

阿里巴巴 (BABA US)

强劲开端：电商加速，天猫 GMV 靓丽

- ❖ **1QFY18 全线超预期。**公司 1QFY18 收入 502 亿元（人民币·下同），同比增长 56%，较一致预期高 5%；Non-GAAP EPS 同比增长 65%，较一致预期高 10%（受益于核心电商的加速增长、净利润率的提升）。重申长期看好观点，支撑点：1）核心电商强劲增长持续；2）云服务扩张空间巨大；3）生态体系内协同效益的逐步释放。此外，我们认为数据驱动及新零售战略将陆续为公司内生增长带来惊喜。
- ❖ **“内容社区+算法优化”驱动核心电商加速增长，天猫 GMV 靓丽。**1QFY18 公司核心电商同比增长 58%，受益于客户管理收入的上扬。在淘宝天猫升级为内容社区平台后，MAU/活跃买家数/ARPU 的稳健增长再次印证了平台个性化推荐、富媒体化对 CTR 及流量的扩充效应。此外，天猫 GMV 实现加速增长（+49% YoY），虽然佣金收入增速略低（+28% YoY，归因于近期 B2C 市场竞争激烈下的商户补贴策略），但我们认为渠道拉新、激进拓客后，后续收入结构将逐步恢复。管理层表示 2H17 将继续加大市场投入以抢占 B2C 市场份额，看好天猫在消费升级下的直接受益，同时期待新零售战略联动下更多品牌商户的触达。此外，海外扩张逐步推进，其中，国际电商零售同比增长 136%。我们预计与 Lazada 的协同效应将逐渐释放（e.g. 马来西亚站的“淘宝精选”频道的上线），而近期投资的印尼电商 Tokopedia 将带来更多补充效应。
- ❖ **云计算：客户数突破 100 万。**1QFY18 云收入同比增长 96%，息税摊销前亏损率收窄至-4%。尽管短期价格战或将持续，但看好阿里云长期增长空间：1）降价趋势下有望带动整体行业的普及，进而有效吸引增量用户；2）龙头地位、价格优势及产品丰富度（19 项类目、覆盖 173 个应用场景）有望在维持用户高留存率的同时，短期迅速拓客并加速领先优势；3）相较于 AWS，阿里云 ARPU 仍有较大上升空间，ARPU 的提升将会是阿里云的长期增长点（受益于更多大型客户的引进及高 ARPU 增值服务的衍生）。预计 FY17-20 云计算收入 CAGR 为 76%。
- ❖ **净利润率提升。**经营效率优化驱动下，1QFY18 毛利率环比增长 2ppts 至 65%，研发/销售/管理费用占收入比重分别同比下降 3ppts/1ppt/2ppts，从而带动 Non-GAAP 净利润率 3ppts 的改善。短期持续的投入（市场推广及新兴业务拓展）或将摊薄部分净利润率，但我们预计净利润率中长期将步入上升通道，受益于新兴业务运营亏损的改善、核心电商货币化的加速。
- ❖ **维持「买入」评级，目标价 US\$190.6。**长期看好数据驱动下阿里经济体的内生增长动力，维持目标价 US\$190.6，基于 SOTP 估值（集团估值 US\$177 及投资组合 US\$13），对应 2019 财年 31x 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 | 232,215 | 303,561 | 387,567 |
| 调整后净利润(百万人民币) | 42,621 | 60,252 | 82,945 | 109,422 | 139,913 |
| 调整后 EPS(人民币) | 16.6 | 23.4 | 32.2 | 42.5 | 54.4 |
| EPS 变动(%) | 19.5% | 40.8% | 37.7% | 31.9% | 27.9% |
| 市盈率(x) | 67.1 | 47.6 | 34.6 | 26.2 | 20.6 |
| 市帐率(x) | 11.4 | 8.8 | 7.2 | 5.8 | 4.6 |
| 股息率(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 权益收益率(%) | 17.1 | 18.6 | 20.8 | 22.0 | 22.3 |
| 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\$190.6 |
| 潜在升幅 | +16.3% |
| 当前股价 | US\$163.9 |

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

| | |
|----------------|---------|
| 市值(百万美元) | 419,824 |
| 3 月平均流通量(百万美元) | 2,709.1 |
| 5 周内股价高/低(美元) | 168/86 |
| 总股本(百万) | 2,529.4 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|------|-------|
| 软银集团 | 29.2% |
| 雅虎 | 15.0% |
| 马云 | 7.0% |

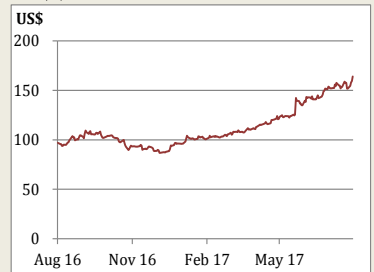
资料来源：彭博

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 6.6% | 3.4% |
| 3-月 | 33.0% | 22.5% |
| 6-月 | 62.6% | 43.3% |

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

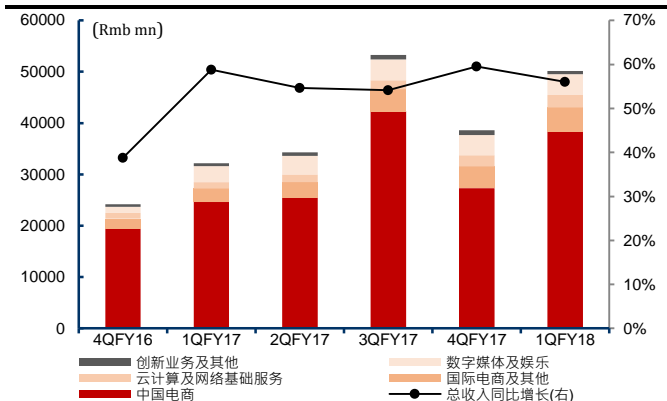
公司网站：www.alibabagroup.com

图 1: 季度财务概览

| 年结: 3月31日 (百万人民币) | 4QFY16 | 1QFY17 | 2QFY17 | 3QFY17 | 4QFY17 | 1QFY18 | 1QFY18 YoY | 1QFY18 QoQ |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------|------------|
| 收入 | 24,184 | 32,154 | 34,292 | 53,248 | 38,579 | 50,184 | 56% | 30% |
| 中国电商 | 19,423 | 24,644 | 25,544 | 42,316 | 27,284 | 38,353 | 56% | 41% |
| 国际电商及其他 | 1,985 | 2,597 | 2,949 | 4,260 | 4,286 | 4,674 | 80% | 9% |
| 云计算及网络基础服务 | 1,066 | 1,243 | 1,493 | 1,764 | 2,163 | 2,431 | 96% | 12% |
| 数字媒体及娱乐 | 1,218 | 3,135 | 3,608 | 4,063 | 3,927 | 4,081 | 30% | 4% |
| 创新业务及其他 | 467 | 535 | 698 | 845 | 919 | 645 | 21% | -30% |
| 销售成本 | 9,562 | 11,744 | 13,123 | 19,126 | 15,490 | 17,460 | | |
| 毛利 | 14,622 | 20,410 | 21,169 | 34,122 | 23,089 | 32,724 | 60% | 42% |
| 毛利率 | 60% | 63% | 62% | 64% | 60% | 65% | +2ppts | +5ppts |
| 研发费用 | (3,573) | (3,988) | (4,134) | (4,420) | (4,518) | (4,696) | 18% | 4% |
| 销售费用 | (2,861) | (3,614) | (3,878) | (4,490) | (4,332) | (4,850) | 34% | 12% |
| 行政费用 | (2,333) | (2,743) | (2,815) | (3,287) | (3,394) | (3,679) | 34% | 8% |
| 其他收益(费用) | (743) | (1,251) | (1,297) | (1,261) | (1,313) | (1,986) | | |
| 经营利润 | 5,112 | 8,814 | 9,045 | 20,664 | 9,532 | 17,513 | 99% | 84% |
| 税前利润 (GAAP) | 7,851 | 10,701 | 9,664 | 23,815 | 15,849 | 20,072 | 88% | 27% |
| 所得税 | (1,825) | (2,091) | (2,022) | (5,110) | (4,553) | (4,653) | | |
| 非控制股东权益 | 51 | 408 | 548 | 698 | 795 | 652 | | |
| 净利润 | 5,365 | 7,550 | 7,623 | 17,855 | 10,647 | 14,683 | 94% | 38% |
| NonGAAP净利润 | 7,556 | 11,991 | 12,949 | 22,491 | 10,440 | 20,019 | 67% | 92% |
| NonGAAP 净利润率 | 31% | 37% | 38% | 42% | 27% | 40% | +3ppts | +13ppts |

