



中信证券
CITIC SECURITIES

天猫 618 迎来开门红，持续关注淘系内容化升级

阿里巴巴-SW (09988.HK&BABA.N) 事项点评 | 2021.6.8

中信证券研究部

核心观点



许英博
首席科技产业
分析师
S1010510120041



杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002



杨清朴
首席新零售分析师
S1010518070001



朱活笙
传媒分析师
S1010521010005



联系人：廖原

2021 天猫 618 参与品牌方共计 25 万家，为去年的 2.5 倍，天猫依然为品牌运营主阵地。丰富的货品、优质服务及购物保障助力天猫 618 迎来开门红，淘宝直播、互动游戏、逛逛等持续的内容化升级，叠加底层技术的快速迭代，有望驱动天猫 618 大促实现强劲增长，释放长期增长动能。阿里巴巴将持续对商户进行投入，致力于为商家提供更好的经营环境，提高经营效能；淘系电商内容化转型亦将给消费者带来体验优化。我们持续看好公司的长期数字科技价值，维持“买入”评级。

618 开卖首日迎来开门红，天猫仍为品牌方运营增长和新品宣发的主阵地。2021 年天猫 618 活动于 5 月 24 日晚 8 点正式开启预售，5 月 24 日至 5 月 31 日为预售期，6 月 1 日正式开卖，活动持续到 6 月 20 日结束，共有 25 万品牌参与，是去年的 2.5 倍，1300 万商品参加活动，其中 140 万为新品首发，天猫仍为品牌方运营增长和新品宣发的首要选择。根据天猫数据，6 月 1 日开售首小时，88VIP 用户的消费额同比增长 221%，美妆、家电、手机数码、服饰家居等 1700+ 个品牌首小时成交额超过去年同期全天，大超商家预期，迎来第一波开门红。丰富多元的商品供给、完善优质的服务保障叠加电商基础设施的强大支撑，今年天猫 618 有望实现强劲增长。

淘宝直播 618 首日表现强劲，助力商家运营转化。淘宝直播 618 活动分为预售预热、开门红、品类日和狂欢日 4 个阶段，分别在新场域渗透、新人群运营、新玩法提效、新货品策略、新内容营销、新生态合作和新账号赋能 7 个方面提升商家运营效率。同时，手淘内淘宝直播与点淘 APP 两端资源联动，助力引爆大促。官方数据显示，6 月 1 日开售首小时，淘宝直播成交额超过去年同期全天。品牌店铺自播也在今年 618 活动中实现爆发，自播成交同比增长超 100%。截至 6 月 1 日上午 11 点，小米、格力、雅诗兰黛、兰蔻等店铺自播成交额超 1000 万元，成交超千万的店铺直播间数量是去年同期的 2 倍以上。达人直播亦延续高增长，根据胖球数据，截至 5 月 25 日 0:00，618 预售首日李佳琦和薇娅直播间销售额、销量和场观分别达 25.65 亿/23.79 亿、849.86 万件/617.42 万件和 1.06 亿/1.04 亿。淘宝直播延续迅猛发展态势，有望助力引爆大促。

淘宝直播技术迭代升级，赋能商户提升用户直播体验。淘系及阿里云团队自研 H.265 编码器助力淘宝直播技术升级，其高压缩、高效率、适应场景广的特点，帮助淘宝直播实现了 720p、800kbs、25fps 编码，相比业界 720p、1600kbs 节省了 50% 带宽。此外，淘宝直播将技术平民化，向商家全面开放直播技术能力：①3D 直播间技术通过高清、打光等提供更立体的商品展示方式，解决家居、新品宣发等场景的问题；②直播看点技术利用 AI 智能技术在直播中实时识别商品，然后利用个性化推荐技术在公域场景分发，帮助商家、主播进行 ROI 转化。我们认为，淘宝直播在技术上具有时间领先窗口，未来也将长期坚持投入，有望在成本管控、画质清晰度和高并发场景稳定性等方面持续优化，持续赋能商户提升用户体验。

内容化升级有望助力淘系电商持续释放增长动能。电商平台内容化、内容平台电商化成为行业趋势，规模优势和即时效率等精细化运营能力将成为下一阶段比拼重点。淘系电商持续建设内容化体系，除直播外，上线互动游戏，搭建生活方式分享平台逛逛，围绕内容电商形态布局点淘，打造流量的创造层，完善从种草到变现的交易闭环，实现从“Shop at 淘宝”到“Live at 淘宝”的升级。淘系电商致力于帮助商家和品牌实现数字化转型，通过内容化建设提升获客，匹配商家经营诉求和用户需求诉求，实现商家经营价值创造和用户价值创造，有望持续释放增长动能。

阿里巴巴-SW 09988.HK

评级	买入 (维持)
美股当前价	219.02 美元
美股目标价	296.00 美元
港股当前价	212.00 港元
目标价	288 港元

■ **预计阿里将持续加大对平台投入，致力于提升商家经营效率及用户体验。**阿里将持续加大对商家的扶持，关注中小商家，降低开店成本，为中小商家减负，推出“服务商家”四大举措，主动挖掘商家经营痛点，帮助中小商家构建完整服务网络。同时，公司计划将 2022 财年所有增量利润及其他额外资本投入于支持商家发展新兴业务和关键战略领域，为商家提供更好的经营环境，提升在消费者中的钱包份额。阿里坚持对商家进行扶持，助力中小商家成长，以构建更加健康多元的商家生态，为商家提供更好的经营环境。

■ **风险因素：**反垄断等政策监管导致经营调整的风险；电商行业渗透放缓、电商平台竞争超预期导致业绩下滑的风险；宏观经济增长放缓导致业绩下滑的风险；疫情影响超预期导致业绩下滑的风险；对外投资布局拖累利润；中美国际因素影响业务开展及股价波动等。

■ **盈利预测、估值及投资建议：**丰富的货品、优质服务及购物保障助力天猫 618 活动迎来开门红，持续的内容化升级，叠加底层技术的快速迭代，也有望助力整个 618 大促实现强劲增长，释放长期增长动能。同时阿里坚持对商户进行扶持，致力于为商家提供更好的经营环境，提高经营效能。我们看好淘系电商持续内容化升级将给消费者带来的体验优化和给商家带来的效率提升，维持阿里巴巴集团 2022~2024 财年收入预测 9,407 亿元/11,757 亿元/14,264 亿元，同比 +31%/+25%/+21%；维持 FY2022-FY2024 净利润 (Non-GAAP) 预测 1,682 亿元/1,913 亿元/2,127 亿元，同比 -2%/+14%/+11%，现价对应公司港股 PE (Non-GAAP) 22x/23x/20x。长期来看，公司作为行业龙头，数字化商业服务领域综合竞争优势显著领先，科技创新及新业务领域投入有望进一步巩固公司精准优势，基于 SOTP 估值测算，我们维持港股 288 港元、美股 296 美元目标价，维持公司港股及美股“买入”评级。

项目/年度	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入 (百万元)	509,711	717,289	940,736	1,175,704	1,426,465
增长率 YoY %	35%	41%	31%	25%	21%
归属普通股净利润 (GAAP)	149,433	150,578	162,446	165,594	177,056
增长率 YoY %	70%	1%	8%	2%	7%
净利润 (Non GAAP)	132,479	171,985	168,191	191,313	212,691
增长率 YoY %	42%	30%	-2%	14%	11%
Adjusted EBITA (百万元)	137,136	170,453	173,216	193,331	220,362
Adjusted EBITA Margin	27%	24%	18%	16%	15%
毛利率	45%	41%	39%	37%	36%
PE (GAAP, US)	26	25	24	23	22
PE (Non GAAP US)	29	22	23	20	18
PE (GAAP, HK)	26	26	24	23	22
PE (Non GAAP, HK)	29	23	23	20	18

