

阿里巴巴 (BABA.N)

详解强劲增长背后的生态战略与商业逻辑 买入 (首次)

2019年8月17日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入 (百万元)	376,844	528,222	713,303	927,091
同比 (%)	50.6%	40.2%	35.0%	30.0%
归母净利润 (百万元)	87,600	119,339	159,539	207,327
同比 (%)	36.9%	36.2%	33.7%	29.9%
每股收益 (元/股)	33.6	45.8	61.3	79.6
P/E (non-GAAP) (倍)	36	27	20	15

投资要点

- 阿里巴巴以生态战略进行业务布局:** 在专注零售核心业务的基础上,积极布局云计算、金融、数字媒体及娱乐、物流等领域。各业务之间相辅相成,云计算是生态体系的技术及系统基础设施,业务数据化的技术底层;金融是商业运营的支持系统,是整个阿里生态信用体系和金融服务体系的基础设施;阿里妈妈是阿里电商业务货币化平台,是阿里电商业务主要的变现手段;物流业务是打通线上与线下的关键环节,具有强规模效应,是提高消费者粘性和满意度的重要依托;建立在这些底层设施之上的是公司的核心商业、数字媒体及娱乐,以及创新业务。而数字媒体及娱乐和创新业务又是导流的主要手段,帮助阿里体系获得更大的流量。围绕阿里整个生态可以对用户进行交叉销售,实现最大化变现能力。因此生态体系内各环节实际联系密切,相互促进既体现了阿里对商业的渗透之深,又体现了系统的稳固和强扩展性。
- 核心商业方面: 1) 电商业务遥遥领先动能强劲:** 公司 2019 财年零售 GMV 达到 5.73 万亿 RMB, 占线上零售总额的 61%, 处于遥遥领先地位。消费增长、人群和品类渗透以及货币化率提高是收入持续增长的核心动能; **2) 新零售业务稳步推进:** 两方面布局, 一是由口碑+饿了么组成的本地服务公司, 二是盒马鲜生, 通过新零售模式解决传统电商业务无法渗透的品类, 扩展业务边界。
- 基础设施层面: 1) 阿里云:** 全球第三大、国内第一大的 IaaS 服务提供商, 服务客户超过 10 万家, 云市场的订单总数突破 200 万, 云业务亏损率持续收窄; **2) 菜鸟:** 菜鸟全球智慧物流网络已经覆盖 224 个国家和地区, 并且深入到了中国 2900 多个区县, 其中 1000 多个区县的消费者可以体验到当日达和次日达配送; **3) 蚂蚁金服:** 以广泛的底层支付产品和支付场景为依托, 采用阶梯递进的变现模式, 开展全球化布局和模式海外输出。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2020、2021 和 2022 财年收入分别同比增长 40.17%/35.04%/29.97%, 达到 5282/7133/9271 亿元; 归属普通股股东净利润 (non-GAAP, 公司定义口径) 同比增长 36.2%/33.7%/29.9%, 达到 1193、1595、2073 亿元, 对应 PE 27x/20x/15x。综合考虑公司业务成长与竞争优势, 以及非核心商业的亏损, 给予 2019 年 PE(non-GAAP)35 倍, 测得公司估值 229 美元/股; 在 SOTP 方法下估算公司价值 220 美元/股; EBITA 估值法下对应估值系数 22 倍, 测得公司估值为 243 美元/股。给予公司目标价 220-243 美元/股。我们认为公司当前的估值水平具备较强的投资价值, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济加速下滑, 新零售业务竞争加剧, 海外扩张不及预期, 电商法等监管风险, 核心管理层变动风险

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	174.60
一年最低/最高价	129.7/195.7
市净率(倍)	6.14
美股流通市值(亿美元)	4546

基础数据

每股净资产(美元)	28.43
资产负债率(%)	36.23
总股本(亿股)	26.04
流通股本(亿股)	26.04

相关研究

内容目录

1. 公司概况	5
1.1. 公司业务构成.....	5
1.2. 公司发展历史.....	5
1.3. 公司财务和主要业务指标情况.....	6
1.3.1. 收入利润高速增长.....	6
1.3.2. 业务结构与商业模式决定毛利率水平.....	7
1.3.3. 从EBITA 看各业务盈利能力变化.....	8
1.3.4. 运营数据出色，已为公司未来数年增长打下基础.....	9
1.3.5. GMV 快速增长，货币化率稳步提升.....	10
2. 核心商业：国内零售和新零售	10
2.1. 国内线上零售空间分析：宏观经济支撑线上零售基本盘，人群和品类仍有继续渗透空间.....	11
2.2. 货币化平台：阿里妈妈的逻辑和平台增长基础.....	14
2.2.1. 内容化提升用户参与度，阿里妈妈走向品效合一.....	15
2.2.2. 从一次性营销走向消费者资产运营，提升货币化潜力.....	17
2.2.3. 全域营销是公司未来货币化的护城河.....	17
2.2.4. C2B 模式改变商家成本结构，通过创造价值实现自身价值.....	19
2.3. 新零售：整固护城河、拓宽业务边界.....	19
2.3.1. 口碑和饿了么：与美团点评竞争本地服务业务.....	20
2.3.2. 盒马鲜生：生鲜领域快速成长的新零售业态范式.....	21
2.4. 菜鸟网络：打通线上线下的关键环节.....	21
3. 其他业务：云计算、数字媒体及娱乐和创新业务	23
4. 蚂蚁金服：生态信用体系和金融服务体系	25
4.1. 以广泛的底层支付产品和支付场景为依托.....	26
4.2. 阶梯递进的变现模式.....	27
4.3. 模式输出海外进行全球化的业务布局.....	28
5. 估值：.....	28
5.1. 核心假设.....	28
5.2. 收入预测.....	29
5.3. SOTP 分部估值.....	30
5.4. EBITA 相对估值法.....	33
5.5. PE 估值.....	34
6. 投资建议：.....	34
7. 风险提示.....	34

图表目录

图 1: 阿里巴巴生态布局	5
图 2: 公司发展历程	6
图 3: FY2015-2020Q1 公司收入和扣非净利润	6
图 4: 各业务占比变化	6
图 5: FY2015-2019 利润率情况	7
图 6: FY2015-2019 费用率情况	7
图 7: 公司与京东、拼多多毛利率比较	7
图 8: 分业务 EBITA 情况	8
图 9: 分业务 EBITA 利润率情况	8
图 10: 年度活跃用户数 (亿) (12 个月滚动计算)	9
图 11: 阿里、京东、拼多多单季度年度活跃买家增长数量 (亿, 自然年)	9
图 12: 阿里巴巴网购零售市场份额遥遥领先 (自然年)	10
图 13: FY2015-19 淘宝、天猫 GMV 及增速 (亿元)	10
图 14: 公司国内零售业务货币化率情况 (亿元)	10
图 15: 2014-2019FY 公司核心商业细分业务收入 (亿)	11
图 16: 2014-2019FY 国内零售业务收入构成 (亿)	11
图 17: 2012-2018 社消零售额规模及电商渗透率 (亿元)	11
图 18: 社会消费品零售总额月度数据及增速 (亿元)	12
图 19: 中国各级城市网购渗透率	13
图 20: FY2016Q1-2020Q1 阿里年度活跃买家数	13
图 21: 资深用户单量和消费额更高	13
图 22: 2017 年中国各行业线上渗透率情况	14
图 23: 阿里中国零售业务货币化率	14
图 24: 百货行业毛利率、净利率	14
图 25: 手机淘宝 APP 首页	15
图 26: 搜索产生的 PV 和推荐产生的 PV	16
图 27: 阿里用户停留时长	16
图 28: 消费者资产	17
图 29: 阿里妈妈数据赋能	18
图 30: 线上线下数据打通	18
图 31: C2B 模式下供需模型将被重塑	19
图 32: 2017 年新零售品类市场规模及电商渗透率	19
图 33: 阿里本地生活服务公司赋能商家	20
图 34: 盒马场景展示	21
图 35: 盒马 APP	21
图 36: 菜鸟网络合作的快递服务平台	22
图 37: 菜鸟联盟平均每日包裹量	22
图 38: 菜鸟网络改善运输速度	22
图 39: 菜鸟网络服务范围	23
图 40: 阿里云收入、利润率情况 (亿元)	23
图 41: 亚洲 IaaS 云服务市场份额	24
图 42: 中国 IaaS 服务提供商市场份额 (2018H2)	24

图 43: 优酷和其他视频平台 MAU 对比 (万)	24
图 44: 创新业务收入、利润情况 (亿元)	25
图 45: 蚂蚁金服业务版图	26
图 46: 蚂蚁金服商业模式	27
图 47: 蚂蚁金服技术服务收入占比不断提升	27
图 48: 蚂蚁金服愿景与海外布局	28
表 1: 阿里妈妈营销产品	14
表 2: 饿了么得到阿里系资源扶持	20
表 3: 各类线下门店坪效	21
表 4: 阿里影业及其子公司出品代表电影	25
表 5: GMV 占社零比重预测	29
表 6: 核心电商货币化率预测	29
表 7: 收入预测明细表	30
表 8: 贴现率取值依据	31
表 9: DCF 基本假设表	31
表 10: 云计算龙头公司估值比较	32
表 11: SOTP 估值结果 (汇率为 7:1, 下同)	33
表 12: 核心电商 Adjusted-EBITA 计算结果	33
表 13: PE 估值对比	34

1. 公司概况

1.1. 公司业务构成

公司旗下有四块业务，分别为核心商业（电商、本地服务、物流服务等）、云计算、媒体娱乐和创新业务，作为国内最大的电商平台，其主要电商产品包括淘宝、天猫、聚划算等，2019 财年（2018/4/1—2019/3/31），淘宝+天猫的 GMV 达到 57270 亿元，占中国线上零售商业的 61%。本地服务产品包括饿了么和口碑 O2O 平台，物流服务产品为菜鸟网络。

图 1: 阿里巴巴生态布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

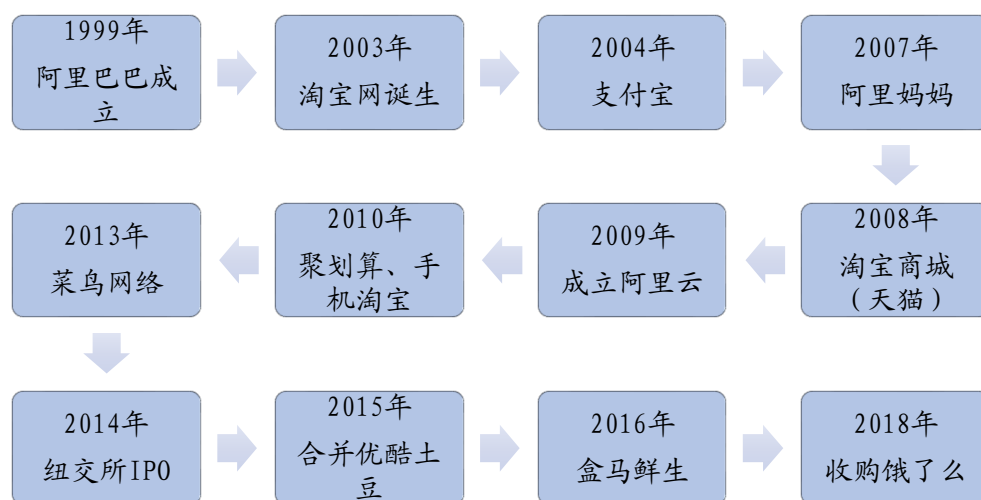
公司以生态战略进行业务布局。各业务之间相辅相成，云计算是生态体系的技术及系统基础设施，业务数据化的技术底层；金融是商业运营的支持系统，是整个阿里生态信用体系和金融服务体系的基础设施；阿里妈妈是阿里电商业货币化平台，是阿里电商业主要的收入来源；物流业务是打通线上与线下的关键环节，具有强规模效应，是提高消费者粘性和满意度的重要手段；建立在这些底层设施之上的是公司的核心商业、数字媒体与娱乐，以及创新业务。而数字媒体及娱乐和创新业务又是导流的重要手段，帮助阿里体系获得更大的流量。因此生态体系内各环节实际联系密切，相互促进，是统一的生态主体，既体现了阿里对商业的渗透之深，又体现了系统的稳固和强扩展性。

1.2. 公司发展历史

1999 年，阿里在杭州成立，打造全球/国内批发贸易平台。2003 年，阿里创立了淘宝网，进军 C2C 电商市场。2004 年，阿里创立阿里旺旺和支付宝，大幅强化了平台基础设施。2008 年，阿里创立淘宝商城（2012 年改名天猫），开拓 B2C 业务。2009 年，阿里推出首款云计算业务，命名阿里云。2010 年，阿里推出手机淘宝，为阿里电商移动

化迈出关键一步。2013 年，阿里推出菜鸟物流，菜鸟物流的目标是打造全国范围内任一地区实现 24 小时送达的商业基础设施。2016 年，阿里提出了新零售概念，通过内生和外延持续在新零售领域不断布局，2017 年 10 月开始整合菜鸟物流网络，2018 年收购饿了么和口碑完成本地零售的布局。同时阿里巴巴继续海外扩张，2018 年 3 月向东南亚地区电商平台 Lazada 集团增资 20 亿美元，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。在文娱方面，2019 年公司对阿里影业的投资增至 51% 完成并表，持续推动大文娱板块的战略协同，在生态构建方面，推出 88 会员，将电商平台与优酷、虾米、淘票票打通会员系统。

