阿里巴巴 (BABA US)

FY1Q20业绩因盈利能力提升超出预期

- **20财年一季度收入/非GAAP净利润超出市场预期3%/22%**
- **本地生活服务/数字媒体和娱乐业务亏损减少，利润率改善**
- **维持买入评级，目标价下调至218美元**

核心电商符合预期，新零售/物流业务表现超出我们预期

阿里巴巴在20年财年一季度录得亮眼业绩，**收入**超出市场预期3%，而**非GAAP净利润**则超出市场预期22%。收入同比增长42%（上一季度为51%），达1,150亿元人民币，其中**核心电商**基本符合我们的预期，并在一季度录得同比44%的增长（上一季度同比增长54%）。得益于618促销季的强劲表现，天猫实物商品GMV同比增长34%。**广告收入/佣金收入**同比增长27%/23%，而上一季度同比增长31%/30%，均低于我们的预期，原因是：1)天猫超市的自营业务比重提升，2)广告变现率较低的下沉市场GMV占比提高。**盒马鲜生和其他业务**同比增长134%（上一季度为132%），主要源于天猫超市自营业务的增长，以及盒马鲜生实现强劲的同店销售增长。截至6月，阿里巴巴在中国17个城市拥有150家自营盒马鲜生店。由于生活服务市场的持续竞争，尽管有口碑和即时配送的增量贡献，**本地生活服务**依然只录得17%的环比增长，不及我们预期。在宏观环境疲弱的情况下，企业的数字化需求略有萎缩，**云计算收入**增长放缓至同比66%（上一季度为76%）。另外，由于一季度缺乏受欢迎的内容，**数字媒体和娱乐**收入同比增速放缓至6%。我们认为数字媒体和娱乐业务在19年下半年将迎来复苏，因为“长安十二时辰”和“这就是街舞第二季”在三季度广受欢迎。管理层预计20财年总收入将超过5,000亿元人民币，相当于同比增长超过33%。

盈利能力改善但难以维持

一季度的最大亮点是盈利能力改善。**经调整EBITA利润率**达30%，环比增长7.9个百分点。利润率扩张主要归功于**毛利率**扩张，原因是：1)本地生活服务和新零售的效率改善和补贴减少，2)优酷因缺少热门内容和内容采购更为理性而导致内容成本下降。但我们认为这种改善难以持续，因为毛利率可能面临来自低线外卖市场竞争加剧所带来的下行压力。另外，由于蚂蚁金服的盈利能力提升，**其他收入**也为利润率的扩张做出了贡献。因此，**非GAAP净利润**同比增长54%（上一季度为42%）至309亿元人民币，**非GAAP净利率**在一季度达到26.9%。

维持买入评级，目标价下调至218美元

19 年下半年，阿里巴巴将继续把焦点放在低线城市扩张，以及提升用户和商家的粘性上。当前，公司的低线策略十分有效，有 70%的新年度活跃客户来自于低线城市。我们将 19/20/21 财年预测总收入以及非 GAAP 净利润分别微调-0.1%/1.2%/1.2%和-1.1%/-0.9%/-1.1%，反映以下因素带来的综合影响：1) 天猫超市的业务模式由平台转为自营，使自营收入增长及利润率下跌，2)对本地生活服务和云计算更为保守的预估，3) 对盒马鲜生、本地生活服务以及数字媒体和娱乐业务的利润率提升更为乐观。鉴于汇率波动，我们把目标价略微下调至 218 美元。基于分部加总估值法，该目标价对应 31 倍的 20 财年预测市盈率。阿里巴巴当前估值为 24 倍 20 财年预测市盈率。

盈利预测及估值

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	250,266	376,844	508,356	642,381	763,962
增长 (%)	58%	51%	35%	26%	19%
非 GAAP 净利润	85,766	100,731	129,633	172,849	221,783
增长 (%)	42%	17%	29%	33%	28%
非 GAAP 摊薄每股盈利(美元)	4.99	5.84	7.09	9.33	11.91
经调整 EBITA 利润率	39%	28%	28%	30%	32%
市盈率(x)	33.4	28.6	23.5	17.9	14.0
EV/EBITDA	25.9	22.4	17.8	13.5	10.7
净资产回报率 (%)	19.9%	20.4%	15.2%	17.4%	18.5%

注：收盘价截至2019年8月15日，资料来源：彭博、公司资料、招商证券（香港）；注：阿里巴巴财年3月年结

刘楠, CFA
+852 3189 6117
leoliu@cmschina.com.hk

马牧野
+852 3189 6394
mattma@cmschina.com.hk

黄耀林
+852 3189 6176
calvinngyl@cmschina.com.hk

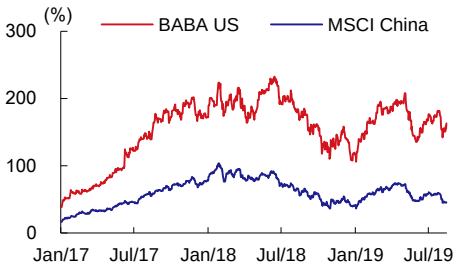
最新变动

目标价和预测调整

买入

前次评级	买入
股价	US$167.0
12个月目标价 (上涨空间)	US$218 (+31%)
前次目标价	US$223

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
BABA US	(4.1)	0.5	(2.9)
MSCI中国	(7.9)	(7.0)	(6.4)

行业：TMT	
恒生指数	25495
MSCI中国	73.3
重要数据	
52周股价区间（美元）	129.8-195.7
美股市值（十亿美元）	434.7
日均成交量（百万股）	19.9
非GAAP20财年摊薄每股盈利(美元)	7.1
主要股东	
软银集团.	28.9%
马云	6.2%
自由流通量	64.9%
总股数(百万股)	2,603.6

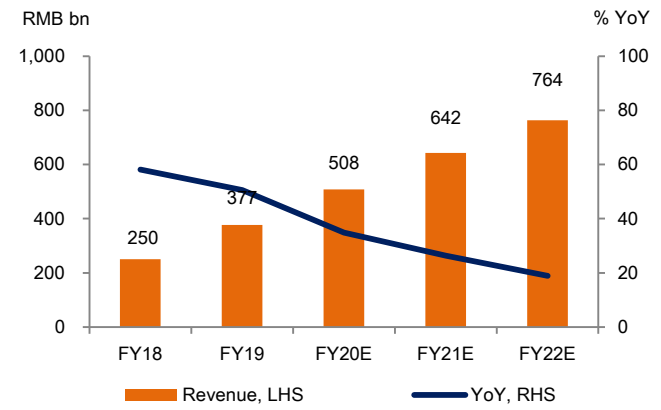
资料来源：彭博、万得、招商证券（香港）

相关报告

1. 行业报告： 生鲜电商 – 全看供应链2019/08/06
2. 电商 - 618大促战报2019/07/05
3. 快手还是抖音，这是个问题 2019/07/03
4. 中国互联网 - 投资者交流会反馈2019/06/27

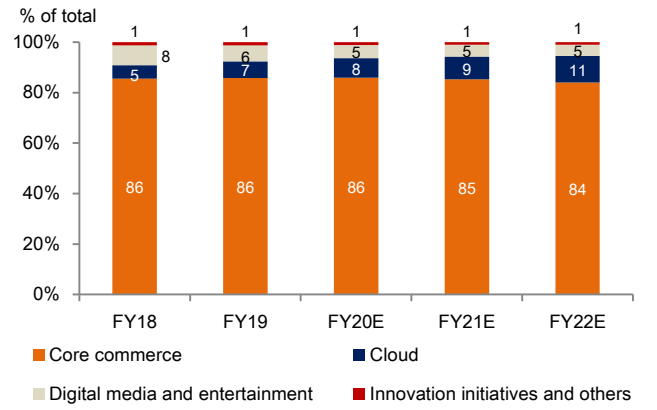
重点图表

图1：收入



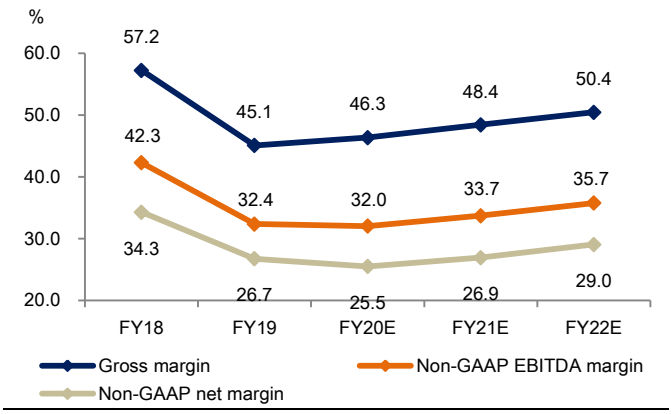
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图2：收入构成



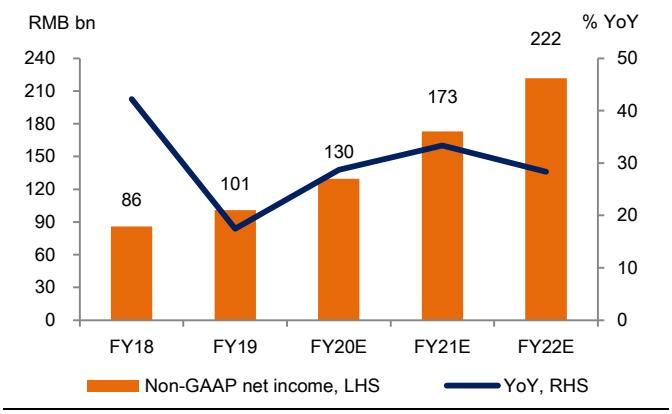
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图3：利润率



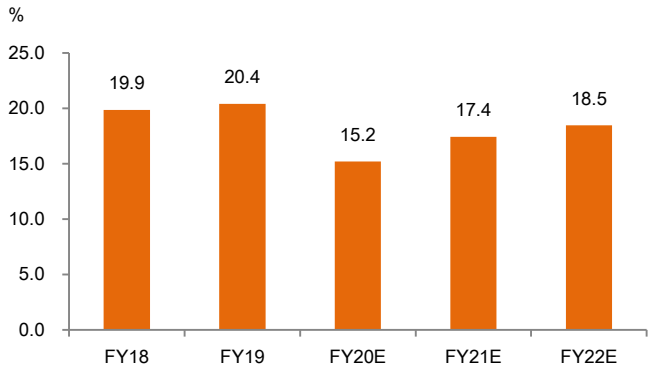
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图4：非GAAP净利润



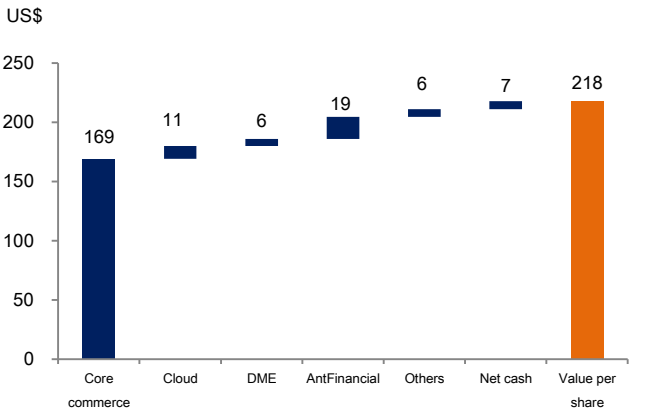
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图5：ROE



