



阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US): 业绩整体符合预期, 停止云业务完全分拆, 下调目标价

业绩符合市场预期: FY2Q24 收入人民币 2248 亿元, 同比增长 9%, 符合市场预期; 调整后净利润为 402 亿元, 同比增长 19%, 符合市场预期, 调整后净利率为 17.9%, 去年同期为 16.3%。此外, 公司董事会批准派发 2023 财年年度现金股息每 ADS 1 美元, 总计约 25 亿美元。

核心电商略显疲软, GMV 同比下滑: 淘天集团收入同比增长 4% 至 977 亿元, 其中客户管理收入 (CMR) 同比仅增 3%, 广告主投放意愿有所提升但 GMV 同比下滑, 其中交易用户和订单量同比增长, 客单价下滑。今年双十一, 淘天集团的参与商家数、买家数和订单量取得同比增长。消费大盘仍在逐步修复过程中, “双十一” 全网销售总额同比增长 2%, 我们预计 FY3Q24 公司电商收入或维持低单个位数增长。直营收入同比增长 6%, 得益于消费电子品类的推动; 批发商业同比增长 18%。淘天集团调整后 EBITA 为 470 亿元, 同比提升 3%, 略低于收入增速。

宣布停止云业务完全分拆: 公司表示考虑到近期美国限芯带来的不确定性, 宣布不再完全剥离云业务, 或一定程度上抵消前期消息带来的估值释放。再加上近期管理层变动, 公司仍处于探索期。云收入仍未见起色, 同比增长 2% 至 276 亿元, 外部客户收入同比下降; 此外, 从 FY2Q24 起, 钉钉业务从云智能重新分类至其他收入。

国际业务延续亮眼表现, 新业务亏损继续收窄: 海外业务仍是集团的主要增长驱动: 国际数字商业收入同比增长 53% 至 245 亿元, 订单量同比增长 28%; 受益于跨境业务推动, 菜鸟收入同比增长 25% 至 228 亿元。本地生活服务同比增长 16% 至 156 亿元, 整体订单同比增长近 20%; 大文娱收入同比增长 11% 至 58 亿元; 其他营收收入 455 亿元, 基本持平。新业务亏损逐步收窄, 公司表示会更加注重资本回报率。

维持“买入”评级, 下调目标价至 97 港元/100 美元: 考虑到核心电商业务恢复较为疲软, 我们分别下调 FY24E/FY25E 年调整后净利润 0.5%/3.1%。同时, 公司暂缓部分业务的分拆上市计划, 也一定程度上抵消前期消息带来的估值释放。我们下调目标价至 97 港元/100 美元。当前股价对应 9x FY24E 市盈率, 仍在历史低位, 维持“买入”评级。

投资风险: 新业务投资或对利润端带来压力; 市场情绪不佳。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	853,062	868,687	961,615	1,044,701	1,118,048
毛利润	313,612	318,992	358,593	391,763	419,268
调整后净利润	136,388	141,379	155,052	156,276	166,680
调整后目标 PE (x)			11.9	11.8	11.1

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网助理分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2023 年 11 月 17 日

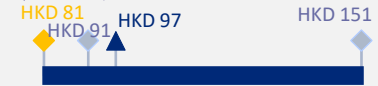
阿里巴巴 (9988.HK)

买入

目标价 (港元)	97
潜在升幅/降幅	+19%
目前股价 (港元)	81.35
52 周内股价区间 (港元)	69.8-118.5
总市值 (百万港元)	1,488,412
近 3 月日均成交额 (百万)	2,919.3

注: 截至 2023 年 11 月 16 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

阿里巴巴 (BABA.US)

买入

目标价 (美元)	100
潜在升幅/降幅	+26%
目前股价 (美元)	79.1
52 周内股价区间 (美元)	74.58-121.3
总市值 (百万美元)	201,210
近 3 月日均成交额 (百万)	1,107.2

