阿里巴巴 (BABA US)

巩固实力，寻找增长新空间

买入（维持）

目标价	154.50 美元
潜在升幅	144.4%
当前股价	63.22 美元

中国互联网

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

陶冶
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬
luwentao@cmbi.com.hk

黄群
(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫
(852) 3900 0849
easonxu@cmbi.com.hk

新业务线的精简及业务线的运营优化将有助于阿里巴巴的盈利恢复。尽管宏观逆风和消费情绪低迷在 1H22 给阿里巴巴中国商业零售的 GMV 增长带来阻力，但我们预期 2023 年将会看到逐步恢复，这也将为盈利的复苏提供额外的支持。尽管短期遇到阻力，阿里巴巴的国际扩张和云业务的长期发展仍处正轨。我们预计阿里巴巴 22-25 财年营收复合增长率为 8.9%，Non-GAAP 净利复合增长率为 6.0%。我们基于 SOTP 的目标价 154.5 美元对应 20.1 倍 23 财年 non-GAAP PE. 目前公司交易价格对应 8.2 倍 23 财年 Non-GAAP PE，我们认为公司风险回报具备吸引力，维持买入评级。

- **中国商业：旨在提高附加价值和提升效率。**对于国内业务，阿里巴巴正在精简新业务，提高运营效率，这将有助于稳定盈利水平。1QFY23 淘特及盒马的调整后 EBITA 亏损合计收窄 15 亿元人民币（下同），本地生活服务调整后 EBITA 亏损收窄 17 亿元。与此同时，阿里巴巴在投资于其核心的中国商业平台业务来提升用户体验及抵御竞争。随着疫情影响的减弱和订单取消率回归正常范围，阿里巴巴中国零售市场 GMV 和客户管理收入（CMR）之间的增速差距或逐步回归正常化。我们预测 22-25 财年阿里巴巴中国电商零售市场 GMV/客户管理收入营收 CAGR 为 4.4/2.5%。

- **云业务的长期增长仍处于正轨。**我们仍然看好阿里云的长期收入增长，因其具有强大的技术能力，且来自非互联网行业的收入增长以及潜在的国际扩张可以为长期增长提供支持。我们预计阿里云 22-25 财年营收的复合增长率为 14.8%。受益于规模效益提升推动，我们预计阿里云 23 财年调整后 EBITA 利润率为 2%（FY22：1.5%），调整后 EBITA 为 18 亿元。

- **Non-GAAP 净利润重回增长轨道或将于 2QFY23 显现。**由于阿里巴巴在 23 财年专注高质量的增长，精简新业务，并以提高各业务线的运营效率为目标，我们预测 23 财年阿里巴巴调整后 EBITA 将同比增长 10%至 1,435 亿元。我们预计公司 Non-GAAP 净利润或将在 2QFY23 重回增长轨道。我们预计调整后 EBITA 利润率将在 23 财年提升至 16.0%（22 财年: 15.3%）。

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	896,587	1,004,333	1,101,364
同比增长 (%)	na	18.9	5.1	12.0	9.7
净利润 (百万人民币)	150,578.0	54,986.0	102,771.3	111,516.1	122,554.3
同比增长 (%)	na	(63.5)	86.9	8.5	9.9
调整后净利润 (百万人民币)	178,954.0	143,515.0	144,910.8	156,711.0	171,014.3
同比增长 (%)	na	(19.8)	1.0	8.1	9.1
调整后每股收益 (人民币)	66.22	53.26	53.72	58.04	63.27
市场平均预估每股收益 (人民币)	66.22	53.26	51.87	59.86	68.22
市盈率 (倍)	30.1	52.4	11.9	11.0	10.0
市净率 (倍)	4.9	3.0	1.1	0.9	0.8
股本回报率 (%)	na	5.8	9.7	9.0	8.8

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

公司数据

市值(百万美元)	172,343.9
3 月平均流通量(百万美元)	86.7
52 周内股价高/低(百万美元)	170.17/63.15
总股本 (百万)	2726.1

资料来源：FactSet

股东结构

软银集团	23.9%

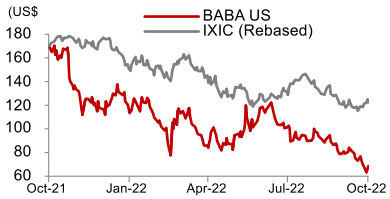
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-19.8%	-20.4%
3 -月	-37.4%	-32.7%
6 -月	-26.4%	-12.6%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

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**	**896,587**	**1,004,333**	**1,101,364**
销售成本	na	(421,205)	(539,450)	(577,402)	(652,816)	(715,887)
毛利润	**na**	**296,084**	**313,612**	**319,185**	**351,516**	**385,477**
运营费用	**na**	**(206,406)**	**(243,974)**	**(217,871)**	**(242,044)**	**(262,125)**
销售	na	(136,743)	(151,721)	(148,833)	(166,719)	(180,624)
研发费用	na	(57,236)	(55,465)	(58,278)	(64,277)	(69,386)
其他	na	(12,427)	(36,788)	(10,759)	(11,048)	(12,115)
运营利润	**na**	**89,678**	**69,638**	**101,314**	**109,472**	**123,353**
利息收入	na	72,794	(15,702)	8,966	9,039	8,811
利息支出	na	(4,476)	(4,909)	(5,380)	(6,026)	(6,388)
其他收入/支出	na	7,582	10,523	7,173	7,030	6,058
税前利润	**na**	**165,578**	**59,550**	**112,073**	**119,516**	**131,833**
所得税	na	(29,278)	(26,815)	(26,337)	(28,086)	(32,958)
其他	na	6,984	14,344	8,966	12,052	14,318
税后利润	**na**	**143,284**	**47,079**	**94,702**	**103,481**	**113,193**
非控股权益	na	7,294	7,907	8,069	8,035	9,362
净利润	**na**	**150,578**	**54,986**	**102,771**	**111,516**	**122,554**
调整后净利润	**na**	**178,954**	**143,515**	**144,911**	**156,711**	**171,014**

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**	**730,378**	**829,308**	**950,431**
现金与现金等价物	na	321,262	189,898	290,558	374,007	481,483
限制性现金	na	35,207	37,455	37,455	37,455	37,455
预付款项	na	124,708	145,995	137,178	152,659	166,306
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**	**1,117,812**	**1,204,427**	**1,285,201**
物业及厂房及设备（净额）	na	147,412	171,806	213,487	244,500	268,651
合资及联营公司投资	na	200,189	219,642	248,061	279,566	313,337
无形资产	na	70,833	59,231	104,794	124,900	143,939
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	58,278	62,269	66,082
总资产	**na**	**1,690,218**	**1,695,553**	**1,848,190**	**2,033,735**	**2,235,633**
流动负债	**na**	**377,358**	**383,784**	**360,891**	**402,226**	**447,504**
短期债务	na	3,606	8,841	9,463	10,699	11,733
应付税款	na	25,275	21,753	24,757	24,716	28,015
其他流动负债	na	87,337	81,730	84,593	95,642	104,882
应计负债	na	261,140	271,460	242,078	271,170	302,875
非流动负债	**na**	**229,226**	**229,576**	**207,889**	**214,471**	**221,553**
长期债务	na	38,335	38,244	38,244	38,244	37,407
递延收入	na	3,158	3,490	3,736	4,223	4,631
其他非流动负债	na	187,733	187,842	165,910	172,004	179,515
总负债	**na**	**606,584**	**613,360**	**568,781**	**616,698**	**669,057**
股本	na	1	1	1	1	1
资本盈余	na	394,308	410,506	520,454	554,601	590,946
留存收益	na	554,924	563,557	666,328	777,844	900,399
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**	**1,163,419**	**1,309,083**	**1,467,982**
少数股东权益	na	137,491	124,059	115,990	107,955	98,593
总负债和股东权益	**na**	**1,690,218**	**1,695,553**	**1,848,190**	**2,033,735**	**2,235,633**

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**	**112,073**	**119,516**	**131,833**
折旧摊销	na	47,909	27,618	29,142	33,264	41,931
税款	na	(29,278)	(26,815)	(26,337)	(28,086)	(32,958)
营运资金变化	na	50,297	(22,540)	16,242	22,753	30,976
其他	na	(2,720)	104,946	33,623	38,604	40,072
净经营现金流	**na**	**231,786**	**142,759**	**164,744**	**186,051**	**211,854**
投资现金流						
资本开支	na	(41,450)	(3,412)	(3,138)	(3,013)	(3,304)
收购与投资	na	(1,735)	(7,964)	(31,154)	(31,154)	(31,154)
处理短期投资所得现金	na	(114,826)	104,138	0	0	0
其他	na	(86,183)	(291,354)	(67,869)	(69,670)	(70,116)
净投资现金流	**na**	**(244,194)**	**(198,592)**	**(102,161)**	**(103,837)**	**(104,574)**
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	16,198	0	0	0
股票回购	na	(773)	0	0	0	0
其他	na	(1,328)	(80,647)	622	1,236	196
净融资现金流	**na**	**30,082**	**(64,449)**	**622**	**1,236**	**196**
净现金流变动						
年初现金	na	345,982	356,469	227,353	290,558	374,007
汇率变动	na	(7,187)	(8,834)	0	0	0
年末现金	**na**	**356,469**	**227,353**	**290,558**	**374,007**	**481,483**

增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 03 月 31 日						
销售收入	na	na	18.9%	5.1%	12.0%	9.7%
毛利润	na	na	5.9%	1.8%	10.1%	9.7%
经营利润	na	na	(22.3%)	45.5%	8.1%	12.7%
净利润	na	na	(63.5%)	86.9%	8.5%	9.9%
调整后净利润	na	na	(19.8%)	1.0%	8.1%	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%	35.6%	35.0%	35.0%
营业利益率	na	12.5%	8.2%	11.3%	10.9%	11.2%
调整后净利润率	na	24.9%	16.8%	16.2%	15.6%	15.5%
股本回报率	na	na	5.8%	9.7%	9.0%	8.8%

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	52.4	11.9	11.0	10.0
市盈率（摊薄）	na	30.6	53.0	12.1	11.1	10.1
市帐率	na	4.9	3.0	1.1	0.9	0.8
市现率	na	24.2	20.9	7.7	6.8	6.0
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：公司及招银国际证券。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之分析员，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于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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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个人。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篇制的报告。 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。