

阿里巴巴 (BABA US)

全球電商霸主，向著雲計算和互聯網金融狂奔

中國電商霸主，完整的閉環生態系統：公司為當前世界上規模最大的電商平臺公司，業務包括 B2B 貿易、B2C 電商、C2C 電商、協力廠商支付、互聯網金融及雲計算服務，2016 財務年度總體 GMV 超越 3 萬億元 (人民幣，下同)，是全球最大的零售商。旗下電商平臺淘寶及天貓共擁有 4.2 億活躍買家用戶，構建了國內最具商業化價值的聚合體。公司採用平臺模式經營電商業務，在現金流及盈利表現上較同業競爭對手優異。同時，公司也是目前國內少有的真正做到閉環的互聯網龍頭企業，“現金流、人流、物流及資訊流”在其戰略規劃下得到了統一。這一完整而強大生態圈是公司獲得長期業績增長的最核心優勢。

電商業務——高峰已過，邁入穩定增長期：我們認為，電商滲透率已高，隨著國內消費升級，電商增速將進一步集中於 B2C 領域。鑒於該領域內的細分市場過多且競爭劇烈，很可能會攤薄天貓平臺的交易份額。考慮到公司已有的體量，GMV 增速將可能放緩。反之，從收入增長層面上看，移動化購物趨勢愈加顯著，且公司擁有億萬商家資源但總體貨幣化程度尚有提升空間。因此，總體而言電商業務已過高峰，GMV 野蠻擴張的時代將會被收入層面上的穩定增長所取代。

蓄勢待發的新業務——阿里雲及螞蟻金服：據統計，2015 年全球雲計算市場規模已達到 1800 億美元，而國內公有雲服務總體規模僅為 255 億元人民幣，僅占全球總量的 3%。阿里雲以超過 137.5% 的收入增速成為公司各細分業務中增長最快的業務，其付費使用者數量及收入規模位元列國內同業第一，未來將有望成為拉動公司收入增長的重要業務。螞蟻金服是公司佈局互聯網金融的一大戰略投資，旗下擁有支付寶、餘額寶、螞蟻花唄等 9 大業務板塊。隨著後續資本實力的增強，螞蟻金服將有望繼續獲得高速成長，成為公司生態體系中的下一代淘寶天貓平臺。

首次覆蓋，買入評級：我們預計，公司 2017 至 2019 財年收入將分別達到 1,383 億、1,792 億及 2,245 億元，年均複合增速為 30.4%，同期預計調整後淨利潤分別為 512 億、602 億及 702 億元，年均複合增速達 17.8%。根據 DCF 估值法，我們求得公司估值結果為 95 美元，相當於公司 2017、2018 及 2019 財年調整後每股盈利的 30、26 及 22 倍。由於公司除了自有業務以外，仍有部分戰略投資標的。經測算，公司旗下所投資的股權加總現值約 289 億美元，相當於每股擁有 12 美元的價值。綜上所述，DCF 估值結果加上戰略投資價值加總，我們求得公司目標價為 107 美元，首次評級買入。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬元人民幣)	76,204	101,143	138,264	179,249	224,485
調整後淨利潤 (百萬元人民幣)	34,810	42,912	51,195	60,199	70,155
經調整後每股盈利 (元人民幣)	13.9	16.7	20.7	24.3	28.4
市盈率 (x)	37.2	30.9	25	21.3	18.3
市帳率(x)	8.2	5.3	4.4	3.7	3.1
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	22.0	17.2	17.7	17.4	17
資產負債率 (%)	淨現金	3.6	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司及招銀國際研究部

買入 (首次覆蓋)

目標價	US\$107
潛在升幅	+30.4%
當前股價	US\$82

蔡浩

(852) 37618776

simontsoi@cmbi.com.hk

TMT

市值(百萬美元)	202,868
3月平均流通量(百萬美元)	920
5周內股價高/低(美元)	91.6/57.2
總股本(百萬)	2,474

資料來源：彭博

股東結構

SoftBank	32.0%
Yahoo	15.4%
Jack Ma	7.8%
Joseph Tsai	3.2%

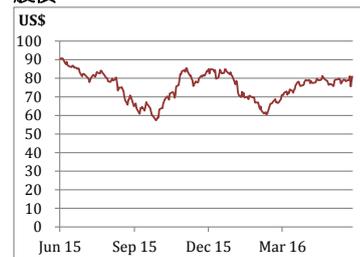
資料來源：SEC

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.2%	7.7%
3-月	17.7%	9.3%
6-月	-0.5%	6.7%

資料來源：彭博

股價



資料來源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.alibabagroup.com

目錄

公司發展歷史	4
圖一：2015-2016 財年季度收入(百萬人民幣)	4
圖二：2014-2016 財年季度調整後淨利潤(百萬人民幣)	4
圖三：公司投資並購列表.....	4
業務分析	5
核心平臺	5
圖四：阿里巴巴生態系統.....	5
收入結構	6
圖五：2015-2016 財年季度收入結構（百萬人民幣）	6
圖六：2016 財年各分部業務收入占比.....	6
圖七：2013-2016 財年淘寶及天貓季度 GMV 統計（十億元人民幣）	6
圖八：2015-2016 財年季度阿里巴巴中國電商收入結構（百萬人民幣）	7
圖九：2015-2016 財年季度阿里巴巴中國電商零售 GMV（十億人民幣）及貨幣化率.....	7
圖十：2015-2016 財年阿里巴巴國際電商季度收入結構（百萬人民幣）	7
圖十一：2015-2016 財年阿里巴巴國際電商季度收入規模（百萬人民幣）及增長.....	7
圖十二：2015-2016 財年阿里雲季度收入規模（百萬人民幣）及增速.....	8
圖十三：2015-2016 財年其他業務季度收入規模(百萬人民幣)	8
核心競爭力	9
圖十四：2015-2016 財年活躍買家數量（百萬）	9
圖十五：同期買家人均交易金額（元人民幣）	9
圖十六：2016 年第一季度中國 C2C 電商市場份額.....	9
圖十七：2016 年第一季度中國 B2C 電商市場份額.....	9
收入增長趨勢	11
圖十八：2013-2019 年社會零售總額（十億人民幣）及電商滲透率統計及預測.....	11
圖十九：2013-2019 年淘寶及天貓 GMV（十億人民幣）及市場份額統計及預測.....	11
圖二十：2013-2016 財年公司總體及移動端貨幣化率.....	13
圖二十一：2013-2016 財年移動端季度 GMV（百萬人民幣）及滲透率.....	13
圖二十二：2013-2016 財年移動端季度收入（百萬人民幣）及占比.....	13
圖二十三：阿里雲發展歷程.....	14
圖二十四：阿里雲生態體系.....	14
圖二十五：全球雲計算市場規模（億美元）	14
圖二十六：阿里雲產品分類及收費細節.....	15
圖二十七：螞蟻金服業務結構.....	15
圖二十八：2013-2015 年中國互聯網協力廠商支付市場格局（十億人民幣）	16
圖二十九：螞蟻金服財務資料（億元人民幣）	16
圖三十：2015 年螞蟻金服收入結構.....	17
圖三十一：2013-2018 年螞蟻金服分類收入(億元人民幣)	17

圖三十二：螞蟻金服淨利（億元人民幣）及淨利潤率預測	17
圖三十三：螞蟻金服收入（億元人民幣）及收入增長預測	17

財務分析..... 18

收入及盈利預測：..... 18

圖三十四：中國電商零售業務 GMV 預測（十億人民幣）	18
圖三十五：中國電商收入增長預測（百萬人民幣）	18
圖三十六：雲計算業務收入增長預測（百萬人民幣）	19
圖三十七：經營利潤及調整後淨利潤規模預測（百萬人民幣）	19

運營及財務分析：..... 20

圖三十八：國內同業收入規模（人民幣百萬元）	20
圖三十九：國內同業收入增長（%）	20
圖四十：國內經營利潤規模（人民幣百萬元）	20
圖四十一：國內經營利潤增長	20
圖四十二：國內同業 ROE（%）	21
圖四十三：國內同業經營利潤率（%）	21
圖四十四：國內同業經營性現金流（人民幣百萬元）	21
圖四十五：國內同業現金持有規模（人民幣百萬元）	21

估值：..... 22

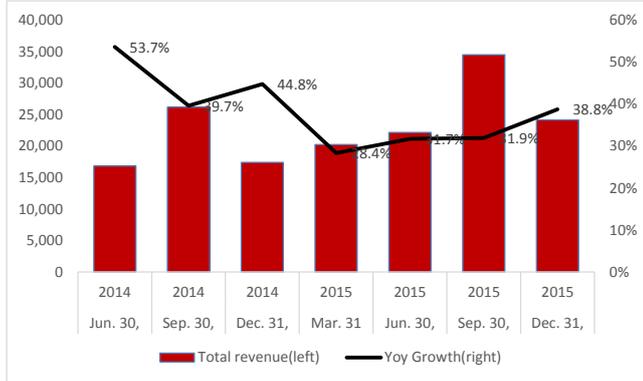
圖四十六：公司旗下控股公司價值測算（百萬美元）	22
圖四十七：DCF 估值及分部估值結果	22
圖四十八：同業估值對比	23

風險：..... 24

公司發展歷史

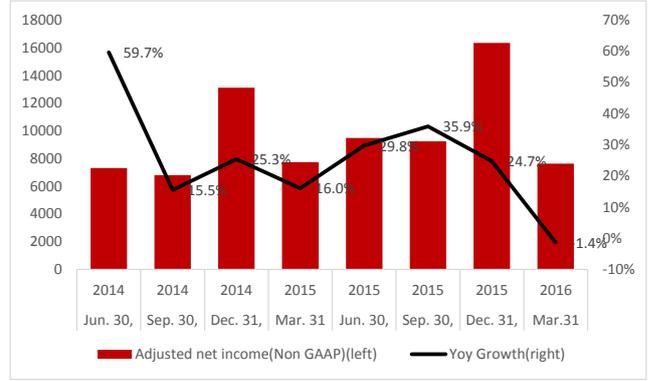
公司創立於 1999 年，是當前世界上規模最大的電子商務平臺公司，業務包括 B2B 貿易、B2C 電商、C2C 電商、協力廠商支付、互聯網金融及雲計算服務。2012 財務年度，公司旗下的淘寶及天貓電商平臺 GMV 達到 1.1 萬億元（人民幣，下同），超越亞馬遜（AMZN US）及 Ebay（EBAY US）之和，2016 財務年度總體 GMV 超越 3 萬億，成為全球最大的零售商。

圖一：2015-2016 財年季度收入(百萬人民幣)



資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖二：2014-2016 財年季度調整後淨利潤(百萬人民幣)



資料來源：公司資料，招銀國際研究

除了電商平臺業務以外，公司以凌厲的態勢對互聯網各細分領域進行了佈局，旗下擁有重要子公司包括阿里巴巴、淘寶網、天貓、聚划算、阿里媽媽、一淘網、阿里雲等，主要全資控股公司包括地圖服務供應商高德地圖、國內份額最大的視頻網站優酷土豆等，重要參股公司包括社會化物流體系菜鳥、著名社交媒體新浪微博、本地生活服務口碑網、港股上市公司阿里影業（1060 HK）阿里健康（241 HK）以及可能於 2017 年登陸 A 股的互聯網金融業巨頭螞蟻金服。

圖三：公司投資並購列表



資料來源：易觀智庫

業務分析

核心平臺

淘寶是當前國內深受歡迎的網購零售平臺，擁有近 5 億的註冊用戶數，每天固定訪客量超過 6000 萬，線上商品數超過了 8 億件，平均每分鐘售出 4.8 萬件商品，是目前國內市場份額最大的 C2C 電子商務平臺。

