

互联网	收盘价 美元 79.51	目标价 美元 111.00	潜在涨幅 +39.6%
-----	-----------------	------------------	----------------

2024年5月16日

阿里巴巴 (BABA US)

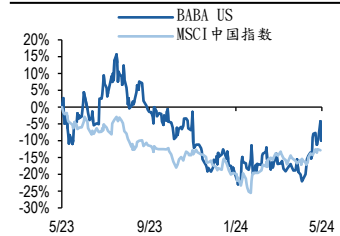
电商 GMV 增速回暖，短期投入见成效

- 2024 财年 4 季度 (3 月季度) 业绩：**总收入 2,219 亿元人民币 (下同)，同比增 7%，与我们/彭博市场预期基本一致，其中，淘天+4%/国际+45%/云+3%/本地生活+19%/菜鸟+30%/大文娱-1%。调整后每股盈利 10.14 元，同比降 5%，基本符合我们预期/低于彭博市场预期 3%。调整后 EBITA 利润率 11%，同比微降 1 个百分点，主要由于电商业务加大投入，及菜鸟 IPO 撤回后给予员工额外激励。
- 业绩要点回顾：**1) 淘天 GMV 同比双位数增长，拉动 CMR 增 5%，变现率小幅下降，因淘宝 GMV 贡献提升及新的商业模式目前变现率较低，随着新广告产品全站推上线，GMV 和 CMR 增速差将逐步收窄。2) 国际商业 收入受速卖通 Choice (贡献 70% 订单) 增长及变现率提升带动，亏损扩大至 41 亿元因加大速卖通 Choice 和 Trendyol 跨境业务拓展投入。3) 云 同比增 3%，持续减少低毛利项目以提升收入质量，核心公有云产品收入双位数增长，并于 4 月在海外降价以提升竞争力。AI 相关产品收入三位数增长。4) 菜鸟 与速卖通运营协同下跨境物流履约服务增长拉动收入增长。5) 2024 财年公司回购 125 亿美元，流通股减少 5.1%，批准 40 亿美元股息派发。预计 2024 年 8 月底转换完成香港双重主要上市。
- 2025 财年 1 季度展望：**我们预计收入同比增 7% 至 2511 亿元，主要受到 1) AIDC 海外电商业务仍快速增长，预计增 39%，2) 本土电商预计 GMV 增速 4%，CMR 增速 3%，全站推广告产品对收入的拉动效应将从财年下半年开始显现。3) 受公有云及 AI 相关收入拉动，云业务收入将在未来 2 个季度后恢复双位数增长。由于本土及海外电商均仍在投入期，且 AIDC 去年同期仍未开始营销投入，公司整体 EBITA 增速或仍承压。
- 估值：**短期投入目的在于电商用户体验及 GMV 恢复增长，并逐渐带动广告收入整体恢复，我们认为利润增速是短期影响，公司股价跌至底部区间，现价对应 2024 年 9 倍市盈率，关注重点业务收入指标表现及股东回馈，维持目标价 111 美元/107 港元 (BABA US/9988 HK)，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)	102.16
52 周低位 (美元)	68.05
市值 (百万美元)	190,394.65
日均成交量 (百万)	44.56
年初至今变化 (%)	2.58
200 天平均价 (美元)	75.09

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	868,687	941,168	1,042,098	1,137,084	1,219,033
同比增长 (%)	1.8	8.3	10.7	9.1	7.2
净利润 (百万人民币)	141,379	157,479	161,076	174,316	192,236
每股盈利 (人民币)	55.82	62.63	68.16	75.86	86.05
同比增长 (%)	5.5	12.2	8.8	11.3	13.4
前EPS预测值 (人民币)			68.28	75.81	
调整幅度 (%)			-0.2	0.1	
市盈率 (倍)	10.3	9.2	8.4	7.6	6.7
每股账面净值 (人民币)	375.48	427.12	496.28	572.96	671.27
市账率 (倍)	1.53	1.35	1.16	1.00	0.86

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>

2024财年4季度业绩摘要

图表 1：2024财年4季度业绩摘要

(百万人民币) 年结3月31日	4QFY23	3QFY24	4QFY24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
总收入	208,200	260,348	221,874	-15	7	219,352	1	
<i>彭博一致预期</i>			<u>219,791</u>					
营业成本	(138,823)	(156,214)	(148,098)	-5	7	(146,812)	1	
毛利	69,377	104,134	73,776	-29	6	72,540	2	
营运开支								
产品开发	(13,880)	(13,488)	(14,085)	4	1	(13,715)	3	
市场营销	(24,931)	(33,783)	(28,826)	-15	16	(30,127)	-4	不考虑股权激励费用影响，占收比微升1个百分点
行政费用	(12,832)	(11,261)	(14,019)	24	9	(11,043)	27	
其他营运开支	(2,494)	(23,091)	(2,081)	-91	-17	(2,308)	-10	
运营利润	15,240	22,511	14,765	-34	-3	15,348	-4	
未计税项和股权投资收入	25,308	17,318	9,849	-43	-61	10,638	-7	
所得税费用	(3,758)	(4,988)	(5,722)	15	52	(4,108)	39	
净收入(亏损)	23,516	14,433	3,270	-77	-86	6,019	-46	
Non-GAAP净利润(亏损)	27,375	47,951	24,418	-49	-11	23,548	4	
毛利率(%)	33	40	33			33		
营业利润率(%)	7	9	7			7		
净利润率(%)	11	6	1			3		
Non-GAAP毛利率(%)	34	40	34			34		
Non-GAAP息税摊销前利润率(%)	12	20	11			11		同比降1个百分点，由于电商业务加大投入，及菜鸟IPO撤回后给予员工额外激励
Non-GAAP净利润率(%)	13	18	11			11		
Non-GAAP摊薄每股盈利(元)	10.71	18.97	10.14	-47	-5	10.04	1	
<i>彭博一致预期</i>			<u>10.45</u>					

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：2024财年4季度分部业绩摘要

(十亿人民币) 年结3月31日	4QFY23	3QFY24	4QFY24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	点评
淘天集团	89.9	129.1	93.2	-28	4	91.7	2	
客户营销管理	60.5	92.1	63.6	-31	5	62.8	1	GMV双位数增长拉动
直营	25.2	31.6	24.7	-22	-2	23.7	4	
批发	4.1	5.3	5.0	-7	20	5.3	-6	
阿里国际数字商业集团	18.9	28.5	27.4	-4	45	27.6	0	
零售	14.2	23.3	22.3	-4	56	22.4	-1	整体订单量同比增20%
批发	4.7	5.3	5.2	-2	11	5.1	0	
本地生活集团	12.3	15.2	14.6	-4	19	14.3	2	
菜鸟集团	18.9	28.5	24.6	-14	30	23.2	6	
云智能集团	24.7	28.1	25.6	-9	3	25.9	-1	核心公有云产品收入双位数增长，AI相关产品三位数增长
大文娱集团	5.0	5.0	4.9	-2	-1	5.1	-4	
其他业务	53.3	47.0	51.5	9	-3	51.5	0	
总收入	223.1	281.4	241.8	-14	8	239.4	1	
未分配	0.2	0.4	0.4	6	71	0.3	25	
合并报表调整	(15.1)	(21.4)	(20.4)	-5	35	(20.3)	0	
阿里巴巴收入	208.2	260.3	221.9	-15	7	219.4	1	
Non-GAAP EBITA								
淘天集团	39.0	59.9	38.5	-36	-1	38.8	-1	用户体验相关投入增加，及技术基础设施投资
阿里国际数字商业集团	(2.2)	(3.1)	(4.1)	30	88	(3.9)	4	亏损扩大因加大速卖通Choice和Trendyol跨境业务拓展相关投入
本地生活集团	(4.1)	(2.1)	(3.2)	55	-21	(3.1)	2	饿了么UE持续改善，规模效应下到家业务亏损收窄
菜鸟集团	(0.3)	1.0	(1.3)		321	(1.2)	13	撤回IPO后给予员工额外激励
云智能集团	1.0	2.4	1.4	-39	45	1.3	7	产品结构优化（公共云收入占比提升）及运营效率改善
大文娱集团	(1.1)	(0.5)	(0.9)	71	-22	(0.6)	43	
其他业务	(1.9)	(3.2)	(2.8)	-11	52	(3.9)	-27	
总 EBITA	30.5	54.4	27.6	-49	-9	27.3	1	
未分配	(4.4)	(0.8)	(2.9)	259	-34	(2.5)	15	
合并报表调整	(0.8)	(0.7)	(0.7)	5	-13	(0.3)	132	
Non-GAAP EBITA	25.3	52.8	24.0	-55	-5	24.5	-2	
Non-GAAP EBITA 利润率(%)								
淘天集团	43.4	46.4	41.3			42.3		
阿里国际数字商业集团	-11.5	-11.0	-14.9			-14.3		
本地生活集团	-32.9	-13.6	-21.9			-21.9		
菜鸟集团	-1.7	3.4	-5.5			-5.1		
云智能集团	4.0	8.4	5.6			5.2		
大文娱集团	-22.6	-10.3	-17.9			-12.1		
其他业务	-3.5	-6.7	-5.5			-7.5		
总 EBITA	13.7	19.3	11.4			11.4		
Non-GAAP EBITA 利润率(%)	12.1	20.3	10.8			11.2		

资料来源：公司资料，交银国际预测

2024财年4季度业绩亮点

淘天坚持价格力和用户为先战略，GMV 同比双位数增长

- ⊕ 买家数和购买频次拉动 **GMV 和订单** 同比双位数增长，88VIP 会员数同比双位数增长至 3500 万+。
- ⊕ **CMR** 同比增 5%，主要由 GMV 增长拉动，变现率小幅下降，因淘宝 GMV 贡献提升，及新的商业模式目前变现率较低。
- ⊕ **调整后 EBITA** 385 亿元，同比微降 1%，利润率 41%，对比去年同期 43%，主要由于用户体验相关投入增加，以提升留存率及购买频次，以及技术基础设施投资。

速卖通 Choice 拉动国际商业增长，投入增加下亏损扩大

- ⊕ **零售收入** 同比增 56%，整体订单量增 20%，主要受速卖通 Choice 增长及变现率提升带动，截至 2024 年 4 月，Choice 贡献速卖通 70% 订单量。Lazada 提高货币化率，单均亏损同比继续收窄。Trendyol 保持在土耳其的领先地位，并拓展海湾地区跨境业务。
- ⊕ **调整后 EBITA** 亏损 41 亿元，对比去年同期 22 亿元亏损有所扩大，主要由于加大速卖通 Choice 和 Trendyol 跨境业务拓展相关投入。

核心公有云和 AI 相关产品收入增长强劲

- ⊕ **收入** 同比增 3%，继续减少低毛利项目以提升收入质量。核心公有云产品收入同比双位数增长，并于 4 月在海外降价以提升竞争力。受互联网、金融、智能汽车等行业需求推动，AI 相关产品收入三位数增长。
- ⊕ **调整后 EBITA** 14 亿元，同比增 45%，得益于产品结构优化（公有云收入占比提升）以及运营效率改善。

本地生活饿了么 UE 持续改善，亏损收窄

- ⊕ **收入** 同比增 19%，得益于用户及购买频次提升，饿了么订单量同比增长，大出行场景和到目的地服务带动高德订单增长。
- ⊕ **调整后 EBITA** 亏损 32 亿元，亏损率 22%，较去年同期 33% 亏损率大幅收窄，得益于饿了么 UE 持续改善，及规模效应下到家业务亏损收窄。

菜鸟增长主要来自跨境物流履约服务收入增加

- ⊕ **收入** 同比增 30%，受益于速卖通的运营协同效应，跨境物流履约服务增长拉动。5-10 日达产品新增 4 个覆盖国家，累计 14 个。
- ⊕ **调整后 EBITA** 亏损 13 亿元，对比去年同期亏损 3.2 亿元，主要由于撤回 IPO 后给予员工额外激励。

大文娱亏损持续收窄

- ⊕ **收入** 同比微降 1%，主要由于优酷收入下降，得益于线下消费回温，票务平台大麦收入同比快速增长。
- ⊕ **调整后 EBITA** 亏损 8.8 亿元，较去年同期的 11 亿元亏损收窄，主要因优酷亏损收窄。

图表3：分部业绩预测

(十亿人民币) 年结3月31日	1QFY24	4QFY24	1QFY25E 原预测	1QFY25E 新预测	变动 (%)	环比 (%)	同比 (%)	2QFY25E	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
淘天集团	115.0	93.2	115.1	116.3	1	25	1	101.8	434.9	458.5	474.1	490.8
客户营销管理	79.7	63.6	80.0	81.8	2	29	3	70.8	304.0	315.9	326.6	339.8
直营	30.2	24.7	29.2	28.6	-2	16	-5	25.2	110.4	119.3	122.5	124.1
批发	5.1	5.0	6.0	5.9	-2	18	14	5.8	20.5	23.3	25.0	26.9
阿里国际数字商业集团	22.1	27.4	30.1	30.8	2	12	39	34.1	102.6	136.3	163.6	188.4
零售	17.1	22.3	24.5	25.2	3	13	47	27.9	81.7	113.1	138.3	160.9
批发	5.0	5.2	5.6	5.6	0	8	12	6.2	20.9	23.2	25.3	27.5
本地生活集团	14.5	14.6	16.5	16.5	0	13	14	17.3	59.8	69.0	82.2	76.1
菜鸟集团	23.2	24.6	27.8	27.8	0	13	20	28.6	99.0	126.0	148.1	169.8
云智能集团	25.1	25.6	27.0	27.0	0	6	8	29.2	106.4	115.2	125.7	134.3
大文娱集团	5.4	4.9	5.4	5.2	-4	4	-4	5.2	21.1	20.9	21.9	22.8
其他业务	45.5	51.5	48.3	46.2	-4	-10	1	47.4	192.1	195.2	206.8	228.8
总收入	250.7	241.8	270.2	269.9	0	12	8	263.6	1,016.0	1,121.2	1,222.4	1,311.1
未分配	0.2	0.4	0.4	0.4	23	12	78	0.4	1.3	1.8	2.0	2.2
合并报表调整	(16.8)	(20.4)	(21.4)	(19.2)	-11	-6	14	(19.1)	(76.1)	(80.9)	(87.3)	(94.2)
阿里巴巴收入	234.2	221.9	249.1	251.1	1	13	7	244.9	941.2	1,042.1	1,137.1	1,219.0
Non-GAAP EBITA												
淘天集团	49.3	38.5	52.4	53.8	3	40	9	45.5	194.8	201.1	209.6	219.9
阿里国际数字商业集团	(0.4)	(4.1)	(3.0)	(4.6)	50	12	988	(4.1)	(8.0)	(17.8)	(12.6)	(9.6)
本地生活集团	(2.0)	(3.2)	(1.7)	(1.7)	0	-46	-13	(1.3)	(9.8)	(3.3)	1.2	2.2
菜鸟集团	0.9	(1.3)	1.2	1.2	0	-191	39	1.1	1.4	5.8	7.7	8.2
云智能集团	0.4	1.4	1.5	1.5	0	4	284	1.6	5.6	6.6	8.0	10.2
大文娱集团	0.1	(0.9)	0.0	0.0	122	-104	-50	(0.3)	(1.5)	(0.1)	1.1	1.1
其他业务	(1.2)	(2.8)	(3.4)	(2.4)	-30	-16	97	(1.2)	(8.6)	(3.9)	2.9	8.4
总 EBITA	47.0	27.6	46.9	47.9	2	74	2	41.4	174	188	218	240
未分配	(1.5)	(2.9)	(3.2)	(3.0)	-5	3	105	(3.0)	(6.2)	(11.6)	(10.9)	(10.8)
合并报表调整	(0.2)	(0.7)	(0.4)	(0.4)	23	-40	115	(0.4)	(2.6)	(1.8)	(2.0)	(2.2)
Non-GAAP EBITA	45.4	24.0	43.4	44.5	2	86	-2	38.0	165	175	205	227
Non-GAAP EBITA 利润率(%)												
淘天集团	42.9	41.3	45.5	46.3				44.7	44.8	43.9	44.2	44.8
阿里国际数字商业集团	-1.9	-14.9	-10.1	-14.8				-12.0	-7.8	-13.0	-7.7	-5.1
本地生活集团	-13.7	-21.9	-10.4	-10.4				-7.3	-16.4	-4.8	1.5	2.9
菜鸟集团	3.8	-5.5	4.4	4.4				4.0	1.4	4.6	5.2	4.8
云智能集团	1.5	5.6	5.5	5.5				5.5	5.3	5.7	6.4	7.6
大文娱集团	1.2	-17.9	0.3	0.6				-5.2	-7.3	-0.7	5.0	4.7
其他业务	-2.6	-5.5	-7.0	-5.1				-2.6	-4.5	-2.0	1.4	3.7
总 EBITA	18.8	11.4	17.4	17.8				15.7	17.1	16.8	17.8	18.3
Non-GAAP EBITA 利润率(%)	19.4	10.8	17.4	17.7				15.5	17.5	16.8	18.0	18.7

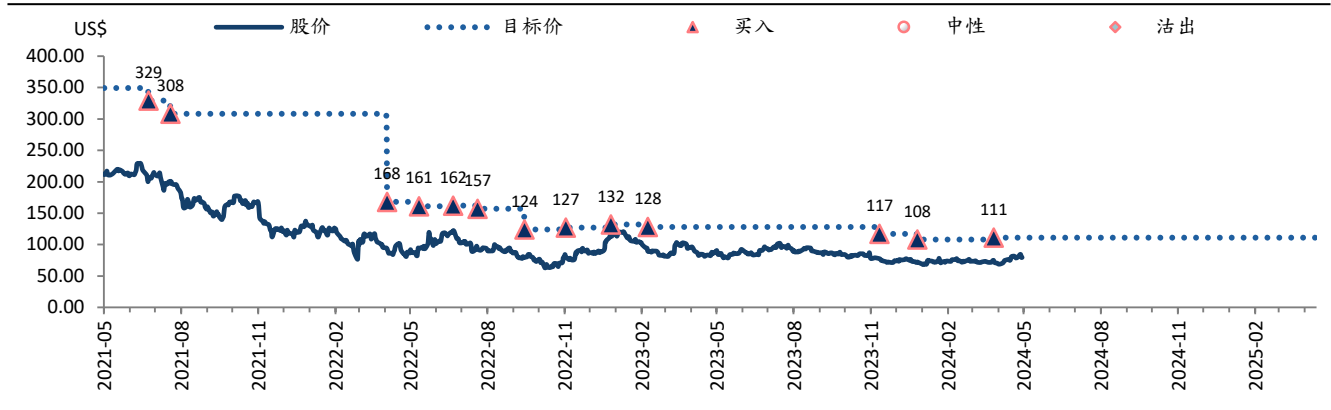
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4：损益表预测

(百万人民币)	1QFY24	4QFY24	1QFY25E	1QFY25E	变化	环比	同比	2QFY25E	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年结3月31日			原预测	新预测	(%)	(%)	(%)					
总收入	234,156	221,874	249,141	251,137	1	13	7	244,938	941,168	1,042,098	1,137,084	1,219,033
<i>彭博一致预期</i>				<u>248,068</u>				<u>242,532</u>		<u>1,012,723</u>	<u>1,090,395</u>	<u>1,166,729</u>
营业成本	(142,347)	(148,098)	(157,068)	(158,631)	1	7	11	(159,119)	(586,323)	(668,055)	(723,720)	(770,171)
毛利	91,809	73,776	92,073	92,506	0	25	1	85,819	354,845	374,043	413,364	448,862
产品开发	(10,465)	(14,085)	(13,534)	(13,631)	1	-3	30	(14,084)	(52,256)	(57,866)	(61,057)	(64,805)
市场营销	(27,047)	(28,826)	(31,450)	(30,756)	-2	7	14	(30,400)	(115,141)	(127,513)	(132,741)	(139,467)
行政费用	(7,297)	(14,019)	(10,810)	(11,037)	2	-21	51	(10,869)	(41,985)	(44,947)	(47,997)	(52,536)
其他营运开支	(4,510)	(2,081)	(3,132)	(3,132)	0	51	-31	(3,133)	(32,113)	(12,524)	(12,521)	(12,521)
运营利润	42,490	14,765	33,147	33,949	2	130	-20	27,333	113,350	131,194	159,047	179,533
所得税费用	(6,022)	(5,722)	(7,522)	(7,760)	3	36	29	(6,455)	(22,529)	(30,650)	(38,526)	(43,455)
其他收入/费用	(3,468)	(8,124)	1,661	4,292	158	-153	-224	4,435	(11,080)	21,470	14,908	15,791
净收入(亏损)	33,000	919	27,286	30,482	12	3217	-8	25,312	79,741	122,014	135,429	151,868
Non-GAAP 息税摊销前利润	45,371	23,969	43,421	44,467	2	86	-2	37,992	164,009	174,910	205,046	227,382
Non-GAAP 净利润	44,922	24,418	39,632	39,522	0	62	-12	36,466	157,479	161,076	174,316	192,236
Non-GAAP 毛利率 (%)	39	33	37	37				35	38	36	36	37
Non-GAAP 息税摊销前利润率 (%)	19	11	17	18				16	17	17	18	19
Non-GAAP 净利润率 (%)	19	11	16	16				15	17	15	15	16
Non-GAAP 摊薄每股盈利 (元)	17.37	10.72	16.67	16.63	0	55	-4	15.41	62.63	68.16	75.86	86.05
<i>彭博一致预期</i>				<u>15.42</u>				<u>14.19</u>		<u>62.35</u>	<u>69.95</u>	<u>78.32</u>

