

阿里巴巴 (BABA US)

2023 阿里云峰会：让算力更普惠、让 AI 更普及

我们于 4 月 11 日参加了 2023 年阿里云峰会，会议要点主要包括：1) 阿里巴巴宣布推出“通义千问”大模型，阿里云智能集团 CEO 张勇表示未来阿里巴巴所有产品将接入通义千问进行全面改造，同时阿里云将面向企业提供更普惠的 AI 基础设施和大模型能力；2) 阿里云持续致力于让算力更普惠、让 AI 更普及，峰会中发布通用算力型 ECS 云服务器 Universal 实例，价格对比上一代主售实例最高可下降 40%，此外阿里云宣布开放计算存储、数据库、机器学习等 50 款核心产品免费试用，为企业降低算力成本。参照亚马逊 AWS 的发展路径，我们认为阿里云通过持续提升算力性能、降低算力成本有望在为客户提供降价空间的同时提升自身的利润率水平，形成商业模型的正循环。维持基于 SOTP 估值法的每 ADS 154.0 美元的目标价和买入评级。

■ 推出“通义千问”大模型，推动 AI 进一步普及，MaaS 或为阿里云长期营收增长打开空间。通义千问是超大规模的语言模型，能够了解人类的指令，跟人类进行多轮交互，同时也融入了多模态的知识理解。张勇在会上宣布目前钉钉、天猫精灵已经在测试接入大模型，未来阿里巴巴所有产品均将接入大模型。此外，阿里云未来将面向企业提供更普惠的 AI 基础设施和大模型能力，致力于让每一个企业都可以通过阿里云调用通义千问的全部能力，也可以结合企业自己的行业知识和应用场景，训练自己的企业大模型。目前，“通义千问”已经与包括 OPPO、太平洋保险、吉利汽车在内的多家企业达成了合作，我们认为 Model-as-a-Service (MaaS) 或有望为阿里云的长期营收增长打开空间。

■ 推出 Universal 实例，降低弹性计算使用门槛及单位算力成本。为了让更多中小企业获得云计算红利，阿里云推出新款通用算力型 ECS 云服务器 Universal 实例，整合了多种云服务器规格，无需进行复杂的资源配置，售价相比上一代主售实例降幅最高可达 40%。此外，峰会中阿里云还宣布将开放计算存储、数据库、机器学习等 50 款核心产品免费试用。我们认为，通过对中小企业的让利，阿里云有望进一步扩大付费用户群，为长期变现打开空间。

■ 持续提升云业务性价比以扩大规模效应或有望支撑云业务健康增长。参照亚马逊 AWS 发展经验，1) 自研数据中心调度系统以提升算力及网络等资源的使用效率、2) 自研 CPU 芯片以提升通用算力性能、3) 自研 AI 加速芯片以提升训练和推理的性能或为提升云业务性价比、积累云业务规模效应的三种有效手段。通过持续提升算力性能、降低算力成本有望在为客户提供降价空间的同时提升云厂商自身的利润率水平，形成商业模型的正循环。

财务资料

(截至 03 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	717,289	853,062	868,801	967,925	1,058,011
同比增长 (%)	na	18.9	1.8	11.4	9.3
净利润(百万人民币)	150,308.0	61,959.0	64,127.2	117,099.5	128,707.0
调整后净利润(百万人民币)	178,954.0	143,515.0	141,618.9	160,656.1	175,259.5
调整后每股收益(人民币)	66.22	53.26	52.50	59.50	64.84
市场平均预估每股收益(人民币)			53.65	60.02	59.54
股本回报率 (%)	na	6.5	6.2	9.8	9.5

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价 美元 154.00
潜在升幅 51.7%
当前股价 美元 101.54

中国互联网

贺赛一
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶治
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬
luwentao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	276,808.0
3 月平均流通量(百万美元)	99.7
52 周内股价高/低(百万美元)	122.39/63.15
总股本(百万)	2726.1

资料来源：FactSet

股东结构

软银集团	23.9%
------	-------

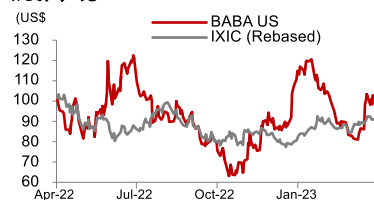
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	22.4%	12.8%
3 月	-11.6%	-20.0%
6 月	28.1%	10.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

2023 年阿里云峰会：让算力更普惠、让 AI 更普及

阿里云已经形成全栈技术服务，包括 IaaS、PaaS 到 MaaS 三层清晰架构，使得阿里巴巴具备从事各行各业智能化探索所需要的多层通用服务。2022 年 11 月阿里云在云栖大会上首次提出了 MaaS 概念：以云为基础，以模型为中心，核心是把模型的整个生命周期有效的支撑起来，让大家快速查找、使用模型，降低模型的使用门槛。

2023 年阿里云峰会，阿里巴巴正式发布通义千问。通义千问是超大规模的语言模型，能够了解人类的指令，跟人类进行多轮交互，同时也融入了多模态的知识理解。在本次峰会中，阿里云智能集团 CEO 张勇提及，目前钉钉、天猫精灵等产品已接入通义千问测试，将在评估认证后正式发布新功能，未来阿里巴巴的所有产品都会接入大模型进行全面升级。

图 1：阿里云：全栈技术服务三层架构



资料来源：阿里云峰会，招银国际环球市场

图 2：阿里巴巴：未来所有产品将接入大模型全面升级



资料来源：阿里云峰会，招银国际环球市场

针对大模型的潜在变现手段，阿里云将面向企业提供更普惠的 AI 基础设施和大模型能力，致力于在未来让每个企业都可以通过阿里云调用通义千问的能力，也可以结合企业自己的行业知识和应用场景训练自己的企业大模型。我们认为 Model-as-a-Service (MaaS) 或有望为阿里云的长期营收增长打开空间。

作为云计算和人工智能结合的云智能公司，阿里云的两个基本目标为：1) 让算力更普惠；2) 让 AI 更普及。和过去十年前比，阿里云计算的计算服务，算力服务比十年前价格降了 80%，存储服务跟十年前价格相比的降幅接近 90%。阿里云通过软硬一体技术的研发，扩大自研 CPU 倚天 710、云数据中心处理器 CIPU、自研数据中心网络等核心技术应用，推动了技术创新、规模化运营和成本降低的正循环。阿里云已经累积了从飞天云操作系统、芯片到智算平台的“AI + 云计算”全栈技术能力。

图 3：弹性计算 Universal 实例：让算力更普惠



资料来源：阿里云峰会，招银国际环球市场

图 4：飞天免费试用计划：让算力更普惠



资料来源：阿里云峰会，招银国际环球市场

峰会现场，阿里云针对“让算力更普惠”推出了两项具体举措：推出新款通用算力型 ECS 云服务器 Universal 实例，及推出“飞天免费试用计划”。其中，新推出的 Universal 实例

整合了多种云服务器规格，无需进行复杂的资源配置，售价相比上一代主售实例降幅最高可达 40%，更适合 Web 应用及网站、企业办公类应用、离线数据分析、中小型数据库等典型应用场景，具备与其他同类产品一致的稳定性和用户体验；此外，用户还可通过预留云上存储空间和锁定购买时长，来获得更低的长期存储成本。除了帮助用户优化成本外，阿里云还推出“飞天免费试用计划”，面向 1000 万云上开发者，提供包括 ECS、数据库 PolarDB、机器学习 PAI 等在内 50 款云产品的免费试用，时长支持 1 个月、3 个月到长期免费，可支持开发者构建包括在线、大数据类、AI 等不同类型的 AI 应用，并且支持 serverless 的开发模式。同时还提供完备的产品文档、一键部署的技术解决方案、1000 多门免费课程，来帮助开发者零门槛体验云服务。

图 5: 阿里云：开源生态，让 AI 更普及



资料来源：阿里云峰会，招银国际环球市场研究

我们认为，通过对中小企业的让利，阿里云有望进一步扩大付费用户群，为长期变现打开空间。参照亚马逊 AWS 的发展路径，我们认为阿里云通过持续提升算力性能、降低算力成本有望在为客户提供降价空间的同时提升自身的利润率水平，形成商业模型的正循环。

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	na	717,289	853,062	868,801	967,925	1,058,011
销售成本	na	(421,205)	(539,450)	(556,033)	(617,536)	(673,953)
毛利润	na	296,084	313,612	312,768	350,389	384,058
运营费用	na	(206,406)	(243,974)	(214,594)	(231,334)	(250,220)
销售	na	(136,743)	(151,721)	(143,005)	(158,740)	(171,927)
研发费用	na	(57,236)	(55,465)	(55,343)	(61,947)	(66,655)
其他	na	(12,427)	(36,788)	(16,247)	(10,647)	(11,638)
运营利润	na	89,678	69,638	98,175	119,055	133,838
利息收入	na	72,794	(15,702)	(19,114)	7,743	8,464
利息支出	na	(4,476)	(4,909)	(5,734)	(5,808)	(6,136)
其他收入/支出	na	7,582	10,523	6,082	6,775	5,819
税前利润	na	165,578	59,550	79,408	127,766	141,985
所得税	na	(29,278)	(26,815)	(13,658)	(30,025)	(35,496)
其他	na	6,984	14,344	(8,427)	11,615	13,754
税后利润	na	143,284	47,079	57,323	109,356	120,243
非控股权益	na	7,294	15,170	6,950	7,743	8,464
其他	na	(270)	(290)	(146)	0	0
净利润	na	150,308	61,959	64,127	117,100	128,707
调整后净利润	na	178,954	143,515	141,619	160,656	175,259