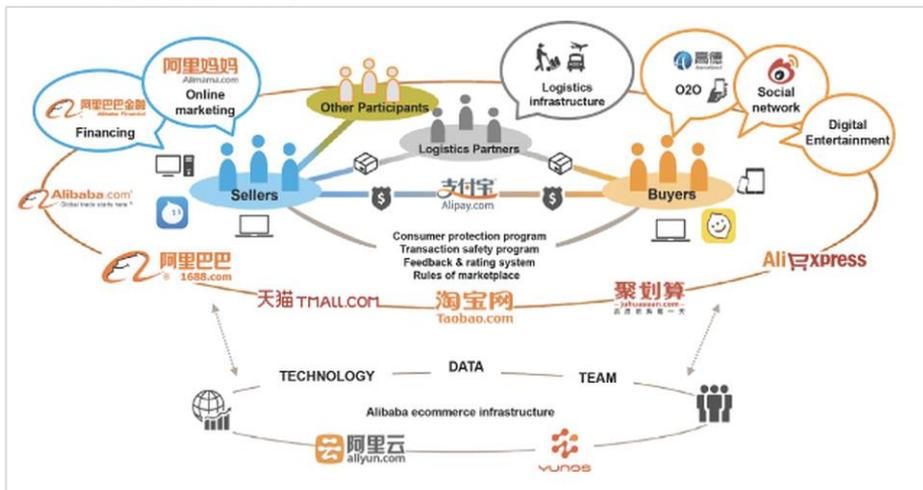
隨著淘寶網規模的擴大和使用者數量的增加，淘寶逐漸從單一的 C2C 網路集市變成了包括 C2C、團購、分銷、拍賣等多種電子商務模式在內的綜合性零售商圈。淘寶網致力於推動“貨真價實、物美價廉、按需定制”網貨的普及，幫助更多的消費者享用海量且豐富的網貨，獲得更高的生活品質；通過提供網路銷售平臺等基礎性服務，說明更多的企業開拓市場、建立品牌，實現產業升級；說明更多胸懷夢想的人通過網路 實現創業就業。淘寶網不僅是中國深受歡迎的網路零售平臺，也是中國的消費者交流社區和全球創意商品的集中地，它在很大程度上改變了傳統的生產方式，也改變了國人的生活方式。但是，淘寶網購平臺因其高度開放和規模巨大的特性，在品質管控、智慧財產權保護和消費者體驗維護上常常出現重大紕漏，嚴重損害了消費者和品牌廠商的權利。

天貓，原為淘寶網下的淘寶商城，2012 年宣佈改名為天貓。12 年 11 月 11 日憑藉自創的光棍節獲得了巨大成功——當天銷售金額達 132 億元（人民幣，下同），創下了世界紀錄。隨後天貓開始整合平臺上數千名品牌商家，為買賣雙方提供一站式解決方案，包括 100% 質保商品，7 天無理由退貨以及購物換積分等優質電商服務。2013 年雙十一，天貓交易金額 350 億元，同比增長超過 3 倍。2015 財年全年，天貓平臺交易金額超 1.2 萬億元，市場份額 62%，是當前國內最大的 B2C 電商平臺。

支付寶為公司首創的協力廠商支付平臺，於 2004 年正式上線，現歸屬於阿里旗下公司螞蟻金服。支付寶通過將現金流與貨物流分離管理的方式使得買賣雙方在網路間成功建立信任感，大大地推動了國內電子商務行業的發展。截止 2015 年年底支付寶用戶突破 4.5 億，合作金融機構超 20 萬家，完成交易額 5.6 萬億，佔據 47.7% 的協力廠商支付市場，是國內支付行業的真正龍頭。

總體而言，公司擁有強大的電商流量基礎，掌握著淘寶及天貓兩個超級平臺，通過支付寶和社會化物流體系真正地實現了“資訊流-現金流-人流-物流”四流合一，在其平臺上的年度交易總量甚至達到全社會零售總額的 10%，是當下國內商業領域實力最強大的超級聚合體。

圖四：阿里巴巴生態系統

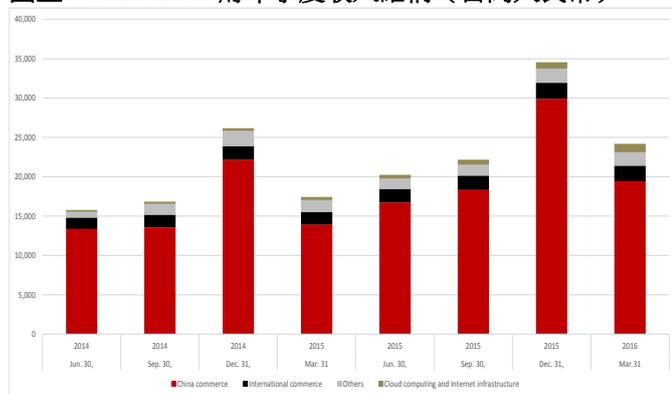


資料來源：公司資料

收入結構

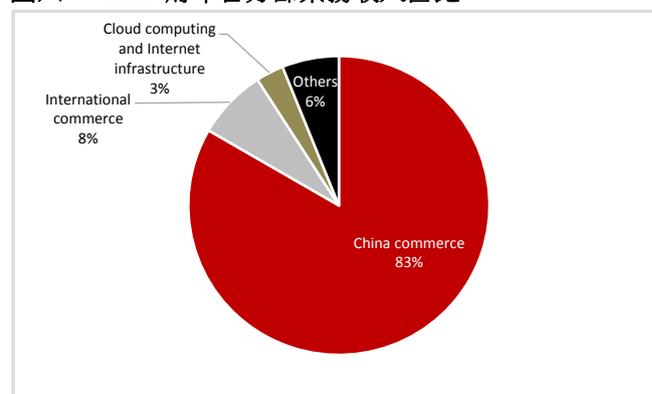
當前公司收入主要由中國電商、國際電商、雲計算服務及其他業務構成。2016 財年，公司總營收 1011.4 億元人民幣，其中中國電商收入 843.2 億，占比 83%；國際電商收入 76.3 億，占比 8%；雲計算收入 30.2 億，占比 3%；其他業務收入 61.7 億，占比 6%。

圖五：2015-2016 財年季度收入結構（百萬人民幣）



資料來源：公司資料，招銀國際研究

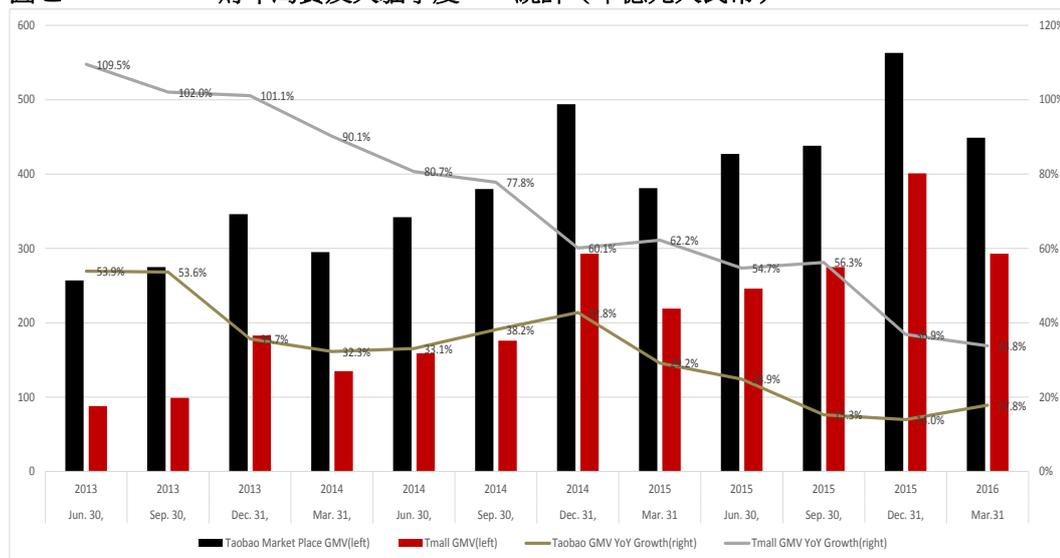
圖六：2016 財年各分部業務收入占比



資料來源：公司資料，招銀國際研究

中國電商收入： 中國電商業務是公司最主要的收入貢獻來源，主要由淘寶及天貓兩個平臺的廣告、扣點及開店收入構成。淘寶和天貓毫無疑問是當前國內規模最大的 C2C 及 B2C 電商平臺，2016 財年兩者 GMV 之和達到 3 萬億人民幣，占當期全社會零售總額的 10%，占國內電商交易總額的 81.8%。有別於一般自營電商的商業模式，公司旗下的 C2C 平臺淘寶僅僅負責搭建基礎平臺，撮合買賣雙方，廣大賣家通過在淘寶及天貓兩個平臺上採購關鍵字廣告、CPC 廣告、展示廣告（排名）等服務吸引買家。因此，淘寶模式從貨幣化的角度而言更類似於廣告。天貓是在淘寶基礎上創立的 B2C 網購平臺，公司採取交易總額扣點+開店建店費等方式獲得收入，但並不參與商家的具體運營。因此，天貓的貨幣化模式與同業相比，更類似于網路地產商（地租）+百貨商店（抽傭）。

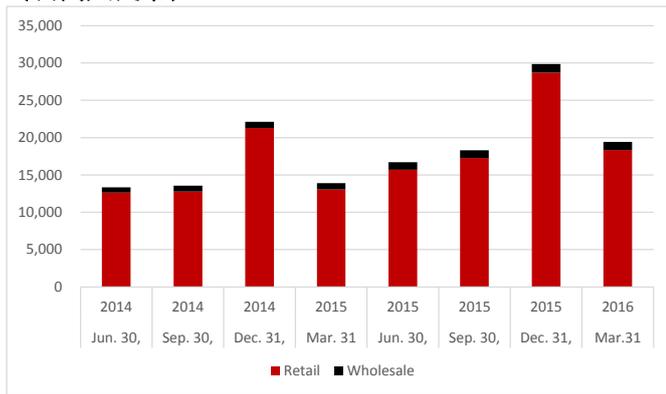
圖七：2013-2016 財年淘寶及天貓季度 GMV 統計（十億元人民幣）



資料來源：公司資料，招銀國際研究

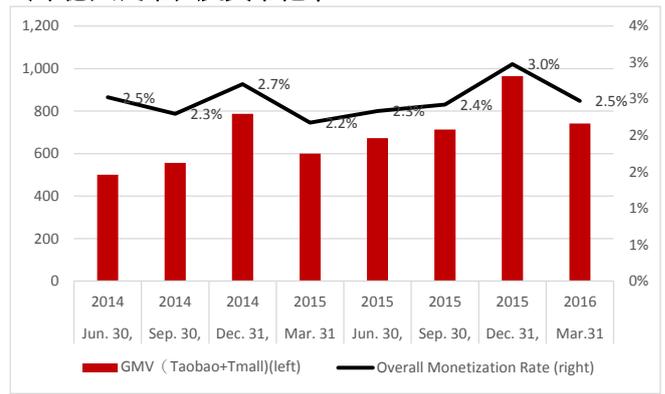
中國電商業務從收入結構而言分為零售及批發兩部分，2016 財年中國電商零售收入 800.3 億元人民幣，批發收入為 42.9 億，零售收入占比超過 90%。而零售收入中約 66%，即 524 億來自於線上廣告收入（超過 80%為 CPC 效果廣告），約 32%即 258.3 億來自於交易扣點率，剩餘 1%為建店軟體服務收入（主要來自於“旺鋪”軟體服務收入）。因此中國電商零售業務是公司目前最主要的收入來源，對應兩大電商交易平臺的流水資料，我們可以計算出公司電商零售的貨幣化程度（收入/GMV=貨幣化率），以此來檢驗及預測公司收入增長。根據統計，2016 財年第四季度公司零售業務綜合貨幣化為 2.5%，而在上一季度因雙十一超級促銷活動，這一比率攀升至 3%，是公司上市以來的新高。

圖八：2015-2016 財年季度阿里巴巴中國電商收入結構（百萬人民幣）



資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖九：2015-2016 財年季度阿里巴巴中國電商零售 GMV（十億人民幣）及貨幣化率



資料來源：公司資料，招銀國際研究

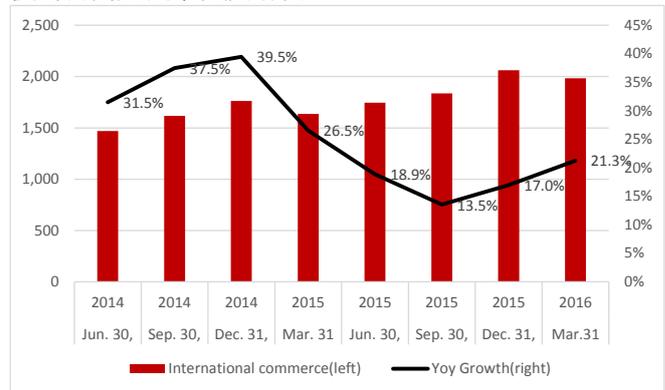
國際電商收入：國際電商的主要收入來源為國際零售及批發業務，2016 財年該業務貢獻收入 22 億元人民幣，而這業務的交易為賣家通過參與速賣通（AliExpress）平臺的推廣促銷活動所產生的 GMV，這些交易約有 65%是通過支付寶完成的。公司將對此項 GMV 收取約 5% 的費用作為收入。除了國際零售收入以外，2016 財年國際批發業務也貢獻約 54.25 億，主要來自於 alibaba.com 的廣告及會員費收入。總體而言，國際電商收入占比遠低於中國電商，但仍是公司第二大收入來源。

圖十：2015-2016 財年阿里巴巴國際電商季度收入結構（百萬人民幣）



資料來源：公司資料，招銀國際研究

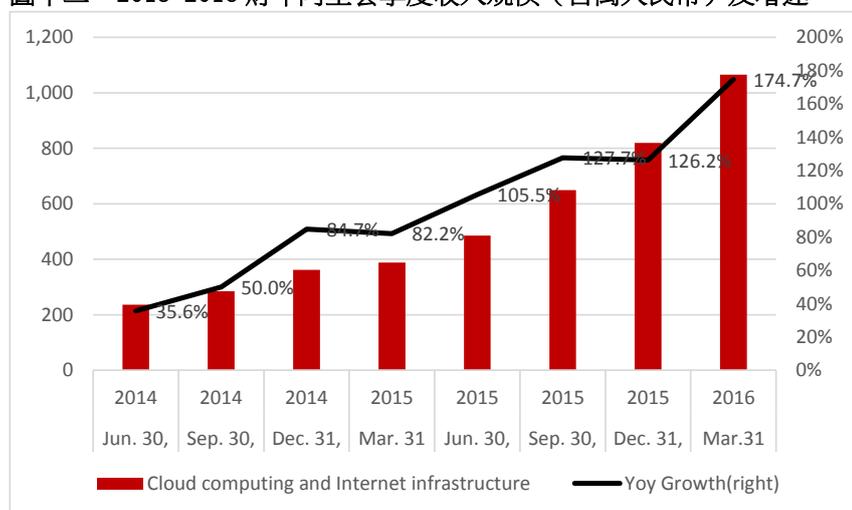
圖十一：2015-2016 財年阿里巴巴國際電商季度收入規模（百萬人民幣）及增長



資料來源：公司資料，招銀國際研究

雲計算服務：主要收入來源為阿里雲。阿里雲創立於 2009 年，是中國當前收入規模最大的雲計算平臺，服務範圍覆蓋全球 200 多個國家和地區。在天貓雙 11 全球狂歡節、12306 春運購票等極富挑戰的應用場景中，阿里雲保持著良好的運行紀錄。此外，阿里雲廣泛在金融、交通、基因、醫療、氣象等領域輸出一站式的大資料解決方案。2014 年，阿里雲曾幫助用戶抵禦全球互聯網史上最大的 DDoS 攻擊，峰值流量達到每秒 453.8Gb。在 Sort Benchmark 2015 世界排序競賽中，阿里雲利用自研的分散式運算平臺 ODPS，377 秒完成 100TB 資料排序，刷新了 Apache Spark 1406 秒的世界紀錄。阿里雲在全球各地部署高效節能的綠色資料中心，利用清潔計算支援不同的互聯網應用。目前，阿里雲在杭州、北京、青島、深圳、上海、千島湖、內蒙古、香港、新加坡、美國矽谷、俄羅斯、日本等地域設有資料中心，未來還將在歐洲、中東等地設立新的資料中心。根據 2016 財年公司業績顯示，阿里雲收入同比增長 290.6%至 30.2 億元人民幣，儘管占總收入比仍然很小，但卻是公司各項細分收入中增長最快的業務。

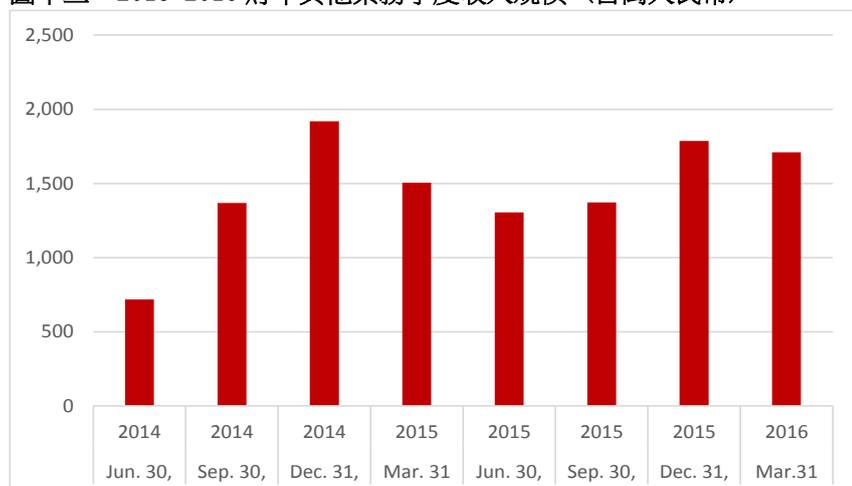
圖十二：2015-2016 財年阿里雲季度收入規模（百萬人民幣）及增速



資料來源：公司資料，招銀國際研究

其他收入：2016 財年，公司其他收入同比增長 32.7%至 61.7 億元人民幣，主要來自于早前全資收購且並表的子公司收入，如高德地圖、UCWeb 及優酷土豆等。

圖十三：2015-2016 財年其他業務季度收入規模（百萬人民幣）



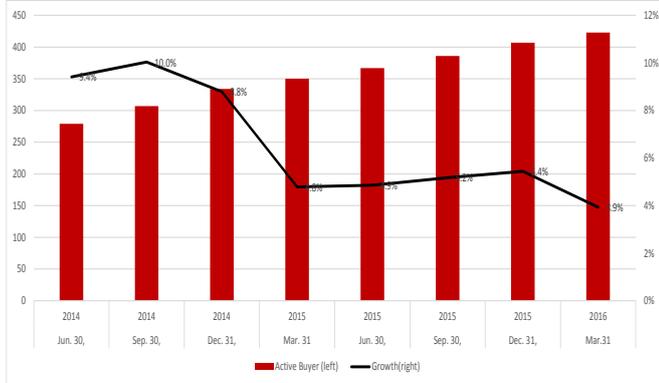
資料來源：公司資料，招銀國際研究

核心競爭力

核心競爭力 1：強大的電商生態圈，全球最大的商業聚合體

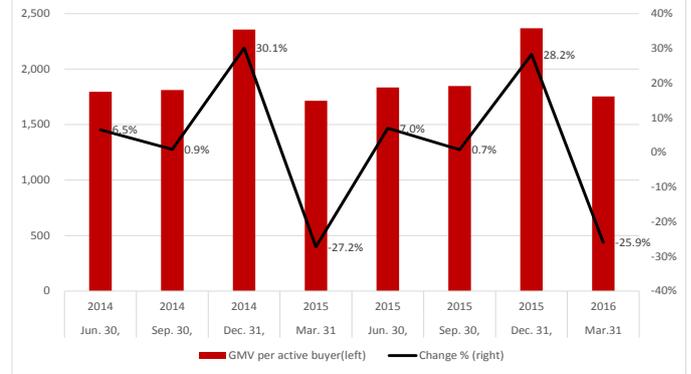
公司以電商平臺為核心定位，並在這一定位下構建出一個完整且強大的生態圈。成立之初，公司就定下了“讓天下沒有難做的生意”的企業使命，目標是說明更多的小企業創業和發展。成立 15 年來，公司一步步建立起消費電子商務、協力廠商網上支付、雲計算等多個領域的行業標準，在天貓、淘寶、阿里巴巴國際站、1688 等電子商務平臺上聚集了千萬量級的企業、個人賣家以及億量級的消費者，並帶動了包括行銷聯盟、物流供應商、獨立軟體提供商等一系列互聯網協力廠商服務商的發展，奠定了整個電子商務生態系統的基礎。截至 2016 財年第四季度，公司電商平臺擁有 4.23 億活躍買家用戶，平均每一位活躍買家為阿里生態貢獻收入 1754 元人民幣，是中國互聯網行業內月度活躍用戶數量僅次於騰訊微信及 QQ 的超級應用，在貨幣化程度上更是遠超百度及騰訊兩個巨頭，可以說公司所構建的電商生態圈是當前國內最強大且高度商業化的聚合體。

圖十四：2015-2016 財年活躍買家數量（百萬）



資料來源：公司資料，招銀國際研究

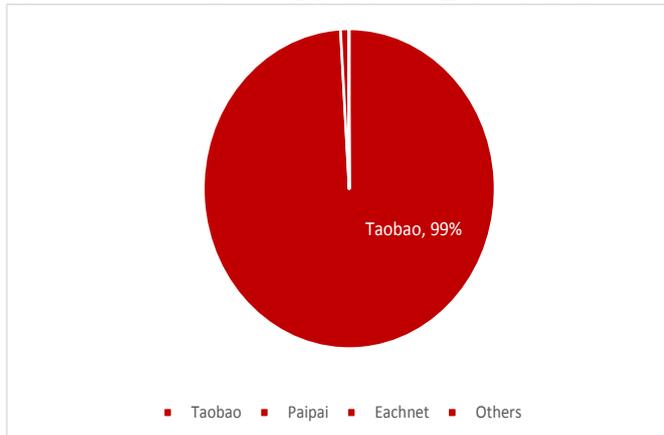
圖十五：同期買家人均交易金額（元人民幣）



資料來源：公司資料，招銀國際研究

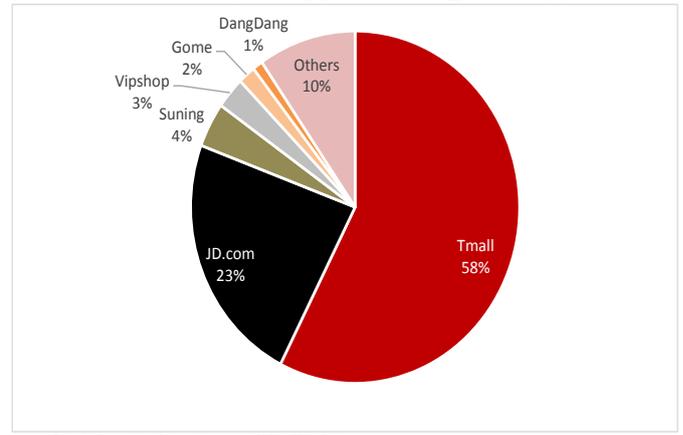
根據統計所得，公司兩個電商平臺淘寶及天貓分別佔有國內 C2C 市場 99% 及 B2C 市場 57.5% 的市場份額。2016 財年，淘寶平臺 GMV 達 255.1 億元人民幣，天貓 GMV 達 121.5 億，兩者 GMV 之和約為國內電商 GMV 加總的 79%，相當於同期中國全社會零售總額的 10%。我們可以認為，經過 15 年來的高速發展，電商領域的中國開創者阿里巴巴已經具備高度的市場統治力量。就平臺體量而言，公司這一電商生態圈已經超越沃爾瑪，成為全球交易規模最大的零售商業體。

圖十六：2016 年第一季度中國 C2C 電商市場份額



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際研究

圖十七：2016 年第一季度中國 B2C 電商市場份額



資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際研究

核心競爭力 2：平臺模式運營，輕資產高盈利

“世界上最大的零售商，卻沒有一分錢庫存”，所描述的就是公司商業模式的特點。公司擁有最大的電商交易份額，但卻沒有真正擁有自己的物流隊伍和倉庫，也不參與自營，所有的物流需求都由社會化體系來完成，所有商品買賣由平臺參與者自行完成。中國電商經歷 20 年的發展，目前遇到的最大問題就是運輸及土地成本上升。而公司這種平臺模式沒有傳統物流行業的勞動力包袱，也沒有品牌及流通行業的倉儲成本，可以輕鬆地在品類上做到快速擴張，而自身仍然保持著高盈利輕資產的商業模式。

在資本市場中，公司與競爭對手京東（JD US）在 B2C 領域內的模式之爭已經持續多年，至今仍然沒有證據說明平臺和自營到底哪一種模式更具發展潛力。但從基本面的情況來看，京東模式在 GMV 層面上獲得了高速增長（2016 年第一季度剔除拍拍後增長 55%），但自營業務卻依然無法做到盈虧平衡，其中主要原因就是高昂的履約成本。就發展潛力而言，選擇京東模式，則不可避免地需要承擔高速膨脹的人員和倉儲費用。而反觀公司的平臺模式，儘管平臺型經濟和社會化物流體系短期內無法打造極致的用戶體驗（假貨和物流時效性較低），但品類上仍然大大超越京東，且在盈利增長上表現優異，未來若菜鳥物流真正落地，配合適當的產品質檢管控，則有機會逐步挑戰京東的核心優勢。因此，就投資決策的角度而言，京東模式所面臨的是可持續發展問題；而平臺模式是已經被驗證成功的模式，它與京東模式的差距是有可能被彌補的。

核心競爭力 3：四流合一，真正實現閉環的生態系統

互聯網行業自誕生至今，早已超越網路世界的範疇，滲透到了社會經濟的方方面面。由於互聯網行業的網路效應，使得資訊流動的成本變得非常低廉。通過強大的資訊優勢，加上無與倫比的資本力量，互聯網企業可以在實體經濟的基礎上打造“資訊流、物流、人流及現金流”四流合一的聚合體。通過整合這四種企業資源，企業則能夠真正實現閉環交易，成為一個自我迴圈自我增值的獨立生態系統。而到目前為止公司是唯一一家擁有四流合一生態系統的互聯網巨頭。

- 1) 信息流：公司兩個大型電商平臺，坐擁巨量買家及商家用戶，用戶粘性強大，高度活躍，大部分使用者行為都與交易息息相關，是當前互聯網世界中最具有商業價值的用戶群體。該平臺買家每天所產生的點擊、購買及回饋，商家的產品資訊、銷售動態及盈利狀況，都為公司的生態系統提供了最有價值的資訊流。除了電商領域內的流量以外，公司還通過外延擴張以求獲得更多流量。為了彌補社交短板，公司投資了新浪微博、陌陌兩傢俱有影響力的社交平臺，還收購 UCweb 瀏覽器，未來還將打造集成化的智慧手機系統 YunOS。通過電商平臺的資訊流，配合以社交等其他管道的流量，公司擁有了巨量網路資源。
- 2) 物流：超級物流骨幹網路的建設者菜鳥物流就是在公司的領導，由物流行業領軍企業、金融及投資機構共同發起成立的。通過對物流的投資，公司鋪平了“資訊-物品流動”的管道。
- 3) 人流：除了線上的資訊和物流系統，公司還廣泛地投資本地資訊服務、地理位置軟體及零售商業，其中最著名的當屬對銀泰商業（1833 HK）的投資。通過對線下百貨業的投資，公司正試圖以互聯網模式改造傳統商業業態，引入“喵姐”及“西選”，使得線下人群在娛樂購物的同時產生更多的資料流程和現金流，增強阿里生態圈對實體行業的控制力。
- 4) 現金流：具有開創性的支付寶於 2004 年誕生，是推動中國電商行業發展的一個里程碑。通過支付寶，公司掌握了所有的交易資料並獲得了資金流動所帶來的利息及殘值。依託支付寶而成長起來的螞蟻金服，已經大規模涉足保險、金融投資、貨幣基金及消費金融領域。2015 年，螞蟻金服旗下支付寶目前仍舊壟斷 47%的協力廠商支付市場份額，

交易規模約為 5.6 萬億元人民幣，帳戶數量 4.5 億，基金平臺餘額寶使用者量 2.6 億，交易規模萬億級別，網商銀行合作機構 80 萬戶，累計放款 450 億元。毫無疑問，公司打通了資金流動的“大動脈”，通過金融體系連接了資訊、物品及人流，真正地做到了閉環。

綜上所述，公司是目前國內少有的，真正做到閉環的互聯網龍頭企業，“四流合一”的生態圈是公司獲得長期業績增長的最核心優勢。有了這一基礎，公司在擴張時期可以多點爆發，甚至可以輕易地改造實體行業；而在防守時期，只要四個環節沒有被全部突破，任何競爭對手都難以憑藉單一優勢以顛覆公司的行業地位。

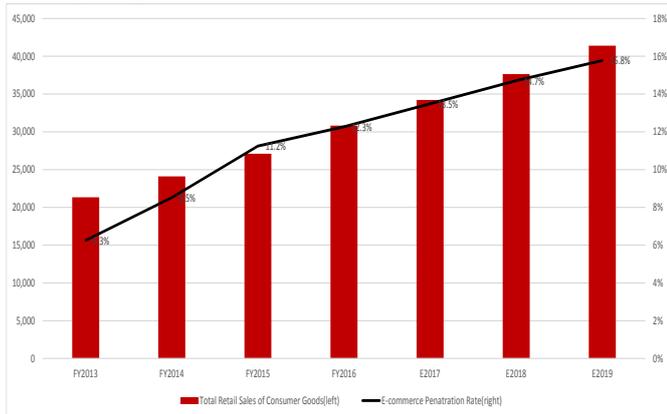
收入增長趨勢

高峰已過，邁入穩定增長期的電商業務

經歷數年的高速發展，中國電商行業已經進入了穩定增長階段。2013 至 2016 財年（即 2012 年第二季度至 2016 年第一季度）國內全社會零售總額從 21.3 萬億增長至 30.8 萬億，而電商交易 GMV 則由 1.3 萬成長至 3.8 萬，電商滲透率由 6.3% 躍升至 12.3%。電商滲透率經歷 2013-2014 年移動互聯網浪潮已經迅速攀升，在沒有新的流量導入及品類大幅擴張的情況下，結合當前國內經濟形勢判斷，電商滲透率將可能維持每年 1-1.5 個百分點的提升直至 2018 年（即公司財務年度 2019 財年）達到 15-16% 的飽和水準。因此，國內電商交易規模已經跨越大規模增長階段，開始步入穩定發展階段。

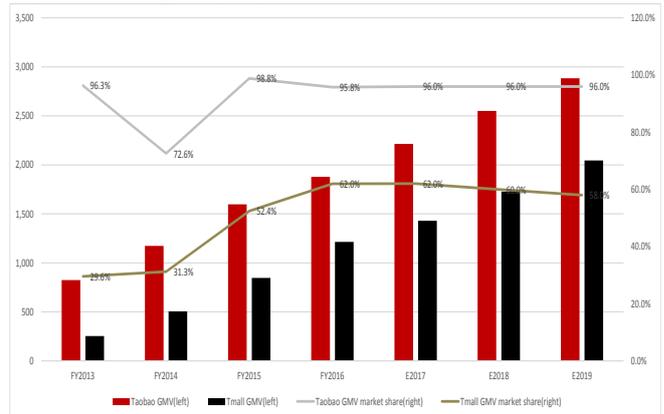
同時，隨著人們需求的多樣化及高端化，電商行業出現了升級分化的趨勢。GMV 的增長從傳統 C2C 領域轉向 B2C，而在 B2C 領域內則湧現出大量細分領域的垂直電商，如京東、唯品會、聚美優品及當當等。當下，公司在 C2C 領域內繼續保持龍頭地位，2016 財年佔據 96% 的市場份額，但相比去年同期下降約 3 個百分點；而在 B2C 公司佔據 62% 的市場份額，相比去年同期提升 14.6 個百分點，龍頭優勢進一步增強。我們認為，隨著國內消費升級，電商增速將進一步集中於 B2C 領域，鑒於該領域內的細分市場過多且競爭劇烈，很可能會攤薄天貓平臺的交易份額。考慮到公司已有的體量，未來在 GMV 的層面上將很難重現高速增长。

圖十八：2013-2019 年社會零售總額（十億人民幣）及電商滲透率統計及預測



資料來源：艾瑞諮詢，萬德諮詢，招銀國際研究

圖十九：2013-2019 年淘寶及天貓 GMV（十億人民幣）及市場份額統計及預測



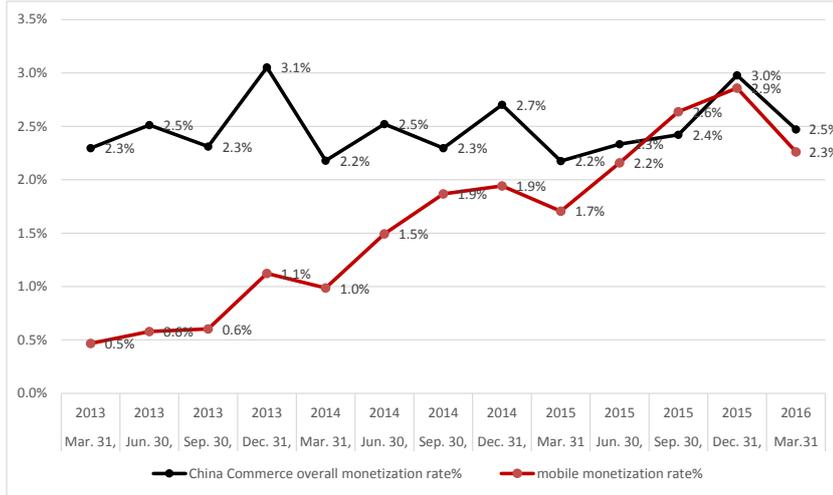
資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際研究

收入增長層面，公司總體貨幣化率於 2016 財年第四季度達到了 2.5%，上一季度則創下歷史新高至 3%。該比率自 13 年以來一直穩定在 2-3%，反映公司收入增長（廣告及扣點）與 GMV 的變化高度相關。當前公司擁有巨量商家，競爭劇烈的態勢將可能觸發更多的廣告需

2016年6月1日

求，而旗下天貓平臺已經宣佈涉足為協力廠商提供綜合物流服務。因此，我們判斷，公司在收入層面上的增長將可能隨著貨幣化率的提升而超越 GMV 的成長。

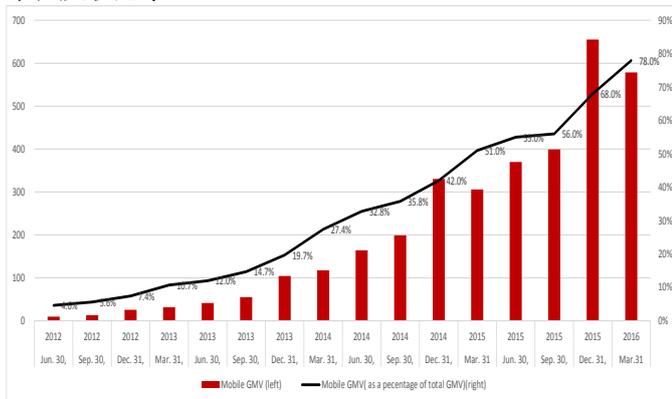
圖二十：2013-2016 財年公司總體及移動端貨幣化率



資料來源：公司資料，招銀國際研究

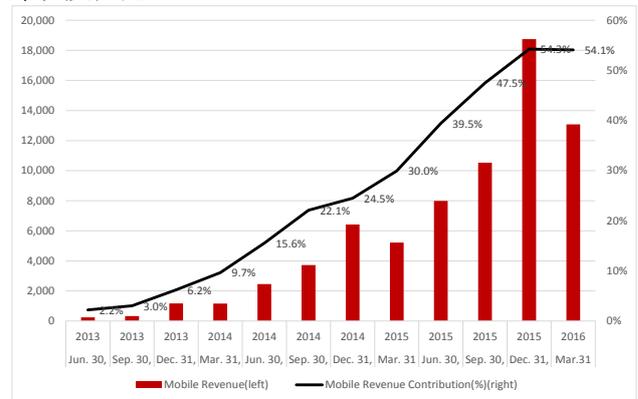
另外，移動購物日益普及，而移動端在搜索及展示類廣告的定價上往往較 PC 端更高，因此公司移動端的貨幣化率一直略高於 PC。2013-2016 財年，公司移動端 GMV 一直保持高速增長態勢，滲透率於 2016 財年第四季度達到了 78%，而來自移動端的收入占比也迅速提升至 54.3%。因此，移動滲透率的提升也將成為提升公司整體貨幣化率的一個重要動因。

圖二十一：2013-2016 財年移動端季度 GMV（百萬人民幣）及滲透率



資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖二十二：2013-2016 財年移動端季度收入（百萬人民幣）及占比

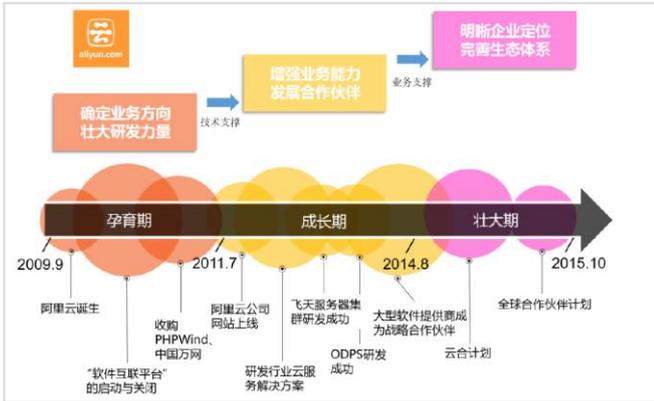


資料來源：公司資料，招銀國際研究

爆發前夕的雲計算服務——阿里雲

公司雲計算服務收入來自于旗下全資子公司阿里雲。阿里雲是當前全球領先的雲計算技術及服務提供者，支撐著阿里巴巴電商、金融、物流、移動、數娛、健康等業務高速發展，同時將強大的計算能力開放分享給全社會，用 6 年的時間從單純的資料及存儲服務成長為具有生態雛形的雲服務平臺。2014 年 8 月，阿里雲提出“雲合計畫”，專注於 SaaS 與 PaaS 應用創新，為企業客戶完成向“雲服務+業務應用”的模式轉換。2015 年阿里雲全球 9 個資料中心從中國向海外擴展服務，首批合作夥伴為迪拜 Meraas 集團、Equinix 公司、電訊盈科（8 HK）、LINKBYNET、香港名氣通等技術型企業。

