

## 买入

2024年11月21日

### 电商业务回归用户，积极回购提升公司价值

- 当前中国电商市场面临较多的不确定性和激烈的竞争环境，本季度阿里巴巴重点针对提升用户体验，通过产品价格力和客户服务获取用户的增长与留存，并面对商家推出了让利措施和提效的营销工具。尽管短期面临不确定性，长期将有助于巩固公司的市场份额以及货币化水平。同时，阿里云作为国内领先的云厂商，将引领 AI 相关的需求。此外，公司更加注重亏损业务的减亏，并通过积极回购不断提升公司价值，本财年流通股数量已减少 4.4%。
- FY2025Q2 业绩摘要：**2024年9月30日财季，收入为人民币2,365.03亿元，同比增长5%。经营利润为352.46亿元，同比增长5%，股权激励费用同比下降39%至41.46亿元，经调整EBITA同比下降5%至405.61亿元。净利润为435.47亿元，同比增长63%，主要反映了公司持有的股权投资变动，经调整净利润为同比下降9%至365.18亿元。经营现金流同比下降36%，自由现金流同比下降70%，主要由于阿里云投入增加，天猫商家年度服务费返还，以及缩减直营业务规模所致。本季度公司共回购41亿美元，流通股环比净减少2.1%，当前股份回购计划仍有220亿美元的额度。
- 细分业务表现：**本季度淘天集团收入同比增长1%至989.94亿元，其中客户管理收入同比增长2%至703.64亿元，EBITA利润率为45%，环比改善2个百分点。GMV增长主要来自购买频次的提升和订单量同比双位数增长，但平均订单价格出现下滑。10月社会零售数据增速回暖，叠加家电品类受益于政府补贴，对GMV增长有拉动作用；9月公司开始收取千分之六的基础软件服务费，有助于CMR和货币化率。海外电商收入同比增长29%至316.72亿元，EBITA利润率为-9%，亏损环比收窄4个百分点。菜鸟集团收入同比增长8%至246.47亿元，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14%至177.25亿元，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7%至296.10亿元，其中公有云业务实现双位数增长，AI收入实现三位数增长；EBITA利润率为9%。阿里云处于国内领先地位，目前AI需求前景良好，预计未来将维持客观的增长及盈利水平。
- 目标价 112.00 美元/109.00 港元，买入评级：**预计FY2025至2027年的营业收入为10,034/10,914/12,055亿元，经营利润为1,478/1,539/1,737亿元，摊薄后每股收益为6.9/7.2/8.2美元。采用分部估值法，求得目标价112.00美元/109.00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

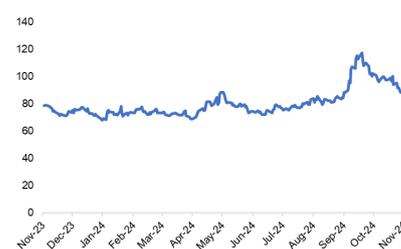
行业	TMT
股价	87.11 美元/84.35 港元
目标价	112.00 美元/109.00 港元 (+29%/+29%)
股票代码	BABA (US) / 9988 (HK)
总股本	23.9 亿股
市值	2,803 亿美元/ 1.62 万亿港元
52 周高/低	117.82/64.97 美元 118.70/62.98 港元
每股账面值	58.42 元人民币
主要股东	SoftBank 10.45% Vanguard 3.74% BlackRock 3.09%

### 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	1,003,431	1,091,425	1,205,462
变动	2%	8%	7%	9%	10%
运营利润	100,351	113,350	147,818	153,869	173,713
每股收益 (人民币)	3.4	3.9	6.9	7.2	8.2
变动	21%	14%	76%	5%	14%
基于87.11美元的市盈率 (估)	23.0	20.2	11.5	11.0	9.6
每股派息 (美元)	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
股息率	1%	2%	3%	4%	4%

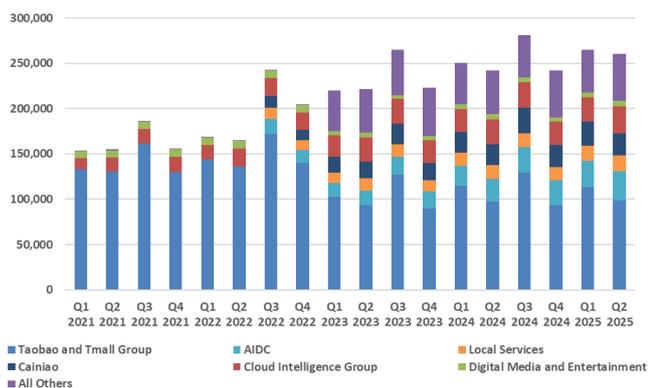
来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



