

阿里巴巴 (BABA US)

數據化物流加速新零售落地

- ❖ **增持菜鳥，數據化物流加速新零售落地。**公司近期宣布投資菜鳥 8.07 億美元，持有股權從 47%增至 51%，并計劃未來 5 年內持續投入 1,000 億人民幣（合作投入）進行物流擴張。考慮該交易將於 2017 年 10 月完成，預計對集團整體 FY18 帶來 2% 的收入貢獻；基于菜鳥歷史虧損，短期對淨利潤率有輕微拖累，但整體財務影響較小（對公司 FY18 調整後淨利潤影響約 1%）。不同于自營物流，菜鳥主要為加盟物流模式，已于 15 家快遞公司合作，通過數據化運作布置倉儲、調配物流；隨著未來跨境、農村物流的滲透，菜鳥將進一步提升物流履約效率和供應鏈優化。而此次增持，對公司基本面是正面利好：1) 緩解財務透明擔憂；2) 加速新零售落地，打造“無縫物流體驗”；3) 提升 B2C 市場競爭力。此外，看好電商物流的旺盛需求、數據驅動下菜鳥網絡運作效率的提升（縮小與自營物流的差距）、及對集團數據銀行的補充。
- ❖ **電商增速預計持續釋放驚喜。**下半年電商將受益於雙十一、雙十二活動，而算法優化、全域營銷下客戶管理收入將持續走強，并有望助推 FY18 收入超指引。管理層表示 2H17 將繼續加大市場投入以搶占 B2C 市場份額，補貼刺激下 GMV 的高增長及商戶廣告預算的加大或將彌補傭金收入的增速落差。全域營銷為公司的中長期戰略，目前處於起步階段（還有兩部分尚未啟動），而對於已經啟動的數據銀行等基礎架構，公司表示使用商戶主要集中在大品牌，且消費數據循環使用反饋積極，但財務貢獻有待後期釋放。
- ❖ **雲計算：憧憬雲栖大會。**目前阿里雲依舊處於早期發展階段，我們認為其付費用戶數將隨著雲計算滲透率的提高而持續擴張。此外，考慮阿里雲客戶目前主要以中小型為主，近期已開始逐漸向中大型客戶（國有企業、政府、製造業等）滲透，ARPU 值存在較大上升空間。雖然往大、中型企業過渡仍需時間，但大、中型客戶忠誠度更高、預算大、價格敏感性更小，將為阿里雲中長期增值服務的衍生提供堅實客戶基礎。
- ❖ **淨利潤率短期或被部分攤銷，但長期有望改善。**基于公司超前投資風格，同時考慮新零售推進、B2C 市場商戶補貼等投入持續，我們預計公司調整後淨利潤率將從 FY17 的 38.1% 下降至 FY18 的 36.3%。但在經營效率優化下，淨利潤率中長期將逐漸改善，受益於雲計算虧損的持續收窄、優酷土豆會員服務占比的擴大。
- ❖ **維持「買入」評級，目標價 US\$215.7。**在更新投資組合并細分 SOTP 估值後，將目標價從 US\$190.6 上調至 US\$215.7，對應 2019 財年 32x PE，基于 SOTP 估值：1) 電商：每股 US\$176.9，對應 20x FY19 EV/EBITA；2) 阿里雲：每股 US\$7.8，對應 6x FY19 PS；3) 其他：每股 US\$31.0。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	236,602	312,820	397,825
調整後淨利潤 (百萬人民幣)	42,621	60,252	85,553	113,691	144,987
調整後 EPS (人民幣)	16.6	23.4	33.3	44.2	56.3
EPS 變動 (%)	19.5%	40.8%	42.0%	32.9%	27.5%
市盈率 (x)	72.1	51.2	36.1	27.1	21.3
市帳率 (x)	12.3	9.5	7.8	6.3	5.0
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	17.1	18.6	21.7	23.2	23.6
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\$215.7
(此前目標價)	US\$190.6
潛在升幅	+18.5%
當前股價	US\$182.1

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值 (百萬美元)	466,361
3 月平均流通量 (百萬美元)	2,913.8
5 周內股價高/低 (美元)	183/86
總股本 (百萬)	2,529.4

資料來源：彭博

股東結構

軟銀集團	29.2%
雅虎	15.0%
馬雲	7.0%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	7.7%	5.2%
3-月	24.9%	14.1%
6-月	63.0%	39.6%

