

阿里巴巴-SW (09988.HK)

用户为先，重启增长

今年以来阿里巴巴内部理顺、战略聚焦“用户为先”加大核心主业投入的调整凸显成效，市场份额逐步趋稳。本篇报告核心围绕阿里电商重启增长之源及未来发展趋势进行探讨，我们认为组织及用户为先战略调整将从根本上驱动主业复苏，展望平台未来增势，边际看直播电商增速放缓及低价竞争趋缓将带来格局改善，长期看淘宝天猫充足商品供给和丰富品牌资源及强大正品保障的核心竞争力稳固持续支撑稳健增长，预计到2026年阿里增速将与电商行业持平、市场份额将持续趋稳；货币化方面，全站推广有望提高货币化率，将为电商收入利润贡献增量。此外公司持续发放高额股东回报，FY2025股东回报率预计将达6.2~8.1%或更高。我们看好阿里电商增长韧性及国际和云业务长期成长潜力，重申强烈推荐。

- 淘天复苏之源：组织优化，用户为先。** FY2024以来阿里巴巴开展组织及管理人员调整，吴泳铭担任集团CEO及淘天集团、云智能集团董事长兼CEO，实现内部理顺；战略方面，公司聚焦主业、强调用户为先，从根本上驱动淘天业务重回健康增长。
- 淘天增势展望：加大用户投入回归健康增长，未来行业格局改善+长期竞争力稳固，阿里份额将持续趋稳。** 基于用户为先战略，淘天加大用户投放，推出仅退款、升级店铺体验评分系统等多项服务优化措施，以及发力淘工厂提升平台价格力、增加会员权益提高用户粘性及频次，多重举措改善用户体验驱动平台回归健康增势，目前市场份额已逐步趋稳。展望淘天未来增长，边际看直播电商增速放缓及低价竞争趋缓将带来行业格局改善；长期看电商渗透率提升空间广阔，淘宝天猫充足商品供给和丰富品牌资源及强大正品保障的核心竞争力稳固，支撑长期稳健增长，预计到2026年阿里增速将与电商行业持平，市场份额将持续趋稳。
- 货币化：商户竞争加剧平台议价增强，全站推广有望提升货币化率，为电商收入利润贡献增量。** 商业化方面，从宏观维度来看，当前商户侧竞争加剧、逐渐接受更低ROI，平台货币化率提升空间大；从平台商业化策略来看，阿里巴巴推出全站推广新工具、提升付费流量占比，据商家调研反馈使用渗透率逐步提升，未来有望提高平台货币化率，新增广告收入将一定程度抵消平台用户投入，为电商收入利润贡献增量。
- 高额股东回报，重申强烈推荐。** FY2024以来公司加大回购及分红，FY2024股东回报率（分红&股息/FY2024年末市值）约为9%，经测算FY2025预计将实现6.2~8.1%或更高的股东回报率。我们看好阿里电商主业增长韧性及国际商业和云业务的长期成长潜力，此外香港主要上市即将落地后续有望入通，当前仍处估值低位，预计FY2025-2027Non-GAAP净利润为1516、1698、1885亿元，按整体估值法基于公司FY2025 non-gaap净利润12倍PE，对应目标价101港元，重申强烈推荐。

- 风险提示：**宏观经济风险，行业竞争加剧，技术发展不及预期，海外政策风险

财务数据与估值

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营收入(百万元)	868687	941168	1042389	1149081	1263989
同比增长	2%	8%	11%	10%	10%
EBITA(百万元)	147911	165028	158825	177903	197540
同比增长	13%	12%	-4%	12%	11%
NON-GAAP净利润(百万元)	141379	157479	151560	169765	188503
同比增长	4%	11%	-4%	12%	11%
每股收益(元)	7.44	8.19	8.04	8.98	9.95
PE	9.8	8.8	9.1	8.2	7.3

强烈推荐（维持）

消费品/商业

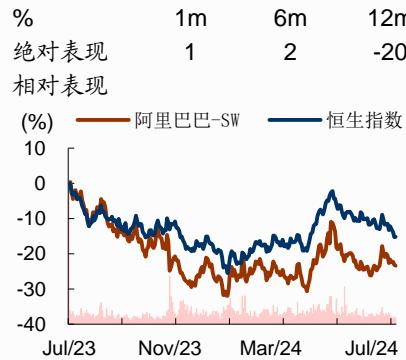
目标估值：101港元

当前股价：76.85港元

基础数据

总股本（百万股）	19469
香港股（百万股）	19469
总市值（十亿港元）	1423.2
香港股市值（十亿港元）	1423.2
每股净资产（港元）	61.3
ROE (TTM)	8.1
资产负债率	37.6%
主要股东	SoftBank
主要股东持股比例	13.46%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《阿里巴巴-SW (09988) FY24Q4 财报点评—GMV 恢复双位数增长，香港主要上市即将落地》2024-05-15
- 《阿里巴巴-SW (09988) —FY24Q4 前瞻：GMV 保持健康增长，用户投入持续加大》2024-04-09
- 《阿里巴巴-SW (09988) FY24Q3 财报点评—收入利润基本符合预期，扩大回购计划彰显经营信心》2024-02-08

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 研究助理

huxinyuan@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 阿里巴巴：国内电商互联网生态巨头	7
1、 业务构成：以电商和云计算为核心业务	7
2、 组织架构：“1+6+N”组织构建敏捷组织	8
3、 股权结构：马云实际持股超过软银成为阿里最大股东	9
4、 经营业绩：收入回归稳健增长、利润短期承压	9
二、 淘天集团：组织优化用户为先，重回健康增长.....	10
1、 商业模式：平台模式，收取广告&佣金变现.....	11
2、 历史回顾，以往鉴来：拼多多及抖音冲击下增速放缓	13
3、 复苏之源：组织优化，用户为先	16
4、 用户投入：改进服务优化体验，GMV 回归健康增长	17
(1) 举措：改善服务+提升价格力+增加会员权益，改善消费者体验	17
(2) 效果：FY24Q4GMV 回归双位数增长，健康增势持续	19
5、 增势展望：格局优化、竞争力稳固，阿里份额持续趋稳	19
(1) 边际：直播电商增速放缓+行业低价竞争趋缓，竞争格局优化	19
(2) 长期：线上渗透率空间广，预计 24-26 年大盘 CAGR 为 9.5%	21
(3) 长期：淘宝天猫“多”、“好”核心竞争力稳固驱动长期增长	22
(4) 增速及份额预判：阿里份额企稳、2026 年增速预计将持平大盘	23
6、 货币化率：商户竞争加剧平台议价增强，全站推广有望提升 TR	25
(1) 宏观背景：商户竞争加剧、ROI 标准降低，平台货币化率提升空间大 ...	25
(2) 商业化策略：全站推广新工具，长期有望提升淘天货币化率	26
(3) TR 成长空间:对标拼多多及海外平台,阿里货币化率提升潜力大	27
三、 国际商业、云计算提供长期增长新动能.....	29
1、 AIDC：跨境电商务高速成长，Choice 提供新动能	29
2、 阿里云：国内最大云服务商，收入有望回归稳健增长	31
3、 本地生活：饿了么、高德全面覆盖到店&到家场景	33
4、 菜鸟：阿里旗下物流平台，赋能电商主业+提供外部服务	34
5、 大文娱：完善文娱生态，持续增收降本	35

四、 投资建议：高额股东回报，维持强烈推荐	36
1、 股东回报：加大回购&分红，发行可转换优先票据有望加速回购	36
2、 盈利预测及风险提示	37

图表目录

图 1: 阿里巴巴业务收入结构 (FY2024)	7
图 2: 阿里巴巴生态体系业务构成.....	7
图 3: 阿里巴巴各业务利润贡献占比 (FY2024)	8
图 4: 阿里巴巴各业务 EBITA margin (FY2024)	8
图 5: 阿里巴巴组织架构 (截至 2024 年 3 月)	8
图 6: 阿里巴巴股权结构 (截至 2024 年 5 月)	9
图 7: 阿里巴巴收入及增速.....	10
图 8: 阿里巴巴经调整 EBITA 及增速.....	10
图 9: 淘宝及天猫 GMV 及增速	11
图 10: 客户管理收入及增速.....	11
图 11: 淘宝天猫货币化率	11
图 12: 淘天集团 EBITA 及 margin.....	11
图 13: 淘天广告及佣金货币化率	12
图 14: 淘宝付费广告位标识.....	13
图 15: 淘宝 VS eBay 市场份额变化	14
图 16: 天猫 GMV 占比持续提升	14
图 17: FY2017 前后阿里货币化率快速提升	15
图 18: 2016 年电商行业格局	15
图 19: 拼多多上线后 AAC 规模快速接近阿里(百万人).....	15
图 20: 淘特、淘菜菜发展过程	15
图 21: 阿里巴巴、淘天集团组织及管理人员调整过程.....	16
图 22: 淘宝推出仅退款服务	17
图 23: 淘宝店铺综合体验评分	17
图 24: 淘宝 88VIP 退货运费权益升级	19
图 25: 淘宝 88VIP 会员数持续上涨	19
图 26: 抖音电商 DAU 及增速.....	20
图 27: 商家公告—淘天对部分商品取消五星级价格力比价及赋星	21
图 28: 2 月逐渐取消五星级价格力后淘宝客单价增速回升	21
图 29: 电商更好地满足消费者需求	21

图 30: 淘宝天猫商家数高于友商 (2023)	22
图 31: 淘宝品类及商品丰富度高于友商平台 (2022)	22
图 32: 货架电商 ARPU 对比 (元)	23
图 33: 货架电商 AAC 对比 (百万人)	23
图 34: 2023 年电商平台分品类市场份额	25
图 35: 拼多多主站货币化率持续提升	26
图 36: 美团外卖货币化率逐年上升	26
图 37: 全站推广产品付免联动流量逻辑	26
图 38: 淘宝天猫全站推广使用商家调研反馈	27
图 39: 淘宝天猫 VS 拼多多主站货币化率	27
图 40: 亚马逊 3P 货币化率	28
图 41: 阿里国际商业板块业务组成	29
图 42: AIDC 收入及增速	30
图 43: AIDC 经调整 EBITA 及 margin	30
图 44: 韩国电商平台月活跃用户数 (万, 截至 2024 年 3 月)	30
图 45: 速卖通在各国的用户渗透率 (2023)	30
图 46: 云业务收入及增速	31
图 47: 云业务经调整 EBITA 及 margin	31
图 48: 我国公有云服务规模及增速	32
图 49: 阿里云是中国最大的公有云服务商	32
图 50: 阿里云产品近年降价复盘	32
图 51: 阿里巴巴早期研发费用率高于其他云厂商	32
图 52: 本地生活服务收入及增速	34
图 53: 本地生活经调整 EBITA 及 margin	34
图 54: 菜鸟收入及增速	35
图 55: 菜鸟经调整 EBITA 及增速	35
图 56: 大文娱收入及增速	36
图 57: 大文娱经调整 EBITA 及增速	36
表 1: 软银对阿里实际持股梳理	9
表 2: 天猫各品类佣金率	12

表 3: 阿里妈妈广告产品介绍	12
表 4: 淘天店铺体验分指标及应用场景	17
表 5: 淘天商品体验分 PXI 指标及对商品流量影响	18
表 6: 淘工厂运营模式	18
表 7: 线上实物网络零售及各平台 GMV 增速	19
表 8: 2024-2026E 电商行业增速及线上渗透率测算	21
表 9: 高档品牌官方旗舰店各平台入驻情况	23
表 10: 24-26E 电商行业及各平台增速预测	23
表 11: 2021-2026E 各电商平台市场份额	24
表 12: 阿里国内电商盈利预测	28
表 13: 阿里国际商业主要平台介绍	29
表 14: 阿里国际商业盈利预测	31
表 15: 阿里云业务盈利预测	33
表 16: 本地生活业务盈利预测	34
表 17: 菜鸟分业务介绍	34
表 18: 菜鸟盈利预测	35
表 19: 大文娱盈利预测	36
表 20: 2023、2024E 阿里股东回报率	37
表 21: 阿里巴巴发行可转化优先票据	37
表 22: 阿里巴巴盈利预测	38
附: 财务预测表	40

一、阿里巴巴：国内电商互联网生态巨头

1、业务构成：以电商和云计算为核心业务

阿里巴巴集团以电商和云计算业务为核心业务，此外其生态体系内还涵盖菜鸟、本地生活、大文娱等业务板块。阿里巴巴集团在当前 1+6+N 组织架构下，共拥有以下 6 大业务集团和其他子业务：

- 1) **淘天集团**：集团核心业务板块，包括淘宝天猫、1688.com、闲鱼、直营业务（主要包含天猫超市、天猫国际）等，FY2024 收入占比为 46%，经调整 EBITA 占比为 118%，EBITA margin 为 45%，是集团最核心的收入及利润来源。
- 2) **云智能集团**：集团核心业务板块，包括云计算和 AI 业务，FY2024 收入占比 11%，经调整 EBITA 占比为 3%，EBITA margin 为 5%。
- 3) **国际数字商业集团**：包括 Lazada、速卖通、Trendyol、Daraz 等跨境 B2C 平台以及跨境 B2B 平台 Alibaba.com，FY2024 收入占比 11%，经调整 EBITA 占比-5%，EBITA margin 为-8%。
- 4) **本地生活集团**：主要包括饿了么、高德，FY2024 收入占比 6%，经调整 EBITA 占比-6%，EBITA margin 为-16%。
- 5) **菜鸟集团**：主要为集团内部电商业务及外部客户提供物流服务，FY2024 收入占比 11%，经调整 EBITA 占比 0.8%，EBITA margin 为 1.4%。
- 6) **大文娱集团**：主要包括优酷、阿里影业等业务，FY2024 收入占比 2%，经调整 EBITA 占比-0.9%，EBITA margin 为-7%。
- 7) **其他业务 (N)**：主要包括高鑫零售、盒马、阿里健康、灵犀互娱、银泰、智能信息 (UC 优视和夸克)、飞猪、钉钉，FY2024 收入占比 20%，经调整 EBITA 占比-4%。

图 1：阿里巴巴业务收入结构 (FY2024)

■ 淘天集团 ■ 云计算 ■ 国际商业 ■ 本地生活
■ 菜鸟 ■ 大文娱 ■ 其他

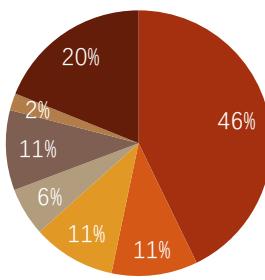


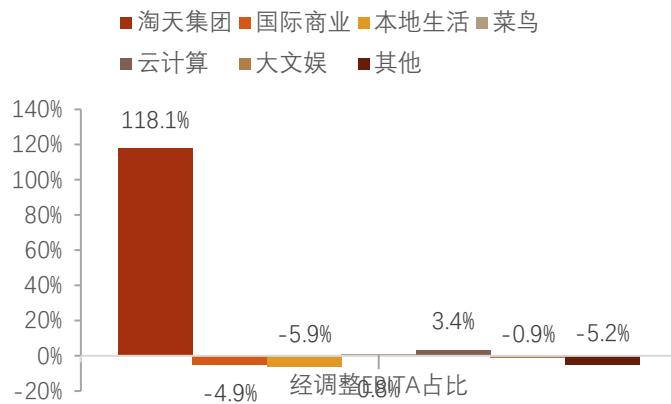
图 2：阿里巴巴生态体系业务构成



资料来源：公司公告、招商证券

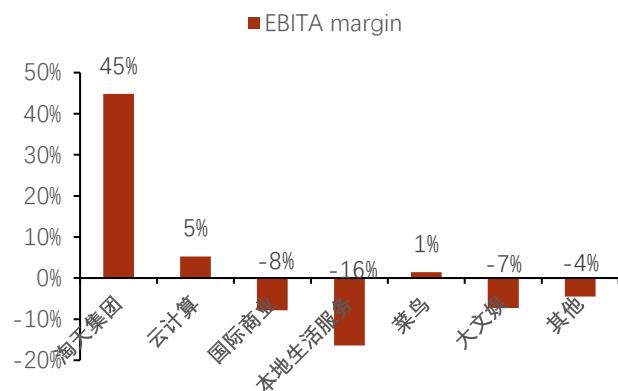
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 阿里巴巴各业务利润贡献占比 (FY2024)



