

## 阿里巴巴(BABA US, US\$103.6, 目标价: US\$124.3 买入) — 收入指引上调, “新零售”受益消费升级

- ❖ **3Q17 业绩强劲, 收入指引上调。**3Q17 公司收入同比增长 54%至 532.5 亿元(人民币·下同), 高于市场预期, 主要受益于: 1) 中国零售平台的强劲增长; 2) 阿里云收入规模提升; 3) 合并新收购业务的业绩。其中广告收入得益于付费广告主数量增长及流量增加而剧增 47%。公司经调整 EBITA (息税摊销前利润)同比增长 42%至 256.7 亿元, 经调整 EBITA 利润率为 48%。基于优于预期的收入增长趋势, 公司将 2017 财年全年收入指引由同比增长 48%上调至 53%。
- ❖ **“新零售”业态布局, 受益消费升级趋势。**随着: 1) 电商流量红利逐步褪去; 2) 实体零售业务出现复苏信号; 3) 消费升级、体验式消费兴起, 我们认为“重体验、通线下”的“新零售”将成为继传统电商模式后的下一个业态。而公司于 3Q17 的出色表现(电商收入同比增长 45%; 中国零售平台的移动 MUA 增至 4.9 亿)恰恰受益于体验的提升及线下商家的融合。基于电商中娱乐互动的融入(“双 11”引入直播、互动 AR)、数据驱动的个性化购物体验(购物页面的“千人千面”)以及实体零售的投资布局(投资三江购物、私有化银泰商业(1833 HK)), 我们认为公司“新零售”业态的战略成果将逐步显效, 并将借助金融、支付、物流等几大零售基础设施优势, 为线上线下融合及全产业链模式奠定强大根基。结合“新零售”加速渗透和货币化效率的提升, 预计 2017 财年中国电商部分同比增长 47%。
- ❖ **阿里云: 降价的背后依旧为市场份额的抢夺。**3Q17 云计算业务收入达 17.6 亿元, 同比增长 115%, 付费客户数增至 76.5 万户。调整后息税摊前损失大幅降低至 0.92 亿, 预计可能于 FY18 年内实现盈利。阿里云作为国内公有云龙头, 行业云服务普及率及公司市场份额依旧为支撑阿里云增长关键, 故而公司 2016 年 10 月进行的降价行为(基础服务降价 50%)虽短期可能对收入增速带来一定压力, 但有助于拉动行业普及率、迅速建立先发优势。
- ❖ **主业强劲增长+稳健现金流, 重申「买入」评级。**基于公司“新零售”的线下收编、GMV 质量的提升、公司云服务的强劲增长及文娱业务的飙升, 我们认为公司将在近期新零售崛起、大数据营销风口、文娱产业化大趋势中持续受益的电商平台。强劲的现金流(Non-GAAP 自由现金流高达 341.2 亿)也为其后续的并购整合转型提供充足运作空间。我们调高 FY17/18/19 收入至 1,546.7/2,031.5/2,515.8 亿元, FY17/18/19 调整后净利润预测分别上调 10.7%/10.9%/7.0%; 公司目标价由 116.0 美元上调至 124.3 美元, 相当于 2018 财年调整后每股盈利的 31 倍, 评级重申为「买入」。

### 财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万元人民币)	76,204	101,143	154,669	203,147	251,581
调整后净利润(百万元人民币)	34,810	42,912	55,764	67,070	77,945
每股收益(元人民币)	13.9	16.7	22.5	27.1	31.5
每股收益变动(%)	15.0	20.3	34.6	20.3	16.2
市盈率(x)	58.8	51.1	42.5	31.6	26.2
市帐率(x)	40.2	11.3	7.3	6.0	4.9
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	22.0	17.2	18.9	18.8	18.1
净财务杠杆率(%)	净现金	3.6	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究

黄群

(852) 3761 0889

[sophiehuang@cmbi.com.hk](mailto:sophiehuang@cmbi.com.hk)

### TMT Sector

#### 阿里巴巴 (BABAUS)

评级	买入
收市价	US\$103.6
目标价	US\$124.3
市值(美元百万)	258,436
过去 3 月平均交易(美元百万)	1,097
52 周高/低(美元)	109.9/59.3
发行股数(百万)	2473.9
主要股东	SoftBank(28.0%)

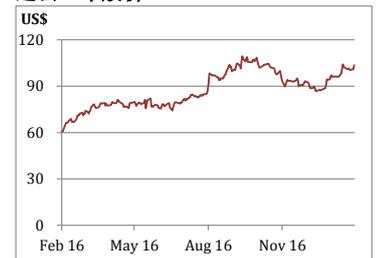
来源: 彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1 月	9.3%	5.0%
3 月	9.8%	6.8%
6 月	18.6%	13.6%

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

## 利润表

年结: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>76,204</b>	<b>101,143</b>	<b>154,669</b>	<b>203,147</b>	<b>251,581</b>
中国电商	62,937	84,321	123,826	159,269	186,872
国际电商	6,486	7,629	8,767	10,091	11,629
云计算及网络基础服务	1,271	3,019	7,397	17,012	34,024
其他	5,510	6,174	2,140	2,354	2,472
销售成本	(23,834)	(34,355)	(55,681)	(71,101)	(88,053)
<b>毛利</b>	<b>52,370</b>	<b>66,788</b>	<b>98,988</b>	<b>132,046</b>	<b>163,528</b>
研发费用	(10,658)	(13,788)	(20,107)	(26,409)	(32,706)
销售费用	(8,513)	(11,307)	(17,014)	(22,346)	(27,674)
行政费用	(7,800)	(9,205)	(13,920)	(18,283)	(22,642)
其他收益	(2,264)	(3,386)	(4,176)	(3,965)	(3,479)
<b>经营利润</b>	<b>23,135</b>	<b>29,102</b>	<b>43,771</b>	<b>61,042</b>	<b>77,027</b>
融资成本	(2,750)	(1,946)	(1,946)	(1,946)	(1,946)
联营公司	9,455	52,254	2,110	2,110	2,110
特殊收入	2,486	2,058	2,058	2,058	2,058
<b>税前利润</b>	<b>32,326</b>	<b>81,468</b>	<b>45,993</b>	<b>63,264</b>	<b>79,249</b>
投资损益	(1,590)	(1,730)	(1,730)	(1,730)	(1,730)
所得税	(6,416)	(8,449)	(4,770)	(6,561)	(8,219)
非控制股东权益	(59)	171	95	132	166
可转换优先股权益	(15)	-	-	-	-
可转换优先股股息	(97)	-	-	-	-
<b>净利润</b>	<b>24,149</b>	<b>71,460</b>	<b>39,588</b>	<b>55,105</b>	<b>69,466</b>
NonGAAP调整	10,661	(28,548)	16,176	11,965	8,479
<b>NonGAAP净利润</b>	<b>34,810</b>	<b>42,912</b>	<b>55,764</b>	<b>67,070</b>	<b>77,945</b>

来源: 公司及招银国际研究

## 资产负债表

年结: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流动资产</b>	<b>113,325</b>	<b>230,380</b>	<b>235,554</b>	<b>238,817</b>	<b>241,058</b>
物业、厂房及设备	9,139	13,629	20,355	23,083	25,303
联营公司	33,877	91,461	91,461	91,461	91,461
土地租赁费用	3,105	2,876	-	-	-
无形资产	48,508	87,015	88,339	88,874	88,895
其他	18,696	35,399	35,399	35,399	35,399
<b>流动资产</b>	<b>142,109</b>	<b>134,070</b>	<b>173,349</b>	<b>233,059</b>	<b>305,118</b>
现金及现金等价物	108,193	106,818	146,097	205,807	277,866
应收贸易款项	16,110	18,374	18,374	18,374	18,374
存货	-	-	-	-	-
关连款项	-	-	-	-	-
其他	17,806	8,878	8,878	8,878	8,878
<b>流动负债</b>	<b>39,672</b>	<b>52,039</b>	<b>52,039</b>	<b>52,039</b>	<b>52,039</b>
借债	1,990	4,304	4,304	4,304	4,304
应付贸易账款	19,834	27,334	27,334	27,334	27,334
应付税项	2,733	2,790	2,790	2,790	2,790
关连款项	-	-	-	-	-
其他	15,115	17,611	17,611	17,611	17,611
<b>非流动负债</b>	<b>57,691</b>	<b>62,522</b>	<b>62,522</b>	<b>62,522</b>	<b>62,522</b>
借债	1,609	1,871	1,871	1,871	1,871
递延税项	4,493	6,471	6,471	6,471	6,471
其他	51,589	54,180	54,180	54,180	54,180
夹层投资人权益	658	350	350	350	350
<b>净资产总值</b>	<b>157,413</b>	<b>249,539</b>	<b>293,992</b>	<b>356,966</b>	<b>431,266</b>
少数股东权益	11,974	32,552	32,457	32,325	32,159
<b>上市公司股东权益</b>	<b>145,439</b>	<b>216,987</b>	<b>261,535</b>	<b>324,640</b>	<b>399,106</b>

来源: 公司及招银国际研究

**現金流量表**

年結: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利潤	24,320	71,289	39,493	54,973	69,300
折舊和攤銷	17,443	22,783	19,781	16,181	13,191
營運資金變動	11,881	10,454	-	-	-
其他	(12,427)	(47,690)	1,044	1,056	1,068
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>41,217</b>	<b>56,836</b>	<b>60,319</b>	<b>72,210</b>	<b>83,559</b>
購置固定資產、無形資產及土地	(7,705)	(10,845)	(14,000)	(12,500)	(11,500)
聯營公司	(34,857)	(24,209)	-	-	-
其他	(10,892)	(7,777)	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(53,454)</b>	<b>(42,831)</b>	<b>(14,000)</b>	<b>(12,500)</b>	<b>(11,500)</b>
股份發行	61,831	693	-	-	-
淨銀行借貸	7,223	1,859	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	18,443	(18,398)	(7,040)	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>87,497</b>	<b>(15,846)</b>	<b>(7,040)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>75,260</b>	<b>(1,841)</b>	<b>39,279</b>	<b>59,710</b>	<b>72,059</b>
年初現金及現金等价物	33,045	108,193	106,818	146,097	205,807
匯兌	(112)	466	-	-	-
<b>年末現金及現金等价物</b>	<b>108,193</b>	<b>106,818</b>	<b>146,097</b>	<b>205,807</b>	<b>277,866</b>
受限制現金	-	-	-	-	-
<b>資產負債表的現金</b>	<b>108,193</b>	<b>106,818</b>	<b>146,097</b>	<b>205,807</b>	<b>277,866</b>

來源: 公司及招銀國際研究

**主要比率**

年結: 3月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售組合 (%)</b>					
中國電商	82.6	83.4	80.1	78.4	74.3
國際電商	8.5	7.5	5.7	5.0	4.6
云计算及網絡基礎服務	1.7	3.0	4.8	8.4	13.5
其他	7.2	6.1	1.4	1.2	1.0
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>91.9</b>	<b>92.9</b>	<b>93.4</b>
<b>增長 (%)</b>					
收入	45.1	92.6	52.9	31.3	23.8
毛利	33.8	27.5	48.2	33.4	23.8
經營利潤	(7.2)	16.8	50.4	39.5	26.2
調整後淨利潤	24.6	23.3	29.9	20.3	16.2
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	68.7	66.0	64.0	65.0	65.0
稅前利率	42.4	80.5	29.7	31.1	31.5
有效稅率	(8.4)	(8.4)	(3.1)	(3.2)	(3.3)
淨利潤率	31.9	70.5	25.5	27.1	27.5
調整後淨利潤率	45.7	42.4	36.1	33.0	31.0
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	3.6	2.6	3.3	4.5	5.9
平均應收賬款周轉天數	42.3	54.1	40.2	30.6	24.7
平均應付賬款周轉天數	242.9	250.6	179.2	140.3	113.3
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	3.6	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率 (%)</b>					
NonGAAP資本回報率	22.0	17.2	18.9	18.8	18.1
NonGAAP資產回報率	13.7	11.7	13.6	14.2	14.2
<b>每股數據</b>					
NonGAAP每股盈利 (人民幣)	13.9	16.7	22.5	27.1	31.5
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面值 (人民幣)	63.2	97.5	119.0	144.4	174.5

來源: 公司及招銀國際研究

## 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

本报告期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风险。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。