

阿里巴巴-W (09988.HK)

反垄断整改结果点评：监管释放积极信号，期待基本面改善带动估值上行

买入（维持）

2024 年 09 月 01 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

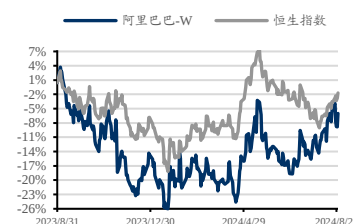
盈利预测与估值	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入（百万元）	868687	941168	1019815	1104619	1194600
同比(%)	1.83	8.34	8.36	8.32	8.15
归母净利润（百万元）	72783	80009	116050	124462	134062
同比(%)	16.92	9.93	45.05	7.25	7.71
Non-GAAP 净利润	143,991.00	158,359.00	154,795.92	167,721.38	181,541.62
同比(%)	0.33	9.98	(2.25)	8.35	8.24
EPS-最新摊薄（元/股）	7.44	8.19	8.00	8.67	9.38
P/E（现价最新摊薄）	19.91	18.12	12.49	11.65	10.81
PE（Non-GAAP）	10.07	9.15	9.36	8.64	7.98

关键词：#平台化布局

投资要点

- **事件：**2021 年 4 月，国家市场监管总局依据《反垄断法》，对阿里巴巴集团在国内网络零售平台实施商户“二选一”垄断行为作出行政处罚，并要求公司全面整改，连续 3 年向市场监管总局提交自查合规报告。2024 年 8 月 30 日，市场监管总局发布公告，宣布阿里巴巴集团完成三年整改，指出合规整改工作取得良好成效，未来将指导公司持续规范经营。
- **监管评价用语积极，行业及公司政策风险显著降低。**对比此前对阿里、美团等平台的集中座谈和调查，三年后市场监管总局评价“网络零售市场环境得到改善，平台经济发展质量和营商环境持续优化”。此外，公告明确表达了对公司的支持，指出监管机构将进一步提升公司合规质效，“为建设世界一流企业、增强国际竞争力提供坚实保障”。基于用语的积极色彩，我们认为行业 and 公司的监管风险已经全面下降，有助于提振市场信心、形成估值催化。
- **改善服务仍是主旋律，期待淘天基本面上行。**我们认为垄断落地令估值压力部分释放，投资者将更加关注基本面情况。电商平台的网络效应来自于人货两端，反垄断倒逼公司提升商户服务水平，增强公司的长期竞争力。今年下半年，阿里巴巴宣布免除天猫商家基础技术服务费，并全面上线全托管广告工具“全站推广”，帮助商家快速起量、提升 ROI。我们预计淘天 CMR 收入将受益于全站推广渗透率上升，带动 EPS 提升。
- **盈利预测与投资评级：**基于监管风险进一步下降，我们维持公司 2025/2026 财年 EPS 的盈利预测 8.00/8.67 元，并预计 2027 年的 EPS 为 9.38 元，2025-2027 财年对应 PE（Non-GAAP）为 9.36/8.64/7.98（以 2024/8/30 当天的汇率港币/人民币=0.91 为基准）。公司非常注重各个板块业务的效率的提升，大规模投入虽然影响短期业绩，但是有助于构建长期壁垒。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**电商行业竞争加剧，用户留存率不及预期，市场监管风险，核心管理层变动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	81.45
一年最低/最高价	64.60/94.00
市净率(倍)	1.66
港股流通市值(百万港元)	1,575,689.79

基础数据

每股净资产(元)	49.05
资产负债率(%)	40.99
总股本(百万股)	19,345.49
流通股本(百万股)	19,345.49

相关研究

- 《阿里巴巴-W(09988.HK): FY2025Q1 季报点评: 积极投入推动营收超预期, 多项业务增长亮眼》
2024-08-22
- 《阿里巴巴-W(09988.HK): FY2024Q4 季报点评: 积极投入推动营收超预期, 多项业务增长亮眼》
2024-05-19

