

评级：买入（首次）

市场价格：79.50 港币

分析师：苏畅

执业证书编号：S0740523110001

Email: suchang@zts.com.cn

分析师：郑澄怀

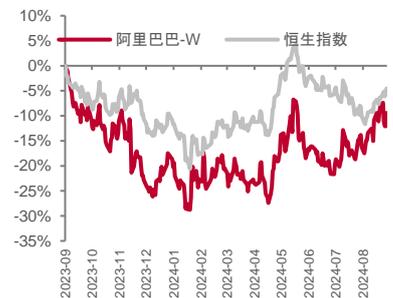
执业证书编号：S0740524040004

Email: zhengch@zts.com.cn

基本状况

| | |
|------------|-----------|
| 总股本(百万股) | 19,345 |
| 流通股本(百万股) | 19,345 |
| 市价(港元) | 79.50 |
| 市值(百万港元) | 1,537,966 |
| 流通市值(百万港元) | 1,537,966 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、买方时代，零售、品牌结构重塑——产业演进视角看“消费降级” (2024.04.28)
- 2、以渠道品牌框架，理解“拼多多们”的过去与未来——中美电商产业链系列研究之三 (2023.04.04)
- 3、中国电商集中度变化的经济学逻辑——中美电商产业链系列研究之二 (2021.06.05)
- 4、从中美经济地理，看京东物流的定位与挑战——中美电商产业链系列研究之一 (2021.05.20)

公司盈利预测及估值

| 指标 | FY2023 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (亿元) | 8,687 | 9,412 | 10,131 | 10,967 | 11,781 |
| 增长率 yoy% | 1.8% | 8.3% | 7.6% | 8.3% | 7.4% |
| 归母净利润 (亿元) | 725 | 797 | 1,090.3 | 1,276.9 | 1,477.0 |
| 增长率 yoy% | 17.0% | 10.0% | 36.7% | 17.1% | 15.7% |
| 每股收益 (元) | 3.43 | 3.92 | 5.36 | 6.27 | 7.25 |
| 净资产收益率 | 6.5% | 7.2% | 9.0% | 9.5% | 9.9% |
| P/E | 22.6 | 19.3 | 17.6 | 12.8 | 11.0 |
| P/B | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄；股价选取 2024/9/2；港币汇率取 0.9109

报告摘要

- **核心观点：**公司在过去几年间面临竞争困境，核心问题是 To B 定位下平台创造的消费者价值不足，“消费降级”所带来的需求结构变迁只是表象。随着公司意识到问题所在并开启改革，平台竞争力有望改善。当下或许还难言已彻底逆转竞争形势，但深度的低估与显著改善的资本配置给投资留下了充足的安全边际。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 FY2025-FY2027 年收入分别为 10131.0/10967.4/11780.6 亿元，同比增长 7.6%/8.3%/7.4%；归母净利润 1090.3/1276.9/1477.0 亿元，同比增长 36.7%/17.1%/15.7%；EPS 为 5.36/6.27/7.25 元，对应 PE 17.6、12.8、11.0 倍。考虑较低估值水平与公司边际向上，给予“买入”评级。
- **阿里巴巴一度统治的电商市场，但过去数年间公司的地位面临严峻挑战。**从 To B 到 To C，公司两度引领了行业的发展，在 10 多年间统治了电商市场。但公司一家独大的格局在过去数年间被迅速打破，市场份额较高点的 80% 下滑至当下的 40% 左右。
- **进入门槛相对较低的是分化的基础，但竞争的失利也表明公司的平台设计存在缺陷。**中国电商生态高度开发，降低了进入门槛：一方面，中国自身便是世界工厂，货源可得性强；另一方面，国内有一套完整、开放的电商基础设施：快递物流、支付工具。但公司一度手握绝大部分市场份额，网络效应、充沛的财务资源等理应让其具备明显的竞争优势，过去几年份额的持续流失则表明自身平台设计存在一定缺陷。
- **货架场的竞争失利，核心是 To B 定位下平台创造的消费者价值不足，这是公司需要改革的根本问题。**平台的双边用户是一种零和博弈，平台的规则厚此必然薄彼。阿里巴巴崛起的时代线上供给的丰富度是重要竞争力，因此公司的定位是服务于商家，流量分发规则对于消费者并不友好（商品性价比不足）。但在供给过剩的买方时代，消费者成为决定平台未来的核心力量。To C 定位的拼多多平台规则倾向于挤压商家利益而扶持消费者，因此得到了消费者的选票。
- **短视频平台的直播电商是另一大挑战，但其冲击存在明显的边界。**直播电商是一种“高供应链成本+低用户认知成本”的销售模式，依赖流量去转化随机性的需求。随着短视频流量见顶，市场逐步进入争夺货架市场阶段，抖音的冲击力将显著回落。
- **淘天集团改革有望提升平台竞争力，稳住份额下滑趋势。**集团高层坦诚承认了过去的错误，并开启了改革。短期平台内平台流量规则不会做直接改变，但手动的转移支付：从商户侧收取更高 Take rate 并增加消费者补贴，与拼多多的底层逻辑相似——挤压商户利润空间，提升消费者剩余。因此我们认为即使还难言公司已彻底逆转竞争形势，但竞争力相较过去将显著提升，有望逐步稳住份额下滑趋势。
- **电商行业的竞争仍未到终局，但公司当下的估值与改善的资本配置行为给投资留下的充分的安全边际。**定性上判断企业边际改善：业务层面，改革后平台竞争力提升；资本配置层面，新管理层聚焦核心业务、大力回购。定量上，扣除账面较多的非业务资产后，当下市值对应淘天集团过去 3 年平均盈利能力，PE 仅为 5 倍左右，且附赠智能云集团及阿里国际数字商业集团等具备潜力的资产，综合看安全边际充分。
- **风险提示：**(1) 宏观需求下滑的风险；(2) 样本偏差的风险；(3) 信息滞后的风险。

内容目录

| | |
|---|---------------|
| 1、阿里巴巴是中国电商生态的重要构建者 | - 4 - |
| 1.1 先后引领了国内 ToB, ToC 电子商务的发展 | - 4 - |
| 1.2 推动了中国 ToC 电商基础设施的建设 | - 6 - |
| 2、创新竞争者带来巨大挑战, 变革有望缓解压力 | - 8 - |
| 2.1 拼多多: 定位差异带来的平台设计领先 | - 11 - |
| 2.2 抖音: 流量跨界入侵, 快速但有边界 | - 15 - |
| 2.3 阿里巴巴: 调整定位, 改革有望提升平台竞争力 | - 17 - |
| 3、投资评估: 业务竞争力与资本配置改善, 安全边际充分 | - 20 - |
| 3.1 企业核心价值测算 | - 22 - |
| 3.2 盈利预测 | - 24 - |
| 风险提示 | - 26 - |
| 宏观需求下滑的风险 | - 26 - |
| 样本偏差的风险 | - 26 - |
| 信息滞后的风险 | - 26 - |

图表目录

| | |
|--|--------|
| 图表 1: 2007 年上市时, 阿里巴巴获得了 B2B 市场的半壁江山 | - 4 - |
| 图表 2: eBay、亚马逊、阿里巴巴估值对比 | - 5 - |
| 图表 3: 在 21 世纪初 eBay 收入体量远超阿里巴巴 | - 5 - |
| 图表 4: 淘宝花 3 年时间击败了 eBay | - 6 - |
| 图表 5: 随着支付宝与微信支付的竞争, 移动支付渗透率快速提升 | - 7 - |
| 图表 6: 接入淘宝后, 中国快递市场规模快速扩大 | - 8 - |
| 图表 7: 阿里巴巴业务多元, 但电商依然是集团几乎所有的利润来源 | - 9 - |
| 图表 8: 2020 年以来公司市值出现明显缩水 | - 10 - |
| 图表 9: 淘宝、天猫市场份额逐步下滑 | - 10 - |
| 图表 10: 淘天集团 GMV 增速从 2018 年起逐步下降 | - 11 - |
| 图表 11: 过去拼多多的 GMV 增速显著快于淘天集团 | - 11 - |
| 图表 12: 拼多多已经逐步渗透至主流市场 | - 12 - |
| 图表 13: 平台的价值是优化无差异曲线, 而非仅仅满足分化的需求 | - 13 - |
| 图表 14: 抖音电商的发展速度极快 | - 15 - |
| 图表 15: 短视频平台在直播电商中的占比快速提升 | - 16 - |
| 图表 16: 美国直播电商的规模远小于中国 | - 17 - |
| 图表 17: 发达国家直播电商渗透率整体相对较低 | - 17 - |
| 图表 18: 淘天集团 Take rate 仍有向上空间 | - 19 - |
| 图表 19: 阿里巴巴的自由现金流表现优异 | - 21 - |
| 图表 20: 但过去对外投资表现较差 | - 21 - |
| 图表 21: 公司 ROIC 目前处于较低水平 | - 21 - |
| 图表 22: 2022 财年以来公司开始大力回购 | - 21 - |
| 图表 23: 资产负债表价值 (2024 财年) | - 22 - |
| 图表 24: 淘天集团稳定盈利价值计算 | - 23 - |
| 图表 25: 淘天集团增长部分价值测算 | - 24 - |
| 图表 26: 分部收入预测 | - 25 - |
| 图表 27: 阿里巴巴财务模型预测 | - 27 - |

阿里巴巴引领了电子商务、互联网金融的发展，是中国互联网史中标杆式的企业。在国内，阿里系与腾讯系分庭抗礼，构成了过去 10 多年互联网行业的底色。在一定程度上可以认为是阿里巴巴构建了中国现有的电商生态。在国际，手握电商、云业务的阿里与亚马逊相互对标，市场一度讨论谁的模式更优。

但是过去几年间，无论是在业务层面还是资本市场层面阿里巴巴都面临着较大的压力。核心的电商业务在拼多多与抖音的挑战下，份额流失较为明显。云业务陷入低增长区间，其他业务与投资也乏善可陈。最终落到资本市场表现上，公司 2020 年至今股价回撤显著，市值一度低于 2014 年上市首日的 2300 亿美金。

这篇报告我们聚焦在核心的电商业务，试图去回答以下两个问题：(1) 该如何去理解阿里巴巴的过去的经历：竞争的失利、股东价值创造的缺失。(2) 以及如何去看待未来：这种份额流失是可逆的吗，这个时点投资阿里巴巴能够获得什么？

