

商业贸易

电商行业标杆企业研究之阿里巴巴

-从战略推进和估值思路变化看越来越像亚马逊的阿里巴巴

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

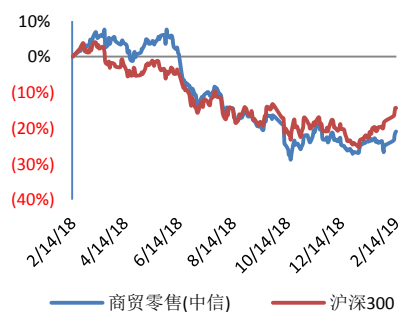
执业证书编号：S0740515100001

电话：15221203039

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	97
行业总市值(百万元)	850,149
行业流通市值(百万元)	331,558

行业-市场走势对比

相关报告

- 1 电商标杆企业研究之网络零售特卖龙头唯品会的兴衰转之路
- 2 超市行业标杆企业研究：高鑫零售—一联姻阿里定义未来新零售新玩法

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
苏宁易购	11.5	0.45	1.39	0.21	0.34	27.1	8.31	55.00	33.97	买入
新宝股份	10.4	0.50	0.62	0.79	1.01	24.5	16.92	13.28	10.39	买入
永辉超市	8.65	0.19	0.21	0.29	0.38	53.2	41.19	29.83	22.76	增持
家家悦	22.7	0.66	0.86	1.06	1.24	30.1	26.40	21.42	18.31	买入
南极电商	9.69	0.33	0.35	0.49	0.66	37.3	27.69	19.78	14.68	买入
备注										

投资要点

- **立足核心电商业务，构筑企业竞争壁垒。**作为中美电商巨头，阿里巴巴和亚马逊的起点迥乎不同，在战略布局上的脚步却越来越相似：阿里巴巴以平台起家，通过打造从线上到线下，从本土到全球的商业生态圈，全方位集聚、留存流量，推动广告收入变现。而亚马逊以自营起家，以低价实现快速增长是其商业逻辑的核心，尽管商品销售仍是亚马逊的主要收入来源，广告业务的战略重要性已显著提升，业务整合成效初显，有望成为其新的收入增长点。为进一步巩固核心电商优势，构筑企业竞争壁垒，亚马逊选择持续加码物流仓储建设，以优质物流服务提升用户体验和经营效率，打造全球一体化的物流网络，帮助推进亚马逊电商业务的国际化布局。为进一步拓展市场空间，阿里自 2010 年起展开国际化布局，加速在东南亚等发展中地区的投资，挖掘当地互联网和人口红利。淘宝时期，阿里凭借支付宝崛起为中国最大的电商平台。2008 年以来，B2C 电商成为大势所趋，在京东依托优质的物流体验实现高速发展的冲击下，阿里决心补足物流短板，打造菜鸟网络，逐步缩小与京东、苏宁之间的物流实力差距，社会化物流收入实现放量增长。
- **战略拓展商业生态圈，推动会员价值变现。**（1）**加速线下布局：**线上电商搜索流量红利接近天花板，获客成本高企，阿里开启新零售征程，打造线下流量入口，成功打造盒马鲜生，对银泰和大润发的数字化改造成效逐步凸显。亚马逊则通过收购全食超市，快速获取超过 400 家线下门店及生鲜品类优势。（2）**本地生活服务打造消费闭环：**线下商业资源是电商巨头拓展大消费领域，打造泛零售生态圈的必争之地。阿里在零售基础上拓展到店、外卖、出行等本地生活服务，打造消费流量闭环。饿了么和口碑已合并为独立公司，与美团点评形成分庭抗礼之势。（3）**文娱内容拓宽商业版图：**亚马逊自 2006 年起持续加码娱乐内容，为亚马逊主站引流，视频等内容工具也为广告业务拓展提供了流量基础和广告位资源。阿里打造文娱集团，有效扩大流量来源、增强用户粘性的同时进一步拓展广告位资源，抢占卫视广告的市场份额，推动广告收入持续健康增长。（4）**推动会员价值变现：**亚马逊 Prime 从免邮服务切入，筛选出消费意愿更强的头部用户，有效提升消费者忠诚度，会员价值随时间沉淀进一步提升。阿里发布 88VIP 会员，打通生态圈会员体系，全方位满足消费者需求，推动商品和服务收入变现。
- **科技推动转型，云计算有望成为新增长极。**亚马逊率先布局云计算技术，凭借先发优势形成了一定的用户壁垒，全球 IaaS 公有云市场份额遥遥领先，早期硬件投资和丰富的产品选择也产生了较大的规模优势，相比谷歌，AWS 部分产品的溢价空间超过 30%。当前 AWS 业务已步入发展成熟期，在亚马逊各项业务中变现能力最强，成为稳定的利润贡献来源。对于阿里而言，阿里云是零售、消费、物流、金融等业务的底层技术支撑平台。虽然起步较晚，阿里云在国内公有云市场的竞争优势显著，市场份额稳居第一。当前阿里云营业收入仍保持高速增长，与 AWS 的收入差距逐步缩小，亏损率也在持续收窄，在投入期结束后有望成为新的盈利增长点。
- **对标亚马逊“商业+科技”帝国的 SOTP 估值思路，阿里的成长空间仍然较大。**作为全球市值最高的电商企业，亚马逊有很多值得中国电商学习的优势，通过复盘亚马逊和阿里自 2014 年以来的股价走势，我们认为，中美电商巨头的市值走势差异的原因是：（1）所处的竞争环境不同：阿里与腾讯在各领域的直面对抗，以及核心电商领域中京东、拼多多等强劲追赶者的存在使得阿里面临的竞争压力更大，不确定性也更强，相比之下亚马逊在美国的垄断优势更加明显。（2）亚马逊为阿里提供了更多的估值想象空间。阿里多次强调新业务投资对战略布局和未来发展的的重要性，市场对阿里的估值思路也在向分部估值法转变，但目前核心商务仍然是其唯一盈

利的部分。短期内市场主要关注阿里核心电商增长是否强劲，对阿里的战略投资布局仍存在担忧，当前体量下 GMV 和货币化率的稳健提升依然重要，但已经不是阿里的第一优先级——在电商业务仍处于优势地位时，推动新零售、云计算等业务独当一面，为集团提供新的估值想象空间，才是阿里布局“商业+科技”互联网帝国的重点。

- 风险提示事件：（1）流量红利持续减退，电商平台用户流失，营收增速大幅放缓，货币化率持续下滑；（2）全渠道融合发展不达预期，新零售业务亏损加剧，拖累集团现金流；（3）战略投资布局不顺利，新业务未能建立起竞争优势，持续造成财务压力。

内容目录

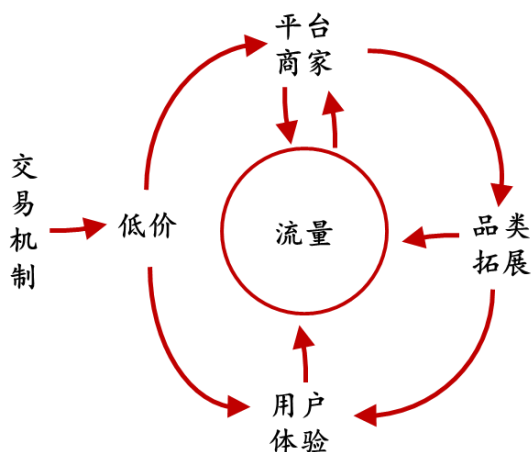
立足核心电商业务，构筑企业竞争壁垒	- 4 -
立足核心电商优势，战略拓展业务边界	- 4 -
广告是阿里的主要收入来源	- 5 -
亚马逊：持续加码物流，助力电商国际化布局	- 7 -
构筑企业竞争壁垒：加速国际化进程	- 9 -
构筑企业竞争壁垒：补足物流短板	- 10 -
搭建商业生态圈，推动会员价值变现	- 12 -
全渠道融合，新零售打造线下流量入口	- 12 -
亚马逊：收购全食超市，获取线下门店和供应链资源	- 15 -
拓展本地生活服务，打造流量闭环	- 15 -
打造文娱集团，战略拓宽生态圈	- 17 -
加强会员管理，提升消费者忠诚度	- 18 -
科技推动转型，云计算有望成为新增长极	- 19 -
亚马逊：AWS 云服务能力领先全球	- 20 -
阿里转型云服务提供商，规模快速增长	- 21 -
战略投资全链路商业生态，短期业绩承压，未来增长可期	- 23 -
估值思路转变：“商业+科技”帝国的 SOTP 估值逻辑	- 24 -
核心商务提供稳健现金流，持续为战略投资供血	- 24 -
亚马逊和阿里巴巴股价走势复盘	- 26 -
同为电商巨头，亚马逊估值为何持续走高？	- 27 -
风险提示事件	- 29 -

立足核心电商业务，构筑企业竞争壁垒

立足核心电商优势，战略拓展业务边界

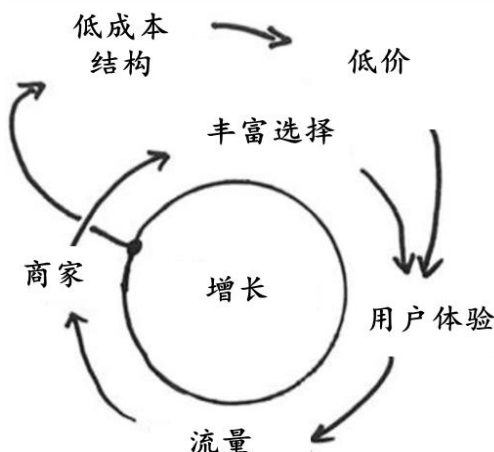
- 称雄中美电商市场的阿里巴巴与亚马逊，尽管电商经营模式完全不同，但流量和增长仍然是电商企业乃至整个零售行业亘古不变的核心商业逻辑。
- 阿里巴巴以平台起家，盈利核心是流量带来的广告及佣金收入。通过缩短交易环节、免除手续费，成功实现低价，吸引大批用户，品类得到快速拓展，用户体验持续提升，平台流量集聚进一步吸引商家入驻，为佣金、广告等服务变现扩大收入基础。阿里立足核心电商优势，持续拓展业务边界，已经形成核心商务、云计算、数媒娱乐、创新战略的四大业务布局。
- 亚马逊以自营起家，以低价实现快速增长是其商业逻辑的核心。增长带来的规模效应可支撑低成本结构、实现低价，形成用户体验集聚流量、吸引商家入驻，产品选择日益丰富，用户体验进一步提升的良性生态循环。亚马逊的零售、数字娱乐、云计算业务都已成熟，战略布局更为清晰完整。

图表1：阿里巴巴盈利核心——流量



来源：中泰证券研究所

图表2：亚马逊“飞轮”商业模型



来源：贝索斯 中泰证券研究所

图表3：阿里巴巴业务架构

核心商务	云计算	数媒及娱乐	创新及其他
国内零售市场业务 淘宝网TM 天猫TM Tmall.comTM 聚划算TM 农村淘宝 天猫超市 阿里妈妈TM Tmall Global HEMA 犀牛商业 国际零售市场业务 AliExpress LAZADA 国内批发市场业务 阿里巴巴 1688.com 国际批发市场业务 Alibaba.com 物流服务 菜鸟网络 本地生活服务 口碑 饿了么	Alibaba Cloud	UC UC News YOUKU Tudou 优酷 阿里体育 阿里音乐 阿里游戏 大麦	高德 YUNOS 钉钉
主要参股/控股企业：阿里健康-控股（医疗） 阿里影业-控股（娱乐） 蚂蚁金服-参股33%（金融）			

