

下调 2022 财年营收预期，未来电商竞争将进一步加剧

买入（维持）

2021 年 11 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | FY2021 | FY2022E | FY2023E | FY2024E |
|------------|---------|---------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元） | 717,289 | 875,782 | 1,024,441 | 1,184,375 |
| 同比（%） | 40.72% | 22.10% | 16.97% | 15.61% |
| 归母净利润（百万元） | 150,308 | 176,811 | 222,015 | 273,025 |
| 同比（%） | 0.70% | 17.63% | 25.57% | 22.98% |
| 每股收益（元/股） | 6.9 | 6.2 | 8.0 | 9.3 |
| P/E（倍） | 15.8 | 13.4 | 10.7 | 8.7 |

投资要点

■ 阿里巴巴发布 2022 财年 Q2 业绩，公司 FY2022Q2 实现总收入 2006.90 亿元，同比增长 29%，不考虑高鑫零售并表影响，收入同比增长 16%；经调整净利润 285.24 亿元，同比下滑 39.4%，进入 FY2022 以来，公司收入增速疲软，净利润下降明显，总体经营状况低于市场预期。公司调整 2022 财政年度总收入指引，预计 2022 财政年度总收入同比增长 20-23% 左右。此前预期为 30% 左右。

■ 电商领域竞争加剧，公司核心业务利润率持续下移：公司客户管理收入同比增长 3%，增速下滑明显，核心商业交易平台业务的 EBITA Margin 为 64.83%，同比下滑 5.3 个百分点。零售平台业务作为公司最主要的盈利来源，其盈利能力近几个季度均出现了下滑，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。

■ 互联网、金融服务和金融行业客户驱动云计算业务超预期：云计算业务实现收入 200.07 亿元，同比增长 33%，持续高速增长的同时，EBITA Margin 本季度达 1.98%，连续四个季度实现盈利。公司云业务的亏损率在 2016Q3 就已收窄到个位数水平，目前已能保持较稳定的盈利水平（EBITA Margin 近三季保持在 2% 左右），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，盈利能力将会持续向好。

■ 用户增长规模稳定，增长天花板显现：截至 2021/9/30，阿里生态体系下全球年度活跃消费者达到 12.4 亿，相比 2021/6/30 环比增加 0.62 亿，其中中国平台年度活跃消费者 8.63 亿，相比 2021/6/30 环比增加 0.35 亿，相比 2020/9/30 同比增加 1.06 亿，在用户基数庞大的条件下仍保持较为稳定的增长规模。由于一二线城市用户渗透已经比较充分，随着低线城市用户红利的天花板逐步消散，用户增长天花板将会逐渐显现。

■ 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 2022/2023/2024 财年经调整 EPS 从 6.3/8.1/10.2 元分别调低至 6.2/8.0/9.3 元，对应 PE13.4x/10.7x/8.7x（以 2021/11/23 当天的汇率港币/人民币=0.8199 为基准）。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。

股价走势



市场数据

| | |
|--------------|---------------|
| 收盘价(港元) | 133.00 |
| 一年最低/最高价 | 132.00/309.40 |
| 市净率(倍) | 3.93 |
| 港股流通市值(百万港元) | 2884412.12 |

基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元) | 44.87 |
| 资产负债率(%) | 35.77 |
| 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

