

战略理顺，主业聚焦重启增长

2024 年 09 月 11 日

➤ **战略理顺，确立“用户为先，AI 驱动”两大重心，聚焦电商&云计算。**阿里发展 20 余载，是国内互联网龙头企业，业务板块涵盖淘天集团、云智能集团、阿里国际数字商业集团 (AIDC)、菜鸟集团、本地生活集团、大文娱集团六大板块及其他创新业务。2023 年阿里重新梳理内部，9 月蔡崇信担任集团董事会主席，吴泳铭担任集团 CEO、淘天/云智能集团董事长兼 CEO；并重新确立“用户为先、AI 驱动”为集团两大战略重心，重新回归“电商+云计算”，聚焦主业实现战略理顺。

➤ **电商：行业低价竞争逐步趋缓，阿里用户体验改进&商家端运营优化成效有望逐步显现。**1) 行业目前发生了什么边际变化？①行业低价竞争边际趋缓，在弱化低价目标重点追求 GMV 增长的背景下我们认为淘天在品牌等优质供给端具备优势，并通过“百补”、“淘工厂”等措施实现更具价格力的供给补充。②直播电商增速下滑，货架场的比拼将更为激烈，传统货架电商竞争更多比拼“多快好省”的用户体验，阿里具备优势但也仍需持续提升用户体验。2) 回归电商核心后淘天有什么举措？①用户端：上线“仅退款”、推出新疆包邮、88VIP 权益升级、优化店铺及商品评分系统等多项举措提升用户体验。②商家端：推出“全站推广”等新工具，盘活流量，协助商家实现增长并有望拉动 CMR 收入提升。我们认为，阿里战略理顺后回归核心，在用户体验改进及商家端运营优化成效有望逐步显现，市场份额有望企稳，关注未来几个季度，CMR 的增速向 GMV 增速的回归情况。

➤ **云计算：规模&技术领先，有望重回双位数增长。**规模方面，阿里云国内 IaaS 及 PaaS 市场份额第一，持续领跑国内公有云市场。技术及产品方面，阿里目前形成 IaaS+PaaS+MaaS 三层完善的架构及产品矩阵，实施云集 AI 一体化发展战略，并保持高强度研发投入；目前全国 80% 的科技企业 and 超过一半的 AI 大模型公司跑在阿里云上。我们认为 AI 及大模型驱动下云计算仍有大增长空间，阿里云作为行业规模&技术领域的领头羊，仍有巨大发展潜力。

➤ **股东回报力度大：**阿里是目前回购力度最大的中国互联网公司，持续增厚股东回报，FY2024 按财年末 (2024.3.31) 市值计算的股东回报率达 9.4% (股息+回购)。

➤ **投资建议：**我们认为，阿里战略理顺有望激发业务活力，聚焦主业实现重启增长。电商行业竞争趋缓，阿里传统货架电商优势深厚，有望实现市占率稳定；云业务在 AI 驱动下，未来发展潜力大。我们预计公司 FY2025-2027 年经调整 EPS 分别为 7.85/8.62/9.53 元，对应 9 月 10 日收盘价经调整 PE 分别为 9/9/8 倍。同时，公司纳入港股通有望带来流动性改善，首次覆盖给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 消费环境不及预期风险；2) 电商行业竞争加剧风险；3) 政策及监管风险；4) 技术发展不及预期风险；5) 海外业务发展风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	941,168	1,004,752	1,086,860	1,169,964
增长率 (%)	8.3	6.8	8.2	7.6
经调整净利润	158,359	151,155	166,008	183,445
增长率 (%)	0	-5	10	11
EPS(基于经调整净利润)	8.22	7.85	8.62	9.53
P/E(基于经调整净利润)	9	9	9	8
P/B	1.4	1.4	1.3	1.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测 (注: 股价为 2024 年 9 月 10 日收盘价, 汇率 1HKD=0.9135RMB。)

推荐

首次评级

当前价格:

81.45 港元



分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

分析师 李华熠

执业证书: S0100524070002

邮箱: lihuayi@mszq.com

目录

1 阿里巴巴 (9988.HK/BABA): 国内电商+云计算龙头	3
1.1 发展历程: 从 B2B 电商平台到互联网龙头	3
1.2 组织及人事变革梳理: 顺应时势, 持续进化	5
1.3 公司/股权架构: 收购菜鸟部分股权加强业务协同, 马云实际已成为阿里最大股东	8
1.4 股价及估值复盘: 目前估值处于历史低位	9
1.5 经营&业务: 六大业务板块, 聚焦电商&云计算	9
2 淘天: 行业低价竞争边际趋缓, 阿里用户体验改进&商家运营优化成效有望逐步显现	12
2.1 主要挑战: GMV 增长承压, 货币化率提升陷入停滞	12
2.2 行业边际变化: 低价竞争边际趋缓, 直播电商增速下滑	17
2.3 阿里举措: 提升用户体验&优化流量推广工具, 稳住市场份额并提升商业化率	21
3 云计算: 规模&技术领先, 下半财年有望回归双位数增长	26
3.1 云业务 FY25Q1 经调整 EBITA 利润率 8.8%, 下半财年有望回归双位数增长	26
3.2 AI 带动云计算需求增长, 阿里云规模&技术占优	26
4 国际数字商业: 跨境电商新动能, Choice 为重要引擎	31
5 股东回报力度高, 完成三年整改迎来新发展起点	34
5.1 回购梳理: 持续增厚股东回报	34
5.2 完成三年整改, 积极信号有助于稳定预期	35
6 盈利预测与投资建议	36
6.1 盈利预测假设与业务拆分	36
6.2 估值分析与投资建议	38
7 风险提示	40
插图目录	42
表格目录	43

1 阿里巴巴 (9988.HK/BABA): 国内电商+云计算龙头

1.1 发展历程：从 B2B 电商平台到互联网龙头

阿里巴巴 (9988.HK/BABA) 是国内互联网龙头，公司 1999 年成立，以“天下没有难做的生意”为使命，逐步从成立之初的电子商务公司发展成为目前业务板块包含淘天集团、云智能集团、阿里国际数字商业集团、菜鸟集团、本地生活集团、大文娱集团六大板块及其他业务的互联网龙头。FY2024，阿里巴巴集团实现营收 9412 亿元营收，713 亿元净利润；按 GMV 口径来看，淘天集团已成为全球最大的数字零售商业体，阿里云也成为世界第四大，亚太地区最大的基础设施 IaaS 服务商及中国最大的公有云（包括 PaaS 和 IaaS）提供商。公司历史发展主要经历了以下几个阶段：

以 B2B 业务起家，创立与早期发展阶段 (1999-2002 年)。1999 年阿里巴巴集团在杭州创立，早期主要聚焦于 B2B 电子商务平台，集团首个网站是 B2B 阿里巴巴国际站 Alibaba.com，随后又推出 B2B 国内站点 1688.com。2001 年阿里巴巴注册用户数超过 100 万。

由 B2B 向 B2C&C2C 发展，淘宝天猫两开花；初探云业务&海外市场 (2003 年-2012 年)。2003 年淘宝创立，业务扩展至 C2C；2008 年淘宝商城（现称“天猫”）独立上线，业务领域进一步扩展至 B2C，至此阿里已经成为业务模式包含 B2B、B2C、C2C 的电商平台。2010 年淘宝推出专注于限时促销的销售和营销平台聚划算，并推出手机淘宝客户端；2011 年聚划算、淘宝商城从淘宝分拆出来成为独立平台。淘天在这一阶段实现了快速的扩张，截止 2012 年前 11 个月淘宝和天猫平台合计 GMV 超过 1 万亿元。国内电商业务快速发展的同时，阿里开始尝试拓展海外市场，2010 年推出全球零售交易平台速卖通（AliExpress）。2009 年阿里云成立，国内最早布局云计算业务，领先于 2010 年相继发布云战略的腾讯及华为。

革新与深化：转型移动互联网，集团从电商向互联网服务商扩张；加码海外市场&云业务 (2013 年-2018 年)。2013 年阿里巴巴集团启动“All-in 无线”战略，向移动端转型，在 2017 年“双 11”期间，淘宝移动端成交额占比已经超过 90%。

2015 年时任集团 CEO 张勇提出了“小前台，大中台”的中台战略，实现资源协同共享，方便公司业务快速实现从电商向其他业务的扩张。2013 年阿里与其商业伙伴共同创立菜鸟网络；2014 与银泰成立合资企业发展 O2O 业务、将阿里旅行（现称“飞猪”）从淘宝旅行中独立，并投资高德地图；2015 年推出钉钉，与蚂蚁集团合资成立本地生活平台“口碑”并获得“阿里健康”控股权；2016 年首家“盒马”门店开业并取得“优酷”控股权；2018 年收购“饿了么”并与“口碑”合并成为集团旗下本地生活业务；2019 年获得阿里影业控股权，收购进口电商平台考拉。

海外业务布局在这一阶段也实现快速发展，继 2010 年推出速卖通后，2016 年阿里取得东南亚领先电商平台 Lazada 控股股权，并在 2017 年将 Lazada 的持股比例由 51% 提升至约 83%，2018 年进一步增资 Lazada 20 亿美元。2017 年阿里正式成立“天猫淘宝海外”，服务 1 亿海外华人市场；2018 年全资收购领先巴基斯坦、孟加拉国、斯里兰卡、缅甸和尼泊尔市场的电商公司 Daraz。

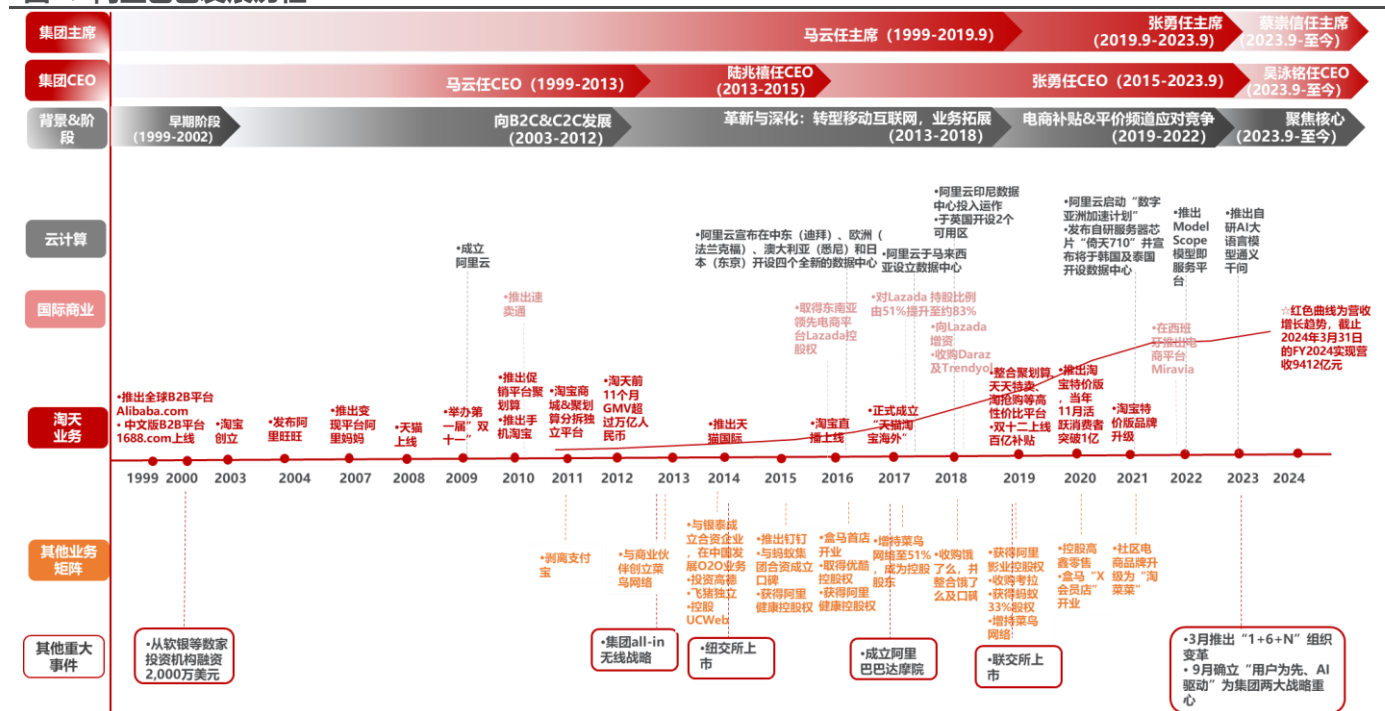
云业务方面，2016 年阿里云宣布在中东（迪拜）、欧洲（法兰克福）、澳大利亚（悉尼）和日本（东京）开设新的数据中心；2017 成立达摩研究院推动科技创新；2018 年于英国开设两个可用区，加强欧洲业务。

在资本市场方面，阿里集团于 2014 年实现纽交所上市。

电商业务调整，增加补贴&平价频道应对竞争 (2019 年-2022 年)。2019 年阿里实现香港联交所主板正式挂牌上市。伴随拼多多、抖音电商等快速发展，行业竞争加剧，2019 年阿里整合聚划算、天天特卖、淘抢购在内的多个主打高性价比的平台，形成新的淘系销售平台；2019 年双十二，淘宝正式推出百亿补贴。2020 年阿里正式推出“淘宝特价版”，满足低价产品需求，并在 2021 年更名为“淘特”实现品牌升级。

战略理顺，聚焦电商和云计算两大核心（2023 年-至今）。2023 年 4 月，阿里云推出自研 AI 大语言模型通义千问，并在同年 9 重新确立“用户为先、AI 驱动”为集团两大战略重心。在 2023 年天猫双 11 全周期内，淘天集团参与商家、交易买家及订单量等指标，较去年同期相比均录得同比正增长。

图1：阿里巴巴发展历程



资料来源：阿里官网，阿里招股书/财报，民生证券研究院（注：红色字体代表淘天业务发展；灰色字体代表云业务发展；粉色字体代表国际商业发展；橙色字体代表菜鸟、本地生活、大文娱及其他业务发展；红色曲线代表营收增长趋势。）

1.2 组织及人事变革梳理：顺应时势，持续进化

阿里巴巴自成立至今，持续进行组织架构调整，以适应时代变化&业务发展。

公司历史组织架构经历了以下变革：

公司早期业务分为 B2B (1999 年成立)、淘宝网 (2003 年成立)、支付宝 (2004 年上线)、雅虎 (2005 年收购) 四大业务板块，2008-2009 整理雅虎业务并深化“大淘宝战略”，合并淘宝和阿里妈妈。2010 年大淘宝裂变为淘宝 (C2C 模式)、一淘网 (搜索模式)、商城 (B2C 模式)。

2011 年淘宝“一拆三”，拆分为淘宝、天猫和一淘，分别以姜鹏、张勇、吴泳铭带领团队，以探索未来电商的产业模式。

2012 年，集团为上市做准备，拆分为淘宝、国际业务、一淘、小企业业务、T MALL、阿里云、聚划算七大事业部，并在 2013 年进一步从七大事业部拆分为 25 个事业部，更小的事业部在当时移动化变革的关键阶段带来了更多灵活性。

2015-2018 年期间阿里实施“小前台、大中台”的组织架构变革。2015 年 5 月，张勇接替陆兆禧成为集团第三任 CEO，上任后，张勇提出了“小前台，大中台”的组织架构变革。公司在 2013 年以来持续投资并购多个板块及公司，“小前台，大中台”的组织架构能够使前台剥离后端技术包袱，轻装上阵。2017 年阿里推出“五新战略”（新零售、新制造、新金融、新能源、新技术），2018 年全力打造“阿里商业操作系统”，将阿里云升级为阿里云智能，将天猫升级裂变为“大天猫”，成立新零售技术事业群。

2019 年 9 月，马云正式退休不再担任阿里董事局主席，集团 CEO 张勇接任；同年，阿里组织架构从网状管理结构升级到板块化治理探索，云智能、B 系两大业务板块开始实行板块治理，由业务总裁代表集团分管。2020 年，公司提倡“敏捷组织”，推行多元治理结构下的经营责任制，并在 2021 年双十一后进一步推行。

2021 年 12 月，阿里宣布自 2015 年以来最大的一次组织架构调整，组织架构从之前的中台战略升级为“多元化治理”，此次调整将淘宝、天猫、阿里妈妈在内的大淘宝业务，以及 B2C 零售事业群，淘菜菜，淘特和 1688 等业务，共同形成“中国数字商业板块”由戴珊分管；将速卖通和国际贸易及 Lazada 等海外业务整合为“海外数字商业板块”，由蒋凡分管。

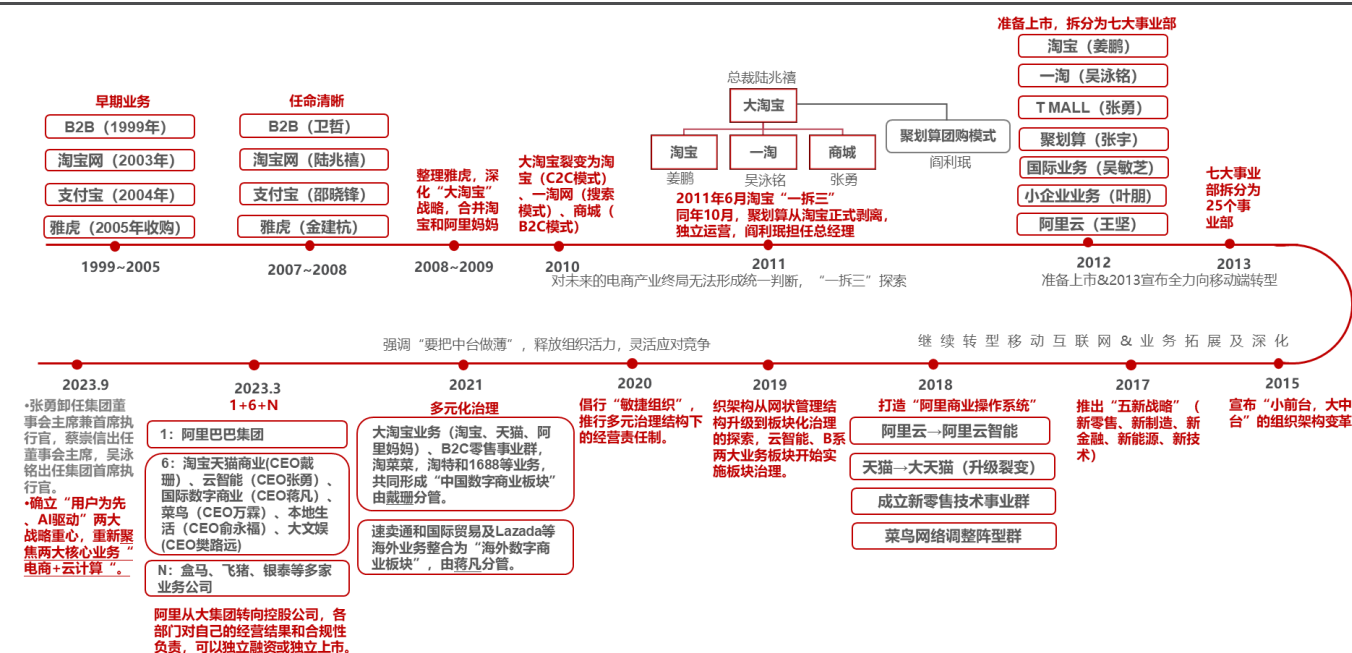
2022 年 12 月人事调整，张建锋不再担任阿里云智能总裁，而由张勇兼任；吴泽明接替程立担任阿里巴巴 CTO；蒋芳接替童文红担任阿里巴巴 CPO。

