阿里巴巴-SW（09988.HK）

买家数快速增长，云计算首次盈利

21Q3 财季买家数与淘宝 GMV 强劲增长。21Q3 财季阿里实现收入 2211 亿元，同比增长 37%，剔除高鑫零售并表则同比增长 27%。其中核心电商/云计算分别为 1955/161 亿元，同增 38%/50%。调整后 EBITA 同比增长 21%至 613 亿元，调整后 EBITA 利润率 27.7%。Non-GAAP 归母净利同比增长 25%至 606 亿元。

本财季阿里国内零售年度活跃买家数环比大幅增长 2200 万人至 7.79 亿人，MAU 环比增长 2100 万人至 9.02 亿人。淘宝实物商品 GMV 强劲增长、天猫实物商品 GMV 增长 19%。其中，双十一期间 GMV 为 4982 亿元、同比增长 26%，期间约有 3000 万款新品发布、新品销售产生的 GMV 同比强劲增长 35%。

电商：新势力异军突起，多端布局沉着应对。电商新势力崛起，微信加速迭代电商工具，视频号补齐商家前端营销导流环节后打开商业空间。快手积极搭建供应链打造电商闭环，2020 年 1-11 月电商 GMV 已经高达 3327 亿元。抖音直播切断外链、发力电商闭环，据 36 氪报道，2020 年目标 GMV 为 2000 亿元。本季度淘宝实物商品 GMV 强劲增长，2020 年淘宝直播 GMV 超过 4000 亿元、同比增长 100%，但也面临着电商新势力的挑战。

流量端，阿里加大投资淘宝直播、淘宝特价版、淘宝买菜等新兴产品继续争夺市场。淘宝特价版 12 月 MAU 超 1 亿，较 9 月增长超 3000 万，2020 年活跃消费者超 1 亿。12 月淘宝 APP 试点“淘宝买菜”布局社区团购，有望进一步提升下沉市场渗透。淘宝首页引入“订阅”和“逛逛”功能，强化用户沉浸式体验和互动，本季淘宝首页推荐带来页面访问量同比增长超 90%。变现端，超级推荐等创新变现模式、单次点击平均单价及转化率的提升等，推动本季度客户管理收入增长 20%。

生活服务生态：持续完善生态协同。本财季新零售收入增长 101%，主要由于 10 月起高鑫零售并表、以及天猫和盒马的增长。本地生活服务收入增长 10%，饿了么升级为生活服务平台后，服务范围扩大，截至年末非餐饮注册商家数量同比增长超 80%，本季日均付费用户数增长 30%。菜鸟收入同比增长 51%至 114 亿元，主要由于跨境和国际零售业务的履约订单量增加，且实现经营现金流为正。

云计算：经调整 EBITA 首次转正，未来盈利释放空间巨大。本财季云计算收入同比增长 50%，主要为互联网、零售及公共部门客户驱动；随着规模效应的显现，本季度云计算经调整 EBITA 为 2400 万元，EBITA 利润率改善至 0.1%，实现首次转正，上季度为-1%。预计未来随着基础云产品的规模效应，以及大数据、物联网等应用层面增值服务结构的优化，阿里云盈利有望进一步释放。

目标价 353 港币，重申“买入”评级。我们预计阿里巴巴 2021-2023 财年收入为 6991/9017/10764 亿元；non-GAAP 归母净利达 1994/2560/2974 亿元。基于核心电商 20x 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，维持阿里巴巴 353 港币目标价，重申“买入”评级。

风险提示：核心电商竞争超预期，云计算盈利进展不及预期，金融科技监管加强可能对公司产生一定潜在影响。

财务指标	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入（百万元）	376,844	509,711	699,097	901,694	1,076,407
增长率 yoy（%）	51%	35%	37%	29%	19%
归母净利润（百万元）	100,731	141,344	199,384	255,959	297,405
增长率 yoy（%）	17%	40%	41%	28%	16%
EPS 最新摊薄（元/股）	4.80	6.62	9.07	11.62	13.51
净资产收益率（%）	18%	20%	14%	16%	16%
P/E（倍）	45.1	32.7	23.9	18.6	16.0
P/B（倍）	9.1	6.0	4.8	3.9	3.1