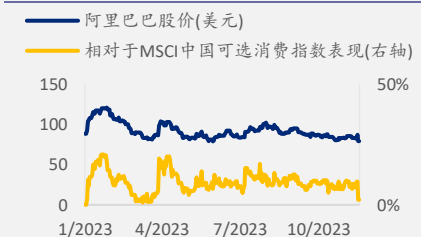
注: 截至 2023 年 11 月 16 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
收入	853,062	868,687	961,615	1,044,701	1,118,048
收入成本	(539,450)	(549,695)	(603,023)	(652,938)	(698,780)
毛利	313,612	318,992	358,593	391,763	419,268
研发费用	(55,465)	(56,744)	(55,526)	(57,459)	(61,493)
销售费用	(119,799)	(103,496)	(118,446)	(130,588)	(139,756)
管理费用	(31,922)	(42,183)	(37,314)	(41,788)	(44,722)
其他营业费用	(36,788)	(16,218)	(6,941)	-	-
经营盈利	69,638	100,351	140,366	161,929	173,297
利息及投资收益	(20,611)	(16,989)	(4,400)	-	-
其他收益净额	10,523	5,823	2,755	-	-
除税前盈利	59,550	89,185	138,721	161,929	173,297
所得税开支	(26,815)	(15,549)	(23,170)	(32,386)	(34,659)
权益投资损益	14,344	(8,063)	(2,914)	(2,914)	(2,914)
年度盈利	47,079	65,573	112,638	126,629	135,724
少数股东权益	(15,170)	(7,210)	(5,393)	(5,555)	(5,721)
夹层权益的增值	(290)	(274)	(51)	-	-
本公司权益持有人	61,959	72,509	117,980	132,184	141,445
调整后净利润	136,388	141,379	155,052	156,276	166,680

现金流量表

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	47,079	65,573	112,638	126,629	135,724
折旧	27,808	27,799	28,483	29,908	31,623
摊销	20,257	19,139	15,159	10,268	6,959
其他调整项	65,765	73,759	30,459	65,587	85,051
营运资金变动	(18,150)	13,482	16,958	17,218	17,079
经营现金流	142,759	199,752	203,696	249,610	276,436
固定资产	(78,144)	(29,766)	(66,232)	(62,759)	(67,823)
无形资产	(15)	(22)	(24)	(26)	(28)
短期投资	(106,984)	(61,086)	-	-	-
其他投资现金流	(13,449)	(44,632)	(76,666)	(86,190)	(92,380)
投资现金流	(198,592)	(135,506)	(142,922)	(148,975)	(160,232)
借款净额	2,299	11,342	1,705	2,893	3,516
其他融资现金流	(66,748)	(76,961)	1,325	1,590	5,068
融资现金流	(64,449)	(65,619)	3,030	4,483	8,584
汇率变动影响	(8,834)	3,530	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(129,116)	2,157	63,804	105,118	124,788
年初现金及现金等价物	356,469	227,353	229,510	293,314	398,431
年末现金及现金等价物	227,353	229,510	293,314	398,431	523,220

资产负债表

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
现金及现金等价物	189,898	193,086	256,890	362,007	486,796
应收款项	145,995	137,072	151,735	164,846	176,419
短期投资	256,514	326,492	326,492	326,492	326,492
其他流动资产	46,128	41,316	41,316	41,316	41,316
流动资产合计	638,535	697,966	776,433	894,661	1,031,023
固定资产	171,806	176,031	184,838	195,442	207,174
无形资产	59,231	46,913	31,779	21,537	14,606
证券投资及权益投资	443,253	453,117	502,779	542,517	575,217
其他非流动资产	382,728	379,017	404,505	407,616	406,713
非流动资产合计	1,057,018	1,055,078	1,123,900	1,167,112	1,203,711
资产总计	1,695,553	1,753,044	1,900,334	2,061,773	2,234,733
短期借款	8,841	7,466	9,171	12,064	15,580
应付账款	271,460	275,950	302,721	327,779	350,791
其他流动负债	103,483	101,935	106,786	112,056	117,696
流动负债合计	383,784	385,351	418,678	451,898	484,067
长期借款	38,244	52,023	52,023	52,023	52,023
无抵押优先票据	94,259	97,065	98,390	99,980	105,048
其他非流动负债	97,073	95,684	95,684	95,684	95,684
非流动负债合计	229,576	244,772	246,097	247,687	252,755
负债总计	613,360	630,123	664,775	699,585	736,822
股本溢价	410,506	416,880	416,880	416,880	416,880
保留盈利及其他	547,628	582,635	695,273	821,902	957,626
本公司权益持有人	958,134	999,515	1,112,153	1,238,782	1,374,506
非控制性权益	124,059	123,406	123,406	123,406	123,406
权益总额	1,082,193	1,122,921	1,235,559	1,362,188	1,497,912

