

阿里巴巴-SW(09988)

报告日期: 2024 年 08 月 27 日

聚焦淘天, 坚定投入, 外部环境改善

——阿里巴巴系列深度报告(二)

投资要点

阿里纵横互联网 20 载, 是国内电商和云计算龙头。淘天集团是阿里最核心的资产, 以约 40% 的收入占比, 贡献阿里主要利润。24H1, 自身改革+竞争改善, 淘天 GMV 增速回暖超预期。我们测算, 公司 FY25/26/27 实现收入 10055/11088/12090 亿元, Non-GAAP 净利润 1573/1801/2024 亿元。给予 FY25 Non-GAAP 净利润 12 倍估值, 整体估值 20523 亿港元, 目标价 106 港元, 现价空间 27.4%, 维持“买入”评级。

□ GMV: 增速回暖, 改革渐进, 外部环境边际改善。

24Q1、24Q2 淘天 GMV 分别实现双位数和高个位数增长, 增速明显快于淘天 22、23 年表现, 同时亦与实物电商大盘增速相符, 表现超预期。我们归因 GMV 超预期的表现主要源于自身改革以及外部竞争环境的改善。自身改革方面, 24H1 淘天通过“百亿补贴”、“淘工厂”等低价场域更有效的提升价格竞争力, 并通过提升用户体验更好服务 88VIP 等核心消费者。外部环境方面, 直播电商增速下台阶是外部竞争环境最明显的改善, 低价竞争趋缓显示各家触及能力边界后经营的理性, 未来若各家逐步探索到自身能力边界, 电商竞争或更加有序。

□ 商业化: TR 有较大提升空间, 短期靠佣金, 长期看广告。

与主要竞对相比, 淘天 TR 较低, 而用户质量最高, TR 增长潜力大。1) 佣金: 增长具有确定性。相比同业, 此前淘天尚未收取 0.6% 支付服务费、百补佣金、淘宝直播佣金等, 目前淘天正开始补足此类佣金收入, 根据我们测算, 潜在技术服务费收入增量在数百亿量级。2) 广告: 全站推提升付费流量渗透率, 进展或超预期。我们认为全站推本质是平台将免费流量、付费流量一起售卖, 能有效提升付费流量渗透率, 增加可售广告位。我们观察到, 目前“直通车”、“引力魔方”已经与“全站推”一起整合至万象台无界版操作界面, 进展超预期, 我们认为此举有利于简化投流操作, 提升“全站推”使用渗透率。

□ 财务: 利润改善空间大。

1) CMR: 当前淘天年化 CMR 水平尚未回到 21 年历史峰值, TR 仅需恢复到此前水平, CMR 即能创新高, 而我们认为 TR 仍有提升空间, 因此 CMR 增长潜力大。2) EBITA: 历史上淘宝天猫核心交易平台 EBITA/CMR 比例维持在 73% 左右, 而当前淘天集团 EBITA/CMR 仅 60%+。若未来淘天核心平台经营建设进入稳定期, 淘天 EBITA 有较大提升空间, 测算单季度提升空间约 70 亿 (10%*CMR 收入)。

□ 投资建议

主业改善, 低估值高分红, 预期收益率高。从估值及股东回报看, 当前处于 9 倍 PE 估值+9.4% 分红回购率状态, 低估值高分红提供了预期收益率下限。从基本面看, 淘天正处于主业改善关键期, 24H1 主业 GMV 表现超预期, 若自身改革+外部环境改善能持续, 则提供了预期收益率向上弹性。我们测算, 公司 FY25/26/27 实现收入 10055/11088/12090 亿元, Non-GAAP 净利润 1573/1801/2024 亿元, 对应当前股价 PE 为 9.4/8.2/7.3 倍。我们给予 FY25 Non-GAAP 净利润 12 倍估值, 整体估值 20523 亿港元 (人民币: 港币汇率取 0.92), 目标价 106 港元, 现价空间 27.4%, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

1) 消费恢复低于预期; 2) 电商行业竞争加剧; 3) 商业化进展不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 陈相合

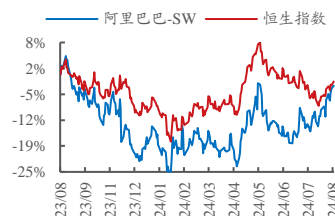
执业证书号: S1230523030001

chenxianghe01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$83.30
总市值(百万港元)	1,561,314.72
总股本(百万股)	18,743.27

股票走势图



相关报告

- 《淘天份额企稳, 继续坚定投入》2024.08.17
- 《淘天 GMV 延续改善趋势, 关注商业化释放进程》2024.07.14
- 《化整为零, AI 新时代, 重塑价值与竞争力》2023.06.20

财务摘要

单位/百万元	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	941,168	1,005,468	1,108,754	1,209,010
(+/-) (%)	8.34%	6.83%	10.27%	9.04%
Non-GAAP 净利润	157,479	157,342	180,110	202,418
(+/-) (%)	11.39%	-0.09%	14.47%	12.39%
EPS (Non-GAAP)	8.09	8.13	9.31	10.46
P/E (Non-GAAP)	9.47	9.42	8.23	7.32

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 盈利预测：我们测算，公司 FY25/26/27 实现收入 10055/11088/12090 亿元，Non-GAAP 净利润 1573/1801/2024 亿元，利润增长短期由阿里云、本地生活、菜鸟等业务盈利能力提升贡献，中长期由淘天核心交易平台盈利能力回暖贡献。
- 2) 估值指标：当前市值对应预测的 FY25/26/27 Non-GAAP 净利润 PE 分别为 9.4/8.2/7.3 倍。我们给予 FY25 Non-GAAP 净利润 12 倍估值，整体估值 20523 亿港元（人民币：港币汇率取 0.92）。
- 3) 目标价格：目标价 106 港元，现价空间 27.4%
- 4) 投资评级：买入。

● 关键假设

- 1) GMV 恢复增长。伴随自身改革渐进以及外部环境改善，淘天 GMV 恢复增长。
- 2) CMR 具备提升潜力。与主要竞对相比，淘天 TR 较低，而用户质量最高，TR 增长潜力巨大。其中佣金增长具有确定性，广告增长待全站推技术跑通。
- 3) 淘天 EBITA 潜力大。历史上淘宝天猫核心交易平台 EBITA/CMR 比例维持在 73%左右，而当前淘天集团 EBITA/CMR 仅 60%+，若未来淘天核心平台经营建设进入稳定期，淘天 EBITA 有较大提升空间。

● 我们与市场的观点的差异

我们认为 GMV 健康增长是最关键变量。市场普遍更关心淘天 CMR 和淘天 EBITA 表现，我们认为这两个指标是结果指标，如果 GMV 能持续健康增长，自然会带来 CMR 和 EBITA 的改善。观察 GMV 健康增长的前瞻指标是（销售费用/GMV），若逐步降低则说明 GMV 增长由淘天平台内生粘性驱动，体现平台自身竞争力。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 进入港股通。根据公司公告，24 年 8 月 28 日公司在香港联交所第二上市将变更为主要上市。根据恒生指数公司公告，相关的成份股变动将于 2024 年 9 月 9 日生效，届时若阿里巴巴能纳入成份股，将进入港股通。
- 2) GMV 健康增长及持续性超预期。

● 风险提示

- 1) 消费恢复低于预期。阿里旗下淘宝天猫是中国最大电商公司，整体消费恢复若低于预期，或对淘天业绩有所影响。
- 2) 电商行业竞争加剧。电商行业参与者较多竞争较为激烈，若电商行业竞争持续加剧，或将影响淘天收入及利润表现。
- 3) 商业化进展不及预期。商业化能力体现平台对商家的议价能力，当前淘天正重启商业化，商业化进展若不及预期，将影响淘天收入和利润表现。

正文目录

1 概览：第一大电商，重新聚焦淘天核心交易平台	6
1.1 淘天集团：坚定投入淘天核心交易平台	6
1.2 淘天复盘：第一大电商，发展有起落，改革进行时	6
1.3 淘天组织：年轻化、战功优先	7
2 淘天电商：改革渐进，外部环境边际改善	7
2.1 淘天：补足价格力短板，提升用户体验	8
2.1.1 需求端：用户规模大、质量高	8
2.1.2 供给端：增强价格力能力建设，夯实“好”	9
2.2 行业竞争：竞争趋于理性，期望各平台探寻到竞争边界	10
2.2.1 抖音：强于内容，直播流量逐步见顶，货架尚处发展期	11
2.2.2 拼多多：强于低价，从强变现到注重平台生态健康	12
3 商业化：TR 有较大提升空间，短期靠佣金，长期看广告	13
3.1 商业化有较大潜力空间	13
3.2 佣金：潜力较大，增长具有确定性	13
3.3 广告：全站推有利于提升付费流量渗透率	15
4 财务：利润改善空间大	16
4.1 CMR：年化 CMR 尚未回到历史峰值，潜力空间巨大	16
4.2 “还原”常态下淘天 CMR 盈利能力：EBITA/CMR 超 70%，目前约 60%	16
4.3 展望：当前仍处投入关键期，重点关注三大指标	17
5 投资建议	18
6 风险提示	18

图表目录

图 1: 淘天发展历程.....	7
图 2: 淘天集团高管介绍.....	7
图 3: 阿里年度活跃消费者 (AAC) 规模.....	8
图 4: 阿里不同线级用户渗透率.....	8
图 5: 淘天 88VIP 规模.....	9
图 6: 淘天消费人群结构.....	9
图 7: 天猫平台上新速度.....	10
图 8: 阿里国内电商配备多重时效履约模式.....	10
图 9: 实物网上增速及渗透率.....	11
图 10: 各电商平台份额对比.....	11
图 11: 抖音 DAU 及增速.....	12
图 12: 单 DAU 日均使用时长及增速.....	12
图 13: 抖音电商整体、抖音商场历年大促表现.....	12
图 14: 抖音货架电商交易占比.....	12
图 15: 拼多多主站 TR.....	13
图 16: 拼多多主站收入及增速.....	13
图 17: 阿里妈妈全站推.....	15
图 18: 万象台无界版操作界面.....	15
图 19: 淘天历史 CMR 变化.....	16
图 20: 21Q3 从核心交易平台 EBITA 到商业 EBITA, 以及 CY24Q2 各业务 EBITA 对比.....	17
图 21: 历年淘天核心交易平台 EBITA/CMR.....	17
图 22: 阿里按财年回购、分红情况.....	18
图 23: 阿里按季度回购情况.....	18
表 1: 手机、日百、食品品类的平台价差对比 (淘宝、抖音相对拼多多的价格).....	9
表 2: 手机、日百、食品品类的平台价差对比 (30 个 SKU 中淘宝、抖音比拼多多贵的数量).....	10
表 3: 主要电商平台 TR 对比 (下单 GMV 口径).....	13
表 4: 各主要电商平台佣金率对比.....	14
表 5: 千 6 支付佣金贡献收入、利润测算表.....	14
表 6: 淘天主要营销工具对比.....	15
表附录: 三大报表预测值.....	20

1 概览：第一大电商，重新聚焦淘天核心交易平台

1.1 淘天集团：坚定投入淘天核心交易平台

淘天集团是阿里最核心的资产，以约 40% 的收入占比，贡献阿里主要利润。财报上，淘天集团主要包括淘宝天猫核心交易平台、直营及其他（主要是天猫超市等）、中国批发业务等。新管理层上任后，强调公司将聚焦于电商（国内、海外）、云计算两大核心业务。就国内电商而言，更加专注投资于淘宝天猫核心交易平台的建设，本报告亦主要讨论淘宝天猫核心交易平台。

1.2 淘天复盘：第一大电商，发展有起落，改革进行时

03-13 年：淘宝、天猫初成立，业务高速发展。2003 年 C2C 购物平台淘宝成立，2008 年 B2C 购物平台淘宝商城独立。2009 年，淘宝天猫启动首届“双 11”购物节，当年“双 11”实现 GMV5200 万元。2012 年，淘宝商城改名为天猫，这一阶段淘宝天猫呈现指数级扩张潜力，当年淘宝和天猫平台 GMV 突破 1 万亿元。

13-20 年初：从淘宝移动化到流量天猫化，淘天黄金时代。2013 年，阿里启动“All-in 无线”全面移动化战略，FY2017 完成移动化转型，中国零售平台 GMV 中 79% 来自移动端。在此期间，流量逐步趋向天猫，FY14-FY20 天猫 GMV 从 5050 亿增长至 32020 亿，GMV 占比提升至 49%。15 年张勇接任阿里 CEO，17 年 12 月蒋凡担任淘宝总裁，19 年兼任天猫总裁。在此期间，淘宝天猫偏向“消费升级”，注重提升消费体验，包括流量天猫化、投资盒马等新零售业态。

20 年初到 23 年年底：遭受强烈竞争。19 年 6 月推出百亿补贴后，拼多多增长二次加速。20 年初“COVID-19”期间培养了用户直播电商购物习惯，抖音电商于 20 年底完成闭环建设，随后开始高速发展。而在 20 年底，阿里集团遭遇一系列“打击”，包括 20 年 11 月 3 日，蚂蚁暂缓上市，20 年 12 月遭遇“二选一”调查。外部环境突变，淘天供给侧壁壘受挑战，应对不佳，没有夯实供给侧优势，而在淘菜菜、淘特等非核心业务投入过多精力。此外，亦没有补齐内容电商、低价电商等用户需求旺盛等新业态短板。21 年 12 月戴珊接替蒋凡，放弃 GMV 结果导向，转向 DAC、购物频率等过程导向，但由于宏观及竞争等原因，CMR 收入 CY21Q4 至 23Q1 季度多数季度陷入负增长。

23 年底至今：自身改革+竞对增速有所下滑。23 年 9 月吴永铭接任张勇，成为阿里新 CEO，并于 23 年 12 月兼任淘天 CEO。阿里开始战略聚焦淘天核心交易平台，淘天重新确定 GMV 为首要发展目标，聚焦投资于用户体验、百亿补贴、淘工厂等领域。根据财报，淘天 GMV 在 24Q1 重回双位数增长。与此对比，24H1 直播电商平台增速逐步放缓，根据易观数据，24 年“618”期间抖音电商 GMV 增速降至 26%。

图1：淘天发展历程



资料来源：阿里财报，第一财经周刊，晚点等，浙商证券研究所

1.3 淘天组织：年轻化、战功优先

当前淘天 CEO 为吴泳铭，是阿里 18 位创始人之一，技术背景，参与创立淘宝、支付宝、阿里妈妈。2015 年创立了元璟资本，投身于 VC 行业。主要 CEO-1 包括吴嘉、刘博（家洛）、刘一曼（一漫）、湛伟业（处端）等。吴嘉，负责淘天用户平台事业部及阿里妈妈事业部，主管用户增长及广告变现，此前做出过新型浏览器夸克 APP。刘博（家洛），负责天猫事业部，主管行业运营，此前负责阿里妈妈。刘一曼（一漫），负责 M2C 事业部，包括类自营业务（天猫超市）和低价供给淘工厂等业务。湛伟业（处端），负责淘宝事业部、淘天商家平台部、客户满意部，主管商家平台及工具，此前是饿了么 COO、闲鱼创始人。

图2：淘天集团高管介绍



资料来源：晚点，浙商证券研究所

2 淘天电商：改革渐进，外部环境边际改善

GMV 增速回暖，自身改革+竞争改善。根据阿里财报，24Q1、24Q2 淘天 GMV 分别实现双位数和高个位数增长，增速明显快于淘天 22、23 年表现，同时亦与实物电商大盘增速相符，表现超预期。我们归因 GMV 超预期的表现主要源于自身改革以及外部竞争环境的改善。自身改革方面，24H1 淘天通过“百亿补贴”、“淘工厂”等低价场域更有效的提升

价格竞争力，并通过提升用户体验更好服务 88VIP 等核心消费者。外部环境方面，直播电商增速下台阶是外部竞争环境最明显的改善，低价竞争趋缓显示各家触及能力边界后经营的理性，未来若各家逐步探索到自身能力边界，电商竞争或更加有序。

