

阿里巴巴 (BABA.N)

财报点评：电商表现基本符合预期，降本增效助力利润改善

● 事件

8月4日美股盘前，阿里巴巴 (BABA.N) 公布了截止2022年6月31日的2023财年一季报财报。本季度营收略超预期，调整后EBITA大幅超预期。

本季度公司营收2056亿元人民币，同比保持稳定，略高于市场预期的2031亿元；经调整后EBITA为344亿元，同比下降17.5%，显著超出市场预期的287亿元。

● 核心观点

中国电商整体基本符合预期，多重宏观不利因素影响国际电商

本季度中国商业整体收入表现符合预期，为1419亿元，同比下降1.5%，市场预期为1406亿元。淘宝天猫GMV同比下降幅度为中位数，优于预期的高位数。客户管理收入为722亿元，同比下降10%，高于预期的527亿元。本季度客户管理收入落后于平台GMV的增长，主要因为订单取消量上升以及商家广告投放较疲软。直营零售收入为647亿元，同比增长8%，主要由线上购物的强劲增长驱动。国际电商业务收入为155亿元，受增值税新规、俄乌冲突等多重因素影响，同比增长2%，不及预期。

云服务：增速继续放缓，非互联网客户收入占比提升

云计算本季度继续保持增长，但增速有所下滑。收入为177亿元，同比增速10%，增速再次放缓，低于预期的182亿元。互联网客户投入减少，以及疫情影响项目交付进度，导致云业务收入增长放缓。季度内非互联网客户的收入占比达到53%，环比提升1%，同比增长5%。

其他业务：本地生活亏损有所改善

本季度本地生活服务收入为106亿元，同比增长5%。收入的增长主要是由于疫情期间补贴减少，变现率提高。本季度菜鸟收入为121亿元，同比增长5%，其中70%来自国外客户。消费者服务升级使得物流服务收入有所增长，但被速卖通国际订单量的减少所抵消。本季度数字媒体及娱乐业务收入为72亿元，同比下降10%。

毛利率环比提升，公司降本增效带来费用率改善

本季度毛利率为37%，去年同期为40%，毛利率有所下滑但仍高于市场预期的35.4%。毛利率下滑的主要原因是阿里重资产业务占比提高以及菜鸟物流建设。

本季度公司降本增效决心显著，销售费用率继续下滑，研发费用率有所增长但增速明显放缓，管理费用率增长与人员结构优化有关。

● 投资建议

本季度阿里的营收小幅超预期，而利润大幅超预期，部分原因来自于市场此前对GMV估计略低，而对企业降本对费用率改善的幅度预测偏保守；本季度基本已经是收入底，随着宏观经济复苏和消费信心恢复后，基本面有望继续修复，但各业务条线面临的风险短期仍将存在，未来继续关注降本增效对费用率的改善，以及除了瘦身带来的利润改善之外，核心业务的实质性收入增长，和监管面等不确定性事件对估值的压制缓解

● 风险提示

通货膨胀风险，消费者信心不足，反垄断监管风险，云计算竞争加剧

Franky Lau

分析师

SFC CE Ref: BRQ 041

frankyliu@futu.hk

WENBO WEI

联系人

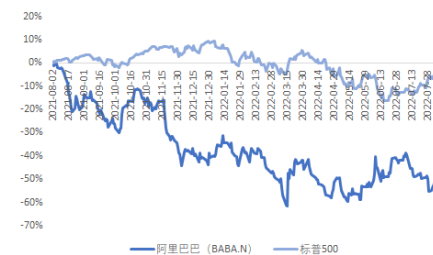
wendeywei@futu.hk

市场数据

	BABA.N
日期	2022/08/05
当前价	92.56
总股本	26.48 亿
流通股	26.48 亿
52周最高/最低价	199.32 美元/73.28 美元
近1月绝对涨幅	-22.95%
近12月绝对涨幅	-53.88%