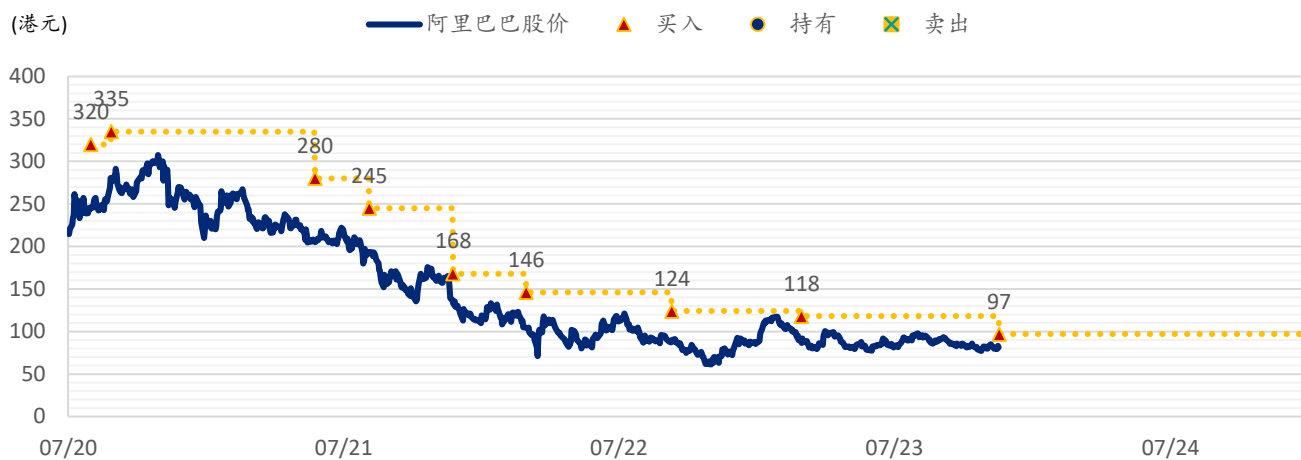
主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	18.9%	1.8%	10.7%	8.6%	7.0%
毛利润增速	5.9%	1.7%	12.4%	9.3%	7.0%
经营利润增速	-22.3%	44.1%	39.9%	15.4%	7.0%
净利润增速	-67.1%	39.3%	71.8%	12.4%	7.2%
调整后净利润增速	-20.7%	3.7%	9.7%	0.8%	6.7%
盈利能力比率					
毛利率	36.8%	36.7%	37.3%	37.5%	37.5%
经营利润率	8.2%	11.6%	14.6%	15.5%	15.5%
净利率	5.5%	7.5%	11.7%	12.1%	12.1%
调整后净利率	16.0%	16.3%	16.1%	15.0%	14.9%
每股指标 (元)					
基本EPS	2.9	3.5	5.6	6.3	6.7
摊薄EPS	2.8	3.4	5.6	6.3	6.7
调整后EPS	6.3	6.7	7.3	7.4	7.9
每股指标增速					
基本EPS增速	-58.7%	20.3%	62.7%	12.0%	0.0%
摊薄EPS增速	-58.4%	20.8%	62.7%	12.0%	0.0%
调整后EPS增速	-20.0%	7.0%	9.7%	0.8%	0.0%
估值 (倍)					
调整后目标P/E			11.9	11.8	11.1
目标P/S			1.9	1.8	1.6
目标P/B			2.8	2.6	2.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 阿里巴巴 (9988.HK) — 港股



注: 股价截至 11 月 16 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 阿里巴巴 (BABA.US) — 美股



