

阿里巴巴 (BABA US)

4QFY18 预览：以投入换市场

- ❖ **预计 4QFY18 收入向好，但利润率承压。**我们预计 4QFY18 收入为 584 亿 (人民币·下同)，同比增长 51%，但略微下调 4QFY18 净利润至 135 亿，归因于：1) 补贴及菜鸟亏损对核心电商的拖累高于预期；2) 文娱板块亏损或环比加大 (预计约 -29 亿)，源于春节期间对广告的控制、自制剧内容投入的加大；及 3) 更高的未分配亏损。同时，预计 4QFY18 股权激励占比将达~10%。
- ❖ **核心电商：短期利润率或承压，但看好算法优化提升空间。**我们预计 4QFY18 用户补贴力度依旧较大，源于年货节/春节不打烊等活动，而营销推动下，阿里市场份额有望持续扩张。预计 4QFY18 补贴/新零售/全球化/菜鸟分别拖累电商 EBITA 利润率中高单位数/4~5%/2~3%/中单位数，其中补贴负面效应或能够被经营效率优化抵消。我们将电商调整后 EBITA 利润率下调至 45%，源于：1) 补贴力度加大；2) 菜鸟亏损。预计 4QFY18 客户管理收入增速略低于 3QFY18 的 39%。但我们长期看好 FY19/20 算法优化空间，具体体现为：**1) 深度学习优化下 CTR 的提升。**自 2016 年以来的两次重大算法优化主要体现在广告库存的增加 (e.g. 广告位从 10 号位提至 7 号位)、广告主流量的数字化运营。后期算法优化重心将集中在转化率的提升，如：内部搜索团队基于深度学习后对用户的细化推荐；**2) 首页货币化空间巨大。**得益于“有好货”、“爱逛街”等元素的引入，目前首页的浏览量高于核心搜索界面，而首页货币化较少，后期广告库存提升空间巨大。**3) 全域营销的推进。**例如，数据银行合作品牌数目前预计超过 1,000 个 (vs. 2017 年投资日公布的~100 个)。
- ❖ **并购饿了么，加速新零售扩张。**公司以 95 亿美金估值全资收购饿了么，我们认为该举措为新零售布局中重要一环。继公司在电子消费、百货、生鲜、家居等领域投入后，餐饮/外卖作为重要的线下消费场所，我们认为该项收购将带来两方面益处：**1) 数据层面：**饿了么将与“口碑网”形成互补，助于商户的数据化运营及用户餐饮偏好的精准推送；**2) 配送团队：**饿了么数十万的末端配送骑手，将有助于优化阿里物流末端效率，且后期有望同时运用在盒马等即时配送领域。财务层面，预计将从 1QFY19 开始对集团产生影响。虽然目前外卖仍处于亏损状态，但我们认为，后期骑手的整合将有助于提升骑手利用率 (而非局限于午餐、晚餐时段)，进而有效控制补贴。
- ❖ **蚂蚁金服市场规模扩大。**受益于电商销售旺季、支付宝线下扫码及红包大规模投入，4Q17 支付宝市场份额扩大至 54.3% (vs. 腾讯金融 38.2%，易观数据)。但我们预计 4QFY18(1Q18) 支付宝盈利或存在波动，归因于弱季节效益、春节补贴力度较大。
- ❖ **维持「买入」评级，目标价 US\$232.8。**我们略微下调 FY18/19/20 净利润 3%/4%/2%。对应目标价下调至 US\$232.8，对应 FY19 34x PE，基于 SOTP 估值：1) 电商：每股 US\$189.4，对应 20x FY19 EV/EBITA；2) 阿里云：每股 US\$11，对应 8x FY19 PS；3) 其他：每股 US\$32.4。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	246,708	338,651	430,910
调整后净利润 (百万人民币)	42,621	60,252	82,591	108,559	141,088
调整后 EPS (人民币)	16.6	23.4	32.1	42.2	54.8
EPS 变动 (%)	19.5%	40.8%	37.1%	31.4%	30.0%
市盈率 (x)	64.1	45.6	33.2	25.3	19.5
市帐率 (x)	10.9	8.5	7.0	5.7	4.6
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	17.1	18.6	21.1	22.5	23.4
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\$232.8
(此前目标价)	US\$237.8
潜在升幅	+37.0%
当前股价	US\$169.9

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

电话：(852) 3900 0881

邮件：alexng@cmbi.com.hk

互联网行业

市值 (百万美元)	435,063
3 月平均流通量 (百万美元)	3,874.8
5 周内股价高/低 (美元)	206/109
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	-10.9%	-8.6%
3-月	-11.0%	-8.7%
6-月	-6.7%	-12.6%

