

研究所:
 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 证券分析师: 张娟娟 S0350523110004
 zhangjj02@ghzq.com.cn
 证券分析师: 罗婉琦 S0350524050002
 luowq@ghzq.com.cn

以投入换增长初见成效，静待基本面转好

——阿里巴巴-SW (9988.HK) FY2025Q1 财报前瞻

最近一年走势



相对恒生指数表现		2024/07/12		
表现	1M	3M	12M	
阿里巴巴-SW	5.7%	11.8%	-9.6%	
恒生指数	2.0%	9.4%	-3.0%	

市场数据		2024/07/12
当前价格(港元)		78.40
52周价格区间(港元)		64.60-100.00
总市值(百万港元)		1,516,686.06
流通市值(百万港元)		1,516,686.06
总股本(万股)		1,934,548.54
流通股本(万股)		1,934,548.54
日均成交额(百万港元)		2,893.91
近一月换手(%)		0.20

相关报告

《阿里巴巴-SW (9988.HK) FY2024Q4 财报点评: 投入见效重回增长轨道, 香港双重主要上市在即 (买入)*互联网电商*陈梦竹, 张娟娟》——2024-05-16

《阿里巴巴-SW (9988.HK) FY2024Q4 财报前瞻: 改革初见成效, 投入期利润承压 (买入)*互联网电商*陈梦竹, 张娟娟》——2024-04-17

《阿里巴巴-SW (9988.HK) FY2024Q3 财报点评:

核心观点:

- 主要财务指标前瞻:** 我们预计阿里巴巴 FY2025Q1 (对应自然年 2024Q2) 实现总营收 2,494 亿元 (YoY+7%, QoQ+12%), 经调整 EBITA 同比下降 11% 至 405 亿元, 经调整 EBITA margin 为 16%; 其中淘天集团预计营收 1,200 亿元 (YoY+4%, QoQ+29%), 淘天集团经调整 EBITA margin 为 41%; 阿里国际数字商业集团预计营收 296 亿元 (YoY+34%, QoQ+8%), 阿里国际数字商业集团经调整 EBITA margin 为 -13%; 云智能集团预计营收 262 亿元 (YoY+4%, QoQ+2%), 云智能集团经调整 EBITA margin 为 2%。
- 淘天集团: 用户体验提升与低价战略初显成效, 淘天集团 GMV 增速逐步修复。** 我们预计 FY2025Q1 淘天集团营收同比增长 4% 至 1200 亿元, 其中 FY2025Q1 中国零售商业营收同比增长 3% 至 1135 亿元, 主要由于 1) 线上消费表现良好, 平台低价战略持续推进, 我们预计 FY2025Q1 淘天 GMV 同比增长 9%, 与实物商品网上零售额增速差距进一步缩小; 2) 考虑到淘宝 GMV 占比提升拖累整体变现率, 且全站推广告工具仍在逐步渗透, 我们预计 FY2025Q1 客户管理收入 (含佣金) 同比增长 4% 至 828 亿元。同时, 平台继续加大对价格力、消费者体验及 AI 应用的投入, 我们预计 FY2025Q1 淘天集团经调整 EBITA 为 486 亿元, 经调整 EBITA margin 为 41%。
- 阿里国际数字商业集团:** 国际商业各平台业务保持强劲增长。我们预计阿里国际数字商业集团 FY2025Q1 整体营收同比增长 34% 至 296 亿元, 其中 1) 国际零售商业实现营收 242 亿元 (YoY+41%), 主要由 AIDC 各零售平台强健增长所推动, 其中, 速卖通受益于 AE Choice 业务强劲增长, 截至 2024 年 4 月, Choice 订单量占速卖通总订单的比例达到 70%, 订单量保持高速增长; 2) 国际批发商业实现营收 55 亿元 (YoY+10%), 持续平稳。整体来看, 公司加大对跨境业务的投入, 或将推动国际商业板块亏损幅度扩大, 我们预计 FY2025Q1 阿里国际数字商业集团经调整 EBITA 为 -38 亿元, 经调整 EBITA margin 为 -13%。
- 云智能集团:** 收入短期承压, 战略聚焦公有云与盈利能力提升。我们预计 FY2025Q1 云智能集团营收同比增长 4% 至 262 亿元, 主要

坚定投入电商和云业务，扩大回购提升股东回报
(买入)*互联网电商*陈梦竹，张娟娟——
2024-02-10

《阿里巴巴-SW(9988.HK)FY2024Q3财报前瞻：
淘天集团增速仍承压，国际商业延续高增长(买入)
*互联网电商*陈梦竹，张娟娟》——2024-01-17

《阿里巴巴-SW(9988.HK)FY2024Q2财报点评：
核心电商短期承压，战略调整追求可持续增长(买
入)*互联网电商*陈梦竹》——2023-11-19

由于云产品降价及AI产品创收仍需一定时间体现。公司战略聚焦公有云，同时通过减少低利润率项目持续提升收入质量，在一定程度上抵消公有云产品降价的影响，我们预计FY2025Q1云智能集团经调整EBITA为5亿元，经调整EBITA margin为2%。

- **公司扩大股份回购计划，持续加强股东回报：**2021年以来，阿里巴巴持续加强回购力度，2024财年累计回购金额125亿美元，2024Q2回购金额达58亿美元。截至2024年6月30日，股份回购计划仍余261亿美元回购额度，有效期至2027年3月。公司持续加强股东回报，有望进一步推动情绪面转好。
- **盈利预测和投资评级：**考虑到公司收入增速逐步修复，但仍处于核心业务投入期，我们调整了盈利预测，我们预计公司FY2025-2027财年营收分别为10,184/11,312/12,563亿元，归母净利分别为870/1,064/1,210亿元，Non-GAAP归母净利润分别为1,667/1,968/2,208亿元，对应摊薄EPS为4.4/5.3/6.1元，对应P/E为16.7x/13.7x/12.0x，对应Non-GAAP P/E为9.1x/7.7x/6.9x；根据SOTP估值法，我们给予2025财年阿里巴巴合计目标市值21,271亿元，对应目标价110元人民币/118港元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期；互联网行业的政策监管和估值调整风险；市场竞争加剧，行业增长不及预期；业务过度多元化，组织协同不足；业绩前瞻预测仅供参考。

预测指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	941168	1018411	1131199	1256349
增长率(%)	8	8	11	11
归母净利润(百万元)	79741	87017	106434	121033
增长率(%)	10	9	22	14
摊薄每股收益(元)	3.99	4.36	5.33	6.06
ROE(%)	8	7	8	8
P/E	18.27	16.74	13.69	12.04
P/B	1.41	1.20	1.03	0.89
P/S	1.50	1.39	1.25	1.12
EV/EBITDA	8.73	8.75	7.69	6.92

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

文中财报口径均为人民币，汇率参考2024年7月12日实时汇率1港元=0.93元人民币

附表：阿里巴巴-SW 盈利预测表（股价单位港元，其余人民币，汇率参考 2024 年 7 月 12 日实时汇率 1 港元=0.93 元人民币）

证券代码:	09988		股价:	78.405	投资评级:	买入	日期:	2024/07/12	
财务指标	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	每股指标与估值	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
盈利能力					每股指标				
ROE	8%	7%	8%	8%	EPS	3.99	4.36	5.33	6.06
毛利率	38%	37%	38%	38%	BVPS	57.51	67.34	78.44	90.89
期间费率	17%	19%	19%	19%	估值				
销售净利率	8%	8%	8%	9%	P/E	18.27	16.74	13.69	12.04
成长能力					P/B	1.41	1.20	1.03	0.89
收入增长率	8%	8%	11%	11%	P/S	1.50	1.39	1.25	1.12
利润增长率	9%	10%	22%	14%					
营运能力					利润表 (百万元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总资产周转率	0.53	0.51	0.50	0.48	营业收入	941168	1018411	1131199	1256349
应收账款周转率	9.58	8.49	8.49	8.49	营业成本	-586323	-636693	-704948	-782932
存货周转率	36.97	28.08	28.08	28.08	营业税金及附加	-	-	-	-
偿债能力					销售费用	-115141	-149566	-165005	-183265
资产负债率	37%	34%	33%	33%	管理费用	-41985	-43229	-46917	-52095
流动比	1.79	1.85	2.01	2.15	财务费用	-17911	-19298	-18099	-20102
速动比	0.94	0.94	0.94	0.95	研发费用	-52256	-56607	-62888	-69834
资产负债表 (百万元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	营业利润	113350	122143	140155	155685
现金及现金等价物	286424	383834	502184	636168	营业外净收支	-11754	-11198	-8748	-9705
应收款项	98194	119977	133265	148008	利润总额	101596	110945	131407	145980
存货净额	25460	36272	40289	44747	所得税费用	-22529	-22189	-26281	-29196
其他流动资产	19882	15276	16968	18845	净利润	71332	78572	96076	109246
流动资产合计	752864	809962	975505	1161856	少数股东损益	-8677	-8730	-10675	-12138
固定资产	185161	203682	226240	251270	归属于母公司净利润	79741	87017	106434	121033
在建工程	-	-	-	-	现金流量表 (百万元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
无形资产及其他	286629	397180	441168	489976	经营活动现金流	182593	227196	261161	292595
长期股权投资	203131	264787	294112	326651	净利润	80009	78572	96076	109246
资产总计	1764829	1981135	2276385	2606657	少数股东权益	115327	130270	151750	175833
短期借款	29001	10184	11312	12563	折旧摊销	44504	54311	60326	67000
应付款项	9068	20368	22624	25127	公允价值变动	-	-	-	-
预收帐款	-	-	-	-	营运资金变动	-13749	16295	18099	20102
其他流动负债	383438	407364	452480	502540	投资活动现金流	-21824	-129787	-142811	-158611
流动负债合计	421507	437917	486416	540230	资本支出	-32929	-50921	-56560	-62817
长期借款及应付债券	141775	138679	159347	182466	长期投资	75971	-30552	-56560	-62817
其他长期负债	88948	101841	113120	125635	其他	-65239	-48314	-29691	-32976
长期负债合计	230723	240521	272467	308101	筹资活动现金流	-108244	-	-	-
负债合计	652230	678437	758883	848331	债务融资	2465	-	-	-
股本	-	-	-	-	权益融资	-87902	-	-	-
股东权益	1112599	1302697	1517502	1758326	其它	-4861	-	-	-
负债和股东权益总计	1764829	1981135	2276385	2606657	现金净增加额	56914	97410	118350	133984

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外互联网分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外互联网分析师，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

卢瑞琪，现任国海证券海外研究团队研究助理，复旦大学硕士，主要覆盖科技互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，张娟娟，罗婉琦，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。