

阿里巴巴 (BABA US)

组织变革或有望助力业务竞争力提升及估值重估

据阿里巴巴官网 ([链接](#))，3 月 28 日阿里巴巴集团董事会主席兼首席执行官张勇发布全员信，宣布启动“1+6+N”组织变革，在阿里巴巴集团下设六大业务集团和多家业务公司，并分别建立各业务集团和业务公司的董事会，实行各业务集团和业务公司董事会领导下的 CEO 负责制，对各自经营结果负总责。阿里巴巴集团则将全面走向控股公司的管理模式。管理层在 3 月 30 日的电话会中提及，除淘宝天猫商业集团外，未来具备条件的业务集团和公司，都将有独立融资和上市的可能性。我们认为此次组织变革有望提升业务集团和业务公司创新活力及竞争力，潜在业务集团和业务公司的估值重估也有望带动整体阿里巴巴估值重估。我们维持每 ADS 155.5 美元的目标价及买入评级。

■ **组织变敏捷、决策链路变短、响应变快是组织变革的根本目的。**据全员信内容，组织变革主要包括：1) 设立六大业务集团（图表 2），其对应负责人分别为：阿里云智能集团 CEO 张勇、淘宝天猫商业集团 CEO 戴珊、本地生活集团 CEO 俞永福、菜鸟集团 CEO 万霖、国际数字商业集团 CEO 蒋凡、大文娱集团 CEO 樊路远；2) 业务集团和业务公司将分别成立董事会，实行各业务集团和业务公司董事会领导下的 CEO 负责制，阿里巴巴集团则将全面实行控股公司管理；3) 阿里巴巴集团的中后台职能部门将全面做轻、做薄，积累的中后台能力将有序进入到相关业务集团和公司，为前台业务发挥价值，多个业务集团和公司所必需的共享中后台服务，将通过专业服务公司的模式提供。

■ **组织变革及潜在创新激励或有望加强业务线竞争力，市场化对标或有望推动业务线估值重估，从而推动阿里巴巴集团整体估值重估。**我们认为此次组织变革带来的变化是业务治理机制的变化，但业务线本身的协同性不变，更市场化的举措也有望提升各业务所提供服务的市场竞争力。我们对阿里巴巴的分部估值目标价为每 ADS 155.5 美元，其中包括：1) 核心电商 104.0 美元（基于 DCF）；2) 菜鸟 6.5 美元（基于最新一轮融资交易估值和阿里巴巴 63% 的持股比例）；3) 本地生活服务 5.1 美元（基于 2.0x FY23 PS）；4) 阿里云 25.1 美元（基于 6.0x FY23 PS）；5) 战略投资 14.8 美元。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	717,289	853,062	877,264	980,244	1,072,446
同比增长 (%)	na	18.9	2.8	11.7	9.4
净利润(百万人民币)	150,578.0	62,249.0	63,171.8	118,589.9	130,463.1
调整后净利润(百万人民币)	178,954.0	143,515.0	140,963.2	162,700.9	177,650.7
市场平均预估调整后净利润(百万人民币)			139,651.5	158,934.1	180,801.8
市盈率(倍)	30.1	46.3	28.9	15.4	14.0
股本回报率 (%)	na	6.5	6.1	9.9	9.6

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 155.50
潜在升幅 55.6%
当前股价 美元 99.92

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)	268,248.1
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%
------	-------

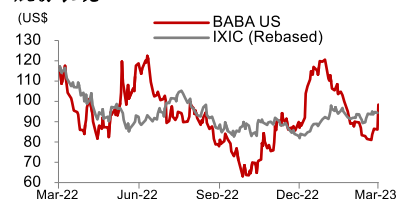
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	12.1%	9.1%
3 - 月	10.4%	-1.7%
6 - 月	24.5%	13.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