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

预计 4QFY18 收入向好，但利润率承压

我们预计 4QFY18 收入为 584 亿（人民币·下同），同比增长 51%，但略微下调 4QFY18 净利润至 135 亿，归因于：1）补贴及菜鸟亏损对核心电商的拖累高于预期；2）文娱板块亏损或环比加大（预计约 -29 亿），源于春节期间对广告的控制、自制剧内容投入的加大；及 3）更高的未分配亏损。同时，预计股权激励占比将达~10%。

我们上调 FY18/19/20E 收入+0%/2%/2%，但下调净利润预测 3%/4%/2%，以反映新零售及新兴业务投入加大对净利润率的摊薄。

图 1: CMBI 预测 vs. 一致预测

百万人民币 (年结: 3月31日)	CMBI 预测			彭博一致预测			差异 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	246,708	338,651	430,910	248,285	344,070	443,096	-0.6%	-1.6%	-2.8%
毛利润	147,038	198,111	250,359	147,432	198,354	256,675	-0.3%	-0.1%	-2.5%
经营利润	61,617	84,524	112,578	72,004	97,366	132,473	-14.4%	-13.2%	-15.0%
调整后净利润	82,591	108,559	141,088	85,708	108,161	140,968	-3.6%	0.4%	0.1%
调整后EPS(人民币)	32.10	42.19	54.83	32.32	41.06	53.42	-0.7%	2.7%	2.6%
毛利率	59.6%	58.5%	58.1%	59.4%	57.6%	57.9%	+0.2ppt	+0.9ppts	+0.2ppts
经营利润率	25.0%	25.0%	26.1%	29.0%	28.3%	29.9%	-4.0ppts	-3.3ppts	-3.8ppts
调整后净利润率	33.5%	32.1%	32.7%	34.5%	31.4%	31.8%	-1.0ppts	+0.6ppts	+0.9ppts

资料来源：彭博，招银国际预测

图 2: 盈利预测调整

百万人民币 (年结: 8月31日)	最新预测			此前预测			差异 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	246,708	338,651	430,910	246,111	331,525	421,705	0.2%	2.1%	2.2%
毛利润	147,038	198,111	250,359	149,143	200,241	250,915	-1.4%	-1.1%	-0.2%
经营利润	61,617	84,524	112,578	63,900	88,766	115,757	-3.6%	-4.8%	-2.7%
调整后净利润	82,591	108,559	141,088	85,017	113,037	144,419	-2.9%	-4.0%	-2.3%
调整后EPS(人民币)	32.10	42.19	54.83	33.04	43.93	56.13	-2.9%	-4.0%	-2.3%
毛利率	59.6%	58.5%	58.1%	60.6%	60.4%	59.5%	-1.0ppts	-1.9ppts	-1.4ppts
经营利润率	25.0%	25.0%	26.1%	26.0%	26.8%	27.4%	-1.0ppts	-1.8ppts	-1.3ppts
调整后净利润率	33.5%	32.1%	32.7%	34.5%	34.1%	34.2%	-1.1ppts	-2.0ppts	-1.5ppts

资料来源：招银国际预测

核心电商：短期利润率或承压，但看好算法优化提升空间

我们预计 4QFY18 用户补贴力度依旧较大，源于年货节/春节不打烊等活动，而营销推动下，阿里市场份额有望持续扩张。预计 4QFY18 补贴/新零售/全球化/菜鸟分别拖累电商 EBITA 利润率中高单位数/4~5%/2~3%/中单位数，其中补贴负面效应或能够被经营效率优化抵消。我们将电商调整后 EBITA 利润率下调至 45%，源于：1）补贴力度加大；2）菜鸟亏损。预计 4QFY18 客户管理收入增速略低于 3QFY18 的 39%。但我们长期看好 FY19/20 算法优化空间，具体体现为：1）深度学习优化下 CTR 的提升。自 2016 年以来的两次重大算法优化主要体现在广告库存的增加（e.g. 广告位从 10 号位提至 7 号位）、广告主流量的数字化运营。后期算法优化重心将集中在转化率的提升，如：内部搜索团队基于深度学习后对用户的细化推荐；2）首页货币化空间巨大。得益于“有好货”、“爱逛街”等元素的引入，目前首页的浏览量高于核心搜索界面，而首页货币化较少，后期广告库存提升空间巨大。3）全域营销的推进。例如，数据银行合作品牌数目目前预计超过 1,000 个（vs. 2017 年投资日公布的~100 个）。

图 3: 各项业务对核心电商 EBITA 利润率的影响

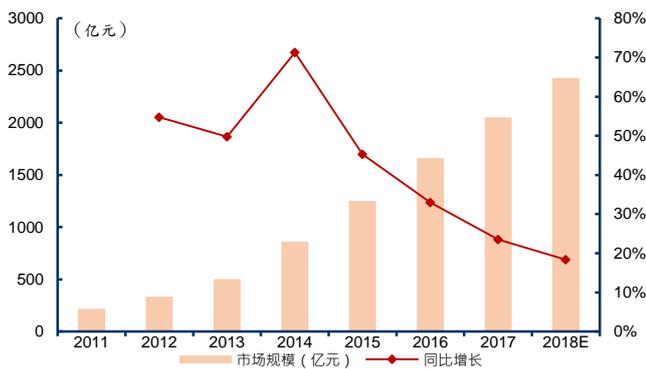
	3QFY18	4QFY18E
补贴（改善用户体验）	-2~3%	-中高单位数
新零售	-4~5%	-4~5%
全球化	-2~3%	-2~3%
菜鸟整合	-4%	-中单位数
经营效率优化	+3~4%	+中单位数
核心电商 EBITA 利润率变化	-11%	-12~15%

资料来源：招银国际预测

并购饿了么，加速新零售扩张

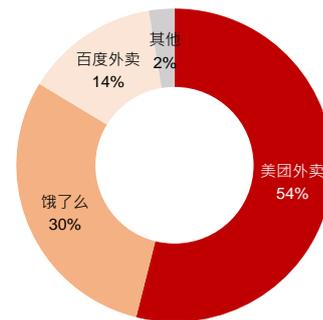
公司以 95 亿美金估值全资收购饿了么，我们认为该举措为新零售布局中重要一环。继公司在电子消费、百货、生鲜、家居等领域投入后，餐饮/外卖作为重要的线下消费场所，我们认为该项收购将带来两方面益处：1) 数据层面：饿了么将与“口碑网”形成互补，助于商户的数据化运营及用户餐饮偏好的精准推送；2) 配送团队：饿了么数十万的末端配送骑手，将有助于优化阿里物流末端效率，且后期有望同时运用在盒马等即时配送领域。财务层面，预计将从 1QFY19 开始对集团产生影响。虽然目前外卖仍处于亏损状态，但我们认为，后期骑手的整合将有助于提升骑手利用率（而非局限于午餐、晚餐时点），进而有效控制补贴。

图 4: 中国外卖市场规模



资料来源：iiMedia，招银国际研究

图 5: 2017 年中国外卖市场份额占比



资料来源：DCCI，招银国际研究

蚂蚁金服市场规模扩大

受益于电商销售旺季、支付宝线下扫码及红包大规模投入，4Q17 支付宝市场份额扩大至 54.3% (vs. 腾讯金融 38.2%，易观数据)。但我们预计 4QFY18(1Q18) 支付宝盈利或存在波动，归因于弱季节效益、春节补贴力度较大。

图 6: 中国第三方移动支付市场交易规模



资料来源：易观，招银国际研究

图 7: 中国第三方移动支付市场份额变化



资料来源：易观，招银国际研究

维持「买入」评级，目标价 US\$232.8

我们略微下调 FY18/19/20 净利润 3%/4%/2%。对应目标价下调至 US\$232.8，对应 FY19 34x PE，基于 SOTP 估值：1) 电商: 每股 US\$189.4，对应 20x FY19 EV/EBITA；2) 阿里云: 每股 US\$11，对应 8x FY19 PS；3) 其他：每股 US\$32.4。

相较于体量相近的腾讯，我们认为公司目前估值较为吸引（对应 25x/20x FY19/20E PE），且将是消费升级、“互联网服务实体经济”政策导向下的最直接受益者。维持长期看好观点，重申「买入」评级。

图 8: SOTP 估值

年结: 3月31日 (十亿美元)	估值		估值参数	倍数	权值 (EBITA/收入)
	总计	每股价值(美元)		FY19	FY19
核心电商	487.4	189.4	EV/EBITA	20.0	24.4
云计算	28.2	11.0	P/S	8.0	3.5
其他	83.4	32.4			
文娱	14.9	5.8	P/S	3.5	4.3
创新业务	3.0	1.2	P/S	3.0	1.0
投资组合	38.9	15.1	基于投资组合分部估值		
净现金	26.6	10.3	基于现金流量表预测		
公司估值	599	232.8			

资料来源：招银国际预测

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	246,708	338,651	430,910
中国电商	84,321	119,788	188,447	254,023	316,105
国际电商	7,629	13,337	20,479	29,366	36,551
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	4,496	6,294	8,182
销售成本	(34,355)	(59,483)	(99,670)	(140,540)	(180,551)
毛利	66,788	98,790	147,038	198,111	250,359
				30%	
研发费用	(13,788)	(17,060)	(27,459)	(37,692)	(46,538)
销售费用	(11,307)	(16,314)	(28,125)	(38,606)	(46,538)
行政费用	(9,205)	(12,239)	(17,763)	(24,044)	(29,733)
其他收益	(3,386)	(5,122)	(12,075)	(13,244)	(14,971)
经营利润	29,102	48,055	61,617	84,524	112,578
融资成本	(1,946)	(2,671)	(2,938)	(3,232)	(3,555)
联营公司	52,254	8,559	9,007	11,259	13,511
特殊收入	2,058	6,086	3,485	1,551	1,639
税前利润	81,468	60,029	71,171	94,102	124,172
投资损益	(1,730)	(5,027)	(3,971)	(3,971)	(3,971)
所得税	(8,449)	(13,776)	(16,333)	(21,595)	(28,496)
非控制股东权益	171	2,449	3,372	4,848	5,065
净利润	71,460	43,675	54,238	73,384	96,771
NonGAAP调整	(28,498)	16,645	28,352	35,176	44,317
NonGAAP净利润	42,621	60,252	82,591	108,559	141,088

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	334,787	348,006	364,022
物业、厂房及设备	13,629	20,206	27,962	31,976	37,069
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	146,953	156,159	167,082
其他	35,229	39,503	39,503	39,503	39,503
流动资产	134,035	182,516	253,325	345,909	466,279
现金及现金等价物	106,818	143,736	202,921	283,299	393,092
应收贸易款项	18,339	31,715	43,339	55,544	66,122
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	388,273	478,740	599,791
少数股东权益	32,552	42,330	38,958	34,110	29,045
上市公司股东权益	216,987	278,799	349,315	444,630	570,746

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	50,867	68,536	91,705
折旧和摊销	22,783	30,287	31,607	39,128	49,178
营运资金变动	10,454	9,923	14,156	15,335	15,335
其他	(47,690)	(1,110)	(8,944)	(9,371)	(7,571)
经营活动所得现金净额	56,836	80,326	87,685	113,628	148,647
购置固定资产、无形资产及土地	(10,845)	(17,546)	(28,500)	(33,250)	(38,855)
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)	(28,500)	(33,250)	(38,855)
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	59,185	80,378	109,792
年初现金及现金等价物	108,193	106,818	143,736	202,921	283,299
汇兑	466	2,042	-	-	-
年末现金及现金等价物	106,818	143,736	202,921	283,299	393,092
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表中的现金	106,818	143,736	202,921	283,299	393,092

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	76.4	75.0	73.4
国际电商	7.5	8.4	8.3	8.7	8.5
云计算及网络基础服务	3.0	4.2	5.1	6.5	8.5
数字媒体及娱乐	3.9	9.3	8.4	7.9	7.8
其他	2.2	2.4	1.8	1.9	1.9
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

增长(%)

收入	92.6	56.5	55.9	37.3	27.2
毛利	27.5	47.9	48.8	34.7	26.4
经营利润	16.8	65.1	28.2	37.2	33.2
调整后净利润	22.4	41.4	37.1	31.4	30.0

盈利能力比率(%)

毛利率	66.0	62.4	59.6	58.5	58.1
税前利率	80.5	37.9	28.8	27.8	28.8
有效税率	(8.4)	(8.7)	(6.6)	(6.4)	(6.6)
净利润率	70.5	26.0	20.6	20.2	21.3
调整后净利润率	42.1	38.1	33.5	32.1	32.7

资产负债比率

流动比率(x)	2.6	1.9	2.3	2.8	3.4
平均应收账款周转天数	54.1	53.1	51.6	50.4	49.3
平均应付账款周转天数	250.6	228.6	198.7	179.2	170.5
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	21.1	22.5	23.4
NonGAAP资产回报率	11.7	11.4	13.5	14.9	16.4

每股数据

NonGAAP每股盈利(人民币)	16.6	23.4	32.1	42.2	54.8
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	97.5	126.0	152.1	187.2	234.3

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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。