

阿里巴巴 (BABA US)

4QFY18 預覽：以投入換市場

- ❖ **預計 4QFY18 收入向好，但利潤率承壓。**我們預計 4QFY18 收入為 584 億（人民幣·下同），同比增長 51%，但略微下調 4QFY18 淨利潤至 135 億，歸因于：1）補貼及菜鳥虧損對核心電商的拖累高于預期；2）文娛板塊虧損或環比加大（預計約 -29 億），源于春節期間對廣告的控制、自製劇內容投入的加大；及 3）更高的未分配虧損。同時，預計 4QFY18 股權激勵占比將達~10%。
- ❖ **核心電商：短期利潤率或承壓，但看好算法優化提升空間。**我們預計 4QFY18 用戶補貼力度依舊較大，源于年貨節/春節不打烊等活動，而營銷推動下，阿裏市場份額有望持續擴張。預計 4QFY18 補貼/新零售/全球化/菜鳥分別拖累電商 EBITA 利潤率中高單位數/4~5%/2~3%/中單位數，其中補貼負面效應或能够被經營效率優化抵消。我們將電商調整後 EBITA 利潤率下調至 45%，源于：1）補貼力度加大；2）菜鳥虧損。預計 4QFY18 客戶管理收入增速略低于 3QFY18 的 39%。但我們長期看好 FY19/20 算法優化空間，具體體現為：1）**深度學習優化下 CTR 的提升。**自 2016 年以來的兩次重大算法優化主要體現在廣告庫存的增加（e.g.廣告位從 10 號位提至 7 號位）、廣告主流量的數字化運營。後期算法優化重心將集中在轉化率的提升，如：內部搜索團隊基于深度學習後對用戶的細化推薦；2）**首頁貨幣化空間巨大。**得益于“有好貨”、“愛逛街”等元素的引入，目前首頁的瀏覽量高于核心搜索界面，而首頁貨幣化較少，後期廣告庫存提升空間巨大。3）**全域營銷的推進。**例如，數據銀行合作品牌數目前預計超過 1,000 個（vs. 2017 年投資日公布的~100 個）。
- ❖ **并購餓了麼，加速新零售擴張。**公司以 95 億美金估值全資收購餓了麼，我們認為該舉措為新零售布局中重要一環。繼公司在電子消費、百貨、生鮮、家居等領域投入後，餐飲/外賣作為重要的線下消費場所，我們認為該項收購將帶來兩方面益處：1）**數據層面：**餓了麼將與“口碑網”形成互補，助于商戶的數據化運營及用戶餐飲偏好的精準推送；2）**配送團隊：**餓了麼數十萬的末端配送騎手，將有助于優化阿裏物流末端效率，且後期有望同時運用在盒馬等即時配送領域。財務層面，預計將從 1QFY19 開始對集團產生影響。雖然目前外賣仍處於虧損狀態，但我們認為，後期騎手的整合將有助于提升騎手利用率（而非局限于午餐、晚餐時點），進而有效控制補貼。
- ❖ **螞蟻金服市場規模擴大。**受益于電商銷售旺季、支付寶錢下掃碼及紅包大規模投入，4Q17 支付寶市場份額擴大至 54.3%（vs. 騰訊金融 38.2%，易觀數據）。但我們預計 4QFY18(1Q18)支付寶盈利或存在波動，歸因于弱季節效益、春節補貼力度較大。
- ❖ **維持「買入」評級，目標價 US\$232.8。**我們略微下調 FY18/19/20 淨利潤 3%/4%/2%。對應目標價下調至 US\$232.8，對應 FY19 34x PE，基于 SOTP 估值：1）電商：每股 US\$189.4，對應 20x FY19 EV/EBITA；2）阿裏雲：每股 US\$11，對應 8x FY19 PS；3）其他：每股 US\$32.4。重申「買入」評級。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬元人民幣)	101,143	158,273	246,708	338,651	430,910
調整後淨利潤(百萬元人民幣)	42,621	60,252	82,591	108,559	141,088
調整後 EPS (人民幣)	16.6	23.4	32.1	42.2	54.8
EPS 變動 (%)	19.5%	40.8%	37.1%	31.4%	30.0%
市盈率(x)	64.1	45.6	33.2	25.3	19.5
市帳率(x)	10.9	8.5	7.0	5.7	4.6
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	17.1	18.6	21.1	22.5	23.4
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\$232.8
(此前目標價)	US\$237.8)
潛在升幅	+37.0%
當前股價	US\$169.9

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

電話：(852) 3900 0881

郵件：alexng@cmbi.com.hk

互聯網行業

市值(百萬元美元)	435,063
3 月平均流通量 (百萬元美元)	3,874.8
5 周內股價高/低 (美元)	206/109
總股本 (百萬元)	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%

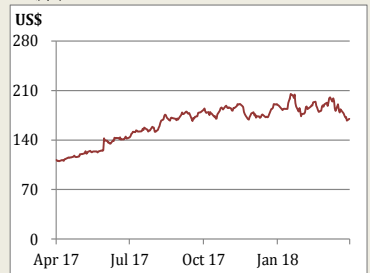
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-10.9%	-8.6%
3-月	-11.0%	-8.7%
6-月	-6.7%	-12.6%