2.1 淘天：补足价格力短板，提升用户体验

电商行业从供需两端看，由于用户增长逐步见顶，而商品供给能力较强，实际属于“供过于需”的状态。特别的，“二选一”之后，供给端不再具备“壁垒”，因此各电商平台一般倾向于更好的服务 C 端消费者。不过，由于各家平台发展初期逐步形成了不同的“消费主张”，同时，电商市场过大，用户需求多样，逐步形成各家电商不同的用户心智，包括拼多多的“省”，淘宝的“多”，天猫的“好”（品牌商品）、抖音的“好”（商品信息传递），京东的“快”。从供需两端看，淘天最大的特点是：需求端用户规模广，且用户 ARPU 高。对应供给端，淘天强于“好”、“多”此类偏消费升级的需求。近年来，淘天逐步加强“省”的能力建设，以更好的满足消费者最底层的性价比需求。

2.1.1 需求端：用户规模大、质量高

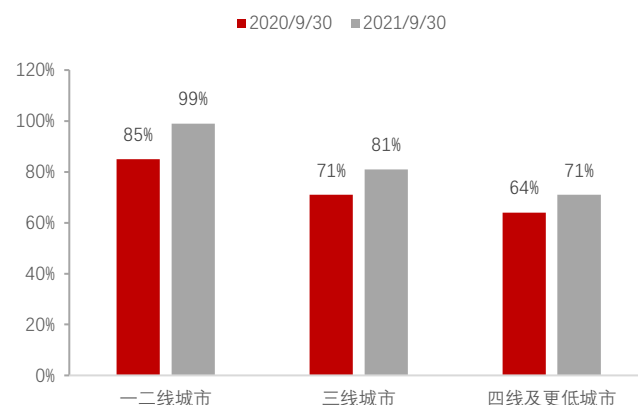
淘天是用户规模最大的电商平台。FY2022，中国商业零售年度消费用户 AAC 已达到 9.03 亿。分城市线级看，阿里在一、二线城市保有高用户渗透率，同时有望在低线城市获得用户增长。分用户年龄看，25-44 岁用户是阿里主力人群，贡献 GMV70%，次年留存率达 90%；15-24 岁新生消费用户快速增长，45 岁以上中老年用户具备增长空间。

图3：阿里年度活跃消费者（AAC）规模



资料来源：阿里财报，浙商证券研究所

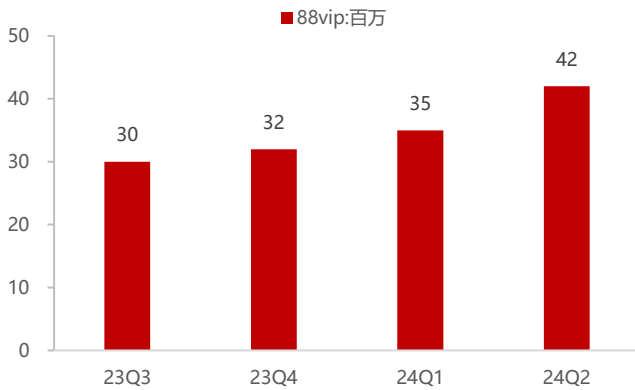
图4：阿里不同线级用户渗透率



资料来源：阿里财报，浙商证券研究所

用户 ARPU 值高，88VIP 持续增长，贡献重要 GMV。根据阿里财报，FY21 阿里用户年 ARPU 高达 9000 元，是电商平台中 ARPU 最高的之一。此外，以 88VIP 为代表的核心消费人群，规模大、贡献 GMV 占比高。根据阿里投资者日信息，22Q2 阿里 88VIP 会员数量已达 2500 万，88VIP 人均年度消费超过 57000 元，约为阿里国内电商大盘平均的 6.6 倍，贡献了阿里中国零售市场约 18.4%GMV。根据最新财报，24Q2，88VIP 规模进一步提升至 4200 万，料 GMV 贡献占比进一步提升。随着 88VIP 等高价值人群规模越来越高，不仅有利于提升平台 GMV 的稳定性，亦增加平台商业化潜力。

图5：淘天 88VIP 规模



资料来源：阿里财报，浙商证券研究所

图6：淘天消费人群结构



资料来源：阿里投资者日，浙商证券研究所

2.1.2 供给端：增强价格力能力建设，夯实“好”

“省”：增强价格力能力建设，设置“低价专区”

从全局“价格力”，到设置“低价专区”，坚定投入。23 年淘天价格力策略是全局价格力，即在主搜推中着重考核价格力因子（五星价格力），但此举影响天猫商品的流量，进而影响平台 GMV 表现。24 年淘天“价格力”策略，从全局变成设置“低价专区”（百亿补贴和淘工厂），对重点比价心智品类进行投入，进而满足消费者性价比需求。1）**百亿补贴**：针对品牌商品，特别是标品品牌商品进行投入，建立低价心智。百亿补贴主要考验平台补贴决心、技术能力（如比价系统）、风控（避免被“薅羊毛”）等。当前百亿补贴主要由平台投入，未来将逐步转向平台&商家共投、平台收佣等方式降低投入、获得收入。2）**淘工厂**：半托管模式，助力日百品类发展。淘工厂主要聚焦白牌工厂供给，重点品类是日百品类。在半托管服务中，商家负责商品和履约，运营交由平台负责。截至 2024 年 4 月，淘工厂已连接全国 30 个省（直辖市）和 240 个城市的 1800 个核心产业带厂商，带动近 10 万工厂孵化新品爆品，链接超 3 亿消费者。

“低价专区”策略有效，平台价差有所收窄。根据我们抽样数据，在手机、日百、食品三大比价重点品类，淘天与拼多多价格有所收窄。对比 24 年 3 月和 7 月，24 年 3 月手机品类 30 个 SKU 淘宝比拼多多贵 26 个、日百品类比拼多多贵 20 个、食品品类比拼多多贵 20 个，而 24 年 7 月手机品类 30 个 SKU 淘宝比拼多多贵 13 个、日百品类比拼多多贵 14 个、食品品类比拼多多贵 21 个。

表1：手机、日百、食品品类的平台价差对比（淘宝、抖音相对拼多多的价格）

	手机			日百		食品	
	淘宝价格（销量优先）/拼多多	淘宝价格（综合价格与销量）/拼多多	抖音价格/拼多多	淘宝价格/拼多多	抖音价格/拼多多	淘宝价格/拼多多	抖音价格/拼多多
2024 年 7 月	1%	0%	11%	1%	7%	17%	6%
2024 年 6 月	3%	3%	12%	-3%	-1%	13%	6%
2024 年 5 月	3%	1%	11%	4%	4%	8%	6%
2024 年 4 月	4%	-1%	8%	13%	7%	10%	14%
2024 年 3 月	12%	7%	12%	39%	29%	10%	10%

资料来源：淘宝、拼多多、抖音抽样，浙商证券研究所。注：比价基数为拼多多价格。正数代表比拼多多贵，如 3%表示淘宝抽样价格较拼多多贵 3%。负数表示比拼多多便宜。由于样本有限，抽样数据或与平台真实价格趋势有所出入。

表2: 手机、日百、食品品类的平台价差对比 (30个SKU中淘宝、抖音比拼多多贵的数量)

	手机			日百		食品	
	淘宝价格(销量优先)高于拼多多数量	淘宝价格(综合价格与销量)高于拼多多数量	抖音价格高于拼多多数量	淘宝价格高于拼多多数量	抖音价格高于拼多多数量	淘宝价格高于拼多多数量	抖音价格高于拼多多数量
2024年7月	13	13	29	14	14	21	17
2024年6月	16	16	29	16	10	18	14
2024年5月	16	15	24	15	15	17	16
2024年4月	23	13	26	16	18	19	20
2024年3月	26	24	26	20	20	20	21

资料来源: 淘宝、拼多多、抖音抽样, 浙商证券研究所。注: 注: 每个品类共30个SKU, 比较基础为拼多多, 如16表示30个SKU中有16个SKU价格比拼多多贵。由于样本有限, 抽样数据或与平台真实价格趋势有所出入。

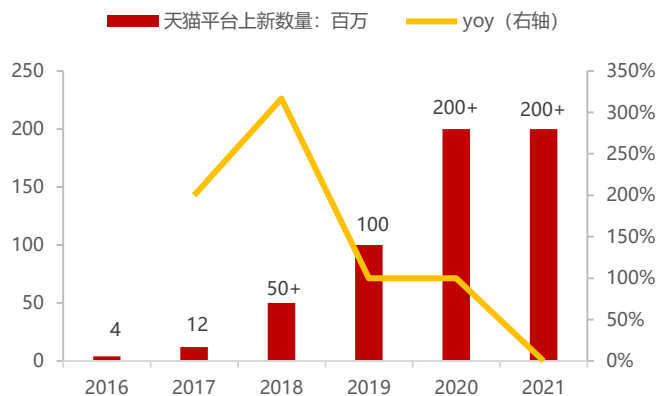
“好”: 好品牌, 好服务

淘天仍是品牌商品经营第一阵地。淘天高价值用户与天猫品牌供给互相促进, 天猫仍是品牌经营与上新第一阵地。根据亿邦动力数据, 2023年全年, 天猫诞生了超过4100个亿元品牌, 超过5000个品牌开店3年内成交突破千万。2023年首发的新品中, 成交破百万的有68.8万个, 其中破亿的超过1800个。此外, 近年淘天亦在提升服务能力, 包括多种履约方式、送货上门、88VIP免费退货等, 以此更好地服务高价值用户。

“多”: “万能的淘宝”, 满足消费者多元化需求

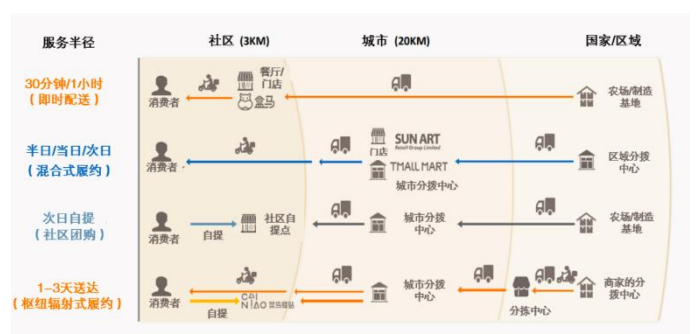
“万能的淘宝”, 满足消费者多元化需求。作为国内最早成立的电商平台, 淘天在二十余载的经营里, 积累超过千万长尾商家, SKU丰富度高, 形成“万能的淘宝”的购物心智。与淘宝相反, 由于竞对商业模式主要依靠“爆款模式”, 天然与“长尾”有冲突, 因此“万能的淘宝”具有一定壁垒。淘宝特色长尾供给包括, 淘宝特色原创市场(比如农人、匠人、二次元)、二手交易平台闲鱼超过600万非淘宝卖家、服装iFashion、家装极有家等特色行业供给。

图7: 天猫平台上新速度



资料来源: 阿里研究院, 天猫小黑盒, 浙商证券研究所

图8: 阿里国内电商配备多重时效履约模式



资料来源: 阿里投资者日, 浙商证券研究所

2.2 行业竞争: 竞争趋于理性, 期望各平台探寻到竞争边界

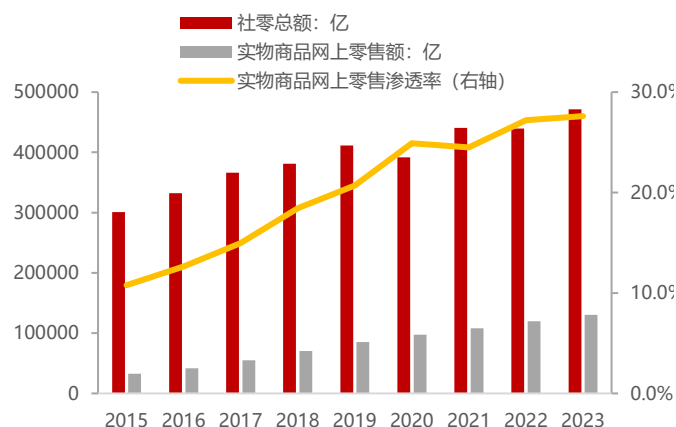
电商渗透率仍在提升中, 各平台增速逐渐收敛。从电商大盘看, 根据统计局数据, 23年, 以实物电商/社零为代表的电商渗透率达到27.6%, 仍处提升期。我们认为得益于快递、支付等基建的普及, 以及电商平台全国性经营的规模优势, 电商平台相比于线下零售, 在多数品类具有更低的价格优势以及便捷快速的服务, 我们认为未来电商大盘渗透率

仍将持续提升。从竞争格局看，我们测算 24 年阿里淘天 GMV 份额回落至 38%，但回落速度有所降低。根据易观数据，24 年 618，淘天/抖音/拼多多/京东/快手同增速分别为，12%/26%/18%/6%/16%，各电商平台增速逐渐收敛，预计未来淘天份额将逐步企稳。

竞争趋于理性，价格内卷趋缓。24H1 电商行业价格竞争呈现白热化，但价格竞争并非适合所有平台，极致追求低价或影响平台 GMV 表现，24H2 主要电商平台价格竞争策略有所调整。根据《晚点》报道，近期抖音电商调整经营目标优先级，不再把“价格力”放在首位，24H2 将重点追求 GMV 增长。24 年初，阿里亦将 GMV 考核前置，弱化五星价格力。随着价格内卷趋缓，电商竞争逐步趋于理性。

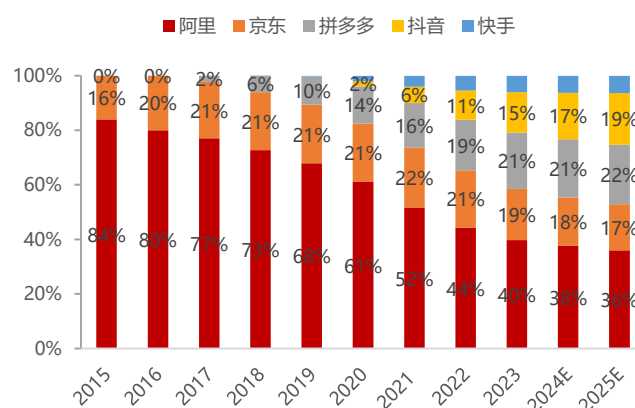
竞争仍将持续，望找到竞争边界。由于供应链供过于求、电商平台经营一定程度上趋于同质化，我们预计电商行业竞争仍将持续。我们认为各平台对 24H1 价格竞争策略的调整即是探索到竞争边界的一大案例，即当各平台探索到极致的同质化竞争策略不利于自身 GMV 发展时，竞争边界或已逐步清晰。从各家竞争策略看，24H1，拼多多、京东追求商业化/利润表现，淘天追求 GMV 份额的稳定，抖音直播增长放缓下主打“卷低价”，但已触及竞争边界。24H2 即使拼多多重新追求 GMV 增长，我们认为终将达成新的竞争稳态。展望未来，随着各平台对低价与服务、货架与直播、GMV 与利润的竞争边界逐步探寻清晰，我们期望各平台回归各自优势领域，实现高质量发展。

图9：实物网上增速及渗透率



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图10：各电商平台份额对比

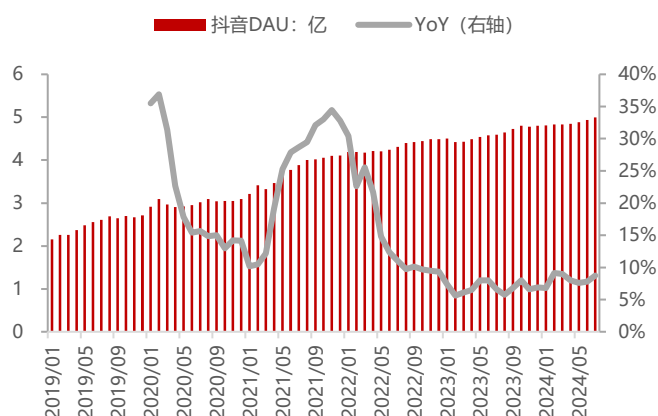


资料来源：各公司财报，晚点，浙商证券研究所

2.2.1 抖音：强于内容，直播流量逐步见顶，货架尚处发展期

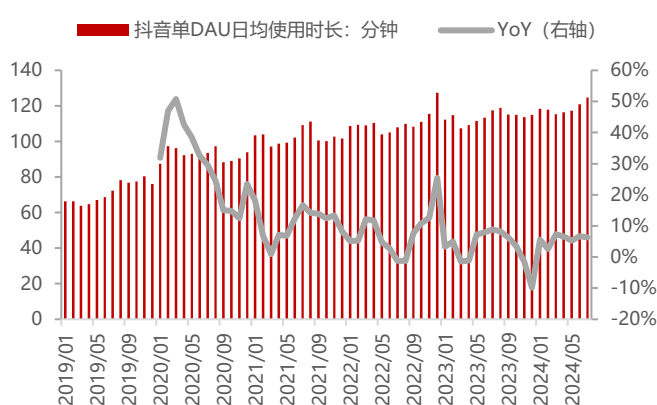
抖音整体流量逐步见顶，直播电商增速放缓。根据 QM 数据，24 年 7 月抖音 DAU 达 5 亿，单 DAU 日均使用时长达 125 分钟，流量增长逐步见顶。由于过度增加电商流量会影响抖音主站用户留存与使用时长，因此抖音电商获得的流量亦逐步触及天花板。今年以来抖音电商增速明显放缓，根据晚点报道，2023 年抖音电商单月增速总体维持在 50% 以上，但 24 年 3 月同比增速下滑到 40% 以下，二季度后增速进一步跌至 30% 以内。由于目前抖音电商泛货架占比超 30%，且泛货架增速更快，料抖音直播电商增速明显弱于抖音电商大盘增速。

图11: 抖音 DAU 及增速



资料来源: Questmobile, 浙商证券研究所

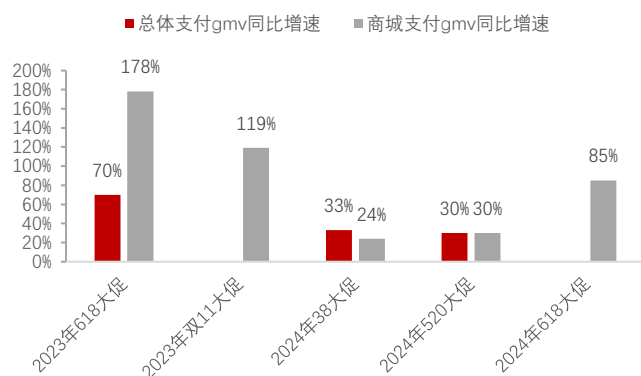
图12: 单 DAU 日均使用时长及增速



资料来源: Questmobile, 浙商证券研究所

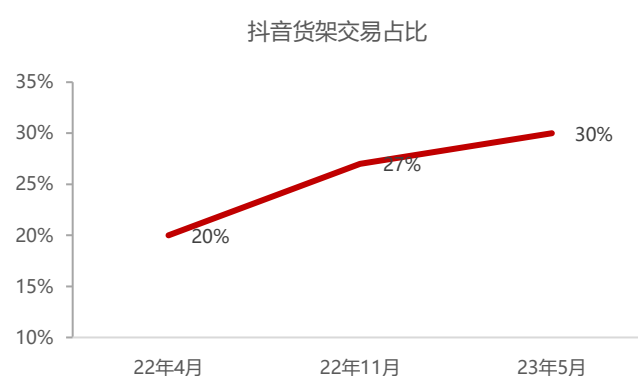
抖音货架电商属同质化竞争，尚处发展期。根据抖音电商数据，2023年5月，抖音货架电商交易占比超30%，但24年“38”、“520”大促期间增速有所下滑。总体看，我们认为抖音货架电商尚处发展期，主要是因为用户心智尚未养成，以及与其他货架电商相比缺乏差异化优势。目前抖音电商强项仍是单列上下滑使用下的直播电商，货架电商心智尚未养成。同时，货架电商更适合于标品商品比价，这与抖音直播场域擅长的非标品有较大差异。抖音货架电商与竞对差异化较小，而抖音货架GMV规模明显低于同业，缺乏规模优势，货架用户与货架商家供给均明显弱于竞对。

图13: 抖音电商整体、抖音商场历年大促表现



资料来源: 抖音电商, 浙商证券研究所

图14: 抖音货架电商交易占比



资料来源: 抖音电商, 浙商证券研究所

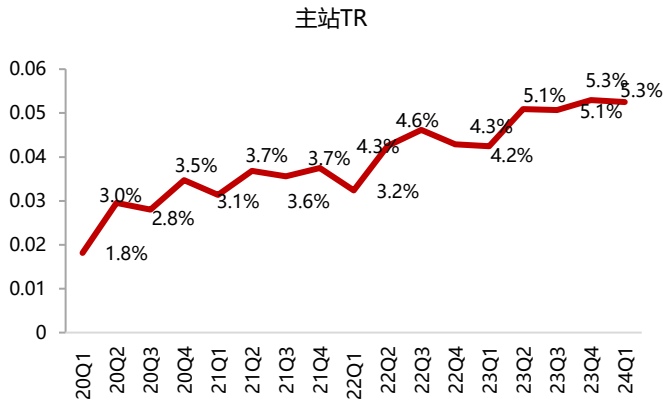
2.2.2 拼多多：强于低价，从强变现到注重平台生态健康

强于低价，处快速变现期。得益于简单清晰的流量分发体系（价格&商业化），完善的商家治理体系，拼多多具备区别于其他电商平台的“低价”能力与心智。阿里、抖音先后弱化价格力考核，侧面验证拼多多国内电商的核心竞争力与差异化定位。近年来，拼多多主站在保证低价相对优势的同时，偏向于提升变现水平。根据我们测算，22Q1到24Q1，下单GMV口径的TR从3.2%提升至5.3%。随着变现率的提升，近年来拼多多主站收入保持50%同比增速增长，23年主站收入达到1844亿元，相当于淘天CMR的61%。

重新重视GMV与平台生态，期待达成新的平衡。由于近年来拼多多偏向于重视商业化，同时GMV体量已较大，GMV增速逐步放缓。根据晚点报道，24H2拼多多战略重点

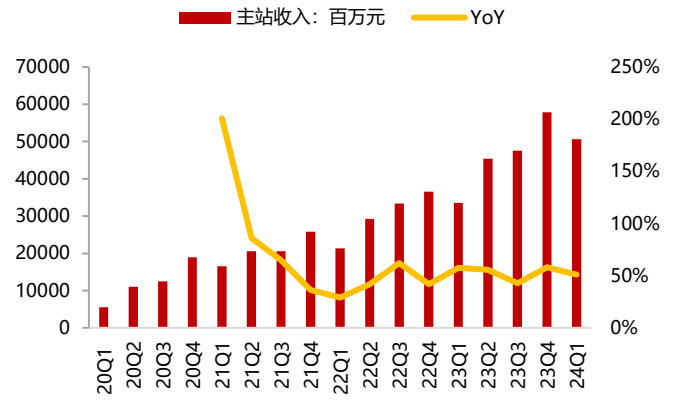
重新偏向 GMV。此外，拼多多亦表示将加大投入，扶持优质商家供给。我们认为，拼多多战略从强变现到注重平台生态健康，主要是对此前商家治理方式的改进以及希望提升平台优质商家供给，期待达成新的平衡。

图15：拼多多主站 TR



资料来源：拼多多财报，浙商证券研究所

图16：拼多多主站收入及增速



资料来源：拼多多财报，浙商证券研究所

3 商业化：TR 有较大提升空间，短期靠佣金，长期看广告

3.1 商业化有较大潜力空间

对比竞对，淘天 TR 有较大提升空间。以下单 GMV 计算，2023 年，淘天、抖音、拼多多、快手的 TR 分别为 3.9%、9%、4.6%、3.8%，淘天 TR 基本处于最低水平之一。如果拆分天猫和淘宝看，淘宝 TR 约为 2.8%，天猫 TR 约为 5.2%，可以发现淘宝 TR 是所有平台中最低的。我们认为淘天作为中国用户质量最高的电商平台，TR 明显低估。但是对比竞对，淘天 TR 天花板或受商业模式影响。比如，由于淘天仍是交易平台为主，缺乏抖音的品牌宣发功能，淘天 TR 长期或低于抖音。同时，由于淘天中品牌商家占比高，淘天需让渡一部分流量变现给品牌商，淘天 TR 长期或低于拼多多等白牌为主的电商平台。

表3：主要电商平台 TR 对比（下单 GMV 口径）

2023 年	淘天	抖音	拼多多	京东	快手
GMV: 万亿	7.7	2.9	4.0	3.7	1.2
广告+佣金收入: 亿	3040	2600	1844	847	443
下单 TR	3.9%	9.0%	4.6%	4.6%	3.8%

资料来源：各公司财报，晚点，浙商证券研究所测算

3.2 佣金：潜力较大，增长具有确定性

对比行业通行惯例，淘天仍有较多佣金尚未收取。首先，目前电商全行业基本都会收取 0.6% 的基础技术服务费（支付等），此前淘天并未收取此项费用，根据淘天规则，将于 24 年 9 月 1 日起开始收取 0.6% 的基础技术服务费。其次，直播电商平台针对所有品类均收取品类技术服务费（直播电商平台直播交易占比高，商城场域目前处于免佣推广阶段），而

淘宝天猫中，仅天猫商品收取类目技术服务费，淘宝商品尚未收取。最后，其他电商平台因为“百亿补贴”发展较为成熟，早已开始收取技术服务费，而淘天“百亿补贴”仍处于发展初期，目前尚未大规模收取技术服务费。根据我们测算，淘天在补齐以上“短板”后，潜在技术服务费收入增量在数百亿量级。

表4：各主要电商平台佣金率对比

类目	天猫佣金	抖音佣金	拼多多百亿补贴	淘宝直播佣金	淘宝直播(试运营)	视频号电商
服饰	5%	5%	4.4%	5%	3%	5%
鞋类箱包	5%	5%	4.4%	5%	3%	5%
运动户外	5%	5%	4.4%	5%	3%	5%
珠宝配饰	5%	5%	4.4%	0.5-5%	0.3-3%	2-5%
家居饰品	5%	5%	1.9%-4.4%	4-5%	2.4-3%	5%
家装主材	5%	5%	1.9%-4.4%	2-5%	1.2-3%	5%
家居日用	5%	5%	1.4%-4.4%	5%	3%	5%
母婴童装	5%	5%	4.4%	2-5%	1.2-3%	2-5%
化妆品	4%	4%	1.9%-3.4%	4%	2%	4%
食品	2%	2%	1.4%	1-2%	0.6-1.2%	1-3%
3C 数码	2%	2%	1.4%	2%	1%	2%
家用电器	2%	2%	1.4%	2%	1%	2%
图书	2%	2%	1.4%	2%	1%	2%
母婴奶粉	2%	2%	1.4%	2%	1%	2%
水果生鲜	2%	2%	0.0%	2%	1%	2%

资料来源：淘宝、抖音、拼多多、视频号电商，浙商证券研究所

测算千6支付佣金带来百亿级收入，增量利润或少于增量收入。根据淘天规则，将于9月1日起，收取0.6%基础技术服务费（针对中小商家有一定减免），同时不再收取天猫商家年费。**从增量收入角度看**，由于此前淘天未收取0.6%基础服务费，所以基础技术服务费全部为增量收入。技术服务费=0.6%*确收GMV（即扣掉退货后GMV），我们假设淘天下单GMV到确收GMV比例为50%（扣除下单未支付，以及退货GMV），测算增量技术服务费规模在240亿元。**从增量利润看**，淘天主要需要承担的成本是：1）取消的天猫年费（此前天猫有3万、6万/年两种年费，达到一定交易额会返还年费）；2）给支付宝的支付成本；3）中小商家的技术服务费减免（年成交额在12万及以下的商家返还支付佣金，12-100万的商家返还50%的阿里妈妈广告券），由于以上成本存在，测算增量利润或少于增量收入。

表5：千6支付佣金贡献收入、利润测算表

	影响因素	政策	测算影响(亿元)
收入	0.6%*确收货收 gmv	1、对确认收货的成交额收取0.6%的支付服务费。 2、年度成交额在12万元及以下的卖家返还支付佣金。 12-100万的商家返还50%阿里妈妈广告券。	240
成本	天猫年费取消(3w、6w)	1、根据类目不同有两种年费（每年3万/6万），以及两种返还标准。 2、一类是：年度销售额达18万返一半年费，年度销售额达60万年费全返。 3、第二类：年度销售额达36万返一半年费，年度销售额达120万年费全返。	100
	给支付宝成本	淘天收到0.6%后支付给支付宝0.2-0.25%费用	70
	中小商家减免	年度成交额在12万元及以下的卖家返还支付佣金。12-100万的商家返还50%阿里妈妈广告券。	48

资料来源：淘天规则，浙商证券研究所测算

3.3 广告：全站推有利于提升付费流量渗透率

全站推实际提升付费流量渗透率。全站推是指：通过智能 AI 的方式将商家的商品在淘天全站（即全部流量场域，包括付费与免费流量）进行推广。我们认为全站推本质是平台将免费流量、付费流量一起售卖，能有效提升付费流量渗透率，增加可售广告位。**从商家角度看**，全站推操作简单，商家只需三项操作，即“选择需要推广的商品”、“设置广告投放预算”、“设置推广 ROI”即可进行营销推广，全站推大幅降低了商家使用门槛，能有效提升中小商家广告付费率。**从平台角度看**，全站推通过技术的手段，将平台整体流量变现效率最大化。不过，全站推作为一种 AI 技术在广告投放领域的应用，尚需要一定时间跑通技术模型，根据阿里公开业绩会信息，管理层预计从全站推 24 年 4 月开始测试起算，6-12 个月后可看到明显的进展（即 24 年 10 月-25 年 4 月）。

图17： 阿里妈妈全站推



资料来源：阿里妈妈官网，浙商证券研究所

图18： 万象台无界版操作界面



资料来源：阿里妈妈官网，浙商证券研究所

淘天全站推进展或有可能超预期。根据淘天规则，8月15日，淘天原营销工具“直通车”、“引力魔方”下线，全部转到“万象台无界版”进行操作。我们观察到，目前“直通车”、“引力魔方”已经与“全站推”一起整合至万象台无界版操作界面，我们认为此举有利于简化投放操作，提升“全站推”使用渗透率。更进一步，若未来淘天将“直通车”、“引力魔方”直接融入“全站推”，有望迅速提升“全站推”渗透率。

表6： 淘天主要营销工具对比

渠道	直通车	引力魔方	万象台
推广渠道	搜索	推荐	全渠道
需求场景	即时需求	潜在需求	全渠道追踪
触达方式	人找货	货找人	人找货和货找人结合
定位	拉新/收割	种草/拉新	拉新/收割
投放核心	关键词	人群	资源位
投放场景	搜索关键词展现匹配宝贝实现精准投放	人群组合投放实现高人群流转	消费者运营（拉新快、会员快、留资快）+货品运营（测款快、上新快、货品加速）+活动场景
特点	全球最大购物搜索引擎、精准流量、推广费用可控	自由投放各类定向组合人群、全淘最低的人群流转成本	从营销场景出发，一站式智能投放

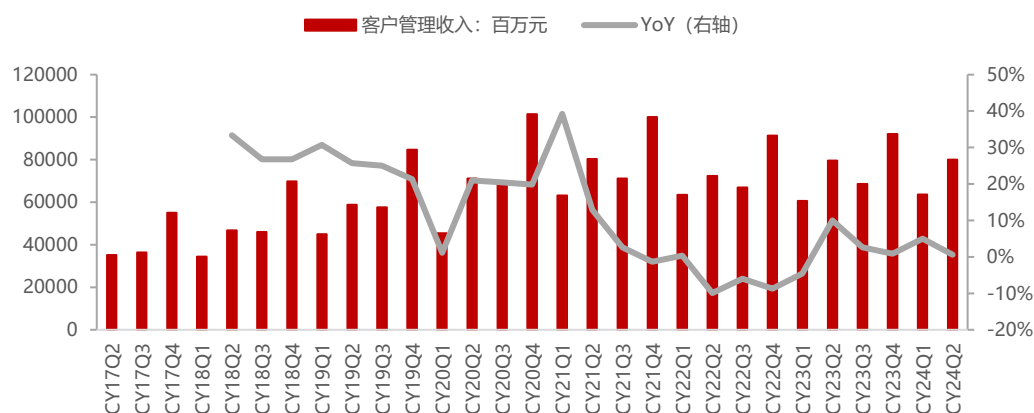
资料来源：阿里妈妈官网，浙商证券研究所

4 财务：利润改善空间大

4.1 CMR：年化 CMR 尚未回到历史峰值，潜力空间巨大

年化 CMR 尚未回到历史峰值，潜力空间巨大。根据阿里财报，淘天 CMR 自 CY21Q3，同比增速开始迅速下滑，从 CY21Q2 的 13%，降到 CY21Q3 的 3%，并于 CY21Q4 同比增速转负。淘天 CMR 收入年化最高的时期是自然年 21 年，CY21 年全年 CMR 收入达 3148 亿，而 CY23 年 CMR 收入尚未恢复到 CY21 年水平。根据此前分析，我们认为淘天 TR 有极大增长空间，而 CMR 收入超过 CY21 年仅需 TR 恢复到此前水平（当前 TR 低于 CY21），因此未来 CMR 增长潜力巨大。

图19：淘天历史 CMR 变化

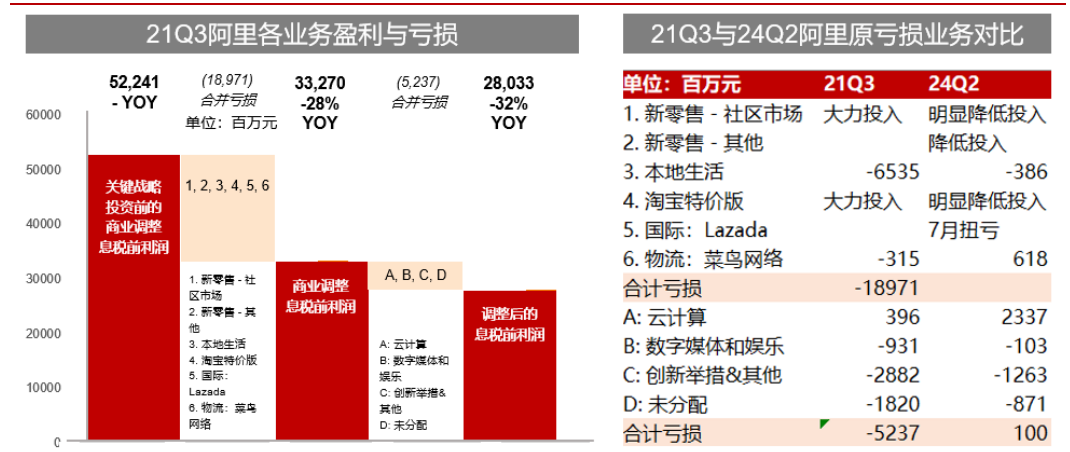


资料来源：阿里财报，浙商证券研究所

4.2 “还原”常态下淘天 CMR 盈利能力：EBITA/CMR 超 70%，目前约 60%

从淘天滋养新业务，到聚焦投资淘天核心交易平台。根据阿里财报，此前“商业收入”中包含淘天核心交易平台，以及淘菜菜、淘宝特价版、本地生活、lazada、菜鸟等，此前这类“新兴”业务仍处投入期，亏损较大。根据阿里财报，CY21Q3 淘菜菜、淘宝特价版、本地生活、lazada、菜鸟等业务单季度亏损 190 亿元。与此相反，当前淘菜菜、淘特已不再是投入重点，菜鸟、lazada 已盈利，本地生活处于盈亏平衡状态。当前阿里聚焦于投资淘天核心交易平台，淘天集团 EBITA 变化主要因为投资淘天交易平台的用户、以及百亿补贴、淘工厂等业务。

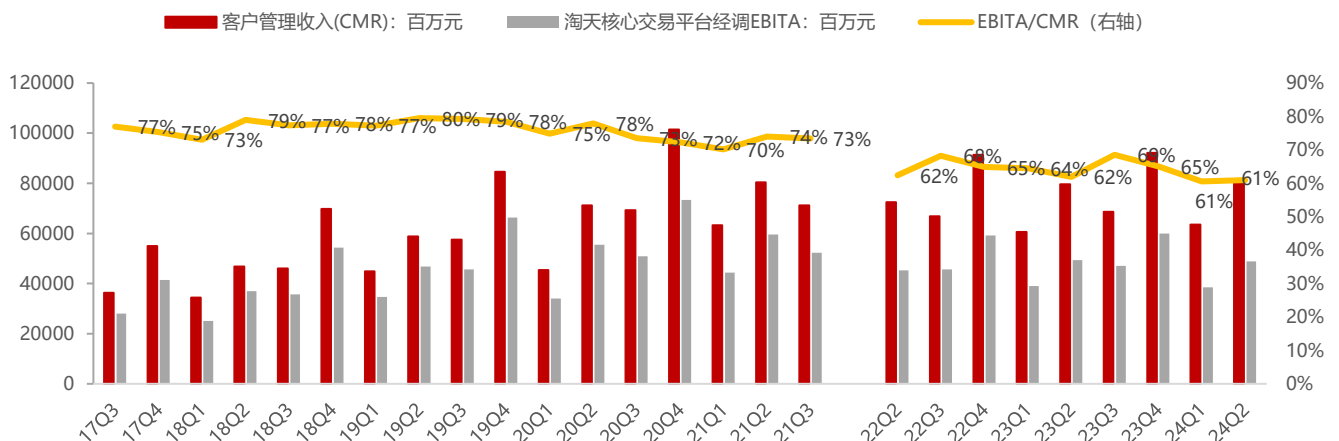
图20: 21Q3从核心交易平台EBITA到商业EBITA, 以及CY24Q2各业务EBITA对比



资料来源: 阿里财报, 浙商证券研究所

当前淘天 EBITA/CMR 仅 60%+, 有 10pct 提升空间。根据阿里财报, 历史上淘宝天猫核心交易平台 EBITA/CMR 比例维持在 73%左右, 而当前淘天集团 EBITA/CMR 仅 60%+。由于当前淘天集团对淘菜菜、淘特投入较少, 而专注于投资淘天核心交易平台 (主要是百亿补贴、淘工厂等业务), 因此当前淘天 EBITA/CMR 与此前 EBITA/CMR 比例之差主要源于对淘天核心交易平台的投入, 测算单季度投入约 70 亿 (10%*CMR 收入)。若未来淘天核心平台经营建设进入稳定期, 此项投入将明显减少, 淘天 EBITA 有较大提升空间。

图21: 历年淘天核心交易平台 EBITA/CMR



资料来源: 阿里财报, 浙商证券研究所

4.3 展望: 当前仍处投入关键期, 重点关注三大指标

我们认为, 淘天核心交易平台当前仍处于投入关键期, 销售费用投入带来 GMV 增长, 进而吸引商家投入, CMR 提升后有助于平台资源再投入。其中最重要的指标是 GMV 增长的持续性, 其次是观察比较销售费用增速与 GMV 增速关系, 最后是 CMR 增速的回升。

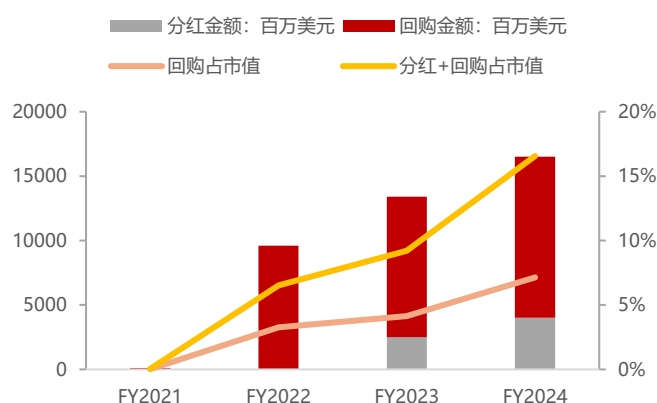
我们认为未来或有三种发展方向：一是持续有效投入直至消费者心智和粘性逐渐形成，体现为淘天 GMV 增速与实物网上大盘趋同。我们认为长期而言最有利于平台长期价值（考虑到主要竞对增速下台阶，跑平电商大盘难度较以往有所降低），但能否实现及实现时间有不确定性，需要长期投入，考验管理层战略定力及组织执行效率。二是追求投入强度与利润的匹配性，在实现 GMV 增速匹配社零大盘增速的同时，实现利润增长。三是降低投入强度，追求短期利润。我们认为第三种方式将使历史投入成为费用，不利于长期价值。长期看，由于电商平台高经营杠杆，我们对长期利润水平并不担心，而更关注 GMV 份额稳定性。

5 投资建议

回购分红力度大，增强股东回报。阿里于 2019 年 5 月宣布回购 60 亿美元的股票，经过五次扩张，总回购计划规模于 2024 年 2 月增至 650 亿美元，截止 2024 年 6 月 30 日，仍余 261 亿美元回购额度。FY2021-2024，阿里的回购力度逐年增大，每年回购金额分别为 1.18/96/109/125 亿美元，并于 FY2023、FY2024 分别宣布派息 25 亿、40 亿美元，FY2021-2024 回购+分红占市值分别为 0.02%/3.25%/5.07%/9.42%。根据季报数据显示，阿里按季度加速回购，23Q2-24Q2 季度分别花费 31/17/29/48/58 亿美元回购，回购金额占市值比例分别为 1.46%/0.77%/1.47%/2.74%/3.33%。

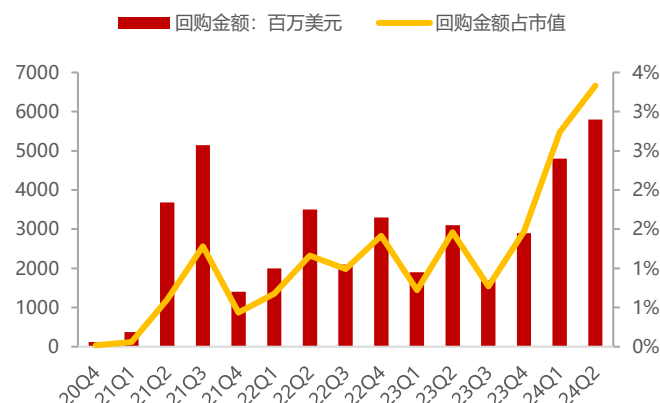
主业改善，低估值高分红，预期收益率高。从估值及股东回报看，当前处于 9 倍 PE 估值+9.4%分红回购率状态，低估值高分红提供了预期收益率下限。从基本面看，淘天正处于主业改善关键期，24H1 主业 GMV 表现超预期，若自身改革+外部环境改善能持续，则提供了预期收益率向上弹性。我们测算，公司 FY25/26/27 实现收入 10055/11088/12090 亿元，Non-GAAP 净利润 1573/1801/2024 亿元，对应当前股价 PE 为 9.4/8.2/7.3 倍。我们给予 FY25 Non-GAAP 净利润 12 倍估值，整体估值 20523 亿港元（人民币：港币汇率取 0.92），目标价 106 港元，现价空间 27.4%，维持“买入”评级。

图22：阿里按财年回购、分红情况



资料来源：阿里财报，浙商证券研究所

图23：阿里按季度回购情况



资料来源：阿里财报，浙商证券研究所

6 风险提示

- 1) 消费恢复低于预期。阿里旗下淘宝天猫是中国最大电商公司，整体消费恢复若低于预期，或对淘天业绩有所影响。
- 2) 电商行业竞争加剧。电商行业参与者较多竞争较为激烈，若电商行业竞争持续加剧，或将影响淘天收入及利润表现。
- 3) 商业化进展不及预期。商业化能力体现平台对商家的议价能力，当前淘天正重启商业化，商业化进展若不及预期，将影响淘天收入和利润表现。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	752,864	869,645	1,001,197	1,172,237
现金	248,125	303,448	390,795	522,343
应收账款	30,686	36,037	38,856	41,639
存货	25,460	31,131	33,043	35,054
应收账款、存货及其他	448,593	566,197	610,402	649,895
非流动资产	1,011,965	1,039,994	1,070,803	1,087,729
固定资产	185,161	181,405	174,880	170,679
无形资产	363,556	400,408	438,457	472,191
其他	463,248	458,181	457,465	444,859
资产总计	1,764,829	1,909,639	2,072,000	2,259,966
流动负债	421,507	482,923	548,378	615,660
短期借款	29,001	51,896	77,081	103,526
应付账款	0	0	0	0
其他	392,506	431,027	471,297	512,134
非流动负债	230,723	230,723	230,723	230,723
长期借款	141,775	141,775	141,775	141,775
其他	88,948	88,948	88,948	88,948
负债合计	652,230	713,646	779,101	846,383
少数股东权益	115,327	115,327	115,327	115,327
股本	1	1	1	1
留存收益和资本公积	997,271	1,080,665	1,177,571	1,298,256
归属母公司股东权益	997,272	1,080,666	1,177,572	1,298,257
负债和股东权益	1,764,829	1,909,639	2,072,000	2,259,966

利润表

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入	941,168	1,005,468	1,108,754	1,209,010
营业成本	586,323	624,841	686,810	746,496
销售费用	115,141	131,786	143,029	151,126
管理费用	41,985	51,066	55,438	56,823
研发费用	52,256	57,758	62,090	65,287
营业利润	123,871	123,317	142,241	171,356
利润总额	101,596	110,147	129,779	158,540
所得税	22,529	23,249	27,254	33,293
净利润	71,332	83,394	96,906	120,685
Non-GAAP 净利润	157,479	157,342	180,110	202,418

主要财务比率

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力				
营业收入	8.34%	6.83%	10.27%	9.04%
营业利润	20.19%	-0.45%	15.35%	20.47%
Non-GAAP 净利润	11.39%	-0.09%	14.47%	12.39%
获利能力				
毛利率	37.70%	37.86%	38.06%	38.26%
Non-GAAP 净利润率	16.73%	15.65%	16.24%	16.74%
ROE	8.02%	7.72%	8.23%	9.30%
ROIC	8.61%	10.08%	10.68%	11.41%
偿债能力				
资产负债率	36.96%	37.37%	37.60%	37.45%
净负债比率	-6.95%	-9.18%	-13.30%	-19.60%
流动比率	1.79	1.80	1.83	1.90
速动比率	1.59	1.61	1.64	1.73
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.53	0.54	0.53
每股指标 (元)				
EPS (Non-GAAP)	8.09	8.13	9.31	10.46
每股经营现金	9.44	6.90	8.05	9.26
每股净资产	57.51	61.82	66.83	73.07
估值比率				
P/E	9.47	9.42	8.23	7.32
P/S	1.59	1.47	1.34	1.23

现金流量表

(百万元)	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	182,593	133,567	155,648	179,097
净利润	80,009	83,394	96,906	120,685
折旧摊销	44,504	28,988	30,645	32,210
少数股东损益	(8,677)	0	0	0
营运资金变动及其他	66,757	21,185	28,097	26,202
投资活动现金流	(21,824)	(97,495)	(89,361)	(69,352)
资本支出	(32,929)	(62,084)	(62,169)	(61,743)
其他投资	11,105	(35,411)	(27,192)	(7,609)
筹资活动现金流	(108,244)	19,251	21,060	21,803
借款增加	9,422	22,895	25,185	26,444
普通股增加	(87,902)	0	0	0
支付利息	(17,946)	(3,644)	(4,125)	(4,642)
其他	(11,818)	0	0	0
现金净增加额	56,914	55,323	87,347	131,548

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>