1、阿里巴巴是中国电商生态的重要构建者

1.1 先后引领了国内 ToB, ToC 电子商务的发展

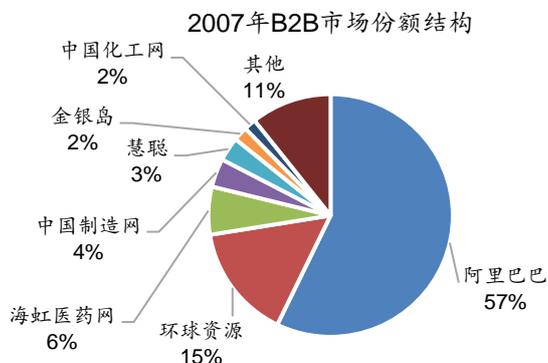
1.1.1 成立阿里巴巴，奠定了国内电子商务的开端

B2B 领域是中国电子商务的开端，阿里巴巴作为第一批玩家成功占据市场主导地位。

1999 年中国在加入 WTO 的前夕中国已经初具“世界工厂”的特征，有大量的中小企业希望在全球开展业务，阿里巴巴顺应而生。“让天下没有难做的生意”，帮助中小企业尽可能走出国门也成为阿里巴巴的使命。

公司击败了更早成立的环球资源网、美商网以及政府扶持的各家 B2B 网站，占据了 B2B 电子商务市场大部分份额。并顺利于 2007 年在香港上市，估值 88 亿美金。

图表 1：2007 年上市时，阿里巴巴获得了 B2B 市场的半壁江山



来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所

回过头看，B2B 业务在电商市场中的体量微不足道，但它是中国电子商务的起点。当时的互联网刚刚进入中国，在一个新兴的市场中，没有人知道电子商务该如何发展。阿里巴巴通过 B2B 市场的耕耘，为后续的 To C 业务积累了资本以及对在线市场的理解。

1.1.2 面对 eBay，实现了大卫战胜歌利亚般的胜利

2003 年出于防守 B2B 市场的初衷，阿里巴巴进军 To C 市场，打开了来的道路。

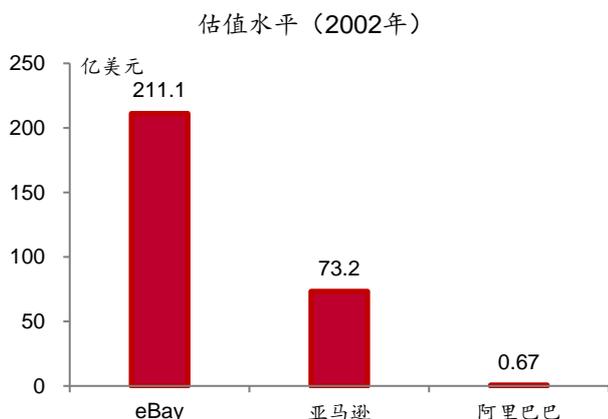
2002 年 eBay 通过收购易趣网进入中国，成为 To C 电商龙头。1999 年年邵亦波模仿 eBay 在中国创立易趣网，并成为国内 C2C 市场的龙头。2002 年，eBay 为了进军新兴的中国市场收购了易趣网，占据 To C 电子商务 90% 的市场份额。

为了防止 eBay 未来渗透到 B2B 市场，阿里巴巴创立了淘宝，进入 To C 市场。易趣网瞄准的是个人消费者，和阿里巴巴的业务范围并不重合。但马云还是担心一些大型商户在易趣上的活跃会蚕食阿里巴巴的地盘，因此希望进军 To C 市场，通过阻止 eBay 来保护阿里巴巴：

“那时的中国，只有两家公司理解在线市场，eBay 和阿里巴巴。我特别担心 eBay 的实力卖家会发展起来，最后在 B2B 业务范围内和阿里巴巴竞争。”¹

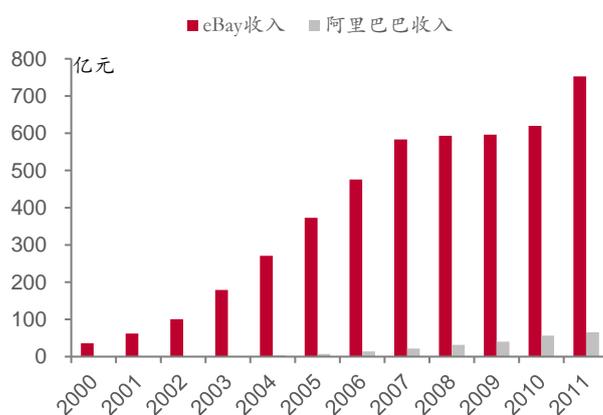
阿里巴巴面对 eBay 是场非对称的战争。21 世纪初 eBay 是电商领域的霸主，2002 年底市值高达 211 亿美金，远超亚马逊的 73 亿美金。而阿里巴巴才初出茅庐，2000 年接受软银投资后的阿里估值仅为 0.67 亿美金。同时从业绩看，2002 年 eBay 收入、利润分别达到 100 亿、21 亿人民币。而阿里巴巴在 2004 年收入、利润仅为 3.6 亿、0.7 亿人民币。

图表 2：eBay、亚马逊、阿里巴巴估值对比



来源：companiesmarketcap.com 中泰证券研究所 备注：eBay、亚马逊市值取 2002.12.31，阿里巴巴估值为 2000 年接受软银投资后的估值。

图表 3：在 21 世纪初 eBay 收入体量远超阿里巴巴



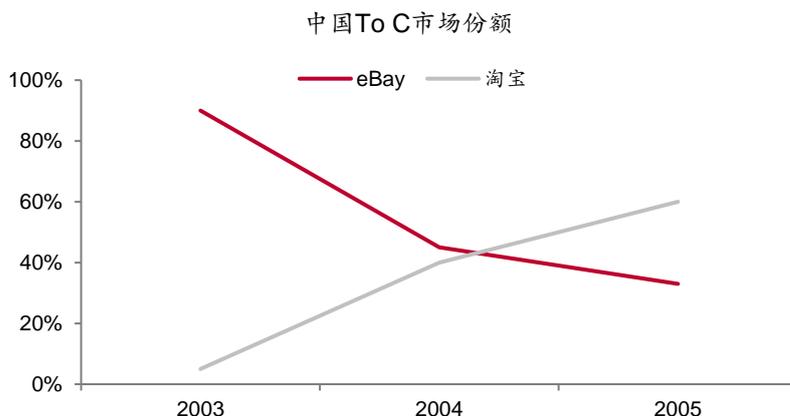
来源：wind 中泰证券研究所

¹ 《阿里巴巴：马云和他的 102 年梦想》

利用更好的平台设计，阿里巴巴只花了3年的时间就实现了大卫战胜歌利亚般的胜利。尽管资金实力显著落后，但淘宝有着显著领先的平台设计：(1) 免费刊登策略更好的创造网络效应；(2) 内置聊天窗口（阿里旺旺）优化交互；(3) 创建在线交易担保工具（支付宝）解决信任问题。

2003年淘宝刚刚起步，到了2005年，淘宝的市场份额就已经接近60%，远超eBay的33%。后续随着2008年淘宝商城（后来改名为天猫）的推出，阿里巴巴现有的根基就此成型，自此牢牢掌握着中国电商领域绝对的话语权。

图表4：淘宝花3年时间击败了eBay



来源：《阿里巴巴：马云和他的102年梦想》 中泰证券研究所

或许马云当时也没想到，当初的被迫出击最终能够造就阿里巴巴后来绝对核心的业务。

1.2 推动了中国 ToC 电商基础设施的建设

阿里巴巴的成长不仅实现了自身的价值，同时也为后来者铺平了道路。

首先，阿里巴巴的发展过程中很大程度推动了商家和消费者的线上化。其中 B2B 阶段和淘宝的 C2C 模式，拉动了大量的中小商户加入线上交易。而天猫的出现，以及双十一的大规模营销则提升了品牌商家对于线上交易的认可度。这大幅降低了后续参与者在供需两侧的市场教育成本。

其次，阿里巴巴在推动电商规模增长的过程中，还推动了两个基础设施的普及：(1) 线上支付工具；(2) 快递物流网络。

1.2.1 资金流：线上支付工具

电商发展初期，信任问题成为阻碍行业发展的关键因素。易趣的创始人邵亦波曾经指出，对于商家和消费者来说，中国的法律体系给予他们的保护机制太少：商家担心消费者收到货后不付款，而消费者也担心付款后商家不发货。信任问题也是京东选择自建物流的原因之一，当时货到

付款是解决信任问题的手段²，因此需要自建物流保证“资金安全”。

2003年，阿里巴巴创新性的推出了在线支付解决方案——支付宝。支付宝在交易过程中充当第三方支付中介的角色，买家的资金先由支付宝托管，待买家确认收货并满意后，支付宝再将款项转给卖家。这样一种担保交易的设计解决了先付款还是先发货的问题，**这不仅提升了交易的便捷程度，更消除了因信任问题而产生的摩擦成本。**

2014年起支付宝与微信支付之间的大战，彻底普及了移动支付。2014年微信通过春晚抢红包奇袭了支付市场，随后二者开始了激烈的支付市场争夺战。这场商业战争曾经声势浩大，无论是当年滴滴、快的的网约车之战，还是摩拜、ofo的单车之战，背后都在发生支付战争。**2015-2017年，微信和支付宝每年都至少投入20亿去争夺支付市场，最终实现了中国在线交易的普及，降低了其他互联网平台搭建支付工具的门槛。**

