

阿里巴巴-SW (09988.HK)

FY2024Q4 季报点评: 积极投入推动营收超预期, 多项业务增长亮眼

买入 (维持)

2024年05月19日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001  
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入 (百万元)	868687	941168	1019815	1104619	1194600
同比(%)	1.83	8.34	8.36	8.32	8.15
归母净利润 (百万元)	72783	80009	116393	129803	141746
同比(%)	17.03	9.93	45.47	11.52	9.20
Non-GAAP 净利润	141,379.00	157,479.00	160,628.58	176,691.44	189,059.84
同比(%)	3.66	11.39	2.00	10.00	7.00
EPS-Non GAAP (元/股)	6.94	7.73	7.88	8.67	9.28
P/E (现价最新摊薄)	22.19	20.19	13.88	12.44	11.40
PE (Non-GAAP)	11.43	10.26	10.06	9.14	8.54

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **营收增长略超预期, 整体盈利情况有所下降:** 阿里巴巴 FY2024Q4 实现收入 2218.7 亿元, 同比增长 7%, 高于彭博一致预期 2197.9 亿元。公司非公认会计准则净利润 244.2 亿, 同比下降 11%, 略低于彭博一致预期 252.5 亿元。
- **贯彻用户为先战略, 淘天 GMV 增长稳健:** 淘宝继续贯彻用户为先的战略, 发布多项 AI 经营工具, 进一步提升用户体验, 从而提高消费者留存率和购买频次。FY2024Q4, 公司在线 GMV 及订单量实现同比双位数增长, 由购买人数及购买频次的强劲增长所带动; 88VIP 会员数量同比双位数增长, 超过 3500 万, 推动客户管理收入同比增加 5%。
- **加大战略投入, 多项业务收入增长:** 本季度国际商业、本地生活、菜鸟、智能云业务大幅增长, 大文娱集团及其他分部收入保持稳定。1) 国际数字商业业务: 实现收入 274.48 亿元, 同比增长 45%, 主因加大 Choice 和 Trendyol 跨境业务投入; 2) 阿里云智能业务: 收入 255.95 亿元, 同比增长 3.4%, 主因公有云及外部业务均实现双位数增长; 3) 本地生活集团: 收入 146.28 亿元, 同比增长 19%, 主因饿了么和高德业务带动。我们预计短期内公司支出仍然持续, 短期利润率下降, 长期看公司盈利质量增加, 新业务扭亏和利润释放将收获成效。
- **公司经营信心充足, 坚持长期回报股东:** FY2023, 公司累计股东回报支出超过 130 亿美元, FY2024 则超过 165 亿美元, 包括股票回购 125 亿美元及派息 40 亿美元。FY24Q4, 公司回购股票 48 亿美元。目前, 公司账户仍有约 290 亿美元的资金可以用于股票回购。股东回报规模逐年增长彰显公司将其作为长期策略的决心, 反映公司良好的经营信心。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司加大投入, 我们将公司 2025/2026 财年 EPS 的盈利预测由 8.03/8.85 元调整为 7.88/8.67 元, 我们预计 2027 财年的 EPS 为 9.28 元, 2025-2027 财年对应 PE (Non-GAAP) 为 10.1/9.1/8.5 (以 2024/5/17 当天的汇率港币/人民币=0.93 为基准)。公司非常注重各个板块业务的效率的提升, 大规模投入虽然影响短期业绩, 但是有助于构建长期壁垒。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒, 我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 电商行业竞争加剧, 用户留存率不及预期, 市场监管风险, 核心管理层变动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	85.70
一年最低/最高价	64.60/100.00
市净率(倍)	1.75
港股流通市值(百万港元)	1,746,072.20

基础数据

每股净资产(元)	48.95
资产负债率(%)	36.96
总股本(百万股)	20,374.24
流通股本(百万股)	20,374.24

相关研究

《阿里巴巴-SW(09988.HK.): FY2024Q3 季报点评: 营收利润表现基本符合预期, 回购力度再加大彰显战略信心》

2024-02-14

《阿里巴巴-SW(09988.HK.): FY2024Q2 季报点评: 变革初见成效, 营收利润皆超预期》

2023-11-21

## 内容目录

1. 营收增长略超预期，整体盈利情况有所下降 .....	4
2. 贯彻用户为先战略，淘天 GMV 增长稳健.....	5
3. 加大战略投入，多项业务收入增长 .....	6
3.1. 国际商业收入高速增长，跨境业务投资具备成效.....	6
3.2. 本地生活经营效率提升，菜鸟受益协同效应.....	6
3.3. 阿里云收入结构优化，AI 业务三位数增长 .....	7
4. 公司经营信心充足，坚持长期回报股东 .....	7
5. 盈利预测与评级 .....	8
6. 风险提示 .....	8

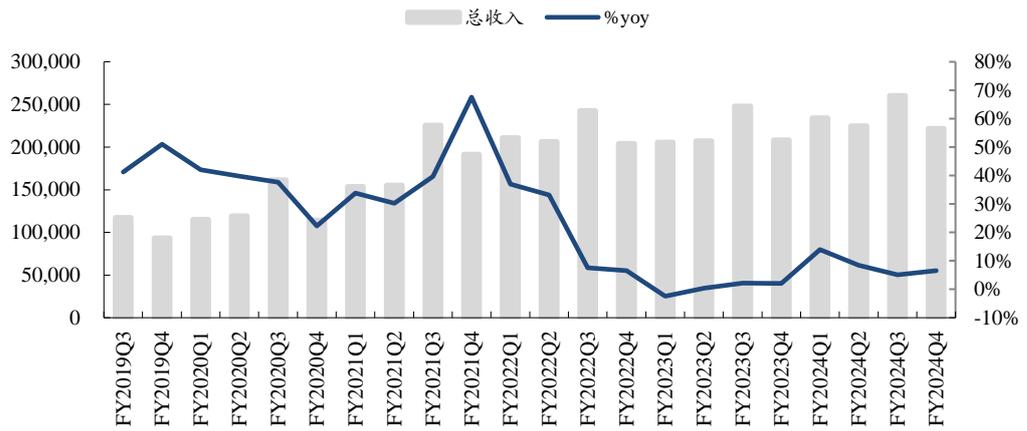
## 图表目录

图 1: 公司季度收入变化情况 (百万元) .....	4
图 2: 公司季度经调整净利润变化 (百万元) .....	4
图 3: 公司营收构成.....	4
图 4: 阿里业务构成及对应 EBITA-margin .....	5
图 5: 公司客户管理收入变动情况 (百万元) .....	5
图 6: 国际数字商业业务基本情况 (百万元) .....	6
图 7: 本地服务和菜鸟业务基本情况 (百万元) .....	7
图 8: 云计算业务基本情况 (百万元) .....	7

### 1. 营收增长略超预期，整体盈利情况有所下降

阿里巴巴发布 2024 财年 Q4 业绩，本季度阿里巴巴收入 2218.7 亿元，同比增长 7%，高于彭博一致预期 2197.9 亿元。公司非公认会计准则净利润 244.2 亿，同比下降 11%，略低于彭博一致预期 252.5 亿元。FY2024，集团收入 9411.68 亿元，经调整 EBITA1650.28 亿元，同比增长 12%。

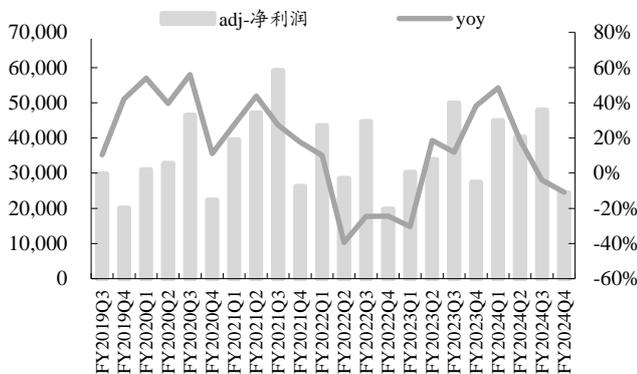
图1：公司季度收入变化情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

