

公司报告

招商證券(香港)有限公司  
証券研究部

阿里巴巴 (BABA US)

宏观逆风使9月季度业绩承压

■ 在经历了艰难的6月季度后, 消费环境仍较为疲软, 预计9月季度中国商业将有缓慢复苏

■ 受宏观逆风影响, 国际商业增长仍较为疲软; 云业务依旧面临挑战

■ 增持: 得益于去年同期低基数和降本增效, 预计9月季度净利润同比下滑幅度将有所收窄; 目标价调降至142美元

9月季度盈利增速向好

对于9月季度(23财年二季度), 我们预计集团收入将同比增长4%, 达2,080亿元人民币(相比6月季度收入同比持平), 主要是由于物流问题不断改善, 带动中国商业增长。我们预计中国商业收入将同比增长2%, 源于: 1) 消费疲软导致客户管理收入将同比下滑3%, 由于履约环境显著改善, GMV增速与客户管理收入增速大体一致; 2) 直营业务预计将保持与上一季度相近的同比8%的较快增长, 可部分抵消客户管理业务的收入下滑。近期前景仍受到宏观不确定性的挑战, 但我们对稳步复苏仍保持谨慎乐观的看法, 同时我们预计12月季度业绩将受到购物节的推动。国家统计局数据显示, 6月至8月的消费数据呈现稳步攀升趋势, 这表明消费增长正逐步复苏。此外, 得益于审慎的成本控制, 我们预计中国商业的调整后EBITA利润将扭转前四个季度的同比下滑趋势, 录得2%的同比增长。

国际业务面临持续性挑战

我们预计9月季度国际业务收入将同比增长1%(相比6月季度收入同比增长2%): 1) Lazada收入增速放缓, 源于东南亚地区后疫情时代的线下业务的回暖分流; 2) AliExpress收入增速将有所改善, 这得益于欧洲增值税政策不再对增速产生影响, 但该业务前景仍然面临经济形势的挑战。就国际业务整体而言, 我们预计9月和12月季度零售业务的疲软表现将被批发业务10-12%的收入增长所抵消。我们预计9月季度国际商业的调整后EBITA亏损将扩大。

云业务增速放缓速度高于预期

云业务增速将持续放缓, 预计9月季度收入同比增速为3%(相比6月季度收入同比增长10%), 源于: 1) 互联网客户的公有云需求持续疲软; 2) 行业客户的IT/混合云开支保持审慎, 源于在宏观不确定性下降低较为次要的开支。

净利润复苏趋势不变, 维持增持评级

总体而言, 我们预计集团23/24财年收入将同比增长5%/13%。尽管收入增速较为疲软, 但盈利表现将受益于降本增效而持续改善, 预计9月季度非GAAP净利润将同比下滑1%, 相比前两个季度的31%和24%的下滑幅度有所改善。我们略微调整了中国商业及国际商业的收入预测, 但对云业务的预测进行了较大幅度的调整(图7), 将基于分部加总估值的目标价从之前的160美元下调至142美元, 目标价对应18.9倍/16.8倍的23财年/24财年预测市盈率)。主要风险: 1) 宏观经济/国内外消费者消费意愿; 2) 物流限制; 3) 监管。

盈利预测及估值

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
收入	717,289	853,062	895,105	1,009,478	1,139,567
增长	41%	19%	5%	13%	13%
非GAAP归属于股东的净利润	178,954	143,515	131,858	151,835	179,413
增长	27%	-20%	-8%	15%	18%
非GAAP摊薄每股盈利(港元)	9.6	8.0	7.3	8.2	9.6
市盈率(港股)	8.1	9.8	10.8	9.5	8.1

注: 收盘价截至2022年9月30日(美股)和2022年9月30日(港股); 阿里财年3月年结; 资料来源: 彭博、公司、招商證券(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

crystall@cmschina.com.hk

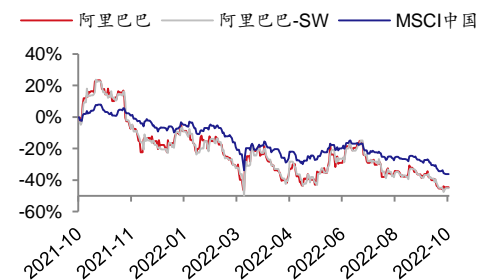
最新变动

23财年二季度业绩前瞻; 调整目标价及预测

增持

前次评级	增持
股价	80美元/78港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	142美元 (+78%) 140港元 (+80%)
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	(14.6)	(27.4)	(44.5)
9988 HK	(15.5)	(28.9)	(45.2)
MSCI中国	(13.3)	(22.0)	(36.1)

行业: TMT

恒生指数 (2022年9月30日)	17,223
MSCI中国 (2022年9月30日)	57

重要数据

52周股价区间(美元/港元)	69-118/108-189
美股市值(十亿美元)	49.7
日均成交量 美股/港股(百万股)	1.25/4.65
23财年非GAAP摊薄EPADS/EPS (美元/港元)	7.49/7.25

主要股东

SoftBank Group Corp.	24.6%
马云	3.1%
其他	2.9%
自由流通量	69.4%
总股数 美股/港股(百万股)	2,711/21,687

