

公司報告

招商證券(香港)有限公司  
證券研究部

阿里巴巴 (BABA US)

降本增效驱动业绩超预期

- 23财年一季度收入同比持平，主要由于中国商业业务表现疲软所致，但受降本增效驱动，净利润超预期
- 源于对宏观不确定性的考量，管理层认为应审慎乐观看待业务复苏节奏，并表示将继续降本增效以优化成本结构及提升现金流
- 增持：业绩印证财务稳健度提升及稳步复苏趋势

降本增效助力23财年一季度业绩超预期

23财年一季度(截至6月)收入达2,060亿元人民币,同比持平(环比增长1%),主要受到中国商业收入因疫情/消费疲软而同比下滑1%的影响。除云业务同比增长10%外,其他主要业务均录得低单位数增长,但我们也注意到所有业务线与上个季度相比增速均有所下滑,这与我们的预期一致。非GAAP净利润达310亿元人民币,同比下滑31%(环比增长46%),高于一致预测8%,主要得益于降本增效,这一点也反映在报告经营利润超过一致预测29%,而相比之下收入和毛利润仅超过一致预测1%和5%。尽管收入同比持平,净利润同比下滑,但阿里巴巴现金流表现稳健,经营性现金流及自由现金流分别同比增长1%及7%。

中国商业底部回升

管理层表示中国商业业务正稳步复苏。23财年一季度淘宝及天猫GMV录得中单位数的同比下滑,主要受到4、5月物流不畅的影响,随后GMV于6月恢复至中单位数的增长,并且7月持续提升。但考虑到宏观逆风仍然较为明显,管理层对于22年下半年复苏前景维持审慎乐观的态度。23财年一季度CMR同比下滑10%,主要由于GMV下滑、物流不畅导致的订单取消、以及商家缩减广告支出所致。管理层预期23财年二季度CMR增速与GMV增速的差异将仍然存在,但将会有所缩窄。此外,管理层重申将继续维持降本增效以优化成本结构,并且强调了淘菜菜及本地生活服务业务的减亏趋势,但阿里巴巴也表示将在重点领域,例如技术及基础设施等方面进行持续投入。

增持:复苏趋势不变

我们略微调整盈利预测(图11),主要下调了对中国商业、国际商业及云业务等的短期增长预期,我们预计23财年二季度集团收入同比增速达7%,非GAAP净利润达270亿元人民币,同比下滑11%。我们预计中国商业、本地生活服务及菜鸟业务将录得更快的增速回升。我们看好电商行业22年下半年的复苏前景,同时也注意到阿里巴巴当前相比于同业有一定的估值折让,目前阿里巴巴的P/OCF相比京东(JD US)的折让(基于日历年)为59%,相比拼多多(PDD US)的折让为48%。综合预测调整及汇率变动,我们维持160美元/157港元的目标价不变。**主要风险:**1)宏观/消费;2)监管;3)竞争。

盈利预测及估值

| 人民币百万元          | FY21    | FY22    | FY23E   | FY24E     | FY25E     |
|-----------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| 收入              | 717,289 | 853,062 | 919,539 | 1,075,504 | 1,213,721 |
| 增长              | 41%     | 19%     | 8%      | 17%       | 13%       |
| 非GAAP归属于股东的净利润  | 178,954 | 143,515 | 129,837 | 163,224   | 178,333   |
| 增长              | 27%     | -20%    | -10%    | 26%       | 9%        |
| 非GAAP摊薄每股盈利(港元) | 9.6     | 8.0     | 7.1     | 8.8       | 9.6       |
| 市盈率(港股)         | 9.9     | 11.9    | 13.3    | 10.8      | 9.9       |

注:收盘价截至2022年8月4日(港股);阿里财年3月年结;资料来源:彭博、公司、招商证券(香港)预测

王騰杰 +852 3189 6634  
tommywong@cmschina.com.hk  
张嘉仪 +852 3189 6176  
kaiazhang@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA +852 3189 6122  
crystalli@cmschina.com.hk

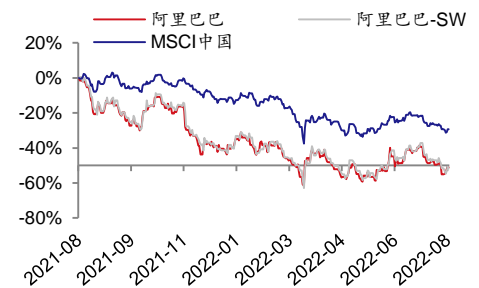
最新变动

23财年一季度业绩解读:调整预测

增持

|                  |                            |
|------------------|----------------------------|
| 前次评级             | 增持                         |
| 股价               | 97.4美元/95.0港元              |
| 12个月目标价(上涨/下跌空间) | 160美元(+64%)<br>157港元(+65%) |
| 前次目标价            | 160美元/157港元                |

股价表现



资料来源:彭博

| %       | 1m     | 6m     | 12m    |
|---------|--------|--------|--------|
| BABA US | (18.2) | (21.1) | (51.1) |
| 9988 HK | (18.8) | (16.7) | (50.6) |
| MSCI中国  | (9.1)  | (17.8) | (29.4) |

行业: TMT

|                    |        |
|--------------------|--------|
| 恒生指数 (2022年8月4日)   | 20,174 |
| MSCI中国 (2022年8月4日) | 67     |

重要数据

|                             |               |
|-----------------------------|---------------|
| 52周股价区间(美元/港元)              | 73-200/71-198 |
| 美股市值(十亿美元)                  | 258.0         |
| 日均成交量 美股/港股(百万股)            | 31.41/62.66   |
| 23财年非GAAP摊薄EPADS/EPS(美元/港元) | 9.1/8.8       |

主要股东

|                      |              |
|----------------------|--------------|
| SoftBank Group Corp. | 25.2%        |
| 马云                   | 3.2%         |
| 其他                   | 3.0%         |
| 自由流通量                | 68.6%        |
| 总股数 美股/港股(百万股)       | 2,648/21,185 |

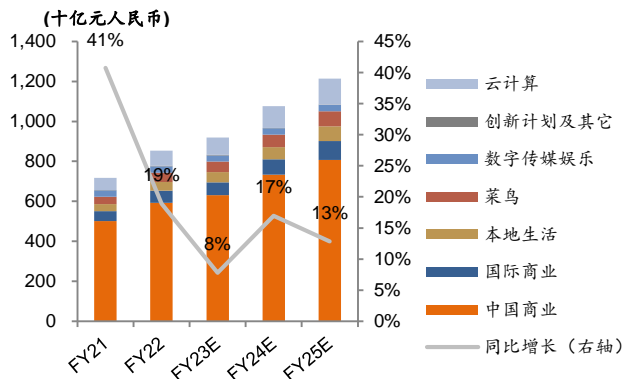
资料来源:彭博、万得、招商证券(香港)研究部

相关报告

1. 阿里巴巴(BABA US) - 跨越挑战,稳步回升(增持)(2022/7/8)
2. 阿里巴巴(BABA US) - 业绩具有韧性,但近期面临强劲逆风(增持)(2022/5/27)
3. 阿里巴巴(BABA US) - 疫情爆发带来更大的挑战(增持)(2022/4/9)
4. 阿里巴巴(BABA US) - 疾风知劲草(增持)(2022/2/25)

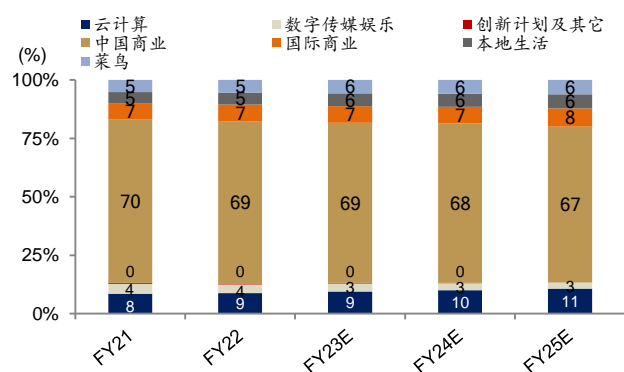
重点图表

图1: 收入



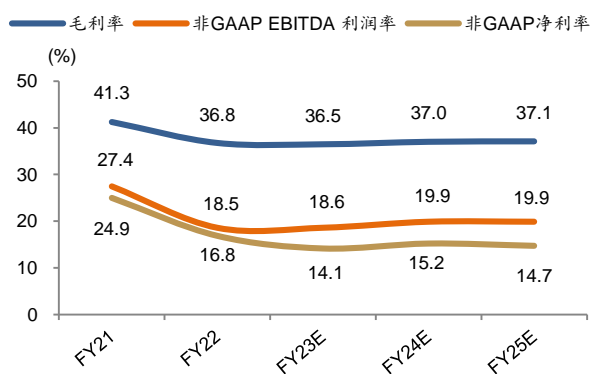
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图2: 收入构成



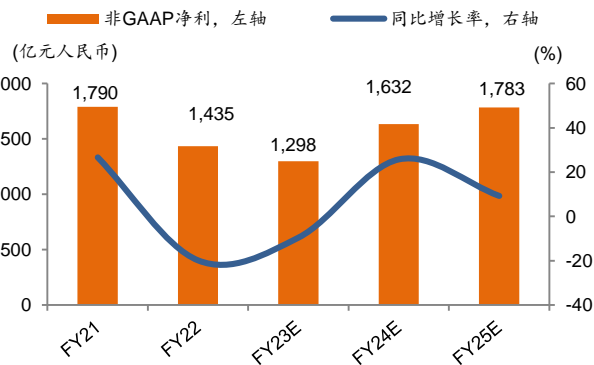
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图3: 利润率



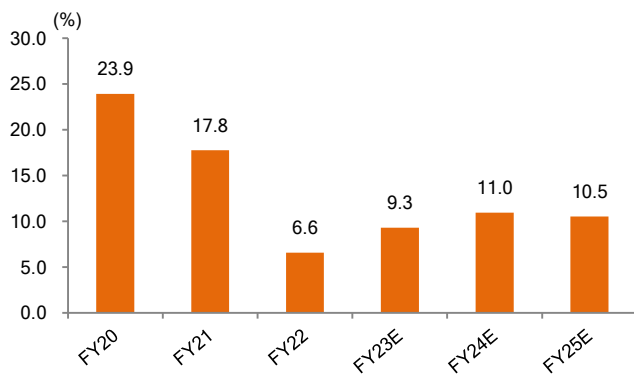
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图4: 归属于股东的非GAAP净利润



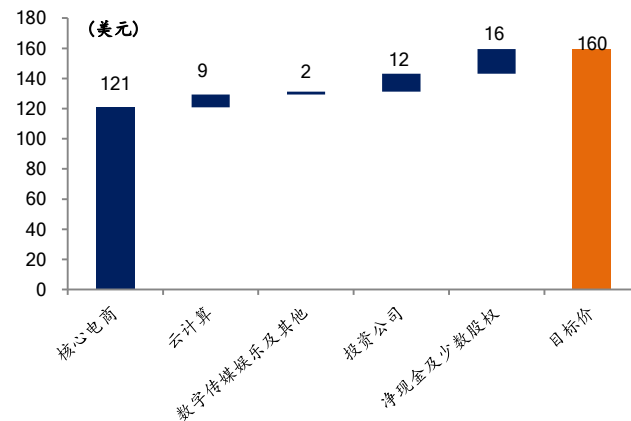
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图5: ROE



资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图6: 分部加总估值



资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图7: 23财年一季度业绩表现

| 人民币百万元               |                |                |                |                | 实际数据与招商证券<br>预测对比 |                 |               |                | 实际数据与彭博一<br>致预测对比 |                |            |  |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|---------------|----------------|-------------------|----------------|------------|--|
|                      | 1Q22           | 4Q22           | 1Q23           | 4Q22<br>同比增长   | 1Q23<br>同比增长      | 4Q22<br>环比增长    | 1Q23<br>环比增长  | 1Q23E          | 差异%               | 1Q23E          | 差异%        |  |
| <b>收入</b>            | <b>205,740</b> | <b>204,052</b> | <b>205,555</b> | <b>9%</b>      | <b>0%</b>         | <b>-16%</b>     | <b>1%</b>     | <b>203,069</b> | <b>1%</b>         | <b>203,972</b> | <b>1%</b>  |  |
| 中国商业                 | 144,029        | 140,330        | 141,935        | 8%             | -1%               | -19%            | 1%            | 139,406        | 2%                |                |            |  |
| 国际商业                 | 15,202         | 14,335         | 15,451         | 7%             | 2%                | -13%            | 8%            | 15,122         | 2%                |                |            |  |
| 菜鸟                   | 11,601         | 11,582         | 12,142         | 16%            | 5%                | -11%            | 5%            | 11,949         | 2%                |                |            |  |
| 本地生活服务               | 10,099         | 10,445         | 10,632         | 29%            | 5%                | -14%            | 2%            | 10,200         | 4%                |                |            |  |
| 云业务                  | 16,051         | 18,971         | 17,685         | 12%            | 10%               | -3%             | -7%           | 18,138         | -2%               |                |            |  |
| 数字媒体及娱乐              | 8,073          | 8,005          | 7,231          | -1%            | -10%              | -1%             | -10%          | 7,912          | -9%               |                |            |  |
| 创新业务及其他              | 685            | 384            | 479            | -35%           |                   | -63%            | 25%           | 343            | 40%               |                |            |  |
| 营业成本                 | -124,097       | -138,945       | -129,657       | 11%            | 4%                | -5%             | -7%           | -131,995       | -2%               |                |            |  |
| <b>毛利润</b>           | <b>81,643</b>  | <b>65,107</b>  | <b>75,898</b>  | <b>5%</b>      | <b>-7%</b>        | <b>-32%</b>     | <b>17%</b>    | <b>71,074</b>  | <b>7%</b>         | <b>72,196</b>  | <b>5%</b>  |  |
| 销售和市场费用              | -27,036        | -27,200        | -25,578        | 8%             | -5%               | -26%            | -6%           | -26,399        | -3%               |                |            |  |
| 一般及行政费用              | -7,168         | -7,415         | -8,433         | -73%           | 18%               | -12%            | 14%           | -8,123         | 4%                |                |            |  |
| 产品开发费用               | -13,519        | -10,944        | -14,193        | -18%           | 5%                | -30%            | 30%           | -12,184        | 16%               |                |            |  |
| 无形资产摊销               | -3,073         | -2,831         | -2,751         | -17%           | -10%              | 0%              | -3%           | -3,071         | -10%              |                |            |  |
| <b>经营利润</b>          | <b>30,847</b>  | <b>16,717</b>  | <b>24,943</b>  | <b>n.a.</b>    | <b>-19%</b>       | <b>137%</b>     | <b>49%</b>    | <b>21,298</b>  | <b>17%</b>        | <b>19,318</b>  | <b>29%</b> |  |
| 利息费用                 | -1,267         | -1,189         | -1,244         | 2%             | -2%               | 0%              | 5%            | -779           | 60%               |                |            |  |
| 利息收入和投资净收益           | 14,101         | -36,708        | 5,369          | n.a.           | -62%              | n.a.            | n.a.          | 2,443          | 120%              |                |            |  |
| 其他净收支                | 2,157          | 1,620          | 109            | -23%           | -95%              | -68%            | -93%          | 0              | n.a.              |                |            |  |
| <b>税前利润</b>          | <b>45,838</b>  | <b>-19,560</b> | <b>29,177</b>  | <b>196%</b>    | <b>-36%</b>       | <b>n.a.</b>     | <b>n.a.</b>   | <b>22,961</b>  | <b>27%</b>        | <b>22,806</b>  | <b>28%</b> |  |
| 所得税费用                | -9,096         | -2,079         | -5,399         | -71%           | -41%              | -78%            | 160%          | -6,310         | -14%              |                |            |  |
| 权益法核算的投资损益           | 6,093          | 3,282          | -3,480         | -45%           | n.a.              | n.a.            | n.a.          | 3,000          | n.a.              |                |            |  |
| 少数权益                 | -2,233         | -2,241         | -2,361         | -2%            | 6%                | -74%            | 5%            | -983           | 140%              |                |            |  |
| 夹层权益增值               | 73             | -125           | 80             | 11%            | 10%               | 7%              | n.a.          | 0              | n.a.              |                |            |  |
| <b>归母净利润</b>         | <b>45,141</b>  | <b>-16,241</b> | <b>22,739</b>  | <b>196%</b>    | <b>-50%</b>       | <b>n.a.</b>     | <b>n.a.</b>   | <b>20,634</b>  | <b>10%</b>        | <b>18,116</b>  | <b>26%</b> |  |
| <b>非 GAAP 归母净利润</b>  | <b>45,745</b>  | <b>21,454</b>  | <b>31,355</b>  | <b>-24%</b>    | <b>-31%</b>       | <b>-53%</b>     | <b>46%</b>    | <b>28,174</b>  | <b>11%</b>        | <b>29,038</b>  | <b>8%</b>  |  |
| <b>调整后 EBITA</b>     | <b>41,731</b>  | <b>15,811</b>  | <b>34,419</b>  | <b>-30%</b>    | <b>-18%</b>       | <b>-65%</b>     | <b>118%</b>   | <b>28,840</b>  | <b>19%</b>        |                |            |  |
| 中国商业                 | 50,822         | 32,149         | 43,574         | -19%           | -14%              | -44%            | 36%           | 37,572         | 16%               |                |            |  |
| 国际商业                 | -1,030         | -2,563         | -1,567         | 3%             | 52%               | -12%            | -39%          | -1,945         | -19%              |                |            |  |
| 菜鸟                   | -146           | -912           | -185           | 56%            | 27%               | 891%            | -80%          | -262           | -29%              |                |            |  |
| 本地生活服务               | -4,770         | -5,483         | -3,044         | -17%           | -36%              | 10%             | -44%          | -4,121         | -26%              |                |            |  |
| 云业务                  | 340            | 276            | 247            | n.a.           | -27%              | 106%            | -11%          | 367            | -33%              |                |            |  |
| 数字媒体及娱乐              | -419           | -1,966         | -630           | -27%           | 50%               | 43%             | -68%          | -971           | -35%              |                |            |  |
| 创新业务及其他              | -1,433         | -2,452         | -1,896         | 49%            | 32%               | 52%             | -23%          | -1,449         | 31%               |                |            |  |
| 经营性现金流               | 33,603         | -7,040         | 33,869         | n.a.           | 1%                | n.a.            | n.a.          |                |                   |                |            |  |
| 自由现金流                | 20,683         | -15,070        | 22,173         | 2190%          | 7%                | n.a.            | n.a.          |                |                   |                |            |  |
| 总现金                  | 507,652        | 483,867        | 492,380        |                |                   |                 |               |                |                   |                |            |  |
| 净现金 (负债)             | 357,040        | 342,523        | 340,369        |                |                   |                 |               |                |                   |                |            |  |
| 总权益                  | 1,110,254      | 1,072,538      | 1,087,073      |                |                   |                 |               |                |                   |                |            |  |
| 净现金/权益               | 32%            | 32%            | 31%            |                |                   |                 |               |                |                   |                |            |  |
| <b>利润率 (%)</b>       |                |                |                |                |                   |                 |               |                |                   |                |            |  |
| 毛利率                  | 40%            | 32%            | 37%            | -1.1ppt        | -2.8ppt           | -7.6ppt         | 5.0ppt        | 35%            | 1.9ppt            | 35%            | 1.5ppt     |  |
| 经营利润                 | 15%            | 8%             | 12%            | 12.3ppt        | -2.9ppt           | 5.3ppt          | 3.9ppt        | 10%            | 1.6ppt            | 9%             | 2.7ppt     |  |
| 归母净利润率               | 22%            | -8%            | 11%            | -5.0ppt        | -10.9ppt          | -19.4ppt        | 19.0ppt       | 10%            | 0.9ppt            | 9%             | 2.2ppt     |  |
| 非 GAAP 归母净利润率        | 22%            | 11%            | 15%            | -4.6ppt        | -7.0ppt           | -8.4ppt         | 4.7ppt        | 14%            | 1.4ppt            | 14%            | 1.0ppt     |  |
| <b>调整后 EBITA 利润率</b> | <b>20%</b>     | <b>8%</b>      | <b>17%</b>     | <b>-4.3ppt</b> | <b>-3.5ppt</b>    | <b>-10.7ppt</b> | <b>9.0ppt</b> | <b>14%</b>     | <b>2.5ppt</b>     |                |            |  |
| 中国商业                 | 35%            | 23%            | 31%            | -7.4ppt        | -4.6ppt           | -10.6ppt        | 7.8ppt        | 27%            | 3.7ppt            |                |            |  |
| 国际商业                 | -7%            | -18%           | -10%           | 0.6ppt         | -3.4ppt           | -0.1ppt         | 7.7ppt        | -13%           | 2.7ppt            |                |            |  |
| 菜鸟                   | -1%            | -8%            | -2%            | -2.0ppt        | -0.3ppt           | -7.2ppt         | 6.4ppt        | -2%            | 0.7ppt            |                |            |  |
| 本地生活服务               | -47%           | -52%           | -29%           | 29.2ppt        | 18.6ppt           | -11.4ppt        | 23.9ppt       | -40%           | 11.8ppt           |                |            |  |
| 云业务                  | 2%             | 1%             | 1%             | 3.5ppt         | -0.7ppt           | 0.8ppt          | -0.1ppt       | 2%             | -0.6ppt           |                |            |  |
| 数字媒体及娱乐              | -5%            | -25%           | -9%            | 9.0ppt         | -3.5ppt           | -7.6ppt         | 15.8ppt       | -12%           | 3.6ppt            |                |            |  |
| 创新业务及其他              | -209%          | -639%          | -396%          | -361.1ppt      | -186.6ppt         | -482.9ppt       | 242.7ppt      | -423%          | 27.4ppt           |                |            |  |

资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

图8: 23财年一季度 (截至6月) 业绩和预测调整

|                     | 23 财年一季度 (截至 6 月) 业绩   | 预测调整  |
|---------------------|--|---|
| <b>中国商业</b>         | <p>收入同比下滑 1%，调整后 EBITA 利润同比下降 14%。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>受到 4、5 月封城带来的物流不畅导致订单被取消，淘宝和天猫 GMV 录得中单位数下滑</li> <li>淘菜菜 GMV 增长迅速，同比增速高达 200%，亏损率也随之收窄</li> <li>得益于食品、日用百货及快消品类网上零售的强劲增长，直营业务 (盒马和高鑫) 收入同比增长 8%</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>调低 23 财年二季度收入，主要是对 CMR 的预测有所调整，基于对 22 年下半年消费复苏更加谨慎乐观，但部分被上调中国批发业务所抵消。</li> </ul> |
| <b>国际商业</b>         | <p>收入同比增长 2%，调整后 EBITA 亏损同比扩大 52%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>因 AliExpress 受到欧盟增值税政策改变以及欧元贬值的影响，综合订单同比下降 4%</li> <li>Lazada 订单量同比增长 10%，环比亏损收窄</li> <li>Trendyol 订单量同比增长 46%</li> </ul>                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>调低 23 财年二季度收入，因 Trendyol 和 AliExpress 收入前景承压</li> </ul>                          |
| <b>菜鸟</b>           | <p>收入同比增长 5%，调整后 EBITA 亏损同比扩大 27%。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>受到中国商业零售业务增长的驱动，但部分增量被国际商业零售业务的下滑所抵消</li> <li>70% 的收入来源于外部客户</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>大体维持不变</li> </ul>  |
| <b>本地生活服务</b>       | <p>收入同比增长 5%，调整后 EBITA 亏损同比收窄 36%。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>订单量同比下滑 5%，主要因为封城导致饿了么餐饮外卖订单下降，但部分被饿了么非餐饮配送订单以及高德地图的订单的增长抵消</li> <li>总体 GMV 增速在六月转正</li> <li>饿了么 UE 为正，亏损收窄</li> </ul>                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>大体维持不变</li> </ul>  |
| <b>云业务</b>          | <p>收入同比增长 10%，调整后 EBITA 利润同比下滑 27%。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>受到公有云增速的放缓的负面影响，但是混合云需求仍然富有韧性</li> <li>非互联网客户收入占比同比增长 5 个百分点至 53%</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>调低 23 财年二季度收入，因一季度收入增速不及预期，云业务收入前景承压</li> </ul>                                  |
| <b>数字媒体及娱乐创新及其他</b> | <p>数字媒体和娱乐同比下降 10%，EBITA 利润同比增长 50%；创新和其他收入同比下滑 30%，EBITA 利润同比增长 32%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>优酷持续改善经营效率，连续五个季度实现亏损收窄</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>大体维持不变</li> </ul>  |
| <b>股票回购计划</b>       | <p>有效期至 2024 年 3 月的 250 亿美元回购计划中，截至 6 月 30 日，已回购价值 130 亿美元的股票 (6 月季度回购 34 亿美元)。阿里巴巴剩余 120 亿美元的回购额度尚未执行。</p>  |   |

资料来源：公司、招商证券 (香港)

