

买入

2024年5月22日

GMV 重塑增长，股东回报提升信心

- 电商恢复增长，提高股东回报：** 本季度电商 GMV 获得不错增长，表明电商业务在经历过去几年的不断竞争后可能已迎来转折点，我们认为下半年的表现尤为重要。此外，公司持续扩大股东回报，并计划完成在香港主要上市的转换。2024 年 3 月 31 日财季，收入为人民币 2,218.74 亿元，同比增长 7%。经营利润为 147.65 亿元，同比下降 3%；经调整 EBITA 同比下降 5%至 239.69 亿元，主因淘天集团持续扩大对电商业务的投入及菜鸟集团撤回 IPO 后授予的股权激励。2024 财年，收入为 9,411.68 亿元，同比增长 8%。经营利润为 1,133.50 亿元，同比增长 13%，主要反映多项业务持续减亏、股权激励费用下降，部分被无形资产及商誉减值的增加所抵消。剔除影响后经调整 EBITA 同比增长 12%至 1,650.28 亿元。经营现金流同比下降 9%至 1,997.52 亿元，自由现金流同比下降 9%至 1,562.10 亿元，主要反映 2023 财年蚂蚁集团的特别股息 144.64 亿元。截至 2024 财年，公司共回购 125 亿美元，流通股净减少 5.1%。公司将于 2024 年 6 月派发 2024 财年定期股息及一次性特别股息，总额约为 40 亿美元。公司计划于 2024 年 8 月完成在香港二次转换为双重主要上市，后续符合条件将有望纳入港股通。
- 细分业务表现：** 本季度淘天集团收入同比增长 4%至 932.16 亿元，其中客户管理收入同比增长 5%至 635.74 亿元，EBITA 利润率为 41%。GMV 及订单量录得同比双位数增长，主要归功于买家数及购买频次的上升。88VIP 会员数量同比双位数增长。海外电商收入同比增长 45%至 274.48 亿元，零售整体订单同比增长 20%，速卖通订单保持同比增长。本季度 EBITA 利润率为-15%，亏损略高于预期，主因公司正在加大对重点市场的投入，但 Lazada 每单亏损同比显著收窄。菜鸟集团收入同比增长 30%至 245.57 亿元，主要由速卖通的配套跨境物流履约服务所推动。云智能集团收入同比增长 3%至 255.95 亿元，EBITA 利润率为 6%。本季度核心公有云产品收入录得同比双位数增长，AI 相关收入录得同比三位数增长。未来公有云的收入占比将持续增加，同时项目式合约将继续减少，因此预计云业务的利润率将进一步提升。
- 目标价 115.00 美元/113.00 港元，买入评级：** 我们预计 2025 至 2027 财年的收入为 10,239/11,001/11,951 亿元，经营利润为 1,205/1,458/1,690 亿元，摊薄后每股收益为 5.1/6.2/7.3 美元。采用分部估值法，求得目标价 115.00 美元/113.00 港元，买入评级。
- 风险：** 1) 电商行业持续内卷，竞争加剧、2) 海外宏观及政策性逆风影响国际电商业务动能、3) 云业务在国内面临国有云的竞争压力，在海外的竞争优势不及亚马逊、微软、谷歌等玩家。

唐伊莲

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	86.28 美元/84.40 港元
目标价	115.00 美元/113.00 港元 (+33%/+34%)
股票代码	BABA (US) / 9988 (HK)
总股本	24.3 亿股
市值	2,110 亿美元/ 1.72 万亿港元
52 周高/低	101.52/66.63 美元 99.02/64.60 港元
每股账面值	49 元人民币
主要股东	SoftBank 14.34% Vanguard 3.49% BlackRock 3.00%

盈利摘要

截至3月31日止财政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (人民币百万元)	868,687	941,168	1,023,892	1,100,118	1,195,080
变动	2%	8%	9%	7%	9%
运营利润	100,351	113,350	120,470	145,766	169,021
每股收益 (人民币)	3.4	3.9	5.1	6.2	7.3
变动	21%	14%	30%	23%	17%
基于86.28美元的市盈率 (估)	22.0	19.3	14.9	12.1	10.3
每股派息 (美元)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
股息率	1%	2%	2%	3%	4%

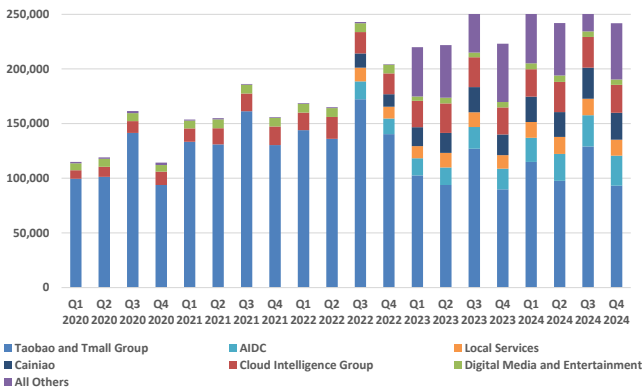
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



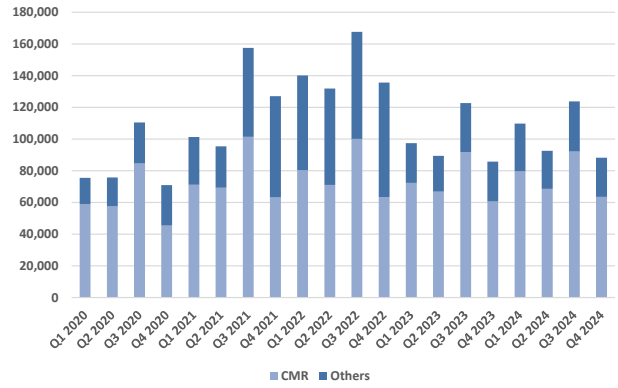
来源：彭博

图表 1: 2020Q1-2024Q4 总营收 (百万人民币)



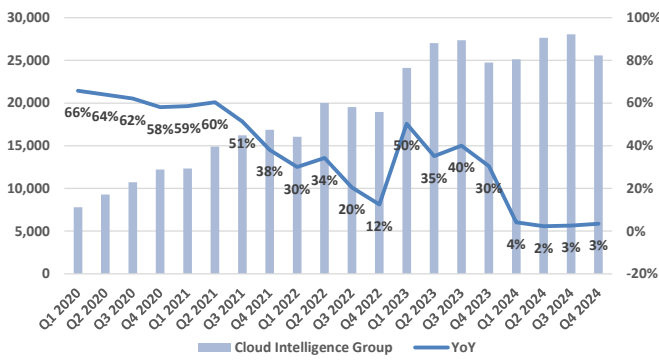
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 2: 2020Q1-2024Q4 中国零售营收 (百万人民币)



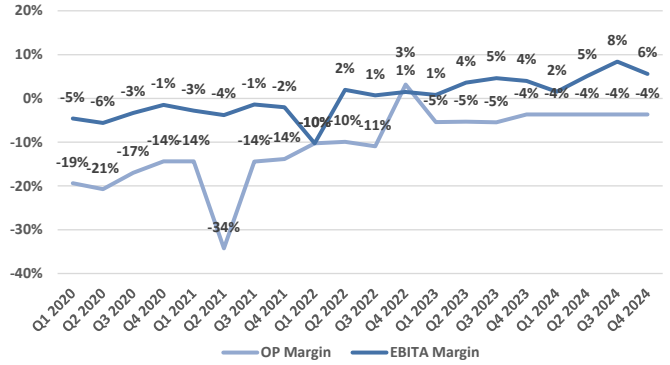
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 3: 2020Q1-2024Q4 阿里云营收 (百万人民币)