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	109.42	135.00	23.4%	2024 年 04 月 11 日	广告
TME US	腾讯音乐	买入	14.66	17.00	16.0%	2024 年 05 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	99.35	104.00	4.7%	2024 年 03 月 01 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	15.64	13.00	-16.9%	2024 年 01 月 24 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	57.50	75.00	30.4%	2024 年 01 月 23 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.84	5.60	15.7%	2024 年 01 月 19 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.92	37.00	9.1%	2024 年 03 月 19 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.05	6.60	9.1%	2024 年 03 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	31.20	29.00	-7.1%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
BABA US	阿里巴巴	买入	79.51	111.00	39.6%	2024 年 04 月 11 日	电商
PDD US	拼多多	买入	138.69	180.00	29.8%	2024 年 01 月 12 日	电商
JD US	京东	中性	33.35	28.00	-16.0%	2024 年 03 月 07 日	电商
DAO US	有道	买入	3.94	5.10	29.4%	2024 年 05 月 06 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	69.80	89.00	27.5%	2024 年 04 月 25 日	教育
GOTU US	高途	买入	8.00	9.10	13.8%	2024 年 02 月 28 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.58	15.50	14.1%	2024 年 01 月 26 日	教育
700 HK	腾讯控股	买入	381.80	457.00	19.7%	2024 年 05 月 16 日	游戏
NTES US	网易	买入	98.64	127.00	28.8%	2024 年 04 月 10 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.54	15.00	19.6%	2024 年 03 月 28 日	游戏
3888 HK	金山软件	中性	26.75	26.00	-2.8%	2024 年 03 月 20 日	游戏
3690 HK	美团	买入	121.90	111.00	-8.9%	2024 年 03 月 25 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	26.15	26.00	-0.6%	2024 年 03 月 18 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.08	11.30	12.1%	2024 年 03 月 27 日	物流
2618 HK	京东物流	买入	9.46	9.50	0.4%	2024 年 03 月 07 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.93	2.00	3.6%	2024 年 01 月 09 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	26.95	30.00	11.3%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.22	14.00	24.8%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	22.10	24.00	8.6%	2024 年 03 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	422.20	440.00	4.2%	2024 年 02 月 22 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2024 年 5 月 15 日

财务数据

年结3月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	868,687	941,168	1,042,098	1,137,084	1,219,033
主营业务成本	(549,695)	(586,323)	(668,055)	(723,720)	(770,171)
毛利	318,992	354,845	374,043	413,364	448,862
销售及管理费用	(145,679)	(157,126)	(172,460)	(180,738)	(192,003)
研发费用	(56,744)	(52,256)	(57,866)	(61,057)	(64,805)
其他经营净收入/费用	(16,218)	(32,113)	(12,524)	(12,521)	(12,521)
经营利润	100,351	113,350	131,194	159,047	179,533
财务成本净额	(5,918)	(7,947)	(8,928)	(9,290)	(9,668)
应占联营公司利润及亏损	(8,063)	(7,735)	4,831	7,337	10,384
其他非经营净收入/费用	(5,248)	(3,807)	21,151	12,445	10,658
税前利润	81,122	93,861	148,248	169,539	190,908
税费	(15,549)	(22,529)	(30,650)	(38,526)	(43,455)
非控股权益	7,210	8,677	5,200	5,200	5,200
净利润	72,783	80,009	122,798	136,213	152,652
作每股收益计算的净利润	72,509	79,741	122,014	135,429	151,868
Non-GAAP标准的净利润	141,379	157,479	161,076	174,316	192,236

