

阿里巴巴-SW(09988.HK)国内电商份额趋稳，待货币化率提升驱动盈利拐点

2024年08月17日

——港股公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
吴柳燕（分析师）
荀月（联系人）

wuliuyan@kysec.cn

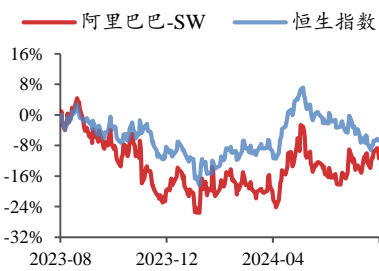
xunyue@kysec.cn

证书编号：S0790521110001

证书编号：S0790122100036

| | |
|------------|---------------|
| 日期 | 2024/8/16 |
| 当前股价(港元) | 80.100 |
| 一年最高最低(港元) | 94.000/64.600 |
| 总市值(亿港元) | 15,225.45 |
| 流通市值(亿港元) | 15,225.45 |
| 总股本(亿股) | 190.08 |
| 流通港股(亿股) | 190.08 |
| 近3个月换手率(%) | 16.07 |

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《电商战略成效初现，双重上市有望驱动流动性改善——港股公司信息更新报告》-2024.5.16

《FY2024Q3业绩符合预期，加大电商投入及回购——港股公司信息更新报告》-2024.2.9

《FY2024Q2业绩符合预期，战略及架构调整持续进行——港股公司信息更新报告》-2023.11.20

● 淘天份额趋稳，非电商业务持续改善，重视股东回报，维持“买入”评级

考虑到核心电商加大用户体验投入以稳定份额为优先目标，我们下调FY2025调整后净利润预测至1515亿元(前值1548亿)，维持FY2026-2027年预测1707/1891亿元，对应同比增速-3.8%/12.7%/10.8%，对应摊薄后EPS为8.1/9.3/10.6元，当前股价对应9.2/7.9/7.0倍PE。未来国内电商份额有望企稳，货币化率有望回升、国际电商保持高速增长、阿里云2024H2有望重回双位数同比增长，后续双重上市后有望纳入港股通驱动流动性环境改善，维持“买入”评级。

● FY2025Q1收入低于预期、利润超预期，电商持续投入、其他业务改善

FY2025Q1收入同比增长4%，低于彭博一致预期(YOY+7%)，淘天客户管理收入及菜鸟收入增速不及预期；non-GAAP净利润同比下滑10%，好于彭博一致预期(YOY-16%)。(1)淘天集团：收入同比下滑1%，GMV同比高个位数增长及订单量同比双位数增长，客户管理收入同比增长1%，直营收入同比下滑9%，主动收缩部分业务。经调整EBITA率基本稳定，用户体验及基础设施持续投入，但直营亏损业务调整。(2)国际商业集团：收入同比增长32%，Choice全托管模式下订单持续高速增长，变现率提升，LAZADA于2024年7月EBITA转正，经调整EBITA率-12.7%，同比下降10.6pct源于速卖通及Trendyol投入。(3)云智能集团：收入同比增长6%，核心公有云产品收入双位数同比增长，经调整EBITA率8.8%，同比提升7.3pct，源于产品结构及运营效率改善。

● 国内电商份额趋稳、有待货币化率提升盈利，双重上市有望改善流动性

短期国内电商仍以稳定份额优先，持续投入用户体验，我们预计2024Q3电商业务盈利仍将承压，伴随GMV份额趋稳、技术服务费于9月1日全站征收、全站推在4月发布后6-12月内渗透率明显提升有望带动货币化率回升、盈利能力改善。FY2025Q1回购价值58亿美元股份，普通股净减少比例2.3%。

● 风险提示：行业竞争加剧、宏观经济不及预期、组织调整不及预期、监管变动。

财务摘要和估值指标

| 指标 | FY2023A | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|-------------------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 941,160 | 868,687 | 1,018,685 | 1,101,085 | 1,182,142 |
| YOY(%) | 8.3 | 1.8 | 8.2 | 8.1 | 7.4 |
| Non-GAAP 净利润(百万元) | 141,379 | 157,479 | 151,487 | 170,668 | 189,143 |
| YOY(%) | 11.4 | 3.7 | -3.8 | 12.7 | 10.8 |
| 毛利率(%) | 36.7 | 37.7 | 38.2 | 38.7 | 38.9 |
| 净利率(%) | 16.3 | 16.7 | 14.9 | 15.5 | 16.0 |
| ROE(%) | 12.3 | 11.9 | 10.7 | 10.9 | 10.9 |
| EPS(摊薄/元) | 7.0 | 8.1 | 8.1 | 9.3 | 10.6 |
| P/E(倍) | 9.1 | 10.6 | 9.2 | 7.9 | 7.0 |
| P/B(倍) | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |

数据来源：聚源、开源证券研究所（2024年8月16日，1HKD=0.9253RMB）

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼2-3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn