

阿里巴巴-SW (09988.HK)

FY2023Q1 季报点评: 中国商业超预期, 未来业绩有望持续改善

买入 (维持)

2022年08月06日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

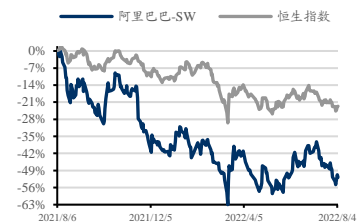
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001  
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2022A	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
营业总收入 (百万元)	853,062	911,950	1,013,178	1,134,004
同比	18.93%	6.90%	11.10%	11.93%
归属母公司净利润 (百万元)	136,388	129,679	152,848	183,142
同比	-20.70%	-4.92%	17.87%	19.82%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	136,388	129,679	152,848	183,142
同比	-20.70%	-4.92%	17.87%	19.82%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	6.4	6.1	7.2	8.6
P/E (现价&最新股本摊薄)	13.0	13.7	11.6	9.7
PE (Non-GAAP)	13.0	13.7	11.6	9.7

股价走势



投资要点

- **本季度收入及利润均超预期:** 阿里巴巴 FY2023Q1 实现收入 2055.55 亿元, 同比微降, 高于彭博一致预期 2030.95 亿元。中国商业业务收入同比下滑 1%, 达到 1419.35 亿元, 彭博一致预期为 1406.37 亿元, 高于彭博一致预期。公司非公认会计准则净利润 302.52 亿元, 同比下降 30%, 彭博一致预期为 283.49 亿元, 利润高于彭博一致预期。
- **核心业务收入同比下滑, 期待疫情后反弹:** 公司核心现金流业务客户管理收入为 722.63 亿元, 同比降低 10%。客户管理收入有所降低, 主要是由于新冠疫情反复导致 4-5 月大多时候供应链和物流中断, 淘宝和天猫的线上实物商品 GMV 有中单位数下降。广告投放受影响较小, 佣金受到疫情影响有较大的下滑。预计未来在疫情结束之后, CMR 将保持增长。
- **本地生活业务减亏显著, 各业务板块未来盈利有望持续改善:** 本地生活服务的亏损绝对值同比收窄, 云业务利润有所下滑, 数字媒体、创新业务亏损绝对值同比扩大; 受到疫情反复、淘菜菜亏损微增影响, 中国商业利润同比下滑, 未来淘菜菜将继续优化定价策略、减少运营成本, 夏季疫情得到控制后, 中国商业板块盈利能力有望持续提升; 国际业务受到俄罗斯和乌克兰冲突所导致的物流和供应链中断、欧盟修订增值税规则、欧元对美元贬值的影响, 未来也有望改善盈利。各个业务更加注重效率和毛利, 未来有望持续减亏。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司国内疫情发酵和海外战争影响海外供应链等原因, 我们将公司 2023/2024/2025 财年 EPS 的盈利预测由 6.1/7.2/8.7 元调整为 6.1/7.2/8.6 元, 2023-2025 财年对应 PE13.7/11.6/9.7 (以 2022/08/05 当天的汇率港币/人民币=0.86 为基准)。公司非常注重各个板块业务的效率的提升, 大规模投入虽然影响短期业绩, 但是有助于构建长期壁垒。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒, 我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 电商行业竞争加剧, 海外扩张不及预期, 市场监管风险。

市场数据

收盘价(港元)	92.90
一年最低/最高价	71.25/192.90
市净率(倍)	2.07
港股流通市值(百万港元)	1,968,096.49

基础数据

每股净资产(港元)	44.84
资产负债率(%)	35.83
总股本(百万股)	21,185.11
流通股本(百万股)	21,185.11

相关研究

《阿里巴巴-SW(09988.HK.): FY2023Q1 季报前瞻: 6 月触底回升, 降本增效未来持续释放利润》

2022-07-08

《阿里巴巴-SW(09988.HK.): FY2022Q4 季报点评: 多项业务亏损收窄, 中国商业超预期》

2022-05-30

《阿里巴巴-SW(09988.HK.): 电商行业竞争加剧, 公司核心商业承压》

2022-02-28

## 内容目录

1. 收入利润均超预期，疫情影响盈利能力 .....	4
2. 多维度业务布局，构筑公司强竞争壁垒 .....	5
3. 核心业务收入同比下滑，期待疫情后的反弹 .....	5
3.1. 获客投入控制合理，用户质量持续提升 .....	6
4. 重资产业务盈利未来有望改善 .....	7
4.1. 本地服务亏损收窄，创新业务稳步推进 .....	7
4.2. 阿里云非互联网客户占比持续提升 .....	8
5. 盈利预测与评级 .....	8
6. 风险提示 .....	9

