变现潜力没有下降

虽然阿里的可监测用户时长没有下降，但是考虑到微信电商的崛起，阿里国内电商平台的实际时长份额是在下降的。

我们估算到 2014 年底，在微信平台上从事电商业务的微商将近 900 万，已经超过阿里国内电商平台（淘宝+天猫）的卖家数量（根据招股书，阿里有 850 万年活跃卖家，按店面计。而京东有 7,200 个个直供商和 6 万个第三方供应商）。这个 900 万是拥有实

微商的数量已经超过了阿里国内平台，但是每店 GMV 只有阿里国内平台的 7%，京东第三方平台的 0.8%

查看最后一页的关键披露

体店的活跃用户数，一些微店平台的注册用户远高于此，为了保证数据的可比性我们没有采纳这些微店的注册数据。

图表 10. 中国网络零售时长份额 (PC)

	淘宝	天猫	京东	易迅	唯品会	乐蜂	一号店	当当	苏宁	聚美	亚马逊中国	凡客	其他
3Q10	78.5%	0.0%	3.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.4%	1.7%	0.2%	0.0%	1.2%	0.8%	14.0%
4Q10	78.8%	2.1%	2.6%	0.0%	0.3%	0.1%	0.3%	1.6%	0.2%	0.0%	0.9%	0.7%	12.3%
1Q11	75.2%	3.6%	2.9%	0.0%	0.4%	0.1%	0.2%	1.3%	0.4%	0.1%	1.2%	0.8%	13.9%
2Q11	75.8%	4.6%	2.4%	0.0%	0.4%	0.1%	0.2%	1.2%	0.3%	0.1%	0.8%	1.0%	13.1%
3Q11	74.7%	4.8%	3.1%	0.0%	0.5%	0.1%	0.4%	1.4%	0.5%	0.3%	0.9%	0.8%	12.7%
4Q11	72.5%	8.0%	3.7%	0.0%	0.6%	0.0%	0.5%	1.1%	0.4%	0.3%	0.7%	0.9%	11.3%
1Q12	71.9%	9.1%	3.6%	0.3%	0.5%	0.1%	0.7%	1.0%	0.4%	0.3%	0.8%	0.9%	10.4%
2Q12	68.5%	11.0%	4.1%	0.5%	0.6%	0.1%	0.7%	0.8%	0.7%	0.3%	0.8%	1.0%	10.9%
3Q12	63.0%	13.3%	5.4%	0.7%	0.8%	0.1%	0.6%	0.8%	1.1%	0.5%	0.6%	0.6%	12.6%
4Q12	64.2%	15.9%	3.7%	0.9%	0.9%	0.1%	0.3%	0.9%	0.3%	0.3%	0.5%	1.0%	11.0%
1Q13	63.8%	13.9%	4.1%	1.0%	1.2%	0.3%	0.4%	1.0%	0.3%	0.8%	0.6%	1.4%	11.2%
2Q13	61.8%	16.2%	4.8%	1.2%	1.0%	0.2%	0.4%	0.9%	0.4%	0.6%	0.9%	0.8%	10.8%
3Q13	65.4%	14.5%	4.6%	1.5%	0.9%	0.4%	0.6%	0.7%	0.4%	0.5%	0.8%	0.6%	9.0%
4Q13	63.3%	19.5%	4.9%	1.5%	1.1%	0.2%	0.5%	0.6%	0.3%	0.4%	0.6%	0.3%	6.8%
1Q14	59.4%	18.8%	6.8%	1.7%	1.6%	0.2%	0.9%	0.8%	0.3%	0.7%	0.8%	0.3%	7.7%
2Q14	58.8%	20.3%	6.6%	1.4%	1.8%	0.1%	0.7%	0.7%	0.4%	0.5%	0.7%	0.2%	7.8%
3Q14	58.9%	20.2%	6.9%	1.0%	1.6%	0.1%	0.9%	0.7%	0.4%	0.6%	0.7%	0.2%	7.9%
4Q14	58.8%	19.9%	6.9%	0.6%	1.6%	0.1%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.8%	0.1%	8.2%
1Q15	59.9%	19.2%	6.3%	0.5%	1.7%	0.1%	1.0%	0.9%	0.6%	0.5%	0.8%	0.1%	8.4%

Source: BLRI, iResearch

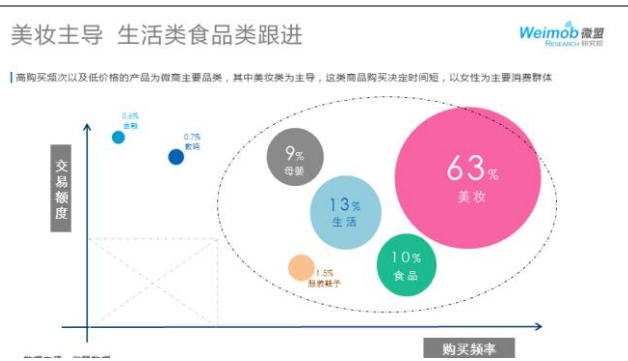
2014年，阿里国内电商平台的每店平均GMV大约是20万人民币。京东第三方平台更高，大约每店GMV是168万。我们相信微商的每点GMV要低很多。微商大致分为四类：品牌微商，个人微商，社群微商和平台微商。这四个类别又有很大重复，其中个人和社群微商并不一定拥有一个店面，也可能拥有几个店面。根据微盟(www.weimob.com)的测算，在微信平台上开店的微商大约占75%。2014年微商GMV大约960亿左右，平均每店GMV大约是1万5,000元。其中美妆占微商的比例揭示了微商行业早期监管混乱，传销横行的现状。

图表 11. 微商行业图谱



来源: 微盟

图表 12. 微商品类分布



来源: 微盟

我们认为，微商是一个新市场，其进入壁垒比淘宝店低很多，对淘宝的冲击目前还不显现。同时微商平台份额分散，不像阿里，已经形成了淘宝到天猫到聚划算的纵向倒流和国内电商平台到支付理财平台和到天猫国际的横向倒流，因此微商的商业化路径目前还不清晰，这也是微商沦为传销的渊藪的部分原因。但是长期而言我们还是看好微商的发展，微商存在的类似问题，淘宝早期也存在过。

微商我们认为长期还是一个能站得住脚的商业模式，对阿里电商平台也有负面的冲击

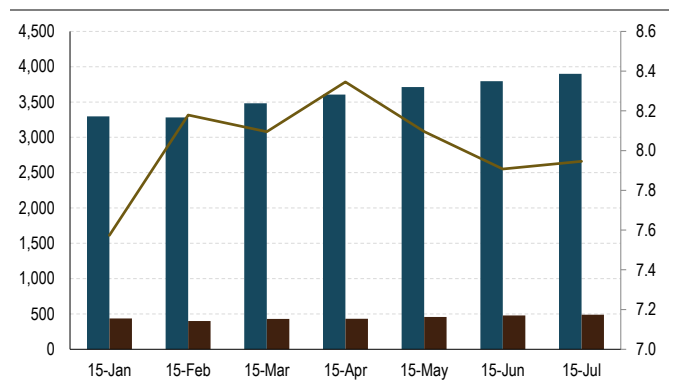
另外我们认为，淘宝流量份额的下降对整个阿里电商平台的可变现空间来说还是有负面影响的。淘宝店作为一种用户产生的内容 (UGC),相对于平台运营商产生的内容(PGC),具有低成本可复制的优势。如果最终阿里必须用天猫去和京东拼流量来源，那么天猫的全最终会被京东追平，但是京东的配送却不会因为时间的推移缩小和天猫的差距。丧失了廉价的流量来源就等于丧失了拉车的马，最终马车的速度会慢下来。在移动电商去中心化的过程中，阿里也确实及时地入股了微博和陌陌。但是微博在移动上的时长只有微信的 1/8, 而且这个比例有下降的趋势。

图表 13. 微店主要平台政策

	保证金	平台使用费	佣金*	交易手续费
拍拍微店	1,000/ 6,000	无	无	无
京东微店	20,000	无	0.6-6%	有
有赞(原口袋通)	无	无	无	补贴半年
微店(口袋购物)	无	无	无	补贴半年
微盟	无	无	无	补贴半年

来源: 亿邦动力。佣金指转发后成交的分成

图表 14. 微博: 微信用户时长比(百万小时)



来源: 艾瑞

缺乏线下资源和能力是阿里电商平台增长乏力的根源

我们认为在电商从 1.0 完成向 2.0 的转换，逐渐进入 3.0 的深水区的过程中，可以通过网络和配送完成的销售品类已经完成电商化，但是这些品类（服装，电器，化妆品洗护和母婴）只占社会零售总额的 13%，而占整个社会零售总额 70%的大宗品类（房，车，油，药，食品饮料和餐饮）都需要线下设施的辅助来完成销售。在这些品类里阿里缺乏线下资源和能力的弊端逐渐开始显现。

腾讯通过利用微信和投资 O2O 的第二名，获得了对 O2O 行业的影响力，这一点值得阿里学习

继往开来开拓新品类才是阿里持续发展之道

从整合银泰和开发菜鸟来看，阿里很早就意识到了这个问题。但是针对这个问题的解决办法阿里始终在现有 13%的品类里面做优化，而没有迈出切实的步伐去获取那 70%。

银泰是一个线下百货商店，其售卖的商品基本不需要线下的设施，百货业也是收到互联网冲击特别严重的行业。百货业的自救，以万达把百货做成休闲地产和茂业狠抓进货特色为应对手段，收效显著，但是这两个自救方法，和百货业本身的特性并没有关系。我们认为整合银泰是阿里交错学费。从菜鸟的发展轨迹来看，目前对天猫超市的物流支持据我们了解也遇到很多问题和投诉。

如前所述，电商 3.0 对大公司来说是一个挑战，正因为那 70%不容易做，才有小创业公司发展的空间和机遇，才会有今天 O2O 领域百花齐放的繁荣景象，但是也埋下过度投资

[查看最后一页的关键披露](#)

的泡沫隐患。对于 1.0 和 2.0 时代的领军企业，阿里如何能在 3.0 的时代持续保持领先呢？

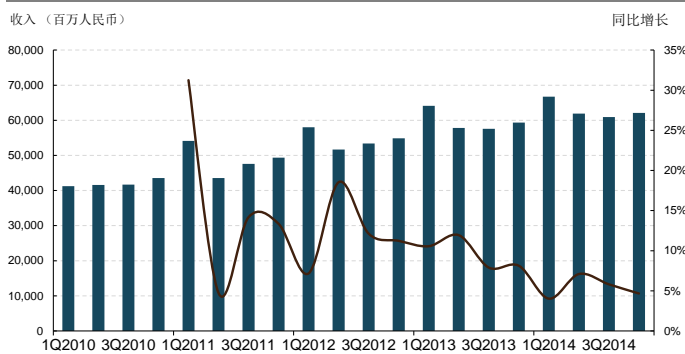
线下企业做O2O可能会重复线下零售的覆辙

我们选取了线下零售的几个代表性的品类，发现它们无一例外受到了互联网的冲击，线下电子产品已经因为及时拥抱电商而得以反弹。但是整体线下零售并没有走出一条有别于电商的发展之路。那么问题来了，阿里频繁入股线下零售，实际上把自己陷入一个左右互搏的境地。

阿里对O2O的影响力在逐年下降

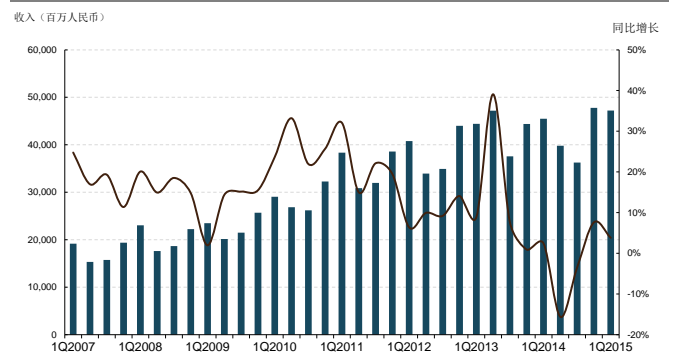
为什么美国线下零售商大多完成了电商的转化而中国的线下零售商就成功者寥寥？为什么美国的品牌产品大多数建立了自己的电商渠道而中国的品牌产品大多选择开设淘宝店或者天猫店？这个情况会不会在电商 3.0 的时代有所改观？

