

互联网	收盘价 美元 85.77	目标价 美元 128.00	潜在涨幅 +49.2%
-----	-----------------	------------------	----------------

2023年5月19日

## 阿里巴巴 (BABA US)

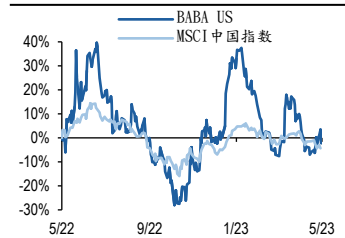
### 组织架构新进展公布；用户增长是电商业核心目标

- 2023财年4季度（3月季度）收入低于我们预期3%，与市场预期基本一致，利润超过我们/市场预期42%/11%。总收入2,082亿元人民币（下同），同比增2%，其中中国商业-3%/国际商业+29%/本地生活+17%/菜鸟+18%/云-2%/数娱+3%。调整后每股盈利为11.1元，同比增35%。调整后息税摊销前利润（EBITA）率12%，同比增4个百分点，因国际商业、本地生活和数娱亏损收窄以及中国商业在淘特、淘菜菜亏损改善下利润进一步提升。
- 业绩回顾：1) CMR同比降5%，降幅与GMV（中个位数下降）差异收窄，GMV增速受消费复苏及服饰和保健品拉动于3月转正。2) 饿了么单量和单均价格提升带动GMV显著增长，UE为正并持续改善。3) 菜鸟增长来自国际履约解决方案单均收入提升及物流业务需求上升。4) 云同比降2%，受混合云交付延迟、CDN需求恢复正常、海外大客户终止合同影响。金融/零售/媒体/汽车行业驱动非互联网客户（占比55%）收入稳健增长。5) 大语言模型通义千问将融入阿里各业务线，钉钉已推出基于大模型的AI功能，未来将帮助行业开发业务场景定制化大模型。
- 2024财年1季度（6月季度）展望：我们维持此前预期，预计电商GMV同比恢复正增长约5%，主要受消费需求逐渐恢复以及公司在用户获取及活跃度上的投入加大，预计CMR增速与GMV一致。预计总收入同比增长12%，受去年同期低基数拉动。受各业务线减亏影响，预计利润增长持续，但电商平台的投入或使得中国商业2024财年EBITA利润率可能持平或微增。
- 估值：公司发布组织架构调整进展，按时间顺序，盒马（6-12个月）>阿里云（12个月）>菜鸟（12-18个月）将陆续完成IPO，国际商业探索独立融资。其中阿里云将引入战略股东，在完成IPO时阿里将向其股东分派其持有的所有阿里云股份。阿里云分拆可能影响SOTP估值，但可较快释放股东价值。我们已看到淘宝平台用户及交易有提升趋势，虽电商平台仍有几年的投资周期，相信中国商业EBITA利润率仍在可控范围。我们调整估值至2024年，考虑阿里云分拆，SOTP目标价维持128美元/124港元（9988 HK），现价对应中国商业2023年8.7倍市盈率，估值吸引，维持买入。

### 个股评级

买入

### 1年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

52周高位 (美元)	122.39
52周低位 (美元)	63.15
市值 (百万美元)	223,183.83
日均成交量 (百万)	58.11
年初至今变化 (%)	(2.63)
200天平均价 (美元)	91.85

资料来源: FactSet

### 谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8045

### 孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8048

### 赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8054

### 蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8041

### 财务数据一览

年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	853,062	868,687	975,528	1,060,612	1,154,269
同比增长 (%)	18.9	1.8	12.3	8.7	8.8
净利润 (百万人民币)	136,388	141,379	149,334	179,308	209,517
每股盈利 (人民币)	52.88	56.32	60.43	71.92	83.49
同比增长 (%)	-18.8	6.5	7.3	19.0	16.1
前EPS预测值 (人民币)			56.65	66.46	
调整幅度 (%)			6.7	8.2	
市盈率 (倍)	11.4	10.7	10.0	8.4	7.2
每股账面净值 (人民币)	354.56	389.75	441.42	507.99	590.76
市账率 (倍)	1.70	1.55	1.37	1.19	1.02