图 2: 公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

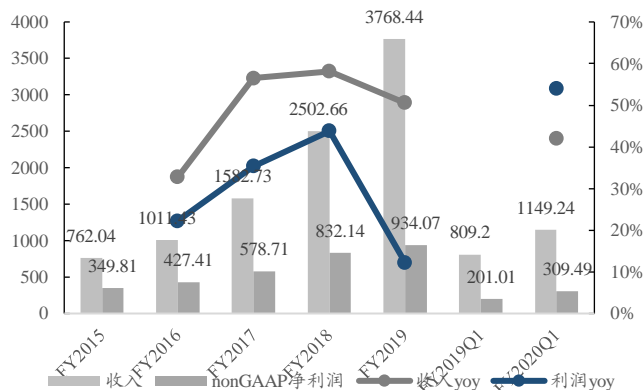
1.3. 公司财务和主要业务指标情况

1.3.1. 收入利润高速增长

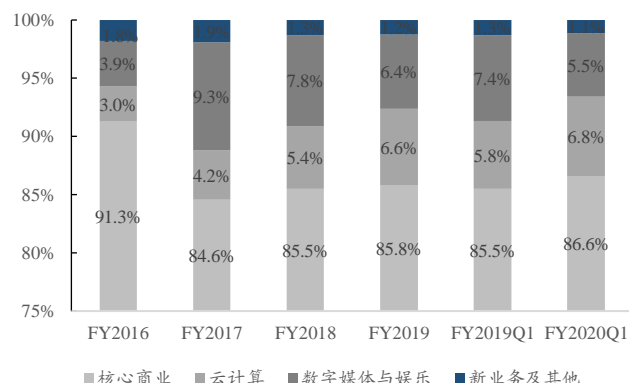
FY2019 (2018Q2-2019Q1) 公司实现营业收入 3768 亿元 (YoY50.6%)，实现归母净利润 876 亿元 (YoY36.9%)，nonGAAP 净利润 934.07 亿元 (YoY12.2%)。FY2020Q1 实现营收 1149.24 亿元，同比增长 42%，nonGAAP 净利润 309.49 亿元，同比增长 54%。FY2015 到 FY2019，阿里营收 CAGR 为 49.1%，归属股东的净利润 CAGR 为 38%，nonGAAP 净利润 CAGR 为 27.8%，在最近一个季度甚至实现了更高水平的增长。伴随云计算、数字媒体娱乐等业务快速发展，FY2016 到 FY2020Q1，核心商业收入占比从 91.3% 下降至 86.6%。

图 3: FY2015-2020Q1 公司收入和扣非净利润

图 4: 各业务占比变化



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

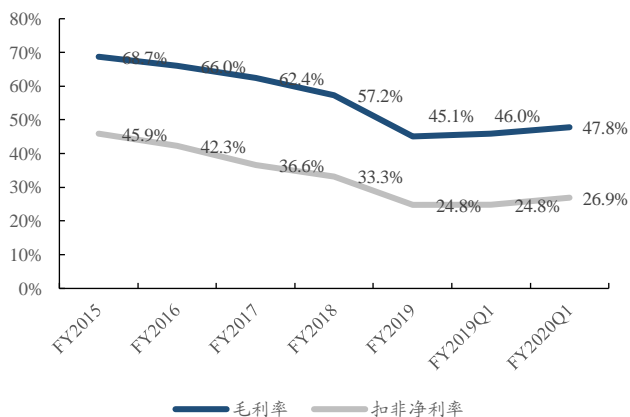


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.3.2. 业务结构与商业模式决定毛利率水平

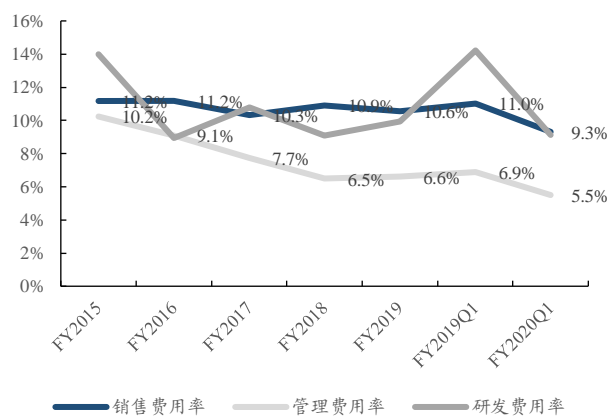
FY2015 到 FY2020Q1，阿里毛利率从 69% 下滑至 48%，毛利率下滑主要源于收入结构改变。核心商业是高毛利率业务，但在收入总额中占比下降。另外，核心商业本身毛利率也有所下滑，原因在于饿了么、Lazada、盒马鲜生、菜鸟网络等业务尚处于投入期，对毛利率产生一定的拖累。

图 5: FY2015-2019 利润率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

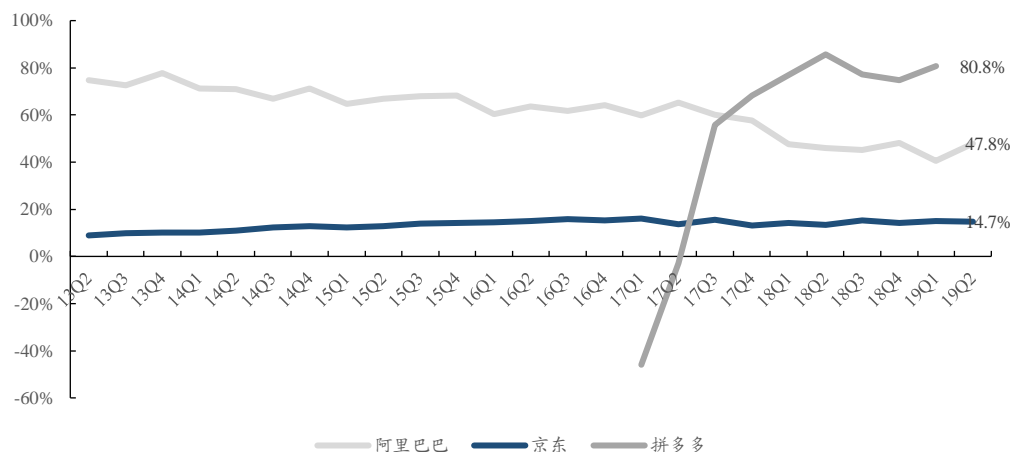
图 6: FY2015-2019 费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

对比来看，公司毛利率高于京东低于拼多多。原因在于京东有大量自营业务，属重资产运营；拼多多营收全部来源于客户管理产生的广告和佣金费用，成本为支付处理费和平台运营成本，侧重轻资产运营；而阿里处于两者中间，除了包含客户管理和佣金收入等轻资产业务外，还经营物流、新零售等重资产业务，另外亏损业务部门数字媒体与娱乐、云计算等也拉低整体毛利率。

图 7: 公司与京东、拼多多毛利率比较



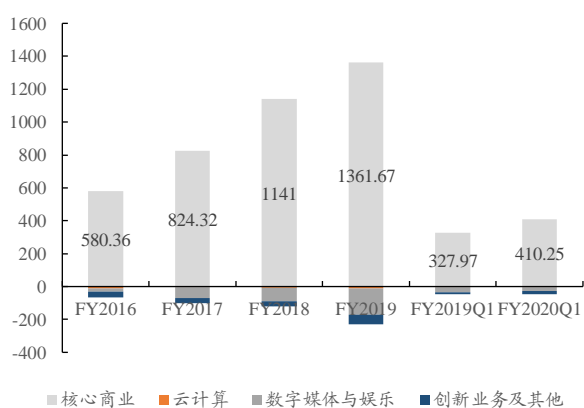
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3.3. 从 EBITA 看各业务盈利能力变化

按照 non-GAAP 口径，去除股权激励、无形资产摊销和集体诉讼支出后，FY2019 公司调整后的 EBITA 达到 1069.81 亿元 (YOY10%)，利润率为 28%，FY2020Q1 实现调整后 EBITA 345.66 亿元 (YOY30%)，利润率为 30%。

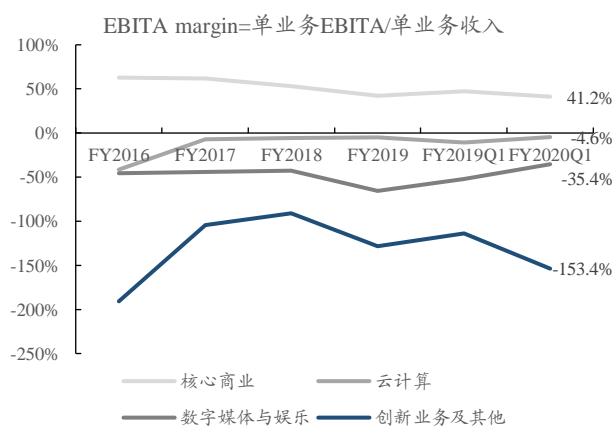
分业务来看，核心商业部门为盈利，FY2020Q1 核心商业 EBITA 410.25 亿 (YOY 30.4%)，其他部门仍处于亏损期，核心商业部门、云计算、数字媒体及娱乐、创新业务 EBITA 利润率分别为 41.2%、-4.6%、-35.4%、-153.4%，按绝对数字算，亏损最多的部门为数字媒体及娱乐。就单季度情况看，数字媒体及娱乐部门 EBITA 利润率从 18Q4 的 -93% 降到 20Q1 的 -35.4%，主要由于上游成本压力的下降和行业竞争的放缓 (主要是优酷)，同时今年一季度对成本进行了着重控制所致。

图 8: 分业务 EBITA 情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 9: 分业务 EBITA 利润率情况

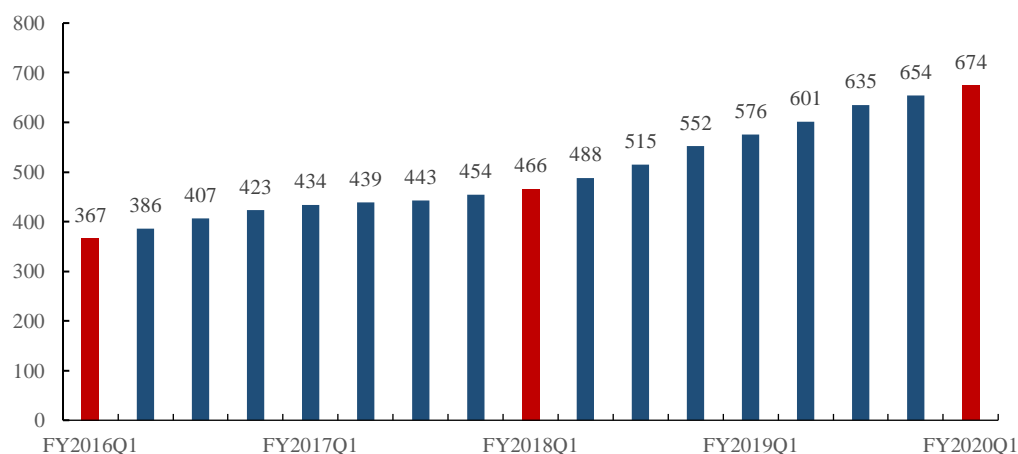


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.3.4. 运营数据出色，已为公司未来数年增长打下基础

至 FY2020Q1，公司平台活跃买家达到 6.74 亿，环比增加 2000 万，同比增加 9800 万，移动端月活达到 7.55 亿，环比增加 3400 万，同比增加 1.21 亿；FY2016Q1-2018Q1，阿里新增年度活跃买家 0.99 亿，FY2018Q1-FY2020Q1，阿里新增年度活跃买家 2.08 亿，增长动能强劲，主要来自市场下沉效果显著，根据管理层最新电话会议所述，公司 FY2020Q1 新增用户中有 70% 是来自于欠发达地区。大规模的新增用户体量是阿里生态体系变现的基础，将为公司未来几年的增长提供强大推动力。

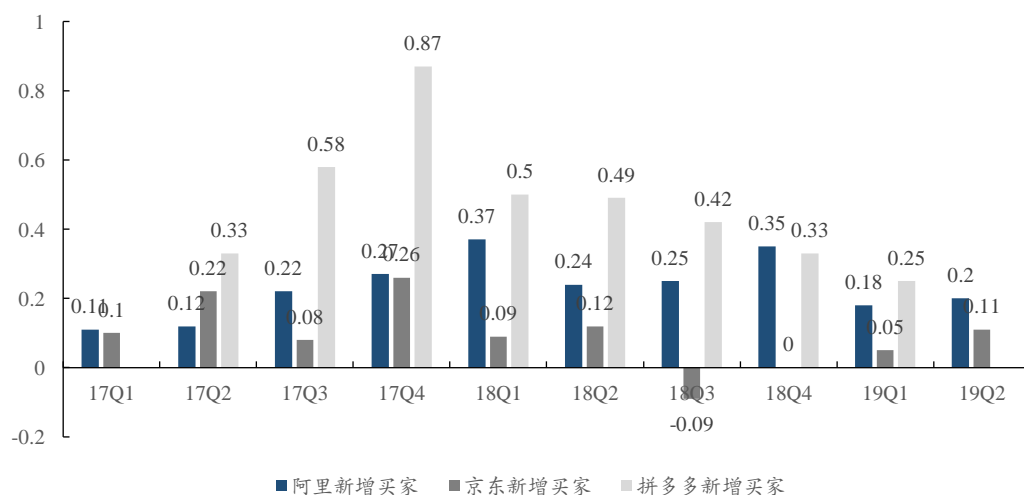
图 10: 年度活跃用户数 (百万人) (12 个月滚动计算)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

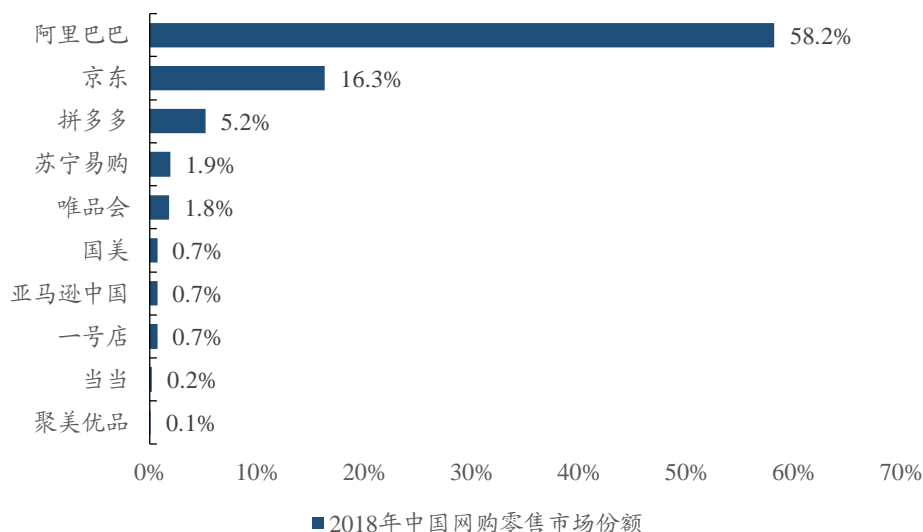
与京东、拼多多等其他电商平台对比，在高基数的情况下，公司年度活跃买家增长数连续 8 个月高于京东。

图 11: 阿里、京东、拼多多单季度年度活跃买家增长数量 (亿，自然年)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12: 阿里巴巴网购零售市场份额遥遥领先 (自然年)

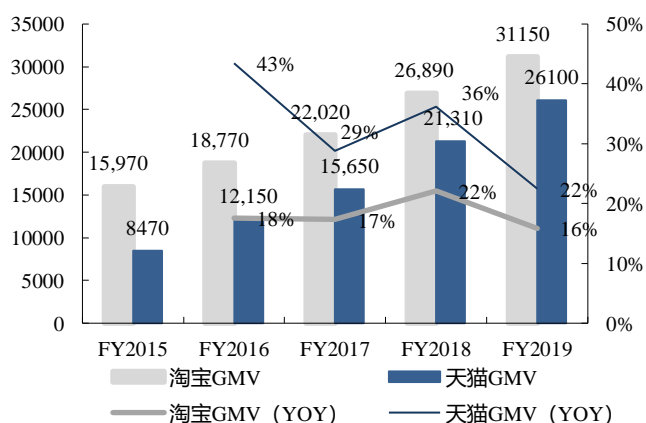


数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

1.3.5. GMV 快速增长, 货币化率稳步提升

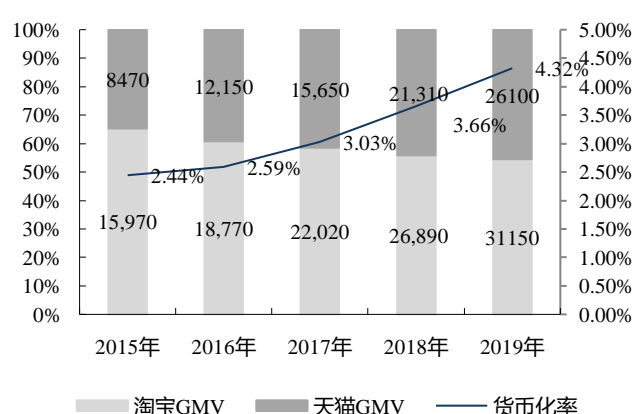
FY2019, 阿里中国零售业务 GMV 达到 57270 亿, 其中淘宝贡献 31150 亿元, 天猫贡献 26100 亿元。FY2015 至 FY2019, 淘宝 GMV 增速分别为 36%、18%、17%、22%、16%, 天猫 GMV 增速分别为 68%、43%、29%、36%、22%, 天猫 GMV 占比从 30% 上升至 44%。阿里向天猫商户收取一定的佣金, 并向淘宝和天猫商户提供直通车、钻石展位等营销工具, 按照 CPC/CPM 收取一定的广告费用。伴随天猫 GMV 占比提高, 阿里货币化能力快速提升。FY2015 至 FY2019, 阿里货币化率从 2.44% 上升至 4.32%。

图 13: FY2015-19 淘宝、天猫 GMV 及增速 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 14: 公司国内零售业务货币化率情况 (亿元)



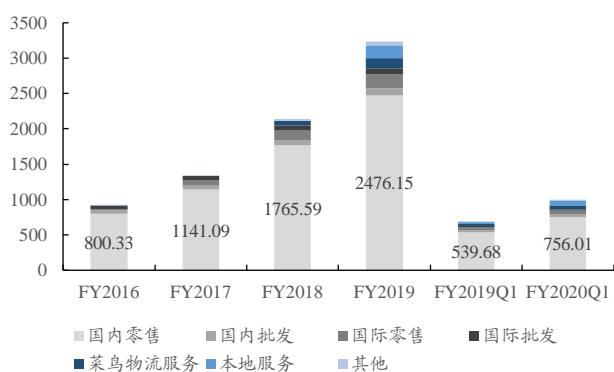
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 核心商业: 国内零售和新零售

核心商业是公司最重要的利润和现金流来源。核心商业包括国内零售、国内批发、

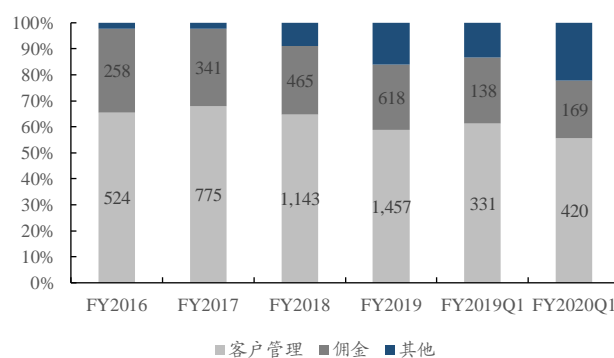
海外零售、海外批发、饿了么、菜鸟网络等业务。FY2019, 中国零售收入占核心商业 76.6%, 中国零售收入主要由广告收入和佣金收入组成。FY2019, 广告收入占比约 58.8%, 佣金收入占比约 25%, 是阿里主要现金流来源。国内零售中其他部分占比近几年来迅速扩大, 主要代表新零售收入体量的快速增长, 至 FY2020Q1, 其占国内零售的比重以及达到 22%, 接近佣金的收入贡献。

图 15: 2014-2019FY 公司核心商业细分业务收入 (亿)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 16: 2014-2019FY 国内零售业务收入构成 (亿)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

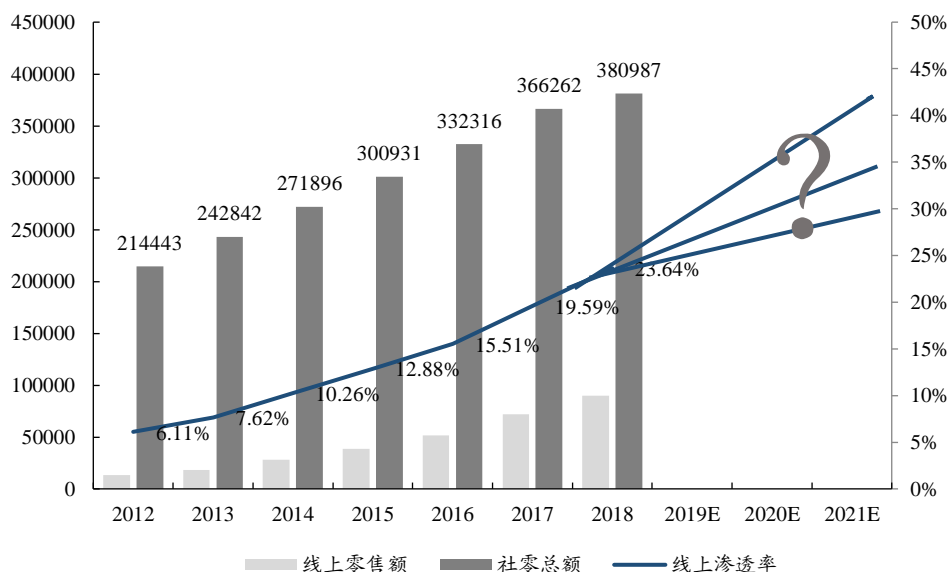
公司核心商业的增长逻辑十分清晰, 公司核心商业收入=社会消费品零售总额*线上渗透率*货币化率, 这三项因素的持续提高就是过去这些年来公司收入高速增长的重要原因。我们接下来就从这三项因素入手, 来分析公司核心商业的成长性。

2.1. 国内线上零售空间分析: 宏观经济支撑线上零售基本盘, 人群和品类仍有继续渗透空间

线上零售规模=社会消费品零售总额*线上渗透率。

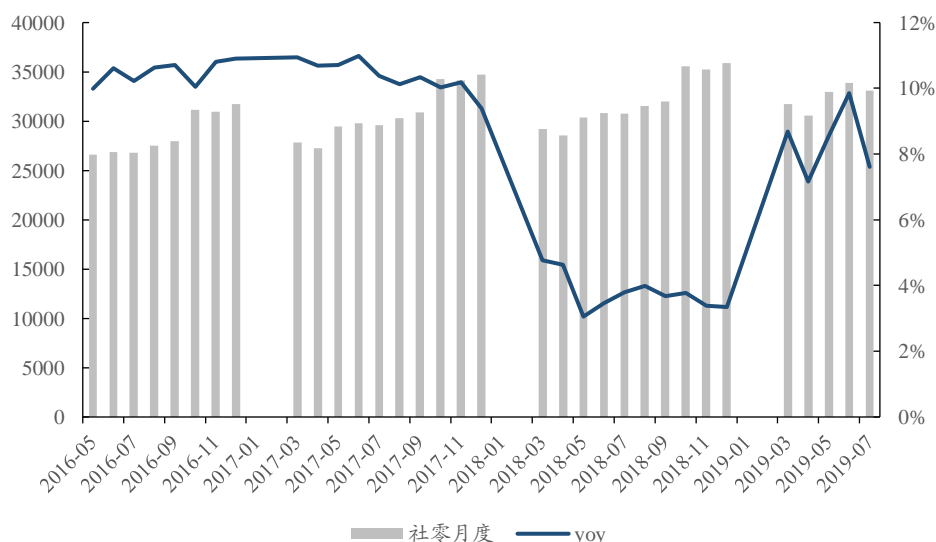
宏观经济增长是阿里增长最大的基本盘。2018 年, 中国社零总额达到 38.1 万亿, 同比名义增长 9.0%。从图 18 中可以看到, 社零总额在经济 2018 年的低速增长后, 2019 年上半年增速强劲, 对阿里巴巴 FY2020Q1 业绩超预期增长提供助力。

图 17: 2012-2018 社消零售额规模及电商渗透率 (亿元)



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 18: 社会消费品零售总额月度数据及增速 (亿元, 扣价)



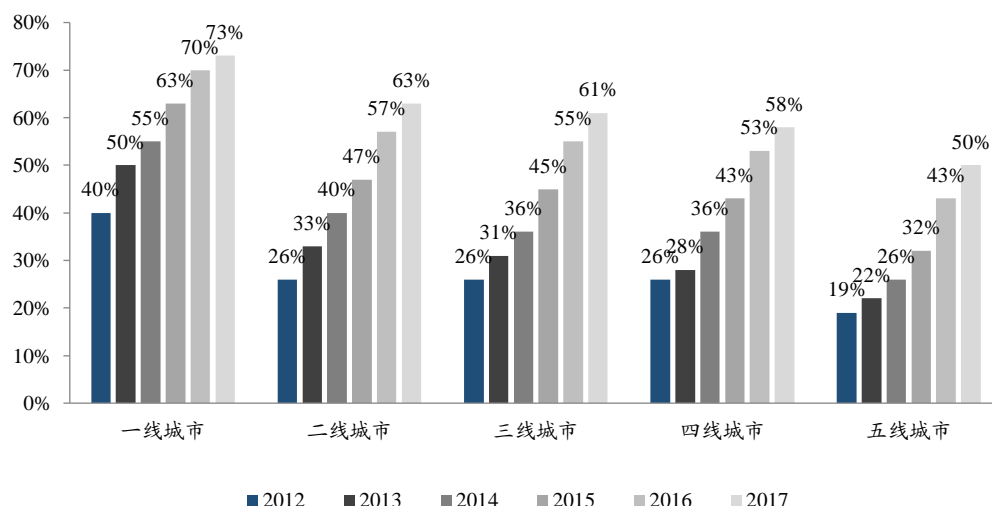
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

电商渗透率在人群和品类上仍有渗透空间。2018年,我国社零总额为380987亿元,其中线上零售额90065亿元,电商渗透率达到23.64%(线上零售额包括虚拟物品和实物商品,实物零售占比约为80%)。我们认为,电商增速放缓的趋势客观存在,但电商在人群和品类上依然存在一定的渗透空间,而VR/AR、智慧物流、大数据等技术的发展对渗透过程将起到积极的作用。

平台下沉战略带来用户新增量。根据贝恩咨询的数据显示,2017年一线城市73%的人群有过网购经历,而这一数字在五线城市仅为50%。2018Q2(即FY2019Q1),阿

里新增年度活跃买家达到 2400 万，其中 80%来自低线城市。2018Q3，阿里新增年度活跃买家 2500 万，其中 75%来自低线城市。2019Q2，阿里新增年度活跃买家 2000 万，其中 70%来自低线城市。截止目前，阿里年度活跃买家 6.74 亿人，距离 8.29 亿网民(CNNIC 数据)仍有一定距离。

