

互联网电商

2024年08月09日

阿里巴巴 (BABA)

——战略聚焦，用户和 AI 撬动二次成长

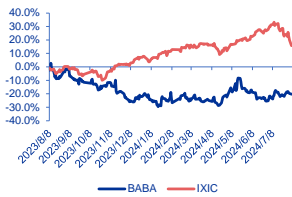
报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2024年8月8日

收盘价 (美元)	80.31
纳斯达克指数	16660.02
52周最高/最低 (美元)	99.2/66.78
美股市值 (亿美元)	1942
流通股 (亿股)	193
汇率 (人民币/美元)	7.18

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818x
lixl2@swsresearch.com

投资要点：

- 集团组织架构再升级，聚焦淘天+AIDC+云计算三大核心业务。**2023年阿里组织结构再升级，蔡崇信、吴泳铭接棒，确立“用户为先，AI驱动”战略，秉持长期主义，资源集中投入淘天+AIDC+云计算三大主业，重点构造以电商和云为核心的生态网络。FY2024公司实现营收9412亿元，同比增长8%，国内电商奠定基本盘，AIDC、云智能、菜鸟等业务不断拓宽营收来源。Non-GAAP净利润达1575亿元，同比增长+11%，FY2019-2024年Non-GAAP净利润CAGR为11.0%，淘天为阿里生态体系中利润主要驱动。公司积极回购分红提升股东回报，FY24共计回购125亿美元，派发股息40亿美元，预计8月将正式完成香港双重主要上市转换。
- 淘天集团是阿里生态中的核心资产，用户体验全面升维。**电商重合用户渗透逐渐加深，行业进入存量博弈阶段，据欧睿数据库，2023年阿里市场份额达31.4%，同比下降5.6pct。随着直播电商逐渐走出流量红利期，竞争格局趋于良性，阿里市场份额预计逐步稳定。在新的行业形式下，淘天集团回归用户价值，加大用户体验投入，重回以GMV为核心流量分配指标，平衡低价与品质，锁定高消费VIP客户，促进用户回流，提升钱包份额，驱动GMV恢复积极增长趋势。同时引入中小商家完善平台生态，为前台流量规模及商业变现的长期提升积蓄动能，FY25下半年淘天全站推广即将全量上线，将进一步提高中小商家付费意愿和渗透率，支撑货币化率提升，有望开启商业化收入的新一轮增长引擎。
- 公司加速出海业务，打造第二增长曲线。**2023年是中国出海元年，中国电商平台依托国内优质供应链迅速向全球布局扩张。阿里作为率先开启全球征程的玩家，1999年以国际站B2B优先出海，陆续成立和收购六大零售平台，全球化布局已初步形成。23年在全托管打通运营、仓储和物流的“全链路”跨境通道后，出海业务成长势头明显加速。FY2024阿里国际数字商业集团实现收入1026亿元，其中国际零售商业实现收入817亿元，同比增长60%，增速环比大幅提升。目前平台升级迭代半托管，赋能更多商家和商品出海，加强物流协同效应释放，有望塑造差异化竞争壁垒，潜在成长空间广阔。
- 世界一流云智能集团构筑强劲护城河，公共云+AI为未来重点领域。**阿里云作为世界一流云服务厂商，现已形成完整IaaS+PaaS+MaaS产品体系，市场份额持续领先。未来云业务将提高运营效率，加强核心产品供应，提高非互联网行业云使用的渗透，巩固云服务供应商的全球领先地位。同时持续增加AI投资，夯实平台科技竞争力，巩固算法、算力和数据壁垒，并带动客户在公共云算力需求增长，形成良性循环。
- 维持盈利预测，维持“买入”评级。**经历本轮组织变革，阿里走向治理新阶段，聚焦核心业务积极投入，全方位增强用户体验，激发国内电商及云两大核心主业增长活力，深挖出海业务增长潜力，重燃淘天、AIDC和云三大主业动能。我们预计FY25-FY27公司将实现营收10378/11043/11804亿元，同比增长10.3%/6.4%/6.9%。Non-GAAP归母净利润实现1570/1706/1838亿元，同比增长-0.9%/8.7%/7.7%。集团整体估值对应目标价116美元/股，对应上行空间45%，对应港股目标价113港币/股，对应上行空间48%，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济下行，居民消费信心不及预期；市场竞争加剧；海外业务发展不及预期；盈利能力不及预期。

财务数据及盈利预测

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入 (百万元)	868,687	941,168	1,037,787	1,104,315	1,180,415
同比增长率 (%)	1.8	8.3	10.3	6.4	6.9
调整后净利润 (百万元)	143,991	158,359	156,986	170,642	183,837
同比增长率 (%)	0.3	10.0	-0.9	8.7	7.7
调整后每股收益 (元)	54.68	62.11	62.86	68.32	73.61
ROE (%)	15	16	14	12	12
市盈率 (倍)	11	9	9	8	8
市净率 (倍)	1.5	1.5	1.1	1.0	0.9

注：EPS为Non-GAAP每股摊薄美国存托股收益



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

经历本轮组织变革，阿里走向治理新阶段，聚焦核心业务积极投入，重燃淘天、AIDC 和云三大主业增长动能。我们预计 FY25-FY27 公司将实现营收 10378/11043/11804 亿元，同比增长 10.3%/6.4%/6.9%。Non-GAAP 归母净利润实现 1570/1706/1838 亿元，同比增长 -0.9%/8.7%/7.7%，对应 PE 9/8/8x。合计集团整体估值 20880 亿元，对应目标价 116 美元/股，对应上行空间 45%，对应港股目标价 113 港币/股，对应上行空间 48%，维持“买入”评级。

关键假设点

1、收入端：预计 FY25-FY27 GMV 及货币化率增长驱动淘天集团营收提升，增速分别实现 4.0%/7.7%/4.6%，国际数字商业集团三大主流平台速卖通、Lazada、Trendyol 积极出海，潜在成长空间广阔，预计营收增速分别为 31.2%/25.7%/17.9%，云智能加速提升公共云市场渗透，对外商业化收入增长动能逐渐增强，营收增速分别为 6.8%/9.0%/10.0%，菜鸟集团营收同比增长 21.4%/15.0%/10.0%，本地生活集团营收同比增长 14%/8%/6%，大文娱集团营收同比增长 0.5%/1.0%/1.0%。

2、利润端：预计 FY25-FY27 淘天集团 EBITA 利润率为 43.5%/43.4%/43.4%，国际数字商业集团经调整 EBITA 利润率达 -11.9%/-12.6%/-12.0%，云智能集团经调整 EBITA 利润率达 6.6%/7.0%/8.0%，菜鸟集团 EBITA 利润率达 0.4%/1.5%/1.7%，本地生活集团 EBITA 利润率为 -12.5%/-11.5%/-11.0%，大文娱集团经调整 EBITA 利润率为 -7.0%/-6.5%/-6.0%。

有别于大众的认识

1、市场普遍认为目前国内电商市场存量博弈下，行业竞争加剧可能进一步降低阿里市场份额。但我们认为尽管短期传统电商平台仍面临直播电商压力，但直播电商正逐渐走出流量红利期，淘天长期用户购买心智稳固，全品类供给体系完善，主场货架场景护城河深，随着持续投入用户体验升级，平台用户及商户稳步回流，预计市场份额将趋于稳定，实现逐步稳固。

2、市场认为阿里持续投入会拉低盈利能力。但我们认为这是核心主业尚处于动能积累阶段的短期现象，海外业务及 AI 刚起步需要为了未来长期增长而投资，同时集团也注重规模增长和投入效率的平衡。中长期，随着淘天重启下一增长周期，海外规模壁垒构筑，菜鸟物流协同加强，公共云商业化模式进一步成熟，将重新拉动利润稳步增长。

股价表现的催化剂

短期看国内电商外部竞争减缓，淘天用户及商户回流，GMV 和货币化率步入良性增长轨道，公共云对外商业化收入增长动能提升；中长期看海外电商全球化布局进展以及集团加大 AI 科技竞争力培育，未来突破性商业模式的增量驱动力；同时关注公司持续回购加大股东回报力度，香港双重主要上市顺利推进。

核心假设风险

宏观经济下行，居民消费信心不及预期；市场竞争加剧；海外业务发展不及预期；盈利能力不及预期。

目录

1.组织架构调整，电商和云列为最高优先级	7
1.1 组织架构再升级，战略聚焦淘天+AIDC+云	7
1.2 奔向万亿时代，秉持长期主义加大投入	8
1.3 回购分红规模持续扩大，香港双重主要上市推进	10
2.淘天：阿里核心资产，用户体验全面升维	11
2.1 渗透率预计仍有提升空间，行业竞争趋于良性	11
2.2 回归用户价值轨道，围绕价格力和体验持续投入	13
2.3 积极引新完善生态，打造全站推广新引擎	16
2.4 AI 技术升级，拥抱科技赋能	20
3.出海全球高景气，AIDC 打造第二增长曲线	21
3.1 中国电商出海加速，阿里多点开花	21
3.2 押注半托管新模式，协同菜鸟打开出海新时代	25
4. 阿里云：世界级一流云服务厂商	27
4.1 云智能先锋，打造技术和规模高壁垒	27
4.2 AI 驱动，公共云优先	30
5.盈利预测与估值	33
5.1 盈利预测	33
5.2 估值	36
6.风险提示	37

图表目录

图 1：阿里巴巴生态网络和核心团队确立	7
图 2：重心聚焦淘天+AIDC+云计算三大核心业务	8
图 3：FY2019-2024 年公司营收复合增速为 20.1%.....	8
图 4：淘天、国际数字商业及云智能业务为收入核心	8
图 5：FY2019-2024 年公司 Non-GAAP 净利润复合增速为 11%	9
图 6：淘天为阿里生态体系主要 EBITA 利润贡献.....	9
图 7：FY2022 年以来毛利率、Non-GAAP 净利率企稳	9
图 8：公司期间费用率得到有效控制	9
图 9：FY24 阿里 Non-GAAP 净利率达 16%	10
图 10：营销费率保持在较低区间运行	10
图 11：阿里巴巴持续加码回购.....	10
图 12：阿里股价复盘.....	11
图 13：2023 年实物商品网上零售额增速达 8.4%	11
图 14：线上消费动力强于线下.....	11
图 15：购物 APP 用户使用时长增长.....	12
图 16：电商平台用户重合度进一步提升.....	12
图 17：品类渗透存在差异.....	12
图 18：2023 年阿里市场份额达 31.4%.....	13
图 19：淘天升级流量机制.....	13
图 20：以 GMV 为第一 KPI	13
图 21：上线 PXI 指数	14
图 22：多措并举优化体验.....	14
图 23：24 年 1 月淘宝 MAU 达 9 亿人.....	15
图 24：淘宝用户粘性进一步提升	15
图 25：FY24 阿里 GMV 增速达中个位数	15
图 26：23Q4 以来淘天 GMV 增速回升	15
图 27：88vip 开通标准.....	16
图 28：88VIP 会员权益吃玩听看买一卡通.....	16
图：VIP 会员权益持续迭代升级.....	

图 30: 88VIP 会员快速增长.....	16
图 31: 客户管理收入是淘天集团核心收入来源	17
图 32: 淘天商家费用结构.....	17
图 33: 淘天陆续推出中小商家扶持举措	17
图 34: 天猫核心品类低价格带占比提升	17
图 35: 以商业化流量撬动免费流量.....	18
图 36: 加速货品销量增长.....	18
图 37: 全站推广提升广告收入.....	19
图 38: GMV 与 GMR 增速差距扩大	19
图 39: 阿里货币化率具备提升空间.....	19
图 40: 淘宝问问提供一站式解决方案	20
图 41: 淘宝问问提供精确选购建议.....	20
图 42: 阿里妈妈 AI 帮助商家生产图文和视频创意	20
图 43: 阿里妈妈系列智能产品提升商家效率.....	20
图 44: “AIGX” 全体系应用精准把握消费需求	21
图 45: 阿里巴巴出海业务重点地区横跨亚、欧、美三大洲	23
图 46: FY24 阿里巴巴国际零售收入实现 1026 亿元	24
图 47: 阿里加大国际业务投入.....	24
图 48: 速卖通具备单价优势	25
图 49: Choice 商品打造专属页面与醒目标签.....	25
图 50: 全托管与半托管模式差异	25
图 51: 主流跨境电商平台半托管模式对比	25
图 52: 阿里系多款产品下载拉新表现亮眼	26
图 53: Trendyol 总体订单逐年增长.....	26
图 54: 主要的履约费用来自于国际运输+尾程配送	27
图 55: 菜鸟全球智慧物流网络与阿里国际数字商业集团协同增效.....	27
图 56: 中国公共云 IaaS 市场规模破 2 千亿.....	27
图 57: 中国公共云 PaaS 市场增长潜力大	27
图 58: 23H2 阿里位列中国公共云 IaaS 市场第一	28
图 59: 23H2 阿里云位列中国公共云 PaaS 市场第一.....	28
图 60: 阿里云已历经十余年发展	28

图 61: 公司云业务收入持续增长	29
图 62: FY24 云业务经调整 EBITA 达 61.21 亿元.....	29
图 63: 阿里云技术能力居于全国领先地位	29
图 64: 阿里云在混合云领域技术领先	29
图 65: 阿里云在 11 项指标中获得 6 项满分	29
图 66: 泛互联网是云主要应用领域.....	31
图 67: 非互联网行业渗透率增长空间大.....	31
图 68: 2023 年来阿里巴巴投资五大大模型相关公司.....	32
图 69: 通义千问领跑中文大模型	32
图 70: 23 年 AI 公有云预计超百亿.....	32
图 71: 阿里云位于 AI 公有云前二	32
图 72: 通义大模型赋能“小爱同学”	33
图 73: 西部机场与阿里云合作打造 AI 助理“小西”	33
表 1: 2022 年各国各消费品类线上化率对比 (%)	21
表 2: 各地区电商零售市占率 Top5	22
表 3: 中国出海平台快速布局全球市场.....	23
表 4: 近年来阿里云产品和服务降价措施	30
表 5: 近年来云平台价格对比.....	31
表 6: 阿里巴巴营业收入预测.....	34
表 7: 阿里巴巴 EBITA 预测.....	35
表 8: 阿里巴巴 SOTP 估值表	37
表 9: 阿里巴巴可比公司.....	37

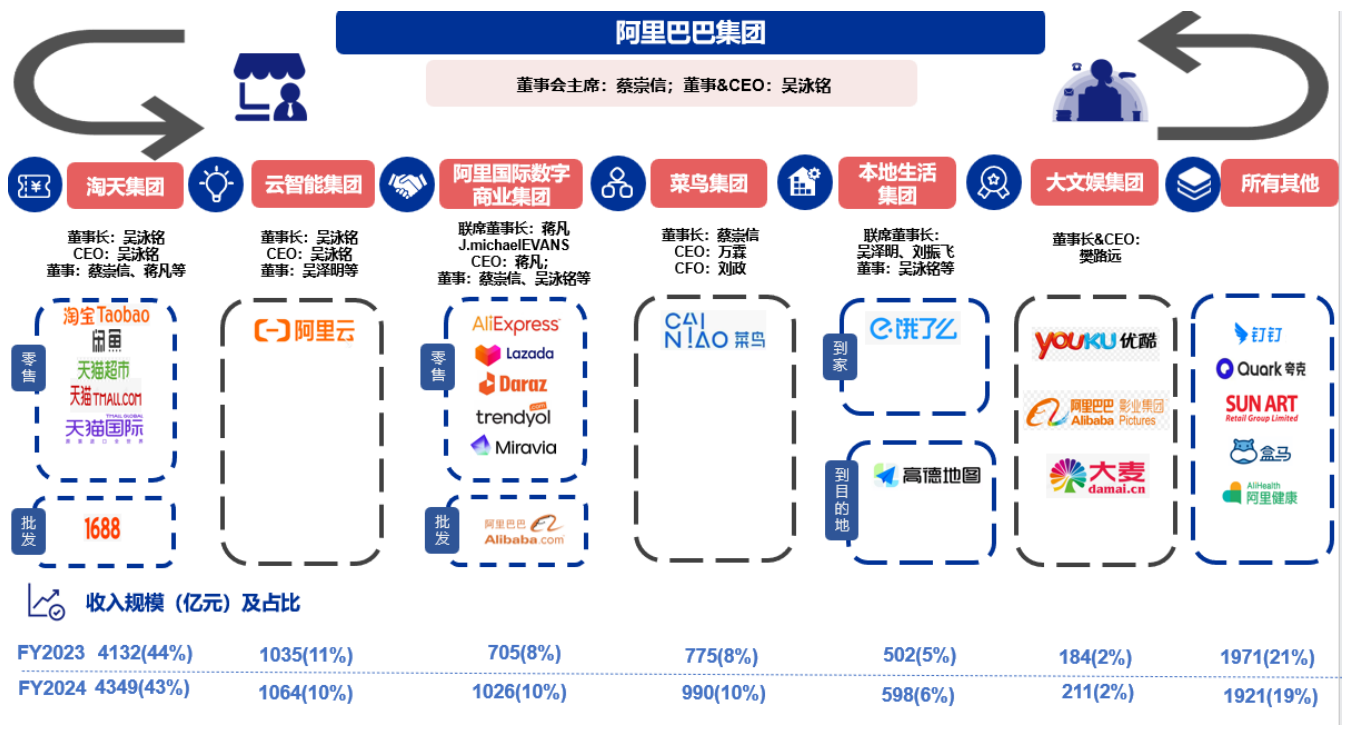
1. 组织架构调整，电商和云列为最高优先级

1.1 组织架构再升级，战略聚焦淘天+AIDC+云

阿里确立“用户为先，AI 驱动”战略，构造以电商和云为核心的生态系统。经历系列商业模式的探索与升级，阿里巴巴围绕电商核心业务，以云智能等尖端数字技术为支撑，构建起囊括物流、本地服务、通讯搜索和数字娱乐等在内的庞大互联网生态系统，长期跻身全球最大的零售数字经济体。24 年公司确立“用户为先，AI 驱动”战略，以用户为第一优先级调整业务经营策略，AI 成为业务长期加速增长的核心变量。两大核心战略将在未来继续指引阿里构造生态网络，支撑阿里各业务战略布局和发展。