数据来源：Wind，富途证券

股价表现



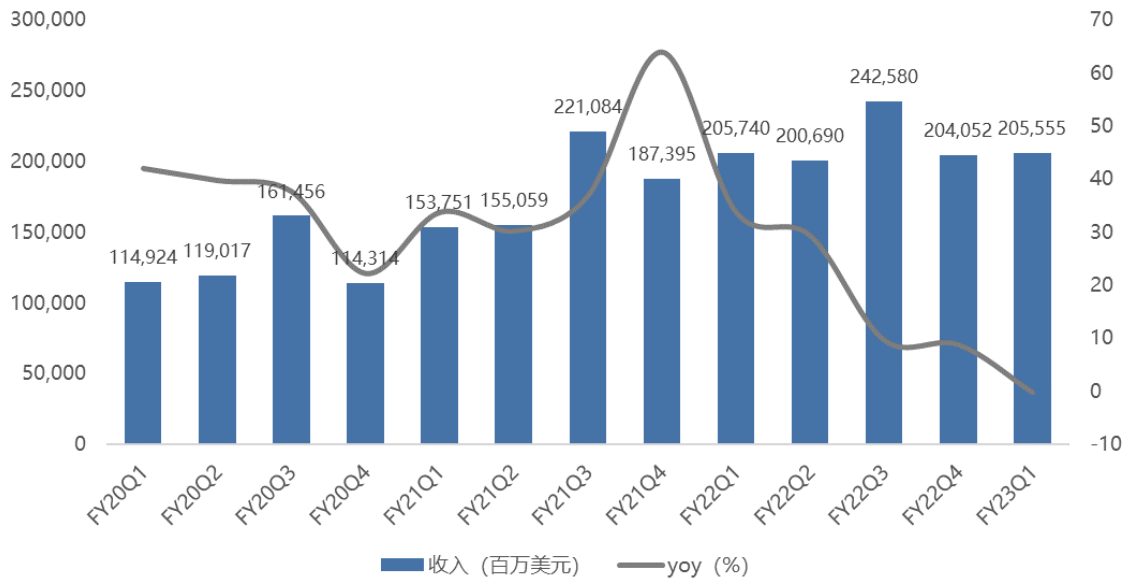
数据来源：Wind，富途证券

1、营收同比增速持平，利润显著超出预期

本季度公司营收 2056 亿元人民币，同比基本持平，去年同期为 2057 亿元人民币，强于市场预期的 2031 亿元。营业利润为 249 亿元，同比下降 19%，市场预期为 193 亿元。经调整后 EBITA 为 344 亿元，去年同期为 417 亿元，同比下降 17.5%，但仍显著超出市场预期的 287 亿元。

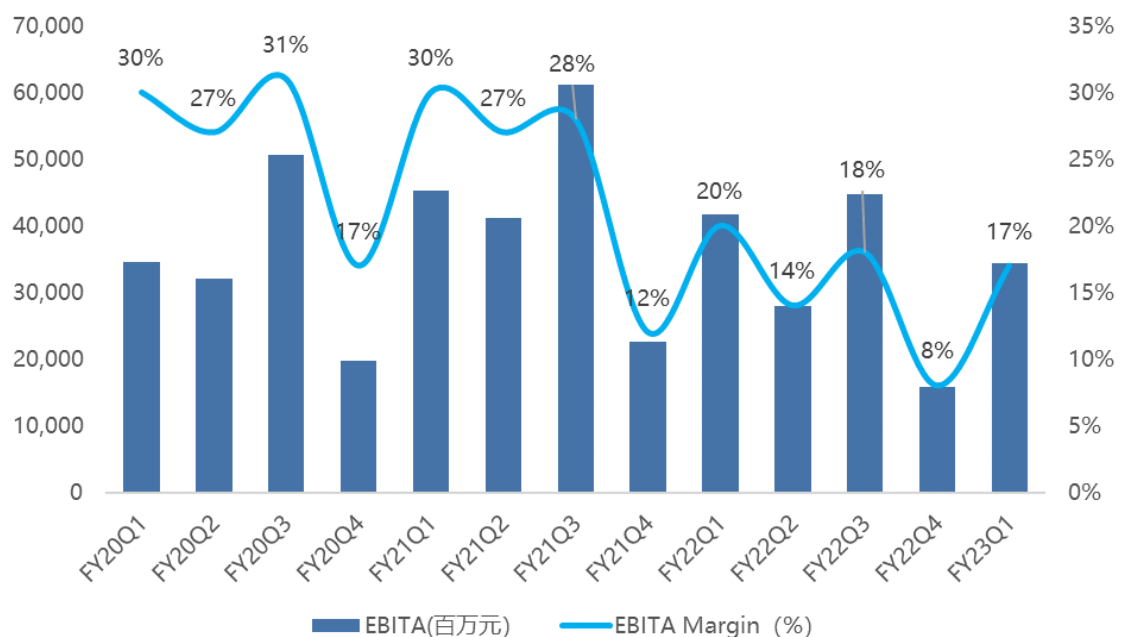
主要得益于部分业务的亏损收窄和费用率的显著改善。本季度主要预期差来自于：（1）最大营收占比的中国电商业务超出市场预期 1%，批发业务表现高于预期；（2）费用管控幅度表现优秀，本季度销售费用率改善明显，连续第二个季度下滑，研发费用增速放缓，管理费用受裁员补偿影响有所上升。（3）淘特、淘菜菜、盒马、饿了么、Lazada 和优酷等业务今年亏损都比前一季度有明显的改善。

图 1：阿里巴巴分季度营收及其增速，百万元



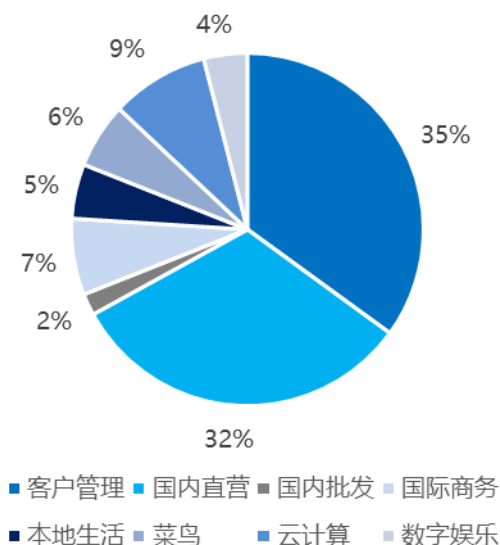
资料来源：Bloomberg，富途证券

图 2：阿里巴巴分季度 EBITA 及 EBITA Margin，百万元



资料来源：Bloomberg，富途证券

图 3：阿里巴巴 FY23Q1 季度分部门营收占比，%



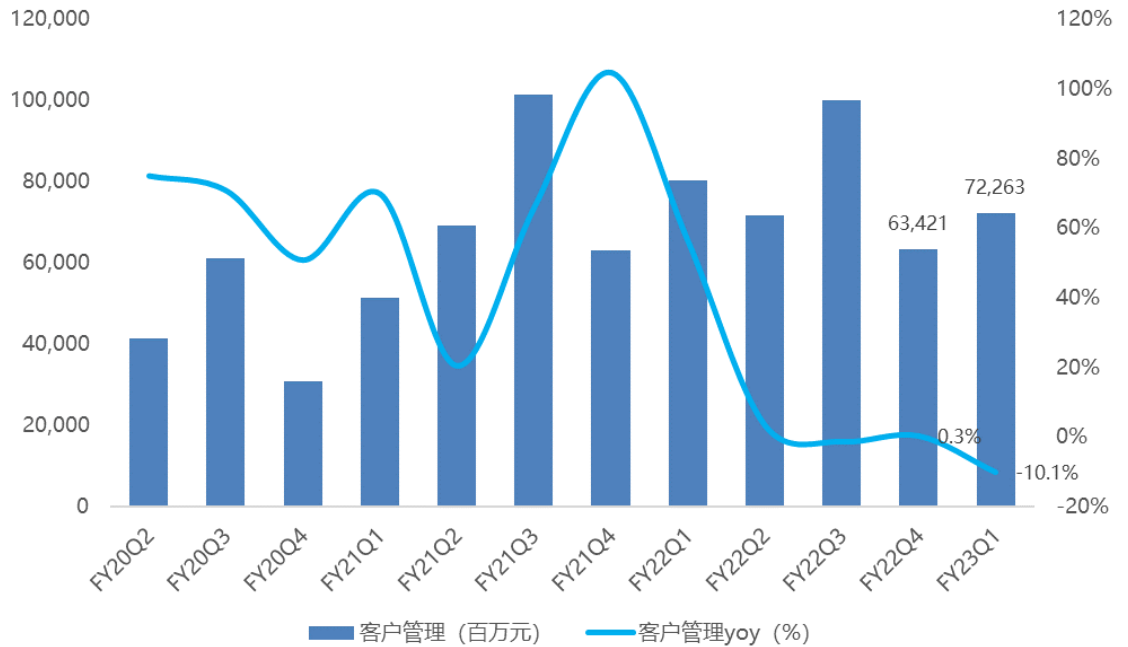
资料来源：Bloomberg，富途证券

2、核心电商：中国电商整体基本符合预期，多重宏观不利因素影响国际电商

本季度中国商业整体收入表现符合预期，为 1419 亿元，同比下降 1.5%，市场预期为 1406 亿元。本季度淘宝天猫 GMV 同比下降幅度为中个位数，优于预期的高个位数。本季度受到疫情和 618 大促的双重影响，疫情反复和限制措施带来的物流瓶颈，使得供应链和物流在 4、5 月的大部分时间里受阻，进而导致订单取消量增加。5 月下旬随着物流能力逐步恢复，GMV 增长在 618 购物节开始复苏。公司预期 7 月份经营情况相比 6 月份将进一步恢复，尤其是服饰、消费电子等受疫情影响较大的品类。

