阿里巴巴（BABA.US/9988.HK）

更新报告

买入

2023 年 3 月 2 日

多项业务亏损收窄，利润端复苏超预期

➢ **收入利润均超预期：**2023 年 Q3 财季收入同比增长 2%至 2,478 亿元人民币，高于彭博一致预期的 2459 亿元。销售和市场费用占收入比由去年同期 15%下降至 12%，产品开发费用和一般及行政费用占比基本持平，分别为 6%/4%。经营利润同比增长 396%至 350 亿元，主因 22 财年同期计入了数字娱乐业务的商誉减值 224 亿元，剔除该项影响后，经营利润同比增长 17%。净利润同比增长 138%至 457 亿元，Non-GAAP 净利润同比增长 12%至 446 亿元，高于彭博预期的 445 亿元。截至 12 月末，公司回购了 33 亿美元的股票，目前尚有 213 亿美元的回购额度；本季度自由现金流 357 亿元。展望当下，宏观环境依然对营收的增长存在一定阻力，但降本增效仍在持续，预计利润端的复苏将快于收入端。

➢ **GMV 录得中单位数下滑，新业务减亏进展良好：**1）**中国商业**收入同比下降 1%至 1,700 亿元，EBITA 利润率为 34%，同比持平。其中，**零售商业**收入同比下降 1%至 1,658 亿元，**客户管理**收入同比下降 9%至 913 亿元，主因实物 GMV 同比录得中单位数下滑；双 11 期间，天猫 GMV 同比持平，淘宝 GMV 录得单位数下滑。新业务方面，淘特及淘菜菜亏损持续收窄。2）**直营**收入同比增长 10%至 744 亿元。其中，盒马同店销售额实现双位数增长，毛利率与履约效率持续改善。3）**国际商业**收入同比增长 18%至 195 亿元，EBITA 利润率同比提升 14 个百分点至-4%。其中，国际零售同比增长 26%至 146 亿元，整体订单量同比增长 3%，主要来自 Trendyol。Lazada 东南亚订单量同比小幅回升，单均亏损同比持续改善。4）**本地生活**收入同比增长 6%至 132 亿元，订单量同比持平，EBITA 利润率同比提升 17 个百分点至-24%。其中，饿了么 GMV 实现正增长，12 月订单量同比变化转正，单位经济效益持续为正数。5）**菜鸟**收入同比增长 27%至 166 亿元，抵消跨分部交易后为 17%，其中 72%来自外部客户；EBITA 利润率盈亏平衡。

➢ **云计算 YoY+3%，公有云健康增长：**云业务收入同比增长 3%至 202 亿元，抵消跨分部交易前为 1%；非互联网客户收入同比增长 9%，占比为 53%，主要由金融服务、教育及汽车行业所驱动。按种类，公有云收入实现健康增长，混合云收入为负增长。EBITA 利润率为 2%，同环比基本持平。

➢ **目标价 118.00 美元/116.00 港元，买入评级：**公司当前面临来自宏观环境和竞争格局的双重影响，收入端增长存在压力，但公司不断削减亏损业务，我们认为利润端将会持续修复。我们下调预计未来三年收入至 8,702/9,363/10,057 亿元，上调 GAAP 利润至 593/1,010/1,218 亿元。采用分部估值法，考虑到公司在各个细分领域均存在强劲的竞争对手，下调估值倍数，求得目标价 118.00 美元/116.00 港元，维持买入评级。

➢ **风险：**1）宏观经济不确定性和消费增长疲软；2）国内电商和云计算行业竞争加剧；3）新兴业务进展不及预期；4）平台经济、蚂蚁集团相关监管环境改善；5）PCAOB 整改及在港双重主要上市相关进展。

Chuck Li
852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

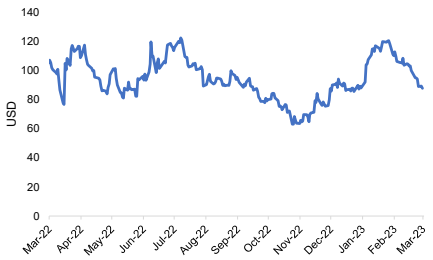
行业	TMT
股价	87.79 美元/88.20 港元
目标价	118.00 美元/116.00 港元（+34%/+32%）
股票代码	BABA(US)/9988(HK)
总股本	25.9 亿股
市值	2,309 亿美元/1.79 万亿港元
52 周高/低	125.84/58.01 美元
每股账面值	54.26 元人民币
主要股东	SoftBank 13.72% Vanguard 2.83% BlackRock 2.74% 马云 2.33%

盈利摘要

截至3月31日止财政年度	21年历史	22年历史	23年预测	24年预测	25年预测
总营业收入（人民币百万元）	717,289	853,062	870,202	936,295	1,005,663
变动	41%	19%	2%	8%	7%
运营利润	89,678	69,638	117,201	158,681	183,680
每股收益（人民币）	6.8	2.8	3.2	5.2	6.2
变动	-2%	-58%	12%	62%	20%
基于87.79美元的市盈率（估）	11.2	27.0	24.2	14.9	12.4
每股派息（美元）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0%	0%	0%	0%	0%

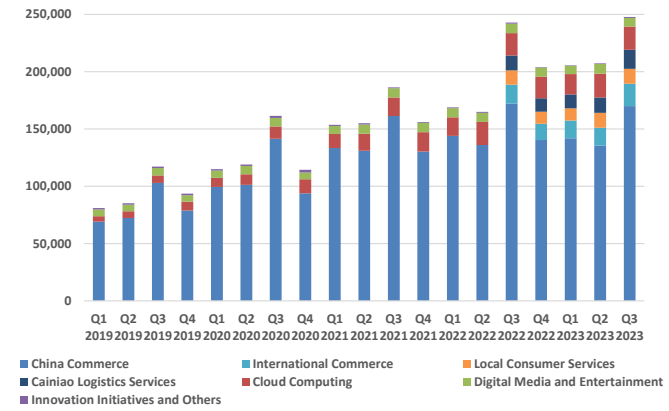
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



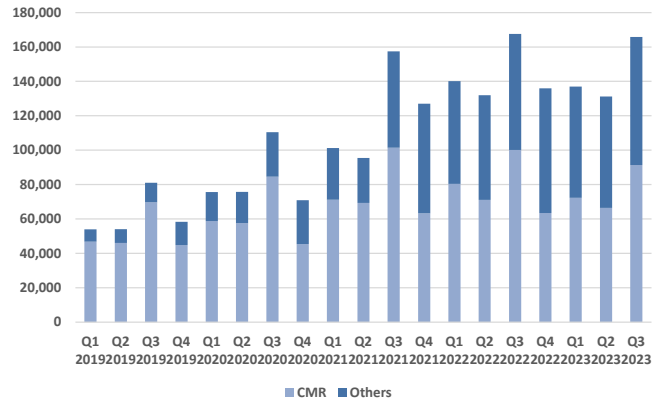
来源：彭博

图表 1：2019Q1-2023Q3 总营收（百万人民币）



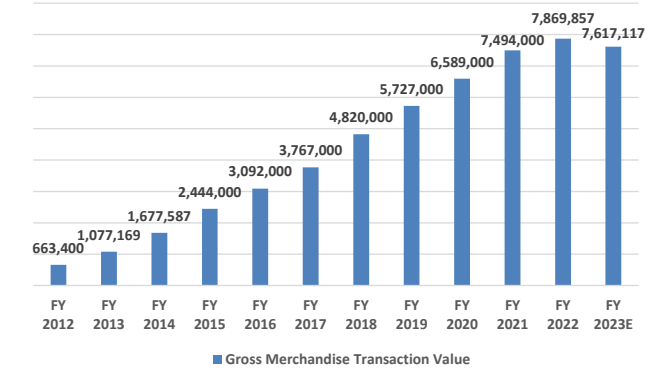
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：2019Q1-2023Q3 中国零售营收（百万人民币）



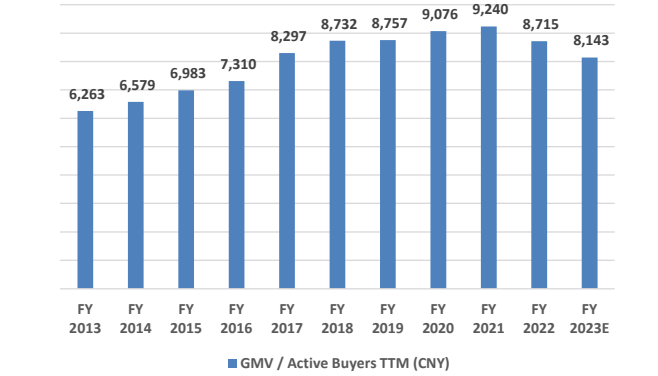
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：2013-2023 财年 GMV（百万人民币）



