

中國互聯網行業

聚焦雙十一：直播物流驅動，電商加速促活

2020年雙十一購物節再破紀錄，成交額超預期。阿里巴巴成交額同比增長26%（11月1日至11日期間），而京東成交額實現加速增長，2020年同比增長33%，高於2018/2019年的26%/28%。拼多多此次並未公佈其成交額數據（類似往年）。我們認為雙十一市場聚焦在：1) 直播帶貨拉動消費熱情；2) 雙預付機制及延長售賣期（分兩階段進行）提供更佳時間視窗；3) 低線城市滲透；4) 策略性補貼；以及5) 物流效率優化。儘管競爭激烈且流量正常化，我們認為此次雙十一依然增速亮眼且超市場預期。我們重申對於電商/生活服務業巨頭長期增長的信心，近期反壟斷指南及板塊輪動（疫苗進展）下互聯網龍頭股價短期承壓，但不改長期增長邏輯，建議逢低吸納。

- 阿里巴巴 (BABA US, 買入)：**作為第十二屆雙十一購物節，阿里巴巴成交額再破紀錄，達4,982億元人民幣（11月1日至11日期間），同比增長26%（2019年11月11日單日增長26%）。我們認為該增長表現穩健，尤其是在來自京東及拼多多的競爭加劇情況下。有別於去年，此次雙十一延長售賣期分兩階段進行，11月1日至3日為第一階段，11月11日為第二階段，且更為注重直播帶貨和物流效率的優化。此外，雙十一帶動了品牌商戶端的參與，其中超過31,000個國際品牌參與其中，超過450個品牌成交額超1億元人民幣。我們認為，阿里巴巴將持續增強其品牌和管道優勢，同時受益於低線城市的加速滲透。公司當前股價相當於20倍2022年預測市盈率，估值吸引，潛在催化劑：4Q業績憧憬、阿裡雲盈虧平衡。
- 拼多多 (PDD US, 買入)：**類似往年，拼多多並未公佈其雙十一成交額數據。根據QuestMobile相關資料，我們認為拼多多將在用戶時長中持續獲得份額，受益於多多買菜業務的上線、拼小圈特色及策略性補貼支援。展望未來，我們長期看好拼多多客單價上行空間、ROI驅動的S&M戰略、及用戶擴張趨勢。
- 京東 (JD US)：**京東成交額達2,715億元人民幣，增速由2018/2019年的26%/28%提升至33%，超市場預期，源於：1) 自10月21日開啟預熱；2) C2M增速向好及線上線下整合；以及3) 京喜推動下沉，低線城市增速更高：例如農村預售訂單同比增長126%（而城市增長117%）。我們預計，此次雙十一強勁的成交額，疊加持續的利潤率提升，將支持第四季度亮麗的業績表現。

行業估值

公司	股票代碼	市值 (百萬美元)	貨幣	股價	CMBI 評級	CMBI TP	PE			PS		
							FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
中國電商												
拼多多	PDD US	133,487	USD	111.5	BUY	評審中	NA	360.8	74.7	18.1	11.7	8.7
阿里巴巴	BABA US	718,752	USD	265.7	BUY	358.6	27.5	22.3	22.3	6.9	5.3	4.4
京東	JD US	129,636	USD	82.8	NA	NA	52.3	35.3	25.8	1.2	1.0	0.8
唯品會	VIPS US	14,128	USD	20.9	NA	NA	16.8	14.1	12.5	1.0	0.8	0.8
苏宁	002024 CH	12,962	CNY	9.2	NA	NA	69.4	37.4	24.1	0.3	0.3	0.2
寶尊	BZUN US	3,061	USD	39.4	NA	NA	30.8	21.9	16.8	2.3	1.8	1.5
美团	3690 HK	216,694	HKD	285.6	BUY	評審中	274.8	87.2	52.1	12.9	8.7	6.5
平均值							78.6	82.7	32.6	6.1	4.2	3.3

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

優於大市
(維持)

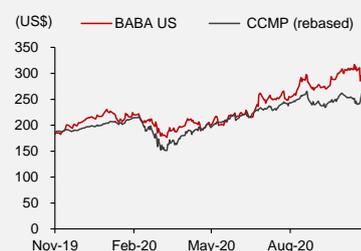
中國互聯網行業

黃群

(852) 3900 0889

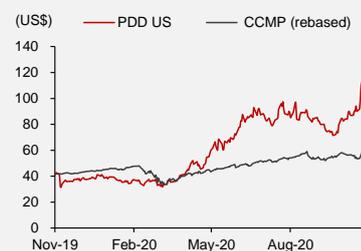
sophiehuang@cmbi.com.hk

阿里巴巴股份表現



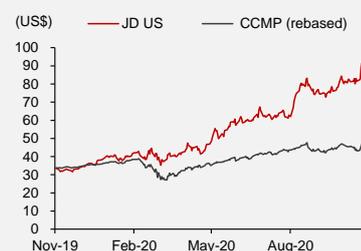
資料來源：彭博

拼多多股份表現



資料來源：彭博

京東股份表現



資料來源：彭博

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）發表於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並無直接或間接關係。

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。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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資料。報告中的資訊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责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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資訊，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告之行為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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。