

# 复盘阿里十个关键节点，马云构造的阿里生态王国

——阿里巴巴(BABA.N)深度系列报告之一

## 报告摘要：

阿里巴巴的使命是“让天下没有难做的生意”，这20年来阿里巴巴一直坚守这一使命。本篇报告为我们阿里巴巴深度系列报告之一，我们在此复盘阿里20年来10大重要时点以及相应的战略意义，来一步步梳理马云构造的阿里生态王国，我们后续报告将分别从核心电商、新零售、物流、阿里云等多个角度深度研究阿里巴巴的护城河和价值驱动因素。

**1.十大关键时点总结：**回眸20年来这10大重要时刻，阿里巴巴每一次赛道的选择，不仅具有很强的现实意义，也具备及其独到的战略眼光。**2B起家。**阿里巴巴成立的初心就是运营，即为B端赋能，这也与其使命“让天下没有难做的生意”遥相呼应；**2C获客。**淘宝和天猫是阿里2C业务的核心框架，既是阿里完成原始客户积累的重要砝码，同时也是阿里巴巴实现业绩增长的主要驱动力；**阿里云筑基。**阿里云的核心在于为阿里各项业务提供了扎实的基础设施和技术架构；**物流布网。**菜鸟网络的建立一方面标志着与合作伙伴打造的全球智慧物流骨干网络的形成，另一方面则标志着阿里打通了线上线下、买家和卖家之间的任督二脉，同时实现了“新零售”所注重“快”和“廉”；**金融立信。**蚂蚁金服的成立，标志着金融生态闭环的完成，而衍生出来的五大板块也能构造强大的用户黏性；**新零售蜕变。**新零售产生的大背景是线上红利逐步褪去，阿里的获客成本每年呈上升态势，科技、运营和渠道未来势必将对线下业务产生深远的影响，为阿里生态王国里面的各项业务提供流量扩张机会和广阔的市场空间。

## 财务指标预测

指标	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元)	250,266	376,844	506,806	637,081	771,534
增长率(%)	58.13%	50.58%	34.49%	25.71%	21.10%
Non-GAAP 归母净					
利润(百万元)	85,776	100,734	155,356	163,179	195,113
增长率(%)	42.23%	17.44%	54.22%	5.04%	19.57%
Non-GAAP EBITDA	97,003	106,981	132,899	167,416	215,732
Non-GAAP					
每股收益(美元)	34	39	60	63	73
Non-GAAP PE	45	33	21	20	17

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2019年09月19日

强烈推荐/维持

阿里巴巴 公司报告

## 公司简介：

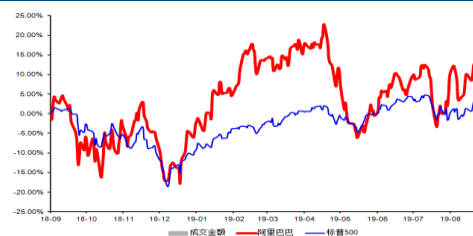
阿里巴巴集团是中国最大的电子商务企业。旗下业务9个、关联企业两个，分别是：阿里巴巴国际交易市场、1688、全球速卖通、淘宝网、天猫、聚划算、一淘、阿里云计算、支付宝，其中来往、菜鸟网络为关联企业，业务覆盖零售和批发贸易及云计算等。向消费者、商家及其他参与者提供技术和服务，让他们可在阿里巴巴的生态系统里进行商贸活动。

## 未来3-6个月重大事项提示：

## 交易数据

52周股价区间(美元)	129.77-195.72
总市值(亿美元)	4610.14
流通市值(亿美元)	4610.14
总股本/流通A股(万股)	20828/20828
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.92

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：王习

010-66554034

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

## 研究助理：赵莹

010-66555446

Zhaoying\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118120009

**2. 1999年：B2B起家，成立的初心在于为B端赋能。**B2B业务为阿里奠定了企业组织、制度和文化的雏形，而阿里巴巴成立的初心就是运营，即为B端赋能，B2B模式成功的关键是模式快捷方便，成本低廉，定位准确，循序渐进发展电子商务，而国际制造业向我国转移也为阿里的崛起提供了合适的成长大环境。

**3. 2003-2004年：C2C淘宝网战胜eBay，2B到2C转型的开始。**淘宝网战胜eBay的关键在于重用户增长而非企业盈利，支付宝作为第三方担保平台也应运而生。C2C业务是阿里完成原始客户积累的重要砝码，淘宝网的兴起也标志着阿里2B到2C业务转型的开始。

**4. 2007-2008年：B2B业务港股上市暴跌，双十一网购狂欢节。**阿里港股上市后股价一路下跌，原因一方面是美国次贷危机导致全球性的金融危机，另一方面是市场担心2B业务要不断输血亏损的2C业务。而在淘宝商城陷入困境的时刻，张勇对于淘宝商城业务模式进行了整改，同时张勇推出“双十一”概念，这标志着线上交易形式已经转型为拉动中国内需的主流形式，并且开始全面倒逼传统零售业态升级。

**5. 2009年：阿里云诞生后强势成长，垄断国内公有云市场。**阿里云的核心在于为阿里各项业务提供了扎实的基础设施和技术架构。在国内公有云细分市场中，IaaS占比最大且行业增速最快，阿里云在IaaS市场形成垄断态势。其次，阿里云借助于阿里自身电商平台的流量优势，引入大量的企业级公司入驻。

**6. 2011年：淘宝天猫独立运营，天猫核心优势在于“质量+品牌”。**淘宝类似于集市，走的是品类导入，天猫则类似于商场，走的是品牌导入。天猫自带品牌品质背书的属性可以避免像淘宝产品出现的鱼龙混杂的现象。2019年第2季度，天猫成交总额占据市场份额62.4%，排名第一。此外，天猫平台为商家提供各种店铺的大数据，方便商家对店铺的运用做出及时调整。

**7. 2012年：阿里巴巴私有化落幕，未来大阿里帝国若隐若现。**阿里港股退市的原因，一方面是2011年开始阿里巴巴将业务重点从增加会员数转移到提升买家在阿里网上交易平台上的使用体验，另一方面是去雅虎化更有利于阿里进行自身的战略规划。B2B业务退市后一个月，阿里即宣布将子公司的业务升级为淘宝网等七个事业群，以数据为核心的多元化大生态正在形成。

**8. 2013年：菜鸟网络赋能物流，铸造新零售供应链。**菜鸟网络的建立一方面标志着与合作伙伴打造的全球智慧物流骨干网络的形成，另一方面则标志着阿里打通了线上线下、买家和卖家之间的任督二脉，同时实现了“新零售”所注重“快”和“廉”。京东模式为“自建仓储”重资产模式，菜鸟则是“线上运营+第三方配送”轻资产模式，可以调动区域性的仓储物流资源。

**9. 2014年：蚂蚁金服打造金融生态闭环，五大板块构造零售消费金融。**蚂蚁金服成立标志着金融生态闭环的完成，五大板块构造强大的用户黏性。第一，支付宝移动支付市场份额和支付技术储备行业领先；第二，花呗和借呗盈利能力逐年提高；第三，余额宝定位移动互联网时代现金管理工具；第四，切入传统保险业；第五，芝麻信用标志中国进入互联网征信时代。

**10. 2016年：新零售孕育而生，盒马鲜生打造线上线下消费闭环。**新零售产生的大背景是线上红利逐步褪去，获客成本呈上升态势，同时线下零售总额占社零比重巨大。盒马鲜生在阿里新零售中扮演极其重要的角色。首先，生鲜行业是典型的大行业，小公司。其次，盒马鲜生具备强大的供应链物流支撑，在运输环节也能接入阿里的物流资源，打造线上线下消费闭环。

**11. 2018年：收购饿了么复活口碑网，新零售领域生态协同作用显现。**饿了么是阿里新零售的核心环节之一，一方面，饿了么口碑，可以和盒马、大润发、银泰等形成分工配合，赋能线下的餐饮、快消、休闲娱乐等垂直行业全方位铺开新零售。另一方面，饿了么口碑具备深度数字化赋能的能力。

**12. 投资建议：**阿里巴巴是国内互联网企业的领军企业，同时也拥有“零售巨头、商业操作系统王者和金融科技鼻祖”等多个标签，我们暂不考虑收购网易考拉带来的影响，预测公司2020-2022财年营收分别为50.68亿元、63.71亿元和77.15亿元，同比增长率分别为34.49%、25.71%和21.10%，归母净利润(Non-GAAP)分别为15.36亿元、16.32亿元和19.51亿元，同比增长率分别为54.22%、5.04%和19.57%。DCF模型下，假设WACC为11%，永续增长率为4%，给予公司203美元/ADR的目标价，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**宏观经济下滑；行业政策出现重大变化；电商行业竞争加剧；新零售业务开拓受阻。



## 目录

<b>1. 十大关键时点总结：2B 起家，2C 获客，阿里云筑基，物流布网，金融立信，新零售蜕变</b> .....	<b>5</b>
<b>2. 1999 年：B2B 起家，成立的初心在于为 B 端赋能</b> .....	<b>6</b>
2.1 B2B 模式快捷方便，成本低廉.....	6
2.2 定位准确，循序渐进发展电子商务.....	7
2.3 国际制造业向我国转移提供合适的大环境.....	8
<b>3. 2003-2004 年：C2C 淘宝网战胜 eBay，2B 到 2C 转型的开始</b> .....	<b>8</b>
3.1 重用户增长而非企业盈利，淘宝战胜易趣在 C2C 独占鳌头.....	8
3.2 支付宝作为第三方担保交易平台应运而生.....	9
<b>4. 2007-2008：B2B 业务港股上市暴跌，双十一成网购狂欢节</b> .....	<b>9</b>
4.1 全球金融危机和市场担忧 2C 业务烧钱令港股暴跌.....	10
4.2 张勇令淘宝重回巅峰，双十一成“网购狂欢节”.....	10
<b>5. 2009 年：阿里云诞生后强势成长，垄断国内公有云市场</b> .....	<b>10</b>
5.1 阿里云全球“坐三望二”，研发投入激进带来收入强势增长.....	11
5.2 阿里云赛道优秀，自身电商的流量优势明显.....	11
<b>6. 2011 年：淘宝天猫独立运营，天猫核心优势在于“质量+品牌”</b> .....	<b>12</b>
6.1 天猫具备品牌品质背书，B2C 市场份额第一.....	12
6.2 天猫平台的店铺数据有利于商家及时调整运营.....	13
<b>7. 2012 年：阿里私有化落幕，未来大阿里帝国若隐若现</b> .....	<b>13</b>
7.1 未来整体上市缔造大阿里帝国.....	14
7.2 B2B 业务转型或对公司业绩形成冲击.....	14
7.3 去雅虎化更有利于阿里进行自身的战略规划.....	15
<b>8. 2013 年：菜鸟网络赋能物流，铸造新零售供应链</b> .....	<b>15</b>
8.1 京东模式为“自建仓储”重资产模式.....	15
8.2 菜鸟“线上运营+第三方配送”轻资产模式.....	16
8.3 菜鸟调动区域性的仓储物流资源，将显著加速新零售物流战略的落地.....	17
<b>9. 2014 年：蚂蚁金服打造金融生态闭环，五大板块构造零售消费金融</b> .....	<b>18</b>
9.1 支付：支付宝移动支付市场份额和支付技术储备行业领先.....	18
9.2 融资：花呗和借呗盈利能力逐年提高.....	19
9.3 财富管理：余额宝定位移动互联网时代现金管理工具.....	19
9.4 保险：通过搭建平台，切入传统保险业.....	20
9.5 信用：芝麻信用标志中国进入互联网征信阶段.....	20
<b>10. 2016 年：新零售孕育而生，盒马鲜生打造线上线下消费闭环</b> .....	<b>20</b>
10.1 新零售聚焦线下，生鲜产品中高端消费者占比较高，能快速聚集中高端客户.....	21
10.2 生鲜行业是典型的大行业，小公司.....	21
10.3 电商生鲜抢滩蓝海，盒马鲜生比较优势明显.....	22
<b>11. 2018 年：收购饿了么复活口碑网，新零售领域生态协同作用显现</b> .....	<b>23</b>
11.1 与阿里生态里的其他公司融合交互，爆发强大的生态协同作用.....	23
11.2 饿了么口碑具备深度数字化赋能的能力.....	24

12. 投资建议: .....	25
13. 风险提示: .....	25
相关报告汇总 .....	27

## 表格目录

表 1: 全球云市场份额排行 (IaaS) (百万美元) .....	11
------------------------------------	----

## 插图目录

图 1: 阿里巴巴生态王国建立时间表 .....	5
图 2: 阿里巴巴业务结构的变化 .....	6
图 3: 阿里巴巴 B2B 业务与技术发展 .....	7
图 4: 2004 年中国 C2C 市场份额 .....	9
图 5: 2006 年中国 C2C 市场份额 .....	9
图 6: 2013-2018 年第三方移动支付市场交易规模增长迅猛 .....	9
图 7: 支付宝第三方支付市场份额排名第一 .....	9
图 8: 历年天猫双十一成交金额 .....	10
图 9: 淘宝商城早期分类 .....	10
图 10: 2014-2018 年我国公有云细分市场占比 .....	11
图 11: 2018 年我国公有云 IaaS 市场结构分析 .....	11
图 12: 16Q2-19Q2 中国 B2C 市场交易规模 .....	12
图 13: 2019 年第二季度 B2C 市场份额 .....	12
图 14: 淘宝、天猫 FY15-FY19GMV 及增速 (亿元) .....	13
图 15: 拼多多 GMV (TTM) 变动及货币化率 .....	13
图 16: 阿里巴巴退市后于 2014 年美股上市 .....	14
图 17: 阿里巴巴 2014 年上市前股权机构 .....	15
图 18: 阿里巴巴 2014 年上市前业务结构 .....	15
图 19: 零售电商企业物流实力盘点 .....	16
图 20: 菜鸟网络生态图 .....	16
图 21: 菜鸟网络合作的快递业务平台 .....	17
图 22: 双十一前菜鸟网络全自动智慧仓储基地 .....	17
图 23: 17Q4-18Q4 中国第三方支付移动市场规模 .....	18
图 24: 蚂蚁金服旗下板块 .....	18
图 25: 花呗、借呗营收和净利润变动 (亿元) .....	19
图 26: 余额宝规模变动 (亿元) .....	19
图 27: 我国生鲜产品消费比重 .....	21
图 28: 我国家庭生鲜交易频次高于全球平均水平 .....	21
图 29: 我国生鲜市场交易规模及同比增长 .....	21
图 30: 我国超市行业集中度低 .....	21

图 31:盒马供应链模式.....	22
图 32:阿里新零售流程图.....	23
图 33: 中国互联网餐饮外卖市场交易规模 .....	24
图 34: 中国餐饮外卖到家业务市场交易份额.....	24

阿里巴巴的使命是“让天下没有难做的生意”，新的愿景则是“活 102 年：我们不追求大，不追求强，我们追求成为一家活 102 年的好公司；到 2036 年，服务 20 亿消费者，创造 1 亿就业机会，帮助 1000 万家中小企业盈利”。2019 年 9 月 10 日，马云正式卸任阿里巴巴集团董事局主席，他到底留下了一个怎样的江湖？

此篇报告为我们阿里巴巴深度系列报告之一，我们在此复盘阿里 20 年来 10 大重要时刻以及相应的战略意义，来一步步梳理马云构造的阿里生态王国，我们后续报告将分别从新零售、电商、物流、阿里云等多个角度深入研究阿里巴巴的护城河和价值驱动因素。

## 1. 十大关键时点总结：2B 起家，2C 获客，阿里云筑基，物流布网，金融立信，新零售蜕变

回眸 20 年来这 10 大重要时刻，阿里巴巴每一次赛道的选择，不仅具有很强的现实意义，也具备及其独到的战略眼光：

- 1. 2B 起家。**阿里巴巴成立的初心就是运营，即为 B 端赋能，这也与其使命“让天下没有难做的生意”遥相呼应；
- 2. 2C 获客。**淘宝和天猫是阿里 2C 业务的核心框架，既是阿里完成原始客户积累的重要砝码，同时也是阿里巴巴实现增长的主要驱动力；
- 3. 阿里云筑基。**阿里云的核心在于为阿里各项业务提供了扎实的基础设施和技术架构；
- 4. 物流布网。**菜鸟网络的建立一方面标志着与合作伙伴打造的全球智慧物流骨干网络的形成，另一方面则标志着阿里打通了线上线下、买家和卖家之间的任督二脉，同时实现了“新零售”所注重“快”和“廉”；
- 5. 金融立信。**蚂蚁金服的成立，标志着金融生态闭环的完成，而衍生出来的五大板块也能构造强大的用户黏性；
- 6. 新零售蜕变。**新零售产生的大背景是线上红利逐步褪去，阿里的获客成本每年呈上升态势，科技、运营和渠道未来势必将对线下业务产生深远的影响，为阿里生态王国里面的各项业务提供流量扩张机会和广阔的市场空间。

图 1: 阿里巴巴生态王国建立时间表



资料来源：东兴证券研究所

## 2. 1999年：B2B起家，成立的初心在于为B端赋能

1999年，马云在杭州城郊湖畔花园小区自己的家中成立阿里巴巴，集团的首个网站是英文全球批发贸易市场阿里巴巴，同年阿里巴巴集团推出专注于国内批发贸易的中国交易市场（现称“1688”）。**B2B业务为阿里奠定了企业组织、制度和文化的雏形，而阿里巴巴成立的初心就是运营，即为B端赋能，这也与其使命“让天下没有难做的生意”遥相呼应。**B2B模式成功的关键有以下几点：

### 2.1 B2B模式快捷方便，成本低廉

传统的企业间的交易往往要耗费企业的大量资源 and 时间，无论是销售和分销还是采购都要占用产品成本。通过B2B的交易方式买卖双方能够在网上完成整个业务流程，从建立最初印象，到货比三家，再到讨价还价、签单和交货，最后到客户服务。B2B使企业之间的交易减少许多事务性的工作流程和管理费用，降低了企业经营成本。

图 2: 阿里巴巴业务结构的变化





资料来源:《从B2B演变看技术架构与业务的关系》PPT、东兴证券研究所

## 2.2 定位准确, 循序渐进发展电子商务

马云认为中国电子商务将经历三个阶段信息流、资金流和物流阶段。1999年还停留在信息流阶段。阿里巴巴成立初期并未一味追求发展速度和市场热点,而是定位于最初做信息交流平台,循序渐进发展电子商务。在充分调研企业需求的基础上将企业登录汇聚的信息整合分类形成网站独具特色的栏目。彼时在1999年,当时还有一家做B2C业务的电子商务网站叫8848,但1999年的中国网民数量只有几百万人,无法支撑起8848网络百货式的商业模式,B2C模式随后宣告失败。

图3:阿里巴巴B2B业务与技术发展



资料来源：《从 B2B 演变看技术架构与业务的关系》PPT、东兴证券研究所

### 2.3 国际制造业向我国转移提供合适的大环境

一方面，在 20 世纪末的中国，国内经济连续稳定的发展使我国成为全球制造中心，国际制造业向我国转移，众多中小企业存在国际国内贸易的客观需求。另一方面，1998 年金融危机席卷东南亚，国内大量外贸型中小企业库存高企，对于来自海外客户的订单需求迫切。

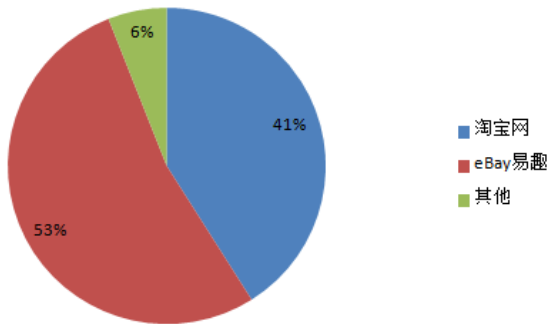
## 3. 2003-2004 年：C2C 淘宝网战胜 eBay，2B 到 2C 转型的开始

2003 年 5 月，购物网站淘宝网于马云公寓内创立，淘宝网被定位为 C2C 购物平台，同年美国的互联网巨头 ebay 巨资收购了国产企业易趣正式进军中国市场，从事 C2C 线上购物业务。阿里与 eBay（易趣网）展开一场“蚂蚁和大象之战”。2004 年，支付宝在此背景下应运而生。**C2C 业务是阿里完成原始客户积累的重要砝码，淘宝网的兴起也标志着阿里 2B 到 2C 业务转型的开始：**

### 3.1 重用户增长而非企业盈利，淘宝战胜易趣在 C2C 独占鳌头

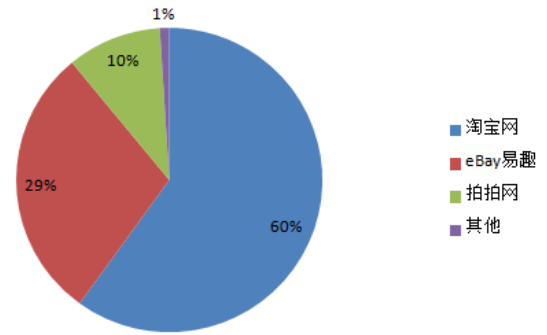
易趣网照搬 ebay 的商业模式，上架一个商品收取 1-8 元的费用的同时，交易成功还要收取 2% 的手续费，而当时的国内电子商务市场还处于起步阶段，马云随即决定淘宝网三年内不向任何入驻的商家收取入场费以及交易费，这造成了客户源源不断地从易趣网转向了淘宝网，根据易观国际数据，截止到 2006 年第四季度，淘宝网在 C2C 市场份额已经达到 60%，这场蚂蚁和大象之战以淘宝网胜利而告终。

图 4: 2004 年中国 C2C 市场份额



资料来源: 易观国际, 东兴证券研究所

图 5: 2006 年中国 C2C 市场份额

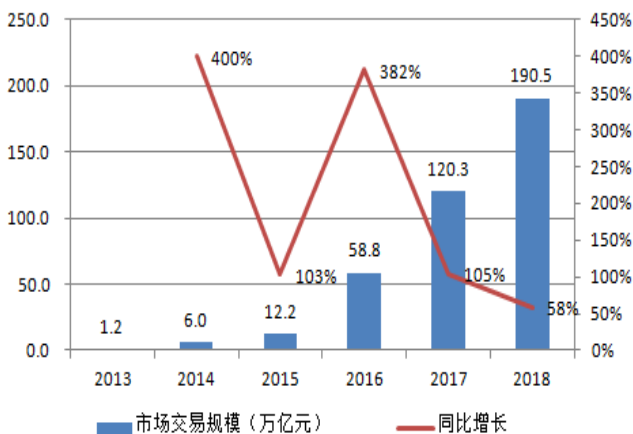


资料来源: 易观国际, 东兴证券研究所

### 3.2 支付宝作为第三方担保交易平台应运而生

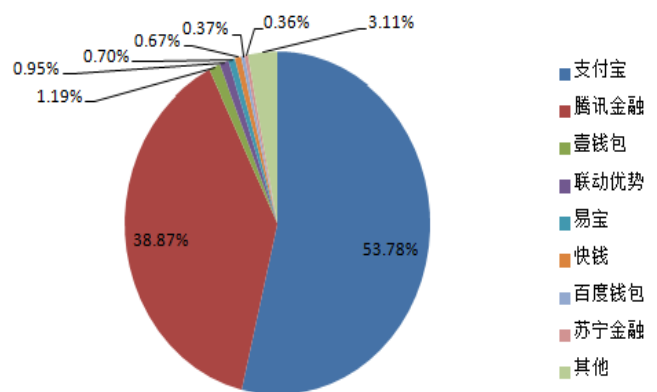
第三方支付服务是西方国家在交易双方不能够互相信任的条件下, 通过第三方公司达成交易目标的一种制度。彼时诚信问题在网购环节中重要性与日俱增, 马云先知先觉, 赶在易趣把其第三方担保交易平台贝宝 (paypal) 引入中国之前成立了支付宝, 为淘宝用户的快速扩张打下坚实的基础。根据易观发布的《中国第三方支付移动支付市场季度监测报告 2018 年第 4 季度》, 2018 年第四季度, 中国第三方支付移动支付市场交易规模达 47.2 万亿元人民币, 环比升高 7.78%。其中, 支付宝以 53.78% 的市场份额夺得移动支付头名, 且份额较三季度再度扩大 8 个基点, 腾讯金融以 38.87% 的市场份额排名第二。

图 6: 2013-2018 年第三方移动支付市场交易规模增长迅猛



资料来源: iResearch, 东兴证券研究所

图 7: 支付宝第三方支付市场份额排名第一



资料来源: 易观, 东兴证券研究所

## 4. 2007-2008: B2B 业务港股上市暴跌, 双十一成网购狂欢节

2007 年, 恰逢全球科技股大热和香港投资热钱膨胀时期, 阿里巴巴 B2C 业务分拆上市, 融资 17 亿美元,

创港股融资纪录, 市值超 200 亿美元。上市首日, 阿里股价较发行价 13.5 港元涨 192%, 12 月 3 日, 阿里股价触及 41.8 港元的高位, 不过此后股价一落千丈, 2008 年 10 月, 一度跌到 3.46 港币。同一年, 张勇推出“双十一”概念, 双十一网购狂欢节的诞生标志着线上交易形式已经由之前的作为零售产业的补充渠道之一, 转型为拉动中国内需的主流形式, 由此开始全面倒逼传统零售业态升级。

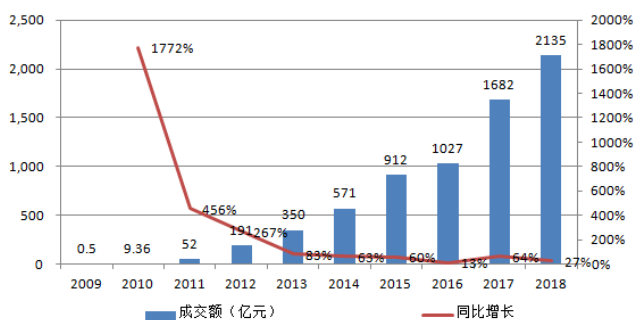
#### 4.1 全球金融危机和市场担忧 2C 业务烧钱令港股暴跌

复盘阿里巴巴当时股价暴跌的原因有几点: 第一, 全球性金融危机。美国次贷危机导致全球性的金融危机, 美国次贷危机爆发, 导致恒生指数从高位 31958.41 点, 下跌至 2008 年 10 月的低点 10676.29, 跌幅高达 66%; 第二, 市场担心 2B 业务要不断输血亏损的 2C 业务。2008 年 4 月 10 日淘宝 B2C 新平台淘宝商城上线, 7 月 5 日, 阿里巴巴集团宣布追加淘宝 20 亿元投资; 10 月 8 日, 淘宝网总裁陆兆禧在北京宣布, 未来 5 年对淘宝网投资 50 亿人民币; 但彼时的淘宝却一直处于烧钱状态, 并没有找到自己的盈利模式。市场担忧阿里拿着 2B 上市募集的资金搞非上市的 2C 业务。

#### 4.2 张勇令淘宝重回巅峰, 双十一成“网购狂欢节”

在淘宝商城陷入困境的关键时刻, 马云任命张勇为淘宝 COO 兼任淘宝商城总经理。张勇对于淘宝商城业务模式进行了整改 (如站内点击付费广告、钻石展位等各类品牌广告, 以及各类增值服务), 引入淘宝合作伙伴等, 进而推动了淘宝商城, 也就是后来的天猫崛起。2008 年 9 月份, 淘宝网单月交易额突破百亿大关。同一年, 张勇带领团队推出“双十一”概念, 尽管当年的淘宝的双十一活动只有 27 个商户参加, 但 2008 年双十一整个平台交易额是 5200 万元, 达到当时日常交易的 10 倍左右。由此, “双十一购物狂欢节”成为了中国电商史上的标志性事件, 双十一从“光棍节”变成“网购狂欢节”。2018 年双十一全天成交 2135 亿元, 这是天猫双十一全球狂欢节交易额历史上首次突破 2000 亿元, 物流订单量也首次超过单日 10 亿大关。

图 8: 历年天猫双十一成交金额



资料来源: 天猫, 东兴证券研究所

图 9: 淘宝商城早期分类



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

### 5. 2009 年: 阿里云诞生后强势成长, 垄断国内公有云市场

阿里云创立于 2009 年, 是全球领先的云计算及人工智能科技公司, 阿里云产生的背景是大量的业务数据处理会导致高昂的 IT 基础设施成本, 超级电商亚马逊拥有以自己的云计算 IaaS 和 PaaS 平台服务 AWS。AWS 面向用户提供包括弹性计算、存储、数据库、应用程序在内的一整套云计算服务, 能够帮助企业降低 IT 投入成本和维护成本。**阿里云的核心在于为阿里各项业务提供了扎实的基础设施和技术架构:**

## 5.1 阿里云全球“坐三望二”, 研发投入激进带来收入强势增长

根据权威机构 Gartner 数据, 2018 年阿里云全球市场份额 (IaaS) 增长近一倍, 达到 7.7%, 仅落后微软 Azure 的 15.5% 和亚马逊 AWS 的 47.8%, 位列全球第三, 同时在亚太云计算市场份额达 19.6%, 超过亚马逊和微软的总和。这是阿里云连续第二年位居亚太市场第一。2018 年全球云计算市场继续向头部集中, 前三甲占据超过 70% 的市场份额, 亚马逊市场份额下滑了 4 个百分点。近几年来, 得益于阿里大量的战略级研发投入, 阿里云建立了丰富的产品和服务矩阵, 同时阿里云在包括超大规模通用云计算操作系统飞天等在内的多个技术方向上取得突破。2018 自然年阿里云营收达到 213.4 亿, 四年间增长 20 倍。

表 1: 全球云市场份额排行 (IaaS) (百万美元)

	2017	2018	2017 市场份额 (%)	2018 市场份额 (%)
亚马逊	12,221	15,495	47.8	26.8
微软	3,130	5,038	13.3	15.5
阿里巴巴	1,298	2,499	4.6	7.7
谷歌	820	1,314	3.3	4.0
IBM	463	577	1.9	1.8

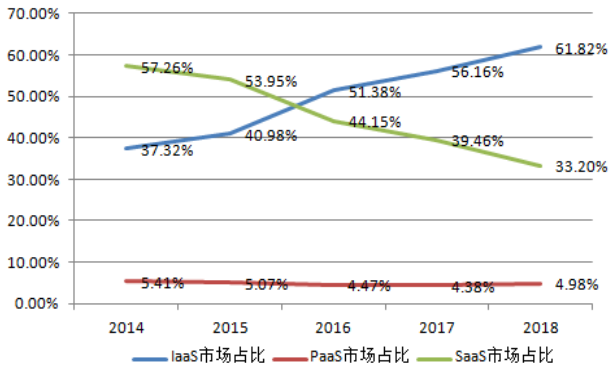
资料来源: Gartner、东兴证券研究所

## 5.2 阿里云赛道优秀, 自身电商的流量优势明显

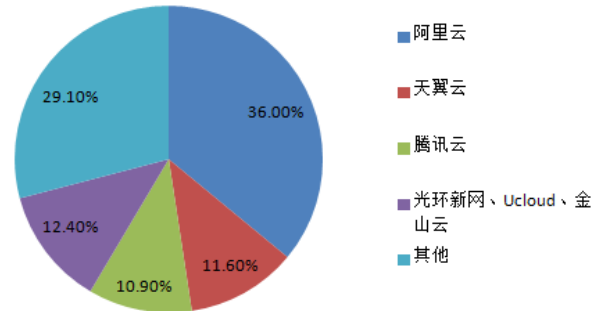
首先, 在国内公有云细分市场中, IaaS (基础设施即服务) 占比最大且行业增速最快, 阿里云在 IaaS 市场形成垄断态势。根据前瞻产业研究院发布的《2019-2024 年中国云计算产业发展前景与投资战略规划分析报告》, 在 2014-2018 年我国公有云细分市场中, IaaS 市场规模高速增长, 其占整个公有云市场的比重在 2016 年超过 SaaS 市场, 为 51.38%, 到 2018 年该细分市场所占比重达到 61.82%。而根据中国信息通信研究院数据, 在 2018 年我国 IaaS 市场中, 阿里云、天翼云、腾讯云占据 IaaS 市场份额前三, 占比分别为 36.0%、11.6% 和 10.9%。其次, 阿里云借助于阿里自身电商平台的流量优势, 引入大量的企业级公司入驻, 2018 年财年财报显示, 目前在国内有 40% 的 500 强企业和 50% 的上市公司以及 80% 的科技公司都在使用阿里云。

图 10: 2014-2018 年我国公有云细分市场占比

图 11: 2018 年我国公有云 IaaS 市场结构分析



资料来源: 中国信息通信研究院, 东兴证券研究所



资料来源: 中国信息通信研究院, 东兴证券研究所

## 6. 2011 年: 淘宝天猫独立运营, 天猫核心优势在于“质量+品牌”

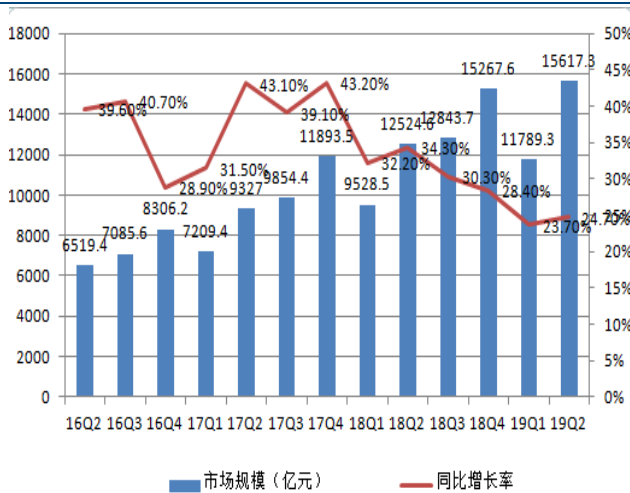
2011 年 6 月 16 日, 阿里巴巴集团宣布将淘宝网分拆为三家公司, 分别是一淘网、淘宝网、淘宝商城, 这三家公司的客户定位不同。2012 年 1 月淘宝商城正式更名为“天猫”。

### 6.1 天猫具备品牌品质背书, B2C 市场份额第一

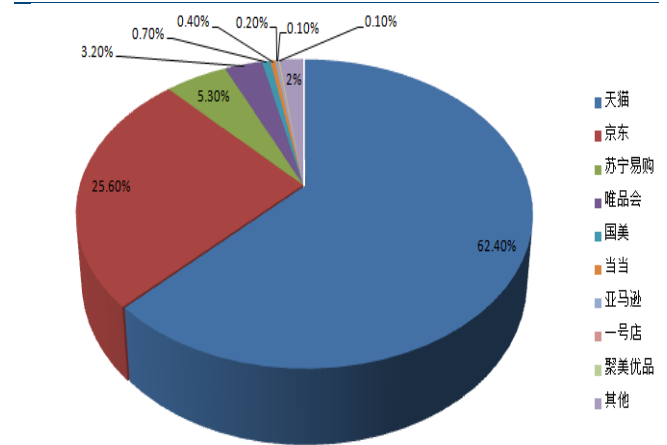
淘宝类似于集市, 走的是品类导入, 天猫则类似于商场, 走的是品牌导入。天猫店经营的商品需要自有品牌或者授权, 自带品牌品质背书的属性可以避免像淘宝产品出现的鱼龙混杂的现象。B2C 市场方面, 根据易观发布的《中国网络零售 B2C 市场季度监测报告 2019 年第 2 季度》数据, 2019 年第 2 季度中国网络零售 B2C 市场交易规模为 15617.3 亿元人民币, 同比增长 24.7%。2019 年第 2 季度, 天猫成交总额较去年同期增长 33.9%, 占据市场份额 62.4% (1Q19 为 61.8%), 排名第一。京东成交总额较去年同期增长 21.8% (1Q19 为 24.3%), 其市场份额为 25.6%, 排名第二。苏宁易购排名第三, 其市场份额为 5.3%。唯品会和国美分别以 3.2% 和 0.7% 的市场份额位列第四和第五。

图 12: 16Q2-19Q2 中国 B2C 市场交易规模

图 13: 2019 年第二季度 B2C 市场份额



资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

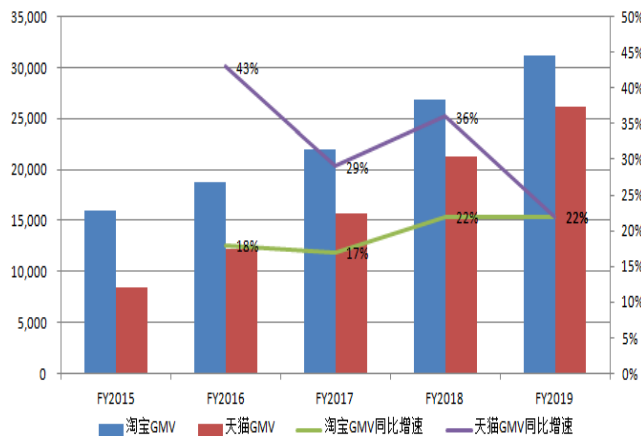


资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

## 6.2 天猫平台的店铺数据有利于商家及时调整运营

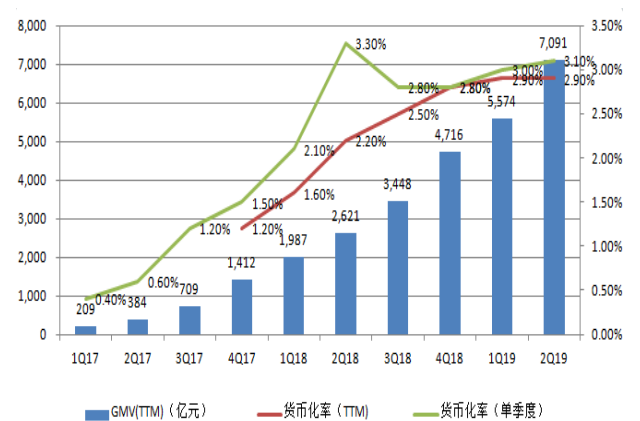
天猫平台为商家提供各种店铺的大数据, 方便商家针对这些数据对店铺的经营做出及时调整。天猫平台从一开始便为所有入驻店铺提供各种各样的数据和市场支持, 比如天猫服务数据看板包括多种服务指标(天猫退款纠纷率、天猫退款完成市场等)和 DSR 相关指标等, 商家可以通过数据监测该店铺的经营状况。

图 14: 淘宝、天猫 FY15-FY19GMV 及增速 (亿元)



