

Alibaba (BABA.N)

二季度財報前瞻：壓制因素短期難解

美東時間 8 月 10 日盤前，Alibaba 將發布 2024 財年 Q1 財報（截止 2023 年 6 月）。

核心觀點

中國商業有望受益于整體零售大盤的同比增長

本季度中國商業業務有望受到國內消費復蘇的推動，2023 年 4-6 月全國社會消費品零售總額同比增長 18%/13%/3.1%，多項促銷活動的落地有利于促進 GMV 實現反彈。然而，行業競爭日趨白熱化，聚焦低價競爭可能導致 Alibaba 電商業務增速弱于整體大盤，同時影響貨幣化率提升。

國際商務本季度有望繼續增速提升

隨着收入擴張，多項負面因素有所緩解，預計本季度國際業務的虧損將繼續收窄。速賣通方面，歐洲 VAT 增值稅影響消除，新功能 AE Choice 取得良好反響，正逐步擴大試點。Trendyol 方面，土耳其匯率趨于穩定，3 月起地震對 Trendyol 的負面影響逐漸消失，開始拓展阿塞拜疆新市場；Lazada 所在東南亞地區核心競爭對手 Shopee 發展策略轉向，從注重收入到注重利潤轉變，短期內競爭格局有所趨緩。

雲業務預計仍承壓，降價策略尚需時間體現

受宏觀影響，企業在雲計算方面的支出較謹慎。二季度企業客戶削減和優化雲用量的趨勢沒有明顯回暖，雲計算的低迷可能持續。

雲業務的降價策略尚需時間體現。非互聯網客戶收入將繼續提升，頭部客戶流失影響逐漸消除。今年 4 月，Alibaba Cloud 啓動史上最大規模降價。在激烈的市場競爭中，價格降低短期或導致新訂單業務創收能力下降，中長期有利于擴大用戶規模和搶占市場份額。AI 的快速發展有望帶來雲的增量需求，截至 7 月已有超過 30 萬企業申請測試通義千問，有望驅動雲業務未來增長。

投資建議

目前彭博給出的 2024 財年 Q1 一致預期是營業收入為 2230 億元，同比增長 8.5%；調整後 EBITA 為 379 億元，同比增長 10.2%。我們認為本季度 Alibaba 的營收和利潤有望實現反彈，增量主要來自于去年同期國內電商的低基數、國際電商業務的減虧，整體營收增速預計將與市場預期一致。

對於 Alibaba 來說，市場對於降本增效帶來的利潤增長敏感性已經逐漸下降，更期待實質性的營收增長。當前制約股價的因素主要為消費整體復蘇力度較弱、電商競爭格局的白熱化、以及雲計算業務的疲軟和競爭激烈。截止目前，以上因素尚未得到有效改善，回購帶來的股東回報存在不確定性，市場擔憂情緒仍在，業績前景尚不明朗，對於估值的壓制短期難以解除。

投資策略方面，雲業務、菜鳥業務、盒馬等多項業務披露分拆上市進展，有望形成股價催化劑。同時，螞蟻集團處罰落地標志着平臺經濟風險出清，未來若有政策利好落地，有望提升短期估值，建議投資者密切關注事件驅動帶來的短期交易機會。

風險提示

消費復蘇不及預期；行業競爭加劇；雲計算低迷超預期；地緣政治風險

分析師

CHEN YUJIA
富途證券分析師
SFC CE.No. BIH 327
charleychen@futu.hk

聯系人

Wendy Wei
wendywei@futu.hk

Andrew Liang
andrewliang@futu.hk

市場數據

BABA.N	Alibaba
日期	23/08/03
當前價	95.07
總股本	25.47 億
流通股本	20.64 億
52 周最高/最低價(美元)	121.30/58.01
近 1 月絕對漲幅	12.02%
近 12 月絕對漲幅	-5.94%

數據來源：Wind，富途證券

股價表現（截至 8 月 3 日）



數據來源：Wind，富途證券

1、業務介紹

Alibaba 業務可劃分為七大業務綫，中國商業（包括國內電商零售平臺淘寶、天貓、淘特等和國內零售自營業務高鑫、貓超、盒馬等以及 1688 批發業務）、國際電商（包括國際零售速賣通、Lazada 和 Trendyol 以及國際批發 Alibaba）、本地生活（餓了麼、高德、飛豬）、菜鳥物流、雲計算（Alibaba Cloud、釘釘）、數字娛樂（優酷、Alibaba 影業等）和其他創新業務（天貓精靈等）。其中核心的中國商業營收占比超過 60%，本季度財報關注的重點在於電商業務的復蘇程度以及雲計算業務承壓情況。