(1) 客户管理收入 (Customer Management Revenue, 即 CMR) 本季度为 722 亿元，同比下降 10%，高于预期的 527 亿元。本季度客户管理收入落后于平台 GMV 的增长，主要原因为订单取消量上升以及商家广告投放较疲软。

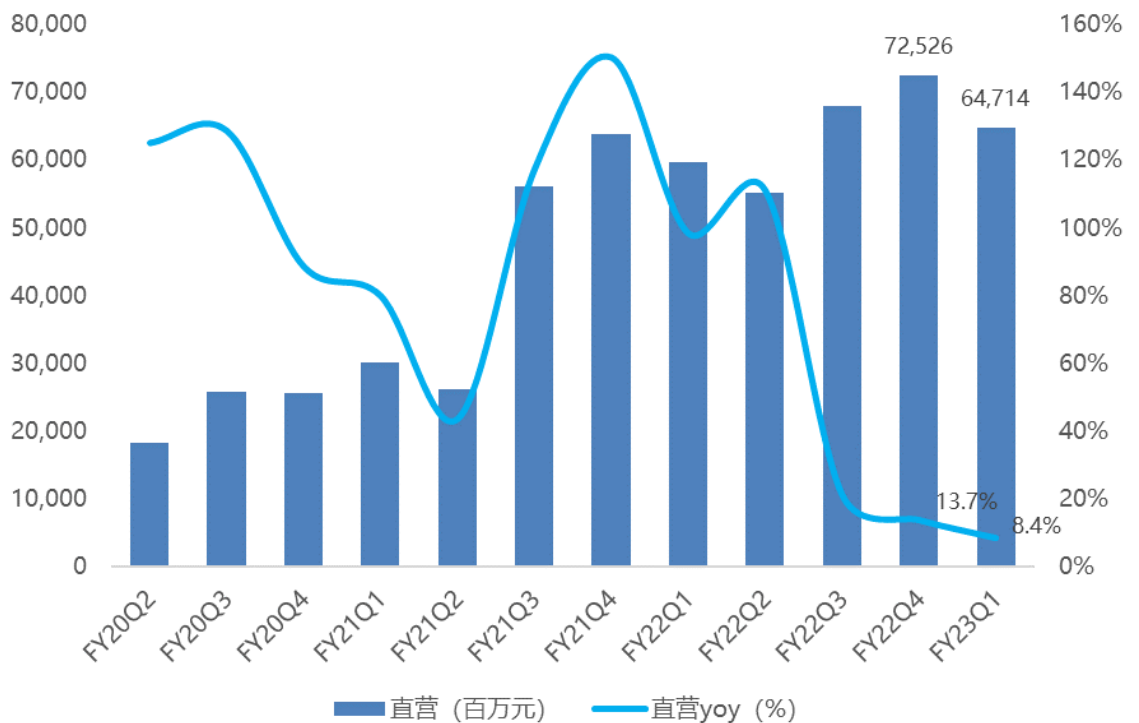
图 4：阿里巴巴客户管理收入及其增速，百万元



资料来源: Bloomberg, 富途证券

(2) 直营零售收入 (包括盒马、高鑫、猫超等业务) 本季度为 647 亿元, 同比增长 8%, 主要由线上购物的强劲增长驱动。但被疫情影响导致的线下销售疲软所部分抵消。本季度盒马和高鑫零售的线上销售额占比分别达到 68%和 36%。

