

公司研究

聚焦主业，非核心资产持续变现

——阿里巴巴-W (9988.HK) 出售高鑫零售股权点评

要点

出售全部高鑫零售股权，最高有权收取金额为 131.38 亿港元

事件：2024年12月31日，阿里巴巴子公司及 New Retail 与德弘资本订立协议，出售所持高鑫零售全部股权，合计占高鑫零售已发行股份总数约 78.7%。待售股份共计 75.08 亿股，其中 73.66% 由阿里巴巴子公司间接持有，5.04% 由 New Retail 持有。

其中，New Retail 是一家由 New Retail Strategic Opportunities Fund, L.P. 全资拥有的投资公司。阿里巴巴集团对 New Retail 的投资决策能行使重大影响，但 New Retail 并不作为阿里巴巴子公司核算，阿里巴巴对 New Retail Strategic Opportunities Fund, L.P. 的投资采取权益法核算。德弘资本专注于私募股权投资，主张长期可持续方针。

根据协议，阿里巴巴子公司及 New Retail 将有权就待售股份收取最高金额约为 131.38 亿港元，相当于 1.75 港元/待售股。其中阿里巴巴集团应收所得款项总额约 122.98 亿港元，将用于业务发展和股东回报等。出售事项完成后，阿里巴巴集团将不再持有高鑫零售任何股权，预计产生的股东应占损失约为 131.77 亿人民币。

持续聚焦核心业务发展，非核心业务逐步变现

高鑫零售以“大润发”、“大润发 Super”、“M 会员店”品牌，来经营大卖场、中型超市以及会员店业务。截至 2024 年 9 月 30 日，高鑫零售共拥有 466 家大卖场、30 家中型超市及六家会员店，总建筑面积约为 1,349 万平方米；未审核净资产约为 217.98 亿人民币。阿里巴巴曾于 2017 年通过全资子公司投入约 224 亿港元，持有高鑫零售 36.16% 股份，后于 2020 年投入 280 亿港元将持有的高鑫零售股份增至 72%。据 wind 统计，2017 年-2024 年，高鑫零售累计现金分红约 82.04 亿港元。阿里巴巴出售高鑫零售，意在将非核心资产变现，2024 年 12 月 17 日，阿里巴巴宣布将银泰百货以 74 亿人民币出售给雅戈尔。我们认为阿里巴巴或将持续寻求非核心资产变现，从而更加专注于核心业务。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司出售银泰百货和高鑫零售，短期内或将对公司投资收益产生一定不利影响，但长期看有利于公司核心业务健康发展，我们维持对公司 FY2025/FY2026/FY2027 年非公认会计准则净利润的预测 1551.02/1691.22/1843.24 亿元。公司淘天业务龙头地位稳固，云业务增速回暖，维持“买入”评级。

风险提示：新业务发展不及预期，业内竞争加剧，直播电商冲击。

公司盈利预测与估值简表

指标 (元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入 (亿元)	8,687	9,412	10,117	11,000	11,809
营业收入增长率 (%)	1.83%	8.34%	7.49%	8.73%	7.36%
归属普通股股东净利润 (百万)	72,509	79,741	89,514	101,244	106,855
归属普通股股东净利润增速 (%)	16.92%	9.93%	11.88%	13.10%	5.54%
非公认会计准则净利润 (百万)	141,379	157,479	155,102	169,122	184,324
非公认会计准则净利润增速 (%)	3.66%	11.39%	-1.51%	9.04%	8.99%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，财年为上一自然年 4 月 1 日至同一自然年 3 月 31 日，股价时间 2024-12-31，本文如不特殊说明，元均指人民币

买入 (维持)

当前价：82.40 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：田然

执业证书编号：S0930523050001

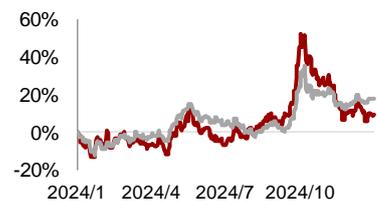
021-52523799

tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	190.55
总市值(亿港元):	15,700.93
一年最低/最高(港元):	64.6/118.70
近 3 月换手率:	37.64%

股价相对走势



— 阿里巴巴 — 恒生指数

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.77	-20.01	-8.68
绝对	-1.49	-25.09	8.99

资料来源：Wind

相关研报

营销投放力度较大，88VIP 会员数量达 4600 万
——阿里巴巴-W (9988.HK) 2025 财年二季度报
点评 (2024-11-17)

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	8,687	9,412	10,117	11,000	11,809
营业成本	5,863	6,171	6,710	7,204	7,592
营业毛利	2,824	3,240	3,407	3,796	4,218
产品开发费用	567	523	577	627	673
销售费用	1,035	1,151	1,396	1,507	1,618
一般及行政开支	422	420	405	440	455
经营利润	1,004	1,134	1,082	1,230	1,294
利息收入和投资净收益	-111	-100	82	99	119
利息费用	59	79	86	95	105
其他净收支	58	62	0	0	0
利润总额	892	1,016	1,078	1,234	1,309
所得税	155	225	269	308	327
净利润	656	713	808	925	982
少数股东及夹层损益	-72	-87	-87	-87	-87
归属普通股股东净利润	725	797	895	1,012	1,069
EPS(元, GAAP)	3.42	3.91	4.70	5.31	5.61

现金流量表 (亿元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	1,998	1,826	1,889	1,566	1,783
净利润	656	800	895	1,012	1,069
折旧及摊销	469	409	439	471	516
股权激励费用	308	274	291	290	291
投资活动产生现金流	-1,355	-218	-871	-953	-1,036
短期投资净购买	-611	635	-263	-289	-318
购买物业及设备	-344	-372	-405	-440	-472
融资活动现金流	-656	-1,082	164	202	222
银行借款所得款项	228	228	58	74	82
发行无担保票据所得款	0	0	90	111	123
净现金流	22	569	1,183	816	968

主要指标

盈利能力 (%)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
毛利率	36.72%	37.70%	39.00%	39.00%	39.00%
EBITA 率	16.97%	18.48%	14.88%	15.05%	14.70%
税前净利润率	10.27%	10.79%	10.65%	11.22%	11.08%
归母净利润率	8.38%	8.50%	8.85%	9.20%	9.05%
ROA	4.21%	4.53%	4.83%	4.97%	4.79%
ROE (摊薄)	7.33%	8.08%	8.16%	8.31%	7.94%

偿债能力	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
资产负债率	36%	37%	37%	36%	36%
流动比率	1.81	1.79	1.95	2.08	2.20
速动比率	1.35	1.21	1.45	1.56	1.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总资产	17,530	17,648	19,402	21,341	23,317
现金及现金等价物	1,931	2,481	3,664	4,480	5,448
受限制现金及应收托管	364	383	421	463	510
短期投资	3,265	2,630	2,893	3,182	3,500
预付款项、应收款项及其	1,371	1,435	1,518	1,650	1,771
股权证券及其他投资	49	599	324	462	393
流动资产合计	6,980	7,529	8,820	10,237	11,622
权益法核算的投资	2,074	2,031	2,234	2,458	2,704
物业及设备	1,760	1,852	1,835	1,817	1,793
无形资产	469	270	251	239	220
商誉	2,681	2,597	2,597	2,597	2,597
其他非流动资产	3,567	3,370	3,665	3,993	4,381
非流动资产合计	10,551	10,120	10,582	11,104	11,695
总负债	6,301	6,522	7,090	7,726	8,343
应付所得税	125	91	109	126	131
预提费用、应付款项及其	2,760	2,979	3,237	3,520	3,779
递延收入及客户预付款	713	728	789	858	921
其他流动负债	256	417	381	412	443
流动负债合计	3,854	4,215	4,516	4,916	5,274
长期银行借款	520	557	613	674	741
递延收入	36	41	41	41	41
其他非流动负债	1,892	1,710	1,920	2,095	2,287
非流动负债合计	2,448	2,307	2,573	2,810	3,069
股东权益及夹层股本权	11,229	11,126	12,312	13,615	14,974
资本公积	4,169	3,980	4,271	4,561	4,852
法定储备	130	147	154	161	169
归属母公司权益	9,897	9,865	10,965	12,180	13,452
夹层股本权益	99	107	107	107	107

费用率	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售及营销开支	12.00%	11.80%	13.80%	13.70%	13.70%
研发开支	4.40%	3.80%	4.00%	4.00%	3.85%
一般及行政开支	6.53%	5.55%	5.70%	5.70%	5.70%

每股指标 (元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
每股经营现金流	9.4	9.0	9.9	8.2	9.4
每股净资产	15.5	14.0	13.8	13.4	14.0
EPS	3.42	3.91	4.70	5.31	5.61

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE