

阿里巴巴-SW (09988.HK)

加强矩阵投入，技术引领成长

2022Q2 财季电商增速放缓，投入持续增加。22Q2 财季阿里实现收入 2007 亿元，同比增长 29%，剔除高鑫零售并表影响则同比增长 16%。其中商业/云计算分别为 1712/200 亿元，同增 31%/33%。基于对宏观经济及竞争的不确定性，集团下调 2022 财年总收入指引，同比增速由 30%下降至 20%-23%。

2022Q2 财季阿里调整后 EBITA 同比下降 32%至 280 亿元，调整后 EBITA 利润率 14%，主要由公司加大对关键策略领域(淘特、本地生活服务、社区商业平台及 Lazada 等)投入的增加、以及支持商家的举措，商业分部内关键策略领域投入同比增加 126 亿元。Non-GAAP 归母净利润同比下降 38%至 305 亿元。

用户稳健增长，国内 ACC 目标 10 亿。截至本财季末，阿里年度 AAC 为 12.4 亿人，其中国内、海外分别为 9.53、2.85 亿人，单季环比增加 4100、2000 万。本财季阿里中国零售市场及新零售业务的 AAC 环比增长 3500 万人至 8.63 亿人。公司目标为本财年末国内总 AAC 达到 10 亿。

商业：下沉市场带增量，国际化顺利推进。流量端，阿里加大投资淘特、淘菜菜等新兴产品，聚焦下沉市场以及注重性价比的人群。截止 9 月淘特 AAC 超 2.4 亿。淘菜菜贡献更多购买频次，超过 50%的淘菜菜用户首次在淘系平台购买生鲜产品。

变现端，本季度客户管理收入同比增长 3%至 717 亿元，主要由于 1) 宏观环境疲软及竞争增加、导致本财季阿里中国零售市场实物商品交易额单位数增长；2) 商家支持和补贴费用有所提升。国际化顺利推进，跨境零售及批发商业整体收入同比增长 34%至 151 亿元，Trendy GMV 同比增长超过 80%，Lazada 订单量同比增长 82%。

云计算：技术迭代升级，盈利持续释放。22Q2 财季阿里云收入首次达到 200 亿、同增 33%，主要由互联网、金融服务和零售行业的客户收入强劲增长所推动。阿里云致力投资前沿技术，在 2021 云栖大会上发布了数项新产品及技术升级，包括倚天 710 服务器芯片、神龙构架等，未来会继续加强投入。22Q2 财季云计算 EBITA margin 约为 2%，随着规模效应的显现、解决方案的成熟，预计未来阿里云盈利将持续释放。

打造多引擎战略，从长期视角提升社会价值。公司从过去依靠手机淘宝向打造消费 APP 矩阵转变，从依赖电商向云计算、全球化、菜鸟、本地生活等多业务引擎驱动转变。公司计划将 2022 财年增量利润投入支持平台商家、投资新业务和关键战略领域，目前投资成果显著：本财季，云计算季度营收首次突破 200 亿、具备数据库、开源操作系统龙蜥等自研技术亮点，淘特 AAC 超 2.4 亿，淘菜菜 GMV 环比增长超过 150%，饿了么 AAC 同比增长 28%、订单量同比增长超 30%，Lazada 订单量同比增长 82%等。我们预计未来几个季度战略领域投资还将持续。

维持“买入”评级。我们预计阿里巴巴 2022-2024 财年收入为 0.87/1.02/1.18 万亿元，non-GAAP 归母净利润达 1525/1622/1904 亿元。基于核心电商 15x 2022e P/E、云计算 10x 2022e P/S、大文娱 3x 2022e P/S、创新业务 3x 2022e P/S，给予阿里巴巴港股(9988.HK)211 港元/美股(BABA.N)217 美元目标价，维持“买入”评级。

风险提示：监管力度及对公司业务影响超预期，电商业务、云计算进展不及预期。

财务指标	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入(百万元)	509,711	717,289	870,532	1,021,632	1,178,295
增长率 yoy (%)	35%	41%	21.4%	17%	15%
归母净利润(百万元)	141,344	178,954	152,497	162,175	190,390
增长率 yoy (%)	40%	27%	-15%	6%	17%
EPS 最新摊薄(元/股)	6.62	8.14	6.98	7.44	8.74
净资产收益率 (%)	20%	16%	12%	11%	11%
P/E (倍)	17.2	14.0	16.4	15.3	13.1
P/B (倍)	3.2	2.7	2.4	2.0	1.7

