阿里巴巴-SW（09988）

电商领域竞争加剧，大规模投入拖累公司业绩表现

买入（维持）

2021 年 05 月 16 日

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
研究助理 张飞鹏
021-60199793
zhangfp@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入（百万元）	717,289	928,423	1,116,046	1,340,830
同比（%）	40.72%	29.43%	20.21%	20.14%
归母净利润（百万元）	150,308	180015	210031	243775
同比（%）	0.70%	19.76%	16.67%	16.07%
每股收益（元/股）	6.9	8.3	9.7	11.2
P/E（倍）	24.8	20.7	17.7	15.3

投资要点

- 阿里巴巴发布 2021 财年 Q4 业绩，本季度阿里巴巴收入达 1873.95 亿元，同比增长 64%。核心商业业务收入同比增长 72%，达到 1613.65 亿元。扣除高鑫零售并表因素（274 亿收入体量），营业总收入同比增长 40%，核心商业同比均增长 35%。天猫线上已付实物商品交易额（GMV）同比增长 26%，线上实物商品 GMV 同比增长 33%。本季度净利润-54.8 亿，亏损主要由于反垄断法罚款，扣除非经营因素的影响，公司非公认会计准则净利润 262.16 亿，同比增长 18%，业绩低于市场预期。
- **电商领域竞争加剧，公司核心业务利润率持续下移：**公司客户管理收入增长 40%，增长强劲，核心商业交易平台业务的 EBITA Margin 为 62.54%，同比下滑 4.6 个百分点。由于本季度公司对核心商业交易平台业务口径进行了调整，盈利情况更能反应淘系平台利润率的变化，因此，利润率的持续下滑表明竞争格局变化对公司业绩带来的负面影响。
- **投入加大，预计未来几个季度利润率持续承压：**公司核心商业 EBITA Margin 下滑至 19.01%，利润体量不及预期，公司新业务投入加大，同时高鑫零售并表，导致利润率出现下滑。因此，虽然去年同期业绩基数低，但本季度非公认会计准则净利润同比仅增长 17.6%，同时公司管理层预计未来几个季度业务投入将加大，因此，利润率将持续承压。大规模投入虽然对短期利润产生负面影响，但将拓宽公司长期发展的竞争壁垒。
- **用户增长规模稳定，增长天花板显现：**公司 FY2021Q4 年度活跃买家 8.11 亿，环比增加 3200 万，同比增加 0.85 亿，季度环比增加用户规模创近两年来最高水平。由于一二线城市的用户渗透已经比较充分，自 2018 年以来公司用户数增长的主要动力来自低线城市，重点产品淘宝特价版 2021 财年年度活跃消费者超 1.5 亿。但随着低线城市用户红利的逐步消散，用户增长的天花板逐渐显现。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司对核心电商业务的加大投入，我们调低公司的盈利预测，将 2022/2023 财年经调整 EPS 从 10.0/12.1 元分别调整至 8.3/9.7 元，并预计 2024 财年 EPS 为 11.2 元，分别同比增长 19.8%/16.7%/16.1%，对应 PE20.7x/17.7x/15.3x（港币/人民币=0.84）。公司大规模投入虽然影响短期业绩，但是有助于构建长期壁垒，综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**新零售业务竞争加剧，海外扩张不及预期，电商法与反垄断等监管风险，核心管理层变动风险

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	204.60
一年最低/最高价	190.30/309.40
市净率(倍)	3.93
港股流通市值(百万港元)	4437558.92

基础数据

每股净资产(元)	43.62
资产负债率(%)	35.89
总股本(百万股)	21688.95
流通股本(百万股)	21688.95

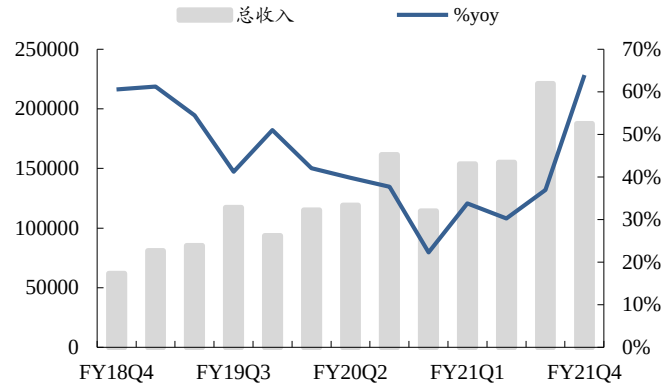
相关研究

1、《阿里巴巴-SW（09988）：电商业务大幅投入拖累公司业绩表现，重资产业务接力推动公司盈利提升》2021-02-04
2、《阿里巴巴-SW（09988）：用户渗透或出现瓶颈，主动加大下沉市场投入力度长期有助稳固竞争地位》2020-11-07
3、《阿里巴巴-SW（09988）：核心商业盈利能力恢复，新业务减亏初见成效》2020-08-22

1. 经营状况整体平稳，大规模投入下利润率下行

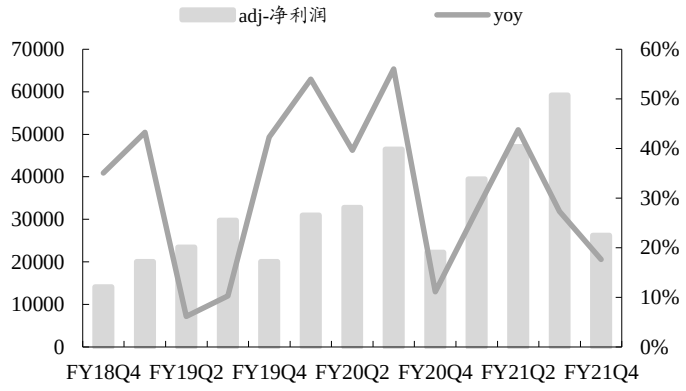
公司 FY2021Q4 实现总收入 1873.95 亿元，同比增长 37%，不考虑高鑫零售并表影响，收入同比增长 27%；经调整净利润 262.16 亿元，同比增长 18%，公司业务整体保持平稳增长速度，收入和经调整净利润水平均符合市场预期。

图 1：公司季度收入变化情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

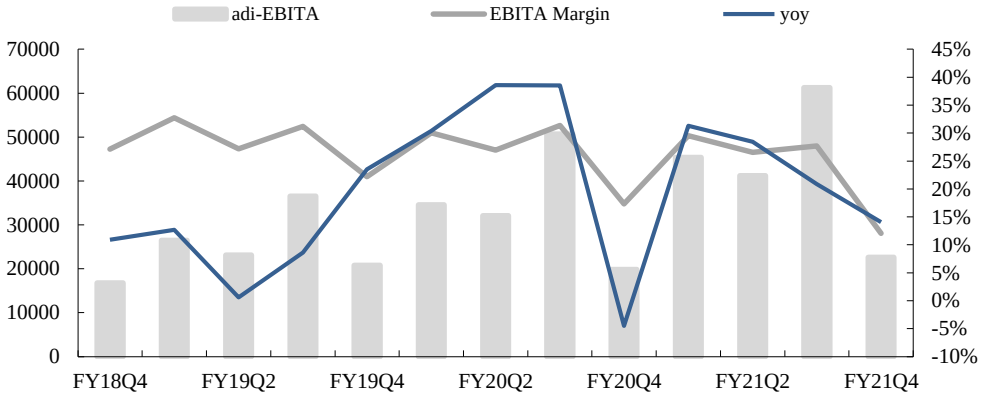
图 2：公司季度经调整净利润变化（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

衡量公司真实盈利能力的 EBITA Margin 于 FY2018 和 FY2019 因并购菜鸟、饿了么等亏损业务以及执行新零售策略导致亏损增加而有所下滑，此后保持稳定。随着疫情的控制，EBITA Margin 已连续三个季度保持在正常水平。但是，FY2021Q4，由于公司在新业务以及技术研发和创新领域投资增加，同时高鑫零售并表，EBITA Margin 下滑至 12.1%,本季度（指 FY2021Q4，下同）公司 EBITA 达到 226.1 亿元，同比增长 14.0%。

图 3：公司经调整 EBITA 变化情况（百万元）



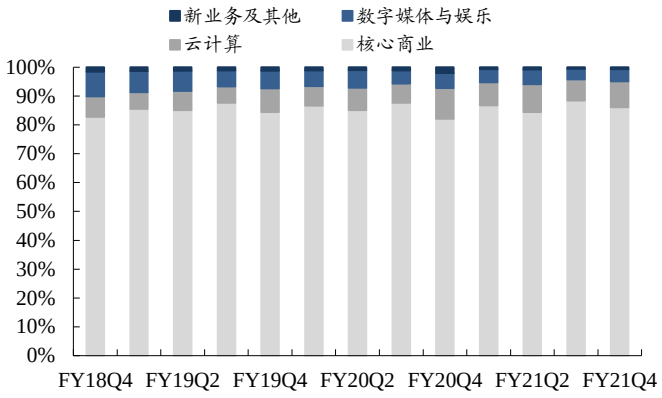
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

遵循对公司业绩的分析思路，我们对公司财报的点评将从收入结构变化和 EBITA 盈利能力变化两个方面来逐步阐述，从而更清晰的探讨对于公司当前的变化，以及我们应该关注什么。

2. 多维度业务布局，构筑公司强竞争壁垒

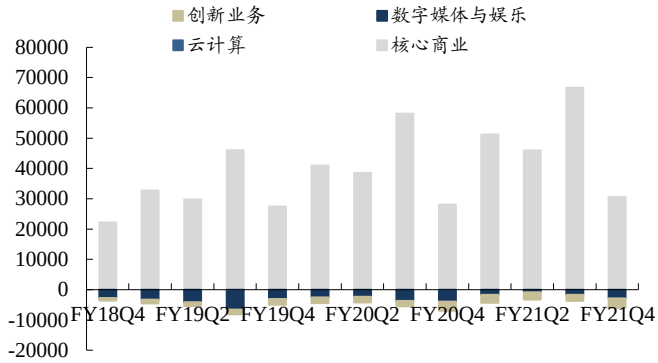
在公司收入结构中，核心商业占比 86%，是公司最主要的现金流业务，也是公司四大业务板块中主要贡献 EBITA 盈利的业务。核心商业包括淘宝、天猫、1688、Lazada 平台等平台电商业务，也包括盒马鲜生、银泰百货等新零售业务，以及菜鸟网络、饿了么、口碑等服务基础设施，构成公司的业务核心。

图 4：公司业务构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：各业务 EBITA 盈利情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

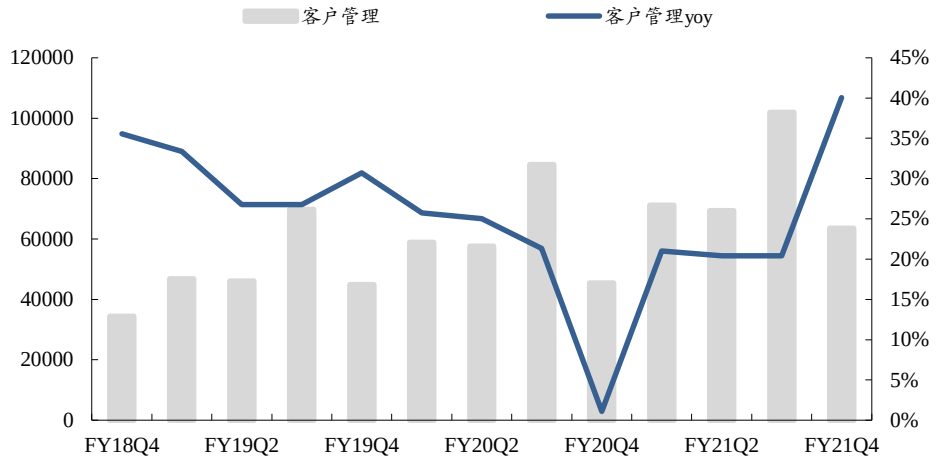
公司通过核心商业的盈利为其他板块投入资本，从而增加了公司在商业领域的渗透纵深，拓展了公司的服务维度，因此可以为用户提供更加多元化的服务，通过交叉销售实现了远高于其他平台的用户 ARPU 值，并增强了用户对平台的粘性。FY2021Q4 公司年化人均 GMV 约为 9665 元，同比提升 6.5%。

3. 低线城市获客与单用户贡献增长双轮驱动业绩增长

FY2021Q4，公司核心现金流业务客户管理收入（由过去的客户管理与佣金合并组成）为 635.98 亿元，同比增长 40%。我们可以看到，客户管理收入在疫情后增速有明显反弹，并在随后的 3 个季度中保持基本稳定。由于 FY2020Q4 处于疫情初期，业务活动大幅下降，再加上公司付费点击单价和新的货币化形式的收入增长，以及公司在中国零售市场上在线实物 GMV（不包括未付订单）的强劲增长，FY2021Q4 客户管理收入增速强劲。这也是公司营收稳定增长的重要原因。

抛去去年同期低基数效应的影响，公司客户管理业务的增速呈持续放缓态势，除了公司业务体量不断增大以外，我们认为这主要来自两个方面，一是用户增速遭遇瓶颈，另一方面我们认为是竞争态势的变化。从本季度的经营情况来看，在面临激烈竞争的同时，公司下沉市场成效明显，用户增长规模稳定。

图 6：客户管理收入增速企稳（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3.1. 获客投入加大，用户增长天花板逐渐显现

本季度末，公司年度活跃买家 8.11 亿，环比增加 3200 万，同比增加 0.85 亿；移动端月活 9.25 亿，环比增加 2300 万，同比增加 0.79 亿，在用户基数庞大的条件下仍保持较为稳定的增长规模，且本季度买家数量环比增长规模创两年来新高。由于一二线城市的用户渗透已经比较充分，自 2018 年以来公司用户数增长的主要动力来自低线城市，下沉效果显著，FY2019Q1-FY2019Q4，阿里新增年度活跃买家 1.02 亿，增长 18.5%。公司过去 4 个季度的用户增长 70%来自于低线城市。但 FY2021Q1-FY2021Q4，阿里新增年度活跃买家 0.85 亿，增长 11.7%，增速有所下滑，随着低线城市用户红利的逐步消散，用户增长的天花板将会逐渐显现。

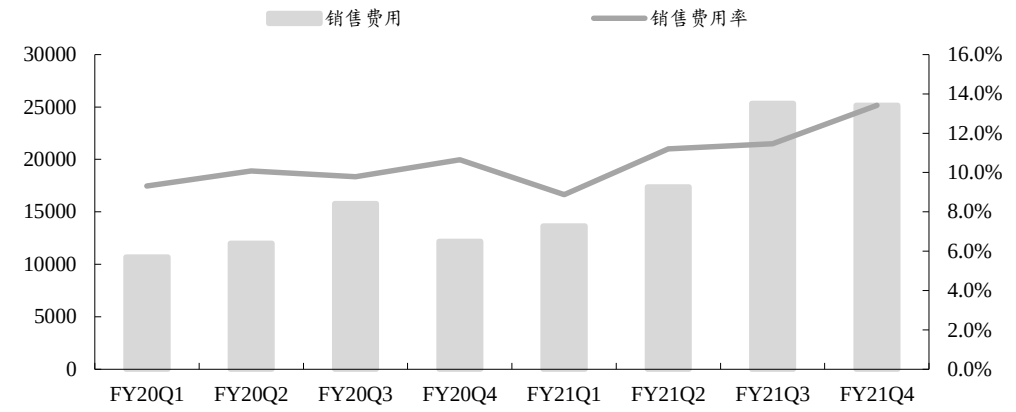
表 1：阿里、京东、拼多多单季度用户指标环比增长数量（亿）

	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
阿里新增买家	0.22	0.27	0.37	0.24	0.25	0.35	0.18	0.20	0.19	0.18	0.15	0.16	0.15	0.22	0.32
阿里中国零售 MAU	0.20	0.31	0.37	0.17	0.32	0.33	0.22	0.34	0.30	0.39	0.22	0.28	0.07	0.21	0.23
京东新增买家	0.08	0.26	0.09	0.12	-0.09	0.00	0.05	0.11	0.13	0.28	0.25	0.30	0.24	0.30	
拼多多新增买家	0.58	0.87	0.50	0.49	0.42	0.33	0.25	0.40	0.53	0.49	0.43	0.55	0.28	0.57	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

本季度公司销售费用达 251.5 亿元，同比增长 106.5%；销售费用率达 13.4%，高投入下销售费用率逐步走高。公司积极面对拼多多等引起的竞争，大力进军对手业务领域，对淘宝特价版、聚划算、淘宝直播等方面的加大投入，在造成短期利润率有所下降的同时，获客规模增长，巩固公司长期发展基础。

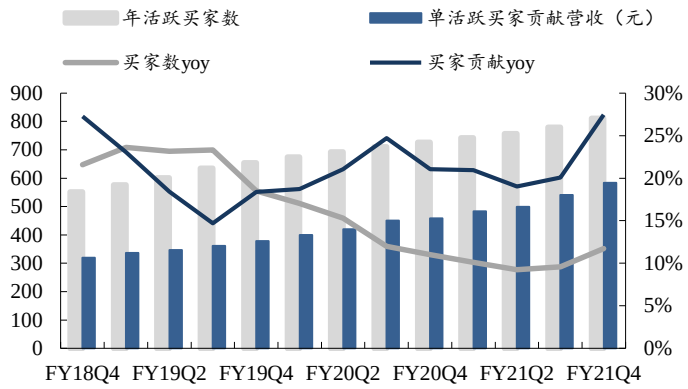
图 7：公司销售费用有所增长（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

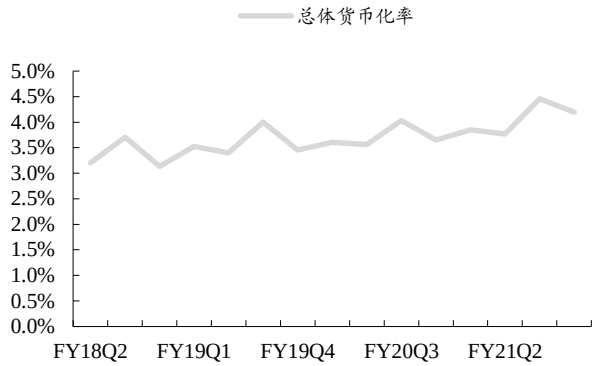
单活跃买家贡献的营收达到 584 元的新高，同比增长 27%，成为支撑核心业务增长的主要变量。公司电商零售平台总体货币化率提升趋势对这一状况进行了印证。

图 8：年度活跃用户情况（百万人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：公司零售电商平台货币化率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. GMV 增长有所回升，结构变化突显竞争影响

我们根据年度数据可以看到，天猫的 GMV 始终保持较快的增长，而淘宝的 GMV 增长相对较慢， 尽管 FY2021 年淘宝 GMV 增速有所回升，这是由于中小企业已从疫情中恢复过来而呈现更快的同比增长，但其仍然低于 FY2019 以前增速，这也体现了拼多多的崛起对 C2C 业务带来的负面影响。

表 2：公司国内 GMV 结构变化（亿元）

	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
淘宝 GMV	22,020	26,890	31150	33870	37468
（YOY）	*17.31%*	*22.12%*	*15.84%*	*8.7%*	*10.6%*
天猫 GMV	15,650	21,310	26100	32020	37472
（YOY）	*28.81%*	*36.17%*	*22.48%*	*22.6%*	*17.0%*
整体 GMV	37,670	48,200	57270	65890	74940
（YOY）	*21.83%*	*27.95%*	*18.82%*	*15.1%*	*13.7%*

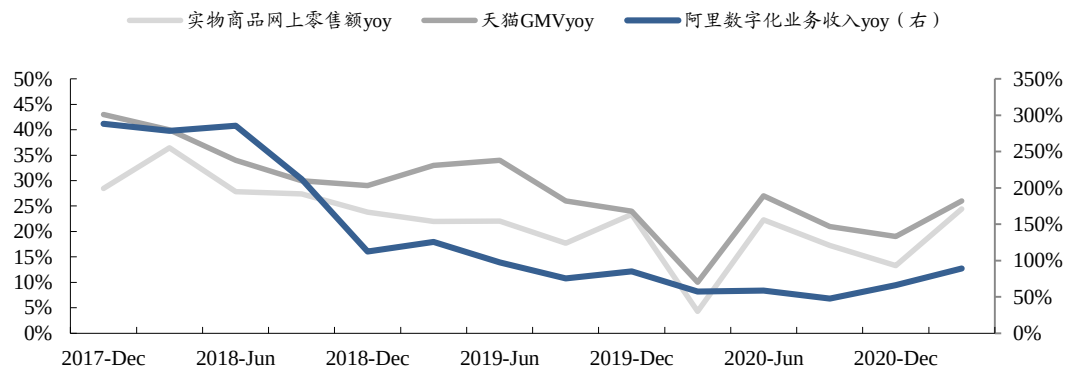
注：FY2021 淘宝、天猫数据为根据货币化率推算获得

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4. 重资产业务投入增加，阿里云实现季度盈利

公司电商平台业务增速近年来逐步放缓，但重资产业务（新零售、O2O、云计算等）收入增速快于电商平台业务，支撑公司整体收入快速增长。我们将自营业务、菜鸟、本地服务、云计算和创新业务加总，即下图中阿里数字化业务收入，可以看到这部分业务在高速增长，是公司未来发展的主要看点。

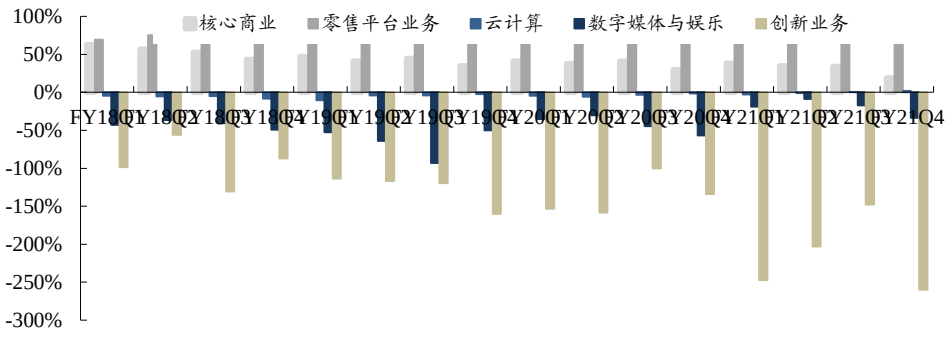
图 6：阿里新兴数字化业务增速出现减缓



数据来源：公司财报，统计局，东吴证券研究所

未来重要关注点在于重资产业务的盈利情况，随着重资产业务的不断增大，其对电商平台业务盈利的侵蚀也更高，在平台业务收入增长逐渐放缓的背景下，重资产业务的减亏或者盈利将是公司未来增长的重要动力。下面我们探讨重点业务盈利能力的变化。

图 7：公司主要业务 EBITA Margin



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

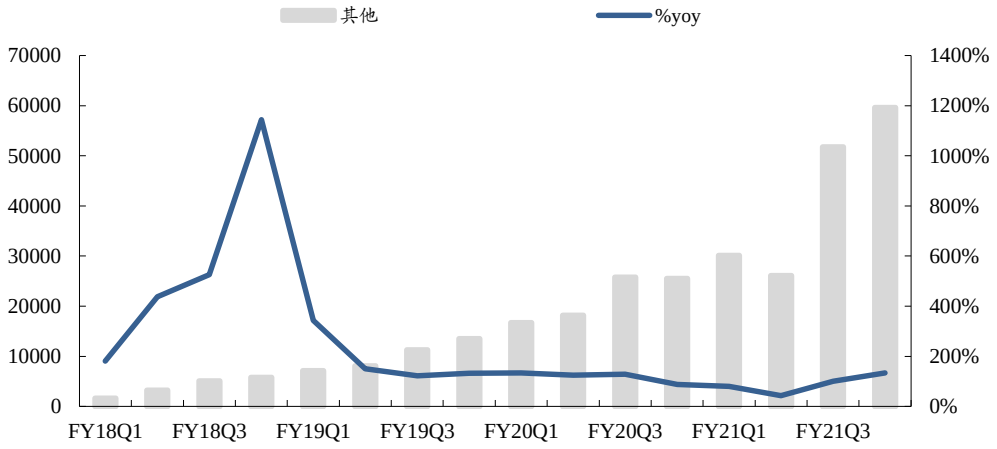
上图是公司主要业务盈利情况的变化。其中零售平台业务为核心商业中扣除本地服务、Lazada、新零售、直接进口和菜鸟网络后的轻资产电商部分（即核心商业交易市场业务）。可以看到零售平台业务作为公司最主要的盈利来源，其盈利能力最近三个季度均出现了同比 4 个百分点以上的下滑，主要是因为对淘宝特价版、淘宝直播、聚划算等的投入所致，主业的 EBITA Margin 下降需要重资产业务减亏进行弥补，充分体现了本地服务、新零售、菜鸟网络等重资产业务对公司整体盈利能力的重要性。

下面我们细分探讨新零售业务及云业务盈利能力的变化。

4.1. 高鑫零售并表加速新零售业务增长

国内零售业务中的其他业务主要是新零售、天猫超市以及网易考拉等直营业务构成，受本季度并表高鑫零售影响，收入同比增长 134%，达到 596.15 亿元。即使剔除高鑫零售约 274.43 亿元收入影响后，增速依然达 26.2%。盒马鲜生于 3 月底已开店达 257 家，销售额继续保持健康增长。公司依托先进技术赋能更多商家，新零售板块布局稳步推进

图 8：其他业务收入变化（百万元）

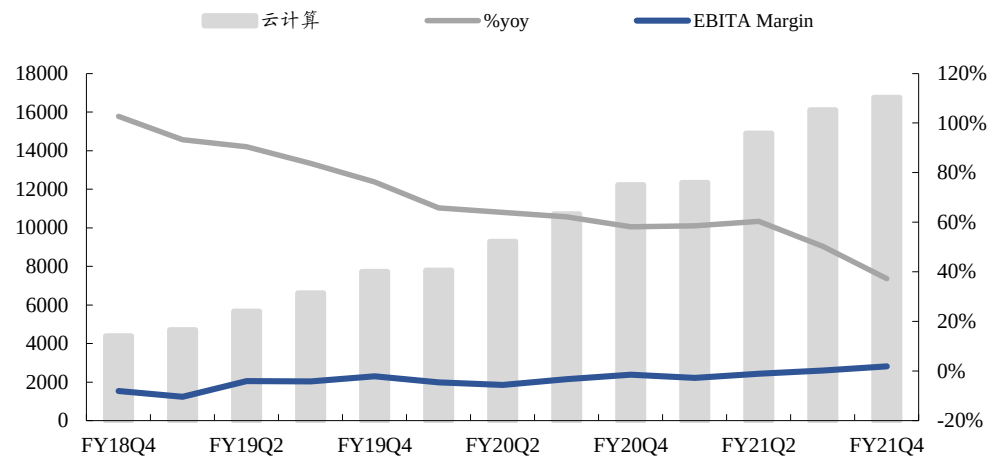


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 阿里云连续两季度盈利转正

云计算业务实现收入 167.6 亿元，同比增长 37%，持续高速增长的同时，EBITA Margin 本季度达 1.8%，连续两个季度实现盈利。公司云业务的亏损率在 2016Q3 就已收窄到个位数水平，但长期保持稳定，我们认为过去公司为保持有竞争力的服务而自主选择略微亏损，随着公司在云业务上的实力不断提升，盈利能力持续改善。

图 13：云计算业务基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与评级

基于公司对核心电商业务的加大投入，我们调低公司的盈利预测，将 2022/2023 财年经调整 EPS 从 10.0/12.1 元分别调整至 8.3/9.7 元，并预计 2024 财年 EPS 为 11.2 元，分别同比增长 19.8%/16.7%/16.1%，对应 PE20.7x/17.7x/15.3x（港币/人民币=0.84）。公司大规模投入虽然影响短期业绩，但是有助于构建长期壁垒，综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。

6. 风险提示

宏观经济加速下滑，竞争加剧，反垄断监管，疫情反弹

阿里巴巴-SW 三大财务预测表（阿里巴巴财年数据）

资产负债表（百万元）	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
货币资金	356,469	359,498	352,382	347,106
证券投资与短期投资	162,183	209,922	252,344	303,169
其他流动资产	124,708	131,112	157,751	189,524
流动资产合计	643,360	700,532	762,477	839,799
其他长期投资	237,221	307,047	369,097	443,438
权益法核算的投资	200,189	229,652	276,062	331,664
固定资产	147,412	201,231	267,921	336,084
无形资产	70,833	77,088	84,877	90,006
商誉	292,771	292,771	292,771	292,771
其他非流动资产	98,432	127,405	153,153	183,999
非流动资产合计	1,046,858	1,235,194	1,443,881	1,677,961
资产合计	1,690,218	1,935,726	2,206,358	2,517,760
短期借款	3,606	5,372	4,711	4,563
预收款项	62,489	75,869	91,201	109,570
商户按金	15,017	16,343	17,334	18,381
其他负债	296,246	348,190	396,588	449,600
流动负债合计	377,358	445,774	509,834	582,115
长期借款	38,335	37,807	38,601	38,248
应付商业票据借款	97,381	97,381	97,381	97,381
其他非流动负债	93,510	99,015	103,017	107,167
非流动负债合计	229,226	234,203	238,999	242,795
负债合计	606,584	679,978	748,833	824,910
归属母公司所有者权益	946,143	1,126,158	1,336,189	1,579,963
少数股东权益	137,491	129,590	121,336	112,887
所有者权益合计	1,083,634	1,255,748	1,457,525	1,692,850
负债和股东权益	1,690,218	1,935,726	2,206,358	2,517,760

现金流量表（百万元）	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
经营活动现金流	215,449	224,502	220,619	257,769
投资活动现金流	-370,195	-293,467	-305,954	-349,422
筹资活动现金流	165,233	71,994	78,219	86,377
现金净增加额	10,487	3,029	-7,116	-5,276
折旧和摊销	50,912	66,432	65,711	77,572
资本开支	-104,823	-126,506	-140,191	-150,864
营运资本变动	-96,555	-60,246	-38,082	-40,656

利润表（百万元）	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入	717,289	928,423	1,116,046	1,340,830
营业成本	421,205	545,187	657,594	790,041
产品开发成本	57,236	74,083	89,055	106,991
销售费用	81,519	105,514	126,837	155,065
管理费用	55,224	71,479	85,924	103,230
资产减值损失	12,427	14,256	15,696	17,277
利息收入及投资收益	72,794	72,432	81,136	89,474
利息支出	4,476	7,182	7,051	6,746
营业利润	157,996	183,154	215,024	250,953
其他收益-非经营	7,582	8,698	9,577	10,541
利润总额	165,578	191,852	224,600	261,494
所得税	29,278	28,778	33,690	39,224
按持股比例应占被投资方损益	6,984	9,040	10,867	13,055
净利润	143,284	172,114	201,777	235,325
少数股东损益	-7,294	-7,901	-8,254	-8,450
优先股及夹层股权增值收益	-270	-270	-270	-270
归属母公司净利润	150,308	180,015	210,031	243,775
NOPLAT	84,050	112,336	133,140	157,677

重要财务与估值指标	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
每股收益(元)	6.9	8.3	9.7	11.2
每股净资产(元)	43.6	51.9	61.6	72.8
发行在外股份(百万股)	21,689	21,689	21,689	21,689
ROIC(%)	14.3%	16.9%	17.4%	18.1%
ROE(%)	15.9%	16.0%	15.7%	15.4%
毛利率(%)	41.3%	41.3%	41.1%	41.1%
销售净利率(%)	20.0%	18.5%	18.1%	17.6%
资产负债率(%)	35.9%	35.1%	33.9%	32.8%
收入增长率(%)	40.72%	29.43%	20.21%	20.1%
净利润增长率(%)	0.70%	19.76%	16.67%	16.1%
P/E	24.8	20.7	17.7	15.3
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	25	20	17	15

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所（港币/人民币=0.84）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn