

股票

香港

选股不靠估

双周报

推荐股票

股票代码

阿里巴巴

9988. HK

恒大证券研究中心分析员:

纪承祚

Marco Kei

852 3550 6864

marco.kei@gisf.hk

胡文杰

Hugh Wu

852 3550 6950

hugh.wu@gisf.hk

黄俊泓

Lolo Wong

852 3550 6934

lolo.wong@gisf.hk

## 一个云原来都可以尽兴

- 中央释放平台经济正面信号，憧憬常态化监管下恢复发展**  
 2021 年国家对于互联网行业的监管使市场对这些公司的投资意欲大减。但自从 2022 年来，从 1 月的《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》、3 月的国务院金融稳定发展委员会专题会议中对平台经济的意见，到最近国务院副总理刘鹤出席「推动数字经济持续健康发展」专题协商会时的讲话，可以看出国家一直为平台经济释放积极信号，而且监管政策的细节越趋明显，对互联网公司日后发展有利。
- 单是一个阿里云，支撑起过近两万亿的市值**  
 阿里巴巴在中国拥有广泛覆盖的业务生态系统，包括电子商务、云服务和物流服务等，作为平台经济股龙头受到先前政策监管风暴的影响。随国家政策开始吹暖风，相信目前阿里巴巴(9988.HK)的估值已达到非常低的水平。公司旗下阿里云是全球领先的云运算服务平台，向不同行业的企业包括互联网、金融、医疗、工业等提供云运算服务，即 IaaS(Infrastructure as a Service) 及 PaaS(Platform as a Service) 服务。现时，阿里云在全球建立了数百个云数据中心，覆盖超过 200 个国家。考虑到阿里云的市场地位，我们折现公司于 2026 年在全球可获得的收入，2022 年分部对应市值为 18,700 亿港元，相当于最新公司市值为 19,100 亿港元的 98%，为公司现有股价提供了支持。我们预料阿里云在 2022 财年 EBITA 转正，成为公司公布 2022 年财报的其中一个亮点，助估值获得提振。
- 股价正面驱动因素**  
 1) 阿里巴巴 2022 年 618 购物节助力商家措施 25 条，有利提高公司商家和消费者粘性；2) 2022 年 5 月 17 日，中共中央政治局常委、全国政协主席汪洋出席会议时表示支持平台经济民营经济持续健康发展，支持数字经济的发展；3) 2022 年 5 月 18 日，中共中央政治局常委、国务院总理李克强表示，要支持平台经济、数字经济合法合规境内外上市融资，并要稳地价稳房价，支持居民合理住房需求，保持房地产市场平稳健康发展；4) 国家主席表示实现共同富裕需先将「蛋糕」做大，不能道德绑架式逼捐。

图表 1: 推荐公司的基本面

2022-05-23

公司	股票 代码	市值 (亿港元)	市盈率 (倍)	本年度预测 市盈率 (倍)	股本报酬率 (%)	市净率 (倍)	市销率 (倍)
阿里巴巴	9988.HK	19095.68	23.9	12.71	6.85	1.59	1.87

