

阿里巴巴(BABA US, US\$98.3, 目标价: US\$116.0 买入) — 1Q17 业绩点评

❖ **强劲电商：货币化加速+跨境涉农蓝海打开，齐驱电商核心强劲增长。**1Q17 集团收入同比增长 59%，达 321.5 亿元，成为上市以来营收增长最为强劲的单季。其中电商业务依旧靓丽，收入同比增长 47%至 272.4 亿元，经调整 EBITA 为 166.2 亿元，经调整 EBITA 利润率达 61%；旗下中国零售平台（天猫+淘宝+聚划算）收入同比增长 49%，达 233.8 亿元。主要受益于：（1）货币化效率提升；（2）跨境涉农蓝海打开：受快速消费品、数字设备及家电等类目的强劲销售带动，天猫国际季度 GMV 按年增长逾 130%；农村淘宝已覆盖中国逾 17,700 个村点；（3）移动化进程加速：移动端收入占比高达 75%。

❖ **漫步云端：阿里云爆发增长，国际化战略升级。**季度内阿里云共发布 319 个产品和功能，1Q17 云计算业务收入达 12.4 亿元，同比增长 156%，付费客户数同比上升 119%至 57.7 万户，再次成为全球云计算增长标杆。随着全球云计算的爆发及人工智能元年的开启，阿里云将成为公司淡化电商标签后的下一级创收火箭。技术革新层面，阿里云成为国内首家正式通过 SOC2 审计的厂商，同时被新加坡多层云安全 MTCS 颁发最高安全评级 Level 3 认证；战略布局层面，和软银在日本成立云计算合资公司，与韩国电讯巨头 SK 控股达成战略合作，完成扩建新加坡数据中心，欧洲、中东、日本、澳洲数据中心年内开服。我们相信，随着阿里云收入规模的提升、云服务内容的丰富以及亏损迅速收窄，阿里云 2017 财年收入将有望突破 80 亿元规模，并可能于年内实现盈利；其全球化战略升级有望构建公司软实力输出和硬件出海新常态。

❖ **进军数娱：矩阵式业务整合，构建“大文娱”帝国。**“文娱”板块占阿里总营收的 9.75%，调整后 EBITA 亏损为 10 亿元。“大文娱”收入同比大涨 286%至 31.4 亿元，主要受益于优酷土豆并表，及 UCWeb 在移动搜索、新闻推送和游戏发行等业务增长的收入贡献。同时，今年 6 月 15 日公司宣布正式成立“阿里巴巴大文娱版块”，囊括旗下阿里影业、合一集团（优酷土豆）、阿里音乐、阿里体育、UC、阿里游戏、阿里文学、数字娱乐事业部。凭借强大的互联网入口及多元化娱乐平台，公司矩阵化业务整合及自我变革升级商业形态将逐渐凸显“数娱”内容价值及协同效应，并进一步强化造血功能。

❖ **产业森林：多元化布局展现最丰富生态。**我们认为，公司已实现从单核到四核驱动的华丽转型，“云计算+大文娱”料将成为公司收入增长新引擎。随着菜鸟物流的高效扩张、支付宝的社区媒体化、创新业务的深耕细作以及多元业务整合的渐入佳境，公司有望打造多个新生态帝国并重塑估值回升。在维持其他假设不变的情况，我们调高 2017 财年电子商务渗透率至 13.7%，从而调整 2017 财年收入至 1353 亿元，提升公司目标价由 107.9 美元提升至 116.0 美元，相当于 2017 财年调整后每股盈利的 32 倍，评级重申为「买入」。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万元人民币)	76,204	101,143	135,306	180,170	233,758
调整后净利润 (百万元人民币)	34,810	42,912	50,371	60,464	72,821
每股收益 (元人民币)	13.9	16.7	20.4	24.4	29.4
每股收益变动 (%)	15.0	20.3	21.6	20.0	20.4
市盈率(x)	38.5	32.0	26.3	21.9	18.2
市帐率(x)	8.5	5.5	4.6	3.8	3.2
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	22.0	17.2	17.4	17.5	17.6
净财务杠杆率 (%)	净现金	3.6	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究

阿里巴巴 (BABAUS)

评级	买入
收市价	US\$98.3
目标价	US\$116.0
市值 (美元百万)	245,161
过去 3 月平均交易 (美元百万)	1357
52 周高/低 (美元)	98.4/57.2
发行股数 (百万)	2473.9
主要股东	SoftBank(32.0%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	20.9%	15.0%
3 月	23.9%	8.2%
6 月	61.4%	29.8%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

利润表

年结: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	76,204	101,143	135,306	180,170	233,758
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)
毛利	52,370	66,788	86,596	117,110	151,942
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)
经营利润	23,135	29,102	37,769	53,690	71,323
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	39,991	55,912	73,545
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)	-	-	-	-
可转换优先股息	(97)	-	-	-	-
净利润	24,149	71,460	34,195	48,499	64,342
NonGAAP调整	10,661	(28,548)	16,176	11,965	8,479
NonGAAP净利润	34,810	42,912	50,371	60,464	72,821

来源: 公司及招银国际研究

资产负债表

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	167,969	221,089	288,036
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
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	288,613	344,995	414,183
少数股东权益	11,974	32,552	32,470	32,354	32,200
上市公司股东权益	145,439	216,987	256,142	312,641	381,983

来源: 公司及招银国际研究

现金流量表

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
经营活动所得现金净额	41,217	56,836	54,939	65,620	78,447
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)	33,899	53,120	66,947
年初现金及现金等价物	33,045	108,193	106,818	140,717	193,837
汇兑	(112)	466	-	-	-
年末现金及现金等价物	108,193	106,818	140,717	193,837	260,784
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表中的现金	108,193	106,818	140,717	193,837	260,784

来源: 公司及招银国际研究

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	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
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
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
调整后净利润	24.6	23.3	17.4	20.0	20.4
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	29.6	31.0	31.5
有效税率	(8.4)	(8.4)	(3.1)	(3.2)	(3.3)
净利润率	31.9	70.5	25.2	26.9	27.5
调整后净利润率	45.7	42.4	37.2	33.6	31.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.6	2.6	3.2	4.2	5.5
平均应收账款周转天数	42.3	54.1	45.9	34.5	26.6
平均应付账款周转天数	242.9	250.6	204.8	158.2	121.9
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
回报率 (%)					
NonGAAP资本回报率	22.0	17.2	17.4	17.5	17.6
NonGAAP资产回报率	13.7	11.7	12.5	13.1	13.7

每股数据

NonGAAP每股盈利(人民币)	13.9	16.7	20.4	24.4	29.4
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	63.2	97.5	116.8	139.6	167.6

来源: 公司及招银国际研究

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风险。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 年证券交易法规则 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。