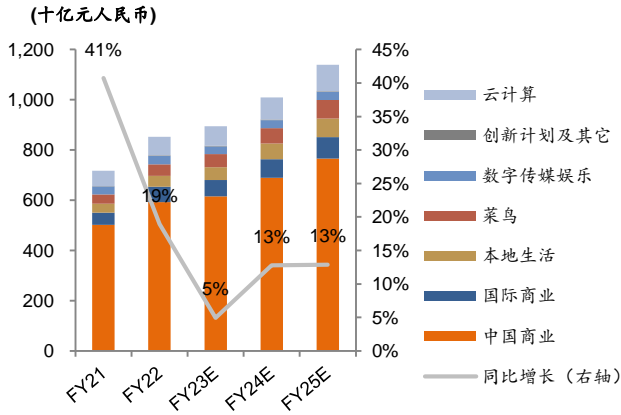
资料来源: 彭博、万得、招商證券(香港)研究部

相关报告

1. 阿里巴巴 (BABA US) - 降本增效驱动业绩超预期 (增持) (2022/8/5)
2. 阿里巴巴 (BABA US) - 跨越挑战, 稳步回升 (增持) (2022/7/8)
3. 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)

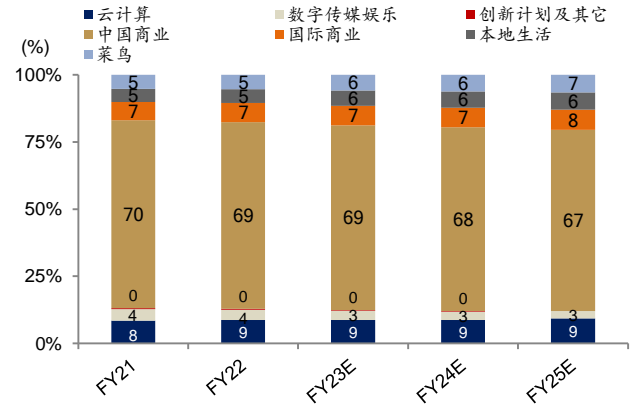
重点图表

图1: 分业务收入预测



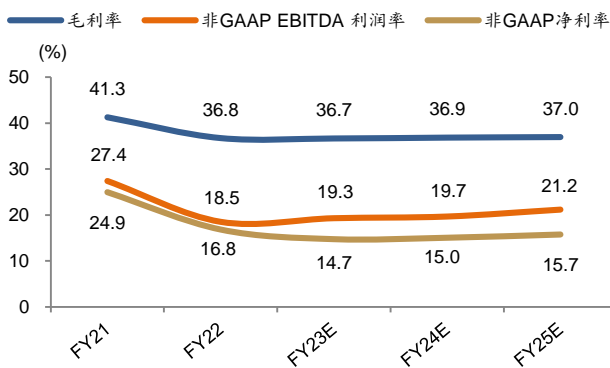
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图2: 收入构成



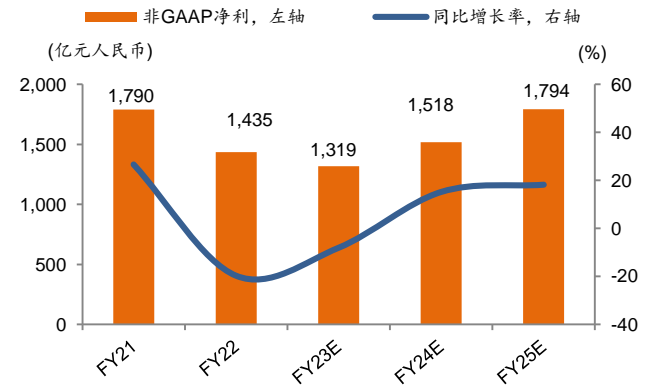
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图3: 利润率



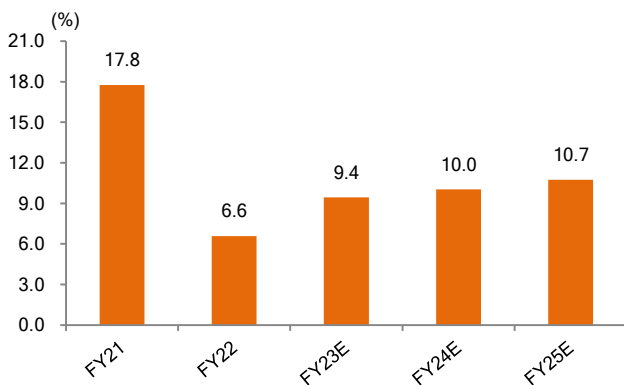
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图4: 归属于股东的非GAAP净利润



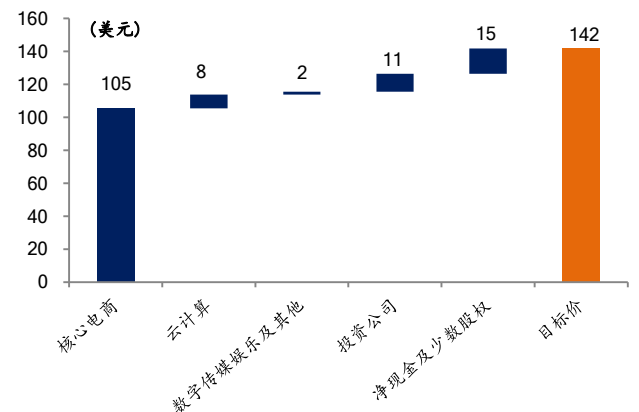
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

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: 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	895,105	1,009,478	1,139,567	919,539	1,075,504	1,213,721	-2.7%	-6.1%	-6.1%
中国商业	615,429	689,953	766,068	630,325	733,384	807,883	-2.4%	-5.9%	-5.2%
国际商业	64,666	73,898	85,565	65,288	76,852	94,334	-1.0%	-3.8%	-9.3%
菜鸟	52,206	62,219	74,156	52,206	62,219	74,156	0.0%	0.0%	0.0%
本地生活服务	51,225	61,470	73,763	51,225	61,470	73,763	0.0%	0.0%	0.0%
云业务	78,337	88,285	105,942	87,253	107,926	129,511	-10.2%	-18.2%	-18.2%
数字媒体及娱乐	31,268	31,580	31,896	31,268	31,580	31,896	0.0%	0.0%	0.0%
创新业务及其他	1,975	2,074	2,177	1,975	2,074	2,177	0.0%	0.0%	0.0%
毛利润	328,303	372,155	421,426	335,434	398,131	450,392	-2.1%	-6.5%	-6.4%
非 GAAP EBITA	141,639	165,940	203,757	139,129	180,281	202,407	1.8%	-8.0%	0.7%
非 GAAP EBITDA	173,098	198,906	241,688	170,654	213,527	240,962	1.4%	-6.8%	0.3%
非 GAAP 归母净利润	131,858	151,835	179,413	129,837	163,224	178,333	1.6%	-7.0%	0.6%
利润率 (%)									
毛利率	37%	37%	37%	36%	37%	37%	0.2ppt	-0.2ppt	-0.1ppt
非 GAAP EBITA 利润率	16%	16%	18%	15%	17%	17%	0.7ppt	-0.3ppt	1.2ppt
非 GAAP EBITA 利润	19%	20%	21%	19%	20%	20%	0.8ppt	-0.1ppt	1.4ppt
非 GAAP 归母净利润率	15%	15%	16%	14%	15%	15%	0.6ppt	-0.1ppt	1.1ppt
同比 (%)									
收入	5%	13%	13%	8%	17%	13%	-2.9ppt	-4.2ppt	0.0ppt
毛利润	5%	13%	13%	7%	19%	13%	-2.3ppt	-5.3ppt	0.1ppt
非 GAAP EBITA	9%	17%	23%	7%	30%	12%	1.9ppt	-12.4ppt	10.5ppt
非 GAAP EBITDA	9%	15%	22%	8%	25%	13%	1.5ppt	-10.2ppt	8.7ppt
非 GAAP 归母净利润	-8%	15%	18%	-10%	26%	9%	1.4ppt	-10.6ppt	8.9ppt

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图8: 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	895,105	1,009,478	1,139,567	910,156	1,019,202	1,115,162	-1.7%	-1.0%	2.2%
非 GAAP EBITDA	173,098	198,906	241,688	169,550	197,386	223,222	2.1%	0.8%	8.3%
非 GAAP 归母净利润	131,858	151,835	179,413	134,581	160,223	179,115	-2.0%	-5.2%	0.2%
毛利率 (%)	36.7	36.9	37.0	35.8	35.8	36.0	0.9ppt	1.0ppt	1.0ppt
非 GAAP EBITDA 利润率 (%)	19.3	19.7	21.2	18.6	19.4	20.0	0.7ppt	0.3ppt	1.2ppt
非 GAAP 净利润率 (%)	14.7	15.0	15.7	14.8	15.7	16.1	-0.1ppt	-0.7ppt	-0.3ppt

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9月30日

图9: 市盈率估值区间



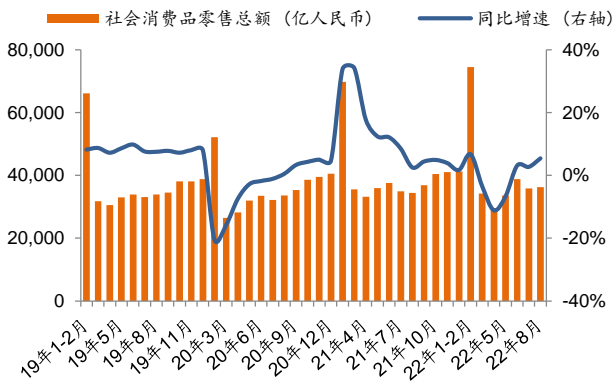
资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测

图10: 市销率估值区间



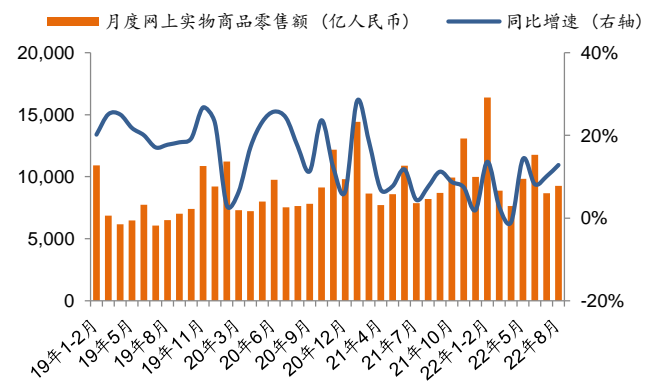
资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测