资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	na	643,360	638,535	691,786	802,727	925,551
现金与现金等价物	na	321,262	189,898	256,217	352,960	463,150
Restricted cash	na	35,207	37,455	37,455	37,455	37,455
预付款项	na	124,708	145,995	132,927	147,125	159,760
以公允价值计入损益的资产	na	162,183	265,187	265,187	265,187	265,187
非流动资产	na	1,046,858	1,057,018	1,093,056	1,179,688	1,260,820
物业及厂房及设备 (净额)	na	147,412	171,806	213,418	244,935	269,875
合资及联营公司投资	na	200,189	219,642	230,668	261,736	294,943
无形资产	na	70,833	59,231	99,306	119,813	139,329
商誉	na	292,771	269,581	269,581	269,581	269,581
以公允价值计入损益的资产	na	237,221	223,611	223,611	223,611	223,611
其他非流动资产	na	98,432	113,147	56,472	60,011	63,481
总资产	na	1,690,218	1,695,553	1,784,842	1,982,415	2,186,371
流动负债	na	377,358	383,784	337,990	388,355	430,908
短期债务	na	3,606	8,841	9,113	10,121	11,045
应付税款	na	25,275	21,753	12,839	26,422	30,172
其他流动负债	na	87,337	81,730	81,462	90,473	98,738
Accrued expenses	na	261,140	271,460	234,576	261,340	290,953
非流动负债	na	229,226	229,576	205,099	210,042	216,288
长期债务	na	38,335	38,244	38,244	38,244	37,407
递延收入	na	3,158	3,490	3,597	3,995	4,360
其他非流动负债	na	187,733	187,842	163,258	167,802	174,521
总负债	na	606,584	613,360	543,089	598,397	647,196
股本	na	1	1	1	1	1
资本盈余	na	394,308	410,506	520,176	553,086	588,000
留存收益	na	554,924	563,557	627,830	744,930	873,637
其他储备	na	(3,090)	(15,930)	(23,364)	(23,364)	(23,364)
股东权益总额	na	946,143	958,134	1,124,644	1,274,653	1,438,274
少数股东权益	na	137,491	124,059	117,109	109,365	100,901
总负债和股东权益	na	1,690,218	1,695,553	1,784,842	1,982,415	2,186,371

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	na	165,578	59,550	79,408	127,766	141,985
折旧摊销	na	47,909	48,065	31,798	32,366	40,657
税款	na	(29,278)	(26,815)	(13,658)	(30,025)	(35,496)
营运资金变化	na	50,297	(18,150)	(1,779)	32,928	29,274
其他	na	(2,720)	80,109	34,689	36,544	38,248
净经营现金流	na	231,786	142,759	130,459	199,578	214,668
投资现金流						
资本开支	na	(41,450)	(3,412)	(4,344)	(4,840)	(5,290)
收购与投资	na	(1,735)	(15)	(31,154)	(31,154)	(31,154)
处理短期投资所得现金	na	(114,826)	(106,984)	0	0	0
其他	na	(86,183)	(88,181)	(66,368)	(67,849)	(68,121)
净投资现金流	na	(244,194)	(198,592)	(101,866)	(103,843)	(104,566)
融资现金流						
净借贷	na	32,008	0	0	0	0
发行股票所得现金	na	175	109	0	0	0
股票回购	na	(773)	(61,225)	0	0	0
其他	na	(1,328)	(3,333)	272	1,008	87
净融资现金流	na	30,082	(64,449)	272	1,008	87
净现金流变动						
年初现金	na	345,982	356,469	227,353	256,217	352,960
汇率变动	na	(7,187)	(8,834)	0	0	0
年末现金	na	356,469	227,353	256,217	352,960	463,150
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日						
销售收入	na	na	18.9%	1.8%	11.4%	9.3%
毛利润	na	na	5.9%	(0.3%)	12.0%	9.6%
经营利润	na	na	(22.3%)	41.0%	21.3%	12.4%
净利润	na	na	(58.8%)	3.5%	82.6%	9.9%
调整后净利润	na	na	(19.8%)	(1.3%)	13.4%	9.1%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日						
毛利率	na	41.3%	36.8%	36.0%	36.2%	36.3%
营业利润率	na	12.5%	8.2%	11.3%	12.3%	12.7%
调整后净利润率	na	24.9%	16.8%	16.3%	16.6%	16.6%
股本回报率	na	na	6.5%	6.2%	9.8%	9.5%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
流动比率 (倍)	na	1.7	1.7	2.0	2.1	2.1
应收账款周转天数	na	na	na	na	na	na
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日						
市盈率	na	30.2	46.5	29.4	16.1	14.7
市盈率 (摊薄)	na	30.7	47.0	29.7	16.3	14.8
市帐率	na	4.9	3.0	1.7	1.5	1.3
市现率	na	24.2	20.9	15.1	9.8	9.1
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。