

阿里巴巴(BABA)/阿里巴巴-SW(09988.HK)

FY3Q22 前瞻——核心业务压力进一步增大

公司评级	买入-美股/买入-H
当前价格	129.81 美元/128.80 港元
合理价值	185.95 美元/181.33 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2022-01-10

核心观点:

- 由于 2021 年四季度消费环境更加低迷、广告行业不景气，我们认为 FY3Q22 阿里 CMR 或出现负增长 (-0.3%)，全年收入指引存在进一步调低的可能。(1) 统计局数据显示，10、11 月社零同比增速分别为 4.9%、3.9%，网上商品和服务零售额同比增速分别为 9.5%、3.2%。(2) 天猫战报显示 2021 年双十一销售同比增速约 8.5%。(3) 唯品会下调 4Q21 业绩指引，侧面反映了服饰为代表的可选消费 11 月中旬以来景气度不及预期。(4) 我们认为 FY3Q22 将维持 CMR 增速低于 GMV 增速的趋势，并可能延续至 FY23；ebita margin 亦将走低。
- 我们预期 FY3Q22 商业板块战略型业务亏损额度 207 亿元（人民币，下同），环比略有放大。结合 2021 年阿里投资者日信息，我们认为阿里在淘特、淘菜菜、本地生活的投入态度坚决，业务成长期（对竞争的追赶期）会保持预算充足、争夺市场份额。
- 预期 FY3Q22 云计算收入同比增长 21%。公有云方面，因在线教育、游戏行业经历强监管，该类客户较难贡献增量收入；混合云方面，部分客户在经济下行时期将数字化转型的优先级降低、削减预算，对阿里云收入增长产生负面影响。
- 盈利预测及投资建议：预计 FY22-24 阿里巴巴收入分别为 8483/9354/10356 亿元，对应 18.3%/10.3%/10.7% 增长，non-GAAP 归母净利润分别为 1341/1505/1682 亿元，对应 -25.1%/12.2%/11.8% 增长。基于 SOTP 估值，对 FY23 核心电商利润给予 12X PE 估值、对云计算收入给予 10X PS 估值、叠加战略投资部分（25%折价），对应美股 185.95 美元/ADS、港股 181.33 港元/股的合理价值，均维持“买入”评级。我们认为电商行业政策及竞争格局边际上继续恶化的风险不大，且不利因素已被市场预期，建议关注竞对冲击减弱、消费回暖后阿里巴巴经营基本面的反转机会。
- 风险提示：宏观环境好转慢于预期；抖音等竞对的冲击强于预期；经营监管继续收紧；上市地位变更导致流动性变化。

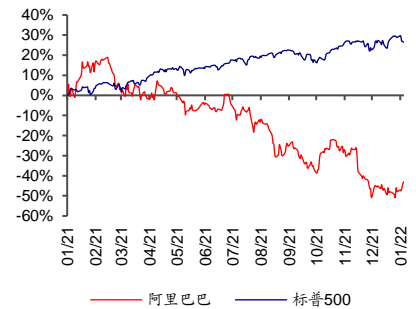
盈利预测:

元指人民币，年份指财年	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	509,711	717,289	848,346	935,406	1,035,626
增长率(%)	35.3%	40.7%	18.3%	10.3%	10.7%
non-GAAP EBITA(百万元)	137,136	170,453	130,325	141,828	157,024
non-GAAP 归母净利润(百万元)	141,344	179,009	134,099	150,509	168,220
增长率(%)	40.3%	26.6%	-25.1%	12.2%	11.8%
non-GAAP EPS (元/ADS)	52.98	66.03	49.47	55.52	62.05
non-GAAP 市盈率 (P/E)	27.5	12.5	16.7	14.9	13.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心（1 美元=6.3742 人民币=7.8013 港元）

识别风险，发现价值

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

阿里巴巴(BABA)/阿里巴巴-SW(09988.HK):FY2Q22 点评: 核心利润马达失速	2021-11-19
阿里巴巴(BABA)/阿里巴巴-SW(09988.HK):FY2Q22 前瞻——消费疲软，主业承压	2021-09-30
阿里巴巴(BABA)/阿里巴巴-SW(09988.HK):FY1Q22 点评——战略业务坚定投资，建造 APP 入口矩阵	2021-08-05

联系人:

童若琰 021-38003652

tongruoyan@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位: 百万元 (RMB)

至 3 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	462,923	588,094	662,709	713,816	753,292
现金及现金等价物	330,503	413,004	455,628	485,484	500,496
其他短期投资	32,712	46,034	54,445	60,032	66,464
应收款项合计	59,403	71,729	84,835	93,541	103,563
存货	14,859	21,519	25,450	28,062	31,069
其他流动资产	25,446	35,809	42,351	46,698	51,701
非流动资产	850,062	1,030,853	1,156,620	1,310,259	1,500,453
固定资产	103,387	141,410	181,596	219,488	256,831
权益性投资	189,632	266,859	315,617	410,303	533,393
商誉及无形资产	337,729	313,956	294,388	277,990	264,629
其他长期资产	219,314	308,629	365,019	402,478	445,600
资产总计	1,312,985	1,618,948	1,819,329	2,024,075	2,253,745
流动负债	241,872	295,898	327,757	346,269	366,797
应付账款及票据	-	-	-	-	-
应交税金	20,190	30,126	38,176	42,093	46,603
短期与即期借款	5,154	5,154	5,154	5,154	5,154
其他流动负债	216,528	260,618	284,427	299,022	315,040
非流动负债	191,462	210,608	231,669	254,836	280,320
负债合计	433,334	506,506	559,426	601,105	647,117
归属母公司股东权益	764,504	990,000	1,131,512	1,290,054	1,469,034
少数股东权益	115,147	122,441	128,391	132,916	137,595
股东权益合计	879,651	1,112,441	1,259,903	1,422,970	1,606,628
负债和股东权益	1,312,985	1,618,948	1,819,329	2,024,075	2,253,745

利润表

单位: 百万元 (RMB)

至 3 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售收入	509,711	717,289	848,346	935,406	1,035,626
销售成本	282,367	421,205	540,901	602,958	666,524
销售费用	50,673	81,519	123,014	135,638	151,206
管理费用	28,197	55,224	34,088	34,780	38,506
研发费用	43,080	57,236	57,837	61,902	68,534
营业利润	92,006	107,906	79,899	86,098	95,323
营业外收入	7,439	7,582	8,369	10,043	12,052
利息收入	72,956	72,794	13,897	15,287	14,523
税前利润	166,645	165,578	97,170	105,933	115,852
所得税	-20,562	-29,278	-33,778	-32,873	-32,873
净利润	140,350	143,284	78,669	91,393	104,979
少数股东损益	-9,083	-7,294	-5,950	-4,524	-4,679
归母净利润	149,263	150,308	84,431	95,730	109,470
non-GAAP 净利润	132,479	171,985	128,337	146,172	163,729
non-GAAP EBITA	137,136	170,453	130,325	141,828	157,024
non-GAAP 归母净利润	141,344	179,009	134,099	150,509	168,220

现金流量表

单位: 百万元 (RMB)

至 3 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	180,607	300,056	204,546	223,111	249,638
净利润	149,433	150,578	84,619	95,918	109,658
折旧摊销	42,524	49,620	54,921	61,797	68,233
营运资金变动	21,418	24,678	8,278	2,848	2,497
其他非现金调整	-32,768	75,180	56,727	62,549	69,250
投资活动现金流	-108,072	-243,733	-189,099	-221,023	-264,859
资本支出	45,386	63,869	75,539	83,291	92,215
投资变动	-163,425	-179,864	-113,560	-137,732	-172,644
筹资活动现金流	70,853	26,178	27,177	27,767	30,234
债务变动	32,145	19,146	21,061	23,167	25,484
权益变动与股利	513	7,032	6,116	4,600	4,750
现金净增加额	147,488	82,501	42,624	29,856	15,012
期初现金余额	198,494	330,503	413,004	455,628	485,484
期末现金余额	345,982	413,004	455,628	485,484	500,496

主要财务比率

至 3 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	35.3%	40.7%	18.3%	10.3%	10.7%
营业利润增长	61.2%	17.3%	-26.0%	7.8%	10.7%
净利润增长	74.9%	2.1%	-45.1%	16.2%	14.9%
获利能力					
毛利率	44.6%	41.3%	36.2%	35.5%	35.6%
净利率	27.5%	20.0%	9.3%	9.8%	10.1%
ROE	19.5%	15.2%	7.5%	7.4%	7.5%
ROIC	14.6%	12.1%	4.5%	4.6%	4.6%
偿债能力					
资产负债率	33.0%	31.3%	30.7%	29.7%	28.7%
流动比率	35.3%	36.3%	36.4%	35.3%	33.4%
速动比率	185%	191%	194%	198%	197%
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.49	0.49	0.49	0.48
存货周转率	43.6	39.4	36.1	35.0	35.0
应收账款周转率	5.62	6.42	6.91	6.76	6.76
每股指标 (元 RMB)					
每股收益(GAAP)	56.8	55.4	31.1	35.3	40.4
每股经营现金流	71.4	118.6	80.9	88.2	98.7
每股净资产	347.8	439.8	498.1	562.6	635.2
估值比率					
P/E(non-GAAP)	27.5	12.5	16.7	14.9	13.3
EV/EBITA(non-GAAP)	26.9	11.5	14.9	13.6	12.3
EV/EBITDA(non-GAAP)	23.4	10.0	11.7	10.3	9.1

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：研究助理，美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：研究助理，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。