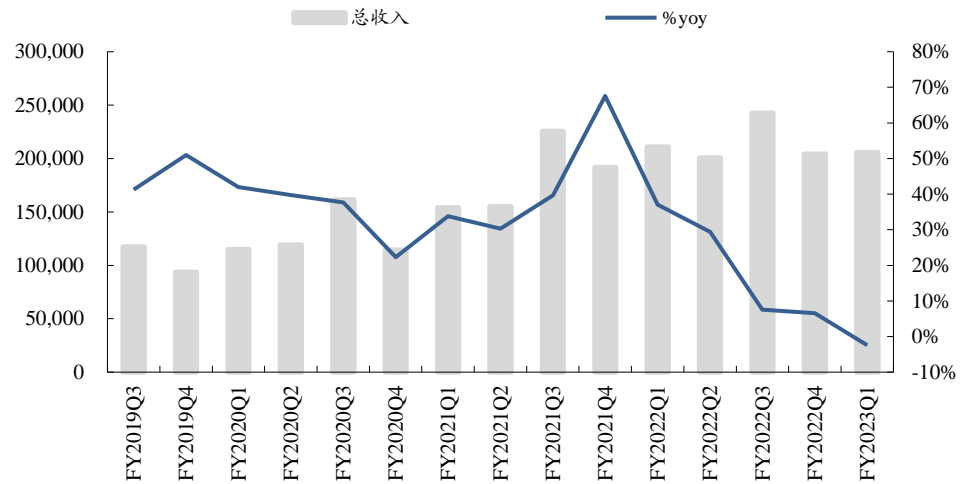
## 图表目录

图 1: 公司季度收入变化情况 (百万元) .....	4
图 2: 公司季度经调整净利润变化 (百万元) .....	4
图 3: 公司经调整 EBITA 变化情况 (百万元) .....	4
图 4: 公司业务构成.....	5
图 5: 各业务 EBITA 盈利情况 (百万元) .....	5
图 6: 公司季度收入变化情况 (百万元) .....	6
图 7: 公司销售费用变动情况 (百万元) .....	6
图 8: 公司主要业务 EBITA Margin.....	7
图 9: 本地服务和菜鸟业务基本情况 (百万元) .....	8
图 10: 云计算业务基本情况 (百万元) .....	8

## 1. 收入利润均超预期，疫情影响盈利能力

阿里巴巴 FY2023Q1 实现收入达 2055.6 亿元，同比微降，高于彭博一致预期 2030.95 亿元。中国商业业务收入同比下降 1%，达到 1419.35 亿元，彭博一致预期为 1406.37 亿元，高于彭博一致预期。公司非公认会计准则净利润 302.52 亿元，同比下降 30%，彭博一致预期为 283.49 亿元，利润高于彭博一致预期。

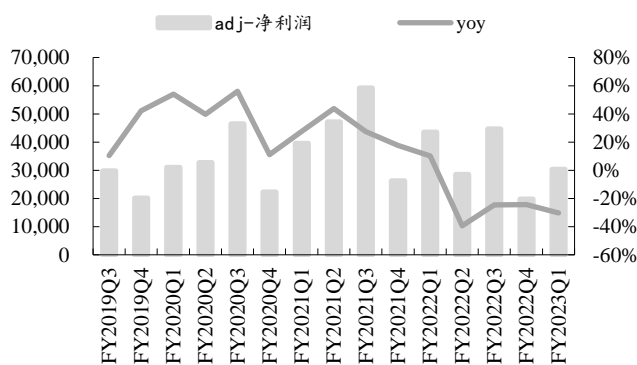
图1：公司季度收入变化情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

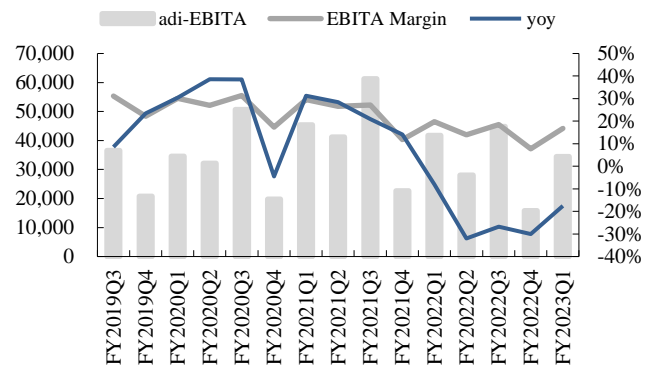
**EBITA Margin 因国内疫情和海外战争原因导致盈利较大下滑：**本季度（指 FY2023Q1，下同）国内由于受到疫情反复影响，供应链和物流中断，GMV 出现下滑、取消订单增加，导致利润下滑。海外俄罗斯和乌克兰冲突所导致的物流和供应链中断、欧盟修订增值税规则带来的影响、汇率波动也影响到海外的利润表现。FY2023Q1 经调整后的 EBITA 规模为 344.19 亿元，较 FY2022Q1 下降 73.12 亿元，同比下滑 17.5%。衡量公司真实盈利能力的 EBITA Margin 同比下降 3.1pct 至 16.7%。

图2：公司季度经调整净利润变化（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：公司经调整 EBITA 变化情况（百万元）

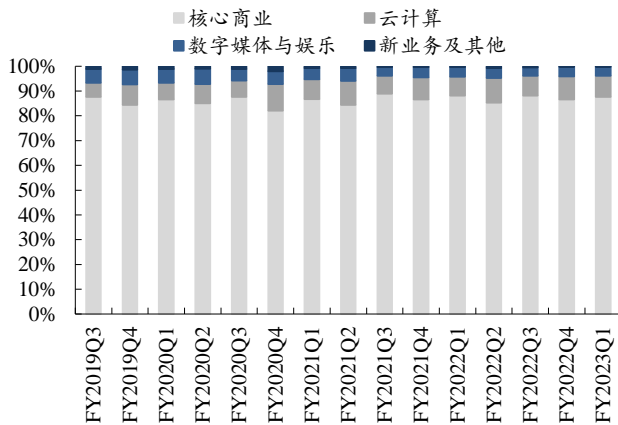


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 多维度业务布局，构筑公司强竞争壁垒

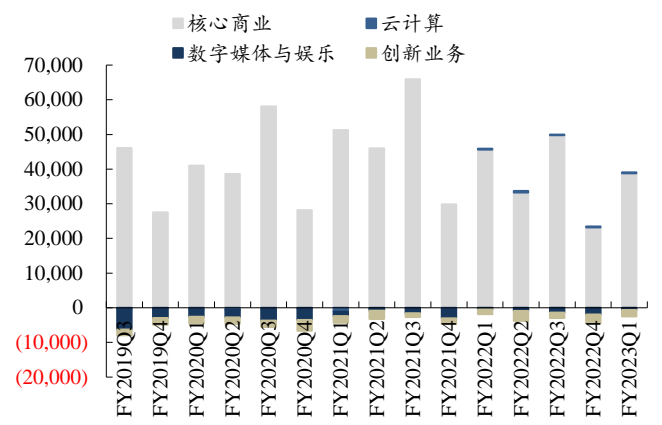
在公司收入结构中，核心商业占比 88%，是公司最主要的现金流业务，也是公司四大业务板块中主要贡献 EBITA 盈利的业务。核心商业包括淘宝、天猫、1688、Lazada 平台等平台电商业务，也包括盒马鲜生、银泰百货等新零售业务，以及菜鸟网络、饿了么等服务基础设施。

图4：公司业务构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：各业务 EBITA 盈利情况（百万元）



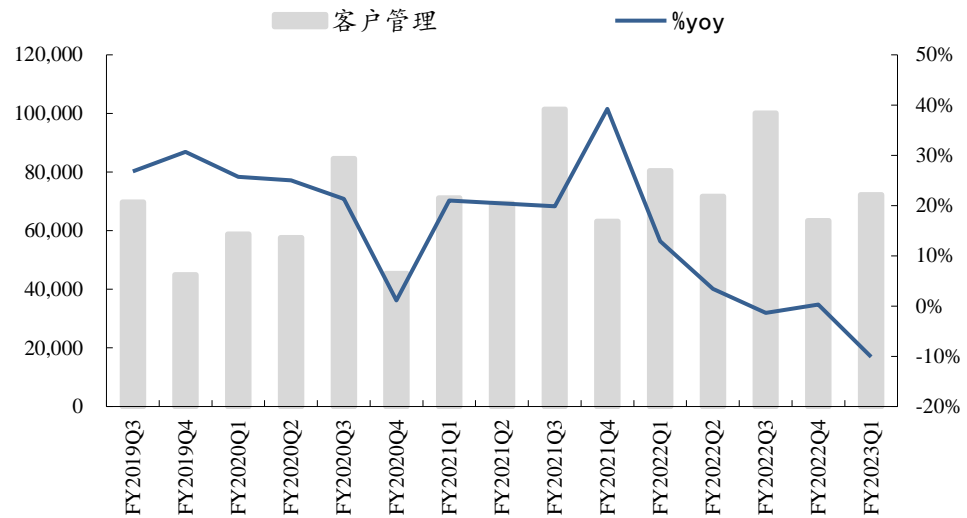
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司通过核心商业的盈利为其他板块投入资本，从而增加了公司在商业领域的渗透纵深，拓展了公司的服务维度，因此可以为用户提供更加多元化的服务，通过交叉销售实现了远高于其他平台的用户 ARPU 值，并增强了用户对平台的粘性。

## 3. 核心业务收入同比下滑，期待疫情后的反弹

FY2023Q1，公司核心现金流业务客户管理收入（由过去的客户管理与佣金合并组成）为 722.63 亿元，同比降低 10%。客户管理收入同比降低，主要是由于新冠疫情反复导致 4-5 月大多时候供应链和物流中断，淘宝和天猫的线上实物商品 GMV 有中单位数下降，取消订单也有所增加。广告投放受到疫情影响较小，佣金则有较大的下滑。预计未来在疫情结束之后，CMR 将保持增长。

图6: 公司季度收入变化情况 (百万元)



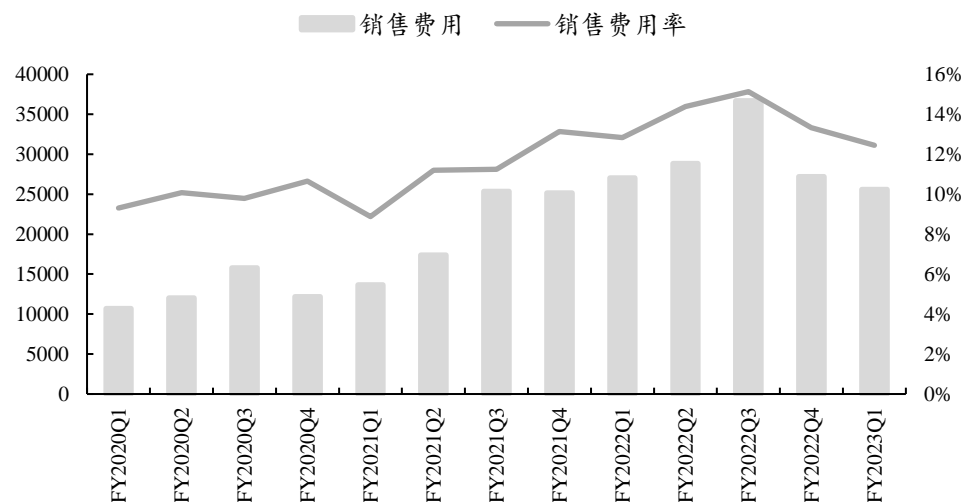
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.1. 获客投入控制合理, 用户质量持续提升

