

阿里巴巴 (BABA US)

宣布主席及 CEO 传承计划

6月20日，阿里巴巴控股集团董事会主席兼 CEO 张勇通过全员信宣布 ([链接](#)) 将于今年9月10日卸任董事会主席兼 CEO 职务，此后将专职担任阿里云智能集团董事长兼 CEO，专注阿里云的发展。同时，经集团董事会批准，集团执行副主席蔡崇信将出任阿里巴巴控股集团董事会主席；吴泳铭出任阿里巴巴控股集团 CEO，同时继续兼任淘天集团董事长。我们认为管理层更替不影响阿里巴巴集团的战略执行和发展，云业务未来完全分拆或将有助于其长期健康发展，其独立性增强不影响与阿里巴巴集团的业务合作。此外，阿里巴巴集团从股东利益最大化的角度出发，对不同业务线的融资和发展思考做出决策，有望强化股东长期价值回报。维持每 ADS 156.6 美元的目标价及买入评级。

- **管理层更替不影响集团整体战略发展：**我们认为张勇先生的职位变更是此前阿里巴巴“1+6+N”战略调整中的一部分，整体战略调整及组织架构变革在平稳推进。阿里巴巴集团此前的三大战略，全球化、云计算、中国消费没有变化，即使未来云业务完全分拆，阿里巴巴的投资人也可以通过持有阿里云的股份来享受投资红利。
- **云业务完全分拆或有助于长期健康发展：**阿里云业务未来完全分拆、更加独立有利于云业务的客户获取和未来长期健康发展，同时完全分拆并将股份分发给现有的阿里巴巴投资人，也有利于美国投资人的税务节省，是在股东权益最大化角度思考后的决定。
- **智能云集团独立性增强不影响其与阿里集团的业务合作。**此前阿里巴巴所有业务均已实现100%上云，FY23 阿里巴巴集团对阿里云业务的营收贡献为阿里云营收的约 24%，阿里集团是阿里云最大的客户，但阿里云同时有足够多的外部客户营收贡献。未来分拆后的智能云集团和阿里巴巴集团仍会秉持市场化的合作机制进行合作。
- **阿里集团将从股东权益最大化的角度出发，对不同业务线的融资和发展思考做出决策，有望强化股东价值回报。**管理层提及未来集团层面对旗下不同子业务集团及业务公司将规划好有限的资本和有限的时间，以推动业务线的独立融资和发展，同时子业务集团及业务公司在需要资金支持时，可以市场化地选择接受阿里集团的股权投资或者拆借的方式获得资金支持。阿里集团将不会为旗下公司提供过度的资金支持，在思考是否为子集团提供资金支持时，强化股东价值回报将会是主要思考决策准绳。我们认为组织变革的持续推进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集团估值重估。

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	963,125	1,048,813	1,122,311
净利润 (百万人民币)	61,959.0	72,509.0	119,042.2	128,332.7	137,864.7
调整后净利润 (百万人民币)	143,515.0	143,991.0	163,345.9	175,529.3	187,246.4
调整后每股收益 (人民币)	53.26	54.91	62.22	66.80	71.19
市场平均预估每股收益 (人民币)			59.11	66.51	79.96
市盈率 (倍)	46.5	23.0	13.6	12.7	11.8
股本回报率 (%)	6.5	7.4	10.4	9.4	9.0

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 156.60
潜在升幅 80.6%
当前股价 美元 86.70

中国互联网

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

陶冶
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	229,051.8
3 月平均流通量(百万美元)	1,982.4
52 周内股价高/低(百万美元)	122.39/63.15
总股本 (百万)	2641.9

资料来源：FactSet

股东结构

软银集团	23.9%
------	-------

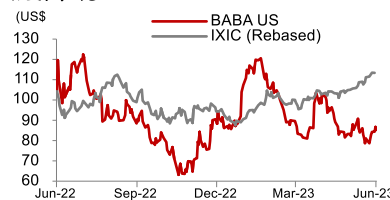
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	2.4%	-5.5%
3 - 月	-1.9%	-14.5%
6 - 月	-9.4%	-24.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

估值: 基于分部估值的目标价为每 ADS 156.6 美元

我们基于 SOTP 的目标价为每 ADS 156.6 美元, 对应非 GAAP 口径下 17.5x 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 104.7 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 FY24 预测收入的 5.2 倍 PS
- 3) 菜鸟每 ADS 估值为 6.7 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 5.5 美元, 基于 FY24 预测收入的 1.7 倍 PS
- 5) 战略投资每 ADS 估值为 14.7 美元, 基于投资价值, 并给予 30% 的持股折让。

图 1: 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		276,521	104.7	66.8
菜鸟	最近一轮融资, 63% 持股比例 PS, 基于 FY24		17,664	6.7	4.3
本地生活服务	营收 PS, 基于 FY24	1.7	14,468	5.5	3.5
阿里云	营收	5.2	66,309	25.1	16.0
战略投资	市值, 给予 30% 持股折让		38,856	14.7	9.4
总值			413,818	156.6	

资料来源: 招银国际环球市场研究预测

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	963,125	1,048,813	1,122,311
销售成本	(421,205)	(539,450)	(549,695)	(612,547)	(668,094)	(716,034)
毛利润	296,084	313,612	318,992	350,577	380,719	406,277
运营费用	(206,406)	(243,974)	(218,641)	(233,076)	(250,666)	(265,988)
销售	(136,743)	(151,721)	(145,679)	(159,879)	(172,005)	(181,814)
研发费用	(57,236)	(55,465)	(56,744)	(61,640)	(66,075)	(70,706)
其他	(12,427)	(36,788)	(16,218)	(11,557)	(12,586)	(13,468)
运营利润	89,678	69,638	100,351	117,501	130,053	140,289
利息收入	72,794	(15,702)	(11,071)	7,705	8,391	8,754
利息支出	(4,476)	(4,909)	(5,918)	(6,742)	(6,083)	(6,734)
其他收入/支出	7,582	10,523	5,823	6,742	5,768	6,173
税前利润	165,578	59,550	89,185	125,206	138,129	148,482
所得税	(29,278)	(26,815)	(15,549)	(22,537)	(27,626)	(29,696)
其他	6,984	14,344	(8,063)	8,668	9,439	10,101
税后利润	143,284	47,079	65,573	111,337	119,942	128,886
非控股权益	7,294	15,170	7,210	7,705	8,391	8,978
其他	(270)	(290)	(274)	0	0	0
净利润	150,308	61,959	72,509	119,042	128,333	137,865
调整后净利润	178,954	143,515	143,991	163,346	175,529	187,246

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	909,096	1,021,467	1,177,434
现金与现金等价物	321,262	189,898	193,086	394,893	495,289	641,279
Restricted cash	35,207	37,455	36,424	36,424	36,424	36,424
预付款项	124,708	145,995	137,072	146,395	158,371	168,347
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	1,140,962	1,184,494	1,228,274
物业及厂房及设备 (净额)	147,412	171,806	176,031	244,702	269,274	295,363
合资及联营公司投资	200,189	219,642	207,380	203,786	200,963	198,802
无形资产	70,833	59,231	46,913	118,932	137,500	155,186
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	59,714	62,929	65,094
总资产	1,690,218	1,695,553	1,753,044	2,050,058	2,205,961	2,405,708
流动负债	377,358	383,784	385,351	428,366	423,792	452,902
短期债务	3,606	8,841	7,466	8,320	9,074	9,725
应付税款	25,275	21,753	12,543	19,833	23,482	24,351
其他流动负债	87,337	81,730	89,392	94,264	102,812	110,190
Accrued expenses	261,140	271,460	275,950	305,949	288,423	308,636
非流动负债	229,226	229,576	244,772	223,660	229,585	235,422
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	3,967	4,327	4,637
其他非流动负债	187,733	187,842	189,189	167,670	174,073	179,599
总负债	606,584	613,360	630,123	652,026	653,377	688,323
股本	1	1	1	1	1	1
资本盈余	394,308	410,506	416,880	561,748	596,359	632,273
留存收益	554,924	563,557	599,028	718,070	846,403	984,268
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	1,282,330	1,445,274	1,619,052
少数股东权益	137,491	124,059	123,406	115,701	107,311	98,332
总负债和股东权益	1,690,218	1,695,553	1,753,044	2,050,058	2,205,961	2,405,708

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	125,206	138,129	148,482
折旧摊销	47,909	48,065	31,661	33,239	41,504	42,372
税款	(29,278)	(26,815)	(15,549)	(22,537)	(27,626)	(29,696)
营运资金变化	50,297	(18,150)	9,395	64,266	(16,827)	19,504
其他	(2,720)	80,109	85,060	36,220	37,681	38,563
净经营现金流	231,786	142,759	199,752	236,393	172,861	219,225
投资现金流						
资本开支	(41,450)	(3,412)	(4,343)	(4,816)	(5,244)	(5,612)
收购与投资	(1,735)	(15)	(29,664)	(31,154)	(31,154)	(31,154)
处理短期投资所得现金	(114,826)	(106,984)	69,978	0	0	0
其他	(86,183)	(88,181)	(171,476)	(35,894)	(35,983)	(37,120)
净投资现金流	(244,194)	(198,592)	(135,506)	(71,864)	(72,382)	(73,885)
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	6,374	0	0	0
股票回购	(773)	(61,225)	0	0	0	0
其他	(1,328)	(3,333)	(71,993)	854	(83)	651
净融资现金流	30,082	(64,449)	(65,619)	854	(83)	651
净现金流变动						
年初现金	345,982	356,469	227,353	229,510	394,893	495,289
汇率变动	(7,187)	(8,834)	3,530	0	0	0
年末现金	356,469	227,353	229,510	394,893	495,289	641,279
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
销售收入	na	18.9%	1.8%	10.9%	8.9%	7.0%
毛利润	na	5.9%	1.7%	9.9%	8.6%	6.7%
经营利润	na	(22.3%)	44.1%	17.1%	10.7%	7.9%
净利润	na	(58.8%)	17.0%	64.2%	7.8%	7.4%
调整后净利润	na	(19.8%)	0.3%	13.4%	7.5%	6.7%
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%	36.4%	36.3%	36.2%
营业利润率	12.5%	8.2%	11.6%	12.2%	12.4%	12.5%
调整后净利润率	24.9%	16.8%	16.6%	17.0%	16.7%	16.7%
股本回报率	na	6.5%	7.4%	10.4%	9.4%	9.0%
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	2.4	2.6
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
应付账款周转天数	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	13.6	12.7	11.8
市盈率 (摊薄)	30.7	47.0	23.2	13.7	12.7	11.9
市帐率	4.9	3.0	1.7	1.3	1.1	1.0
市现率	24.2	20.9	8.6	7.0	9.7	7.7
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。