图9: 阿里巴巴市盈率区间



资料来源：公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

图10: 阿里巴巴市销率区间



资料来源：公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

图11: 盈利预测调整

| 人民币百万元           | 调整后     |           |           | 调整前     |           |           | 变动      |         |         |
|------------------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
|                  | FY23E   | FY24E     | FY25E     | FY23E   | FY24E     | FY25E     | FY23E   | FY24E   | FY25E   |
| 收入               | 919,539 | 1,075,504 | 1,213,721 | 927,561 | 1,086,834 | 1,229,451 | -0.9%   | -1.0%   | -1.3%   |
| 中国商业             | 630,325 | 733,384   | 807,883   | 633,490 | 737,018   | 811,866   | -0.5%   | -0.5%   | -0.5%   |
| 国际商业             | 65,288  | 76,852    | 94,334    | 67,133  | 79,074    | 97,132    | -2.7%   | -2.8%   | -2.9%   |
| 菜鸟               | 52,206  | 62,219    | 74,156    | 52,013  | 61,987    | 73,878    | 0.4%    | 0.4%    | 0.4%    |
| 本地生活服务           | 51,225  | 61,470    | 73,763    | 50,793  | 60,951    | 73,141    | 0.9%    | 0.9%    | 0.9%    |
| 云业务              | 87,253  | 107,926   | 129,511   | 90,232  | 113,425   | 138,558   | -3.3%   | -4.8%   | -6.5%   |
| 数字媒体及娱乐          | 31,268  | 31,580    | 31,896    | 32,353  | 32,676    | 33,003    | -3.4%   | -3.4%   | -3.4%   |
| 创新业务及其他          | 1,975   | 2,074     | 2,177     | 1,548   | 1,702     | 1,872     | 27.6%   | 21.8%   | 16.3%   |
| 毛利润              | 335,434 | 398,131   | 450,392   | 334,441 | 402,377   | 456,257   | 0.3%    | -1.1%   | -1.3%   |
| 非 GAAP EBITA     | 139,129 | 180,281   | 202,407   | 133,786 | 182,293   | 205,129   | 4.0%    | -1.1%   | -1.3%   |
| 非 GAAP EBITDA    | 170,654 | 213,527   | 240,962   | 164,698 | 215,030   | 243,241   | 3.6%    | -0.7%   | -0.9%   |
| 非 GAAP 归母净利润     | 129,837 | 163,224   | 178,333   | 127,060 | 165,109   | 180,887   | 2.2%    | -1.1%   | -1.4%   |
| <b>利润率 (%)</b>   |         |           |           |         |           |           |         |         |         |
| 毛利率              | 36%     | 37%       | 37%       | 36%     | 37%       | 37%       | 0.4ppt  | 0.0ppt  | 0.0ppt  |
| 非 GAAP EBITA 利润率 | 15%     | 17%       | 17%       | 14%     | 17%       | 17%       | 0.7ppt  | 0.0ppt  | 0.0ppt  |
| 非 GAAP EBITA 利润  | 19%     | 20%       | 20%       | 18%     | 20%       | 20%       | 0.8ppt  | 0.1ppt  | 0.1ppt  |
| 非 GAAP 归母净利润率    | 14%     | 15%       | 15%       | 14%     | 15%       | 15%       | 0.4ppt  | 0.0ppt  | 0.0ppt  |
| <b>同比 (%)</b>    |         |           |           |         |           |           |         |         |         |
| 收入               | 8%      | 17%       | 13%       | 9%      | 17%       | 13%       | -0.9ppt | -0.2ppt | -0.3ppt |
| 毛利润              | 7%      | 19%       | 13%       | 7%      | 20%       | 13%       | 0.3ppt  | -1.6ppt | -0.3ppt |
| 非 GAAP EBITA     | 7%      | 30%       | 12%       | 3%      | 36%       | 13%       | 4.1ppt  | -6.7ppt | -0.3ppt |
| 非 GAAP EBITDA    | 8%      | 25%       | 13%       | 2%      | 31%       | 13%       | 6.0ppt  | -5.4ppt | -0.3ppt |
| 非 GAAP 归母净利润     | -10%    | 26%       | 9%        | -11%    | 30%       | 10%       | 1.9ppt  | -4.2ppt | -0.3ppt |

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图12: 招商证券预测 vs. 市场一致预测

| 人民币百万元                | 招商证券预测  |           |           | 市场一致预测  |           |           | 差异%     |         |         |
|-----------------------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
|                       | FY23E   | FY24E     | FY25E     | FY23E   | FY24E     | FY25E     | FY23E   | FY24E   | FY25E   |
| 收入                    | 919,539 | 1,075,504 | 1,213,721 | 916,865 | 1,031,383 | 1,146,999 | 0.3%    | 4.3%    | 5.8%    |
| 非 GAAP EBITDA         | 170,654 | 213,527   | 240,962   | 163,711 | 196,937   | 227,859   | 4.2%    | 8.4%    | 5.8%    |
| 非 GAAP 归母净利润          | 129,837 | 163,224   | 178,333   | 132,976 | 159,018   | 183,118   | -2.4%   | 2.6%    | -2.6%   |
| 毛利率 (%)               | 36.5    | 37.0      | 37.1      | 35.4    | 35.6      | 35.6      | 1.1ppt  | 1.4ppt  | 1.5ppt  |
| 非 GAAP EBITDA 利润率 (%) | 18.6    | 19.9      | 19.9      | 17.9    | 19.1      | 19.9      | 0.7ppt  | 0.8ppt  | 0.0ppt  |
| 非 GAAP 净利润率 (%)       | 14.1    | 15.2      | 14.7      | 14.5    | 15.4      | 16.0      | -0.4ppt | -0.2ppt | -1.3ppt |

资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测 注: 一致预测截至2022年8月4日

图13: 分部加总估值表

| 十亿元人民币 | 估值基础                      | 估值指标        | 估值倍数 (x) | 估值 (十亿元人民币) | 占总估值的比例 |
|--------|---------------------------|-------------|----------|-------------|---------|
| 核心电商   | 3QFY23E-2QFY24E EV/EBITDA | 2,010 亿元人民币 | 11.0     | 2,209       | 75.8%   |
| 云计算    | 3QFY23E-2QFY24E EV/EBITDA | 100 亿元人民币   | 15.0     | 156         | 5.3%    |
| 数字传媒娱乐 | 3QFY23E-2QFY24E EV/收入     | 310 亿元人民币   | 1.0      | 31          | 1.1%    |
| 创新及其它  | 3QFY23E-2QFY24E EV/收入     | 20 亿元人民币    | 1.0      | 2           | 0.1%    |

| 上市公司                      | 市值 (十亿元人民币) | %持股比例 | 股权价值 (十亿元人民币) |
|---------------------------|-------------|-------|---------------|
| 小鹏汽车 (XPEV US)            | 140         | 13.3% | 18.6          |
| 圆通快递 (600233 CH)          | 66          | 22.5% | 14.8          |
| 中通快递 (ZTO US)             | 146         | 8.7%  | 12.7          |
| 微博 (WB US)                | 30          | 28.7% | 8.7           |
| 苏宁 (002024 CH)            | 19          | 20.0% | 3.8           |
| 哔哩哔哩 (BILI US)            | 66          | 7.2%  | 4.7           |
| 分众传媒 (002027 CH)          | 84          | 5.3%  | 4.4           |
| 华泰证券 (601688 CH)          | 110         | 3.7%  | 4.0           |
| 石基信息 (002153 CH)          | 28          | 13.0% | 3.6           |
| 滴滴出行 (DIDI US)            | 110         | 4.7%  | 5.2           |
| 芒果超媒 (300413 CH)          | 56          | 5.3%  | 3.0           |
| 申通快递 (002468 CH)          | 17          | 25.0% | 4.3           |
| 红星美凯龙 (01528 HK)          | 20          | 8.9%  | 1.7           |
| 千方科技 (002373 CH)          | 16          | 14.1% | 2.2           |
| 中国联通 (0762 HK)            | 98          | 2.0%  | 2.0           |
| 美年健康 (002044 CH)          | 19          | 8.0%  | 1.5           |
| 三江购物 (601116 CH)          | 5           | 32.0% | 1.6           |
| Dufry (DUFN SW)           | 24          | 6.1%  | 1.5           |
| 网易云音乐(9899 HK)            | 12          | 10.0% | 1.2           |
| 丽人丽妆 (605136 CH)          | 5           | 17.6% | 0.9           |
| 韵达 (002120 CH)            | 7           | 14.6% | 1.0           |
| Singapore Post (SPOST SP) | 50          | 2.0%  | 1.0           |
| 中金 (3908 HK)              | 144         | 0.3%  | 0.4           |
| 华谊兄弟 (300027 CH)          | 7           | 4.5%  | 0.3           |
| 心动 (2400 HK)              | 8           | 0.8%  | 0.1           |
| <b>上市公司总市值</b>            |             |       | <b>103.2</b>  |

| 非上市公司                      | 估算价值 (十亿元人民币) | %持股比例 | 股权价值 (十亿元人民币) |
|----------------------------|---------------|-------|---------------|
| 蚂蚁金服                       | 423           | 33.0% | 139.5         |
| 魅族                         | 38            | 15.0% | 5.7           |
| Tokopedia                  | 47            | 28.0% | 13.1          |
| 汇通达                        | 23            | 20.0% | 4.5           |
| WeLab                      | 7             | 16.2% | 1.1           |
| 十荟团                        | 2             | 26.9% | 0.6           |
| BigBasket                  | 1             | 26.3% | 0.3           |
| <b>非上市公司估算价值, 乘以 30%折让</b> |               |       | <b>115</b>    |

|                     |  |              |       |
|---------------------|--|--------------|-------|
| <b>投资公司总价值(B)</b>   |  | <b>219</b>   | 7.5%  |
| 加: 净现金(C)           |  | 417          | 14.3% |
| 减: 少数股权(D)          |  | 118          | -4.1% |
| <b>总估值 (十亿元人民币)</b> |  | <b>2,916</b> |       |
| 普通股数 (百万)           |  | 2,689        |       |
| 每股价值 (人民币)          |  | 1,085        |       |
| 人民币/美元              |  | 6.80         |       |
| <b>每股价值 (美元)</b>    |  | <b>160</b>   |       |
| <b>每股价值 (港元)</b>    |  | <b>157</b>   |       |

|                         |      |                         |      |
|-------------------------|------|-------------------------|------|
| 非 GAAP 摊薄 23 年每股盈利 (美元) | 7.4  | 非 GAAP 摊薄 24 年每股盈利 (美元) | 9.1  |
| <b>当前估值乘数</b>           |      | <b>目标估值乘数</b>           |      |
| 23 财年市盈率 (倍)            | 12.5 | 目标价对应 23 财年市盈率 (倍)      | 21.6 |
| 扣除投资及净现金的市盈率 (倍)        | 9.8  | 扣除投资及净现金的市盈率 (倍)        | 16.9 |
| 24 财年市盈率 (倍)            | 10.2 | 目标价对应 24 财年市盈率 (倍)      | 17.6 |
| 扣除投资及净现金的市盈率 (倍)        | 8.0  | 扣除投资及净现金的市盈率 (倍)        | 13.7 |