图表 5：随着支付宝与微信支付的竞争，移动支付渗透率快速提升



来源：CNNIC 中泰证券研究所

1.2.2 物流体系：快递网络

除了支付工具外，另一个阻碍电商发展的则是物流体系。阿里巴巴携手三通一达构建了一张可能是全球最高效的快递物流网络：成本低、稳定强、时效快。

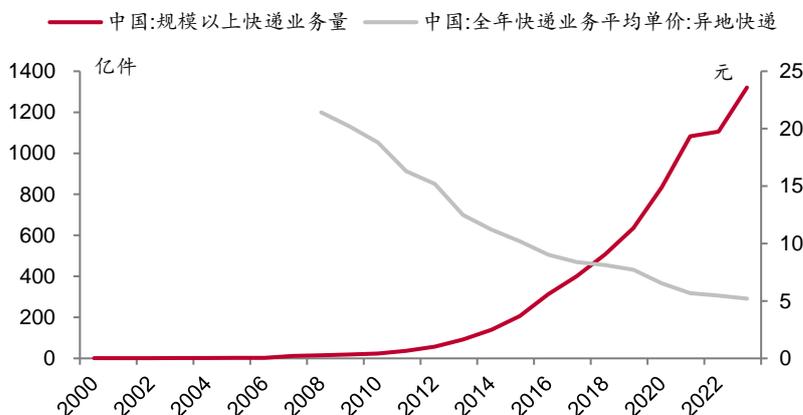
2005年，淘宝刚从eBay手里接过To C电商市场的统治地位，行业处在爆发的节点，但市场缺乏一张稳定的物流网络以支撑电商的发展。在邮政拒绝了马云的合作请求后，阿里巴巴选择了携手民营的快递企业，2005-2008年三通一达先后接入淘宝网。

2005年-2016年，快递规模增长了近600倍，凭借着强大的规模经济，快递的单均成本快速下降，成为全球最高效的电商物流基础设施。中通共同创始人赖建松表示快递是阿里巴巴的螺旋桨，提供了强大的推动力。但也可以反过来说：考虑到淘宝/天猫长期占据绝大部分的电商市场份额，

² 《沸腾十五年：中国互联网1995-2009》

因此是阿里巴巴拉动了整个快递市场的发展。

图表 6：接入淘宝后，中国快递市场规模快速扩大



来源：wind 中泰证券研究所

但快递行业的规模经济没能像亚马逊的 FBA 一样为公司提供竞争优势，反而因完善且开放的物流网络，大幅降低了竞争对手的进入门槛。

或许是战略决策的偶然：希望保持轻资产运作，规避管理负担问题。或者是当时形势的必然结果：(1) 市场在快速增长，当时的阿里自身缺乏经验和资金实力³去构建一张高效的物流网络；(2) 快递企业早于电商之前成立，不愿意失去独立性。最终的结果是阿里巴巴与各家快递公司达成了较为松散的股权关系，无法对物流网络实现有效的控制，后来拼多多、抖音崛起时也共用了该基础设施。

综合考虑以上，可以说阿里之于中国现在的电子商务，就像当年 IBM 之于当年的计算机产业，推动了整个生态的搭建。

2、创新竞争者带来巨大挑战，变革有望缓解压力

如我们前文所述，阿里巴巴推动了电商生态的构建。但是公司的目标远不止于此，2014 年集团整体上市后进一步提出了长期愿景：希望能够为整个商业提供基础设施服务：

“阿里巴巴思考和构建了作为未来商业文明筑基的五大基础设施：交易市场、支付、物流、云计算和大数据——服务于全世界中小企业和普通消费者的全球化。”⁴

这愿景不可谓不宏大，因此公司在多个领域同时出击：电商（淘天）、云计算（阿里云）、金融（支付宝）、物流（菜鸟）、本地生活（高德+饿了么）、社交网络（即时通讯-来往）、浏览器入口（UC）、文娱影视（优酷）、

³ 当时淘宝、支付宝仍在失血增长，2007 年 B2B 业务的上市募资也是为了支持这两个业务的发展。

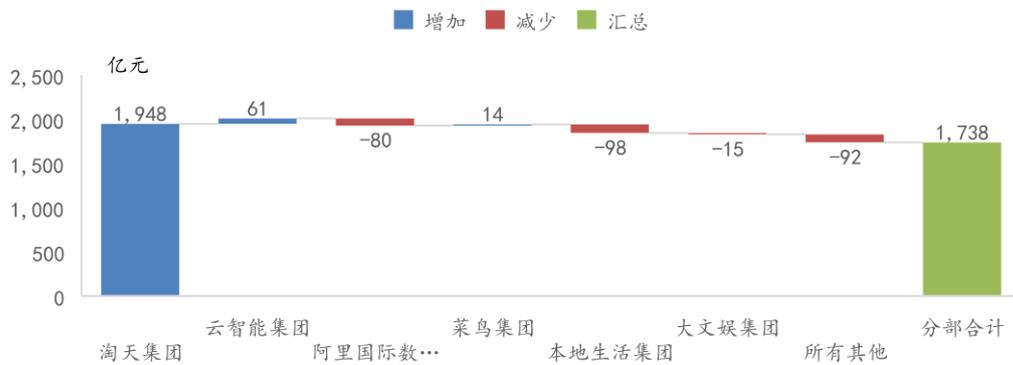
⁴ 2016 年马云致股东的信

线下零售（盒马、高新零售等）…可谓无所不包。但从利润来源看，目前依然是电商支撑起了整个阿里巴巴。

图表 7：阿里巴巴业务多元，但电商依然是集团几乎所有的利润来源



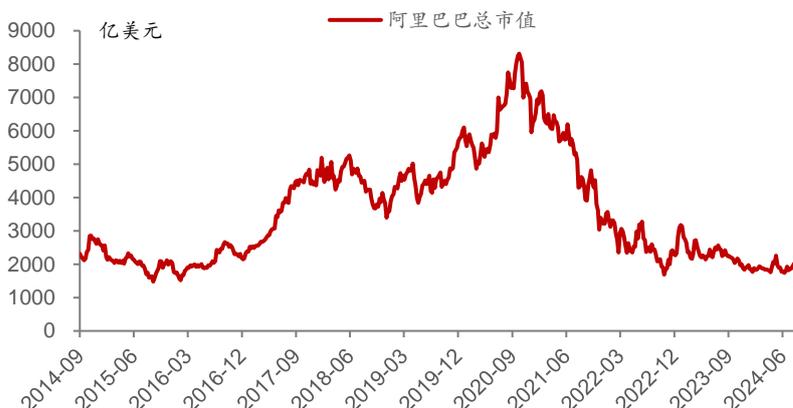
阿里巴巴已经调整EBITA (2024财年)



来源：公司公告 中泰证券研究所

但 2020 年起，阿里巴巴的发展进入到了逆风期。除了蚂蚁集团上市暂缓、反垄断调查等事件性的风波外，业务的各个方面表现均乏善可陈：电商份额流失、云业务增长大幅放缓，其他业务与投资也未有较好的表现。最终反应在资本上，2020 年以来公司市值区间最高跌幅超过 80%，抹去了 2014 年纽交所上市以来的所有涨幅。

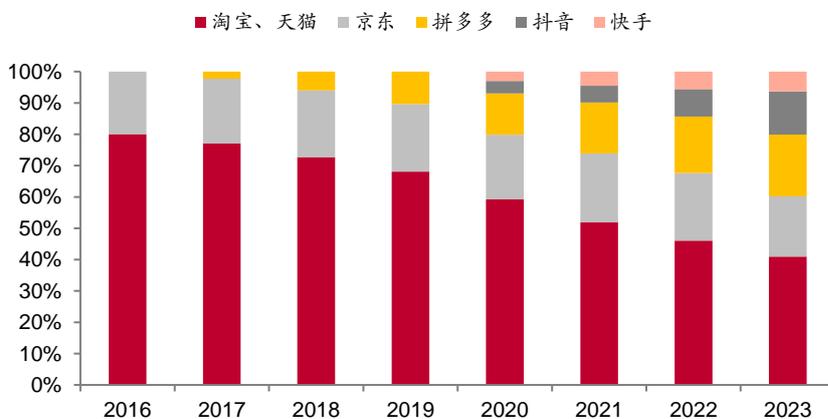
图表 8：2020 年以来公司市值出现明显缩水



来源：wind 中泰证券研究所

考虑到不同业务的价值权重，我们认为电商领域面临的竞争压力是阿里巴巴当下最大的问题。公司的市场份额从最高的 80% 左右⁵，下滑至当前的 40% 左右，行业格局出现了显著的分化。随着拼多多以及以抖音的份额持续扩张，市场有理由担心该下滑趋势持续会延续多久，最终阿里巴巴还能够剩下多少份额？

图表 9：淘宝、天猫市场份额逐步下滑

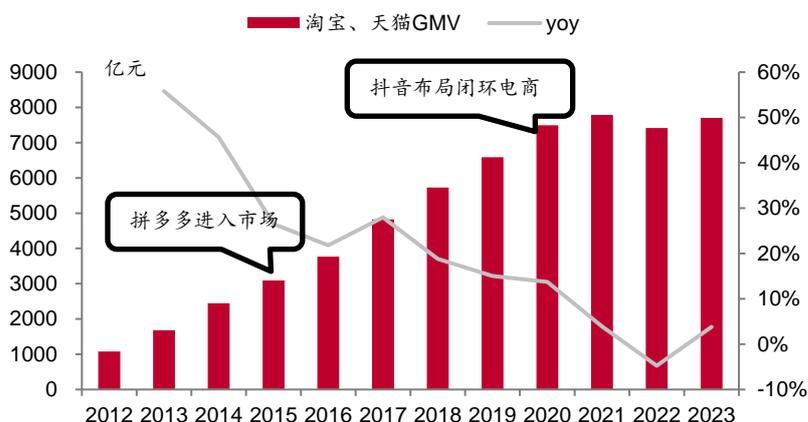


来源：公司公告、36 氪、焦点分析 中泰证券研究所

阿里巴巴电商增速下滑始于 2018 年，2020 年后问题逐步放大。2015 年拼多多的横空初出世给电商产业带来的变数，但早期体量较小对行业冲击有限，直到 2018 年阿里巴巴的增速才逐步放缓。2020 年随着抖音开始布局闭环电商，从合作者变成了竞争对手，行业格局进一步恶化。

⁵ 以当前电商市场的主要玩家：淘天集团、拼多多、京东、抖音、快手作为电商大盘。

图表 10：淘天集团 GMV 增速从 2018 年起逐步下降



来源：公司公告 中泰证券研究所 备注：2023 年对应公司 2024 财年（2023.3-2024.3）

我们认为，基础设施的非独占性为行业走向分化创造了条件。除了目前主流的参与者外，腾讯视频号、小红书等流量平台均开始尝试电商业务，“互联网的尽头是电商”这句调侃逐步成为现实。

但阿里巴巴仍然占据的明显的先发优势：应对竞争的充沛财务资源、用户习惯、双边网络效应带来的规模经济等等。这些都没能阻碍竞争对手的崛起，因此必然还有其他重要因素存在。

2.1 拼多多：定位差异带来的平台设计领先

我们认为阿里巴巴面对拼多多的竞争失利，核心来自于流量分配规则导致的平台竞争力不足。而这种落后的规则设计，则源自阿里巴巴过去错误的定位：服务商家，而非消费者。所谓的消费升级、降级等宏观因素影响只是表象。（具体详见前期报告《买方时代，零售、品牌结构重塑——产业演进视角看“消费降级”》）

拼多多的成长速度十分耀眼：2015 年成立，2018 年上市，2023 年 GMV 超 3 万亿，位居行业第二。拼多多的崛起对阿里巴巴当下与未来的前景构成了巨大挑战。

图表 11：过去拼多多的 GMV 增速显著快于淘天集团

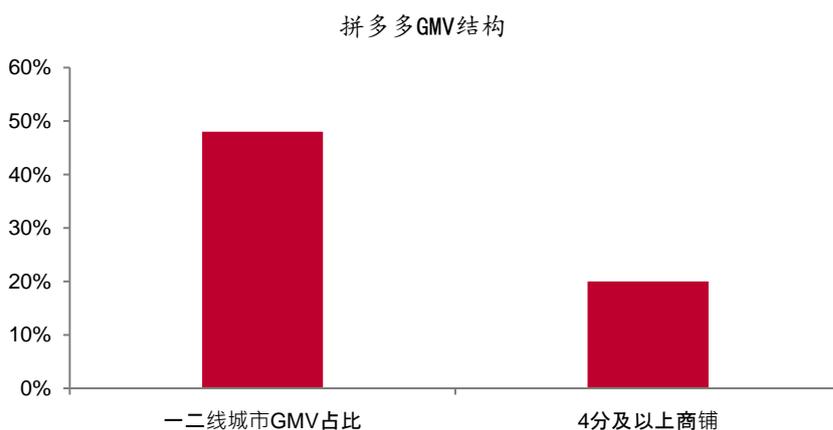


来源：公司公告、36 氪、焦点分析 中泰证券研究所

过去市场习惯于将拼多多的崛起归因于消费的分层：拼多多满足了价格敏感性客户的需求，而疫情以来的宏观经济疲软在结构上利好该市场。

但我们认为，淘天的份额流失的根本原因在于平台效率落后。实际上随着百亿补贴的推进，拼多多在人群结构以及商品结构上与淘天的重合度越来越高。在这个基础上拼多多还能够持续的虹吸市场份额，说明两个平台的差异不仅在于商品结构，可能更重要的是平台规则导致的效率差异。

图表 12：拼多多已经逐步渗透至主流市场



来源：证券时报、草根调研 中泰证券研究所 备注：城市结构数据为 2019 年 6 月。商品结构数据为 2022 年 Q3。

这里我们需要先回答，什么是平台的效率，这对于双边平台而言尤为重要。平台的双边用户是一种零和博弈，平台的规则厚此必然薄彼。因此平台首先要识别谁是核心用户，进而创造有利于核心用户的规则。

回顾平台商业的竞争历史，我们可以看到很多先发者由于错误定位，导致平台设计落后，最终后来者居上。招聘平台：Indeed vs Monster，BOSS 直聘 VS 智联招聘、前程无忧；短视频平台：抖音 VS 快手；以及这里我们要谈及的电商平台：拼多多 VS 阿里巴巴。

对于电商而言，我们认为消费者才是平台的首要用户：

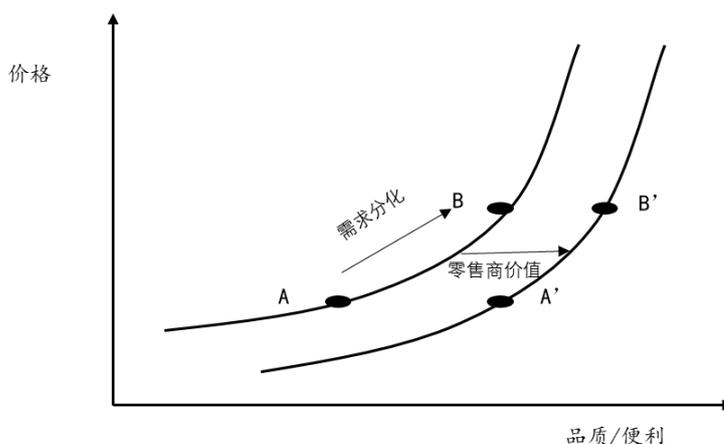
- (1) 商品供给可替代性较强，商家倾向于多平台经营。工业时代多数商品都会走向供给过剩，只要平台存在增量价值，商家作为专业的逐利者会自然进入。且商家从经济利益考虑也不会对平台产生排他性的忠诚。
- (2) 冗余的供给、较低的迁移成本使得消费者具备最终话语权。商品的过剩意味着消费者的话语权是更强的，较低的迁移成本使得他们会根据平台提供的价值而随时用脚投票，这在线上市场尤为明显。

成熟市场的案例告诉我们，品牌通常无法抗拒拥有大量消费者的渠道，这是消费产业的趋势，不以企业的意志而转移。曾经有很多品牌因抗拒亚马逊的激进价格政策不愿意入驻，但最终多数都屈服了，同样的历史也发生在沃尔玛和 Costco 身上。随着供给的过剩，品牌商永远会跟随消费者走。

因此什么是电商平台的效率也有了答案，效率是针对消费者而言的，衡量效率的尺度是商品的性价比。注意，这里我们提的是性价比，而非绝对低价。因为消费者需求是多样的（品质、便利等差异），但在特定的需求上永远追求的是更低的价格。从微观经济学出发，我们可以将品质/便利⁶作为横轴，将价格作为纵轴，刻画出一条经典的效用无差异曲线：

- (1) 大家常说的消费升级/降级，其实只是消费者在无差异曲线上的分化：A 到 B（更高的成本，满足更高品质/便利的需求），不同组合产生的效用是等价的。
- (2) 从 A/B 到 A'/B' 才是零售平台效率的体现：在同样品质/便利下，用更低的价格去满足消费者，也就是实现无差异曲线的优化。实现这一点是包括亚马逊在内的几乎所有伟大零售公司的核心使命。

图表 13：平台的价值是优化无差异曲线，而非仅仅满足分化的需求



来源：中泰证券研究所

阿里巴巴在与拼多多竞争过程中的失利，正是由于错误定位，导致平台规则背离的消费者效率原则。

过去阿里巴巴认为供给是核心，选择了 To B 定位：服务商家。这在线上化初期是合理的，当时线上供给不足，商品的丰富度是平台的重要竞争力。但这种选择带来的路径依赖导致了阿里巴巴在新环境下没有及时的转变定位。

在经营过程中像淘宝、天猫是一个线上商业地产，无意为消费者降低成

⁶ 至于为何没有引入市场常考虑的“多”，是因为我们认为随着商品的过分充裕，“选择”给予消费者的效用将边际下降，甚至因心智成本过高而产生负效用贡献。

本，甚至可能会推升商品价格。平台收取租金之后，并不在意商家卖了什么，是否卖的便宜。甚至由于平台的收益和商家利益挂钩，流量分配规则会协助商家推升商品的价格矩阵。因此在拼多多之前，电商带来的渠道扁平化并没有显著降低商品价格，市场反而迎来了“消费升级”趋势。

而拼多多选择了 To C 定位：服务消费者。随着供给的逐步充裕，市场已经逐步进入了买方市场，商家的重要性已经显著下降。拼多多抓住了当前的主要矛盾，无论是白牌、品牌、串货商品，对于拼多多而言都只是满足消费者需求的手段。平台利用规模与流量分发规则引导商家展开激烈的竞争，挤压出更多的消费者剩余。

具体到微观经营上，我们可以从两点去观察：（1）店铺逻辑 VS 商品逻辑；（2）UV 价值导向 VS 转化率导向。

（1）店铺逻辑 VS 商品逻辑

阿里巴巴过去强调协助商家构建线上品牌商铺，实现流量私域化。同时限制针对品牌的串货行为。这些举措在本质上是协助品牌商建立竞争优势，限制了商家的竞争水平，降低了消费者福利。

同时私域流量的存在也意味着公司与头部商家共享了平台的权力—流量分配权，约束了自身的商业化能力。

这些是拼多多所规避的：接受经销商的串货；淡化店铺逻辑，每一个 SKU 都需要进行竞争才有可能获得曝光。这使得消费者获利的同时，平台的商业化能力也有所提升。

（2）UV 价值导向 VS 转化率导向。

即使是在公域流量部分，阿里巴巴的流量匹配规则也不鼓励激烈的价格竞争，而拼多多则极致的挤压商家的定价空间。

阿里巴巴：UV 价值导向，导致平台生态价格偏高。 $UV = \text{浏览人数} * \text{转化率} * \text{单价}$ ，提升 UV 既可以设法提升转化率，也可以提升单价，因此根据价格弹性原则，平台推荐的商品价格矩阵价格相对较高，同时公司获得最高的收益。在过去没有竞争背景下，浏览人数、转化率指标稳定，提升客单价对平台才是有益的。

拼多多：转化率导向，将极致压低商家的价格。 商品的转化率通常和价格呈现负相关关系，当拼多多将流量分发权重高度集中在转化率指标，商家优化成交的手段将被迫走向降价。且考虑到拼多多的存在，商家通过降价获得的交易量将显著提升，因此降价动机更强。

换个视角看，我们可以认为拼多多比阿里更加“零售”。零售的本质是：

（1）信息匹配：根据需求匹配合适的供给；（2）降低成本：利用规模与零售经验，为消费者降低供应链成本。阿里巴巴只做了（1），而拼多多同时实现了二者。因此过去两个平台都在追求 GMV 增长，但实现的路径是存在差异的。

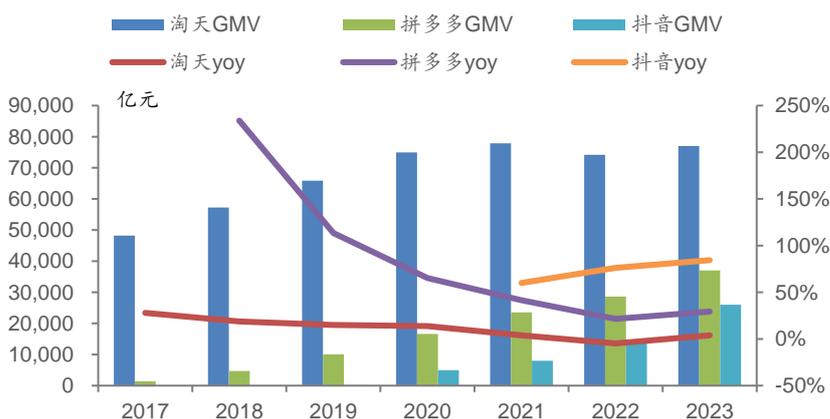
综上所述，过去淘宝、天猫面对拼多多竞争失利的核心问题是平台规则设计差异，而这种差异代表了两种用户导向。在供给过剩的买方时代，消费者成为决定平台未来的核心力量。拼多多的规则对于消费者更加友好，因此份额得以持续扩张。这后续也引发了淘天集团仅一年多来较为明显的变革，具体在 2.3 章节展开。

2.2 抖音：流量跨界入侵，快速但有边界

如果说，面对拼多多挑战的失利，是公司自身定位所导致的平台竞争力不足的话，抖音的跨界竞争则是公司无法掌控的一部分，但其冲击存在边界。

从成长的速度看，抖音相较拼多多有过之而无不及。2020 年抖音开始布局闭环电商，2022 年 GMV 破万亿，2023 年超过 2 万亿，成为阿里巴巴的第二个重要挑战者。

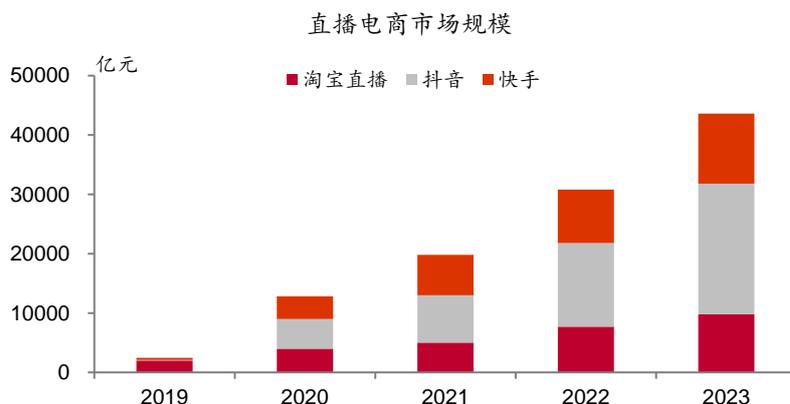
图表 14：抖音电商的发展速度极快



来源：公司公告、36 氪、焦点分析 中泰证券研究所

直播电商最早由淘宝发展起来，但由抖音所代表的短视频平台将其推向高峰。2016 年淘宝推出直播购物，作为丰富平台内容、增加用户停留时长的一个策略。2020、2022 年抖音、快手先后布局闭环电商，替代淘宝成为直播电商的主力军。2023 年，抖音占直播电商市场 50% 的市场份额，而淘宝则仅剩 20% 左右。

图表 15：短视频平台在直播电商中的占比快速提升



来源：公司公告、36氪、财联社、司库财经 中泰证券研究所

直播电商的特质是什么，为什么能够在电商市场占据这么大的市场份额？直播电商承担的职能我们认为有两类：

- (1) 品牌推广。短视频平台承担了与过去央视类似的广告职能，天然能够吸引大量头部品牌的投放营销费用，这部分与电商平台不构成直接的竞争。
- (2) 直接的商品销售。我们认为直播电商是一种高供应链成本、低用户认知成本的零售模式，这种模式在中国有着独特的市场空间。

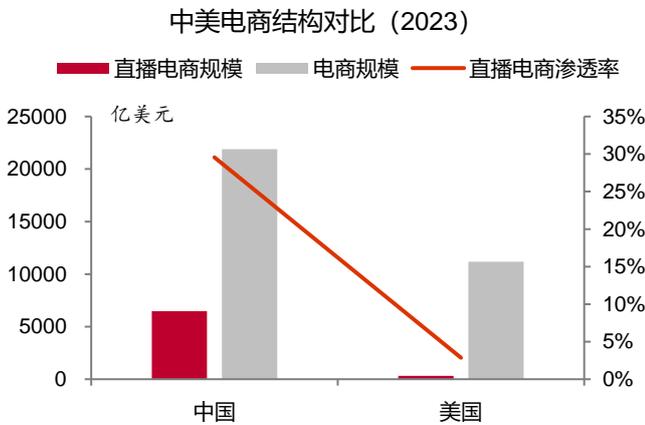
对于一个用户而言，购买商品的成本有两类：第一类是最直观的，商品的价格，这是付出的金钱成本。第二类是隐性的，搜寻信息、为决策付出的认知成本⁷。在不同的社会阶段，显性成本与隐性成本的权重有所不同：

- (1) 在消费社会初期，消费者对自身需求、商品知识认知不足的阶段，用户侧的认知成本更为重要。具体体现为消费者追求品牌商品（广告降低了认知成本，规避了决策风险），直播电商、层层分销等高成本的主动触达能够有效的“推动式”销售。
- (2) 但随着时间沉淀，用户与商品之间的信息趋势是越来越对称，消费者自发的“拉动式”销售成为主体，零售商比拼供应链端的效率优势成为长期的策略。

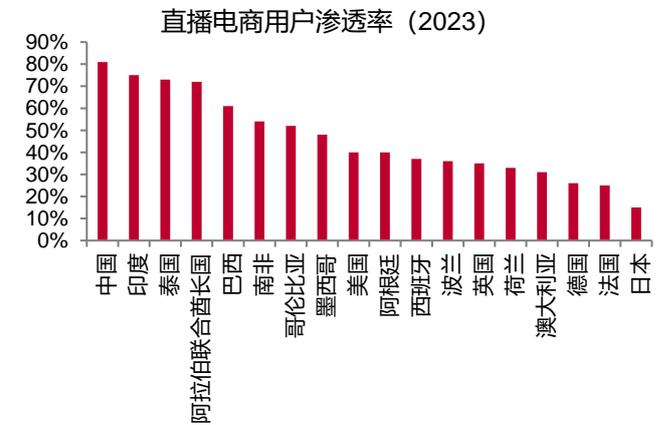
直播电商的迅猛发展，与当下中国消费社会较大程度上身处“推动式”销售阶段有关，而这种模式在发达国家渗透则较低。直播电商是流量思维的极致体现，其本质上是一种：高供应链成本（主播坑位费等）+低用户认知成本的零售模式，依靠超强的用户触达去转化随机性需求，同时能够赚取部分信息不对称溢价，较为契合当前的消费者习惯。但这种模

⁷ 从新制度经济学角度去理解：“交易成本”是一个经济体系运行的成本，其大致可以理解为除生产成本之外的任何成本（类似于摩擦力）

式在用户认知较为明确的发达国家，接受度则较低。

图表 16：美国直播电商的规模远小于中国


来源：Coresight Research、Wind 中泰证券研究所 备注：直播电商渗透率=直播电商规模/电商规模

图表 17：发达国家直播电商渗透率整体相对较低


来源：Statista 中泰证券研究所

用一个比喻来理解直播电商：抖音是最繁华的景区，直播电商则是景区里的摊贩，商品虽然不一定便宜，但胜在人多。当然，对于非标商品，短视频媒介也会有一定信息传递优势，但这是次要的价值。因此我们也不难理解为什么阿里巴巴无法阻止抖音在直播电商领域的前进：直播电商消耗流量，而非产生流量的内容，抖音是那个人流最多的“景区”，而淘宝/天猫不是。

但我们认为抖音在电商领域的渗透是存在天花板的：

直播电商受制于流量规模，而货架电商领域抖音不具备禀赋优势。随着可供消耗的流量见顶，抖音开始将战略核心放置在货架电商的建设上。而在货架领域的竞争是阿里巴巴以及拼多多熟悉的战场，抖音流量优势难以辐射。针对目的性需求，只要阿里巴巴在消费者服务（商品价格及其他）保持投入，网络效应与用户习惯有望能够让其守住阵地。

此外直播电商的价值有可能会边际弱化。随着消费者的认知提升，消费者将变得越来越主动，直播电商自身的高供应链成本问题将进一步凸显，可能在部分品类上的销售意义将会降低。

2024 年以来抖音电商的增速已经有所放缓，我们认为抖音在脱离了流量舒适区后，进一步推进的阻力将越发的大。

2.3 阿里巴巴：调整定位，改革有望提升平台竞争力

以上是我们对两个竞争对手崛起的理解，他们对阿里巴巴的挑战是显著的，由此也激发了公司近些年的变革。

2.3.1 认识到错误所在

如上所述，我们认为拼多多是阿里需要面对的核心威胁，抖音的冲击会自发减弱。随着市场的争夺进入货架阶段，抖音无法发挥流量优势后冲击力会显著回落。而拼多多的威胁来自平台间效率差距，这差距所导致的份额迁移会在商品结构间蔓延。如果淘天不做改变，其份额的流失将触及到它的基本盘，这种威胁更为重要。

阿里巴巴对于第一竞争对手到底是谁也有过摇摆。抖音在商品结构上对阿里的冲击更为直接：服饰、美妆等都是阿里的核心类目，而抖音也擅长于此。因此阿里在较长的时间里试图通过布局平台内容生态以对抗短视频平台，但在 2.2 中所述，这种策略成效必然有限。因为直播电商本质是流量，阿里永远没法成为抖音那样的“景区”。

根据阿里巴巴这一年来的策略变化，我们认为公司已经意识到要首先改变与拼多多的这种明显不利的竞争态势。回顾阿里巴巴面对拼多多的竞争，经历了多个阶段的变化：

- (1) 2020 年之前，认为威胁不大—公司认为拼多多的快速增长主要来自下沉新增市场，而对淘天威胁有限。因此在 20 年之前集团仅强调加强对下沉市场的获客，而无其他大规模动作。
- (2) 2020-2022 年，到局部应对—认为这只是消费分层的结果，2020 年 3 月推出淘特以满足价格敏感型客户需求。
- (3) 2023 年，积极应对阶段 1—意识到拼多多的竞争是更为全面的，2023 年初时任淘天集团 CEO 戴珊发起“价格力”战役，推出“五星价格力体系”，平台流量规则开始向低价商品倾斜。
- (4) 2024 年，积极应对阶段 2—2023 年底吴泳铭接管淘天，2024 年策略发生一定变化：依旧强调消费者为先，但淡化了价格力的首要位置。“五星价格力体系”淡出，将流量分发规则重新从订单量，转化为 GMV。后续我们会探讨这种变化的意义。

