

行业报告

在线视频行业

分账剧模式未来有望逐渐成为网剧主流

- 分账模式与买断模式相比具有更高的风险/回报比
- 分账剧的质量和表现都在不断提高
- 市场上内容整体质量的提升将扩大市场规模

尾部剧集常见的分账剧模式正逐渐成熟

目前,中国电视剧和网剧市场绝大部分头部和腰部剧集采购依然使用买断模式。在这个模式下,内容制作方拍完剧集后,会以确定好的集单价卖给播放平台,一次性收取买断费用并确认收入,其后不再承担收视风险。但是,在更长尾的剧集领域,分账模式却正变得越来越普遍。网络平台方会根据付费用户有效播放次数或观看时长,按照一定单价(根据剧集级别确定)跟剧集制作方结算分账(来自会员或广告收入),双方共担收视风险。简单来说,分账剧制作方的主要收入来源,由原本的播放平台变为平台上的视频观众,模式由To-B转向To-C。根据云合的数据,在爱奇艺第三季度的上新剧中,有1/3是分账网剧,但从有效播放量占有所有剧集的比重看,我们估计应该仍只在个位数左右。

分账剧整体质量和表现不断改善

在当前优质内容依然稀缺的阶段,头部内容制作方相比视频平台还是更有话语权,而To-B的剧集买断模式,显然更符合内容制作方的风险回报需求。因此,分账剧依然是尾部低成本剧集的专属。但是,随着平台自制内容(主要为定制剧)逐渐丰富,平台从独立第三方采购内容的迫切性会降低,它们也会越来越偏向风险共担的分账剧模式。而对内容制作方而言,虽然分账剧模式承担的风险较高,但如果内容质量足够好,其投入产出的回报率也可能比买断模式更高。今年3月份,优酷的《人间烟火小厨》实现了破亿元的分账新纪录,其与阿里系天猫、淘宝、饿了么深度联动推荐美食、店铺的新营销模式,也为分账剧展示了营销分成业务的潜力。而爱奇艺平台的《危险的她》豆瓣评分则达到7.3,整体评价已与主流头部剧相仿。分账剧的整体质量和表现在过去几年不断改善。越来越多头部影视公司和视频平台,都在扩大在分账剧市场的布局。

To-C的分账剧模式或将逐渐拓展至头部内容

我们认为,对所有内容生产者来说,直接面向和接触终端用户,去了解他们的喜好,满足他们的需求,才是生产优质内容的不二法门。因此,从长期来看,分账模式的普及有利于行业优胜劣汰的发展进程,迟早会拓展到真正的头部内容。未来网络剧集市场会越来越趋向于两个模式:一个模式是平台深度参与的定制剧,由平台来提供用户数据引导制作。另一个模式,就是质量日趋提升的分账剧,由内容制作方自行对话用户,优胜劣汰。而在这样的大趋势下,市场会越来越成熟,内容的平均质量会越来越好,最终提升整个市场上用户的付费意愿,扩大市场规模。而对于视频平台来说,承担的内容风险也会更小,爱奇艺、腾讯视频、优酷等头部平台都将从中受益。

重点公司主要财务指标

| 公司 | 股票代码 | 评级 | 现价 (港币) | 目标价 (港币) | 上涨 空间 | 非 GAAP 摊薄 每股盈利 (港元/美元) | | 市盈率(x) | | EV/EBITDA (x) | | ROE (%) | |
|------|---------|-----|------------|-------------|----------|---------------------------|-------|--------|-------|------------------|-------|---------|--|
| | | | | | | FY20E | FY21E | FY20E | FY21E | FY21E | FY20E | FY21E | |
| 腾讯 | 700 HK | 买入 | 585.0 | 652.0 | 11% | 14.5 | 17.4 | 40.4 | 33.7 | 23.1 | 24.2 | 22.4 | |
| 阿里巴巴 | BABA US | 买入 | 306.9 | 349.0 | 14% | 10.1 | 13.3 | 30.3 | 23.1 | 19.7 | 18.1 | 17.5 | |
| 阿里巴巴 | 9988 HK | 买入 | 300.0 | 338.0 | 13% | 9.8 | 12.9 | 30.6 | 23.3 | 19.7 | 18.1 | 17.5 | |
| 爱奇艺 | IQ US | 未评级 | 23.1 | n.a. | n.a. | (1.5) | (0.9) | n.a. | n.a. | 158.6 | n.a. | n.a. | |

