

公司研究

出海业务表现亮眼，增加 250 亿美元回购计划

——阿里巴巴-SW (9988.HK) 2024 财年三季报点评

要点

公司 1-3QFY2024 营收同增 8.90%，归属于普通股股东净利润同增 56.09%

2月7日，公司公布2024财年三季报：1-3QFY2024实现营业收入7192.94亿元，同比增长8.90%，实现归属于普通股股东净利润764.71亿元，同比增长56.09%，对应摊薄EPS为3.72元，实现非公认会计准则净利润1330.61亿元，同比增长16.72%。

单季度拆分来看，3QFY2024实现营业收入2603.48亿元，同比增长5.08%，实现归属于普通股股东净利润144.33亿元，同比减少69.17%，对应摊薄EPS为0.71元，实现非公认会计准则净利润479.51亿元，同比减少3.97%。

公司 1-3QFY2024 综合毛利率上升 1.28pct，期间费用率下降 1.46 pct

1-3QFY2024公司综合毛利率为39.08%，同比上升1.28个百分点。单季度拆分来看，3QFY2024公司综合毛利率为40.00%，同比上升0.54个百分点。

1-3QFY2024公司期间费用率为22.00%，同比下降1.46个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为12.00%/3.89%/0.80%/5.31%，同比分别变化+0.10/-0.56/+0.17/-1.18个百分点。3QFY2024公司期间费用率为23.30%，同比上升0.69个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为12.98%/4.33%/0.82%/5.18%，同比分别变化+0.61/+0.16/+0.19/-0.28个百分点。

增加 250 亿美元回购，有效期至 2027 年 3 月底。

3QFY2024公司以29亿美元回购总计2.927亿股普通股，2023年公司以95亿美元回购总计8.979亿股普通股。截至2023年12月31日，公司流通的普通股为200亿股。公司董事会批准将股份回购计划增加250亿美元，有效期至2027年3月底。上调规模后，未来三个财年公司仍有353亿美元股份回购额度。

下调盈利预测，维持“买入”评级

公司3QFY2024利润表现低于我们此前预期，一方面是由于高鑫零售的无形资产减值、优酷的商誉减值和投资亏损等；另一方面是由于公司国际数字商业集团投入力度提升，导致其经营利润率同比下降。鉴于出海业务仍处于发展期，投入力度或将持续，且公司投资损益仍有一定不确定性，我们下调对公司FY2024/FY2025/FY2026归属于普通股股东净利润的预测24%/13%/14%至950.91/1192.59/1290.20亿元。公司以淘天集团和云智能集团为核心，出海业务发展较为迅速，回购计划彰显公司信心，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)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入 (百万)	853,062	868,687	943,707	1,018,493	1,088,367
营业收入增长率 (%)	18.93%	1.83%	8.64%	7.92%	6.86%
归属普通股股东净利润 (百万)	62,249	72,783	95,091	119,259	129,020
归属普通股股东净利润增速 (%)	-58.66%	16.92%	30.65%	25.42%	8.18%
非公认会计准则净利润 (百万)	136,388	141,379	163,665	184,505	197,924
非公认会计准则净利润增速 (%)	-20.70%	3.66%	15.76%	12.73%	7.27%

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，本文如不特殊说明，元均指人民币，股价时间2024-02-07

买入 (维持)

当前价：74.90 港元

作者

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebsecn.com

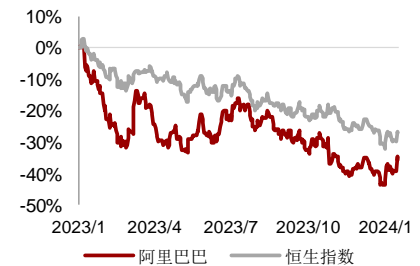
分析师：田然

执业证书编号：S0930523050001
021-52523799
tianran@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	203.74
总市值(亿港元)	15,260.30
一年最低/最高(港元)	64.6/77.05
近3月换手率	20.43%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.28	-0.93	-4.04
绝对	4.54	-9.92	-28.53

资料来源：Wind

相关研报

明确各业务集团发展战略，提出第一批战略级创新业务——阿里巴巴-SW (9988.HK) 2024 财年二季报点评 (2023-11-16)

开启新组织治理架构，核心业务回暖势头良好——阿里巴巴-SW (9988.HK) 2024 财年一季报点评 (2023-08-11)

张勇即将卸任，云智能集团分拆工作启动——阿里巴巴-SW (9988.HK) 主席与首席执行官继任计划点评 (2023-06-20)

分部业绩回顾

淘天集团：3QFY2024 淘天集团 GMV、交易买家数和订单量均实现同比正增长，平均订单金额同比有所下滑；其中，受益于“双十一”大促活动，3QFY2024 后半段订单量实现同比双位数增长。3QFY2024 淘天集团平台商家数实现同比双位数增长，同时，88VIP 会员数量超过 3,200 万，实现同比双位数增长。

云智能集团：3QFY2024 云智能集团通过减少利润率较低的项目式合约类收入，提升盈利能力。同时，公共云产品及服务收入稳健提升，进一步带动云智能集团盈利能力的提升。技术方面，自主研发产品及技术亮点包括：1) 弹性计算：2024 年 1 月，阿里云公布最新通用计算实例 ECS g8i，整体效能和人工智能（AI）推理能力显著提升。2) 数据库：在 Gartner 2023 年《云数据库管理系统魔力象限》报告中，阿里云连续四年蝉联领导者地位。

国际数字商业集团：3QFY2024 国际数字商业集团（AIDC）零售商业整体订单量同比增长约 24%，1) 速卖通受益于 Choice 业务，订单量同比增速超过 60%，2024 年 1 月，Choice 订单量约占速卖通总订单量的 50%；2) Lazada 通过提升变现率，降低物流成本，每单亏损实现同比收窄；3) Trendyol 订单量实现同比双位数增长，业务扩展至中东地区。

菜鸟集团：3QFY2024 菜鸟集团进一步拓展全球 5 日达物流服务的范围，3QFY2024 新增两个国家。全球 5 日达优质物流服务的订单量环比实现三位数增长。

本地生活集团：3QFY2024 本地生活集团订单量同比增速超过 20%，2023 年本地生活集团年度活跃消费者数量超过 3.9 亿。3QFY2024，本地生活集团亏损同比收窄。

大文娱集团：3QFY2024 阿里影业旗下子公司大麦为中国几乎所有大型演唱会提供服务，阿里影业电影分部参与制作及宣发的电影票房，占中国总票房比例超过 50%。

表 1：公司 3QFY2024 分业务情况

	淘天集团	云智能集团	国际数字商业集团	菜鸟集团	本地生活服务集团	大文娱集团	其他
收入 (百万元)	129,070	28066	28,516	28476	15,160	5040	47,023
收入同比增长 (%)	1.58%	2.57%	43.85%	23.69%	13.16%	18.28%	-6.58%
经调整 EBITA (百万元)	59,930	2364	-3,146	961	-2,068	-517	-3,172
经调整 EBITA 率 (%)	46.43%	8.42%	-11.03%	3.37%	-13.64%	-10.26%	-6.75%
经调整 EBITA 率同比变动 (pct)	-0.19	3.79	-7.78	3.43	8.18	-1.08	-3.37

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，其中其他业务包括高鑫零售、盒马、阿里健康、灵犀互娱、银泰、智能信息（主要包括 UC 优视和夸克业务）、飞猪、钉钉（此前于云智能集团分部汇报）和其他业务。

表 2：公司 1-3QFY2024 分业务情况

	淘天集团	云智能集团	国际数字商业集团	菜鸟集团	本地生活服务集团	大文娱集团	其他
收入 (百万元)	341,677	80779	75,150	74463	45,174	16200	140,873
收入同比增长 (%)	5.68%	2.57%	45.66%	27.08%	19.16%	20.40%	-2.04%
经调整 EBITA (百万元)	156,326	4689	-3,950	2744	-6,614	-655	-6,342
经调整 EBITA 率 (%)	45.75%	5.80%	-5.26%	3.69%	-14.64%	-4.04%	-4.50%
经调整 EBITA 率同比变动 (pct)	-0.67	1.85	0.12	3.81	9.32	8.29	0.74

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，其中其他业务包括高鑫零售、盒马、阿里健康、灵犀互娱、银泰、智能信息（主要包括 UC 优视和夸克业务）、飞猪、钉钉（此前于云智能集团分部汇报）和其他业务。

表 3: 公司 3QFY2024 归属于普通股股东净利润同比减少 69.17%

	归属于普通股股东净利润 (百万元)	归属于普通股股东净利润同比增速 (%)	非公认会计准则净利润 (百万元)	非公认会计准则净利润同比增速 (%)
2QFY2022	5367.00	-81.34	28524.00	-39.42
3QFY2022	27692.00	-65.14	44624.00	-24.63
4QFY2022	-16241.00	NA	19799.00	-24.48
1QFY2023	22739.00	-49.63	30252.00	-30.36
2QFY2023	-20561.00	NA	33820.00	18.57
3QFY2023	46815.00	69.06	49932.00	11.89
4QFY2023	23516.00	NA	27375.00	38.26
1QFY2024	34332.00	50.98	44922.00	48.49
2QFY2024	27706.00	NA	40188.00	18.83
3QFY2024	14433.00	-69.17	47951.00	-3.97
TTM	99987.00	205.29	160436.00	19.90

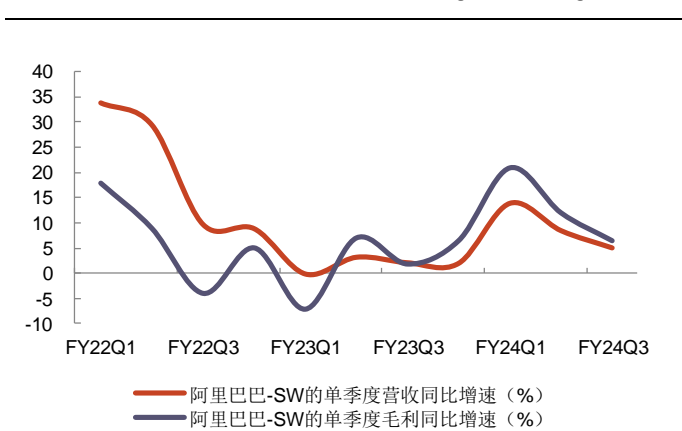
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 4: 公司 3QFY2024 净利率较上年同期下降 13.35 个百分点

	营业收入 (百万元)	营业收入同比增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
2QFY2022	200690.00	29.43	35.35	-6.64	27.05	2.67	-15.88
3QFY2022	242580.00	9.72	39.54	-5.61	25.58	11.42	-24.51
4QFY2022	204052.00	8.89	31.91	-1.15	22.91	-7.96	-5.04
1QFY2023	205555.00	-0.09	36.92	-2.76	24.06	11.06	-10.88
2QFY2023	207176.00	3.23	36.67	1.32	23.89	-9.92	-12.60
3QFY2023	247756.00	2.13	39.45	-0.09	22.61	18.90	7.48
4QFY2023	208200.00	2.03	33.32	1.42	25.64	11.29	19.25
1QFY2024	234156.00	13.91	39.21	2.29	19.90	14.66	3.60
2QFY2024	224790.00	8.50	37.87	1.20	22.67	12.33	22.25
3QFY2024	260348.00	5.08	40.00	0.54	23.30	5.54	-13.35
TTM	927494.00	7.28	37.78	1.38	22.81	10.78	6.99

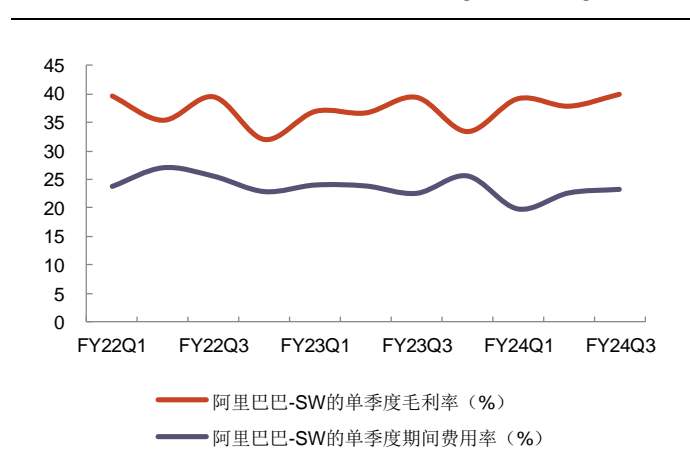
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 1: 公司单季度营收和毛利同比增速 (1QFY2022-3QFY2024)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (1QFY2022-3QFY2024)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	853,062	868,687	943,707	1,018,493	1,088,367
营业成本	549,695	575,662	621,281	663,904	702,813
营业毛利	303,367	293,025	322,426	354,589	385,554
产品开发费用	55,465	56,744	50,016	53,980	57,683
销售费用	119,799	103,496	111,357	120,182	128,427
一般及行政开支	31,922	42,183	35,861	38,703	41,358
经营利润	69,638	100,351	139,290	174,347	186,994
利息收入和投资净收益	-15,702	-11,071	-8,107	-6,767	-5,077
利息费用	4,909	5,918	8,395	9,235	10,158
其他净收支	10,523	5,823	0	0	0
利润总额	59,550	89,185	122,788	158,346	171,759
所得税	26,815	15,549	30,697	39,586	42,940
净利润	47,079	65,573	92,091	118,759	128,820
少数股东及夹层损益	-15,170	-7,210	-3,000	-500	-200
归属普通股股东净利润	62,249	72,783	95,091	119,259	129,020
EPS(元, GAAP)	2.93	3.42	4.67	5.85	6.33