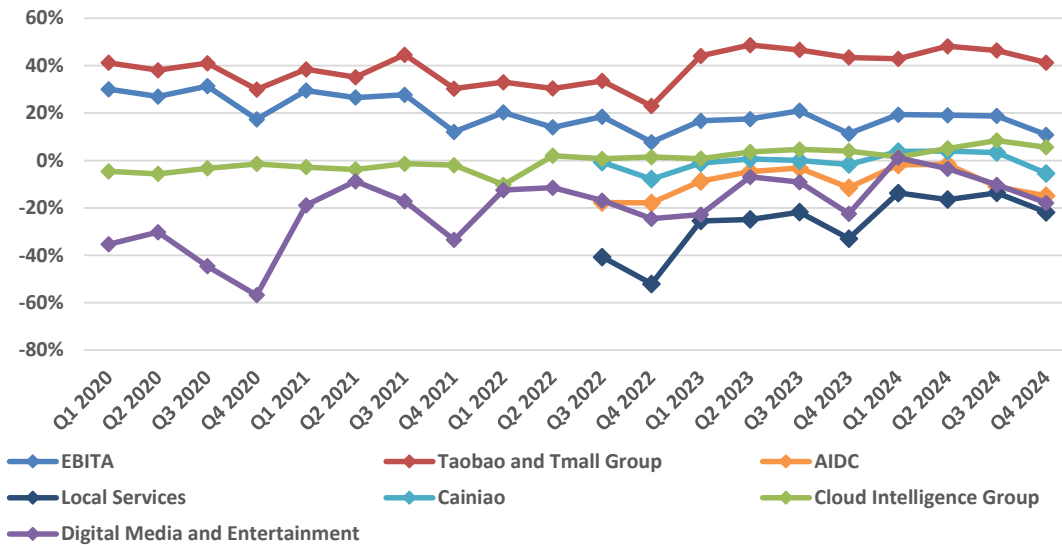
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 4: 2020Q1-2024Q4 阿里云利润率



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 5: 2020Q1-2024Q4 EBITA 利润率 (按业务划分)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 6: SOTP 估值模型

	Revenue	EBITA	EV/Revenue	EV/EBITA	Valuation
	Million CNY	Million CNY			Million USD
Taobao and Tmall	456,886	189,654		8.0	216,747
AIDC	141,437	-15,422	2.5		50,513
Local Services	68,772	-6,192	1.5		14,737
Cainiao	119,971	-35	1.5		25,708
Cloud Intelligence	115,778	6,478	3.0		49,619
Digital Media and Entertainment	21,145	-2,537	-		-
All Others	192,074	-10,519	-		-
					357,325
Associate/investments					59,257
				Cash	90,843
				Discount	30%
				Market Value	291,607
				Target Price (USD)	115.00
				Target Price (HKD)	113.00