图表 15. 线下超市上市公司收入和同比



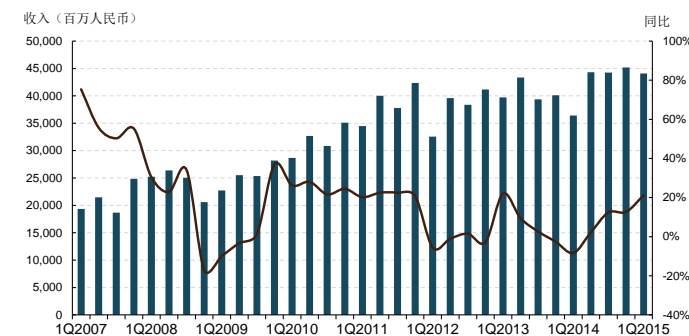
来源: CapitalIQ. 根据线下 8 家上市公司数据整理

图表 16. 线下百货商场上市公司收入和同比



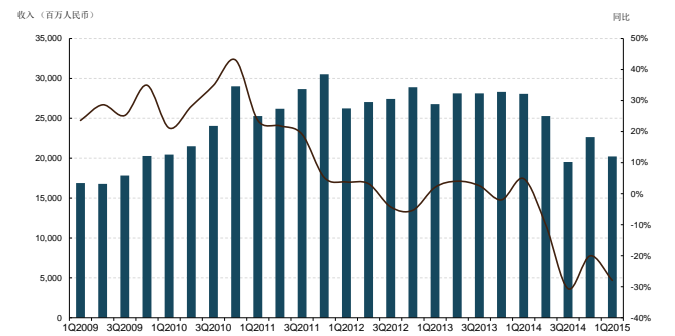
来源: CapitalIQ. 根据线下 33 家上市公司数据整理

图表 17. 线下电子产品上市公司收入同比



来源: CapitalIQ. 根据线下 3 家上市公司数据整理

图表 18. 线下服装上市公司收入对比



来源: CapitalIQ. 根据线下 20 家上市公司数据整理

我们认为在电商 3.0 的时代，线上平台为王的格局还是很难改变。原因是 O2O 服务大多数是高频服务，其频次甚至高于电商。我们观察到，越是高频的服务，其市场份额越集中，比如腾讯的 QQ 和百度的搜索，都有非常高的市场份额。这是因为用户无法忍受高频服务中出现太多选择。这可能会导致若干个统一的大 O2O 平台，伴随着若干品类的外包来补齐各个 O2O 品类对物流的不同要求。这若干个统一的大平台的候选者里，美团，58 和京东奔跑在前面，分别代表着人到店，人到家和产品到家这三个象限。线下企业

[查看最后一页的关键披露](#)

在 O2O 里坐大的机会目前看很小。阿里在这三个象限里的产品分别为口碑网（团购）/淘点点（外卖）/淘宝本地和淘宝超市。这些产品市场份额都不大，而且我们认为对领先者的威胁在逐年下降。

在品牌直销领域，伴随着小米电商的成功，越来越多的品牌开始注重直销，尤其是电子数码产品，原因是因为其物流相对简单。京东通过产品众筹，利用了电器行业因智能硬件而导致的市场分化，已经参与到了品牌直销的趋势中去了。从产品众筹起步，京东进一步深入了权益众筹，扮演了 VC 和孵化器的角色。相比于京东，阿里在产业链深化上乏善可陈这又再次归结到我们之前的一个结论，就是移动互联网时代单纯的信息撮合已经很难有竞争力。百度认识到了这一点痛下决心介入流程和交易，我们认为阿里也必须迈出这一步。

我们来看看传统零售企业做 O2O 和电商有什么劣势。简单来说我们总结了五条：

- 物流：电商的物流主要是分拣，传统零售的物流主要是补货。这两者其实有非常本质的不同。电商实际把生产环节和流通环节打通成为一体；
- 租金：传统零售的店面主要是为了展示，电商企业的仓库主要是为了中转。这两者租金差别很大；
- 空间：传统零售的空间设计是为了转化，电商的仓库设计主要为了取用效率。这两者深入钻研诀窍都很大；
- 员工：传统零售员工的主要功能也是转化，自主性积极性很强，优秀员工需要长期的培养；电商员工的素质壁垒大大下降，转化功能基本消失；
- IT系统：传统零售的CRM是线上线下脱节的，是单向推送的，电商的CRM是连为一体，双向实时的。因为消弭线上线下的脱节，电商的货物周转节奏更快，对公司管理要求更高；

我们因此认为，阿里入股银泰和苏宁，主导苏宁和万达之间的合作，促进苏宁向全品类电商的转型，都属于然并卵的努力，不会有什么成效。线下零售有没有存活的空间？我们认为是有的，有两种可能：

- 把购物打造成多用途多目的的活动。比如休闲购物，娱乐购物，场景购物等等。市场容量会有限但是确实有其存在的意义；
- 深抓购物内容，把内容（选品）做到独一无二。独一无二的内容在任何渠道都是可以主导销售的，这并不奇怪。

除此两类以外我们认为电商会替代所有线下零售。阿里改造线下零售的很多努力，可能是徒劳的。

京东模式可能在电商3.0时代有更大的发展空间

京东有 6 万线下配送员，它是有机会更好地适应电商 3.0 的发展的。更不能忽略的是，京东直营业务买断存货，这就让京东在产业链上有更深介入的机会。我们认为在移动互联网打通设计，生产和流通环节的时代，这才是京东的优势所在。

我们认为京东的发展趋势，可能在产品到家之后在产品到店象限有新的发展。淘宝天猫目前还停留在简单销售渠道的层面，做信息撮合的生意，会越来越没有价值。

深入产业链是对品牌直销，品牌电商化的最好化解。这一点京东走在了阿里前面

电商和传统零售是两门不同的学问

我们认为在移动互联网打通设计，生产和流通环节的时代，京东在产业链上有更深介入的机会，这才是京东的优势所在。

但是阿里不能深入产业链吗？完全可以。但是阿里需要深入大品类的产业链否则规模上对它没有意义。服装的产业链非常的易变不是一个介入的好领域，电器的产业链阿里很难做得过京东，只有在农产品生鲜这个产业链可能阿里有不输于大竞争对手的机会。

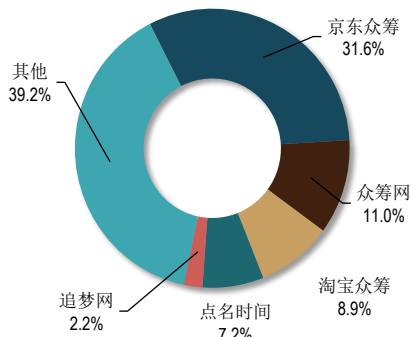
如果阿里整合其 B2B 的优势，在产品到店领域后来居上的可能性是存在的。

京东介入产业链上游的一个明显的例子是产品众筹。我们认为产品众筹成功地中和了电商品牌化的趋势，使得小米这样的现象局限于孤例，对渠道电商有重大的意义。在京东介入产品/权益众筹以后，很快斩获了将近三分之一的份额。淘宝众筹也很快后来居上，利用自己销售渠道的优势获得了将近 10% 的份额。

而在股权众筹领域，因为对流量依赖度不大，客单价（投资金额）很高，大平台的优势不大。2014 年股权众筹以金额计最大的三个平台分别是天使汇 (AngelCrunch)，创投圈 (天使会/创新工场) 和原始会，2014 年整个行业体量约 15 亿，占整个私募股权投资 3,900 亿的规模还非常小。

智能硬件的革命使得零售商有了介入生产和设计领域的机会。产品众筹达成了这个目的

图表 19. 产品/权益众筹市场份额，2014



来源: iResearch

图表 20. 股权类众筹主要公司

平台名称	成立时间	平台名称	成立时间	平台名称	成立时间
创投圈	2011/10	V2ipo	2014/1	聚天下	2014/5
天使汇	2011/11	银杏果	2014/1	路演吧	2014/5
人人投	2011/11	麒麟众筹	2014/3	天使街	2014/6
大家投	2013/1	尝鲜众筹	2014/3	币帮网	2014/7
众筹网	2013/2	华丽集	2014/3	蚂蚁众筹	2014/7
大家筹	2013/4	创微网	2014/4	众投邦	2014/7
奇点集	2013/8	微投网	2014/4	聚募	2014/7
爱合投	2013/9	天使客	2014/4	资本汇	2014/9
原始会	2013/12	云筹	2014/5	享梦众投	2014/9
创业易	2012/12	云岸	2014/5	股权易	2014/9
爱创业	2014/1	八方投	2014/5	蝌蚪众筹	2014/11

来源: BLRI

海外扩展和商业模式优化是阿里电商的当务之急

我们认为中国电商行业的发展前景还方兴未艾，电商渗透比例在 2014 年还只有 8%，这个数字还取决于分母是否包含了服务业。但是电商的初级阶段已经完成，电商发展的进一步深化，需要借助线下的设施，在这一点上阿里缺乏优势，因此亟须优化它的商业模式。

阿里在它很长一段时间内投资少，盈利快。这个反常现象可能无法保持

阿里需要进入投资期，对公司财务表现会有影响

对阿里的体量来说，它的电商业务必须在生鲜食品，中西药，新旧房和新旧车这四个领域获得突破，取得优势。而这四个领域对线下资源的依赖度都很大，要求都很高，行业都很复杂。纵观 BAT，百度和腾讯都曾经有因为投资而遭遇利润率大减的情况而阿里目前还没有出现这一情况。我们认为商业模式的优化具有很大的不确定性，而大规模投资以后阿里是否能够利出一孔，拿下几个大品类电商化的机会目前也不是很确定，这是投资阿里股票的主要风险所在。

阿里海外优势明显，转型移动紧紧跟随

[查看最后一页的关键披露](#)

在进口领域，我们认为阿里在海外的品牌辨识度高，在海淘，尤其在海外标品（母婴，包装食品，化妆品，洗护等）领域有较大的优势。而且由于物流简单，在这些品类里直销类电商线下配送的优势不明显。支付宝今年在开拓海外支付通道领域也有很多的努力和积累，受益于移动支付整合第三方 PC 支付的大趋势，支付宝有能力在线下银行卡收单和虚拟信用卡领域挑战银联。这些努力对阿里电商在海外的扩张也不无助力。

在出口领域，阿里继承 B2B 的历史积累和对国内供应商的了解，持续占据主导地位也是可预见的。但是出口领域受限于人民币可兑换的限制和人民币增值的影响，未来有大幅度的增长并不容易。

聚合模式不利商家是阿里商业模式长期的问题

阿里作为一个 PC 时代的电商 1.0 公司在移动时代还有很多工作要做。移动时代不仅开辟了电商 3.0 的可能性，把众多线下零售资源整合到了线上，其对商品展示的变革也是非常深远的。因这个展示的变革而异军突起的垂直电商比如唯品会，聚美，蘑菇街和美丽说基本都获得了长足的成长。我们认为阿里可以采取子品牌和跟随的战略在这些垂直领域继续深化来享受这些行业电商化的红利。

阿里从中国电商里一家独大，到目前在多个领域遭遇有力竞争，虽然有大数原则的原因，其商业模式的 PC 特性也有很大相关性。在 PC 上由于浏览器的存在，流量是泛滥的，无阻隔的，面对信息的海洋，为用户做聚合是商业成功的不二法门。但是到了移动时代流量是阻隔的，因此具体在每个终端上流量是稀缺的，聚合模式不再适合。

在聚合模式下商家必须互相竞争，最终发展到恶性竞争。竞争的初期是触网的和不触网的商家之间的竞争，到了商家大多数触网的时候，聚合模式就变成价格的竞争。由于聚合模式把商品进行简单的归类以利检索，商品多方面的特性不容易得到充分的展示，这就造成两个问题，一是偷工减料，而是价格竞争。在竞争的过程中，因为商家没有利润来做研发和设计，造成整体品类质量的下降，对整个行业的升级换代不利。