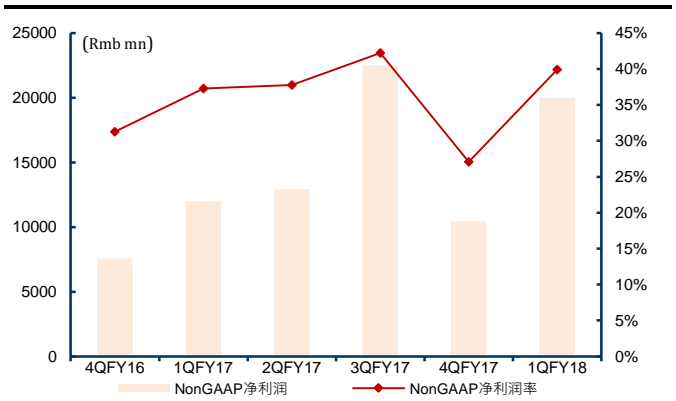
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 2: 季度收入及增速



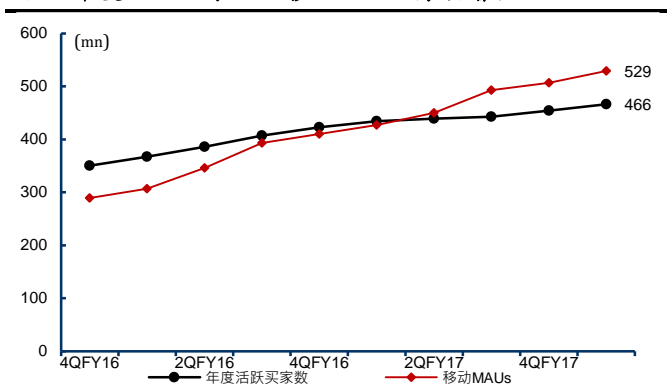
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 3: Non GAAP 净利润



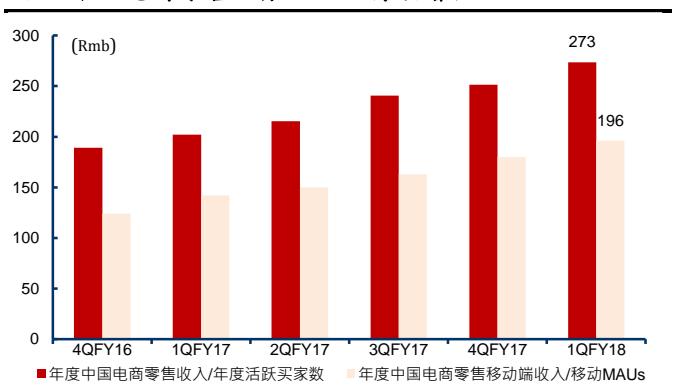
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 4: 年度活跃买家数及移动 MAU 持续增长



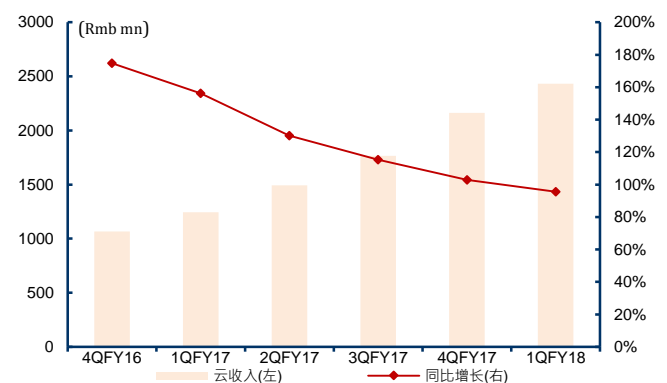
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 5: 中国电商零售业务 ARPU 持续增长



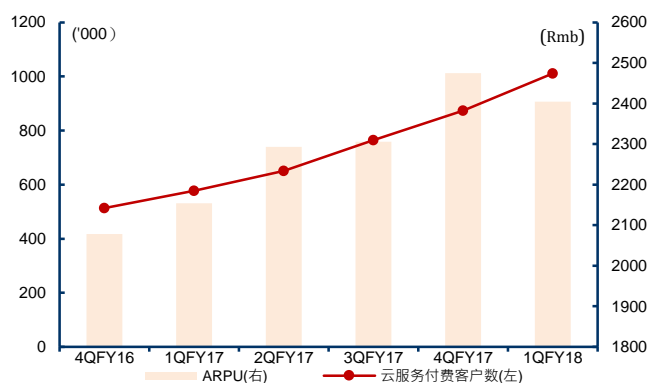
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 6: 云服务收入及增速



