



核心电商竞争力持续加强, 多元化生态布局打开长期成长空间

阿里巴巴 (BABA) 投资价值分析报告 | 2019.7.17

中信证券研究部



唐思思
首席传媒分析师
S1010517080007



杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002

核心观点

业务生态层面, 阿里电商业务规模与竞争力处于行业领先地位, 同时发力投资布局新零售、大文娱及金融、支付、物流等基础设施, 巩固公司在核心商业生态与科技领域的长期竞争力, 打开长期成长空间。公司治理层面, 我们认为阿里元老、各事业部负责人、资深专家组成的阿里巴巴合伙人能够群策群力, 平衡各方利益, 是适应复杂业务、具备可持续性的治理结构。我们看好公司从业务到治理全方位、长期的竞争力, 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 210 美元, 对应 2020 财年 PE(non GAAP) 33x。

■ **阿里生态与战略: 多元战略布局巩固主业长期竞争力。** 阿里巴巴行业龙头地位稳固, 活跃用户、平台 GMV、单用户交易额等主要指标均绝对领先。公司积极拓展海外市场以及新零售, 并加速布局数字媒体及娱乐、云计算、支付与金融、物流等领域, 构建电商综合生态, 着力为消费者提供品类丰富、性价比高的产品服务和优质的数字娱乐内容, 以获取并留存消费者, 并通过数据洞察, 实现消费者、品牌与零售商之间的连接互动, 构建完整的商业生态。尽管新业务布局短期对利润有一定拖累, 但有望强化公司在主业与科技领域的长期竞争力。

■ **核心商业: 1) 淘宝天猫规模、用户粘性绝对领先:** 截至 2019 财年末, 阿里平台活跃买家数约 6.5 亿, GMV 达 5.70 万亿人民币, 随着支付、物流、算法等基础能力的持续完善, 庞大的卖家产品服务与庞大的买家消费需求构筑起网络效应, 用户粘性持续提升, 2019 财年活跃买家人均年消费额超 8000 元, 注册五年用户年订单数超 100 单; 近期产品运营方面, 手淘启动改版发力展示流量, 已拥有 10000+ 精细消费场景满足用户消费需求, 短视频/直播等内容体系逐渐成型, 目前日均直播场次超 6 万场, 直播时长超过 15 万小时; **2) 全面布局新零售:** 依托流量、数据、金融、物流等商业基础设施, 赋能渠道与品牌, “新城建设”与“旧城升级”并举: ①先后投资三江购物、苏宁易购、银泰商业、联华超市、新华都、高鑫零售等, 积极进行新零售改造; ②内生孵化的盒马模式验证高坪效, 成熟店铺单店日均销售额超 80 万元, 年化单店坪效超 5 万元, 并积极探索不同的新零售形式, 盒马菜市、盒马 mini、盒马 F2、盒马小站等全新版本的盒马零售店将在 2019 年陆续启动; **3) 饿了么+口碑合并,** 管理架构重新梳理, 本地生活服务业务再起步, 该业务与阿里生态的协同效应助力阿里 2B 及 O2O 业务长期布局。

■ **基础设施: 蚂蚁金服 (支付金融)、阿里云 (计算资源与数据)、菜鸟 (物流) 全方位布局。** **1) 蚂蚁金服:** 以支付宝为核心的蚂蚁金服是阿里电商业务信用基础, 依托淘系交易和支付宝入口, 蚂蚁金服已实现支付场景、金融服务、风控和信用评价、基础技术设施四层架构的金融生态构建, 目前多元金融服务的用户参与持续提升, 信贷、理财、保险等服务持续增长, 截至 2018 年 9 月投资者日, 使用蚂蚁金服 2 种以上服务的用户数从上一年的 4.3 亿人增长至 6.4 亿人。 **2) 阿里云:** 全球第三大、国内第一大的 IaaS 服务提供商, 阿里云为全球客户部署 200 多个飞天数据中心, 通过底层统一的飞天操作系统, 实现 10 亿 GB 级的大数据存储和分析能力, 10K (单集群 1 万台服务器) 的任务分布式部署和监控调度能力, 是国内 IaaS 领域最具竞争力的服务商, 在服务阿里业务的同时, 背靠阿里巴巴综合生态体系, 在企业网站、电子商务、金融保险等行业掌握主动权, 营业收入年复合增长率超 100%, 亏损率持续收窄, 最新季度调整后 EBITA margin 已经收窄至 -2%。目前阿里云在混合云、人工智能、物联网领域持续布局发展, 有望成为阿里集团长期价值的重要支撑; **3) 菜鸟:** 全网物流合作伙伴已经超过 3000 家, 仓库、转运中心、配送站点, 合计总面积超过 3000 万平米, 数据赋能+仓配网络+末端协同, 提升电商仓储物流效率以及阿里对物流控制力。

阿里巴巴	BABA
评级	买入 (首次)
当前价	174 美元
目标价	210 美元
总 ADR	2604 百万
流通 ADR	2604 百万

- **大文娱：全方位打造内容平台，服务用户、绑定用户、推进全域营销。** 1) 阿里快速发展数娱业务，包括优酷、UC 和众多内容平台（阿里影业、虾米等），目前数娱 MAU 已超过 5 亿；2) 依托大文娱与电商的协同效应，推出一站式全包服务 88VIP，包含天猫购物权益与饿了么、优酷、淘票票、虾米等权益，深度绑定核心用户；3) 文娱与商业协同，以消费者为核心，全面打通媒介、渠道、数据，助力阿里在获取渠道预算基础上新增品牌营销预算，打开广告收入长期空间。
- **组织与治理：组织结构具备持续性，事业部大调整奠定未来发展基础。** 1) 阿里目前由 38 位阿里巴巴高层组成的阿里巴巴合伙人实际控制，合伙人成员主要为集团资深员工及各事业部主要负责人、资深专家，拥有集团核心人事权；合伙制也有助于群策群力、平衡各方利益，我们认为是适应复杂业务、具备持续性的管理结构。2) 阿里近期进行了事业部及人事重大调整，定位人才、组织与未来，提升了云业务、新零售、天猫业务的战略地位，菜鸟物流拆分为国内国际业务，加强人工智能投入，面向未来新的战略目标。
- **风险因素：**宏观经济与消费增长放缓风险；电商法等监管风险；大量对外投资布局拖累利润；本地生活服务、数娱等业务均面临较强竞争压力；集团核心人事变动影响；中美贸易因素影响；VIE 实体相关风险；海外资本市场对新兴市场股票风险偏好持续提升。
- **投资建议：**综合考虑公司主业与外部收入增长以及成本持续投入，我们预测 2020~2022 财年收入 4921/6085/7302 亿元，同比+31%/+24%/+20%，归属普通股净利润(GAAP) 729/920/1180 亿元，同比-17%/+26%/+28%（2020FY 负增长主要为 2019FY 非经常性投资收入较大造成基数较高），净利润（非 GAAP，公司定义口径）1136/1392/1701 亿元，同比+22%/+22%/+22%，调整后 EBITA margin 25%/27%/28%，对应 PE（GAAP）43x/34x/27x，PE（Non GAAP）28x/22x/18x。阿里巴巴作为行业绝对龙头，综合竞争优势依旧显著领先，公司财务与经营风险低、持续性强，并具备持续成长能力，我们认为当前估值水平下公司具备较强的中长期投资价值，**首次覆盖给予“买入”评级**，综合考虑公司成长性与壁垒，**给予目标价 210 美元**，对应 2020 财年目标 PE（GAAP）53x / PE(non GAAP) 33x, 对应 SOTP 方法下核心电商业务 20x 市值/EBITA、云业务 8x EV/S、金融业务估值 1600 亿美元，对应 DCF 方法下 WACC 10~11%，永续增长率 4~5%。

阿里巴巴核心盈利预测汇总

项目/年度	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入（百万元）	250,266	376,844	492,069	608,488	730,178
增长率 YoY %	58%	51%	31%	24%	20%
归属普通股净利润（GAAP）	63,985	87,600	72,943	91,985	118,064
增长率 YoY %	47%	37%	-17%	26%	28%
净利润（非 GAAP，公司口径）	83,214	93,407	113,634	139,184	170,117
增长率 YoY %	44%	12%	22%	22%	22%
Non GAAP EPADR（基本）	32	36	43	53	65
调整后 EBITA	97,003	106,981	124,136	161,652	202,184
调整后 EBITA Margin	39%	28%	25%	27%	28%
毛利率	57%	45%	43%	43%	43%
PE（GAAP，x）	49	36	43	34	27
PE（Non GAAP，x）	38	33	28	22	18

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 07 月 16 日收盘价，人民币对美元汇率为 6.88

目录

阿里生态：多元战略布局，巩固主业长期竞争力	1
稳居中国电商头把交椅，战略布局构建综合商业生态	1
新业务布局强化长期竞争力，但短期对利润形成一定拖累	3
核心商业：天猫、淘宝收入增速放缓，收入高增部分来自并表贡献	4
财务概况：新业务并表带动核心商业收入增长，但拉低整体利润率	4
电商龙头地位稳固，用户粘性持续提升，受宏观影响平台放缓货币化	6
产品：手淘启动改版发力展示流量，短视频、直播等内容体系逐渐成型	7
竞争：京东增长放缓，拼多多强势崛起，阿里综合优势依旧稳固	10
新零售：布局清晰，稳扎稳打，盒马模式持续完善	12
强势布局本地生活，美团与饿了么现阶段竞争仍将持续	15
基础设施领域持续发力，蚂蚁金服、阿里云、菜鸟三轮驱动	18
蚂蚁金服：电商信用基础，持续构建全场景、多架构金融生态	18
阿里云：行业前景广阔，阿里云本土领军	24
菜鸟：阿里商业生态基础设施，大数据与科技创造客户价值	29
文娱板块：以 Youku 和 UC 为核心全方位打造内容平台，控参多种媒介全力打造全域营销	32
大文娱板块全面布局，与核心商业形成协同效应	32
以消费者为核心全面打通媒介、渠道、数据，剑指品牌营销费用打开广告收入天花板 ..	34
依托产品矩阵优势推出 88 会员，精耕高净值客户独占性和粘性	36
公司治理：组织结构具备持续性，事业部大调整奠定未来发展基础	37
治理结构：阿里巴巴合伙群策，适应公司复杂业务与长期经营管理	37
组织架构调整，云、新零售、天猫事业群升级，更针对未来战略目标	39
风险因素	39
盈利预测、估值及投资建议	40
核心假设及主要依据	40
SOTP 分部估值方法	41
DCF 绝对估值方法	42
投资建议	43

插图目录

图 1: 阿里 GMV 占据绝对市场领先地位 (十亿元)	1
图 2: 阿里活跃买家数领先 (百万人)	1
图 3: 阿里 GMV/活跃买家数 (元) 显著领先行业	1
图 4: 阿里巴巴近年收入构成及增长 (十亿元)	2
图 5: 阿里巴巴生态系统——围绕电子商务为核心, 布局流量入口与线上零售基础设施	2
图 6: 阿里新业务布局——巩固国内核心商业、进军海外、布局核心技术	3
图 7: 阿里巴巴近年对外投资构成	4
图 8: 阿里巴巴 2019 财年 EBITA 构成情况	4
图 9: 阿里巴巴核心商务业务构成	5
图 10: 阿里巴巴核心商务收入构成 (十亿元)	5
图 11: 阿里巴巴业务并表历史	6
图 12: 阿里巴巴核心商务收入及盈利	6
图 13: 电商消费习惯与用户粘性持续提升——阿里平台不同注册年限买家的年消费情况 (单位: 件; 种; 元)	7
图 14: 阿里巴巴客户管理收入、佣金收入及天猫实物 GMV 及增长 (单位: 十亿元)	7
图 15: 手淘改版发力信息流	8
图 16: 阿里内容体系布局	9
图 17: 手淘短视频、内容类型持续完善	9
图 18: 手淘直播渗透持续提升	10
图 19: 手淘直播带货能力持续提升	10
图 20: 主要平台拼多多活跃买家用户呈爆发式增长 (百万人)	11
图 21: 拼多多与手机淘宝用户重合度不断加剧	11
图 22: 阿里巴巴新零售主要布局示意图	13
图 23: 盒马鲜生线下	14
图 24: 盒马鲜生手淘入口	14
图 25: 盒马鲜生模式与运营情况	14
图 26: 盒马成熟店铺实现强劲增长与盈利	15
图 27: 阿里本地生活服务生态体系	15
图 28: 美团、饿了么综合生态布局与协同	16
图 29: 美团、饿了么主要 APP 月活	18
图 30: 蚂蚁金服金融四层架构金融服务生态	19
图 31: 蚂蚁金服金融四层架构金融服务生态	19
图 32: 蚂蚁金服多元金融服务的用户参与持续提升	20
图 33: 信贷、理财、保险等服务持续增长	21
图 34: 蚂蚁金服服务于全场景金融	22
图 35: 完整的支持金融业务的技术堆栈	23
图 36: 全球公有云市场份额结构 (2018, 十亿美元)	25
图 37: 全球 IaaS 市场份额结构 (2017)	25
图 38: 全球公有云服务收入 (2017-2021E; 亿美元)	25
图 39: 中国公有云服务收入 (2017-2019E; 亿元人民币)	25
图 40: Gartner 全球 IaaS 市场魔力象限 (2018H1)	26
图 41: 国内 IaaS 市场份额结构 (2018H2)	26

图 42: 阿里云产品列表	26
图 43: 阿里云产品结构	27
图 44: 阿里云“被集成”战略	28
图 45: 阿里云业务收入与盈利情况	29
图 46: 新制造与新零售演进催生新物流出现	30
图 47: 菜鸟五大业务板块: 数据赋能+仓配网络+末端协同	30
图 48: 菜鸟技术架构示意图	31
图 49: 菜鸟网络的社会化仓配一体业务模式	31
图 50: 菜鸟近季度收入情况	32
图 51: 阿里数字媒体与娱乐业务布局	33
图 52: 阿里数娱娱乐业务与其他业务协同	33
图 53: 在线视频三足鼎立, 主要平台间行业竞争激烈 (2018H2)	34
图 54: 阿里数娱近年财务数据 (单位: 十亿元)	34
图 55: 阿里巴巴消费者统一身份数据体系	35
图 56: 全域营销示意图	35
图 57: 全域营销获取更多品牌商预算示意图	36
图 58: 88 会员服务及协同效果示意图	36

表格目录

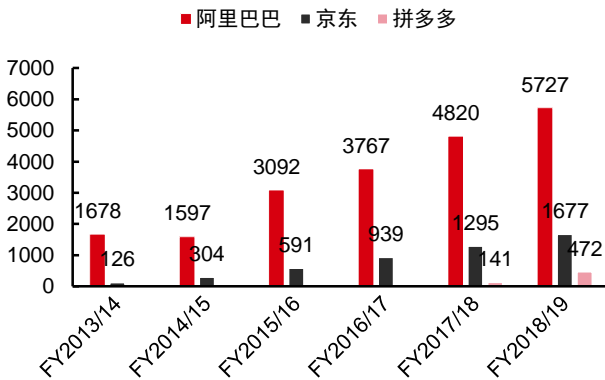
表 1: 阿里巴巴对实体零售业上市公司投资概览	12
表 2: 主要外卖平台情况	17
表 3: 蚂蚁金服牌照资质完善	20
表 4: 蚂蚁金服移动支付相关海外投资	21
表 5: 蚂蚁金服合作银行	23
表 6: 蚂蚁金服入股的 A 股公司	24
表 7: 阿里巴巴合伙人构成	37
表 8: 阿里巴巴分业务收入预测	40
表 9: 阿里巴巴成本率——分业务 EBITA 预测	41
表 10: 阿里巴巴分部估值方法	42
表 11: 阿里巴巴 DCF 第一阶段假设	42
表 12: 阿里巴巴 DCF 估值区间敏感性分析	42
表 13: 阿里巴巴核心盈利预测汇总	43

阿里生态：多元战略布局，巩固主业长期竞争力

稳居中国电商头把交椅，战略布局构建综合商业生态

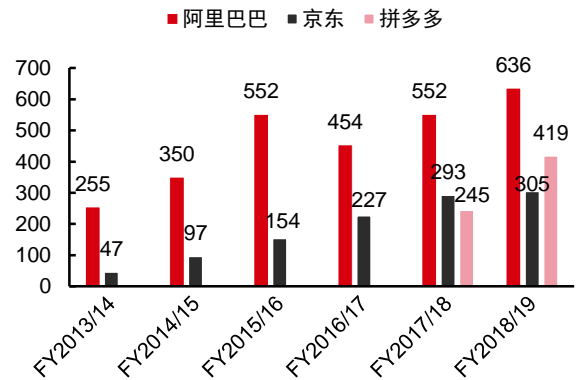
作为中国最大的电子商务平台企业，阿里巴巴的行业龙头地位稳固，活跃用户规模、平台总交易额 (GMV)、单用户平均交易额、服务收入、利润体量等各项指标均处于绝对领先地位。2019 财年公司实现中国零售市场 GMV 5.73 万亿元 (同期京东约 1.68 万亿，拼多多约 0.47 万亿，其中淘宝平台 GMV 2.61 万亿元，天猫平台 GMV 3.12 万亿元，占据国内电商市场绝对份额；全财年公司实现收入 3768 亿元，其中商业与服务收入 (主要为国内零售电商业务) 3234 亿元，调整后归属净利润 934 亿元；截至 2019 财年 (2019 年 3 月) 末，阿里平台年化活跃买家数 6.54 亿 (同期京东约 3.05 亿，拼多多约 4.19 亿)，移动端月活 7.21 亿，人均 GMV 高达 8757 元，显著领先京东。

图 1：阿里 GMV 占据绝对市场领先地位 (十亿元)



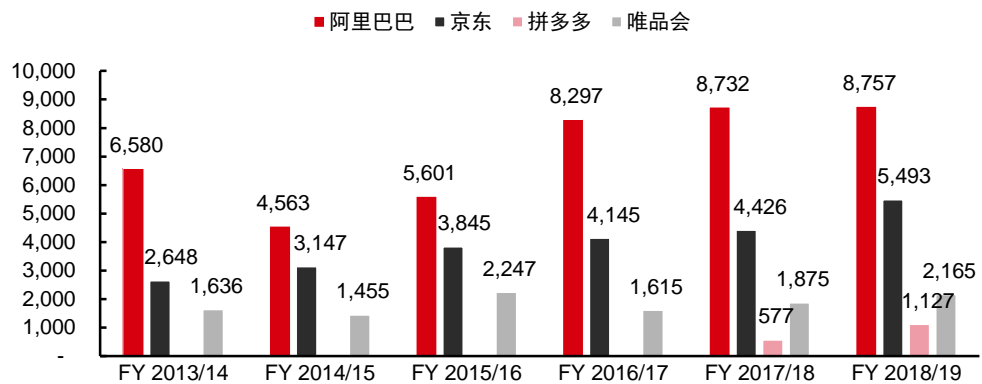
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：京东、拼多多为自然年数据，阿里巴巴财年 FY2014 指 2013 年 4 月 1 日-2014 年 3 月 31 日，以此类推

图 2：阿里活跃买家数领先 (百万人)



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：阿里 FY2018/19 活跃买家数为截至 2018 年 12 月 31 日数据

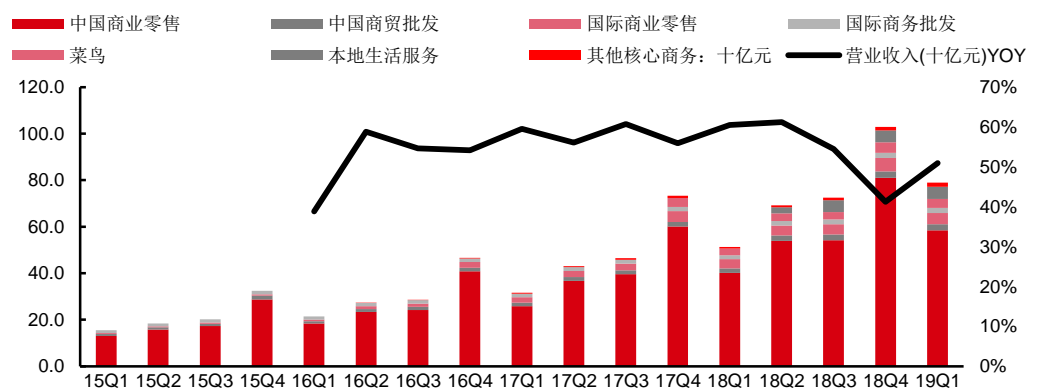
图 3：阿里 GMV/活跃买家数 (元) 显著领先行业



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：京东、拼多多为自然年数据，阿里巴巴财年 FY2014 指 2013 年 4 月 1 日-2014 年 3 月 31 日，以此类推

公司在夯实龙头地位基础上，依托国内电商业务强劲现金流的支撑，积极拓展海外市场，并加速布局数字媒体及娱乐、云计算、支付与金融、物流领域，构建电商综合生态。公司的跨境及全球零售商业业务在原有国际零售业务速卖通的基础上，于 2017 财年并入东南亚本土电商巨头 Lazada，2019 财年速卖通和 Lazada 的用户数合计达到 1.2 亿元，国际零售收入达到 196 亿元，同比+38%；此外云计算、数字媒体及娱乐也保持高速增长，2019 财年云业务实现收入 247 亿元，同比+84%，数字媒体及娱乐业务实现收入 241 亿元，同比+23%；2019 财年菜鸟物流实现收入 149 亿元；本地生活于 2019 财年并入报表，实现收入 181 亿元。公司基于核心电商平台服务，以支付和金融（蚂蚁金服）、物流（菜鸟网络）和云计算（阿里云）等基础设施为支撑，以文娱生态为协同，着力为消费者提供品类丰富、性价比高的产品与服务、优质的数字媒体及娱乐内容、全方位的用户体验以及有效的消费者保障措施，以获取并留存消费者，并通过数据与营销洞察，实现消费者、品牌与零售商、其他企业、第三方服务提供商及战略合作伙伴的连接互动，构建完整的商业生态系统。

图 4：阿里巴巴近年收入构成及增长（十亿元）



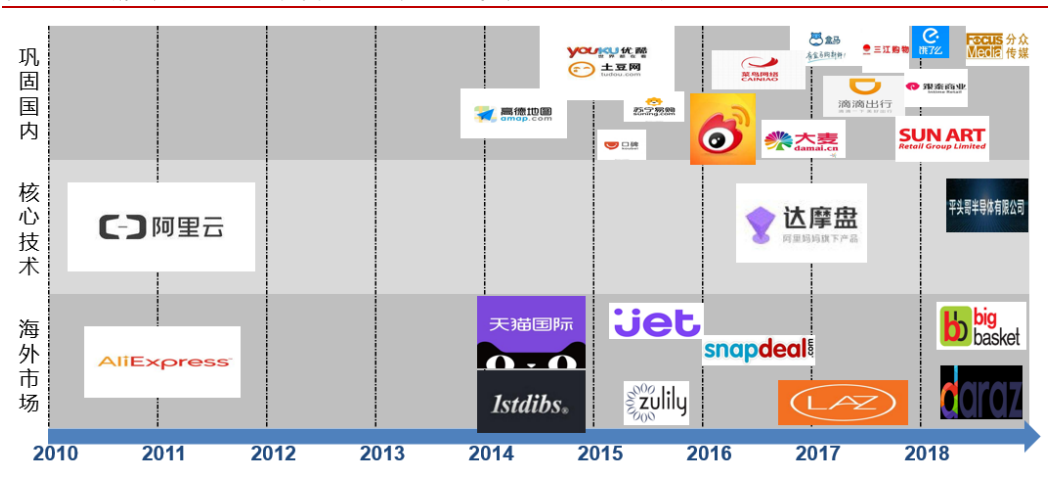
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：阿里巴巴生态系统——围绕电子商务为核心，布局流量入口与线上零售基础设施



资料来源：阿里巴巴 2018 年投资者日文件，中信证券研究部绘制

图 6：阿里新业务布局——巩固国内核心商业、进军海外、布局核心技术



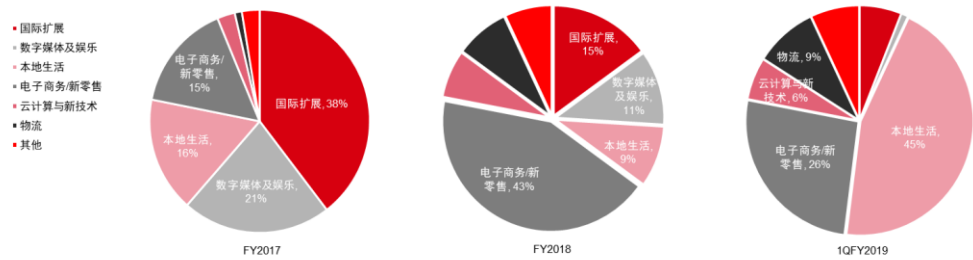
资料来源：中信证券研究部绘制

新业务布局强化长期竞争力，但短期对利润形成一定拖累

尽管包括大文娱、云计算、本地生活等在内的板块对阿里未来的长期发展具备较强的战略意义，但是由于业务本身面临高资本投入、商业模式颠覆式创新以及竞争格局等问题，多项业务在近年来出现大额亏损，并对整体利润形成较大拖累。具体来看，目前的亏损主要集中在四大块：商业部分包括本地服务（饿了么竞争美团）、新零售（盒马等持续投入）、海外电商（Lazada 等）、物流（菜鸟等基础设施的投入）；数娱部分包括内容版权（优酷战略卡位视频三杰）；云计算以及其他创新业务投入和集团综合成本等。

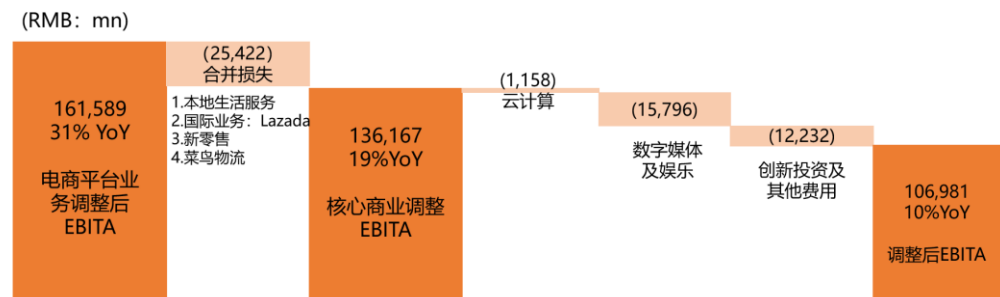
从阿里巴巴集团整体投资的侧重点来看，过去两年也在发生变化。2017 财年的投资相对均衡，其中国际扩张战略占比最大（38%），其次是数娱（21%）、本地生活（16%）以及新零售（15%）；到 2018 财年，随着新零售战略的强化以及盒马的陆续落地，新零售业务成为投资最大的业务（43%），其次是国际扩展（15%）、数娱（11%）以及本地生活（9%）；到 2019 财年第一季度（对应 2018Q2），随着饿了么并表以及与美国团之间竞争的加剧，本地生活为投资占比最大的业务板块，占整个集团投资额的 45%，而新零售投资占比收缩至 26%，菜鸟网络的投资占比 9%。展望未来，我们认为本地生活业务竞争依旧激烈、海外布局仍处于投入期，仍将保持投入，而随着新零售核心城市密度提高、规模效应持续体现、新业态持续丰富完善，整体亏损情况有望好转；而精细化运营策略下，以优酷为核心的文娱业务亏损有望收窄。

图 7：阿里巴巴近年对外投资构成



资料来源：阿里巴巴 2018 年投资者日文件，中信证券研究部

图 8：阿里巴巴 2019 财年 EBITA 构成情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部绘制

我们预计公司未来将持续投入本地服务、新零售、数娱、物流及全球化，在核心电商业务增速放缓的背景下，以上业务虽然短期对利润形成较大的拖累，但是其战略地位将有助于阿里巴巴打开收入和市值的天花板，随着新业务市场份额的提升、用户规模的扩大以及用户粘性的增强，将有助于阿里巴巴打造其生态价值链，形成较强的协同效应（88 会员即是最佳佐证），提升用户对阿里生态产品服务的粘性。

■ 核心商业：天猫、淘宝收入增速放缓，收入高增部分来自并表贡献

财务概况：新业务并表带动核心商业收入增长，但拉低整体利润率

核心电商业务作为阿里集团的业务基石，近年来不断拓展边界，在国际化、本地服务以及物流基础设施等方面强势布局。核心电商业务主要包括：国内商务（零售性质的淘宝、天猫、盒马、银泰等，批发性质的阿里巴巴国内 B2B、零售通等），国际商务（零售性质的速卖通和 Lazada，批发性质的阿里巴巴国际 B2B），本地服务（饿了么、口碑、飞猪）以及基础设施菜鸟物流。

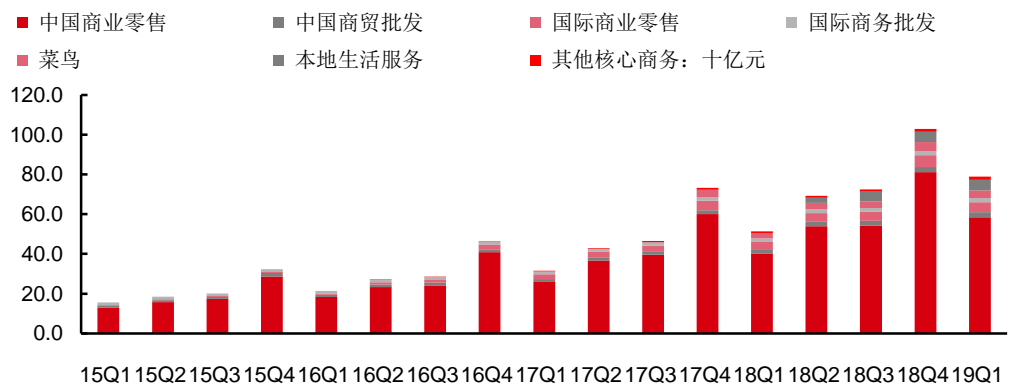
图 9：阿里巴巴核心商务业务构成



资料来源：公司公告

在收入构成方面，以淘宝和天猫为核心的电商平台收入是公司收入最主要的贡献者，主要来自于淘宝、天猫的客户管理收入以及天猫平台的佣金收入，2018、2019 财年公司核心商业收入增速分别为 55%、51%。此外，新零售业务拓展带来的银泰等线下收入于 2017 年第二季度并表，菜鸟网络于 2017 年第四季度并表，饿了么于 2018 年第二季度并表，并表业务也大幅推动核心电商业务收入的增长。然而，新并表的业务虽然贡献了收入，但是却大幅拖低了核心电商业务的利润率。淘宝、天猫的在线营销及佣金业务模式成本极低，EBITA margin 超过 70%，但是新零售业务、菜鸟网络以及饿了么模式成本较高，利润率较低甚至因为前期投入造成亏损，使并表后的经营利润率以及 EBITA Margin 持续走低。

图 10：阿里巴巴核心商务收入构成（十亿元）



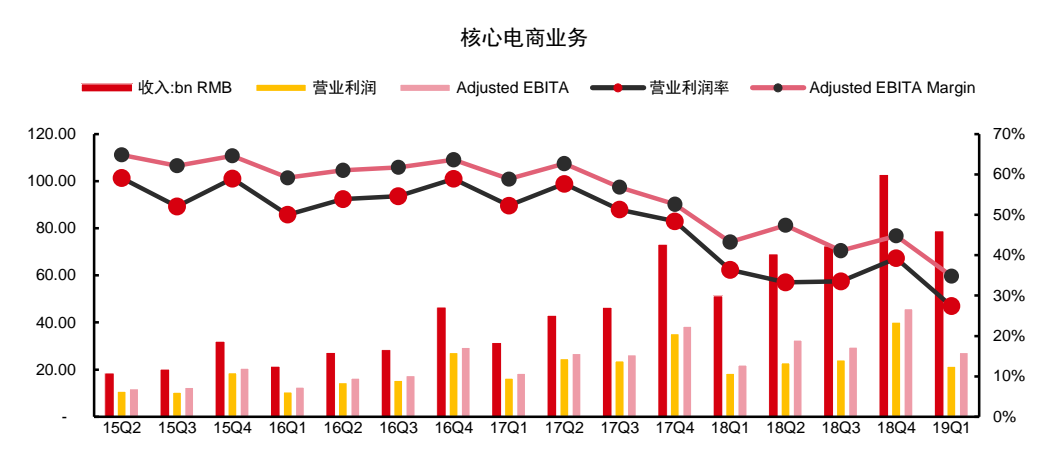
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：阿里巴巴业务并表历史



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 12：阿里巴巴核心商务收入及盈利

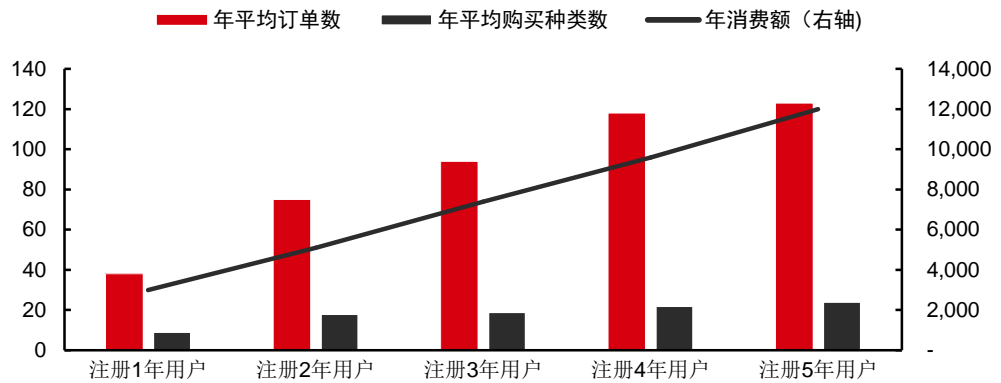


资料来源：公司公告，中信证券研究部

电商龙头地位稳固，用户粘性持续提升，受宏观影响平台放缓货币化

淘宝天猫电商龙头地位稳固，电商生态与用户粘性持续完善。 1) 淘宝天猫平台用户、商家、平台成交额等核心指标全面领先：截至 2019 财年末，阿里平台活跃买家数约 6.5 亿，平台 GMV 达到约 5.70 万亿，全面领先竞争对手；2) 阿里平台电商生态与用户粘性持续完善：随着阿里生态支付、物流、算法推荐等基础持续完善，庞大的卖家提供的丰富产品服务与庞大买家的消费需求构筑起网络效应，阿里能够为 6 亿+用户提供最全的优质产品服务，也成为主要电商商家和品牌商最核心的在线销售渠道，用户粘性显著领先竞争对手，人均 GMV 达到 8757 元，约为京东的两倍，买家年消费额、消费品类、订单数随着注册年限的提升而持续提升，用户已经深度养成在淘宝上购物的消费习惯。

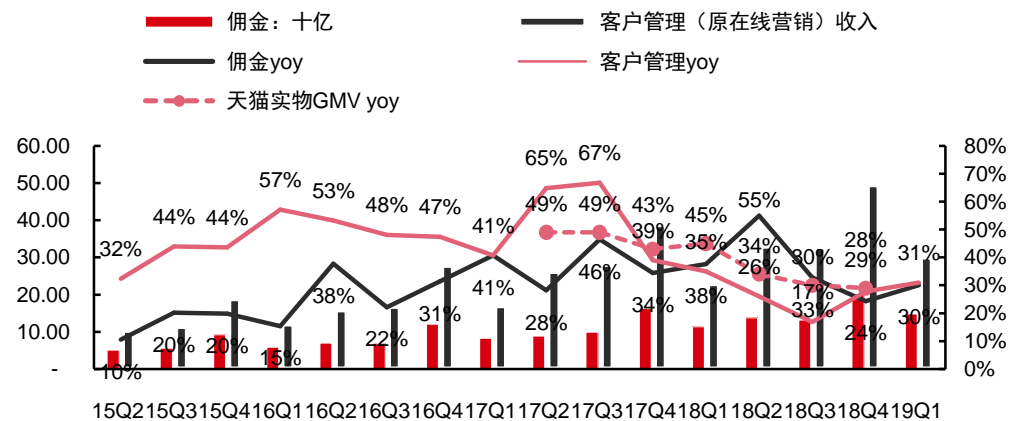
图 13: 电商消费习惯与用户粘性持续提升——阿里平台不同注册年限买家的年消费情况 (单位: 件; 种; 元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

客户管理收入持续增长, 但受近年宏观经济压力, 平台主动放缓货币化提升速度。营销收入靠用户流量与参与度驱动, 目前手淘用户规模持续增长、技术提升下用户参与持续提升, 阿里巴巴客户管理收入持续增长; 同时改版后信息流推荐流量显著增长, 目前整体广告库存具备充足提升空间。但受不利宏观经济因素影响, 近年阿里主动放缓电商平台货币化率提升趋势, 信息流广告方面, 目前公司仅进行部分测试, 尚无进一步增加货币化的计划。1000 万商家 (来源: 阿里巴巴投资者日资料) 是阿里平台商品供应、电商运营主体和平台收入贡献者, 营销收入增长放缓更多是公司主动行为, 本质是在经济景气度较差的时期公司对平台大量中小商家的投资与赋能, 放水养鱼, 牺牲短期利益放大长期利益, 相较于快速提升货币化率, 公司更加关注于平衡商家 ROI、用户体验和 GMV 增长。

图 14: 阿里巴巴客户管理收入、佣金收入及天猫实物 GMV 及增长 (单位: 十亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

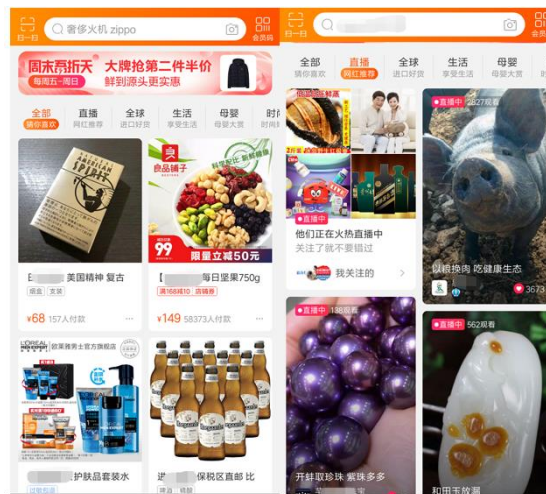
产品: 手淘启动改版发力展示流量, 短视频、直播等内容体系逐渐成型

手淘启动改版发力展示流量。手淘自 2018 年下半年开始改版发力推荐信息流, 新首页更加简单智能, “猜你喜欢” 位置大幅靠前, 推荐机制全方位创新。推荐内容丰富度大幅提升、精准度提升: 除商品外, 增加了模块化的运营机制, 打通横向市场、泛内容主题、

榜单、权益、新品、大促等多个子板块，形成多维度、智能化的丰富信息流。其推荐机制依托阿里 10 亿+商品库与大量的用户消费数据，已拥有 10000+精细消费场景，根据用户消费数据意向，精准满足用户消费需求。

信息流改版，第一，有助于让用户“逛”到更加个性化的商品和内容，提升整体用户体验；第二，有助于分发效率的提升，使商家获得更大的曝光机会以及有望推进 C2M 模式，提升供应链效率；第三，有助于淘宝平台在原来搜索场景之外获取更多流量与潜在的广告库存，打开货币化空间。当然，当前阶段为了投资与赋能商家，公司尚无进一步对信息流进行变现的计划。

图 15：手淘改版发力信息流



资料来源：淘宝 APP

多线开花，阿里近年着力布局内容化。用户渗透红利趋弱，互联网竞争迈入下半场，对用户的时间、心智与钱包争夺进一步加剧。阿里除了提供优质产品服务外，也发力布局内容：1) 淘内内容建设：手淘发力电商直播、微淘、淘宝头条等原创淘内内容，完善用户产品与内容消费体验；2) 战略投资外部内容与入口：包括微博、小红书、哔哩哔哩等，基于优质平台的外部内容、流量与粉丝社交关系，完善淘宝内容体系；3) 大文娱内容与数据打通协同：通过优酷、阿里影业、阿里鱼等协同，进行 IP 生产、衍生品等变现。

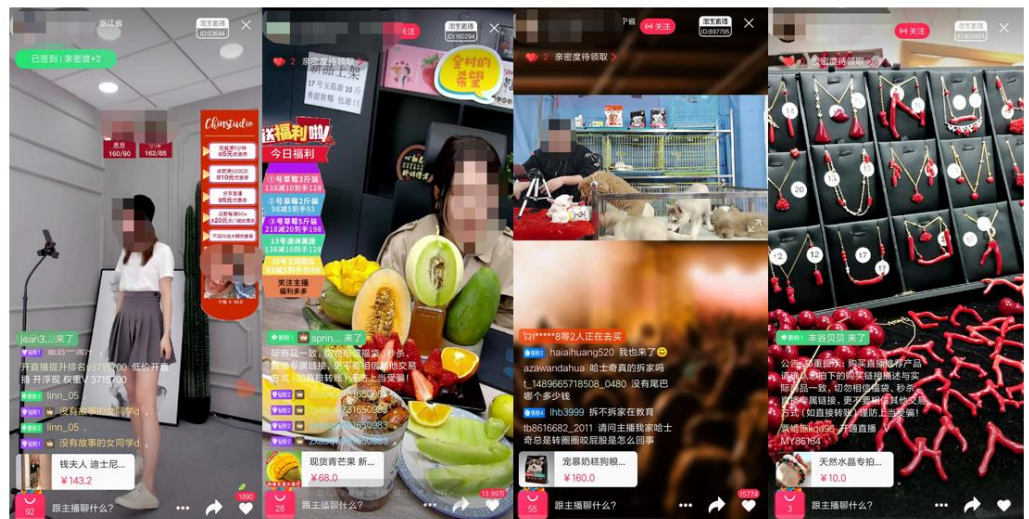
图 16：阿里内容体系布局



资料来源：淘宝 APP、微博、小红书，中信证券研究部

直播、短视频内容体系逐步完善，带货能力持续提升。淘宝直播成立三年来，内容丰富度与用户参与持续提升。《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》数据显示，目前淘宝直播日均直播场次超 6 万场，直播时长超过 15 万小时，2018 年淘宝直播平台带货超千亿，同比增速约 400%，商品数量超 60 万款。淘宝直播不仅给用户提供了更加真实、丰富的内容体验，也助力优质产品供应链获得更好的曝光与线上化，如服饰领域淘宝直播平台每个月上新的款式数量能够达到 16 万。

图 17：手淘短视频、内容类型持续完善



资料来源：手淘 APP

图 18：手淘直播渗透持续提升



资料来源：《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》淘榜单、淘宝直播

图 19：手淘直播带货能力持续提升

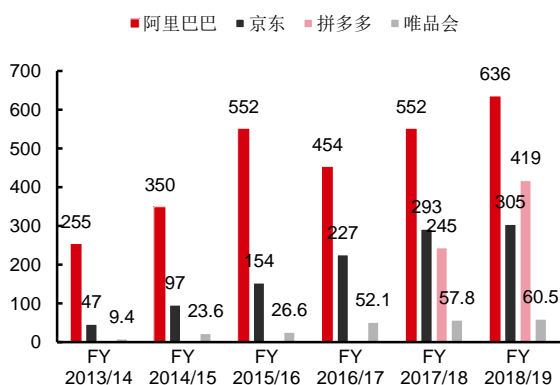


资料来源：《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》淘榜单、淘宝直播

竞争：京东增长放缓，拼多多强势崛起，阿里综合优势依旧稳固

电商竞争格局逐步变化，京东增长放缓，拼多多快速崛起。近年传统自营电商巨头京东用户与 GMV 增长放缓，2018 年末活跃买家为 3.05 亿人，相比 2017 年末 2.93 亿仅增长 1200 万，GMV 从 2017 年的 1.30 万亿增长至 2018 年的 1.68 万亿。相比之下，社交电商拼多多快速崛起，活跃买家数从 2017 年末 2.45 亿快速增长至 2018 年末的 4.19 亿，GMV 从 2017 年的 1400 亿增长至 2018 年的 4700 亿，同时，据 Questmobile 数据，拼多多与手淘重合用户数已达到约 1.4 亿，微信小程序用户已达到 1.09 亿。

图 20: 主要平台拼多多活跃买家用户呈爆发式增长 (百万人)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 21: 拼多多与手机淘宝用户重合度不断加剧



资料来源: Questmobile

拼多多依托腾讯系流量场景, 凭借有别于传统电商的优势, 专注提升供应链效率与提供高性价比产品服务, 实现快速崛起。其主要优势包括: 1) 低价流量: 拼多多依托腾讯低价社交流量, 能够快速低成本触达与获取用户; 2) 成本优势: 拼多多当前商家成本低于淘宝, 对于淘系商家具备一定的成本优势; 3) 消费场景: 拼多多用户互动、娱乐型购买, 与京东、淘宝搜索电商存在差异化竞争; 4) C2B、C2M 模式: 拼多多基于拼团的 C2B、C2M, 有助于提升生产销售匹配度, 提升供应链效率。

诚然, 由于拼多多综合积累尚浅, 很多方面与阿里巴巴尚有较大差距, 包括: 1) 整体商家/商品质量偏低, 以白牌和杂牌为主, 在产品质量、商家资质上不及阿里; 2) 用户体量不及阿里, 且相当比例为低线与年龄层偏大的电商初级用户; 3) 售后/支付/物流方面, 售后体系较为薄弱, 缺乏一键退换货机制, 缺乏类似于支付宝的支付体系, 物流依赖于四通一达, 缺乏整合。而阿里巴巴在行业内深耕多年, 淘宝业务开展已经超 15 年, 天猫自上线至今已超 8 年, 积淀深厚; 菜鸟网络从 2013 年开始孵化, 到 2016 年菜鸟联盟才初见成效, 且构筑起一定的先发优势, 因此竞争对手要想迎头赶上, 并非一朝一夕。

京东起家主打的自营正品概念, 在淘宝发展早期具备较强竞争优势 (中高端非价格敏感型用户偏好京东), 但在天猫平台成型后, 大量正品品牌商入驻天猫, 相比天猫, 京东竞争优势逐步弱化: 1) 早期京东的自营物流体验强于阿里, 但菜鸟网络成型和整体物流服务水平提升后, 京东的物流服务优势持续缩小; 2) 品类上京东的局限性: 一方面核心的 3C、家电等品类基本盘被天猫逐步分流, 另一方面服装、日用百货等品类由于丰富度和价格因素在京东上难有起色; 3) 自营与平台模式运营模式不完全一样, 自营强调的是极致的供应链效率, 平台强调的是服务商家、数据体系的优化、千人千面, 两套基因导致在流量分配、运营上均有较大差距。

尽管面临竞争, 但阿里在产品服务、商家与用户积累方面整体竞争力依旧稳固, 同时也逐步改善产品结构应对拼多多的竞争。阿里庞大的电商供应链与电商商家的积累以及用户规模、使用习惯与粘性依旧显著领先其他平台, 同时阿里在电商基础设施的大量布局、数据积累与算法能力、人才与组织运营方面亦显著领先。此次淘宝改版以及放缓货币化进

程，也有助于用户体验的完善与商家供应链效率的提升，提升淘宝平台产品与服务的竞争力，从而更好的应对来自拼多多等其他平台的竞争。

新零售：布局清晰，稳扎稳打，盒马模式持续完善

零售业态持续变革，消费者对优质商品、极致体验的需求催生新零售业态。零售的价值体现在商品流通的效率，从最初的杂货店业态到商超、电商再到新零售，商品的生产采购、仓储配送、运营销售等流通环节没有本质改变，但供应链效率得到极大提升。过去十余年中国电子商务的蓬勃发展使商品流通扁平化、信息对称化，满足了顾客便利、长尾、便宜的消费需求。而在居民收入持续提升，信息传播与技术迭代加速的背景之下，消费者对优质商品与服务的需求不断升级。从以企业为中心转向以消费者为中心，将零售要素全面数字化，进一步提升供应链效率以实现极致性价比的商品与极致购物体验，是阿里自2016年云栖大会提出的“新零售”核心。从进化路径来看，实现零售业态线上与线下的双线融合，以数据与技术重构传统实体零售业态的“人、货、场”以实现降本提效，是当前新零售主要迭代方向。

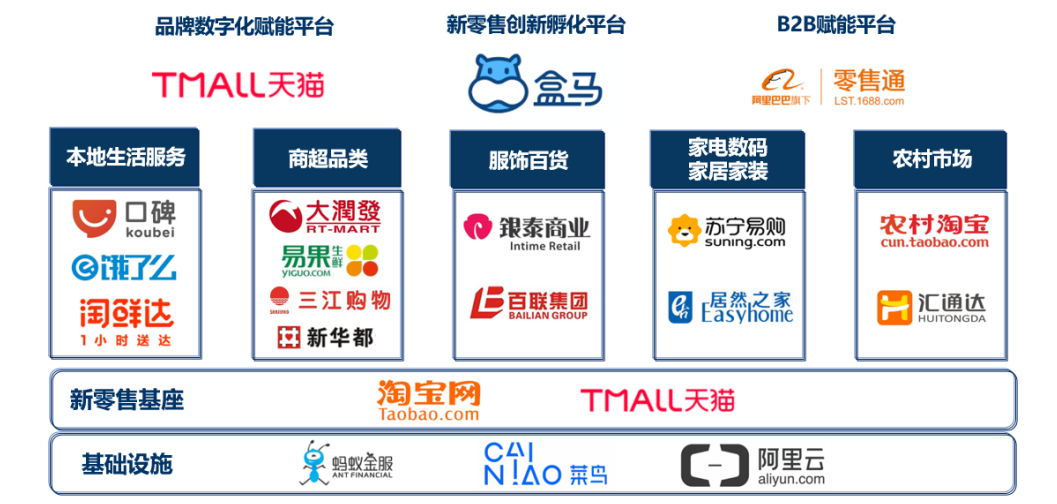
依托流量、数据、金融、物流等商业基础设施，全面赋能渠道与品牌，“新城建设”与“旧城升级”并举，布局日臻清晰。新零售通过运营系统数字化、门店技术、消费者洞察和移动生态体系，将线下及线上零售融合，最终为消费者提供线上线下一体化的用户体验，旨在帮助传统零售商通过实现数字化运营与场景、用户打通以重构业务，提高运营效率。形式上，通过内生式孵化和包括投资在内的战略合作，实施“新城建设、旧城改造”的模式。“新城建设”是通过类似盒马鲜生的自营新零售业务孵化，旧城改造”则是输出全套新零售信息系统，并且作为平台向阿里巴巴生态系统中的第三方推广，帮助其实现数字化转型。2016-2017年，阿里先后投资三江购物、苏宁易购（原苏宁云商）、银泰商业、联华超市、新华都、高鑫零售等，积极进行新零售改造与尝试。本地生活服务方面，2018年4月宣布全资收购饿了么，完善本地生活到家业务版图；到店业务方面，口碑手机点单业务持续投入，预期形成“点单用口碑，买单用支付宝”的闭环数据，让到店消费全面数字化，通过扫码购积累线下服务消费大数据。

表 1：阿里巴巴对实体零售业上市公司投资概览

时间	投资公司	交易后持股	收购当年 PE	收购当年 PS
2016.1	三江购物	32%	70x	1.2x
2016.5	苏宁云商	19.99%	190x	0.9x
2017.1	银泰商业	73.70%	17x（对应 2016）	1.3x（对应 2016）
2017.5	联华超市	18%	n.a.	未披露
2017.9	新华都	10%	101x	0.8x
2017.11	高鑫零售	36%	20x	0.5x

