

# 阿里巴巴 (9988 HK/BABA US)

## 营运持续改善

- 由非必需消费品引领的复苏是电商行业的好兆头
- 高额研发支出为人工智能的长期发展奠定了坚实的基础
- 维持买入评级，因监管风险续渐消退和营运持续改善

**营运持续改善。** 2022年第4季度阿里巴巴收入同比增长2.1%至2,477亿人民币。由于成本控制好于预期，核心净利润同比增长10%至503亿人民币。代表核心电子商务业务的中国商务收入在本季度同比下降1.3%，而上一季度则同比下降0.5%。淘宝和天猫的GMV在本季度下降了中单位数，而上一季度为低单位数下降。服装产品的表现较弱，而医疗保健、宠物护理和生鲜产品则相对较好。由于营运改善和产品不断改进，淘特和淘菜菜的亏损继续收窄。由于持续的成本优化计划，22年第4季度的核心净利润率为20.3%，而上一季度为16.6%。本地消费服务、创新计划等亏损部门的营业利润率从2022年第3季度的-16.7%改善到22年第4季度的-15.3%，而中国商业的营业利润率从2022年第3季度的30.5%提高到22年第4季度的31.3%。

**行业正在复苏。** 由于疫情改善，电子商务销售在2023年2月开始复苏，服装、运动和户外类别的表现优于其他类别。我们认为这是一个积极的信号，因为复苏是由非必需消费品拉动的，这可能表明消费者信心正在恢复。

**研发支出为发展人工智能提供坚实基础。** 由于其庞大的运营规模和强大的财务资源，阿里巴巴的研发支出在同行中居于较高水平。公司一直在应用各种人工智能技术，例如个性化搜索和智能客户服务，以提升用户体验和粘性。这为阿里巴巴在长期的人工智能竞赛中提供坚实基础。

**估值优势。** 维持买入评级。目标价和财务预测维持不变（详情请参阅2023年3月1日发表的阿里巴巴公司报告）。阿里巴巴-SW（9988 HK）的目标价为130港元，而阿里巴巴-ADR（BABA US）的目标价为132美元。公司目前的估值约为10倍FY24E核心P/E，为长期投资者提供机会，我们认为在未来几个月中，运营环境持续改善和监管风险减少可支持估值改善。

### 业绩与估值

财年末 3月31日	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入（百万元人民币）	853,062	873,349	967,844	1,066,826
增长（%同比）	18.9	2.4	10.8	10.2
净利润（百万元人民币）	61,959	70,702	117,656	136,062
增长（%同比）	(58.8)	14.1	66.4	15.6
非通用会计准则利润（百万元人民币）	143,515	138,376	160,940	182,665
增长（%同比）	(19.8)	(3.6)	16.3	13.5
基础每股收益（人民币）	2.9	3.4	5.7	6.5
增长（%同比）	(58.7)	18.2	66.4	15.6
核心每股收益（人民币）	6.6	6.6	7.7	8.7
增长（%同比）	(19.1)	0.5	16.3	13.5
核心市盈率(x)-ADR	11.8	11.7	10.1	8.9
核心市盈率(x)-SW股	11.8	11.8	10.1	8.9
股东权益平均回报率(%)	5.8	6.3	9.6	9.9
资产平均回报率(%)	3.7	4.0	6.2	6.5

\*1股ADR = 8股普通股

核心净利润排除了股权激励和其他非核心项目影响

来源：彭博、农银国际证券预测

## 公司报告

### 2023年3月7日

评级(SW): 买入

目标价(SW): 130 港元

评级(ADR): 买入

目标价(ADR): 132 美元

分析师: 周秀成

电话: (852) 2147 8809

stevechow@abci.com.hk

价格(ADR/SW)	89.7 美元/ 88.6 港元
预测股价回报(ADR/SW)	47.9%/46.7%
预测股息收益率	不适用/不适用
(ADR/SW)	
预测总回报(ADR/SW)	47.9%/46.7%
上次评及目标价	买入, 132 美元/ 买入, 130 港元
(ADR/SW)	
上次报告日期	2023年3月1日

来源：彭博、农银国际证券预测

### 关键数据

52周 高/低 (港元) (SW)	190.8/71.0
52周 高/低 (美元) (ADR)	192.9/73.2
流通股(百万)	20,700
市值(百万港元)	1,834,020
(按港股股价计算)	
3个月平均每日成交额	5,342
(百万港元) (SW)	
3个月平均每日成交额	2,604
(百万美元) (ADR)	
<b>主要股东</b>	股权
软银	14.6%

