

互联网	收盘价 美元 78.49	目标价 美元 117.00↓	潜在涨幅 +49.1%
-----	-----------------	-------------------	----------------

2023年11月27日

阿里巴巴 (BABA US)

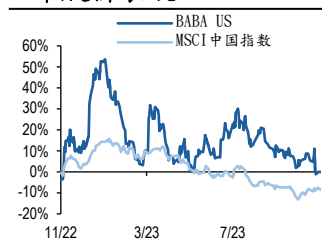
战略调整聚焦用户/商家/技术投入；下调目标价至 117 美元

- 淘天电商 GMV 预测：**我们预计 2023 年 4 季度 GMV/CMR 增速 5.5%，对比行业大盘增速约 9%，较此前预期略有下调。主要考虑到阿里电商在价格力产品力战略下，单均价格或有下降，GMV 增速低于订单量增速。根据我们对各品类对大盘渗透率的分析，我们预计 2024 年淘天电商 GMV 增速仍低于大盘增长，预计约 5%（大盘/京东增速预计 8%）。
- CMR 增速预期逻辑：**随着用户回流及活跃度提升、新广告产品拉动广告主数量增长及投放意愿提升，预计 2024 年广告货币化率呈提升趋势，但由于平台对中小商家的扶持力度、白牌商品销售占比提升，佣金率应有所下降。预计广告+佣金变现率呈小幅上升趋势，增速略高于 GMV，约 6%。
- 调整各业务线战略，将 1688、钉钉、闲鱼、夸克提升为战略级创新业务，**将以独立子公司方式运营，以 3-5 年为周期持续投入。以上 4 个产品用户均呈现年轻化趋势，同时作为效率工作学习的入口，钉钉/夸克最有可能成为 AI+应用的重要落地产品，与阿里核心战略以流量、商家、技术为前提，坚定投入相契合。
- 对于其他业务，目前战略重点方向应为加速减亏转盈，保证业务的稳定性和健康性。**此前宣布的 IPO 项目，阿里云回归公司核心战略地位，坚定 AI 投入，并加速减少低利润率项目，短期对阿里云收入呈负向影响，但利好阿里云长期收入及利润的健康增长。**盒马暂停 IPO**，我们认为核心因素在于估值不确定性以及价格战带来的盈利压力。
- 估值：**由于我们调整 2024 年阿里电商平台 GMV/CMR 增速预测约-3%/-4%，按 10 年 DCF 下调淘天集团估值至 92 美元/股，对应 10 倍 2024 年市盈率（日历年，下同）。按 SOTP，下调目标价至 117 美元/113 港元（9988 HK）（前为 128 美元/124 港元）。阿里现价对应 2024 年市盈率 8.5 倍，考虑到阿里体系内仍有云计算底层技术及 AI 大模型+应用在生态内落地的可能性，海外电商及跨境行业潜在机会对菜鸟的利好，阿里估值有提升空间，维持买入评级。

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)	120.57
52周低位 (美元)	75.50
市值 (百万美元)	189,437.97
日均成交量 (百万)	12.25
年初至今变化 (%)	(10.90)
200天平均价 (美元)	87.50

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	951,811	1,049,683	1,141,890
同比增长 (%)	18.9	1.8	9.6	10.3	8.8
净利润 (百万人民币)	136,388	141,379	164,168	180,109	190,849
每股盈利 (人民币)	52.88	55.82	64.70	71.92	76.10
同比增长 (%)	-18.8	5.5	15.9	11.2	5.8
前EPS预测值 (人民币)			65.43	75.55	81.48
调整幅度 (%)			-1.1	-4.8	-6.6
市盈率 (倍)	10.6	10.1	8.7	7.8	7.4
每股账面净值 (人民币)	354.56	389.75	436.08	500.68	580.26
市账率 (倍)	1.58	1.44	1.29	1.12	0.97

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>

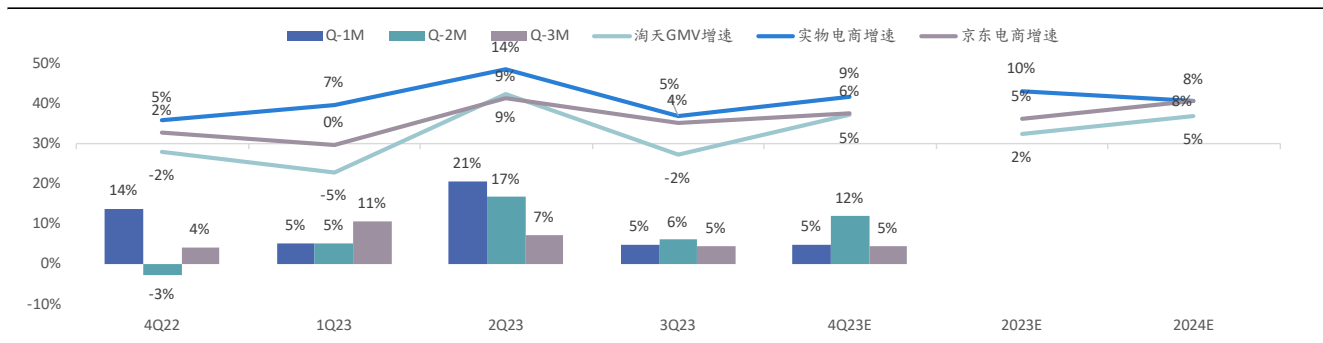
阿里电商核心数据更新

我们回顾 2022 年 4 季度-2023 年 3 季度电商大盘、阿里及京东电商平台 GMV 表现，阿里、京东过去 4 个季度增速均低于行业大盘，阿里淡季（1、3 季度）较大盘低 7 个百分点，旺季与京东表现基本一致，较大盘低 5 个百分点。我们认为，主要由于阿里、京东平台规模及优势品类规模已经达到较高水平，行业渗透率较高，如京东的 3C 家电、阿里的服饰美妆等，以及 2023 年部分品类仍在消化囤货高基数的影响，同时，两大平台还受到其他电商平台及直播电商的竞争。

2023 年 4 季度，受到双十一促销拉动，我们认为阿里 GMV 增速较大盘差距应在 4-5 个百分点范围，估算 2023 年，京东/阿里电商平台 GMV 增速或分别 5%/2%。

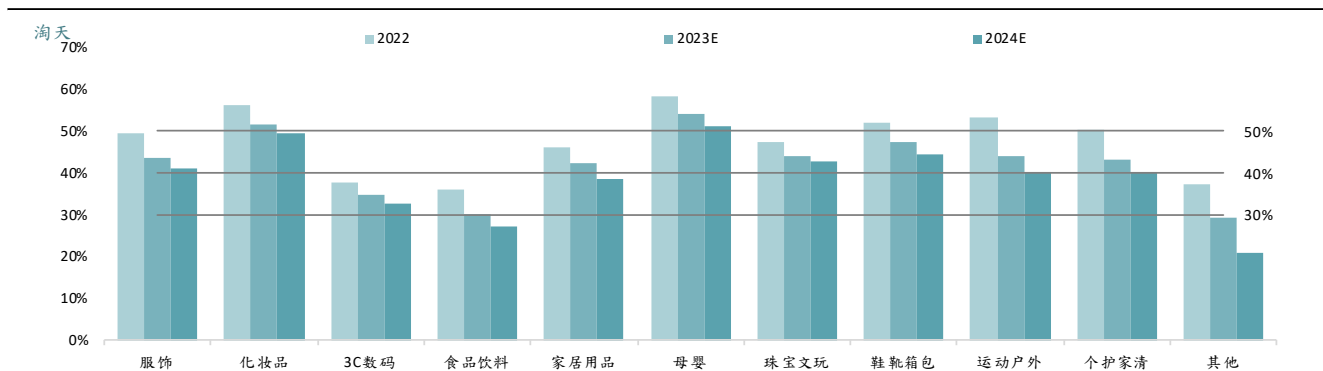
2024 年公司核心战略仍持续建设“低价优品”的用户心智，阿里平台客单价预计较 2023 年有所下降，但随着平台用户回流，商家数量及供给丰富，订单量增长应快于 GMV。从品类角度看，我们分析阿里核心品类在 2023 年持续受直播电商影响，2024 年仍可能有下降趋势，因此 GMV 增速或将低于行业大盘，预计增速约 5%。

图表 1: 电商平台 GMV 对比大盘增速



资料来源: 公司资料, 统计局, 交银国际预测

图表 2: 阿里电商各品类对品类大盘渗透率仍呈下降趋势



资料来源: 公司资料, 统计局, 交银国际预测

1688/闲鱼/钉钉/夸克的战略地位

阿里本次将 1688、钉钉、闲鱼、夸克提升为战略级创新业务，将以独立子公司方式运营，以 3-5 年为周期持续投入。对于战略级业务的选择，管理层主要考虑：1) 是否具备足够大的市场空间；2) 是否具备独特的市场地位；3) 是否符合用户需求趋势；4) 是否契合集团 AI 驱动战略。

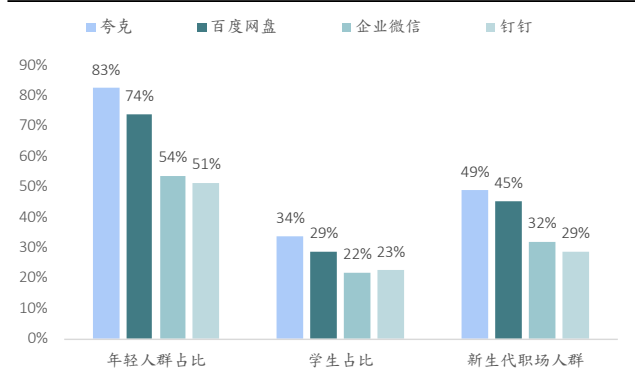
夸克：主要功能包括：智能搜索、超级播放器、夸克网盘及夸克扫描王。此前在阿里文娱板块，1+6+N 战略划分至 N（创新业务-智能信息事业群）中。我们根据 QM 数据（2023 年 7 月），在高效学习/工作品类 APP 中，夸克在三类人群的渗透率最高，包括年轻用户占比最高（82%），泛学生人群（33.7%）以及新生代职场人群（48.8%）。根据 [网易新闻](#)，11 月 14 日，夸克发布自主研发千亿参数级夸克大模型，基于夸克此前搜索能力及在教育领域的内容积累，未来或将聚焦医疗健康、教育解题等垂直领域。

钉钉：效率办公主要应用之一，2023 年 8 月 MAU 为 1.93 亿（QM），根据 [钉钉官网](#) 介绍，钉钉已与 2300 万企业建立合作，链接 6 亿用户，提供办公协同、企业组织数字化管理全流程解决方案。此前，今年钉钉业务从阿里智能云业务分拆至 N（创新业务）中，我们根据数据估算钉钉年化收入或接近 10 亿元人民币。

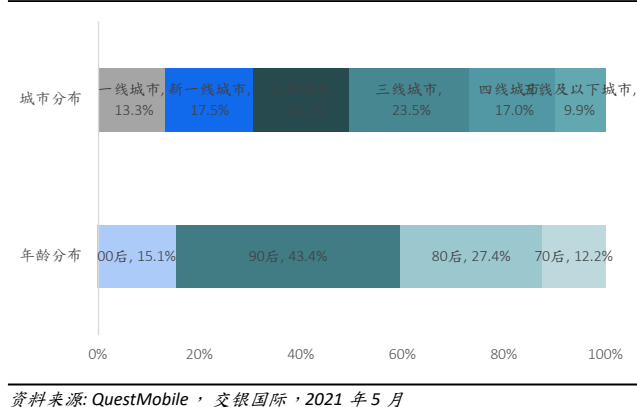
1688：是阿里体系最早的电商平台，以 B2B 业务为主，年化收入约 200 亿元人民币，以商户年费+增值服务模式运营。根据 1688 公开资料，1688 平台近一年新增用户超过九成是 Z 世代（48.8%）和新中产（44.9%）用户，主要来自一二线城市的 25-35 岁人群。