对过去错误的坦诚，让我们相信阿里巴巴已经意识到了问题所在。现任阿里巴巴董事会主席蔡崇信在 2024 年 4 月接受挪威主权基金首席投资官 Nicolai Tangen 采访时表示：

“当我们审视内部并进行自我反思时，我们发现自己落后了，因为我们忘记了谁才是真正的客户。我们的客户是使用我们的应用程序进行购物的用户，而我们并没有为他们提供最好的购物体验。”

马云对此也在内部信中给予了积极认可：…时代变了，我们必须跟上时代，不仅仅要勇于承认并及时纠正昨天的问题，更是要面向未来而改革。

2.3.2 渐进式改革有望提升平台竞争力

但从意识到问题所在，到如何改变问题，仍需要跨过一个不小的鸿沟。我们这个鸿沟从根本上看是要改变平台的经济体制。

简单的看，淘天的问题无非是流量分发规则而已，只要在后台上修改算法问题就得以解决了。但我们认为这显然低估了制度变化带来的影响，《商君书·更法》中有言：利不百，不变法；功不十，不易器。

阿里巴巴作为一个近 8 万亿的 GMV 的平台，已然是一个复杂的经济体系，背后规则的调整影响重大。流量规则对于平台而言可以理解为是一种经济体制，它实现了平台上资源的调配。如果直接改变规则，在新制度被完全接受之前可能产生混乱的局面：

一方面，既得利益者—头部商家将抗拒，经过长期的扶持，他们在平台上有较大影响力。另一方面，流量规则需要适配对应的广告工具，如果在新广告工具能够承接流量之前彻底推行流量规则改变，平台收入可能会大幅降低，带来资本市场的冲击。最后，平台规则的变化也意味着公司内部利益关系的调整，这也是不小的挑战。

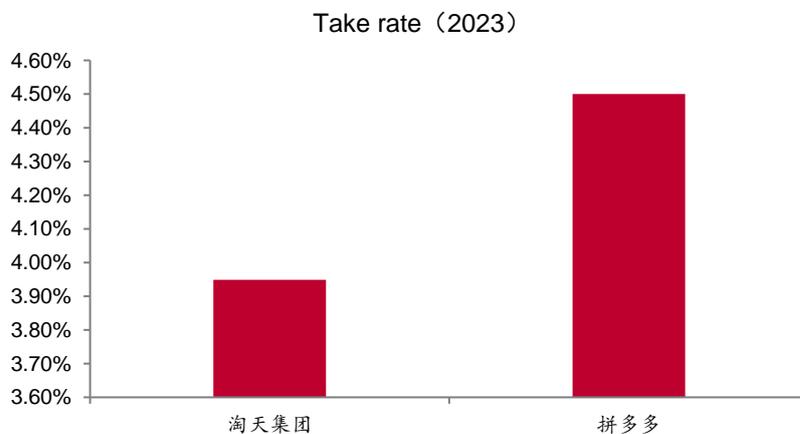
因此从淘天集团 2023 年到 2024 年的战略调整：即对流量规则从低价为先退回至 GMV 优先，我们认为可以理解为从激进的“休克性疗法”，变为“渐进式改革”。

考虑到快速变革带来的潜在风险，在各方面条件成熟之前平台应该采取折中的过渡改革，这与我国早期的经济体制改革是相似的。我国从计划经济向市场经济切换过程中，在 80 年代采取了“双轨制”成功逐步过渡。

相对于拼多多直接用算法驱动，淘天集团采取了折中的转移支付去提升消费者价值，而不直接接触底层流量规则：

- (1) 淘天集团将一定程度上提升对商家的 take rate，比如推行新的广告工具：全站推（将逐步对自然流量收费）以及从 2024 年 9 月起将收取 0.6% 的基础软件服务费等。由于私域、算法的因素的制约，淘宝过去对于商业化相当克制，整体 Take rate 大幅低于拼多多，我们预计后续将向拼多多收敛。

图表 18：淘天集团 Take rate 仍有向上空间



来源：公司公告、草根调研 中泰证券研究所

(2) 与此同时淘天将加强对于消费者的补贴，包括百亿补贴、88VIP等。以88VIP为例，公司大幅降低了88VIP的准入门槛，同时为会员提升了更多权益。除了过去的饿了么、网易云音乐会员联名外，还新增了无限次退货包运费服务等。

综合淘天在商家侧和用户侧的动作来看，其实质与拼多多的规则是相似的：从商户侧挤压出更多利润空间，部分交给消费者以提升平台竞争力，部分留在平台内部提升利润。

我们认为这种转移支付属于手动调节，即使效率上可能一时仍低于靠算法驱动的资源配置，但是相较于过去，平台的竞争力将明显改善。从长期来看，我们认为淘天平台最终还是会进入到流量分配规则改革的阶段，因为实现零售价值的方向是明确的，届时才能真正消除两个平台之间的效率差。

以上是我们基于长期产业趋势，以及公司战略调整做出的一些推演和猜想。我们认为长期而言这个方向是正确的，但这未必是公司高层当下真实的想法，至于未来会往哪个方向发展我们静观其变。

3、投资评估：业务竞争力与资本配置改善，安全边际充分

以上是我们对于竞争行业竞争问题的探讨，回归到投资层面，我们认为公司过去存在的问题有两个：第一个是前文提及的能维持主业的竞争力，第二个就是在资本配置上效率低下。而这两个几乎构成了股东价值的全部：保证未来自由现金流的稳定性、自由现金流的再投资价值。

我们认为这两点在当下已有改变的迹象，且市场对公司的问题已经进行了充分甚至过渡的定价，估值水平足以弥补不确定性。

业务层面

基于第二章的论述，我们认为淘天集团的平台竞争力正逐步改善，或许短期内GMV增速依然低于拼多多的水平，但恢复增长、逐步稳住份额的下滑趋势是比较大概率的事件。2024年以来的GMV趋势阶段性验证了这个逻辑。

随着全站推的普及、收取基础软件服务费的落地，淘天集团的Take rate将有所提升，从而带来利润表的改善。

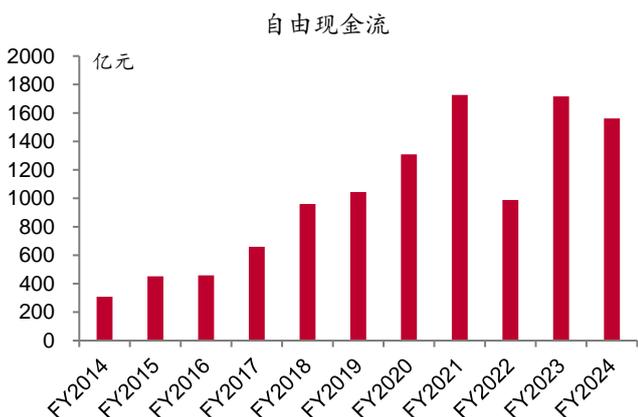
资本配置层面

除了业务层面的改善外，我们认为公司资本配置行为的优化对于股东而言也十分重要。

阿里巴巴的电商业务是一台超强的印钞机，几乎无需大额投入就可源源不断的产出大量现金流。即使考虑云业务需要的较大额资本开支，过去10年集团依旧累计产生了超过1万亿的自由现金流，过去5年年均自由现金流达1500亿左右。

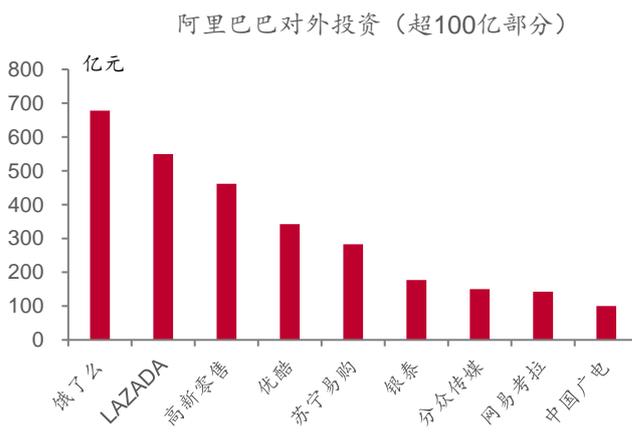
但公司过去对于这些资本的配置却难言高效，花费了数千亿对外投资而鲜有获利。我们统计单标的投资超 100 亿部分的项目合计花费 2900 亿左右，进一步考虑阿里仍有较多长尾的投资，包括：大量的线下零售资产、快递企业股权、互联网企业（微博、B 站等）等等，我们预计公司累计对外投资大幅高于 2900 亿，仅商誉就超过 3000 亿⁸，但真正产生效益的项目较少。

图表 19：阿里巴巴的自由现金流表现优异



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 20：但过去对外投资表现较差

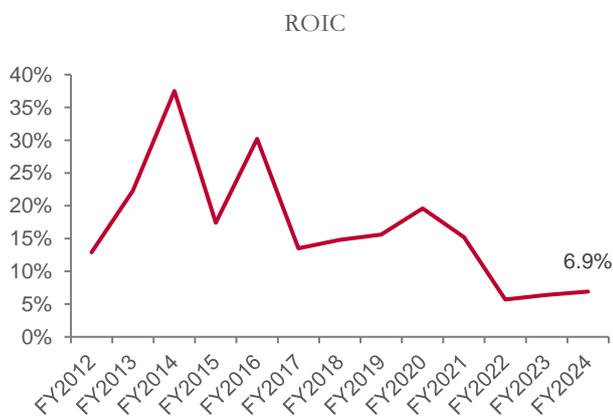


来源：36 氪、21 世纪财经、观点新媒体、市场财经、澎湃新闻、电商报、环球网、钛媒体 中泰证券研究所

新管理层上任后资本配置效率有望显著改善。2023Q3，蔡崇信当选阿里巴巴集团主席后明确提出了资本管理的目标：(1) 将集团 ROIC 提甚至双位数；(2) 聚焦投资；(3) 变现非核心资产；(4) 向股东返还价值。