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

預計 4QFY18 收入向好，但利潤率承壓

我們預計 4QFY18 收入為 584 億（人民幣·下同），同比增長 51%，但略微下調 4QFY18 淨利潤至 135 億，歸因于：1）補貼及菜鳥虧損對核心電商的拖累高于預期；2）文娛板塊虧損或環比加大（預計約 -29 億），源于春節期間對廣告的控制、自製劇內容投入的加大；及 3）更高的未分配虧損。同時，預計股權激勵占比將達~10%。

我們上調 FY18/19/20E 收入+0%/2%/2%，但下調淨利潤預測 3%/4%/2%，以反映新零售及新興業務投入加大對淨利潤率的攤薄。

圖 1: CMBI 預測 vs. 一致預測

百万人民币 (年結: 3月31日)	CMBI 預測			彭博一致預測			差異 (%)		
	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%
毛利潤	147,038	198,111	250,359	147,432	198,354	256,675	-0.3%	-0.1%	-2.5%
經營利潤	61,617	84,524	112,578	72,004	97,366	132,473	-14.4%	-13.2%	-15.0%
調整後淨利潤	82,591	108,559	141,088	85,708	108,161	140,968	-3.6%	0.4%	0.1%
調整後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
經營利潤率	25.0%	25.0%	26.1%	29.0%	28.3%	29.9%	-4.0ppts	-3.3ppts	-3.8ppts
調整後淨利潤率	33.5%	32.1%	32.7%	34.5%	31.4%	31.8%	-1.0ppts	+0.6ppts	+0.9ppts

資料來源：彭博，招銀國際預測

圖 2: 盈利預測調整

百万人民币 (年結: 8月31日)	最新預測			此前預測			差異 (%)		
	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%
毛利潤	147,038	198,111	250,359	149,143	200,241	250,915	-1.4%	-1.1%	-0.2%
經營利潤	61,617	84,524	112,578	63,900	88,766	115,757	-3.6%	-4.8%	-2.7%
調整後淨利潤	82,591	108,559	141,088	85,017	113,037	144,419	-2.9%	-4.0%	-2.3%
調整後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
經營利潤率	25.0%	25.0%	26.1%	26.0%	26.8%	27.4%	-1.0ppts	-1.8ppts	-1.3ppts
調整後淨利潤率	33.5%	32.1%	32.7%	34.5%	34.1%	34.2%	-1.1ppts	-2.0ppts	-1.5ppts

資料來源：招銀國際預測

核心電商：短期利潤率或承壓，但看好算法優化提升空間

我們預計 4QFY18 用戶補貼力度依舊較大，源于年貨節/春節不打烊等活動，而營銷推動下，阿裏市場份額有望持續擴張。預計 4QFY18 補貼/新零售/全球化/菜鳥分別拖累電商 EBITA 利潤率中高單位數/4~5%/2~3%/中單位數，其中補貼負面效應或能够被經營效率優化抵消。我們將電商調整後 EBITA 利潤率下調至 45%，源于：1）補貼力度加大；2）菜鳥虧損。預計 4QFY18 客戶管理收入增速略低于 3QFY18 的 39%。但我們長期看好 FY19/20 算法優化空間，具體體現為：1）深度學習優化下 CTR 的提升。自 2016 年以來的兩次重大算法優化主要體現在廣告庫存的增加（e.g. 廣告位從 10 號位提至 7 號位）、廣告主流量的數字化運營。後期算法優化重心將集中在轉化率的提升，如：內部搜索團隊基于深度學習後對用戶的細化推薦；2）首頁貨幣化空間巨大。得益于“有好貨”、“愛逛街”等元素的引入，目前首頁的瀏覽量高于核心搜索界面，而首頁貨幣化較少，後期廣告庫存提升空間巨大。3）全域營銷的推進。例如，數據銀行合作品牌數目前預計超過 1,000 個（vs. 2017 年投資日公布的~100 個）。

圖 3: 各項業務對核心電商 EBITA 利潤率的影響

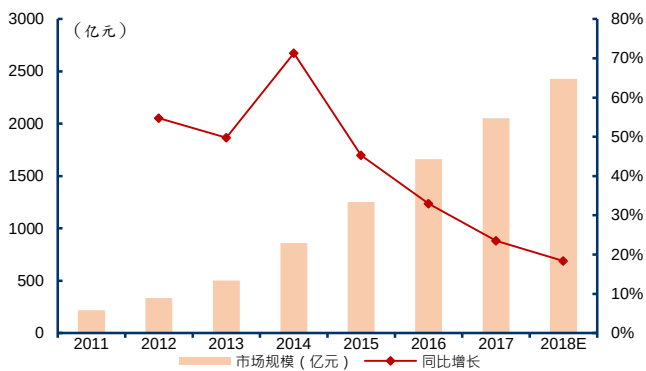
	3QFY18	4QFY18E
補貼（改善用户体验）	-2~3%	-中高單位數
新零售	-4~5%	-4~5%
全球化	-2~3%	-2~3%
菜鳥整合	-4%	-中單位數
經營效率優化	+3~4%	+中單位數
核心電商EBITA利潤率变化	-11%	-12~15%