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图14: 阿里巴巴最新举措/产品

| 时间      | 产品          | 介绍   |
|---------|-------------|--|
| 2022.08 | 自驾运算中心      | 和小鹏汽车开发自驾技术,「阿里云」部门的技术扮演重要的角色,成立全国最大智算中心.                          |
| 2022.08 | 喵速达         | 阿里自营的电器店,从3C品类入手,主要围绕大品牌,商品覆盖手机、电脑平板、冰箱、洗衣机、数码配件、家电等品类。            |
| 2022.05 | 鱿物          | 以文博文创内容为核心的数字藏品平台。   |
| 2022.03 | 数字藏品店铺      | 阿里拍卖在淘宝 APP 首屏重要入口位置上线了一大批第三方公链以及平台支持的数字藏品店铺,以供用户进行拍卖交易。           |
| 2022.03 | 态棒          | 一款全新且主打年轻人潮流文化的电商社区,目前还处于测试阶段。以社区驱动,不仅能够购物,也可以和主理人聊天,在氛围超好的社区认识好友。 |
| 2022.02 | 猫享          | 围绕大品牌开设天猫自营旗舰店,首先从3C品类推进,通过手机天猫 APP 改版正式上线                         |
| 2022.02 | 喵满分 (原淘宝心选) | “喵满分”将围绕多个品类孵化出天猫超市的多款自有商品,如纸巾、坚果、鲜奶等,而首批产品则将涵盖五常大米、核桃油等生活消费品。     |
| 2021.01 | 躺平家         | 躺平家 App 是阿里巴巴旗下家居家装产品,进军互联网家装行业                                    |

资料来源: 雅虎、搜狐、新浪、头条新闻、公司、招商证券 (香港)

