



# 阿里巴巴 (9988.HK) 1QFY21 业绩： 业绩超预期，核心电商依然稳固

维持买入评级，提升目标价至 335 港元，潜在升幅 19.4%。

- 收入利润均超预期：** 阿里巴巴近期公布 1QFY21 业绩，收入同比增长 34%，达到 1538 亿人民币，与 SPDBI 预测一致（较预测高 0.3%），超市场预期 4%，新零售和云计算保持强劲增长；净利润为 464 亿，同比增长 143%，主要为投资收益大幅增加；调整后净利润 395 亿，同比增长 28%，高于市场预期 9%。
- 电商基本盘稳固，新零售保持强劲增长势头：** 本季度，核心业务中国零售同比增长 34%，其中新零售业务表现亮眼。包括天猫超市和盒马业务等在内的新零售业务，保持强劲增长势头，同比增 80%，未来仍将是中国零售业务的主要增长点。传统电商保持健康增长，同比增 21%。平台年度活跃用户数达到 7.42 亿，环比增加 1600 万，新增主要来自于低线城市。淘宝特价版，自 3 月份推出以来，用户增长迅猛，MAU 已达到 4000 万，阿里巴巴将继续加大在下沉市场的渗透。直播电商也提升了用户的消费频次，淘宝直播 GMV 同比增长超过 100%，未来和短视频平台的合作也将进一步加强。
- 新业务亏损逐渐收窄：** 本季度，云计算同比增长 59%，由于强劲的市场需求，我们预计全年收入增速维持 60%。同时，云业务亏损继续收窄，调整后 EBITA 率为 -3%，去年同期为 -5%，我们预计最快有望在本财年实现单季度盈利；本地生活服务也从疫情中恢复，同比增长 15%（上季度同比下降 8%），且即时配送业务在本季度单笔订单盈利转正，运营效率逐渐提升。此外，我们认为同城零售增长空间巨大，也将带来更多协同。
- 维持买入评级，提升目标价至 335 港元：** 基于新业务快速增长和亏损收窄，我们将 FY21-23 年收入上调 0.2%、0.1%和 0.1%；FY21-23 年调整后净利润分别上调 2.8%、1.3%和 0%。基于分部加总的目标价上调至 335 港元，分别对应 38x 和 28x 的 FY21E 和 FY22E 市盈率。
- 投资风险：** 宏观经济；竞争激烈。

图表 1：盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	376,844	509,711	686,895	898,638	1,116,352
营收增速	50.6%	35.3%	34.8%	30.8%	24.2%
调整后净利润	93,407	211,136	193,540	258,308	357,304
调整后净利率	24.8%	41.4%	28.2%	28.7%	32.0%
调整后 EPS	4.5	9.9	8.8	11.8	16.3
调整后 PE(x)	75.3	33.9	38.0	28.4	20.6

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

互联网分析师

dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2020 年 8 月 27 日

## 评级

## 买入

目标价 (港元)	335.0
潜在升幅/降幅	+19.4%
目前股价 (港元)	280.6
52 周内股价区间 (港元)	167.6-284.0
总市值 (百万港元)	6,069,284
近 3 月日均成交额 (百万)	6,347

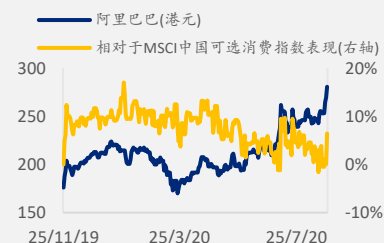
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《阿里巴巴 (9988.HK)：攻守有道，内外兼修》(2020-07-31)

