

互联网	收盘价 美元 86.06	目标价 美元 111.00	潜在涨幅 +29.0%	2024 年 12 月 17 日
-----	-----------------	------------------	----------------	------------------

阿里巴巴 (BABA US)

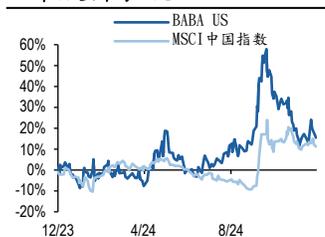
出售银泰，进一步聚焦核心业务，看好公司业绩反转机会

- 事件：阿里巴巴 2024 年 12 月 17 日公告显示，与另一名少数股东同意将银泰 100% 的股权向雅戈尔集团和银泰管理团队成员组成的购买方财团出售。按阿里巴巴持股银泰 99%，阿里巴巴本次出售所得款项总额为 74 亿元人民币（折合约 10 亿美元），预计本次出售亏损（包含银泰净资产账面价值及非控制性权益）93 亿元人民币（折合约 13 亿美元）。
- 银泰相关运营数据 vs. 阿里巴巴财务数据：根据 CCFA，2023 年，银泰商业合计有 61 个项目在运营，建筑面积约 475 万平方米，总销售额 317 亿元人民币，同比增速 0.5%。2023 日历年，阿里巴巴总收入 9275 亿元人民币，其他收入主要包含高鑫零售、盒马、阿里健康、灵犀互娱、银泰、UCWeb 和夸克、飞猪以及钉钉等，合计收入 1939 亿元人民币，大部分业务以销售额计收入，因此占阿里巴巴总收入比例较高，约为 21%，调整后 EBITA 为 1653 亿元人民币，其他业务亏损 77 亿元人民币。
- 本次出售对阿里财报一次性账面亏损有影响，收入影响 <1%：本次出售后，一次性账面价值亏损调整不影响调整后口径运营利润，由于银泰整体收入及利润体量较小，其对总收入影响 <1%，但对公司战略转型，聚焦 1) 电商淘天及 B2B、国际电商为主要核心平台；2) 阿里云为技术驱动，支撑人工智能发展的重要底座，这两大核心目标具有战略意义。我们认为，未来仍可能有部分业务调整，但这也是阿里集团长期战略目标实现的必经之路。
- 估值：阿里巴巴现价对应 2024/2025 日历年市盈率为 10.4 倍/9.7 倍，对应我们预期的 2025 日历年调整后净利润增速 8%。我们仍然维持此前观点，建议关注阿里核心电商业务 GMV 恢复增长及变现率提升带动下的收入及利润加速改善的可能性。维持买入评级。

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)	117.52
52周低位 (美元)	68.05
市值 (百万美元)	206,061.20
日均成交量 (百万)	13.03
年初至今变化 (%)	11.03
200天平均价 (美元)	86.68

资料来源: FactSet

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

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	1,005,053	1,111,809	1,187,120
同比增长 (%)	1.8	8.3	6.8	10.6	6.8
净利润 (百万人民币)	141,379	157,479	150,398	162,644	180,675
每股盈利 (人民币)	55.82	61.68	61.27	68.16	77.96
同比增长 (%)	5.5	10.5	-0.7	11.2	14.4
市盈率 (倍)	11.2	10.2	10.2	9.2	8.0
每股账面净值 (人民币)	375.48	387.66	451.10	503.88	586.87
市账率 (倍)	1.67	1.62	1.39	1.24	1.07

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>

图表 1: 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 2: 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 发布日期	子行业
BIDU US	百度	买入	88.34	102.00	15.5%	2024 年 12 月 11 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	2.09	2.90	38.8%	2024 年 11 月 22 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	19.21	25.00	30.1%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	45.20	54.00	19.5%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	11.30	14.00	23.9%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	117.20	120.00	2.4%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	7.44	7.40	-0.5%	2024 年 12 月 10 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	39.17	38.00	-3.0%	2024 年 11 月 27 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.35	29.00	6.0%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	99.61	144.00	44.6%	2024 年 11 月 22 日	电商
JD US	京东	买入	36.71	56.00	52.5%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	86.06	111.00	29.0%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	14.10	14.90	5.7%	2024 年 11 月 27 日	电商
TAL US	好未来教育	买入	9.71	14.00	44.2%	2024 年 11 月 27 日	教育
GOTU US	高途	买入	2.40	4.60	91.7%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	7.79	7.30	-6.3%	2024 年 11 月 15 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	45.50	75.00	64.8%	2024 年 11 月 06 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	33.45	33.00	-1.3%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	402.60	513.00	27.4%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	9.92	14.00	41.1%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	93.34	113.00	21.1%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	158.60	226.00	42.5%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	19.78	24.00	21.3%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.70	18.00	31.4%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.30	13.50	45.2%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.41	1.40	-0.7%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	17.30	21.00	21.4%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.70	13.00	49.4%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	20.05	24.00	19.7%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	561.00	605.00	7.8%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 12 月 17 日

财务数据

年结3月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	868,687	941,168	1,005,053	1,111,809	1,187,120
主营业务成本	(549,695)	(586,323)	(619,081)	(678,005)	(717,154)
毛利	318,992	354,845	385,971	433,805	469,966
销售及管理费用	(145,679)	(157,126)	(176,312)	(180,928)	(187,063)
研发费用	(56,744)	(52,256)	(57,038)	(59,749)	(63,416)
其他经营净收入/费用	(16,218)	(32,113)	(5,149)	(5,121)	(5,121)
经营利润	100,351	113,350	147,473	188,006	214,367
财务成本净额	(5,918)	(7,947)	(9,542)	(10,153)	(10,565)
应占联营公司利润及亏损	(8,063)	(7,735)	4,417	5,564	8,229
其他非经营净收入/费用	(5,248)	(3,807)	16,908	(6,383)	(8,934)
税前利润	81,122	93,861	159,255	177,034	203,096
税费	(15,549)	(22,529)	(36,416)	(46,684)	(52,875)
非控股权益	7,210	8,677	3,454	5,200	5,200
净利润	72,783	80,009	126,293	135,550	155,421
作每股收益计算的净利润	72,509	79,741	125,621	134,766	154,637
Non-GAAP标准的净利润	141,379	157,479	150,398	162,644	180,675

截至3月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	229,510	286,424	275,167	302,382	349,716
有价证券	367,808	361,203	393,493	429,013	468,084
其他流动资产	100,648	105,237	115,550	127,687	127,458
总流动资产	697,966	752,864	784,210	859,082	945,258
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	126,212	141,841	144,369
总长期资产	1,055,078	1,011,965	1,134,868	1,221,866	1,325,830
总资产	1,753,044	1,764,829	1,919,079	2,080,948	2,271,088
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	403,664	404,618	409,032
储备及其他资本项目	572,776	588,544	700,697	797,508	950,322
股东权益	989,657	986,544	1,104,361	1,202,127	1,359,354
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	138,730
总权益	1,122,921	1,112,599	1,239,140	1,347,405	1,508,812

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	159,255	177,034	203,096
合资企业/联营公司收入调整	8,063	7,735	(4,417)	(5,564)	(8,229)
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)	(1,354)	13,797	13,634
税费	(15,549)	(22,529)	(36,416)	(46,684)	(52,875)
其他经营活动现金流	65,696	72,771	(17,048)	(7,087)	(8,066)
经营活动现金流	199,752	182,593	141,141	176,618	201,235
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	275,167	302,382
年末现金	229,510	286,424	275,167	302,382	349,716

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	52.622	58.199	68.846
全面摊薄每股收益	27.510	31.334	51.313	56.488	66.761
Non-GAAP标准下的每股收益	55.815	61.684	61.269	68.158	77.960
每股账面值	375.483	387.664	451.104	503.881	586.873
利润率分析(%)					
毛利率	36.7	37.7	38.4	39.0	39.6
EBIT利润率	13.4	15.5	15.2	17.4	18.5
净利率	8.4	8.5	12.6	12.2	13.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	37.4	38.0	38.7	39.3	39.9
EBITDA利润率	20.2	20.4	20.3	22.2	23.2
净利率	16.3	16.7	15.0	14.6	15.2
盈利能力(%)					
ROA	4.2	4.5	6.9	6.8	7.1
ROE	6.7	7.2	10.8	10.6	11.0
ROIC	8.4	9.9	9.1	10.1	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**

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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、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有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司及草姬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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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。