CMS 招商證券國際

2020 年 7 月 17 日（星期五）

行业报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

电商

重回光辉岁月

- **网上消费增速二季度已回到正常水平**
- **京东将录得强劲增长，而阿里巴巴则紧随其后**
- **在市场震荡加剧的环境下，持续看好京东和阿里巴巴**

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

马牧野
+852 3189 6194
mattma@cmschina.com.hk

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

线上商品零售增速已回到了疫情前水平

根据国家统计局，中国线上实物商品零售额（不包含线上服务）于20年二季度达到2.5万亿元人民币，同比增长21.5%，几乎与19年二季度的22.1%持平。强劲的增长说明线上实物商品零售增速已全面复苏，回到疫情前的水平。分月度来看，随着疫情期间囤积下来的需求在6月大促期间逐步释放，线上实物商品零售额在4月、5月、6月分别同比增长16.2%/22.0%/25.2%，展现出稳健的加速增长态势。此外，随着线上消费习惯在疫情期间进一步增强，线下消费持续向线上转移，电商渗透率从20年一季度的23.6%进一步提升至二季度的26.6%。从消费品类来看，吃、穿、用品类增长都有所改善，在上半年分别录得了38.8%/-2.9%/17.3%的累积同比增长。细分品类中，电子产品和家电、美妆以及日用品在疫情之后均大幅复苏。展望未来，得益于日用品需求的大幅提升，我们预计线上实物商品零售额将于2020年全年取得20%左右的同比增速。

京东增速更快，而阿里还在复苏中

京东（JD US；买入；目标价72美元）：我们预计20年二季度京东GMV同比增速将加速至28%，1P/3P收入将分别增长26%/41%，因为：1）消费者之前在高客单商品如带电品类上囤积的需求在本季度尤其是618期间逐步释放（618大促GMV同比增速为34%）；2）快消品需求持续增长，贡献增量；3）凭借京喜订单量的高速增长，京东对下沉市场的渗透逐渐加强。长期来看，得益于更高效的商户和用户获取，以及京喜的优异表现，我们认为京东会持续取得强劲的GMV增长。此外，与快手的战略合作也将帮助京东接触更多的下沉市场用户。我们维持对公司的买入评级，并将京东的目标价从之前的69美元略微调增至72美元，主要由于对WACC的调整。

阿里巴巴（BABA US；买入；目标价271美元）：我们预计21财年一季度天猫实物商品GMV将录得20%左右的同比增长，而佣金和广告收入同比增速将逐步恢复到正常水平，分别加速至14%和30%，因为疫情带来的负面影响正逐渐消退。虽然佣金收入增速还是会慢于GMV增速，但两者之间的差距应该会逐步缩小，因为：1）随着物流能力全面恢复，订单延误和退订减少；以及2）服装品类逐渐复苏并贡献了更多的佣金收入。展望未来，我们将21/22/23财年的预测非GAAP净利润分别下调1.6%/0.1%/0.1%，体现了对21财年利润率更为保守的预期。我们维持对公司的买入评级，并略微将阿里的目标价从之前的259美元调增至271美元，主要由于疫情后增长的确定性增强，于是将核心电商21财年预测EV/EBITDA倍数由17倍上调至18倍。

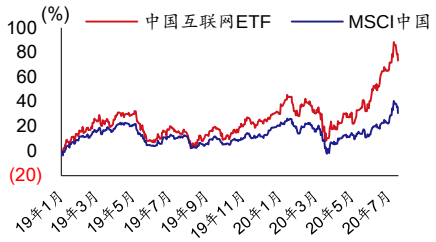
在市场震荡加剧的环境下，持续看好京东和阿里巴巴

我们认为京东和阿里将凭借良好的业绩表现，平稳度过近期的市场震荡。长期来看，我们看好京东在下沉市场的供应链优化，以及其持续稳定的优质用户体验。我们同样看好阿里巴巴，相信其在用户扩张以及进一步发掘用户价值上的巨大潜力。我们认为拼多多依然不会给阿里电商的核心领域带来实质性的威胁，因为在品牌营销、旗舰店运营、新品发布等诸多方面，阿里在品牌商家心中目的地位还是非常稳固的。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数 (2020年7月17日)	25,089
MSCI中国 (2020年7月16日)	93

行业表现



资料来源：彭博，截至 2020 年 7 月 16 日

%	1m	6m	12m
绝对回报	7.2	20.4	51.5
相对回报	(0.3)	16.8	34.4

相关报告

1. 中国互联网 - 直播电商授人以渔 （6/3/2020）
2. 电商 - 618 大促 (6/19/2020)
3. 中国互联网 - 投资者交流反馈 (6/15/2020)
4. China Internet: HK secondary listing (June 5, 2020)

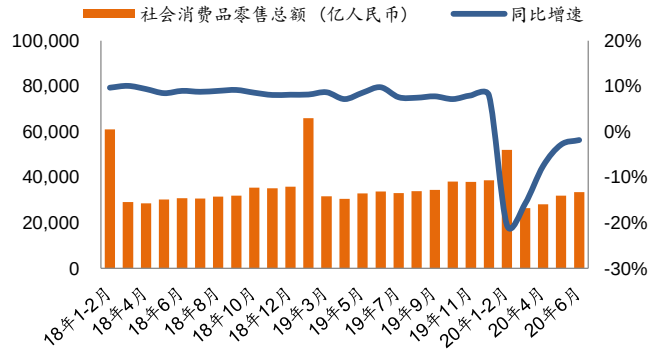
重点公司主要财务指标

公司	股票代码	评级	现价 (本币)	目标价 (本币)	上涨空间	非 GAAP 摊薄每股盈利 (港元/美元)		市盈率(x)		EV/EBITDA (x)	ROE (%)	
						FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY21E	FY20E	FY21E
京东	JD US	买入	61.7	72.0	17%	1.2	1.8	51.2	33.6	21.6	7.6	11.9
京东	9618 HK	买入	240.6	279.0	16%	4.7	7.1	51.5	33.9	21.7	7.6	11.9
阿里巴巴	BABA US	买入	242.5	271.0	12%	9.4	12.4	25.9	19.5	16.5	15.2	17.2
阿里巴巴	9988 HK	买入	238.8	263.0	10%	9.1	12.0	26.3	19.8	16.7	15.2	17.2
拼多多	PDD US	未评级	83.6	n.a.	n.a.	(0.7)	0.4	n.a.	214.9	365.5	n.a.	5.3

注：股价采用2020年7月17日收市价（港股），2020年7月16日（美股）；阿里巴巴显示FY21E和FY22E数据；资料来源：彭博、招商证券（香港）预测

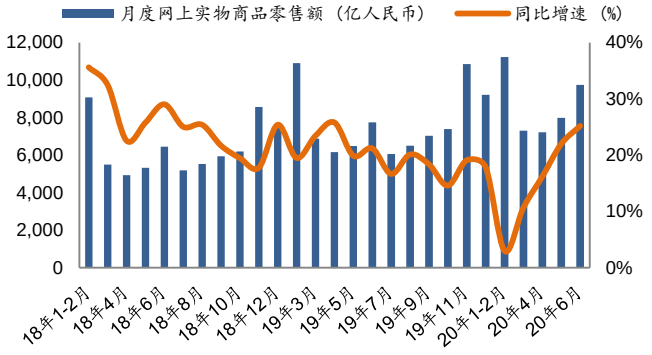
重点图表

图1：中国社会消费品零售总额



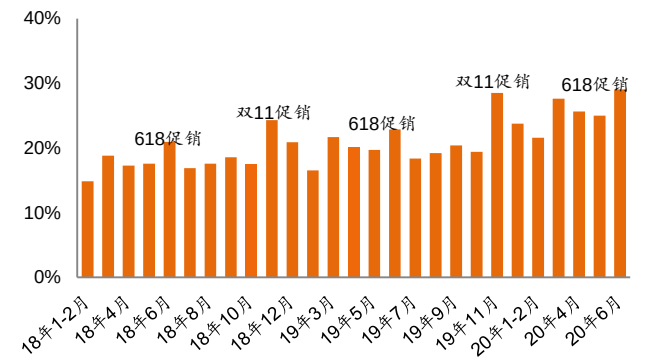
资料来源：国家统计局、招商证券（香港）

图2：网上实物商品销售额增速在过去三个月展现出稳健的增长态势



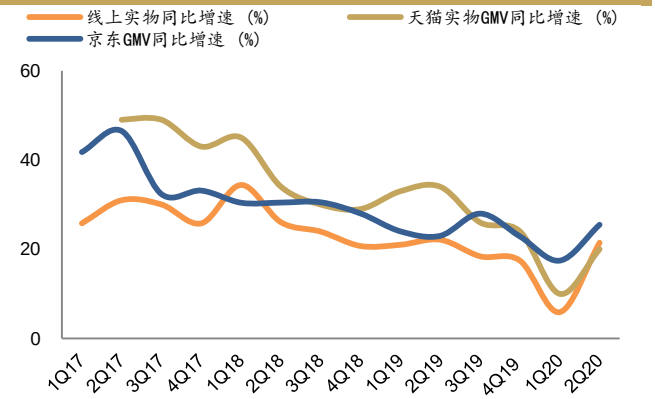
资料来源：国家统计局、招商证券（香港）

图3：随着线下消费持续转移至线上，电商渗透率进一步提升



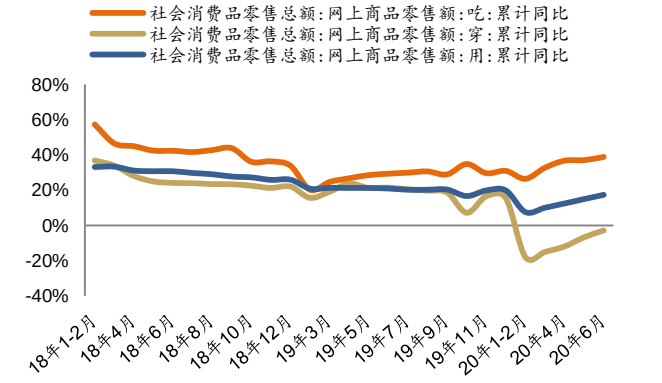
资料来源：国家统计局、招商证券（香港）

图4：京东将录得强劲增长，而阿里巴巴则紧随其后



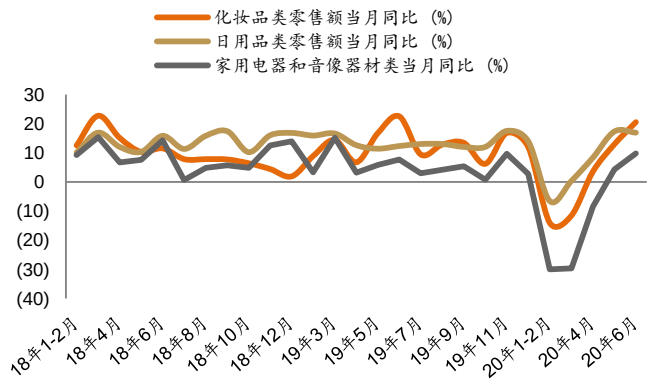
资料来源：国家统计局、招商证券（香港）预测；注：京东GMV增速以及天猫20年二季度GMV增速是基于我们预测