闲鱼：中国最大的二手平台之一，2023 年 9 月 MAU 为 1.53 亿（QM）。根据用户分布，90 后及 00 后用户占比接近 60%。

图表 3: 智能效率品类 APP 核心人群占比：夸克年轻人占比最高，达到 80%+



图表 4: 闲鱼用户画像偏年轻化，90 后/00 后占近 60%



图表 5: SOTP 估值估算阿里巴巴集团目标价 117 美元/113 港元

(十亿元)	—收入—		—Non-GAAP EBITA—		估值方法	—估值—		—目标价—		—市盈率—		—市销率—		阿里持股
	CY2023E	CY2024E	CY2023E	CY2024E		十亿美元	十亿港元	美元	港元	CY23E	CY24E	CY23E	CY24E	
阿里集团收入	936	1,028	175	221		300	2,326	117	113	14	12	2.3	2.1	
同比	8%	10%		26%										
淘天集团	435	466	200	217	10 年 DCF	236	1,828	92	89	11	10	3.9	3.6	100%
同比	5%	7%		8%										
国际数字商业	93	109	-3.1	-1.7	2024 年 P/S	30	234	12	11			2.3	2.0	83%
同比	41%	17%												
本地生活集团	58	70	-11.5	-0.5	2024 年 P/S	20	152	8	7			2.4	2.0	100%
同比	21%	21%												
菜鸟集团	93	115	2.5	4.7	2024 年 P/E	11	87	4	4	40	20	0.9	0.7	63%
同比	23%	23%		89%										
云智能集团	103	104	2.7	3.5	2024 年 P/S	29	224	11	11			2.0	2.0	0%
同比	0%	1%		29%										
大文娱集团	22	24	-1.4	-0.7										
同比	12%	9%												
优酷	17	18			2024 年 P/S	2.6	20	1.0	1.0			1.1	1.0	100%
阿里影业	5	5			市值	1.9	14	0.7	0.7			2.7	2.4	51%
其他业务	198	216	-5.9	-3.3										
同比	1%	9%												
高鑫零售	76	78	0.6	1.8	市值	1.9	15	0.7	0.7	28	10	0.2	0.2	74%
盒马	66	77	-1.5	0.68	2024 年 P/E 1.2 倍 PEG	2.3	17	0.9	0.9	-14	25	0.2	0.2	70%
阿里健康	27	27	0.6	0.5	市值	8.0	62	3.1	3.0	96	107	2.2	2.1	51%
灵犀互娱	6	6	1.3	1.2	2024 年 P/E	2.1	16	0.8	0.8	14	15	2.3	2.6	100%

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表 6: 阿里相关可比公司

公司名称	代码	报告货币	收盘价 (当地货币)	市值 (百万美元)	—P/E—		—P/S—		—收入—		—净利润—		2024E 同比 (%)
					FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	
阿里巴巴	BABA US	CNY	78.5	199,633	8.7	7.8	1.5	1.4	951,811	1,049,683	164,168	180,109	10
拼多多	PDD US	CNY	118.7	150,083	24.6	22.0	5.1	3.9	209,472	274,602	50,914	60,536	19
美团	3690 HK	CNY	109.1	86,662	26.6	18.7	2.2	1.8	278,048	338,307	23,564	33,826	44
京东	JD US	CNY	28.8	45,197	10.0	9.2	0.3	0.3	1,079,170	1,164,817	32,846	36,425	11
顺丰	002352 CH	CNY	41.1	27,827	23.1	18.6	0.7	0.6	276,695	312,646	8,696	11,055	27
京东物流	2618 HK	CNY	9.9	8,382	27.5	15.3	0.4	0.3	167,865	186,266	2,003	3,638	82
阿里健康	241 HK	CNY	4.6	7,993	84.4	51.5	1.8	1.5	31,425	37,375	786	1,085	38
爱奇艺	IQ US	CNY	4.8	4,542	10.7	9.1	1.0	1.0	32,082	33,842	2,766	3,265	18
永辉	601933 CH	CNY	3.1	3,884	437.1	69.5	0.3	0.3	84,633	87,689	94	369	294
阿里影业	1060 HK	CNY	0.6	1,905	20.2	13.6	2.6	2.2	5,222	6,179	633	881	39
高鑫零售	6808 HK	CNY	1.6	1,886	83.2	24.4	0.2	0.2	81,055	83,952	131	553	322
金山云	KC US	CNY	4.6	1,177	NA	NA	1.1	0.7	7,455	11,368	(1,392)	(1,338)	-4
Amazon	AMZN US	USD	146.7	1,516,416	41.2	32.7	2.7	2.4	570,588	636,788	36,845	47,273	28
Shopify	SHOP US	USD	70.4	90,596	NA	68.6	13.0	10.9	6,987	8,339	6,821	9,642	41
Tokopedia	GOTO IJ	IDR	94.0	7,337	NA	NA	7.4	5.5	15,189,163	20,848,314	(5,264)	(2,696)	-49