本季度并没有披露新增用户情况, 而更加强调用户质量持续提升。公司目前已经对全国大多数消费者建立消费心智, 本季度用户质量持续提升, 实现更高的消费者留存率, 尤其是消费能力较高的消费者。截至 2022/6/30, 一年内有超过 1.23 亿名年度活跃消费者人均消费超 10000 元; 88VIP 会员数达 2500 万, 每名会员的年平均消费额为超过人民币 57000 元, 购买力强劲。

本季度公司销售费用达 255.78 亿元, 同比降低 5%, 销售费用率为 12.4%, 同比降低 0.4pcts。若不考虑股权激励费用的影响, 预计未来伴随着各个业务的投入减少, 营销费用未来也有望走低。

图7: 公司销售费用变动情况 (百万元)

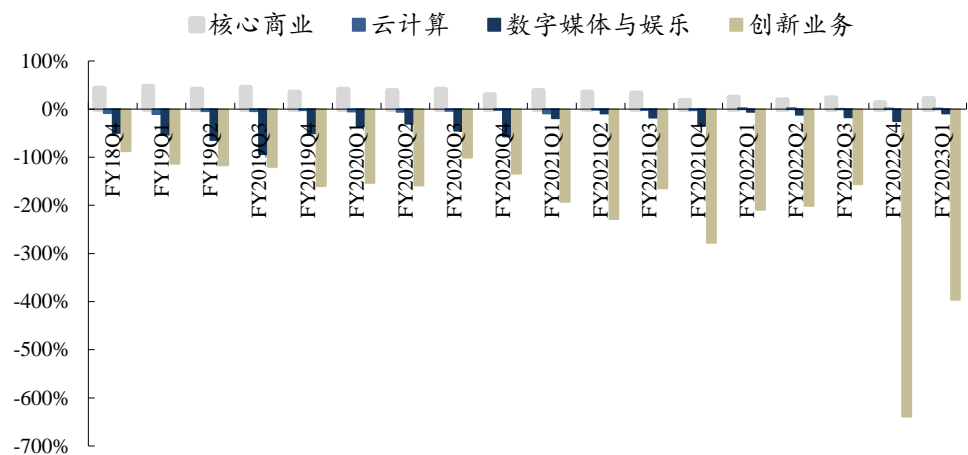


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 重资产业务盈利未来有望改善

下图是公司主要业务盈利情况的变化。可以看到核心商业业务作为公司最主要的盈利来源，其盈利能力近几个季度同比均出现了下滑，主要是因为对淘菜菜、淘宝特价版、淘宝直播等的投入所致。主业的 EBITA Margin 下降的同时，重资产业务同样也在拉低整体公司的盈利，充分体现了本地服务、新零售、菜鸟网络等重资产业务对公司整体盈利能力的重要性，现在各个业务条线成为更为独立的个体，且公司更加强调各个业务条线的盈利和效率，未来重资产业务有望持续改善。

图8：公司主要业务 EBITA Margin



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

##### 4.1. 本地服务亏损收窄，创新业务稳步推进

本地生活服务分部主要包括基于位置服务，如饿了么、淘鲜达、高德（此前于创新业务及其他分部汇报）及飞猪，收入同比增长 5%至 106.32 亿元。EBITA 亏损 30.44 亿元，同比亏损绝对值收窄，公司 2022 年财年以来更加注重企业经营效率，预计未来亏损还将持续改善。

菜鸟网络业务实现收入 121.42 亿元，同比增长 5%，主要增长来自向集团中国零售业务提供的物流解决方案和增值服务的收入增长。本季度，菜鸟总收入中的 70%来自外部客户。FY2023Q1 相比 FY2022Q4 在 EBITA Margin 方面环比有所改善。我们认为随着新冠疫情影响的缓解，菜鸟网络业务的盈利能力将会持续向好。