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
收入	101,143	158,273	236,602	312,820	397,825
中国电商	84,321	119,788	174,831	221,800	276,908
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	8,006	14,079	16,106
销售成本	(34,355)	(59,483)	(92,511)	(122,000)	(155,152)
毛利	66,788	98,790	144,091	190,820	242,673
研发费用	(13,788)	(17,060)	(27,209)	(34,723)	(42,965)
销售费用	(11,307)	(16,314)	(26,499)	(34,410)	(42,965)
行政费用	(9,205)	(12,239)	(17,035)	(22,210)	(26,654)
其他收益	(3,386)	(5,122)	(12,075)	(13,244)	(14,971)
经营利润	29,102	48,055	61,272	86,232	115,117
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	6,350	6,350	6,350
税前利润	81,468	60,029	73,958	98,963	127,894
投资损益	(1,730)	(5,027)	(3,971)	(3,971)	(3,971)
所得税	(8,449)	(13,776)	(16,973)	(22,711)	(29,350)
非控制股东权益	171	2,449	3,499	5,035	5,180
净利润	71,460	43,675	56,513	77,317	99,752
NonGAAP调整	(28,498)	16,645	29,040	36,375	45,235
NonGAAP净利润	42,621	60,252	85,553	113,691	144,987

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
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	256,160	353,688	477,842
现金及现金等价物	106,818	143,736	205,756	291,079	404,655
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	391,108	486,519	611,355
少数股东权益	32,552	42,330	38,831	33,796	28,616
上市公司股东权益	216,987	278,799	352,277	452,724	582,739

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	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
年度利潤	71,289	41,226	53,014	72,281	94,572
折舊和攤銷	22,783	30,287	32,294	40,326	50,095
營運資金變動	10,454	9,923	14,156	15,335	15,335
其他	(47,690)	(1,110)	(8,944)	(9,371)	(7,571)
經營活動所得現金淨額	56,836	80,326	90,520	118,573	152,432
購置固定資產、無形資產及土地	(10,845)	(17,546)	(28,500)	(33,250)	(38,855)
聯營公司	(24,209)	(67,692)	-	-	-
其他	(7,777)	6,874	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(42,831)	(78,364)	(28,500)	(33,250)	(38,855)
股份發行	693	14,607	-	-	-
淨銀行借貸	1,859	1,127	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	(18,398)	17,180	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(15,846)	32,914	-	-	-
現金增加淨額	(1,841)	34,876	62,020	85,323	113,577
年初現金及現金等價物	108,193	106,818	143,736	205,756	291,079
匯兌	466	2,042	-	-	-
年末現金及現金等價物	106,818	143,736	205,756	291,079	404,655
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表的現金	106,818	143,736	205,756	291,079	404,655

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
中國電商	83.4	75.7	73.9	70.9	69.6
國際電商	7.5	8.4	8.7	8.9	8.7
云计算及網絡基礎服務	3.0	4.2	5.4	7.1	9.2
數字媒體及娛樂	3.9	9.3	8.7	8.6	8.4
其他	2.2	2.4	3.4	4.5	4.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	92.6	56.5	49.5	32.2	27.2
毛利	27.5	47.9	45.9	32.4	27.2
經營利潤	16.8	65.1	27.5	40.7	33.5
調整後淨利潤	22.4	41.4	42.0	32.9	27.5
盈利能力比率 (%)					
毛利率	66.0	62.4	60.9	61.0	61.0
稅前利率	80.5	37.9	31.3	31.6	32.1
有效稅率	(8.4)	(8.7)	(7.2)	(7.3)	(7.4)
淨利潤率	70.5	26.0	22.4	23.1	23.8
調整後淨利潤率	42.1	38.1	36.2	36.3	36.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.6	1.9	2.4	2.9	3.4
平均應收賬款周轉天數	54.1	53.1	53.8	54.6	53.4
平均應付賬款周轉天數	250.6	228.6	214.1	206.5	198.4
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
淨負債/ 總權益比率 (%)	3.5	13.8	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
NonGAAP資本回報率	17.1	18.6	21.7	23.2	23.6
NonGAAP資產回報率	11.7	11.4	13.9	15.5	16.6
每股數據					
NonGAAP每股盈利(人民币)	16.6	23.4	33.3	44.2	56.3
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股賬面值(人民币)	97.5	126.0	153.2	190.2	238.8

來源: 公司及招銀國際研究部預測

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并無直接或間接關係。

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，并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，并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并不時自行及/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。