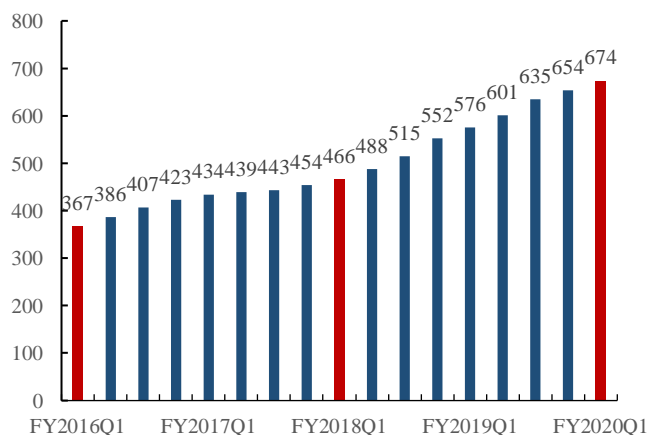
图 19: 中国各级城市网购渗透率



资料来源: 凯度数据, 贝恩咨询, 东吴证券研究所

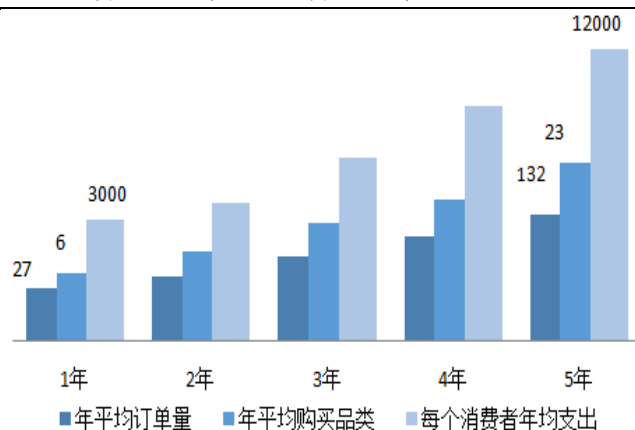
随时间推移, 新增用户线上消费强度会逐渐提升, 为平台提供新的增长动量。根据阿里在投资者日披露的数据显示, 用户下单量和网购金额会随着网购年龄增长而快速增长。一年经验的网购用户平均下单数量仅为 27 单, 而五年经验的网购用户平均下单数量达到 132 单。一年经验的网购用户平均年消费支出仅为 3000 元, 而五年经验的网购用户平均年消费支出达到 12000 元。2015Q2-2017Q2, 阿里年度活跃买家增长 0.99 亿人, 2017Q2-2019Q2, 阿里年度活跃买家增加 2.08 亿人, 数量庞大的新增活跃买家为后续增长提供了一定安全垫。

图 20: FY2016Q1-2020Q1 阿里年度活跃买家数



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

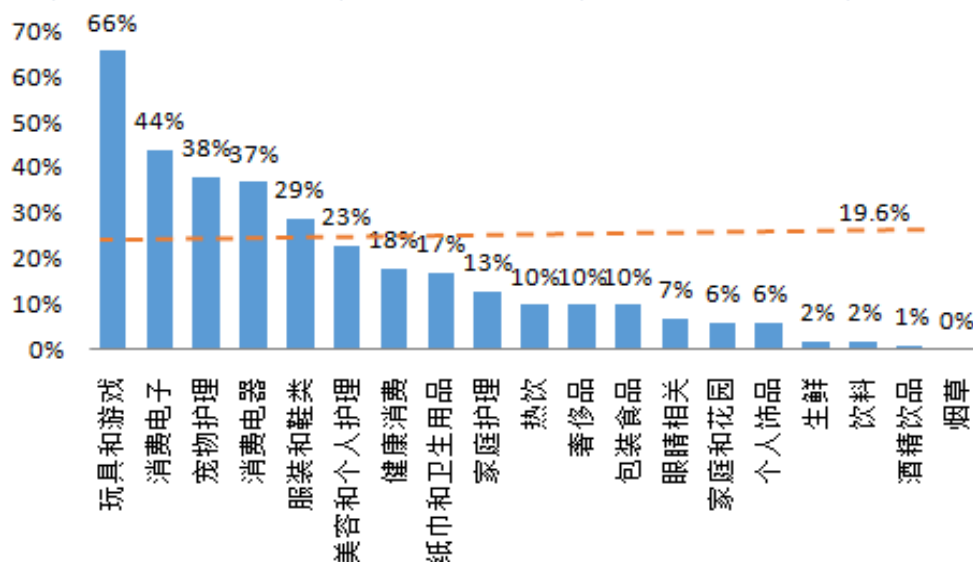
图 21: 资深用户单量和消费额更高



资料来源: 阿里巴巴投资者日, 东吴证券研究所

品类渗透仍具备较大空间。传统线上零售品类如家电、服装和游戏等渗透率较高，以 FMCG 为代表其他零售类型渗透率普遍偏低，有很大增长空间。根据 Euromonitor 的数据显示，2017 年我国电商渗透率为 19.6%。玩具游戏（包括网游）、消费类电子、宠物护理、消费类电器、服装鞋类等品牌渗透率排名前五，渗透率分别达到 66%、44%、38%、37%、29%。FMCG 渗透率则普遍低于 10%，市场体量达 4.7 万亿的生鲜品类渗透率仅为 2%。

图 22：2017 年中国各行业线上渗透率情况



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

2.2. 货币化平台：阿里妈妈的逻辑和平台增长基础

阿里妈妈是阿里电商业务货币化平台，旗下营销产品直通车（按照 CPC 收费）、钻石展位（按照 CPM、CPT 收费）、淘宝客（按照 GMV 扣点收费）是阿里电商业务主要的收入来源。除此之外，阿里妈妈旗下广告交易系统 TANX 亦是中国最大的 ADX 之一，非淘系媒体可接入 TANX，对接淘宝和天猫商家的营销推广需求。媒体通过售卖广告位获得收入，阿里通过 ADX 收取一定的费用。

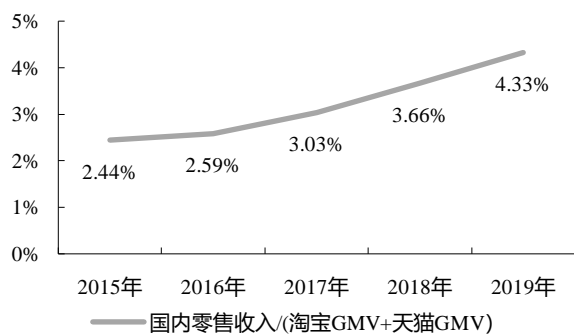
表 1：阿里妈妈营销产品

	淘宝网	天猫	聚划算
淘宝卖家	P4P 直通车、钻石展位、 淘宝客、店面费用	不适用	佣金、安置费
天猫卖家	P4P 直通车、钻石展位	佣金、P4P 直通车、 钻石展位、淘宝客	佣金、安置费

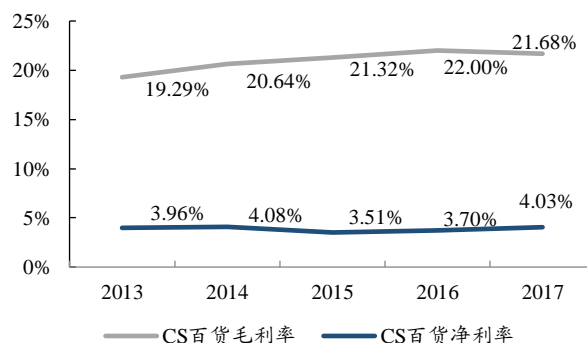
数据来源：阿里巴巴招股书，东吴证券研究所

图 23：阿里中国零售业务货币化率

图 24：百货行业毛利率、净利率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所



资料来源：WIND，东吴证券研究所

不同于传统线下百货公司，仅作为商业交易，单纯通过卖广告位和收取佣金的形式实现货币化，公司通过线上天然数据优势，将用户而非每笔成交量作为管理单位，为品牌商提供更深层次的服务，从手机淘宝的内容化、消费者资产化、从B2C走向C2B的供应链提升过程三个维度出发，我们探究阿里妈妈对品牌商品效合一营销的赋能服务。

2.2.1. 内容化提升用户参与度，阿里妈妈走向品效合一

淘宝首页多次改版进行内容化提升，越来越具有逛的属性。手机淘宝 APP 开辟了淘宝直播、淘宝头条、微淘、有好货等创新栏目，在阿里精细化运营之下，走向内容化和社交化。在此基础上，阿里向用户精准推送其可能感兴趣的商品，使得淘宝越来越具有“逛”的属性。从工具平台到内容平台是手淘一直以来的进化方向。2015年，手淘搜索产生的PV远超推荐产生的PV。2018年，推荐产生的PV已经大幅反超搜索产生的PV。根据艾瑞咨询的数据显示，手淘用户深度远超其他购物APP。有23.6%的手淘用户单日停留时间超过30分钟，21.7%的手淘用户单日停留时间达到10-30分钟，远超京东、苏宁等购物APP。

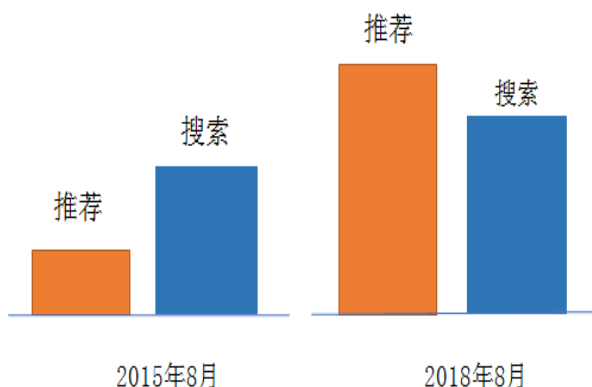
图 25：手机淘宝 APP 首页



资料来源：手机淘宝 APP，东吴证券研究所

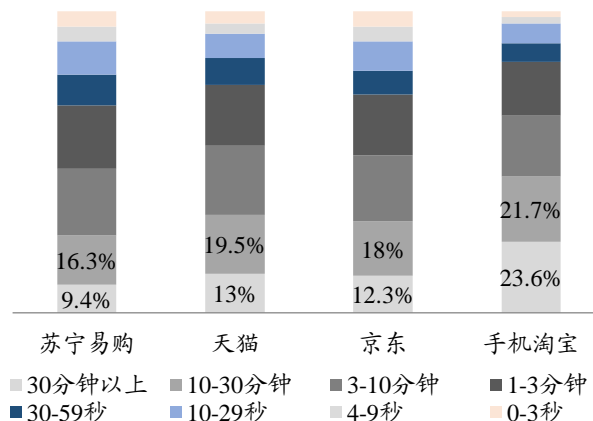
“逛”的行为增加了用户粘性，使天猫成为品牌推广的重要阵地。根据阿里投资者日披露的数据，阿里年消费超过一万元的深度用户留存率高达 98%。“逛”带来的高留存时长让越来越多的品牌开始选择将天猫作为重要的品牌推广阵地，阿里从纯粹的商品交易平台走向了“用户培育+品牌展示+商品交易”的综合平台。对于阿里妈妈来说，这也意味着变现方式从效果广告走向了品效合一。另外，为了帮助品牌商更好的进行品牌推广，阿里推出了“天合计划”。品牌商基于自有采买的非淘系的媒体投放内容，进行天猫品牌视觉元素的植入，以此形成联合投放，从而置换获得更多阿里系内资源投放。

图 26: 搜索产生的 PV 和推荐产生的 PV



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 27: 阿里用户停留时长



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.2. 从一次性营销走向消费者资产运营，提升货币化潜力

从识别偏好到识别个人，建立以用户为管理个体的消费者资产。最初，阿里根据用户年龄、性别、历史购物数据的初等特征识别用户偏好。随着数据积累和推荐技术持续进步，阿里从识别偏好（你之前购买过 X，可能你会喜欢 Y）向识别个人（你是一个 35 岁住在 A 地点的单身男性，已经购买了去迪拜的机票）进行过度。管理个体而非行为可以适应场景化营销，更精准的实施信息流推送，也符合品牌对客户的全生命周期管理的需求，让平台与品牌方更深层次的联结。

消费者资产为管理对象能更准确的定义营销效果，从认知、兴趣、购买、忠诚(AIPL)所有关系环节上管理营销产生的价值。对于品牌商来说，追求交易只是一个方面。如何运营、管理和洞察消费者、如何驱动新用户对品牌形成正向认知，如何增强老用户对品牌的忠诚度同样重要。基于一定的算法，阿里妈妈用一个具体的数字反应品牌从认知、兴趣、购买、忠诚（AIPL）所有关系环节上产生的价值，形成消费者资产。消费者资产基于现有品牌消费者人群，预测未来 3 年该人群将为品牌创造的价值。这改变了过去仅用 ROI 评估营销效果的局面，品牌的营销投入可以直接反应在消费者资产中，通过消费者资产变化来衡量营销效率（譬如，一次营销活动后，A 品牌的数据银行中消费者资产增加了 10 亿）。消费者资产由一次又一次的营销活动中累计得来，又将指导品牌商新的营销活动，将短期营销活动变成长期的营销规划。

图 28: 消费者资产



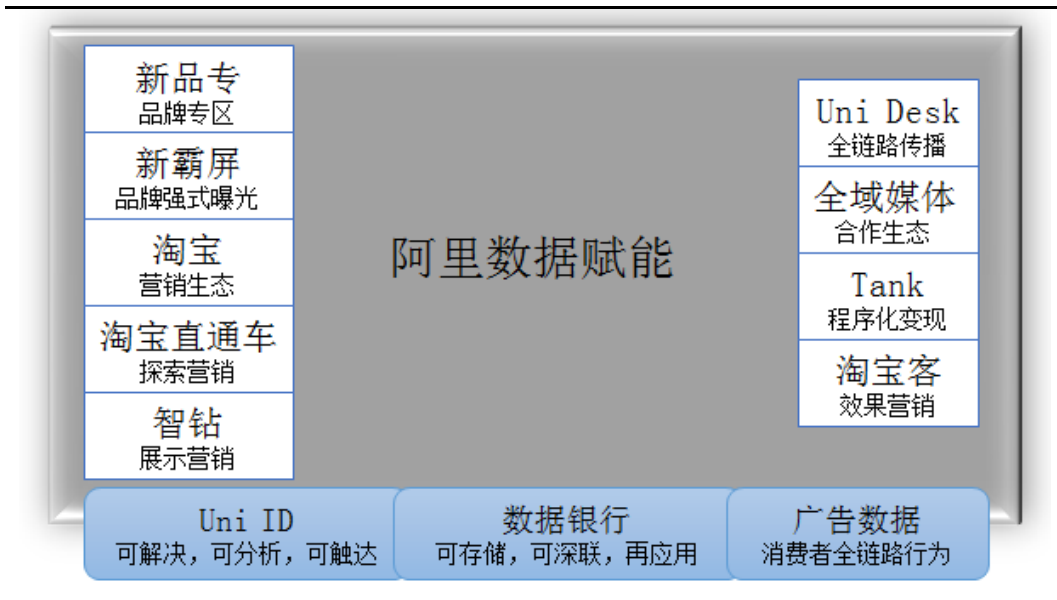
资料来源：阿里巴巴投资者日，东吴证券研究所

2.2.3. 全域营销是公司未来货币化的护城河

2016 年阿里妈妈事业部提出全域营销（Uni Marketing）方法论，以 Uni desk、品牌数据银行，Brand hub 等产品为基础，推动品牌商实现“全链路”、“全媒体”、“全数据”、“全渠道”的营销。品牌数据银行可以理解为升级版 DMP，传统的 DMP 针对不同用户进行一定的画像，而品牌数据银行则可以存储用户和某个品牌所处的联系阶段和联系过程。在阿里系流量支持下，品牌数据银行打通多个媒介，融合各个场景中沉淀下来的消费者数据，使得品牌商首次实现了对消费者的精准识别，让品牌商彻底告别一次营销。Uni

desk 是全域营销另一个核心产品,主要面向代理商,帮助代理商完成智能策略(投放前,更好的识别和洞察人群,并且及时校正)、智能投放(投放过程,将受众分为 Aware、Interest、Purchase、Loyalty 四个不同阶段给予不同的素材)、以及数据回流,并且全链路可视化(投放后,数据回流给品牌数据银行,形成数据资产)。

图 29: 阿里妈妈数据赋能



资料来源: 阿里妈妈, 东吴证券研究所

阿里拥有淘宝、天猫、支付宝、优酷土豆、高德地图等众多数据来源,这些线上各个场景中产生和沉淀下来的用户数据是非常宝贵的资产。新零售趋势下,伴随线上线下数据的打通(有交易的场景,譬如 Nike 天猫店和 Nike 线下门店数据打通),品牌数据银行将采集到更多维度的与品牌产生关联的用户数据。对阿里来说,一方面,增加与品牌商的合作深度,巩固了护城河。另一方面,线下数据补充线上数据库,可以提升电商平台匹配效率。对于商家来说,在阿里赋能下开始进行消费者管理,营销效率和运营效率得到大幅提高。在追赶者还处在吸引品牌商入驻的时候,阿里和品牌商的合作深度已经从单纯的交易层面走到了数据层面。

图 30: 线上线下数据打通

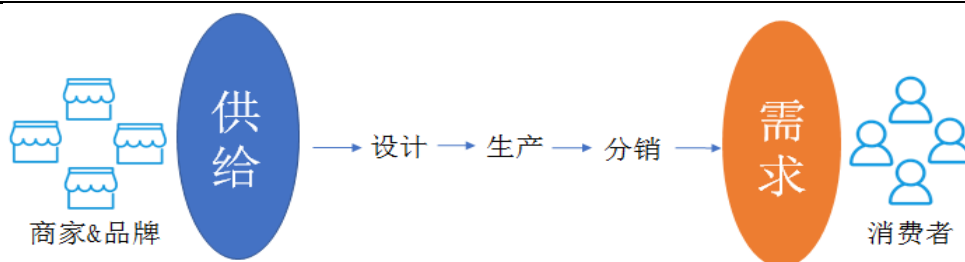


资料来源: 天猫, 东吴证券研究所

2.2.4. C2B 模式改变商家成本结构，通过创造价值实现自身价值

平台的数据价值反应在通过需求信息逆向指导生产提高供应链效率上。现有 B2C 模式下，商家对消费者和消费需求知之甚少，往往只是基于过往经验或数据进行一定的市场预判。产出和需求一旦出现不匹配，便会降低库存周转率，进而影响商家经营效率。阿里着手于供应链各个环节的数字化改造，在这之后，C2B 模式将越来越普遍。在 C2B 模式下，商家可以知道消费者的具体需求并协助商家生产、制造相应的产品，通过市场需求迅速改变供应链，提升生产效率。从 B2C 到 C2B，阿里在创造价值的同时亦将实现自身价值。

图 31: C2B 模式下供需模型将被重塑

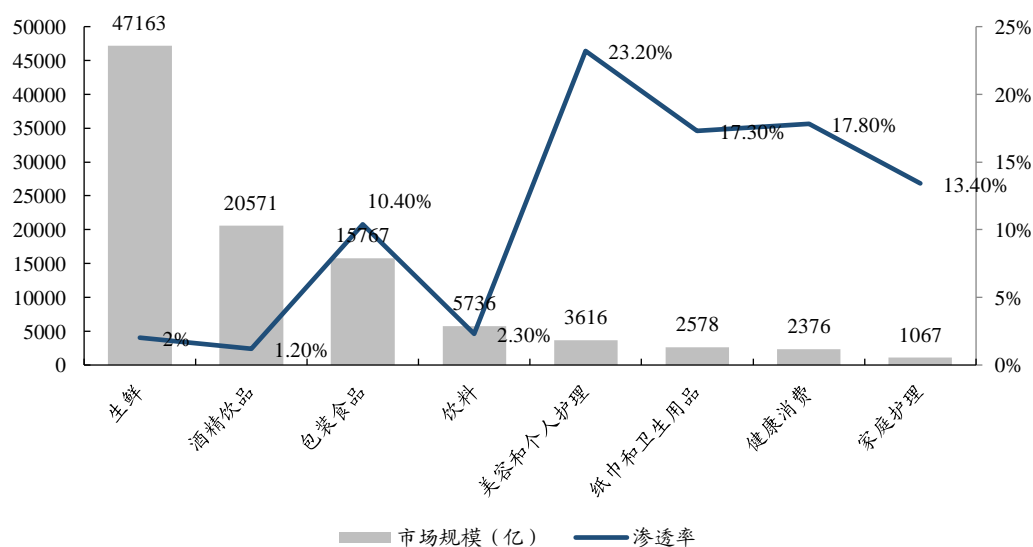


资料来源：阿里巴巴投资者日，东吴证券研究所

2.3. 新零售：整固护城河、拓宽业务边界

公司以本地服务和生鲜品类作为新零售业务布局的重点。FMCG 领域最大的三个类目分别是生鲜、酒精和食品包装，市场规模分别达到 4.7 亿、2.1 亿、1.6 亿，然而电商渗透率却分别低至 2.0%、1.2%、10.4%。公司布局新零售一个重要原因就是为了解决传统电商业务无法渗透的品类，扩展业务边界。公司在新零售业务上主要布局了两个解决方案，第一个是由口碑+饿了么组成的本地服务公司，第二个是盒马鲜生，通过新零售模式来对曾经无法渗透的品类进行深层渗透。

图 32: 2017 年新零售品类市场规模及电商渗透率

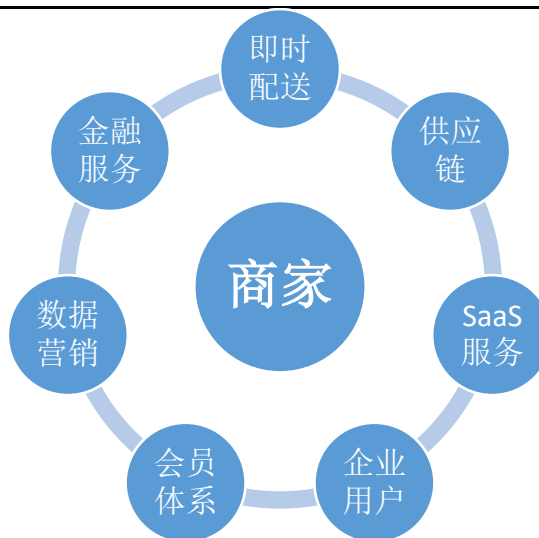


资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所

2.3.1. 口碑和饿了么：与美团点评竞争本地服务业务

2018年4月，阿里以95亿美金的作价完成对饿了么的收购。2018年10月，阿里宣布口碑和饿了么合并，成立本地生活服务公司。饿了么和口碑合并打通“到家”和“到店”两个场景，饿了么拥有丰富的本地生活服务资源和强大的即时配送能力，口碑则拥有成熟的商家服务体系和深刻的消费者洞察，协同作用明显。合并后，两者将共同推动本地生活服务市场的全面数字化，为商家提供即时配送、金融服务、供应链服务、数据营销服务、SaaS系统支持、会员体系服务等，全方位赋能线下商家。目前，口碑和饿了么在超过600个城市拥有超过300万的活跃商家。口碑平台MAU达到1.67亿，饿了么则拥有超过60万的月度活跃骑手为消费者服务。

图 33：阿里本地生活服务公司赋能商家



资料来源：阿里巴巴，东吴证券研究所

与美团点评相比，阿里系本地服务拥有以下资源：

在资金上，正如当年阿里利用 B2B 业务产生的现金流补贴 C2C 业务，电商业务可以作为现金流输血新零售，打持久战。在流量上，阿里在手机淘宝和支付宝两大超级 APP 为饿了么开辟了一级入口。在内容上，阿里通过入驻星巴克/屈臣氏的天猫式玩法、阿里系盒马鲜生/阿里健康、零售通赋能便利店/夫妻店等方式，丰富饿了么内容矩阵，增强用户吸引力。除此之外，由于外卖业务在时间上有明显的高峰波谷，阿里错峰调度外卖配送和电商配送，可以充分利用闲散运力，提高送餐效率。口碑+饿了么同时亦融入阿里 88 会员体系，在拉新和增加用户粘性上均具备较好的效果。

表 2：饿了么得到阿里系资源扶持

资金	电商业务现金牛作为后盾
流量	手机淘宝、支付宝等超级 APP
内容	星巴克（天猫化）、盒马鲜生（自建）
其他	88 会员、物流协同（电商配送可以平滑用餐高峰明显的外卖配送）

数据来源：资料整理，东吴证券研究所

2.3.2. 盒马鲜生：生鲜领域快速成长的新零售业态范式

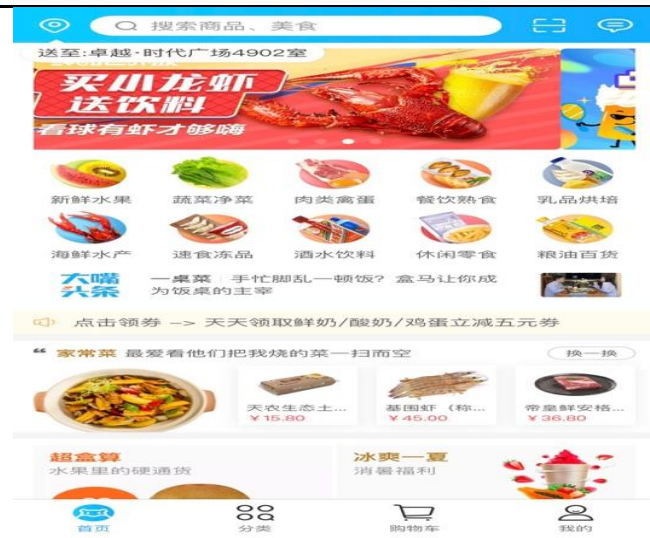
盒马鲜生是“超市+体验式餐厅”的组合体，目前在全国拥有 77 家门店，集中分布在一线城市和强二线城市。盒马鲜生支持到店购买和 APP 下单配送到家，可以实现门店附近 3 公里范围内最快 30 分钟送货上门，是新零售的重要范式之一。

图 34：盒马场景展示



资料来源：盒马鲜生，东吴证券研究所

图 35：盒马 APP



资料来源：盒马鲜生 APP，东吴证券研究所

盒马鲜生坪效远高于传统零售店，为线上线下相互导流的结果。与每日优鲜等通过前置仓完成生鲜配送的模式不同，盒马鲜生拥有线下门店，门店 2/3 区域用作经营，1/3 区域用作仓储。盒马鲜生仓店一体的商业模式主要有两大优势：（1）前置仓模式下仓库是纯成本，仓店一体模式下门店可以创收。（2）线下门店可以获客，线上线下相互导流。目前，盒马鲜生超过 50%流水来自线上 APP 下单，坪效远高于传统超市。根据我们的草根调研，传统百货的坪效一般在 1 万元/m²/年，便利店平均坪效约为 2-3 万元/m²，而盒马鲜生坪效可以做到 5 万元/m²/年。

表3：各类线下门店坪效

	百货	购物中心	永辉超市	苹果	小米之家	便利店	盒马鲜生
坪效(约)	1万	0.6万	2万	37万	27万	2-3万	5万

数据来源：调研资料整理，东吴证券研究所

目前公司新零售仍处于投入培育期，盈利能力需要进一步观察。新零售诞生的背后是物流等基础设施、消费者消费习惯不断变化的结果，同样新零售和流量运营的传统零售相比需要更精细化的运营和供应链效率。2019 财年第二季度（即 2018Q3），阿里核心零售业务 EBITA 为 298.1 亿元，Marketplace-base 零售业务 EBITA 为 356.4 亿元，即意味着饿了么、盒马鲜生、菜鸟网络等非 Marketplace-base 零售业务 EBITA 之和为-58.3 亿元。根据阿里 Earnings call 的披露，亏损排名前五的业务分别为饿了么、Lazada、新零售（主要为盒马）、天猫国际、菜鸟网络。

2.4. 菜鸟网络：打通线上线下的关键环节

菜鸟网络是阿里控股的，专注于物流网络的平台服务。目前，菜鸟全球智慧物流网络已经覆盖 224 个国家和地区，并且深入到了中国 2900 多个区县，其中 1000 多个区县的消费者可以体验到当日达和次日达配送。

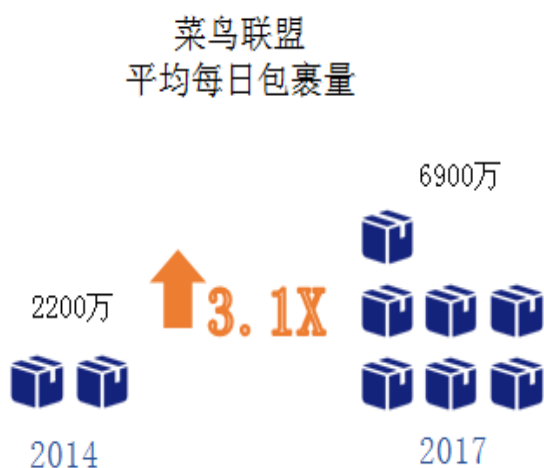
图 36: 菜鸟网络合作的快递服务平台



资料来源：菜鸟网络，东吴证券研究所

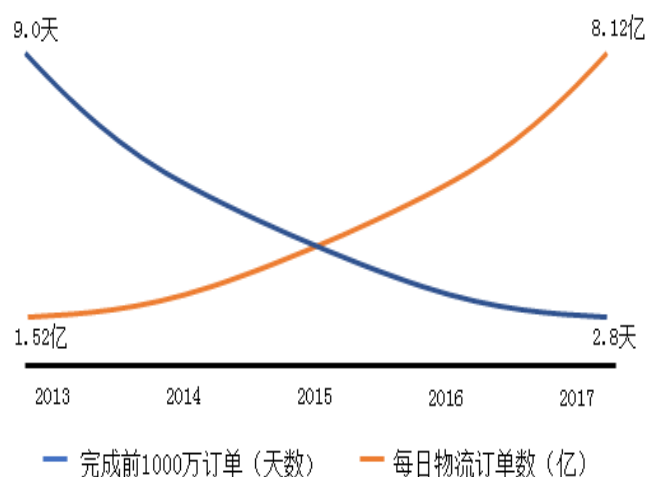
菜鸟网络试图将不同快递公司的资源实时地充分地调动起来，进而在速度和成本化进行优化。目前，菜鸟网络已经接入快递员超过 300 万人，合作运输车辆超过 23 万辆，制定专业路线超过 600 万条。根据菜鸟网络官方表态，阿里巴巴和菜鸟网络预计将继续投入 1000 亿元升级全球智慧物流网络，加快实现全国 24 小时、全球 72 小时必达。

图 37: 菜鸟联盟平均每日包裹量



资料来源：阿里巴巴投资者日，东吴证券研究所

图 38: 菜鸟网络改善运输速度



资料来源：阿里巴巴投资者日，东吴证券研究所

除了将商品、消费者及商家等信息数字化，菜鸟还致力于将库存、物流方式、装运人员等要素进行数字化，从而实现整个物流网络的数字化。城际物流中，菜鸟网络服务 1000 万商家，6.01 亿消费者（电商业务）。城内物流中，菜鸟服务 350 万商家，1.68 亿消费者（本地服务业务）。物流体系的数字化将提升整个物流体系运转的效率，减小商家

成本，提升消费者购物体验。

图 39: 菜鸟网络服务范围

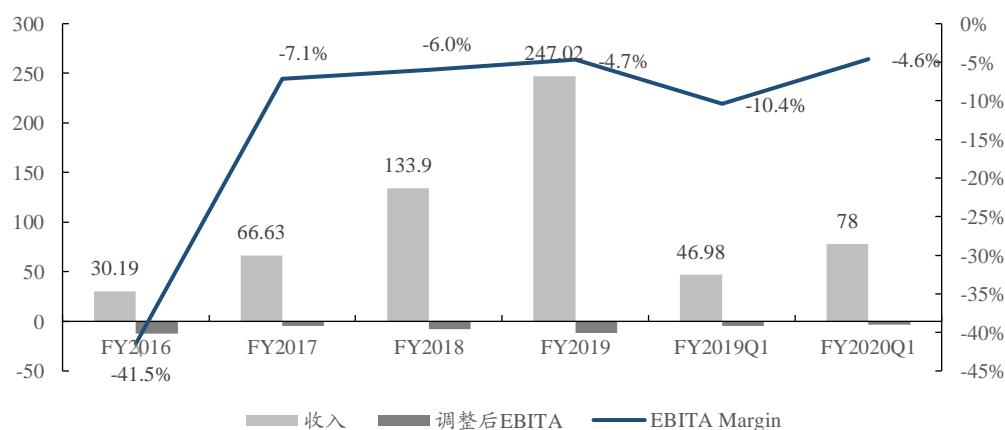


资料来源：阿里巴巴投资者日，东吴证券研究所

3. 其他业务：云计算、数字媒体及娱乐和创新业务

云计算部门为全球客户提供全套云服务，包括弹性计算，数据库，存储，网络虚拟化服务，大规模计算，安全，管理和应用服务，大数据分析，机器学习平台和物联网服务。公司从2015年开始实行强中台战略，打造统一的数据共享平台，内部取得成功后开始对外输出阿里云 IaaS 数据服务。阿里云在零售领域优势显著，在数据厚度和服务经验上远超其他云计算厂家，国内超过8成的服装企业使用阿里云平台。目前阿里云合作伙伴数量已经超过8000家，服务客户超过10万家，云市场的订单总数突破200万，合作伙伴的业务增长率达到450%。FY2020Q1 云计算业务收入为人民币78亿元，同比增长66%，业务仍处在快速增长阶段，EBITA为-3.58亿元，EBITA利润率为-4.6%，亏损率持续收窄。

图 40: 阿里云收入、利润率情况 (亿元)

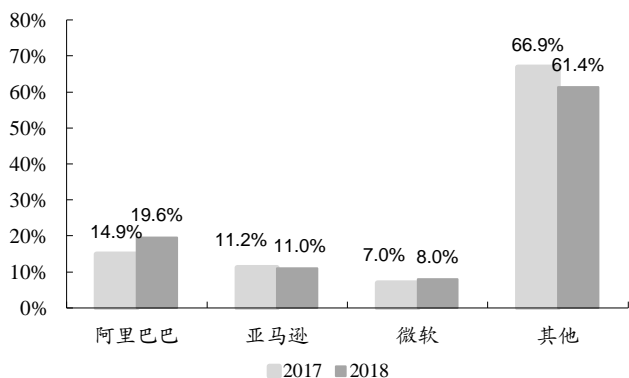


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

阿里云在国内和海外市场持续布局，已经成为亚洲市场份额最大的 IaaS 服务提供商。根据 Gartner 数据，2018 年阿里云在亚太区域市场份额为 19.6%，同期亚马逊为 11%、微软为 8%，市场份额同比增长 4.7 个百分点，在全球范围内阿里云排名第三。值得注意的是，在亚洲，阿里云市场份额超过 AWS 成为第一，根据 IDC 数据，阿里云在中国市场占比超第

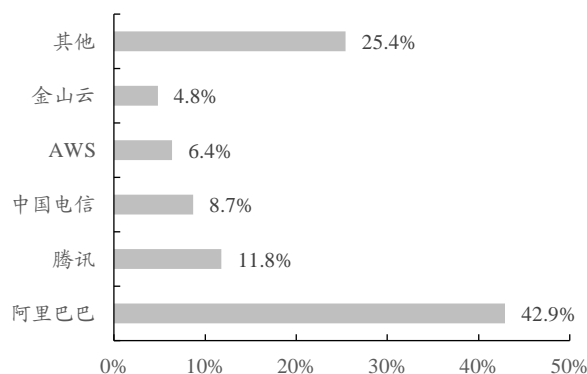
二到第 9 名总和，并且仍在持续快速增长中。在东南亚市场，阿里云在 2015 年进入新加坡，并在马来西亚和印度尼西亚建立数据中心提供服务。

图 41: 亚洲 IaaS 云服务市场份额



数据来源: Gartner Market share, 东吴证券研究所

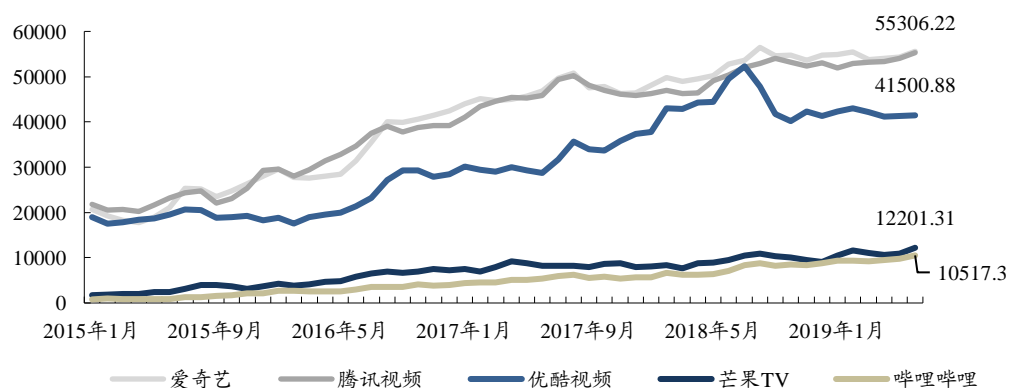
图 42: 中国 IaaS 服务提供商市场份额 (2018H2)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

数字媒体和娱乐业务主要 UC 浏览器、优酷和阿里影业，前两者为分发渠道，后者为内容制作平台，三者结合起来构建了阿里的文娱生态。根据艾媒咨询数据，UC 浏览器国内手机浏览器市场占有率为 28%，排名第一，是阿里生态重要的流量入口。优酷在国内互联网视频平台位列第一梯队，是重要的内容分发平台，处在阿里生态中的优酷可将内容与电商平台间的数据打通，娱乐平台同时作为数据来源渠道成为阿里零售营销中的一环，比如在优酷平台中播放某一美食综艺，通过阿里 uni-id 账号打通，在用户打开淘宝时就可实时推送围绕该综艺相关的食品，实现千人千面的营销，这种基于数据的能力是其他视频平台并不具备的，而优酷是同时具备会员收入、广告、电商三种变现方式为一体的互联网视频平台。阿里影业是阿里文娱生态的重要内容基础，负责内容的制作，淘票票负责基于数据能力的影片发行，2019 年公司对阿里影业的持股比例提高到 51% 完成并表，阿里影业在业内拥有强大的资金能力和渠道支持（淘票票），并制作了众多高票房优秀影片，比如《流浪地球》、《绿皮书》、《七月与安生》、《三生三世十里桃花》、《追龙》等，其中《绿皮书》获得 2018 年奥斯卡最佳影片奖。

图 43: 优酷和其他视频平台 MAU 对比 (万)



数据来源：Questmobile，东吴证券研究所

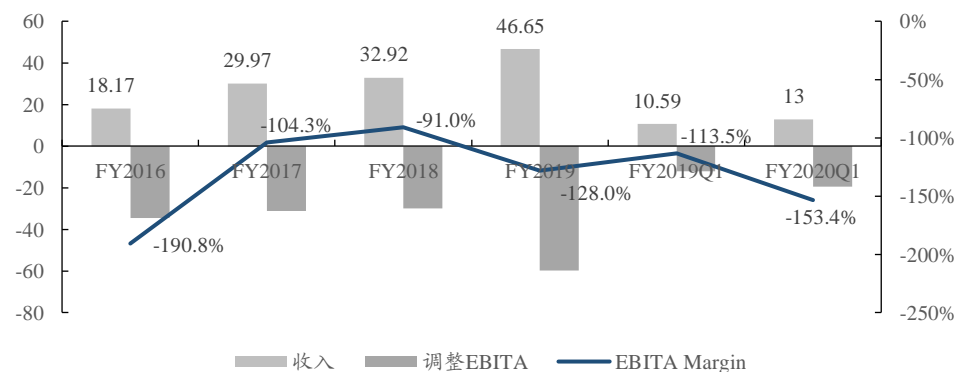
表 4: 阿里影业及其子公司出品代表电影

影片名称	票房收入
烈火英雄	9.48 亿
碟中谍 5	8.69 亿
三生三世十里桃花	5.34 亿
摆渡人	4.82 亿
绿皮书	4.77 亿
星际迷航 3	4.40 亿
忍者神龟 2	3.92 亿
何以为家	3.73 亿
亲爱的	3.44 亿
追龙 2	3.06 亿