围绕战略聚焦，组织结构再升级。服务于集团整体战略调整，阿里 23 年积极实施组织结构调整，分拆六大集团和其他业务完成后，新一任领导班子及组织框架成型，由蔡崇信担任阿里巴巴集团董事会主席、菜鸟集团董事长，吴泳铭担任阿里巴巴集团董事兼 CEO、淘天董事长兼 CEO、云智能集团董事长兼 CEO，蒋凡担任国际数字商业集团董事长兼 CEO。随着各集团业务模型汇拢，公司将更加关注电商和云两大核心业务，提高集团决策灵活性和清晰度，促进业务创新，其他业务部门发挥协同效应，更好地服务于集团战略目标，响应行业价值需求。

图 1：阿里巴巴生态网络和核心团队确立



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：占比计算使用分部收入加总，未扣除分部间抵消和未分摊

重心聚焦淘天+AIDC+云计算三大核心业务，强调用户体验提升和核心业务市场份额增长。围绕“用户优先”和“AI 促增长”两条关键路径，公司精简非核心业务资产，秉持长期主义，资源集中投入核心业务，着重建设消费、云计算和全球化的战略能力。淘天集团以吴泳铭为管理核心，定位“万能的淘宝”，繁荣平台中小商家供给，积极创建电商 AI 应用，从优质的用户体验出发，支持淘天重拾下一个增长周期。云智能集团将聚焦资源加

大公共云产品供应, 扩大公共云客户服务外延规模, 提升运营效率, 同时加大 AI 技术投入, 储备 AI 高速发展下的增量业务需求。国际数字商业业务上, 公司协同数字化的全球供应链, 发展欧洲等主要战略市场, 优化资产配置, 提升地区本地化能力, 打造持久竞争力。

图 2: 重心聚焦淘天+ AIDC+ 云计算三大核心业务

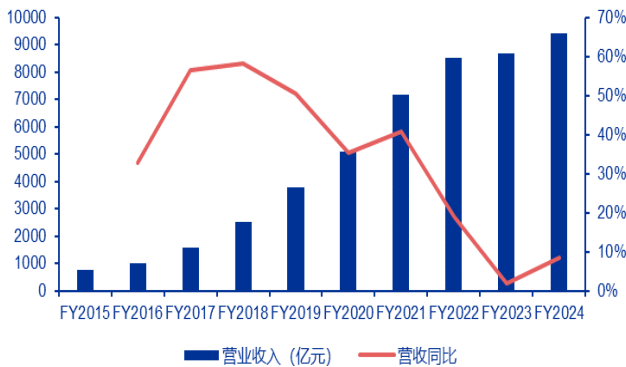


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1.2 奔向万亿时代, 秉持长期主义加大投入

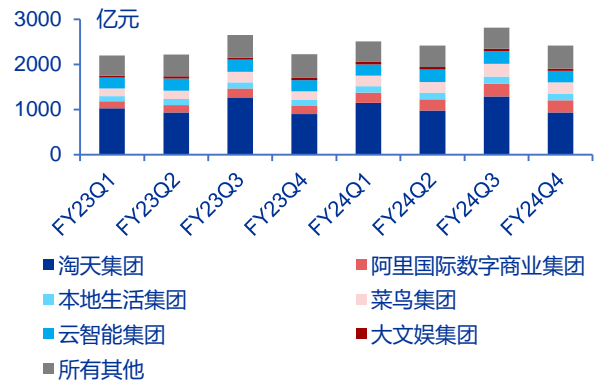
营收体量接近万亿水平, 电商+云业务是阿里主要收入来源。据公司公告, FY2024 公司实现营收 9412 亿元, 同比增长 8%, FY2019-2024 年营收复合增速为 20.1%, 营收规模保持较快增长的态势。FY24Q4 实现营收 2219 亿元, 同比增长 7%, 增速同比与环比皆回升, 迈入良性增长轨道。核心国内电商板块持续带来稳定的收入贡献, FY2024 淘天集团营收达 4349 亿元, 合计占总营收 (扣除未分摊及分部抵消) 比例为 46%。阿里国际数字商业集团、云智能、菜鸟等业务不断拓宽集团营收来源, 分别从 2019 年 277/247/149 亿元复合增长 30%/34%/46% 达 1026/1064/990 亿元, 作为阿里生态的重要潜力业务, 预计将成为阿里未来收入重要增长引擎。

图 3: FY2019-2024 年公司营收复合增速为 20.1%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 淘天、国际数字商业及云智能业务为收入核心

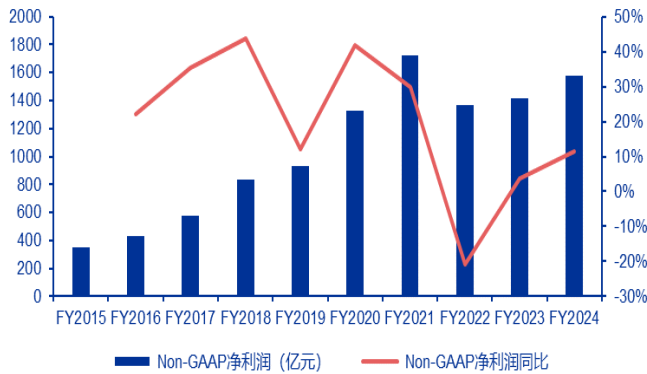


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

Non-GAAP 净利润达 1575 亿元, 淘天集团为盈利支柱。 据公司公告, FY24 集团实现经调整 EBITA 为 1650.28 亿元 (扣除未分摊及分部抵消), 同比增加 12%, Non-GAAP 净利润为 亿元, 同比+%, FY- 年 Non-GAAP 净利润复合增速为 %。

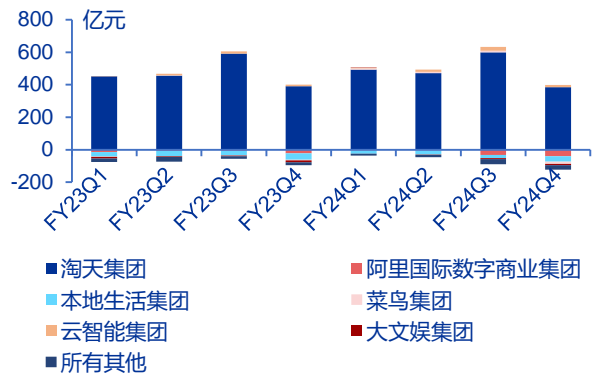
其中 FY2022 Non-GAAP 净利润同比下降 20.70%，主要系公司对淘特和淘菜菜的投入增加，持续布局配送中心与仓库网络的建设。近年来公司相应投入稳步可控，非核心业务逐步减亏，盈利水平不断提升。其中，淘天为阿里生态体系中的利润主要驱动，FY24 实现调整后 EBITA 1948 亿元，同比增长 3%，EBITA 利润率达 45%。云智能集团为公司第二大盈利业务，FY24 实现经调整 EBTIA 利润为 61.21 亿元，预计随着商业化能力及规模效应提升，盈利质量及规模将进一步提高。国际数字商业集团仍处于初期积累阶段，前期投资需求高，近年亏损提升，FY24 经调整 EBITA 亏损达 80 亿元。

图 5: FY2019-2024 年公司 Non-GAAP 净利润复合增速为 11%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

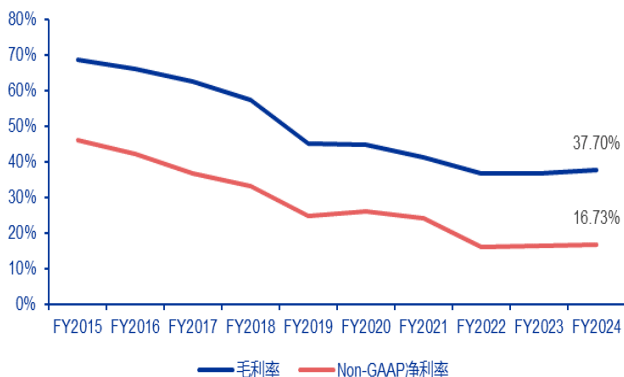
图 6: 淘天为阿里生态体系主要 EBITA 利润贡献



资料来源：公司公告，申万宏源研究；

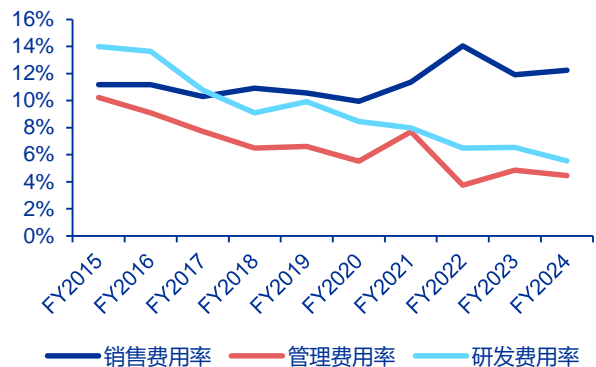
费用率整体可控。据公司公告，FY23 前毛利率由于业务拓展带来的下降趋势减缓，FY24 达 38%，同比增长 1pct。费用率方面，公司管理及研发费用率基本保持稳步下降的态势，其中 FY2021 与 2022 年销售管理费率上升，主因公司加大对新业务投入和拓展力度。公司近年研发费用率虽呈下降趋势，但公司保持较高的研发投入提升平台科技竞争力，近四年的研发投入均在 500 亿元以上。FY2024 费用率整体控制良好，与同业公司相比，公司营销费用率保持在较低区间运行。

图 7: FY2022 年以来毛利率、Non-GAAP 净利率企稳



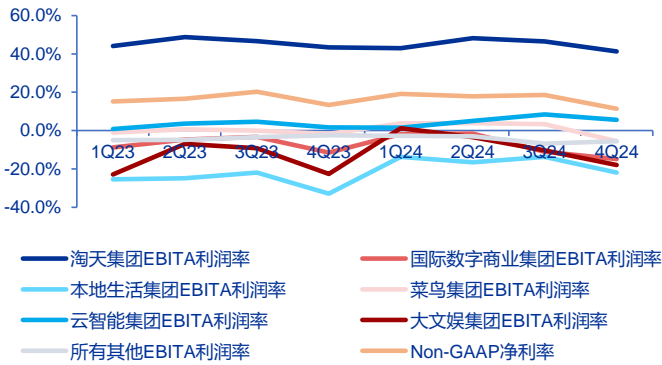
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8: 公司期间费用率得到有效控制



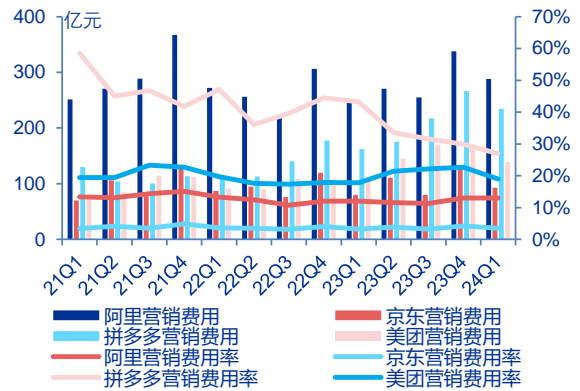
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9: FY24 阿里 Non-GAAP 净利率达 16%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 10: 营销费率保持在较低区间运行

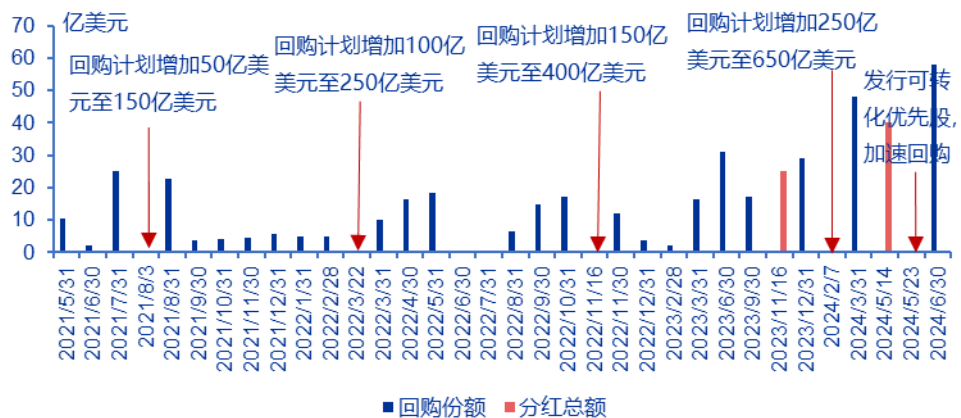


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1.3 回购分红规模持续扩大, 香港双重主要上市推进

公司积极回购分红提升股东回报, 预计 8 月完成香港主要上市转换。据公司公告, 截至 FY24, 公司共回购 12.49 亿股普通股, 总额达 125 亿美元, 流通股净减少 5.1%。24 财年公司派发年度定期现金股息 0.125 美元/普通股, 一次性特别现金股息 0.0825 美元/普通股, 股息总额约 40 亿美元。同时公司宣布香港双重主要上市持续推进, 预计 2024 年 8 月底将完成转换。24 年 2 月 7 日公司宣布回购额度增加 250 亿美金, 上调规模后预计未来三年有 353 亿美元回购额度。5 月 23 日公司宣布发行可转债, 用以股票回购、业务扩展及资本结构优化等, 借此在市场估值洼地实现低成本美元融资, 进一步支撑股票回购, 提升每股收益, 最终实现股东利益最大化。24Q2 公司回购 6.13 亿股, 共计 58 亿美元, 环比增加 10 亿美元, 截至 27 年 3 月公司仍有 261 亿美元回购额度。

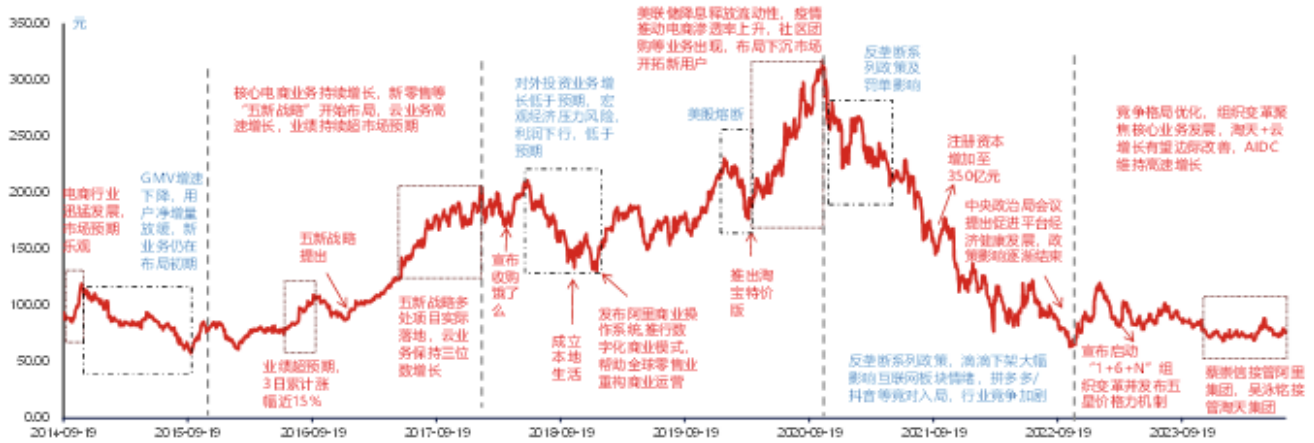
图 11: 阿里巴巴持续加码回购



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

股价复盘: 战略及主业经营表现是重要影响因素。复盘阿里上市以来的股价变化, 电商主业经营表现, 集团新战略带动增长潜力预期变化, 是重要影响因素。2014 年 9 月上市 -2014 年底电商主业增长超预期、2016.2-2018.06 核心业务持续增长、新零售战略布局、云业务高速增长提升市场预期、2020.03-2020.10 电商渗透率提升, 市场流动性改善、2024.5 至今云+电商核心主业重燃增长动力, 竞争格局边际改善。外部竞争格局强度或外部环境不确定性提升为影响短期股价波动的原因之一。

图 12: 阿里股价复盘



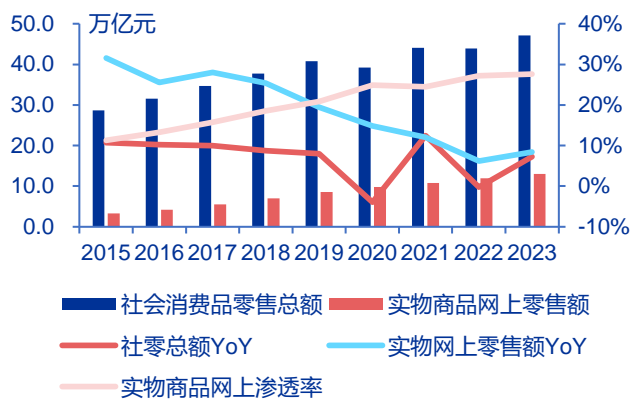
资料来源：公司公告，Wind，电商报，澎湃新闻，界面新闻，申万宏源研究

2. 淘天：阿里核心资产，用户体验全面升维

2.1 渗透率预计仍有提升空间，行业竞争趋于良性

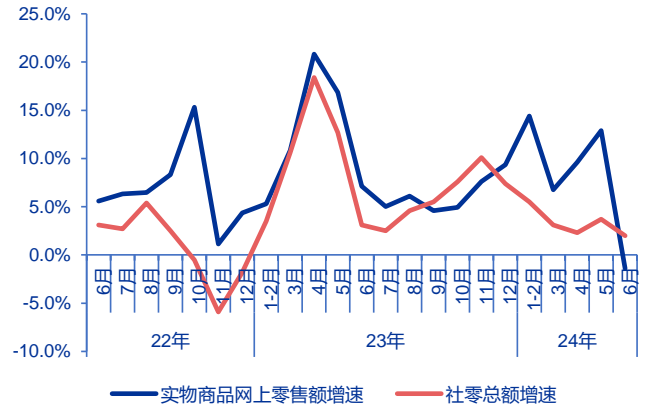
线上消费活力持续，渗透率稳步提升。据国家统计局，2015-2023 年，实物商品网上零售额从 3.2 万亿元增长至 13 万亿元，复合增速达 19%，线上消费规模持续扩大。实物商品网上消费渗透力不断加强，从 2015 年的 11.3% 提升至 2023 年的 27.6%，但随着互联网用户流量红利消退，2020 至 2023 年间渗透率提升速率逐渐放缓。24 年 H1 实物商品网上零售额为 5.96 万亿元，同比增长 8.8%，线上渗透率 25.3%，同比提升 1.2pct，同期社零总额增速达 3.7%，线上消费的动力表现优异。

图 13: 2023 年实物商品网上零售额增速达 8.4%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 14: 线上消费动力强于线下

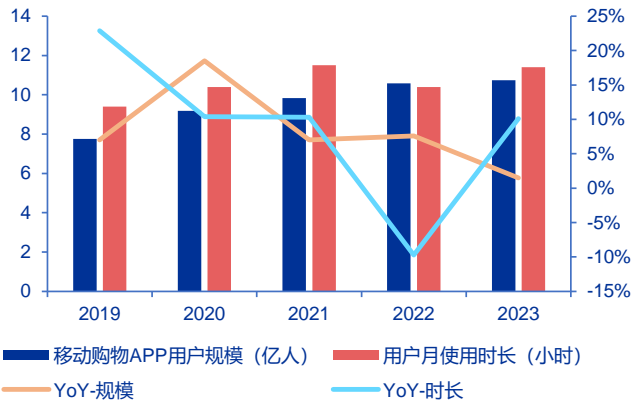


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

电商已从上半场对流量转化效率竞争，过渡到下半场注重服务用户体验，存量用户培育重要性明显提升。据 QuestMobile，2023 年 12 月移动购物行业 APP 用户规模达 10.74 亿人，占中国移动互联网用户比例达 % ，电商用户渗透基本完成，同比增长由 年

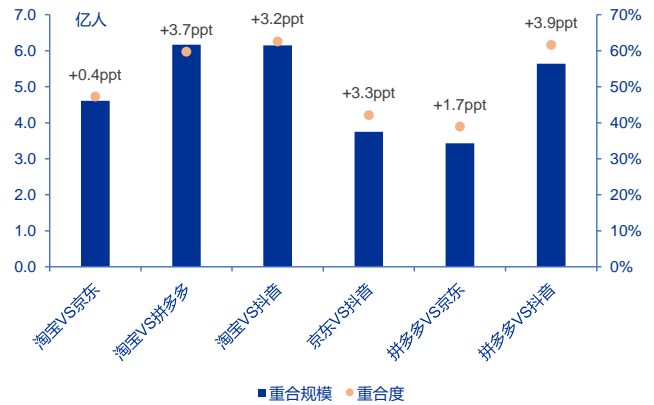
同期的 7.6% 下降至 1.5%，电商平台进入存量博弈阶段。同时重合用户渗透逐渐加深，公域流量获取成本不断加大，据麦肯锡，2019 年后品牌线上新客获客成本增加约 20%。但对比来看，据 QuestMobile，用户使用时长持续增长，2023 年月均使用时长达 11.4 小时，同比增长 10.1%，我们预计存量用户促活、现有流量粘性及购频提升将成为平台用户运营重要方向。

图 15: 购物 APP 用户使用时长增长



资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究

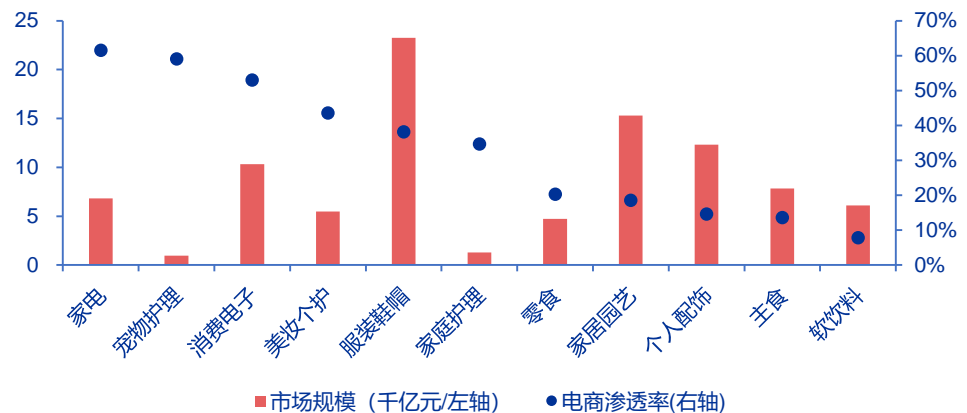
图 16: 电商平台用户重合度进一步提升



资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究; 注数据标签值为重合度同比提升幅度

品类线上渗透具有层次性，低渗透品类为电商行业增长留有空间。据国家统计局，2023 实物商品零售额渗透率提升至 27.6%。分品类来看，据欧睿数据库，以消费电子、家电为代表的标准品线上化率程度高，渗透率超过 50%，美妆个护、服装鞋帽、家庭护理等品类渗透率集中在 30%-40% 的区间，服装鞋帽是主要消费品类中规模最大市场，随着线上化趋势进一步延续，仍具提升空间。个人配饰、食品饮料等品类电商渗透率仍然较低（小于 20%），我们预计黄金珠宝、生鲜等线上消费心智低，以及新兴消费品等潜力品类加速抢占线上流量，提高线上运营布局，电商行业品类渗透中长期仍有提升空间。

图 17: 品类渗透存在差异

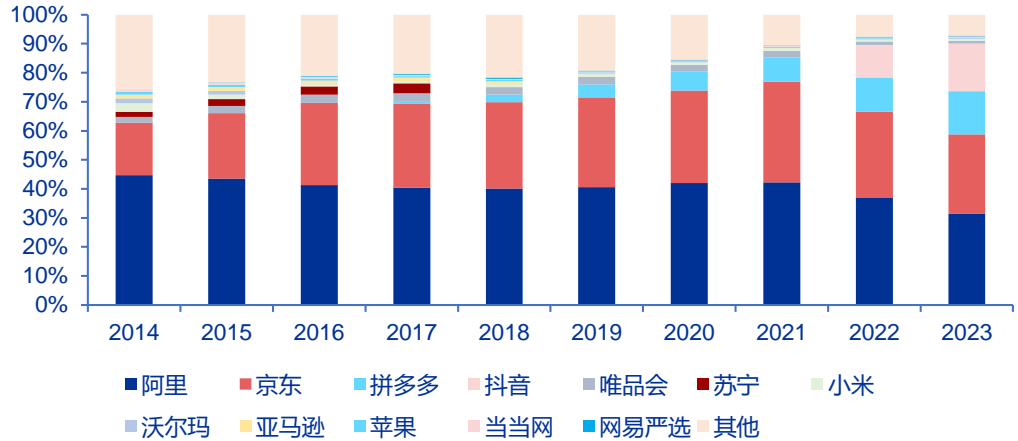


资料来源: 欧睿数据库, 申万宏源研究

过去传统电商平台市场份额下降，未来阿里市场份额预计将趋于稳定。2020-2023 年短视频平台凭借内容消费的触达能力增长迅猛，拼多多以低价心智契合当前消费需求，吸引大量寻求高性价比用户，具备先发优势的传统电商平台仍占据市场主导地位，但度过成长爆发期及新兴平台快速增长，市场份额降低。据欧睿数据库，2023 年阿里巴巴/京东/抖

音/拼多多市场份额达 31.4%/27.4%/16.4%/14.8%，同比-5.6pct/-2.1pct/+5.1pct/+3.0pct。我们认为，当前直播电商逐渐走出流量红利期，头部达人带货能力下滑，电商行业整体竞争强度趋缓，以淘天为先的传统电商平台长期用户购买心智稳固，全品类供给体系完善，主场货架场景护城河深，预计市场份额将趋于稳定，实现逐步稳固。

图 18: 2023 年阿里市场份额达 31.4%



资料来源：欧睿数据库，申万宏源研究

2.2 回归用户价值轨道，围绕价格力和体验持续投入

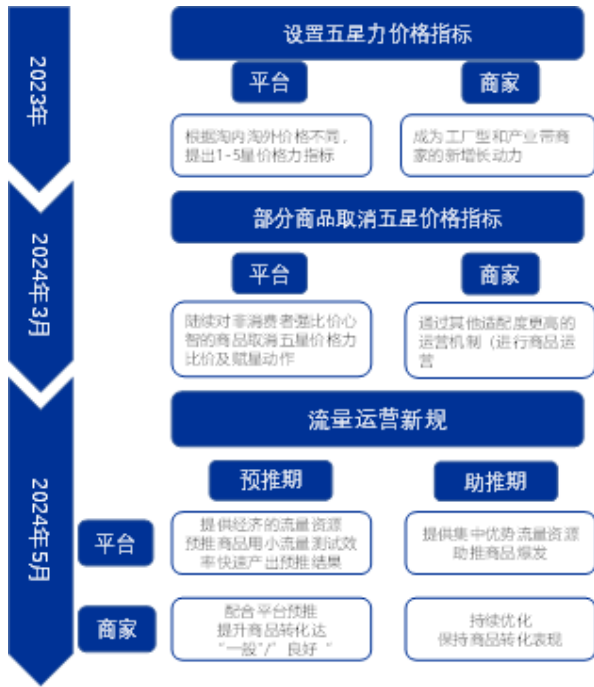
用户已成为电商平台的核心资产，淘天集团 23 年以来坚定推动 C 端视角转化，以用户需求为导向，从好价、好服务等体验维度实现用户价值增强竞争力，进而形成更多活跃用户留存-更丰富商家生态-更具有吸引力商品供给，更坚实的商业化变现基础-更多活跃用户留存的正向循环。

弱化全品类绝对低价，但注重给予消费者好价体验。在当前市场环境下，以质量为基础的性价比消费需求成为业界广泛共识，性价比逐渐成为行业增长的核心变量，对电商平台战略定位和市场竞争能力产生决定性影响。据干牛，24 年 3 月淘宝升级价格力机制，为适配不同类型商品运营机制，部分非消费者强比价心智的商品取消五星价格力比价。但淘天并非完全抛弃好价体验，平台同步引入 1688 入淘完善白牌商品供应，加大百亿补贴计划投入，维持品牌商品领域性价比竞争力。

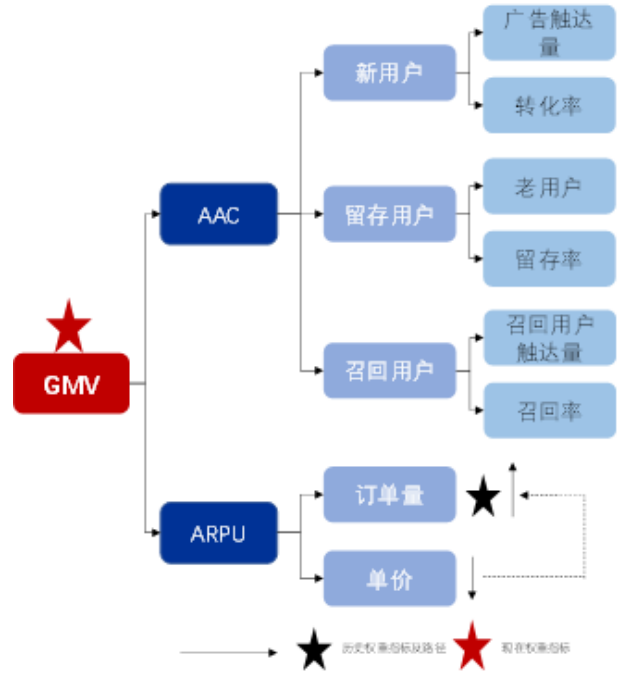
调整核心流量分配，以 GMV 为第一目标。平台 GMV 决定因素为年度活跃消费者 AAC 和单人消费金额 ARPU ($GMV = AAC * ARPU$)。落脚到流量分配通常有两种逻辑，一种侧重以低价吸引用户成交，推高订单量，另一种则以 GMV 为核心指标，评估角度更多元，除了单价还会综合其他用户指标。在淘天实施低价策略期间，平台转变流量分发逻辑，以订单量为首要参考指标，最终淘天交易买家数和订单量的增加部分被平均订单金额的下降抵消。24 年 6 月淘天重新调整算法逻辑，回归以 GMV 为第一目标。我们认为淘天回归 GMV 为核心流量分配权重后，将不再单纯追求低价带来的订单量，注重发挥淘天长期积累的品牌及服务心智，进一步平衡低价与品质，做好用户服务。

图 19: 淘天升级流量机制

图 20: 以 GMV 为第一 KPI



资料来源: 千牛, 申万宏源研究



资料来源: 36 氪, 申万宏源研究

平台回归消费者价值, 店铺流量规则明确增加体验分。自 23 年 12 月起淘宝先后推出了仅退款政策、新疆地区包邮服务、先用后付、店铺体验评分系统升级等一系列运营端的优化措施。24 年 3 月, 淘宝取消沿用近 10 年的 DSR 店铺指数评分体系, 升级推出 PXI 指数, 增加发货、无货、物流等购物场景的精细化服务指标考察。高分商家将获得流量奖励, 并给予仅退款、申诉等更多售后服务自主处置权, 以量化的服务体验分引导店铺及商品流量, 进一步提升用户留存和粘性。

图 21: 上线 PXI 指数

场景	指标定义
商品差评	统计周期内, 商品描述相符打分为1星或2星的订单量
延迟发货	统计周期内, 未在发货时效要求内发出的订单量
缺货	统计周期内, 超过发货时效要求72H仍未发出的订单量
物流差评	统计周期内, 物流服务打分为1星或2星的订单量
非主观原因退款	统计周期内, 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	统计周期内, 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: 千牛, 申万宏源研究

图 22: 多措并举优化体验

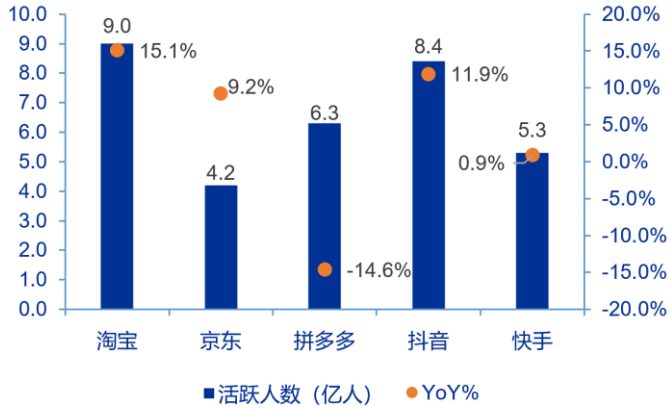


资料来源: 阿里巴巴官网, 申万宏源研究

用户回流, 消费者粘性及其活跃度提升。阿里多维度升级用户体验后, 淘宝平台流量加速回流, 存量用户促活效果明显。据易观千帆数据, 2024 年 1 月, 淘宝/京东/拼多多/抖音 / 快手 活跃人数分别为 9.0/4.2/6.3/8.4/5.3 亿人, YoY+.%/+.%/-.%/+.%/+.% , 淘宝/京东/拼多多/抖音/快手平台活跃用

