



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2019-08-16

公司点评报告

买入/首次

阿里巴巴 (BABA. N)

目标价: 217.06

昨收盘: 166.97

新消费&amp;新零售

## 营收利润均超预期, MAU 季度环比增量创 1 年来最高

### 事件:

公司发布 1QFY20 业绩报告 (对应 2019Q2), 营收同比增 42% 至 1149.24 亿人民币, Non-GAAP 净利润同比增 54% 至 309.49 亿人民币。

### 点评:

收入端拆分来看:核心商业营收 995.44 亿元(yoy+44%, 占比 87%), 其中中国零售业务收入 756.01 亿元 (yoy+40%), 中国批发业务收入实现 29.92 亿 (yoy+33%), 国际零售业务收入 55.67 亿元 (yoy+29%), 国际批发业务实现收入 22.45 亿元 (yoy+22%), 菜鸟物流实现收入 50.05 亿元 (yoy+50%), 本地消费者服务实现收入 61.8 亿元 (yoy+137%)。阿里云实现收入 77.87 亿元 (yoy+66%), 文娱业务实现收入 63.12 亿元 (yoy+6%)。

**淘宝天猫双轮推动核心商务收入高速增长:** 移动端 MAU 季度环比增长 3400 万至 7.55 亿, 环比增长的绝对值创下公司最近 1 年以来最高, 我们认为公司在 MAU 已经达到 7 亿以上的情况下创出如此高的增速显著超预期。一方面 19Q2 淘宝加速向低线城市下沉, 超过 70% 的新增来源于欠发达地区, 天猫的 GMV 也实现了 34% 的高速增长, 另一方面从 618 年中大促的情况来看, 淘宝系的势头明显强于其他电商平台。

从第三方机构 QM 的数据来看, 手机淘宝是 618 大促旗舰单日 DAU 增量最大的平台, 也是今年唯一一家 DAU 达 3 亿的电商平台。除了手淘以外的其他电商平台 DAU 峰值都在 1.4 亿以下, 手淘比 2~5 名电商 APP 的 DAU 峰值之和还高 15%。另一方面, 针对下沉市场, 聚划算流量带动效应显著, 根据阿里官方公布的数据, 聚划算 618 期间整体成交金额增长 86%。相比拼多多, 聚划算的在正牌正品和消费升级商品的的城市下沉过程中因为其消费体验等方面的优势, 成功吸引了低线城市的用户。QM 数据显示, 618 期间, 手机淘宝新增流量中 40.6% 来自拼多多。

**新零售继续高速增长:** 中国零售业务中的其他业务 (主要为盒马鲜生等新零售业务) 实现收入 167.45 亿元 (yoy+134%), 占整体收入的 14%, 从官网数据来看, 目前盒马一共 151 家门店, 主要分布在一二线城市基本完成布局, 目前正在往一些较发达的三线城市, 如南通等渗透。上个月超级物种在上海的首家门店关业调整, 很多人对新零售的方向提出了质疑, 但我们认为并不是这条赛道有问题, 相反, 我们认为未来的零售主战场一定会向社区化+新零售+高效率的方向演

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

化，但是超级物种等在线上能力上的不足的弱点可能会使得其门店模型达到盈亏平衡点的难度显著增加。

**外卖行业高速增长推动本地服务收入翻倍以上增长：**公司 Q2 本地服务业务实现收入 61.8 亿元 (yoy+137%)，占整体收入 5%。外卖行业继续保持高速增长，根据易观的数据，2019 上半年行业交易规模达到 3145 亿元 (yoy+81.4%)，从市场份额来看，随着百度外卖的退出，饿了么和美团两大巨头的格局已经完全确立，饿了么 2019H1 市场份额环比提升 3.7 个百分点至 43.9%。我们认为从行业发展轨迹来看，外卖业务未来的趋势是消费升级+O2O (到家、到店场景交融)，目前阿里旗下的口碑饿了么虽然暂时落后于美团+点评阵营，但是我们看好阿里在新零售方面 (以盒马为代表的) 的率先布局和本地服务业务未来的融合，不管是在数据端还是在服务端的资源整合优势。

**阿里文娱板块实现收入 63.12 亿元 (yoy+6%)。**阿里在此板块的收入主要由 UCWeb 移动增值服务，优酷土豆的订阅业务收入以及阿里影业构成。其中阿里影业的股份增持于今年 3 月完成交割，并开始并表。我们预计阿里影业并表对文娱板块收入贡献接近 10% 收入，扣除阿里影业因素影响，我们估计阿里文娱内生增速略有下滑。在线视频方面，行业竞争激烈，短视频 APP 增长快速，根据艾瑞数据抖音和快手 MAU 已经占据视频类 APP 第一和第四，优酷排名第五，根据 QuestMobile 数据显示，截止到 2019 年 6 月，短视频行业新安装用户接近 1 亿，总体 MAU 8.21 亿，同比增速 32%，在线视频总体 MAU 9.64 亿，同比增速 2.4%，两者差距仅剩一步之遥。尽管优酷会员订阅数量同比增长 40%，但考虑到行业竞争格局的变化，以及阿里影业的增速放慢，我们依旧对阿里文娱业务在短中期内不报太高的预期。

**阿里云收入保持高速增长，减亏明显：**阿里云业务 Q2 实现收入 77.87 亿元 (yoy+66%)，调整后 EBITA 利润率从 18 年同期的 -10% 大幅缩减至 -5%。收入增长主要由付费用户的平均付费金额增加贡献，公司致力于推出更加高价值的产品和服务，包括核心云产品、安全、数据挖掘以及人工智能应用等。SAAS 加速器的推出为合作伙伴在 AI 应用、数据分析等方面提供了更好的技术支持。根据第三方机构 Canalys 的数据，2019 年第一季度，阿里云在中国市场份额进一步扩大至 47.3%。同时阿里云在亚太市场排名第一，份额为亚马逊和微软总和。全球云计算行业增速为 24%，几大龙头增速均超过行业平均，份额进一步集中。

根据 IDC 发布的数据，2019 第一季度中国公有云服务整体市场规模 (IaaS / PaaS / SaaS) 的达到 24.6 亿美金，同比增长 67.9%，其中 IaaS/PaaS 分别同比增长 74.1% 和 101.9%。短中期来看，阿里云收益中国国内行业高速增长，维持较为增速是大概率事件，中长期来看，我们看好阿里云的未来在两大战略行业：零售和政府中的布局，其中零售作为最需要上云的行业之一，又是阿里自身最了解的行业且能提供较大资源支持的行业，我们看好两者 1+1 大于 2 的结合。

扣除股份支付影响后，毛利率略有下降，费用率略有提升。公司 Q2 毛利率为 47%，相比去年同期提升 1 个百分点，扣除股份支付的影响后，毛利率较去年下降 1 个百分点至 49%。毛利率略有下滑的主要原因是：1. 自营业务以及新零售业务带来的物流以及仓储成本的提升；2. 饿了么业务的物流支出的增加 3. 优酷土豆的内容支出有所下降抵消了一部分成本的上升。费用率方面，公司 2019Q2 研发费用为 104.78 亿元，研发费用率扣除股权支付费用影响后比 2018 年同期上升 1 个百分点至 7%；Q2 销售费用为 106.98 亿元，销售率扣除股权支付费用影响后为 8%，和去年同期相比基本持平；Q2G&A 费用为 63.2 亿，扣除股份支付影响后，G&A 费用率扣除股权支付费用影响后比 2018 年同期上升 1 个百分点至 4%。

我们预计公司 FY2020、FY2021 年 Non-GAAP 净利润分别为 1105、1438.25 亿元，对应 FY2020、FY2021 的分别为 31.43、24.15，考虑到公司在国内线上和线下商业中的地位，城市下沉不断深入，MAU 的加速增长，以及在新零售、物流、云计算等领域的布局，首次覆盖，给予“买入”评级。

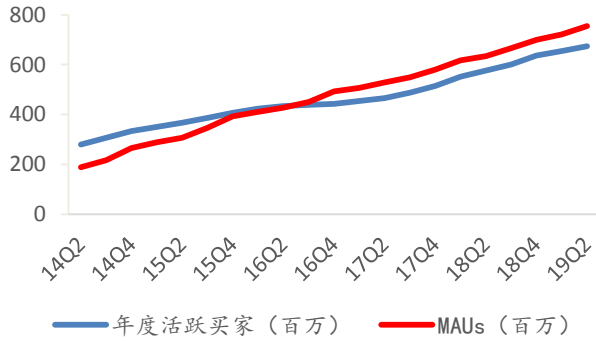
**风险提示：**消费下行，新业务开展不及预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入(百万元)	376844	506250	670825	832875
(+/-%)	50.58%	34.34%	32.51%	24.16%
NON-GAAP 净利润 (百万元)	93407	110500	143825	184482
(+/-%)	12.25%	18.30%	30.16%	28.27%
NON-GAAP 每股 收益	4.49	5.31	6.91	8.87
经调整 PE	37.18	31.43	24.15	18.83

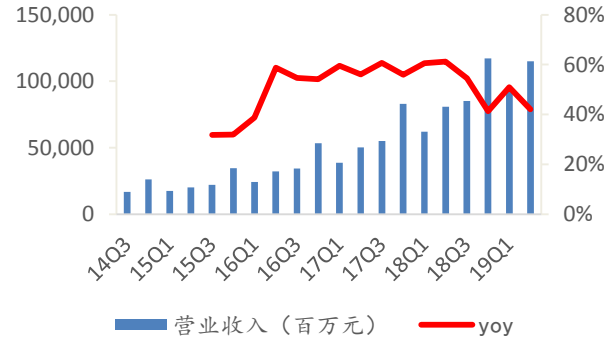
资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表1: 19Q2阿里巴巴用户持续增长



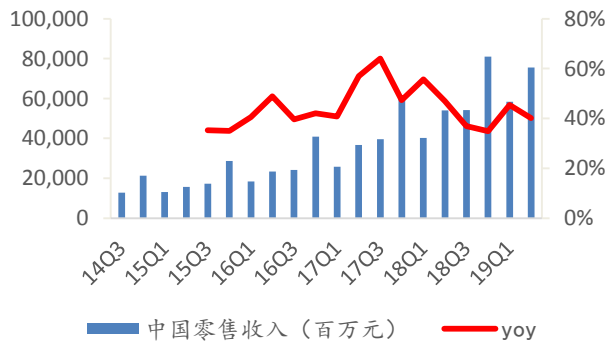
资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

图表2: 19Q2阿里巴巴营业收入同比增长42%



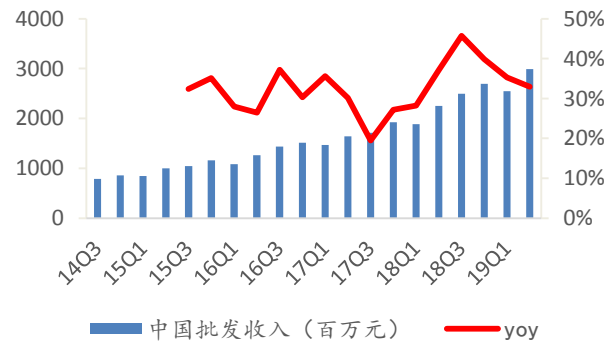
资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

图表3: 19Q2阿里巴巴中国零售收入同比增长40%



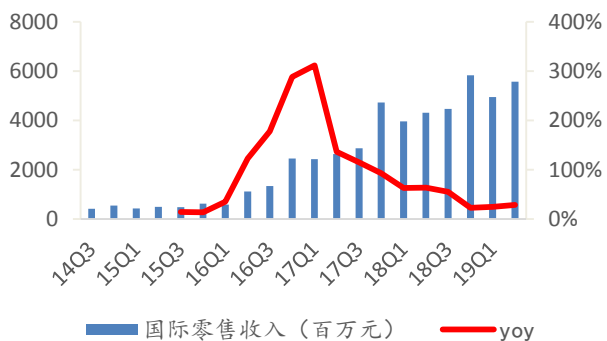
资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

图表4: 19Q2阿里巴巴中国批发收入同比增长33%



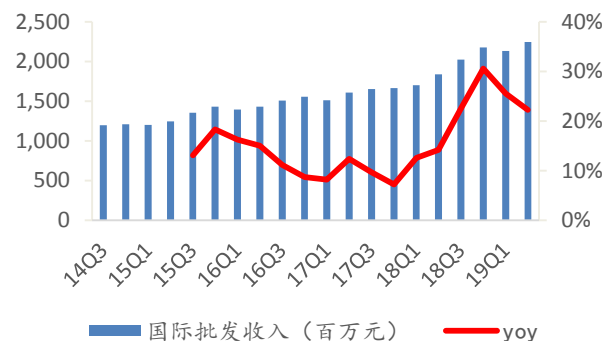
资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

图表5: 19Q2阿里巴巴国际零售收入同比增长29%



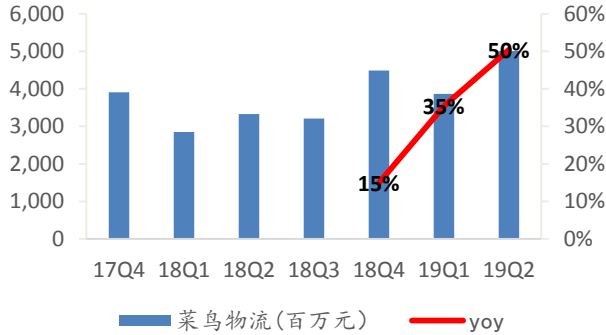
资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

图表6: 19Q2阿里巴巴国际批发收入同比增长22%



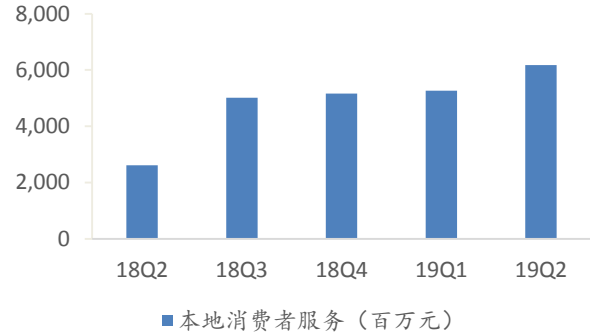
资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

图表7：19Q2菜鸟物流收入同比增长50%



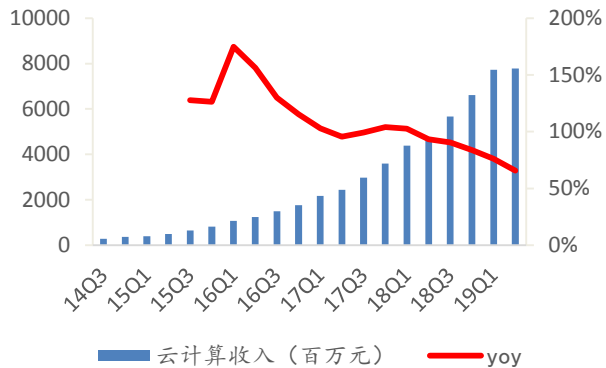
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表8：19Q2阿里巴巴本地消费者服务持续增长



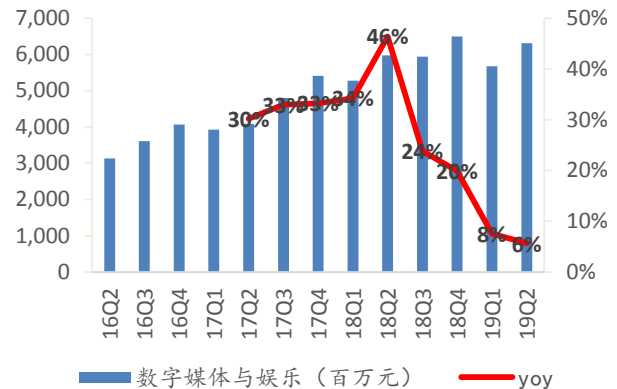
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表9：19Q2阿里巴巴云计算收入同比增长66%



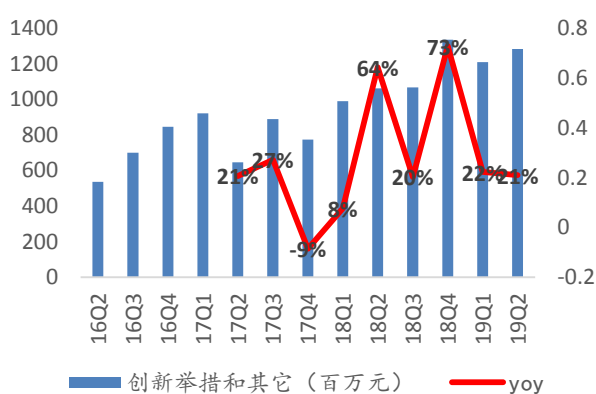
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表10：19Q2阿里数字媒体与娱乐同比增长6%



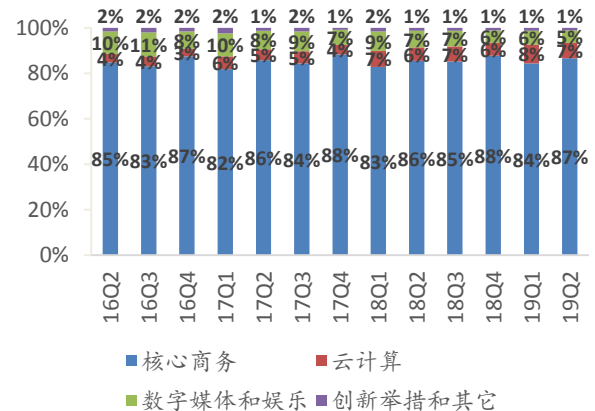
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表11：19Q2阿里创新举措和其它同比增长21%



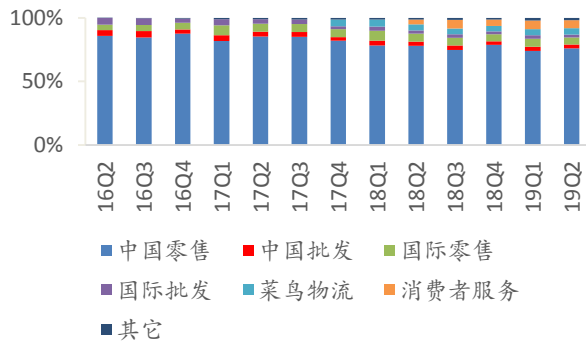
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表12：阿里巴巴营业收入结构（16Q2-19Q2）



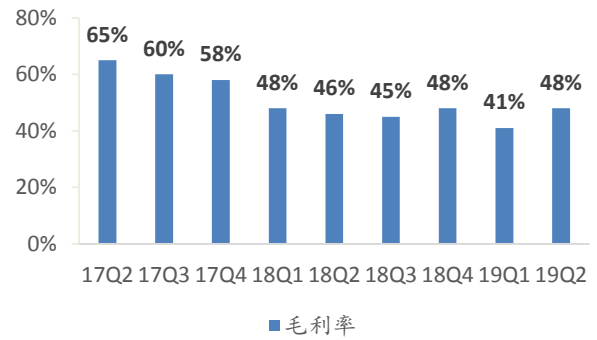
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表13: 阿里核心商务收入结构 (16Q2-19Q2)



资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

图表14: 19Q2阿里毛利率同环比双增, 上升至48%



资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

资产负债表 (百万元)					
	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
货币资金	199309	189976	192004	199914	203781
预付费用, 应收账款及其他流动资产	43228	58590	624933	632170	639829
受限制现金及托管存款-流动资产	3417	8518	9042	9614	103991
固定资产-物业及设备	66489	92030	92893	100803	110512
资产总计	717124	965076	96766	108430	120296
流动负债合计	135810	207669	289355	330195	387309
递延税项负债-非流动	19312	22517	23385	27221	31673
长期借款	34153	35427	36929	40451	44249
无抵押优先票据	85372	76407	80203	86881	91352
负债合计	277685	349674	349273	383052	431967
少数股东权益	70616	116326	117812	125980	134198
股东权益合计(不含少数股东权益)	365822	492257	505379	557978	600070
负债和股东权益	717124	965076	105142	108374	119189

现金流量表 (百万元)					
	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
经营性现金流	125171	150975	146982	153791	160803
投资性现金流	-83890	-151060	-147611	-156225	-161319
融资性现金流	20359	-7392	6508	17575	19134
现金增加额	61640	-7477	5879	15142	18619

利润表 (百万元)					
	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入	250266	376844	506250	670825	832875
营业成本	107044	206929	311080	429804	569250
营业费用	27299	39780	58667	77853	102908
管理费用	16241	24889	31568	45380	64263
财务费用	3566	5190	6751	7261	7848
其他经营损益	-30138	-48426	-90877	-126270	-178860
营业利润	69544	56820	70091	87318	121619
净利润	64093	87886	62065	77950	109194
归属母公司股东的净利润	64032	87220	71465	89756	125732

预测指标					
	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入增速	58.12%	50.58%	34.34%	32.51%	24.16%
净利润增长率	46.75%	37.12%	22.85%	25.59%	40.08%
EBIT 增长率	46.23%	-21.75%	33.95%	21.87%	37.36%
销售毛利率	57.23%	45.09%	45.33%	44.46%	45.51%
销售净利率	24.54%	21.29%	10.91%	10.07%	10.45%
每股收益(EPS)	3.08	4.19	3.44	4.32	6.04
每股经营现金流	6.02	7.26	7.07	7.39	7.73
市盈率(P/E)	54.24	39.82	48.60	38.69	27.62

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com



华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。