资料来源: 彭博, 交银国际预测 *截至2023年11月27日, 为方便对比, 阿里系收入/利润对应FY2024/25E

图表 7：分部业绩预测

(十亿人民币) 年结3月31日	3QFY23	2QFY24	3QFY24E 原预测	3QFY24E 新预测	变动 (%)	环比 (%)	同比 (%)	4QFY24E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
淘天集团	127.1	97.7	138.4	132.9	-4	36	5	89.7	413.2	435.2	475.6	506.6
客户营销管理	91.3	68.7	98.7	96.3	-2	40	5	62.1	290.9	306.7	326.2	346.7
直营	30.6	23.9	34.2	31.1	-9	30	2	22.2	102.7	107.4	126.1	134.9
批发	5.1	5.1	5.4	5.4	0	6	6	5.4	19.6	21.0	23.3	25.0
阿里国际数字商业集团	19.8	24.5	22.8	27.1	19	11	37	24.9	70.5	98.6	111.1	126.2
零售	15.0	19.0	17.5	21.8	25	15	46	19.7	51.1	77.7	87.8	100.8
批发	4.8	5.5	5.3	5.3	0	-4	10	5.1	19.4	21.0	23.3	25.4
本地生活集团	13.4	15.6	16.7	15.8	-5	2	18	15.4	50.2	61.3	72.8	82.6
菜鸟集团	23.0	22.8	27.7	28.5	3	25	24	24.0	77.5	98.5	118.1	138.1
云智能集团	26.9	27.6	25.9	25.9	0	-6	-4	24.2	102.9	102.8	105.2	110.5
大文娱集团	4.3	5.8	5.7	5.7	0	-1	35	5.9	18.4	22.8	24.1	25.0
其他业务	50.1	48.1	54.0	51.5	-5	7	3	56.4	196.5	201.5	219.6	236.2
总收入	264.6	242.0	291.1	287.5	-1	19	9	240.5	929.2	1,020.8	1,126.5	1,225.1
未分配	0.2	0.3	0.3	0.3	-1	19	46	0.3	0.9	1.1	1.3	1.4
合并报表调整	(17.1)	(17.5)	(20.8)	(18.7)	-10	7	10	(17.0)	(61.2)	(70.1)	(78.1)	(84.6)
阿里巴巴收入	247.8	224.8	270.6	269.1	-1	20	9	223.8	869.0	951.8	1,049.7	1,141.9
Non-GAAP EBITA												
淘天集团	59.2	47.1	64.3	64.5	0	37	9	43.1	189.1	204.0	218.2	226.7
阿里国际数字商业集团	(0.6)	(0.4)	(0.6)	(0.2)	-70			(0.6)	(4.9)	(1.6)	(1.2)	1.8
本地生活集团	(2.9)	(2.6)	(1.7)	(2.9)	65			(0.8)	(13.1)	(8.2)	1.0	2.6
菜鸟集团	(0.0)	0.9	1.0	1.0	3	14		0.8	(0.4)	3.6	5.0	6.9
云智能集团	0.4	1.4	0.5	0.5	0	-65	36	0.4	1.9	2.7	4.1	5.1
大文娱集团	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	0			(0.7)	(2.8)	(1.0)	(0.2)	1.3
其他业务	(0.8)	(1.4)	(2.1)	(2.0)	-7			(1.9)	(7.2)	(6.6)	(2.8)	0.2
总 EBITA	54.8	44.8	61.1	60.8	-1	36	11	40.3	163	193	224	245
未分配	(2.2)	(1.0)	0.8	0.8	-1			0.7	(12.1)	(0.9)	3.3	3.5
合并报表调整	(0.6)	(0.9)	(0.3)	(0.3)	-1	-65	-47	(0.3)	(2.5)	(1.8)	(1.3)	(1.4)
Non-GAAP EBITA	52.0	42.8	61.6	61.3	-1	43	18	40.8	148	190	226	247
Non-GAAP EBITA 利润率												
淘天集团	47%	48%	46%	49%				48%	46%	47%	46%	45%
阿里国际数字商业集团	-3%	-2%	-2%	-1%				-3%	-7%	-2%	-1%	1%
本地生活集团	-22%	-16%	-10%	-18%				-5%	-26%	-13%	1%	3%
菜鸟集团	0%	4%	4%	4%				3%	-1%	4%	4%	5%
云智能集团	1%	5%	2%	2%				2%	2%	3%	4%	5%
大文娱集团	-9%	-3%	-3%	-3%				-11%	-15%	-4%	-1%	5%
其他业务	-2%	-3%	-4%	-4%				-3%	-4%	-3%	-1%	0%
总 EBITA	21%	19%	21%	21%				17%	17%	19%	20%	20%
Non-GAAP EBITA 利润率	21%	19%	23%	23%				18%	17%	20%	22%	22%

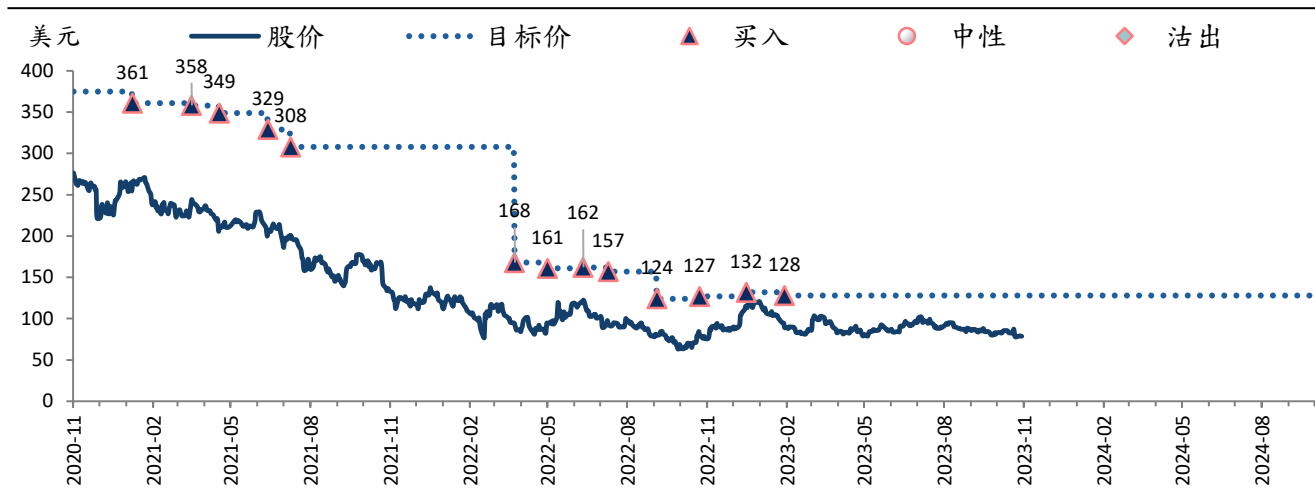
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 8：损益表预测

(百万人民币)	3QFY23	2QFY24	3QFY24E	3QFY24E	变化	环比	同比	4QFY24E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
年结3月31日			原预测	新预测	(%)	(%)	(%)					
总收入	247,756	224,790	270,551	269,080	-1	20	9	223,785	868,687	951,811	1,049,683	1,141,890
<i>彭博一致预期</i>				<u>272,073</u>				<u>225,927</u>		<u>958,641</u>	<u>1,050,941</u>	<u>1,150,670</u>
营业成本	(150,005)	(139,664)	(162,199)	(160,215)	-1	15	7	(143,333)	(549,695)	(585,559)	(640,802)	(693,533)
毛利	97,751	85,126	108,352	108,866	0	28	11	80,452	318,992	366,253	408,880	448,357
产品开发	(13,521)	(14,218)	(13,297)	(13,401)	1	-6	-1	(12,310)	(56,744)	(50,394)	(60,470)	(63,161)
市场营销	(30,628)	(25,485)	(31,074)	(31,734)	2	25	4	(25,120)	(103,496)	(109,387)	(118,127)	(133,968)
行政费用	(10,327)	(9,408)	(10,577)	(10,597)	0	13	3	(8,968)	(42,183)	(36,270)	(35,458)	(38,221)
其他营运开支	(8,244)	(2,431)	(1,406)	(1,406)	0	-42	-83	(1,358)	(16,218)	(9,706)	(5,527)	(5,524)
运营利润	35,031	33,584	51,998	51,727	-1	54	48	32,696	100,351	160,497	189,298	207,482
所得税费用	(3,820)	(5,797)	(12,889)	(12,826)	0	121	236	(8,713)	(15,549)	(33,359)	(41,175)	(45,372)
其他收入/费用	14,535	(1,091)	(4,279)	(4,279)	0	292	-129	(4,240)	(12,293)	(8,528)	19,900	20,731
净收入(亏损)	45,746	26,696	34,830	34,621	-1	30	-24	19,743	72,509	118,610	168,022	182,841
Non-GAAP 息税摊销前利润	52,048	42,845	61,613	61,302	-1	43	18	40,798	147,911	190,315	226,044	246,631
Non-GAAP 净利润	49,932	40,188	47,803	47,562	-1	18	-5	31,496	141,379	164,168	180,109	190,849
Non-GAAP 毛利率 (%)	39	38	40	40				36	37	38	39	39
Non-GAAP 息税摊销前利润率 (%)	21	19	23	23				18	17	20	22	22
Non-GAAP 净利润率 (%)	20	18	18	18				14	16	17	17	17
Non-GAAP 摊薄每股盈利 (元)	19.51	15.66	19.06	18.97	0	21	-3	12.71	55.82	64.70	71.92	76.10
<i>彭博一致预期</i>				<u>20.77</u>				<u>13.17</u>		<u>65.47</u>	<u>71.77</u>	<u>80.07</u>

资料来源: 公司资料, 彭博, 交银国际预测

图表 9: 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 10: 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	123.40	166.00	34.5%	2023 年 10 月 19 日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	8.60	9.00	4.7%	2023 年 11 月 15 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	14.14	16.00	13.2%	2023 年 10 月 25 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	88.55	99.00	11.8%	2023 年 09 月 26 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.75	6.90	45.3%	2023 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	59.25	90.00	51.9%	2023 年 05 月 23 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.01	9.50	35.5%	2023 年 09 月 01 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	28.40	36.00	26.8%	2023 年 08 月 11 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	41.68	35.00	-16.0%	2023 年 08 月 30 日	文娱内容
BABA US	阿里巴巴	买入	78.49	117.00	49.1%	2023 年 11 月 27 日	电商
PDD US	拼多多	买入	118.70	132.00	11.2%	2023 年 10 月 17 日	电商
JD US	京东	中性	28.76	30.00	4.3%	2023 年 11 月 16 日	电商
NTES US	网易	买入	115.41	135.00	17.0%	2023 年 11 月 17 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	321.20	401.00	24.8%	2023 年 11 月 16 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	14.32	20.00	39.7%	2023 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	27.15	31.00	14.2%	2023 年 08 月 23 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	33.80	43.00	27.2%	2023 年 11 月 09 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	109.10	220.00	101.6%	2023 年 03 月 27 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.92	14.60	47.2%	2023 年 11 月 16 日	物流
DADA US	达达集团	买入	3.77	7.00	85.7%	2023 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	8.87	11.70	31.9%	2023 年 08 月 11 日	物流
9923 HK	移卡	买入	14.82	21.00	41.7%	2023 年 08 月 25 日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	29.15	38.00	30.4%	2023 年 04 月 12 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	276.00	365.00	32.2%	2023 年 09 月 06 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	14.70	22.00	49.7%	2023 年 05 月 25 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 11 月 27 日

财务数据

年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	853,062	868,687	951,811	1,049,683	1,141,890
主营业务成本	(539,450)	(549,695)	(585,559)	(640,802)	(693,533)
毛利	313,612	318,992	366,253	408,880	448,357
销售及管理费用	(151,721)	(145,679)	(145,657)	(153,585)	(172,190)
研发费用	(55,465)	(56,744)	(50,394)	(60,470)	(63,161)
其他经营净收入/费用	(36,788)	(16,218)	(9,706)	(5,527)	(5,524)
经营利润	69,638	100,351	160,497	189,298	207,482
财务成本净额	(4,909)	(5,918)	(7,402)	(7,756)	(8,071)
应占联营公司利润及亏损	14,344	(8,063)	(4,493)	(2,579)	(1,669)
其他非经营净收入/费用	(5,179)	(5,248)	(1,183)	25,819	26,055
税前利润	73,894	81,122	147,419	204,782	223,797
税费	(26,815)	(15,549)	(33,359)	(41,175)	(45,372)
非控股权益	7,907	7,210	4,993	5,200	5,200
净利润	54,986	72,783	119,053	168,806	183,625
作每股收益计算的净利润	54,696	72,509	118,610	168,022	182,841
Non-GAAP标准的净利润	136,388	141,379	164,168	180,109	190,849

截至3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	224,369	248,845	294,215	339,399	452,069
有价证券	302,642	354,812	371,157	404,527	441,234
其他流动资产	111,524	111,666	110,703	124,978	128,600
总流动资产	638,535	715,323	776,074	868,905	1,021,903
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	119,364	133,710	141,594
总长期资产	1,057,018	1,088,448	1,170,066	1,275,678	1,389,691
总资产	1,695,553	1,803,771	1,946,141	2,144,583	2,411,594
短期贷款	30,594	33,176	34,372	36,112	38,365
应付账款	293,213	296,809	312,954	318,668	350,535
其他短期负债	59,977	61,011	67,111	73,821	81,201
总流动负债	383,784	390,996	414,437	428,601	470,101
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
总长期负债	229,576	254,507	263,965	273,794	289,067
总负债	613,360	645,503	678,403	702,395	759,168
股本	410,507	371,485	392,963	470,621	530,764
储备及其他资本项目	537,972	645,859	725,920	813,988	958,042
股东权益	948,479	1,017,344	1,118,883	1,284,609	1,488,806
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	153,966
总权益	1,082,193	1,158,268	1,267,738	1,442,188	1,652,426

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	73,894	81,122	147,419	204,782	223,797
合资企业/联营公司收入调整	(14,344)	8,063	4,493	2,579	1,669
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	22,160	(12,915)	31,354
税费	(26,815)	(15,549)	(33,359)	(41,175)	(45,372)
其他经营活动现金流	80,109	42,821	1,389	(1,837)	(2,138)
经营活动现金流	142,759	157,541	184,619	201,033	267,826
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)
投资活动现金流	(198,592)	(72,112)	(101,287)	(119,312)	(123,749)
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
融资活动现金流	(64,449)	(51,677)	(28,223)	(26,310)	(20,670)
汇率收益/损失	(8,834)	(9,276)	(9,739)	(10,226)	(10,738)
年初现金	353,485	224,369	248,845	294,215	339,399
年末现金	224,369	248,845	294,215	339,399	452,069

年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	20.446	28.089	46.662	66.102	71.931
全面摊薄每股收益	20.446	27.779	46.228	65.487	71.262
Non-GAAP标准下的每股收益	52.883	55.815	64.703	71.919	76.105
每股账面值	354.555	389.750	436.084	500.676	580.261
利润率分析(%)					
毛利率	36.8	36.7	38.5	39.0	39.3
EBIT利润率	12.5	13.4	17.9	18.6	18.7
净利率	6.4	8.4	12.5	16.1	16.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	37.4	37.4	38.9	39.5	39.8
EBITDA利润率	18.5	20.2	22.7	24.1	24.0
净利率	16.0	16.3	17.2	17.2	16.7
盈利能力(%)					
ROA	3.2	4.2	6.3	8.3	8.1
ROE	5.1	6.6	9.9	12.5	11.9
ROIC	5.4	8.2	10.3	10.7	10.2
其他					
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	1.9	2.0	2.2
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11月27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；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、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、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、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、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、康洋生物科技(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、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司及山西省安装集团股份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。交银国际证券不明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，而并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。