

阿里巴巴 (BABA US)

強勁開端：電商加速，天貓 GMV 靚麗

- ❖ **1QFY18 全線超預期。**公司 1QFY18 收入 502 億元（人民幣·下同），同比增長 56%，較一致預期高 5%；Non-GAAP EPS 同比增長 65%，較一致預期高 10%（受益于核心電商的加速增長、淨利潤率的提升）。重申長期看好觀點，支撐點：1）核心電商強勁增長持續；2）雲服務擴張空間巨大；3）生態體系內協同效益的逐步釋放。此外，我們認為數據驅動及新零售戰略將陸續為公司內生增長帶來驚喜。
- ❖ **“內容社區+算法優化”驅動核心電商加速增長，天貓 GMV 靚麗。**1QFY18 公司核心電商同比增長 58%，受益于客戶管理收入的上揚。在淘寶天貓升級為內容社區平臺後，MAU/活躍買家數/ARPU 的穩健增長再次印證了平臺個性化推薦、富媒體化對 CTR 及流量的擴充效應。此外，天貓 GMV 實現加速增長（+49% YoY），雖然傭金收入增速略低（+28% YoY，歸因于近期 B2C 市場競爭激烈下的商戶補貼策略），但我們認為渠道拉新、激進拓客後，後續收入結構將逐步恢復。管理層表示 2H17 將繼續加大市場投入以搶占 B2C 市場份額，看好天貓在消費升級下的直接受益，同時期待新零售戰略聯動下更多品牌商戶的觸達。此外，海外擴張逐步推進，其中，國際電商零售同比增長 136%。我們預計與 Lazada 的協同效應將逐漸釋放（e.g. 馬來西亞站的“淘寶精選”頻道的上線），而近期投資的印尼電商 Tokopedia 將帶來更多補充效應。
- ❖ **雲計算：客戶數突破 100 萬。**1QFY18 雲收入同比增長 96%，息稅攤銷前虧損率收窄至-4%。儘管短期價格戰或將持續，但看好阿里雲長期增長空間：1）降價趨勢下有望帶動整體行業的普及，進而有效吸引增量用戶；2）龍頭地位、價格優勢及產品豐富度（19 項類目、覆蓋 173 個應用場景）有望在維持用戶高留存率的同時，短期迅速拓客并加速領先優勢；3）相較于 AWS，阿里雲 ARPU 仍有較大上升空間，ARPU 的提升將會是阿里雲的長期增長點（受益于更多大型客戶的引進及高 ARPU 增值服務的衍生）。預計 FY17-20 雲計算收入 CAGR 為 76%。
- ❖ **淨利潤率提升。**經營效率優化驅動下，1QFY18 毛利率環比增長 2ppts 至 65%，研發/銷售/管理費用占收入比重分別同比下降 3ppts/1ppt/2ppts，從而帶動 Non-GAAP 淨利潤率 3ppts 的改善。短期持續的投入（市場推廣及新興業務拓展）或將攤薄部分淨利潤率，但我們預計淨利潤率中長期將步入上升通道，受益于新興業務運營虧損的改善、核心電商貨幣化的加速。
- ❖ **維持「買入」評級，目標價 US\$190.6。**長期看好數據驅動下阿里經濟體的內生增長動力，維持目標價 US\$190.6，基于 SOTP 估值（集團估值 US\$177 及投資組合 US\$13），對應 2019 財年 31x PE。重申「買入」評級。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	101,143	158,273	232,215	303,561	387,567
調整後淨利潤(百萬人民幣)	42,621	60,252	82,945	109,422	139,913
調整後 EPS (人民幣)	16.6	23.4	32.2	42.5	54.4
EPS 變動 (%)	19.5%	40.8%	37.7%	31.9%	27.9%
市盈率(x)	67.1	47.6	34.6	26.2	20.6
市帳率(x)	11.4	8.8	7.2	5.8	4.6
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	17.1	18.6	20.8	22.0	22.3
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\$190.6
潛在升幅	+16.3%
當前股價	US\$163.9

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬美元)	419,824
3 月平均流通量 (百萬美元)	2,709.1
5 周內股價高/低 (美元)	168/86
總股本 (百萬)	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%

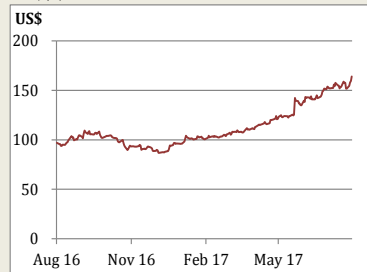
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.6%	3.4%
3-月	33.0%	22.5%
6-月	62.6%	43.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