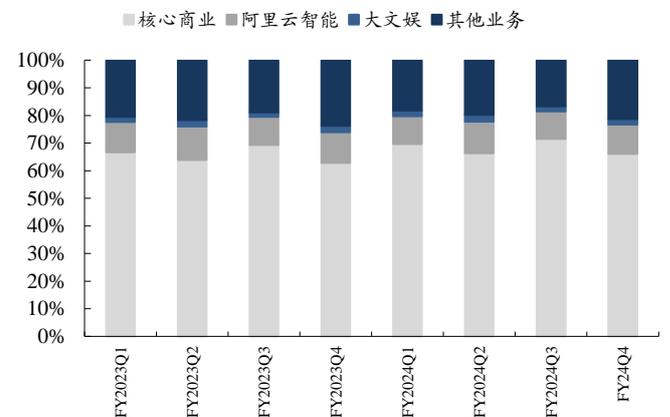
公司淘宝天猫商业、国际数字商业、本地生活、菜鸟、阿里云智能、大文娱六大集团和其他业务收入分别为 932.16、274.48、146.28、245.57、255.95、49.45、514.58 亿元，EBITA margin 分别为 41.30%、-14.88%、-21.86%、-5.46%、5.59%、-17.88%、-5.48%。公司淘天业务、国际数字商业 EBITA Margin 同比有所下滑，主要由于公司在用户体验、基础设施及跨境业务投入有所提升。菜鸟 EBITA 亏损，主要因为撤回首次公开发行而授予的菜鸟员工的留任激励所致。大文娱、本地生活的 EBITA 亏损率均同比收窄，总体来看组织架构变革后多项集团业务 EBITA 利润率有所改善。

图2：公司季度经调整净利润变化（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：公司营收构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：阿里业务构成及对应 EBITA-margin

	收入 (百万元)	yoy (%)	EBITA-margin (%)
淘宝天猫商业	93216	4%	41.3%
国际数字商业	27448	45%	-14.88%
本地生活	14628	19%	-21.86%
菜鸟	24557	30%	-5.46%
阿里云智能	25595	3%	5.59%
大文娱	4945	-1%	-17.88%
其他业务	51458	-3%	-5.48%

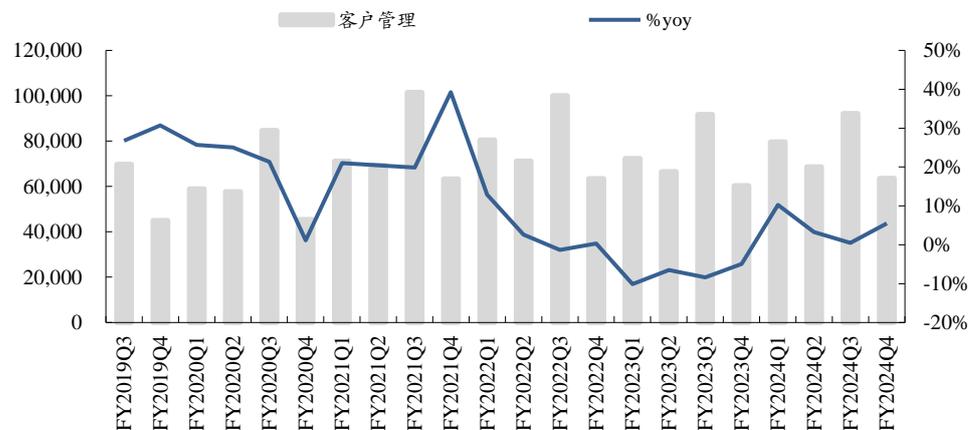
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 贯彻用户为先战略，淘天 GMV 增长稳健

淘天集团增长主要是在服务、价格力方面的重视，包括新管理层任命和坚持用户为先。淘天对具价格竞争力的商品供应、客户服务、会员体系权益和技术等领域加大战略性投入，发布多项 AI 经营工具，进一步提升用户体验，从而提高消费者留存率和购买频次。目前，淘天集团退货率表现为全平台最佳。FY2024Q4，公司的在线 GMV 及订单量实现同比双位数增长，由购买人数及购买频次的强劲增长所带动；88VIP 会员数量同比双位数增长，超过 3,500 万，推动客户管理收入同比增加 5%。

GMV 增长反映淘天前期投资显现成效，原因在于其投入更多地向淘宝商家以及新的商业化产品倾斜。本季度淘天优化淘宝功能，并推出广告产品全站推广、提供“淘工厂”新品佣金激励。公司预计在接下来的季度逐步推出新商业化产品，增强对中小企业商家的渗透，推动 GMR 向 GMV 靠拢，带动公司下半年边际利润改善。

图5：公司客户管理收入变动情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 加大战略投入，多项业务收入增长

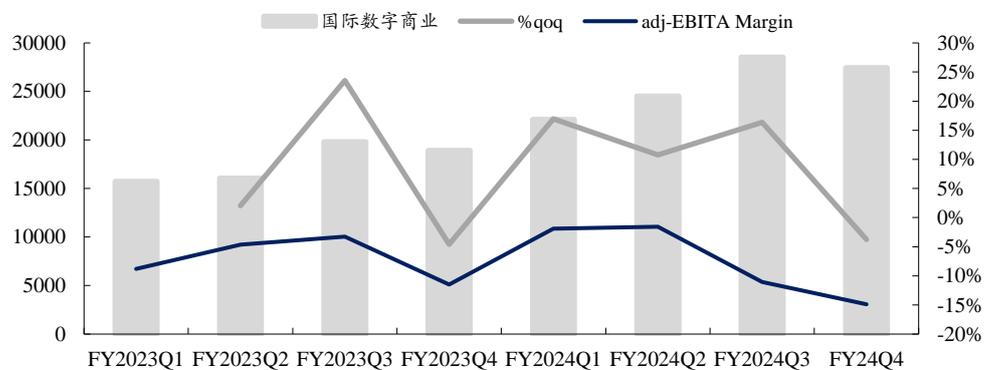
本季度公司国际商业、本地生活、菜鸟、智能云业务大幅增长，大文娱集团及其他分布收入保持稳定，主要由于公司投入增加。我们预计短期内公司支出仍然持续，短期利润率下降，长期看公司盈利质量增加，新业务扭亏和利润释放将收获成效。

#### 3.1. 国际商业收入高速增长，跨境业务投资具备成效

FY2024Q4，国际数字商业业务实现收入 274.48 亿元，同比增长 45%，经调整 EBITA 为 -40.9 亿元，环比扩大 19 亿元。主要系公司本季度加大 Choice 和 Trendyol 跨境业务投入。FY2024Q4，AIDC 旗下零售平台整体订单同比增长 20%，国际零售业务表现优异，同比增长 56%。速卖通 Choice 业务高速扩张，增强与菜鸟在跨境物流的协同效应。截止 2024 年 4 月，Choice 已占速卖通整体订单 70%，季度 5 日及 10 日配送妥投率同比翻番。

公司希望在全托管和本对本模式中獲得平衡，逐步优化 UE。对于本地商家业务，Choice 加大对半托管模式开发力度。FY2024Q4，Trendyol 保持订单双位数增长，保持土耳其地区领先电商地位，并进一步拓展海湾业务，排行本地电商 APP 下载前列；Lazada 运营效率提升，每单亏损同比显著缩窄。

图6：国际数字商业业务基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 3.2. 本地生活经营效率提升，菜鸟受益协同效应

FY2024Q4，本地生活集团收入同比增长 19%至人民币 146.28 亿元，主要由饿了么和高德业务带动。全年收入约 600 亿元，同比减亏 25%，亏损绝对值和亏损率同比持续收窄。饿了么交易用户及购买频次提升，订单量同比增长强劲。受益于大出行场景和到目的地服务带动，高德业务增长迅速。

FY2024Q4，菜鸟集团实现收入 245.57 亿元，支持速卖通的跨境物流履约服务推动 30%的同比增长，巩固高速发展势态。亏损增加主要系对 Choice 和 trendyol 的投资增加，及员工优化补偿，预计短期亏损绝对值会同比增加，长期 UE 将继续提升。FY2024Q4，

菜鸟撤回 IPO，继续推进全球智能物流网络建设，5 日至 10 日达物流服务范围新覆盖 4 个国家，累计达 14 个国家。通过电商洞察力及自研技术，菜鸟持续优化头程揽收、干线运输、清关、分拣及最后一公里配送效率。

图7：本地服务和菜鸟业务基本情况（百万元）

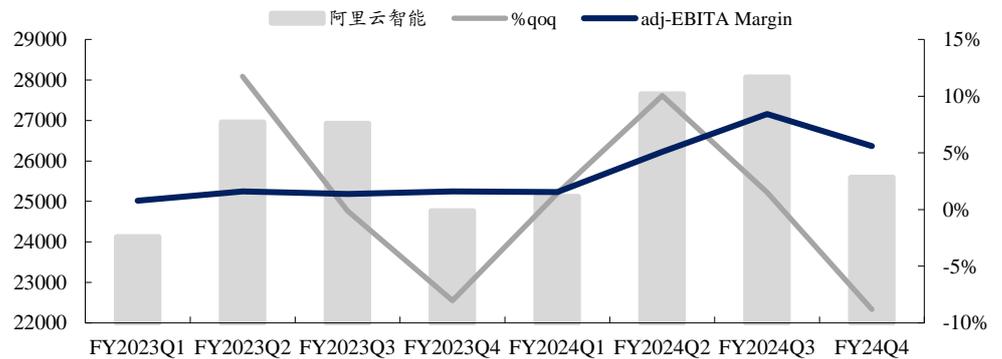
	本地服务 EBITA (百万元)	菜鸟 EBITA (百 万元)	本地服务 EBITA Margin (%)	菜鸟 EBITA Margin (%)
FY 2022Q1	-4770	-146	-47.20%	-1.30%
FY 2022Q2	-6535	-315	-60.50%	-3.20%
FY 2022Q3	-4,987	-92	-41.10%	-0.70%
FY 2022Q4	-5,483	-912	-52.50%	-7.90%
FY 2023Q1	-2834	-185	-25.46%	-1.07%
FY 2023Q2	-3328	125	-24.87%	0.68%
FY 2023Q3	-2,923	-12	-21.82%	-0.05%
FY 2023Q4	-4,063	-319	-32.93%	-1.69%
FY 2024Q1	-1982	877	-13.72%	3.79%
FY 2024Q2	-2564	906	-16.47%	3.97%
FY 2024Q3	-2,068	961	-13.64%	3.37%
FY 2024Q4	-3,198	-1342	-21.86%	-5.46%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 阿里云收入结构优化，AI 业务三位数增长

阿里云智能业务收入 255.95 亿元，同比增长 3.4%，经调整 EBITA 14.32 亿元，同比增长 45%。增长核心为公有云及外部业务，均实现双位数增长。尽管本季度阿里云核心产品大幅降价，但受益云基础设施规模效应及技术红利，公司保持连续 14 季度盈利。

图8：云计算业务基本情况（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4. 公司经营信心充足，坚持长期回报股东

FY2023, 公司累计股东回报支出超过 130 亿美元, FY2024 则超过 165 亿美元, 包括股票回购 125 亿美元及派息 40 亿美元。FY24Q4, 公司回购股票 48 亿美元。目前, 公司账户仍有大约 290 亿美元的资金可以用于股票回购。股东回报规模逐年增长彰显公司将其作为长期策略的决心, 反映公司良好的经营信心。

## 5. 盈利预测与评级

基于公司加大投入, 我们将公司 2025/2026 财年 EPS 的盈利预测由 8.03/8.85 元调整为 7.88/8.67 元, 我们预计 2027 财年的 EPS 为 9.28 元, 2025-2027 财年对应 PE (Non-GAAP) 为 10.1/9.1/8.5 (以 2024/5/17 当天的汇率港币/人民币=0.93 为基准)。公司非常注重各个板块业务的效率的提升, 大规模投入虽然影响短期业绩, 但是有助于构建长期壁垒。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒, 我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值, 维持公司“买入”评级。

## 6. 风险提示

- 1) 新零售业务竞争加剧, 国内各个平台加大补贴, 阿里巴巴有市场份额下滑风险。
- 2) 用户留存率不及预期, 性能瓶颈、物流、供应链等相关因素的不确定性, 造成公司用户留存率不及预期。
- 3) 电商法与反垄断等监管风险加大, 网商监管趋严, 造成部分业务扩展受限, 影响到公司业绩表现。
- 4) 阿里云负责人变动, 可能引起后续策略和运营重点的相应调整, 影响预期。

## 阿里巴巴-SW 三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>流动资产</b>	<b>752,864.00</b>	<b>962,647.92</b>	<b>1,188,113.30</b>	<b>1,440,649.71</b>	<b>营业总收入</b>	<b>941,168.00</b>	<b>1,019,814.99</b>	<b>1,104,619.32</b>	<b>1,194,600.36</b>
现金及现金等价物	248,125.00	379,411.39	537,499.34	721,930.18	营业成本	586,323.00	644,955.30	696,551.72	745,310.34
应收账款及票据	33,986.62	36,826.65	39,889.03	43,138.35	销售费用	115,141.00	128,957.92	137,984.97	147,643.92
存货	32,573.50	35,830.85	38,697.32	41,406.13	管理费用	41,985.00	48,282.75	52,145.37	56,317.00
其他流动资产	438,178.88	510,579.02	572,027.61	634,175.05	研发费用	52,256.00	60,094.40	66,103.84	72,714.22
<b>非流动资产</b>	<b>1,011,965.00</b>	<b>943,513.74</b>	<b>878,914.14</b>	<b>821,321.74</b>	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	185,161.00	179,625.21	175,477.60	175,346.27	<b>经营利润</b>	<b>123,871.00</b>	<b>137,524.62</b>	<b>151,833.41</b>	<b>172,614.87</b>
商誉及无形资产	286,629.00	246,948.73	205,084.90	162,494.35	利息收入	0.00	7,443.75	12,141.16	11,824.99
长期投资	203,131.00	199,731.80	197,012.44	194,836.95	利息支出	17,911.00	10,816.56	13,949.32	16,947.07
其他长期投资	220,942.00	201,106.00	185,237.20	172,542.16	其他收益	(12,099.00)	8,486.70	9,830.34	7,071.00
其他非流动资产	116,102.00	116,102.00	116,102.00	116,102.00	<b>利润总额</b>	<b>93,861.00</b>	<b>142,638.51</b>	<b>159,855.59</b>	<b>174,563.78</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,764,829.00</b>	<b>1,906,161.66</b>	<b>2,067,027.43</b>	<b>2,261,971.44</b>	所得税	22,529.00	28,527.70	31,971.12	34,912.76
<b>流动负债</b>	<b>421,507.00</b>	<b>435,728.85</b>	<b>455,710.15</b>	<b>498,003.13</b>	<b>净利润</b>	<b>71,332.00</b>	<b>114,110.81</b>	<b>127,884.47</b>	<b>139,651.03</b>
短期借款	29,001.00	38,001.00	47,001.00	56,001.00	少数股东损益	(8,677.00)	(2,282.22)	(1,918.27)	(2,094.77)
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属母公司净利润</b>	<b>80,009.00</b>	<b>116,393.03</b>	<b>129,802.74</b>	<b>141,745.79</b>
其他	392,506.00	397,727.85	408,709.15	442,002.13	EBIT	111,772.00	146,011.32	161,663.75	179,685.87
<b>非流动负债</b>	<b>230,723.00</b>	<b>240,723.00</b>	<b>250,723.00</b>	<b>260,723.00</b>	EBITDA	155,296.39	193,429.08	210,317.23	225,578.19
长期借款	141,775.00	151,775.00	161,775.00	171,775.00	Non-GAAP	157,479.00	160,628.58	176,691.44	189,059.84
其他	88,948.00	88,948.00	88,948.00	88,948.00					
<b>负债合计</b>	<b>652,230.00</b>	<b>676,451.85</b>	<b>706,433.15</b>	<b>758,726.13</b>					
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	<b>主要财务比率</b>	<b>FY2024A</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>
少数股东权益	115,327.00	113,044.78	111,126.52	109,031.75	经调整每股收益(元)	7.73	7.88	8.67	9.28
归属母公司股东权益	997,272.00	1,116,665.03	1,249,467.77	1,394,213.56	每股净资产(元)	54.61	60.36	66.78	73.78
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,764,829.00</b>	<b>1,906,161.66</b>	<b>2,067,027.43</b>	<b>2,261,971.44</b>	发行在外股份(百万股)	20,374.24	20,374.24	20,374.24	20,374.24
					ROIC(%)	6.62	8.64	8.65	8.71
					ROE(%)	8.02	10.42	10.39	10.17
					毛利率(%)	37.70	36.76	36.94	37.61
					销售净利率(%)	8.50	11.41	11.75	11.87
					资产负债率(%)	36.96	35.49	34.18	33.54
					收入增长率(%)	8.34	8.36	8.32	8.15
					归母净利润增长率(%)	9.93	45.47	11.52	9.20
					P/E	20.19	13.88	12.44	11.40
					P/B	1.45	1.31	1.19	1.07
					EV/EBITDA	8.03	7.37	6.12	4.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年5月17日的0.93,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>