2023 年 3 月，宣布启动“1+6+N”组织变革，在阿里巴巴集团旗下设立淘宝天猫商业、云智能、国际数字商业、菜鸟、本地生活、大文娱六大业务集团，而 N 代表盒马、飞猪、银泰等多家业务公司，可以独立融资或独立上市。

2023 年 9 月，张勇卸任阿里巴巴集团董事会主席兼首席执行官，蔡崇信出任董事会主席，吴泳铭出任集团首席执行官。吴泳铭和蔡崇信接过交接棒后，宣布确

立“用户为先、AI 驱动”两大战略重心，并据此进行业务梳理，重塑业务战略优先级。至此，阿里重新聚焦两大核心业务“电商+云计算”，同年 11 月 1688 及闲鱼、钉钉、夸克一起被列为阿里第一批战略创新业务。

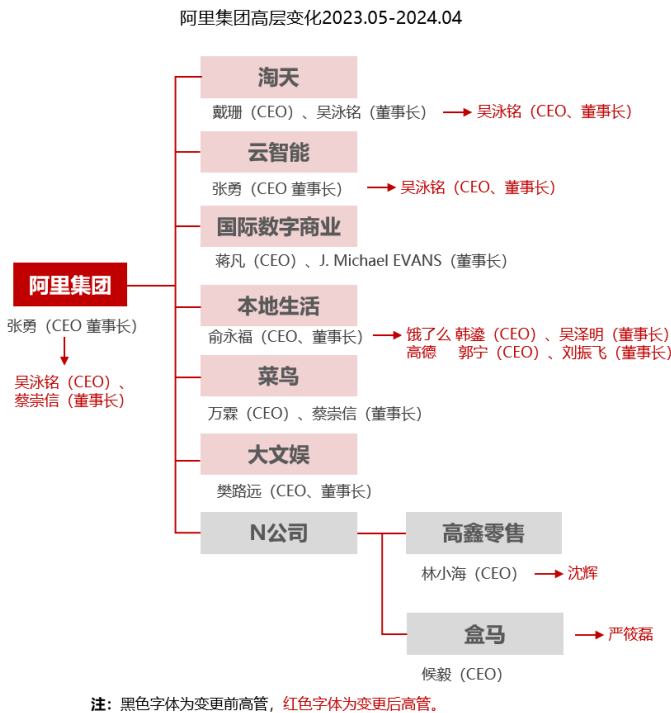
图2：阿里巴巴组织架构及战略变革梳理



资料来源：阿里官网，阿里招股书/财报，央视网，澎湃新闻，经济观察网，中国企业家杂志，民生证券研究院

最新六大业务董事会成员确立，集团 CEO 吴泳铭身兼数职挑大梁。2023 年 9 月，张勇卸任阿里巴巴集团董事会主席兼首席执行官，蔡崇信出任董事会主席，吴泳铭出任集团首席执行官。截止 5 月 14 日阿里最新财报披露，战略调整后的六大业务集团董事及 CEO 名单共 18 人，其中 15 人为阿里巴巴合伙人。吴泳铭目前除了担任阿里巴巴集团 CEO，也身兼“淘天集团”及“云智能集团”两大核心业务 CEO，并位列于 4 个集团的董事会中（阿里巴巴集团、淘天集团、本地生活集团、阿里国际数字商业集团），挑起集团“用户为先、AI 驱动”两大战略发展的大梁。

图3：阿里巴巴集团高层梳理



截至2024.05阿里六大业务集团董事及首席执行官

业务集团	董事会
淘天集团	- 吴泳铭，董事长兼首席执行官（阿里巴巴集团董事兼首席执行官、云智能集团董事长兼首席执行官） - 蔡崇信，董事（阿里巴巴集团主席、菜鸟集团董事长） - 蒋凡，董事（阿里国际数字商业集团联席董事长兼任首席执行官） - 吴泽明，董事（阿里巴巴集团首席技术官，本地生活集团联席董事长） - 蒋芳，董事（阿里巴巴集团首席人才官）
云智能集团	- 吴泳铭，董事长兼首席执行官（阿里巴巴集团董事兼首席执行官、淘天集团董事长兼首席执行官） - 王坚，董事（阿里巴巴集团技术委员会主席） - 郑俊芳，董事（云智能集团首席财务官） - 蒋芳，董事（阿里巴巴集团首席人才官） - 吴泽明，董事（阿里巴巴集团首席技术官，本地生活集团联席董事长）
阿里国际数字商业集团	J. Michael EVANS，联席董事长（阿里巴巴集团董事兼联席首席执行官） - 蒋凡，联席董事长兼首席执行官 - 彭蕾，董事（阿里巴巴合伙人） - 吴泳铭，董事（阿里巴巴集团董事兼首席执行官、淘天集团董事长兼首席执行官、云智能集团董事长兼首席执行官） - 蔡崇信，董事（阿里巴巴集团主席、菜鸟集团董事长）
菜鸟集团	- 蔡崇信，董事长（阿里巴巴集团主席） - 万霖，董事兼首席执行官 - 刘政，董事兼首席财务官 - 蒋凡，董事（阿里国际数字商业集团联席董事长兼首席执行官） - 蒋芳，董事（阿里巴巴集团首席人才官）
本地生活集团	- 吴泳铭，董事（阿里巴巴集团董事兼首席执行官、淘天集团董事长兼首席执行官、云智能集团董事长兼首席执行官） - 吴泽明，联席董事长（阿里巴巴集团首席技术官、饿了么董事长） - 朱顺炎，董事（阿里健康董事长兼首席执行官） - 刘振飞，联席董事长（高德董事长） - 彭蕾，董事（阿里巴巴合伙人）
大文娱集团	- 樊路远，董事长兼首席执行官 - 闻佳，董事（阿里巴巴集团公共事务总裁） - 童文红，董事（阿里巴巴合伙人） - 卫武，董事（阿里巴巴集团董事） - 俞思瑛，董事（阿里巴巴集团首席法务官）

资料来源：阿里财报，晚点 LatePost，民生证券研究院

图4：集团及六大业务管理背景

阿里巴巴集团	阿里巴巴六大集团
蔡崇信 董事会主席 1999年加入阿里巴巴，集团的创始人之一，现任集团主席，曾担任首席财务官和执行副主席。除了阿里巴巴，还担任菜鸟集团董事长、淘天集团及阿里国际数字商业集团董事、阿里巴巴集团关联公司蚂蚁集团的董事。在加入阿里巴巴之前，他在瑞典投资公司和律师事务所工作。在耶鲁大学获得了经济学和法学博士学位。	吴泳铭 阿里集团CEO、淘天集团CEO、云智能集团CEO 阿里巴巴的创始人之一及合伙人；现任集团CEO及淘天、云智能集团CEO，亦担任本地生活集团及阿里国际数字商业集团董事。自1999年公司成立之初，他担任技术总监。2004年12月成为支付宝首席技术官，之后担任阿里妈妈总经理、淘宝首席技术官等职务。2015年至2021年间担任阿里健康信息技术有限公司董事长。创立元璟资本，曾担任阿里巴巴集团董事会主席特别助理。毕业于浙江工业大学信息工程学院。
吴泳铭 CEO 阿里巴巴的创始人之一及合伙人；现任集团CEO及淘天、云智能集团CEO，亦担任本地生活集团及阿里国际数字商业集团董事。自1999年公司成立之初，他担任技术总监。2004年12月成为支付宝首席技术官，之后担任阿里妈妈总经理、淘宝首席技术官等职务。2015年至2021年间担任阿里健康信息技术有限公司董事长。创立元璟资本，曾担任阿里巴巴集团董事会主席特别助理。毕业于浙江工业大学信息工程学院。	徐宏 CFO 自2018年7月加入阿里巴巴集团，任副首席财务官，直至2022年4月晋升为首席财务官。在加入阿里巴巴之前，他于1996年加入普华永道会计师事务所，担任合伙人长达11年。1996年毕业于复旦大学，获得科学（物理学）学士学位，并为中国注册会计师协会会员。
蒋芳 CPO 自1999年加入阿里巴巴集团，担任多个重要岗位，包括诚信策略部、国际市场营销部等。她于2017年成为新零售技术事业群总裁。2022年12月起担任阿里巴巴集团首席技术官，同时兼任达摩院副院长、爱橙科技首席执行官和淘天集团首席技术官。毕业于杭州电子科技大学，获得计算机科学与技术学士学位。	蒋凡 国际数字商业集团CEO 国际数字商业集团CEO，阿里巴巴合伙现任合伙人；亦是淘天集团及菜鸟集团董事。2013年8月加入集团，负责淘宝无线业务，曾担任淘宝总裁、天猫总裁，及阿里妈妈总裁。自2022年1月起担任国际数字商业板块总裁。此前，创立了友盟并担任首席执行官，也曾任谷歌中国从事产品开发工作。毕业于复旦大学，获得计算机科学与技术学士学位。
吴泽明 CTO 2004年加入阿里巴巴，是电商技术架构建设核心成员，长期担任天猫双11技术负责人。2018年11月成为新零售技术事业群总裁。2022年12月起担任阿里巴巴集团首席技术官，同时兼任达摩院副院长、爱橙科技首席执行官和淘天集团首席技术官。毕业于杭州电子科技大学，获得计算机科学与技术学士学位。	万霖 菜鸟CEO 阿里巴巴现任合伙人。在2014年任职菜鸟网络副总裁，并全面负责战略规划和业务运营。于2017年1月晋升为菜鸟网络总裁，2018年3月成为百世物流新董事，自2020年起担任菜鸟网络CEO。2022年1月13日晋升为阿里巴巴资深副总裁，2023年3月继续担任菜鸟集团CEO，拥有德克萨斯大学奥斯汀分校运筹学博士学位。
张建锋（行癫） 达摩院院长 2004年加入阿里巴巴，是阿里巴巴合伙人之一，先后担任多个职位，包括淘宝副总裁等。2015年起，历任阿里巴巴中国零售平台负责人、中台事业群总裁、集团首席技术官等重要职务。2017年起兼任阿里云事业群首席技术官，2018年兼任阿里云智能事业群总裁。至2022年底，专注于达摩院院长职责。2023年，成为阿里巴巴达摩院（杭州）科技有限公司的法定代表人、执行董事兼总经理。	樊路远 大文娱CEO 现任大文娱集团董事长兼首席执行官，同时也是阿里巴巴合伙人。他自2018年11月起担任大文娱事业群总裁，并自2016年1月起担任阿里影业执行董事，目前担任阿里影业董事长兼首席执行官。在加入阿里巴巴之前，他于2007年加入支付宝，历任多个高级管理职位，包括支付宝总裁和蚂蚁集团财富管理业务总裁。持有长江商学院工商管理硕士学位。
	本地生活板块 饿了么CEO韩遂:2024年3月韩遂担任饿了么CEO，阿里85后总裁之一，加入阿里巴后历任饿了么资深副总裁、即时零售业务负责人、蜂鸟即配总裁。 高德 CEO郭宁:2024年3月郭宁担任高德CEO，并于2023年起担任高德地图COO，负责管理APP平台业务和生活服务板块。2023年3月，阿里将到店业务口径整合至高德，郭宁成为阿里本地生活到店业务的实际管理者。加入高德之前，他曾历任360高级技术总监、阿里巴巴技术总监、雅虎中国高级技术专家。

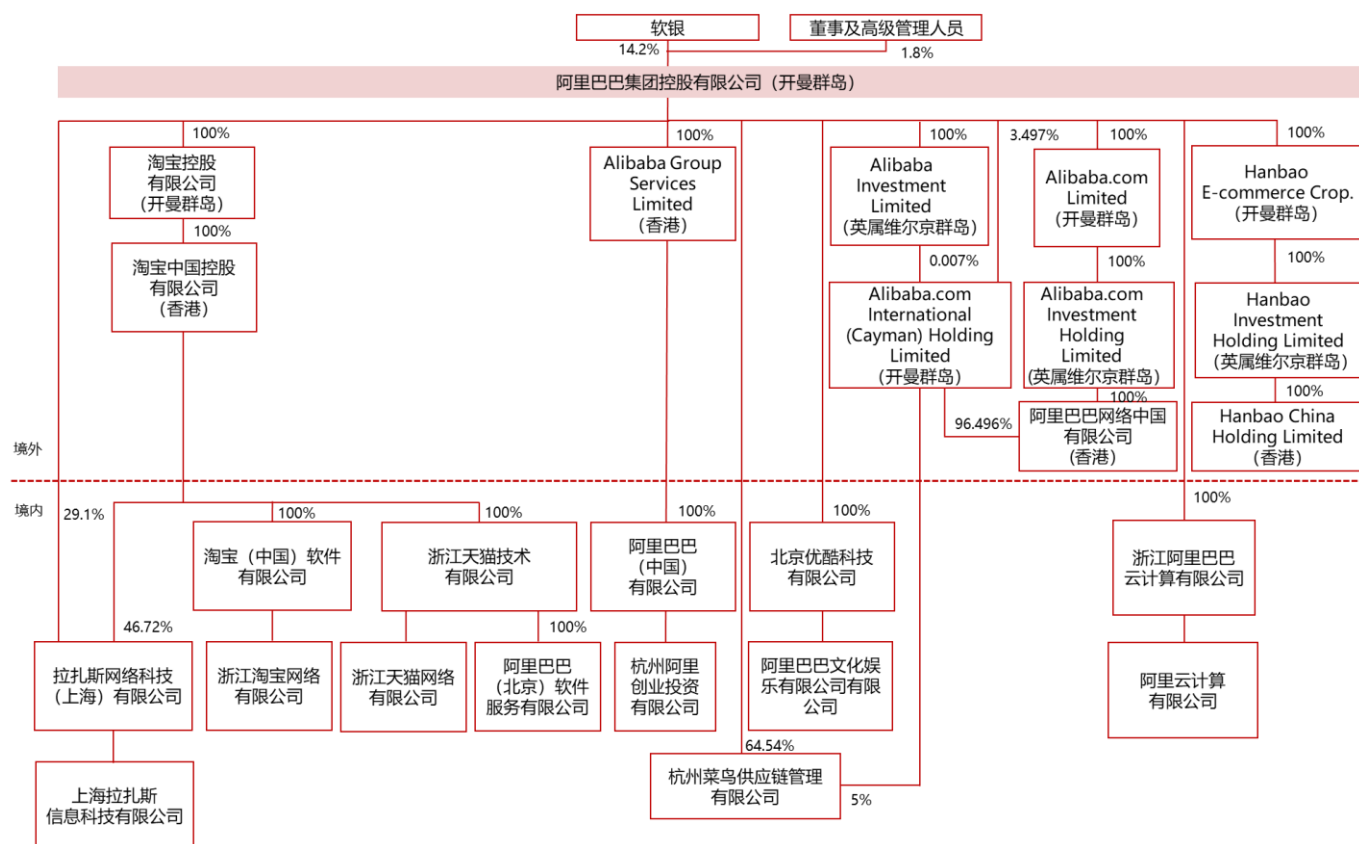
资料来源：阿里财报，潮新闻，民生证券研究院

1.3 公司/股权架构：收购菜鸟部分股权加强业务协同，马云实际已成为阿里最大股东

收购菜鸟部分股权，加强集团对主要板块的业务协同。相比于淘天、云计算、大文娱等业务由集团全资控股，截止 2024 年 3 月 31 日阿里集团持有菜鸟股份不足 70%；为更好加强物流网络与电商业务协同，2024 年 3 月 26 日阿里发布公告，决定撤回菜鸟上市申请，并以现金要约收购菜鸟少数股东的所有股权和员工已归属的股权，涉及金额达到 37.5 亿美元，加强电商核心业务与物流的协同聚焦。

股权结构：从账面股权结构来看，截至 2024 年 3 月 31 日软银集团为公司第一大股东，持股比例达 14.2%，董事及高级管理人员合计持股达到 1.8%。实际股权结构来看，2020 年 4 月软银旗下全资子公司 Skybridge LLC 使用 5.123 亿股阿里巴巴股票（约 6400 万 ADR）与金融机构签订预付远期合约，并分阶段实施减持阿里股票，以解决自身现金流问题。同时，阿里核心管理层&创始人也增持股份，2023 年四季度马云增持阿里 5000 万美元，蔡崇信家族基金也增持了价值 1.5 亿美元。据《21 世纪经济报道》，目前马云取代软银，成为阿里实际最大单一股东。

图5：阿里巴巴企业架构及股东情况（截至 2024 年 3 月 31 日，报表口径）



资料来源：阿里财报，民生证券研究院

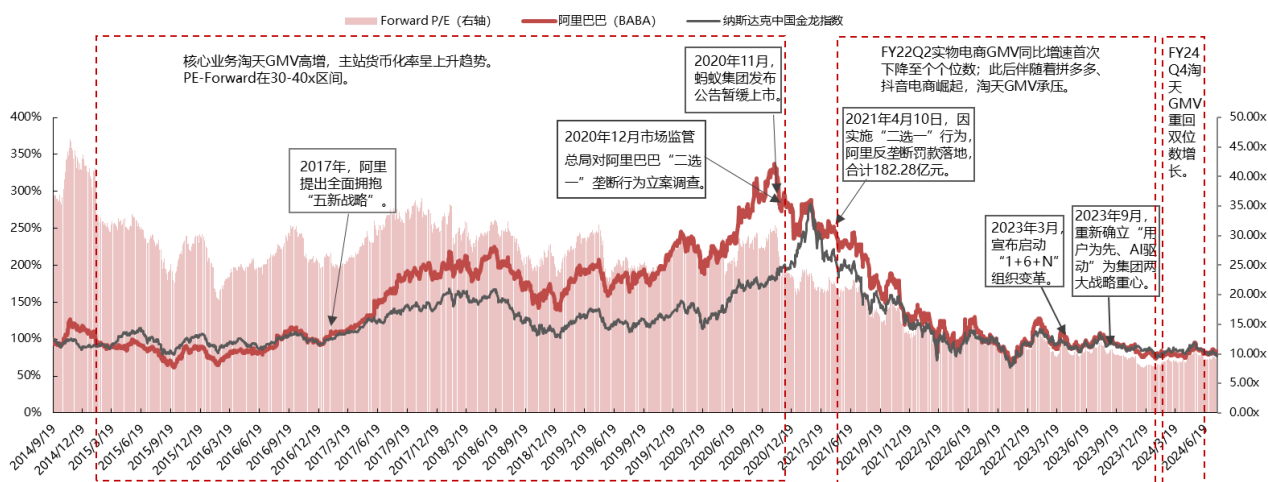
1.4 股价及估值复盘：目前估值处于历史低位

为完整复盘阿里历史股价走势及估值变化，我们分析阿里巴巴美股（BABA）自 2014 年上市以来的历史走势和估值（PE-Forward，经调整口径），可以主要分为 2 个阶段：

