预计核心商业稳健增长，继续投入布局长期

阿里巴巴（09988. HK/BABA.N）FY2021Q3 业绩前瞻 | 2021.1.13

中信证券研究部

许英博
首席科技产业分析师
S1010510120041

杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002

徐晓芳
首席商业零售分析师
S1010515010003

联系人：朱话笙

联系人：廖原

核心观点

尽管国家统计局数据显示 10-11 月电商大盘偏弱，但我们预计阿里核心商业仍有望保持良好的增长韧性、客户管理收入有望实现相对稳健增长。同时我们预计公司对淘宝特价版等新产品投入仍将持续，布局长期；预计云业务 EBITA margin 将保持优化趋势，有望在 2021 财年内实现季度盈利。我们看好公司在商业与科技领域的竞争力与中长期价值，中长期保持乐观态度，维持公司“买入”评级，但反垄断监管及美国“禁投令”等或将是短期股价压制因素。

- **平台电商：尽管 10-11 月线上大盘增长偏弱（国家统计局），我们预计该季度阿里核心电商仍有望保持相对稳健增长，加码投入布局未来。**①据国家统计局，10 月和 11 月网上零售额同增 24%/12%（按单月口径计算），预计整体大盘增长较之前有所放缓；但考虑到快消等品类渗透增长，直播、全面信息流等新产品的推进，11 月、12 月更长更大力度的大促以及新品牌加码带来的新增长，我们预计公司 12 月季度核心电商业务仍能保持相对稳健的增长。②商业化方面，新营销形式、新品牌加码以及大促驱动下，预计 CMR（客户服务业务）有望保持相对较稳定的货币化水平，我们预计 12 月季度客户服务收入同比+18%。③主业投入方面，我们预计公司将持续加码对淘宝特价版、信息流等新业务新产品的投入，保持对商家与用户的支持优惠，尽管这些措施短期或影响利润，但长期看有望实现更好的商家生态与更好的用户体验。我们认为，淘系持续完善的产品体系与数据科技能力，有望在未来为商家创造更高效率与价值增量，我们看好其后续稳步增长。
- **阿里云：云原生化大规模落地，EBITA 有望持续优化。**云原生作为阿里云 2.0 重要的技术新战略之一，在 2020 双 11 期间已取得阶段性成果。双 11 期间，公司实现了双 11 核心系统的全面云原生化，每万笔峰值交易的 IT 成本较四年前下降了 80%，规模化应用交付效率提升了一倍之多，并成为全球最大规模的云原生实践。在服务内部的同时，阿里云原生技术的输出也帮助社会企业进一步降本增效，例如中国邮政引入云原生分布式数据库 PolarDB-X 和云原生数据仓库 AnalyticDB 后，面对超过 1 亿的订单峰值，系统依然稳步运行；2020 年 11 月 1 月-3 日，申通快递部署阿里云容器后，相比 2019 年双十一 IT 支出降低了 30%。云原生是释放云计算红利的最短路径，而阿里云作为全球领先的云原生技术厂商，将有望持续输出云原生能力，加速企业数字化创新升级，并带来更多的非 IaaS 收入。我们认为，基于明显领先的行业竞争优势，阿里云市场份额有望稳固提升，同时，预计 EBITA Margin 有望持续优化。
- **其他业务：预计新零售、本地生活等新业务稳步投入，稳步发展。**①新零售稳步推进，公司盒马自营门店数超 220 家，新产品供给持续完善，用户数与消费额持续增长，截至 2020 年 9 月的 12 个月，盒马年活跃消费者超过 2600 万；10 月以来公司控股高鑫零售，推进旧城改造，推进线下流量数字化。②本地生活方面预计稳步投入，饿了么与支付宝等其他阿里经济体的融合有望持续加深，持续扩大对不同场景下消费者的触达，品类拓展、物流升级，到店及到家业务的融合有望持续提升消费者体验。③菜鸟方面，预计仍将保持较高增长，根据 2020 年阿里巴巴投资者日演示材料披露，预计其 FY2021 有望实现经营性现金流转正。
- **反垄断监管及美国“禁投令”或影响短期，但中长期看公司仍是互联网板块的**