资料来源: 公司财报、wind、东兴证券研究所

图 15: 拼多多 GMV (TTM) 变动及货币化率



资料来源: 公司财报、wind、东兴证券研究所

## 7. 2012 年: 阿里私有化落幕, 未来大阿里帝国若隐若现

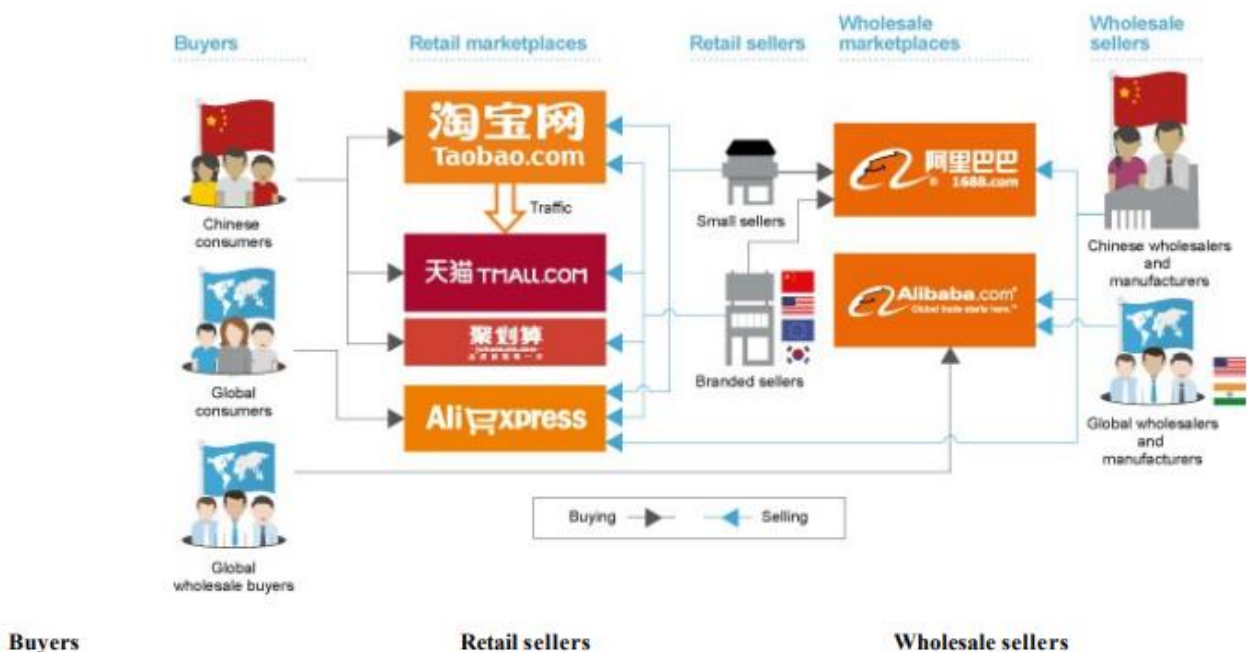
2012 年 6 月 20 日, 阿里巴巴网络有限公司 (代码 1688) 在香港联交所退市, 市场瞩目的阿里巴巴私有

化落幕。此次退市并非是一个结束，而是阿里未来整体上市的一个开端：

## 7.1 未来整体上市缔造大阿里帝国

B2B 业务退市后一个月，阿里巴巴集团即宣布将子公司的业务升级为阿里国际业务、阿里小企业业务、淘宝网、天猫、聚划算、一淘和阿里云七个事业群，以数据为核心的多元化大生态正在形成，而此后在 2014 年阿里美股上市前，阿里频繁收购，陌陌、新浪微博、高德软件、PPTV 等等并购项目，均出现阿里巴巴的身影，前后涉资上亿美元。最后在 2014 年美股上市时，除了内资控股的支付宝和新成立的菜鸟网络外，其他业务均注入到上市资产。

图 16: 阿里巴巴退市后于 2014 年美股上市



资料来源: 招股说明书、东兴证券研究所

## 7.2 B2B 业务转型或对公司业绩形成冲击

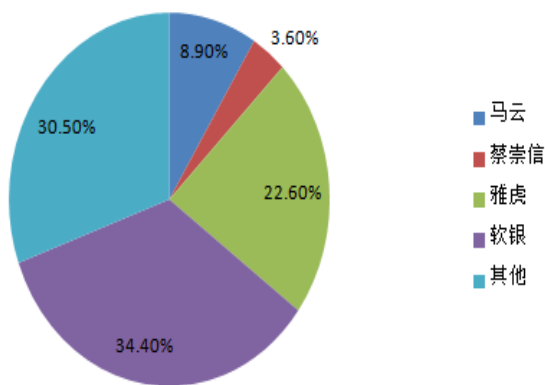
阿里巴巴早年的盈利模式着重于提升付费会员数 (吸引制造商及批发商通过其网上交易市场销售产品), 从而实现营业收入增长, 不过 2011 年开始阿里巴巴将业务重点从增加会员数转移到提升买家在阿里巴巴网上交易平台上的使用体验, 这令付费会员数的增长速度有所减缓。阿里巴巴也表示, 公司对此战略的长远前景充满信心, 但认为这很可能会对公司中短期内的财务表现带来影响。



### 7.3 去雅虎化更有利于阿里进行自身的战略规划

2005年, 雅虎向阿里巴巴投资10亿美元, 同时以雅虎中国的所有权为代价换取阿里巴巴集团40%的股权, 成为阿里巴巴最大的股东。不过二者之间摩擦日益增多, 2012年5月, 阿里巴巴集团动用63亿美元现金和不超过8亿美元的新增阿里集团优先股, 回购雅虎手中持有阿里集团股份的一半, 即阿里巴巴集团股权的20%。回购完成后, 包括马云在内的阿里巴巴管理层持股比例上升到31.7%, 并通过董事会2:1:1的结构以及表决权股份, 夺回了阿里巴巴集团的控制权, 同时作为交易的一部分, 雅虎将放弃委任第二名董事会成员的权力, 同时也放弃一系列对阿里巴巴集团战略和经营决策相关的否决权, 这有利于阿里巴巴集团进行自身的战略规划。

图 17: 阿里巴巴 2014 年上市前股权结构



资料来源: 招股说明书、东兴证券研究所

图 18: 阿里巴巴 2014 年上市前业务结构



资料来源: 招股说明书、东兴证券研究所

## 8. 2013 年: 菜鸟网络赋能物流, 铸造新零售供应链

2013年5月28日, 阿里、顺丰、三通一达等共同组建“菜鸟网络科技有限公司”。创立菜鸟网络的目的在于通过整合物流公司、商家、消费者以及第三方社会机构的数据, 致力于实现物流过程的数字化、可视化, 使物流公司和商家的信息对称化程度获得极大提升。菜鸟网络的建立一方面标志着与合作伙伴打造的全球智慧物流骨干网络的形成, 另一方面则标志着阿里打通了线上线下、买家和卖家之间的任督二脉, 同时实现了“新零售”所注重“快”和“廉”:

### 8.1 京东模式为“自建仓储”重资产模式

京东是典型的自建仓配, 优点在于一方面通过垂直一体化服务, 打造闭环供应链, 另一方面自建物流基础设施保障了京东的包裹在速度、服务体验上超过依托第三方配送的淘宝、天猫, 缺点在于投资大资产

重, 需要不断融资。

图 19: 零售电商企业物流实力盘点



资料来源: 易观《中国智慧零售专题分析2018》、东兴证券研究所

## 8.2 菜鸟“线上运营+第三方配送”轻资产模式

菜鸟打造的是一个面向零售范畴的共生物流生态, 天猫仅负责线上平台运营, 仓库大部分以租赁为主, 物流体系则由阿里旗下菜鸟+第三方配送联合实现。即将商品、商家、消费者、库存和物流方式等要素数字化, 提前备货 (货物先行), 依托菜鸟覆盖全国的仓配网络集约化配送。轻资产模式令菜鸟发展迅速。

图 20: 菜鸟网络生态图



资料来源: 极客公园、东兴证券研究所

### 8.3 菜鸟调动区域性的仓储物流资源, 将显著加速新零售物流战略的落地

“新零售”注重“快”和“廉”，快主要是指仓储网点反应快、线上订单处理快、线下物流转运快。廉则指的是随着多功能仓储系统的大量全自动化的机器人的出现，物流和仓储成本可以被压缩新零售物流将重构线上和线下的人货场。比如，消费者在线上购物完成后，通过各前置仓、便利店发出商品，在 30-120 分钟内送抵消费者手中，形成一个个 3 公里范围内的理想生活圈。

图 21:菜鸟网络合作的快递业务平台

图 22:双十一前菜鸟网络全自动智慧仓储基地



资料来源：菜鸟网络官网、东兴证券研究所

资料来源：新华社、东兴证券研究所

## 9. 2014 年：蚂蚁金服打造金融生态闭环，五大板块构造零售消费金融

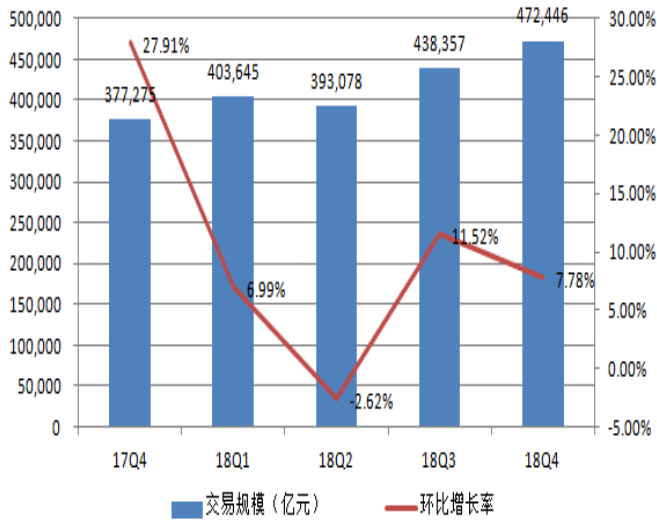
蚂蚁金融服务集团起步于 2004 年成立的支付宝，2013 年 3 月，支付宝的母公司宣布将以其为主体筹建小微金融服务集团，小微金融（筹）成为蚂蚁金服的前身。2014 年 10 月，蚂蚁金服正式成立。蚂蚁金服旗下有支付宝、余额宝、招财宝、蚂蚁聚宝、网商银行、蚂蚁花呗、芝麻信用等子业务板块。同年，2014 年 9 月 19 日，阿里巴巴在纽交所实现上市（不包括蚂蚁金服），市值超过 1680 亿美元。**蚂蚁金服的成立，标志着金融生态闭环的完成，而衍生出来的五大板块也能构造强大的用户黏性。**

