

# 阿里巴巴 (BABA US)

## 收入增速创新高，看好新興業務利潤改善

- ❖ **收入增速创新高。**公司4QFY17收入386億元（人民幣·下同），同比增長60%，增速創上市後新高；儘管Non-GAAP EPS較一致預期低4%（受投資業務虧損、有效稅率提升的拖累），我們看好公司未來長期增長，支撐點：1）核心電商的強勁增長持續；2）新興業務（雲+文娛）運營虧損有望改善；3）螞蟻金服潛在上市機會對整體估值的提升。
- ❖ **核心電商：新零售助推中國零售板塊勁增，國際業務受益於海外收購。**4QFY17公司中國零售業務同比增長67%，遠高於統計局公布的中國在綫零售32%的同比增長。受“千人千面”及直播/短視頻內容元素的加入，用戶粘性（DAU/MAU）增長41%；伴隨著MAU及使用時長的穩健增長，我們認為移動貨幣化率有望持續改善。4QFY17國際零售業務激增312%，主要受益於收購東南亞電商Lazada的巨大貢獻。在國際化戰略推動下，全球速賣通及Lazada平臺海外活躍買家數高達8,300萬，預計未來三年公司國際零售業務收入年均複合增速達43%，受益於內生增長（出境遊的旺盛需求）及外延併購。此外，我們預計Lazada將在業務協同後逐漸減輕對直銷業務的依賴性，平臺虧損率有望逐漸改善。
- ❖ **雲計算：強勁客戶增長抵消部分降價效應，虧損收窄持續。**4QFY17雲計算收入同比增長達107%，已實現連續8個季度三位數的高速增長，受益於付費客戶數量的激增（同比增長70%）。息稅攤銷前虧損率由4QFY16的-16%收窄至4QFY17的-8%。我們略微調低2018財年雲計算收入增速，從105%下調至90%，以反映降價的稀釋效應；雖然目前雲計算重心依舊為擴大市場份額（而非盈虧平衡），我們依然維持虧損率持續收窄觀點，受規模效應釋放及ARPU提升驅動（較高價值的增值服務被更廣泛使用）。
- ❖ **文娛：訂閱服務+信息流廣告發力，有望改善運營利潤。**4QFY17文娛板塊收入同比激增234%，但息稅攤銷前虧損率由4QFY16的-17%擴大至4QFY17的-44%（受優酷土豆影響）。儘管短期在綫視頻領域依舊面臨激烈競爭，但參考愛奇藝發展趨勢，我們認為該板塊虧損率有望持續收窄（受益於優酷付費會員收入占比的提升及UC瀏覽器等信息流廣告的貢獻）。預計2018財年文娛板塊收入將增至210億元。
- ❖ **上調目標價至US\$146.2，維持「買入」評級。**基於核心電商的超預期表現並結合未來新興業務的虧損收窄預期，我們上調FY18/19E調整後淨利潤為0%/+4%。目標價由US\$124.3上調至US\$146.2，基於SoTP估值（集團估值US\$133及投資組合US\$13），對應2019財年25xPE。重申「買入」評級。

### 財務資料

| (截至3月31日)     | FY16A   | FY17A   | FY18E   | FY19E   | FY20E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業額(百萬人民幣)    | 101,143 | 158,273 | 216,454 | 270,076 | 334,688 |
| 調整後淨利潤(百萬人民幣) | 42,621  | 60,252  | 82,334  | 104,155 | 129,708 |
| 調整後EPS(人民幣)   | 16.6    | 23.4    | 32.0    | 40.5    | 50.4    |
| EPS變動(%)      | 19.5%   | 40.8%   | 36.7%   | 26.5%   | 24.5%   |
| 市盈率(x)        | 51.0    | 36.2    | 26.5    | 21.0    | 16.8    |
| 市帳率(x)        | 8.7     | 6.7     | 5.5     | 4.4     | 3.6     |
| 股息率(%)        | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 權益收益率(%)      | 17.1    | 18.6    | 20.7    | 21.1    | 21.2    |
| 淨財務杠杆率(%)     | 3.5     | 13.8    | 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\$146.2 |
| (此前目標價) | US\$124.3 |
| 潛在升幅    | +18.7%    |
| 當前股價    | US\$123.2 |

### 黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

### TMT 行業

|               |         |
|---------------|---------|
| 市值(百萬美元)      | 307,468 |
| 3月平均流通量(百萬美元) | 1,126.6 |
| 5周內股價高/低(美元)  | 126/73  |
| 總股本(百萬)       | 2,495.3 |

資料來源：彭博

### 股東結構

|      |       |
|------|-------|
| 軟銀集團 | 28.0% |
| 雅虎   | 15.4% |
| 馬雲   | 7.8%  |

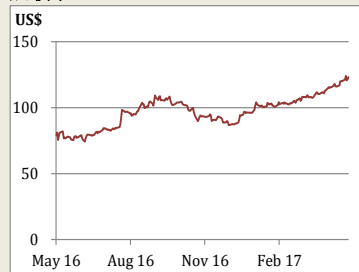
資料來源：彭博

### 股價表現

|     | 絕對回報  | 相對回報  |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 11.2% | 5.3%  |
| 3-月 | 22.6% | 17.0% |
| 6-月 | 31.9% | 17.1% |