图5：网上商品零售额累计同比增长：吃穿用



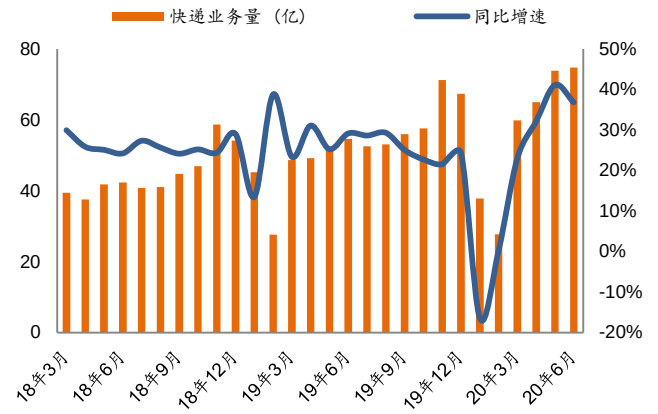
资料来源：国家统计局、招商证券（香港）

图6：细分品类的零售额增长率



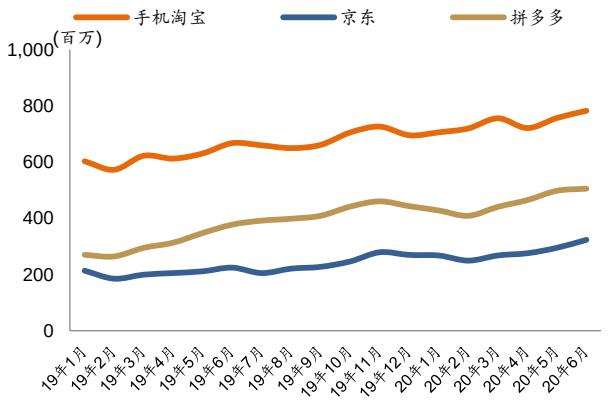
资料来源：国家统计局、招商证券（香港）

图7：快递业务量



资料来源：国家邮政局、招商证券（香港）

图8：手机淘宝，京东及拼多多月活用户对比



资料来源：易观、招商证券（香港）

估值 – 京东

图 9: 现金流贴现 – 目标价 72 美元

RMB mn	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
Revenue	864,988	1,005,480	1,106,028	1,205,571	1,302,016	1,393,158	1,476,747	1,550,584	1,612,608	1,660,986
EBIT	17,882	26,975	34,097	40,782	47,951	54,094	60,293	64,858	69,065	72,798
NOPAT	15,105	22,718	28,982	34,665	40,758	45,980	51,249	55,129	58,705	61,878
Depreciation & Amortization	7,912	9,692	11,060	12,056	13,020	13,932	14,767	15,506	16,126	16,610
Share-based Compensation Expense	5,777	6,716	7,387	8,052	8,696	9,305	9,863	10,356	10,771	11,094
Chg in OWC	13,678	14,202	11,060	12,056	13,020	13,932	14,767	15,506	16,126	16,610
CAPEX	(16,435)	(17,093)	(18,802)	(19,289)	(20,832)	(20,897)	(22,151)	(21,708)	(22,577)	(21,593)
FCF	26,038	36,235	39,688	47,539	54,663	62,251	68,496	74,789	79,152	84,599
Discount year	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
Discount factor	0.91	0.82	0.74	0.67	0.61	0.55	0.50	0.45	0.41	0.37
DCF	**23,568**	**29,687**	**29,432**	**31,911**	**33,212**	**34,235**	**34,097**	**33,698**	**32,281**	**31,230**
PV of DCF	**313,351**									
Perpetual growth	3.0%									
Terminal value	1,165,111									
PV of terminal value	430,106									
Total PV	**743,457**									
Net cash (by 20YE)	79,591									
Minority interest	2,641									
PV of equity (RMB mn)	820,407									
No. of ADS (by 20YE)	1,613									
PV per ADS (RMB)	509									
CNYUSD	7.10									
Value per ADS (USD)	**72**									
Pre tax cost of debt	4.50%									
Tax rate	15.00%									
After tax cost of debt	3.83%									
Risk free rate	2.9%									
Market rate of return	11.0%									
Market premium	8.1%									
Beta	1.02									
Cost of equity	11.2%									
Long-run debt-to-capital ratio	10.0%									
WACC	**10.5%**									

资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图 10：在不同永续增长率和 WACC 假设下的目标价敏感性分析

TP (USD)		WACC						
		9.9%	10.1%	10.3%	10.5%	10.7%	10.9%	11.1%
Terminal growth	2.0%	72	70	69	67	65	64	62
	2.5%	75	73	71	69	67	66	64
	3.0%	78	76	74	72	70	68	66
	3.5%	82	79	77	75	72	70	69
	4.0%	86	83	80	78	76	73	71

资料来源：公司、招商证券（香港）预测

财务预测表 – 京东

损益表

百万元人民币	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
总净收入	**462,020**	**576,888**	**718,686**	**864,988**	**1,005,480**
收入成本	(396,066)	(492,467)	(611,292)	(734,688)	(852,003)
毛利	**65,954**	**84,421**	**107,394**	**130,300**	**153,477**
履约	(32,010)	(36,968)	(46,730)	(54,271)	(62,035)
营销	(19,237)	(22,234)	(27,310)	(31,349)	(35,442)
研发	(12,144)	(14,619)	(17,248)	(19,609)	(21,176)
一般及行政费	(5,160)	(5,490)	(6,249)	(7,189)	(7,848)
减值	(22)	0	0	0	0
总营业费用	**(68,573)**	**(79,311)**	**(97,538)**	**(112,418)**	**(126,502)**
长期资产处置收益	0	3,885	0	0	0
营业利润/（亏损）	**(2,619)**	**8,995**	**9,857**	**17,882**	**26,975**
应占股权投资份额	(1,113)	(1,738)	(2,620)	(2,000)	(2,000)
净利息收入及其他收入	1,359	6,436	1,833	2,630	3,404
税前收入/（损失）	**(2,374)**	**13,693**	**9,069**	**18,512**	**28,379**
所得税支出	(427)	(1,802)	(1,479)	(2,777)	(4,257)
非控制性权益	(309)	(297)	(166)	(200)	(200)
净收入	**(2,492)**	**12,184**	**7,753**	**15,932**	**24,319**
非 GAAP 净收入	**3,460**	**10,750**	**13,457**	**21,530**	**30,660**

主要财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
年成长率					
直营销售	25.4%	22.7%	22.8%	19.0%	15.1%
服务和其他	50.5%	44.1%	38.1%	29.8%	23.3%
收入	27.5%	24.9%	24.6%	20.4%	16.2%
非 GAAP 净收入	-30.4%	210.7%	25.2%	60.0%	42.4%
获利能力					
非 GAAP 毛利率	14.1%	14.5%	14.8%	14.9%	15.1%
非 GAAP EBITDA 利润率	1.2%	2.4%	2.8%	3.5%	4.2%
非 GAAP 净利润率	0.7%	1.8%	1.8%	2.5%	3.0%
ROE	-4.5%	17.2%	7.6%	11.9%	15.2%
ROA	-1.4%	5.1%	2.6%	4.6%	6.1%
营运能力					
存货周转天数	39.5	37.8	37.9	37.6	37.7
应收账款周转天数	10.9	5.5	3.6	3.7	3.7
应付账款周转天数	71.1	63.2	54.4	50.2	51.0
每股比率 (人民币)					
非 GAAP 摊薄后每股盈利	2.3	7.3	8.6	13.0	17.8
非 GAAP 摊薄后每股盈利 (美元)	0.3	1.0	1.2	1.8	2.5
非 GAAP 摊薄后每股盈利 (港元)	1.3	4.0	4.7	7.1	9.7
估值比率 (x)					
P/S (美股)	1.1	1.0	0.8	0.7	1.1
P/S (港股)	1.1	1.0	0.8	0.8	1.1
EV/EBITDA (美股)	47.0	32.9	21.6	15.6	47.0
EV/EBITDA (港股)	47.2	33.0	21.7	15.7	47.2

资产负债表

百万元人民币	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
现金及现金等价物	34,262	36,971	63,983	87,994	123,043
短期投资	2,036	24,603	25,000	25,000	25,000
应收账款	11,110	6,191	7,906	9,515	11,060
存货	44,030	57,932	69,076	82,285	93,720
物业、厂房及设备	21,083	20,654	27,420	34,121	40,497
股权投资	31,357	35,576	39,956	44,956	49,956
其他	65,287	77,797	80,836	82,937	84,176
总资产	**209,165**	**259,724**	**314,176**	**366,808**	**427,452**
短期借款	147	0	472	1,036	1,672
长期借款	6,786	6,912	8,157	9,380	10,600
无追索权证券化债务	4,398	0	0	0	0
应付账款	79,985	90,428	91,694	110,203	127,800
其他	41,021	61,759	72,277	83,099	93,452
总负债	**132,337**	**159,099**	**172,599**	**203,718**	**233,524**
股东权益总额	59,771	81,856	122,972	144,681	175,716
少数股东权益	1,096	2,804	2,641	2,444	2,247
总权益	**60,867**	**84,660**	**125,613**	**147,125**	**177,963**
可赎回非控股权益	**15,961**	**15,964**	**15,964**	**15,964**	**15,964**