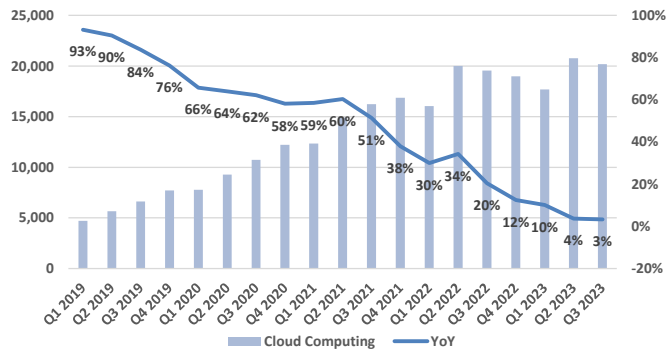
资料来源：第一上海预测

图表 4：2013-2023 财年客单价（元人民币）



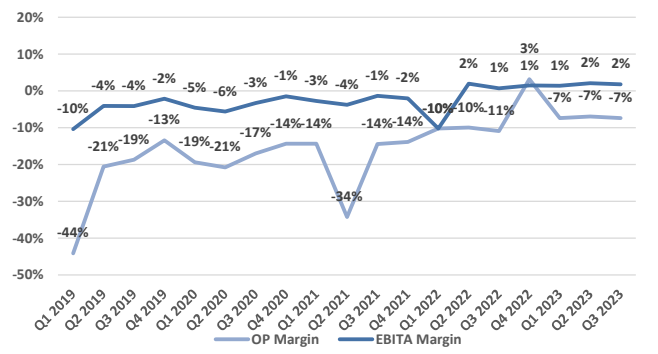
资料来源：第一上海预测

图表 5：2019Q1-2023Q3 阿里云营收（百万人民币）



资料来源：公司资料，第一上海整理

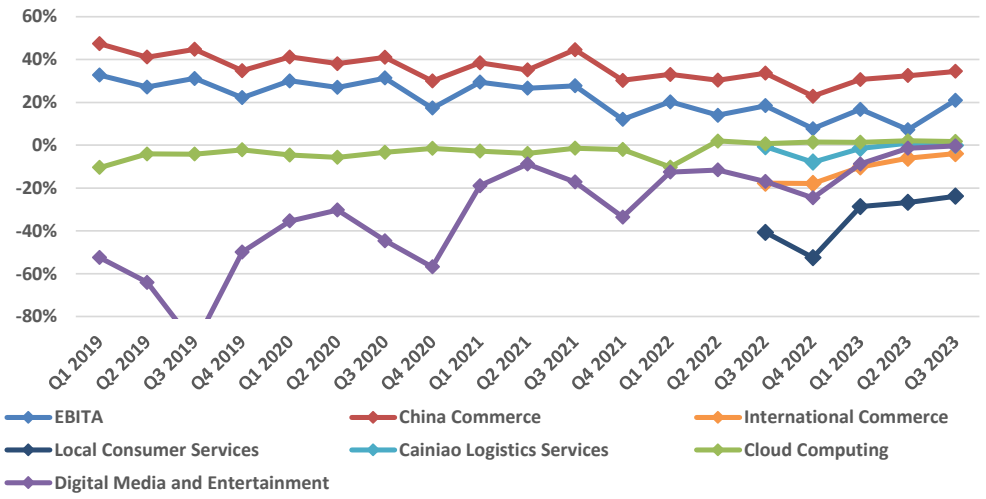
图表 6：2019Q1-2023Q3 阿里云利润率



资料来源：公司资料，第一上海整理

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图表 7：2019Q1-2023Q3EBITA 利润率（按业务划分）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 8：SOTP 估值模型

	Revenue	Multiple		Valuation
	Million CNY	EV/Revenue	EV/EBITA	*Million USD*
Core Commerce	**758,391**			**296,183**
China Commerce	589,608		*8.0*	219,089
International Commerce	66,614	*3.5*		33,307
Cainiao Logistics Services	54,333	*3.0*		23,286
Local Consumer Services	47,836	*3.0*		20,501
Cloud Computing	**78,541**	***5.0***		**56,100**
Digital Media and Entertainment	**31,214**	***1.0***		**4,459**
Innovation Initiatives and Others	**2,057**	**-**		**-**
				356,742
Associate/investments				**50,480**
			Cash	**40,783**
			Discount	**30%**
			Market Value	**313,604**
			Target Price (USD)	**118.00**
			Target Price (HKD)	**116.00**

资料来源：第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

主要财务报表

损益表

单位：百万元，财务年度：3月31日	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
收入	717,289	853,062	870,202	936,295	1,005,663
主营业务成本	421,205	539,450	523,377	524,814	550,455
毛利	296,084	313,612	346,825	411,481	455,209
研发费用	57,236	55,465	56,563	65,541	70,396
销售费用	81,519	119,799	121,828	131,081	140,793
一般及行政费用	55,224	31,922	39,159	42,133	45,255
摊销费用	12,427	11,647	12,074	14,044	15,085
经营利润	89,678	69,638	117,201	158,681	183,680
营业外（收入）/支出	-80,376	5,179	17,404	14,044	15,085
利息费用	4,476	4,909	5,008	5,388	5,787
税前利润	165,578	59,550	94,789	139,249	162,807
所得税	29,278	26,815	35,520	38,217	41,049
净利润	143,284	47,079	59,270	101,031	121,759
EBITA	170,453	130,397	163,526	189,723	208,444
收入YOY	40.7%	18.9%	2.0%	7.6%	7.4%
经营利润YOY	-1.9%	-22.3%	68.3%	35.4%	15.8%
EBITA YoY	24.3%	-23.5%	25.4%	16.0%	9.9%
净利润YoY	2.1%	-67.1%	25.9%	70.5%	20.5%

财务能力分析

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	41.3%	36.8%	39.9%	43.9%	45.3%
运营利率(%)	12.5%	8.2%	13.5%	16.9%	18.3%
净利率(%)	20.0%	5.5%	6.8%	10.8%	12.1%
EBITA 利润率	23.8%	15.3%	18.8%	20.3%	20.7%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	11.4%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
研发和开发费用/收入(%)	8.0%	6.5%	6.5%	7.0%	7.0%
实际税率 (%)	17.7%	45.0%	37.5%	27.4%	25.2%
应收账款天数	52.4	57.1	55.0	52.0	50.0
应付账款天数	180.5	177.6	177.6	180.0	180.0
财务状况					
总负债/总资产	35.9%	36.2%	34.2%	33.5%	30.5%
收入/净资产	66.7%	79.5%	77.7%	76.4%	72.4%
经营性现金流/收入	32.3%	16.7%	13.7%	18.8%	21.5%
税前盈利对利息倍数	37.0	12.1	18.9	25.8	28.1

资产负债表

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
现金及等价物	321,262	189,898	220,332	308,836	471,059
短期投资	152,376	256,514	256,514	256,514	256,514
限制性现金	35,207	37,455	37,455	37,455	37,455
流动资产	643,360	638,535	642,874	762,063	902,467
PP&E	147,412	171,806	189,108	198,969	200,966
其他无形资产	70,833	59,231	59,231	59,231	59,231
商誉	292,771	269,581	269,581	269,581	269,581
其他长期资产	535,842	556,400	556,400	567,581	579,320
总资产	1,690,218	1,695,553	1,717,194	1,857,425	2,011,565
短期借债	3,606	8,841	8,841	8,841	8,841
其他流动负债	373,752	374,943	348,549	383,231	374,190
流动负债	377,358	383,784	357,390	392,072	383,031
长期借债	38,335	38,244	38,244	38,244	38,244
其他长期负债	190,891	191,332	191,332	191,332	191,332
总负债	606,584	613,360	586,966	621,648	612,607
夹层资本	8,673	9,655	9,655	9,655	9,655
股东权益	1,074,961	1,072,538	1,120,573	1,226,122	1,389,303
总负债和股东权益	1,690,218	1,695,553	1,717,194	1,857,425	2,011,565

现金流量表

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
净利润	143,284	47,079	59,270	101,031	121,759
折旧与摊销	26,389	27,808	31,429	36,017	40,241
应计费用变化	77,357	13,327	-26,394	34,681	-9,041
其他流动资产变化	-42,234	-32,766	26,095	-30,685	21,819
股权激励	50,120	23,971	28,765	34,518	41,422
经营性现金流	231,786	142,759	119,165	175,563	216,200
短期投资净值变化	-57,514	-39,378	-48,731	-57,059	-53,977
企业合并	-19,137	-4,087	-	-	-
购入固定及无形资产	-43,185	-53,324	-	-	-
投资性现金流	-244,194	-198,592	-48,731	-57,059	-53,977
股票发行	175	109	-	-	-
股票回购	-773	-61,225	-40,000	-30,000	-
其他融资活动	-11,218	-7,406	-	-	-
少数权益变动	10,549	11,359	-	-	-
短期借债变动	-659	2,299	-	-	-
融资性现金流	30,082	-64,449	-40,000	-30,000	-
现金流	17,674	-120,282	30,434	88,504	162,222
现金净增减	10,487	-129,116	30,434	88,504	162,222
期初现金	345,982	356,469	227,353	257,787	346,291
期末现金	356,469	227,353	257,787	346,291	508,514

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。 第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。 信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2023 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。