

阿里巴巴 (BABA US)

云栖大会：拓展智能边界

我们参加了阿里云于 10 月 31 日举办的 2023 年云栖大会，会议要点如下：1) 阿里云已有较为广泛的区域和企业客户覆盖，目前阿里云在世界范围内已经覆盖了 30 个区域，拥有 89 个可用区，在全球覆盖超过 500 万客户，已经打造了“IaaS+PaaS+MaaS”的智能时代云计算技术体系，且目前全国 80% 的科技企业 and 超过一半的 AI 大模型公司跑在阿里云上；2) B 端业务拓展层面，降低模型服务成本、在不影响模型效果的前提下保证稳定性、助力业务合作伙伴快速进行模型部署、优化服务性价比或为龙头云厂商下一步竞争的关键所在；3) C 端产品应用层面，短期通过大模型能力赋能 C 端 App 用户体验提升、以提升用户使用频次及使用时长仍是龙头互联网公司的主要关注点，而这也有望在长期带来增量的变现空间。我们维持对阿里巴巴 155.0 美元/ADS 的目标价及买入评级。

■ **技术体系升级，布局智能时代。**面向智能时代，阿里云已经打造了“IaaS+PaaS+MaaS”的云计算技术体系，并主要围绕 6 个方面进行了体系升级：1) 持续提升云计算基础能力；2) 以云原生开发范式增进效率；3) 打造 AI 基础设施；4) 以模型为中心加速创新；5) 建设繁荣的开放生态；6) 提供更普惠的云计算服务。技术层面，阿里云主要围绕性能、稳定性、安全、及智能化四个层面进行提升，且公司全面升级运维系统，通过 AI 助力更及时、精准的系统运维。

■ **优化云服务性价比，打造模型训练与推理的最佳算力平台。**阿里云管理层认为，模型推理是 AI 规模化应用的关键支撑，算力性价比影响应用规模，公司致力于通过降低模型服务成本，在不影响模型效果的前提下保证稳定性以助力业务合作伙伴快速进行模型部署、优化服务性价比。阿里云推出 PAI 灵骏（超高性能的分布式模型训练平台）及 PAI 灵积（超低延时模型推理与服务平台）以帮助企业在大模型训练任务中节省算力资源、快速从故障恢复，在推理过程中实现快速动态扩缩容，从而达到提升阿里云服务性价比，支撑长期业务规模扩张的目的。

■ **通义大模型家族全面升级，打造繁荣开放生态。**阿里云发布通义千问 2.0 版本，管理层提及模型参数量级为千亿级别，且阅读理解、逻辑思维等方面的能力相较前一版本大幅提升，模型能力已深入集成在钉钉 App。此外，基于通义千问、通义万相两个基础模型，阿里云进一步推出通义听悟、星尘、灵码、点金、智文等应用模型来赋能开发者及合作伙伴。同时，阿里云致力持续打造开放生态以支撑长期业务发展，此前于 2022 年 11 月推出的 AI 模型社区“魔搭”截至目前已经积累了 2,300 个高质量模型，模型下载量过亿。

财务资料

(截至 03 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	853,062	868,687	965,615	1,078,714	1,175,846
同比增长(%)	18.9	1.8	11.2	11.7	9.0
净利润(百万人民币)	61,959.0	72,509.0	135,015.7	154,846.1	170,544.7
调整后净利润(百万人民币)	143,515.0	143,991.0	175,056.2	187,207.5	205,820.0
调整后每股收益(人民币)	53.26	54.91	68.67	73.37	80.58
市场平均预估每股收益(人民币)	53.26	54.56	66.54	73.32	82.52
市盈率(倍)	46.5	23.0	11.5	10.0	9.1
股本回报率(%)	6.5	7.4	11.8	11.2	10.9

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 155.00
(此前目标价)	美元 155.00)
潜在升幅	86.4%
当前股价	美元 83.14

中国互联网

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

陶治
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	213,283.3
3 月平均流通量(百万美元)	308.4
52 周内股价高/低(百万美元)	120.57/64.70
总股本(百万)	2565.4

资料来源：FactSet

股东结构

软银集团	13.9%
------	-------

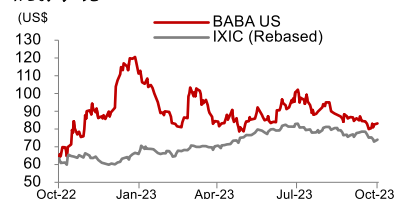
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-4.2%	-0.9%
3 - 月	-18.6%	-8.7%
6 - 月	-1.8%	-6.2%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	717,289	853,062	868,687	965,615	1,078,714	1,175,846
销售成本	(421,205)	(539,450)	(549,695)	(600,613)	(675,275)	(736,079)
毛利润	296,084	313,612	318,992	365,003	403,439	439,766
运营费用	(206,406)	(243,974)	(218,641)	(215,352)	(234,081)	(251,631)
销售	(136,743)	(151,721)	(145,679)	(152,567)	(167,201)	(179,904)
研发费用	(57,236)	(55,465)	(56,744)	(51,178)	(56,093)	(59,968)
其他	(12,427)	(36,788)	(16,218)	(11,607)	(10,787)	(11,758)
运营利润	89,678	69,638	100,351	149,651	169,358	188,135
利息收入	72,794	(15,702)	(11,071)	(5,601)	2,157	2,117
利息支出	(4,476)	(4,909)	(5,918)	(6,759)	(6,257)	(7,055)
其他收入/支出	7,582	10,523	5,823	5,794	5,933	6,467
税前利润	165,578	59,550	89,185	143,085	171,192	189,664
所得税	(29,278)	(26,815)	(15,549)	(23,609)	(32,526)	(37,933)
其他	6,984	14,344	(8,063)	10,622	9,708	10,583
税后利润	143,284	47,079	65,573	130,098	148,374	162,314
非控股权益	7,294	15,170	7,210	4,828	6,472	8,231
其他	(270)	(290)	(274)	90	0	0
净利润	150,308	61,959	72,509	135,016	154,846	170,545
调整后净利润	178,954	143,515	143,991	175,056	187,208	205,820

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	643,360	638,535	697,966	893,656	1,008,848	1,169,503
现金与现金等价物	321,262	189,898	193,086	379,075	478,154	625,318
Restricted cash	35,207	37,455	36,424	36,424	36,424	36,424
预付款项	124,708	145,995	137,072	146,774	162,886	176,377
以公允价值计入损益的资产	162,183	265,187	331,384	331,384	331,384	331,384
非流动资产	1,046,858	1,057,018	1,055,078	1,165,387	1,237,676	1,310,606
物业及厂房及设备 (净额)	147,412	171,806	176,031	267,069	316,690	368,427
合资及联营公司投资	200,189	219,642	207,380	205,740	203,186	201,507
无形资产	70,833	59,231	46,913	118,882	139,249	158,645
商誉	292,771	269,581	268,091	268,091	268,091	268,091
以公允价值计入损益的资产	237,221	223,611	245,737	245,737	245,737	245,737
其他非流动资产	98,432	113,147	110,926	59,868	64,723	68,199
总资产	1,690,218	1,695,553	1,753,044	2,059,043	2,246,524	2,480,109
流动负债	377,358	383,784	385,351	428,102	437,383	477,734
短期债务	3,606	8,841	7,466	8,158	9,172	9,997
应付税款	25,275	21,753	12,543	20,776	27,647	31,105
其他流动负债	87,337	81,730	89,392	92,428	103,917	113,275
Accrued expenses	261,140	271,460	275,950	306,741	296,646	323,358
非流动负债	229,226	229,576	244,772	222,208	230,459	237,862
长期债务	38,335	38,244	52,023	52,023	51,186	51,186
递延收入	3,158	3,490	3,560	3,890	4,373	4,767
其他非流动负债	187,733	187,842	189,189	166,295	174,901	181,909
总负债	606,584	613,360	630,123	650,309	667,842	715,596
股本	1	1	1	1	1	1
资本盈余	394,308	410,506	416,880	553,690	575,264	598,781
留存收益	554,924	563,557	599,028	733,954	888,800	1,059,345
其他储备	(3,090)	(15,930)	(16,394)	2,511	2,511	2,511
股东权益总额	946,143	958,134	999,515	1,290,156	1,466,576	1,660,638
少数股东权益	137,491	124,059	123,406	118,578	112,106	103,875
总负债和股东权益	1,690,218	1,695,553	1,753,044	2,059,043	2,246,524	2,480,109

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	165,578	59,550	89,185	143,085	171,192	189,664
折旧摊销	47,909	48,065	46,938	9,656	10,787	11,758
税款	(29,278)	(26,815)	(15,549)	(23,609)	(32,526)	(37,933)
营运资金变化	50,297	(18,150)	13,482	62,837	(7,737)	26,601
其他	(2,720)	80,109	65,696	24,077	25,700	26,877
净经营现金流	231,786	142,759	199,752	216,046	167,416	216,967
投资现金流						
资本开支	(41,450)	(53,309)	(34,330)	(48,281)	(49,621)	(51,737)
收购与投资	(1,735)	(15)	(22)	(31,154)	(31,154)	(31,154)
处理短期投资所得现金	(114,826)	(106,984)	(61,086)	0	0	0
其他	(86,183)	(38,284)	(40,068)	12,262	12,262	12,262
净投资现金流	(244,194)	(198,592)	(135,506)	(67,173)	(68,513)	(70,629)
融资现金流						
净借贷	32,008	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	175	109	11	0	0	0
股票回购	(773)	(61,225)	(74,746)	0	0	0
其他	(1,328)	(3,333)	9,116	692	177	826
净融资现金流	30,082	(64,449)	(65,619)	692	177	826
净现金流变动						
年初现金	345,982	356,469	227,353	229,510	379,075	478,154
汇率变动	(7,187)	(8,834)	3,530	0	0	0
年末现金	356,469	227,353	229,510	379,075	478,154	625,318
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
销售收入	na	18.9%	1.8%	11.2%	11.7%	9.0%
毛利润	na	5.9%	1.7%	14.4%	10.5%	9.0%
经营利润	na	(22.3%)	44.1%	49.1%	13.2%	11.1%
净利润	na	(58.8%)	17.0%	86.2%	14.7%	10.1%
调整后净利润	na	(19.8%)	0.3%	21.6%	6.9%	9.9%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
毛利率	41.3%	36.8%	36.7%	37.8%	37.4%	37.4%
营业利润率	12.5%	8.2%	11.6%	15.5%	15.7%	16.0%
调整后净利润率	24.9%	16.8%	16.6%	18.1%	17.4%	17.5%
股本回报率	na	6.5%	7.4%	11.8%	11.2%	10.9%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
流动比率 (倍)	1.7	1.7	1.8	2.1	2.3	2.4
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	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
市盈率	30.2	46.5	23.0	11.5	10.0	9.1
市盈率 (摊薄)	30.7	47.0	23.2	11.6	10.1	9.2
市帐率	4.9	3.0	1.7	1.2	1.1	0.9
市现率	24.2	32.6	10.1	9.3	13.3	9.5
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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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错误、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定。

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。