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 4：亚马逊业务架构

零售	数字娱乐	科技
amazon.com 综合B2C Amazon.com 垂直B2C Zappos（鞋、服装） Shopbop（时尚女装） East Dane（男装） 6pm（服装） Fabric.com（纺织） Diapers.com（母婴） Woot!（网购） Amazon Warehouse Deals（二手） Abebooks.com（旧书） B2B Amazon business; Amazon Supply 线下 Amazon home-services（家政） Prime Now（同城一小时送达） Amazon Go（无人超市） Amazon Book（实体书店） Whole Food Market（全食超市） 自有品牌&硬件终端 Kindle（电子书） Echo（智能音箱） Amazon Dash Button（一键购物按钮） DeepLens（深度学习摄像头） Amazon elements; Amazon Essentials 物流 FBA	数字娱乐 kindle direct publishing 内容开发&出版 Create space（简装版实体书） Amazon Studios（电影制作） Amazon Game Studios（游戏开发制作）；KDP（电子书出版） 数字内容平台 Audible.com（有声书） Digital Music Store（数字音乐） Amazon Video（在线视频） ComiXology（数字漫画） 社交平台 Good Reads（社交阅读平台） DPRewiew（数码相机测评网站） IMDb.com（在线电影数据库） 在线教育 Amazon Inspire（教育资源共享平台教师版） TenMarks.com（数学和写作平台） 应用商店 APP-store for Android	科技 amazon web services 云服务 计算 EC2（弹性云计算） WorkSpace（桌面虚拟化） 存储 S3（非结构化数据存储） EBS（结构化数据存储） Glacier（冷数据存储） Storage Gateway（企业内部IT和云存储服务） CloudFront（全球内容分发网络） 数据库等 RDS（关系型数据库） DynamoDB（No SQL数据库） Simple DB（No SQL数据库） SageMaker（机器学习算法） 算法 A9算法 AI Alexa 智能物流 Prime Air（无人机） Amazon Robotics（Kiva机器人）

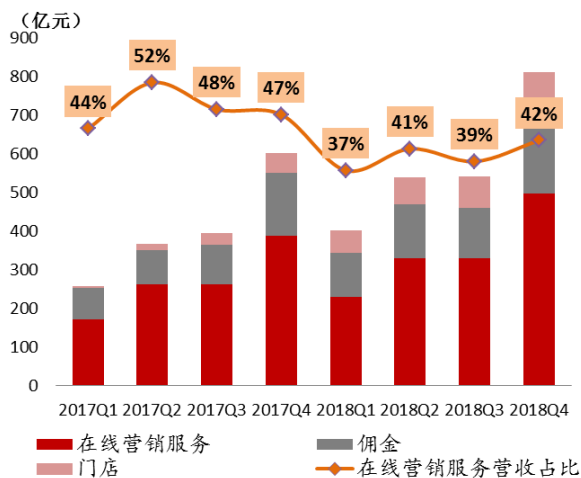
来源：公司公告 中泰证券研究所

广告是阿里的主要收入来源

- 中国零售业务产生的在线营销服务、佣金等收入是阿里巴巴最重要的营收来源。在某种意义上，阿里更像是一家广告公司，2018Q4 在线营销服务收入占比 42%，仍是集团的盈利核心，在线营销服务收入快速增长也是阿里 17 年货币化率提升的关键所在。2018 年阿里主动放缓广告工具的货币化，支持中小商家发展，在线营销服务收入增速明显下滑。
- 持续丰富广告产品、扩充平台流量、提升广告转化率是保证阿里广告收入增长的必要举措。2007 年阿里妈妈互联网广告交易平台上线，开始为商家提供 P4P、展示、CPS、大数据等多种形式的广告及营销服务。通

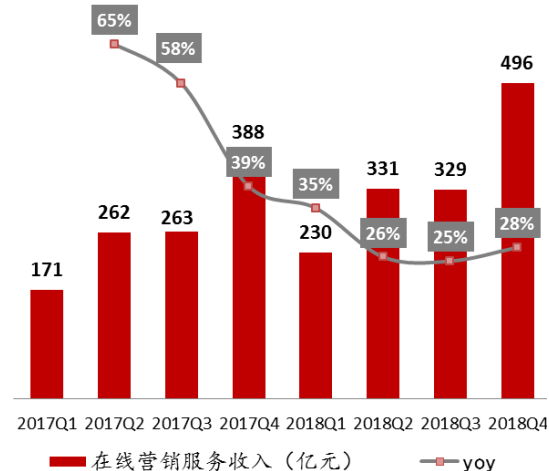
过打造从线上到线下，从本土到全球的商业生态圈，阿里全方位集聚、留存流量，推动广告收入变现。

图表 5：在线营销服务是阿里的主要收入来源



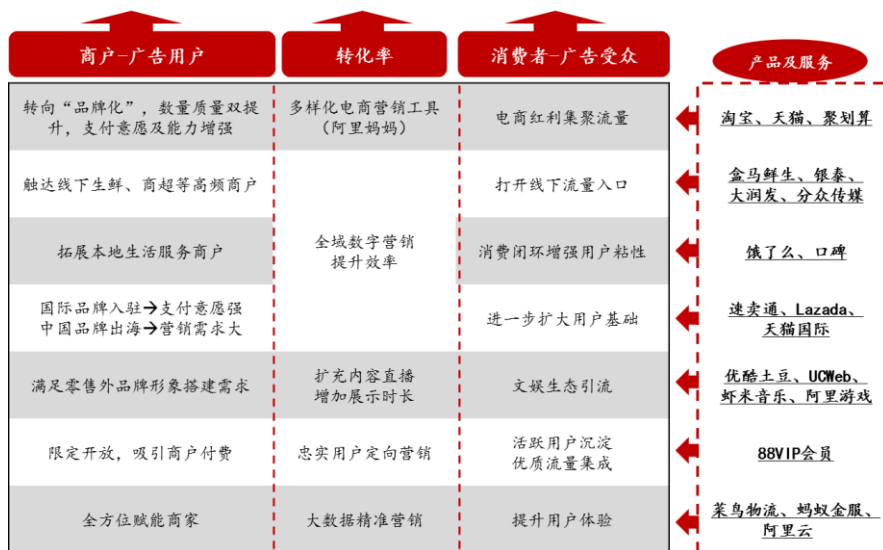
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 6：阿里广告收入增速放缓



来源：公司公告 中泰证券研究所

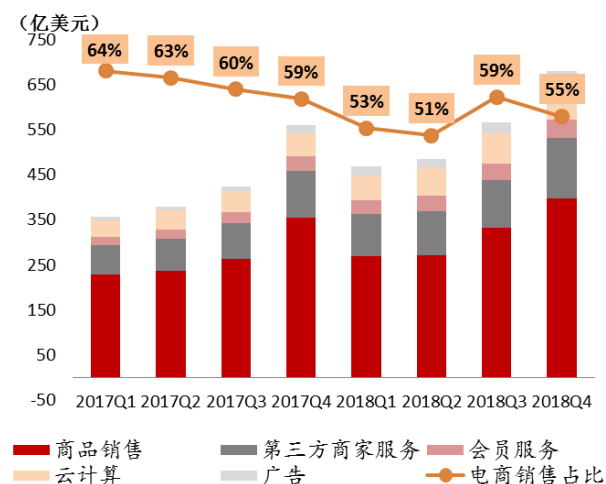
图表 7：全渠道全球化商业生态推动广告收入变现



来源：中泰证券研究所

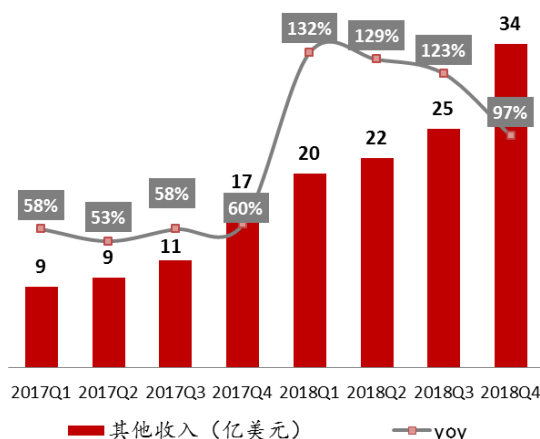
- 对于亚马逊而言，规模增长带来的自营商品销售收入增加是核心，2018Q4 贡献了 55% 的收入，在此基础上产生的佣金、履约、物流等第三方商家服务收入占比达 18%，电商业务的核心地位得到持续确认。
- 广告是电商商家获取用户最快捷的方法，亚马逊 20 年的电商资源积累也为广告变现提供了坚实基础，在电商业务增速放缓后，亚马逊广告业务的战略重要性显著提升——2018 年 9 月亚马逊合并旗下 AMG、营销服务 AMS 和广告平台 AAP，一站式解决了搜索、视频、展示等广告需求，有效提升了业务效率。2018Q4 广告收入同比增长 97%，增速已超美国广告巨头 Facebook 和 Google，业务整合成效初显，有望成为新的收入增长点。

图表 8：商品销售是亚马逊的主要收入来源



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 9：亚马逊广告收入放量增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

亚马逊：持续加码物流，助力电商国际化布局

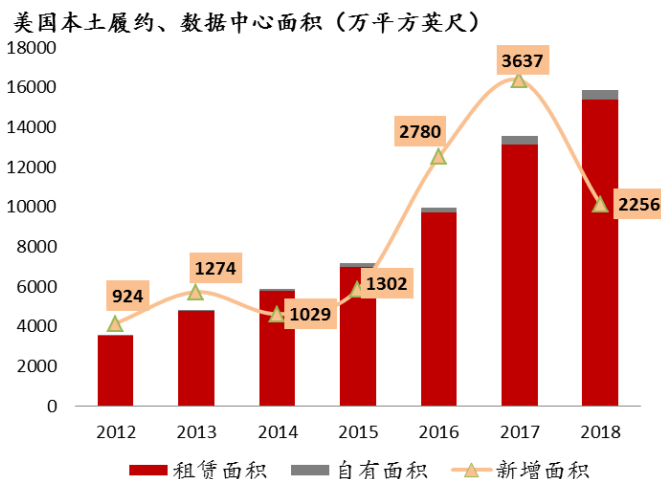
- 亚马逊凭借低价策略吸引了大量订单，而物流外包难以控制配送服务质量，为了降低每单可变成本和对外部供应商的依赖性、优化客户体验，亚马逊开始自建干线运输网络，**持续加码物流仓储设施建设，2015 年起物流投资步伐加速。**
- 随着第三方平台规模增长，亚马逊开放 FBA 服务，为平台商家提供打包、运输、跟踪订单、客服等一站式服务，统一入仓大幅节省了头程物流费用以及商家自身租仓、建仓及运营管理成本，**实现高效物流，赋能商家发展。**外包物流收入包含 FBA 和 Prime 物流收入，2011 年来占比持续提升；目前亚马逊末端物流仍依赖 FedEx、UPS、USPS 等第三方快递进行配送，2015 年起开始全面扩大末端配送业务，提供 7 天无休送货上门服务，推出无人机、储物柜等末端配送工具，近年来外包物流净支出费用率保持平稳。（2017 年报不再拆分物流数据，直接并入净销售收入及销售成本）

图表 10：FBA 赋能平台商家



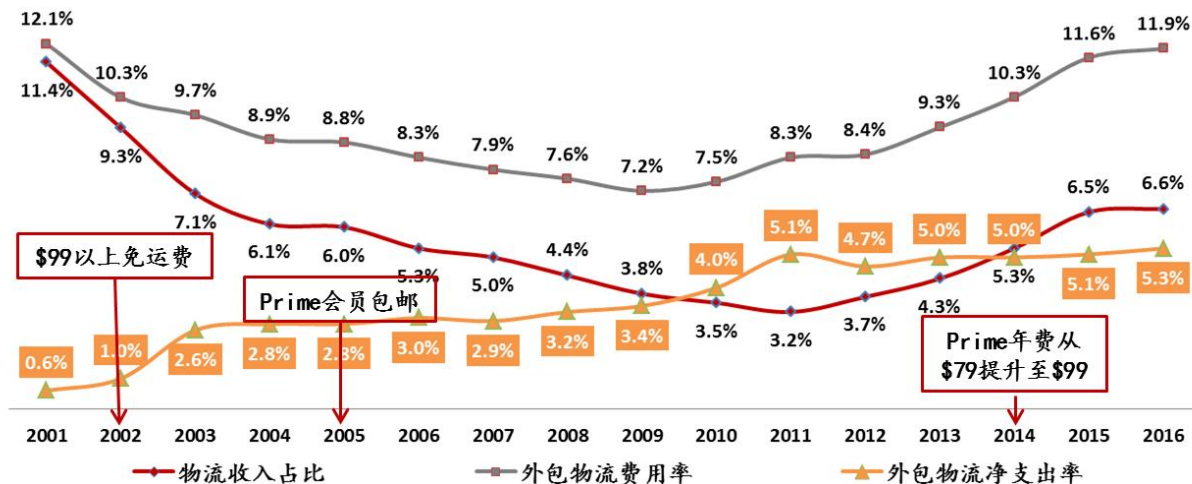
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 11：加快美国本土履单设施建设



