

# 阿里巴巴-SW (09988.HK)

## 用户分层运营，持续降本增效

**阿里本财季收入同比持平。**阿里 23Q1 财季实现收入 2055.6 亿元，同比持平，其中中国商业、国际商业、本地生活、菜鸟、云业务分别为 1419/155/106/121/177 亿元，同比变化-1%/2%/5%/5%/10%。调整后 EBITA 同比下降 18%至 344 亿元，主要由于疫情影响电商 GMV、从而导致客户管理收入同比下降。经调整归母净利润 313.6 亿元、同比下降 31%。

**注重用户分层运营，提升钱包份额。**上季度阿里已经实现了 10 亿国内消费者的目标，未来阿里将聚焦不同消费群体钱包份额的增长，而非追求国内绝对用户规模增长。对此，阿里将做好用户分层、分类运营，通过建立多元消费矩阵提供不同服务。截至 2021 年 6 月的 12 个月，在淘宝天猫上消费超 1 万元的 AAC 中有约 98%在过去 12 个月继续保持活跃，环比上季度持平。23Q1 财季超过 1.23 亿 AAC 在淘宝天猫人均消费超 1 万元。88VIP 会员 2500 万人，ARPU 超 5.7 万元。

**中国商业：疫后边际复苏，多维度服务消费者。**本季度客户管理收入 723 亿元、同比下降 10%，主要由于疫情扰动，淘宝天猫 GMV 同比下降中个位数。随着疫情缓和、物流和供应链问题逐步改善，6 月经营逐步恢复、7 月延续改善趋势。

目前，阿里致力于推进远中近场融合布局，从消费者需求出发，形成 1) 淘宝天猫为主的远场电商、2) 以城市仓为主的中场电商、以及 3) 同城零售、饿了么、淘菜菜等为主的近场电商，多维度服务消费者。

**国际商业：短期受地缘局势影响，继续加强基础设施建设。**国际零售方面，本季度整体订单量同比下降 4%，主要由于欧盟 VAT 税收政策修改、欧元对美元贬值、俄乌冲突等影响导致速卖通订单量减少，Lazada、Trendyol 订单量依然保持稳健增长、同比增长 10%、46%。目前国际零售业务年度 GMV 已超过 500 亿美元。国际批发业务本季度收入同增 12%、alibaba.com 零售额同增 16%。未来阿里将不断完善中国到欧洲跨境物流网络和东南亚本地市场的物流网络建设。

**云计算：需求有所波动，结构持续优化。**本季度阿里云同比增长 10%、增速放缓，主要由于互联网行业客户的需求减弱、在线教育客户收入减少、以及此前一大客户流失。其中，非互联网客户收入贡献稳步上升，本季度占比 53%、同比提升 5 个百分点。云业务 EBITA margin 为 1.4%，规模效应有望推动未来盈利将逐步释放。

**优化“局域网”业务，推动降本提效。**未来，阿里将继续着力降本增效：1) 对于全国范围的“广域网”平台业务，加强用户分层运营，巩固消费者心智。2) 对于跟位置密切相关的“局域网”业务，如淘菜菜、盒马、饿了么等，将有更聚焦的城市策略或者地区策略，在“局域网”内实现规模经济、降低单位成本。本季度，通过控制获客投入、优化物流履约成本、提高客单等方式，淘特亏损同比和环比均大幅收窄，淘菜菜亏损环比大幅收窄，饿了么 UE 实现转正。本地生活服务经调整 EBITA margin 由去年同期的-47.2%提升至本季度-28.6%。

**维持“买入”评级。**我们预计阿里巴巴 2023-2025 财年收入为 9035/10011/ 11025 亿元；non-GAAP 归母净利达 1342/1555/1774 亿元。基于核心电商 10x 2024e P/E、云计算 5x 2024e P/S、大文娱和创新业务 2x 2024e P/S，给予阿里巴巴港股 (9988.HK)142 港元/美股(BABA.N)144 美元目标价，维持“买入”评级。

**风险提示：**监管影响超预期，电商、云计算进展不及预期，疫情反复超预期

财务指标	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入(百万元)	717,289	853,062	903,481	1,001,139	1,102,528
增长率 yoy (%)	41%	18.9%	6%	11%	10%
Non-GAAP 归母净利(百万元)	178,954	143,515	134,187	155,484	177,427
增长率 yoy (%)	27%	-20%	-6%	16%	14%
Non-GAAP EPS (元/股)	8.14	6.62	6.28	7.27	8.30
净资产收益率 (%)	16%	9%	10%	11%	11%
P/E (倍)	8.8	10.8	11.4	9.9	8.7
P/B (倍)	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1

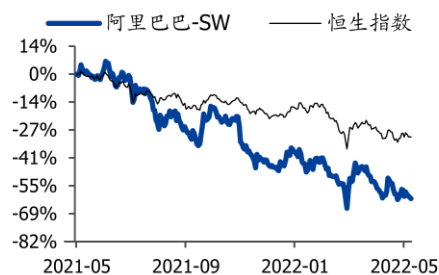
资料来源：公司公告，国盛证券研究所。注：股价为 2022 年 8 月 8 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	互联网软件与服务
前次评级	买入
8月8日收盘价(港元)	88.80
总市值(百万港元)	1,881,237.55
总股本(百万股)	21,185.11
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	54.29

### 股价走势



### 作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 朱若菲

执业证书编号：S0680522030003

邮箱：zhuruofei@gszq.com

### 相关研究

- 《阿里巴巴-SW (09988.HK): 疫后边际复苏，持续降本增效》2022-07-10
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK): 22Q4 财季业绩超预期，持续降本增效》2022-05-27
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK): 疫情短期扰动，长期业务多元化增长》2022-04-10

**财务报表和主要财务比率**

会计年度	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
<b>流动资产</b>	643,360	638,535	771,856	935,489	1,123,831
现金	321,262	189,898	352,045	498,964	669,955
应收票据及应收账款	124,708	145,995	154,624	171,337	188,689
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	197,390	302,642	265,187	265,187	265,187
<b>非流动资产</b>	1,046,858	1,057,018	1,090,420	1,135,832	1,185,529
长期投资	237,221	223,611	242,510	261,409	280,308
固定资产	147,412	171,806	189,662	206,491	222,813
无形资产	70,833	59,231	39,808	27,156	18,801
其他非流动资产	591,392	602,370	618,440	640,776	663,607
<b>资产总计</b>	1,690,218	1,695,553	1,862,275	2,071,321	2,309,361
<b>流动负债</b>	377,358	383,784	412,200	452,672	496,284
短期借款	3,606	8,841	11,841	14,841	17,841
应付票据及应付账款	260,929	271,460	291,846	321,902	354,476
其他流动负债	112,823	103,483	108,513	115,930	123,967
<b>非流动负债</b>	229,226	229,576	229,576	229,576	229,576
长期借款	38,335	38,244	38,244	38,244	38,244
其他非流动负债	190,891	191,332	191,332	191,332	191,332
<b>负债合计</b>	606,584	613,360	641,776	682,248	725,860
少数股东权益	137,491	124,059	133,823	143,587	153,351
股本及其他	-3,089	-15,929	-15,929	-15,929	-15,929
资本公积	394,308	410,506	440,065	472,818	508,889
留存收益	554,924	563,557	662,540	788,596	937,190
归属母公司股东权益	946,143	958,134	1,086,676	1,245,485	1,430,150
<b>负债和股东权益</b>	1,690,218	1,695,553	1,862,275	2,071,321	2,309,361

会计年度	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
<b>经营活动现金流</b>	231,786	142,759	223,777	246,004	270,075
净利润	143,284	47,079	108,747	135,820	158,358
折旧摊销	47,909	48,065	54,892	49,147	45,357
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-67,333	20,513	20,479	20,479	20,479
营运资金变动	50,508	-18,150	10,100	7,805	9,812
其他经营现金流	57,418	45,252	29,559	32,754	36,071
<b>投资活动现金流</b>	-244,194	-198,592	-102,085	-102,085	-102,085
资本支出	-36,160	0	0	0	0
长期投资	-15,754	-8,447	-9,383	-9,383	-9,383
其他投资现金流	-192,280	-190,145	-92,702	-92,702	-92,702
<b>筹资活动现金流</b>	30,082	-64,449	3,000	3,000	3,000
短期借款	-659	2,299	3,000	3,000	3,000
长期借款	32,008	-9,585	0	0	0
普通股增加	-598	-61,116	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-669	3,953	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	10,487	-129,116	124,692	146,919	170,990