数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

公司创新业务包括高德地图、钉钉办公服务系统和天猫精灵等，主要为完善阿里生态服务，背靠阿里资源支持，该部分业务规模处于行业领先地位，高德地图成为月活破 5 亿的地图软件，钉钉为中国市场规模最大的智能移动办公 SaaS 系统，根据 Canalsys 数据，天猫精灵在智能音箱领域出货量排名全球第三，中国第一，2019 年保有量市场份额预计达 39%，高于小米小爱同学和百度 DuerOS25% 的保有量份额。

图 44: 创新业务收入、利润情况 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 蚂蚁金服：生态信用体系和金融服务体系

蚂蚁金服起步于 2004 年成立的支付宝，最初为解决淘宝交易平台的信用问题，公司于 2014 年 10 月正式成立，借助阿里的生态体系得到迅速发展，根据蚂蚁金服最新一轮融资数据，估值已达到 1500 亿美元，是中国最大的金融科技公司。2018 年之前，阿

里巴巴集团因支付牌照法律限制而未持有蚂蚁金服股权，公司由阿里巴巴创始人团队控股，以分润协议的形式每年分得蚂蚁金服 37.5% 的税前利润，2018 年，阿里巴巴入股其 33% 的股份，上述分润协议继而终止，阿里巴巴按照持股比例享有蚂蚁金服收益，列示在其他收入中。

蚂蚁金服旗下有支付宝、余额宝、招财宝、蚂蚁聚宝、网商银行、蚂蚁花呗、芝麻信用、蚂蚁金融云、蚂蚁达客等子业务板块。总的来看，蚂蚁金服的业务逻辑是以支付宝为底层；淘系和线下为场景；以征信为依托；以技术和金融为营收；以全球化投资为布局加大纵深、以技术优势为积累保证营收模式迭代。

图 45: 蚂蚁金服业务版图



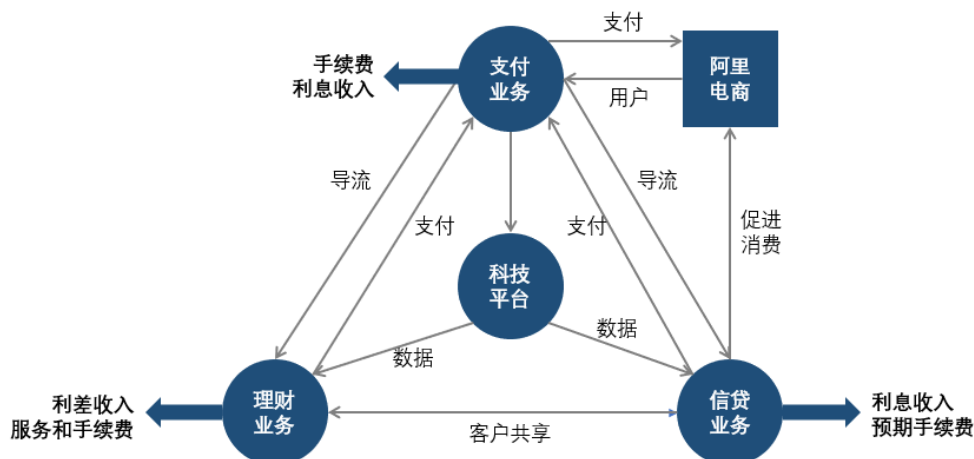
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.1. 以广泛的底层支付产品和支付场景为依托

蚂蚁金服以支付业务起家，覆盖了线上线下的诸多交易环节以及广泛的使用场景，是整个阿里生态信用体系和金融服务体系的基础设施。当前支付宝月活已超过 6.5 亿，全球用户数已突破 10 亿人，并与超过 200 家金融机构达成合作，为近千万小微商户提供支付服务，在覆盖绝大部分线上消费场景同时，不断拓展传统商业、公共服务以及海外市场的服务场景，覆盖衣食住行各个方面，成为移动互联网时代生活方式的代表。

商户及消费者在支付过程中产生的各方面使用场景的搭建，是蚂蚁金服板块其他业务开展的基础。支付业务记录了消费者的使用习惯、消费水平、用户偏好、信用履行等重要数据，为用户画像提供精确的计量依据；同时可以对企业端，尤其是小 b 端的经营情况做出更加准确的判断，作为平台支持、运营改善、金融服务的重要依据。支付的场景涉及到商业运行的各个环节，而蚂蚁金服掌握的支付宝在逐渐往更多的领域渗透，这对蚂蚁金服的其他金融业务和整个阿里体系都意义重大。

图 46: 蚂蚁金服商业模式

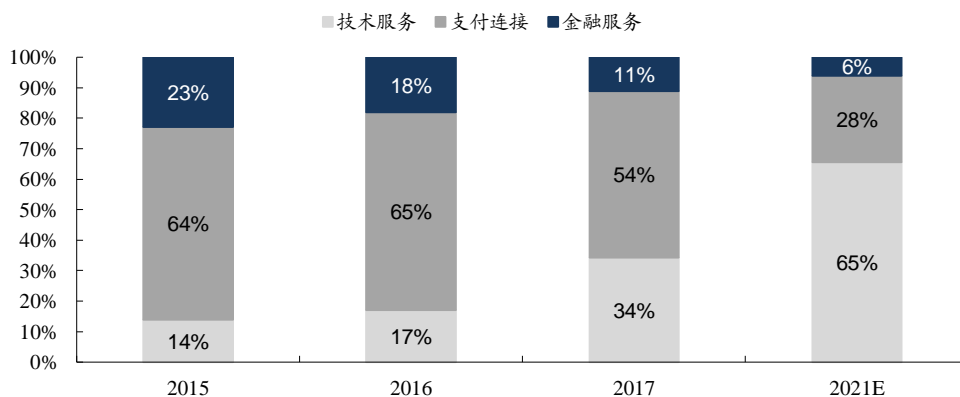


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.2. 阶梯递进的变现模式

当前蚂蚁金服的收入主要由三个部分构成：以风控模型、数据洞察为模式的技术平台服务；以芝麻信用授权、支付分成为模式的支付连接；以及以余额宝、花呗、借呗为基础的金融服务。

图 47: 蚂蚁金服技术服务收入占比不断提升



数据来源：蚂蚁金服，东吴证券研究所

2017 年支付连接是公司最大的营收来源，技术服务是公司增长最快的业务，并预计 2021 年技术服务占比将达到 65%，成为公司营收支柱，而金融服务占比下降到 6%。所以就公司自身的定位而言，科技服务才是未来的发展方向。

2019 财年，阿里巴巴集团来自蚂蚁金服的特许权使用费和软件技术服务费收入为人民币 5.17 亿元（约合 7700 万美元），远低于上一财年的人民币 34.44 亿元，公司利润下滑明显，主要受用户获取、产品创新及国际扩张投资影响。

4.3. 模式输出海外进行全球化的业务布局

蚂蚁金服规划未来 10 年实现全球用户 20 亿规模，显然，蚂蚁金服的全球化将成为下阶段增长的主要支撑点。蚂蚁金服通过国人到海外的消费场景布局支付宝，截至目前，已覆盖了超过 38 个国家和地区，将中国移动支付模式进行海外输出。

在东南亚市场，蚂蚁金服投资了印度支付企业 Paytm、泰国金融科技企业 Ascend Money 等 8 个国家的本地支付宝钱包，并通过与当地金融机构、社交平台以及电信运营商合作，拓展电子钱包业务，快速教育市场，如在印尼，蚂蚁金服与 Emttek 集团合作，基于印尼最大的社交网络之一大力发展 DANA 电子钱包。

在欧洲市场与英国巴克莱银行、法国巴黎银行、裕信银行、Wirecard、Ingenico Group 等机构进行了业务合作，支付手段连接商户超百万；美国市场上最大的金融机构 First Data 也是公司的合作伙伴。

相对于国外的本地支付公司，蚂蚁金服具有更强的技术经验，通过投资的方式进行全球化，然后输出自己的经验帮助投资企业来获得先发优势，还可以扫平当地政策的限制更方便获得支付许可。以蚂蚁金服投资的印度 Paytm 为例，蚂蚁金服投资一年后，Paytm 支付风险率从原来的百分之几降到了万分之一。

图 48: 蚂蚁金服愿景与海外布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5. 估值:

5.1. 核心假设

1、淘宝天猫的 GMV 在社会消费品零售总额中的比重会逐步提高。公司核心电商

业务，尤其是客户管理和佣金收入与淘宝天猫的 GMV 密切相关，我们根据历史上公司 GMV 占社会消费品零售总额的比例对预测期间 GMV 占比进行估算，从而得到 GMV 的估计值，如下表：

表 5: GMV 占社零比重预测

年份	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
占比	10.3%	11.3%	13.2%	15.0%	16.50%	17.60%	18.50%	19.2%

数据来源：公司财报，国家统计局，东吴证券研究所

2、核心电商货币化率稳步提高。对核心电商部分收入的测算是基于 GMV 与货币化率的乘积。

表 6: 核心电商货币化率预测

年份	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
客户管理	1.69%	2.06%	2.37%	2.54%	2.65%	2.75%	2.95%
佣金收入	2.13%	2.18%	2.18%	2.37%	2.40%	2.45%	2.48%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3、在使用 SOTP 方法对公司价值进行估算时（下有详细阐述），我们会在总体盈利的基础上减掉云计算的 EBITA 和蚂蚁金服按权益给公司确认的利润，云计算 EBITA 的测算基于前文利润率的转正；而对蚂蚁金服 EBITA 的测算，由于该业务利润体量小，我们直接使用“按权益给阿里确认的利润”（协议安排见上文第 4 节）作为 EBITA 的代替，2020 财年 EBITA 取过往 4 年平均值（过去 4 年公司利润因战略扩张而大幅波动），此后与阿里集团的增速水平保持一致。

5.2. 收入预测

我们预计公司 2020、2021 和 2022 财年收入分别同比增长 40.17%/35.04%/29.97%，达到 5282/7133/9271 亿元，其中：

（1）核心电商业务我们预计分别实现 40%/35%/29%的增长率：

主要由以下业务构成，客户管理业务收入预计同比增长 25%/24%/23%，佣金收入预计同比增长 28%/26%/22%，基于淘宝和天猫 GMV 增长和业务货币化率提升的判断；国内零售的其他业务包括盒马、银泰、天猫国际与超市等，这些业务目前尚处于快速扩张期，预计同比增长 100%/70%/50%。新零售是公司业务发展重点，是线上零售借助科技力量向线下零售突破的重要着力点，公司投入大量资本，战略重视，目前业务体量依然较小，结合最近几年的增长势头，我们认为新零售将成为公司核心电商业务的重要增长点。

其余业务占比较小，预计国内批发业务（阿里巴巴 B2B 平台，会员与广告收入）同比增速为 30%/20%/15%；预计国际零售业务（lazada、速卖通等）同比增长 30%/25%/20%；国际批发业务（阿里巴巴 B2B 国际）预计同比增长 22%/15%/10%；菜鸟物流服务预计

同比增长 45%/25%/20%；本地服务业务预计同比增长 80%/50%/30%；

(2) 云计算业务预计同比增速 65%/51%/45%。云计算业务尚处发展早期，龙头地位稳固，客户数与付费率均有很高的提升空间，因此预计高增速持续。云计算业务规模效应显著，当前亏损率持续收窄，未来随着付费率提高和 ARPU 值增加，我们预计云业务利润率会在 2022 年开始转正，2023 年全年首次出现正利润率。依靠阿里强大的业务体系，假设云业务目前有息债务为 0；

(3) 数字娱乐业务预计同比增速为 15%/17%/15%。数字娱乐业务以优酷为主，网络视频行业竞争激烈，从近期数据来看，付费会员数增速持续下滑，同时受宏观经济影响，广告行业整体营收都出现了大幅波动，因此，我们预计该业务增速会趋缓；

(4) 创新与其他业务预计同比增长 25%/20%/18%。

表7: 收入预测明细表

	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
总收入	376,844	528,222	713,303	927,091
核心商业:	323,400	454,147	612,870	793,071
国内零售	247,615	341,940	462,721	605,264
客户管理	145,684	182,386	226,059	278,736
佣金	61,847	79,386	100,377	122,099
其他	40,084	80,168	136,286	204,428
国内批发	9,988	12,984	15,581	17,918
国际零售	19,558	25,425	31,782	38,138
国际批发	8,167	9,964	11,458	12,604
菜鸟物流服务	14,885	21,583	26,979	32,375
本地服务	18,058	32,504	48,757	63,384
其他	5,129	9,745	15,592	23,388
云计算	24,702	40,556	61,040	88,508
数字媒体与娱乐	24,077	27,689	32,396	37,255
新业务及其他	4,665	5,831	6,998	8,257

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

5.3. SOTP 分部估值

公司业务构成复杂，公司核心电商业务能形成持续的正现金流，采用成熟的 DCF 方法可以对其价值进行判断。但公司持有的蚂蚁金服股权增值并未体现在报表中（公司权益性投资总额仅 856 亿，而蚂蚁金服最新一轮融资估值就达到了 1500 亿美元），而云计算业务虽然仍处于亏损之中，但业务规模在以远高于核心商业的增速迅速扩张，在业务性质上也与主业有所不同，统一使用 DCF 方法会低估该部分业务价值。因此为了更准确地衡量公司价值，我们使用 SOTP 方法对不同的部分采用不同的方法进行分部估值。核心思路如下：

(1) 对公司核心主业部分采用 DCF 方法进行估值。公司当前的利润中包含蚂蚁金服的投资人应占持有份额收益，以及云业务的利润（亏损），为了防止重复计算，我们在计算整体自由现金流时减去了蚂蚁金服和云业务（预计在 2022 年开始转正，2023 年完全转正）的 EBITA，用得到的结果作为核心主业的 DCF 测算；

