

阿里巴巴 (BABA US)

天猫加速持续，憧憬“双11”新零售巡礼

- ❖ **2QFY18 收入增速创新高。**2QFY18 收入同比增长 61%，较一致预期高 6%，增速创上市后新高；Non-GAAP EPS 同比增长 63%，较一致预期高 25%（受益于核心电商的加速增长、及市场对净利润率下调压力的过度预测）。此外，公司上调 FY18 全年收入指引至同比增长 49%~53%（vs. 此前 45%~49%）。我们重申长期看好观点，且预计在今年消费数据回暖、B2C 加速增长、算法优化（转化率提升）的多重利好下，公司 FY18 收入有望持续创造惊喜。
- ❖ **天猫 GMV 加速增长持续，憧憬“双11”新零售巡礼。**2QFY18 核心电商加速增长（+63% YoY, vs.1QFY17 +58% YoY），受益于客户管理收入及佣金的上扬。即便营销费用率未显著提升，天猫 GMV 表现依旧超预期（同比增长 49%），源于：1) MAU 及活跃买家的稳健增长；2) 算法优化下的精准营销；3) 消费电子及快消品类的加速增长。我们预计 3QFY18 商户补贴力度将加大，而“双11”有望看到新零售推进下的全新体验及海外、涉农的延伸。虽然新零售仍处于初期，但我们逐渐看到效率升级后对生产链供应链优化的成效（e.g.盒马鲜生），且预期未来将带来持续利好：1) 促进零售数字运营，补全消费数据链条；2) 最终实现智能供货、生产模式的转变（C2B）。辅之该季度推出的“88 会员”全新体系，用户粘性及参与将有效加强。
- ❖ **云计算同比增长 99%，持续向大中型客户渗透。**受付费用户强劲增长、高附加值服务对收入结构的优化驱动，2QFY18 云收入实现加速增长。但息税摊销前亏损率同比降低 1 个百分点至-5%，归因于海内外用户及产品的持续扩张下投入增强。阿里云云栖大会宣布成立“达摩院”，并于三年内投入 1000 亿。在通过降价策略及多元化产品下增加付费用户的同时，我们期待后期 ARPU 的提升以及更多大型商户的渗透。息税摊销前亏损率或短期波动，但长期收窄趋势向好，且收入高速增长持续阶段有望拉长。
- ❖ **超前投资或短期摊薄净利润率，但对长期净利润增长影响有限。**2QFY18 毛利率同比下滑 2 个百分点，归因于新零售、国际化、优酷内容及物流的投入加大，进而导致 EBITA 利润率同比下滑 1 个百分点。为持续扩大 B2C 市场份额，提前布局新零售及新兴科技，同时考虑菜鸟物流于 3QFY18 并表，短期净利润率或承压（2HFY18 净利润率或环比下滑），但我们认为对整体净利润增长表现影响有限，源于：1) 经营效率优化及员工生产力提升下费率的收窄；2) 新业务亏损的改善；3) 投入加大下收入端的超预期增长将抵消净利润率压力。
- ❖ **维持「买入」评级，目标价 US\$217.3。**我们上调 FY18/19/20 收入 +2%/3%/3%，但净利润预测基本维持不变。更新模型后，轻微上调目标价至 US\$217.3，对应 FY19 32x PE，基于 SOTP 估值：1) 电商：每股 US\$178.6，对应 20x FY19 EV/EBITA；2) 阿里云：每股 US\$7.8，对应 6x FY19 PS；3) 其他：每股 US\$31.0。重申「买入」评级。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	101,143	158,273	241,337	324,011	411,329
调整后净利润(百万人民币)	42,621	60,252	82,834	113,198	144,534
调整后 EPS(人民币)	16.6	23.4	32.2	44.0	56.2
EPS 变动(%)	19.5%	40.8%	37.5%	36.7%	27.7%
市盈率(x)	73.4	52.2	37.9	27.8	21.7
市帐率(x)	12.5	9.7	8.0	6.5	5.1
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	17.1	18.6	21.2	23.3	23.7
净财务杠杆率(%)	3.5	13.8	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	US\$217.3
(此前目标价)	US\$215.7
潜在升幅	+17.6%
当前股价	US\$184.8

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	473,327
3月平均流通量(百万美元)	3,213.6
5周内股价高/低(美元)	191/86
总股本(百万)	2,529.4

资料来源：彭博

股东结构

软银集团	29.2%
雅虎	15.0%
马云	7.0%

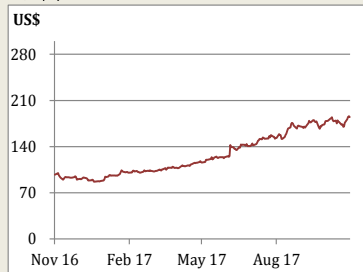
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	3.5%	2.2%
3-月	20.5%	16.5%
6-月	59.5%	38.1%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

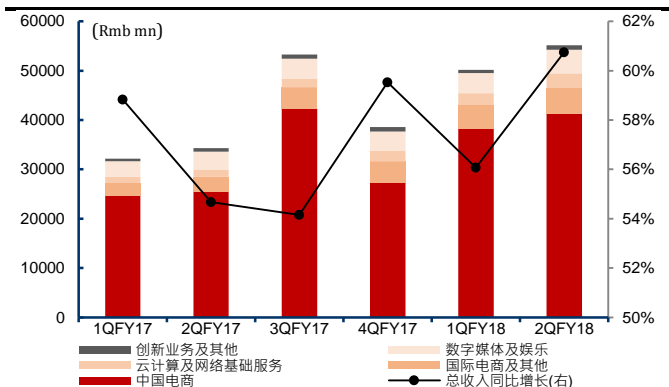
公司网站：www.alibabagroup.com

图 1: 季度财务概览

年结: 3月31日 (百万人民币)	1QFY17	2QFY17	3QFY17	4QFY17	1QFY18	2QFY18	2QFY18 YoY	2QFY18 QoQ
收入	32,154	34,292	53,248	38,579	50,184	55,122	61%	10%
中国电商	24,644	25,544	42,316	27,284	38,353	41,271	62%	8%
国际电商及其他	2,597	2,949	4,260	4,286	4,674	5,191	76%	11%
云计算及网络基础服务	1,243	1,493	1,764	2,163	2,431	2,975	99%	22%
数字媒体及娱乐	3,135	3,608	4,063	3,927	4,081	4,798	33%	18%
创新业务及其他	535	698	845	919	645	887	27%	38%
销售成本	(11,744)	(13,123)	(19,126)	(15,490)	(17,460)	(22,002)	68%	26%
毛利	20,410	21,169	34,122	23,089	32,724	33,120	56%	1%
毛利率	63%	62%	64%	60%	65%	60%	-2ppts	-5ppts
研发费用	(3,988)	(4,134)	(4,420)	(4,518)	(4,696)	(5,083)	23%	8%
销售费用	(3,614)	(3,878)	(4,490)	(4,332)	(4,850)	(6,266)	62%	29%
行政费用	(2,743)	(2,815)	(3,287)	(3,394)	(3,679)	(3,439)	22%	-7%
其他收益(费用)	(1,251)	(1,297)	(1,261)	(1,313)	(1,986)	(1,748)	35%	-12%
经营利润	8,814	9,045	20,664	9,532	17,513	16,584	83%	-5%
税前利润 (GAAP)	10,701	9,664	23,815	15,849	20,072	21,009	117%	5%
所得税	(2,091)	(2,022)	(5,110)	(4,553)	(4,653)	(2,719)	34%	-42%
非控制股东权益	408	548	698	795	652	260	-53%	-60%
净利润	7,550	7,623	17,855	10,647	14,683	17,668	132%	20%
NonGAAP净利润	11,991	12,949	22,491	10,440	20,019	22,089	71%	10%
NonGAAP净利润率	37%	38%	42%	27%	40%	40%	+2ppts	+0ppts

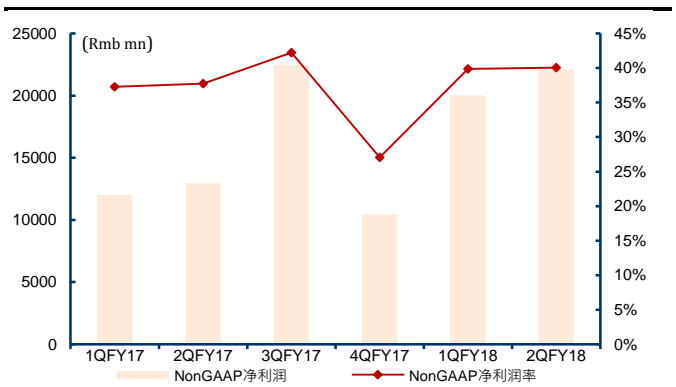
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 2: 季度收入及增速



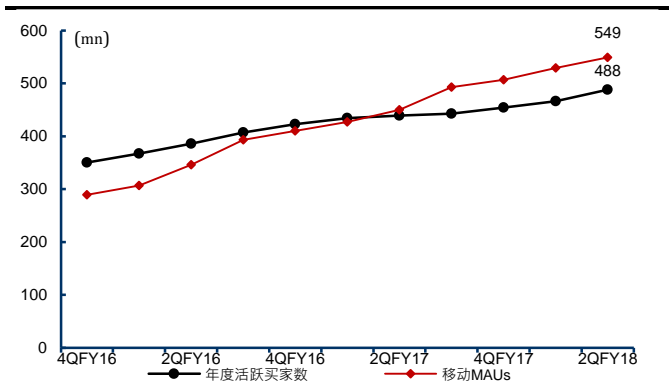
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 3: Non GAAP 净利润



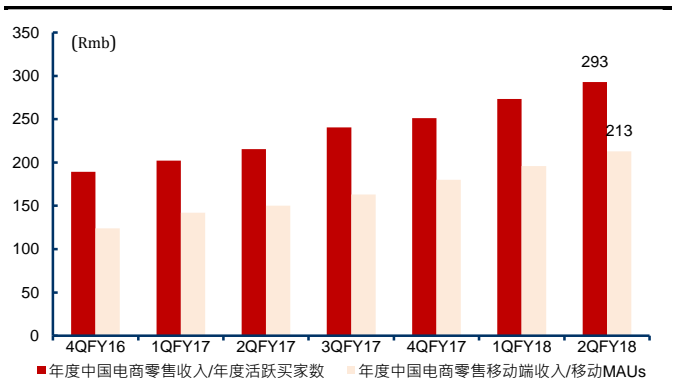
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 4: 年度活跃买家数及移动 MAU 持续增长



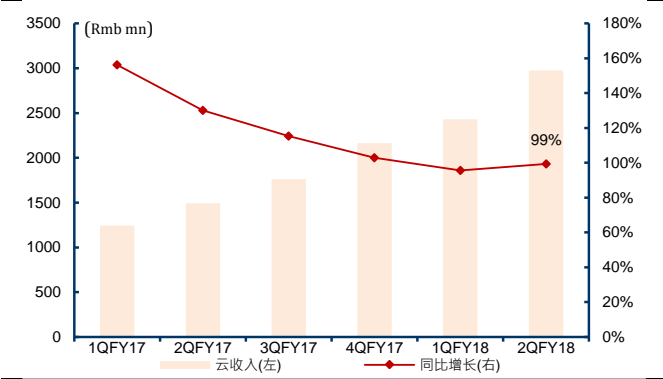
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 5: 中国电商零售业务 ARPU 持续增长



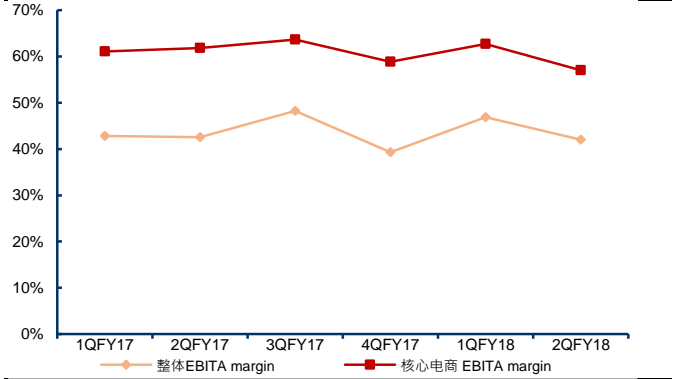
资料来源: 公司, 招银国际研究

图 6: 云服务收入及增速



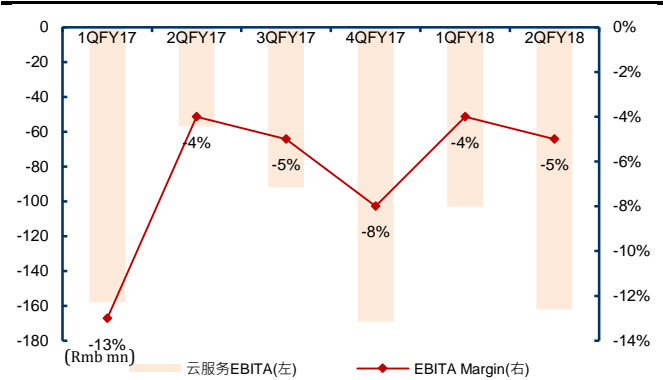
资料来源：公司，招银国际研究

图 7: 核心电商调整后 EBITA 利润率



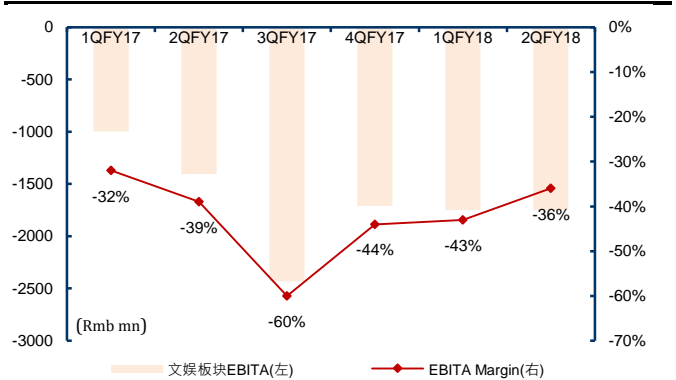
资料来源：公司，招银国际研究

图 8: 云服务调整后 EBITA



资料来源：公司，招银国际研究

图 9: 文娱业务调整后 EBITA



资料来源：公司，招银国际研究

图 10: SOTP 估值

年结: 3月31日 (十亿美元)	估值		估值参数	倍数	权值 (EBITA/收入)	
	总计	每股价值 (美元)			FY19	FY19
核心电商	459.6	178.6	EV/EBITA	20.0		23.0
云计算	20.2	7.8	P/S	6.0		3.4
其他	79.4	30.9				
文娱	14.2	5.5	P/S	3.5		4.1
创新业务	2.5	1.0	P/S	3.0		0.8
菜鸟	3.9	1.5	基于最近一轮融资			
投资组合	32.8	12.8	基于投资组合分部估值			
净现金	25.9	10.1	基于现金流量表预测			
公司估值	559	217.3				

资料来源：招银国际预测

利润表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	101,143	158,273	241,337	324,011	411,329
中国电商	84,321	119,788	179,565	231,597	288,600
国际电商	7,629	13,337	20,479	29,366	36,551
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	8,006	14,079	16,106
销售成本	(34,355)	(59,483)	(94,363)	(126,364)	(160,418)
毛利	66,788	98,790	146,974	197,647	250,911
研发费用	(13,788)	(17,060)	(27,754)	(35,965)	(44,424)
销售费用	(11,307)	(16,314)	(27,030)	(35,641)	(44,424)
行政费用	(9,205)	(12,239)	(17,376)	(23,005)	(28,382)
其他收益	(3,386)	(5,122)	(12,075)	(13,244)	(14,971)
经营利润	29,102	48,055	62,740	89,791	118,711
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	2,324	2,324	2,324
税前利润	81,468	60,029	71,400	98,497	127,461
投资损益	(1,730)	(5,027)	(3,971)	(3,971)	(3,971)
所得税	(8,449)	(13,776)	(16,385)	(22,604)	(29,251)
非控制股东权益	171	2,449	3,382	5,017	5,167
净利润	71,460	43,675	54,425	76,939	99,406
NonGAAP调整	(28,498)	16,645	28,409	36,260	45,128
NonGAAP净利润	42,621	60,252	82,834	113,198	144,534

来源:公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	230,210	324,296	334,787	348,006	364,022
物业、厂房及设备	13,629	20,206	27,962	31,976	37,069
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	146,953	156,159	167,082
其他	35,229	39,503	39,503	39,503	39,503
流动资产	134,035	182,516	253,558	350,611	474,326
现金及现金等价物	106,818	143,736	203,154	288,002	401,139
应收贸易款项	18,339	31,715	43,339	55,544	66,122
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	388,506	483,443	607,839
少数股东权益	32,552	42,330	38,948	33,931	28,764
上市公司股东权益	216,987	278,799	349,558	449,512	579,075

来源:公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:3月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
年度利润	71,289	41,226	51,043	71,922	94,239
折旧和摊销	22,783	30,287	31,663	40,211	49,989
营运资金变动	10,454	9,923	14,156	15,335	15,335
其他	(47,690)	(1,110)	(8,944)	(9,371)	(7,571)
经营活动所得现金净额	56,836	80,326	87,918	118,098	151,992
购置固定资产、无形资产及土地	(10,845)	(17,546)	(28,500)	(33,250)	(38,855)
联营公司	(24,209)	(67,692)	-	-	-
其他	(7,777)	6,874	-	-	-
投资活动所得现金净额	(42,831)	(78,364)	(28,500)	(33,250)	(38,855)
股份发行	693	14,607	-	-	-
净银行借贷	1,859	1,127	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	(18,398)	17,180	-	-	-
融资活动所得现金净额	(15,846)	32,914	-	-	-
现金增加净额	(1,841)	34,876	59,418	84,848	113,137
年初现金及现金等价物	108,193	106,818	143,736	203,154	288,002
汇兑	466	2,042	-	-	-
年末现金及现金等价物	106,818	143,736	203,154	288,002	401,139
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表中的现金	106,818	143,736	203,154	288,002	401,139

来源:公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:3月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
中国电商	83.4	75.7	74.4	71.5	70.2
国际电商	7.5	8.4	8.5	9.1	8.9
云计算及网络基础服务	3.0	4.2	5.2	6.8	8.9
数字媒体及娱乐	3.9	9.3	8.5	8.3	8.1
其他	2.2	2.4	3.3	4.3	3.9
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	92.6	56.5	52.5	34.3	26.9
毛利	27.5	47.9	48.8	34.5	26.9
经营利润	16.8	65.1	30.6	43.1	32.2
调整后净利润	22.4	41.4	37.5	36.7	27.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	66.0	62.4	60.9	61.0	61.0
税前利率	80.5	37.9	29.6	30.4	31.0
有效税率	(8.4)	(8.7)	(6.8)	(7.0)	(7.1)
净利润率	70.5	26.0	21.2	22.2	22.9
调整后净利润率	42.1	38.1	34.3	34.9	35.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.6	1.9	2.3	2.8	3.4
平均应收账款周转天数	54.1	53.1	52.7	52.7	51.6
平均应付账款周转天数	250.6	228.6	209.9	199.3	191.9
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	3.5	13.8	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
NonGAAP资本回报率	17.1	18.6	21.2	23.3	23.7
NonGAAP资产回报率	11.7	11.4	13.5	15.5	16.6
每股数据					
NonGAAP每股盈利(人民币)	16.6	23.4	32.2	44.0	56.2
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	97.5	126.0	152.2	189.1	237.4

来源:公司及招银国际研究部预测

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于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上责任。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 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。