

## 阿里巴巴集团(9988.HK) IPO 简评

### 电子商务巨头，全球最大的网上贸易市场

阿里巴巴集团(9988.HK)为全球最大的网上贸易市场，电子商务行业巨头。短中期来看：I. 公司核心零售业务增速稳健，云业务增长迅猛；III. 新零售布局初显成效，数字化转型业内标杆；III. 按公司招股价，估值合理。建议投资者可将阿里巴巴纳入观察范围。

**阿里巴巴集团简介：**阿里巴巴集团(简称：阿里巴巴)为全球最大的网上贸易市场，电子商务行业巨头。2014年9月19日，阿里巴巴集团在纽约证券交易所正式挂牌上市，股票代码“BABA”。根据市场报告，截至2020财年第二季度，阿里巴巴中国零售市场移动月活跃用户达7.85亿；年度活跃消费者6.93亿。阿里巴巴已成为一个涵盖消费者、商家、品牌、零售商、第三方服务提供商、战略合作伙伴及其他企业的数字经济体平台和服务商。

**阿里巴巴商业模式：**阿里巴巴集团创立于1999年。业务模式，包括：

- I. **核心电商业务：**该业务分为国内零售、国内批发、国际零售、国际批发、菜鸟网络 and 客户服务六个部分。其核心商务业务为集团收入的主要来源，截至2020财年第二季度，阿里巴巴核心商业零售业务收入为1012.20亿元(人民币,下同)，占总营收的85%，同比增长40%。
- II. **云计算业务：**目前，阿里云在亚太市场坐稳头把交椅，在全球市场坐三望二，值得注意的是本季度阿里云取得营收92.91亿元，在总营收中占比8%；同比增长64%。并且领先亚马逊AWS 35%及微软Azure 59%的增速。
- III. **数字媒体和娱乐业务：**随着阿里完成大文娱的整合，文娱板块和核心商业板块的协同效应正在慢慢体现，本季度文娱板块亏损率由35%收窄至30%。可见阿里的严控内容成本，重内容自制、用户体验和付费增长的调整有所成效。
- IV. **创新项目及技术发展：**在创新业务中最具代表性的就是蚂蚁金服，目前旗下有支付宝、蚂蚁财富、芝麻信用、网商银行及蚂蚁金融云五个主体。

**估值及建议：**目前，根据市场估值，我们假设阿里巴巴在香港上市之后溢价15%，按照目前阿里巴巴市值4,772.6亿美元计算，目标价格204.5港元，对应19年和20年预测市盈率分别为28.6x和24.7x，公司估值合理。短中期来看：I. 公司核心零售业务增速稳健，云业务增长迅猛；III. 新零售布局初显成效，数字化转型业内标杆；III. 按公司招股价，估值合理。建议投资者可将阿里巴巴纳入观察范围。

全球发售总股数	5.75 亿股
每股招股价上限 (港元)	188
预计集资额 (亿港元)	1,076
目前市值 (亿港元)	37,395

单一项目评分： (0-2分) 综合得分(10分为满)

公司商业模式：	2	<b>9</b>
公司成长性：	1.5	
估值水平：	1.5	
行业前景：	2	
市场情绪：	2	

### 主要上市资料

每手买卖股数：	100 股
联席保荐人：	中金公司 / 瑞士信贷
主要股东：	软银: 25.8%/马云: 6.1%/蔡崇信: 2.0%/其他高管: 0.9%
公司成立日期：	1999 年
申请时间：	2019 年 11 月 15 至 20 日
定价日期：	2019 年 11 月 20 日
公布分配日期：	2019 年 11 月 25 日
上市日期：	2019 年 11 月 26 日

资料来源: 上市公司, 国泰君安国际

### 策略员

Tony Li(李恒钊)  
 (852) 2509 2194  
 tony.li@gtjas.com.hk

David Yuen(阮家洛)  
 (852) 2509 2631  
 David.yuen@gtjas.com.hk

## 阿里巴巴与港股再续前缘

**阿里在港上市历程：**阿里巴巴和港股的缘分可以追溯到2007年，当时阿里巴巴以B2B业务为主体，在港交所上市，筹得资金116亿港元，成为港股股王的同时也把其他互联网行业竞争对手甩在身后。但于2012年以每股13.5港元的发行价进行私有化，悄然退市。在2013年决定整体上市时，因为“同股不同权”的制度原因，不得不放弃香港上市，转投美国市场。

在港股改革扫清障碍之后，阿里巴巴决定履行诺言，再次登上港股舞台。此次阿里巴巴计划通过全球发售包括5亿股普通股，以及额外发行最多15%或7500万股超额配售权，即最多发售5.75亿股，并在香港联合交易所主板上市。联席保荐人为中金公司和瑞士信贷。阿里巴巴的美国存托股将继续在纽交所上市并交易，每一份美国存托股相当于八股普通股。上市之后，阿里巴巴集团香港上市股份与纽交所上市的美存托股将可相互置换。最终公开零售发售价将为最终国际发售价和最高公开零售发售价（每股发售股份 188.00 港元）的较低者。按每手100股，入场费18,989.45元。

### 主要竞争优势：

■ **核心零售业务：**阿里巴巴的招股书显示，2019年财年公司共实现收入3768.44亿元，实现净利润802.34亿元。其中，核心商业业务2019财年共实现收入3234亿元，占总营收比例为85.82%。在刚刚公布的2020财年第二季度财报披露中，阿里巴巴核心商业零售业务收入为1012.20亿元，占总营收的85%，同比增长40%。其中，以盒马、天猫超市、进口业务及银泰为主要组成的新零售业务数据亮眼，在本季度取得收入182.1亿元人民币，同比大增125%。

■ **阿里云助力新零售腾飞：**阿里云服务超过59%的中国上市公司，其中包括但不局限于政务、游戏、金融、电商、移动、医疗、多媒体、物联网、O2O等行业。

十年磨一剑，阿里云从蹒跚学步到展翅高飞整整用了十年时间。在Gartner发布的最近报告里，阿里云坐三望二，增长速度接近翻倍，势头迅猛。在刚刚过去的双十一购物狂欢节，天猫又创下2684亿元交易额的历史新纪录，其背后阿里云的支持功不可没。马云也提到，双十一其实不是阿里巴巴的成功，对阿里来说只是一个技术的测试。看似轻描淡写的一句话，实则是对阿里云十年发展的最高肯定，在如此高强度高峰值的操作下，淘宝竟没有出现任何漏洞。此次双十一，天猫和阿里云都交出了满分答卷。

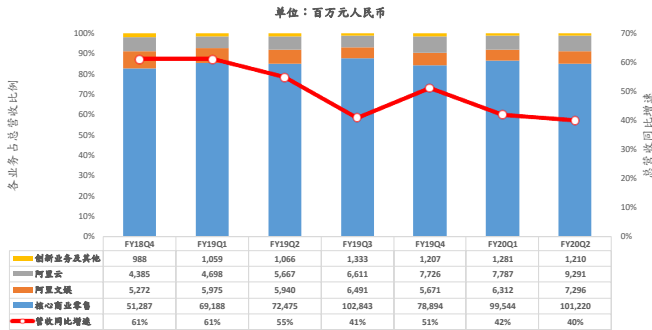
■ **阿里新掌门的新愿景，新目标：**2019年9月10日，在阿里巴巴成立20周年之际，马云正式卸任董事局主席，CEO张勇接任掌门之位。张勇在阿里巴巴2019投资者年会上称，阿里对2020全年营收预期保持不变，仍然剑指5000亿人民币的营收目标。未来五年，阿里的重要目标服务全球超过10亿消费者，服务超过10万亿元以上的消费规模。到2036年，阿里的目标是创造1000万个工作岗位，服务超过20亿消费者。为了达成此目标，张勇特别强调了阿里的三大战略，全球化、内需、大数据和云计算。在见证阿里成长的同时，我们也在见证奇迹的发生。

## 港股交易参考

**财务状况**：17年/18年/19年(财年)，阿里巴巴的总收入分别为1,582.7亿元/2,502.6亿元/3,768.4亿元(人民币，下同)；2020财年第二财季为1190.2亿元，同比增长40%。17年/18年/19年，阿里巴巴经营利润分别为481亿元/693亿元/571亿元。利润方面：17年/18年/19年，阿里巴巴的净利润分别为436.8元/639.9亿元/876亿元。2020财年第二财季Non-GAAP净利润327.5亿元，同比增长40%。

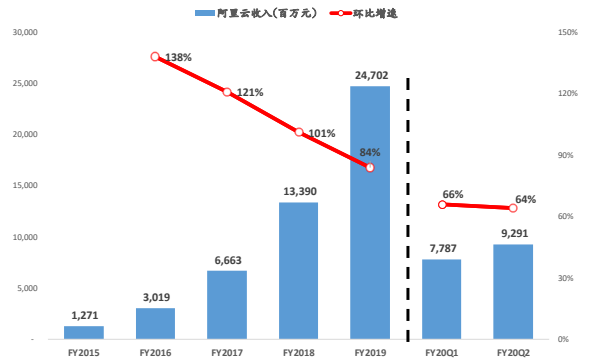
**上市所得款项用途**：阿里巴巴招股价格上限为188港元，上市集资规模最多约1076亿港元。阿里巴巴上市集资后用途如下：此次募资将用于继续在数字经济体中拓展并提供广泛的产品和服务，同时助力企业实现数字化转型，提升运营效率，包括继续实施新零售业务。并将持续在云计算技术、供应链管理系统和营销系统进行投入等。

圖表 1：阿里各業務營收占比及總營收增速



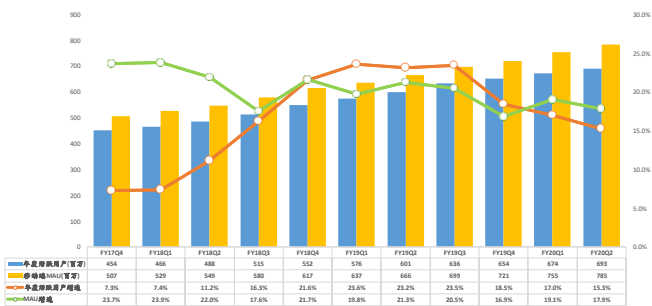
資料來源：上市公司，國泰君安國際

圖表 2：阿里雲營收



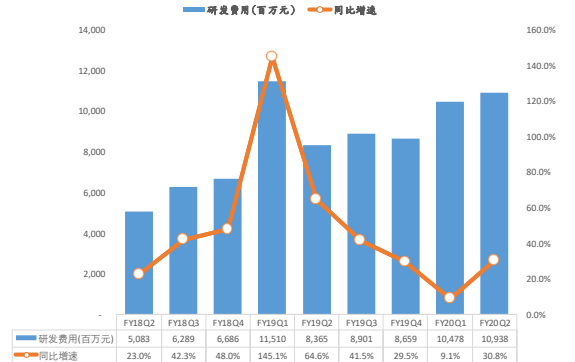
資料來源：上市公司，國泰君安國際

圖表 3：2020 財年二財季，MAU 及年化活躍用戶數



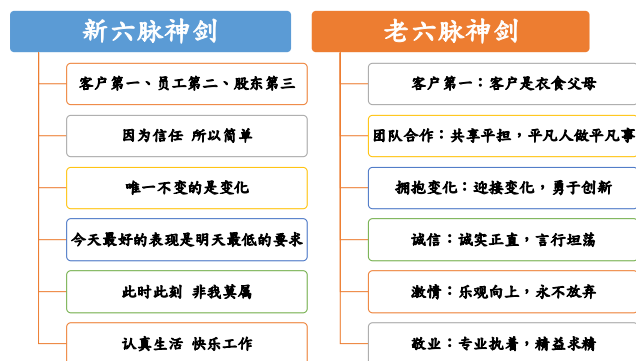
資料來源：上市公司，國泰君安國際

圖表 4：2020 財年二財季，研發費用及同比增速



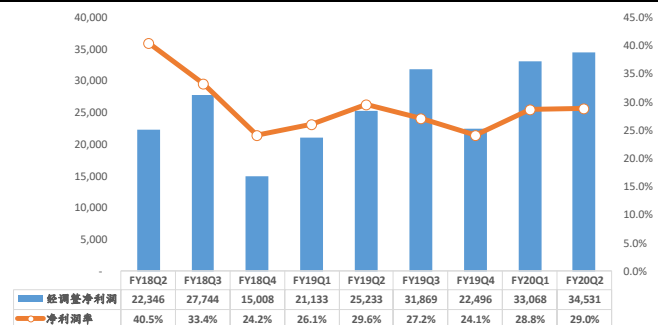
資料來源：上市公司，國泰君安國際

圖表 5：新老六脈神劍



資料來源：上市公司，國泰君安國際

圖表 6：經調整歸屬股東淨利潤及淨利潤率



資料來源：上市公司，國泰君安國際

圖表 7：阿里巴巴業務分布



資料來源：上市公司，國泰君安國際

圖表 8：同業估值比較

	市值 (USDm)	流通股 所占 比例 (%)	收市價 (USD)	52周 股價 區間 (示意圖)	市場 平均 目標價 (USD)	潛在 上升 空間 (%)	年初至今 股價 走勢 (%)	3個月 日均 成交額 (USDm)	3個月 日均 換手率 (%)	每股盈利增長		市盈率		市淨率		市銷率		股息率		ROE		收入增長		貝塔值
										18F (%)	19F (%)	18F (倍)	19F (倍)	18F (倍)	19F (倍)	18F (倍)	19F (倍)	18F (%)	19F (%)	18F (%)	19F (%)	18F (%)	19F (%)	
阿里巴巴集團控股有限公司	BABA US	477,263	NA	182.8	224.9	23.0	6.0	2,347	0.49	13.8	35.8	35.8	25.4	7.1	5.5	9.6	6.8	0.0	0.0	20.3	21.4	53.6	35.2	1.04
拼多多	PDD US	48,029	NA	41.3	40.3	(2.5)	NA	258	0.54	NM	NM	NA	NA	17.1	22.2	25.7	11.1	0.0	0.0	-56.6	-25.5	668.2	117.8	1.27
京東	JD US	48,810	NA	33.6	36.1	7.6	(19.0)	331	0.68	(29.6)	159.3	100.2	36.3	5.7	4.6	0.7	0.6	0.0	0.0	-4.5	11.1	30.2	14.8	1.10
唯品會控股有限公司	VIPS US	8,061	NA	12.1	12.5	3.6	2.8	58	0.72	(16.1)	50.1	21.3	13.4	3.3	2.6	0.7	0.6	0.0	0.0	13.5	19.0	18.4	1.4	1.45
騰訊控股	700 hk	390,441	60.1	40.9	52.3	28.0	(21.0)	657	0.17	19.5	15.1	35.4	28.9	8.4	6.5	8.8	7.2	0.3	0.4	27.2	25.1	34.3	13.9	1.26
簡單平均						7.9	(3.4)	748.6	0.6	(10.6)	81.7	52.4	25.0	8.3	8.7	9.2	4.8	0.0	0.0	(6.8)	6.5	192.6	42.3	1.2
市值加權						19.4	3.4	1973.8	0.5	8.6	43.4	38.1	24.0	7.8	6.7	10.1	6.6	0.0	0.0	11.8	16.6	101.9	39.8	1.1
中位數						5.6	2.8	294.5	0.6	(16.1)	50.1	35.8	25.4	6.4	5.1	5.2	3.7	0.0	0.0	4.5	15.1	41.9	25.0	1.2

資料來源：Bloomberg，國泰君安國際

**投資諮詢部 Investment Strategy**

李明權	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk	
黃博	Victor Bo Huang	victor.huang@gtjas.com.hk	(852) 25092621
王昕媛	Kate Wang	kate.wang@gtjas.com.hk	(852) 25092623
阮家洛	David Yuen	david.yuen@gtjas.com.hk	(852) 25092631
吳效宇	Shawn Wu	shawn.wu@gtjas.com.hk	(852) 25095323
曾新芑	Xinyuan Zeng	xinyuan.zeng@gtjas.com.hk	(852) 25095695
趙欣玥	Sherry Zhao	sherry.zhao@gtjas.com.hk	(852) 25095443
李恒釗	Tony Li	tony.li@gtjas.com.hk	(852) 25095194
王以恒	Alex Wang	<a href="mailto:alex.wang@gtjas.com.hk">alex.wang@gtjas.com.hk</a>	(852) 25095470

**研究部 Research**

劉谷	Grace Liu	liugu@gtjas.com	(86755) 23976698
潘凌蕾	Penny Pan	penny.pan@gtjas.com.hk	(852) 25092632

**私人客戶銷售 Private Client Sales**

李明權	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk			
戚竹娜	Emmy Chik	emmy.chik@gtjas.com.hk	呂鴻極	Dick Lui	dick.lui@gtjas.com.hk
林達誠	Donald Lam	donald.lam@gtjas.com.hk			
呂露	Lv Lu	lvlu@gtjas.com	王剛	Wang Gang	wanggang101@gtjas.com
吳洪健	Wu Hongjian	wuhongjian@gtjas.com	沈悅	Shen Yue	shenyue@gtjas.com

**客戶服務部 Customer Services**

楊曦	Yang Xi	yangxi@gtjas.com	虞珺斐	Liz Yu	liz.yu@gtjas.com.hk
郭琦	Guo Qi	guoqi@gtjas.com			

**理財業務 Financial Services**

黃沛源	Bryan Wong	bryan.wong@gtjas.com.hk
-----	------------	-------------------------

**機構銷售 Institutional Business**

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk
-----	------------	-------------------------

**期貨業務 Futures Brokerage**

陳家驊	Calvin Chan	calvin.chan@gtjas.com.hk	黎啟雄	Terry Lai	terry.lai@gtjas.com.hk
吳雪雯	Icy Ng	icy.ng@gtjas.com.hk			

**外匯業務 FX Business**

楊子峰	Tony Yeung	tony.yeung@gtjas.com.hk
-----	------------	-------------------------

**企業融資 Corporate Finance**

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk	邱迪怡	Deirdre Yau	deirdre.yau@gtjas.com.hk
黃嘉賢	Anthony Wong	anthony.wong@gtjas.com.hk	羅廣信	Wilson Lo	wilson.lo@gtjas.com.hk

**資本市場 Equity Capital Markets**

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk	陳麗娥	Olivia Chan	olivia.chan@gtjas.com.hk
張穎思	Cecilia Cheung	cecilia.cheung@gtjas.com.hk			

**固定收益 Fixed Income**

雷強	Lei Qiang	qiang.lei@gtjas.com.hk	陳怡吟	Sophia Chen	sophia.chen@gtjas.com.hk
蔣小燕	Flora Jiang	flora.jiang@gtjas.com.hk			

**資產管理 Asset Management**

趙少洪	Simon Chiu	simon.chiu@gtjas.com.hk	潘繼宗	Franklin Poon	Franklin.poon@gtjas.com.hk
-----	------------	-------------------------	-----	---------------	----------------------------

### 利益披露事項

- (1) 分析員或其有聯系者並未擔任本報告所評論的上市法團的高級人員。
- (2) 分析員或其有聯系者並未持有本報告所評論的上市法團的任何財務權益。
- (3) 除佳兆業集團(01638.HK)、國泰君安國際(01788.HK)、甘肅銀行(02139.HK)、濱海投資(02886.HK)、西安海天天(08227.HK)、價值中國A股(03095.HK)、華夏港股通小型股(03157.HK)、南方MSCI-R (CNY)(83149.HK)、中梁控股(02772.HK)、晉商銀行(02558.HK)、錦欣生殖(01951.HK)、中國天保集團(01427.HK)外，國泰君安國際或其集團公司並未持有本報告所評論的發行人的市場資本值的1%或以上的財務權益。
- (4) 國泰君安國際或其集團公司在現在或過去12個月內有與本報告所評論的華南城(01668.HK)、星美控股(00198.HK)、北京汽車-H股(01958.HK)、中國燃氣(00384.HK)、融信中國(03301.HK)、協眾國際控股(03663.HK)、當代置業(01107.HK)、中國建築國際(03311.HK)、中國奧園(03883.HK)、寶龍地產(01238.HK)、東江環保-H股(00895.HK)、國美零售(00493.HK)、同程藝龍(0780.HK)、彩生活(1778.HK)、香港中旅(0308.HK)、中國旭陽集團(01907.HK)、綠城中國(03900.HK)、美團点评-W(03690.HK)、小米集團(1810.HK)、中國光大綠色環保(01257.HK)、徽商銀行-H股(03698.HK)存在投資銀行業務的關係。

### 免責聲明

本報告內容既不代表國泰君安證券(香港)有限公司(“國泰君安國際”)的推薦意見也並不構成所涉及的個別股票的買賣或交易之要約。國泰君安國際或其集團公司有可能與本報告涉及的公司洽談投資銀行業務或其它業務(例如:配售代理、牽頭經辦人、保薦人、包銷商或從事自營投資於該股票)。

國泰君安國際的銷售員、交易員和其它專業人員可能會向國泰君安國際的客戶提供與本研究部中的觀點截然相反的口头或書面市場評論或交易策略。國泰君安國際集團的資產管理部和投資業務部可能會做出與本報告的推薦或表達的意見不一致的投資決策。

報告中的資料力求準確可靠，但國泰君安國際並不對該等數據的準確性和完整性作出任何承諾。報告中可能存在的一些基於對未來政治和經濟的某些主觀假定和判斷而做出預見性陳述，因此可能具有不確定性。投資者應明白及理解投資證券及投資產品之目的，及當中的風險。在決定投資前，如有需要，投資者務必向其各自專業人士諮詢並謹慎抉擇。

本報告並非針對或意圖向任何屬於任何管轄範圍的市民或居民或身處於任何管轄範圍的人士或實體發布或供其使用，而此等發布、公布、可供使用情況或使用會違反適用的法律或規例，或會令國泰君安國際或其集團公司在該等管轄範圍內受制於任何註冊或領牌規定。

© 2018 國泰君安證券(香港)有限公司 版權所有。不得翻印

香港中環皇后大道中181號新紀元廣場低座27樓

電話(852) 2509-9118 傳真(852) 2509-7793

網址: [www.gtja.com.hk](http://www.gtja.com.hk)