同样的问题百度也存在，但是百度在搜索上的模式始终是广告，从广告到交易百度并不涉足。阿里则完全是电商客户参与排名。虽然百度在移动时代也遇到了类似的问题，但是百度的电商特性并不显著，因此广告主也不容易恶化到价格的竞争。

阿里最大的问题是 PC 时代的聚合模式在移动时代不再适合。而阿里的搜索标的比百度要集中很多

阿里金融需要继续深化才能更上层楼

虽然阿里的金融业务（蚂蚁金服）利用支付宝和恒生电子坐稳了互联网金融第一的地位，但是我们看到互联网金融的深度和广度都是之前的互联网细分市场无法比拟的。在过去的一年里蚂蚁金服在互联网金融各个细分领域进步不大，有些核心业务比如恒生电子还遭到了监管部门的核查。我们认为金融行业是一个内容第一，场景第二，流量第三的行业，金融行业没有规模效应（economy of scale），相反有规模反效应（diseconomy of scale）。赢家通吃的现象可能在互联网金融里不适用。这就给阿里的金融业务提出了新的挑战。但是于此同时，移动支付的兴起

互联网金融的广度，深度和阿里的地位

图表 19 和 20 展示了中国支付市场和金融市场的规模。我们看到支付业务，股市投资和现金业务是互联网金融的三大主要的标品业务。阿里在标品业务的布局有先发优势，分别以支付宝，恒生电子 HOMS 和余额宝三个产品抢占市场。我们曾经预见到这三个产品会分别遇到银行网银，监管机构和银行存款的狙击。过去一年的发展基本证明了我们的判断。

阿里的流量业务遭到监管机构的狙击；阿里的内容业务过去一年里进步不大

图表 21. 非金融支付行业 规模

人民币万亿	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
非金融机构	9.79	14.07	18.91	24.25	32.01	41.83	52.54
PC	2.2	3.66	5.37	7.44	10.41	14.14	18.48
移动	0.08	0.15	1.22	2.94	5.26	8.46	11.94
线下	7.51	10.26	12.32	13.87	16.34	19.23	22.12
市场份额	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
中国银联	47%	41%	35%	30%	27%	24%	23%
支付宝	12%	14%	19%	25%	29%	32%	33%
财付通	5%	6%	7%	8%	9%	11%	12%
汇付天下	3%	5%	7%	5%	6%	6%	6%
通联支付	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
快钱	3%	4%	3%	4%	4%	4%	4%
易宝支付	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
拉卡拉	4%	4%	5%	6%	6%	5%	4%
其他	20%	18%	18%	16%	15%	14%	13%

来源: iResearch

图表 22. 中国金融行业规模一览表

人民币万亿	C2009	2010	2011	2012	2013
交易	88.1	87.2	71.5	65.9	86.3
现金存款增加	13.1	12.0	9.1	10.8	12.6
新贷款	9.6	7.9	7.5	8.2	8.9
基金申购	2.0	1.6	2.1	4.0	5.3
股票交易	53.6	54.6	42.2	31.5	46.9
债券交易	8.6	9.5	7.5	7.3	7.5
信托发售	NA	NA	1.8	2.7	3.4
保险	1.1	1.5	1.4	1.5	1.7
余额	146.1	174.7	192.7	220.3	247.8
银行存款	59.8	71.8	80.9	91.8	104.4
银行贷款	40.0	47.9	54.8	63.0	71.9
基金	NA	NA	3.0	3.6	4.2
股票	24.4	26.5	21.5	23.0	23.1
债券	17.9	20.3	21.6	24.1	25.0
信托	NA	3.0	4.8	7.5	10.9
保险	NA	NA	NA	7.4	8.3

来源: BLRI

内容第一，场景第二，流量第三

我们认为，金融产品的特性就是它的非标准性。现金可能是所有金融产品里最标准的产品但是不同币种之间的交易也使得现金都有非常显著的内容依赖；债券和股票是金融产品里次标准的两个品类，买卖的资产标的已经完成了打包的过程，但是它们和企业基本面和宏观经济的联系仍然让它们与内容有很强的相关性；股权和债权投资就更不标准了，它们不仅在资金端不标准，在资产端也不标准。

金融牌照实际是对风险的问责

内容依赖是互联网金融必须跨越的问题

在金融行业，对内容的依赖很多时候就归结到对人的依赖，这个依赖在可见的未来看不到减轻的希望。当然程序化交易(Programmable trading)正在把金融对人的依赖转化为对机器的依赖，但是我们认为对机器的依赖其实还是摆脱不了对内容的依赖，为什么？

内容依赖的一个变相就是对牌照的依赖，也就是对风险的问责。对机器的依赖只是平时的自动化，但是对风险负责的还是人，不是机器。我们看到政府对金融的强监管和牌照准入的行为，实际内涵是对风险的问责，其根源也是对人的依赖。

我们认为金融一个很大的特征是它是没有规模效应的。在电商领域，规模越大，成本越低，但是商品（除非是危险商品）不会惹麻烦。在金融领域，规模越大，成本也越低，但是风险也会越大。如果把监管成本考虑在内，金融规模越大，成本也越高。

规模越大，风险越高，监管成本越高

我们以小贷公司和 P2P 为例来分析一下贷款行业的监管必要。中国大概有两万多家小贷公司，贷出资金以股本金为主，因此资金成本比较低(5-6%)，在坏账核销 6-9%，人员运营成本 6%，放贷利率 28%，净利润率可以做到 7-11%。政府对小贷公司的资本金和杠杆比例有严格的规定，资本金不得超过一亿人民币，杠杆比例一般 1:0.5。这样严格控制了风险，但是也限制了利润，尤其在运营成本上没有规模经济。

反观 P2P，理论上中国的 P2P 是贷款人和借款人的撮合，实际上大多给贷款人回报承诺。P2P 没有资本金的限制。因此可以认为杠杆比例非常大，相比小贷可以轻易把规模做得很大。因为贷款是借来的，资金成本比较高(10-12%)。在其他条件近似的情况下，P2P 必须寻求更高回报的贷款人才能做到盈亏平衡，这一般是以提升贷款风险的方式来实现的。如果规模很大，坏账突发的情况利润不足以冲抵亏损就会引爆金融风险。

也就是说，金融机构在金融交易里履行的职责是风控。监管机构以牌照的方式把渠道的特许经营权交给金融机构，要求的回报是履行风控的职责。2014 年 P2P 行业交易规模超过 2,000 亿元，是小贷交易规模的两倍，而这两者之间基本没有差别。

金融产品很难脱离场景而独立存在

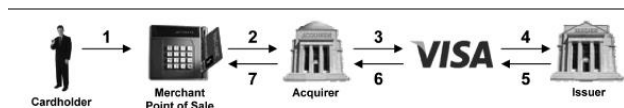
我们认为，金融产品的交易很难脱离使用场景而存在。也就是说，炒股的时候很难推动用户去借信用卡贷款，支付的时候很难让用户去玩一个网络游戏。究其原因是因为金融一般是一个理性的投资行为，而不是一个感性的消费行为。在金融产品的分销里，渠道的价值自然是非常大的。但是这些渠道的价值，又是建立在其传输内容的正当性上的。羊毛出在猪身上在金融领域很难行得通，这一点在余额宝的余额失去利率吸引力后迅速下降可见一端。

如果把监管成本考虑在内，金融规模越大，成本并不越低

杠杆是金融规模经济的主要来源，也是风险的主要来源。

自余额宝失去利率优势后，其市场份额持续下降，证明金融产品很难脱离使用场景

图表 23. 银行卡发卡流程



来源: iResearch

图表 24. 银行卡收单流程



来源: BLRI

其实支付宝是金融产品必须绑定交易场景的最好案例。伴随着电商的发展，支付宝随之获得了长足的发展。但是随着移动支付的出现，出现了支付宝的竞争对手微信支付。对

[查看最后一页的关键披露](#)

阿里来说，移动支付也提供了支付宝挑战线下银行卡收单的巨大机会。能否抓住这个机会是影响蚂蚁金服估值的关键之一。

超级账户是蚂蚁金服高估值的关键

我们在过去分析中给了蚂蚁金服 1,590 亿美元的估值，其中 1,300 亿美元来自支付宝，210 亿美元来自供应链和消费金融，84 亿来自金融理财和财富管理。

支付宝移动优势明显，但是优势主要来自PC的存量激活

支付宝的价值体现的前提是支付宝抓住移动支付的两大机遇：(1) 移动支付和线下银行卡收单市场的融合(1,100 亿美元)，(2) 支付宝成为一个全球性的卡组织 (200 亿美元)。2014 年，我们看到由于移动支付的飞速发展，支付宝在整体非金融机构领域的市场份额有了长足的进步。我们估计支付宝在非金支付的交易份额从 2013 年的 19% 提升到了 2014 年的 26% 并在 2015 年超过银联成为中国最大的非金支付机构。而微信支付虽然也受益于移动支付，但是它的市场份额并不出色，甚至比财付通在 PC 上的份额还低。这是为什么？

受益于移动支付的飞速发展，支付宝在整体非金支付领域份额有了大幅提升，但是细究之下，发现支付宝在移动互联网的增量部分份额有所不足

图表 25. 中国非金融支付机构市场预测

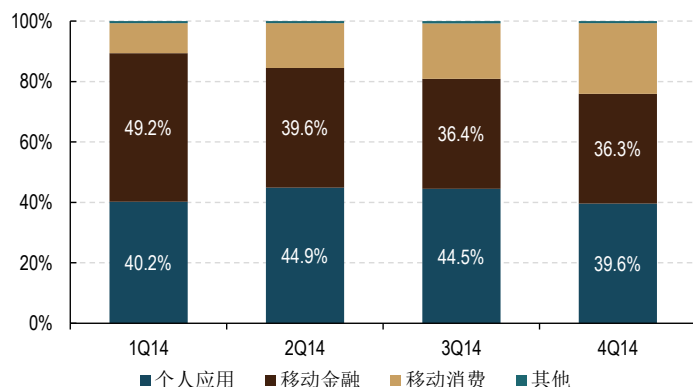
(人民币 万亿)	C2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
非金融机构支付金额	9.79	14.07	18.91	27.648	35.22	41.53	45.67
PC 在线	2.2	3.66	5.37	7.44	9.97	11.96	13.16
移动在线	0.08	0.15	1.22	6.04	9.66	13.05	15.66
线下	7.51	10.26	12.32	14.17	15.6	16.5	16.9
比例							
PC 在线	23%	26%	28%	27%	33%	34%	35%
移动在线	1%	1%	6%	22%	16%	20%	23%
线下	77%	73%	65%	51%	51%	46%	42%
增长							
PC 在线	118%	66%	47%	39%	34%	20%	10%
移动在线	36%	89%	707%	395%	60%	35%	20%
线下	45%	37%	20%	15%	10%	6%	2%
市场份额							
China UnionPay (中国银联)	47%	41%	35%	30%	27%	24%	23%
Alipay/Alibaba (支付宝)	12%	14%	19%	26%	29%	32%	33%
TenPay/Tencent (财付通)	5%	6%	7%	8%	10%	12%	14%
China PNR (汇付天下)	3%	5%	7%	5%	6%	6%	6%
All In Pay (通联支付)	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
99Bill (快钱)	3%	4%	3%	4%	4%	4%	4%
Yeepay (易宝支付)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Lakala (拉卡拉)	4%	4%	5%	6%	6%	5%	4%
Others	20%	19%	18%	15%	13%	12%	11%

Source: BLRI

我们认为，手机支付宝在移动上的强劲表现受益于 PC 应用转向手机的时长红利，也就是说是存量激活。我们看到移动支付目前超过三分之二的交易金额是花在个人应用（缴费转账）和移动金融（余额宝）上，消费类交易花费时长很小。我们认为微信在 O2O 和消费类有比它整体移动支付更高的份额，O2O 消费（叫车，订餐和团购等）的客单价较低，频次高，在金额上的体现可能不显著，但是在移动支付的增量上更有意义。

[查看最后一页的关键披露](#)

图表 26. 移动支付交易规模场景划分 (支付额)