来源：公司公告 中泰证券研究所

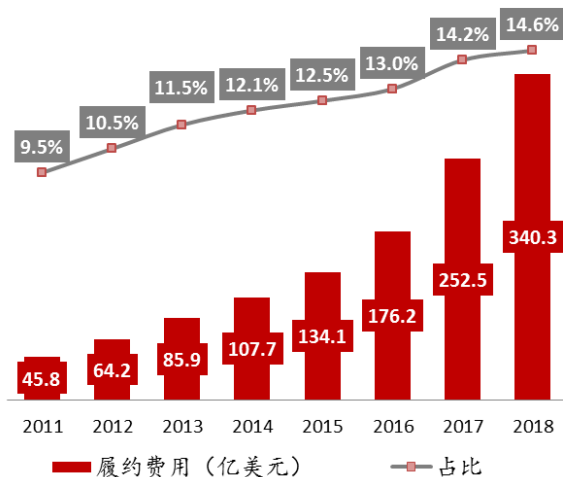
图表 12：外包物流收入与费用率拆分



来源：公司公告 中泰证券研究所

- 履约费用主要为履约中心和消费者服务中心的运营及员工成本，尽管持续加码物流投资带来履约费率持续上升，亚马逊仍希望以**优质物流服务提升用户体验**，通过提高销售额，优化履约中心布局，获得更优的供应商价格，从而提高经营效率，达到降低物流成本的长期目标。
- 履约中心大多分布在人口集中区域，方便覆盖更多的消费者，在相邻州之间偏好提供税收优惠的地区，节省税收费用的同时缩短与人口密集州的距离；Paiger Investment Bank 数据显示，如今 44% 的美国人口在 20 英里之内就有一个亚马逊寄快递设备，而在 2010 年仅为 5%。

图表 13：履约费率持续上升



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 14：履约中心覆盖全美



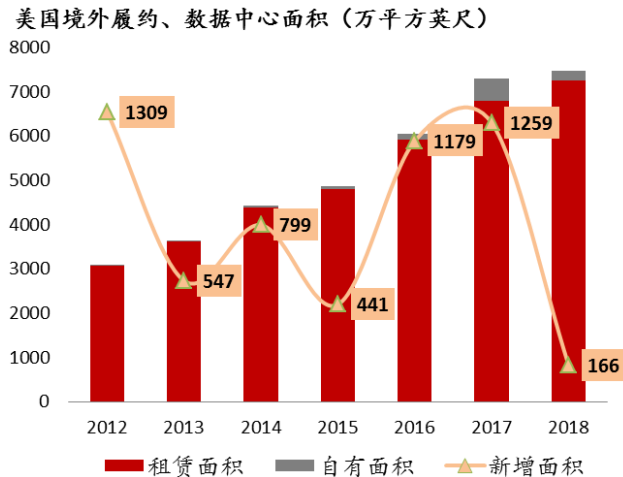
来源：公司公告 中泰证券研究所

- 亚马逊国际化布局较早，已在境外 13 个主流国家设立了地域性主站，通过加大物流建设，**完善亚马逊物流布局，打造全球一体化的物流网络**。借助全球物流优势，亚马逊从 2014 年起推出一站式跨境直邮物流模式，运营中心直发商品，国际国内物流无缝对接，有效减少跨境运输成本，全程可追溯也可满足跨境购物消费者的可视化需求，用户体验显著提升；**跨境直邮物流的便捷、稳定、高效也为亚马逊进军海外市场提供坚实基础**

础。

- 亚马逊优势集中在德国、英国、日本等发达国家，近年来加大对印度市场的投资，已建立 56 个印度配送中心，受益于印度灯节推迟至四季度的影响，国际收入增速显著回升。由于印度政府最新出台的电商政策增加了国际市场的不确定性，亚马逊 2019Q1 国际营收增速指引放缓，但管理层仍然看好印度市场发展。

图表 15：加速国际自有履约设施建设



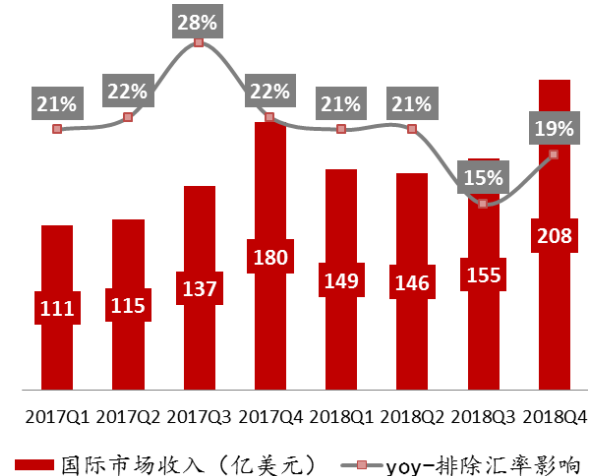
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 16：仓储物流中心遍布全球



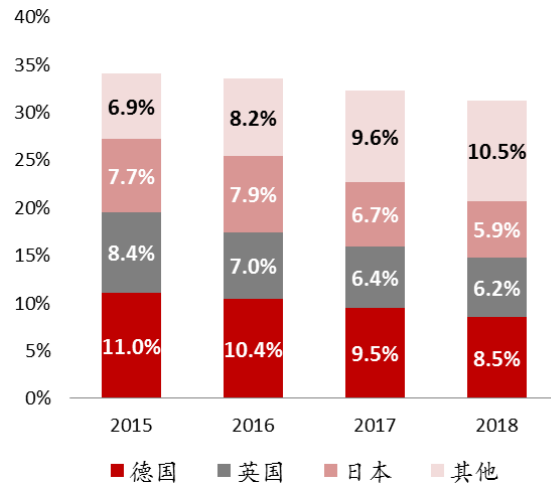
来源：运联研究院 中泰证券研究所

图表 17：亚马逊国际收入稳健增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 18：亚马逊国际地区收入占销售收入比重



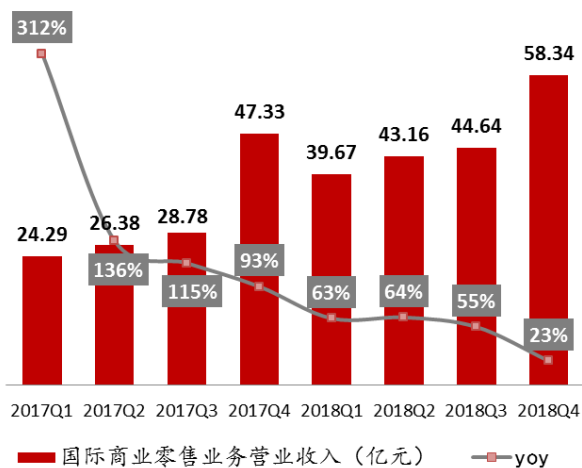
来源：公司公告 中泰证券研究所

构筑企业竞争壁垒：加速国际化进程

- 为把握国际市场的电商红利、进一步拓展市场空间，阿里自 2010 年起展开国际化布局。
- 走出去：扩大国际零售影响力，完成收购 Lazada、Trendyol 等电商平台，直接获取当地市场份额，同时加速了在东南亚等发展中国家的投资，挖掘当地的互联网和人口红利，柔性输出淘宝供应商基础、电商运营能力、支付技术、物流网络等资源，进一步完善国际化布局。

- **引进来：**迎合国内消费升级需求，加大国际品牌引进力度，天猫国际在跨境电商市场份额稳居第一，Luxury Pavilion 也吸引更多国际大牌入驻，由此带来高净值用户等优质流量，扩大商家基础，提升商家支付意愿和支付能力，推动广告业务需求上升。

图表 19：国际零售收入保持高速增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 20：国际化投资概览

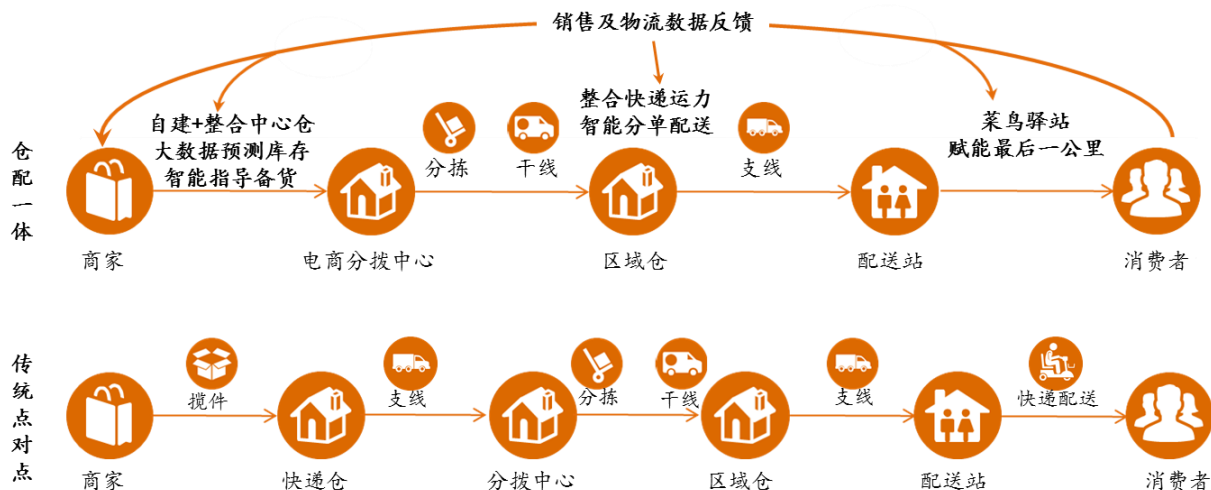
地区	主要投资对象
美国	- 电商: Vendio (SaaS); auctiva (拍卖); 1stdibs (奢侈品); Zulily (母婴) - 物流: ShopRunner
南亚	- 电商: Paytm Mall、Bigbasket (印度食品); daraz (巴基斯坦) - 物流: XpressBees (印度) - 支付: Paytm (印度); bKash (孟加拉国)
东南亚	- 电商: Lazada (东南亚最大); tokopedia (印尼最大); - 物流: 新加坡邮政
土耳其	电商: Trendyol (土耳其、中东、北非地区最大、增长最快的移动电商)

来源：公司公告 中泰证券研究所

构筑企业竞争壁垒：补足物流短板

- 淘宝时期，阿里通过支付宝保障了线上购物的资金安全，成功崛起为中国最大的电商平台。2008 年以来，B2C 电商在消费升级背景下成为大势所趋，C2C 电商时代主流的传统点对点快递配送模式已经难以满足品牌商和消费者对快递时效和服务质量的要求。在京东依托快捷、优质的物流体验实现高速发展的冲击下，阿里决心补足物流短板，打造仓配一体化为核心的菜鸟网络，以阿里系电商平台销售数据为“天网”，股东地产和仓储资源为“地网”，快递配送资源为“人网”，在大数据支撑下“天地人”三位一体提升仓配执行效率、节约管理成本。当前菜鸟在全国已拥有 7 个大型仓储物流基地，与京东、苏宁之间的物流实力差距在逐步缩小。

图表 21：仓配一体化模式提升物流效率



来源：公司官网 中泰证券研究所

图表 22：菜鸟区域仓储物流体系辐射全国

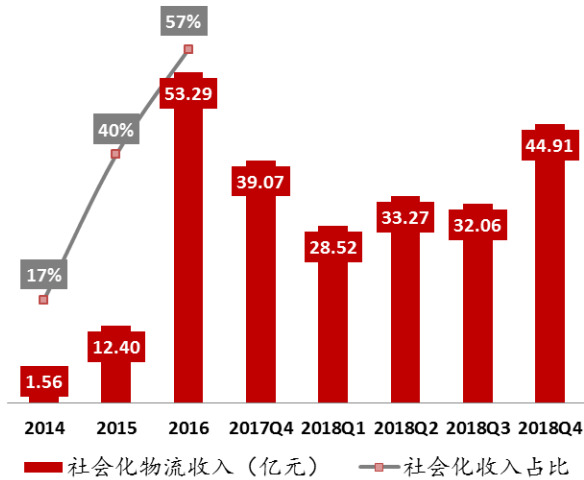


来源：公司官网 中泰证券研究所

- **社会化收入放量，看好长期价值。**阿里系电商订单的接入推动菜鸟规模快速增长，2014-2016 年收入复合增速达 215%；与此同时，社会化物流收入逐步放量，2016 年社会化物流收入占比已过半。菜鸟仍处于大力建设物流基础设施的阶段，在技术研发应用以及仓储资源建设等方面投入较大，短期财务仍将承压，看好基础建设落地后规模效应带来的长期稳定增长。
- **与亚马逊物流相比，菜鸟网络的优势在于：**借助新零售东风和人口红利，以平台物流资源整合为主，依托前置仓/门店和众包物流实现分钟级配送，末端物流成本较低；亚马逊的发展核心是自建物流完善履约中心布局，物流网络管控能力更强，通过收购全食超市获取门店/前置仓资源优化

Amazon Fresh 体验，但末端物流能力和成本仍有较大改善空间。

图表 23：菜鸟网络社会化收入放量



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 24：全球 6 大 eHub 建设国家智能物流骨干网



来源：公司官网 中泰证券研究所

搭建商业生态圈，推动会员价值变现

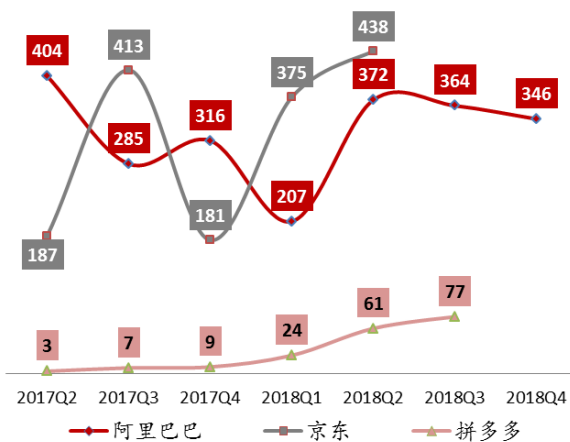
全渠道融合，新零售打造线下流量入口

- 线上零售经过高速发展期，电商搜索流量红利已接近天花板，获客成本普遍上升，2018Q3 京东出现活跃用户负增长。阿里巴巴通过加大广告投入、下沉低线市场、上线对新用户而言操作更简单的淘宝界面等措施吸引客流，推动年活跃买家净增达到近年来最高水平，2018Q4 的获客成本仍保持在 346 元，与拼多多相比仍然较高。
- 当前电商渗透率不到 20%，线下零售仍然占据主导地位。为了把握 30 万亿零售市场的商业机遇，阿里巴巴开启新零售征程，加大线下布局力度，打造线下流量入口，以门店作为前置仓完善物流网络，提升配送效率，同时以线下优质服务提升消费者体验，促进全渠道融合、协同发展，主要载体包括天猫小店、银泰商业、盒马鲜生等，2018Q4 阿里巴巴门店收入达 113 亿元，同比增长 122%，仍然保持高速增长。

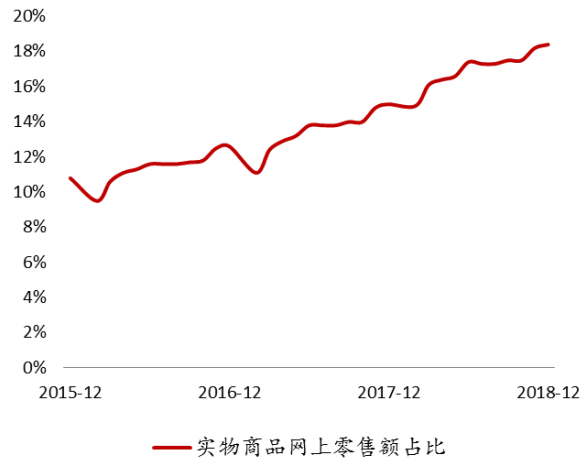
图表 25：线上零售获客成本高企

图表 26：实体零售市场空间大

获客成本=当期营销费用/新增活跃用户

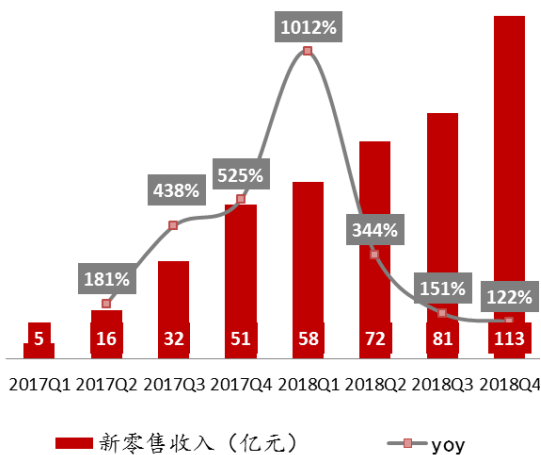


来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：国家统计局 中泰证券研究所

图表 27：阿里新零售收入快速增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 28：阿里搭建新零售八路大军

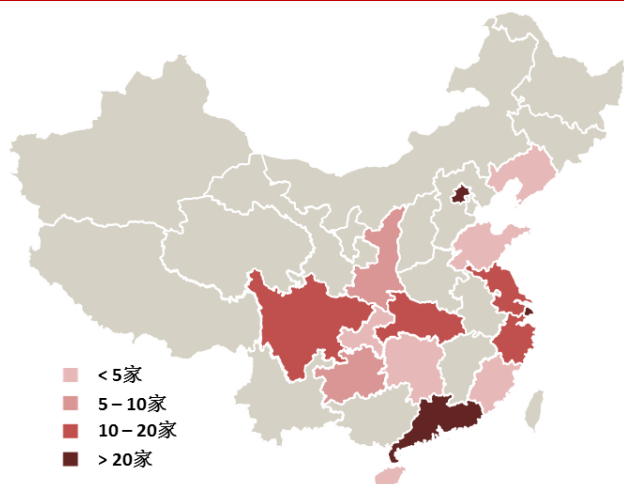
模式	新零售载体
品牌数字升级主阵地	天猫 Tmall.com
家电数码	Suning 苏宁
服饰百货	银泰商业 Intime Retail
快消商超	盒马 大润发 RT-Mart
家居家装	居然之家 Easyhome
餐饮生活服务	口碑 Koubei 饿了么
城市乡村双通路	农村淘宝 cun.taobao.com
社区小店升级	零售通 LST.1688.com 天猫小店

来源：公司公告 中泰证券研究所

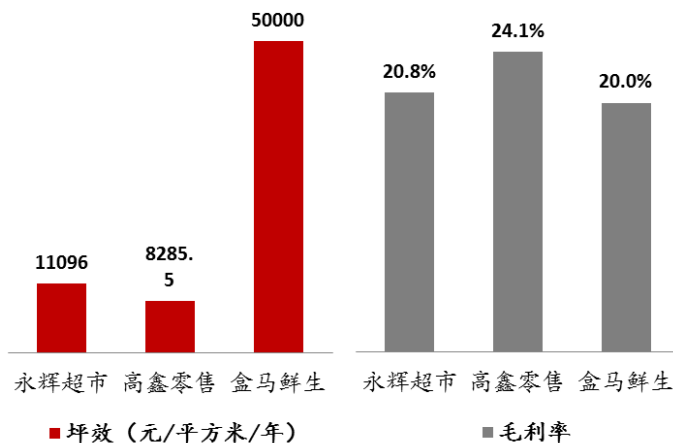
- 阿里巴巴的第一种新零售模式，是以数字化基础设施孵化、赋能新零售业态。
- 零售通凭借 B2B 基因优势提供高效便捷的进货渠道、丰富的 SKU 和数字化管理，与饿了么联合赋能天猫小店，提供线上销售平台和 24 小时本地即时配送服务，双线协同打通阿里新零售的最后一公里，截至 2018 年底零售通已对接超过 100 万家便利店。
- 作为阿里新零售线下实体的标杆，盒马鲜生在一二线城市实现了快速布局。盒马鲜生经营生鲜、快消等高频次消费品，为线下实体门店及线上 APP 引流，坪效为传统超市的 3-5 倍；综合运用大数据、自动化等技术，形成供应链、仓储、配送的完整体系，物流效率大幅提升。

图表 29：盒马门店多分布在一二线城市/沿海地区

图表 30：盒马鲜生坪效领先于传统商超



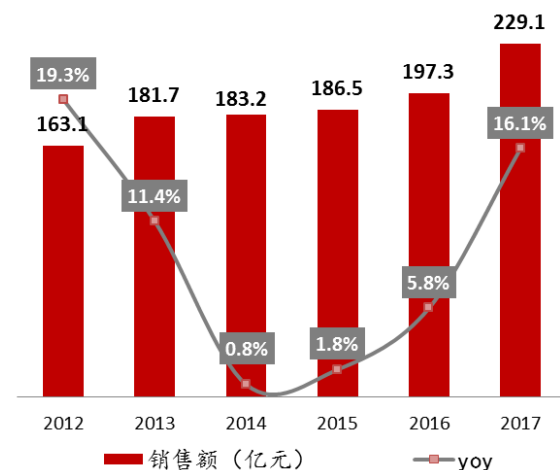
来源：盒马 APP 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

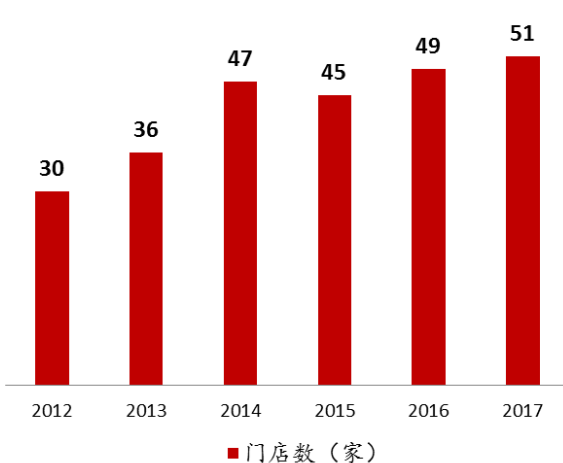
- 阿里巴巴的第二种新零售模式，是帮助商业伙伴改造零售基础，实现数字化运营。
- 2014 年阿里入股银泰，2017 年银泰实现私有化，在此期间，阿里与银泰合作“喵街”、“喵货”等多个创新业务，推动线上线下百货零售的融合发展。2015 年起，银泰推进数字化会员的转换，实现用户可触达、可识别、可运营，截至 2018 年 8 月底，已拥有超过 400 万数字化会员，其中 INTIME365 付费会员数量达到 100 万。商品全域销售、营销数字化、交易无纸化等数字化改造措施的落地大幅提升了运营效率，拉动银泰销售额增速逐年回升，线下门店布局稳健拓展。

图表 31：阿里入股银泰后销售额增速回升



来源：中商产业研究院 中泰证券研究所

图表 32：门店数量稳健增长，仍以改造升级为主



来源：中商产业研究院 中泰证券研究所

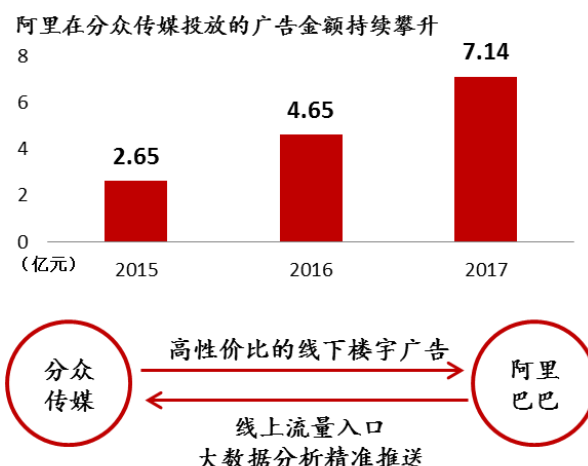
- 战略入股高鑫零售，以淘鲜达对接大润发门店，门店数字化升级后单店日均线上订单 1200+，月销售额提升 10%+，累计新增年轻顾客 2 万+，供应链共享布局进一步丰富大润发经营品类；阿里巴巴与苏宁、银泰、居然之家也在电子、百货、家居装饰等垂直类上达成新零售合作。
- 入股分众传媒，在广告系统服务、人脸识别技术、OTT 智能电视广告等领域开展深度合作，推动全渠道数字营销融合，提高广告转化率，被称为“阿里妈妈的新零售实践”。

图表 33：大润发门店改造情况

对接淘鲜达	- 消费满29元，3公里内1小时免费送达 6月底已对接165家门店，覆盖17省93市
数字化升级	- 对接盒马ERP，线上订单快速增长（部分门店增长10倍以上，日均达5000单） 6月底1/3的大润发门店已实现数字化
供应链共享	联合采购：华东所有门店推出日日鲜、帝皇鲜等盒马鲜生自有品牌产品 天猫下凡：天猫超市百万件货品已在华东地区20个城市167家大润发上架 淘宝心选：门店开设淘宝心选销售区域 智能母婴：门店设置天猫智能母婴区

来源：高鑫零售中报 中泰证券研究所

图表 34：推动全城营销数字化

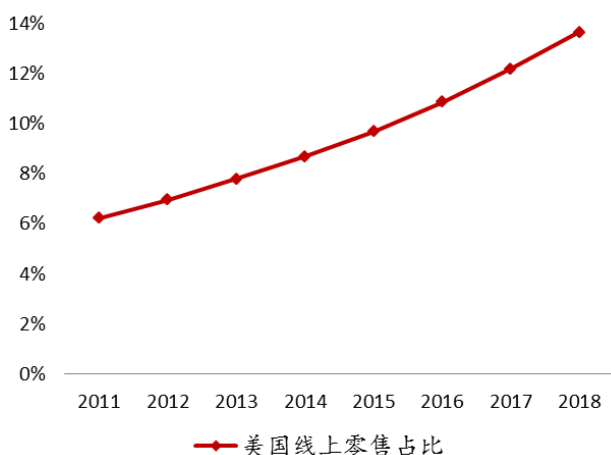


来源：公司公告 中泰证券研究所

亚马逊：收购全食超市，获取线下门店和供应链资源

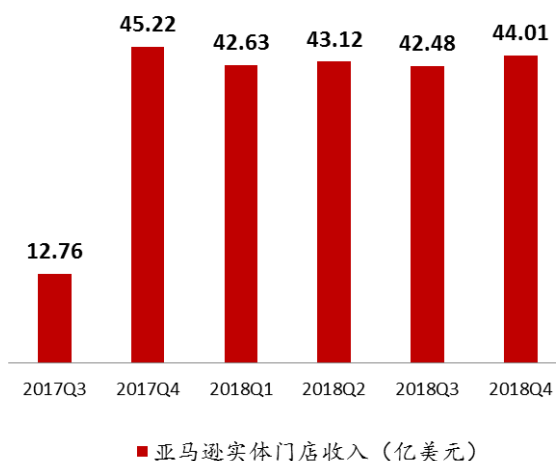
- 在美国零售市场中，线上零售占比不到 15%，线下实体零售的市场空间非常大。为了开拓线下市场，亚马逊在经过 Amazon Go 无人零售店和实体书店的尝试后，选择在线下零售壁垒较高的生鲜品类进行布局，全资收购全美最大的生鲜有机食品连锁超市、第六大食品零售商全食超市，快速获取其超过 400 家线下门店及生鲜品类优势。当前 AmazonFresh 生鲜食品配送和自取服务已覆盖超过 20 个城市，2018Q4 实体门店贡献 44.01 亿美元收入，排除会计天数减少以及线上订单的影响，实体门店收入同比增长 6%。

图表 35：美国线下零售占据主导地位



来源：Euromonitor 中泰证券研究所

图表 36：亚马逊线下零售从无到有



来源：公司公告 中泰证券研究所

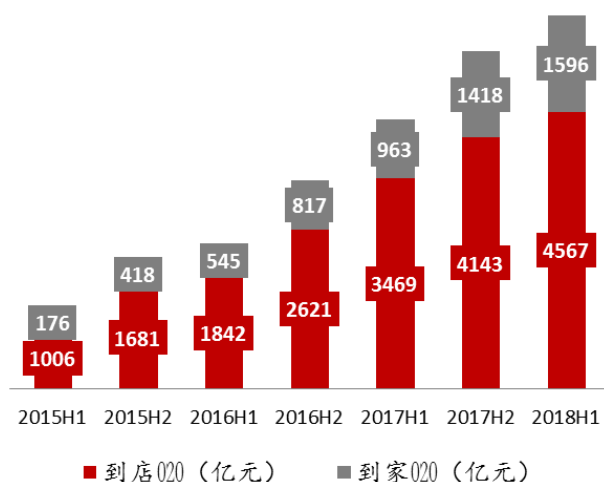
拓展本地生活服务，打造流量闭环

- 本地生活服务市场业务种类繁多，可全方位满足本地居民日常消费需求，

市场规模超过万亿元，是电商巨头拓展大消费领域，打造泛零售生态圈的必争之地。阿里在零售基础上拓展到店、外卖、出行等本地生活服务，打造消费流量闭环。目前，饿了么和口碑已合并为独立公司，收到软银等投资者超过\$30 亿融资，与美团点评形成分庭抗礼之势。

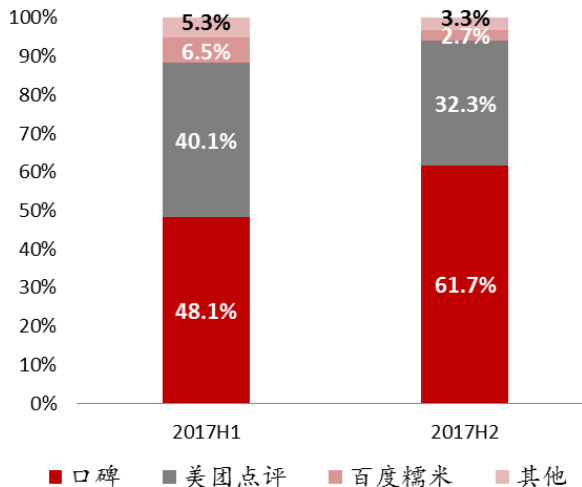
- **到店业务：**社会零售线下占比超过 80%，线下商业资源仍是本地生活服务争夺的重点。美团点评以线上流量对线下商家进行运营、营销等赋能，已具备全产业链架构和输出能力；而口碑享有支付宝入口优势，以大数据能力帮助商家追踪、识别、管理线下流量，实现精准营销，提升客单价和复购率，推动营业收入增长，同时提供口碑码、收入月增系统、无人餐厅等产品工具，推动线下商家转型新零售。

图表 37：到店服务市场规模持续增长



来源：易观智库 中泰证券研究所

图表 38：2017 年口碑到店市占率优势逐步扩大

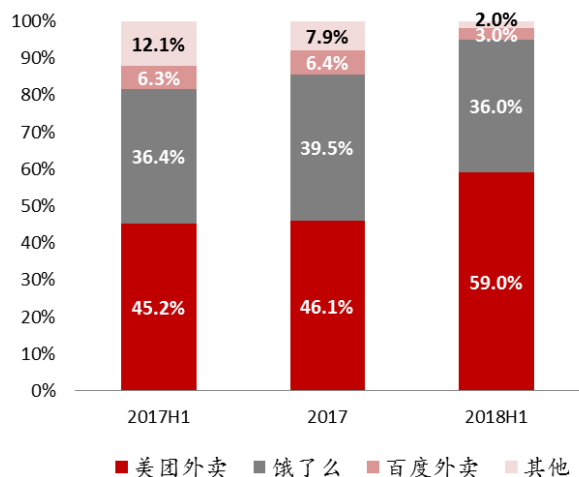


来源：易观智库 中泰证券研究所

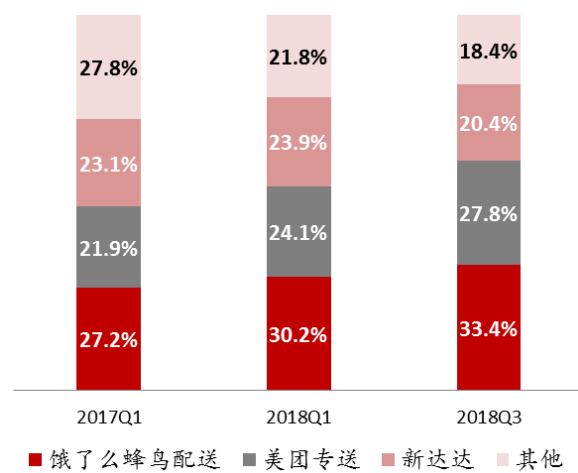
- **到家业务：**外卖在到家业务中消费频次最高，阿里收购饿了么后获取 39% 的外卖市场份额，更重要的是对接饿了么蜂鸟配送的大规模、点对点的同城即时物流网络，已承接大润发、三江、新华都等全国近千家商超门店的配送服务，在新零售风口下成为同城运力资源整合、完善最后一公里配送网络的落脚点。饿了么蜂鸟配送在骑手网络、服务范围等多项指标上均具有显著优势，为满足用户即时消费需求、拓展本地生活服务建立了良好的基础。
- **出行业务：**美团持续加码网约车业务，未来出行市场将成为本地生活服务商竞争的新阵地，而阿里收购高德地图构建跨界 LBS 生态圈，已成为国内移动地图市场龙头，打车业务已在成都等地试运行。

图表 39：外卖市场份额不敌美团

图表 40：蜂鸟配送市占率稳健提升（以订单量计）



来源: Trustdata 中泰证券研究所



来源: 艾媒咨询 中泰证券研究所

打造文娱集团，战略拓宽生态圈

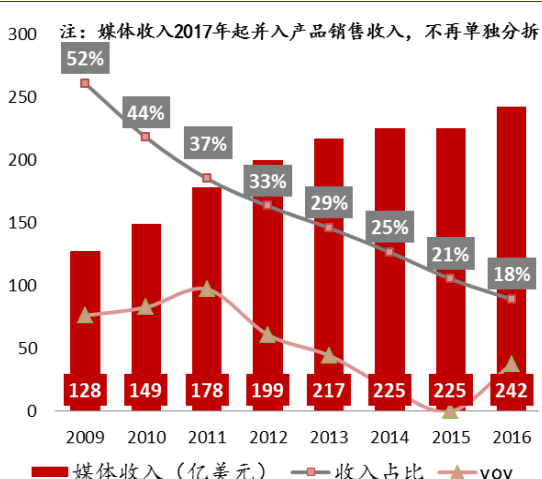
- 亚马逊自 2006 年起持续加码内容，当前已涵盖有声书、音乐、视频、漫画、电影制作评论、摄影、在线教育等平台；据 Market Realist 测算，Amazon Video 在美国视频市场份额为 2.4%，排名第七。
- 随着零售和 AWS 规模增长，亚马逊数媒收入占比逐年下滑，不再是主要收入来源，但可增加用户停留时长，为主站引入更多高粘性流量，亚马逊第三方引流网站中排名前三的 Twitch、PrimeVideo、Audible 都是自有网站。内容工具也为亚马逊拓展广告业务提供了流量基础和广告位资源。

图表 41：亚马逊文娱发展历程

2006	推出Unbox
2008	更名为Amazon Video on Demand
2011	更名为Amazon Instant Video，增加5000部电影电视开放给Prime会员
2012	签约付费频道Epix，提供流媒体服务
2014	并入LoveFilm流媒体业务，收购视频游戏网站Twitch
2015	更名为Amazon Video，推出Amazon Channel，可以订阅第三方电视频道
2016	Amazon Video服务扩展到200多个国家
2017	推出付费订阅动漫服务Anime Strike，同时布局体育赛事直播
2018	Anime Strike并入Amazon Prime订阅内容

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 42：亚马逊数媒收入占比持续下滑



来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 相比于传统的电商搜索流量，内容流量启动频率更高，用户停留时间更长，流量粘性具备明显优势。在浸入式的信息摄取中，用户也更容易产生自发的“种草行为”，激发相关消费需求。阿里拓展文娱生态版图，打造“消费+休闲”的生活闭环，已覆盖音乐、视频、游戏、文学、体育、