来源：彭博、香港交易所、公司、农银国际证券

注：当前报告内的预测与3月1日发布的英文报告一致



## 财务预测

### 合并损益表(FY22A-25E)

截至 3月 31 日 (百万人民币)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
<b>收入</b>	<b>853,062</b>	<b>873,349</b>	<b>967,844</b>	<b>1,066,826</b>
收入成本	(539,450)	(549,937)	(612,573)	(672,021)
<b>毛利</b>	<b>313,612</b>	<b>323,412</b>	<b>355,270</b>	<b>394,804</b>
产品开发费用	(55,465)	(59,291)	(66,152)	(72,918)
销售及市场推广费用	(119,799)	(103,547)	(114,873)	(123,421)
一般及行政费用	(31,922)	(37,432)	(38,747)	(39,509)
摊销/减值	(36,788)	(13,100)	(14,518)	(14,936)
<b>经营利润</b>	<b>69,638</b>	<b>110,042</b>	<b>120,980</b>	<b>144,021</b>
利息及投资收益	(15,702)	(20,000)	9,500	9,500
财务成本	(4,909)	(5,500)	(5,800)	(5,800)
其他收入	10,523	4,500	5,500	5,500
应占股权投资利润	14,344	(10,000)	7,500	7,500
<b>所得税前利润</b>	<b>73,894</b>	<b>79,042</b>	<b>137,680</b>	<b>160,721</b>
所得税费用	(26,815)	(15,808)	(27,536)	(32,144)
<b>所得税后利润</b>	<b>47,079</b>	<b>63,234</b>	<b>110,144</b>	<b>128,577</b>
非控制权益	15,170	7,588	7,710	7,715
夹层资产增值	(290)	(119)	(199)	(230)
<b>净利润</b>	<b>61,959</b>	<b>70,702</b>	<b>117,656</b>	<b>136,062</b>
股份补偿	23,971	24,454	28,067	30,938
摊销/减值	51,911	23,100	24,518	24,936
出售/重估投资收益	21,671	20,000	(9,500)	(9,500)
其他非核心项目	(15,997)	119	199	230
<b>非通用会计准则利润</b>	<b>143,515</b>	<b>138,376</b>	<b>160,940</b>	<b>182,665</b>
<b>增长率</b>				
收入 (%)	18.9	2.4	10.8	10.2
毛利(%)	5.9	3.1	9.9	11.1
经营利润 (%)	(22.3)	58.0	9.9	19.0
净利润 (%)	(58.8)	14.1	66.4	15.6
非通用会计准则利润 (%)	(19.8)	(3.6)	16.3	13.5
<b>财务比率</b>				
营业利润率 (%)	8.2	12.6	12.5	13.5
净利润率 (%)	7.3	8.1	12.2	12.8
非通用会计准则利润率 (%)	16.8	15.8	16.6	17.1
股东权益平均回报率 ROAE (%)	5.8	6.3	9.6	9.9
资产平均回报率 ROAA (%)	3.7	4.0	6.2	6.5

注：由于四舍五入，个别项目可能不等于总数

来源：公司、农银国际证券预测



合并资产负债表(FY22A-25E)