阿里巴巴	09988.HK/ BABA.N
当前价	220. 0 港元/股
当前价	227.4 美元/ADR
H 股评级	买入（维持）
美股评级	买入（维持）

核心投资标的。①我们认为，当前监管层加强对反垄断的监管，旨在促进市场公平竞争，促进平台经济持续健康发展，并非国家对平台经济鼓励、支持的态度有所改变。我们认为新一轮监管措施下，行业竞争有望更加良性有序。②短期而言，我们认为在监管态度待明确及美国“禁投令”因素影响下未来公司股价仍有波动的可能。但中长周期看，当前行业数字化趋势不变，阿里公司电商相关业务的核心价值依旧稳固，科技布局与投入的长期价值有望逐步体现；且当前公司估值具备一定防御力，随着后续监管政策落地、行业竞争规范化、公司产品持续迭代与进步，阿里公司仍是互联网核心投资标的。

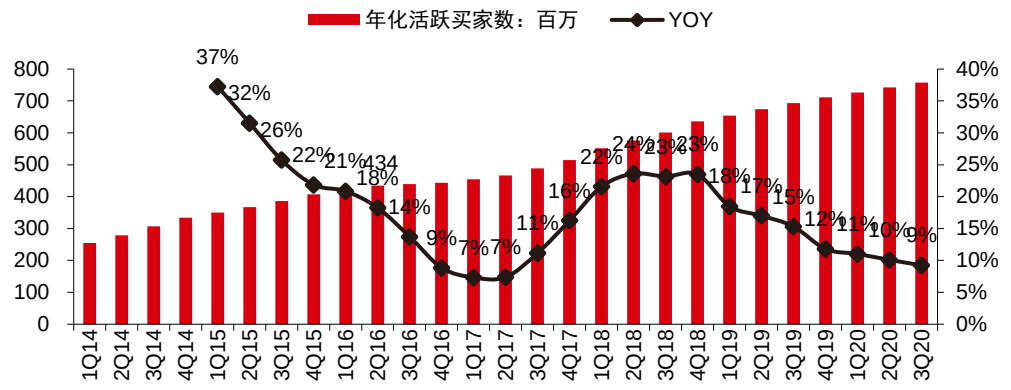
风险因素：反垄断等政策监管导致经营调整的风险；电商平台竞争超预期导致业绩下滑的风险；宏观经济增长放缓导致业绩下滑的风险；疫情影响超预期导致业绩下滑的风险；对外投资布局拖累利润；中美贸易因素影响业务开展及股价波动等。

盈利预测、估值及投资建议：我们调整阿里巴巴集团 2021~2023 财年收入预测至 6767 亿元/8498 亿元/10250 亿元（前值 6530 亿元/8035 亿元/9605 亿元），同比+33%/+26%/+21%，调整净利润（Non-GAAP）预测至 1745 亿元/2122 亿元/2541 亿元（前值 1603 亿元/1996 亿元/2436 亿元），同比+32%/+22%/+20%，现价对应公司港股 PE（Non-GAAP）24x/20x/17x。长期来说，经济数字化趋势不改，公司作为行业龙头，数字化商业服务领域综合竞争优势显著领先，近期受监管与“禁投令”等因素影响，公司估值调整到较低水平，我们看好公司中长期竞争力与数字经济平台的稀缺价值，维持公司美股及港股“买入”评级。

项目/年度	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入（百万元）	376,844	509,711	676,687	849,758	1,025,018
增长率 YoY %	51%	35%	33%	26%	21%
归属普通股东净利润（GAAP）	87,600	149,263	137,424	161,390	200,600
增长率 YoY %	37%	70%	-8%	17%	24%
净利润（Non-GAAP）	93,407	132,479	174,504	212,208	254,138
增长率 YoY %	12%	42%	32%	22%	20%
Adjusted EBITA（百万元）	106,981	137,136	175,054	226,190	273,109
Adjusted EBITA Margin	28%	27%	26%	27%	27%
毛利率	45%	45%	43%	45%	45%
PE（GAAP，US）	47	27	30	25	20
PE（Non GAAP US）	44	31	24	19	16
PE（GAAP，HK）	49	28	31	26	21
PE（Non GAAP，HK）	46	32	24	20	17

