



阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US): 核心电商回暖, 利润承压, 云业务有望复苏

业绩利润低于市场预期, 宣布股息 1.66 美元/ADS: 公司 FY4Q24 收入人民币 2219 亿元, 同比增长 7%, 高于市场预期 1%; 调整后净利润为 244 亿元, 同比下降 11%, 低于市场预期 4%; 调整后净利率为 11%, 去年同期为 13%。FY4Q24 公司持续回购, 流通股净减少 2.6%。同时, 公司宣布派发年度股息 1 美元/ADS 及特别股息 0.66 美元/ADS, 股息率为 2%。此外, 公司预计 2024 年 8 月底完成香港主要上市的转换。

淘天重回增长轨道, 国际业务亏损扩大: FY4Q24 淘天收入同比增长 4% 至 932 亿元, 其中客户管理收入同比增长 5%, 较上一季度有所回暖。线上 GMV 及订单量均实现双位数增长, 主要由买家数和购买频次增长驱动。淘宝 GMV 占比增加及引入低变现率的新兴模式, 整体变现率有所下降, 预计在未来几个季度仍将持续。由于加大投入提升用户体验, 淘天调整后 EBITA 率 41.3%, 同比下降 2 个百分点。考虑到当前激烈的电商竞争环境, 预计利润率仍将承压。国际商业维持强劲增长势头, FY4Q24 收入同比增 45% 至 274 亿元, 整体订单同比增长 20%。速卖通 Choice 表现突出, 4 月份 Choice 占速卖通整体订单的约 70%。由于公司持续加大对跨境业务的投入, 调整后 EBITA 亏损 41 亿元, 亏损率 15%, 同比扩大。FY4Q24 销售费用 288 亿元, 同比增 16%, 销售费率 13%, 短期或将保持高位。

AI 相关收入加速增长, 云业务预计下半财年复苏: FY4Q24 云收入同比增长 3% 至 256 亿元, 其中核心公有云收入录得双位数同比增长, 部分受减少低利润的项目式合约收入所抵消; 调整后 EBITA 为 14 亿元, 同比增长 45%, EBITA 率为 5.5%。公司预计业务聚焦导致项目式合约收入下滑影响仍将持续 1-2 季度, 云业务有望在 FY25 下半年重回双位数增长。AI 模型训练为云计算进一步打开市场空间, FY4Q24 AI 相关收入实现三位数同比增长。阿里通义大模型在中文领域拥有最为广泛的开发者数量, 有利于阿里云业务未来长期需求增长, 产生协同效应。

维持“持有”评级及目标价 85 港元/87 美元: 虽然公司业务呈现复苏迹象, 但考虑到当前竞争环境及业务拓展, 我们预计公司短期利润端仍将承压。我们维持“持有”评级及目标价 85 港元/87 美元, 对应 FY25E/FY26E 10.7x/9.9x P/E。

投资风险: 行业竞争加剧; 业务增长不及预期; 利润弱于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
营业收入	853,062	868,687	941,168	1,007,761	1,084,148
毛利润	313,612	318,992	354,845	364,925	395,714
调整后净利润	136,388	141,379	157,479	146,756	159,872
调整后目标 PE (x)			10.0	10.7	9.9

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2024 年 5 月 16 日

阿里巴巴 (9988.HK)

持有

目标价 (港元)	85
潜在升幅/降幅	+3%
目前股价 (港元)	82.65
52 周内股价区间 (港元)	64.6-100
总市值 (百万港元)	1,572,122
近 3 月日均成交额 (百万)	3,649.6

注: 截至 2024 年 5 月 15 日收盘价

市场预期区间



阿里巴巴 (BABA.US)

持有

目标价 (美元)	87
潜在升幅/降幅	+7%
目前股价 (美元)	81.0
52 周内股价区间 (美元)	66.63-102.5
总市值 (百万美元)	197,099
近 3 月日均成交额 (百万)	1,139.3

注: 截至 2024 年 5 月 15 日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
收入	853,062	868,687	941,168	1,007,761	1,084,148
收入成本	(539,450)	(549,695)	(586,323)	(642,835)	(688,434)
毛利	313,612	318,992	354,845	364,925	395,714
研发费用	(55,465)	(56,744)	(52,256)	(57,661)	(62,881)
销售费用	(119,799)	(103,496)	(115,141)	(125,970)	(135,518)
管理费用	(31,922)	(42,183)	(41,985)	(45,349)	(48,787)
其他营业费用	(36,788)	(16,218)	(32,113)	-	-
经营盈利	69,638	100,351	113,350	135,945	148,528
利息及投资收益	(20,611)	(16,989)	(15,734)	-	-
其他收益净额	10,523	5,823	3,980	-	-
除税前盈利	59,550	89,185	101,596	135,945	148,528
所得税开支	(26,815)	(15,549)	(22,529)	(27,189)	(29,706)
权益投资损益	14,344	(8,063)	(7,735)	-	-
年度盈利	47,079	65,573	71,332	108,756	118,823
少数股东权益	(15,170)	(7,210)	(8,677)	(6,000)	(6,180)
夹层权益的增值	(290)	(274)	(268)	-	-
本公司权益持有人	61,959	72,509	79,741	114,756	125,003
调整后净利润	136,388	141,379	157,479	146,756	159,872

现金流量表

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	47,079	65,573	71,332	108,756	118,823
折旧	27,808	27,799	28,483	29,779	31,284
摊销	20,257	19,139	15,159	10,268	6,959
其他调整项	65,765	73,759	30,459	38,537	73,346
营运资金变动	(18,150)	13,482	11,698	22,945	16,306
经营现金流	142,759	199,752	157,130	210,286	246,718
固定资产	(78,144)	(29,766)	(65,439)	(61,326)	(66,509)
无形资产	(15)	(22)	(24)	(26)	(27)
短期投资	(106,984)	(61,086)	-	-	-
其他投资现金流	(13,449)	(44,632)	(48,552)	(74,024)	(80,876)
投资现金流	(198,592)	(135,506)	(114,014)	(135,376)	(147,412)
借款净额	2,299	11,342	1,705	2,893	3,516
其他融资现金流	(66,748)	(76,961)	1,325	1,590	5,068
融资现金流	(64,449)	(65,619)	3,030	4,483	8,584
汇率变动影响	(8,834)	3,530	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(129,116)	2,157	46,146	79,392	107,889
年初现金及现金等价物	356,469	227,353	229,510	275,656	355,048
年末现金及现金等价物	227,353	229,510	275,656	355,048	462,937

资产负债表

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
现金及现金等价物	189,898	193,086	239,232	318,624	426,513
应收账款	145,995	137,072	148,509	159,017	171,070
短期投资	256,514	326,492	326,492	326,492	326,492
其他流动资产	46,128	41,316	41,316	41,316	41,316
流动资产合计	638,535	697,966	755,549	845,449	965,391
固定资产	171,806	176,031	184,045	193,345	204,102
无形资产	59,231	46,913	31,778	21,535	14,604
证券投资及权益投资	443,253	453,117	502,779	542,517	575,217
其他非流动资产	382,728	379,017	376,391	394,387	393,685
非流动资产合计	1,057,018	1,055,078	1,094,992	1,151,784	1,187,608
资产总计	1,695,553	1,753,044	1,850,541	1,997,233	2,152,999
短期借款	8,841	7,466	9,171	12,064	15,580
应付账款	271,460	275,950	294,337	322,707	345,598
其他流动负债	103,483	101,935	106,683	111,766	117,235
流动负债合计	383,784	385,351	410,191	446,537	478,413
长期借款	38,244	52,023	52,023	52,023	52,023
无抵押优先票据	94,259	97,065	98,390	99,980	105,048
其他非流动负债	97,073	95,684	95,684	95,684	95,684
非流动负债合计	229,576	244,772	246,097	247,687	252,755
负债总计	613,360	630,123	656,288	694,224	731,167
股本溢价	410,506	416,880	416,880	416,880	416,880
保留盈利及其他	547,628	582,635	653,967	762,723	881,546
本公司权益持有人应占权益	958,134	999,515	1,070,847	1,179,603	1,298,426
非控制性权益	124,059	123,406	123,406	123,406	123,406
权益总额	1,082,193	1,122,921	1,194,253	1,303,009	1,421,832

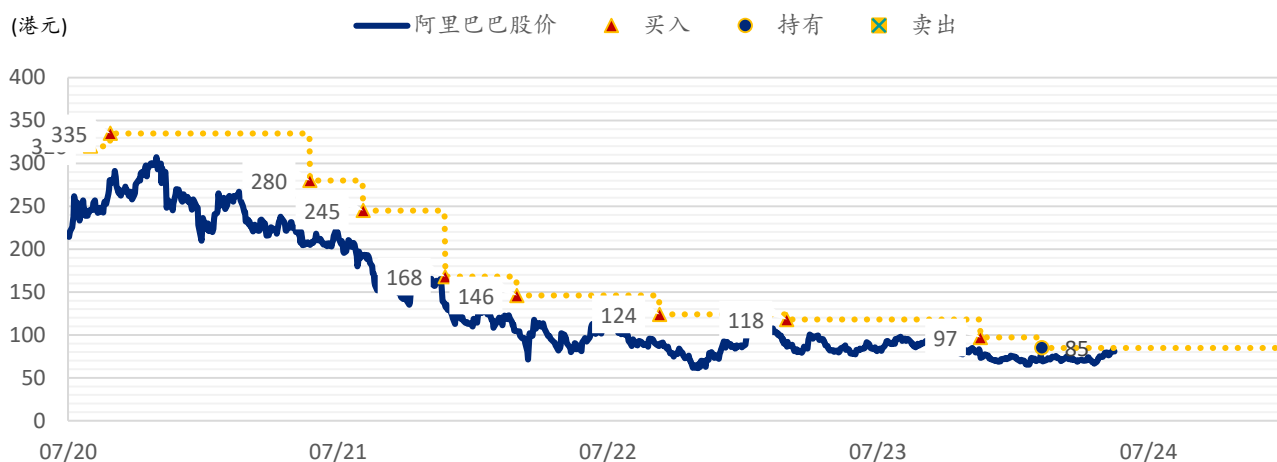
主要财务比率

	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	18.9%	1.8%	8.3%	7.1%	7.6%
毛利增速	5.9%	1.7%	11.2%	2.8%	8.4%
经营利润增速	-22.3%	44.1%	13.0%	19.9%	9.3%
净利润增速	-67.1%	39.3%	8.8%	52.5%	9.3%
调整后净利润增速	-20.7%	3.7%	11.4%	-6.8%	8.9%
盈利能力比率					
毛利率	36.8%	36.7%	37.7%	36.2%	36.5%
经营利润率	8.2%	11.6%	12.0%	13.5%	13.7%
净利率	5.5%	7.5%	7.6%	10.8%	11.0%
调整后净利率	16.0%	16.3%	16.7%	14.6%	14.7%
每股指标 (元)					
基本EPS	2.9	3.5	4.0	5.8	6.3
摊薄EPS	2.8	3.4	4.0	5.7	6.3
调整后EPS	6.3	6.7	7.9	7.3	8.0
每股指标增速					
基本EPS增速	-58.7%	20.3%	16.7%	43.9%	0.0%
摊薄EPS增速	-58.4%	20.8%	16.2%	43.9%	0.0%
调整后EPS增速	-20.0%	7.0%	17.7%	-6.8%	0.0%
估值 (倍)					
调整后目标P/E			10.0	10.7	9.9
目标P/S			1.7	1.5	1.4
目标P/B			2.4	2.2	2.1

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 阿里巴巴 (9988.HK) — 港股



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 阿里巴巴 (BABA.US) — 美股



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	82.65	持有	85.00	16/5/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	80.99	持有	87.00	16/5/2024	电商
9618 HK Equity	京东	129.10	持有	103.00	7/3/2024	电商
JD US Equity	京东	33.62	持有	26.00	7/3/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	141.30	买入	163.00	21/3/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.60	持有	19.00	2/4/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	26.95	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.82	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.10	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	381.80	买入	460.00	16/5/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	98.76	买入	133.00	1/3/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	157.00	买入	207.00	1/3/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	120.20	买入	98.00	8/3/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	15.84	买入	12.50	8/3/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	12.54	买入	15.00	2/4/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	18.28	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.37	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.98	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	5.58	持有	4.40	2/4/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	9.91	持有	6.30	2/4/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	121.90	持有	94.00	25/3/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	57.50	买入	66.00	21/3/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	22.10	买入	24.00	9/4/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.78	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	26.75	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	11.44	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	9.16	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.86	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.10	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	68.64	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏
U US Equity	Unity	22.38	买入	31.00	10/5/2024	软件

注: 股价截至 2024 年 5 月 15 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