除了上述业绩预测假设外，DCF 模型的基本假设如下：

- 预测区间为 5 年；
- 公司贴现率为 10.3%，贴现率的计算基于 CAPM 模型，无风险利率取美国 10 年期国债利率近 2 年均值，根据公司最近 2 年股价波动相对纳斯达克市场波动的幅度测算出贝塔系数；

表 8: 贴现率取值依据

项目	取值依据	数值
无风险利率	无风险利率取美国 10 年期国债利率近 2 年均值	2.10%
贝塔系数	公司最近 2 年股价波动相对纳斯达克市场波动平均值	1.26
市场利率	标普 500 长期平均收益率	8.61%

数据来源：wind，东吴证券研究所

- 永续增长率 g 为 3%；
- 随着新零售和云计算等各项重资产业务的持续投入，公司毛利率会出现一定下跌，假设 FY2022 年新业务趋向成熟期，投入减少，公司毛利率开始按每年 0.4 个百分点回升，至 FY2025 恢复至 45.5%；
- 由于规模经济效应，假设研发费用和销售费用率按照每年 0.3% 的速度下滑，管理费用率按照每年 0.1% 的速率减少；
- 资金综合收益率和借款利息率取过往 3 年平均值；
- 根据公司当前业务成熟度和布局进展，公司固定资产支出增速按照每年 2 个百分点的速度逐年减少到 0%；
- 营运资本方面，随着公司自营业务规模体量的提高，假设公司经营性营收项目（应收账款、存货、预付账款）的周转率变慢，经营性应付项目（预收账款、应付账款）的周转率提高，使得公司对营运资本的需求会提高。

表 9: DCF 基本假设表

	单位	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2024E
收入占比	%						
毛利率		45.1%	44.3%	44.3%	44.7%	45.1%	45.5%
开发成本率		9.9%	9.5%	9.2%	8.9%	8.6%	8.3%
销售费用率		10.6%	10.3%	10.0%	9.7%	9.4%	9.1%

管理费用率		6.6%	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%
其他比率	%						
实际税率		17.2%	17.7%	17.7%	17.5%	17.6%	17.6%
少数股东损益占比		-9.5%	-6.6%	-6.1%	-5.6%	-5.1%	-4.6%
综合收益率		8.0%	5.9%	7.0%	7.0%	6.6%	6.9%
综合利息率		3.5%	3.8%	3.7%	3.6%	3.7%	3.7%
营运资本假设	天						
应收账款周转天数		13	13	15	18	19	21
预付账款周转天数		12	13	16	18	19	19
存货周转天数		15	15	17	19	20	20
应付账款周转天数		90	95	89	85	83	82
预收款项周转天数		29	29	27	25	25	25
固定资产假设							
固定资产投资	百万元	103,696	114,066	123,191	130,582	135,806	141,238
综合折旧率	%	15%	10%	10%	10%	10%	10%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

(2) 云计算业务一般选用 EV/收入估值方法，我们对比国际云计算巨头 EV/收入估值的平均水平，按照增速的对比判断 EV/收入乘数大小，AWS 的复合增速为 44%，是行业平均的 5.4 倍，EV/收入为 6.5，阿里云按照同样的思路进行估值，EV/收入为 9.3。计算阿里云分部价值时假设该部分负债为 0。

表 10: 云计算龙头公司估值比较

云计算龙头公司	2018 EV/收入	'15-'18 收入 CAGR
Citrix Systems	3.8x	-3%
Oracle	4.3x	0%
Salesforce.com	5.5x	24%
SAP	4.2x	7%
VMware	4.0x	5%
Akamai	4.1x	10%
Red Hat	4.9x	15%
Average	4.4x	8%
Median	4.2x	7%
AWS	6.5x	44%
Premium to Comp Average	48%	5.4x
Aliyun	9.3x	102%
Premium to Comp Average	112%	12.6x

注：阿里云为 FY2016-2019 数据，AWS 为云计算分部估值，取自国际投行平均估价

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

(3) 蚂蚁金服最近一期融资估值 1500 亿美元, 阿里持有其 33% 的股权, 市值为 500 亿美元。

根据以上思路, 得到 SOTP 估值约为 220 美元/股。

表 11: SOTP 估值结果 (汇率为 7:1, 下同)

SOTP 估值	估值结果 (mRMB)	美元价值 (mUS)	美元/股
除云计算以外主业估值	3,074,087	469,889	180
云计算业务估值	377,098	53,871	21
蚂蚁金服价值	350,000	50,000	19
SOTP 价值	3,801,185	573,760	220

数据来源: 公司财报测算, 东吴证券研究所

5.4. EBITA 相对估值法

阿里巴巴在分部业务上仅给出经调整的 EBITA 指标作为公司主业经营状况的衡量尺度, 该指标衡量的是未受投资收益、其他非经营收益、利息支出、税费等因素影响的利润水平, 可以排除净利润中某些非经营因素对公司经营趋势造成的干扰, 能体现公司主业经营实际的盈利能力。

根据公司披露的数据(图 9), 公司除了核心电商业务以外, 其余业务的 EBITA Margin 均为负值, 根据上述假设和估值模型, 我们测算出 2020 年核心电商部分的 EBITA 如下:

表 12: 核心电商 Adjusted-EBITA 计算结果

核心电商 (百万 RMB)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020E
EBITA	58,036	82,432	114,100	136,167	175,301
YoY		42.0%	38.4%	19.3%	28.7%
EBITA Margin	62.9%	61.6%	53.3%	42.1%	38.6%

数据来源: 公司财报测算, 东吴证券研究所

根据 8 月 16 日收盘市值测算, 将公司市值扣掉蚂蚁金服和云计算之后的部分作为核心电商业务的市值, 则核心电商部分对应的 EV/EBITA 系数仅有 14.4 倍。为了对公司进行估值, 我们可以将亚马逊的零售业务 EV/EBITDA 系数和京东的 EV/EBITDA 系数作为参考。由于 EBITDA 相对于 EBITA 多包含了固定资产折旧和土地使用权摊销, 因此计算出的系数要小于 EV/EBITA, 由于阿里巴巴总体的 EBITDA 仅比 EBITA 多出 150 亿, 分散在各业务上二者的差距便更小得多, 因此我们将 EV/EBITDA 的结果作为估值参考。

我们通过 AWS 分部的收入水平和 EV/收入系数计算出 AWS 估值为 2320 亿美元, 按照 8 月 16 日收盘价计算, 核心零售的 EV 为 6778 亿美元, 考虑股权激励摊销等非现金性因素影响, 扣除云计算业务 EBITDA 后, 计算出核心零售部分的 EBITDA 为 208.1 亿美元, 按照 2019 年的业绩一致预期计算出 AWS 的 EV/EBITDA 系数为 24 倍。

京东经计算得到 EV/EBITDA 系数为 20.6 倍。

为了体现我们估值的保守，虽然 EV/EBITDA 系数要小于 EV/EBITA，我们直接使用上述 EV/EBITDA 的平均数对阿里进行估值，在加回云计算和蚂蚁金服部分市值后，得到阿里的市值为 6339 亿美元，243 美元/股。

5.5. PE 估值

根据我们前文的测算，我们预计公司 2020、2021 和 2022 财年收入分别同比增长 40.17%/35.04%/29.97%，达到 5282/7133/9271 亿元；归属普通股净利润（non-GAAP，公司定义口径）同比增长 36.2%/33.68%/29.95%，达到 1193、1595、2073 亿元，对应 PE27x/20x/15x。

根据与其他互联网巨头的估值对比，亚马逊由于经营策略的影响 PE 高估，阿里由于除核心电商业务以外，其他业务均为亏损项，因此给予阿里 35 倍 PE，估值 5965 亿美元，229 美元/股。

表 13: PE 估值对比

	京东	亚马逊	腾讯
2019E	44	69	28.9

数据来源：wind，东吴证券研究所

6. 投资建议:

阿里巴巴经营业绩出色，竞争优势显著，在电商领域、云计算领域、网络视频、新零售等众多领域是当之无愧的行业龙头，公司经营风险低、具备可持续的成长性与宽广的护城河，企业文化优秀，团队执行效率高，无论对于 2C 端还是 2B 端，公司都有非常强的业务能力，在互联网由 C 端向 B 端转换的大背景下具有良好的禀赋和突出的优势。

根据我们使用的三种估值方法，在 SOTP 方法下估算公司价值 220 美元/股；EBITA 估值法下对应估值系数 22 倍，对应公司估值为 243 美元/股；PE 估值法下给予 2019 年 PE(non-GAAP)35 倍，对应公司估值 229 美元/股。综合考虑三种估值方法和公司业务成长、竞争优势与生意壁垒，给予目标价 220-243 美元/股，我们认为公司当前的估值水平具备较强的投资价值，首次覆盖给予“买入”评级。

7. 风险提示

- 1、宏观经济加速下滑风险：经济超预期低迷导致消费信心不振，进而可能会大幅度影响公司核心零售主业，由于公司的利润主要由核心零售业务支持，因而可能造成公司业绩超预期下滑。

- 2、新零售业务竞争加剧：新零售业务需要大规模的资本支出，若行业竞争加剧则可能增大公司盈利难度，前期成本投入回款期限拉长，同时影响公司盈利能力。
- 3、海外扩张不及预期：要实现 20 亿消费者的目标，就必须走出海外，但海外市场存有政治法律和人文壁垒，可能会提高公司扩张的难度，进而影响全球化战略。
- 4、集团高层曾出现人事变动和机构调整可能对公司战略规划、发展目标、组织效率造成影响。

阿里巴巴三大财务预测表（以阿里财年为披露期限，2019指2019财年，由2018年4月到2019年3月，下同）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	198,494	142,428	175,598	234,759	营业收入	376,844	528,222	713,303	927,091
证券投资与短期投资	13,189	18,487	24,965	32,447	营业成本	206,929	294,393	397,544	512,985
应收账款	13,771	19,303	30,029	46,755	产品开发成本	37,435	50,249	65,716	82,630
预付账款	7,049	10,904	18,037	25,649	销售费用	39,780	54,175	71,017	89,521
存货	8,534	12,141	18,604	26,856	管理费用	24,889	34,359	45,684	58,449
其他流动资产	29,236	40,980	55,339	71,925	资产减值损失	10,727	11,589	12,401	13,144
流动资产合计	270,273	244,243	322,572	438,390	利息收入及投资收益	44,106	42,432	50,944	55,717
其他长期投资	157,090	188,642	221,690	254,912	利息支出	5,190	5,608	5,315	5,496
权益法核算的投资	84,454	114,841	114,128	105,519	营业利润	96,000	131,498	177,200	231,574
固定资产	92,030	163,572	237,084	311,997	其他收益-非经营	221	3,489	4,100	4,715
无形资产	68,276	68,276	54,672	63,741	利润总额	96,221	134,987	181,300	236,289
商誉	264,935	264,935	264,935	264,935	所得税	16,553	23,845	32,026	41,376
其他非流动资产	28,018	33,645	39,540	45,465	按持股比例应占被投资方损益	566	793	1,071	1,392
非流动资产合计	694,803	845,127	953,896	1,079,408	净利润	80,234	111,936	150,346	196,305
资产合计	965,076	1,089,370	1,276,468	1,517,799	少数股东损益	-7,652	-7,404	-9,193	-11,021
短期借款	7,356	6,444	6,609	6,803	优先股及夹层股权增值收益	-286	-286	-286	-286
应付票据	15,110	2,400	5,837	7,782	归属母公司净利润	87,600	119,339	159,539	207,327
应付账款	51,958	77,687	98,282	121,121	NOPLAT	56,145	78,257	109,788	151,372
预收款项	30,795	43,165	53,498	64,381					
商户按金	10,762	12,059	13,327	14,525					
其他负债	91,688	82,078	77,103	83,623					
流动负债合计	207,669	223,833	254,655	298,236					
长期借款	35,427	33,513	34,364	34,435					
应付商业票据借款	76,407	68,456	68,456	63,640					
其他非流动负债	30,171	36,231	41,309	47,499					
非流动负债合计	142,005	138,200	144,129	145,574					
负债合计	349,674	362,033	398,784	443,810					
归属母公司所有者权益	499,076	618,415	777,954	985,281					
少数股东权益	116,326	108,922	99,729	88,708					
所有者权益合计	615,402	727,338	877,683	1,073,989					
现金流量表（百万元）					重要财务与估值指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	133,265	97,964	134,670	183,580	每股收益(元)	33.6	45.8	61.3	79.6
投资活动现金流	-273,600	-186,136	-153,224	-176,279	每股净资产(元)	191.7	237.5	298.8	378.4
筹资活动现金流	136,103	32,106	51,724	51,859	发行在外股份(百万股)	2604	2604	2604	2604
现金净增加额		-56,066	33,170	59,160	ROE(%)	17.6%	19.3%	20.5%	21.0%
折旧和摊销	37,344	42,524	49,678	55,669	ROIC(%)	21.7%	26.8%	27.1%	26.6%
资本开支	68,096	77,169	65,803	89,908	毛利率(%)	45.1%	44.3%	44.3%	44.7%
营运资本变动	-55,169	7,662	8,024	5,789	销售净利率(%)	21.3%	21.2%	21.1%	21.2%
					资产负债率(%)	36.2%	33.2%	31.2%	29.2%
					收入增长率(%)	50.6%	40.2%	35.0%	30.0%
					净利润增长率(%)	36.9%	36.2%	33.7%	30.0%
					P/E	36	27	20	15
					P/B	6	5	4	3
					EV/EBITDA	32	24	18	14

注：原始报表以人民币列示

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