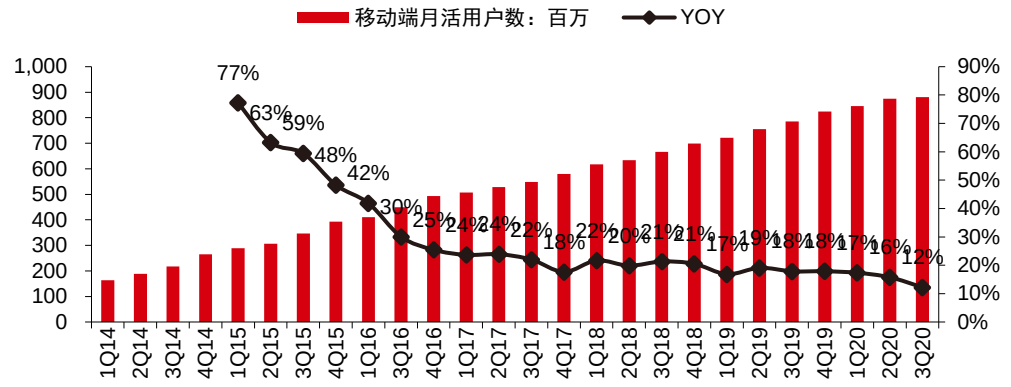
资料来源：公司公告，中信证券研究部预测　注：港股股价为 221 港元/股，美股股价为 236 美元/ADR（2021 年 1 月 11 日收盘价）

图 1：阿里巴巴年化活跃买家数



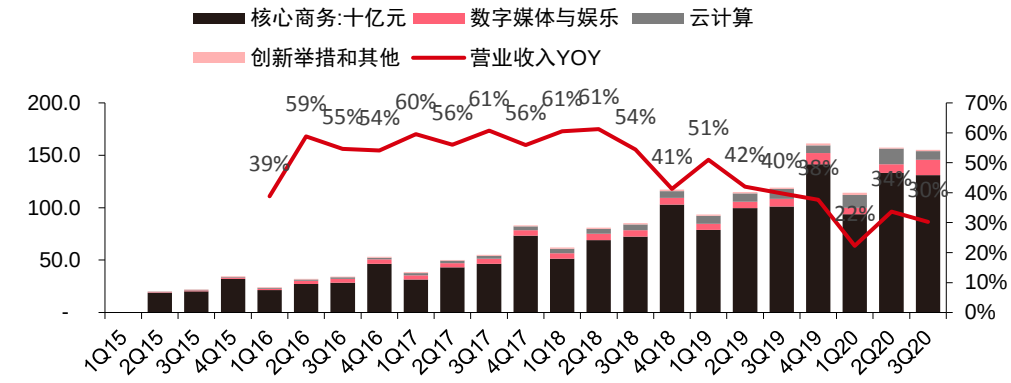
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：阿里巴巴移动月活用户



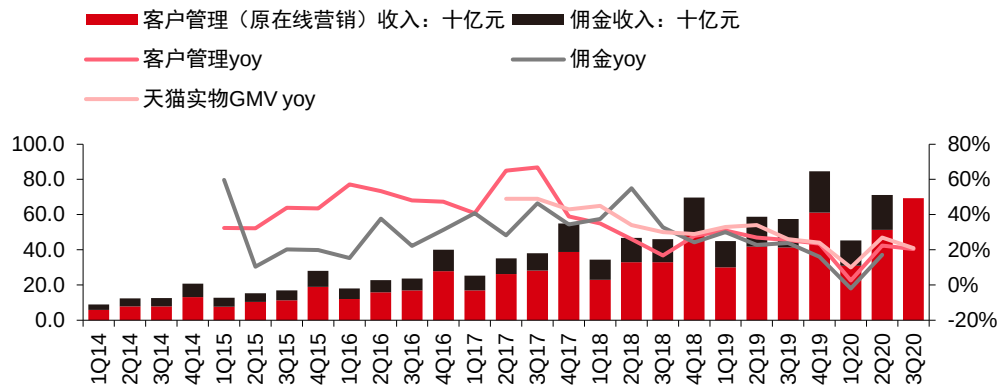
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：阿里巴巴收入结构