上市-2020 年：淘天主业高速增长，业务的扩张阶段 PE 处于 30-40x 区间。除刚上市阶段阿里 PE 估值处于 40x 以上，FY2015 年至 FY2020 年之间，阿里主业中国商业 GMV CAGR 达 22%，同时货币化率从 FY2015 的 2.4% 提升至 FY2020 的 3.74%，核心商业收入 CAGR 达到 41%；这一阶段公司新业务也呈现快速增长趋势，PE-Forward 整体处于 30-40x 区间。

2021 年-至今：监管环境趋严，行业竞争加剧下核心主业承压，目前 PE 不足 10x。2020 年 12 月，市场监管总局对阿里“二选一”垄断行为做出立案调查；“强化反垄断和防止资本无序扩张”被列为 2021 年经济工作中的八项重点任务之一，此后平台经济面临较大的政策监管风险。同时，阿里在 FY22Q2 实物电商 GMV 增速首次下降至个位数，在拼多多、抖音电商快速崛起的背景下阿里主站承压，PE 也从 2021 年初的 20x 左右下降至至今的不足 10x。

图6：阿里巴巴历史股价及估值复盘



资料来源：Capital IQ, Wind, 新华社, 澎湃, 阿里巴巴官网, 蚂蚁集团公告, 民生证券研究院（注：PE-Forward 为经调整口径；股价复盘取阿里巴巴美股（BABA）股价走势。）

1.5 经营&业务：六大业务板块，聚焦电商&云计算

阿里巴巴集团目前主要分为六大业务板块及其他创新业务，FY2024 实现营收 9412 亿元（考虑分部间抵消及未分配收入），yoy+8.3%，分业务来看：1) **淘天集团**包含淘宝、天猫（含天猫超市&天猫国际）、闲鱼、1688 等，FY2024 实现收入 4349 亿元（yoy+5.2%），占集团收入比例约 42.8%，实现经调整 EBITA 利润

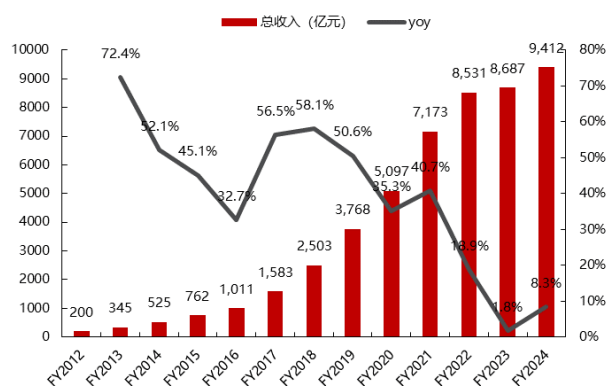
率 44.8%，是公司业务的基本盘及利润的主要来源。2) 云智能集团 FY2024 实现收入 1064 亿元 (yoy+2.8%)，占集团收入比例为 10.5%，实现经调整 EBITA 利润率 5.8%，也是公司未来聚焦的主要业务方向。3) 阿里国际数字商业集团 主要包括速卖通 (AliExpress)、Trendyol、Lazada、Daraz、Miravia 等出海 To C 电商平台及阿里巴巴国际站，FY2024 实现营收 1026 亿元 (yoy+45.5%)，占集团收入比例为 10.1%，实现经调整 EBITA 利润率-7.8%。4) 菜鸟集团 FY2024 实现营收 990 亿元 (yoy+27.7%)，实现经调整 EBITA 利润率 1.4%。5) 本地生活集团 主要包括饿了么及高德地图两大业务，FY2024 实现营收 598 亿元 (yoy+19.0%)，实现经调整 EBITA 利润率-16.4%。6) 大文娱集团 包含优酷、阿里影业及大麦等业务，FY2024 实现营收 211 亿元 (yoy+14.6%)，实现经调整 EBITA 利润率-7.3%。7) 其他业务包含钉钉、夸克、UC 浏览器、高鑫零售、盒马、阿里健康及灵犀互娱等，其他业务合计 FY2024 营收达 1923 亿元 (yoy-2.4%)，经调整 EBITA 利润率-4.8%。

图7：阿里巴巴集团生态业务体系



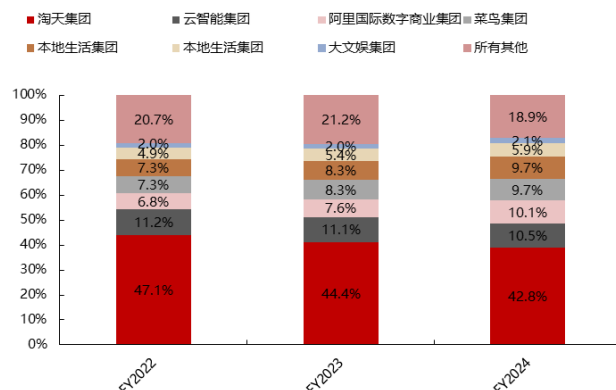
资料来源：阿里财报，民生证券研究院

图8：阿里巴巴集团 FY2012-FY2024 营收及增速



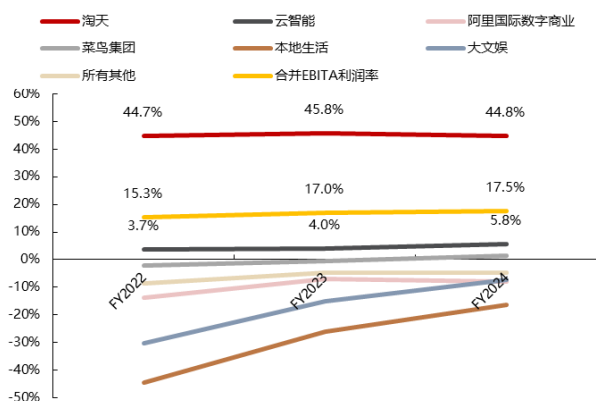
资料来源：阿里财报，民生证券研究院

图9：阿里巴巴集团 FY2022-2024 各业务营收占比



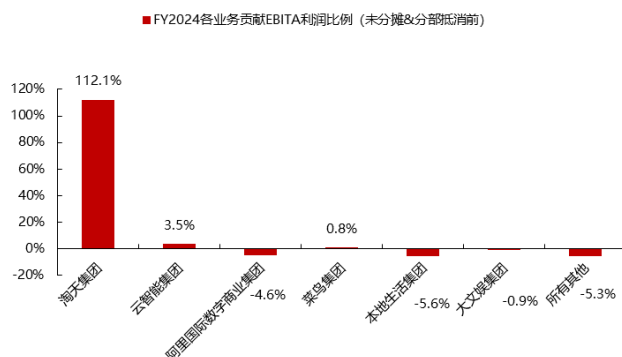
资料来源：阿里财报，民生证券研究院（未考虑分部间抵消及未分配收入）

图10: 阿里巴巴 FY2022-2024 分业务经调整 EBITA 利润率



资料来源: 阿里财报, 民生证券研究院

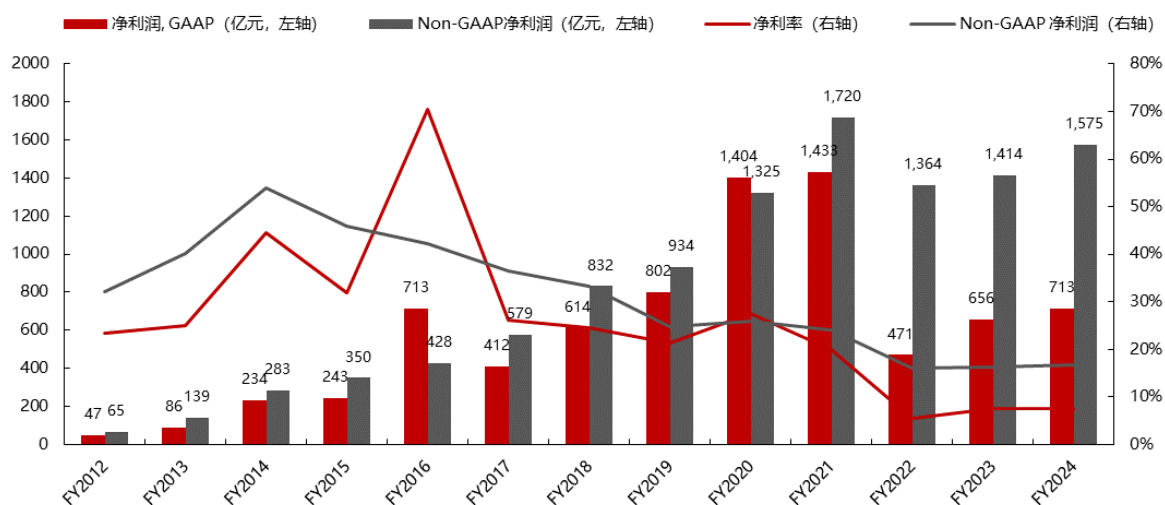
图11: 阿里巴巴 FY2024 年经调整 EBITA 利润占比



资料来源: 阿里财报, 民生证券研究院 (未考虑分部间抵消及未分配收入)

集团层面, FY2024 实现合并经调整 EBITA 利润率 17.5%, GAAP 净利润 713 亿元 (yoy+7.6%), GAAP 净利率 7.6%; FY2024 实现 Non-GAAP 净利润 1575 亿元 (yoy+11.4%), 对应 Non-GAAP 利润率 16.7%。

图12: 阿里巴巴集团 FY2012-FY2024 利润及利润率



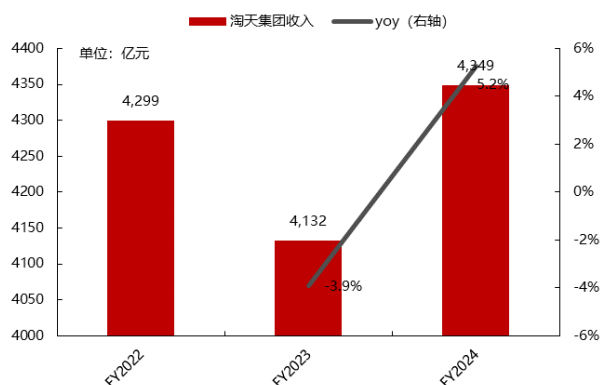
资料来源: 阿里财报, 民生证券研究院

2 淘天：行业低价竞争边际趋缓，阿里用户体验改进 &商家运营优化成效有望逐步显现

2.1 主要挑战：GMV 增长承压，货币化率提升陷入停滞

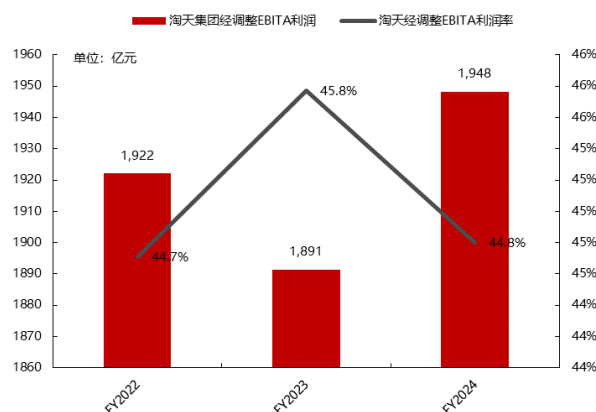
淘天集团是阿里的营收支柱及利润主要来源，为公司核心。FY2024 淘天集团实现营收 4349 亿元，yoy+5.2%，占集团营收比例为 42.8%（未考虑分部间抵消及未分配收入）；贡献 EBITA 利润 1948 亿元，EBITA 利润率达 44.8%，占集团 EBITA 利润的 112.1%（未考虑分部间抵消及未分配收入）。淘天集团主要包括零售业务及批发业务，其中零售板块主要包含淘宝天猫、闲鱼、天猫超市及天猫国际，而批发业务主要是 1688 国内站。

图13：淘天集团 FY2022-2024 收入及增速



资料来源：阿里财报，民生证券研究院

图14：淘天集团 FY2022-2024 经调整 EBITA 利润及利润率



资料来源：阿里财报，民生证券研究院

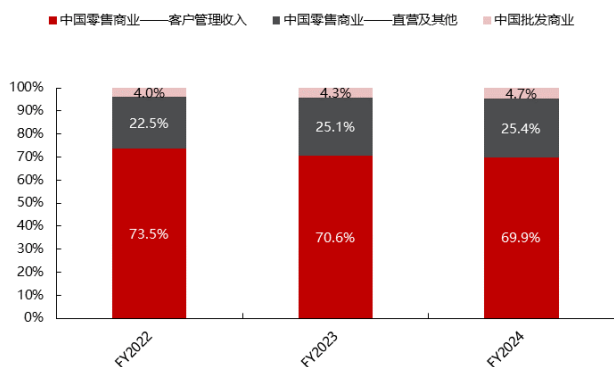
平台模式为主，广告业务贡献主要收入来源，近年来货币化率相对稳定但提升陷入停滞。分拆公司收入结构，主要包括：1) 中国零售商业-客户管理收入 (CMR)——主要分为广告和佣金，FY2024 占淘天集团营收~70%；2) 中国零售商业-直营及其他，主要来自于天猫超市和天猫国际，以商品销售收入为主的 1P 模式，FY2024 占淘天集团营收~25%，占淘天平台 GMV~1%；3) 中国批发商业，主要来源于 1688.com 的年度会员费、增值服务（数据分析、升级店面管理工具等）及客户管理收入（主要是 P4P 营销服务），FY2024 占淘天集团营收~5%。

公司核心主站淘宝天猫以 3P 平台模式为主，主要通过向商家收取广告费用及佣金取得客户管理收入 (CMR)，据我们测算近 4 年来平台整体货币化率达 4%上下，较 FY2021 年相比提升陷入停滞且略有承压。进一步拆分客户管理收入主要包括广告及佣金：

- 1) 广告：集团通过旗下数字营销大中台阿里妈妈提供效果广告、品牌广告等广告工具及增值服务（详见表 1）。据我们测算 FY2021 年以来，广告货币化率 (TR) 约为 3%上下。

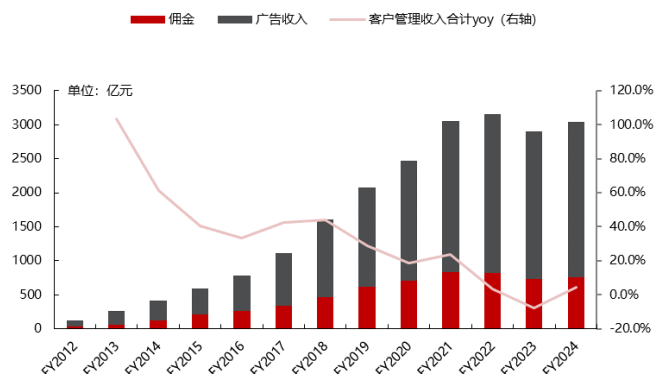
2) 佣金: 主要包括基础软件服务费(淘宝, 此次新增 9 月起实施费率 0.6%, 对中小商家有优惠政策), 类目软件服务费(只向“天猫”商家收取, 介于 0.3%-5%之间)。据我们测算 FY2021 年以来, 佣金货币化率 (TR) 约为 1%上下。

图15: FY2022-2024 淘天收入占比分析



资料来源: 阿里财报, 民生证券研究院

图16: FY2012-2024 客户管理收入结构及 yoy



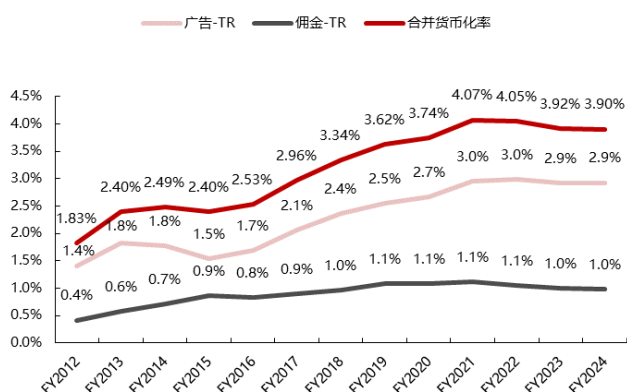
资料来源: 阿里财报, 民生证券研究院测算 (注: FY2021 年起为测算值。)

表1: 阿里妈妈为商家提供广告及增值服务工具

类型	工具	主要功能
效果营销	万象台及万象台无界版	一站式场景化、智能化营销投放系统
	直通车	通过关键词竞价, 实现精准推广和提升商品曝光率的在线广告投放工具
	引力魔方	利用大数据和 AI 技术帮助广告主实现精准定向和自动优化的智能广告投放系统
	超级直播	为淘宝主播和商家提升直播观看量、吸引关注和互动的直播间推广工具, 具备简单、极速、高效等特点
	明星店铺	品牌搜索置顶展示, 通过实时竞价、展现扣费获取淘内优质展位
	UD 效果	站外媒体 RTA 信息流投放的全链路营销解决方案
品牌营销	UD 智汇投	利用智能算法优化广告投放策略, 实现预算的自动分配、精准定向和效果最大化, 支持 OCPX 出价
	阿里妈妈百灵	一站式全域品牌营销流量阵地
	UD-TOP	全域媒体整合定制营销方案
	品牌专区	淘内搜索营销第一运营阵地, 品牌搜索置顶官方蓝标加持, 包段计费流量全时段覆盖
	品牌特秀	淘内核心合约展示产品, 通过创意视觉和精准定向提升品牌形象
	Topshow	手淘开屏, 消费者第一触点
	超级互动城	品牌与消费者第一互动场
	Showmax	精细化人群保量展示营销
	超级全域通	定价保量全域媒体连投产品
	天合置换	商家站外广告联合营销主阵地
淘宝联盟	品牌新享	淘内最大转化率加速器
	联盟商家中心	商家的站外全场景营销平台, 按实际成交收费, 联合 5 万+ 媒体
	联盟生态伙伴	多元生态的电商经营开放平台
数智工具	联盟服务商	多元服务商角色经营操作平台
	达摩盘	指导科学经营的数智策略中台
	创意中心	智能高效的创意生产工具

资料来源: 阿里妈妈官网, 民生证券研究院

图17：淘天集团货币化率



资料来源：阿里财报，民生证券研究院测算（注：FY2021 年起为测算值。）

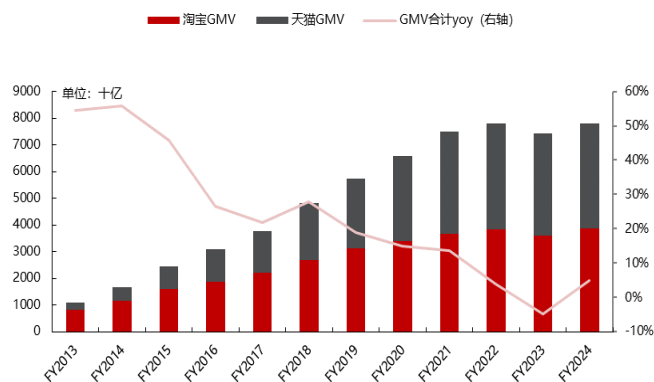
表2：天猫类目软件服务费率(不完全统计)