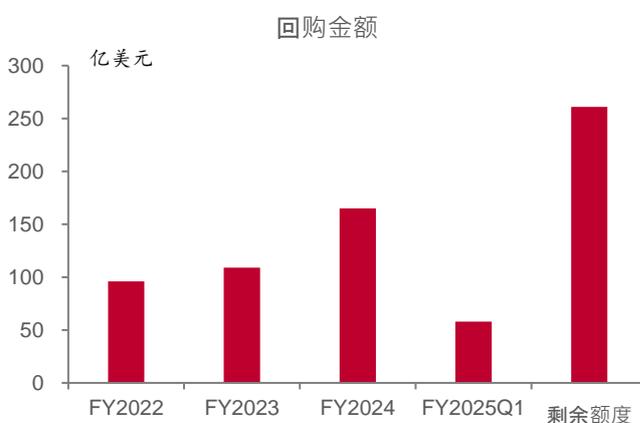
公司自 2022 财年开始也开始大力回购，过去 3 年半回购+分红金额达到 428 亿美金，截止 2024.6，仍有 261 亿美金的回购额度待使用。从这些迹象看，我们认为公司未来的股东回报将有显著改善。

图表 21：公司 ROIC 目前处于较低水平



来源：wind 中泰证券研究所

图表 22：2022 财年以来公司开始大力回购



来源：公司公告 中泰证券研究所

⁸ 2024 财年，公司商誉账面价值 2597 亿，2016-2024 财年，累计商誉减值 665 亿。

3.1 企业核心价值测算

在尝试对主站的竞争趋势以及资本配置问题做了一个相对定性回答后，我们最终还需要考虑定量的问题：公司目前市值 1.40 万亿人民币（2024.9.2），当下投资能够获得的回报是多少。

参考格林沃尔德教授的方式⁹，我们把企业的价值按置信度从高到底，分为三个部分：（1）资产负债表价值；（2）淘天集团当下盈利能力价值；（3）业务盈利成长及其他业务带来的价值。

（1）资产负债表价值

随着公司有意出售非核心资产、大规模的回馈股东，我们认为公司的资产负债表的价值值得认真考虑。且资产负债表上的高流动性资产的置信度是最高的，受到竞争形势影响有限。

公司目前非业务资产合计达到 8152 亿，其中包含 4465 亿的净现金。考虑对这些资产的可变现价值做系数调整后，非业务资产合计价值 7669 亿，对应公司的业务市值为 6345 亿（若仅对净现金调整，则为 9544 亿）。

图表 23：资产负债表价值（2024 财年）

| 单位：亿元 | 账面价值 | 折算系数 | 折算价值 |
|----------------------|-------|------|--------|
| 净现金 | 4,465 | 100% | 4465 |
| 上市股权（包含权益投资中的上市公司权益） | 955 | 100% | 950 |
| 非上市股权 | 965 | 50% | 482.5 |
| 权益法投资（扣除上市公司权益） | 1,766 | 100% | 1,766 |
| 非业务资产价值合计 | 8,152 | | 7,664 |
| 公司市值 | | | 14,009 |
| 业务市值（扣减净现金） | | | 9,544 |
| 业务市值（扣减非业务资产） | | | 6,345 |

来源：中泰证券研究所 备注：市值选取 2024.9.2；考虑非上市股权的变现难度较大，对此我们对其价值打 5 折处理。而权益法投资预计主要为蚂蚁集团股权，考虑其具备较好的盈利能力，固未做价值调整。

（2）当下业务盈利能力价值

其次我们考虑的是，假设目前的淘天集团在没有增长的情况下，价值多少。2022-2024 财年，公司的 GMV 基本持平，期间主站的盈利表现也保持稳定。考虑到当下阿里巴巴已经开始全面应对竞争，且电商平台之间没有开展白刃战补贴竞争的倾向，我们认为未来利润额保持稳定的假设是置信度是相对高的。

我们根据公司 2022-2024 财年的利润表，对淘天集团的盈利能力做了一个相对保守的估算：从分部 EBITA 出发，将多数成本归集于淘天集团后

⁹ 《价值投资》

保守测算下, 3年平均净利润为1390亿左右, 对应当前市值10倍PE, 而考虑上文所计算的资产负债表价值后, 淘天集团当下的估值仅为4.6-6.9倍PE左右。

我们按照10%的目标收益率做粗略计算(10倍PE), 这部分盈利能力的价值应当是13896亿人民币, 加上资产负债表价值, 两个部分价值合计21559亿人民币, 高出当前市值54%, 安全边际率35%。我们认为基于这两部分保守的测算, 已经足以看出阿里巴巴深度低估的状态。

图表 24: 淘天集团稳定盈利价值计算

| 单位: 亿元 | FY2022 | FY2023 | FY2024 | 淘天集团估值 | | |
|-------------|--------|--------|--------|----------|--------|-----------------------------|
| 收入 | 4,128 | 3,954 | 4,144 | 利润均值 | 1390 | |
| 经调整 EBITA | 1,922 | 1,891 | 1,948 | 业务市值 | 6,345 | 9,544 |
| 经调整 EBITA 率 | 46.6% | 47.8% | 47.0% | 业务 PE 倍数 | 4.6 | 6.9 |
| 其他费用项 | | | | 业务合理估值 | 13896 | 备注: 假设 10% 的折现率, 对应 10 倍 PE |
| 未分摊 | -127 | -121 | -62 | 非业务资产价值 | 7,664 | |
| 计入淘天比例 | 100% | 100% | 100% | 价值合计 | 21,559 | |
| 分部间抵消 | -10 | -25 | -26 | 安全边际 | 35% | 安全边际= |
| 计入淘天比例 | 100% | 100% | 100% | | | 1-市值/估值 |
| 股权激励 | -240 | -308 | -185 | | | |
| 计入淘天比例 | 60.0% | 60.0% | 60.0% | | | |
| 无形资产摊销、减值 | -116 | -135 | -216 | | | |
| 计入淘天比例 | 10.0% | 10.0% | 10.0% | | | |
| 商誉减值及其他 | -251 | -32 | -115 | | | |
| 计入淘天比例 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | | | |
| 淘天集团税前利润 | 1630 | 1546 | 1728 | | | |
| 税率 | 15% | 15% | 15% | | | |
| 净利润 | 1386 | 1314 | 1468 | | | |

来源: 公司公告 中泰证券研究所 备注: 查看无形资产与商誉科目后, 我们发现这两项费用与淘天集团有关联性较小, 故计入 10% 的无形资产摊销, 商誉减值未计入。

(3) 未来的价值

除了相对保守的两个部分之外, 阿里巴巴的其他价值还有两块: (1) 淘天集团的增长, 包括 GMV 与 Take rate 提升; (2) 阿里云、海外业务等我们认为长期而言具备价值的重要资产。对于他们的价值判断的置信度要略低一些, 但依然存在。

关于淘天集团的增长部分带来的价值, 我们可以做一个假设测算。

假设 take rate 从 3.95% 提升 0.3pct 至 4.25%。依靠收取基础服务费就提升了 0.6pct, 全站推渗透率提升后有望进一步推升 take rate, 但这些增量会部分被增加消费者补贴抵消, 因此我们假设净增长 0.3pct。

假设平台长期的 GMV 增长为 2%, 与社零相当。

在以上假设下，我们测算出增长部分的价值在 4793 亿元，资产负债表价值+稳定盈利价值+增长价值合计为 26352 亿元，较当前市值高出 88%，安全边际率 47%

图表 25：淘天集团增长部分价值测算

| 单位：亿元 | 淘天集团增长部分价值测算 | |
|--------------------|--------------|----------------------------------|
| 当前平均利润 | 1390 | |
| take rate 提升影响 | 8% | 假设从 3.95% 提升至 4.25%，未考虑经营杠杆的正面影响 |
| take rate 提升后利润 | 1495 | |
| DCF 折现合计值 | 18689 | 10% 的折现率，2% 的永续增长 |
| 当前盈利价值 | 13896 | |
| 增长部分带来的价值 | 4793 | |
| 资产负债价值+稳定盈利价值+增长价值 | 26352 | |
| 安全边际 | 47% | |

来源：中泰证券研究所

最后是阿里云、海外业务，以及剩下的其他业务价值。在此次研究中我们未对这些业务展开分析，在此处可以当作投资阿里巴巴集团附赠的部分。我们相信阿里云、海外业务是具备相当价值的。海外业务随着全托管、半托管等模式的推出，迎来了快速的增长。云业务随着聚焦公有云以及 AI 技术的出现，潜力值得我们去期待。而其他业务预计将快速减亏，未来或将提供部分价值增量。

综合以上分析，我们认为阿里巴巴集团虽然还难言已经彻底逆转竞争趋势，但已经在边际改善的通道里。考虑到阿里巴巴是一家从竞争中成长起来的伟大企业，我们对于其变革可以给予期待。当下的估值为投资阿里巴巴提供了充足的安全边际以应对不确定性，改善的资本配置行为也有助于实现股东价值，因此具备较为明显的投资价值。

3.2 盈利预测

我们预期公司 FY2025-FY2027 总收入为 10131.0、10967.4、11780.6 亿元，同比增长 7.6%、8.3%、7.4%，其中：

淘天集团：我们预计 FY2025-FY2027 收入为 4444.1、4695.5、4970.6 亿元，同比增长 2.2%、5.7%、5.9%，反映变革后平台竞争力有所提升，以及 Take rate 小幅增长。同时经调整 EBITA 率为 44.8%，保持平稳。

智能云集团：我们预计 FY2025-FY2027 收入为 1148.8、1263.7、1390.1 亿元，同比增长 8%、10%、10%，反映私有云收缩带来的增长拖累淡化，公有云占比提升拉动增长。同时经调整 EBITA 为 9.0%、10.0%、11.0%，体现公有云业务占比提升，业务整体规模

经济变强。

阿里国际数字商业集团：我们预计 FY2025-FY2027 收入为 1357.2、1655.0、1949.1 亿元，同比增长 32.3%、21.9%、17.8%，反映推出全托管等新模式后推动跨境业务快速增长。同时经调整 EBITA 为 -13.0%、-10.0%、-7.0%，反映业务仍在投入获取增长阶段，将维持一定亏损，但 UE 模型随着业务成熟而改善。