来源: iResearch

随着央行对支付类账户从事转账理财行为的限制,我们认为这是变相地限制支付宝升级为超级账户,或者说央行在要求支付宝升级为超级账户的过程中履行超级账户的风控要求。比如说在央行公布的《非银行支付机构网络支付业务管理办法(征求意见稿)》里,综合类支付账户的余额可以用于消费、转账以及购买投资理财产品或服务;消费类支付账户的余额仅可用于消费以及转账至客户本人同名银行账户(包括借记和贷记账户),不可用于转账至其他账户,也不可用于购买投资理财产品或服务。而央行对综合类支付账户的准入设立了更高的要求,比如说必须通过面对面或者五个(含)以上合法安全的外部渠道对身份基本信息完成多重交叉验证等。

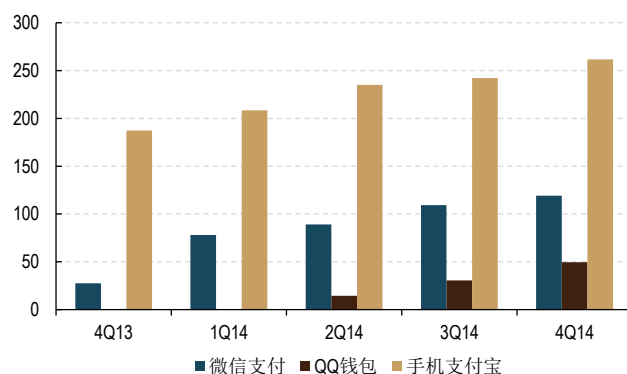
我们所谓的超级账户,指的是跨交易系统的管理账户。银行账户是一个超级账户。股票、基金、期货、理财、消费、信贷等账户都各自独立,唯一能统一这些的机构只有银行。换言之,进行互联网金融的交易,投资者只能登录个人的银行账户实现流转。支付宝如果能够实现超级账户的功能,对蚂蚁金服发展出一站式的金融服务平台意义是非常重大的。但是如果监管层不支持支付宝发展成超级账户,不仅蚂蚁金服未来的互联网金融版图会受很大束缚,支付宝本身的很多现有的超级账号功能比如转账还款,金融理财都会收到影响,支付金额下降,支付宝本身的估值也会降低。

阿里巴巴超级账号路径受阻后会怎么办?

我们认为央行会限制支付宝的转账和理财功能,阿里打造超级账号的努力会受阻。但是蚂蚁金服并不是没有应对之道。

- 我们认为蚂蚁金服在支付宝入口职能不明确的情况下,会选择做各条金融业务线的自营。根据媒体报道,蚂蚁金服已经收购了长江证券的部分资产,马云本人也入股了香港券商瑞东集团;蚂蚁金服和腾讯和平安合作了众安保险,天弘基金也从货币基金发展到了专户投资业务;
- 我们认为央行并不会限制支付宝在支付技术上的创新。支付技术,尤其在移动互联网发达的今天,有巨大的发展潜力。电子支付技术在社会生活中的渗透率还非常低。移动互联网给了互联网支付以替代线下银行卡收单的机会,我们认为支付宝作为行业最大体量(无论从用户数,交易量和员工数)的公司,会享受到最大的发展红利。在支付宝发展壮大以后,蚂蚁金服仍然有可能提升它的风控水平,超于它的银行竞争对手,说服央行给予它银行的待遇。

图表 27. 支付宝,微信支付和手机 Q 钱包活跃用户 (百万)



来源: iResearch, BLRI 估算

支付宝现在的转账还款功能可能很快会受到央行新规的限制,造成支付金额也受到影

自余额宝失去利率优势后,其市场份额持续下降,证明金融产品很难脱离使用场景

我们看到，中国的银行目前还担负着支持落后地区，执行国家政策，负担就业指标等繁重的工作，蚂蚁金服在当今这个时点进入银行业，难免会被要求分担这些繁重的工作。如果不分担这些繁重的工作，又必然遭受到同行们的指责。因此我们认为蚂蚁金服的未
来，并未因为央行对支付宝的限制而变得暗淡。但是我们对蚂蚁金服做自营能否成功持怀疑的态度。

蚂蚁金服做金融自营能不能成功？

由于阿里进入金融领域较早，我们的观察是其运作手法和核心竞争力还带有比较深的互联网公司的印记。主要特征是重视流量和忽视监管(或者说忽视内容，因为监管也是一种内容)。我们这些特征在开拓期是优点，但是在移动互联网打开了传统企业触网的大门，政府日益重视互联网的时代会成为自己成功的绊脚石。

人才和服务流程会成为蚂蚁金服自营金融业务的绊脚石

我们认为国有银行和金融机构竞争力并不弱，从国有银行和金融机构在对抗外资银行的过程中已经看出，国有银行有文化优势，资源优势，政策优势，成本优势和人才优势。后两者是隐性的优势，国有金融机构继承了计划经济时代大而全的经济体系，在人才教育和培养流程里占据得天独厚的优势，这些人才贯穿政，商，学三界，是外资银行无法比拟的，也将是蚂蚁金服这样的民企很难比拟的。

在 2000 年划归教育部之前，央行有十二个直属高校，划入教育部直属的有四个，分别是西南财经大学，中国金融学院，湖南财经学院和陕西财经学院；各省市直属的有八个。财政部有六个直属高校：上海财经大学、中南财经大学、江西财经大学、山东财政学院、中央财经大学和东北财经大学。对外经贸部有一个直属高校：对外经济贸易大学。我们看到，中国的金融领域从监管到企业到人才培养建国以来形成一整套闭环自洽的人，财，物体系。在改革开放以后这个体系又经历了脱胎换骨的改良，迎来了如周小川和易纲这样的国际化人才。这个体系的人才几十年以来一直在国有体系内就业。

反过来看，中国互联网的人才来源比较多样化，海归和本土精英俱备，背景各不相同。本土院校里出自邮电，电子系统的比较多。比如丁磊毕业于成都电子科技大学，马化腾毕业于深圳大学计算机系。但是也不乏出自清华北大甚至人大的文科生（刘强东）和师大的教师（马云）。而在金融这个专属性比较强的领域里，外来的和尚会不会念经，很大程度上取决于这个领域的基础设施开放程度有多少。由于 2000 年的历史机遇，中国在电信增值业务上相当开放，但是在基础电信业务上并不开放，这就决定了从事基础电信业务的上市公司（世纪互联，蓝汛，网宿和鹏博士等）远远少于从事电信增值业务的上市公司。在金融领域，国退民进的步子迈得更小。在金融危机以后，民营金融的从属地位更为显著。

阿里巴巴的管理层符合中国互联网的特征。在阿里巴巴的十六位高管里，有七位来自杭州的本地院校：彭蕾（浙江工商大学），吴敏芝（浙江大学），张建峰（浙江大学），胡晓明（浙江大学），戴珊（杭州电子科技大学），王坚（杭州大学）和马云（杭州师范大学）本人。去除三位外脑：蔡崇信，Mike Evans,和 Tim Steinert，我们认为无论阿里巴巴还是蚂蚁金服，目前的管理层和中国现有的金融体系存在较大的人才鸿沟。

人才经过教育以后必须经过流程的培养才能成为行业的精英。国有银行动辄十几万人的员工数量下按照业务流程井然有序地开展工作，这本身就是一种竞争力。我们认为阿里

金融联网是金融企业提升效率，降低成本的一种手段；而互联网金融是其开拓客户，增加收入的一种手段

阿里巴巴现有的高管团队跟中国现有的金融体系存在较大的鸿沟。

金融一缺人才，二缺流程，三缺上层关系。不仅很难对监管层施加影响，在自营业务领域也会遇到很大阻力。恒生电子在配资业务上的失误就是明证。

阿里在O2O交易流程上的缺失会导致上游商户的竞争

支付宝能够迅速崛起，和电商的崛起密不可分。也就是说交易必须有场景。百货商店的交易场景催生了刷卡机，验钞机和收银台这样的用户场景。但是我们前面讲到，目前电商的发展，还局限于不需体验，不需服务，可存储运输的部分品类，具体说就是服装，电器，化妆品，母婴和书籍这五大类。电商的持续深化，必须深入到需体验，需线下服务，需本地生产或存储的品类中去，这些品类的支付场景，无论是大额支付的耐用消费品交易，还是本地O2O的高频服务，支付宝并不具备优势。

一个流程，有商品SKU就是交易，没有商品SKU就是支付。什么意思？就是控制了商品的展示就控制（或者影响）了消费者的选择，控制了消费者的选择就控制（或者影响）了商户的展示。控制了商户的展示就控制（或者影响）了服务的客单价和毛利。或者简单来说，从商品交易延伸到支付场景有流程顺畅的优势。在今天O2O恶性价格竞争的今天，垂直整合到支付恐怕只是时间问题。大众点评推出的闪惠就是从交易场景切入支付的一种尝试。

什么是闪惠？大众点评的闪惠是把团购打折这个步骤直接做到支付的环节，而不是像团购一样打折在引流环节。闪惠的出现对应了目前大部分团购消费者先到店，再找折扣券这个现实。从流程上看比折扣券支付团购更自然，也更有尊严。在消费者决定消费的各个因素，多少是因为团购的折扣多少是因为非团购因素很难辨别。因为闪惠引流作用的降低，它收取商户的take rate也相应降低，因此对整个团购的生态影响非常巨大。

闪惠对支付步骤的意义是，因为消费者必须通过闪惠才能获得折扣，闪惠会对下游的支付步骤就有很大的影响力，这就为大众点评推出自己的支付手段，或者有选择地屏蔽第三方支付手段，或者推出自己的消费金融产品提供了可能性。闪惠推出后很快受到了美团和糯米的模仿。闪惠占点评GMV的比例也不断攀升，根据媒体报道已经接近50%。

有商品的是交易，没有商品的是支付。在O2O价格竞争的今天，垂直整合到支付恐怕是美团和点评们的下一步

O2O交易流程整合支付环节会侵蚀支付宝的份额，费率或者两者俱侵

美团和点评能不能推出自己的支付工具？我们认为完全可以。目前移动支付里快捷支付，转账支付和账户支付的比例已经达到60:20:20。而快捷支付（又称绑卡支付）实际是整合业内银行卡直付的一个网关而已。这个网关虽然支付宝仍然占有统治地位，但是和支付宝赖以成名的账号支付宝（escrow account）不是一回事，也没有资金的沉淀。归根结底，支付宝的所有账号种类都是影子账号，对应的是绑定的银行卡账号。在央行表态不支持支付账号具备资金沉淀功能之后（超级账号功能），支付宝在支付领域其实并不享受明显意义上的网络效应（network effect）。只是由于支付的体量巨大，支付宝网关在稳定性，鲁棒性，出错率等各个指标上都领先业内其他解决方案而在绑卡支付领域维持了巨大份额。尽管如此，这些指标能阻挡美团或者点评开发自己的支付工具和互联网金融产品吗？我们认为不能。

下图展示了在OTA领域，携程和去哪儿在支付环节强绑保险的页面。去携提供三个保险种类：航空意外险，交通意外险和航班延误险。大多数的国内机票都至少绑定了一个不能取消的保险种类。我们看到，团购目前还没有保险这样完美的增值服务产品。为什么完美？第一它不伤害供应商的利益和积极性，保险是消费者买单（OTA自古以来都是商户买单。但是实际上退改签已经是消费者买单了）；第二它提供一些消费者价值，最高明的是这个价值不确定，相信很多旅行者还是获赔过延误险的；第三它几乎没有成本。

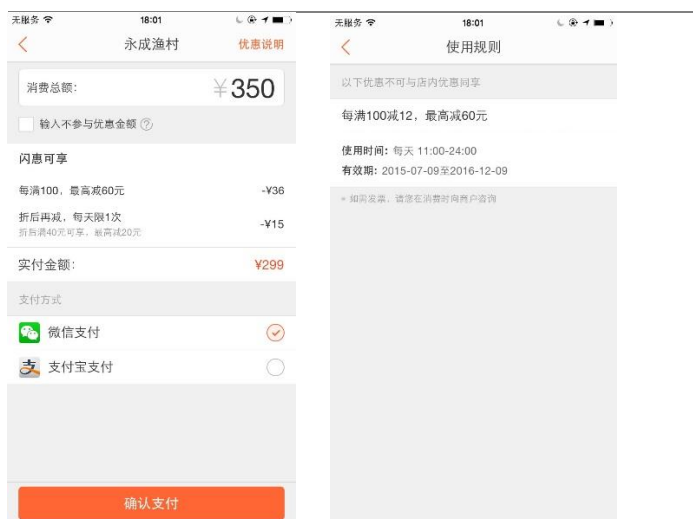
[查看最后一页的关键披露](#)

