

| | | | |
|-----|----------|-----------|--------|
| 互联网 | 收盘价 | 目标价 | 潜在涨幅 |
| | 美元 79.54 | 美元 111.00 | +39.6% |

2024年8月16日

阿里巴巴 (BABA US)

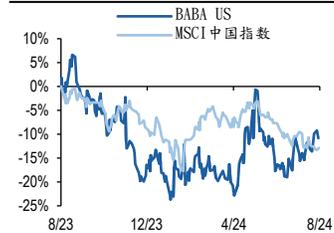
电商商业化优先级提高，重点关注下季度 GMV 增长确定性

- 2025 财年 1 季度 (6 月季度) 业绩：**总收入 2,432 亿元人民币 (下同)，同比增 4%，低于我们/彭博预期 3%，其中，淘天-1%/国际+32%/云+6%/本地生活+12%/菜鸟+16%/大文娱+4%。调整后每股盈利 16.44 元，同比降 5%，符合我们预期，高于彭博市场预期 8%。调整后 EBITA 同比降 1%，主要由于淘天继续投入商品竞争力和用户体验及海外积极布局。
- 业绩要点：**1) 淘天 GMV 同比高个位数增长，CMR 增 1%，增速差主要由于商业化率较低的新业务模式 GMV 占比增加导致变现率下降，88VIP 达到 4200 万；业务收缩影响下，直营收入降 9%。2) 国际商业收入受速卖通 Choice 及重点市场增长带动同比增 32%，亏损扩大因加大速卖通和 Trendyol 跨境业务拓展投入，Choice UE 环比显著改善。3) 云收入同比增 6%，由公共云/AI 相关产品带动，分别取得双位数/三位数增长，阿里云 AI 平台付费用户数环比增 200%+。4) 菜鸟跨境物流履约服务投入增加带动收入增 16%。5) 本地生活亏损同比大幅收窄，饿了么和高德订单增长拉动收入增 12%。淘天投入短期仍影响 EBITA (同比降 1%)，但其他业务 EBITA 表现均好于我们预期，未来运营效率优化将持续。
- 2025 财年 2 季度展望：**预计收入同比增 6%至 2,381 亿元，较此前下调约 1.8%，主要调整淘天直营收入增长及相关菜鸟物流服务收入。预计 GMV 增 8%/CMR 增 3%，考虑全站推效果逐渐体现及 9 月起针对淘宝/闲鱼商家 0.6%的技术服务收入影响。阿里云外部收入受公有云业务需求及 AI 相关产品拉动，预计增速继续恢复。预计调整后 EBITA 约 412 亿元，同比降 4%，受去年同期 AIDC 基数影响，但 AE Choice 环比已经看到改善趋势。
- 估值：**我们认为淘天市占率稳定性确定是平台变现率提升先行指标，全站推及技术服务费等相关手段的引入将逐渐带来收入恢复增长的信心，各项业务利润表现将在未来 1-2 年内持续优化。现价对应 2024/25 年 9/7.7 倍市盈率，关注 9 月港股通入通进度，维持目标价 111 美元/107 港元 (BABA US/9988 HK)，维持**买入**。

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) | 95.01 |
| 52周低位 (美元) | 68.05 |
| 市值 (百万美元) | 170,474.11 |
| 日均成交量 (百万) | 31.53 |
| 年初至今变化 (%) | 2.62 |
| 200天平均价 (美元) | 75.93 |

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 | 1,013,101 | 1,111,892 | 1,187,329 |
| 同比增长 (%) | 1.8 | 8.3 | 7.6 | 9.8 | 6.8 |
| 净利润 (百万人民币) | 141,379 | 157,479 | 164,684 | 182,899 | 201,422 |
| 每股盈利 (人民币) | 55.82 | 62.63 | 68.76 | 79.20 | 89.69 |
| 同比增长 (%) | 5.5 | 12.2 | 9.8 | 15.2 | 13.2 |
| 前EPS预测值 (人民币) | | | 68.44 | 76.47 | 86.74 |
| 调整幅度 (%) | | | 0.5 | 3.6 | 3.4 |
| 市盈率 (倍) | 10.2 | 9.1 | 8.3 | 7.2 | 6.4 |
| 每股账面净值 (人民币) | 375.48 | 387.66 | 452.28 | 514.07 | 602.84 |
| 市账率 (倍) | 1.52 | 1.47 | 1.26 | 1.11 | 0.94 |

