

互联网	收盘价 美元 90.05	目标价 美元 128.00	潜在涨幅 +42.1%
-----	-----------------	------------------	----------------

2023 年 9 月 11 日

阿里巴巴 (BABA US)

1+6+N 业务详细估值逻辑：淘天业务可见性强，期待新广告产品效果

我们根据阿里巴巴“1+6+N”最新业务口径，对各业务线所在行业的格局及战略进行分析，并更新公司估值。预计在淘天利润稳定提升、其他 5+N 业务投入可控的基础上，集团整体利润将保持高于收入的增长。维持目标价 128 美元/124 港元 (9988 HK) 和买入评级。

- ⊖ **阿里利润增速将持续高于收入增速。**我们预计 2024/25/26 财年收入增速 12%/10%/9%，调整后 EBITA 在淘天利润稳定提升、其他 5+N 业务投入可控的基础上，预计增 24%/17%/14%，集团整体将保持高于收入的增长。9 月 10 日，阿里集团完成管理层交接，也将延续“1+6+N”架构调整战略方向。
- ⊖ **按 SOTP，我们维持阿里目标价，对应 2023/24 年 14/13 倍市盈率。**阿里现价对应淘天 2023/24 财年市盈率 8/7 倍，对比中国互联网公司平均 20/16 倍，可比电商公司 13/12 倍，但我们预测 2024 年*淘天收入/利润增 10%/11%，对比京东零售 6%/1%，拼多多主站 19%/21%，估值应有提升空间。
- ⊖ **我们喜欢阿里的主要原因：**1) 虽电商行业竞争激烈，淘宝市占下降，但在用户+价格力+内容战略拉动下用户回流，新广告产品（万相台无界/百灵）将有利于 CMR 长期增速快于 GMV。2) **淘宝直播**近 1 年来先后引入其他直播电商头部主播，我们认为其在流量/用户购买心智以及产品供给方面具备优势，是主播/机构日常销售及稳定发展的重要阵地。3) **国际业务**可渗透市场空间仍大，阿里国际业务可复用其国内电商经验，菜鸟物流布局加持，将有机会持续提升市占。4) N 个新业务也证明了公司对长期的布局，例如**飞猪业务**并入 N，我们认为是公司对 OTA 行业长期潜力的预判，飞猪年轻用户/淘系资源及价格产品的差异化都是其重要优势。再如**盒马**是新零售模式的成功案例，或在今年实现扭亏为盈。5) **组织架构调整**，各业务回归业务核心发展本身，控制投入，利润率持续提升。
- ⊖ **我们认为阿里长期发展存在的风险：**1) 电商行业竞争持续，商户广告投放预算在各平台分布仍存在不确定性；2) 业务分拆对阿里集团整体估值拉动有限，上市时间仍有不确定性，仍需更有利的业务发展战略拉动。

财务数据一览

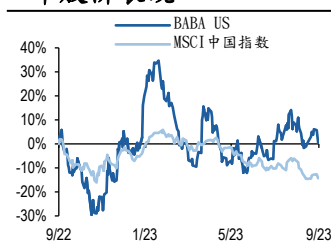
年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	853,062	868,687	970,731	1,064,886	1,163,375
同比增长(%)	18.9	1.8	11.7	9.7	9.2
净利润(百万人民币)	136,388	141,379	171,730	187,604	209,179
每股盈利(人民币)	52.88	56.32	68.47	74.54	82.92
同比增长(%)	-18.8	6.5	21.6	8.9	11.2
前EPS预测值(人民币)			60.66	71.91	83.71
调整幅度(%)			12.9	3.7	-0.9
市盈率(倍)	12.5	11.7	9.7	8.9	8.0
每股账面净值(人民币)	354.56	389.75	425.40	483.69	559.53
市账率(倍)	1.87	1.70	1.55	1.37	1.18

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(美元)	120.57
52周低位(美元)	63.15
市值(百万美元)	217,338.38
日均成交量(百万)	10.34
年初至今变化(%)	2.22
200天平均价(美元)	89.67

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

*除非另有说明，否则本文提及的年份皆为日历年

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

目录

财务预测及估值分析	3
新披露口径估值分析	6
按业务线分析	8
淘宝天猫集团	8
阿里国际数字商业集团	11
本地生活集团	14
菜鸟集团	16
数字娱乐集团	19
盒马	22
飞猪	24
其他业务	25

财务预测及估值分析

阿里巴巴从 2024 财年开始按“1+6+N”调整业务披露口径，主要调整包括：

- ④ 将中国商业分部中合并的自营商超（银泰、高鑫零售、盒马、阿里健康）等相关业务划分至其他业务，淘天集团主要围绕淘宝、天猫、闲鱼，以及批发业务 1688.com 开展业务。QM 数据显示淘宝 MAU 2 季度同比增 3,300 万，DAU 增 2,900 万，证明了上半年用户战略的有效性。2023 年以来，数码家电、服饰鞋包、美妆个护品类表现明显好于去年，这与我们此前对这些品类将触底反弹的判断基本一致。
- ④ 将飞猪业务从本地生活服务调整至其他业务，其年轻用户占比高，背靠淘宝流量资源，价格及产品差异化均有优势，随着旅游行业及 OTA 行业的逐渐恢复，飞猪仍有机会提升市占（2023 年约 7%）。短期内，我们估计飞猪业务仍需一定的补贴投入，为长期成为领先平台之一奠定基础。本地生活集团将主要包括饿了么和高德两个业务，饿了么已实现盈利，高德仍在投入阶段，收入增速快于饿了么，在本地生活服务行业也仍有机会占领部分市场。
- ④ 将此前数字娱乐中的 UCWeb、灵犀互娱（游戏）调整至其他业务，大文娱集团业务将主要包括优酷、大麦及阿里影业，将以影视内容及线下演艺为主，2023 年 2 季度单季度实现盈利，主要由于季节性影响，随着长视频内容陆续上线，我们预计未来大文娱或仍有小部分亏损。

展望 2023 年 3 季度（2024 财年 2 季度，截至 2023 年 9 月季度），我们估算收入同比增速 10%，达到 2,287 亿元。其中淘天（+8%）/国际（+39%）/本地生活（+23%）/菜鸟（+28%）/云（+0%）/大文娱（+2%）/其他业务（+3%）。

- 1) 3 季度电商行业淡季，我们估算 GMV 同比增速或在 3%，受淘宝 app 用户回流及活跃度提升、商家广告投放意愿加强拉动，我们预计 CMR 同比增速将高于 GMV，达到约 5%。新广告产品“万相台无界”，将打通原有产品直通车（搜索竞价）、引力魔方（超级推荐/钻展等）等产品流量，为商户提供一站式广告投放解决方案，计划“双十一”开始变现，预计将拉动变现率提升。
- 2) 国际业务虽然在海外可渗透市场规模中占比仍小，但阿里作为商流、物流资源储备最强的公司之一，应有机会持续获得市场份额。
- 3) 本地生活受去年高基数影响，3 季度增速或略有放缓，公司持续降本增效，亏损收窄趋势不变。
- 4) 菜鸟收入受跨境业务及国内业务双重拉动，3 季度阿里速卖通收入增速仍在加速过程，对菜鸟收入增长利好，但由于国内电商业务淡季，或部分抵消增量。

我们预计 2023 年 3 季度，阿里集团调整后 EBITA 同比增 11%，略好于收入增速，主要受各项业务持续减亏拉动，但我们也看到受内容、技术投入影响淘天集团利润率同比有降。预计 2025 财年淘天利润增速将快于收入。

图表 1: 阿里巴巴集团业务分布财务数据 (按年)

人民币，十亿元，年结 3 月 31 日	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E 同比	FY25E 同比	FY26E 同比
淘天集团 (淘宝、天猫、闲鱼、1688.com 等)	413.2	451.9	495.3	540.7	9%	10%	9%
客户营销管理	290.5	315.8	344.1	376.3	9%	9%	9%
直营 (天猫超市、天猫国际)	102.2	114.7	127.9	139.3	12%	11%	9%
批发 (1688.com)	20.5	21.3	23.3	25.0	4%	9%	7%
阿里国际数字商业集团 (Lazada、速卖通、Trendyol、Alibaba.com 等)	70.5	88.9	99.4	110.6	26%	12%	11%
零售 (Lazada、速卖通、Trendyol)	51.1	68.2	76.5	85.6	33%	12%	12%
批发 (Alibaba.com)	19.4	20.7	22.9	25.0	7%	11%	9%
本地生活集团 (饿了么、高德)	50.2	63.2	71.4	79.2	26%	13%	11%
菜鸟集团	77.5	96.4	111.9	128.9	24%	16%	15%
云智能集团 (阿里云、钉钉等)	102.8	104.1	108.8	114.6	1%	5%	5%
大文娱集团 (优酷、大麦网、阿里影业)	18.4	21.5	22.4	23.2	16%	4%	4%
其他业务 (高鑫零售、盒马、阿里健康、灵犀互娱、银泰、智能信息 (主要包括 UC 优视和夸克业务)、飞猪)	196.3	208.9	224.5	239.9	6%	7%	7%
总收入	929.0	1,034.8	1,133.8	1,237.2	11%	10%	9%
未分配	0.9	1.0	1.1	1.2	19%	10%	9%
合并报表调整	(61.2)	(65.1)	(70.0)	(75.0)	6%	8%	7%
阿里巴巴集团收入	868.7	970.7	1,064.9	1,163.4	12%	10%	9%
Non-GAAP EBITA							
淘天集团	189.1	199.3	221.4	244.3	5%	11%	10%
阿里国际数字商业集团	(4.9)	(1.6)	(4.0)	(1.9)	NA	NA	NA
本地生活集团	(13.1)	(5.4)	1.9	2.1	NA	NA	10%
菜鸟集团	(0.4)	3.4	4.7	6.4	NA	38%	35%
云智能集团	1.4	2.3	3.1	3.6	69%	31%	17%
大文娱集团	(2.8)	(1.5)	(0.2)	1.2	NA	NA	NA
其他业务	(6.7)	(5.9)	(5.5)	(5.1)	NA	NA	NA
总 EBITA	163	191	221	251	17%	16%	13%
未分配	(12.1)	(7.0)	(7.3)	(7.1)	NA	NA	NA
合并报表调整	(2.5)	(1.0)	(1.1)	(1.2)	NA	NA	NA
Non-GAAP EBITA	148	183	213	242	24%	17%	14%
Non-GAAP EBITA 利润率							
淘天集团	46%	44%	45%	45%			
阿里国际数字商业集团	-7%	-2%	-4%	-2%			
本地生活集团	-26%	-9%	3%	2%			
菜鸟集团	-1%	4%	4%	5%			
云智能集团	1%	2%	3%	3%			
大文娱集团	-15%	-7%	-1%	5%			
其他业务	-3%	-3%	-2%	-2%			
总 EBITA	18%	18%	20%	20%			
Non-GAAP EBITA	17%	19%	20%	21%			

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 阿里巴巴集团业务分布财务数据 (按季度)

人民币，十亿元，年结 3 月 31 日	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24E	QoQ (%)	YoY (%)	3QFY24E	QoQ (%)	YoY (%)
淘天集团	102.5	93.7	127.1	89.9	115.0	101.0	-12%	8%	138.9	38%	9%
客户营销管理	72.4	66.5	91.3	60.3	79.7	69.6	-13%	5%	99.2	43%	9%
直营	25.0	22.1	30.6	24.5	30.2	26.0	-14%	18%	34.2	32%	12%
批发	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.4	5%	5%	5.4	0%	6%
阿里国际数字商业集团	15.7	16.0	19.8	18.9	22.1	22.3	1%	39%	22.6	1%	14%
零售	10.7	10.7	14.6	14.0	17.1	17.1	0%	59%	17.3	1%	18%
批发	5.0	5.0	4.8	4.6	5.0	5.2	5%	5%	5.3	1%	10%
本地生活集团	11.1	13.4	13.4	12.3	14.5	16.4	14%	23%	16.7	1%	24%
菜鸟集团	17.3	18.3	23.0	18.9	23.2	23.4	1%	28%	27.6	18%	20%
云智能集团	24.1	27.0	26.9	24.8	25.1	27.0	8%	0%	26.2	-3%	-3%
大文娱集团	4.0	5.2	4.3	5.0	5.4	5.3	-1%	2%	5.3	0%	25%
其他业务	45.2	48.0	50.1	53.0	45.5	49.4	9%	3%	54.3	10%	8%
总收入	219.9	221.6	264.6	222.9	250.7	244.9	-2%	11%	291.6	19%	10%
未分配	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-2%	13%	0.3	19%	29%
合并报表调整	(14.5)	(14.6)	(17.1)	(14.9)	(16.8)	(16.4)	-3%	12%	(17.2)	5%	1%
阿里巴巴收入	205.6	207.2	247.8	208.2	234.2	228.7	-2%	10%	274.7	20%	11%
Non-GAAP EBITA											
淘天集团	45.2	45.6	59.2	39.0	49.3	44.3	-10%	-3%	64.4	45%	9%
阿里国际数字商业集团	(1.4)	(0.7)	(0.6)	(2.2)	(0.4)	(0.5)			(0.3)		
本地生活集团	(2.8)	(3.3)	(2.9)	(4.1)	(2.0)	(1.4)			(1.1)		
菜鸟集团	(0.2)	0.1	(0.0)	(0.3)	0.9	0.8			1.0	20%	
云智能集团	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.9	135%	113%	0.5	-43%	41%
大文娱集团	(0.9)	(0.4)	(0.4)	(1.1)	0.1	(0.6)			(0.3)		
其他业务	(2.3)	(2.3)	(0.8)	(1.3)	(1.2)	(1.1)			(1.2)		
总 EBITA	37.8	39.4	54.8	30.5	47.0	42.3	-10%	7%	63.0	49%	15%
未分配	(2.9)	(2.7)	(2.2)	(4.4)	(1.5)	(1.9)			(1.8)		
合并报表调整	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.8)	(0.2)	(0.2)			(0.3)		
Non-GAAP EBITA	34.4	36.2	52.0	25.3	45.4	40.2	-11%	11%	60.9	52%	17%
Non-GAAP EBITA 利润率											
淘天集团	44%	49%	47%	43%	43%	44%			46%		
阿里国际数字商业集团	-9%	-5%	-3%	-11%	-2%	-2%			-1%		
本地生活集团	-25%	-25%	-22%	-33%	-14%	-9%			-6%		
菜鸟集团	-1%	1%	0%	-2%	4%	4%			4%		
云智能集团	1%	2%	1%	2%	2%	3%			2%		
大文娱集团	-23%	-7%	-9%	-23%	1%	-12%			-7%		
其他业务	-5%	-5%	-2%	-2%	-3%	-2%			-2%		
总 EBITA	17%	18%	21%	14%	19%	17%			22%		
Non-GAAP EBITA 利润率	17%	17%	21%	12%	19%	18%			22%		

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 损益表预测

(百万人民币) 年结 3 月 31 日	2QFY23	1FY24	2QFY24E	环比 (%)	同比 (%)	3QFY24E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
总收入	207,176	234,156	228,721	-2	10	274,720	868,687	970,731	1,064,886	1,163,375
<i>彭博一致预期</i>			<u>226,812</u>			<u>273,070</u>		<u>963,671</u>	<u>1,056,644</u>	<u>1,162,820</u>
营业成本	(131,210)	(142,347)	(144,091)	1	10	(164,024)	(549,695)	(600,107)	(660,420)	(718,545)
毛利	75,966	91,809	84,630	-8	11	110,695	318,992	370,625	404,466	444,830
产品开发	(15,150)	(10,465)	(10,956)	5	-28	(11,114)	(56,744)	(43,568)	(59,594)	(63,617)
市场营销	(22,359)	(27,047)	(25,947)	-4	16	(30,973)	(103,496)	(112,751)	(125,797)	(134,034)
行政费用	(10,591)	(7,297)	(5,745)	-21	-46	(6,387)	(42,183)	(25,623)	(40,134)	(41,926)
其他营运开支	(2,729)	(4,510)	(2,638)	-41	-3	(2,656)	(16,218)	(12,412)	(10,526)	(10,523)
运营利润	25,137	42,490	39,344	-7	57	59,566	100,351	176,270	168,414	194,730
所得税费用	(2,572)	(6,022)	(8,693)	44	238	(12,814)	(15,549)	(35,466)	(38,948)	(44,809)
其他收益/费用	(45,032)	(3,468)	(542)			(317)	(19,229)	(4,408)	34,288	39,143
净利润(亏损)	(22,467)	33,000	30,109	-9	-234	46,434	72,509	141,040	168,170	193,480
Non-GAAP 息税摊销前利润	36,164	45,371	40,160	-11	11	60,851	147,911	182,691	213,095	242,243
Non-GAAP 净利润	33,820	44,922	40,290	-10	19	52,994	141,379	171,730	187,604	209,179
Non-GAAP 毛利率 (%)	37	39	37			40	37	38	38	38
Non-GAAP 息税摊销前利润率 (%)	17	19	18			22	17	19	20	21
Non-GAAP 净利润率 (%)	16	19	18			19	16	18	18	18
Non-GAAP 摊薄每股盈利 (元)	13.50	17.96	16.07			21.00	56.32	68.47	74.54	82.92
<i>彭博一致预期</i>			<u>15.61</u>			<u>20.99</u>		<u>65.35</u>	<u>71.36</u>	<u>80.55</u>

资料来源：公司资料，交银国际预测

新披露口径估值分析

我们按 SOTP 估值法以及公司最新业务口径，维持阿里巴巴目标价 128 美元 (BABA US) /124 港元 (9988 HK)，维持**买入**评级。

淘天电商：按 10 年 DCF 估算业务估值，对应 2023/24 年市盈率分别为 13 倍/11 倍，对应 2024 年 11%的利润增速。

国际业务：参考亚马逊等海外电商平台，对应 2024 年 2 倍市销率，整体估值 280 亿美元，为阿里集团能贡献 11 美元/ADS。**本地生活服务**：参考美团现价对应 2023/24 年市销率 2.6/2.2 倍，考虑饿了么市占率第二，利润率略低于美团，我们保守给予 2024 年 2 倍市销率，对阿里估值贡献约 8 美元/ADS。

菜鸟、盒马及云是阿里集团最快实现分拆上市的三个业务，**菜鸟**最为成熟，考虑其海外及跨境业务布局，估值或好于行业平均 15 倍市盈率，按 25 倍 2024 年市盈率，估算其估值 130 亿美元，阿里持股约 63%。**盒马**作为新零售代表企业，销售目标比肩领先超市品牌，按 2024 年约 8.1 亿元利润（1%税前利润率）及 25 倍行业平均市盈率，给与 1.2 倍 PEG（对标超市平均 3%利润率），估算盒马估值 35 亿美元。对标行业，给与**云业务**2 倍市销率，估算其估值 310 亿美元，但由于云智能以实物股息方式派发，保守假设其对公司估值贡献为零。

图表 4: SOTP 估值估算阿里巴巴集团目标价 128 美元/124 港元

(十亿元)	——收入——		—Non-GAAP EBITA—			——估值——		—目标价—		—市盈率—		—市销率—		阿里 持股
	CY2023E	CY2024E	CY2023E	CY2024E	估值方法	十亿美元	十亿港元	美元	港元	CY23E	CY24E	CY23E	CY24E	
阿里集团收入	946	1,048	172	209		330	2,560	128	124	14	13	2.4	2.2	
同比	9%	11%		22%										
淘天集团	445	488	197	220	10 年 DCF	266	2,059	103	100	13	11	4.2	3.8	100%
同比	7%	10%		11%										
国际数字商业	86	97	-3.4	-3.2	2024 年 P/S	28	215	11	10			2.3	2.0	83%
同比	30%	13%												
本地生活集团	60	69	-8.5	0.0	2024 年 P/S	20	154	8	7			2.3	2.0	100%
同比	24%	16%												
菜鸟集团	93	109	2.4	4.2	2024 年 P/E	13	99	5	5	47	25	1.0	0.8	63%
同比	23%	17%		76%										
云智能集团	103	107	2.2	2.8	2024 年 P/S	31	237	12	12			2.1	2.0	0%
同比	0%	4%		28%										
大文娱集团	21	22	-2.1	-0.6										
同比	7%	5%												
优酷	16	17			2024 年 P/S	2	18	1	1			1.0	1.0	100%
阿里影业	5	5			市值	2	14	1	1			2.6	2.3	51%
其他业务	202	222	-4.8	-5.3										
同比	3%	10%												
高鑫零售	78	83	0.6	1.8	市值	2	17	1	1	32.4	10.8	0.2	0.2	74%
盒马	66	79	0.1	0.8	2024 年 P/E	3.5	27	1	1	217.0	290.6	0.4	0.3	70%
					1.2 倍 PEG									
阿里健康	27	28	0.6	0.6	市值	8	64	3	3	95.5	104.9	2.2	2.1	51%
灵犀互娱	6	6	1.3	1.2	2024 年 P/E	2	16	1	1	13.7	15.0	2.3	2.6	100%

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表 5: 阿里相关可比公司

公司名称	代码	报告货币	收盘价 (当地货币)	市值 (百万美元)	—P/E—		—P/S—		—收入—		—净利润—		2024E 同比 (%)
					FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	
					(x)				(报告货币, 百万)				
阿里巴巴	BABA US	CNY	94.5	240,226	10.1	9.3	1.8	1.7	970,731	1,064,886	171,730	187,604	9
拼多多	PDD US	CNY	101.6	128,449	22.2	20.8	4.8	4.0	194,399	236,619	49,509	56,226	14
美团	3690 HK	CNY	128.3	99,677	31.8	22.4	2.6	2.2	278,048	338,307	23,564	33,826	44
京东	JD US	CNY	33.8	59,679	12.8	11.4	0.4	0.4	1,092,057	1,175,756	30,884	35,754	16
顺丰	002352 CH	CNY	44.3	29,158	24.4	19.0	0.7	0.6	287,391	328,533	8,730	11,164	28
京东物流	2618 HK	CNY	10.5	8,781	39.8	20.1	0.4	0.3	165,778	186,435	1,544	3,148	104
阿里健康	241 HK	CNY	4.6	7,871	86.9	53.9	1.8	1.5	31,547	37,824	743	1,061	43
爱奇艺	IQ US	CNY	4.9	4,686	11.6	9.7	1.1	1.0	32,422	34,113	2,703	3,231	20
永辉	601933 CH	CNY	3.3	4,041	98.8	47.9	0.3	0.3	89,946	93,455	316	599	90
高鑫零售	6808 HK	CNY	1.9	2,263	56.0	22.6	0.2	0.2	83,861	87,299	360	729	102
阿里影业	1060 HK	CNY	0.5	1,755	23.8	15.9	2.5	2.2	5,226	5,827	499	682	37
金山云	KC US	CNY	5.5	1,395	NA	NA	1.3	1.2	7,811	8,751	(1,430)	(1,015)	-29
Amazon	AMZN US	USD	135.4	1,396,611	39.8	31.5	2.5	2.2	569,635	638,574	32,211	41,916	30
Shopify	SHOP US	USD	65.8	84,415	NA	81.9	12.1	10.2	6,956	8,296	4,879	7,314	50
eBay	EBAY US	USD	44.1	23,479	10.6	9.9	2.3	2.2	10,150	10,534	16,134	16,463	2
SEA	SE US	USD	39.2	22,228	21.3	17.8	1.7	1.5	12,867	14,413	7,822	8,600	10
Tokopedia	GOTO IJ	IDR	91.0	7,419	NA	NA	7.1	5.1	16,241,066	22,358,967	(6,196)	(3,081)	-50

资料来源: 彭博, 交银国际预测 *截至2023年9月6日

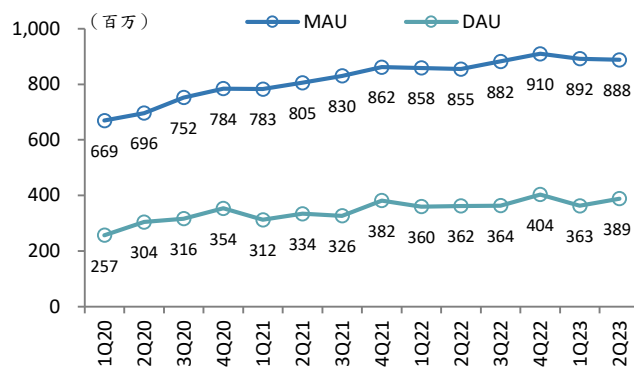
按业务线分析

淘宝天猫集团

自阿里调整组织架构，淘宝平台流量加速回流，根据 QM 数据，2023 年 2 季度淘宝 MAU 8.88 亿，较去年同期增长 3300 万，内容端投入加大，视频类内容吸引用户留存并提升使用时长，2 季度 DAU 同比增 2900 万，证明了用户粘性的提升。根据公司披露，88VIP 用户虽然仅占平台买家的 3%，但其年消费金额是普通用户的 6.5 倍，贡献平台 GMV 的 18%。

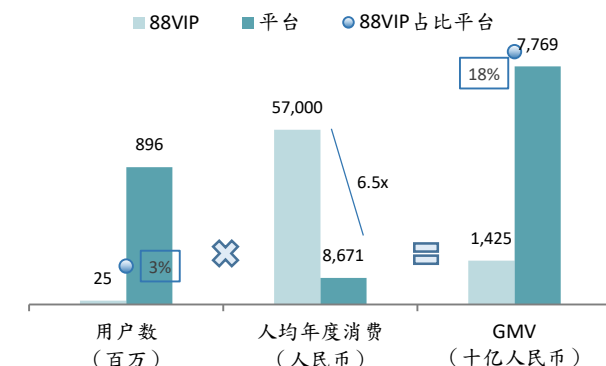
从品类趋势来看，2023 年 1 季度及 618 期间，数码/家电、服饰鞋包相比 2022 年全年占比有较大变动。数码/家电在 618 期间表现突出，主要受大促拉动。服饰鞋包受社交活动恢复占比较 2022 年提升明显，但不是 618 期间的主要消费品类。同时，美容护理表现应有所恢复，证明我们此前对 2023 年货架电商平台美妆个护品类销售见底回升的预期。家居日用品因囤货高基数原因增速低于大盘，占比有所下降，符合整体社零趋势。

