

阿里巴巴-SW (09988.HK) 事件点评

强烈推荐 (维持)

预计微信小店送礼对电商影响较小,阿里估值底部重申强烈推荐

微信小店开启“送礼物”功能的灰度测试,引发市场对电商格局及阿里份额担忧,我们认为微信小店送礼物市场空间有限且长期看相较传统货架电商在消费者“多快好省”价值满足上不具备优势,对电商大盘影响小;阿里巴巴电商主业基本面稳健,平台增收技术服务费+全站推加强渗透下货币化率提升带动电商收入利润高弹性,当前价格对应 FY25 PE 不到 9 倍,估值底部重申强烈推荐。

□微信小店开启“送礼物”功能灰度测试,预计对电商大盘影响较小。12月18日微信小店开启“送礼物”功能的灰度测试,除珠宝/教育培训外类目原价低于1万元商品均支持微信用户间的送礼功能。我们认为该功能有利于微信小店打开流量入口,但功能本身对电商大盘影响较小:1)送礼场景占消费整体比重较小,据艾媒咨询2023年礼物经济市场规模约1.3万亿,占社零总额比重不到3%;且送礼重在情感交互多以线下场景为主,线上送礼短期或出于用户猎奇心理呈现增长态势、长期需求空间有限;2)电商核心为满足消费者“多快好省”价值需求,微信小店目前在商品数量、价格及配送售后服务等方面仍有待完善,在消费者价值方面相较传统货架电商不具备优势,预计带来影响有限。

□阿里巴巴电商主业基本面稳固,当前市场过度担忧处于估值底部。阿里巴巴电商基本面稳健,经我们测算10-11月实物商品网上零售额增速仅3.3%,阿里预计增速更高;商业化方面,平台增收0.6%技术服务费+全站推工具加强渗透下货币化率提升确定性较强,带动电商收入利润高弹性。我们认为微信小店送礼功能将带来的影响较小,当前市场存在过度担忧,综合来看阿里电商主业稳健,云计算增速回升盈利稳定、AI业务增长潜力大,国际及其他业务利润改善,叠加公司FY25预计6%以上的高额稳定股东回报率,当前价格对应FY2025 PE不到9倍,处于估值底部。

□投资建议:看好阿里巴巴电商主业货币化率提升空间及收入利润弹性,以及云计算和国际业务增长潜力,预计FY2025-2027年Non-GAAP净利润分别为1608/1811/2034亿元,给予2025财年Non-GAAP净利润12倍PE,对应目标价108港元/股,当前处于估值底部重申“强烈推荐”评级。

□风险提示:宏观经济风险;行业竞争加剧;海外政策风险。

财务数据与估值

会计年度	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营收入(百万元)	868687	941168	1010557	1127492	1240241
同比增长	2%	8%	7%	12%	10%
经调整EBITA(百万)	147911	165028	174596	196600	220824
同比增长	13%	12%	6%	13%	12%
NON-GAAP净利润(百万)	143991	158359	160848	181119	203436
同比增长	6%	10%	2%	13%	12%
每股收益(元)	7.50	8.25	8.38	9.43	10.60
PE(Non-GAAP)	9.9	9.0	8.9	7.9	7.0

资料来源:公司数据、招商证券

消费品/商业
目标估值: 108 港元
当前股价: 80.2 港元

基础数据

总股本(百万股)	1914161
已上市流通股(百万股)	1914161
总市值(十亿元)	16691
流通市值(十亿元)	16691
每股净资产(MRQ)	55.93
ROE(TTM)	9.79
资产负债率	37.3%
主要股东	SoftBank Group Corp.
主要股东持股比例	14.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11.9	4.0	11.0
相对表现	-7.6	4.6	2.1

资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

- 《阿里巴巴-SW(09988)深度更新—用户为先,重启增长》2024-07-29
- 《阿里巴巴-SW(09988)FY24Q4财报点评—GMV恢复双位数增长,香港主要上市即将落地》2024-05-15
- 《阿里巴巴-SW(09988)—FY24Q4前瞻:GMV保持健康增长,用户投入持续加大》2024-04-09