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 22：阿里巴巴新零售主要布局示意图



资料来源：中信证券研究部绘制

盒马精品 IP，自带流量，线下以客为先强调体验。盒马为阿里新零售样板，高频刚需的生鲜品类为聚客抓手，爆款网红海鲜获客：典型门店 4000-5000 平，SKU 约 5000，当前生鲜品类面积占比和销售占比均超 50%。定位平价精品超市，主打高客单价及较高毛利。线下以客为先，引入餐饮强化引流效应，动线自由、科技感和高档感强。门店集商品销售、服务体验、线上引流、配送前置仓等功能于一身，自有配送团队和智能调度系统提供 30 分钟到家服务，到家订单占比普遍超过 50%。“智能调度+店仓一体”的高效到家物流是盒马的战略型资产。

盒马鲜生依托阿里生态，打通线上线下流量与数据，构建门店与物流体系，提供超市+餐饮场景，成熟店铺高坪效已被验证。截至阿里巴巴 2018 全球投资者大会，盒马鲜生覆盖城市 14 个，门店 64 家，服务超 1000 万消费者。过去两年，线上销售、订单单价与会员消费金额持续增长，成熟店铺销售持续增长，并实现盈利，盒马鲜生依托阿里线上入口体系和综合服务能力，线上销售占比已超过 60%，其中成熟店铺单店日均销售额超 80 万元，年化单店坪效超 5 万元。

除定位核心生活圈的盒马鲜生外，盒马也在积极探索不同的新零售形式，盒马 CEO 侯毅在联商网大会上提到，盒马菜市、盒马 mini、盒马 F2、盒马小站等全新版本的盒马零售店将在 2019 年陆续启动开展，全面覆盖不同商圈与场景，推进新零售。1) 盒马菜市：定位社区与郊区，更加接地气，引进了部分散装系列，如散装的蔬菜、散装的猪肉、散装的蛋禽等，取消包装成本，也不带餐饮区，使得商品选购更加便捷，定价更加友好。2) 盒马 mini：定位郊区、城镇、县市，面积较盒马鲜生小，产品方面，活海鲜、冰海鲜放大，同时引入面条、熟食等现制现售品类商品；3) 盒马 F2：定位办公楼商圈，定位接近便利店，样店无日化产品而鲜食选择更多，并增加了自提柜；4) 盒马小站：相当于“前置仓”，定位城区内的网络覆盖和补充，它将开在那些盒马无法开店的区域，只提供外送服务，补充完善盒马鲜生 4000-6000 平米大店在扩张选址上的限制。截至 2019 年 3 月底，盒马在上海城区已实现 80%覆盖。

我们认为未来盒马开店速度有望进入稳步增长阶段，辅助以上述新版本的零售店模式，提升现有核心城市的覆盖、优化品类结构与场景。随着现有城市开店密集度、覆盖率提升，我们认为供应链与物流成本的规模效应有望持续体现，整体盈亏情况有望好转，盒马业务将协同天猫与本地生活服务业务等，在生鲜等市场占据一定市场份额。

图 23：盒马鲜生线下



资料来源：第一财经

图 24：盒马鲜生手淘入口



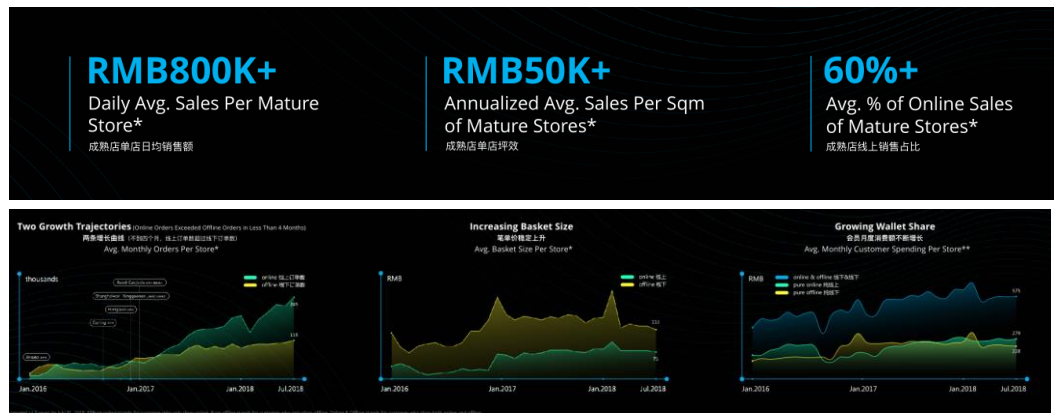
资料来源：淘宝 APP

图 25：盒马鲜生模式与运营情况



资料来源：阿里巴巴投资者日文件

图 26：盒马成熟店铺实现强劲增长与盈利



资料来源：阿里巴巴投资者日文件

强势布局本地生活，美团与饿了么现阶段竞争仍将持续

饿了么+口碑合并，管理结构重新梳理，本地生活服务业务再起步。新成立本地生活服务公司持有饿了么和口碑，已于 2018 年 8 月份收到软银等投资者 30 亿美元，合并后，阿里系元老、原淘点点负责人王磊将出任新公司总裁并兼任饿了么 CEO，向张勇汇报；口碑 CEO 由范驰出任，向王磊汇报，范驰在蚂蚁金服集团工作多年，先后负责管理过支付宝最重要的快捷支付、无线支付和支付宝钱包的品牌、运营和产品等工作；本地生活服务业务组织管理结构重新梳理。

图 27：阿里本地生活服务生态体系



资料来源：本地生活服务发布会

饿了么到家服务+口碑到店服务，构建本地生活服务闭环。产品服务方面：1) 饿了么定位到家服务是主营在线外卖、新零售、即时配送和餐饮供应链等业务的 O2O 平台，通过线上的接单和线下骑手的配送完成用户与商家的对接，以抽佣与会员模式变现，对标美团外卖；2) 口碑定位到店服务，为用户提供本地生活服务信息与评论，向商家提供流量、会员营销、支付和数据运营等，通过广告与会员等变现，对标大众点评。

表 2: 本地生活相关业务商业模式

业务板块	细分平台	商业模式	具体模式
本地服务	饿了么	外卖抽成	每笔交易通过支付宝平台进行，流经的款项收取一定比例的扣点
		会员收费	年费、单月会员
		广告	文字广告和横幅广告
	口碑	会员收费	基础会员 9.9 元每月，升级版会员 19.9 元每月
		佣金	每笔交易通过支付宝平台进行，流经的款项收取一定比例的扣点

资料来源：饿了么、口碑，中信证券研究部

本地生活业务市场空间广阔，亦将成为阿里生态重要布局。据德勤测算，未来五年外卖市场未来有望破万亿，本地生活服务电商总规模达 8 万亿，同时外卖等本地生活服务是日常高频消费场景，在阿里新零售、全域营销等定位下，本地生活服务将是阿里生态与长期竞争力的核心一环。

本地业务与阿里生态的协同，助力阿里 2B 业务长期布局：1) 本地生活业务在一二线城市以外的地推与开展，有望助力阿里整体生态的低线渗透；2) 饿了么布局蜂鸟物流，有望成为阿里新零售及时配送的基础设施；3) 阿里生态有望给本地生活业务超 300 万商家提供综合的金融、供应链、数字化等综合服务，打开本地生活商家市场。

图 28: 美团、饿了么综合生态布局与协同



资料来源：Questmobile，中信证券研究部绘制

本地生活业务对阿里战略意义重大，随着阿里全面入主饿了么与整合本地生活服务业务，美团与饿了么竞争持续加剧：

美团短期占优，阿里集团化竞争力或改变当前格局。当前美团在覆盖城市、用户、GMV、商家服务等方面全面占优：1) 美团点评覆盖城市约 2800 城，而饿了么+饿了么星选目前覆盖约 2000 城，美团地域覆盖、地推团队、商家与骑手积累领先饿了么；2) 大众点评在覆盖用户与内容积累方面显著领先口碑，同时美团活跃用户领先饿了么（2019 年 5 月美

团月活约 1.1 亿 vs 饿了么约 6000 万); 3) 2018 年美团 GTV 超 5000 亿 (其中外卖约 2800 亿), 而饿了么约 2000 亿。

但饿了么全面并入阿里集团, 治理结构理顺后, 业务协同形成的强大综合竞争力或带来中长期的变数, 核心优势包括: 1) 资金: O2O 业务显著依赖现金流, 阿里电商主业千亿级稳健现金流哺育业务发展; 2) 综合流量消费场景、入口及协同: 淘宝、支付宝、饿了么、口碑、优酷等入口与场景协同; 88VIP 依托天猫等会员协同, 实现外卖用户的饿了么独占化; 3) 商家: 阿里长时间在 B 端积累, 如通过与星巴克合作积累商家与用户; 4) 人才: 阿里系积累了大量顶级人才; 5) 技术: 阿里具备强大的云、数据等技术积累及物流等基础设施优势。

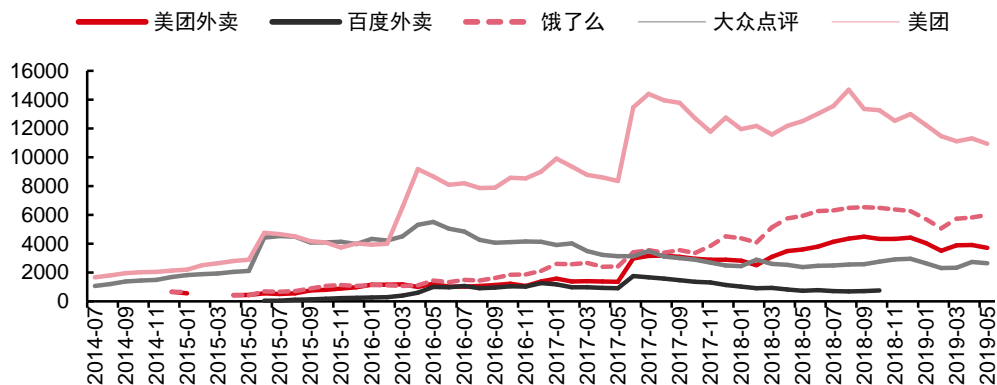
短期来看, 本地业务已进入存量用户竞争阶段, 两巨头服务、用户、商家等差异化不明显, 短期竞争格局未明朗, 竞争投入不可避免, 下一阶段将是基于平台综合实力, 全面争夺用户和商家、骑手。**对于阿里而言, 整体的投资仍将持续, 饿了么短期目标依旧是市占率的提升, 预计未来仍将继续对用户进行补贴, 但是会更加注重效率。**

表 2: 主要外卖平台情况

	美团	饿了么
优势/壁垒	1. 背靠美团点评生态下的用户技术和地域覆盖; 2. 腾讯战略投资并开放流量入口 3. 商家和用户端的高粘性;	1. 先发优势; 2. 基于阿里体系的用户积累和高渗透率;
覆盖城市	2800+	676 个城市和上千个县
顾客定位	白领、高校、家庭全覆盖	高校起家, 拓展白领
2018 平台交易额 (亿)	5000 亿+ (其中外卖 2800 亿)	外卖约 2000 亿
APP 2019 月活用户	约 11000 万	约 6000 万
活跃商户数	580 万 (较上年同增 32%)	350 万
骑手数	270 万 (获得收入骑手)	67 万 (活跃骑手)
支付入口	美团支付、微信支付、ApplePay、支付宝	支付宝/花呗、银行卡、ApplePay
收入模式	平台佣金、广告收入、配送费、服务抽成	平台佣金、广告收入、配送费、供应链交易佣金

资料来源: 美团财报、饿了么官网、Wind, 中信证券研究部

图 29：美团、饿了么主要 APP 月活



资料来源：Wind，中信证券研究部绘制 注：百度外卖与饿了么合并

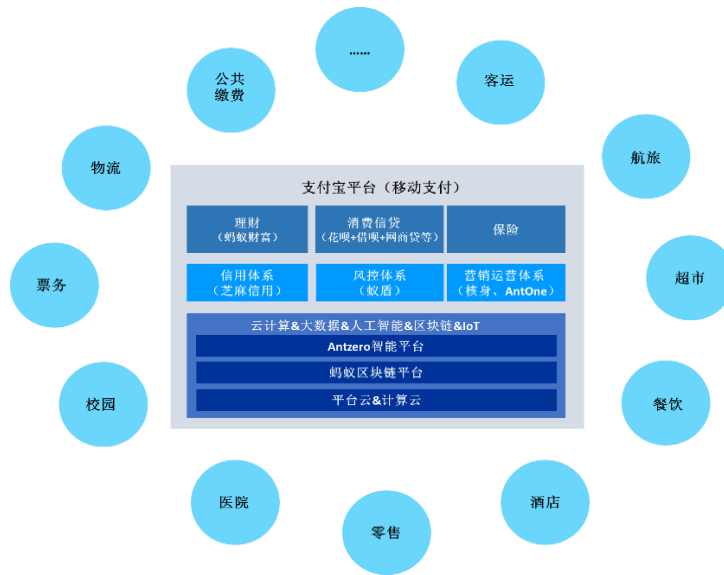
■ 基础设施领域持续发力，蚂蚁金服、阿里云、菜鸟三轮驱动

蚂蚁金服：电商信用基础，持续构建全场景、多架构金融生态

目前阿里持有蚂蚁金服 33% 收益权，并实际控制蚂蚁金服经营。以支付宝为核心的蚂蚁金服是阿里电商业务信用基础，依托淘系交易和支付宝入口，蚂蚁金服已实现四层架构金融生态构建。从业务结构维度，依托支付宝、理财平台等平台性产品，蚂蚁金服已经逐步构建了一个四层架构、且内在持续自我强化的金融生态，并借助金融+场景的融合，不断扩展金融服务业务边界和内容：

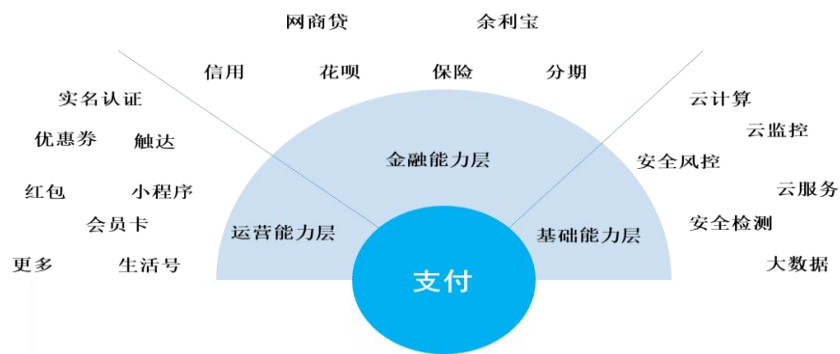
- ◆ 第一层：以支付宝为载体的超级入口—移动支付，借助支付实现用户、商户、场景的连接；
- ◆ 第二层：包括理财、消费信贷、保险在内的产品平台，公司实现金融服务落地和用户变现的重要环节；
- ◆ 第三层：包括信用体系和风控体系在内的支持系统，对金融服务的展开提供基础的风控和信用评价支持；
- ◆ 最底层：基础设施，即云计算、大数据、AI、区块链和 IoT 等，为金融服务的开展提供底层的 IT 能力支持。

图 30：蚂蚁金服金融四层架构金融服务生态



资料来源：蚂蚁金服发布会

图 31：蚂蚁金服金融四层架构金融服务生态



资料来源：蚂蚁金服发布会

商业模式：连接+沉淀+平台。当前蚂蚁金服可变现业务主要包括用户入口（支付）、串联（芝麻信用）、金融产品（财富管理、消费信贷、保险）以及技术输出（BASIC）等：

- ◆ **支付：以流水手续费及提现手续费为主。**一般而言，第三方支付机构在移动支付业务上的收入主要为商户的流水手续费、用户和商户的提现手续费、为商户改造客户端的技术服务费。成本则主要包括向 ISV 和其它渠道支付的佣金及费用、支付给银行的网关连接费用、商户管理及验证费用以及推广改造商户终端的硬件成本。
- ◆ **信用：按调用次数计费。**芝麻信用目前提供个人征信和企业征信两类产品。各类产品以不同费率按调用次数计价，费率在 0.3-5 元/次。为提升芝麻信用场景覆盖率，蚂蚁在 2017 年 3 月推出“信用+联盟”会员免费计划，宣布对会员标准产品免费但需向芝麻反馈信用表现。

- ◆ **金融产品：**收入包括自有及控股并表收入，合作伙伴业务拓展服务费以及技术服务费等。内容涉及财富管理、保险、消费信贷等业务，以保险为例，收入主要包括销售平台渠道及营销费、场景保险产品渠道费以及技术输出服务费。
- ◆ **技术输出：**类似于云服务 IT 服务方式收费。主要面向下游企业提供数据分析、身份鉴权、云服务等相关 IT 能力，收费方式预计和传统 IT 服务类似。

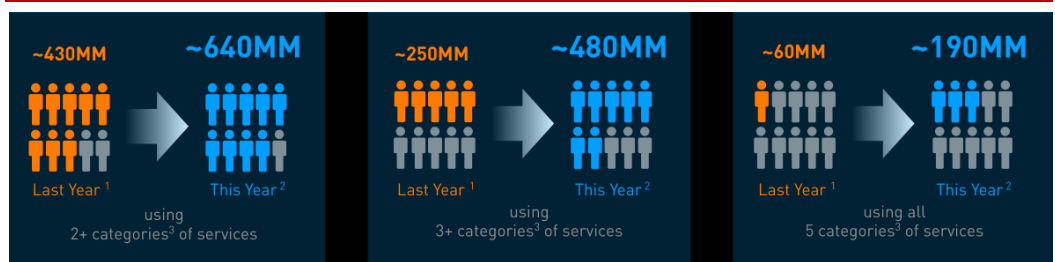
表 3：蚂蚁金服牌照资质完善

牌照类型	牌照名	牌照主体	持股比例	获得/注册时间
支付	第三方支付	支付宝	100%	2011.05
	基金销售支付			2012.05
基金	基金管理	天弘基金	51%	2013.06
	基金销售	蚂蚁（杭州）基金销售	68.83%	2015.04
保险	财险、车险	众安保险	13.54%	2013.03
	财险	国泰产险	51%	2015.09
	相互保险	信美人寿	34.5%	2016.06
	保险经纪	保进保险	100%	2017.07
	健康险	阿里健康保险	尚未批筹	未获得
小贷	网络小贷	蚂蚁小微小贷	100%	2013.08
		蚂蚁商诚小贷	100%	2011.06
银行	民营银行	网商银行	30%	2014.09

资料来源：全国企业信用信息公示系统，中信证券研究部

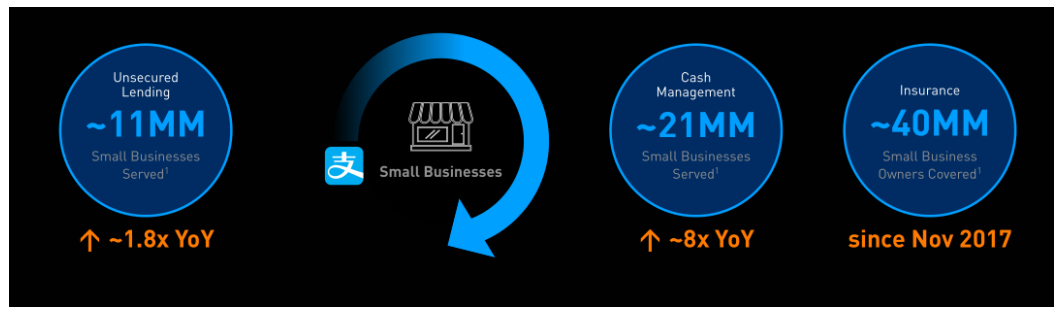
随着场景、产品完善以及用户习惯不断养成，蚂蚁金服多元金融服务的用户参与持续提升，信贷、理财、保险等服务持续增长。据 2018 年阿里巴巴投资者大会披露，使用蚂蚁金服 2 种以上服务的用户数从上一年 4.3 亿人增长至 6.4 亿人，3 种以上服务的用户数从上一年 2.5 亿人增长至 4.8 亿人，5 种以上服务的用户数从上一年 0.6 亿人增长至 1.9 亿人。

图 32：蚂蚁金服多元金融服务的用户参与持续提升



资料来源：阿里巴巴投资者日文件

图 33: 信贷、理财、保险等服务持续增长



资料来源：阿里巴巴投资者日文件

蚂蚁金服未来展望：国际化+产业生态扩展。关于蚂蚁金服未来的扩展路径，我们认为主要来自于两个层面，一是进入海外市场，分享全球市场增长红利，二是在国内市场进一步拓宽产业生态，面向金融机构提供更为全面的科技服务。下面我们就上述两种可能的路径展开分析。

国际市场开拓：以本地移动支付为起点，构建全球用户网络。支付宝 2007 年即涉足海外业务，自 2014 年以来，支付宝通过投资、合资、收购不断加强海外本土化电子钱包布局。整体看，支付宝通常以战略投资形式参与，但不追求控股，根据每个合作伙伴的技术能力、业务诉求的不同，选择投资&战略合作、同当地企业成立合资公司、收购等三种不同的合作方式。完成支付业务的布局后，公司便可以支付业务积累的用户为基础，将蚂蚁金服在国内的成长模式完全复制到海外市场，从而实现蚂蚁金服生态模式的全球化复制。

表 4: 蚂蚁金服移动支付相关海外投资

年份	投资/合作方	国别	轮次	金额	电子钱包	从事领域
2014	Paybang	澳大利亚	成立合资公司	-	-	跨境支付
2015	Paytm- One97 Communications	印度	A 轮/B 轮/战略投资	1.35 亿美元/6.80 亿美元/未披露	Paytm	支付
2015	K-Bank	韩国	共同发起设立	技术股东	-	互联网银行
2016	Ascend Money	泰国	A 轮/战略投资	数千万美元/未透露	Ascend Money	支付及互联网信贷
2016	M-Daq	新加坡	战略投资	未披露		跨境证券交易服务商
2017	KaKao Pay	韩国	战略投资	2 亿美元	KaKao Pay	支付
2017	Mynt	菲律宾	A 轮	未透露	GCash	支付
2017	Emtek	印度尼西亚	成立合资子公司	-	DANA	支付
2017	HelloPay	新加坡	收购	包含于 Lazada 投资	合并更名为 Alipay	支付
2017	支付宝 HK	香港	设立	-	支付宝 HK	支付
2017	Touch'nGo (TNG)	马来西亚	成立合资公司	-	TNG	支付
2018	TMB	巴基斯坦	45%股权投资	1.845 亿美元	Easypaisa	小微企业银行

资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

图 42：蚂蚁金服是阿里全球化的重要组成



资料来源：阿里巴巴投资者日文件

国内市场扩展：延展数字产业生态，从 Tech-Fin 到 Tech-Industry。除入口层（支付）和金融产品层外，蚂蚁金服的四层架构中的信用能力、风控能力以及 BASIC（区块链、AI、安全、IoT 和云计算）等适用范围并不局限于金融领域。具备金融级安全的基础设施完全有能力服务于商业领域。依托 10 多年的业务需求积累和为解决实际场景问题而打磨的能力，当前在这一领域蚂蚁金服处于优势地位。

图 34：蚂蚁金服服务于全场景金融



资料来源：阿里巴巴投资者日文件

从 Fin 向 Tech 的拓展，蚂蚁金服的生态正从 C 端向 B 端拓展。蚂蚁金服在金融场景上的信息化技术实战经验正形成服务，面向 B 端进行输出。在 2015 年至 2018 年的三年间，蚂蚁金服的公布产品数量从 5 个增长到 80 个，解决方案从 3 个发展到 50 个。2018 年蚂蚁金融云升级为蚂蚁金融科技，正式全面开放，互联网金融巨头让自身科技实力从幕后走向台前的趋势愈发明显。

图 35: 完整的支持金融业务的技术堆栈



资料来源: ATEC 金融科技开放大会

蚂蚁金服以蚂蚁金融科技为品牌输出从基础设施至业务逻辑的全方位产品和服务。金融行业的客户对于服务的需求变为线上化、智能化,传统金融机构急需加强技术基础和业务创新能力。蚂蚁金服有服务 C 端的业务经验和底层架构建设经验,可以给金融机构提供从顶层设计开始的数字化转型战略。蚂蚁金服向 B 端开放的产品和解决方案总共有三类:一类是金融科技产品,包括分布式中间件、分布式数据库、图数据库以及新发布的区块链 BaaS 平台等;第二是智能、安全、金融交易与交互等通用解决方案;第三是数字银行、数字保险等垂直业务的行业解决方案。

区别于金融行业的传统 IT 服务商,蚂蚁金服可以提供完整的技术堆栈,并和 ISV 加强合作。金融机构的客户群在扩大,交易频率上升,原有基础 IT 架构成本高,且不易扩展。蚂蚁金融科技除了区块链和人工智能等新兴技术之外,还包括 IT 基础架构升级换代的技术体系,云计算和大数据以及金融级专属的技术,是一个完整的支持金融业务的技术堆栈。在实施服务的最后一公里上,蚂蚁金服已布局 ISV 合作伙伴。2015 年以来,蚂蚁金服不断入股金融 IT 公司。金融 IT 公司有高粘性金融客户群,有服务 B 端的实施团队和实施经验,并且有更全面的解决方案。ISV 与蚂蚁金服高度互补。目前,蚂蚁金服入股了恒生电子、润和软件、科蓝软件等多家金融 IT 公司。

表 5: 蚂蚁金服合作银行

合作银行	合作内容
南京银行	联合发力互联网金融以及鑫云+平台
西安银行	移动战略方面的合作
重庆农商行	建设大数据平台以及智能风控平台
台州银行	深化小微企业金融服务的过程
常熟银行	建设大中台支持大零售转型
广发银行	从前期的推动广发信用卡发展,到即将进行分布式核心业务平台能力的探索研究。

资料来源: 雷锋网, 中信证券研究部

表 6: 蚂蚁金服入股的 A 股公司

入股企业	入股时间	持股比例	公司主营业务
恒生电子	2015 年	20.72%	公司聚焦于财富资产管理行业的金融软件和网络服务，在证券和基金等多类金融机构中核心系统市占率第一。
润和软件	2018 年	5.05%	公司向银行提供核心系统解决方案和系统测试服务，长期服务多家股份制商业银行和地方性商业银行。
科蓝软件	2019 年	3.40%	公司向银行提供 IT 解决方案和服务，主要包括电子银行系统，互联网金融类系统，网银安全系统等。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

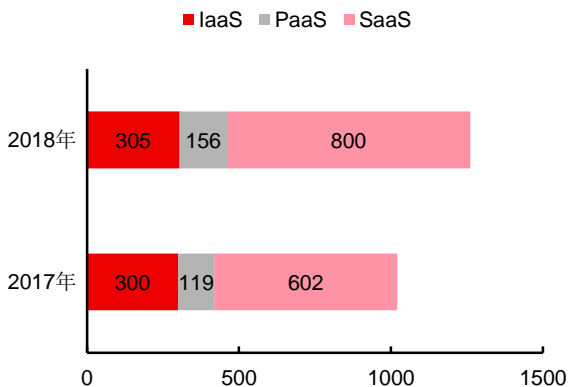
以科技为纽带，向 B 端提供生态开放，提高金融行业的纵深度。区别于传统的 IT 公司的服务模式，蚂蚁金服有能力帮助增加获客，甚至运行/维护体系的建设和培养等。银行有较为固定的客户群，但在移动银行端，需要创造更多的场景以及与很多现有场景建立连接，提高用户的使用频率。蚂蚁金服通过开放生态有能力向金融机构提供场景。蚂蚁金服与金融机构最早建立的连接是基于支付业务的合作，后来增加了其他普惠金融类的业务，包括网商银行的同业合作，借呗、花呗的业务合作。

阿里云：行业前景广阔，阿里云本土领军

云市场行业前景广阔：全球市场突破 1000 亿美元，国内超 250 亿元人民币。Gartner 统计数据显示，2018 年全球公有云市场规模（仅考虑 IaaS、PaaS、SaaS 三个核心产业环节）为 1261 亿美元，较 2017 年同比增长 23.5%，其中北美市场依然为发展的主力。根据 IDC 统计数据，2018 年下半年中国公有云服务市场规模超 40 亿美元（约 276 亿元人民币），其中 IaaS 市场增速再创新高，同比增长 88.4%，PaaS 市场增速更是高达 124.3%。从市场绝对体量来看，国内公有云市场仍处于早期阶段，整体发展速度显著滞后于欧美前沿市场：

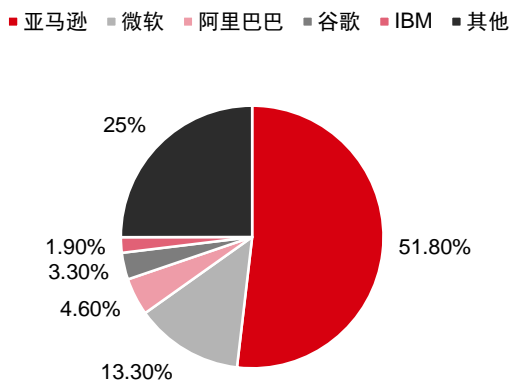
- ◆ **产品结构：**IaaS（基础设施即服务）、PaaS（平台即服务）、SaaS（应用即服务）分别 305 亿、156 亿、800 亿美元，分别同比增长 1.67%、31.09%、32.89%。
- ◆ **区域结构：**目前北美市场仍是云计算发展的前沿，占据全球公有云份额比重高达 59.5%，其次为欧洲（21.5%）、亚洲（12.0%）。
- ◆ **竞争格局：**在全球 IaaS 市场，亚马逊一家独大，份额占比高达 51.8%，2017 年实现收入 122.20 亿美元，其次为微软、阿里、谷歌等，微软与阿里巴巴在公共云产品上的增速分别达 98% 和 62.7%。前三大供应商占据 IaaS 市场的 69.7%。在 SaaS 市场，在企业协作、HRM、CRM 等各细分板块，市场主要份额由微软、Salesforce、Workday 等厂商占据。

图 36: 全球公有云市场份额结构 (2018, 十亿美元)



资料来源: Gartner, 中信证券研究部

图 37: 全球 IaaS 市场份额结构 (2017)

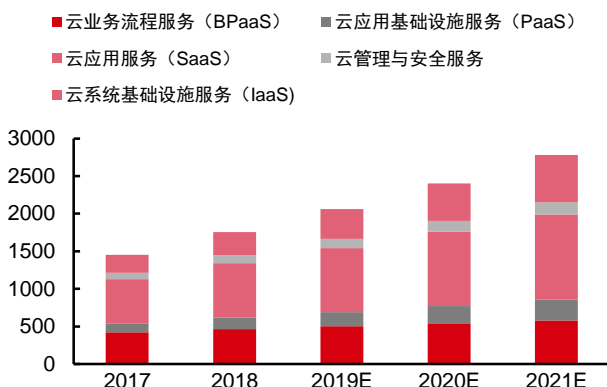


资料来源: Gartner, 中信证券研究部

全球市场展望: 预计 2021 年全球公有云市场近 3000 亿美元, 并迎来新一波增长高峰。根据全球主要云计算厂商 2017 年报披露数据, 2018 年全球主要云计算厂商资本支出将超过 700 亿美元, 显示出对云计算产业长期发展前景的看好。伴随着欧美地区大型企业开始快速向云端迁移, 并结合当前企业市场较低的云计算渗透率水平, 我们预计未来 5 年, 全球公有云市场增速将继续维持高位, 未来三年全球公有云市场 CAGR 将维持在 15% 以上。根据 Gartner 预测, 到 2019 年全球公有云市场将从 2018 年的 1758 亿美元增长 17.3%, 达到 2062 亿美元。到 2021 年, 公有云市场将达 2783 亿美元。

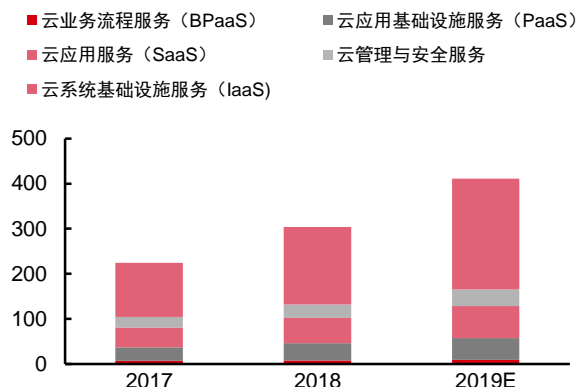
中国市场展望: 预计 2019 年中国公有云市场突破 400 亿元人民币, 保持高速增长态势。如果以各地区公有云支出/企业 IT 支出占比来定义市场公有云渗透率水平, 2017 年美国市场、全球市场、国内市场公有云渗透率分别为 12.7%、7.6%、4.7%, 数据端的表现反映出: 发展最前沿的美国市场公有云渗透率仍处于较低水平, 且国内市场显著落后于美国市场, 在发展阶段上约滞后 4~5 年左右。未来, 中国云计算市场尚有巨大的市场潜力可以挖掘, 有望远超全球平均速度, 保持高速增长, 发展前景良好。

图 38: 全球公有云服务收入 (2017-2021E; 亿美元)



资料来源: Gartner(含预测), 中信证券研究部

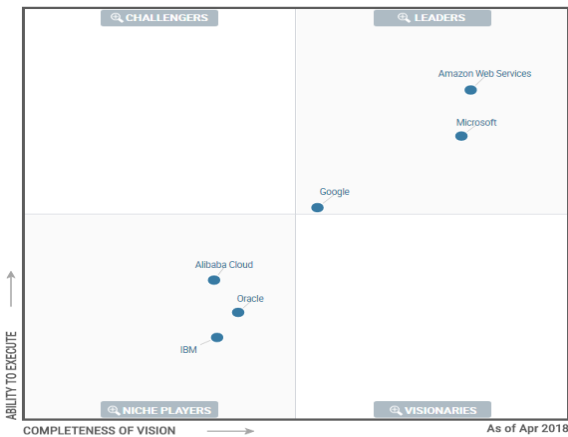
图 39: 中国公有云服务收入 (2017-2019E; 亿元人民币)