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>营业总收入</b>	<b>376,844</b>	<b>509,711</b>	<b>686,895</b>	<b>898,638</b>	<b>1,116,352</b>
销售成本	(206,929)	(282,367)	(394,352)	(498,744)	(613,994)
<b>毛利润</b>	<b>169,915</b>	<b>227,344</b>	<b>292,543</b>	<b>399,894</b>	<b>502,359</b>
毛利率	45.1%	44.6%	42.6%	44.5%	45.0%
销售费用	(39,780)	(50,673)	(66,008)	(85,371)	(100,472)
销售费用率	10.6%	9.9%	9.6%	9.5%	9.0%
研发费用	(37,435)	(43,080)	(59,032)	(76,384)	(91,541)
研发费用率	9.9%	8.5%	8.6%	8.5%	8.2%
管理费用	(24,889)	(28,197)	(36,432)	(46,729)	(58,050)
管理费用率	6.6%	5.5%	5.3%	5.2%	5.2%
其他营业费用	(10,727)	(13,964)	(11,808)	(11,808)	(11,808)
<b>营业利润</b>	<b>57,084</b>	<b>91,430</b>	<b>119,262</b>	<b>179,602</b>	<b>240,488</b>
营业利润率	15.1%	17.9%	17.4%	20.0%	21.5%
净财务费用	38,916	67,776	61,709	80,731	133,781
其他费用	221	7,439	1,493	1,493	1,493
<b>税前利润</b>	<b>96,221</b>	<b>166,645</b>	<b>182,464</b>	<b>261,826</b>	<b>375,761</b>
所得税	(16,553)	(20,562)	(33,043)	(45,820)	(65,758)
有效所得税率	17.2%	12.3%	18.1%	17.5%	17.5%
股权投资	566	(5,733)	349	349	349
<b>净利润</b>	<b>80,234</b>	<b>140,350</b>	<b>149,770</b>	<b>216,356</b>	<b>310,352</b>
净利润率	21.3%	27.5%	21.8%	24.0%	27.8%
少数股东权益	7,652	9,083	4,096	4,096	4,096
<b>归属于普通股净利润</b>	<b>87,600</b>	<b>149,263</b>	<b>153,866</b>	<b>220,452</b>	<b>314,448</b>

### 现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>净利润</b>	<b>80,234</b>	<b>140,350</b>	<b>149,770</b>	<b>216,356</b>	<b>310,352</b>
调整为经营活动产生净额	38,491	18,839	21,089	25,989	31,589
资产及负债变动净额	32,250	21,418	(15,448)	14,680	18,543
<b>经营现金流</b>	<b>150,975</b>	<b>180,607</b>	<b>155,062</b>	<b>256,676</b>	<b>360,136</b>
购买物业、厂房及设备	(35,482)	(32,550)	(35,000)	(40,000)	(45,000)
购买无形资产	(14,161)	(12,836)	-	-	-
投资净额	(65,980)	(60,656)	-	-	-
其他投资现金流	(40,538)	(2,030)	-	-	-
<b>投资现金流</b>	<b>(156,161)</b>	<b>(108,072)</b>	<b>(35,000)</b>	<b>(40,000)</b>	<b>(45,000)</b>
发行普通股	354	91,506	-	-	-
回购普通股	(10,872)	-	-	-	-
银行及其他借款	12,116	15,788	-	-	-
偿还银行借款	(16,347)	(15,943)	(5,314)	1,500	1,500
其他融资现金流	7,357	(20,498)	-	-	-
<b>融资现金流</b>	<b>(7,392)</b>	<b>70,853</b>	<b>(5,314)</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>(12,578)</b>	<b>143,388</b>	<b>114,748</b>	<b>218,176</b>	<b>316,636</b>
汇率变动影响	3,245	4,100	-	-	-
年初现金及现金等价物	199,309	189,976	337,464	452,212	670,388
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>189,976</b>	<b>337,464</b>	<b>452,212</b>	<b>670,388</b>	<b>987,023</b>

### 资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
现金及现金等价物	189,976	330,503	452,212	670,388	987,023
应收款项	58,590	84,229	105,676	142,641	177,199
短期投资	3,262	28,478	28,478	28,478	28,478
受限资产	8,518	15,479	15,479	15,479	15,479
其他流动资产	9,927	4,234	4,234	4,234	4,234
<b>流动资产合计</b>	<b>270,273</b>	<b>462,923</b>	<b>606,079</b>	<b>861,220</b>	<b>1,212,413</b>
固定资产	92,030	103,387	117,298	131,309	144,719
无形资产	68,276	60,947	60,947	60,947	60,947
权益投资	84,454	189,632	189,632	189,632	189,632
商誉	264,935	276,782	276,782	276,782	276,782
其他非流动资产	185,108	219,314	219,314	219,314	219,314
<b>非流动资产合计</b>	<b>694,803</b>	<b>850,062</b>	<b>863,973</b>	<b>877,984</b>	<b>891,394</b>
<b>资产总计</b>	<b>965,076</b>	<b>1,312,985</b>	<b>1,470,052</b>	<b>1,739,203</b>	<b>2,103,808</b>
短期借款	7,356	5,154	4,500	5,000	5,500
贸易应付账款	117,711	161,536	167,535	219,180	272,281
递延收入及客户预付款	30,795	38,338	38,338	38,338	38,338
其他流动负债	51,807	36,844	36,844	36,844	36,844
<b>流动负债合计</b>	<b>207,669</b>	<b>241,872</b>	<b>247,217</b>	<b>299,362</b>	<b>352,963</b>
长期借款	35,427	39,660	35,000	36,000	37,000
无担保优先票据	76,407	80,616	80,616	80,616	80,616
其他非流动负债	30,171	71,186	71,186	71,186	71,186
<b>非流动负债合计</b>	<b>142,005</b>	<b>191,462</b>	<b>186,802</b>	<b>187,802</b>	<b>188,802</b>
<b>负债总计</b>	<b>349,674</b>	<b>433,334</b>	<b>434,019</b>	<b>487,164</b>	<b>541,765</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>492,257</b>	<b>755,401</b>	<b>904,822</b>	<b>1,120,828</b>	<b>1,430,831</b>
少数股东权益	116,326	115,147	115,147	115,147	115,147
夹层权益	6,819	9,103	9,103	9,103	9,103
<b>总权益</b>	<b>615,402</b>	<b>879,651</b>	<b>1,029,072</b>	<b>1,245,078</b>	<b>1,555,081</b>

### 主要财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	4.2	7.0	7.0	10.0	14.3
每股自由现金流	7.6	7.3	7.1	11.7	16.4
每股账面价值	23.5	35.4	41.3	51.1	65.3
<b>估值 (倍)</b>					
调整后市盈率	75.3	33.9	38.0	28.4	20.6
P/B	13.6	9.0	7.8	6.3	4.9
P/S	17.8	13.4	10.2	7.8	6.3
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	45.1%	44.6%	42.6%	44.5%	45.0%
经营利润率	15.1%	17.9%	17.4%	20.0%	21.5%
净利率	21.3%	27.5%	21.8%	24.0%	27.8%
ROE	18.7%	22.5%	18.0%	21.3%	24.3%
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	50.6%	35.3%	34.8%	30.8%	24.2%
营业利润增速	-17.6%	60.2%	30.4%	50.6%	33.9%
净利润增速	30.6%	74.9%	6.5%	44.6%	43.5%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	36%	33%	30%	28%	26%
现金比率	91%	137%	183%	224%	280%
流动比率	130%	191%	245%	288%	343%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

# 阿里巴巴 (9988.HK) 1QFY21 业绩： 业绩超预期，核心电商依然稳固

## 收入利润均超预期

阿里巴巴 1QFY21 收入同比增长 34%，达到 1538 亿，与 SPDBI 预测一致（较预测高 0.3%），超市场预期 4%，新零售业务和云计算保持强劲增长；归母净利润为 464 亿，同比增长 143%，主要为投资收益大幅增加等；调整后净利润为 395 亿，同比增长 28%，高于市场预期 9%。

## 电商基本盘稳固，新零售保持强劲增长势头

本季度，核心商业收入同比增长 34%，其中中国零售业务同比增长 34%，主要由于新零售业务表现亮眼。包括天猫超市和盒马业务在内的新零售业务保持强劲增长势头，同比增长 80%，我们认为新零售仍将是中国零售业务的主要增长点，直营业务比例将继续扩大。

传统电商业务保持健康增长，同比增长 21%，其中的客户管理收入和佣金收入分别同比增长 23% 和 17%。佣金收入增速低于天猫实物商品 GMV 同比增速 27%，主要由于低佣金率的快消品等品类占比提升，以及上半年推出的佣金减免等措施。本季度，平台的年度活跃用户 7.42 亿，环比增加 1600 万，低线城市仍是新增用户的主要来源。同时，淘宝特价版，自 3 月份推出以来，用户增长迅猛，MAU 已达到 4000 万，阿里巴巴将继续加大在下沉市场的渗透。此外，直播电商的火爆也推动了用户的消费频次的提升，本季度，淘宝直播 GMV 同比增长超过 100%，其中商家自播贡献约 60% 的 GMV。我们认为电商平台和短视频平台的合作将进一步加强。

## 新业务亏损逐渐收窄

本季度，云计算同比增长 59%，由于强劲的市场需求，我们预计全年收入增速维持 60%。同时，云业务亏损继续收窄，调整后 EBITA 率为 -3%，去年同期为 -5%。随着规模效应显现以及往下游 SaaS 的渗透，云计算未来盈利可期，我们预计最快有望在本财年实现单季度盈利。