- 除淘宝天猫商业集团外，其余业务集团和公司均有独立融资和分拆上市的可能性。管理层在电话会中提及，所有业务板块和业务公司中，除淘宝天猫集团外，均有望形成独立融资和分拆，具备条件的业务集团或公司在准备好后均有望独立上市。在这些公司上市后，阿里巴巴集团会在进一步评估其战略重要性后决定是保持控制还是放弃控制。我们认为潜在业务集团和业务公司单独分拆上市带动价值重估或有望推动阿里巴巴整体的估值重估。

阿里巴巴生态体系业务布局及六大业务集团划分

图 1: 阿里巴巴：生态体系业务布局



资料来源：公司公告，招银国际环球市场研究

图 2: 阿里巴巴：六大业务集团划分

集团名称	首席执行官	包含业务概况
智能云集团	张勇	云、AI、钉钉等业务
淘宝天猫商业集团	戴珊	淘宝、天猫、淘特、淘菜菜、1688.com 等业务
本地生活集团	俞永福	高德、饿了么等业务
国际数字商业集团	蒋凡	Lazada、速卖通、Trendyol、Daraz、Alibaba.com 等业务
菜鸟集团	万霖	
大文娱集团	樊路远	优酷、阿里影业等业务

资料来源：公司公告，招银国际环球市场研究

估值: 基于分部估值的目标价为每 ADS 155.5 美元

我们基于 SOTP 的目标价为每 ADS 155.5 美元，对应非 GAAP 口径下 18.1x FY24E PE。

- 1) 核心商业业务（不包括云、本地消费者服务和菜鸟）每 ADS 估值为 104 美元，采用 DCF 估值法（WACC 11.7%，永续增长率 2%）
- 2) 云业务每 ADS 估值为 25.1 美元，基于 FY23 预测收入的 6.0 倍 PS
- 3) 菜鸟每 ADS 估值为 6.5 美元，基于最新一轮融资交易估值和阿里巴巴 63% 的持股比例
- 4) 本地生活服务每 ADS 估值为 5.1 美元，基于 FY23 预测收入的 2.0 倍 PS
- 5) 战略投资每 ADS 估值为 14.8 美元，基于投资价值，并给予 30% 的持股折让。

图 3: 阿里巴巴: SOTP 估值

业务	估值方法	目标 PS	估值 (百万美元)	每 ADS 估值 (美元)	占总估值比例 (%)
核心商业 (中国及国际商业)	DCF		283,601	104.0	66.9
菜鸟	最近一轮融资, 63%持股比例 PS, 基于 FY23		17,664	6.5	4.2
本地生活服务	营收 PS, 基于 FY23	2.0	13,842	5.1	3.3
阿里云	营收	6.0	68,460	25.1	16.2
战略投资	市值, 给予 30% 持股折让		40,313	14.8	9.5
总值			423,880	155.5	

资料来源: 招银国际环球市场研究预测

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	877,264	980,244	1,072,446
销售成本	na	(421,205)	(539,450)	(561,449)	(625,396)	(683,148)
毛利润	na	296,084	313,612	315,815	354,848	389,298
运营费用	na	(206,406)	(243,974)	(217,035)	(234,278)	(253,634)
销售	na	(136,743)	(151,721)	(144,749)	(160,760)	(174,273)
研发费用	na	(57,236)	(55,465)	(55,882)	(62,736)	(67,564)
其他	na	(12,427)	(36,788)	(16,405)	(10,783)	(11,797)
运营利润	na	89,678	69,638	98,780	120,570	135,664
利息收入	na	72,794	(15,702)	(19,300)	7,842	8,580
利息支出	na	(4,476)	(4,909)	(5,790)	(5,881)	(6,220)
其他收入/支出	na	7,582	10,523	6,141	6,862	5,898
税前利润	na	165,578	59,550	79,831	129,392	143,922
所得税	na	(29,278)	(26,815)	(15,168)	(30,407)	(35,981)
其他	na	6,984	14,344	(8,509)	11,763	13,942
税后利润	na	143,284	47,079	56,154	110,748	121,884
非控股权益	na	7,294	15,170	7,018	7,842	8,580
净利润	na	150,578	62,249	63,172	118,590	130,463
调整后净利润	na	178,954	143,515	140,963	162,701	177,651