影业、浏览器等产业链，有效扩大流量来源，增强用户粘性。

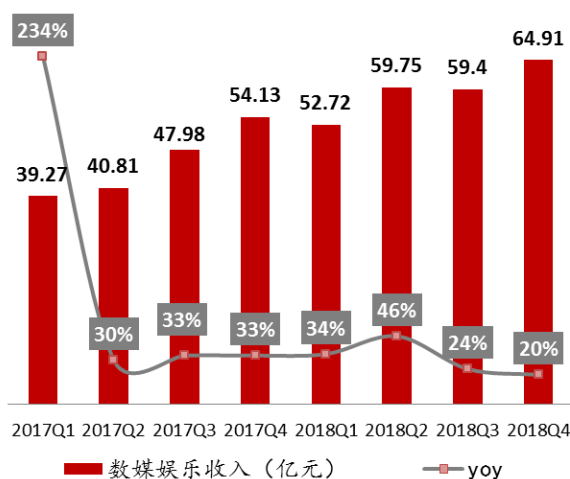
- 2018Q4 阿里数媒娱乐业务实现营业收入 64.91 亿元，同比增速放缓至 20%。UCWeb、优酷土豆等进一步拓展了阿里广告位资源，可满足品牌商在电商平台外的品牌形象搭建、宣传的需求，抢占卫视广告的市场份额，有利于进一步提升转化率，推动广告收入持续健康增长。

图表 43：打造文娱生态版图



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 44：数媒娱乐收入持续增长



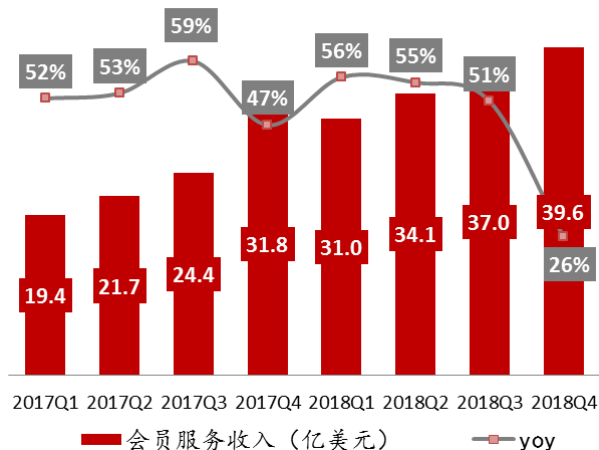
来源：公司公告 中泰证券研究所

加强会员管理，提升消费者忠诚度

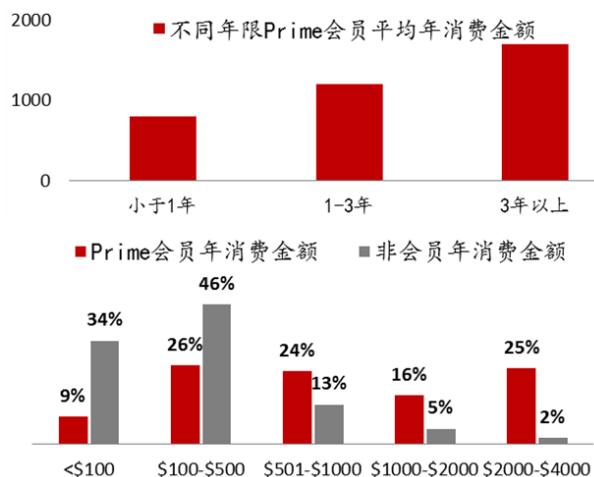
- 亚马逊 Prime 从免邮服务切入，挖掘头部用户价值。Prime 会员已推出 13 年，服务包括免运费两日达、免费在线影视资源、免费 Kindle 资源、音乐、Prime Now 两小时达以及自有品牌专享等；2017 年 Prime 会员数已突破 1 亿，覆盖 9 个国家超过 50 个城市。由于会计准则和收入确认变化，2018Q4 会员订阅收入同比增速下滑至 26%，实际上四季度 Prime 会员参与度提升，新注册人数达到单季度峰值。
- Prime 会员有效筛选出消费意愿更强的头部用户，消费金额显著高于非会员，有利于定向深挖用户价值，增强用户粘性，推动销售规模增长；Prime 会员有效提升消费者忠诚度，加入会员年限越长的消费者更倾向于在亚马逊平台进行消费，会员价值随时间沉淀进一步提升。

图表 45：Prime 会员订阅收入稳步增长

图表 46：Prime 会员消费意愿更强



来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：Evercore ISI Morgan Stanley 中泰证券研究所

- 在国内普遍包邮的大背景下，免运费服务吸引力较小，电商收费会员需要提供更多附加值服务以加强会员管理——阿里发布 88VIP 会员项目，提供零售折扣、商品独家入口、本地食品配送、娱乐、在线订票、音乐等综合服务，全方位满足消费者需求，提升生态系统中消费者的参与度和忠诚度。
- 阿里通过 88VIP 年费差异性筛选出活跃度最高的忠诚用户，淘气值 1000 分以上年费仅需 88 元，而普通用户则需支付 888 元，头部用户消费意愿高，粘性强，吸引众多品牌商加入 88VIP 计划，获得触达阿里生态系统中高价值客户的机会，进一步推动服务收入变现。

图表 47：88VIP 【吃/玩/听/看/买】一卡通



来源：淘宝 APP 中泰证券研究所

图表 48：淘气值筛选头部用户

定义	依据近12个月在淘宝、天猫、飞猪、淘票票上的购买金额、频次、互动、信誉等行为综合测算，≥1000分为88超级会员
购物分	购买实物类商品、选择高信誉商家、购物种类多可有效增加分值
奖励分	文字图片评价、分享被点击数、购买成交天数、连续购买月数等真实消费体验分值
基础分	由当前信誉等级决定，信誉越高基础分越高

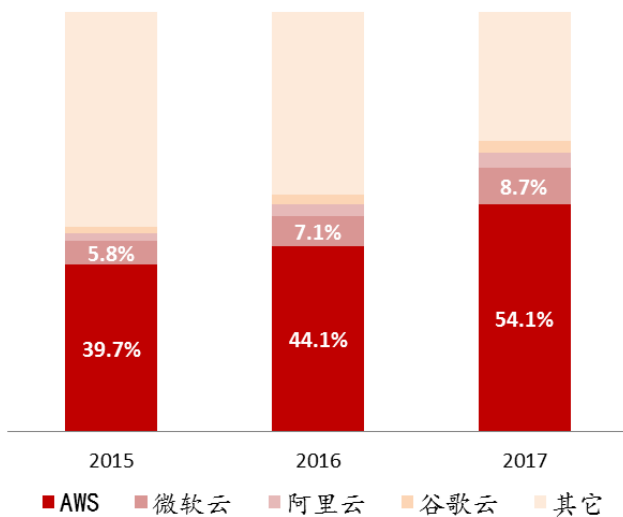
来源：淘宝 APP 中泰证券研究所

科技推动转型，云计算有望成为新增长极

亚马逊：AWS 云服务能力领先全球

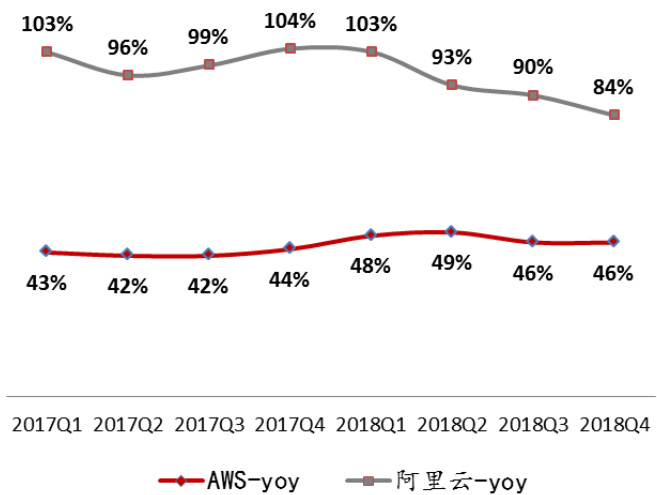
- **AWS 市场份额保持全球领先：**1) AWS 用户生态圈已成熟，凭借先发优势形成了一定的用户壁垒；2) AWS 率先投资了大量硬件，在产品种类的拓展方面具备优势，相比谷歌，AWS 部分产品有 30% 以上的溢价空间；3) 亚马逊、谷歌、微软在云计算、云存储、数据库等三大支柱项目均有布局，但 AWS 凭借电商流量优势独家布局大数据领域，能力占优。
- 尽管在全球市场亚马逊市占率遥遥领先，但起步较晚的阿里云仍是中国市场最大的云计算公司，近年来阿里云营业收入保持高速增长，增速约为 AWS 营收增速的两倍，与 AWS 在收入上的差距从原来的几十倍逐步缩小到 8 倍以下，但阿里云在技术和服务能力上仍然与 AWS 存在一定的差距。

图表 49：全球 IaaS 公有云市场份额遥遥领先



来源：Gartner 中泰证券研究所

图表 50：阿里云营收增速高于 AWS

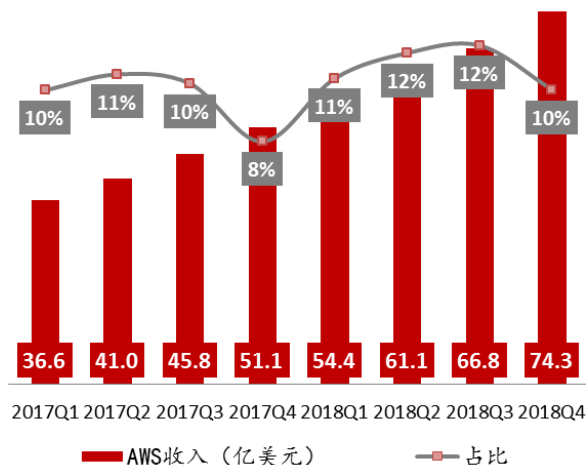


来源：公司公告 中泰证券研究所

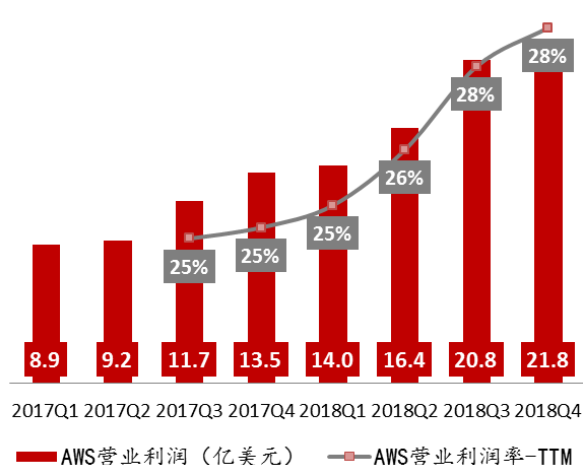
- **AWS 是亚马逊增速最快的业务，**目前仍然保持 40% 以上的同比增速；随着收入持续放量增长，AWS 已经成为亚马逊第三大主营业务，是线上销售收入和第三方商家服务收入之外的最主要的收入来源，当前 AWS 单季度收入超过 70 亿美元。
- **AWS 也是亚马逊最赚钱的业务，**2018Q4 的 AWS 营业利润为 21.8 亿美元，TTM 营业利润率稳步提升至 28%，在亚马逊各项业务中变现能力最强，成为稳定的利润贡献来源。
- **与阿里云相比，AWS 业务已经进入发展成熟期，**在收入变现和盈利能力上都显著优于阿里云。当前亚马逊已在全球 18 个地理区域和 1 个本地区域运营 55 个可用区，全球基础设施布局领先阿里云。

图表 51：AWS 收入占比超过 10%

图表 52：AWS 营业利润率稳健提升

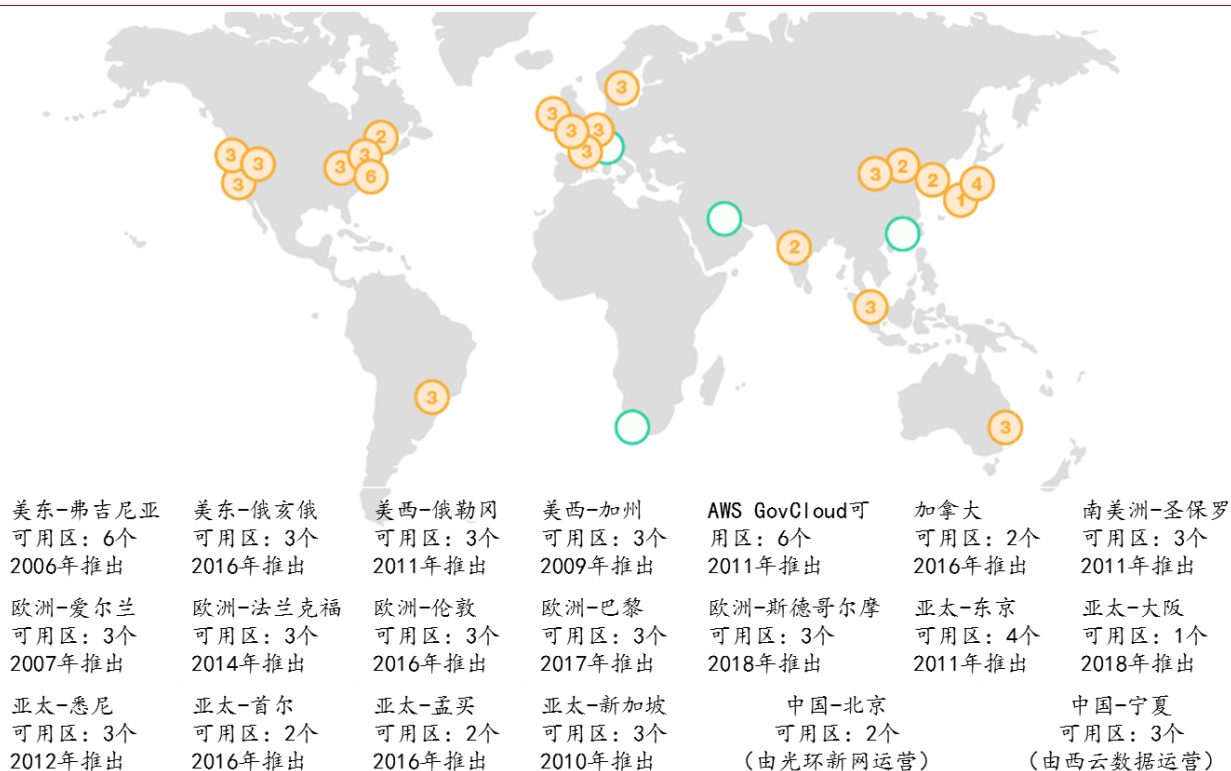


来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 53：亚马逊云计算基础设施遍布全球



来源：公司官网 中泰证券研究所

阿里转型云服务提供商，规模快速增长

- 对于阿里而言，阿里云是所有业务的技术支撑平台，是阿里打造从线上到线下、从本土到全球的商业生态帝国的基石——通过分析零售、娱乐、生活消费、物流、金融等各项数据，形成全面的用户画像，实现精准营销，增强用户体验，推动广告等收入变现，最终达到盈利目标。
- 2018 财年阿里云计算营业收入突破 100 亿元，连续三年保持 100% 以上的同比增速，高速增长得到持续验证，尽管当前云计算调整后 EBITA 仍

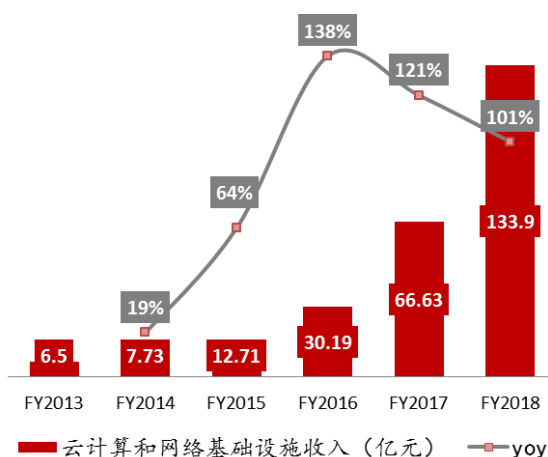
未转正，但亏损率正在逐步收窄，接近盈亏平衡线，在投入期结束后云计算业务利润有望迎来放量增长。

图表 54：阿里发展云计算业务的必要性



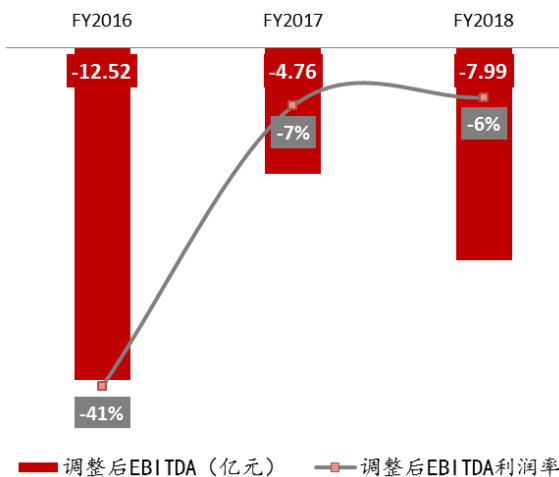
来源：雪球 中泰证券研究所

图表 55：云计算营收保持高速增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 56：云计算 EBITA 亏损率逐步收窄

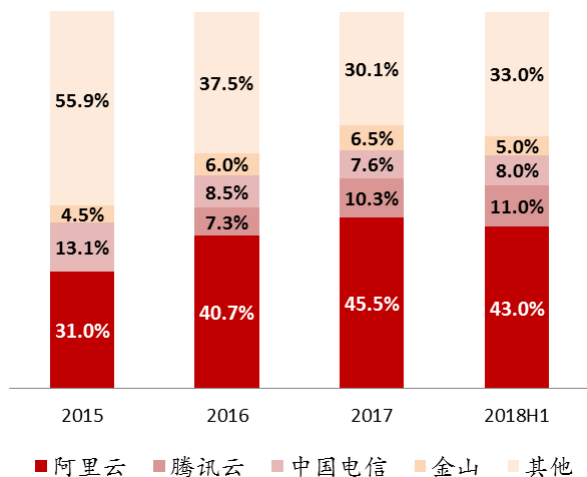


来源：公司公告 中泰证券研究所

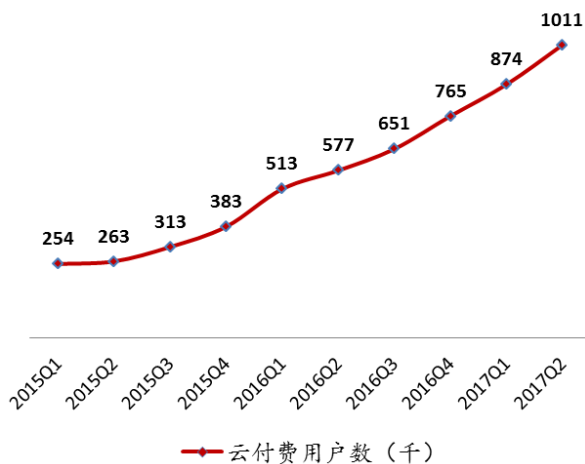
- **领先国内云计算行业，规模快速增长。**得益于阿里互联网技术基因以及生态圈消费数据的积累，阿里云在实现了集团内 IT 基础设施建设升级后逐步将云计算能力和成功的运营经验输出给其他企业，推动阿里云市场份额稳步提升，在国内公有云市场竞争优势明显，市占率遥遥领先中国电信、金山云、腾讯云等主要竞争对手。
- **云计算行业前期基础设施建设的投入大，行业壁垒较高，且用户对服务的稳定性要求较高，用户粘性较强，规模增长将带来单位成本降低，带动利润上行；**阿里云用户规模保持快速增长，其中付费用户早已突破 100 万人，规模效应有望逐步凸显。当前阿里在全球 19 个地理区域运营 52 个可用区，云计算基础设施遍布全球。

图表 57：阿里中国公有云 IaaS 市场份额稳步提升

图表 58：阿里云付费用户持续增长



来源：IDC 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 59：云计算基础设施遍布全球



国内地域：

国内地域数据中心提供多线BGP骨干网线路，网络能力覆盖全国，保证全国地域的高速稳定访问

国际地域：

面向海外地区，在香港、北美、新加坡提供国际带宽，不建议大陆地区访问（访问延迟较高）

华北1-青岛 可用区：2个 2012年推出	华北2-北京 可用区：7个 2013年推出	华北3-张家口 可用区：2个 2014年推出	华北5-呼和浩特 可用区：2个 2017年推出	华东1-杭州 可用区：8个 2011年推出	华东2-上海 可用区：6个 2015年推出	华南1-深圳 可用区：5个 2014年推出
香港 可用区：2个 2014年推出	新加坡 可用区：3个 2015年推出	悉尼 可用区：2个 2016年推出	吉隆坡 可用区：2个 2017年推出	雅加达 可用区：2个 2018年推出	孟买 可用区：2个 2018年推出	东京 可用区：2个 2016年推出
美东弗吉尼亚 可用区：2个 2015年推出	美西硅谷 可用区：2个 2014年推出	欧洲法兰克福 可用区：2个 2016年推出	英国伦敦 可用区：2个 2018年推出	迪拜 可用区：1个 2016年推出		

来源：公司官网 中泰证券研究所

战略投资全链路商业生态，短期业绩承压，未来增长可期

- 饿了么、Lazada、新零售和菜鸟等战略投资仍处于亏损状态，虽然使阿里短期业绩承压，但长期来看有助于保持阿里的市场竞争力，通过加强新业务与核心生态之间的协同作用，可有效提高集团运营效率，对阿里业绩可持续增长具有重要战略意义。排除新业务投资的财务影响(-15%)后，2018Q2 核心商务 EBITA 利润率为 62%，仍然保持平稳状态，核心商务的盈利也为阿里投资提供了坚实基础。

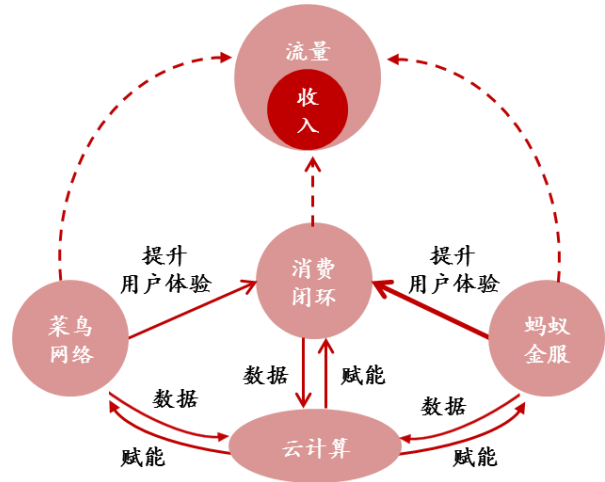
- 阿里全链路商业生态以云计算大数据为基础，赋能商家，提升消费者体验，打通电商、新零售、本地生活、文娱体育等消费闭环，结合物流、金融服务等支撑，持续集聚、留存、转化流量，推动广告为主的服务性收入变现，实现盈利和长期发展。

图表 60：短期业绩承压

核心商务 - 调整EBITA利润率 (排除用户体验投资项)	
FY2018	2018Q2
63%	62%
新零售、菜鸟及Lazada 并表影响	新零售、菜鸟、饿了么 及Lazada投资影响
(10%)	(15%)
FY2018	2018Q2
53%	47%

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 61：全链路商业生态推动收入变现



来源：中泰证券研究所

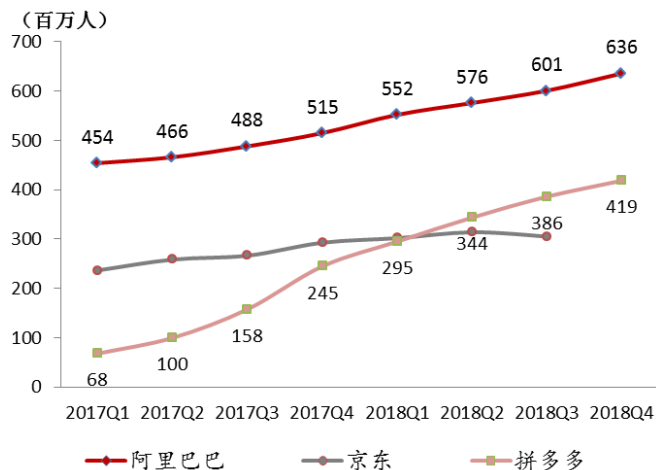
估值思路转变：“商业+科技”帝国的 SOTP 估值逻辑

核心商务提供稳健现金流，持续为战略投资供血

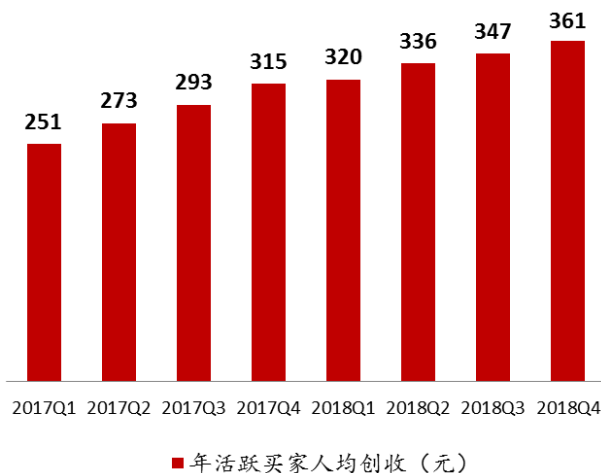
- 庞大而活跃的用户基础和持续提升的参与度是阿里盈利的坚实基础。阿里巴巴用户体量稳居电商行业第一，年活跃买家稳步增长，2018Q4 达 6.36 亿人，单季度新增用户数达 3,500 万人，其中超过 70%来自于三线及以下城市，增长态势优于新秀拼多多。我们认为，拼多多的异军突起对传统电商造成冲击的同时，也吸引、培育了大批新网购用户群，为电商市场下沉开放了便利。
- 平台持续吸引客流的同时，客单价也在稳健提升，2018Q4 年活跃买家人均贡献收入达 361 元/人，保持稳健提升状态，显示出阿里巴巴在保持用户数稳步增长的同时，对单客营收效率的提升也取得一定成效。

图表 62：年活跃买家数稳步增长

图表 63：ARPU 稳健提升



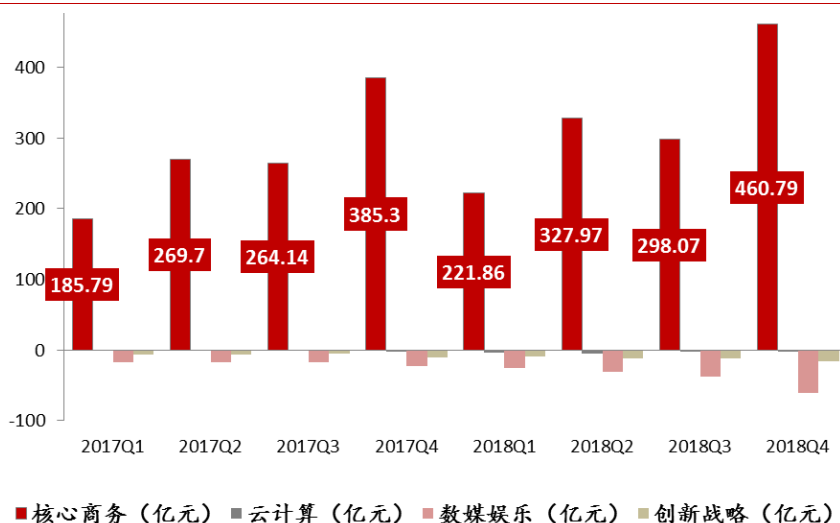
来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

- 核心商务模块作为阿里集团利润奶牛，是支撑其他战略业务发展的经济基础。2018 年核心商务营收和利润持续快速增长，贡献营业利润超过 1,200 亿元，展现了出色的盈利能力，持续为战略投资输血。云计算、数媒娱乐、创新战略等业务投资在短期仍处于战略投资亏损阶段，短期财务数据仍将承受较大的负面影响。

图表 64：核心商务营业利润持续为新业务投资输血

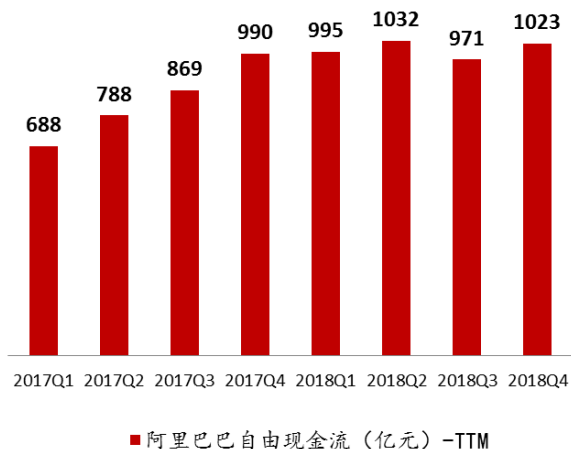


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 自由现金流是企业经营活动产生的现金流量净额（已排除存货、应收账款等运营资本）减去购买设备、物业、软件等开支（为保持企业长期竞争力所需的维护性资本）后企业剩余可自由支配的资金。在过去的 20 年中，亚马逊重复将公司利润进行研发投入等再投资，实现了规模的快速扩张，拥有充足而稳健增长的自由现金流成为亚马逊的主要经营目标，也亚马逊当前的高市值提供支撑。2017 年以来，阿里巴巴自由现金流保持稳健，为加大战略投资布局提供了资金支持。由于云计算和线下实体销售等盈利能力较强的业务增长较快，亚马逊 2018 年自由现金流实现稳步增长。
- 与阿里相比，亚马逊持续加码研发投入，将经营活动获取的现金流投入

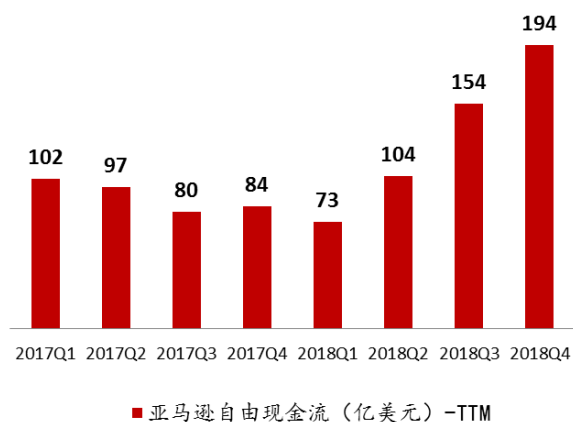
到再投资中,显示出亚马逊打造科技企业的决心和布局未来的高瞻远瞩。

图表 65: 阿里巴巴自由现金流保持稳健



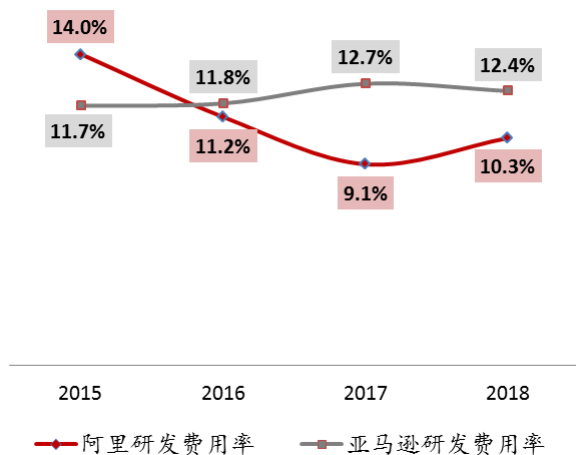
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 66: 2018 年亚马逊自由现金流稳步增长



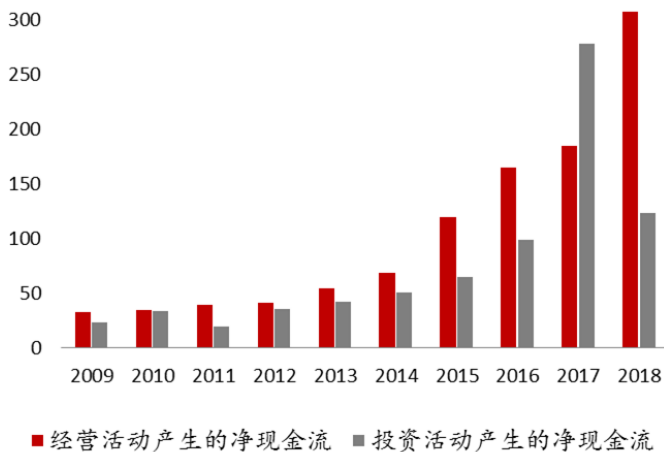
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 67: 亚马逊始终保持较高的研发费用率



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 68: 亚马逊的经营性现金流大多用于再投资



来源: 公司公告 中泰证券研究所

亚马逊和阿里巴巴股价走势复盘

- 复盘亚马逊 2014 年以来的股价走势,可以看到,自 2015 年初开始拆分 AWS 业务板块并披露 AWS 季度财务数据以来,亚马逊的股价增速出现了第一个拐点,主要是由于云计算业务营收的快速增长和营业利润率的持续提升,让市场看到了 AWS 的成长空间和优越性。2017 年下半年全食超市并表,代表着亚马逊正式铺进线下生鲜实体零售行业,全渠道战略扩张取得突破性进展,再次迎来股价提速上涨的拐点。受到北美市场逐渐饱和、国际市场增速较低的影响,亚马逊 2018Q3 财报公布 Q4 营收指引增速放缓,以及全体员工加薪带来人工成本上涨等因素造成净利润预期增速放缓,股价开始下行。

图表 69: 亚马逊股价走势 (2014 年初至今)



来源: Wind 中泰证券研究所

- 复盘阿里巴巴赴美上市以来的股价走势，以及阿里相关财务数据披露方式的变化，可以看出阿里正在寻求转变。2016Q3 开始，阿里停止披露季度 GMV 数据，打破中国主流电商平台以 GMV 为主要运营指标的惯例，也象征着阿里从电商零售企业转型为多元化商业生态的决心。市场对阿里估值的思路逐渐由原来的 PE/PS/PGMV 的传统电商估值法逐渐转向和亚马逊类似的 SOTP 分部估值法，对新零售、云计算、数媒娱乐等当前仍处于亏损状态的战略投资业务进行估值和加总，推动阿里股价上升。2018 年 8 月起，受到宏观经济压力、中概电商股波动、马云公布传承计划、以及三季报调低全年收入预期等多重影响，阿里股价明显回调。

图表 70: 阿里巴巴股价走势 (2014 年上市至今)



来源: Wind 中泰证券研究所

同为电商巨头，亚马逊估值为何持续走高？

- **竞争环境不同：**在中国市场，阿里面临的竞争压力更大，不确定性也较强。一方面，阿里巴巴和腾讯两大互联网巨头通过股权投资和战略合作

等手段，在零售、社交、生活服务各个领域展开竞争。另一方面，在阿里核心的电商领域，仍然存在京东这样体量庞大的追赶者和拼多多这样爆发式增长的后起之秀。而亚马逊在美国电商市占率达 49%，排名第二的 eBay 市占率仅为 6.6%，垄断优势更加明显。

- **商业模式与估值思路不同：**亚马逊以自营电商起家，多年来一直坚持 0 利润、重研发，在提升用户体验的同时成功转型成为领先的科技企业，云计算服务世界排名第一，成为主要的利润贡来源，智能音箱等新技术发展也已占领高地。从科技股的估值思路来看，亚马逊展现出的成长性较好，市场对亚马逊的盈利也越来越宽容。阿里从电商平台起家，服务收入是主要的盈利来源，阿里多次强调新业务投资对阿里战略布局和未来发展的重要性，云计算业务亏损率已大幅收窄至接近盈亏平衡点，新零售等业务也在蓬勃发展中，市场对阿里的估值思路也在向分部估值法转变，但核心商务仍然是其唯一盈利的部分。我们认为，虽然短期内市场主要关注阿里核心电商数据，对阿里战略布局仍存在担忧，当前体量下 GMV 和货币化率的稳健提升依然重要，但已经不是阿里的第一优先级。在电商业务仍处于优势地位时，推动新零售、云计算等业务实现盈利，提供新的估值想象空间，才是阿里布局的重点。

图表 71：中国市场中阿里、腾讯两大互联网巨头对抗



来源：公司公告 中泰证券研究所

风险提示事件

- （1）流量红利持续减退，电商平台用户流失，营收增速大幅放缓，货币化率持续下滑；
- （2）全渠道融合发展不达预期，新零售业务亏损加剧，拖累集团现金流；
- （3）战略投资布局不顺利，新业务未能建立起竞争优势，持续造成财务压力。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。