资料来源: Gartner(含预测), 中信证券研究部

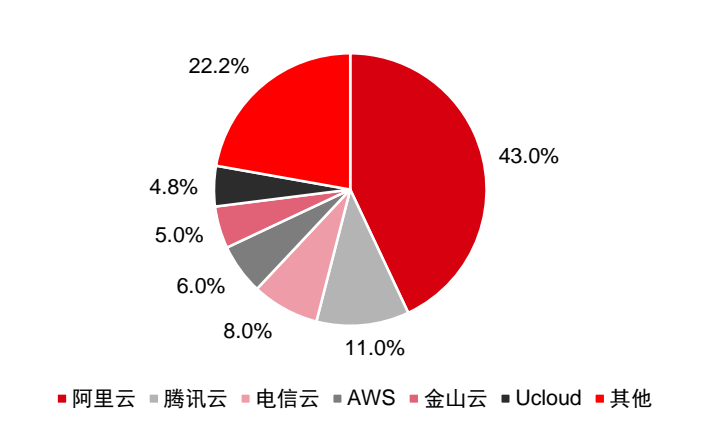
阿里云：国内 IaaS 市场绝对领导者。根据 IDC 数据统计，按 2018H2 收入水平，阿里云已经成为全球第三大、国内第一大的 IaaS 服务提供商，其中在国内市场份额占比达 43%，相当于二至九名总和。同时阿里云也是进入 Gartner IaaS 魔力象限的唯一国内厂商。毫无疑问，无论是按市场份额，或是企业整体综合实力，阿里云已经成为国内 IaaS 市场的绝对领导者。同时我们认为，云计算行业自身业务属性、阿里云产品&基础设施能力等核心要素有望推动阿里云持续巩固在国内云计算领域的领导地位。

图 40: Gartner 全球 IaaS 市场魔力象限 (2018H1)



资料来源: Gartner

图 41: 国内 IaaS 市场份额结构 (2018H2)



资料来源: IDC, 中信证券研究部

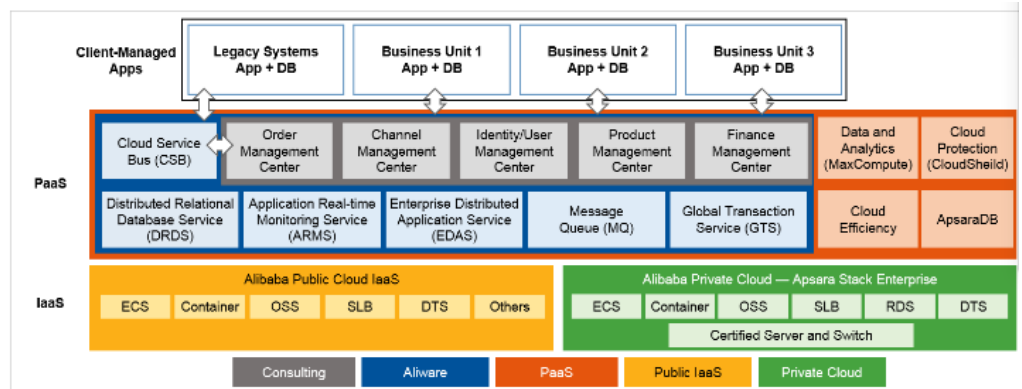
产品布局：丰富的产品线，以及全球化服务能力构建。在产品层面，目前阿里云产品线已经覆盖弹性计算、存储&CDN、数据库、网络、安全、大数据分析&应用、中间件、人工智能 ET 等一系列产品，同时根据 IDC 数据统计，阿里云也是国内最大的 PaaS 服务提供商，阿里云在国内 IaaS+PaaS 领域均具有明显的市场优势。同时在底层技术设施层面，目前阿里云数据中心已经覆盖北美、欧洲、亚洲、澳洲等主要经济区域，能够面向企业提供全球化的云服务能力。

图 42: 阿里云产品列表



资料来源: 公司官网

图 43： 阿里云产品结构



资料来源：公司官网

产品性能：“飞天”计算操作系统构造强大云计算能力。“飞天”（Apsara）是阿里云于 2009 年成立时即自主研发、服务全球的超大规模通用计算操作系统。它可以将遍布全球的百万级服务器连成一台超级计算机，以在线公共服务的方式为社会提供计算能力，解决计算的规模、效率和安全问题。阿里云为全球客户部署 200 多个飞天数据中心，通过底层统一的飞天操作系统，实现 10 亿 GB 级的大数据存储和分析能力，10K（单集群 1 万台服务器）的任务分布式部署和监控调度能力，在双 11、12306 购票等超大规模并发场景下均有实践。

生态卡位：背靠阿里巴巴综合生态体，在企业网站、电子商务、金融保险等行业掌握主动权。以天猫、蚂蚁金服为借力，阿里云联手商业零售、金融 IT 企业向新零售、新金融转型。以服饰品牌市场为例，近年来，中国顶级服饰企业开始新零售数字化转型，其中大部分企业与阿里云达成合作，进入线上线下全渠道数字化的新零售阶段。例如特步在阿里云搭建公司的“全渠道分销零售系统”，波司登携手阿里云重构和打通原本分散在各地的仓库、门店以及线上库存数据，有效减少缺货损失 21%，售罄率同比增长 10%。阿里云 2019 年推出“零售云”，即旨在针对这一需求，用数据智能支撑商业零售最优决策，实现全链路数据打通和全域精准营销。

战略升级：以被集成、混合云、AI、IoT 四大战略布局，为长周期增长提供持续动力。

战略布局一：“被集成”战略，自身不做 SaaS。在阿里云 2019 年主办的北京峰会上，阿里云智能总裁张建锋首次提出阿里云“被集成”战略，意味着阿里云将进一步聚焦在云平台的产品、技术和创新上，通过成为生态伙伴解决方案的一部分，来服务最终客户。阿里云自身不做 SaaS，而是让客户和合作伙伴来做更好的 SaaS，从而打造更具合作的生态氛围。同时，阿里云自身则定位成为一个企业的支持者、助力者、加速者，将更专注于基础设施的研发提供。

图 44：阿里云“被集成”战略



资料来源：公司官网

战略布局二：从公有云到混合云，提早布局行业趋势。随着云计算的普及和技术的成熟，云计算的应用逐步走向深入，云的角色正在从资源支撑平台转向业务支撑平台，云上业务越来越丰富，很多业务需要有跨越私有云和公有云的调度能力。另一方面，技术的进步为混合云奠定了很好的基础，特别是容器技术，让应用跨云部署成为可能。阿里云自 2015 年起就推出 Apsara Stack，可以让用户构建与阿里公共云技术架构统一、拥有一致性体验的混合云；同时也与各种第三方如 VMware、Zstack 开放合作，共建混合云方案。

战略布局三：升级阿里云人工智能，借力 AI 拓展智能工业、智慧交通等业务合作场景。2018 年年底，阿里巴巴集团宣布组织体系升级和调整，阿里云事业群升级为阿里云智能事业群，并将公司过去几年在实施中台战略过程中构建的智能化能力，包括机器智能的计算平台、算法能力、基础技术架构平台、调度平台等核心能力，全面和阿里云相结合。借助 ET 大脑这一阿里云研发的超级智能技术，能够多维感知、实时决策、持续进化，赋能工业制造、城市交通、医疗健康、环保、航空等数十个垂直领域。2019 年 5 月 27 日，千方科技获得阿里巴巴集团入股，并与阿里云达成合作，双方将共同推进智能交通和边缘计算领域的解决方案落地实施。

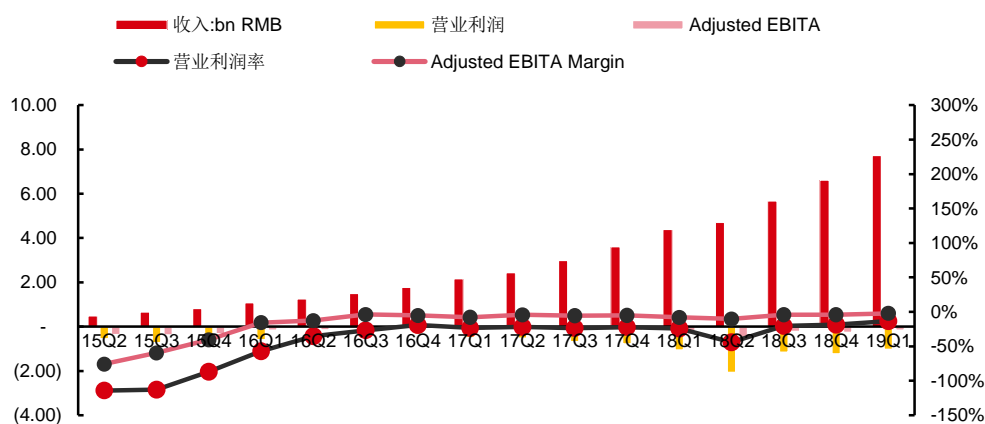
战略布局四：提出 LoRa2.0，阿里云全面布局物联网把握新时代机遇。2019 年 5 月 20 日，国内物联网领军企业阿里云率先提出将进入“LoRa2.0 时代”，阿里云方面表示，除了将继续加大在 LoRa 芯片、IP、支撑平台上的投入以外，未来还将全力打造百亿级 LoRa 连接，尽快实现 LoRa 的全面普及。LoRa 是低功耗局域网无线标准，最大特点就是在同样的功耗条件下比其他无线方式传播的距离扩大 3-5 倍，实现了低功耗和远距离的统一，在表计、安防等多个领域广泛应用。阿里云发现 LoRa 在园区以及室内场景，可以很好地解决 Zigbee, FSK 等无线通信中的一些痛点。阿里云将引领 LoRa1.0 时代走向 2.0 时代，连接数将从 1.0 上百上千，增长到 2.0 的百亿级。

收入方面：阿里云营业收入历史年复合增长率超 100%，下一阶段将进一步提升收入质量。2019 财年第四季度，阿里云营收达 77.26 亿元，同比增长 76%；2019 财年全年，阿里云营收为 247 亿元，同比增长 84.5%。从 2015 财年阿里巴巴首次披露云计算营收开

始计算，四年内阿里云营收年复合增长率 110%。考虑国内云市场渗透相对较低，同时公司具备强大竞争力，我们认为当前高速增长势头有望持续。目前公司客户增长稳定，市占率持续提升，但同时，公司也将进一步注重收入质量，专注于高附加值业务，我们认为未来收入增速较前期下行，但整体收入质量也将更加良性。

盈利方面：尽管仍处于亏损阶段，但亏损率持续收窄。考虑行业仍处于高速增长阶段以及公司业务的全球化布局，公司主业现金流充沛，我们预计未来公司仍将持续投入硬件设备，短期或难以盈利，但行业地位有望得到进一步强化。长期而言，随着市场需求不断增长，公司竞争力不断完善，规模效应持续体现，云业务将不仅成为公司各业务算力基础，也望为公司贡献盈利。

图 45：阿里云业务收入与盈利情况

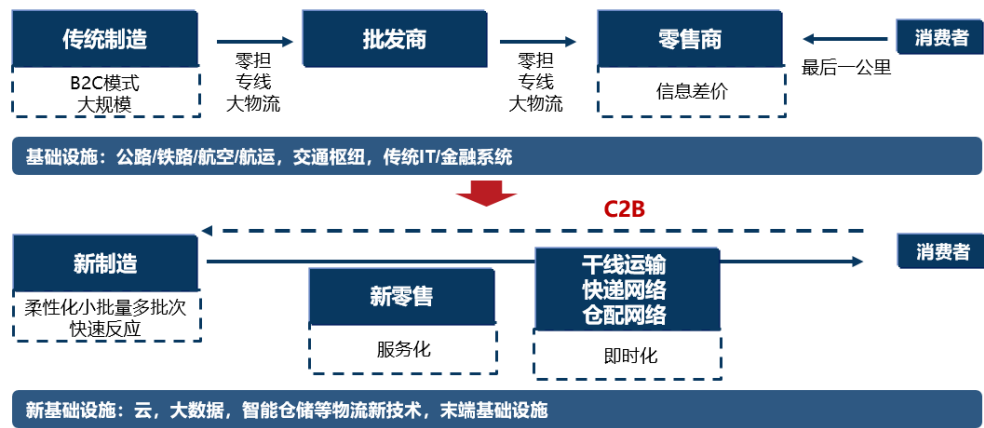


资料来源：公司公告，中信证券研究部

菜鸟：阿里商业生态基础设施，大数据与科技创造客户价值

新制造、新零售催化未来日均包裹量或达 10 亿级别，服务时效及质量要求进一步提升，物流作为新商业基础设施亟需智能化升级。我国快递量快速提升，2017 年日均包裹量约 1 亿件，在新制造、新零售快速发展之下，2025 年前日均包裹有望突破 10 亿件；在外卖到家服务的带动下，消费者对商品即时到家的需求旺盛，据艾瑞咨询数据，2019 年即时物流订单量将达近 160 亿。

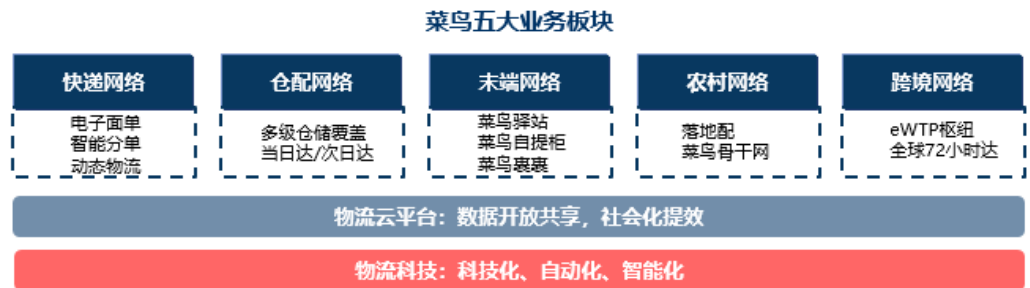
图 46：新制造与新零售演进催生新物流出现



资料来源：阿里研究院，中信证券研究部

菜鸟：五大业务板块，数据赋能+仓配网络+末端协同。菜鸟自成立起，致力于打造24h 货通全国、72h 货通全球的物流体系，将中国物流成本占 GDP 比例自 15%降至 5%。2018 财年，菜鸟网络及其物流合作伙伴承接了中国零售市场上产生的约 206 亿个包裹的递送。截至 2018 财年底，菜鸟网络的 15 家战略合作伙伴在全国 31 个省和超过 700 个直辖市、地级市和县级市，合计运营超过 20 万个分拨中心和网点，雇用超过 190 万名快递员（基于快递公司提供的数据）。全网物流合作伙伴已经超过三千家，仓库、转运中心、配送站点，合计总面积超过 3,000 万平米。整个覆盖范围已经达到 2700 多个区县，而且有 1500 多个已经实现了当日达和次日达。物流平均时效不断提升，从 4 天缩短到 2.5 天。已经实现到 224 个国家的配送服务，200+海外仓储，跨境时效自 2013 年平均 70 天缩短到 10 个工作日。作为新零售战略的基础设施，菜鸟着力打造物流大数据和技术平台，形成快递网络、仓配网络、末端网络、农村网络、跨境网络五大业务板块，形成全链条、全球化的大数据沉淀和应用，以持续优化提效。

图 47：菜鸟五大业务板块：数据赋能+仓配网络+末端协同

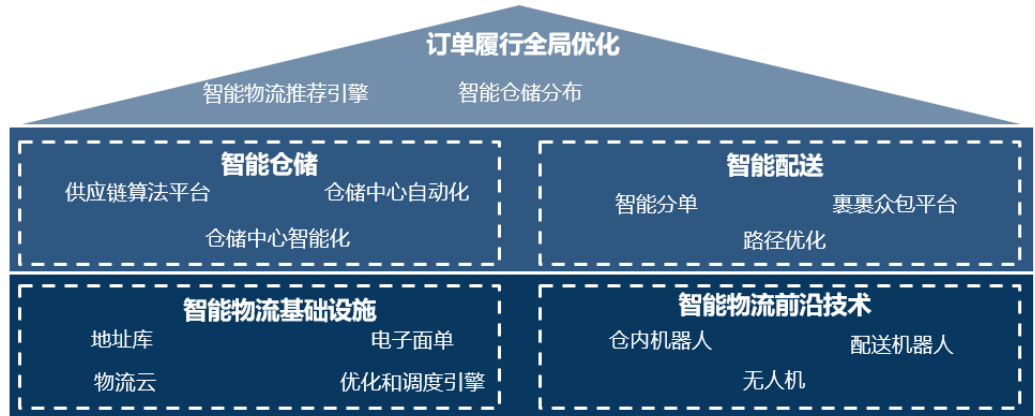


资料来源：菜鸟，中信证券研究部绘制

大数据与科技是菜鸟核心壁垒。菜鸟物流架构可大致分为三层，底层是实现全球物流最核心的物流基础设施，中间层是基于基础设施搭建的智能仓配网络和配送网络，最顶层是订单全局优化引擎来实现仓配协同。大数据能力指导分仓：当前菜鸟日处理物流数据超 9 万亿条，结合阿里系电商海量交易数据、云计算能力，可以预测商品销售和物流需求，通过多地备货、调整 SKU 库存结构、爆款提前下沉至前置仓等方式降低库存，加快商品

