

阿里巴巴 (BABA US)

收入增速创新高，看好新兴业务利润改善

- ❖ **收入增速创新高。**公司 4QFY17 收入 386 亿元（人民币·下同），同比增长 60%，增速创上市后新高；尽管 Non-GAAP EPS 较一致预期低 4%（受投资业务亏损、有效税率提升的拖累），我们看好公司未来长期增长，支撑点：1）核心电商的强劲增长持续；2）新兴业务（云+文娱）运营亏损有望改善；3）蚂蚁金服潜在上市机会对整体估值的提升。
- ❖ **核心电商：新零售助推中国零售板块劲增，国际业务受益于海外收购。**4QFY17 公司中国零售业务同比增长 67%，远高于统计局公布的中国在线零售 32% 的同比增长。受“千人千面”及直播/短视频内容元素的加入，用户粘性（DAU/MAU）增长 41%；伴随着 MAU 及使用时长稳健增长，我们认为移动货币化率有望持续改善。4QFY17 国际零售业务激增 312%，主要受益于收购东南亚电商 Lazada 的巨大贡献。在国际化战略推动下，全球速卖通及 Lazada 平台海外活跃买家数高达 8,300 万，预计未来三年公司国际零售业务收入年均复合增速达 43%，受益于内生增长（出境游的旺盛需求）及外延并购。此外，我们预计 Lazada 将在业务协同后逐渐减轻对直销业务的依赖性，平台亏损率有望逐渐改善。
- ❖ **云计算：强劲客户增长抵消部分降价效应，亏损收窄持续。**4QFY17 云计算收入同比增长达 107%，已实现连续 8 个季度三位数的高速增长，受益于付费客户数量的激增（同比增长 70%）。息税摊销前亏损率由 4QFY16 的 -16% 收窄至 4QFY17 的 -8%。我们略微调低 2018 财年云计算收入增速，从 105% 下调至 90%，以反映降价的稀释效应；虽然目前云计算重心依旧为扩大市场份额（而非盈亏平衡），我们依然维持亏损率持续收窄观点，受规模效应释放及 ARPU 提升驱动（较高价值的增值服务被更广泛使用）。
- ❖ **文娱：订阅服务+信息流广告发力，有望改善运营利润。**4QFY17 文娱板块收入同比激增 234%，但息税摊销前亏损率由 4QFY16 的 -17% 扩大至 4QFY17 的 -44%（受优酷土豆影响）。尽管短期在线视频领域依旧面临激烈竞争，但参考爱奇艺发展趋势，我们认为该板块亏损率有望持续收窄（受益于优酷付费会员收入占比的提升及 UC 浏览器等信息流广告的贡献）。预计 2018 财年文娱板块收入将增至 210 亿元。
- ❖ **上调目标价至 US\$146.2，维持「买入」评级。**基于核心电商的超预期表现并结合未来新兴业务的亏损收窄预期，我们上调 FY18/19E 调整后净利润为 0%/+4%。目标价由 US\$124.3 上调至 US\$146.2，基于 SoTP 估值（集团估值 US\$133 及投资组合 US\$13），对应 2019 财年 25x PE。重申「买入」评级。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	101,143	158,273	216,454	270,076	334,688
调整后净利润(百万人民币)	42,621	60,252	82,334	104,155	129,708
调整后 EPS (人民币)	16.6	23.4	32.0	40.5	50.4
EPS 变动 (%)	19.5%	40.8%	36.7%	26.5%	24.5%
市盈率(x)	51.0	36.2	26.5	21.0	16.8
市帐率(x)	8.7	6.7	5.5	4.4	3.6
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	17.1	18.6	20.7	21.1	21.2
净财务杠杆率 (%)	3.5	13.8	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	US\$146.2
(此前目标价)	US\$124.3
潜在升幅	+18.7%
当前股价	US\$123.2

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	307,468
3月平均流通量(百万美元)	1,126.6
5周内股价高/低(美元)	126/73
总股本(百万)	2,495.3

资料来源：彭博

股东结构

软银集团	28.0%
雅虎	15.4%
马云	7.8%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	11.2%	5.3%
3-月	22.6%	17.0%
6-月	31.9%	17.1%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.alibabagroup.com

利润表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	101,143	158,273	216,454	270,076	334,688
中国电商	84,321	119,788	160,693	192,156	229,149
国际电商	7,629	13,337	18,279	23,497	28,921
云计算及网络基础服务	3,019	6,663	12,660	22,154	36,555
数字媒体及娱乐	3,972	14,733	20,626	26,814	33,518
其他	2,202	3,752	4,196	5,455	6,545
销售成本	(34,355)	(59,483)	(82,252)	(103,979)	(130,528)
毛利	66,788	98,790	134,201	166,097	204,160
研发费用	(13,788)	(17,060)	(23,331)	(27,008)	(31,795)
销售费用	(11,307)	(16,314)	(22,311)	(27,838)	(34,498)
行政费用	(9,205)	(12,239)	(15,152)	(18,365)	(22,089)
其他收益	(3,386)	(5,122)	(7,490)	(5,954)	(4,961)
经营利润	29,102	48,055	65,918	86,932	110,816
融资成本	(1,946)	(2,671)	(2,671)	(2,671)	(2,671)
联营公司	52,254	8,559	8,559	8,559	8,559
特殊收入	2,058	6,086	2,058	2,058	2,058
税前利润	81,468	60,029	73,864	94,878	118,762
投资损益	(1,730)	(5,027)	(5,027)	(5,027)	(5,027)
所得税	(8,449)	(13,776)	(16,951)	(21,774)	(27,255)
非控制股东权益	171	2,449	3,082	4,044	5,137
净利润	71,460	43,675	54,968	72,122	91,617
NonGAAP调整	(28,498)	16,645	27,367	32,034	38,091
NonGAAP净利润	42,621	60,252	82,334	104,155	129,708

来源:公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	230,210	324,296	326,012	325,091	324,878
物业、厂房及设备	13,629	20,206	26,780	28,313	29,561
联营公司	91,461	120,368	120,368	120,368	120,368
土地租赁费用	2,876	4,691	-	-	-
无形资产	87,015	139,528	139,361	136,908	135,446
其他	35,229	39,503	39,503	39,503	39,503
流动资产	134,035	182,516	255,385	350,464	470,287
现金及现金等价物	106,818	143,736	216,605	311,684	431,507
应收贸易款项	18,339	31,715	31,715	31,715	31,715
存货	-	-	-	-	-
关连款项	-	-	-	-	-
其他	8,878	7,065	7,065	7,065	7,065
流动负债	52,039	93,771	93,771	93,771	93,771
借债	4,304	14,897	14,897	14,897	14,897
应付贸易账款	27,334	49,508	49,508	49,508	49,508
应付税项	2,790	6,125	6,125	6,125	6,125
关连款项	-	-	-	-	-
其他	17,611	23,241	23,241	23,241	23,241
非流动负债	62,317	88,920	88,920	88,920	88,920
借债	1,871	30,959	30,959	30,959	30,959
递延税项	6,471	10,154	10,154	10,154	10,154
其他	53,975	47,807	47,807	47,807	47,807
夹层投资人权益	350	2,992	2,992	2,992	2,992
净资产总值	249,539	321,129	395,714	489,872	609,482
少数股东权益	32,552	42,330	39,248	35,204	30,066
上市公司股东权益	216,987	278,799	356,467	454,668	579,415

来源:公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
年度利润	71,289	41,226	51,886	68,078	86,480
折旧和摊销	22,783	23,776	31,858	36,870	43,208
营运资金变动	10,454	26,929	-	-	-
其他	(47,690)	(11,606)	1,626	1,630	1,635
经营活动所得现金净额	56,836	80,326	85,369	106,578	131,323
购置固定资产、无形资产及土地	(10,845)	(19,326)	(12,500)	(11,500)	(11,500)
联营公司	(24,209)	(62,496)	-	-	-
其他	(7,777)	3,458	-	-	-
投资活动所得现金净额	(42,831)	(78,364)	(12,500)	(11,500)	(11,500)
股份发行	693	-	-	-	-
净银行借贷	1,859	8,462	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	(18,398)	24,453	-	-	-
融资活动所得现金净额	(15,846)	32,915	-	-	-
现金增加净额	(1,841)	34,876	72,869	95,078	119,823
年初现金及现金等价物	108,193	106,818	143,736	216,605	311,684
汇兑	466	2,042	-	-	-
年末现金及现金等价物	106,818	143,736	216,605	311,684	431,507
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	106,818	143,736	216,605	311,684	431,507

来源:公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
中国电商	83.4	75.7	74.2	71.1	68.5
国际电商	7.5	8.4	8.4	8.7	8.6
云计算及网络基础服务	3.0	4.2	5.8	8.2	10.9
数字媒体及娱乐	3.9	9.3	9.5	9.9	10.0
其他	2.2	2.4	1.9	2.0	2.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	92.6	56.5	36.8	24.8	23.9
毛利	27.5	47.9	35.8	23.8	22.9
经营利润	16.8	65.1	37.2	31.9	27.5
调整后净利润	22.4	41.4	36.7	26.5	24.5
盈利能力比率 (%)					
毛利率	66.0	62.4	62.0	61.5	61.0
税前利率	80.5	37.9	34.1	35.1	35.5
有效税率	(8.4)	(8.7)	(7.8)	(8.1)	(8.1)
净利润率	70.5	26.0	24.0	25.2	25.8
调整后净利润率	42.1	38.1	38.0	38.6	38.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.6	1.9	2.7	3.7	5.0
平均应收账款周转天数	54.1	53.1	49.0	39.3	31.7
平均应付账款周转天数	250.6	228.6	209.4	165.6	131.9
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	3.5	13.8	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
NonGAAP资本回报率	17.1	18.6	20.7	21.1	21.2
NonGAAP资产回报率	11.7	11.4	13.6	14.8	15.7

每股数据

NonGAAP每股盈利(人民币)	16.6	23.4	32.0	40.5	50.4
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	97.5	126.0	155.0	191.6	238.0

来源:公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。