

阿里巴巴 (BABA US)

宏觀經濟下行壓力下預期降低

❖ 宏觀經濟下行，FY19E 預測指引下調 5%。2QFY19 收入同比增長 54%，低於市場預期 2%。Non-GAAP 淨利潤同比增長 6%，高於市場預期 29%，歸因於一次性非經營收益。因宏觀經濟下行和廣告推送暫停變現，阿里巴巴將其 FY19E 收入指引下調至 3,750 至 3,830 億元人民幣（同比增長 50%至 53%），較先前的指引低 4%~6%。我們將 FY19/20/21E 的收入預測下調 6%/7%/9%，以反映宏觀風險。同時，我們下調 FY19/20/21E 的每股盈利預測 5%/9%/11%，對應 FY19-21E 預測盈利複合增長率 29%。

❖ 核心電商：客戶管理和傭金收入增長放緩。2QFY19 核心電商收入（客戶管理收入+傭金收入）同比增長共 27%（相較於：1QFY19 同比增長 33%），其中客戶管理收入/傭金收入分別同比減速至+25%/31%（相較於：1QFY19 同比增長+26%/55%），本季度增速放緩我們認為已為市場所預期。儘管 10 月更新完畢的廣告推送帶來高頻瀏覽量，但由於宏觀經濟不確定因素，管理層決定放緩廣告庫存增量的變現節奏，以減小中小企業廣告開支的壓力。宏觀經濟下行對耐用品、消費電子產品和家電的影響更大。關於《電商法》，管理層認為稅收對淘寶商家的影響有限，待法律於 2019 年 1 月生效後，稅收效果影響將會更為明朗化。

❖ 利潤率承壓。2QFY19 核心電商業務 EBITA 利潤率為 41%，略低於我們的預期。雲計算業務 EBITA 利潤率在 2QFY19 上升至-4%（相比 1QFY19 的-10%，虧損有所收窄）。此外，文娛業務及創新業務 EBITA 利潤率環比下跌，歸因於優酷世界杯獨播權費用及加大投資。如此前報告中所述，2QFY19 的利潤率壓力主要受到餓了麼全季度并表所拖累。展望未來，核心電商（高利潤率）的收入占比下滑將在短期令利潤率承壓。

❖ 維持「買入」評級，目標價下調至 US\$199.8。目前公司股值為 28x/21x FY19/20E PE。由於宏觀經濟的不確定因素，收入和利潤率或將短期承壓，但我們相信其廣告增長趨勢及投資協同效應長遠存上行空間。重申「買入」評級，基於 SOTP 的目標價從 226.5 美元下調至 199.8 美元。建議關注雙 11 全球購物節的表現。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	158,273	250,266	377,785	511,420	654,078
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	60,252	85,766	96,597	126,381	161,012
調整後 EPS (人民幣)	23.4	32.9	36.8	47.9	60.5
EPS 變動 (%)	40.8%	40.3%	12.1%	30.2%	26.1%
市盈率 (x)	43.5	31.0	27.7	21.2	16.8
市帳率 (x)	8.1	6.1	5.2	4.4	3.6
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	18.6	19.5	18.8	20.6	21.5
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入（維持）

目標價	US\$199.8
(此前目標價)	US\$226.5
潛在升幅	+38.2%
當前股價	US\$144.6

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

龐碩

電話：(852) 3900 0882

郵件：garypang@cmbi.com.hk

互聯網行業

市值 (百萬美元)	374,934
3 月平均流通量 (百萬美元)	4059.6
5 周內股價高/低 (美元)	212/130
總股本 (百萬)	2,571.9

資料來源：彭博

股東結構

軟銀集團	28.8%
雅虎	14.8%
馬雲	5.1%

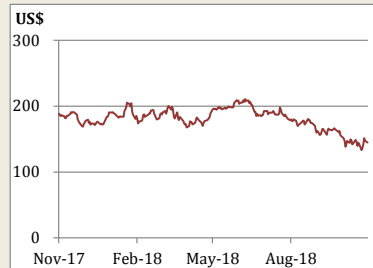
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.5%	-6.0%
3-月	-19.6%	-12.4%
6-月	-26%	-14.4%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.alibabagroup.com

圖 1: 招銀國際預測與彭博一致預測對比

百万人民币 (年结: 3月31日)	CMBI 预测			彭博一致预测			差异 (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
收入	377,785	511,420	654,078	384,770	531,675	696,394	-1.8%	-3.8%	-6.1%
毛利润	181,337	242,924	310,687	178,506	244,454	319,972	1.6%	-0.6%	-2.9%
经营利润	63,819	84,539	111,363	66,906	104,592	143,955	-4.6%	-19.2%	-22.6%
调整后净利润	96,597	126,381	161,012	96,909	127,050	165,632	-0.3%	-0.5%	-2.8%
调整后EPS(人民币)	36.83	47.94	60.47	36.00	47.00	57.85	2.3%	2.0%	4.5%
毛利率	48.0%	47.5%	47.5%	46.4%	46.0%	45.9%	+1.6ppt	+1.5ppts	+1.6ppts
经营利润率	16.9%	16.5%	17.0%	17.4%	19.7%	20.7%	-0.5ppts	-3.1ppts	-3.6ppts
调整后净利润率	25.6%	24.7%	24.6%	25.2%	23.9%	23.8%	+0.4ppts	+0.8ppts	+0.8ppts

資料來源: 公司, 彭博, 招銀國際預測

圖 2: 年度財務預測修改

百万人民币 (年结: 3月31日)	最新预测			此前预测			差异 (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
收入	377,785	511,420	654,078	400,420	552,878	718,164	-5.7%	-7.5%	-8.9%
毛利润	181,337	242,924	310,687	197,407	265,381	344,719	-8.1%	-8.5%	-9.9%
经营利润	63,819	84,539	111,363	68,905	95,470	129,733	-7.4%	-11.5%	-14.2%
调整后净利润	96,597	126,381	161,012	101,919	139,296	181,634	-5.2%	-9.3%	-11.4%
调整后EPS(人民币)	36.83	47.94	60.47	38.85	52.84	68.22	-5.2%	-9.3%	-11.4%
毛利率	48.0%	47.5%	47.5%	49.3%	48.0%	48.0%	-1.3ppts	-0.5ppts	-0.5ppts
经营利润率	16.9%	16.5%	17.0%	17.2%	17.3%	18.1%	-0.3ppts	-0.7ppts	-1.0ppts
调整后净利润率	25.6%	24.7%	24.6%	25.5%	25.2%	25.3%	+0.1ppts	-0.5ppts	-0.7ppts

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 3: SOTP 估值

年结: 3月31日 (十亿美元)	估值		估值参数	倍数	权值 (EBITA/收入)
	总计	每股价值(美元)		FY19E	FY19E
核心电商	429.5	163.7	EV/EBITA	20.0	21.5
云计算	28.6	10.9	P/S	8.0	3.6
其他	66.0	25.2			
文娱	12.6	4.8	P/S	3.5	3.6
创新业务	1.9	0.7	P/S	3.0	0.6
投资组合	36.9	14.1	基于投资组合分部估值		
净现金	14.5	5.5	基于现金流量表预测		
公司估值	524	199.8			

資料來源: 招銀國際預測

圖 4: 2QFY19 財務回顧

百万人民币 (截至3月31日)	1QFY18	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	2QFY19	QoQ	YoY	Consensus	Diff %
收入	50,184	55,122	83,028	61,932	80,920	85,148	5.2%	54.5%	86,459	-2%
经营利润	17,513	16,584	25,996	9,221	8,020	13,501	68.3%	-18.6%	14,563	-7%
净利润	14,683	17,668	24,073	7,561	8,685	20,033	130.7%	13.4%	9,980	101%
调整后净利润	20,019	22,089	27,007	14,099	20,101	23,453	16.7%	6.2%	18,279	28%
EPS (人民币)	7.95	8.57	10.76	5.73	8.04	9.60	19.4%	12.0%	7.43	29%
利润率 (%)										
毛利率	65.2%	60.1%	57.8%	47.5%	46.0%	45.1%			47.1%	
经营利润率	34.9%	30.1%	31.3%	14.9%	9.9%	15.9%			16.8%	
调整后净利润率	39.9%	40.1%	32.5%	22.8%	24.8%	27.5%			21.1%	
同比增长 (%)										
收入 (YoY)	56.1%	60.7%	55.9%	60.5%	61.2%	54.5%			72.3%	
收入 (QoQ)	30.1%	9.8%	50.6%	-25.4%	30.7%	5.2%			39.6%	
经营利润	83.7%	-5.3%	56.8%	-64.5%	-13.0%	68.3%			-16.8%	
调整后净利润	91.8%	10.3%	22.3%	-47.8%	42.6%	16.7%			-8.7%	

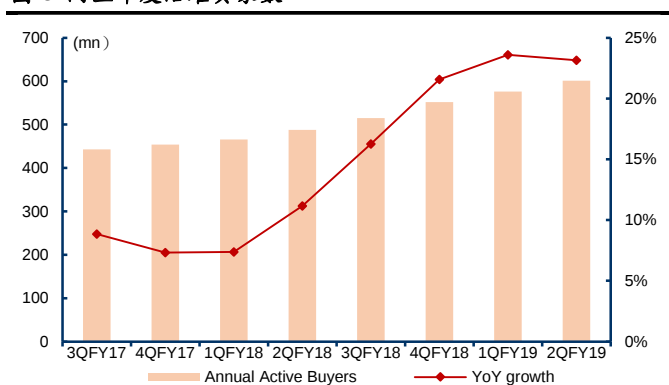
資料來源: 公司, 彭博

圖 5: 2QFY19 收入細分

百万人民币 (截至3月31日)	1QFY18	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	2QFY19	QoQ	YoY
总收入	50,184	55,122	83,028	61,932	80,920	85,148	5%	54%
核心电商	43,027	46,462	73,244	51,287	69,188	72,475	5%	56%
云计算及网络基础服务	2,431	2,975	3,599	4,385	4,698	5,667	21%	90%
数字媒体及娱乐	4,081	4,798	5,413	5,272	5,975	5,940	-1%	24%
其他	645	887	772	988	1,059	1,066	1%	20%

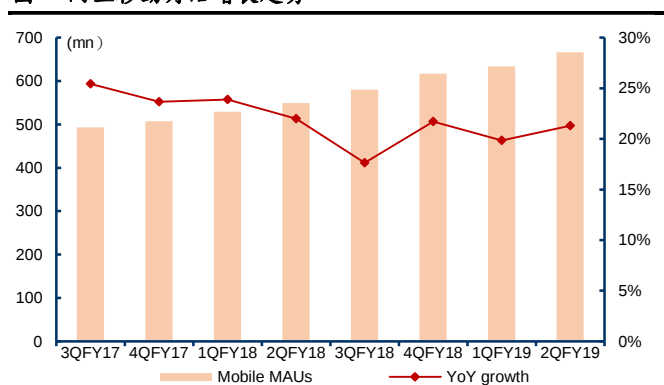
資料來源: 公司

圖 6: 阿里年度活躍買家數



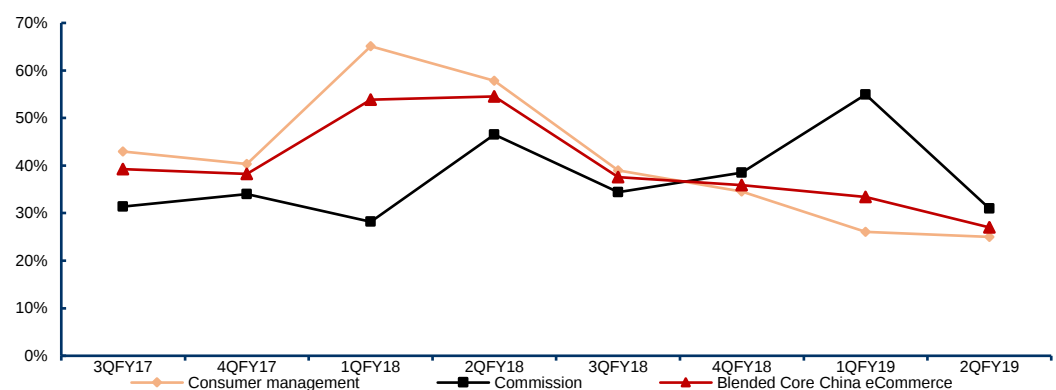
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 7: 阿里移動月活增長趨勢



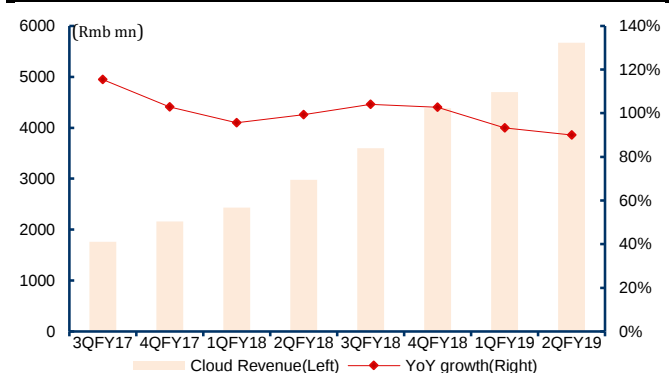
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 8: 核心電商客戶管理收入及佣金收入增長趨勢



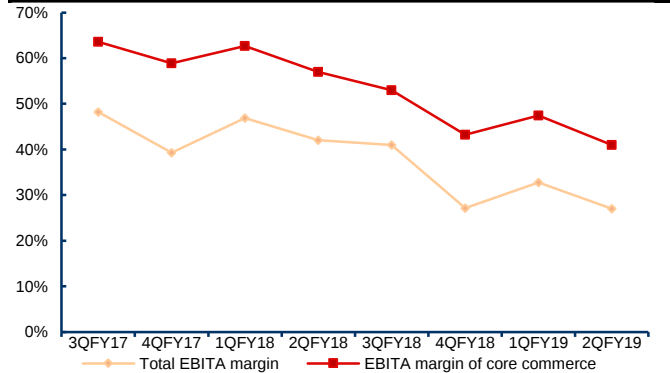
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 9: 雲收入季度增長



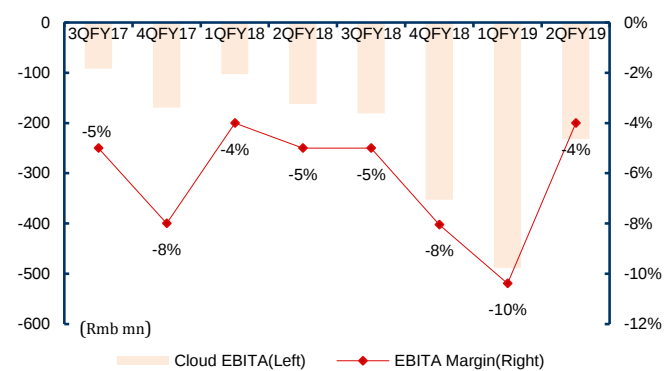
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 10: 核心電商 EBITA 利潤率



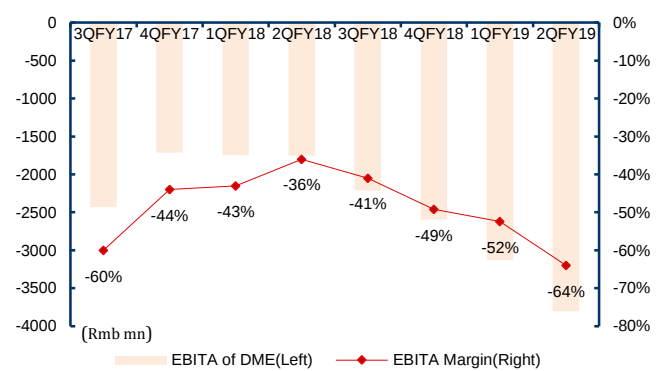
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 11: 雲計算 EBITA 利潤率



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 12: 文娛業務 EBITA 利潤率



資料來源：公司，招銀國際研究

利潤表

年結:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	101,143	158,273	250,266	377,785	511,420	654,078
核心电商	92,335	133,880	214,020	323,527	432,060	540,968
云计算及网络基础服务	3,019	6,663	13,390	24,772	42,669	68,873
数字媒体及娱乐	3,972	14,733	19,564	25,042	31,002	37,274
其他	1,817	2,997	3,292	4,444	5,689	6,963
销售成本	(34,355)	(59,483)	(107,044)	(196,448)	(268,495)	(343,391)
毛利	66,788	98,790	143,222	181,337	242,924	310,687
				28%		
研发费用	(13,788)	(17,060)	(22,754)	(35,890)	(51,142)	(65,408)
销售费用	(11,307)	(16,314)	(27,299)	(41,556)	(56,256)	(71,949)
行政费用	(9,205)	(12,239)	(16,241)	(25,689)	(34,777)	(44,477)
其他收益	(3,386)	(5,122)	(7,614)	(14,383)	(16,211)	(17,491)
经营利润	29,102	48,055	69,314	63,819	84,539	111,363
融资成本	(1,946)	(2,671)	(3,566)	(3,923)	(4,315)	(4,746)
联管公司	52,254	8,559	30,495	38,119	45,743	54,891
特殊收入	2,058	6,086	4,160	1,000	1,000	1,000
税前利润	81,468	60,029	100,403	99,015	126,966	162,507
投资损益	(1,730)	(5,027)	(20,792)	(20,274)	(20,274)	(20,274)
所得税	(8,449)	(13,776)	(18,199)	(22,278)	(28,567)	(36,564)
非控制股东权益	171	2,449	2,681	4,718	5,194	2,330
净利润	71,460	43,675	63,985	61,180	83,319	107,999
NonGAAP调整	(28,498)	16,645	20,075	35,417	43,062	53,014
NonGAAP净利润	42,962	60,320	84,060	96,597	126,381	161,013

来源: 公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	230,210	324,296	460,269	544,281	624,287	702,051
物业、厂房及设备	13,629	20,206	66,489	113,863	146,160	173,612
联管公司	91,461	120,368	139,700	139,700	139,700	139,700
土地租赁费用	2,876	4,691	9,377	-	-	-
无形资产	87,015	139,528	189,614	235,630	283,339	333,650
其他	35,229	39,503	55,089	55,089	55,089	55,089
流动资产	134,035	182,516	256,855	266,535	306,821	388,662
现金及现金等价物	106,818	143,736	199,309	196,021	225,067	293,422
应收贸易款项	18,339	31,715	46,645	59,613	70,853	84,340
其他	8,878	7,065	10,901	10,901	10,901	10,901
流动负债	52,039	93,771	135,810	156,101	176,393	200,742
借债	4,304	14,897	6,028	6,028	6,028	6,028
应付贸易账款	27,334	49,508	84,218	104,509	124,801	149,150
应付税项	2,790	6,125	13,689	13,689	13,689	13,689
关连款项	-	-	-	-	-	1
其他	17,611	23,241	31,875	31,875	31,875	31,874
非流动负债	62,317	88,920	141,875	141,875	141,875	141,875
借债	1,871	30,959	34,153	34,153	34,153	34,153
递延税项	6,471	10,154	19,312	19,312	19,312	19,312
其他	53,975	47,807	88,410	88,410	88,410	88,410
卖屋投资人权益	350	2,992	3,001	3,001	3,001	3,001
净资产总值	249,539	321,129	436,438	509,839	609,839	745,096
少数股东权益	32,552	42,330	70,616	65,898	60,705	58,375
上市公司股东权益	216,987	278,799	365,822	443,941	549,135	686,721

来源: 公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:3月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
年度利潤	71,289	41,226	61,412	56,463	78,125	105,669
折舊和攤銷	22,783	30,287	34,316	51,415	63,879	77,716
營運資金變動	10,454	9,923	38,936	20,291	20,291	24,350
其他	(47,690)	(1,110)	(9,493)	(8,873)	(6,263)	(7,552)
經營活動所得現金淨額	56,836	80,326	125,171	119,296	156,032	200,182
購置固定資產、無形資產及土地	(10,845)	(17,546)	(118,582)	(122,584)	(126,986)	(131,828)
聯營公司	(24,209)	(67,692)	38,529	-	-	-
其他	(7,777)	6,874	(3,837)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(42,831)	(78,364)	(83,890)	(122,584)	(126,986)	(131,828)
股份發行	693	14,607	-	-	-	-
淨銀行借貸	1,859	1,127	(17,818)	-	-	-
股息	-	-	-	-	-	-
其他	(18,398)	17,180	38,177	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(15,846)	32,914	20,359	-	-	-
現金增加淨額	(1,841)	34,876	61,640	(3,288)	29,046	68,355
年初現金及現金等价物	108,193	106,818	143,736	199,309	196,021	225,067
匯兌	466	2,042	(6,067)	-	-	-
年末現金及現金等价物	106,818	143,736	199,309	196,021	225,067	293,422
受限制現金	-	-	-	-	-	-
資產負債表的現金	106,818	143,736	199,309	196,021	225,067	293,422

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:3月31日	FY16A	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)						
核心電商	91.3	84.6	85.5	85.6	84.5	82.7
云计算及網絡基礎服務	3.0	4.2	5.4	6.6	8.3	10.5
數字媒體及娛樂	3.9	9.3	7.8	6.6	6.1	5.7
其他	1.8	1.9	1.3	1.2	1.1	1.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)						
收入	92.6	56.5	58.1	51.0	35.4	27.9
毛利	27.5	47.9	45.0	26.6	34.0	27.9
經營利潤	16.8	65.1	44.2	(7.9)	32.5	31.7
調整後淨利潤	22.4	41.4	42.3	12.6	30.8	27.4
盈利能力比率 (%)						
毛利率	66.0	62.4	57.2	48.0	47.5	47.5
稅前利率	80.5	37.9	40.1	26.2	24.8	24.8
有效稅率	(8.4)	(8.7)	(7.3)	(5.9)	(5.6)	(5.6)
淨利潤率	70.5	26.0	24.5	14.9	15.3	16.2
調整後淨利潤率	42.1	38.1	34.3	25.6	24.7	24.6
資產負債比率						
流動比率 (x)	2.6	1.9	1.9	1.7	1.7	1.9
平均應收賬款周轉天數	54.1	53.1	52.7	48.0	44.1	41.4
平均應付帳款周轉天數	250.6	228.6	218.8	169.7	151.7	142.3
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-	-
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)						
NonGAAP資本回報率	17.1	18.6	19.5	18.8	20.6	21.5
NonGAAP資產回報率	11.7	11.4	11.6	11.3	13.0	14.5
每股數據						
NonGAAP每股盈利 (人民币)	16.6	23.4	32.9	36.8	47.9	60.5
每股股息 (人民币)	-	-	-	-	-	-
每股賬面值 (人民币)	97.5	126.0	168.4	195.5	232.5	281.0

來源: 公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。