

互联网	收盘价 美元 71.41	目标价 美元 108.00↓	潜在涨幅 +51.2%
-----	-----------------	-------------------	----------------

2024年1月11日

## 阿里巴巴 (BABA US)

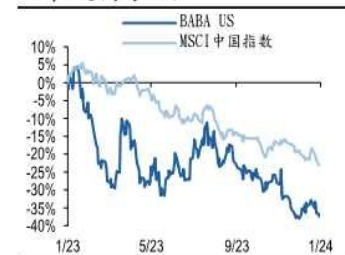
### 2024 财年 3 季度预览：GMV 转正，CMR 增速或降至 1%，下调目标价

- ④ **2024 财年 3 季度（2023 年 4 季度，截至 2023 年 12 月）业绩预览：**我们预计收入同比增 5% 至 2,608 亿元（人民币，下同），较此前预测下调 3%，对比市场预期 2,669 亿元（同比增 8%）。预计调整后 EBITA 527 亿元，同比增 1%，利润率 20%。
- ④ **淘天：**我们预计 GMV 增速同比转正，统计局数据显示实物电商 10/11 月增 5%/7%，估算 12 月增速约 5%。客户管理（CMR）收入预计同比增 1%，对比此前预期下调约 4%，主要由于价格力战略下 GMV 结构变化，中小商家为主的淘宝占比上升，佣金承压，广告收入增长与 GMV 增速同步。淘天核心管理层年轻化，预计将继续聚焦平台 DAU 和消费频次提升。我们预计未来几个季度 CMR 收入增长仍承压，2024/25 财年增速分别 4%/3%。
- ④ **其他业务：**1) **国际：**我们预计收入仍然维持高增长，同比增 39%，主要来自速卖通 Choice 服务的拉动，以及 Trendyol 等跨境平台业务的优异表现。2) **本地生活：**收入预期下调约 3%，受线下流量恢复及去年高基数影响，同比增速预期（+15%）较上季度略有放缓（+16%）。3) **菜鸟：**预计国际物流服务拉动收入同比增 22%，本土业务受电商影响增长低于菜鸟整体。4) **云：**预计收入同比微增 1%，项目调整持续。5) **线下商超业务**增长承压及阿里健康高基数影响下，预计所有其他业务收入同比降 6%。
- ④ **利润（EBITA）下调 14% 至 527 亿元。**预计国际业务继续投入，进一步提升 Choice 单量占比，亏损或超 20 亿元，亏损率扩大至 9%，对比此前预期的 1%。预计淘天利润率同比基本持平于 47%，本地生活亏损收窄，云业务利润率同比提升至 5%。
- ④ **估值：**考虑到短期阿里电商 CMR 收入增长压力，以及海外业务加大投入的确定性和管理层调整对其他业务发展目标的不确定性，我们下调 2024/25 财年收入预期 1%/2%，EBITA 利润下调 6%/7%，按 SOTP，电商业务每股价值降至 83 美元/80 港元，对应 2024 日历年 10 倍市盈率，目标价从 117 美元/113 港元下调至 108 美元/104 港元（9988 HK），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)	120.57
52周低位(美元)	71.37
市值(百万美元)	171,025.52
日均成交量(百万)	19.28
年初至今变化(%)	(7.87)
200天平均价(美元)	84.87

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	942,416	1,027,128	1,104,945
同比增长(%)	18.9	1.8	8.5	9.0	7.6
净利润(百万人民币)	136,388	141,379	156,246	167,395	174,464
每股盈利(人民币)	52.88	55.82	61.61	66.96	69.72
同比增长(%)	-18.8	5.5	10.4	8.7	4.1
前EPS预测值(人民币)			64.70	71.92	76.10
调整幅度(%)			-4.8	-6.9	-8.4
市盈率(倍)	9.7	9.2	8.3	7.6	7.3
每股账面净值(人民币)	354.56	389.75	432.39	491.91	564.96
市账率(倍)	1.44	1.31	1.18	1.04	0.91

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：BOCOM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 阿里巴巴各业务业绩预测及调整一览 (按季)

人民币, 十亿元, 年结 3 月 31 日	3QFY24 调整前	3QFY24E 调整后	环比 (%)	同比 (%)	变动 (%)	4QFY24 调整前	4QFY24E 调整后	环比 (%)	同比 (%)	变动 (%)
<b>淘天集团 (淘宝/天猫/闲鱼/1688.com)</b>	132.9	128.4	32	1	-3	89.7	88.8	-31%	-1.2%	-1%
客户营销管理	96.3	92.6	35	1	-4	62.1	61.3	-34%	1.7%	-1%
直营 (天猫超市/天猫国际)	31.1	30.6	28	0	-2	22.2	22.1	-28%	-9.9%	-1%
批发 (1688.com)	5.4	5.2	2	2	-3	5.4	5.4	4%	5.6%	0%
<b>阿里国际数字商业集团 (Lazada/AE/Trendyol/Alibaba.com)</b>	27.1	27.6	12	39	2	24.9	24.9	-10%	31.5%	0%
零售 (Lazada/AE/Trendyol)	21.8	22.3	17	48	2	19.7	19.7	-11%	37.5%	0%
批发 (Alibaba.com)	5.3	5.3	-4	10	0	5.1	5.1	-3%	12.5%	0%
<b>本地生活集团 (饿了么/高德)</b>	15.8	15.3	-1	15	-3	15.4	15.4	1%	25.2%	0%
<b>菜鸟集团</b>	28.5	28.1	23	22	-2	24.0	24.0	-14%	26.9%	0%
<b>云智能集团</b>	25.9	27.3	-1	1	5	24.2	24.8	-9%	0.3%	3%
<b>大文娱集团 (优酷/大麦/阿里影业)</b>	5.7	5.6	-4	30	-3	5.9	5.9	5%	17.3%	0%
<b>其他业务 (高鑫零售/盒马/阿里健康/灵犀互娱/银泰/智能信息 (UC 优视/夸克)/飞猪/钉钉等)</b>	51.5	47.3	-2	-6	-8	56.4	55.8	18%	5.1%	-1%
<b>总收入</b>	<b>287.5</b>	<b>279.5</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>-3</b>	<b>240.5</b>	<b>239.5</b>	<b>-14%</b>	<b>7.5%</b>	<b>0%</b>
未分配	0.3	0.3	15	42	-3	0.3	0.3	-14%	18.2%	0%
合并报表调整	(18.7)	(19.1)	9	12	2	(17.0)	(17.1)	-10%	14.9%	1%
<b>阿里巴巴收入</b>	<b>269.1</b>	<b>260.8</b>	<b>16</b>	<b>5</b>	<b>-3</b>	<b>223.8</b>	<b>222.7</b>	<b>-15%</b>	<b>7.0%</b>	<b>0%</b>

**Non-GAAP EBITA**

淘天集团	64.5	59.9	27	1	-7	43.1	42.1	-30%	7.7%	-2%
阿里国际数字商业集团	(0.2)	(2.4)			1313	(0.6)	(2.3)	-4%	5.8%	258%
本地生活集团	(2.9)	(2.2)			-24	(0.8)	(0.8)	-65%	-81.4%	0%
菜鸟集团	1.0	1.1	19		4	0.8	0.8	-25%	-354.0%	7%
云智能集团	0.5	1.4	3	295	190	0.4	1.2	-14%	213.3%	186%
大文娱集团	(0.2)	(0.4)			97	(0.7)	(0.7)	84%	-41.5%	-1%
其他业务	(2.0)	(3.1)			57	(1.9)	(1.9)	-40%	48.2%	-3%
<b>总 EBITA</b>	<b>60.8</b>	<b>54.4</b>	<b>21</b>	<b>-1</b>	<b>-11</b>	<b>40.3</b>	<b>38.5</b>	<b>-29%</b>	<b>26.3%</b>	<b>-4%</b>
未分配	0.8	(1.4)			-269	0.7	0.7	-151%	-115.9%	-7%
合并报表调整	(0.3)	(0.3)	-66	-49	-3	(0.3)	(0.3)	-14%	-67.6%	0%
<b>Non-GAAP EBITA</b>	<b>61.3</b>	<b>52.7</b>	<b>23</b>	<b>1</b>	<b>-14</b>	<b>40.8</b>	<b>38.9</b>	<b>-26%</b>	<b>54.0%</b>	<b>-5%</b>

**Non-GAAP EBITA 利润率**

淘天集团	49%	47%				48%	47%			
阿里国际数字商业集团	-1%	-9%				-3%	-9%			
本地生活集团	-18%	-14%				-5%	-5%			
菜鸟集团	4%	4%				3%	3%			
云智能集团	2%	5%				2%	5%			
大文娱集团	-3%	-6%				-11%	-11%			
其他业务	-4%	-7%				-3%	-3%			
<b>总 EBITA</b>	<b>21%</b>	<b>19%</b>				<b>17%</b>	<b>16%</b>			
<b>Non-GAAP EBITA 利润率</b>	<b>23%</b>	<b>20%</b>				<b>18%</b>	<b>17%</b>			

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 阿里巴巴各业务业绩预测及调整一览 (按年)

人民币, 十亿元, 年结 3 月 31 日	FY23	FY24E 调整前	FY24E 调整后	FY24E 同比	变动 (%)	FY25E 调整前	FY25E 调整后	FY25E 同比	变动 (%)	FY26E	FY26E 同比
<b>淘天集团</b>	413.2	435.2	429.8	4%	-1%	475.6	457.9	7%	-4%	476.8	4%
客户营销管理	290.9	306.7	302.2	4%	-1%	326.2	311.1	3%	-5%	321.9	3%
直营	102.7	107.4	106.8	4%	-1%	126.1	123.7	16%	-2%	130.1	5%
批发	19.6	21.0	20.8	6%	-1%	23.3	23.1	11%	-1%	24.8	7%
<b>阿里国际数字商业集团</b>	70.5	98.6	99.1	41%	0%	111.1	111.1	12%	0%	126.2	14%
零售	51.1	77.7	78.1	53%	1%	87.8	87.8	12%	0%	100.8	15%
批发	19.4	21.0	21.0	8%	0%	23.3	23.3	11%	0%	25.4	9%
<b>本地生活集团</b>	50.2	61.3	60.8	21%	-1%	72.8	72.8	20%	0%	82.6	13%
<b>菜鸟集团</b>	77.5	98.5	98.0	26%	0%	118.1	116.0	18%	-2%	134.0	16%
<b>云智能集团</b>	102.9	102.8	104.9	2%	2%	105.2	107.3	2%	2%	112.8	5%
<b>大文娱集团</b>	18.4	22.8	22.6	22%	-1%	24.1	24.0	6%	0%	24.9	4%
<b>其他业务</b>	196.5	201.5	196.7	0%	-2%	219.6	214.4	9%	-2%	229.8	7%
<b>总收入</b>	<b>929.2</b>	<b>1,020.8</b>	<b>1,011.8</b>	<b>9%</b>	<b>-1%</b>	<b>1,126.5</b>	<b>1,103.5</b>	<b>9%</b>	<b>-2%</b>	<b>1,187.1</b>	<b>8%</b>
未分配	0.9	1.1	1.1	29%	-1%	1.3	1.3	13%	-2%	1.4	8%
合并报表调整	(61.4)	(70.1)	(70.5)	15%	1%	(78.1)	(77.6)	10%	-1%	(83.5)	8%
<b>阿里巴巴集团收入</b>	<b>868.7</b>	<b>951.8</b>	<b>942.4</b>	<b>8%</b>	<b>-1%</b>	<b>1,049.7</b>	<b>1,027.1</b>	<b>9%</b>	<b>-2%</b>	<b>1,104.9</b>	<b>8%</b>

**Non-GAAP EBITA**

淘天集团	189.1	204.0	198.3	5%	-3%	218.2	205.2	3%	-6%	208.0	1%
阿里国际数字商业集团	(4.9)	(1.6)	(5.5)	11%	240%	(1.2)	(7.3)	32%	504%	(3.1)	-57%
本地生活集团	(13.1)	(8.2)	(7.5)	-43%	-8%	1.0	1.0	-113%	0%	2.6	170%
菜鸟集团	(0.4)	3.6	3.7	-1039%	3%	5.0	5.2	40%	3%	6.9	35%
云智能集团	1.9	2.7	4.5	132%	64%	4.1	5.8	30%	44%	6.8	16%
大文娱集团	(2.8)	(1.0)	(1.2)	-58%	17%	(0.2)	(0.1)	-87%	-5%	1.3	-983%
其他业务	(7.2)	(6.6)	(7.6)	6%	16%	(2.8)	(0.9)	-88%	-66%	1.8	-289%
<b>总 EBITA</b>	<b>163</b>	<b>193</b>	<b>185</b>	<b>14%</b>	<b>-4%</b>	<b>224</b>	<b>209</b>	<b>13%</b>	<b>-7%</b>	<b>224</b>	<b>7%</b>
未分配	(12.1)	(0.9)	(3.2)	-74%	238%	3.3	2.1	-166%	-37%	2.6	24%
合并报表调整	(2.5)	(1.8)	(1.7)	-31%	-1%	(1.3)	(1.3)	-28%	-2%	(1.4)	8%
<b>Non-GAAP EBITA</b>	<b>148</b>	<b>190</b>	<b>180</b>	<b>22%</b>	<b>-6%</b>	<b>226</b>	<b>210</b>	<b>17%</b>	<b>-7%</b>	<b>225</b>	<b>8%</b>

**Non-GAAP EBITA 利润率**

淘天集团	46%	47%	46%			46%	45%			44%	
阿里国际数字商业集团	-7%	-2%	-6%			-1%	-7%			-2%	
本地生活集团	-26%	-13%	-12%			1%	1%			3%	
菜鸟集团	-1%	4%	4%			4%	4%			5%	
云智能集团	2%	3%	4%			4%	5%			6%	
大文娱集团	-15%	-4%	-5%			-1%	-1%			5%	
其他业务	-4%	-3%	-4%			-1%	0%			1%	
<b>总 EBITA</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>18%</b>			<b>20%</b>	<b>19%</b>			<b>19%</b>	
<b>Non-GAAP EBITA</b>	<b>17%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>			<b>22%</b>	<b>20%</b>			<b>20%</b>	

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 损益表预测

(百万人民币)	3QFY23	2QFY24	3QFY24E	环比 (%)	同比 (%)	4QFY24E	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
年结 3 月 31 日										
总收入	247,756	224,790	260,764	16	5	222,706	868,687	942,416	1,027,128	1,104,945
<i>彭博一致预期</i>			<u>266,945</u>			<u>223,371</u>		<u>949,706</u>	<u>1,034,559</u>	<u>1,122,973</u>
营业成本	(150,005)	(139,664)	(156,655)	12	4	(142,939)	(549,695)	(581,605)	(635,428)	(681,676)
毛利	97,751	85,126	104,108	22	7	79,767	318,992	360,811	391,701	423,269
产品开发	(13,521)	(14,218)	(14,711)	3	9	(13,627)	(56,744)	(53,021)	(59,088)	(61,313)
市场营销	(30,628)	(25,485)	(32,053)	26	5	(25,865)	(103,496)	(110,451)	(118,004)	(131,460)
行政费用	(10,327)	(9,408)	(12,603)	34	22	(8,055)	(42,183)	(37,363)	(35,632)	(37,706)
其他营运开支	(8,244)	(2,431)	(3,256)	34	-61	(1,008)	(16,218)	(11,204)	(5,724)	(5,721)
运营利润	35,031	33,584	41,486	24	18	31,212	100,351	148,772	173,252	187,069
所得税费用	(3,820)	(5,797)	(10,674)	84	179	(8,361)	(15,549)	(30,853)	(37,580)	(40,786)
其他收益/费用	14,535	(1,091)	(4,279)	292	-129	(4,240)	(12,293)	(8,528)	19,900	20,731
净利润(亏损)	45,746	26,696	26,533	-1	-42	18,612	72,509	109,391	155,572	167,014
Non-GAAP 息税摊销前利润	52,048	42,845	52,685	23	1	38,935	147,911	179,837	209,620	225,471
Non-GAAP 净利润	49,932	40,188	41,143	2	-18	29,992	141,379	156,246	167,395	174,464
Non-GAAP 毛利率 (%)	39	38	40			36	37	38	38	38
Non-GAAP 息税摊销前利润率 (%)	21	19	20			17	17	19	20	20
Non-GAAP 净利润率 (%)	20	18	16			13	16	17	16	16
Non-GAAP 摊薄每股盈利 (元)	19.51	15.66	16.47	5	-16	12.12	55.82	61.61	66.96	69.72
<i>彭博一致预期</i>			<u>19.69</u>			<u>13.01</u>		<u>64.93</u>	<u>70.45</u>	<u>78.30</u>

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 分部加总估值估算阿里巴巴目标价 108 美元/104 港元

	——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	
<b>阿里集团收入</b>	928	1,007	166	205		277	2,147	108	104	13	12	2.1	2.0	
同比	7%	8%		23%										
<b>淘天集团</b>	431	449	195	204	10年 DCF	214	1,659	83	80	11	10	3.6	3.4	100%
同比	4%	4%		5%										
<b>国际数字商业</b>	93	109	-5.4	-8.0	2024年 P/S	30	234	12	11			2.3	2.0	83%
同比	41%	17%												
<b>本地生活集团</b>	58	70	-10.8	-0.5	2024年 P/S	20	152	8	7			2.4	2.0	100%
同比	20%	22%												
<b>菜鸟集团</b>	93	113	2.5	4.9	2024年 P/E	12	89	4	4	41	20	0.9	0.7	63%
同比	23%	21%		92%										
<b>云智能集团</b>	105	106	3.6	5.6	2024年 P/S	30	229	12	11			2.0	2.0	0%
同比	1%	1%		55%										
<b>大文娱集团</b>	22	24	-1.6	-0.7										
同比	11%	9%												
优酷	17	18			2024年 P/S	2.5	20	1.0	1.0			1.1	1.0	100%
阿里影业	5	5			市值	1.7	13	0.7	0.7			2.5	2.3	51%
<b>其他业务</b>	194	211	-7.0	-1.4										
同比	-1%	9%												
高鑫零售	73	74	-2.9	1.7	市值	1.5	12	0.6	0.6	-5	8	0.1	0.1	74%
盒马	64	77	-1.5	0.68	2024年 P/E 1.2倍 PEG	1.8	14	0.7	0.7	-10	20	0.2	0.2	70%
阿里健康	26	26	0.6	0.5	市值	6.5	50	2.5	2.5	79	89	1.8	1.8	51%
灵犀互娱	6	6	1.3	1.2	2024年 P/E	2.1	16	0.8	0.8	14	10	2.3	2.6	100%

资料来源：公司资料，彭博，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: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

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	115.79	166.00	43.4%	2023年10月19日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	10.78	15.00	39.1%	2023年11月30日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	9.04	9.00	-0.4%	2023年11月15日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	87.90	99.00	12.6%	2023年09月26日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.41	6.90	56.5%	2023年08月23日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	48.35	90.00	86.1%	2023年05月23日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.56	8.30	26.5%	2023年12月11日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	32.44	39.00	20.2%	2023年12月01日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.10	36.00	37.9%	2023年08月11日	文娱内容
BABA US	阿里巴巴	买入	71.41	108.00	51.2%	2024年01月11日	电商
PDD US	拼多多	买入	149.19	161.00	7.9%	2023年11月29日	电商
JD US	京东	中性	25.28	30.00	18.7%	2023年11月16日	电商
GOTU US	高途	买入	3.54	3.10	-12.4%	2023年11月29日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	58.65	70.00	19.4%	2023年11月29日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.66	14.40	23.5%	2023年11月29日	教育
DAO US	有道	买入	3.56	6.30	77.0%	2023年11月29日	教育
NTES US	网易	买入	88.96	135.00	51.8%	2023年11月17日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	280.20	401.00	43.1%	2023年11月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.84	19.92	68.2%	2023年03月28日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	21.75	31.00	42.5%	2023年08月23日	游戏
3690 HK	美团	买入	71.75	173.00	141.1%	2023年11月29日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	24.90	43.00	72.7%	2023年11月09日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	8.93	11.60	29.9%	2024年01月10日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.84	11.70	7.9%	2023年08月11日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.51	2.00	32.5%	2024年01月09日	物流
9923 HK	移卡	买入	14.30	21.00	46.9%	2023年08月25日	商户服务
9878 HK	汇通达网络	买入	28.80	38.00	31.9%	2023年04月12日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	296.80	365.00	23.0%	2023年09月06日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	15.64	22.00	40.7%	2023年05月25日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年1月10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	942,416	1,027,128	1,104,945
主营业务成本	(539,450)	(549,695)	(581,605)	(635,428)	(681,676)
<b>毛利</b>	<b>313,612</b>	<b>318,992</b>	<b>360,811</b>	<b>391,701</b>	<b>423,269</b>
销售及管理费用	(151,721)	(145,679)	(147,814)	(153,636)	(169,165)
研发费用	(55,465)	(56,744)	(53,021)	(59,088)	(61,313)
其他经营净收入/费用	(36,788)	(16,218)	(11,204)	(5,724)	(5,721)
<b>经营利润</b>	<b>69,638</b>	<b>100,351</b>	<b>148,772</b>	<b>173,252</b>	<b>187,069</b>
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
<b>税前利润</b>	<b>73,894</b>	<b>81,122</b>	<b>135,694</b>	<b>188,736</b>	<b>203,384</b>
税费	(26,815)	(15,549)	(30,853)	(37,580)	(40,786)
非控股权益	7,907	7,210	4,993	5,200	5,200
<b>净利润</b>	<b>54,986</b>	<b>72,783</b>	<b>109,834</b>	<b>156,356</b>	<b>167,798</b>
作每股收益计算的净利润	54,696	72,509	109,391	155,572	167,014
Non-GAAP标准的净利润	136,388	141,379	156,246	167,395	174,464

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	289,994	323,761	425,475
有价证券	302,642	354,812	371,157	404,527	441,234
其他流动资产	111,524	111,666	107,768	121,240	121,711
<b>总流动资产</b>	<b>638,535</b>	<b>715,323</b>	<b>768,919</b>	<b>849,528</b>	<b>988,421</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	117,047	130,590	135,808
<b>总长期资产</b>	<b>1,057,018</b>	<b>1,088,448</b>	<b>1,167,750</b>	<b>1,272,557</b>	<b>1,383,904</b>
<b>总资产</b>	<b>1,695,553</b>	<b>1,803,771</b>	<b>1,936,669</b>	<b>2,122,085</b>	<b>2,372,325</b>
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
<b>总流动负债</b>	<b>383,784</b>	<b>390,996</b>	<b>414,437</b>	<b>428,601</b>	<b>470,101</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>678,403</b>	<b>702,395</b>	<b>759,168</b>
股本	410,507	371,485	383,491	448,123	502,650
储备及其他资本项目	537,972	645,859	725,920	813,988	946,887
<b>股东权益</b>	<b>948,479</b>	<b>1,017,344</b>	<b>1,109,411</b>	<b>1,262,111</b>	<b>1,449,536</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	153,966
<b>总权益</b>	<b>1,082,193</b>	<b>1,158,268</b>	<b>1,258,266</b>	<b>1,419,690</b>	<b>1,613,157</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	135,694	188,736	203,384
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	27,412	(11,307)	37,170
税费	(26,815)	(15,549)	(30,853)	(37,580)	(40,786)
其他经营活动现金流	80,109	42,821	1,136	(2,413)	(3,082)
<b>经营活动现金流</b>	<b>142,759</b>	<b>157,541</b>	<b>180,398</b>	<b>189,615</b>	<b>256,871</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>289,994</b>	<b>323,761</b>
<b>年末现金</b>	<b>224,369</b>	<b>248,845</b>	<b>289,994</b>	<b>323,761</b>	<b>425,475</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	43.036	61.204	65.705
全面摊薄每股收益	20.446	27.779	42.635	60.634	65.094
Non-GAAP标准下的每股收益	52.883	55.815	61.615	66.963	69.718
每股账面值	354.555	389.750	432.392	491.907	564.956
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	36.8	36.7	38.3	38.1	38.3
EBIT利润率	12.5	13.4	17.0	17.4	17.4
净利率	6.4	8.4	11.7	15.2	15.2
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	37.4	37.4	38.7	38.7	38.8
EBITDA利润率	18.5	20.2	21.8	23.0	22.9
净利率	16.0	16.3	16.6	16.3	15.8
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	3.2	4.2	5.9	7.7	7.5
ROE	5.1	6.6	9.2	11.8	11.1
ROIC	5.4	8.2	9.8	10.0	9.5
<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	1.9	2.0	2.1
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**



2024年1月11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、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、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、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司及長久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。