

阿里巴巴 (BABA US)

数据化物流加速新零售落地

- 增持菜鸟，数据化物流加速新零售落地。**公司近期宣布投资菜鸟 8.07 亿美元，持有股权从 47% 增至 51%，并计划未来 5 年内持续投入 1,000 亿人民币（合作投入）进行物流扩张。考虑该交易将于 2017 年 10 月完成，预计对集团整体 FY18 带来 2% 的收入贡献；基于菜鸟历史亏损，短期对净利润率有轻微拖累，但整体财务影响较小（对公司 FY18 调整后净利润影响约 1%）。不同于自营物流，菜鸟主要为加盟物流模式，已于 15 家快递公司合作，通过数据化运作布置仓储、调配物流；随着未来跨境、农村物流的渗透，菜鸟将进一步提升物流履约效率和供应链优化。而此次增持，对公司基本面是正面利好：1) 缓解财务透明担忧；2) 加速新零售落地，打造“无缝物流体验”；3) 提升 B2C 市场竞争力。此外，看好电商物流的旺盛需求、数据驱动下菜鸟网络运作效率的提升（缩小与自营物流的差距）、及对集团数据银行的补充。
- 电商增速预计持续释放惊喜。**下半年电商将受益于双十一、双十二活动，而算法优化、全域营销下客户管理收入将持续走强，并有望助推 FY18 收入超指引。管理层表示 2H17 将继续加大市场投入以抢占 B2C 市场份额，补贴刺激下 GMV 的高增长及商户广告预算的加大或将弥补佣金收入的增速落差。全域营销为公司的中长期战略，目前处于起步阶段（还有两部分尚未启动），而对于已经启动的数据银行等基础架构，公司表示使用商户主要集中在大品牌，且消费数据循环使用反馈积极，但财务贡献有待后期释放。
- 云计算：憧憬云栖大会。**目前阿里云依旧处于早期发展阶段，我们认为其付费用户数将随着云计算渗透率的提高而持续扩张。此外，考虑阿里云客户目前主要以中小型为主，近期已开始逐渐向中大型客户（国有企业、政府、制造业等）渗透，ARPU 值存在较大上升空间。虽然往大中型企业过渡仍需时间，但大中型客户忠诚度更高、预算大、价格敏感性更小，将为阿里云中长期增值服务的衍生提供坚实客户基础。
- 净利润率短期或被部分摊销，但长期有望改善。**基于公司超前投资风格，同时考虑新零售推进、B2C 市场商户补贴等投入持续，我们预计公司调整后净利润率将从 FY17 的 38.1% 下降至 FY18 的 36.3%。但在经营效率优化下，净利润率中长期将逐渐改善，受益于云计算亏损的持续收窄、优酷土豆会员服务占比的扩大。
- 维持「买入」评级，目标价 US\$215.7。**在更新投资组合并细分 SOTP 估值后，将目标价从 US\$190.6 上调至 US\$215.7，对应 2019 财年 32x PE，基于 SOTP 估值：1) 电商：每股 US\$176.9，对应 20x FY19 EV/EBITA；2) 阿里云：每股 US\$7.8，对应 6x FY19 PS；3) 其他：每股 US\$31.0。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	236,602	312,820	397,825
调整后净利润(百万人民币)	42,621	60,252	85,553	113,691	144,987
调整后 EPS(人民币)	16.6	23.4	33.3	44.2	56.3
EPS 变动 (%)	19.5%	40.8%	42.0%	32.9%	27.5%
市盈率(x)	72.1	51.2	36.1	27.1	21.3
市帐率(x)	12.3	9.5	7.8	6.3	5.0
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	17.1	18.6	21.7	23.2	23.6
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\$215.7
(此前目标价)	US\$190.6
潜在升幅	+18.5%
当前股价	US\$182.1

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	466,361
3 月平均流通量(百万美元)	2,913.8
5 周内股价高/低(美元)	183/86
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	7.7%	5.2%
3-月	24.9%	14.1%
6-月	63.0%	39.6%

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

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:公司及招银国际研究部预测

资产负债表

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	53,014	72,281	94,572
折旧和摊销	22,783	30,287	32,294	40,326	50,095
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	90,520	118,573	152,432
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	62,020	85,323	113,577
年初现金及现金等价物	108,193	106,818	143,736	205,756	291,079
汇兑	466	2,042	-	-	-
年末现金及现金等价物	106,818	143,736	205,756	291,079	404,655
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表中的现金	106,818	143,736	205,756	291,079	404,655

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	73.9	70.9	69.6
国际电商	7.5	8.4	8.7	8.9	8.7
云计算及网络基础服务	3.0	4.2	5.4	7.1	9.2
数字媒体及娱乐	3.9	9.3	8.7	8.6	8.4
其他	2.2	2.4	3.4	4.5	4.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长(%)					
收入	92.6	56.5	49.5	32.2	27.2
毛利	27.5	47.9	45.9	32.4	27.2
经营利润	16.8	65.1	27.5	40.7	33.5
调整后净利润	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
税前利率	80.5	37.9	31.3	31.6	32.1
有效税率	(8.4)	(8.7)	(7.2)	(7.3)	(7.4)
净利润率	70.5	26.0	22.4	23.1	23.8
调整后净利润率	42.1	38.1	36.2	36.3	36.4
资产负债比率					
流动比率(x)	2.6	1.9	2.4	2.9	3.4
平均应收账款周转天数	54.1	53.1	53.8	54.6	53.4
平均应付账款周转天数	250.6	228.6	214.1	206.5	198.4
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	21.7	23.2	23.6
NonGAAP资产回报率	11.7	11.4	13.9	15.5	16.6
每股数据					
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)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	97.5	126.0	153.2	190.2	238.8

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。