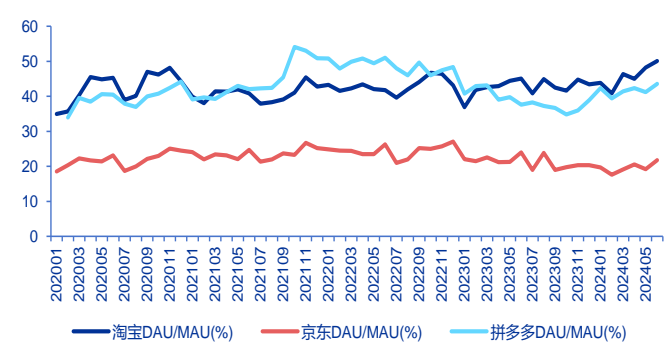
户平均使用时长分别 YoY+32.5%/+13.7%/+15.0%/-8.8%/-3.8%，淘宝 MAU 及用户粘性增速优势明显。24 年 3 月，淘宝 MAU 进一步增长至 9.1 亿人，领先京东/拼多多/抖音/快手的 4.5/6.9/8.4/5.5 亿人，淘宝活跃用户的增长态势得到延续。据阿里妈妈，618 期间，淘宝人均购买天数同比提升 8%，人均购买件数同比提升 13%，客单价同比提升 17.8%。

图 23: 24 年 1 月淘宝 MAU 达 9 亿人



资料来源: 易观千帆, 申万宏源研究

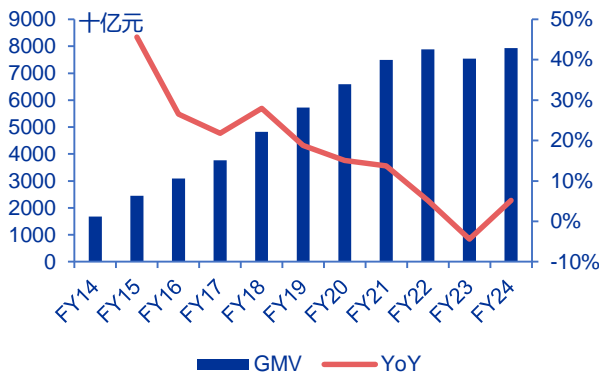
图 24: 淘宝用户粘性进一步提升



资料来源: 久谦中台, 申万宏源研究

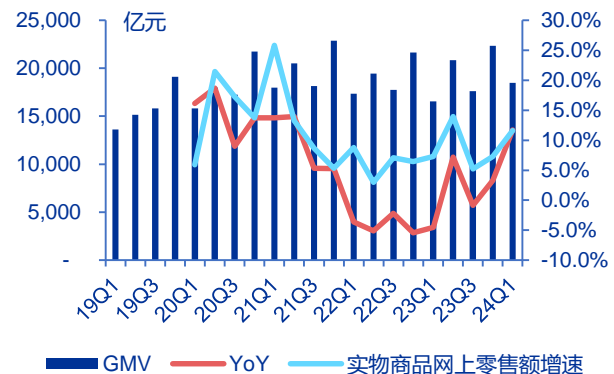
外部竞争环境改善, 内部投入用户体验, 为 GMV 大盘重回持续增长增添砝码。过去线上获客红利逐渐褪去的形势下, 淘天 GMV 增速也逐渐放缓, 从 FY2015 的 46% 下降至个位数平均中枢。24 年来外部直播电商竞争冲击减弱, 淘天集团用户为先战略逐步落地实施, 全面升级供应链和服务体系, 用户活跃及购买频次提升 ARPU 及 ACC 表现, 驱动线上 GMV 重拾双位数增长, 与实物商品网上零售额增速差距缩窄。据易观数据, 2024 年 618 全周期成交额同比增长 13.6%, 其中淘天/京东/拼多多/抖音/快手同比增长 12%/5.7%/17.7%/26.2%/16.1%, 淘天等传统电商平台经营生态进一步修复。我们认为淘系长期的品牌商家及用户购物心智积累深厚, 未来有望进一步巩固用户活跃度及消费频次, 拉升 GMV 增速, 实现持续优于行业平均的水平。

图 25: FY24 阿里 GMV 增速达中个位数



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 26: 23Q4 以来淘天 GMV 增速回升



资料来源: 公司公告, 国家统计局, 申万宏源研究

在市场转向存量竞争, 用户对体验和服务要求持续提升的新环境中, 会员业务成为强化“以用户为中心”策略的重要路径。淘宝通过 88VIP 培养优质客群忠诚度, 锁定高消费客户。付费会员运营的核心在于高认知度及高价值感。高认知度方面, 阿里根据淘气值 1000 分划分普通会员和超级会员, 88 元的超级 88vip 会员设定一定的准入门槛, 给予消费者高度的付费会员认知。高价值感方面, 当下互联网应用生态众多, 各 APP 会员体系松散, 跨

生态体系应用难度高。阿里基于全面应用生态体系布局的优势基因，平台打通外卖、旅行、音乐、视频和电商等多个领域资源，解决用户繁琐注册及充值的痛点，带给会员人群覆盖全生活维度的服务感知。通过高认知度及高价值感的双重满足，淘宝将进一步沉淀高质量的忠诚用户，延长用户在阿里生态体系的流转时间，增强用户竞争力，实现长期稳定增长。

图 27: 88vip 开通标准



资料来源：淘宝，申万宏源研究

图 28: 88VIP 会员权益吃玩听看买一卡通



资料来源：淘宝，申万宏源研究

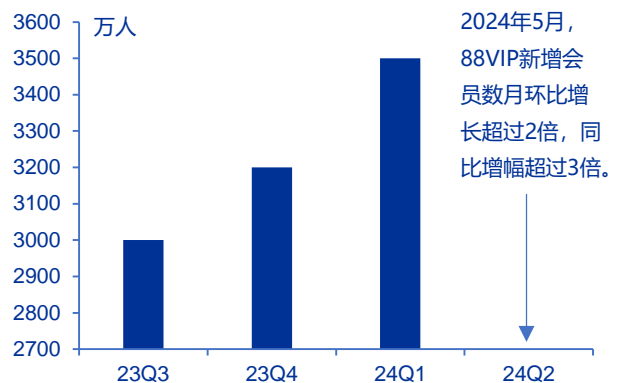
88vip 权益持续迭代升级，强调消费者“尊享”体验，推动会员用户高速增长。据公司公告、36 氪及晚点 Latepost，23 年 10 月淘宝新增购物卡和全能卡，构建多样化会员产品体系，满足不同人群核心需求。经过长时间的测试迭代，24 年 4 月阿里巴巴 88VIP 会员权益再升级，电商权益扩展至 1000 个精选品牌全店 95 折，引入无限次退货运费服务。会员权益的持续进化，不断加强会员的雪球积累效应，推动 24Q1 淘宝 88VIP 会员数超 3500 万，618 期间拉新速率进一步提高。淘天聚焦核心高质量用户群体，通过会员体系的优化和权益迭代，直接提升存量会员忠诚度，促进沉淀流量在平台内部形成二次流转，同时锁定庞大的摇摆用户，提高新会员的尝试兴趣和吸引力，有助于平台以会员权益为撬动杠杆，释放高活跃消费者的 ARPU 潜力，拉升流量转化率。

图 29: 88VIP 会员权益持续迭代升级



资料来源：36 氪、什么值得买，申万宏源研究

图 30: 88VIP 会员快速增长



资料来源：公司公告，36 氪，申万宏源研究

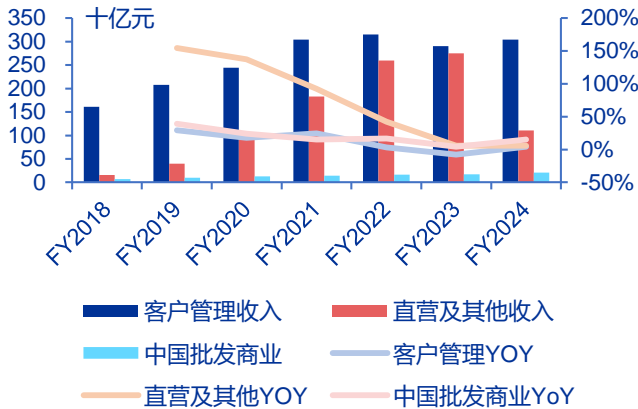
2.3 积极引新完善生态，打造全站推广新引擎

淘天集团零售商业收入 7 成来源于客户管理收入，3 成来源于直营及其他收入。淘天集团收入中以淘宝天猫为主的零售平台长期占据主导地位，FY24 公司中国零售商业实现收入 4144 亿元，同比增长 5%，占淘天集团收入份额达 95%。中国零售商业业务收入约 7

成来自于客户管理服务，FY24 客户管理收入实现 3040 亿元，同比增长 4%，占中国零售商业收入比例达 73%，直营及其他则主要来自于天猫超市和天猫国际的商品销售收入，增速近年维持在个位数。

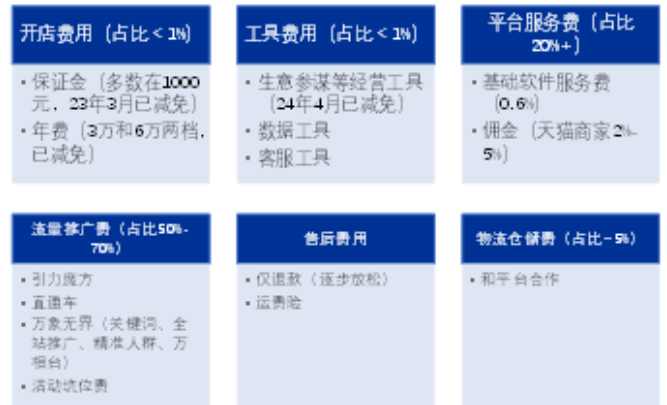
广告收入及交易佣金是客户管理收入的关键。佣金收入主要由天猫 GMV 规模和佣金费率驱动，而淘宝商户不缴纳年费和佣金。据晚点 latepost，24 年 7 月淘天将开始收取基础软件服务费，费率为每笔订单确认成交金额的 0.6%，提高平台服务收入。但在当下以淘宝作为中小商家主要承接通道，天猫品牌商家布局完善的背景下，预计佣金增量相对有限。广告收入方面，淘宝和天猫通过提供直通车、淘宝客等各类营销产品，以点击次数、千次展示、展示时间三种方式向商家收取营销费用，在商家主要经营成本结构中占比能达到 50%-70%。当前平台积极引入中小商家增厚供给基本盘，随着全站推广新广告工具起量，预计广告收入未来仍是平台收入增长的核心驱动力，淘宝中小商家的流量竞价将是其中的重要增量。

图 31：客户管理收入是淘天集团核心收入来源



资料来源：阿里妈妈，申万宏源研究；注：公司 FY23Q2 发生统计口径变化，FY24 为新口径统计数据

图 32：淘天商家费用结构

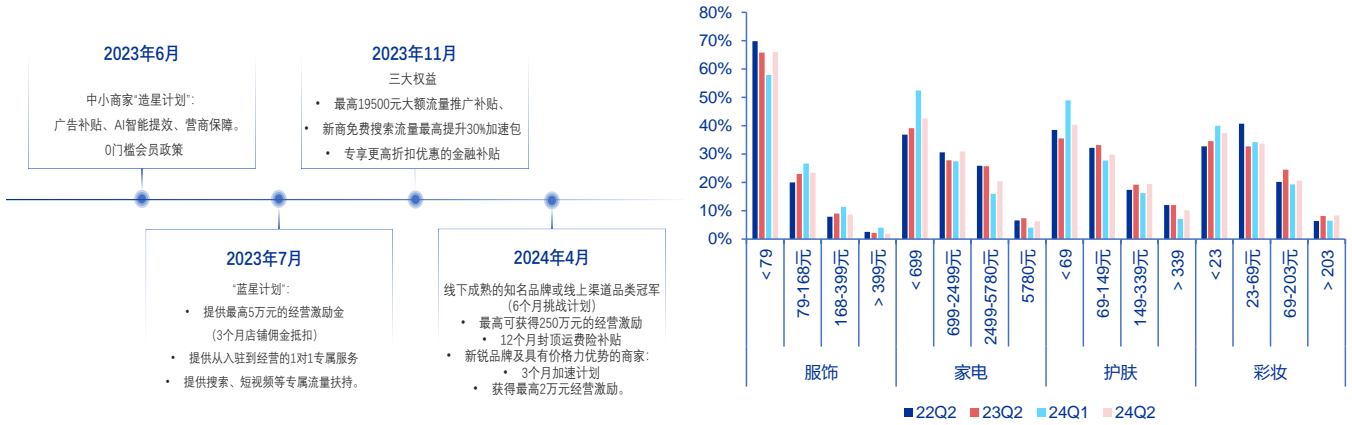


资料来源：公司公告，晚点 latepost，申万宏源研究

供给优化第一步，积极引入中小商家，完善平台生态体系。自 23 年 6 月天猫提出的“造星计划”、24 年 1 月升级淘工厂，启动面向产业带厂商的新品佣金激励计划，以及 24 年 3 月引 1688 商家入淘，淘天集团对于中小商户的激励举措多项并行持续发力，商家集聚效果显著。据公司公告，在各项激励计划影响下，2023 年天猫新商家入驻数量同比增长 70%，2024 年第一季度新商家入驻量同比增长 60%。据久谦中台，天猫彩妆、家电、护肤等品类低价格带销量占比提升，价格中枢小幅下移。我们认为，平台中小商家和生态结构水平进一步提升，活跃商户数快速增长，预计将为前台流量、销售规模、商业变现的长期提升积蓄动能。

图 33：淘天陆续推出中小商家扶持举措

图 34：天猫核心品类低价格带占比提升



资料来源：阿里妈妈，申万宏源研究

资料来源：久谦中台，申万宏源研究

全站推广采用付免联动新机制，以商业化流量撬动自然流量，打开商家可触达流量空间。区别于过往普通推广产品主要面向商业流量池，全站推广正式打通淘系自然和付费流量池壁垒，全面接入淘系搜索、推荐资源位、购中购后信息流以及沉浸式全屏信息。商家将获取在全局流量竞价中的关键词暴露机会，提高更多商家投放引流意愿，间接撬动付费和自然流量的收费提升。

确定性交付全站 ROI，提升触及流量的精准性，给予商家投流成本和效果的最优解。借力阿里妈妈全新大模型技术 LMA 的底层能力，加上淘系长期的流量基本盘，全站推广会预估 ROI、预算及可撬动商品规模，简化复杂的竞价和运营流程，衡量全域流量投产比，减少自然流量波动带来的经营风险。

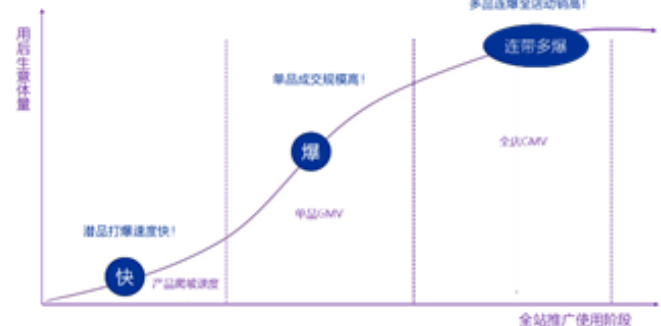
降低投流门槛，给予不同商家产品成长路径，进一步提升连带及全店动销。据阿里妈妈，全站推广预计注重给予商家确定性增长通路，帮助不同层级商家实现流量经营，满足不同类型、不同行业商家的个性化需求。面对品牌型商家，全站推广将活用其优质品牌资产积累，助力新品触达及用户积累。转化强劲的工业型商家供应链，补充其用户承接能力。简化白牌中小商家运营难度，仅需设定预算及预期即可完成流量投放。

图 35: 以商业化流量撬动免费流量



资料来源：阿里妈妈，申万宏源研究

图 36: 加速货品销量增长

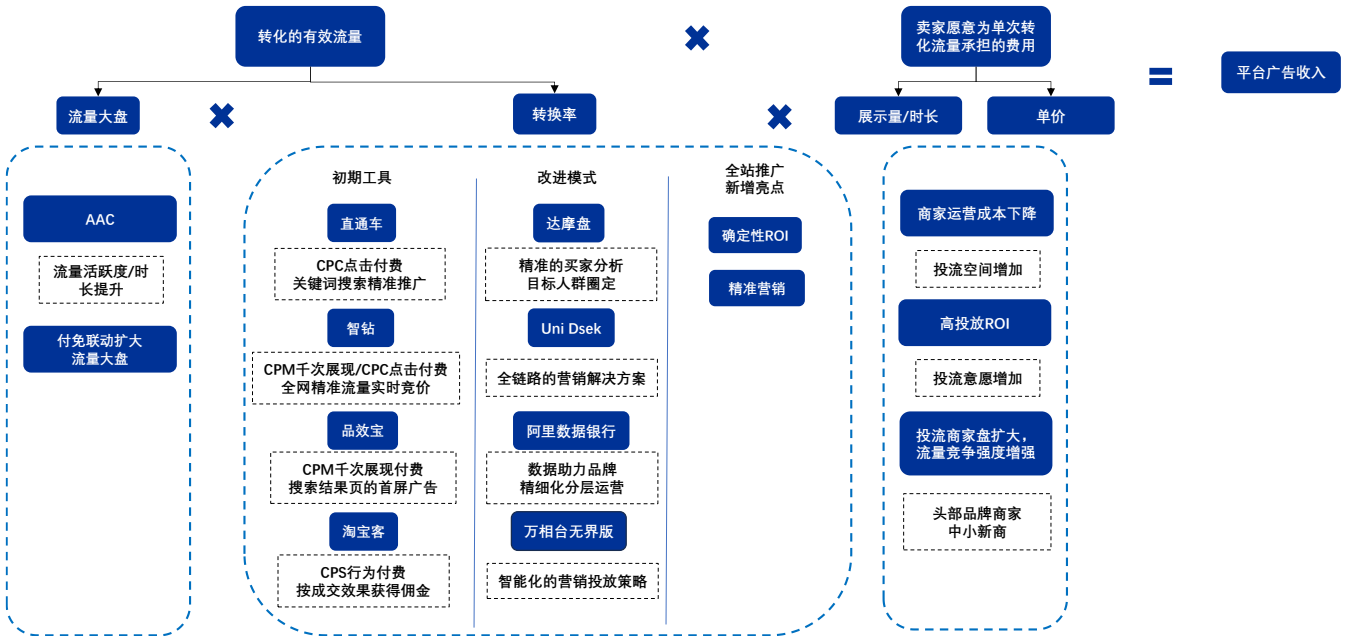


资料来源：阿里妈妈，申万宏源研究

全站推广推动转化率和商家为流量付费意愿的提升，有望成为广告收入新引擎。广告收入作为 CMR 增长的主要驱动力，其主要决定因素为有效转化流量和卖家愿意为流量承担的费用。首先在流量博弈的时代，全站推广与原有产品深度协同，确定性交付 ROI 将营销精准推送目标消费者，推高转换率，付免联动扩大流量流通盘。据晚点 latepost，全站推广