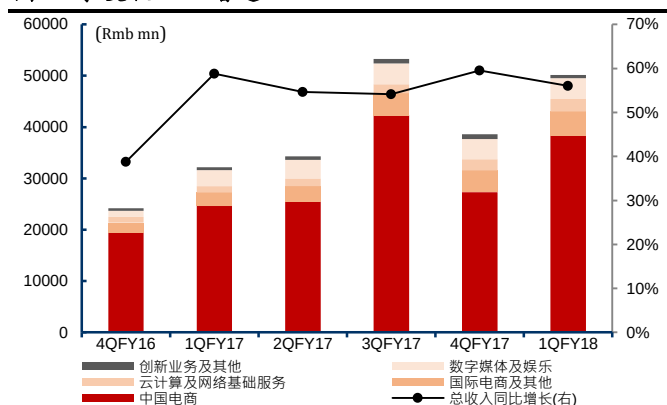
公司網站：www.alibabagroup.com

圖 1: 季度財務概覽

年結: 3月31日 (百万人民币)	4QFY16	1QFY17	2QFY17	3QFY17	4QFY17	1QFY18	1QFY18 YoY	1QFY18 QoQ
收入	24,184	32,154	34,292	53,248	38,579	50,184	56%	30%
中国电商	19,423	24,644	25,544	42,316	27,284	38,353	56%	41%
国际电商及其他	1,985	2,597	2,949	4,260	4,286	4,674	80%	9%
云计算及网络基础服务	1,066	1,243	1,493	1,764	2,163	2,431	96%	12%
数字媒体及娱乐	1,218	3,135	3,608	4,063	3,927	4,081	30%	4%
创新业务及其他	467	535	698	845	919	645	21%	-30%
销售成本	9,562	11,744	13,123	19,126	15,490	17,460		
毛利	14,622	20,410	21,169	34,122	23,089	32,724	60%	42%
毛利率	60%	63%	62%	64%	60%	65%	+2ppts	+5ppts
研发费用	(3,573)	(3,988)	(4,134)	(4,420)	(4,518)	(4,696)	18%	4%
销售费用	(2,861)	(3,614)	(3,878)	(4,490)	(4,332)	(4,850)	34%	12%
行政费用	(2,333)	(2,743)	(2,815)	(3,287)	(3,394)	(3,679)	34%	8%
其他收益 (费用)	(743)	(1,251)	(1,297)	(1,261)	(1,313)	(1,986)		
经营利润	5,112	8,814	9,045	20,664	9,532	17,513	99%	84%
税前利润 (GAAP)	7,851	10,701	9,664	23,815	15,849	20,072	88%	27%
所得税	(1,825)	(2,091)	(2,022)	(5,110)	(4,553)	(4,653)		
非控制股东权益	51	408	548	698	795	652		
净利润	5,365	7,550	7,623	17,855	10,647	14,683	94%	38%
NonGAAP净利润	7,556	11,991	12,949	22,491	10,440	20,019	67%	92%
NonGAAP净利润率	31%	37%	38%	42%	27%	40%	+3ppts	+13ppts

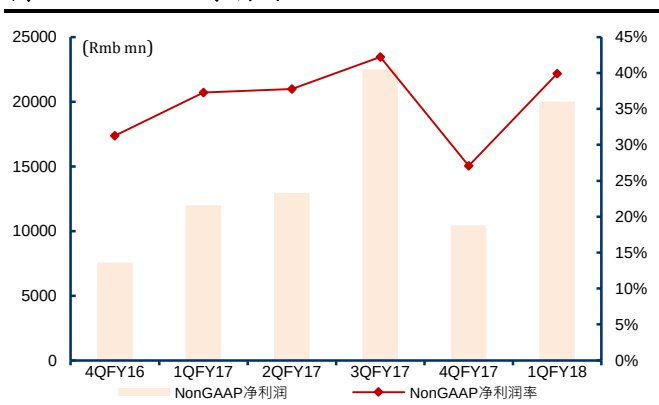
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 2: 季度收入及增速



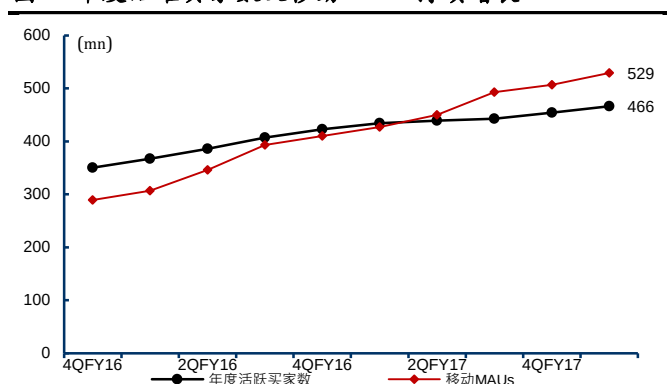
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 3: Non GAAP 淨利潤



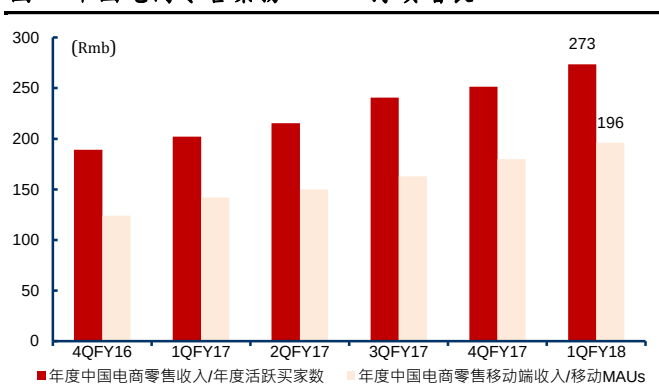
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 4: 年度活躍買家數及移動 MAU 持續增長



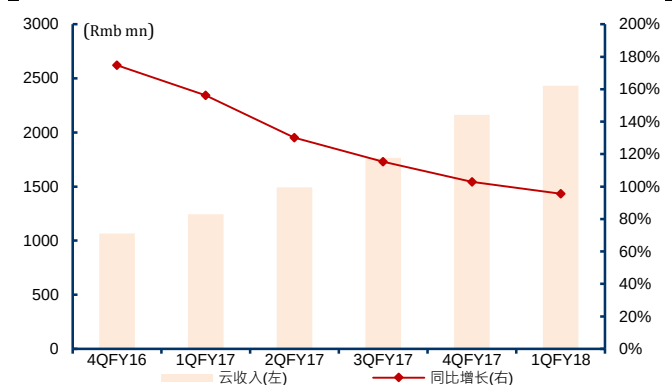
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 5: 中國電商零售業務 ARPU 持續增長



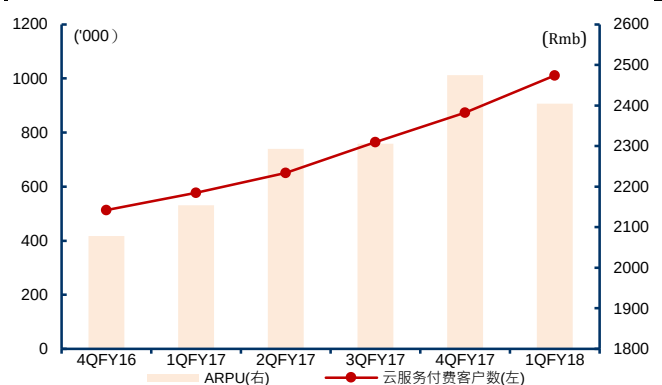
資料來源: 公司, 招銀國際研究

圖 6: 雲服務收入及增速



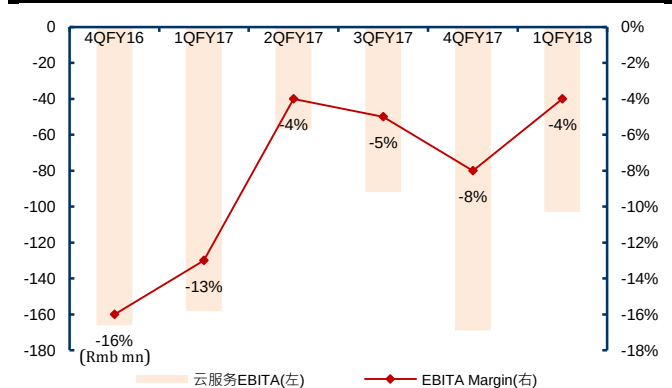
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 7: 雲服務 ARPU 增長趨勢



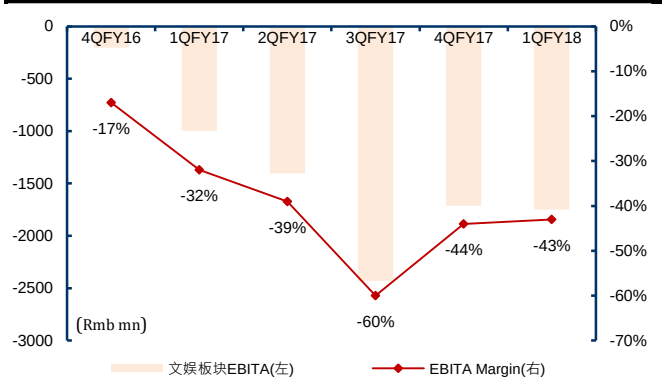
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 8: 雲服務調整後 EBITA



