

# 电商深度研究系列五：

## 阿里巴巴：外部竞争趋缓，88VIP和全站推广有望带动主站可持续增长

公司研究 · 海外公司深度报告

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

联系人：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

# 引言：淘天业务始终是影响集团股价的核心要素

电商是阿里巴巴两大核心业务之一，淘天集团收入占比高、利润贡献大，是公司最重要的消费业务，是阿里股价的核心驱动力。

- ✓ 收入看，淘天集团贡献公司45%的收入。
- ✓ 利润看，FY2024淘天集团贡献经调整EBITA 1948亿元，占公司整体经调整EBITA利润 118%（部分业务利润为负）。
- ✓ 股价表现看，回顾公司2019年11月港股双重上市以来历史，政府监管和行政处罚只影响短期市场情绪，淘天集团的业绩表现始终是影响股价波动的核心要素。

图：阿里巴巴（09988.HK）上市以来股价复盘（2019年11月-2024年6月）



资料来源：Wind, Bloomberg, 36氪，国信证券经济研究所整理

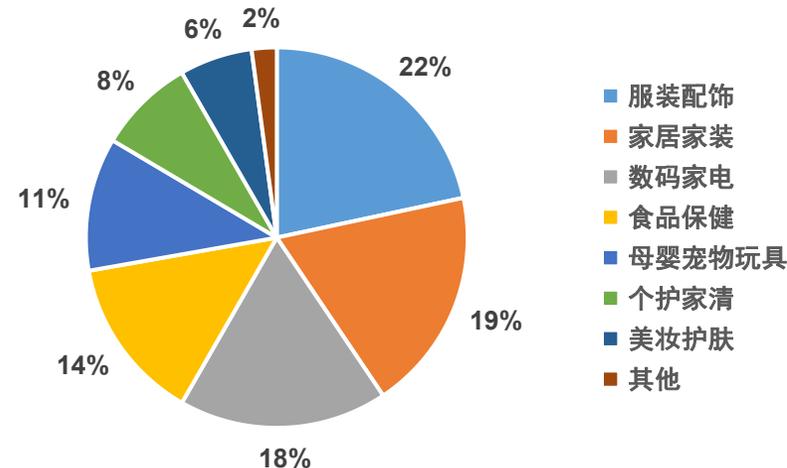
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 引言：淘天是国内最大电商平台，向商家收取佣金和广告费

淘天是中国最大的电商零售平台（淘宝App），年销售成交额8万亿元（支付口径），21-23年CAGR -1%，电商市占率40%出头，受抖音、拼多多等新兴平台冲击，据我们测算，21-23年份额下降9pct。

- 消费者：**目前淘天年购买用户近10亿，单用户年消费金额8436元，核心消费群体为高线城市、35岁以下女性用户，单均价100元左右，单用户年购买频次约在80次。**GMV增长驱动因素看，**2021年以前主要靠用户数提升驱动，单用户年购买金额（ARPPU）增长缓慢；2021年后淘天接近国内电商用户天花板，GMV增速跌至0附近。
- 商家商品：**1) 淘天共有近2000万家店铺，10亿+商品SKU，用户心智为“多”（京东、拼多多、抖快商品丰富度远不及淘天）；2) 按照产生GMV规模和商品是否有品牌授权将商家分为天猫商家和淘宝商家，天猫商家数占比10%，产生全平台~50% GMV；3) 品类：淘天女装起家，擅长多规格的非标品（京东/拼多多优势为带电/生鲜日百），抖音电商兴起后淘天女装、美妆等核心类目受到冲击。
- 商业模式：**平台模式为主（天猫超市/天猫国际为自营模式，GMV占1%+），向商家收取佣金和广告费，2023年淘天货币化率~3.7%。

图：2023年淘天品类分布



资料来源：久谦中台、国信证券经济研究所整理 注：假设淘宝和天猫品类结构相似。

图：淘天GMV增长及驱动因素分拆（支付口径）

	2019	2020	2021	2022	2023	21-23 CAGR
GMV (亿元)	64,723	74,615	82,073	78,487	79,723	-1%
yoy	17%	15%	10%	-4%	2%	-
AAC (亿)	7.11	7.79	8.82	9.26	9.45	4%
yoy	12%	10%	13%	5%	2%	-
ARPPU (元)	9,103	9,578	9,305	8,476	8,436	-5%
yoy	5%	5%	-3%	-9%	0%	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及测算 注：表格中为自然年；假设淘天22、23年年活跃用户分别为9.26、9.45亿人。

图：国内主要电商平台经营情况

平台	场域	GMV分布	2023货币化率	商家		用户		
				收费模式	商家数	商家画像	年活用户	客户价值及核心能力
阿里巴巴	天猫	~50%	3.77%	佣金+广告费	100万+	品牌官方旗舰店、大经销商	9亿+	品质好——品牌入驻或授权经销商入驻 选择多——阿里2B起家，有1688等供应链支持
	淘宝	~50%		广告费	1800万+	中小商家为主		
京东集团	自营	55%	-	收取买卖差价	-	有授权的品牌商家为主	5.9亿	好-品牌商家为主，京东自营更有保障 快——京东物流相对第三方物流履约更高效
	平台	45%	4.27%	佣金+广告费	-	有授权的品牌商家为主	5.9亿	快——京东物流相对第三方物流履约更高效
拼多多	-	-	4.55%	佣金+广告费	1500万+	中小商家为主	9亿+	省——推荐算法价中价格因子权重高
抖音电商	内容场	60%	9.00%	佣金+广告费	百万量级	有极强内容制作能力	6.5亿	省——用户无意识刷到感兴趣商品，节约信息搜集成本 暂时未观察到
	泛商城	40%		商品卡免佣	中小商家为主			

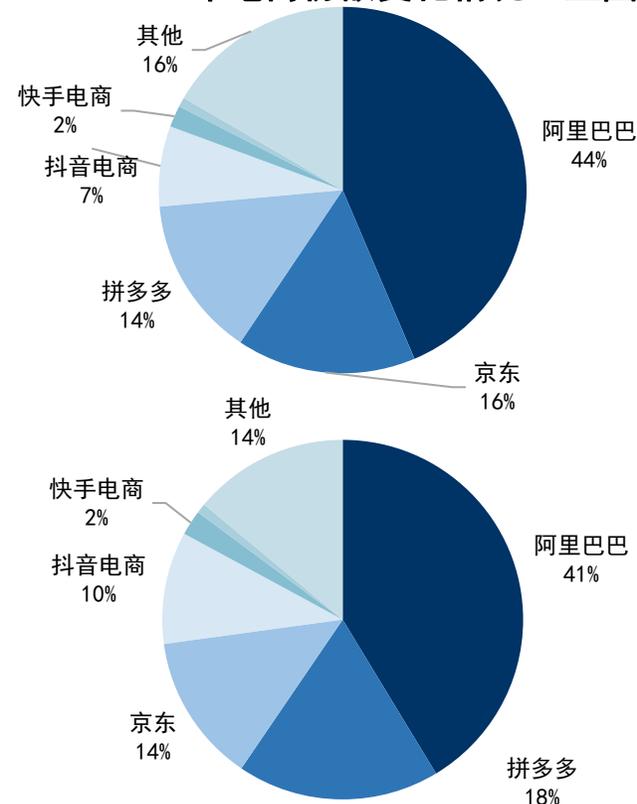
# 国内电商行业：线上大盘渗透不断提升，拼多多/抖音份额增长较快

- 社零低个位数增长，线上大盘渗透率不断提升。1) 社零规模看，2023年国内社会零售额47万亿，YoY+7.2%，两年CAGR+3.4%；2) 线上渗透看，2023年实物商品线上渗透率27.6%，同比提升0.4pct，电商增长主要依靠用户数提升和提频，单均价下滑明显，消费向性价比方向转移。
- 2023年电商格局从“一超两强两追赶”演变为“一超一强两追赶”，拼多多、抖音电商份额显著提升。

图：电商行业发展概况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
GMV (亿元)	71,751	90,065	106,324	117,601	130,884	137,853	154,264
yoy	39%	26%	18%	11%	11%	5%	12%
- 实物 (亿元)	54,806	70,198	85,240	97,590	108,042	119,642	130,174
yoy	31%	28%	21%	14%	11%	11%	9%
- 非实物 (亿元)	16,945	19,867	21,085	20,011	22,841	18,211	24,090
yoy	76%	17%	6%	-5%	14%	-20%	32%
日均实物订单量 (亿件)	1.10	1.39	1.74	2.28	2.97	3.03	3.62
yoy	28%	27%	25%	31%	30%	2%	19%
实物单均价 (元/件)	137	138	134	117	100	108	99
yoy	2%	1%	-3%	-13%	-15%	8%	-9%
AAC (亿)	5.33	6.10	7.10	7.82	8.42	8.45	9.15
yoy	14%	14%	16%	10%	8%	0%	8%
ARPPU (元)	13,454	14,762	14,970	15,031	15,543	16,314	16,859
yoy	22%	10%	1%	0%	3%	5%	3%
单用户年订单量 (件)	98	107	112	128	156	151	171
yoy	19%	8%	5%	15%	21%	-3%	13%
实物ARPPU (元)	10,276	11,506	12,001	12,473	12,830	14,159	14,227
yoy	14%	12%	4%	4%	3%	10%	0%
实物单用户年订单量 (件)	75	83	89	107	129	131	144
yoy	12%	11%	8%	19%	21%	2%	10%

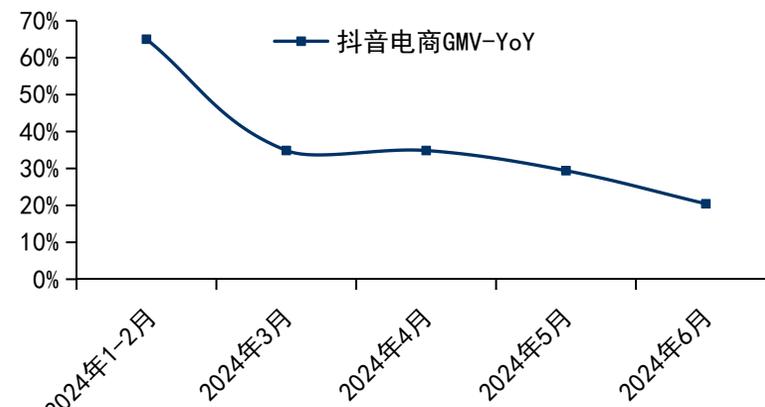
图：2022-2023年电商份额变化情况（上图为2022年）



# 2024年直播电商增速放缓，抖音电商增速下降但份额争夺能力仍在

- 直播电商需求接近饱和，抖/快/淘头部达播GMV腰斩。以抖音为例，2024上半年内容场增速跌至个位数，货架场缺乏独立造血能力，整体GMV增速从60%+下滑至20%出头。消费者对直播电商需求逐步饱和，流量下降，单个达人带货能力下滑，同时平台流量成本增加、品牌推广费率被压低，达人生存空间被压缩。
- 各平台差异化竞争：1) 发现低价和用户体验不能带来GMV增长，反而因为商家以次充好压低价格导致消费者体验下降，抖音降低价格和用户体验优先级，重回GMV增长导向；2) 淘天淡化内容直播和价格力，重视核心用户体验以及商品丰富度。
- 直播电商增速放缓对淘天机会多大？1) 淘宝直播GMV约1万亿，这部分也会受到直播电商增速放缓的影响（李佳琦618美妆GMV yoy-46%）；2) 抖音和淘天竞争主战场从内容转移到货架场，比拼“多快好省”而不是通过直播短视频形式降维打击，淘天主场优势扩大。从GMV份额变化看，我们预计24年抖音份额争夺能力较强，阿里仍需聚焦核心练好内功才能获得增长。

图：抖音电商2024上半年GMV增速快速回落



资料来源：晚点LatePost，国信证券经济研究所整理及测算

图：电商各平台GMV变化情况

亿元	2023			2024E			份额	份额变化
	GMV	yoy	GMV变化	GMV	yoy	GMV变化		
网上零售额	154,264	11.9%	16,411	171,233	11.0%	16,969	100.0%	0.0pct
阿里巴巴	63,972	5.5%	3,354	68,770	7.5%	4,798	40.2%	-1.3pct
京东集团	20,409	3.6%	711	21,634	6.0%	1,225	12.6%	-0.6pct
拼多多	27,783	26.8%	5,868	33,340	20.0%	5,557	19.5%	1.5pct
抖音电商	15,580	58.0%	5,720	21,189	36.0%	5,609	12.4%	2.3pct
唯品会	1,345	16.9%	195	1,345	0.0%	-	0.8%	-0.1pct
其他	25,175	2.3%	563	24,956	-0.9%	-219	14.6%	-1.7pct

资料来源：公司公告、国家统计局，国信证券经济研究所整理及测算 注：GMV为实付口径。

图：各直播电商平台头部主播带货GMV普遍下跌

达人	平台	粉丝量 (万)	2024年			2023年			24年5-6月GMV (万元)	24年5-6月GMV (万元)	YoY				
			5月直播场数	5月场均GMV (万元)	6月直播场数	6月场均GMV (万元)	5-6月场均销售额 (万元)	5月直播场数				5月场均GMV (万元)	6月直播场数	6月场均GMV (万元)	5-6月场均GMV (万元)
东方甄选	抖音	2989	33	750-1000	33	500-750	750-1000	31	1000-2500	31	1000-2500	1000-2500	49,500	108,500	-54%
疯狂小杨哥	抖音	9999+	12	1000-2500	18	500-750	1000-2500	16	1000-2500	18	1000-2500	1000-2500	32,250	59,500	-46%
交个朋友直播间	抖音	2362	121	100-250	116	100-250	100-250	128	100-250	126	250-500	100-250	41,475	69,650	-40%
李佳琦	淘宝直播	8503											618美妆类目GMV26.75亿，同比下降46%		
辛巴	快手	9999	2	41,800	0	-	41,800	4	60,300	4	27,100	43,700	83,600	349,600	-76%
蛋蛋	快手	9914	9	25,900	7	36,300	30,425	12	20,200	10	17,100	18,800	487,200	413,400	18%

## 集团

- **面临核心问题：**1) 电商主业受抖音电商、拼多多竞争影响表现疲软，份额持续走低，货币化率增长停滞；2) 前期在新零售、淘特、淘菜菜等业务投入大量资源未找到新增长点。
- **吴泳铭解法：**1) **梳理战略优先级**，明确电商和云是阿里最核心业务，两个战略方向为用户为先和聚焦人工智能，停止AIDC、菜鸟、云智能等子集团分拆上市，所有资源集中核心业务；2) **人员调整：**年轻管理团队全面替换原有高管，“全面启用在基层得到锻炼，崭露头角的年轻管理团队”。

## 淘天主业

- **新的增长故事是什么？**发挥“万能的淘宝”的优势，通过88VIP丰富的购物权益提升核心优质用户钱包份额，带动GMV增长。我们预计淘天FY25额外拿约2%收入做GMV增长（90-100亿），其中88VIP会员新增亏损53亿，预计FY25带动GMV YoY+2%，剩下40-50亿元投入全域用户补贴和商家激励补上GMV增速缺口。**长期看**，单会员消费水平会随着会员进入时间提升而提升，88VIP带来的GMV增量扩大，**短期拉动GMV增长的券补和商家激励将大幅下降**，同时平台会将部分88VIP会员成本转移给商家和品牌，单个会员盈亏改善，飞轮自发转动，**平台利润率企稳回升。**
- **全站推广如何提升平台收入？**全站推广面向新手商家和放量遇到瓶颈的商家，流量池更大且极致自动化。我们认为全站推主要靠提升付费商家渗透率带动平台收入提升，1) 头部商家普遍精细化运营，仅将全站推广作为投放链路中一个环节提升效率，增量价值有限；2) 中小商家相对粗放，全站推广可以有效扩大流量池并降低人工成本，增量价值更高。测算得悲观/中性/乐观假设下FY2027淘天货币化率提升至3.92%/4.02%/4.12%，预计未来两年CMR CAGR分别为10%/11%/12%。值得一提的是，外部竞争缓和利于商家广告预算回流淘天，利于淘天平台收入提升。

**风险提示：**政策风险、宏观经济疲软风险、市场竞争及创新风险等。

01

概况：淘天变革思路从补短板过渡为聚焦长板差异化竞争

02

用户侧：借助88VIP为优质客户建立护城河，带动GMV持续增长

03

供给侧：逐步淡化价格力指标和内容生态，加强用户服务体验

04

广告工具：推出全站推广以提升中小商家付费渗透率

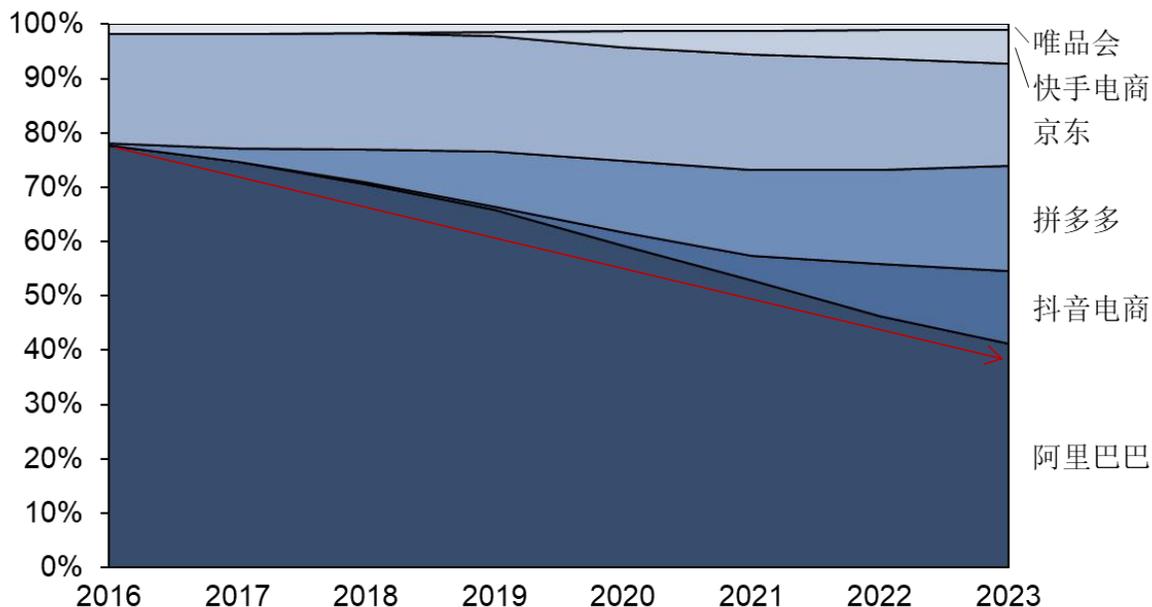
05

盈利预测与估值

# 阿里面临问题：主业受竞争影响表现疲软，投入大量资源未找到新增长点

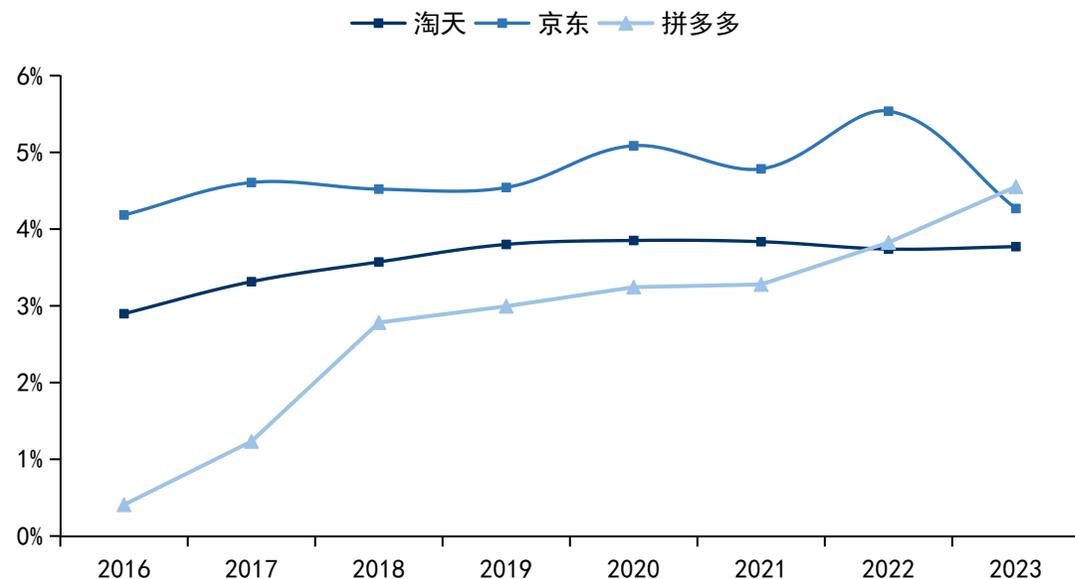
- 阿里先后受到拼多多和抖音电商的冲击，主业电商份额持续走低，货币化率增长停滞；盒马（新零售）/淘特/淘菜菜规模和盈利能力与淘天相比可以忽略，放在集团里难以提升估值。集团市值位于低点，相较21年高点跌去70%。
  - 内容电商崛起：2020年底抖音电商切断外链，与淘宝关系从竞合转为全面竞争——此前抖音90%外链流量放给淘系，抖音用户画像与淘系相似度高，目标是成为“视频版天猫”，在服装、美妆等阿里核心品类抢走GMV份额和品牌广告预算；
  - 拼多多凭借低价优势成功从下沉市场进入高线城市：拼多多通过百亿补贴在高线城市渗透率逐步提升，阿里京东在下沉市场投入大量资源但收效甚微，战略收缩淘特App和京喜App，拼多多货币化率和GMV份额进入快速提升阶段。
- 组织管理：KPI导向而非业务导向，业务方向错误仍能获得大量资源；决策链路长，应对变化反应速度慢。

图14：电商行业份额变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理  
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：各家货币化率变化情况



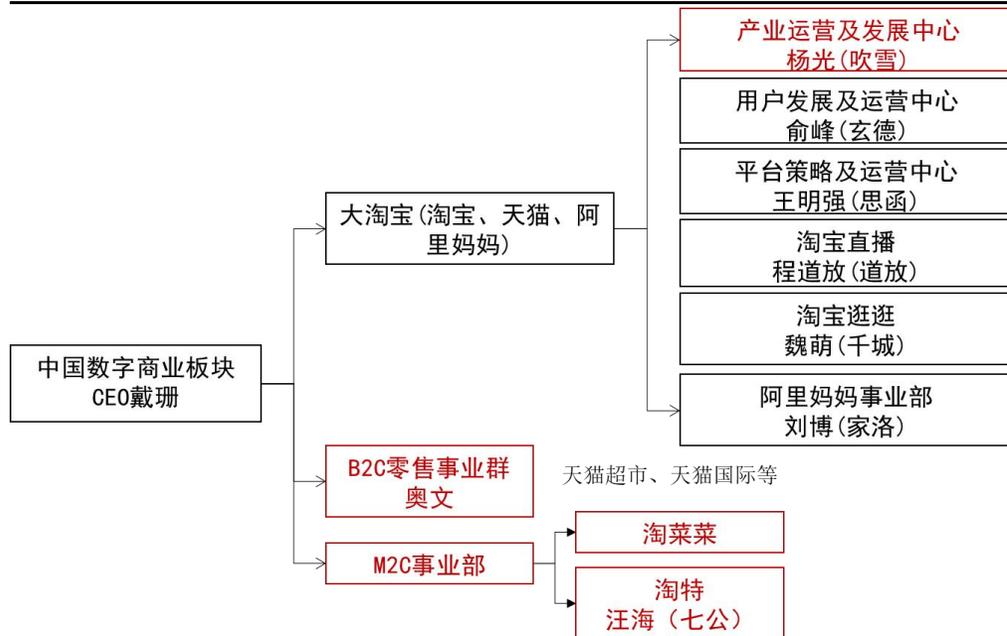
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 张勇集团改革（2023年）：集团分拆上市提升股东回报，放权子集团灵活决策

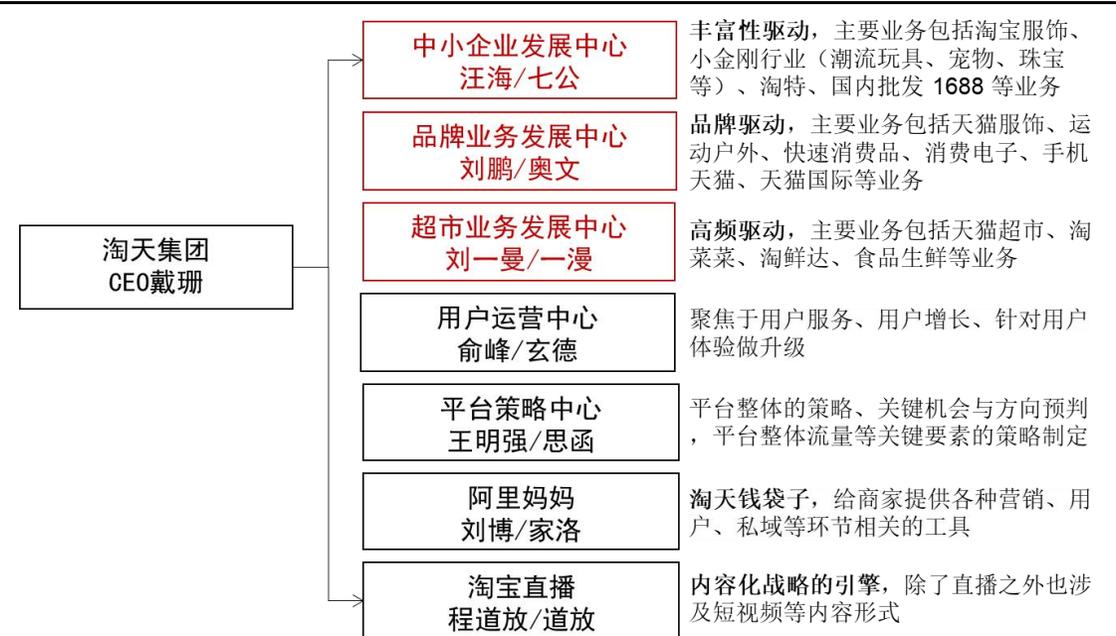


- 集团层面：分拆为多个子集团，缩短各业务决策链路，提升灵活性，非核心业务分拆上市提升集团估值与股东回报。
  - 集团分拆为“1+6+N”，六大集团变成独立公司，阿里作为控股股东发挥作用，权责下放，缩短决策链路，释放组织活力；
  - 除淘天外各业务计划分拆上市，提振集团整体市值。
- 淘天集团：仍由戴珊负责，
  - 架构调整：将B2C零售事业群、M2C事业部的淘特与大淘宝产业运营中心整合为中小企业、品牌业务和超市业务三个发展中心，分别由汪海、刘鹏和一曼带队；
  - 人员调整：基本都是戴珊原先在B系、速卖通老部下，平均年龄~45岁，战绩平平但相互信任。

图14：2022年戴珊上任后中国数字商业板块组织架构（标红为变动部分）



图：2023年4月调整后淘天集团组织架构，M2C和B2C业务并入大淘宝



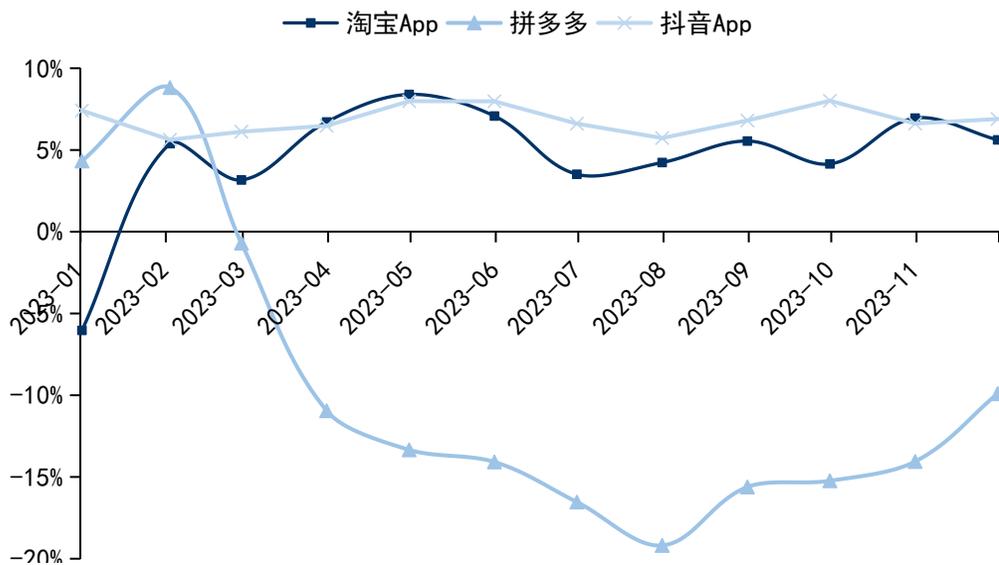
资料来源：虎嗅，国信证券经济研究所整理

资料来源：虎嗅，国信证券经济研究所整理

# 戴珊淘天改革：供给侧发力补短板，维稳为主，变革效果不明显

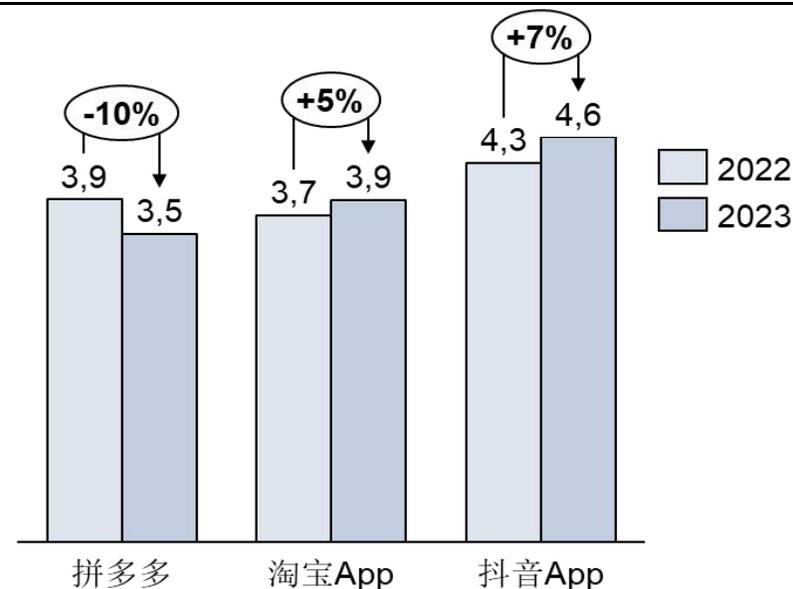
- 制定“用户为先、生态繁荣、科技驱动”三大战略，核心考核指标分别为用户DAU、商家数量增长以及商品价格力，希望通过用户投入和增长带动商家增长和成交增长、获得平台收入和利润增长、再投入到用户增长的正向循环。1) 重视用户DAU，增加媒体内容、引入更多站外达人；3) 引入更多中小商家，比之前更重视淘宝，淘宝商家可以报名618、双11大促获得爆发机会。
- 资源集中到淘宝App，投入更加谨慎。1) 淘特、淘菜菜等新业务战略收缩；2) 旧口径下FY2023-2024淘天经调EBITDA利润率维持在32%，相比FY2022提升1pct。
- 效果不及预期：2023年淘天DAU增速5%，新增商家512万、新增内容创作者863万，GMV增速2%，电商份额从47%降至42%，货币化率基本持平，期初构想的正循环没有实现，相较2021年底股价跌掉40%，23年底淘天高管几乎全部被换掉。

图：2023年淘宝App、拼多多和抖音DAU变化情况



资料来源：QM，国信证券经济研究所整理

图：2023年淘宝App、拼多多和抖音DAU变化情况



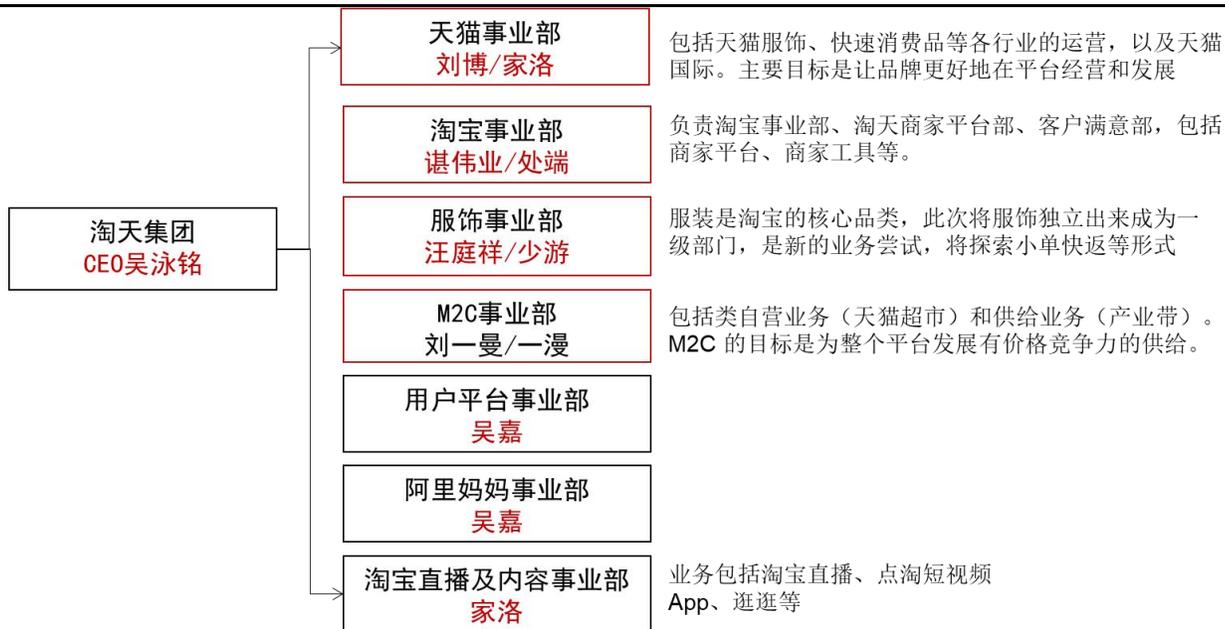
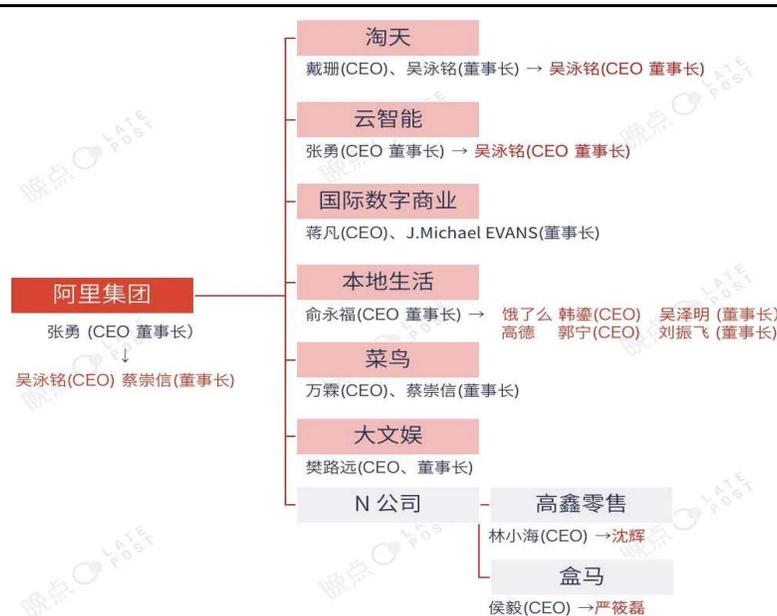
资料来源：QM，国信证券经济研究所整理

# 吴泳铭集团改革（2024年）：明确用户为先和聚焦AI两大战略方向，启用年轻管理层

- 2023年9月蔡崇信、吴泳铭接棒张勇，同年12月吴泳铭接替戴珊担任淘天CEO。
- 集团层面：1) 梳理战略优先级，明确电商和云是阿里最核心业务，两个战略方向为用户为先和聚焦人工智能，停止AIDC、菜鸟、云智能等子集团分拆上市，所有资源集中核心业务；2) 人员调整：年轻管理团队全面替换原有高管，“全面启用在基层得到锻炼，崭露头角的年轻管理团队”。
- 淘天集团：1) 架构调整：将服饰类目独立出来应对外部竞争并探索新模式，合并用户运营和平台策略中心；2) 人员调整：换掉除一曼、家洛外所有淘天高管，启用在其他集团战功卓著的新人，如吴嘉（孵化出深受年轻人喜爱的夸克）、处端（创建咸鱼、本地生活原二号位）等。

图14：阿里集团各业务负责人变化（2023.05-2024.04）

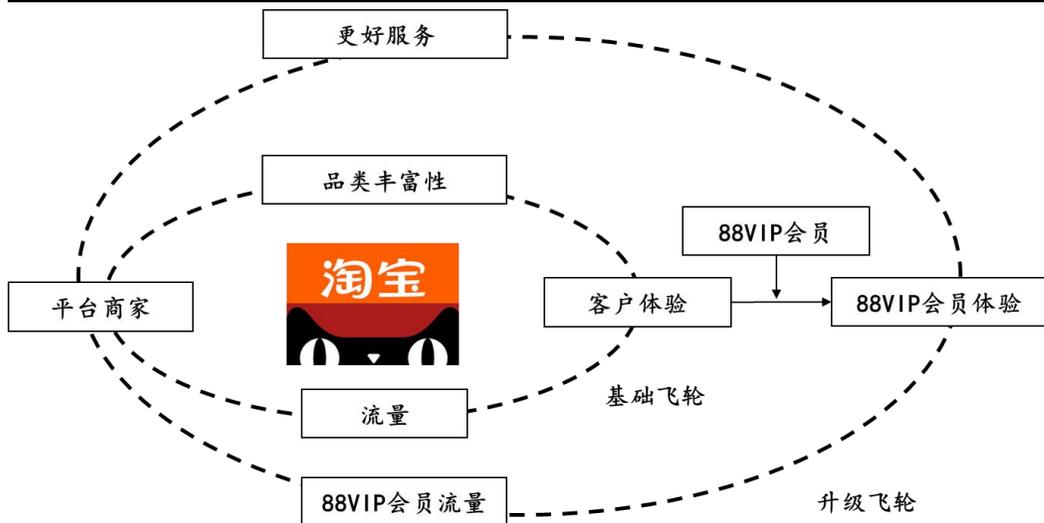
图：2023年12月淘天组织架构调整，负责人年轻化



# 吴泳铭淘天改革：差异化定位“万能的淘宝”，目标聚焦投入力度更大

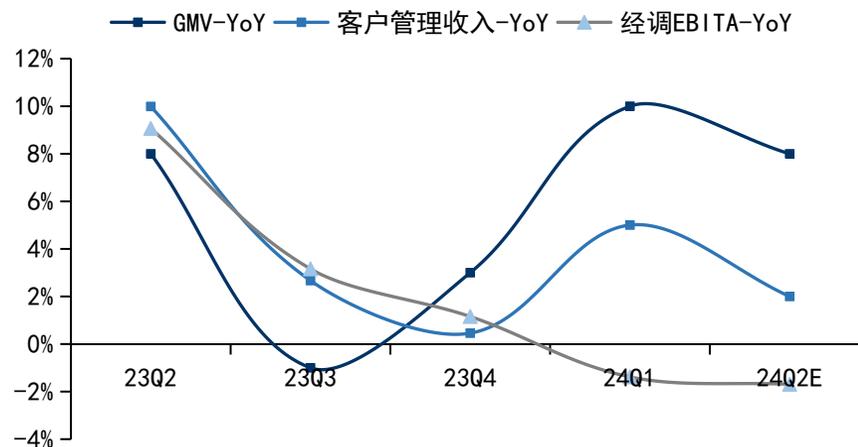
- 定位“万能的淘宝”差异化竞争，考核指标回归GMV增长。通过88VIP提升核心优质用户钱包份额，重点放在提升消费者购物体验上，降低商品价格力和内容优先级；在GMV增长的前提下推出全站推广、降低商家投放门槛，提升中小商家广告付费占比、提升客户管理收入。
- 资源集中投入启动飞轮（长期目标）以及拉动大盘GMV增长（短期目标），我们预计淘天FY25额外拿约2%收入做增长（90-100亿），据我们测算FY25 88VIP带动GMV增速仅为2%，剩下增速缺口靠全域用户补贴和商家激励达成：
  - 预计88VIP会员飞轮亏53亿：叠加无限次包邮、大促大额券、天天红包等多项权益提升会员体验；
  - 预计用户券补/商家激励同比多亏40-50亿：更多消费者补贴；引入大量中小商家丰富供给，大量流量扶持助力商家冷启动。
- 改革效果：短期牺牲利润补贴用户、广告费率降低让利商家换取GMV增长，未来平台飞轮能否转动、带动收入和利润回归正常水平仍需观察战略执行情况。我们测算24H1 GMV增速回升至高个位数，客户管理收入低个位数增长，经调EBITA利润同比下降1.6%。

图14：淘天集团业务飞轮



资料来源：阿里巴巴官网，国信证券经济研究所整理

图：2023Q2-2024Q2E淘天GMV、客户管理收入、利润增速变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

01

概况：淘天变革思路从补短板过渡为聚焦长板差异化竞争

02

用户侧：借助88VIP为优质客户建立护城河，带动GMV持续增长

03

供给侧：逐步淡化价格力指标和内容生态，加强用户服务体验

04

广告工具：推出全站推广以提升中小商家付费渗透率

05

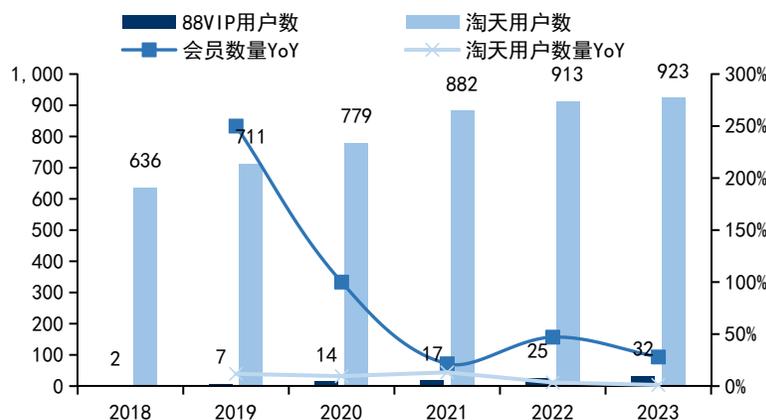
盈利预测与估值

# 通过强调“省”“好”的会员权益增加消费者粘性，在优质客户周围筑起护城河

- 会员画像：女性占比53%，主要分布在一二线城市（约1/4会员来自一线城市），年龄25-35岁，用户标签多为“精致妈妈”“风尚女性”“资深中产”；
  - 目标用户天花板：一般淘气值1000分以上用户年消费额1万元及以上，据阿里FY2023年报披露，在淘天消费超1万元年活用户超1.24亿且持续增长，目前会员目标用户渗透率不足30%，仍有较大提升空间；
- 会员价值核心突出“省”和“好”：1) “省”——累加多项权益给消费者营造“买会员即省钱”的氛围，大促专享券“满5000-400”“满1500减120”突出“一次回本”，让会员感受到实实在在的便宜；2) “好”——如88VIP专属客服等权益可体现。

图：88VIP生活卡/购物卡/全能卡全年省钱数额及核心权益

图：88VIP会员数量和淘天整体用户数量变化情况（百万人）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及测算  
注：2022-2023淘天用户数量为测算数字

88VIP生活卡 乐享多重生活特权	88VIP购物卡 尊享电商购物“新三包”	88VIP全能卡 一卡通享全能特权
全年预计可省2413元	全年预计可省2620元	全年预计可省4682元
1. 视频会员1年免费 视频会员2选1，价值248元+	1. 天天红包 每天2元，淘宝天猫实物可用	1. 天天红包 每天2元，淘宝天猫实物可用
2. 网易云音乐1年免费黑胶VIP 价值216元	2. 退货包运费 年度权益升级 无限次退货包运费，每单最高补贴25元	2. 退货包运费 年度权益升级 无限次退货包运费，每单最高补贴25元
3. 饿了么1年超级吃货卡 全年240元红包	3. 售后保障包 快速响应，专人跟进，24小时完结	3. 售后保障包 快速响应，专人跟进，24小时完结
4. 大促专享消费券 价值888元+	4. 大促专享消费券 大促期间可享	4. 视频会员1年免费 视频会员2选1，价值248元+

# 88VIP承担提升用户购频的任务，2024年战略地位大幅提升

- **88VIP承担提升用户购频的任务**：截至2024Q2，88VIP会员数共计3500万人，每年贡献2万亿电商GMV（大盘占比约1/4）。存量用户时代考验平台精细化运营能力，88VIP是淘天最具价值的用户群体，自然而然承担维系老客、提升品类广度和深度的任务。目前由天猫消费者决策团队负责。
- **88VIP战略地位大幅提升**：早期88VIP佛系运营，“没有盈利预期，也没有会员规模增长硬杠杆”，现阶段88VIP会员数是集团季报里淘天部分的重要经营指标。
- **收费模式**：使用淘气值1000分作为88VIP定价分界点，1000分以上会员费88元，1000分以下会员费888元。
  - **会员增加淘气值门槛是为了筛选出高价值用户**，降低被薅羊毛概率。淘气值从购物信用、站内互动、购物行为多角度考察消费者是否为高活、高购且高潜力，高分值用户画像为“信用良好、非羊毛党、购买力强、爱剁手、喜欢分享”。
  - **续费率看**，88VIP上线前3年平均续费率80%，逐年提升（续费率与京东PLUS会员相当，低于Costco 91%和亚马逊Prime的93%）。

图：淘气值计算公式

<b>购物分</b>	+	<b>奖励分</b>	+	<b>基础分</b> (满分400)	=	<b>淘气值</b>
分值影响因素						
<ul style="list-style-type: none"><li>• 购物总额</li><li>• 购物笔数</li><li>• 购物品类</li></ul> <p>购买越多得分越多</p>		<ul style="list-style-type: none"><li>• 购物奖励分</li><li>• 互动奖励分</li><li>• 淘宝活跃分</li></ul> <p>包含评价、分享、社区发帖、问大家回答等行为</p>		<ul style="list-style-type: none"><li>• 信誉评级</li><li>• 行为规范</li></ul> <p>与个人信息、实名认证、绑定支付宝账号、购物信用等有关。</p>		<ul style="list-style-type: none"><li>• 淘气值每月8号更新</li><li>• 淘气值≥1000分为超级会员，&lt;1000分为普通会员</li></ul>

# 88VIP权益从外部联名向淘天站内过渡，准入门槛未变但首次试用门槛逐步降低

## 发展历程：

- ✓ 2010年淘宝推出V会员，天猫2013年推出T系列会员，由于团队边缘预算不足，权益有限，逐步淡出；
- ✓ 2016年，逍遥子牵头启动“淘气值”项目，整合淘宝天猫体系，基于“购买力”、“互动指数”和“购物信誉”等多项内容得出分数，超1000分用户为超级会员，可享受每周1次退货免运费、低于5折入住五星级酒店等，人数近千万。
- ✓ 2018年8月上线88VIP，更大范围整合电商及其他业务体系，形成丰富的折扣及会员权益。（2016年京东上线PLUS会员、唯品会推出超级VIP，2017年苏宁易购推出SUPER会员，2018年网易严选推出超级会员）
- ✓ 2023年10月，观察到网易云音乐、饿了么、优酷等联名权益导流效应减弱，新增购物卡（88元/年，原省钱卡升级产品）和全能卡（168元/年），原有会员权益改名生活卡，购物卡主打电商购物红包权益，全能卡兼具生活卡和购物卡权益。

## 推出目标：多业务协同提效、精细化运营高价值客户。上线后持续亏损，管理层表示“不靠这个挣钱，不需要权衡成本投入，只要保持权益不断叠加”。

- ✓ 2019年：88VIP 在过去一年内为优酷、饿了么和淘票票分别带动了 38%、32% 与 27% 的新用户增长；
- ✓ 2020年：每100个88VIP新用户，为饿了么带去72个新用户，为飞猪带去46个新用户，为优酷带去44个新用户，为飞猪平台商家一年带来超7亿的成交新增量。

图：阿里88VIP权益及价格变化

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
权益演变	折扣权益（猫超/天猫国际/88家品牌95折）； 会员权益（优酷/虾米/淘票票/饿了么）	接入飞猪和爱康集团	新增网易黑胶会员权益、河狸家和美年大健康的权益	高德打车尊享会员； 一对一专属管家； 极速退款特权； 每月5次上门取件免运费； 淘票票每月2张4元立减	-	新增购物卡、全能卡； 每月30元退货运费券包	无限次退货包运费（每单最高25元）； 淘宝支持88VIP消费券
价格演变	超级会员88元/年(淘气值≥1000) 普通用户888元/年(淘气值<1000)	88会员节期间，淘气值低于1000的会费由888变为288元				168/年开通全能卡(淘气值≥1000)	新增月会员首月8.8元

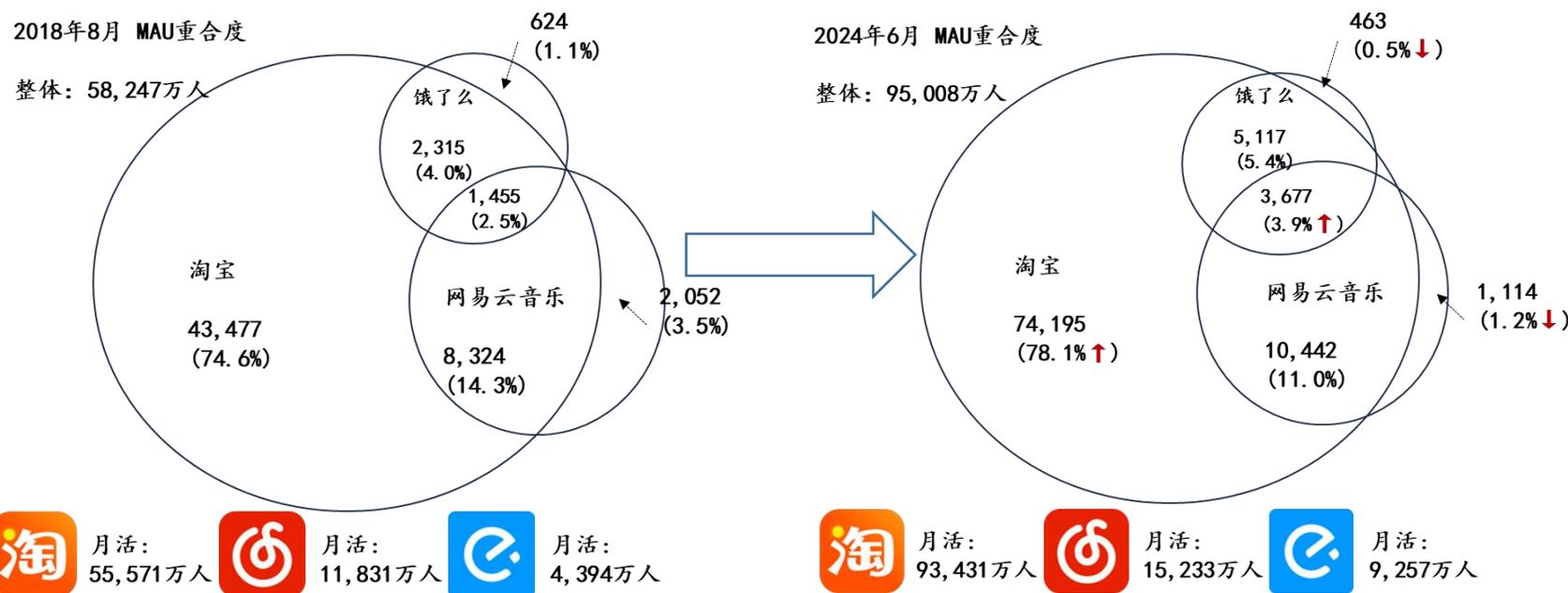
资料来源：淘宝App、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 价值贡献：从为集团新业务引流到提升主站购频，目标持续聚焦

