



港股研究 | 公司深度 | 阿里巴巴-W (9988.HK)

纵览电商之十三：阿里巴巴深度——回归主业聚焦，重启战略投资

报告要点

我们认为，公司开启了新一轮的投资周期，而这次的投资方向和策略，或与过往存在诸多不同，其中三个关键点：第一，公司逐步从无序的投资扩张迈入聚焦主业，收缩亏损业务资产，聚焦全业务条线的盈亏平衡和资产负债表端优化；第二，基于自身基建优势下注科技创新和出海红利方向；第三，资金配置方面，加强了分红和回购比例的权重。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004

SFC: BUV258



罗玮

SAC: S0490520080019



秦意昂

SAC: S0490524110002

2025-02-17

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

阿里巴巴-W (9988.HK)

纵览电商之十三：阿里巴巴深度——回归主业聚焦，重启战略投资

公司概况：开启新一轮的投资周期

近年公司战略持续围绕用户为先、技术创新展开，从多元化业务回归主业聚焦，收缩投资版图的同时投资重点方向；基于此，我们认为当前公司正进入全新的投资周期，本文将重点分析各项业务战略规划与过往策略的转变，并针对市场关注的问题予以解答。

淘天集团：坚持用户为先，重塑流量格局

平台的流量分发逻辑决定了其消费场景、品类和商户结构，而淘天流量算法权重比较均衡、重视店铺逻辑，品类呈现宽 SKU、品牌化、强复购的特征，头部商户也具备较高盈利水平，但价格力比较看有提升空间；2024 年以来，淘天集团坚持以“用户为先”的战略，从三维度进行内生优化：第一，供给端通过淘工厂项目引入产业带商家，凭借百亿补贴实现品牌爆品低价心智；第二，推进 88VIP 会员机制，建立心智的壁垒打破零售不可能三角；第三，公司持续推进全站推广，强调以付费撬动免费流量的算法机制，打破头部商户流量垄断格局，并实现商业化提速。自 2024 年以来，淘天市场份额逐步稳固，客户管理收入增长逐步与规模增长保持一致，伴随后续商业化的提速，有望摊薄费用率实现盈利水平的优化。

投入业务：下注科技和出海，重获二次增长

科技创新和出海将是公司中长期成长的两大增量。出海方面，国际数字商业集团前景广阔且刚刚起步，新管理层贯彻本土化和模式创新的战略，开辟速卖通 POP+跨境托管的双重模式，凭借品类丰富度和菜鸟物流加持的时效，有望驱动规模扩张和未来 UE 改善；云计算客户和业务结构优化下收入端持续提纯，实施公有云优先+AI 驱动的战略，未来规模效应有望带来盈利结构优化，并持续投资 AI 战略谋篇布局。

降本增效：集团组织变革，投资业务优化

2023 年起公司开展了 1+6+N 的集团组织变革，旨在更高效的投资业务管理并且释放市场价值，战略上公司计划在 1-2 年以内将并表业务实现盈亏平衡，以及未来 ROIC 提升至双位数，我们复盘了公司历年资产负债表：大文娱和实体零售业务的经营逐步改善，商誉以及无形资产已减值较为充分后续压力缓解，此外公司也逐步退出了非核心的股票资产。我们认为，当前时点公司已从过去投资周期的困境走出，甩掉拖累包袱，有助于后续利润端的释放。

投资建议：公司逐步进入主业聚焦、股东回馈阶段

回答上述的问题，我们认为，本次阿里巴巴新一轮的投资周期，与过去不同的：第一，公司逐步从无序的投资扩张迈入聚焦主业，聚焦全业务条线的盈亏平衡，投资业务的效率优化，从淘天反哺集团，再到集团投资主业，此外，随着更为高效的营销工具出现，在主业投入和商业化双轨进行下有望驱动淘天经营效率蜕变；第二，公司下注科技创新和出海方向，基于主业的基建优势下把握时代红利下，打开其第二增长曲线；第三，公司持续加大股东回馈，近年以来公司持续优先回购减少流通股提升每股收益，以及年度派息回馈股东，投资价值凸显。预计 FY2025-2027 公司归母净利润分别为 1307、1523、1836 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、电商行业竞争格局加剧；2、海外监管政策趋严；3、资本开支过大；4、非核心业务拖累整体利润。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD)	104.90
------------	--------

注：股价为 2025 年 2 月 11 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

公司概况：开启新一轮的投资周期	7
行业发展：主业聚焦，互联互通	7
公司概况：战略重心转移，聚焦用户和科技创新	9
淘天集团：坚持用户为先，重塑流量格局.....	10
底层逻辑：从流量分发，看淘天的优势和边界.....	11
规模增长：坚守用户为先，打破渠道不可能三角	14
流量效率：付费撬动免费，重塑格局分配.....	17
投入业务：下注科技和出海，重获二次增长	20
出海：品类丰富叠加物流优势，速卖通增长可期.....	21
云计算：追求高附加值产业，AI 驱动提速	24
降本增效：集团组织变革，投资业务优化.....	28
并表投资：经营改善，减值风险减弱	33
股权投资：退出非核心资产，轻装上阵	36
投资建议：迈入投资效率蜕变的新阶段	38
风险提示.....	42

图表目录

图 1：头部互联网电商企业 2000-2024 年业务发展历程	7
图 2：淘宝和微信的重叠以及独占用户结构（2024 年 9 月）	8
图 3：京东自营时效与全国快递服务全程实现对比	9
图 4：京东和支付宝的重叠以及独占用户结构（2024 年 9 月）	9
图 5：公司合并营业收入（百万元）以及同比增速	9
图 6：公司 Non-GAAP 归母净利润（百万元）以及同比增速	9
图 7：从 2015 年起阿里巴巴重要的组织架构调整复盘	10
图 8：2004-2023 年国内电商行业规模（亿元）以及市场份额	11
图 9：电商平台流量分发逻辑决定了品类和商户结构差异	12
图 10：以服饰为例，淘宝为主的品牌净利率更高.....	13
图 11：淘宝天猫品类、商家资源、SPU 丰富度较高	13
图 12：电商平台的不可能三角理论.....	14
图 13：百亿补贴模式	15
图 14：淘工厂 C2M 模式	15
图 15：88VIP 会员人数持续上涨（万人）	16
图 16：阿里巴巴用户层级划分	16
图 17：阿里巴巴广告营销工具历史复盘	18
图 18：全站推广重新定义了商业化流量	18
图 19：全站推广操作简单，节省企业运营成本	18
图 20：全站推广通过付费撬动自然流量，提高商业化库存	19

图 21: 天猫渠道双十一全周期美妆品牌排行榜	19
图 22: 全站推广自内测后版本测试的调整	20
图 23: 2024 年 9 月 1 日正式实施《淘宝网卖家基础软件服务费规则》	20
图 24: 9 月 1 日正式实施取消天猫平台年度软件服务年费	20
图 25: 国际数字商业集团营收（百万元）以及同比增速	21
图 26: 国际数字商业集团经调整 EBITA（百万元）	21
图 27: 速卖通平台 2022 年以来发展历程	22
图 28: 速卖通全球月度活跃用户数量（万人）以及同比增速	23
图 29: 大服饰全球包邮计划 0 退货、0 退款、0 运费险	24
图 30: 大服饰全球包邮计划助力商家开拓市场增量	24
图 31: 速卖通与 Temu 全托管模式时效（天）对比	24
图 32: 接入速卖通后，菜鸟国际包裹量提速	24
图 33: 年度中国公有云市场规模（亿美元）	25
图 34: 半年度中国公有云市场规模（亿美元）	25
图 35: 云智能集团分年度营业收入（百万元）及同比增速	25
图 36: 云智能集团分年度经调整 EBITA（百万元）及 EBITA 率	25
图 37: 国内公有云 IaaS 龙头市场份额（%）	27
图 38: 2023H2 亚太地区云计算 IaaS 市场阿里云份额持续提升	27
图 39: 生成式 AI 市场规模预测（2023-2027E，亿美元）	28
图 40: 阿里云 AI 大模型布局历程	28
图 41: 分年度公司购置固定资产及设备（百万元）	28
图 42: 分季度公司购置固定资产及设备（百万元）	28
图 43: 阿里巴巴业务发展历史梳理	30
图 44: 公司总资产（百万元）	30
图 45: 公司收并购以及长期股权投资所产生的资产占整体比例	31
图 46: 公司经调整 EBITA（百万元）以及调整项	31
图 47: FY2024Q2 公司目标将 ROIC（%）提高到双位数	32
图 48: 公司重要收并购发展历史梳理	33
图 49: 阿里巴巴大文娱集团分年度 Adj EBITA（百万元）	34
图 50: 阿里巴巴大文娱集团分季度 Adj EBITA（百万元）	34
图 51: 2024 年优酷剧集播放量升至行业第二	35
图 52: 2024H1 优酷综艺有效播放量同比增速	35
图 53: FY2025-2029 公司无形资产摊销（百万元）预估	36
图 54: 高鑫零售 10 月 15 日发布收购要约公告	36
图 55: 阿里巴巴资产处置/重估收益（百万人民币）	38
图 56: 公司控股 20% 以上且未并表的上市公司市值合计（亿元）	38
图 57: 公司控股 20% 以下且未并表的上市公司市值合计（亿元）	38
图 58: 阿里巴巴总股本（亿股数）	39
图 59: 公司滚动 12 个月回购金额/当期市值	39
表 1: 阿里巴巴与京东互联互通后平台合作方向	8
表 2: 线上/线下快消品产品零售价格（元/件）对比	13

表 3: 淘天集团 2024 年重点投入方向	14
表 4: 各家电商平台百亿频道同款畅销商品价格 (元/件) 对比	15
表 5: 88VIP 权益会员测算 (元)	16
表 6: 阿里巴巴国际数字商业集团旗下电商平台概览	21
表 7: 全球速卖通具体模式介绍	23
表 8: 阿里巴巴云计算从 2020 年起公司发展历程以及业务梳理	26
表 9: 公司净利润以及 Non-GAAP 净利润之间的调整科目	31
表 10: 公司资产负债表涉及对外投资的科目以及会计处理方法	32
表 11: 公司分业务新增商誉以及减值变化 (百万元)	34
表 12: 公司无形资产摊销详细拆分 (百万元)	35
表 13: 公司以权益投资法核算的投资收益 (百万元)	36
表 14: 公司股权证券以及其他投资(流动+非流动)	37
表 15: 自 2023 年底去公司陆续退出非核心资产	37
表 16: 公司股票分红+回购概览	39
表 17: 公司财务预测表 (百万元)	40

公司概况：开启新一轮的投资周期

行业发展：主业聚焦，互联互通

从互联网大厂的发展沿革来看，我们认为当前龙头逐步从多核的业务发展逻辑转向单核。

从近二十年以来的互联网平台发展复盘，头部企业经历了主业发展以及自身护城河的建设，基于自身优势逐步延伸了新的业务方向，但随着互联网流量红利期逐步褪去，大厂的流量竞争进入白热化阶段，新领域之间的格局也开始稳固，近年以来头部企业开始将战略重心转移至电商主业方向，出海也成为企业获取增长的二次抓手。

图 1：头部互联网电商企业 2000-2024 年业务发展历程

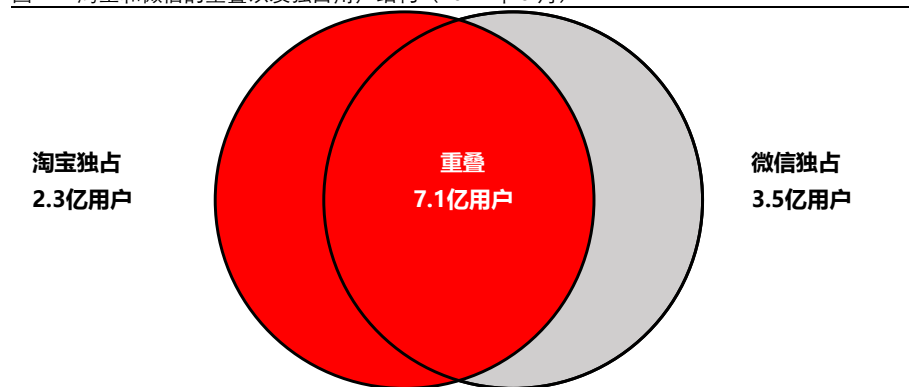
	阿里巴巴	京东	拼多多	美团
2000				
2001	打造B2B平台			
2002				
2003				
2004	打造C2C平台淘宝，建造电商基础设施			
2005		电商业务上线，物流体系和品类全部搭建		
2006				
2007				
2008				
2009	建立天猫平台，打造品牌商家营销管理工具			
2010		开放3p业务，推出211限时达，推出京东超市业务		在千团大战中杀出重围，初步奠定生活服务行业龙头地位。
2011				
2012	开启无线化战略			
2013		腾讯入股后开始合作，推出京腾计划，与沃尔玛展开战略合作		餐饮外卖+酒店+到店为主的业务格局逐渐成形
2014			拼多多App与微信公众号上线，并且与拼好货合并	
2015			与腾讯展开战略合作，启动“新品牌计划”	
2016	业务层面多点开花，包括新零售、本地生活、数字文娱、物流、金融等	京东物流集团成立，京喜接入微信一级入口，投资兴盛优选	2019年推出百亿补贴计划，2000年推出多多买菜，2021年推出百亿农研计划	积极探索本地服务新业务，先后入局超市、民宿、网约车、共享单车、充电宝、闪购等新兴子类目
2017				
2018				
2019				
2020				
2021	组织架构调整，开启多元化治理结构	拆分了V事业群和京喜事业群，并将原有的业务整合至不同事业群		
2022			2022年商业化能力提速，并推出Temu业务；2024年推出百亿减免计划	抖音加速本地生活业务发展，主动加大补贴出击；
2023	推进1+6+N战略，聚焦主业，重视AI和出海业务，强调业务效率	开启低价战略，战略性加强京东采购的投入，出售永辉超市		将逐渐从补贴驱动型增长战略转向理性的投资回报率驱动型增长战略。
2024				

资料来源：联商网，亿邦动力网，公司官网，公司公告，36 氪，京东物流官网，公司年报，公司招股说明书，未来智库，长江证券研究所

在此基础上，互联互通下阿里巴巴与微信的合作渐入佳境。2024 年 9 月 5 日淘宝宣布正式接入微信支付，淘宝官方宣布平台正式支持微信支付，消费者可以在淘宝购物时使用微信支付功能，目前，在微信 App 内可以直接打开淘宝链接并完成支付。根据 Questmobile 数据，2024 年 9 月淘宝和微信重叠 MAU 为 7.1 亿，淘宝和微信各自独占用户数量为 2.4/3.5 亿人，微信独占用户数量较多，我们认为，微信与支付宝体系的互联互通，有助于淘宝实现更多微信独占用户的转化，打开平台增长空间。

与京东的合作也取得进展：1) 10 月 30 日，京东 App 正式开通支付宝付款，此举有助于京东获得更多支付宝系独占用户的转化，同时，也有助于支付宝成交的增长，以弥补其在淘系交易额的缺失；2) 另外，10 月 16 日，京东物流与淘天集团达成合作，京东物流全面接入淘宝天猫平台，商家能够选择京东物流作为服务商，对于淘系平台，接入京东物流也有助于提升整体时效并改善用户体验。

图 2：淘宝和微信的重叠以及独占用户结构（2024 年 9 月）



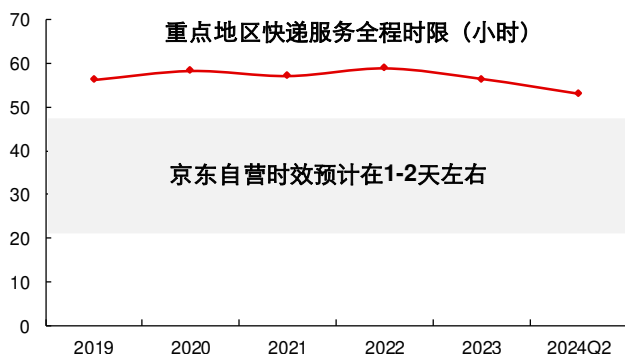
资料来源：Questmobile，长江证券研究所

表 1：阿里巴巴与京东互联互通后平台合作方向

	京东商城	京东物流
京东	- 京东商城接入菜鸟速递和菜鸟驿站； - 接入支付宝支付；	正式接入淘宝
	淘宝	支付宝
阿里	- 淘宝增加一个京东物流配送的选项； - 淘宝商户或接入京东仓储	正式接入京东商城

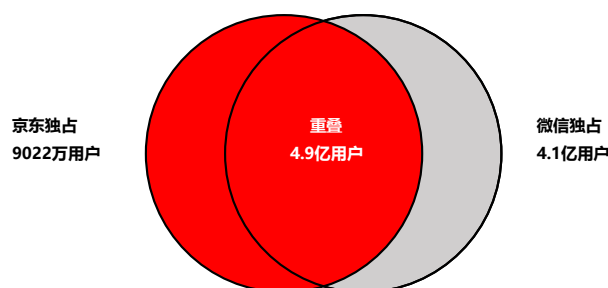
资料来源：晚点 Latepost，长江证券研究所

图 3：京东自营时效与全国快递服务全程实现对比



资料来源：国家邮政局，长江证券研究所

图 4：京东和支付宝的重叠以及独占用户结构（2024 年 9 月）

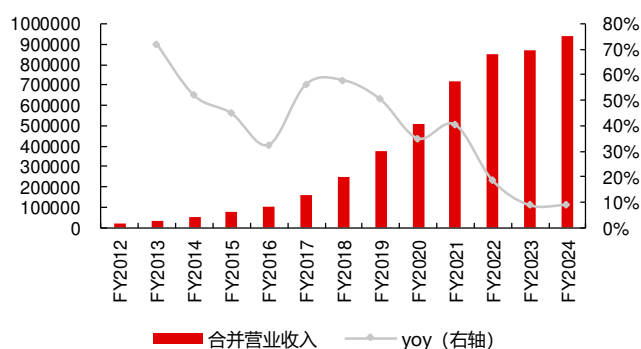


资料来源：Questmobile，长江证券研究所

公司概况：战略重心转移，聚焦用户和科技创新

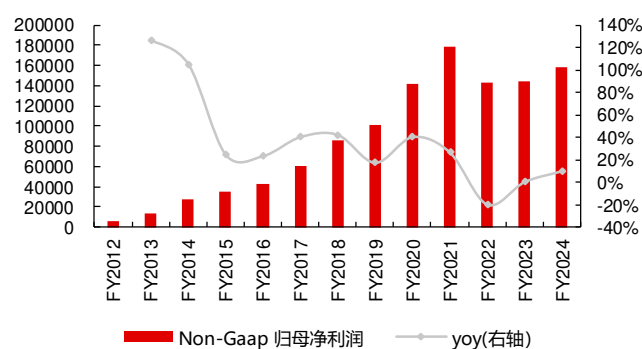
我们认为，公司战略围绕用户为先、技术创新展开，重视对未来的投资和 ROIC，持续投入核心电商、AI 以及全球化业务，以及将非核心业务盈利优化或者资本化强化投入产出比。对应到组织有两大调整，第一强化业务的独立性，为淘天投资自身创造空间，中心化的组织治理模式过渡至去中心化；第二，推动组织的扁平化和年轻化，坚持创业公司的初心，打造更强敏捷、更具战斗力的组织。具体财务数据方面，FY2024，公司营业收入实现 9412 亿元，同比增长 8%，Non-GAAP 净利润实现 1575 亿元，同比增长 11%。

图 5：公司合并营业收入（百万元）以及同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6：公司 Non-GAAP 归母净利润（百万元）以及同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

从组织方面，2023 年公司成立了六大业务集团，持续推进组织扁平化、年轻化的战略，为后续的业务发展提供动能。

2015 年：开展大中台、小前台的治理模式，强化中心化治理。过往公司一直采用中心化治理的思路，方便集团事业群的统一管理，但随着业务和组织庞大后管理系数抬升，公司在 2015 年后推进组织改革，从过往树状结构组织，调整为大中台、小前台，背后的

思路便是通过基础技术、数据等支持的部门整合为大中台，统一为业务线提供帮助，减少重复劳动，并提高组织灵活度，进一步强化的集团中心化的治理能力。

2020 年：逐步转变为多元化治理结构。随着各业务板块也呈现了独立运营的潜力，且运营逻辑较为不同，同时过多的事业部汇报线也使得治理难度加大，2021 年由张勇先生提出多元化治理结构，四大业务线分别承担经营责任制，强化各个业务板块的独立性。

2023 年：开展 1+6+N 的组织架构，独立运营六大业务集团，持续推进组织扁平化、年轻化。2023 年公司的组织有三个重要的转变：第一，2023 年 3 月 28 日，阿里巴巴推动“1+6+N”战略，即把阿里集团拆分成 1 个控股集团、6 个业务集团和 N 个业务公司，进一步贯彻了多元化治理的思路；第二，各大业务中台取消或者独立成立子公司，大中台时代进入尾声；第三，2023 年 9 月吴泳铭担任集团 CEO，并进一步坚决的推进组织年轻化，在其致阿里巴巴全员信中也提及，“我们会坚决实行团队年轻化，4 年内，要让 85 后、90 后作为主力管理者刷新业务管理团队”。

图 7：从 2015 年起阿里巴巴重要的组织架构调整复盘



资料来源：晚点 LatePost，CEO 致公司全员信（36 氪、天下网商），长江证券研究所

淘天集团：坚持用户为先，重塑流量格局

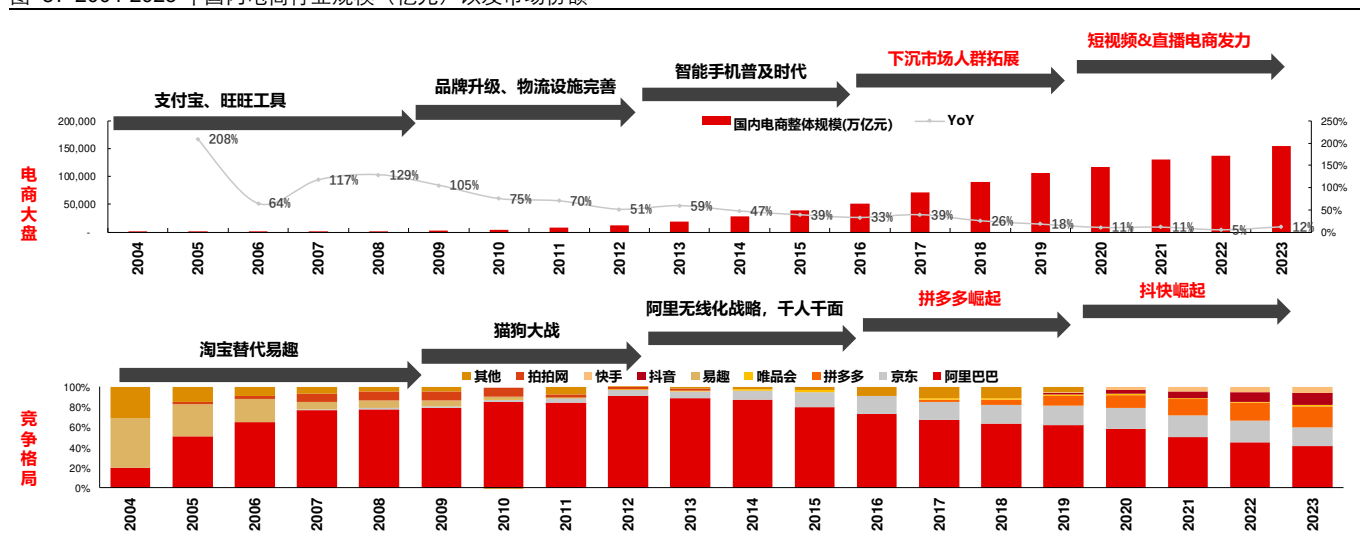
聚焦到阿里巴巴集团主业淘天集团，我们尝试去回答以下问题：

- 1) 电商平台格局分散的原因、淘天集团过往发展中所沉淀的竞争优势、以及平台发展的边界以及短板。
- 2) 2024 年以来淘宝平台开展的一系列的政策，其中包括强化用户端的补贴以及流量侧改造，背后的战略意图。

底层逻辑：从流量分发，看淘天的优势和边界

电商渠道的出现源自于，流量算法迭代下驱动了新的购物场景，近年拼多多和抖音在流量算法的创新，使得电商场景进一步的分散。我们曾在《纵览电商之七：电商的缘起、演进与格局》报告中提到，“渠道作为连接 B 端和 C 端的场景，需要拥有处理信息流、资金流、物流三要素的能力”。电商渠道出现源于互联网技术进步带来的信息流变革，快速成长来自消费者节余购物成本（这也包括时间）的满足，比如 2012 年以前阿里京东的崛起，则是分别在信息效率和物流配送实现了革新，2014 年后随着拼多多和抖快的崛起，更创新的算法和流量分发效率，挖掘单一消费市场（低线）或者消费者的特定场景（兴趣），加速商品流通效率。

图 8：2004-2023 年国内电商行业规模（亿元）以及市场份额



资料来源：公司公告，国家统计局，艾瑞咨询，公司公告，晚点 Latepost，新茅数据，长江证券研究所，注：2) 2020 年后样本电商平台 GMV 总和超出国家统计局网上零售额 GMV，因此该年后零售总额分母采取电商平台 GMV 加总，因此测算口径前后有差异；2) 阿里、京东拼多多 2022-2023 年采用新茅数据，抖音参考晚点 Latepost 数据，仅供参考

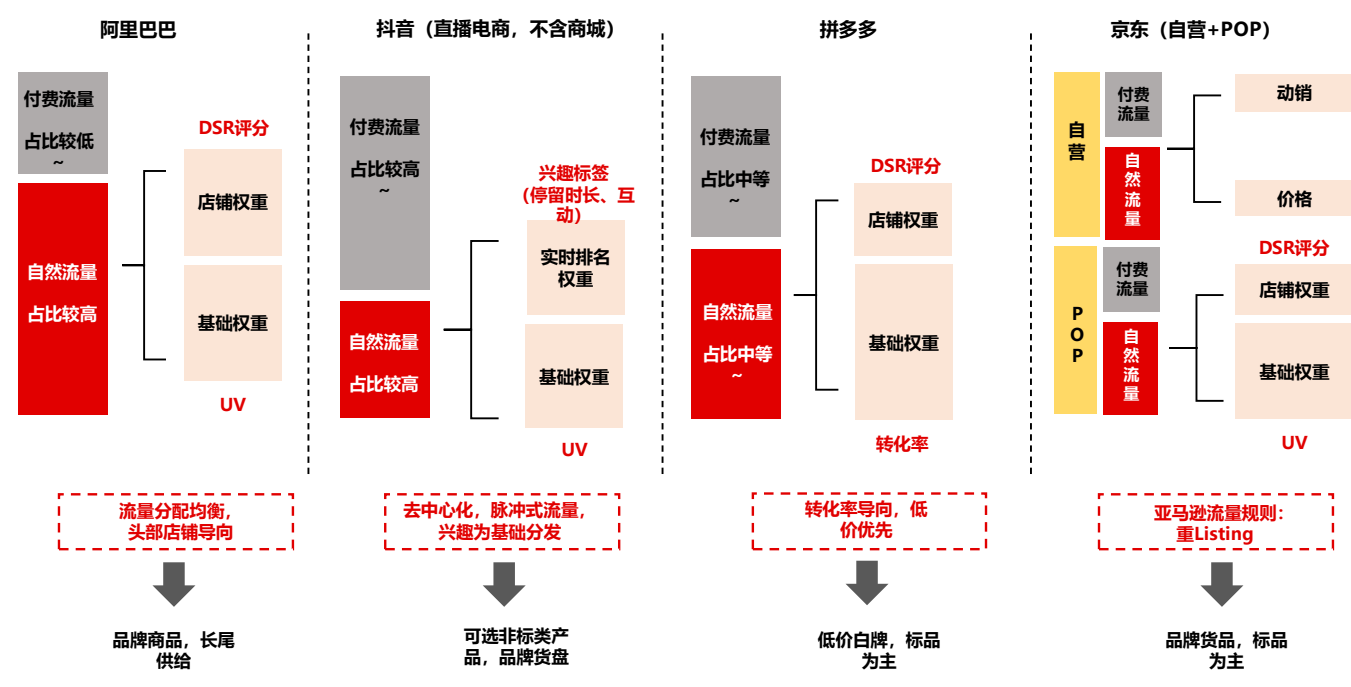
在探讨各平台流量分发逻辑差异，我们进一步对流量和分发机制定义：首先，流量可以划分为付费和免费维度，付费流量来自商家投流，而免费流量则取决于商户和商品的权重；第二，从分发的角度，平台重点考核的权重存在差异，这也决定商品的曝光顺序。

淘天：流量考核比较均衡，优质店铺易获流量倾斜。我们认为淘系流量算法具备三个特点：第一，UV（单位时长产生的 GMV）是重点考核权重，综合了客单价、转化率、点击率等基础指标；第二，对于免费流量的配比较高；第三，平台重点考核了店铺指标（且天猫商户容易获得更多曝光）；因此淘天平台对于流量考核权重比较均衡，有助于维系商户的价盘体系和品类丰富度，同时给予优质店铺更多的流量资源，品类和品牌呈现长尾、头部聚焦、品牌化的特征。

拼多多：单品逻辑为主，高转化率和低价的商品曝光优先。拼多多的流量算法特点为：第一，平台重点考核的权重是转化率（与销量挂钩），低价商品容易获得更高曝光；第二，平台流量中付费的比例更高，强付费能力的商家能获得更多的曝光。从品类特征来看，平台商户以产业带白牌为主。

抖音：基于兴趣的去中心化的流量分发逻辑，流量具备脉冲式特征。从考核指标看，抖音与淘天都是 UV 优先，但考虑到直播的实时交互性，平台同时考核实时排名权重（例如互动、观看时长数据），这使得抖音流量更具备去中心化和脉冲的特征。此外，抖音平台是兴趣电商，可以更好转化用户的个性化需求；因此，抖音电商品类呈现可选非标化、爆品居多，去中心的思维下品牌格局也会更为分散。

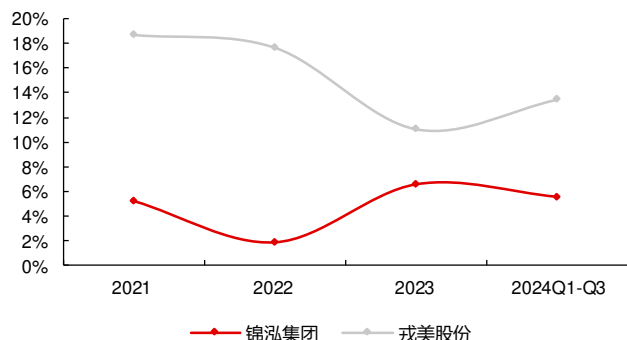
图 9：电商平台流量分发逻辑决定了品类和商户结构差异



资料来源：《抖音电商算法深度解析：权重&流量分配原理指南》，千牛商家工具，多多大师课堂，长江证券研究所

基于以上对比，我们认为淘天平台的优势，可以在丰富度、强复购、高利润率这三个维度得到体现。从 C 端来看，淘天渠道能够承接更多的商品供给和长尾货盘，淘天平台商户数量具有明显优势；此外，由于平台强调店铺经营思维，消费者具备比较高的复购心智。从商户端，淘天渠道端具备长效经营的能力，同时也能承载较多的长尾供给；此外，淘系店铺由于具备更高的复购心智，因此在平台间广告投产比均趋于一致下，商户利润率相比抖音更高。

图 10：以服饰为例，淘宝为主的品牌净利率更高



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：淘宝天猫品类、商家资源、SPU 丰富度较高



资料来源：新熵，公司公告，长江证券研究所

从价格力层面，消费者对于淘天渠道的价格力认知度偏弱。我们抽样部分类目重点品牌商品多平台价格对比，整体来看抖音和拼多多渠道的价格要优于淘天渠道，基于我们前面所述，由于拼多多流量分发逻辑以“转化率”为主，抖音直播流量具备脉冲效应（短时间内产生大量订单），商家更倾向于薄利多销，而由于淘天平台的流量分发权重比较综合，维护商户的价盘体系也是平台的一大价值主张，因此价格力相比并不占优。

