



阿里巴巴 (9988.HK): 复盘双十一, 细分品类畅销榜梳理

维持买入评级和 12 个月目标价 335 港元, 潜在升幅 32%。

- 天猫双十一交易额为 4982 亿, 同比增长 26.1%, 增速创三年新高:** 11 月 1 日零点至 11 月 12 日零点, 2020 年天猫双十一成交额为 4982 亿元人民币, 同周期口径增长 26.1%, 高于 2019 年 25.7% 的增速 (双十一当天)。京东成交额为 2715 亿, 同比增长 33%。整体上看, 国内消费复苏强劲, 根据天下网商数据, 今年双十一期间天猫平台上 474 个品牌成交过亿, 其中 60% 的品牌, 增速超过了去年同期。与往年相比, 今年双十一, 时间延长, 且直播电商依旧火热, 直播商家覆盖数增长 220%。新品牌崛起, 16 个新品牌成交额突破 1 亿元, 360 个新品牌拿下细分品类第一。我们根据天下网商数据, 对 31 个细分品类中畅销榜前十的排名变化进行了梳理。
- 阿里巴巴 2QFY21 业绩保持稳健增长:** 阿里巴巴 2QFY21 收入同比增长 30%, 达到 1551 亿人民币, 与市场普遍预期一致, 其中核心商业和云计算同比分别增长 29% 和 60%; 调整后净利润 471 亿, 同比增长 44%, 高于市场预期。中国商业零售同比增长 26%, 菜鸟网络表现亮眼, 同比增长 73%。传统电商保持稳健增长, 同比增 20%, 天猫 GMV 同比增长 21%, 淘宝 GMV 同比增长 10%+。淘宝特价版 MAU 已达到 7000 万, 环比增长 3000 万。此外, 云计算业务有望在本财年扭亏为盈, 将逐步释放利润。
- 维持买入评级和目标价 335 港元:** 近期, 平台经济反垄断征求意见或对电商竞争格局带来不确定性, 以及板块轮动或给估值带来短期回调压力。但我们认为公司的长期基本面依然稳健, 维持买入评级。我们将 FY2022-2023 年调整后净利润分别下调 2.7% 和 4.3%。基于分部加总的目标价维持 335 港元, 分别对应 34x 和 29x 的 FY2021E 和 FY2022E 市盈率。
- 投资风险:** 政策不确定性; 竞争激烈。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	376,844	509,711	698,543	931,430	1,163,925
营收增速	50.6%	35.3%	37.0%	33.3%	25.0%
调整后净利润	93,407	211,136	213,549	251,380	341,944
调整后净利率	24.8%	41.4%	30.6%	27.0%	29.4%
调整后 EPS	4.5	9.9	9.7	11.5	15.6
调整后 PE(x)	75.3	33.9	34.4	29.2	21.5

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

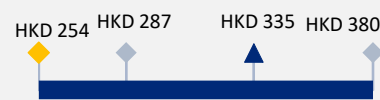
2020 年 11 月 17 日

评级

买入

目标价 (港元)	335
潜在升幅/降幅	+32%
目前股价 (港元)	254
52 周内股价区间 (港元)	167-309
总市值 (百万港元)	5,419,931
近 3 月日均成交额 (百万)	8,110

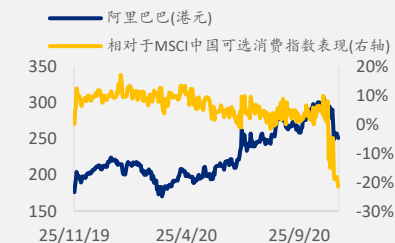
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《阿里巴巴 (9988.HK) 1QFY21 业绩: 业绩超预期, 核心电商依然稳固》(2020-08-27)

《阿里巴巴 (9988.HK): 攻守有道, 内外兼修》(2020-07-31)

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业总收入	376,844	509,711	698,543	931,430	1,163,925
销售成本	(206,929)	(282,367)	(398,786)	(530,915)	(651,798)
毛利润	169,915	227,344	299,756	400,515	512,127
毛利率	45.1%	44.6%	42.9%	43.0%	44.0%
销售费用	(39,780)	(50,673)	(69,157)	(93,143)	(104,753)
销售费用率	10.6%	9.9%	9.9%	10.0%	9.0%
研发费用	(37,435)	(43,080)	(64,506)	(83,829)	(98,934)
研发费用率	9.9%	8.5%	9.2%	9.0%	8.5%
管理费用	(24,889)	(28,197)	(41,097)	(55,886)	(64,016)
管理费用率	6.6%	5.5%	5.9%	6.0%	5.5%
其他营业费用	(10,727)	(13,964)	(11,616)	(11,616)	(11,616)
营业利润	57,084	91,430	113,381	156,041	232,808
营业利润率	15.1%	17.9%	16.2%	16.8%	20.0%
净财务费用	38,916	67,776	55,770	83,677	104,564
其他费用	221	7,439	2,641	2,641	2,641
税前利润	96,221	166,645	171,791	242,360	340,013
所得税	(16,553)	(20,562)	(28,853)	(42,413)	(59,502)
有效所得税率	17.2%	12.3%	16.8%	17.5%	17.5%
股权投资	566	(5,733)	4,593	4,593	4,593
净利润	80,234	140,350	147,531	204,540	285,104
净利率	21.3%	27.5%	20.5%	21.5%	24.1%
少数股东权益	7,652	9,083	5,448	5,448	5,448
归属于普通股净利润	87,600	149,263	152,979	209,988	290,552