资料来源：公司公告，国盛证券研究所。注：股价为 2021 年 11 月 19 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
11月19日收盘价(港元)	139.30
总市值(百万港元)	3,021,042.17
总股本(百万股)	21,687.31
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	28.98

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

- 《阿里巴巴：消费增速回落，投资持续增加》2021-10-09
- 《阿里巴巴：持续投入，打造业务矩阵》2021-08-04
- 《阿里巴巴：强调体验至上，“618”迎开门红》2021-06-06
- 《阿里巴巴：内容建设加速，投资力度增强》2021-05-16
- 《阿里巴巴：买家数快速增长，云计算首次盈利》2021-02-03
- 《阿里巴巴：泛电商积极求变，云计算盈利在即》2020-11-07
- 《阿里巴巴：线上线下，主动出击》2020-08-23
- 《阿里巴巴：拥抱后浪，遇强则强》2020-05-24
- 《阿里巴巴：疫情影响几何？》2020-02-15
- 《直播电商风云录》2019-11-06
- 《阿里巴巴：阿里的变量：决战五环外、博弈直播间》2019-08-30



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
流动资产	462,923	643,360	724,393	837,980	970,579
现金	330,503	321,262	410,859	498,175	603,537
应收票据及应收账款	84,229	124,708	151,351	177,621	204,859
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	48,191	197,390	162,183	162,183	162,183
非流动资产	850,062	1,046,858	1,186,086	1,333,502	1,487,196
长期投资	161,329	237,221	352,665	468,109	583,553
固定资产	103,387	147,412	154,015	160,997	168,419
无形资产	60,947	70,833	48,323	33,917	24,586
其他非流动资产	524,399	591,392	631,082	670,478	710,638
资产总计	1,312,985	1,690,218	1,910,479	2,171,481	2,457,775
流动负债	241,872	377,358	484,508	557,165	629,166
短期借款	5,154	3,606	7,206	10,206	13,206
应付票据及应付账款	161,536	260,929	344,472	400,670	456,339
其他流动负债	75,182	112,823	132,830	146,289	159,621
非流动负债	191,462	229,226	229,226	229,226	229,226
长期借款	39,660	38,335	38,335	38,335	38,335
其他非流动负债	151,802	190,891	190,891	190,891	190,891
负债合计	433,334	606,584	713,734	786,391	858,392
少数股东权益	115,147	137,491	145,767	153,727	161,687
股本及其他	14,510	-3,089	-3,089	-3,089	-3,089
资本公积	343,707	394,308	435,645	487,167	546,590
留存收益	406,287	554,924	618,421	747,285	894,194
归属母公司股东权益	764,504	946,143	1,050,978	1,231,363	1,437,695
负债和股东权益	1,312,985	1,690,218	1,910,479	2,171,481	2,457,775

现金流量表 (百万元)

会计年度	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
经营活动现金流	180,607	231,786	170,150	203,676	221,722
净利润	140,350	143,284	71,773	136,824	154,869
折旧摊销	42,427	47,909	59,091	50,609	45,094
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	2,900	-67,333	-57,930	-57,930	-57,930
营运资金变动	21,418	50,508	55,878	22,651	20,266
其他经营现金流	-26,488	57,418	41,337	51,522	59,423
投资活动现金流	-108,072	-244,194	-119,360	-119,360	-119,360
资本支出	-24,662	-36,160	-36,160	-36,160	-36,160
长期投资	-11,762	-15,754	-18,661	-18,661	-18,661
其他投资现金流	-71,648	-192,280	-64,539	-64,539	-64,539
筹资活动现金流	70,853	30,082	3,600	3,000	3,000
短期借款	-155	-659	3,600	3,000	3,000
长期借款	-15,798	32,008	0	0	0
普通股增加	91,506	-598	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4,700	-669	0	0	0
现金净增加额	147,488	10,487	54,390	87,316	105,362

利润表 (百万元)

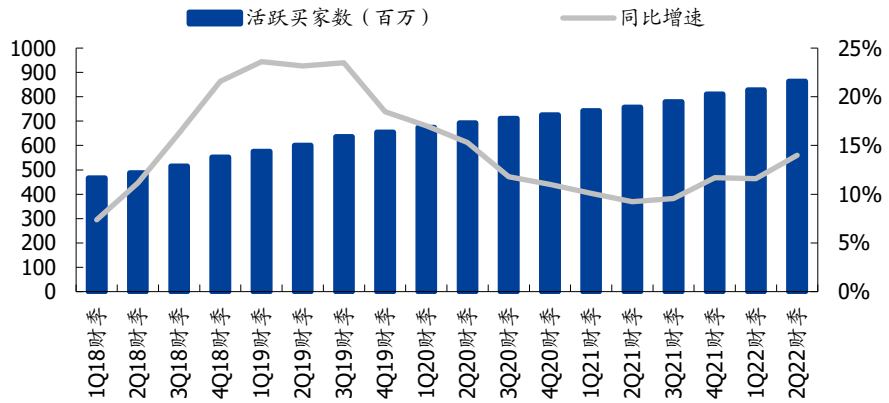
会计年度	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入	509,711	717,289	870,532	1,021,632	1,178,295
营业成本	282,367	421,205	556,064	646,781	736,646
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	107,141	151,182	199,516	239,564	276,300
管理费用	28,197	55,224	36,563	45,174	52,101
财务费用	5,180	4,476	4,592	4,688	4,784
资产减值损失	576	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	67,223	79,778	59,624	66,908	76,390
营业利润	153,473	164,980	133,421	152,333	184,854
营业外收支	7,439	7,582	7,146	6,652	6,652
利润总额	160,912	172,562	140,567	158,985	191,506
所得税	20,562	29,278	19,349	30,121	35,210
净利润	140,350	143,284	121,218	128,864	156,295
少数股东损益	8,913	7,024	8,276	7,960	7,960
GAAP 归属母公司净利润	149,263	150,308	129,494	136,824	164,255
调整后 EBITDA	137,136	170,453	132,425	156,428	189,732
Non-GAAP 归母净利	141,344	178,954	152,497	162,175	190,390
Non-GAAP EPS (元)	6.62	8.14	6.98	7.44	8.74

主要财务比率

会计年度	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
成长能力					
营业收入	35%	41%	21%	17%	15%
营业利润	60%	-2%	-13%	15%	26%
归属于母公司净利润	40%	27%	-15%	6%	17%
获利能力					
毛利率	44.6%	41.3%	36.1%	36.7%	37.5%
净利率	27.7%	24.9%	17.5%	15.9%	16.2%
ROE	19.5%	15.9%	12.3%	11.1%	11.4%
ROIC	9.0%	6.7%	4.4%	5.1%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	33%	36%	37%	36%	35%
净负债比率	-27%	-19%	-25%	-29%	-32%
流动比率	191%	170%	150%	150%	154%
速动比率	191%	170%	150%	150%	154%
营运能力					
总资产周转率	45%	48%	48%	50%	51%
应收账款周转率	714%	687%	631%	621%	616%
应付账款周转率	2299%	3460%	4364%	5076%	5781%
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	6.62	8.14	6.98	7.44	8.74
每股经营现金流(最新摊薄)	8.46	10.54	7.79	9.35	10.17
每股净资产(最新摊薄)	35.82	43.04	48.09	56.50	65.97
估值比率					
P/E	17.2	14.0	16.4	15.3	13.1
P/B	3.2	2.7	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.8	13.6	16.9	13.8	10.8

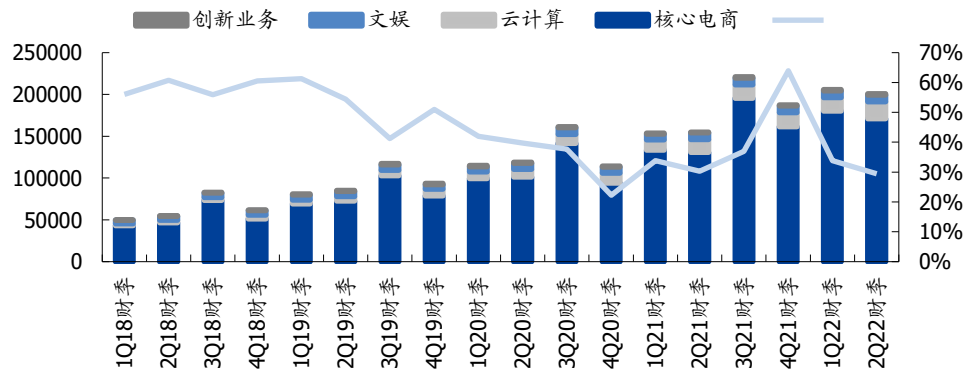
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 19 日收盘价