圖 1: Alibaba 業務綫及相關產品



資料來源：公司公告，富途證券

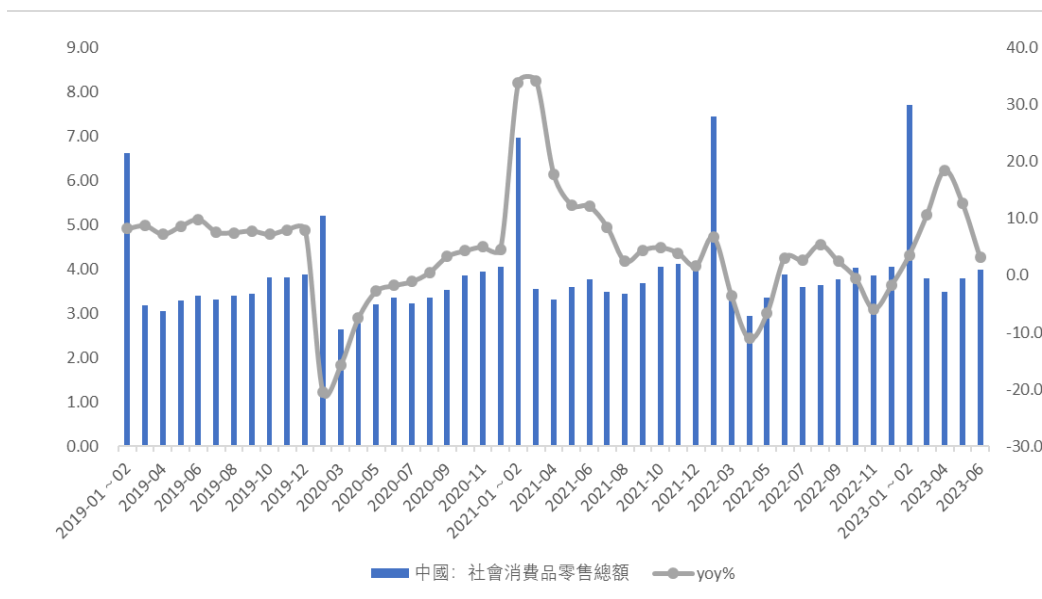
2、中國商業有望受益于整體零售大盤的同比增長

根據國家統計局數據顯示，2023 年 4-6 月全國社會消費品零售總額同比增長 18%/13%/3.1%，二季度相對 2021 年同期增長 5.6%。線上零售方面高于整體大盤增長，實物商品網上零售額同比 +22%/+11%/+7%，去年同期主要受到上海疫情影響，導致基數較低。

二季度公司推出多項促銷活動，有利于拉動 GMV 反彈。根據 618 期間數據來看，今年“618”全網商品交易總額達 7987 億元，同比增長 14.77%，增速有所放緩，比 2021 年增長 38%；淘寶天貓 618 期間，用戶、商家規模、GMV 三項指標全面正增長。

考慮到 Alibaba 在本季度大力推出天貓母親節、進口狂歡節、618 年中大促、聚劃算 66 大聚惠等活動。受益于整體消費形勢改善和去年的低基數，以及二季度對於多項促銷活動的重視程度提升，預計二季度中國商業分部 GMV 將實現同比反彈。隨着物流履約恢復和商家廣告投放意願的提升，訂單取消率等負面因素逐步減弱，CMR 與 GMV 之間的增速 GAP 逐漸收窄，預計本季度 GMV 與 CMR（客戶管理收入）增速呈現一致。

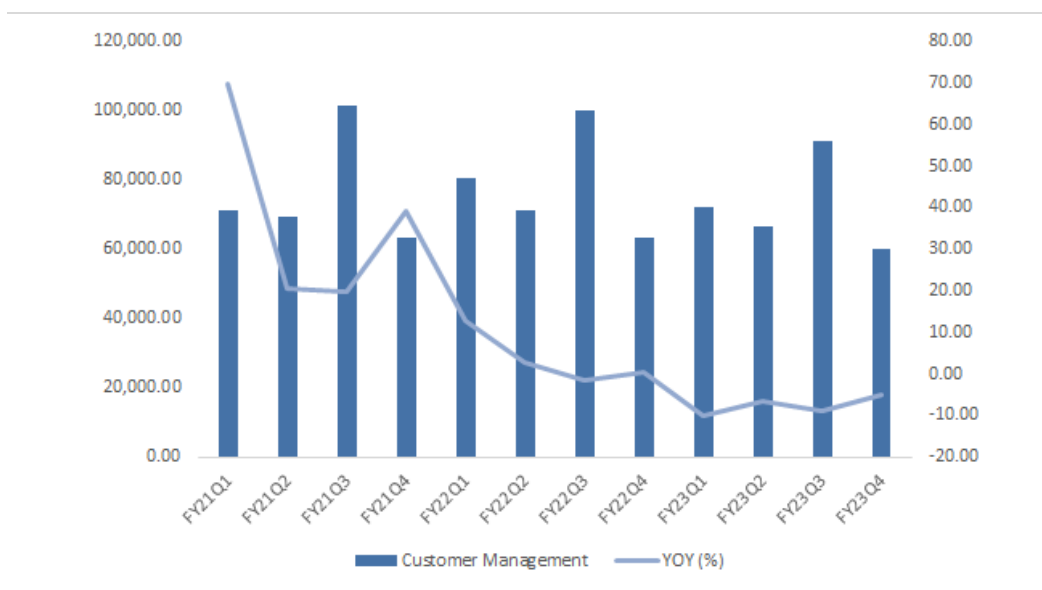
圖 2：中國社會消費品零售總額（萬億元）及同比（%）



資料來源：National Bureau of Statistics of China, 富途證券

但同時，電商行業市場競爭白熱化、聚焦低價競爭可能導致公司電商業務增速弱于整體大盤，同時影響貨幣化率提升。“618”近四分之一銷售額來自直播電商，繼續衝擊傳統電商。直播電商銷售額同比增長 27.6%至 1844 億元，在電商大盤占比從去年的 19.9% 升至 23.1%，抖音電商“618”整體銷量同比增長三分之二。同時，競爭對手拼多多“618”期間 GMV 同比增長超過 300%，根據 23Q1 財報數據，拼多多的總營收已經達到 Alibaba 國內電商收入（客戶管理口徑）的 62%。

圖 3：Alibaba 國內客戶管理口徑電商收入（百萬元）及同比（%）

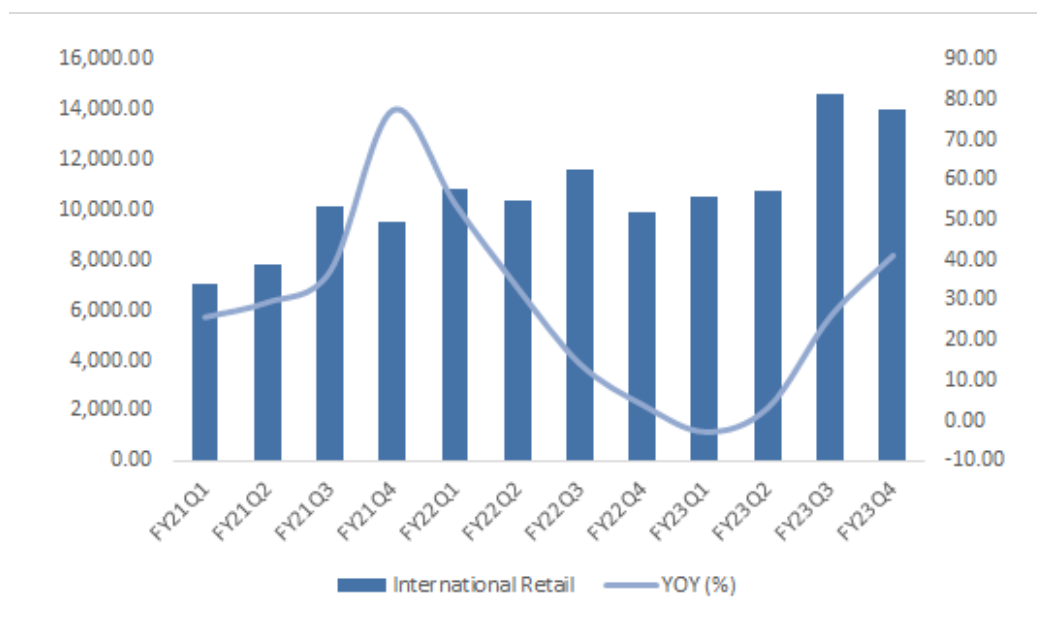


資料來源：Bloomberg, 富途證券

3、國際商務負面因素減弱，本季度有望繼續增速提升

國際商業分部本季度有望繼續增速提升。1) 速賣通：歐洲 VAT 增值稅影響開始於 2021 年 7 月，從本季度財報開始，同比的負面影響已經消除。新業務 AliExpress Choice 頻道，在 2023Q1 推出後取得較好反響，2023 年 2 月底開始，速賣通在海外陸續推出 Choice 頻道，主打高性價比的商品以及更為確定的物流配送時間，推動 3 月速賣通用戶規模同比增長 45%、訂單量同比增長超過 50%，達到歷史新高。隨著 AE Choice 試點的逐步擴大，有望在 2023Q2 貢獻更多收入增長。2) Trendyol：土耳其匯率趨於穩定，3 月起地震對 Trendyol 的負面影響逐漸消失，再度加碼歐洲市場，5 月 3 日開始拓展阿塞拜疆新市場，新市場預計能為 Trendyol 貢獻收入增長。3) Lazada：Lazada 所在東南亞地區核心競爭對手 Shopee 發展策略轉向，從注重收入到注重利潤轉變，短期內競爭格局有所趨緩。隨着收入擴張，預計本季度國際業務的虧損將有所收窄。

圖 4：Alibaba 國際零售業務收入（百萬元）及同比（%）



資料來源：Bloomberg，富途證券

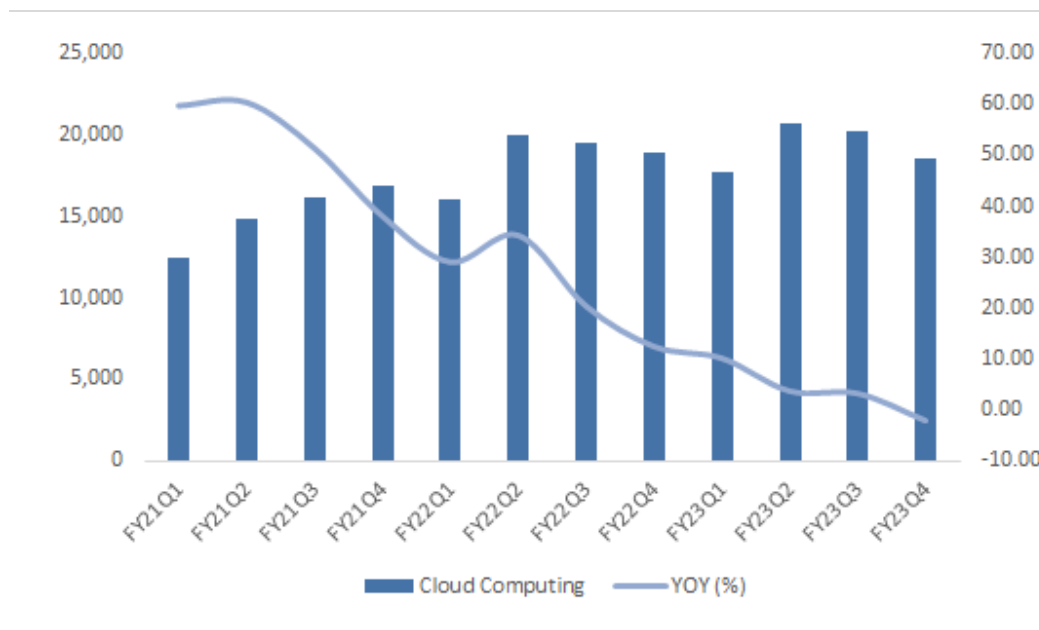
4、雲業務預計仍承壓，降價策略尚需時間體現

受宏觀經濟不利影響，企業在雲計算方面的支出較謹慎。從同行業微軟的二季度財報來看，微軟的 Azure 和其他雲服務業務二季度增長 26%，與上季度的 31% 相比進一步下滑，且管理層對下季度的雲業務增速相對悲觀。根據亞馬遜上季度管理層電話會，4 月份的收入增長率比 2023 財年第一季度低約 500 個基點。二季度企業客戶削減和優化雲用量的趨勢沒有明顯回暖，雲計算的低迷可能持續。

雲業務的降價策略尚需時間體現。從客戶結構看，非互聯網客戶收入貢獻將繼續提升，頭部客戶流失影響將逐漸消除。2023 年 4 月，Alibaba Cloud 宣布史上最大規模降價，核心產品價格全線下調 15%–50%，存儲產品最高降幅達 50%。在激烈的市場競爭中，價格降低短期或導致新訂單業務創收能力下降，中長期有利於擴大用戶規模和搶占市場份額。AI 的快速發展有望帶來雲的增量需

求，截至 7 月已有超過 30 萬企業申請測試通義千問，有望驅動雲業務未來增長。

圖 5: Alibaba 雲計算收入 (百萬元) 及同比 (%)