- 现阶段会员主要价值为带动电商用户购频提升；早期88VIP（现生活卡）还肩负为阿里旗下多个新业务引流的重任，23年下半年以来集团重新聚焦电商，联名权益重要性逐步降低。长期看，88VIP的部分权益支出可转移给商家，如淘宝商家报名大促88VIP大额券需要全店缴纳佣金、商品专享立减由商家出钱补贴等。
  - 电商主站：开通会员后同个用户ARPPU增长30%，购物广度和深度大幅超越非会员。据晚点LatePost，88VIP购买的商品类别大概是其他用户的5倍；同样作为中产家庭，88VIP会员消费额比非88VIP高出4倍；
  - 联名权益：借助联名权益吸引新会员接近天花板，目前平台希望将生活卡用户升级为全能卡用户。以会员体系内最重要的网易云音乐、饿了么和优酷联名权益为例，88VIP体系出现至今，网易云音乐/饿了么/优酷与淘宝MAU重合率由83%/86%/80%上升至93%/95%/94%，同时是淘宝/饿了么/网易云的月活用户从1455万上升至3677万人（目前88VIP会员已超过3500万人），这部分目标用户接近天花板。

图：2018年-2024年淘宝App、网易云音乐App与饿了么App月活跃用户重叠度变化



图：阿里88VIP不同会员权益对比

权益对比	评价	只看不同
生活卡 原88VIP *省¥2413	购物卡 新 *可省¥2620/年	全能卡 新 *省¥4682
影音美食 优酷/芒果2选1 网易云音乐VIP 饿了么会员	-	影音美食 优酷/芒果2选1 网易云音乐VIP 饿了么会员
-	购物权益 ·天天红包 价值730元 ·售后保障包 *24小时完结	购物权益 ·天天红包 价值730元 ·售后保障包 *24小时完结
其他权益 夸克网盘会员 高德打车会员	-	其他权益 夸克网盘会员 高德打车会员

# 横向对比京东PLUS会员和拼多多省钱卡：淘天差异化优势明显

横向对比京东拼多多，我们发现阿里会员权益更丰富、价值量更大且价格最低，得益于阿里丰富的生态和近10亿消费者，短期京东、拼多多、抖音等竞对难望其项背，阿里可以借助88VIP锁定核心用户群体，构建护城河。

- 淘天用户基数大、主站引流效果更强，可以压低联名权益价格，囊括“吃玩看听”各类需求；
- 阿里生态更丰富，京东拼多多集团内业务丰富度有限，只能联合外部腾讯等购买权益，同时公司可能对将核心客户导流到站外有顾虑。

图：各电商平台权益及价格情况总结

	阿里88VIP	京东PLUS	拼多多省钱月卡
购物权益	1、天天2元无门槛红包（实物商品可用） 2、折上95折（猫超/天猫国际/阿里健康等）	1、折上95折（PLUS95折频道）； 2、专享立减（标有专享立减标签的实物商品）	价值124元全场通用券（每天一张，百补不可用）
物流权益	无限次退货包运费（每单最高补贴25元）	自营商品无限免邮； 免费上门退换货	-
联名权益	网易云/饿了么/优酷/芒果TV会员	京东读书VIP	-
价格	88元/年 or 8.8元/首月（淘气值1000分以上）	99元/年（京享值5000分以上） 149元/年（京享值5000分以下）	10元/月
会员数（2023年）	3200万	3400万	-

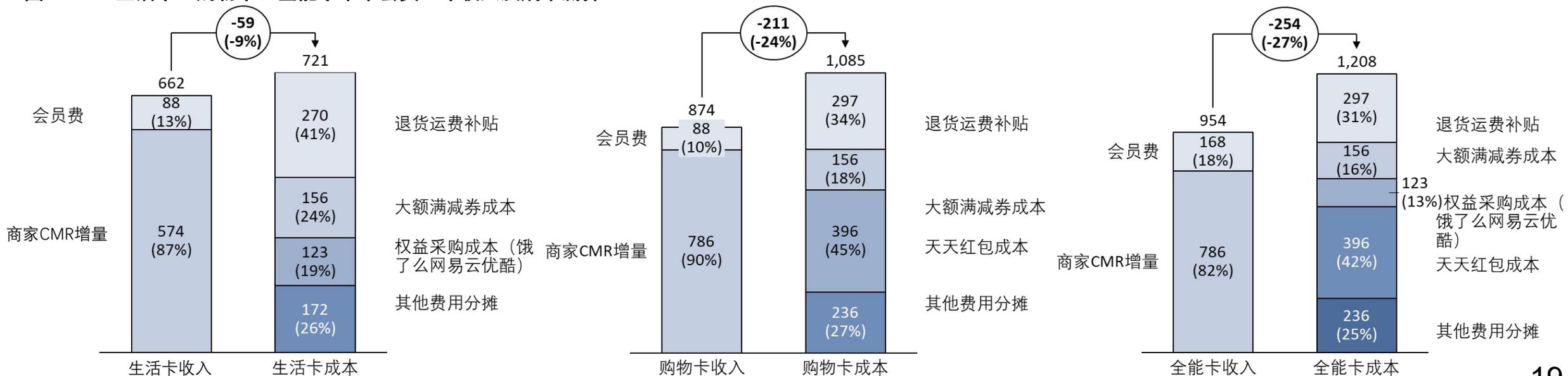
资料来源：淘宝App、京东App、拼多多App、国信证券经济研究所整理

# 价值贡献：预计88VIP项目FY25亏损53亿，同时为淘天带来2%GMV增量

单个会员盈亏：生活卡接近打平，购物卡和全能卡亏损率较高

- 生活卡：单会员年消费5.4万元情况下，我们测算出单会员收入贡献662元，单会员成本为721元，生活卡UE接近打平（亏损率9%），主要得益于88VIP会员多导流能力强，可压低联名权益采购成本；
- 购物卡：假设购物卡会员年消费6.0万元（天天红包带动更高频的电商消费），我们测算出单会员收入贡献874元，单会员成本分别为1085元，目前亏损较多（211元/-24%），仍处于培养用户心智的爬坡阶段，预计随着88VIP会员数进一步增长、会员产生GMV持续提升，天天红包的部分成本可以转移给商家，改善平台UE结构。

图：88VIP生活卡、购物卡、全能卡单个会员一年收入及成本测算



资料来源：公司公告、淘宝App、36氪，国信证券经济研究所整理及测算

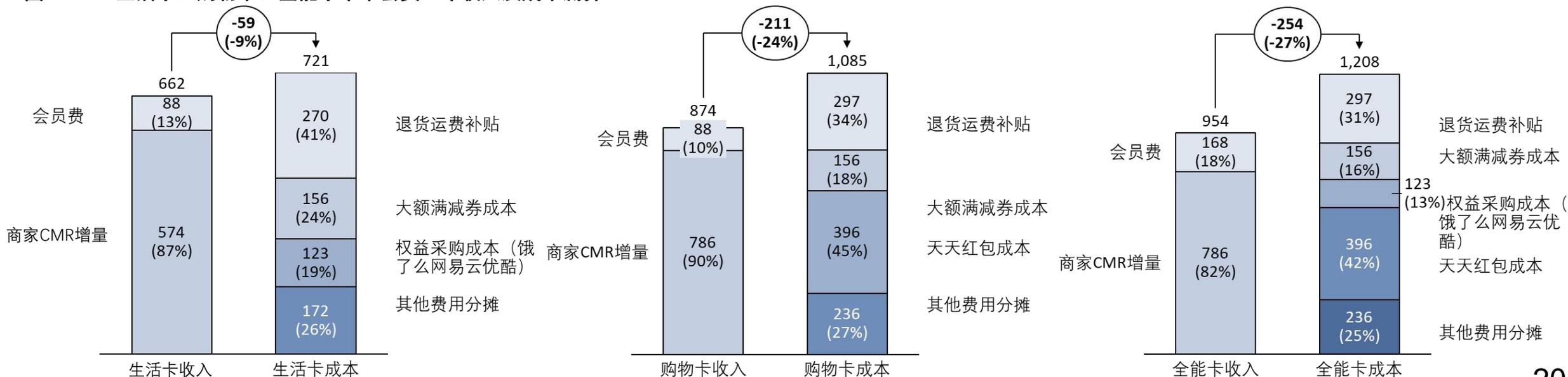
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 价值贡献：预计88VIP项目FY25亏损53亿，同时为淘天带来2%GMV增量

- 88VIP全年GMV增量及亏损测算：假设FY2025末88VIP会员数5000万，考虑目前购物卡降低门槛至8.8元/月，假设新增会员均开购物卡，不考虑全能卡占比（目前价格较高用户接受度有限），算得现有核心权益下，理想状态下88VIP项目FY25带来增量GMV 1600亿（占大盘2%），亏损53亿。
- 长期看，随着会员进入时间提升，单会员消费水平会逐步提升，88VIP为淘天带来的GMV增量将逐步提升，同时平台会将部分成本转移给商家和品牌，单个会员盈亏改善，飞轮自发转动。

注：FY25 88VIP带来GMV增量计算方法：假设FY25末88VIP达到5000万人，每季度新增用户分别为500+300+600+400万人，每季度用户消费均匀发生，考虑会员范围扩大、新用户ARPPU偏低，会员ARPPU增长打8折。

图：88VIP生活卡、购物卡、全能卡单个会员一年收入及成本测算



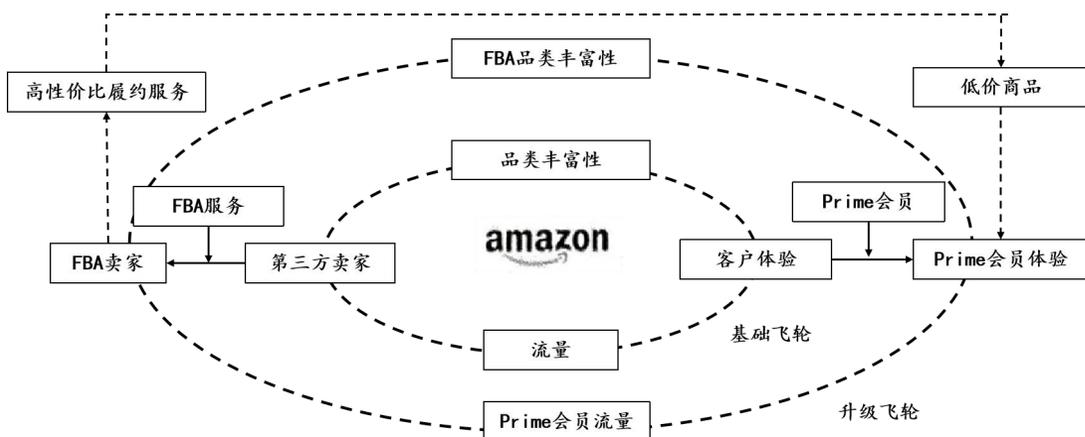
资料来源：公司公告、淘宝App、36氪，国信证券经济研究所整理及测算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 亚马逊Prime会员：建立在仓配能力基础上，05-10年仅有包邮权益

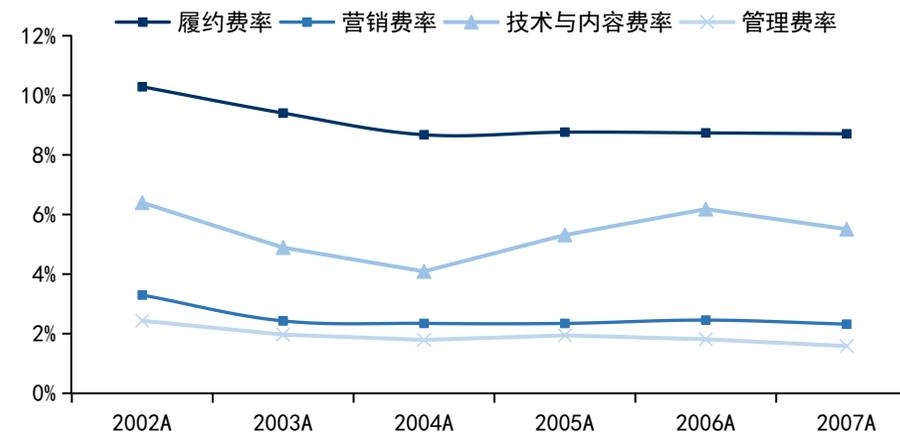
- **发展背景：**亚马逊电商增速放缓股价下行，亟需寻找新的增长点
  - 行业环境看，2005年前后美国线上零售额增速25%上下，电商线上化率2.5%，电商在美国发展10年后线上化率仍处于低位，顾客问卷表明快递成本是网上订货最大障碍之一；线上eBay优势明显，2004年eBay美国年GMV 180亿美金，yoy+44%，同期亚马逊美国GMV 47亿美金，yoy+12%；
  - 资本市场上，2004年亚马逊股价跌掉25%（同期eBay上涨70%），主要原因是电商GMV增速下滑明显，亚马逊亟需新的突破点。
- **发展历程：**Prime会员建立在亚马逊1998年起持续投资仓配的基础上，不断迭代最终成型。
  - 1) 2000年和2001年年底大促期间，亚马逊对于100美金以上订单包邮，成本巨大但成效显著，亚马逊终于找到刺激客户交叉购物的方法，消费者为了达到100美金的包邮门槛不断加购商品；
  - 2) 2002年推出“超级免费送货”服务，针对99美元以上订单免邮，面向“价格敏感”用户，通常8-10个工作日送达，后来门槛降至49、25美金。
  - 3) 2005Q1推出“无限包邮2日达”的Prime会员模式，收费79美元/年，2005-2010年Prime仅有包邮权益，2006年在Prime基础上推出FBA服务，第三方销售商将商品放在亚马逊仓库里，可以面向Prime会员实现2天送达，从商家收费降低Prime会员成本压力。

图：亚马逊Prime会员带动飞轮升级



资料来源：亚马逊官网、国信证券经济研究所整理

图：规模效应带动下亚马逊履约费率逐步回落



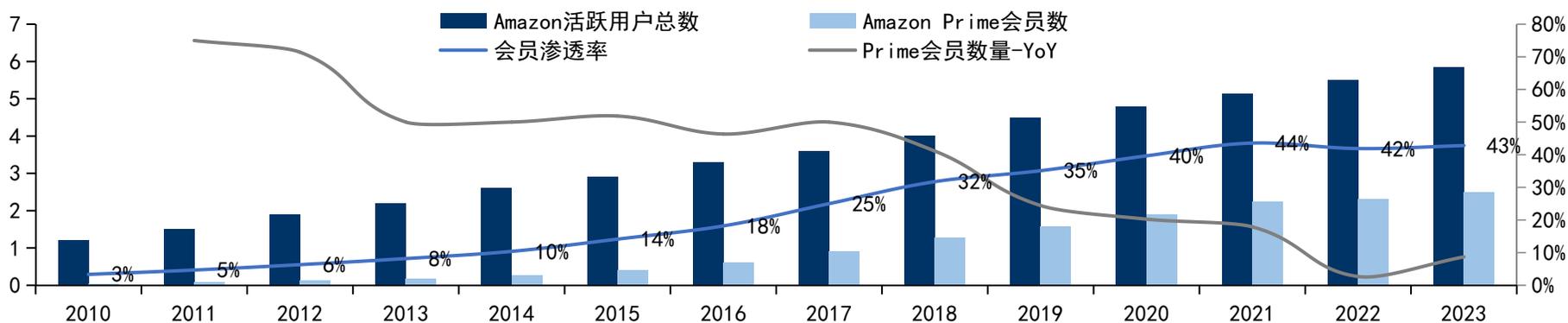
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# Prime促进用户交叉购买提升用户粘性，单会员盈亏逐步好转

## Prime会员价值

- 对用户：Prime早期主要为“价格不敏感、时间敏感”的用户提供“快速且便宜”的履约，2011年后加入更多生态权益；
- 对公司：
  - 早期收益：Prime会员占比低，对整体GMV正向贡献有限，更多靠25美元包邮、便宜的价格、更丰富的品类和SKU、更便捷的推荐系统提升用户体验，带动用户ARPPU提升，GMV恢复正增长；
  - 早期成本：2005年每单快送履约成本为16.5美元，如果单个会员每年购买超过5次公司将承受亏损，但亚马逊满25美元包邮，对于25美元以上订单亏损可控；
  - 长期收益成本：截至2023年，亚马逊共有Prime会员2.5亿，会员渗透率43%，Prime贡献GMV占比56%；我们预计单个会员已盈亏平衡。

图：亚马逊Prime会员发展历程（权益及价格以美国为例，用户数单位为亿人）



时间	2005	2011	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
权益演变	推出 Amazon Unveiled 无限次2日免运	Prime Video影视剧 Kindle电子书	Amazon Prime Pantry慢速大件物流	Amazon Music PrimePhotos 提供同城配送 Prime Now1-2h同城达	Prime Day推出；美14城推出1日达但需满足35美元/单	Twitch Prime游戏直播平台；全食超市优惠	Prime Wardrobe7日无理由试穿	PillPack送药上门	Prime标准免费配送服务由2日达升级为1日达	Prime会员独家折扣	结帐时选择“FREE No-Rush Shipping”可获得积分	送货进车房、送货进屋和送货进车	Prime Gaming会员专享赠品
美国会员价格		\$79/年			涨价至\$99/年		新增月会员\$10.99/月			涨价至\$119/年 涨价至\$12.99/月			涨价至\$139/年 涨价至\$14.99/年

资料来源：公司公告、亚马逊官网、国信证券经济研究所整理

01

概况：淘天变革思路从补短板过渡为聚焦长板差异化竞争

02

用户侧：借助88VIP为优质客户建立护城河，带动GMV持续增长

03

供给侧：逐步淡化价格力指标和内容生态，加强用户服务体验

04

广告工具：推出全站推广以提升中小商家付费渗透率

05

盈利预测与估值

# 供给侧：引入更多商家提升丰富度

淘天集团按商业模式可分为天猫&淘宝、天猫超市&天猫国际，天猫&淘宝为平台模式，收取佣金及广告费用；猫超&天猫国际为自营模式，以销售额计入收入。目前自营模式下GMV占比仅占淘天整体1%左右且年增速低个位数，本部分主要研究淘天平台模式。天猫由品牌驱动，店铺占比5%（超100万家）贡献50%左右GMV，头部效应明显；淘宝由丰富度驱动，个人店和小企业店为主，店铺占比95%（近2000万家）贡献50%左右GMV。

淘天平台丰富度相较其他平台优势明显，2023年以来集团持续大力招商，强化“万能的淘宝”心智。

- 1) 天猫降低品牌商家准入门槛，提出“蓝星计划”给新商更好激励，引入更多外部新兴品牌；
- 2) 头部有实力的产业带工厂可入驻天猫，缺乏电商运营能力的工厂型商家可通过半托管模式入驻淘工厂。

图：2024年天猫升级后“蓝星计划”对新兴品牌和价格型商家激励政策

超级新商加速计划，高达2万补贴

商家对象	激励政策												
<b>1) 新兴品牌商：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 电商品牌：在非淘系电商平台年成交≥100万元；种草平台内容点赞数&gt;5000个</li> <li>• 线下品牌：全渠道年销售规模&gt;500万元；有线下连锁门店的品牌；参加过知名展会</li> <li>• 设计型品牌：设计师品牌；获得设计奖项/证书；参与过知名设计展会；在知名买手店有售</li> <li>• 科技投融资品牌：已获投资机构投资融资规模≥200万元；获专利许可证（非外观）</li> <li>• IP型品牌：个人IP（明星/达人/机构IP）/媒体IP（如电视台）/文旅IP（如博物馆）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 入驻后次月开始连续3个自然月，按照累计确收GMV达到的档位，获得相应佣金激励金</li> <li>• 激励金以佣金等额妈妈券形式发放，要求1:1投放</li> </ul>												
	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse; margin: 0 auto;"> <thead> <tr> <th>3个月加速目标</th> <th>奖励权益</th> <th>激励金额*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>档位1: 20万元≤ 累计确收GMV &lt;30万元</td> <td>20万GMV对应佣金的60%</td> <td>0.2~0.6万元</td> </tr> <tr> <td>档位2: 30万元≤ 累计确收GMV &lt;50万元</td> <td>30万GMV对应佣金的70%</td> <td>0.4~1.1万元</td> </tr> <tr> <td>档位3: 累计确收GMV≥50万元</td> <td>50万GMV对应佣金的80%</td> <td>0.8~2.0万元</td> </tr> </tbody> </table>	3个月加速目标	奖励权益	激励金额*	档位1: 20万元≤ 累计确收GMV <30万元	20万GMV对应佣金的60%	0.2~0.6万元	档位2: 30万元≤ 累计确收GMV <50万元	30万GMV对应佣金的70%	0.4~1.1万元	档位3: 累计确收GMV≥50万元	50万GMV对应佣金的80%	0.8~2.0万元
3个月加速目标	奖励权益	激励金额*											
档位1: 20万元≤ 累计确收GMV <30万元	20万GMV对应佣金的60%	0.2~0.6万元											
档位2: 30万元≤ 累计确收GMV <50万元	30万GMV对应佣金的70%	0.4~1.1万元											
档位3: 累计确收GMV≥50万元	50万GMV对应佣金的80%	0.8~2.0万元											
<b>2) 价格型商家：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 产业型商家：工厂年产值≥500万元；有知名品牌代工经验，入选过1688实力工厂；有政府认证的专精特新企业</li> <li>• 渠道型商家：有对象品牌分销权的渠道商/分销商；托盘商/组货商年销售额≥500万元</li> <li>• 电商型商家：电商年成交≥100万元（含主流外贸平台）；月销≥5000件</li> </ul>													

\*激励金额以2%-5%佣金举例，实际以各类目佣金率计算结果为准

资料来源：千牛、国信证券经济研究所整理

图：2023年天猫在TOP20产业带新商家数量增长情况

TOP20 特色产业带

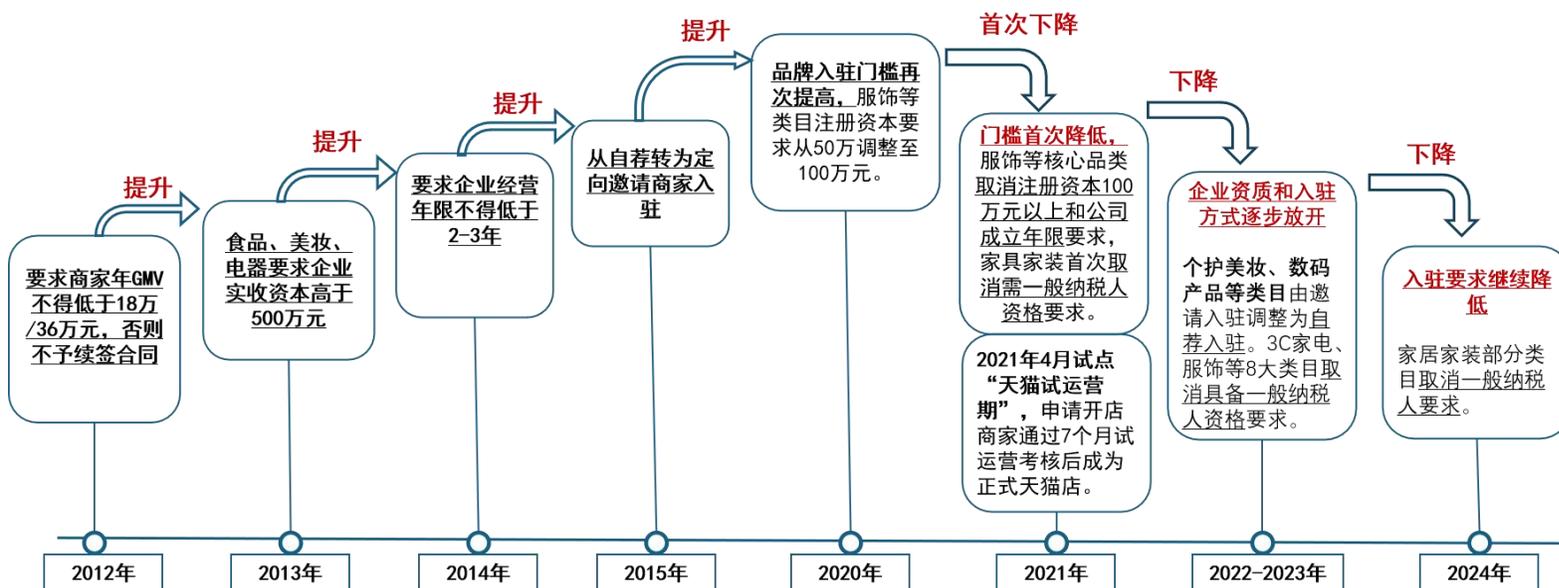
沧州	渔具	2700%	宿迁	鲜花	332%
曹县	女装	1900%	永康	露营用品	330%
洛阳	鲜花	1200%	保定	旅行箱	267%
泰安	糕点饼干	1125%	安溪	茶叶	260%
衡水	家用康复器械	814%	石狮	男装	213%
温州	皮鞋	717%	贵阳	白酒	209%
亳州	虫茶草	633%	苏州	大闸蟹	207%
莆田	休闲鞋	533%	佛山	书柜餐边柜	205%
武夷山	茶叶	490%	连云港	朱砂手链	205%
潮州	卫浴	471%	南通	家纺	157%
			德化	陶瓷	146%

资料来源：千牛、国信证券经济研究所整理

# 供给侧：2021年以来天猫持续降低招商门槛

效果：商家入驻是第一步，更重要的是解决商家在平台动销和持续经营的问题。据technode报道，截至23年6月18日，淘天过去一年新增商家512万，其中约100万从拼多多流入，占新增商家20%。但更丰富商家带来的GMV增长有限，2023年淘天GMV增速5%（线上大盘增速14%），份额下降5pct。

图：天猫招商门槛2021年以来持续下降



资料来源：天猫头条、国信证券经济研究所整理

图：2024年天猫入驻费用下降，对于优秀商家有额外奖励

入驻费用2个：年费+保证金； 完成交易才产生佣金

**年费：6万，可返还**      **保证金：1500元起**      **佣金：2%-5%**

《各类目年费软件服务费一览表》			
天猫经营大类	一级类目	软件服务年费(元)	享受50%年费折扣优惠对应年销售额(元)
运动鞋包	运动鞋new	60,000	360,000
	运动服/休闲服装	60,000	360,000
	运动/瑜伽/健身/球类用品	60,000	180,000
运动户外	自行车/骑行装备/零配件	60,000	180,000
	户外/登山/野营/旅行用品	60,000	180,000
	运动包/户外包/配件	60,000	180,000

享受100%年费折扣优惠对应年销售额(元)

限时享 履约险投保 保费为3% 即1500元

一级类目	软件服务费费率
运动鞋new	5%
运动服/休闲服装	5%
运动/瑜伽/健身/球类用品	5%
自行车/骑行装备/零配件	2%
户外/登山/野营/旅行用品	5%
运动包/户外包/配件	5%

资料来源：千牛、国信证券经济研究所整理

# 供给侧：仿照拼多多百补早期玩法，淘宝百补向品牌全网最低价努力



2024年淘宝百亿补贴新增半托管玩法解除品牌商家身份困扰。

**淘宝百亿补贴：**定位淘系“品牌好价”商家的日销中心场，面向品牌商、经销商/代理商和渠道组货商，主要服务高收入、高消费力、高线城市、高活跃度的已婚已育女性群体，以价格敏感品类（如3C数码、高档酒水、美妆）为主。2023年确立价格力战略后，百补流量从聚划算单一频道走向搜推，场景泛化。

- **合作模式与拼多多百补相同：**商家全网竞价，供价低者得；平台加补至全网最低价。
- **淘系商家身份痛点：**1、商家不会线上经营：部分商家为渠道商，没有线上运营能力，用新店铺/新商品链接上百补会因缺乏用户信任导致转化下降；2、商家因为身份敏感不愿意破价：不同于拼多多，品牌大多官方入驻淘系，对淘系平台破价更敏感，上百补可能因破价受到品牌处罚，很多商家不敢参加淘宝百补破价。
- **半托管模式：**2024年推出，参团商品享受百补官方平台背书，前端展示百补官方店，不展示商家店铺信息，解除商家身份困扰。

图：淘宝百亿补贴商家合作模式

	商品类型	淘宝百补玩法	商家案例
A商品	好供价/被控价弱链接	百补身份（半托管）-官方托管全网低价，平台补贴供价保护/官方客服	美的吸尘器618销量突破万台 渠道商报名百补官方托管链接，手淘搜索转化率最高超9%，链接淘系排名TOP9
B商品	好供价可裸价直降	商家身份（平台模式），全域裸价以价换量	农夫山泉绿瓶纯净水550ml箱装 618全周期日均单量7000+ 康师傅经典红烧牛肉面三桶装 618全周期日均单量3000+

资料来源：千牛App、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：淘宝百亿补贴界面显示



资料来源：淘宝App、国信证券经济研究所整理

# 供给侧：淘工厂延续淘特大店半托管玩法，实现白牌质价比

淘工厂通过半托管模式引入制造能力强但线上运营能力不足的产业带源头工厂，去掉中间环节降低成本，实现高性价比。

淘工厂定位“便宜好用的生活卖场”、“白牌爆款打造主阵地”，由M2C事业部负责（前淘特直营大店），面向价格敏感消费者，低价格带白牌为主（实付单均价~10元），类目覆盖日用百货、服饰、食品、美妆、消费电子，2023年GMV 100~150亿人民币（天猫店铺TOP1）。

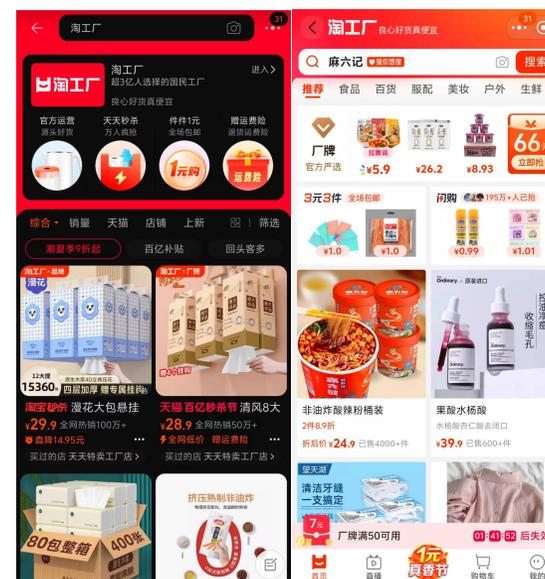
- 以半托管模式为主，商家只负责商品提报和物流发货，有定价权，无需开店，平台（淘工厂）提供选品建议并负责推广销售客服环节，按类目不同收取8-11%佣金。
- 2024年推出超链玩法聚单控价：平台建立全网爆款同款的商品链接，价低者得链接使用权，将同款商品评价、单量数据全部继承给最低价商品。超链商家报名价格（供货价）即为展示价格（到手价），平台只收取佣金。

图：淘工厂与天猫旗舰店模式对比

渠道	旗舰店	淘工厂
定位 To B	品牌运营阵地	白牌爆款打造主阵地
定位 To C	品牌正品心智	中国TOP食品生鲜折扣店
运营模式	以店铺运营为中心	半托管+全托管
模式介绍	商家	商家/平台
仓储模式	商家仓	商家仓+平台仓
商业特色		
便利度	★★	★★★★
爆款打造	★★	★★★★
利润	★★	★★★★
品牌建设	★★★★	★★
用户&数据	★★★★	★
商家控货	Yes	Yes
商家控价	Yes	协商控/全网价格力

资料来源：千牛App、国信证券经济研究所整理

图：淘工厂界面显示



资料来源：淘宝App、国信证券经济研究所整理

# 供给侧：价格力建设起步晚缺乏心智，2024年下半年起将逐步淡化

评价：百补/淘工厂打的是拼多多相对成熟的天天低价心智，但淘天做的太晚、没有很明确差异化的用户价值，只能作为补充，场难以做大。2024年6月淘天内部复盘发现做低价难以实现GMV增长，未来将逐步淡化价格力指标。

- 据晚点报道，拼多多百亿补贴年GMV占主站20%以上（接近1万亿），年营销费用百亿，平台补贴率占比降至1/3以下；淘宝百补早期由于担心破价影响品牌商业化，错失机会窗口，声量和心智难以建立；
- 拼多多主力货盘为低价格带白牌，人群与淘工厂画像相似，购物体验良好，低价心智成熟；M2C模式介入环节多进展慢，没有突出的价值点建立强用户心智。

图：淘工厂/拼多多/京东/抖音电商白牌商品比价情况（元）

类目	商品名称	淘工厂价格	拼多多价格	京东价格	抖音电商价格	pdd/淘工厂	京东/淘工厂	抖音电商/淘工厂	备注
食品	爱尚咪咪虾条	10.8	6.2	6.7	5.9	57%	62%	55%	10g*20包
食品	好有趣薯片	3.3	2.3	2.7	2.5	71%	81%	75%	淘工厂45g*3包，拼多多45g*32包，京东45g*10包，抖音45g*6袋（已折合）
食品	拉面说袋装速食面	8.0	10.8	18.7	18.9	136%	235%	237%	淘工厂番茄浓汤6袋，拼多多10袋，京东番茄浓汤3袋、抖音3袋（已折合）
生鲜	钦蜜9号黄金百香果	7.8	5.9	11.5	11.1	75%	147%	142%	淘工厂1斤，拼多多3斤，京东800g，抖音10个600g（已折合）
生鲜	云南水果玉米	3.4	2.6	5.5	3.1	76%	163%	91%	淘工厂5斤，拼多多5斤，京东2斤，抖音4.5斤（已折合）
生鲜	宁波梅干菜饼	13.1	7.3	-	13.8	56%	-	105%	90g*10片
百货	露净仕宠物湿巾	2.8	-	-	-	-	-	-	80抽1包
百货	益舒净浴室清洁剂	7.0	-	-	8.4	-	-	121%	500ml1瓶
百货	牛筋乳胶洗碗手套	4.8	4.5	7.8	5.9	94%	164%	124%	淘工厂1双，拼多多2双、京东1双，抖音1双（已折合）
美妆	完美芦荟胶	6.4	19.6	23.7	32.0	307%	371%	502%	淘工厂、拼多多、抖音40g1支，京东40g2支（已折合）
美妆	贝缇莎山羊奶脚膜	14.3	37.8	60.5	39.9	265%	425%	280%	10片
美妆	蒂花之秀护发素	16.8	15.8	31.7	-	94%	189%	-	旧包装桶装500g
母婴	卡通儿童泡泡棒	4.9	6.6	13.4	10.0	136%	276%	206%	10支
母婴	儿童无袖防水防脏罩衣	6.4	7.9	19.8	-	123%	307%	-	淘工厂90码1件，拼多多90码2件，京东1件（已折合）
母婴	俞兆林宝宝凉鞋学步鞋	25.0	28.8	-	-	115%	-	-	15码1双
数码	快充充电宝	26.9	75.0	49.8	20.0	279%	185%	74%	20000mAh
数码	柏林之声蓝牙耳机	109.0	-	98.0	125.0	-	90%	115%	高配版
数码	佳能相机钢化膜	2.7	-	-	-	-	-	-	透明软膜二代1张
电器	康佳消毒柜	259.0	206.0	217.0	-	80%	84%	-	机械按钮款22L
电器	本博空气循环扇	52.0	45.0	78.6	59.0	87%	151%	113%	机械升级款
电器	三菱空调	1,264.7	1,241.0	1,262.1	-	98%	102%	-	大1匹冷暖包安装
平均比价情况						126%	190%	160%	