### 9.1 支付：支付宝移动支付市场份额和支付技术储备行业领先

根据易观发布的《中国第三方支付移动支付市场季度监测报告 2018 年第 4 季度》数据显示，2018 年第四季度，中国第三方支付移动支付市场交易规模达 47.2 万亿元人民币，环比提高 7.78%。其中，支付宝以 53.78% 的市场份额排名第一，腾讯金融（含微信支付）以 38.87% 的份额排名第二。同时 2018 年天猫双 11 再创纪录，交易创建峰值达到 49.1 万笔/秒，从技术上讲，最重要的考核指标是每秒查询率（QPS, querypersecond），即对一个特定的查询服务器在规定时间内所处理流量多少的衡量标准，49.1 万笔/秒意味着单位时间内全球最大的多维度计算量。

图 23:17Q4-18Q4 中国第三方支付移动市场规模

图 24:蚂蚁金服旗下板块



资料来源: 易观、东兴证券研究所



资料来源: 新华社、东兴证券研究所

## 9.2 融资: 花呗和借呗盈利能力逐年提高

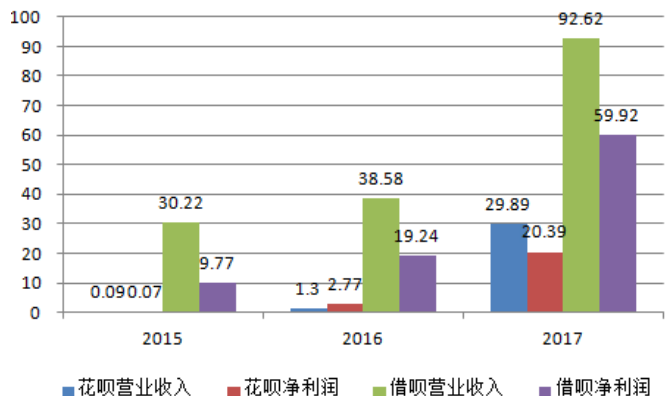
花呗可以在购物消费时进行支付使用的, 没有预借现金的功能, 而借呗可以申请放款到支付宝账户余额或银行卡, 提现使用。2017年, 花呗和借呗实现的净利润分别为 20.39 亿元和 59.92 亿元, 而在 2015 年, 两者合计净利润不及 10 亿元, 预计 2018 年两者合计净利润将超过 100 亿元。

## 9.3 财富管理: 余额宝定位移动互联网时代现金管理工具

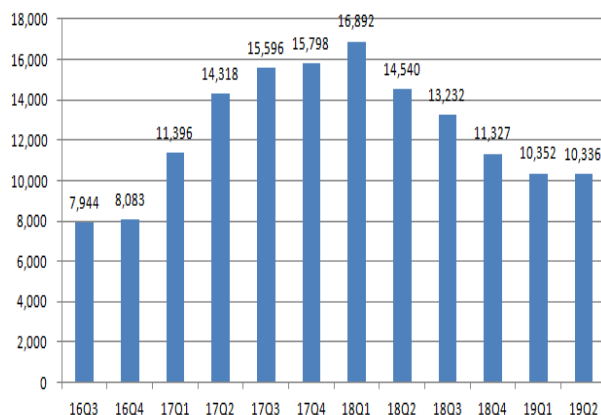
余额宝是蚂蚁金服旗下的余额增值服务和活期资金管理服务产品, 余额宝对接的是天弘基金旗下的余额宝货币基金, 除理财功能外, 余额宝还可直接用于购物、转账、缴费还款等消费支付, 是移动互联网时代的现金管理工具。目前, 余额宝依然是中国规模最大的货币基金。由于预期收益率下行, 余额宝的总资产已经从去年一季度的近 1.7 万亿元人民币下降至今年二季度末的 1 万亿元左右, 不过, 余额宝目前仍是中国最大的货币基金, 累计交易用户突破 6 亿。

图 25: 花呗、借呗营收和净利润变动 (亿元)

图 26: 余额宝规模变动 (亿元)



资料来源: 蚂蚁花呗借呗 ABS 发行募集书、东兴证券研究所



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 9.4 保险: 通过搭建平台, 切入传统保险业

2013年蚂蚁金服、腾讯、中国平安等国内知名企业, 发起设立国内首家互联网保险公司众安保险, 2016年, 蚂蚁金服等9家企业发起设立信美人寿, 主要针对发起会员等特定群体的保障需求, 发展长期养老保险和健康保险业务, 2016年蚂蚁金服同时增资国泰产险8.3亿元, 持股51%成为其控股股东。目前蚂蚁金服的保险业务已全面覆盖健康、意外、财产、车险等9大板块。

## 9.5 信用: 芝麻信用标志中国进入互联网征信阶段

芝麻信用是蚂蚁金服旗下独立的第三方征信机构, 芝麻信用主要通过阿里巴巴的电商交易数据和支付宝的互联网金融数据来对用户进行信用评级。目前已经在信用卡、消费金融、融资租赁、酒店、租房、公共事业服务等上百个场景为用户、商户提供信用服务。根据飞猪联合芝麻信用发布的《2019信用住旅行报告》显示, 信用住已累计帮助2000万用户节省了1400万小时的排队等待时间, 免除了360亿元的住宿押金。同时, 截止到去年底, 芝麻信用共为用户减免了超过1000亿元的押金。

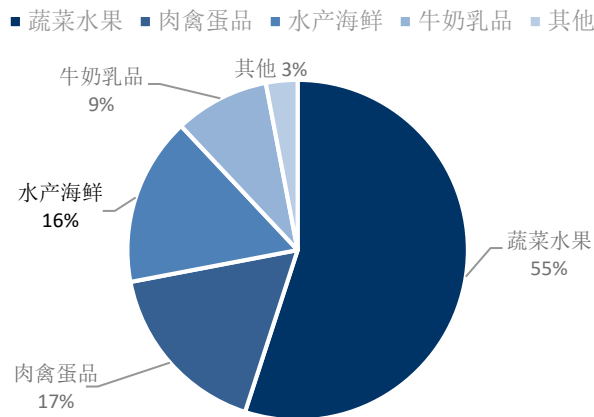
## 10. 2016年: 新零售孕育而生, 盒马鲜生打造线上线下消费闭环

2016年10月, 在阿里云栖大会上, 阿里巴巴马云在演讲中第一次提出了新零售, “未来的十年、二十年, 没有电子商务这一说, 只有新零售。”2016年盒马鲜生首家门店开张。阿里巴巴对于新零售的定义是: 基于互联网思维和科技, 通过整合线上、线下和物流, 全面改革和升级现有社会零售, 使商品生产、流通和服务过程更高效。盒马鲜生在阿里新零售领域中扮演极其重要的角色:

## 10.1 新零售聚焦线下, 生鲜产品中高端消费者占比较高, 能快速聚集中高端客户

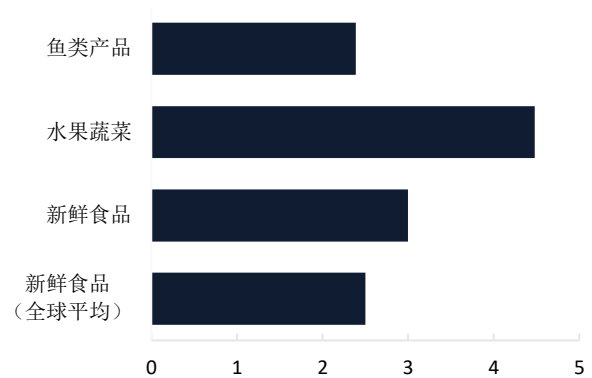
新零售产生的大背景是线上红利逐步褪去, 阿里的获客成本每年呈上升态势, 同时线下零售总额占社零比重巨大, 线下获取流量的质量更好。生鲜产品的优点是中高端消费者占比较高、消费频次高, 缺点是运输过程中易损耗、保质期短和非标准化等特点。

图 27: 我国生鲜产品消费比重



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 28: 我国家庭生鲜交易频次高于全球平均水平



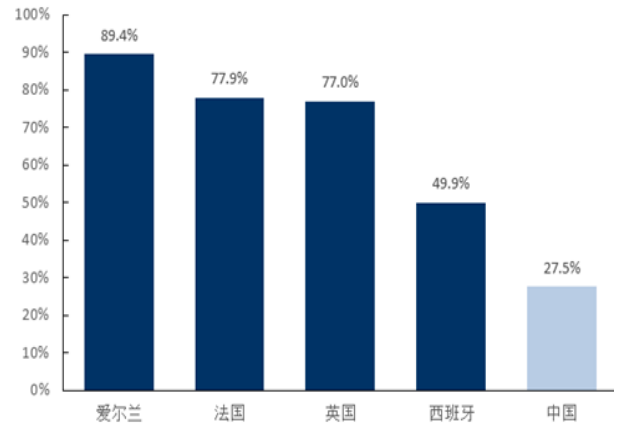
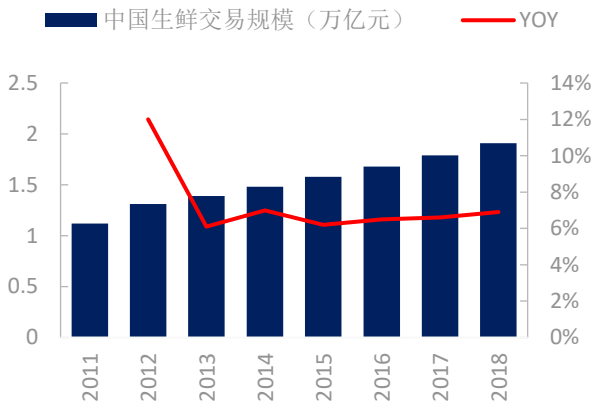
资料来源: 前瞻产业研究院《2019-2024年中国生鲜O2O行业解决方案与投资策略规划报告》, 东兴证券研究所

## 10.2 生鲜行业是典型的大行业, 小公司

一方面, 生鲜市场体量巨大, 增速稳定。据中国产业信息网, 2018年我国生鲜市场交易额为1.91万亿元, 同比增长6.6%。生鲜作为我国家庭日常的必须消费, 交易具有一定的确定性, 在我国庞大的人口基数支撑下, 生鲜市场有望保持6%左右的增长; 另一方面, 生鲜行业处于完全竞争市场, 市场集中度低。据KANTAR, 2018年我国生鲜行业CR5占比为27.5%, 远低于欧美发达国家, 龙头公司市占率低。同时, 电商平台布局生鲜消费市场, 生鲜电商消费渗透率逐渐提高, 2018年生鲜电商渗透率达到10.99%, 预计2020年将达到22%左右, 市场竞争加剧。

图 29: 我国生鲜市场交易规模及同比增长

图 30: 我国超市行业集中度低



资料来源：前瞻产业研究院《2018年中国生鲜行业研究报告》、东兴证券研究所

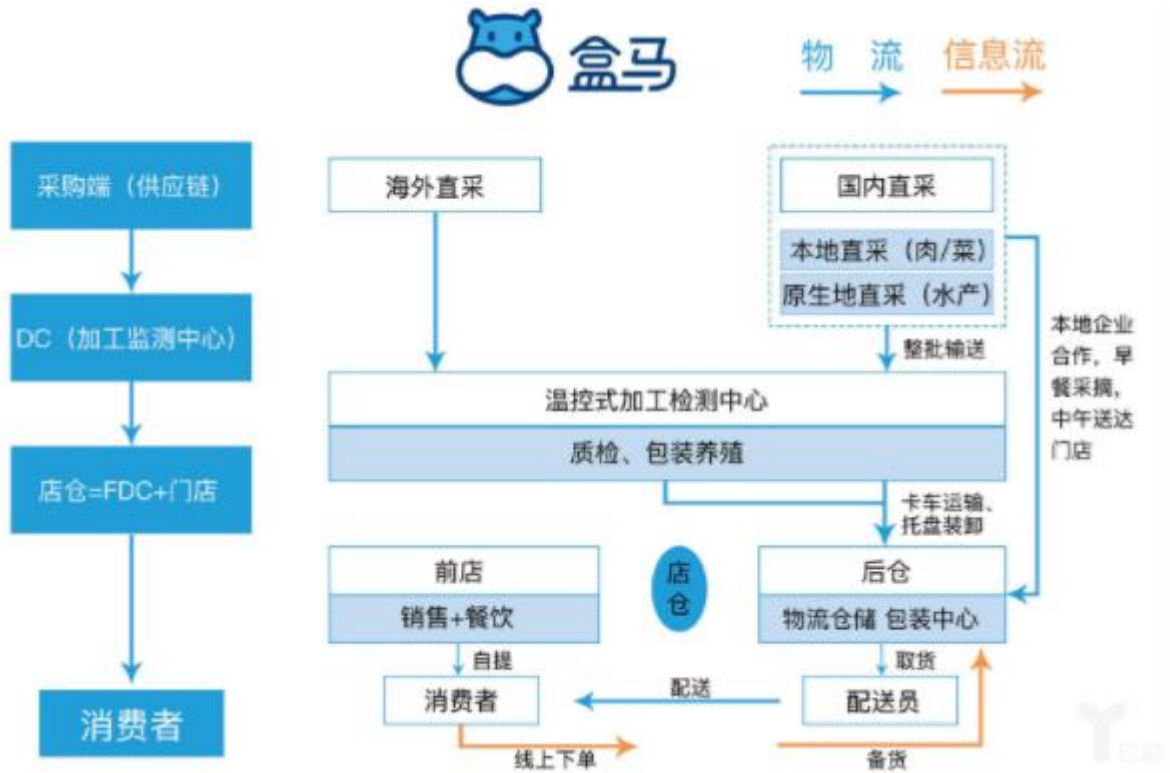
资料来源：KANTAR、东兴证券研究所

### 10.3 电商生鲜抢滩蓝海，盒马鲜生比较优势明显

首先，盒马鲜生具备强大的供应链物流支撑，盒马鲜生背靠天猫商户直接供货，采用源头采购的模式，在保障品质的减少损耗的同时，可以压缩中间环节可以降低产品价格，让利给消费者；其次，在仓储和分拣环节，依托仓储前置化可以保证产品鲜度和减少仓储成本，而依托全链路数字化系统，可在10分钟内完成捡货和打包；再次，在运输环节，接入阿里的物流资源，生鲜产品实现3公里范围内30分钟送达。

图 31:盒马供应链模式





资料来源：亿欧、东兴证券研究所

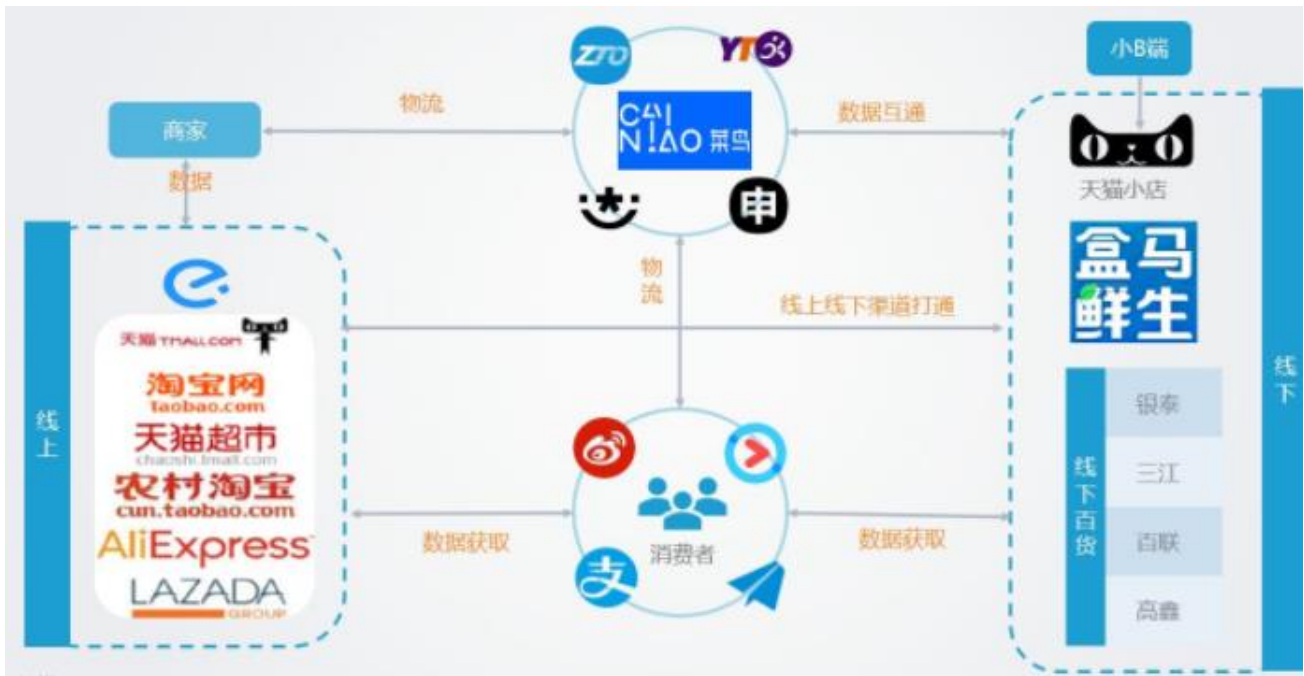
## 11. 2018 年：收购饿了么复活口碑网，新零售领域生态协同作用显现

在 2016 年 4 月，饿了么获得阿里和蚂蚁金服 12.5 亿美元融资，到 2017 年 5 月再获阿里 10 亿美元的增资。2018 年 4 月，阿里巴巴宣布将联合蚂蚁金服以 95 亿美元对饿了么完成全资收购。另一方面，口碑网最早成立于 2004 年，2015 年 6 月，阿里巴巴集团与蚂蚁金服集团整合双方资源，重启“口碑”品牌。而 2018 年 10 月，阿里宣布成立本地生活服务公司，由饿了么和口碑合并组成。这也被视为阿里与美国的竞争升级。饿了么是阿里新零售的核心环节之一：

### 11.1 与阿里生态里的其他公司融合交互，爆发强大的生态协同作用

饿了么口碑，可以和盒马、大润发、银泰等形成分工配合，赋能线下的餐饮、快消、休闲娱乐等垂直行业全方位铺开新零售。根据易观发布的《2019 上半年中国本地生活服务行业洞察》，从 2018 年第 2 季度起，饿了么在生活超市、医药等非餐食品类的订单猛增，同时，饿了么通过高速对接淘宝、天猫、盒马、大润发等商业体，使“到家、到店、新零售”三者更加融合交互，爆发出强大的生态协同效应。

图 32:阿里新零售流程图



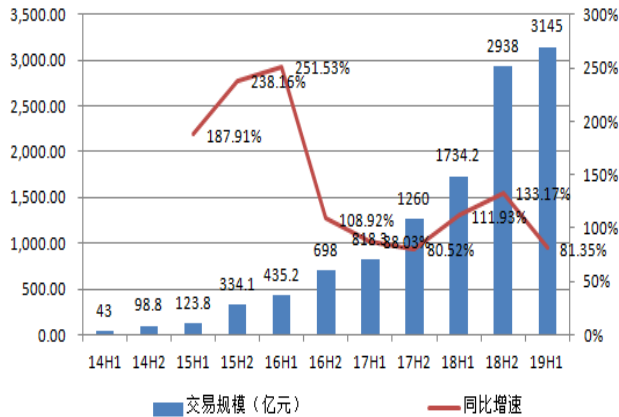
资料来源：亿欧、东兴证券研究所

## 11.2 饿了么口碑具备深度数字化赋能的能力

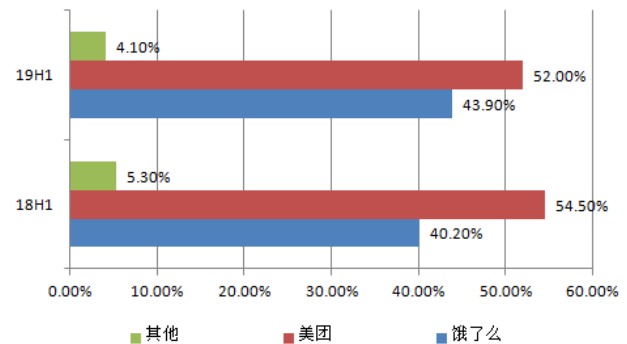
根据《2019 上半年中国本地生活服务行业洞察》。数据显示，中国本地生活服务市场 2019 上半年饿了么市场份额达 43.9%，增速行业领先。在月度活跃用户数量上，饿了么 2019 年 5 月数据已超 6000 万人，同比显著提升。与此同时，美团外卖 2019 年 5 月月活约 3700 万人，相较去年同期下滑。如果说饿了么主攻以外卖为主的到家消费，那么口碑则主攻到店消费业务。根据易观，目前饿了么口碑已涵盖了餐饮业从选址、供应链，到预定、排队、叫号、扫码点单、即时配送，再到支付、评价等等环节。饿了么提供的赋能方案，正被越来越多商户所接受、支持。

图 33：中国互联网餐饮外卖市场交易规模

图 34：中国餐饮外卖到家业务市场交易份额



资料来源: 易观, 东兴证券研究所



资料来源: 易观, 东兴证券研究所

## 12. 投资建议:

阿里巴巴是国内互联网企业的领军企业, 同时也拥有“零售巨头、商业操作系统王者和金融科技鼻祖”等多个标签, 我们暂不考虑收购网易考拉带来的影响, 预测公司 2020-2022 财年营收分别为 50.68 亿元、63.71 亿元和 77.15 亿元, 同比增长率分别为 34.49%、25.71%和 21.10%, 归母净利润 (Non-GAAP) 分别为 15.36 亿元、16.32 亿元和 19.51 亿元, 同比增长率分别为 54.22%、5.04%和 19.57%。DCF 模型下, 假设 WACC 为 11%, 永续增长率为 4%, 给予公司 203 美元/ADR 的目标价, 维持“强烈推荐”评级。

## 13. 风险提示:

宏观经济下滑; 行业政策出现重大变化; 电商行业竞争加剧; 新零售业务开拓受阻。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E		FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>流动资产合计</b>	256855	270273	424835	571010	730793	<b>营业收入</b>	250266	376844	506806	637081	771534
货币资金	199309	189976	297014	423564	564264	<b>营业成本</b>	107044	206929	284502	362914	434529
限制性现金	3417	8518	7301	7301	7301	研发费用	22754	37435	42180	48146	55341
短期投资	6086	3262	1650	1650	1650	销售费用	27299	39780	50161	63780	75143
应收账款	0	0	0	0	0	管理费用	16241	24889	27421	28904	29367
证券投资	4815	9927	8431	8431	8431	无形资产摊销	7120	10727	14995	15674	17091
预付账款及其他	43228	58590	110440	130064	149147	商誉及无形资产减	494	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	460269	694803	758304	829698	928298	雅虎知识产权许可	0	0	0	0	0
固定资产	66489	92030	129747	176930	237424	<b>EBITDA</b>	76928	67811	102542	133336	177155
权益投资	139700	84454	84671	84871	85071	<b>营业利润</b>	69314	57084	87547	117662	160064
证券投资	38192	157090	168709	168709	168709	利息费用	3566	5190	5773	5906	5906
预付账款、应收账	16897	28018	37681	47366	57363	<b>利润总额</b>	100403	96221	122577	129525	176267
无形资产及商誉	189614	333211	337496	351822	379731	所得税	18199	16553	19612	32381	44067
其他非流动资产	9377	0	0	0	0	<b>净利润(GAAP)</b>	61412	80234	103182	109001	132400
<b>资产总计</b>	717124	965076	1183139	1400708	1659091	<b>净利润(非GAAP)</b>	83214	93407	112148	139099	180068
<b>流动负债合计</b>	135810	207669	294543	372351	445086	<b>归母净利润(GAAP)</b>	63985	87600	113065	121424	147445
应付账款、应付账	81165	117711	180934	230690	275551	<b>归母净利润(非GAAP)</b>	85776	100734	155356	163179	195113
递延收入和预付账	22297	30795	44922	55097	66053	<b>EPS(GAAP)(元)</b>	25	34	43	46	55
其他流动负债	32348	59163	68687	86565	103482	<b>EPS(非GAAP)(元)</b>	34	39	60	63	73
<b>非流动负债合计</b>	141875	142005	165284	181251	195922	<b>主要财务比率</b>					
递延收入	993	1467	1973	2480	3003		<b>FY18</b>	<b>FY19</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>
递延所得税负债	19312	22517	23745	39205	53353	<b>成长能力(非GAAP)</b>					
长期贷款	34153	35427	38237	38237	38237	营业收入增长	8.66%	22.86%	24.02%	24.67%	20.44%
其他非流动负债	87417	82594	101329	101329	101329	毛利润增长	44.84%	20.24%	28.80%	22.94%	22.61%
<b>负债合计</b>	277685	349674	459827	553602	641008	EBIT 增长	39.56%	7.68%	22.49%	28.70%	30.91%
留存收益	172353	257886	370951	447185	594630	EBITDA 增长	40.23%	10.29%	24.23%	25.97%	28.86%
股东权益合计	436438	608583	742122	840014	1010991	<b>盈利能力(非GAAP)</b>					
<b>负债和所有者权益</b>	717124	965076	1209041	1400708	1659091	毛利率	59.43%	47.45%	45.45%	44.45%	45.00%
<b>现金流量表</b>						<b>总净资产净利润(%)</b>					
	单位: 百万元					EBIT 比	35.72%	25.54%	23.26%	23.82%	
	<b>FY18</b>	<b>FY19</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>	<b>FY22E</b>	EBITDA 比率	38.76%	28.39%	26.22%	26.28%	27.96%
<b>经营活动现金流</b>	125805	150975	184475	229560	279907	净利润率	34.27%	26.73%	30.65%	23.78%	25.29%
净利润	61412	80234	103182	97344	132400	<b>收益质量(非GAAP)</b>					
折旧摊销	8789.00	14962.00	19830.97	25922.64	33808.05	研发费用比率	6.15%	5.85%	6.02%	5.50%	5.25%
固定资产处置	-95	55	-95	-95	-95	销售费用比率	10.09%	9.39%	9.13%	9.33%	9.10%
应收账款减少	0	0	0	0	0	管理费用比率	4.43%	4.27%	4.07%	3.34%	2.69%
预收账款增加	-61512	-29310	-29079	-31849	-32830	<b>营运能力(非GAAP)</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-84526	-156161	-84747	-103010	-139207	营运费用率	-20.67%	-19.07%	-19.22%	-18.17%	-17.04%
公允价值变动收益	-1492	2927	-7294	0	0	无形资产摊销费率	-2.84%	-2.85%	-2.96%	-2.46%	-2.22%
长期股权投资减少	6185	282	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	7223	10057	0	0	0	EPS(GAAP)(元)	25.06	33.95	43.32	41.64	55.38
<b>筹资活动现金流</b>	20359	-7392	6590	0	0	EPS(非GAAP)(元)	33.60	38.98	59.53	62.52	73.29
银行借款收益	26824	12116	4592	0	0	<b>估值比率</b>					
偿还银行借款	-30414	-16347	0	0	0	P/E(非GAAP)	45.16	33.33	21.27	20.25	17.27
非控制子公司股利	-882	-226	0	0	0	FV/SALES	11.19	7.57	5.73	4.56	3.77
非控制性权益资本	1124	8706	0	0	0	FV/EBITDA	30.65	30.30	23.74	18.25	13.77
<b>现金净增加额</b>	55573	-9333	107038	126550	140700						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	【东兴商贸零售】电商巨头欣欣向荣, 新经济收获稳稳的幸福 --- “不一样的财报解读” 系列之 2019 年中报	2019-09-06
行业	【东兴商贸零售】电商行业事件点评: 阿里成为网易考拉“新爸爸”, 从双雄争霸到一家独大	2019-09-06
行业	【东兴商贸零售】生鲜产业: 新零售推动生鲜产业第五次变革	2019-05-22
公司	【东兴证券海外】阿里巴巴-BABA.N-深度报告: 科技赋能, 聚合生态, 打造新零售帝国科技赋能, 聚合生态, 打造新零售帝国	2018-09-19

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 王习

中央财经大学注会学学士, 香港理工大学金融学硕士, 六年证券从业经验, 曾就职于长城证券, 2017年12月加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 研究助理: 赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士, 曾任职于德勤华永会计师事务所。2018年加入东兴证券研究所, 从事商贸零售行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。