图表 6: 淘宝 app MAU/DAU 趋势



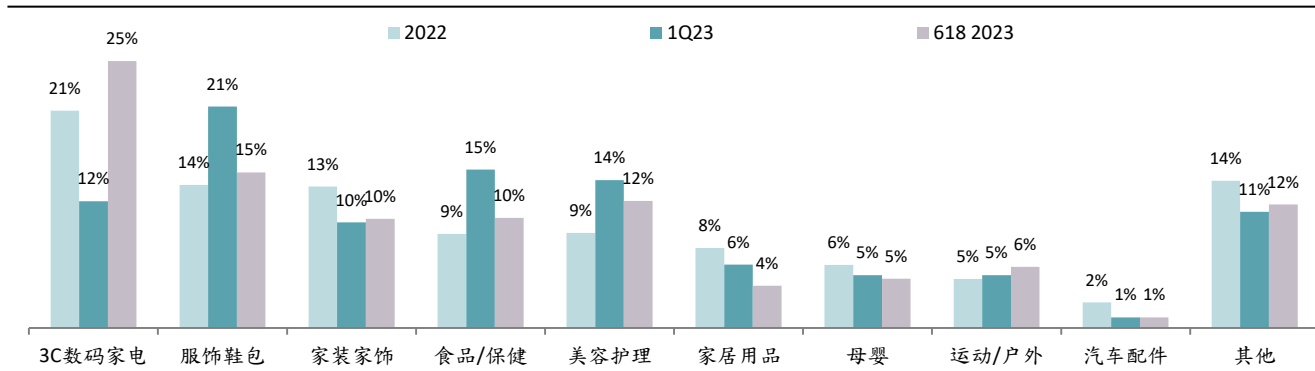
资料来源: QuestMobile, 交银国际

图表 7: 88VIP 会员数及平均年消费金额



资料来源: 公司资料, 交银国际 *2022 年 6 月 30 日数据

图表 8: 2022-23 年电商行业品类分布变化

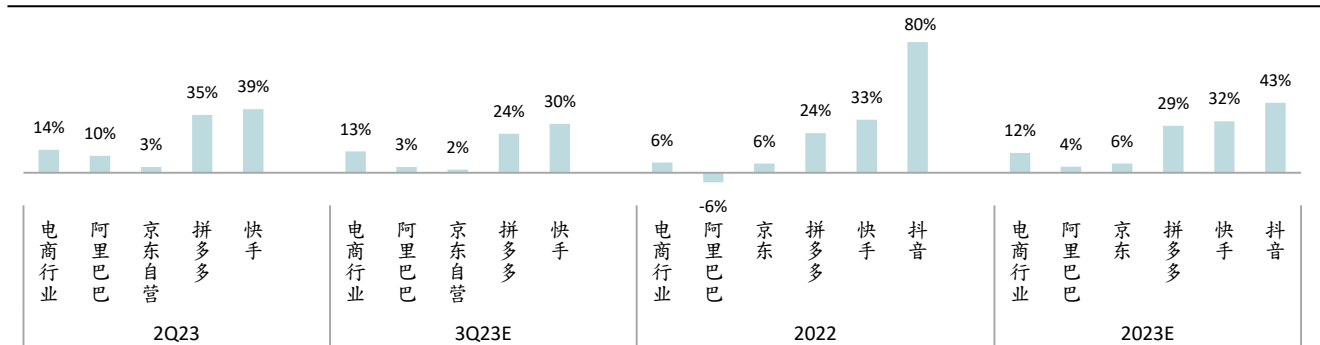


资料来源: 百观, 燃数, 炼丹炉, 交银国际估算

综合以上用户流量回流及重点品类表现，我们估算阿里电商 2023 年 2 季度 GMV 增速应在 10%，与平台 CMR 收入增速一致，增速差异持续收窄主要考虑履约率回归常态以及用户回流对商户吸引力提升，预计未来在宏观经济逐渐上

行，商户交易规模明显提升的基础上，变现率应能继续提升。3 季度受淡季因素影响，预计电商 GMV 同比增速 3%，2023 年全年增约 4%至 7.7 万亿元。

图表 9: 2022 年电商行业及各主要平台交易规模增长情况回顾及 2023 年预期



资料来源: 各家公司资料, 统计局, 交银国际预测

对于电商行业竞争格局，我们认为，阿里电商 GMV 增速有望同步 GDP 增速，但或仍将低于电商大盘，市占率呈现下降趋势。阿里将“价格力”作为淘宝 2023 年的五大战略之一（直播、私域、内容化、本地零售和价格力），淘宝在用户端推出“同款比价”功能，商家端上线“5 星价格力”经营工具，给予低价流量倾斜，以减少价格敏感用户流失。

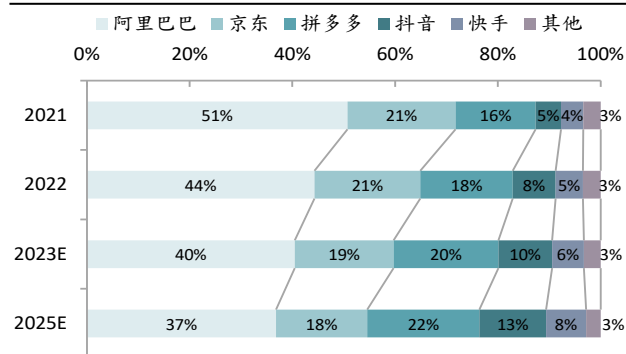
淘宝直播近 1 年来先后引入其他直播电商平台的头部主播，我们认为其在流量/用户购买心智，以及产品供给方面，相比其他平台具备优势，为主播/机构提供日常销售和稳定发展的能力，将长期保持对其他主播的吸引力，并带动其直播电商和内容化的发展。

从变现角度，我们认为，阿里电商在业务策略调整下，率先对用户消费频次和 AOV 健康增长有正面效果，在用户回流及商户对平台认可度逐渐提高后，广告及佣金增长也将随之恢复，同时有望推动收入增速高于 GMV 增速。我们预计，2023 年 3 季度，阿里电商变现收入 CMR 将增 5%，2024 财年（截至 2024 年 3 月）收入恢复正增长达到 9%。我们预计 2023 年 CMR 收入增 5%，变现率 4%，对比行业，收入增速京东/拼多多/快手分别为 7%/42%/51%，变现率总体呈同比上升趋势，京东/拼多多/快手为 2.3%/4.3%/3.9%。

直营业务：组织架构调整后，我们对淘天集团中，天猫自营业务表现情况有较好认识，2023 年 2 季度，淘天直营业务（天猫超市+天猫国际）收入同比增 21%，达到 302 亿元，我们估算其对电商 GMV 占比约 1.9%，主要受消费电子品类的销售提升。对比京东 1P 超 2300 亿元收入（2023 年 2 季度），天猫超市在品类及物流服务方面仍有提升空间。

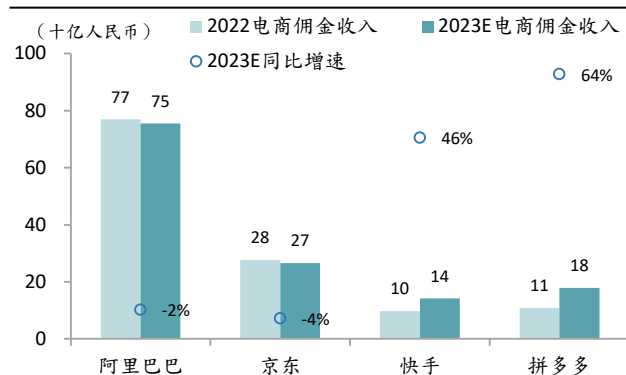
阿里电商的利润率表现仍领先行业。2023 年 2 季度，淘天集团调整后 EBITA 利润率 43%，若剔除直营业务（假设最好情况利润率 3%，对比京东自营利润率最高 5%），电商平台利润率超过 55%。我们认为阿里在盈利能力层面将持续领先行业，组织架构调整后，淘天集团不分拆，虽然短期内公司仍持续加强内容投入，但其在降本增效及业务优化基础上盈利能力将继续优化。预期 2024/25/26 财年利润增速 5%/11%/10%，逐渐高于收入增速的 9%/10%/9%。

图表 10: 主要电商平台市占率预测，阿里市占仍下降



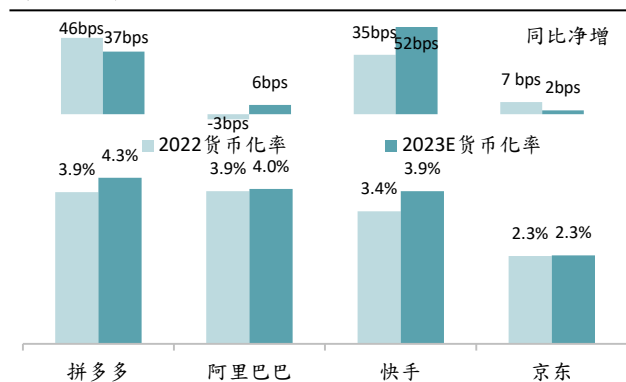
资料来源: 公司资料, 交银国际预测 *其他包括唯品会、苏宁易购, 市占率计算口径为各家披露 GMV/以上各家 GMV 之和

图表 12: 预计 2023 年阿里/京东/快手/拼多多电商佣金收入增速分别为-2%/-4%/46%/64%



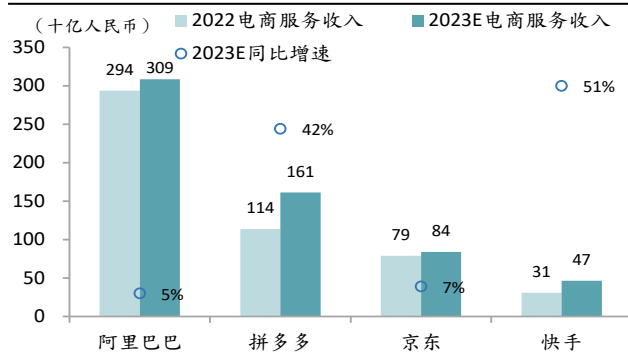
资料来源: 公司资料, 交银国际预测 *拼多多扣除买菜业务佣金收入

图表 14: 预计 2023 年主要电商平台货币化率同比有所提升



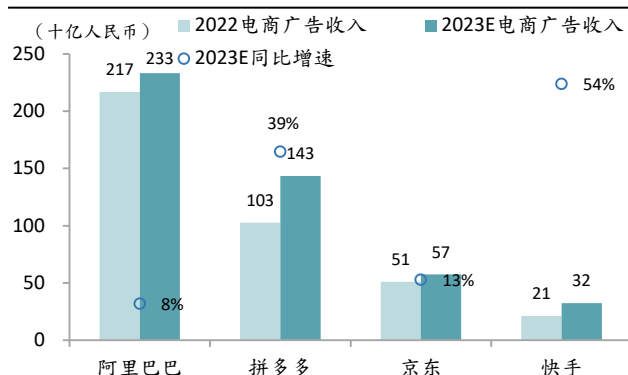
资料来源: 公司资料, 交银国际预测 *货币化率= (广告+佣金收入)/GMV; 由于自营也贡献广告收入, 京东货币化率= (广告+佣金收入)/(自营 GMV+平台 GMV); 拼多多扣除买菜业务影响

图表 11: 预计 2023 年阿里/拼多多/京东/快手电商服务收入增速分别为 5%/42%/7%/51%



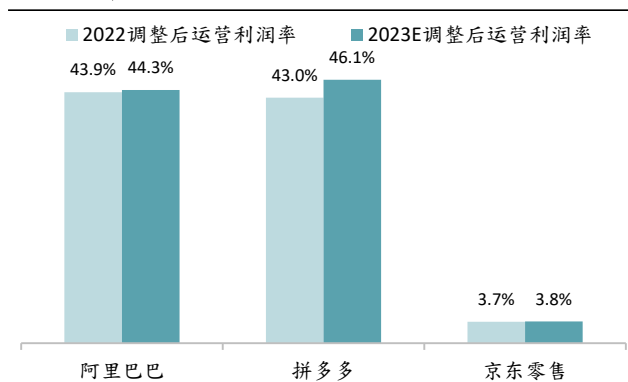
资料来源: 公司资料, 交银国际预测 *拼多多扣除买菜业务佣金收入

图表 13: 预计 2023 年阿里/拼多多/京东/快手电商广告收入增速分别为 8%/39%/13%/54%



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 15: 预计 2023 年阿里/京东/拼多多电商运营利润率 44.3%/3.8%/46.1%



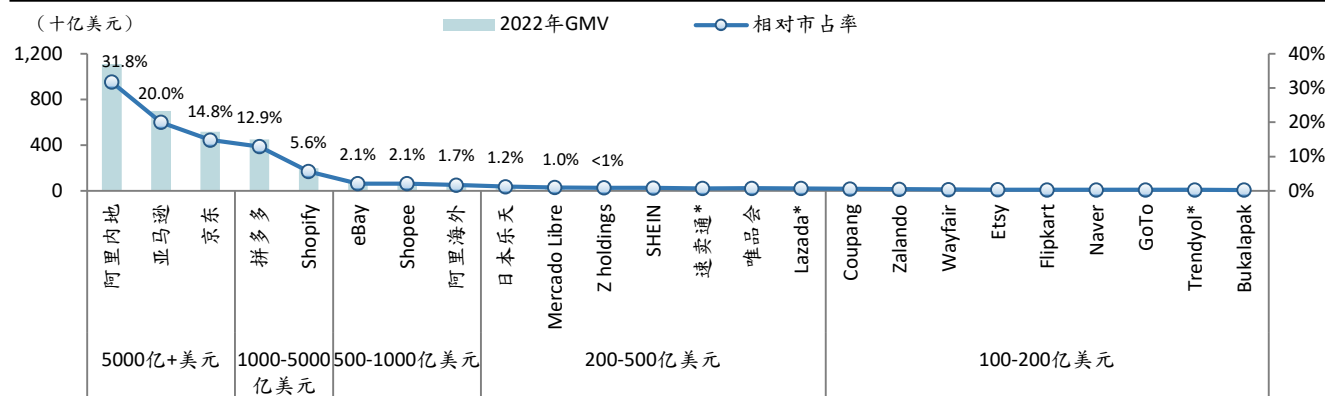
资料来源: 公司资料, 交银国际预测 *拼多多为主站调整后运营利润率, 不包括买菜和跨境投入; 阿里为中国商业调整后 EBITA 利润率

阿里国际数字商业集团

阿里国际业务包括 Lazada（东南亚）、阿里速卖通（跨境电商）、Trendyol（土耳其）、Daraz 等电商平台，以及批发业务 Alibaba.com。其中速卖通主要销往俄罗斯、美国、法国、西班牙、巴西等国，Lazada 是东南亚排名第二的电商平台，Trendyol 为土耳其最大的电商平台，Daraz 主要布局在南亚地区包括巴基斯坦、孟加拉、斯里兰卡等国家。

我们估算 2022 年阿里海外电商 GMV 约 600 亿美元，是国内电商 GMV 的 5%，其中速卖通、Lazada、Trendyol 分别达到 250 亿、250 亿和 90 亿美元（全球电商平台排名详见图表 16）。截至 2022 年 3 月，阿里海外买家数为 3.1 亿，其中 Lazada、速卖通约各 1.4 亿人。

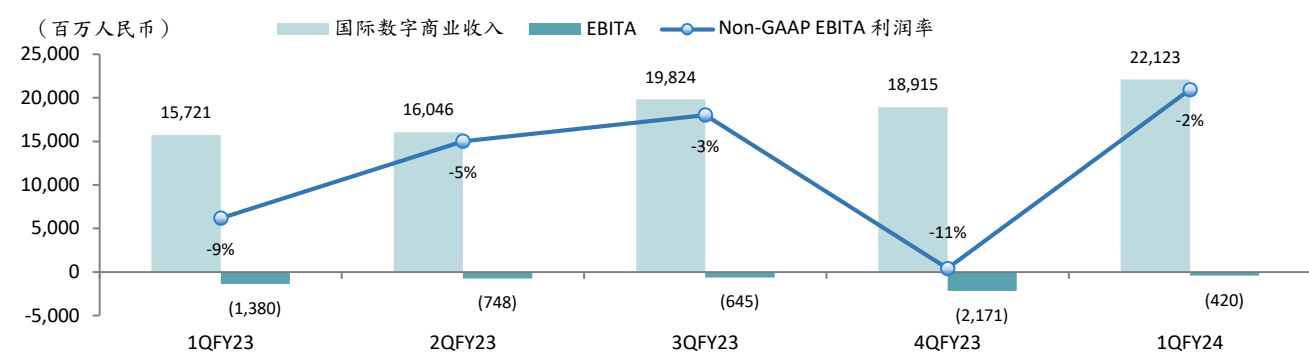
图表 16: 内地公司海外电商业务规模较大的为阿里旗下的速卖通和 Lazada 以及 SHEIN，2022 年交易额分别为 250 亿美元、250 亿美元和 300 亿美元



资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测 *平台为阿里海外业务; 市占率按照各家披露 GMV 口径/ 所有平台 GMV 加总计算

海外平台商业化能力持续提升带来广告收入增加，例如速卖通新推出 Choice 服务，Lazada 在重点投入国家如泰国、菲律宾等订单快速增长，多样化增值服务提升变现率，Trendyol 电商和本地生活服务业务增长强劲，在土耳其保持领先。我们预计未来收入仍持续加速增长，而利润转正不是公司目前的主要战略目标。

图表 17: 阿里国际数字商业集团收入及利润

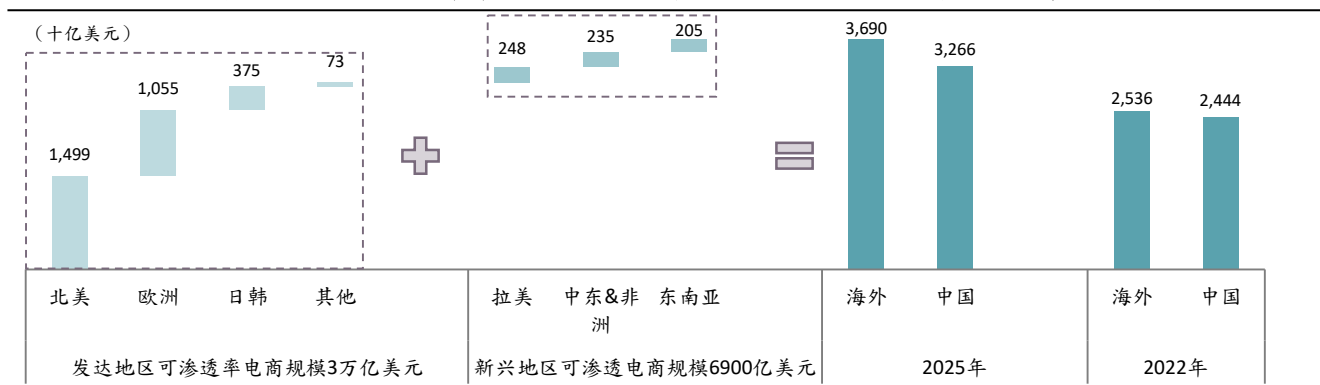


资料来源: 公司资料, 交银国际

海外电商市场仍大，阿里海外业务仍有渗透空间

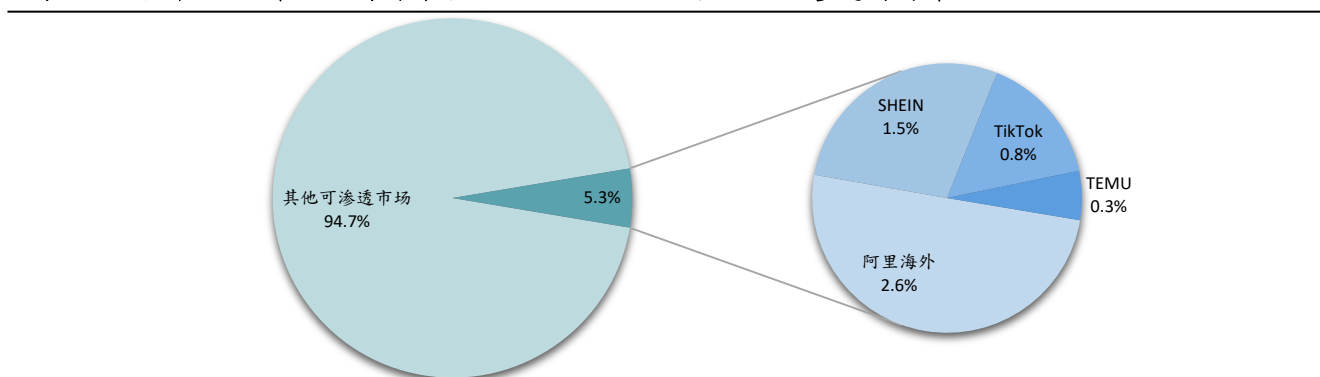
根据 eMarketer 数据及我们的估算，海外电商行业渗透率均低于 20%，我们认为主要原因是其线下商业体系布局及物流配送速度与中国的差异。我们按海外各地区电商行业渗透率呈逐年提升趋势假设，估算到 2025 年，中国电商在海外可渗透市场合计 3.7 万亿美元（2022 年约 2.5 万亿美元），与中国市场规模接近（2022 年电商规模约 2.4 万亿美元（16 万亿人民币，渗透率约 30%），到 2025 年或增至 3.3 万亿美元（23 万亿人民币））。在海外市场中，新兴地区如拉美、中东及东南亚等地线下商业布局及物流体系搭建相对落后，是中国电商出海企业重点布局地区，估算合计可渗透市场约 6900 亿美元；发达地区虽然基础设施完善，但市场空间大，合计可达 3 万亿美元规模，也是中国电商出海的目标地区，如 TEMU、TikTok、SHEIN 在欧美地区业务均发展快速。

图表 18: 中国电商平台出海可渗透率市场规模 2025 年达到 3.7 万亿美元（不包括印度地区）



我们估算 2023 年重点布局海外市场的电商或者跨境电商平台合计交易规模 1520 亿美元，对海外电商规模（可渗透市场）渗透率仅 5.2%，我们估算 2025 年或增至~7%，在海外电商市场的市占率仍低，阿里最大。

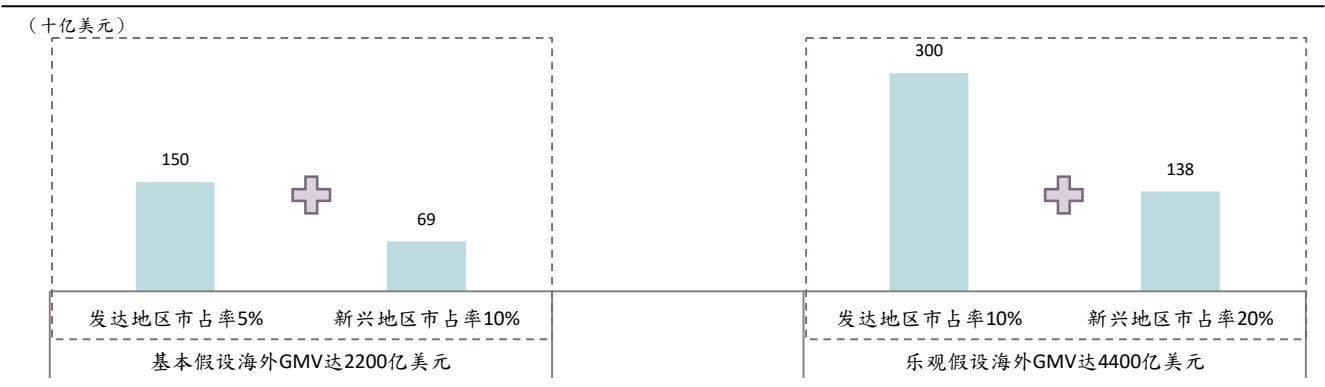
图表 19：预计 2023 年阿里海外平台、SHEIN、TikTok 和 TEMU 渗透海外市场约 5%



我们假设中国互联网公司在海外电商市场获取 5-10%（发达地区 5%，新兴地区 10%）的市场份额，则预计到 2025 年中国电商平台在海外的 GMV 达到 2200 亿

美元。乐观假设下，按照 10-20% 的市场份额，海外 GMV 有望达到 4400 亿美元。有商家资源、物流能力及平台流量的公司最可能占领更大市场份额。

图表 20: 估算中国电商平台在海外的 GMV 规模可达到 2200-4400 亿美元



资料来源: eMarketer, 公司资料, 交银国际预测

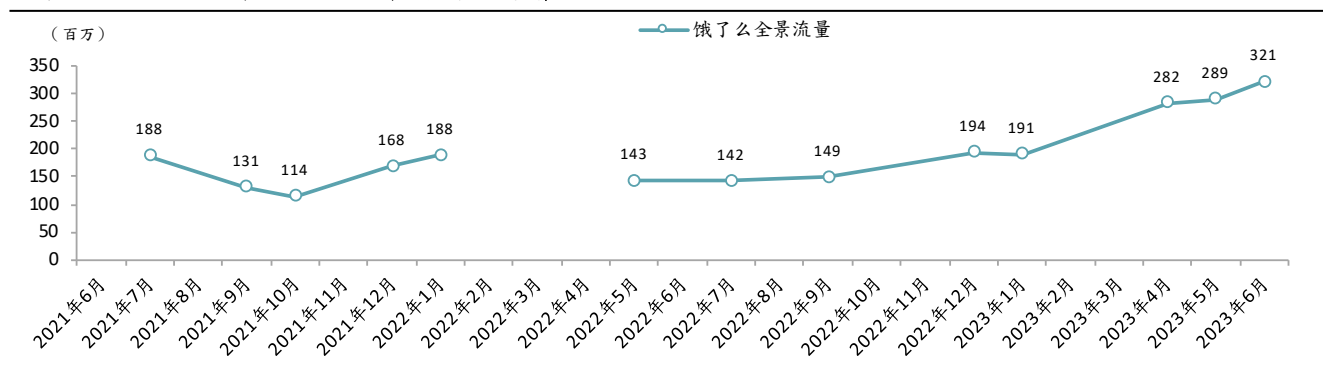
本地生活集团

本地生活集团主要包含饿了么到家业务及高德到店/到目的地服务，目前饿了么收入占绝大部分（约 90%），已经实现运营层面盈利，但高德收入增速快于饿了么，仍处于投入期。

饿了么稳步增长。2023 年 2 季度本地生活收入增 30%，我们估算饿了么增速约 29%，高德增 40%+。根据 QM 数据，2 季度饿了么全景用户数持续提升，6 月相比去年增长较快（微信渠道增量较大）。随线下经营稳步恢复，我们估算饿了么及高德业务将持续稳定增长，预计 3 季度饿了么 GMV 增约 11%，收入增 22%，2023 年饿了么 GMV 约 6190 亿元（同比增 14%），收入超 558 亿元（同比增 24%），快于 GMV 增速，主要受持续减少补贴抵扣等影响提升变现率。阿里本地生活服务涵盖饿了么及高德高频流量入口，未来在稳定的运营战略加持下，将维持增势。

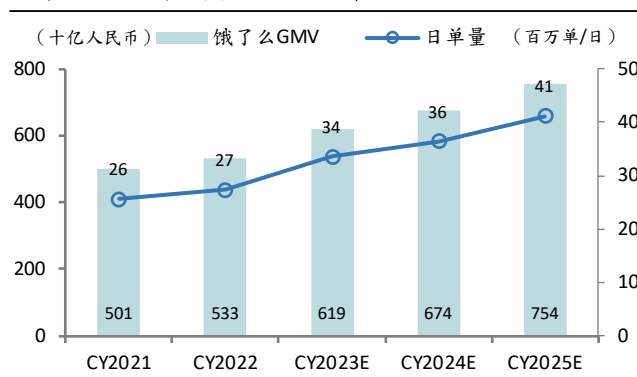
饿了么盈利能力持续释放。2022 年 6 月季度起，饿了么单均 UE 转盈，受运营效率提升及骑手供给充足带来的单均成本优化，盈利能力也将继续释放。我们预计 2023 年本地生活服务亏损继续收窄，2024 年 EBITA 将达到盈亏平衡。

图表 21: 饿了么全景用户较去年同期加速增长



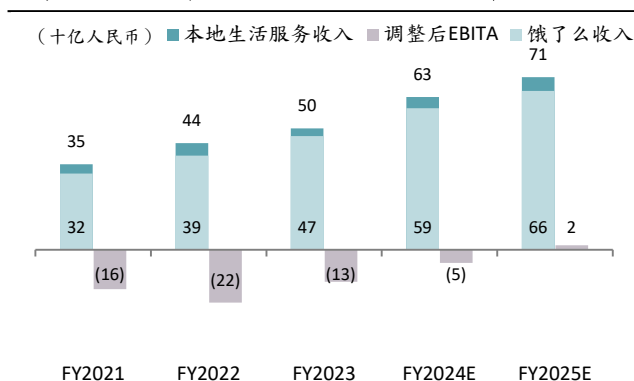
资料来源: Quest Mobile, 交银国际

图表 22: 估算饿了么 2023 年 GMV 6190 亿元



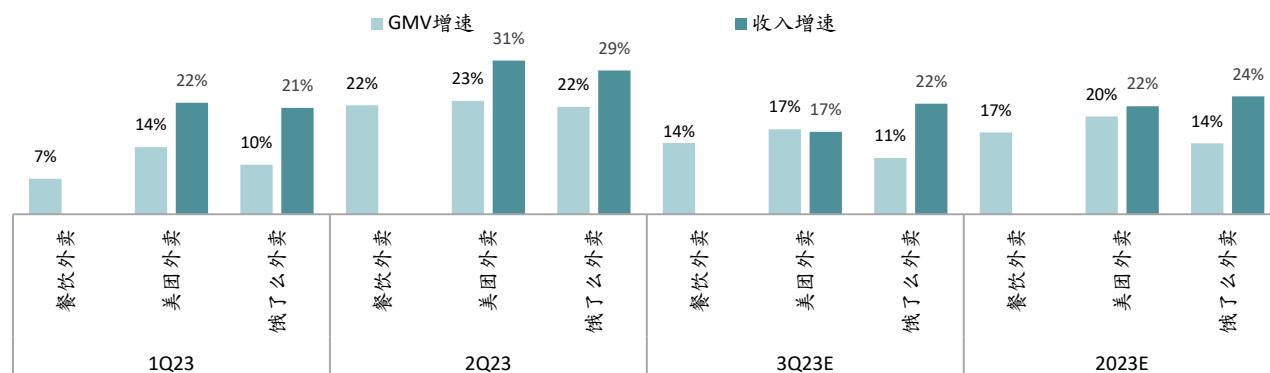
资料来源: 交银国际预测

图表 23: 阿里本地生活收入及利润预期



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

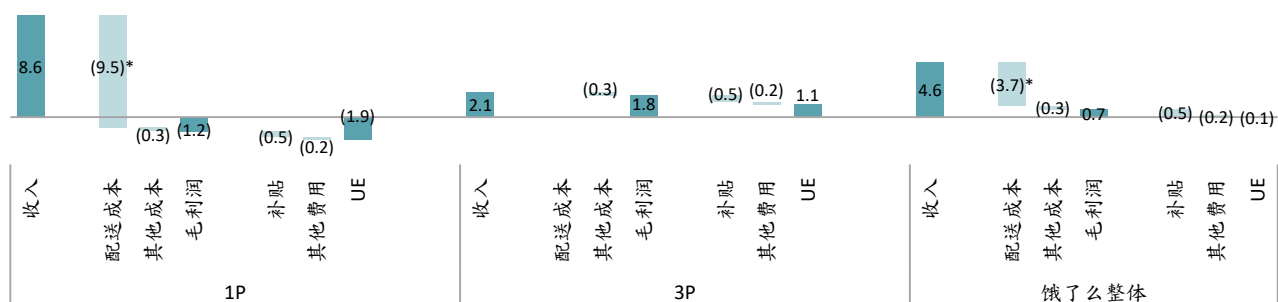
图表 24: 餐饮外卖行业 GMV/收入增速



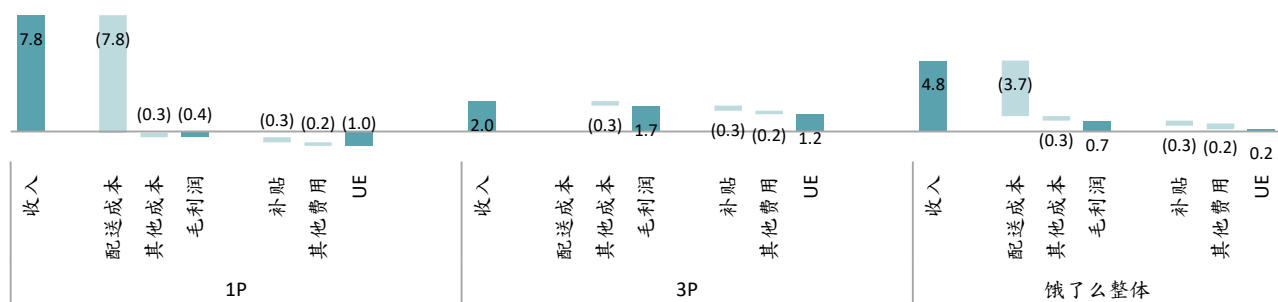
资料来源: 公司资料, 交银国际预测 *饿了么外卖收入增速包括非餐

图表 25: 饿了么 UE: 2023 财年部分季度转盈, 2024 财年全面转正

(人民币) FY2023



(人民币) FY2024E



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

菜鸟集团

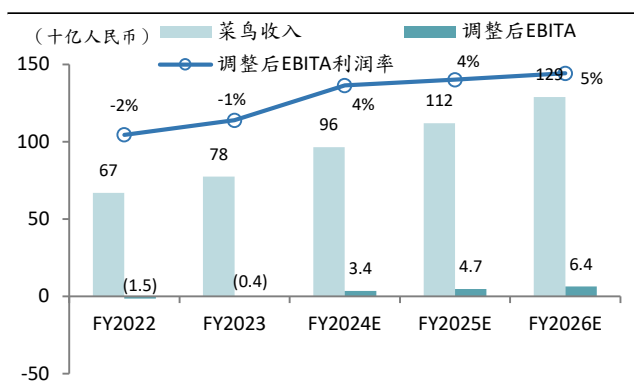
菜鸟是阿里巴巴集团分拆拟上市公司中最成熟的业务之一，运营模式以平台为主，正逐渐增加自建比例，有望通过提升服务体验，提升长期竞争力。

相关运营数据对比行业：截至最新披露数据，1) 管理仓库面积 3000 万平米（自营 600 万平米，官网数据），对比京东物流 3200 万平米（自营为主，1H23 数据），顺丰 1000 万平米（自营，2022 年数据）。2) 2022 年总收入 759 亿元（+20%），对比京东物流 1374 亿元（+31%），顺丰 2675 亿元（+29%）。

收入结构对比：菜鸟/京东物流均有电商平台支持，2023 年 2 季度 618 大促旺季，母公司收入贡献 32%/31%（含德邦）。外部收入结构有一定差异，京东物流纯外部客户拓展是增长驱动力，菜鸟在海外依托阿里平台商家出海起量，并顺应国内制造业升级、品牌出海的趋势，提升海外仓等一体化服务能力，海外布局领先。2023 年 2 季度，受阿里海外业务加速增长，国内电商业务 618 大促及消费恢复利好，菜鸟收入同比增 34%，快于京东物流及顺丰（31%/-6%），阿里系海外业务预计持续表现强劲，并通过阿里速卖通的 Choice 服务向商户提供托管/半托管服务，有望进一步提升菜鸟跨境业务布局。

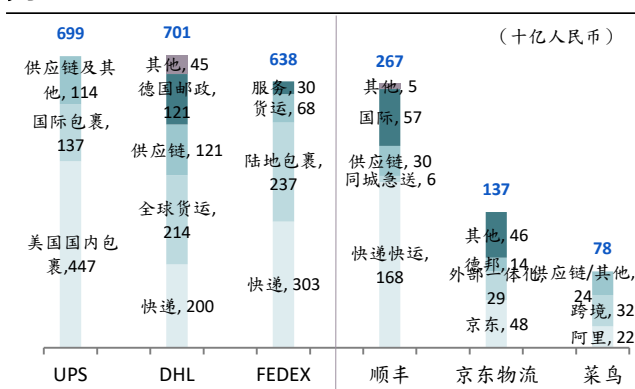
我们对比国内外物流企业，菜鸟利润率短期 5%，长期或有上调可能性。UPS 利润率最高，预计 2023 年达到 9%，对比其他公司~5%（彭博一致预测），主要由于收入结构差异（国际包裹业务利润率可达 24%，货运及供应链业务利润率偏低，仅为个位数）。中国企业中，顺丰历史利润率 4-5%，2021 年业务扩张降至 1%，预计 2023 年回升至~3%（彭博一致预测），其中速运产品（包括冷链）利润率在 3-7%的区间，供应链及国际利润率 1-2%，同城配送、货运为亏损情况。我们认为，未来主要聚焦国内供应链及快递快运业务的公司，稳态期利润率在 3-5%，海外、跨境业务布局广的，或有可能实现更高利润率。

图表 26: 菜鸟集团收入及利润预测



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 27: 海外物流头部企业较国内公司收入量级大



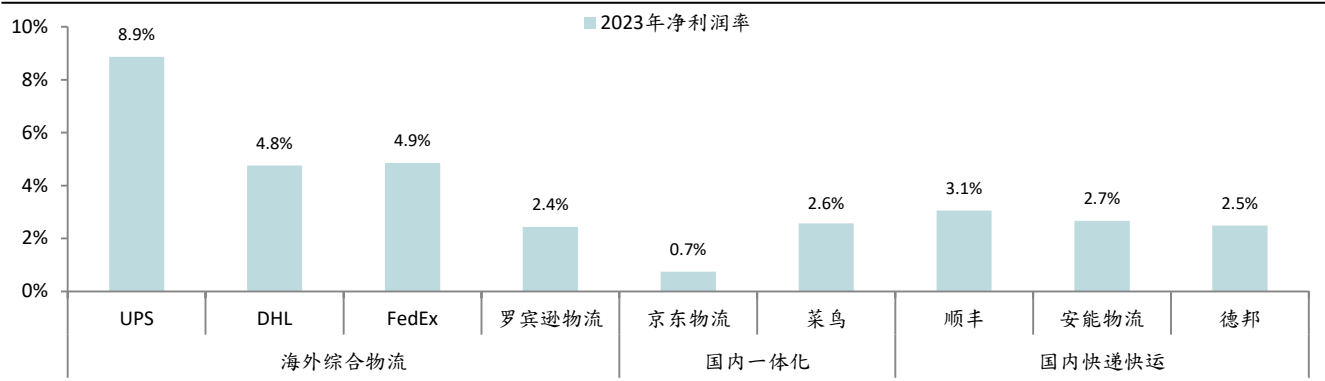
资料来源: 公司资料, 交银国际预测 *年结上一完成财年

图表 28: 菜鸟 — 平台模式，跨境业务更胜一筹；京东物流 — 自营仓库布局、配送体验、大件、冷链布局领先；顺丰 — 发挥运输、配送强项，加码仓储覆盖及国际拓展

		顺丰	京东物流	菜鸟
基础资源覆盖				
仓储能力	国内	☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆
	国外	☆☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆☆☆
运输资源	航空	☆☆☆☆☆	☆☆	☆
	陆运	☆☆☆☆☆	☆☆☆	☆
	海运	☆☆☆☆☆	☆	☆
末端配送 C 端	国内	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆
业务覆盖	大件	☆☆	☆☆☆☆	☆☆
	冷链	☆☆☆☆	☆☆☆	☆
	快运	☆☆☆☆☆	☆☆☆	☆
	国际快递	☆☆☆	☆	☆☆☆☆☆
	国际货代	☆☆☆☆☆	☆	☆☆
B 端服务能力				
行业运营经验		☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆
技术能力		☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆

资料来源: 公司资料, 交银国际

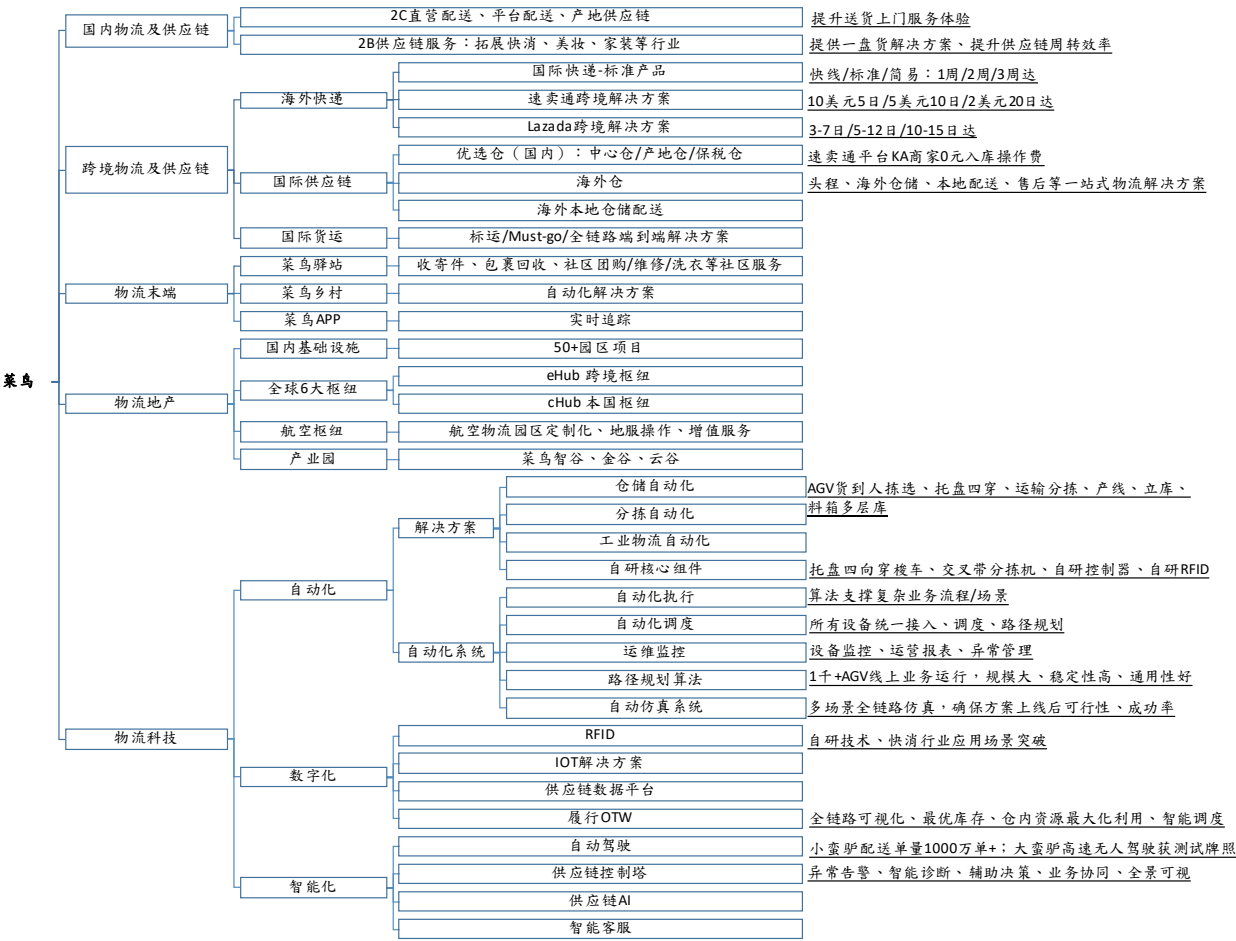
图表 29: 净利润率对比：美国成熟物流企业净利润率区间 4-9%，国内企业多数为亏损或低个位数净利润率



资料来源: 彭博, 各家公司资料, 交银国际预测 *均为扣除非经常性项目后的调整后归母净利润口径, 菜鸟根据调整后 EBITA 数据计算

菜鸟业务体系：1) 国内物流及供应链：以配合淘系平台用户更佳的履约体验，并推出自营快递服务“菜鸟速递”（2023 年 6 月），定位品质快递并兼顾性价比，具备一定天猫商户资源优势。按行业加强供应链解决方案，通过多元产品分层满足商户履约需求；2) 国际物流与供应链：国际业务布局更广，为客户提供一站式服务，包括国内揽收、干线运输、清关目的地国转运、末端履约，并在西班牙推出自营快递业务；以及 3) 物流末端；4) 物流地产；5) 物流科技等基础设施。

图表 30: 菜鸟的 5 大业务板块

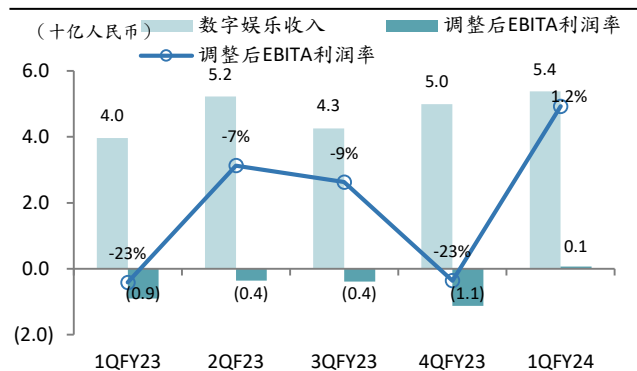


资料来源: 公司资料, 交银国际

数字娱乐集团

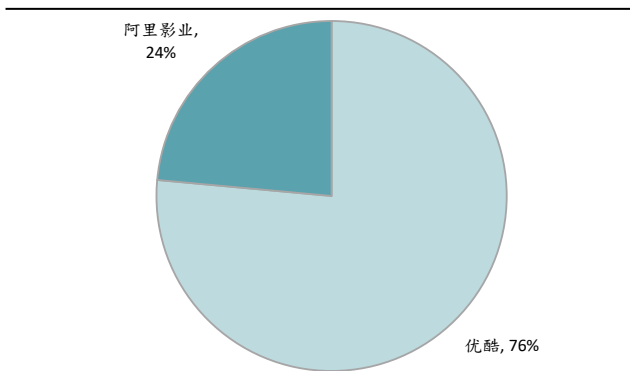
阿里数字娱乐集团主要包括 1) 长视频平台优酷, 2) 电影票务及发行平台阿里影业, 以及 3) 现场娱乐演出票务平台大麦。

图表 31: 数字娱乐集团收入及 EBITA 利润



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 32: 2023 财年数字娱乐收入分拆



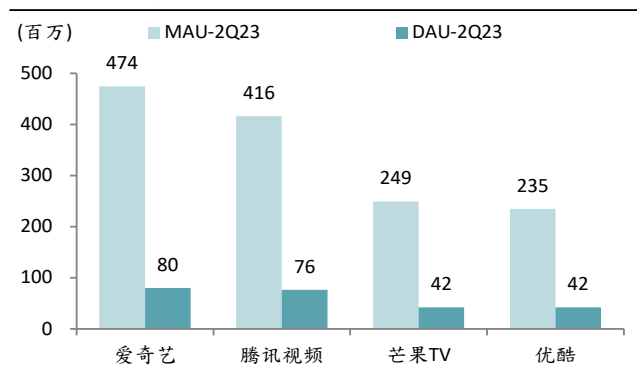
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

优酷作为阿里巴巴体系内长视频内容平台, 2023 年 2 季度, MAU、DAU 居行业第四 (Quest Mobile), 略逊于芒果 TV; 受淘宝 88VIP 会员权益拉动, 优酷付费会员数应排在行业第三位。上半年, 优酷影视剧/综艺内容播放量占比分别 21%/11%, 位列行业第三/四, 内容上新数量领先芒果。

88VIP 纳入芒果 TV 会员。8 月 3 日, [淘宝宣布与芒果 TV 达成合作](#), 在 88VIP 会员权益中纳入芒果 TV 会员, 优酷内容优势在于其内容丰富度更广, 覆盖古装剧集多, 但芒果 TV 综艺内容 IP 丰富, 领先行业。我们认为, 未来 1 年, 用户“二选一”或带来优酷部分会员流失 (根据[公布数据](#), 假设会员切换比例 20-50%, 优酷会员或流失 500-1100 万, 对应流失率 6-14%)。

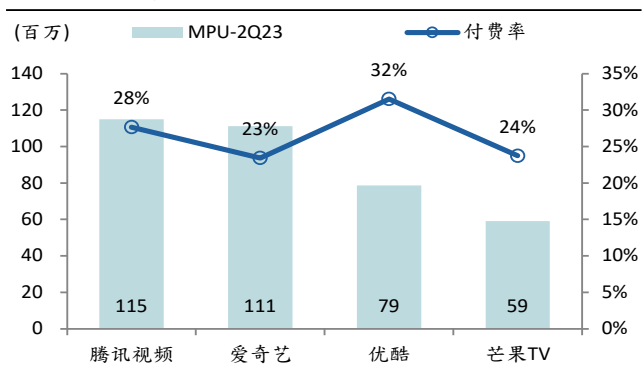
对比同业, 优酷仍未实现盈利, 独立运营后短期受芒果 TV 竞争影响, 会员增长或承压, 未来或需在 1) 降本提效加快盈利进程, 与 2) 保证足够的内容供给以吸引留存用户中做好平衡。

图表 33: 2 季度, 优酷 MAU 位列行业第四



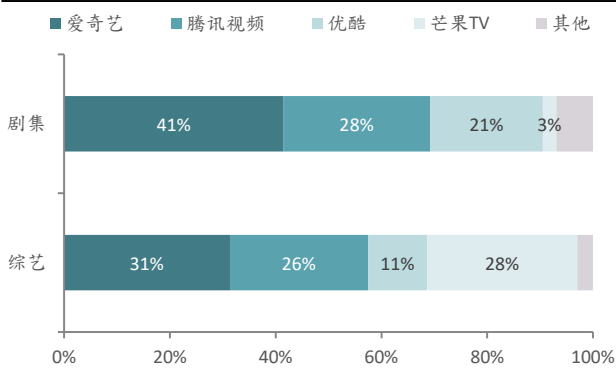
资料来源: 公司资料, QuestMobile, 交银国际预测

图表 34: 2 季度, 优酷会员数位列行业第三



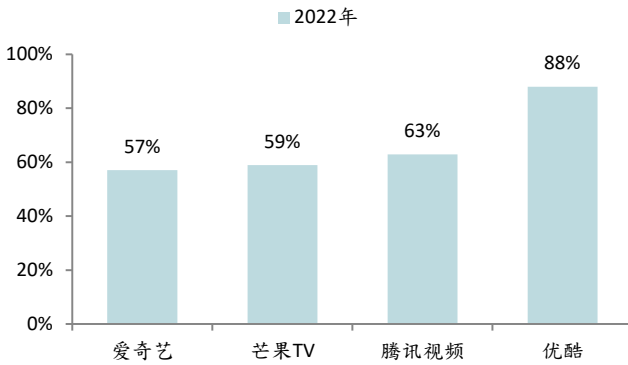
资料来源: 公司资料, 爱奇艺、腾讯视频为 2023 年 2 季度平均月付费, 芒果 TV 为 2022 年年末数据, 优酷为交银国际预测

图表 35: 2023 年上半年，优酷剧集/综艺播放份额分别为 21/11%



资料来源: 云合数据, 交银国际

图表 37: 优酷内容成本占收入比或高于其他平台



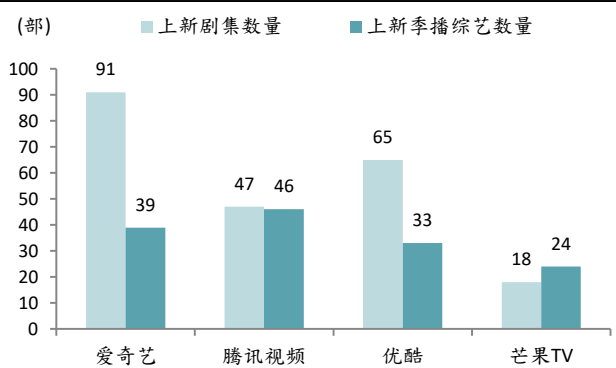
资料来源: 公司资料, 交银国际估算

图表 39: 88VIP 纳入芒果 TV 会员权益后优酷会员流失测算

百万	2Q23					
优酷会员数	79					
88VIP 贡献优酷会员数量	23					
88VIP 数量	25					
88VIP 优酷激活率	90%					
假设由优酷转为芒果会员比例	10%	20%	30%	40%	50%	60%
88VIP 贡献会员流失用户	2	5	7	9	11	14
剩余优酷会员数	76	74	72	70	67	65
流失率 (/优酷会员数)	3%	6%	9%	11%	14%	17%

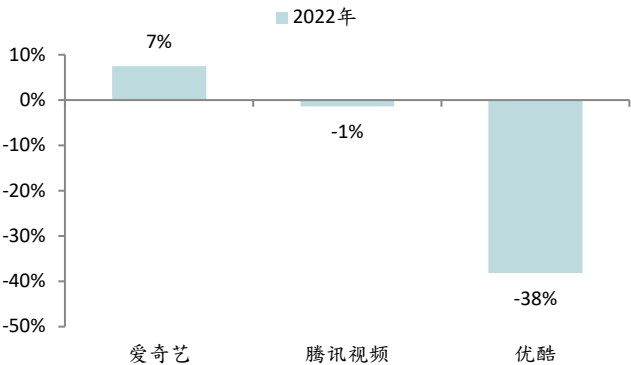
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 36: 上半年，优酷内容上线数量领先芒果 TV



资料来源: 云合数据, 交银国际

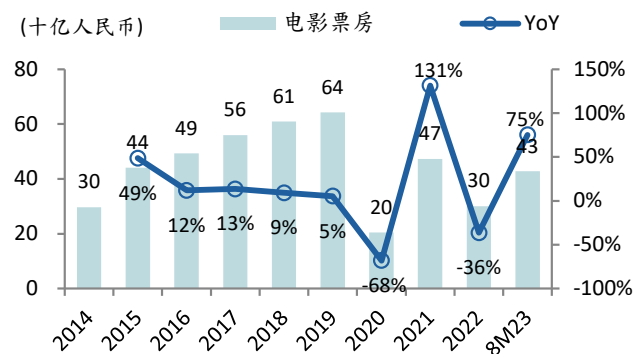
图表 38: 优酷经营利润率估算



资料来源: 公司资料, 交银国际估算

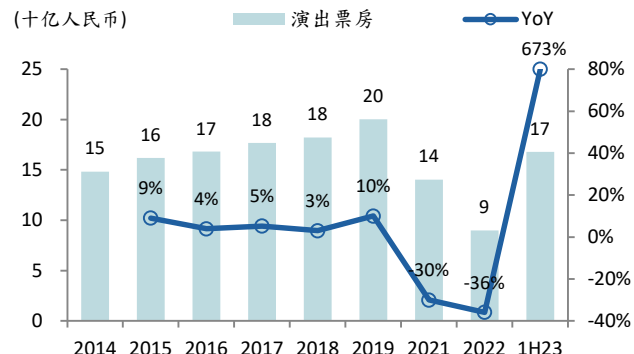
阿里影业与大麦随电影及现场演出大盘恢复或维持强劲增长。后疫情线下娱乐需求释放，行业规模均呈现快速恢复趋势。院线电影供给恢复，观影需求旺盛，1-8 月电影票房规模同比增 75%，恢复至 2019 年同期的 96%。上半年演唱会、音乐节等现场演出预定持续火爆，观看人次同比增超 10 倍，票房已达 2019 年全年的 84%。预计阿里影业与大麦作为主要票务平台将受益于大盘增长。