截至3月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	229,510	237,817	258,735	288,388	353,971
有价证券	367,808	384,622	419,442	457,743	499,875
其他流动资产	100,648	120,458	115,041	139,217	128,596
总流动资产	697,966	742,896	793,218	885,349	982,442
投资物业	245,737	270,311	297,342	327,076	359,784
物业、厂房及设备	176,031	217,656	267,528	327,165	398,355
无形资产	315,004	327,650	330,508	335,508	340,508
合资企业/联营公司投资	207,380	217,380	227,380	237,380	247,380
其他长期资产	110,926	121,143	130,103	144,044	149,860
总长期资产	1,055,078	1,154,139	1,252,860	1,371,172	1,495,887
总资产	1,753,044	1,897,036	2,046,078	2,256,521	2,478,329
短期贷款	24,809	19,770	19,955	20,517	21,422
应付账款	288,493	303,545	307,822	338,604	343,493
其他短期负债	72,049	82,028	90,229	99,250	109,173
总流动负债	385,351	405,343	418,006	458,372	474,088
长期贷款	149,088	164,256	169,815	180,391	190,967
长期应付账款	61,745	61,745	61,745	61,745	61,745
其他长期负债	33,939	37,544	41,299	45,428	49,971
总长期负债	244,772	263,545	272,859	287,564	302,683
总负债	630,123	668,888	690,865	745,936	776,771
股本	416,881	394,936	425,209	473,271	509,366
储备及其他资本项目	572,776	692,017	780,085	876,896	1,025,481
股东权益	989,657	1,086,953	1,205,293	1,350,166	1,534,847
记作权益的金融工具	9,858	9,858	9,858	9,858	9,858
非控股权益	123,406	131,337	140,061	150,560	156,852
总权益	1,122,921	1,228,148	1,355,213	1,510,585	1,701,557

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结3月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	81,122	93,861	148,248	169,539	190,908
合资企业/联营公司收入调整	8,063	7,735	(4,831)	(7,337)	(10,384)
折旧及摊销	46,938	41,253	48,122	56,787	67,131
营运资本变动	13,482	(3,175)	10,728	3,658	21,785
税费	(15,549)	(22,529)	(30,650)	(38,526)	(43,455)
其他经营活动现金流	65,696	17,651	161	(4,257)	(5,378)
经营活动现金流	199,752	134,797	171,778	179,863	220,605
资本开支	(33,708)	(10,000)	(11,000)	(12,100)	(13,310)
投资活动	(99,169)	(81,756)	(99,762)	(103,244)	(107,074)
其他投资活动现金流	(2,629)	(10,000)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
投资活动现金流	(135,506)	(101,756)	(120,762)	(125,344)	(130,384)
负债净变动	11,342	3,625	(1,941)	3,076	3,076
权益净变动	(74,735)	(30,000)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
股息	(489)	(494)	(499)	(504)	(509)
其他融资活动现金流	(1,737)	(1,572)	(1,549)	(1,524)	(1,497)
融资活动现金流	(65,619)	(28,441)	(33,989)	(28,952)	(28,930)
汇率收益/损失	3,530	3,707	3,892	4,086	4,291
年初现金	227,353	229,510	237,817	258,735	288,388
年末现金	229,510	237,817	258,735	288,388	353,971

年结3月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	27.649	31.608	50.717	58.034	67.091
全面摊薄每股收益	27.510	31.334	50.239	57.470	66.420
Non-GAAP标准下的每股收益	55.815	62.625	68.165	75.864	86.048
每股账面值	375.483	427.120	496.278	572.956	671.269
利润率分析(%)					
毛利率	36.7	37.7	35.9	36.4	36.8
EBIT利润率	13.4	15.5	13.8	15.1	15.8
净利率	8.4	8.5	11.8	12.0	12.5
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	37.4	38.0	36.4	36.8	37.3
EBITDA利润率	20.2	20.4	19.5	20.6	21.1
净利率	16.3	16.7	15.5	15.3	15.8
盈利能力(%)					
ROA	4.2	4.4	6.2	6.3	6.4
ROE	6.7	6.9	9.6	9.6	9.6
ROIC	8.4	9.0	8.2	8.5	8.4
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	1.8	1.8	1.9	1.9	2.1
应付账款周转天数	181.7	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**

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，一位分析师持有英伟达之股份。

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、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、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、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、极觅速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、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有限公司、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问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，并可能受送递延误、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。