

阿里巴巴-SW (09988.HK)

买入

4QFY24 财报点评：国内电商 GMV 份额趋稳，公司大力投入下利润承压

核心观点

整体表现：收入平稳增长，公司大力投入电商等核心业务使得利润承压。 4QFY2024，公司实现营业收入 2219 亿元，同比增长 7%，收入平稳。其中国际数字商业集团、本地生活集团、菜鸟集团对增速拉动明显，淘天集团、云业务和大文娱增速平淡。本季度公司 Non-GAAP 净利润 244 亿元，同比下降 11%，Non-GAAP 净利率 11%，经调整 EBITA 同比下降 5%至 240 亿元，经调整 EBITA 利润率同比下降 1.3pct，主要由于电商业务加大投入以及一次性的菜鸟员工留存激励。值得一提的是，公司预计 2024 年 8 月底完成香港联交所双重主要上市的转换。2024 财年（2023/4/1-2024/3/31），综合考虑回购以及现金股利，公司股东回报率约为 7.7%。

淘天集团：收入增速稳中有升，GMV 实现两位数增长，公司将持续投入以换取 GMV 和份额增长。 本季度淘天集团收入同比+4%至 932 亿元，其中零售客户管理收入同比+5%，直营及其他收入同比-2%，批发商业同比+20%。本季度淘天经调 EBITA 利润率从 43%降至 41%，主要原因是公司持续投入用户，销售费率持续提升。

云计算：AI 收入快速增长，带动业务利润率显著提升。 本季度云业务收入同比+3%至 256 亿元，经调整 EBITA 利润率从 1.6%提升至 5.6%。本季度 AI 相关收入三位数增长，收入占比持续提升，快速增长趋势将持续。目前公司逐步降低利润率较低的项目式合约类收入占比，预计下半财年（2024 年 12 月季度和 2025 年 3 月季度）收入将恢复两位数增长，主要由公共云和 AI 相关产品收入带动增长。

投资建议：维持“买入”评级。 公司大力投资核心业务，电商份额趋于稳定，我们预计云业务、电商收入有望重回增长轨道，非核心业务如淘天自营、大文娱等收入将逐步收缩；加大投资可能影响公司利润释放，我们调整公司 FY2025-FY2027 收入预测至 9953/10694/11471 亿元，调整幅度为 -1.9%/-2.2%/-；调整公司 FY2025-FY2027 经调净利预测至 1557/1730/1889 亿元，调整幅度为 -4.5%/-7.3%/-。目前公司对应 FY2025 年 PE 为 10 倍，维持目标价 95-103 港币，距当前上涨空间为 15%-25%，继续维持“买入”评级。

风险提示：政策监管带来经营业务调整；电商行业竞争格局恶化的风险等。

盈利预测和财务指标

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	868,687	941,168	995,322	1,069,362	1,147,138
(+/-%)	1.8%	8.3%	5.8%	7.4%	7.3%
经调整净利润(百万元)	141,379	157,479	155,684	173,039	188,854
(+/-%)	4%	11%	-1%	11%	9%
每股收益(元)-经调整	6.94	7.73	7.64	8.49	9.27
EBIT Margin	16.1%	19.1%	9.7%	9.4%	9.2%
净资产收益率 (ROE)	7.3%	8.0%	6.1%	7.8%	6.4%
调整后市盈率 (PE)	11.0	9.9	10.0	9.0	8.3
EV/EBITDA	12.6	9.1	7.8	7.4	6.9
市净率 (PB)	1.56	1.56	1.47	1.35	1.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：王颖婕
0755-81982651 0755-81983057
zhanglunke@guosen.com.cn wangyingjie1@guosen.com.cn
S0980521120004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	95.00 - 103.00 港元
收盘价	82.65 港元
总市值/流通市值	1683931/1683931 百万港元
52 周最高价/最低价	98.64/64.60 港元
近 3 个月日均成交额	3595.51 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

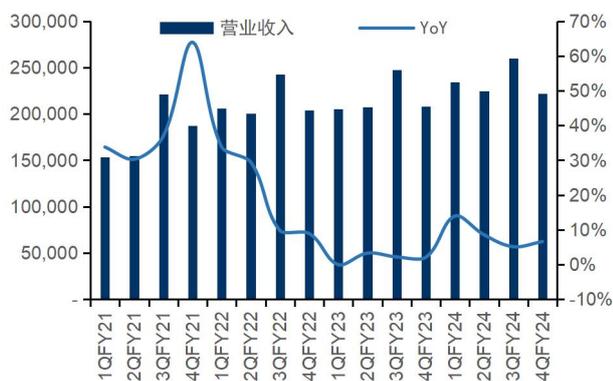
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -4QFY24 前瞻：公司收入平稳增长，对淘天等核心业务加大投入》——2024-04-14
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -3QFY24 财报点评：收入平稳增长，回购额度增加 250 亿美元》——2024-02-29
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -3QFY24 前瞻：淘天集团收入承压，国际业务加大投入》——2024-01-11
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -2QFY24 财报点评：收入利润平稳增长，云智能业务分拆暂缓》——2023-11-21
- 《阿里巴巴-SW (09988.HK) -淘天三大战略稳步落地》——2023-10-31

整体表现：收入平稳增长，公司大力投入电商等核心业务使得利润承压

4QFY2024，公司实现营业收入 2219 亿元，同比增长 7%，收入平稳。其中国际数字商业集团、本地生活集团、菜鸟集团对增速拉动明显，淘天集团、云业务和大文娱增速平淡。具体看，淘天/国际数字商业/本地生活/菜鸟/云智能/大文娱/所有其他收入分别实现同比增速 4%/45%/19%/30%/3%/-1%/-3%。

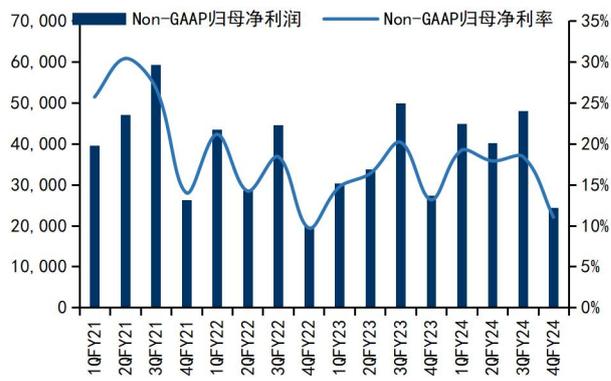
本季度公司 Non-GAAP 净利润 244 亿元，同比下降 11%，Non-GAAP 净利率 11%，经调整 EBITA 同比下降 5%至 240 亿元，经调整 EBITA 利润率同比下降 1.3pct，主要由于电商业务加大投入以及一次性的菜鸟员工留任激励。其中淘天经调整 EBITA 利润率为 41%，与去年同期相比下降 2pct，除淘天外其他业务经调整 EBITA 利润率从去年同期-12%提升至-11%。

图1：阿里巴巴季度营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：阿里巴巴 Non-GAAP 净利润及净利率（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 分部业务季度经营情况 (百万元, %)

		FY2024	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24
淘天集团						
收入		434,893	114,953	97,654	129,070	93,216
	YoY	5%	n. a	4%	2%	4%
	占比	45%	49%	43%	50%	42%
CMR		n. a	79,661	68,661	92,113	63,574
	YoY	n. a	n. a	3%	0%	5%
经调整 EBITA		195,367	49,319	47,077	59,930	38,501
	利润率	44.9%	42.9%	48.2%	46.4%	41.3%
阿里国际数字商业集团						
收入		102,598	22,123	24,511	28,516	27,448
	YoY	46%	n. a	53%	44%	45%
	占比	11%	9%	11%	11%	12%
经调整 EBITA		-8,035	-420	-384	-3,146	-4,085
	利润率	-7.8%	-1.9%	-1.6%	-11.0%	-14.9%
本地生活集团						
收入		59,802	14,450	15,564	15,160	14,628
	YoY	19%	n. a	16%	13%	19%
	占比	6%	6%	7%	6%	7%
经调整 EBITA		-9,812	-1,982	-2,564	-2,068	-3,198
	利润率	-16.4%	-13.7%	-16.5%	-13.6%	-21.9%
菜鸟集团						
收入		99,020	23,164	22,823	28,476	24,557
	YoY	28%	n. a	25%	24%	30%
	占比	10%	10%	10%	11%	11%
经调整 EBITA		1,402	877	906	961	-1,342
	利润率	1.4%	3.8%	4.0%	3.4%	-5.5%
云智能集团						
收入		106,432	25,123	27,648	28,066	25,595
	YoY	4%	n. a	3%	4%	3%
	占比	11%	11%	12%	11%	12%
经调整 EBITA		5,592	387	1,409	2,364	1,432
	利润率	5%	1.5%	5.1%	8.4%	5.6%
大文娱集团						
收入		21,145	5,381	5,779	5,040	4,945
	YoY	15%	n. a	11%	18%	-1%
	占比	2%	2%	3%	2%	2%
经调整 EBITA		-1,539	63	-201	-517	-884
	利润率	-7%	1%	-3%	-10%	-18%
所有其他						
收入		192,074	45,541	48,052	47,023	51,458
	YoY	-2%	n. a	0%	-6%	-3%
	占比	20%	19%	21%	18%	23%
经调整 EBITA		-8,631	-1,204	-1,437	-3,172	-2,818
	利润率	-4%	-3%	-3%	-7%	-5%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 公司于 FY2024Q2 调整分部披露口径, 此前数据与当前口径不可比。

香港联交所双重主要上市进展: 公司预计 2024 年 8 月底完成转换。

股东回报: 2024 财年 (2023/4/1-2024/3/31), 综合考虑回购以及现金股利, 公司股东回报率约为 7.7%。1) **回购:** 公司在 3 月季度回购 48 亿美元 (6500 万股 ADS), 2024 财年 (2023/4/1-2024/3/31), 已考虑员工持股计划下发行的股份后, 回购计划使得流通股净减少 5.1%。目前股份回购计划仍有 305 亿美金额度 (占现有市值比例 14%)。2) **现金股利:** 计划向 2024 年 6 月 13 日登记在册的持有人派发 2024 财年年度定期和一次性特别现金股息, 股息总额约 40 亿美元。

淘天集团：收入增速稳中有升，公司持续投入以换取 GMV 和份额增长

本季度淘天集团收入同比+4%至 932 亿元，其中零售客户管理收入同比+5%，直营及其他收入同比-2%，批发商业同比+20%。行业看，本季度全国线上实物零售额同比+11.6%，线上渗透率 23.3%；公司经营看，公司主要关注 GMV 增长、用户体验等指标，本季度 GMV 增速两位数增长，与 CMR 增速差距进一步拉大。公司已推出新的广告产品“全站推广”，有助于中小商家获取更多流量、平台提升货币化率，管理层预计 2024 年 12 月季度将看到成效。值得一提的是，88VIP 会员数本季度同比两位数增长，超过 3500 万人。

本季度淘天经调 EBITA 利润率从 43%降至 41%，主要原因是公司持续投入用户，销售费率持续提升。

表2: 阿里淘天集团与其他业务经营情况对比（百万元，%）

淘天集团		FY2024	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24
收入		434,893	114,953	97,654	129,070	93,216
	YoY	n. a	n. a	n. a	2%	4%
	占比	45%	49%	43%	50%	42%
CMR		n. a	n. a	68,661	92,113	63,574
	YoY	n. a	n. a	n. a	0%	5%
经调整 EBITA		194,827	49,319	47,077	59,930	38,501
	利润率	45%	43%	48%	46%	41%
除淘天外其他业务						
收入		522,674	119,203	127,136	131,278	128,658
	YoY	n. a	n. a	n. a	9%	9%
	占比	55%	51%	57%	50%	58%
经调整 EBITA		-29,799	-3,948	-4,232	-7,087	-14,532
	利润率	-6%	-3%	-3%	-5%	-11%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：公司于 FY2024Q2 调整分部披露口径，此前数据与当前口径不可比。

云计算：AI 收入快速增长，带动业务利润率显著提升

本季度云业务收入同比+3%至 256 亿元，经调整 EBITA 利润率从 1.6%提升至 5.6%。本季度 AI 相关收入三位数增长，收入占比持续提升，快速增长趋势将持续。目前公司逐步降低利润率较低的项目式合约类收入占比，预计下半财年（2024 年 12 月季度和 2025 年 3 月季度）收入将恢复两位数增长，主要由公共云和 AI 相关产品收入带动增长。

投资建议：维持“买入”评级

公司大力投资核心业务，电商份额趋于稳定，我们预计云业务、电商收入有望重回增长轨道，非核心业务如淘天自营、大文娱等收入将逐步收缩；加大投资可能影响公司利润释放，我们调整公司 FY2025-FY2027 收入预测至 9953/10694/11471 亿元，调整幅度为-1.9%/-2.2%/-；调整公司 FY2025-FY2027 经调净利预测至 1557/1730/1889 亿元，调整幅度为-4.5%/-7.3%/-。目前公司对应 FY2025 年 PE 为 10 倍，维持目标价 95-103 港币，距当前上涨空间为 15%-25%，继续维持“买入”评级。

风险提示

政策监管带来经营业务调整；全球疫情不确定性导致的系统性风险；电商行业竞争格局恶化的风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	248125	324216	437445	538900	营业收入	941168	995322	1069362	1147138
应收款项	143536	151795	163087	174948	营业成本	586323	633312	678284	725323
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	361203	363407	385794	409495	销售费用	103496	125579	126717	135933
流动资产合计	752864	839417	986325	1123344	管理费用	112431	145465	153400	155055
固定资产	185161	190697	182517	161992	财务费用	16989	16989	17911	17911
无形资产及其他	286629	239058	199435	166437	投资收益	(7735)	(1733)	(1733)	(1733)
投资性房地产	116102	116102	116102	116102	资产减值及公允价值变动	(13504)	0	0	0
长期股权投资	424073	395029	365985	336941	其他收入	3692	11478	20521	(22470)
资产总计	1764829	1780303	1850364	1904816	营业利润	104382	83722	111838	88713
短期借款及交易性金融负债	29001	30451	31974	33572	营业外净收支	(10521)	6157	6157	6157
应付款项	9068	8735	9266	9841	利润总额	93861	89879	117995	94870
其他流动负债	383438	382629	407511	434008	所得税费用	22529	24342	29499	23718
流动负债合计	421507	421815	448751	477421	少数股东损益	(8677)	853	(942)	(6944)
长期借款及应付债券	141775	98140	59505	20870	经调整归属于母公司净利润	157479	155684	173039	188854
其他长期负债	88948	82212	75476	68740					
长期负债合计	230723	180352	134981	89610	现金流量表(百万元)				
负债合计	652230	602167	583732	567031	净利润	157479	155684	173039	188854
少数股东权益	115327	116180	115238	108294	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	997272	1061956	1151395	1229491	折旧摊销	(14295)	89534	90592	92076
负债和股东权益总计	1764829	1780303	1850364	1904816	公允价值变动损失	13504	0	0	0
					财务费用	16989	16989	17911	17911
关键财务与估值指标					营运资本变动	(78258)	(18341)	4373	5309
经调整每股收益	7.73	7.64	8.49	9.27	其它	(86415)	(90147)	(84542)	(117702)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(7985)	136730	183461	168538
每股净资产	48.95	52.12	56.51	60.35	资本开支	32173	(47498)	(42788)	(38554)
ROIC	12%	11%	13%	16%	其它投资现金流	8480	0	(19374)	(20537)
ROE	8%	6%	8%	6%	投资活动现金流	69697	(18454)	(33119)	(30046)
毛利率	38%	36%	37%	37%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	10%	9%	9%	负债净变化	(7313)	(5000)	0	0
EBITA Margin	18%	19%	18%	17%	支付股利	0	0	0	0
收入增长	8%	6%	7%	7%	其它融资现金流	85223	1450	1523	1599
经调净利润增长率	11%	-1%	11%	9%	融资活动现金流	(6673)	(42185)	(37112)	(37036)
资产负债率	43%	40%	38%	35%	现金净变动	55039	76091	113229	101455
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	193086	248125	324216	437445
调整后 P/E	9.9	10.0	9.0	8.3	货币资金的期末余额	248125	324216	437445	538900
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	76583	94406	127217	137754
EV/EBITDA	9	8	7	7	权益自由现金流	141582	78468	115306	125919

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032