资料来源：淘宝App、抖音App、京东App、拼多多App、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 供给侧“好服务”：店铺DSR升级为店铺体验分，新增商品体验指数（PXI）

- 店铺DSR升级为店铺体验分（24年2月升级）：1、评价周期缩短，从180天降至30天，便于商家运营调整；2、评价方式由消费者主观评价变为客观指标，如商品体验项考核商品差评率，物流体验项考核24/48小时揽收率等。
- 商品体验指数（PXI，24年2月上线）：针对商品建立体验评价体系，更精细化，从发货和物流、商品品质（差评率）、售后服务三个维度考核商品，且不同类目各细项权重不同。
- 应用：店铺综合体验分和商品体验指数已经在搜索、推荐、广告资源位、营销活动报名等开始应用，分数变化将对店铺/商品流量产生极大影响。

图：店铺DSR升级为店铺体验分



资料来源：淘宝App、千牛，国信证券经济研究所整理

图：商品体验指数（PXI）定位店铺存在体验问题的商品

场景	指标定义
延迟发货	未在发货时效要求内发出的订单量
缺货	超过发货时效要求72H仍未发出的订单量
商品差评	商品描述相符打分为1星或2星的订单量
物流差评	物流服务打分为1星或2星的订单量
非主观原因退款	收货后非主观原因的退货或退款的订单量
消费者求助平台	消费者向平台发起求助（纠纷、投诉、平台咨询等）的订单量

资料来源：淘宝App、千牛，国信证券经济研究所整理

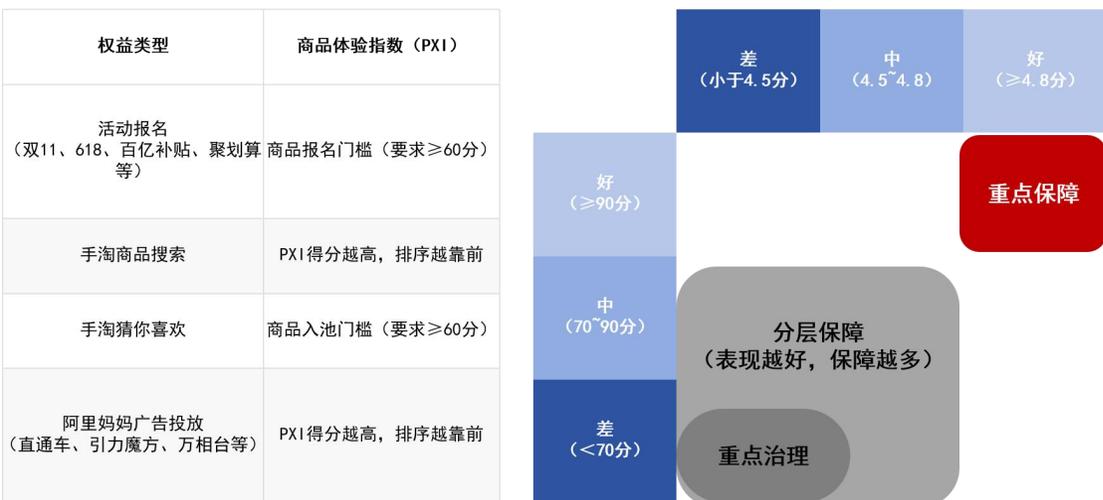
# 供给侧“好服务”：店铺DSR升级为店铺体验分，新增商品体验指数（PXI）

- 店铺DSR升级为店铺体验分（24年2月升级）：1、评价周期缩短，从180天降至30天，便于商家运营调整；2、评价方式由消费者主观评价变为客观指标，如商品体验项考核商品差评率，物流体验项考核24/48小时揽收率等。
- 商品体验指数（PXI，24年2月上线）：针对商品建立体验评价体系，更精细化，从发货和物流、商品品质（差评率）、售后服务三个维度考核商品，且不同类目各细项权重不同。
- 应用：店铺综合体验分和商品体验指数已经在搜索、推荐、广告资源位、营销活动报名等开始应用，分数变化将对店铺/商品流量产生极大影响。

图：店铺体验分、PXI多方面影响商家经营

搜推广、营销应用策略

平台服务处理（介入/退款/申诉等）



资料来源：淘宝App、千牛，国信证券经济研究所整理

图：店铺/商品体验对搜索流量权重影响较大

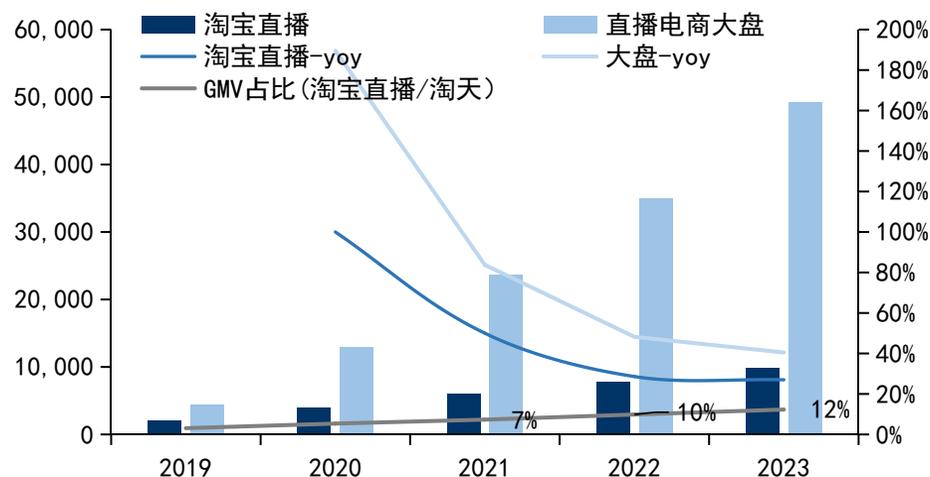


资料来源：千牛，国信证券经济研究所整理

# 供给侧（内容）：淘宝直播经营短期主义难以持续，原负责人道放转岗

- 2022年底戴珊上台以来，淘宝大力投入内容场以换取用户粘性和时长增长，但GMV增速始终慢于行业大盘，直播占淘天大盘比例维持在10%上下；2024年7月原淘宝直播负责人道放转岗，据晚点LatePost，“淘天管理层认为内容团队花了很多钱，但没有改变GMV占比和商业效率”。
- 业务经营短期主义难以持续：2022年淘天目标转向DAU增长后，淘宝直播作为淘内最重要的内容生态成为促活主战场，为达到DAU增长目标将站外头部主播视为拉新工具，投入大量现金补贴和流量资源引入，前期红包补贴和流量扶持，借助站外头部主播影响力将其粉丝拉到淘宝App，之后迅速大幅降低主播扶持力度，将资源投给新的主播。
- DAU指标优秀但GMV难转化：据淘宝直播数据，2023年淘宝内容消费用户规模同比增长44%；新增内容创作者863万、新开播账号增加77万。但内容消费用户和创作者的增长并未落实到用户购买行为，道放表示，23年淘宝直播日活跃购买用户渗透率仅为5-10%，据司库财经，“这些主播数据、月活数据并没有转化成为实际的交易额，也没有真正带动淘宝直播的内容生态。”

图：2019-2023年内容电商支付口径GMV变化情况



资料来源：网经社、公司公告、晚点LatePost、国信证券经济研究所整理

图：2022年至今入淘主播大多数已退出

引入时间	主播	引入平台	引入平台粉丝(万)	淘宝直播粉丝(万)	淘宝首播场观(万)	原平台活跃度	淘宝活跃情况
2022年4月	一栗小莎子	抖音	1303.3	75.78	255	不定期，近1年直播2次	已退出
2022年5月	雷明	抖音	77.1	86.08	50+	每周直播5次	已退出
2022年6月	小P老师	抖音	128.4	55.67	128	每周直播3-4次	已退出
2022年10月	刘畊宏	抖音	6459.7	66.3	500+	每周直播3次	已退出
2022年10月	王婉霏ViVi	抖音	363.5	已退出	200+	每周直播1次	已退出
2022年10月	罗永浩“交个朋友”	抖音	2361.6	1206.9	2600+	每天直播3-4小时	每天直播
2022年11月	刘思瑶	抖音	2046.9	4.4	109	每周直播4天	已退出
2023年2月	大嘴妹	抖音	117.1	33.43	122	每天直播	已退出
2023年4月	年糕妈妈李丹阳	抖音	1039.7	63.75	450+	每周5天	已退出
2023年5月	李宣卓	快手	1190.9	34.93	340+	重心转移至淘宝	7月直播3次
2023年6月	泰国阿芳夫妇	抖音	219.3	1.43	100	每周直播5-6次	已退出
2023年8月	东方甄选	抖音	2990.8	583	1000+	每天直播	已退出
2024年5月	章小蕙	小红书	189.1	22.98	1000+	24/5/19直播一次	24/5/26直播1次

资料来源：淘宝App、抖音App、快手App、小红书App、国信证券经济研究所整理

01

概况：淘天变革思路从补短板过渡为聚焦长板差异化竞争

02

用户侧：借助88VIP为优质客户建立护城河，带动GMV持续增长

03

供给侧：逐步淡化价格力指标和内容生态，加强用户服务体验

04

广告工具：推出全站推广以提升中小商家付费渗透率

05

盈利预测与估值

# 全站推广：淘天2024年推出新广告工具，借此提升中小商家货币化率



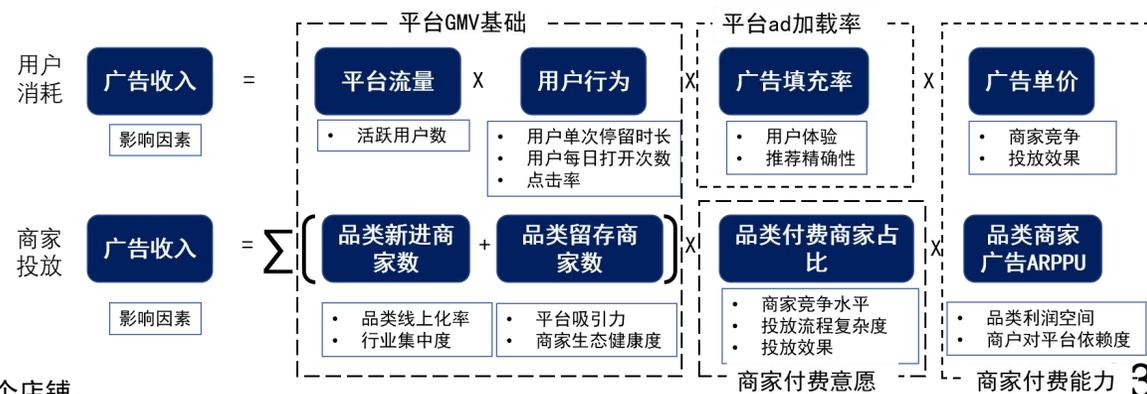
- **商家画像：**1) 小白商家：潜力爆款产品不会放量的新手商家（潜力款：高点击率，高加购率，访客价值高，急需快速提高销量-有时效性）；2) 快速放大需求商家：潜力产品急需放量抢占销量、搜索排名的商家（有爆款产品，其他场景工具不能熟练使用，但是产品放量遇到瓶颈）
- **商家价值：**1) 极致自动化，降低投放门槛，只需设置预算和目标ROI；2) 全渠道泛化流量，流量池更大；3) 效果确定性更高。
- **收费模式：**与拼多多全站推广一样，对推广商品全渠道流量产生的交易收费（CPS），不再区分免费流量和付费流量。
- **平台价值：**2022/9至今拼多多借助全站推广模式将广告费率从3.52% (2022) 提升至4.11% (2023)，仍在进一步提升中，淘天也希望借助该工具向中小商家收费。
  - 此前淘天收费主要依赖天猫品牌商家，1、淘宝免佣：淘宝主打丰富度，需要借助免佣降低商家入淘门槛，2、天猫商家体量大且集中，方便平台收费，淘宝商家体量小难收费，过去广告收入侧重点一直在天猫平台。
  - 拼多多能向中小白牌商家收费原因：1、平台以中小商家白牌为主，商家分散且话语权弱，愿意用价格和广告投放交换更多成交；2、平台近年GMV增速20%+，能为商家带来可观增量；3、广告工具相较淘天更简单，适合运营能力差、投放精细化要求低的小商。

图：2023年淘天/拼多多主站收入及商家情况分析

	淘天		拼多多
	天猫	淘宝	
<b>流量分发逻辑</b>	店铺加权		低价权重高、单品爆发
<b>商家经营情况</b>	商家平均年GMV 670万元	27万元	25万元
	头部商家年GMV 官方旗舰店为主，百亿量级	C店为主，单店亿级	产业带商家为主，单店亿级
	商家画像 品牌、大经销商为主	中小商家为主，GMV分散	中小商家为主，GMV分散
<b>收费情况</b>	佣金率 ~2%	0	~0.4%
	广告费率 4.5%	1.1%	~4%
	整体货币化率 6.5%	1.1%	4.4%
	客户管理收入 (亿元) 2600	440	1628

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及测算 注：表中的商家按入驻主体区分，每个商家可能有多个店铺。

图：电商平台广告收入分拆逻辑框架



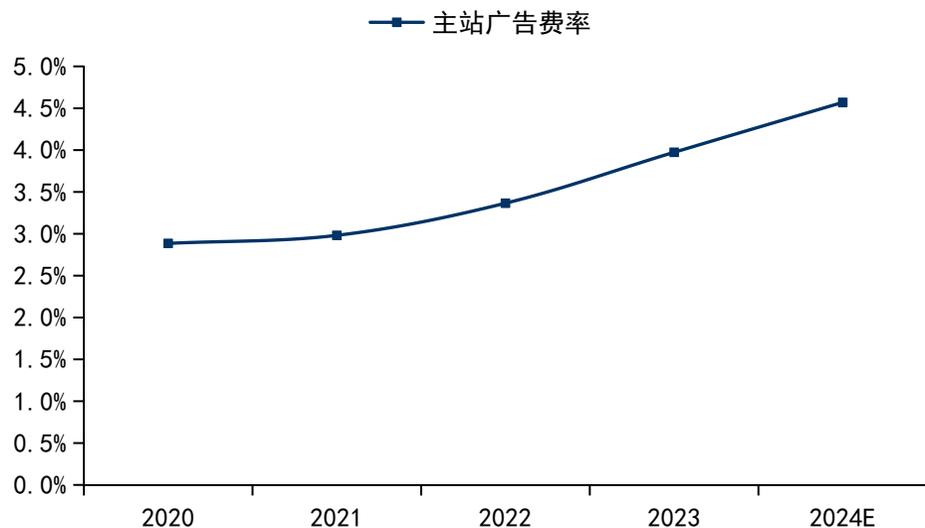
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 平台收费能力取决于能否给商家带来增量，预计淘天全站推收入增量主要来自中小商家广告付费渗透

- 收费能力是平台话语权的集中体现，阿里全站推广初步投入使用，用户匹配精准度和匹配效率有待优化，我们将通过商家经营情况和友商对比研究全站推广对淘天全变现带来的提升。
- **拼多多**：2022年起下沉市场竞争格局清晰，平台借助全站推广实现货币化率大幅提升。1) 广告消耗端：同时提升整体广告填充率和广告单价，据某头部商家反馈，使用全站推广后自然流量也要收费，自然流量从60%下降到30-40%；同时每笔成交花费从手动推广时期1-2元提升至全站推时期8-10元；2) 商家投放端：平台通过限制OCPX等原有广告工具强制商家向全站推广转换，引导头部白牌商家切换为全站推提高付费率、降低腰尾部商家试用广告工具门槛，提升商家付费渗透率。
- **淘天**：2024年内容电商竞争烈度大幅减弱，预计全站推广可带动阿里货币化率小幅提升。1) 广告消耗端：广告填充率有所提升，广告单价略降或持平。2) 商家投放端：平台按照目标商品在万相台历史投放情况给出目标预算，重点引导中小商家提高广告付费渗透率。

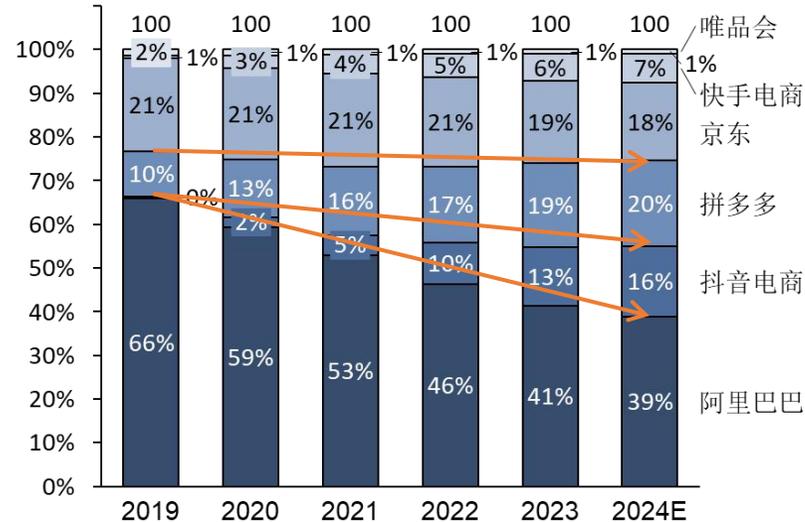
图：拼多多2022Q3开启全站推广后广告货币化率快速提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：阿里GMV份额趋稳，拼多多份额持续上升

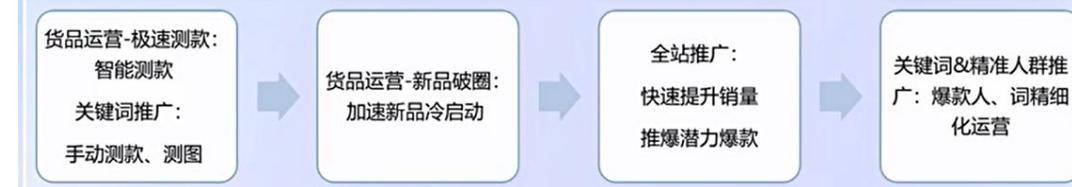


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 全站推广推出时拼多多商家利润受损销量提升，淘天商家利润销量齐升

- **拼多多全站推：**平台挤压商家利润实现广告收入增长，商家调整产品提升毛利、同时销量提升对冲掉部分利润损失。单笔成交花费从OCPX时期的5元增长至全站推广期的10元，商家升级产品小幅提升终端价格和毛利率以改善单均盈利，另外平台大盘水位在快速增长，使用全站推后单量增长13%（从日均1.5万单增长至1.7万单），商家日均利润额从8.3万元降至7.3万元，仅降低12%。
- **淘天全站推：**平台让利商家（提升商家ROI），更多希望降低门槛提升中小商家广告付费渗透率。平台挖掘更多流量渠道帮助商家拉新打爆，品牌/商家在GMV提升（5-10%）的同时营销费率普遍下降。头腰部商家/品牌投放能力强，全站推仅作为推广链路一个环节提升效率，增量价值有限，他们倾向将原有直通车、钻展的预算拨给全站推，淘天预算总额基本不变化。

图：产品推广不同环节需要不同推广工具配合



资料来源：千牛工作台、国信证券经济研究所整理

图：某腰部食品品牌商家经营情况

	淘天 全站推	淘天 无全站推	拼多多	抖音电商
<b>1) 商户单均UE (元/单)</b>				
单均价	65	65	20	45
商品成本	26	26	11	20.25
<i>商品成本占比</i>	<i>40%</i>	<i>40%</i>	<i>55%</i>	<i>45%</i>
平台抽佣	1.3	1.3	0.12	0.9
<i>take rate</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>1%</i>	<i>2%</i>
履约费用 (含包材等)	5.2	5.2	2	3.6
<i>履约费率</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>10%</i>	<i>8%</i>
流量采买及广告	23.21	25	6	18
<i>营销费率</i>	<i>36%</i>	<i>38%</i>	<i>30%</i>	<i>40%</i>
人工成本	5.2	6.5	0.7	4.5
<i>人工成本占比</i>	<i>8%</i>	<i>10%</i>	<i>4%</i>	<i>10%</i>
净利润	4.1	1	0.18	-2.25
<i>净利率</i>	<i>6%</i>	<i>2%</i>	<i>1%</i>	<i>-5%</i>
2024预计年销售额 (万元)	5000.0	4,545	1500	3000
2024预计日销量 (件)	2,107	1,916	2,055	1,826
2024预计年利润 (万元)	314.29	69.93	13.50	-150.00

资料来源：千牛工作台、国信证券经济研究所整理

图：拼多多某头部生鲜商家不同广告工具时期商家经营情况

	拼多多 全站推时期	占比	拼多多 OCPX时期	占比	拼多多 自定义推广	占比
终端售价	48.90	100.0%	42.90	100.0%	42.90	100.0%
商品成本	23.80	48.7%	21.60	50.3%	21.60	50.3%
平台抽佣	0.29	0.6%	0.26	0.6%	0.26	0.6%
流量采买及广告	10.00	20.4%	5.00	11.7%	2.00	4.7%
包材履约费用	8.00	16.4%	8.00	18.6%	8.00	18.6%
人工成本	1.00	2.0%	1.00	2.3%	1.00	2.3%
售后	1.50	3.1%	1.50	3.5%	1.50	3.5%
利润	4.31	8.8%	5.54	12.9%	8.54	19.9%
日均销量 (件)	17,000	-	15,000	-	15,000	-
日均销售额 (元)	831,300	-	643,500	-	643,500	-
日均利润额 (元)	73,212	-	83,139	-	128,139	-

资料来源：拼多多商家营销平台、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 淘天全站推对商家GMV增长带动有限，更多帮助中小商家降低人工成本和投放门槛

- 1) 全站推对商家生意带动有限，商家普遍反映测试期间全站推ROI高个位数增长（相比其他推广工具），考虑全站推带来的增量后淘天生意增速仍低于拼多多或抖快，商家普遍选择维持淘天原有广告预算，将原有广告工具换成全站推；
- 2) 全站推帮助中小商家降低人工成本。对于习惯精细化运营的淘天头部商家（亿级以上年GMV），全站推在商品完成测款、确定人群标签后投入使用，同个商品不同阶段使用不同推广工具提效，全站推难带来人力减少；中小商家（年GMV亿级以下）精细化要求不高，普遍反映全站推降低投放难度，能减少人工成本。

图：某腰部男装商家经营情况

	淘天 全站推	淘天 无全站推	拼多多	抖音电商
<b>1) 商户单均UE (元/单)</b>				
单均价	61.2	61.2	50.7	55.8
商品成本	35	35	37	36
商品成本占比	58%	58%	72%	65%
平台抽佣	3	3	0	3
take rate	5.0%	5.0%	0.6%	5.0%
履约费用 (含包材等)	5	5	2	4
履约费率	8%	8%	3%	7%
流量采买及广告	9	9	4	10
营销费率	15%	15%	8%	18%
人工成本	6	6	3	5
人工成本占比	9%	10%	7%	9%
净利润	3	2	5	-2
净利率	5%	4%	10%	-4%
2024预计年销售额 (万元)	2,040	2,000	1500	1200
yoy	4%	2%	5%	25%
2024预计日销量 (件)	913	895	811	589
2024预计年利润 (万元)	102	80	149	-42

资料来源：拼多多商家营销平台、国信证券经济研究所整理

图：某头部美妆健康品牌商家经营情况

	淘天		拼多多	抖音电商
	全站推	非全站推		
<b>1) 商户单均UE (元/单)</b>				
AOV	220	220	170	200
商品成本	143	143	96	110.5
商品成本占比	65%	65%	40%	65%
平台抽佣	8.8	8.8	1.4	6.8
take rate	4%	4%	1%	4%
履约费用 (含包材等)	11	11	7.2	12.24
履约费率	5%	5%	3%	7%
流量采买及广告	31	33	36	34
营销费率	14%	15%	15%	20%
人工成本	9.9	11.0	12.0	11.9
人工成本占比	5%	5%	5%	7%
净利润	16.7	13.2	17.36	24.56
净利率	8%	6%	36%	-3%
2024预计年销售额 (亿元)	20.4	18.9	0.7	23.1
yoy	-1%	-8%	25%	17%
2024预计日销量 (件)	25,420	23,537	1,128	31,644
2024预计年利润 (亿元)	1.55	1.13	0.25	-0.74

资料来源：千牛工作台、国信证券经济研究所整理

# 全站推广带来付费商家渗透率提升，预计将有效带动淘天货币化率和CMR收入提升



根据以上研究我们对淘天客户管理收入做出如下假设：

- 假设淘宝、天猫GMV贡献为1:1；假设目前天猫付费商家占比~70%；
- 假设全站推全面使用后，悲观/中性/乐观假设下天猫付费商家占比分别提升3pct、6pct、9pct；
- 假设目前淘宝广告付费商家占比约为30%（测算得淘宝广告付费商家平均付费水平为3.67%），悲观/中性/乐观假设下淘宝付费商家占比均提升2pct。
- 从多个商家经营情况看，现有商家广告预算基本不变，考虑全站推带来GMV高个位数增长，商家广告费率下降，随着越来越多商家使用全站推竞价，我们预测现有商家广告费率趋于原水平，假设现有付费商家广告货币化率不变；

测算得悲观/中性/乐观假设下FY2027淘天货币化率提升至3.92%/4.02%/4.12%，预计未来两年CMR CAGR分别为10%/11%/12%。

图：淘天货币化率及CMR收入水平测算（亿元，%）

	悲观		中性		乐观		
	淘宝	天猫	淘宝	天猫	淘宝	天猫	
整体货币化率	1.2%	6.7%	1.2%	6.9%	1.2%	7.1%	
平台广告货币化率	1.2%	4.7%	1.2%	4.9%	1.2%	5.1%	
付费商家广告货币化率	3.7%	6.4%	3.7%	6.4%	3.7%	6.4%	
广告商家占比	32%	73%	32%	76%	32%	79%	
佣金率	0	2%	0	2%	0	2%	
GMV占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
淘天货币化率	3.92%		4.02%		4.12%		
	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	假设	
淘天GMV	77,694	81,278	86,968	93,056	99,569	假设淘天GMV增速维持在7%，88VIP贡献的GMV增量占比逐步提升，由发放一次性补贴贡献的GMV增量占比逐步下降	
YoY	-3%	5%	7%	7%	7%		
悲观	货币化率	3.75%	3.74%	3.70%	3.82%	3.92%	由于FY25Q1、Q2平台全站推处于测试期，性能尚不稳定，假设FY25-FY27货币化率为3.70%、3.82%、3.92%
CMR收入	2,915	3,040	3,218	3,558	3,906		
YoY	-	4.3%	5.9%	10.6%	9.8%		
中性	货币化率	3.75%	3.74%	3.72%	3.87%	4.02%	由于FY25Q1、Q2平台全站推处于测试期，性能尚不稳定，假设FY25-FY27货币化率为3.72%、3.87%、4.02%
CMR收入	2,915	3,040	3,235	3,601	4,002		
YoY	-	4.3%	6.4%	11.3%	11.1%		
乐观	货币化率	3.75%	3.74%	3.74%	3.94%	4.12%	由于FY25Q1、Q2平台全站推处于测试期，性能尚不稳定，假设FY25-FY27货币化率为3.74%、3.94%、4.12%
CMR收入	2,915	3,040	3,253	3,662	4,097		
YoY	-	4.3%	7.0%	12.6%	11.9%		

01

概况：淘天变革思路从补短板过渡为聚焦长板差异化竞争

02

用户侧：借助88VIP为优质客户建立护城河，带动GMV持续增长

03

供给侧：逐步淡化价格力指标和内容生态，加强用户服务体验

04

广告工具：推出全站推广以提升中小商家付费渗透率

05

盈利预测与估值

# 盈利预测：预计FY25-27经调整利润1462/1640/1796亿，CAGR 11%

- 收入端：预计FY25-27收入10180/11107/12098亿，调整幅度为0.5%/1.7%/2.9%，CAGR 9%。
  - ✓ 淘天集团：预计FY25-27 CMR收入增速为6%/11%/11%，GMV增速为7%/7%/7%，预计收入增长靠GMV和货币化率拉动；
  - ✓ AIDC：预计FY25-27收入增速为41%/31%/27%，收入主要增长靠Choice托管业务拉动；
  - ✓ 云智能集团：预计FY25-27收入增速为8%/12%/13%，我们预计主要靠公有云收入提升，AI相关收入占比也将逐步提升；
  - ✓ 其他非核心业务：预计FY25-27收入增速为-6%/-2%/-4%，我们预计未来非核心业务主线为减亏。
- 经营利润端：我们预计淘天经调EBIT A利润率FY25-27为+43%/+43%/+44%；
- ✓ 我们预计FY25-27AIDC经调EBIT A利润率分别为-12%/-12%/-10%；
  - ✓ 我们预计FY25-27云智能集团经调EBIT A利润率分别为6%/8%/9%，利润率的提升部分归因于来自AI相关收入不断提升；
  - ✓ 我们预计FY25-27非核心业务经调EBIT A利润率分别为-9%/-9%/-8%，集团不断收缩非核心业务以减亏。
- 整体看，预计FY25-27经调整净利润1462/1640/1796亿，调整幅度为-0.3%/-0.1%/-0.2%，CAGR 11%。

(CNY, 百万)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总收入	869,381	957,567	1,018,036	1,110,680	1,209,810
YoY	2%	10%	6%	9%	9%
毛利	319,686	371,244	362,475	397,683	435,596
毛利率	37%	39%	36%	36%	36%
研发费用	-56,744	-52,256	-59,022	-67,275	-73,280
研发费率	-7%	-5%	-6%	-6%	-6%
销售费用	-103,496	-115,141	-131,154	-138,835	-151,226
销售费率	-12%	-12%	-13%	-13%	-13%
管理费用	-42,183	-41,985	-46,474	-55,534	-60,491
管理费费率	-5%	-4%	-5%	-5%	-5%
经调整EBIT A	147,911	165,028	160,818	177,717	208,768
经调整EBIT A率	17%	19%	18%	20%	24%
yoy	13.4%	11.6%	-2.6%	10.5%	17.5%
净利润, non-GAAP	141,379	157,479	146,177	163,982	179,624
净利润率	16.3%	16.4%	14.4%	14.8%	14.8%
yoy	3.7%	11.4%	-7.2%	12.2%	9.5%
<b>淘天集团</b>	<b>FY2023</b>	<b>FY2024</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>
收入	413,206	434,893	462,978	503,039	547,238
YoY	n.a	5%	6%	9%	9%
占比	48%	45%	45%	45%	45%
CMR	n.a	304,009	323,502	360,030	400,167
YoY	n.a	n.a	6%	11%	11%
经调整EBIT A	189,140	194,827	197,685	214,791	240,785
利润率	45.8%	44.8%	42.7%	42.7%	44.0%
<b>阿里国际数字商业集团</b>	<b>FY2023</b>	<b>FY2024</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>
收入	70,506	102,598	144,703	189,089	240,314
YoY	n.a	46%	41%	31%	27%
占比	8%	11%	14%	17%	20%
经调整EBIT A	-4,944	-8,035	-17,315	-22,626	-24,031
利润率	-7.0%	-7.8%	-12.0%	-12.0%	-10.0%
<b>云智能集团</b>	<b>FY2023</b>	<b>FY2024</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>
收入	102,781	106,432	114,713	128,479	145,181
YoY	n.a	4%	8%	12%	13%
占比	12%	11%	11%	12%	12%
经调整EBIT A	2,281	5,592	6,883	10,278	13,066
利润率	2%	5%	6%	8%	9%
<b>非核心业务</b>	<b>FY2023</b>	<b>FY2024</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>
收入	282,888	313,644	295,641	290,073	277,077
YoY		11%	-6%	-2%	-4%
占比	33%	33%	29%	26%	23%
经调整EBIT A	-38,566	-27,356	-26,436	-24,726	-21,051
利润率	-14%	-9%	-9%	-9%	-8%

- 阿里经历组织变革后战略更加聚焦，本篇报告主要研究淘天GMV和收入如何借助88VIP和全站推广实现可持续增长。我们认为当下阶段88VIP会员飞轮开始启动，难贡献较大GMV增量，淘天仍需投入大量全域用户补贴和商家激励短期拉动GMV增长，长期看良好的用户体验和丰富的权益有望带动88VIP成为淘系提升用户购频和钱包份额的抓手。我们认为全站推主要靠提升付费商家渗透率带动平台收入提升，主要帮助中小商家降本增效，测算得悲观/中性/乐观假设下FY2027淘天货币化率提升至3.92%/4.02%/4.12%，预计未来两年CMR CAGR分别为10%/11%/12%。
- 公司持续开展回购回馈股东，FY2024分红25亿美元，全年回购125亿美元，股东回报率约8%，1QFY25回购58亿美金，目前仍有247亿美元回购额度（有效期至2027年3月），占总市值比例13%。我们认为伴随88VIP会员体系不断完善以及全站推广逐步落地，淘天集团CMR收入增速以及利润未来有望企稳回升，维持“优于大市”评级。

图：公司估值情况（2024/7/26）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (港元/美元)	总市值 (百万港元/美元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
9988.HK	阿里巴巴-SW	优于大市	73.3	1,418,024	7.6	8.5	9.0	8.0