表 2：线上/线下快消品产品零售价格（元/件）对比

品类	猫旗/淘宝旗舰店	京东超市	拼多多	抖音	上海沃尔玛
常温奶	141.9	126.5	93.0	85.3	124.9
奶粉	113.8	113.4	92.7	115.5	98.0
咖啡	194.1	155.0	135.1	204.0	213.4
饼干	29.3	28.8	28.1	28.5	22.0
巧克力	156.8	169.6	125.6	153.4	175.0
坚果	14.9	10.9	10.0	9.9	11.6
蜜饯	19.8	9.8	8.1	10.9	11.0
饮料	93.4	86.5	80.6	80.2	105.3
香皂	20.0	28.9	19.7	15.9	
白酒	1078.0	748.5	1102.5	1133.0	724.9
方便面	42.1	46.7	45.3	48.3	31.4
薯片	21.4	33.6	29.1	17.5	18.4
食用油	190.3	204.9	183.8	205.7	198.6
酱油	8.1	7.9	8.1	8.8	11.5
火腿肠	11.3	12.0	9.9	8.9	9.4
火锅底料	10.6	9.9	13.7	21.5	11.0
面粉	29.9	36.9	29.9	22.9	25.0
胡椒	16.8	15.9	6.0	16.9	19.0
洗发水	119.6	117.6	112.3	114.6	129.5
牙膏	57.2	59.1	53.0	54.2	81.5
洗手液	36.0	38.8	28.6	36.2	35.0

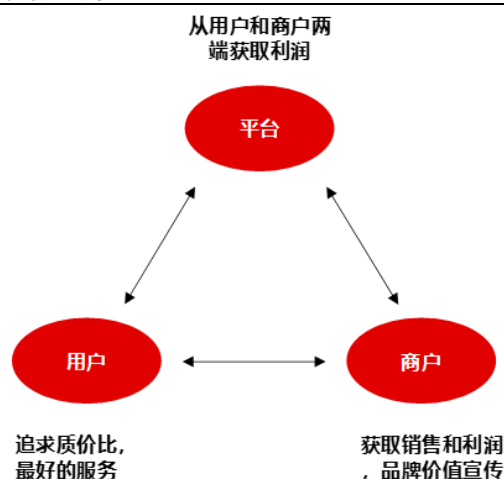
洗衣液	80.6	81.9	74.3	74.8	97.1
纸巾	35.8	32.0	21.5	26.7	38.2
卫生巾	62.1	75.2	87.9	60.2	61.2

资料来源：各平台官网，长江证券研究所，统计时间为 2024 年 11 月 3 日，统计逻辑：每款产品我们选择至少一个及以上的 SKU，并统计该类目的平均价格进行对比；

规模增长：坚守用户为先，打破渠道不可能三角

我们认为，电商渠道存在不可能三角理论，即平台、商户、用户的利益无法同时满足，其背后逻辑是，用户利益是商品的质价比和服务体验，商户利益是销售利润以及价盘的管控，而平台的利益是从用户和商户环节中获取更多的利润分配，由于三者利益点不同无法同时得到满足，而平台的职能更多在于进行模式创新或者利润环节的调整，来平衡或者优化各方的利益点。

图 12：电商平台的不可能三角理论



资料来源：长江证券研究所

自去年以来，淘天集团强调了以用户为先的战略方向，加码电商主业的投入，从商品侧和用户体验优化，强化平台在 C 端的价格力心智。从商品维度，平台强化商品性价比，推出淘工厂、百亿补贴等好价频道，同时加大补贴力度，持续平台的价格竞争力，并让利于消费者；从用户维度，平台进一步加码关于 88VIP 的投资，持续强化用户会员的粘性，同时 2024 年平台加强内容建设，招募优质主播丰富达人供给。

表 3：淘天集团 2024 年重点投入方向

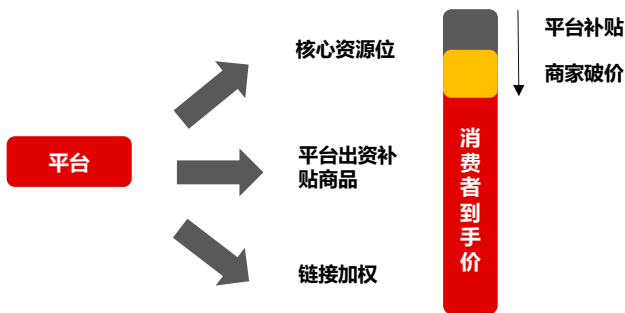
模式	优化方向	平台战略
淘工厂	价格	通过平台托管的方式，助力产业带强供应链工厂起量
百亿补贴	价格	官方现金补贴+流量补贴，强化正品低价的心智

淘宝直播	内容	培育中腰部主播、收编抖快头部主播、加强内容频道逛逛的投资
88VIP	服务, 提升 ARPU	大额补贴券、无限退货等机制吸引用户渗透率
全站推广	货币化率	以付费撬动免费流量, 降低中小商家运营门槛, 提高平台货币化率

资料来源: 长江证券研究所

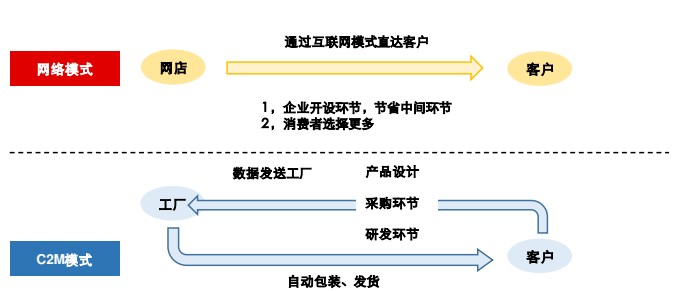
从商家端看, 平台持续开展百亿补贴等优惠场域频道, 推出淘工厂等托管模式, 强化了平台端低价优质的商品供给。百亿补贴方面, 2023 年平台正式将聚划算百亿补贴升级为百亿补贴模式, 同时通过降低佣金、核心资源位、以及平台出资补贴等方式激励商家给到更优惠价格, 我们抽样了 20 款百亿补贴畅销的 SKU, 发现: 淘宝百亿补贴与拼多多商品价格优惠接近, 其中 4 款商品价格一致, 8 款商品的价格占优, 剩余 8 款商品价格占劣。此外, 平台推出淘工厂半托管模式, 商家无需自主开店主负责商品提报和物流发货, 平台负责推广销售负责售后服务, 引入大量产业带商家入驻平台。

图 13: 百亿补贴模式



资料来源: 淘宝 App, 千牛商家工具, 长江证券研究所

图 14: 淘工厂 C2M 模式



资料来源: 天下网商, 长江证券研究所

表 4: 各家电商平台百亿频道同款畅销商品价格 (元/件) 对比

SKU	拼多多	阿里	京东	相较拼多多价格	
				阿里	京东
1 茅台 (53 度 500ml)	2045	2045	2519	0%	23%
2 五粮液 (普五八代 52 度 500ml*2 瓶)	1651	1651	1940	0%	18%
3 iphone15(128GB)	4698	4698	4448	0%	-5%
4 switch (OLED 白色)	1649	1699	1879	3%	14%
5 戴森 HD15	2029	1899	2199	-6%	8%
6 华为 matebook14s (i5 16GB 1TB)	5099	5799	6088	14%	19%
7 雅诗兰黛智妍面霜 (75ml)	338	419	499	24%	48%
8 乐高 LEGO42143	1760	1762	1870	0%	6%
9 雅诗兰黛小棕瓶 (100ml)	385	419	488	9%	27%
10 希思黎全能乳液 (125ml)	490	515	659	5%	34%
11 佳能 EOS R50 18-45mm 镜头套机黑色	5499	5140	5148	-7%	-6%
12 小米空调 1.5 匹	1968	1945	2299	-1%	17%
13 华为手表 watch 4	2085	1929	2499	-7%	20%

14	ulike 冰点脱毛仪 air3	1544	1699	1699	10%	10%
15	华为 matepad pro 11 英寸 8+256GB	3069	2819	3099	-8%	1%
16	科沃斯扫地机器人 T30MAX	2469	2755	2894	12%	17%
17	娇韵诗双萃精华 (75ml)	579	448	678	-23%	17%
18	轩尼诗 VSOP (700ml)	313	265	337	-15%	8%
19	薇诺娜特护霜 (50ml)	62	73	88	18%	42%
20	超级马里奥 switch 卡带	224	229	228	2%	2%

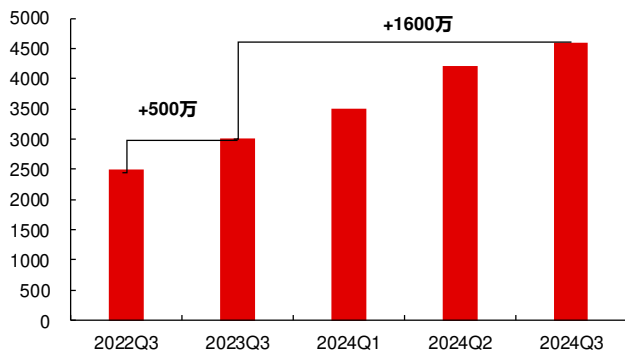
持平 (个数)	4	1
价高 (个数)	8	17
价低 (个数)	8	2

资料来源：淘宝、京东、拼多多 App，长江证券研究所，备注：采样时间为 2024 年 12 月 6 日

从用户端看，2024 年以来淘天集团加码对 88VIP 会员的投入，其背后核心在于圈定核心用户群体，通过会员费收入建立门槛，并围绕选定客群需求做好服务升级，提高用户 ARPU 和粘性。截至 FY2025Q2 平台 88VIP 用户数量到达 4600 万人以上，数量持续提升。

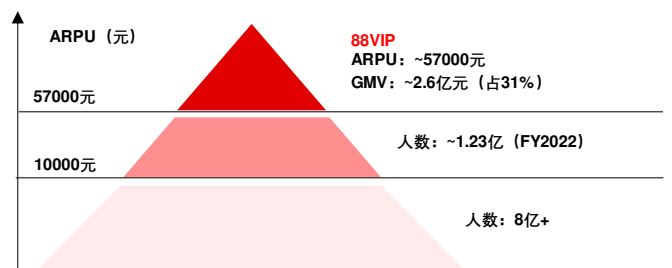
我们认为，建设 88VIP 会员体系有助于打破零售的不可能三角，在有限会员内建设渠道的用户心智，实现用户、商户、平台三方利益的共同达成。我们认为，88VIP 战略的推进，平台能够更好地去圈定核心会员群体，在有限范围内提供更好的商品和服务，例如 88VIP 会员权益中包括了影音美食、各类的购物权益等；消费者在长期正反馈的购物体验中形成对渠道的品牌心智和消费者剩余，平台和商家亦能从中获取更多的利润环节。

图 15：88VIP 会员人数持续上涨（万人）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 16：阿里巴巴用户层级划分



资料来源：公司官网，长江证券研究所

表 5：88VIP 权益会员测算（元）

类别	权益	生活卡	购物卡	全能卡	权益价值	备注
价格		88 元	88 元	168 元		
影音美食	视频会员 1 年免费（芒果/优酷二选一）	✓		✓	23	参考芒果 tv 会员 12 个月均价约为 45 元左右，集采价预计一半

	网易云音乐会员 1 年免费黑胶 VIP	✓	✓	24	参考闲鱼官网近 7 日成交均价为 53 元，集采价预计一半
	饿了么 1 年超级吃货卡	✓	✓		
购物权益	天天红包		✓	30	支付超 2 元可领 2 元红包，假设一年消费 15 单，且均领取红包
	售后保障包		✓		
	退货包运费	✓	✓	36	无限次，每单最高补贴 25 元，假设退货率 20%，每件退货运费 12 元
	专属客服	✓	✓		
	大促专享消费券	✓	✓	270	均使用 618 和双十一大促的大额券（分别为 24 年 618：3500 减 280；满 1000 元减 100，23 年双 11：满 5000 减 400，满 1500 减 120）；使用概率为 30%
折上 95 折	天猫超市 95 折	✓	✓		
	天猫国际 95 折	✓	✓		
	阿里健康 95 折	✓	✓		
	488+天猫大牌 95 折	✓	✓	50	假设消费者在折上商品共消费 1000 元
	100+淘宝熟店 95 折	✓	✓		
	积分兑换 95 折	✓	✓		
合计		403	386	433	

资料来源：淘宝 App，闲鱼 App，长江证券研究所，备注：影音美食部分产品权益价值参考闲鱼二手平台的市场价格

流量效率：付费撬动免费，重塑格局分配

近年平台由于开展对用户以及商家端的让利，平台货币化率处于阶段性调整。过往，伴随阿里开启淘天分家，以及无线化战略的推进，平台客单值持续提升，千人千面推动广告的消耗空间。然而，近年随着消费分层、竞争格局加剧的趋势下，平台开展“内容化”、“用户为先”等战略，扩大对于商户和用户的让利幅度，例如 2023 年推出的“五星价格力”政策，虽然给予低价好货提供更多的流量倾斜，但对于平台商业化存在一定影响。

图 17：阿里巴巴广告营销工具历史复盘

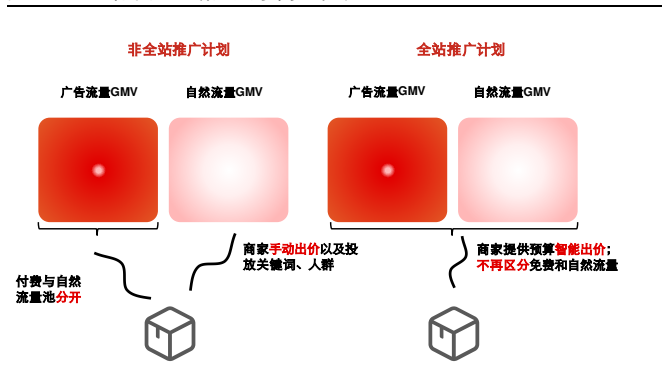
天猫淘宝分拆							移动互联网时代			全力追求品牌升级						消费迈入理性化阶段			
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
平台	淘宝	重启聚划算百亿补贴													开启内容化	用户为先战略			
	天猫	上线	双十一	更名天猫			推出预售												
	直播																		
广告	阿里妈妈	直通车上线	钻展上线				生意参谋上线	达摩盘上线（圈人）	升级智钻品销宝上线		UniDesk 上线	超级推荐上线（猜你喜欢）					发布全站推广		
		品牌数据银行																	
流量分发		GMV为导向														用户留存、时长	五星价格力	GMV、DAU	
货币化率		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
					1.8%	2.4%	2.5%	2.4%	2.5%	3.0%	3.3%	3.6%	3.7%	4.1%	4.0%	3.9%	3.9%		

资料来源：阿里妈妈官方网站，晚点 latepost，长江证券研究所

自年初以来，淘天上线全站推广工具，通过智能化和高效投放，助力商家以简单的运营方式获取去确定性的增长。全站推广的第一亮点是：过往在关键词以及人群投放需要主动出价，使用全站推广后平台提供智能出价计划，在设定一定预算后可以控制投产比、成交规模、成本。从平台端视角，全站推广的本质是重新定义了商业化流量，并提高了平台的买量库存以及货币化率。其次，平台重新定义了商业化流量，并提出了付免联动的概念，具体：过往商品的成交来自于免费和付费两个流量池，两者并不产生关联，使用全站推广后商家投放不再区分免费和付费；第二，过往由于自然与免费流量的区隔下，部分商家或可能通过运营优势来获取较多的自然流量，而在全站推广的产品理念是通过付费来撬动更多的免费流量，因此有望进一步驱动商家端的付费意愿，从而也驱动平台货币化率的提升。

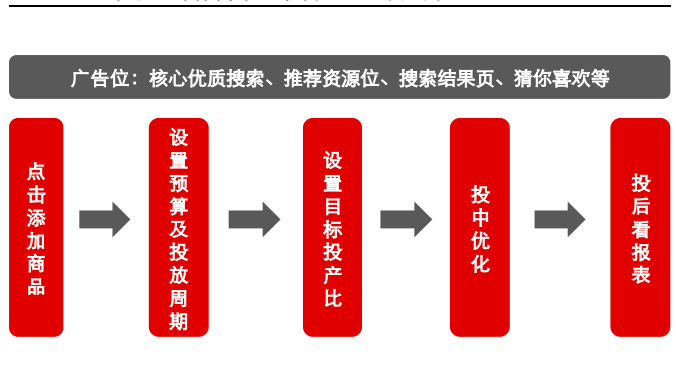
在此基础上，我们认为全站推广站，除了提升货币化，更深层背后是解决流量分配问题，过往淘宝店铺的流量分发机制中更倾斜于头部店铺，这导致中小商家的流量曝光度相对偏弱，我们认为，由于在全站推广工具下平台强调以付费来换取自然流量，头部和中小商户获取流量的权利对等，具备优质商品资源和中小型商户有望达到更高的曝光机会，平台亦有希望同时强化商品价格力和自身的商业化。

图 18：全站推广重新定义了商业化流量



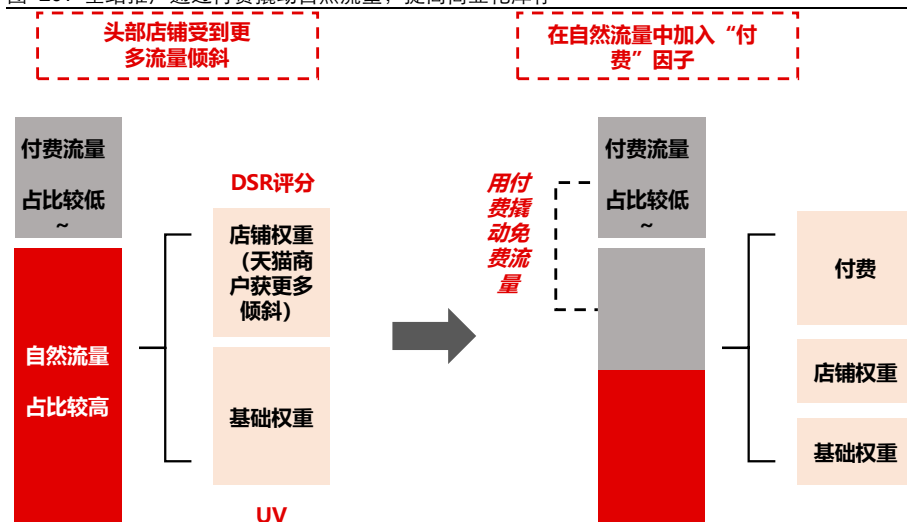
资料来源：千牛商家工具-万象台无界版，长江证券研究所

图 19：全站推广操作简单，节省企业运营成本



资料来源：千牛商家工具-万象台无界版，长江证券研究所

图 20：全站推广通过付费撬动自然流量，提高商业化库存



资料来源：千牛商家工具-万象台无界版，天下网商，长江证券研究所

图 21：天猫渠道双十一全周期美妆品牌排行榜

排名	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	雅诗兰黛	阿芙	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	御泥坊	美即	美即	韩束	自然堂	自然堂	OLAY	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	兰蔻
3	阿芙	御泥坊	百雀羚	欧莱雅	欧莱雅	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	巴黎欧莱雅
4	牛尔	欧莱雅	欧莱雅	OLAY	兰蔻	雅诗兰黛	雅诗兰黛	OLAY	后	后	OLAY	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	欧莱雅	牛尔	御泥坊	御泥坊	一叶子	SK-II	SK-II	SK-II	OLAY	资生堂	珀莱雅	薇诺娜	赫莲娜
6	美即	百雀羚	自然堂	膜法世家	美宝莲	OLAY	百雀羚	自然堂	SK-II	薇诺娜	薇诺娜	海蓝之谜	修丽可
7	OLAY	OLAY	韩束	珀莱雅	SK-II	欧莱雅	自然堂	百雀羚	雪花秀	OLAY	海蓝之谜	玉兰油	SK-II
8	相宜本草	膜法世家	OLAY	韩后	佰草集	一叶子	HFP	后	资生堂	SK-II	SK-II	修丽可	薇诺娜
9	膜法世家	雅诗兰黛	膜法世家	佰草集	卡姿兰	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜	赫莲娜	玉兰油
10	兰芝	相宜本草	丸美	卡姿兰	美迪惠尔	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜	资生堂	娇兰	娇兰

淘系流量红利早期，淘品牌先发入局

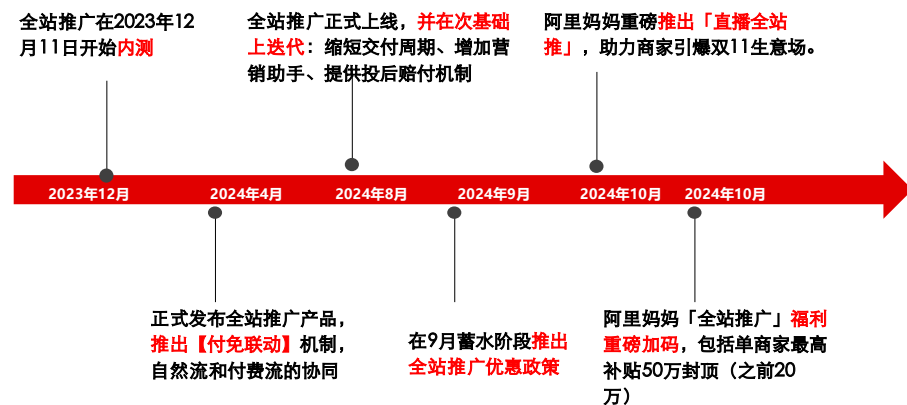
淘系流量红利中期，国产、外资品牌相继布局

淘系流量红利中后期，前10甚至前5品牌稳固

资料来源：天下网商，长江证券研究所

从近期表现来看，平台政策扶持加码，且针对于过往测试的问题进行调整。2023 年 12 月份平台开启了全站推广的内测，并且在 4 月份正式上线，目前推进来看：平台持续加大全站推广的推广力度，例如 2024 年双十一阶段给到更多的优惠政策；在此基础上，平台后续也拓展了直播全站推广，以及针对广告交付周期、投后赔付机制等进行了优化，提高商家端营销工具使用体验。

图 22：全站推广自内测后版本测试的调整



资料来源：阿里妈妈数字营销，长江证券研究所

在此基础上，2024年9月，淘宝平台正式收取卖家基础软件服务费，同时，9月1日正式实施取消平台年度软件服务年费，具体规则来看，淘宝按“确收成交金额 $\times 0.6\%$ ”收取卖家基础软件服务费，其中确收成交额是指确认收货时交易订单的交易额，且确收后无论退款都会收取。此外，平台将退还天猫商户的年费，我们认为，这项政策的推进除了减少商家负担外，也同样弱化了天猫商户的入驻门槛，将天猫优质的流量池开放给更多优质的中小卖家；综合以上，我们认为，技术服务费的收取对于平台提升货币化率有较大的帮助，且降低天猫入驻门槛有助于更多的中小卖家获取天猫优质的流量池。

图 23：2024年9月1日正式实施《淘宝网卖家基础软件服务费规则》

基础软件服务费如何收费？

2024-08-31 更新

《淘宝网卖家基础软件服务费规则》于2024年8月9日生效，于2024年9月1日正式实施。
收费的订单范围是：下单时间在2024年9月1日00:00:00后的订单

1、收费标准

下单时间在2024年9月1日 00:00:00之后的订单，淘宝按“确收成交金额 $\times 0.6\%$ ”收取卖家基础软件服务费。（订单支付完成不会马上收取卖家基础软件服务费，确认收货之后才会收取哦）

①“确收成交金额”是指确认收货时交易订单的交易额（即商家实收款，含消费者实付、运费、平台补贴等），以平台交易系统记录的交易额为准

②订单发生退款是否收取卖家基础软件服务费？

没确认收货之前，不管是否发生退款都不会收取卖家基础软件服务费；

确认收货之后，不管是否发生退款都会收取卖家基础软件服务费（即，订单确认收货后发生退款的，淘宝不支持就退款部分向卖家退还已实时划扣的卖家基础软件服务费。）

③如果存在多笔订单，且部分订单确认收货时，平台会以部分确认收货的订单确收成交金额为扣费基数收取基础软件服务费。

举例：您的主订单是100元，一共有2笔订单，其中1笔订单20元确认收货，还有1笔订单80元未确认收货，平台会按照 $20 \times 0.6\% = 0.12$ 元先做扣费，等到您另外一笔订单80元确认收货后，会再按照 $80 \times 0.6\% = 0.48$ 元扣费。

资料来源：千牛商家工具，长江证券研究所

图 24：9月1日正式实施取消天猫平台年度软件服务年费

关于取消天猫年费常见问题

2024-08-14 更新

为了帮助商家提高服务质量，扩大经营规模，提升商家经营能力，天猫将取消平台年度软件服务年费，此次规则调整于2024年8月2日公示，2024年8月9日生效，并于9月1日正式实施。天猫从2024年9月1日起，取消天猫平台年度软件服务年费（以下简称“年费”），即天猫年费统一收取到2024年8月31日；并针对2024年1-8月的年费，提前结算退还符合商家条件的已缴年费。具体规则公示请[点此查看](#)。

常见问题：

1、2024年9月1日及之后新签约的天猫商家，是否需要支付年费？

2024年9月1日及之后新签约天猫商家，无需支付年费。

2、若商家于2024年9月1日前已在天猫入驻流程中且尚未支付年费，2024年9月1日起是否需要支付年费？

若商家在2024年9月1日前尚未支付年费，9月1日起仍属于新签约商家，无需支付年费。

3、若商家已缴纳2024年度年费，如何退还1-8月年费？

2024年1-8月的年费，根据商家年度目标达成情况进行退还。

(1) 提前达标商家（提前结算）

若商家2024年8月31日前达成2024年享受100%年费折扣优惠适用条件，可享1-8月年费提前退还100%，平台将于2024年9月15日-2024年9月30日将2024年1-8月年费陆续打款至店铺绑定的支付宝账户。

适用条件说明：

1. 店铺2024年1月-8月经营期间实际成交额达成全年目标，即《天猫2024年度各品类目标成交额与服务费一览表》中商家2024年1月-8月销售额最高类目对应的“享受100%年费折扣优惠对应年销售额”；

2. 满足《天猫2024年度软件服务年费缴纳、折扣优惠及结算标准》中的年费折扣优惠给予条件。

资料来源：千牛商家工具，长江证券研究所

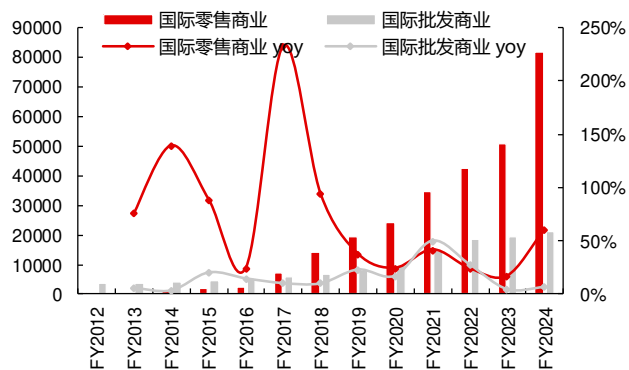
投入业务：下注科技和出海，重获二次增长

从中长期来看，科技创新和出海将是公司成长的两大增量业务。出海方面，国际数字商业集团前景广阔且刚刚起步，新管理层贯彻本土化和模式创新的战略，开辟速卖通POP+跨境托管的双重模式，凭借品类丰富度和菜鸟物流加持的时效，有望驱动规模扩张和未来UE改善；云计算客户和业务结构优化下收入端持续提纯，实施公有云优先+AI驱动的战略，未来规模效应有望带来盈利结构优化，并持续投资AI战略谋篇布局。

出海：品类丰富叠加物流优势，速卖通增长可期

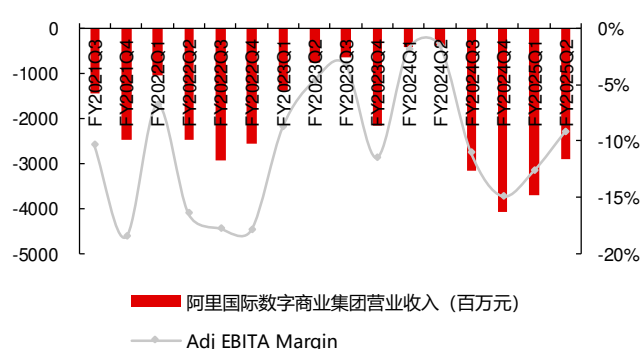
凭借中国高效的供应链优势，公司多年深耕的产业带资源，以及持续的资源投入下，国际商业集团有望持续保持高速增长，成为集团的第二增长曲线。FY2024 国际数字商业集团营业收入达到 1026 亿元，同比增长 46%，旗下为国际零售商业（海外电商平台业务）以及国际批发商业（主要为阿里巴巴国际站），其中国际零售商业增速较快，FY2024 年同比增长 60%；当前业务处于快速发展和平台战略性投资阶段，利润处于阶段性亏损，FY2024 经调整 EBITA 亏损 80 亿元，相较 FY2023 年亏损幅度扩大 31 亿元。

图 25：国际数字商业集团营收（百万元）以及同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所，注释：公司 FY2023 后口径做调整，FY2023-2024 采用新口径的营收数据；

图 26：国际数字商业集团经调整 EBITA（百万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

海外事业部的发展经历可以划分为——早期快速发展、品牌化升级、模式创新的三大阶段。作为最早出海的电商平台企业，且早期具备海外 B2B 的基因，阿里巴巴于 2010 年孵化了速卖通平台，聚焦俄罗斯、西班牙、巴西等区域。2016 年海外事业部开始进行转型，首先速卖通业务开展品牌转型并提高入驻门槛，而公司同年收购 Lazada 业务布局东南亚板块；由于海外电商业务发展激烈下从 2021 年板块增速放缓。2022 年以来，蒋凡先生担任国际数字商业 CEO，开展了电商模式创新，速卖通开展的 choice 业务获取较好的成果，另外 Lazada 平台逐步提升运营效率并于 2024 年实现了 EBITDA 盈利。

平台矩阵：当前国际数字商业的主要平台包括速卖通、Lazada、Trendyol、Daraz，其中定位全球平台、增长势能强劲是速卖通，其月活用户近 12 月以来持续攀升；而本土化平台中，Lazada 平台公司最早布局、深耕东南亚本土供应链和物流时间较长的 Lazada，以及分别定位土耳其以及南亚的 Trendyol 和 Daraz。

表 6：阿里巴巴国际数字商业集团旗下电商平台概览

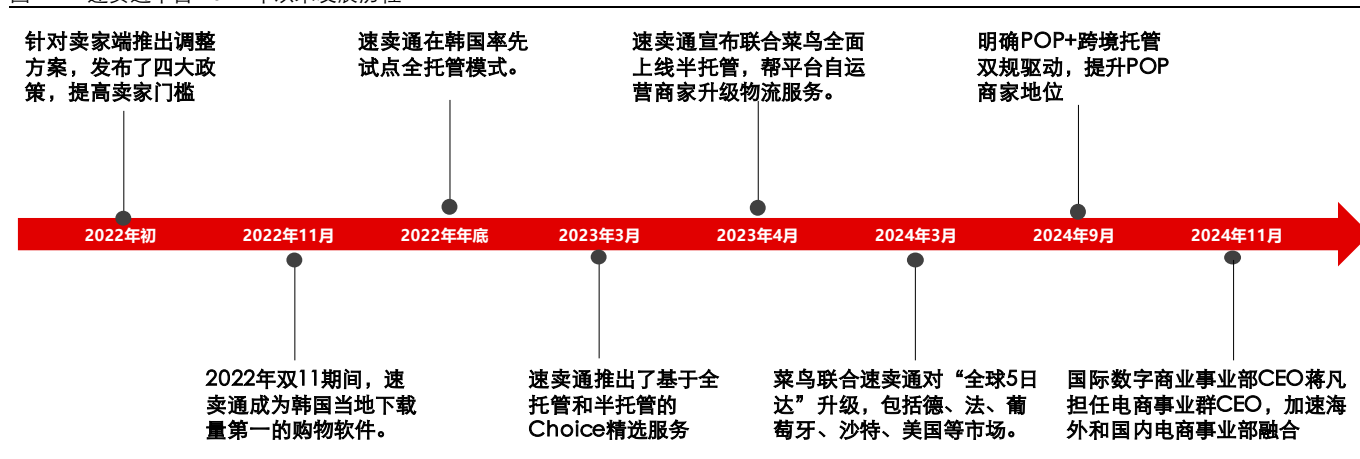
	Lazada	速卖通	Trendyol	Daraz
图片				

上线时间	2012 年	2010 年	2010 年	2015 年
GMV(亿美元)	200	290	86	9
优势地区	东南亚	韩国、俄罗斯、美国、 西班牙、巴西等	土耳其	南亚地区
优势品类	服装配饰、日用美 护、电子类	全品类	专注时尚品牌	电子、家电、时尚和 美容产品
商业模式	自营+第三方	三方平台为主	三方平台为主	三方平台为主
目标客群	主打品牌化，扶持旗 舰店	海外商家和个人消费者	年轻女性消费者	南亚地区消费者
盈利来源	平台佣金、广告费、 进销差价	平台佣金、广告费	平台佣金、广告费	平台佣金、广告费