估值对比

| 公司名称          | 股票代码      | 货币 | 招商证券评级 | 股价        | 招商证券目标价 | 市值 (十亿美元) | EV/EBITDA (X) |             | P/E (x)     |             | PEG*       | P/S (x)    | P/OCF (x)   | ROE (%)     |             | 2021-2023E 年复合增速 |             |             |      |
|---------------|-----------|----|--------|-----------|---------|-----------|---------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------------|-------------|-------------|------|
|               |           |    |        |           |         |           | FY22E         | FY23E       | FY22E       | FY23E       |            |            |             | FY22E       | FY23E       | FY22E            | FY23E       | 收入          | 每股盈利 |
| <b>平台型</b>    |           |    |        |           |         |           |               |             |             |             |            |            |             |             |             |                  |             |             |      |
| 腾讯            | 700 HK    | 港元 | 增持     | 312.0     | 507.0   | 382.7     | 14.0          | 11.0        | 23.3        | 17.4        | 3.1        | 4.4        | 15.1        | 11.7        | 13.8        | 9.9              | 7.5         | 10.1        |      |
| 阿里巴巴          | BABA US   | 美元 | 增持     | 97.4      | 160.0   | 258.0     | 8.0           | 7.5         | 11.8        | 13.2        | n.a.       | 2.0        | 12.2        | 6.6         | 9.3         | 12.3             | n.a.        | n.a.        |      |
| 美团点评          | 3690 HK   | 港元 | 增持     | 183.8     | 244.0   | 144.9     | n.a.          | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | 4.5        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 22.9             | n.a.        | n.a.        |      |
| 百度            | BIDU US   | 美元 | 未评级    | 140.1     | n.a.    | 48.4      | 10.6          | 8.3         | 19.2        | 15.6        | 4.6        | 2.6        | 17.1        | 5.0         | 7.2         | 7.8              | 4.2         | 23.2        |      |
| 谷歌            | GOOGL US  | 美元 | 未评级    | 118.2     | n.a.    | 1,546.2   | 12.7          | 11.2        | 20.2        | 17.6        | 1.1        | 6.5        | 15.3        | 26.7        | 27.1        | 4.1              | 17.7        | 20.1        |      |
| Meta          | META US   | 美元 | 未评级    | 170.6     | n.a.    | 458.4     | 8.3           | 7.4         | 14.7        | 13.1        | 3.2        | 3.9        | 9.3         | 21.9        | 23.5        | 8.3              | 4.6         | 4.7         |      |
| Naver         | 035420 KS | 韩元 | 未评级    | 273,500.0 | n.a.    | 34.4      | 22.0          | 18.2        | 33.9        | 26.9        | n.a.       | 5.5        | 23.9        | 5.4         | 6.6         | 14.1             | n.a.        | 8.3         |      |
| <b>中国公司均值</b> |           |    |        |           |         |           | <b>10.2</b>   | <b>8.6</b>  | <b>16.5</b> | <b>14.9</b> | <b>3.8</b> | <b>3.1</b> | <b>14.1</b> | <b>7.5</b>  | <b>9.9</b>  | <b>13.0</b>      | <b>5.8</b>  | <b>16.7</b> |      |
| <b>海外公司均值</b> |           |    |        |           |         |           | <b>14.3</b>   | <b>12.3</b> | <b>23.0</b> | <b>19.2</b> | <b>2.2</b> | <b>5.3</b> | <b>16.2</b> | <b>18.0</b> | <b>19.1</b> | <b>8.8</b>       | <b>11.2</b> | <b>11.1</b> |      |
| <b>云计算</b>    |           |    |        |           |         |           |               |             |             |             |            |            |             |             |             |                  |             |             |      |
| 中软国际          | 354 HK    | 港元 | 增持     | 7.1       | 13.1    | 2.8       | 8.0           | 7.7         | 13.3        | 11.2        | 0.9        | 0.8        | n.a.        | 9.8         | 10.8        | 26.2             | 14.1        | 10.6        |      |
| 腾讯            | 700 HK    | 港元 | 增持     | 312.0     | 507.0   | 382.7     | 14.0          | 11.0        | 23.3        | 17.4        | 3.1        | 4.4        | 15.1        | 11.7        | 13.8        | 9.9              | 7.5         | 10.1        |      |
| 阿里巴巴          | BABA US   | 美元 | 增持     | 97.4      | 160.0   | 258.0     | 8.0           | 7.5         | 11.8        | 13.2        | n.a.       | 2.0        | 12.2        | 6.6         | 9.3         | 12.3             | n.a.        | n.a.        |      |
| 金山软件          | 3888 HK   | 港元 | 增持     | 25.7      | 37.0    | 4.5       | 9.0           | 6.9         | 40.7        | 26.5        | n.a.       | 3.9        | 10.7        | 2.0         | 3.3         | 23.9             | n.a.        | 46.2        |      |
| 金蝶            | 268 HK    | 港元 | 未评级    | 16.9      | n.a.    | 7.5       | n.a.          | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | 9.9        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 24.1             | n.a.        | n.a.        |      |
| 明源云           | 909 HK    | 港元 | 未评级    | 6.6       | n.a.    | 1.6       | n.a.          | 24.7        | n.a.        | 36.6        | n.a.       | 4.6        | n.a.        | n.a.        | 4.0         | 16.6             | n.a.        | n.a.        |      |
| 微软            | MSFT US   | 美元 | 未评级    | 283.7     | n.a.    | 2,115.4   | 21.8          | 19.2        | 30.4        | 27.4        | n.a.       | n.a.       | 24.8        | 47.2        | 38.6        | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| 谷歌            | GOOGL US  | 美元 | 未评级    | 118.2     | n.a.    | 1,546.2   | 12.7          | 11.2        | 20.2        | 17.6        | 1.1        | 6.5        | 15.3        | 26.7        | 27.1        | 4.1              | 17.7        | 20.1        |      |
| 亚马逊           | AMZN US   | 美元 | 未评级    | 142.6     | n.a.    | 1,452.4   | 22.0          | 16.8        | n.a.        | 37.5        | n.a.       | 2.8        | 24.4        | 3.9         | 16.7        | 16.1             | 5.1         | 19.8        |      |
| Salesforce    | CRM US    | 美元 | 未评级    | 191.3     | n.a.    | 190.3     | 40.7          | 20.1        | n.a.        | 39.4        | n.a.       | 7.5        | 33.2        | 2.0         | 8.0         | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| 甲骨文           | ORCL US   | 美元 | 未评级    | 77.4      | n.a.    | 206.3     | 18.7          | 10.9        | 32.2        | 14.5        | n.a.       | 5.1        | 22.7        | n.a.        | n.a.        | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| SAP           | SAP US    | 美元 | 未评级    | 95.3      | n.a.    | 117.1     | 16.3          | 14.1        | 19.8        | 17.8        | n.a.       | 3.7        | 26.3        | 12.9        | 15.5        | 3.4              | n.a.        | 12.7        |      |
| VMware        | VMW US    | 美元 | 未评级    | 117.0     | n.a.    | 49.3      | 16.7          | 12.1        | 28.4        | 17.7        | n.a.       | 4.0        | 11.9        | n.a.        | n.a.        | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| Dropbox       | DBX US    | 美元 | 未评级    | 24.0      | n.a.    | 9.0       | 10.5          | 9.7         | 15.9        | 14.6        | 1.7        | 3.9        | 11.1        | n.a.        | n.a.        | 10.0             | 9.4         | 35.9        |      |
| <b>中国公司均值</b> |           |    |        |           |         |           | <b>9.7</b>    | <b>11.6</b> | <b>22.3</b> | <b>21.0</b> | <b>2.0</b> | <b>4.3</b> | <b>12.7</b> | <b>7.5</b>  | <b>8.3</b>  | <b>18.8</b>      | <b>10.8</b> | <b>22.3</b> |      |
| <b>海外公司均值</b> |           |    |        |           |         |           | <b>19.9</b>   | <b>14.3</b> | <b>24.5</b> | <b>23.3</b> | <b>1.4</b> | <b>4.8</b> | <b>21.2</b> | <b>18.5</b> | <b>21.2</b> | <b>8.4</b>       | <b>10.7</b> | <b>22.1</b> |      |
| <b>社交及泛娱乐</b> |           |    |        |           |         |           |               |             |             |             |            |            |             |             |             |                  |             |             |      |
| 腾讯            | 700 HK    | 港元 | 增持     | 312.0     | 507.0   | 382.7     | 14.0          | 11.0        | 23.3        | 17.4        | 3.1        | 4.4        | 15.1        | 11.7        | 13.8        | 9.9              | 7.5         | 10.1        |      |
| 哔哩哔哩          | BILI US   | 美元 | 增持     | 25.0      | 43.0    | 9.8       | n.a.          | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | 2.8        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 23.8             | n.a.        | n.a.        |      |
| 阅文            | 772 HK    | 港元 | 中性     | 30.2      | 68.0    | 3.9       | 11.8          | 11.2        | 18.7        | 15.8        | 1.2        | 2.8        | 12.5        | 7.1         | 7.9         | 9.5              | 16.0        | n.a.        |      |
| 快手            | 1024 HK   | 港元 | 未评级    | 79.9      | n.a.    | 43.7      | n.a.          | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | 3.1        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 19.3             | n.a.        | n.a.        |      |
| 腾讯音乐          | TME US    | 美元 | 未评级    | 4.3       | n.a.    | 7.2       | 7.8           | 6.9         | 13.3        | 12.3        | n.a.       | 1.8        | 13.9        | 5.8         | 6.3         | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| 微博            | WB US     | 美元 | 未评级    | 19.0      | n.a.    | 4.5       | 6.3           | 5.0         | 7.5         | 6.6         | n.a.       | 2.1        | 7.5         | 11.0        | 13.1        | 4.8              | n.a.        | 1.6         |      |
| 爱奇艺           | IQ US     | 美元 | 未评级    | 3.9       | n.a.    | 3.4       | 9.4           | 11.5        | n.a.        | 26.8        | n.a.       | 0.8        | n.a.        | n.a.        | 6.1         | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| 欢聚时代          | YY US     | 美元 | 未评级    | 27.1      | n.a.    | 1.9       | n.a.          | n.a.        | 17.9        | 10.1        | 0.5        | 0.8        | n.a.        | 0.9         | 2.9         | 5.4              | 38.8        | 82.2        |      |
| 陌陌            | MOMO US   | 美元 | 未评级    | 4.7       | n.a.    | 0.9       | 2.0           | 1.7         | 4.4         | 3.9         | n.a.       | 0.5        | 4.7         | 10.7        | 11.1        | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| 虎牙            | HUYA US   | 美元 | 未评级    | 3.3       | n.a.    | 0.8       | 8.0           | 12.2        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | 0.6        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| 斗鱼            | DOYU US   | 美元 | 未评级    | 1.2       | n.a.    | 0.4       | 15.9          | 44.0        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | 0.4        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| Meta          | META US   | 美元 | 未评级    | 170.6     | n.a.    | 458.4     | 8.3           | 7.4         | 14.7        | 13.1        | 3.2        | 3.9        | 9.3         | 21.9        | 23.5        | 8.3              | 4.6         | 4.7         |      |
| 奈飞            | NFLX US   | 美元 | 未评级    | 229.9     | n.a.    | 102.2     | 17.7          | 15.7        | 20.9        | 18.0        | n.a.       | 3.2        | n.a.        | 24.3        | 21.3        | 9.7              | 2.9         | 5.3         |      |
| Snapchat      | SNAP US   | 美元 | 未评级    | 10.3      | n.a.    | 16.9      | n.a.          | 33.0        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | 3.7        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 16.7             | n.a.        | n.a.        |      |
| Spotify       | SPOT US   | 美元 | 未评级    | 122.4     | n.a.    | 23.6      | n.a.          | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | 2.0        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 12.6             | n.a.        | n.a.        |      |
| <b>中国公司均值</b> |           |    |        |           |         |           | <b>9.4</b>    | <b>12.9</b> | <b>14.2</b> | <b>13.3</b> | <b>1.6</b> | <b>1.9</b> | <b>10.7</b> | <b>7.9</b>  | <b>8.7</b>  | <b>13.8</b>      | <b>20.8</b> | <b>31.3</b> |      |
| <b>海外公司均值</b> |           |    |        |           |         |           | <b>13.0</b>   | <b>18.7</b> | <b>17.8</b> | <b>15.6</b> | <b>3.2</b> | <b>3.2</b> | <b>9.3</b>  | <b>23.1</b> | <b>22.4</b> | <b>11.8</b>      | <b>3.8</b>  | <b>5.0</b>  |      |

| 公司名称          | 股票代码      | 货币 | 招商证券评级 | 股价        | 招商证券目标价 | 市值 (十亿美元) | EV/EBITDA (X) |             | P/E (x)     |             | PEG*       | P/S (x)    | P/OCF (x)   | ROE (%)     |             | 2021-2023E 年复合增速 |             |             |      |
|---------------|-----------|----|--------|-----------|---------|-----------|---------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------------|-------------|-------------|------|
|               |           |    |        |           |         |           | FY22E         | FY23E       | FY22E       | FY23E       |            |            |             | FY22E       | FY22E       | FY22E            | FY23E       | 收入          | 每股盈利 |
| <b>在线游戏</b>   |           |    |        |           |         |           |               |             |             |             |            |            |             |             |             |                  |             |             |      |
| 网易            | NTES US   | 美元 | 增持     | 89.0      | 148.0   | 58.5      | 11.3          | 9.9         | 19.0        | 17.0        | 2.2        | 4.0        | 16.1        | 17.2        | 16.7        | 11.6             | 8.5         | 17.4        |      |
| 腾讯            | 700 HK    | 港元 | 增持     | 312.0     | 507.0   | 382.7     | 14.0          | 11.0        | 23.3        | 17.4        | 3.1        | 4.4        | 15.1        | 11.7        | 13.8        | 9.9              | 7.5         | 10.1        |      |
| 哔哩哔哩          | BILI US   | 美元 | 增持     | 25.0      | 43.0    | 9.8       | n.a.          | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | 2.8        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 23.8             | n.a.        | n.a.        |      |
| 金山软件          | 3888 HK   | 港元 | 增持     | 25.7      | 37.0    | 4.5       | 9.0           | 6.9         | 40.7        | 26.5        | n.a.       | 3.9        | 10.7        | 2.0         | 3.3         | 23.9             | n.a.        | 46.2        |      |
| 创梦天地          | 1119 HK   | 港元 | 增持     | 4.7       | 4.4     | 0.8       | 30.6          | 14.1        | 46.5        | 18.6        | n.a.       | 1.9        | n.a.        | 3.8         | 7.5         | 29.2             | n.a.        | 52.0        |      |
| 心动游戏          | 2400 HK   | 港元 | 未评级    | 18.5      | n.a.    | 1.1       | n.a.          | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | 2.4        | 38.4        | n.a.        | 3.2         | 28.1             | n.a.        | n.a.        |      |
| 网龙            | 777 HK    | 港元 | 未评级    | 15.4      | n.a.    | 1.1       | 2.2           | 2.0         | 5.7         | 5.0         | 0.2        | 0.9        | 4.2         | 15.2        | 15.4        | 11.3             | 23.0        | 7.0         |      |
| 中手游           | 302 HK    | 港元 | 未评级    | 2.1       | n.a.    | 0.7       | 6.8           | 4.5         | 6.7         | 5.4         | 0.3        | 1.1        | 5.4         | 11.6        | 12.7        | 19.2             | 21.6        | 14.5        |      |
| IGG           | 799 HK    | 港元 | 未评级    | 3.1       | n.a.    | 0.5       | n.a.          | 3.5         | n.a.        | 16.2        | n.a.       | 0.7        | n.a.        | n.a.        | 6.4         | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| 祖龙游戏          | 9990 HK   | 港元 | 未评级    | 4.5       | n.a.    | 0.5       | 10.7          | 3.7         | 19.5        | 8.0         | n.a.       | 1.7        | 7.7         | 8.8         | 15.1        | 65.8             | n.a.        | n.a.        |      |
| SEA           | SE US     | 美元 | 未评级    | 87.0      | n.a.    | 48.7      | n.a.          | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | 3.7        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 35.4             | n.a.        | n.a.        |      |
| 任天堂           | 7974 JP   | 日元 | 未评级    | 56,930.0  | n.a.    | 55.6      | 8.5           | 9.8         | 13.7        | 16.5        | n.a.       | 3.9        | 22.6        | 26.2        | 20.7        | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| 动视暴雪          | ATVI US   | 美元 | 未评级    | 80.7      | n.a.    | 63.1      | 18.8          | 14.0        | 27.6        | 20.6        | n.a.       | 7.9        | 26.9        | 11.9        | 13.3        | 6.1              | 3.9         | 5.3         |      |
| 艺电            | EA US     | 美元 | 未评级    | 133.2     | n.a.    | 37.2      | 22.5          | 12.9        | 49.6        | 18.4        | n.a.       | 5.6        | 20.6        | 11.7        | 20.6        | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| Take-Two      | TTWO US   | 美元 | 未评级    | 127.4     | n.a.    | 21.2      | 24.9          | 18.1        | n.a.        | 26.1        | n.a.       | 6.4        | n.a.        | 11.7        | 16.4        | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| Nexon         | 3659 JP   | 日元 | 未评级    | 3,000.0   | n.a.    | 20.3      | 16.8          | 12.9        | 25.8        | 21.1        | n.a.       | 7.7        | 24.6        | 12.2        | 13.2        | 14.2             | n.a.        | 20.2        |      |
| Ncsoft        | 036570 KS | 韩元 | 未评级    | 385,500.0 | n.a.    | 6.5       | 9.5           | 8.6         | 18.0        | 14.9        | 1.5        | 3.1        | 12.9        | 14.7        | 15.9        | 8.0              | 11.9        | 25.6        |      |
| Zynga         | ZNGA US   | 美元 | 未评级    | 8.2       | n.a.    | 9.3       | 15.5          | 14.1        | 24.6        | 19.5        | n.a.       | 3.2        | 14.7        | n.a.        | n.a.        | 8.4              | n.a.        | 54.2        |      |
| 网石游戏          | 251270 KS | 韩元 | 未评级    | 71,600.0  | n.a.    | 4.7       | 19.6          | 13.8        | 58.3        | 24.6        | n.a.       | 2.2        | 24.4        | 1.7         | 4.6         | 7.1              | n.a.        | 20.0        |      |
| <b>中国公司均值</b> |           |    |        |           |         |           | <b>12.0</b>   | <b>7.3</b>  | <b>22.6</b> | <b>14.6</b> | <b>1.6</b> | <b>2.5</b> | <b>14.2</b> | <b>10.9</b> | <b>11.1</b> | <b>23.5</b>      | <b>13.8</b> | <b>23.5</b> |      |
| <b>海外公司均值</b> |           |    |        |           |         |           | <b>17.0</b>   | <b>13.0</b> | <b>31.1</b> | <b>20.2</b> | <b>1.5</b> | <b>4.8</b> | <b>21.0</b> | <b>12.9</b> | <b>15.0</b> | <b>13.2</b>      | <b>7.9</b>  | <b>25.1</b> |      |
| <b>电商</b>     |           |    |        |           |         |           |               |             |             |             |            |            |             |             |             |                  |             |             |      |
| 京东            | JD US     | 美元 | 增持     | 63.4      | 73.0    | 98.9      | 20.0          | 14.3        | 33.5        | 21.6        | 1.0        | 0.6        | 24.7        | 8.9         | 12.6        | 18.2             | 32.9        | 45.3        |      |
| 阿里巴巴          | BABA US   | 美元 | 增持     | 97.4      | 160.0   | 258.0     | 8.0           | 7.5         | 11.8        | 13.2        | n.a.       | 2.0        | 12.2        | 6.6         | 9.3         | 12.3             | n.a.        | n.a.        |      |
| 美团点评          | 3690 HK   | 港元 | 增持     | 183.8     | 244.0   | 144.9     | n.a.          | n.a.        | n.a.        | n.a.        | n.a.       | 4.5        | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 22.9             | n.a.        | n.a.        |      |
| 拼多多           | PDD US    | 美元 | 未评级    | 51.3      | n.a.    | 64.8      | 23.0          | 14.9        | 24.0        | 17.1        | 1.1        | 4.0        | 19.4        | 16.9        | 19.5        | 19.5             | 22.9        | 64.2        |      |
| 贝壳            | BEKE US   | 美元 | 未评级    | 15.0      | n.a.    | 19.0      | n.a.          | 14.2        | n.a.        | 27.9        | n.a.       | 2.0        | n.a.        | n.a.        | 5.9         | 0.6              | 34.8        | 13.6        |      |
| 唯品会           | VIPS US   | 美元 | 未评级    | 9.8       | n.a.    | 6.4       | 4.7           | 4.2         | 8.0         | 7.2         | n.a.       | 0.4        | 6.8         | 12.7        | 12.8        | n.a.             | n.a.        | n.a.        |      |
| 宝尊电商          | BZUN US   | 美元 | 未评级    | 9.2       | n.a.    | 0.6       | 15.4          | 8.6         | 17.4        | 8.9         | 0.3        | 0.4        | 19.1        | 2.1         | 6.0         | 5.4              | 52.9        | 7.6         |      |
| 亚马逊           | AMZN US   | 美元 | 未评级    | 142.6     | n.a.    | 1,452.4   | 22.0          | 16.8        | n.a.        | 37.5        | n.a.       | 2.8        | 24.4        | 3.9         | 16.7        | 16.1             | 5.1         | 19.8        |      |
| eBay          | EBAY US   | 美元 | 未评级    | 47.9      | n.a.    | 26.3      | 9.3           | 9.1         | 11.6        | 11.8        | 1.6        | 2.7        | 10.1        | 21.7        | 52.1        | 0.3              | 7.3         | 0.0         |      |
| <b>中国公司均值</b> |           |    |        |           |         |           | <b>15.1</b>   | <b>11.1</b> | <b>21.4</b> | <b>16.8</b> | <b>0.9</b> | <b>1.8</b> | <b>17.8</b> | <b>9.3</b>  | <b>11.2</b> | <b>13.9</b>      | <b>35.3</b> | <b>35.2</b> |      |
| <b>海外公司均值</b> |           |    |        |           |         |           | <b>15.7</b>   | <b>13.0</b> | <b>11.6</b> | <b>24.6</b> | <b>1.6</b> | <b>2.7</b> | <b>17.2</b> | <b>12.8</b> | <b>34.4</b> | <b>8.2</b>       | <b>6.2</b>  | <b>9.9</b>  |      |
| <b>垂直领域</b>   |           |    |        |           |         |           |               |             |             |             |            |            |             |             |             |                  |             |             |      |
| 携程网           | TCOM US   | 美元 | 未评级    | 26.8      | n.a.    | 17.2      | n.a.          | 22.4        | n.a.        | 21.8        | n.a.       | 6.1        | n.a.        | 0.2         | 3.9         | 22.7             | n.a.        | n.a.        |      |
| 汽车之家          | ATHM US   | 美元 | 未评级    | 38.7      | n.a.    | 4.9       | 4.0           | 3.2         | 16.7        | 14.7        | n.a.       | 4.7        | 13.0        | 8.0         | 8.8         | 1.8              | n.a.        | n.a.        |      |
| 同城艺龙          | 780 HK    | 港元 | 未评级    | 16.0      | n.a.    | 4.5       | 20.4          | 11.8        | 31.2        | 18.6        | 0.7        | 4.4        | 27.5        | 4.5         | 8.3         | 12.8             | 41.8        | 21.9        |      |
| 智游网           | EXPE US   | 美元 | 未评级    | 102.2     | n.a.    | 16.1      | 7.8           | 6.4         | 14.6        | 10.6        | n.a.       | 1.4        | 4.7         | 35.9        | 36.5        | 27.2             | n.a.        | 67.4        |      |
| <b>中国公司均值</b> |           |    |        |           |         |           | <b>10.7</b>   | <b>11.0</b> | <b>20.9</b> | <b>16.4</b> | <b>0.7</b> | <b>4.1</b> | <b>15.1</b> | <b>12.2</b> | <b>14.4</b> | <b>16.1</b>      | <b>41.8</b> | <b>44.6</b> |      |