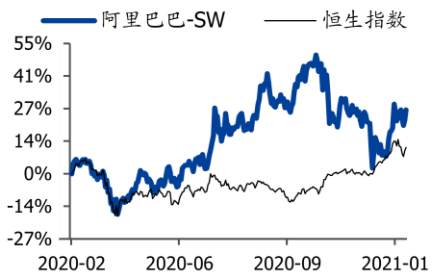
资料来源：公司公告，国盛证券研究所。注：利润相关指标为 non-GAAP 口径

买入（维持）

股票信息

行业	互联网零售
前次评级	买入
最新收盘价	260.00
总市值(百万港元)	5,430,563.91
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

1、《阿里巴巴：泛电商积极求变，云计算盈利在即》2020-11-07
2、《阿里巴巴：线上线下，主动出击》2020-08-23
3、《借力 618，内容平台独立出道》2020-06-09
4、《阿里巴巴：拥抱后浪，遇强则强》2020-05-24
5、《本地生活争夺战》2020-04-10
6、《阿里巴巴：疫情影响几何？》 2020-02-15
7、《阿里巴巴：归来仍是少年》2019-11-25
8、《直播电商风云录》2019-11-06
9、《阿里巴巴：1900 万新增买家，不够吗？》2019-11-02
10、《阿里巴巴：阿里的“攻”“守”“道”》2019-09-25
11、《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	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
流动资产	270,273	462,923	579,322	722,647	951,869
现金	189,976	330,503	431,085	540,932	741,283
应收票据及应收账款	58,590	84,229	115,525	149,004	177,875
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	1,004,848	1,145,368	1,271,197
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	577,147	633,470	686,736
资产总计	965,076	1,312,985	1,584,170	1,868,015	2,223,066
流动负债	207,669	241,872	271,576	316,922	385,504
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	170,705	213,268	253,415
其他流动负债	82,602	75,182	89,717	102,900	115,335
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	463,038	508,384	576,966
少数股东权益	116,326	115,147	120,726	124,672	129,418
股本	9,407	14,510	14,510	14,510	14,510
资本公积	231,783	343,707	392,143	429,172	473,376
留存收益	257,886	406,287	593,753	791,277	1,028,796
归属母公司股东权益	499,076	764,504	1,000,406	1,234,959	1,516,682
负债和股东权益	965,076	1,312,985	1,584,170	1,868,015	2,223,066

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	273,223	314,367	378,471
净利润	80,234	140,350	193,044	201,471	242,265
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	-26,220	64	4,564
其他经营现金流	47,722	-26,488	48,436	37,029	44,204
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	85,103	109,847	200,351

利润表（百万元）

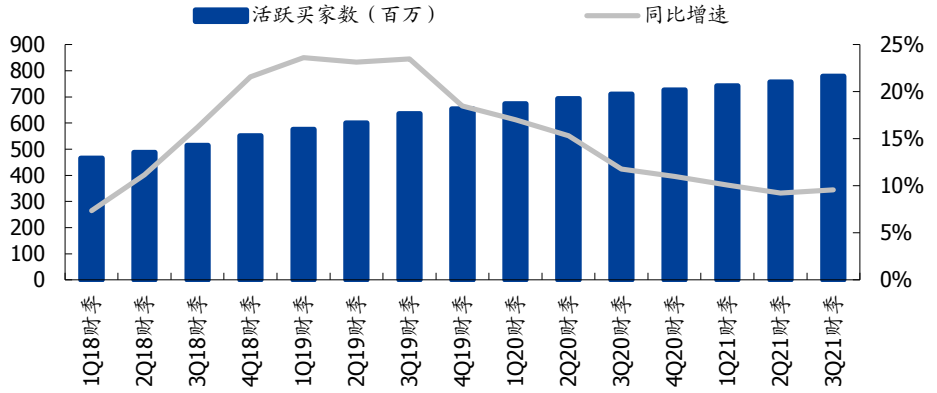
会计年度	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	376,844	509,711	699,097	901,694	1,076,407
营业成本	206,929	282,367	389,421	486,517	578,103
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	87,942	107,141	145,628	193,531	231,030
管理费用	24,889	28,197	37,642	54,102	64,584
财务费用	5,190	5,180	5,428	4,998	5,659
资产减值损失	0	576	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	44,672	67,223	26,790	44,023	54,040
营业利润	96,566	153,473	147,768	206,568	251,071
营业外收入	221	7,439	8,293	11,304	11,304
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	96,787	160,912	156,061	217,872	262,375
所得税	16,553	20,562	25,867	20,348	24,856
净利润	80,234	140,350	130,193	197,524	237,519
少数股东损益	7,366	8,913	5,579	3,947	4,746
归属母公司净利润	87,600	149,263	135,772	201,471	242,265
EBITDA	106,981	137,136	187,238	222,607	268,422
Non-GAAP 归母净利	100,731	141,344	199,384	255,959	297,405
Non-GAAP EPS（元）	4.80	6.62	9.07	11.62	13.51

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%	37%	29%	19%
营业利润	-18%	60%	38%	33%	21%
归属于母公司净利润	17%	40%	41%	28%	16%
获利能力					
毛利率	45%	45%	44%	46%	46%
净利率	27%	28%	29%	28%	28%
ROE	18%	20%	14%	16%	16%
ROIC	7%	9%	10%	11%	11%
偿债能力					
资产负债率	36%	33%	29%	27%	26%
净负债比率	-14%	-27%	-30%	-34%	-40%
流动比率	130%	191%	213%	228%	247%
速动比率	130%	191%	213%	228%	247%
营运能力					
总资产周转率	45%	45%	48%	52%	53%
应收账款周转率	740%	714%	700%	682%	659%
应付账款周转率	1939%	2299%	3356%	4193%	4983%
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	4.80	6.62	9.07	11.62	13.51
每股经营现金流(最新摊薄)	7.19	8.46	12.43	14.28	17.19
每股净资产(最新摊薄)	23.78	35.82	45.51	56.08	68.87
估值比率					
P/E	45.1	32.7	23.9	18.6	16.0
P/B	9.1	6.0	4.8	3.9	3.1
EV/EBITDA	43.3	32.8	23.5	19.3	15.3

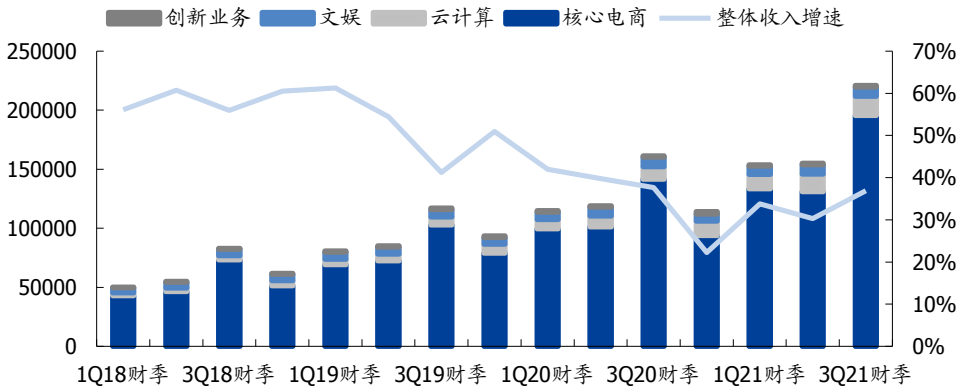
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 1：阿里巴巴活跃买家数及增速



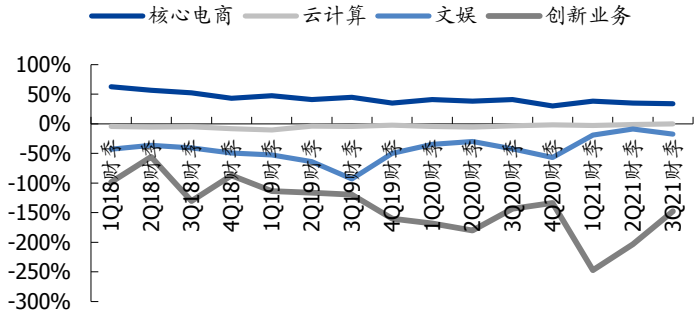
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2：阿里巴巴单季收入构成及增速



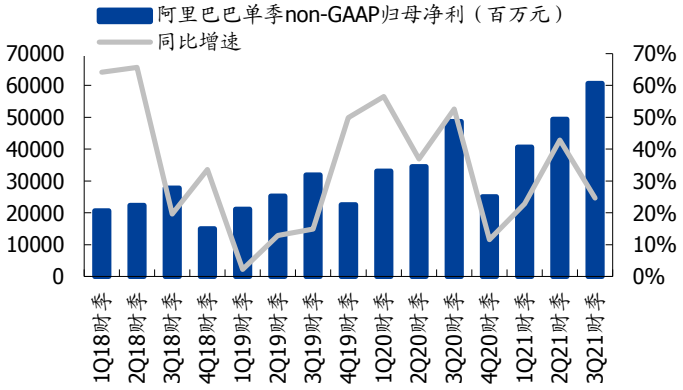
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

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 归母净利及增速



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

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

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

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