图表 40: 1-8 月电影票房同比增 75%



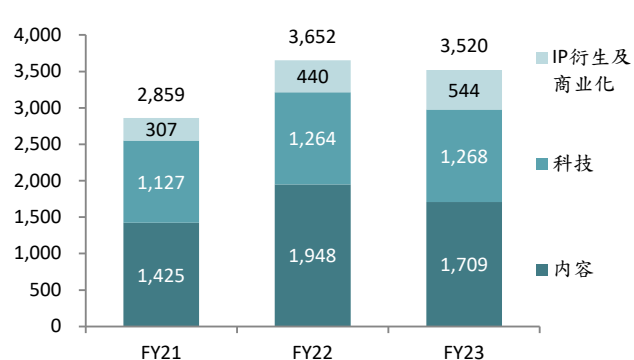
资料来源: Wind, 国家电影局, 交银国际

图表 41: 上半年演出票房已达 2019 年全年的 84%



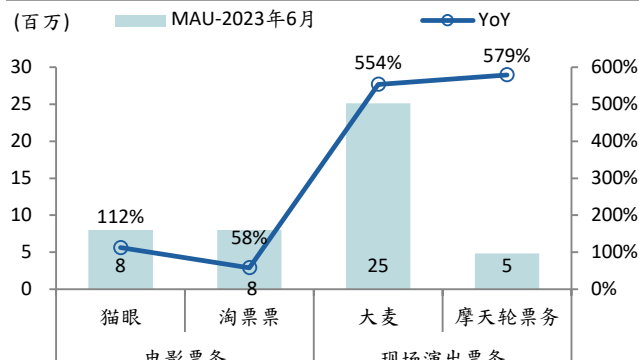
资料来源: 万得, 中国演出行业协会, 交银国际

图表 42: 阿里影业收入



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 43: 票务平台 MAU 均呈高速增长



资料来源: QuestMobile (2023 年 6 月), 交银国际

图表 44: 主要影票销售渠道流量入口

影票销售渠道	淘票票			猫眼				抖音电影票	
	独立 APP	支付宝	淘宝	独立 APP	格瓦拉	微信/QQ 钱包	美团/大众点评	抖音/抖音极速版	
流量入口									
MAU, 百万	8	863	898	8	NA	1047/656	407/109	723/227	

资料来源: QuestMobile (2023 年 6 月), 交银国际

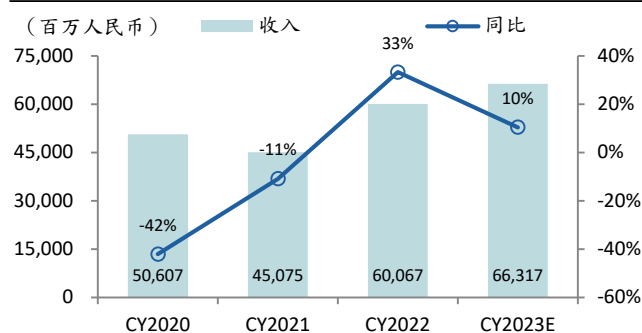
盒马

盒马业务成熟度高。我们估算，2022 年盒马收入约 600 亿元，覆盖 27 个城市，据 36 氪报道，盒马鲜生、奥莱和邻里、盒马 X 会员店 2022 年收入分别增 25%、555%、247%，2022 年 4 季度实现盈利。

业务亮点：1) 线上单量占比达到 65%，通过即时配送满足用户即时需求。2) 新增盒马奥莱/邻里店，主打临期商品流转，是应对部分消费降级市场的产物，同时有效降低生鲜品类损耗率，提升毛利水平；3) 自有品牌营销占比 35%，奥莱店达 40%（2022 年底），是提升毛利率的重要手段之一，长期目标达到 50%，甚至更高（70%+）。

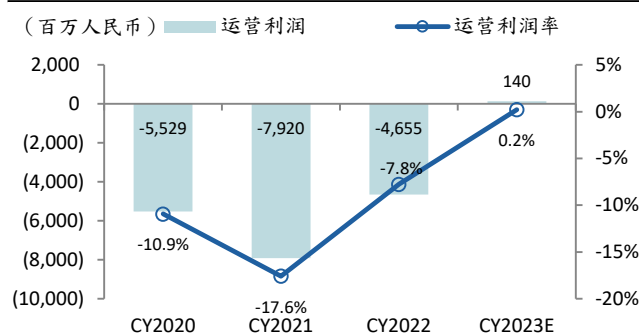
截至 2023 年 6 月，盒马的核心业态包括盒马鲜生（300 家）、盒马奥莱/邻里（68 家），以及盒马 X 会员店（9 家），相比于 2022 年 3 月底的 273 家，增加 100+ 家，主要新增开设更多奥莱店和 X 会员店，这与公司业务增长战略一致。我们目前假设盒马在 2022 年期间消费者囤货高基数影响，同时新店销售额仍需爬坡期，保守估算 2023 年盒马销售额同比增 10%，达到 663 亿元（晚点报道公司 2023 年目标达到 1000 亿元销售额）。我们认为主要增长一方面受公司大规模开店计划拉动；另一方面，反向定制能力继续提升，可快速抓住商品潮流 30 天内上线新产品，持续引流，并加大营销投入，例如“移山价”等。

图表 45: 盒马销售额估算，预计 2023 年增速 10%



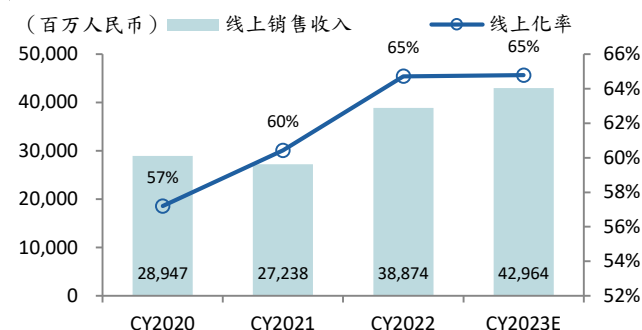
资料来源：交银国际估算* (CCFA 披露盒马收入约 610 亿元)

图表 46: 盒马运营利润估算，预计 2023 年转正



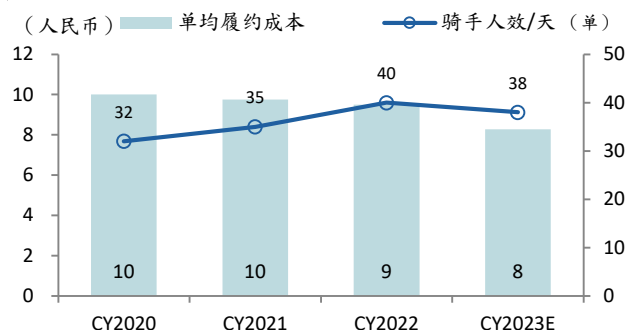
资料来源：交银国际估算

图表 47: 盒马线上销售额估算，维持 65% 线上占比



资料来源：交银国际估算

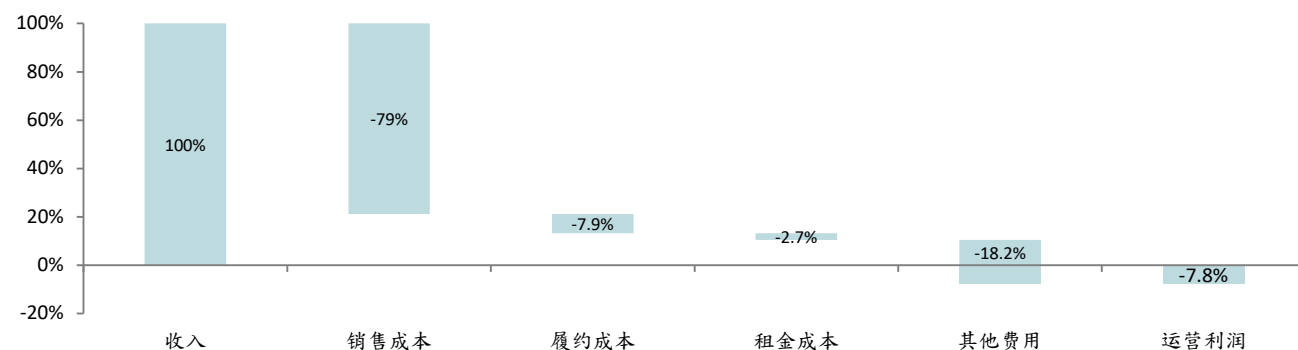
图表 48: 盒马即时配送单均履约成本优化



资料来源：交银国际估算

2022 年全年，我们估算盒马运营利润率-7.8%，2022 年 4 季度已经转正，我们预计到 2023 年，盒马全年利润率或也可转正达到+0.2%，约 1.4 亿元运营利润，主要优化空间在于：1）自营品牌销售额占比从 50% 升至 70%，毛利率优化空间仍有 3-5 个百分点；2）单均骑手成本或可降至 7-8 元/单，对利润率优化在 0.7 到 1.3 个百分点；3）以及其他费用（包括管理、营销、人员工资等）金额同比提升慢于收入增长，优化空间约 5 个百分点。

图表 49: 盒马运营成本分拆（2022 年）



资料来源: 交银国际预测

图表 50: 盈利能力敏感性分析，盒马中期运营利润率或可提升至 1.5-3%

盒马销售成本优化空间

自营品牌占比	30%	40%	50%	60%	70%
综合销售成本	83%	80%	78%	75%	73%
自营品牌销售成本	65%				
标品销售成本	90%				

盒马线上订单配送成本占收比优化空间

单均骑手成本（人民币）	10	9	8	7
占收比	4.3%	5.9%	5.2%	4.6%
线上占比	65%			
AOV（人民币）	100			

资料来源: 交银国际估算

图表 51: 盒马估值区间估算（假设中期常态化利润率 1.5-3%）

(百万人民币)	2022	2023E	2024E
盒马收入	60,067	66,317	78,985
运营利润率			
1.5%	901	995	1,185
2.0%	1,201	1,326	1,580
2.5%	1,502	1,658	1,975
3.0%	1,802	1,990	2,370
估值：对应 25 倍市盈率（百万美元）			
1.5%	3,218	3,553	4,231
2.0%	4,291	4,737	5,642
2.5%	5,363	5,921	7,052
3.0%	6,436	7,105	8,463

资料来源: 交银国际预测

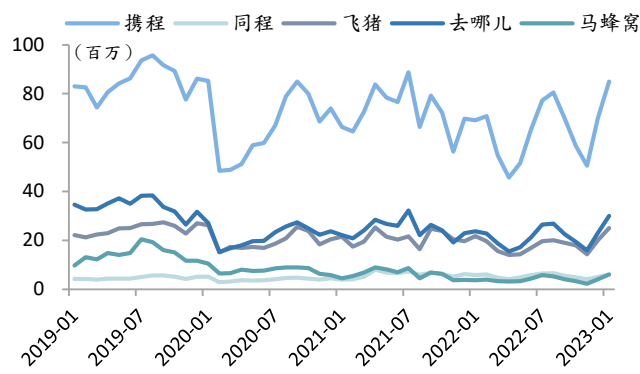
飞猪

受益于出行需求复苏，飞猪业务量保持快速增长。公司数据显示，飞猪暑期内地预定量（包括机票、酒店、景区门票和线路游）超越 2019 年同期，住宿间夜量刷新暑期记录。暑期平台高星酒店预订量同比增 50%，亲子游、暑期游轮、研学游需求增长明显。出境游亦实现同比 8 倍增长，国际机票预定量同比增 12 倍，整体出境受行业供给影响尚未完全恢复，但部分地区（如新加坡、马尔代夫）当地玩乐服务的订单量超过 2020 年之前。

国内 OTA 行业集中度较高，主要玩家包括携程、同程、美团、飞猪及抖音。2022 年，GMV 口径下市占率分别为 55%、15%、15%、7%、2%，前三者合计占比达 85%。

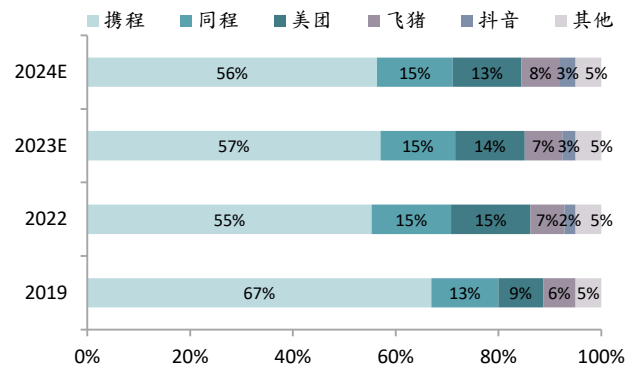
飞猪年轻用户占比高，背靠淘系资源，价格及产品差异化均有优势，我们认为这也是阿里将其独立运营的主要原因。飞猪从市占率及用户流量规模属行业第二梯队，但在年轻用户群体、出境游战略具备一定特色。公司数据显示，2023 年五一期间，飞猪平台出境游用户中 60% 为 90 后用户，00 后占比也在快速提升。背靠淘系资源，其在整合平台产品资源供给及价格上具备一定竞争力，并通过境外市场提升产品差异化竞争优势。未来在供应链、内容推荐及服务体验建设，将成为其主要战略方向。

图表 52: 在线旅游 app MAU



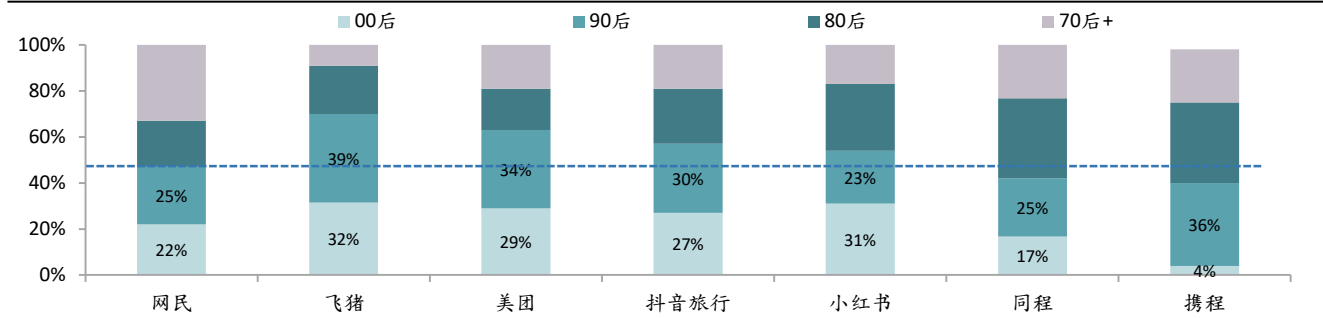
资料来源: Questmobile, 交银国际 *2023 年 1 月数据

图表 53: 主要 OTA 平台市占率预测 (GMV 口径)



资料来源: 公司资料, 交银国际预测 *美团为酒旅+民宿交通, 抖音为酒旅

图表 54: 在线预订平台用户年轻化排名: 飞猪>美团>抖音旅行>小红书>同程>携程



资料来源: QuestMobile, 公司资料, 新浪科技, 截至 2022 年底, 交银国际

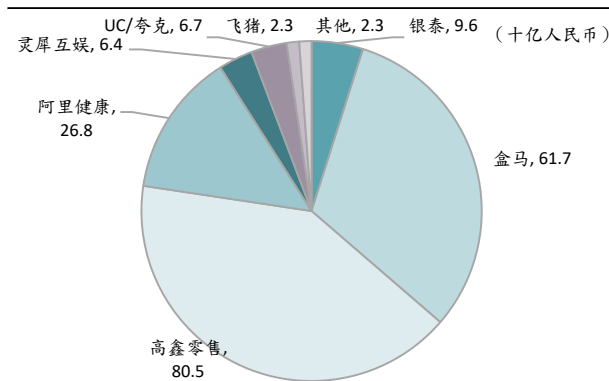
其他业务

原中国商业分布中的盒马、高鑫零售、银泰、阿里健康，以及原本地生活服务中的飞猪、原数字娱乐中包含的灵犀互娱（游戏）和 UC/夸克业务转移至其他业务分布。高鑫零售、盒马、阿里健康及银泰以自营销售额收入为主，2023 财年，合计占分布收入 91%，占阿里集团总收入 21%。

2023 财年，高鑫零售受线下客流影响收入降 5%，线上仍保持双位数增长（15%），但运营类利润率同比优化，一方面受降本增效拉动，另一方面提升线上数字化运营，自营 APP 渠道及饿了么渠道收入打大幅增长。

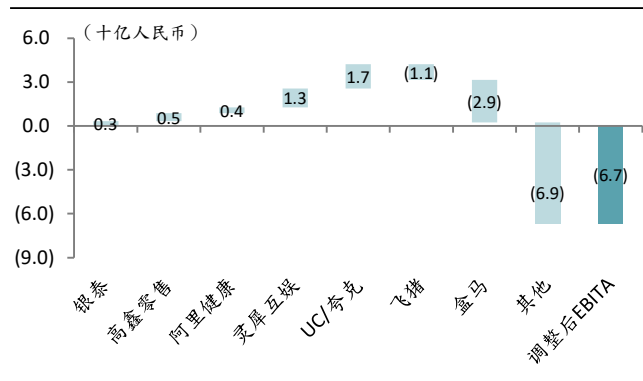
利润层面，自营业务基本可维持正向利润率，盒马虽然在 2023 财年仍有亏损，但我们预计 2024 财年将扭亏为盈。其他业务中，飞猪或仍继续投入，AI 等技术相关研发也将继续。

图表 55: 其他业务收入分拆估算，2023 财年



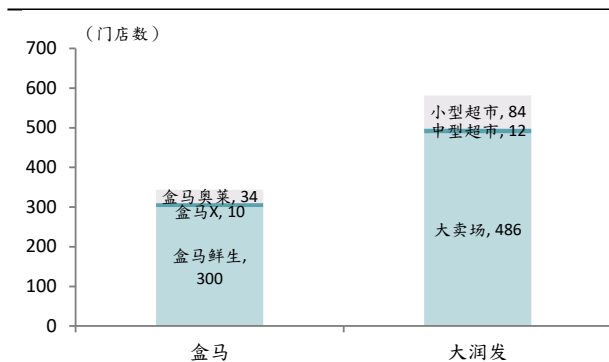
资料来源: 公司资料, 交银国际估算

图表 56: 调整后 EBITA 分拆估算，2023 财年



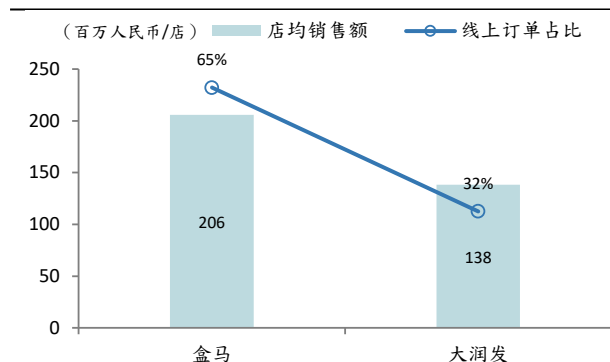
资料来源: 公司资料, 交银国际估算

图表 57: 盒马、大润发门店数



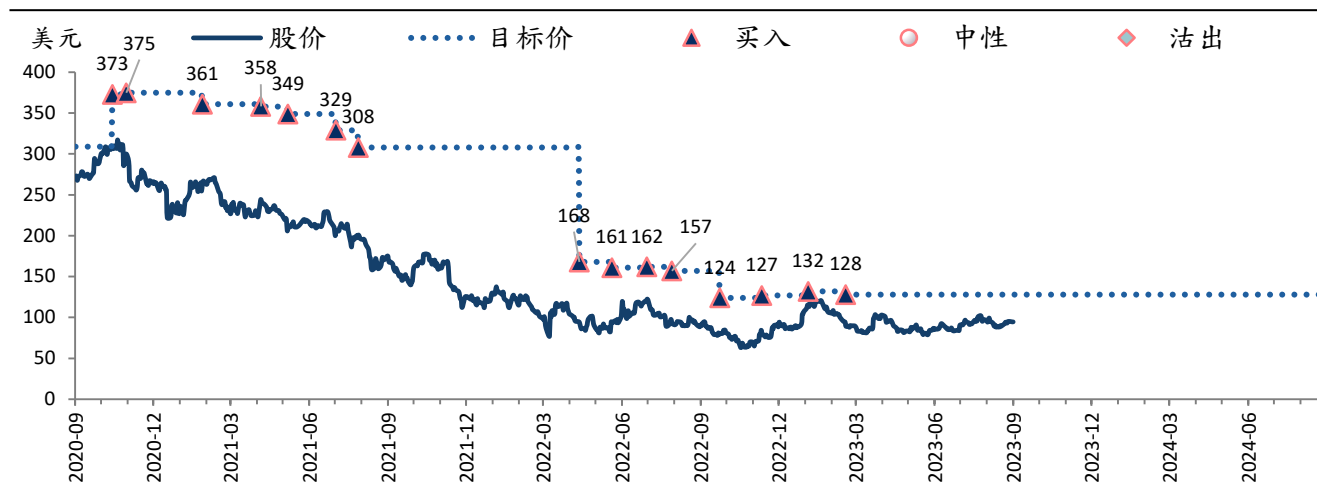
资料来源: 公司资料, 交银国际 *盒马 app, 高鑫零售 2023 财年年报

图表 58: 盒马、大润发线上订单，店均销售额



资料来源: 公司资料, 交银国际估算

图表 59: 阿里巴巴 (BABA US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 60: 交银国际互联网行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	135.67	170.00	25.3%	2023 年 05 月 17 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	4.63	6.90	49.0%	2023 年 08 月 23 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	13.56	25.00	84.4%	2023 年 08 月 18 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	6.63	8.70	31.2%	2023 年 08 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	64.30	90.00	40.0%	2023 年 05 月 23 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.62	9.50	24.7%	2023 年 09 月 01 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	30.50	36.00	18.0%	2023 年 08 月 11 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	37.80	35.00	-7.4%	2023 年 08 月 30 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	95.34	111.00	16.4%	2023 年 08 月 30 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	90.05	128.00	42.1%	2023 年 02 月 24 日	电商
JD US	京东	中性	32.40	41.00	26.5%	2023 年 05 月 12 日	电商
NTES US	网易	买入	98.40	121.00	23.0%	2023 年 08 月 25 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	321.60	399.00	24.1%	2023 年 07 月 19 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	15.72	20.00	27.2%	2023 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	29.55	31.00	4.9%	2023 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	125.00	220.00	76.0%	2023 年 03 月 27 日	本地生活
DADA US	达达集团	买入	4.90	7.20	46.9%	2023 年 08 月 11 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.33	11.70	40.5%	2023 年 08 月 11 日	物流
2618 HK	京东物流	买入	10.30	17.00	65.0%	2023 年 05 月 12 日	物流
9923 HK	移卡	买入	15.20	21.00	38.2%	2023 年 08 月 25 日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	28.35	38.00	34.0%	2023 年 04 月 12 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	290.80	365.00	25.5%	2023 年 09 月 06 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	17.46	22.00	26.0%	2023 年 05 月 25 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 9 月 8 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	853,062	868,687	970,731	1,064,886	1,163,375
主营业务成本	(539,450)	(549,695)	(600,107)	(660,420)	(718,545)
毛利	313,612	318,992	370,625	404,466	444,830
销售及管理费用	(151,721)	(145,679)	(138,374)	(165,931)	(175,960)
研发费用	(55,465)	(56,744)	(43,568)	(59,594)	(63,617)
其他经营净收入/费用	(36,788)	(16,218)	(12,412)	(10,526)	(10,523)
经营利润	69,638	100,351	176,270	168,414	194,730
财务成本净额	(4,909)	(5,918)	(7,244)	(7,538)	(7,844)
应占联营公司利润及亏损	14,344	(8,063)	12,195	16,063	20,990
其他非经营净收入/费用	(5,179)	(5,248)	(9,360)	25,763	25,997
税前利润	73,894	81,122	171,862	202,703	233,873
税费	(26,815)	(15,549)	(35,466)	(38,948)	(44,809)
非控股权益	7,907	7,210	5,142	5,200	5,200
净利润	54,986	72,783	141,538	168,954	194,264
作每股收益计算的净利润	54,696	72,509	141,040	168,170	193,480
Non-GAAP标准的净利润	136,388	141,379	171,730	187,604	209,179

资产负债表 (百万元人民币)					
截至3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	224,369	248,845	260,579	303,189	391,022
有价证券	302,642	354,812	371,157	404,527	441,234
其他流动资产	111,524	111,666	116,612	123,568	136,192
总流动资产	638,535	715,323	748,348	831,284	968,448
投资物业	223,611	245,972	270,569	297,626	327,389
物业、厂房及设备	171,806	183,463	226,352	277,702	339,068
无形资产	328,812	334,041	334,140	336,998	341,998
合资企业/联营公司投资	219,642	209,642	219,642	229,642	239,642
其他长期资产	113,147	115,330	124,029	132,711	147,774
总长期资产	1,057,018	1,088,448	1,174,732	1,274,678	1,395,871
总资产	1,695,553	1,803,771	1,923,079	2,105,962	2,364,319
短期贷款	30,594	33,176	34,372	36,112	38,365
应付账款	293,213	296,809	312,954	318,668	350,535
其他短期负债	59,977	61,011	67,111	73,821	81,201
总流动负债	383,784	390,996	414,437	428,601	470,101
长期贷款	132,503	153,984	159,561	165,120	175,696
长期应付账款	61,706	61,706	61,706	61,706	61,706
其他长期负债	35,367	38,817	42,698	46,968	51,665
总长期负债	229,576	254,507	263,965	273,794	289,067
总负债	613,360	645,503	678,403	702,395	759,168
股本	410,507	371,485	369,901	432,001	456,101
储备及其他资本项目	537,972	645,859	725,920	813,988	985,249
股东权益	948,479	1,017,344	1,095,821	1,245,988	1,441,350
记作权益的金融工具	9,655	9,655	9,655	9,655	9,655
非控股权益	124,059	131,269	139,200	147,924	154,146
总权益	1,082,193	1,158,268	1,244,676	1,403,567	1,605,151

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	73,894	81,122	171,862	202,703	233,873
合资企业/联营公司收入调整	(14,344)	8,063	(12,195)	(16,063)	(20,990)
折旧及摊销	48,065	37,150	42,517	49,600	58,516
营运资本变动	(18,150)	3,934	11,586	70	15,172
税费	(26,815)	(15,549)	(35,466)	(38,948)	(44,809)
其他经营活动现金流	80,109	42,821	(27,320)	1,098	1,227
经营活动现金流	142,759	157,541	150,983	198,459	242,989
资本开支	(53,324)	15,000	(10,000)	(11,000)	(12,100)
投资活动	(135,917)	(97,112)	(81,287)	(98,312)	(101,649)
其他投资活动现金流	(9,351)	10,000	(10,000)	(10,000)	(10,000)
投资活动现金流	(198,592)	(72,112)	(101,287)	(119,312)	(123,749)
负债净变动	2,299	(16,159)	(3,264)	(1,941)	3,076
权益净变动	(61,116)	(40,000)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
股息	(881)	(890)	(899)	(908)	(917)
其他融资活动现金流	(4,751)	5,372	5,940	6,539	7,171
融资活动现金流	(64,449)	(51,677)	(28,223)	(26,310)	(20,670)
汇率收益/损失	(8,834)	(9,276)	(9,739)	(10,226)	(10,738)
年初现金	353,485	224,369	248,845	260,579	303,189
年末现金	224,369	248,845	260,579	303,189	391,022

财务比率					
年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	20.446	28.089	55.059	65.650	75.530
全面摊薄每股收益	20.446	27.779	54.752	65.284	75.109
Non-GAAP标准下的每股收益	52.883	56.316	68.468	74.542	82.917
每股账面值	354.555	389.750	425.396	483.691	559.530
利润率分析(%)					
毛利率	36.8	36.7	38.2	38.0	38.2
EBIT利润率	12.5	13.4	19.4	16.8	17.6
净利率	6.4	8.4	14.6	15.9	16.7
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	37.4	37.4	38.1	38.6	38.8
EBITDA利润率	18.5	20.2	21.6	22.7	23.3
净利率	16.0	16.3	17.7	17.6	18.0
盈利能力(%)					
ROA	3.2	4.2	7.6	8.4	8.7
ROE	5.1	6.6	11.9	12.9	13.0
ROIC	5.4	8.2	11.6	10.0	10.0
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.7	1.8	1.8	1.9	2.1
应付账款周转天数	180.1	180.0	180.0	180.0	180.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGOX Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征购或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。