資料來源: Bloomberg, 富途證券

5、投資建議

目前彭博給出的 2024 財年 Q1 一致預期是營業收入為 2230 億元，同比增長 8.5%；調整後 EBITA 為 379 億元，同比增長 10.2%。我們認為本季度 Alibaba 的營收和利潤有望實現反彈，增量主要來自於去年同期國內電商的低基數、國際電商業務的減虧，整體營收增速預計將與市場預期一致。對於 Alibaba 來說，市場對於降本增效帶來的利潤增長敏感性已經逐漸下降，更期待實質性的營收增長。當前制約股價的因素主要為消費整體復蘇力度較弱、電商競爭格局的白熱化、以及雲計算業務的疲軟和競爭激烈。截止目前，以上因素尚未得到有效改善，回購帶來的股東回報存在不確定性，市場擔憂情緒仍在，業績前景尚不明朗，對於估值的壓制短期難以解除。

投資策略方面，雲業務、菜鳥業務、盒馬等多項業務披露分拆上市進展，有望形成股價催化劑。同時，螞蟻集團處罰落地標志着平臺經濟風險出清，未來若有政策利好落地，有望提升短期估值，建議投資者密切關注事件驅動帶來的短期交易機會。

6、風險提示

消費復蘇不及預期；行業競爭加劇；雲計算低迷超預期；地緣政治風險；

研究報告免責聲明

| 一般聲明 |

本報告由富途證券國際(香港)有限公司(“富途證券”)編制。本報告之持有者透過接收及/或觀看本報告(包含任何有關的附件),表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告,并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成違反有關法律。

未經富途證券事先以書面同意,本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)復制,復印或儲存,或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。富途證券對因使用本報告中包含的材料而導致的任何直接或間接損失概不負責。

本報告內的資料來自富途證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源,惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有信息,并可能受送遞延誤,阻礙或攔截等因素所影響。富途證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性,準確性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途證券及其關連公司(統稱“富途集團”)均不會就由于任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的,間接的,隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映富途證券或其關連公司的立場,亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改,富途證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

本報告祇為一般性提供數據之性質,旨在供富途證券之客戶作一般閱覽之用,而非考慮任何某特定收取者的特定投資目標,財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為富途集團的任何成員作出提議,建議或徵求購入或出售任何證券,有關投資或其它金融證券。本報告所提及之產品未必適合所有投資者,閱覽本報告的人士應在作出任何投資決策時須充分考慮相關因素并尋求專業建議。

本報告提供給某接收人是基于該接收人被認為有能力獨立評估投資風險并就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指,投資決策是投資者自身基于對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

本報告由受香港證券和期貨委員會監管的富途證券于香港提供。香港的投資者若有任何關於富途證券研究報告的問題請直接聯系富途證券。本報告作者所持香港證監會牌照的中央編號已披露在報告首頁的作者姓名旁。

本報告中的任何內容均不得解釋為購買或出售證券的要約或邀請。任何決定購買本研究報告中所提及的證券都應考慮到現有的公開信息,包括任何有關此類證券的招股說明書等。

| 分析員保證 |

主要負責撰寫本報告的分析員確認(i)本報告所表達的意見都準確地反映他/她對本研究報告所評論的上市法團的個人觀點;及(ii)他/她過往,現在或將來,直接或間接,所收取之報酬沒有任何部份是與他/她在本報告所表達之特別推薦或觀點有關連的。

分析員確認分析員本人及其有聯系者均沒有在研究報告發出前 30 日內及在研究報告發出後 3 個營業日內交易報告內所述的上市法團及其相關證券。

| 利益披露聲明 |

報告作者為香港證監會持牌人士,分析員本人或其有聯系者并未擔任本研究報告所評論的上市法團高級管理人員,也未持有其任何財務權益。

本報告中,富途證券并無持有該上市公司市值的1%或以上的任何財務權益,在過去 12 個月內與該公司并無投資銀行關係。本公司員工均非該上市公司的雇員。

| 可用性 |

對部分的司法管轄區或國家而言,分發,發行或使用本報告會抵觸當地法律,法則,規定,或其它注册或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

此處包含的信息是基于富途證券認為之準確的來源。富途證券(或其附屬公司或員工)可能在相關投資產品中擁有頭寸及交易。富途集團及/或相關人士對投資者因使用本報告或依賴其所載資訊而引起的一切可能損失,概不承擔任何法律責任。

有關不同產品風險的詳細信息,請訪問 <http://www.futuhk.com>