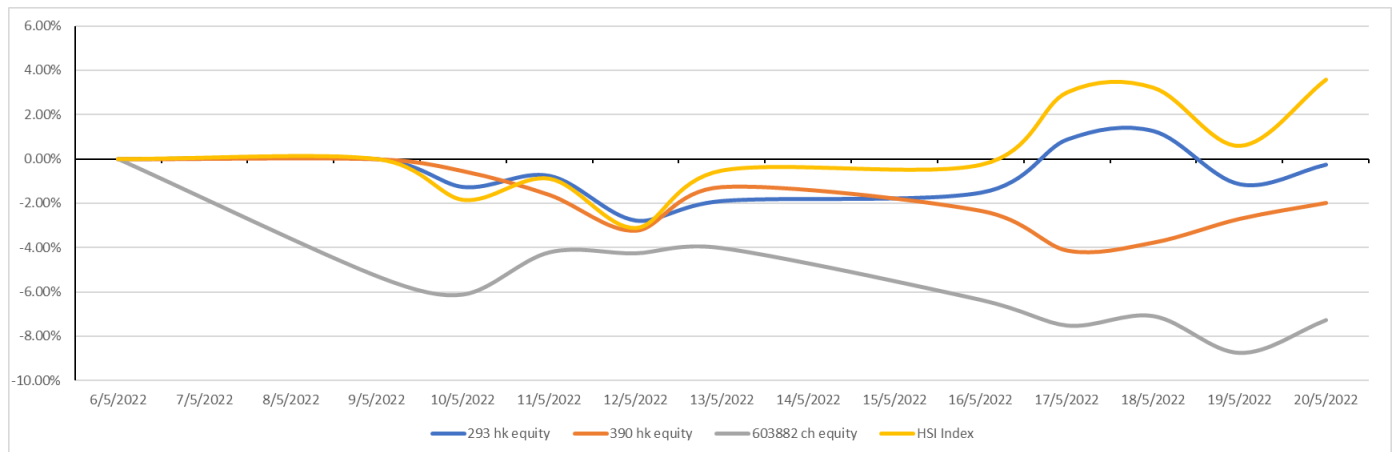
资料来源: Bloomberg, Wind

图表 2: 上期推荐股票一览

公司	股票代码	推荐日期	推荐日前 收市价	最新 收市价格	涨跌幅	
					一周	两周
国泰航空	0293.HK	2022-05-09	7.90	7.88	-1.90%	-0.25%
中国中铁	0390.HK	2022-05-09	5.58	5.47	-1.25%	-1.97%
金域医学	603882.CH	2022-05-09	89.21	82.72	-4.02%	-7.27%

资料来源: Bloomberg

图表 3: 推荐股票两周表现



资料来源: Bloomberg

### 国家频频释放积极信号，憧憬常态化监管下恢复发展

2021年国家对互联网行业的监管使市场对这些公司的投资意欲大减。但自从2022年来，从1月的《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》、3月的国务院金融稳定发展委员会专题会议中对平台经济的意见，到最近国务院副总理刘鹤出席「推动数字经济持续健康发展」专题协商会时的讲话，可以看出国家一直为平台经济释放积极信号，而且监管政策的细节越趋明显，对互联网公司日后发展有利。而且今年每当关于平台经济的政策或讲话发表时，市场都对于相关公司有着热烈的反应，3月16日国务院金融稳定发展委员会专题会议后阿里巴巴、腾讯、京东分别大涨27.30%、23.15%、35.64%；5月17日刘鹤讲话后美团、阿里巴巴、腾讯升幅也有6.24%、7.03%、5.26%，可见市场对于互联网行业复苏是有所憧憬的。

平台经济对于国家发展有重要价值，“十四五”数字经济发展规划指出2020年，国内的数字经济核心产业增加值占GDP比重7.8%，这个数字预期到2025年会达到10%，而平台能够收集全国人民的数据，能推动数字经济的发展，是数字经济重要的一部分。

经过2021年的一波监管，市场清晰国家不允许互联网公司无序发展。到2022年我们认为随着更多的政策出台，互联网监管将踏入常态化，意味着监管会趋平稳、透明而且可预期，互联网公司将会能够向着正确的方向有效发展，因此发展将会成为平台经济的主基调。我们预计当监管变得常态化的时候，投资者对于未来政策监管的已有充足预期，各互联网公司将会有估值上的修复。

**图表 4: “十四五”数字经济发展重要指标**

指标	2020 年	2025 年	属性
数字经济核心产业增加值占 GDP 比重 (%)	7.8	10	预期性
IPv6 活跃用户数 (亿户)	4.6	8	预期性
千兆宽带用户数 (万户)	640	6000	预期性
软件和信息技术服务业规模 (万亿元)	8.16	14	预期性
工业互联网平台应用普及率 (%)	14.7	45	预期性
全国网上零售额 (万亿元)	11.76	17	预期性
电子商务交易规模 (万亿元)	37.21	46	预期性
在线政务服务实名用户规模 (亿)	4	8	预期性

数据来源: 国务院, 恒大证券研究中心

**图表 5: 2022 年互联网行业相关政策/讲话**

日期	政府部门	政策/会议名称	内容
18/5/2022	中共中央政治局常委、国务院总理李克强	稳增长稳市场主体保就业座谈会	中共中央政治局常委、国务院总理李克强在云南主持召开稳增长稳市场主体保就业座谈会时表示, <b>要支持平台经济、数字经济合法合规境内外上市融资</b> , 并要稳地价稳房价, 支持居民合理住房需求, 保持房地产市场平稳健康发展。
17/5/2022	全国政协; 国务院副总理刘鹤	「推动数字经济持续健康发展」专题协商会	国务院副总理刘鹤出席会议时指出, <b>企业家是最重要的创新主体, 要支持平台经济、民营经济持续健康发展, 研究支持平台经济规范健康发展具体措施, 鼓励平台企业参与国家重大科技创新项目。</b> 全球数字经济正呈现智能化、量子化、跨界融合等新特征。要努力适应数字经济带来的全方位变革, 打好关键核心技术攻坚战, <b>支持平台经济、民营经济持续健康发展, 处理好政府和市场关系, 支持数字企业在国内外资本市场上市, 以开放促竞争, 以竞争促创新。</b>
4/5/2022	中国人民银行	中国人民银行专题会议	中国人民银行公布, 召开了专题会议, 其中包括促进平台经济规范健康发展等工作措施。会议提出, 要深刻理解、坚决落实习近平总书记重要讲话精神, 总结经验、把握规律、探索创新, <b>全面提升资本治理效能, 推动完成平台企业金融业务专项整治。要对平台企业金融活动实施常态化金融监管, 促进平台经济规范健康发展。</b>
			(…见下页)

29/4/2022	中共中央政治局	中共中央政治局会议	<p>会议要求，要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。<b>要全力扩大国内需求</b>，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。</p> <p>要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。<b>要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整治，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。</b></p>
16/03/2022	国务院金融稳定发展委员会	国务院金融稳定发展委员会召开专题会议	<p>关于平台经济治理，有关部门要<b>按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进，通过规范、透明、可预期的监管，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力。</b>关于香港金融市场稳定问题，内地与香港两地监管机构要加强沟通协作。</p> <p>会议强调，有关部门要切实承担起自身职责，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。对市场关注的热点问题要及时回应。<b>凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性。</b></p>
19/01/2022	国家发展改革委、市场监管总局、中央网信办、工业和信息化部、人力资源社会保障部、农业农村部、商务部、人民银行和税务总局	《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》	<p>《意见》重点是<b>坚持发展和规范并重，坚持‘两个毫不动摇’</b>，建立健全平台经济治理体系，构建有活力、有创新力的制度环境，促进平台经济规范健康持续发展。</p> <p>《意见》突出加强和改进监管。在明确监管重点方面，<b>重点在反垄断和反不正当竞争、个人信息保护和数据安全、金融等方面</b>，改进提升监管技术手段，补齐监管漏洞。在提升监管能力方面，提出加强数字化监管支撑，加强和改进信用监管，充分发挥行业协会和平台等多方力量的作用。”国家发展改革委负责同志说。</p> <p>《意见》着重引导平台经济向<b>开放、创新、赋能</b>发展方向，推动补齐平台经济发展短板弱项。</p> <p>在<b>开放</b>方面，重点是引导降低平台经济参与者经营成本，推动构建有序开放的平台生态，促进平台经济参与各方平等互利、合作共赢。（…见下页）</p>

		<p>在<b>创新</b>方面，重点是引导平台企业在“硬科技”创新上增加投入，进一步提高国际竞争力，在模式创新上聚焦发挥数据要素价值、服务中小微企业。</p> <p>在<b>赋能</b>方面，重点是引导平台企业在赋能制造业转型升级、推动农业数字化转型、促进扩大内需等方面创造更大价值。</p>
--	--	--

数据来源：各政府网站，公开资料，恒大证券研究中心

## 推荐：阿里巴巴 (9988. HK)

阿里巴巴在 2018-2020 连续 3 年于全球 B2C 电商 GMV 行列中成为龙头，体量在 2020 年就超 11,000 亿美元，相当于美国亚马逊公司的 2 倍，京东集团与拼多多平均的 3.8 倍。截至最新财政季度 2022Q3（实际 2021Q4），公司收入为 2,426 亿元人民币，增速为 9.7%；归属于普通股股东的净利润为 204.3 亿元，同比下降 74%，低于市场预估的 310.18 亿元。考虑公司于 3 月底宣布为期两年的股份回购计划，显示管理层对公司业务基本面的信心；国家开腔支持平台经济具体措施，鼓励平台企业参与国家重大科技创新项目，有望为股价提供稳定性，料股价下调空间有限。此外，公司现时仍处于投资海外市场的初中期，现阶段较著重于拓展海外市场份额。截至 2021 年 3 月 31 日止 12 个月期间，公司生态体系的年度活跃消费者超过了 10 亿的里程碑，其中来自海外消费者只占 21%，仍有庞大的增长空间。因此，推断公司的长远升值概率较大。

### 单是一个阿里云，支撑起过近两万亿的市值

阿里云作为阿里巴巴面向未来的第二增长线，2021 销售额同比增长 50%，突破 600 亿元人民币，继续在市场上保持领先地位。阿里云是全球领先的云运算服务平台，向不同行业的企业包括互联网、金融、医疗、工业等提供云运算服务，即 IaaS (Infrastructure as a Service) 及 PaaS (Platform as a Service) 服务。现时，阿里云在全球建立了数百个云数据中心，覆盖超过 200 个国家。在中国本地方面，阿里云也在张北、杭州、河源、南通和乌兰察布等地建成 5 大超级数据中心，布局地区涉及到我国「东数西算」的京津冀、内蒙古、长三角及内蒙古等算力战略性枢纽节点。根据 IDC 数据所示，阿里云

在 2021 2H 的中国共有云 PaaS 与 IaaS 的市占率为第一大厂商，份额达 36.7%。另外参考 Gartner 报告，2020 年 4 月阿里云是亚太地区最大的云计算厂商，市场份额为 28%，接近亚马逊 AWS 和微软 Azure 的总和。在全球云计算 IaaS 市场，阿里云的份额从 7.7% 上涨至 9.1%，全球市场前四名为亚马逊、微软、阿里云和谷歌云。

对近期云业务放缓，钉钉明确推出 PaaS 化战略，注重生态建设。钉钉于 2022 年 3 月 22 日召开的“科技向实万物生长”发布会提出 PaaS 化战略和将组建大客户团队，强化钉钉和阿里云的生态协同。此外，钉钉在低代码的基础上进一步提出做 BPaaS，推出产品“酷应用”，优化数字化建设流程，提升业务流畅度和服务质量。现时钉钉的生态伙伴总数达 4000 家，服务范围覆盖 20 个国民经济行业，遍布 135 个地级市，开放的接口总数量也由 2021 年初的 1300 多个扩大到了 2400 多个。

## 估值分析与投资逻辑

由于阿里巴巴是中国电商龙头，业务绝对受中国的消费市场影响，加上身为平台经济公司，市场将对于中国监管科网平台公司的不确定性、国家经济增速放缓及共同富裕损害企业盈利的恐慌全部投射于阿里巴巴一股之上，对股价构成不利因素。但是，随近期国家政策重申对于平台经济的支持，以及近期国家主席表示实现共同富裕需先将「蛋糕」做大，不能道德绑架式逼捐，而中国将数字经济视为国家战略重心，阿里巴巴面临的风险逐步得到缓解。估值方面，参考在港上市公司的数据中心服务商新意网集团(1686.HK)比较，其是香港数据中心服务商行业的龙头，并与腾讯云达成战略合作，接合两者的连接技术、客户资源与东南亚地区数据中心布局。新意网为客户经 MEGA Campus 可获得与腾讯云的直接连接。令其可运用的技术资源与业务和阿里云相似，加上公司是港资数据公司，我们认为其估值更能反映相关行业在没有互联网监管的政策风险的合理水平，故采用该公司进行估值。根据 Wind 数据显示，新意网集团(1686.HK) 2022 年 1-5 月的市销率(P/S Ratio)平均为 8.23 倍。我们保守地以同样估值倍数为阿里云业务作出初步估值，以阿里云在 2026 年可能获得的收入，并以 12.8% 作为折现率，得出 2022 年分部市值为 18,700 亿港币 - HK\$1,872,788,969,046。截至 2022 年 5 月 20 日，阿里巴巴(9988.HK)的市值为 19,100 亿港币 - HK\$1,909,567,575,060，阿里云的估值为公司现有股价提供了支持。

2022-05-23

图表 6: 阿里云业务分部估值

2026 年阿里云在我国 PaaS + IaaS 市占率 (假设)	37%
阿里云可获得的市场规模份额 (预估及假设)	235,492,461,344
市销率 (倍)	8.23
分部业务市值	1,938,102,956,861
折现率	12.80%
<b>2022 年相应市值 (中国云业务, 港币)</b>	<b>1,197,127,605,197</b>
2026 年全球 IaaS 市场规模预测	1,112,639,314,000
2026 年全球 PaaS 市场规模预测	1,289,459,260,000
全球市场规模 (不包括中国)	1,760,429,742,000
2026 年阿里巴巴在非中国云计算市场份额 (假设)	7.6%
阿里云可获得的市场规模份额 (预估及假设)	132,912,445,521.0
市销率 (倍)	8.23
分部业务市值	1,093,869,426,638
折现率	12.80%
<b>2022 年相应市值 (海外云业务, 港币)</b>	<b>675,661,363,847</b>
<b>2022 年阿里云分布总市值</b>	<b>1,872,788,969,046</b>

数据来源: IDC, Wind, 公开资讯

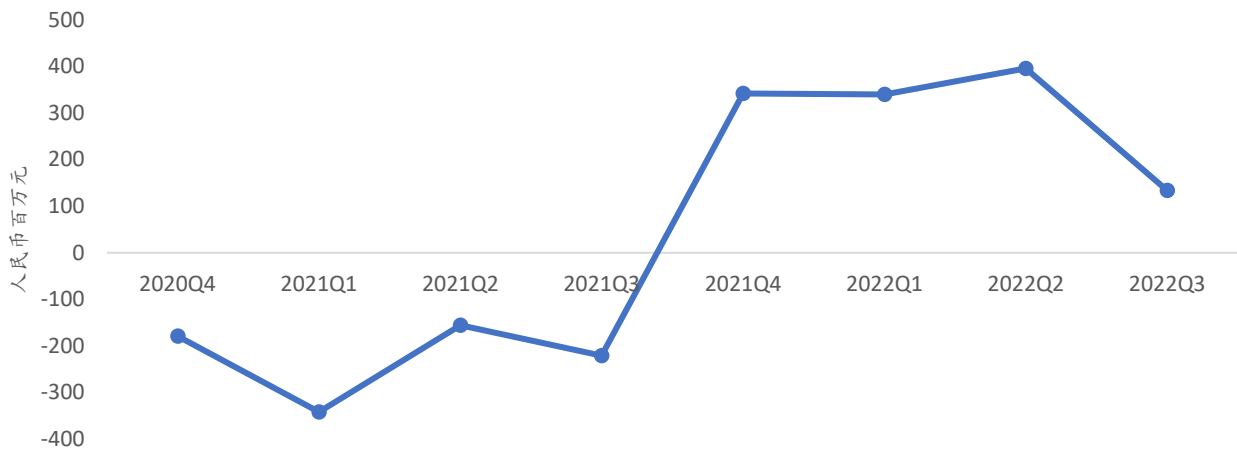
#### 预期阿里云业务 EBITDA 趋势转正, 是价值重估机会

云计算行业具有高研发门槛, 同时作为 IT 专业化分工的产物, 具备规模效应。随阿里巴巴在云业务的持续投入, 该业务板块的 EBITA 已从 2021Q4 录得亏转盈, 并持续 4 个季度维持正数。我们预料该阿里云将会是除了阿里系中国商业板块之外, 有望在 2022 年全年业绩录得正数 EBITA 的业务分部, 成为公司公布 2022 年财报的其中一个亮点, 助估值获得提振。另外, 云业务 2022Q3 收入同比增长放缓, 我们预料这是阿里在 2021 年流失了客户所致的短期影响。在中国数字经济愿景大前提不变下, 多个行业逐步上云并采用数字化管理及运营手段, 将会带动该业务分布未来业绩持续上升。