本地生活服务也从疫情中恢复，同比增长 15%（上季度同比下降 8%），即时配送业务在本季度单笔订单的转正，运营效率逐渐提升。此外，我们认为同城零售也将是未来发力方向之一，增长空间巨大。

## 维持买入评级，提升目标价至 335.0 港元

基于公司新业务的快速增长和亏损逐渐收窄，我们将 FY21-23 年收入略微上调 0.2%、0.1%和 0.1%；FY21-23 年调整后净利润分别上调 2.8%、1.3%和 0%。基于分部加法，我们将目标价由 320.0 港元上调至 335.0 港元，分别对应 38x 和 28x 的 FY2021E 和 FY2022E 市盈率。

图表 2: 阿里巴巴财务预测对比

人民币百万	1QFY21			FY2021E			FY2022E			FY2023E		
	财报	SPDBI 预测	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异
收入	153,751	153,280	0.3%	686,895	685,626	0.2%	898,638	897,538	0.1%	1,116,352	1,115,527	0.1%
核心电商	133,318	132,461	0.6%	587,673	585,147	0.4%						
云计算	12,345	12,459	-0.9%	63,453	62,414	1.7%						
数字文娱	6,994	6,438	8.6%	29,575	29,019	1.9%						
其他创新	1,094	1,922	-43.1%	6,195	9,046	-31.5%						
毛利润	69,228	69,742	-0.7%	292,543	295,367	-1.0%						
毛利率	45%	46%		43%	43%							
净利润	46,437	36,213	28.2%	149,770	144,338	3.8%	216,356	211,042	2.5%	310,352	313,310	-0.9%
调整后净利润	39,474	47,213	-16.4%	193,540	188,338	2.8%	258,308	255,042	1.3%	357,304	357,310	0.0%

注：自 1QFY21 起，公司将自研游戏业务由其他创新划分至数字文娱业务；净利润大超预期，主要由于投资收益的差异导致  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: 阿里巴巴估值-分部加法

业务 (人民币百万)	FY21E		估值方法		
	收入	经营利润	EV/EBIT	P/S	估值
核心商业	587,673	243,884	20		4,877,685
云计算	63,453			10	634,526
数字文娱	29,575			3	88,724
创新及其他	6,195			3	18,584
蚂蚁金服					462,000
其他投资					106,867
净现金					428,191
<b>市值(人民币 百万)</b>					<b>6,616,578</b>
人民币/港币					0.9
<b>市值(港元 百万)</b>					<b>7,351,753</b>
股数(百万)					21,926
<b>目标价(港元)</b>					<b>335</b>

注：E=浦银国际预测  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4: 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	P/S	P/E(市盈率)			
					2018A	2019A	2020E	2021E
9988 HK EQUITY	阿里巴巴	783,682	280.60	7.5	59.6	54.4	40.3	31.8
700 HK EQUITY	腾讯	689,901	558.00	8.8	61.9	50.2	39.0	31.4
3690 HK EQUITY	美团	205,558	271.00	9.9	N/A	763.7	324.2	85.6
NTES US EQUITY	网易	71,039	514.01	6.4	54.6	31.3	27.2	24.1
BIDU US EQUITY	百度	43,935	127.47	2.7	13.6	20.3	17.0	14.3
TCOM US EQUITY	携程	16,962	28.6	5.2	26.2	21.0	N/A	23.6
AMZN US EQUITY	亚马逊	1,723,987	3441.85	4.4	119.5	105.9	74.4	58.0
<b>综合性平台平均</b>				<b>6.4</b>	<b>55.9</b>	<b>149.5</b>	<b>87.0</b>	<b>38.4</b>
JD US EQUITY	京东	125,002	80.38	1.1	354.5	77.9	51.1	36.0
PDD US EQUITY	拼多多	121,719	89.25	13.7	N/A	N/A	N/A	197.6
VIPS US EQUITY	唯品会	11,600	17.16	0.7	29.5	18.0	13.9	11.7
BZUN US EQUITY	宝尊	2,661	42.18	1.8	47.3	46.0	32.2	22.8
EBAY US EQUITY	eBay	40,999	58.58	3.7	25.4	21.1	16.4	14.9
<b>电商平台平均</b>				<b>4.3</b>	<b>143.8</b>	<b>47.3</b>	<b>32.4</b>	<b>67.0</b>
CRM US EQUITY	SALESFORCE	245,360	272.32	11.0	204.0	104.3	93.9	74.8
ZM US EQUITY	ZOOM	83,297	295.27	41.9	N/A	N/A	1,089.6	235.5
WDAY US EQUITY	WORKDAY	50,201	213.62	11.6	218.6	169.0	119.0	94.4
TEAM US EQUITY	ATLASSIAN	45,365	182.95	23.7	385.2	223.4	166.2	169.4
WORK US EQUITY	SLACK	17,041	30.23	18.3	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>智慧办公平台平均</b>				<b>21.3</b>	<b>269.3</b>	<b>165.6</b>	<b>367.2</b>	<b>143.5</b>
V US EQUITY	Visa	408,326	210.26	17.9	45.9	38.9	41.9	36.0
MA US EQUITY	MasterCard	351,392	351.02	20.6	54.4	45.7	52.5	40.2
PYPL US EQUITY	PayPal	238,743	203.48	10.2	84.9	66.2	54.9	45.0
<b>支付平台平均</b>				<b>20.6</b>	<b>54.4</b>	<b>45.7</b>	<b>52.5</b>	<b>40.2</b>
<b>总平均</b>				<b>11.1</b>	<b>111.6</b>	<b>109.3</b>	<b>132.6</b>	<b>65.6</b>