图表1: 阿里巴巴中国零售市场活跃买家数及增速



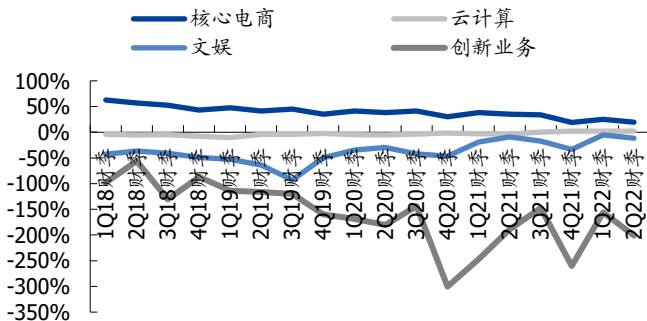
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表2: 阿里巴巴单季收入构成及增速(百万元)



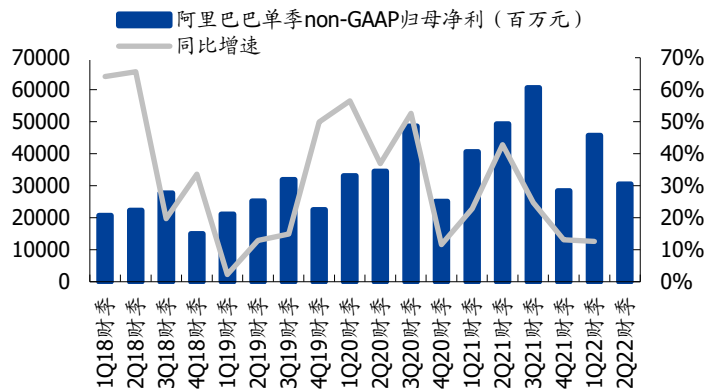
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表3: 阿里巴巴各业务单季调整后EBITA利润率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 阿里巴巴单季 non-GAAP 归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 阿里巴巴季度盈利预测

	4Q21 财季	1Q22 财季	2Q22 财季	3Q22 财季 E	4Q22 财季 E	1Q23 财季 E	2Q23 财季 E	3Q23 财季 E	4Q23 财季 E
中国零售活跃买家数 (百万)	811	828	863	896	908	878	913	946	957
同比增速	12%	12%	14%	15%	12%	6%	6%	6%	5%
收入 (百万元)	187,395	205,740	200,690	251,723	212,380	239,313	236,751	296,041	249,526
核心电商	161,365	180,241	171,170	220,337	180,515	205,908	197,894	254,958	207,975
云计算	16,761	16,051	20,007	21,284	21,961	22,713	28,102	29,672	30,386
文娱	8,047	8,073	8,081	8,483	8,449	9,042	9,051	9,501	9,463
创新业务	1,222	1,375	1,432	1,619	1,454	1,650	1,704	1,910	1,701
收入增速	64%	34%	29%	14%	13%	16%	18%	18%	17%
核心电商	38%	72%	35%	31%	13%	12%	14%	16%	16%
云计算	37%	30%	33%	32%	31%	42%	40%	39%	38%
文娱	12%	15%	0%	5%	5%	12%	12%	12%	12%
创新业务	18%	26%	37%	20%	19%	20%	19%	18%	17%
调整后 EBITA (百万元)	22,612	41,731	28,033	46,723	15,938	36,847	32,556	60,062	26,964
核心电商	30,680	45,591	33,270	52,367	21,040	42,070	37,421	64,931	31,147
云计算	308	340	396	464	523	586	781	884	966
文娱	-2,698	-419	-931	-1,018	-929	-904	-815	-760	-662
创新业务	-3,179	-2,148	-2,882	-3,177	-2,781	-2,991	-2,918	-3,080	-2,573
调整后 EBITA 利润率	12%	20%	14%	19%	8%	15%	14%	20%	11%
核心电商	19%	25%	19%	24%	12%	20%	19%	25%	15%
云计算	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%
文娱	-34%	-5%	-12%	-12%	-11%	-10%	-9%	-8%	-7%
创新业务	-260%	-156%	-201%	-196%	-191%	-181%	-171%	-161%	-151%
non-GAAP 归母净利 (百万元)	28389	45745	30,513	47,866	28,373	38,551	35,168	57,469	30,988
non-GAAP 归母净利率	15%	22%	15%	19%	13%	16%	15%	19%	12%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

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中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
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	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