菜鸟集团：我们预计 FY2025-FY2027 收入为 1138.7、1286.8、1415.4 亿元，同比增长 15.0%、13.0%、10%，反映跨境业务快速发展。同时经调整 EBITA 为 2.0%、3.0%、5.0%，反映规模经济带来的效率提升。

本地生活集团：我们预计 FY2025-FY2027 收入为 669.8、736.8、788.3 亿元，同比增长 12.0%、10%、7%，反映本地生活业务还在成长阶段。同时经调整 EBITA 为 -10%、-5.0%、-1%，反映集团加速亏损业务减亏的趋势。

大文娱集团：我们预计 FY2025-FY2027 收入为 217.8、222.2、224.4 亿元，同比增长 3.0%、2.0%、1.0%，反映推出全托管等新模式后推动跨境业务快速增长。同时经调整 EBITA 为 -5.0%、-3.0%、-1.0%，反映集团加速亏损业务减亏的趋势。

图表 26：分部收入预测

| 单位：百万元 | FY2023 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|--------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 合并收入 | 868,687 | 941,168 | 1,013,099 | 1,096,741 | 1,178,061 |
| yoy | 1.8% | 8.3% | 7.6% | 8.3% | 7.4% |
| 1、淘天集团 | 413,206 | 434,893 | 444,413 | 469,549 | 497,061 |
| yoy | -3.9% | 5.2% | 2.2% | 5.7% | 5.9% |
| 2、智能云集团 | 103,497 | 106,374 | 114,884 | 126,372 | 139,010 |
| yoy | 1.5% | 2.8% | 8% | 10% | 10% |
| 3、阿里国际数字商业集团 | 70,506 | 102,598 | 135,721 | 165,504 | 194,907 |
| yoy | 13.4% | 45.5% | 32.3% | 21.9% | 17.8% |
| 4、菜鸟集团 | 77,512 | 99,020 | 113,873 | 128,676 | 141,544 |
| yoy | 16.0% | 27.7% | 15% | 13% | 10% |
| 5、本地生活集团 | 50,249 | 59,802 | 66,978 | 73,676 | 78,833 |
| yoy | 11.9% | 19.0% | 12% | 10% | 7% |
| 6、大文娱集团 | 18,444 | 21,145 | 21,779 | 22,215 | 22,437 |
| yoy | 1.9% | 14.6% | 3% | 2% | 1% |
| 7、所有其他 | 197,115 | 192,331 | 196,178 | 198,139 | 198,139 |
| yoy | 4.0% | -2.4% | 2% | 1% | 0% |
| 分部收入合计 | 930,529 | 1,016,163 | 1,093,826 | 1,184,132 | 1,271,932 |
| yoy | 1.9% | 9.2% | 7.6% | 8.3% | 7.4% |
| 非分摊 | 866 | 1,297 | 1,396 | 1,511 | 1,623 |
| 分部间抵消 | -62,708 | -76,292 | -82,123 | -88,903 | -95,495 |

来源：wind 中泰证券研究所

综合考虑各业务的收入与 EBITA 率趋势，我们预计公司 FY2025-FY2027 年归母净利润为 1090.3、1276.9、1477.0 亿元，同比增长 36.7%、17.1%、15.7%，对应 PE 17.6、12.8、11.0 倍。考虑公司当前非业务资产价值占比较高，以及电商之外业务暂时贡献较多亏损，导致 PE 估值法对公司业务价值评估的可靠性降低。结合 3.1 部分的估值测算，我们认为公司当下估值显著偏低，给予“买入”评级。

风险提示

宏观需求下滑的风险

- 当下线上渗透率已经达到较高水平，公司的需求与宏观经济息息相关，宏观需求的下滑将对公司业绩产生明显影响。

样本偏差的风险

- 草根调研由于样本有限，存在与实际情况不完全一致的风险。

信息滞后的风险

- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 27: 阿里巴巴财务模型预测

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 单位:百万元 | | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | FY2023 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E | 会计年度 | FY2023 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
| 流动资产 | 697,966 | 752,864 | 890,521 | 1,046,173 | 1,218,096 | 营业收入 | 868,687 | 941,168 | 1,013,099 | 1,096,741 | 1,178,061 |
| 现金及等价物 | 519,578 | 511,080 | 634,840 | 774,332 | 930,544 | 营业成本 | 549,695 | 586,323 | 628,249 | 681,159 | 724,044 |
| 预付费用, 应收账款及 | | | | | | 毛利 | 318,992 | 354,845 | 384,850 | 415,581 | 454,018 |
| 其他流动资产 | 137,072 | 143,536 | 154,506 | 167,262 | 179,664 | 产品开发费用 | 56,744 | 52,256 | 55,720 | 59,224 | 62,437 |
| 受限制资金 | 36,424 | 38,299 | 41,226 | 44,630 | 47,939 | 销售和市场费用 | 103,496 | 115,141 | 131,703 | 139,286 | 148,436 |
| 证券投资 | 4,892 | 59,949 | 59,949 | 59,949 | 59,949 | 一般及行政费用 | 42,183 | 41,985 | 52,681 | 52,644 | 55,369 |
| 非流动资产 | 1,055,078 | 1,011,965 | 1,017,193 | 1,027,103 | 1,039,860 | 其他收益及亏损 | 27,384 | 43,867 | 19,181 | 16,701 | 16,101 |
| 固定资产 | 176,031 | 185,161 | 193,611 | 202,696 | 212,075 | 税前利润总额 | 89,185 | 101,596 | 125,565 | 147,727 | 171,675 |
| 权益法核算的投资 | 207,380 | 203,131 | 203,131 | 203,131 | 203,131 | 所得税 | 15,549 | 22,529 | 27,844 | 32,759 | 38,069 |
| 无形资产 | 46,913 | 26,950 | 17,924 | 12,652 | 9,630 | 权益法核算的投资损益 | -8,063 | -7,735 | 2,553 | 2,966 | 3,399 |
| 商誉 | 268,091 | 259,679 | 259,679 | 259,679 | 259,679 | 少数股东损益 | 7,210 | 8,677 | 9,025 | 10,024 | 10,960 |
| 预付款项, 应收款项及其他 | 110,926 | 116,102 | 121,907 | 128,002 | 134,403 | 夹层权益的增值 | -274 | -268 | -268 | -268 | -268 |
| 证券投资 | 245,737 | 220,942 | 220,942 | 220,942 | 220,942 | 归母净利润 | 72,509 | 79,741 | 109,031 | 127,690 | 147,697 |
| 资产总计 | 1,753,044 | 1,764,829 | 1,907,714 | 2,073,276 | 2,257,956 | EPS (元) | 3.4 | 3.9 | 5.4 | 6.3 | 7.3 |
| 流动负债 | 385,351 | 421,507 | 448,296 | 477,994 | 507,024 | 主要财务比率 | | | | | |
| 短期借款 | 7,466 | 12,749 | 14,868 | 16,096 | 17,289 | 会计年度 | FY2023 | FY2024 | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
| 应付商户款项 | 275,950 | 297,883 | 320,650 | 347,122 | 372,861 | 成长能力 | | | | | |
| 商户按金 | 13,297 | 12,737 | 13,374 | 14,043 | 14,745 | 营业收入 | 1.8% | 8.3% | 7.6% | 8.3% | 7.4% |
| 其他流动负债 | 12,543 | 9,068 | 9,521 | 9,997 | 10,497 | 归属于母公司净利润 | 17.0% | 10.0% | 36.7% | 17.1% | 15.7% |
| 无抵押票据 | 4,800 | 16,252 | 17,065 | 17,918 | 18,814 | 获利能力 | | | | | |
| 预收账款及递延收入 | 71,295 | 72,818 | 72,818 | 72,818 | 72,818 | 毛利率(%) | 36.7% | 36.7% | 37.7% | 38.0% | 37.9% |
| 非流动负债 | 244,772 | 230,723 | 237,521 | 245,426 | 253,111 | 归母净利率(%) | 8.3% | 8.5% | 10.8% | 11.6% | 12.5% |
| 递延收入 | 3,560 | 4,069 | 4,380 | 4,742 | 5,093 | ROE(%) | 6.5% | 7.2% | 9.0% | 9.5% | 9.9% |
| 长期借款 | 52,023 | 55,686 | 55,686 | 55,686 | 55,686 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 无抵押优先票据 | 97,065 | 86,089 | 86,089 | 86,089 | 86,089 | 每股收益(最新摊薄) | 3.43 | 3.92 | 5.36 | 6.27 | 7.25 |
| 递延所得税负债 | 61,745 | 53,012 | 57,064 | 61,775 | 66,355 | 每股经营现金流(最新摊薄) | 6.55 | 9.46 | 8.97 | 7.81 | 8.73 |
| 其他非流动负债 | 30,379 | 31,867 | 34,303 | 37,135 | 39,888 | 每股净资产(最新摊薄) | 49.23 | 52.72 | 54.12 | 59.49 | 65.78 |
| 负债合计 | 630,123 | 652,230 | 685,817 | 723,420 | 760,135 | 估值比率 | | | | | |
| 夹层股份 | 9,858 | 10,728 | 10,728 | 10,728 | 10,728 | P/E | 22.61 | 19.32 | 17.57 | 12.85 | 10.97 |
| 股本 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | P/B | 1.47 | 1.37 | 1.34 | 1.22 | 1.10 |
| 股本溢价 | 416,880 | 397,999 | 397,999 | 397,999 | 397,999 | | | | | | |
| 法定储备 | 12,977 | 14,733 | 14,733 | 14,733 | 14,733 | | | | | | |
| 减:库存股 | 28,763 | 27,684 | 27,684 | 27,684 | 27,684 | | | | | | |
| 留存收益 | 599,028 | 597,897 | 707,196 | 835,154 | 983,119 | | | | | | |
| 累计换算调整项 | -10,476 | 3,635 | 3,635 | 3,635 | 3,635 | | | | | | |
| 其他 | 10 | -37 | -37 | -37 | -37 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 989,657 | 986,544 | 1,095,843 | 1,223,801 | 1,371,766 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 123,406 | 115,327 | 115,327 | 115,327 | 115,327 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 1,753,044 | 1,764,829 | 1,907,714 | 2,073,276 | 2,257,956 | | | | | | |

来源: 公司公告 中泰证券研究所 股价截至 2024 年 9 月 2 日

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|------|----|--------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。