注: E= Bloomberg; NA 代表公司亏损, 市盈率不适用, 8月27日数据

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>损益表</b>					
核心电商	323,400	436,104	587,673	768,384	954,941
云计算	24,702	40,016	63,453	90,103	117,134
数字文娱	24,077	26,948	29,575	32,532	35,135
创新及其他	4,665	6,643	6,195	7,619	9,143
<b>收入合计</b>	<b>376,844</b>	<b>509,711</b>	<b>686,895</b>	<b>898,638</b>	<b>1,116,352</b>
同比增长	51%	35%	35%	31%	24%
成本	(206,929)	(282,367)	(394,352)	(498,744)	(613,994)
<b>毛利润</b>	<b>169,915</b>	<b>227,344</b>	<b>292,543</b>	<b>399,894</b>	<b>502,359</b>
毛利率	45%	45%	43%	45%	45%
销售费用	(39,780)	(50,673)	(66,008)	(85,371)	(100,472)
研发费用	(37,435)	(43,080)	(59,032)	(76,384)	(91,541)
管理费用	(24,889)	(28,197)	(36,432)	(46,729)	(58,050)
其他	(10,727)	(13,964)	(11,808)	(11,808)	(11,808)
<b>营业利润</b>	<b>57,084</b>	<b>91,430</b>	<b>119,262</b>	<b>179,602</b>	<b>240,488</b>
营业利润率	15%	18%	17%	20%	22%
利息收入	44,106	72,956	68,689	89,864	145,126
融资成本	(5,190)	(5,180)	(6,981)	(9,133)	(11,345)
其他	221	7,439	1,493	1,493	1,493
<b>税前利润</b>	<b>96,221</b>	<b>166,645</b>	<b>182,464</b>	<b>261,826</b>	<b>375,761</b>
所得税开支	(16,553)	(20,562)	(33,043)	(45,820)	(65,758)
<b>净利润</b>	<b>80,234</b>	<b>140,350</b>	<b>149,770</b>	<b>216,356</b>	<b>310,352</b>
净利率	21%	28%	22%	24%	28%
非控股权益	7,652	9,083	4,096	4,096	4,096
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>87,600</b>	<b>149,263</b>	<b>153,866</b>	<b>220,452</b>	<b>314,448</b>
<b>非通用会计准则</b>					
以股份为基础的酬金	37,491	31,742	31,715	30,000	35,000
<b>调整后营业利润</b>	<b>57,084</b>	<b>91,430</b>	<b>119,262</b>	<b>179,602</b>	<b>240,488</b>
调整后经营利润率	15%	18%	17%	20%	22%
<b>调整后净利润</b>	<b>93,407</b>	<b>211,136</b>	<b>193,540</b>	<b>258,308</b>	<b>357,304</b>
调整后净利润率	25%	41%	28%	29%	32%