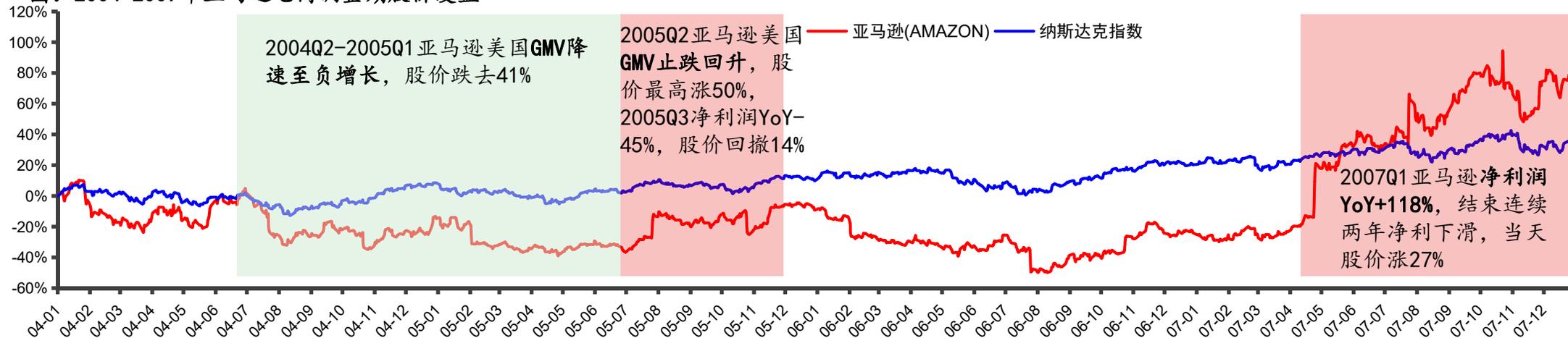
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：表中2024年对应FY2025。

- **政策风险：**如果国家对平台经济监管未来进一步收紧，可能对公司业务增长产生影响。
- **经营风险：**1) 宏观经济疲软的风险：经济增速放缓将影响消费者的购买力和消费信心，不利于激发消费需求, 从而对即时零售业务产生负面影响。2) 市场竞争及创新风险：电商行业面临激烈市场竞争，竞争加剧可能降低公司市场份额及盈利能力，同时，随着用户对服务和产品的创新需求的提升，技术创新也可能对公司竞争地位产生一定影响。3) 行业竞争加剧风险：目前国内电商市场上拼多多、抖快发展较快，在用户时长、钱包份额和商家品牌商业投放上都会有争夺，可能对公司国内电商业务产生影响。
- **盈利预测风险：**
  - 1) 我们预测FY25-27年收入增速为6%/9%/9%，如果淘天全站推广效果不及预期、国际数字集团GMV表现不及预期可能会导致营收不及预期的风险。
  - 2) 我们预测FY25-27公司毛利率为36%/36%/36%，如果新业务减亏不及预期、电商竞争加剧可能会导致毛利率高估。
  - 3) 我们预测FY25-27公司费率保持稳定为24%附近，如果竞争加剧，用户补贴费用加大，可能会导致费率低估。

# 附录：2004-2007年AMZN从“掉份额”到“份额利润齐升”的困境反转演绎复盘

- 我们把亚马逊2004-2007年股价变动分为三个阶段：
- 阶段一（2004-2005Q2）：亚马逊美国GMV增速快速下滑，受eBay竞争影响掉份额，甚至出现负增长，股价跌掉40%+；
- 阶段二（2005Q3-2006）：2006年起亚马逊份额逐年提升，05-07年分别为6%/7%/8%。2006年eBay美国GMV增速跌至大盘增速以下，亚马逊做出调整，05年推出Prime，同时不断加大投入拓品类，研发费率每年上升约1pct，利润率每年跌3-4pct。
- 阶段三（2007）：亚马逊净利润同比三位数增长，结束连续两年下滑，股价涨幅近200%。

图：2004-2007年亚马逊电商调整期股价复盘



百万美元	2004Q1	2004Q2	2004Q3	2004Q4	2005Q1	2005Q2	2005Q3	2005Q4	2006Q1	2006Q2	2006Q3	2006Q4	2007Q1	2007Q2	变化趋势
美国GMV	1,238	966	987	1,535	1,166	1,149	1,303	2,079	1,654	1,651	2,010	2,788	2,115	2,144	
YoY	53%	9%	-1%	0%	-6%	19%	32%	35%	42%	44%	54%	34%	28%	30%	
全球GMV	1,665	1,629	1,851	2,879	2,187	2,156	2,445	3,558	2,768	2,764	3,214	5,115	3,880	3,933	
YoY	53%	36%	38%	40%	31%	32%	32%	24%	27%	28%	31%	44%	40%	42%	
公司营收	1,530	1,387	1,462	2,541	1,902	1,753	1,858	2,977	2,279	2,139	2,307	3,986	3,015	2,886	
YoY	41%	26%	29%	31%	24%	26%	27%	17%	20%	22%	24%	34%	32%	35%	
净利润	111	76	54	347	78	52	30	199	51	22	19	98	111	78	
YoY -	-	-	248%	374%	-30%	-32%	-45%	-43%	-35%	-58%	-37%	-51%	118%	255%	
净利率	7.3%	5.5%	3.7%	13.6%	4.1%	3.0%	1.6%	6.7%	2.2%	1.0%	0.8%	2.5%	3.7%	2.7%	

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

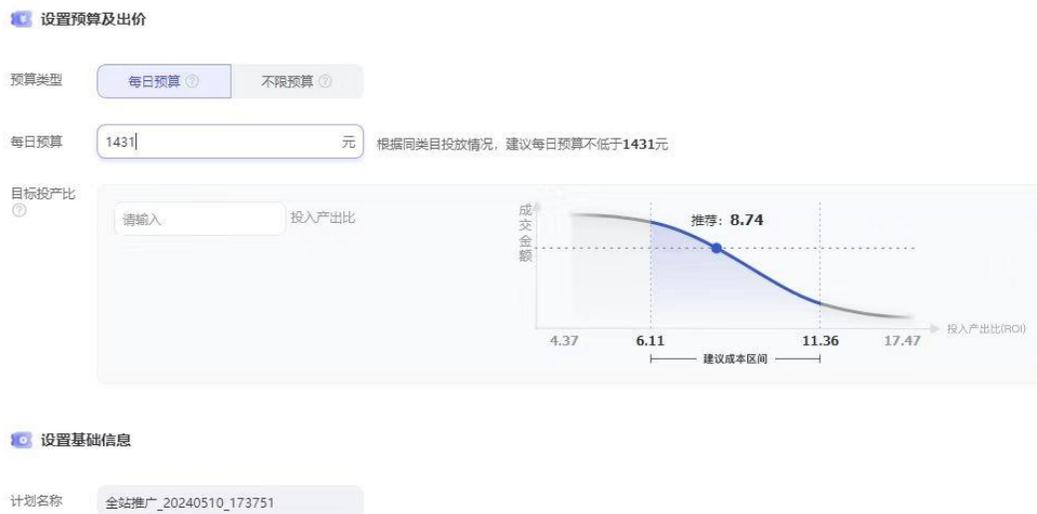
# 附录：淘宝百补不同平台比价情况

图：淘宝百补/拼多多百补/京东百补/抖音超值购比价情况（元）

类目	品牌	商品名称	淘宝百补 价格	拼多多百补价 格	京东百补 价格	抖音超值 购	pdd/淘宝	京东/淘宝	抖音/淘宝	备注
服装	蕉下	透气防晒衣AS418	119	104	-	-	87%	-	-	1件
服装	果壳	冰丝睡衣史努比系列	99	115	-	-	116%	-	-	1件
服装	海澜之家	商务polo衫	98	97.6	97.11	98	100%	99%	100%	1件
美妆	NARS	定妆粉饼	169.9	155.9	188.06	-	92%	111%	-	10g
美妆	凡士林	经典唇膏	10.99	16.4	16.82	-	149%	153%	-	淘宝7g, 拼多多、京东7g*2件(已折合)
美妆	雅漾	保湿喷雾	11	11.9	20.7	-	108%	188%	-	已折合为每100ml
食品	百岁山	桶装矿泉水	18.9	-	26.96	-	-	143%	-	4.5L*2
食品	山姆	芝士饼干	1.38	1.14	-	-	83%	-	-	淘宝10小包, 拼多多25小包(已折合)
食品	五粮液	52度浓香型白酒	818	809	955	919	99%	117%	112%	500ml1瓶
母婴	帮宝适	黑金帮纸尿裤	2.86	2.72	3.56	3.89	95%	124%	136%	淘宝、拼多多L码29片, 京东L码14片, 抖音128片(已折合)
母婴	德佑	婴幼儿手口湿巾加厚款	30.9	26.5	29.9	29.9	86%	97%	97%	80抽*5包
母婴	a2	白金奶粉4段	185	-	194	-	-	105%	-	900g1罐
电脑	Apple	iPad 第9代10.2英寸	1829	1829	-	-	100%	-	-	银色 64G
电脑	华硕	a豆14轻薄笔记本	3599	3599	-	-	100%	0%	-	16G+1T 粉色/灰色
电脑	罗技	鹅卵石鼠标经典款	85	93.1	-	-	110%	-	-	淘宝、拼多多粉/白/黑, 京东有联名款无经典款
小家电	奥克斯	智能体脂秤	19.9	-	-	-	-	-	-	淘宝、拼多多、京东分别补贴不同品牌
小家电	飞科	小飞碟便携式剃须刀	124	-	121.9	129.9	-	98%	105%	标配1个装
小家电	长虹	台式空气循环扇	39	-	39	-	-	100%	-	机械款 不摇头
手机	华为	Mate 60 Pro	5998	5948	5699	-	99%	95%	-	12G+512G
手机	小米	Redmi Note 13 Pro	1092	1109	1115	-	102%	102%	-	8G+128G
手机	OPPO	Reno11	2078	2078	-	-	100%	-	-	12G+512G
大家电	小天鹅	全自动滚筒洗衣机	1260	1219	-	1599	97%	-	127%	容量10kg
大家电	美的	230三开门冰箱	1199	-	-	-	-	-	-	1台, 三平台补贴型号不同
大家电	小米	1.5匹新一级空调	1673	1699	1688	1686	102%	101%	101%	淘宝、拼多多新一级能效, 京东一级能效(未折合)
平均比价情况							101%	109%	111%	

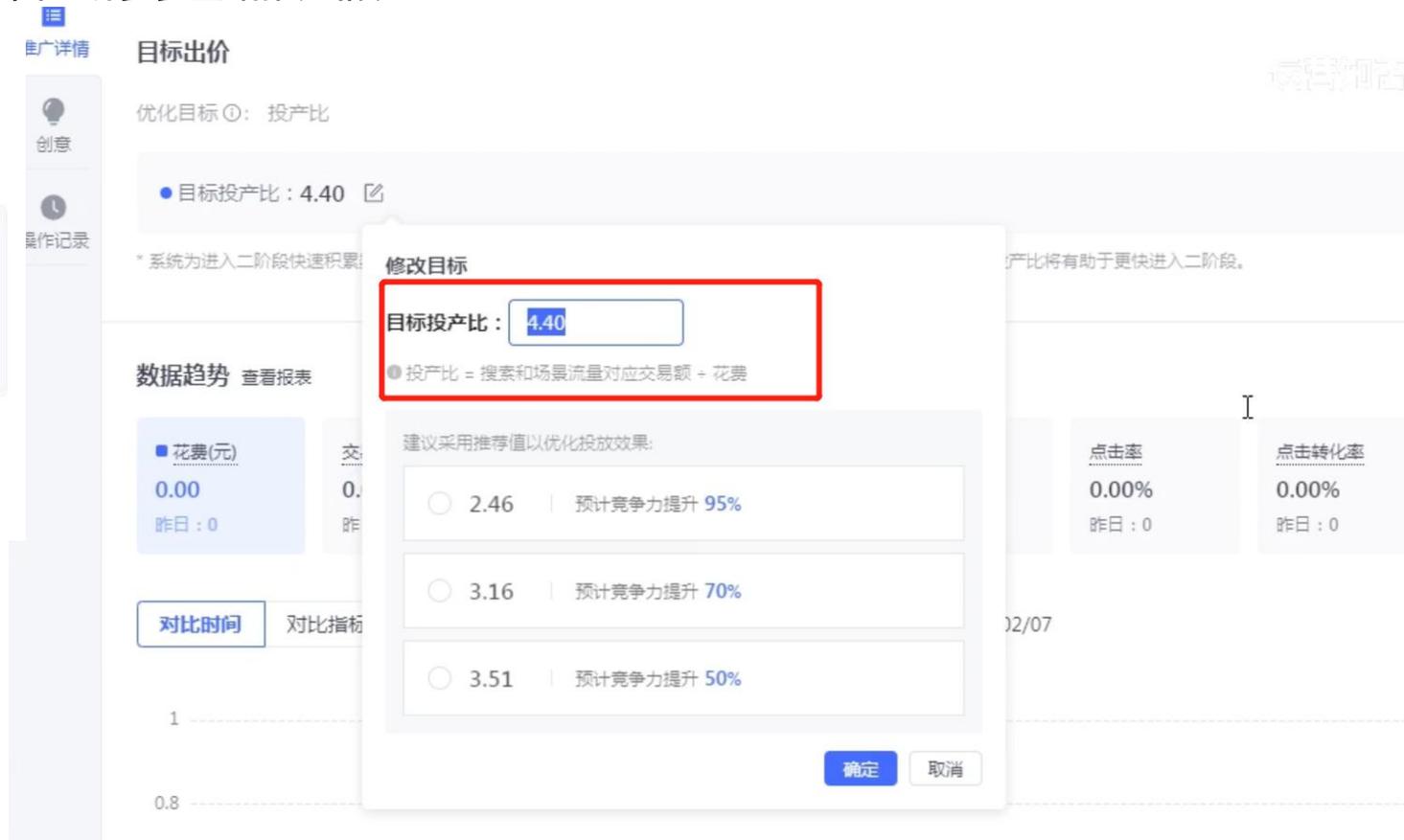
资料来源：淘宝App、抖音App、京东App、拼多多App、国信证券经济研究所整理

图：阿里巴巴全站推广截图



资料来源：阿里妈妈，国信证券经济研究所整理

图：拼多多全站推广情况



资料来源：拼多多营销平台，国信证券经济研究所整理

# 附录：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	利润表 (百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	248125	351314	481834	588432	营业收入	941168	1018036	1110680	1209810
应收款项	98194	106214	115880	126222	营业成本	586323	655560	712997	774214
存货净额	25460	25447	27455	29658	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	381085	385837	410938	437603	销售费用	103496	131154	138835	151226
流动资产合计	752864	868811	1036106	1181915	管理费用	112431	166089	173337	175913
固定资产	185161	190697	182517	161992	财务费用	16989	16989	17911	17911
无形资产及其他	363556	303163	252856	210955	投资收益	(7735)	(1733)	(1733)	(1733)
投资性房地产	39175	39175	39175	39175	资产减值及公允价值变动	(13504)	0	0	0
长期股权投资	424073	395029	365985	336941	其他收入	3692	37211	45971	(13012)
资产总计	1764829	1796875	1876640	1930978	营业利润	104382	83722	111838	75801
短期借款及交易性金融负债	29001	30451	31974	33572	营业外净收支	(10521)	6157	6157	6157
应付款项	17002	16993	18334	19805	利润总额	93861	89879	117995	81958
其他流动负债	375504	391095	424870	460041	所得税费用	22529	24494	29499	20490
流动负债合计	421507	438539	475178	513419	少数股东损益	(8677)	853	(942)	(6944)
长期借款及应付债券	141775	98140	59505	20870	经调整归属于母公司净利润	157479	146177	163982	179624
其他长期负债	88948	82212	75476	68740					
长期负债合计	230723	180352	134981	89610	现金流量表 (百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
负债合计	652230	618891	610159	603029	净利润	157479	146177	163982	179624
少数股东权益	115327	116180	115238	108294	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	997272	1061804	1151243	1219655	折旧摊销	(14295)	102355	101276	100979
负债和股东权益总计	1764829	1796875	1876640	1930978	公允价值变动损失	13504	0	0	0
					财务费用	16989	16989	17911	17911
关键财务与估值指标	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	营运资本变动	(1331)	(3912)	10979	11233
经调整每股收益	8.14	7.56	8.48	9.29	其它	(86415)	(80792)	(75486)	(118155)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	68942	163828	200751	173681
每股净资产	51.55	54.89	59.51	63.05	资本开支	32173	(47498)	(42789)	(38554)
ROIC	12%	10%	12%	15%	其它投资现金流	8480	0	(19374)	(20537)
ROE	8%	6%	8%	6%	投资活动现金流	69697	(18454)	(33119)	(30046)
毛利率	38%	36%	36%	36%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	8%	8%	8%	负债净变化	(7313)	(5000)	0	0
EBITA Margin	18%	18%	17%	16%	支付股利	0	0	0	0
收入增长	8%	8%	9%	9%	其它融资现金流	8296	1450	1523	1599
经调净利润增长率	11%	-7%	12%	10%	融资活动现金流	(83600)	(42185)	(37112)	(37036)
资产负债率	43%	41%	39%	37%	现金净变动	55039	103189	130520	106598
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	193086	248125	351314	481834
调整后P/E	8.6	9.2	8.2	7.5	货币资金的期末余额	248125	351314	481834	588432
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	153510	112099	133433	142481
EV/EBITDA	9	8	7	7	权益自由现金流	141582	96190	121523	130646

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032