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

## 2023财年4季度业绩摘要

图表1：2023财年4季度业绩摘要

(百万人民币) 年结3月31日	4QFY22	3QFY23	4QFY23	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
总收入	204,052	247,756	208,200	-16	2	213,875	-3	
<i>市场一致预期</i>			<u>209,191</u>					
营业成本	(138,945)	(150,005)	(138,823)	-7	0	(142,823)	-3	
毛利	65,107	97,751	69,377	-29	7	71,052	-2	
<b>营运开支</b>								
产品开发	(10,944)	(13,521)	(13,880)	3	27	(12,825)	8	
市场营销	(27,200)	(30,628)	(24,931)	-19	-8	(29,304)	-15	不考虑股权激励费用影响，占收比降至12%
行政费用	(7,415)	(10,327)	(12,832)	24	73	(13,023)	-1	
其他营运开支	(2,831)	(8,244)	(2,494)	-70	-12	(3,460)	-28	
运营利润	16,717	35,031	15,240	-56	-9	12,440	23	超预期，由于支出更审慎
未计税项和股权投资收入	(19,560)	50,459	25,308	-50	-229	18,501	37	
所得税费用	(2,079)	(3,820)	(3,758)	-2	81	(2,547)	48	
净收入(亏损)	(16,241)	46,815	23,516	-50	-245	16,513	42	
Non-GAAP净收入(亏损)	19,799	49,932	27,375	-45	38	19,214	42	
毛利率(%)	32	39	33			33		
营业利润率(%)	8	14	7			7		
净利润率(%)	-8	19	11			8		
Non-GAAP毛利率(%)	32	40	34			34		
Non-GAAP息税摊销前利润率(%)	8	21	12			11		
Non-GAAP净利润率(%)	10	20	13			9		
Non-GAAP摊薄每股盈利(元)	8.19	19.51	11.07	-43	35	8.16	36	
<i>市场一致预期</i>			<u>9.45</u>					

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表2：2023财年4季度分部业绩摘要

(百万人民币) 年结3月31日	4QFY22	3QFY23	4QFY23	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
<b>分部收入：</b>								
中国商业	140,079	169,986	136,073	-20	-3	141,907	-4	CMR降5%，降幅与GMV差异收窄
国际商业	14,335	19,465	18,541	-5	29	16,865	10	
本地生活服务	10,696	13,164	12,549	-5	17	12,455	1	饿了么GMV显著增长，到目的地业务订单增长强劲，因出游需求复苏
菜鸟	11,582	16,553	13,619	-18	18	13,179	3	
云计算	18,971	20,179	18,582	-8	-2	20,285	-8	混合云交付延迟、CDN服务需求恢复正常、海外大客户终止合同
数字媒体与娱乐	8,005	7,586	8,273	9	3	8,353	-1	
创新业务及其他	384	823	563	-32	47	831	-32	
<b>总收入</b>	<b>204,052</b>	<b>247,756</b>	<b>208,200</b>	<b>-16</b>	<b>2</b>	<b>213,875</b>	<b>-3</b>	
<b>Non-GAAP息税摊销前利润</b>								
中国商业	32,234	58,627	38,487	-34	19	32,922	17	
国际商业	(2,563)	(763)	(2,330)	205	-9	(1,843)	26	
本地生活服务	(5,568)	(3,137)	(4,153)	32	-25	(2,975)	40	
菜鸟	(912)	(12)	(319)	2,558	-65	(122)	162	
云计算	276	356	385	8	39	347	11	
数字媒体与娱乐	(1,966)	(25)	(1,102)	4,308	-44	(214)	415	
创新业务及其他	(2,452)	(1,235)	(1,830)	48	-25	(2,365)	-23	
未分类	(3,238)	(1,763)	(3,858)	119	19	(2,724)	42	
<b>总息税摊销前利润</b>	<b>15,811</b>	<b>52,048</b>	<b>25,280</b>	<b>-51</b>	<b>60</b>	<b>23,027</b>	<b>10</b>	
<b>Non-GAAP息税摊销前利润率(%)</b>								
中国商业	23	34	28			23	22	淘特和淘菜菜亏损收窄，盒马运营利润为正
国际商业	-18	-4	-13			-11	15	
本地生活服务	-52	-24	-33			-24	39	饿了么UE为正，得益于单价提升、配送成本下降
菜鸟	-8	0	-2			-1	154	
云计算	1	2	2			2	21	
数字媒体与娱乐	-25	0	-13			-3	420	
创新业务及其他	-639	-150	-325			-285	14	
<b>总息税摊销前利润率(%)</b>	<b>8</b>	<b>21</b>	<b>12</b>			<b>11</b>	<b>13</b>	