资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
现金及现金等价物	189,976	330,503	446,779	650,639	939,041
应收款项	58,590	84,229	107,468	147,846	184,750
短期投资	3,262	28,478	28,478	28,478	28,478
受限资产	8,518	15,479	15,479	15,479	15,479
其他流动资产	9,927	4,234	4,234	4,234	4,234
流动资产合计	270,273	462,923	602,438	846,676	1,171,982
固定资产	92,030	103,387	117,298	131,309	144,719
无形资产	68,276	60,947	60,947	60,947	60,947
权益投资	84,454	189,632	189,632	189,632	189,632
商誉	264,935	276,782	276,782	276,782	276,782
其他非流动资产	185,108	219,314	219,314	219,314	219,314
非流动资产合计	694,803	850,062	863,973	877,984	891,394
资产总计	965,076	1,312,985	1,466,411	1,724,659	2,063,376
短期借款	7,356	5,154	4,500	5,000	5,500
贸易应付账款	117,711	161,536	170,376	227,178	283,884
递延收入及客户预付款	30,795	38,338	38,338	38,338	38,338
其他流动负债	51,807	36,844	36,844	36,844	36,844
流动负债合计	207,669	241,872	250,058	307,360	364,566
长期借款	35,427	39,660	35,000	36,000	37,000
无担保优先票据	76,407	80,616	80,616	80,616	80,616
其他非流动负债	30,171	71,186	71,186	71,186	71,186
非流动负债合计	142,005	191,462	186,802	187,802	188,802
负债总计	349,674	433,334	436,860	495,162	553,368
普通股股东权益	492,257	755,401	898,339	1,098,286	1,378,797
少数股东权益	116,326	115,147	115,147	115,147	115,147
夹层权益	6,819	9,103	9,103	9,103	9,103
总权益	615,402	879,651	1,022,589	1,222,536	1,503,047

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
净利润	80,234	140,350	147,531	204,540	285,104
调整为经营活动产生净额	38,491	18,839	21,089	25,989	31,589
资产及负债变动净额	32,250	21,418	(14,399)	16,424	19,802
经营现金流	150,975	180,607	149,629	242,360	331,902
购买物业、厂房及设备	(35,482)	(32,550)	(35,000)	(40,000)	(45,000)
购买无形资产	(14,161)	(12,836)	-	-	-
投资净额	(65,980)	(60,656)	-	-	-
其他投资现金流	(40,538)	(2,030)	-	-	-
投资现金流	(156,161)	(108,072)	(35,000)	(40,000)	(45,000)
发行普通股	354	91,506	-	-	-
回购普通股	(10,872)	-	-	-	-
银行及其他借款	12,116	15,788	-	-	-
偿还银行借款	(16,347)	(15,943)	(5,314)	1,500	1,500
其他融资现金流	7,357	(20,498)	-	-	-
融资现金流	(7,392)	70,853	(5,314)	1,500	1,500
现金及现金等价物净流量	(12,578)	143,388	109,315	203,860	288,402
汇率变动影响	3,245	4,100	-	-	-
年初现金及现金等价物	199,309	189,976	337,464	446,779	650,639
年末现金及现金等价物	189,976	337,464	446,779	650,639	939,041

主要财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
每股指标 (元)					
每股收益	4.2	7.0	6.8	9.4	13.0
每股自由现金流	7.6	7.3	6.8	11.1	15.1
每股账面价值	23.5	35.4	41.0	50.1	62.9
估值 (倍)					
调整后市盈率	75.3	33.9	34.4	29.2	21.5
P/B	14.3	9.5	8.2	6.7	5.3
P/S	18.7	14.0	10.5	7.9	6.3
盈利能力比率					
毛利率	45.1%	44.6%	42.9%	43.0%	44.0%
经营利润率	15.1%	17.9%	16.2%	16.8%	20.0%
净利率	21.3%	27.5%	20.5%	21.5%	24.1%
ROE	18.7%	22.5%	17.3%	20.0%	22.6%
盈利增速					
营业收入增速	50.6%	35.3%	37.0%	33.3%	25.0%
营业利润增速	-17.6%	60.2%	24.0%	37.6%	49.2%
净利润增速	30.6%	74.9%	1.8%	39.9%	40.3%
偿债能力指标					
资产负债率	36%	33%	30%	29%	27%
现金比率	91%	137%	179%	212%	258%
流动比率	130%	191%	241%	275%	321%

阿里巴巴 (9988.HK):

复盘双十一，细分品类畅销榜梳理

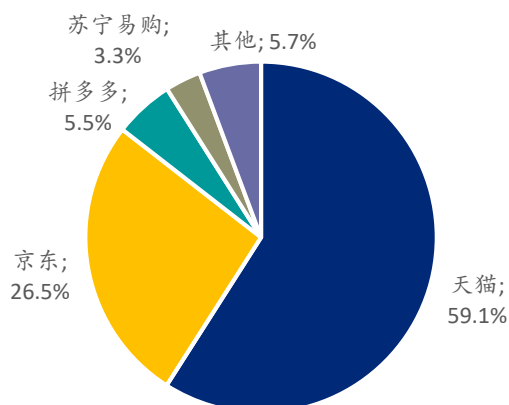
天猫双十一 GMV 为 4982 亿，同周期口径增长 26.1%

11月1日零点至11月12日零点，2020年天猫公布其双十一的成交额为4982亿，同周期口径增长26%，高于2019年25.7%的增速。京东公布其成交额为2715亿，同比增长33%。整体上看，国内消费复苏强劲，今年天猫双十一吸引超过8亿消费者、25万品牌、500万商家共同参与。根据天下网商数据，天猫平台上474个品牌成交过亿，其中60%的品牌，增速超过了去年同期。