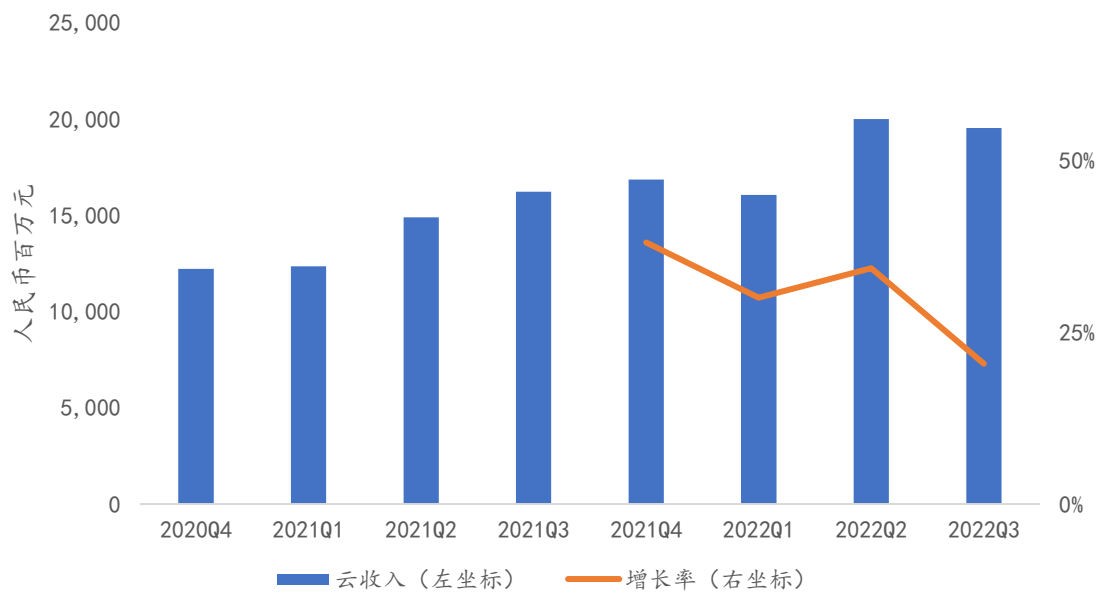
2022-05-23

图表 7: 云业务 EBITDA



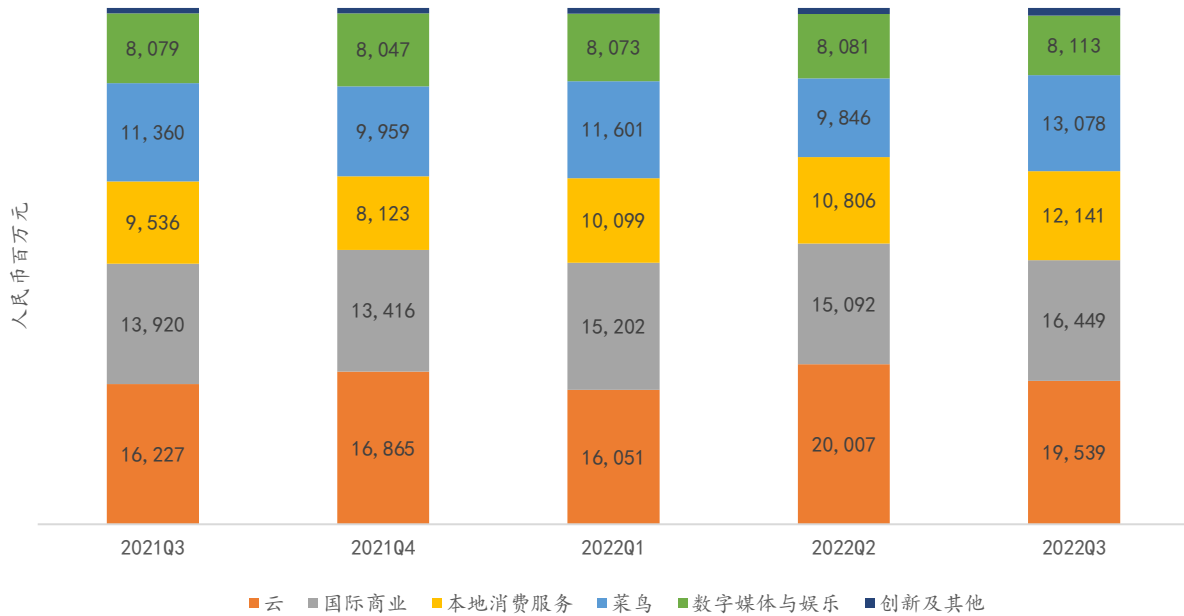
数据来源: 公司季报

图表 8: 云业务收入与增长率



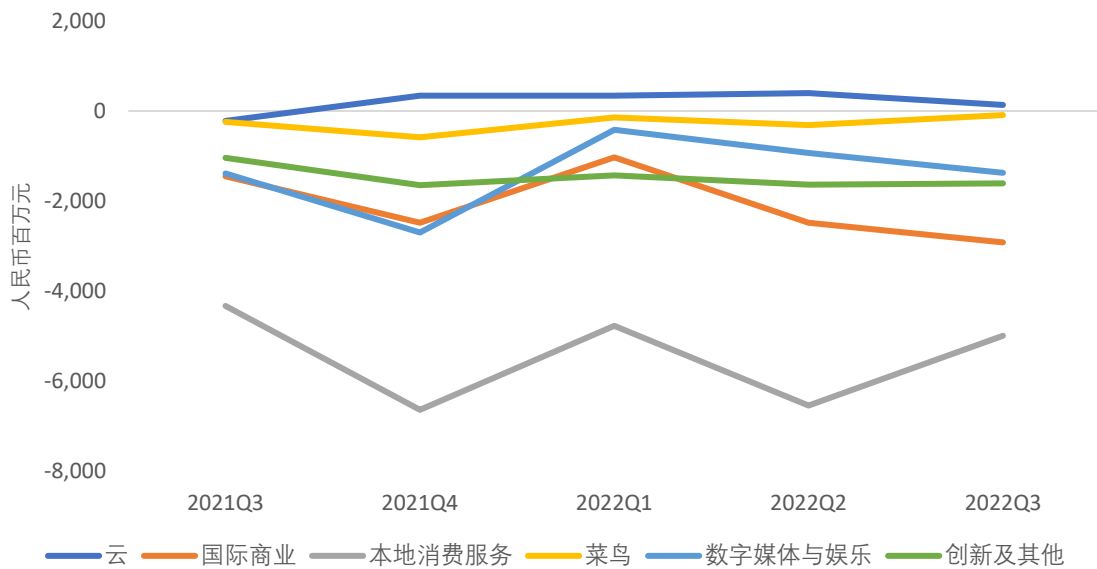
数据来源: 公司季报

图表 9: 业务季度分部收入



数据来源: 公司季报

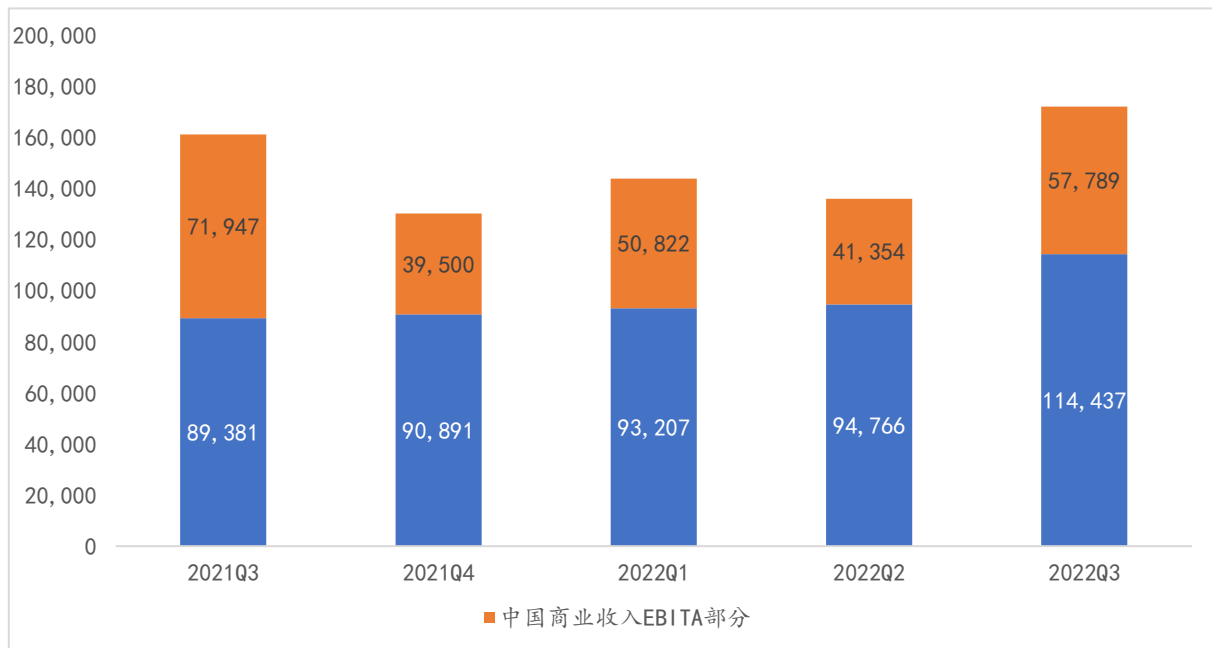
图表 10: 业务季度分部 EBITA



数据来源: 公司季报

2022-05-23

图表 11: 中国商业板块收入与 EBITA

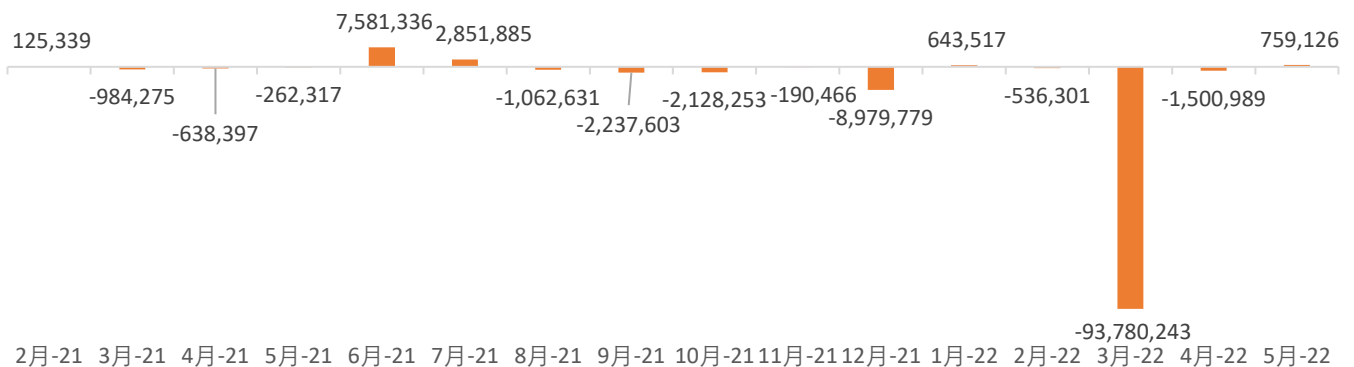


数据来源: 公司季报

股票资金流向:

