



徐晓芳  
首席商业零售  
分析师  
S1010515010003



许英博  
首席科技产业  
分析师  
S1010510120041



林伟强  
商业零售分析师  
S1010519100002



联系人：朱话笙

## 商业零售行业

评级 强于大市（维持）

# 提速增效，加配龙头

商业零售行业电商 2020Q2 业绩总结 | 2020.8.26

## 核心观点

**2020Q2 主要电商公司收入端增速均超公司指引，且利润端改善超预期。月度数据反映 7 月电商行业景气度延续，预计 Q3 行业季节性增速回落较为有限。低预期下，主要公司业绩再次超预期可能性大。我们上调电商行业全年增速预期，成长赛道，水大鱼大，加配龙头。**

■ **疫情加速消费线上化，实物电商增长提速。**2020H1，实物电商规模 4.35 万亿元，同比增长 14.3%，测算 2020Q2/6 月增速达到 21.6%/25.7%，月度增速已反弹至近两年来高位，超预期。这主要由于：1）疫情催生的线上消费并未快速消退，在复工复产后成为延续性的消费习惯得以保留，典型如生鲜到家消费（社零线上“吃”类商品半年同比增长 38.8%）；2）低线电商消费向纵深发展，用户红利外溢。疫情将低线用户对电商消费快速从“接触—熟悉—依赖”推进，综合电商之外，主打低线性价比消费的淘宝特价版和京喜迅速起量。

■ **Q3 淡季不淡，Q4 旺季或重新提速。**测算 7 月单月实物电商增速约 24.2%（VS 6 月为 25.7%）；规模以上快递量增速 32.2%（VS 6 月 41.1%）。低价商品消费（7 月非促销季，电商整体客单价累计环比 6 月下降 3 元至 125 元）部分抚平了品牌电商的季节性波动。加之双十一促销拉长，行业下半年增速值得期待。上调 2020 全年实物电商增速预期至 20.3%，预计实物电商五年 CAGR+17.7%，2024 年规模达到 18.6 万亿。

■ **“有限分散”格局延续，Top3 份额继续提升。**2020Q2 单季天猫实物/京东（仅自营）/拼多多同比增速 27%/33.5%/47.6%，均领先大盘。拼多多&京东单季 AAC 环比净增 5510/3000 万（VS 阿里 1600 万），继续拉近与阿里的差距，且获客成本相比阿里仍然领先（人均营销费用：阿里 67.3 元 VS 京东 57.2 元 VS 拼多多 46.3 元）。Top3 平台份额稳步提升，相对格局变化有赖各自平台用户心智的巩固和延伸。

■ **Q3 低预期下具备业绩超预期可能。**2020Q2 主要电商公司业绩环比改善显著，收入端均超公司指引（京东/唯品会/宝尊），且利润端改善超预期（市场普遍预期 Q2 因促销加大，会出现一定程度利润率下滑）。Q2 消费需求充分释放、Q3 行业季节性回落的预期下，主要公司 Q3 收入增速/利润率的彭博市场一致预期均有一定程度回落。考虑实际 7 月统计局数据的高增长，预计 Q3 行业季节性增速回落较为有限。低预期下，主要公司业绩再次普遍超预期可能性大。

■ **风险因素：**消费恢复不及预期；行业竞争加剧影响利润；海外业务发展不及预期。

■ **成长赛道，加配龙头。**我们维持前期判断，Q2 业绩超预期和下半年行业景气度延续，行业进攻机会将再次到来。拉长看，我们认为中国电商兼具效率和规模优势，对中国电商长期成长性和渗透率提升、龙头公司利润率爬坡具有充分信心。有限分散的格局下，用户红利外溢将推动具备品类杀手特质的垂直赛道仍有成长机会。结合 Q2 业绩及 Q3 展望，建议超配阿里巴巴（BABA.N/09988.HK）、京东集团（JD.O/09618.HK）和拼多多（PDD.O）三大龙头。考虑业绩逐季改善趋势和估值匹配度，重点关注宝尊电商（BZUN.O）和唯品会（VIPS.N）。

## 每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

**扫一扫二维码**

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



**重点公司盈利预测、估值及投资评级**

| 简称      | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE   |       |       | 评级 |
|---------|------------|---------|-------|-------|------|-------|-------|----|
|         |            | 2019    | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E |    |
| 阿里巴巴    | 276.0      | 49.38   | 59.97 | 74.87 | 36   | 28    | 23    | 买入 |
| 阿里巴巴-SW | 264.4      | 49.38   | 59.97 | 74.87 | 35   | 28    | 23    | 买入 |
| 京东      | 76.2       | 7.36    | 11.01 | 15.16 | 77   | 516   | 37    | 买入 |
| 京东集团-SW | 299.0      | 7.36    | 11.01 | 15.16 | 78   | 521   | 38    | 买入 |
| 拼多多     | 83.2       | -3.69   | -4.37 | 1.54  | -    | -     | 390   | 增持 |
| 宝尊电商    | 41.0       | 5.99    | 9.49  | 14.45 | 51   | 32    | 21    | 买入 |
| 唯品会     | 17.2       | 7.37    | 8.04  | 9.14  | 16   | 15    | 13    | 买入 |

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测      注: 股价为 2020 年 8 月 24 日收盘价; 阿里巴巴-SW、京东集团-SW 股价单位为港元, 其他为美元; EPS 均为 Non-GAAP 下摊薄的 EPADS, 单位元/ADS; 1USD=7RMB

## 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 总量：疫情加速消费线上化，实物电商增长提速.....      | 1  |
| 结构：有限分散，强者恒强，角逐平台心智延伸.....      | 4  |
| 风险因素 .....                      | 8  |
| 投资建议：水大鱼大，加配龙头 .....            | 8  |
| 附：重点公司 2020Q2 业绩点评及观点更新.....    | 9  |
| 阿里巴巴：核心商业恢复强劲，云业务持续领先.....      | 9  |
| 京东：成长提速，渐入佳境.....               | 10 |
| 拼多多：长期成长逻辑不变，关注下半年 ARPU 提升..... | 11 |
| 宝尊电商：成长提速，盈利改善，质量型增长持续兑现 .....  | 11 |
| 唯品会：利润稳健，用户先行，收入端仍待提速 .....     | 12 |

## 插图目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1: 疫情触发消费线上化加速, 线上线下增速剪刀差扩大; 月度增速超去年同期 .....                     | 1 |
| 图 2: 疫情造就的生鲜到家消费习惯, 在疫情后基本得到保留 (MAU, 万) .....                      | 2 |
| 图 3: 2020 年 7 月快递业务量同比增长 32.2%, 环比 6 月 (36.8%) 仅小幅回落 .....         | 2 |
| 图 4: 6 月淘宝特价版/京喜 app 月活达到 3420/1200 万 .....                        | 3 |
| 图 5: 快递均价持续下行, 2020H1 同城/异地快递均价降至 6.5/7.1 元, 同比下降 7.9%/12.2% ..... | 3 |
| 图 6: 2020Q2 以来实物电商订单均价快速下行, 反映平台促销加剧 .....                         | 3 |
| 图 7: 2020 年 7 月快递业务量同比增长 32.2%, 环比 6 月 (36.8%) 仅小幅回落 .....         | 4 |
| 图 8: 预计 2020Q3/Q4 实物电商增速 23%/24% .....                             | 4 |
| 图 9: 预计实物电商五年 CAGR+17.7%, 2024 年规模达到 18.6 万亿 .....                 | 4 |
| 图 10: Top3 电商增速领先行业, 持续提升份额 .....                                  | 5 |
| 图 11: 2020Q2, 阿狸/京东/拼多多 AAC 环比净增 1600/3000/5510 万 .....            | 6 |
| 图 12: 以微信用户数为基数, Top3 电商覆盖 93% 互联网用户 (19M12) .....                 | 6 |
| 图 13: 电商消费升级指数: 京东 AAC/阿里 AAC .....                                | 7 |
| 图 14: 从整体/净增用户营销支出看, 拼多多&京东拉新效率相较阿里仍有优势 .....                      | 7 |