资料来源：公司官网，ECDB，36 氪，长江证券研究所

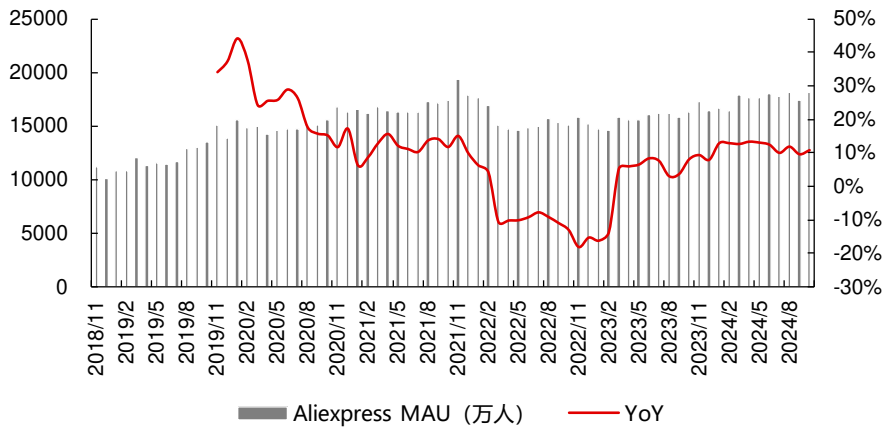
在平台集体出海的大环境下，全球速卖通凭借不断的模式创新实现跨境零售效率优化，摸索出了一条更为适合自身的发展路径。速卖通平台早期定位 POP 模式（既第三方平台模式），2022 年由于跨境平台出海热潮，更有效率的跨境模式兴起，速卖通于 2022 年底在韩国率先试点全托管模式，并于 2023 年 3 月全面推出了 choice 频道（全托管+半托管），并加强了流量资源的倾斜；2023 年 4 月份速卖通联合菜鸟物流强化平台时效性。进行了跨境托管模式近一年的探索，平台重新明确了 POP+跨境托管双规驱动的发展路径，主要因为部分非标且长尾品类更适合 pop 商家模式，为实现全品类增长和更大的空间，平台进行了战略业务的调整。2024 年 11 月，国际数字商业部门 CEO 蒋凡担任电商事业群 CEO，后续有望持续融合海外和国内电商业务，实现更为高速的发展。

图 27：速卖通平台 2022 年以来发展历程



资料来源：36 氪，雨果跨境，电商头条，墨腾创投，天下网商，美世出海，中国跨境电商综合试验区官方微信公众号，长江证券研究所

图 28：速卖通全球月度活跃用户数量（万人）以及同比增速



资料来源：Dataai，长江证券研究所

我们认为，速卖通在货品供给上具备较高的丰富度。全球速卖通平台的商业模式定位于 POP 商家+跨境托管+本地货盘三大模式，其中传统 pop 自运营和跨境半托管模式适合丰富度较高的非标品类，全托管模式适合标品和爆品，而本地货盘适合在海外仓发货的商品。此外，2024 年 7 月淘宝宣布推出一项名为“大服饰全球包邮计划”的出海项目，该计划将由平台提供高额邮费补贴，帮助服饰商家在海外获客，目前已正式启动招商，未来有望持续助力商家走出海外开辟新的市场增量。

表 7：全球速卖通具体模式介绍

商家自运营 POP（含半托管）		跨境托管		本地货盘
传统 POP 自运营	半托管自运营(Choice)	全托管 (Choice)	海外托管	
经营主体	商家自主运营	商家自主运营	商家平台运营	平台运营
经营模式	自主销售	供货+销售	供货	供货
覆盖国家	全量国家	核心 47 国	核心 59 国	备货国家：美、西、法；销售国家：美、西、法、意、波
商家定价	商家自主定价	商家自主定价	商家-供货价；平台-销售定价	商家-含邮费供货价；平台-销售定价
物流履约	跨境直发、JIT		平台仓发	商家海外仓发货
商品类型	上新渠道、丰富度高的非标品		轻小件、标品、爆品	备货在海外仓的商品
营销玩法	站内外流量以及平台频道	站内外流量以及 Choice 频道	站内外流量以及 Choice 频道	站内外流量以及百亿补贴

资料来源：速卖通官方网站，长江证券研究所

图 29：大服饰全球包邮计划 0 退货、0 退款、0 运费险



资料来源：淘宝服饰官方账号，AMZ123 跨境电商，长江证券研究所

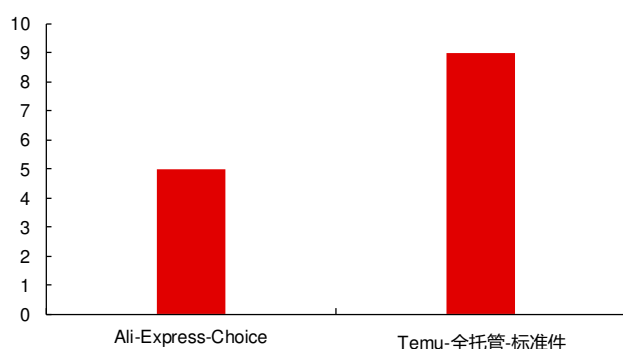
图 30：大服饰全球包邮计划助力商家开拓市场增量



资料来源：淘宝服饰官方账号，AMZ123 跨境电商，长江证券研究所

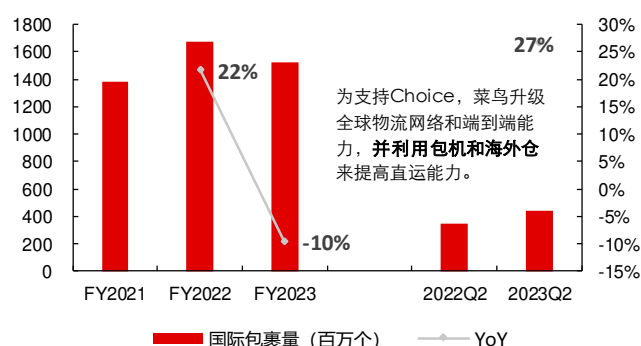
在此基础上，速卖通建立在与菜鸟物流的协同效应，或能更快实现跨境包裹的规模效应以及时效优势。2023 年速卖通开启与菜鸟物流的战略合作，速卖通与菜鸟物流的协同体现在：1) 菜鸟是全球第二大跨境物流方案解决商，具备全球物流网络优势，使用包机和海外仓来提高直运能力，截至 FY2023Q2 共拥有 360 个国际物流专用仓、每周装载率很高的 170 班包机、以及约 300 万平方米的海外仓，这也为速卖通高时效以及未来 UE 的改善奠定了基础，2024 年速卖通宣布联合菜鸟全面上线半托管，并开展“全球 5 日达”，包括德国、法国、葡萄牙、沙特等重点市场。2) 菜鸟物流网络接入速卖通后，其国际包裹量也呈现了明显改善趋势，2023Q2 国际物流包裹同比增长 27%，相比 FY2023 年有明显提速。

图 31：速卖通与 Temu 全托管模式时效（天）对比



资料来源：公司招股说明书，Temu 官网，长江证券研究所，注：速卖通时效参考全球 5 日达；

图 32：接入速卖通后，菜鸟国际包裹量提速



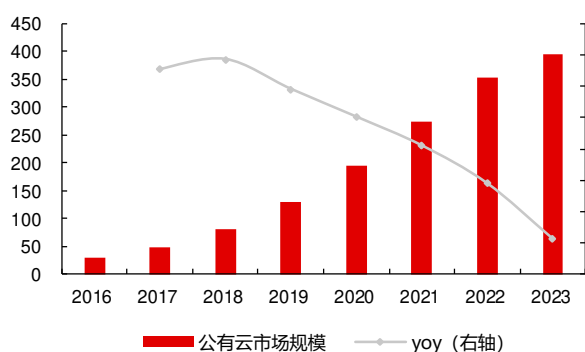
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

云计算：追求高附加值产业，AI 驱动提速

根据 IDC 数据，2023 年中国公有云市场规模约为 395 亿美元，同比增长 12%。企业部署云计算服务的模式有三大类：公有云、私有云、混合云，私有云是企业组织和搭建的云服务，而公有云是云服务商提供和管理的云服务。

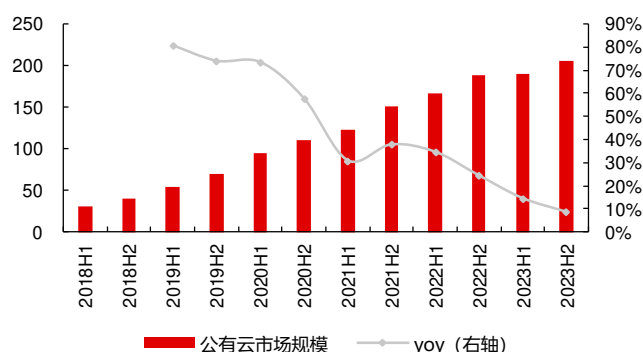
近年以来，云智能集团持续对项目制低盈利难复制的私有云进行结构优化，并坚定公有云的战略下，利润端呈现明显增长。FY2024 年云智能集团营业收入达到 1064 亿元，同比增长 3%，经调整 EBITA 为 61 亿元，同比增长 49%，利润端实现快速的增长，主要来自于利润质量更高的公有云结构优化，FY2023Q3 公有云收入约占外部收入 70% 以上，并取得了健康的增长，这反映出大多数行业的客户对公有云的需求粘性。

图 33：年度中国公有云市场规模（亿美元）



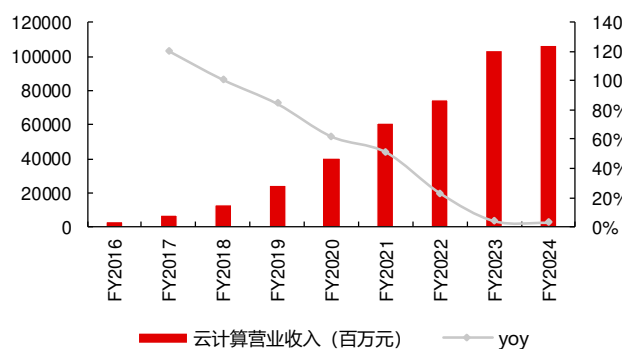
资料来源：IDC，长江证券研究所

图 34：半年度中国公有云市场规模（亿美元）



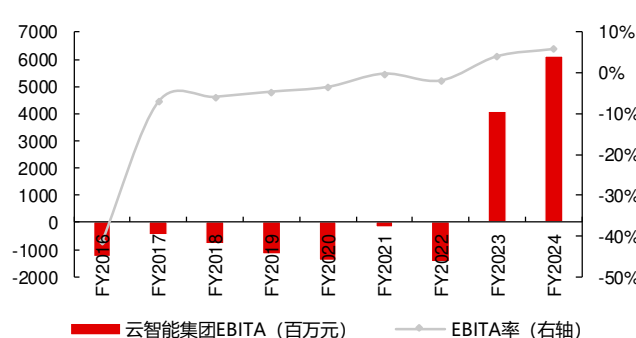
资料来源：IDC，长江证券研究所

图 35：云智能集团分年度营业收入（百万元）及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所，备注：FY2023 后公司口径有调整

图 36：云智能集团分年度经调整 EBITA（百万元）及 EBITA 率



资料来源：Wind，长江证券研究所

从复盘来看，我们认为云计算业务经历了业务结构优化，再到公有云和 AI 产业的布局，未来的战略方向更为清晰。2020 年以来，随着云计算 PaaS+IaaS 业务的完善，云计算业务收入保持强劲，盈利能力持续改善；2021 年以来，由于互联网客户需求端的放缓，公司积极开展客户结构的优化，以及探索全球化云计算业务，此外，云计算集团逐步取消了盈利较难且难以复制的私有云项目；经过了接近两年的业务结构调整，自 2023Q1 以来公司收入端因结构问题保持稳健，但利润率持续改善；此外，公司明确了云计算业务的两大战略方向——实施 AI 驱动、公有云优先的战略；自 2024 年以来，云计算板块实现了收入端和利润增长均有提速。

表 8：阿里巴巴云计算从 2020 年起公司发展历程以及业务梳理

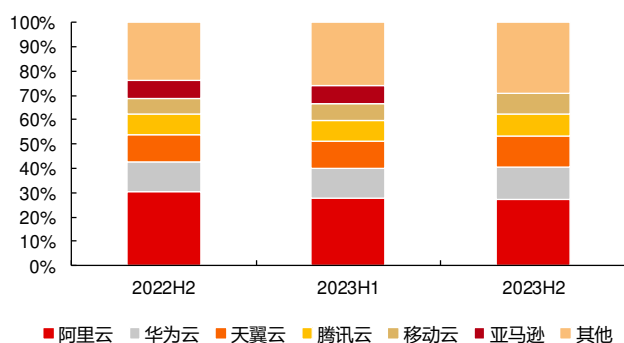
自然季度 (单位: 亿元)	阶段	公司电话会议描述
2020Q1	收入保持强劲增长, 盈利能力持续改善	今天上云不仅是一个基础设施的上云, 是一个技术基础设施的上云, 所谓 IaaS 上云, 更重要的是能够帮助企业上云以后能够充分运用好大数据, 运用好云计算的算力和算法, 能够为这个企业的经营带来效益和增量。
2020Q2		阿里云继续保持强劲增长, 6 月份季度收入同比增长 59%。同时, 亏损额进一步收窄。 客户平均收入持续提升, 所有云业务均增长良好。
2020Q3		云计算业务收入增长强劲。经调整 EBITA 亏损额同比收窄至约 1.56 亿元人民币, 即亏损率仅为 1%。 我们预计阿里云业务将在 2021 财年下半年实现盈利。
2020Q4		云计算业务继续保持强劲的收入增长, 本季度收入同比增长 50%。我们十分欣喜地看到, 阿里云首次实现经调整 EBITA 转正。
2021Q1	加速投入云计算国际化, 以及持续改善客户和业务结构	本季度收入增长放缓的原因是, 我们与互联网行业的一家头部客户的关系发生了变化。 该客户在中国境外拥有较大规模的业务, 过去一直使用我们的海外云服务; 未来, 我们相信云计算的收入将来自更加多元化的客户和行业。
2021Q2		从产品角度看, 有关数据存储、分析、学习和安全使用效率的产品解决方案是云智能业务增长的重要引擎。
2021Q3		阿里云发布了多款自研核心产品, 如倚天 710 服务器芯片、神龙 4.0 硬件虚拟化架构、磐久服务器; 灵杰大数据 + AI 一体化平台和新一代 PolarDB 数据库等。
2021Q4		云计算的国际化是集团全球化战略的另一基础能力保障, 本季度, 阿里云在亚太地区增加了韩国、泰国两个数据中心。目前, 阿里云在全球 25 个地区提供计算服务; 云业务的收入日益多元化, 来自非互联网行业客户的收入正稳步上升。本季度, 在抵消跨分部交易的影响后, 来自非互联网行业客户的收入占比达到 52%。
2022Q1		由阿里云和钉钉组成的云业务经调整 EBITA 为盈利 2.76 亿元人民币, 同比增长 6.18 亿元人民币。这主要归因于 云业务盈利能力的持续改善, 但被钉钉的亏损增加部分所抵消。
2022Q2	业务结构优化, 布局生成式 AI, 考虑独立拆分上市	本季度云业务收入中, 非互联网客户占比达 53%, 比一年前上升了超过 5 个百分点。
2022Q3		通过连续几个季度的调整, 阿里云的收入结构呈现出更为健康、可持续的状态。在本季度, 公有云收入季度同比为两位数的正增长, 混合云的增长为负。 为追求高质量增长, 我们主动控制了纯资源转售类业务的发展。从行业来看, 非互联网行业的收入增速达到 28%, 收入占比从上个季度的 53% 提升至 58%。增速最快行业包括金融服务、汽车、电信和公共服务。在 11 月的云栖大会上, 我们推出和升级多项重要技术成果——包括云计算中央处理器 CIPU、模型即服务(Model as a Service)理念下推出超大模型 Model Scope, 这些成果将在阿里云的未来发展中发挥重要作用。
2022Q4		在生成式 AI 正在发起颠覆性突破的时代, 算力的支撑必不可少, 我们将一方面继续全力构建好自己的预训练大模型, 另外一方面全力抓住市场机遇, 为市场上的多种模型和应用提供好算力的支撑。
2023Q1		我们计划在未来 12 个月将云智能集团从阿里集团完全分拆并完成上市, 形成一家与阿里集团完全独立的新公司。
2023Q2		我们也还在消化其中某个头部客户需求减少的影响, 这些都需要时间去完全消化。与此同时, 我们也在采取主动的措施, 来聚焦于公共云的增长以及高质量云服务的增长。 我们坚信在新的 AI 时代里, 有一种全新的生态系统正在形成、在孵化。所以我们在做很多很多的工作来发展好我们的模型社区, 保证所有相关的模型。