注: 股价采用 2022 年 8 月 4 日收市价; 未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识; 资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

## 财务预测表

### 损益表

| 人民币百万元           | FY21      | FY22      | FY23E     | FY24E     | FY25E     |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入             | 717,289   | 853,062   | 919,539   | 1,075,504 | 1,213,721 |
| 营收成本             | (421,205) | (539,450) | (584,105) | (677,373) | (763,329) |
| 毛利润              | 296,084   | 313,612   | 335,434   | 398,131   | 450,392   |
| 销售及营销费用          | (81,519)  | (119,799) | (124,462) | (138,825) | (153,677) |
| 一般及行政费用          | (55,224)  | (31,922)  | (36,992)  | (40,119)  | (42,480)  |
| 产品开发             | (57,236)  | (55,465)  | (60,442)  | (65,565)  | (81,654)  |
| 摊销               | (12,427)  | (11,647)  | (11,386)  | (11,135)  | (11,135)  |
| 减值               | 0         | (25,141)  | 0         | 0         | 0         |
| 总营业费用            | (206,406) | (243,974) | (233,282) | (255,644) | (288,947) |
| 营业利润             | 89,678    | 69,638    | 102,152   | 142,487   | 161,445   |
| 利息支出             | (4,476)   | (4,909)   | (3,581)   | (3,796)   | (5,700)   |
| 利息及投资收入          | 72,794    | (15,702)  | 12,629    | 11,669    | 13,887    |
| 其他收入             | 7,582     | 10,523    | 109       | 0         | 0         |
| 税前利润             | 165,578   | 59,550    | 111,309   | 150,360   | 169,632   |
| 备付所得税            | (29,278)  | (26,815)  | (28,921)  | (42,891)  | (50,791)  |
| 应占股权投资业绩         | 6,984     | 14,344    | 5,520     | 12,000    | 12,000    |
| 少数股东权益           | (7,294)   | (15,170)  | (5,741)   | (5,973)   | (6,542)   |
| 夹层权益的增值          | (270)     | (290)     | 80        | 0         | 0         |
| 归属于股东的净利润        | 150,308   | 61,959    | 93,729    | 125,442   | 137,383   |
| 归属于股东的非 GAAP 净利润 | 178,954   | 143,515   | 129,837   | 163,224   | 178,333   |

### 财务比率

|                    | FY21  | FY22  | FY23E | FY24E | FY25E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率               |       |       |       |       |       |
| 收入合计               | 41%   | 19%   | 8%    | 17%   | 13%   |
| 非 GAAP EBITDA      | 25%   | -20%  | 8%    | 25%   | 13%   |
| 归属于股东的非 GAAP 净利润   | 27%   | -20%  | -10%  | 26%   | 9%    |
| 盈利能力               |       |       |       |       |       |
| 毛利率                | 41.3% | 36.8% | 36.5% | 37.0% | 37.1% |
| 非 GAAP EBITDA 利润率  | 27.4% | 18.5% | 18.6% | 19.9% | 19.9% |
| 归属于股东的非 GAAP 净利润率  | 24.9% | 16.8% | 14.1% | 15.2% | 14.7% |
| ROE                | 17.8% | 6.6%  | 9.3%  | 11.0% | 10.5% |
| ROA                | 9.5%  | 2.8%  | 5.0%  | 6.2%  | 6.1%  |
| 每股比率 (人民币)         |       |       |       |       |       |
| 非 GAAP 基本每股盈利      | 66.2  | 53.2  | 48.3  | 60.3  | 65.6  |
| 非 GAAP 摊薄每股盈利      | 65.1  | 52.7  | 48.0  | 60.0  | 65.2  |
| 非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元) | 9.93  | 8.23  | 7.38  | 9.08  | 9.88  |
| 非 GAAP 摊薄每股盈利 (港元) | 9.62  | 7.98  | 7.15  | 8.80  | 9.57  |
| 估值比率 (x)           |       |       |       |       |       |
| 市盈率 (美股)           | 9.8   | 11.8  | 13.2  | 10.7  | 9.9   |
| 市盈率 (港股)           | 9.9   | 11.9  | 13.3  | 10.8  | 9.9   |

### 资产负债表

| 人民币百万元     | FY21      | FY22      | FY23E     | FY24E     | FY25E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 现金及现金等价物   | 321,262   | 189,898   | 252,246   | 362,485   | 446,444   |
| 预付款及应收账款   | 223,140   | 259,142   | 262,883   | 323,384   | 334,642   |
| 股权投资       | 200,189   | 219,642   | 254,035   | 289,116   | 324,898   |
| 物业及设备净额    | 147,412   | 171,806   | 185,338   | 204,791   | 225,708   |
| 无形资产       | 70,833    | 59,231    | 57,613    | 60,261    | 65,985    |
| 证券投资       | 237,221   | 223,611   | 223,611   | 223,611   | 223,611   |
| 其他         | 490,161   | 572,223   | 585,049   | 598,516   | 612,656   |
| 总资产        | 1,690,218 | 1,695,553 | 1,820,776 | 2,062,162 | 2,233,944 |
| 借款         | 149,153   | 141,344   | 141,786   | 142,250   | 142,738   |
| 应计费用和应付账款  | 260,929   | 271,460   | 284,363   | 350,088   | 365,460   |
| 商品存款       | 15,017    | 14,747    | 18,356    | 20,362    | 23,332    |
| 递延收入       | 62,489    | 66,983    | 61,753    | 88,818    | 81,103    |
| 其他         | 118,996   | 118,826   | 118,826   | 118,826   | 118,826   |
| 总负债        | 606,584   | 613,360   | 625,084   | 720,344   | 731,459   |
| 股东权益总额     | 937,470   | 948,479   | 1,067,719 | 1,219,819 | 1,387,029 |
| 夹层资本       | 8,673     | 9,655     | 9,655     | 9,655     | 9,655     |
| 少数股东权益     | 137,491   | 124,059   | 118,318   | 112,344   | 105,802   |
| 总股本与夹层资本合计 | 1,083,634 | 1,082,193 | 1,195,691 | 1,341,818 | 1,502,486 |

### 现金流量表

| 人民币百万元   | FY21      | FY22      | FY23E     | FY24E     | FY25E     |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 经营活动现金流  | 231,786   | 142,759   | 169,100   | 228,526   | 212,573   |
| 净利润      | 143,014   | 46,789    | 87,987    | 119,469   | 130,841   |
| 折旧       | 26,389    | 27,808    | 31,525    | 33,247    | 38,556    |
| 摊销       | 21,520    | 20,257    | 20,928    | 19,938    | 19,763    |
| 股权激励     | 50,120    | 23,971    | 25,591    | 26,658    | 29,827    |
| 投资证券损益   | (57,930)  | 20,479    | 0         | 0         | 0         |
| 应占股权投资份额 | (6,984)   | (14,344)  | (4,393)   | (5,081)   | (5,782)   |
| 营运资金变动   | 50,508    | (18,150)  | 7,541     | 34,295    | (631)     |
| 其他       | 5,149     | 35,949    | (80)      | 0         | 0         |
| 投资活动现金流  | (244,194) | (198,592) | (107,193) | (118,752) | (129,101) |
| 资本支出     | (43,185)  | (53,324)  | (64,368)  | (75,285)  | (84,960)  |
| 股权投资增加净额 | (16,123)  | (8,447)   | (30,000)  | (30,000)  | (30,000)  |
| 其他       | (184,886) | (136,821) | (12,826)  | (13,467)  | (14,140)  |
| 筹资活动现金流  | 30,082    | (64,449)  | 442       | 464       | 487       |
| 借款增加净额   | 23,723    | (7,809)   | 442       | 464       | 487       |
| 其他       | 6,359     | (56,640)  | 0         | 0         | 0         |
| 净现金流     | 10,487    | (129,116) | 62,348    | 110,238   | 83,959    |

注：截至2022年8月4日的收盘价\*阿里巴巴的财政年度3月年结；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

## 投资评级定义

| 行业投资评级 | 定义                     |
|--------|------------------------|
| 推荐     | 预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场  |
| 中性     | 预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致 |
| 回避     | 预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场  |

| 公司投资评级 | 定义                        |
|--------|---------------------------|
| 增持     | 预期股价在未来 12 个月上升 10%以上     |
| 中性     | 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内 |
| 减持     | 预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上     |

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

### 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828