

FY2023Q1 财报点评：CMR 韧性好于预期，双重主要上市优化投资者结构

2022 年 8 月 4 日阿里巴巴披露 2023 财年第一季度财报，FY2023Q1 公司实现营收 2055.55 亿元，同比降低 0.1%，Non-GAAP 净利润为 302.52 亿元，同比下降 30.4%。

活跃用户增长放缓，更加注重用户质量提升。根据 QuestMobile 数据，2022 年 4-6 月，淘宝 MAU 分别为 8.34/8.55/8.75 亿，同比增长 6.94%/6.00%/5.48%，淘特 MAU 分别为 1.30/1.28/1.12 亿，同比增长 27.25%/28.35%/-0.01%。即便在疫情背景下淘宝和天猫消费者仍具较高留存率，截至 2022 年 6 月 30 日的 12 个月，共有超 1.23 亿在淘宝、天猫年度消费额超 1 万元的消费者，该部分人群的跨年活跃率约 98%；同时，还有 2500 万名年平均消费超 5.7 万元的 88VIP 会员。在阿里高消费群体的带动下，疫情期间用户的活跃度和质量仍具韧性，未来将继续优化现有用户的服务，聚焦不同消费群体消费额的高质量增长。

CMR 韧性好于预期，长期能力积累支撑发展潜力。 FY2023Q1 公司实现营收 2055.55 亿元，同比降低 0.1%。**中国商务方面**，客户管理收入 722.63 亿元，同比降低 10%，本季度淘宝天猫 GMV 同比下降中个位数，韧性好于预期，CMR 增速低于 GMV 增速因为佣金收入确认受履约因素影响有所滞后，以及广告受疫情影响投放意愿下降。直营及其他业务收入 647.14 亿，同比增长 8.4%，盒马和阿里健康贡献较多增长，本季度盒马 GMV 同比增长超过 30%。中国批发商务收入同比增长 26.4%至 49.58 亿元，增长主要来源于付费会员的免税批发业务和用户增值服务。本季度中国商务经调整 EBITA 同比下降 14%至 435.74 亿元，对应利润率同比下降 4.6pct 至 30.7%。**国际商务方面**，本季度实现收入 154.51 亿元，同比增长 1.6%，其中零售收入同比出现负增长，在高基数前提下，本季度 Lazada 受东南亚大环境影响增速放缓同时 AE 和 Trendyol 继续保持弱势；国际批发收入本季度增速有所下滑，主要因为随着海外国家放弃新冠清零政策后供应链逐步恢复，对中国供应链商品的需求降低，同时国内受疫情影响，出口口岸也受到影响。**本地生活服务方面**，本季度实现收入 106.32 亿，同比增长 5.3%，高于此前指引，饿了么的非餐业务 GMV 同比增长超过 50%。**云业务收入** 176.85 亿元，同比增长 10.2%，低于此前指引，虽然非互联网行业上云需求复苏，本季度收入占比提升 5pct 达到 53%，但以互联网客户为主体的公有云增速放缓非常明显，短期寻找大规模、高增速的替代客户群体难

阿里巴巴-SW (9988.HK)

维持
买入
孙晓磊

sunxiaolei@csc.com.cn

18811432273

SAC 执证编号：S1440519080005

SFC 中央编号：BOS358

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

18627096223

SAC 执证编号：S1440520110001

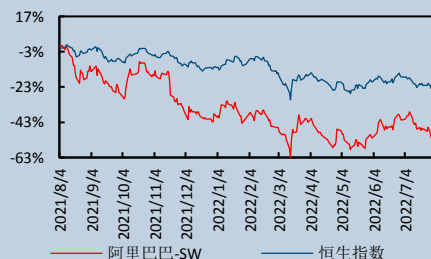
发布日期：2022 年 08 月 05 日

当前股价：90.35 港元

目标价格 6 个月：131 港元

主要数据
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-19.26/-9.68	-9.92/-3.59	-53.31/-28.77
12 月最高/最低价 (港元)		197.6/71.0
总股本 (万股)		2,118,510.75
流通 H 股 (万股)		2,118,510.75
总市值 (亿港元)		19,140.74
流通市值 (亿港元)		19,140.74
近 3 月日均成交量 (万股)		6,005.69
主要股东		
SoftBank		24.85%

股价表现

相关研究报告

【中信建投海外研究】阿里巴巴-SW(9988):阿里巴巴 FY1Q2023 前瞻：业绩底已现，静待宏观经济及消费继续

22.07.05

度大，同时在宏观经济下行压力影响下企业预算吃紧难以保持数字化转型的持续高投入，预计阿里云今年将更加聚焦收入的高质量增长。**其他业务方面**，菜鸟实现收入 121.42 亿，同比增长 4.7%；数字媒体娱乐实现收入 72.31 亿，同比下降 10.4%；创新及其他业务收入 4.79 亿，同比下降 30%。

