



阿里巴巴 (BABA US/9988 HK)

中长期前景维持正面

- 4Q19 业绩不错。收入同比增长 38% 至 1,615 亿元人民币，非通用会计准则净利润同比增长 53% 至 486 亿元人民币
- 新冠肺炎或会影响短期业绩但中长期前景维持正面
- 基于阿里巴巴在电子商务领域的领先地位，我们维持其“买入”评级

4Q19 业绩回顾。 阿里巴巴在 4Q19 报告了不错的业绩。收入同比增长 38% 至 1,615 亿元人民币，非通用会计准则净利润同比增长 53% 至 486 亿元人民币。毛利率从 3Q19 的 44.9% 提高至 4Q19 的 47.8%，而核心净利率从 3Q19 的 29.0% 改善至 4Q19 的 30.1%。

新冠肺炎爆发的影响。 总体而言，由于当前新冠肺炎爆发导致各地物流在春节后经营受到影响，我们认为这可能会影响公司的 1Q20 季度业绩。从积极的方面来看，随着主要物流公司近日开始恢复运营，对 FY3/21(从 2020 年 4 月至 2021 年 3 年)的财年潜在影响可能更加可控。此外，当前新冠肺炎改变了部份消费者的消费习惯，增加了网上购物，故公司可能会受益于从离线到在线的消费转移，特别是杂货类商品和食品。

中长期前景维持正面。 从长线的角度看，我们认为阿里巴巴的基本面维持理想。我们继续喜欢阿里巴巴在电子商务领域的领先地位，并且其市场份额不断增加。此外，阿里巴巴已经通过有效利用人工智能和大数据技术将其业务从定位以往的在线分销平台转变为在线商家的赋能者。

维持“买入”评级。 基于阿里巴巴在电子商务领域的领先地位，我们维持其“买入”评级。我们对阿里巴巴-SW (9988 HK) 和阿里巴巴-ADR (BABA US) 的目标价分别为 HKD 254 和 USD 262。

风险因素： 1) 海外市场对云计算的监管行动； 2) 加强互联网金融监管； 3) 竞争加剧； 4) 电子商务放缓； 5) 无向普通股股东派息的记录。

公司报告

评级 (ADR): 买入
 目标价 (ADR): 美元 262
 评级 (SW 股): 买入
 目标价 (SW 股): 港元 254

分析员: 周秀成
 电话: (852) 2147 8809
 电邮: stevechow@abci.com.hk

股价 (ADR/SW 股)	美元 205.6/ 港元 204.0
预测股价回报 (ADR/SW 股)	27.2%/24.5%
预测收益率 (ADR/SW 股)	NA/NA
预测总回报 (ADR/SW 股)	27.2%/24.5%
此前评级及目标价 (ADR/SW 股)	买入, USD262 买入, HKD254
此前报告日期 (英文版)	2020 年 2 月 14 日

来源: 彭博、农银国际证券

主要数据

52 周高/低 (HKD) (SW 股)	227.4/187.0
52 周高/低 (USD) (ADR)	231.1/147.9
发行股份 (百万)	21,462
市值 (百万 HKD) (SW 股)	4,378,044
市值 (百万 USD) (ADR)	551,548
3 个月平均每日成交额 (百万 HKD) (SW 股)	3,223
3 个月平均每日成交额 (百万 USD) (ADR)	3,383

主要股东 (%)

软银	25.1%
马云	6.0%
蔡崇信	1.9%

来源: 彭博、农银国际

财务数据与估值

截至3月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E
收入 (百万元人民币)	250,266	376,844	502,356	639,174
增长 (%同比)	58.1	50.6	33.3	27.2
净利润 (百万元人民币)	63,985	87,600	147,397	105,778
增长 (%同比)	46.5	36.9	68.3	(28.2)
非通用会计准则利润 (百万元人民币)	85,766	100,731	130,919	160,101
增长 (%同比)	42.2	17.4	30.0	22.3
基础每股收益 (人民币)	3.1	4.2	6.9	4.9
增长 (%同比)	43.0	35.5	61.8	(28.2)
核心每股收益 (人民币)	4.2	4.9	6.1	7.5
增长 (%同比)	38.8	16.2	25.0	22.3
核心市盈率 (x) -ADR	43.7	37.2	29.4	24.0
核心市盈率 (x) -SW 股	44.2	37.8	29.8	24.3
股东权益平均回报率 (%)	16.9	16.8	21.1	12.2
资产平均回报率 (%)	10.5	10.4	13.7	8.2

*1 ADR = 8 普通股

来源: 彭博、农银国际证券预测

4Q19 业绩回顾

总体而言，阿里巴巴在4Q19报告了一组不错的业绩。收入同比增长**38%**至**1,615亿元人民币**，基本符合市场预期。4Q19核心商务收入增长仍维持理想，同比增长**38%**。

天猫在线实物商品销售金额同比增长**24%**，其中快速消费品和消费电子产品增长强劲。此外，由于持续渗透到三四线城市以及与蚂蚁金服的协同效应，本地消费者服务（主要是饿了么）的收入在4Q19同比增长**47%**。

另一方面，在公共云和混合云业务的推动下，云计算在4Q19实现收入同比快速增长**62%**。

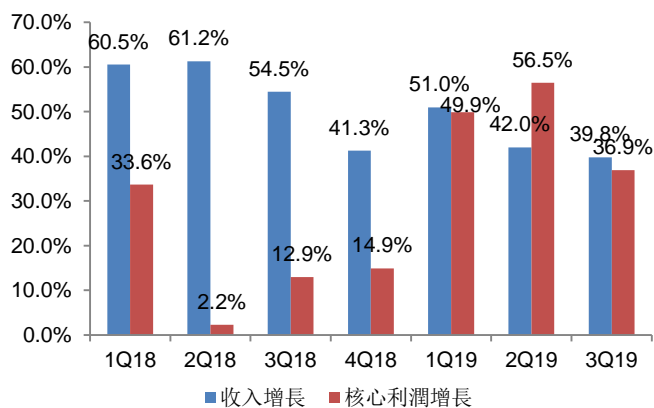
另一方面，由于成本控制和规模经济效应，非通用会计准则净利润同比增长**53%**至**486亿元人民币**，高于市场预期**16%**。

毛利率从3Q19的**44.9%**提高至4Q19的**47.8%**，而核心净利率从3Q19的**29.0%**改善至4Q19的**30.1%**。

总体而言，由于当前新冠肺炎爆发导致各个地区的物流在春节后较混乱，这可能会影响即将到来的1Q20（4QFY3/20）业绩。

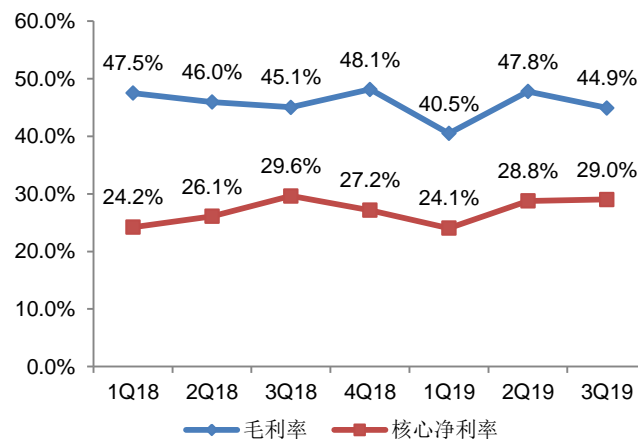
从积极的方面来看，我们认为随着物流行业在未来几个月逐步恢复运营，对FY3/21的财年潜在影响（从2020年4月开始）可能更加可控。

图表 1：阿里巴巴的增长趋势



来源：公司、农银国际证券

图表 2：阿里巴巴的利润率趋势



来源：公司、农银国际证券



维持“买入”评级

基于阿里巴巴在电子商务领域的领先市场地位，我们维持其“买入”评级。

下表列出了我们基于分类加总估值法（SOTP）得出的阿里巴巴目标价。

对于阿里巴巴的核心业务，我们对其FY3 / 21E核心利润的目标市盈率为28倍。对于其战略投资项目，我们对其账面价值。

我们对阿里巴巴-SW（9988 HK）和阿里巴巴-ADR（BABA US）的目标价分别为HKD 254和USD 262。

阿里巴巴-SW (9988 HK): SOTP方法得出的目标价为HKD 254。

阿里巴巴-ADR (BABA US):根据阿里巴巴-SW 的目标价，我们将阿里巴巴-ADR的对应目标价定为USD 262（1 ADR代表8股）。

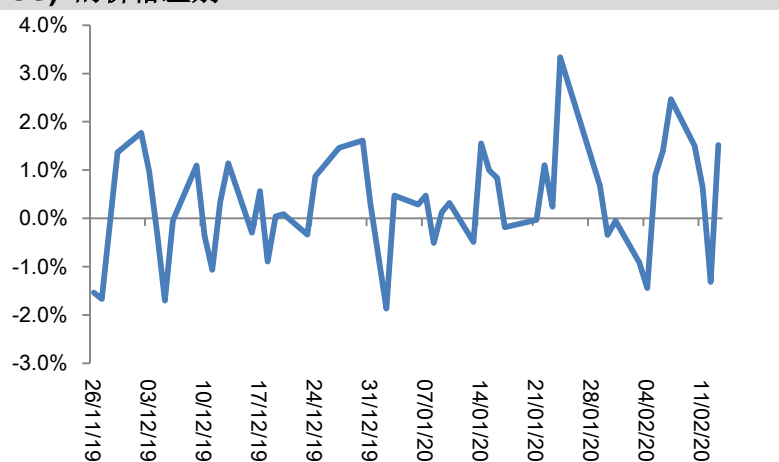
图表 3: 分类加总估值法（SOTP）目标价 (HKD/股)

	目标价	备注
核心业务	235	28x FY21E 核心利润
战略投资项目	19*	账面价值
	254	

*主要包括蚂蚁金服 Ant Financial 的33%权益。AF权益市场估值于最近一次融资为USD 1,500亿
来源：农银国际证券预测

总体而言，阿里巴巴-SW (9988 HK)与阿里巴巴-ADR (BABA US) 的价格差别通常低于2.0%，平均仅为0.3%。我们认为这表明香港/美国市场效率很高，两者之间的套利机会有限。

图表 4: 阿里巴巴-SW (9988 HK)/阿里巴巴-ADR (BABA US) 的价格差别



来源：彭博、农银国际证券



风险因素

海外市场对云计算的监管行动

由于集团在印度尼西亚，马来西亚，印度，澳大利亚，新加坡，德国，日本，美国等其他海外市场运营云计算数据中心。任何严格的外地法规都会影响其云计算运营。在3/19财年，云计算占总收入的7%。

加强互联网金融监管

由于集团通过蚂蚁金服接触互联网金融市场，因此互联网金融市场上任何严格的监管措施都将影响财务业绩

市场竞争

集团与其他在线电子商务平台，尤其是京东（JD.com）竞争。竞争将涉及佣金率，促销折扣，品牌广告，技术投资等。

电子商务消费放缓

由本集团面临消费者在服务方面的支出，因此中国消费的任何显着放缓都会影响财务业绩。从长远来看，我们认为国内市场的增长将与收入的增长趋同，这通常与经济增长保持一致。

没有向普通股股东派息的记录

自上市以来，集团未向普通股股东派发股息。

非通用会计准则利润

非通用会计准则利润仅供参考，以方便比较。它与报告净利润有很大不同。



综合损益表 (FY18A-FY21E)

截至 3 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E
核心商务	214,020	323,400	425,002	526,103
云计算和互联网基础设施	13,390	24,702	39,523	63,237
其他	22,856	28,742	37,831	49,834
收入	250,266	376,844	502,356	639,174
收入成本	(107,044)	(206,929)	(271,976)	(349,245)
毛利	143,222	169,915	230,380	289,928
产品开发费用	(22,754)	(37,435)	(48,686)	(63,225)
销售及市场推广费用	(27,299)	(39,780)	(53,043)	(70,686)
一般及行政费用	(16,241)	(24,889)	(28,179)	(35,854)
摊销/减值	(7,614)	(10,727)	(13,061)	(16,619)
经营利润	69,314	57,084	87,410	103,546
利息及投资收益	30,495	44,106	75,000	20,000
财务成本	(3,566)	(5,190)	(5,500)	(5,700)
其他收入	4,160	221	10,000	250
应占股权投资利润	(20,792)	566	(9,000)	7,000
所得税前利润	79,611	96,787	157,910	125,096
所得税费用	(18,199)	(16,553)	(23,686)	(28,772)
所得税后利润	61,412	80,234	134,223	96,324
非控制权益	2,681	7,652	13,422	9,632
夹层资产增值	(108)	(286)	(249)	(179)
净利润	63,985	87,600	147,397	105,778
股份补偿	20,075	37,491	45,212	57,526
摊销/减值	27,583	22,087	13,061	16,619
出售/重估投资收益	(25,945)	(47,525)	(75,000)	(20,000)
其他非核心项目	68	1,078	249	179
非通用会计准则利润	85,766	100,731	130,919	160,101
增长率				
收入 (%)	58.1	50.6	33.3	27.2
毛利 (%)	45.0	18.6	35.6	25.8
经营利润 (%)	44.2	(17.6)	53.1	18.5
净利润 (%)	46.5	36.9	68.3	(28.2)
非通用会计准则利润 (%)	42.2	17.4	30.0	22.3
财务比率				
营业利润率 (%)	27.7	15.1	17.4	16.2
净利润率 (%)	25.6	23.2	29.3	16.5
非通用会计准则利润率 (%)	34.3	26.7	26.1	25.0
股本平均回报率 ROAE (%)	16.9	16.8	21.1	12.2
资产平均回报率 ROAA (%)	10.5	10.4	13.7	8.2

来源：公司、农银国际证券预测

*自 2020 年 2 月 14 日发布英文版报告后，没有对盈利预测和财务状况预测进行修改



合并资产负债表 (FY18A-FY21E)

截至 3 月 31 日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E
物业及设备	75,866	92,030	107,030	122,030
投资	177,892	241,544	252,544	273,194
其他非流动资产	206,511	361,229	368,168	371,549
非流动资产总额	460,269	694,803	727,742	766,773
现金及银行结余	199,309	189,976	375,834	536,929
受限制现金	3,417	8,518	8,518	8,518
短期投资和投资证券	10,901	13,189	13,189	13,189
预付款项, 定金和其他资产	43,228	58,590	58,590	58,590
流动资产总额	256,855	270,273	456,131	617,226
资产总额	717,124	965,076	1,183,873	1,383,999
应付账款	81,165	117,711	137,632	175,116
其他应付款项和应计费用	16,742	25,935	25,935	25,935
贷款	6,028	22,466	22,466	22,466
递延收入	22,297	30,795	50,236	63,917
商家存款	9,578	10,762	10,762	10,762
流动负债总额	135,810	207,669	247,030	298,196
借款和票据	119,525	111,834	111,834	111,834
其他非流动负债	22,350	30,171	30,171	30,171
非流动负债总额	141,875	142,005	142,005	142,005
负债总额	277,685	349,674	389,035	440,201
净流动资产	121,045	62,604	209,101	319,029
夹层股权	3,001	6,819	7,068	7,237
归属于公司股东权益	365,822	492,257	684,866	842,800
非控制权益	70,616	116,326	102,904	93,760
总权益	436,438	608,583	787,770	936,560

来源: 公司、农银国际证券预测



权益披露

分析员,周秀成,作为本研究报告全部或部分撰写人,作为本研究报告全部或部分撰写人,谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点,均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明,就研究报告内所做出的推荐或个人观点,分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外,分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益,并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或其附属公司,曾在过去 12 个月内,与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

股票评级的定义

评分	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) \leq 股票投资回报 < 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 < 市场回报(-10%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离,原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址:香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863