会计年度	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
<b>营业收入</b>	717,289	853,062	903,481	1,001,139	1,102,528
营业成本	421,205	539,450	579,962	639,689	704,420
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	151,182	186,911	177,094	187,936	198,153
管理费用	55,224	31,922	36,350	40,046	44,101
财务费用	4,476	4,541	4,637	4,734	4,830
资产减值损失	0	25,141	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	79,778	33,334	14,244	21,008	26,277
<b>营业利润</b>	164,980	98,431	119,681	149,742	177,301
营业外收支	7,582	10,523	6,109	8,000	8,000
<b>利润总额</b>	172,562	108,954	125,790	157,742	185,301
所得税	29,278	26,815	25,636	31,783	36,900
<b>净利润</b>	143,284	82,139	100,154	125,959	148,401
少数股东损益	7,024	7,617	9,764	9,764	9,764
<b>GAAP 归属母公司净利润</b>	150,308	89,756	109,918	135,723	158,165
<b>调整后 EBITDA</b>	170,453	130,397	151,725	179,620	206,680
<b>Non-GAAP 归母净利</b>	178,954	143,515	134,187	155,484	177,427
<b>Non-GAAP EPS (元)</b>	8.14	6.62	6.28	7.27	8.30

会计年度	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	41%	19%	6%	11%	10%
营业利润	-2%	-22%	58%	21%	17%
归属于母公司净利润	27%	-20%	-6%	16%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.3%	36.8%	35.8%	36.1%	36.1%
净利率	24.9%	16.8%	14.9%	15.5%	16.1%
ROE	15.9%	9.4%	10.1%	10.9%	11.1%
ROIC	6.7%	3.5%	7.3%	7.8%	8.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36%	36%	34%	33%	31%
净负债比率	-19%	-5%	-19%	-28%	-36%
流动比率	170%	166%	187%	207%	226%
速动比率	170%	166%	187%	207%	226%
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	48%	50%	51%	51%	50%
应收账款周转率	687%	630%	601%	614%	612%
应付账款周转率	3460%	4568%	5332%	5881%	6477%
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	8.14	6.62	6.28	7.27	8.30
每股经营现金流(最新摊薄)	10.54	6.58	10.46	11.50	12.63
每股净资产(最新摊薄)	43.04	44.18	50.82	58.24	66.88
<b>估值比率</b>					
P/E	8.8	10.8	11.4	9.9	8.7
P/B	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9	12	10	7	6

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 8 日收盘价

图表 1: 阿里巴巴财务预测: 年度

财年	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023e	FY 2024e	FY 2025e
中国商业年度活跃买家数 (百万)	726	811	903	930	947	954
同比增速	11%	12%	11%	3%	2%	1%
<b>收入 (百万)</b>	<b>509,711</b>	<b>721,447</b>	<b>853,062</b>	<b>903,481</b>	<b>1,001,139</b>	<b>1,102,528</b>
中国商业	345,177	495,631	592,705	607,654	649,131	691,126
国际商业	33,917	48,851	61,078	68,096	81,239	94,266
本地生活服务	25,440	33,599	43,491	50,702	60,843	73,011
菜鸟	22,233	37,258	46,107	53,877	63,260	71,753
云业务	40,016	60,466	74,568	89,763	113,940	140,120
数字媒体及娱乐	29,094	31,186	32,272	31,430	31,430	31,430
创新业务及其他	4,497	3,364	2,841	1,959	1,296	821
<b>收入增速</b>	<b>35%</b>	<b>42%</b>	<b>18%</b>	<b>6%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>
中国商业	34%	44%	20%	3%	7%	6%
国际商业	22%	44%	25%	11%	19%	16%
本地生活服务	0%	32%	29%	17%	20%	20%
菜鸟	49%	68%	24%	17%	17%	13%
云业务	62%	51%	23%	20%	27%	23%
数字媒体及娱乐	21%	7%	3%	-3%	0%	0%
创新业务及其他	-4%	-25%	-16%	-31%	-34%	-37%
<b>调整后 EBITA (百万)</b>	<b>137,136</b>	<b>170,453</b>	<b>130,397</b>	<b>151,725</b>	<b>179,620</b>	<b>206,680</b>
中国商业			182,114	193,225	211,392	228,527
国际商业			-8,991	-9,136	-8,858	-7,909
本地生活服务			-21,775	-16,681	-14,167	-11,994
菜鸟			-1,465	-479	447	1,652
云业务			1,146	1,688	3,507	5,990
数字媒体及娱乐			-4,690	-3,898	-2,575	-690
创新业务及其他			-7,129	-4,733	-2,025	-956
<b>调整后 EBITA 利润率</b>	<b>27%</b>	<b>24%</b>	<b>15.3%</b>	<b>16.8%</b>	<b>17.9%</b>	<b>18.7%</b>
中国商业			31%	32%	33%	33%
国际商业			-15%	-13%	-11%	-8%
本地生活服务			-50%	-33%	-23%	-16%
菜鸟			-3%	-1%	1%	2%
云业务			2%	2%	3%	4%
数字媒体及娱乐			-15%	-12%	-8%	-2%
创新业务及其他			-251%	-242%	-156%	-116%
<b>non-GAAP 归母净利润 (百万元)</b>	<b>141,344</b>	<b>178,954</b>	<b>143,515</b>	<b>134,187</b>	<b>155,484</b>	<b>177,427</b>
<b>non-GAAP 归母净利润率</b>	<b>27.7%</b>	<b>24.9%</b>	<b>16.8%</b>	<b>14.9%</b>	<b>15.5%</b>	<b>16.1%</b>
<b>non-GAAP EPS</b>	<b>6.7</b>	<b>8.3</b>	<b>6.7</b>	<b>6.3</b>	<b>7.3</b>	<b>8.3</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 阿里巴巴财务预测: 财季