注:收盘价截止2020年10月26日(美股)和2020年10月27日(港股);资料来源:彭博、公司、招商證券(香港)预测

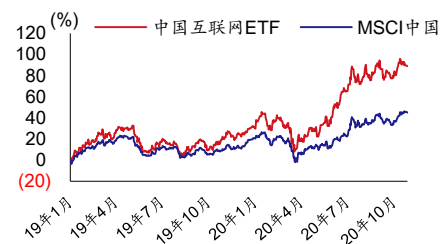
刘楠, CFA
+852 3189 6117
leoliu@cmschina.com.hk
黄耀林
+852 3189 6176
calvinngyl@cmschina.com.hk

马牧野
+852 3189 6194
mattma@cmschina.com.hk

推荐

| | |
|----------------------|--------|
| 前次评级 | 推荐 |
| 恒生指数 (2020年10月27日) | 24,787 |
| MSCI中国 (2020年10月26日) | 103 |

行业表现



资料来源:彭博

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|-------|------|------|
| 绝对回报 | 6.6 | 45.5 | 58.0 |
| 相对回报 | (2.3) | 17.1 | 25.2 |

相关报告

1. China Internet: VVIP is the new norm (推荐) (2020/06/10)
2. China Internet - 2019-nCoV's impact on video streaming (推荐) (2020/02/11)

重点图表

图1: 在线视频平台分账剧的定价模式

| 平台 | 时长 | 定价 | 计算方式 |
|------|------------------------------------|---|---|
| 爱奇艺 | 单部/季网剧正片时长不少于240分钟, 集数不少于12集 | <ul style="list-style-type: none"> ·A级10元/季 (独家) ·B级8元/季 (独家) ·C级6元/季 (非独家) ·D级4元/季 (非独家) | <ul style="list-style-type: none"> ·总分账金额=会员付费期分账金额+广告分账期分账金额; 1) A/B级会员收入=会员有效播放次数*每集单价*70% (有效播放: 单集观看超过6分钟) 2) C/D级会员收入=会员有效播放次数*每集单价*50% (有效播放: 单集观看超过6分钟) 3) 广告分账收入=贴片广告收入*(1-运营成本比例)*分成比例 (独家为70%; 非独家为50%) |
| 优酷 | 单部剧集不少于12集, 正片时长每集不少于30分钟 | <ul style="list-style-type: none"> ·S级25元/部 ·A级20元/部 ·B级10元/部 ·C级5元/部 | <ul style="list-style-type: none"> ·分账收入=会员观看时长分账收入+CPM分账收入 ·会员观看时长分账收入=会员观看总时长/剧集总时长*级别单价*集数系数 ·CPM分账收入=(剧集商业广告收益-运营成本)*分成比例 |
| 腾讯视频 | 剧集正片时长20分钟以上, 45分钟以内为宜, 单季集数不少于12集 | <ul style="list-style-type: none"> ·S级保底+合作方分成比例不低于70% ·A级合作方分成比例70% ·B级合作方分成比例60% | <ul style="list-style-type: none"> ·影片收益包括有效付费点播收益和CPM收益 ·会员用户观看单个付费视频时长超过5分钟的一次或一次以上行为, 记为一次有效付费点播 ·每1,000次前贴片广告播放记为1CPM |

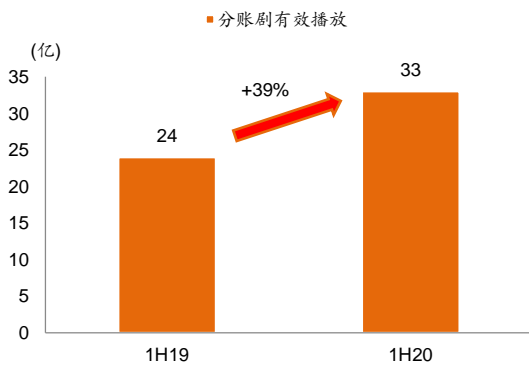
数据来源: 云合数据、招商证券 (香港)

图2: 今年3月份, 优酷的《人间烟火小厨》实现了破亿元的分账新纪录



数据来源: 优酷、招商证券 (香港)

图4: 分账剧有效播放在2020年上半年同比大幅增长39%



数据来源: 云合数据、招商证券 (香港)

图3: 爱奇艺平台的《危险的她》豆瓣评分则达到7.3, 整体评价已与主流头部剧相仿

危险的她 (2020)

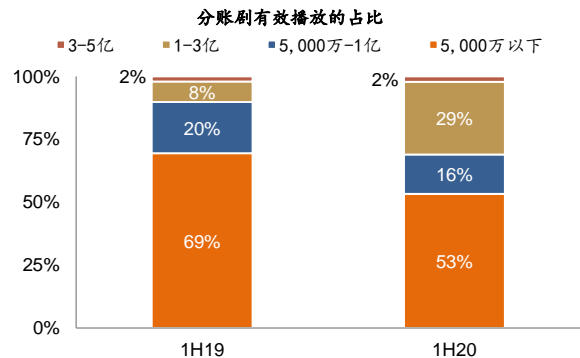


导演: 李爽
 编剧: 杨哲 / 石建磊 / 陈平青
 主演: 马秋子 / 马歌 / 李劲峰 / 祁圣翰 / 翟冠华 / 更多...
 类型: 悬疑
 制片国家/地区: 中国大陆
 语言: 汉语普通话
 首播: 2020-03-02(中国大陆)
 集数: 14
 单集片长: 40分钟
 又名: 四色女人 / Danger of Her
 IMDb链接: tt12194014



数据来源: 豆瓣、招商证券 (香港)

图5: 分账剧整体的表现有所改善



数据来源: 云合数据、招商证券 (香港)

图6：2020年上半年分账剧有效播放前十名

| 剧名 (Drama series name) | 正片有效播放 (百万) Valid views (mn) | 上线日期 (Release date) | 总集数 (No of episodes) | 类型 (Genre) | 平台 (Platform) | 分账金额 (Rev sharing amount) |
|---|------------------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------------|------------------|--|
| 少主且慢行 (I've Fallen For You) | 468 | 2020/2/14 | 24 | 爱情 (Romance) | 爱奇艺 (iQIYI) | 7,000万+ (70mn+) |
| 人间烟火小厨 (Under The Power) | 318 | 2020/1/17 | 36 | 爱情 (Romance) | 优酷 (Youku) | 1亿+ (100mn+) |
| 小女上房揭瓦 (The Sweet Girl) | 270 | 2020/1/6 | 24 | 喜剧/爱情 (Comedy/Romance) | 爱奇艺 (iQIYI) | 2,500万+ (25mn+) |
| 医妃难囚 (Princess At Large) | 259 | 2020/1/9 | 30 | 喜剧/爱情 (Comedy/Romance) | 爱奇艺 (iQIYI) | / |
| 报告王爷，王妃是只猫 (My Fantastic Mrs Right) | 223 | 2020/4/20 | 24 | 奇幻/爱情 (Fantasy/Romance) | 爱奇艺 (iQIYI) | 上线11天1,000万+ (10mn+ after 11 days of release) |
| 我的刺猬女孩 (Closer to you) | 178 | 2020/4/22 | 24 | 青春励志 (Youth/Motivational) | 优酷 (Youku) | / |
| 凶案现场 (The Truth) | 175 | 2020/4/10 | 12 | 刑侦悬疑 (Forensic mystery) | 爱奇艺 (iQIYI) | 1,900万+ (19mn+) |
| 二龙湖爱情故事2020 (ErLongHuAiQingGushi 2020) | 169 | 2020/4/23 | 24 | 农村喜剧 (Rural comedy) | 优酷 (Youku) | / |
| 危险的她 (Danger of Her) | 166 | 2020/3/2 | 14 | 情感悬疑 (Emotional suspense) | 爱奇艺 (iQIYI) | 跟播期1000万+ (10mn+ follow-up period) |
| 戒毒风云 (Drug addiction) | 152 | 2020/3/6 | 37 | 警匪悬疑 (Police suspense) | 爱奇艺 (iQIYI) | / |

数据来源：云合数据、招商证券（香港）

财务预测表 - 腾讯

利润表

| 百万元人民币 | FY18 | FY19 | FY20E | FY21E | FY22E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 312,694 | 377,289 | 488,584 | 606,833 | 711,270 |
| 营业成本 | (170,574) | (209,756) | (260,995) | (328,506) | (383,394) |
| 毛利 | 142,120 | 167,533 | 227,589 | 278,328 | 327,876 |
| 利息收入 | 4,569 | 6,314 | 7,993 | 12,041 | 16,735 |
| 其他收益净额 | 16,714 | 19,689 | 20,613 | 18,205 | 21,338 |
| 销售和营销费用 | (24,233) | (21,396) | (33,252) | (40,759) | (47,070) |
| 一般及行政费用 | (41,522) | (53,446) | (64,721) | (80,343) | (94,078) |
| 营业利润 | 97,648 | 118,694 | 158,222 | 187,471 | 224,803 |
| 净财务成本 | (4,669) | (7,613) | (7,507) | (9,226) | (11,175) |
| 联营/合营企业应占盈亏 | 1,487 | (1,681) | (576) | 0 | 0 |
| 税前利润 | 94,466 | 109,400 | 150,139 | 178,245 | 213,627 |
| 所得税费用 | (14,482) | (13,512) | (20,018) | (22,254) | (26,679) |
| 少数股东权益 | 1,265 | 2,578 | 2,911 | 6,858 | 8,003 |
| 净利润 | 78,719 | 93,310 | 127,210 | 149,133 | 178,945 |
| 非 IFRS 营业利润 | 92,481 | 114,601 | 152,948 | 185,454 | 222,328 |
| 非 IFRS 净利润 | 77,469 | 94,351 | 126,855 | 153,802 | 183,571 |

主要财务比率

| | FY18 | FY19 | FY20E | FY21E | FY22E |
|--------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 32% | 21% | 29% | 24% | 17% |
| 营业利润 | 8% | 22% | 33% | 18% | 20% |
| 非IFRS净利润 | 19% | 22% | 34% | 21% | 19% |
| 获利能力 | | | | | |
| 股本回报率 | 26% | 24% | 24% | 22% | 21% |
| 毛利率 | 45% | 44% | 47% | 46% | 46% |
| 非 IFRS 营业利润率 | 30% | 30% | 31% | 31% | 31% |
| 非 IFRS 净利率 | 25% | 25% | 26% | 25% | 26% |
| 每股资料 and 估值 (人民币) | | | | | |
| 摊薄每股盈利 | 8.2 | 9.7 | 13.2 | 15.4 | 18.4 |
| 非 IFRS 基本每股盈利 | 8.2 | 10.0 | 13.4 | 16.1 | 19.2 |
| 非 IFRS 摊薄每股盈利 | 8.1 | 9.8 | 13.2 | 15.9 | 18.9 |
| 非IFRS 摊薄每股盈利 (港元) | 9.4 | 11.0 | 14.5 | 17.4 | 20.7 |
| 每股净资产 | 34.5 | 45.4 | 58.7 | 75.7 | 92.8 |
| 每股股利 | 0.9 | 1.0 | 1.5 | 2.0 | 2.3 |
| 估值比率 | | | | | |
| EV/EBITDA (x) | 41.8 | 34.6 | 27.3 | 23.1 | 19.7 |
| 市盈率 (x) | 62.5 | 53.3 | 40.4 | 33.7 | 28.3 |
| 市净率 (x) | 15.1 | 11.6 | 9.1 | 7.1 | 5.8 |
| 股息率 (%) | 0.17 | 0.21 | 0.27 | 0.38 | 0.44 |

资产负债表

| 百万元人民币 | FY18 | FY19 | FY20E | FY21E | FY22E |
|---------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| 物业、厂房及设备 | 35,091 | 46,824 | 60,349 | 73,192 | 83,152 |
| 无形资产 | 56,650 | 128,860 | 127,188 | 123,622 | 123,140 |
| 现金及现金等价物 | 97,814 | 132,991 | 234,457 | 333,342 | 457,327 |
| 定期存款 | 62,918 | 65,911 | 94,788 | 134,558 | 184,213 |
| 投资联营和合营公司 | 227,790 | 221,894 | 229,458 | 241,716 | 253,546 |
| 可供出售投资 | - | - | - | - | - |
| 公允价值的金融资产 | 141,396 | 217,657 | 261,188 | 313,426 | 376,111 |
| 其他 | 101,862 | 139,849 | 144,572 | 158,092 | 172,191 |
| 总资产 | 723,521 | 953,986 | 1,152,000 | 1,377,949 | 1,649,680 |
| 应付账款 | 73,735 | 80,690 | 93,958 | 111,692 | 130,354 |
| 其他应付款和应计负债 | 33,312 | 45,174 | 45,174 | 45,174 | 45,174 |
| 银行借款 | 114,271 | 126,952 | 128,181 | 131,586 | 137,674 |
| 应付票据 | 65,018 | 93,861 | 138,634 | 187,222 | 241,367 |
| 其他 | 80,978 | 118,485 | 125,666 | 124,724 | 131,912 |
| 总负债 | 367,314 | 465,162 | 531,613 | 600,397 | 686,480 |
| 股本 | - | - | - | - | - |
| 股份溢价 | 27,294 | 35,271 | 48,091 | 63,262 | 81,043 |
| 库存股 | - | - | - | - | - |
| 股份奖励计划股份 | (4,173) | (4,002) | (4,002) | (4,002) | (4,002) |
| 其他储备金 | 729 | 16,786 | 16,786 | 16,786 | 16,786 |
| 留存收益 | 299,660 | 384,651 | 500,483 | 635,619 | 795,483 |
| 股东权益总额 | 323,510 | 432,706 | 561,358 | 711,665 | 889,311 |
| 少数股东权益 | 32,697 | 56,118 | 59,029 | 65,887 | 73,890 |
| 总权益 | 356,207 | 488,824 | 620,387 | 777,552 | 963,200 |

现金流量表

| 百万元人民币 | FY18 | FY19 | FY20E | FY21E | FY22E |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 经营活动现金流 | 110,936 | 148,590 | 205,616 | 220,150 | 264,896 |
| 净利润 | 79,984 | 95,888 | 130,121 | 155,991 | 186,948 |
| 折旧摊销 | 34,248 | 44,673 | 46,777 | 54,440 | 61,650 |
| 股权激励 | 7,869 | 10,127 | 12,820 | 15,171 | 17,782 |
| 联营公司减值准备 | 16,397 | 3,823 | 7,588 | 3,318 | 3,502 |
| 营运资金变动 | 4,491 | 15,330 | 15,726 | 3,271 | 11,751 |
| 其它 | (32,053) | (21,251) | (7,417) | (12,041) | (16,735) |
| 投资活动现金流 | (151,913) | (116,170) | (138,773) | (159,261) | (182,063) |
| 资本支出和购买无形资产 | (51,620) | (52,632) | (58,630) | (63,717) | (71,127) |
| 定期存款净额 | (20,828) | (2,994) | (28,877) | (39,770) | (49,655) |
| 其他投资 | (79,465) | (60,544) | (51,267) | (55,773) | (61,281) |
| 筹资活动现金流 | 30,887 | 1,672 | 34,624 | 37,996 | 41,152 |
| 借款 | 37,842 | 22,961 | 46,002 | 51,992 | 60,233 |
| 股息 | (6,776) | (8,315) | (11,378) | (13,997) | (19,081) |
| 净现金流 | (7,883) | 35,177 | 101,466 | 98,885 | 123,985 |

注：截至2020年10月27日的收盘价

资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

财务预测表 - 阿里巴巴

损益表

| 人民币百万元 | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 376,844 | 509,711 | 669,965 | 827,367 | 989,543 |
| 营收成本 | (206,929) | (282,367) | (356,157) | (436,102) | (524,485) |
| 毛利润 | 169,915 | 227,344 | 313,808 | 391,265 | 465,058 |
| 销售及营销费用 | (39,780) | (50,673) | (64,033) | (80,257) | (95,972) |
| 一般及行政费用 | (24,889) | (28,197) | (39,379) | (46,479) | (55,600) |
| 产品开发 | (37,435) | (43,080) | (53,163) | (62,068) | (74,253) |
| 摊销 | (10,727) | (13,388) | (13,096) | (14,470) | (15,826) |
| 减值 | 0 | (576) | 0 | 0 | 0 |
| 总营业费用 | (112,831) | (135,914) | (169,671) | (203,274) | (241,651) |
| 营业利润 | 57,084 | 91,430 | 144,137 | 187,990 | 223,407 |
| 利息支出 | (5,190) | (5,180) | (5,302) | (5,808) | (6,512) |
| 利息及投资收入 | 44,106 | 72,956 | 31,637 | 17,327 | 23,537 |
| 其他收入 | 221 | 7,439 | 1,793 | 400 | 400 |
| 税前利润 | 96,221 | 166,645 | 172,265 | 199,910 | 240,833 |
| 应付所得税 | (16,553) | (20,562) | (34,190) | (39,217) | (47,871) |
| 应占股权投资业绩 | 566 | (5,733) | 9,349 | 16,000 | 20,000 |
| 少数股东权益 | (7,652) | (9,083) | (6,145) | (8,835) | (10,648) |
| 净利润 | 87,600 | 149,263 | 153,627 | 185,527 | 223,609 |
| 非 GAAP 净利润 | 100,731 | 141,344 | 185,896 | 245,182 | 297,786 |

财务比率

| | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 核心电商 | 51% | 35% | 31% | 22% | 18% |
| 云业务 | 84% | 62% | 52% | 41% | 36% |
| 数字媒体和娱乐 | 23% | 12% | 21% | 11% | 11% |
| 创新项目和其他业务 | 42% | 42% | -25% | 18% | 9% |
| 收入合计 | 51% | 35% | 31% | 23% | 20% |
| 非 GAAP EBITDA | 15% | 29% | 36% | 26% | 20% |
| 非 GAAP 净利润 | 17% | 40% | 32% | 32% | 21% |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 45.1% | 44.6% | 46.8% | 47.3% | 47.0% |
| 非 GAAP EBITDA 利润 | 32.4% | 30.9% | 32.1% | 32.8% | 33.0% |
| 非 GAAP 净利润率 | 26.7% | 27.7% | 27.7% | 29.6% | 30.1% |
| ROE | 20.4% | 23.9% | 18.1% | 17.5% | 17.0% |
| ROA | 9.5% | 12.3% | 10.4% | 10.6% | 10.7% |
| 每股比率 (人民币) | | | | | |
| 非 GAAP 基本每股盈利 | 39.1 | 53.9 | 69.9 | 91.7 | 110.9 |
| 非 GAAP 摊薄每股盈利 | 38.4 | 53.0 | 68.8 | 90.3 | 109.1 |
| 非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元) | 5.8 | 7.8 | 10.1 | 13.3 | 16.0 |
| 非 GAAP 摊薄每股盈利 (港元) | 5.7 | 7.5 | 9.8 | 12.9 | 15.5 |
| 估值比率 (x) | | | | | |
| 市盈率 (美股) | 52.5 | 39.6 | 30.3 | 23.1 | 19.1 |
| 市盈率 (港股) | 53.0 | 39.9 | 30.6 | 23.3 | 19.3 |
| EV/EBITDA (美股) | 42.3 | 34.0 | 24.8 | 19.7 | 16.3 |
| EV/EBITDA (港股) | 42.0 | 33.8 | 24.7 | 19.7 | 16.2 |

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 | 453,002 | 645,171 | 867,020 |
| 预付款及应收账款 | 86,608 | 142,214 | 174,533 | 210,388 | 249,534 |
| 股权投资 | 84,454 | 189,632 | 216,425 | 243,753 | 271,628 |
| 物业及设备净额 | 92,030 | 103,387 | 122,707 | 148,600 | 178,558 |
| 无形资产 | 68,276 | 60,947 | 67,572 | 79,422 | 95,768 |
| 证券投资 | 157,090 | 161,329 | 161,329 | 161,329 | 161,329 |
| 其他 | 286,642 | 324,973 | 324,973 | 324,973 | 324,973 |
| 总资产 | 965,076 | 1,312,985 | 1,520,541 | 1,813,636 | 2,148,811 |
| 借款 | 134,300 | 125,430 | 139,675 | 150,711 | 174,878 |
| 应付费用和应付账款 | 117,711 | 161,536 | 153,961 | 204,090 | 224,946 |
| 商品存款 | 10,762 | 13,640 | 13,159 | 18,281 | 19,321 |
| 递延收入 | 30,795 | 38,338 | 55,457 | 60,374 | 78,162 |
| 其他 | 56,106 | 94,390 | 94,390 | 94,390 | 94,390 |
| 总负债 | 349,674 | 433,334 | 456,642 | 527,846 | 591,697 |
| 股东权益总额 | 492,257 | 755,401 | 945,795 | 1,176,520 | 1,458,492 |
| 夹层资本 | 6,819 | 9,103 | 9,103 | 9,103 | 9,103 |
| 少数股东权益 | 116,326 | 115,147 | 109,002 | 100,167 | 89,519 |
| 总股本与夹层资本合计 | 615,402 | 879,651 | 1,063,900 | 1,285,790 | 1,557,114 |

现金流量表

| 人民币百万元 | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E | FY23E |
|----------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|
| 经营活动现金流 | 150,975 | 180,607 | 198,250 | 286,871 | 319,636 |
| 净利润 | 80,234 | 140,350 | 147,424 | 176,692 | 212,961 |
| 折旧 | 14,962 | 20,523 | 20,878 | 23,749 | 29,415 |
| 摊销 | 22,118 | 21,904 | 20,173 | 21,245 | 23,236 |
| 股权激励 | 37,491 | 31,742 | 36,825 | 45,198 | 58,363 |
| 投资证券损益 | (16,082) | 4,439 | 0 | 0 | 0 |
| 应占股权投资份额 | (566) | 5,733 | (3,793) | (4,328) | (4,875) |
| 营运资金变动 | 32,250 | 21,418 | (23,257) | 24,315 | 536 |
| 其他 | (19,432) | (65,502) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (151,060) | (108,072) | (89,996) | (105,737) | (121,954) |
| 资本支出 | (3,146) | (7,888) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产收购 | (32,336) | (24,662) | (66,996) | (82,737) | (98,954) |
| 股权投资增加净额 | (11,578) | (24,410) | (23,000) | (23,000) | (23,000) |
| 其他 | (104,000) | (51,112) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (7,392) | 70,853 | 14,245 | 11,035 | 24,168 |
| 借款增加净额 | 8,747 | (8,870) | 14,245 | 11,035 | 24,168 |
| 其他 | (16,139) | 79,723 | 0 | 0 | 0 |
| 净现金流 | (4,232) | 147,488 | 122,499 | 192,169 | 221,849 |

注：截至2020年10月26日(美股),2020年10月27日(港股)的收盘价*阿里巴巴的财政年度3月年结

资料来源：彭博、公司、招商证券(香港)预测

This document does not constitute or form part of any offer, solicitation or invitation to subscribe for or purchase any securities nor shall it or any part of it form the basis of or be relied upon in connection with any contract or commitment whatsoever.

Any update regarding the valuation, view or forecast on Alibaba Group Holding Limited in this document does not take into consideration the information regarding Ant Group Co., Ltd.. Any valuation or forecast on Ant Group Co., Ltd. is not updated in this document.

投资评级定义

| 行业投资评级 | 定义 |
|--------|------------------------|
| 推荐 | 预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场 |
| 中性 | 预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致 |
| 回避 | 预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场 |

| 公司投资评级 | 定义 |
|--------|---------------------------|
| 买入 | 预期股价在未来 12 个月上升 10%以上 |
| 中性 | 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内 |
| 卖出 | 预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上 |

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828