双重主要上市有利于优化投资者结构，入通有望改善流动性。2022 年 7 月 26 日阿里宣布集团管理层申请在香港联合交易所主板主要上市，相关主要上市流程预期将于 2022 年底前完成，之后将于纽交所及港交所双重主要上市。集团 2019 年 11 月在香港二次上市，2022 年 6 月 30 日止六个月，集团股份于香港市场和美国市场的日均交易量分别为 7 亿美元和 32 亿美元，考虑到投资者基础的扩大、流动性的增强和大中华区业务的高比重，阿里选择将香港作为主要上市地。

盈利预测与估值：预计 FY2023-2024 阿里巴巴的收入增速分别为 8.73%和 17.81%，Non-GAAP 净利润增速分别为-6.74%和 11.46%。采用分部估值法，对应中国商务、阿里云的每 ADS 估值分别为 101 美元和 32 美元，目标价为 134 美元/ADS，对应港股 131 港币/股。

风险提示：国内疫情反复；宏观经济及社零增长疲弱；行业监管风险；新业务减亏不及预期；软银减持风险；中概股退市风险。

图表1： 阿里巴巴盈利预测

资产负债表	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	利润表（百万元）	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E
总流动资产	643,360	638,535	605,934	904,793	营业收入	717,289	853,062	927,528	1,092,760
总非流动资产	1,046,858	1,057,018	1,172,458	1,240,376	营业成本	(421,205)	(539,450)	(586,540)	(691,027)
总资产	1,690,218	1,695,553	1,778,392	2,145,169	销售费用	(81,519)	(119,799)	(130,257)	(153,461)
总流动负债	377,358	383,784	385,493	405,429	管理费用	(55,224)	(31,922)	(34,709)	(40,892)
总非流动负债	229,226	229,576	226,439	223,376	研发费用	(57,236)	(55,465)	(60,307)	(71,050)
总负债	606,584	613,360	611,932	628,806	无形资产摊销	(12,427)	(11,647)	(11,260)	(11,281)
普通股股本	1	1	1	1	商誉减值损失	0	(25,141)	(10,000)	(10,000)
储备	965,205	993,511	1,096,717	1,480,153	EBIT	89,678	69,638	94,457	115,049
库存股	0	2,221	2,221	2,221	利息收入及投资损益	72,794	(15,702)	10,708	13,168
其他综合性收益	(19,063)	(33,157)	(26,110)	(29,634)	利息支出	(4,476)	(4,909)	(4,909)	(4,909)
归属母公司股东权益	946,143	958,134	1,068,387	1,448,300	其他收益	7,582	10,523	6,441	8,482
少数股东权益	137,491	124,059	98,072	68,064	EBT	165,578	59,550	106,696	131,790
股东权益合计	1,083,634	1,082,193	1,166,459	1,516,363	所得税	(29,278)	(26,815)	(26,674)	(46,146)
总权益及负债	1,690,218	1,695,553	1,778,392	2,145,169	应占股权投资损益	6,984	14,344	626	7,485
					净利润(含少数股东权益)	143,284	47,079	80,648	93,129
现金流量表					Non-GAAP 净利润	171,985	136,388	127,199	141,773
经营活动所得现金净额	231,786	142,759	154,347	204,100					
投资活动所得现金净额	(244,194)	(198,592)	(132,170)	19,835	关键比率				
融资活动所得现金净额	30,082	(64,449)	442	464	营业收入 YOY	40.72%	18.93%	8.73%	17.81%
汇率变动	(7,187)	(8,834)	0	0	OPM	12.50%	8.16%	10.18%	10.53%
现金及现金等价物增加/减少净额	10,487	(129,116)	22,620	224,399	Non-GAAP EBITA margin	23.76%	12.34%	14.34%	14.45%
年初的现金及现金等价物	345,982	356,469	227,353	249,973	Non-GAAP 净利润 YOY	29.82%	-20.70%	-6.74%	11.46%
年末的现金及现金等价物	356,469	227,353	249,973	474,372	Non-GAAP 净利率	23.98%	15.99%	13.71%	12.97%

资料来源: Bloomberg, 中信建投

分析师介绍

孙晓磊：海外研究首席分析师，北京航空航天大学硕士，游戏产业和金融业 6 年复合从业经历，专注于互联网研究，对腾讯、网易、阿里、美团、阅文等互联网巨头有较为深入的理解。2019 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2020 年、2021 年新财富港股及海外最佳研究团队第五名。

于伯韬：FRM，香港大学金融学硕士，武汉大学经济学学士，4 年港股策略及行业从业经历，2021、2020 年新财富港股及海外最佳研究团队第五名成员，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名成员，2019 年新浪金麒麟策略研究第六名成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
弱于大市		相对跌幅 10%以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk