

买入

2024年8月28日

在港完成双重上市，九月有望纳入港股通

- 在港交所、纽交所完成双重上市：**公司于8月28日在香港联交所主板主要上市，成为在港交所、纽交所双重主要上市的公司，预计最快9月有望纳入港股通。本季度电商GMV保持高单位数增长，货币化率有所下降，但利润率环比回升，未来消费市场存在不确定性，因此下半年的表现尤为重要。公司注重亏损业务的减亏及AI相关领域的投入，并持续通过回购等方式回馈股东。
- FY2025Q1 业绩摘要：**2024年6月30日财季，收入为人民币2,432.36亿元，同比增长4%。经营利润为359.89亿元，同比下降15%，主因去年同期蚂蚁集团的股权激励费用拨回69.01亿元，经调整EBITA同比下降1%至450.35亿元。净利润为240.22亿元，同比下降27%，主要反映了经营利润下降以及投资减值增加，经调整净利润为同比下降9%至406.91亿元。经营现金流同比下降26%，自由现金流同比下降56%，主要由于阿里云投入增加所致。本季度公司共回购58亿美元，流通股净减少2.3%。
- 细分业务表现：**本季度淘天集团收入同比下降1%至1,133.73亿元，其中客户管理收入同比增长1%至801.15亿元，EBITA利润率为43%，环比提升两个百分点。GMV实现同比高单位数增长，618期间GMV实现同比低双位数增长，快于客户管理收入，主因GMV结构中费率较低的商品有所增加，导致整体佣金水平下降。海外电商收入同比增长32%至292.93亿元，整体货币化率有所提升，速卖通订单保持增长；EBITA利润率为-13%，亏损环比有所收窄，公司正在加大对速卖通和Trendyol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16%至268.11亿元，主要由跨境物流履约服务所推动。本地生活集团收入同比增长12%至162.29亿元，其中高德和饿了么订单保持增长。云智能集团收入同比增长6%至265.49亿元，超出市场预期，主因AI相关在内的公有云产品收入实现双位数增长；EBITA利润率为9%，环比提升三个百分点，未来随着公有云的收入占比持续增加，预计云业务的利润将进一步释放。
- 目标价 111.00 美元/108.00 港元，买入评级：**预计FY2025至2027年的营业收入为10,047/10,862/11,878亿元，经营利润为1,395/1,560/1,771亿元，摊薄后每股收益为5.8/6.5/7.5美元。采用分部估值法，求得目标价111.00美元/108.00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

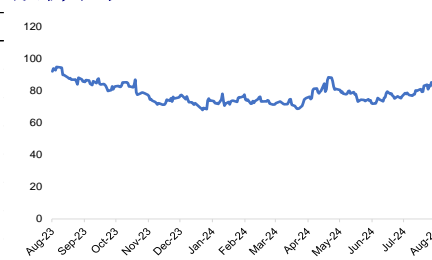
行业	TMT
股价	81.45 美元/79.15 港元
目标价	111.00 美元/108.00 港元 (+36%/+36%)
股票代码	BABA (US) / 9988 (HK)
总股本	23.4 亿股
市值	1,908 亿美元/ 1.49 万亿港元
52 周高/低	94.02. 52/64. 97 美元 91. 40/62. 98 港元
每股账面值	54. 29 元人民币
主要股东	SoftBank 14. 64% Vanguard 3. 63% BlackRock 2. 90%

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	1,004,732	1,086,197	1,187,776
变动	2%	8%	7%	8%	9%
运营利润	100,351	113,350	139,492	156,041	177,093
每股收益 (人民币)	3.4	3.9	5.8	6.5	7.5
变动	21%	14%	49%	13%	14%
基于81.45美元的市盈率 (估)	21.1	18.6	12.5	11.1	9.7
每股派息 (美元)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
股息率	1%	2%	3%	3%	4%

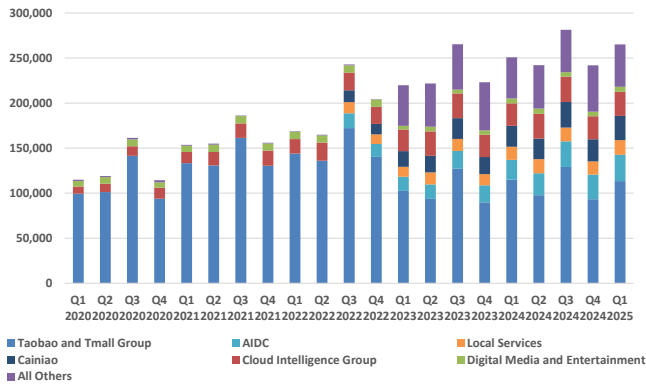
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

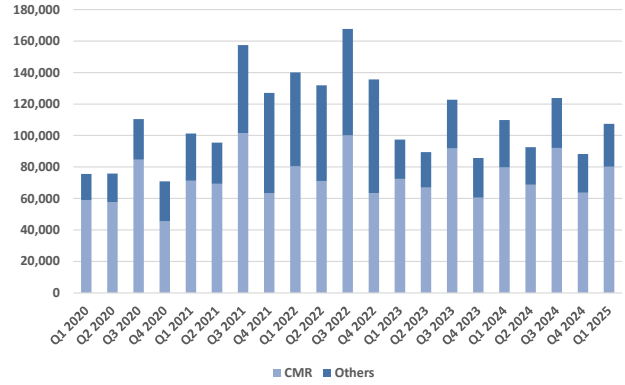


来源：彭博

图表 1: 2020Q1-2025Q1 总营收 (百万人民币)



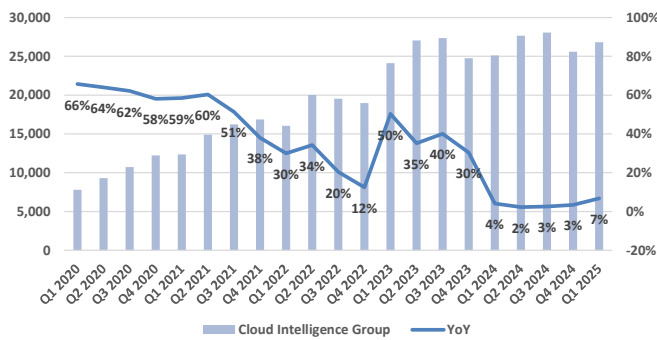
图表 2: 2020Q1-2025Q1 中国零售营收 (百万人民币)



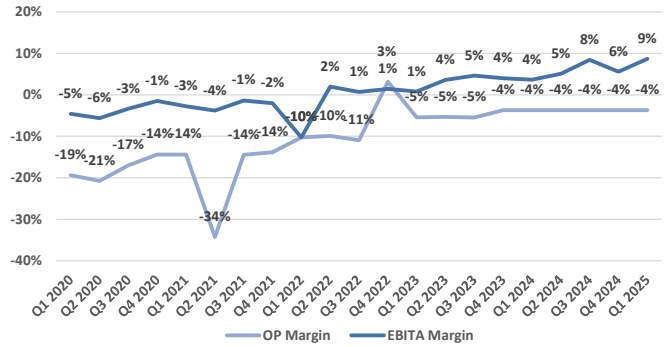
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 3: 2020Q1-2025Q1 阿里云营收 (百万人民币)



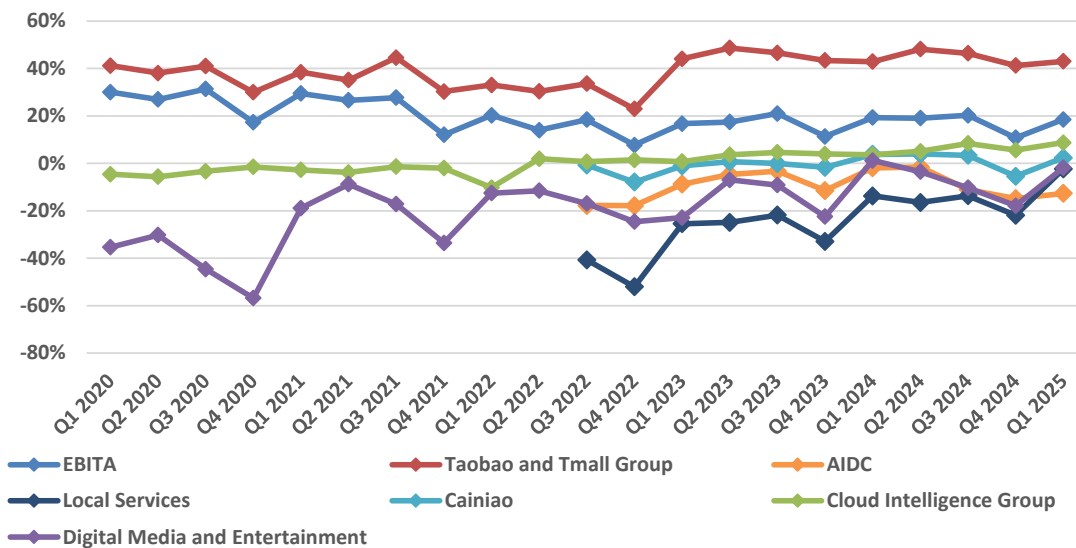
图表 4: 2020Q1-2025Q1 阿里云利润率



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 5: 2020Q1-2025Q1 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	449,827	189,099		8.0	212,172
AIDC	136,412	-15,067	2.5		47,830
Local Services	67,164	-1,483	1.5		14,130
Cainiao	104,446	3,323	1.5		21,973
Cloud Intelligence	116,210	10,130	3.0		48,896
Digital Media and Entertainment	21,931	-405	-		-
All Others	198,232	-5,327	-		-
					345,002
Associate/investments					59,257
				Cash	88,953
				Discount	30%
				Market Value	282,981
				Target Price (USD)	111.00
				Target Price (HKD)	108.00