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>

2025财年1季度业绩摘要

图表 1：2025财年1季度业绩摘要

| (百万人民币) 年结3月31日 | 1QFY24 | 4QFY24 | 1QFY25 | 环比 (%) | 同比 (%) | 交银国际 预测 | 差异 (%) | 点评 |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|-----------|-----------|----------------|-----------|-----------------------------------|
| 总收入 | 234,156 | 221,874 | 243,236 | 10 | 4 | 251,013 | -3 | |
| <i>彭博一致预期</i> | | | <u>249,848</u> | | | | | |
| 营业成本 | (142,347) | (148,098) | (146,106) | -1 | 3 | (158,937) | -8 | |
| 毛利 | 91,809 | 73,776 | 97,130 | 32 | 6 | 92,076 | 5 | |
| 营运开支 | | | | | | | | |
| 产品开发 | (10,465) | (14,085) | (13,373) | -5 | 28 | (13,679) | -2 | |
| 市场营销 | (27,047) | (28,826) | (32,696) | 13 | 21 | (30,783) | 6 | 不考虑股权激励费用影响，占收比增约2个百分点，因加大电商投入 |
| 行政费用 | (7,297) | (14,019) | (13,280) | -5 | 82 | (11,083) | 20 | |
| 其他营运开支 | (4,510) | (2,081) | (1,792) | -14 | -60 | (3,132) | -43 | |
| 运营利润 | 42,490 | 14,765 | 35,989 | 144 | -15 | 33,399 | 8 | |
| 未计税项和股权投资收入 | 36,172 | 9,849 | 32,580 | 231 | -10 | 36,693 | -11 | |
| 所得税费用 | (6,022) | (5,722) | (10,063) | 76 | 67 | (7,649) | 32 | |
| 净收入(亏损) | 34,332 | 3,270 | 24,269 | 642 | -29 | 31,146 | -22 | |
| Non-GAAP净利润(亏损) | 44,922 | 24,418 | 40,691 | 67 | -9 | 39,081 | 4 | |
| 毛利率(%) | 39 | 33 | 40 | | | 37 | | |
| 营业利润率(%) | 18 | 7 | 15 | | | 13 | | |
| 净利润率(%) | 15 | 1 | 10 | | | 12 | | |
| Non-GAAP毛利率(%) | 39 | 34 | 40 | | | 37 | | |
| Non-GAAP息税摊销前利润率(%) | 19 | 11 | 19 | | | 17 | | 同比持平，淘天继续投入商品竞争力和用户体验以及国际商业海外积极布局 |
| Non-GAAP净利润率(%) | 19 | 11 | 17 | | | 16 | | |
| Non-GAAP摊薄每股盈利(元) | 17.37 | 10.14 | 16.44 | 62 | -5 | 16.44 | 0 | |
| <i>彭博一致预期</i> | | | <u>15.24</u> | | | | | |

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：2025财年1季度分部业绩摘要

| (十亿人民币) 年结3月31日 | 1QFY24 | 4QFY24 | 1QFY25 | 环比 (%) | 同比 (%) | 交银国际 预测 | 差异 (%) | 点评 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|-----------|-----------|--------------|-----------|-------------------------------------|
| 淘天集团 | 115.0 | 93.2 | 113.4 | 22 | -1 | 116.3 | -3 | |
| 客户营销管理 | 79.7 | 63.6 | 80.1 | 26 | 1 | 81.9 | -2 | GMV/订单高个位数/双位数增长 |
| 直营 | 30.2 | 24.7 | 27.3 | 11 | -9 | 28.6 | -5 | 主动业务收缩 |
| 批发 | 5.1 | 5.0 | 6.0 | 20 | 16 | 5.9 | 2 | |
| 阿里国际数字商业集团 | 22.1 | 27.4 | 29.3 | 7 | 32 | 30.8 | -5 | |
| 零售 | 17.1 | 22.3 | 23.7 | 6 | 38 | 25.2 | -6 | |
| 批发 | 5.0 | 5.2 | 5.6 | 8 | 12 | 5.6 | 0 | |
| 本地生活集团 | 14.5 | 14.6 | 16.2 | 11 | 12 | 16.5 | -2 | |
| 菜鸟集团 | 23.2 | 24.6 | 26.8 | 9 | 16 | 28.3 | -5 | |
| 云智能集团 | 25.1 | 25.6 | 26.5 | 4 | 6 | 27.0 | -2 | 公共云/AI相关产品收入双位数/三位数增长 |
| 大文娱集团 | 5.4 | 4.9 | 5.6 | 13 | 4 | 5.6 | -1 | |
| 其他业务 | 45.5 | 51.5 | 47.0 | -9 | 3 | 45.4 | 3 | |
| 总收入 | 250.7 | 241.8 | 264.8 | 10 | 6 | 270.1 | -2 | |
| 未分配 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 6 | 68 | 0.4 | -5 | |
| 合并报表调整 | (16.8) | (20.4) | (22.0) | 8 | 31 | (19.5) | 13 | |
| 阿里巴巴收入 | 234.2 | 221.9 | 243.2 | 10 | 4 | 251.0 | -3 | |
| Non-GAAP EBITA | | | | | | | | |
| 淘天集团 | 49.3 | 38.5 | 48.8 | 27 | -1 | 53.8 | -9 | 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 | (0.4) | (4.1) | (3.7) | -9 | 782 | (4.6) | -19 | 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 | (2.0) | (3.2) | (0.4) | -88 | -81 | (1.7) | -78 | 亏损收窄得益于规模效应及运营效率提升 |
| 菜鸟集团 | 0.9 | (1.3) | 0.6 | -146 | -30 | 1.2 | -50 | |
| 云智能集团 | 0.4 | 1.4 | 2.3 | 63 | 504 | 1.5 | 57 | 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 | 0.1 | (0.9) | (0.1) | -88 | -263 | (0.0) | 2,479 | |
| 其他业务 | (1.2) | (2.8) | (1.3) | -55 | 5 | (2.9) | -57 | |
| 总 EBITA | 47.0 | 27.6 | 46.3 | 68 | -2 | 47.3 | -2 | |
| 未分配 | (1.5) | (2.9) | (0.9) | -70 | -40 | (3.0) | -71 | |
| 合并报表调整 | (0.2) | (0.7) | (0.4) | -46 | 95 | (0.4) | -10 | |
| Non-GAAP EBITA | 45.4 | 24.0 | 45.0 | 88 | -1 | 43.9 | 3 | |
| Non-GAAP EBITA 利润率(%) | | | | | | | | |
| 淘天集团 | 42.9 | 41.3 | 43.1 | | | 46.3 | | |
| 阿里国际数字商业集团 | -1.9 | -14.9 | -12.7 | | | -14.8 | | |
| 本地生活集团 | -13.7 | -21.9 | -2.4 | | | -10.4 | | |
| 菜鸟集团 | 3.8 | -5.5 | 2.3 | | | 4.4 | | |
| 云智能集团 | 1.5 | 5.6 | 8.8 | | | 5.5 | | |
| 大文娱集团 | 1.2 | -17.9 | -1.8 | | | -0.1 | | |
| 其他业务 | -2.6 | -5.5 | -2.7 | | | -6.4 | | |
| 总 EBITA | 18.8 | 11.4 | 17.5 | | | 17.5 | | |
| Non-GAAP EBITA 利润率(%) | 19.4 | 10.8 | 18.5 | | | 17.5 | | |

资料来源：公司资料，交银国际预测

2025财年1季度业绩要点

淘天提升用户购买频次和留存率，GMV 同比高个位数增长

- ⊕ 买家数和购买频次拉动 **GMV/订单** 同比高个位数/双位数增长，88VIP 会员数同比双位数增长至 4200 万+。
- ⊕ **CMR** 同比增 1%，主要由 GMV 增长拉动，但部分被变现率下降抵消，因商业化率较低的新业务模式 GMV 占比增加。
- ⊕ **直营** 同比降 9%，因业务主动缩减导致消费电子/电器品类 GMV 下降。
- ⊕ **调整后 EBITA** 488 亿元，同比微降 1%，利润率 43%，与去年同期基本持平，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 38%，主要受速卖通 Choice 订单增长及变现率提升带动。Lazada 提高变现率，亏损大幅收窄。
- ⊕ **调整后 EBITA** 亏损 37 亿元，对比去年同期 4.2 亿元亏损扩大，主要由于加大速卖通和 Trendyol 跨境业务拓展相关投入。

公共云和 AI 相关产品收入增长强劲

- ⊕ **收入** 同比增 6%，主要由公共云/AI 相关产品带动，分别取得同比双位数/三位数增长，并继续减少低毛利项目以提升收入质量。阿里云 AI 平台付费用户数环比增 200%+。
- ⊕ **调整后 EBITA** 23 亿元，同比增 155%，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。

饿了么和高德订单带动本地生活收入增长，亏损同比大幅收窄

- ⊕ **收入** 同比增 12%，得益于饿了么/高德订单和市场营销服务收入增长。
- ⊕ **调整后 EBITA** 亏损 3.9 亿元，亏损率 2.4%，较去年同期 14% 亏损率大幅收窄，得益于规模效应及运营效率提升。

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 16%，主要由跨境物流履约服务增长拉动，并持续推动与跨境电商业务的运营协同效应。
- ⊕ **调整后 EBITA** 6.2 亿元，同比下降 30%，主要因跨境物流履约服务投入增加。

大文娱收入受线上票务 GMV 和收入增长带动

- ⊕ **收入** 同比增 4%，主要由线上票务平台 GMV 和收入增长带动。**调整后 EBITA** 亏损 1 亿元，去年同期盈利 6300 万元。

图表 3：分部业绩预测

| (十亿人民币) 年结3月31日 | 2QFY24 | 1QFY25 | 2QFY25E 原预测 | 2QFY25E 新预测 | 变动 (%) | 环比 (%) | 同比 (%) | 3QFY25E | FY24 | FY25E | FY26E | FY27E |
|-------------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|-----------|-----------|-----------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 淘天集团 | 97.7 | 113.4 | 99.9 | 100.8 | 1 | -11 | 3 | 135.1 | 434.9 | 448.8 | 478.0 | 494.8 |
| 客户营销管理 | 68.7 | 80.1 | 69.4 | 70.5 | 2 | -12 | 3 | 96.8 | 304.0 | 316.0 | 338.6 | 351.1 |
| 直营 | 23.9 | 27.3 | 24.7 | 24.3 | -2 | -11 | 2 | 32.2 | 110.4 | 108.8 | 113.2 | 115.5 |
| 批发 | 5.1 | 6.0 | 5.8 | 6.1 | 4 | 2 | 19 | 6.2 | 20.5 | 24.1 | 26.2 | 28.2 |
| 阿里国际数字商业集团 | 24.5 | 29.3 | 34.1 | 31.4 | -8 | 7 | 28 | 34.6 | 102.6 | 129.2 | 153.4 | 175.5 |
| 零售 | 19.0 | 23.7 | 27.9 | 25.2 | -9 | 7 | 33 | 28.8 | 81.7 | 106.0 | 128.1 | 148.0 |
| 批发 | 5.5 | 5.6 | 6.2 | 6.2 | 0 | 11 | 12 | 5.8 | 20.9 | 23.2 | 25.3 | 27.5 |
| 本地生活集团 | 15.6 | 16.2 | 17.3 | 17.3 | 0 | 6 | 11 | 17.3 | 59.8 | 68.7 | 82.2 | 76.1 |
| 菜鸟集团 | 22.8 | 26.8 | 28.1 | 27.6 | -2 | 3 | 21 | 37.3 | 99.0 | 122.0 | 137.7 | 157.2 |
| 云智能集团 | 27.6 | 26.5 | 29.2 | 28.9 | -1 | 9 | 5 | 30.3 | 106.4 | 113.6 | 126.1 | 134.9 |
| 大文娱集团 | 5.8 | 5.6 | 5.6 | 5.6 | -1 | 0 | -4 | 5.4 | 21.1 | 21.8 | 21.7 | 22.6 |
| 其他业务 | 48.1 | 47.0 | 47.2 | 47.4 | 0 | 1 | -1 | 49.8 | 192.1 | 197.1 | 207.3 | 229.3 |
| 总收入 | 242.0 | 264.8 | 261.5 | 259.0 | -1 | -2 | 7 | 309.8 | 1,016.0 | 1,101.2 | 1,206.5 | 1,290.3 |
| 未分配 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | -5 | -2 | 48 | 0.5 | 1.3 | 1.7 | 1.9 | 2.0 |
| 合并报表调整 | -17.5 | -22.0 | -19.4 | -21.3 | 10 | -3 | 22 | (23.8) | (76.1) | (89.8) | (96.5) | (105.0) |
| 阿里巴巴收入 | 224.8 | 243.2 | 242.5 | 238.1 | -2 | -2 | 6 | 286.4 | 941.2 | 1,013.1 | 1,111.9 | 1,187.3 |
| Non-GAAP EBITA | | | | | | | | | | | | |
| 淘天集团 | 47.1 | 48.8 | 44.7 | 45.8 | 3 | -6 | -3 | 59.7 | 194.8 | 198.4 | 217.3 | 227.0 |
| 阿里国际数字商业集团 | -0.4 | -3.7 | -4.1 | -3.7 | -10 | 0 | 864 | (3.4) | (8.0) | (14.8) | (10.3) | (7.3) |
| 本地生活集团 | -2.6 | -0.4 | -1.3 | -0.8 | -37 | 107 | -69 | (0.5) | (9.8) | (1.5) | 3.1 | 3.9 |
| 菜鸟集团 | 0.9 | 0.6 | 1.1 | 0.4 | -63 | -32 | -54 | 1.3 | 1.4 | 3.4 | 5.8 | 6.5 |
| 云智能集团 | 1.4 | 2.3 | 1.6 | 2.7 | 67 | 15 | 90 | 2.6 | 5.6 | 10.0 | 11.6 | 14.0 |
| 大文娱集团 | -0.2 | -0.1 | -0.3 | -0.3 | -2 | 208 | 58 | 0.2 | (1.5) | (0.3) | 1.1 | 1.1 |
| 其他业务 | -1.4 | -1.3 | -1.6 | -1.3 | -18 | 4 | -8 | 0.3 | (8.6) | (2.7) | 2.7 | 8.3 |
| 总 EBITA | 44.8 | 46.3 | 40.1 | 42.8 | 7 | -8 | -4 | 60.3 | 174 | 192 | 231 | 253 |
| 未分配 | -1.0 | -0.9 | -3.0 | -1.2 | -61 | 33 | 14 | (0.8) | (6.2) | (4.1) | (3.7) | (3.6) |
| 合并报表调整 | -0.9 | -0.4 | -0.4 | -0.4 | -5 | 2 | -56 | (0.5) | (2.6) | (1.7) | (1.9) | (2.0) |
| Non-GAAP EBITA | 42.8 | 45.0 | 36.7 | 41.2 | 12 | -8 | -4 | 58.9 | 165 | 187 | 226 | 248 |
| Non-GAAP EBITA 利润率 (%) | | | | | | | | | | | | |
| 淘天集团 | 48.2 | 43.1 | 44.7 | 45.5 | | | | 44.2 | 44.8 | 44.2 | 45.5 | 45.9 |
| 阿里国际数字商业集团 | -1.6 | -12.7 | -12.0 | -11.8 | | | | -9.9 | -7.8 | -11.5 | -6.7 | -4.2 |
| 本地生活集团 | -16.5 | -2.4 | -7.3 | -4.6 | | | | -2.9 | -16.4 | -2.2 | 3.8 | 5.1 |
| 菜鸟集团 | 4.0 | 2.3 | 4.0 | 1.5 | | | | 3.5 | 1.4 | 2.8 | 4.2 | 4.1 |
| 云智能集团 | 5.1 | 8.8 | 5.5 | 9.3 | | | | 8.6 | 5.3 | 8.8 | 9.2 | 10.4 |
| 大文娱集团 | -3.5 | -1.8 | -5.8 | -5.7 | | | | 3.5 | -7.3 | -1.5 | 5.0 | 4.7 |
| 其他业务 | -3.0 | -2.7 | -3.4 | -2.8 | | | | 0.7 | -4.5 | -1.4 | 1.3 | 3.6 |
| 总 EBITA | 18.5 | 17.5 | 15.3 | 16.5 | | | | 19.5 | 17.1 | 17.5 | 19.2 | 19.6 |
| Non-GAAP EBITA 利润率 (%) | 19.1 | 18.5 | 15.1 | 17.3 | | | | 20.6 | 17.5 | 18.4 | 20.3 | 20.9 |

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) | 2QFY24 | 1QFY25 | 2QFY25E | 2QFY25E | 变化 | 环比 | 同比 | 3QFY25E | FY24 | FY25E | FY26E | FY27E |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|----------------|-----|------|------|----------------|-----------|------------------|------------------|------------------|
| 年结3月31日 | | | 原预测 | 新预测 | (%) | (%) | (%) | | | | | |
| 总收入 | 224,790 | 243,236 | 242,500 | 238,091 | -2 | -2 | 6 | 286,446 | 941,168 | 1,013,101 | 1,111,892 | 1,187,329 |
| <i>彭博一致预期</i> | | | | <u>243,186</u> | | | | <u>284,440</u> | | <u>1,021,747</u> | <u>1,108,017</u> | <u>1,193,714</u> |
| 营业成本 | (139,664) | (146,106) | (158,118) | (150,856) | -5 | 3 | 8 | (172,390) | (586,323) | (625,869) | (679,363) | (721,167) |
| 毛利 | 85,126 | 97,130 | 84,382 | 87,235 | 3 | -10 | 2 | 114,057 | 354,845 | 387,232 | 432,529 | 466,163 |
| 产品开发 | (14,218) | (13,373) | (14,028) | (13,616) | -3 | 2 | -4 | (14,813) | (52,256) | (55,910) | (58,560) | (62,022) |
| 市场营销 | (25,485) | (32,696) | (30,300) | (27,968) | -8 | -14 | 10 | (35,755) | (115,141) | (125,256) | (129,674) | (135,490) |
| 行政费用 | (9,408) | (13,280) | (10,819) | (11,218) | 4 | -16 | 19 | (12,083) | (41,985) | (47,700) | (47,337) | (51,291) |
| 其他营运开支 | (2,431) | (1,792) | (3,133) | (1,283) | -59 | -28 | -47 | (1,282) | (32,113) | (5,634) | (5,121) | (5,121) |
| 运营利润 | 33,584 | 35,989 | 26,102 | 33,150 | 27 | -8 | -1 | 50,124 | 113,350 | 152,731 | 191,837 | 212,240 |
| 所得税费用 | (5,797) | (10,063) | (6,197) | (8,018) | 29 | -20 | 38 | (11,688) | (22,529) | (37,944) | (46,412) | (51,367) |
| 其他收入/费用 | (1,091) | (1,904) | 4,435 | 2,963 | -33 | -256 | -372 | 2,649 | (11,080) | 10,111 | 9,778 | 11,569 |
| 净收入(亏损) | 26,696 | 24,022 | 24,340 | 28,095 | 15 | 17 | 5 | 41,084 | 79,741 | 124,898 | 155,203 | 172,442 |
| Non-GAAP 息税摊销前利润 | 42,845 | 45,035 | 36,706 | 41,233 | 12 | -8 | -4 | 58,930 | 164,009 | 186,661 | 225,696 | 247,705 |
| Non-GAAP 净利润 | 40,188 | 40,691 | 35,450 | 36,818 | 4 | -10 | -8 | 50,386 | 157,479 | 164,684 | 182,899 | 201,422 |
| Non-GAAP 毛利率 (%) | 38 | 40 | 35 | 37 | | | | 40 | 38 | 38 | 39 | 39 |
| Non-GAAP 息税摊销前利润率 (%) | 19 | 19 | 15 | 17 | | | | 21 | 17 | 18 | 20 | 21 |
| Non-GAAP 净利润率 (%) | 18 | 17 | 15 | 15 | | | | 18 | 17 | 16 | 16 | 17 |
| Non-GAAP 摊薄每股盈利 (元) | 15.66 | 16.44 | 15.00 | 15.49 | 3 | -6 | -1 | 21.24 | 62.63 | 68.76 | 79.20 | 89.69 |
| <i>彭博一致预期</i> | | | | <u>14.12</u> | | | | <u>19.12</u> | | <u>61.86</u> | <u>68.64</u> | <u>76.47</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 | 86.18 | 129.00 | 49.7% | 2024年07月17日 | 广告 |
| TME US | 腾讯音乐 | 买入 | 10.97 | 14.00 | 27.6% | 2024年08月14日 | 文娱内容 |
| IQ US | 爱奇艺 | 买入 | 3.06 | 4.20 | 37.3% | 2024年07月22日 | 文娱内容 |
| 1024 HK | 快手 | 买入 | 44.00 | 55.00 | 25.0% | 2024年07月17日 | 文娱内容 |
| BILI US | 哔哩哔哩 | 买入 | 13.39 | 20.00 | 49.4% | 2024年07月15日 | 文娱内容 |
| 9899 HK | 云音乐 | 买入 | 90.80 | 120.00 | 32.2% | 2024年06月04日 | 文娱内容 |
| MOMO US | 挚文集团 | 中性 | 6.78 | 5.90 | -13.0% | 2024年05月29日 | 文娱内容 |
| YY US | 欢聚集团 | 中性 | 34.71 | 33.00 | -4.9% | 2024年05月29日 | 文娱内容 |
| 772 HK | 阅文集团 | 中性 | 24.55 | 29.00 | 18.1% | 2024年02月21日 | 文娱内容 |
| JD US | 京东 | 买入 | 27.00 | 41.00 | 51.9% | 2024年08月16日 | 电商 |
| PDD US | 拼多多 | 买入 | 145.08 | 213.00 | 46.8% | 2024年05月23日 | 电商 |
| BABA US | 阿里巴巴 | 买入 | 79.54 | 111.00 | 39.6% | 2024年04月11日 | 电商 |
| 1797 HK | 东方甄选 | 中性 | 10.60 | 13.40 | 26.4% | 2024年06月26日 | 电商 |
| GOTU US | 高途 | 买入 | 4.31 | 7.50 | 74.0% | 2024年08月08日 | 教育 |
| TAL US | 好未来教育 | 买入 | 8.99 | 13.80 | 53.5% | 2024年08月02日 | 教育 |
| 9901 HK | 新东方教育科技 | 买入 | 53.65 | 80.00 | 49.1% | 2024年08月01日 | 教育 |
| DAO US | 有道 | 买入 | 3.41 | 5.00 | 46.6% | 2024年05月24日 | 教育 |
| 700 HK | 腾讯控股 | 买入 | 368.40 | 486.00 | 31.9% | 2024年08月15日 | 游戏 |
| NTES US | 网易 | 买入 | 90.07 | 117.00 | 29.9% | 2024年05月24日 | 游戏 |
| 3888 HK | 金山软件 | 买入 | 20.50 | 30.00 | 46.3% | 2024年05月22日 | 游戏 |
| 777 HK | 网龙网络 | 买入 | 10.90 | 15.00 | 37.6% | 2024年03月28日 | 游戏 |
| 9690 HK | 途虎 | 买入 | 16.00 | 24.00 | 50.0% | 2024年08月12日 | 本地生活 |
| 3690 HK | 美团 | 买入 | 102.40 | 129.00 | 26.0% | 2024年06月07日 | 本地生活 |
| 2618 HK | 京东物流 | 买入 | 7.78 | 11.30 | 45.2% | 2024年08月16日 | 物流 |
| 9699 HK | 顺丰同城 | 买入 | 10.18 | 13.50 | 32.6% | 2024年07月12日 | 物流 |
| DADA US | 达达集团 | 中性 | 1.31 | 1.70 | 29.8% | 2024年07月19日 | 物流 |
| 9878 HK | 汇通达网络 | 中性 | 21.10 | 30.00 | 42.2% | 2024年03月28日 | 商户服务 |
| 9923 HK | 移卡 | 中性 | 10.76 | 14.00 | 30.1% | 2024年03月27日 | 商户服务 |
| 780 HK | 同程旅行 | 买入 | 12.70 | 25.00 | 96.9% | 2024年05月22日 | 在线旅行社 |
| 9961 HK | 携程集团 | 买入 | 322.60 | 509.00 | 57.8% | 2024年05月21日 | 在线旅行社 |

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 8 月 15 日

财务数据

| 年结3月31日 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 收入 | 868,687 | 941,168 | 1,013,101 | 1,111,892 | 1,187,329 |
| 主营业务成本 | (549,695) | (586,323) | (625,869) | (679,363) | (721,167) |
| 毛利 | 318,992 | 354,845 | 387,232 | 432,529 | 466,163 |
| 销售及管理费用 | (145,679) | (157,126) | (172,957) | (177,011) | (186,781) |
| 研发费用 | (56,744) | (52,256) | (55,910) | (58,560) | (62,022) |
| 其他经营净收入/费用 | (16,218) | (32,113) | (5,634) | (5,121) | (5,121) |
| 经营利润 | 100,351 | 113,350 | 152,731 | 191,837 | 212,240 |
| 财务成本净额 | (5,918) | (7,947) | (8,884) | (9,245) | (9,620) |
| 应占联营公司利润及亏损 | (8,063) | (7,735) | 9,371 | 13,721 | 18,144 |
| 其他非经营净收入/费用 | (5,248) | (3,807) | 6,066 | 886 | (1,370) |
| 税前利润 | 81,122 | 93,861 | 159,283 | 197,199 | 219,393 |
| 税费 | (15,549) | (22,529) | (37,944) | (46,412) | (51,367) |
| 非控股权益 | 7,210 | 8,677 | 4,268 | 5,200 | 5,200 |
| 净利润 | 72,783 | 80,009 | 125,607 | 155,987 | 173,226 |
| 作每股收益计算的净利润 | 72,509 | 79,741 | 124,898 | 155,203 | 172,442 |
| Non-GAAP标准的净利润 | 141,379 | 157,479 | 164,684 | 182,899 | 201,422 |

| 截至3月31日 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 现金及现金等价物 | 229,510 | 286,424 | 269,080 | 320,698 | 370,934 |
| 有价证券 | 367,808 | 361,203 | 393,493 | 429,013 | 468,084 |
| 其他流动资产 | 100,648 | 105,237 | 117,932 | 125,329 | 129,874 |
| 总流动资产 | 697,966 | 752,864 | 780,506 | 875,040 | 968,892 |
| 投资物业 | 245,737 | 220,942 | 243,036 | 267,340 | 294,074 |
| 物业、厂房及设备 | 176,031 | 185,161 | 229,508 | 282,682 | 346,310 |
| 无形资产 | 315,004 | 286,629 | 308,732 | 292,623 | 293,696 |
| 合资企业/联营公司投资 | 207,380 | 203,131 | 227,380 | 237,380 | 247,380 |
| 其他长期资产 | 110,926 | 116,102 | 128,153 | 139,920 | 146,340 |
| 总长期资产 | 1,055,078 | 1,011,965 | 1,136,809 | 1,219,945 | 1,327,801 |
| 总资产 | 1,753,044 | 1,764,829 | 1,917,314 | 2,094,985 | 2,296,693 |
| 短期贷款 | 24,809 | 38,069 | 20,174 | 19,132 | 18,597 |
| 应付账款 | 288,493 | 306,951 | 310,837 | 341,920 | 346,327 |
| 其他短期负债 | 72,049 | 76,487 | 90,293 | 99,321 | 109,251 |
| 总流动负债 | 385,351 | 421,507 | 421,304 | 460,373 | 474,175 |
| 长期贷款 | 149,088 | 141,775 | 166,029 | 176,605 | 187,181 |
| 长期应付账款 | 61,745 | 53,012 | 53,012 | 53,012 | 53,012 |
| 其他长期负债 | 33,939 | 35,936 | 39,594 | 43,553 | 47,908 |
| 总长期负债 | 244,772 | 230,723 | 258,635 | 273,170 | 288,101 |
| 总负债 | 630,123 | 652,230 | 679,939 | 733,543 | 762,276 |
| 股本 | 416,881 | 398,000 | 401,899 | 418,656 | 434,481 |
| 储备及其他资本项目 | 572,776 | 588,544 | 700,697 | 797,508 | 949,493 |
| 股东权益 | 989,657 | 986,544 | 1,102,597 | 1,216,164 | 1,383,974 |
| 记作权益的金融工具 | 9,858 | 10,728 | 10,728 | 10,728 | 10,728 |
| 非控股权益 | 123,406 | 115,327 | 124,051 | 134,550 | 139,715 |
| 总权益 | 1,122,921 | 1,112,599 | 1,237,376 | 1,361,442 | 1,534,417 |

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 | 159,283 | 197,199 | 219,393 |
| 合资企业/联营公司收入调整 | 8,063 | 7,735 | (9,371) | (13,721) | (18,144) |
| 折旧及摊销 | 46,938 | 44,504 | 41,121 | 45,122 | 53,675 |
| 营运资本变动 | 13,482 | (13,749) | (5,676) | 22,397 | 4,969 |
| 税费 | (15,549) | (22,529) | (37,944) | (46,412) | (51,367) |
| 其他经营活动现金流 | 65,696 | 72,771 | (12,359) | (3,566) | (4,388) |
| 经营活动现金流 | 199,752 | 182,593 | 135,055 | 201,020 | 204,137 |
| 资本开支 | (33,708) | (32,556) | (11,000) | (12,100) | (13,310) |
| 投资活动 | (99,169) | 12,255 | (97,232) | (100,461) | (104,013) |
| 其他投资活动现金流 | (2,629) | (1,523) | (24,249) | (10,000) | (10,000) |
| 投资活动现金流 | (135,506) | (21,824) | (132,481) | (122,561) | (127,323) |
| 负债净变动 | 11,342 | 7,478 | 10,249 | 3,076 | 3,076 |
| 权益净变动 | (74,735) | (87,902) | (30,000) | (30,000) | (30,000) |
| 股息 | (489) | (546) | (551) | (557) | (563) |
| 其他融资活动现金流 | (1,737) | (27,274) | (4,223) | (4,199) | (4,172) |
| 融资活动现金流 | (65,619) | (108,244) | (24,526) | (31,680) | (31,658) |
| 汇率收益/损失 | 3,530 | 4,389 | 4,608 | 4,839 | 5,081 |
| 年初现金 | 227,353 | 229,510 | 286,424 | 269,080 | 320,698 |
| 年末现金 | 229,510 | 286,424 | 269,080 | 320,698 | 370,934 |

| 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 | 51.941 | 66.539 | 76.216 |
| 全面摊薄每股收益 | 27.510 | 31.334 | 51.232 | 65.604 | 75.113 |
| Non-GAAP标准下的每股收益 | 55.815 | 62.625 | 68.763 | 79.200 | 89.691 |
| 每股账面值 | 375.483 | 387.664 | 452.275 | 514.071 | 602.835 |
| 利润率分析(%) | | | | | |
| 毛利率 | 36.7 | 37.7 | 38.2 | 38.9 | 39.3 |
| EBIT利润率 | 13.4 | 15.5 | 15.6 | 17.7 | 18.3 |
| 净利率 | 8.4 | 8.5 | 12.4 | 14.0 | 14.6 |
| 利润率分析(%) - Non-GAAP标准 | | | | | |
| 毛利率 | 37.4 | 38.0 | 38.6 | 39.3 | 39.6 |
| EBITDA利润率 | 20.2 | 20.4 | 20.6 | 22.6 | 23.1 |
| 净利率 | 16.3 | 16.7 | 16.3 | 16.4 | 17.0 |
| 盈利能力(%) | | | | | |
| ROA | 4.2 | 4.5 | 6.8 | 7.8 | 7.9 |
| ROE | 6.7 | 7.2 | 10.8 | 12.1 | 12.1 |
| ROIC | 8.4 | 9.9 | 9.2 | 10.5 | 10.3 |
| 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 | 2.0 |
| 应付账款周转天数 | 181.7 | 178.6 | 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**

2024年8月16日
阿里巴巴 (BABA US)

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、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、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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，并可能受递送延误、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。