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	695,473	808,118	933,557
现金与现金等价物	na	321,262	189,898	258,609	356,479	468,975
Restricted cash	na	35,207	37,455	37,455	37,455	37,455
预付款项	na	124,708	145,995	134,221	148,997	161,939
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	1,093,796	1,181,171	1,262,910
物业及厂房及设备 (净额)	na	147,412	171,806	213,849	245,883	271,298
合资及联营公司投资	na	200,189	219,642	230,586	261,801	295,196
无形资产	na	70,833	59,231	99,148	119,519	138,877
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	57,022	60,775	64,347
总资产	na	1,690,218	1,695,553	1,789,269	1,989,289	2,196,467
流动负债	na	377,358	383,784	342,577	393,298	436,788
短期债务	na	3,606	8,841	9,202	10,250	11,196
应付税款	na	25,275	21,753	14,258	26,758	30,583
其他流动负债	na	87,337	81,730	82,256	91,624	100,085
Accrued expenses	na	261,140	271,460	236,861	264,666	294,923
非流动负债	na	229,226	229,576	205,806	211,028	217,442
长期债务	na	38,335	38,244	38,244	38,244	37,407
递延收入	na	3,158	3,490	3,632	4,046	4,420
其他非流动负债	na	187,733	187,842	163,930	168,738	175,616
总负债	na	606,584	613,360	548,383	604,327	654,230
股本	na	1	1	1	1	1
资本盈余	na	394,308	410,506	520,479	553,808	589,198
留存收益	na	554,924	563,557	626,729	745,319	875,782
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	1,123,845	1,275,763	1,441,617
少数股东权益	na	137,491	124,059	117,041	109,199	100,619
总负债和股东权益	na	1,690,218	1,695,553	1,789,269	1,989,289	2,196,467

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	79,831	129,392	143,922
折旧摊销	na	47,909	48,065	32,000	32,662	41,076
税款	na	(29,278)	(26,815)	(15,168)	(30,407)	(35,981)
营运资金变化	na	50,297	(18,150)	1,261	32,588	29,868
其他	na	(2,720)	80,109	35,338	37,107	38,803
净经营现金流	na	231,786	142,759	133,262	201,342	217,689
投资现金流						
资本开支	na	(41,450)	(3,412)	(4,386)	(4,901)	(5,362)
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)	(66,825)	(68,465)	(68,786)
净投资现金流	na	(244,194)	(198,592)	(102,366)	(104,521)	(105,302)
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)	361	1,048	109
净融资现金流	na	30,082	(64,449)	361	1,048	109
净现金流变动						
年初现金	na	345,982	356,469	227,353	258,609	356,479
汇率变动	na	(7,187)	(8,834)	0	0	0
年末现金	na	356,469	227,353	258,609	356,479	468,975
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日						
销售收入	na	na	18.9%	2.8%	11.7%	9.4%
毛利润	na	na	5.9%	0.7%	12.4%	9.7%
经营利润	na	na	(22.3%)	41.8%	22.1%	12.5%
净利润	na	na	(58.7%)	1.5%	87.7%	10.0%
调整后净利润	na	na	(19.8%)	(1.8%)	15.4%	9.2%
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%	16.1%	16.6%	16.6%
股本回报率	na	na	6.5%	6.1%	9.9%	9.6%
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	30.1	46.3	28.9	15.4	14.0
市盈率 (摊薄)	na	30.6	46.8	29.2	15.6	14.2
市帐率	na	4.9	3.0	1.6	1.4	1.3
市现率	na	24.2	20.9	14.3	9.4	8.7
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定。

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、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。