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	1,004,732	1,086,197	1,187,776	盈利能力					
主营业务成本	549,695	586,323	618,667	663,590	719,189	毛利率 (%)	36.7%	37.7%	38.4%	38.9%	
毛利	318,992	354,845	386,066	422,607	468,587	运营利率 (%)	11.6%	12.0%	13.9%	14.4%	
研发费用	56,744	52,256	55,785	60,308	65,948	净利率 (%)	7.5%	7.6%	10.8%	11.3%	
销售费用	103,496	115,141	122,917	132,884	145,311	EBITA 利润率	17.0%	17.5%	17.8%	18.4%	
一般及行政费用	42,183	41,985	44,821	48,455	52,986	营运表现					
摊销费用	13,504	21,592	23,050	24,919	27,250	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	139,492	156,041	177,093	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	4,064	4,394	4,805	实际税率 (%)	17.4%	22.2%	14.2%	13.6%	
利息费用	5,918	7,947	8,484	9,172	10,029	应收账款天数	58.7	53.7	53.7	53.7	
税前利润	89,185	101,596	126,944	142,476	162,259	应付账款天数	179.3	176.2	176.2	176.2	
所得税	15,549	22,529	17,984	19,442	21,261	财务状况					
净利润	65,573	71,332	108,960	123,034	140,998	总负债/总资产	35.9%	37.0%	34.0%	32.7%	
EBITA	147,911	165,028	178,998	199,489	224,604	收入/净资产	78.0%	85.4%	80.9%	78.3%	
收入YOY	1.8%	8.3%	6.8%	8.1%	9.4%	经营性现金流/收入	23.0%	19.4%	17.7%	21.2%	
经营利润YOY	44.1%	13.0%	23.1%	11.9%	13.5%	税前盈利对利息倍数	15.1	12.8	15.0	15.5	
EBITA YoY	13.4%	11.6%	8.5%	11.4%	12.6%	现金流量表					
净利润YoY	39.3%	8.8%	52.8%	12.9%	14.6%	净利润	65,573	71,332	108,960	123,034	
资产负债表						折旧与摊销	27,799	23,344	27,685	32,057	
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	应计费用变化	11,159	21,933	9,722	34,245	
现金及等价物	193,086	248,125	371,281	533,026	704,263	其他流动资产变化	7,155	-6,464	-12,488	-11,801	
短期投资	326,492	262,955	262,955	262,955	262,955	股权激励	30,831	36,997	44,397	53,276	
限制性现金	36,424	38,299	38,299	38,299	38,299	经营性现金流	199,752	182,593	178,276	230,810	
流动资产	697,966	752,864	888,507	1,062,054	1,251,775	短期投资净值变化	-17,818	-7,679	-25,120	-39,065	
PP&E	176,031	185,161	204,889	231,941	255,341	企业合并	-1,204	-	-	-	
其他无形资产	46,913	26,950	26,950	26,950	26,950	购入固定及无形资产	-34,352	-	-	-	
商誉	268,091	259,679	259,679	259,679	259,679	投资性现金流	-135,506	-21,824	-25,120	-39,065	
其他长期资产	564,043	540,175	517,882	497,838	479,817	股票发行	11	-	-	-	
总资产	1,753,044	1,764,829	1,897,907	2,078,462	2,273,561	股票回购	-74,746	-30,000	-30,000	-30,000	
短期借债	7,466	12,749	12,749	12,749	12,749	其他融资活动	-2,655	-	-	-	
其他流动负债	377,885	408,758	402,228	436,472	456,642	少数权益变动	429	-	-	-	
流动负债	385,351	421,507	414,977	449,221	469,391	短期借债变动	11,342	-	-	-	
长期借债	52,023	55,686	55,686	55,686	55,686	融资性现金流	-65,619	-108,244	-30,000	-30,000	
其他长期负债	192,749	175,037	175,037	175,037	175,037	现金流	-1,373	52,525	123,156	161,745	
总负债	630,123	652,230	645,700	679,944	700,114	现金净增减	2,157	56,914	123,156	161,745	
夹层资本	9,858	10,728	10,728	10,728	10,728	期初现金	227,353	229,510	286,424	409,580	
股东权益	1,113,063	1,101,871	1,241,480	1,387,789	1,562,719	期末现金	229,510	286,424	409,580	571,325	
总负债和股东权益	1,753,044	1,764,829	1,897,907	2,078,462	2,273,561						

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。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。