现金流量表

百万元人民币	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
经营活动现金流	**20,881**	**24,781**	**19,376**	**45,103**	**56,732**
收入/（损失）净额	(2,801)	11,890	7,590	15,735	24,123
折旧和摊销	5,560	5,828	6,316	7,912	9,692
股权激励	3,660	3,695	4,800	5,777	6,716
应占股权投资份额	1,113	1,738	2,620	2,000	2,000
营运资金变动	12,356	7,766	(1,951)	13,678	14,202
其他	993	(6,136)	0	0	0
投资活动现金流	**(26,079)**	**(25,349)**	**(23,208)**	**(23,435)**	**(24,093)**
资本支出	(9,743)	(2,597)	(7,187)	(8,650)	(10,055)
短期投资增加净额	6,535	(22,483)	(397)	0	0
其他	(22,871)	(269)	(15,624)	(14,785)	(14,038)
筹资活动现金流	**11,220**	**2,572**	**30,844**	**2,343**	**2,409**
借款增加净额	0	0	2,281	2,343	2,409
普通股所得资金	3,532	0	0	0	0
其他	7,688	2,572	28,563	0	0
现金流净额	**7,704**	**2,410**	**27,012**	**24,011**	**35,048**

注：截至 2020 年 7 月 16 日（美股），2020 年 7 月 17 日（港股）的收盘价；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

估值 – 阿里巴巴

图 11：分部加总估值表

RMB bn	Valuation basis	Valuation metrics	Multiple	Seg as % of group valuation	Valuation
Core commerce	FY21E EV/EBITDA	FY21E EBITDA RMB223bn	18.0	76.3%	4,020
Cloud	FY21E EV/sales	FY21E sales RMB59bn	5.0	5.6%	293
Digital media and entertainment	FY21E EV/sales	FY21E sales RMB31bn	4.0	2.4%	125
Innovation initiatives and others	FY21E EV/sales	FY21E sales RMB8bn	4.0	0.6%	32
Others				8.8%	462
RMB bn	**Valuation basis**	**Valuation**	**Ali's equity interest**	**Seg as % of group valuation**	**Valuation**
Ant Financial	Last transaction	US$150bn	33.0%	6.7%	351
YTO (600233 CH)	Market cap	RMB48bn	9.9%	0.1%	5
ZTO (ZTO US)	Market cap	US$29bn	8.7%	0.3%	18
Best Logistics (BEST US)	Market cap	US$2bn	4.0%	0.0%	0
Didi Chuxing	Last transaction	US$52bn	5.0%	0.3%	18
Weibo (WB US)	Market cap	US$8bn	7.2%	0.1%	4
Suning (002024 CH)	Market cap	RMB105bn	20.0%	0.4%	21
Sanjiang (601116 CH)	Market cap	RMB8bn	32.0%	0.1%	3
Momo (MOMO US)	Market cap	US$4bn	3.0%	0.0%	1
Meizu	Last transaction	RMB38bn	15.0%	0.1%	6
Beijing Shiji (002153 CH)	Market cap	RMB42bn	13.0%	0.1%	5
Paytm Mall	Last transaction	US$3bn	20.0%	0.1%	4
Singapore Post (SPOST SP)	Market cap	SGD2bn	14.6%	0.0%	1
Huayi Brothers (300027 CH)	Market cap	RMB13bn	4.5%	0.0%	1
Evergrande Football Club	Last transaction	US$3bn	37.8%	0.2%	8
Sunart (6808 HK)	Market cap	HK$107bn	21.0%	0.4%	20
Focus Media (002027 CH)	Market cap	RMB85bn	5.3%	0.1%	4
China Unicom (0762 HK)	Market cap	HK$139bn	2.0%	0.0%	3
Magic Leap	Last transaction	US$6bn	1.7%	0.0%	1
Babytree (1761 HK)	Market cap	HK$3bn	9.9%	0.0%	0
Bilibili (BILI US)	Market cap	US$15bn	7.2%	0.1%	7
STO Express (002468 CH)	Market cap	RMB25bn	14.6%	0.1%	4
Red Star Macalline (01528 HK)	Market cap	HK$39bn	9.8%	0.1%	3
CICC (3908 HK)	Market cap	HK$77bn	10.7%	0.1%	7
NetEase Cloud Music	Last transaction	US$7bn	10.0%	0.1%	5
Meinian Onehealth (002044 CH)	Market cap	RMB62bn	9.4%	0.1%	6
Tokopedia	Last transaction	US$7bn	28.0%	0.3%	14
China Transinfo (002373 CH)	Market cap	RMB36bn	15.0%	0.1%	5
Huatai Securities (601688 CH)	Market cap	RMB181bn	3.7%	0.1%	7
Huitongda	Last transaction	RMB23bn	20.0%	0.1%	5
WeLab	Last transaction	RMB7bn	16.2%	0.0%	1
Nice Tuan	Last transaction	RMB2bn	26.9%	0.0%	1
BigBasket	Last transaction	US$1bn	26.3%	0.0%	2
Yunda (002120 CH)	Market cap	RMB71bn	2.0%	0.0%	1
Total valuation of investees					543
Holding Discounts		-15%			(82)
Net cash		RMB338bn		6.4%	338
Total valuation					**5,270**
No. of ordinary share (mn)					2,741
Value per share (RMB)					1,923
USDCNY					7.100
Value per share (USD)					**271**
Non-GAAP diluted 21E EPS (USD)					**9.4**
Non-GAAP NP PE multiple					**29**