类目	服务费率	类目	服务费率
服饰/鞋类箱包、户外登山及旅行用品	5%	汽车用品及配件	3%
居家日用/家居饰品	5%	医疗保健品/OTC 药品	3%
珠宝配饰	5%	基础建材	2%
美容工具	5%	图书音响	2%
住宅家具	5%	食品类/奶粉辅食营养品	2%
母婴用品	5%	3C 数码	2%
化妆品/隐形眼镜等	4%	游戏充值/餐饮美食卡券	0.50%

资料来源：天猫商家服务，民生证券研究院

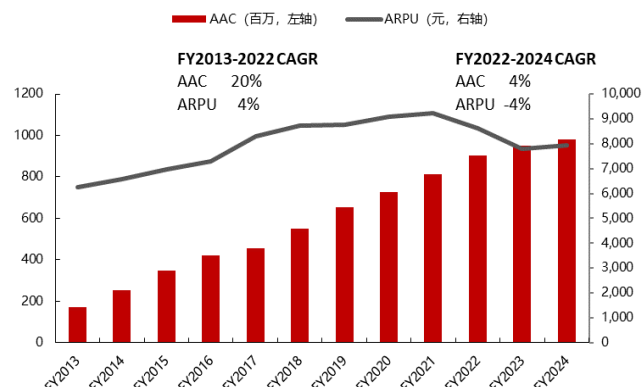
GMV 整体增长承压，FY2024 天猫贡献~50%GMV 份额。 1) FY2013-FY2022 期间：淘天集团 GMV CAGR 达 25%，其中年度活跃买家数(AAC) CAGR 达 20%，每个用户平均贡献 GMV (ARPU) CAGR 达 4%，GMV 高速增长主要由年度活跃买家数 (AAC) 快速提升驱动，每个用户平均贡献 GMV 增长相对稳健。2) FY2022-FY2024 年，行业竞争加剧，淘天集团 GMV 增长停滞，AAC 小幅增长 CAGR 达 4% (测算值)，但伴随着用户逐步向低线渗透及行业低价竞争更为激烈，ARPU CAGR 达-4% (测算值) 呈下行趋势。3) 从结构来看，天猫 GMV 占比呈持续上升趋势，由 FY2013 的占 23.5%提升至 FY2024 的~50%(测算值)。

图18：淘宝天猫 GMV 及增速



资料来源：阿里财报，民生证券研究院测算（注：FY2021 年起为测算值。）

图19：淘天 FY2013-2024 年 AAC 及 ARPU



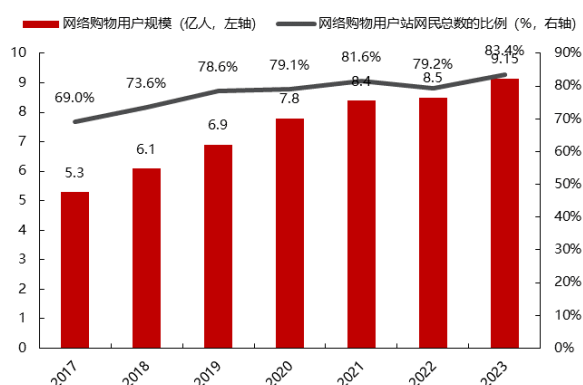
资料来源：阿里财报，民生证券研究院测算（注：FY2021 年起为测算值。）

GMV 增长承压，货币化率提升陷入停滞背后的挑战主要是：1) 行业流量见顶，网购渗透率处于高位；2) 行业竞争加剧，拼多多、抖音电商等快速崛起，淘天市占率受到挤压。 详述如下：

目前网购用户渗透率高达 80%+, 行业流量见顶, 且用户消费意愿更为谨慎。

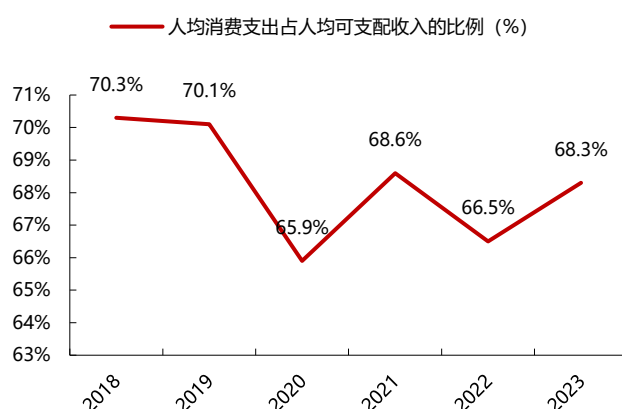
截至 2023 年, 中国网络购物用户规模已超 9 亿人, 网络购物用户占网民总比例已超 80%+, 电商用户渗透率已达较高阶段。同时, 2019 年以后消费者支出意愿更为谨慎, 中国人均支出占人均可支配收入比例从 2019 年 70% 以上至今有所下降。流量红利逐步见顶、消费意愿更为谨慎等多因素叠加下, 电商市场进入低增长高存量阶段, 据国家统计局数据, 2023 年中国实物商品网上零售额达 13 万亿元, yoy+8.4%, 已进入个位数增长阶段; 截至 2023 年实物商品网上渗透率达到 27.6%。

图20: 2017-2023 年中国网络购物用户规模及其在网民中的占比



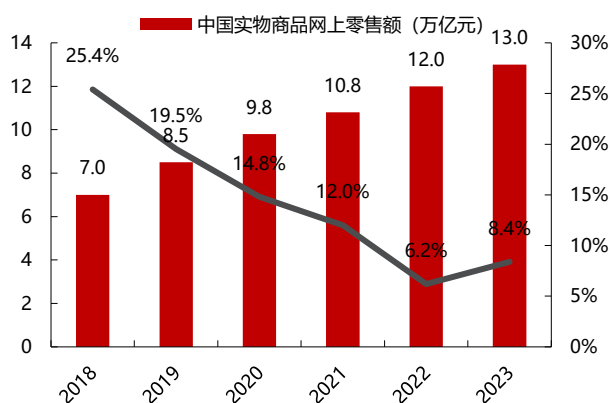
资料来源: CNNIC, 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图21: 2018-2023 年人均消费支出占人均可支配收入



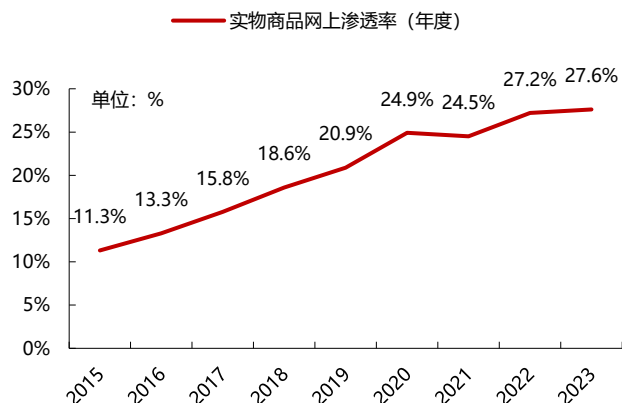
资料来源: 国家统计局, 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图22: 2018-2023 年中国实物网上零售额及增速



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

图23: 2015-2023 年中国实物商品网上渗透率

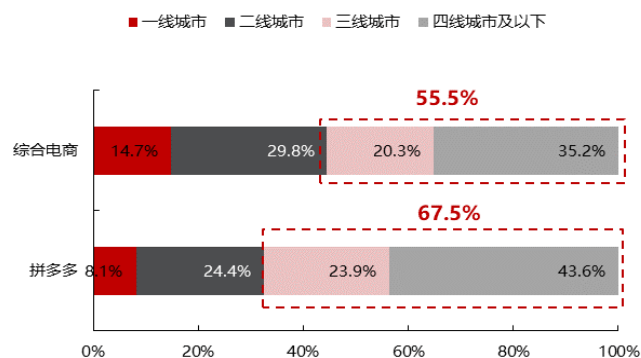


资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

拼多多、抖音电商等革新力量加速行业进入增量与存量并重阶段, 淘天市占率受到挤压。1) 货架电商领域, 2015 年成立的拼多多以白牌&低价电商切入, 借助微信的巨大流量, 率先渗透阿里尚未及时触达的下沉市场, 实现了“社交电商”、“裂变式增长”的互联网现象级增长, 2021 年拼多多年度活跃买家数达到 8.69 亿, 逼近当时阿里的 9.03 亿人。当下消费环境更为谨慎, 拼多多不仅实现了更为广泛的人群渗透, “618” 也表现亮眼, 据易观 2024 年 “618” 全周期拼多多 GMV 同比增长 17.7%, 仅次于内容电商平台表现。2) 内容电商领域: 抖音等新兴电商

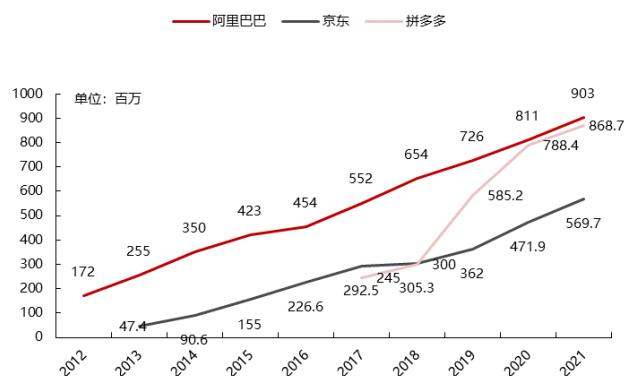
平台基于内容生态形成独特的竞争优势及用户基本盘，注重主动种草，引导用户需求。2018 年以来，抖音、快手等平台纷纷试水直播带货；2020 年底抖音电商切断外链，与淘宝关系从竞合转为全面竞争。在拼多多、抖音电商快速发展下，淘天市占率持续承压，在主流电商平台中的市占率从 2020 年的 60.3%，下降至 2023 年的 40.1%（注：主流电商平台包括淘天、京东、拼多多、抖音、快手、唯品会）。

图24：拼多多早期先渗透三线及以下城市用户（2018 年 7 月）



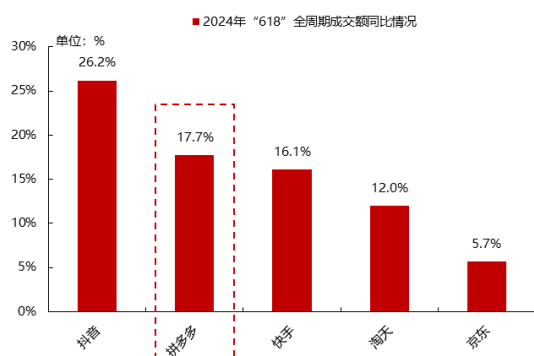
资料来源：Quest Mobile，民生证券研究院

图25：阿里/京东/拼多多多年活跃买家数



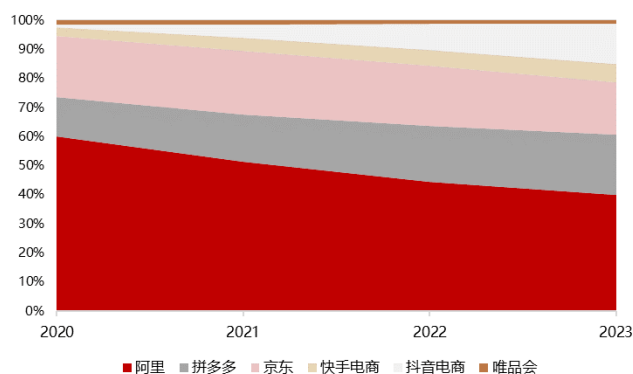
资料来源：阿里/京东/拼多多财报，民生证券研究院（注：阿里取财年，前置一年与京东/PDD 对齐。）

图26：2024 年“618”主要平台全周期成交额同比增速



资料来源：易观，民生证券研究院

图27：2020-2023 年主要电商平台市占率变化



资料来源：阿里/京东/拼多多财报，晚点 Latepost，36 氪，电商头条，中国百货商业协会，雷锋网，民生证券研究院测算（注：考虑到阿里 FY2024 数据截至 2024 年 3 月 31 日，前置 1 年与其他公司对齐；阿里 FY2021 年及之后 GMV 为测算值。）

表3：国内主要电商平台对比

平台	2023 年 GMV 规模	货币化率	业务模式	店铺数量	主要商家类型	主要店铺类型	年活跃买家数	流量分发逻辑
淘天	~7.8 万亿	~3.9% (FY2024)	平台模式为主，主要依靠佣金+广告收入	千万量级	品牌官方旗舰店、大经销商、中小商家	天猫旗舰店为主	9 亿+	基于 PXI 商品加权
拼多多	~4.05 万亿	~4.3% (2023)	平台模式，主要依靠佣金+广告收入	千万量级	中小商家为主	白牌为主 (超 70%活跃商家)	9 亿+ (23Q1)	低价为主，单品突破
京东	~3.5 万亿	~2.4% (2023)	自营+平台模式，收入来源于买卖差价，以及佣金+广告	-	自营+有品牌授权的商家	自营旗舰店为主	5.7 亿 (2021)	低价优先
抖音电商	~2.7 万亿	9-10% (2022 年)	内容场泛商城，主要靠佣金+广告收入	2023 年 5 月，1300 万+	品牌商家、中小商家	官方旗舰店为主	-	店铺自播/达人直播

资料来源：阿里巴巴/京东/拼多多财报，第一财经，晚点 Latepost，电商 Tech，21 世纪经济报道，中国百货商业协会，民生证券研究院测算（注：淘天 GMV 为测算值。）

2.2 行业边际变化：低价竞争边际趋缓，直播电商增速下滑

2.2.1 近期低价竞争边际趋缓，品牌等优质供给仍是阿里主战场，“淘工厂” & “百补” 为淘天价格力上的重要防守

过往主流平台纷纷追求低价。在消费者消费意愿更为谨慎，拼多多高速增长背景下，过往主流平台纷纷把低价作为平台的主要目标；阿里增加低价产品供给，发力“百亿补贴”以应对竞争。2019 年 3 月阿里上线淘工厂，以白牌低价商品为主，采用半托管 M2C 模式降低采购成本，扩大低价供给；2019 年双十二，淘宝正式推出“百亿补贴”强化低价供给能力。2022 年至 2024 年初，京东、淘天、抖音也纷纷将低价作为平台的最重要目标。

目前低价竞争有所边际趋缓：2024 年 6 月以来，淘天、抖音弱化低价目标，不再把“价格力”放在首位，重点追求 GMV 增长。

表4：过往主流平台纷纷将低价作为目标，2024 年 6 月起，淘天、抖音弱化低价目标

主流平台对于低价竞争的动作及目标变化
2019 年 3 月淘工厂上线，双十二淘宝正式推出百亿补贴。
2020 年阿里正式推出“淘宝特价版”，满足性价比产品需求。
2022 年底，京东将“低价”列为京东零售未来三年最重要的战略。
2023 年初，淘天初推出五星价格力目标，该体系下，商品的价格越低，获得的流量越多。
2024 年初，抖音电商将“价格力”设定为 2024 年优先级最高的任务。
2024 年 6 月底，淘天弱化了绝对低价战略，自去年起搜索权重按照“五星价格力”分配的体系被弱化，改回按 GMV 分配。
2024 年 7 月，抖音电商调整经营目标优先级，不再把“价格力”放在首位，下半年将重点追求 GMV（成交额）增长。

资料来源：阿里官网，晚点 Latepost，36 氪，界面新闻，澎湃新闻，蓝鲸财经，淘工厂，民生证券研究院

表5：淘工厂主要运营模式梳理

淘工厂主要梳理	
上线时间	2019 年 3 月
定位	“便宜好用的商品供给”、“白牌热门款打造利器”。
目标人群	价格敏感型消费者。
模式	半托管业务，面向源头工厂，工厂入驻后只需要负责提报和物流发货，平台负责全方位商品运营服务、销售及售后服务。
低价实现方式	通过直接链接消费者及制造商，构建“极短链路”去掉库存、物流、总销、分销等中间环节降低成本，使得用户可以买到高性价比产品。
品类	日用百货、服饰、食品、美妆、消费电子等。
入驻门槛	企业营业执照、公司具备开发票资格、年营业额 400w 证明、公司名下自有品牌/授权使用品牌（白牌可免）。
入驻成本	1) 保证金（可退）：5 万元现金/1.5 万元一年的保证金； 2) 商品佣金按不同类目区分在 8-11%之间。

资料来源：淘工厂官方公众号，民生证券研究院

表6：淘宝/拼多多/京东百亿补贴对比

	淘宝	拼多多	京东
推出时间	2019 年双十二上线“聚划算百亿补贴”，2023 年 4 月正式升级“淘宝百亿补贴”。	2019 年 6 月	2023 年 3 月
是否主推	早期主要在大促限时上线；目前稳定入口	稳定入口	稳定入口
模式	全网竞价，低价者得。2023 年 9 月，上线“半托管”模式，可通过不展示店铺信息，解决品牌方不便破价/渠道商担心店铺信息泄露等问题。	全网竞价，低价者得。	公开竞价，价低者得。自营及 3P 商家以“盲标”形式自主竞价，平台设置最高起拍价和起拍库存；若价格一样，平台重点考察库存情况。同时推进商家参加“买贵双倍赔”活动。
补贴	平台会给予一定补贴，实现消费者心中最优的价格。	早期完全由平台补贴；后逐步转向平台和商家共同补贴(目前仅戴森、苹果等少数产品),或者完全由经销商补贴。24Q2 增加补贴力度。	2024 年 8 月，京东宣布对美妆商品实施全品类覆盖的百亿补贴，预计投入超过 30 亿元，且上不封顶。
渠道货源	天猫自营、品牌商、经销商及渠道商	品牌经销商/代理商货源；自己采购产品后转售（23Q1 彻底关闭）。	自营商家及 3P 商家。
佣金率	2023.4.1-2024.6.30，佣金 1-2.5%不等，对于部分优质商品 0 佣金；2024 年配套佣金反哺政策。	早期提供优惠政策，2021 年起开始收取 1-3%的佣金。	3P 大部分品类 0.6%，自营没有相关政策。
主要原因	扩展下沉市场/吸引重视性价比用户/防守竞争。	提高高线城市用户占比，提高平台 ARPU。	重拾低价武器，对大牌标品有明确需求以及价格敏感的用户。
品类	全品类	从白牌拓展至品牌，又增加生鲜、农产品、图书等品类。	从优势的 3c 数码拓展至全品类。
优惠力度	6898 元（以 iphone15 pro 原色钛金属 256g 为例实付到手,右同。）	6798 元	-
其他	-	目前百亿补贴占拼多多 GMV20% 以上。	-

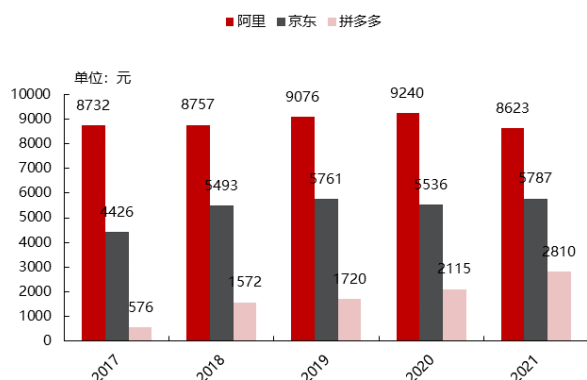
资料来源：央广网，晚点 Latepost，亿邦动力，电商报 Pro，淘天速递公众号，淘宝教育商家成长公众号，淘宝/拼多多/京东 App，民生证券研究院

我们认为“低价逻辑”与“品牌逻辑”存在差异。拼多多“低价”逻辑背后是白牌商品供给相对同质化(尤其是低价值商品)下价格成为竞争的主要手段，因此主打基于转化率及订单量为核心的流量分发逻辑下，低价更易得到拼多多流量支持

与搜索推荐。拼多多截至 2021 年末活跃买家数量就已与阿里相近，但 ARPU 仅为阿里的 1/3，伴随单位用户带来的增长边际效应递减，实现更高质量的增长需要提升复购及消费金额，这也是拼多多做“百亿补贴”并发力品牌，希望实现用户人群突破从而实现更高 ARPU 的逻辑。但我们认为“低价逻辑”与品牌追求溢价存在天然背离，低价产品也可能对品牌价格及渠道体系造成扰乱，并引发“窜货”风险。

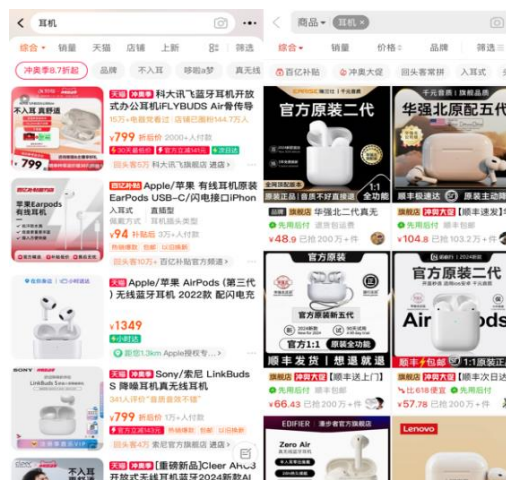
逻辑差异下，阿里仍然是品牌的主战场；“淘工厂”、“百亿补贴”更多作为阿里低价供给补充。淘天定位“多”与“好”，这与品牌方通过高质量/差异化的产品体验从而追求更高价格相匹配，目前天猫在用户中的“品牌心智”依旧坚实，我们认为阿里依旧是品牌的主战场。天猫成为很多品牌尖货的首发阵地，2023 全年，天猫诞生了超过 4100 个亿元品牌，超过 5000 个开店 3 年内成交突破千万的品牌。拼多多“低价心智”成熟，淘天价格力建设晚缺乏价格竞争优势，考虑到目前各平台之间用户重合度高（2024 年 5 月 31 日，淘天与拼多多重合度 40%+），我们认为“百亿补贴”、“淘工厂”更多可补充低价商品供给，更多作为应对行业竞争的重要手段。

图28：2017-2021 年阿里/京东/拼多多 ARPU 对比



资料来源：阿里/京东/拼多多财报，民生证券研究院（注：阿里取财年，前
置一年与京东/PDD 对齐。）

图29：淘天（左）及拼多多（右）的耳机搜索结果差异



资料来源：淘宝/拼多多 APP，民生证券研究院

表7：天猫仍是品牌的主阵地

品牌	品类	天猫官方旗舰店	京东官方旗舰店	拼多多
苹果	电子产品	√	京东自营	×
华为	电子产品	√	京东自营	×
雅诗兰黛	美妆	√	京东自营	×
兰蔻	美妆	√	京东自营	×
GUCCI	箱包（奢侈品）	√	√	×
PRADA	服饰箱包（奢侈品）	√	√	×
耐克	运动服饰与鞋类	√	√	×

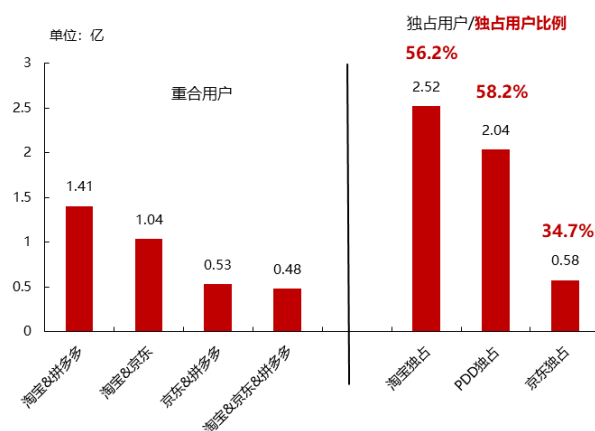
资料来源：天猫/京东/拼多多，民生证券研究院

表8：2024 年 618 第一波周期后主要品牌将天猫作为首发渠道

品牌	天猫新品首发
苹果	新 iPad Air
兰蔻	全新菁纯眼霜
Redmi	Turbo 3
松下	白月光 3.0 洗烘套装
vivo	X100 Ultra
OPPO	Reno12
iQOO	Neo9s Pro

资料来源：36 氪，民生证券研究院

图30：2024 年 5 月 31 日，淘宝/拼多多/京东重合与独占用户规模



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

2.2.2 直播电商平台增速放缓，关注内容到货架的转换

抖音等新兴电商平台增速高于传统货架电商，成为品牌&商家曝光的重要渠道，但目前商家在抖音主要面临成本高及流量稳定性有待提升两大挑战：

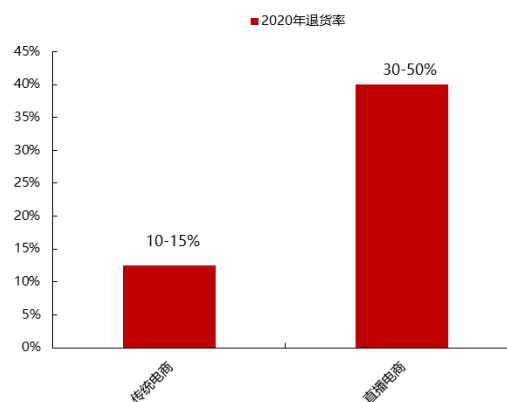
- 成本相对高：**相比于传统的货架电商，直播电商除了正常的佣金及广告投放成本，商家与消费者之间有着达人和服务商群体；头部商家可以选择自播，承担直播团队、租赁场地、购买流量和设备等成本；没有自播能力的中小商家，往往选择达人带货并支付达人抽成及坑位费等成本。此外，基于兴趣种草的冲动消费相比搜索式的目的消费，面临更高的退货率风险，进一步增加商家成本，因此抖音直播带货下实施低价策略存在劣势。

表9：抖音电商各类目基础软件服务费（不完全统计）

类目	服务费率	类目	服务费率
服饰/鞋类箱包、户外登山及旅行用品	5%	母婴用品	按细分类目 2%/5%不等
钟表配饰	5%	鲜花园艺	5%
珠宝文玩	5%	酒类	2%
原料包装	按细分类目 2%/5%	食品饮料/生鲜	2%
智能家居	5%	滋补保健	3%
彩妆护肤	4%	图书教育	2%
美容美体/个护仪器	5%	个护家清	3%

资料来源：抖音电商学习中心，民生证券研究院

图31：直播电商退货率高于传统电商

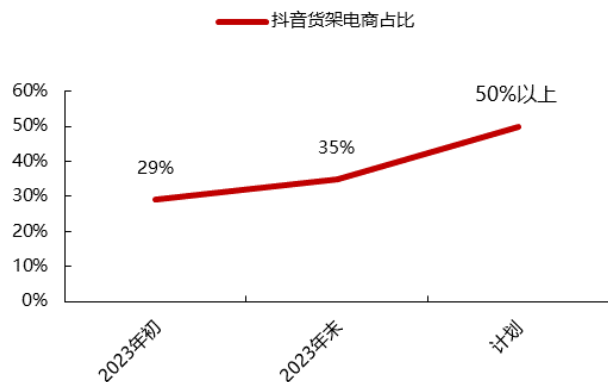


资料来源：《2020 年中国直播电商行业研究报告》，经济观察报，民生证券研究院

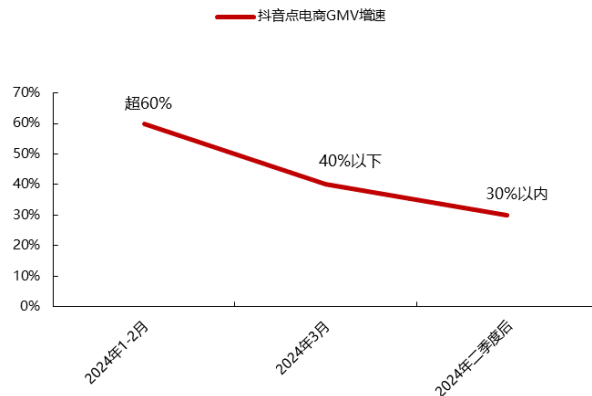
- 流量稳定性有待提升：**抖音电商流量是基于内容算法的流量分发逻辑，通过内容将短视频用户拉进直播间并刺激下单，因此往往带货流量触发后有

较强的突破力；但相比于转化率更高更精准的电商流量，内容流量的稳定性有待提升，这使得品牌及大商家难以稳定实现增长及管理库存，但更适合中小品牌实现快速突破。除了内容流量对于商家而言具备不稳定性以外，平台分发过多直播流量也会影响用户体验（据 36 氪，如果直播电商的内容在整个内容的大盘中占比达到 7%-8% 左右，用户的体验就会受到影响，目前抖音这一数字已经达到了 15%）。

抖音 GMV 增速边际下滑，货架场的比拼将更为激烈。2024 年上半年以来抖音电商 GMV 增速下滑，据晚点 Latepost 数据，2024 年 1-2 月抖音电商 GMV 同比增速 60%，3 月同比增速下滑到 40% 以下，二季度后增速进一步跌至 30% 以内，上半年以来抖音低价策略并未带来 GMV 的显著增长，并调整策略不再追求低价。对于抖音而言，提升货架电商占比实现从种草到货架的转换，是提升商家盈利 & 用户体验，并驱动 GMV 增长的关键，截至 2023 年末，抖音货架电商占比达 35%，并计划未来货架电商占比提升至 50% 以上，抖音与淘天在货架端的比拼将更激烈。我们认为，货架端竞争更多比拼“多快好省”的用户体验，抖音作为内容平台，在货架电商端不具备先发优势，阿里也仍需持续提升货架电商基本盘，在供应链的稳定性、平台的专业性、售后客服体系的成熟性上不断完善。

图32：抖音货架电商占比


资料来源：晚点 Latepost, 36 氪, 民生证券研究院

图33：2024 年以来抖音 GMV 增速


资料来源：晚点 Latepost, 民生证券研究院

2.3 阿里举措：提升用户体验&优化流量推广工具，稳住市场份额并提升商业化率

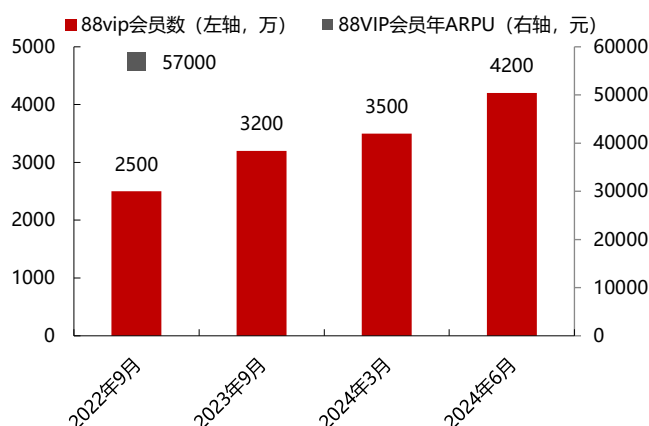
2.3.1 持续提升消费者体验

从去年年底开始，淘天推出多项举措提升消费者体验，包括重新上线网页版，缩短发货周期、上线“仅退款”、推出新疆包邮、88VIP 权益升级、优化店铺及商品评分系统等等：

进一步升级 88VIP 权益提升优质用户粘性。目前阿里年活跃买家数已达 9 亿以上，增量活跃买家带来的边际效应递减，盘活存量用户提升用户复购是提升 ARPU 的重要举措。88VIP 为淘天优质用户，据阿里披露截至 2022 年 9 月，88VIP 年 ARPU 值达到 5.7 万元，远超淘天平台（2021 年淘天 ARPU 为 0.8 万元）。阿里持续完善 88VIP 用户体验，提供一系列附加价值，加大高消费力优质用户留存率，与品牌商家形成共振；2024 年 4 月 22 日再度升级 88VIP 无限次退货包运费服务，每单最高补贴 25 元，并且可与运费险叠加使用（此次升级前，88VIP 每月可享受 5 元*6 张/月退货券）。

图34：4 月 22 日起，88VIP 退换货权益再度升级


资料来源：淘宝，民生证券研究院

图35：88VIP 用户数及 ARPU


资料来源：阿里公开财报会纪要，民生证券研究院

推出店铺综合体验分及商品体验指数（PXI），替代此前的卖家服务评价体系（DSR），优化用户体验。用店铺体验分代替卖家服务评价体系（DSR），从客观角度对商家做出评价，更有利于优化店铺服务体验。店铺综合体验分主要基于商品体验（首次品退货率、商品差评率）、物流体验（48 小时揽收及时率、物流到货时长）、服务体验（旺旺人工平均响应时长、退款处理时长、纠纷投诉商责率）三个维度进行考核，在手淘面向消费者展示，给消费者的购物决策提供更多参考。同时淘天进一步精细化运营，针对“一些好店铺，可能某个产品品质低；反之，店铺体验分不高，但部分商品表现不错”的问题，在今年 2 月上线了商品体验指数的评价体系（PXI），商品体验指数从“物流发货体验，商品品质，售后服务”三个维度从商品角度考察商品体验。“店铺综合体验分+商品体验指数（PXI）”的评价体系为消费者提供更为客观的参考，该评分机制也在商家营销活动报名、广告投放、商品的转化、点击和后续运营均产生影响，激励商家优化服务体验。

表10：从卖家服务评价体系（DSR）到店铺综合体验分的变化

调整项目	卖家服务评价体系（DSR）	店铺综合体验分
评价周期调整	基于消费者过去 180 天在店铺里面下完单之后进行评分。	基于 30 天店铺客观指标进行评价。
评分指标体系升级	基于描述相符、物流服务、服务态度三个维度的主观指标评分。	围绕商品体系、物流体系、评价体系建立了更加客观周详的评价指标，更便于商家运营。

资料来源：淘天速递，民生证券研究院

表11：商品体验指数（PXI）与店铺体验分的关联及差异

	商品体验指数（PXI）	店铺体验分
区别	基于商品体验维度建立，百分制	基于店铺体验维度建立，3 到 5 分制
联系	1) 商家需要提升店铺和商品的整体体验，表现越好，保障越多。 2) 平台重点保障店铺体验分和商品体验指数都表现良好的商家；而对于店铺体验分小于 4.5 分，商品体验指数小于 70 分的商家，可能影响商品转化、点击和后续运营。	

资料来源：淘天速递，民生证券研究院

表12：商品体验指数（PXI）及店铺体验分对商家的影响

	商品体验指数（PXI）	店铺体验分
激励机制	1) 搜索 ：商品体验指数得分越高，搜索排序越靠前；如果做到 80-90 分以上，店铺会有流量加持。	1) 搜索及曝光 ：店铺综合体验分越高，手淘首页商品曝光将越高，商品的排序就越靠前； 2) 仅退款政策优化 ：对店铺综合体验分 ≥ 4.8 分的商家，平台不会通过旺旺主动介入、支持收货后的仅退款，而是鼓励商家先跟消费者协商。
惩罚机制	1) 活动报名及手淘猜你喜欢 ：若总分低于 60 分，将影响商家报名双 11、618、百亿补贴、聚划算等活动的报名资格，且同样影响手淘猜你喜欢入池。	1) 活动报名及手淘猜你喜欢 ：若总分低于 4.2 分，将影响商家报名双 11、618、百亿补贴、聚划算等活动的报名资格，且同样影响手淘猜喜欢的入池。 2) 阿里妈妈广告投放 ：若总分低于 4.1 分，将影响商家对于直通车、引力魔方、万相台等阿里妈妈广告投放资格。 3) 优质店铺评选 ：综合体验总分及其各项细分指标的得分过低，将使淘宝卖家错失获得金牌客服、金牌卖家、神店榜等荣誉和评选资格的机会。

资料来源：淘天速递，班牛 ByteNew，民生证券研究院

2.3.2 优化流量推广，推出“全站推广”工具

阿里推出“全站推广”有望拉动商家 GMV。4 月阿里妈妈“全站推广”初面世，并于 7 月正式全量面向所有淘系商家开放。这一产品以 AI 大模型技术为基础，通过付费的方式撬动自然流量并盘活全局流量，交付淘系全站 ROI 下最大生意规模，带动商品成交额全面提升。全站推广有利于拉动商家全店生意规模增长；也为流量天然存在弱势的中小商家提供了更好更公平的流量运营工具。以淘工厂某农副食品为例，在新品冷启后，店铺商品上架第 4 天投放全站推广，五天搜索访客增长 80%，推荐访客增长 3000%，搜索排名快速上涨。

表13：阿里全站推广场景

项目	介绍
场景特点	全淘流量可经营，加速好货打爆。
适用商品	优先投放平台推荐、搜索热门款商品，此部分商品有效果保障及流量加码，其他商品不享受。
投放资源位	已全面接入淘系核心优质搜索，推荐资源位，流量渠道包括搜索结果页，搜索结果页-销量排序、首页猜你喜欢信息流、购中猜你喜欢、购后猜你喜欢。
计划类型	持续推广。
扣费模式	末次触点归因，按照点击扣费。
目标设置	以商家设置的目标投产比（ROI）为出价依据，设置后7天为ROI交付周期。全站推广ROI目标设置=全站推广计划引导的7天总GMV/推广总花费。

资料来源：阿里巴巴全站推广白皮书，民生证券研究院

表14：阿里“全站推广”品牌商家效果表现

品牌	海尔	小鲜炖	旺旺	回力箱包	皮尔卡丹
全 站 推 广 运营模式	投放爆品 w5000max 时，借助全站推广的智能调控来节省人力成本，并通过淘系搜索、推荐等资源位流量来带动商品成交全面提升。	全站推广新建计划方便，只需选定目标商品、设置日预算和目标投产比即可，不需要经常调整出价和人群，并且投放后，单品销售更容易起量，受大促等波动较小。	根据季节趋势、店铺库存、系统推荐来综合选品，将新品、潜力品和爆品都进行全站推广投放尝试后，再根据数据表现做进一步的调整。在ROI目标设置上，旺旺选择了精细化运营的方式，在商品推广的不同阶段，参考系统推荐设置不同的ROI目标。	优先投放点击率、转化率高的链接，并根据产品推广费比测算目标ROI，在保证ROI产出的情况下不限预算，让系统能逐步放大投放金额、持续放大成交。	选择店铺第二梯队的次热门款投放全站推广，并按照系统建议设置投产比目标和预算，使运营成本更加可控，实现投产比稳定交付。
商家成绩	单品成交全站推广贡献30%；目标ROI达成率达169%。	投放后的ROI超过行业平均300%。	实现支付金额提升500%；投放后访客数提升100%。	投放后单品GMV提升超954%，访客数提升超1953%。	投放后单品GMV提升超377%，访客数提升158%。

