

## 阿里巴巴 (BABA US)

### 全球电商霸主，向着云计算和互联网金融狂奔

**中国电商霸主，完整的闭环生态系统：**公司为当前世界上规模最大的电商平台公司，业务包括 B2B 贸易、B2C 电商、C2C 电商、第三方支付、互联网金融及云计算服务，2016 财务年度总体 GMV 超越 3 万亿元(人民币，下同)，是全球最大的零售商。旗下电商平台淘宝及天猫共拥有 4.2 亿活跃买家用户，构建了国内最具商业化价值的聚合体。公司采用平台模式经营电商业务，在现金流及盈利表现上较同业竞争对手优异。同时，公司也是目前国内少有的真正做到闭环的互联网龙头企业，“现金流、人流、物流及信息流”在其战略规划下得到了统一。这一完整而强大生态圈是公司获得长期业绩增长的最核心优势。

**电商业务——高峰已过，迈入稳定增长期：**我们认为，电商渗透率已高，随着国内消费升级，电商增速将进一步集中于 B2C 领域。鉴于该领域内的细分市场过多且竞争剧烈，很可能会摊薄天猫平台的交易份额。考虑到公司已有的体量，GMV 增速将可能放缓。反之，从收入增长层面上看，移动化购物趋势愈加显著，且公司拥有亿万商家资源但总体货币化程度尚有提升空间。因此，总体而言电商业务已过高峰，GMV 野蛮扩张的时代将会被收入层面上的稳定增长所取代。

**蓄势待发的新业务——阿里云及蚂蚁金服：**据统计，2015 年全球云计算市场规模已达到 1800 亿美元，而国内公有云服务总体规模仅为 255 亿元人民币，仅占全球总量的 3%。阿里云以超过 137.5% 的收入增速成为公司各细分业务中增长最快的业务，其付费用户数量及收入规模位列国内同业第一，未来将有望成为拉动公司收入增长的重要业务。蚂蚁金服是公司布局互联网金融的一大战略投资，旗下拥有支付宝、余额宝、蚂蚁花呗等 9 大业务板块。随着后续资本实力的增强，蚂蚁金服将有望继续获得高速增长，成为公司生态体系中的下一代淘宝天猫平台。

**首次覆盖，买入评级：**我们预计，公司 2017 至 2019 财年收入将分别达到 1,383 亿、1,792 亿及 2,245 亿元，年均复合增速为 30.4%，同期预计调整后净利润分别为 512 亿、602 亿及 702 亿元，年均复合增速达 17.8%。根据 DCF 估值法，我们求得公司估值结果为 95 美元，相当于公司 2017、2018 及 2019 财年调整后每股盈利的 30、26 及 22 倍。由于公司除了自有业务以外，仍有部分战略投资标的。经测算，公司旗下所投资的股权加总现值约 289 亿美元，相当于每股拥有 12 美元的价值。综上所述，DCF 估值结果加上战略投资价值加总，我们求得公司目标价为 107 美元，首次评级买入。

#### 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	138,264	179,249	224,485
调整后净利润(百万元人民币)	34,810	42,912	51,195	60,199	70,155
经调整后每股盈利(元人民币)	13.9	16.7	20.7	24.3	28.4
市盈率(x)	37.7	31.3	25.4	21.6	18.5
市帐率(x)	8.3	5.4	4.5	3.8	3.1
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	22.0	17.2	17.7	17.4	17
资产负债率(%)	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部

### 买入(首次覆盖)

目标价 US\$107  
潜在升幅 +30.4%  
当前股价 US\$82

蔡浩

(852) 37618776

simontsoi@cmbi.com.hk

TMT

市值(百万美元)	202,868
3月平均流通量(百万美元)	920
5周内股价高/低(美元)	91.6/57.2
总股本(百万)	2,474

资料来源:彭博

#### 股东结构

SoftBank	32.0%
Yahoo	15.4%
马云	7.8%
蔡崇信	3.2%

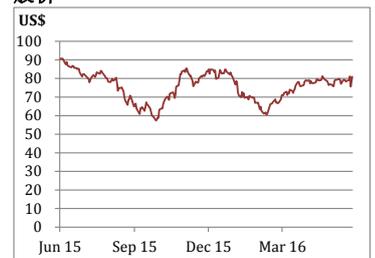
资料来源:SEC

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.2%	7.7%
3-月	17.7%	9.3%
6-月	-0.5%	6.7%

资料来源:彭博

#### 股价



资料来源:彭博

审计师:普华永道

公司网站: www.alibabagroup.com

## 目錄

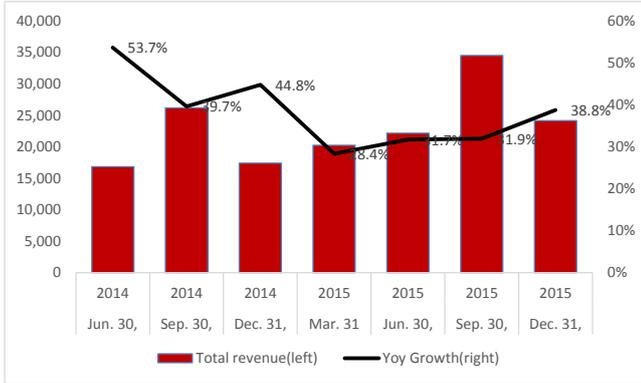
<b>公司发展历史</b> .....	<b>4</b>
图一： 2015-2016 财年季度收入(百万人民币).....	4
图二： 2014-2016 财年季度调整后净利润(百万人民币).....	4
图三： 公司投资并购列表.....	4
<b>业务分析</b> .....	<b>5</b>
<b>核心平台</b> .....	<b>5</b>
图四： 阿里巴巴生态系统.....	5
<b>收入结构</b> .....	<b>6</b>
图五： 2015-2016 财年季度收入结构（百万人民币）.....	6
图六： 2016 财年各分部业务收入占比.....	6
图七： 2013-2016 财年淘宝及天猫 GMV 统计（十亿元人民币）.....	6
图八： 15-16 财年季度中国电商收入结构（百万人民币）.....	7
图九： 中国电商零售 GMV 及货币化率（十亿人民币）.....	7
图十： 15-16 财年国际电商季度收入结构（百万人民币）.....	7
图十一： 国际电商季度收入规模及增长（百万人民币）.....	7
图十二： 2015-2016 财年阿里云季度收入规模及增速（百万人民币）.....	8
图十三： 2015-2016 财年其他业务季度收入规模（百万人民币）.....	8
<b>核心竞争力</b> .....	<b>9</b>
图十四： 2015-2016 财年活跃买家数量（百万）.....	9
图十五： 同期买家人均交易金额（元人民币）.....	9
图十六： 2016 年第一季度中国 C2C 电商市场份额.....	9
图十七： 2016 年第一季度中国 B2C 电商市场份额.....	9
<b>收入增长趋势</b> .....	<b>11</b>
图十八： 2013-2019 年社会零售总额及电商渗透率统计及预测（十亿人民币）.....	11
图十九： 2013-2019 年淘宝及天猫 GMV 及市场份额统计及预测（十亿人民币）.....	11
图二十： 2013-2016 财年公司总体及移动端货币化率.....	12
图二十一： 2013-2016 财年移动端季度 GMV 及渗透率（百万人民币）.....	12
图二十二： 2013-2016 财年移动端季度收入及占比（百万人民币）.....	12
图二十三： 阿里云发展历程.....	13
图二十四： 阿里云生态体系.....	13
图二十五： 全球云计算市场规模（亿美元）.....	13
图二十六： 阿里云产品分类及收费细节.....	14
图二十七： 蚂蚁金服业务结构.....	14
图二十八： 2013-2015 年中国互联网第三方支付市场格局（十亿人民币）.....	15
图二十九： 蚂蚁金服财务数据（亿元人民币）.....	15
图三十： 2015 年蚂蚁金服收入结构.....	16
图三十一： 2013-2018 年蚂蚁金服收入预测(亿元人民币).....	16

图三十二：蚂蚁金服净利及净利润率预测（亿元人民币） .....	16
图三十三：蚂蚁金服收入及收入增长预测（亿元人民币） .....	16
<b>财务分析.....</b>	<b>17</b>
<b>收入及盈利预测： .....</b>	<b>17</b>
图三十四：中国电商零售业务 GMV 预测（十亿人民币） .....	17
图三十五：中国电商收入增长预测（百万人民币） .....	17
图三十六：云计算业务收入增长预测（百万人民币） .....	18
图三十七：经营利润及调整后净利润规模预测（百万人民币） .....	18
<b>运营及财务分析： .....</b>	<b>19</b>
图三十八：国内同业收入规模（人民币百万元） .....	19
图三十九：国内同业收入增长（%） .....	19
图四十：国内经营利润规模（人民币百万元） .....	19
图四十一：国内经营利润增长 .....	19
图四十二：国内同业 ROE（%） .....	20
图四十三：国内同业经营利润率（%） .....	20
图四十四：国内同业经营性现金流（人民币百万元） .....	20
图四十五：国内同业现金持有规模（人民币百万元） .....	20
<b>估值： .....</b>	<b>21</b>
图四十六：公司旗下控股公司价值测算（百万美元） .....	21
图四十七：DCF 估值及分部估值结果.....	21
图四十八：同业估值对比 .....	22
<b>风险： .....</b>	<b>23</b>

## 公司发展历史

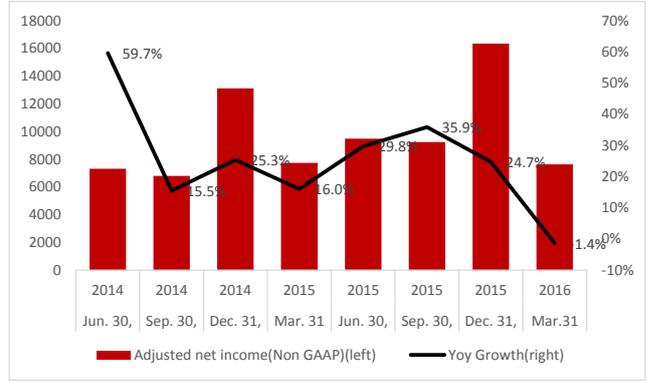
公司创立于1999年,是当前世界上规模最大的电子商务平台公司,业务包括B2B贸易、B2C电商、C2C电商、第三方支付、互联网金融及云计算服务。2012财务年度,公司旗下的淘宝及天猫电商平台GMV达到1.1万亿元(人民币,下同),超越亚马逊(AMZN US)及Ebay(EBAY US)之和,2016财务年度总体GMV超越3万亿,成为全球最大的零售商。

图一：2015-2016 财年季度收入(百万人民币)



资料来源：公司资料，招银国际研究

图二：2014-2016 财年季度调整后净利润(百万人民币)



资料来源：公司资料，招银国际研究

除了电商平台业务以外,公司以凌厉的态势对互联网各细分领域进行了布局,旗下拥有重要子公司包括阿里巴巴、淘宝网、天猫、聚划算、阿里妈妈、一淘网、阿里云等,主要全资控股公司包括地图服务供应商高德地图、国内份额最大的视频网站优酷土豆等,重要参股公司包括社会化物流体系菜鸟、著名社交媒体新浪微博、本地生活服务口碑网、港股上市公司阿里影业(1060 HK)阿里健康(241 HK)以及可能于2017年登陆A股的互联网金融业巨头蚂蚁金服。

图三：公司投资并购列表



资料来源：易观智库

## 业务分析

### 核心平台

淘宝是当前国内深受欢迎的网购零售平台，拥有近 5 亿的注册用户数，每天固定访问量超过 6000 万，在线商品数超过了 8 亿件，平均每分钟售出 4.8 万件商品，是目前国内市场份额最大的 C2C 电子商务平台。

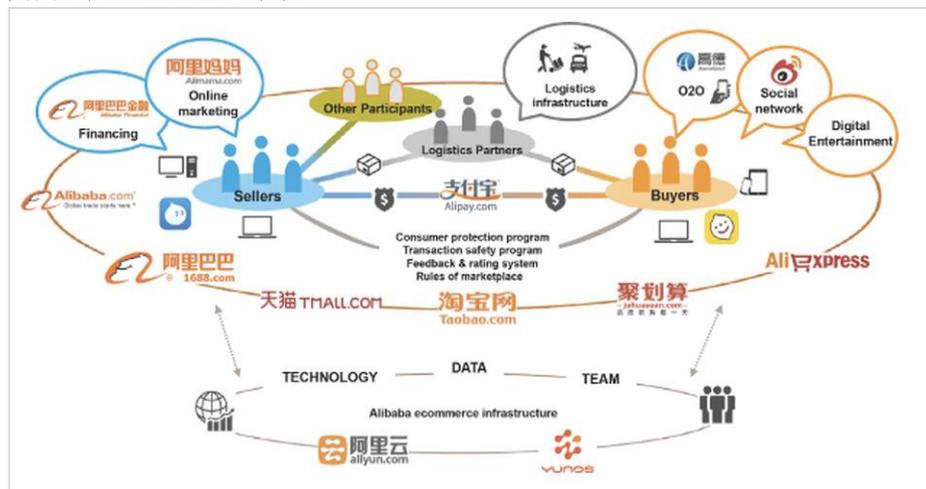
随着淘宝网规模的扩大和用户数量的增加，淘宝逐渐从单一的 C2C 网络集市变成了包括 C2C、团购、分销、拍卖等多种电子商务模式在内的综合性零售商圈。淘宝网致力于推动“货真价实、物美价廉、按需定制”网货的普及，帮助更多的消费者享用海量且丰富的网货，获得更高的生活品质；通过提供网络销售平台等基础性服务，帮助更多的企业开拓市场、建立品牌，实现产业升级；帮助更多胸怀梦想的人通过网络实现创业就业。淘宝网不仅是中国深受欢迎的网络零售平台，也是中国的消费者交流社区和全球创意商品的集中地，它在很大程度上改变了传统的生产方式，也改变了国人的生活方式。但是，淘宝网购平台因其高度开放和规模巨大的特性，在质量管控、知识产权保护和消费者体验维护上常常出现重大纰漏，严重损害了消费者和品牌厂商的权利。

天猫，原为淘宝网下的淘宝商城，2012 年宣布改名为天猫。12 年 11 月 11 日凭借自创的光棍节获得了巨大成功——当天销售金额达 132 亿元（人民币，下同），创下了世界纪录。随后天猫开始整合平台上数千名品牌商家，为买卖双方提供一站式解决方案，包括 100% 质保商品，7 天无理由退货以及购物换积分等优质电商服务。2013 年双十一，天猫交易金额 350 亿元，同比增长超过 3 倍。2015 财年全年，天猫平台交易金额超 1.2 万亿元，市场份额 62%，是当前国内最大的 B2C 电商平台。

支付宝为公司首创的第三方支付平台，于 2004 年正式上线，现归属于阿里旗下公司蚂蚁金服。支付宝通过将现金流与货物流分离管理的方式使得买卖双方在网络间成功建立信任感，大大地推动了国内电子商务行业的发展。截止 2015 年年底支付宝用户突破 4.5 亿，合作金融机构超 20 万家，完成交易额 5.6 万亿，占据 47.7% 的第三方支付市场，是国内支付行业的真正龙头。

总体而言，公司拥有强大的电商流量基础，掌握着淘宝及天猫两个超级平台，通过支付宝和社会化物流体系真正地实现了“信息流-现金流-人流-物流”四流合一，在其平台上的年度交易总量甚至达到全社会零售总额的 10%，是当下国内商业领域实力最强大的超级聚合体。

图四：阿里巴巴生态系统

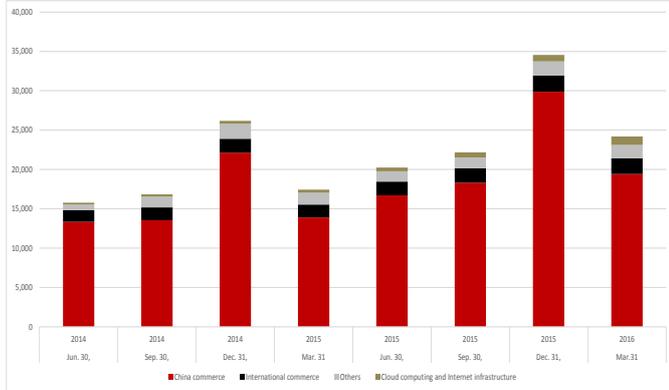


资料来源：公司资料

## 收入结构

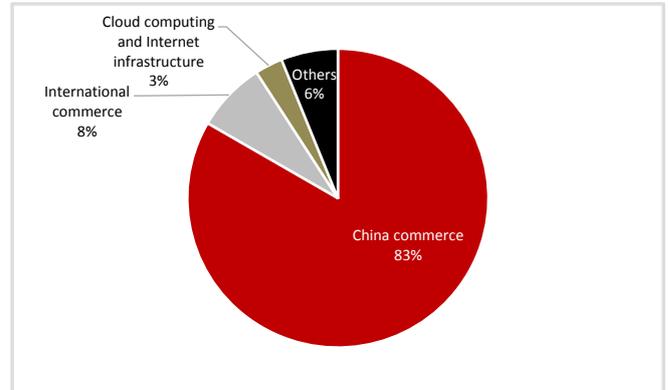
当前公司收入主要由中国电商、国际电商、云计算服务及其他业务构成。2016 财年，公司总营收 1011.4 亿元人民币，其中中国电商收入 843.2 亿，占比 83%；国际电商收入 76.3 亿，占比 8%；云计算收入 30.2 亿，占比 3%；其他业务收入 61.7 亿，占比 6%。

图五：2015-2016 财年季度收入结构（百万人民币）



资料来源：公司资料，招银国际研究

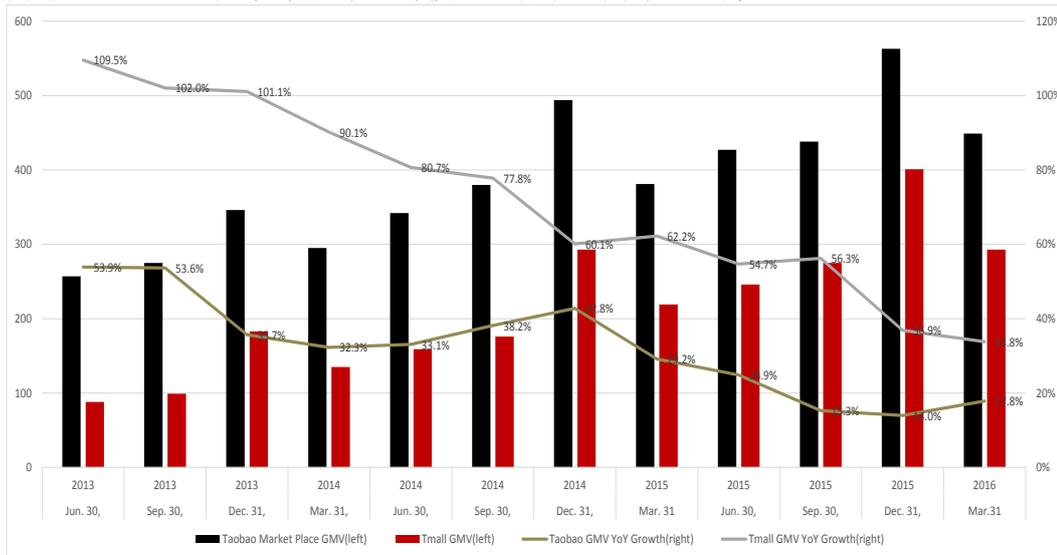
图六：2016 财年各分部业务收入占比



资料来源：公司资料，招银国际研究

**中国电商收入：** 中国电商业务是公司最主要的收入贡献来源，主要由淘宝及天猫两个平台的广告、扣点及开店收入构成。淘宝和天猫毫无疑问是当前国内规模最大的 C2C 及 B2C 电商平台，2016 财年两者 GMV 之和达到 3 万亿人民币，占当期全社会零售总额的 10%，占国内电商交易总额的 81.8%。有别于一般自营电商的商业模式，公司旗下的 C2C 平台淘宝仅仅负责搭建基础平台，撮合买卖双方，广大卖家通过在淘宝及天猫两个平台上采购关键词广告、CPC 广告、展示广告（排名）等服务吸引买家。因此，淘宝模式从货币化的角度而言更类似于广告。天猫是在淘宝基础上创立的 B2C 网购平台，公司采取交易总额扣点+开店建店费等方式获得收入，但并不参与商家的具体运营。因此，天猫的货币化模式与同业相比，更类似于网络地产商（地租）+百货商店（抽佣）。

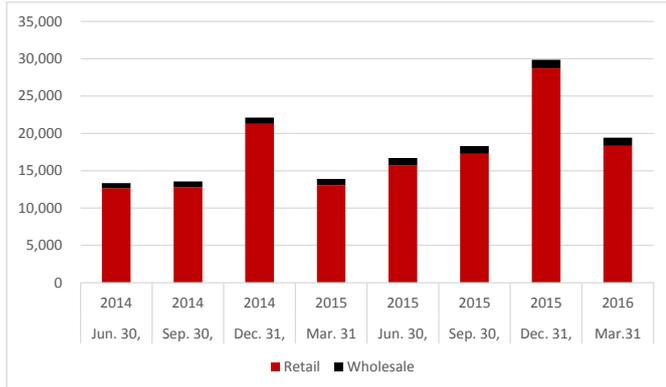
图七：2013-2016 财年淘宝及天猫季度 GMV 统计（十亿元人民币）



资料来源：公司资料，招银国际研究

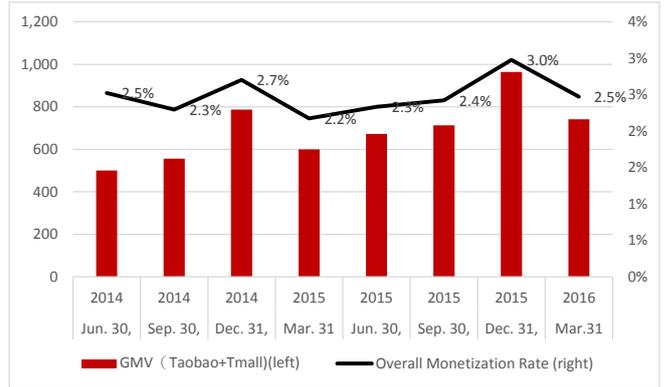
中国电商业务从收入结构而言分为零售及批发两部分，2016 财年中国电商零售收入 800.3 亿元人民币，批发收入为 42.9 亿，零售收入占比超过 90%。而零售收入中约 66%，即 524 亿来自于在线广告收入（超过 80%为 CPC 效果广告），约 32%即 258.3 亿来自于交易扣点率，剩余 1%为建店软件服务收入（主要来自于“旺铺”软件服务收入）。因此中国电商零售业务是公司目前最主要的收入来源，对应两大电商交易平台的流水数据，我们可以计算出公司电商零售的货币化程度（收入/GMV=货币化率），以此来检验及预测公司收入增长。根据统计，2016 财年第四季度公司零售业务综合货币化为 2.5%，而在上一季度因双十一超级促销活动，这一比率攀升至 3%，是公司上市以来的新高。

图八：2015-2016 财年季度阿里巴巴中国电商收入结构（百万人民币）



资料来源：公司资料，招银国际研究

图九：2015-2016 财年季度阿里巴巴中国电商零售 GMV（十亿人民币）及货币化率



资料来源：公司资料，招银国际研究

**国际电商收入：**国际电商的主要收入来源为国际零售及批发业务，2016 财年该业务贡献收入 22 亿元人民币，而这业务的交易为卖家通过参与速卖通（AliExpress）平台的推广促销活动所产生的 GMV，这些交易约有 65%是通过支付宝完成的。公司将对此项 GMV 收取约 5% 的费用作为收入。除了国际零售收入以外，2016 财年国际批发业务也贡献约 54.25 亿，主要来自于 alibaba.com 的广告及会员费收入。总体而言，国际电商收入占比远低于中国电商，但仍是公司第二大收入来源。

图十：2015-2016 财年阿里巴巴国际电商季度收入结构（百万人民币）



资料来源：公司资料，招银国际研究

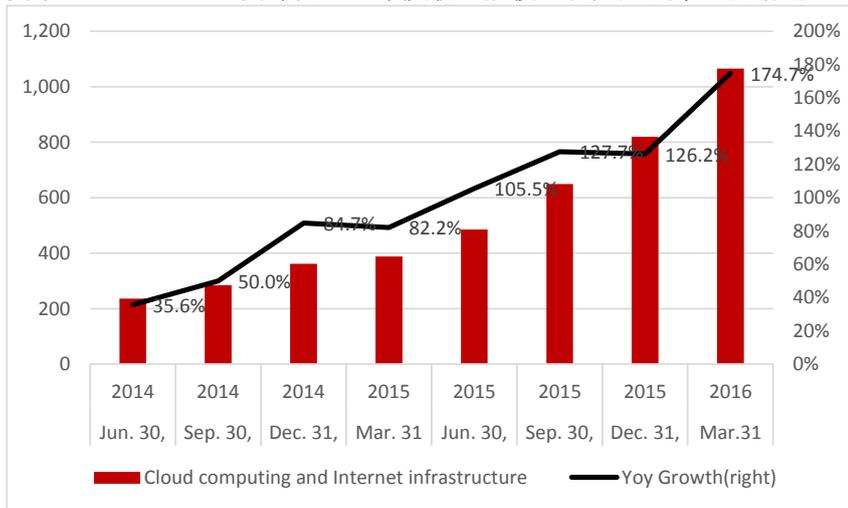
图十一：2015-2016 财年阿里巴巴国际电商季度收入规模（百万人民币）及增长



资料来源：公司资料，招银国际研究

**云计算服务：**主要收入来源为阿里云。阿里云创立于2009年，是中国当前收入规模最大的云计算平台，服务范围覆盖全球200多个国家和地区。在天猫双11全球狂欢节、12306春运购票等极富挑战的应用场景中，阿里云保持着良好的运行纪录。此外，阿里云广泛在金融、交通、基因、医疗、气象等领域输出一站式的大数据解决方案。2014年，阿里云曾帮助用户抵御全球互联网史上最大的DDoS攻击，峰值流量达到每秒453.8Gb。在Sort Benchmark 2015世界排序竞赛中，阿里云利用自研的分布式计算平台ODPS，377秒完成100TB数据排序，刷新了Apache Spark 1406秒的世界纪录。阿里云在全球各地部署高效节能的绿色数据中心，利用清洁计算支持不同的互联网应用。目前，阿里云在杭州、北京、青岛、深圳、上海、千岛湖、内蒙古、香港、新加坡、美国硅谷、俄罗斯、日本等地域设有数据中心，未来还将在欧洲、中东等地设立新的数据中心。根据2016财年公司业绩显示，阿里云收入同比增长290.6%至30.2亿元人民币，尽管占总收入比仍然很小，但却是公司各项细分收入中增长最快的业务。

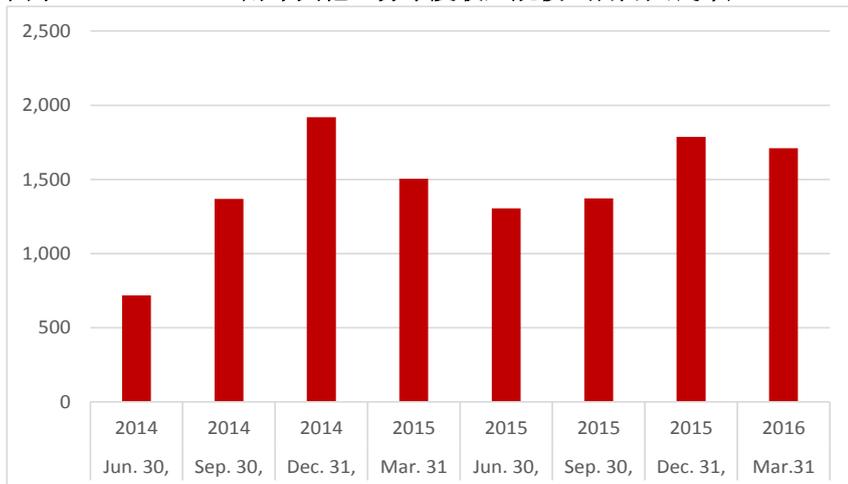
图十二：2015-2016财年阿里云季度收入规模（百万人民币）及增速



资料来源：公司资料，招银国际研究

**其他收入：**2016财年，公司其他收入同比增长32.7%至61.7亿元人民币，主要来自于早前全资收购且并表的子公司收入，如高德地图、UCWeb及优酷土豆等。

图十三：2015-2016财年其他业务季度收入规模（百万人民币）



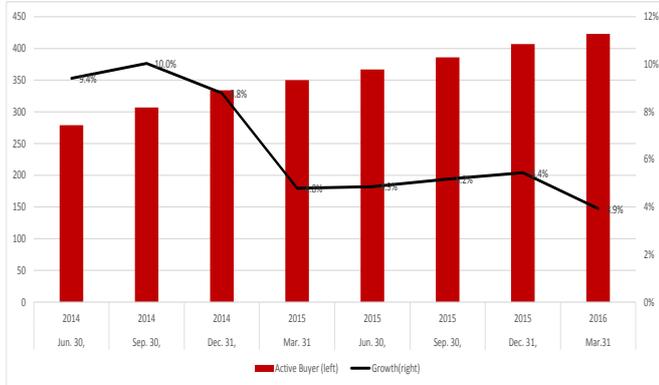
资料来源：公司资料，招银国际研究

## 核心竞争力

### 核心竞争力 1: 强大的电商生态圈, 全球最大的商业聚合体

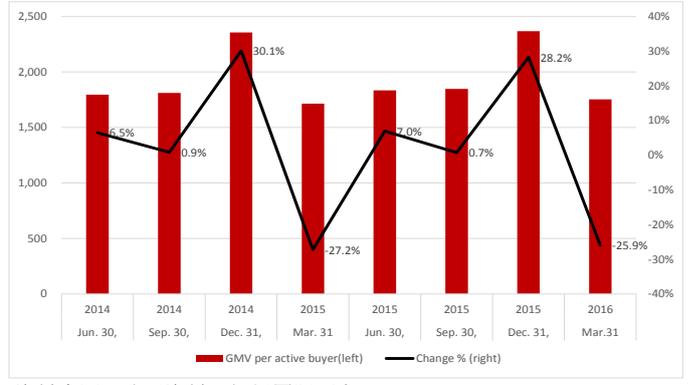
公司以电商平台为核心定位, 并在这一定位下构建出一个完整且强大的生态圈。成立之初, 公司就定下了“让天下没有难做的生意”的企业使命, 目标是帮助更多的小企业创业和发展。成立 15 年来, 公司一步步建立起消费电子商务、第三方网上支付、云计算等多个领域的行业标准, 在天猫、淘宝、阿里巴巴国际站、1688 等电子商务平台上聚集了千万量级的企业、个人卖家以及亿量级的消费者, 并带动了包括营销联盟、物流供货商、独立软件提供商等一系列互联网第三方服务商的发展, 奠定了整个电子商务生态系统的基础。截至 2016 财年第四季度, 公司电商平台拥有 4.23 亿活跃买家用户, 平均每一位活跃买家为阿里生态贡献收入 1754 元人民币, 是中国互联网行业内月度活跃用户数量仅次于腾讯微信及 QQ 的超级应用, 在货币化程度上更是远超百度及腾讯两个巨头, 可以说公司所构建的电商生态圈是当前国内最强大且高度商业化的聚合体。

图十四: 2015-2016 财年活跃买家数量 (百万)



资料来源: 公司资料, 招银国际研究

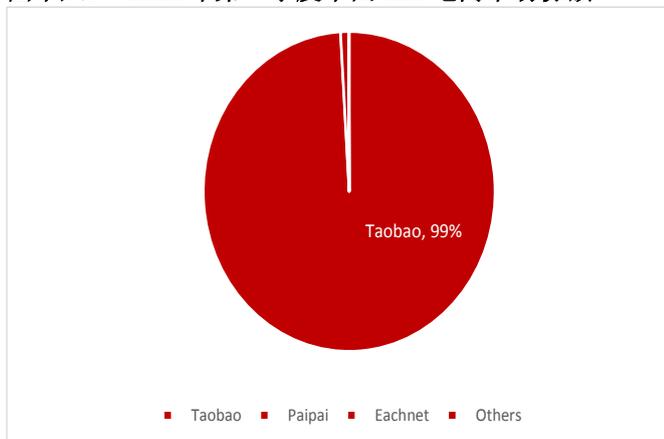
图十五: 同期买家人均交易金额 (元人民币)



资料来源: 公司资料, 招银国际研究

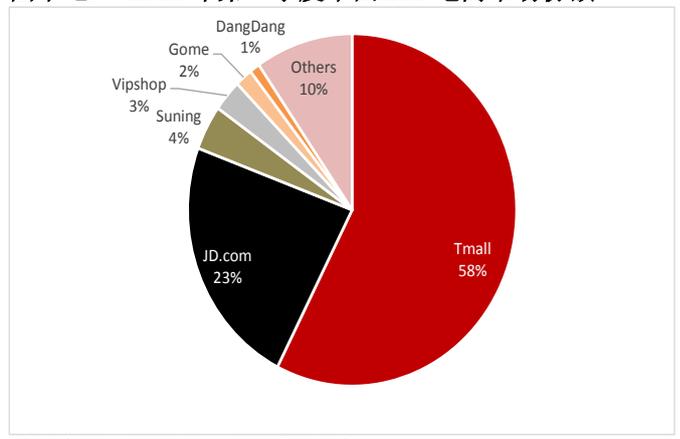
根据第三方统计所得, 公司两个电商平台淘宝及天猫分别占有国内 C2C 市场 99%及 B2C 市场 57.5%的市场份额。2016 财年, 淘宝平台 GMV 达 255.1 亿元人民币, 天猫 GMV 达 121.5 亿, 两者 GMV 之和约为国内电商 GMV 加总的 79%, 相当于同期中国全社会零售总额的 10%。我们可以认为, 经过 15 年来的高速发展, 电商领域的中国开创者阿里巴巴已经具备高度的市场统治力量。就平台体量而言, 公司这一电商生态圈已经超越沃尔玛, 成为全球交易规模最大的零售商业体。

图十六: 2016 年第一季度中国 C2C 电商市场份额



资料来源: 艾瑞咨询, 招银国际研究

图十七: 2016 年第一季度中国 B2C 电商市场份额



资料来源: 艾瑞咨询, 招银国际研究

### 核心竞争力 2：平台模式运营，轻资产高盈利

“世界上最大的零售商，却没有一分钱库存”，所描述的就是公司商业模式的特点。公司拥有最大的电商交易份额，但却没有真正拥有自己的物流队伍和仓库，也不参与自营，所有的物流需求都由社会化体系来完成，所有商品买卖由平台参与者自行完成。中国电商经历 20 年的发展，目前遇到的最大问题就是运输及土地成本上升。而公司这种平台模式没有传统物流行业的劳动力包袱，也没有品牌及流通行业的仓储成本，可以轻松地在品类上做到快速扩张，而自身仍然保持着高盈利轻资产的商业模式。

在资本市场中，公司与竞争对手京东（JD US）在 B2C 领域内的模式之争已经持续多年，至今仍然没有证据说明平台和自营到底哪一种模式更具发展潜力。但从基本面的情况来看，京东模式在 GMV 层面上获得了高速增长（2016 年第一季度剔除拍拍后增长 55%），但自营业务却依然无法做到盈亏平衡，其中主要原因就是高昂的履约成本。就发展潜力而言，选择京东模式，则不可避免地需要承担高速膨胀的人员和仓储费用。而反观公司的平台模式，尽管平台型经济和社会化物流体系短期内无法打造极致的用户体验（假货和物流时效性较低），但品类上仍然大大超越京东，且在盈利增长上表现优异，未来若菜鸟物流真正落地，配合适当的产品质检管控，则有机会逐步挑战京东的核心优势。因此，就投资决策的角度而言，京东模式所面临的是可持续发展问题；而平台模式是已经被验证成功的模式，它与京东模式的差距是有可能被弥补的。

### 核心竞争力 3：四流合一，真正实现闭环的生态系统

互联网行业自诞生至今，早已超越网络世界的范畴，渗透到了社会经济的方方面面。由于互联网行业的网络效应，使得信息流动的成本变得非常低廉。通过强大的信息优势，加上无与伦比的资本力量，互联网企业可以在实体经济的基础上打造“信息流、物流、人流及现金流”四流合一的聚合体。通过整合这四种企业资源，企业则能够真正实现闭环交易，成为一个自我循环自我增值的独立生态系统。而到目前为止公司是唯一一家拥有四流合一生态系统的互联网巨头。

- 1) 信息流：公司两个大型电商平台，坐拥巨量买家及商家用户，用户粘性强大，高度活跃，大部分用户行为都与交易息息相关，是当前互联网世界中最具有商业价值的用户群体。该平台买家每天所产生的点击、购买及反馈，商家的产品信息、销售动态及盈利状况，都为公司的生态系统提供了最有价值的信息流。除了电商领域内的流量以外，公司还通过外延扩张以求获得更多流量。为了弥补社交短板，公司投资了新浪微博、陌陌两家具有影响力的社交平台，还收购 UCweb 浏览器，未来还将打造集成化的智能手机系统 YunOS。通过电商平台的信息流，配合以社交等其他渠道的流量，公司拥有了巨量网络资源。
- 2) 物流：超级物流骨干网络的建设者菜鸟物流就是在公司的领导，由物流行业领军企业、金融及投资机构共同发起成立的。通过对物流的投资，公司铺平了“信息-物品流动”的管道。
- 3) 人流：除了线上的信息和物流系统，公司还广泛地投资本地信息服务、地理位置软件及零售商业，其中最著名的当属对银泰商业（1833 HK）的投资。通过对线下百货业的投资，公司正试图以互联网模式改造传统商业业态，引入“喵姐”及“西选”，使得线下人群在娱乐购物的同时产生更多的数据流和现金流，增强阿里生态圈对实体行业的控制力。
- 4) 现金流：具有开创性的支付宝于 2004 年诞生，是推动中国电商行业发展的一个里程碑。通过支付宝，公司掌握了所有的交易数据并获得了资金流动所带来的利息及残值。依托支付宝而成长起来的蚂蚁金服，已经大规模涉足保险、金融投资、货币基金及消费金融领域。2015 年，蚂蚁金服旗下支付宝目前仍旧垄断 47% 的第三方支付市场份额，交易规模约为 5.6 万亿元人民币，账户数量 4.5 亿，基金平台余额宝用户量 2.6 亿，

交易规模万亿级别，网商银行合作机构 80 万户，累计放款 450 亿元。毫无疑问，公司打通了资金流动的“大动脉”，通过金融体系连接了信息、物品及人流，真正地做到了闭环。

综上所述，公司是目前国内少有的，真正做到闭环的互联网龙头企业，“四流合一”的生态圈是公司获得长期业绩增长的最核心优势。有了这一基础，公司在扩张时期可以多点爆发，甚至可以轻易地改造实体行业；而在防守时期，只要四个环节没有被全部突破，任何竞争对手都难以凭借单一优势以颠覆公司的行业地位。

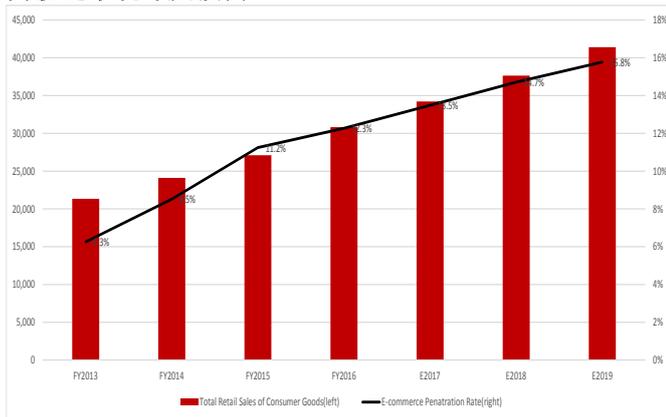
## 收入增长趋势

### 高峰已过，迈入稳定增长期的电商业务

经历数年的高速发展，中国电商行业已经进入了稳定增长阶段。2013 至 2016 财年（即 2012 年第二季度至 2016 年第一季度）国内全社会零售总额从 21.3 万亿增长至 30.8 万亿，而电商交易 GMV 则由 1.3 万成长至 3.8 万，电商渗透率由 6.3% 跃升至 12.3%。电商渗透率经历 2013-2014 年移动互联网浪潮已经迅速攀升，在没有新的流量导入及品类大幅扩张的情况下，结合当前国内经济形势判断，电商渗透率将可能维持每年 1-1.5 个百分点的提升直至 2018 年（即公司财务年度 2019 财年）达到 15-16% 的饱和水平。因此，国内电商交易规模已经跨越大规模增长阶段，开始步入稳定发展阶段。

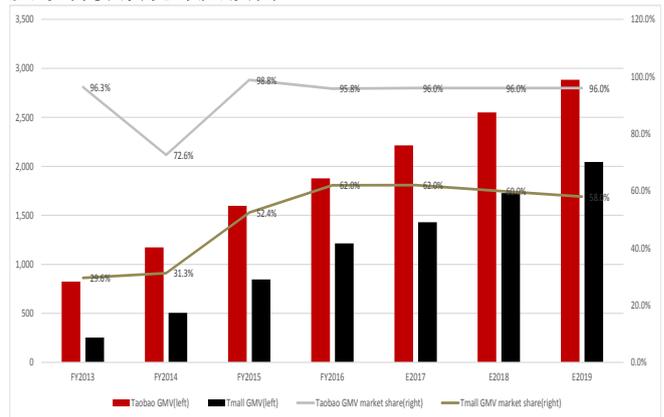
同时，随着人们需求的多样化及高端化，电商行业出现了升级分化的趋势。GMV 的增长从传统 C2C 领域转向 B2C，而在 B2C 领域内则涌现出大量细分领域的垂直电商，如京东、唯品会、聚美优品及当当等。当下，公司在 C2C 领域内继续保持龙头地位，2016 财年占据 96% 的市场份额，但相比去年同期下降约 3 个百分点；而在 B2C 公司占据 62% 的市场份额，相比去年同期提升 14.6 个百分点，龙头优势进一步增强。我们认为，随着国内消费升级，电商增速将进一步集中于 B2C 领域，鉴于该领域内的细分市场过多且竞争剧烈，很可能会摊薄天猫平台的交易份额。考虑到公司已有的体量，未来在 GMV 的层面上将很难重现高速增长。

图十八：2013-2019 年社会零售总额（十亿人民币）及电商渗透率统计及预测



资料来源：艾瑞咨询，万德咨询，招银国际研究

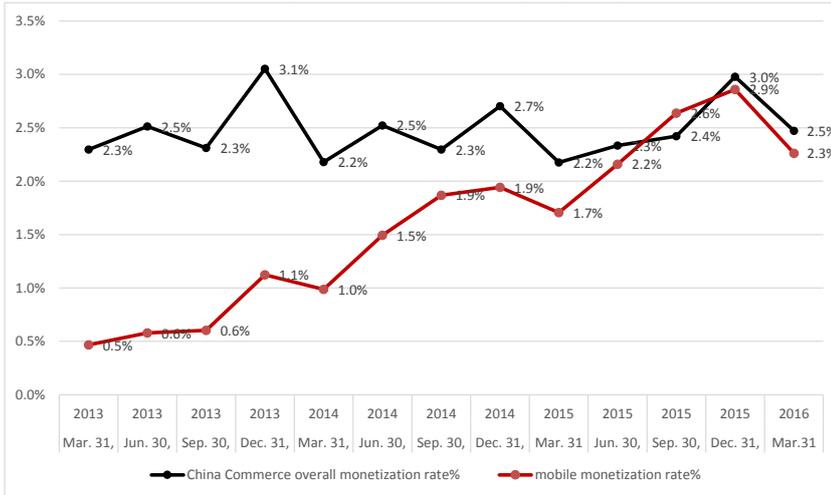
图十九：2013-2019 年淘宝及天猫 GMV（十亿人民币）及市场份额统计及预测



资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究

收入增长层面，公司总体货币化率于 2016 财年第四季度达到了 2.5%，上一季度则创下历史新高至 3%。该比率自 13 年以来一直稳定在 2-3%，反映公司收入增长（广告及扣点）与 GMV 的变化高度相关。当前公司拥有巨量商家，竞争剧烈的态势将可能触发更多的广告需求，而旗下天猫平台已经宣布涉足为第三方提供综合物流服务。因此，我们判断，公司在收入层面上的增长将可能随着货币化率的提升而超越 GMV 的成长。

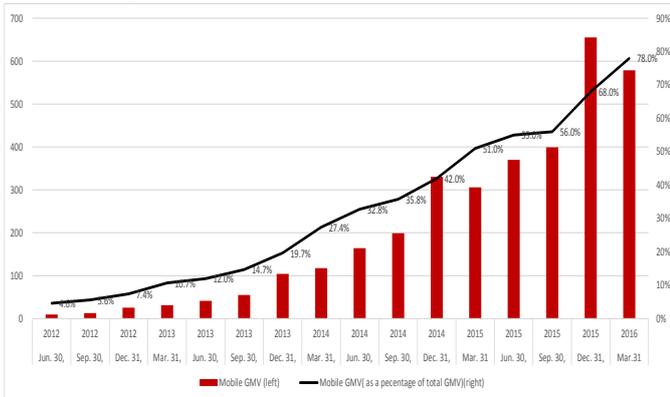
图二十： 2013-2016 财年公司总体及移动端货币化率



资料来源：公司资料，招银国际研究

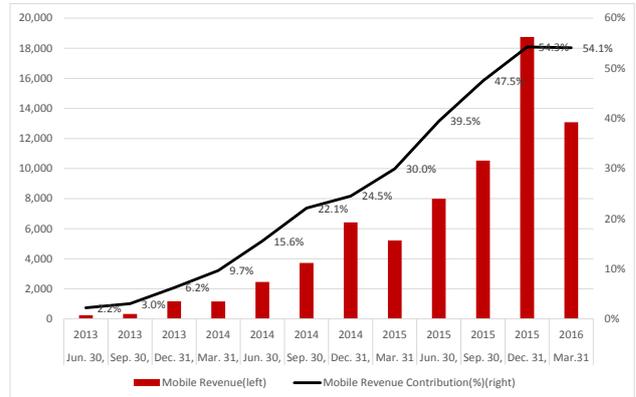
另外，移动购物日益普及，而移动端在搜索及展示类广告的定价上往往较 PC 端更高，因此公司移动端的货币化率一直略高于 PC。2013-2016 财年，公司移动端 GMV 一直保持高速增长态势，渗透率于 2016 财年第四季度达到了 78%，而来自移动端的收入占比也迅速提升至 54.3%。因此，移动渗透率的提升也将成为提升公司整体货币化率的一个重要动因。

图二十一： 2013-2016 财年移动端季度 GMV（百万人民币）及渗透率



资料来源：公司资料，招银国际研究

图二十二： 2013-2016 财年移动端季度收入（百万人民币）及占比



资料来源：公司资料，招银国际研究

### 爆发前夕的云计算服务——阿里云

公司云计算服务收入来自于旗下全资子公司阿里云。阿里云是当前全球领先的云计算技术及服务提供商，支撑着阿里巴巴电商、金融、物流、移动、数娱、健康等业务高速发展，同时将强大的计算能力开放分享给全社会，用6年的时间从单纯的数据及存储服务成长为具有生态雏形的云服务平台。2014年8月，阿里云提出“云合计划”，专注于SaaS与PaaS应用创新，为企业客户完成向“云服务+业务应用”的模式转换。2015年阿里云全球9个数据中心从中国向海外扩展服务，首批合作伙伴为迪拜 Meraas 集团、Equinix 公司、电讯盈科（8 HK）、LINKBYNET、香港名气通等技术型企业。

图二十三： 阿里云发展历程



资料来源：赛迪智库

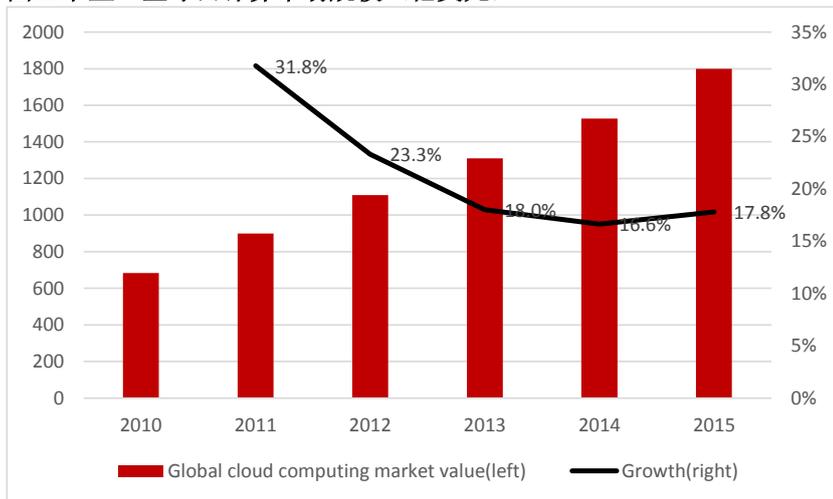
图二十四： 阿里云生态体系



资料来源：赛迪智库

随着互联网的普及，用户间产生巨量数据。而企业为了适应新的管理模式，将会增加对数据存储、交互和挖掘等管理需求。这种需求始于最基础的私有云，然后拓展至公有云，随后在平台型服务的基础增加对应用的需求。根据阿里研究院统计，2015年全球云计算市场规模已达到1800亿美元，而国内公有云服务总体规模仅为255亿元人民币，仅占全球总量的3%。证明国内对于云计算服务的需求仍处于爆发前夕，市场空间巨大。

图二十五： 全球云计算市场规模（亿美元）



资料来源：阿里研究院，招银国际研究

### 阿里云的竞争优势：

- 1) 承载电商平台发展，技术积累深厚。2015年双十一当天，阿里云支撑了支付宝8.59万笔/秒的交易峰值，大幅超越了Visa和MasterCard的实际处理能力。同时，阿里云跨越了1000公里实现异地多活，双十一所有数据同步控制在1秒以内，数据处理能力行

业领先。2014年12月阿里云“云盾服务”帮助一家知名游戏公司抵御了峰值流量达453.8Gb/秒的DDoS攻击。

- 2) 具有互联网经验及服务，且具有本土化思维。
- 3) 丰富的生态资源。阿里云的用户不仅有机会分享阿里云的技术资源，也能够分享行业甚至阿里生态体系其他合作企业的资源。

综上所述，阿里云具有先发优势，在技术及资源上领先国内同业。目前行业仍然处于增长初期，阿里云拥有广阔的增长空间，将有机会逐步发展成为拉动公司总体收入的动力之一。

图二十六：阿里云产品分类及收费细节

服务类别	具体服务名称	最低收费
云计算	弹性运算服务	Rmb40.8/月
	云服务器租赁	
数据服务	数据库服务	Rmb164/月
	对象存储OSS	Rmb0.14/GB
存储及CDN	数据传输	Rmb0.26/GB
	文件存储	测试中
	大数据计算服务	Rmb0.0192/GB/天
大规模运算	批量运算	Rmb0.08/核/一小时
	E-MapReduce	基于服务平台上选购使用
	数据安全服务(云盾)	Ddos防护/态势感知/Web应用防火墙
应用服务	加密、证书及反欺诈	免费开通
	安骑士(服务器安全)	Rmb100/月,包年85折
	日志服务	平台上免费使用
	开放搜索	Rmb39/月
互联网中间件	媒体转码	按内容时长计算流量使用费用
	物联网套件	测试中
	企业级分布式应用服务	按照地理区域分布,最低Rmb1000/月
移动服务	分布式关系型数据服务	Rmb0.2/小时, 8core8g
	移动数据分析	测试中免费使用
视频服务	视频点播	平台客户免费使用
	视频直播	平台客户免费使用
域名及网站	云虚拟主机	Rmb55/月-5G网页空间+1024M数据库+512M内存+单核CPU+1M带宽
	云解析	基础版包月费用Rmb90/月
	企业建站	平台客户免费使用
	云邮箱	平台客户免费使用

资料来源：公司资料，招银国际研究

### 互联网金融先锋——阿里帝国皇冠上的瑰宝，蚂蚁金服

蚂蚁金服旗下业务是由第三方支付平台“支付宝”、货币基金理财工具“余额宝”、移动理财平台“蚂蚁聚宝”、消费金融“蚂蚁花呗”、个人征信“芝麻信用”、股权众筹平台“蚂蚁达克”、虚拟银行“网商银行”以及PaaS服务“蚂蚁金融云”等9个业务板块组成。

图二十七：蚂蚁金服业务结构



资料来源：公司资料

2015年底支付宝用户突破4.5亿，合作金融机构超20万家，完成交易额5.6万亿，占据47.7%的第三方支付市场，是国内支付行业的真正龙头。余额宝用户已经超过2.6亿，累计为用户带来了近500亿元收益。蚂蚁金服与保险公司合作的退货运费险，累计用户突破了3.1亿，账户安全险累计用户超过了1.2亿。2010-2015年蚂蚁金服累计为270多万小微经营者累计提供贷款超过6000亿元。在个人征信方面，截止2015年底，芝麻信用已经提供了超过3亿次的信用查询和金融服务，与最高人民法院合作联合惩戒老赖超过22万人。

图二十八：2013-2015年中国互联网第三方支付市场格局（十亿人民币）

	2013	2014	2015
第三方网络支付市场规模	5,373	8,077	11,867
增速		50.3%	46.9%
第三方网络支付市场份额			
<b>Alipay</b>	<b>48.7%</b>	<b>50.0%</b>	<b>47.7%</b>
Tenpay	19.5%	19.5%	20.0%
99bill	6.7%	6.8%	6.9%
ChinaPHR	5.9%	5.2%	5.0%
Chinapay	10.8%	11.4%	10.9%
Yeepay	3.4%	3.2%	3.3%
IPS	2.9%	2.7%	1.2%
Others	2.1%	1.6%	5.0%
各支付公司实际交易规模			
<b>Alipay</b>	<b>2,617</b>	<b>4,038</b>	<b>5,661</b>
Tenpay	1,046	1,571	2,373
99bill	362	547	818
ChinaPHR	316	420	591
Chinapay	580	921	1,296
Yeepay	182	258	396
IPS	157	215	139
Others	113	132	593

资料来源：艾瑞咨询，招银国际研究

蚂蚁金服早于公司上市前已进行分拆，目前公司拥有37.5%的蚂蚁金服利润分配权。2016年4月蚂蚁金服宣布完成B轮融资，融资45亿美元。市场预计蚂蚁金服将可能于2017-2018年登陆国内资本市场，而国内法律并未允许境外机构持有国内金融服务公司股权，因此蚂蚁金服国内上市IPO将可能为公司带来一次性的股权回报。但如果国内法律允许外资进入，则公司占有蚂蚁金服37.5%的收益分配权将会被摊薄，最终被转化为二级市场股权。

图二十九：蚂蚁金服财务数据（亿元人民币）

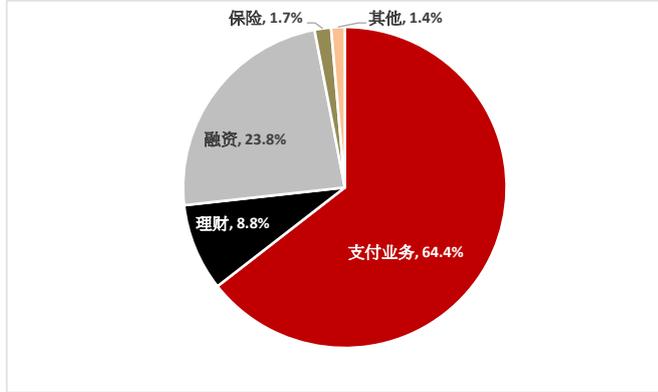
财务年度截止于12月31日	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017E
收入	71.3	135.5	249.9	320.8	419.5
支付业务	70.2	118.2	161.1	202.1	251.7
理财	1.1	16.4	22.0	32.1	54.5
融资	0.0	1.0	59.4	73.8	96.5
保险	0.0	0.0	4.1	9.6	12.6
其他	0.0	0.0	3.4	3.2	4.2
收入占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
支付业务	98.5%	87.2%	64.4%	63.0%	60.0%
理财	1.5%	12.1%	8.8%	10.0%	13.0%
融资	0.0%	0.7%	23.8%	23.0%	23.0%
保险	0.0%	0.0%	1.7%	3.0%	3.0%
其他	0.0%	0.0%	1.4%	1.0%	1.0%
净利润	24.2	33.7	48.8	75.8	124.5
净利润率	33.9%	24.8%	19.5%	23.6%	29.7%

资料来源：公司资料，招银国际研究

根据所披露的财务数据显示，2015年蚂蚁金服总收入达249.9亿元人民币，其中支付业务占比64.4%，金融投资占比23.8%，理财占比8.8%，保险及其他业务分别占比为1.7%及1.4%。全年利润总额为48.9亿，净利润率达19.5%。若按照我们所预测的利润，当前580亿美元的估值相当于蚂蚁金服2016及2017年的50倍及30倍。我们认为，蚂蚁金服是阿

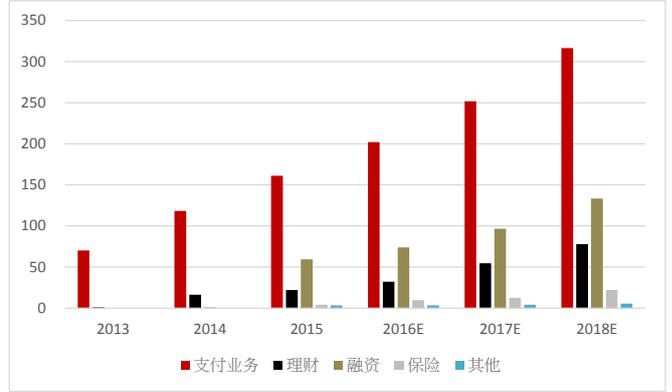
里巴巴体系中最重要资产之一。在互联网金融领域，蚂蚁金服的先发优势相当明显，而且得到阿里系的全方位扶持（电商平台的培育、阿里系的资金、阿里云的底层技术等），目前已经成为国内收入规模最大且盈利能力最强的互联网金融服务公司，随着后续资本实力的增强，蚂蚁金服将有望继续获得高速增长，成为阿里体系中的下一代淘宝天猫类型的金融服务平台。

图三十：2015年蚂蚁金服收入结构



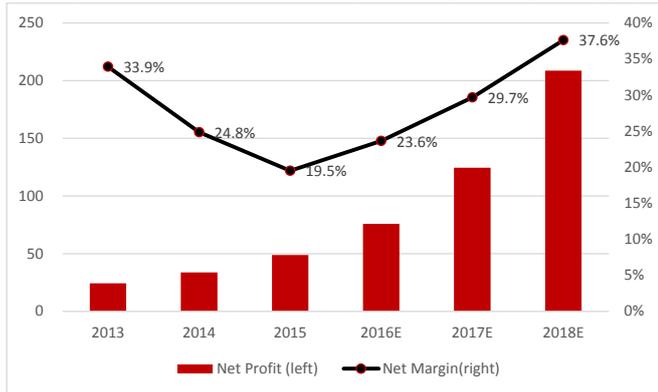
资料来源：公司资料，招银国际研究

图三十一：2013-2018年蚂蚁金服分类收入(亿元人民币)



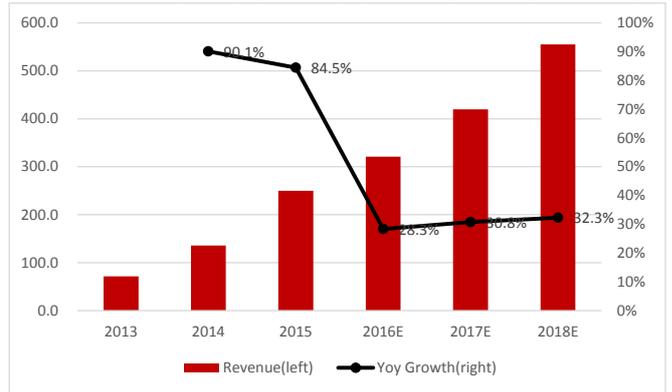
资料来源：公司资料，招银国际研究

图三十二：蚂蚁金服净利(亿元人民币)及净利润率预测



资料来源：公司资料，招银国际研究

图三十三：蚂蚁金服收入(亿元人民币)及收入增长预测



资料来源：公司资料，招银国际研究

## 财务分析

### 收入及盈利预测:

**收入规模预测:** 2016 财年公司收入首次突破千亿规模达到 1,011 亿元人民币, 我们认为其电商业务稳定发展, 云计算收入快速增长, 2017、2018 及 2019 财年公司收入将分别增长至 1,383 亿、1,792 亿及 2,245 亿元, 年均复合增速为 30.4%。

**中国电商零售及批发业务 GMV 预测:** 我们估计, 2017、2018 及 2019 财年全社会零售总额维持 10.3% 的年均复合增速, 而零售电商渗透率于 2019 财年达到 15.8%, B2C 和 C2C 的份额于 2017 年开始强弱转换, 淘宝市场份额维持在 96%, 而天猫份额则轻微下跌至 2019 财年的 60% (剩余 30% 为京东, 10% 为余下细分龙头所有)。根据以上假设, 我们预测淘宝 GMV 将于 2017、2018 及 2019 财年分别达到 221、255 及 288 亿元人民币, 年均复合增速为 15.4%; 我们预计天猫则分别达到 148、179 及 212 亿, 年均复合增速为 20.3%。

图三十四: 中国电商零售业务 GMV 预测 (十亿人民币)

Year End Mar 31	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E	FY2019E	CAGR
<b>Total Retail Sales of Consumer Goods</b>	27,103	30,824	34,215	37,636	41,400	10.3%
growth rate %	12.5%	13.7%	11.0%	10.0%	10.0%	
E-commerce Percentage %	11.2%	12.3%	13.5%	14.7%	15.8%	
BABA's Share of TRSC %	9.0%	10.0%	10.8%	11.5%	12.1%	
BABA's Share of China E-gmv %	80.2%	81.8%	80.0%	78.3%	76.6%	
<b>GMV</b>						
<b>China E-commerce GMV (bn Rmb)</b>	3,048	3,781	4,613	5,535	6,532	20.0%
growth rate %	48.4%	24.0%	22.0%	20.0%	18.0%	
<b>B2C GMV (bn Rmb)</b>	<b>1,432</b>	<b>1,821</b>	<b>2,306</b>	<b>2,878</b>	<b>3,527</b>	24.7%
percentage of whole GMV	47.0%	48.2%	50.0%	52.0%	54.0%	
<b>C2C GMV (bn Rmb)</b>	<b>1,616</b>	<b>1,960</b>	<b>2,306</b>	<b>2,657</b>	<b>3,005</b>	15.3%
percentage of whole GMV	53.0%	51.8%	50.0%	48.0%	46.0%	
<b>TAOBAO GMV (bn Rmb)</b>	<b>1,597</b>	<b>1,877</b>	<b>2,214</b>	<b>2,551</b>	<b>2,884</b>	15.4%
MKS%	98.8%	95.8%	96.0%	96.0%	96.0%	
<b>Tmall GMV (bn Rmb)</b>	<b>847</b>	<b>1,215</b>	<b>1,476</b>	<b>1,785</b>	<b>2,116</b>	20.3%
MKS%	52.4%	66.7%	64.0%	62.0%	60.0%	

资料来源: 公司资料, 招银国际研究

2016 财年公司中国电商零售业务总体货币化率为 2.6%, 随着移动化率的提升及消费升级, 该比率将可能持续提升。我们预测 2017、2018 及 2019 年货币化率将分别提升至 3%、3.2% 及 3.4%, 从而推算出中国电商零售业务收入维持 28.7% 的年均复合增长, 于 2019 财年达到 1706 亿元人民币。

图三十五: 中国电商收入增长预测 (百万人民币)

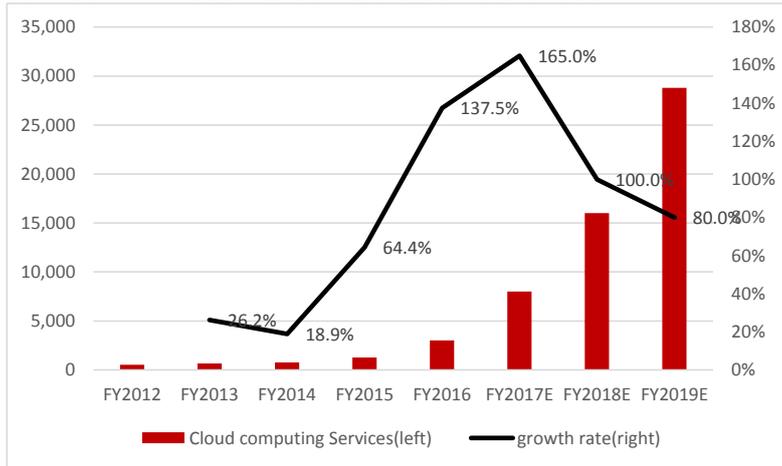
Year End Mar 31	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E	FY2019E	CAGR
<b>China Commerce (mn Rmb)</b>	<b>62,937</b>	<b>84,321</b>	<b>114,750</b>	<b>145,770</b>	<b>176,314</b>	29.4%
China commerce retail business	59,732	80,033	110,033	140,582	170,607	28.7%
Online marketing services	37,509	52,396	66,425	86,706	105,015	
growth rate%	26.2%	39.7%	26.8%	30.5%	21.1%	
percentage% as of china retail	62.8%	65.5%	57.9%	59.5%	59.6%	
Commission	21,201	25,829	36,903	46,400	57,140	
growth rate%	76.3%	21.8%	42.9%	25.7%	23.1%	
percentage% as of china retail	35.5%	32.3%	28.0%	28.0%	28.0%	
others	1,022	1,808	1,989	2,287	2,745	
growth rate%	-5.4%	76.9%	10.0%	15.0%	20.0%	
percentage% as of china retail	1.7%	2.3%	1.8%	1.6%	1.6%	
China commerce wholesale business	3,205	4,288	4,717	5,188	5,707	
revenue market share%	8.7%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	
growth rate%	39.3%	33.8%	10.0%	10.0%	10.0%	

资料来源: 公司资料, 招银国际研究

**国际电商：**我们预测国际电商零售业务总体交易金额保持 25%的年均复合增速，货币化率维持约 3-3.5%，国际批发业务维持 10%的增速，由此推算出国际电商业务（零售+批发）收入将于 2017、2018 及 2019 财年分别增长至 87.2 亿元、100 亿元及 115 亿元，年均复合增速为 14.7%。

**云计算业务：**云计算业务一直保持着快速增长，2016 财年该项业务收入同比增速高达 137.5%，但收入占比仍然只有 3%。我们预计云计算业务将进入快速增长周期，年均复合增速将到 112%，分别于 2017、2018 及 2019 财年达到 80 亿、160 亿及 288 亿，2019 财年该项业务的收入占比将超过 10%。

图三十六： 云计算业务收入增长预测（百万人民币）

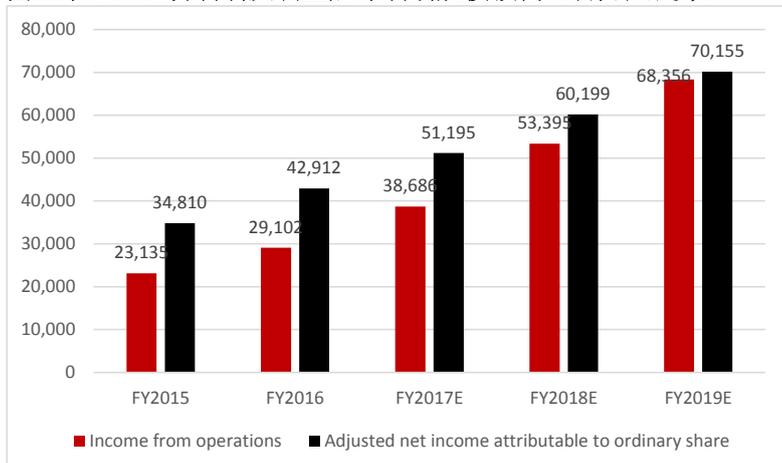


资料来源：公司资料，招银国际研究

**其他业务：**我们预计 2017、2018 及 2019 财年维持 8.3%的年均复合增速，收入规模于 2019 财年达到 78 亿元人民币。

**经营利润及调整后净利润预测：**2016 财年来自于阿里影业及阿里医疗的股权增值等非现金收入 501 亿，期权费用支出约 161 亿，摊销支出 53 亿，IPO 股东售股费用 2.6 亿。若剔除以上等非现金支出及收入，则 2016 年调整后归属股东净利润为 429 亿。我们预计，2017、2018 及 2019 财年公司经营利润将分别达到 387 亿、534 亿及 684 亿元人民币，同比增长 32.9%、38%及 28%，快于总体收入的增速，反映总体货币化程度提升的假设。2017、2018 及 2019 财年公司调整后归属股东净利润将分别达到 512 亿、602 亿及 702 亿，同比增速分别为 19%、18%及 17%。

图三十七： 经营利润及调整后净利润规模预测（百万人民币）



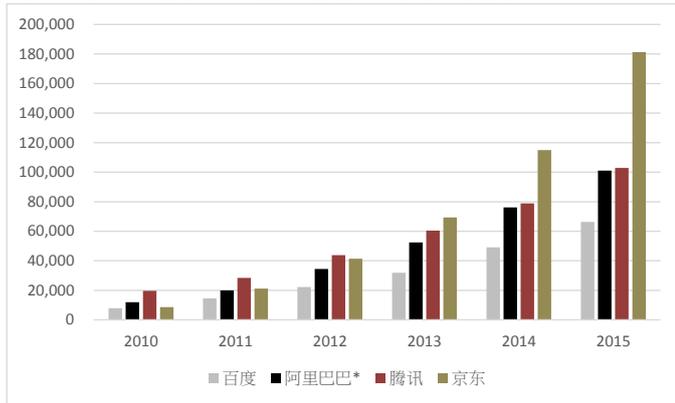
资料来源：公司资料，招银国际研究

**运营及财务分析：**

**收入及利润增长趋势对比分析**

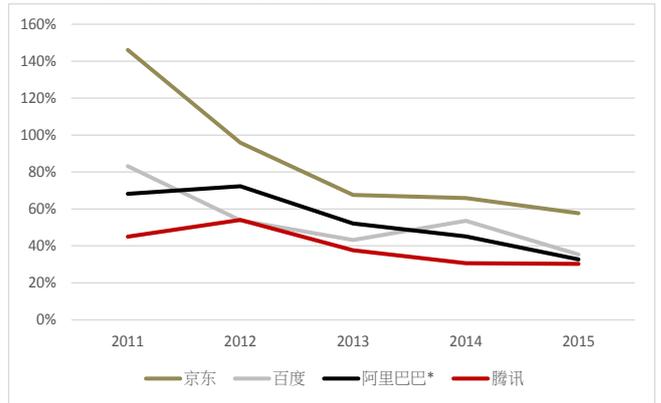
为了更好地分析公司的财务情况，我们挑选在体量上与公司相当的互联网巨头腾讯（700 HK）及百度（BIDU US）作为对比。从商业模式而言，腾讯的效果广告、百度的搜索引擎广告和公司的在线广告模式同属一类，无论是货币化模式还是盈利能力上都比较类似。除此以外，我们也挑选 B2C 的同业京东（JD US）作为参考对象，但虽同属电商两者的商业模式完全不同。由于京东以自营业务为收入主要来源，因此其收入规模也大大地超过阿里巴巴、百度及腾讯。从收入的增速而言，四家企业都进入了增速放缓期，但京东依然保持着较为高速的成长性，公司的收入增长则回落至 32.7%，与其他两家巨头相似。

**图三十八：国内同业收入规模（人民币百万元）**



资料来源: 彭博, 招银国际研究  
\*阿里巴巴年结日为 3 月 31 日, 其他公司为 12 月 31 日。

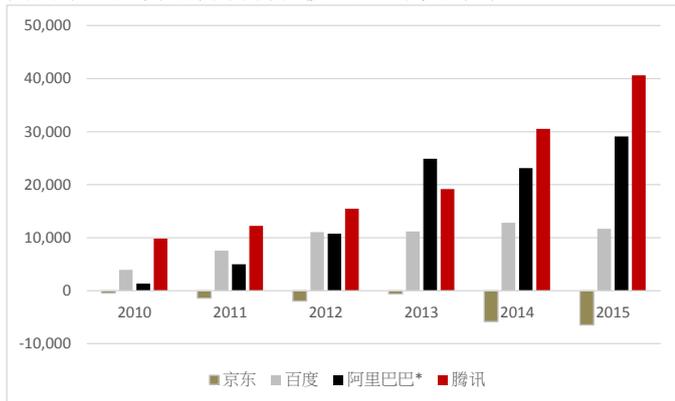
**图三十九：国内同业收入增长 (%)**



资料来源: 彭博, 招银国际研究

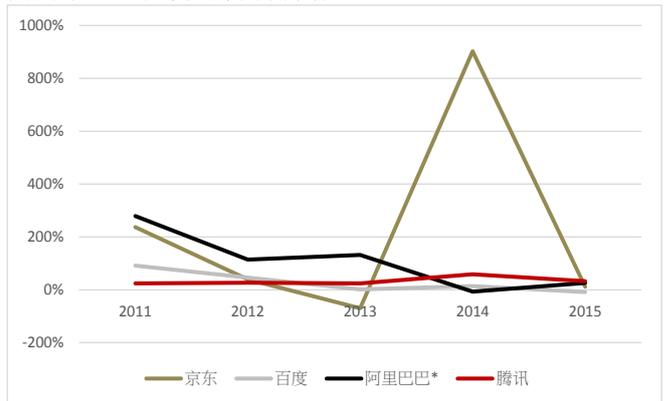
从经营利润的角度来看，2015 年（即公司 2016 财年）公司利润规模达到 291 亿元人民币，仅次于腾讯但远超百度。相比之下，由于较高的履约成本，京东的经营利润自 2010 年以来一直为负，而且亏损也随着资产投入及收入增长进一步扩大。这一数据趋势说明了京东与阿里模式在财务上的差异，而且短期内这一趋势将难以发生重大改变。

**图四十：国内经营利润规模（人民币百万元）**



资料来源: 彭博, 招银国际研究  
\*阿里巴巴年结日为 3 月 31 日, 其他公司为 12 月 31 日。

**图四十一：国内经营利润增长**

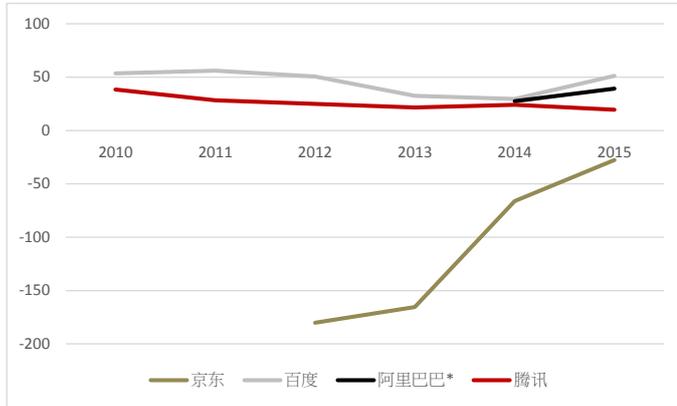


资料来源: 彭博, 招银国际研究

### 盈利能力对比分析

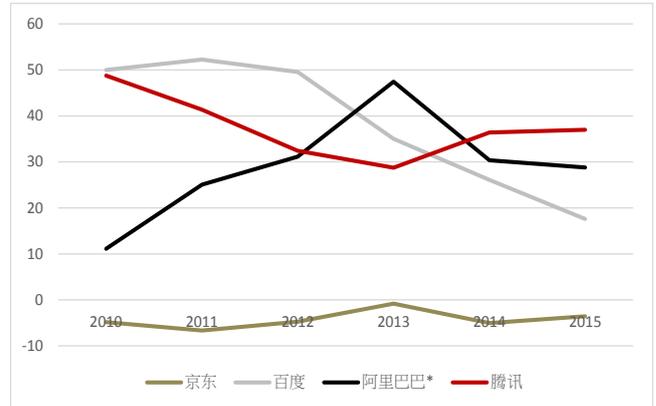
从 ROE 来看，公司的盈利能力较同业稳定，2014 及 2015 年分别达到 27.5% 及 39.3%，仅次于百度。经营利润率方面，2015 年达到 28.8%，水平处于腾讯及百度之间，但波动性较大。相对于京东，公司一直保持较高的盈利能力，而京东则仍未能摆脱高昂人工及仓储费用的拖累，ROE 及经营利润率分别为-27.6% 及-3.6%。

图四十二：国内同业 ROE (%)



资料来源：彭博，招银国际研究  
\*阿里巴巴年结日为3月31日，其他公司为12月31日。

图四十三：国内同业经营利润率 (%)

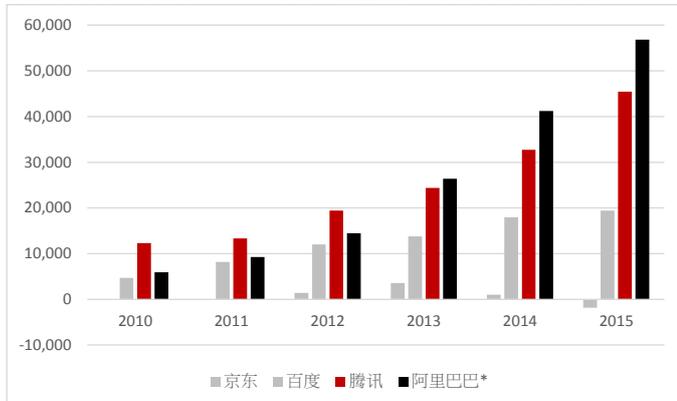


资料来源：彭博，招银国际研究

### 现金流对比分析

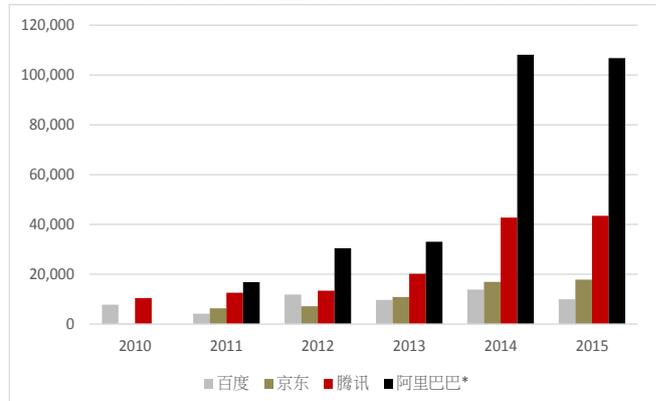
互联网行业的商业模式以高成长性为基本特征，但要维持高速增长，就必须以超前的眼光对行业进行布局，更多时候需要对新兴业务及技术进行大规模的投资。随着流量人口红利的消亡，互联网的竞争从纯粹的流量市场转向了各个细分领域，包括 O2O、打车、旅游等，由于同质化程度有所提升，对于市场份额的争夺逐步出现了资本密集型的特征，导致互联网公司对于现金需求高度敏感，可以说现金对于当今的互联网公司而言就如同“战争中的军火战备”。根据财务资料显示，公司于 2015 年期末持有现金及现金等价物总值 1,068 亿元人民币，百度同期持有约 100 亿现金，腾讯约 454 亿，京东则手握 179 亿人民币，因此公司的现金资源超过了剩余三家的总和。从经营性现金流的角度来看，同业公司基本呈现现金流正流入趋势，而公司于 2015 年获得了 568 亿元的正流入，超越百度京东及腾讯，是 BATJ 中经营现金流表现最好的公司。

图四十四：国内同业经营性现金流（人民币百万元）



资料来源：彭博，招银国际研究  
\*阿里巴巴年结日为3月31日，其他公司为12月31日。

图四十五：国内同业现金持有规模（人民币百万元）



资料来源：彭博，招银国际研究

## 估值:

公司旗下拥有阿里影业(1060 HK)、阿里健康(241 HK)、蚂蚁金服、菜鸟物流、口碑网及新浪微博(WB US)等战略投资公司。其中蚂蚁金服估值测算为580亿美金,考虑到上市后公司持有权益被摊薄的可能性,我们按照33%的权益占比来估算公司持有蚂蚁金服的价值。通过测算,公司战略投资标的总值约289亿美金,相当于每股12美元。

图四十六: 公司旗下控股公司价值测算(百万美元)

	Market Cap.	Shareholding	BABA Holding Value
 阿里巴巴·影业集团 Alibaba Pictures	5,768	49.50%	2,855
 AliHealth 阿里健康	5,574	38%	2,118
 蚂蚁金服 ANT FINANCIAL	57,951	33%	19,124
 CAINIAO 菜鸟	6,200	47%	2,914
 口碑 koubei	未上市	50%+蚂蚁金服持有50%	500
 新浪微博 weibo.com	4,680	30%	1,404
<b>Total</b>	<b>80,173</b>		<b>28,915</b>

资料来源: 公司资料, 招银国际研究

根据DCF估值法,我们求得公司估值结果为95美金,相当于公司2017、2018及2019财年调整后每股盈利的30、26及22倍。由于公司除了自有业务以外,仍有部分控股公司。因此当我们计算公司总体价值时也需要考虑控股公司的价值。经测算,公司旗下所投资的股权加总现值约美金289亿,相当于每股拥有12美元的价值。综上所述,DCF估值结果加上战略投资公司价值加总,我们求得公司目标价为107美元,首次评级买入。

图四十七: DCF估值及分部估值结果

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>(in millions RMB)</b>											
Net cash provided by operating activities	55,761	65,356	75,787								
Less: Purchase of property, equipment and intangible assets (excluding land use rights and construction in progress)	(14,000)	(12,500)	(11,500)								
FCF growth rate(%)		26.6%	21.6%	10.0%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	1.0%
Free cash flow	41,761	52,856	64,287	70,716	77,787	81,677	85,761	90,049	94,551	99,279	100,271
FCF CLA	41,761	47,278	51,433	50,605	49,790	46,762	43,917	41,246	38,738	36,381	1,037,995
											937,724
WACC	11.8%										
Long term growth rate%	1.0%										
valuation											
SUM OF FCF CLA	1,485,906										
( Net Cash )	(85,553)										
( Non Control Shareholder Interest )	32,468										
Share Value	1,538,990										
Outstanding Share Number	2,474										
Fair Value (Rmb)	622.1										
Fair Value (US\$)	95										
Investment Portfolio Value	28,915										
Per share Number (US\$)	12										
SOTP Target Price (USD)	107										

资料来源: 公司资料, 招银国际研究

同业中，我们选取了腾讯及百度作为巨头级别的中国互联网公司估值参照物，BAT 估值水平差异不大，其中 BAT 三家公司 2017 年预估 PE 均值达到 22.3 倍，PS7.9 倍，PEG 为 0.9，而公司就 PE 而言略低于腾讯及百度，PS 与腾讯相近。就全球范围而言，同属巨头级别的 FB 及亚马逊估值水平则高于公司。其中电商同业亚马逊 2017 年 PE 达 46.4 倍，显著地超越公司。微博（WB US）及网易（NTES US）是两家具具有广告及游戏属性的中概公司，尽管市值远低于公司，但商业化模式上与公司相近。其中 2017 年微博预估 PE 为 28.9 倍，高于公司估值。

由于公司为中国电商行业龙头，因此我们也选取了聚美优品（JMEI US）、京东（JD US）、当当网（DANG US）、国美（493 US）及苏宁云商（002024 CH）为国内电商同业的估值参考标的。就平均估值而言，中国电商 2017 年预估 PE 均值为 45，PS 均值为 0.5，其中 PE 均值较高及 PS 均值低下的原因为绝大部分国内电商同业标的采用自营模式，因此收入规模巨大而普遍利润率较低或者处于亏损状态，无法与公司的平台模式相对比。

B2B 是公司的初始业务，尽管收入贡献已经不大，但仍属重要业务。由于两家 A 股上市公司估值较高，拉高了整体估值体系。实际上港股上市公司慧聪网（2280 HK）2017 年预估 PE 为 19.4 倍，与公司当前估值相近。

综上所述，公司与国内顶级互联网企业相比，估值并未显著偏离。而从 PE 的角度而言甚至低于腾讯及百度。对比全球顶级互联网公司，尽管公司的 GMV 早已超越亚马逊，但估值仍难以高攀亚马逊。对比国内电商，公司的商业模式首先保证了具有产生正向现金流的能力，在行业增长遇到瓶颈之时，有能力保证自身的可持续性发展，因而在估值体系上与国内电商同业形成了完全不同的估值模式。总体而言，我们认为公司属于中国互联网顶级企业，利润增长趋势将会随着货币化程度的提升而愈加显著，且战略投资标的的价值尚未被市场客观评估，因此总体估值尚有进一步提升的空间。我们按照分部估值加法所得目标价估值为 107 美元，首次评级为买入。

图四十八：同业估值对比

BAT	Price	Trading Currency	Current Market Cap.(US\$mn)	FY2015PE	E2016PE	E2017PE	FY2016PS	E2017PS	PEG	PB
BABA US Equity	82.0	USD	204,613	58.5	25.6	20.3	13.1	9.7	0.9	6.1
700 HK Equity	173.3	HKD	210,361	44.0	31.2	25.7	12.2	9.2	1.0	10.9
BIDU US Equity	178.5	USD	61,820	13.6	25.9	21.0	5.9	4.7	0.8	4.9
Average				38.7	27.6	22.3	10.4	7.9	0.9	7.3
<b>Global Internet</b>										
GOOG US Equity	735.7	USD	509,293	NA	21.1	18.7	NA	6.9	1.2	NA
FB US Equity	118.8	USD	340,177	73.3	31.3	25.7	17.0	12.2	0.8	7.2
AMZN US Equity	722.8	USD	341,033	296.6	61.6	46.4	3.0	2.4	0.9	23.1
EBAY US Equity	24.5	USD	28,102	13.3	13.0	12.0	2.7	3.2	1.3	4.4
WB US Equity	26.6	USD	5,656	114.5	42.6	28.9	11.2	8.8	0.7	8.8
NTES US Equity	177.8	USD	23,382	19.6	16.0	14.1	5.7	4.4	0.6	5.0
Average				103.5	30.9	24.3	7.9	6.3	0.9	9.7
<b>E-commerce Peers</b>										
JMEI US Equity	5.2	USD	757	43.4	14.3	8.3	0.7	NA	NA	1.3
VIPS US Equity	11.7	USD	7,795	27.2	16.3	13.7	1.0	0.9	0.3	11.1
JD US Equity	24.6	USD	34,059	NA	291.3	97.4	0.9	0.8	0.9	7.5
DANG US Equity	6.3	USD	516	84.6	1.3	0.9	0.4	0.3	NA	3.8
493 HK Equity	0.9	HKD	2,695	NA	11.4	10.4	NA	0.2	NA	NA
002024 CH Equity	11.0	CNY	12,441	89.5	NA	139.5	0.6	NA	NA	2.7
Average				61.2	66.9	45.0	0.7	0.5	0.6	5.3
<b>B2B Peers</b>										
GSOL US Equity	8.6	USD	205	15.5	NA	NA	1.4	NA	NA	1.4
2280 HK Equity	4.3	HKD	513	46.9	22.3	19.4	2.8	2.4	NA	1.3
002095 CH Equity	53.0	CNY	2,048	868.8	278.9	170.9	72.0	56.7	NA	26.8
002315 CH Equity	63.0	CNY	1,132	61.0	48.5	32.3	14.3	11.4	NA	3.8
Average				248.0	116.5	74.2	22.6	23.5	NA	8.3

资料来源：彭博，招银国际研究

## 风险:

1. 对于淘宝及天猫平台上的产品服务销售质量问题一直是公司无法回避的核心风险。若品质问题无法得到有效的管控,则将严重影响公司生态系统的长期健康发展,最终将破坏公司的长期投资价值。
2. 来自美国证券监管机构的管制风险将可能导致公司股价大幅波动。2016年5月25日美国证券交易委员会(SEC)发起针对公司是否违反联邦证券法的问询,质疑其子公司的会计方法及双十一的交易数据,引发股价大幅下挫。但公司在年报中清晰解释了合并报表的政策与实践,积极应对SEC审查。截止目前,SEC并未查实任何问题,且评级机构也没有调整公司信贷评级。尽管如此,作为美国上市的中国电商巨头,身处利益博弈的中心,来自海外监管机构的调查将无可避免。若公司治理出现严重漏洞且被相关部门查实,则将对运营造成影响。
3. 来自美国律师发起的集体诉讼风险将可能引发股价大幅波动。公司上市之初即面临较大的诉讼风险,主要诉讼论点在于平台售假制假现象,触发《美国1934年证券交易法》10(b)及20(a)条款(禁止上市公司用操纵性欺骗性手段在证券买卖过程中欺骗投资人)。针对这一历史遗留或未来可预见的问题,公司致力于通过各种政策管控平台产品服务质量和保护专利版权,而律师也需要聚集股东,掌握大量的假货销售数据才能发起诉讼。因此诉讼的风险效益逐渐降低。然而,一旦平台治理发生严重问题,美国律师掌握确凿证据发起集体诉讼,则将影响公司运营,甚至引发大规模做空,使得股价严重下挫。
4. 国内监管机构对于电商平台的管理愈加严格,对产品质量、版权专利及税费等问题的重视程度有所提高,将会对公司的平台交易规模增长造成一定压力。
5. 公司的流量聚集端为淘宝,随着中国居民消费水平的提高,更多的消费者要求获得更高的电商采购体验,包括更高的产品质量、更有保证的服务以及高效的物流。若公司无法通过菜鸟物流缩小与京东等竞争对手的差距,或进一步放任产品及服务质量,则无法迎合消费升级的行业趋势,最终被淘汰出局。
6. 尽管公司一直重视互联网生态圈的培养,但在社交领域仍然无法与竞争对手腾讯抗衡。随着腾讯与京东的“京腾联盟”诞生,公司在流量领域遇到重大挑战。目前电商行业用户行为多为主动式购买,若腾讯能够协助京东,最终将用户行为改变为“触发式购买”,则公司的电商业务将会受到严重冲击,最终甚至将丧失在支付市场上的领先地位。
7. 公司对于并购及产业合作与同业相反,一直采取较为激进的方式进行。如阿里影业、阿里健康、菜鸟物流及优酷土豆的并购,虽然投入了巨大的财务资源,但在短时间内却没有带来显著的回报。这种过于激进的整合布局方式并没有受到资本市场的广泛认可,部分投资标的甚至受到了金融监管部门的审查。因此,在互联网行业增速放缓,国内资本市场动荡的情况下,若公司未能合理地分配资源,尽快改善投资标的的财务状况,则可能遇到来自资本市场及监管部门更多的质疑,从而引发股价的大幅波动。
8. 人民币汇率波动将可能影响公司运营,同时也将可能出现汇兑损益,影响公司盈利。
9. 移动支付及互联网金融的白热化竞争可能导致公司资金的严重消耗,从而影响公司盈利能力和自由现金流。
10. 蚂蚁金服虽然业绩增长迅速并有望登陆国内资本市场,若国内监管机构仍然不认可境外实体持有国内支付及金融业务权益,则公司将会以股权回报的方式收回蚂蚁金服的利润分配权。若这一情况发生,则公司将只能获得一次性现金回报,而股东将无法享受蚂蚁金服的长期成长。

## 利润表

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>138,264</b>	<b>179,249</b>	<b>224,485</b>
中国电商	62,937	84,321	114,750	145,770	176,314
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	16,001	28,801
其他	5,510	6,174	6,791	7,471	7,844
销售成本	(23,834)	(34,355)	(49,775)	(62,737)	(78,570)
<b>毛利</b>	<b>52,370</b>	<b>66,788</b>	<b>88,489</b>	<b>116,512</b>	<b>145,915</b>
研发费用	(10,658)	(13,788)	(17,974)	(23,302)	(29,183)
销售费用	(8,513)	(11,307)	(15,209)	(19,717)	(24,693)
行政费用	(7,800)	(9,205)	(12,444)	(16,132)	(20,204)
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>38,686</b>	<b>53,395</b>	<b>68,356</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>40,908</b>	<b>55,617</b>	<b>70,578</b>
投资损益	(1,590)	(1,730)	(1,730)	(1,730)	(1,730)
所得税	(6,416)	(8,449)	(4,243)	(5,768)	(7,320)
非控制股东权益	(59)	171	84	115	148
可转换优先股权益	(15)	-	-	-	-
可转换优先股息	(97)	-	-	-	-
<b>净利润</b>	<b>24,149</b>	<b>71,460</b>	<b>35,019</b>	<b>48,234</b>	<b>61,676</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>51,195</b>	<b>60,199</b>	<b>70,155</b>

来源: 公司及招银国际研究部

## 资产负债表

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>168,791</b>	<b>221,647</b>	<b>285,934</b>
现金及现金等价物	108,193	106,818	141,539	194,395	258,682
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>289,434</b>	<b>345,553</b>	<b>412,082</b>
少数股东权益	11,974	32,552	32,468	32,353	32,205
<b>上市公司股东权益</b>	<b>145,439</b>	<b>216,987</b>	<b>256,966</b>	<b>313,200</b>	<b>379,876</b>

来源: 公司及招银国际研究部

**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	34,935	48,119	61,528
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>55,761</b>	<b>65,356</b>	<b>75,787</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>34,721</b>	<b>52,856</b>	<b>64,287</b>
年初现金及现金等价物	33,045	108,193	106,818	141,539	194,395
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>141,539</b>	<b>194,395</b>	<b>258,682</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>141,539</b>	<b>194,395</b>	<b>258,682</b>

来源: 公司及招银国际研究部

**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	83.0	81.3	78.5
国际电商	8.5	7.5	6.3	5.6	5.1
云计算及网络基础服务	1.7	3.0	5.8	8.9	12.8
其他	7.2	6.1	4.9	4.2	3.5
<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	36.7	29.6	25.2
毛利	33.8	27.5	32.5	31.7	25.2
经营利润	(7.2)	16.8	32.9	38.0	28.0
调整后净利润	24.6	23.3	19.3	17.6	16.5
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
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	31.4
有效税率	(8.4)	(8.4)	(3.1)	(3.2)	(3.3)
净利润率	31.9	70.5	25.3	26.8	27.4
调整后净利润率	45.7	42.4	37.0	33.6	31.3
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	3.6	2.6	3.2	4.3	5.5
平均应收账款周转天数	42.3	54.1	45.0	34.7	27.7
平均应付账款周转天数	242.9	250.6	200.4	159.0	127.0
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
<b>回报率 (%)</b>					
NonGAAP资本回报率	22.0	17.2	17.7	17.4	17.0
NonGAAP资产回报率	13.7	11.7	12.6	13.0	13.3
<b>每股数据</b>					
NonGAAP每股盈利(人民币)	13.9	16.7	20.7	24.3	28.4
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	63.2	97.5	117.1	139.8	166.7

来源: 公司及招银国际研究部

## 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

本报告期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士。