

# 阿里巴巴 (BABA.N) 深度系列报告之三：从网络效应看阿里巴巴生态系统

## ——阿里巴巴 (BABA.N) 深度系列报告之三

### 报告摘要：

过去几十年来，网络效应创造了科技公司大部分的价值，在科技领域中，许多赢家通吃的公司都是由网络效应推动的。此篇报告我们将详细说明阿里巴巴所处网络效应的优势和劣势，以及阿里为了提升自身网络效应和弥补缺失的网络效应所做的努力。

**1.网络效应促进赢家通吃，电商是网络效应中变现能力最强的一种。**网络效应的本质是用的人越多，产品越好用。从商业模式上看，**绝大部分互联网产品都有三个组成部分，即流量获取、流量分发和流量变现。**而典型的网络效应包括四大类，即社交相关的网络效应 (Whatsapp、Facebook 等)、信息和数据相关的网络效应 (Google、今日头条等)、本地生活服务相关的网络效应 (亚马逊、阿里巴巴等) 以及内容相关的网络效应 (抖音、快手等)。

**2.增强网络效应手段之一：阿里通过增加网络连接点提升自身网络效应。**阿里所处的电商网络主要连接商品和服务，在引流和流量留存方面仍然有较大的改善空间。**阿里正在通过增加连接链中连接的点来丰富流量来源和商品品类。**具体的举措是第一，通过布局出口跨境电商增加国际买家连接点，布局进口跨境电商增加国家卖家连接点；第二，通过开辟下沉市场来增加国内网络的连接点。

**3.增强网络效应手段之二：阿里通过增加网络连接频率和强度来提升自身网络效应。**网络连接的频率和强度就是用户粘性，根据 BJ Fogg 博士创立的行为设计学，以及知名的 FOGG 行为模型，用户黏性行为=用户留存的动机×用户使用产品需要的能力×吸引用户留存的诱因。**阿里分别通过用户**

### 财务指标预测

指标	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元)	250,266	376,844	506,806	637,081	771,534
增长率 (%)	58.13%	50.58%	34.49%	25.71%	21.10%
Non-GAAP 归母净					
利润 (百万元)	85,776	100,734	155,356	163,179	195,113
增长率 (%)	42.23%	17.44%	54.22%	5.04%	19.57%
Non-GAAP EBITDA	97,003	106,981	132,899	167,416	215,732
Non-GAAP					
每股收益(美元)	34	39	60	63	73
Non-GAAP PE	49	36	21	20	17

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2020年03月30日

强烈推荐/维持

阿里巴巴 公司报告

### 公司简介：

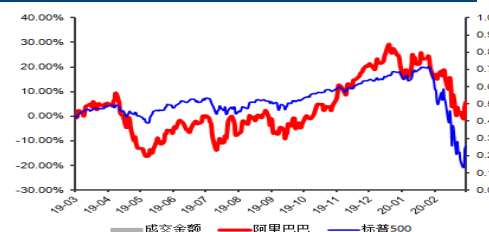
阿里巴巴集团是中国最大的电子商务企业。旗下业务9个、关联企业两个，分别是：阿里巴巴国际交易市场、1688、全球速卖通、淘宝网、天猫、聚划算、一淘、阿里云计算、支付宝，其中来往、菜鸟网络为关联企业，业务覆盖零售和批发贸易及云计算等。向消费者、商家及其他参与者提供技术和服务，让他们可在阿里巴巴的生态系统里进行商贸活动。

### 未来3-6个月重大事项提示：

### 交易数据

52周股价区间 (美元)	147.95-231.14
总市值 (亿美元)	5059.00
流通市值 (亿美元)	5059.00
总股本/流通美股 (万股)	20900/21500
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.72

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：王习

010-66554034

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

### 研究助理：赵莹

010-66555446 执业

Zhaoying\_yjs@dxzq.net.cn

证书编号：

S1480118120009

侧、产品侧和市场侧来强化自身的用户粘性（网络连接的强度和频率）。一方面，在用户和产品侧，利用新品战略激发用户和商家留存动机，增加网络强度，在市场侧则是通过造节创造热点，增加网络连接的频率。

**4.增强网络效应手段之三：阿里弥补缺少的网络效应丰富自身生态。**第一，在社交方面，社交类网络效应天然产生的流量和粘性要大于电商。钉钉是阿里提高社交工具类网络效应的利器（商业社交+校园社交）。钉钉未来的定位是帮助企业进行数字化转型，正在帮助生态伙伴实现快速发展。同时钉钉的应用场景接轨数字化教育，疫情为钉钉插上飞翔的翅膀；第二，在内容方面，抖音和快手这类内容型公司的优势在于连接链数量级较多（平台算法精准推荐内容）、连接成本低、用户支付意愿更高以及用户粘性在不断提高。电商网络弥补自身内容属性缺失的一大手段就是通过内容电商（直播、短视频）等新赛道来强化内容型网络效应。从“场”的角度来看，短视频正在成为最受用户青睐的应用，内容型电商包括内容平台电商化和电商平台内容化。我们认为，未来淘宝直播的三大看点分别是，所依存的淘系电商涉猎的产品范畴是最大的，能够渗透不同产业和孵化新的产业，淘宝直播培育了大量的头腰部专业主播，能够给予头部 IP 更多的流量支持，未来第淘宝直播未来或将受益于直播受众的扩大、内容多元化和更好的观感体验。

**5.投资建议：**阿里巴巴是国内互联网企业的领军企业，同时也拥有“零售巨头、商业操作系统王者和金融科技鼻祖”等多个标签。我们认为，此前受疫情影响的供应链与物流已经快速复苏，同时市场已经 priced-in 一季度业绩的不利影响，而疫情结束后，核心电商业务有望随着可选消费品类复苏实现较大反弹。我们预测公司 2020-2022 财年营收分别为 5068.06 亿元、6370.81 亿元和 7715.34 亿元，同比增长率分别为 34.49%、25.71%和 21.10%，归母净利润（Non-GAAP）分别为 1553.56 亿元、1631.79 亿元和 1951.13 亿元，同比增长率分别为 54.22%、5.04%和 19.57%。DCF 模型下，假设 WACC 为 11%，永续增长率为 4%，给予公司 203 美元/ADR 的目标价，维持“强烈推荐”评级。

**6.风险提示：**行业政策出现重大变化；电商行业受疫情影响大于预期；电商行业竞争加剧；新零售业务开拓受阻。



## 目录

1. 网络效应促进赢家通吃，电商是网络效应中变现能力最强的一种.....	4
1.1 网络效应定义：用的人越多，产品越好用.....	4
1.2 典型的网络效应包括四大种类，电商是网络效应能够中变现能力最强的一种.....	4
2. 增强网络效应手段之一--阿里通过增加网络连接点提升自身网络效应.....	9
2.1 通过布局出口跨境电商增加国际买家连接点，布局进口跨境电商增加国家卖家连接点.....	9
2.2 通过开辟下沉市场来增加国内网络的连接点.....	12
3. 增强网络效应手段之二--阿里通过增加网络连接频率和强度来提升自身网络效应.....	13
3.1 用户和产品侧：利用新品战略激发用户和商家留存动机，增加网络强度.....	14
3.2 市场侧：通过造节创造热点，增加网络连接的频率.....	15
4. 增强网络效应手段之三--阿里弥补缺少的网络效应丰富自身生态.....	17
4.1 通过钉钉提高网络效应的社交工具属性.....	17
4.2 通过直播增强网络效应的内容属性.....	21
5. 投资建议：.....	25
6. 风险提示：.....	26
相关报告汇总.....	28

## 插图目录

图 1：网络效应无处不在.....	4
图 2：网络效应种类及特征.....	5
图 3：社交相关的网络效应流量最大.....	5
图 4：信息和数据相关的网络效应流量大但粘性一般.....	6
图 5：本地生活服务相关的网络效应变现能力最强.....	7
图 6：以抖音和快手为代表的短视频正在成为新的流量来源.....	8
图 7：抖音和快手日均活跃用户增量位于前两位.....	8
图 8：2019 年中国海淘用户将达到 1.5 亿人.....	9
图 9：阿里积极布局跨境电商.....	9
图 10：跨境出口电商产业链.....	10
图 11：进口跨境电商产业链.....	11
图 12：天猫国际、网易考拉合计占进口跨境电商(B2C) 五成份额.....	11
图 13：中国主流跨境电商线下布局一览.....	11
图 14：短视频、煲剧和游戏达人是下沉市场用户典型画像.....	13
图 15：淘宝与拼多多新增用户中超过 40%来自于下沉市场.....	13
图 16：用户、产品和市场形成粘性闭环.....	13
图 17：各行业上新周期日益缩短.....	14
图 18：2018 年新品数量超 5000 万.....	14
图 19：2019 年 618 期间各大 APP 日活跃用户数.....	15
图 20：2019 年 99 划算节活动一览.....	16

图 21: 99 划算节引流效果明显 .....	16
图 22: 钉钉 5.0 版本详解 .....	17
图 23: 钉钉现拥有 6 大类 33 种产品 .....	18
图 24: 2020 年钉钉 APP 日活跃用户直线上升 .....	19
图 25: 2020 年春节假期后比春节假期 日均活跃用户增量 TOP10 细分行业 .....	19
图 26: 钉钉生态融合愿景 .....	19
图 27: 企业使用钉钉每年可节省大量费用 .....	19
图 28: 钉钉最快推出免费课程 .....	20
图 29: 教育行业在钉钉用户行业分布中位列第六 .....	20
图 30: 钉钉通过五个在线助力学校 .....	21
图 31: 2020 年钉钉 APP 用户年龄分布 .....	21
图 32: 直播对于提升用户粘性作用巨大 .....	21
图 33: 手淘直播用户支付率更高 .....	21
图 34: 2020 年移动互联网典型周活跃用户规模 .....	22
图 35: 典型视频 APP 直播流量占比变化 .....	22
图 36: 2020 年移动互联网典型周活跃用户规模 .....	23
图 37: 典型视频 APP 直播流量占比变化 .....	23
图 38: APP 直播用户年龄分布 .....	24
图 39: 典型视频 APP 直播流量占比变化 .....	24
图 40: 淘宝直播业务发展历程 .....	25
图 41: 14-18 年中国居民人均消费支出增速对比 .....	25
图 42: 手淘直播用户支付率更高 .....	25
图 43: 疫情加速了直播与商业业务场景的结合 .....	25

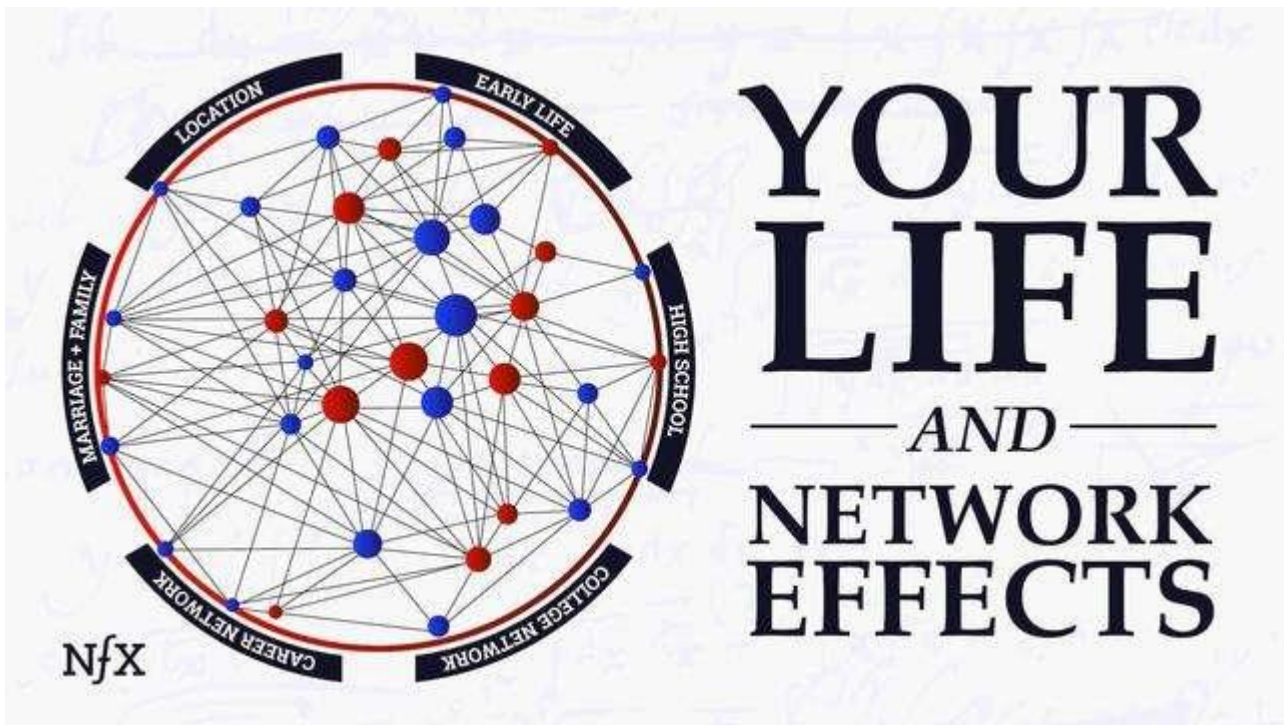
## 1. 网络效应促进赢家通吃，电商是网络效应中变现能力最强的一种

### 1.1 网络效应定义：用的人越多，产品越好用

从定义上来说，网络效应是指如果有一种产品或者服务，它随着每一个用户人数的增加，自己本身的价值也会增加。简单来说就是，“用的人越多，产品越好用”。

信息产品存在着互联的内在需要，因为人们生产和使用它们的目的就是更好地收集和交流信息。这种需求的满足程度与网络的规模密切相关。如果网络中只有少数用户，他们不仅要承担高昂的运营成本，但是随着用户数量的增加，所有用户都可能从网络规模的扩大中获得了更大的价值。此时，网络的价值呈几何级数增长。过去几十年来，网络效应创造了科技行业中的绝大部分价值，因为科技领域中，许多赢家通吃的公司都是由网络效应推动的。

图 1: 网络效应无处不在



资料来源：NFX 公司，东兴证券研究所

### 1.2 典型的网络效应包括四大种类，电商是网络效应能够中变现能力最强的一种

从商业模式上看，绝大部分互联网产品都有三个组成部分，即圈人（流量获取）、留人（流量留存和分发）和变现（流量变现）。四类网络效应中，社交相关的网络效应流量获取能力最强，信息和搜索相关网络效应流量分发能力最强，而本地生活服务相关的网络效应变现能力最强，内容相关的网络效应体现出来的特点则是流量在逐步变大，粘性在逐步变强。



图 2：网络效应种类及特征



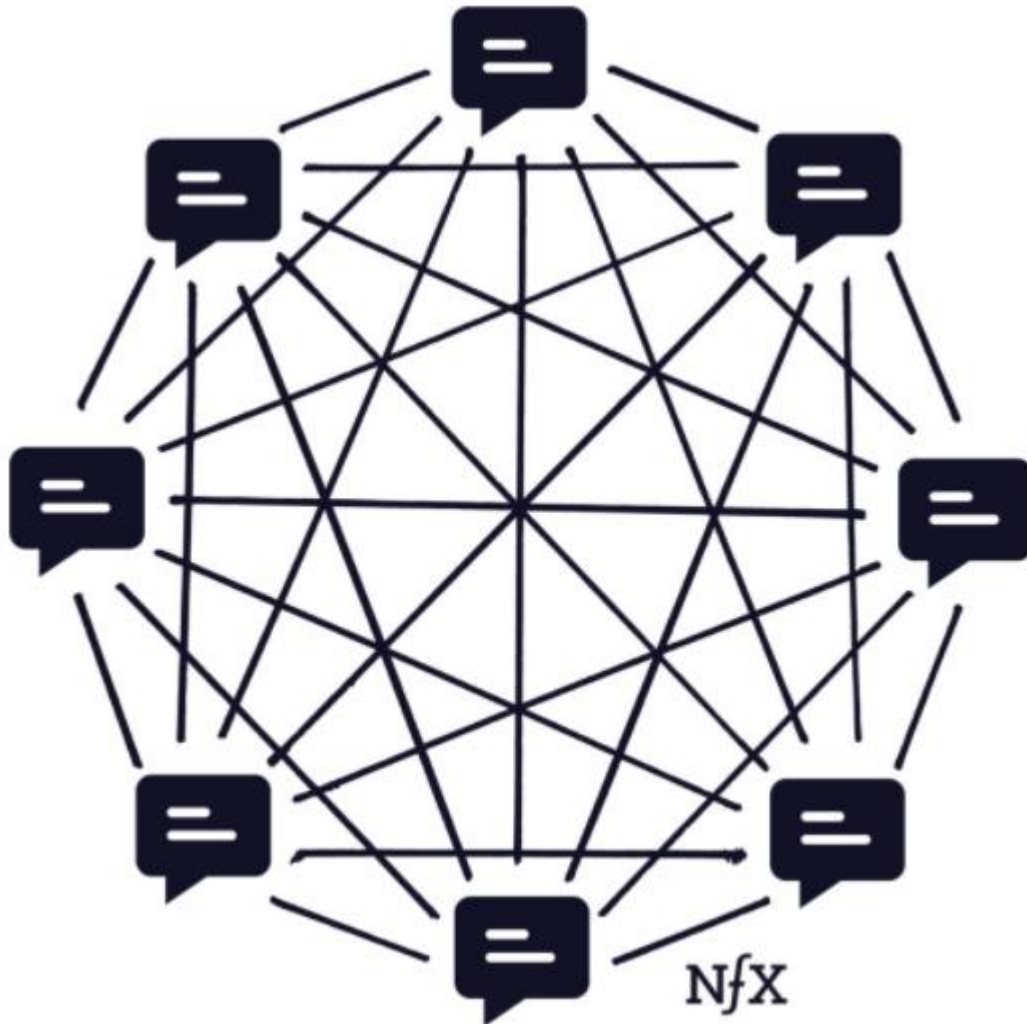
资料来源：东兴证券研究所

我们按照消费者基本需求的类型，划分出典型的网络效应包括以下几类：

第一，社交相关的网络效应，代表巨头是 Whatsapp、腾讯（微信和 QQ，不包括游戏）、Facebook、LinkedIn 等

社交相关的网络效应的特点包括，**1. 流量最大：**人是社交动物，而社交产品是对整个社会中人和人关系的还原、迁移与重构，人们对于社交网络的依存度最高；**2. 粘性最大：**用户的个人身份跟网络是捆绑的，用户个人生活或职业生活基本上每天都离不开这种网络，一旦处于一个完整的社交圈中，人们就很难离开；**3. 变现相对困难：**社交网络的主要目的是交流沟通，采取不恰当的变现方式甚至会伤害到留存用户。