图 5: 阿里巴巴直营业务收入及其增速, 百万元



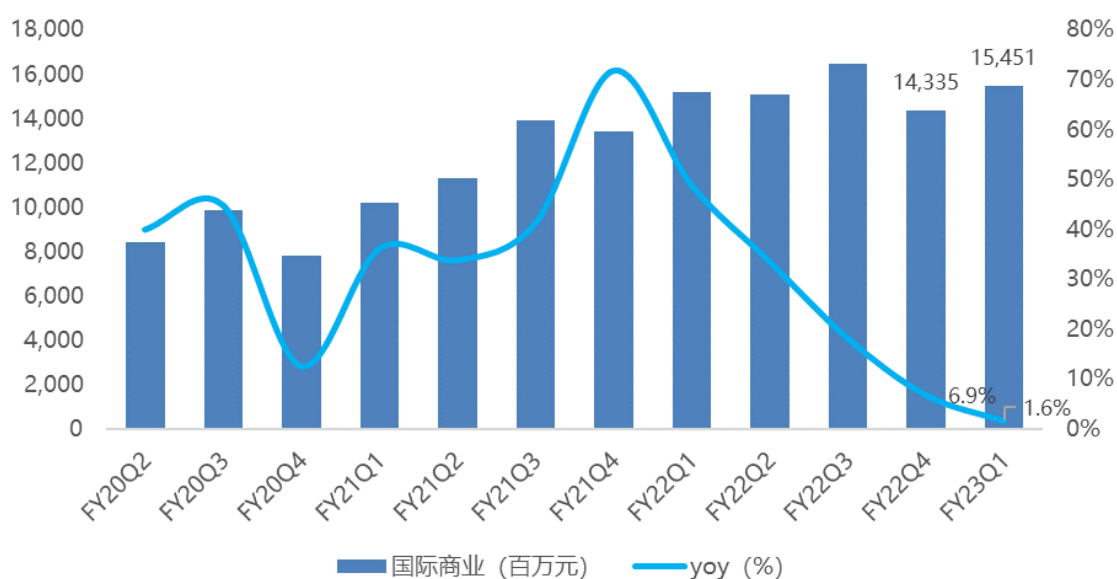
资料来源: Bloomberg, 富途证券

(3) 本季度首次未披露公司的 ACC 数量, 管理层重点不再追求用户新增目标, 而是用户的分层服务。截止上个季度国内电商用户超 9 亿, 加上本地生活等用户国内整体用户达 10 亿。本季度侧重披露了 88VIP 和用户粘性, 本季度末 2500 万 88VIP, 人均年度 ARPU 值达到 5.7 万元。消费 1 万元以上的用户次年留存率为 98%。

本季度中国商业经调整后 EBITA 为 436 亿元，去年同期为 508 亿元，主要原因是客户管理收入下降 80 亿元，与公司在改善亏损业务的运营效率方面取得积极进展相抵消。本季度淘特和盒马的总亏损同比收窄 15 亿元，淘菜菜亏损同比略增但 GMV 增长强劲，且季度环比亏损有所下降。

国际电商业务（包括速卖通、Lazada、Trendyol、Alibaba）方面，本季度收入为 155 亿元，同比增长 2%，不及预期的 160 亿元；其中国际零售业务下滑 3%，批发业务增长 12%，速卖通和 Trendyol 收入下降。零售业务表现不佳主要由于欧盟的增值税新规、欧元贬值、俄乌冲突导致部分境外物流交付拖累速卖通的出口零售业务，东南亚地区疫情后重回线下影响 Lazada 业绩增速，土耳其里拉持续贬值对 Trendyol 收入产生影响。

图 6：阿里巴巴国际电商业务收入及其增速，百万元

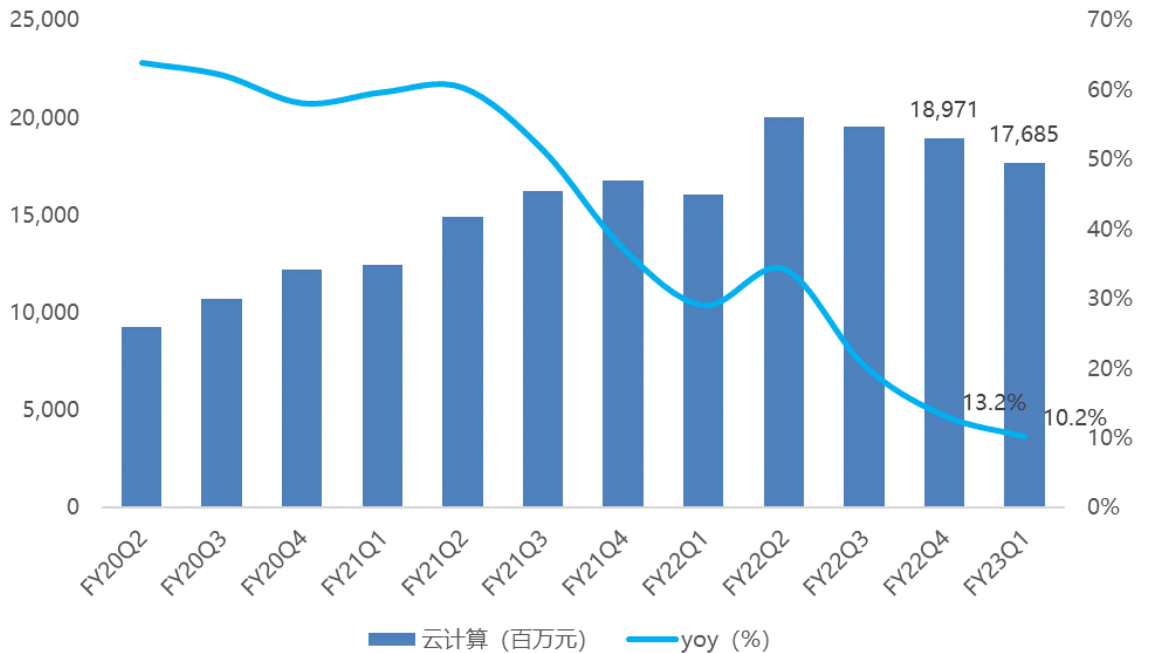


资料来源：Bloomberg，富途证券

3、云服务：增速继续放缓，非互联网客户收入占比提升

云计算本季度继续保持增长，但增速有所下滑。本季度阿里云、钉钉为主的云计算收入为 177 亿元，同比增速 10%，增速再次放缓，低于预期的 182 亿元。互联网客户投入减少，以及疫情影响项目交付进度，导致云业务收入增长放缓。季度内非互联网客户的收入占比达到 53%，环比提升 1%，同比增长 5%。

图 7：阿里巴巴云计算业务收入及其增速，百万元



资料来源: Bloomberg, 富途证券

本季度云业务部门经调整后 EBITA 为 2.47 亿元, 相比去年同期下降 0.93 亿元, 低于市场预期的 3.4 亿元, 主要因为技术方面投资的增加以及托管和带宽的增加。公司未来将继续把云业务作为公司的核心战略, 认为下一个增长点产业数字化, 即云业务中非互联网公司占比不断提升。公司将针对不同行业, 推出不同应用来捕捉机会。

4、其他业务：本地生活亏损有所改善

其他业务方面, 重心主要放在改善经营结构, 减少亏损上。

本季度本地生活服务(到家: 饿了么; 到店: 高德、飞猪) 收入为 106 亿元, 同比增长 5%。收入的增长主要是由于疫情期间补贴减少, 变现率提高。本季度经调整后 EBITA 亏损减少 17 亿元至 30 亿元, 主要原因是到家业务的亏损收窄。本季度饿了么的单位经济效益转为正值, 背后原因是疫情期间客单价的提高, 每单的配送成本降低。

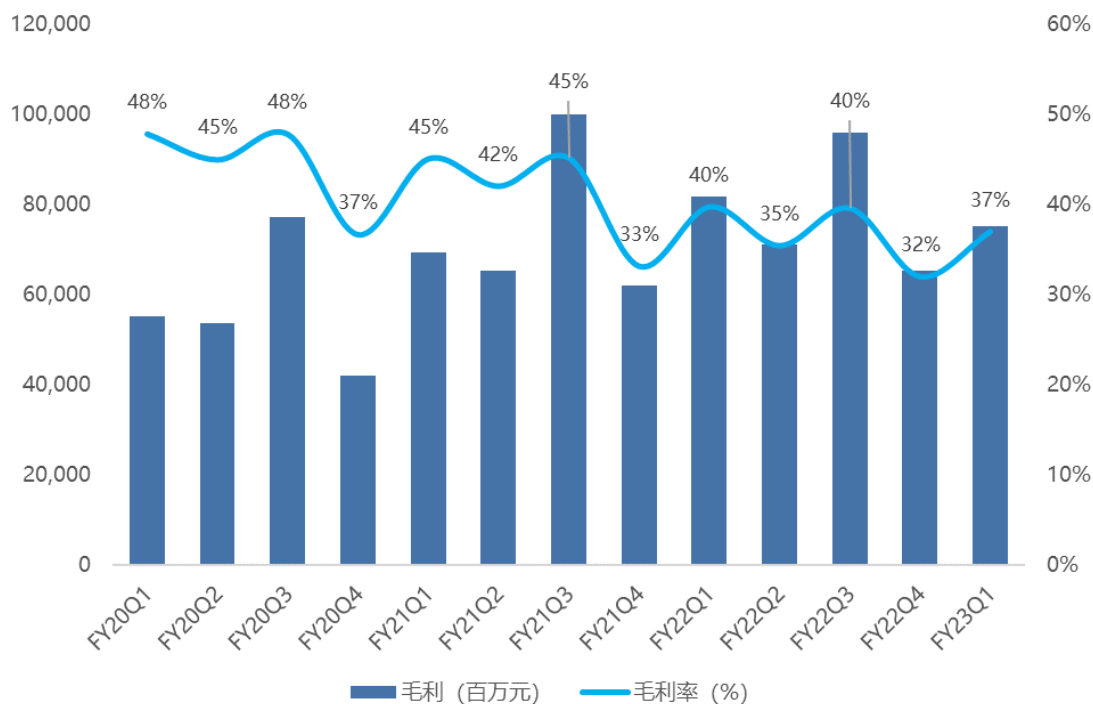
本季度菜鸟收入为 121 亿元, 同比增长 5%, 其中 70% 来自国外客户。消费者服务升级使得物流服务收入有所增长, 但被速卖通国际订单量的减少所抵消。经调整后 EBITA 亏损为 1.85 亿元, 相比去年同期增加 0.39 亿元, 主要原因是公司在全球投资扩建智能物流基础设施以及速卖通国际订单量的减少。

本季度数字媒体及娱乐业务收入为 72 亿元, 同比下降 10%。经调整后 EBITA 亏损为 6.3 亿元, 相比去年同期增加 2.11 亿元。本季度优酷的亏损继续收窄, 但被其他娱乐业务因疫情影响导致的亏损增加抵消。

5、毛利率环比改善, 公司降本增效带来费用率改善

本季度毛利率为 37%, 去年同期为 40%, 毛利率有所下滑但仍高于市场预期的 35.4%。毛利率下滑的主要原因是阿里重资产业务占比提高以及菜鸟物流建设。环比有所改善, 上一季度公司毛利率为 32%。

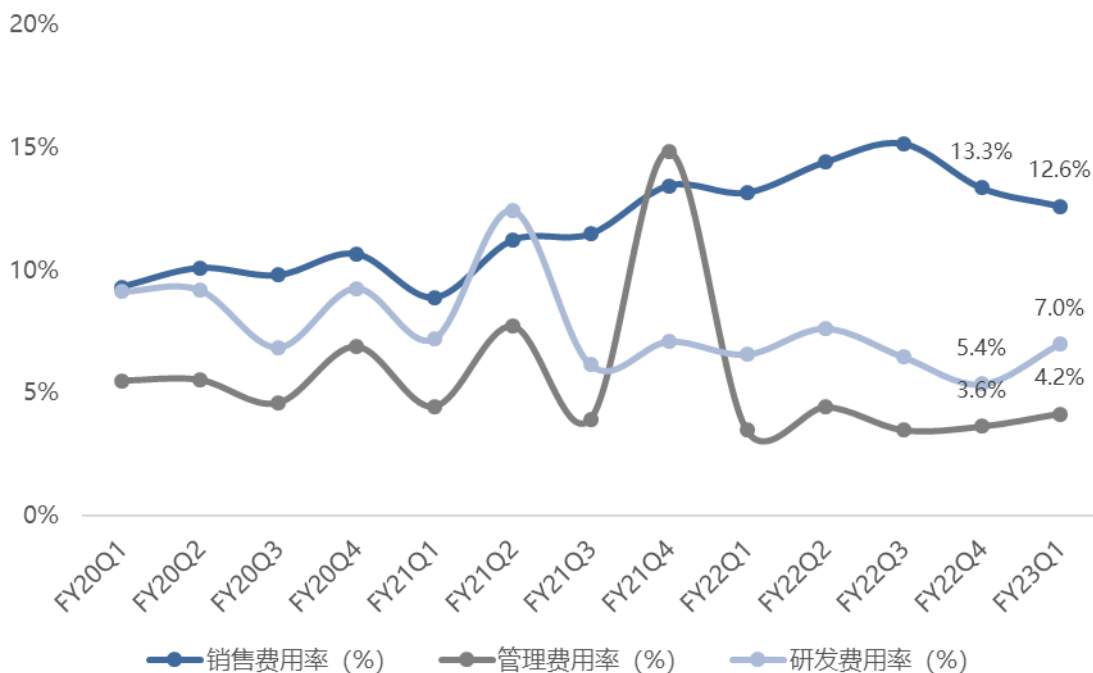
图 8: 阿里巴巴分季度毛利及毛利率, 百万元



资料来源: Bloomberg, 富途证券

从费用率角度看, 本季度公司降本增效决心显著, 销售费用率继续下滑, 研发费用率有所增长但增速明显放缓, 管理费用率增长与人员结构优化有关。本季度 GAAP 销售费用率为 12.6%, 连续两个季度改善, 去年同期为 13.1%。研发费用率为 7%, 研发费用绝对值同比增加 5%, 去年同期增速为 22%, 增速相较往年平均水平明显放缓。管理费用率为 4.2%, 相比去年同期略有上升, 同比增长 18%, 管理费用的上升与公司本季度人员结构优化有关, 本季度公司员工数减少近 1 万人。

图 9: 阿里巴巴分季度 GAAP 费用率情况, %

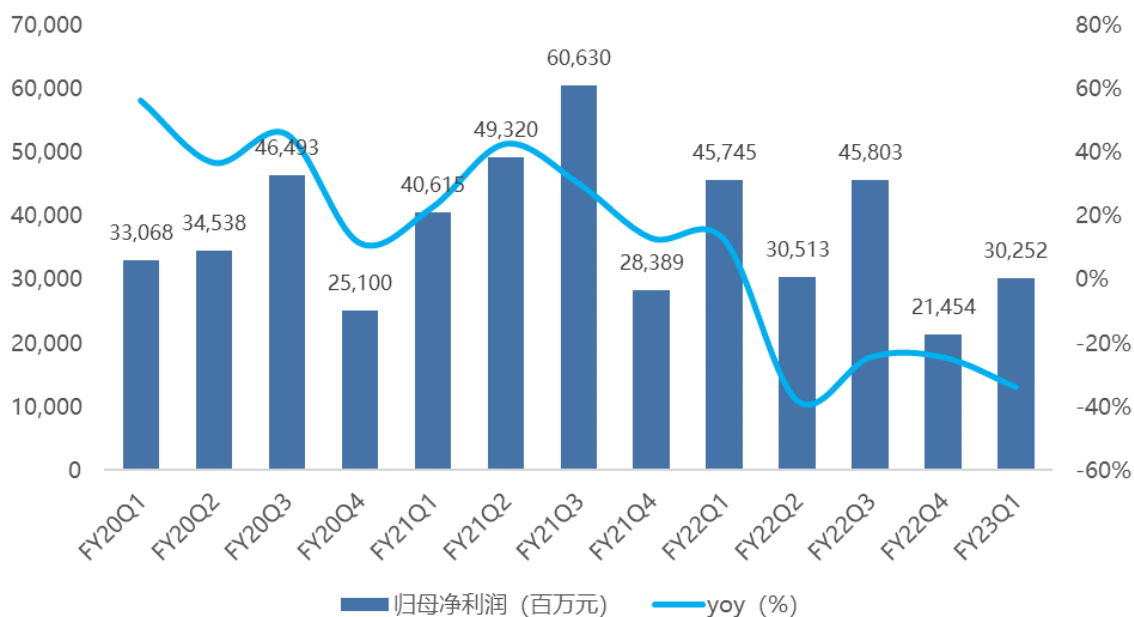


资料来源: Bloomberg, 富途证券

本季度公司 Non-GAAP 净利润为 303 亿元, 同比下降 34%, 去年同期为 457 亿元。主要原因是公司经调

整后 EBITA 的下降和从权益法核算的被投资公司（主要为蚂蚁集团）获得的业绩分成下降所导致。

图 11: 阿里巴巴 Non-GAAP 净利润及其增速, 百万元



资料来源: Bloomberg, 富途证券

展望未来, 公司将继续聚焦上一季度提出的一些关键经营原则和财务目标, 具体包括聚焦高质量增长, 提升经营效率, 优化成本结构, 保持强劲的现金流和净现金水平。

投资建议

本季度阿里的营收小幅超预期, 而利润大幅超预期, 部分原因来自于市场此前对 GMV 估计略低, 而对企业降本对费用率改善的幅度预测偏保守; 本季度基本已经是收入底, 随着宏观经济复苏和消费信心恢复后, 基本面有望继续修复, 但各业务条线面临的风险短期仍将存在, 未来继续关注降本增效对费用率的改善, 以及除了瘦身带来的利润改善之外, 核心业务的实质性收入增长, 和监管面等不确定性事件对估值的压制缓解

风险提示

通货膨胀风险高于预期, 消费者信心不足, 反垄断及数字监管带来的监管风险, 云计算竞争加剧, 资本开支放缓不及预期, 数字内容上线不及预期

研究报告免责声明

一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并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违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递送延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析师确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析师确认分析师本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析师本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

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。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futu.hk>上的风险披露声明。