

**阿里巴巴(BABA US, US\$98.3, 目標價: US\$116.0 買入) – 1Q17 業績點評**

- 強勁電商：貨幣化加速+跨境涉農藍海打開，齊驅電商核心強勁增長。** 1Q17 集團收入同比增長 59%，達 321.5 億元(人民幣·下同)，成為上市以來營收增長最為強勁的單個財季。其中電商業務依舊靚麗，收入同比增長 47%至 272.4 億元，經調整 EBITA 為 166.2 億元，經調整 EBITA 利潤率達 61%；旗下中國零售平臺(天貓+淘寶+聚划算)收入同比增長 49%，達 233.8 億元。主要受益於：(1) 貨幣化效率提升；(2) 跨境涉農藍海打開：受快速消費品、數位設備及家電等類目的強勁銷售帶動，天貓國際季度 GMV 按年增長逾 130%；農村淘寶已覆蓋中國逾 17,700 個村點；(3) 移動化進程加速：移動端收入佔比高達 75%。
- 漫步雲端：阿里雲爆發增長，國際化戰略升級。** 季度內阿里雲共發佈 319 個產品和功能，1Q17 雲計算業務收入達 12.4 億元，同比增長 156%，付費客戶同比上升 119%至 57.7 萬戶，再次成為全球雲計算增長標杆。隨著全球雲計算的爆發及人工智慧元年的開啟，阿里雲將成為公司淡化電商標籤後的下一級創收火箭。技術革新層面，阿里雲成為國內首家正式通過 SOC2 審計的廠商，同時被新加坡多層雲安全 MTCS 頒發最高安全評級 Level 3 認證；戰略佈局層面，和軟銀在日本成立雲計算合資公司，與韓國電訊巨頭 SK 控股達成戰略合作，完成擴建新加坡資料中心，歐洲、中東、日本、澳洲資料中心年內開服。我們相信，隨著阿里雲收入規模的提升、雲服務內容的豐富以及虧損迅速收窄，阿里雲 2017 財年收入將有望突破 80 億元規模，並可能於年內實現盈利；其全球化戰略升級有望構建公司軟實力輸出和硬體出海新常態。
- 進軍數娛：矩陣式業務整合，構建“大文娛”帝國。** “文娛”板塊佔阿里總營收的 9.75%，調整後 EBITA 虧損為 10 億元。“大文娛”收入同比大漲 286%至 31.4 億元，主要受益於優酷土豆並併表，及 UCWeb 在移動搜索、新聞推送和遊戲發行等業務增長的收入貢獻。同時，今年 6 月 15 日公司宣佈正式成立“阿里巴巴大文娛版塊”，囊括旗下阿里影業、合一集團(優酷土豆)、阿里音樂、阿里體育、UC、阿里遊戲、阿里文學、數字娛樂事業部。憑藉強大的互聯網入口及多元化娛樂平臺，公司矩陣化業務整合及自我變革升級商業形態將逐漸凸顯“數娛”內容價值及協同效應，並進一步強化造血功能。
- 產業森林：多元化佈局展現最豐富生態。** 我們認為，公司已實現從單核到四核驅動的華麗轉型，“雲計算+大文娛”料將成為公司收入增長新引擎。隨著菜鳥物流的高效擴張、支付寶的社區媒體化、創新業務的深耕細作以及多元業務整合的漸入佳境，公司有望打造多個新生態帝國並重塑估值回升。在維持其他假設不變的情況，我們調高 2017 財年電子商務滲透率至 13.7%，從而調整 2017 財年收入至 1353 億元，提升公司目標價由 107.9 美元提升至 116.0 美元，相當於 2017 財年調整後每股盈利的 32 倍，評級重申為「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	135,306	180,170	233,758
調整後淨利潤(百萬元人民幣)	34,810	42,912	50,371	60,464	72,821
每股收益(元人民幣)	13.9	16.7	20.4	24.4	29.4
每股收益變動(%)	15.0	20.3	21.6	20.0	20.4
市盈率(x)	38.5	32.0	26.3	21.9	18.2
市帳率(x)	8.5	5.5	4.6	3.8	3.2
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	22.0	17.2	17.4	17.5	17.6
淨財務杠杆率(%)	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

**阿里巴巴 (BABAUS)**

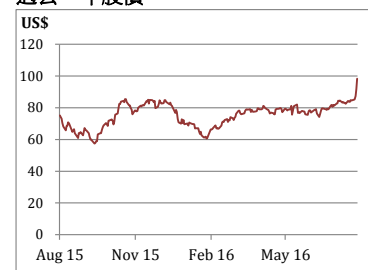
評級	買入
收市價	US\$98.3
目標價	US\$116.0
市值(美元百萬)	245,161
過去 3 月平均交易(美元百萬)	1357
52 周高/低(美元)	98.4/57.2
發行股數(百萬)	2473.9
主要股東	SoftBank(32.0%)

來源：彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	20.9%	15.0%
3 月	23.9%	8.2%
6 月	61.4%	29.8%

來源：彭博

**過去一年股價**


來源：彭博

**利潤表**

年結: 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>135,306</b>	<b>180,170</b>	<b>233,758</b>
中国电商	62,937	84,321	116,443	150,207	184,559
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	17,601	35,202
其他	5,510	6,174	2,140	2,354	2,472
销售成本	(23,834)	(34,355)	(48,710)	(63,059)	(81,815)
<b>毛利</b>	<b>52,370</b>	<b>66,788</b>	<b>86,596</b>	<b>117,110</b>	<b>151,942</b>
研发费用	(10,658)	(13,788)	(17,590)	(23,422)	(30,388)
销售费用	(8,513)	(11,307)	(14,884)	(19,819)	(25,713)
行政费用	(7,800)	(9,205)	(12,178)	(16,215)	(21,038)
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>37,769</b>	<b>53,690</b>	<b>71,323</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>39,991</b>	<b>55,912</b>	<b>73,545</b>
投资损益	(1,590)	(1,730)	(1,730)	(1,730)	(1,730)
所得税	(6,416)	(8,449)	(4,147)	(5,799)	(7,627)
非控制股东权益	(59)	171	82	116	154
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>34,195</b>	<b>48,499</b>	<b>64,342</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>50,371</b>	<b>60,464</b>	<b>72,821</b>

來源: 公司及招銀國際研究

**資產負債表**

年結: 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>167,969</b>	<b>221,089</b>	<b>288,036</b>
现金及现金等价物	108,193	106,818	140,717	193,837	260,784
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>288,613</b>	<b>344,995</b>	<b>414,183</b>
少数股东权益	11,974	32,552	32,470	32,354	32,200
<b>上市公司股东权益</b>	<b>145,439</b>	<b>216,987</b>	<b>256,142</b>	<b>312,641</b>	<b>381,983</b>

來源: 公司及招銀國際研究

**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	34,114	48,383	64,188
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
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>41,217</b>	<b>56,836</b>	<b>54,939</b>	<b>65,620</b>	<b>78,447</b>
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)	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(53,454)</b>	<b>(42,831)</b>	<b>(14,000)</b>	<b>(12,500)</b>	<b>(11,500)</b>
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)	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>87,497</b>	<b>(15,846)</b>	<b>(7,040)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>75,260</b>	<b>(1,841)</b>	<b>33,899</b>	<b>53,120</b>	<b>66,947</b>
年初现金及现金等价物	33,045	108,193	106,818	140,717	193,837
汇兑	(112)	466	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>108,193</b>	<b>106,818</b>	<b>140,717</b>	<b>193,837</b>	<b>260,784</b>
受限制现金	-	-	-	-	-
<b>资产负债表的现金</b>	<b>108,193</b>	<b>106,818</b>	<b>140,717</b>	<b>193,837</b>	<b>260,784</b>

來源: 公司及招銀國際研究

**主要比率**

年结: 3月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>销售组合 (%)</b>					
中国电商	82.6	83.4	86.1	83.4	79.0
国际电商	8.5	7.5	6.4	5.6	4.9
云计算及网络基础服务	1.7	3.0	5.9	9.8	15.1
其他	7.2	6.1	1.6	1.3	1.1
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>增长 (%)</b>					
收入	45.1	92.6	33.8	33.2	29.7
毛利	33.8	27.5	29.7	35.2	29.7
经营利润	(7.2)	16.8	29.8	42.2	32.8
调整后淨利潤	24.6	23.3	17.4	20.0	20.4
<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	29.6	31.0	31.5
有效稅率	(8.4)	(8.4)	(3.1)	(3.2)	(3.3)
淨利潤率	31.9	70.5	25.2	26.9	27.5
调整后淨利潤率	45.7	42.4	37.2	33.6	31.2
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	3.6	2.6	3.2	4.2	5.5
平均應收賬款周轉天數	42.3	54.1	45.9	34.5	26.6
平均應付帳款周轉天數	242.9	250.6	204.8	158.2	121.9
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	17.4	17.5	17.6
NonGAAP資產回報率	13.7	11.7	12.5	13.1	13.7
<b>每股數據</b>					
NonGAAP每股盈利(人民幣)	13.9	16.7	20.4	24.4	29.4
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面值(人民幣)	63.2	97.5	116.8	139.6	167.6

來源: 公司及招銀國際研究

## 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) 他們的薪酬在過往、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。