

阿里巴巴-SW (09988.HK)

直面问题，调整再出发

市场监管总局依法对阿里巴巴“二选一”垄断行为作出行政处罚。4月10日，市场监管总局依法对阿里巴巴集团作出行政处罚，责令其停止违法行为并处以其2019年销售额4%计182.28亿元罚款。

在国市监处〔2021〕28号行政处罚决定书中，市场监管总局指出，相关市场界定为“中国境内网络零售平台服务市场”，“当事人在相关市场具有支配地位”，“实施滥用市场支配地位行为”，“排除、限制了市场竞争”。

在国市监行指反垄〔2021〕1号行政指导书中，市场监管总局要求公司“全面规范自身竞争行为、严格落实平台企业主体责任、完善企业内部合规控制制度、保护平台内经营者和消费者合法权益、积极维护公平竞争促进创新发展”，包括“依法加大平台内数据和支付、应用等资源端口开放力度”等。

开放规范运营，健康持续发展。人民日报提到，“根据《反垄断法》，对实施滥用市场支配地位行为的经营者，应处上一年度销售额百分之一以上百分之十以下的罚款”，监管部门基于综合考量对公司处以2019年销售额4%的罚款，是对商家和消费者权益的保护，也是对平台经济秩序的有效规范。阿里巴巴表示诚恳接受处罚，将出台一系列降门槛、减成本的措施，“以此为新的起点，直面问题，锐意革新”。

我们认为，反垄断监管对企业违法违规行为的清理、对良性竞争的鼓励，有助于平台经济更加健康持续发展。此次反垄断处罚对阿里巴巴和其他平台都是更加规范运营的开始。未来，随着平台内应用、数据、支付等资源持续开放，中小公司有望实现良性竞争、茁壮成长，大平台也有望聚焦核心业务、通过创新合作创造更大活力。

优化电商运营，创新引领科技。调整后再出发的阿里巴巴有望实现更健康可持续的发展。电商端，阿里巴巴持续拓展商家运营场景。公司通过淘宝和天猫，对接商家和超7亿买家。公司通过淘宝直播，为商家升级内容场景，2020年贡献超4000亿成交额。公司通过淘宝特价版，用C2M模式直连120万个工厂和1亿消费者。近期成立的MMC事业群有望通过小店数字化升级实现供应链与消费者直连，值得关注。

云计算端，阿里巴巴持续探索创新。技术上，阿里云在计算、网络、安全、数据库等核心能力上位于国内和国际前列。产品上，阿里云从最初为商家提供基础IaaS服务、到后续叠加PaaS和SaaS等增值服务。截至2020年上半年阿里云付费客户数超300万，2020全年收入体量超550亿元。随着基础云业务规模效应的显现，以及大数据、协同办公、IoT等应用和解决方案的成熟，阿里云盈利有望充分释放。

目标价303港币，维持“买入”评级。我们认为，监管部门推动平台健康发展的政策确定性凸显，阿里巴巴通过内容场景和供应链数字升级等带来的增长值得关注。当前阿里巴巴股价约对应20x 2022e P/E，估值相对较低。

我们预计阿里巴巴2021-2022财年营收达7036/9119亿元；non-GAAP归母净利达1838/2014亿元。基于核心电商20x 2022e P/E、云计算10x 2022e P/S、文娱和创新业务3x 2022e P/S，我们给予阿里巴巴303港币目标价，维持“买入”评级。

风险提示：电商业务进展弱于预期，云计算进展不及预期，其他监管相关风险

财务指标	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入(百万元)	376,844	509,711	703,646	911,852	1,096,553
增长率 yoy (%)	51%	35%	38%	30%	20%
归母净利润(百万元)	100,731	141,344	183,807	201,362	250,265
增长率 yoy (%)	17%	40%	30%	10%	24%
EPS 最新摊薄(元/股)	4.80	6.62	8.36	9.14	11.36
净资产收益率(%)	18%	20%	17%	15%	15%
P/E(倍)	37.8	27.4	21.7	19.9	16.0
P/B(倍)	7.6	5.1	4.1	3.4	2.8

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月09日收盘价，利润相关指标为non-GAAP口径

买入(维持)

股票信息

行业	互联网软件与服务
前次评级	买入
04月09日收盘价(港元)	218.00
总市值(百万港元)	4,553,318.97
总股本(百万股)	20,886.78
其中自由流通股(%)	100%

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 朱若菲

邮箱：zhuruofei@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
流动资产	270,273	462,923	556,434	684,244	888,719
现金	189,976	330,503	407,446	500,850	674,803
应收票据及应收账款	58,590	84,229	116,276	150,682	181,204
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	21,707	48,191	32,712	32,712	32,712
非流动资产	694,803	850,062	1,005,347	1,146,481	1,273,405
长期投资	157,090	161,329	186,890	212,451	238,012
固定资产	92,030	103,387	111,290	118,980	126,652
无形资产	68,276	60,947	129,521	180,467	219,797
其他非流动资产	377,407	524,399	577,646	634,583	688,944
资产总计	965,076	1,312,985	1,561,781	1,830,726	2,162,123
流动负债	207,669	241,872	281,093	342,224	410,511
短期借款	7,356	5,154	11,154	754	16,754
应付票据及应付账款	117,711	161,536	177,971	232,586	272,508
其他流动负债	82,602	75,182	91,968	108,884	121,249
非流动负债	142,005	191,462	191,462	191,462	191,462
长期借款	35,427	39,660	39,660	39,660	39,660
其他非流动负债	106,578	151,802	151,802	151,802	151,802
负债合计	349,674	433,334	472,555	533,686	601,973
少数股东权益	116,326	115,147	121,966	129,844	137,722
股本	9,407	14,510	14,510	14,510	14,510
资本公积	231,783	343,707	392,330	429,776	474,807
留存收益	257,886	406,287	560,420	722,910	933,112
归属母公司股东权益	499,076	764,504	967,261	1,167,196	1,422,429
负债和股东权益	965,076	1,312,985	1,561,781	1,830,726	2,162,123

现金流量表 (百万元)

会计年度	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
经营活动现金流	150,975	180,607	249,584	297,924	352,073
净利润	80,234	140,350	160,952	170,367	218,080
折旧摊销	37,080	42,427	53,523	71,364	82,999
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-46,311	2,900	4,439	4,439	4,439
营运资金变动	32,250	21,418	-17,953	14,308	1,524
其他经营现金流	47,722	-26,488	48,623	37,446	45,031
投资活动现金流	-151,060	-108,072	-194,120	-194,120	-194,120
资本支出	-32,336	-24,662	-30,000	-30,000	-30,000
长期投资	-11,578	-11,762	-34,120	-34,120	-34,120
其他投资现金流	-107,146	-71,648	-130,000	-130,000	-130,000
筹资活动现金流	-7,392	70,853	6,000	-10,400	16,000
短期借款	-4,231	-155	6,000	-10,400	16,000
长期借款	0	-15,798	0	0	0
普通股增加	-10,518	91,506	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	7,357	-4,700	0	0	0
现金净增加额	-4,232	147,488	61,464	93,404	173,953

利润表 (百万元)

会计年度	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	376,844	509,711	703,646	911,852	1,096,553
营业成本	206,929	282,367	405,997	530,588	621,659
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	87,942	107,141	146,664	196,024	235,729
管理费用	24,889	28,197	37,471	52,380	62,990
财务费用	5,190	5,180	5,428	4,998	5,659
资产减值损失	0	576	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	44,672	67,223	80,919	47,027	57,464
营业利润	96,566	153,473	189,005	174,889	227,979
营业外收支	221	7,439	-12,761	4,000	4,000
利润总额	96,787	160,912	176,244	178,889	231,979
所得税	16,553	20,562	22,111	16,400	21,777
净利润	80,234	140,350	154,133	162,489	210,202
少数股东损益	7,366	8,913	6,819	7,878	7,878
GAAP 归属母公司净利润	87,600	149,263	160,952	170,367	218,080
EBITDA	106,981	137,136	174,952	190,264	245,205
Non-GAAP 归母净利	100,731	141,344	183,807	201,362	250,265
Non-GAAP EPS (元)	4.80	6.62	8.36	9.14	11.36

主要财务比率

会计年度	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
成长能力					
营业收入	51%	35%	38%	30%	20%
营业利润	-18%	60%	24%	17%	33%
归属于母公司净利润	17%	40%	30%	10%	24%
获利能力					
毛利率	45%	45%	42%	42%	43%
净利率	27%	28%	26%	22%	23%
ROE	18%	20%	17%	15%	15%
ROIC	7%	9%	9%	9%	10%
偿债能力					
资产负债率	36%	33%	30%	29%	28%
净负债比率	-14%	-27%	-29%	-33%	-38%
流动比率	130%	191%	198%	200%	216%
速动比率	130%	191%	198%	200%	216%
营运能力					
总资产周转率	45%	45%	49%	54%	55%
应收账款周转率	740%	714%	702%	683%	661%
应付账款周转率	1939%	2299%	3499%	4573%	5358%
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.80	6.62	8.36	9.14	11.36
每股经营现金流(最新摊薄)	7.19	8.46	11.35	13.53	15.99
每股净资产(最新摊薄)	23.78	35.82	44.00	53.00	64.59
估值比率					
P/E	37.8	27.4	21.7	19.9	16.0
P/B	7.6	5.1	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	43.2	32.7	25.2	22.7	16.9

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 09 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com