资料来源：公司公告、招商证券

图 4: 阿里巴巴各业务 EBITA margin (FY2024)



资料来源：公司公告、招商证券

2. 组织架构：“1+6+N”组织构建敏捷组织

阿里巴巴业务布局广泛体量庞大，自成立以来经历过多轮组织架构变革，2023年启动的“1+6+N”历史最大组织变革有效构建敏捷组织、提升运营效率。2023年3月28日阿里巴巴集团启动“1+6+N”组织变革，在阿里巴巴集团之下设立阿里云智能、淘宝天猫商业、本地生活、国际数字商业、菜鸟、大文娱等六大业务集团和多家业务公司，并分别建立各业务集团和业务公司的董事会，实行各业务集团和业务公司董事会领导下的CEO负责制。此次架构调整旨在增强组织敏捷度、缩短决策链路、更快地响应市场变化。

当前管理团队：目前吴泳铭担任阿里巴巴集团CEO及淘天集团、云智能集团的董事长兼CEO，蒋凡担任国际数字商业集团联席董事长兼CEO，万霖担任菜鸟集团CEO。

图 5: 阿里巴巴组织架构 (截至 2024 年 3 月)



资料来源：公司公告，招商证券

3、股权结构：马云实际持股超过软银成为阿里最大股东

股权结构: 1) 报表股权结构: 据阿里巴巴年报, 截至 2024 年 5 月 20 日软银持股 14.2%, 蔡崇信持股 1.4%。2) 实际股权结构: ①自 2022 年 4 月起软银利用所持有的阿里巴巴股份与多家金融机构签订预付远期合约进行减持套现以缓解自身现金流问题, 按照软银已发布的远期合约测算, 截至 2024 年 7 月软银实际持有的阿里股份不足 0.5% (由于部分尚未完成实物交割而未反映在阿里年报中)。②马云实际持股超过 4.3%: 据香港《南华早报》, 随着 2023Q4 马云增持约 5000 万美元阿里股票, 持股已超过 21 年底报告的 4.3%, 取代软银成为阿里最大股东。

图 6: 阿里巴巴股权结构 (截至 2024 年 5 月)

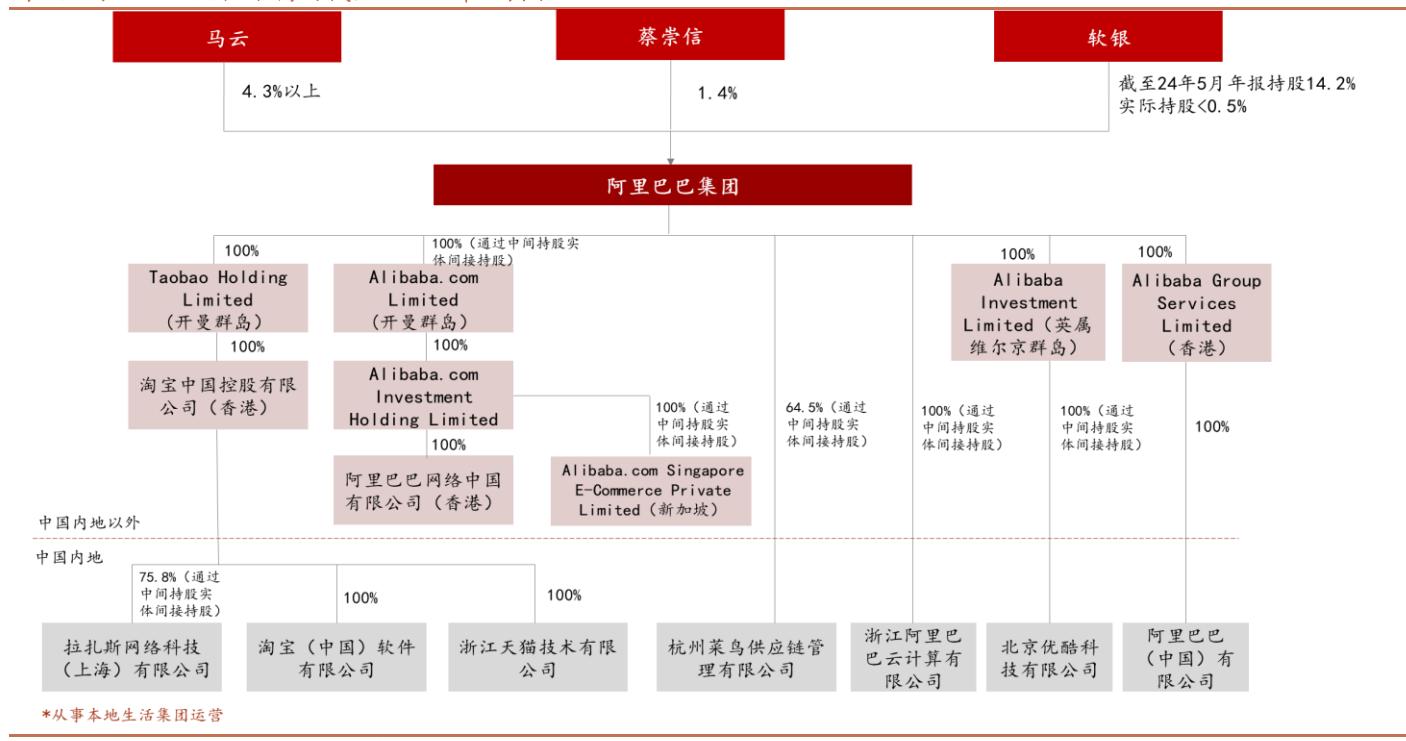


表 1: 软银对阿里实际持股梳理

时间	初始持股数（百万股）	持股比例	预付远期合约转让 ADR股数 (百万股)	合约结算后持股数测算 (百万股)
2022.8.10	62813	23.70%	24200	38613
2022.9.15	38613	14.60%	25200	13413
2023.3.30	13413	5.65%	2230	11183
2024.1.25	11183	4.71%	6400	4783
2024.7.17	4783	2.01%	3800	983

资料来源：公司公告、招商证券测算

4、经营业绩：收入回归稳健增长、利润短期承压

收入端: FY2024 疫后消费复苏+组织战略调整驱动增速改善, 未来加大核心业务投入有望回归健康增长。公司上市以来在电商主业稳步扩张、云计算/跨境业

敬请阅读末页的重要说明

务快速发展的驱动下，收入维持较高速增长，疫情后受消费需求减弱以及直播电商竞争冲击收入增长放缓；FY2024 消费复苏驱动收入改善，总收入增速恢复至 8.3%、客户管理收入同比+4.3%，FY2025 集团加大核心业务投入聚焦增长，收入有望维持健康增长。

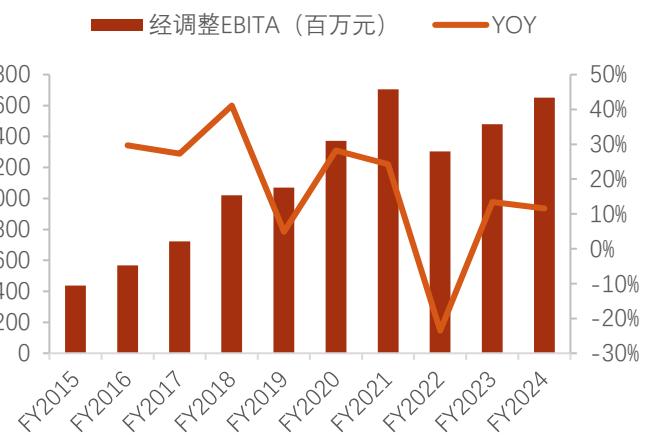
利润端：FY2021 以前伴随收入的稳健增长，集团利润及 Non-gaap 净利润维持平稳快速增长，FY2016-2021 经调整 EBITA CAGR 为 29%，Non-gaap 净利润 CAGR 为 32%。FY2022 由于收入增速明显放缓、规模效应减弱，以及加大淘特淘菜菜等新业务投入，利润增长转负；FY2023 以来集团利润维持平稳低速增长，FY2025 公司加大核心业务投入聚焦增长，预计利润端将有所承压。

图 7：阿里巴巴收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 8：阿里巴巴经调整 EBITA 及增速



资料来源：公司公告、招商证券

二、淘天集团：组织优化用户为先，重回健康增长

淘天集团业务主要包括淘宝天猫、1688.com、闲鱼、直营业务（天猫超市和天猫国际）等，其中淘宝天猫为阿里巴巴集团核心业务，是集团重要收入及利润来源。

从淘宝天猫业务表现来看：

1) **GMV：**据我们测算，上市以来截至疫情前，淘宝天猫 GMV 整体保持相对稳健增长，FY2013-FY2021 GMV CAGR 为 27%，后伴随疫情影响下消费需求走弱以及直播电商带来电商市场竞争加剧，淘天 GMV 增长放缓，FY2021-FY2023 GMV 年复合增速约为-0.3%；FY2024 疫后消费复苏+集团组织及战略调整加大用户投入，平台增长有所回暖，GMV 同比增长约 4%，其中 FY2024Q4 GMV 回归双位数增长，FY2025 至今仍保持健康增势。

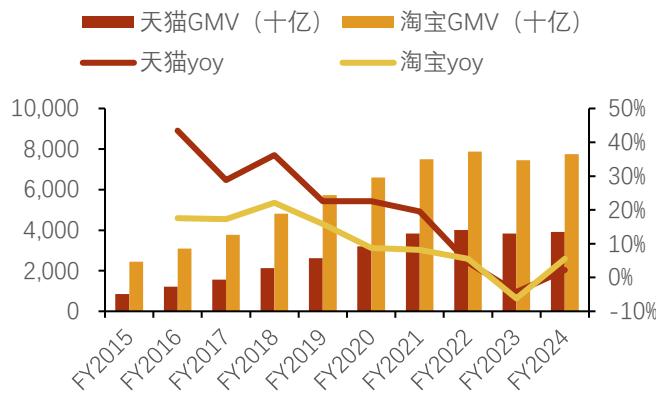
从淘宝及天猫 GMV 占比来看，天猫上线以来公司持续聚焦品牌化战略，天猫 GMV 占比由 FY2015 的 35%（财报口径）提升至 FY2023 的 52%（Yipitdatda 口径），FY2024 以来平台强调价格力战略、扩大中小商家招商，淘宝 GMV 占比有所回升。

2) **收入及货币化率：**淘宝天猫通过向商家收取广告费及佣金进行变现，据测算货币化率（客户管理收入/GMV）从 FY2013 的 1.83% 增至 FY2024 的 3.93%，

近年维持相对稳定。

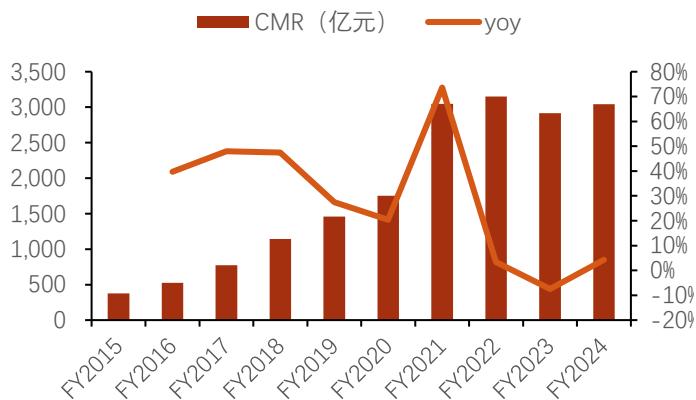
3) 利润率: FY2024 淘天集团 EBITA margin 为 44.8%, 据测算淘天核心电商近年 EBITA margin 稳定在 60%-70%, FY2024Q4 起平台加大用户投入, margin 同比有所下降。

图 9: 淘宝及天猫 GMV 及增速



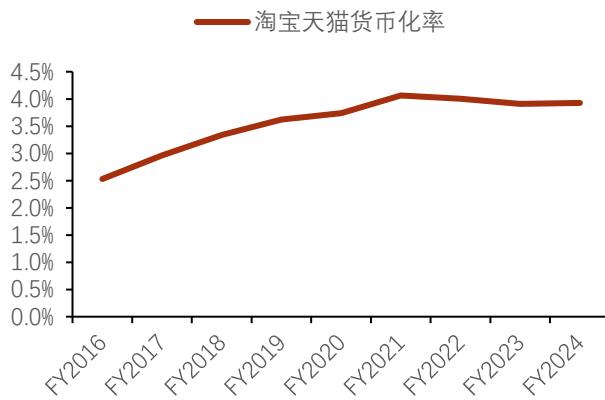
资料来源: 公司公告、招商证券测算

图 10: 客户管理收入及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 淘宝天猫货币化率



资料来源: 公司公告、招商证券测算

图 12: 淘天集团 EBITA 及 margin



资料来源: 公司公告、招商证券

1、商业模式: 平台模式, 收取广告&佣金变现

淘宝天猫的商业模式为 3P 模式, 主要向商家收取广告和佣金实现收入变现。

1) 佣金: 淘宝不收取佣金, 天猫对不同类目通常收取 2-5% 的佣金。据财报, 截至 FY2020 佣金货币化率为 1.08%, 经测算近年佣金货币化率基本维持在 1.1% 左右。

2) 广告: 淘宝天猫拥有以阿里妈妈为核心的广告产品生态, 主要包含效果广告、品牌广告、淘宝联盟以及最新推出的全站推广等一站式智能投放广告产品。

①效果广告: 即广告主为可衡量的广告效果付费, 用于促进销售, 主要涵盖搜索

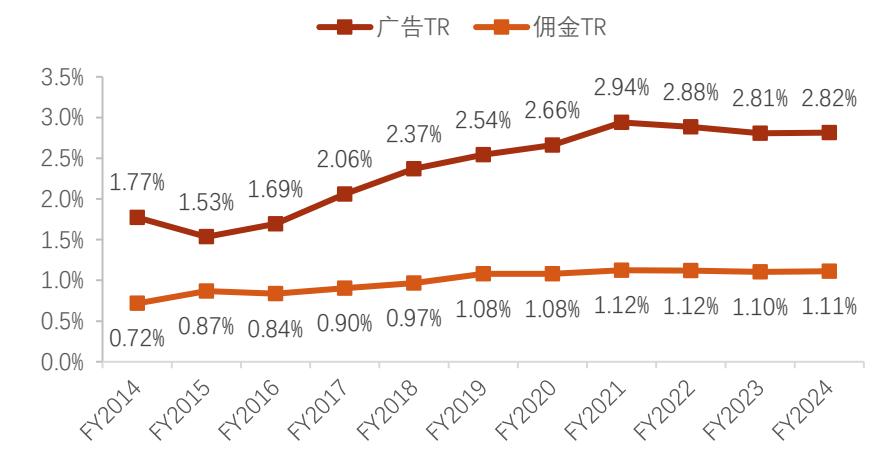
广告（直通车）、推荐类广告（引力魔方，融合过去的超级推荐和钻展）、直播类广告（超级直播）、及一站式智能推广工具（万相台无界版、全站推广）等。

②品牌广告：品牌为唤起消费者注意及兴趣，树立品牌形象、扩大市场影响力的产品，包含展示类广告（品牌特秀、品牌专区、Topshow 手淘开屏）、一站式品牌经营投放（阿里妈妈百灵、天合置换）等。

