

目标价: HK\$135.00

收市价: HK\$92.90

上升/下降空间: +45.3%

中国互联网行业

阿里巴巴-SW (9988.HK)

1Q23A 聚焦用户分层精细化运营, 降本增效有序推进

财务资料

百万人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	717,289	853,062	908,238	1,033,176	1,155,359
增长 (%)	40.7%	18.9%	6.5%	13.8%	11.8%
归母净利润, Non-GAAP	171,985	136,388	119,865	141,264	168,108
股本回报 (%)	16.5%	13.3%	11.0%	11.9%	12.8%
资产回报 (%)	10.6%	8.5%	7.1%	7.7%	8.5%
市销率 (x)	2.8	2.4	2.2	1.9	1.7
市盈率 (x), Non-GAAP	9.5	12.0	13.5	11.5	9.8

资料来源: 公司、安捷证券预测, 数据截至 2022 年 08 月 05 日

1Q23A 降本增效超预期。阿里巴巴发布截至 2022 年 6 月 30 日 1Q23A 财报, 公司实现营收 2,055.6 亿元人民币(同比-0.1%, 环比+0.7%), 符合市场预期。得益于期内公司超预期的降本增效措施推进, 经调整 EBITA 同比-17.5%至 344.2 亿元人民币, 超预期 19.9%; Non-GAAP 调整后净利润达到 302.5 亿元人民币(同比-30.4%, 环比+52.8%), 高于市场预期 4.2%。

全场景消费产品矩阵并行, 聚焦用户精细化耕耘。根据国家统计局数据, 2022 年上半年国内社零总额同比增长 3.1%, 实物商品网上零售额同比增速放缓至 5.6%。1Q23 淘宝及天猫线上实物商品交易总额(GMV)同比录得中单位数下降, 中国商业中客户管理收入同比-10.1%, 主要受到期内 4 月及 5 月疫情封控中断供应链及物流影响, 在 6 月及 7 月物流网络及商流逐步恢复。在数字商业已完成 10 亿年度活跃消费者的基础上, 公司重点由用户规模拓展转移至提升用户钱包份额。在用户侧, 公司在过去两年通过高鑫零售、盒马、淘特、淘菜菜、闲鱼等产品, 覆盖多种消费场景、不同消费层的用户, 业务模式经过早期激烈竞争后进入稳态优化时期, 新业务聚焦区域化深耕提升单位经济效益。同时, 核心平台保持了强势的用户心智。在消费整体疲软的时期, 手机淘宝 DAU 及消费页面浏览量保持稳定。平台年消费一万人民币以上的用户数量超过 1.23 亿, 这部分用户四年留存率保持 98%; 88VIP 用户达到 2,500 万, 人均年度贡献收入达到 5.7 万元人民币。同时, 公司商家侧, 公司积累了强大的平台基础设施及运营支持, 以不断优化的履约及售后服务能力输出稳定向好的用户体验, 强化中国数字商业领域的领先地位。

看好云服务长线结构性机会。1Q23A 公司云计算业务的收入同比增长 10.2%至 176.9 亿元人民币, 其中来自非互联网客户的云服务收入占比达到 53%, 同比提升 5 个百分点。由于技术投入加大及封控远程办公导致的带宽费用增加, 云计算业务 1Q23A 经调整 EBITA 利润率下滑至 1.4%(同比-0.7pct, 环比-0.1pct)。随着金融、公用事业及电信行业的客户需求恢复, 1Q23A 非互联网客户的云服务收入增长超过 20%, 缓冲互联网行业客户需求放缓的影响, 同时阿里云也在关注新能源等朝阳赛道的客户拓展机会, 近期与小鹏汽车达成合作。我们认为, 虽然短期内企业对数字化投入的意愿受到经济增长放缓影响, 长期数字化趋势将带来 GDP 中 IT 支出份额结构性提升。阿里云作为国内份额最大的云服务商, 具有过硬的技术水平及全面的产品矩阵, 截至 FY22A 财年末生态伙伴贡献业务规模达到 185 亿元人民币, 并正持续拓宽不同行业及赛道的客户基础, 将受益于海内外不同行业的长线发展。

维持“买入”评级, 调整目标价至 135.0 港元/股。我们调整公司 FY23E-FY25E 营收分别至 9,082 亿元人民币/10,332 亿元人民币/11,554 亿元人民币, 对应 FY23E-FY25E 将分别实现 19.7%/13.8%/11.8%的同比增长。考虑到公司核心商业短期承压, 中长期核心及增长业务面临持续竞争、海外市场开拓仍需研发推广投入, 我们调整 FY23E-FY25E Non-GAAP 归母净利润至 1,259 亿元人民币/1,490 亿元人民币/1,785 亿元人民币。我们采用 SOTP 估值模型, 分别给予公司核心商业板块 13.0 倍 FY23E P/E, 阿里云板块 8.0 倍 FY23E P/S, 调整目标价至 135.0 港元/股, 对应公司整体 20.0 倍 FY23E Non-GAAP 市盈率水平。

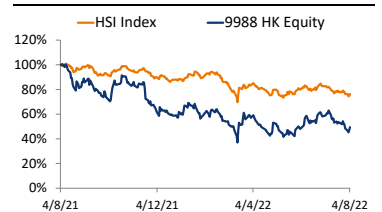


股票数据

收市价(HK\$)	92.90
52 周最高(HK\$)	194.30
52 周最低(HK\$)	71.00
平均每日成交量(mn)	55.66
总股本(mn)	21,185.11
总市值(HK\$m)	1,968,096.72
年初至今涨跌(%)	-21.87
50 日均线(HK\$)	103.60
财政年度	03/2022

资料来源: 彭博, 数据截至 2022 年 08 月 05 日

股价近期表现



资料来源: 彭博

Shiming Liang, CFA
shimingliang@ajsecurities.com.hk

Tina Li
tinali@ajsecurities.com.hk

图 1: 1Q23A 业绩摘要 (百万人民币)

综合收益表摘要 人民币百万元	1Q22A Jun-21	4Q22A Dec-21	1Q23A 实际值	QoQ	YoY
收入	205,740	204,052	205,555	+0.7%	-0.1%
中国商业	144,029	140,330	141,935	+1.1%	-1.5%
国际商业	15,202	14,335	15,451	+7.8%	+1.6%
菜鸟物流服务	11,601	11,582	12,142	+4.8%	+4.7%
本地生活服务	10,099	10,445	10,632	+1.8%	+5.3%
云计算	16,051	18,971	17,685	-6.8%	+10.2%
数字媒体及娱乐	8,073	8,005	7,231	-9.7%	-10.4%
创新业务及其他	685	384	479	+24.7%	-30.1%
收入成本	(124,097)	(138,945)	(129,657)	-6.7%	+4.5%
毛利	81,643	65,107	75,898	+16.6%	-7.0%
毛利率	40%	32%	37%	+5.0 ppt	-2.8 ppt
产品开发费用	(13,519)	(10,944)	(14,193)	+29.7%	+5.0%
销售及市场费用	(27,036)	(27,200)	(25,578)	-6.0%	-5.4%
一般费用及管理费用	(7,168)	(7,415)	(8,433)	+13.7%	+17.6%
无形资产摊销及商誉减值	(3,073)	(2,831)	(2,751)	-2.8%	-10.5%
营业利润	30,847	16,717	24,943	+49.2%	-19.1%
利息收入和投资净收益	14,101	(36,708)	5,369	-114.6%	-61.9%
利息费用	(1,267)	(1,189)	(1,244)	+4.6%	-1.8%
其他净收益(损失)	2,157	1,620	109	-93.3%	-94.9%
税前利润	45,838	(19,560)	29,177	-249.2%	-36.3%
所得税开支	(9,096)	(2,079)	(5,399)	+159.7%	-40.6%
权益法核算的投资损益	6,093	3,282	(3,480)	-206.0%	-157.1%
净利润	42,835	(18,357)	20,298	-210.6%	-52.6%
净利率	20.8%	-9.0%	9.9%	+18.9 ppt	-10.9 ppt
归属于本公司权益持有人净利润	45,141	(16,241)	22,739	-240.0%	-49.6%
Non-GAAP 净利润	43,441	19,799	30,252	+52.8%	-30.4%
Non-GAAP 归母净利润	45,745	21,454	31,355	+46.1%	-31.5%
归属于本公司权益持有人的每股盈利 (每股人民币元)					
-基本	2.08	-0.76	1.07	-240.7%	-48.6%
-摊薄	2.05	-0.76	1.06	-240.1%	-48.1%
归属于本公司权益持有人的每股盈利 (每股人民币元) · Non-GAAP					
-基本	2.10	1.00	1.47	+46.8%	-30.0%
-摊薄	2.08	1.00	1.47	+46.3%	-29.4%

资料来源: 公司、安捷证券

注: 1Q22A 分部为经重列后与1Q23A 口径一致数字

图 2: 财务摘要 (百万人民币)

利润表 (百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	717,289	853,062	908,238	1,033,176	1,155,359
中国商业	503,500	598,255	620,532	704,128	785,507
国际商业	48,851	61,078	67,073	76,496	85,199
菜鸟	37,258	46,107	51,518	59,246	66,356
本地生活	31,537	42,198	50,493	59,077	67,938
云计算	60,120	74,568	84,528	98,897	113,732
数字媒体及娱乐	31,186	32,272	31,025	31,956	32,915
创新业务及其他	4,837	3,535	3,068	3,375	3,713
营业成本	421,205	539,450	580,497	656,218	730,357
毛利	296,084	313,612	327,741	376,958	425,003
市场营销成本	81,519	119,799	125,149	139,265	152,268
行政管理费用	55,224	31,922	35,465	38,794	41,649
产品开发费用	57,236	55,465	61,407	66,755	75,962
营运利润	157,996	49,027	107,757	130,081	153,042
其他收益	7,582	10,523	8,559	9,777	10,581
除税前溢利	165,578	59,550	116,316	139,858	163,624
净利润	143,284	47,079	94,134	113,100	132,242
Non GAAP 净利润	171,985	136,388	117,093	138,492	166,260
Non GAAP 归母净利润	178,954	143,515	125,881	148,996	178,496
Non GAAP 每股摊薄盈利 (人民币)	8.14	6.46	5.61	6.58	7.80
Non GAAP 每股摊薄盈利 (港币)	9.77	7.76	6.74	7.89	9.36

资产负债表 (百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	321,262	189,898	382,169	385,953	403,579
流动资产总额	643,360	638,535	595,240	630,864	679,196
物业, 厂房和设备	147,412	171,806	260,725	345,624	430,142
无形资产	70,833	59,231	68,362	67,126	67,744
非流动资产总额	1,046,858	1,057,018	1,220,973	1,331,733	1,441,862
总资产	1,690,218	1,695,553	1,816,213	1,962,597	2,121,058
借款	3,606	8,841	5,867	6,105	4,304
应付款项	25,486	21,753	41,414	46,816	52,105
流动负债总额	377,358	383,784	414,053	436,674	456,943
长期借款	38,335	38,244	38,746	38,442	38,477
应付商业票据借款	97,381	94,259	90,752	94,131	93,047
非流动负债总额	229,226	229,576	235,169	245,511	251,141
负债总额	606,584	613,360	649,222	682,185	708,084
股东权益合计	1,083,634	1,082,193	1,166,992	1,280,412	1,412,974

现金流量表 (百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动所得现金净额	231,786	58,810	205,198	154,003	180,818
投资活动所得现金净额	-244,194	-163,416	-31,178	-182,618	-189,379
融资活动所得现金净额	30,082	-63,546	6,787	20,617	14,127
现金增加 (减少) 净额	-24,720	-131,364	192,271	3,784	17,625
现金净值 - 期初余额	345,982	321,262	189,898	382,169	385,953
现金净值 - 期末余额	321,262	189,898	382,169	385,953	403,579

财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	41.3%	36.8%	36.1%	36.5%	36.8%
经营利润率	22.0%	5.7%	11.9%	12.6%	13.2%
Non-GAAP EBITDA 利润率	27.4%	18.5%	18.2%	20.3%	21.0%
Non-GAAP 净利率	24.0%	16.0%	12.9%	13.4%	14.4%
产品开发费用率	8.0%	6.5%	6.8%	6.5%	6.6%
营销费用率	11.4%	14.0%	13.8%	13.5%	13.2%
一般及行政管理费用率	7.7%	3.7%	3.9%	3.8%	3.6%
资产回报率	10.6%	8.5%	6.9%	7.6%	8.4%
股本回报率	16.5%	13.3%	10.8%	11.6%	12.6%

增长 (同比)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	40.7%	18.9%	6.5%	13.8%	11.8%
毛利	30.2%	5.9%	4.5%	15.0%	12.7%
营运利润	-0.8%	-69.0%	119.8%	20.7%	17.7%
归母净利润, Non-GAAP	26.6%	-19.8%	-12.3%	18.4%	19.8%

估值比较	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
P/S (x)	2.8	2.4	2.2	2.0	1.7
P/E (x), Non-GAAP	9.5	12.0	13.8	11.8	9.9

资料来源: 公司、安捷证券预测, 数据截至 2022 年 08 月 05 日

免责声明

分析员认证/利益披露事项

1. 本研究报告中所表达的意见，准确地反映了分析员对于有关证券或发行人的个人观点。研究分析员的薪酬与在研究报告中表达的具体建议或观点没有任何直接或间接的相关。
2. 分析员或与其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
3. 分析员或与其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
4. 安捷证券或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值 1% 或以上的财务权益。
5. 分析员确认截至在就发行人的投资研究发出前 30 日内及就发行人的投资研究发出后的 3 个营业日内并未及将不会交易或买卖涉及其评论的发行人的任何证券。

免责声明

本研究报告内容既不代表安捷证券有限公司(“安捷证券”)或其集团公司的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。本公司或其集团公司毋须承担因使用本研究报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

安捷证券或其集团公司有可能会与本研究报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

安捷证券尽力确保研究报告中的准确性、完整性、可靠性与及时性，但并不承诺或保证有关资料的准确性、完整性、可靠性与及时性，亦不会承担因阅读或引用本研究报告致损失的任何法律责任(不论民事、合约或其他责任)。

安捷证券可能已刊发与本研究报告不一致及与本研究报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、市场状况、观点及编制报告之分析员之分析方法。

本研究报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

安捷证券或其集团公司之董事或雇员，如有投资于本研究报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本研究报告所述的观点并不一致。

安捷证券的销售员、交易员和其它专业人员可能会向安捷证券的客户或与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。安捷证券或其集团公司的其它部门可能会做出与本研究报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告的编制仅供一般刊发，并无考虑收取本研究报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需要。同时，本研究报告并非针对或意图向任何属于任何司法管辖范围的市民或居民或身处于任何司法管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布、公布、可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令安捷证券或其集团公司在此等司法管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

本研究报告之所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。

安捷证券保留所有权利。除非特别允许，本研究报告任何部分不得未经安捷证券事先书面许可以任何方式进行复制或转载。安捷证券概不承担第三方此方面行为的任何责任。