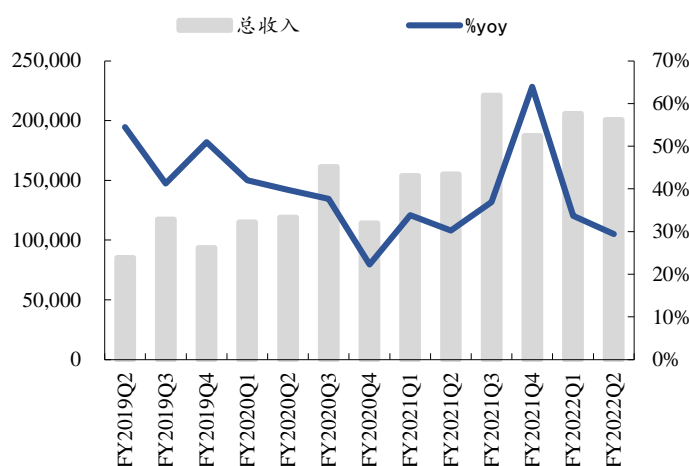
(09988)：核心商业盈利能力恢复，新业务减亏初见成效》

2020-08-22

1. 收入增速疲软，大规模投入下利润率下行

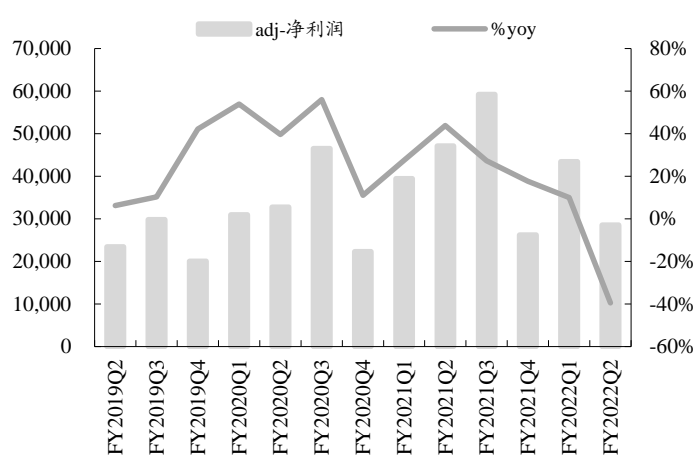
公司 FY2022Q2 实现总收入 2006.90 亿元，同比增长 29%，不考虑高鑫零售并表影响，收入同比增长 16%；公司经调整净利润 285.24 亿元，同比下滑 39.4%，进入 FY2022 以来，公司收入增速疲软，净利润下降明显，总体经营状况低于市场预期。公司调整 2022 财政年度总收入指引，预计 2022 财政年度总收入同比增长 20-23% 左右。此前预期为 30% 左右。

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

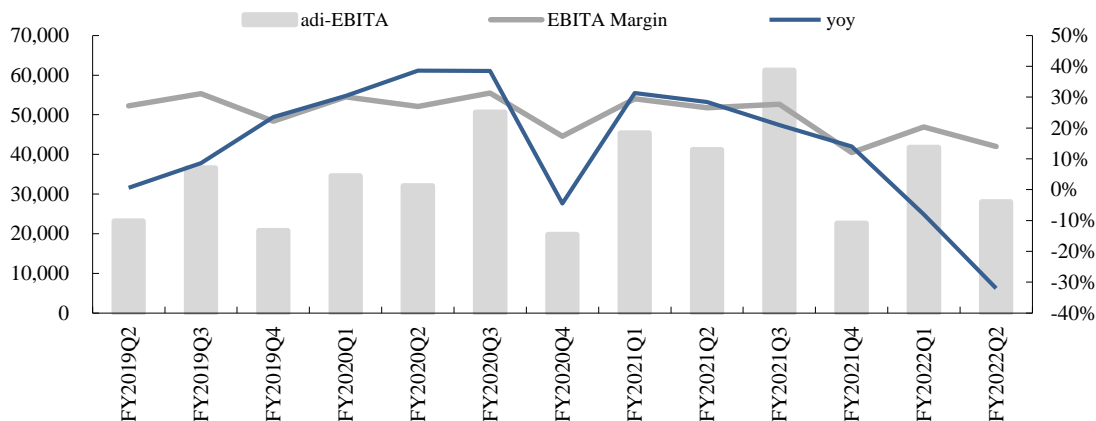
图 2：公司季度经调整净利润变化（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

EBITA Margin 因行业竞争激烈，成本投入加大导致盈利大幅下滑：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。本季度（指 FY2022Q2，下同）由于公司在淘宝交易、本地消费者服务、社区市场和 Lazada 的关键战略领域的投资增加，经调整后的 EBITA 规模为 280.33 亿元，较同期下降 131.83 亿元，同比下滑 32.0%。

图 3：公司经调整 EBITA 变化情况（百万元）



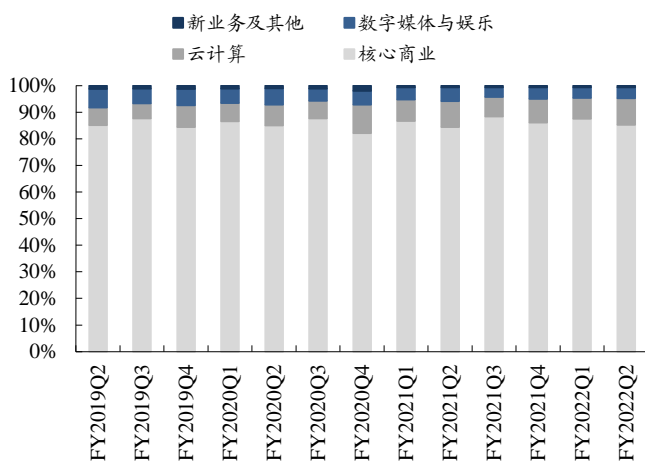
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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

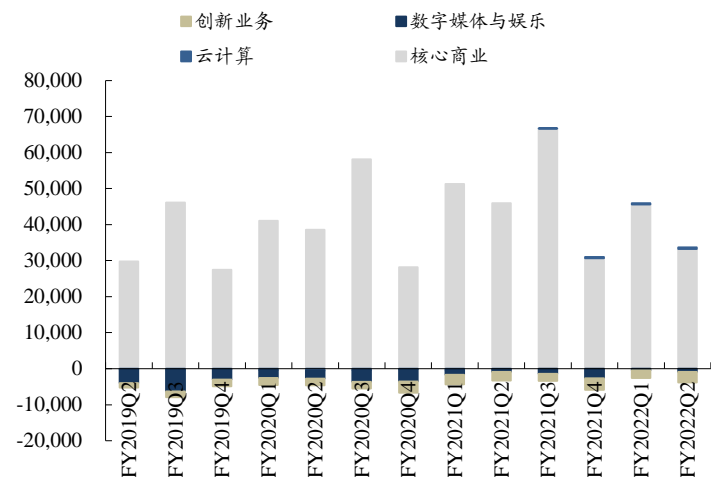
在公司收入结构中,核心商业占比 85%, 是公司最主要的现金流业务,也是公司四大业务板块中主要贡献 EBITA 盈利的业务。核心商业包括淘宝、天猫、1688、Lazada 平台等平台电商业务,也包括盒马鲜生、银泰百货等新零售业务,以及菜鸟网络、饿了么、口碑等服务基础设施,构成公司的业务核心。

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)



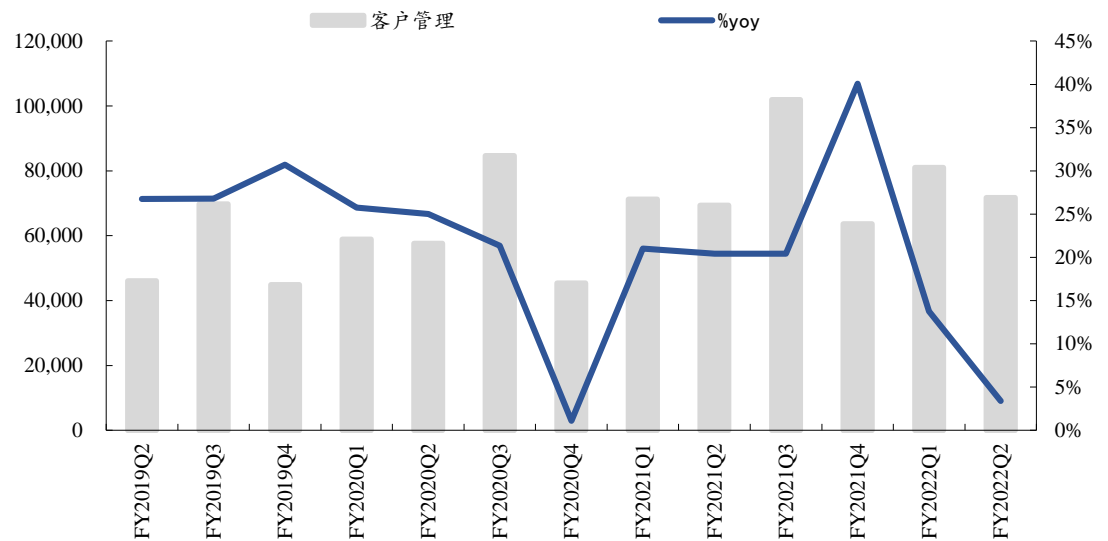
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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。

3. 核心业务增速下滑

FY2022Q2, 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 716.95 亿元, 同比增长 3%。进入 FY2022 以来, 公司客户管理业务增速呈现明显放缓, 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, 造成公司自身份额的份额下滑。

图 6: 客户管理收入增速下滑 (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

截至 2021/9/30，阿里生态体系下全球年度活跃消费者达到 12.4 亿，相比 2021/6/30 环比增加 0.62 亿，其中中国平台年度活跃消费者 8.63 亿，相比 2021/6/30 环比增加 0.35 亿，相比 2020/9/30 同比增加 1.06 亿，在用户基数庞大的条件下仍保持较为稳定的增长规模。由于一二线城市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，FY2019 阿里新增年度活跃买家 1.02 亿，增长 18.5%，用户增长 70% 来自于低线城市。但 FY2021 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天花板逐步消散，用户增长的天花板将会逐渐显现。

图 6: 阿里、京东、拼多多单季度用户指标环比增长数量 (亿)

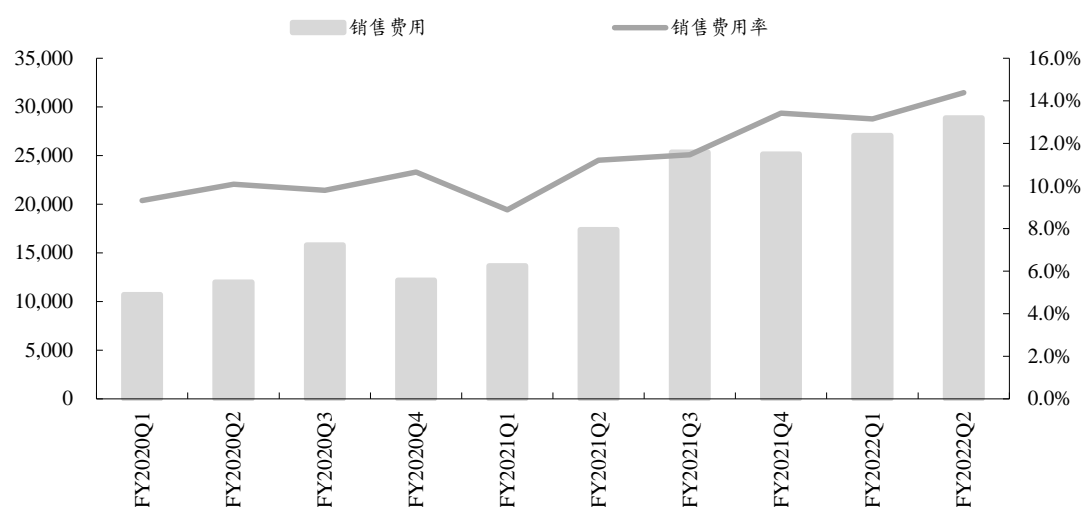
| | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 | 2020Q4 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 阿里中国新增买家 | 0.25 | 0.35 | 0.18 | 0.2 | 0.19 | 0.18 | 0.15 | 0.16 | 0.15 | 0.22 | 0.32 | 0.17 | 0.35 |
| 京东新增买家 | -0.09 | 0 | 0.05 | 0.11 | 0.13 | 0.28 | 0.25 | 0.3 | 0.24 | 0.3 | 0.28 | 0.32 | 0.2 |
| 拼多多新增 | 0.42 | 0.33 | 0.25 | 0.4 | 0.53 | 0.49 | 0.43 | 0.55 | 0.28 | 0.57 | 0.35 | 0.26 | 0.26 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| 增买 家 | | | | | | | | | | | | | |
|---------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|

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 288.57 亿元，同比增长 66.12%；销售费用率达 14.4%，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

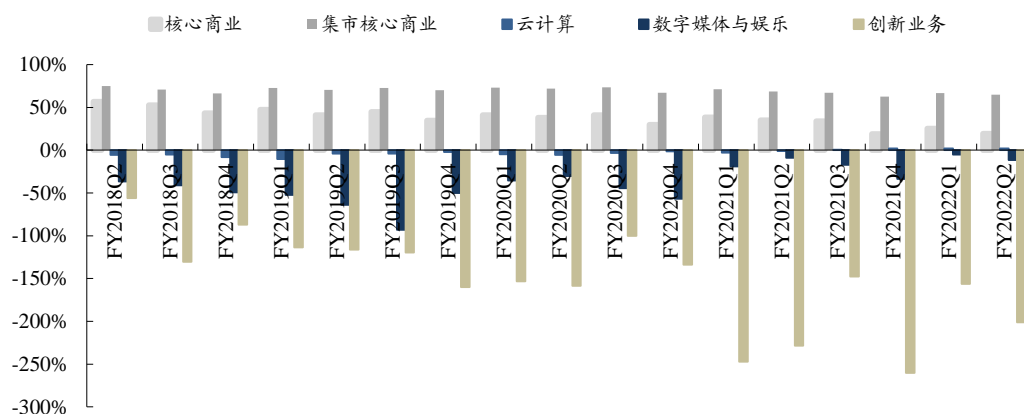
4. 重资产业务投入增加，阿里云实现季度盈利

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。

下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,其盈利能力近几个季度均出现了下滑,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。

图 7: 公司主要业务 EBITA Margin

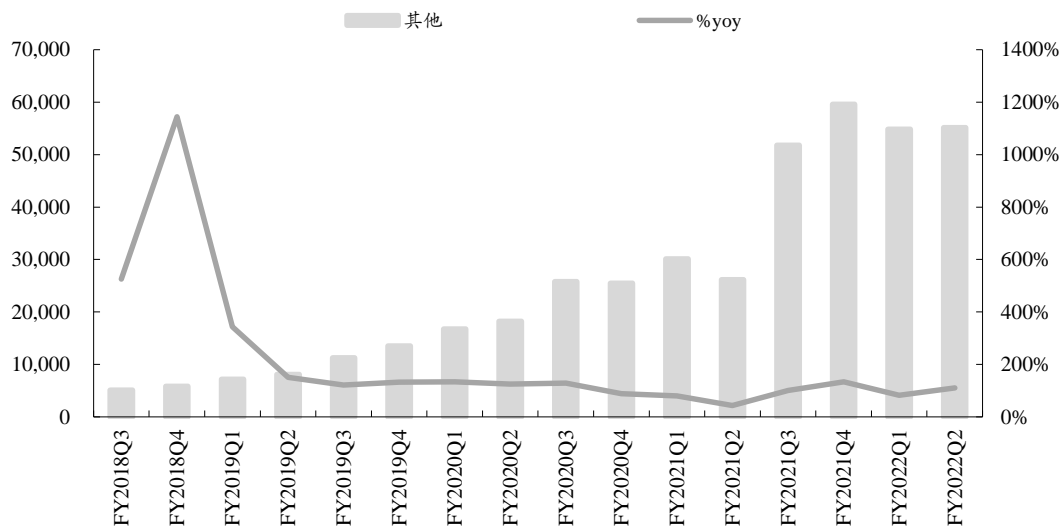


数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

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 111%, 达到 555.32 亿元。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)

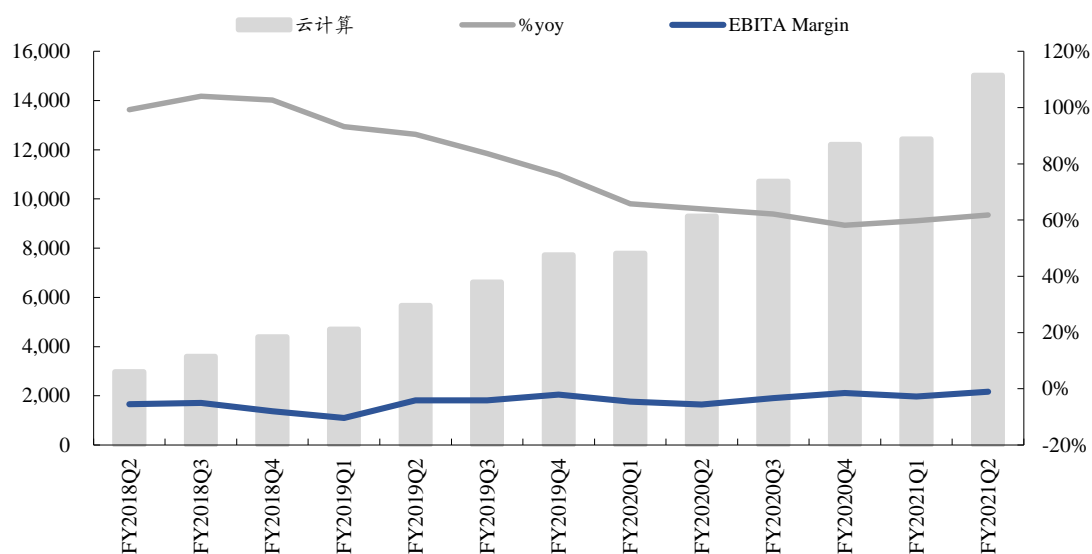


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 阿里云盈利能力持续向好

云计算业务实现收入 200.07 亿元，同比增长 33%，持续高速增长的同时，EBITA Margin 本季度达 1.98%，连续四个季度实现盈利。公司云业务的亏损率在 2016Q3 就已收窄到个位数水平，目前已能保持较稳定的盈利水平（EBITA Margin 近三季保持在 2% 左右），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，盈利能力将会持续向好。

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

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 2022/2023/2024 财年经调整 EPS 从 6.3/8.1/10.2 元分别调低至 6.2/8.0/9.3 元，对应 PE13.4x/10.7x/8.7x（以 2021/11/23 当天的汇率港币/人民币=0.8199 为基准）。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

- 1) 新零售业务竞争加剧，国内各个平台加大补贴，阿里巴巴有市场份额下滑风险。
- 2) 海外扩张不及预期，海外当地运营模式相较国内有较大不同，且当地龙头电商具有极强的竞争力，造成公司扩张不及预期。
- 3) 电商法与反垄断等监管风险加大，网商监管趋严，造成部分业务扩展受限，影响到公司业绩表现。

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) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------|---------|---------|-----------|-----------|
| | FY2021A | FY2022E | FY2023E | FY2024E | | FY2021A | FY2022E | FY2023E | FY2024E |
| 货币资金 | 356,469 | 403,000 | 444,165 | 526,628 | 营业收入 | 717,289 | 875,782 | 1,024,441 | 1,184,375 |
| 证券投资与短期投资 | 162,183 | 198,019 | 231,632 | 267,794 | 营业成本 | 421,205 | 525,469 | 624,909 | 746,156 |
| 其他流动资产 | 124,708 | 128,390 | 150,838 | 175,900 | 产品开发成本 | 57,236 | 65,684 | 66,589 | 65,141 |
| 流动资产合计 | 643,360 | 729,409 | 826,634 | 970,322 | 销售费用 | 81,519 | 78,820 | 81,955 | 88,828 |
| 其他长期投资 | 237,221 | 289,638 | 338,802 | 391,695 | 管理费用 | 55,224 | 35,031 | 30,733 | 29,609 |
| 权益法核算的投资 | 200,189 | 222,306 | 260,041 | 300,638 | 资产减值损失 | 12,427 | 14,075 | 15,269 | 16,461 |
| 固定资产 | 147,412 | 202,494 | 265,004 | 327,120 | 利息收入及投资收 | 72,794 | 39,963 | 44,983 | 70,533 |
| 无形资产 | 70,833 | 75,528 | 81,939 | 85,776 | 益 | | | | |
| 商誉 | 292,771 | 292,771 | 292,771 | 292,771 | 利息支出 | 4,476 | 4,657 | 4,764 | 4,833 |
| 其他非流动资产 | 98,432 | 120,182 | 140,582 | 162,529 | 营业利润 | 157,996 | 192,009 | 245,205 | 303,880 |
| 非流动资产合计 | 1,046,858 | 1,202,919 | 1,379,138 | 1,560,530 | 其他收益-非经营 | 7,582 | 6,066 | 6,169 | 6,650 |
| 资产合计 | 1,690,218 | 1,932,328 | 2,205,773 | 2,530,852 | 利润总额 | 165,578 | 198,075 | 251,374 | 310,530 |
| 短期借款 | 3,606 | 5,372 | 4,711 | 4,563 | 所得税 | 29,278 | 41,596 | 52,788 | 63,969 |
| 预收款项 | 62,489 | 71,567 | 83,715 | 96,785 | 按持股比例应占被 | 6,984 | 12,571 | 14,705 | 17,001 |
| 商户按金 | 15,017 | 16,012 | 16,828 | 17,616 | 投资方损益 | | | | |
| 其他负债 | 296,246 | 353,862 | 397,605 | 442,613 | 净利润 | 143,284 | 169,050 | 213,290 | 263,562 |
| 流动负债合计 | 377,358 | 446,813 | 502,859 | 561,577 | 少数股东损益 | -7,294 | -7,760 | -8,725 | -9,463 |
| 长期借款 | 38,335 | 37,807 | 38,601 | 38,248 | 优先股及夹层股权 | -270 | -270 | -270 | -270 |
| 应付商业票据借款 | 97,381 | 97,381 | 97,381 | 97,381 | 增值收益 | | | | |
| 其他非流动负债 | 93,510 | 97,642 | 100,957 | 104,110 | 归属母公司净利润 | 150,308 | 176,811 | 222,015 | 273,025 |
| 非流动负债合计 | 229,226 | 232,831 | 236,939 | 239,738 | 经调整净利润 | 171,985 | 134,914 | 174,001 | 202,185 |
| 负债合计 | 606,584 | 679,644 | 739,798 | 801,316 | 重要财务与估值指标 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 946,143 | 1,122,954 | 1,344,969 | 1,617,994 | | FY2021A | FY2022E | FY2023E | FY2024E |
| 少数股东权益 | 137,491 | 129,731 | 121,006 | 111,542 | 每股收益(元) | 6.9 | 6.2 | 8.0 | 9.3 |
| 所有者权益合计 | 1,083,634 | 1,252,684 | 1,465,974 | 1,729,536 | 每股净资产(元) | 43.5 | 51.6 | 61.9 | 74.4 |
| 负债和股东权益 | 1,690,218 | 1,932,328 | 2,205,773 | 2,530,852 | 发行在外股份(百万股) | 21,689 | 21,745 | 21,745 | 21,745 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | ROIC(%) | 29.3% | 19.7% | 21.3% | 20.4% |
| | FY2021A | FY2022E | FY2023E | FY2024E | ROE(%) | 15.9% | 15.7% | 16.5% | 16.9% |
| 经营活动现金流 | 215,449 | 246,502 | 256,399 | 288,689 | 毛利率(%) | 41.3% | 40.0% | 39.0% | 37.0% |
| 投资活动现金流 | -370,195 | -240,648 | -258,901 | -274,578 | 销售净利率(%) | 20.0% | 19.3% | 20.8% | 22.3% |
| 筹资活动现金流 | 165,233 | 40,677 | 43,666 | 68,352 | 资产负债率(%) | 35.9% | 35.2% | 33.5% | 31.7% |
| 现金净增加额 | 10,487 | 46,531 | 41,165 | 82,463 | 收入增长率(%) | 40.72% | 22.10% | 16.97% | 15.6% |
| 折旧和摊销 | 50,912 | 61,322 | 63,775 | 74,025 | 净利润增长率(%) | 0.70% | 17.63% | 25.57% | 23.0% |
| 资本开支 | -104,823 | -121,100 | -132,694 | -139,979 | P/E | 15.8 | 13.4 | 10.7 | 8.7 |
| 营运资本变动 | -96,555 | -64,007 | -34,259 | -33,804 | P/B | 2.5 | 2.1 | 1.8 | 1.5 |
| | | | | | EV/EBITDA | 16 | 11 | 9 | 8 |

数据来源: Wind 数据, 东吴证券研究所 (以 2021/11/23 当天的汇率港币/人民币=0.8199 为基准)

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>