资料来源：公司、招商证券（香港）预测

财务预测表 – 阿里巴巴

损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	**376,844**	**509,711**	**667,423**	**817,007**	**974,769**
营收成本	(206,929)	(282,367)	(364,509)	(436,249)	(513,669)
毛利润	**169,915**	**227,344**	**302,914**	**380,758**	**461,099**
销售及营销费用	(39,780)	(50,673)	(65,512)	(79,260)	(94,573)
一般及行政费用	(24,889)	(28,197)	(40,845)	(45,890)	(54,733)
产品开发	(37,435)	(43,080)	(53,403)	(61,284)	(73,125)
摊销	(10,727)	(13,388)	(13,519)	(14,433)	(15,729)
减值	0	(576)	0	0	0
总营业费用	**(112,831)**	**(135,914)**	**(173,279)**	**(200,866)**	**(238,159)**
营业利润	**57,084**	**91,430**	**129,635**	**179,892**	**222,940**
利息支出	(5,190)	(5,180)	(5,301)	(5,802)	(6,496)
利息及投资收入	44,106	72,956	12,317	16,464	22,529
其他收入	221	7,439	400	400	400
税前利润	**96,221**	**166,645**	**137,052**	**190,954**	**239,373**
备付所得税	(16,553)	(20,562)	(27,955)	(37,875)	(47,715)
应占股权投资业绩	566	(5,733)	12,000	16,000	20,000
少数股东权益	(7,652)	(9,083)	(6,055)	(8,454)	(10,583)
净利润	**87,600**	**149,263**	**127,152**	**177,533**	**222,241**
非 GAAP 净利润	**100,731**	**141,344**	**178,326**	**237,719**	**296,802**

财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
年成长率					
核心电商	51%	35%	31%	21%	18%
云业务	84%	62%	46%	39%	33%
数字媒体和娱乐	23%	12%	16%	16%	14%
创新项目和其他业务	42%	42%	22%	15%	9%
收入合计	51%	35%	31%	22%	19%
非 GAAP EBITDA	15%	29%	28%	31%	24%
非 GAAP 净利润	17%	40%	26%	33%	25%
盈利能力					
毛利率	45.1%	44.6%	45.4%	46.6%	47.3%
非 GAAP EBITDA 利润	32.4%	30.9%	30.2%	32.3%	33.5%
非 GAAP 净利润率	26.7%	27.7%	26.7%	29.1%	30.4%
ROE	20.4%	23.9%	15.2%	17.2%	17.3%
ROA	9.5%	12.3%	8.6%	10.3%	10.9%
每股比率 (人民币)					
非 GAAP 基本每股盈利	39.1	53.9	67.6	89.6	111.4
非 GAAP 摊薄每股盈利	38.4	53.0	66.5	88.2	109.6
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	5.8	7.6	9.4	12.4	15.4
非 GAAP 摊薄每股盈利 (港元)	5.7	7.4	9.1	12.0	15.0
估值比率 (x)					
市盈率 (美股)	41.5	31.9	25.9	19.5	15.7
市盈率 (港股)	42.2	32.5	26.3	19.8	16.0
EV/EBITDA (美股)	33.1	27.2	21.6	16.5	13.4
EV/EBITDA (港股)	33.5	27.6	21.9	16.7	13.5

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	433,701	606,911	838,047
预付款及应收账款	86,608	142,214	175,253	207,197	246,156
股权投资	84,454	189,632	216,425	243,753	271,628
物业及设备净额	92,030	103,387	122,564	147,886	177,092
无形资产	68,276	60,947	67,480	78,969	94,866
证券投资	157,090	161,329	161,329	161,329	161,329
其他	286,642	324,973	324,973	324,973	324,973
总资产	**965,076**	**1,312,985**	**1,501,724**	**1,771,018**	**2,114,091**
借款	134,300	125,430	139,624	150,453	174,325
应计费用和应付账款	117,711	161,536	161,137	195,648	225,376
商品存款	10,762	13,640	13,057	17,989	19,052
递延收入	30,795	38,338	55,101	59,280	77,188
其他	56,106	94,390	94,390	94,390	94,390
总负债	**349,674**	**433,334**	**463,309**	**517,760**	**590,331**
股东权益总额	492,257	755,401	920,219	1,143,517	1,424,602
夹层资本	6,819	9,103	9,103	9,103	9,103
少数股东权益	116,326	115,147	109,092	100,638	90,055
总股本与夹层资本合计	**615,402**	**879,651**	**1,038,414**	**1,253,258**	**1,523,760**

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
经营活动现金流	**150,975**	**180,607**	**178,746**	**267,082**	**327,741**
净利润	80,234	140,350	121,097	169,079	211,658
折旧	14,962	20,523	20,868	23,698	29,281
摊销	22,118	21,904	20,164	21,191	23,093
股权激励	37,491	31,742	37,667	45,765	58,844
投资证券损益	(16,082)	4,439	0	0	0
应占股权投资份额	(566)	5,733	(3,793)	(4,328)	(4,875)
营运资金变动	32,250	21,418	(17,258)	11,678	9,740
其他	(19,432)	(65,502)	0	0	0
投资活动现金流	**(151,060)**	**(108,072)**	**(89,742)**	**(104,701)**	**(120,477)**
资本支出	(3,146)	(7,888)	0	0	0
无形资产收购	(32,336)	(24,662)	(66,742)	(81,701)	(97,477)
股权投资增加净额	(11,578)	(24,410)	(23,000)	(23,000)	(23,000)
其他	(104,000)	(51,112)	0	0	0
筹资活动现金流	**(7,392)**	**70,853**	**14,194**	**10,828**	**23,872**
借款增加净额	8,747	(8,870)	14,194	10,828	23,872
其他	(16,139)	79,723	0	0	0
净现金流	**(4,232)**	**147,488**	**103,198**	**173,209**	**231,136**

*注：截至2020年7月16日（美股），2020年7月17日（港股）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、招商证券（香港）预测

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。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

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。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券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，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券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。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。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。且投资者应自行索取独立财务及 / 或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券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。对于因使用

或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司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。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）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

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