图9：本地服务和菜鸟业务基本情况（百万元）

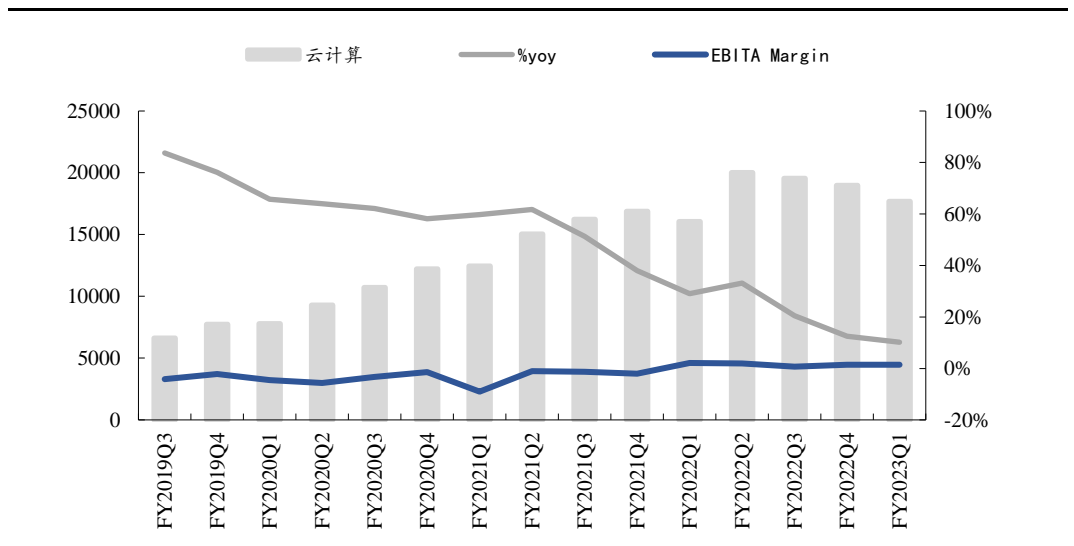
	本地服务 EBITA（百万 元）	菜鸟 EBITA （百万 元）	本地服务 EBITA Margin （%）	菜鸟 EBITA Margin （%）
FY2021Q3	-4,327	-241	-45.38%	-2.12%
FY 2021Q4	-6,633	-585	-81.66%	-5.87%
FY 2022Q1	-4770	-146	-47.23%	-1.26%
FY 2022Q3	-4,987	-92	-41.08%	-0.70%
FY 2022Q4	-5,483	-912	-52.49%	-7.87%
FY 2023Q1	-3044	-185	-28.63%	-1.52%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.2. 阿里云非互联网客户占比持续提升

云计算业务实现收入 176.85 亿元，同比增长 10%，持续高速增长的同时，EBITA Margin 本季度达 1.4%，较上个季度略有下滑。云业务的收入同比增长，反映整体非互联网行业的增长复苏，主要由金融服务、公共服务，以及电讯行业所驱动。云计算业务的收入正变得越来越多元化，非互联网行业客户的收入占比持续提升，最新季度占比达到 53%左右。云计算业务和客户行业状况、宏观经济趋势关系密切，我们认为云计算业务的利润在未来将持续修复。一旦未来经济恢复，云计算业务增速将快速回升。

图10：云计算业务基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 5. 盈利预测与评级

基于公司国内疫情发酵和海外战争影响海外供应链等原因，我们将公司

2023/2024/2025 财年 EPS 的盈利预测由 6.1/7.2/8.7 元调整为 6.1/7.2/8.6 元, 2023-2025 财年对应 PE13.7/11.6/9.7 (以 2022/08/05 当天的汇率港币/人民币=0.86 为基准)。公司非常注重各个板块业务的效率的提升, 大规模投入虽然影响短期业绩, 但是有助于构建长期壁垒。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒, 我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值, 维持公司“买入”评级。

## 6. 风险提示

- 1) 新零售业务竞争加剧, 国内各个平台加大补贴, 阿里巴巴有市场份额下滑风险。
- 2) 海外扩张不及预期, 海外当地运营模式相较国内有较大不同, 且当地龙头电商具有极强的竞争力, 造成公司扩张不及预期。
- 3) 电商法与反垄断等监管风险加大, 网商监管趋严, 造成部分业务扩展受限, 影响到公司业绩表现。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