阿里巴巴-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	752,864.00	816,278.54	955,535.88	1,113,802.16	营业总收入	941,168.00	1,019,814.99	1,104,619.32	1,194,600.36
现金及现金等价物	248,125.00	233,042.01	304,921.92	395,082.63	营业成本	586,323.00	644,955.30	696,551.72	745,310.34
应收账款及票据	30,686.00	36,826.65	39,889.03	43,138.35	销售费用	115,141.00	128,957.92	137,984.97	147,643.92
存货	25,460.00	35,830.85	38,697.32	41,406.13	管理费用	41,985.00	48,702.60	53,572.86	56,251.50
其他流动资产	58,181.00	510,579.02	572,027.61	634,175.05	研发费用	52,256.00	60,094.40	66,103.84	72,714.22
非流动资产	1,011,965.00	1,089,547.24	1,105,893.76	1,125,001.44	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	185,161.00	206,843.21	207,357.20	208,819.79	经营利润	123,871.00	137,104.77	150,405.92	172,680.36
商誉及无形资产	286,629.00	307,529.03	288,361.56	271,006.65	利息收入	0.00	7,443.75	6,991.26	9,147.66
长期投资	203,131.00	218,131.00	233,131.00	248,131.00	利息支出	17,911.00	10,816.56	13,949.32	11,178.81
其他长期投资	220,942.00	240,942.00	260,942.00	280,942.00	其他收益	(12,099.00)	8,486.70	9,830.34	(5,548.00)
其他非流动资产	116,102.00	116,102.00	116,102.00	116,102.00	利润总额	93,861.00	142,218.66	153,278.20	165,101.21
资产总计	1,764,829.00	1,905,825.78	2,061,429.64	2,238,803.59	所得税	22,529.00	28,443.73	30,655.64	33,020.24
流动负债	421,507.00	435,728.85	455,710.15	498,003.13	净利润	71,332.00	113,774.93	122,622.56	132,080.97
短期借款	29,001.00	38,001.00	47,001.00	56,001.00	少数股东损益	(8,677.00)	(2,275.50)	(1,839.34)	(1,981.21)
应付账款及票据	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	80,009.00	116,050.43	124,461.90	134,062.18
其他	392,506.00	397,727.85	408,709.15	442,002.13	EBIT	111,772.00	145,591.47	160,236.26	167,132.36
非流动负债	230,723.00	240,723.00	250,723.00	250,723.00	EBITDA	155,296.39	193,009.23	208,889.74	213,024.69
长期借款	141,775.00	151,775.00	161,775.00	161,775.00	Non-GAAP	158,359.00	154,795.92	167,721.38	181,541.62
其他	88,948.00	88,948.00	88,948.00	88,948.00					
负债合计	652,230.00	676,451.85	706,433.15	748,726.13					
股本	1.00	1.00	1.00	1.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	115,327.00	113,051.50	111,212.16	109,230.95	每股收益(元)	8.19	8.00	8.67	9.38
归属母公司股东权益	997,272.00	1,116,322.43	1,243,784.33	1,380,846.51	每股净资产(元)	54.61	63.55	70.04	77.02
负债和股东权益	1,764,829.00	1,905,825.78	2,061,429.64	2,238,803.59	发行在外股份(百万股)	19,345.49	19,345.49	19,345.49	19,345.49
					ROIC(%)	6.62	8.62	8.59	8.17
					ROE(%)	8.02	10.40	10.01	9.71
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	毛利率(%)	37.70	36.76	36.94	37.61
经营活动现金流	182,593.00	140,246.87	168,998.90	209,887.51	销售净利率(%)	8.50	11.38	11.27	11.22
投资活动现金流	(21,824.00)	(166,513.30)	(105,169.66)	(120,548.00)	资产负债率(%)	36.96	35.49	34.27	33.44
筹资活动现金流	(108,244.00)	8,183.44	5,050.68	(2,178.81)	收入增长率(%)	8.34	8.36	8.32	8.15
现金净增加额	56,914.00	(15,082.99)	71,879.91	90,160.71	净利润增长率(%)	9.93	45.05	7.25	7.71
折旧和摊销	43,524.39	47,417.76	48,653.48	45,892.32	P/E (Non-GAAP)	9.15	9.36	8.64	7.98
资本开支	96,673.00	(90,000.00)	(30,000.00)	(30,000.00)	P/B (Non-GAAP)	1.37	1.18	1.07	0.97
营运资本变动	11,082.00	(23,275.68)	(6,396.13)	15,187.42	EV/EBITDA	7.97	7.29	6.48	5.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年8月31日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>