闪惠利用商户提供的折扣把消费者引导到了这个支付页面，省去了买折扣券，显示折扣券，使用折扣券一系列麻烦，最重要的可能还是帮消费者驱赶走了用团购这种对自己感觉非常 low，对共同用餐人非常没面子的购买方式的心理阴影，这样的 consumer benefit，在支付环节插一个小小的增值服务，消费者会不会容忍？

我觉得会。比如说，可以增加一个卖公益彩票的环节，反正很多人用餐之后会津津有味地用硬币刮发票上的那个刮奖的，吃饭以后把零钱扔进一个收集善款的大玻璃瓶子也存在于很多饭店的收银台，彩票的 take rate 有 9%，几乎无成本。

或者说自己做个支付工具行不行？我觉得完全可以。目前移动支付接近 50% 的支付是快捷支付，也就是绑卡支付(微信支付就是快捷支付)，需要做的就是整合几十家银行的网银通道整合成一个网关，然后发动消费者绑银行卡，这其实跟支付宝和财付通的市场统治地位没半毛关系，微信要做就做起来了，就算没有财付通的也一样做得起来。支付工具做起来后可以作两件事。第一件事是把费率提高。目前支付宝餐饮的刷卡费率是 1%，团购的折扣都在百分之好几十，没有消费者会因为刷卡费率提高一个百分点放弃自己的团购折扣。另一件事是做信用卡，借钱给消费者吃饭收取借款利息，这也是线下早已存在的。

图表 28. 大众点评的闪惠页面



来源: BLRI

图表 29. 去哪儿和携程的支付绑定



来源: BLRI

中国电子支付的 take rate 远低于国际标准，其原因在于发改委规定的银联收费标准，支付宝的费率，也是对标银联的费率。但是随着 O2O 企业的垂直整合进入支付环节，我们认为支付的费率会进一步承压。O2O 企业由于拥有计算折扣的页面优势，可以把支付扣点隐藏于闪惠页面之内，“绑架”消费者为了获取消费折扣而支付高于支付扣点的费率。这种收费策略，在旅游 OTA 强绑保险的收费策略里已经显示其有效性了。

互联网作为一个支付工具它的优势是它不用分发卡，收单和卡组织，因为发卡和收单终端都在电脑屏幕上，免费，消费过程也在电脑上，不离。因此卡组织可以收进支付费率的全部。这其中发卡除了承担渠道的角色，还担负着资金垫付，消费信贷和坏账控制着三大功用。但是相对于费率里 70% 的分账比，发卡行还是有可观的利益可图的。

在手机的时代虽然还是需要刷卡端 POS，但是大多数消费终端都有电脑，如果和电脑成功对接，收单这个角色也是可以整合的。我们看到虽然在国外发卡，收单和卡组织是

银联虽然费率和互联网支付可比，但是银联需要分账给发卡和收单，它自己获得的费率只占总刷卡费率的 10%，即使银联自己做收单，也只占 30%

[查看最后一页的关键披露](#)

各自独立的企业，在中国银联商务很早就介入了银行卡收单业务并占据 50%的市场份额。我们估算银联作为卡组织的 take rate 只有 0.05%，加上收单业务可以到 0.15%，相比支付宝的 0.16%，VISA 的 0.21%，MasterCard 的 0.17%和 PayPal 的 3.6-3.8%。PayPal 的 take rate 受益于互联网支付整合发卡，收单和卡组织优势，也得益于 PayPal 和 eBay 的深度绑定和对一些灰色产业（赌场）的支付支持。但是这样高的 take rate 是不利于市场份额的扩张的。

图表 30. 互联网支付费率一览

	账号支付	网银支付	快捷支付
支付宝			
B2C (海外)	0.6%	0.6%	1.0%
B2C (淘里)	0.2%	0.3%	0.5%
酒店机票旅游	0.4%	0.2%-0.4%	0.5-0.6%
餐饮	NA	NA	<1%
金融转账	NA	NA	0%
财付通（微信支付）			
B2C	0.6%	0.6%	0.6%
酒店机票旅游	0.6%	0.6%	0.6%
餐饮	NA	NA	0.6%
金融转账	NA	NA	0%
快钱			
B2C	0.3%	0.3-0.6%	0.5-0.6%
酒店机票旅游	0.2%	0.1-0.2%	0.3-0.5%

来源: BLRI

图表 31. 银联支付费率一览

	费率	发卡	收单	银联	封顶
餐饮娱乐	1.25%	0.90%	0.22%	0.13%	
居民房产	1.25%	0.90%	0.22%	0.13%	80
机动车	1.25%	0.90%	0.22%	0.13%	80
烟草	0.78%	0.55%	0.15%	0.08%	26
批发	0.78%	0.55%	0.15%	0.08%	26
旅游门票	0.78%	0.55%	0.15%	0.08%	
交通运输	0.78%	0.55%	0.15%	0.08%	
互联网服务	0.78%	0.55%	0.15%	0.08%	
家装	0.78%	0.55%	0.15%	0.08%	
零售门店	0.78%	0.55%	0.15%	0.08%	
金融服务	0.78%	0.55%	0.15%	0.08%	
公共缴费	0.38%	0.26%	0.08%	0.04%	
医院学校慈善	0%	0%	0%	0%	

来源: BLRI

互联网金融和金融联网有什么区别？

金融行业很早就重视了网络技术，IT 支出也是银行最大的成本之一。但是互联网金融和金融联网有什么区别？区别在于前者是提升效率，降低成本的一种手段，而后者是开拓客户，增加收入的一种手段。

伴随着移动互联网对社会经济翻天覆地的变化，消费场景和交易场景在迅速地向网上迁移。金融依靠数据，而数据在迅速地向网络迁移，也迅速在网上扩大。由于智能手机的 Always On 和定位的功能，消费者和商户的生活轨迹和交易过程被智能地记录和利用起来，这些数据提供了更丰富的金融特性。

以贷款为例，传统的模式贷款和消费在流程上是分离的，虽然贷款人很希望了解借款人的借款用途，也会在贷款过程中给予要求，但是基本上没有办法予以实时的监测。这个能力在移动互联网的时代是可以做到的，贷款的申请可以直接接通到消费现场。伴随着消费者消费轨迹的全盘电商化，她/他的信用记录也可以被网络记录和存取，而在此之前她/他的信用数据可能只在大宗交易的情况下才会被有限的记录下来。当然这是一个未来的愿景，在目前的阶段，跟踪消费轨迹也并不容易。理论上说联网的银行就可以跟踪消费者的所有轨迹，而这并不是移动互联网出现后才有的，以中国政府对银行业的控制，银行联网也不是难事，但是消费跟踪从来就没有达成过。

阿里金融会面临和阿里电商一样的问题

移动互联网导致的数据大爆炸和它的 Always On 和定位特性分不开的

我们看到，阿里零售电商的问题是它停留在渠道层面，对零售交易的行业特殊性介入不深，与自己的B2B平台没有打通，阿里意识到了这一点后开始投资建设物流配送的地网（菜鸟网络）和大数据的天网。但是我们认为阿里初期的成功太巨大，改变基因的努力太缓慢，后果是在行业存在进入壁垒的时候给这个行业的垂直电商以切割市场份额的机会。以3C为例，3C电子市场规模大，SKU少，客单价高，包装统一是电商的长处，更新换代快，存货风险大是3C电商的短处。在阿里电商不深入行业的时候，擅长存货管理的京东就拥有了坐大的机会。以服装为例，服装设计是一个创意行业，但是创意公司成功以后就变成一个品牌运营的行业，在淘宝店成功升级为淘品牌以后，单一渠道和单一售卖方式已经不能满足淘品牌继续成长的要求，大批的淘品牌在年销售额一亿元开始止步，唯品会给了品牌们一系列专属的服务，满足了它们产品周期管理的需要，成功地切走了淘宝上成长出来的最有价值的商户。

金融行业是一个内容为王的行业，因此行业分支很多，都有各自的进入壁垒。如下图所示，我们把互联网金融分为五个大类，分别是资金端（投资），资产端（融资），金融服务，支付和虚拟货币。我们也可以分类为传统行业的互联网化，互联网催生的特殊模式，工具和介质等。其结果大同小异。

互联网金融行业可能存在泡沫

图表 32. 中国互联网金融分类图



Source: BLRI

在短短的时间里，互联网金融已经发展到了5个大类，14个小类，超过50多家知名企业。每个小类其实公司更多。这里是不是所有的公司都能获得发展？

互联网赢者通吃的特性，可能不适合于互联网金融

不可否认，金融本身行业巨大，从交易量看比零售大2倍多，从存量余额看比零售大7-8倍。而且我们认为在非标准品领域，内容的重要性大于渠道的重要性。另外，金融受到政府的监管，有很高的合规成本。因此，我们认为互联网赢者通吃的特性，可能不适合于互联网。

但是不是所有的新兴互联网金融公司都能成长壮大呢？未必。短短几个月间，互联网配资和 P2P 网贷这两个蓬勃发展的分支就遭遇了很大的挫折。从事配资（借钱给操盘手炒股）的米牛网和 658 就被叫停了配资业务。恒生的 HOMS 平台被指是这次股灾的罪魁祸首。P2P 网贷在央行收紧资金池定义和强制银行托管资金后也面临着向小贷公司（自有资金借贷）转型的压力。我们看到这两个例子都是传统金融业务向互联网转化的例子，它们遇到问题，昭示了传统金融业务转网的过程中不能规避原有监管这个问题。

披上互联网外衣规避监管可能是泡沫破灭的一个原因

阿里云能否成为阿里重拾增长的主要推动力？

我们认为和亚马逊一样，阿里有从事云计算的内在优势和动力，但是阿里和亚马逊面临着两个非常不同的主战场，这因此导致我们认为阿里云追赶亚马逊 AWS 的路途会很漫长。但是阿里的野心并不在于仅仅追赶亚马逊，而是整合谷歌，苹果和亚马逊的新业务，包括手机操作系统(YunOS)，智能硬件，内容和云计算等。但是我们认为阿里巴巴在这些领域的执行风险很高，面临着更专注的竞争者比如乐视，小米和腾讯的竞争。

中国云计算很可能走出和美国不同的道路

毋庸置疑，阿里云的一个举足轻重的优势是它熟知它自己电商生态体系的云服务需求，在大部分场合可以推送，在某些场合可以绑定推广。因此，阿里电商生态的 850 万名商家是阿里云独特的发展机会。但是我们也看到，商家对超出它们需要的收费项目是有反弹的，因此阿里商户采纳云计算的步骤不会是一蹴而就的。

阿里云在中国云计算领域有超过三分之一的收入份额，但是它的收入规模只是亚马逊 AWS 的 5% 不到

阿里云和亚马逊的 AWS 一样，是其电商 IT 能力的一次复用。由于电商存在明显的季节性波峰和波谷，阿里和亚马逊的 IT 基础设施都存在过度投资的问题。阿里由于受益于支付宝的海量支付频次其过度投资的问题会更严重。应付如此高频海量的计算需求，亚马逊和阿里可以直接使用到芯片级硬件和低级编程语言的层级，因而跳过系统集成商或者 IT 咨询企业的产业链环节。当这些基础设施的投资外化开放成为可销售的产品，就是阿里云和 AWS 服务。

但是我们看到，阿里和亚马逊面临的市场是有很大不同的。我们认为：

- 中国企业服务市场长期以来重视客户端而轻视服务器端，重视硬件而轻视软件，重视内部开发而轻视外部外包，这些习惯都不可能轻易改变；
- 中国基础电信业务份额集中，尤其是中国电信在互联网接入领域一家独大。比如三大运营商占中国 IDC (Internet Data Center) 超过 70% 的收入市场份额，中国电信一家超过 40%；
- 中国互联网行业份额也很集中，而且大部分中国企业不需要国际化的 IT 布局，因此更可能使用私有云而非公有云；
- 中国大企业国有居多，因此更可能使用私有云而非公有云。

