

阿里巴巴-SW (09988)

证券研究报告
2024 年 05 月 30 日

国际业务、菜鸟集团收入超预期，股份回购持续

投资评级

6 个月评级

买入（维持评级）

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002
kongrong@tfzq.com杨雨辰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521110001
yuchenyang@tfzq.com

相关报告

- 1 《阿里巴巴-SW-公司动态研究: 回购菜鸟股票促进协同, 上调股份回购额度》2024-04-06
- 2 《阿里巴巴-SW-公司动态研究: FY24Q3 业绩前瞻: 淘天 CRM 收入承压, 国际商业保持高增长》2024-02-06
- 3 《阿里巴巴-SW-公司点评: 价格力战略助力双十一全面增长, 业绩增长稳健》2023-11-27

公司披露 FY24Q4 季度报告 (对应自然年 24Q1), FY24Q4 阿里实现收入 2218.74 亿元, $yoy+7\%$, 高于彭博一致预期 0.95%。经营利润为 147.65 亿元, $yoy+3\%$, 经调整 EBITA 为 239.69 亿元, $yoy+5\%$, 主要由于对电商业务投入增加以及菜鸟员工留任激励。净利润为 9.19 亿元, $yoy+96\%$, 主要由于净利润部分被阿里巴巴集团持有的上市公司股权投资按市值计价变动而产生净亏损所抵消, 去年同期为净收益。Non-GAAP 净利润为 244.18 亿元, $yoy+11\%$, 归属于普通股股东的净利润为 32.70 亿元。股份回购: 截至 2024 年 3 月 31 日的季度期间, 阿里巴巴以 48 亿美元的总价回购了总计 5.24 亿股普通股。

分业务: 中国商业收入 932.16 亿元, 低于彭博一致预期。经调整 EBITDA 达 385.01 亿元, 符合彭博一致预期。云业务收入 255.95 亿元, 低于彭博一致预期 1%, 经调整 EBITDA 达 14.32 亿元, 低于彭博一致预期 2.2%。国际电商收入 274.48 亿元, 高于彭博一致预期 8%, 经调整 EBITA 亏损 40.85 亿元, 低于彭博一致预期 1.4%。菜鸟集团收入 245.57 亿元, 高于彭博一致预期 13.2%, 经调整 EBITDA 亏损 13.42 亿元, 远低于彭博一致预期的盈利 3.31 亿元。

中国商业: FY24Q4 收入 932.16 亿元, $yoy+4\%$, 经调整 EBITDA 为 385.01 亿元, $yoy+1\%$ 。高端消费者中, 88VIP 会员数量同比双位数增长超 3500 万。价格竞争力强、用户体验战略逐步取得成效: 1) 购买人数、购买频次强劲增长带动 GMV、订单量实现同比双位数增长。2) 搜索和推荐带来的强劲收入增长带动 CRM $yoy+5\%$ 。总体变现率略微下降; 淘宝 GMV 增长超天猫 GMV 增长, 体现出对具有价格竞争力产品的需求扩大; 新业务模式变现率较低。公司认为基于目前中小企业商户的付费率较低, 且新的广告工具尚未推出, 随着新广告工具的推出, 商户 ROI 会逐步提高, 商户采用率、付费商户的增量消费增加, 因此总体变现率仍有提高空间。直销收入 246.9 亿人民币, $yoy+2\%$, 中国商业批发 49.5 亿人民币, $yoy+20\%$, 主要由于付费商户的增值服务收入增加。

云业务: 云业务收入 255.95 亿元, $yoy+3\%$, 低于彭博一致预期 1%, 经调整 EBITDA 达 14.32 亿元, $yoy+45\%$, 低于彭博一致预期 2.2%。得益于 AI 相关产品的收入同比增长达 3 位数, 其中主要来源于基础模型公司、互联网公司, 以及如金融服务、汽车等不同行业客户。源于此前阿里云优化收入结构, 通过减少利润率低的项目式合约, 专注于公共云产品及服务采用量提升带来高质量收入, 核心公共云产品, (弹性计算、数据库、AI 产品等) 收入同比双位数增长。为了提高公共云的采用率, 在规模基础设施和先进技术带来的成本优势下, 对 100 多款公共云产品降价, 24 年 4 月将对海外公共云产品进行降价, 进一步提升全球市场竞争力。5 月 9 日阿里发布开源 1100 亿参数模型的通义千问 2.5, 对比上一版本在理解能力/逻辑推理/指令遵循/代码能力方面分别提升 9%/6%/19%/10%。公司表示, 基于领先的产品组合、大量的基础设施投资和行业合作伙伴战略, 阿里云收入 (不包括内部客户) 将在 2025 财年下半年恢复两位数增长。

国际商业: AIDC 收入 274.48 亿元, $yoy+45\%$, 高于彭博一致预期 8%, 订单 $yoy+20\%$, 经调整 EBITA 亏损 40.85 亿元, 低于彭博一致预期 1.4%。零售平台整体订单同比增长 20%, 主要系跨境业务增长强劲, 尤其速卖通 Choice 业务带来的增长。具体源自 3 方面驱动: 1) AEChoice 驱动 Aliexpress 订单强劲增长, 4 月 AEChoice 订单占阿里速卖通总订单的 70% 左右。速卖通与菜鸟跨境物流的协同效应增强 Aliexpress 的竞争力, 5 天和 10 天配送完成率均同比翻倍。2) 人工智能技术提升了效率和用户体验。目前已有 1.7 万家中小企业订阅了阿里巴巴的人工智能商业助手, 同时人工智能优化产品的搜索量增长 37%。3) 关键市场的持续增长。Trendyol 持续录得双位数订单增长, 进一步拓展在海湾地区的跨境业务。Trendyol 已成为海湾地区下载量最多的电商 App 之一。Lazada 每单亏损同比显著收窄, 源于变现率提升及优化运营。

其他业务: 菜鸟收入 245.57 亿元, $yoy+30\%$, 高于彭博一致预期 13.2%, 经调整 EBITDA 亏损 13.42 亿元。主要是由于支持 Aliexpress 的跨境物流履约服务收入增加。基于更好地实现业务的战略协同, 包括菜鸟与 Aliexpress 的协同, 加强其综合端到端跨境物流能力, 3 月菜鸟撤回其在香港联交所的首次公开发行。公司表示, 本季度菜鸟将优先产品 (如 5 日至 10 日达) 覆盖范围新增四个国家, 累计覆盖 14 个国家。

投资建议: 考虑到国内电商行业竞争或加剧, 以及公司持续投入以推进国际电商业务。我们下调阿里巴巴 FY 2025-2027 年收入为 10196/11100/12123 亿元 (FY25-26 前值 10258/11271 亿元), $yoy+8\%/+9\%/+9\%$; FY 2025-2027 年归属股东净利润 (Non-GAAP) 为 1558/1604/1638 亿元 (FY25-26 前值 1683/1795 亿元), $yoy-2\%/+3\%/+2\%$, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行、疫情反复, 消费疲软; 政策监管风险; 电商行业竞争加剧; 新业务发展不及预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com