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 6: 资产负债表和简明现金流量表

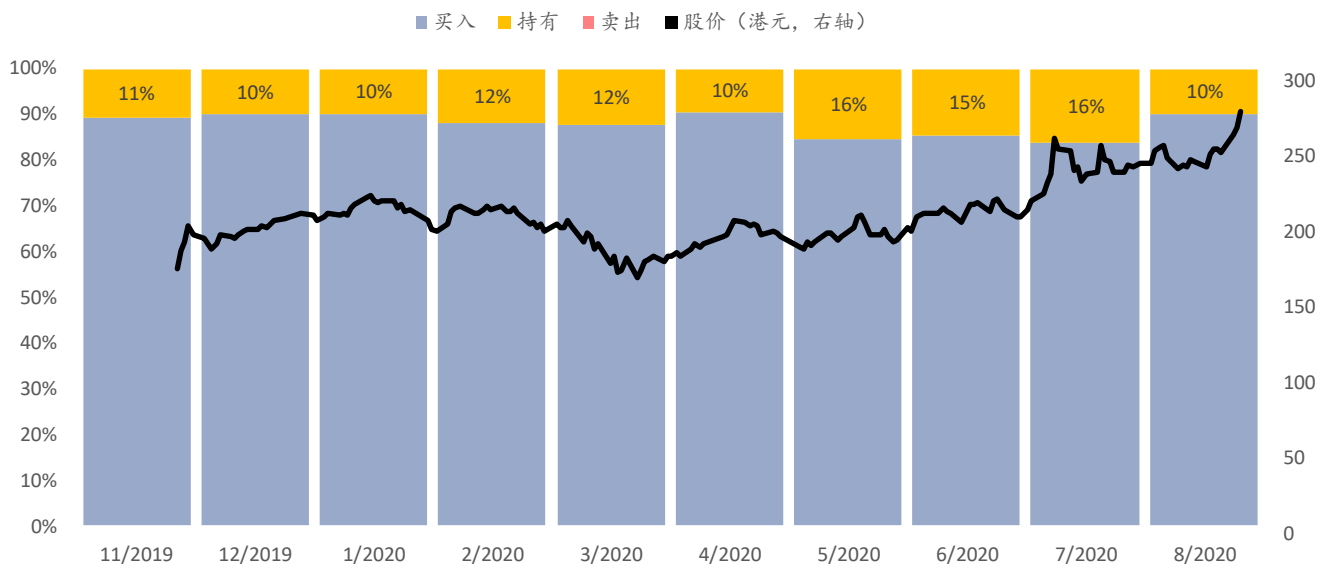
人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>资产负债表</b>					
<b>流动资产</b>					
现金及现金等价物	189,976	330,503	452,212	670,388	987,023
应收账款及其他应收	58,590	84,229	105,676	142,641	177,199
短期投资	3,262	28,478	28,478	28,478	28,478
受限资产	8,518	15,479	15,479	15,479	15,479
理财产品	9,927	4,234	4,234	4,234	4,234
<b>流动资产合计</b>	<b>270,273</b>	<b>462,923</b>	<b>606,079</b>	<b>861,220</b>	<b>1,212,413</b>
<b>非流动资产</b>					
物业、厂房及设备	92,030	103,387	117,298	131,309	144,719
理财产品	157,090	161,329	161,329	161,329	161,329
预付和应收	28,018	57,985	57,985	57,985	57,985
权益投资	84,454	189,632	189,632	189,632	189,632
无形资产和土地使用权	68,276	60,947	60,947	60,947	60,947
商誉	264,935	276,782	276,782	276,782	276,782
<b>非流动资产合计</b>	<b>694,803</b>	<b>850,062</b>	<b>863,973</b>	<b>877,984</b>	<b>891,394</b>
<b>总资产</b>	<b>965,076</b>	<b>1,312,985</b>	<b>1,470,052</b>	<b>1,739,203</b>	<b>2,103,808</b>
<b>流动负债</b>					
短期银行借款	7,356	5,154	4,500	5,000	5,500
短期无担保优先票据	15,110	-	-	-	-
应付所得税	17,685	20,190	20,190	20,190	20,190
应付托管	8,250	3,014	3,014	3,014	3,014
应付账款	117,711	161,536	167,535	219,180	272,281
商户存款	10,762	13,640	13,640	13,640	13,640
递延收入	30,795	38,338	38,338	38,338	38,338
<b>流动负债合计</b>	<b>207,669</b>	<b>241,872</b>	<b>247,217</b>	<b>299,362</b>	<b>352,963</b>
<b>非流动负债</b>					
借款	35,427	39,660	35,000	36,000	37,000
递延收入	1,467	2,025	2,025	2,025	2,025
递延所得税负债	22,517	43,898	43,898	43,898	43,898
优先无抵押票据	76,407	80,616	80,616	80,616	80,616
其他负债	6,187	25,263	25,263	25,263	25,263
<b>非流动负债合计</b>	<b>142,005</b>	<b>191,462</b>	<b>186,802</b>	<b>187,802</b>	<b>188,802</b>
<b>总负债</b>	<b>349,674</b>	<b>433,334</b>	<b>434,019</b>	<b>487,164</b>	<b>541,765</b>
夹层权益	6,819	9,103	9,103	9,103	9,103
资本公积	231,783	343,707	343,707	343,707	343,707
未分配利润	257,886	406,287	555,708	771,714	1,081,717
其他股东权益	2,588	5,407	5,407	5,407	5,407
<b>公司拥有人应占权益</b>	<b>492,257</b>	<b>755,401</b>	<b>904,822</b>	<b>1,120,828</b>	<b>1,430,831</b>
非控股权益	116,326	115,147	115,147	115,147	115,147
<b>总权益</b>	<b>615,402</b>	<b>879,651</b>	<b>1,029,072</b>	<b>1,245,078</b>	<b>1,555,081</b>
<b>现金流量表</b>					
经营活动所得现金流量净额	150,975	180,607	155,062	256,676	360,136
投资活动现金流量净额	(156,161)	(108,072)	(35,000)	(40,000)	(45,000)
融资活动所得现金流量净额	(7,392)	70,853	(5,314)	1,500	1,500
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>(12,578)</b>	<b>143,388</b>	<b>114,748</b>	<b>218,176</b>	<b>316,636</b>
年初现金及现金等价物	199,309	189,976	337,464	452,212	670,388
汇率变动影响	3,245	4,100	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>189,976</b>	<b>337,464</b>	<b>452,212</b>	<b>670,388</b>	<b>987,023</b>

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

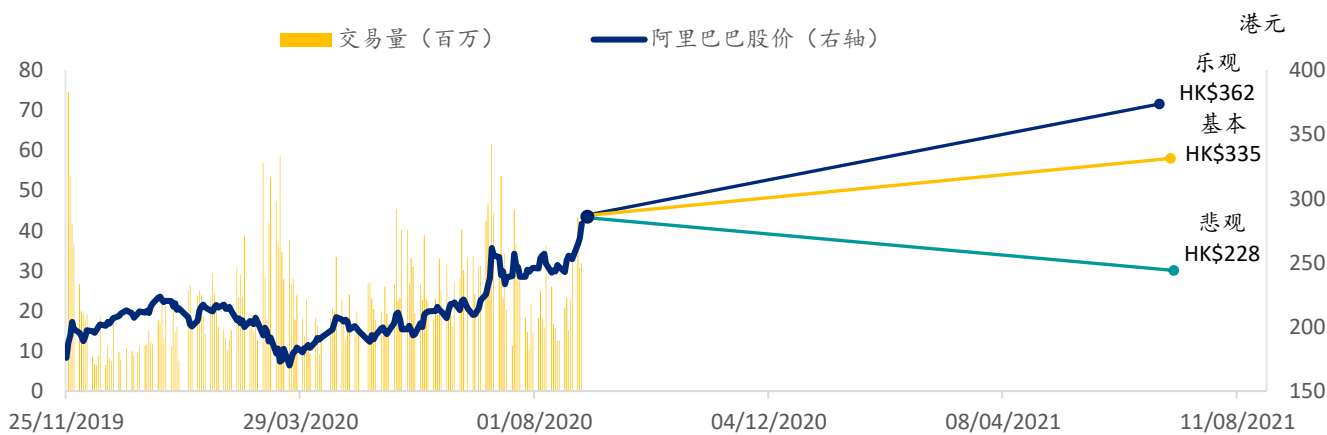
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 阿里巴巴市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 阿里巴巴 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司盈利水平好于预期

目标价: 362 港元

- 若云计算在海外的扩张好于预期,且业务利润率能持续改善,我们给予云业务 1000 亿美元估值。

悲观情景: 公司盈利水平不及预期

目标价: 228 港元

- 若电商业务竞争激烈,或拖累核心商业收入(增速低于 30%)及利润;资本市场环境变化或影响蚂蚁金服 IPO 估值。

资料来源: 浦银国际预测



## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

#### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

#### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

#### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