根据截至 5 月 18 日在彭博获得的数据显示, 阿里巴巴美股 (BABA US) 在 3 月的申布中录得大规模的股份减持, 达到 93,780,243 股 ADS, 相当于 750,241,944 股港股。而港股 (9988 HK) 方面则录得持续的增持, 尤见在 2022 年 3-5 月的申报月, 达 358,905,161 股。

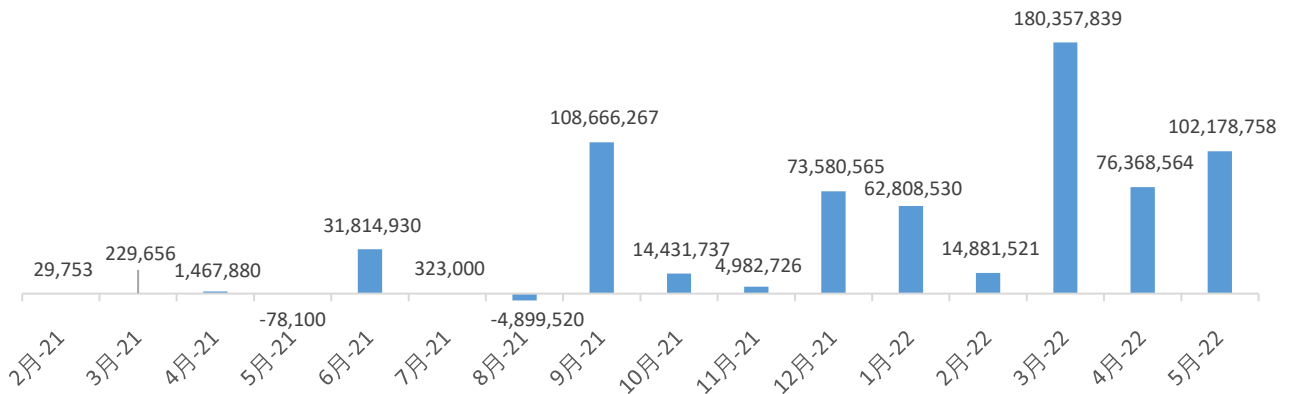
图表 11: BABA US 股份增减水平 (按申报日期)



数据来源: 彭博

2022-05-23

图表 12: 9988 HK 股份增减水平 (按申报日期)



数据来源: 彭博

## 风险因素

- 1) 中国疫情持续在 2022 年第 2 季度令消费及物流停顿; 2) 中概股受美证交所审计底稿事件影响令股价波动; 3) 中国消费市场疲弱。

## 新股追踪

图表 10: 近十只新股表现

公司名称	股票代码	上市日期	上市定价	首日收市价	最新收市价	首日表现	累计表现
清晰医疗	1406 HK	18/2/2022	3.00	1.54	1.20	-48.67%	-60.00%
乐普生物科技	2157 HK	23/2/2022	7.13	7.14	6.87	+0.14%	-3.65%
金茂物业服务	816 HK	10/3/2022	8.14	5.80	4.86	-28.75%	-40.29%
瑞尔集团	6639 HK	22/3/2022	14.62	13.80	12.20	-5.61%	-16.55%
法拉帝股份	9638 HK	31/3/2022	22.88	22.85	21.40	-0.13%	-6.47%
力高健康生活	2370 HK	31/3/2022	4.10	5.18	9.15	+26.34%	+123.17%
江苏瑞科生物技术股份	2179 HK	31/3/2022	24.80	25.25	24.80	+1.81%	0.00%
知乎	2390 HK	22/4/2022	32.06	24.50	23.65	-23.58%	-26.23%
东原仁知城市运营服务集团股份	2352 HK	29/4/2022	11.90	11.90	11.92	0.00%	+0.17%
云康集团有限公司	2325 HK	18/5/2022	7.89	8.50	9.24	+7.73%	+17.11%

资料来源: Bloomberg、港交所网站

## 免责声明

### 分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：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的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报于投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

### 估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

### 免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，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本公司其它业务部门、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。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

### 公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999