图 3：社交相关的网络效应流量最大



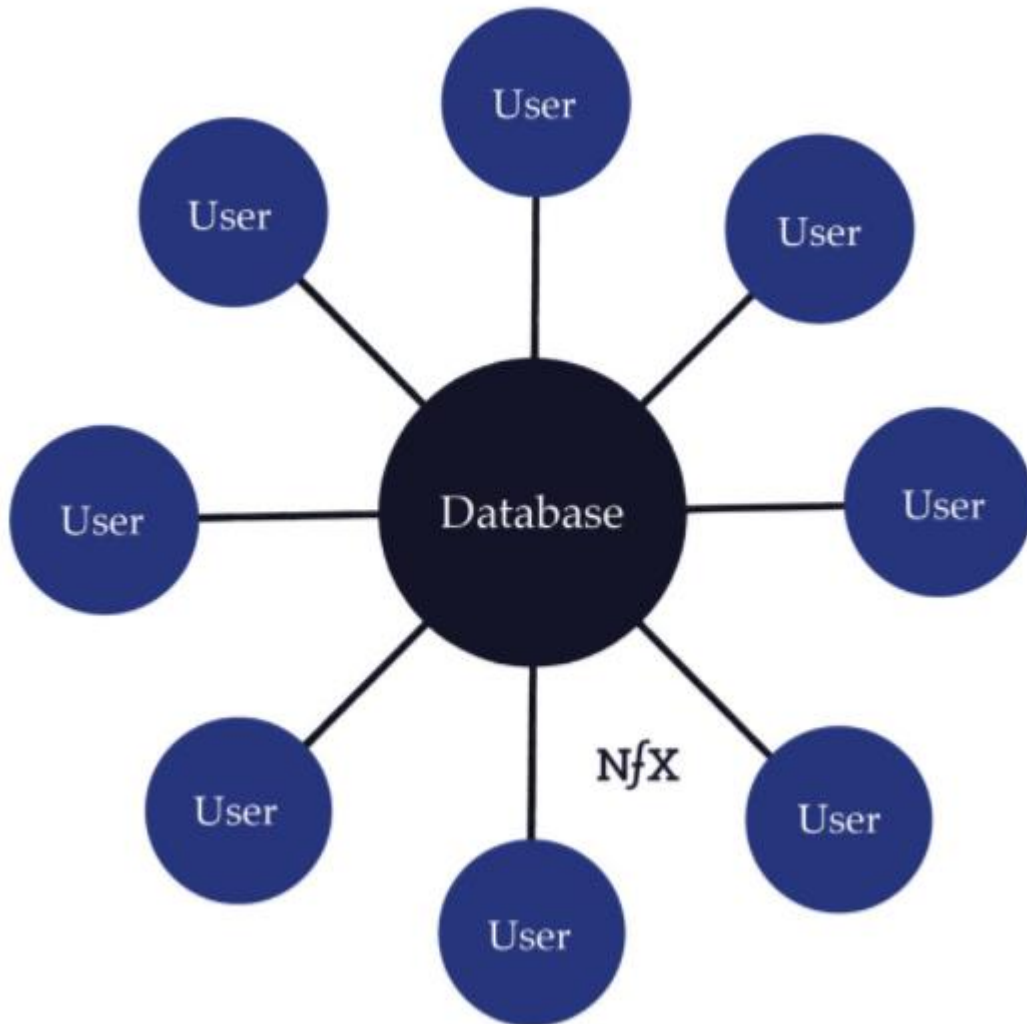
资料来源：NfX 公司，东兴证券研究所

## 第二，信息和搜索相关的网络效应，代表巨头是 Google、今日头条、百度等

信息和数据相关的网络效应特点包括：**1. 流量较大：**人们日常生活离不开对于信息的需求，一方面是通过客户端被动接受的资讯信息，一方面自我主动检索的网络信息，信息相关的网络效应流量仅次于社交相关的网络效应流量；**2. 粘性一般：**移动新闻资讯行业的市场竞争较为激烈，更容易受到用户消费偏好的影响，用户粘性较低，而网络信息检索方面用户粘性较高。此外，此种网络效应没有以内容生产者为中心的社交关系；**3. 变现相对困难：**人们使用资讯网络主要目的是获取资讯，更加注重资讯的价值，收集到更多的有用资讯付出的成本较大，而在获取资讯过程中穿插较多的广告和无用资讯将影响用户体验。

图 4：信息和数据相关的网络效应流量大但粘性一般



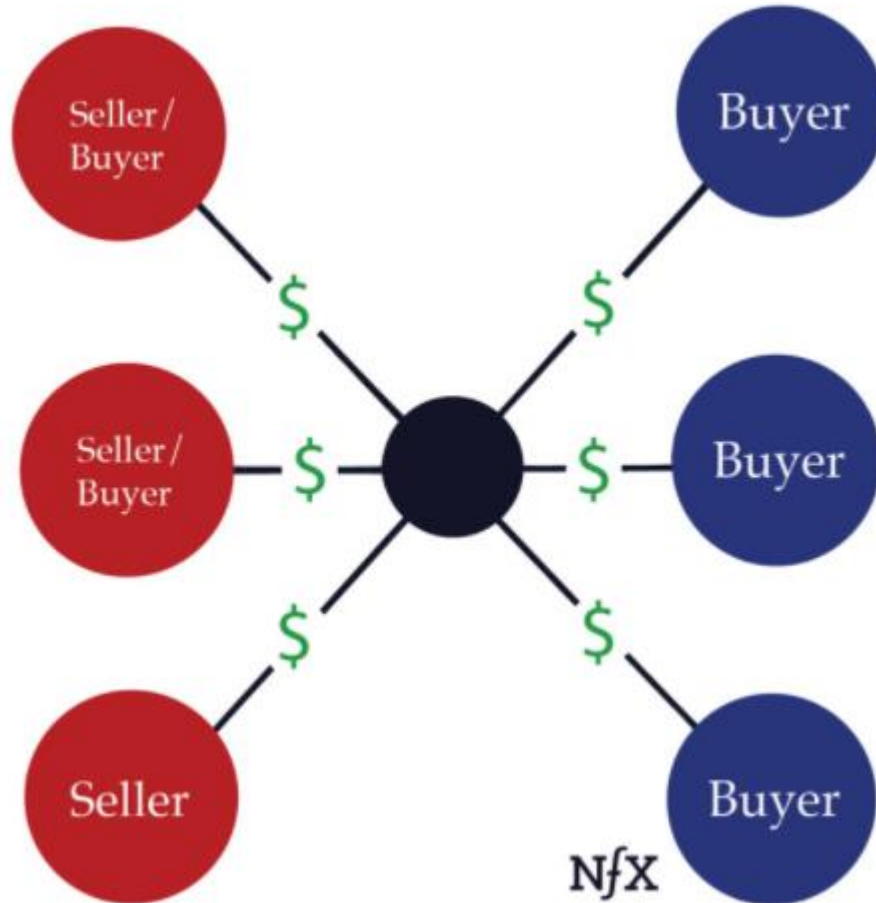


资料来源：NFX 公司，东兴证券研究所

### 第三，本地生活服务相关的网络效应，代表巨头是亚马逊、阿里巴巴、美团、滴滴打车、高德等

生活服务相关的网络效应特点包括：**1. 流量在逐步变大：**产品和服务正在由线下向线上转移，每一位新卖家（供应侧）可以直接为买家（需求侧用户）增加价值，因为它增加了供应以及商品的多样性，类似地，每一位新增买家对于卖家来说都是新的潜在客户。**2. 粘性在逐步增强：**各大平台竞争激烈，除了提供产品和服务以外，很多平台依靠多样的内容增添了平台的社交属性，人们在搜寻与自己需求匹配的商品过程中内容、信任、关系链就会变得越来越重要；**3. 变现能力最强：**与生活服务相关的网络效应会真正涉及到买卖行为的发生，所以在这个网络效应中产生变现行为是最为合理的，也不会被用户所排斥，流量变现的种类相对繁多，除了传统的广告以外，交易佣金、游戏、增值服务（会员）和金融服务等都是变现的手段。

图 5：本地生活服务相关的网络效应变现能力最强



资料来源：NFX 公司，东兴证券研究所

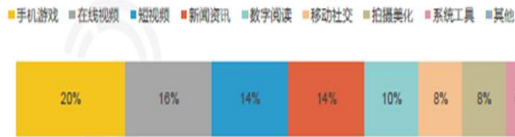
#### 第四，内容相关的网络效应，代表巨头是抖音、快手、爱奇艺等，这类强娱乐类网络效应较为新颖

内容相关的网络效应特点包括：**1. 流量在逐步变大：**以 90 后为代表的年轻人购物欲望强烈，当代年轻人呈现出来的特点，更加偏爱直观且互动的营销方式，比如短视频、直播、社交平台，强娱乐性带来感官享受，大脑能够从视听盛宴中分泌如多巴胺等化学物质使人感到兴奋和愉悦，这些平台的月活跃用户增长明显；**2. 粘性在逐步增强：**一方面，内容获取门槛较低，看视频是人与生俱来的能力，方法简单，不会感到疲惫，另一方面，开屏直播播放机制，解决了选着困难症人群的烦恼，不用再去纠结找内容，简单的操作降低了观看难度，更能获得用户粘性度；**3. 变现能力仅次于生活服务类网络效应：**娱乐相关的互联网企业受众用户更多的为线上消费能力较强的年轻人，此种网络效应的变现潜力更大，主要变现方式为广告、会员和电商等。

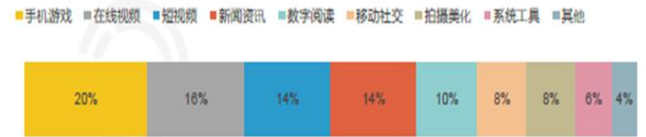
图 6：以抖音和快手为代表的短视频正在成为新的流量来源

图 7：抖音和快手日均活跃用户增量位于前两位

2020年春节假期比放假前日均活跃用户增量 TOP50 APP 行业分布



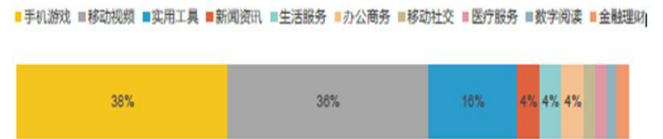
2020年春节假期比放假前日均活跃用户增量 TOP50 APP 行业分布



2020年春节假期比放假前日均活跃用户增量 TOP50 微信小程序 行业分布



2020年春节假期比放假前日均活跃用户增量 TOP50 微信小程序 行业分布



资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

## 2. 增强网络效应手段之一---阿里通过增加网络连接点提升自身网络效应

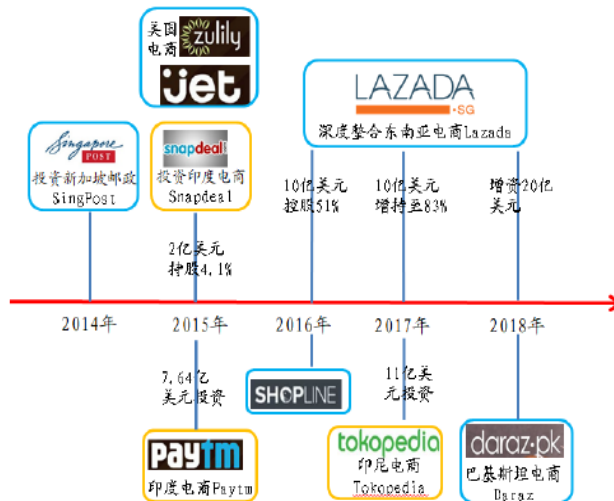
阿里所处的电商网络主要连接商品和服务, 这种网络虽然流量变现能力较强, 但在引流和流量留存方面仍然有较大的改善空间。一方面, 阿里正在通过增加连接链中连接的点来丰富流量来源和商品品类。

### 2.1 通过布局出口跨境电商增加国际买家连接点, 布局进口跨境电商增加国家卖家连接点

**跨境电商用户增长迅猛, 阿里全面布局跨境电商。**根据 iMedia Research 数据, 中国跨境电商交易规模增长迅速, 预计在 2019 年达到 10.8 万亿元, 在 2020 年将达到 12.7 万亿元。预计 2019 年中国海淘用户规模将达到 1.49 亿人, 在 2020 年将达到 2.11 亿人。在消费升级的情况下, 中国海淘用户持续增长, 而随着相关政策法规的完善、市场监管趋严, 商家在供应链升级、产品质量保障方面不断进步, 将有更多消费者进行海淘。近年来, 阿里布局跨境电商动作频繁, 2016 年 4 月, 阿里以现金对价 10 亿美元获得东南亚电商平台 Lazada 的控股权, 2018 年 5 月, 阿里再以 1.94 亿美元的现金对价收购南亚电商平台 Daraz 100% 的股权, 增强在南亚地区的布局。同一年, 阿里还实现了对土耳其电商平台 Trendyol 和印尼电商平台 Tokopedia 的投资控股 2019 年 9 月 6 日, 阿里巴巴又以 20 亿美元全资收购网易旗下跨境电商平台考拉。

图 8: 2019 年中国海淘用户将达到 1.5 亿人

图 9: 阿里积极布局跨境电商



资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

**出口跨境电商仍占主流，速卖通与天猫国际分别领跑出口与进口。**根据《2018 年度中国跨境电商市场数据监测报告》，在交易结构中出口依然占据主导地位，2018 年中国跨境电商的进出口结构上出口占比达到 78.9%，进口比例 21.1%。在跨境电商交易模式结构上，2018 年中国跨境电商的交易模式跨境电商 B2B 交易占比达 83.2%，跨境电商 B2C 交易占比 16.8%。

**出口方面，速卖通 (AliExpress) 是阿里巴巴旗下面向海外消费者的跨境出口零售电商平台，从竞争格局来看，速卖通和亚马逊是 ToC 的领跑者，而阿里巴巴国际站和敦煌网是 ToB 的巨头。**在 2019 年“双 11”和“黑五”这两个年终大促活动中，速卖通平台上的不少商家获得了数倍甚至数十倍的销售增长，**速卖通的优势在于，本地化运营 (在海外一些重点国家做深入布局，比如在俄罗斯和西班牙布局线下体验店)、基础设施投入 (物流升级与优化支付方式) 以及创新海外社交模式 (系统化、批量化地与海外社交平台上的网红及 KOL 深入合作)。**

图 10: 跨境出口电商产业链



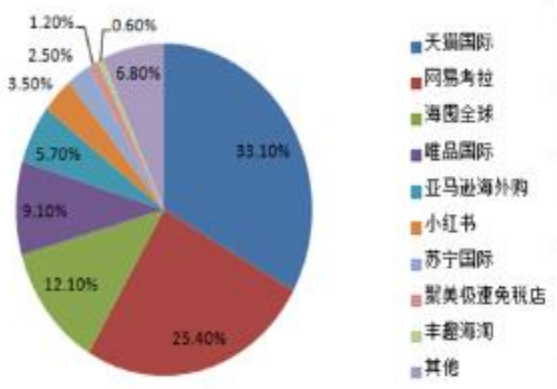


资料来源：易观，东兴证券研究所

进口方面，天猫国际的主要定位是为国内消费者直供海外原装进口商品，根据易观 2019 年第二季度《中国跨境进口零售电商市场季度监测报》，2019 年天猫国际市场份额排名第一为 33.1%，网易考拉排名第二为 25.4%。双方合体之后在进口电商领域的市场份额合计将超过 50%，进口跨境电商将彻底形成一家独大的局面。天猫国际未来的战略将会更加侧重提供网络中更多的新商品连接点，包括孵化“新品类”、引入“新品牌”、首发“新商品”，来满足年轻消费者对多元进口生活方式的追求。

图 11: 进口跨境电商产业链

图 12: 天猫国际、网易考拉合计占进口跨境电商(B2C) 五成份额



资料来源：易观，东兴证券研究所

资料来源：易观，东兴证券研究所

跨境电商痛点在于正品保障，线上线下双线融合的模式是跨境电商重要发展方向。最近两年，无论是天猫国际还是网易考拉，进口跨境电商纷纷在线下开实体店。2018 年 2 月，网易考拉首家线下实体店“海淘爆品店”也在杭州开业，而位于宁波的网易考拉 1 号仓是目前考拉全国规模最大自动化程度最高的跨境智慧保税仓，2018 年 4 月天猫国际也在杭州开出全国首个线下实体店。线下门店实物展示的好处有两点，第一，线下门店体验感能够增强消费者购物信心。根据 iiMedia Research(艾媒咨询)数据显示，海淘用户对线下海淘门店的商品质量及购物体验优势最为认可，67.9%的消费者认为比起线上渠道，线下海淘门店的商品质量更有保障。正品保证仍是消费者最为关注的，消费者更倾向于在线下购买高单价进口商品，而线下门店增强了购买进口商品的体验感，第二，“线上产品+线下场景”是未来新零售的主流趋势。线下门店引流，再从线上平台转化和服务，将成为行业发展方向。

图 13: 中国主流跨境电商线下布局一览

跨境电商平台	门店数量	入驻城市数	商品种类	运营模式
奥买家	75	27	个人护理、母婴用品、美容护肤、进口食品等	体验为主，营造全场景购物体验
考拉海购	9	6	美妆个护、家居生活、母婴、轻奢、数码等	海淘爆品店展示性强，全球工厂店回归传统零售
苏宁国际	7	5	美妆个护、箱包、家居日用、母婴用品等	店中店模式，90%以上的产品可直接卖货
小红书	3	2	美妆个护、家居、服饰、食品等	体验为主，设置体验和交互场景
天猫国际	2	1	美妆、保健品、食品、母婴、箱包、眼镜等	体验为主，自助派样机可领取商品样品，手机扫码下单
京东国际	1	1	时尚、母婴、营养保健、个护美妆、3C数码等	体验为主，体验空间及社交活动

资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

## 2.2 通过开辟下沉市场来增加国内网络的连接点

下沉市场被视为互联网行业最后的流量红利。下沉市场产生背景是一二线城市获客成本持续高涨。从定义上来看，“下沉市场”是指市场主要面向生活在三线以外的城市以及乡镇地区、以及一二线城市中的低收入人群。在一二线城市的流量红利与增量空间被几度压缩，以及获客成本持续高涨的背景下，下沉市场凭借广阔的人口基数和移动互联网普及度，正在飞速崛起，下沉市场也被视为互联网行业“最后的流量红利”。根据 Mob 研究院，典型的下沉市场用户画像是乡村幸福一姐，有房有车有老公，实际可支配收入相对较高。

下沉市场引流的本质在于具备更旺盛的消费意愿（闲暇娱乐属性），以及互联网普及率和移动设备渗透率的提高。一方面，较慢的生活节奏和较慢的生活压力，令下沉市场客户的消费意愿更强。根据 mob 发布的《下沉市场图鉴》，我国目前约有 6.7 亿下沉市场用户体量。另外根据北京大学社会调查研究中心联合智联招聘推出的《中国职场人平衡指数调研报告》，31-40 小时是三线以下城市居民一周工作时间占比最高的时间长度（占比 35%），低于一线城市（56%）和二线城市（47%），下沉市场用户日均使用各种 app 时长高达 5 小时。而从行业上来看短视频、综合资讯等品类在下沉市场用户中的渗透率要高于一二线城市用户的渗透率。此外，根据易观发布的《下沉市场消费者网购趋势洞察 2019》，虽然下沉市场人群的收入和消费绝对值不高，但是近年来从人均可支配收入增速和消费支出增速来看，农村居民增速均快于城镇居民增速，显示下沉市场消费信心的增强。另一方面，随着三线、四线以及非线级网购普及率的提高，下沉市场网络零售额不断增加。根据尼尔森 Nielsen 最新发布《消费者与零售趋势》，三线及以下城市用户的网购普及率和移动端普及率分别为 13.8% 和 41.7%，对比一二线城市的 36.4% 和 83.4% 仍有较大的提升空间。截止到 2018 年底，我国农村网络零售额已突破 1.6 万亿元，同比增速超过 30%。而在移动设备的数量上，一二线市场平均每人 1.3 台移动设备，下沉市场则人均 0.5 台，未来还有渗透空间。除这些之外，下沉市场还具有圈子相对集中、线下交流频次高、口碑传播效果更强、市场需求多样等特点。



