

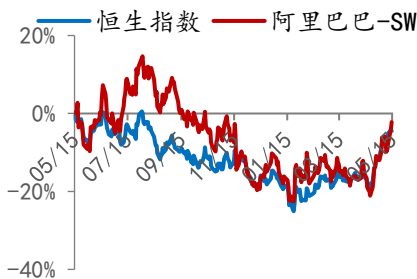
FY24Q4 业绩点评：核心业务超预期，GMV 双位数增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-16

收盘价（港元）	82.65
近 12 个月最高/最低（港元）	98.64/65.45
总股本（百万股）	20,374
流通股本（百万股）	20,374
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	16,839
流通市值（亿港元）	16,839

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1.FY24Q2 业绩点评：业绩稳中有增，收入利润皆超预期 2023-11-25

主要观点：

● 事件：

2024 财年 Q4，阿里巴巴收入为 2219 亿元(yoy+7%)，略高于彭博一致性预期的 2198 亿元。盈利能力方面，经调整 EBITDA 和经调整净利润达到 308.07 亿元(yoy-4%,margin 为 14%)和 244.18 亿元(yoy-11%,margin 为 11%)，经调整 EBITDA 略高于彭博一致性预期的 303.79 亿元。

分部业务方面：1) 淘天集团收入为 932.16 亿元(yoy+4%)，高于彭博一致预期 0.7%，经调整 EBITA 为 385.01 亿元(yoy-1%)；2) 阿里国际数字商业集团收入为 274.48 亿元(yoy+45%)，高于彭博一致预期 7.2%，经调整 EBITA 为-40.85 亿元(yoy-88%)；3) 本地生活集团收入为 146.28 亿元(yoy+19%)，高于彭博一致预期 3.7%，经调整 EBITA 为-31.98 亿元(yoy+21%)；4) 菜鸟集团收入为 245.57 亿元(yoy+30%)，高于彭博一致预期 10.7%，经调整 EBITA 为-13.42 亿元(yoy-321%)；5) 云智能集团收入为 255.95 亿元(yoy+3%)，高于彭博一致预期 1.3%，经调整 EBITA 为 14.32 亿元(yoy+45%)；6) 大文娱集团收入为 49.45 亿元(yoy-1%)，经调整 EBITA 为-8.84 亿元(yoy+22%)；7) 其他收入为 514.58 亿元(yoy-3%)，高于彭博一致预期 2.4%，经调整 EBITA 为-28.18 亿元(yoy-52%)。

● 用户为先战略初见成效，淘天集团 GMV 实现双位数增长

淘天 GMV 增长主要得益于“用户为先”战略的成功实施，淘天围绕提升用户体验进行的一系列投入已经取得了显著的成效（如今年以来推进的先用后付、仅退款、周年庆免单、新疆包邮等举措），在一季度实现了量价齐升的局面。本季度，淘宝天猫的购买人数和购买频次强劲增长，推动线上 GMV 及订单量均实现同比双位数增长。来自搜索和推荐的收入强劲增长，带动客户管理收入同比增长 5%至 636 亿元。同时，88VIP 会员数量也实现同比双位数增长，超过 3500 万。

● 国际业务维持强劲增长，海外平台实现快速扩张

本季度，公司海外业务维持高速增长，AIDC 的零售平台订单同比增长 20%。1) 速卖通：速卖通与菜鸟跨境物流的协同效应进一步增强了其竞争力，5 日和 10 日的妥投率同比均实现了翻倍增长，截至 2024 年 4 月，Choice 业务占速卖通总订单的约 70%；2) Trendyol：在本季度继续保持两位数的订单增长。在巩固其在土耳其电商市场的领先地位的同时，Trendyol 进一步拓展了在海湾地区的跨境业务，已成为海湾地区下载量最多的电商应用之一；3) Lazada：变现率进一步提高，本季度的每单亏损同比显著减少。

● AI 驱动下，云业务增长有望实现修复

该季度，云智能集团收入为 255.95 亿元，同比增长 3%。其中核心公共云产品（弹性计算、数据库、AI 产品等）收入录得双位数的同比增长。

此外，云业务受 AI 驱动明显，AI 相关收入录得三位数的同比增长。云业务在 AI 驱动下，有望实现增速修复，重回双位数增长区间。

● **回购彰显经营信心，预计 8 月完成在港双重主要上市**

本季度，公司共回购 48 亿美元，2024 财年共回购股票约 125 亿美元，总计 12.49 亿股普通股。同时，公司预计于 2024 年 8 月底完成在香港联交所双重主要上市。

● **投资建议**

公司战略与组织调整逐步清晰，海外业务实现快速扩张，公司整体盈利能力增强。我们预计 FY2025/2026/2027 年收入分别为 10172 亿元/10973 亿元/11744 亿元；调整后净利润预计为 1570 亿元/1716 亿元/1860 亿元，对应 PE 17/16/13 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

政策风险；宏观经济增长不及预期；经营效率优化不及预期风险。

● **重要财务指标**

单位：百万元

主要财务指标	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入（百万元）	941,168	1,017,243	1,097,251	1,174,350
收入同比（%）	8.3%	8.1%	7.9%	7.0%
经调整净利润（百万元）	157,479	157,012	171,556	185,959
同比（%）	11%	0%	9%	8%
GAAP 归母净利润（百万元）	80,009	93,409	99,088	111,423
同比（%）	10%	17%	6%	12%
每股收益 EPS（元）	3.93	4.58	4.86	5.47
市盈率（P/E）	19	17	16	13

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	752,864	800,804	821,387	852,738
现金及现金等价物	248,125	270,425	279,158	298,403
短期投资	262,955	326,492	326,492	326,492
受限制现金及应收托	38,299	36,424	36,424	36,424
股权证券及应收托管	59,949	4,892	4,892	4,892
预付款项, 应收款项	143,536	162,571	174,421	186,527
非流动资产	1,011,965	1,031,061	1,049,408	1,055,312
股权证券及其他投资	220,942	220,942	220,942	220,942
预付款项, 应收款项	116,102	108,680	107,883	96,816
权益法核算的投资	203,131	203,131	203,131	203,131
物业及设备(净值)	185,161	211,679	230,823	247,794
无形资产(净值)	26,950	26,950	26,950	26,950
商誉	259,679	259,679	259,679	259,679
资产总计	1,764,829	1,831,865	1,870,795	1,908,050
流动负债	421,507	445,826	466,601	486,024
短期银行借款	12,749	12,749	12,749	12,749
短期无担保优先票据	16,252	16,252	16,252	16,252
应付所得税	9,068	25,308	28,242	31,361
预提费用、应付款项	297,883	292,860	303,157	311,884
商家保证金	12,737	16,075	17,610	18,702
递延收入及客户预付	72,818	82,583	88,591	95,076
非流动负债	230,723	234,880	238,246	240,980
递延收入	4,069	4,168	4,496	4,812
递延所得税负债	53,012	53,012	53,012	53,012
长期银行借款	55,686	55,686	55,686	55,686
长期无担保优先票据	86,089	86,089	86,089	86,089
其他负债	31,867	35,924	38,963	41,381
负债合计	652,230	680,705	704,847	727,004
夹层权益	10,728	10,728	10,728	10,728
股东权益总额	986,544	1,016,625	1,031,413	1,046,511
非控制性权益	115,327	123,807	123,807	123,807
权益总额	1,101,871	1,140,432	1,155,220	1,170,318
负债及权益总额	1,764,829	1,831,865	1,870,795	1,908,050

会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
净利润	71,332	84,256	90,080	101,294
经营活动现金净流量	182,593	16,862	13,089	21,118
预付款项、应收款项	-	-11,613	-11,053	-1,039
应付所得税	-	16,240	2,934	3,119
预提费用、应付款项	-	-966	13,336	11,144
商家保证金	-	3,338	1,536	1,092
递延收入及客户预付	-	9,864	6,335	6,802
其他	182,593	-	-	-
投资活动现金净流量	-21,824	-26,518	-19,144	-16,971
土地使用权、物业及	-	-26,518	-19,144	-16,971
设备	-	-	-	-
其他	-21,824	-	-	-
筹资活动现金净流量	-108,244	30,081	14,789	15,098
股东权益变动	-	30,081	14,789	15,098
汇率变动对现金影响	4,389	-	-	-
现金等价物变动	56,914	20,425	8,733	19,245
年初现金	229,510	286,424	306,849	315,582
年末现金	286,424	306,849	315,582	334,827

会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
收入	941,168	1,017,243	1,097,251	1,174,350
营业成本	586,323	634,949	684,889	733,013
销售和市场费用	115,141	119,891	131,778	139,723
产品开发费用	52,256	56,349	60,349	64,589
一般及行政费用	41,985	45,819	48,279	49,323
无形资产摊销及减值	21,592	23,397	19,751	17,615
商誉减值	10,521	7,275	7,847	9,975
营业利润	113,350	129,563	144,358	160,112
利息收入和投资净收益	-9,964	-10,550	-10,973	-11,744
利息费用	7,947	9,384	8,954	10,111
其他净收支	6,157	9,294	8,186	9,058
除税前利润	101,596	118,923	132,617	147,315
所得税费用	22,529	31,328	34,936	38,808
权益法核算的投资损益	-7,735	-3,338	-7,601	-7,213
净利润	71,332	84,256	90,080	101,294
归母净利润	79,741	92,933	98,622	110,846
归属普通股股东的净利	79,741	92,933	98,622	110,846

	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
回报率				
净资产收益率	8.08%	9.14%	9.56%	10.59%
总资产收益率	4.52%	5.07%	5.27%	5.81%
投入资本收益率	6.81%	7.69%	8.06%	8.95%
增长率				
营业总收入增长率	8.34%	8.08%	7.87%	7.03%
EBIT 增长率	13.92%	17.05%	11.52%	11.08%
归母净利润增长率	9.97%	16.54%	6.12%	12.39%
总资产增长率	0.67%	3.80%	2.13%	1.99%
资产管理能力				
应收款项周转天数	44.4	38.5	35.4	29.7
应付款项周转天数	113.9	103.6	99.5	95.6
总资产周转率	53.33%	55.53%	58.65%	61.55%
偿债能力				
资产负债率	36.96%	37.16%	37.68%	38.10%
流动比率	1.79	1.80	1.76	1.75

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。