截至3月31日(百万人民币)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
物业及设备	171,806	184,306	206,306	222,806
投资	443,253	488,253	548,753	609,253
其他非流动资产	441,959	477,859	515,341	552,406
<b>非流动资产总额</b>	<b>1,057,018</b>	<b>1,150,418</b>	<b>1,270,400</b>	<b>1,384,465</b>
现金及银行结余	189,898	105,142	111,303	168,520
受限制现金	37,455	41,201	43,261	45,424
短期投资和投资证券	265,187	325,187	345,187	365,187
预付款项, 定金和其他资产	145,995	189,794	208,773	229,650
<b>流动资产总额</b>	<b>638,535</b>	<b>661,323</b>	<b>708,524</b>	<b>808,781</b>
<b>资产总额</b>	<b>1,695,553</b>	<b>1,811,740</b>	<b>1,978,924</b>	<b>2,193,245</b>
应付账款	271,460	275,165	278,421	306,895
其他应付款项和应计费用	21,753	22,841	23,983	25,182
贷款	8,841	13,841	21,841	29,841
递延收入	66,983	69,868	77,427	85,346
商家存款	14,747	15,484	16,259	17,071
<b>流动负债总额</b>	<b>383,784</b>	<b>397,199</b>	<b>417,931</b>	<b>464,335</b>
借款和票据	132,503	144,503	149,503	154,503
其他非流动负债	97,073	100,158	103,398	106,799
<b>非流动负债总额</b>	<b>229,576</b>	<b>244,661</b>	<b>252,901</b>	<b>261,302</b>
<b>负债总额</b>	<b>613,360</b>	<b>641,860</b>	<b>670,831</b>	<b>725,638</b>
<b>净流动资产</b>	<b>254,751</b>	<b>264,124</b>	<b>290,593</b>	<b>344,445</b>
夹层股权	9,655	9,774	9,973	10,203
归属于公司股东权益	948,479	1,043,635	1,189,358	1,356,359
非控制权益	124,059	116,471	108,761	101,046
<b>总权益</b>	<b>1,072,538</b>	<b>1,160,106</b>	<b>1,298,119</b>	<b>1,457,405</b>

注: 由于四舍五入, 个别项目可能不等于总数

由于四舍五入或定义的差异, 个别项目可能与报告的数字不同

来源: 公司、农银国际证券预测

合并现金流 (FY22A-25E)

截至3月31日(百万人民币)	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
净收入	47,079	63,234	110,144	128,577
折旧和摊销	48,065	40,600	42,518	43,436
其他非现金调整	65,765	34,454	20,567	23,438
营运资金变动	(18,150)	(36,044)	(5,068)	18,766
<b>经营现金流</b>	<b>142,759</b>	<b>102,244</b>	<b>168,161</b>	<b>214,217</b>
<b>投资现金流</b>	<b>(198,592)</b>	<b>(204,000)</b>	<b>(175,000)</b>	<b>(170,000)</b>
<b>融资现金流</b>	<b>(64,449)</b>	<b>17,000</b>	<b>13,000</b>	<b>13,000</b>
<b>净现金流</b>	<b>(120,282)</b>	<b>(84,756)</b>	<b>6,161</b>	<b>57,217</b>

注: 由于四舍五入, 个别项目可能不等于总数

由于四舍五入或定义的差异, 个别项目可能与报告的数字不同

来源: 公司、农银国际证券预测



## 风险因素

### 市场竞争

电子商务行业是一个竞争激烈的行业。竞争将在佣金率、促销折扣、品牌广告、技术投入等方面展开。

### 电子商务消费放缓

由于行业依赖于消费者支出，中国消费市场的放缓会影响业绩。从长远来看，我们认为国内市场的消费增长将与收入增长趋于一致，这通常与经济增长保持一致。

### 亏损板块

除中国商务板块外，其他板块（国际商务、本地消费服务、菜鸟、云、数字媒体和娱乐、创新业务等）均录得经营亏损。如果它们的亏损扩大，公司整体业务表现将受到不利影响。

### 非国际财务报告准则 (non-GAAP) 财务数据

电子商务平台通常会披露非国际财务报告准则 (non-GAAP) 财务指标，例如非国际财务报告准则 (non-GAAP) 净利润 (核心净利润)，以补充其财务指标。从历史上看，其净利润和核心净利润之间存在差异，因为前者包含了股权激励和其他非核心项目等项目。其中，股权激励费用与普通股价格变动、预期波动率、无风险利率等多种因素有关。

尽管鉴于这些项目的非现金性质，投资者在进行分析时倾向于排除这些项目，但我们认为这些非国际财务报告准则 (non-GAAP) 财务数据仅应作为参考。



## 权益披露

分析员周秀成作为本研究报告全部或部分撰写人,谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点,均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明,就研究报告内所做出的推荐或个人观点,分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外,分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益,并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司,曾在过去12个月内,与本报告提及的阿里巴巴有投资银行业务关系。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报 (~9%)
持有	市场回报 (~-9%) ≤ 股票投资回报 < 市场回报 (~+9%)
卖出	股票投资回报 < 市场回报 (~-9%)

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报率:自 2006 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数 2006-22 年的平均增长率为 8.4%)

目标价的时间范围:12 个月

股票评级可能与所述框架不同,原因包括但不限于:公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动、股票相对于股票市场的平均每日成交量、竞争力、相应行业的优势等

### 免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)2868 2183