③淘宝联盟：阿里妈妈联盟营销平台，链接淘宝广告主和外部网站，当卖家通过外部推广链接实现淘内商品销售时将支付佣金，按成交计费（CPS），平台从中抽取推广服务费。

据财报，截至 FY2020 广告货币化率为 2.66%，经测算截至 FY2024 广告货币化率约为 2.82%。

图 13：淘宝广告及佣金货币化率



资料来源：公司公告，招商证券测算

表 2：天猫各品类佣金率

品类	二级类目	佣金率
鞋服箱包	女装、男装、鞋靴、箱包、配饰	5%
食品	酒类、饮品、零食坚果、生鲜、烘焙等	2%
	米面粮油	1%
运动户外	运动服装、户外登山/旅行用品	5%
	电动车/自行车/骑行装备/配件	2%
化妆品	美妆/彩妆/护肤	4%
家电 3C	手机/电脑/数码/家电/生活电器	2%
日用百货	居家日用、收纳、清洁工具、纸类、厨房用具、宠物用品等	5%

资料来源：天猫商家官网、招商证券

表 3：阿里妈妈广告产品介绍

推广工具	产品	展位及功能
效果广告	直通车	关键词搜索竞价
	引力魔方	融合过去的超级推荐和钻展，超级推荐广告位包括猜你喜欢、有好货、逛逛关注等触点，钻展位为首页焦点图
	明星店铺	展示位置与品牌专区相同，但实时竞价、千次展示计价（CPM）
	万相台及万相台无界版	原 AI 智投，覆盖淘内各类广告资源自动进行投放
	超级直播	展示在淘宝首页直播和全屏直播间，用于在直播过程中快速提升观看量和增加粉丝互动

敬请阅读末页的重要说明

品牌广告

全站推广
品牌特秀
品牌专区
阿里妈妈百灵
TOPSHOW
天合置换

淘宝联盟

淘宝联盟

内测期产品，付免联动一站式投流产品
手淘首页 banner 展示广告
搜索品牌词后显示在搜索页最前方的位置，包段计费（CPD），官方
蓝标加持
一站式品牌经营投放平台
手淘开屏广告
站外投放联合营销产品
联盟营销平台，链接淘宝广告主和外部网站，当通过外部推广链接实
现淘内商品销售时卖家将支付佣金，按成交计费（CPS），平台从中
抽取推广服务费

资料来源：阿里妈妈官网、招商证券

图 14：淘宝付费广告位标识



资料来源：淘宝 APP、招商证券

2、历史回顾，以往鉴来：拼多多及抖音冲击下增速放缓

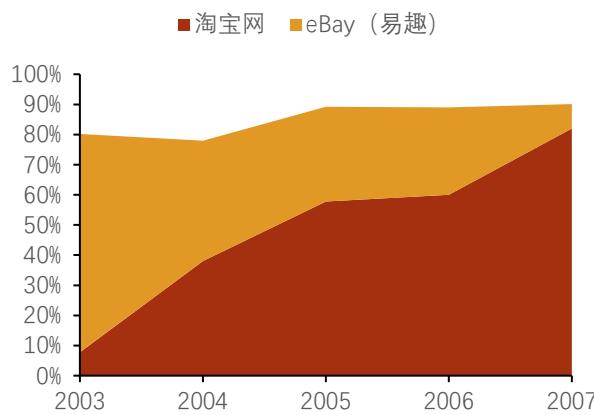
下文我们将通过梳理阿里电商业务的发展历程，分析淘天过往增长波动来源，从而判断平台未来发展趋势。

1、2003-2007：打败 ebay，成功占领 ToC 市场。2003 年定位 C2C 平台的淘宝网上线，彼时 eBay 收购的易趣网是中国最大的 C2C 平台。淘宝打败 ebay 的措施：①商户免费入驻且不收交易佣金，②2004 年创造阿里旺旺允许买卖双方交流，③2004 年推出支付宝解决电商交易信任问题。2005 年起淘宝规模超过 eBay，2007 年 eBay 退出中国市场，而淘宝在双边网络效应加持下实现快速增长。

长，截至 2007 年在 C2C 市场份额超过 83%。

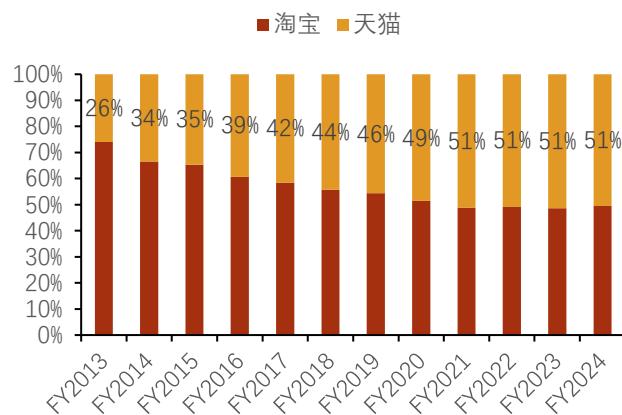
2、2008-2012：成立天猫，开启品牌化和商业化。2008 年淘宝商城上线，业务由 C2C 扩展至 B2C 领域，大量引进传统品牌及孵化淘品牌；2009 年推出双十一购物节扩大影响力；2012 年更名天猫、定位高品质 B2C 平台，并获得淘宝大量流量资源倾斜。商业化方面，2008 年阿里妈妈并入淘宝，开启淘内商家的广告变现。

图 15：淘宝 VS eBay 市场份额变化



资料来源：易观国际、艾瑞咨询、招商证券测算

图 16：天猫 GMV 占比持续提升

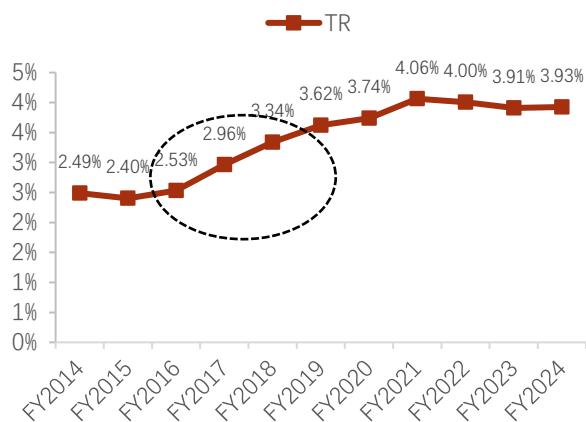


资料来源：公司公告、招商证券测算

3、2015-2016：淘宝天猫核心类目上拥有对商家较强的议价能力、家电 3C 领域携手苏宁增强竞争力，品牌化推升货币化率，电商市场领先地位逐步稳固。淘宝在核心服装及美妆品类对商家具有更强议价能力，商家端优势明显；而面对京东在 3C 家电领域的强势竞争，2015 年阿里与苏宁换股，同时苏宁入驻天猫获得大量流量倾斜并对标京东大规模投入自建物流提升物流体验，竞争效果良好。此外，货币化方面，在天猫品牌化推进以及无线化提高用户频次及广告形式多样性的驱动下，货币化率持续提升。

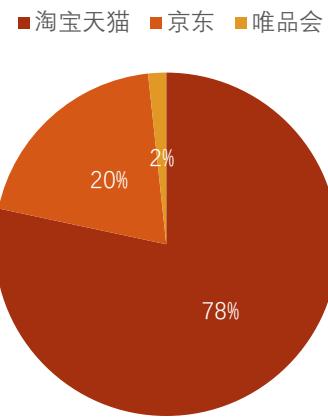
2016 年左右伴随淘宝天猫货架电商增势有所趋缓，阿里提出新零售战略意在通过线上线下融合的 O2O 模式获取新增长，2016 年成立盒马、2017 年入股高鑫零售、银泰，并给予新零售业务高度战略重视；同时淘天主站开始着力于提升货币化率，加强对天猫的流量倾斜，平台对中小商家的重视程度有所减弱。

图 17: FY2017 前后阿里货币化率快速提升



资料来源：公司公告、招商证券测算

图 18: 2016 年电商行业格局

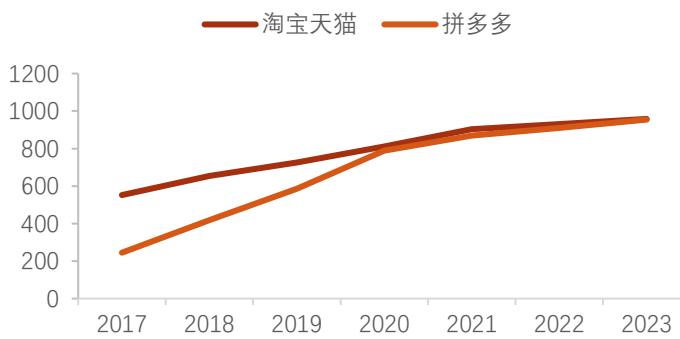


资料来源：公司财报、招商证券测算

4. 2017-2023：竞争影响下增长有所放缓。2017 年起依托于低线城市智能手机普及和移动支付的下沉拼多多快速成长，借助腾讯流量红利通过微信社交裂变+低价爆品快速渗透下沉市场。2019 年左右阿里开始发展下沉市场：1) 2019 年淘宝整合聚划算、天天特卖入口主攻低价；2) 2020 年阿里推出独立下沉 APP 淘特，2021 年推出社区团购平台淘菜菜，带来一定下沉新用户增量，但由于独立 APP 获客成本高、投入大，伴随 2022 年集团降本增效主线下补贴投入减少，公司独立下沉 APP 逐步收缩，截至 2024 年淘特商家陆续迁移回淘宝、淘菜菜与淘鲜达合并为淘宝买菜并以减亏增效为主。

此外，2020 年起直播电商大规模兴起，2022 年居民疫情居家进一步培养消费者直播购物的习惯，抖音等内容电商凭借强流量、高曝光实现高速增长，同时吸引品牌方加大广告投放，淘天核心类目服装、美妆（展示性强、可选性强易冲动消费）在 GMV 及广告货币化率增长方面受到一定影响。

图 19: 拼多多上线后 AAC 规模快速接近阿里(百万人)



资料来源：公司公告、招商证券测算

图 20: 淘特、淘菜菜发展过程



资料来源：36 氪、公司公告、招商证券

2023-2024 年公司组织及战略调整内部理顺，聚焦核心主业、加大用户投入谋求增长，迎来增势回暖，下文我们将就公司的复苏之源、以及平台未来短期和长期的增长驱动力和空间展开分析，预计未来伴随行业格局改善、以及长期行业持续加大渗透以及平台稳固核心竞争力支撑下，淘宝天猫增速有望趋近行业水平、市

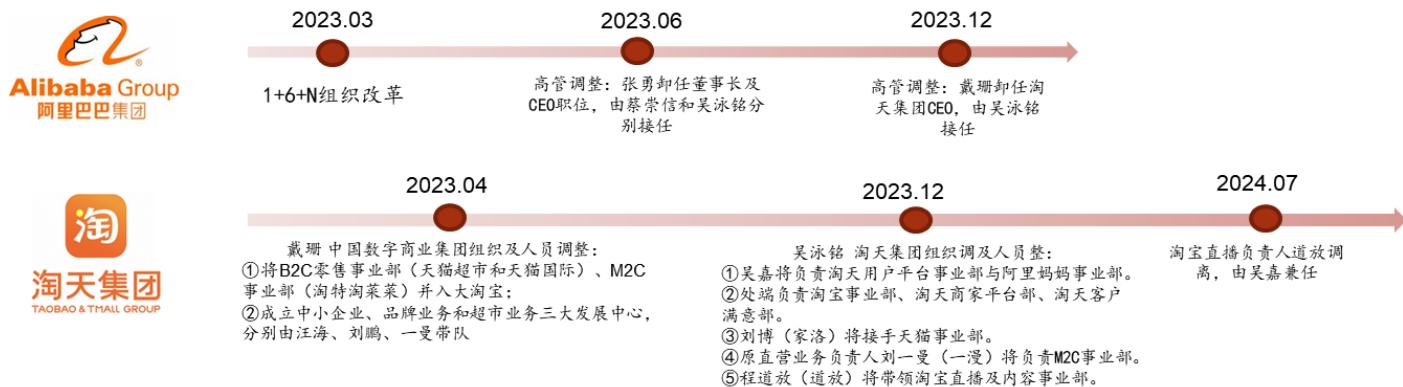
市场份额有望趋于稳定。

3、复苏之源：组织优化，用户为先

组织及管理人员调整，内部理顺：1) 阿里巴巴集团组织及管理团队调整: 2023年3月阿里进行1+6+N组织改革，此后集团开展多轮管理人员调整，同年6月张勇宣布将于9月卸任阿里巴巴集团董事长及CEO职位，由蔡崇信和吴泳铭分别接任；2023年12月，戴珊卸任淘天集团CEO一职，由吴泳铭接任。吴泳铭作为公司创始合作人之一，曾参与阿里妈妈广告平台、淘宝技术平台、淘宝搜索业务、无线业务等阿里巴巴各阶段的诸多核心产品业务，目前吴泳铭同时担任阿里集团CEO、阿里云智能集团CEO、淘天集团董事长兼CEO，公司内部架构及管理团队进一步理顺。2) 淘天集团组织及高层人员调整: 2023年12月淘天集团组织部门变革，①淘宝和天猫分别成立单独的事业部，②原有的用户运用中心与平台策略中心部分功能合并成为用户平台事业部，由吴嘉管理，负责平台流量机制等策略制定及用户服务及体验方面运营；③增设淘天客户满意部。此外人员调整方面，吴嘉、处端等新管层加入推动淘天高管团队整体趋于年轻化，内部理顺进一步激发集团核心主业的经营活力。

用户为先战略调整：阿里明确电商和云为集团最核心业务应给予集中资源投入，电商主业以“用户为先”为战略核心，强调提升用户体验，进而从根本上加强用户心智、推动长期稳健增长。

图 21：阿里巴巴、淘天集团组织及管理人员调整过程



资料来源：公司公告、晚点 latepost、招商证券

在集团组织架构及电商经营战略的调整下，公司内部理顺、组织效率提升，同时公司战略上强调用户为先，通过多重服务优化举措改善消费者在商品丰富度、价格、物流、售后服务等多方面的消费体验，进而增强用户对平台的粘性及购物频次，从根本上驱动平台回归并维持健康增势。

4. 用户投入：改进服务优化体验，GMV 回归健康增长

(1) 举措：改善服务+提升价格力+增加会员权益，改善消费者体验

基于用户为先战略，淘天通过推出多项服务优化措施、价格力、改善会员权益等多方面的策略调整以及加大用户投放，提升用户体验，驱动平台回归健康增势。

1) 服务方面优化消费者体验

①仅退款：2023年底淘宝正式推出“仅退款”服务，即针对买家发起的合理的相关售后（如卖家缺货/延期/商品有质量问题等），结合平台大数据判断，允许消费者获得退款并不用退回商品，简化用户退货流程。目前平台调整政策为减少对体验分 >4.8 商家的仅退款的售后干预，进而同时保障用户交易体验及优质商家权益。

②升级店铺体验评分系统：卖家评价体系由DSR评分升级为店铺体验分和商品体验指数（PXI）。

店铺体验分：店铺评分体系由原来DSR的“描述相符、物流服务、服务态度”三个维度的主观指标变为更客观的综合评价指标；此外评价周期由原来的180天缩短为30天，整体上对商家服务体验要求更为严格。该评分主要用于衡量店铺日常运营/参加活动的门槛，如店铺体验分越高商家在仅退款等场景的自主权就越大。

商品体验分（PXI）：新增基于商品体验的评分体系，基于商品差评率、延迟发货率/缺货率、非主观原因退款率、投诉订单量等指标进行评分，得分高的商品将在手淘搜索、猜你喜欢、广告投放等场景获得更高流量曝光，从而进一步增强商家优化服务和用户体验的动力。

图 22：淘宝推出仅退款服务

变更前	变更后
<p>发货规范：卖家超过约定的发货时间或买家申请退款时尚未发货的，卖家应在征得买家同意后再发货。</p> <p>签收规范：支持7天无理由退货的商品或经淘宝判断支持买家拒收的商品，该商品经买家拒签成功，交易支持退款，卖家应当依据与物流公司的相关协议或约定及时召回商品并承担商品损毁、灭失等风险。涉及运费争议的，依本规则运费规定处理。规则解读：1、如何理解“拒签成功”以物流公司官网或淘宝平台显示信息为准，如显示“已拒签”，已产生退件记录等。</p>	<p>争议处理通用规则：基于买家权益保障及合理减轻或免除买家举证门槛，淘宝将基于平台自身大数据能力，通过平台对信息或商品层面的处罚、卖家店铺品质指标（如品质分）、买家端的大量投诉、伪劣问题感知等单一或多维度相结合，对卖家出售的商品形成多方位综合评估后，予以认定近期出售的该商品达到存在描述不当、混淆误导、伪劣等情形的高度盖然性。进而，淘宝将基于该等盖然性认定，对买家发起符合前述相关情形的售后直接作出快速退货退款或退款支持。</p> <p>发货规范：卖家超过约定的发货时间或买家申请退款时尚未发货的，卖家应在征得买家同意后再发货。卖家在未征得买家同意前发货的，且买家未收到货或拒收商品的，由此产生的相关费用及商品破损、损毁及灭失风险，由卖家自行承担，订单支持退款买家。</p> <p>签收规范：支持7天无理由退货的商品或经淘宝判断支持买家拒收的商品，该商品经买家拒签成功，交易支持退款，卖家应当依据与物流公司的相关协议或约定及时召回商品并承担商品损毁、灭失等风险。涉及运费争议的，依本规则运费规定处理。规则解读：1、如何理解“拒签成功”以物流公司官网或淘宝平台显示信息为准，如显示“已拒签”，已产生退件记录等。</p>

资料来源：平台官网，招商证券

图 23：淘宝店铺综合体验评分



资料来源：淘宝 APP、招商证券

表 4：淘天店铺体验分指标及应用场景

新版店铺综合体验分考核指标

商品体系	物流体系	服务体验
首次品退率	48h 捡收及时率	旺旺人工平时响应时长
商品差评率	物流到货时长	退款处理时长

敬请阅读末页的重要说明

应用场景	物流差评率	纠纷投诉商责率
仅退款平台减少干预	店铺体验分 ≥ 4.8	2024/8/10
阿里妈妈广告投放要求	店铺体验分 ≥ 4.1	2024/2/26
淘宝营销活动报名	店铺体验分 ≥ 4.2	2024/2/19
首猜商品入池	店铺体验分 ≥ 4.2	-

资料来源：商家官网、班牛 ByteNew、招商证券

表 5：淘宝商品体验分 PXI 指标及对商品流量影响

淘天商品体验分 PXI		
商品反馈	发货物流	售后求助
商品差评单量	延迟发货单量 缺货单量 物流差评单量	非主观原因退款订单量 消费者求助平台订单量
淘天商品体验分对商品流量的影响案例		
商品	PXI 改善情况	流量变化
某头部杂货品牌收纳包	从 61 分提升至 93 分	上涨 20.5%
某头部工厂店洗碗布	从 67 分提升至 90 分	上涨 39.3%

资料来源：商家官网、班牛 ByteNew、招商证券

③新疆包邮：淘宝 2024 年 3 月推出新疆包邮计划，80%发往新疆的订单可享受包邮，同时淘宝在杭州、西安等地设置新疆集运仓降低物流成本，推动新疆不包邮订单平均邮费下降 80%。

2) 价格力方面，增加低价商品供给

淘工厂：半托管模式吸引大量白牌产业带商家、扩大低价供给。淘工厂以白牌低价商品为主，采用半托管 M2C 模式，通过工厂直连缩短供应链路降低采购成本。盈利模式方面，平台收取 8-11% 佣金并承担营销推广及售后服务等职责，商家仅负责供货及物流发货。业务进展方面，淘天于 2023 年初启动全国产业带招商，年底在淘宝主页设立淘工厂入口，24 年 1 月起降低淘工厂入驻门槛并提供佣金激励和提高流量曝光。目前淘工厂在淘宝天猫定位于直营大店，截止 2024 年 6 月，淘工厂新商家入驻量较 1 月增长约 150%，有望持续针对性提高性价比竞争力。

表 6：淘工厂运营模式

项目	淘工厂
运营模式	半托管，商家负责供货及物流发货（无需开店），平台负责推广销售售后客服
供应商费用	1) 扣点 8-11% 2) 保证金（一次性 5 万可退或 1500/年不可退）
品类	全品类，日百、服饰、食品、美妆、消费电子为主
入驻门槛	营业执照（包含个体户执照）+品牌授权（白牌可免）
平台扶持及优惠	1) 新品佣金激励，2024 年 1 月 25 日至 6 月 30 日新品新链接订单在冷启动阶段仅收取 0.6% 的固定佣金，普通商品最大佣金优惠达 50% 2) 优质供给提供“厂牌”标识和流量扶持

资料来源：淘工厂官方公众号、招商证券

3) 增加会员权益提高用户粘性及频次：2024 年 4 月淘宝 88VIP 上线无限次退货包运费服务，此前会员用户每月可享受 6 张 5 元退货券，升级后会员每单

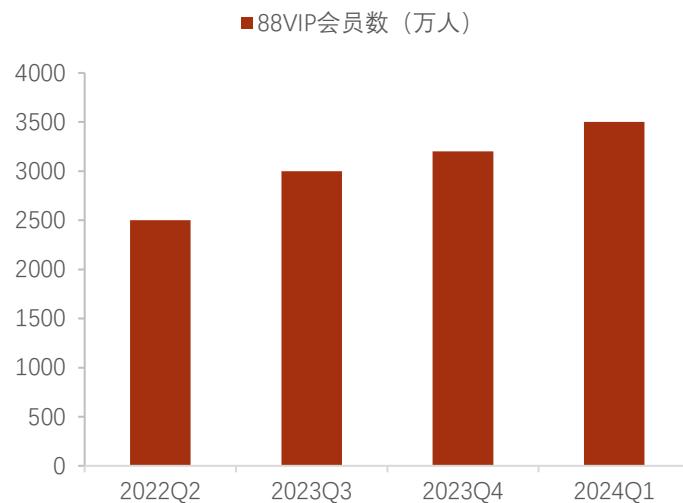
退货最高补贴 25 元邮费，不限次数，为会员用户带来更强退货便利。据公司公开业绩会，截至 2024Q1 88VIP 会员数已超过 3500 万，有利于促进平台用户购频及 ARPU 的提升。

图 24：淘宝 88VIP 退货运费权益升级



资料来源：平台官网、招商证券

图 25：淘宝 88VIP 会员数持续上涨



资料来源：阿里巴巴公开业绩会、招商证券

(2) 效果：FY24Q4GMV 回归双位数增长，健康增势持续

多重改革措施下，FY2024Q4 GMV 恢复同比双位数增长，FY2025Q1 预计也维持高个位数增长；2025 财年公司针对用户体验优化持续开展投入，更长期来看组织&战略变革有望根本上驱动淘天 GMV 回归健康增长。

表 7：线上实物网络零售及各平台 GMV 增速

GMV 同比增速	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
实物网上零售额	1%	9%	6%	-3%	23%	5%	7%	12%	6%
淘天	-5%	-4%	-5%	-7%	7%	-2%	2%	10%	8%
京东	2%	7%	6%	2%	9%	6%	5%	7%	3%
拼多多	14%	29%	25%	33%	38%	26%	30%	28%	28%
抖音				62%	67%	56%	58%	54%	28%

资料来源：国家统计局、公司公告、招商证券测算

5、增势展望：格局优化、竞争力稳固，阿里份额持续趋稳

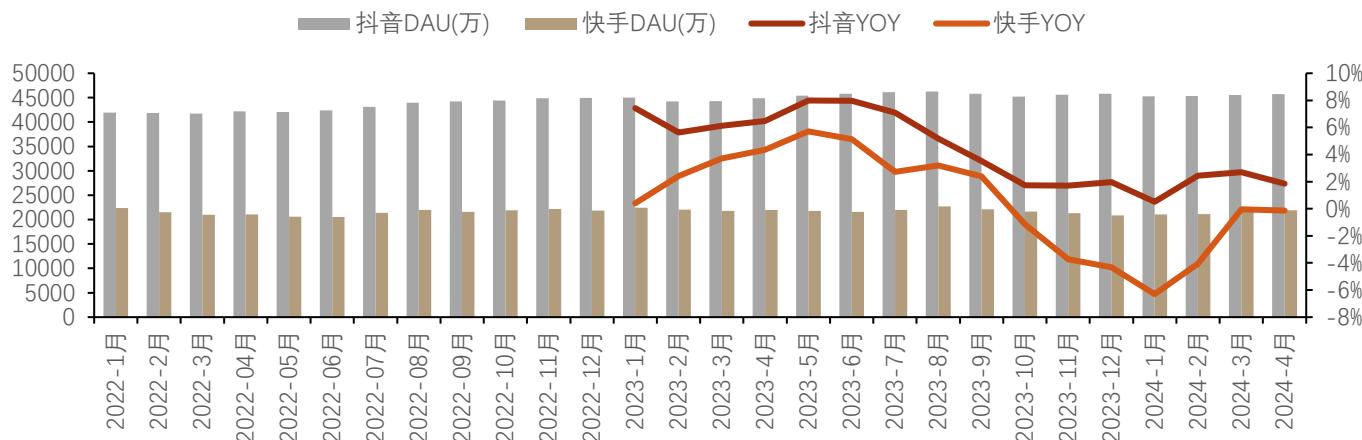
(1) 边际：直播电商增速放缓+行业低价竞争趋缓，竞争格局优化

从行业格局来看，直播电商增速趋缓，对淘天影响有望持续减弱，竞争格局有望优化。今年以来直播电商增速有所放缓，据晚点 latepost，Q2 抖音电商 GMV 同比增速跌至 30% 以内；此外 2024 年 618 期间，直播电商表现较为疲弱，据飞瓜数据，抖音广东夫妇、琦儿等头部主播首播成交额均同比下跌 80% 以上，新晋主播也后继乏力。我们认为伴随直播电商流量接近见顶、同时直播货架电商竞争力

有限，预计行业竞争将逐步趋缓，格局将持续改善。以抖音电商为例：

- ① 对于抖音推荐式直播电商： $GMV = \text{电商 } VV \text{ 量} * \text{点击率} * \text{转化率} * \text{客单价}$ ，据 SensorTower，2024 年抖音 DAU 同比基本持平（不含极速版），据晚点 Latepost 报道，目前抖音整体 DAU 已接近 8 亿，流量接近天花板，且点击率转化率基于平台商品质量和内容的改善而提升为长期过程。此外，今年以来，在当前供大于求、低价需求更旺的消费背景下，货架电商消灭中间链路、给予消费者最低价的商业逻辑也开始凸显优势（直播电商多一环主播分润），淘天、京东等货架电商纷纷通过降价、改善用户服务等简单直接的方式让利消费者，而推荐式直播电商基于情绪价值实现购买转化的优势也在逐步削弱 GMV 增速因而持续放缓。
- ② 对于抖音货架电商：2023 年以来抖音泛商城贡献 GMV 比重持续提升，目前已达到较高渗透水平。长期看，一方面抖音货架电商在“多快好省”四个维度上相比主流货架电商不具备优势；另一方面，抖音作为内容平台，在流量心智上与货架电商存在本质差异，货架占比存在上限，整体上预计对淘天长期影响相对有限。

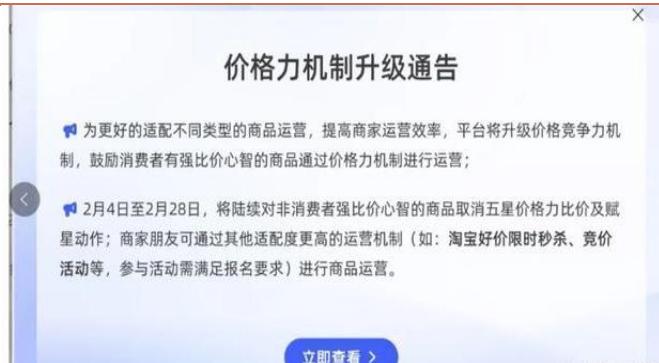
图 26：抖音电商 DAU 及增速



资料来源：Questmobile、招商证券；注：仅含主 APP

价格竞争方面，多平台弱化低价，低价竞争趋缓格局改善。1) 抖音：据晚点 Latepost，近期抖音电商调整经营目标优先级，不再把“价格力”放在首位，目标从此前强调低价、月成交客户数变为追求 GMV 增长，运营方面此前的全网比价系统、自动改价功能也将弱化。2) 淘天集团：据 36 氪，淘天集团在 618 后的商家闭门会上强调弱化绝对低价战略，并弱化按价格分配流量的机制，此前搜索权重按“五星价格力”分配的体系将被弱化，改回按 GMV 分配。整体上，多平台逐渐发觉价格战对 GMV 增长的终极目标并无明显正向驱动，目前多个平台不再强调低价，行业低价竞争趋缓，格局有望改善，有望带动各平台客单价回升及利润改善。

图 27：商家公告—淘天对部分商品取消五星价格力比价及赋星



资料来源：商家官网、招商证券

图 28：2月逐渐取消五星价格力后淘宝客单价增速回升



资料来源：yipit、招商证券

(2) 长期：线上渗透率空间广，预计 24-26 年大盘 CAGR 为 9.5%

电商持续渗透的驱动力来自于电商相比线下更好地满足消费者四大需求，并不断优化消费体验。我们将消费者需求或体验归纳为“多、快、好、省”四点且长期不变。电商更好地满足消费者需求，在“省”和“多”两个维度实现了质的提升，在“快”上以足不出户的购物方式为消费者提供更多便利。

图 29：电商更好地满足消费者需求



资料来源：Questmobile、招商证券

长期行业增长：未来在低渗透品类、下沉市场、年轻代际三个维度的快速渗透下，电商渗透率有望持续提升，我们预计 2024-2026 年电商行业 GMV CAGR 将为 9.5%，2026 年线上渗透率有望达 31.7%。远期渗透率提升驱动因素：1) 品类层面：生鲜快消品线上渗透空间广。生鲜非标属性及履约难度导致电商渗透水平较低、提升空间大，未来即时零售等新履约模式发展驱动下渗透率有望快速增长。2) 城市层级：下沉市场增量空间大。当前下沉市场电商渗透率较低、人均可支配收入及消费支出增长更快，当前性价比消费趋势下各平台加强价格竞争力、加大下沉市场布局，未来有望贡献更高增量。3) 代际变迁：年轻群体是新一代消费主力，且更偏好网购，代际更迭也有望持续驱动电商渗透率提升。

表 8：2024-2026E 电商行业增速及线上渗透率测算

	2024E	2025E	2026E	2024-2026ECAGR
社会消费品零售总额 (十亿) YOY	49271.2 4.50%	51242.1 4.0%	53035.5 3.5%	3.7%

敬请阅读末页的重要说明

实物商品网上零售额 (十亿)		14483.8	15863.4	16786.9	
	YOY	11.3%	9.7%	5.8%	7.7%
线上渗透率		29.4%	31.0%	31.7%	
各平台线上 GMV 加总 (十亿)		22594	25180	27076	
	YOY	14.5%	11.4%	7.5%	9.5%