2023Q3		由于美国近期对先进计算芯片出口的限制所带来的不确定性，阿里巴巴集团将不再寻求完全分拆云智能集团，而将专注于为云智能集团开发可持续的增长模式，把握 AI 驱动下对网络化和高度规模化的云计算服务新兴需求带来的机遇。 云智能集团将坚定实施 AI 驱动、公共云优先的战略，并加大对 AI 相关硬件、软件领域的技术投资。一是打造一朵“AI 时代最开放的云”，为全行业提供稳定高效的 AI 基础设施，支持各行各业智能化的转型。二是创建开放繁荣的 AI 生态。第二点是公共云优先。本季度，阿里云已开始主动管理收入质量，盈利能力得到提升。阿里云在定价权、高续约率和提供可复制化能力的云计算基础资源及应用服务产品方面具备优势。未来，我们将坚持对所有产品和业务模式作取舍，减少项目制的销售订单，加大公共云核心产品的投入，持续提升云业务的收入质量。相信坚持公共云优先，能够让我们在未来持续收获规模效应和技术红利。
2023Q4	明确 AI 驱动、 公有云优先的战略方针	云智能集团的经调整 EBITA 为 24 亿人民币，同比增长 86%。经调整 EBITA 的持续提升，反映出我们通过聚焦公共云业务以及提升运营效率，使产品结构得到改善。云业务的盈利能力增强。
2024Q1		云业务中的核心公共云产品收入实现同比双位数增长，AI 相关收入同比三位数增长。本季度的业绩表明，我们的战略正在产生效果，阿里正在重回增长轨道。 本季度，我们完成了面向 AI 时代阿里云的产品策略调整，收入质量持续提升，我们聚焦于创造阿里云的技术优势和规模优势，在全球市场对公共云产品进行降价。
2024Q2		在云板块方面，我们追求高质量的收入，有效的执行云与 AI 一体化发展的策略。本季度整体阿里云来自阿里集团之外的客户，收入取得 6% 的增长，其中公共云业务收入维持双位数增长，尤其是来自 AI 相关产品的收入持续保持三位数的高速增速在公共云的占比在持续提升。我们也看到越来越多的大客户选择阿里云作为其 AI 研发的算力基础。同时阿里自研的大模型天问也获得了更广泛的使用。
2024Q3		我们大量的资本支出，确实是投在云的 CapEx 上，尤其是 AI 的基础设施上。这是我们基于对现在短期需求的了解以及长期需求的判断去做的投资。

资料来源：公司官网，长江证券研究所

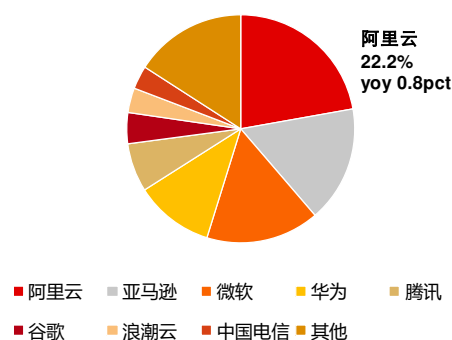
在公有云市场中，平台通过技术提升实现了成本端的分摊，针对产品持续降价，同时积极拓展海外市场，保持市场竞争力。第一，近年公有云市场进入者持续增加下，阿里云在该市场的份额开始回落，2023 年起阿里云针对部分产品开始降价，由于降价幅度较大，且涉及产品范围广，降价备受关注，由于云一旦形成规模效应，便能持续降低边际成本，由于头部云厂商提供服务的差异化也较小，价格会直接影响用户上云选择。第二，公司积极开展海外业务，2023H2 亚太地区阿里云份额提升同比 0.8pct，出海也为公司增长提供新的动能。

图 37：国内公有云 IaaS 龙头市场份额（%）



资料来源：通信产业报，长江证券研究所

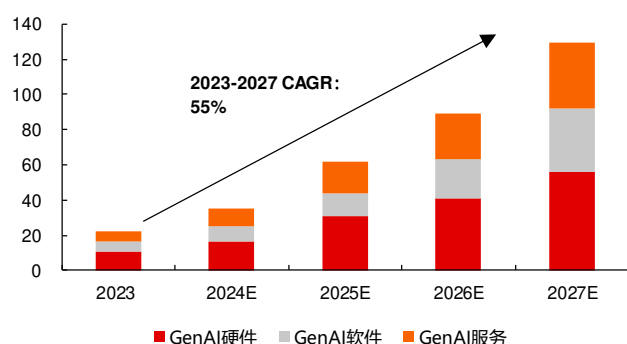
图 38：2023H2 亚太地区云计算 IaaS 市场阿里云份额持续提升



资料来源：阿里云，Gartner Research，长江证券研究所

此外，公司将持续发力通义大模型，加大资本开支投入力度，享受生成式 AI 的行业高速增长景气。根据 IDC，2023 年生成式 AI 市场规模达到 22 亿美元，预计 2027 年市场规模将达到 129 亿美元，四年 CAGR 55%，未来成长空间广阔。2023 年 4 月 7 日，阿里云推出自研大模型“通义千问”，并向企业以及邀请用户开放，2024 年 5 月 9 日阿里云正式发布通义千问 2.5，2025 年 1 月 29 日，阿里云通义千问旗舰版模型 Qwen2.5-Max 全新升级发布，公司测评在所有 11 项基准测试中，Qwen2.5-Max 全部超越了对比模型（DeepSeek V3、Llama-3.1-405B）。

图 39：生成式 AI 市场规模预测（2023-2027E，亿美元）



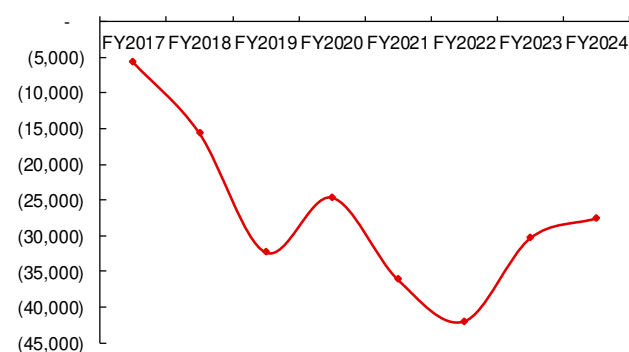
资料来源：IDC，长江证券研究所

图 40：阿里云 AI 大模型布局历程

云商	AI 大模型布局
阿里云	2023 年 4 月 7 日，阿里云推出了自研大模型“通义千问”，并面向企业以及邀请用户开放。根据官网描述，“通义千问”是一个专门响应人类指令的语言大模型，它可以理解和回答各种领域的问题，包括常见的、复杂的甚至是少见的问题。
	2024 年 5 月 9 日，阿里云正式发布通义千问 2.5。
	2025 年 1 月 29 日，阿里云通义千问旗舰版模型 Qwen2.5-Max 全新升级发布。

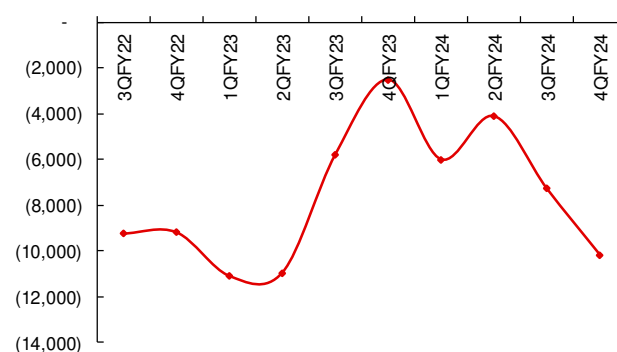
资料来源：阿里云官方微信公众号，源本科技集团，多知网，长江证券研究所

图 41：分年度公司购置固定资产及设备（百万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 42：分季度公司购置固定资产及设备（百万元）



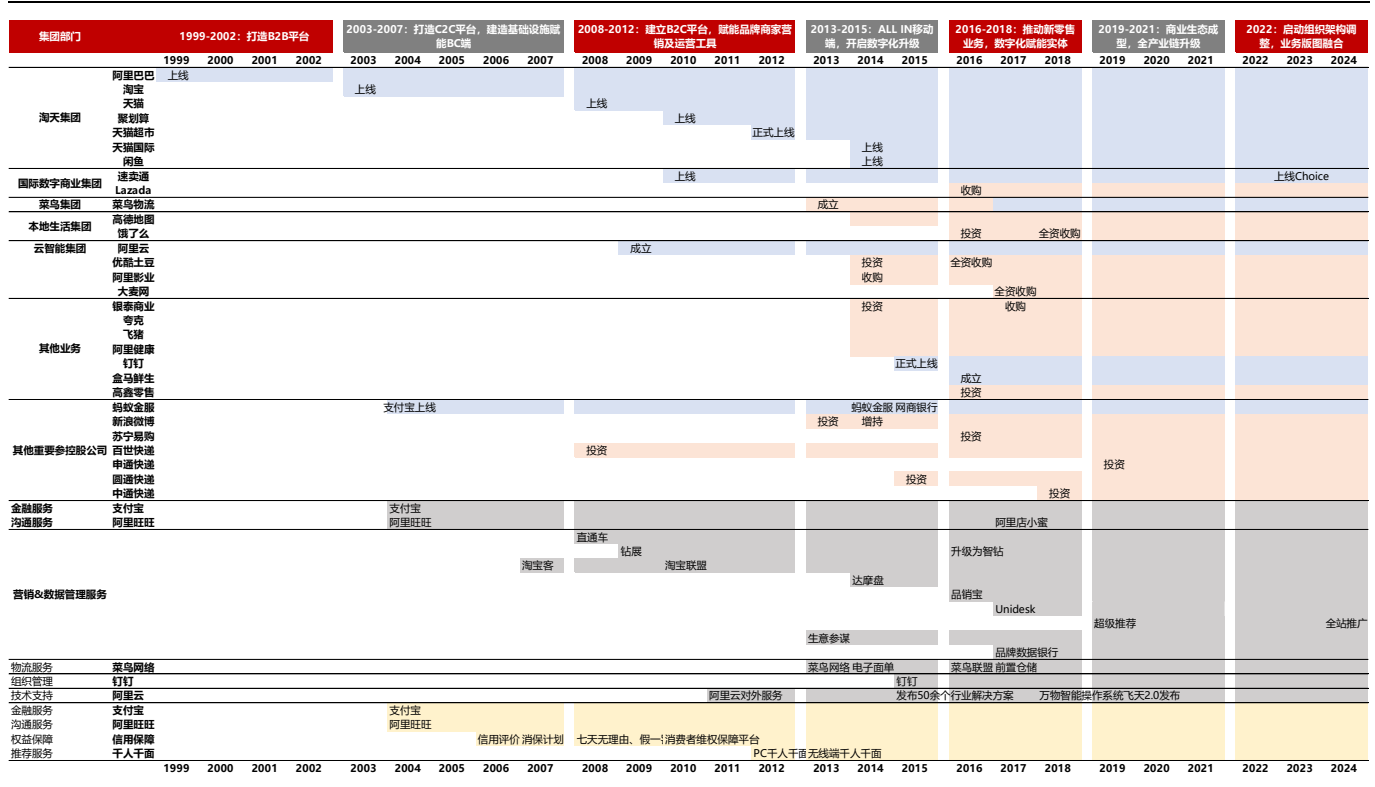
资料来源：公司公告，长江证券研究所

降本增效：集团组织变革，投资业务优化

前期我们讨论了电商主业和公司的未来投入方向，本文将重点分析公司从 2015 年后所开展的投资业务，并分析其对集团后续的经营影响。

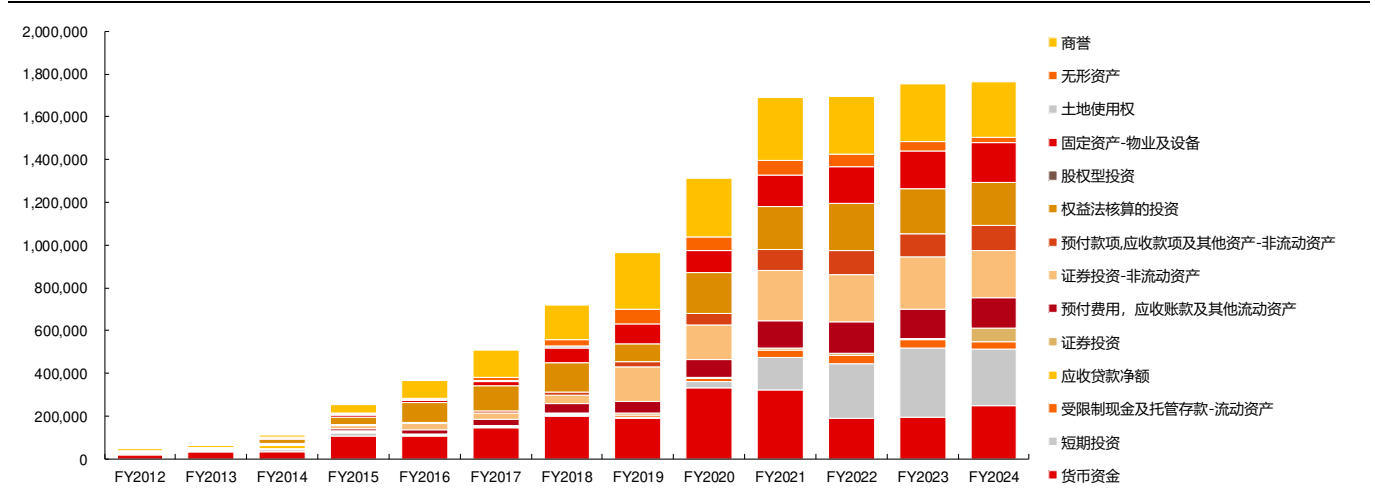
从利润端影响看，FY2024 年除海天、云计算、国际数字商业外，Adj EBITA 亏损达到 248 亿元。FY2015 年开始公司总资产快速增长，其中，产生了较多的商誉和无形资产，以及长期股权投资，结构层面，FY2014-2019 年公司的投资业务（长期股权投资+无形资产+商誉）占资产的比重一度到达接近 60% 的高点，但从 FY2020 年后开始回落。从利润端，FY2024 年本地生活、菜鸟集团、大文娱集团、所有及其他以及未分配业务的合计 Adj EBITA 亏损 248 亿元，去年同期亏损 379 亿元。

图 43：阿里巴巴业务发展历史梳理



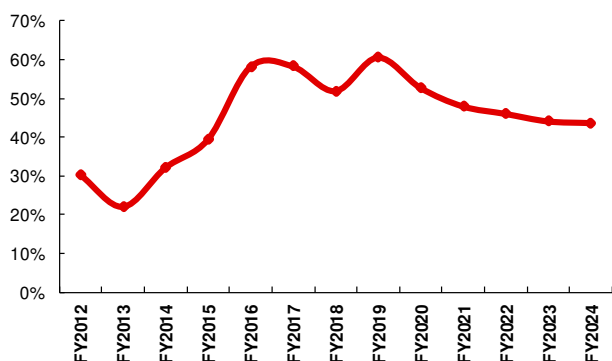
资料来源：联商网，亿邦动力网，阿里妈妈数字营销，长江证券研究所，注：重要业务及子公司部分中蓝色表示并表，橙色表示未并表；部分业务上线时间资料较少，可能存在一定误差

图 44：公司总资产（百万元）



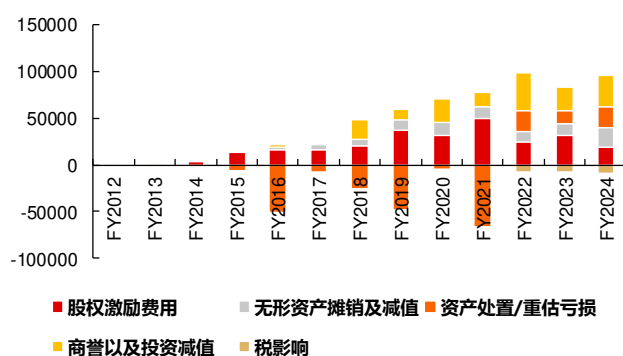
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 45：公司收并购以及长期股权投资所产生的资产占整体比例



资料来源：公司公告，长江证券研究所，备注：统计口径包含无形资产、商誉、股权投资（流动资产+非流动资产）

图 46：公司经调整 EBITA（百万元）以及调整项



资料来源：公司公告，长江证券研究所

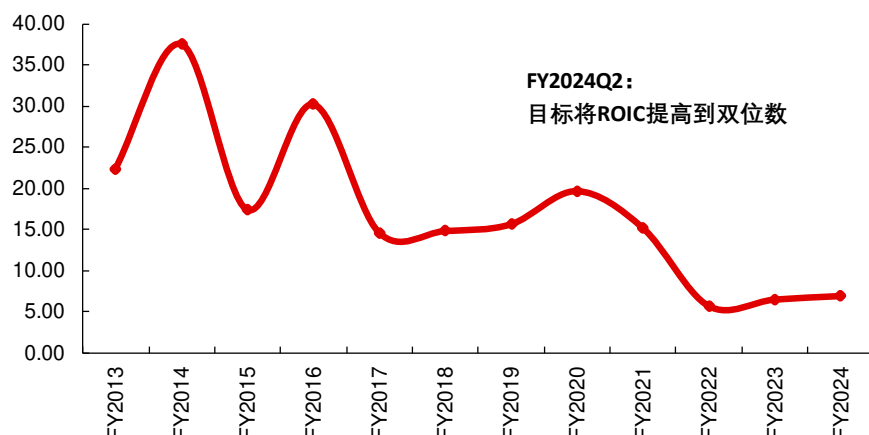
此外，部分并表和投资业务在早期并购所形成的收购溢价，也存在减值的影响。公司 Non-GAAP 净利润和 Gaap 准则之间的调整科目，主要包括投资业务的公允价值波动以及减值，从 FY2020 年起，公司针对其亏损或增长乏力的业务计提减值（包括商誉和无形资产，以及长期股权投资），其中 FY2022、2024 年调整科目影响利润达 800 亿以上。

表 9：公司净利润以及 Non-GAAP 净利润之间的调整科目

单位：百万元	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
净利润	24320	71289	41226	61412	80234	140350	143284	47079	65573	71332
yoy	4%	193%	-42%	49%	31%	75%	2%	-67%	39%	9%
股权激励费用	13028	16082	15995	20075	37491	31742	50120	23971	30831	18546
无形资产摊销及减值	2089	2931	5122	7120	10727	13388	12427	11647	13504	21592
资产处置/重估亏损	-6715	-50435	-7346	-25945	-47525	-4764	-66305	21671	13857	21659
商誉以及投资减值	1032	2319	2542	20463	11360	25656	14737	40264	24862	33679
Tax effects(1)	0	341	68	-175	-823	-629	-484	-8244	-7248	-9329
调整科目	9434	-28762	16381	21538	11230	65393	10495	89309	75806	86147
Non-GAAP 净利润	34981	42791	57871	83214	93407	132479	171985	136388	141379	157479
yoy	24%	22%	35%	44%	12%	42%	30%	-21%	4%	11%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 47: FY2024Q2 公司目标将 ROIC (%) 提高到双位数



资料来源: Wind, 公司官网, 长江证券研究所

我们将公司的投资业务分成并表投资、股权投资（重要参股或财务投资）几个分类。

- 第一， 并表投资-**早年集团凭借外延并购方式拓展新的领域，例如本地生活业务直接收购饿了么、实体零售业务收购且并表高鑫零售等。这些业务在早年收并购过程中产生了较多商誉和无形资产，
- 第二， 股权投资-参股并产生重要影响（非并表），**这类业务虽然非并表，但集团具有较多投票权，因此对控股企业实际经营决策产生影响，对集团自身也产生了一定协同，例如参股快递公司与公司电商业务产生协同，参股微博以及苏宁易购补齐了公司文娱和线下业务的短板，从会计处理上，这类资产以按照权益法核算，收购这类业务也会产生商誉/无形资产，对于利润端影响主要分为 1) 权益法为核算的投资收益；2) 若经营产生波动，且非暂时性，公司会计计提减值。
- 第三， 股权投资-财务投资，**这类业务并非并表，投票权较少（通常低于 20%），但投资主要围绕核心电商业务、物流、科技、生活服务等板块，我们认为，公司股权投资业务主要也围绕核心板块，是对公司已有业务和能力拓展进行加强。会计处理来看，这部分业务较多为上市公司，市值波动会公司利润端亦产生影响。

下文，我们将对公司每一层级别的科目进行拆解以及复盘，并评估每一个科目后续对利润端的影响如何。

表 10: 公司资产负债表涉及对外投资的科目以及会计处理方法

科目	详情	会计处理	影响科目
商誉	投资对价超过于收购日所取得的资产及负债金额的部分被分配至无形资产和商誉。	不对商誉进行摊销处理，定期或于必要时对无形资产及商誉进行减值测试	商誉减值
		对于无形资产，在其预计使用寿命内采用直线法摊销	无形资产摊销

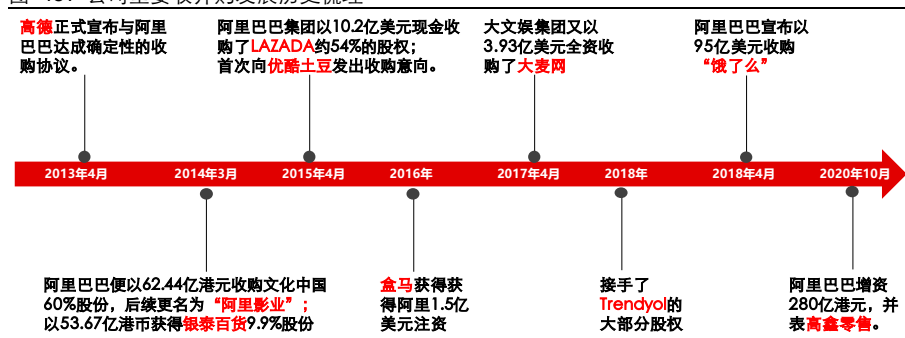
权益法核算的投资	本公司一般采用权益法核算对其有重大影响的股权投资（根据国际财务报告准则，超过 20% 实体投票权的投资被假定为存在重大影响）。	1) 享有的被投资方在收购日之后的损益份额计入当期合并利润表； 2) 如果公允价值的下降被视为非暂时性，则权益法核算的投资的账面价值减值至公允价值。	1) 投资收益； 2) 投资减值
股权证券以及其他投资（非上市公司投资）	股权证券及其他投资指本公司未采用权益法核算的股权证券投资，以及主要包括债权投资的其他投资。	对于没有能够易于厘定的公允价值并使用简易计量法处理的股权证券，须定期进行减值评估。	投资减值
股权证券以及其他投资（上市公司投资）		未采用权益法核算的股权证券以公允价值计量，其未实现损益计入合并利润表。	公允价值重估

资料来源：公司公告，长江证券研究所

并表投资：经营改善，减值风险减弱

2013 年起公司开展收购活动，其中：本地生活：分别于 2013 年、2018 年收购高德以及饿了么；大文娱：分别于 2014 年、2015 年收购阿里影业以及优酷；实体零售：分别于 2014、2016、2020 年收购银泰商业、盒马以及高鑫零售；海外数字商业：分别于 2015 年、2018 年收购 Lazada 以及 Trendyol。从中发现，本地生活、实体零售、数字文娱这三个板块中，其主要的业务均来自于公司的外延并购，而电商、物流、以及云计算业务为公司主要孵化板块，海外板块则是自有孵化+外延并购并存。

图 48：公司重要收购发展历史梳理



资料来源：公司公告，新华网，移动支付网，前海百纳，电子商务研究中心，浙商杂志，天下网商，长江证券研究所

商誉部分来看，近年公司计提的商誉减值，主要来自于数字文娱业务部分。我们按照板块去分拆公司的商誉，其中：1) 其中核心商业部分（国内+海外部分）的商誉保持稳定，FY2024 年商誉小幅回落，主因将实体零售部分（包括高鑫零售、银泰等）转去“所有以及其他”的分类，电商业务的商誉保持稳定；2) 物流、云计算、本地生活的商誉部分近年保持稳定；3) 公司近年计提的商誉减值主要来自于数字文娱部分，其中 FY2022-2024 年商誉分别减值为 251、27、85 亿元，主要与优酷相关。

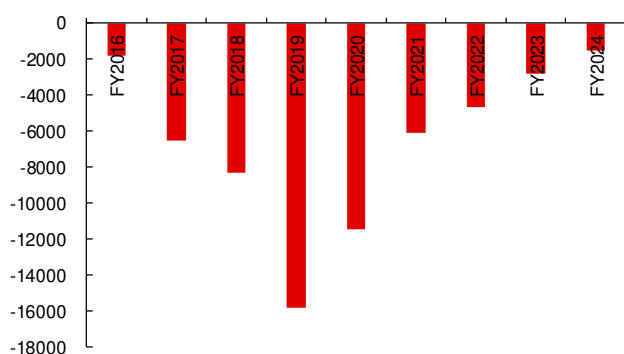
表 11：公司分业务新增商誉以及减值变化（百万元）

商誉余额	核心商业	物流	云计算	本地生活	数字文娱	其他	总计
FY2020	209,533		2510		58673	6,066	276,782
FY2021	223014		2044		58673	9,040	292,771
FY2022	192408	16346	3063	20292	33532	3,940	269581
FY2023	193107	16437	3490	20292	30825	3,940	268091
FY2024	184978	16442	3638	20447	11601	22,573	259679
减值	核心商业	物流	云计算	本地生活	数字文娱	其他	总计
FY2020							
FY2021	-	-	-	-	-	-	-
FY2022	-	-	-	-	-25141	-	-25141
FY2023	-	-	-	-	-2714	-	-2714
FY2024	-	-	-	-	-8490	-2031	-10521

资料来源：公司公告，长江证券研究所

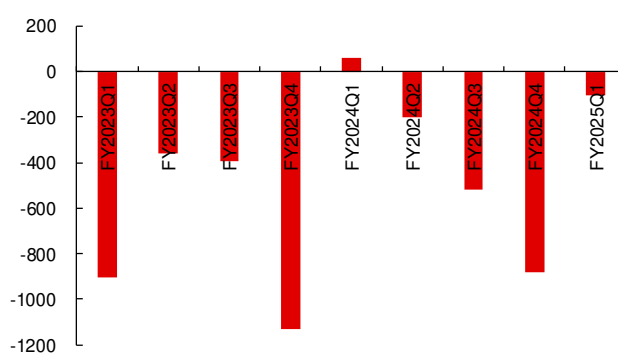
商誉部分较大的数字文娱业务，由于近年的业务增长放缓，计提减值较多，截至 FY2024 年公司剩余商誉为 116 亿。数字文娱主要由优酷以及阿里影业公司组成，其中优酷占据的权重较大。从 FY2016-2019 年，由于各大视频平台进入版权争夺战，行业格局激烈，优酷利润端持续承压，2018 年后，视频平台均转型自制内容，减少版权采买，优酷平台利润端持续减亏，但由于内容运营端的不足，导致后续出版的剧集以及综艺有效播放并未达到预期，市场份额有所回落。对应到母公司而言，由于优酷后续增长开始乏力，母公司持续计提其商誉减值。

图 49：阿里巴巴大文娱集团分年度 Adj EBITA（百万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 50：阿里巴巴大文娱集团分季度 Adj EBITA（百万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2024 年，公司持续强调“以创新力驱动极致内容力”，坚持头部内容战略，提高自制比重，产出稳定且差异化的独播内容。过往长剧的商业价值主要公式为强 IP+强卡司+超前宣发标准，但赛道竞争激烈、且投入成本较高，自 2023 年起，优酷开始强调全新 IP 的路线，追求角色和演员的适配性，强化差异化的独播内容，2024 年上半年，优酷推出了较多例如《墨雨云间》、《边水往事》等长剧并获得较好的反馈，2024 年优酷剧集播放

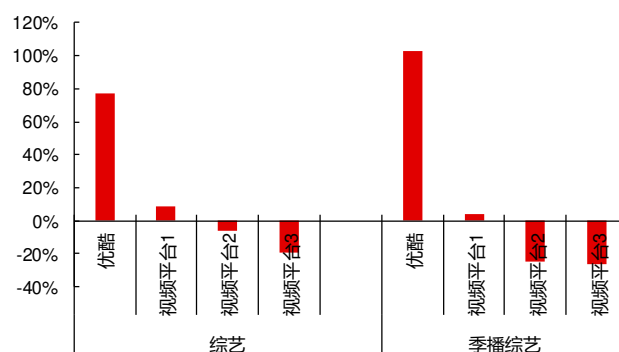
量攀升至行业第二；此外，公司 2024H1 综艺也保持较好的进展，综艺以及季播综艺有效播放量分别增长 77%/103%。基于此，我们认为优酷凭借内容力优化的战略实现了市占率的回暖下，经营呈现向好趋势，叠加近期利润端的持续减亏，预计后续现金流有望改善。

图 51：2024 年优酷剧集播放量升至行业第二



资料来源：优酷娱乐营销，长江证券研究所

图 52：2024H1 优酷综艺有效播放量同比增速



资料来源：优酷娱乐营销，长江证券研究所

在此基础，我们梳理了公司过往无形资产以及其摊销和减值的情况，其无形资产摊销部分常年较为稳定，FY2024 年公司计提了一笔无形资产减值，主要与高鑫零售相关。公司无形摊销以及减值达到 216 亿元，同比增幅较大，主要因为公司计提了一笔无形资产减值（来自于高鑫零售的商业名称、商标和域名）。

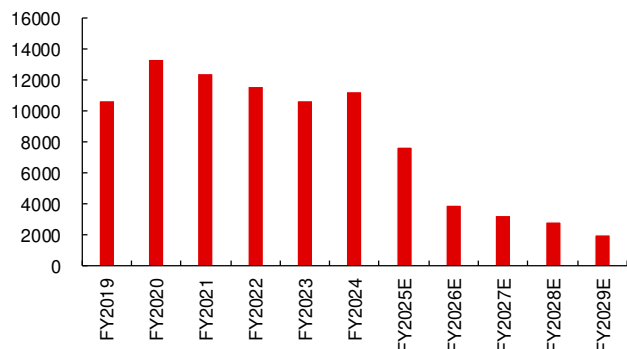
表 12：公司无形资产摊销详细拆分（百万元）

科目	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
无形资产摊销以及减值	10727	13388	12427	11647	13504	21592
无形资产摊销	10727	13388	12427	11647	10693	11308
无形资产减值	0	0	0	0	2811	10284
期末无形资产	103126	110139	131217	116929	116524	117117
摊销占无形资产比例	10.4%	12.2%	9.5%	10.0%	9.2%	9.7%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

展望后续，考虑到公司近年以来扩表的力度有在收缩，预计后续摊销的额度有望逐步缩减，2024 年 10 月份高鑫零售公告阿里巴巴正在与有意要约人进行接触，存在后续出售的可能性，预计未来减值的压力或将改善。

图 53: FY2025-2029 公司无形资产摊销（百万元）预估



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 54: 高鑫零售 10 月 15 日发布收购要约公告

本公告乃由高鑫零售有限公司（「本公司」）根據香港公司收購及合併守則（「收購守則」）規則 3.7、香港聯合交易所有限公司（「聯交所」）證券上市規則（「上市規則」）第 13.09 條以及香港法例第 571 章證券及期貨條例第 XIV 部項下內幕消息條文（定義見上市規則）作出。

可能自願有條件要約

於二零二四年九月二十七日，本公司董事會（「董事會」）接獲一名有意要約人（「有意要約人」）發出的接觸函，有意要約人表明有意在受限於各種事項的情況下就本公司全部已發行股份提出附先決條件的自願有條件要約（「可能要約」），並提出註銷本公司所發行所有尚未行使購股權的購股權要約。於本公告日期，[阿里巴巴集團控股有限公司](#)（「[阿里巴巴集團](#)」）通過其全資附屬公司[吉鑫控股有限公司](#)及[淘寶中國控股有限公司](#)間接持有本公司已發行股本約 73.66%，而 New Retail Strategic Opportunities Investments I Limited（由阿里巴巴集團可對其投資決策行使重大影響力的投資基金全資擁有的投資公司）持有本公司已發行股本約 5.04%。據阿里巴巴集團告知，(i) 吉鑫控股有限公司、淘寶中國控股有限公司及 New Retail Strategic Opportunities Investments I Limited 與有意要約人就可能要約的主要條款以作出任何不可撤回承諾的討論正在進行中，(ii) 阿里巴巴集團亦正在與若干其他人士進

资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权投资：退出非核心资产，轻装上阵

权益法核算的投资，指的是公司对其有重大影响的投资，根据国际财务报告准则，超过 20% 实体投票权的投资被假定为重大影响。**FY2024 年公司以权益法为核算的投资额度约在 2031 亿元**，其中，公司 2019 年取得了蚂蚁金服 33% 的股权，预计蚂蚁金服的账面价值占公司权益法为核算的投资较多，除此之外，公司以权益法为投资的企业，例如申通快递、圆通速递、美年大健康等企业。针对于权益法核算的投资，当公允价值低于账面价值且非暂时性，公司则会计提减值。

表 13: 公司以权益投资法核算的投资收益（百万元）

科目（百万元）	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
蚂蚁集团	-	5,324	19,693	24,084	10,294	7,860
其他	2,997	3,332	-1,016	-89	-5,481	-2,154
减值损失	-493	-11,824	-7,256	-6,201	-8,310	-9,895
其他(1)	-1,938	-2,565	-4,437	-3,450	-4,566	-3,546
权益法核算的投资收益	566	-5,733	6,984	14,344	-8,063	-7,735
权益法核算的投资	84454	189632	200189	219642	207380	203131
减值占权益法投资的比例	-0.6%	-6.2%	-3.6%	-2.8%	-4.0%	-4.9%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

除了权益法核算的股权投资外（通常投票权低于 20%），**FY2024 年公司所持有的股权投资为 1637 亿元**。截至 FY2024 年，阿里巴巴所持有的股权投资以及其他投资（流动+非流动）合计 2809 亿元，其中股权投资约为 1172 亿元，上市/非上市企业的股权投资账面价值分别为 672/965 亿元，其中，公开交易的上市公司股权投资以及金融工具的重估，以及股权证券的处置，对公司的利润端会产生影响。

FY2024 年，由于二级市场跌幅较多，以及公司主动退出非核心业务，公司上市公司股权账面价值下降。公司上市公司证券的股权价值下降至 672 亿元，相比去年减少 406 亿元，我们预计部分来自于投资的上市公司股权市值的缩水，另外，自 2023 年底以来公司逐步退出非核心业务，例如小鹏汽车、商汤、快狗打车、哔哩哔哩等企业。

表 14：公司股权证券以及其他投资(流动+非流动)

科目 (百万元)	计量方法	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
股权投资							
	公允价值						
上市公司证券	计量	61,202	66,303	124,841	103,260	107,751	67,181
非上市公司证券	简易计量	82,673	87,553	100,687	109,237	87,037	96,478
债券投资		23,142	11,707	21,500	19,787	55,841	117,232
债务证券和贷款投资		-		-	-	15,105	11,082
	公允价值						
其他理财投资	计量	-		-	-	40,736	106,150
股权证券以及其他投资(流动+非流动)		23,142	165,563	247,028	232,284	250,629	280,891

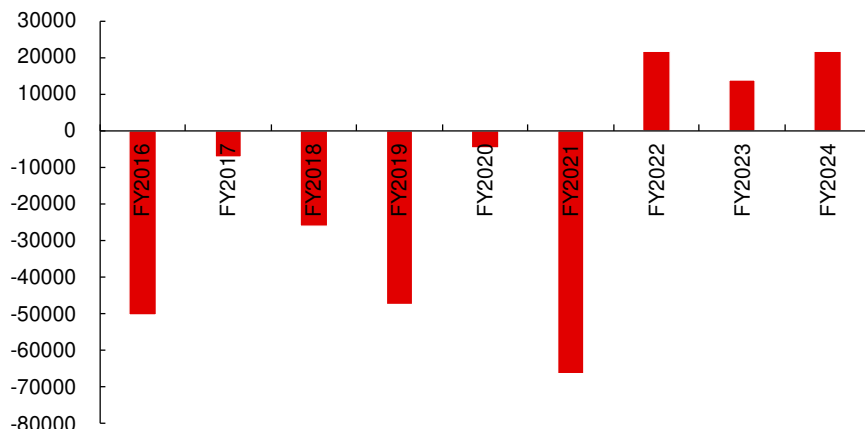
资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 15：自 2023 年底去公司陆续退出非核心资产

时间	标的	详情
Dec-23	小鹏汽车	阿里旗下淘宝中国计划出售 2500 万股小鹏汽车(XPEV.N)的 ADR，总价值约 3.91 亿美元（约合 27.8 亿人民币）
Jul-23	商汤	商汤发布公告称，阿里已有序出售所持有的商汤的所有 B 类股份。
Sep-22	快狗打车	自 2022 年 9 月以来，阿里持续减持快狗打车
Mar-24	哔哩哔哩	阿里巴巴将出售其持有的哔哩哔哩（B 站）部分股权，筹集资金 3.578 亿美元
Sep-24	云音乐	9 月 2 日，阿里巴巴减持了 60 万股云音乐，减持均价为 87.61 港元，按此测算套现 5256.6 万港元。
Oct-24	高鑫零售	高鑫零售近期一系列公告明确表达了股东阿里巴巴正在与有意要约人进行接触

资料来源：中国基金报，证券时报，长江证券研究所

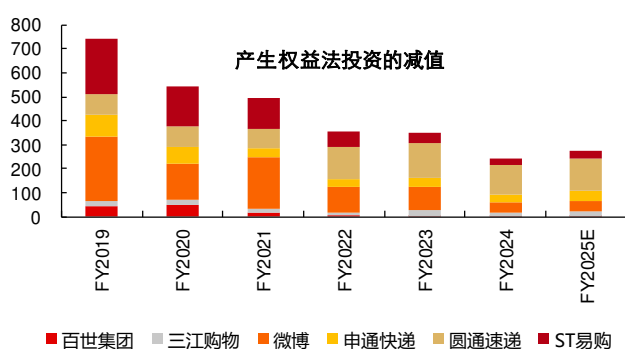
图 55：阿里巴巴资产处置/重估收益（百万人民币）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

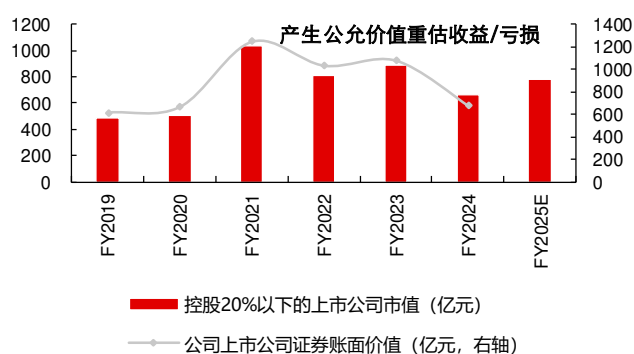
后续来看，我们认为公司长期股权投资的减值以及重估带来的亏损或将收窄。我们将公司控股企业按照权益法（20%以上控股）以及成本法（20%以下控股）进行分类。第一，以权益法为核算的股权投资，例如上市公司例如微博、苏宁易购等，近年以来由于其市值的大幅回落导致公司计提减值，当前苏宁易购以及微博两家企业的市值回调较多，从2024年3月底至10月市值有所回暖；此外，公司控股20%以下的上市公司企业在FY2022年以及FY2024年波动较大，主要与二级市场的波动相关。假设这些企业后续的市值得到企稳，或持续剥离非核心业务，我们预计来自于上市公司企业的投资减值或公允价值重估将减少。

图 56：公司控股 20%以上且未并表的上市公司市值合计（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 57：公司控股 20%以下且未并表的上市公司市值合计（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

投资建议：迈入投资效率蜕变的新阶段

从资本管理中，公司具有充沛的自有现金流，而在现金返还股东和投资新业务的取舍中，由于对于核心业务的专注，选择将更多的现金流返还股东。我们测算，FY2024年公司

股东回报率（股息+回购率）在 8% 左右，且随着未来总股本的持续下降，ROE 有望持续改善，投资价值凸显。

回购注销强化股东回报，未来回购库充沛：2019 年 5 月后，公司董事会开展了一份股份回购计划，此外在 2022 年后持续增加回购额度，2024 年后公司授权将股份回购计划增加至 250 亿美元（直至 2027 年底）；此外公司将回购股票注销，充分考虑投资者汇报以及净资产收益率的改善，截至 2024 年 11 月公司总股本 192 亿股数，同比下降 6%。

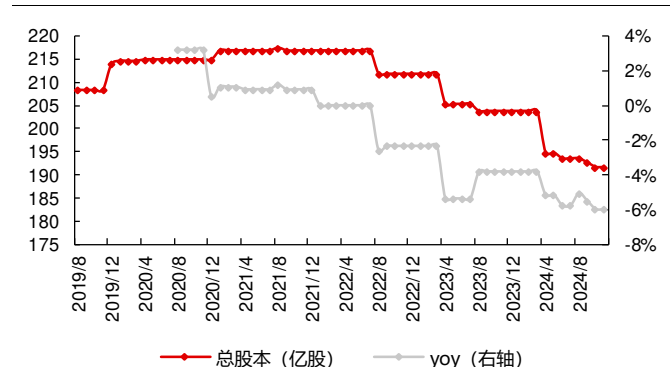
FY2024 年首次派发股息。

表 16：公司股票分红+回购概览

	2024/3/31	2024/12/1
单位：亿美元	FY2024	FY2025
回购金额	125	131
年末分红	24	24
特殊派息	25	25
回购+分红	174	180
市值	1843	2088
股息率（%）	2.69%	2.35%
投资回报率（%）	9.4%	8.6%

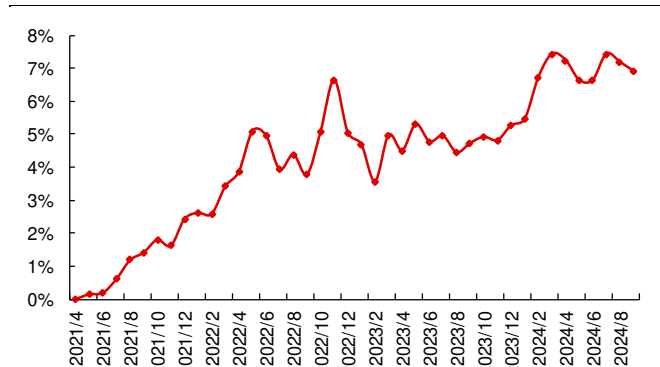
资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究所，备注：表头的时间日期为市值、股息率、投资回报率统计时点；

图 58：阿里巴巴总股本（亿股数）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 59：公司滚动 12 个月回购金额/当期市值



资料来源：公司公告，长江证券研究所

回答上述的问题，我们认为，本次阿里巴巴新一轮的投资周期，与过去不同的：第一，公司逐步从无序的投资扩张迈入聚焦主业，聚焦全业务条线的盈亏平衡，投资业务的效率优化，从淘天反哺集团，再到集团投资主业，此外，随着更为高效的营销工具出现，在主业投入和商业化双轨进行下有望驱动淘天经营效率蜕变；第二，公司下注科技创新和出海方向，基于主业的基建优势下把握时代红利下，打开其第二增长曲线；第三，公司持续加大股东回馈，近年以来公司持续优先回购减少流通股提升每股收益，以及年度派息回馈股东，投资价值凸显。预计 FY2025-2027 公司归母净利润分别为 1307、1523、

1836 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	752,864	816,995	892,405	1,005,697
现金	248,125	304,706	360,709	454,815
预付款项、应收账款及其他流动资产	143,536	151,087	170,493	189,680
短期投资	262,955	262,955	262,955	262,955
受限制现金	38,299	38,299	38,299	38,299
证券投资	59,949	59,949	59,949	59,949
非流动资产	1,011,965	1,013,767	1,012,771	1,015,490
固定资产	185,161	189,161	193,161	197,161
无形资产	26,950	15,309	8,335	6,054
商誉	259,679	259,679	257,679	255,679
权益法核算的投资	203,131	207,614	210,592	212,592
证券投资-非流动资产	220,942	225,902	226,902	227,902
其他	116,102	116,102	116,102	116,102
资产总计	1,764,829	1,830,762	1,905,176	2,021,187
流动负债	421,507	439,533	449,110	468,496
非流动负债	230,723	230,723	230,723	230,723
负债合计	652,230	670,256	679,833	699,219
股东权益合计(含少数股东权益)	1,101,871	1,149,779	1,214,615	1,311,240
股东权益合计(不含少数股东权益)	986,544	1,037,306	1,110,142	1,214,767
少数股东权益	115,327	112,473	104,473	96,473
夹层权益	10,728	10,728	10,728	10,728

现金流量表	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	182,593	185,527	184,949	223,052
净利润	71,332	130,708	152,282	183,571
股权投资减值	12,244	3,156	2,000	2,000
折旧摊销	44,504	32,641	29,974	29,281
商誉、无形资产减值	34,854	9,156	8,000	4,000
权益法核算的投资收益	7,735	-4,483	-2,978	-2,000
股权激励费用	18546	18000	18500	19000
营运资本变动	-13,749	10,475	-9,829	199
投资证券相关损益	23,480	-8,116	-3,000	-3,000
投资活动现金流	-21,824	-31,000	-31,000	-31,000
资本支出	-32087	-31000	-31000	-31000
其他投资	10,263	0	0	0
筹资活动现金流	-108,244	-97,946	-97,946	-97,946
回购款项	-88,745	-80,000	-80,000	-80,000
股息分配	-17,946	-17,946	-17,946	-17,946

利润表	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	941,168	1,002,667	1,131,451	1,258,783
其他收入				
营业成本	586,323	623,654	703,500	782,445
销售费用	115,141	128,883	137,124	138,761
管理费用	41,985	42,112	47,521	52,869
研发费用	52,256	55,125	62,178	69,163
财务费用	7,947	8,615	6,789	7,553
除税前溢利	101,596	151,545	178,866	219,711
所得税+权益法投资收益	30,264	23,312	34,584	44,139
净利润	71,332	128,234	144,282	175,571
少数股东损益	-8,677	-2,854	-8,000	-8,000
归属母公司净利润	79,741	130,708	152,282	183,571
Adj.EBITA	165,028	172,038	198,129	233,544
Non-GAAP 净利润	157,479	150,299	164,084	191,180
Non-GAAP EPS	7.85	7.83	9.16	10.81

主要财务比率	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力				
营业收入	8.25%	6.53%	12.84%	11.25%
归属母公司净利润	9.97%	63.92%	16.51%	20.55%
获利能力				
毛利率	37.70%	37.80%	37.82%	37.84%
销售净利率	8.47%	13.04%	13.46%	14.58%
ROE	7.13%	11.50%	12.77%	14.41%
ROIC	7.98%	9.48%	10.81%	12.52%
偿债能力				
资产负债率	36.96%	36.61%	35.68%	34.59%
净负债比率	36.32%	31.50%	26.04%	18.49%
流动比率	1.79	1.86	1.99	2.15
速动比率	1.70	1.77	1.90	2.06
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.56	0.61	0.64
预付、应收账款周转率	55.67	55	55	55
每股指标 (元)				
每股收益	3.95	6.75	8.10	9.97
每股经营现金流	9.05	9.58	9.84	12.11
每股净资产	55.13	59.90	65.20	71.78

汇率变动对现金的影响	4,389	0	0	0	估值比率				
现金及现金等价物净增加额	56,914	56,581	56,003	94,106	P/E	24.1	14.7	12.6	10.5
期初现金及现金等价物余额	229,510	286,424	343,005	399,008	P/B	1.73	1.66	1.57	1.45
期末现金及现金等价物余额	286,424	343,005	399,008	493,114	EV/EBITA	14.09	13.30	11.31	9.27

资料来源：Wind，长江证券研究所，市值选取时间为 2025 年 2 月 11 日

风险提示

- 1、电商行业竞争格局加剧。互联网电商已逐渐进入存量市场阶段，用户竞争趋于激烈，平台间补贴力度或加大，对于行业的增长和盈利能力可能产生影响。
- 2、海外监管政策趋严。由于近年以来电商平台持续开展海外业务，若海外对于中国商品加征关税，对于平台的商户利润有较大影响，从而影响平台增长以及商业化潜在空间。
- 3、资本开支过大。考虑电商平台近年加大对于电商业务、出海等方向的投资，若资本开支过大对于行业盈利能力产生影响。
- 4、非核心业务拖累整体利润。由于近几年以来互联网电商平台加大新业务的拓展，若非核心业务无法实现盈利、减亏或者退出，那么对行业整体利润将形成较多的拖累。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。