

**阿里巴巴(BABA US, US\$103.6, 目標價: US\$124.3 買入) — 收入指引上調, “新零售” 受益消費升級**

- ❖ **3Q17 業績強勁, 收入指引上調。**3Q17 公司收入同比增長 54%至 532.5 億元 (人民幣下同), 高於市場預期, 主要受益於: 1) 中國零售平臺的強勁增長; 2) 阿里雲收入規模提升; 3) 合併新收購業務的業績。其中廣告收入得益於付費廣告主數量增長及流量增加而劇增 47%。公司經調整 EBITA (息稅攤銷前利潤) 同比增長 42%至 256.7 億元, 經調整 EBITA 利潤率為 48%。基於優於預期的收入增長趨勢, 公司將 2017 財年全年收入指引由同比增長 48%上調至 53%。
- ❖ **“新零售”業態布局, 受益消費升級趨勢。**隨著: 1) 電商流量紅利逐步褪去; 2) 實體零售業務出現復蘇信號; 3) 消費升級、體驗式消費興起, 我們認為“重體驗、通綫下”的“新零售”將成為繼傳統電商模式後的下一個業態。而公司於 3Q17 的出色表現 (電商收入同比增長 45%; 中國零售平臺的移動 MUA 增至 4.9 億) 恰恰受益於體驗的提升及綫下商家的融合。基於電商中娛樂互動的融入 (“雙 11” 引入直播、互動 AR)、數據驅動的個性化購物體驗 (購物頁面的“千人千面”) 以及實體零售的投資布局 (投資三江購物、私有化銀泰商業(1833 HK)), 我們認為公司“新零售”業態的戰略成果將逐步顯效, 並將借助金融、支付、物流等幾大零售基礎設施優勢, 為綫上綫下融合及全產業鏈模式奠定強大根基。結合“新零售”加速滲透和貨幣化效率的提升, 預計 2017 財年中國電商部分同比增長 47%。
- ❖ **阿里雲: 降價的背後依舊為市場份額的搶奪。**3Q17 雲計算業務收入達 17.6 億元, 同比增長 115%, 付費客戶數增至 76.5 萬戶。調整後息稅攤前損失大幅降低至 0.92 億, 預計可能於 FY18 年內實現盈利。阿里雲作為國內公有雲龍頭, 行業雲服務普及率及公司市場份額依舊為支撐阿里雲增長關鍵, 故而公司 2016 年 10 月進行的降價行為 (基礎服務降價 50%) 雖短期可能對收入增速帶來一定壓力, 但助於拉動行業普及率、迅速建立先發優勢。
- ❖ **主業強勁增長+穩健現金流, 重申「買入」評級。**基於公司“新零售”的綫下收編、GMV 質量的提升、公司雲服務的強勁增長及文娛業務的飆升, 我們認為公司將是在近期新零售崛起、大數據營銷風口、文娛產業化大趨勢中持續受益的電商平臺。強勁的現金流 (Non-GAAP 自由現金流高達 341.2 億) 也為其後續的併購整合轉型提供充足運作空間。我們調高 FY17/18/19 收入至 1,546.7/2,031.5/2,515.8 億元, FY17/18/19 調整後淨利潤預測分別上調 10.7%/10.9%/7.0%; 公司目標價由 116.0 美元上調至 124.3 美元, 相當於 2018 財年調整後每股盈利的 31 倍, 評級重申為「買入」。

黃群

(852) 3761 0889

[sophiehuang@cmbi.com.hk](mailto:sophiehuang@cmbi.com.hk)**TMT Sector****阿里巴巴 (BABAUS)**

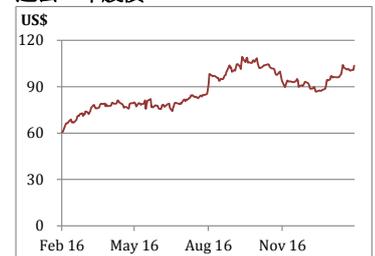
評級	買入
收市價	US\$103.6
目標價	US\$124.3
市值 (美元百萬)	258,436
過去 3 月平均交易 (美元百萬)	1,097
52 周高/低 (美元)	109.9/59.3
發行股數 (百萬)	2473.9
主要股東	SoftBank(28.0%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	9.3%	5.0%
3 月	9.8%	6.8%
6 月	18.6%	13.6%

來源: 彭博

**過去一年股價**

來源: 彭博

**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	154,669	203,147	251,581
調整後淨利潤 (百萬元人民幣)	34,810	42,912	55,764	67,070	77,945
每股收益 (元人民幣)	13.9	16.7	22.5	27.1	31.5
每股收益變動 (%)	15.0	20.3	34.6	20.3	16.2
市盈率(x)	58.8	51.1	42.5	31.6	26.2
市帳率(x)	40.2	11.3	7.3	6.0	4.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	22.0	17.2	18.9	18.8	18.1
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

**利潤表**

年结: 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>154,669</b>	<b>203,147</b>	<b>251,581</b>
中国电商	62,937	84,321	123,826	159,269	186,872
国际电商	6,486	7,629	8,767	10,091	11,629
云计算及网络基础服务	1,271	3,019	7,397	17,012	34,024
其他	5,510	6,174	2,140	2,354	2,472
销售成本	(23,834)	(34,355)	(55,681)	(71,101)	(88,053)
<b>毛利</b>	<b>52,370</b>	<b>66,788</b>	<b>98,988</b>	<b>132,046</b>	<b>163,528</b>
研发费用	(10,658)	(13,788)	(20,107)	(26,409)	(32,706)
销售费用	(8,513)	(11,307)	(17,014)	(22,346)	(27,674)
行政费用	(7,800)	(9,205)	(13,920)	(18,283)	(22,642)
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>43,771</b>	<b>61,042</b>	<b>77,027</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>45,993</b>	<b>63,264</b>	<b>79,249</b>
投资损益	(1,590)	(1,730)	(1,730)	(1,730)	(1,730)
所得税	(6,416)	(8,449)	(4,770)	(6,561)	(8,219)
非控制股东权益	(59)	171	95	132	166
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>39,588</b>	<b>55,105</b>	<b>69,466</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>55,764</b>	<b>67,070</b>	<b>77,945</b>

來源: 公司及招銀國際研究

**資產負債表**

年结: 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>173,349</b>	<b>233,059</b>	<b>305,118</b>
现金及现金等价物	108,193	106,818	146,097	205,807	277,866
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>293,992</b>	<b>356,966</b>	<b>431,266</b>
少数股东权益	11,974	32,552	32,457	32,325	32,159
<b>上市公司股东权益</b>	<b>145,439</b>	<b>216,987</b>	<b>261,535</b>	<b>324,640</b>	<b>399,106</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	39,493	54,973	69,300
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>60,319</b>	<b>72,210</b>	<b>83,559</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>39,279</b>	<b>59,710</b>	<b>72,059</b>
年初现金及现金等价物	33,045	108,193	106,818	146,097	205,807
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>146,097</b>	<b>205,807</b>	<b>277,866</b>
受限制现金	-	-	-	-	-
<b>资产负债表中的现金</b>	<b>108,193</b>	<b>106,818</b>	<b>146,097</b>	<b>205,807</b>	<b>277,866</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	80.1	78.4	74.3
国际电商	8.5	7.5	5.7	5.0	4.6
云计算及网络基础服务	1.7	3.0	4.8	8.4	13.5
其他	7.2	6.1	1.4	1.2	1.0
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>91.9</b>	<b>92.9</b>	<b>93.4</b>

**增长 (%)**

收入	45.1	92.6	52.9	31.3	23.8
毛利	33.8	27.5	48.2	33.4	23.8
经营利润	(7.2)	16.8	50.4	39.5	26.2
调整后净利润	24.6	23.3	29.9	20.3	16.2

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	68.7	66.0	64.0	65.0	65.0
税前利率	42.4	80.5	29.7	31.1	31.5
有效税率	(8.4)	(8.4)	(3.1)	(3.2)	(3.3)
净利润率	31.9	70.5	25.5	27.1	27.5
调整后净利润率	45.7	42.4	36.1	33.0	31.0

**資產負債比率**

流动比率 (x)	3.6	2.6	3.3	4.5	5.9
平均应收账款周转天数	42.3	54.1	40.2	30.6	24.7
平均应付账款周转天数	242.9	250.6	179.2	140.3	113.3
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	净现金	3.6	净现金	净现金	净现金

**回報率 (%)**

NonGAAP资本回报率	22.0	17.2	18.9	18.8	18.1
NonGAAP资产回报率	13.7	11.7	13.6	14.2	14.2

**每股數據**

NonGAAP每股盈利(人民幣)	13.9	16.7	22.5	27.1	31.5
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面值(人民幣)	63.2	97.5	119.0	144.4	174.5

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 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。