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 9: 文娛業務調整後 EBITA



資料來源：公司，招銀國際研究

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	232,215	303,561	387,567
中国电商	84,321	119,788	174,254	221,166	276,210
国际电商	7,629	13,337	20,479	27,972	34,739
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	4,196	5,455	6,545
销售成本	(34,355)	(59,483)	(89,403)	(116,871)	(151,151)
毛利	66,788	98,790	142,812	186,690	236,416
研发费用	(13,788)	(17,060)	(26,008)	(33,392)	(41,857)
销售费用	(11,307)	(16,314)	(23,936)	(31,267)	(39,919)
行政费用	(9,205)	(12,239)	(16,255)	(20,642)	(25,579)
其他收益	(3,386)	(5,122)	(7,490)	(5,954)	(4,961)
经营利润	29,102	48,055	69,124	95,436	124,098
融资成本	(1,946)	(2,671)	(2,671)	(2,671)	(2,671)
联营公司	52,254	8,559	9,007	9,052	9,097
特殊收入	2,058	6,086	2,058	2,058	2,058
税前利润	81,468	60,029	77,518	103,875	132,583
投资损益	(1,730)	(5,027)	(5,027)	(5,027)	(5,027)
所得税	(8,449)	(13,776)	(17,789)	(23,838)	(30,426)
非控制股东权益	171	2,449	3,249	4,456	5,770
可转换优先股权益	-	-	-	-	-
可转换优先股股息	-	-	-	-	-
净利润	71,460	43,675	57,951	79,466	102,899
NonGAAP调整	(28,498)	16,645	24,995	29,957	37,014
NonGAAP净利润	42,621	60,252	82,945	109,422	139,913

来源: 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	326,012	325,091	324,878
物业、厂房及设备	13,629	20,206	26,780	28,313	29,561
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	139,361	136,908	135,446
其他	35,229	39,503	39,503	39,503	39,503
流动资产	134,035	182,516	269,984	385,253	529,984
现金及现金等价物	106,818	143,736	222,486	328,311	463,597
应收贸易款项	18,339	31,715	40,433	49,878	59,322
存货	-	-	-	-	-
关连款项	-	-	-	-	-
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	396,158	495,170	624,353
少数股东权益	32,552	42,330	39,081	34,625	28,855
上市公司股东权益	216,987	278,799	357,077	460,546	595,498

来源: 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
年度利潤	71,289	41,226	54,701	75,010	97,129
折舊和攤銷	22,783	30,287	29,485	34,793	42,131
營運資金變動	10,454	9,923	14,156	15,335	15,335
其他	(47,690)	(1,110)	(7,092)	(7,814)	(7,809)
經營活動所得現金淨額	56,836	80,326	91,250	117,325	146,787
購置固定資產、無形資產及土地	(10,845)	(17,546)	(12,500)	(11,500)	(11,500)
聯營公司	(24,209)	(67,692)	-	-	-
其他	(7,777)	6,874	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(42,831)	(78,364)	(12,500)	(11,500)	(11,500)
股份發行	693	14,607	-	-	-
淨銀行借貸	1,859	1,127	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	(18,398)	17,180	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(15,846)	32,914	-	-	-
現金增加淨額	(1,841)	34,876	78,750	105,825	135,287
年初現金及現金等价物	108,193	106,818	143,736	222,486	328,311
匯兌	466	2,042	-	-	-
年末現金及現金等价物	106,818	143,736	222,486	328,311	463,597
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表的現金	106,818	143,736	222,486	328,311	463,597

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 (%)					
中國電商	83.4	75.7	75.0	72.9	71.3
國際電商	7.5	8.4	8.8	9.2	9.0
云计算及網絡基礎服務	3.0	4.2	5.5	7.3	9.4
數字媒體及娛樂	3.9	9.3	8.9	8.8	8.6
其他	2.2	2.4	1.8	1.8	1.7
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	92.6	56.5	46.7	30.7	27.7
毛利	27.5	47.9	44.6	30.7	26.6
經營利潤	16.8	65.1	43.8	38.1	30.0
調整後淨利潤	22.4	41.4	37.7	31.9	27.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	66.0	62.4	61.5	61.5	61.0
稅前利率	80.5	37.9	33.4	34.2	34.2
有效稅率	(8.4)	(8.7)	(7.7)	(7.9)	(7.9)
淨利潤率	70.5	26.0	23.6	24.7	25.1
調整後淨利潤率	42.1	38.1	35.7	36.0	36.1
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.6	1.9	2.5	3.1	3.8
平均應收賬款周轉天數	54.1	53.1	52.5	51.1	48.9
平均應付賬款周轉天數	250.6	228.6	221.5	215.5	203.7
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
淨負債 / 總權益比率 (%)	3.5	13.8	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
NonGAAP資本回報率	17.1	18.6	20.8	22.0	22.3
NonGAAP資產回報率	11.7	11.4	13.4	14.8	15.7
每股數據					
NonGAAP每股盈利(人民币)	16.6	23.4	32.2	42.5	54.4
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股賬面值(人民币)	97.5	126.0	155.1	193.6	243.8

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。