资料来源：公司资料，交银国际预测

## 2023财年4季度业绩亮点

### “1+6+N”组织结构变革进展

- ⊕ **智能云**业务相对独立，将实现完全拆分，目标未来12个月内完成上市。
- ⊕ **盒马**和**菜鸟**拥有稳定清晰的商业模式和较为明确的盈利前景，盒马获准启动IPO，菜鸟目标未来12-18个月内完成上市。
- ⊕ **国际数字商业**探索独立对外融资。

### 中国商业利润率同比增5个百分点

- ⊕ 淘宝和天猫的实物商品**GMV**（不包括未付款订单）同比录得中个位数降幅，随着消费逐步复苏，3月增速转正，得益于服饰和保健品拉动。**CMR**同比降5%，降幅与**GMV**差异收窄。直营同比降1%，主要因疫情和春节季节性波动影响门店销售。
- ⊕ **发展战略**：1) 用户侧，增加内容领域投入，拓展用户规模和时长，打造一站式消费生活平台，新的营销模式提升价格竞争力；2) 供给侧，普惠商家促进生态繁荣；3) 聚焦科技投入，升级并打造新的商家工具。
- ⊕ **调整后EBITA**为385亿元，利润率28%，同比增5个百分点。淘特和淘菜菜用户获取投入谨慎，亏损同比收窄，盒马提升销售能力和运营效率，运营利润为正。

### 国际商业增长得益于零售平台Lazada、速卖通、Trendyol贡献

- ⊕ **零售收入**同比增41%至140亿元，平台（Lazada、速卖通、Trendyol和Daraz）业务订单量同比增15%。其中，速卖通新推出的Choice服务带动订单双位数增长；Lazada多样化增值服务提升订单增长和变现效率；Trendyol土耳其业务恢复正常化及补贴效率提升下收入和订单保持强劲增长。**批发收入**46亿元，同比增3%。
- ⊕ **调整后EBITA**亏损为23亿元，较去年同期的26亿元亏损小幅收窄。Trendyol收入增长及运营效率提升带动亏损收窄，被Lazada亏损增加部分抵消。Lazada的亏损增加来自为降低未来运营成本进行合同谈判产生的一次性合约终止费用，若不考虑该部分费用，亏损应低于15亿元。

### 本地生活订单增超20%，亏损持续收窄

- ⊕ **收入**同比增17%至125亿元，订单同比增20%+。饿了么订单增长和单均价格提升带动GMV显著增长，UE为正并持续改善。到目的地业务订单增长强劲，因出游需求复苏，高德日活用户创1.5亿新高，飞猪3月内地酒店预订较2019年同期增70%。
- ⊕ **调整后EBITA**亏损为42亿元，亏损率33%，较去年同期大幅收窄，得益于饿了么单均价格提升及配送成本下降，UE持续改善。

### 菜鸟增长主要由于国际物流履约方案单均收入增加

- ⊕ 全球物流网络不断加强，提升集包直发能力。菜鸟驿站持续拓展送货上门服务客户渗透，上门包裹同比增85%。
- ⊕ 收入同比增18%至136亿元（剔除跨分部交易），外部客户贡献72%，增长主要来自国际履约解决方案单均收入增长，及消费者物流业务需求上升。
- ⊕ 调整后EBITA亏损为3.2亿元，对比去年同期9.1亿元亏损显著收窄。

### 云业务低个位数下降，非互联网客户增长稳健

- ⊕ 收入186亿元（剔除跨分部交易），同比降2%，主要由于混合云项目交付延迟、CDN服务需求在疫情缓解后同比恢复正常及海外大客户终止合同的影响。
- ⊕ 非互联网行业收入（占比55%，对比上季度53%）稳健增长，主要受金融零售、媒体、汽车行业驱动。
- ⊕ 大语言模型通义千问将融入阿里各业务线，钉钉已推出基于通义千问的AI功能包括会议纪要总结、图像生成等。4月模型发布以来，20万企业申请接入测试，未来将帮助行业开发业务场景定制化的大模型。
- ⊕ 阿里云降低核心产品价格15-50%，包括计算、存储、网络和安全产品，实现算力普惠。
- ⊕ 调整后EBITA为3.9亿元，同比/环比增39%/8%。

### 数字媒体及娱乐亏损持续收窄

- ⊕ 收入同比增3%至83亿元，优酷订阅收入同比增14%，得益于高质量的内容资源和用户ARPU增长，线下消费回温推动大麦和淘票票等线下票务业务强劲增长。
- ⊕ 调整后EBITA亏损为11亿元，较去年同期的20亿元亏损收窄，主要因优酷内容的审慎投入和制作效率提升。

图表3：分部业绩预测

(百万人民币) 年结3月31日	1QFY23	4QFY23	1QFY24E 原预测	1QFY24E 新预测	变动 (%)	环比 (%)	同比 (%)	2QFY24E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
<b>收入</b>	<b>205,555</b>	<b>208,200</b>	<b>229,303</b>	<b>229,787</b>	0	10	12	<b>240,113</b>	<b>868,687</b>	<b>975,528</b>	<b>1,060,612</b>	<b>1,154,269</b>
中国商业	141,935	136,073	149,871	150,997	1	11	6	152,235	583,425	634,395	684,031	735,209
CMR	72,263	60,274	74,533	75,650	1	26	5	75,186	290,378	321,950	350,519	375,834
直销	64,714	71,788	69,700	69,710	0	-3	8	72,266	275,648	292,680	311,114	334,050
批发	4,958	4,011	5,637	5,637	0	41	14	4,783	17,399	19,765	22,398	25,326
国际商业	15,451	18,541	20,463	20,924	2	13	35	21,487	69,204	86,152	98,049	113,048
零售	10,524	13,967	14,705	15,166	3	9	44	15,326	49,873	61,966	66,349	70,995
批发	4,927	4,574	5,758	5,758	0	26	17	6,162	19,331	24,186	31,700	42,054
本地生活服务	10,632	12,549	13,832	13,832	0	10	30	15,430	49,418	63,518	67,699	73,811
菜鸟	12,142	13,619	16,083	15,250	-5	12	26	18,284	55,681	67,707	74,889	82,235
云计算	17,685	18,582	19,938	19,938	0	7	13	23,245	77,203	86,930	97,985	111,004
数字媒体与娱乐	7,231	8,273	8,276	8,276	0	0	14	8,857	31,482	34,517	35,556	36,462
创新业务及其他	479	563	840	569	-32	1	19	574	2,274	2,309	2,403	2,500
<b>收入占比</b>												
中国商业	69	65	65	66				63	67	65	64	64
CMR	35	29	33	33				31	33	33	33	33
直销	31	34	30	30				30	32	30	29	29
批发	2	2	2	2				2	2	2	2	2
国际商业	8	9	9	9				9	8	9	9	10
零售	5	7	6	7				6	6	6	6	6
批发	2	2	3	3				3	2	2	3	4
本地生活服务	5	6	6	6				6	6	7	6	6
菜鸟	6	7	7	7				8	6	7	7	7
云计算	9	9	9	9				10	9	9	9	10
数字媒体与娱乐	4	4	4	4				4	4	4	3	3
创新业务及其他	0	0	0	0				0	0	0	0	0
<b>Non-GAAP 息税摊销前利润</b>	<b>34,419</b>	<b>25,280</b>	<b>39,906</b>	<b>43,494</b>	9	72	26	<b>43,875</b>	<b>147,400</b>	<b>187,333</b>	<b>219,904</b>	<b>245,133</b>
中国商业	43,574	38,487	47,453	50,616	7	32	16	49,089	184,668	208,113	228,953	248,505
国际商业	(1,567)	(2,330)	(2,089)	(1,917)	-8	-18	22	(1,812)	(5,620)	(7,316)	(6,914)	(4,458)
本地生活服务	(3,044)	(4,153)	(1,922)	(1,934)	1	-53	-36	(1,882)	(13,827)	(4,414)	3,852	4,386
菜鸟	(185)	(319)	683	(135)	-120	-58	-27	1,135	(391)	2,033	3,397	5,972
云计算	247	385	150	316	111	-18	28	513	1,422	2,351	4,556	5,765
数字媒体与娱乐	(630)	(1,102)	388	362	-7	-133	-157	589	(1,874)	1,077	1,489	1,555
创新业务及其他	(1,896)	(1,830)	(1,856)	(2,053)	11	12	8	(2,059)	(6,907)	(7,814)	(8,827)	(10,014)
未分类	(2,080)	(3,858)	(2,900)	(1,762)	-39	-54	-15	(1,698)	(10,071)	(6,698)	(6,601)	(6,579)
<b>Non-GAAP 息税摊销前利润率(%)</b>	<b>17</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>19</b>				<b>18</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
中国商业	31	28	32	34				32	32	33	33	34
国际商业	-10	-13	-10	-9				-8	-8	-8	-7	-4
本地生活服务	-29	-33	-14	-14				-12	-28	-7	6	6
菜鸟	-2	-3	5	-1				7	-1	3	5	8
云计算	2	3	1	2				3	3	4	7	8
数字媒体与娱乐	-6	-9	3	3				4	-4	2	2	2
创新业务及其他	-18	-15	-13	-15				-13	-14	-12	-13	-14
未分类	-20	-31	-21	-13				-11	-20	-11	-10	-9

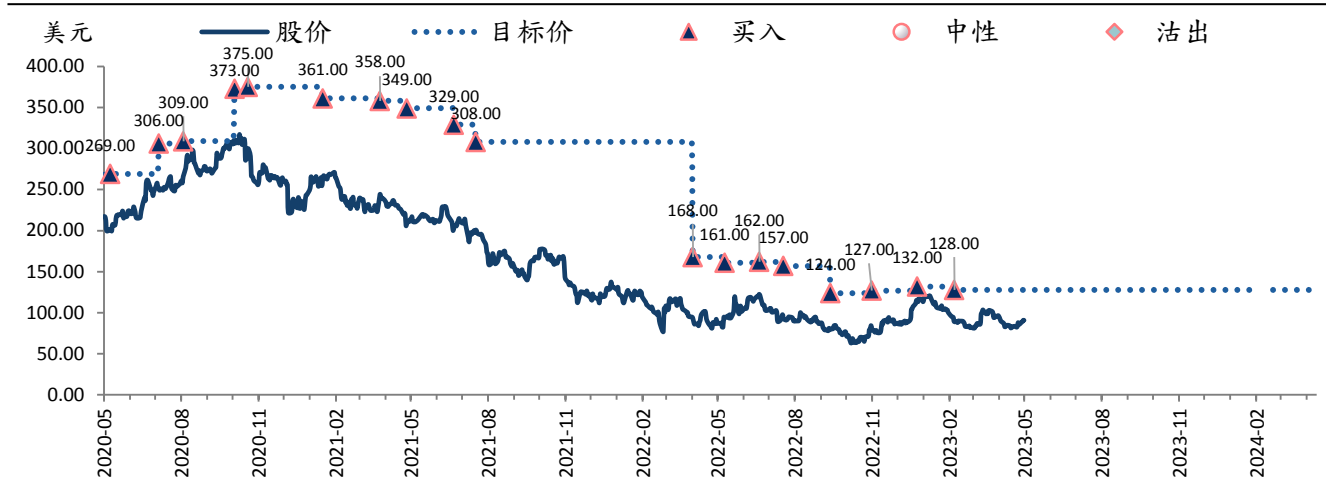
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表4：损益表预测

(百万人民币) 年结3月31日	1QFY23	4QFY23	1QFY24E 原预测	1QFY24E 新预测	变化 (%)	环比 (%)	同比 (%)	2QFY24E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
总收入	205,555	208,200	229,303	229,787	0	10	12	240,113	868,687	975,528	1,060,612	1,154,269
<i>市场一致预期</i>				<u>225,698</u>				<u>227,089</u>		<u>974,948</u>	<u>1,072,431</u>	<u>1,166,782</u>
营业成本	(129,657)	(138,823)	(140,956)	(139,211)	-1	0	7	(148,052)	(549,695)	(588,492)	(621,053)	(668,410)
毛利	75,898	69,377	88,347	90,576	3	31	19	92,062	318,992	387,037	439,559	485,859
产品开发	(14,193)	(13,880)	(13,941)	(15,199)	9	10	7	(16,290)	(56,744)	(63,157)	(66,030)	(75,317)
市场营销	(25,578)	(24,931)	(28,775)	(28,826)	0	16	13	(28,371)	(103,496)	(119,325)	(129,581)	(139,585)
行政费用	(8,433)	(12,832)	(13,908)	(11,225)	-19	-13	33	(12,402)	(42,183)	(52,195)	(61,789)	(66,783)
其他营运开支	(2,751)	(2,494)	(3,618)	(2,651)	-27	6	-4	(2,660)	(16,218)	(10,617)	(10,612)	(10,609)
运营利润	24,943	15,240	28,105	32,675	16	114	31	32,339	100,351	141,741	171,547	193,564
所得税费用	(5,399)	(3,758)	(7,042)	(8,908)	27	137	65	(7,572)	(15,549)	(34,092)	(41,027)	(45,938)
净收入(亏损)	22,739	23,516	27,786	32,078	15	36	41	38,241	72,509	156,902	182,803	208,603
Non-GAAP 息税摊销前利润	34,419	25,280	39,906	43,494	9	72	26	43,875	147,400	187,333	219,904	245,133
Non-GAAP 净收入	30,252	27,375	27,437	30,751	12	12	2	37,453	141,379	149,334	179,308	209,517
Non-GAAP 毛利率 (%)	38	34	39	40	2	18	6	39	37	40	42	43
Non-GAAP 息税摊销前利润率 (%)	17	12	17	19	9	56	13	18	17	19	21	21
Non-GAAP 净利润率 (%)	15	13	12	13	12	2	-9	16	16	15	17	0
Non-GAAP 摊薄每股盈利 (元)	12.23	11.07	11.30	12.59	11	14	3	15.15	56.32	60.43	71.92	83.49
<i>市场一致预期</i>				<u>14.33</u>				<u>15.03</u>		<u>59.11</u>	<u>66.51</u>	<u>79.96</u>

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: 阿里巴巴 (BABA US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 交银国际互联网行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	124.74	170.00	36.3%	2023年05月17日	广告
MOMO US	挚文集团	买入	8.52	11.00	29.1%	2023年03月17日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	28.22	38.00	34.7%	2023年03月16日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	5.24	9.40	79.4%	2023年02月23日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	8.00	10.00	25.0%	2023年01月12日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.25	33.00	80.8%	2023年01月11日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	52.55	89.00	69.4%	2022年10月21日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	32.75	37.00	13.0%	2022年08月16日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	61.60	100.00	62.3%	2023年03月21日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	85.77	128.00	49.2%	2023年02月24日	电商
JD US	京东	中性	35.80	41.00	14.5%	2023年05月12日	电商
700 HK	腾讯控股	买入	339.80	450.00	32.4%	2023年05月18日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	14.68	20.00	36.2%	2023年03月28日	游戏
NTES US	网易	买入	87.04	102.00	17.2%	2022年11月18日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	30.95	30.00	-3.1%	2023年03月22日	游戏
3690 HK	美团	买入	133.50	220.00	64.8%	2023年03月27日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.72	17.00	33.6%	2023年05月12日	物流
9923 HK	移卡	买入	20.75	28.00	34.9%	2023年05月10日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	30.25	38.00	25.6%	2023年04月12日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	15.58	21.30	36.7%	2023年05月09日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	269.60	372.00	38.0%	2023年05月09日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2023年5月18日



## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	853,062	868,687	975,528	1,060,612	1,154,269
主营业务成本	(539,450)	(549,695)	(588,492)	(621,053)	(668,410)
<b>毛利</b>	<b>313,612</b>	<b>318,992</b>	<b>387,037</b>	<b>439,559</b>	<b>485,859</b>
销售及管理费用	(151,721)	(145,679)	(171,520)	(191,370)	(206,368)
研发费用	(55,465)	(56,744)	(63,157)	(66,030)	(75,317)
其他经营净收入/费用	(36,788)	(16,218)	(10,617)	(10,612)	(10,609)
<b>经营利润</b>	<b>69,638</b>	<b>100,351</b>	<b>141,741</b>	<b>171,547</b>	<b>193,564</b>
财务成本净额	(4,909)	(5,918)	(7,119)	(7,408)	(7,709)
应占联营公司利润及亏损	14,344	(8,063)	7,592	10,693	14,463
其他非经营净收入/费用	(5,179)	(5,248)	40,364	40,582	45,809
<b>税前利润</b>	<b>73,894</b>	<b>81,122</b>	<b>182,578</b>	<b>215,413</b>	<b>246,126</b>
税费	(26,815)	(15,549)	(34,092)	(41,027)	(45,938)
非控股权益	7,907	7,210	9,200	9,200	9,200
<b>净利润</b>	<b>54,986</b>	<b>72,783</b>	<b>157,686</b>	<b>183,587</b>	<b>209,387</b>
作每股收益计算的净利润	54,696	72,509	156,902	182,803	208,603
Non-GAAP标准的净利润	136,388	141,379	149,334	179,308	209,517

资产负债表 (百万元人民币)					
截至3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	224,369	248,845	303,460	377,212	450,094
有价证券	302,642	354,812	371,157	404,527	441,234
其他流动资产	111,524	111,666	118,110	120,805	145,822
<b>总流动资产</b>	<b>638,535</b>	<b>715,323</b>	<b>792,727</b>	<b>902,544</b>	<b>1,037,151</b>
投资物业	223,611	245,972	270,569	297,626	327,389
物业、厂房及设备	171,806	183,463	226,352	277,702	339,068
无形资产	328,812	334,041	334,140	336,998	341,998
合资企业/联营公司投资	219,642	209,642	219,642	229,642	239,642
其他长期资产	113,147	115,330	125,212	130,497	147,792
<b>总长期资产</b>	<b>1,057,018</b>	<b>1,088,448</b>	<b>1,175,914</b>	<b>1,272,465</b>	<b>1,395,888</b>
<b>总资产</b>	<b>1,695,553</b>	<b>1,803,771</b>	<b>1,968,642</b>	<b>2,175,009</b>	<b>2,433,039</b>
短期贷款	30,594	33,176	34,372	36,112	38,365
应付账款	293,213	296,809	302,126	307,731	313,651
其他短期负债	59,977	61,011	67,111	73,821	81,201
<b>总流动负债</b>	<b>383,784</b>	<b>390,996</b>	<b>403,609</b>	<b>417,664</b>	<b>433,218</b>
长期贷款	132,503	153,984	159,561	165,120	175,696
长期应付账款	61,706	61,706	61,706	61,706	61,706
其他长期负债	35,367	38,817	42,698	46,968	51,665
<b>总长期负债</b>	<b>229,576</b>	<b>254,507</b>	<b>263,965</b>	<b>273,794</b>	<b>289,067</b>
<b>总负债</b>	<b>613,360</b>	<b>645,503</b>	<b>667,575</b>	<b>691,458</b>	<b>722,285</b>
股本	410,507	371,485	426,292	511,984	537,256
储备及其他资本项目	537,972	645,859	725,920	813,988	1,004,787
<b>股东权益</b>	<b>948,479</b>	<b>1,017,344</b>	<b>1,152,212</b>	<b>1,325,971</b>	<b>1,542,043</b>
记作权益的金融工具	9,655	9,655	9,655	9,655	9,655
非控股权益	124,059	131,269	139,200	147,924	159,056
<b>总权益</b>	<b>1,082,193</b>	<b>1,158,268</b>	<b>1,301,067</b>	<b>1,483,551</b>	<b>1,710,754</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	73,894	81,122	182,578	215,413	246,126
合资企业/联营公司收入调整	(14,344)	8,063	(7,592)	(10,693)	(14,463)
折旧及摊销	48,065	37,150	42,517	49,600	58,516
营运资本变动	(18,150)	3,934	(1,924)	7,619	(25,399)
税费	(26,815)	(15,549)	(34,092)	(41,027)	(45,938)
其他经营活动现金流	80,109	42,821	12,377	8,688	9,197
<b>经营活动现金流</b>	<b>142,759</b>	<b>157,541</b>	<b>193,864</b>	<b>229,600</b>	<b>228,039</b>
资本开支	(53,324)	15,000	(10,000)	(11,000)	(12,100)
投资活动	(135,917)	(97,112)	(81,287)	(98,312)	(101,649)
其他投资活动现金流	(9,351)	10,000	(10,000)	(10,000)	(10,000)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(198,592)</b>	<b>(72,112)</b>	<b>(101,287)</b>	<b>(119,312)</b>	<b>(123,749)</b>
负债净变动	2,299	(16,159)	(3,264)	(1,941)	3,076
权益净变动	(61,116)	(40,000)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
股息	(881)	(890)	(899)	(908)	(917)
其他融资活动现金流	(4,751)	5,372	5,940	6,539	7,171
<b>融资活动现金流</b>	<b>(64,449)</b>	<b>(51,677)</b>	<b>(28,223)</b>	<b>(26,310)</b>	<b>(20,670)</b>
汇率收益/损失	(8,834)	(9,276)	(9,739)	(10,226)	(10,738)
<b>年初现金</b>	<b>353,485</b>	<b>224,369</b>	<b>248,845</b>	<b>303,460</b>	<b>377,212</b>
<b>年末现金</b>	<b>224,369</b>	<b>248,845</b>	<b>303,460</b>	<b>377,212</b>	<b>450,094</b>

财务比率					
年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	20.446	28.089	60.782	70.816	80.811
全面摊薄每股收益	20.446	27.779	60.110	70.033	79.917
Non-GAAP标准下的每股收益	52.883	56.316	60.435	71.918	83.491
每股账面值	354.555	389.750	441.418	507.986	590.765
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	36.8	36.7	39.7	41.4	42.1
EBIT利润率	12.5	13.4	15.6	17.2	17.7
净利率	6.4	8.4	16.2	17.3	18.1
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	37.4	37.4	40.3	42.1	42.7
EBITDA利润率	18.5	20.2	22.1	23.5	23.9
净利率	16.0	16.3	15.3	16.9	18.2
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	3.2	4.2	8.4	8.9	9.1
ROE	5.1	6.6	12.9	13.3	13.2
ROIC	5.4	8.2	9.3	0.0	0.0
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.7	1.8	2.0	2.2	2.4
应付账款周转天数	180.1	180.0	180.0	180.0	180.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年5月19日  
阿里巴巴 (BABA US)

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、Qiniu Ltd.、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited (前称：58 Freight Inc.)、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司及上海小南国控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 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法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际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。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际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、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员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。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，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。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**