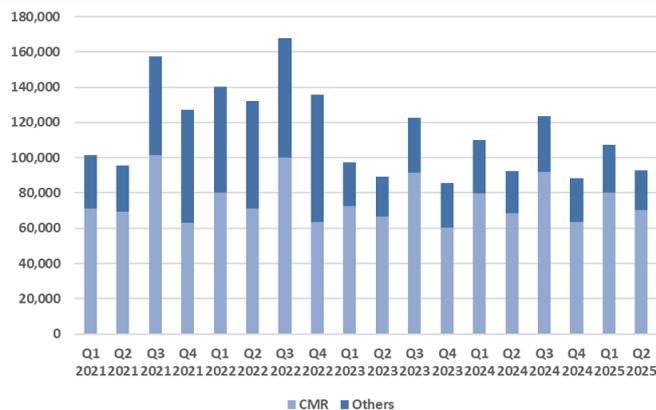
来源：彭博

图表 1: 2020Q1-2025Q1 总营收 (百万人民币)



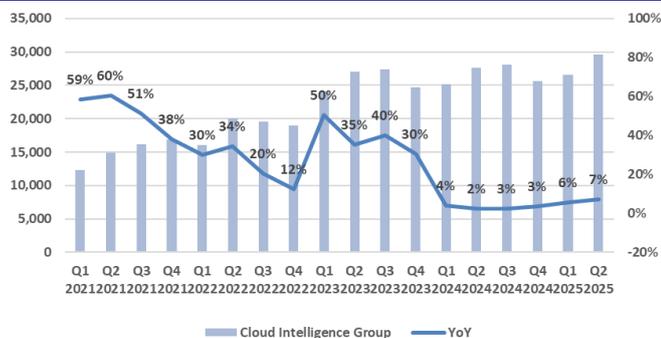
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 2: 2020Q1-2025Q1 中国零售营收 (百万人民币)



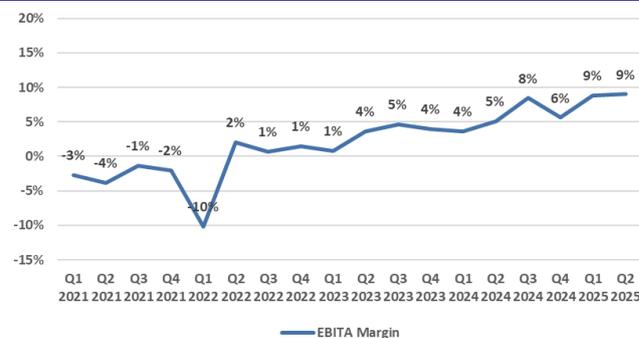
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 3: 2020Q1-2025Q1 阿里云营收 (百万人民币)



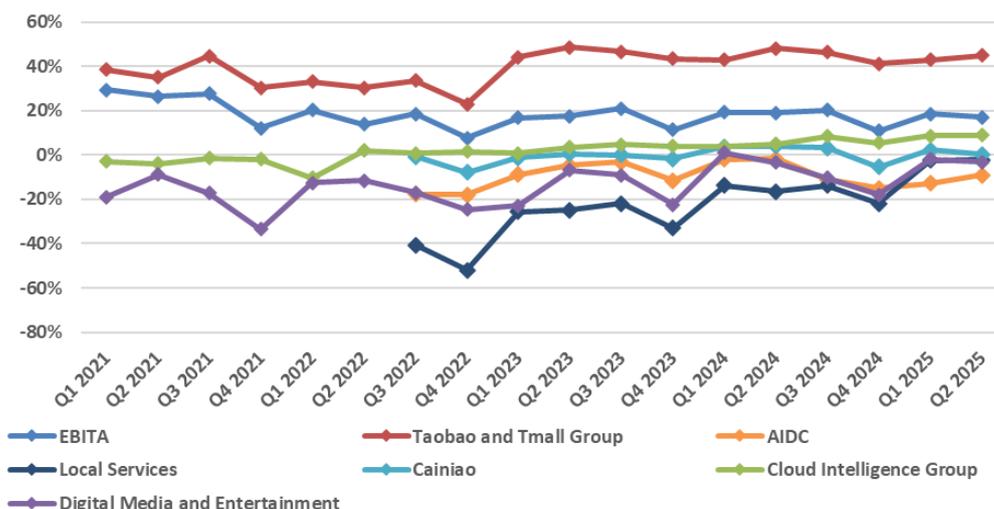
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

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

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
<i>Taobao and Tmall</i>	448,612	195,355		8.0	215,862
<i>AIDC</i>	133,844	-13,899	2.5		46,217
<i>Local Services</i>	67,878	-1,468	1.5		14,063
<i>Cainiao</i>	108,969	1,823	1.5		22,576
<i>Cloud Intelligence</i>	115,698	10,952	3.0		47,941
<i>Digital Media and Entertainment</i>	21,113	-589	-		-
<i>All Others</i>	206,116	-6,087	-		-
					<b>346,659</b>
<b>Associate/investments</b>					<b>59,257</b>
				Cash	<b>89,509</b>
				Discount	30%
				Market Value	<b>284,141</b>
				Target Price (USD)	<b>112.00</b>
				Target Price (HKD)	<b>109.00</b>

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	1,003,431	1,091,425	1,205,462	<b>盈利能力</b>					
主营业务成本	549,695	586,323	609,359	669,707	735,914	毛利率 (%)	36.7%	37.7%	39.3%	38.6%	39.0%
毛利	318,992	354,845	394,072	421,718	469,548	运营利率 (%)	11.6%	12.0%	14.7%	14.1%	14.4%
研发费用	56,744	52,256	55,713	60,599	66,930	净利率 (%)	7.5%	7.6%	13.1%	12.5%	12.8%
销售费用	103,496	115,141	122,758	133,523	147,474	EBITA 利润率	17.0%	17.5%	18.3%	18.1%	18.4%
一般及行政费用	42,183	41,985	44,763	48,688	53,775	<b>营运表现</b>					
摊销费用	13,504	21,592	23,020	25,039	27,655	销售及管理费用/收入 (%)	11.9%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
经营利润	100,351	113,350	147,818	153,869	173,713	研发和开发费用/收入 (%)	6.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
营业外 (收入) /支出	5,248	3,807	-10,034	-10,914	-12,055	实际税率 (%)	17.4%	22.2%	12.0%	12.6%	12.3%
利息费用	5,918	7,947	8,473	9,216	10,179	应收账款天数	58.7	53.7	53.7	53.7	53.7
税前利润	89,185	101,596	149,380	155,568	175,589	应付账款天数	179.3	176.2	176.2	176.2	176.2
所得税	15,549	22,529	17,961	19,536	21,577	<b>财务状况</b>					
净利润	65,573	71,332	131,419	136,032	154,012	总负债/总资产	35.9%	37.0%	33.3%	32.6%	30.2%
EBITA	147,911	165,028	183,127	197,526	221,932	收入/净资产	78.0%	85.4%	79.4%	76.7%	74.8%
收入YOY	1.8%	8.3%	6.6%	8.8%	10.4%	经营性现金流/收入	23.0%	19.4%	19.1%	24.3%	20.0%
经营利润YOY	44.1%	13.0%	30.4%	4.1%	12.9%	税前盈利对利息倍数	15.1	12.8	17.6	16.9	17.3
EBITA YoY	13.4%	11.6%	11.0%	7.9%	12.4%	<b>现金流量表</b>					
净利润YoY	39.3%	8.8%	84.2%	3.5%	13.2%						
资产负债表											
	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
现金及等价物	193,086	248,125	385,088	581,434	749,670	净利润	65,573	71,332	131,419	136,032	154,012
短期投资	326,492	262,955	262,955	262,955	262,955	折旧与摊销	27,799	23,344	27,679	32,072	36,567
限制性现金	36,424	38,299	38,299	38,299	38,299	应计费用变化	11,159	21,933	612	58,451	6,345
流动资产	697,966	752,864	901,927	1,112,408	1,300,508	其他流动资产变化	7,155	-6,464	-12,100	-14,136	-19,864
PP&E	176,031	185,161	204,819	232,140	256,350	股权激励	30,831	36,997	44,397	53,276	63,931
其他无形资产	46,913	26,950	26,950	26,950	26,950	经营性现金流	199,752	182,593	192,007	265,695	240,991
商誉	268,091	259,679	259,679	259,679	259,679	短期投资净值变化	-17,818	-7,679	-25,044	-39,349	-42,755
其他长期资产	564,043	540,175	517,882	497,838	479,817	企业合并	-1,204	-	-	-	-
总资产	1,753,044	1,764,829	1,911,256	2,129,015	2,323,304	购入固定及无形资产	-34,352	-	-	-	-
短期借债	7,466	12,749	12,749	12,749	12,749	投资性现金流	-135,506	-21,824	-25,044	-39,349	-42,755
其他流动负债	377,885	408,758	393,118	451,569	457,914	股票发行	11	-	-	-	-
流动负债	385,351	421,507	405,867	464,318	470,663	股票回购	-74,746	-30,000	-30,000	-30,000	-30,000
长期借债	52,023	55,686	55,686	55,686	55,686	其他融资活动	-2,655	-	-	-	-
其他长期负债	192,749	175,037	175,037	175,037	175,037	少数权益变动	429	-	-	-	-
总负债	630,123	652,230	636,590	695,041	701,386	短期借债变动	11,342	-	-	-	-
夹层资本	9,858	10,728	10,728	10,728	10,728	融资性现金流	-65,619	-108,244	-30,000	-30,000	-30,000
股东权益	1,113,063	1,101,871	1,263,938	1,423,246	1,611,189	现金流	-1,373	52,525	136,963	196,346	168,236
总负债和股东权益	1,753,044	1,764,829	1,911,256	2,129,015	2,323,304	现金净增减	2,157	56,914	136,963	196,346	168,236
						期初现金	227,353	229,510	286,424	423,387	619,733
						期末现金	229,510	286,424	423,387	619,733	787,969

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。