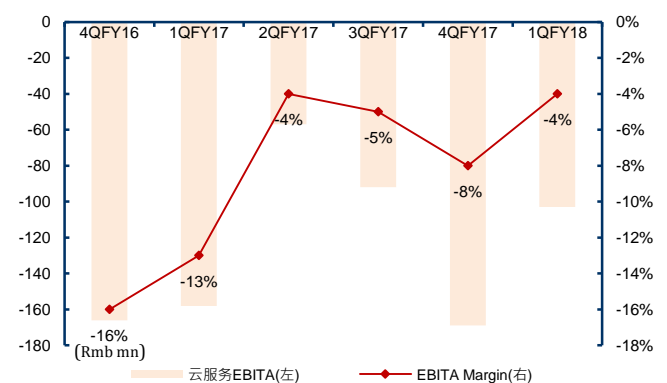
资料来源：公司，招银国际研究

图 7: 云服务 ARPU 增长趋势



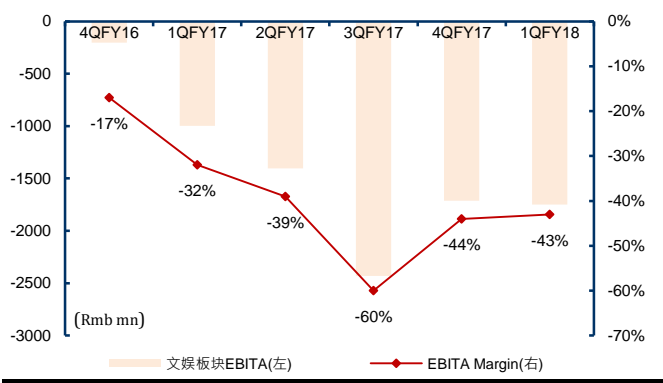
资料来源：公司，招银国际研究

图 8: 云服务调整后 EBITA



资料来源：公司，招银国际研究

图 9: 文娱业务调整后 EBITA



资料来源：公司，招银国际研究

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 | 232,215 | 303,561 | 387,567 |
| 中国电商 | 84,321 | 119,788 | 174,254 | 221,166 | 276,210 |
| 国际电商 | 7,629 | 13,337 | 20,479 | 27,972 | 34,739 |
| 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) | (89,403) | (116,871) | (151,151) |
| 毛利 | 66,788 | 98,790 | 142,812 | 186,690 | 236,416 |
| 研发费用 | (13,788) | (17,060) | (26,008) | (33,392) | (41,857) |
| 销售费用 | (11,307) | (16,314) | (23,936) | (31,267) | (39,919) |
| 行政费用 | (9,205) | (12,239) | (16,255) | (20,642) | (25,579) |
| 其他收益 | (3,386) | (5,122) | (7,490) | (5,954) | (4,961) |
| 经营利润 | 29,102 | 48,055 | 69,124 | 95,436 | 124,098 |
| 融资成本 | (1,946) | (2,671) | (2,671) | (2,671) | (2,671) |
| 联营公司 | 52,254 | 8,559 | 9,007 | 9,052 | 9,097 |
| 特殊收入 | 2,058 | 6,086 | 2,058 | 2,058 | 2,058 |
| 税前利润 | 81,468 | 60,029 | 77,518 | 103,875 | 132,583 |
| 投资损益 | (1,730) | (5,027) | (5,027) | (5,027) | (5,027) |
| 所得税 | (8,449) | (13,776) | (17,789) | (23,838) | (30,426) |
| 非控制股东权益 | 171 | 2,449 | 3,249 | 4,456 | 5,770 |
| 可转换优先股权益 | - | - | - | - | - |
| 可转换优先股股息 | - | - | - | - | - |
| 净利润 | 71,460 | 43,675 | 57,951 | 79,466 | 102,899 |
| NonGAAP调整 | (28,498) | 16,645 | 24,995 | 29,957 | 37,014 |
| NonGAAP净利润 | 42,621 | 60,252 | 82,945 | 109,422 | 139,913 |

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 | 269,984 | 385,253 | 529,984 |
| 现金及现金等价物 | 106,818 | 143,736 | 222,486 | 328,311 | 463,597 |
| 应收贸易款项 | 18,339 | 31,715 | 40,433 | 49,878 | 59,322 |
| 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 | 107,927 | 123,262 | 138,598 |
| 借债 | 4,304 | 14,897 | 14,897 | 14,897 | 14,897 |
| 应付贸易账款 | 27,334 | 49,508 | 63,664 | 78,999 | 94,335 |
| 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 | 396,158 | 495,170 | 624,353 |
| 少数股东权益 | 32,552 | 42,330 | 39,081 | 34,625 | 28,855 |
| 上市公司股东权益 | 216,987 | 278,799 | 357,077 | 460,546 | 595,498 |

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 | FY17A | FY18E | FY19E | FY20E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 年度利润 | 71,289 | 41,226 | 54,701 | 75,010 | 97,129 |
| 折旧和摊销 | 22,783 | 30,287 | 29,485 | 34,793 | 42,131 |
| 营运资金变动 | 10,454 | 9,923 | 14,156 | 15,335 | 15,335 |
| 其他 | (47,690) | (1,110) | (7,092) | (7,814) | (7,809) |
| 经营活动所得现金净额 | 56,836 | 80,326 | 91,250 | 117,325 | 146,787 |
| 购置固定资产、无形资产及土地 | (10,845) | (17,546) | (12,500) | (11,500) | (11,500) |
| 联营公司 | (24,209) | (67,692) | - | - | - |
| 其他 | (7,777) | 6,874 | - | - | - |
| 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 | 14,607 | - | - | - |
| 净银行借贷 | 1,859 | 1,127 | - | - | - |
| 股息 | - | - | - | - | - |
| 其他 | (18,398) | 17,180 | - | - | - |
| 融资活动所得现金净额 | (15,846) | 32,914 | - | - | - |
| 现金增加净额 | (1,841) | 34,876 | 78,750 | 105,825 | 135,287 |
| 年初现金及现金等价物 | 108,193 | 106,818 | 143,736 | 222,486 | 328,311 |
| 汇兑 | 466 | 2,042 | - | - | - |
| 年末现金及现金等价物 | 106,818 | 143,736 | 222,486 | 328,311 | 463,597 |
| 受限制现金 | - | - | - | - | - |
| 资产负债表中的现金 | 106,818 | 143,736 | 222,486 | 328,311 | 463,597 |

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 | 75.0 | 72.9 | 71.3 |
| 国际电商 | 7.5 | 8.4 | 8.8 | 9.2 | 9.0 |
| 云计算及网络基础服务 | 3.0 | 4.2 | 5.5 | 7.3 | 9.4 |
| 数字媒体及娱乐 | 3.9 | 9.3 | 8.9 | 8.8 | 8.6 |
| 其他 | 2.2 | 2.4 | 1.8 | 1.8 | 1.7 |
| 总额 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 增长 (%) | | | | | |
| 收入 | 92.6 | 56.5 | 46.7 | 30.7 | 27.7 |
| 毛利 | 27.5 | 47.9 | 44.6 | 30.7 | 26.6 |
| 经营利润 | 16.8 | 65.1 | 43.8 | 38.1 | 30.0 |
| 调整后净利润 | 22.4 | 41.4 | 37.7 | 31.9 | 27.9 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 66.0 | 62.4 | 61.5 | 61.5 | 61.0 |
| 税前利率 | 80.5 | 37.9 | 33.4 | 34.2 | 34.2 |
| 有效税率 | (8.4) | (8.7) | (7.7) | (7.9) | (7.9) |
| 净利润率 | 70.5 | 26.0 | 23.6 | 24.7 | 25.1 |
| 调整后净利润率 | 42.1 | 38.1 | 35.7 | 36.0 | 36.1 |
| 资产负债比率 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 2.6 | 1.9 | 2.5 | 3.1 | 3.8 |
| 平均应收账款周转天数 | 54.1 | 53.1 | 52.5 | 51.1 | 48.9 |
| 平均应付账款周转天数 | 250.6 | 228.6 | 221.5 | 215.5 | 203.7 |
| 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 | 20.8 | 22.0 | 22.3 |
| NonGAAP资产回报率 | 11.7 | 11.4 | 13.4 | 14.8 | 15.7 |
| 每股数据 | | | | | |
| NonGAAP每股盈利(人民币) | 16.6 | 23.4 | 32.2 | 42.5 | 54.4 |
| 每股股息(人民币) | - | - | - | - | - |
| 每股账面值(人民币) | 97.5 | 126.0 | 155.1 | 193.6 | 243.8 |

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。