据头豹研究院发布的《2020 年中国下沉市场深度研究》显示, 2020 年, 电商下沉市场用户将增长至 5.69 亿人, 至少有 2.02 亿人次的增量有待挖掘和拓展。**下沉市场电商零售额预计将于 2021 年反超一线城市, 并于 2022 年增长至 5.78 万亿元, 较 2018 年提升 2.94 万亿元。**截至 2019 年年末, 淘宝移动月活跃用户首度突破 8 亿; 京东 2019 年的年度活跃购买用户数增长至 3.62 亿; 拼多多截至 2019 年底, 平台年活跃买家数达 5.852 亿。这三大电商巨头的新增用户, 绝大多数都来源于下沉市场

图 14: 短视频、煲剧和游戏达人 是下沉市场用户典型画像

图 15: 淘宝与拼多多新增用户中超过 40%来自于下沉市场



资料来源: MobTech、东兴证券研究所

资料来源: 个推大数据, 东兴证券研究所

### 3. 增强网络效应手段之二---阿里通过增加网络连接频率和强度来提升自身网络效应

网络连接的频率和强度就是用户粘性, 用户黏性指用户对于品牌或产品的忠诚、信任与良性体验等结合起来形成的依赖程度和再消费期望程度, 用户粘性也指增加用户双方彼此的使用数量, 增加用户的粘性是每个互联网企业都会面临的问题。网络效应中, 由于电商用户转换平台的成本很低, 如何增强连接的强度是所有电商都会面临的问题。根据 BJ Fogg 博士创立的行为设计学, 以及知名的 FOGG 行为模型  $B(\text{behaviour}) = M(\text{motives}) \times A(\text{activity}) \times T(\text{trigger})$ , 用户黏性行为=用户留存的动机×用户使用产品需要的能力×吸引用户留存的诱因。**而阿里分别通过用户侧、产品侧和市场侧来强化自身的用户粘性 (网络连接的强度和频率)。**

图 16: 用户、产品和市场形成粘性闭环



资料来源：公众号穆宁说，东兴证券研究所

### 3.1 用户和产品侧：利用新品战略激发用户和商家留存动机，增加网络强度

如果是电商提供的产品有“多、快、好、省”四大维度的话，京东定位是“快”，拼多多是“省”，而阿里则为“多和好”，在淘系平台上消费者可以买到其他平台买不到的产品，阿里的品牌资源无出其右，而重要的实现路径就是新品。

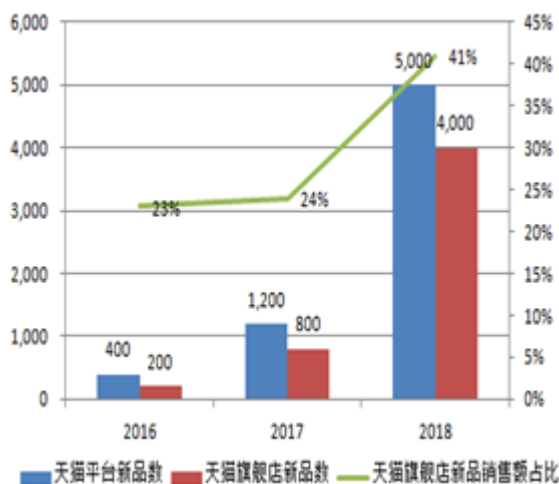
根据天猫官方公布的《2018年中国新品消费趋势报告》，新品已成为了商家和电商平台合作中重要的一环。2018总计超过20万个大牌在天猫上发布5000万款新品，天猫上单是“重度新品用户”就已经超过7500万人，这些“新品控”平均每年会购买17笔以上的新品。今年38女王节当周，天猫新品成交金额环比增长55%，新品购买热情大幅上涨；同时，从复工到38女王节这一个月以来，天猫新品发新数量达到600万，全面回升。2019年，天猫平台已经有8300万新品重度消费人群，比2018年增长了26%，其中90后人数占比52%，95后占比31%。2019年中国新品消费盛典现场，天猫发布9个新品趋势的关键词：感官 (enjoy)、健康 (health)、提效 (efficiency)、旅居 (mobile)、硬核 (high-tech)、聚光 (spotlight)、社群 (tribe)、创艺 (culture revival)、安慰 (self-cure)。

图 17: 各行业上新周期日益缩短

图 18: 2018 年新品数量超 5000 万



资料来源：《2018 线上新品消费趋势报告》、东兴证券研究所



资料来源：《2018 线上新品消费趋势报告》、东兴证券研究所

### 新品战略能为电商和商家带来如下的变革：

**第一，新品能迅速渗透消费升级下的细分市场，满足用户最细分的差异化需求。** 1. 新品往往是作为针对更为细分的人群需求所做的精准营销，并通过电商平台有效转化，能够准确满足细分市场的特定需求；2. 新品传播速度更快、范围更广，“猎奇”和“从众”心理能够快速带来增量客户，促进销量的上升，比如“首发秒无”、“首发成爆款”，爆款具有点击率高，收藏加购率高，转化率高等特点，往往能够吸引更多的年轻购买力。

**第二，电商平台的大数据和技术赋能，能够推动更多细分品类的诞生。** 根据《2018 年中国新品消费趋势报告》，传统的新品诞生流程是消费者洞察-产品研发-供应链-上市营销，而电商能够在消费者洞察阶段发挥巨大的作用，比如从新品的开发和预售阶段实时获得消费者的反馈，洞察消费者的痛点和需求，同时分析消费者的功能建议、价格建议和规格建议等，帮助品牌商洞察新品机会，启发品牌新品创意，这一方面可以大大缩短新品研发周期和全面市场调研周期，另一方面推动细分品类诞生，大大降低新品推出后“水土不服”的风险。

### 3.2 市场侧：通过造节创造热点，增加网络连接的频率

**618 升级为新的促销节点，重要性堪比双 11。** 过去历年来双 11 都是天猫最重要的促销节点，而从 2019 年开始，618 被定位成与双 11 同等重要的促销节点，天猫明显加大了促销资源的投入力度，同时聚划算全面升级为“阿里集团品质‘惠经济’战略窗口”。根据 QuestMobile 发布的《2019 年“6.18”电商大报告》，手机淘宝在所有电商 APP 中的活跃度遥遥领先，且爆发力惊人。6 月 16 日（天猫 618 的大促爆发日），手淘 DAU（日活跃用户）达到 3 亿峰值，较 5 月 20 日大增 4800 万。除手淘外的其他电商平台，DAU 峰值都在 1.4 亿以下，手淘的 DAU 峰值，比第二到第五位电商 APP 的 DAU 峰值之和还高出 15%。

图 19: 2019 年 618 期间各大 APP 日活跃用户数



资料来源: QuestMobile、东兴证券研究所

**99 划算节地位同样突出。**2019 年是 99 划算盛典全面升级“99 划算节”后的第一年，和双十一或是 618 相比，99 划算节的玩法互动性更强。数据显示，99 划算节当天淘系成交同比大增 40%，这一增速较天猫 618 期间的 38% 还要高出 2 个百分点。聚划算 99 划算节两天的 GMV 达到 585 亿元。双 11 到第六年的 2014 年才达到 571 亿的交易额，而 2019 年刚刚升级的 99 划算节成交额已经超过了第六届的双 11。

图 20: 2019 年 99 划算节活动一览

图 21: 99 划算节引流效果明显





资料来源: 聚划算、东兴证券研究所



资料来源: 聚划算、东兴证券研究所

## 4. 增强网络效应手段之三--阿里弥补缺少的网络效应丰富自身生态

### 4.1 通过钉钉提高网络效应的社交工具属性

社交产品是对整个社会中人和人关系的还原、迁移与重构, 人们对于社交网络的依存度最高, 社交类网络效应天然产生的流量和粘性要大于电商。根据 NFX 的网络效应地图, 社交类网络效应包括两大类, 一类是个人类网络效用 (Personal Utility, 通信类), 这类社交类网络效应特点是主要用于通信和沟通, 同时用户个人生活或职业生活基本上每天都离不开这种网络, 相对更加私密, 典型代表为 Whatsapp、微信和 iMessage 等; 另一类是个人类网络效应 (Personal, 社交工具类), 这类网络效应的特点为基于用户个人身份而搭建、通常跟真实姓名绑定, 同时社交工具的属性更强, 用于用户生活当中的一些关键功能上, 如差事、工作关系责任、征税、紧急情况、安全保障, 比如 Facebook、Linkedin 和 Instagram, 社交工具类网络往往用于有待完成的事情, 网络对用户存在实质性的实际效用。钉钉是阿里提高社交工具类网络效应的利器 (商业社交+校园社交)。

图 22: 钉钉 5.0 版本详解



资料来源：钉钉官网、东兴证券研究所

图 23: 钉钉现拥有 6 大类 33 种产品

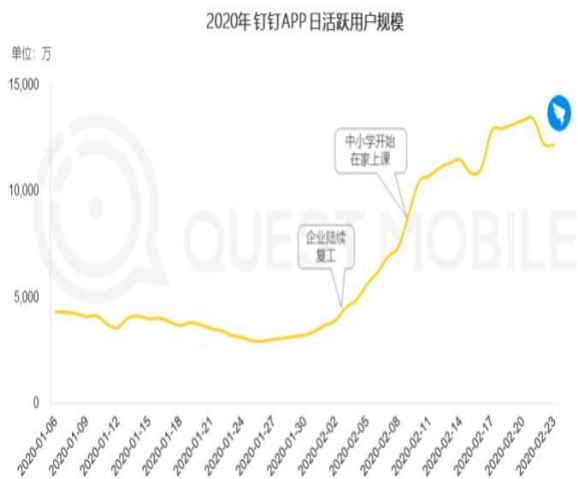


资料来源：钉钉官网、东兴证券研究所

**钉钉兴起于 IM (即时通讯)，已成长为智能移动办公领域龙头。**钉钉创办于 2014 年，彼时社交领域几乎被微信所垄断，而钉钉以 IM 为着力点切入企业级服务市场。2015 年 5 月 2.0 版本推出的时候，钉钉拥有了最初的 30 万家企业组织。3 月 23 日，钉钉数据显示，企业组织在钉钉上发起在线会议的数量，单日突破 2000 万场、超 1 亿人次，钉钉已成为全球最大的在线会议平台。目前钉钉的主要业务涵盖从最基础的企业 IM、远程办公、流程审批、视频会议、云端办公室、考勤打卡，到更深的财务、人事等业务应用软件，2020 年 2 月新发布的钉钉 5.0 版本，全新升级的“在线办公室”包含提供文档空间、钉钉项目、数字化办公空间等多款高效协作套件，同时正式发布钉钉“圈子”，钉钉圈子定位为私域流量运营平台，分为内部圈、在线教学圈、商业交流圈、社群运营圈四种模式，这是钉钉首次全面开放私域流量池。



图 24: 2020 年钉钉 APP 日活跃用户直线上升



资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

图 25: 2020 年春节假期后比春节假期 日均活跃用户增量 TOP10 细分行业



资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

**钉钉未来的定位是帮助企业进行数字化转型, 正在帮助生态伙伴实现快速发展。**如果说过去钉钉的主要功能是对内管理好员工, 那么未来钉钉所要做的事则是帮助企业对外更好的开展业务。钉钉 CEO 陈航此前表示, 钉钉非常幸运地赶上了中国企业数字化变革的浪潮, 通过五个在线(组织在线、沟通在线、协同在线、业务在线、生态在线)助力中国企业实现数字化工作方式。**首先, 钉钉未来的定位是帮助企业进行数字化转型。**我们认为, 未来钉钉的职责应该是在数字和智能化的升级的浪潮中, 给企业赋能, 帮助企业在人(比如推出商务人脉的在线化数字化)、财(比如和支付宝联合推出数字化企业支付解决方案)、事(比如推出数字化智能文档中心)、物(比如推出软硬件一体化的智能数字化办公室)四个层面全面实现数字化运作、数字化决策的企业操作系统。此外, 钉钉还有很多以前从未听说过的大胆突破式创新功能, 比如 DING 功能、网络电话、密聊模式等, 都是深度研究了解了中小企业的困扰和需求。**第二, 钉钉生态与生态伙伴是相辅相成的。**一方面, 钉钉的用户数量增长迅猛, 截至 2019 年 6 月 30 日, 钉钉注册用户数突破 2 亿, 企业组织数量突破 1000 万。根据中国软件网、海比研究预计, 到 2020 年 6 月底, 估计钉钉的注册用户数量能增加 1~2 亿, 总数将达到 3.5 亿左右。另一方面, 钉钉正在帮助生态伙伴实现快速发展。2020 年 2 月底, 阿里钉钉服务商生态大会发布“春雷计划”, 将有 100 家集成商伙伴、100 家服务商伙伴获得钉钉重点提供的流量、接口、能力支持。在伙伴赋能方面, 钉钉主要基于“基础功能+智能办公硬件+行业模板+开放平台”的发展思路, 经过验证的企业服务产品、技术、安全、市场、运营、组织等能力与经验开放给生态伙伴, 帮助伙伴专注在自身擅长的领域, 进行快速创新、高速发展。目前钉钉已经成为企业服务领域创新、创业的基础设施。

图 26: 钉钉生态融合愿景

图 27: 企业使用钉钉每年可节省大量费用



资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

**应用场景接轨数字化教育，疫情为钉钉插上飞翔的翅膀。**我们认为，钉钉的应用场景能够迅速在数字化教育方面做大做强，有以下几方面的原因，**第一，早在2019年就已布局在线教育。**钉钉就已发力教育信息化，3月发布“未来校园解决方案”，通过“校园数字化管理平台+校园智能硬件”的整体解决方案，面向全国中小学校提供服务。随后两个月的时间内，钉钉凭借操作简单、功能强大、收费较低等优势，服务了500家区县教育部门，800所高等院校，4万所中小学校园以及14万所教育培训机构，由此打下教育用户认知度的基础。**第二，针对疫情钉钉的反应最敏捷，依靠好的产品效果迅速抢占在线教育市场。**疫情令全国各地在线教育需求量暴涨，钉钉是最早做出反应的机构，1月29日，钉钉发布“在家上课”计划，紧急上线直播课堂等，支持直播、视频录播等链接观看课程及群内直播多种形式，**又免费开放了在线直播功能，且免申请免审批流程，实现了产品的快速迭代；**2月1日，钉钉就成功拿下5000万学生在线教育市场，瞬间变成了在线视频互动教育平台的独角兽；3月，联合国教科文组织紧急呼吁全球39个国家和地区的4.21亿学生远程上课，再给家长、老是和学校推荐的应用程序和平台清单中，阿里巴巴旗下钉钉成为首选视频会议、教学直播和团队协同通讯平台；**第三，钉钉所提供的教育场景和解决方案最全面。**钉钉开设了丰富的教育教学场景，在线课堂支持直播、视频录播等链接观看课程及群内直播多种形式，覆盖在线授课、在线提交批改作业、在线考试等应用场景。同时，钉钉为教育主管单位和学校提供软硬件一体化的教育数智化解决方案，覆盖校务管理、行政办公、后勤服务、教学教研、家校连接、学生成长、校园安全、数据大脑等应用场景；**第四，背靠阿里强大的基础设施，能够承接较大峰值流量。**基于阿里云弹性计算资源编排调度服务，钉钉在短短2小时内新增部署了超过1万台云服务器，这个数字也创下了阿里云上快速扩容的新纪录。在突来的峰值流量下，不少在线教育平台出现了卡顿现场，而钉钉能保证平台的平稳流畅，与背后阿里强大的云服务器基础设施密不可分。

图 28: 钉钉最快推出免费课程

图 29: 教育行业在钉钉用户行业分布中位列第六



资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所

图 30: 钉钉通过五个在线助力学校

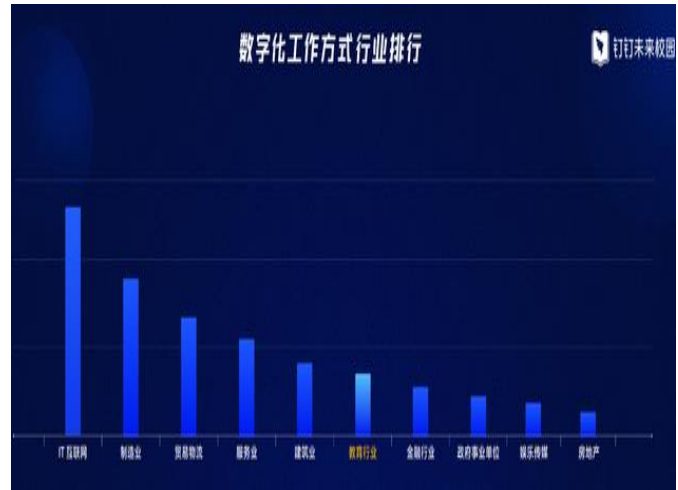


资料来源：钉钉未来校园，东兴证券研究所

## 4.2 通过直播增强网络效应的内容属性

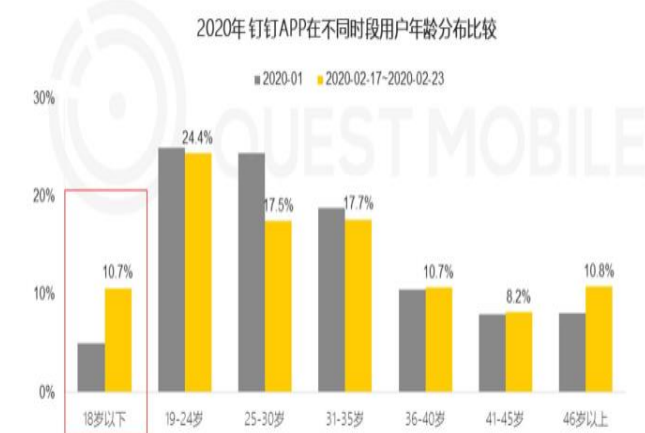
抖音和快手这类内容型公司的优势在于**连接链数量级较多（平台算法精准推荐内容）、连接成本低、用户支付意愿更高以及用户粘性在不断提高。**电商网络弥补自身内容属性缺失的一大手段就是通过内容电商（直播、短视频）等新赛道来强化内容型网络效应。

图 32: 直播对于提升用户粘性作用巨大



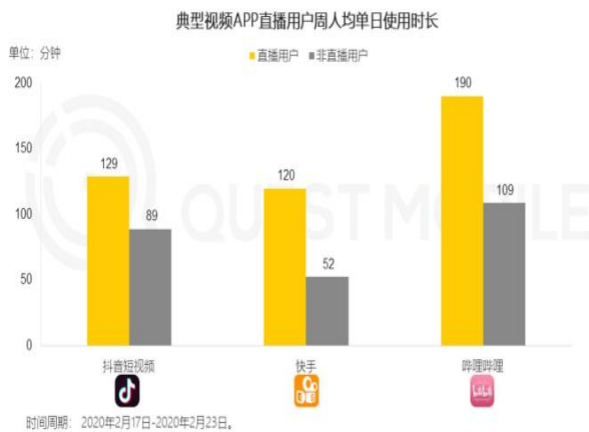
资料来源：钉钉未来校园，东兴证券研究所

图 31: 2020 年钉钉 APP 用户年龄分布

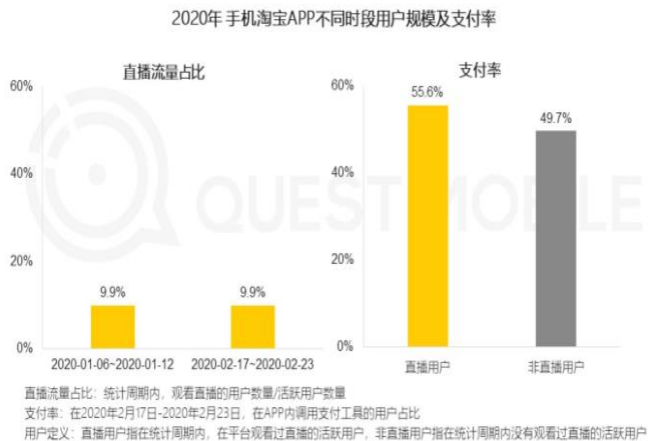


资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所

图 33: 手淘直播用户支付率更高



资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所



资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

电商+内容=内容型电商, 内容型电商是指以消费者为中心, 围绕 KOL、IP、直播、热点事件等进行内容创造, 由内容驱动成交, 从而提升电商的营销效率。内容电商 (直播带货) 目前呈现几大特点:

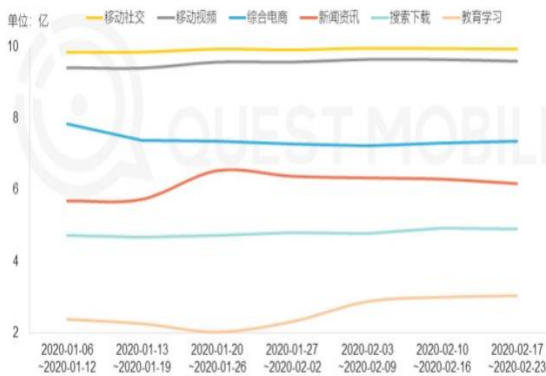
**第一, 从“场”的角度来看, 短视频正在成为最受用户青睐的应用, 内容型电商包括内容平台电商化和电商平台内容化。**短视频融合了文字、语音和视频, 可以更加直观、立体满足用户的表达、沟通需求, 而短视频能够在短时间内变得流行, QuestMobile 数据显示, 疫情发生以来, 每个网民每天花在移动互联网的时长比年初增加了 21.5%。实际上, 基于直播+场景的模式, “直播+”成了一种类似于社交的工具平台。根据 QuestMobile, 现在内容电商存在两大方向, 即内容平台电商化和电商平台内容化。第一, 前者的种类包括: 视频内容平台自建电商平台 (比如快手小店、抖音短视频商品橱窗等)、社区平台种草到电商平台拔草 (比如小红书社区建设) 以及社交平台向电商对接私域流量 (比如微博信息流展示广告和连接)。不过目前来看除了网红变现带货转化率相对高一些, 其他不是打造个人 IP 的大 V 目前变现相对困难。第二, 后者的种类包括: 头部电商平台借助新渠道构筑消费新场景 (比如淘宝直播间引 KOL 入驻) 以及垂直平台优化内容吸引目标群体 (比如蘑菇街将 KOL、直播等内容在 APP 中靠前展示)。

图 34: 2020 年移动互联网典型周活跃用户规模

图 35: 典型视频 APP 直播流量占比变化

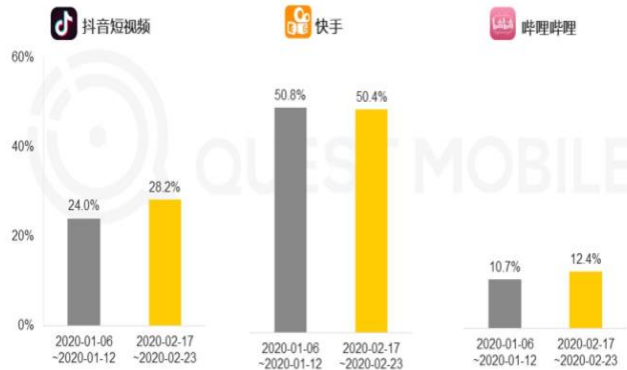


2020年移动互联网典型行业周活跃用户规模



资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

典型视频APP直播流量占比变化



资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

第二, 从“货”的角度来看, KOL (意见领袖) 带货能力越来越强大, 红人私域流量减少中间环节降低获客成本。KOL 通过自己或者他人发表高质量的内容吸引海量用户访问, 积累粉丝的同时, 产生购买行为。如果说传统电商还停留在“给你想要的”阶段, 那么内容电商则进阶到“你应该买什么”的阶段。从内容推荐到种草再到购买一气呵成, 减少“货找人”的环节, 从而降低获客成本。

图 36: 2020 年移动互联网典型周活跃用户规模

图 37: 典型视频 APP 直播流量占比变化



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所



资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

第三, 从“人”的角度来看, 当代年轻人线上消费能力较高, 且更喜欢娱乐化的生活方式。目前在移动

购物行业,以90后为代表的年轻人购物欲望强烈,线上消费能力较强,根据QuestMobile研究院数据,2019年5月移动购物行业中90后、00后活跃用户规模占比分别为33.4%和8.1%,而他们的线上消费能力要高于整体年龄段的平均值。当代年轻人呈现出来的特点,一是重视品质,但不盲从价格。二是年轻人也更加偏爱直观且互动的营销方式,比如短视频、直播、社交平台,这些都是年轻人的“种草”的好渠道。根据CBNData,微博数据显示90后更容易被网红博主“安利”。CBNData消费数据也显示,年轻人在消费过程中追求体验与互动,通过观看直播的购买转化效果持续提升。

图 38: APP 直播用户年龄分布

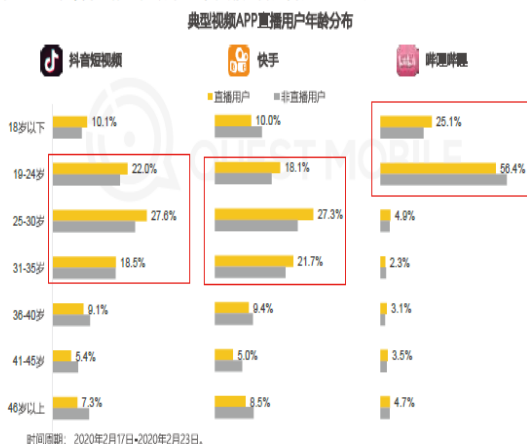
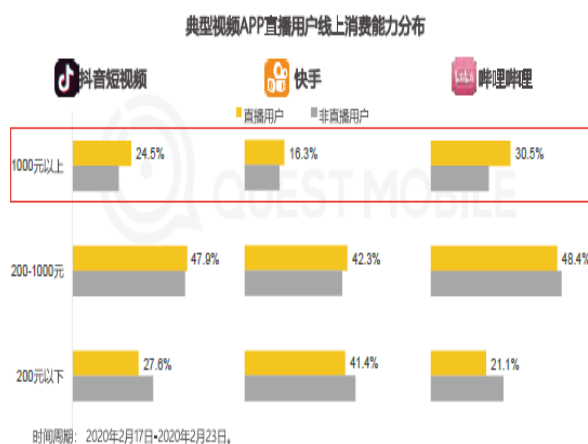


图 39: 典型视频 APP 直播流量占比变化



资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

淘宝直播是直播带货鼻祖,存在三大看点。2016年,淘宝直播正式上线,同年,淘宝内容生态全面崛起,包括微淘、问大家、淘宝头条、有好货、清单等。2018年淘宝直播月增速达350%,全年拉动的GMV破1000亿,进店转化率超65%,过去一年有81个淘宝直播间成交额破亿,下单人群总数超1亿,平均年消费2400元。根据淘宝直播运营负责人赵圆圆预计,2019-2021淘宝直播GMV将达5000亿。李佳琦、薇娅都是在淘宝直播成名,进而被推向外部,从抖音、快手等平台导入淘系产生GMV。2020年3月21日,淘宝启动史上首个直播购物节。

目前淘宝直播在直播领域的市场份额超过60%,相对于其他直播,淘宝直播的比较优势在于:第一,淘系电商涉猎的产品范畴是最大的,能够渗透不同产业和孵化新的产业。2016年淘宝直播上更多的是卖衣服的、卖美妆的、或者卖珠宝的,但是在2018年出现卖零食的、卖藕的、甚至卖茼蒿笋的,2019年,美妆、零食、教育行业,旅游、住宿、电子商务、金融、科技等等行业商家相继加入直播,淘宝直播在不断渗透进不同的产业。同时,淘宝直播也在孵化新的产业,比如店铺直播代运营。第二,淘宝直播培育了大量的头腰部专业主播,能够给予头部IP更多的流量支持。根据《2019淘宝直播生态发展趋势报告》,淘宝直播平台活跃的专业主播数量在迅猛增长,每月带货规模超过100万的直播间超过400个。不少其他直播平台的主播们,也迁徙到淘宝直播“掘金”。淘宝在淘宝直播方面的策略与此前的策略一样,会在主播有了一定的成效之后给予流量扶持,淘宝直播因为薇娅等头部IP带货的能力而闻名,也给予越来越多的流量支持。第三,淘宝直播未来或将受益于直播受众的扩大、内容多元化和更好的观感体验。



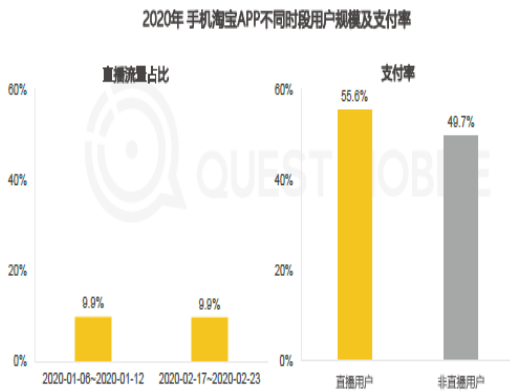
在未来的发展趋势中, 淘宝或将直接受益于下沉市场的崛起、直播受众持续扩大和私域流量购买转化率的提高。而随着明星、PGC 机构进入淘宝直播, 内容方面将更加多元化。同时, 5G 和 VR 技术在直播中的应用, 将给消费者们带来了更优质的直播服务体验、观感与玩法。

图 40: 淘宝直播业务发展历程



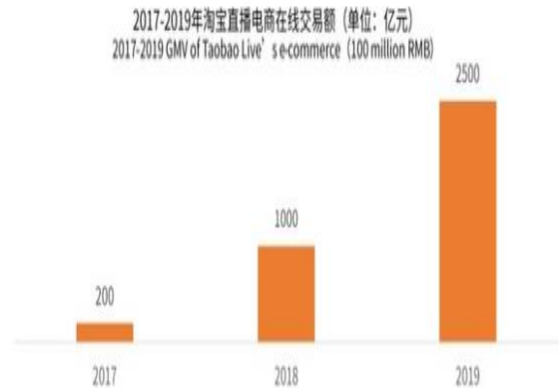
资料来源: 艾媒报告中心, 东兴证券研究所

图 42: 手淘直播用户支付率更高



资料来源: QuestMobile、东兴证券研究所

图 41: 14-18 年中国居民人均消费支出增速对比



资料来源: 艾媒数据中心, 东兴证券研究所

图 43: 疫情加速了直播与商业业务场景的结合



资料来源: QuestMobile、东兴证券研究所

## 5. 投资建议:

阿里巴巴是国内互联网企业的领军企业, 同时也拥有“零售巨头、商业操作系统王者和金融科技鼻祖”等多个标签。我们认为, 此前受疫情影响的供应链与物流已经快速复苏, 同时市场已经 priced-in 一季

度业绩的不利影响，而疫情结束后，核心电商业务有望随着可选消费品类复苏实现较大反弹。我们预测公司 2020-2022 财年营收分别为 5068.06 亿元、6370.81 亿元和 7715.34 亿元，同比增长率分别为 34.49%、25.71%和 21.10%，归母净利润 (Non-GAAP) 分别为 1553.56 亿元、1631.79 亿元和 1951.13 亿元，同比增长率分别为 54.22%、5.04%和 19.57%。DCF 模型下，假设 WACC 为 11%，永续增长率为 4%，给予公司 203 美元/ADR 的目标价，维持“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示：

行业政策出现重大变化；电商行业受疫情影响大于预期；电商行业竞争加剧；新零售业务开拓受阻

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E		FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>流动资产合</b>	256855	270273	424835	571010	730793	<b>营业收入</b>	250266	376844	506806	637081	771534
货币资金	199309	189976	297014	423564	564264	<b>营业成本</b>	107044	206929	284502	362914	434529
限制性现金	3417	8518	7301	7301	7301	研发费用	22754	37435	42180	48146	55341
短期投资	6086	3262	1650	1650	1650	销售费用	27299	39780	50161	63780	75143
应收账款	0	0	0	0	0	管理费用	16241	24889	27421	28904	29367
证券投资	4815	9927	8431	8431	8431	无形资产摊销	7120	10727	14995	15674	17091
预付账款及	43228	58590	110440	130064	149147	商誉及无形资	494	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	460269	694803	758304	829698	928298	雅虎知识产权	0	0	0	0	0
固定资产	66489	92030	129747	176930	237424	<b>EBIT A</b>	76928	67811	102542	133336	177155
权益投资	139700	84454	84671	84871	85071	<b>营业利润</b>	69314	57084	87547	117662	160064
证券投资	38192	157090	168709	168709	168709	利息费用	3566	5190	5773	5906	5906
预付账款、应	16897	28018	37681	47366	57363	<b>利润总额</b>	100403	96221	122577	129525	176267
无形资产及	189614	333211	337496	351822	379731	所得税	18199	16553	19612	32381	44067
其他非流动	9377	0	0	0	0	<b>净利润 (GAAP)</b>	61412	80234	103182	109001	132400
<b>资产总计</b>	717124	965076	1183139	1400708	1659091	<b>净利润 (非</b>	83214	93407	112148	139099	180068
<b>流动负债合</b>	135810	207669	294543	372351	445086	<b>归母净利润</b>	63985	87600	113065	121424	147445
应付账款、应	81165	117711	180934	230690	275551	<b>归母净利润 (非</b>	85776	100734	155356	163179	195113
递延收入和	22297	30795	44922	55097	66053	<b>EPS (GAPP) (元)</b>	25	34	43	46	55
其他流动负	32348	59163	68687	86565	103482	<b>EPS (非 GAAP)</b>	34	39	60	63	73
<b>非流动负债</b>	141875	142005	165284	181251	195922	<b>主要财务比</b>					
递延收入	993	1467	1973	2480	3003	<b>率</b>	<b>FY18</b>	<b>FY19</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
递延所得税	19312	22517	23745	39205	53353	<b>成长能力 (非</b>					
长期贷款	34153	35427	38237	38237	38237	营业收入增长	8.66%	22.86%	24.02%	24.67%	20.44%
其他非流动	87417	82594	101329	101329	101329	毛利润增长	44.84%	20.24%	28.80%	22.94%	22.61%
<b>负债合计</b>	277685	349674	459827	553602	641008	EBIT 增长	39.56%	7.68%	22.49%	28.70%	30.91%
留存收益	172353	257886	370951	447185	594630	EBIT A 增长	40.23%	10.29%	24.23%	25.97%	28.86%
股东权益合	436438	608583	742122	840014	1010991	<b>获利能力 (非</b>					
<b>负债和所有</b>	717124	965076	1209041	1400708	1659091	毛利率	59.43%	47.45%	45.45%	44.45%	45.00%
<b>现金流量</b>						总资产净利润	EBIT 比	35.72%	25.54%	23.26%	23.82%
						EBIT A 比率	38.76%	28.39%	26.22%	26.28%	27.96%
						净利润率	34.27%	26.73%	30.65%	23.78%	25.29%
<b>经营活动现</b>	125805	150975	184475	229560	279907	<b>收益质量 (非</b>					
净利润	61412	80234	103182	97344	132400	研发费用比率	6.15%	5.85%	6.02%	5.50%	5.25%
折旧摊销	8789.00	14962.00	19830.97	25922.64	33808.05	销售费用比率	10.09%	9.39%	9.13%	9.33%	9.10%
固定资产处	-95	55	-95	-95	-95	管理费用比率	4.43%	4.27%	4.07%	3.34%	2.69%
应收账款减	0	0	0	0	0	<b>营运能力 (非</b>					
预收账款增	-61512	-29310	-29079	-31849	-32830	营运费用率	-20.67%	-19.07%	-19.22%	-18.17%	-17.04%
<b>投资活动现</b>	-84526	-156161	-84747	-103010	-139207	无形资产摊销	-2.84%	-2.85%	-2.96%	-2.46%	-2.22%
公允价值变	-1492	2927	-7294	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
长期股权投	6185	282	0	0	0	EPS (GAPP) (元)	25.06	33.95	43.32	41.64	55.38
投资收益	7223	10057	0	0	0	EPS (非 GAAP)	33.60	38.98	59.53	62.52	73.29
<b>筹资活动现</b>	20359	-7392	6590	0	0	<b>估值比率</b>					
银行借款收	26824	12116	4592	0	0	P/E (非 GAAP)	49.03	36.18	20.99	20.25	17.27
偿还银行借	-30414	-16347	0	0	0	EV/SALES	11.19	7.57	5.73	4.56	3.77
非控制子公	-882	-226	0	0	0	EV/EBITDA	30.65	30.30	23.74	18.25	13.77
非控制性权	1124	8706	0	0	0						
<b>现金净增加</b>	55573	-9333	107038	126550	140700						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	【东兴商贸零售】阿里巴巴 (BABA.N) 深度系列报告之二：核心电商业务仍是生态系统基石，下沉市场是重要引流血管	2019-11-01
公司	【东兴商贸零售】阿里巴巴 (BABA.N) 深度系列报告之一：复盘阿里十个关键节点，马云构造的阿里生态王国	2019-09-25
行业	【东兴商贸零售】电商巨头欣欣向荣，新经济收获稳稳的幸福——“不一样的财报解读”系列之 2019 年中报	2019-09-06
公司	【东兴商贸零售】电商行业事件点评：阿里成为网易考拉“新爸爸”，从双雄争霸到一家独大	2019-09-06
行业	【东兴商贸零售】生鲜产业：新零售推动生鲜产业第五次变革	2019-05-22
公司	【东兴证券海外】阿里巴巴-BABA.N-深度报告：科技赋能，聚合生态，打造新零售帝国科技赋能，聚合生态，打造新零售帝国	2018-09-19

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 王习

中央财经大学注会学学士，香港理工大学金融学硕士，六年证券从业经验，曾就职于长城证券，2017年12月加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 研究助理：赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。