与往年相比，今年双十一，启动较早，时间延长。10月21日开启预售，11月1日-3日为第一波售卖期，11月11日为第二波售卖期。此外，直播电商依旧火热，商家自播GMV占比超六成，直播商家覆盖数增长220%。新品牌崛起，360个新品牌拿下细分品类第一，16个新品牌累计成交额突破1亿元，包括：完美日记、花西子、Ubras、添可、蕉内、Beaster、MLB、realme、润百颜、敷尔佳、usmile、colorkey、小奥汀、三顿半、认养一头牛、云鲸。

我们根据天下网商数据，对31个细分品类中畅销榜前十的排名变化及其公司股价变动进行了梳理。

图表 2: 2020 双十一当天各大平台销售额占比



资料来源：星图数据、浦银国际

图表 3: 2020 双十一全网销售额前十大行业

排名	行业
1	家用电器
2	手机数码
3	服装
4	个护美妆
5	箱包鞋靴
6	家具建材
7	电脑办公
8	食品饮料
9	母婴玩具
10	运动户外

资料来源：星图数据、浦银国际

图表 4: 天猫双十一: 手机热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	苹果	不变	AAPL US Equity	苹果公司	62%	-	-
2	华为	不变	-	华为	-	-	-
3	小米	升 1 位	1810 HK Equity	小米集团	134%	-	-
4	荣耀	降 1 位	-	智信新	-	-	-
5	vivo	不变	-	vivo	-	-	-
6	OPPO	不变	-	OPPO	-	-	-
7	一加	升 3 位	-	OPPO	-	-	-
8	三星	降 1 位	005930 KS Equity	三星	19%	-	-
9	realme	降 1 位	-	OPPO	-	-	-
10	iQOO	新上榜	-	vivo	-	-	-

注: 11.1-11.11 销售金额排名, YTD 股价变化截至 11 月 16 日, 海外非上市公司未统计融资信息

资料来源: 天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 5: 天猫双十一: 户外运动热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	耐克	-	NKE US Equity	耐克公司	27%	-	-
2	阿迪达斯	-	ADS GR Equity	阿迪达斯公司	-5%	-	-
3	李宁	-	2331 HK Equity	李宁	90%	-	-
4	安踏	-	2020 HK Equity	安踏体育	55%	-	-
5	斐乐	-	2020 HK Equity	安踏体育	55%	-	-
6	彪马	-	PUM GR Equity	彪马公司	21%	-	-
7	JORDAN	-	NKE US Equity	耐克公司	27%	-	-
8	斯凯奇	-	SKX US Equity	斯凯奇美国公司	-26%	-	-
9	VANS	-	VFC US Equity	VF 公司	-20%	-	-
10	NEW BALANCE	-	-	NEW BALANCE	-	-	-

注: 11.1-11.11 销售金额排名, YTD 股价变化截至 11 月 16 日, 海外非上市公司未统计融资信息; 2019 年末列此品类排名

资料来源: 天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 6: 天猫双十一: 美妆热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	雅诗兰黛	升 2 位	EL US Equity	雅诗兰黛	24%	-	-
2	欧莱雅	降 1 位	OR FP Equity	欧莱雅	20%	-	-
3	兰蔻	降 1 位	OR FP Equity	欧莱雅	20%	-	-
4	后	升 4 位	051900 KP Equity	LG	24%	-	-
5	玉兰油	降 1 位	PG US Equity	宝洁	16%	-	-
6	SK-II	降 1 位	PG US Equity	宝洁	16%	-	-
7	雪花秀	新上榜	090430 KP Equity	爱茉莉太平洋集团	-13%	-	-
8	资生堂	新上榜	4911 JP Equity	资生堂	-7%	-	-
9	薇诺娜	升 1 位	-	贝泰妮生物	-	拟上市	-
10	海蓝之谜	新上榜	EL US Equity	雅诗兰黛	24%	-	-

注: 11.1-11.11 销售金额排名, YTD 股价变化截至 11 月 16 日, 海外非上市公司未统计融资信息

资料来源: 天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 7: 天猫双十一: 食品热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	茅台	升 1 位	600519 CH Equity	贵州茅台	46%	-	-
2	三只松鼠	降 1 位	300783 CH Equity	三只松鼠	-15%	-	-
3	蒙牛	升 4 位	2319 HK Equity	蒙牛乳业	33%	-	-
4	伊利	升 5 位	600887 CH Equity	伊利股份	24%	-	-
5	百草味	降 1 位	PEP US Equity	百事可乐	6%	-	-
6	五粮液	新上榜	000858 CH Equity	五粮液	105%	-	-
7	星巴克	新上榜	SBUX US Equity	星巴克	9%	-	-
8	肯德基	新上榜	YUMC US Equity	百胜中国	20%	-	-
9	大益	降 3 位	-	大益	-	-	-
10	良品铺子	降 5 位	603719 CH Equity	苹果公司	21%	-	-

注: 11.1-11.11 销售金额排名, YTD 股价变化截至 11 月 16 日, 海外非上市公司未统计融资信息

资料来源: 天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 8: 天猫双十一: 大家电热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	海尔	升 1 位	1169 HK Equity	海尔电器	58%	-	-
2	美的	降 1 位	000333 CH Equity	美的集团	53%	-	-
3	格力	不变	000651 CH Equity	格力电器	2%	-	-
4	西门子	升 1 位	SIE GR Equity	西门子	7%	-	-
5	小米	降 1 位	1810 HK Equity	小米集团	134%	-	-
6	海信	升 1 位	000921 CH Equity	海信家电	36%	-	-
7	小天鹅	降 1 位	000333 CH Equity	美的集团	53%	-	-
8	TCL	升 2 位	000100 CH Equity	TCL 科技	61%	-	-
9	创维	不变	751 HK Equity	创维集团	2%	-	-
10	容声	新上榜	000921 CH Equity	海信家电	36%	-	-

注: 11.1-11.11 销售金额排名, YTD 股价变化截至 11 月 16 日, 海外非上市公司未统计融资信息

资料来源: 天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 9: 天猫双十一: 住宅家具热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	林氏木业	不变	-	承林家具	-	天使轮	红杉资本
2	全友	不变	-	全友	-	-	-
3	源氏木语	升 2 位	-	朵艺家具	-	-	-
4	喜临门	升 2 位	603008 CH Equity	喜临门	11%	-	-
5	顾家家居	降 2 位	603816 CH Equity	顾家家居	77%	-	-
6	芝华仕	降 2 位	1999 HK Equity	敏华控股	149%	-	-
7	爱果乐	升 2 位	-	DisonMotion	-	A 轮	天图投资
8	雅兰	不变	-	雅兰集团	-	-	-
9	左右	新上榜	-	左右家私	-	-	-
10	慕思	新上榜	-	慕思	-	拟上市	-

注: 11.1-11.11 销售金额排名, YTD 股价变化截至 11 月 16 日, 海外非上市公司未统计融资信息

资料来源: 天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 10: 天猫双十一：女装热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	优衣库	不变	9983 JP Equity	FASTRETAIL	32%	-	-
2	波司登	不变	3998 HK Equity	波司登	10%	-	-
3	伊芙丽	升 1 位	-	意丰歌实业	-	-	-
4	太平鸟	升 2 位	603877 CH Equity	太平鸟	149%	-	-
5	VeroModa	降 2 位	-	BESTSELLER	-	-	-
6	ONLY	降 1 位	-	BESTSELLER	-	-	-
7	Mo&Co	升 3 位	-	EPO	-	-	-
8	乐町	降 1 位	603877 CH Equity	太平鸟	149%	-	-
9	Zara	不变	ITX SM Equity	爱特思集团	-14%	-	-
10	TeenieWeenie	新上榜	603518 CH Equity	锦泓集团	-17%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 11: 天猫双十一：男装热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	优衣库	不变	9983 JP Equity	FASTRETAIL	32%	-	-
2	GXG	不变	1817 HK Equity	慕尚集团控股	-37%	-	-
3	马克华菲	升 4 位	002029 CH Equity	七匹狼	-7%	-	-
4	太平鸟	降 1 位	603877 CH Equity	太平鸟	149%	-	-
5	波司登	不变	3998 HK Equity	波司登	10%	-	-
6	海澜之家	升 4 位	600398 CH Equity	海澜之家	-10%	-	-
7	杰克琼斯	降 3 位	-	BESTSELLER	-	-	-
8	森马	降 2 位	002563 CH Equity	森马服饰	-15%	-	-
9	Beaster	新上榜	-	Beaster	-	-	-
10	思莱德	降 2 位	-	BESTSELLER	-	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 12: 天猫双十一：内衣热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	Ubras	新上榜	-	彼悦	-	B 轮	红杉资本
2	优衣库	不变	6288 HK Equity	FASTRETAIL	40%	-	-
3	蕉内	升 5 位	-	蕉内	-	A 轮	元生资本
4	曼妮芬	不变	002763 CH Equity	汇洁股份	-1%	-	-
5	芬腾	升 1 位	-	洪兴实业	-	-	-
6	猫人	降 1 位	-	猫人	-	战略投资	九鼎投资
7	恒源祥	降 4 位	-	恒源祥	-	-	-
8	果壳	新上榜	-	博洋家纺	-	-	-
9	爱慕	新上榜	-	爱慕	-	拟上市	众海投资
10	南极人	降 9 位	002127 CH Equity	南极电商	57%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 13:天猫双十一：母婴亲子热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	巴拉巴拉	不变	002563 CH Equity	森马服饰	-15%	-	-
2	babycare	不变	-	夕尔实业	-	战略融资	红杉资本
3	耐克	不变	NKE US Equity	耐克公司	27%	-	-
4	爱他美	不变	BN FP Equity	达能股份	-26%	-	-
5	阿迪达斯	新上榜	ADS GR Equity	阿迪达斯公司	-5%	-	-
6	帮宝适	降 1 位	PG US Equity	宝洁	16%	-	-
7	安踏	升 1 位	2020 HK Equity	安踏体育	55%	-	-
8	好奇	新上榜	KMB US Equity	金佰利	2%	-	-
9	好孩子	升 1 位	1086 HK Equity	好孩子国际	-46%	-	-
10	DAVE&BELLA	降 1 位	-	日冠服饰	-	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 14:天猫双十一：宠物相关热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	Petcureango!	-	-	Petcurean	-	-	-
2	麦富迪	-	-	乖宝集团	-	B 轮，拟上市	君联资本
3	皇家	-	-	RoyalCanin	-	-	-
4	渴望	-	-	ChampionPetfoods	-	-	-
5	爱肯拿	-	-	ChampionPetfoods	-	-	-
6	凯锐思	-	-	优华贸易	-	-	-
7	耐威克	-	-	耐威克	-	-	-
8	伯纳天纯	-	-	依蕴宠物	-	-	-
9	卫仕	-	-	宠幸宠物	-	A 轮	锐盛投资
10	滋益巅峰	-	-	滋益	-	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息；2019 年未列此品类排名

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 15:天猫双十一：生鲜热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	大希地	升 1 位	-	大希地	-	B 轮	清科创投
2	恒都	升 2 位	-	恒都	-	-	-
3	久年	降 2 位	-	久年	-	-	-
4	甘福园	降 1 位	-	福源糖业	-	-	-
5	王小二	不变	-	王小二	-	-	-
6	天海藏	新上榜	-	天海藏	-	-	-
7	官栈	新上榜	-	官栈	-	-	-
8	小牛凯西	不变	-	凯西食品	-	-	-
9	晓芹	降 2 位	-	晓芹	-	-	-
10	正大	新上榜	0043 HK Equity	卜蜂国际	11%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 16:天猫双十一：生活电器热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	美的	不变	000333 CH Equity	美的集团	53%	-	-
2	戴森	不变	-	戴森	-	-	-
3	科沃斯	不变	603486 CH Equity	科沃斯	233%	-	-
4	九阳	不变	002242 CH Equity	九阳股份	43%	-	-
5	苏泊尔	不变	002032 CH Equity	苏泊尔	-6%	-	-
6	飞利浦	不变	PHIA GR Equity	飞利浦公司	2%	-	-
7	添可	新上榜	603486 CH Equity	科沃斯	233%	-	-
8	松下	升 1 位	6752 JP Equity	松下	7%	-	-
9	云鲸	新上榜	-	云鲸	-	C 轮	红杉、高瓴资本
10	米家	降 3 位	1810 HK Equity	小米集团	134%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 17:天猫双十一：数码热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	苹果	不变	AAPL US Equity	苹果公司	62%	-	-
2	华为	不变	-	华为	-	-	-
3	联想	升 1 位	992 HK Equity	联想集团	-1%	-	-
4	小米	降 1 位	1810 HK Equity	小米集团	134%	-	-
5	华硕	升 1 位	2357 TT Equity	华硕	8%	-	-
6	惠普	降 1 位	HPQ US Equity	惠普	-5%	-	-
7	索尼	升 3 位	6758 JP Equity	索尼	28%	-	-
8	坚果	不变	-	锤子科技	-	E 轮	阿里巴巴、IDG
9	极米	新上榜	-	极米	-	IPO 中	百度、励石投资
10	戴尔	降 1 位	DELL US Equity	戴尔	29%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 18:天猫双十一：时尚鞋靴热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	百丽	不变	退市私有化	百丽	-	-	高瓴资本
2	斯凯奇	不变	SKX US Equity	斯凯奇	-26%	-	-
3	红蜻蜓	升 1 位	603116 CH Equity	红蜻蜓	3%	-	-
4	Dr.Martens	新上榜	-	Dr.Martens	-	-	-
5	他她	新上榜	-	百丽	-	-	高瓴资本
6	思加图	新上榜	-	百丽	-	-	高瓴资本
7	UGG	降 1 位	DECK US Equity	德克斯	49%	-	-
8	骆驼	降 5 位	-	骆驼	-	-	-
9	天美意	不变	-	百丽	-	-	高瓴资本
10	爱步	新上榜	-	爱步	-	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 19: 天猫双十一：箱包配饰热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	COACH	不变	TPR US Equity	TPR-DRS-RS	-2%	-	-
2	MichaelKors	升 3 位	CPRI US Equity	Capri 控股	-23%	-	-
3	MCM	升 1 位	-	sungjoo	-	-	-
4	CHARLES&KEITH	降 2 位	-	CHARLES&KEITH	-	-	-
5	稻草人	升 4 位	-	稻草人	-	-	-
6	新秀丽	降 3 位	1910 HK Equity	新秀丽	-33%	-	-
7	七匹狼	升 1 位	002029 CH Equity	七匹狼	-7%	-	-
8	金利来	升 2 位	533 HK Equity	金利来集团	-33%	-	-
9	卡帝乐鳄鱼	降 3 位	-	鳄鱼国际	-	A 轮	德同资本
10	Zara	新上榜	ITX SM Equity	爱特思集团	-14%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 20: 天猫双十一：珠宝首饰热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	周大福	不变	1929 HK Equity	周大福	25%	-	-
2	周生生	不变	116 HK Equity	周生生	-6%	-	-
3	周大生	不变	002867 CH Equity	周大生	45%	-	-
4	施华洛世奇	不变	-	施华洛世奇	-	-	-
5	潮宏基	升 3 位	002345 CH Equity	潮宏基	25%	-	-
6	菜百	不变	-	菜百	-	IPO 中	-
7	卡地亚	新上榜	CFR SW Equity	历峰集团	-2%	-	-
8	潘多拉	降 3 位	PNDORA DC Equity	潘多拉公司	107%	-	-
9	六福珠宝	降 2 位	590 HK Equity	六福集团	-12%	-	-
10	老庙	新上榜	600655 CH Equity	豫园股份	19%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 21: 天猫双十一：手表眼镜热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	卡西欧	不变	6952 JP Equity	卡西欧	-10%	-	-
2	阿玛尼	升 2 位	-	乔治·阿玛尼	-	-	-
3	浪琴	升 2 位	UHR SW Equity	斯沃琪	-15%	-	-
4	天梭	降 2 位	UHR SW Equity	斯沃琪	-15%	-	-
5	DanielWellington	降 2 位	-	DanielWellington	-	-	-
6	宝岛	升 2 位	-	星创视界	-	-	-
7	西铁城	不变	7762 JP Equity	西铁城	-51%	-	-
8	卡地亚	新上榜	CFR SW Equity	历峰集团	-2%	-	-
9	Zippo	升 1 位	-	Zippo	-	-	-
10	吉普	新上榜	FCA IM Equity	菲亚特克莱斯勒	-6%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 22:天猫双十一：家具百货热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	水星	不变	-	水星	-	-	-
2	康巴赫	新上榜	-	苏泊尔	-	-	-
3	罗莱	升 1 位	002293 CH Equity	罗莱生活	45%	-	-
4	博洋	升 4 位	-	博洋	-	-	-
5	富安娜	降 2 位	002327 CH Equity	富安娜	23%	-	-
6	好太太	降 1 位	603848 CH Equity	好太太	9%	-	-
7	梦洁	升 2 位	002397 CH Equity	梦洁股份	-1%	-	-
8	双立人	降 1 位	-	双立人	-	-	-
9	膳魔师	降 3 位	-	膳魔师	-	-	-
10	珍视明	新上榜	600572 CH Equity	康恩贝	-2%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 23:天猫双十一：个护热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	护舒宝	升 1 位	PG US Equity	宝洁	16%	-	-
2	卡诗	升 4 位	OR FP Equity	欧莱雅	20%	-	-
3	飞利浦	降 2 位	PHIA GR Equity	飞利浦公司	2%	-	-
4	苏菲	降 1 位	-	尤妮佳	-	-	-
5	欧莱雅	升 3 位	OR FP Equity	欧莱雅	20%	-	-
6	海飞丝	降 1 位	PG US Equity	宝洁	16%	-	-
7	阿道夫	不变	-	阿道夫	-	-	-
8	欧乐 B	降 4 位	PG US Equity	宝洁	16%	-	-
9	潘婷	新上榜	PG US Equity	宝洁	16%	-	-
10	欧舒丹	新上榜	973 HK Equity	L'OCCITANE	-13%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 24:天猫双十一：家清热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	维达	不变	3331 HK Equity	维达国际	56%	-	-
2	蓝月亮	不变	-	蓝月亮	-	IPO 中	高瓴资本
3	洁柔	不变	002511 CH Equity	中顺洁柔	65%	-	-
4	清风	不变	-	金光集团	-	-	-
5	心相印	升 1 位	1044 HK Equity	恒安国际	3%	-	-
6	威露士	升 1 位	-	威莱	-	-	-
7	全棉时代	降 2 位	300888 CH Equity	稳健医疗	16%	-	-
8	汰渍	不变	PG US Equity	宝洁	16%	-	-
9	奥妙	新上榜	UL US Equity	联合利华	10%	-	-
10	滴露	新上榜	RB/LN Equity	利洁时	12%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 25:天猫双十一：厨房卫浴热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	九牧	-	-	九牧	-	-	-
2	箭牌	-	-	箭牌	-	IPO 中	金石投资
3	松下	-	6752 JP Equity	松下	7%	-	-
4	奥普	-	603551 CH Equity	奥普家居	-13%	-	-
5	恒洁	-	-	恒洁	-	-	-
6	四季沐歌	-	603366 CH Equity	日出东方	-9%	-	-
7	TOTO	-	5332 JP Equity	东陶	25%	-	-
8	科勒	-	-	科勒	-	-	-
9	卡贝	-	-	卡贝	-	-	-
10	欧普照明	-	603515 CH Equity	欧普照明	14%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息；2019 年未列此品类排名
资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 26:天猫双十一：全屋定制热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	索菲亚	不变	-	索菲亚	-	A 轮	凯辉基金
2	TATA 木门	不变	-	TATA 木门	-	-	-
3	欧派	不变	603833 CH Equity	欧派家居	54%	-	-
4	好莱客	不变	603898 CH Equity	好莱客	1%	-	-
5	金牌厨柜	不变	603180 CH Equity	金牌厨柜	22%	-	-
6	尚品宅配	升 2 位	300616 CH Equity	尚品宅配	-20%	-	-
7	志邦	新上榜	603801 CH Equity	志邦家居	64%	-	-
8	兔宝宝	新上榜	002043 CH Equity	兔宝宝	32%	-	-
9	维意定制	新上榜	300616 CH Equity	尚品宅配	-20%	-	-
10	全友	新上榜	-	全友	-	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息
资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 27:天猫双十一：装修建材热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	诺贝尔	-	-	诺贝尔	-	-	-
2	三棵树	-	603737 CH Equity	三棵树	160%	-	-
3	雨虹防水	-	002271 CH Equity	东方雨虹	120%	-	-
4	东鹏	-	003012 CH Equity	东鹏控股	32%	-	-
5	立邦	-	4612 JP Equity	日本涂料控股	91%	-	-
6	德高	-	-	德高	-	-	-
7	冠珠	-	-	新明珠陶瓷	-	A 轮	美的、保利
8	房屋医生	-	-	房屋医生	-	-	-
9	多乐士	-	AKZO SW Equity	阿克苏诺贝尔	91%	-	-
10	简一	-	-	简一	-	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息；2019 年未列此品类排名
资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 28:天猫双十一：智能安防热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	德施曼	-	-	德施曼	-	B 轮	红星美凯龙
2	凯迪仕	-	-	顶固集创	-	-	-
3	海康威视	-	002415 CH Equity	海康威视	47%	-	-
4	萤石	-	002415 CH Equity	海康威视	47%	-	-
5	飞利浦	-	PHG US Equity	飞利浦公司	12%	-	-
6	鹿客	-	-	云丁科技	-	D 轮	百度
7	Aqara	-	-	绿米	-	B++轮	顺为资本
8	GATEMAN	-	-	iRevo	-	-	-
9	乔安	-	-	乔安	-	-	-
10	小滴	-	-	德施曼	-	B 轮	红星美凯龙

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息；2019 年未列此品类排名

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 29:天猫双十一：汽车热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	上汽大众	升 3 位	合资	上汽大众	-	-	-
2	比亚迪汽车	新上榜	1211 HK Equity	比亚迪	363%	-	-
3	一汽大众	新上榜	合资	一汽大众	-	-	-
4	广汽本田	新上榜	合资	广汽本田	-	-	-
5	长城汽车	降 4 位	2333 HK Equity	长城汽车	127%	-	-
6	奇瑞	新上榜	-	奇瑞	-	拟上市	-
7	威马汽车	新上榜	-	威马汽车	-	D 轮	百度、腾讯
8	五菱宝骏	不变	合资	上汽通用五菱	-	-	-
9	WEY	新上榜	-	长城汽车	-	-	-
10	奥迪	新上榜	NSU GR Equity	奥迪集团	104%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 30:天猫双十一：出行车品热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	宝得适	不变	-	NordicCapital	-	-	-
2	360	不变	601360 CH Equity	三六零	-35%	-	-
3	新日	新上榜	603787 CH Equity	新日股份	147%	-	-
4	酷斯特	升 2 位	-	酷斯特	-	-	-
5	凌度	降 2 位	-	凌度	-	-	-
6	雅迪	新上榜	1585 HK Equity	雅迪控股	426%	-	-
7	众晟	不变	-	众晟	-	-	-
8	盯盯拍	不变	新三板退市	盯盯拍	-	-	-
9	台铃	新上榜	-	台铃	-	-	-
10	小牛电动	新上榜	NIU US Equity	牛电科技	283%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 31:天猫双十一：医疗保健热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	小仙炖	升 4 位	-	小仙炖	-	A 轮	奇虎 360
2	swisse	降 1 位	1112 HK Equity	H&H 国际	-2%	-	-
3	爱康国宾	新上榜	中概股私有化	爱康国宾	-	-	-
4	汤臣倍健	降 2 位	300146 CH Equity	汤臣倍健	63%	-	-
5	博士伦	降 2 位	BOL US Equity	博士伦	-34%	-	-
6	燕之屋	降 2 位	-	燕之屋	-	-	-
7	鱼跃	升 2 位	002223 CH Equity	鱼跃医疗	42%	-	-
8	敷尔佳	新上榜	002900 CH Equity	哈三联	-13%	-	-
9	杜蕾斯	降 3 位	RB/LN Equity	利洁时	12%	-	-
10	海昌	降 3 位	8406 TT Equity	金可-KY	-23%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 32:天猫双十一：教育热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	东奥	-	-	东奥	-	-	-
2	中华会计网校	-	DL US Equity	正保远程教育	16%	-	-
3	瑞达成泰	-	DL US Equity	正保远程教育	16%	-	-
4	斯尔教育	-	-	斯尔教育	-	PreA 轮	启明创投
5	斑马 AI	-	-	猿辅导	-	G 轮	腾讯、高瓴、IDG
6	觉晓法考	-	-	觉晓教育	-	-	-
7	猿辅导	-	-	猿辅导	-	G 轮	腾讯、高瓴、IDG
8	快学会计	-	-	快学教育	-	-	-
9	对啊网	-	-	对啊网	-	C 轮	好未来
10	立刻说	-	METX US Equity	美联教育	-68%	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息；2019 年未列此品类排名

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 33:天猫双十一：进口热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	雅萌	不变	6630 JP Equity	YA-MAN	151%	-	-
2	爱他美	升 4 位	BN FP Equity	达能	-26%	-	-
3	swisse	降 1 位	1112 HK Equity	H&H 国际控股	-2%	-	-
4	花王	降 1 位	4452 JP Equity	花王	-12%	-	-
5	资生堂	新上榜	4911 JP Equity	资生堂	-7%	-	-
6	爱和纯	降 2 位	UL US Equity	联合利华	10%	-	-
7	a2	升 1 位	ATM NZ Equity	a2 牛奶	2%	-	-
8	SmoothSkin	升 12 位	-	Cyden	-	-	-
9	bioisland	降 4 位	-	生物岛公司	-	-	-
10	戴森	升 6 位	-	戴森	-	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

图表 34: 天猫双十一：出口热销榜

排名	品牌	较 2019 年排名变化	股票代码	所属公司名称	YTD 股价变化	融资进度	主要投资者
1	小米	不变	1810 HK Equity	小米集团	134%	-	-
2	华为	新上榜	-	华为	-	-	-
3	美的	降 1 位	000333 CH Equity	美的集团	53%	-	-
4	南极人	升 1 位	002127 CH Equity	南极电商	57%	-	-
5	海尔	降 2 位	1169 HK Equity	海尔电器	58%	-	-
6	米家	新上榜	1810 HK Equity	小米集团	134%	-	-
7	九阳	降 1 位	002242 CH Equity	九阳股份	43%	-	-
8	科沃斯	升 2 位	603486 CH Equity	科沃斯	233%	-	-
9	李宁	不变	2331 HK Equity	李宁	90%	-	-
10	源氏木语	升 8 位	-	朵艺家具	-	-	-

注：11.1-11.11 销售金额排名，YTD 股价变化截至 11 月 16 日，海外非上市公司未统计融资信息

资料来源：天猫、天下网商、Bloomberg、Wind、公开资料整理、浦银国际

阿里巴巴 3Q 业绩保持稳健增长

阿里巴巴近期公布 2QFY21 业绩，收入同比增长 30%，达到 1551 亿人民币，与市场普遍预期一致，其中核心商业和云计算同比分别增长 29%和 60%；调整后净利润 471 亿，同比增长 44%，高于市场预期。本季度，核心商业下的中国商业零售同比增长 26%，菜鸟网络表现亮眼，同比增长 73%。传统电商保持稳健增长，同比增 20%，天猫 GMV 同比增长 21%，淘宝 GMV 同比增长 10%+。此外，淘宝特价版 MAU 已达到 7000 万，环比增长 3000 万。

本季度，云计算仍保持强劲增长势头，同比增长 60%。基于巨大的市场需求，我们仍然维持全年收入增速 60%的预测。与此同时，云业务亏损继续收窄，调整后 EBITA 率为-1%。公司曾在投资者大会上表示，云计算业务有望在 FY21 财年扭亏为盈。相对于全球云计算龙头约 25-30%的经营利润率，阿里云未来的利润空间巨大，将逐步释放。

维持买入评级和目标价 335.0 港元

近期，平台经济反垄断征求意见或对电商竞争格局带来不确定性，以及板块轮动或给估值带来短期回调压力。但我们认为公司的长期基本面依然稳健，维持买入评级。我们将 FY22-23 年调整后净利润分别下调 2.7%和 4.3%。维持目标价 335 港元，分别对应 34x 和 29x 的 FY2021E 和 FY2022E 市盈率。

图表 35: 阿里巴巴估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	FY21E		估值方法		估值
	收入	经营利润	EV/EBIT	P/S	
核心商业	598,887	239,555	20		4,791,093
云计算	63,945			10	639,448
数字文娱	29,615			3	88,845
创新及其他	6,096			3	18,288
蚂蚁金服					462,000
其他投资					106,867
净现金					422,758
市值(人民币 百万)					6,529,300
人民币/港币					0.9
市值(港元 百万)					7,336,292
股数(百万)					21,926
目标价(港元)					335

注：E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 36: 损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
损益表					
核心电商	323,400	436,104	598,887	800,554	1,001,702
云计算	24,702	40,016	63,945	90,802	118,042
数字文娱	24,077	26,948	29,615	32,577	35,183
创新及其他	4,665	6,643	6,096	7,498	8,998
收入合计	376,844	509,711	698,543	931,430	1,163,925
同比增长	51%	35%	37%	33%	25%
成本	(206,929)	(282,367)	(398,786)	(530,915)	(651,798)
毛利润	169,915	227,344	299,756	400,515	512,127
毛利率	45%	45%	43%	43%	44%
销售费用	(39,780)	(50,673)	(69,157)	(93,143)	(104,753)
研发费用	(37,435)	(43,080)	(64,506)	(83,829)	(98,934)
管理费用	(24,889)	(28,197)	(41,097)	(55,886)	(64,016)
其他	(10,727)	(13,964)	(11,616)	(11,616)	(11,616)
营业利润	57,084	91,430	113,381	156,041	232,808
营业利润率	15%	18%	16%	17%	20%
利息收入	44,106	72,956	62,869	93,143	116,392
融资成本	(5,190)	(5,180)	(7,099)	(9,466)	(11,829)
其他	221	7,439	2,641	2,641	2,641
税前利润	96,221	166,645	171,791	242,360	340,013
所得税开支	(16,553)	(20,562)	(28,853)	(42,413)	(59,502)
净利润	80,234	140,350	147,531	204,540	285,104
净利率	21%	28%	20%	21%	24%
非控股权益	7,652	9,083	5,448	5,448	5,448
归属普通股股东净利润	87,600	149,263	152,979	209,988	290,552
非通用会计准则					
以股份为基础的酬金	37,491	31,742	48,409	35,000	45,000
调整后营业利润	57,084	91,430	113,381	156,041	232,808
调整后经营利润率	15%	18%	16%	17%	20%
调整后净利润	93,407	211,136	213,549	251,380	341,944
调整后净利润率	25%	41%	31%	27%	29%

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 37: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
资产负债表					
流动资产					
现金及现金等价物	189,976	330,503	446,779	650,639	939,041
应收账款及其他应收	58,590	84,229	107,468	147,846	184,750
短期投资	3,262	28,478	28,478	28,478	28,478
受限资产	8,518	15,479	15,479	15,479	15,479
理财产品	9,927	4,234	4,234	4,234	4,234
流动资产合计	270,273	462,923	602,438	846,676	1,171,982
非流动资产					
物业、厂房及设备	92,030	103,387	117,298	131,309	144,719
理财产品	157,090	161,329	161,329	161,329	161,329
预付和应收	28,018	57,985	57,985	57,985	57,985
权益投资	84,454	189,632	189,632	189,632	189,632
无形资产和土地使用权	68,276	60,947	60,947	60,947	60,947
商誉	264,935	276,782	276,782	276,782	276,782
非流动资产合计	694,803	850,062	863,973	877,984	891,394
总资产	965,076	1,312,985	1,466,411	1,724,659	2,063,376
流动负债					
短期银行借款	7,356	5,154	4,500	5,000	5,500
短期无担保优先票据	15,110	-	-	-	-
应付所得税	17,685	20,190	20,190	20,190	20,190
应付托管	8,250	3,014	3,014	3,014	3,014
应付账款	117,711	161,536	170,376	227,178	283,884
商户存款	10,762	13,640	13,640	13,640	13,640
递延收入	30,795	38,338	38,338	38,338	38,338
流动负债合计	207,669	241,872	250,058	307,360	364,566
非流动负债					
借款	35,427	39,660	35,000	36,000	37,000
递延收入	1,467	2,025	2,025	2,025	2,025
递延所得税负债	22,517	43,898	43,898	43,898	43,898
优先无抵押票据	76,407	80,616	80,616	80,616	80,616
其他负债	6,187	25,263	25,263	25,263	25,263
非流动负债合计	142,005	191,462	186,802	187,802	188,802
总负债	349,674	433,334	436,860	495,162	553,368
夹层权益	6,819	9,103	9,103	9,103	9,103
资本公积	231,783	343,707	343,707	343,707	343,707
未分配利润	257,886	406,287	549,225	749,172	1,029,683
其他股东权益	2,588	5,407	5,407	5,407	5,407
公司拥有人应占权益	492,257	755,401	898,339	1,098,286	1,378,797
非控股权益	116,326	115,147	115,147	115,147	115,147
总权益	615,402	879,651	1,022,589	1,222,536	1,503,047
现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	150,975	180,607	149,629	242,360	331,902
投资活动现金流量净额	(156,161)	(108,072)	(35,000)	(40,000)	(45,000)
融资活动所得现金流量净额	(7,392)	70,853	(5,314)	1,500	1,500
现金及现金等价物增加净额	(12,578)	143,388	109,315	203,860	288,402
年初现金及现金等价物	199,309	189,976	337,464	446,779	650,639
汇率变动影响	3,245	4,100	-	-	-
年末现金及现金等价物	189,976	337,464	446,779	650,639	939,041

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