周转，同时为消费者带来更好的物流体验。智能技术提升仓配效率：智能分拣将分单效率提升 50%，电子面单将发货速度提升 30%，无人仓库大幅提升人效。

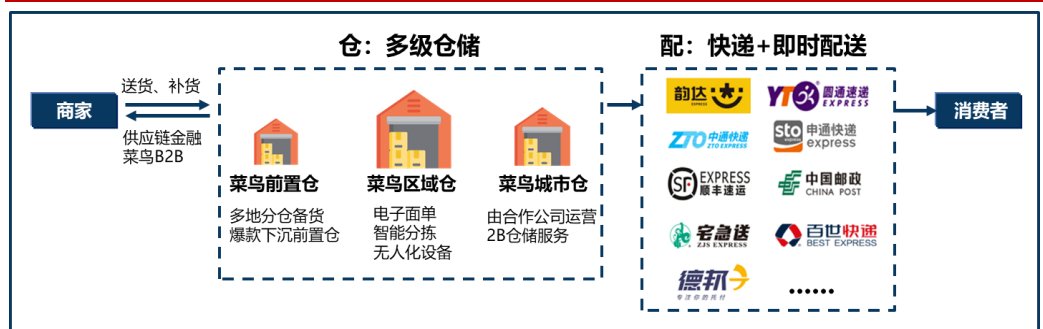
图 48：菜鸟技术架构示意图



资料来源：菜鸟，阿里研究院，中信证券研究部绘制

轻重结合，可规模化的全国仓配网络。菜鸟网络已经建立了一个可规模化的全国仓配网络，该网络由布局于重要战略位置的仓配中心、分拨中心及末端配送网点组成，通过菜鸟网络自建、租赁或与物流合作伙伴合作相结合的方式搭建。该仓配网络由菜鸟网络自主研发的高运营标准物流平台打通，旨在帮助公司的新零售策略实现线上和线下零售合一的购物体验。基于全国仓配网络，大中型商家可根据销售预测在全国多个地点提前优化布货以提升其供应链效率，并使消费者更快捷地收到包裹。2B 端为中小零售商提供仓储、发货、供应链金融等服务；平台接入快递公司、末端物流，2C 端为消费者提供优质配送服务。

图 49：菜鸟网络的社会化仓配一体业务模式



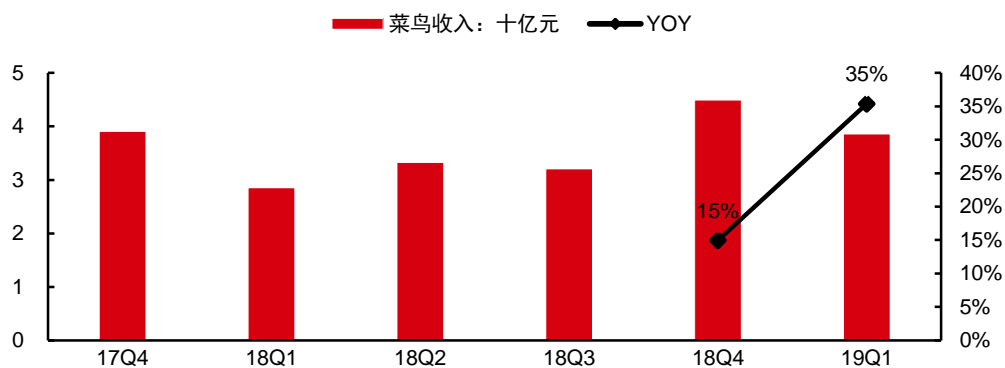
资料来源：中信证券研究部绘制

新制造、新物流、新零售无缝对接，进入“分钟级”时代。菜鸟作为阿里新零售基础设施，与内部新零售生态合作空间广阔，并已助力城市配送进入“分钟级”。如菜鸟与零售通合作，实现了物流从大型区域仓，到城市仓，再到大型商超和万千小店的快速配送，打通了物流 2B 和 2C 模式，重塑了品牌“一盘货”供应链，实现了物流驱动商业创新。菜鸟与天猫合作，将新零售物流向全品类扩散。屈臣氏在全国 30 多个城市的 300 多家门店接入“网上下单门店发货”，2 小时配送到家。

持续加码物流科技巩固数据与科技优势。 阿里巴巴和菜鸟在 2018 年菜鸟管理者大会上宣布将在未来 5 年内投入 1000 亿元，加大数据技术等领域的研发，与物流合作伙伴共同推进智能仓库、智能配送、全球超级物流枢纽等核心领域建设。如 2018 年菜鸟宣布投资 120 亿港元建立香港 eHub，打造支撑国际贸易数字中枢。

财务维度： 作为基础设施，由于持续进行重资产大规模投资打造基础设施，且业务整体尚处于投入与培育期，基础设施投入较大，目前仍处于亏损阶段，近几季度单季度营收约 30~40 亿元。当然，菜鸟物流专注定位电商仓储物流效率以及阿里对物流领域控制力的提升，其对阿里电商生态的战略价值远超财务端所反映的价值。

图 50：菜鸟近季度收入情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 文娱板块：以 Youku 和 UC 为核心全方位打造内容平台，控参多种媒介全力打造全域营销

大文娱板块全面布局，与核心商业形成协同效应

数字媒体与娱乐业务是阿里数字化、生态化布局中的重要组成部分，为整个阿里生态提供流量和数据，与电商等核心业务协同。近年来阿里通过收购，快速发展数字媒体和娱乐业务，力图借助自身电商平台与消费者的密切联系，开发新途径来加深对消费者的认识，进而满足广泛消费者的个性化兴趣。阿里数娱业务主要包括两大核心分发平台（优酷土豆、UC 浏览器）和众多内容平台（阿里影业、神马搜索等）。目前数字媒体和娱乐业务移动 MAU 超过 5 亿，与电商等核心业务协同，包括成为整合营销环节获取商家营销预算、成为 88VIP 核心服务提供方锁定用户，例如世界杯期间优酷导流饿了么夜宵场景，实现订单翻倍。

图 51：阿里数字媒体与娱乐业务布局



资料来源：中信证券研究部绘制

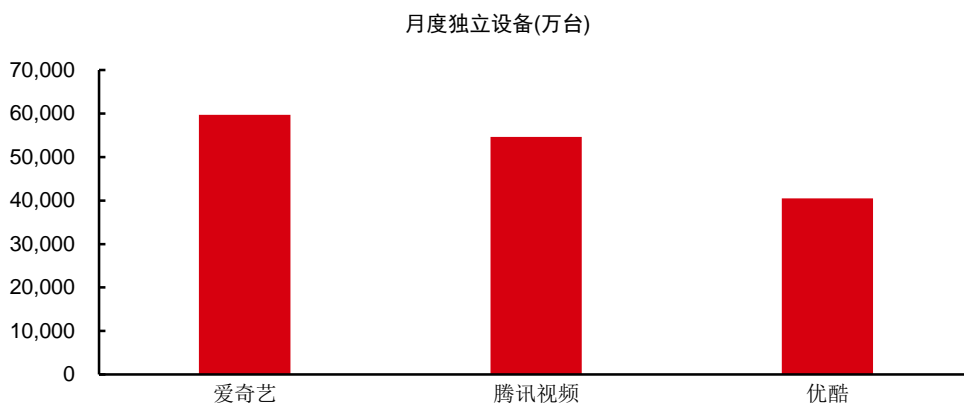
图 52：阿里数娱乐业务与其他业务协同



资料来源：中信证券研究部绘制

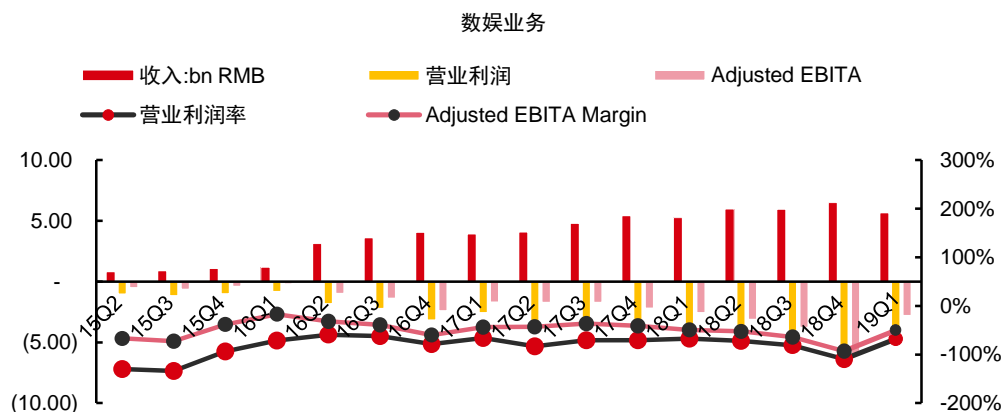
财务方面，数娱业务收入保持稳步增长，但由于在线视频行业竞争激烈，投入仍将持续但有望优化。2017 财年，数字媒体与娱乐业务并入优酷，收入为 147.3 亿元，同比增长 271%，收入的大幅增长主要原因是收购优酷土豆的会计并表和 UC 浏览器转型后增值服务收入的增加，2018 财年收入 195.6 亿元，同比增长+33%，2019 财年收入 240.8 亿元，同比增长+23%。但由于爱优腾平台间竞争激烈，数娱业务仍面临巨大的内容成本投入，近年调整后 EBITA margin 整体低于-50%。我们认为短期行业竞争依旧激烈，优酷内容投资仍将持续，但随着文娱板块的组织架构和管理架构调整，未来公司将以更高效和更有选择性的方式进行投资，叠加近年版权内容成本降低的背景下，整体投入及亏损情况有望得到控制。同时，由于广告行业景气度下行以及激烈的付费竞争，我们预计 2020 财年文娱业务收入增速仍面临一定压力。

图 53：在线视频三足鼎立，主要平台间行业竞争激烈（2018H2）



资料来源：艾瑞 APP，中信证券研究部

图 54：阿里数娱近年财务数据（单位：十亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

以消费者为核心全面打通媒介、渠道、数据，剑指品牌营销费用打开广告收入天花板

阿里全域营销是在新零售体系下，以消费者运营为核心，以数据为核心，实现全链路、全媒体、全数据、全渠道的智能营销模式。1) 阿里依托前期生态积累，着力推进从线上线下渠道到媒介到本地服务到金融物流的用户的数据统一化；2) 阿里系全域营销依托集团内媒介、渠道、数据等全面打通协同，帮助商家实现全媒体精准曝光触达，并实现全渠道覆盖转化消费者，依托数据能力实现消费者和商家关系全链路的打通和精细化运营，并获取商家从渠道到品牌的全面预算，提升阿里对商家的价值，打开阿里收入中长期增长的空间。

图 55：阿里巴巴消费者统一身份数据体系



资料来源：阿里巴巴全域营销发布会，中信证券研究部

图 56：全域营销示意图



资料来源：中信证券研究部绘制

全域营销有望驱动阿里从赚品牌商渠道费，到赚品牌商“营销+渠道”全预算。天猫商家很多是传统线下大品牌，实现全人群覆盖是营销和渠道投入的主要目标，因而目前主要营销费用投放于品牌媒介（电视、微博微信、互联网视频等），而投放给天猫的仅是渠道预算的一部分。全域营销依托阿里从渠道到媒介的综合生态，叠加数据打通赋能商家带来的核心价值，有望实现阿里从简单获取品牌商终端渠道预算到品牌营销预算的改变，打开阿里广告收入长期增长空间。

图 57：全域营销获取更多品牌商预算示意图



资料来源：中信证券研究部绘制

依托产品矩阵优势推出 88 会员，精耕高净值客户独占性和粘性

阿里推出 88VIP 一站式会员服务，给消费者更好的优惠，深度绑定核心用户。88VIP 核心权益包括：1) 购物权益：天猫 88 个精选品牌、超市、国际直营 9.5 折优惠；2) 阿里系其他平台会员权益：饿了么、优酷、淘票票、虾米。通过权益捆绑，实现阿里系核心产品的综合协同，生态内 VIP 服务相互协同，以强带弱，依托天猫购物权益的优势，带动优酷、饿了么、淘票票的在用户消费与竞争方面优势。

88VIP 有望助力阿里系产品提升用户独占与粘性。目前阿里各业务在细分领域依旧面临激烈竞争，包括核心电商领域天猫与京东、拼多多的竞争，在线视频领域优酷与腾讯视频、爱奇艺的竞争，本地生活服务领域饿了么与美团点评竞争等，而通过一站式 VIP 服务圈定核心用户，有助于加强天猫、优酷、饿了么对用户的独占和粘性，提升各块业务在细分领域的竞争力。如加入 88VIP 后，饿了么付费会员 2018 年 9 月增长了 25%，超过 2017 年全年增长。

图 58：88 会员服务及协同效果示意图



资料来源：淘宝 APP，中信证券研究部绘制

■ 公司治理：组织结构具备持续性，事业部大调整奠定未来发展基础

治理结构：阿里巴巴合伙群策，适应公司复杂业务与长期经营管理

阿里巴巴目前由 38 位阿里巴巴合伙人组成的阿里巴巴合伙实际控制，合伙人成员主要为集团资深员工及各事业部主要负责人、资深专家，马云、蔡崇信、张勇、彭蕾、井贤栋组成合伙人委员会，阿里巴巴合伙拥有集团核心人事权，合伙制也有助于群策，平衡各方利益，减少对单人的依赖，我们认为是适应公司复杂业务、具备持续性的管理结构。

表 7：阿里巴巴合伙人构成

Name	Gender	Year Joined Alibaba Group	Current Position with Alibaba Group or Related/Affiliated Companies
Jingxian CAI (蔡景现)	M	2000	Senior Researcher
Li CHENG (程立)	M	2005	Chief Technology Officer, Ant Financial
Trudy Shan DAI (戴珊)	F	1999	President, Wholesale Marketplaces
Luyuan FAN (樊路远) +	M	2007	President, Alibaba Digital Media and Entertainment
Yongxin FANG (方永新)	M	2000	Senior Director, DingTalk
Felix Xi HU (胡喜)	F	2005	President of Alibaba Global Business Group
Simon Xiaoming HU (胡晓明)	M	2005	President, Ant Financial
Fan JIANG (蒋凡)	M	2013	President, Taobao and Tmall
Jane Fang JIANG (蒋芳)	F	1999	Deputy Chief People Officer
Jiangwei JIANG (蒋江伟)	M	2008	Researcher
Eric Xiandong JING (井贤栋)	M	2007	Chairman and Chief Executive Officer, Alibaba Pictures
Zhenfei LIU (刘振飞)	M	2006	President, Amap
Jack Yun MA (马云)	M	1999	Executive Chairman
Xingjun NI (倪行军)	M	2003	President, Alipay, Ant Financial
Lucy Lei PENG (彭蕾)	F	1999	Director, Ant Financial; Chairwoman and President, Alipay China; Chairwoman, Lazada
Sabrina Yijie PENG (彭翼捷)	F	2000	Chief Marketing Officer, Ant Financial

Name	Gender	Year Joined Alibaba Group	Current Position with Alibaba Group or Related/Affiliated Companies
Xiaofeng SHAO (邵晓峰)	M	2005	Secretary-General
Jie SONG (宋洁) +	F	2000	Vice President
Jian WANG 王坚	M	2008	Chairman, Technology Steering Committee
Lijun SUN (孙利军) +	M	2002	General Manager of Social Responsibility
Judy Wenhong TONG (童红文)	F	1999	Executive Vice Chairman
Joseph C. TSAI (蔡崇信)	M	2005	Secretary-General, Alibaba Group
Timothy A. STEINERT	M	2007	General Counsel and Secretary
Lei WANG (王磊)	M	2003	President, Local Services
Shuai WANG (王帅)	M	2003	Chairman, Marketing and Public Relations Committee
Winnie Jia WEN (闻佳)	F	2007	Vice President, Office of the Chairman
Sophie Minzhi WU (吴敏芝)	F	2000	Chief Customer Officer
Maggie Wei WU (武卫)	F	2007	Chief Financial Officer
Eddie Yongming WU (吴泳铭)	M	1999	Chairman, Alibaba Health
Zeming WU (吴泽明)	M	2004	President, New Retail Technology
Sara Siying YU (余思瑛)	F	2005	Deputy General Counsel
Yongfu YU (俞永福)	M	2014	Head of eWTP Investment Working Group
Sam Songbai ZENG (曾松柏)	M	2012	Senior Vice President, Human Resources, Ant Financial
Jeff Jianfeng ZHANG (张建峰)	M	2004	Chief Technology Officer and President, Alibaba Cloud Intelligence
Daniel Yong ZHANG (张勇)	M	2007	Chief Executive Officer
Yu ZHANG (张宇)	F	2004	Vice President
Angel Ying ZHAO (赵颖)	F	2005	Head of Alibaba Globalization Leadership Group
Jessie Junfang ZHENG (郑俊芳)	F	2010	Chief Risk Officer and Chief Platform Governance Officer

资料来源：公司公告，中信证券研究部

组织架构调整，云、新零售、天猫事业群升级，更针对未来战略目标

阿里 2018 年 11 月进行了事业部及人事大调整，定位人才、组织、未来，主要内容包括：1) 阿里云事业群升级为阿里云智能事业群。集团首席技术官 (CTO) 张建锋 (行癫) 将兼任阿里云智能事业群总裁，向张勇汇报。2) 成立新零售技术事业群，吴泽明 (范禹) 将出任事业群总裁，向张勇汇报。新零售技术事业群将整合 B2B、淘宝、天猫等的技术力量，形成统一策略，为全面实现新零售提供坚强的技术支撑。3) 天猫将升级成为“大天猫”，形成天猫事业群、天猫超市事业群、天猫进出口事业部三大板块。4) 菜鸟网络将相应调整阵型，成立超市物流团队和天猫进出口物流团队。5) 陈丽娟 (浅雪) 带领的阿里人工智能实验室进入集团创新业务事业群，向张勇汇报。

我们认为新的组织升级调整，提升了云业务、新零售、天猫业务的战略地位，菜鸟物流拆分国内国际业务，加强人工智能投入，面向未来新的战略目标，有助于为阿里未来发展奠定组织基础。

2019 年 6 月 18 日，阿里巴巴集团 CEO 张勇通过全员信宣布了阿里新一轮面向未来的组织升级。这次升级的主要目的是：充实创新业务的领导力量和组织保障；明确大文娱一号位，聚焦大文娱各业务的紧密融合；实现战略投资业务与财务体系一体化。组织调整内容如下：1) 阿里巴巴将重组阿里创新业务事业群，朱顺炎担任总裁，负责 UC 及旗下移动创新业务，以及天猫精灵、阿里文学、阿里音乐；2) 任命樊路远 (木华黎) 担任阿里大文娱事业群总裁，负责优酷、阿里影业、大麦、互动娱乐；3) 任命集团 CFO 武卫兼任集团战略投资部负责人，向张勇汇报；4) 盒马升级为独立事业群，侯毅继续担任盒马总裁，向张勇汇报；5) 钉钉进入阿里云智能事业群，陈航向阿里巴巴集团 CTO 兼阿里云智能事业群总裁张建锋汇报。相比去年 11 月张勇对阿里零售、阿里云两块核心业务组织架构的大调整，此次调整主要集中在相对创新业务上。

■ 风险因素

- 宏观经济与消费增长面临压力；
- 电商法等监管风险：2019 年 1 月施行电商法，包括商家纳税、“大数据杀熟”等监管加强或对阿里国内电商业务形成影响；
- 大量对外投资布局拖累利润：本地生活、国际零售、新零售、菜鸟、文娱等业务仍面临较大投入压力，预计仍将在未来持续影响公司盈利及现金流；
- 主要业务面临竞争压力：包括国内电商与腾讯系电商平台竞争，海外电商面临亚马逊、本土巨头竞争，本地生活服务与美团竞争，视频业务面临腾讯爱奇艺竞争；
- 中美贸易影响：贸易因素对公司国际 B2B 业务、进口业务等或形成潜在影响；
- 近期集团核心人事与组织变动影响；
- VIE 实体相关风险：国内监管政策或发生变化对公司造成不利影响；

- 海外资本市场对新兴市场股票风险偏好持续提升。

■ 盈利预测、估值及投资建议

核心假设及主要依据

我们预计 2020/21/22 财年公司收入 4921/6085/7302 亿元, 同比+31%/+24%/+20%, 其中:

1) 国内电商平台客户管理 (原广告营销) 收入预计同比增长 25%/20%/17%, 综合体现了我们对国内电商平台 GMV 增长、天猫占比提升以及公司货币化提升趋缓的预测; 佣金预计同比增长 24%/22%/19%, 在天猫平台 GMV 增速基础上, 主要考虑天猫超市 (1P 自营业务) GMV 占比提升但不贡献佣金, 导致佣金收入/GMV 比值略下行; 其他中国商业业务 (盒马、银泰、天猫国际与超市等) 仍处于投入与快速扩张期, 预计同比增长 65%/35%/25%。国内批发 (阿里巴巴 B2B, 会员与广告收入) 业务预计同比增速为 24%/18%/15%; 国际零售 (lazada、速卖通等, 零售、服务收入) 仍处于投入与扩张阶段, 预计收入同比增速为 28%/25%/15%, 后续将重点投入物流等基础服务提升用户体验, 整体亏损仍将持续; 考虑行业趋势以及潜在贸易冲突影响, 国际批发 (阿里巴巴 B2B 国际, 会员、广告及其他服务收入) 业务预计同比增速为 12%/10%/8%; 菜鸟物流收入同比增速预计 20%/17%/14%; 本地生活业务持续投入, GTV (平台整体交易额) 有望高速增长, 收入由于仅确认服务收入与配送且抵消补贴, 预计同比增速 30%/21%/18%, 亏损绝对值仍将持续;

2) 云业务竞争优势稳固, 用户增长稳定, 整体收入保持高增长, 但会更加注重收入质量, 预计同比增速 57%/42%/40%, 同时亏损率持续收窄;

3) 数字娱乐业务 (优酷为主) 面临组织调整与激烈竞争, 同时广告与会员付费增速下滑, 预计短期增速放缓, 预计同比增速 16%/14%/13%, 但亏损率受行业性及公司精细化运营因素影响, 有望收窄;

4) 创新与其他业务 (地图及蚂蚁金服 SME 年费) 预计同比增长 22%/15%/10%。

表 8: 阿里巴巴分业务收入预测

收入: 百万元	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
1.核心商业					
1.1 中国商业					
1.1.1 国内零售业务	176,559	247,615	324,168	400,744	478,701
客户管理	114,285	145,684	181,456	218,209	256,332
佣金	46,525	61,847	76,574	93,248	110,760
其他	15,749	40,084	66,139	89,287	111,609
1.1.2 国内批发业务	7,164	9,988	12,385	14,614	16,807
1.2 国际商业					
1.2.1 国际零售业务	14,216	19,558	25,034	31,293	35,987
1.2.2 国际批发业务	6,625	8,167	9,147	10,025	10,795

收入：百万元	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
1.3 其他核心商业	2,697	5,129	7,694	9,232	10,617
1.4 菜鸟物流	6,759	14,885	17,862	20,899	23,918
1.5 本地生活服务		18,058	23,475	28,405	33,476
2.云计算	13,390	24,702	38,683	54,892	76,684
3.数字娱乐业务	19,564	24,077	27,929	31,839	35,979
4.创新与其他业务	3,292	4,665	5,691	6,545	7,215
总收入	250,266	376,844	492,069	608,488	730,178
同比增长率	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
1.核心商业					
1.1 中国商业					
1.1.1 国内零售业务	55%	40%	31%	24%	19%
客户管理	47%	27%	25%	20%	17%
佣金	36%	33%	24%	22%	19%
其他	576%	155%	65%	35%	25%
1.1.2 国内批发业务	26%	39%	24%	18%	15%
1.2 国际商业					
1.2.1 国际零售业务	94%	38%	28%	25%	15%
1.2.2 国际批发业务	10%	23%	12%	10%	8%
1.3 其他核心商业	257%	90%	50%	20%	15%
1.4 菜鸟物流		120%	20%	17%	14%
1.5 本地生活服务			30%	21%	18%
2.云计算	101%	84%	57%	42%	40%
3.数字娱乐业务	33%	23%	16%	14%	13%
4.创新与其他业务	10%	42%	22%	15%	10%
总收入	58%	51%	31%	24%	20%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 9：阿里巴巴成本率——分业务 EBITA 预测

	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
整体调整后 EBITA Margin	39%	28%	25%	27%	28%
核心商业调整后 EBITA Margin	53%	42%	37%	38%	39%
云计算调整后 EBITA Margin	-6%	-5%	-4%	-3%	-1%
数字媒体与娱乐调整后 EBITA Margin	-42%	-66%	-52%	-47%	-43%
创新业务调整后 EBITA Margin	-91%	-128%	-128%	-125%	-122%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

SOTP 分部估值方法

考虑公司业务构成较为复杂，由于云与蚂蚁金服两块核心资产尚无法直接体现在当前 PE 方法下（云业务亏损，金融业务仅控股 33%），同时公司 non-GAAP 净利润口径中包含了较高的股权激励、无形资产摊销等持续经营费用，直接用 PE 方法估值存在偏差，因此我们采用分部估值法作为公司估值参考，核心假设如下：

1) 核心商业（淘宝天猫平台业务为核心）：综合考虑主业竞争力稳固，具备持续盈利与增长假设，但同时面临较大的外部投资压力，给予平台电商业务 20x 市值/EBITA；

2) 阿里云：考虑阿里云高增长与本土龙头溢价，同时亏损率持续收窄，盈利可期，参考 laas 行业估值水平给予 8x EV/Sales (市值/销售额)；

3) 蚂蚁金服：按照最近一期 1600 亿美元融资估值，而阿里拥有 33% 所有权估值；

4) 其他：按照行业情况、市值、最近交易计算其他控制业务及投资估值；

考虑企业管理边际、普通股非控制权与无董事会提名权以及菜鸟和文娱等业务的投资为巩固主业的必要投入给予折扣后，得到当前假设下 SOTP 估值约为 210 美元。

表 10：阿里巴巴分部估值方法

业务部分	估值：百万美元	阿里巴巴占比	所属阿里巴巴权益：百万美元	占净价值比：%
核心商业	398,755	100%	398,755	66%
云计算	44,981	100%	44,981	7%
其他控股业务		N/A	69,630	11%
所有投资企业价值及净现金：		N/A	93,219	15%
蚂蚁金服	160,000	33%	52,800	9%
其他所有投资企业价值及净现金		N/A	40,419	7%
合计		N/A	606,584	100%
SOTP 折扣率			10%	
对应股价：美元/ADR			210	

资料来源：中信证券研究部 注：人民币对美元汇率假设为 6.88

DCF 绝对估值方法

我们认为公司综合竞争优势稳固，业务与盈利的持续性与确定性强，综合考虑公司业务收入与成本端增长情况，给予第一阶段假设以及第二阶段敏感性分析结果。

表 11：阿里巴巴 DCF 第一阶段假设

	FY2019E	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY2028E
EBITDA,non-GAAP	139,649	171,400	207,162	243,373	277,891	314,434	352,373	395,368	440,483	491,408
营 运 利 润,non-GAAP	106,106	134,068	166,844	200,851	233,887	269,305	306,424	348,579	392,863	442,931
加：折旧	19,537	21,743	23,482	24,766	25,629	26,285	26,762	27,252	27,735	28,234
加：摊销	14,007	15,589	16,836	17,756	18,375	18,845	19,187	19,538	19,885	20,243
减：税收	-19,853	-26,274	-32,142	-38,222	-44,172	-50,559	-57,287	-64,922	-73,007	-82,141
减：资本支出	-49,643	-39,366	-43,811	-47,316	-49,902	-51,641	-52,962	-53,923	-54,911	-55,885
无杠杆自由现金流	70,153	105,760	131,209	157,835	183,817	212,234	242,124	276,523	312,565	353,381

资料来源：中信证券研究部预测

表 12：阿里巴巴 DCF 估值区间敏感性分析

每 ADR 价格/美元	WACC							
	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	
永续增长率	2.0%	235.7	196.7	167.7	145.3	127.5	113.1	101.3
9	3.0%	271.0	220.2	184.0	157.1	136.3	119.8	106.5
	4.0%	323.9	252.9	205.8	172.3	147.3	128.0	112.7

每 ADR 价 格/美元	WACC							
	5.0%	412.2	302.1	236.3	192.6	161.5	138.3	120.3
6.0%	588.6	384.1	282.0	220.9	180.3	151.4	129.9	

资料来源：中信证券研究部测算 注：人民币对美元汇率假设为 6.88

投资建议

综合考虑公司主业与外部收入增长以及成本持续投入，我们预测公司 2020~2022 财年收入 4921/6085/7302 亿元，同比+31%/+24%/+20%，归属普通股净利润（GAAP）729/920/1180 亿元，同比-17%/+26%/+28%（2020FY 负增长主要为 2019FY 非经常性投资收入较大造成基数较高），净利润（非 GAAP，公司定义口径）1136/1392/1701 亿元，同比+22%/+22%/+22%，调整后 EBITA margin 25%/27%/28%，对应 PE（GAAP）43x/34x/27x，PE（Non GAAP）28x/22x/18x。

阿里公司作为行业绝对龙头，综合竞争优势依旧显著领先，公司财务与经营风险低、持续性强，并具备持续成长能力，我们认为当前估值水平下公司具备较强的中长期投资价值，**首次覆盖给予“买入”评级**，综合考虑公司成长性与壁垒，**给予目标价 210 美元**，对应 2020 财年目标 PE（GAAP）53x / PE(non GAAP) 33x，对应 SOTP 方法下核心电商业业务约 20x 市值/EBITA、云业务 8x EV/S、金融业务估值 1600 亿美元，对应 DCF 方法下 WACC 10~11%，永续增长率 4~5%。

表 13：阿里巴巴核心盈利预测汇总

项目/年度	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入（百万元）	250,266	376,844	492,069	608,488	730,178
增长率 YoY %	58%	51%	31%	24%	20%
归属普通股净利润（GAAP）	63,985	87,600	72,943	91,985	118,064
增长率 YoY %	47%	37%	-17%	26%	28%
净利润（非 GAAP）	83,214	93,407	113,634	139,184	170,117
增长率 YoY %	44%	12%	22%	22%	22%
Non GAAP EPADS（基本）	32	36	43	53	65
调整后 EBITA（百万元）	97,003	106,981	124,136	161,652	202,184
调整后 EBITA Margin	39%	28%	25%	27%	28%
毛利率	57%	45%	43%	43%	43%
PE（GAAP）	49	36	43	34	27
PE（Non GAAP）	38	33	28	22	18

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 07 月 16 日收盘价，人民币对美元汇率为 6.88

指标名称	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	250,266	376,844	492,069	608,488	730,178
营业成本	107,044	206,929	281,464	349,272	417,662
毛利率	57%	45%	43%	43%	43%
销售费用	27,299	39,780	50,976	60,957	70,346
销售费用率	11%	11%	10%	10%	10%
研发费用	22,754	37,435	41,826	49,135	56,014
研发费用率	9%	10%	9%	8%	8%
管理费用	16,241	24,889	27,064	31,794	37,389
管理费用率	6%	7%	6%	5%	5%
营业利润	69,314	57,084	76,733	101,741	131,932
营业利润率	15%	15%	15%	16%	16%
净利息收入及其他非经营性损益	31,089	39,137	11,391	13,646	16,234
利润总额	100,403	96,221	88,124	115,387	148,166
所得税	18,199	16,553	19,853	26,274	32,142
所得税税率	7%	4%	4%	4%	4%
联营公司份额	-20,792	566	1,132	1,245	1,370
少数股东损益	2,681	7,652	3,826	1,913	957
净利润(GAAP)	61,412	80,234	69,403	90,358	117,394
净利率(GAAP)	25%	21%	14%	15%	16%
净利润(非 GAAP)	83,214	93,407	113,634	139,184	170,117
净利率(非 GAAP)	33%	25%	23%	23%	23%
归属普通股股东净利润(GAAP)	63,985	87,600	72,943	91,985	118,064

指标名称	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
净利润	61,412	80,234	69,403	90,358	117,394
折旧和摊销	22,020	37,080	33,544	37,332	40,318
股权激励	20,075	37,491	29,373	32,327	34,912
营运资金变化	22,725	32,250	32,678	30,283	29,588
其他经营现金流	-427	-36,080	3,378	2,589	2,848
经营现金流合计	125,805	150,975	168,375	192,889	225,061
资本支出	-29,836	-49,643	-78,731	-87,622	-94,631
其他投资现金流	-53,928	-101,417	-4,223	-4,434	-4,656
投资现金流合计	-83,764	-151,060	-82,954	-92,056	-99,287
融资现金流合计	20,359	-7,392	-	-	-
汇率变动对现金的影响	-6,065	3,245	-	-	-
期初现金	146,391	202,726	198,494	283,915	384,748
现金及等价物净增加额	56,335	-4,232	85,421	100,833	125,774
期末现金	202,726	198,494	283,915	384,748	510,522

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

指标名称	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
流动资产合计	256,855	270,273	373,206	490,789	633,328
权益法核算的投资	139,700	84,454	88,677	93,111	97,766
固定资产-物业及设备	66,489	92,030	111,859	133,927	157,760
商誉	162,149	264,935	264,935	264,935	264,935
其他非流动资产	91,931	253,384	283,952	319,487	357,287
非流动资产总计	460,269	694,803	749,422	811,459	877,747
资产总计	717,124	965,076	1,122,628	1,302,248	1,511,076
短期借款	6,028	7,356	7,356	7,356	7,356
应付账款, 应计费用及其他负债	81,165	117,711	157,273	191,437	225,633
预收账款及递延收入	22,297	30,795	40,316	49,839	59,534
其他流动负债	26,320	51,807	57,670	67,874	77,194
流动负债合计	135,810	207,669	262,615	316,506	369,718
长期借款	34,153	35,427	35,427	35,427	35,427
无抵押优先票据	85,372	76,407	76,407	76,407	76,407
其他非流动负债	22,350	30,171	34,002	37,045	40,355
非流动负债合计	141,875	142,005	145,836	148,879	152,189
股东权益合计(不含少数股东权益)	365,822	492,257	594,859	719,456	872,719
股东权益合计(含少数股东权益)	439,439	615,402	714,178	836,862	989,169
负债和所有者权益总计	717,124	965,076	1,122,628	1,302,248	1,511,076

主要财务指标

指标名称	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
增长率:					
营业收入	58%	51%	31%	24%	20%
Non-GAAP 毛利润	45%	20%	22%	23%	20%
Non-GAAP 净利润	44%	12%	22%	22%	22%
利润率:					
Non-GAAP 毛利润	59%	47%	44%	44%	44%
Non-GAAP 净利润	33%	25%	23%	23%	23%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）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。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。