我们估算，根据 IDC 的数据，2014 年中国企业 IT 支出达到了美国的 29%，但是美国的 IT 支出中 75% 是服务器端支出，包括数据库，数据中心设备，企业软件和 IT 外包服务等，终端支出（电脑，手机等）只占 25%。而同年中国的 IT 支出中 83% 是终端支出，服务器端支出只占 17%。这就是说中国的服务器端 IT 支出只占美国的 7%，符合阿里云和亚马逊 AWS 的收入比。

中国的服务器端企业 IT 支出也只有美国的 7% 左右，和阿里云-亚马逊 AWS 的收入比例类似

我们认为阿里云受益于阿里平台电商商户的云需求，可能获得超过中国对比的云计算份额，实际上阿里云占中国公有云计算的收入份额，超过三分之一，而我们预期阿里云和亚马逊 AWS 的收入份额比也可以提升到 10-15%。

阿里云在中国市场的竞争对手可能是谁？

我们认为，阿里云在中国市场的竞争对手可能不是单个的企业，而是市场本身。这并不奇怪，很多市场在中国并不存在，或者比其他国家的同类市场要小，比如视频。

阿里云在中国的竞争对手可能是不同的市场形态

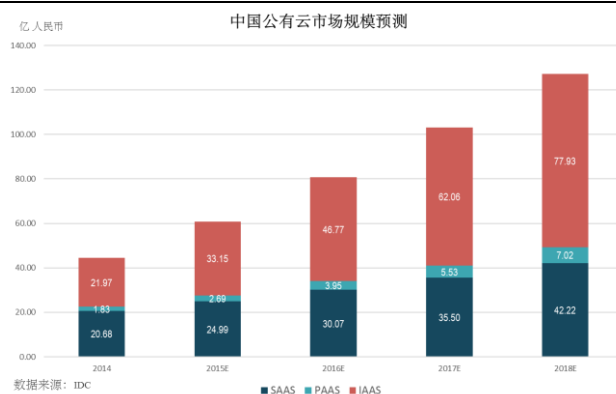
要理解阿里云的竞争力，必须从市场需求，竞争格局和自身竞争力这三个角度去考量。同时我们要看到，在阿里的整体公司策略里，阿里云并不是孤立的业务，而是和 YunOS, 天猫魔盒, UCWeb, 优酷土豆, 阿里影视等共同构成的对未来智能硬件的一次布局。可以说，阿里在智能硬件+云计算这块战场，和在智能电视这块第三大智能硬件的主战场投入的资源，远迈乐视，更超小米，把百度，腾讯和奇虎 360 甩在了后面。

图表 33. 云计算定义



来源: BLRI

图表 34. 云计算市场规模



来源: BLRI

但是我们必须问一个问题，未来中国智能硬件+云计算的市场，是一个基础平台主导的市场，还是一个垂直整合的市场？

- 在一个基础平台的市场里，应用层(SaaS)的市场份额分散而基建层(IaaS)市场份额集中，阿里云作为一个“互联网水电煤”的供应商给成千上万的小企业提供基础设施服务；
- 在一个垂直整合的市场里，工具平台层(PaaS)扮演一个最重要的角色，拥有该工具平台的企业在某个细分市场获得接近垄断的市场地位，同时推行基于其生态体系的工具和标准，吸引上下游的其他小企业加盟。这些细分市场的工具平台可能会由腾讯在游戏和通讯领域提供，乐视在影视娱乐领域提供，百度在餐饮O2O领域提供，小米在其硬件平台提供，奇虎在使用其安全产品的企业中提供，等等，不一而足。

这里面就关于到一个中国互联网行业的集中度问题。历史上看，排除一些强势内容主导的行业，互联网产业的集中度是很高的。在新兴的 O2O 和互联网金融领域虽然目前看有可能出现多个细分领域的趋势，我们认为细分领域的领袖也很有可能自建云平台而不是从阿里租用云计算能力。

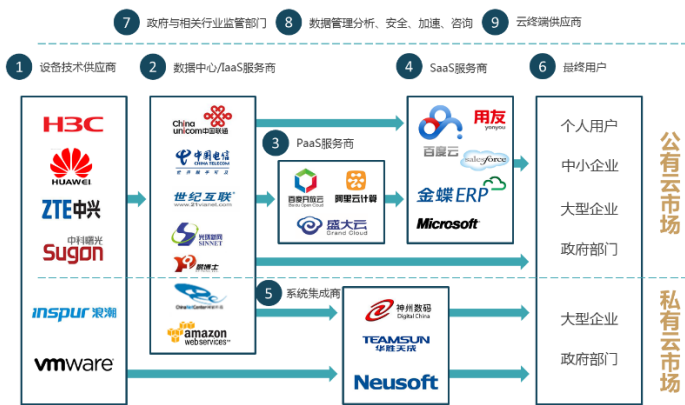
阿里云的主战场云客厅阿里能排第几？

为了验证我们的判断，我们以云客厅为例解读阿里云的战略地位和挑战。我们认为目前智能硬件领域的主战场是智能电视和环绕智能电视的路由器，机顶盒和游戏外设等。

我们认为 PaaS 可能是未来云计算的主导者。细分领域的领袖都可能自建云平台并成长为 PaaS

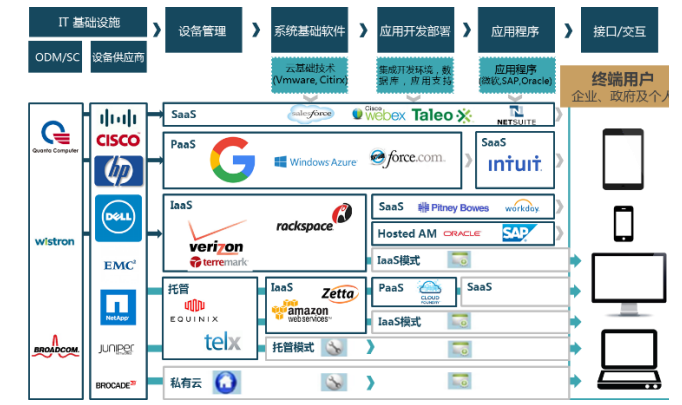
在云客厅领域，乐视和小米都采用了垂直整合的竞争策略，其中乐视走得更远，直接介入了影视剧制作

图表 35. 中国云计算主要玩家图



来源: BLRI

图表 36. 全球云计算主要玩家图

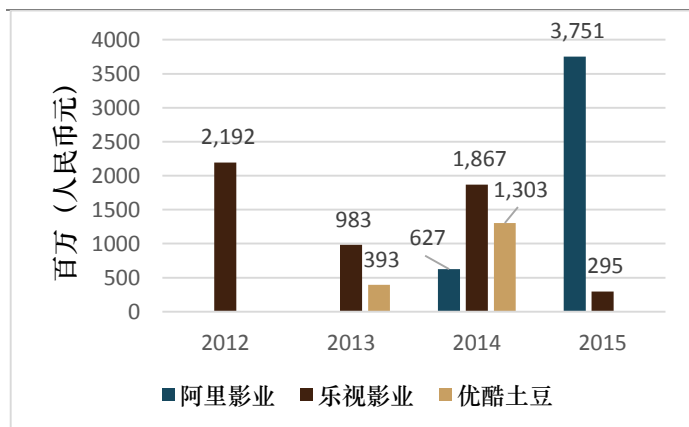


来源: BLRI

我们看到，无论小米和乐视都采取了垂直整合的商业模式，就是所谓的苹果模式。但是由于小米和乐视的软件都是基于安卓，他们没有办法像苹果一样对自己的用户体验做孜孜不倦的提高，因此乐视和后来的阿里都采取了垂直整合进入内容制作的办法来保证自己获得一些差异化的独家内容。这样做在短期内可能略有成效，尤其是乐视长期浸淫于内容购买，对优秀内容有一定的早期辨识能力。但是长期来看，我们认为靠介入内容获得可持续的竞争力也不太现实。腾讯就在没有介入内容制作的情况下靠海量的金融和流量资源，坚持不懈的投入而一步一步获取了视频行业的牛耳地位。对乐视来说，它的取胜之道可能在很长时间内要求它比腾讯能更精准地，更冒险地和更快地锁定优质内容，完成客户群的原始积累，再反哺到内容获取上去，这条路充满艰辛，尤其在腾讯是一个勤勉的跟随者的情况下。反观阿里，虽然全资收购了优酷土豆，但是在内容领域没有一个坚持不懈的领军人物，而面对的是雷军和贾跃亭这样的运营高手。

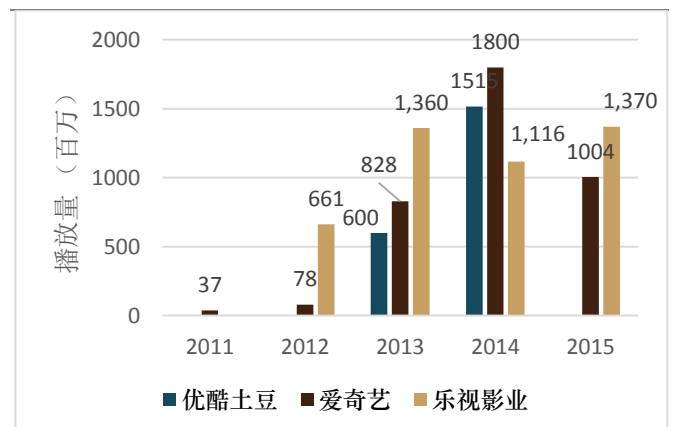
面对腾讯的海量资源和巨大投入，小米和乐视都靠创始人的眼光和执行来积累优质内容，获得客户再反哺内容获取。阿里要应对这两位竞争，必须有一个坚持不懈的领军人物，最后还要面临腾讯的终极拷问

图表 37. 全球电影票房



来源: BLRI

图表 38. 自制剧总播放量



来源: BLRI

估值和同行分析

DCF 估值目标价为 US\$84@WACC=12%，永续增长率为 3.5%

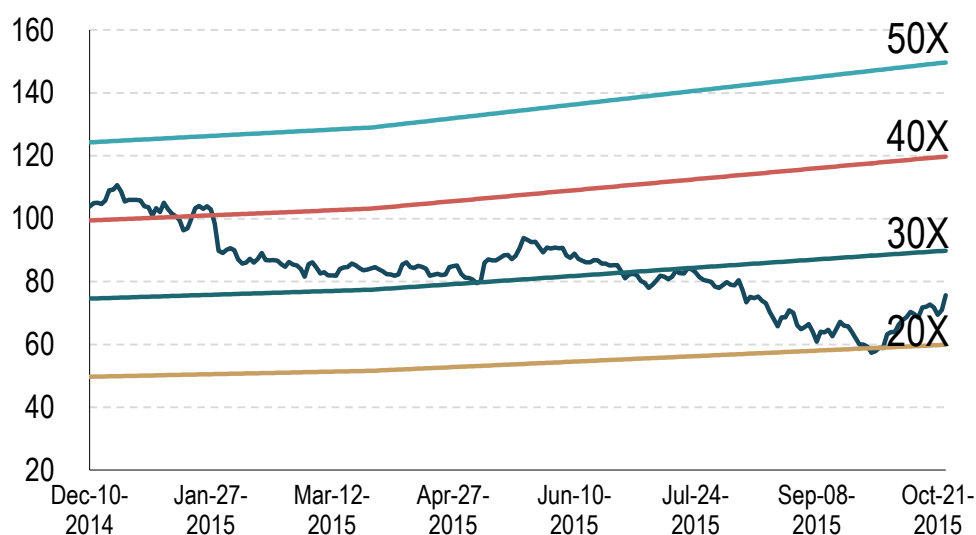
我们使用永续增长率 3.5%和 WACC=12%对阿里进行估值，目标价为 84.0 美元，亦即基于 2015-2017 三年的摊薄后 non-GAAP EPADS 分别为 16.08, 16.89 和 19.84 元人民币，对应市盈率为 28.6X, 27.3X 和 23.3X。

图表 39. DCF valuation table

Year (Rmb mn)	F2015E	F2016E	F2017E	F2018E	F2019E	F2020E	F2021E	F2022E	F2023E	F2024E	F2025E
总营收	76,204	97,205	130,842	160,641	196,771	235,803	274,639	306,973	331,641	350,187	367,205
毛利润	52,370	64,356	80,750	95,208	113,738	133,181	152,381	168,506	182,531	195,354	207,200
运营利润 (pre-SBC)	38,427	44,517	52,800	62,712	75,408	89,017	103,690	117,152	130,367	143,774	156,786
其它收入	2,917	4,006	4,974	5,653	6,160	6,557	6,814	6,918	6,916	6,769	6,600
NOPAT	31,264	36,748	43,045	51,306	61,605	72,529	84,175	94,756	105,062	115,405	125,422
Capex	(7,705)	(8,806)	(10,814)	(12,921)	(14,814)	(16,788)	(19,038)	(20,335)	(21,697)	(22,825)	(11,016)
折旧和摊销	2,326	2,139	3,019	3,842	4,569	5,237	5,800	6,212	6,436	6,443	6,210
营运资本变动	(6,590)	3,622	14,168	16,525	14,466	16,394	17,108	12,436	8,883	5,900	5,357
自由现金流 (FOCF)	19,295	33,703	49,418	58,752	65,827	77,372	88,045	93,069	98,683	104,923	125,974
NPV of FOCF	19,295	31,063	41,978	45,998	47,499	51,456	53,967	52,577	51,381	50,350	55,716
DCF 参数											
加权平均资本成本 WACC	12%										
自由现金流现值	915,175										
- 现金和流动负债	(163,743)										
= Equity value	1,078,918										
股份数 (百万股)	2,465										
目标价 (人民币元)	437.7										
目标价 (美元)	84.0										

来源: BLRI, 公司数据

图表 40. Forward PE bands of BABA



来源: CapitalIQ

图表 41. 行业对比表

Company	CapitalQ# Ticker	Price (Local)	Mkt Cap (US\$m)	PE (Consensus)			PEG 2015E	PS (Consensus)			EV/EBITDA (Consensus)	
				2014A	2015E	2016E		2014A	2015E	2016E	2015E	2016E
Multi-business Internet platforms												
Alibaba Group Holding Limited	NYSE:BABA	75.62	189,990	50.7	35.4	28.1	1.4	22.5	15.6	12.5	28.2	23.5
Baidu, Inc.	NasdaqGS: BIDU	157.60	55,327	26.0	28.3	21.3	0.8	7.0	5.2	4.0	21.7	16.9
Qihoo 360 Technology Co. Ltd.	NYSE: QIHU	54.14	6,981	31.3	14.6	10.8	0.5	5.0	3.6	2.7	12.9	9.5
Renren Inc.	NYSE: RENN	3.49	1,183	19.6	(12.8)	(40.6)	NM	14.3	16.8	8.1	(12.1)	(58.6)
Tencent Holdings Limited	SEHK: 700	149.20	179,160	46.6	36.2	27.9	1.2	14.1	11.6	9.0	25.7	20.5
Sector			432,641	45.4	34.3	26.7	1.2	16.7	12.4	9.8	26.0	21.0
Internet advertising & media												
AirMedia Group Inc.	NasdaqGS: AMC	5.48	350	(13.6)	(12.5)	(31.8)	NM	1.4	1.5	1.4	(26.9)	52.4
Autohome Inc.	NYSE: ATHM	36.54	4,066	33.7	24.3	18.9	0.8	11.8	7.5	5.7	16.7	13.5
Baidu, Inc.	NasdaqGS: BIDU	157.60	55,327	26.0	28.3	21.3	0.8	7.0	5.2	4.0	21.7	16.9
Bitauto Holdings Limited	NYSE: BITA	36.09	2,172	27.8	34.8	21.0	0.5	5.5	3.3	2.5	62.8	17.2
Cheetah Mobile Inc.	NYSE: CMCM	19.41	2,764	252.3	66.7	18.1	(0.7)	9.7	4.7	2.7	68.7	17.1
Leju Holdings Limited	NYSE: LEJU	7.06	951	14.3	15.6	11.1	0.6	1.9	1.5	1.3	8.5	6.0
Leshi Internet Information & Pacific Online Ltd.	SZSE: 300104	49.11	14,349	250.3	119.8	98.6	(1.2)	13.4	6.5	4.5	51.3	38.9
Phoenix New Media Limited	NYSE: FENG	4.90	351	8.3	17.1	9.3	(0.2)	1.3	1.4	1.2	11.8	6.0
Qihoo 360 Technology Co. Ltd.	NYSE: QIHU	54.14	6,981	31.3	14.6	10.8	0.5	5.0	3.6	2.7	12.9	9.5
SINA Corporation	NasdaqGS: SINA	47.15	2,750	15.6	60.8	28.0	1.0	3.6	3.2	2.7	29.1	12.4
Sohu.com Inc.	NasdaqGS: SOH	45.35	1,752	(10.5)	(22.9)	49.5	NM	1.0	0.9	0.8	8.3	4.5
SouFun Holdings Ltd.	NYSE: SFUN	7.10	2,945	11.6	46.3	22.0	0.7	4.2	3.4	2.6	35.3	20.0
Youku Tudou Inc.	NYSE: YOKU	24.61	4,805	(35.6)	(24.9)	(32.7)	NM	7.1	4.8	3.4	(23.2)	(42.8)
Sector			99,972	60.5	39.1	29.2	0.4	7.6	5.1	3.7	25.2	16.2
Sector ex-Baidu			44,644	77.2	24.2	17.7	(0.1)	1.4	(0.4)	(0.5)	7.7	(1.5)
E-commerce												
58.com Inc.	NYSE: WUBA	50.02	6,956	307.2	(25.4)	(84.5)	NM	26.3	10.2	6.3	(20.3)	(84.6)
Alibaba Group Holding Limited	NYSE: BABA	75.62	189,990	50.7	35.4	28.1	1.4	22.5	15.6	12.5	28.2	23.5
Autohome Inc.	NYSE: ATHM	36.54	4,066	33.7	24.3	18.9	0.8	11.8	7.5	5.7	16.7	13.5
Baozun Inc.	NasdaqGS: BZU	6.53	328	(34.0)	48.7	16.4	(0.5)	1.3	0.9	0.6	19.3	6.6
Bitauto Holdings Limited	NYSE: BITA	36.09	2,172	27.8	34.8	21.0	0.5	5.5	3.3	2.5	62.8	17.2
E-Commerce China Dangdang	NYSE: DANG	6.85	554	39.0	(46.3)	16.6	NM	0.4	0.3	0.3	(26.7)	4.7
JD.com, Inc.	NasdaqGS: JD	27.10	37,491	(46.5)	1,585.	111.8	4.0	2.0	1.3	1.0	448.5	57.4
Jumei International Holding	NYSE: JMEI	10.14	1,472	22.3	21.7	12.6	0.6	2.3	1.3	0.9	19.3	10.9
Leju Holdings Limited	NYSE: LEJU	7.06	951	14.3	15.6	11.1	0.6	1.9	1.5	1.3	8.5	6.0
SouFun Holdings Ltd.	NYSE: SFUN	7.10	2,945	11.6	46.3	22.0	0.7	4.2	3.4	2.6	35.3	20.0
Vipshop Holdings Limited	NYSE: VIPS	19.53	11,326	82.5	32.9	22.1	1.1	3.0	1.8	1.2	28.7	18.2
Sector			258,252	43.5	258.3	36.5	1.7	18.0	12.2	9.7	87.8	24.9
Sector ex-Alibaba and JD.com			30,771	109.2	17.6	(3.5)	0.7	9.6	4.7	3.1	16.9	(6.7)

Company	CapitalIQ#	Price (Local)	Mkt Cap (US\$m)	PE (Consensus)			PEG	PS (Consensus)			EV/EBITDA (Consensus)	
				2014A	2015E	2016E		2015E	2014A	2015E	2016E	2015E
Travel/O2O												
CAR Inc.	SEHK:699	13.96	4,277	60.8	25.6	14.6	(0.3)	7.5	4.8	3.4	11.2	6.9
Ctrip.com International Ltd.	NasdaqGS:CTR	74.34	11,235	287.1	87.6	38.4	1.2	9.5	6.5	4.8	77.4	37.2
eHi Car Services Limited	NYSE:EHIC	12.91	883	(58.8)	7.4	19.7	(0.1)	6.4	3.7	2.3	9.3	4.8
Qunar Cayman Islands Limited	NasdaqGM:QUN	39.52	5,175	(17.4)	(14.3)	(31.8)	NM	18.3	8.3	4.9	(12.5)	(23.5)
Tuniu Corporation	NasdaqGM:TOU	13.58	1,268	(17.6)	(8.0)	(7.1)	NM	2.2	1.1	0.6	(3.7)	(3.6)
Sector			22,836	145.4	44.5	14.8	0.5	10.6	6.2	4.2	37.5	14.3
Recruiting and education												
51job Inc.	NasdaqGS:JOB	33.57	1,996	28.2	19.8	16.6	(0.2)	6.8	6.1	5.1	13.4	10.4
New Oriental Education & TAL Education Group	NYSE:EDU	25.90	4,053	18.8	19.5	17.3	1.2	3.6	3.3	2.8	13.3	11.8
TAL Education Group	NYSE:XRS	37.02	2,958	48.8	34.6	23.7	1.2	9.4	6.9	4.9	30.9	22.6
Tarena International, Inc.	NasdaqGS:TED	9.85	545	22.1	18.4	13.6	(0.2)	4.0	3.1	2.4	13.1	8.6
Xueda Education Group	NYSE:XUE	5.27	331	(33.0)	NM	NM	NM	1.0	NM	NM	NM	NM
Zhaopin Ltd.	NYSE:ZPIN	14.26	730	24.4	17.0	14.9	(0.2)	4.3	3.6	3.0	9.4	8.4
Sector			10,613	27.9	22.9	18.0	0.7	5.8	4.7	3.7	17.5	13.8
Online games/entertainment												
Boyaa Interactive International	SEHK:434	3.53	300	6.6	13.3	5.9	(0.1)	2.0	2.3	1.5	1.1	0.9
Changyou.com Limited	NasdaqGS:CYO	17.94	932	(275.8)	5.1	5.5	(0.1)	1.2	1.2	1.1	3.8	4.1
Forgame Holdings Limited	SEHK:484	13.64	247	(39.7)	(117.0)	16.2	NM	2.4	2.0	1.6	6.3	1.6
Kingsoft Corporation Limited	SEHK:3888	18.00	2,978	24.0	34.4	17.5	(0.3)	5.5	3.4	2.3	23.5	9.8
Linekong Interactive Group Co.,	SEHK:8267	6.50	284	(11.4)	13.2	7.7	(0.1)	2.6	2.2	1.4	NM	NM
Momo Inc.	NasdaqGS:MOM	12.75	2,043	(80.4)	43.9	14.6	(0.4)	45.7	12.8	6.1	33.3	9.6
NetDragon Websoft Inc.	SEHK:777	20.70	1,316	46.2	113.4	46.6	(1.1)	8.5	7.4	5.6	20.8	15.2
NetEase, Inc.	NasdaqGS:NTE	141.60	18,510	24.1	18.4	15.7	1.3	9.8	6.1	4.9	15.0	12.3
NQ Mobile Inc.	NYSE:NQ	3.65	326	(4.3)	9.7	4.2	(0.1)	1.0	0.7	0.5	9.8	4.2
Qihoo 360 Technology Co. Ltd.	NYSE:QIHU	54.14	6,981	31.3	14.6	10.8	0.5	5.0	3.6	2.7	12.9	9.5
Shanda Games Limited	NasdaqGS:GAM	6.93	1,874	11.2	NM	NM	NM	3.1	NM	NM	NM	NM
Sky-mobi Limited	NasdaqGM:MOB	2.85	80	3.8	8.7	4.6	(0.1)	0.6	0.4	0.3	NM	NM
Taomee Holdings Ltd.	NYSE:TAOM	3.00	106	105.2	NM	NM	NM	2.5	2.4	2.0	13.6	6.2
Tencent Holdings Limited	SEHK:700	149.20	179,160	46.6	36.2	27.9	1.2	14.1	11.6	9.0	25.7	20.5
Tian Ge Interactive Holdings	SEHK:1980	3.27	541	(31.2)	11.9	10.4	(0.1)	4.8	4.6	3.8	NM	NM
YY Inc.	NasdaqGS:YY	56.64	3,100	18.1	16.2	11.4	(0.2)	5.2	3.6	2.7	14.1	10.1
Sector			218,778	40.2	33.5	25.4	1.1	13.2	10.4	8.1	23.7	18.7
Sector ex-Tencent			39,618	11.0	20.9	14.3	0.6	9.2	5.1	3.8	14.8	10.1

来源: CapitalIQ, 公司数据

年度利润表

财年结束日3月31日

图表 42. 年度利润表(人民币百万元)

(Rmb mn)	F2013A	F2014A	F2015A	F2016E	F2017E	F2018E
中国零售市场 GMV	1,077,000	1,678,000	2,443,600	3,064,713	3,557,160	3,995,402
净收入	34,517	52,504	76,204	97,205	130,842	160,641
中国电商业务	29,167	45,132	62,937	80,779	95,016	109,329
国际电商业务	4,160	4,851	6,486	7,618	9,050	10,450
云计算和互联网基础设施业务	650	773	1,271	2,432	3,604	4,686
其它收入	540	1,748	5,510	6,376	23,172	36,176
收入成本	(9,719)	(13,369)	(23,834)	(32,849)	(50,092)	(65,433)
毛利润	24,798	39,135	52,370	64,356	80,750	95,208
运营成本, GAAP	(14,047)	(14,215)	(29,235)	(37,966)	(51,454)	(60,764)
研发成本	(3,753)	(5,093)	(10,658)	(13,707)	(18,227)	(21,848)
销售营销支出	(3,613)	(4,545)	(8,513)	(11,866)	(17,790)	(20,868)
行政支出	(2,889)	(4,218)	(7,800)	(9,805)	(12,848)	(15,460)
其它	(3,792)	(359)	(2,264)	(2,588)	(2,588)	(2,588)
运营收入, GAAP	10,751	24,920	23,135	26,390	29,296	34,444
SBC	1,259	2,844	13,028	15,539	20,916	25,680
运营收入, non-GAAP	15,802	28,123	38,427	44,517	52,800	62,712
净融资成本	(1,533)	(547)	6,991	29,503	(216)	3,738
其它收入/成本	894	2,429	2,917	4,006	4,974	5,653
税前利润, GAAP	10,112	26,802	33,042	59,899	34,054	43,835
所得税	(1,457)	(3,196)	(6,416)	(6,684)	(7,492)	(9,644)
净利润, GAAP	8,649	23,403	25,036	52,808	26,562	34,192
净利润, Non-GAAP	13,700	26,606	40,328	70,935	50,066	62,459
归属于非控股权益的净收入	(117)	(88)	(125)	(520)	(501)	(625)
可转换优先股的增长	(17)	(31)	(15)	-	-	-
可转换优先股的股利	(111)	(208)	(97)	-	-	-
净收入普通股股东, GAAP	8,404	23,076	24,800	52,288	26,061	33,567
净收入普通股股东, Non-GAAP	13,455	26,279	40,092	70,415	49,566	61,835
EPADS, GAAP, 稀释	3.57	10.00	9.95	20.31	10.09	12.94
EPADS, NON-GAAP, 稀释	5.72	11.39	16.08	27.36	19.18	23.84

来源: 公司数据

[查看最后一页的关键披露](#)

年度资产负债表

财年结束日3月31日

图表 43. 年度资产负债表(人民币百万元)

(Rmb mn)	F2013A	F2014A	F2015A	F2016E	F2017E	F2018E
流动资产						
现金及现金等价物	30,396	33,045	108,193	143,536	171,273	209,396
短期投资	2,290	10,587	14,148	19,148	24,148	29,148
限制性现金和应收款	3,687	4,921	2,297	2,297	2,297	2,297
应收款项净额	4,426	13,159	835	-	-	-
投资证券	629	1,442	3,658	4,658	5,658	6,658
预付账款, 应收账款及其他资产	1,734	4,679	12,978	14,602	17,258	16,358
总流动资产	43,162	67,833	142,109	184,241	220,634	263,857
在股权投资的投资	1,555	17,666	33,877	47,161	64,028	80,754
投资证券	242	3,023	14,611	24,611	34,611	44,611
预付账款, 应收账款及其他资产	1,496	2,087	4,085	6,570	9,017	10,469
物业及设备净额	3,808	5,581	9,139	9,856	8,900	8,268
土地使用权	1,895	1,660	3,105	5,350	7,223	8,909
无形资产	334	1,906	6,575	8,336	11,392	16,807
商誉	11,294	11,793	41,933	41,933	41,933	41,933
其它	-	-	-	-	-	-
总非流动资产	20,624	43,716	113,325	143,817	177,102	211,752
总资产	63,786	111,549	255,434	328,057	397,736	475,609
当前银行借款	3,350	1,100	1,990	1,990	1,990	1,990
担保借款	2,098	9,264	-	-	-	-
应付所得税	259	1,267	2,733	3,438	4,562	5,520
应付款项	1,315	2,659	-	-	-	-
应计费用、应付账款及其他负债	8,961	11,887	19,834	21,860	33,334	43,543
商人存款	3,083	4,711	7,201	9,186	12,364	15,180
递延收入	4,929	6,496	7,914	10,095	13,588	16,683
其它	-	-	-	-	-	-
总流动负债	23,995	37,384	39,672	46,568	65,838	82,916
递延收入	389	428	445	445	445	445
递延税项负债	643	2,136	4,493	5,731	7,714	9,471
可赎回优先股	5,191	-	-	-	-	-
非流动银行借款	22,462	30,711	1,609	1,609	1,609	1,609
其他负债	60	72	2,150	2,150	2,150	2,150
非流动负债合计	28,745	33,347	57,691	58,929	60,912	54,479
负债总额	52,740	70,731	97,363	105,497	126,751	137,396
可转换优先股	10,447	10,284	-	-	-	-
其它	86	117	658	658	658	658
股东权益	-	-	-	-	-	-
普通股	1	1	-	-	-	-
资本附加支付	21,655	27,043	117,142	113,804	115,251	123,233
成本价	-	-	-	-	-	-
认购应收款	(852)	(540)	(411)	(411)	(411)	(411)
法定储量	1,337	2,474	2,715	2,715	2,715	2,715
积累的其他综合收入						
累积翻译调整	(1,666)	(1,144)	(1,095)	(1,095)	(1,095)	(1,095)
未实现利得(损失)	(8)	321	3,397	3,397	3,397	3,397
留存收益	(20,491)	1,183	24,842	92,669	139,647	198,894
总股本	10,509	39,739	146,096	210,585	259,010	326,239
非控制权益	537	1,079	11,975	11,975	11,975	11,975
总负债及权益	63,786	111,549	255,434	328,057	397,736	475,609

来源: 公司数据

[查看最后一页的关键披露](#)

年度现金流量表

财年结束日3月31日

图表 44. 年度现金流量表(人民币元)

(Rmb mn)	F2013A	F2014A	F2015A	F2016E	F2017E	F2018E
净收入	8,404	23,076	24,800	52,288	26,061	33,567
调整						
变现及未变现亏损(收益)投资证券相关	(80)	(90)	(178)	-	-	-
资产和负债的公允价值改变	245	21	521	-	-	-
损失(收益)对其他子公司出售	(8)	(387)	(307)	-	-	-
折旧及摊销及物业及设备及土地使用权	805	1,339	2,326	2,139	3,019	3,842
无形资产摊销	25	315	2,089	2,588	2,588	2,588
以股份为基础的补偿费用	1,259	2,844	13,028	15,539	20,916	25,680
商誉及无形资产减值	175	44	75	-	-	-
递延所得税	104	1,466	2,357	3,357	4,357	5,357
小额贷款的可疑账户	120	442	650	-	-	-
营运资金变动:	-	-	-	-	-	-
(增加)/减少受限制的现金和应收款	(375)	(1,234)	2,624	-	-	-
(增加)/减少受限制的现金和应收款	(2,828)	(9,175)	(11,674)	835	-	-
(增加)/减少预付款项, 应收账款及其他资产	(354)	(3,567)	(10,297)	(4,109)	(5,102)	(553)
增加/(减少) 应付所得税	(116)	1,008	1,466	705	1,124	959
增加/(减少) 在托管的钱	976	1,344	(2,659)	-	-	-
增加/(减少) 应计费用, 应付账款及其他负债	3,657	3,992	10,025	2,026	11,474	10,209
增加/(减少) 在商业存款	2,338	1,628	2,490	1,985	3,179	2,816
增加/(减少) 递延收入和客户预付款	437	1,606	1,435	2,181	3,493	3,095
经营活动的净现金(使用)	14,725	26,147	38,630	79,533	71,110	87,559
减少(增加) 在短期投资, 净	2,597	(8,297)	(3,561)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
减少限制现金(增加)	-	-	-	-	-	-
减少(增加) 投资证券, 净	(12)	(147)	(16)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
可供出售及持有至到期投资证券的收购	(60)	(2,972)	(11,811)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
收购						
土地使用权与建设进展	(1,457)	(1,491)	(2,935)	(2,245)	(1,873)	(1,686)
物业, 设备及无形资产	(1,046)	(3,285)	(4,770)	(6,561)	(8,942)	(11,234)
现金支付的业务组合, 获得净现金	(52)	(732)	(10,255)	(13,081)	(17,608)	(21,618)
子公司分拨处置, 净现金收益	551	(46)	(1,271)	-	-	-
贷款给员工, 净偿还	(344)	(212)	(40)	-	-	-
股权投资公司收购	(452)	(16,468)	(23,430)	-	-	-
投资活动净现金	219	(33,189)	(57,990)	(37,887)	(44,422)	(50,538)
发行普通股	16,792	1,638	61,831	1,000	1,050	1,103
普通股回购	(40,111)	(157)	(270)	-	-	-
可转换优先股的股利支付	(103)	(208)	(104)	-	-	-
与小额贷款相关的担保借款收益	8,705	53,195	88,422	-	-	-
与小额贷款相关的担保借款偿还	(6,607)	(46,029)	(82,269)	-	-	-
从当前银行借款所得款项	2,439	681	(82,269)	-	-	-
偿还当前银行借款	(2,584)	(423)	(24,734)	-	-	-
非流动银行借款所得款项	24,979	30,153	19,602	-	-	-
融资活动提供的净现金	(1,406)	9,364	87,317	1,000	1,050	1,103
汇率变动的影响	(76)	(97)	(112)	-	-	-
现金及现金等价物净增加	13,462	2,225	75,148	42,646	27,737	38,123
年初现金及现金等价物	16,857	30,396	33,045	100,890	143,536	171,273
年末现金及现金等价物	30,396	33,045	108,193	143,536	171,273	209,396

来源: 公司数据

[查看最后一页的关键披露](#)

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由蓝莲花资本顾问有限公司（下称蓝莲花资本）编写。此报告所载资料的来源皆被蓝莲花资本认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。蓝莲花资本，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映蓝莲花资本于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。蓝莲花资本，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

蓝莲花资本及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告没有任何意图派发给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得蓝莲花资本的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。蓝莲花资本保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照香港证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照香港证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 蓝莲花资本拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

主要负责撰写本研究报告的分析员确认（1）本报告所表达之意见均准确地反映他或他们对全部目标证券或发行人的个人观点；及（2）他或他们过往、现在或将来，直接或间接，所收取之报酬与他或他们在本报告所表达之推荐或观点并无关联。

分析员亦确认其本人及其有联系者（根据香港证监会持牌人操守准则定义）均没有（1）在本报告发出前 30 日内买卖本报告所建议的目标证券；（2）在本报告发出之后 3 个交易日内买卖本报告所建议的目标证券；（3）担任本报告所建议的上市公司的行政人员；（4）持有本报告所建议的上市公司的财务权益。

评级指标

- 买入 : 预期股价于 12 个月内上升超过 15%
- 持有 : 预期股价于 12 个月内在上升 0 - 15%之间浮动
- 沽出 : 预期股价于 12 个月内下跌

版权所有

本报告的全部或任何部份均不可以在未得到蓝莲花资本顾问有限公司之书面批准前以任何形式复制或发布。

© Blue Lotus Capital Advisors Limited, 2015