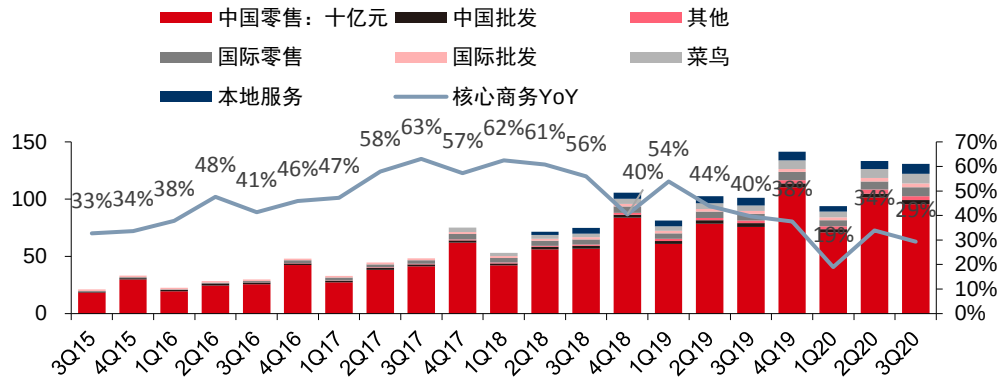
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：阿里巴巴客户管理（在线营销）与佣金收入情况



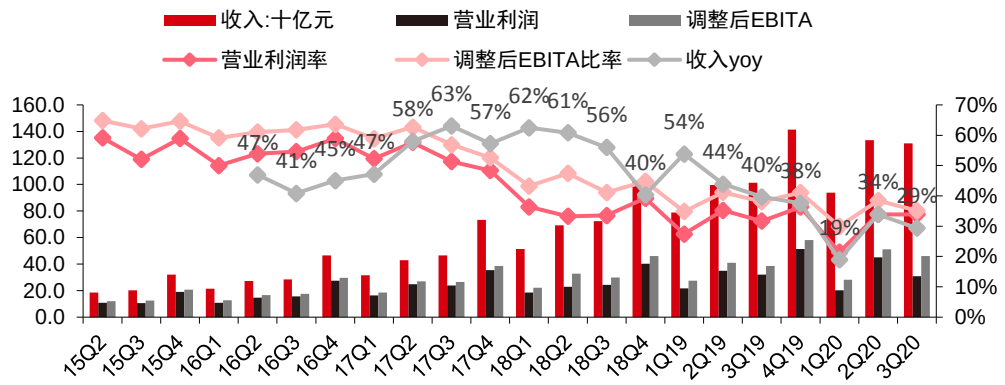
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：阿里核心电商收入情况



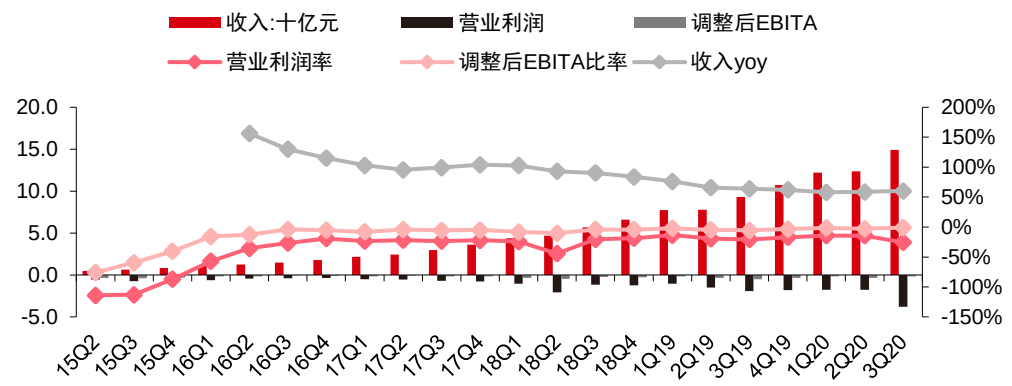
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6：阿里巴巴核心电商业务收入及 EBITA



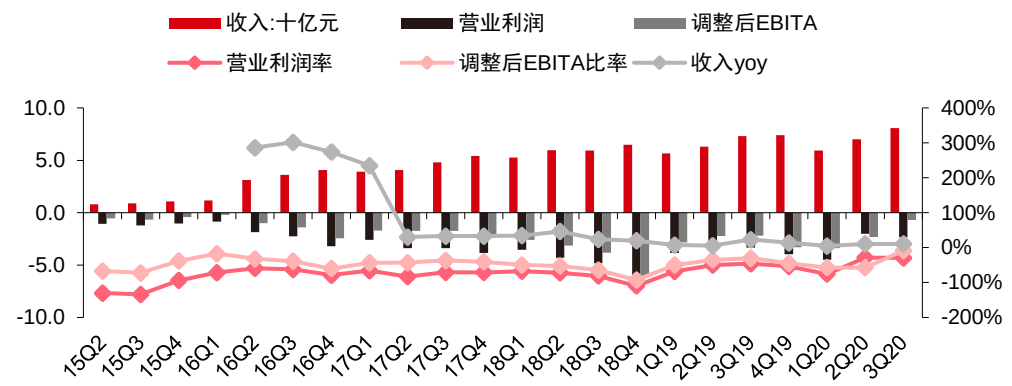
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7：阿里巴巴云业务收入及 EBITA