资料来源：第一上海预测

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万元, 财务年度: 3月31日	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	
收入	868,687	941,168	1,023,892	1,100,118	1,195,080	盈利能力					
主营业务成本	549,695	586,323	652,146	684,369	732,771	毛利率 (%)	36.7%	37.7%	36.3%	37.8%	
毛利	318,992	354,845	371,745	415,748	462,308	运营利率 (%)	11.6%	12.0%	11.8%	13.3%	
研发费用	56,744	52,256	56,849	61,081	66,354	净利率 (%)	7.5%	7.6%	9.2%	10.7%	
销售费用	103,496	115,141	125,261	134,587	146,204	EBITDA 利润率	17.0%	17.5%	15.8%	17.3%	
一般及行政费用	42,183	41,985	45,675	49,076	53,312	营运表现					
摊销费用	13,504	21,592	23,490	25,239	27,417	销售及管理费用/收入 (%)	11.9%	12.2%	12.2%	12.2%	
经营利润	100,351	113,350	120,470	145,766	169,021	研发和开发费用/收入 (%)	6.5%	5.6%	5.6%	5.6%	
营业外 (收入) /支出	5,248	3,807	3,072	3,300	3,585	实际税率 (%)	17.4%	22.2%	16.3%	14.4%	
利息费用	5,918	7,947	5,119	5,501	5,975	应收账款天数	58.7	53.7	53.7	53.7	
税前利润	89,185	101,596	112,279	136,965	159,461	应付账款天数	179.3	176.2	176.2	176.2	
所得税	15,549	22,529	18,327	19,691	21,391	财务状况					
净利润	65,573	71,332	93,952	117,274	138,070	总负债/总资产	35.9%	37.0%	35.4%	32.6%	
EBITDA	147,911	165,028	161,426	189,771	216,825	收入/净资产	78.0%	85.4%	83.5%	80.5%	
收入YOY	1.8%	8.3%	8.8%	7.4%	8.6%	经营性现金流/收入	23.0%	19.4%	19.2%	17.6%	
经营利润YOY	44.1%	13.0%	6.3%	21.0%	16.0%	税前盈利对利息倍数	15.1	12.8	21.9	24.9	
EBITDA YoY	13.4%	11.6%	-2.2%	17.6%	14.3%	现金流量表					
净利润YoY	39.3%	8.8%	31.7%	24.8%	17.7%	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	
资产负债表						净利润	65,573	71,332	93,952	117,274	138,070
2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	净投资	27,799	29,121	33,633	38,108	42,563	
现金及等价物	193,086	248,125	372,943	503,421	718,026	折旧与摊销	11,159	21,933	42,488	-10,952	58,322
短期投资	326,492	262,955	262,955	262,955	262,955	其他流动资产变化	7,155	-6,464	-18,200	-4,527	-23,786
限制性现金	36,424	38,299	38,299	38,299	38,299	股权激励	30,831	36,997	44,397	53,276	63,931
流动资产	697,966	752,864	895,882	1,030,887	1,269,278	经营性现金流	199,752	182,593	196,270	193,179	279,100
PP&E	176,031	185,161	215,273	229,910	239,863	短期投资净值变化	-17,818	-13,456	-41,452	-32,701	-34,496
其他无形资产	46,913	26,950	26,950	26,950	26,950	企业合并	-1,204	-	-	-	-
商誉	268,091	259,679	259,679	259,679	259,679	购入固定及无形资产	-34,352	-	-	-	-
其他长期资产	564,043	540,175	517,882	497,838	479,817	投资性现金流	-135,506	-21,824	-41,452	-32,701	-34,496
总资产	1,753,044	1,764,829	1,915,666	2,045,264	2,275,587	股票发行	11	-	-	-	-
短期借债	7,466	12,749	12,749	12,749	12,749	股票回购	-74,746	-30,000	-30,000	-30,000	-30,000
其他流动负债	377,885	408,758	434,994	424,043	482,365	其他融资活动	-2,655	-	-	-	-
流动负债	385,351	421,507	447,743	436,792	495,114	少数权益变动	429	-	-	-	-
长期借债	52,023	55,686	55,686	55,686	55,686	短期借债变动	11,342	-	-	-	-
其他长期负债	192,749	175,037	175,037	175,037	175,037	融资性现金流	-65,619	-108,244	-30,000	-30,000	-30,000
总负债	630,123	652,230	678,466	667,515	725,837	现金流	-1,373	52,525	124,818	130,479	214,605
夹层资本	9,858	10,728	10,728	10,728	10,728	现金净增减	2,157	56,914	124,818	130,479	214,605
股东权益	1,113,063	1,101,871	1,226,471	1,367,021	1,539,022	期初现金	227,353	229,510	286,424	411,242	541,720
总负债和股东权益	1,753,044	1,764,829	1,915,666	2,045,264	2,275,587	期末现金	229,510	286,424	411,242	541,720	756,325

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。