丁浙川 S1090519070002

✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 研究助理

✉ huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	697966	752864	820556	958291	1101239
现金及等价物	193086	248125	302676	417700	538878
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	331384	322904	322904	322904	322904
应收账款及票据	0	30686	32948	36761	40437
其它应收款	137072	67508	72485	80873	88960
存货	0	25460	27072	30355	33390
其他流动资产	36424	58181	62470	69699	76669
非流动资产	1055078	1011965	1019702	1001118	984304
长期投资	453117	424073	424073	424073	424073
固定资产	176031	185161	192898	174314	157500
无形资产	315004	363556	363556	363556	363556
其他	110926	39175	39175	39175	39175
资产总计	1753044	1764829	1840258	1959409	2085543
流动负债	385351	421507	416277	464697	509467
应付账款	0	0	0	0	0
应交税金	12543	17002	17002	17002	17002
短期借款	12266	29001	0	0	0
其他	360542	375504	399275	447695	492465
长期负债	244772	230723	230723	230723	230723
长期借款	149088	141775	141775	141775	141775
其他	95684	88948	88948	88948	88948
负债合计	630123	652230	647000	695420	740190
股本	1	1	1	1	1
储备	958133	999514	997271	1079564	1155582
少数股东权益	123406	115327	113693	108406	102574
归母所有者权益	999515	997272	1079565	1155583	1242779
负债及权益合计	1753044	1764829	1840258	1959409	2085543

现金流量表

单位：百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	199752	182593	121155	150665	157321
净利润	72783	80009	106216	107882	119561
折旧与摊销	0	44504	1890	18361	16591
运营资本变动	0	(13749)	10630	25709	23001
其他非现金调整	126969	71829	2419	(1287)	(1832)
投资活动现金流	(135506)	(21824)	(5365)	5223	5223
资本性支出	0	(32929)	(10000)	(150)	(150)
出售固资的现金	0	373	373	373	373
投资增减	0	113501	0	0	0
其它	(135506)	(65239)	4262	5000	5000
筹资活动现金流	(65619)	(108244)	(61238)	(40865)	(41365)
债务增减	0	2465	(29001)	0	0
股本增减	0	(87902)	0	0	0
股利支付	0	17946	23922	31865	32365
其它筹资	(65619)	(4861)	(8315)	(9000)	(9000)
其它调整	0	(35892)	(47845)	(63729)	(64729)
现金净增加额	2157	56914	54551	115023	121179

利润表

单位：百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总营业收入	868687	941168	1010557	1127492	1240241
主营收入	868687	941168	1010557	1127492	1240241
营业成本	549695	586323	623439	699045	768949
毛利	318992	354845	387117	428447	471292
营业支出	215927	230974	249332	292274	321501
EBBITA	147911	165028	174596	196600	220824
营业利润	103065	123871	137785	136173	149790
利息支出	5918	7950	8315	9000	9000
利息收入	(11071)	(9961)	0	0	0
权益性投资损益	(8063)	(7735)	3483	0	0
其他非经营损益	5823	6157	779	5000	5000
非经常项目损益	(2714)	(10521)	0	0	0
除税前利润	81122	93861	133732	132173	145790
所得税	15549	22529	28883	29309	32329
少数股东损益	(7210)	(8677)	(1634)	(5287)	(5832)
归母净利润	72509	79741	106216	107882	119561
经调整归母净利润	143991	158359	160848	181119	203436
EPS (元)	7.50	8.25	8.38	9.43	10.60

主要财务比率

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
年成长率					
营业收入	2%	8%	7%	12%	10%
营业利润	9%	20%	11%	-1%	10%
净利润	17%	10%	33%	2%	11%
获利能力					
毛利率	36.7%	37.7%	38.3%	38.0%	38.0%
净利率	8.3%	8.5%	10.5%	9.6%	9.6%
ROE	7.3%	8.0%	9.8%	9.3%	9.6%
ROIC	5.8%	6.8%	8.3%	7.8%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	35.9%	37.0%	35.2%	35.5%	35.5%
净负债比率	9.2%	9.7%	7.7%	7.2%	6.8%
流动比率	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.8	1.7	1.9	2.0	2.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	36.5	46.1	23.7	24.3	24.1
应收账款周转率	7.3	8.0	9.9	10.1	10.0
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
每股资料(元)					
EPS	7.50	8.25	8.38	9.43	10.60
每股经营现金	9.13	8.34	5.72	7.11	7.43
每股净资产	45.68	45.57	50.96	54.55	58.66
每股股利	0.99	1.09	1.50	1.53	1.69
估值比率					
PE (Non-GAAP)	9.9	9.0	8.9	7.9	7.0
PB	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	22.3	12.8	13.9	12.5	11.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。