注: 股价截至 11 月 16 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 互联网行业覆盖公司

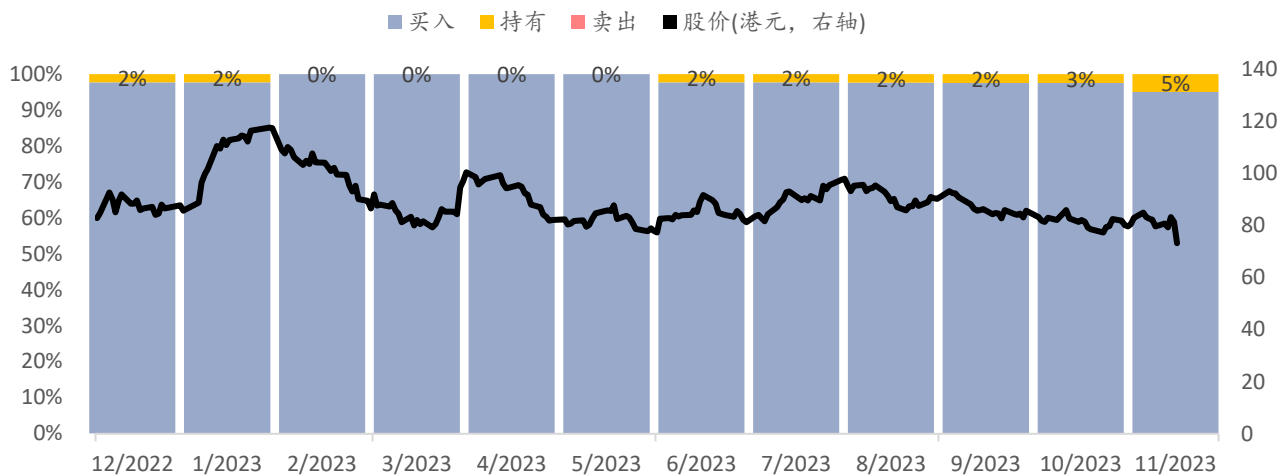
股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	81.35	买入	97.00	17/11/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	79.11	买入	100.00	17/11/2023	电商
9618 HK Equity	京东	108.00	买入	162.00	16/11/2023	电商
JD US Equity	京东	28.08	买入	42.00	16/11/2023	电商
PDD US Equity	拼多多	113.05	买入	115.00	30/8/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	15.31	持有	16.00	15/11/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	30.50	买入	37.00	30/8/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	8.05	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.13	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	324.80	买入	424.00	16/11/2023	游戏、社交
NTES US Equity	网易	112.35	买入	133.00	17/11/2023	游戏
9999 HK Equity	网易	175.70	买入	207.00	17/11/2023	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	114.90	买入	146.00	18/8/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	14.04	买入	19.00	18/8/2023	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	14.62	买入	20.00	11/9/2023	游戏
2400 HK Equity	心动	13.58	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.46	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.40	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.88	持有	2.60	11/9/2023	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	0.94	持有	1.00	11/9/2023	游戏直播
3690 HK Equity	美团	111.70	买入	180.00	25/8/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	60.00	买入	80.00	19/10/2023	短视频
780 HK Equity	同程旅行	14.48	买入	22.00	29/8/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.12	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	3.68	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	31.35	买入	36.00	25/5/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	17.45	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	12.12	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.37	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	37.90	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏

注: 股价截至 11 月 16 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

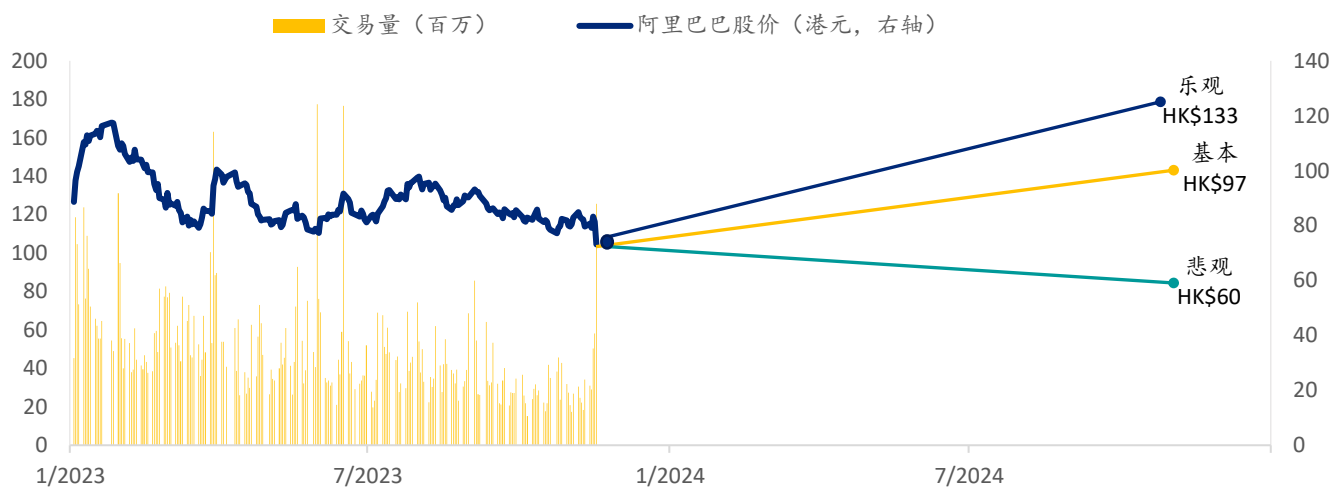
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 阿里巴巴港股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 阿里巴巴港股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期
(概率: 20%)