资料来源：阿里妈妈数字营销，民生证券研究院

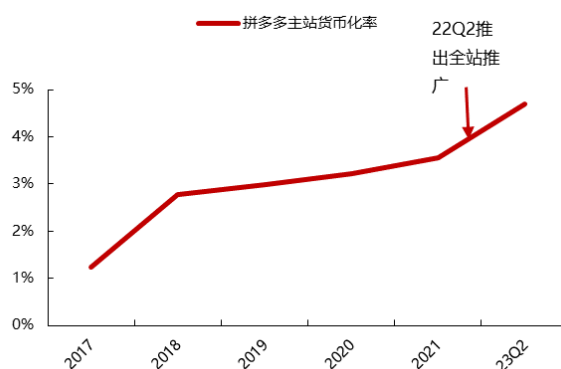
参考借鉴拼多多——“全站推广”推出后CMR增速及货币化率显著提升，我们认为阿里“全站推广”有利于对平台货币化率提升产生正向影响。参考拼多多于2022年二季度推出“全站推广”推出该工具前，拼多多只拿出20%的站内流量用于交易，但在全站推广模式下，平台所有流量均放在交易市场流通供商家购买，并按：1) 目标投产比出价（与阿里模式相似）；2) 按成交出价，两种计费方式实现收入。“全站推广”推出后，拼多多商业化进一步提速，2021年拼多多货币化率为3.6%，而据海豚投研测算，2023Q3拼多多主站广告和佣金综合变现率提升至4.7%上下，已经高于淘天目前平台的货币化率。当下我国商品供给充足，商家竞争更为激烈，有利于为商家拉动GMV获取更多市场份额的有效投放工具更有利于实现平台货币化率的提升，阿里“全站推广”的推出有望对CMR及货币化率的提升产生正向影响。

表15：拼多多全站推广计费模式

计价方式	计价标准
按目标投产比出价 (ROI)	ROI=全站推广在搜索和场景流量 14 天内带来的支付交易额/商家推广花费。全站推广将以商家设置的目标投产比为优化目标，投放时，系统自动化尽可能接近目标投产比。投产比设置越低，拿量能力越强，反之越弱。
按成交出价	搜索和场景流量中预期商品成交一单的广告花费。系统以成交出价为目标自动优化，并有搜索+场景流量加持，帮助商家全面提升店铺交易额。成交出价设置越高，拿量能力越强，反之越弱。

资料来源：云享客服，民生证券研究院

图36：拼多多推出“全站推广”后货币化率进一步提升



资料来源：拼多多财报，海豚投研，民生证券研究院

2.3.3 市场份额有望逐步企稳，关注 CMR 增速提升

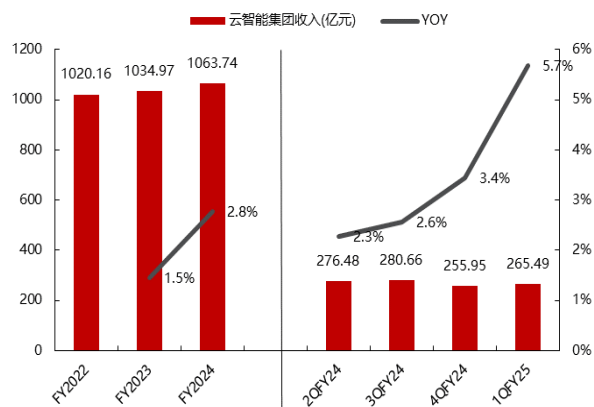
“用户为先”战略成效有望逐步显现，关注未来几个季度 CMR 增速向 GMV 增速的匹配情况。阿里回归核心业务，在用户体验改进及商家运营优化端成效有望逐步显现，据阿里财报会披露，截至 2024 年 6 月的季度，淘天集团线上 GMV 同比实现高单位数增长，订单量实现双位数增长，在电商市场的份额有望逐步企稳。另一方面，“全站推广”有望提升平台流量利用率和商品转化效率，9 月起实施的 0.6% 淘宝商家技术服务费也有望进一步提升平台商业化率。关注未来几个季度，CMR 的增速向 GMV 增速的追平情况。

3 云计算：规模&技术领先，下半财年有望回归双位数增长

3.1 云业务 FY25Q1 经调整 EBITA 利润率 8.8%，下半财年有望回归双位数增长

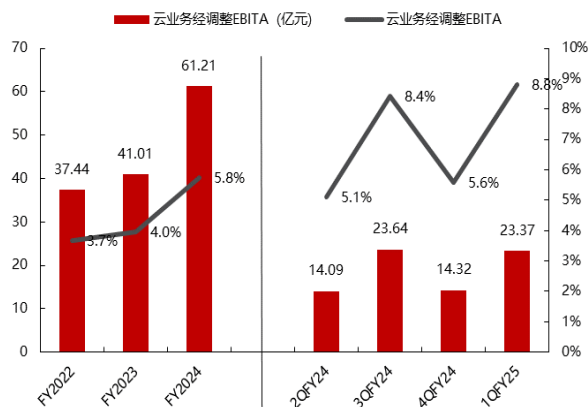
云智能集团：AI 相关产品收入持续保持三位数高增，下半财年外部客户收入将回到双位数增长。阿里云智能集团收入主要来源于公有云及非公有云服务：1) 公有云收入包括多种云计算服务及 AI 相关产品；2) 非公有云主要是硬件、软件许可证、安装服务、应用开发和维护服务等收入；截至 2023 年 9 月的季度内，阿里公有云收入约占外部收入 70%以上。受单个大客户终止合作、减少低利润项目式合约收入等因素影响云在 FY2024 增速放缓，收入为 1063.74 亿元，yoy+2.8%，实现经调整 EBITA 利润率 5.8%，yoy+1.8pct；FY25Q1 云业务实现收入 265.49 亿元，yoy+5.7%，其中关于 AI 产品相关收入保持三位数高增，并实现经调整 EBITA 利润率 8.8%，yoy+7.3pct。阿里实施云集 AI 一体化发展战略，保持高强度研发投入，有望实现集团外客户收入下半财年回到双位数增长。

图37：阿里云智能集团收入及增速



资料来源：阿里财报，民生证券研究院

图38：阿里云智能集团经调整 EBITA 利润及利润率



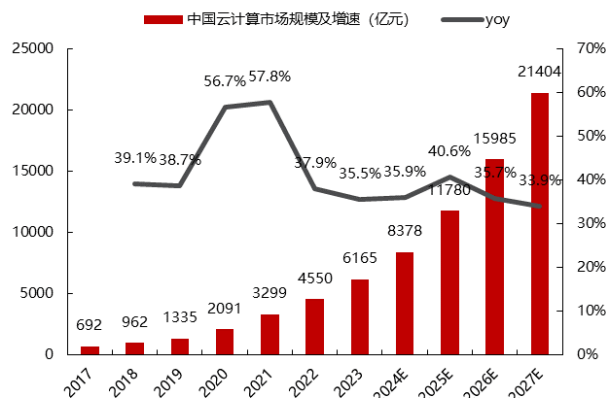
资料来源：阿里财报，民生证券研究院

3.2 AI 带动云计算需求增长，阿里云规模&技术占优

2023 年我国公有云市场规模达到 4562 亿元(yoy+40.1%)，细分领域 PaaS 增速最高。据中国通信院数据统计，2023 年我国云计算市场规模达 6165 亿元，yoy+35.5%，其中公有云/私有云市场规模 4562/1563 亿元，yoy+40.1%/+20.8%，公有云市场占 74%；同时，伴随 AI 及大模型驱动，我国云计算行业规模有望在 2027 年达到 2.1 万亿元。公有云市场按细分领域来看，2023 年我国 IaaS/PaaS/SaaS 市场规模分别为 3383/598/581 亿元，

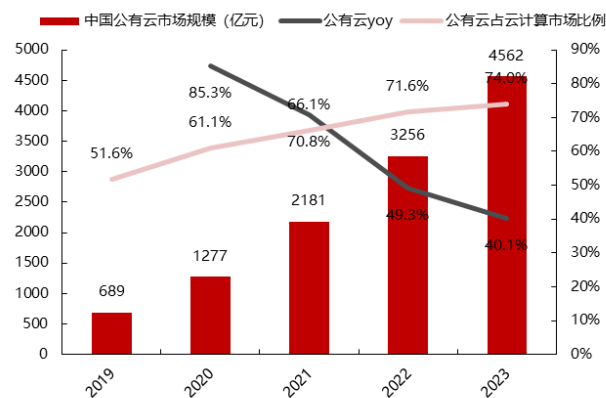
yoy+38.5%/+74.9%/+23.1%，分别占公有云的 74.2%/13.1%/12.7%，PaaS 在细分领域中增速最高，且据中国信息通信研究院预计，得益于公有云出海业务及 AI 发展需求，PaaS 领域产品将持续增加。

图39：2017-2027E 中国云计算市场规模及增速



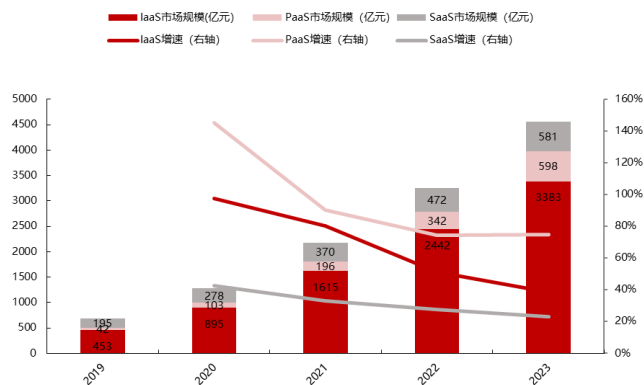
资料来源：中国信息通信研究院，民生证券研究院

图40：2019-2023 年中国公有云市场规模增速及占云计算市场比例



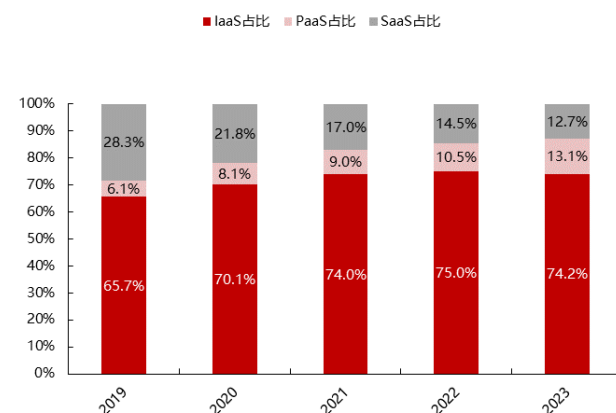
资料来源：中国信息通信研究院，民生证券研究院

图41：中国公有云细分领域市场规模及增速



资料来源：中国信息通信研究院，民生证券研究院

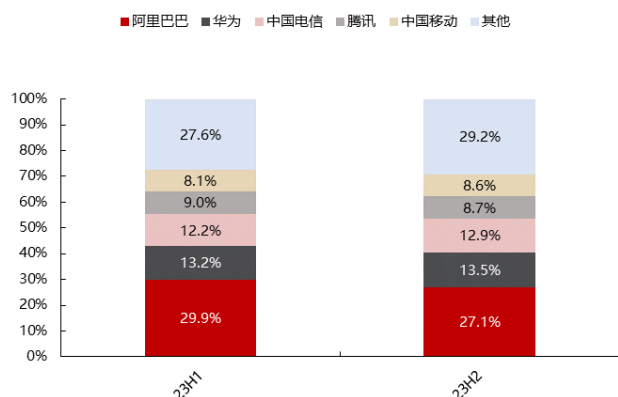
图42：中国云计算细分领域市场占比



资料来源：中国信息通信研究院，民生证券研究院

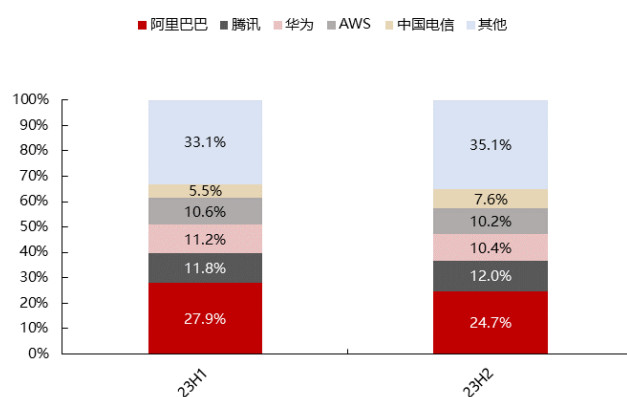
阿里云规模优势领先：国内 IaaS 及 PaaS 市场份额第一，持续领跑中国公有云市场；且 IaaS 市场份额位于亚太地区第一。 阿里云成立于 2009 年，是中国最早布局云计算的服务商，2023H1/H2 阿里在中国公有云 IaaS 市场份额分别为 29.9%/27.1%，在中国 PaaS 市场份额分别为 27.9%/24.7%，尽管市场份额有所下降，但仍处于第一。同时，全球研究和咨询公司 Forrester 对中国云计算厂商进行全方位评估，阿里在产品实力、技术创新能力、合作伙伴生态等 32 项能力指标中获得最高分，整体位居“领导者”象限。在亚太市场，2023 年阿里云 IaaS 市场份额继续排名第一为 22.2%，并较 2022 年提升 0.8pct。

图43：2023 年中国公有云 IaaS 厂商市场份额



资料来源：IDC，民生证券研究院

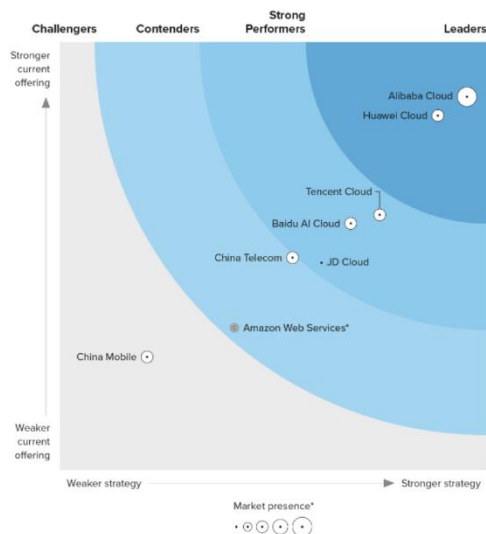
图44：2023 年中国公有云 PaaS 厂商市场份额



资料来源：IDC，民生证券研究院

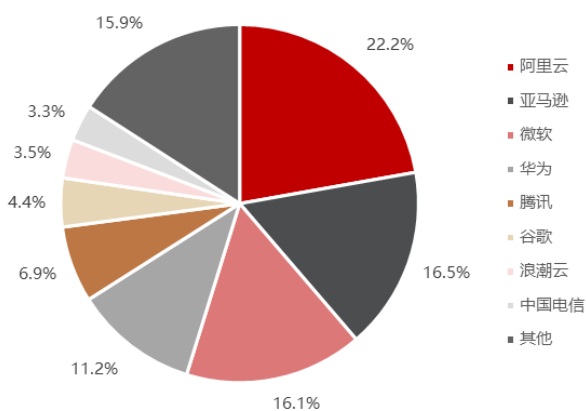
图45：阿里位于中国公共云市场“领导者”象限

THE FORRESTER WAVE™
Public Cloud Platforms In China
Q3 2024



资料来源：Forrester 《The Forrester Wave™: Public Cloud Platforms in China, Q3 2024》，阿里云官网，民生证券研究院

图46：亚太地区云计算 IaaS 市场份额 (2023)



资料来源：Gartner，阿里云官网，民生证券研究院

规模效应带来成本优势，阿里降价进一步反哺规模。IaaS 层基础设施服务如数据中心、服务器、存储设备和网络设备具有较高的标准化，产品同质化强，供应商往往通过价格竞争获取更大市场份额，通过规模效应反哺算力成本。在 2023 年 4 月的阿里云峰会上，张勇提及过去十年，阿里云的单位算力成本下降了 80%、存储成本下降 88%。因此 IaaS 云计算供应商往往通过降价增加规模降低成本，而阿里持续通过降价保持规模领先，2024 年 2 月 29 日，阿里云进一步全线下调云产品官网售价，平均降价幅度超过 20%，最高降幅达 55%，涉及 100 多款产品、500 多个产品规格，覆盖计算、存储、数据库等所有核心产品。

表16：主流云厂商通过降价抢占市场

时间	2023 年 5 月 7 日	2023 年 6 月 1 日	2023 年 5 月 17-31 日	2023 年 5 月 24 日	2024 年 2 月 29 日
云厂商	阿里云	腾讯云	移动云	天翼云	阿里云
降价动作	下调部分核心产品官网成交价，覆盖弹性计算、存储、网络、数据库、视频云、CDN 和安全等产品。存储最高降价 50%、网络下调 15%、数据库通用型平均下降 30%。	核心云产品价格下调，覆盖计算、网络、数据库、安全等核心云产品。计算最高降价 40%、网络最高降价 18%、数据库降价 25%。	通用入门型云主机、通用网络优化型云主机均降价 60%，云安全中心、云硬盘备份降价 50%。	核心产品让利 90% 低至 1 折”，其中新型 S7 云主机 2.5 折起，数据库 1.5 折起。	全线下调云产品官网售价，平均降价幅度超过 20%，最高降幅达 55%。涉及一百多款产品、五百多个产品规格，覆盖计算、存储、数据库等所有核心产品。这是阿里云史上最大力度的一次降价。

资料来源：阿里云官网，腾讯云官网，澎湃新闻，21 世纪经济报道，民生证券研究院

技术方面，在 AI 及大模型发展驱动下，MaaS 成为新的云生态，阿里推出“通义千问”大模型及平台“阿里云百炼”等，形成“AI+云计算”的双轮驱动战略。过往云计算厂商高速增长受益于大规模互联网企业上云红利，但目前行业进入从互联网为主体向全行业应用云计算的发展“深水区”，当下 AI 大模型的发展成为驱动云计算的新增量，而新的云计算生态，将以 MaaS（模型即服务）平台和 AI 原生应用为核心。阿里在这一背景下，推出了“通义千问”大模型，并选择开源的平台生态方式，为企业提供模型训练、微调、部署及推理等在内的一整套工具链和服务。在 2023 年云栖大会上，阿里宣布升级 AI 基础设施，发布千亿级参数大模型通义千问 2.0，八款行业大模型，大模型应用开发平台“阿里云百炼”等平台。“AI+云计算”的双轮驱动，有望形成“模型越强、应用越多、用户越广、算力越大”的正向循环，也是阿里云面向未来、支撑 AI 基础设施服务的底层能力。

图47：阿里全面开启 AI 时代



通义千问陆续开源，720亿参数通用模型Qwen-72B登顶全球开源大模型社区Hugging Face榜首。阿里云百炼，开发者5分钟内可开发一款大模型应用，几小时可“炼”出一个企业专属模型。

资料来源：阿里云官网，民生证券研究院

阿里目前形成 IaaS、PaaS 和 MaaS 三层完善的架构及产品矩阵。1) IaaS 层，阿里为 AI 设计了云基础设施，包括计算的模块、高效的网络及储存，如灵骏智能计算集群与弹性计算 ECS 集群，灵骏智算集群采用 HPN 7.0 网络架构，支持 10 万卡级的可扩展规模，存储系统 CPFS 提供达 2TB/s 的读吞吐和 3000 万 IOPS，满足指数级增长的 AI 需求。2) PaaS 层，阿里提供了丰富的大数据及机器学习产品，能够从数据清洗开始帮助开发者训练模型；阿里人工智能平台 PAI 分布式训练加速比高达 96%，可稳定运行千卡任务 5 周以上，同时全线大数据产品面向 AI 场景升级，提供 10PB 级计算、全链路数据治理及向量检索能力。3) MaaS 层，主要包括基础大模型/通义大模型、企业专属大模型、魔搭社区、API 服务等，魔搭社区汇集通义千问等超 3000 个优质开源模型和上千数据集，阿里云百炼平台可以帮助企业快速打造专属大模型和 AI 应用。目前，百川智能、智谱 AI、零一万物、昆仑万维、vivo、复旦大学、巨人网络等大批企业和机构在阿里云上训练大模型，并通过阿里云对外提供服务，目前全国 80% 的科技企业和超过一半的 AI 大模型公司跑在阿里云上。

图48：阿里全栈布局 AI 技术体系，形成 IaaS、PaaS 和 MaaS 三层架构

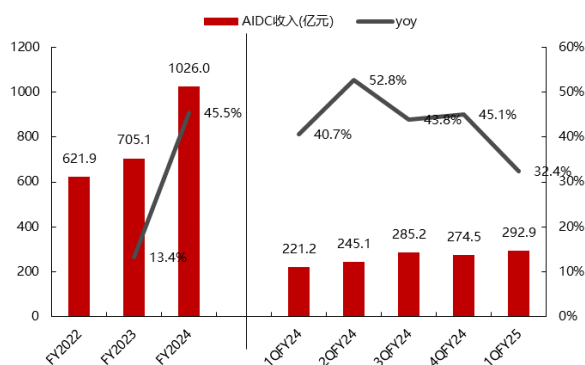


资料来源：云栖大会，民生证券研究院

4 国际数字商业：跨境电商新动能，Choice 为重要引擎

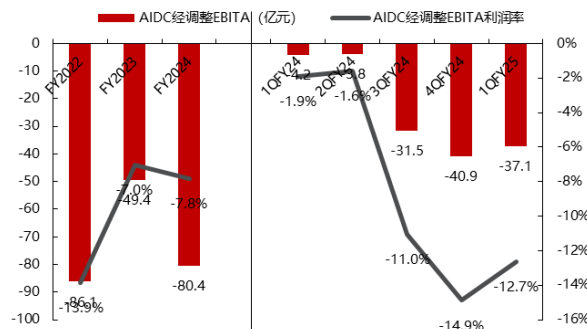
跨境电商驱动增长，FY25Q1 投入增加至亏损率扩大。阿里国际数字商业集团（AIDC, Alibaba International Digital Commerce）业务包括国际零售商业及国际批发商业，FY2024 年受速卖通 Choice 驱动实现快速增长营收 1026 亿元，yoy+45.5%；FY25Q1 实现营收 292.9 亿元，yoy+32.4%。FY2024 年 AIDC 实现经调整 EBITA 亏损 80.4 亿元，对应经调整 EBITA 亏损率 7.8%，而 FY25Q1 经调整 EBITA 亏损率扩大至 12.7%，主要是对于速卖通和 Trendol 跨境业务投入增加所致。

图49：阿里 AIDC 收入及增速



资料来源：阿里财报，民生证券研究院

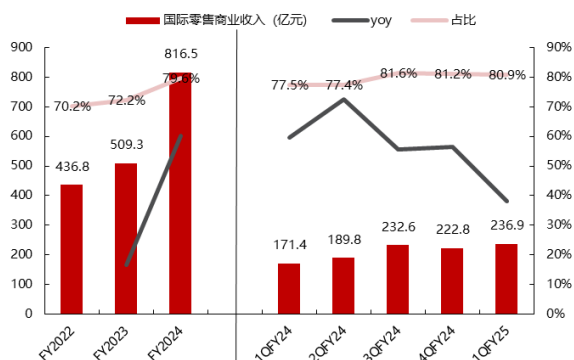
图50：阿里 AIDC 经调整 EBITA 及利润率



资料来源：阿里财报，民生证券研究院

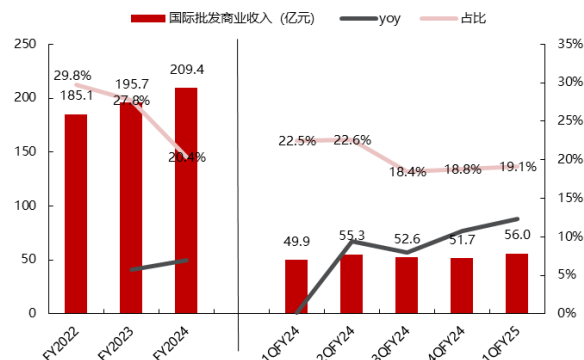
国际零售是 AIDC 收入的主要来源及增长驱动。1) 国际零售商业平台主要包括：速卖通 (AliExpress)、东南亚电商平台 Lazada、土耳其电商平台 Trendyol、南亚电商平台 Daraz 以及西班牙电商平台 Miravia；收入主要来源于 CMR、直营商品及物流服务收入，FY25Q1 收入 236.9 亿元，yoy+38.2%是增长的主要驱动来源，占 AIDC 收入的 80.9%。2) 国际批发商业主要包括阿里巴巴国际站 Alibaba.com, B2B 平台模式下主要收入来源于会员费、增值服务 (如金融、物流、数字化、SaaS 等) 及客户管理收入，FY25Q1 收入 56 亿元，yoy+12.4%。

图51：国际零售业务收入及增速



资料来源：阿里财报，民生证券研究院

图52：国际批发业务收入及增速



资料来源：阿里财报，民生证券研究院

表17：阿里国际数字商业集团旗下主要平台

国际零售商业						国际批发商业
平台	速卖通 (AliExpress)	Lazada	Trendyol	Daraz	Miravia	阿里巴巴国际站
区域	覆盖全球 220 个国家和地区，主要交易市场为俄罗斯/美国/巴西/西班牙/法国。	东南亚六国（印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南）。	土耳其	南亚（主要市场包括巴基斯坦和孟加拉国）。	西班牙	全球 190+ 国家与地区
模式	平台模式+跨境电商（全托管+半托管）	平台模式为主+跨境电商（全托管）	纯海外平台	纯海外平台	纯海外平台	B2B 批发业务撮合

资料来源：阿里财报，速卖通官网，亿邦动力，电商报 Pro，民生证券研究院

速卖通从平台向“平台+跨境电商（全托管、半托管）”转型，Choice 为驱动引擎。2023 年初，速卖通开始从平台模式向“平台+全托管”业务转型，推出“AliExpress Choice”频道；2024 年 1 月进一步上线半托管，为商家提供物流履约环节，同时保留卖家自运营下的货品优势和运营优势。由“全托管+半托管”模式所构成的“Choice”业务成为 AIDC 增长引擎，截至 2023 年 12 月的季度，Choice 驱动速卖通订单同比增长 60%，截至 2024 年 4 月，AE Choice 在 AliExpress 总订单量中占比达到 70%。

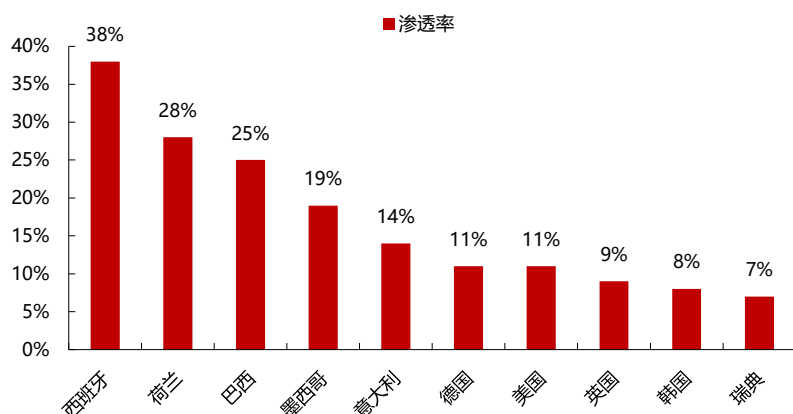
表18：速卖通经营模式对比

	POP 自运营	POP 半托管	全托管	海外托管
销售运营	商家自主	商家自主	平台负责	平台负责
定价权	商家定	商家定	协商定价	协商定价
物流履约	商家负责	平台负责	平台负责	商家负责
售后	商家负责	商家负责	平台负责客服，商家负责逆向物流	平台负责客服，商家负责逆向物流
营销玩法	无 Choice 标签	Choice 标签	Choice 标签	Choice 标签
适合品类	大部分商品	大部分商品	标品、爆品	海外备货

资料来源：亿邦动力，民生证券研究院（注：POP 商家即自主运营商家，平台模式下以 POP 自运营模式为主。）

速卖通在欧洲及拉美渗透率有优势，Lazada、Trendyol 表现持续优化。1) 速卖通在欧洲及拉美渗透率相对更高，据 Statista 数据，在 2022.07-2023.06 期间的 12 个月中，速卖通渗透率位于前五的国家分别是西班牙（渗透率 38%，括号内下同）、荷兰（28%）、巴西（25%）、墨西哥（19%）、意大利（14%），在“全托管+半托管”的跨境电商驱动下，速卖通有望进一步实现增长。2) 其他平台表现也持续优化，东南亚 Lazada 平台在 2024 年 7 月份首次达到单月的经调整 EBITDA 盈利；Trendyol 积极投入跨境业务，在海湾等地区通过大幅扩充商品丰富度，品牌知名度快速提升，截至 2024 年 3 月已经成为当地下载量最高的电商 APP 之一。

图53：2022.07-2023.06 速卖通在区域各国渗透率



资料来源：Statista，跨通社，民生证券研究院

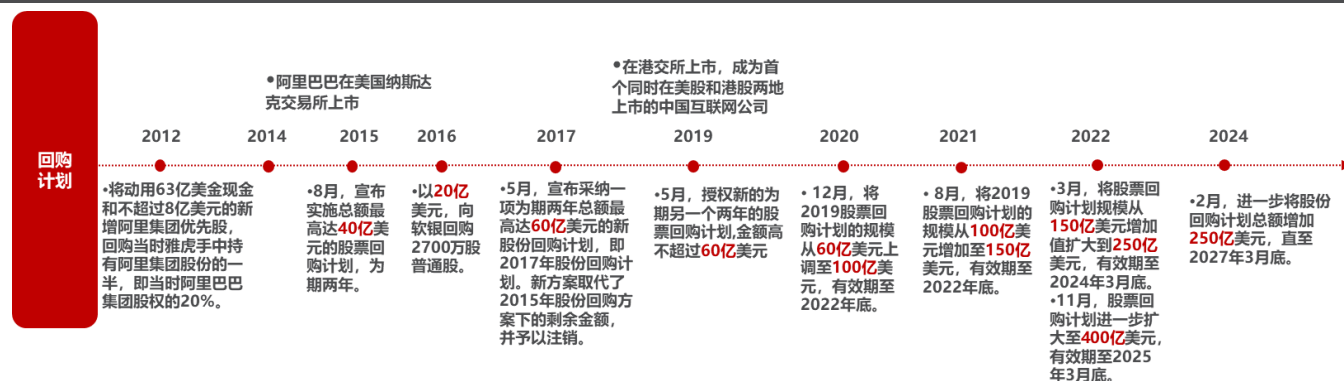
菜鸟带动阿里全球物流基础设施逐步完善，持续优化跨境电商服务体验。跨境电商物流具有链条长、节点多、成本高等问题，而物流履约质量的参差不齐，是消费体验难以保证的主要痛点。在优化物流体验方面，2023 年 9 月，速卖通联合菜鸟发起“全球五日达”，西班牙、英国、比利时、荷兰等国承诺晚到必赔；“五日达”在韩国市场率先试点，仅 5 月份市场订单量就同比提升 100%以上。在物流基础设施布局方面，海外菜鸟设有 100 多个口岸的智能清关系统、18 个分拨中心，并在西班牙、法国、波兰等国家自营、自建或与深度合作伙伴一起完成末端配送，改善物流体验。

5 股东回报力度高，完成三年整改迎来新发展起点

5.1 回购梳理：持续增厚股东回报

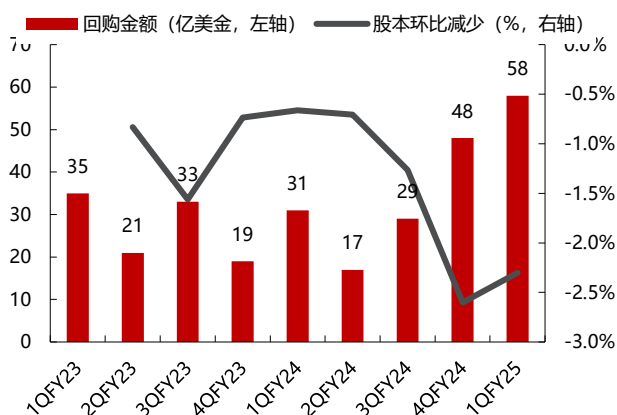
回购计划多次上调，FY2023 首次发放股息，多举措提升股东回报。阿里巴巴回购计划额度自 2020 年以来持续提升，2024 年 2 月进一步宣布将回购计划额度增加 250 亿美元，回购规模总额将增加至 650 亿美元；FY25Q1 公司实现单季度最大回购规模，截止 2024 年 6 月 30 日，阿里回购额度仍剩余 261 亿美元。股息方面，阿里 FY2023 年首次宣布发放年度股息，FY2024 年亦宣布派发特别股息，多举措提升股东回报。阿里是目前过去一财年回购力度最大的中国互联网公司，持续增厚股东回报，FY2024 按财年末（2024.3.31）市值计算的股东回报率达 9.4%（股息+回购）。

图54：阿里巴巴回购计划梳理



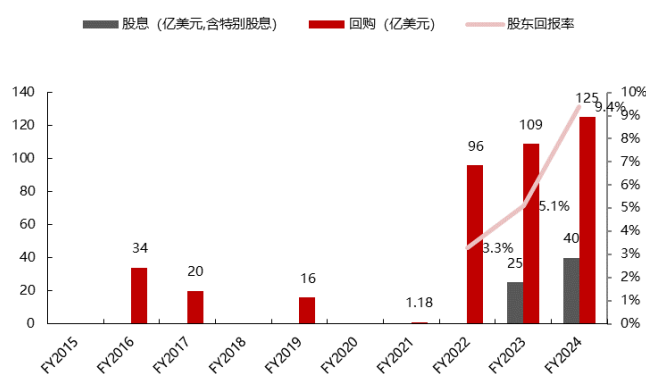
资料来源：阿里财报，第一财经，民生证券研究院

图55：1QFY25 回购力度再创新高



资料来源：阿里财报，民生证券研究院

图56：股东回报率持续提升



资料来源：阿里公告，民生证券研究院（注：股东回报率=（当财年股息+当财年回购）/阿里财年年末总市值）

5.2 完成三年整改，积极信号有助于稳定预期

2021年4月，市场监管总局依法对阿里在中国境内网络零售平台服务市场实施“二选一”垄断行为作出行政处罚，开展为期三年的自查整改。2024年8月30日下午，国家市场监督管理总局发布公告，宣布阿里巴巴集团完成三年整改，取得良好成效。

三年整改完成，对于阿里巴巴而言，是一个新的发展起点。同时，我们认为这一积极信号有助于为平台经济提供更加稳定、可预期的政策环境，带来政策预期改善。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

收入端：预计 FY2025-2027 年实现营收 10048/10869/11700 亿元，同比增长 6.8%/8.2%/7.6%，主要受电商业务趋于稳增长，云业务、国际数字商业等快速发展驱动。拆分业务来看：

- 1、淘天集团：**预计 FY2025-2027 年实现营收 4423/4614/4810 亿元，同比增长 1.7%/4.3%/4.2%，主要受到中国零售业务中的客户管理收入（CMR）增长驱动。预计 FY2025 年淘天市场份额有望维持稳定，同时伴随“全站推广”、以及淘宝 0.6%技术服务费等推出，预计未来 6-12 个月有望逐步带动货币化率的小幅提升，CMR 增速逐步与 GMV 增速趋同；预计中国零售商业 FY2025-2027 年实现营收 4192/4362/4540 亿元，同比增长 1.1%/4.1%/4.1%；中国批发商业 FY2025-2027 年实现营收 231/252/270 亿元，同比增长 13.0%/9.0%/7.0%。
- 2、云智能集团：**AI 大模型的发展成为驱动云计算行业的新增量，阿里实施云集 AI 一体化发展战略，保持高强度研发投入，有望在下半财年实现外部客户营收到双位数增长。我们预计 FY2025-2027 年实现营收 1159/1287/1416 亿元，同比增长 9.0%/11.0%/10.0%。
- 3、国际数字商业（AIDC）：**速卖通在 Choice 驱动下有望继续保持高增，成为 AIDC 的重要引擎；东南亚 Lazada 及 Trendyol 积极投入跨境业务，扩大市场占有率。我们认为 AIDC 有望继续保持相对较高的增速，预计 FY2025-2027 年实现营收 1300/1575/1869 亿元，同比增长 26.7%/21.2%/18.6%。
- 4、菜鸟集团：**主要受跨境业务收入及国内供应链收入的增加，跨境业务有望受益于 AIDC 增长的带动。预计 FY2025-2027 年实现营收 1159/1332/1506 亿元，同比增长 17.0%/15.0%/13.0%。
- 5、本地生活：**主要增长驱动来源于饿了么、高德打车等业务订单量增长，预计 FY2025-2027 年实现营收 676/743/803 亿元，同比增长 13.0%/10.0%/8.0%。
- 6、大文娱：**包括优酷、阿里影业、线上游戏业务以及大麦网、UC 浏览器等，预计 FY2025-2027 年实现营收 222/230/234 亿元，同比增长 5.0%/3.5%/2.0%。

表19：阿里主要业务收入项目预测

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总收入	868,687	941,168	1,004,752	1,086,860	1,169,964
yoy	1.8%	8.3%	6.8%	8.2%	7.6%
其中：					
1. 淘天集团	413,206	434,893	442,313	461,434	480,975
yoy	-3.9%	5.2%	1.7%	4.3%	4.2%
占比	44.4%	42.8%	40.6%	39.3%	38.1%
2. 云智能集团	103,497	106,374	115,948	128,702	141,572
yoy	1.5%	2.8%	9.0%	11.0%	10.0%
占比	11.1%	10.5%	10.7%	11.0%	11.2%
3. 国际数字商业集团	70,506	102,598	130,005	157,520	186,867
yoy	13.4%	45.5%	26.7%	21.2%	18.6%
占比	7.6%	10.1%	11.9%	13.4%	14.8%
4. 菜鸟集团	77,512	99,020	115,853	133,231	150,551
yoy	16.0%	27.7%	17.0%	15.0%	13.0%
占比	8.3%	9.7%	10.6%	11.3%	11.9%
5. 本地生活集团	50,249	59,802	67,576	74,334	80,281
yoy	11.9%	19.0%	13.0%	10.0%	8.0%
占比	5.4%	5.9%	6.2%	6.3%	6.4%
6. 大文娱集团	18,444	21,145	22,202	22,979	23,439
yoy	1.9%	14.6%	5.0%	3.5%	2.0%
占比	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%

资料来源：阿里财报，民生证券研究院预测（注：未展示其他业务及分部抵减项目。）

利润端：伴随公司聚焦核心，其他业务持续提升运营效率预计在未来 1-2 年实现亏损的显著收窄，整体经调整 EBITA 利润有望实现改善，盈利能力提升，预计 FY2025-2027 年经调整 EBITA 为 1705/1936/2133 亿元，经调整 EBITA 利润率为 17.2%/17.7%/18.0%。

- 1、淘天集团：**预计 FY2025-2027 年实现经调整 EBITA 为 1946/2040/2136 亿元，经调整 EBITA 利润率为 44.0%/44.2%/44.4%，考虑到目前电商行业竞争仍较为激烈，淘天集团仍需较多投入以维持市场份额，我们预计经调整 EBITA 利润率较过往小幅回调，但仍维持稳定的盈利能力。
- 2、云智能集团：**考虑到 AI 及 MaaS 有望成为阿里云计算的新增长，收入端规模效应带来盈利能力的稳健提升，我们预计 FY2025-2027 年实现经调整 EBITA 88/108/134 亿元，经调整 EBITA 利润率为 7.6%/8.4%/9.5%。
- 3、国际数字商业 (AIDC)：**海外市场仍处于扩张期，东南亚 Lazada 平台在 2024 年 7 月份首次达到单月的经调整 EBITDA 盈利，细分业务 UE 持续优化，我们认为 AIDC 的亏损有望持续收窄；预计 FY2025-2027 年实现经调整 EBITA -156/-134/-93 亿元，经调整 EBITA 利润率分别为-12.0%/-8.5%/-4.8%。

- 4、**菜鸟集团**：规模效应下盈利能力有望持续优化，预计 FY2025-2027 年实现经调整 EBITA 利润 21/37/53 亿元，经调整 EBITA 利润率 1.8%/2.8%/3.5%。
- 5、**本地生活**：预计 FY2025-2027 年实现经调整 EBITA-30/-16/2.4 亿元，经调整 EBITA 利润率分别为-4.5%/-2.2%/+0.3%，亏损收窄主要受益于饿了么，高德打车效率提升带来的 UE 改善。
- 6、**大文娱**：预计 FY2025-2027 年实现经调整 EBITA-7.8/-4.6/-0.2 亿元，经调整 EBITA 利润率分别为-3.5%/-2.0%/-0.1%，主要驱动因素为运营效率提升。

表20：阿里主要业务经调整 EBITA 预测

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
合并经调整 EBITA	147,911	165,028	170,481	193,600	213,294
合并经调整 EBITA 利润率	17.0%	17.5%	17.2%	17.7%	18.0%
1. 淘天集团	189,140	194,827	194,618	203,954	213,553
淘天经调整 EBITA 利润率	45.8%	44.8%	44.0%	44.2%	44.4%
2. 云智能集团	4,101	6,121	8,812	10,811	13,449
云智能集团经调整 EBITA 利润率	4.0%	5.8%	7.6%	8.4%	9.5%
3. 国际数字商业集团	-4,944	-8,035	-15,601	-13,389	-9,343
阿里国际数字商业集团经调整 EBITA 利润率	-7.0%	-7.8%	-12.0%	-8.5%	-4.8%
4. 菜鸟集团	-391	1,402	2,085	3,664	5,269
菜鸟集团经调整 EBITA 利润率	-0.5%	1.4%	1.8%	2.8%	3.5%
5. 本地生活集团	-13,148	-9,812	-3,041	-1,635	241
本地生活经调整 EBITA 利润率	-26.2%	-16.4%	-4.5%	-2.2%	0.3%
6. 大文娱集团	-2,789	-1,539	-777	-460	-23
大文娱经调整 EBITA 利润率	-15.1%	-7.3%	-3.5%	-2.0%	-0.1%

资料来源：阿里财报，民生证券研究院预测（注：未展示其他业务及分部抵减项目。）

6.2 估值分析与投资建议

我们认为，阿里战略理顺有望激发业务活力，聚焦主业实现重启增长。电商行业竞争趋缓，阿里传统货架电商优势深厚，有望实现市占率稳定；云业务在 AI 驱动下，未来发展潜力大。我们预计公司 FY2025-2027 年经调整 EPS 分别为 7.85/8.62/9.53 元，对应 9 月 10 日收盘价经调整 PE 分别为 9/9/8 倍。同时，公司纳入港股通有望带来流动性改善，首次覆盖给予“推荐”评级。

表21：阿里盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	941,168	1,004,752	1,086,860	1,169,964
增长率 (%)	8.3	6.8	8.2	7.6
经调整净利润	158,359	151,155	166,008	183,445
增长率 (%)	0	-5	10	11
EPS(基于经调整净利润)	8.22	7.85	8.62	9.53
P/E(基于经调整净利润)	9	9	9	8
P/B	1.4	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为 2024 年 9 月 10 日收盘价，汇率 1HKD=0.9135RMB。）

表22：可比公司估值参考

可比公司	股票代码	总市值	收入 (百万, 美元/人民币)			可比净利润 (百万, 美元/人民币)			PS			PE		
		(亿, 港币/美元)												
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
电商:														
拼多多	PDD	1292	247,639	407,693	522,562	67,899	122,545	151,652	3.7	2.3	1.8	14	8	6
京东	9618.HK /JD	3260	1,084,662	1,135,572	1,200,678	35,200	41,982	44,288	0.3	0.3	0.2	8	7	7
唯品会	VIPS	69	112,856	108,030	109,673	9,510	8,982	9,230	0.4	0.5	0.4	5	5	5
行业平均									1.5	1.0	0.8	9	7	6
云计算:														
金山云	3896.HK /KC	44	7,048	7,425	8,082	-1,291	-952	-734	0.6	0.5	0.5	/	/	/
亚马逊	AMZN	18845	574,785	635,578	704,668	53,816	59,894	73,343	3.3	3.0	2.7	35	31	26
微软	MSFT	30788	245,122	280,084	320,119	88,136	98,835	114,386	12.6	11.0	9.6	35	31	27
行业平均									5.5	4.8	4.3	35	31	26
AIDC:														
亚马逊	AMZN	18845	574,785	635,578	704,668	53,816	59,894	73,343	3.3	3.0	2.7	35	31	26
EBAY	EBAY	295	10,112	10,311	10,666	2,260	2,430	2,457	2.9	2.9	2.8	13	12	12
SEA	SE	445	13,064	15,838	18,441	46	763	1,447	3.4	2.8	2.4	963	58	31
行业平均									3.2	2.9	2.6	337	34	23
菜鸟:														
中通快递	2057.HK /ZTO	1374	38,419	43,439	48,527	9,006	10,021	11,650	3.3	2.9	2.6	14	13	11
京东物流	2618.HK	655	166,625	181,221	195,180	616	3,395	4,319	0.4	0.3	0.3	97	18	14
极兔速递	1519.HK	515	8,849	10,210	12,101	-1,101	178	406	5.3	4.6	3.9	/	265	116
本地生活:														
美团	3690.HK /MPNGY	7231	276,745	334,392	387,629	23,253	41,279	52,455	2.4	2.0	1.7	28	16	13
滴滴	DIDI	111	192,380	209,140	236,365	-502	1,286	6,314	0.4	0.4	0.3	/	62	13
大文娱集团:														
阿里影业	1060.HK	107	5,036	6,512	7,227	285	1,066	1,241	1.9	1.5	1.4	34	9	8
爱奇艺	IQ	20	31,873	30,468	32,086	2,838	1,474	2,345	0.4	0.5	0.4	5	9	6

资料来源：Bloomberg，Wind，民生证券研究院（注：总市值取 9 月 10 日收盘市值，港美均上市公司取港股市值；预测数据取自 Bloomberg/Wind 一致预期。）

7 风险提示

1) 消费环境不及预期风险。淘天集团为国内最大电商平台，整体受消费大环境影响大，若消费环境疲软将对淘天业绩表现带来较大压力。

2) 电商行业竞争加剧风险。目前电商行业竞争激烈，若电商行业竞争及补贴进一步加剧，对淘天市占率及盈利能力造成负面影响。

3) 政策及监管风险。互联网平台面临较大的监管不确定性风险，或将对投资者情绪造成一定影响。

5) 技术发展不及预期风险。AI 及大模型发展对于云智能集团算力需求影响大，若技术发展不及预期或将影响云计算业务增长。

6) 海外业务发展风险。跨境电商及海外平台成为目前国际业务增长的驱动力，海外市场面临较大不确定性，或将对公司业务产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产合计	752,864	824,156	963,014	1,117,514
现金及现金等价物	248,125	303,453	426,307	564,538
应收账款及票据	30,686	34,963	37,820	40,712
存货	25,460	29,581	31,838	34,194
其他	448,593	456,159	467,049	478,070
非流动资产合计	1,011,965	1,000,495	990,894	982,986
固定资产	185,161	191,869	199,537	208,034
商誉及无形资产	363,556	345,378	328,109	311,704
其他	463,248	463,248	463,248	463,248
资产合计	1,764,829	1,824,651	1,953,908	2,100,500
流动负债合计	421,507	454,533	489,307	524,503
短期借贷	29,001	29,001	29,001	29,001
应付账款及票据	0	0	0	0
其他	392,506	425,532	460,306	495,502
非流动负债合计	230,723	232,552	232,552	232,552
长期借贷	141,775	141,775	141,775	141,775
其他	88,948	90,777	90,777	90,777
负债合计	652,230	687,085	721,859	757,055
普通股股本	1	1	1	1
储备	997,271	1,030,523	1,132,792	1,251,234
归属母公司股东权益	997,272	1,030,524	1,132,793	1,251,235
少数股东权益	115,327	107,043	99,256	92,210
股东权益合计	1,112,599	1,137,566	1,232,049	1,343,445
负债和股东权益合计	1,764,829	1,824,651	1,953,908	2,100,500

现金流量表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	182,593	173,474	190,649	205,814
净利润	80,009	102,424	119,022	135,161
少数股东权益	-8,677	-8,284	-7,787	-7,046
折旧摊销	44,504	45,470	45,601	45,908
营运资金变动及其他	66,757	33,865	33,811	31,792
投资活动现金流	-21,824	-32,423	-34,490	-34,314
资本支出	-32,929	-34,000	-36,000	-38,000
其他投资	11,105	1,577	1,510	3,686
筹资活动现金流	-108,244	-86,382	-33,963	-33,928
借款增加	2,465	0	0	0
普通股增加	-87,902	-41,278	0	0
已付股利	-17,946	-28,554	-17,412	-17,377
其他	-4,861	-16,551	-16,551	-16,551
现金净增加额	56,914	55,328	122,855	138,230

资料来源：阿里公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	941,168	1,004,752	1,086,860	1,169,964
其他收入	0	0	0	0
营业成本	586,323	620,435	667,767	717,188
销售费用	115,141	132,627	139,118	146,245
管理费用	41,985	50,740	54,343	58,498
研发费用	52,256	58,627	62,277	64,348
财务费用	17,911	16,551	16,551	16,551
权益性投资损益	-7,735	-6,906	-5,688	-4,063
其他损益	-4,364	6,654	7,198	7,748
除税前利润	93,861	125,520	148,314	170,819
所得税	22,529	31,380	37,079	42,705
净利润	71,332	94,140	111,236	128,114
少数股东损益	-8,677	-8,284	-7,787	-7,046
归属母公司净利润	80,009	102,424	119,022	135,161
EBIT	111,772	142,071	164,865	187,370
EBITDA	156,276	187,540	210,466	233,278
EPS (元)	4.16	5.32	6.18	7.02

主要财务比率	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力(%)				
营业收入	8.34	6.76	8.17	7.65
归属母公司净利润	9.93	28.02	16.21	13.56
盈利能力(%)				
毛利率	37.70	38.25	38.56	38.70
净利率	8.50	10.19	10.95	11.55
ROE	8.02	9.94	10.51	10.80
ROIC	6.62	8.14	8.81	9.28
偿债能力				
资产负债率(%)	36.96	37.66	36.94	36.04
净负债比率(%)	-6.95	-11.66	-20.74	-29.31
流动比率	1.79	1.81	1.97	2.13
速动比率	0.82	0.90	1.11	1.32
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.56	0.58	0.58
应收账款周转率	29.96	30.61	29.87	29.80
应付账款周转率				
每股指标 (元)				
每股收益	4.16	5.32	6.18	7.02
每股经营现金流	9.48	9.01	9.90	10.69
每股净资产	51.79	53.52	58.83	64.98
估值比率				
P/E	18	14	12	11
P/B	1.4	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.11	7.59	6.77	6.10

插图目录

图 1:	阿里巴巴发展历程	4
图 2:	阿里巴巴组织架构及战略变革梳理	6
图 3:	阿里巴巴集团高层梳理	7
图 4:	集团及六大业务管理层背景	7
图 5:	阿里巴巴企业架构及股东情况 (截至 2024 年 3 月 31 日, 报表口径)	8
图 6:	阿里巴巴历史股价及估值复盘	9
图 7:	阿里巴巴集团生态业务体系	10
图 8:	阿里巴巴集团 FY2012-FY2024 营收及增速	10
图 9:	阿里巴巴集团 FY2022-2024 各业务营收占比	10
图 10:	阿里巴巴 FY2022-2024 分业务经调整 EBITA 利润率	11
图 11:	阿里巴巴 FY2024 年经调整 EBITA 利润占比	11
图 12:	阿里巴巴集团 FY2012-FY2024 利润及利润率	11
图 13:	淘天集团 FY2022-2024 收入及增速	12
图 14:	淘天集团 FY2022-2024 经调整 EBITA 利润及利润率	12
图 15:	FY2022-2024 淘天收入占比分拆	13
图 16:	FY2012-2024 客户管理收入结构及 yoy	13
图 17:	淘天集团货币化率	14
图 18:	淘宝天猫 GMV 及增速	14
图 19:	淘天 FY2013-2024 年 AAC 及 ARPU	14
图 20:	2017-2023 年中国网络购物用户规模及其在网民中的占比	15
图 21:	2018-2023 年人均消费支出占人均可支配收入	15
图 22:	2018-2023 年中国实物网上零售额及增速	15
图 23:	2015-2023 年中国实物商品网上渗透率	15
图 24:	拼多多早期先渗透三线及以下城市用户 (2018 年 7 月)	16
图 25:	阿里/京东/拼多多多年活跃买家数	16
图 26:	2024 年“618”主要平台全周期成交额同比增速	16
图 27:	2020-2023 年主要电商平台市占率变化	16
图 28:	2017-2021 年阿里/京东/拼多多 ARPU 对比	19
图 29:	淘天 (左) 及拼多多 (右) 的耳机搜索结果差异	19
图 30:	2024 年 5 月 31 日, 淘宝/拼多多/京东重合与独占用户规模	20
图 31:	直播电商退货率高于传统电商	20
图 32:	抖音货架电商占比	21
图 33:	2024 年以来抖音 GMV 增速	21
图 34:	4 月 22 日起, 88VIP 退换货权益再度升级	22
图 35:	88VIP 用户数及 ARPU	22
图 36:	拼多多推出“全站推广”后货币化率进一步提升	25
图 37:	阿里云智能集团收入及增速	26
图 38:	阿里云智能集团经调整 EBITA 利润及利润率	26
图 39:	2017-2027E 中国云计算市场规模及增速	27
图 40:	2019-2023 年中国公有云市场规模增速及占云计算市场比例	27
图 41:	中国公有云细分领域市场规模及增速	27
图 42:	中国云计算细分领域市场占比	27
图 43:	2023 年中国公有云 IaaS 厂商市场份额	28
图 44:	2023 年中国公有云 PaaS 厂商市场份额	28
图 45:	阿里位于中国公共云市场“领导者”象限	28
图 46:	亚太地区云计算 IaaS 市场份额 (2023)	28
图 47:	阿里全面开启 AI 时代	29
图 48:	阿里全栈布局 AI 技术体系, 形成 IaaS、PaaS 和 MaaS 三层架构	30
图 49:	阿里 AIDC 收入及增速	31
图 50:	阿里 AIDC 经调整 EBITA 及利润率	31
图 51:	国际零售业务收入及增速	32
图 52:	国际批发业务收入及增速	32
图 53:	2022.07-2023.06 速卖通在区域各国渗透率	33
图 54:	阿里巴巴回购计划梳理	34

图 55: 1QFY25 回购力度再创新高.....	34
图 56: 股东回报率持续提升	34

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 阿里妈妈为商家提供广告及增值服务工具	13
表 2: 天猫类目软件服务费率(不完全统计).....	14
表 3: 国内主要电商平台对比	17
表 4: 过往主流平台纷纷将低价作为目标, 2024 年 6 月起, 淘天、抖音弱化低价目标	17
表 5: 淘工厂主要运营模式梳理	18
表 6: 淘宝/拼多多/京东百亿补贴对比	18
表 7: 天猫仍是品牌的主阵地	19
表 8: 2024 年 618 第一波周期后主要品牌将天猫作为首发渠道	20
表 9: 抖音电商各类目基础软件服务费(不完全统计)	20
表 10: 从卖家服务评价体系(DSR)到店铺综合体验分的变化	23
表 11: 商品体验指数(PXI)与店铺体验分的关联及差异.....	23
表 12: 商品体验指数(PXI)及店铺体验分对商家的影响.....	23
表 13: 阿里全站推广场景	24
表 14: 阿里“全站推广”品牌商家效果表现.....	24
表 15: 拼多多全站推广计费模式.....	25
表 16: 主流云厂商通过降价抢占市场	29
表 17: 阿里国际数字商业集团旗下主要平台	32
表 18: 速卖通经营模式对比	32
表 19: 阿里主要业务收入项目预测	37
表 20: 阿里主要业务经调整 EBITA 预测	38
表 21: 阿里盈利预测与财务指标.....	38
表 22: 可比公司估值参考	39
公司财务报表数据预测汇总.....	41

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026