资料来源：国家统计局、欧睿、招商证券测算

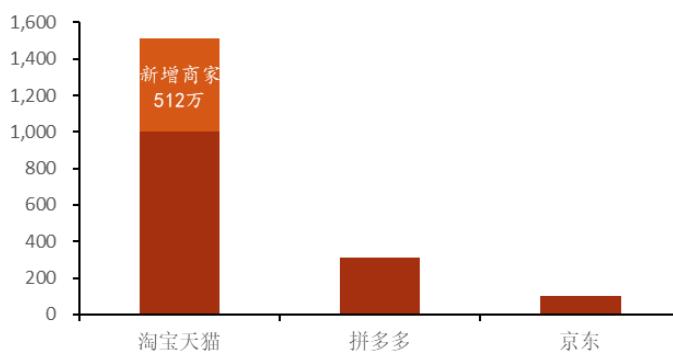
(3) 长期：淘宝天猫 “多”、“好” 核心竞争力稳固驱动长期增长

从消费者体验出发，淘宝天猫“多”“好”竞争优势稳固，充足的商品供给、丰富的品牌资源和更强的正品保障构建核心竞争力。

1) “多”：品类齐全为淘宝核心优势之一，商品丰富度高于友商。淘宝 C2C 模式下大量个人及中小商户入驻，天猫 B2C 模式则吸引更多品牌商家，淘系平台商品覆盖高端到低端各层级，消费者主流或长尾小众的需求均可得以满足度。从商家数维度，2023 年淘宝新增商家就达到 512 万（京东商家总数不到百万，拼多多月活跃商家总数约 300 万）；从商品数维度，淘宝 SPU 为亿级（拼多多在线 SPU 约 4000 万），整体商淘天商家、商品丰富度均高于友商平台。长期积累下齐全的商品供给使消费者建立了稳固的找物心智，形成差异化优势。

图 30：淘宝天猫商家数高于友商（2023）

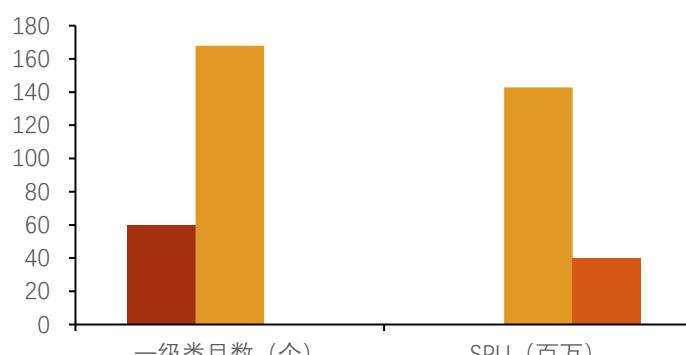
■ 商家数 (万)



资料来源：公司公告、招商证券

图 31：淘宝品类及商品丰富度高于友商平台（2022）

■ 京东 ■ 淘宝 ■ 拼多多



资料来源：天猫规则、京东规则、招商证券

2) “好”：天猫品牌好货资源丰富、心智深入人心，品牌资源&官旗正品保障提升消费者信任度。

品牌资源丰富：天猫品牌占比 100%，高端品牌首选入驻。天猫品牌占比为 100%，清晰的品牌定位为平台建立了极强的品牌心智，吸引大量国内外知名品牌入驻。截至 2022 年已有超过 200 个奢侈品品牌在天猫开设官方旗舰店，其中 BOTTEGA (酒类)、PANERAI (腕表) 等国际大牌将天猫作为唯一官方授权的电商平台。

品牌正品保障：品牌以官旗店入驻，消费者信任度高。天猫店铺主要包含旗舰店、专营店、专卖店三种，其中官方旗舰店指天猫主动邀请入驻的品牌商家，其采用品牌方直接运营的模式带来更强的正品保障。

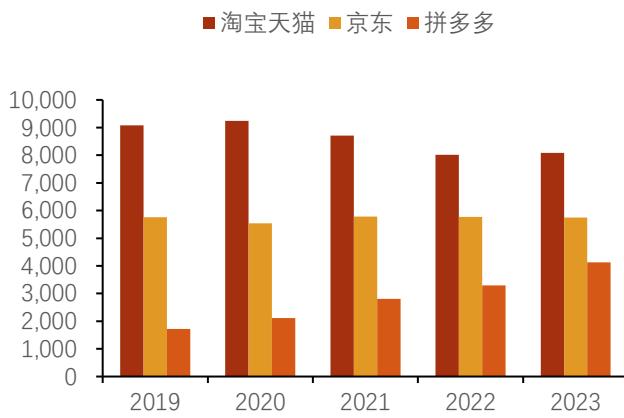
表 9：高档品牌官方旗舰店各平台入驻情况

品牌	品类	天猫官方旗舰店	京东官方旗舰店	拼多多
GUCCI	箱包（奢侈品）	√	仅含香氛	✗
Cartier	腕表/首饰（奢侈品）	√	仅含自营专区	✗
BOTTEGA	酒（奢侈品）	√	✗	✗
VENETA	服饰箱包（奢侈品）	√	√	✗
PRADA	服饰箱包（奢侈品）	√	√	✗
PANERAI	腕表（奢侈品）	√	✗	✗
IWC	腕表（奢侈品）	√	仅含自营专区	✗
雅诗兰黛	美妆	√	√	✗
祖玛珑	香氛	√	√	✗

资料来源：天猫奢品，京东APP，拼多多APP，招商证券

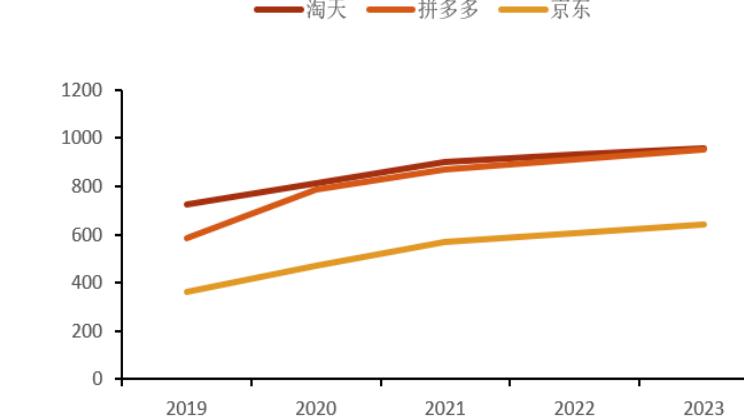
淘天充足商品供给带来更多用户及更高购物频次，以及更强的天猫官旗品牌心智带来用户高留存和高复购，使淘系平台保持领先于友商的用户数与 ARPU 值，有望支撑淘系平台长期增长。据我们测算，FY2024 年淘宝天猫用户 ARPU 值达 8081 元（2023 自然年口径下京东 5753 元、拼多多 4127 元），明显高于友商平台；从用户数来看，2023 年淘天 AAC 约 9.58 亿人，高于京东 6.4 亿，基本持平于 PDD。

图 32：货架电商 ARPU 对比（元）



资料来源：公司公告，招商证券测算；注：图中淘天 202N 年数据采用阿里 202N+1 年数据

图 33：货架电商 AAC 对比（百万人）



资料来源：公司公告、招商证券测算

（4）增速及份额预判：阿里份额企稳、2026 年增速预计将持平大盘

各平台增速及市场份额测算：预计到 2026 年，直播电商与货架电商增速将逐步趋同，货架电商中阿里巴巴与电商行业增速也将趋同。^①阿里巴巴预计伴随平台增势回暖，份额将逐步趋稳，到 2026 年 GMV 增速预计将与行业趋同，2024-2026 年 GMV GAGR 预计为 7.7%，市场份额仍将维持第一，约为 36.2%；^②拼多多市占率将进一步提升，2026 年预计相比 2023 年提升约 2pct 至 22%；^③京东预计 2024 年将保持高于社零大盘的增速，2026 年市场份额预计为 16.1%；^④直播电商份额提升速度将逐步减缓，行业格局有望改善。

表 10：24-26E 电商行业及各平台增速预测

	2023	2024E	2025E	2026E	2024-2026E CAGR
--	------	-------	-------	-------	-----------------

敬请阅读末页的重要说明

电商总 GMV (十亿元)	19727	22563	25149	27069	
YOY	16.6%	14.4%	11.5%	7.6%	9.5%
阿里巴巴	7742	8433	9108	9789	
YOY	3.8%	8.9%	8.0%	7.5%	7.7%
拼多多	3939	4745	5467	5959	
YOY	31.4%	20.5%	15.2%	9.0%	12.1%
京东	3684	3941	4178	4366	
YOY	5.8%	7.0%	6.0%	4.5%	5.2%
唯品会	208	216	224	228	
YOY	18.7%	3.9%	3.5%	2.0%	2.8%
抖音电商	2591	3369	4043	4386	
YOY	56.9%	30.0%	20.0%	8.5%	14.1%
快手电商	1229	1475	1637	1752	
YOY	35.0%	20.0%	11.0%	7.0%	9.0%
美团(优选+闪购)	335	391	489	579	
YOY	37.6%	16.8%	25.2%	18.3%	21.7%

资料来源：公司公告、招商证券测算

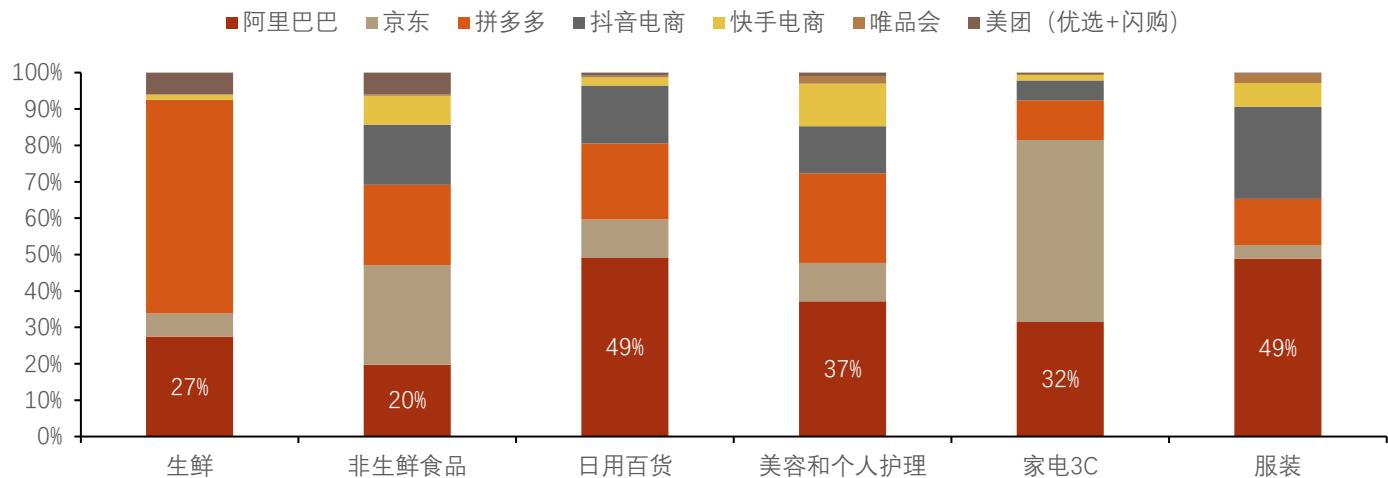
表 11：2021-2026E 各电商平台市场份额

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
阿里巴巴	51.3%	44.1%	39.2%	37.3%	36.2%	36.2%
京东	21.5%	20.6%	18.7%	17.4%	16.6%	16.1%
拼多多	15.9%	17.7%	20.0%	21.0%	21.7%	22.0%
唯品会	1.25%	1.04%	1.05%	0.96%	0.92%	0.90%
抖音电商	4.6%	9.8%	13.1%	14.9%	16.1%	16.2%
快手电商	4.4%	5.4%	6.2%	6.5%	6.5%	6.5%
美团(优选+闪购)	1.0%	1.4%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%

资料来源：公司公告、招商证券测算

分品类市占率：淘天服装、美妆、日百品类份额第一，未来格局有望稳定。分品类来看，淘宝天猫在服装、美容个护、日用百货行业市场份额始终领先行业，据我们测算，截至 2023 年淘天在三大类目的市占率分别约为 49%、37% 和 49%。伴随直播电商增速放缓，其核心类目服装、美容个护对淘宝天猫的冲击明显减弱，叠加淘天用户为先战略投入下 GMV 重回健康增长，预计 2024 年后阿里核心品类市场份额优势有望保持稳定。

图 34：2023 年电商平台分品类市场份额



资料来源：欧睿、YipitData、公司公告、招商证券测算

6、货币化率：商户竞争加剧平台议价增强，全站推广有望提升 TR

（1）宏观背景：商户竞争加剧、ROI 标准降低，平台货币化率提升空间大

供给过剩、需求弱复苏，商家经营承压竞争加剧、逐渐接受更低 ROI，各平台货币化率随之提升。受益于我国强大成熟的生产供应链，我国消费零售供给充足、商家数量庞大，同时疫后消费需求整体呈现弱复苏，供给相对过剩、商家经营承压，进而通过降低价格/增加广告投放的方式加强流量获取，开始接受更低 ROI，伴随商家竞争的加剧平台也逐步实现更高货币化率，以电商为例，拼多多 2022 年下旬推出全站推广广告工具以来货币化率明显提升，据测算 2023 年主站货币化率提升至 5.15%，同比提高 0.89pct；再如外卖平台，美团外卖货币化率疫情以来逐年提升，整体上看在供大于需环境下商家让利中较大部分转化为平台收入。

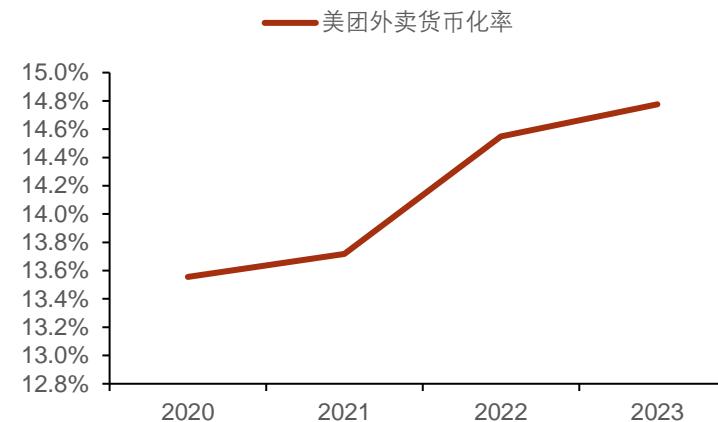
基于此宏观背景，此前在货币化上相对克制的阿里同样具备较大提升空间。

图 35：拼多多主站货币化率持续提升



资料来源：公司公告，招商证券测算

图 36：美团外卖货币化率逐年上升



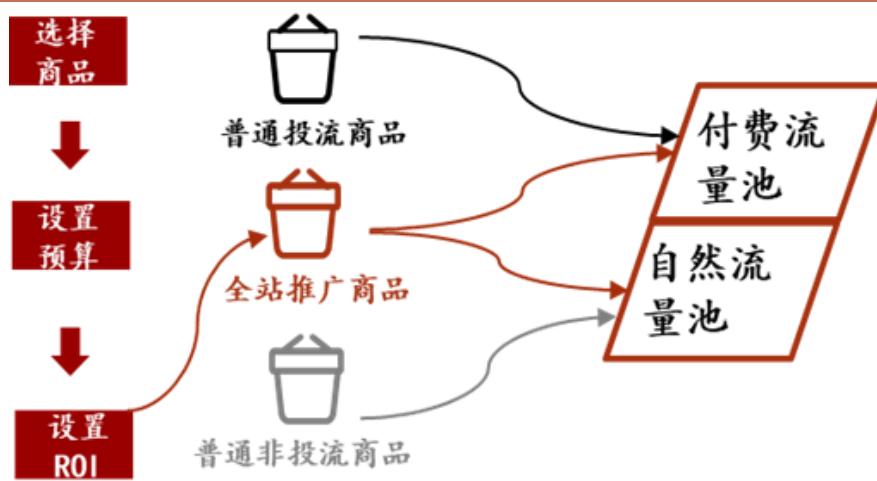
资料来源：公司公告、招商证券

(2) 商业化策略：全站推广新工具，长期有望提升淘天货币化率

阿里妈妈于 4 月 16 日正式推出“全站推广”新广告工具，从产品运行逻辑来看，全站推广主要通过将付费与免费流量高效联动，以交付淘系全站 ROI 为优化目标，长期有望提高淘天货币化率。

阿里全站推广有利于扩大广告主规模、提高平台付费流量占比，有望推升平台货币化率。1) 商户侧，全站推广广告工具操作简便，商家只需设置预算及 ROI，具体投放策略均由平台负责，相比直通车、引力魔方等搜索/推荐产品能够简化商家的投流流程，帮助更多中小商家实现更高效的广告投放，增加平台内广告主数量进而提升广告货币化水平。2) 全站推广以付费流量撬动免费流量，本质上提高了平台内付费流量占比、提升流量分配的商业化效率，未来随着全站推广渗透率提高货币化率有望持续提升。

图 37：全站推广产品付免联动流量逻辑



资料来源：阿里妈妈全站推广产品发布会，招商证券

我们对部分淘宝天猫使用了全站推广的品牌商家进行了调研，商家使用渗透率提

升，新品投放 ROI 效果整体良好，预计后续新广告工具在商家端渗透率进一步提升有望带动平台货币化水平改善。

图 38：淘宝天猫全站推广使用商家调研反馈

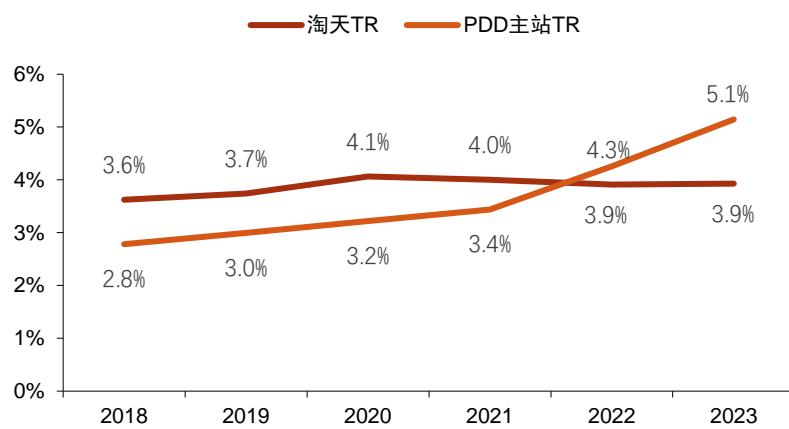
品类	卖家1 宠物用品	卖家2 日用清洁	卖家3 服饰	卖家4 服饰	卖家5 化妆品	卖家6 日用/办公用品
线上体量	10亿+	20亿	60亿	-	10亿+	自营1000万/年， 代运营1亿/年
全站推效果	部分品ROI提升 (有产品竞争力、 品牌心智强/性价比高的)， 有些品效果一般	非常有帮助，之 前ROI是2.4-2.6就 上不去了(只算 付费不算免费流 量)、算上免费流 量的整体ROI是 2.9，现在提到 3.5-4，ROI提高 了30-35%	表现还行，主要 打新品/做测评 (ROI提升)；而 主推爆品仍用原 工具	可以根据不同 的产品周期去调 整ROI，可以减少 对于推广人员的技 能要求	对ROI和销量提升 有帮助	相比老推广工具 效果不明显

资料来源：草根调研，招商证券

(3) TR 成长空间：对标拼多多及海外平台，阿里货币化率提升潜力大

对比 PDD：截至 2023 年据测算拼多多主站 TR 达 5.1%，其中广告 TR 为 4.2%；淘天 FY2024 TR 为 3.93%。淘宝天猫与拼多多商业模式本质相同，都通过对第三方商家收取广告及佣金费进行变现。从商家结构、品类结构等维度来看，阿里具备较强的货币化优势：1) 商家结构上，阿里品牌资源禀赋强，天猫以品牌为核心基本盘，基于长期稳固的品牌定位和心智积累了更丰富的品牌资源，品牌商在高加价率下营销推广预算也更高、货币化能力更强，相比白牌能够贡献更高广告收入及货币化率。2) 品类结构上，淘天的服装、美妆核心类目货币化能力占优，其展示属性更强、品牌方营销投放的意愿也相对更强，相比生鲜、日用百货等品类商家毛利空间及销售费用占比通常更高，平台货币化方面也更占优势。

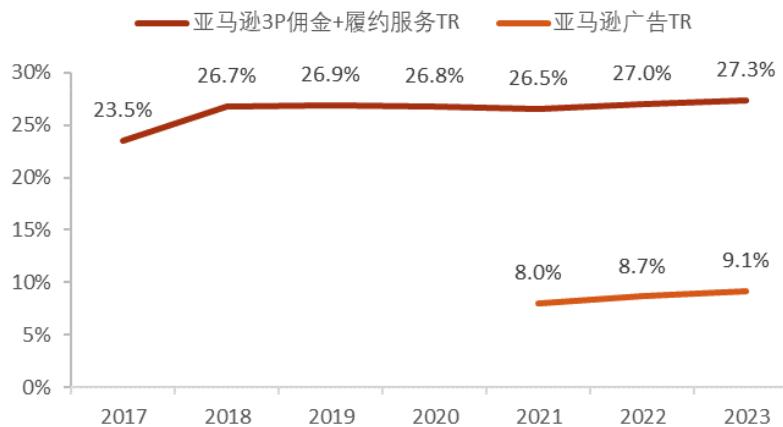
图 39：淘宝天猫 VS 拼多多主站货币化率



资料来源：公司公告，招商证券测算；注：图中淘天 202N 年数据采用阿里 202N+1 年数据

对比海外：以亚马逊为代表的海外电商平台 3P 综合货币化率(包含佣金、广告、物流履约费)高达 30%+，其中广告货币化率可达 8-9%，远高于国内电商平台，对标海外淘天货币化率远期提升空间广阔。

图 40: 亚马逊 3P 货币化率



资料来源：公司公告、招商证券测算

此外，佣金方面，9月起淘天将开始向每笔完成订单收取0.6%的软件服务费，同时取消天猫3-6万的年度软件服务费（年费），预计年化将为阿里贡献客观的CMR增速。

综合前文分析，我们对阿里国内电商的GMV、收入、货币化水平及利润进行了

测算：1)GMV：预计FY2025伴随用户投入持续扩张，GMV增速将回升至8.9%，

FY2024-2027 GMV CAGR为8.1%，其中频次增长将为核心驱动力。2)CMR：

预计伴随全站推广产品的渗透，CMR增速将明显回升，预计FY2024-2027 CAGR为8.1%。3)利润：预计FY25-27淘天集团经调整EBITA同比增速为-2.1%、4.0%、3.3%，EBITA margin为41.8%、40.2%、38.5%。

表 12：阿里国内电商盈利预测

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
GMV (万亿元)	7.74	8.43	9.11	9.79
YOY	3.8%	8.9%	8.0%	7.5%
AAC (百万人)	958	977	993	1,006
YOY	3%	2%	1.6%	1.3%
ARPU (元)	8,081	8,630	9,174	9,734
YOY	1%	7%	6%	6%
客单价 (元)	88	86	85	85
购物频次	92	100	108	115
CMR (百万元)	304,009	319,590	350,659	383,738
YOY	4.3%	5.1%	9.7%	9.4%
淘天货币化率	3.93%	3.79%	3.85%	3.92%
淘天集团 EBITA (百万 元)	194,827	190,722	198,304	204,821
YOY	3%	-2.1%	4.0%	3.3%
淘天 EBITA margin	44.8%	41.8%	40.2%	38.5%

资料来源：公司公告，招商证券测算

三、国际商业、云计算提供长期增长新动能

1、AIDC：跨境电商业务高速增长，Choice 提供新动能

阿里国际数字商业集团（AIDC: Alibaba International Digital Commerce）包含国际零售商业和国际批发商业两部分，国际零售业务主要包括跨境出口 B2C 电商平台，国际批发业务主要为跨境出口 B2B 平台阿里巴巴国际站。

图 41：阿里国际商业板块业务组成



资料来源：公司公告、招商证券

国际零售业务主要涵盖 Lazada、速卖通、Trendyol、Daraz 平台。

速卖通：高速成长的跨境 B2C 平台，Choice 拓展新增长曲线。 1) 商业模式：3P、全托管、半托管模式兼具，其中托管模式的 Choice 订单占速卖通整体单量比重达 70%。2) 经营数据：2023 年速卖通 GMV 约 290 亿美元，订单量同比 +50%、用户数同比 +45%，重点国家（日韩/欧洲/俄罗斯/美洲/中东）GMV 实现 40-70% 增长。

Lazada：东南亚头部跨境电商平台。2012 年上线，以东南亚六国为主要市场；2016 年阿里巴巴以 10 亿美元收购 Lazada 51% 股份完成控股，目前持股超过 83%。1) 商业模式：3P 模式收取佣金及广告费，2023 年拓展全托管模式；2) 经营数据：据 Momentum Works，2023 年 Lazada 实现 GMV 243 亿美元，同比 +21%，在东南亚市场份额为 17.5% 位列第二；利润端每单亏损持续同比收窄。

Trendyol：土耳其最大电商平台。2018 年被阿里巴巴收购，持股比例 86.5%。1) 商业模式：海外 3P 平台，不接受外国公司入驻；2) 经营数据：据年报，FY2024 订单同比增长 20%+，收入增长 18%。

国际批发业务：阿里国际站，我国最大的 B2B 跨境电商平台。1) 商业模式：B2B撮合服务以及提供物流运输、贸易担保等一站式解决方案，收取会员费、增值服务费、营销服务费等。2) 经营数据：FY2024 GMV 约 500 亿美元，同比 +20%；收入 209 亿元、同比 +7%，截至 FY2024 末共有 23 万供应商付费会员。

表 13：阿里国际商业主要平台介绍

	AliExpress	Lazada	Trendyol	Daraz
营业地区	日韩/欧洲/俄罗斯/美洲/中东等	东南亚六国	土耳其	南亚
GMV (2023 年)	290 亿美元	243 亿美元	-	-
平台增速 (2023 年)	订单量 +50%	GMV +21%	订单量 +20%	-
商业模式	POP+全托管/半托管 (Choice)	POP+全托管	POP (纯海外平台)	POP (纯海外平台)

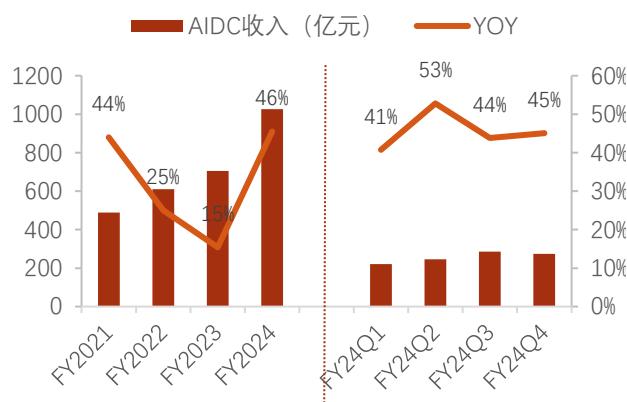
资料来源：公司公告，招商证券

财务表现：国际商业收入高速增长，加大投入亏损有所扩大。 FY2019-FY2024

敬请阅读末页的重要说明

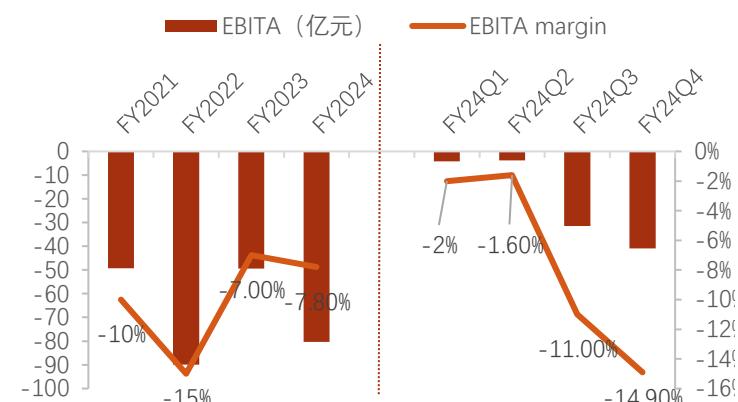
国际商业业务收入 CAGR 达 41%，FY2024 以来受速卖通 Choice 快速增长驱动收入增速明显提升至 46%。FY2024 国际业务占总收入比重达 10.9%，同比提升 2.8pct。利润端，FY2024 板块加大投入亏损有所扩大，国际业务实现 EBITA -140 亿元，EBITA Margin 为-7.8%，同比下降 0.8pct。

图 42：AIDC 收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 43：AIDC 经调整 EBITA 及 margin

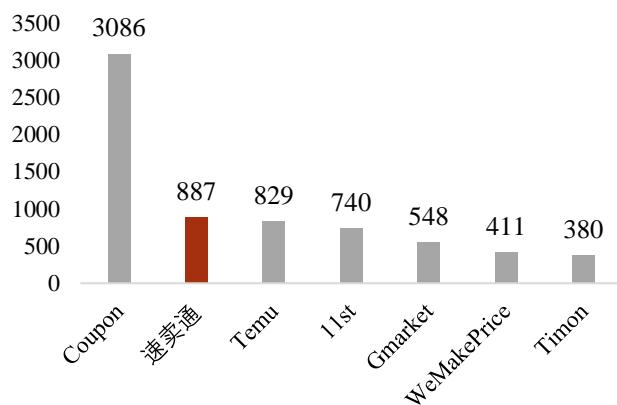


资料来源：公司公告、招商证券

未来发展：速卖通 Choice 为为核心增长驱动，未来持续投入有望保持高速增长。

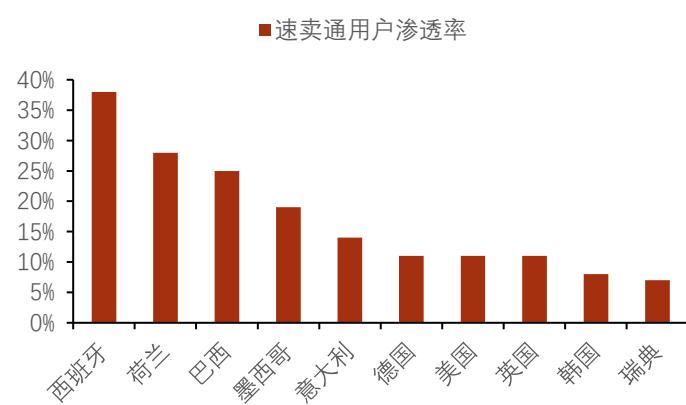
2023 年速卖通推出 Choice 全托管以来回归高速增长，为国际商业集团贡献主要增量，其主要竞争力来自：1) 全托管模式下招募优质工厂供应链卖家，实现更强价格竞争力及更优品控；2) 物流方面合作菜鸟推出“全球 5 日达”，以及为指定国家 Choice 用户提供免运费、免费退货等更优服务。目前速卖通在欧洲、日韩等市场占据一定优势，其中西班牙、荷兰、巴西、墨西哥、意大利分别达 38%、28%、25%、19%、14%，位列前五；韩国市场增速迅猛，据韩国海关总署，2023 年速卖通+淘宝占据韩国跨境市场 43% 份额，FY2024 速卖通韩国订单同比增长一倍，用户数超 800 万成为韩国第二大电商平台；2023 年底速卖通宣布三年内将在韩国投资 100 亿韩元。预计 FY2025 集团将维持高投入聚焦增长策略，包括加大速卖通在中东日韩等新兴重点市场的投入、以及 Choice 开拓半托管模式拓展本地发货商家新增量，国际业务有望维持高增速。

图 44：韩国电商平台月活跃用户数（万，截至 2024 年 3 月）



资料来源：WishApp、招商证券

图 45：速卖通在各国的用户渗透率（2023）



资料来源：Statista、招商证券

国际业务盈利预测: 我们预计 FY2025E-FY2027E 国际业务在集团持续投入 AE Choice、Lazada 等业务高速发展下有望保持快速增长, 收入 CAGR 预计为 25%; 利润端预计 FY2025 进一步投入下亏损将有所加大, 后续伴随经营提效 AE Choice UE 将逐步优化, 亏损率有望逐步改善。

表 14: 阿里国际商业盈利预测

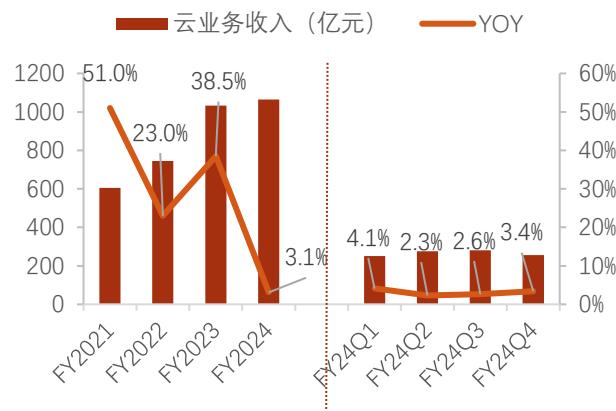
	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
国际数字商业收入 (百万元)	70,506	102,598	137,097	166,764	199,339
YOY	15.4%	45.5%	33.6%	21.6%	19.5%
占总收入比重	8.1%	10.9%	13.0%	14.3%	15.6%
国际数字商业 EBITA (百万元)	-4,944	-8,035	-16,403	-14,675	-11,960
EBITA margin	-7.0%	-7.8%	-12.0%	-8.8%	-6.0%

资料来源: 公司公告, 招商证券预测

2. 阿里云: 国内最大云服务商, 收入有望回归稳健增长

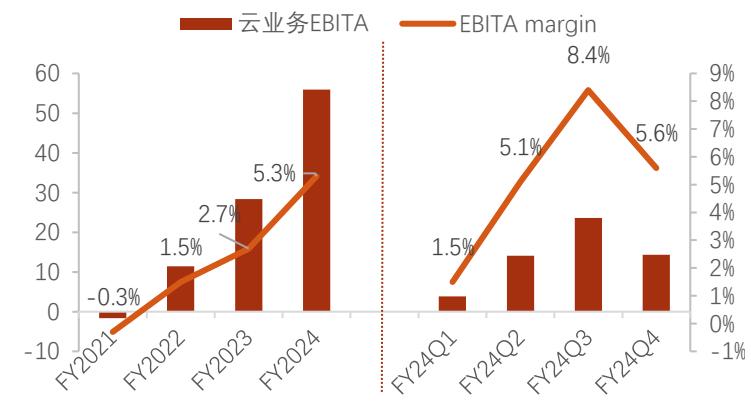
云智能集团: 涵盖阿里云和 AI 业务, 收入有望回归双位数增长。FY2019-FY2024 云业务收入年复合增长率达 34%, 收入占比 11%; FY2024 受单个大客户终止合作、减少低利润项目式合约收入等影响增速放缓, FY2024Q4 核心公有云收入同比双位数增长, AI 相关收入同比三位数增长, 预计 FY2025 下半年伴随低毛利项目收入减少的影响消除、以及公有云和 AI 服务需求持续增长, 云收入有望恢复双位数增长。盈利方面, 云业务利润持续改善, FY2024 实现经调整 EBITA 56 亿, margin 5.3%, 同比提升 2.6pct。

图 46: 云业务收入及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 47: 云业务经调整 EBITA 及 margin



资料来源: 公司公告、招商证券

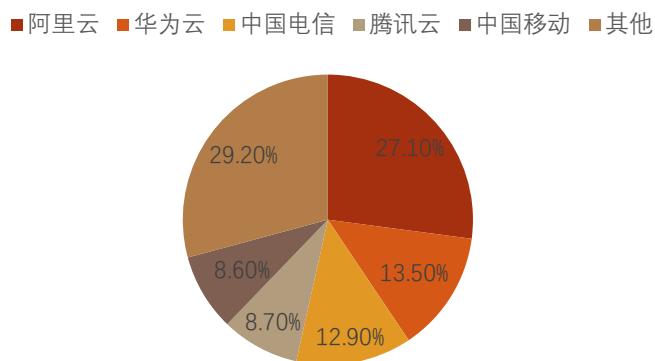
云计算行业: 1) 规模: 据 Canalys, 2023 年中国云基础设施服务市场支出同比 +16.5% 达 353 亿美元, 2019-2023 年 CAGR 为 28.5%; 2) 市场格局: 阿里云领先国内公有云及 AI 市场。据 Gartner, 2023 年阿里云是世界第四大、亚太最大(份额 22.2%)的 IaaS 提供商, 以及中国最大的公有云服务提供商(份额 27.1%)。

图 48：我国公有云服务规模及增速



资料来源：Canalys、招商证券

图 49：阿里云是中国最大的公有云服务商



资料来源：IDC、招商证券

产品组成：聚焦公有云业务及 AI 服务。集团云业务主要涵盖基础设施即服务 (IaaS, 截至 FY2021 收入占比约 45%)、平台即服务 (PaaS)、模型即服务 (MaaS) 及配套企业级服务，以及 AI 大模型产品 (通义大模型及通义系列 AI 应用产品)。截至 2023 年季度末公有云收入占比约 70%。

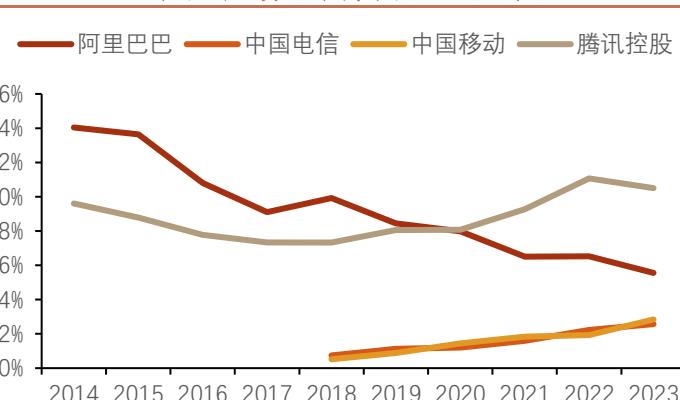
1) 公有云业务：高技术投入+资本开支高筑壁垒，规模效应稳固龙头地位。云基础设施领域有较强的规模效应，前期需要较大资本开支及研发投入，后续随着客户增多基础设施利用率提高，带来利润释放，同时持续的研发投入及较高的客户粘性进一步造成强者恒强局面。阿里云先发优势下规模最大、在价格战中优势显著，截至 2023 年其计算及存储服务相较 10 年前降价 80-90%，核心产品价格击穿全网最低价，同时利润率仍呈现上行趋势，国内领导者地位保持稳固。

图 50：阿里云产品近年降价复盘

时间	降价范围	降价幅度
2024年5月21日	通义千问GPT-4级主力模型Qwen-Long降价	降幅达97%
2024年4月8日	海外市场全线降价	平均降幅23%，最高降幅59%
2024年2月29日	中国区全线降价	平均降幅20%，最高降幅55%
2023年4月	核心产品全线降价	降幅15%-50%，存储产品最高降幅50%

资料来源：阿里云合作伙伴大会、公司公告、招商证券

图 51：阿里巴巴早期研发费用率高于其他云厂商



资料来源：公司公告、招商证券

2) AI 业务：阿里 AI 产品生态主要涵盖通义千问大模型及通义系列模型应用，阿里云在 AI 大模型业务方面的优势主要包括：1) 先发优势下客户规模庞大：阿里巴巴作为国内较早推出大模型的云服务厂商，截至目前全国已有 80% 的科技企业和一半大模型企业跑在阿里云上；2) 性能优势：目前阿里的通义大模型已经迭代到了 2.5 版本，据权威机构最新测评，通义千问 2.5 中文性能表现已追平 GPT-4 Turbo。

综合来看，阿里云业务未来增长将主要来自公有云规模效应及成本优势的释放，以及 AI 业务发展的驱动。1) 国内云计算市场需求回升、IT 云化转型持续，阿里云公有云价格优势下增长可期；2) 加大 AI 领域投入、增强阿里巴巴在大模型领域的领先优势，进而扩展业务需求、有望带来业绩增量。

云业务盈利预测：我们预计 FY2025E-2027E 云业务在公有云及 AI 需求增长驱动下有望逐步回归稳健增长，收入 CAGR 预计为 9.4%；利润端规模效应释放下 EBITA margin 有望稳步提升，FY2027 有望达 8.5%。

表 15：阿里云业务盈利预测

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
云业务收入 (百万元)	103,268	106,432	115,246	126,770	139,447
YOY	38.5%	3.1%	8.3%	10.0%	10.0%
占总收入比重	11.9%	11.3%	10.9%	10.8%	10.8%
云业务 EBITA (百万元)	2,834	5,592	7,832	9,508	11,853
EBITA margin	2.7%	5.3%	6.8%	7.5%	8.5%

资料来源：公司公告，招商证券预测

3、本地生活：饿了么、高德全面覆盖到店&到家场景

本地生活集团包含饿了么、高德两大业务，覆盖到家、到目的地两大场景。本地生活服务板块主要收入来源为各平台佣金、软件服务费及会员费等。FY2019-FY2024 本地生活收入 CAGR 为 27%；盈利方面，本地生活板块近年持续降本提效，FY2024 经调整 EBITA margin 为 -16%，同比提升 12pct。

饿了么：国内头部的本地生活服务及即时配送平台。1) 商业模式：主要盈利模式为向商家收取交易佣金，以及向用户收取即时配送服务收入。2) 经营数据：2023 年饿了么单量实现同比强劲增长，用户端截至 2023 年末本地生活业务年度活跃用户达 3.9 亿；盈利方面，FY2024 饿了么 UE 持续改善。

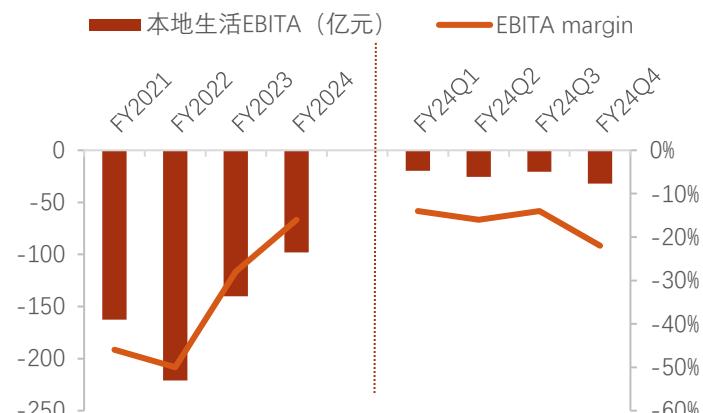
高德：国内领先的移动数字地图、导航及交通服务提供商。1) 商业模式：高德 APP 提供数字地图、叫车、社交等服务，并为汽车生产商和中国后装市场客户提供电子地图数据、导航软件及实时交通信息，主要盈利模式为向企业客户收取软件及技术服务费。2) 经营数据：据 QM，2023 年高德 MAU 达 7.7 亿人，高德聚合打车在网约车市场份额约占 30%，日均单量约 800 万单。

图 52: 本地生活服务收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 53: 本地生活经调整 EBITA 及 margin



资料来源：公司公告、招商证券

表 16: 本地生活业务盈利预测

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
本地生活业务收入 (百万元)	50,249	59,802	68,772	77,713	87,038
YOY	12.6%	19.0%	15.0%	13.0%	12.0%
占总收入比重	5.8%	6.4%	6.5%	6.7%	6.8%
本地生活业务 EBITA (百万元)	-14,021	-9,812	-8,753	-6,994	-5,222
EBITA margin	-28%	-16%	-13%	-9%	-6%

资料来源：公司公告，招商证券预测

4. 菜鸟：阿里旗下物流平台，赋能电商主业+提供外部服务

菜鸟网络为集团旗下的物流服务平台。菜鸟于 2013 年由阿里巴巴集团、银泰集团联合复星集团、富春集团、顺丰集团、三通一达、以及相关金融机构共同组建，截至目前阿里巴巴持股 64.5%。

商业模式：按照服务对象划分，菜鸟物流服务包括分别面向消费者、商家、快递合作伙伴三类客户的业务，其中消费者服务主要包括菜鸟裹裹（快递寄取）、菜鸟驿站（快递暂存代寄等）、菜鸟速递（自营快递）；商家服务则主要为国内外电商卖家提供物流配送服务；快递合作伙伴服务主要为客户提供物理基础设施（物流园区、物流枢纽、分拨中心）、物流科技（IoT 技术、电子面单 SaaS 服务）并收取服务费。

表 17: 菜鸟分业务介绍

业务板块	服务	产品&业务	规模
消费者服务	菜鸟裹裹	快递寄取	全国 3 亿+用户
	菜鸟驿站	社区驿站：站点加盟，提供快递暂存代寄、团购、洗衣、回收等多元化服务；校园驿站：校企合作，为国内高校制定一体化、数字化校园物流解决方案	覆盖城市 100+；社区 4 万+
	菜鸟速递	2023 年推出的菜鸟自营快递品牌	覆盖高校 3000+；服务高校师生 2800 万+；合作伙伴 1.4 万
商家服务	国内商家服务	菜鸟供应链物流骨干网络 菜鸟供应链数智产品	仓储：全国仓储数量 230+，仓储面积 3000 万+ 运输：专业运输路线 600 万+，合作运输车辆 23 万+ 配送：快递网点 20 万+，配送覆盖区县 2700+，当日/

敬请阅读末页的重要说明

		次日达区县 1600
	C2M 超级工厂供应链 菜鸟直送: B2C 仓配/城配, O2O 同城配	全国 10 个产业带集群, 仓储面积近百万平方米 全国站点 3000+, 配送员运力池 400 万+
全球商家服务	进出口供应链服务 进出口全球包裹服务 进出口货运服务	保税仓面积 150 万平米, 跨境仓库数量 231 个+ 覆盖国家/地区 220+, 处理能力 200 万+单/天 进出口空运线路 900+, 海运线路 500+
快递行业服务	商家服务 物流企业服务	电子面单/商家寄件 菜鸟天地(数智化管理平台)、菜鸟指数 (快递公司物流服务能力的指标体系)

资料来源: 菜鸟官网, 招商证券

财务状况及盈利预测: 收入稳健增长, 未来规模效应逐步释放盈利有望改善。近年菜鸟业务收入呈高速增长, FY2019-2024 CAGR 为 46%, 截至 FY2024 收入占比达 11%。盈利方面, FY2024 菜鸟经调整 EBITA 扭亏为盈, 达 14 亿元, Margin 为 1.4%; 未来伴随业务规模持续扩张、规模效应释放, 利润率有望逐步改善。

图 54: 菜鸟收入及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 55: 菜鸟经调整 EBITA 及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

表 18: 菜鸟盈利预测

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
菜鸟收入 (百万元)	77,512	99,020	118,824	136,648	154,412
YOY	68.1%	27.7%	20.0%	15.0%	13.0%
占总收入比重	8.9%	10.5%	11.3%	11.7%	12.1%
菜鸟 EBITA (百万元)	-391	1,402	1,049	4,099	6,176
EBITA margin	-0.5%	1.4%	0.9%	3.0%	4.0%

资料来源: 公司公告, 招商证券预测

5、大文娱: 完善文娱生态, 持续增收降本

阿里集团下数字媒体及娱乐板块包括优酷、阿里影业、线上游戏业务以及大麦网、UC 浏览器等业务, 涵盖在线视频、电影、演出赛事、资讯与文学等多个领域。FY2019-2024 收入年复合增长率为-3%, 主要由于疫情对阿里影业、大麦等线下娱乐收入产生负面影响, FY2024 恢复正增长。利润端, 板块亏损逐步收窄,

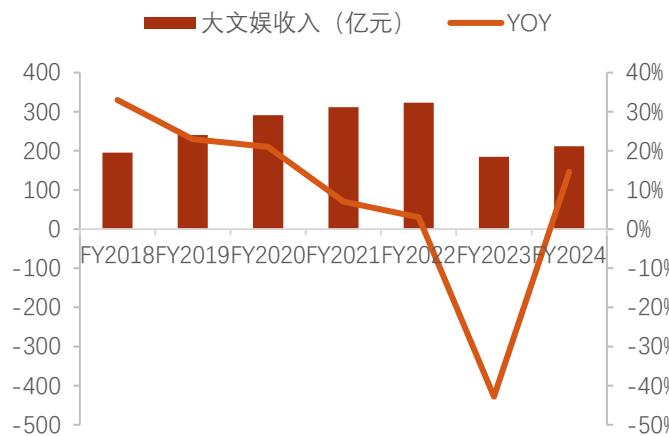
FY2024 EBITA Margin 为 -7%，同比提升 8pct.。

优酷: 数字媒体娱乐板块主要的分发平台，主要收入来源于会员服务及广告收入。在新用户拓展方面，优酷通过持续的原创及独家内容建设有效触达更多新用户、提升用户忠诚度，据 QM，截至 2024 年 3 月优酷 MAU 为 1.73 亿人。

阿里影业: 板块内主要的内容平台，主要业务包括影视内容制作、宣传及发行、IP 运营、院线票务服务及娱乐产业数据服务等。阿里影业始终致力于优质影视作品的开发，FY2024H1 共参与出品发行 37 部影片，约贡献当期全国总票房的 60%。

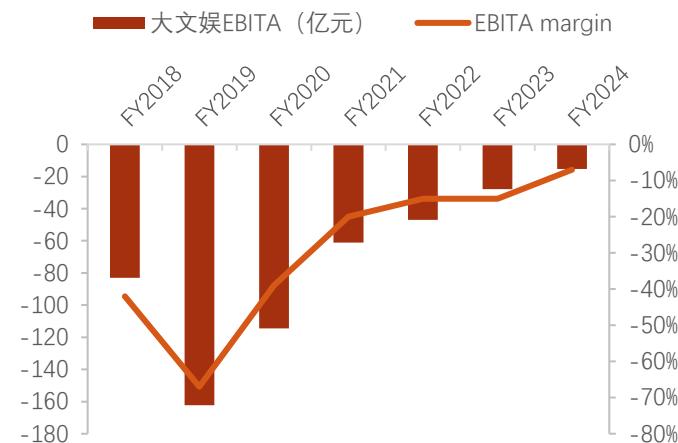
线上游戏业务: 由集团互动娱乐事业部灵犀互娱进行手机游戏的研发、分发和运营，目前成功自研的游戏三国志·战略版是 iOS 平台上的领先手游之一。

图 56: 大文娱收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 57: 大文娱经调整 EBITA 及增速



资料来源：公司公告、招商证券

表 19: 大文娱盈利预测

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
大文娱收入（百万元）	18,444	21,145	22,202	24,422	26,376
YOY	-42.8%	14.6%	5.0%	10.0%	8.0%
占总收入比重	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
大文娱 EBITA（百万元）	-2,789	-1,539	-1,446	-977	-791
EBITA margin	-15%	-7%	-7%	-4%	-3%

资料来源：公司公告，招商证券预测

四、投资建议：高额股东回报，维持强烈推荐

1、股东回报：加大回购&分红，发行可转换优先票据有望加速回购

FY2024 阿里巴巴加大规模及分红。据年报，FY2024 阿里共回购股票约 125 亿美元，派息约 40 亿美元，经测算 FY2024 阿里股息分红率（股息/Non-gaap 归母净利润）约 18.3%，股东回报率（分红&股息/FY2024 年末市值）约为 9%。

FY2025 有望保持较高股东回报水平。①回购方面，截止 FY2025Q1 末集团已回购 58 亿美元，假设下限为未来 12 个月回购导致减少 3%流通股、上限假设 FY2025-2027 三个财年 320 亿美金回购额度每年等量消耗完(约减少 5.9%流通股)；②分红率假设相较 FY2024 基本保持稳定(约 18.3%，对应股东回报率 2.2%)，则 FY2025 阿里股东回报率约为 6.2~8.1%(对应最新市值 1820 亿美元)或更高，整体有望保持较高股东回报水平，提高股东价值回馈、彰显经营信心。

表 20：2023、2024E 阿里股东回报率

2023 自然年/2024 财年	阿里
回购 (亿美元)	125
分红 (亿美元)	40
回购+分红 (亿美元)	165
对应市值 (亿美元,2023 年或 2024 财年底)	1829
股东回报率	9.0%

2024 自然年/2025 财年 (预测)	阿里
回购 (亿美元)	74~107
分红 (亿美元)	40
回购+分红 (亿美元)	114~147 或更高
对应最新市值 (亿美元)	1820
股东回报率	6.2%~8.1% 或更高

资料来源：公司公告，招商证券测算

此外，阿里于 2024 年 5 月 23 日发行 50 亿可转换优先票据：①票据本金总额 50 亿美元、2031 年到期、票面利率 0.5%/年。票据发行价为 80.80 美元，初始转换价为发行价的 30% 溢价、105.04 美元/股，如到期后票据充分转换将增加现有普通股的 1.97%。②同时公司设立了限价看涨交易，将转换溢价提高到 100%、161.6 美元/股，从而减少股权潜在稀释，如到期后票据充分转换将增加现有普通股的 1.28%。公司发行可转换优先票据目的主要为支持股票回购，5 月 23 日当日公司以每股 80.80 美元的价格回购了约 12 亿美元，后续有望持续开展回购，FY2025 高股东回报有望延续。

表 21：阿里巴巴发行可转化优先票据

项目	数额
票据本金	50 亿美元
票面利率	0.5%/年
到期时间	2031 年
发行价	80.80 美元
初始转换价	105.04 美元 (30% 溢价)
限价看涨交易转换价	161.6 美元 (100% 溢价)

资料来源：公司公告，招商证券

2、盈利预测及风险提示

收入：FY2025-2027 预计实现总收入 10424、11491、12621 亿元，同比增长 10.8%、10.2%、9.8%。

1) 淘天集团：预计 FY2025-FY2027 客户管理收入为 3196、3507、3837 亿元，

同比增速 5.1%、9.7%、9.4%；淘天经调整 EBITA 为 1907、1983、2048 亿元，同比-2.1%/4.0%/3.3%。

2) 云智能集团：预计 FY2025-FY2027 云业务收入为 1152、1268、1394 亿元，同比+8.3%、10.0%、10.0%，增速有望回升；经调整 EBITA 为 78、95、119 亿元，margin 稳中有升。

3) 国际数字商业集团：预计 FY2025-FY2027 国际商业收入为 1371、1668、1993 亿元，同比+33.6%、21.6%、19.5%，维持较高速增长；经调整 EBITA 为-164、-147、-120 亿元，EBITA margin 为-12%、-9%、-6%。

4) 本地生活集团预计 FY2025-FY2027 收入同比增速为 15%、13%、12%，EBITA margin 为-12%、-9%、-6%，持续减亏增效；**菜鸟集团**预计 FY2025-FY2027 收入同比增速为 20%、15%、13%，EBITA margin 为 1%、3%、4%；**大文娱集团**预计 FY2025-FY2027 收入同比增速为 5%、10%、8%，EBITA margin 为-7%、-4%、-3%，提效经营下亏损率有望持续收窄。

盈利：预计 FY25-27 经调整 EBITA 为 1588、1779、1975 亿元，同比-3.8%、+12.0%、+11.0%；Non-GAAP 净利润为 1516、1698、1885 亿元，同比-3.8%、+12.0%、+11.0%。

整体上伴随集团持续加大核心业务投入，预计 FY2025 淘天及云业务有望回归健康增长，国际业务将保持快速增长；利润端预计 FY2025 高投入下将有所承压，后续有望逐步恢复稳健增势。

表 22：阿里巴巴盈利预测

		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总收入 (百万元)		941,168	1,042,389	1,149,081	1,262,086
	YoY	8.3%	10.8%	10.2%	9.8%
淘天 GMV (十亿元)		7,742	8,433	9,108	9,789
	YoY	3.8%	8.9%	8.0%	7.5%
淘天集团收入 (百万元)		434,893	456,778	493,294	532,003
	YoY	5.2%	5.0%	8.0%	7.8%
CMR		304,009	319,590	350,659	383,738
	YoY	4.3%	5.1%	9.7%	9.4%
淘天货币化率		3.93%	3.79%	3.85%	3.92%
淘天集团 EBITA		194,827	190,722	198,304	204,821
	YoY	3%	-2.1%	4.0%	3.3%
淘天 EBITA margin		44.8%	41.8%	40.2%	38.5%
云智能集团收入		106,432	115,246	126,770	139,447
	YoY	3.1%	8.3%	10.0%	10.0%
云智能集团 EBITA		5,592	7,832	9,508	11,853
云智能集团 EBITA margin		5.3%	7%	7.5%	8.5%
国际数字商业集团收入		102,598	137,097	166,764	199,339
	YoY	45.5%	33.6%	21.6%	19.5%
国际商业 EBITA		-8,035	-16,403	-14,675	-11,960
国际商业 EBITA margin		-7.8%	-12.0%	-8.8%	-6.0%
本地生活集团收入		59,802	68,772	77,713	87,038
	YoY	19.0%	15.0%	13.0%	12.0%
本地生活 EBITA		-9,812	-8,255	-6,994	-5,222
本地生活 EBITA margin		-16%	-12%	-9%	-6%
菜鸟集团收入		99,020	118,824	136,648	154,412
	YoY	27.7%	20.0%	15.0%	13.0%
菜鸟 EBITA		1,402	1,049	4,099	6,176
菜鸟 EBITA margin		1%	1%	3%	4%
大文娱集团收入		21,145	22,202	24,422	26,376
	YoY	14.6%	5.0%	10.0%	8.0%

敬请阅读末页的重要说明

大文娱 EBITA	-1,539	-1,446	-977	-791
大文娱 EBITA margin	-7%	-7%	-4%	-3%
集团经调整 EBITA (百万元)	165,028	158,825	177,903	197,540
YoY	11.57%	-3.8%	12.0%	11.0%
Non-GAAP 净利润	157,479	151560	169765	188503
YoY	11.4%	-3.8%	12.0%	11.0%

资料来源：公司公告，招商证券测算

估值: 看好阿里国内电商增长韧性, 及国际商业和云业务的长期增长潜力, 按整体估值法给予 FY2025 Non-GAAP 净利润 12 倍 PE, 对应目标价 101 港元/股, 强烈推荐。

风险提示:

- 1) 宏观经济风险：宏观复苏不及预期影响消费需求，致使电商平台增长疲软的风险。
 - 2) 行业竞争加剧导致盈利能力不达预期风险：电商行业价格竞争加剧导致公司销量下降或盈利不达预期的风险。
 - 3) 技术发展及应用落地不及预期风险：AI 大模型相关技术创新发展不及预期。
 - 4) 跨境电商业务面临海外关税等政策风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元						
流动资产	697966	851930	932904	1054203	1184942	
现金及现金等价物	193086	384839	444853	543341	649513	
交易性金融资产	0	0	0	0	0	
其他短期投资	331384	265187	265187	265187	265187	
应收账款及票据	0	36202	40095	44199	48619	
其它应收款	137072	74497	82509	90954	100049	
存货	0	32701	35464	39094	43003	
其他流动资产	36424	58504	64796	71428	78571	
非流动资产	1055078	989359	998273	987648	978035	
长期投资	453117	443253	443253	443253	443253	
固定资产	176031	104147	113061	102436	92823	
无形资产	315004	328812	328812	328812	328812	
其他	110926	113147	113147	113147	113147	
资产总计	1753044	1841289	1931177	2041852	2162977	
流动负债	385351	405632	438063	480674	526566	
应付账款	0	0	0	0	0	
应交税金	12543	21753	21753	21753	21753	
短期借款	12266	0	0	0	0	
其他	360542	383879	416310	458921	504813	
长期负债	244772	229576	229576	229576	229576	
长期借款	149088	132503	132503	132503	132503	
其他	95684	97073	97073	97073	97073	
负债合计	630123	635208	667639	710250	756142	
股本	1	1	1	1	1	
储备	958133	999514	1099063	1160884	1233833	
少数股东权益	123406	107017	102652	97768	92378	
归属于母公司所有者权益	999515	1099064	1160885	1233834	1314457	
负债及权益合计	1753044	1841289	1931177	2041852	2162977	

现金流量表

单位：百万元					
	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027
经营活动现金流	145290	126908	100197	129340	140216
净利润	72509	90612	89005	99650	110518
折旧与摊销	52666	34993	1086	10775	9763
营运资本变动	8096	4139	11471	19800	21325
其他非现金调整	12019	(2836)	(1364)	(885)	(1389)
投资活动现金流	(83343)	50986	(5000)	4850	4850
资本性支出	(10000)	(10000)	(10000)	(150)	(150)
出售固定资产	0	0	0	0	0
投资增减	62253	(62253)	0	0	0
其它	(11090)	(1267)	5000	5000	5000
筹资活动现金流	(3803)	(41097)	(35183)	(35701)	(38895)
债务增减	7744	(16585)	0	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	438	21753	27183	26701	29895
其它筹资	(11109)	(2759)	(8000)	(9000)	(9000)
其它调整	(875)	(43505)	(54367)	(53403)	(59790)
现金净增加额	58144	136797	60014	98489	106171

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元						
总营业收入	868687	941168	1042389	1149081	1263989	
主营收入	868687	941168	1042389	1149081	1263989	
营业成本	549695	586323	635858	700939	771033	
毛利	318992	354845	406532	448141	492956	
营业支出	215927	241495	294421	322021	354223	
EBITA	147911	165028	158825	177903	197540	
营业利润	103065	113350	112110	126121	138733	
利息支出	5918	7950	8000	9000	9000	
利息收入及净	(11071)	2532	0	0	0	
权益性投资损	(8063)	(7735)	0	0	0	
其他非经营性	5823	6157	5000	5000	5000	
非经常项目损	(2714)	0	0	0	0	
除税前利润	81122	106353	109110	122121	134733	
所得税	15549	25300	24196	27081	29878	
少数股东损益	(7210)	(9832)	(4364)	(4885)	(5389)	
归属普通股东净	72509	90612	89005	99650	110518	
经调整净利润	141379	157479	151560	169765	188503	
EPS (元)	7.44	8.19	8.04	8.98	9.95	

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	2%	8%	11%	10%	10%
营业利润	9%	10%	-1%	12%	10%
净利润	17%	25%	-2%	12%	11%
盈利能力					
毛利率	36.7%	37.7%	39.0%	39.0%	39.0%
净利率	8.3%	9.6%	8.5%	8.7%	8.7%
ROE	7.3%	8.2%	7.7%	8.1%	8.4%
ROIC	5.8%	6.6%	6.5%	7.0%	7.3%
偿债能力					
资产负债率	35.9%	34.5%	34.6%	34.8%	35.0%
净负债比率	9.2%	7.2%	6.9%	6.5%	6.1%
流动比率	1.8	2.1	2.1	2.2	2.3
速动比率	1.8	2.0	2.0	2.1	2.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	36.5	35.9	18.7	18.8	18.8
应收账款周转率	7.3	7.6	8.9	8.9	8.9
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
每股资料(元)					
每股收益	7.44	8.19	8.04	8.98	9.95
每股经营现金	6.86	5.99	4.73	6.11	6.62
每股净资产	47.18	51.88	54.80	58.24	62.05
每股股利	1.03	1.28	1.26	1.41	1.57
估值比率					
PE (Non-GAAP)	9.8	8.8	9.1	8.2	7.3
PB	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。