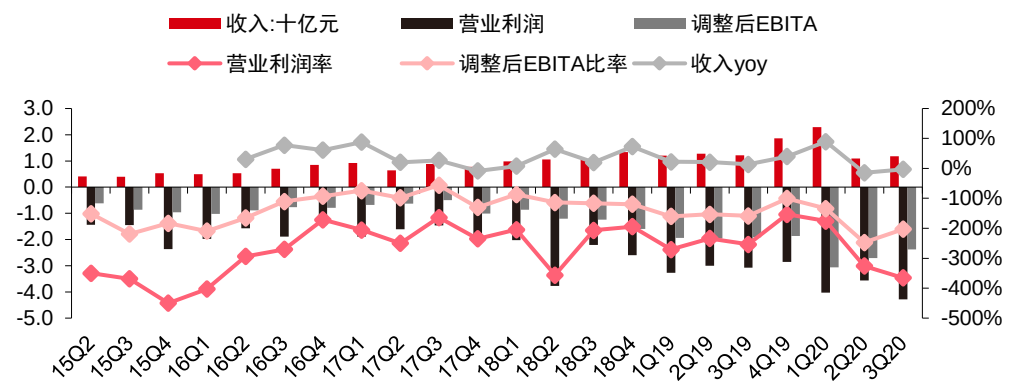
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：阿里巴巴数娱业务收入及 EBITA



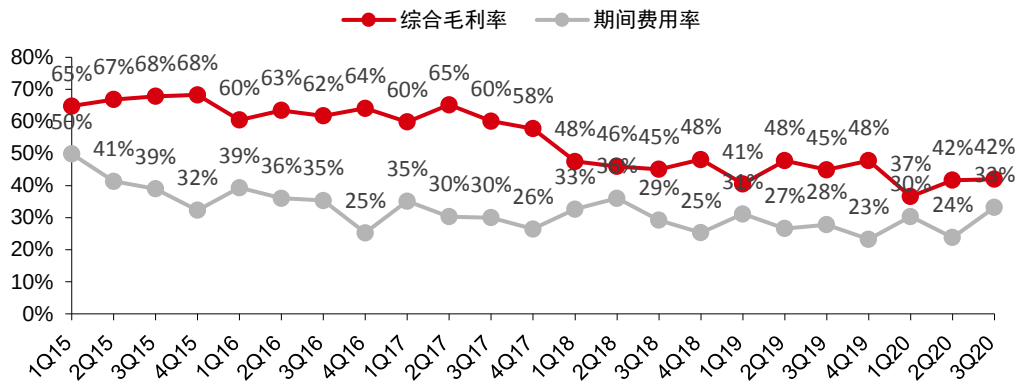
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 9：阿里巴巴创新业务收入及 EBITA



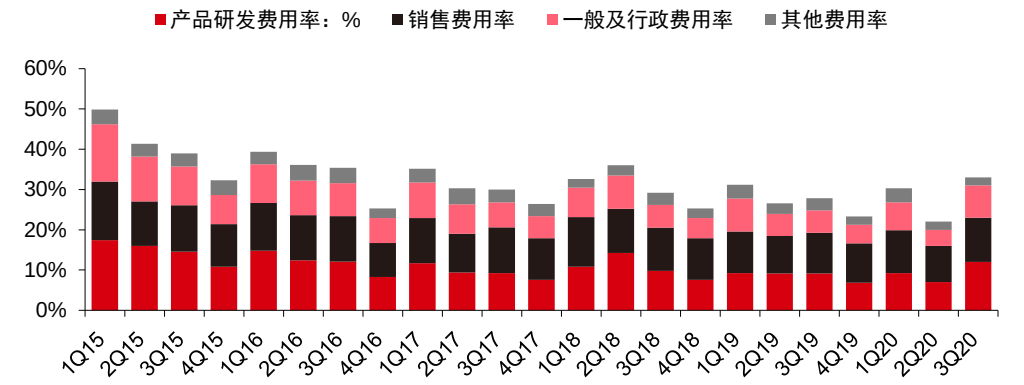
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 10：阿里巴巴综合毛利率与费用率



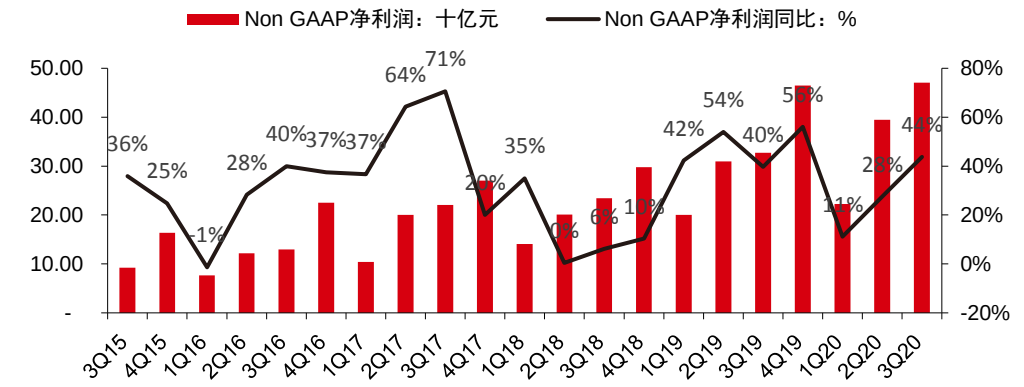
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：阿里巴巴费用构成



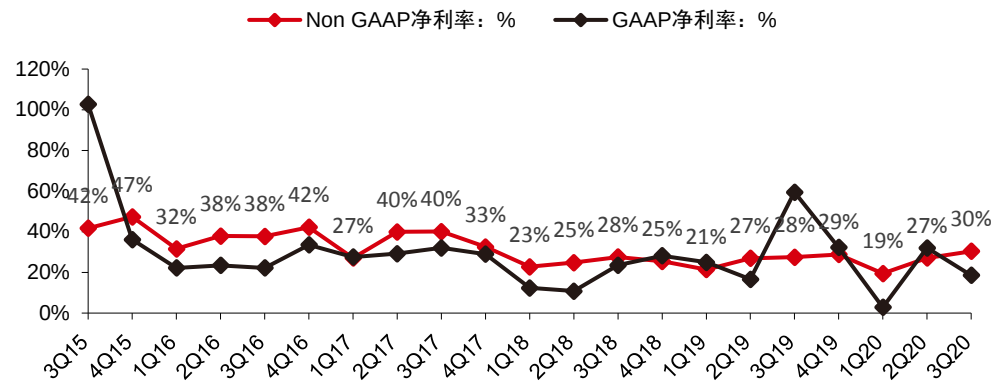
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 12：阿里巴巴 Non-GAAP 净利润情况



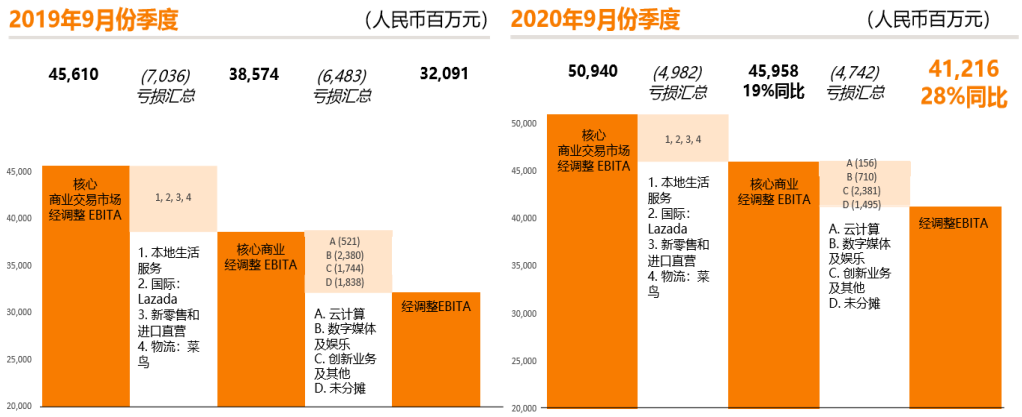
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 13：阿里巴巴净利率情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 14：阿里巴巴各业务 EBITA 构成情况



资料来源：公司公告

利润表（百万元）

指标名称	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	376,844	509,711	676,687	849,758	1,025,018
营业成本	206,929	282,367	385,712	467,367	563,760
毛利率	45%	45%	43%	45%	45%
销售费用	39,780	50,673	69,222	81,577	95,293
销售费用率	11%	10%	10%	10%	9%
研发费用	37,435	43,080	62,217	67,981	77,901
研发费用率	10%	8%	9%	8%	8%
管理费用	24,889	28,197	43,504	53,538	63,288
管理费用率	7%	6%	6%	6%	6%
营业利润	57,084	91,430	100,036	161,217	205,148
营业利润率	15%	18%	15%	19%	20%
净利息收入及其他非经营性损益	39,137	75,215	53,604	31,738	34,708
利润总额	96,221	166,645	153,640	192,955	239,857
所得税	16,553	20,562	30,446	39,849	47,779
所得税税率	15%	13%	16%	16%	16%
联营公司份额	566	-5,733	9,000	3,000	3,300
少数股东损益	7,652	9,083	5,400	5,454	5,509
净利润(GAAP)	80,234	140,350	132,194	156,106	195,378
净利率(GAAP)	21%	28%	20%	18%	19%
净利润(非 GAAP)	93,407	132,479	174,504	212,208	254,138
净利率(非 GAAP)	25%	26%	26%	25%	25%
归属普通股东净利润（GAAP）	87,600	149,263	137,424	161,390	200,600

资产负债表（百万元）

指标名称	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
流动资产合计	270,273	462,923	742,650	1,017,605	1,341,539
权益法核算的投资	84,454	189,632	199,114	209,069	219,523
固定资产-物业及设备	92,030	103,387	90,435	75,797	59,905
商誉	264,935	276,782	276,782	276,782	276,782
其他非流动资产	253,384	280,261	259,651	258,705	258,467
非流动资产总计	694,803	850,062	825,982	820,354	814,678
资产总计	965,076	1,312,985	1,568,632	1,837,959	2,156,217
短期借款	7,356	5,154	5,154	5,154	5,154
应付账款，应计费用及其他负债	117,711	161,536	217,562	259,380	308,463
预收账款及递延收入	30,795	38,338	50,868	62,639	73,520
其他流动负债	51,807	36,844	49,184	60,979	71,479
流动负债合计	207,669	241,872	322,768	388,151	458,617
长期借款	35,427	39,660	39,660	39,660	39,660
无抵押优先票据	76,407	80,616	80,616	80,616	80,616
其他非流动负债	30,171	71,186	76,238	81,688	87,575
非流动负债合计	142,005	191,462	196,514	201,964	207,851
股东权益合计(不含少数股东权益)	492,257	755,401	930,500	1,134,447	1,381,862
股东权益合计(含少数股东权益)	615,402	879,651	1,049,350	1,247,843	1,489,750
负债和所有者权益总计	965,076	1,312,985	1,568,632	1,837,959	2,156,217

现金流量表（百万元）

指标名称	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
净利润	80,234	140,350	132,194	156,106	195,378
折旧和摊销	37,080	33,911	40,518	45,793	49,714
股权激励	37,491	31,742	37,505	42,388	46,528
营运资金变化	32,250	21,418	61,520	34,523	34,088
其他经营现金流	-36,080	-25,396	4,390	4,829	5,312
经营现金流合计	150,975	180,607	276,127	283,638	331,019
资本支出	-49,643	-45,386	-18,809	-21,258	-23,078
其他投资现金流	-101,417	-108,072	-9,482	-9,956	-10,453
投资现金流合计	-151,060	-108,072	-28,291	-31,213	-33,531
融资现金流合计	-7,392	70,853	-	-	-
汇率变动对现金的影响	3,245	4,100	-	-	-
期初现金额	202,726	198,494	345,982	593,818	846,242
现金及等价物净增加额	-4,232	147,488	247,836	252,424	297,488
期末现金额	198,494	345,982	593,818	846,242	1,143,730

主要财务指标

指标名称	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
增长率：					
营业收入	51%	35%	33%	26%	21%
Non-GAAP 毛利润	20%	31%	28%	31%	20%
Non-GAAP 净利润	12%	42%	32%	22%	20%
利润率：					
Non-GAAP 毛利润	47%	46%	44%	46%	46%
Non-GAAP 净利润	25%	26%	26%	25%	25%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	**股票评级**	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd (“CAPL”) (商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号: 350159) 受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。