圖二十三： 阿里雲發展歷程



資料來源：賽迪智庫

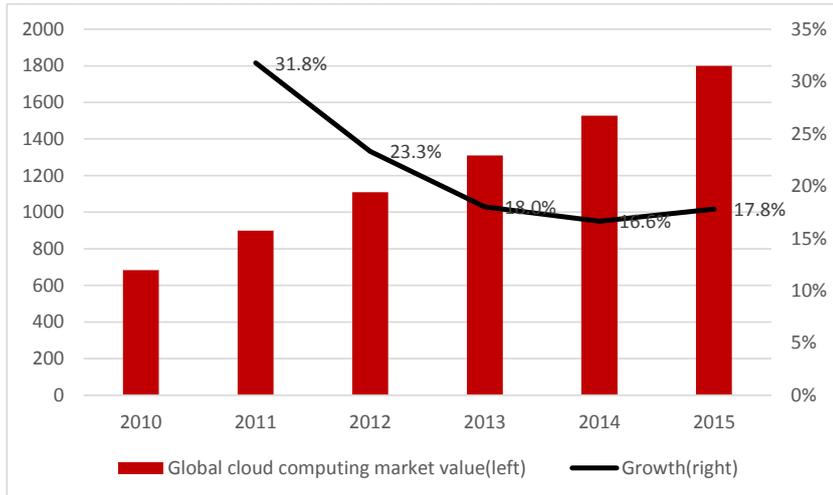
圖二十四： 阿里雲生態體系



資料來源：賽迪智庫

隨著互聯網的普及，使用者間產生巨量資料。而企業為了適應新的管理模式，將會增加對資料存儲、交互和挖掘等管理需求。這種需求始於最基礎的私有雲，然後拓展至公有雲，隨後在平臺型服務的基礎增加對應用的需求。根據阿里研究院統計，2015 年全球雲計算市場規模已達到 1800 億美元，而國內公有雲服務總體規模僅為 255 億元人民幣，僅占全球總量的 3%。證明國內對於雲計算服務的需求仍處於爆發前夕，市場空間巨大。

圖二十五： 全球雲計算市場規模（億美元）



資料來源：阿里研究院，招銀國際研究

阿里雲的競爭優勢：

- 1) 承載電商平臺發展，技術積累深厚。2015 年雙十一當天，阿里雲支撐了支付寶 8.59 萬筆/秒的交易峰值，大幅超越了 Visa 和 MasterCard 的實際處理能力。同時，阿里雲跨越了 1000 公里實現異地多活，雙十一所有資料同步控制在 1 秒以內，資料處理能力行

業領先。2014年12月阿里雲“雲盾服務”說明一家知名遊戲公司抵禦了峰值流量達453.8Gb/秒的DDoS攻擊。

- 2) 具有互聯網經驗及服務，且具有本土化思維。
- 3) 豐富的生態資源。阿里雲的用戶不僅有機會分享阿里雲的技術資源，也能夠分享行業甚至阿里生態體系其他合作企業的資源。

綜上所述，阿里雲具有先發優勢，在技術及資源上領先國內同業。目前行業仍然處於增長初期，阿里雲擁有廣闊的增長空間，將有機會逐步發展成為拉動公司總體收入的動力之一。

圖二十六：阿里雲產品分類及收費細節

服务类别	具体服务名称	最低收费
云计算	弹性运算服务	Rmb40.8/月
	云服务器租赁	
数据服务	数据库服务	Rmb164/月
存储及CDN	对象存储OSS	Rmb0.14/GB
	数据传输	Rmb0.26/GB
	文件存储	测试中
大规模运算	大数据计算服务	Rmb0.0192/GB/天
	批量运算	Rmb0.08/核/一小时
	E-MapReduce	基于服务平台上选购使用
数据安全服务(云盾)	Ddos防护/态势感知/Web应用防火墙	Rmb100/月
	加密、证书及反欺诈	免费开通
	安骑士(服务器安全)	Rmb100/月,包年85折
应用服务	日志服务	平台上免费使用
	开放搜索	Rmb39/月
	媒体转码	按内容时长计算流量使用费用
	物联网套件	测试中
互联网中间件	企业级分布式应用服务	按照地理区域分布,最低Rmb1000/月
	分布式关系型数据服务	Rmb0.2/小时,8core8g
移动服务	移动数据分析	测试中免费使用
视频服务	视频点播	平台客户免费使用
	视频直播	平台客户免费使用
域名及网站	云虚拟主机	Rmb55/月-5G网页空间+1024M数据库+512M内存+单核CPU+1M带宽
	云解析	基础版包月费用Rmb90/月
	企业建站	平台客户免费使用
	云邮箱	平台客户免费使用

資料來源：公司資料，招銀國際研究

互聯網金融先鋒——阿里帝國皇冠上的瑰寶，螞蟻金服

螞蟻金服旗下業務是由協力廠商支付平臺“支付寶”、貨幣基金理財工具“餘額寶”、移動理財平臺“螞蟻聚寶”、消費金融“螞蟻花呗”、個人征信“芝麻信用”、股權眾籌平臺“螞蟻達克”、虛擬銀行“網商銀行”以及 PaaS 服務“螞蟻金融雲”等 9 個業務板塊組成。

圖二十七：螞蟻金服業務結構



資料來源：公司資料

2015 年底支付寶用戶突破 4.5 億，合作金融機構超 20 萬家，完成交易額 5.6 萬億，佔據 47.7% 的協力廠商支付市場，是國內支付行業的真正龍頭。餘額寶用戶已經超過 2.6 億，累計為用戶帶來了近 500 億元收益。螞蟻金服與保險公司合作的退貨運費險，累計用戶突破了 3.1 億，帳戶安全險累計用戶超過了 1.2 億。2010-2015 年螞蟻金服累計為 270 多萬小微經營者累計提供貸款超過 6000 億元。在個人征信方面，截止 2015 年底，芝麻信用已經提供了超過 3 億次的信用查詢和金融服務，與最高人民法院合作聯合懲戒老賴超過 22 萬人。

圖二十八：2013-2015 年中國互聯網協力廠商支付市場格局（十億人民幣）

	2013	2014	2015
第三方网络支付市场规模	5,373	8,077	11,867
增速		50.3%	46.9%
第三方网络支付市场份额			
Alipay	48.7%	50.0%	47.7%
Tenpay	19.5%	19.5%	20.0%
99bill	6.7%	6.8%	6.9%
ChinaPHR	5.9%	5.2%	5.0%
Chinapay	10.8%	11.4%	10.9%
Yeepay	3.4%	3.2%	3.3%
IPS	2.9%	2.7%	1.2%
Others	2.1%	1.6%	5.0%
各支付公司实际交易规模			
Alipay	2,617	4,038	5,661
Tenpay	1,046	1,571	2,373
99bill	362	547	818
ChinaPHR	316	420	591
Chinapay	580	921	1,296
Yeepay	182	258	396
IPS	157	215	139
Others	113	132	593

資料來源：艾瑞諮詢，招銀國際研究

螞蟻金服早於公司上市前已進行分拆，目前公司擁有 37.5% 的螞蟻金服利潤分配權。2016 年 4 月螞蟻金服宣佈完成 B 輪融資，融資 45 億美元。市場預計螞蟻金服將可能於 2017-2018 年登陸國內資本市場，而國內法律並未允許境外機構持有國內金融服務公司股權，因此螞蟻金服國內上市 IPO 將可能為公司帶來一次性的股權回報。但如果國內法律允許外資進入，則公司佔有螞蟻金服 37.5% 的收益分配權將會被攤薄，最終被轉化為二級市場股權。

圖二十九：螞蟻金服財務資料（億元人民幣）

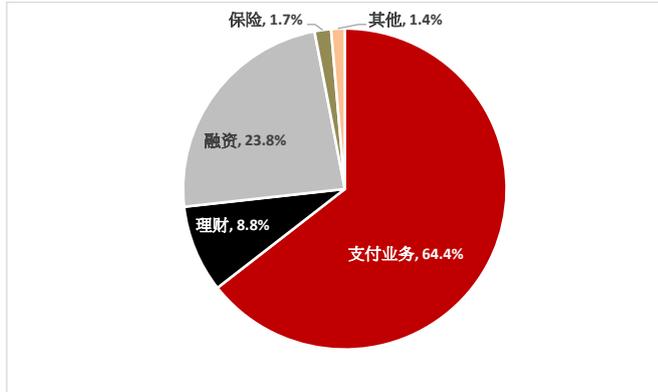
财务年度截止于12月31日	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017E
收入	71.3	135.5	249.9	320.8	419.5
支付业务	70.2	118.2	161.1	202.1	251.7
理财	1.1	16.4	22.0	32.1	54.5
融资	0.0	1.0	59.4	73.8	96.5
保险	0.0	0.0	4.1	9.6	12.6
其他	0.0	0.0	3.4	3.2	4.2
收入占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
支付业务	98.5%	87.2%	64.4%	63.0%	60.0%
理财	1.5%	12.1%	8.8%	10.0%	13.0%
融资	0.0%	0.7%	23.8%	23.0%	23.0%
保险	0.0%	0.0%	1.7%	3.0%	3.0%
其他	0.0%	0.0%	1.4%	1.0%	1.0%
净利润	24.2	33.7	48.8	75.8	124.5
净利润率	33.9%	24.8%	19.5%	23.6%	29.7%

資料來源：公司資料，招銀國際研究

根據所披露的財務資料顯示，2015 年螞蟻金服總收入達 249.9 億元人民幣，其中支付業務占比 64.4%，金融投資占比 23.8%，理財占比 8.8%，保險及其他業務分別占比為 1.7% 及 1.4%。全年利潤總額為 48.9 億，淨利潤率達 19.5%。若按照我們所預測的利潤，當前 580

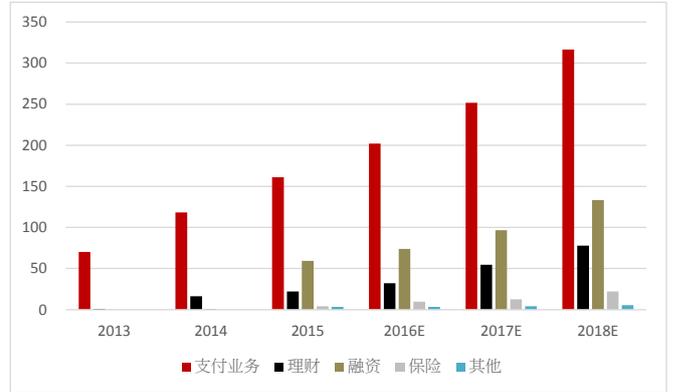
億美元的估值相當於螞蟻金服 2016 及 2017 年的 50 倍及 30 倍。我們認為，螞蟻金服是阿里巴巴體系中最重要的資產之一。在互聯網金融領域，螞蟻金服的先發優勢相當明顯，而且得到阿里系的全方位扶持（電商平臺的培育、阿里系的資金、阿里雲的底層技術等等），目前已經成為國內收入規模最大且盈利能力最強的互聯網金融服務公司，隨著後續資本實力的增強，螞蟻金服將有望繼續獲得高速成長，成為阿里體系中的下一代淘寶天貓類型的金融服務平臺。

圖三十：2015年螞蟻金服收入結構



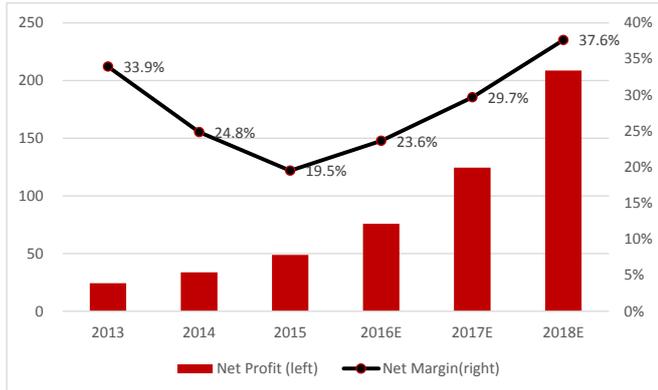
資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖三十一：2013-2018年螞蟻金服分類收入(億元人民幣)



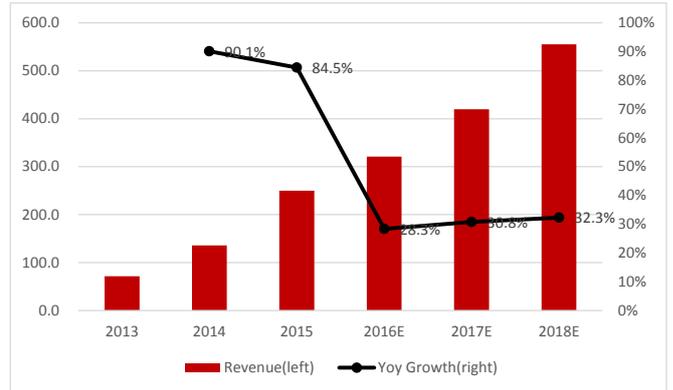
資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖三十二：螞蟻金服淨利(億元人民幣)及淨利潤率預測



資料來源：公司資料，招銀國際研究

圖三十三：螞蟻金服收入(億元人民幣)及收入增長預測



資料來源：公司資料，招銀國際研究

財務分析

收入及盈利預測：

收入規模預測：2016 財年公司收入首次突破千億規模達到 1,011 億元人民幣，我們認為其電商業務穩定發展，雲計算收入快速增長，2017、2018 及 2019 財年公司收入將分別增長至 1,383 億、1,792 億及 2,245 億元，年均複合增速為 30.4%。

中國電商零售及批發業務 GMV 預測：我們估計，2017、2018 及 2019 財年全社會零售總額維持 10.3%的年均複合增速，而零售電商滲透率於 2019 財年達到 15.8%，B2C 和 C2C 的份額於 2017 年開始強弱轉換，淘寶市場份額維持在 96%，而天貓份額則輕微下跌至 2019 財年的 60%（剩餘 30%為京東，10%為餘下細分龍頭所有）。根據以上假設，我們預測淘寶 GMV 將於 2017、2018 及 2019 財年分別達到 221、255 及 288 億元人民幣，年均複合增速為 15.4%；我們預計天貓則分別達到 148、179 及 212 億，年均複合增速為 20.3%。

圖三十四：中國電商零售業務 GMV 預測（十億人民幣）

Year End Mar 31	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E	FY2019E	CAGR
Total Retail Sales of Consumer Goods	27,103	30,824	34,215	37,636	41,400	10.3%
growth rate %	12.5%	13.7%	11.0%	10.0%	10.0%	
E-commerce Percentage %	11.2%	12.3%	13.5%	14.7%	15.8%	
BABA's Share of TRSC %	9.0%	10.0%	10.8%	11.5%	12.1%	
BABA's Share of China E-gmv %	80.2%	81.8%	80.0%	78.3%	76.6%	
GMV						
China E-commerce GMV (bn Rmb)	3,048	3,781	4,613	5,535	6,532	20.0%
growth rate %	48.4%	24.0%	22.0%	20.0%	18.0%	
B2C GMV (bn Rmb)	1,432	1,821	2,306	2,878	3,527	24.7%
percentage of whole GMV	47.0%	48.2%	50.0%	52.0%	54.0%	
C2C GMV (bn Rmb)	1,616	1,960	2,306	2,657	3,005	15.3%
percentage of whole GMV	53.0%	51.8%	50.0%	48.0%	46.0%	
TAOBAO GMV (bn Rmb)	1,597	1,877	2,214	2,551	2,884	15.4%
MKS%	98.8%	95.8%	96.0%	96.0%	96.0%	
Tmall GMV (bn Rmb)	847	1,215	1,476	1,785	2,116	20.3%
MKS%	52.4%	66.7%	64.0%	62.0%	60.0%	

資料來源：公司資料，招銀國際研究

2016 財年公司中國電商零售業務總體貨幣化率為 2.6%，隨著移動化率的提升及消費升級，該比率將可能持續提升。我們預測 2017、2018 及 2019 年貨幣化率將分別提升至 3%、3.2% 及 3.4%，從而推算出中國電商零售業務收入維持 28.7%的年均複合增長，於 2019 財年達到 1706 億元人民幣。

圖三十五：中國電商收入增長預測（百萬人民幣）

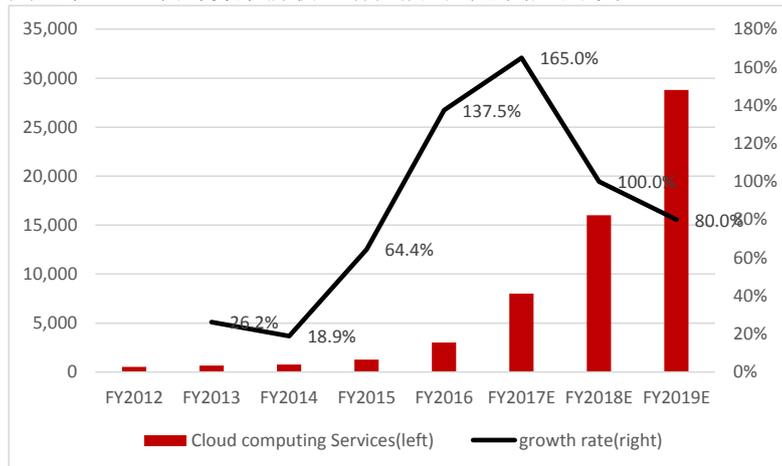
Year End Mar 31	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E	FY2019E	CAGR
China Commerce (mn Rmb)	62,937	84,321	114,750	145,770	176,314	29.4%
China commerce retail business	59,732	80,033	110,033	140,582	170,607	28.7%
Online marketing services	37,509	52,396	66,425	86,706	105,015	
growth rate%	26.2%	39.7%	26.8%	30.5%	21.1%	
percentage% as of china retail	62.8%	65.5%	57.9%	59.5%	59.6%	
Commission	21,201	25,829	36,903	46,400	57,140	
growth rate%	76.3%	21.8%	42.9%	25.7%	23.1%	
percentage% as of china retail	35.5%	32.3%	28.0%	28.0%	28.0%	
others	1,022	1,808	1,989	2,287	2,745	
growth rate%	-5.4%	76.9%	10.0%	15.0%	20.0%	
percentage% as of china retail	1.7%	2.3%	1.8%	1.6%	1.6%	
China commerce wholesale business	3,205	4,288	4,717	5,188	5,707	
revenue market share%	8.7%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	
growth rate%	39.3%	33.8%	10.0%	10.0%	10.0%	

資料來源：公司資料，招銀國際研究

國際電商：我們預測國際電商零售業務總體交易金額保持 25%的年均複合增速，貨幣化率維持約 3-3.5%，國際批發業務維持 10%的增速，由此推算出國際電商業務（零售+批發）收入將於 2017、2018 及 2019 財年分別增長至 87.2 億元、100 億元及 115 億元，年均複合增速為 14.7%。

雲計算業務：雲計算業務一直保持著快速增長，2016 財年該項業務收入同比增速高達 137.5%，但收入占比仍然只有 3%。我們預計雲計算業務將進入快速增長週期，年均複合增速將到 112%，分別於 2017、2018 及 2019 財年達到 80 億、160 億及 288 億，2019 財年該項業務的收入占比將超過 10%。

圖三十六：雲計算業務收入增長預測（百萬人民幣）

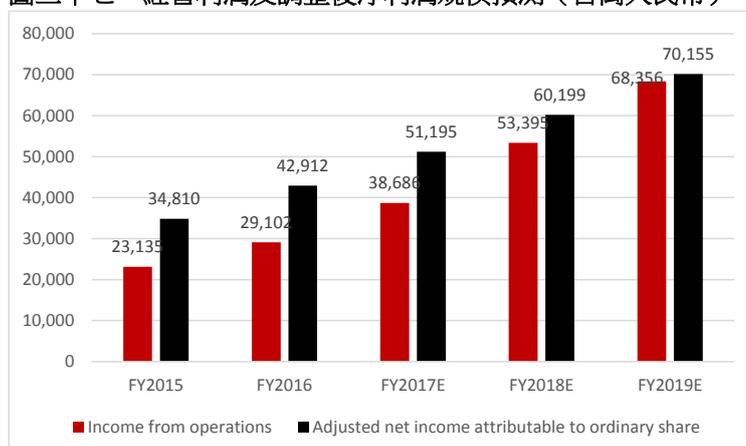


資料來源：公司資料，招銀國際研究

其他業務：我們預計 2017、2018 及 2019 財年維持 8.3%的年均複合增速，收入規模於 2019 財年達到 78 億元人民幣。

經營利潤及調整後淨利潤預測：2016 財年來自于阿里影業及阿里醫療的股權增值等非現金收入 501 億，期權費用支出約 161 億，攤銷支出 53 億，IPO 股東售股費用 2.6 億。若剔除以上等非現金支出及收入，則 2016 年調整後歸屬股東淨利潤為 429 億。我們預計，2017、2018 及 2019 財年公司經營利潤將分別達到 387 億、534 億及 684 億元人民幣，同比增長 32.9%、38%及 28%，快於總體收入的增速，反映總體貨幣化程度提升的假設。2017、2018 及 2019 財年公司調整後歸屬股東淨利潤將分別達到 512 億、602 億及 702 億，同比增速分別為 19%、18%及 17%。

圖三十七：經營利潤及調整後淨利潤規模預測（百萬人民幣）



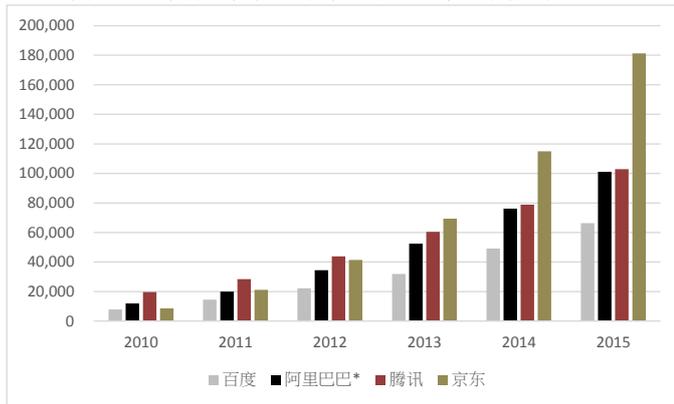
資料來源：公司資料，招銀國際研究

運營及財務分析：

收入及利潤增長趨勢對比分析

為了更好地分析公司的財務情況，我們挑選在體量上與公司相當的互聯網巨頭騰訊（700 HK）及百度（BIDU US）作為對比。從商業模式而言，騰訊的效果廣告、百度的搜尋引擎廣告和公司的線上廣告模式同屬一類，無論是貨幣化模式還是盈利能力上都比較類似。除此以外，我們也挑選 B2C 的同業京東（JD US）作為參考對象，但雖同屬電商兩者的商業模式完全不同。由於京東以自營業務為收入主要來源，因此其收入規模也大大地超過阿里巴巴、百度及騰訊。從收入的增速而言，四家企業都進入了增速放緩期，但京東依然保持著較為高速的成長性，公司的收入增長則回落至 32.7%，與其他兩家巨頭相似。

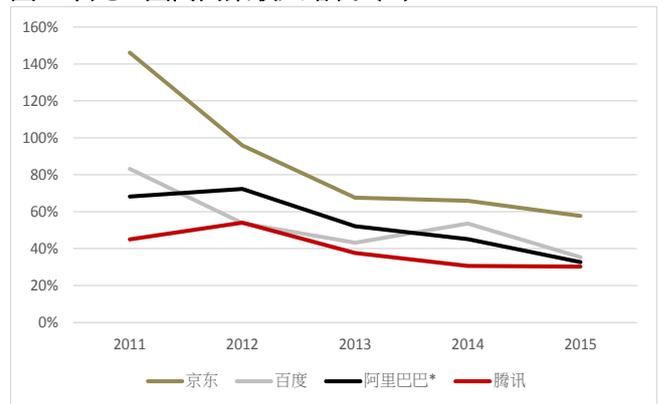
圖三十八：國內同業收入規模（人民幣百萬元）



資料來源：彭博，招銀國際研究

*阿里巴巴年結日為 3 月 31 日，其他公司為 12 月 31 日。

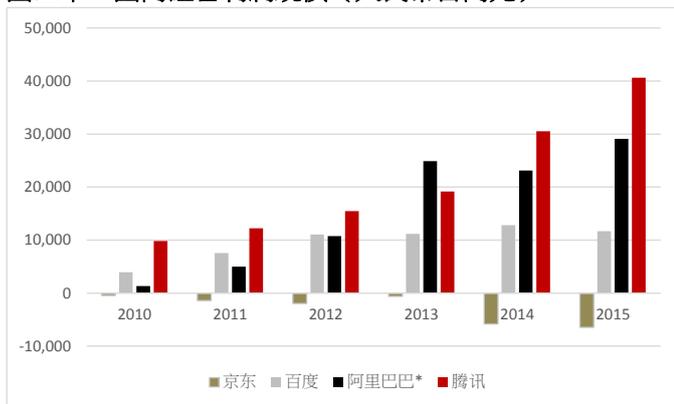
圖三十九：國內同業收入增長（%）



資料來源：彭博，招銀國際研究

從經營利潤的角度來看，2015 年（即公司 2016 財年）公司利潤規模達到 291 億元人民幣，僅次於騰訊但遠超百度。相比之下，由於較高的履約成本，京東的經營利潤自 2010 年以來一直為負，而且虧損也隨著資產投入及收入增長進一步擴大。這一資料趨勢說明了京東與阿里模式在財務上的差異，而且短期內這一趨勢將難以發生重大改變。

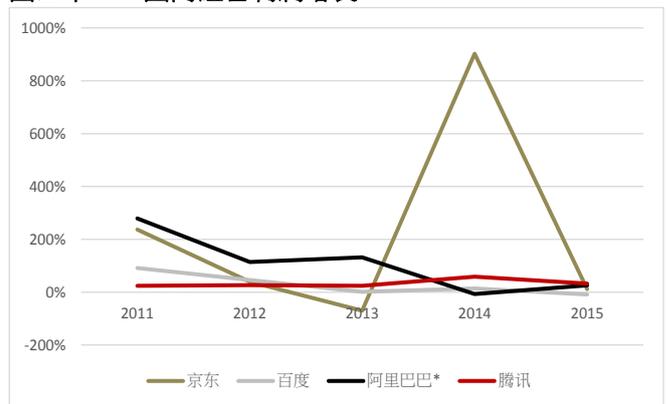
圖四十：國內經營利潤規模（人民幣百萬元）



資料來源：彭博，招銀國際研究

*阿里巴巴年結日為 3 月 31 日，其他公司為 12 月 31 日。

圖四十一：國內經營利潤增長

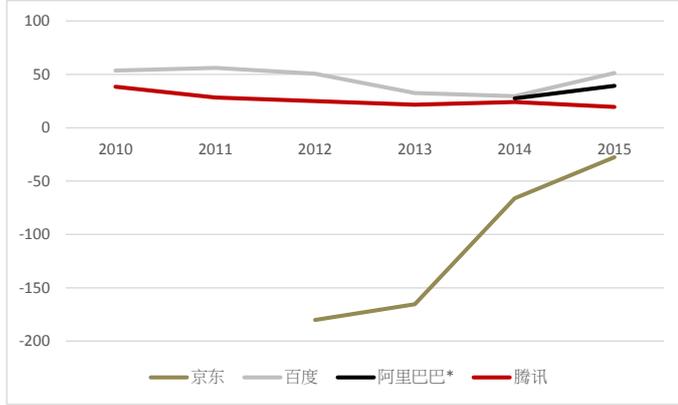


資料來源：彭博，招銀國際研究

盈利能力對比分析

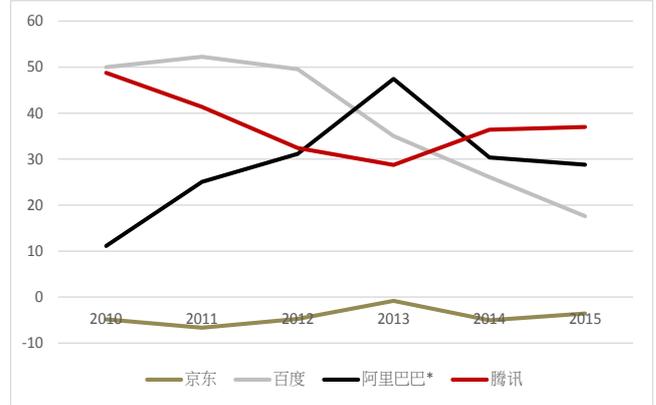
從 ROE 來看，公司的盈利能力較同業穩定，2014 及 2015 年分別達到 27.5% 及 39.3%，僅次於百度。經營利潤率方面，2015 年達到 28.8%，水準處於騰訊及百度之間，但波動性較大。相對於京東，公司一直保持較高的盈利能力，而京東則仍未能擺脫高昂人工及倉儲費用的拖累，ROE 及經營利潤率分別為-27.6% 及-3.6%。

圖四十二：國內同業 ROE (%)



資料來源：彭博，招銀國際研究
*阿里巴巴年結日為 3 月 31 日，其他公司為 12 月 31 日。

圖四十三：國內同業經營利潤率 (%)

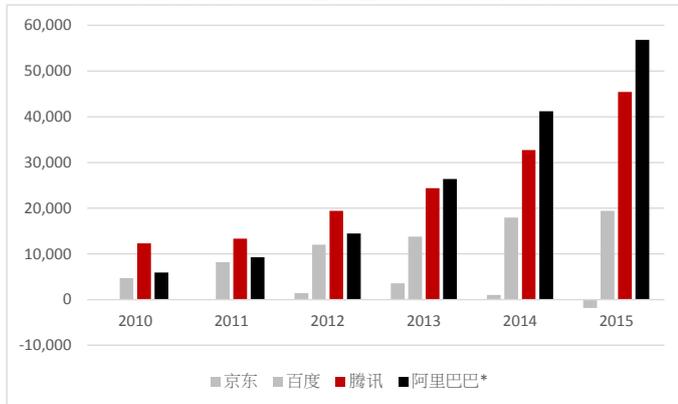


資料來源：彭博，招銀國際研究

現金流對比分析

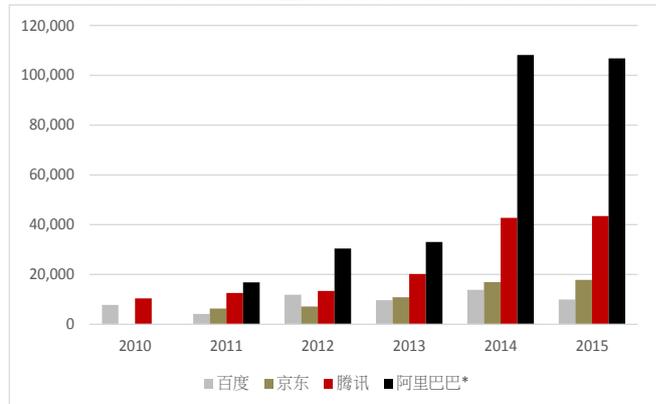
互聯網行業的商業模式以高成長性為基本特徵，但要維持高速增長，就必須以超前的眼光對行業進行佈局，更多時候需要對新興業務及技術進行大規模的投資。隨著流量人口紅利的消亡，互聯網的競爭從純粹的流量市場轉向了各個細分領域，包括 O2O、打車、旅遊等，由於同質化程度有所提升，對於市場份額的爭奪逐步出現了資本密集型的特徵，導致互聯網公司對於現金需求高度敏感，可以說現金對於當今的互聯網公司而言就如同“戰爭中的軍火戰備”。根據財務資料顯示，公司於 2015 年期末持有現金及現金等價物總值 1,068 億元人民幣，百度同期持有約 100 億現金，騰訊約 454 億，京東則手握 179 億人民幣，因此公司的現金資源超過了剩餘三家的總和。從經營性現金流的角度來看，同業公司基本呈現現金流正流入趨勢，而公司於 2015 年獲得了 568 億元的正流入，超越百度京東及騰訊，是 BATJ 中經營現金流表現最好的公司。

圖四十四：國內同業經營性現金流 (人民幣百萬元)



資料來源：彭博，招銀國際研究
*阿里巴巴年結日為 3 月 31 日，其他公司為 12 月 31 日。

圖四十五：國內同業現金持有規模 (人民幣百萬元)



資料來源：彭博，招銀國際研究

估值：

公司旗下擁有阿里影業(1060 HK)、阿里健康(241 HK)、螞蟻金服、菜鳥物流、口碑網及新浪微博(WB US)等戰略投資公司。其中螞蟻金服估值測算為580億美金，考慮到上市後公司持有權益被攤薄的可能性，我們按照33%的權益占比來估算公司持有螞蟻金服的價值。通過測算，公司戰略投資標的總值約289億美金，相當於每股12美元。

圖四十六：公司旗下控股公司價值測算（百萬美元）

	Market Cap.	Shareholding	BABA Holding Value
 阿里巴巴-影業集團 Alibaba Pictures	5,768	49.50%	2,855
 AliHealth 阿里健康	5,574	38%	2,118
 螞蟻金服 ANT FINANCIAL	57,951	33%	19,124
 CAINIAO 菜鳥	6,200	47%	2,914
 口碑 koubei	未上市	50%*螞蟻金服持有50%	500
 新浪微博 weibo.com	4,680	30%	1,404
Total	80,173		28,915

資料來源：公司資料，招銀國際研究

根據DCF估值法，我們求得公司估值結果為95美金，相當於公司2017、2018及2019財年調整後每股盈利的30、26及22倍。由於公司除了自有業務以外，仍有部分控股公司。因此當我們計算公司總體價值時也需要考慮控股公司的價值。經測算，公司旗下所投資的股權加總現值約美金289億，相當於每股擁有12美元的價值。綜上所述，DCF估值結果加上戰略投資公司價值加總，我們求得公司目標價為107美元，首次評級買入。

圖四十七：DCF估值及分部估值結果

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
(in millions RMB)											
Net cash provided by operating activities	55,761	65,356	75,787								
Less: Purchase of property, equipment and intangible assets (excluding land use rights and construction in progress)	(14,000)	(12,500)	(11,500)								
FCF growth rate(%)		26.6%	21.6%	10.0%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	1.0%
Free cash flow	41,761	52,856	64,287	70,716	77,787	81,677	85,761	90,049	94,551	99,279	100,271
FCF CLA	41,761	47,278	51,433	50,605	49,790	46,762	43,917	41,246	38,738	36,381	1,037,995
											937,724
WACC	11.8%										
Long term growth rate%	1.0%										
valuation											
SUM OF FCF CLA	1,485,906										
(Net Cash)	(85,553)										
(Non Control Shareholder Interest)	32,468										
Share Value	1,538,990										
Outstanding Share Number	2,474										
Fair Value (Rmb)	622.1										
Fair Value (US\$)	95										
Investment Portfolio Value	28,915										
Per share Number (US\$)	12										
SOTP Target Price (USD)	107										

資料來源：公司資料，招銀國際研究

同業中，我們選取了騰訊及百度作為巨頭級別的中國互聯網公司估值參照物，BAT 估值水準差異不大，其中 BAT 三家公司 2017 年預估 PE 均值達到 22.3 倍，PS7.9 倍，PEG 為 0.9，而公司就 PE 而言略低於騰訊及百度，PS 與騰訊相近。就全球範圍而言，同屬巨頭級別的 FB 及亞馬遜估值水準則高於公司。其中電商同業亞馬遜 2017 年 PE 達 46.4 倍，顯著地超越公司。微博（WB US）及網易（NTES US）是兩傢俱有廣告及遊戲屬性的中概公司，儘管市值遠低於公司，但商業化模式上與公司相近。其中 2017 年微博預估 PE 為 28.9 倍，高於公司估值。

由於公司為中國電商行業龍頭，因此我們也選取了聚美優品（JMEI US）、京東（JD US）、當當網（DANG US）、國美（493 US）及蘇甯雲商（002024 CH）為國內電商同業的估值參考標的。就平均估值而言，中國電商 2017 年預估 PE 均值為 45，PS 均值為 0.5，其中 PE 均值較高及 PS 均值低下的原因為絕大部分國內電商同業標的採用自營模式，因此收入規模巨大而普遍利潤率較低或者處於虧損狀態，無法與公司的平臺模式相對比。

B2B 是公司的初始業務，儘管收入貢獻已經不大，但仍屬重要業務。由於兩家 A 股上市公司估值較高，拉高了整體估值體系。實際上港股上市公司慧聰網（2280 HK）2017 年預估 PE 為 19.4 倍，與公司當前估值相近。

綜上所述，公司與國內頂級互聯網企業相比，估值並未顯著偏離。而從 PE 的角度而言甚至低於騰訊及百度。對比全球頂級互聯網公司，儘管公司的 GMV 早已超越亞馬遜，但估值仍難以高攀亞馬遜。對比國內電商，公司的商業模式首先保證了具有產生正向現金流的能力，在行業增長遇到瓶頸之時，有能力保證自身的可持續性發展，因而在估值體系上與國內電商同業形成了完全不同的估值模式。總體而言，我們認為公司屬於中國互聯網頂級企業，利潤增長趨勢將會隨著貨幣化程度的提升而愈加顯著，且戰略投資標的的價值尚未被市場客觀評估，因此總體估值尚有進一步提升的空間。我們按照分部估值加總法所得目標價估值為 107 美元，首次評級為買入。

圖四十八：同業估值對比

BAT	Price	Trading Currency	Current Market Cap.(US\$mn)	FY2015PE	E2016PE	E2017PE	FY2016PS	E2017PS	PEG	PB
BABA US Equity	82.0	USD	204,613	58.5	25.6	20.3	13.1	9.7	0.9	6.1
700 HK Equity	173.3	HKD	210,361	44.0	31.2	25.7	12.2	9.2	1.0	10.9
BIDU US Equity	178.5	USD	61,820	13.6	25.9	21.0	5.9	4.7	0.8	4.9
Average				38.7	27.6	22.3	10.4	7.9	0.9	7.3
Global Internet										
GOOG US Equity	735.7	USD	509,293	NA	21.1	18.7	NA	6.9	1.2	NA
FB US Equity	118.8	USD	340,177	73.3	31.3	25.7	17.0	12.2	0.8	7.2
AMZN US Equity	722.8	USD	341,033	296.6	61.6	46.4	3.0	2.4	0.9	23.1
EBAY US Equity	24.5	USD	28,102	13.3	13.0	12.0	2.7	3.2	1.3	4.4
WB US Equity	26.6	USD	5,656	114.5	42.6	28.9	11.2	8.8	0.7	8.8
NTES US Equity	177.8	USD	23,382	19.6	16.0	14.1	5.7	4.4	0.6	5.0
Average				103.5	30.9	24.3	7.9	6.3	0.9	9.7
E-commerce Peers										
JMEI US Equity	5.2	USD	757	43.4	14.3	8.3	0.7	NA	NA	1.3
VIPS US Equity	11.7	USD	7,795	27.2	16.3	13.7	1.0	0.9	0.3	11.1
JD US Equity	24.6	USD	34,059	NA	291.3	97.4	0.9	0.8	0.9	7.5
DANG US Equity	6.3	USD	516	84.6	1.3	0.9	0.4	0.3	NA	3.8
493 HK Equity	0.9	HKD	2,695	NA	11.4	10.4	NA	0.2	NA	NA
002024 CH Equity	11.0	CNY	12,441	89.5	NA	139.5	0.6	NA	NA	2.7
Average				61.2	66.9	45.0	0.7	0.5	0.6	5.3
B2B Peers										
GSOL US Equity	8.6	USD	205	15.5	NA	NA	1.4	NA	NA	1.4
2280 HK Equity	4.3	HKD	513	46.9	22.3	19.4	2.8	2.4	NA	1.3
002095 CH Equity	53.0	CNY	2,048	868.8	278.9	170.9	72.0	56.7	NA	26.8
002315 CH Equity	63.0	CNY	1,132	61.0	48.5	32.3	14.3	11.4	NA	3.8
Average				248.0	116.5	74.2	22.6	23.5	NA	8.3

資料來源：彭博，招銀國際研究

風險：

1. 對於淘寶及天貓平臺上的產品服務銷售品質問題一直是公司無法回避的核心風險。若品質問題無法得到有效的管控，則將嚴重影響公司生態系統的長期健康發展，最終將破壞公司的長期投資價值。
2. 來自美國證券監管機構的管制風險將可能導致公司股價大幅波動。2016年5月25日美國證券交易委員會（SEC）發起針對公司是否違反聯邦證券法的問詢，質疑其子公司的會計方法及雙十一的交易資料，引發股價大幅下挫。但公司在年報中清晰解釋了合併報表的政策與實踐，積極應對 SEC 審查。截止目前，SEC 並未查實任何問題，且評級機構也沒有調整公司信貸評級。儘管如此，作為美國上市的中國電商巨頭，身處利益博弈的中心，來自海外監管機構的調查將無可避免。若公司治理出現嚴重漏洞且被相關部門查實，則將對其運營造成影響。
3. 來自美國律師發起的集體訴訟風險將可能引發股價大幅波動。公司上市之初即面臨較大的訴訟風險，主要訴訟論點在於平臺售假制假現象，觸發《美國 1934 年證券交易法》10 (b) 及 20 (a) 條款（禁止上市公司用操縱性欺騙性手段在證券買賣過程中欺騙投資人）。針對這一歷史遺留或未來可預見的問題，公司致力於通過各種政策管控平臺產品服務品質及保護專利版權，而律師也需要聚集股東，掌握大量的假貨銷售資料才能發起訴訟。因此訴訟的風險效益逐漸降低。然而，一旦平臺治理發生嚴重問題，美國律師掌握確鑿證據發起集體訴訟，則將影響公司運營，甚至引發大規模做空，使得股價嚴重下挫。
4. 國內監管機構對於電商平臺的管理愈加嚴格，對產品服務品質、版權專利及稅費等問題的重視程度有所提高，將會對公司的平臺交易規模增長造成一定壓力。
5. 公司的流量聚集端為淘寶，隨著中國居民消費水準的提高，更多的消費者要求獲得更高的電商採購體驗，包括更高的產品品質、更有保證的服務以及高效的物流。若公司無法通過菜鳥物流縮小與京東等競爭對手的差距，或進一步放任產品及服務品質，則無法迎合消費升級的行業趨勢，最終被淘汰出局。
6. 儘管公司一直重視互聯網生態圈的培養，但在社交領域仍然無法與競爭對手騰訊抗衡。隨著騰訊與京東的“京騰聯盟”誕生，公司在流量領域遇到重大挑戰。目前電商行業用戶行為多為主動式購買，若騰訊能夠協助京東，最終將用戶行為改變為“觸發式購買”，則公司的電商業務將會受到嚴重衝擊，最終甚至將喪失在支付市場上的領先地位。
7. 公司對於併購及產業合作與同業相反，一直採取較為激進的方式進行。如阿里影業、阿里健康、菜鳥物流及優酷土豆的併購，雖然投入了巨大的財務資源，但在短時間內卻沒有帶來顯著的回報。這種過於激進的整合佈局方式並沒有受到資本市場的廣泛認可，部分投資標的甚至受到了金融監管部門的審查。因此，在互聯網行業增速放緩，國內資本市場動盪的情況下，若公司未能合理地分配資源，儘快改善投資標的的財務狀況，則可能遇到來自資本市場及監督部門更多的質疑，從而引發股價的大幅波動。
8. 移動支付及互聯網金融的白熱化競爭可能導致公司資金的嚴重消耗，從而影響公司盈利能力和自由現金流。
9. 人民幣匯率波動將可能影響公司運營，同時也將可能出現匯兌損益，影響公司盈利。
10. 螞蟻金服雖然業績增長迅速並有望登陸國內資本市場，若國內監管機構仍然不認可境外實體持有國內支付及金融業務權益，則公司將會以股權回報的方式收回螞蟻金服的利潤分配權。若這一情況發生，則公司將只能獲得一次性現金回報，而股東將無法享受螞蟻金服的長期成長。

利潤表

年结: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	76,204	101,143	138,264	179,249	224,485
中国电商	62,937	84,321	114,750	145,770	176,314
国际电商	6,486	7,629	8,723	10,008	11,525
云计算及网络基础服务	1,271	3,019	8,000	16,001	28,801
其他	5,510	6,174	6,791	7,471	7,844
销售成本	(23,834)	(34,355)	(49,775)	(62,737)	(78,570)
毛利	52,370	66,788	88,489	116,512	145,915
研发费用	(10,658)	(13,788)	(17,974)	(23,302)	(29,183)
销售费用	(8,513)	(11,307)	(15,209)	(19,717)	(24,693)
行政费用	(7,800)	(9,205)	(12,444)	(16,132)	(20,204)
其他收益	(2,264)	(3,386)	(4,176)	(3,965)	(3,479)
经营利润	23,135	29,102	38,686	53,395	68,356
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
税前利润	32,326	81,468	40,908	55,617	70,578
投资损益	(1,590)	(1,730)	(1,730)	(1,730)	(1,730)
所得税	(6,416)	(8,449)	(4,243)	(5,768)	(7,320)
非控制股东权益	(59)	171	84	115	148
可转换优先股权益	(15)	-	-	-	-
可转换优先股股息	(97)	-	-	-	-
净利润	24,149	71,460	35,019	48,234	61,676
NonGAAP调整	10,661	(28,548)	16,176	11,965	8,479
NonGAAP净利润	34,810	42,912	51,195	60,199	70,155

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年结: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	113,325	230,380	235,554	238,817	241,058
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
流动资产	142,109	134,070	168,791	221,647	285,934
现金及现金等价物	108,193	106,818	141,539	194,395	258,682
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
流动负债	39,672	52,039	52,039	52,039	52,039
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
非流动负债	57,691	62,522	62,522	62,522	62,522
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
净资产总值	157,413	249,539	289,434	345,553	412,082
少数股东权益	11,974	32,552	32,468	32,353	32,205
上市公司股东权益	145,439	216,987	256,966	313,200	379,876

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年结: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	24,320	71,289	34,935	48,119	61,528
折旧和摊销	17,443	22,783	19,781	16,181	13,191
营运资金变动	11,881	10,454	-	-	-
其他	(12,427)	(47,690)	1,044	1,056	1,068
经营活动所得现金净额	41,217	56,836	55,761	65,356	75,787
购置固定资产、无形资产及土地	(7,705)	(10,845)	(14,000)	(12,500)	(11,500)
联营公司	(34,857)	(24,209)	-	-	-
其他	(10,892)	(7,777)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(53,454)	(42,831)	(14,000)	(12,500)	(11,500)
股份发行	61,831	693	-	-	-
净银行借贷	7,223	1,859	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	18,443	(18,398)	(7,040)	-	-
融资活动所得现金净额	87,497	(15,846)	(7,040)	-	-
现金增加净额	75,260	(1,841)	34,721	52,856	64,287
年初现金及现金等价物	33,045	108,193	106,818	141,539	194,395
汇兑	(112)	466	-	-	-
年末现金及现金等价物	108,193	106,818	141,539	194,395	258,682
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	108,193	106,818	141,539	194,395	258,682

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年结: 3月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
中国电商	82.6	83.4	83.0	81.3	78.5
国际电商	8.5	7.5	6.3	5.6	5.1
云计算及网络基础服务	1.7	3.0	5.8	8.9	12.8
其他	7.2	6.1	4.9	4.2	3.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	45.1	92.6	36.7	29.6	25.2
毛利	33.8	27.5	32.5	31.7	25.2
经营利润	(7.2)	16.8	32.9	38.0	28.0
调整后淨利潤	24.6	23.3	19.3	17.6	16.5
盈利能力比率 (%)					
毛利率	68.7	66.0	64.0	65.0	65.0
稅前利率	42.4	80.5	29.6	31.0	31.4
有效稅率	(8.4)	(8.4)	(3.1)	(3.2)	(3.3)
淨利潤率	31.9	70.5	25.3	26.8	27.4
调整后淨利潤率	45.7	42.4	37.0	33.6	31.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	3.6	2.6	3.2	4.3	5.5
平均應收賬款周轉天數	42.3	54.1	45.0	34.7	27.7
平均應付帳款周轉天數	242.9	250.6	200.4	159.0	127.0
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
淨負債/ 總權益比率 (%)	净现金	3.6	净现金	净现金	净现金
回報率 (%)					
NonGAAP資本回報率	22.0	17.2	17.7	17.4	17.0
NonGAAP資產回報率	13.7	11.7	12.6	13.0	13.3

每股數據

NonGAAP每股盈利(人民幣)	13.9	16.7	20.7	24.3	28.4
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面值(人民幣)	63.2	97.5	117.1	139.8	166.7

來源: 公司及招銀國際研究部

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）發表於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）他們的新酬在過往、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	: 招銀國際並未給予投資評級

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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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，任何機構或個人於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資訊，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。接收本報告之行為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。