

2022年01月18日

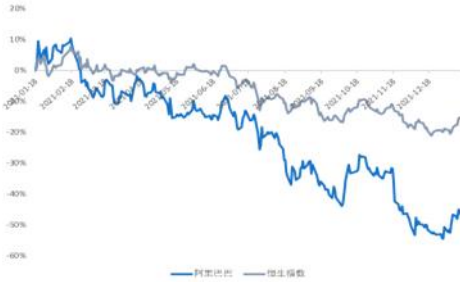
公司研究

评级: 买入(维持)

研究所  
证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003  
chenmz@ghzq.com.cn  
联系人: 张娟娟 S0350121110013  
zhangjj02@ghzq.com.cn

## 阿里巴巴-SW(9988.HK) FY2022Q3 业绩前瞻: 核心电商增速常态化放缓, 关注“内需、全球化、 高科技”三大战略长期价值

### 最近一年走势



### 相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
阿里巴巴	10.51	-20.63	-46.35
-SW			
恒生指数	5.13	-4.04	-14.67

市场数据	2022/01/17
当前价格(元)	129
52周价格区间(元)	110-267
总市值(百万)	2804169
流通市值(百万)	2804169
总股本(万股)	2168731
流通股本(万股)	2168731
日均成交额(百万)	401846
近一月换手(%)	0.15

《阿里巴巴-SW(9988.HK) 2021Q3 财报点评: 业绩短期承压, 关注跨境业务及云计算发展 (买入)  
\*海外\*陈梦竹》——2021-11-19

- **1、主要财务指标前瞻:** 我们预计阿里巴巴 FY2022Q3 实现总营收 2,479 亿元 (YoY+12%, QoQ+24%), 归母净利润 378 亿元 (YoY-52%); 其中核心电商业务预计营收 2,177 亿元 (YoY+11%, QoQ+27%), 核心电商 EBITA501 亿元 (YoY-25%), 核心电商利润率 23%; 云计算业务预计营收 202 亿元 (YoY+25%, QoQ+1%), 云计算 EBITA6.1 亿元, 云计算利润率 3%。
- **2、用户情况前瞻:** 我们预计 FY2022 财年末, 国内年度活跃消费者 AAC 将达到 10 亿的阶段性目标, 主要受益于淘特、淘菜菜等创新业务在下沉区域的拉新推动; 国外年度活跃消费者 AAC 预计将从 2021 年 9 月公布的 2.85 亿稳步向 10 亿目标推进。综合国内外来看, 集团整体向服务全世界 20 亿消费者的终极长期目标坚定前进。
- **3、核心电商业务—中国商业版块:** 包含中国零售商业和中国批发商业业务, 我们预计中国零售商业 FY2022Q3 营收同比增长 8%至 1,659 亿元, 1) CMR 客户管理 (含佣金) 收入预计同比增长 1%至 1,025 亿元, 主要受宏观消费疲软 (中国实物商品网上零售额在 2021 年 10 月/11 月同比增速仅分别录得 10%/5%) 以及公司内部对商户的持续扶持、加大补贴影响较大; 2) 新零售及自营收入预计同比增长 22%至 634 亿元, 主要受①淘特和淘菜菜的正向 GMV 转化促进 (截止 2021 年 9 月两者加总去重后日均交易订单量同比增速超过 400%) 和②高鑫零售并表满一周年, 基数效应消失带来的负向影响; 3) 组织架构方面的正向赋能, 2022 年 1 月 6 日阿里巴巴宣布对大淘宝进行组织架构调整, 将淘宝和天猫事业群合并, 成立用户运营及发展、产业运营及发展、平台策略和运营三大中心, 并独立运营淘宝直播和逛逛, 全面回归用户为主的商业本质, 持续优化商家/用户的消费体验, 深扎产业赋能发展。
- **4、核心电商业务—国际商业版块:** 包含跨境及全球零售商业和跨境及全球批发商业, 我们预计跨境及全球零售商业 FY2022Q3 营收同比增速放缓至 22%, 达到 124 亿元, 主要由于 1) 欧盟于 2021 年 7 月发布新政策, 宣布取消对 22 欧元以下产品的进口增值税豁免, 阿里巴巴旗下速卖通业务预计将受到影响, 收入增速短期趋缓; 2) 旗下土耳其电商平台 Trendyol 受当地里拉货币贬值拖累, 业务增速受到一定挑战。但在最新一轮组织架构调整后, 海外业务整体战略地位提升, 并任命蒋凡分管海外数字商业版块, 也有望延续其在淘宝

业务中的强开拓创新打法，助力国际业务整体收入的提升。

- **5、云计算业务：**我们预计 FY2022Q3 营收同比增长 25%至 202 亿元，相比上一季度增速放缓，主要由于 1) 部分公有云业务受在线游戏/教育行业的政策监管影响较大；2) 部分混合云业务受宏观经济疲弱影响较大，政企数字化转型速度放缓。但在最新《“十四五”数字经济发展规划》中，明确提出“加快企业数字化转型，推行普惠性‘上云用数赋智’服务，推动企业上云、上平台，降低技术和资金壁垒”，长期看好阿里云的增长潜力。
- **6、集团战略升级“多元化治理”：**阿里巴巴 CEO 张勇于 2021 年 12 月宣布“多元化治理”成为集团全新的组织战略。随着集团正在形成多业务引擎驱动未来增长的格局，“多元化治理”体系升级有助于公司在各个业务领域用更清晰的战略蓝图、更敏捷的组织面向未来，创造长期价值。同时，阿里在 CEO 张勇和事业群总裁之间新增 4 位分管大总裁，包括戴珊、张建锋、俞永福和蒋凡，分别负责中国数字商业、云与科技、生活服务和海外数字商业四大板块。此次组织架构调整有望帮助阿里在面对复杂的竞争及宏观环境时保持组织的灵活与敏捷，提升组织效率，驱动业务创新，保持高质量持续发展。
- **盈利预测和投资评级** 我们预计公司 FY2022-2024 财年营收分别为 8,580/9,904/11,127 亿元，归母净利分别为 1,066/1,225/1,303 亿元，对应基本 EPS 为 4.80/5.48/5.82 元，对应 P/E 为 21.8/19.1/18.0；根据 SOTP 估值法，我们给予 2023 财年阿里巴巴合计目标市值 33,083 亿元，对应目标价 153 人民币/187 港币，给予“买入”评级。
- **风险提示** 互联网行业的政策监管和估值调整风险；宏观经济增长不及预期；市场竞争加剧，行业增长不及预期；业务过度多元化，组织协同不足等。

预测指标	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入（百万元）	717289	858048	990364	1112650
增长率（%）	41	20	15	12
归母净利润（百万元）	150578	106645	122477	130344
增长率（%）	1	-29	15	6
摊薄每股收益（元）	6.84	4.80	5.48	5.82
ROE（%）	16	9	10	10
P/E	15.3	21.8	19.1	18.0
P/B	2.4	2.0	1.8	1.7
P/S	3.2	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	18	17	16	14

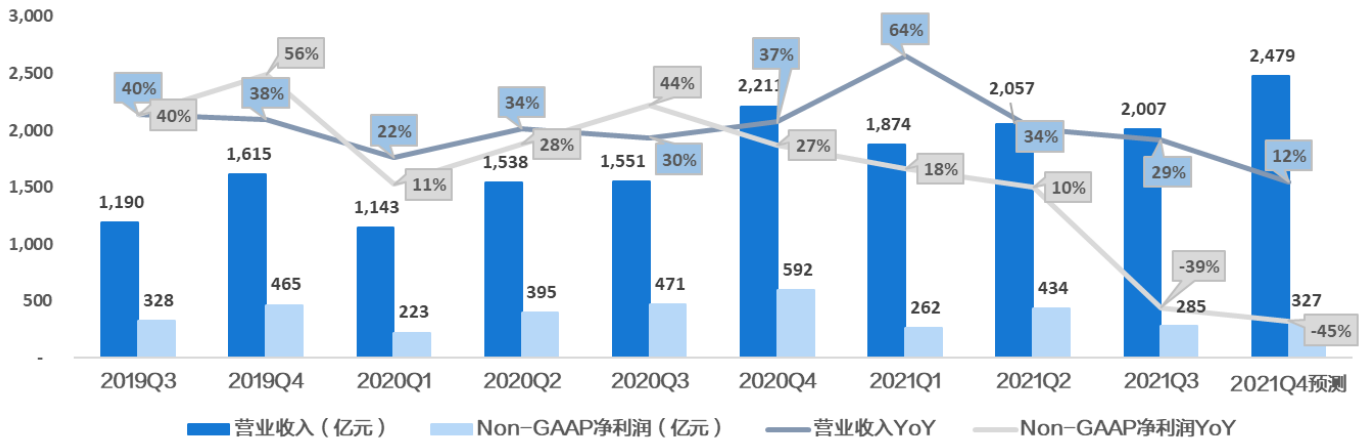
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

单位人民币，换算汇率为 2022 年 1 月 17 日实时汇率 1 人民币=0.8146 港币

## 1、主要财务指标前瞻

我们预计阿里巴巴 FY2022Q3 实现总营收 2,479 亿元 (YoY+12%, QoQ+24%), 归母净利润 327 亿元 (YoY-52%); 其中核心电商业务预计营收 2,177 亿元 (YoY+11%, QoQ+27%), 核心电商 EBITA501 亿元 (YoY-25%), 核心电商利润率 23%; 云计算业务预计营收 202 亿元 (YoY+25%, QoQ+1%), 云计算 EBITA6.1 亿元, 云计算利润率 3%。

图 1: 核心财务指标总览

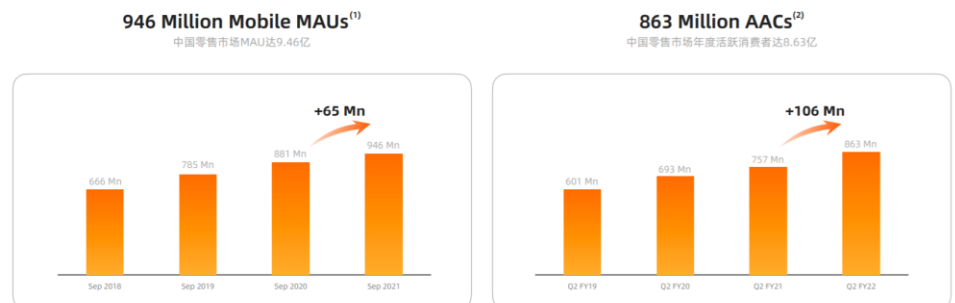


资料来源: 公司财报, 国海证券研究所

## 2、用户情况前瞻

我们预计 FY2022 财年末, 国内年度活跃消费者 AAC 将达到 10 亿的阶段性目标, 主要受益于淘特、淘菜菜等创新业务在下沉区域的拉新推动; 国外年度活跃消费者 AAC 预计将从 2021 年 9 月公布的 2.85 亿稳步向 10 亿目标推进。综合国内外来看, 集团整体向服务全世界 20 亿消费者的终极长期目标坚定前进。

图 2: 平台用户规模快速增长



资料来源: 2021 年阿里巴巴投资者日, 国海证券研究所

### 3、分业务前瞻

#### 3.1、核心电商业务-中国商业版块

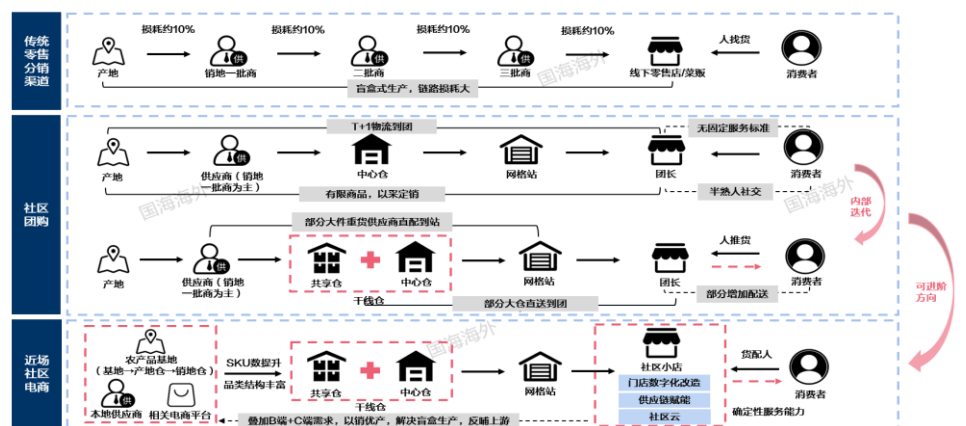
中国商业版块主要包含中国零售商业和中国批发商业业务，我们预计中国零售商业 FY2022Q3 营收同比增长 8%至 1,659 亿元。

1) CMR 客户管理（含佣金）收入预计同比增长 1%至 1,025 亿元，主要受宏观消费疲软（中国实物商品网上零售额在 2021 年 10 月/11 月同比增速仅分别录得 10%/5%）以及公司内部对商户的持续扶持、加大补贴影响较大；

2) 新零售及自营收入预计同比增长 22%至 634 亿元，主要受①淘特和淘菜菜的正向 GMV 转化促进（截止 2021.9 月两者加总去重后日均交易订单量同比增速超过 400%）和②高鑫零售并表满一周年，基数效应消失带来的负向影响；

阿里巴巴 2021 年 3 月成立 MMC 事业群全面进入社区电商赛道，并于当年 9 月 14 日对外品牌统一升级为淘菜菜，提出概念并大力发展近场社区电商，主要想通过消费终端（小店）聚拢确定性需求，反向推动源头制造业和农产品基地的确定性供应，其实质就是对社区夫妻小店进行数字化改造，帮他们拓展线上社群，聚拢社区需求，再反向去上游产业定制商品，最终实现产销一体化。具体业务策略上看，①销售侧：线上多端多场景、公私域营销结合，线下多业态服务社区（包含社区店主型、驿站型等团长画像）；②商品侧：非生鲜品类与淘特/高鑫零售等渠道高效协同、追求极致性价比，生鲜品类开启源头数字化产销、追求丰富度和高质量；③履约侧：依托菜鸟物流、菜鸟驿站和菜鸟乡村，淘菜菜履约实现四项升级，截至 2021Q3 已实现 12 点准时率 97%。

图 3：阿里巴巴率先提出“近场社区电商”概念



资料来源：腾讯网，国海证券研究所

3) 组织架构方面的正向赋能，2022 年 1 月 6 日阿里巴巴宣布对大淘宝进行组织架构调整，将淘宝和天猫事业群合并，成立用户运营及发展、产业运营及发展、平台策略和运营三大中心，并独立运营淘宝直播和逛逛，全面回归用户为主的商业本质，持续优化商家/用户的消费体验，深扎产业赋能发展。

### 3.2、核心电商业务-国际商业版块

国际商业版块包含跨境及全球零售商业和跨境及全球批发商业，我们预计跨境及全球零售商业 FY2022Q3 营收同比增速放缓至 22% 达 124 亿元，主要由于 1) 欧盟于 2021 年 7 月发布新政策，宣布取消对 22 欧元以下产品的进口增值税豁免，速卖通业务预计将受到影响，收入增速短期趋缓；2) 旗下土耳其电商平台 Trendyol 受当地里拉货币贬值拖累，业务增速受到一定挑战。但在最新一轮组织架构调整后，海外业务整体战略地位提升，并任命蒋凡分管海外数字商业版块，也有望延续其在淘宝业务中的强开拓创新打法，助力国际业务整体收入的提升。

图 4：阿里巴巴全球化战略



资料来源：2021 年阿里巴巴投资者日，国海证券研究所

### 3.3、云计算

我们预计 FY2022Q3 营收同比增长 25% 至 202 亿元，相比上一季度增速放缓，主要由于 1) 部分公有云业务受在线游戏/教育行业的监管影响较大；2) 部分混合云业务受宏观经济疲弱影响较大，政企数字化转型速度放缓。但在最新《“十四五”数字经济发展规划》中，明确提出“加快企业数字化转型，推行普惠性‘上云用数赋智’服务，推动企业上云、上平台”，长期看好阿里云增长潜力。

图 5：阿里云技术能力始终保持行业领先



资料来源：2021 年阿里巴巴投资者日，国海证券研究所

#### 4、集团战略升级“多元化治理”

阿里巴巴 CEO 张勇于 2021 年 12 月在内部信中明确表示，公司将 2015 年起开始施行的“中台战略”升级为“多元化治理”，有助于公司在各个业务领域用更清晰的战略蓝图、更敏捷的组织面向未来，创造长期价值。同时，内需、全球化和云计算作为阿里巴巴的三大战略，此次有针对性的组织架构调整也表明阿里将进一步发力内需和海外业务。

除此之外，阿里在 CEO 张勇和事业群总裁之间新增 4 位分管大总裁，包括戴珊、张建锋、俞永福和蒋凡，分别负责中国数字商业、云与科技、生活服务和海外数字商业四大板块。此次组织架构调整有望帮助阿里在面对复杂的竞争及宏观环境时保持组织的灵活与敏捷，快速应对业务领域的变化，提升组织效率，同时以组织的创新去驱动业务的创新，推动业务高质量增长。

#### 5、盈利预测与评级

我们预计公司 FY2022-2024 财年营收分别为 8,580/9,904/11,127 亿元，归母净利润分别为 1,066/1,225/1,303 亿元，对应基本 EPS 为 4.80/5.48/5.82 元，对应 P/E 为 21.8/19.1/18.0；根据 SOTP 估值法，我们给予 2023 财年阿里巴巴合计目标市值 33,083 亿元，对应目标价 153 人民币/187 港币，给予“买入”评级。

图 6：分部估值表

FY2023 财年	估值方法	对应市值（亿元）
中国零售商业	EV/EBIT	17,732
跨境及全球零售及批发商业	P/S	2,374
本地生活服务	P/S	1,658
菜鸟物流服务	P/S	919
云计算	P/S	8,122
对外投资	最新市值或最近融资	4,019
分部估值折扣		95%
目标市值		33,083
股本（百万）		21,687
目标股价（元/股）		153
汇率（元/港元）		0.8146
目标股价（港元/股）		187

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

#### 6、风险提示

互联网行业的政策监管和估值调整风险；宏观经济增长不及预期；市场竞争加剧，行业增长不及预期；业务过度多元化，组织协同不足等。

附表：阿里巴巴-SW 盈利预测表（单位人民币，换算汇率为 2022.1.17 实时汇率，1 人民币=0.8146 港币）

证券代码:	09988		股价: 128.5		投资评级:	买入		日期: 2022/01/17	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	16%	9%	10%	10%	EPS	6.84	4.80	5.48	5.82
毛利率	41%	37%	36%	36%	BVPS	43.63	52.08	57.32	60.38
期间费率	-19%	-18%	-17%	-17%	<b>估值</b>				
销售净利率	20%	12%	12%	11%	P/E	15.30	21.82	19.10	17.98
<b>成长能力</b>					P/B	2.40	2.01	1.83	1.73
收入增长率	41%	20%	15%	12%	P/S	3.16	2.65	2.29	2.04
利润增长率	2%	-31%	18%	6%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
总资产周转率	0.42	0.45	0.47	0.50	营业收入	717289	858048	990364	1112650
应收账款周转率	8.68	8.30	7.93	7.60	营业成本	-421205	-542992	-633560	-709308
存货周转率	25.75	28.08	28.08	28.08	营业税金及附加	-	-	-	-
<b>偿债能力</b>					销售费用	-81519	-109982	-118595	-127456
资产负债率	36%	36%	36%	37%	管理费用	-55224	-40607	-54150	-66619
流动比	1.70	1.59	1.49	1.35	财务费用	-	-	-	-
速动比	0.88	0.73	0.69	0.63	研发费用	-57236	-60368	-71157	-83274
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业利润	89678	90302	97145	108601
现金及现金等价物	321262	257414	247591	222530	营业外净收支	75900	18432	30896	34177
应收款项	82618	103436	124813	146321	利润总额	165578	108735	128041	142778
存货净额	27858	30561	35273	39629	所得税费用	-29278	-28624	-28809	-31411
其他流动资产	49439	60063	79229	100138	净利润	143284	99497	117578	125130
<b>流动资产合计</b>	<b>643360</b>	<b>709359</b>	<b>760274</b>	<b>766204</b>	少数股东损益	-7294	-7148	-4899	-5214
固定资产	147412	171610	198073	222530	归属于母公司净利润	150578	106645	122477	130344
在建工程	-	-	-	-	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
无形资产及其他	435644	471926	495182	500692	经营活动现金流	231786	58279	63802	59328
长期股权投资	200189	240253	287206	333795	净利润	143284	99497	117578	125130
<b>资产总计</b>	<b>1690218</b>	<b>1902046</b>	<b>2107170</b>	<b>2246028</b>	少数股东权益	137491	161351	169513	170148
短期借款	13437	17161	24759	33379	折旧摊销	47909	51483	59422	66759
应付款项	33197	42902	49518	55632	公允价值变动	-	-	-	-
预收帐款	-	-	-	-	营运资金变动	50508	-79830	-103293	-126999
其他流动负债	330724	386122	435760	478439	投资活动现金流	-244194	-167319	-138651	-150208
<b>流动负债合计</b>	<b>377358</b>	<b>446185</b>	<b>510038</b>	<b>567451</b>	资本支出	-43185	-47193	-49518	-50069
长期借款及应付债券	135716	133143	147502	157222	长期投资	-181312	-120127	-89133	-100138
其他长期负债	93510	102966	108940	111265	其他	-19697	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>229226</b>	<b>236109</b>	<b>256442</b>	<b>268487</b>	筹资活动现金流	30082	34322	29711	22253
<b>负债合计</b>	<b>606584</b>	<b>682294</b>	<b>766480</b>	<b>835938</b>	债务融资	31349	34322	29711	22253
股本	21687	21687	21687	21687	权益融资	-598	0	0	0
股东权益	946143	1129455	1243095	1309399	其它	-669	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1690218</b>	<b>1973099</b>	<b>2179087</b>	<b>2315485</b>	现金净增加额	10487	-79009	-35234	-46374

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

### 【海外小组介绍】

陈梦竹，南开大学本科&硕士，5 年证券从业经验，现任国海证券海外研究团队首席，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网版块研究。

尹芮，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科。现任国海证券海外互联网研究助理，主要覆盖内容、社交互联网方向。

张娟娟，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，现任国海证券海外互联网助理分析师，主要覆盖消费互联网方向。

陈凯艺，武汉大学硕士，西南财经大学本科，现任国海证券海外研究团队研究助理，主要覆盖科技互联网方向。

### 【分析师承诺】

陈梦竹，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自



己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。