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图6：估值：分部加总估值



资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图7：20财年第一季业绩摘要

								Actual vs CMS		Actual vs Consensus	
RMB mn	1Q19	4Q19	1Q20	4Q19YoY	1Q20YoY	4Q19QoQ	1Q20QoQ	1Q20	% diff	1Q20	% diff
Revenue	**80,920**	**93,498**	**114,924**	**51%**	**42%**	**-20%**	**23%**	**113,517**	**1%**	**111,590**	**3%**
Core commerce (inclu. Intime)	69,188	78,894	99,544	54%	44%	-23%	26%	97,697	**2%**		
Cloud	4,698	7,726	7,787	76%	66%	17%	1%	8,083	**-4%**		
Digital media and entertainment	5,975	5,671	6,312	8%	6%	-13%	11%	6,360	**-1%**		
Innovation initiatives and others	1,059	1,207	1,281	22%	21%	-9%	6%	1,377	**-7%**		
Cost of revenue	(43,720)	(55,610)	(59,987)	71%	37%	-9%	8%	(65,246)	**-8%**		
Gross profit	**37,200**	**37,888**	**54,937**	**29%**	**48%**	**-33%**	**45%**	**48,271**	**14%**	**49,323**	**11%**
Sales and Marketing Expenses	(8,921)	(9,649)	(10,698)	26%	20%	-20%	11%	(11,352)	**-6%**		
General and Administrative Expenses	(6,645)	(7,612)	(6,320)	67%	-5%	30%	-17%	(5,903)	**7%**		
Product Development Expenses	(11,510)	(8,659)	(10,478)	30%	-9%	-3%	21%	(9,081)	**15%**		
Amortization of Intangible Assets	(2,104)	(3,203)	(3,066)	141%	46%	14%	-4%	(2,755)	**11%**		
Operating profit	**8,020**	**8,765**	**24,375**	**-5%**	**204%**	**-67%**	**178%**	**19,179**	**27%**	**17,512**	**39%**
Interest Expense	(1,213)	(1,303)	(1,346)	11%	11%	-2%	3%	(1,446)	**-7%**		
Interest and Investment Income	7,246	18,665	187	860%	-97%	61%	-99%	2,653	**-93%**		
Other Income	(83)	1,449	2,101	64%	n.a.	274%	45%	100	**2001%**		
Adjusted EBITA	**26,502**	**20,757**	**34,556**	**24%**	**30%**	**-43%**	**66%**	**31,126**	**11%**		
Income before tax	**13,970**	**27,576**	**25,317**	**154%**	**81%**	**-26%**	**-8%**	**20,486**	**24%**	**20,101**	**26%**
Income tax	(5,665)	(5,025)	(6,712)	21%	18%	-10%	34%	(4,748)	**41%**		
Share of Results of Equity Investees	(655)	828	517	n.a.	n.a.	n.a.	-38%	(713)	**-172%**		
Net income, GAAP	**7,650**	**23,379**	**19,122**	**252%**	**150%**	**-24%**	**-18%**	**15,025**	**27%**	**14,933**	**28%**
Non-GAAP net income	**20,101**	**20,056**	**30,949**	**42%**	**54%**	**-33%**	**54%**	**26,971**	**15%**	**25,310**	**22%**
Non-GAAP basic EPS (RMB)	8.19	8.73	12.74	49%	56%	-29%	46%	10.75	**19%**		
Non-GAAP Diluted EPS (RMB)	**8.04**	**8.57**	**12.55**	**50%**	**56%**	**-30%**	**46%**	**10.56**	**19%**	**10**	**22%**
Key operating data											
Annual active consumers (mn)	576	654	674	18%	17%	3%	3%	674	**0%**		
Mobile MAU (mn)	634	721	755	17%	19%	3%	5%	741	**2%**		
Key ratio (%)											
Gross margin	46.0	40.5	47.8	-7.0pp	1.8pp	-7.6pp	7.3pp	42.5	5.3pp	**44.2**	3.6pp
Operating margin	9.9	9.4	21.2	-5.5pp	11.3pp	-13.5pp	11.8pp	16.9	4.3pp	**15.7**	5.5pp
Adjusted EBITA Margin	32.8	22.2	30.1	-4.9pp	-2.7pp	-9.0pp	7.9pp	27.4	2.6pp		
Net margin	9.5	25.0	16.6	14.3pp	7.2pp	-1.4pp	-8.4pp	13.2	3.4pp	**13.4**	3.3pp
Non-GAAP net margin	24.8	21.5	26.9	-1.3pp	2.1pp	-4.0pp	5.5pp	23.8	3.2pp	**22.7**	4.2pp

资料来源：彭博、公司资料、招商证券（香港）预测

图8：盈利预测修订概要

	Revised			Previous			Change		
RMB mn	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E
Total revenue	508,356	642,381	763,962	508,998	634,708	754,745	-0.1%	1.2%	1.2%
Core commerce	436,459	547,523	641,637	436,070	537,229	628,826	0.1%	1.9%	2.0%
Cloud	39,495	57,861	80,232	40,381	60,230	83,522	-2.2%	-3.9%	-3.9%
Digital media and entertainment	26,901	30,506	34,592	26,950	30,506	34,592	-0.2%	0.0%	0.0%
Innovation initiatives and others	5,501	6,490	7,501	5,597	6,743	7,804	-1.7%	-3.7%	-3.9%
Gross profit	235,614	311,053	385,295	230,180	296,958	368,263	2.4%	4.7%	4.6%
Operating profit	99,402	140,891	185,807	96,278	131,560	173,882	3.2%	7.1%	6.9%
Adjusted EBITDA	162,732	216,584	273,096	166,526	215,314	270,324	-2.3%	0.6%	1.0%
Net Income	83,715	120,027	161,162	79,513	112,388	152,411	5.3%	6.8%	5.7%
Non-GAAP net income	129,633	172,849	221,783	131,078	174,498	224,298	-1.1%	-0.9%	-1.1%
Margins (%)									
Gross margin	46.3	48.4	50.4	45.2	46.8	48.8	1.1pp	1.6pp	1.6pp
Adjusted EBITA margin:									
Core commerce	40.1	40.8	42.2	39.8	40.9	41.4	0.3pp	-0.1pp	0.8pp
Cloud	(4.0)	(0.3)	3.6	(0.3)	3.1	7.7	-3.7pp	-3.5pp	-4.1pp
Digital media and entertainment	(43.7)	(41.8)	(38.3)	(50.1)	(47.1)	(39.0)	6.5pp	5.3pp	0.7pp
Adjusted EBITDA margin	32.0	33.7	35.7	32.7	33.9	35.8	-0.7pp	-0.2pp	-0.1pp
Net margin	16.5	18.7	21.1	15.6	17.7	20.2	0.8pp	1.0pp	0.9pp
Non-GAAP net margin	25.5	26.9	29.0	25.8	27.5	29.7	-0.3pp	-0.6pp	-0.7pp

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图9：招商证券预测与市场共识比较

	CMS forecasts			Consensus			Diff %		
RMB mn	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E
Revenue	508,356	642,381	763,962	507,996	658,129	821,335	0%	-2%	-7%
Operating profit	99,402	140,891	185,807	87,969	120,866	159,383	13%	17%	17%
Adjusted EBITDA	162,732	216,584	273,096	154,356	197,478	253,023	5%	10%	8%
Non-GAAP NP	124,912	167,146	214,121	120,020	156,061	197,729	4%	7%	8%
Non-GAAP EPS	49.22	65.30	83.37	47.18	59.22	74.88	4%	10%	11%
GM	46.3	48.4	50.4	44.8	45.3	45.0	1.6pp	3.1pp	5.5pp
OPM	19.6	21.9	24.3	17.3	18.4	19.4	2.2pp	3.6pp	4.9pp
Ajusted EBITDA margin	32.0	33.7	35.7	30.4	30.0	30.8	1.6pp	3.7pp	4.9pp
Non-GAAP NPM	24.6	26.0	28.0	23.6	23.7	24.1	0.9pp	2.3pp	4.0pp

资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）预测

图10: 预测摘要 – 收益表

RMB mn	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E	FY18 (% YoY)	FY19 (% YoY)	FY20E (% YoY)	FY21E (% YoY)	FY22E (% YoY)
Revenue	**250,266**	**376,844**	**508,356**	**642,381**	**763,962**	**58**	**51**	**35**	**26**	**19**
Core commerce	214,020	323,400	436,459	547,523	641,637	60	51	35	25	17
Cloud	13,390	24,702	39,495	57,861	80,232	101	84	60	47	39
Digital media and entertainment	19,564	24,077	26,901	30,506	34,592	33	23	12	13	13
Innovation initiatives and others	3,292	4,665	5,501	6,490	7,501	10	42	18	18	16
Cost of revenue	(107,044)	(206,929)	(272,742)	(331,328)	(378,667)	80	93	32	21	14
Gross profit	**143,222**	**169,915**	**235,614**	**311,053**	**385,295**	**45**	**19**	**39**	**32**	**24**
Sales and Marketing Expenses	(27,299)	(39,780)	(48,460)	(62,262)	(76,396)	67	46	22	28	23
General and Administrative Expenses	(16,241)	(24,889)	(31,550)	(39,784)	(47,250)	33	53	27	26	19
Product Development Expenses	(22,754)	(37,435)	(44,306)	(55,094)	(62,819)	33	65	18	24	14
Amortization of Intangible Assets	(7,120)	(10,727)	(11,898)	(13,023)	(13,023)	39	51	11	9	0
Impairment of Goodwill	(494)	0	0	0	0	NA	NA	NA	NA	NA
Operating profit	**69,314**	**57,084**	**99,402**	**140,891**	**185,807**	**44**	**(18)**	**74**	**42**	**32**
Adjusted EBITA	**97,003**	**106,981**	**143,693**	**193,726**	**246,440**	**40**	**10**	**34**	**35**	**27**
Adjusted EBITDA	**105,792**	**121,943**	**162,732**	**216,584**	**273,096**	**42**	**15**	**33**	**33**	**26**
Interest Expense	(3,566)	(5,190)	(5,884)	(7,286)	(8,451)	34	46	13	24	16
Interest and Investment Income	30,495	44,106	9,538	14,011	19,292	256	45	(78)	47	38
Other Income	4,160	221	2,401	400	400	(32)	(95)	986	(83)	0
Income before tax	**100,403**	**96,221**	**105,458**	**148,016**	**197,048**	**67**	**(4)**	**10**	**40**	**33**
Income tax	(18,199)	(16,553)	(23,579)	(30,052)	(39,145)	32	(9)	42	27	30
Share of Results of Equity Investees	(20,792)	566	(2,904)	(3,652)	(4,415)	314	(103)	(613)	26	21
Minority interest	2,681	7,652	4,937	5,716	7,674	9	185	(35)	16	34
Accretion of mezzanine equity	(108)	(286)	(196)	0	0					
Net income	**63,985**	**87,600**	**83,715**	**120,027**	**161,162**	**47**	**37**	**(4)**	**43**	**34**
Non-GAAP net income	**85,766**	**100,731**	**129,633**	**172,849**	**221,783**	**42**	**17**	**29**	**33**	**28**
Non-GAAP basic EPS (RMB)	33.6	39.1	50.0	66.3	84.7	39	16	28	33	28
Non-GAAP Diluted EPS (RMB)	**32.9**	**38.4**	**49.2**	**65.3**	**83.4**	**40**	**17**	**28**	**33**	**28**

Key operating data	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E	FY18 (% YoY)	FY19 (% YoY)	FY20E (% YoY)	FY21E (% YoY)	FY22E (% YoY)
GMV (RMB bn)	4,820	5,727	6,872	8,109	9,569	28	19	20	18	18
Annual active consumers (mn)	552	654	732	806	838	22	18	12	10	4
Annual china retail revenue/annual active consumers (RMB)	320	379	453	516	578	27	18	20	14	12
Mobile MAU (mn)	617	721	820	902	939	22	17	14	10	4
Annual china retail mobile revenue/mobile MAU (RMB)	230	269	319	365	409	29	17	19	15	12

Key ratio (%)	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E	FY18 (% YoY)	FY19 (% YoY)	FY20E (% YoY)	FY21E (% YoY)	FY22E (% YoY)
Gross margin	57.2	45.1	46.3	48.4	50.4	(5.2)	(12.1)	1.3	2.1	2.0
Operating margin	27.7	15.1	19.6	21.9	24.3	(2.7)	(12.5)	4.4	2.4	2.4
Adjusted EBITDA margin	42.3	32.4	32.0	33.7	35.7	(4.8)	(9.9)	(0.3)	1.7	2.0
Net margin	25.6	23.2	16.5	18.7	21.1	(2.0)	(2.3)	(6.8)	2.2	2.4
Non-GAAP net margin	34.3	26.7	25.5	26.9	29.0	(3.8)	(7.5)	(1.2)	1.4	2.1
ROE	19.9	20.4	15.2	17.4	18.5	2.2	0.6	(5.2)	2.2	1.0

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图 11：分部加总估值表；目标价 218 美元

RMB bn	Valuation basis	Valuation metrics	Multiple	Seg as % of group valuation	Valuation
Core commerce	FY20E EV/EBITDA	FY20E EBITDA RMB183bn	17.0	78%	3,108
Cloud	FY20E EV/sales	FY20E sales RMB39bn	5.0	5%	197
Digital media and entertainment	FY20E EV/sales	FY20E sales RMB27bn	4.0	3%	108
Innovation initiatives and others	FY20E EV/sales	FY20E sales RMB6bn	4.0	1%	22
Others				11%	443
RMB bn	**Valuation basis**	**Valuation**	**Ali's equity interest**	**Seg as % of group valuation**	**Valuation**
Ant Financial	Last transaction	US$150bn	33.0%	8.7%	347
YTO (600233 CH)	Market cap	RMB32bn	11.1%	0.1%	4
ZTO (ZTO US)	Market cap	US$15bn	7.3%	0.2%	8
Best Logistics (BEST US)	Market cap	US$2bn	26.5%	0.1%	3
Didi Chuxing	Last transaction	US$52bn	8.5%	0.8%	31
Weibo (WB US)	Market cap	US$8bn	30.2%	0.4%	17
Alibaba Health (0241 HK)	Market cap	HK$76bn	29.5%	0.5%	20
Suning (002024 CH)	Market cap	RMB95bn	20.0%	0.5%	19
Sanjiang (601116 CH)	Market cap	RMB7bn	32.0%	0.1%	2
Momo (MOMO US)	Market cap	US$7bn	3.0%	0.0%	1
Meizu	Last transaction	RMB38bn	15.0%	0.1%	6
Beijing Shiji (002153 CH)	Market cap	RMB34bn	13.1%	0.1%	4
Paytm Mall	Last transaction	US$3bn	20.0%	0.1%	4
Singapore Post (SPOST SP)	Market cap	SGD2bn	14.6%	0.0%	2
Huayi Brothers (300027 CH)	Market cap	RMB12bn	4.4%	0.0%	1
Evergrande Football Club	Last transaction	US$3bn	37.8%	0.2%	8
Sunart (6808 HK)	Market cap	HK$76bn	21.0%	0.4%	14
Focus Media (002027 CH)	Market cap	RMB72bn	5.3%	0.1%	4
China Unicom (0762 HK)	Market cap	HK$217bn	2.0%	0.1%	4
Magic Leap	Last transaction	US$6bn	1.7%	0.0%	1
Babytree (1761 HK)	Market cap	HK$4bn	9.8%	0.0%	0
Bilibili (BILI US)	Market cap	US$5bn	4.2%	0.0%	1
STO Express (002468 CH)	Market cap	RMB34bn	49.0%	0.4%	17
Red Star Macalline (01528 HK)	Market cap	HK$38bn	3.7%	0.0%	1
CICC (3908 HK）	Market cap	HK$59bn	4.8%	0.1%	3
Total valuation of investees					521
Holding Discounts		-15%			(78)
Net cash		RMB124bn		3%	124
Total valuation					**4,002**
No. of ordinary share (mn)					2,624
Value per share (RMB)					1,525
USDCNY					7.000
Value per share (US$)					**218**
Non-GAAP diluted 20E EPS (US$)					**7.09**
Non-GAAP NP PE multiple					**31**

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

财务预测表

损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	**250,266**	**376,844**	**508,356**	**642,381**	**763,962**
营收成本	(107,044)	(206,929)	(272,742)	(331,328)	(378,667)
毛利润	**143,222**	**169,915**	**235,614**	**311,053**	**385,295**
销售及营销费用	(27,299)	(39,780)	(48,460)	(62,262)	(76,396)
一般及行政费用	(16,241)	(24,889)	(31,550)	(39,784)	(47,250)
产品开发	(22,754)	(37,435)	(44,306)	(55,094)	(62,819)
摊销	(7,120)	(10,727)	(11,898)	(13,023)	(13,023)
减值	(494)	0	0	0	0
总营业费用	**(73,908)**	**(112,831)**	**(136,213)**	**(170,162)**	**(199,488)**
营业利润	**69,314**	**57,084**	**99,402**	**140,891**	**185,807**
利息支出	(3,566)	(5,190)	(5,884)	(7,286)	(8,451)
利息及投资收入	30,495	44,106	9,538	14,011	19,292
其他收入	4,160	221	2,401	400	400
税前利润	**100,403**	**96,221**	**105,458**	**148,016**	**197,048**
备付所得税	(18,199)	(16,553)	(23,579)	(30,052)	(39,145)
应占股权投资业绩	(20,792)	566	(2,904)	(3,652)	(4,415)
少数股东权益	(2,681)	(7,652)	(4,937)	(5,716)	(7,674)
净利润	**63,985**	**87,600**	**83,715**	**120,027**	**161,162**
非 GAAP 净利润	**85,766**	**100,731**	**129,633**	**172,849**	**221,783**

财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
年成长率					
核心电商	60%	51%	35%	25%	17%
云业务	101%	84%	60%	47%	39%
数字媒体和娱乐	33%	23%	12%	13%	13%
创新项目和其他业务	10%	42%	18%	18%	16%
收入合计	58%	51%	35%	26%	19%
非 GAAP EBITDA	42%	15%	33%	33%	26%
非 GAAP 净利润	42%	17%	29%	33%	28%
盈利能力					
毛利率	57.2%	45.1%	46.3%	48.4%	50.4%
非 GAAP EBITDA 利润率	42.3%	32.4%	32.0%	33.7%	35.7%
非 GAAP 净利润率	34.3%	26.7%	25.5%	26.9%	29.0%
ROE	19.9%	20.4%	15.2%	17.4%	18.5%
ROA	10.0%	9.5%	7.6%	9.3%	10.5%
每股比率（人民币）					
非 GAAP 基本每股盈利	33.6	39.1	50.0	66.3	84.7
非 GAAP 摊薄每股盈利	32.9	38.4	49.2	65.3	83.4
非 GAAP 摊薄每股盈利(美元)	5.0	5.8	7.1	9.3	11.9
估值比率					
市盈率	33.4	28.6	23.5	17.9	14.0
EV/EBITDA	25.9	22.4	17.8	13.5	10.7

*注：截至2019年8月15日的收盘价 *阿里巴巴的财政年度3月年结*

资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测

资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
现金及现金等价物	199,309	189,976	280,423	413,604	544,470
预付款及应收账款	60,125	86,608	97,831	128,096	141,332
股权投资	139,700	84,454	109,143	134,326	160,012
物业及设备净额	66,489	92,030	115,947	143,195	176,127
无形资产	27,465	68,276	73,287	87,062	104,820
证券投资	38,192	157,090	157,090	157,090	157,090
其他	185,844	286,642	286,642	286,642	286,642
总资产	**717,124**	**965,076**	**1,120,363**	**1,350,016**	**1,570,493**
借款	125,553	134,300	159,877	204,440	218,096
会计费用和应付账款	81,165	117,711	127,662	153,172	147,468
商品存款	9,578	10,762	14,656	13,609	16,950
递延收入	22,297	30,795	35,291	41,794	49,881
其他	39,092	56,106	56,106	56,106	56,106
总负债	**277,685**	**349,674**	**393,592**	**469,122**	**488,501**
股东权益总额	365,822	492,257	608,562	768,401	977,174
夹层资本	3,001	6,819	6,819	6,819	6,819
少数股东权益	70,616	116,326	111,389	105,674	97,999
总股本与夹层资本合计	**439,439**	**615,402**	**726,771**	**880,894**	**1,081,992**

现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
经营活动现金流	**125,171**	**150,975**	**153,956**	**195,128**	**239,525**
净利润	61,412	80,234	78,975	114,311	153,488
折旧	8,789	14,962	19,039	22,858	26,656
摊销	13,231	22,118	18,119	19,628	21,969
股权激励	20,075	37,491	32,394	39,812	47,610
投资证券损益	(70)	(16,082)	0	0	0
应占股权投资份额	20,792	(566)	(1,689)	(2,183)	(2,687)
营运资金变动	22,082	32,250	7,118	701	(7,512)
其他	(21,140)	(19,432)	0	0	0
投资活动现金流	**(83,890)**	**(151,060)**	**(89,086)**	**(106,510)**	**(122,315)**
资本支出	(4,027)	(3,146)	0	0	0
无形资产收购	(25,809)	(46,497)	(66,086)	(83,510)	(99,315)
股权投资增加净额	(47,557)	(11,578)	(23,000)	(23,000)	(23,000)
其他	(6,497)	(89,839)	0	0	0
筹资活动现金流	**20,359**	**(7,392)**	**25,577**	**44,563**	**13,656**
借款增加净额	33,821	8,747	25,577	44,563	13,656
其他	(13,462)	(16,139)	0	0	0
净现金流	**55,573**	**(4,232)**	**90,447**	**133,181**	**130,866**

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html或http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9 类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1 类（证券交易）、第2 类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司

香港中环交易广场一期 48 楼

电话：+852 3189 6888

传真：+852 3101 0828