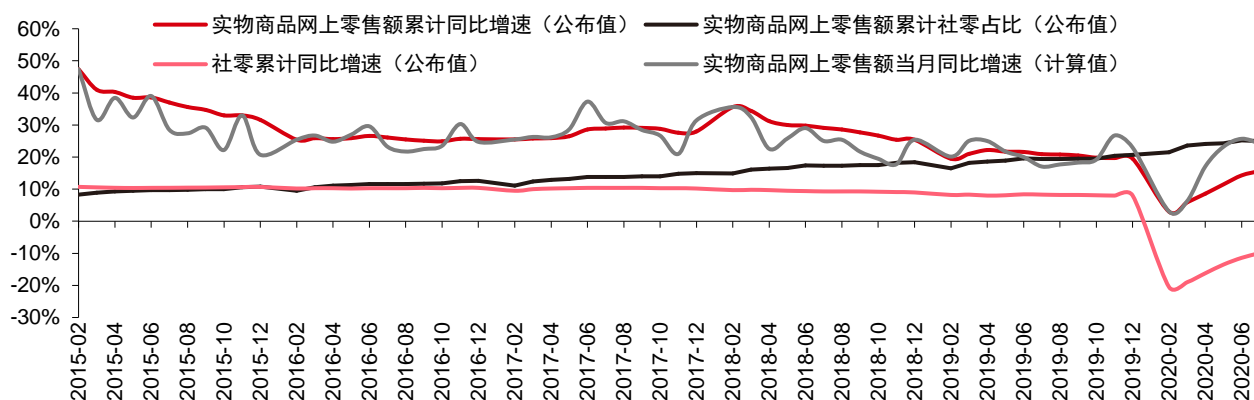
## 表格目录

|   |   |
|---|---|
| 表 1: Top3 电商平台抢占不同用户核心心智, 并相互延伸 .....     | 7 |
| 表 2: 部分电商公司 2020 年季度收入情况 .....            | 8 |
| 表 3: 部分电商公司 2020 年季度 non-gaap 净利润情况 ..... | 8 |

## ■ 总量：疫情加速消费线上化，实物电商增长提速

疫情后线上消费快速恢复，6月同比增长25.7%，增速已超去年同期。新冠疫情加速线上消费习惯养成，疫情后线上实物网购增速快速恢复，行业增长重新提速：依据国家统计局数据，2020H1，实物电商规模4.35万亿元，同比增长14.3%，测算2020Q2/6月当月增速达到21.6%/25.7%，月度增速已反弹至近两年来高位（仅次于2019年11月26.7%的增速）。与此同时，线下消费仍未恢复，拖累2020H1社会零售总额同比下滑11.4%至17.23万亿元（剔除服务消费，商品零售总额15.76万亿，同比下滑8.7%），线上线下消费增速剪刀差扩大，实物电商在社零中占比提升至25.2%，环比2019年提升3.7pcts。

图1：疫情触发消费线上化加速，线上线下增速剪刀差扩大；月度增速超去年同期

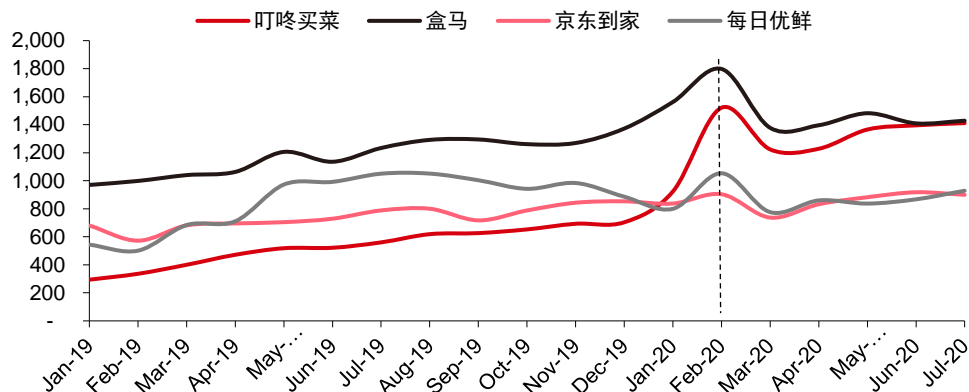


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

我们认为2020H1实物电商增速的超预期提速主要由于两方面因素：

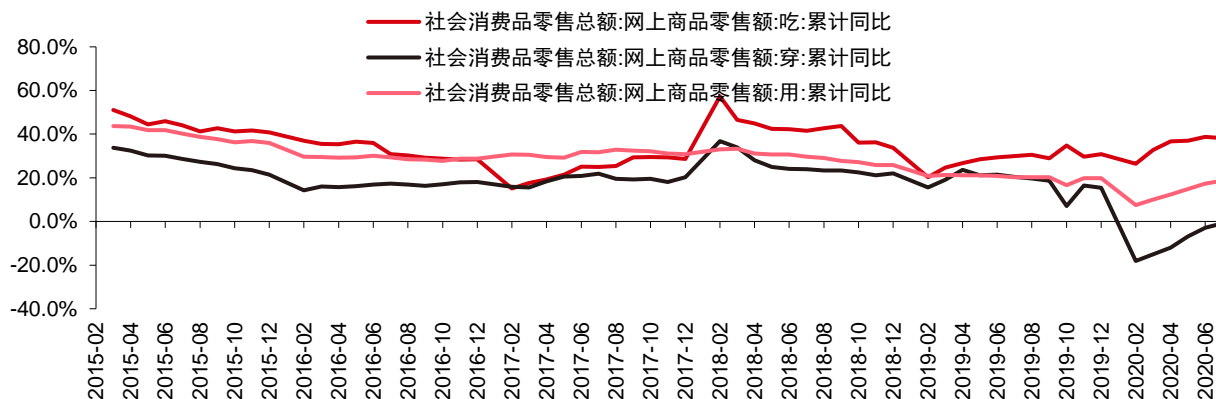
1) 疫情催生的线上消费并未快速消退，在复工复产后成为延续性的消费习惯得以保留，典型如生鲜到家消费。以Questmobile数据观察，主要生鲜到家平台app月活在疫情期间（2月）激增，3月回落后逐月攀升，至7月已经基本接近疫情期间高峰水平（如叮咚买菜7月1412万VS2月1522万；京东到家7月900万VS2月904万）。加之综合类电商平台加大快消/农副产品投入（如京东1P非电器品类Q2yoy+45.4%VSQ1yoy+38.2%），推动社零线上“吃”类商品上半年同比增长38.8%（VS“用”类/“穿”类17.3%/-2.9%），成为线上最重要的增长品类。

图 2：疫情造就的生鲜到家消费习惯，在疫情后基本得到保留（MAU，万）



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

图 3：2019 年上半年吃类/穿类/用类网上商品零售额累计同比+38.8%/-2.9%/+17.3%

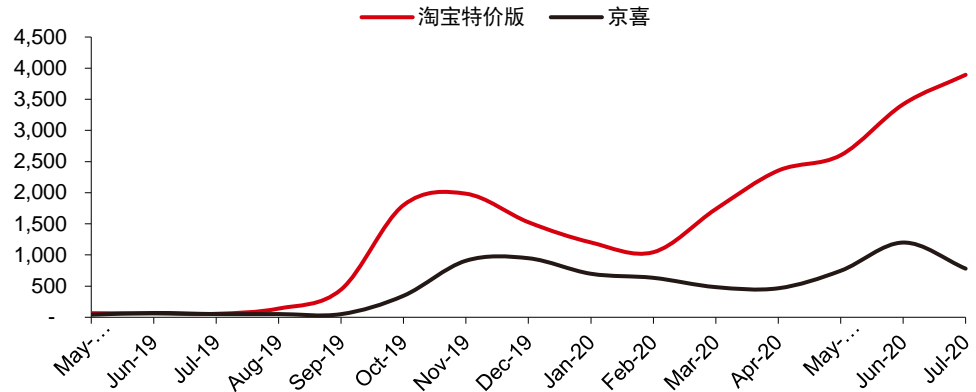


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

**2) 低线电商消费向纵深发展，用户红利外溢。**电商消费“接触—熟悉—依赖”的习惯养成是渐进的过程，过往两年拼多多和淘宝在低线的用户教育为行业拓宽了用户边界，低单价网购配合低价快递网络，借着疫情快速将低线用户对电商消费从“接触—熟悉—依赖”推进。依据国家邮政局数据，2020H1 同城/异地快递均价降至 6.5/7.1 元，同比下降 7.9%/12.2%；综合电商之外，分别由阿里和京东孵化、主打低线性性价比消费的淘宝特价版和京喜迅速起量，依据 Questmobile，截止 2020 年 7 月，淘宝特价版月活用户已达到 3894 万，京喜 app 用户 781 万，另有 2 亿以上微信小程序用户。作为低线市场电商发展的例证，电商整体客单价自 2018 年下半年以来下滑明显（疫情期间跳升除外），2020 年 1-7 月，测速实物电商整体客单价约 125 元，同比下滑 6.7%。

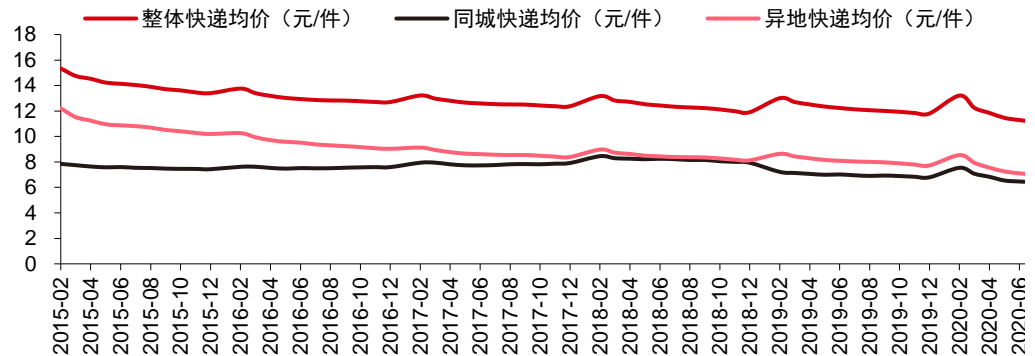


图 4：6 月淘宝特价版/京喜 app 月活达到 3420/1200 万



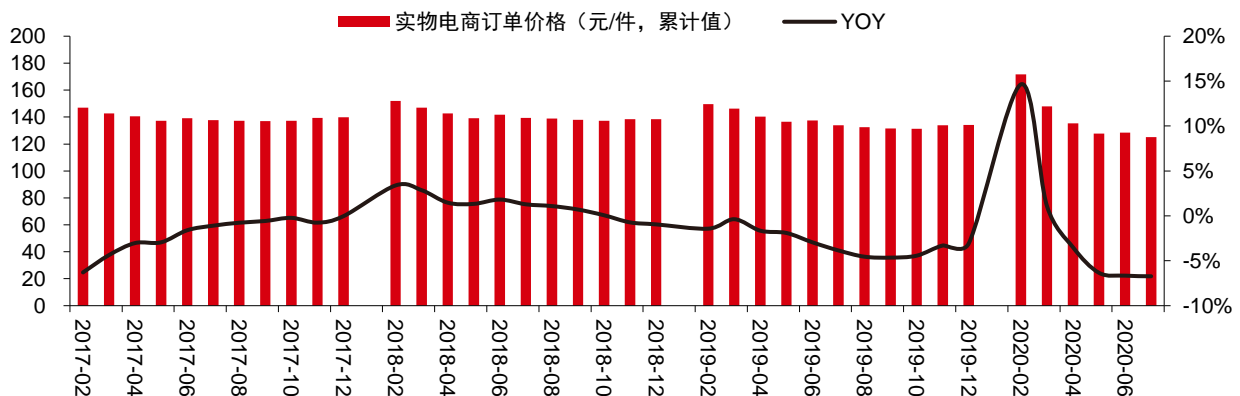
资料来源：Questmobile，中信证券研究部

图 5：快递均价持续下行，2020H1 同城/异地快递均价降至 6.5/7.1 元，同比下降 7.9%/12.2%



资料来源：国家邮政局，中信证券研究部

图 6：2020Q2 以来实物电商订单均价快速下行，反映平台促销加剧



资料来源：国家邮政局，国家统计局，中信证券研究部（订单均价=实物电商消费额/规模以上快递单量。因实际快递包含非电商件，仅供参考）

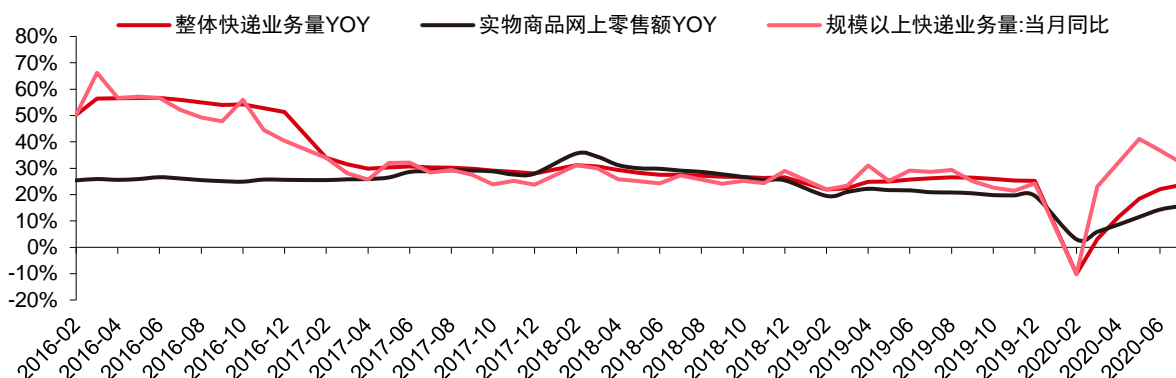
**下半年行业展望：Q3 淡季不淡，Q4 旺季或重新提速。**疫情对电商消费习惯的加速养成，造就了上半年电商增速的快速恢复，且在 618 促销高潮之后，统计局/邮局公布的 7 月电商数据并未大幅回落，淡季不淡：测算 7 月单月实物电商增速约 24.2%（VS 6 月为 25.7%）；规模以上快递量增速 32.2%（VS 6 月 41.1%）。结合草根调研部分品牌反馈 7 月



主要电商平台流量下滑&电商整体客单价环比持续下滑，我们认为 7 月电商整体单季不淡的表现部分由于低价商品消费贡献，与前述低线市场用户电商消费习惯快速养成相对应。

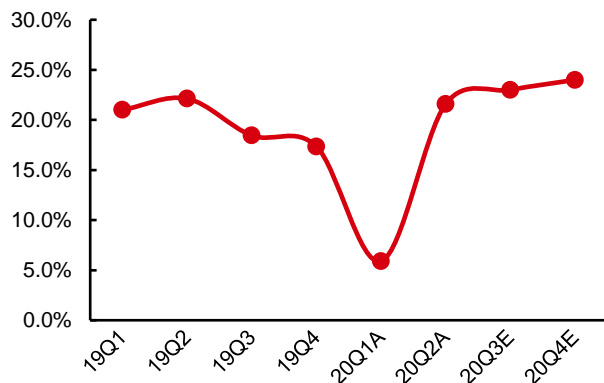
**上调 2020 全年实物电商增速预期至 20.3%，预计实物电商五年 CAGR+17.7%，2024 年规模达到 18.6 万亿。** Q3 电商淡季不淡，低价商品消费部分抚平了品牌电商的季节性波动。Q4 行业旺季到来，双十一促销拉长，预计品牌将进一步加大促销力度，行业下半年整体增速值得期待。预计 2020Q3/Q4 实物电商增速 23%/24%，2020 全年实物电商规模将达到 12.2 万亿，同比增长 20.3%；未来五年行业 CAGR+17.7%，至 2024 年将达 18.6 万亿，约占社零总额 34.1%。

图 7：2020 年 7 月快递业务量同比增长 32.2%，环比 6 月（36.8%）仅小幅回落



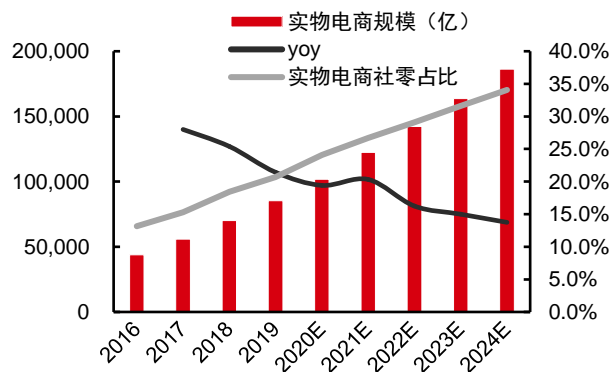
资料来源：国家邮政局，国家统计局，中信证券研究部

图 8：预计 2020Q3/Q4 实物电商增速 23%/24%



资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

图 9：预计实物电商五年 CAGR+17.7%，2024 年规模达到 18.6 万亿



资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

## ■ 结构：有限分散，强者恒强，角逐平台心智延伸

“有限分散”是比“二八原则”更好的电商格局描述。“二八原则”强调的是互联网赢家通吃的共性，但在电商领域，我们需要考虑其零售属性：产品/服务的边际成本并不为零（甚至不会边际下行，如低客单品类引入）、品类杀手在特定类目供应链的成本效率优势、用户天然的比价心理需求。加之中国庞大而分层的消费市场，少数几个平台占据用户心智

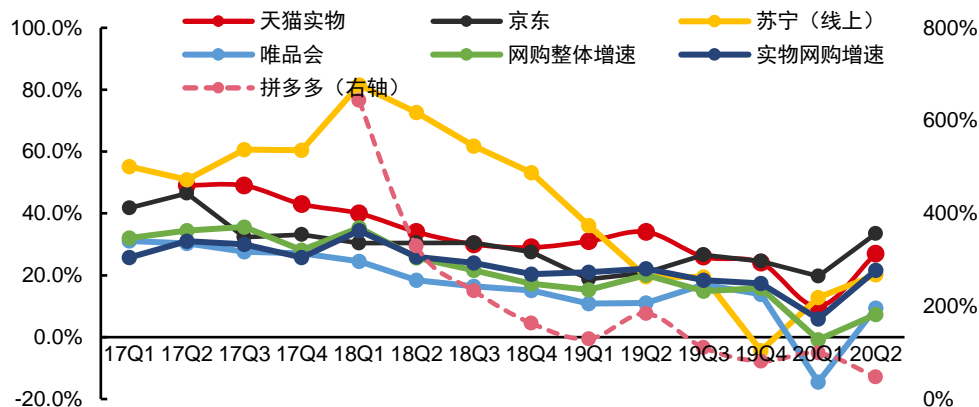
和主要消费场景的“有限分散”，或许是更为恰当的行业长期格局描述，且已在 2019 年以来的份额变化中逐步反映：

**1) Top3 份额继续提升，“一超双强”格局确立。**2020Q2 单季天猫实物/京东（仅自营）/拼多多同比增速 27%/33.5%/47.6%，均领先实物电商整体单季约 21.6%的增速 Top3 市场份额持续提升。

**2) 拼多多&京东用户增长超越阿里，top3 用户覆盖率超 90%。**2020Q2 单季拼多多/京东 AAC 环比净增 5510/3000 万，均大幅超过阿里 1600 万的水平，绝对用户规模层面，阿里/拼多多/京东截至 2020Q2 年购买用户达到 7.42/6.83/4.17 亿人；依据 Questmobile，截至 2019 年 12 月，淘宝、拼多多、京东三家去重用户 8.7 亿人，合计覆盖了 93%互联网用户（以微信用户数为参考）。

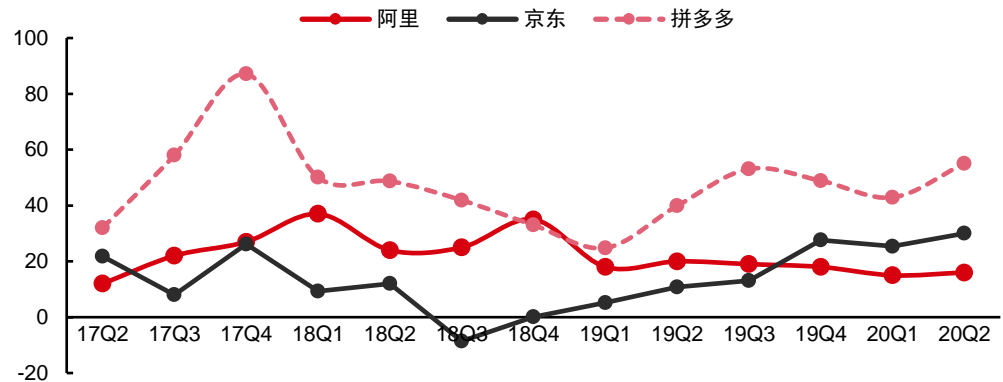
**3) 用户红利扩散，二线/垂直仍有提速空间。**除京东用户自 2019 年以来逐季回暖之外，2020Q2，唯品会单季购买用户同比增长 17.2%至 3880 万，苏宁易购线上半年新增注册用户 4683 万，6 月活跃用户同比增长 22.4%。微信小程序/抖快直播电商飞速发展，头部电商 SAAS 服务商中国有赞上半年撮合 GMV 同比增长 111%至 220 亿元。电商平台之间的用户低迁移成本，拼多多和淘宝完成下沉市场用户“处女购”教育，京东/苏宁（品质服务）、唯品会（品牌折扣）、私域电商（小程序/直播电商，冲动性消费）则一定程度上承接了下沉用户的消费升级和差异化需求（如同早年天猫&京东承接淘宝的红利），下沉市场用户红利在行业间扩散。

图 10：Top3 电商增速领先行业，持续提升份额



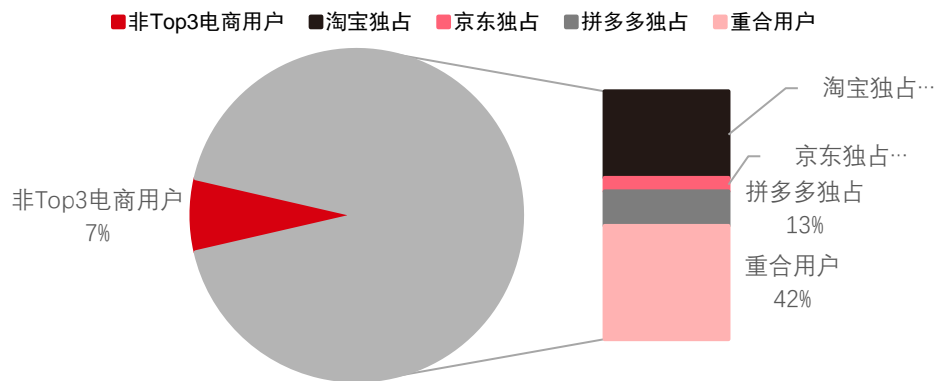
资料来源：国家统计局，各公司公告，中信证券研究部

图 11：2020Q2，阿里/京东/拼多多 AAC 环比净增 1600/3000/5510 万



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 12：以微信用户数为基数，Top3 电商覆盖 93%互联网用户（19M12）



资料来源：Questmobile，中信证券研究部（分母为微信用户数）

**格局推演：用户消费心智的巩固和延伸。**以当下电商平台的发展，top3 均具备一站式满足消费需求的服务能力，平台规模/优势品类的差异，更多是多年来各自发展与用户互动过程中平台用户心智的差异，从而造就用户在不同消费场景/需求下的差异化选择。淘宝天猫的核心用户心智在于新品首发（官方旗舰店），万能淘宝（长尾），拼多多品牌折扣（百亿补贴）、低价白牌（C2M）为主的消费，背后均指向性价比导向的用户心智，而京东则多年来秉持了品质服务（正品保真、快速送达）的消费心智。

**消费升级大周期下，预计京东用户仍有进一步上行空间。**以消费心智视角看待各平台，阿里、拼多多均是全量用户下不同消费场景的争夺，而京东则更像是聚焦中产阶级用户的消费升级代表。而淘宝是最主要的电商消费外溢平台，FY2020，淘宝 GMV 规模 3.39 万亿，但增速已降至 8.7%。淘宝 app 是阿里最核心的电商入口，但实际成交向天猫品牌化升级趋势明显。

以京东 AAC/阿里 AAC 衡量电商整体消费升级趋势，2020Q2，两者用户比值已达 56.3%，接近 2017Q4（56.8%）的高点，考虑拼多多对行业低线用户数的扩容和国内消费者长期购买力的提升，我们认为该指数仍将持续提升。从拉新效率看，拼多多&京东相比阿

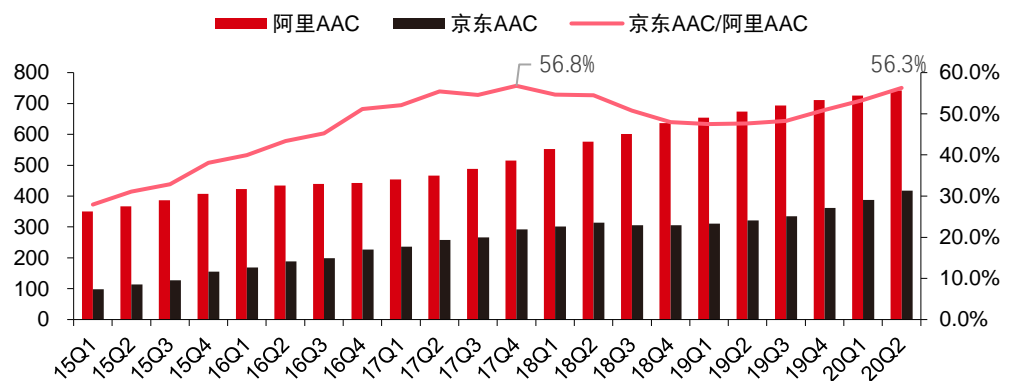
里仍有明显优势：2020Q2，拼多多整体/净增用户对营销费用 46.3/160.9 元/人，仍为 Top3 中最低，京东整体/净增用户对以营销费用 57.2/233.5 元/人，单位用户的营销支出依然处于 2018 年下半年以来的下降通道。

表 1：Top3 电商平台抢占不同用户核心心智，并相互延伸

|          | 淘宝天猫                               | 拼多多                      | 京东                        |
|----------|------------------------------------|--------------------------|---------------------------|
| 用户心智     | 新品首发（官方旗舰店），万能淘宝（长尾）               | 性价比：品牌折扣（百亿补贴）、低价白牌（C2M） | 品质服务（正品保真、快速送达）           |
| slogan   | 上淘宝，淘到你真好；理想生活上天猫                  | 多实惠，多乐趣                  | 多快好省，只为品质生活               |
| 优势品类     | 鞋服（26%）、美妆母婴（15%）                  | 农产品（13%）、日用百货（14%）       | 3C 家电（31%）+品牌快消（17%）      |
| 线下对应     | 商业街、购物中心                           | 批发市场，奥特莱斯                | 大卖场                       |
| GMV&用户   | GMV：6.59 万亿，AAC：7.26 亿             | GMV：1.16 万亿；AAC:6.28 亿   | GMV：2.16 万亿；AAC:3.87 亿    |
| ARPU&客单价 | ARPU:9076 元；客单价：90-110 元（天猫 150 元） | ARPU:1842 元；客单价：51 元     | ARPU:5578 元；客单价：350-400 元 |

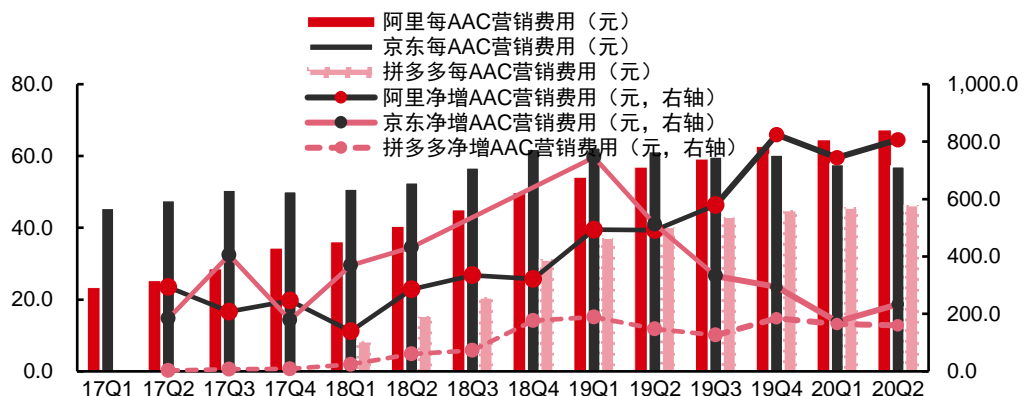
资料来源：各公司公告，中信证券研究部（主要业务数据为 2019 年年度数据）

图 13：电商消费升级指数：京东 AAC/阿里 AAC



资料来源：国家统计局，各公司公告，中信证券研究部

图 14：从整体/净增用户营销支出看，拼多多&京东拉新效率相较阿里仍有优势



资料来源：各公司公告，中信证券研究部（考虑阿里业务布局广泛，营销费用散在各个子业务中，以整体营销费用/电商用户口径测算单用户费用会高估阿里实际单用户营销投入）

## ■ 风险因素

消费恢复不及预期；行业竞争加剧影响利润；海外业务发展不及预期。

## ■ 投资建议：水大鱼大，加配龙头

**Q3 行业回落幅度小，低预期下具备业绩超预期可能。**2020Q2 主要电商公司业绩环比改善显著，收入端均超公司指引（京东/唯品会/宝尊），且利润端改善超预期（市场普遍预期 Q2 因促销加大，会出现一定程度利润率下滑）。Q2 消费需求充分释放、Q3 行业季节性回落的预期下，主要公司 Q3 收入增速/利润率的彭博市场一致预期均有一定程度回落。考虑实际 7 月统计局数据的高增长，预计 Q3 实际行业季节性增速回落较为有限，低预期下，主要公司业绩再次普遍超预期可能性大。

**成长赛道，加配龙头。**我们维持前期判断，在历经上半年 618 景气高点之后，主要电商公司 7-8 月间股价较为平稳，Q2 业绩超预期和下半年行业景气度延续下，行业进攻机会将再次到来。拉长看，我们认为中国电商兼具效率和规模优势，对中国电商长期成长性和渗透率提升、龙头公司利润率爬坡具有充分信心。且有限分散的格局下，用户红利外溢将推动具备品类杀手特质的垂直赛道仍有成长机会。结合短期 Q2 业绩及 Q3 展望，建议超配阿里巴巴（BABA.N/09988.HK）、京东集团（JD.O/09618.HK）和拼多多（PDD.O）三大龙头。考虑业绩逐季改善趋势和估值匹配度，重点关注宝尊电商（BZUN.O）和唯品会（VIPS.N）。

表 2：部分电商公司 2020 年季度收入情况

|              | 2020Q1A           | 2020Q2A          |        | 2020Q3 |        |
|--------------|-------------------|------------------|--------|--------|--------|
|              | 实际增速              | 实际增速             | 公司指引   | 公司指引   | 彭博一致预期 |
| 阿里巴巴         | 22.3%（佣金&广告 1.1%） | 33.8%（佣金&广告 21%） | /      | /      | 31.4%  |
| 京东           | 20.7%             | 33.8%            | 20-30% | /      | 25.7%  |
| 拼多多          | 43.9%             | 67.3%            | /      | /      | 70.1%  |
| 唯品会          | -11.8%            | 6.0%             | 0-5%   | 5-10%  | 10.2%  |
| 苏宁易购（线上 GMV） | 12.8%             | 20.2%            | /      | /      | /      |
| 宝尊           | 18.4%             | 26.2%            | 20-23% | 16-20% | 23.8%  |

资料来源：各公司公告，彭博，中信证券研究部（彭博一致预期为截至 2020.8.24 数据）

表 3：部分电商公司 2020 年季度 non-gaap 净利润情况（百万元）

|      | 2020Q1A |        |        | 2020Q2A |       |        | 2020Q3 一致预期 |       |       |
|------|---------|--------|--------|---------|-------|--------|-------------|-------|-------|
|      | 净利润     | 净利率    | YOY    | 净利润     | 净利率   | YOY    | 净利润         | 净利率   | YOY   |
| 阿里巴巴 | 22,287  | 19.5%  | 11.1%  | 39,474  | 25.7% | 27.5%  | 39,778      | 25.4% | 21.5% |
| 京东   | 2,972   | 2.0%   | -9.8%  | 5,911   | 2.9%  | 66.1%  | 4,274       | 2.5%  | 38.5% |
| 拼多多  | -3,170  | -48.5% | /      | -77     | -0.6% | /      | -1,151      | -9.0% | /     |
| 唯品会  | 982     | 5.2%   | 19.6%  | 1,260   | 5.2%  | 18.1%  | 1,235       | 5.7%  | 2.1%  |
| 苏宁易购 | -500    | -0.9%  | 49.5%  | -242    | -0.4% | -89.0% |             |       |       |
| 宝尊电商 | 26      | 1.7%   | -51.5% | 147     | 6.9%  | 75.7%  | 87          | 4.7%  | 47.5% |

资料来源：各公司公告，彭博，中信证券研究部（彭博一致预期为截至 2020.8.24 数据）



## ■ 附：重点公司 2020Q2 业绩点评及观点更新

### 阿里巴巴：核心商业恢复强劲，云业务持续领先

中国电商平台绝对龙头，数字经济体价值凸显，核心商业已取得强劲恢复。后疫情期间，随着复工复产的持续推荐，阿里巴巴核心商业恢复强劲增长，2020Q2 天猫实物 GMV 同比增长 27%。云业务方面，公有云市占率连续 4 个季度持续提升，阿里数字经济体的价值与竞争力凸显。疫情加速数字化进程，阿里在线上服务、云、物流、支付等领域布局全面领先，有望助力企业与消费者实现全面数字化，我们持续看好公司长期价值，维持“买入”评级。

**核心商业恢复强劲，天猫 GMV 增速恢复至 2019Q4 水平，直播电商 GMV 表现亮眼，用户拓展持续下沉。**①随着国内复工持续推进，2020Q2，天猫实物 GMV 同比增长 27%，增速恢复至 2019Q4 水平，其中 FMCG、家居及消费电子产品类 GMV 增长强劲。②直播电商生态建设持续完善，2020Q2，淘宝直播 GMV 同比增长 100%，其中商家自播 GMV 贡献达 60%。③截至 2020Q2，中国零售市场年活跃买家数 7.42 亿（较上季度末增 1600 万），移动端月活 8.74 亿（较上季度末增 2800 万），其中淘宝特价版截至 2020Q2 活跃用户数约 4000 万左右，未来低线城市用户获取仍是发展重点。

**新零售战略持续推进，盒马门店数量及同店销售持续增长，预计未来收入占比将持续提升。**2020Q2，公司中国零售其他业务实现收入 301 亿元（yoy+80%），主要系考拉并表、天猫超市及盒马等直营业务快速增长所致。2020Q2，公司盒马 GMV 线上化率稳定在 60% 以上，自营门店数量达 214 家（较 2020Q1 增加 7 家）。门店数量持续拓展同时，开店一年以上的店铺，2020Q2 继续维持两位数以上的同店增长。随着公司持续推进新零售战略，我们预计公司直营业务收入占比有望持续提升。

**云业务保持高增长，EBITA 亏损进一步缩窄，市场领先地位稳固。**2020Q2，公司云业务实现收入 123 亿元，同比+59%，中国公有云市场占比连续 4 个季度持续提升。云计算业务经调整 EBITA margin -3%，同比缩窄 2pcts。生态继续做深做广，“被集成”战略效果凸显，和合作伙伴发布 500 多项解决方案，助力阿里云在金融云、工业云、新零售及数字政府等多个领域位居行业第一。自研技术夯实底层，在 Gartner 评比中，阿里云计算能力排名全球第一，在 TPC 官方披露中，阿里自研原生云数据库 AnalyticDB 刷新世界纪录，领先第二名近 30%，竞争力不断增强。

**数娱及创新业务稳健发展，优酷日均付费用户同比+60%。**2020Q2，公司将游戏收入由创新业务及其他调整至数娱分部，当季数娱业务实现收入 70 亿元（yoy+9%），创新及其他业务收入 11 亿元（yoy-6%）。优酷日均付费用户同比增长 60%，随着影院经营恢复，预计阿里影业及淘票票将贡献较多数娱业绩增量。随着复工复产的推进，钉钉 DAU 有所回落，但相比疫情之前仍有一倍增长；随着公司云钉一体推进，有望协助钉钉渗透多个行业，进一步提升产品价值。

**风险因素：**竞争超预期；宏观经济增长放缓；疫情影响超预期；电商法等监管风险；对外投资布局拖累利润；中美贸易因素影响；VIE 实体风险。

**投资建议：**我们维持集团 2021~2023 财年收入预测 6530 亿/8035 亿元/9605 亿元，同比+28%/+23%/+20%，维持净利润（非 GAAP）预测 1603 亿/1996 亿/2436 亿元，同比+21%/+24%/+22%，现价对应 BABA.N PE（Non-GAAP）28x/23x/19x。长期看疫情有望促进线上消费渗透与商业活动数字化，公司作为行业绝对龙头，数字化商业服务领域综合竞争优势显著领先，同时具备出色的股东回报能力，我们维持公司目标市值 8000 亿美元，对应 BABA.N 目标价 296 美元/ADR、09988.HK 股目标价 288 港元/股，我们看好公司中长期竞争力与数字经济平台的稀缺价值，维持美股及港股“买入”评级。

## 京东：成长提速，渐入佳境

京东 Q2 在用户、收入、净利润等多维度成长提速，除达达已上市之外，京东物流/工业品等子集团亦相继独立运营并资本化体现其价值。中长期看，京东成长飞轮运转良好，物流配送优势的用户心智在疫情后进一步强化，行业低线升级的增长主线亦契合公司品质电商定位。维持前期观点，未来两年是京东基本面持续向上周期，上调盈利预测，维持“买入”评级。

**下沉有方，业绩超预期。**京东集团公布 2020Q2 业绩，单季营收 2,011 亿元（yoy+33.8%），Non-GAAP 净利润 59.1 亿元，净利率 2.9%（VS19Q2 35.6 亿元，净利率 2.4%），收入和利润均超彭博一致预期（一致预期收入 1907 亿，yoy+26.9%；non-gaap 净利润 40.0 亿元）。京喜为代表的下沉市场用户扩容表现优异（Quesmobile 口径，京喜 2020 年 6 月 APP MAU 破 1200 万，微信小程序用户破 2.4 亿），带动京东 20Q2 年化购买用户达到 4.17 亿（yoy+29.9%），环比 20Q1 净增 3,000 万，季度用户净增创上市以来历史新高。

**成长飞轮良性运转，各板块业务成长加速。**拆分 Q2 收入结构：1）1P 自营收入 1781.9 亿元（yoy+33.5%），其中电器类/非电类 yoy+27.6%/+45.4%（VS 20Q1 yoy+9.8%/+38.2%），疫情后消费电商化提速，京东受益明显；2）3P 广告佣金收入 140.5 亿元，yoy+26.9%（VS 20Q1 yoy+17%），3P 商户广告投放基本恢复；3）物流及其他创新业务收入 88.1 亿元，yoy+55%（VS 20Q1 yoy+53.6%）；4）零售分部经营利润 56.9 亿元（经营利润率 2.97%，VS 19Q2 为 2.8%），物流及创新业务分部经营利润 1.04 亿元（剔除物流资产转让收益 1.96 亿后亏损 0.91 亿元，VS 19Q2 亏损 8.22 亿元），同比大幅改善。京东 1P 自营树品质→用户消费升级扩容规模→3P 平台商户加大投入→用户粘性提升→1P 自营规模效应降本增效，成长飞轮良性运转，预计下半年增长动能仍将持续。

**生态布局显效，子集团独立融资运营彰显价值。**1）京东健康达成 B 轮融资协议，高瓴资本拟 8.5 亿美元增资京东健康；2）达达（DADA.O）成功美股上市（京东持股 47.9%，为第一大股东）、京东工业品 4 月完成 2.3 亿美元融资，京东多家子集团相继独立融资/运营，生态布局迎来收获季。

**风险因素：**消费需求疲软；行业竞争加剧；物流外单拓展不达预期。

**投资建议：**把握基本面持续改善机会。我们维持前期观点，历经 2019 年的内部调整后，京东品质电商的定位契合行业低线升级的增长主线，预计未来两年依然处于基本面边际向上周期。鉴于 Q2 业绩超预期，我们上调 2020-2022 年营收预测为 7445/9378/11572 亿元（原预测为 7227/8705/10358 亿元），non-GAAP 净利润预测为 160.7/221.3/297.6 亿元（原预测为 140.5 亿/202.0 亿/263.2 亿元）。维持美股京东（JD.O）目标价 85.5 美元



/ADS，维持“买入”评级；维持港股京东集团-SW（09618.HK）目标价 331 港元，维持“买入”评级。

## 拼多多：长期成长逻辑不变，关注下半年 ARPU 提升

拼多多 20Q2 GMV 低于市场预期引发调整。我们认为 Q2 公司除 GMV 增速低于预期之外，用户、收入（货币化率）、利润等其他核心指标均符合乃至略超预期。我们对公司长期成长性（性价比心智的形成和扩散）和投资价值依然笃定，调整后会是更好的配置机会。

**GMV 增速放缓，广告变现恢复，亏损大幅收窄。**拼多多发布 20Q2 财报，1) 年化 GMV (TTM) 达到 1.27 万亿，yoy+78.9%，测算 20Q2 单季 GMV 3456 亿元。yoy+47.6%。2) 单季营收 121.9 亿元，yoy+67.3%；对应货币化率 3.53%，其中广告/佣金货币化率分别为 3.20%/0.33%；3) Q2 综合毛利率 78.2%，同比+0.04pct；期间费用率 91.6%，同比-7.0pcts；其中营销费用 91.1 亿，营销费率 74.7%，同比-9.0pcts。货币化率提升叠加营销投放克制，单季 non-GAAP 亏损收窄至 0.8 亿元，净亏损率-0.6%（VS2019Q2 净亏损 4.1 亿元，净亏损率-5.6%）。

**对 GMV 增速低于预期的理解：用户增长良好，主要由于 arpu 提升不及预期。**1) 拼多多 20Q2 单季年购买用户环比净增 5510 万至 6.8 亿（VS BABA/JD 单季净增 1600/3000 万），进一步缩小与阿里（7.4 亿）的差距，预计 20Q4 将实现对淘宝用户数层面的赶超；2) 20Q2 年化 arpu1857 元，同比/环比+26.5%/0.8%（VS 19Q2 环比提升 16.7%），结合公司此前公布 5 月/618 期间订单量 yoy+60%/+119%，arpu 提升低于预期主要由于品类结构变化（更多的农产品&快消品）导致客单价下降。品类结构变化则既是消费者需求的变化（疫情后线上快消品消费习惯的养成），同时也是友商普遍加大投入，公司避其锋芒的结果（20Q2 营销费用率 74.7%为上市以来新低）。19 年同期首次推出百亿补贴（以苹果手机为代表的高单价 sku 为主）则加剧了这一现象。

**对中长期成长逻辑持续兑现：性价比心智的形成和扩散。**1) 用户数&用户活跃度（使用时长/人均单量）的快速提升，表明拼多多平台性价比心智仍在强化；2) 品牌商户对拼多多的认可度是拼多多心智扩散的重要标志（从低价白牌延伸至品牌折扣）。品牌商户进驻加速（典型案例如“品牌”标志/百亿补贴销售占比提升和农夫山泉旗舰店进驻）和广告货币化率提升（20Q2 拼多多广告货币化率 3.2%，历史新高，品牌投入加大）是例证。

**风险因素：**品牌供应链引入；行业竞争加剧；ARPU 提升慢于预期。

**投资建议：长期成长逻辑不变，调整后会是更好的介入机会。**我们对公司长期成长性（性价比心智的形成和扩散）和投资价值依然笃定。暂维持 2020-2022 年拼多多 GMV 预测为 1.77/2.49/3.19 万亿，鉴于商户广告投放恢复，上调公司收入预测为 499.9/760.4/1056.5 亿元（原预测为 477.7/750.1/1027.3 亿元），non-gaap 净利润预测为 -50.8/17.9/85.8 亿元（原预测为 -55.5/15.7/78.9 亿元）。给予 2021 年 0.3-0.4xPGMV，对应 12 个月合理市值 1050-1400 亿美元，维持“增持”评级。

## 宝尊电商：成长提速，盈利改善，质量型增长持续兑现

宝尊电商 Q2GMV 如期提速，且利润端改善超预期，GMV/收入/净利润三者协调的质量型增长持续得到验证。且除阿里渠道之外，公司积极布局小程序赛道（已实现经营利润

转正), 打开新的成长赛道。预计未来三年收入 CAGR+27%; non-gaap 净利润 CAGR+47%。给予 2021 年 25XPE, 目标价 52 美元/ADS, 维持“买入”评级。

**GMV 如期提速, 利润端改善超预期。**宝尊电商发布 2020Q2 业绩, 单季营收 21.5 亿元, yoy+26.3%, non-GAAP 净利润 1.46 亿元, 净利润率 6.8% (VS 19Q2 净利润 0.84 亿元, 净利润率 4.9%), 旺季成长如期提速: 1) 单季 GMV127.6 亿元, yoy+31.2%。其中, 经销模式/非经销模式 GMV 各 10.4 亿/117.2 亿元, yoy+9.1%/+33.6%; 2) 合作品牌数量达 250 个, 同比净增 38 个, 平均单个品牌 GMV5,294 万元, yoy+9.9%; 3) 由于经销及部分低利润率 3C 品牌调整, 公司指引 20Q3 单季营收增速 16%-20% (GMV 增速 15%+), 并且预计调整将在年内完成, 预计 2021 年收入增速将重回 30%以上。

**货币化率持续改善, 质量型增长兑现。**1) 拆分收入看, 单季宝尊经销/非经销收入 9.3 亿/12.2 亿元, yoy+9.3%/+43.2%。对应非经销业务货币化率 10.4%, yoy+0.7pct。货币化率连续两个季度同比回升, 主动汰换低利润率品牌见效; 2) 20Q2 单季综合毛利率 63.9%, 同比提升 3.8pcts; 期间费用率 58.3%, 同比+2.0pcts; 其中履单/营销/管理费 26.7%/24.5%/2.5%, 同比+3.7%/+0.0/-0.5pcts, 判断履单履单费用率上行主要由于品类结构变化导致客单价下降导致; 3) 综合导致 20Q2non-GAAP 净利润达到 1.53 亿元, 经营利润率 7.1%(VS 19Q2 为 6.1%)。

**风险因素:** 疫情冲击超预期; 直播电商等新渠道崛起; 行业竞争加剧。

**投资建议: 低谷已过, 持续改善可期。**公司 2019 年因新品牌导入加快和业务模式调整, 货币化率和经营利润率均有所下行, 2020 年开始将更多提升经营质量, 实现 GMV/收入/净利润三者协调的质量型增长。尽管受新冠疫情冲击, 但公司 2020 上半年 GMV/收入增速表现明显优于电商行业。且除了阿里渠道之外, 公司积极布局小程序赛道 (已实现经营利润转正), 打开新的成长赛道。鉴于公司行业优势地位和疫情后电商大盘增长恢复趋势, 我们微上调公司 2020-2022 年收入预测至 89.9/117.5/14.9 亿元 (原预测为 88.9/114.1/142.1 亿元), CAGR+27%; non-gaap 净利润预测至 5.7/8.6/11.4 亿元 (原预测为 5.3/8.1/10.1 亿元), CAGR+47%。鉴于公司高成长性, 给予 2021 年 25x PE 估值, 对应目标价 52 美元/ADS, 维持“买入”评级。

## 唯品会: 利润稳健, 用户先行, 收入端仍待提速

受限服饰品类需求恢复缓慢, 唯品会 Q2 收入端 6%的增速略低于预期。但单季用户、订单均已恢复双位数增长, 终端需求逐步恢复下, 预计下半年公司收入增长将提速 (指引 Q3 yoy+5%-10%)。唯品会作为深耕折扣零售垂直赛道的选手, 依然有长期成长空间, 前期股价调整后估值安全垫高, 维持“买入”评级。

**收入增速稳健恢复, 考虑用户/订单量恢复较快, 下半年增长提速可能性高。**唯品会公布 2020Q2 业绩, 单季营收 241 亿元, yoy+6%; Non-gaap 净利润 13.2 亿元, yoy+24.3%。公司收入增速略低于预期, 主要受限服饰品类消费恢复较慢 (国家统计局口径, 线上穿着类消费上半年 yoy-2.9%)。但考虑: 1) 唯品会活跃用户 (季度 3,880 万, yoy+17.2%)、订单量 (单季 1.67 亿, yoy+15.9%) 恢复较快; 2) 品牌营销对用户和收入拉动的滞后效

应（公司 5 月开始加大营销推广，Q2 公司市场推广费用同比增长 17.2%至 10.3 亿元）和折扣零售行业的持续性机会（预计品牌端持续的去库存需求），预计下半年公司收入增长将提速（指引 Q3 yoy +5%-10%）。

**利润率维持高位，下半年高基数下，净利率或略有下降。**Q2 唯品会 Non-gaap 净利率 5.5%（VS 19Q2 4.7%）。其中：1）综合毛利率 20.5%，同比-1.9pcts，主要因加大折扣力度获客；2）期间费用率 14.8%，同比-2.8pcts，主要因履单费用率同比-2.7pcts 至 6.8%。单均配送费用降至 9.8 元（其中配送费用 6.5 元，与 Q1 基本持平）。除顺丰接手品骏（19Q4 开始）外，预计仓储端增加了品牌直发比例。下半年单均履单费用预计环比上半年将保持平稳，考虑营销拉新持续（Q2 营销费用率同比+0.4%pcts 至 4.3%）和高基数（19Q3/Q4 non-gaap 净利率 6.2%/6.6%），单季净利率或略有下降（全年维度预计维持在 5.6%，同比微增 0.2pct）。

**风险因素：**活跃用户增速放缓；各电商平台加大特卖投入，竞争加剧。

**投资建议：低估值是安全垫，收入增速逐季改善可期。**新冠疫情预计将在未来一段时间内持续影响消费倾向，唯品会作为折扣零售垂直赛道深耕的专业选手，服饰消费需求恢复后，依然有长期成长空间（国家统计局口径，7 月单月线上服饰消费已转正）。我们判断公司后续收入端望逐季改善，维持 2020-2022 年收入预测为 990 亿/1,137 亿/1,256 亿元，2020-2022 年 Non-GAAP 净利润预测为 55 亿/63 亿/70 亿元。前期股价调整后公司估值安全垫高，给予 2020 年 20Xpe，对应目标价 23 美元/ADS，维持“买入”评级。

## ■ 相关研究

|                                      |              |
|--------------------------------------|--------------|
| 商业零售行业 2020 年半年报业绩前瞻—复苏趋势显著，看好优质龙头   | (2020-07-01) |
| 商业零售行业“618”电商购物节专题—景气延续，复苏加速         | (2020-06-20) |
| 新发地新冠疫情对商超板块影响分析—短期需求增长，长期空间更广       | (2020-06-15) |
| 商业零售行业生鲜到家专题之二—当我们讨论生鲜到家时，我们在&该讨论些什么 | (2020-04-09) |
| 商业零售行业电商 2019Q4 业绩总结—有限分散，成长分化，超配龙头  | (2020-03-18) |
| 零售与美妆投资机会展望—关注超市、电商与美妆（PPT）          | (2020-03-17) |
| 商业零售行业生鲜到家专题—鼓锣喧鸣，谁主沉浮？（PPT）         | (2020-03-16) |
| 商业零售行业生鲜到家专题—鼓锣喧鸣，谁主沉浮？              | (2020-03-16) |



## 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标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联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准  |      | 评级   | 说明                            |
|--|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上       |
|  |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间  |
|  |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|  |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上       |
|  | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上       |
|  |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|  |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上       |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告