现金流量表 (百万元)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	142,759	199,752	213,137	206,505	212,698
净利润	47,079	65,573	95,091	119,259	129,020
折旧及摊销	48,065	46,938	56,632	62,857	69,267
股权激励费用	23,971	30,831	27,401	29,116	28,259
投资活动产生现金流	-198,592	-135,506	-110,010	-119,836	-129,901
短期投资净购买	-106,984	-61,086	-32,649	-35,914	-39,506
购买物业及设备	-53,324	-34,352	-56,622	-61,110	-65,302
融资活动现金流	-64,449	-65,619	69,066	24,485	26,854
银行借款所得款项	9,427	22,790	9,181	6,867	7,554
发行无担保票据所得款项	0	0	58,366	16,023	17,625
净现金流	-129,116	2,157	172,194	111,155	109,652

主要指标

盈利能力 (%)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
毛利率	36.76%	36.72%	39.00%	39.00%	39.00%
EBITA 率	15.29%	16.97%	19.06%	21.32%	21.05%
税前净利润率	6.98%	10.27%	13.01%	15.55%	15.78%
归母净利润率	7.30%	8.38%	10.08%	11.71%	11.85%
ROA	3.66%	4.21%	5.02%	5.56%	5.45%
ROE (摊薄)	6.53%	7.33%	8.57%	9.49%	9.12%

偿债能力	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
资产负债率	36%	36%	39%	38%	37%
流动比率	1.66	1.81	1.93	2.08	2.24
速动比率	1.16	1.35	1.50	1.65	1.81

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
总资产	1,695,553	1,753,044	2,034,399	2,254,313	2,479,476
现金及现金等价物	189,898	193,086	365,280	476,435	586,086
受限制现金及应收托管	37,455	36,424	40,066	44,073	48,480
短期投资	256,514	326,492	359,141	395,055	434,561
预付款项、应收款项及其他	145,995	137,072	160,430	173,144	185,022
股权投资及其他投资	8,673	4,892	6,783	5,837	6,310
流动资产合计	638,535	697,966	931,700	1,094,544	1,260,460
权益法核算的投资	219,642	207,380	228,118	250,930	276,023
物业及设备	171,806	176,031	172,208	165,758	156,048
无形资产	59,231	46,913	50,726	55,429	61,174
商誉	269,581	268,091	268,091	268,091	268,091
其他非流动资产	336,758	356,663	383,556	419,561	457,680
非流动资产合计	1,057,018	1,055,078	1,102,699	1,159,769	1,219,016
总负债	613,360	630,123	788,987	860,525	928,409
应付所得税	21,753	12,543	24,558	31,669	34,352
预提费用、应付款项及其他	271,460	275,950	339,735	366,658	391,812
递延收入及客户预付款	66,983	71,295	75,497	81,479	87,069
其他流动负债	23,588	25,563	44,031	47,022	50,176
流动负债合计	383,784	385,351	483,820	526,828	563,409
长期银行借款	38,244	52,023	57,225	62,948	69,243
递延收入	3,490	3,560	3,916	3,916	3,916
其他非流动负债	187,842	189,189	244,025	266,833	291,841
非流动负债合计	229,576	244,772	305,167	333,697	365,000
股东权益及夹层股本权益	1,082,193	1,122,921	1,245,413	1,393,788	1,551,066
资本公积	410,506	416,880	444,281	473,397	501,656
法定储备	9,839	12,977	13,714	14,664	15,694
归属母公司权益	948,479	989,657	1,109,149	1,257,024	1,414,102
夹层股本权益	9,655	9,858	9,858	9,858	9,858

费用率	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
销售及营销开支	15.00%	12.00%	11.80%	11.80%	11.80%
研发开支	5.03%	4.40%	3.80%	3.80%	3.80%
一般及行政开支	6.50%	6.50%	5.30%	5.30%	5.30%

每股指标 (元)	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
每股经营现金流	6.6	9.4	10.5	10.1	10.4
每股净资产	17.5	15.5	13.1	11.7	12.0
EPS	2.93	3.42	4.67	5.85	6.33

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
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP