

## 買入

2021年11月23日

### 消費疲軟競爭加劇，戰略投資佈局未來

➤ **二財季表現不及預期，下調 22 財年收入指引：**收入 2,006.90 億元人民幣，同比增長 29%，彭博一致預期 2,062 億元。經調整 EBITDA 同比下降 27%，主因公司持續加大對關鍵戰略領域的投資；公司對淘特、本地生活、社區電商及東南亞電商 Lazada 等投資同比增加 126 億元。Non-GAAP 淨利潤 285.24 億元，同比下降 39%，彭博一致預期 332 億元。此外，公司已完成價值 51 億美元 ADSs 的回購。由於宏觀環境的不確定性和競爭格局加劇，公司下調 2022 財年總收入指引，預計將同比增長 20-23%。

➤ **電商大盤增速放緩，新興業務穩健增長：**中國零售商業收入同比增長 33%。客戶管理業務同比增長 3%，主要由於 2020 年高基數、國內市場競爭格局激烈以及電商行業增速放緩。實物 GMV 同比單位數增長，年度活躍買家約 8.63 億，環比增長約 3,500 萬。基於供應鏈的整合和履約服務的佈局，公司持續擴大新零售業態的投入，滿足欠發達地區等多元化需求。淘特表現可圈可點，年度活躍買家突破 2.4 億；淘菜菜季度 GMV 環比增長超過 150%；餓了麼訂單量同比增長超過 30%，主要來自日用品和醫療保險品類的增長。跨境及全球商業收入同比增長 34%，其中 Lazada 訂單量同比增長超過 82%（冬海集團電商平臺 ShopeeYoY+123%），主要由於行業滲透率提升、商品品類增加以及用戶黏性加強。最後，菜鳥網路收入同比增長 20%，主要得益於跨境及國際業務帶來的訂單量增長；菜鳥鄉村驛站單日處理的包裹量同比增長超過 280%。

➤ **雲計算連續四個季度盈利，持續受益於行業增長：**雲計算業務收入同比增長 33%，主要需求來自互聯網、金融及零售行業客戶。此外，EBITA 連續四個季度實現盈利，本季度利潤率為 2%。我們認為國內雲計算行業仍在早期，阿裡雲當前位於市場領先地位，未來隨著行業滲透率提升將持續受益。參考海外廠商，我們認為阿裡雲有望效仿亞馬遜 AWS 的成長路徑持續為公司創造更多的利潤，最終提升整體估值水準。

➤ **目標價 239.45 美元/233.46 港元，買入評級：**1) 宏觀經濟的不確定性猶在。2) 相較於海外市場，國內電商競爭格局加劇是業內常態。3) 平臺經濟的監管政策趨嚴。4) 公司將持續加大戰略投資，犧牲短期利潤換取長期增長空間。我們認為公司在國內電商領域競爭優勢依然顯著，雲業務發展邏輯清晰，長期有望加強公司核心競爭力。我們下調未來三年收入預測至 8,830.78/10,156.24/11,825.68 億元人民幣，下調未來三年利潤至 957.08/1,183.36/1,571.03 億元人民幣，目標價 239.45 美元/233.46 港元，買入評級。

➤ **風險：**1) 宏觀經濟不確定性 2) 競爭格局加劇 3) 平臺經濟監管風險。

黃博涵

852-25321539

Bohan.huang@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

### 主要資料

行業	TMT
股價	136.62 美元/133.50 港元
目標價	239.45 美元/233.46 港元 (+75.26%/+74.88%)
股票代碼	BABA (US) / 9988 (HK)
總股本	27.11 億股
市值	3,703.7 億美元/ 28,952.6 億港元
52 周高/低	280.61 美元/135.21 美元
每股帳面值	55.51 美元
主要股東	SoftBank 24.85% Vanguard 2.68% 馬雲 2.59%

### 盈利摘要

截至9月30日止財政年度	20年历史	21年历史	22年预测	23年预测	24年预测
总营业收入 (人民币百万元)	509,711	717,289	883,078	1,015,624	1,182,568
变动	35.26%	40.72%	23.11%	15.01%	16.44%
运营利润	91,430	89,678	95,708	118,336	157,103
每股收益 (人民币)	7.0	6.8	4.4	5.4	7.2
变动	67.56%	-2.20%	-36.31%	23.55%	32.93%
基于136.62美元的市盈率(估)	19.5	20.0	31.4	25.4	19.1
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

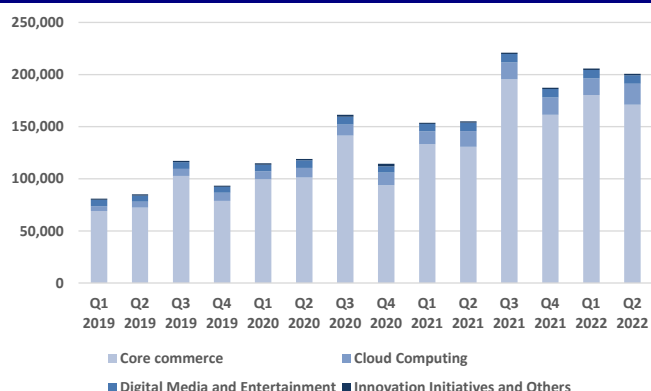
來源：公司資料，第一上海預測

### 股價表現



來源：彭博

圖表 1: 2019Q1-2022Q2 總營收 (百萬人民幣)



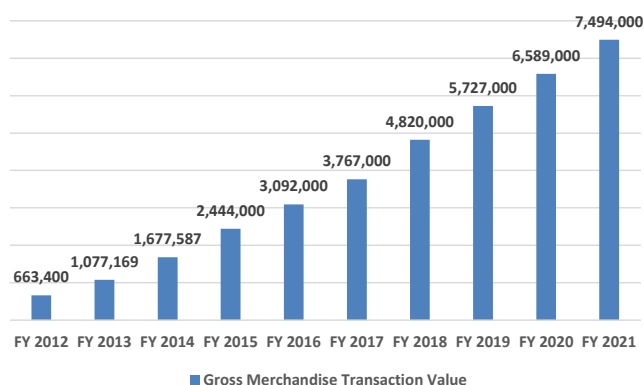
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 2: 2019Q1-2022Q2 中國零售營收 (百萬人民幣)



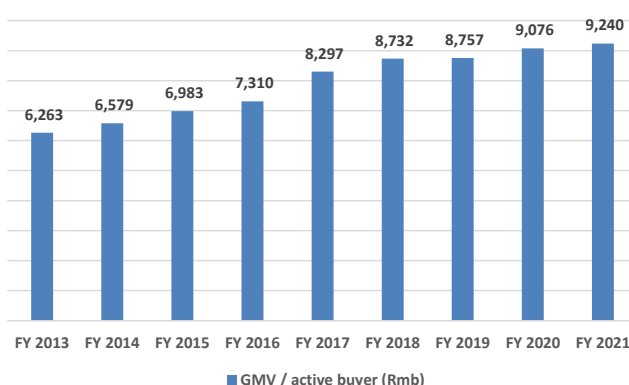
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 3: 2012-2021 年 GMV (百萬人民幣)



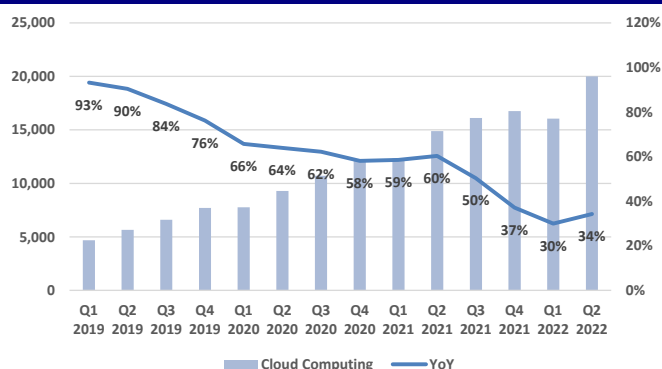
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 4: 2013-2021 年客單價 (元人民幣)



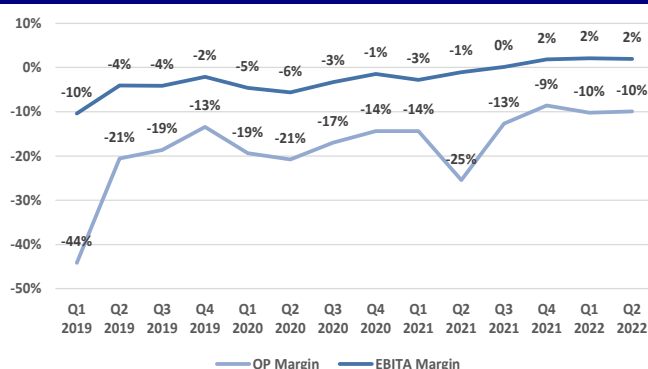
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 5: 2019Q1-2022Q2 阿裡雲營收 (百萬人民幣)



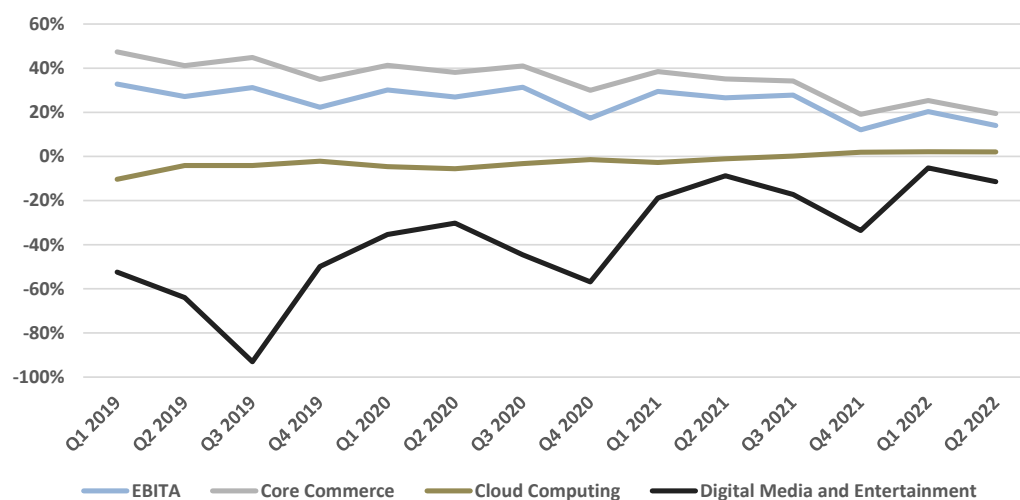
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 6: 2019Q1-2022Q2 阿裡雲利潤率



資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 7：2019Q1-2022Q2 EBITA 利潤率（按業務劃分）



資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 8：STOP 估值模型

	Revenue	EV/Revenue Multiple	EBITA Multiple	Valuation (USD)
<b>Core commerce</b>	<b>764,574</b>			<b>485,437</b>
China Commerce Retail & Wholesale	602,102		13	377,411
International Commerce Retail	44,760	7		46,764
International Commerce Wholesale	19,106	6		17,109
Cainiao Logistics Services	43,616	3		19,530
Local consumer service + others	54,990	3		24,622
<b>Cloud Computing</b>	<b>79,783</b>	<b>10</b>		<b>119,079</b>
<b>Digital Media and Entertainment</b>	<b>33,086</b>	<b>4</b>		<b>20,741</b>
<b>Innovation Initiatives and Others</b>	<b>5,635</b>	<b>0</b>		<b>-</b>
				<b>625,257</b>
<b>Associate/investments</b>				<b>100,961</b>
			Cash	47,896
			Discount	15%
			Market Value	657,997
			Target Price ( USD )	239.45
			Target Price ( HKD )	233.46

資料來源：第一上海預測

## 主要財務報表

損益表						財務能力分析					
單位：百萬元, 財務年度：3月31日	2020年 實際	2021年 實際	2022年 預測	2023年 預測	2024年 預測	2020年 實際	2021年 實際	2022年 預測	2023年 預測	2024年 預測	
收入	509,711	717,289	883,078	1,015,624	1,182,568	<b>盈利能力</b>					
主營業務成本	282,367	421,205	542,758	619,007	706,171	毛利率(%)	44.6%	41.3%	38.5%	39.1%	
毛利	227,344	296,084	340,320	396,617	476,397	運營利率(%)	17.9%	12.5%	10.8%	11.7%	
研發費用	43,080	57,236	67,997	75,156	86,327	淨利率(%)	27.5%	20.0%	10.4%	11.2%	
銷售費用	50,673	81,519	97,139	111,719	130,082	EBITA 利潤率	26.9%	23.8%	21.0%	30.8%	
一般及行政費用	28,197	55,224	65,348	75,156	85,145	<b>營運表現</b>					
攤銷費用	13,388	12,427	14,129	16,250	17,739	銷售及管理費用/收入(%)	9.9%	11.4%	11.0%	11.0%	
經營利潤	91,430	89,678	95,708	118,336	157,103	研發和開發費用/收入(%)	8.5%	8.0%	7.7%	7.4%	
營業外(收入)/支出	-72,956	-72,794	-44,154	-50,781	-59,128	實際稅率(%)	12.3%	17.7%	28.3%	26.8%	
利息費用	5,180	4,476	12,363	14,219	16,556	應收賬款天數	50.4	52.4	50.0	50.0	
稅前利潤	166,645	165,578	127,499	154,898	199,676	應付賬款天數	178.0	180.5	180.0	180.0	
所得稅	20,562	29,278	36,045	41,455	48,270	<b>財務狀況</b>					
淨利潤	140,350	143,284	91,453	113,443	151,406	總負債/總資產	33.0%	35.9%	33.9%	33.0%	
EBITA	137,136	170,453	185,087	313,046	386,824	收入/淨資產	58.6%	66.7%	72.9%	73.6%	
收入YOY	35.3%	40.7%	23.1%	15.0%	16.4%	經營性現金流/收入	35.4%	32.3%	21.3%	21.0%	
經營利潤YOY	60.2%	-1.9%	6.7%	23.6%	32.8%	稅前盈利對利息倍數	32.2	37.0	10.3	10.9	
EBITA YoY	98.3%	24.3%	8.6%	69.1%	23.6%	<b>現金流量表</b>					
淨利潤YoY	74.9%	2.1%	-36.2%	24.0%	33.5%	淨利潤	140,350	143,284	91,453	113,443	
						折日與攤銷	20,523	23,400	26,017	30,206	
						應計費用變化	56,690	99,393	20,900	55,350	
						其他流動資產變化	-40,508	-40,479	4,116	-40,935	
						股權激勵	31,742	38,090	45,708	54,850	
						經營性現金流	180,607	231,786	188,195	212,914	
						短期投資淨值變化	-29,944	-154,674	-108,276	-115,182	
						企業合併	-14,536	-	-	-	
						購入固定及無形資產	-45,386	-	-	-	
						投資性現金流	-108,072	-244,194	-108,276	-115,182	
						股票發行	91,506	-	-	-	
						股票回購	-	-	-	-	
						其他融資活動	-15,402	-	-	-	
						少數權益變動	10,771	-	-	-	
						短期借債變動	-224	-	-	-	
						融資性現金流	70,853	30,082	-	-	
						現金流	143,388	17,674	79,919	97,733	
						現金淨增減	147,488	10,487	79,919	97,733	
						期初現金	198,494	345,982	356,469	436,388	
						期末現金	345,982	356,469	436,388	534,120	
										701,363	

資料來源：公司資料、第一上海預測

**第一上海證券有限公司**

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。