财季	4Q22	1Q23	2Q23 e	3Q23 e	4Q23 e	1Q24 e	2Q24 e	3Q24 e	4Q24 e
中国商业年度活跃买家数 (百万)	903	828	867	886	930	853	890	906	947
同比增速	11%	0%	1%	1%	3%	3%	3%	2%	2%
<b>收入 (百万)</b>	204,052	205,555	217,141	261,288	219,497	227,098	241,608	289,664	242,769
中国商业	140,330	141,935	143,449	179,102	143,167	151,075	153,509	192,109	152,438
国际商业	14,335	15,451	16,422	18,820	17,402	18,633	19,676	22,383	20,546
本地生活服务	10,445	10,632	12,967	14,569	12,534	12,758	15,561	17,483	15,041
菜鸟	11,582	12,142	12,012	15,824	13,898	14,449	14,174	18,515	16,122
云业务	18,971	17,685	23,698	24,150	24,230	22,629	30,267	30,596	30,447
数字媒体及娱乐	8,005	7,231	8,081	8,113	8,005	7,231	8,081	8,113	8,005
创新业务及其他	384	479	511	709	260	322	339	466	169
<b>收入增速</b>	9%	0%	8%	8%	8%	10%	11%	11%	11%
中国商业	8%	-1%	5%	4%	2%	6%	7%	7%	6%
国际商业	7%	2%	9%	14%	21%	21%	20%	19%	18%
本地生活服务	29%	5%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
菜鸟	16%	5%	22%	21%	20%	19%	18%	17%	16%
云业务	12%	10%	18%	24%	28%	28%	28%	27%	26%
数字媒体及娱乐	-1%	-10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
创新业务及其他	-35%	-30%	-31%	-31%	-32%	-33%	-34%	-34%	-35%
<b>调整后 EBITA (百万)</b>	15,811	34,419	34,260	48,236	34,810	40,147	41,616	56,074	41,784
中国商业	32,149	43,574	45,302	60,096	44,252	47,891	50,014	64,845	48,642
国际商业	-2,563	-1,567	-2,207	-2,773	-2,589	-1,424	-2,152	-2,738	-2,544
本地生活服务	-5,483	-3,044	-4,798	-4,954	-3,886	-3,572	-3,890	-3,846	-2,858
菜鸟	-912	-185	-135	-115	-45	11	68	162	206
云业务	276	247	402	482	556	588	877	978	1,065
数字媒体及娱乐	-1,966	-630	-1,212	-1,095	-961	-759	-727	-608	-480
创新业务及其他	-2,452	-1,896	-1,022	-1,346	-469	-547	-543	-699	-237
<b>调整后 EBITA 利润率</b>	8%	17%	16%	18%	16%	18%	17%	19%	17%
中国商业	23%	31%	32%	34%	31%	32%	33%	34%	32%
国际商业	-18%	-10%	-13%	-15%	-15%	-8%	-11%	-12%	-12%
本地生活服务	-52%	-29%	-37%	-34%	-31%	-28%	-25%	-22%	-19%
菜鸟	-8%	-2%	-1%	-1%	0%	0%	0%	1%	1%
云业务	1%	1%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%
数字媒体及娱乐	-25%	-9%	-15%	-14%	-12%	-11%	-9%	-8%	-6%
创新业务及其他	-639%	-396%	-200%	-190%	-180%	-170%	-160%	-150%	-140%
<b>non-GAAP 归母净利润 (百万元)</b>	21,454	31,355	30,146	41,992	30,694	34,796	36,116	48,309	36,263
<b>non-GAAP 归母净利润率</b>	10.5%	15.3%	13.9%	16.1%	14.0%	15.3%	14.9%	16.7%	14.9%
<b>non-GAAP EPS</b>	1.0	1.5	1.4	2.0	1.4	1.6	1.7	2.3	1.7

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
邮编：100032  
传真：010-57671718  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
邮编：200120  
电话：021-38124100  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com