目标价: 133 港元

- 电商业务增长优于预期;
- 子公司上市推动估值修复。

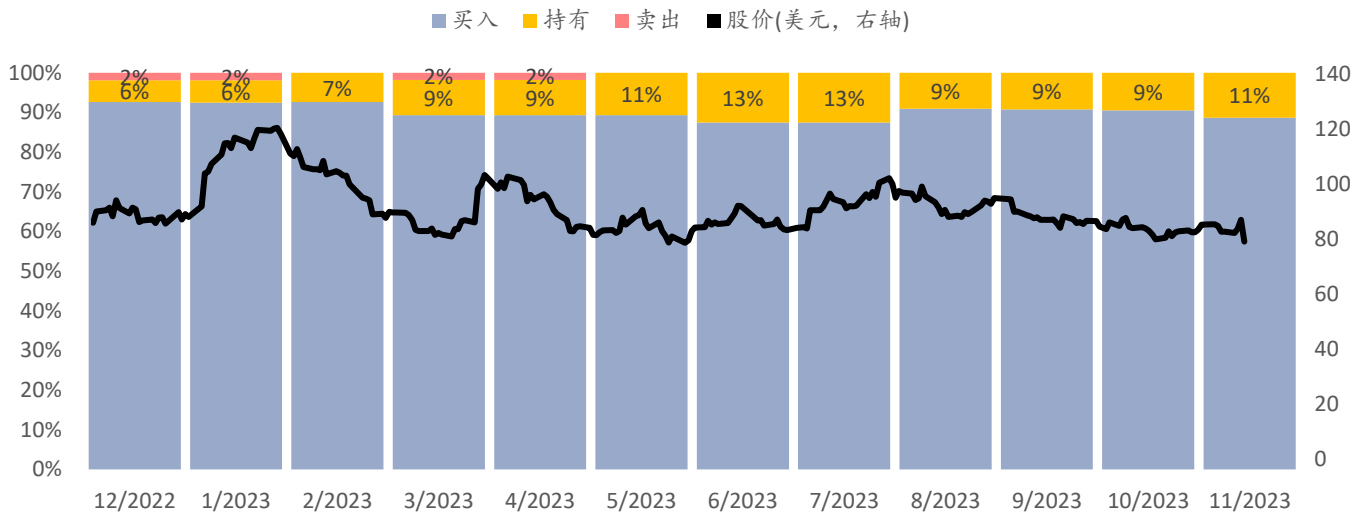
悲观情景: 公司收入不及预期
(概率: 20%)

目标价: 60 港元

- 市场竞争激烈, 导致电商业务增长受阻。

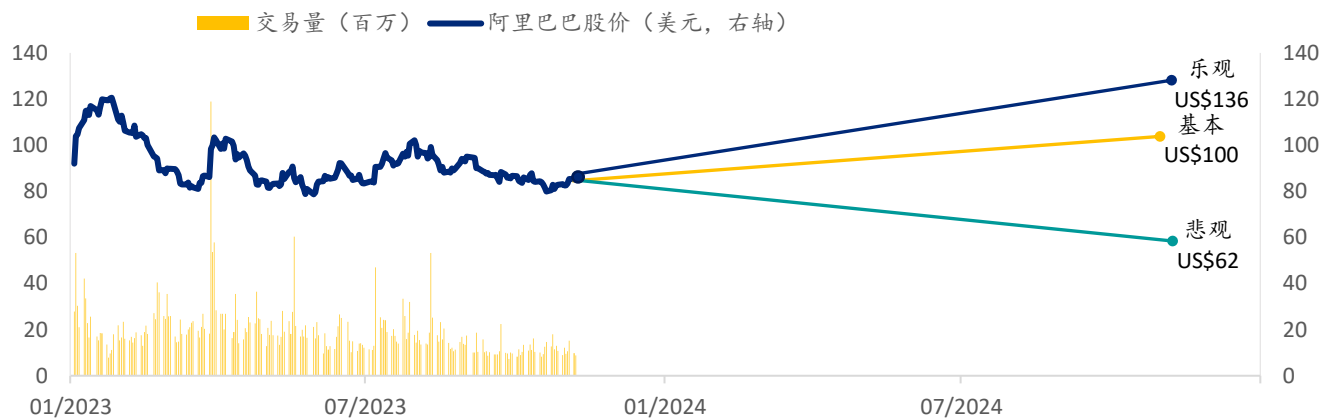
资料来源: 浦银国际预测

图表 7: 阿里巴巴美股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 阿里巴巴美股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入好于预期
(概率: 20%)

目标价: 136 美元

- 电商业务增长优于预期;
- 子公司上市推动估值修复。

悲观情景: 公司收入不及预期
(概率: 20%)

目标价: 62 美元

- 市场竞争激烈, 导致电商业务增长受阻。

资料来源: 浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