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

**利潤表**

| 年結:3月31日(百万人民币)   | FY16A          | FY17A          | FY18E          | FY19E          | FY20E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>收入</b>         | <b>101,143</b> | <b>158,273</b> | <b>216,454</b> | <b>270,076</b> | <b>334,688</b> |
| 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)      |
| <b>毛利</b>         | <b>66,788</b>  | <b>98,790</b>  | <b>134,201</b> | <b>166,097</b> | <b>204,160</b> |
| 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)        |
| <b>经营利润</b>       | <b>29,102</b>  | <b>48,055</b>  | <b>65,918</b>  | <b>86,932</b>  | <b>110,816</b> |
| 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          |
| <b>税前利润</b>       | <b>81,468</b>  | <b>60,029</b>  | <b>73,864</b>  | <b>94,878</b>  | <b>118,762</b> |
| 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          |
| <b>净利润</b>        | <b>71,460</b>  | <b>43,675</b>  | <b>54,968</b>  | <b>72,122</b>  | <b>91,617</b>  |
| NonGAAP调整         | (28,498)       | 16,645         | 27,367         | 32,034         | 38,091         |
| <b>NonGAAP净利润</b> | <b>42,621</b>  | <b>60,252</b>  | <b>82,334</b>  | <b>104,155</b> | <b>129,708</b> |

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          | FY18E          | FY19E          | FY20E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>非流动资产</b>    | <b>230,210</b> | <b>324,296</b> | <b>326,012</b> | <b>325,091</b> | <b>324,878</b> |
| 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         |
| <b>流动资产</b>     | <b>134,035</b> | <b>182,516</b> | <b>255,385</b> | <b>350,464</b> | <b>470,287</b> |
| 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          |
| <b>流动负债</b>     | <b>52,039</b>  | <b>93,771</b>  | <b>93,771</b>  | <b>93,771</b>  | <b>93,771</b>  |
| 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         |
| <b>非流动负债</b>    | <b>62,317</b>  | <b>88,920</b>  | <b>88,920</b>  | <b>88,920</b>  | <b>88,920</b>  |
| 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          |
| <b>净资产总值</b>    | <b>249,539</b> | <b>321,129</b> | <b>395,714</b> | <b>489,872</b> | <b>609,482</b> |
| 少数股东权益          | 32,552         | 42,330         | 39,248         | 35,204         | 30,066         |
| <b>上市公司股东权益</b> | <b>216,987</b> | <b>278,799</b> | <b>356,467</b> | <b>454,668</b> | <b>579,415</b> |

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           | 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           |
| <b>经营活动所得现金净额</b> | <b>56,836</b>   | <b>80,326</b>   | <b>85,369</b>   | <b>106,578</b>  | <b>131,323</b>  |
| 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           | -               | -               | -               |
| <b>投资活动所得现金净额</b> | <b>(42,831)</b> | <b>(78,364)</b> | <b>(12,500)</b> | <b>(11,500)</b> | <b>(11,500)</b> |
| 股份发行              | 693             | -               | -               | -               | -               |
| 净银行借贷             | 1,859           | 8,462           | -               | -               | -               |
| 股息                | -               | -               | -               | -               | -               |
| 其他                | (18,398)        | 24,453          | -               | -               | -               |
| <b>融资活动所得现金净额</b> | <b>(15,846)</b> | <b>32,915</b>   | <b>-</b>        | <b>-</b>        | <b>-</b>        |
| <b>现金增加净额</b>     | <b>(1,841)</b>  | <b>34,876</b>   | <b>72,869</b>   | <b>95,078</b>   | <b>119,823</b>  |
| 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           | -               | -               | -               |
| <b>年末现金及现金等价物</b> | <b>106,818</b>  | <b>143,736</b>  | <b>216,605</b>  | <b>311,684</b>  | <b>431,507</b>  |
| 受限制现金             | -               | -               | -               | -               | -               |
| <b>资产负债表中的现金</b>  | <b>106,818</b>  | <b>143,736</b>  | <b>216,605</b>  | <b>311,684</b>  | <b>431,507</b>  |

来源: 公司及招銀國際研究部预测

## 主要比率

| 年結:3月31日          | FY16A        | FY17A        | FY18E        | FY19E        | FY20E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>销售组合 (%)</b>   |              |              |              |              |              |
| 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          |
| <b>总额</b>         | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |
| <b>增长 (%)</b>     |              |              |              |              |              |
| 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         |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |              |              |              |              |              |
| 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         |
| <b>资产负债比率</b>     |              |              |              |              |              |
| 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          |
| <b>回报率 (%)</b>    |              |              |              |              |              |
| 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         |
| <b>每股数据</b>       |              |              |              |              |              |
| 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: 公司及招銀國際研究部预测

## 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並無直接或間接關係。

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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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，並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，並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並不時自行及/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。