将帮助头部/中腰部/新商家 ROI 提升 5%-8%/12%-15%/35%，GMV 和转化率提升超 10%。同时，全站推广降低投放门槛，提升投放效率，增加曝光转化，有助于进一步激活商家投放买量意愿。据晚点 latepost，全站推广内测商家获取高效投流效果的同时，广告支出减少 5%-10%，降本增效的效果显著，有望推动更多商家加入付费推流的圈子中。

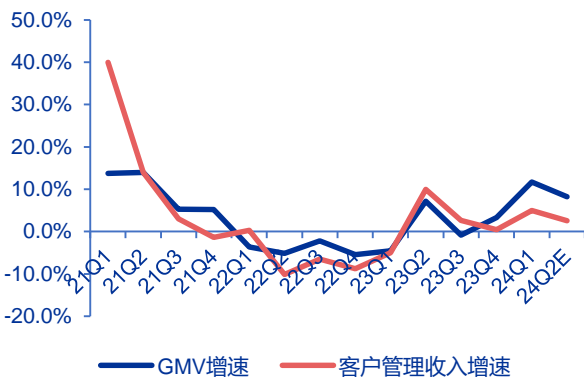
图 37：全站推广提升广告收入



资料来源：阿里妈妈，申万宏源研究

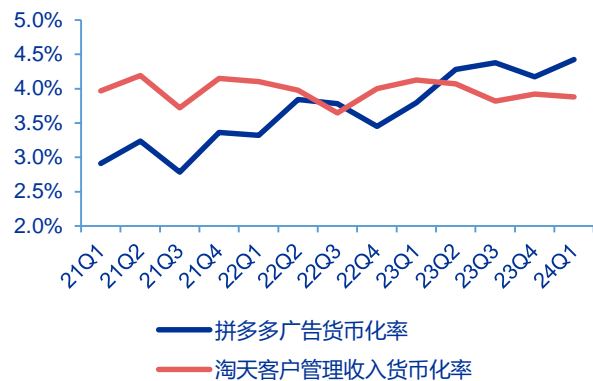
生态体系繁荣，全站推广助力，预计货币化率具备提升空间。目前淘天用户及商户持续回流驱动 GMV 增速回升，相对应客户管理收入增速处于中个位数区间，我们认为现阶段 GMV 与 CMR 差值主要来源于：1) 淘宝端中小商家新增带来 GMV 增长，但不支付佣金；2) 天猫卖家相较于淘宝商家通常能承受更高的流量推广费用，导致 GMV 增长高于 CMR 增长。参考 22Q2 拼多多上线全站推广后，主站广告货币化率从 22Q1 的 3.3% 提升至 24Q1 的 4.4%，商业化开始走上快车道。随着阿里全量上线全站推广，提高中小商家付费意愿和渗透率，有望支撑货币化率提升，开启淘宝商家商业化收入的新一轮增长引擎。

图 38：GMV 与 GMR 增速差距扩大



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 39：阿里货币化率具备提升空间



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4 AI 技术升级，拥抱科技赋能

凭借其天然的互联网属性，淘天零售平台成为 AI 技术广泛应用的理想领域，集团从前端到后端高效利用并最大化 AI 技术的价值，推动运营效率、供应链管理和消费者体验的全面提升。

AI 导购助手“淘宝问问”上线，精准匹配产品需求提高平台电商转化率。“淘宝问问”是淘宝于 2023 年推出的 AI 导购助手，具备跨类别、跨领域的理解能力，尝试更准确地理解消费者的购物需求和偏好，实现供需双方的高效匹配。我们认为，通过大模型与淘宝结合，淘宝有望提升自身应用场景丰富度，缩短从“种草”到“交易”的全路径，增强消费者购买意愿，提高平台电商转化率。

图 40：淘宝问问提供一站式解决方案



资料来源：AI 奇点网，申万宏源研究

图 41：淘宝问问提供精确选购建议



资料来源：AI 奇点网，申万宏源研究

阿里妈妈持续运用 AI 能力，提升商家经营效率。阿里妈妈持续以 AI 技术和智能产品提升商家多场景经营效率，简化经营难度，2023 年 9 月，阿里妈妈推出 AI 技术加持的一站式智能营销投放系统——“万相台无界版”，和一站式品牌经营平台“阿里妈妈百灵”，并据网经社，推出“AI 全时直播”，直播成本有效降低 90%。据 36 氪，2024 年 4 月上线阿里妈妈 UD 智汇投，覆盖全网优质流量日均可达 900 亿、触达 DAU 达 9 亿+，预计 AI 技术广泛应用和创新升级将持续驱动商家经营和触达效率快速提升。

图 42：阿里妈妈 AI 帮助商家生产图文和视频创意



资料来源：阿里妈妈数字营销，申万宏源研究

图 43：阿里妈妈系列智能产品提升商家效率



资料来源：阿里妈妈数字营销，申万宏源研究

AI 应用升级，研发 LMA 大模型技术。针对电商消费营销场景，阿里妈妈专研 LMA 模型 (Large Model for Advertising)，运用大语言模型、多模态大模型配套，结合淘系

平台 10 亿消费者高质量的消费行为表征，完成基础体系建设，并引申出“AIGX”全体系应用。其中，AIGA 洞察目标人群和消费需求，提升商家跨渠道投放精准度。AIGC 强调实时生成个性化创意，降低营销投放同质化，提高触达效率。AIGE 负责判断经营环境和竞争环境状态，计算预算方案，增强营销投放效果确定性。

图 44: “AIGX”全体系应用精准把握消费需求



资料来源：阿里妈妈，申万宏源研究

3.出海全球高景气，AIDC 打造第二增长曲线

3.1 中国电商出海加速，阿里多点开花

线上消费习惯日益强化，全球电商渗透率持续攀升。随着电商平台不断拓宽其商品与服务的覆盖范围，优化物流网络，全球消费者愈发倾向于通过线上渠道选购商品。据 eMarketer 数据，2015-2022 年，全球电商渗透率从 7%稳步提升至 19%，2022 年全球电商零售额达到 5.4 万亿美元，eMarketer 预计至 2026 年全球电商渗透率将达到 23%。从全球主要国家各消费品类线上化程度看，据欧睿数据，以消费电子、小家电等为代表的标准品在全球范围内普遍展现出了较高的线上化率。美妆个护、家庭护理、零食、宠物护理等相对个性化品类，同样适宜线上化渠道培育，且当前欧美国家线上化率仍低于中国。通过精准定位市场需求，中国电商平台有望进一步深化市场覆盖与渗透，提升在全球电商市场的份额。

表 1: 2022 年各国各消费品类线上化率对比 (%)

区域	国家	服装鞋帽	美妆个护	小家电	消费电子	眼镜	家庭护理	个人配饰	纸巾清洁	烹调原料及膳食	零食	宠物护理	传统玩具游戏
北美	中国	38.2	42.3	61	52.1	20.6	30.7	15.1	27.9	13.6	18.8	54.8	44.1
	美国	38.2	27.8	47.8	69.3	13.6	22.2	36.5	19.4	17.8	8.8	36.2	34
	加拿大	25.5	22.6	22.6	60.8	6.2	17.3	15.7	10.2	9	5.2	11.5	32
欧洲	德国	36.2	21.5	29.3	35.1	15.1	6.6	21.1	4.5	6	2.6	18.1	55.6
	法国	23.3	12.9	13.6	43.7	7.7	10.9	16.6	11.3	9.2	4.2	15.9	29.1
	英国	35.4	36.2	61.5	55.5	16.6	23	21.6	20.1	27	9.1	30.6	54.9
	西班牙	20.1	16	15.1	33.6	11.8	6.9	19.5	7.8	1.9	2.8	20	29.2
	意大利	18.9	10.6	31.4	35.1	8.7	9.7	14.8	6.9	3.1	2.6	11.2	59
	俄罗斯												

东亚	日本	31.5	14.7	12.3	19.8	21.9	10.2	17.6	11.4	4.5	5.3	22	23.5
	韩国	42.7	51.9	34.1	43.3	10.1	28	22.7	46	18	8.4	66.4	39.1
东南亚	越南	17.9	12.5	16.6	20.2	-	10.5	-	4.8	0.2	1.5	4.4	-
	菲律宾	13.9	10.4	10	22.3	5.5	0.8	5.8	2.3	3.9	2.7	9.8	8
	印尼	38.1	15.3	21.4	28.5	4.6	15.5	2.9	21	7.1	1.4	25.8	16.4
	新加坡	17	15.7	16.7	30.5	12	17.8	13.3	13.4	4.2	7.7	24.4	14
	马来西亚	25.4	6.1	23.5	25.7	3.3	10.4	4.9	13.4	2.9	2.8	23.8	12.3
	泰国	20.4	12.8	18.7	24.1	4.4	9.8	4.8	3.3	2.7	2.4	11.2	12.8
拉丁美洲	墨西哥	14.2	5.6	10.7	24.7	16.1	7.9	10.8	5.4	0.7	0.7	5.9	18.5
	巴西	17.1	8.3	18.3	31	1.2	2.4	10	3	0.4	2	7.4	38.5
	阿根廷	14.6	8.7	-	25.6	4.6	4.1	10.8	4	3.8	5.8	9.8	15
澳洲	澳大利亚	42.1	17.4	15	32.8	37.4	12.3	16.1	15.1	21	6.6	14.1	27.5
中东	土耳其	20.7	9.9	23.2	43.9	7.3	5.4	23	7.7	3.7	4.8	19.3	22.4
	沙特	9.2	8.9	8	16.1	-	7.8	-	4.4	0.9	0.8	2.5	-
	阿联酋	10.8	7.3	14.9	26.6	8	6.5	5.1	6.1	7.6	3.6	12.9	20.9
全球		30.6	21.3	38.8	44	13.1	13.1	18.9	15.9	9.3	6.6	27.7	36.2

资料来源：欧睿数据库，申万宏源研究

全球电商市场呈现出多极化竞争格局，不同地区市场领导者各异，市场份额差距较大。

据欧睿数据，从各地区电商零售市占率 Top5 数据来看，亚马逊作为传统电商强者，2022 年亚马逊在全球线上零售市场份额约为 15%，位居第一。在北美、西欧、中东及非洲市场，亚马逊均为最大的电商平台，市占率具有领先优势。而在亚太地区，中国电商平台凭借其深厚的本土基础和强大的电商生态系统占据市场优势，阿里巴巴、京东、拼多多的市场份额位列前三。在竞争激烈的西欧市场，阿里巴巴也通过稳步推进其国际化战略，以 3.8% 的市占率跻身前三。

表 2：各地区电商零售市占率 Top5

	北美	西欧	亚太	拉美	中东及非洲
Top1	Amazon 31.0%	Amazon 20.6%	阿里巴巴 29.5%	MercadoLibre 27.4%	Amazon 15.2%
Top2	CVS Health 6.2%	eBay 5.0%	京东 24.9%	Magazine Luiza 6.0%	Noon AD 5.2%
Top3	Walmart 6.2%	阿里巴巴 3.8%	拼多多 6.6%	Americanas 5.9%	Apple 4.0%
Top4	Cigna 5.5%	Otto 2.6%	亚马逊 3.1%	Amazon 5.6%	Shufersal 3.9%
Top5	Apple 5.2%	Apple 2.5%	Sea 2.7%	Via Varejo 2.8%	Naspers 3.0%

资料来源：欧睿数据库，申万宏源研究

率先开启全球化征程，六大平台完成全球化布局。据公司官网，阿里巴巴国际站 1999 年成立至今，已成为全球领先的数字化跨境贸易 B2B 商业平台，累计服务 200 余个国家和地区的超过 2600 万活跃企业买家。2010 年，AliExpress 的推出标志着阿里的全球化正式走向 TO C 时代，速卖通 2023 年推出 Choice 业务不断深耕，协同菜鸟提升物流体验，订单强劲增长。2016-2018 年，阿里巴巴陆续收购各区域优势平台，全球化步伐再加速。2016 年公司收购覆盖东南亚六国的领先电商平台 Lazada，年收购土耳其最大的时尚电商

平台 Trendyol 和南亚电商平台 Daraz，如今 Trendyol 已向东辐射至欧洲市场，在 2022 年和 2023 年分别成功上线德国和阿塞拜疆站点，Daraz 则已覆盖包括巴基斯坦和孟加拉国在内的南亚五国市场。2022 年，Miravia 在西班牙成立，创始团队由原速卖通的欧洲团队部分员工和 Lazada 本地化运营、技术和产品团队融合而成。随着六大平台的成立与收购，阿里集团的全球化布局已初步形成。

图 45：阿里巴巴出海业务重点地区横跨亚、欧、美三大洲



资料来源：公司公告，阿里技术，申万宏源研究

2023 年是中国出海元年，中国企业开启电商出海景气。 Temu、Lazada、速卖通、TikTok Shop 等电商平台依托国内优质供应链，以高性价比为市场切入点，积极搭建物流基础设施，用户流量快速增长。阿里作为中国电商行业的领军企业，旗下出海平台多点开花，2023 年规模迅速扩张。据 Momentum，Lazada 平台深耕东南亚市场，2022 年 GMV 达 201 亿美元，目标 2030 年 GMV 达 1000 亿美元。据公司公告，速卖通则在全球范围内展现出强大的扩张能力，23Q4 订单量同比增长超过 60%，Choice 订单占速卖通总订单量比例从 24 年 1 月的 50% 提升至 4 月的 70%。据公司公告，Trendyol 在 2023 财年订单同比增长约 47%，GMV 同比增长超 110%。

表 3：中国出海平台快速布局全球市场

	Temu	SHEIN	Lazada	Trendyol	速卖通	TikTok shop
销售表现	2023 年 GMV 约 160 亿美元	2023 年 GMV 超 400 亿美元	2022 年 GMV 实现 201 亿美元	2023 财年订单同比增长约 47%，GMV 同比增长超过 110%。	23Q4 速卖通订单同比增长超 60%，choice 订单占速卖通总订单量一半	2023 年 TikTok 全球电商 GMV 约为 136 亿美元，2023 年东南亚地区贡献值超 90%
GMV 增长目标	2024 年实现 300 亿美元	2025 年的 GMV 增至 806 亿美元	2030 年 GMV 实现 1000 亿美元，服务 3 亿消费者	-	-	2024 年预计 GMV 500 亿美元，其中中美区电商规模计划扩大十倍，达 175 亿美元
市场布局	以北美为首站，覆盖全球 55 个站点。2024 年 5 月美洲及亚太地区销售额占比约 58.9%	22H1 美国和欧洲仍然是 SHEIN 最大的两个市场，占比均在 30%，其次为中东的 17%	覆盖印尼、新马泰、菲律宾及越南	土耳其为主，拓展至东欧地区	覆盖欧洲、北美、日本、新西兰	实现东南亚六国、英国、沙特、美国多地布局，其中印尼、泰国、越南和美国是主要贡献力量。

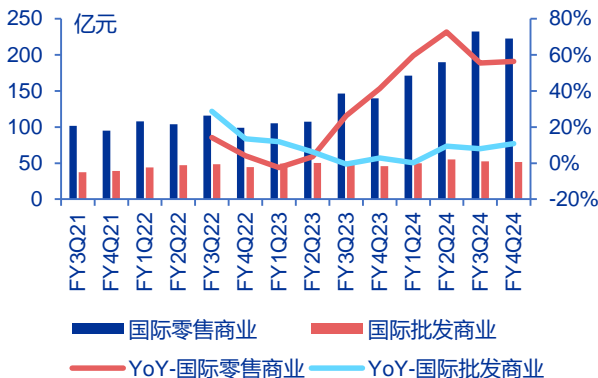
销售品类	以女装、家居厨具、户外用品为主，24M5 占比约为 34%	全品类覆盖，以服装为主	偏向日用消耗品、普通标类商品，如电子、服饰箱包等	全品类覆盖，重点是鞋服、时尚生活、快消品类	全品类覆盖，偏向标类商品	覆盖全品类，美妆个护、女装为平台主要销售品类
均价表现	商品均价约为 5 美元，客单价约为 30-50 美元。	客单价约为 80 美元	-	-	-	东南亚 ASP 约 4-5 美元，英国 14 美元，美国集中在 20-30 美元
商家合作模式	全托管+半托管	全托管+半托管+自营	全托管+自营	-	全托管+自营+半托管	全托管+自营
物流模式	国内直邮，干线运输仍以空运模式为主，预计未来有望增设海运快船形式	国内直邮，搭建海外仓	国内直邮+海外仓	自有快递网络 TrendyolExpress 及 TrendyolGO	一般以空运、国际快递为主	跨境直发+海外仓，以空运为主

资料来源：Temu APP, SHEIN APP, Lazada APP, Shopee APP, SHEIN 招商, Shopee 入驻公众号, TikTok Shop 跨境电商公众号, 36 氪, 晚点 Latepost, YipitData, 澎湃, 时代财经, Momentum, 公司公告, 亿邦动力, 跨境网, 久谦中台, FastMoss, Kalodata, ECDB, 申万宏源研究

出海收入增长提速，成为重要引擎，打造第二增长曲线。国际零售商业收入主要来自速卖通、lazada 和 Trendyol 的客户管理服务收入和直营销销售收入，以及 lazada 和 trendyol 的物流服务收入。在全托管打通运营、仓储和物流的“全链路”跨境通道后，出海业务成长势头明显加速。FY2024 阿里国际数字商业集团实现 1026 亿元，其中国际零售商业实现收入 817 亿元，同比增长 60%，增速环比大幅提升，国际批发商业实现收入 209 亿元，同比增长 7%。

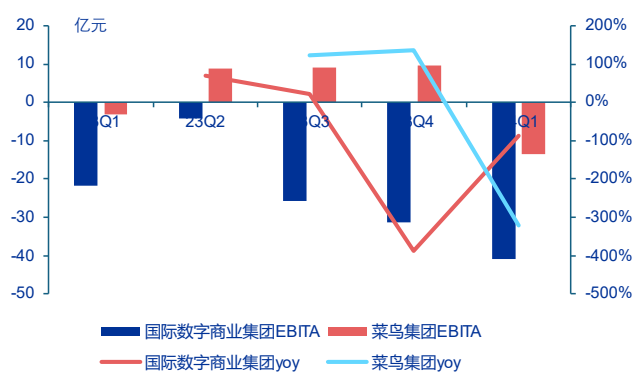
阿里积极投产布局，积蓄长期成长价值。随着集团增加速卖通 Choice、Trendyol 及 Miravia 等平台业务的投入，国际商业集团 24Q1 经调整 EBITA 为-40.85 亿元，经调整 EBITA 利润率则由上年同期的-11.7%下降至-14.9%。同时，为了开拓海外市场，阿里在跨境业务愈发强调配送的时效性，布局物流网络，24Q1 菜鸟集团收入为 245.57 亿元，同比增长 30%，经调整 EBITA 为-13.42 亿元，亏损同比提高 10 亿元。我们看好阿里通过前期积极投入，推动出海业务高增长，最终实现长期盈利能力提升。

图 46: FY24 阿里巴巴国际零售收入实现 1026 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 47: 阿里加大国际业务投入



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 押注半托管新模式，协同菜鸟打开出海新时代

Choice 作为速卖通在 2023 年初重磅推出的“产品优选”服务，凭借其以“省钱省心”为价值导向的全方位服务体系，迅速在跨境电商领域崭露头角。Choice 精准洞察市场热点，聚焦于高人气、高需求的爆款商品，通过与供应商的深度合作，实现价格的有效协商与压缩。同时，速卖通 Choice 融合数字化营销策略，为商品打造专属页面与醒目标签，如“1 美元 3 件超值购”、“3-5 日闪电送达”等，通过直观的价格优势激发消费者购买意愿。据公司公告，24Q1AIDC 旗下零售订单同比增长 20%，其中速卖通 Choice 订单快速增长的驱动力显著。

图 48：速卖通具备单价优势



资料来源：亚马逊，速卖通官网，申万宏源研究

图 49：Choice 商品打造专属页面与醒目标签



资料来源：速卖通官网，申万宏源研究

2023 年速卖通利用全托管和 Choice 模式打开海外消费者的需求链路，24 年迭代升级半托管，丰富运营模式。2023 年，速卖通以全托管一站式服务，降低国内供应商出海门槛，背靠中国有生产优势的工厂、工贸一体型商家供应链，推动平台订单快速放量。然而，全托管模式的高效运作更适合重复批量生产、单一或极少 SKU 的商品，服装等非标品类、多 SKU 的商品以及有品牌需求的商品对平台托管难度和管理半径要求大幅提升。24 年初速卖通全面上线半托管服务，重构平台与商家间的分工合作，赋予商家在定价和运营环节更大的自主权，并开放物流和流量资源。我们认为半托管模式逐步普及将促进平台突破全托管品类限制，丰富品类多元性，同时允许商家灵活制定和控制运营策略提升产品竞争力，结合菜鸟物流的履约效率提升，将有利于平台竞争力和核心壁垒的长期打造。

各平台半托管发力点各有侧重，速卖通着重发挥物流优势。继 2024 年速卖通正式推出半托管模式后，Temu、Shein 陆续加入，掀起新的半托管风潮。区别于速卖通提供物流服务，归还定价和运营权，Temu 和 Shein 归还半托管商家物流履约权，保留运营定价权。我们认为策略差异的产生核心在于平台基于自身优势和现有模式需求的创新，速卖通的物流竞争力强劲，更多需要补充 PoP 经营方式。Temu 则更偏好复用国内模式，保留定价权巩固平台低价心智，希望加入半托管体系的商家具备本地配送能力，降低平台物流成本。我们认为全托管向半托管的进阶以及差异化方向，预示着跨境电商正迈入精细化、差异化运营，各平台将进一步围绕供应链、服务体验和物流履约进行全方位竞争。

图 50：全托管与半托管模式差异

图 51：主流跨境电商平台半托管模式对比

同			异				
物流履约	营销流量	售后服务	经营主体	主营产品	定价	经营门槛	平台利润
全托管	平台负责 (各仓模式)	享受平台第二梯队流量 (第一梯队为官方自营)	商家供货	轻小件性价比商品	平台-商品定价	商家-无物流费	成交差价
半托管	平台/IT 模式	第一梯队为官方自营	商家自主经营	补充全托管, 加入高客单商品	商家-商品定价	平台-物流服务要定价	广告费、物流费差价、订单佣金等

资料来源: 亿邦动力, 速卖通官网, 阿里巴巴国际站, 界面新闻, 申万宏源研究

	速卖通	阿里国际站	TEMU
推出时间	2023年8月试运行, 2024年1月8日全面上线	2024年1月5日开始招商	2024年3月15日在美国试点
模式	B2C 首创半托管模式	B2B 首个to B半托管	B2C
面向客户	海外消费者	海外零售商等B端大买家为主	海外消费者
定价机制	商家定	商家定	平台定
物流	平台负责	平台上门揽收 3/7天发货时效	商家在海外自行发货
售后	平台负责	平台负责	商家负责 平台提供客服支持

资料来源: 界面新闻, 申万宏源研究

目前速卖通半托管业务取得积极进展, 流量倾斜品牌入局实现市场共赢。在速卖通推出半托管模式后, 平台流量开始向半托管倾斜, 销量实现超预期增长。据 Sensor Tower, 2023 年 11 月速卖通海外下载量同比上涨 54%至 8200 万次, 位居下载榜第四名和增长榜第 3 名。据澎湃新闻, 速卖通半托管上线 100 天, 仅 3 月就有 2 万商家订单增长翻倍。据阿里巴巴公告, 2024 年 4 月, 融合了全托管与半托管业务的 Choice 订单在速卖通整体订单中的占比已跃升至 70%以上。

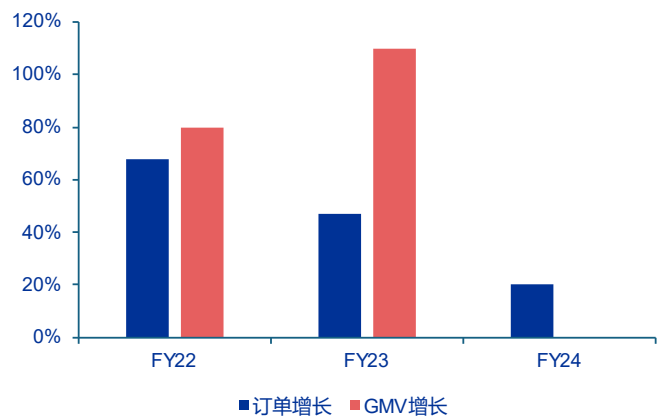
Trendyol 布局海湾区, lazada 持续优化商业化能力。据公司公告, Trendyol 在 2022 至 2024 财年的订单分别增长 68%/47%/20%+, 2022 和 2023 财年 GMV 分别增长 80%和 110%, 据 Sensor Tower, 2023 年 1-11 月 Trendyol 位列中东地区电商应用下载量第三。24Q1, Trendyol 在保持土耳其领先电商地位的同时, 进一步拓展在海湾地区的跨境业务, 并成功跻身该地区下载量最多的电商应用之列, 持续实现双位数的订单量增长。据公司公告, 2022 年 6 月以来, Lazada 通过一系列本地化策略, 提升变现率, 优化运营效率, 平台每单亏损同比持续收窄。

图 52: 阿里系多款产品下载拉新表现亮眼



资料来源: Sensor Tower, 申万宏源研究

图 53: Trendyol 总体订单逐年增长



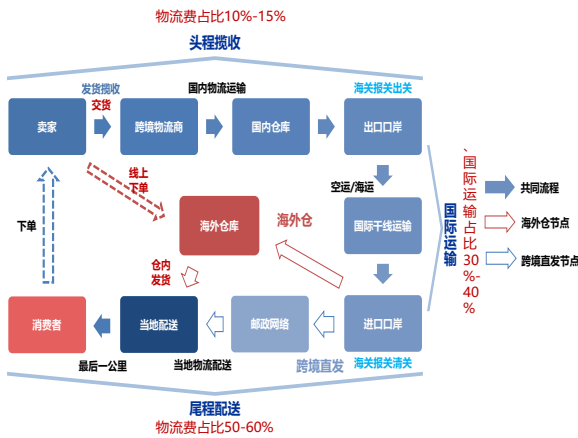
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

物流优势驱动速卖通业务高增长, 进一步加强协同效应释放。区别于国内已经形成高效的物流履约体系, 多数海外区域电商物流网络尚未高度成型, 同时物流地理距离拉长, 据前瞻产业研究院及艾瑞咨询, 相较于国内物流仓储占商家成本 5%的比例, 跨境物流费用占比大幅至 20%-30%, 其中国际运输+尾程配送占 85%或以上。在当下电商平台搭建海

外用户的需求触达渠道后，优质高效的履约体验及可控的履约成本预计将成为重要竞争方向。据公司公告，速卖通 Choice 发挥物流的核心优势，在菜鸟的支持下，23Q4 速卖通全球 5 日达的订单量实现环比三位数的强劲增长，24Q1 的 5 日及 10 日配送妥投率均同比翻倍。据公司公告，2024 年 3 月阿里巴巴集团计划以最高达 37.5 亿美元的价格收购菜鸟剩余股权，强化物流领域战略布局，加强菜鸟与电商业务协同。阿里有望借菜鸟物流更加高效地整合集团内部资源，提高平台用户购物体验，进一步实现拉新留存，同时随着规模效应的形成，实现更好的前端定价优势及后端成本结构控制。

图 54：主要的履约费用来自于国际运输+尾程配送

图 55：菜鸟全球智慧物流网络与阿里国际数字商业集团协同增效



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

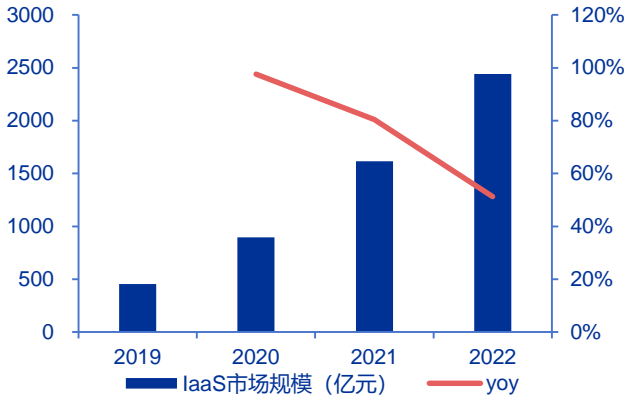
4. 阿里云：世界级一流云服务厂商

4.1 云智能先锋，打造技术和规模高壁垒

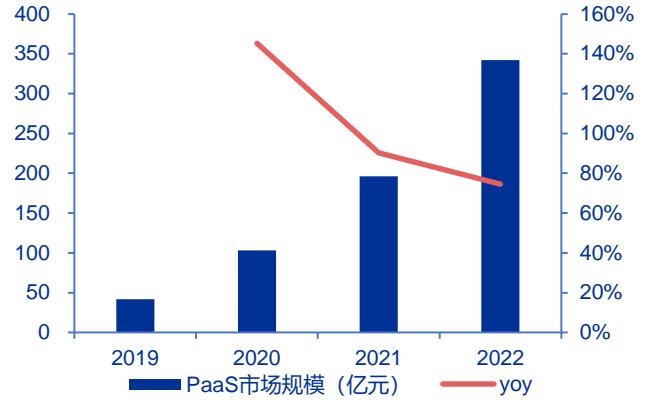
公共云市场高速增长，阿里云份额领先。据中国通信院，2022 年我国公有云市场同比增长 49.3% 达到 3256 亿元，按服务模式划分，IaaS 市场规模占比最大，PaaS 市场规模增速最快，结合人工智能大模型等发展趋势，PaaS 市场预计未来几年将成为主要增长领域。2022 年我国公有云 IaaS 市场规模同比增长 51.21% 达 2442 亿元，PaaS 同比增长 74.49% 达 342 亿元。截至 2023 年，阿里云共计为全球 28 个地区提供云计算服务，覆盖范围包括制造、金融、政务、交通医疗、电信、能源等行业。根据 IDC 报告，2023 年 H2 阿里云在中国公共云 IaaS 和 PaaS 市场份额占比均为行业第一，且均高于行业第二位市场份额的两倍，为国内最大的公共云服务提供商。未来通义千问与云计算业务的协同发展有望进一步赋能云智能集团收入和利润增长。

图 56：中国公共云 IaaS 市场规模破 2 千亿

图 57：中国公共云 PaaS 市场增长潜力大



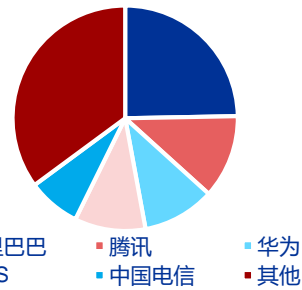
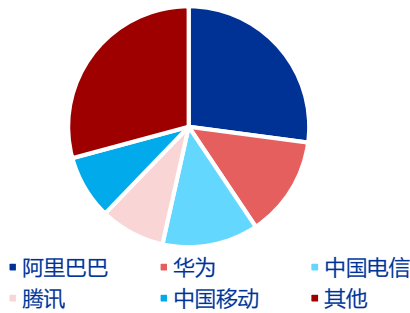
资料来源：中国信通院，申万宏源研究



资料来源：中国信通院，申万宏源研究

图 58: 23H2 阿里位列中国公共云 IaaS 市场第一

图 59: 23H2 阿里云位列中国公共云 PaaS 市场第一

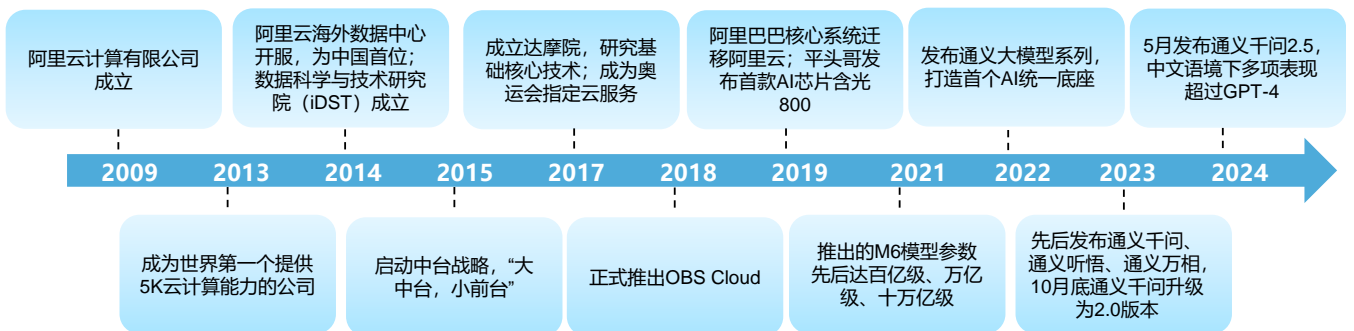


资料来源：IDC，申万宏源研究

资料来源：IDC，申万宏源研究

率先开启云业务发展，占据先发优势。2009 年建立至今，阿里云用十年发展确立了国内市场份额第一的地位，2014 年开始展开国际化进程，大幅扩张海外云计算业务。2022 年正式发布通义大模型，开启 AI 智能技术变革，随后陆续发布通义千问、聚焦音视频内容的 AI 助手通义听悟、AI 绘画创作大模型通义万相。

图 60: 阿里云已历经十余年发展

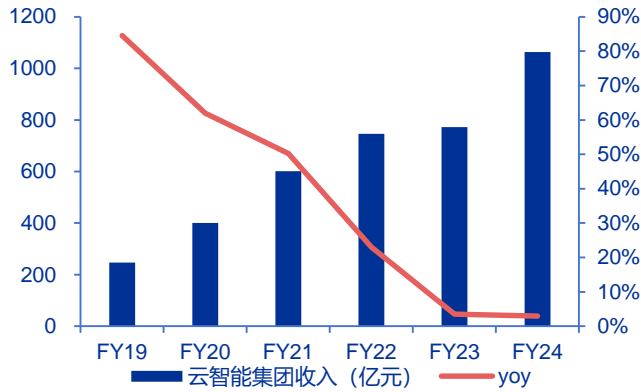


资料来源：公司公告，阿里云公众号，申万宏源研究

云智能集团收入和 EBITA 持续增长。据公司公告，FY19-24，云业务分部收入持续增长，增速由 84.5% 下降至 3%，FY24 云智能集团收入达到 1063.74 亿元。自 FY21 年起云业务收入增速放缓，主因阿里云高渗透的互联网方向需求放缓的影响以及公司近年主动调整低质量项目，但预计随着公司进一步提升非互联网行业公共云渗透，影响将逐步减弱。

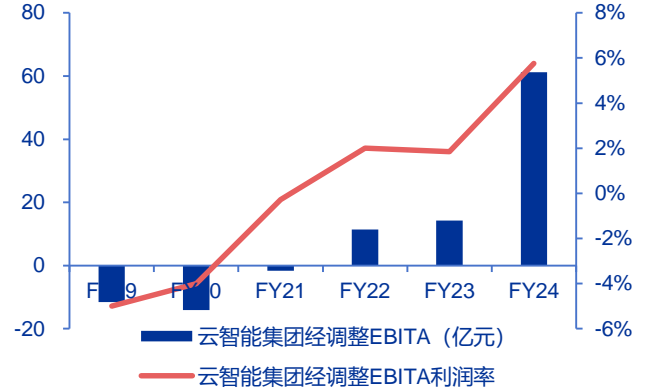
FY24 云智能集团收入 1064 亿元，同比增长 3%，其中战略调整后，FY24Q4 核心公共云产品实现双位数同比增长，AI 相关收入增速加快并持续实现三位数同比增长。**云智能集团经调整 EBITA 和 EBITA 利润率呈持续增长趋势。**云业务分部经调整 EBITA 自 FY22 起转正实现扭亏为盈，已连续 3 年实现盈利，FY24 公司专注公共云使得产品结构得到改善和经营效率的提升，经调整 EBITA 同比增长 49%达到 61.21 亿元，经调整 EBITA 利润率达到 6%。

图 61：公司云业务收入持续增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：FY2024 为新统计口径

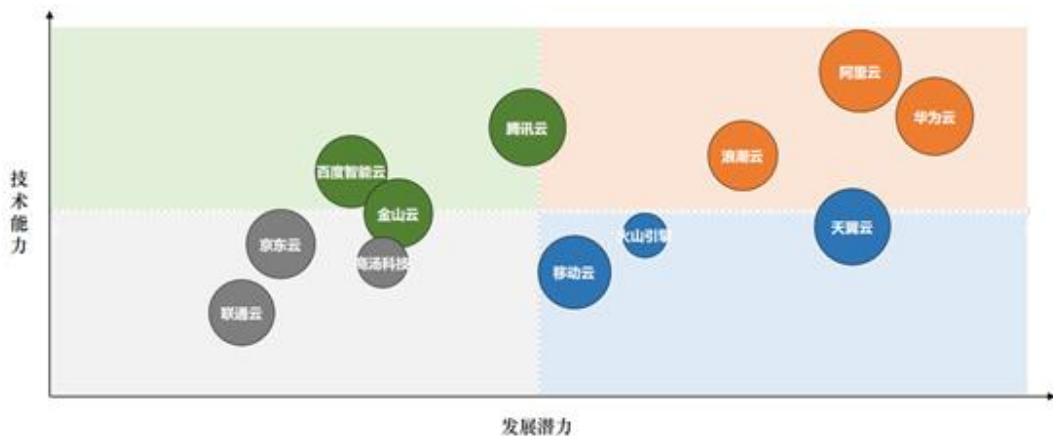
图 62：FY24 云业务经调整 EBITA 达 61.21 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究注：FY2024 统计口径为云智能集团收入

阿里云技术能力居于全国前列，底层技术领先。阿里云开发了国内自研的、可服务全球的超大规模通用云计算操作系统飞天，并在飞天架构的基础上提供了多样形态、一致架构的算力服务。2023 年阿里云提出公共云优先、做 AI 时代最开放的云等发展战略，追求更加标准化的产品和服务并推进构建可持续发展的云与 AI 服务生态。中国信通院与国际权威分析机构沙利文 (Frost & Sullivan) 联合发布的《2023 混合云价值影响力矩阵》显示，阿里云在技术表现域、战略布局域以及市场表现域三个维度均排名领先于 97% 的企业。2022 年阿里云在业界首提 MaaS 理念，并据此搭建以 AI 模型为核心的云计算技术和服务架构，为新一轮 AI 浪潮下的大模型生态建设提供了理论依据和实践基础。

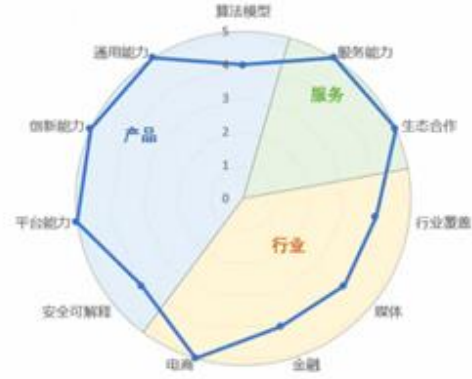
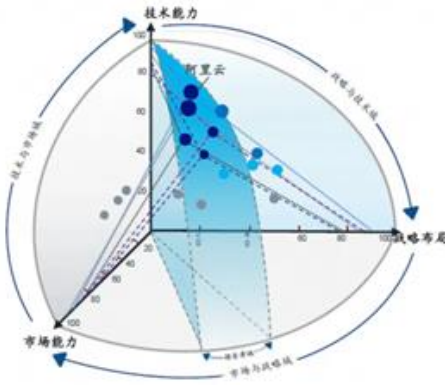
图 63：阿里云技术能力居于全国领先地位



资料来源：新华社研究院中国企业发展研究中心，申万宏源研究

图 64：阿里云在混合云领域技术领先

图 65：阿里云在 11 项指标中获得 6 项满分



资料来源：中国信通院，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

资料来源：IDC，申万宏源研究

4.2 AI 驱动，公共云优先

IaaS+PaaS+MaaS 全方位产品体系壁垒深厚。国内云服务厂商中，阿里云产品体系最全，目前阿里云已形成完整的 IaaS+ PaaS+MaaS 产品体系，其中底座 IaaS 为 GPU 等智能算力资源，包括计算、存储、网络等，中间层 PaaS 为机器学习平台，包括钉钉、数据库、中间件等，顶层 MaaS 为模型即服务，包括基础大模型、企业专属大模型等。

推动算力平价，先发优势+规模效应+全体系构筑阿里云利润壁垒。据新华网、澎湃新闻，今年 2 月阿里云对国内 100 多款核心云产品全线降价 20%后，4 月海外产品全线平均降价 23%，5 月通义千问主力模型降价 97%，最低价格达 1 元/200 万 tokens。据 2023 阿里云合作伙伴，过去十年阿里云算力成本下降了 80%，存储成本下降近 9 成。截至目前，同等级产品中阿里云在云数据库产品方面具备较强的价格优势，在云服务器和云储存方面与其他云服务商价格相近。**得益于阿里云技术与规模的提升推动成本持续降低，实施密集降价举措的同时依然能实现收入和利润规模增长，预计影响有限。**

表 4：近年来阿里云产品和服务降价措施

时间	降价措施
2021 年 4 月	实时数仓 Hologres 包年包月版本、按量付费版的国内站用户存储单价下调 50%
2022 年 4 月	云数据库 PostgreSQL 版只读实例包年包月降价幅度 45%，按量付费降价幅度 17%
2022 年 11 月	阿里云函数计算 FC 开启全面降价，vCPU 单价降幅 11%，其他的各个独立计费项最高降幅达 37.5%
2023 年 5 月	史上最大规模降价，核心产品价格全线下调 15%至 50%，存储产品最高降幅达 50%，其中云计算部分产品降价 15%-20%，云数据库部分产品降价 25%-40%
2023 年 11 月	对云服务器、存储、网络等全系产品在原价格基础上继续直减，平均折扣在 3-4 折左右
2024 年 2 月	100 多款核心云产品全线降价 20%，覆盖计算、存储、数据库等所有核心产品，其中，云服务器 ECS 最高降 36%、对象存储 OSS 最高降 55%、云数据库 RDS 最高降 40%
2024 年 4 月	降价覆盖海外 13 个地域节点部署的核心云产品、500 多个产品规格，平均降幅 23%，最高降幅 59%，其中云服务器 ECS 最高降 30%，大数据产品最高降幅达 50%
2024 年 5 月	通义千问模型大幅降价，Qwen-Long 降幅最高达 97%，input 价格仅为 1 元/200 万 tokens

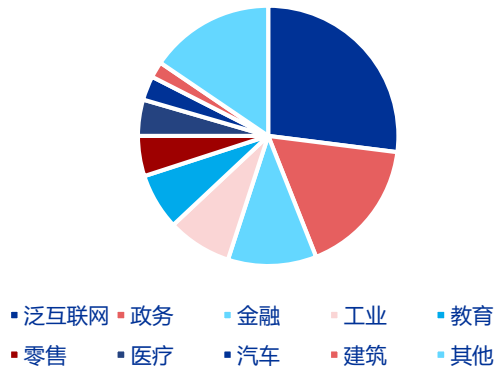
资料来源：阿里云公众号、澎湃新闻、新华网，申万宏源研究

表 5：近年来云平台价格对比

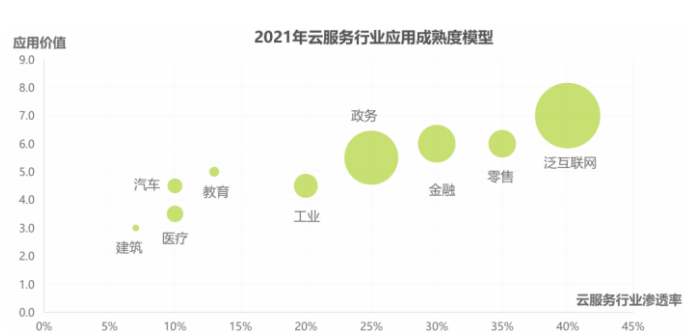
云平台	阿里云	腾讯云	百度云	华为云
云服务器	通用型 g6 2 核 8G 246 元/月	标准型 SA5 2 核 G 218.4 元/月	通用型 g5 2 核 8G 246.17 元/月	通用计算增强型 C7 2 核 8G 262.40 元/月
云存储	对象存储标准型 0.12 元/GB/月	对象存储标准型 0.099 元/GB/月	对象存储标准型 0.119 元/GB/月	对象存储标准型 0.099 元/GB/月
云数据库 RDS for MySQL	通用型 4 核 16G 200G 1300.5 元/月	通用型 4 核 16G 200G 1776 元/月	标准版 4 核 16G 200G 1352 元/月	通用型 4 核 16G 200G 1320 元/月

资料来源：公司官网，申万宏源研究；注：数据为各公司官网 7 月 12 日产品价格

非互联网行业的云服务渗透率较低，阿里云降价瞄准提升渗透率。过去几年国内云服务行业增长主要源于互联网行业的高需求，未来预计传统行业的云需求增长将起到关键驱动作用。根据艾瑞咨询数据，2021 年国内政务、金融、工业、教育、零售云服务市场规模占比分别为 17%、11%、8%、7%、5%，云服务渗透率仍较低。据 2024 年阿里云战略发布会，2021 年到 2023 年的三年间，美国公共云支出占企业级 IT 支出的比例，从 52% 增长到 58%，中国企业同期从 34% 增长到 39%。2023 年，中国非互联网行业的公共云支出占比仅为 29%。中国非互联网行业的公共云渗透率仍大幅低于欧美成熟市场，具有较强的发展潜力。阿里云凭借低成本不断降低产品和服务价格，以及其在公共云领域的优势地位，将对非互联网行业的中小企业更具吸引力，有望提高在这些行业的渗透率和市场份额。

图 66：泛互联网是云主要应用领域


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 67：非互联网行业渗透率增长空间大


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

公司对 AI 领域持续大幅投资，包括自研投入和对外投资。2023 年 9 月，吴泳铭出任阿里巴巴集团新一任 CEO 后，提出了“用户为先，AI 驱动”两大战略重心，明确了公司对 AI 产业的高度重视。据 36 氪，公司对通义系列大模型和 AI 基础设施持续投入，积极对外投资 AI 产业，在芯片领域投资寒武纪、深鉴科技等，在互联网领域布局 AI 初创企业，包括智谱 AI、零一万物、百川智能、MiniMax 和月之暗面，总投资额超过 135 亿元，有望实现 AI 大模型及生态应用发展，兼具算法、算力和数据护城河。

通义千问领跑中文大模型。阿里云 2024 年 5 月发布通义千问 2.5，其在中文语境下，文本理解、文本生成、知识问答等多项能力表现优异。据 SuperCLUE，综合测评国内外 33 个大模型，阿里通义千问的开源模型 Qwen2-72B 排名国内第一，超过众多国内外闭源模型，引领全球开源生态。同时据腾讯网，通义灵码宣布推出企业版，熟练掌握 200 多种编

通义系列正在成为最受中国企业欢迎的大模型。通义大模型通过阿里云服务的企业超过 9 万通义开源模型累计下载量突破 700 万，现已落地 PC、汽车、餐饮、游戏、文旅等领域。今年小米旗下的人工智能助手“小爱同学”与阿里云达成合作，借助通义大模型强化其多模态 AI 生成能力，并在小米汽车、手机等多类设备落地。众安保险也已接入通义大模型，应用于高数据安全和实时性要求场景。此外西部机场、中国一汽、新东方、长安汽车等多行业企业与机构均与通义大模型进行合作。通过 AI 领域的广泛布局，阿里巴巴有望与相关企业多维度战略合作形成协同效应，打造 AI 生态圈实现合作共赢。

图 72：通义大模型赋能“小爱同学”



资料来源：阿里云公众号，申万宏源研究

图 73：西部机场与阿里云合作打造 AI 助理“小西”



资料来源：阿里云公众号，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

收入：阿里巴巴 FY25 年聚焦核心业务积极投入，重燃电商和云两大主业增长动力，我们预计 FY25-FY27 公司将实现营收 10378/11043/11804 亿元，同比增长 10.3%/6.4%/6.9%。

1、淘天集团：我们预计 FY25-FY27 淘天集团将实现收入 4522/4868/5094 亿元，同比增长 4.0%/7.7%/4.6%，其中主要由客户管理收入增长驱动。我们预计 FY25 淘天用户体验升级举措成效逐步释放，平台存量用户活跃度及购买频次提升，带动 GMV 保持健康增长。同时，全站推广工具全量上线后，提高中小商家付费意愿和渗透率，支撑货币化率提升。GMV 与货币化率公共推动淘天商业化收入重启新一轮增长。我们预计 FY25-27 客户管理收入达 3166/3411/3528 亿元，同比增长 4.2%/7.7%/3.4%。

2、国际数字商业集团：阿里出海平台多点开花，速卖通、lazada、Trendyol 三大核心平台驱动国际业务强劲增长。速卖通加大巴西、韩国、欧洲等市场投入，choice 模式拉动下订单快速增长，半托管上线释放新增量。Trendyol 立足于土耳其的市场优势，发力布局海湾区市场，订单增长表现强劲。Lazada 积极推进东南亚本地化运营，丰富增值服务供给提高变现率，商业化能力进一步提升。综上我们预计国际零售商业 FY25-27 实现营收 1116/1451/1741 亿元，同比增长 37%/30%/20%。国际批发商业延续增长趋势，预计 FY25-27 实现营收 230/242/254 亿元，同比增长 10%/5%/5%。

3、云智能集团：云业务优化产品组合，优先发展公共云产品，加大技术投入，并陆续推出服务降价措施，加速公共云在中国市场的渗透。同时，增加 AI 投入，加强算力及基础设施建设，夯实平台科技竞争力，预计对外商业化收入增长动能将逐渐增强，FY25H2 有望实现双位数增长并保持长效势能。我们预计 FY25-27 云业务将实现 1136/1238/1362 亿元，同比增长 6.8%/9.0%/10.0%。

4、菜鸟集团：阿里注重菜鸟与电商业务协同，加强速卖通等履约合作，完善跨境物流能力，我们预计菜鸟将受益于海内外电商业务扩张持续增长，FY25-27 实现收入 1202/1382/1520 亿元，同比增长 21.4%/15.0%/10.0%

5、本地生活集团：我们预计未来公司将针对到家和到目的地两个消费场景持续提升服务价值和效率，到家业务扩展服务品类，提升用户活跃及频次，驱动饿了么单量同比增长。不断优化以高德为核心的出行全场景服务能力，高效挖掘用户需求，促进平台活跃及订单增长。我们预计 FY25-27 本地生活集团将实现收入 682/736/780 亿元，同比增长 14%/8%/6%。

6、大文娱集团：当下年轻人对文娱情绪价值需求高涨，我们预计影音综艺等娱乐内容仍会是消费者重要文化消费体验补充，大文娱集团进一步深入洞察消费者综合娱乐服务需求，布局各项数字媒体内容，FY25-27 实现收入 212/215/217 亿元，同比增长 0.5%/1.0%/1.0%。

表 6：阿里巴巴营业收入预测

单位：亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	8687	9412	10378	11043	11804
同比增长	1.8%	8.3%	10.3%	6.4%	6.9%
淘天集团	4132	4349	4522	4868	5094
同比增长		5.2%	4.0%	7.7%	4.6%
— 中国零售商业：	3954	4144	4284	4618	4831
同比增长		4.8%	3.4%	7.8%	4.6%
---客户管理收入	2915	3040	3166	3411	3528
同比增长		4.3%	4.2%	7.7%	3.4%
---直营及其他	1038	1104	1118	1207	1304
同比增长		6.4%	1.2%	8.0%	8.0%
— 中国批发商业	179	205	238	250	262
同比增长		14.7%	16.3%	5.0%	5.0%
国际数字商业集团	705	1026	1346	1693	1995
同比增长		45.5%	31.2%	25.7%	17.9%
— 国际零售商业	509	817	1116	1451	1741
同比增长		60.3%	36.7%	30.0%	20.0%
— 国际批发商业	196	209	230	242	254
同比增长		7.0%	10.0%	5.0%	5.0%
本地生活集团	502	598	682	736	780
同比增长		19.0%	14.0%	8.0%	6.0%
菜鸟集团	775	990	1202	1382	1520
同比增长		27.7%	21.4%	15.0%	10.0%
云智能集团					

同比增长		2.8%	6.8%	9.0%	10.0%
大文娱集团	184	211	212	215	217
同比增长		14.6%	0.5%	1.0%	1.0%
所有其他	1971	1923	1933	1900	1878
同比增长		-2.4%	0.5%	-1.7%	-1.1%

资料来源：公司公告，申万宏源研究测算

淘天集团 EBITA：考虑到淘天集团战略性加大用户体验及科技基础设施投入，积蓄增长动能，巩固市场份额，我们预计平台业务利润率有所下降后回升，FY25-FY27 淘天集团 EBITA 达 1966/2111/2211 亿元，EBITA 利润率为 43.5%/43.4%/43.4%。

国际数字商业集团 EBITA：我们预计海外业务仍处于前期高速增长阶段，集团仍将积极投入，但注重规模增长和投入效率的平衡。分平台来看，Lazada 专注运营效率及变现率提升，每单亏损同比显著收窄，Trendyol 规模效应撬动盈利质量提升。速卖通 Choice 模式优化，UE 模型效率改善。我们预计 FY25-27，公司将实现调整后 EBITA-161/-214/-239 亿元，经调整 EBITA 利润率达-11.9%/-12.6%/-12.0%。

云智能集团：集团持续缩减低利润项目，领先的技术及规模优势下，预计项目降价措施影响有限，利润率保持稳中有升。我们预计 FY25-27 云智能集团经调整 EBITA 实现 75/87/109 亿元，经调整 EBITA 利润率达 6.6%/7.0%/8.0%。

菜鸟集团：我们预计为提升海外消费者履约体验，进一步强化电商协同，菜鸟 FY25 将增加投入，扩大全球物流布局，随着后续跨境业务规模增加，物流网络利用率提升，盈利能力逐步回升。菜鸟集团 FY25-27 经调整 EBITA 实现 4/20/26 亿元，EBITA 利润率达 0.4%/1.5%/1.7%。

本地生活集团：饿了么变现率提升及补贴下降改善平台单均利润表现，高德打车订单量规模持续提升促进单均成本边际改善，我们预计本地生活经调整 EBITA 达-85/-85/-86 亿元，EBITA 利润率为-12.5%/-11.5%/-11.0%。

大文娱集团：我们预计大文娱集团 FY25-27 将实现-15/-14/-13 亿元，经调整 EBITA 利润率为-7.0%/-6.5%/-6.0%。

综上，我们预计公司 FY25-27 将实现调整后 EBITA 1602/1740/1857 亿元，同比增长 -2.9%/8.6%/6.7%，对应调整后 EBITA 利润率为 15.4%/15.8%/15.7%。Non-GAAP 归母净利润实现 1570/1706/1838 亿元，同比增长-0.9%/8.7%/7.7%，Non-GAAP 归母净利润率达 15.1%/15.5%/15.6%。

表 7：阿里巴巴 EBITA 预测

单位：亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
调整后 EBITA	1479	1650	1602	1740	1857
同比增长	13.4%	11.6%	-2.9%	8.6%	6.7%
调整后 EBITA Margin	17.0%	17.5%	15.4%	15.8%	15.7%
淘天集团	1891	1948	1966	2111	2211
经调整 EBITA 利润率	45.8%	44.8%	43.5%	43.4%	43.4%
阿里国际数字商业集团	-	-	-	-	-
经调整 EBITA 利润率	-7.0%	-7.8%	-11.9%	-12.6%	-12.0%

本地生活集团	-131	-98	-85	-85	-86
经调整 EBITA 利润率	-26.2%	-16.4%	-12.5%	-11.5%	-11.0%
菜鸟集团	-4	14	4	20	26
经调整 EBITA 利润率	-0.5%	1.4%	0.4%	1.5%	1.7%
云智能集团	41	61	75	87	109
经调整 EBITA 利润率	4.0%	5.8%	6.6%	7.0%	8.0%
大文娱集团	-28	-15	-15	-14	-13
经调整 EBITA 利润率	-15.1%	-7.3%	-7.0%	-6.5%	-6.0%
所有其他	-94	-92	-92	-76	-56
经调整 EBITA 利润率	-4.8%	-4.8%	-4.8%	-4.0%	-3.0%
Non-GAAP 调整后归母净利润	1440	1584	1570	1706	1838
同比增长	0.3%	10.0%	-0.9%	8.7%	7.7%
Non-GAAP 调整后归母净利润率	16.6%	16.8%	15.1%	15.5%	15.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究测算

5.2 估值

组织调整完成后，阿里当下聚焦核心业务持续投入，全方位增强用户体验，激发国内电商及云两大核心主业增长活力，创新举措深挖出海业务增长潜力，预计在电商行业竞争边际放缓以及 AI 需求刺激带动下，淘天+AIDC+云业务将保持强劲增长势能。我们维持 FY25-27 公司 Non-GAAP 归母净利润预测为 1570/1706/1838 亿元，对应 PE9/8/8。

我们采用分部估值法，其中淘天集团盈利能力稳定，采取 PE 估值，其他分部由于尚未盈利或处于成长期采取 PS 估值法。

参考京东/拼多多/亚马逊/Ebay24 年 8/13/31/11xPE，综合考虑各公司业务投入阶段、经营市场环境、以及经营模式，我们给予淘天集团 FY25E 8xPE，对应估值 12755 亿元。

参考亚马逊、eBay 等海外电商平台 24 年 2.7/2.7x PS 估值，考虑到阿里国际数字商业集团下各大海外平台仍处于前期布局阶段，给予国际数字商业集团 2x PS，对应估值 2693 亿元。

对标行业，给予云智能集团 3x PS，对应估值 3409 亿元。

对标行业，给予菜鸟集团 0.4x PS 对应估值 334 亿元，其中阿里持股约 69.54%。

参考美团与 DoorDash 现价对应 24 年 PS 为 1.8/4.8 倍，考虑到饿了么在国内外卖市场的市占率为第二，盈利尚未转正，我们给予本地生活集团 1x PS，对应估值 682 亿元。

合计集团整体估值 20880 亿元，对应目标价 116 美元/股，对应上行空间 45%，对应港股目标价 113 港币/股，对应上行空间 48%，维持“买入”评级。

表 8: 阿里巴巴 SOTP 估值表

SOTP	估值倍数	估值 (百万元)	估值 (百万美元)	每股价格(\$)	每股价格(HK\$)
淘天集团	PE 8X FY25E	1275541	177560	71	69
国际数字商业集团	PS 2X FY25E	269285	37486	15	15
本地生活集团	PS 1X FY25E	68177	9490	4	4
菜鸟集团	PS 0.4X FY25E	33424	4653	2	2
云智能集团	PS 3X FY25E	340858	47449	19	19
大文娱集团	PS 0.5X FY25E	10620	1478	1	1
其他		90132	12547	5	5
共计		2,088,037	290,663	116	113

资料来源: 申万宏源研究测算

表 9: 阿里巴巴可比公司

行业	公司	代码	股价/元	市值/亿元	营收/亿元 (当地货币)			PS			净利润/亿元 (当地货币)			PE		
			当地货币		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
电商	京东	JD.O	25.98	404	11306	12004	12805	0.3	0.2	0.2	371	392	431	8	7	7
	拼多多	PDD.O	138.02	1917	4023	5364	6282	3.4	2.6	2.2	1021	1276	1513	13	11	9
	亚马逊	AMZN.O	165.80	17402	6392	7115	7930	2.7	2.4	2.2	564	707	884	31	25	20
	eBay	EBAY.O	55.94	274	103	106	111	2.7	2.6	2.5	23.8	24.3	25.6	11	11	11
	平均值								2.3	2.0	1.8				16	14
本地生活	美团	3690.HK	104.60	6508	3287	3865	4387	1.8	1.5	1.4	337	467	573	18	13	10
	DoorDash	DASH.O	124.76	500	103	121	139	4.8	4.1	3.6	10	13	18	52	40	28
	平均值							3.3	2.8	2.5				35	26	19
云智能	亚马逊	AMZN.O	165.80	17402	6392	7115	7930	2.7	2.4	2.2	564	707	884	31	25	20
	谷歌	GOOG.O	163.84	20047	2993	3344	3395	6.7	6.0	5.9	937	1096	1198	21	18	17
	金山云	KC.O	2.47	6	74	80	88	0.1	0.1	0.1	-8	-7	-5	-	-	-
	平均值							3.2	2.8	2.7				26	21	18
菜鸟集团	顺丰	002352.SZ	35.24	1697	2875	3210	3587	0.6	0.5	0.5	95	112	131	18	15	13
	京东物流	2618.HK	7.87	521	1818	1964	2120	0.3	0.2	0.2	38	46	57	13	10	8
	平均值							0.4	0.4	0.3				15	13	11
大文娱集团	阿里影业	1060.HK	0.38	113	66	73	81	1.6	1.4	1.3	10	12	15	10	9	7
	爱奇艺	IQ.O	3.16	30	328	348	369	0.7	0.6	0.6	33	39	44.6	7	6	5
	平均值							1.1	1.0	0.9				9	7	6

资料来源: 申万宏源研究测算; 注: 美团、京东、拼多多为申万预期; 顺丰为 wind 一致预期; 其余为 Bloomberg 一致预期; 2024 年 8 月 7 日美元兑人民币汇率为 7.18, 港币兑人民币汇率为 0.92。

6.风险提示

1. 宏观经济下行, 居民消费信心弱于预期, 影响行业景气度。经济环境不确定性增加, 当前国内消费仍处于恢复过程中, 整体上呈弱复苏态势, 若居民消费信心短期内难以修复, 可能导致消费恢复持续弱于预期, 进而影响行业景气度。

2. 市场竞争加剧。电商平台用户规模逐渐触及天花板, 用户重合度增加, 且新业态电商模式不断加入, 内容化平台入局电商行业, 行业面临竞争加剧的风险。

3. 海外业务发展不及预期。电商海外业务由于在国际地缘关系、当地法律法规等方面存在不确定性，发展可能不及预期，进而影响公司业绩表现。

4. 盈利能力不及预期。公司目前正集中资源发展核心业务，且对外具有较多 AI 投资布局，如果业务持续加大投入且投资业务表现不佳，可能对盈利增长产生影响。

合并损益表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	868,687	941,168	1,037,787	1,104,315	1,180,415
营业成本	-549,695	-586,323	-625,993	-658,695	-704,087
毛利润	318,992	354,845	411,794	445,620	476,328
其他收支	5,823	6,157	6,263	5,000	5,000
产品开发费用	-56,744	-52,256	-76,599	-61,314	-65,540
销售及行政费用	-145,679	-157,126	-205,191	-236,480	-253,048
调整后 EBITDA	175,710	191,668	180,772	179,087	190,802
调整后 EBIT	134,407	143,436	144,798	157,514	168,096
财务费用	-5,918	-7,947	-4,476	-4,476	-4,476
扣除所得税及权益法合算的投资损益前的利润	89,185	101,596	97,907	131,907	140,688
所得税费用	-15,549	-22,529	-22,696	-30,339	-32,358
归属于非控制性权益的净损失	7,210	8,677	8,000	8,000	8,000
归属于普通股股东的净利润	72,509	79,741	87,211	112,069	118,330
Non-GAAP 归普净利润	143,991	158,359	156,986	170,642	183,837

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
扣除所得税及权益法合算的投资损益前的利润	89,185	101,596	97,907	131,907	140,688
无形资产摊销、物业及设备的折旧以及与土地使用权有关的经营					
租赁成本	46,938	44,504	42,412	44,846	47,164
财务费用	5,918	7,947	4,476	4,476	4,476
投资收益	27,885	-2,874	0	0	0
营运资本净减少	13,482	-13,749	-1,336	3,320	7,790
其他	16,344	45,169	-23,172	-32,315	-34,834
经营活动产生的现金流量净额	199,752	182,593	120,287	152,235	165,285
资本支出	-82,741	25,362	-47,000	-42,000	-33,000
其他投资活动产生的现金流量净额	-52,765	-47,186	-87,000	-100,000	-100,000
投资活动所用的现金流量净额	-135,506	-21,824	-134,000	-142,000	-133,000
股权融资	-77,246	-93,723	0	0	0
净负债变动	11,342	2,465	2,383	2,414	2,443
非全资子公司向非控制性权益支付的股息	-489	-546	0	0	0
融资活动产生的其他现金流量净额	774	-16,440	15,000	15,000	15,000
融资活动产生的现金流量净额	-65,619	-108,244	17,383	17,414	17,443

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	697,966	752,864	800,187	858,189	931,910
现金和现金等价物	193,086	248,125	251,794	279,443	329,171
应收贷款（净值）、证券投资	,	,	,	,	,
其他流动资产	367,808	361,203	378,203	390,203	393,203

证券投资、股权投资、土地使用权	453,117	424,073	446,073	481,073	516,073
物业及设备（净值）	176,031	185,161	158,116	164,712	170,123
无形资产和其他资产	425,930	402,731	669,209	712,767	755,192
总资产	1,753,044	1,764,829	2,073,586	2,216,741	2,373,298
流动负债	385,351	421,507	440,663	462,307	491,063
短期银行借款、担保借款	7,466	12,749	6,586	6,557	6,529
预提费用、应付款项及其他负债、递延收入及客户预付款	347,245	370,701	396,019	417,693	446,477
其他流动负债	30,640	38,057	38,057	38,057	38,057
长期负债	254,630	241,451	207,311	189,248	171,213
总负债	639,981	662,958	647,974	651,555	662,276
非控制性权益	123,406	115,327	107,327	99,327	91,327
股东权益总额	989,657	986,544	1,318,285	1,465,859	1,619,695
普通股与资本公积	416,881	398,000	398,000	398,000	398,000
未分配利润	599,028	597,897	685,108	797,176	915,506
权益总额	1,113,063	1,101,871	1,425,612	1,565,186	1,711,022
负债及权益总额	1,753,044	1,764,829	2,073,586	2,216,741	2,373,298

资料来源：公司公告，申万宏源研究

核心业绩指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	54.91	62.77	63.55	69.08	74.42
调整后每股收益	54.68	62.11	62.86	68.32	73.61
每股经营性现金流量	75.79	71.75	48.16	60.96	66.18
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	377.38	391.05	533.64	593.38	655.65
核心运营指标 (%)					
ROIC	12.95	14.16	12.78	11.91	11.69
ROE	14.86	16.03	13.62	12.26	11.92
毛利率	36.72	37.70	39.68	40.35	40.35
EBITDA 利润率	20.23	20.36	17.42	16.22	16.16
EBIT 利润率	15.47	15.24	13.95	14.26	14.24
营业收入同比增长率	1.83	8.34	10.27	6.41	6.89
归母净利润同比增长率	0.33	9.98	-0.87	8.70	7.73
资产负债率	36.51	37.56	31.25	29.39	27.91
净资产周转率	78.04	85.42	72.80	70.55	68.99
总资产周转率	49.55	53.33	50.05	49.82	49.74
实际税率 (%)	17.43	22.18	23.18	23.00	23.00
估值指标(x)					
P/E	10.55	9.29	9.18	8.44	7.84
P/B	1.53	1.48	1.08	0.97	0.88
EV/营业收入	1.68	1.44	1.27	1.17	1.05
EV/EBITDA	8.29	7.06	7.31	7.22	6.51

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。