图11: 社会消费品零售总额



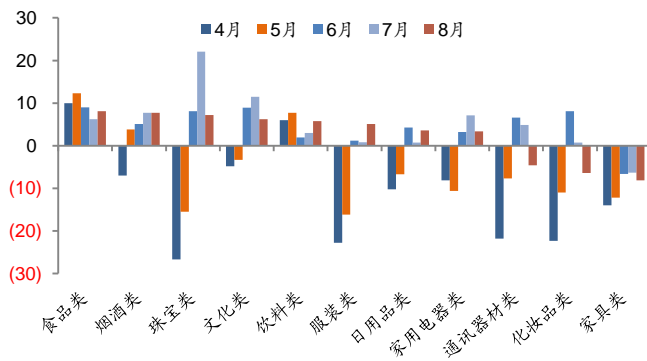
资料来源: 国家统计局、招商证券(香港)

图12: 月度网上实物商品零售额



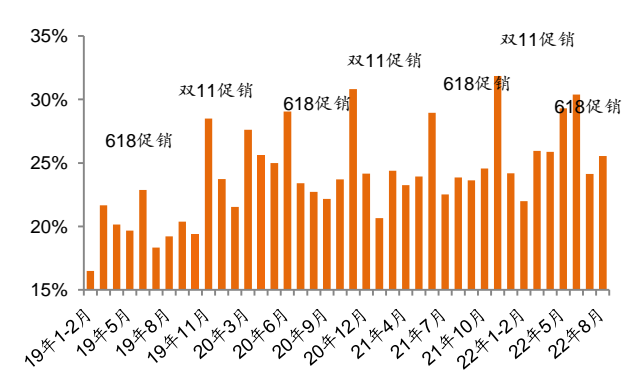
资料来源: 国家统计局、招商证券(香港)

图13: 22年4月至8月按品类划分的销售额同比增速



资料来源: 国家统计局、招商证券(香港)

图14: 电实物商品网上零售渗透率



资料来源: 国家统计局、招商证券(香港)

图15: 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)			占总估值的比例			估值 (十亿元人民币)		
			悲观	基本	乐观	悲观	基本	乐观	悲观	基本	乐观
盈利区间: 23 财年三季度至 24 财年二季度											
核心电商	EV/EBITDA	1,830 亿元人民币	5.0	11.0	15.0	60.7%	74.3%	78.2%	913	2,009	2,739
云计算	EV/EBITDA	110 亿元人民币	7.0	15.0	20.0	5.0%	6.0%	6.1%	75	161	214
数字传媒娱乐	EV/收入	310 亿元人民币	0.5	1.0	1.5	1.0%	1.2%	1.3%	16	31	47
创新及其它	EV/收入	20 亿元人民币	0.5	1.0	1.5	0.1%	0.1%	0.1%	1	2	3
<b>分部估值 (A)</b>									<b>1,005</b>	<b>2,203</b>	<b>3,004</b>
上市公司	市值	%持股比例	股权价值	上市公司	市值	%持股比例	股权价值				
小鹏汽车 (XPEV US)	74	13.3%	9.9	千方科技 (002373 CH)	13	14.1%	1.9				
圆通快递 (600233 CH)	73	22.5%	16.5	中国联通 (0762 HK)	97	2.0%	1.9				
中通快递 (ZTO US)	139	8.7%	12.1	美年健康 (002044 CH)	16	8.0%	1.3				
微博 (WB US)	28	28.7%	8.1	三江购物 (601116 CH)	5	32.0%	1.4				
苏宁 (002024 CH)	16	20.0%	3.2	Dufry (DUFN SW)	20	6.1%	1.2				
哔哩哔哩 (BILI US)	42	7.2%	3.0	网易云音乐 (9899 HK)	13	10.0%	1.3				
分众传媒 (002027 CH)	78	5.3%	4.1	丽人丽妆 (605136 CH)	5	17.6%	0.8				
华泰证券 (601688 CH)	103	3.7%	3.8	韵达 (002120 CH)	6	14.6%	0.9				
石基信息 (002153 CH)	26	13.0%	3.4	Singapore Post (SPOST SP)	46	2.0%	0.9				
滴滴出行 (DIDI US)	110	4.7%	5.2	中金 (3908 HK)	121	0.3%	0.3				
芒果超媒 (300413 CH)	46	5.3%	2.4	华谊兄弟 (300027 CH)	6	4.5%	0.3				
申通快递 (002468 CH)	20	25.0%	4.9	心动 (2400 HK)	7	0.8%	0.1				
红星美凯龙 (01528 HK)	17	8.9%	1.5	<b>上市公司总市值</b>							<b>90.5</b>
非上市公司								估算价值	%持股比例	股权价值	
蚂蚁金服								423	33.0%	139.5	
魅族								38	15.0%	5.7	
Tokopedia								48	28.0%	13.3	
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>116</b>	
十亿元人民币								悲观	基本	乐观	
<b>投资公司总价值(B)</b>								<b>206</b>	<b>206</b>	<b>206</b>	
加: 净现金(C)								411	411	411	
减: 少数股权(D)								118	118	118	
<b>总估值 (A+B+C-D)</b>								<b>1,503</b>	<b>2,702</b>	<b>3,502</b>	
普通股数 (百万)								2,689			
每股价值 (人民币)								559	1,005	1,303	
人民币/美元								7.09			
<b>每股价值 (美元)</b>								<b>79</b>	<b>142</b>	<b>184</b>	
<b>每股价值 (港元)</b>								<b>78</b>	<b>140</b>	<b>181</b>	
非 GAAP 摊薄 23 财年每股盈利 (美元)			7.5	非 GAAP 摊薄 24 财年每股盈利 (美元)			8.4				
<b>当前估值乘数</b>				<b>目标估值乘数</b>							
23 财年市盈率 (倍)			10.6	目标价对应 23 财年市盈率 (倍)			18.9				
扣除投资及净现金的市盈率 (倍)			8.1	扣除投资及净现金的市盈率 (倍)			14.6				
24 财年市盈率 (倍)			9.4	目标价对应 24 财年市盈率 (倍)			16.8				
扣除投资及净现金的市盈率 (倍)			7.2	扣除投资及净现金的市盈率 (倍)			12.9				

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

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	FY22E	FY22E	FY23E	收入	每股盈利
<b>平台型</b>																			
腾讯	700 HK	港元	增持	266.4	459.0	325.7	12.0	9.7	19.4	15.2	3.1	3.8	15.0	10.6	12.3	7.7	6.3	8.7	
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	80.0	142.0	211.8	6.1	5.7	9.7	10.7	n.a.	1.6	10.6	6.6	9.4	8.8	n.a.	n.a.	
美团点评	3690 HK	港元	增持	165.6	261.0	130.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.9	n.a.	n.a.	1.1	24.9	n.a.	n.a.	
百度	BIDU US	美元	未评级	117.5	n.a.	40.6	8.2	7.2	15.1	12.9	1.4	2.3	11.1	6.6	7.8	7.6	10.6	23.7	
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	95.7	n.a.	1,251.0	10.2	9.1	17.0	14.8	0.9	5.2	12.3	26.3	26.6	7.4	19.3	22.2	
Meta	META US	美元	未评级	135.7	n.a.	364.6	6.7	6.0	12.1	10.9	2.6	3.1	7.4	21.5	22.2	10.6	4.7	5.3	
Naver	035420 KS	韩元	未评级	193,500.0	n.a.	22.1	17.7	15.1	28.4	21.0	n.a.	3.8	22.2	4.7	6.2	12.3	n.a.	3.5	
<b>中国公司均值</b>							<b>8.1</b>	<b>7.1</b>	<b>13.5</b>	<b>12.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.6</b>	<b>11.8</b>	<b>7.6</b>	<b>8.0</b>	<b>11.6</b>	<b>8.4</b>	<b>16.2</b>	
<b>海外公司均值</b>							<b>11.5</b>	<b>10.1</b>	<b>19.2</b>	<b>15.6</b>	<b>1.7</b>	<b>4.0</b>	<b>14.0</b>	<b>17.5</b>	<b>18.3</b>	<b>10.1</b>	<b>12.0</b>	<b>10.3</b>	
<b>云计算</b>																			
中软国际	354 HK	港元	增持	4.8	10.5	1.9	6.4	6.4	9.1	7.8	0.8	0.5	33.6	9.1	10.0	23.1	11.9	4.2	
腾讯	700 HK	港元	增持	266.4	459.0	325.7	12.0	9.7	19.4	15.2	3.1	3.8	15.0	10.6	12.3	7.7	6.3	8.7	
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	80.0	142.0	211.8	6.1	5.7	9.7	10.7	n.a.	1.6	10.6	6.6	9.4	8.8	n.a.	n.a.	
金山软件	3888 HK	港元	增持	20.9	35.0	3.6	6.6	5.2	n.a.	32.3	n.a.	3.4	14.2	n.a.	2.0	20.6	n.a.	30.0	
金蝶	268 HK	港元	未评级	10.3	n.a.	4.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6.4	n.a.	n.a.	n.a.	22.9	n.a.	n.a.	
明源云	909 HK	港元	未评级	4.7	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.9	n.a.	n.a.	n.a.	7.0	n.a.	n.a.	
微软	MSFT US	美元	未评级	2.0	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	9.7	n.a.	n.a.	
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	232.9	n.a.	1,736.9	18.8	15.6	26.3	22.5	n.a.	9.7	21.5	47.2	37.3	n.a.	n.a.	n.a.	
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	95.7	n.a.	1,251.0	10.2	9.1	17.0	14.8	0.9	5.2	12.3	26.3	26.6	7.4	19.3	22.2	
Salesforce	CRM US	美元	未评级	113.0	n.a.	1,151.2	18.0	13.8	n.a.	28.7	n.a.	2.2	19.5	2.2	16.0	19.0	6.2	21.9	
甲骨文	ORCL US	美元	未评级	143.8	n.a.	143.8	32.4	14.3	n.a.	29.7	n.a.	6.0	26.5	0.9	7.9	n.a.	n.a.	n.a.	
SAP	SAP US	美元	未评级	61.1	n.a.	164.7	18.3	9.5	27.1	12.2	n.a.	4.3	19.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
VMware	VMW US	美元	未评级	106.5	n.a.	45.0	16.2	11.3	27.3	16.8	n.a.	3.9	11.4	32.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Dropbox	DBX US	美元	未评级	20.7	n.a.	7.6	10.0	9.4	13.7	12.7	1.3	3.3	9.4	n.a.	n.a.	12.2	10.8	38.8	
<b>中国公司均值</b>							<b>7.8</b>	<b>6.7</b>	<b>12.7</b>	<b>16.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.9</b>	<b>18.3</b>	<b>8.8</b>	<b>8.4</b>	<b>14.2</b>	<b>9.1</b>	<b>14.3</b>	
<b>海外公司均值</b>							<b>17.7</b>	<b>11.9</b>	<b>22.3</b>	<b>19.6</b>	<b>1.1</b>	<b>4.9</b>	<b>17.1</b>	<b>21.8</b>	<b>21.9</b>	<b>12.9</b>	<b>12.1</b>	<b>27.6</b>	
<b>社交及泛娱乐</b>																			
腾讯	700 HK	港元	增持	266.4	459.0	325.7	12.0	9.7	19.4	15.2	3.1	3.8	15.0	10.6	12.3	7.7	6.3	8.7	
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	15.3	31.0	6.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	20.8	n.a.	n.a.	
阅文	772 HK	港元	中性	22.3	68.0	2.9	10.6	8.4	15.6	12.9	1.1	2.5	13.0	6.4	7.9	3.4	14.5	n.a.	
快手	1024 HK	港元	未评级	51.0	n.a.	27.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.1	n.a.	n.a.	n.a.	18.4	n.a.	n.a.	
腾讯音乐	TME US	美元	未评级	4.1	n.a.	7.0	7.5	7.0	11.9	11.4	n.a.	1.8	12.8	6.7	6.8	n.a.	n.a.	n.a.	
微博	WB US	美元	未评级	17.1	n.a.	4.0	6.7	5.4	7.6	6.6	n.a.	2.1	7.9	9.2	12.0	3.6	n.a.	n.a.	
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	2.7	n.a.	2.3	8.2	9.9	n.a.	18.6	n.a.	0.6	28.0	0.8	7.8	0.1	n.a.	n.a.	
欢聚时代	YY US	美元	未评级	26.0	n.a.	1.8	n.a.	n.a.	14.6	10.0	0.3	0.7	12.1	1.2	2.6	2.6	42.0	92.7	
陌陌	MOMO US	美元	未评级	4.6	n.a.	0.9	n.a.	n.a.	3.8	3.5	n.a.	0.5	4.0	13.1	13.3	n.a.	n.a.	n.a.	
虎牙	HUYA US	美元	未评级	2.2	n.a.	0.5	9.7	17.6	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	1.0	n.a.	0.3	31.7	n.a.	n.a.	22.9	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Meta	META US	美元	未评级	135.7	n.a.	364.6	6.7	6.0	12.1	10.9	2.6	3.1	7.4	21.5	22.2	10.6	4.7	5.3	
奈飞	NFLX US	美元	未评级	235.4	n.a.	104.7	18.0	16.0	22.9	19.4	4.5	3.3	n.a.	24.6	21.6	13.3	5.1	8.3	
Snapchat	SNAP US	美元	未评级	9.8	n.a.	16.2	43.9	19.9	n.a.	n.a.	n.a.	3.4	n.a.	n.a.	n.a.	21.1	n.a.	n.a.	
Spotify	SPOT US	美元	未评级	86.3	n.a.	16.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.5	n.a.	n.a.	n.a.	12.9	n.a.	n.a.	
<b>中国公司均值</b>							<b>12.3</b>	<b>9.6</b>	<b>12.2</b>	<b>12.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>13.2</b>	<b>6.8</b>	<b>9.0</b>	<b>9.7</b>	<b>20.9</b>	<b>50.7</b>	
<b>海外公司均值</b>							<b>22.9</b>	<b>14.0</b>	<b>17.5</b>	<b>15.2</b>	<b>3.5</b>	<b>2.8</b>	<b>7.4</b>	<b>23.0</b>	<b>21.9</b>	<b>14.5</b>	<b>4.9</b>	<b>6.8</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	75.6	120.0	49.7	9.0	8.4	15.1	14.8	2.1	3.4	14.6	18.6	16.2	10.8	7.0	15.4	
腾讯	700 HK	港元	增持	266.4	459.0	325.7	12.0	9.7	19.4	15.2	3.1	3.8	15.0	10.6	12.3	7.7	6.3	8.7	
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	15.3	31.0	6.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	20.8	n.a.	n.a.	
金山软件	3888 HK	港元	增持	20.9	35.0	3.6	6.6	5.2	n.a.	32.3	n.a.	3.4	14.2	n.a.	2.0	20.6	n.a.	30.0	
创梦天地	1119 HK	港元	增持	3.6	4.4	0.6	21.3	10.8	n.a.	30.4	n.a.	1.5	n.a.	n.a.	3.4	15.8	n.a.	64.3	
心动游戏	2400 HK	港元	未评级	16.0	n.a.	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.1	8.9	n.a.	0.4	30.2	n.a.	n.a.	
网龙	777 HK	港元	未评级	14.3	n.a.	1.0	2.3	2.1	6.1	4.8	0.2	0.8	3.6	14.6	16.7	16.5	25.9	9.9	
中手游	302 HK	港元	未评级	1.5	n.a.	0.5	6.3	4.4	12.9	6.3	1.4	1.1	7.2	5.9	9.5	5.8	9.1	7.3	
IGG	799 HK	港元	未评级	2.4	n.a.	0.4	n.a.	11.3	n.a.	6.6	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	5.3	0.3	n.a.	n.a.	
祖龙游戏	9990 HK	港元	未评级	2.8	n.a.	0.3	n.a.	0.5	n.a.	6.5	n.a.	2.0	n.a.	n.a.	10.8	70.4	n.a.	n.a.	
SEA	SE US	美元	未评级	56.1	n.a.	31.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.5	n.a.	n.a.	n.a.	31.5	n.a.	n.a.	
任天堂	7974 JP	日元	未评级	5,854.0	n.a.	52.5	9.0	10.6	13.7	16.5	n.a.	3.9	22.6	26.2	21.1	n.a.	n.a.	n.a.	
动视暴雪	ATVI US	美元	未评级	74.3	n.a.	58.2	17.4	12.9	26.0	19.1	3.9	7.3	24.9	11.9	13.2	9.0	6.7	7.8	
艺电	EA US	美元	未评级	115.7	n.a.	32.2	20.7	11.1	45.2	15.9	n.a.	5.1	18.8	11.7	19.5	n.a.	n.a.	n.a.	
Take-Two	TTWO US	美元	未评级	109.0	n.a.	18.1	28.5	20.3	48.1	22.6	n.a.	5.7	n.a.	2.4	6.7	n.a.	n.a.	n.a.	
Nexon	3659 JP	日元	未评级	2,552.0	n.a.	15.3	13.6	10.7	20.5	19.0	n.a.	6.2	20.4	12.2	12.7	12.3	n.a.	14.6	
Ncsoft	036570 KS	韩元	未评级	346,000.0	n.a.	5.3	8.7	8.1	16.3	14.8	4.0	2.9	12.4	14.1	14.3	2.7	4.1	16.6	
Zynga	ZNGA US	美元	未评级	8.2	n.a.	9.3	16.3	14.8	26.0	20.6	n.a.	3.3	15.5	n.a.	n.a.	8.4	n.a.	54.2	
网石游戏	251270 KS	韩元	未评级	51,300.0	n.a.	3.1	21.4	12.4	n.a.	22.0	n.a.	1.6	100.2	n.a.	3.5	4.2	n.a.	13.0	
<b>中国公司均值</b>							<b>9.5</b>	<b>6.8</b>	<b>13.7</b>	<b>14.6</b>	<b>1.8</b>	<b>2.2</b>	<b>11.1</b>	<b>13.7</b>	<b>9.3</b>	<b>19.1</b>	<b>11.1</b>	<b>21.6</b>	
<b>海外公司均值</b>							<b>16.9</b>	<b>12.6</b>	<b>28.0</b>	<b>18.8</b>	<b>3.9</b>	<b>4.3</b>	<b>30.7</b>	<b>13.1</b>	<b>13.0</b>	<b>11.4</b>	<b>5.4</b>	<b>21.2</b>	
<b>电商</b>																			
京东	JD US	美元	增持	50.3	77.0	78.6	13.7	10.6	23.2	16.8	0.7	0.5	16.6	10.6	13.3	17.7	34.5	45.8	
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	80.0	142.0	211.8	6.1	5.7	9.7	10.7	n.a.	1.6	10.6	6.6	9.4	8.8	n.a.	n.a.	
美团点评	3690 HK	港元	增持	165.6	261.0	130.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.9	n.a.	n.a.	1.1	24.9	n.a.	n.a.	
拼多多	PDD US	美元	未评级	62.6	n.a.	79.1	16.2	12.9	19.7	15.6	0.4	4.6	14.3	27.5	25.9	27.2	54.8	99.7	
贝壳	BEKE US	美元	未评级	17.5	n.a.	22.2	n.a.	20.2	n.a.	30.1	2.7	2.5	n.a.	2.0	6.5	n.a.	38.7	15.6	
唯品会	VIPS US	美元	未评级	8.4	n.a.	5.3	3.1	2.9	6.4	6.0	n.a.	0.4	5.8	13.8	12.9	n.a.	n.a.	n.a.	
宝尊电商	BZUN US	美元	未评级	6.3	n.a.	0.4	8.8	5.7	12.8	6.1	0.2	0.3	9.8	1.3	5.5	6.3	58.9	9.7	
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	113.0	n.a.	1,151.2	18.0	13.8	n.a.	28.7	n.a.	2.2	19.5	2.2	16.0	19.0	6.2	21.9	
eBay	EBAY US	美元	未评级	36.8	n.a.	20.2	7.2	7.1	8.9	9.1	0.9	2.1	7.4	25.8	55.7	2.7	10.4	2.0	
<b>中国公司均值</b>							<b>10.3</b>	<b>9.8</b>	<b>15.9</b>	<b>14.6</b>	<b>0.9</b>	<b>1.8</b>	<b>12.3</b>	<b>10.3</b>	<b>11.0</b>	<b>17.1</b>	<b>44.3</b>	<b>43.3</b>	
<b>海外公司均值</b>							<b>12.6</b>	<b>10.4</b>	<b>8.9</b>	<b>18.9</b>	<b>0.9</b>	<b>2.1</b>	<b>13.5</b>	<b>14.0</b>	<b>35.9</b>	<b>10.9</b>	<b>8.3</b>	<b>11.9</b>	
<b>垂直领域</b>																			
携程网	TCOM US	美元	未评级	27.3	n.a.	17.5	n.a.	22.9	n.a.	23.7	n.a.	6.4	n.a.	0.3	4.0	23.3	n.a.	n.a.	
汽车之家	ATHM US	美元	未评级	28.8	n.a.	3.6	4.1	3.2	13.1	11.5	n.a.	3.7	10.5	7.9	8.5	1.9	n.a.	n.a.	
同城艺龙	780 HK	港元	未评级	15.4	n.a.	4.4	20.9	11.7	33.2	18.9	0.8	4.4	20.1	4.3	8.3	13.6	43.3	22.8	
智游网	EXPE US	美元	未评级	93.7	n.a.	14.8	7.1	6.0	13.4	9.7	n.a.	1.2	3.8	33.2	35.5	30.2	n.a.	71.1	
<b>中国公司均值</b>							<b>10.7</b>	<b>11.0</b>	<b>19.9</b>	<b>16.0</b>	<b>0.8</b>	<b>3.9</b>	<b>11.5</b>	<b>11.4</b>	<b>14.1</b>	<b>17.3</b>	<b>43.3</b>	<b>47.0</b>	

注: 股价采用 2022 年 9 月 30 日收市价 (所有市场); 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	895,105	1,009,478	1,139,567
营收成本	(421,205)	(539,450)	(566,802)	(637,322)	(718,142)
毛利润	296,084	313,612	328,303	372,155	421,426
销售及营销费用	(81,519)	(119,799)	(118,161)	(131,002)	(130,417)
一般及行政费用	(55,224)	(31,922)	(36,015)	(38,934)	(39,885)
产品开发	(57,236)	(55,465)	(58,642)	(62,727)	(76,717)
摊销	(12,427)	(11,647)	(11,367)	(11,013)	(11,013)
减值	0	(25,141)	0	0	0
总营业费用	(206,406)	(243,974)	(224,185)	(243,676)	(258,032)
营业利润	89,678	69,638	104,119	128,479	163,394
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	113,275	136,352	171,581
备付所得税	(29,278)	(26,815)	(29,480)	(39,414)	(51,141)
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)	(5,812)	(5,447)	(6,622)
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	95,207	114,386	139,062
归属于股东的非 GAAP 净利润	178,954	143,515	131,858	151,835	179,413

### 财务比率

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>年成长率</b>					
收入合计	41%	19%	5%	13%	13%
非 GAAP EBITDA	25%	-20%	9%	15%	22%
归属于股东的非 GAAP 净利润	27%	-20%	-8%	15%	18%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	41.3%	36.8%	36.7%	36.9%	37.0%
非 GAAP EBITDA 利润率	27.4%	18.5%	19.3%	19.7%	21.2%
归属于股东的非 GAAP 净利润率	24.9%	16.8%	14.7%	15.0%	15.7%
ROE	17.8%	6.6%	9.4%	10.0%	10.7%
ROA	9.5%	2.8%	5.1%	5.7%	6.3%
<b>每股比率 (人民币)</b>					
非 GAAP 基本每股盈利	66.2	53.2	49.0	56.1	66.0
非 GAAP 摊薄每股盈利	65.1	52.7	48.7	55.8	65.6
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	9.93	8.23	7.49	8.45	9.93
非 GAAP 摊薄每股盈利 (港元)	9.62	7.98	7.25	8.19	9.62
<b>估值比率 (x)</b>					
市盈率 (美股)	8.1	9.7	10.7	9.5	8.1
市盈率 (港股)	8.1	9.8	10.8	9.5	8.1

### 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	245,876	353,896	434,342
预付款及应收账款	223,140	259,142	250,569	304,182	308,836
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	184,207	200,706	218,614
无形资产	70,833	59,231	57,146	58,626	63,279
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
<b>总资产</b>	<b>1,690,218</b>	<b>1,695,553</b>	<b>1,800,493</b>	<b>2,028,652</b>	<b>2,186,236</b>
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	266,411	332,668	331,130
商品存款	15,017	14,747	17,477	18,864	22,160
递延收入	62,489	66,983	58,332	82,995	76,544
其他	118,996	118,826	118,826	118,826	118,826
<b>总负债</b>	<b>606,584</b>	<b>613,360</b>	<b>602,832</b>	<b>695,604</b>	<b>691,398</b>
<b>股东权益总额</b>	<b>937,470</b>	<b>948,479</b>	<b>1,069,760</b>	<b>1,210,593</b>	<b>1,379,005</b>
夹层资本	8,673	9,655	9,655	9,655	9,655
少数股东权益	137,491	124,059	118,247	112,800	106,178
<b>总股本与夹层资本合计</b>	<b>1,083,634</b>	<b>1,082,193</b>	<b>1,197,662</b>	<b>1,333,048</b>	<b>1,494,838</b>

### 现金流量表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>经营活动现金流</b>	<b>231,786</b>	<b>142,759</b>	<b>161,019</b>	<b>221,686</b>	<b>203,868</b>
净利润	143,014	46,789	89,395	108,939	132,440
折旧	26,389	27,808	31,459	32,965	37,931
摊销	21,520	20,257	20,882	19,719	19,278
股权激励	50,120	23,971	26,153	26,448	29,350
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)	(2,398)	38,696	(9,348)
其他	5,149	35,949	(80)	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(244,194)</b>	<b>(198,592)</b>	<b>(105,483)</b>	<b>(114,130)</b>	<b>(123,910)</b>
资本支出	(43,185)	(53,324)	(62,657)	(70,663)	(79,770)
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>30,082</b>	<b>(64,449)</b>	<b>442</b>	<b>464</b>	<b>487</b>
借款增加净额	23,723	(7,809)	442	464	487
其他	6,359	(56,640)	0	0	0
<b>净现金流</b>	<b>10,487</b>	<b>(129,116)</b>	<b>55,978</b>	<b>108,020</b>	<b>80,446</b>

注：截至2022年9月30日(美股)，2022年9月30日(港股)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
卖出	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/cmshk/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