資料來源：招銀國際預測

并購餓了麼，加速新零售擴張

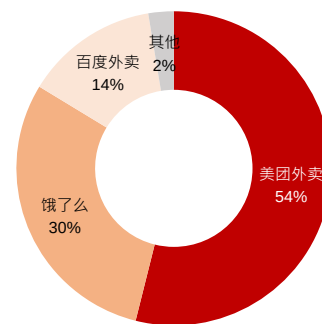
公司以 95 億美金估值全資收購餓了麼，我們認為該舉措為新零售布局中重要一環。繼公司在電子消費、百貨、生鮮、家居等領域投入後，餐飲/外賣作為重要的線下消費場所，我們認為該項收購將帶來兩方面益處：1) 數據層面：餓了麼將與“口碑網”形成互補，助於商戶的數據化運營及用戶餐飲偏好的精準推送；2) 配送團隊：餓了麼數十萬的末端配送騎手，將有助於優化阿里物流末端效率，且後期有望同時運用在盒馬等即時配送領域。財務層面，預計將從 1QFY19 開始對集團產生影響。雖然目前外賣仍處於虧損狀態，但我們認為，後期騎手的整合將有助於提升騎手利用率（而非局限於午餐、晚餐時點），進而有效控制補貼。

圖 4: 中國外賣市場規模



資料來源：iiMedia，招銀國際研究

圖 5: 2017 年中國外賣市場份額占比

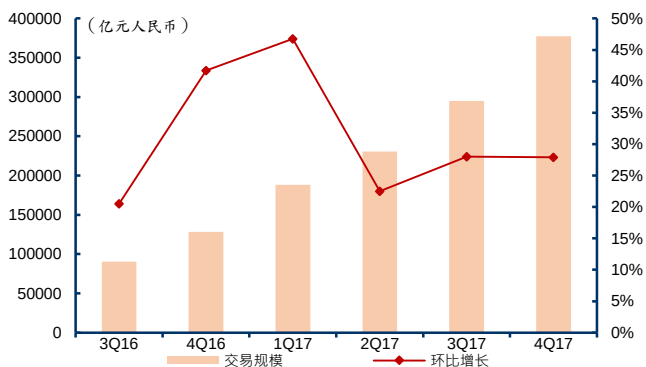


資料來源：DCCI，招銀國際研究

螞蟻金服市場規模擴大

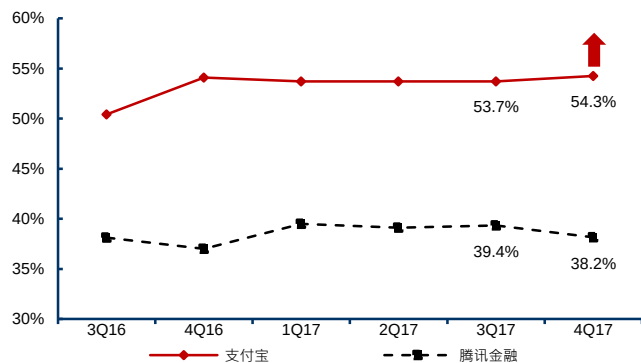
受益於電商銷售旺季、支付寶線下掃碼及紅包大規模投入，4Q17 支付寶市場份額擴大至 54.3% (vs. 騰訊金融 38.2%，易觀數據)。但我們預計 4QFY18(1Q18) 支付寶盈利或存在波動，歸因於弱季節效益、春節補貼力度較大。

圖 6: 中國第三方移動支付市場交易規模



資料來源：易觀，招銀國際研究

圖 7: 中國第三方移動支付市場份額變化



資料來源：易觀，招銀國際研究

維持「買入」評級，目標價 US\$232.8

我們略微下調 FY18/19/20 淨利潤 3%/4%/2%。對應目標價下調至 US\$232.8，對應 FY19 34x PE，基于 SOTP 估值：1) 電商: 每股 US\$189.4，對應 20x FY19 EV/EBITA；2) 阿裏雲: 每股 US\$11，對應 8x FY19 PS；3) 其他：每股 US\$32.4。

相較于體量相近的騰訊，我們認為公司目前估值較為吸引（對應 25x/20x FY19/20E PE），且將是消費升級、“互聯網服務實體經濟”政策導向下的最直接受益者。維持長期看好觀點，重申「買入」評級。

圖 8: SOTP 估值

年結: 3月31日 (十億美元)	估值		估值參數	倍數	權值 (EBITA/收入)
	总计	每股價值(美元)		FY19	FY19
核心電商	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			
文娛	14.9	5.8	P/S	3.5	4.3
創新業務	3.0	1.2	P/S	3.0	1.0
投資組合	38.9	15.1	基于投資組合分部估值		
淨現金	26.6	10.3	基于現金流量表預測		
公司估值	599	232.8			

資料來源：招銀國際預測

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	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

來源: 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	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

來源: 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

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

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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，且不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。