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 6 月 7 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入	509,711	717,289	940,736	1,175,704	1,426,465
营业成本	(282,367)	(421,205)	(577,128)	(740,693)	(912,938)
毛利率	45%	41%	39%	37%	36%
研发费用	(43,080)	(57,236)	(79,603)	(100,559)	(122,335)
研发费用率	8%	8%	8%	9%	9%
销售费用	(50,673)	(81,519)	(123,959)	(160,880)	(195,115)
销售费用率	10%	11%	13%	14%	14%
管理费用	(28,197)	(55,224)	(40,282)	(50,783)	(61,304)
管理费用率	6%	8%	4%	4%	4%
营业利润	91,430	89,678	106,363	110,888	124,213
营业利润率	18%	13%	11%	9%	9%
净利息收入及其他非经营性损益	75,215	75,900	71,058	73,926	73,416
利润总额	166,645	165,578	177,421	184,815	197,629
所得税	(20,562)	(29,278)	(28,767)	(23,586)	(25,176)
所得税税率	12%	18%	16%	13%	13%
联营公司份额	(5,733)	6,984	8,247	2,516	3,004
少数股东损益	(9,083)	(7,294)	(5,545)	(1,849)	(1,600)
净利润(GAAP)	149,433	150,578	162,446	165,594	177,056
净利率(GAAP)	29%	21%	17%	14%	12%
净利润(Non GAAP)	132,479	171,985	168,191	191,313	212,691
净利率(Non GAAP)	26%	24%	18%	16%	15%
归属普通股股东净利润(GAAP)	149,263	150,308	162,089	165,323	176,789

现金流量表 (百万元)

指标名称	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
净利润	140,350	143,284	156,901	163,745	175,456
折旧和摊销	33,911	38,816	35,103	37,083	39,247
股权激励	31,742	50,120	53,452	70,542	85,588
营运资金变化	21,418	-	41,163	20,461	36,050
其他经营现金流	-46,814	-434	-70,435	-89,434	-93,138
经营现金流合计	180,607	231,786	216,185	202,397	243,204
资本支出	-45,386	-	-41,641	-39,768	-40,704
其他投资现金流	-62,686	-244,194	48,164	-71,969	-84,646
投资现金流合计	-108,072	-244,194	6,524	-111,737	-125,350
融资现金流合计	70,853	30,082	-13,107	3,592	1,975
汇率变动对现金的影响	4,100	-7,187	-	-	-
期初现金	198,494	345,982	356,469	566,070	660,322
现金及等价物净增加额	147,488	10,487	209,601	94,252	119,828
期末现金	345,982	356,469	566,070	660,322	780,150

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
货币资金	345,982	356,469	566,070	660,322	780,150
短期投资	28,478	152,376	84,159	133,810	193,307
证券投资	4,234	9,807	7,989	7,343	8,380
预付费用，应收账款及其他流动资产	84,229	124,708	155,091	197,507	240,935
流动资产合计	462,923	643,360	813,310	998,982	1,222,773
权益法核算的投资	189,632	200,189	210,198	220,708	231,744
固定资产-物业及设备	103,387	147,412	163,590	177,145	186,769
商誉	276,782	292,771	292,771	292,771	292,771
其他非流动资产	280,261	406,486	413,596	456,003	495,998
非流动资产总计	850,062	1,046,858	1,080,156	1,146,628	1,207,282
资产总计	1,312,985	1,690,218	1,893,465	2,145,610	2,430,054
短期借款	5,154	3,606	3,606	3,606	3,606
应付账款，应计费用及其他负债	161,536	260,929	317,420	399,974	483,857
预收账款及递延收入	38,338	62,489	76,529	95,500	118,728
其他流动负债	36,844	50,334	54,935	55,130	60,420
流动负债合计	241,872	377,358	452,491	554,211	666,611
长期借款	39,660	38,335	37,807	38,601	38,248
无抵押优先票据	80,616	97,381	84,801	87,599	89,927
其他非流动负债	71,186	93,510	77,830	60,918	55,532
非流动负债合计	191,462	229,226	200,439	187,119	183,707
股东权益合计(不含少数股东权益)	755,401	937,470	1,099,916	1,265,510	1,442,567
股东权益合计(含少数股东权益)	870,548	1,074,961	1,231,862	1,395,607	1,571,064
负债和所有者权益总计	1,312,985	1,690,218	1,893,465	2,145,610	2,430,054

关键指标

指标名称	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
增长率:					
营业收入	35%	41%	31%	25%	21%
Adjusted EBITA	28%	24%	2%	12%	14%
Adjusted EBITDA	29%	25%	-1%	12%	14%
Non-GAAP 净利润	42%	30%	-2%	14%	11%
利润率:					
Adjusted EBITA	27%	24%	18%	16%	15%
Adjusted EBITDA	31%	27%	21%	19%	17%
Non-GAAP 净利润	26%	24%	18%	16%	15%

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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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.（金融服务牌照编号：350159）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；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或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INZ000001735，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）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及35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) 024/12/2020。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升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。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

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 2021 版权所有。保留一切权利。