

电商基本盘稳固，云计算开拓新疆土

人口红利逐渐消退的背景下，阿里巴巴核心商务还有成长空间，看好人均 GMV 和货币化率提升。整个电商行业看，获取低线城市用户仍然是未来一年的主旋律，从上游电商快递包裹量增速看，2019 年前 7 个月国家邮政局统计的快递单量同比增长 26.20%，包裹量增速依旧强劲，但结构上以中通为代表的公司对两端加盟商的补贴逐渐加大值得深思；同时对于阿里这样的公司广告费和佣金（合计为电商的货币化率）我们建议一起看，3P 模式下从商家的角度，平台费（广告&佣金），快递费，税费的动态变化都是网上开店的可变成本，我们也建议一起跟踪。长期看我们认为电商货币化率还有较大提升空间，电商税各个平台目前跟踪下来执行力度区别较大。

云是阿里在互联网下半场的主战场，IaaS 国内一枝独秀。2018 年阿里巴巴占全球 IaaS 市场份额 7.7%（排名第三），占亚太区 IaaS 市场份额 19.6%（排名第一）。根据 IDC 数据，2019Q1 阿里巴巴占国内 IaaS 市场份额的 43.2%。阿里巴巴已经成为国内第一，全球领先的云计算龙头。阿里云不仅是阿里自身的基础设施，也不断对外输出服务，云计算板块的收入占比从 FY2014 的 1% 上升到 FY2019 的 7%。截至 2019 财年，阿里云共拥有 140 多万付费客户，覆盖了约 50% 的“财富”排名中国 500 强公司，以及一半以上的中国 A 股上市公司。阿里云还在印度、澳大利亚、德国、日本、美国在内的许多国家或地区设立了数据中心。2018 年全球公有云市场规模 1824 亿美元，预计到 2022 年将达到 3312 亿美元。我们认为阿里云的快速发展，有利于阿里巴巴拓展 To B 业务，在巩固好电商这个基本盘的同时，不断向产业互联网转型渗透。

大文娱及本地生活业务目前进展不尽如人意，我们认为公司未来需要有所取舍。目前情况看，无论是从流量数据如 MAU，付费用户数，市占率等看，我们认为优酷和饿了么的本身表现都有太多需要提升的空间，以优酷为例，今年上半年版权成本控制明显，长期看是否形成趋势建议观察，同时也建议由此关注对竞品的投资机会，另外下半年饿了么的补贴是否会加大也值得关注。

盈利预测：预计公司 2020-2022 财年的营业收入分别为 5067.46 亿元/6460.30 亿元/7883.22 亿元，归母净利润分别为 966.50 亿元/1228.57 亿元/1417.37 亿元。对应现在市值，PE 为 33 倍/26 倍/22 倍。按 DCF 估值，将阿里云和其他业务拆分开来估值，给予公司目标价为 211 美元。维持“买入”评级。

风险提示：平台合规风险、电商税影响、消费增长不及预期

海外研究 阿里巴巴（BABA）

维持

买入

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号：S1440515080001

香港证监会中央编号：BMV926

发布日期：2019 年 08 月 20 日

当前股价：176.77 美元

目标价格 6 个月：211 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.10 / 0.63	-3.00 / -1.69	4.77 / 2.81
12 月最高/最低价 (美元)		195.72/129.77
总股本 (万股)		260353
流通股 (万股)		149600
总市值 (亿美元)		4545.83
流通市值 (亿美元)		2612.43
近 3 月日均成交量 (万)		135575
主要股东		
SoftBank		25.90%

股价表现



相关研究报告

目录

阿里巴巴全方位布局，构建商业操作系统	1
互联网的下半场，看阿里巴巴核心商务成长空间.....	5
互联网的下半场，人口红利逐渐消退	5
对标海外，人均 GMV 和货币化率还有上升空间	8
多业务协同+技术创新，提升获客效率	15
阿里云支撑起阿里巴巴的商业生态	20
云计算让算力成为一种新的公共资源	20
阿里云助力阿里拓展 To B 业务.....	23
盈利预测与估值	28
盈利预测	28
风险提示	29

图表目录

图表 1： 阿里巴巴业务板块	1
图表 2： 阿里巴巴集团营业收入和净利润	2
图表 3： 阿里巴巴各业务板块营收贡献占比	2
图表 4： 阿里巴巴集团电商业务收费模式	2
图表 5： 阿里巴巴国内零售 GMV	3
图表 6： 天猫和淘宝的 GMV 占比	3
图表 7： 阿里巴巴中国零售平台年活跃买家数	3
图表 8： 阿里巴巴中国零售平台移动端月活跃用户数.....	3
图表 9： 天猫佣金费率和广告管理费提升	4
图表 10： 快递行业包裹量增速和阿里 GMV 增速	4
图表 11： 2019Q1 中国 IaaS 市场份额.....	4
图表 12： 阿里云营业收入	4
图表 13： 2013 -2018 中国手机网民规模	5
图表 14： 网络购物 app 的日均使用时长基本不增长.....	5
图表 15： 淘宝、京东、拼多多用户的城市分布	6
图表 16： 淘宝、京东、拼多多用户的年龄分布	6
图表 17： 阿里巴巴用户扩张战略起效	6
图表 18： 京东年活跃买家首次出现负增长	6
图表 19： 拼多多活跃买家数环比增速放缓	7
图表 20： 拼多多与淘宝、京东用户重合度提升	7
图表 21： 阿里巴巴销售费用与收入比例	7
图表 22： 京东销售费用与毛利比例	7
图表 23： 拼多多销售费用与收入比例	7
图表 24： 宝尊销售费用与毛利比例	7
图表 25： 阿里巴巴通过扩大商业生态稳住用户和商家.....	8

图表 26: 电商收入源于诸多因素,在买家数接近天花板时,可以增加人均 GMV 和货币化率.....	8
图表 27: 货币化途径:主要包括佣金、广告	9
图表 28: 2008-2017 年京东同一批客户购买数量	9
图表 29: 阿里 1 年用户和 5 年用户 2018 财年消费对比.....	9
图表 30: 实物商品网上零售额占社会消费品零售额比重.....	10
图表 31: 天猫销售额中手机、大家电等占比提升	10
图表 32: 阿里巴巴佣金率和货币化率	10
图表 33: 京东第三方 GMV 和货币化率走势	10
图表 34: 拼多多货币化率走势	11
图表 35: eBay GMV 和货币化率走势.....	11
图表 36: 国内外主流电商各品类的佣金率	11
图表 37: 亚马逊、eBay、阿里、京东发展历史	12
图表 38: 亚马逊不同站的佣金率,欧美地区高于亚洲地区.....	12
图表 39: Amazon 在欧美地区多次上调其有优势的品类的佣金	13
图表 40: Amazon 印度站下调佣金与 Flipkart 争夺印度市场	13
图表 41: Wish 平台上超过 90%的卖家来自中国	14
图表 42: Wish 主打低价产品	14
图表 43: Wish 佣金为 15%,与亚马逊美国站一样.....	14
图表 44: 御家汇在天猫淘宝平台销售额(百万元)	14
图表 45: 御家汇在天猫淘宝上的开支构成	14
图表 46: 御家汇在天猫淘宝上的佣金率和广告费率	15
图表 47: 御家汇线下屈臣氏代销费率(百万元)	15
图表 48: 88VIP 享有 9 大权益.....	15
图表 49: 88VIP 让高端用户在生态内流转	15
图表 50: 针对水乳类偏好人群的个性化首页	16
图表 51: 针对面膜类偏好人群的个性化首页	16
图表 52: 电商典型 App 月人均使用时长(分钟)	16
图表 53: 电商典型 App 月人均使用次数.....	16
图表 54: 手机淘宝直播页流量占比	17
图表 55: 淘宝年活跃买家和月活跃用户数	17
图表 56: 2016-2020 中国在线直播市场规模及预测	17
图表 57: 直播达人提升消费体验感	17
图表 58: 阿里巴巴平均获客成本	18
图表 59: 京东平均获客成本	18
图表 60: 拼多多平均获客成本	18
图表 61: 阿里巴巴国内零售客户生命周期价值与获客成本比较.....	18
图表 62: 京东客户生命周期价值与获客成本比较	19
图表 63: 拼多多客户生命周期价值与获客成本比较	19
图表 64: 云计算的三种服务模式: SaaS、PaaS、IaaS	20
图表 65: 全球云计算市场规模(亿美元)	21
图表 66: 全球云计算市场构成	21

图表 67: 中国云计算市场规模 (亿美元)	21
图表 68: 中国云计算市场构成	21
图表 69: 2018 年全球 IaaS 市场份额	21
图表 70: 2018 年亚太区 IaaS 市场份额	21
图表 71: 2019Q1 中国 IaaS 市场份额	22
图表 72: 2018H1 中国 SaaS 市场份额	22
图表 73: 国内 SaaS 应用热门行业	22
图表 74: 国内 SaaS 应用排行榜	22
图表 75: 中国企业级 SaaS 产品图谱: 业务垂直	23
图表 76: 中国企业级 SaaS 产品图谱: 行业垂直	23
图表 77: 阿里云发展历程	23
图表 78: 阿里云营业收入	24
图表 79: 阿里云调整后 EBITDA	24
图表 80: 阿里云产品降价梳理	24
图表 81: 阿里云的部分客户梳理	25
图表 82: 阿里云推出 SaaS 加速器的平台战略	26
图表 83: 阿里业务六个月峰值数据表, “双 11”“双 12”出现明显峰值, 红线为服务器的日常处理能力	26
图表 84: 阿里巴巴物流云架构	27
图表 85: 阿里云帮助蒙牛更精准的生产销售牛奶	27
图表 86: 阿里巴巴收入拆分	28
图表 87: 阿里巴巴分部估值	28
图表 88: 阿里巴巴财务报表预测 (单位: 百万元, 元)	30

阿里巴巴全方位布局，构建商业操作系统

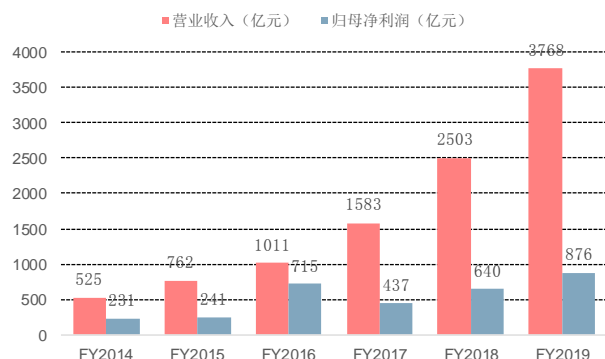
阿里巴巴业务分为核心商务（Core Commerce）、云计算（Cloud Computing）、数字媒体和娱乐业务（Digital Media and Entertainment）以及创新业务及其他（Innovation Initiatives and Others）。阿里巴巴通过四大业务板块的布局，构建了完善的商业操作系统。阿里云为技术和系统提供基础设施支持，蚂蚁金服提供支付和金融服务支持，阿里妈妈提供营销服务和数据管理平台，菜鸟网络提供物流服务。天猫、淘宝、优酷、高德等则提供了全面的商业、娱乐、出行等服务。

图表1： 阿里巴巴业务板块

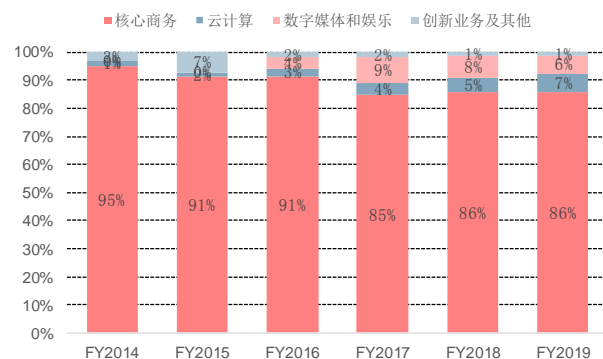


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

阿里巴巴的营业收入和归母净利润快速增长，核心商务营收占比逐渐降低。阿里巴巴的营业收入从 FY2014 的 525 亿元上升到 FY2019 的 3768 亿元，复合增速 48%。归母净利润从 FY2014 的 231 亿元上升到 FY2019 的 876 亿元，复合增速 31%。从板块来看，核心商务是阿里巴巴收入和利润的主要来源，但是收入占比在逐渐降低，从 FY2014 的 95% 下降到 FY2019 的 86%。主要是其他三大板块的收入在增加，特别是云计算板块的收入从 FY2014 的 1% 上升到 FY2019 的 7%。

图表2： 阿里巴巴集团营业收入和净利润


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表3： 阿里巴巴各业务板块营收贡献占比


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

核心商务分为国内零售、国内批发、国际零售、国际批发、菜鸟网络和客户服务六个部分。其中国内零售是核心商务业务收入的主要来源。FY2019 国内零售收入达到 2476.2 亿人民币，占核心商务总收入的 77%。核心商务主要收入来自于对入驻品牌和商户收取的平台技术服务费（加上保证金）、广告费用、交易佣金和增值服务等收入。

图表4： 阿里巴巴集团电商业务收费模式

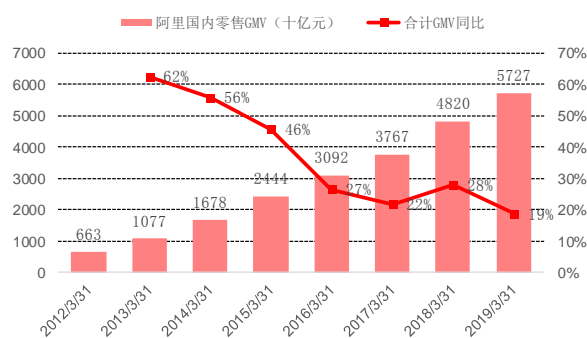
业务板块	平台	收费模式	收费简介
国内零售	天猫（包含天猫、天猫超市、天猫国际）	软件服务费年费	年费金额以一级类目为参照，分为 3 万元或 6 万元两档，按照销售额进行 50%或者 100%返还；某些类目存在实时划扣的软件服务费
		交易佣金	根据所属商品的不同类目，收取每笔交易 0.5%~5%的交易佣金
		倒扣率	天猫超市特有，10%~30%的倒扣率，3 个月账期
		P4P 直通车	在淘宝搜索页的竞价排名，按照 CPC 计费
	淘宝	展示广告	全网首页、各级子页面、旺旺页面展示广告，以及促销活动中的展示广告位置，按千人展示成本 CPM 收费
		淘宝客佣金	第三方联盟引流项目，按照成交支付佣金报酬
		聚划算	聚划算包含基础技术服务费、佣金费用和竞拍费用
国内批发	1688.com	广告收费	包含直通车、展示广告、淘宝客、聚划算和其他营销工具费用
		旺铺使用费	每月需支付固定费用，在宝贝展示、店铺招牌上和普通店铺有区别
	速卖通	技术服务费	诚信通会员交纳年费，年费金额以一级类目为参照，分为 58000 元和 28000 元两档
		广告收费	P4P 直通车广告和展示广告
国际零售	Lazada	技术服务费年费	不同类目年费金额从 1 万到 5 万不等，按照销售额进行 50%或者 100%的返还
		交易佣金	根据所属商品的不同类目，收取每笔交易 5%~8%的交易佣金
		广告收费	P4P 直通车广告、联盟店铺
	Lazada	交易佣金	不同类目收取 1%~4%的交易佣金
		账务处理费	一般 2%
		LGS 运费	
		商品销售收入	自营产品销售收入

国际批发	Alibaba.com 阿里 巴巴国际站	基础服务费	按年收费, 根据展示橱窗数量分为 29800 万和 69800 万一年
		增值服务	提供进出口相关服务、海运服务等
		广告收费	P4P 直通车、展示广告

资料来源: 阿里巴巴招股书, 阿里巴巴官网, 中信建投证券研究发展部

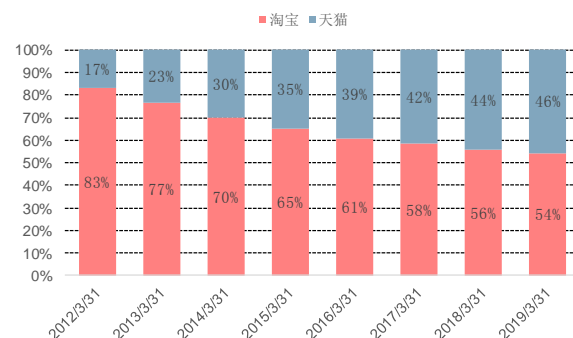
国内零售活跃买家数和移动端 MAU 稳步增加, 驱动 GMV 稳步增长。阿里巴巴的活跃买家数从 2012 年 6 月的 1.33 亿逐渐上升到 2019 年 6 月的 6.74 亿。移动端 MAU 从 2014 年 9 月的 2.17 亿增加到 2019 年 6 月的 7.55 亿。活跃买家的增速从 2014 年 9 月的 52% 下降到 2017 年 3 月的 7%。之后随着新用户获取战略的调整, 比如通过支付宝等导流, 以及向低线城市扩张, 活跃买家增速再次上升。根据财报披露, 最近两个季度超过 70% 的新增年度活跃买家来自低线城市。随着活跃买家数的增加, 阿里巴巴国内零售的 GMV 从 FY2012 的 6630 亿元增加到 FY2019 的 5.73 万亿元。另一方面随着 B2C 业务的增加, 天猫的 GMV 占比逐渐提升, 从 FY2012 的 17% 上升到 FY2019 的 46%。截至 2019 财年, 天猫拥有超过 190,000 个品牌和商家, 其中包括 2019 年福布斯全球最具价值品牌 100 强榜单中 77% 的消费品牌。

图表5: 阿里巴巴国内零售 GMV



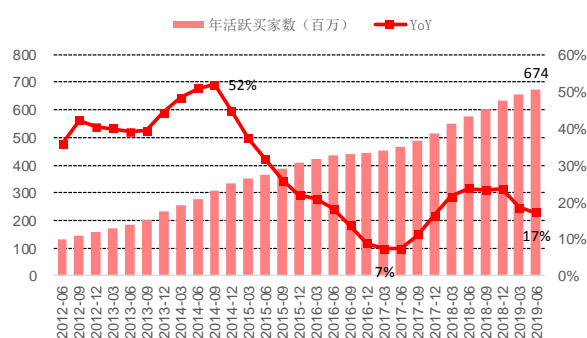
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表6: 天猫和淘宝的 GMV 占比



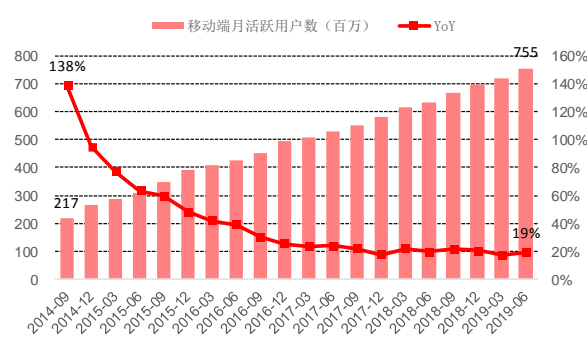
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表7: 阿里巴巴中国零售平台年活跃买家数



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

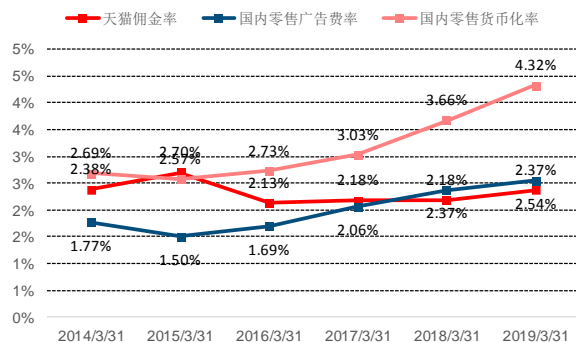
图表8: 阿里巴巴中国零售平台移动端月活跃用户数



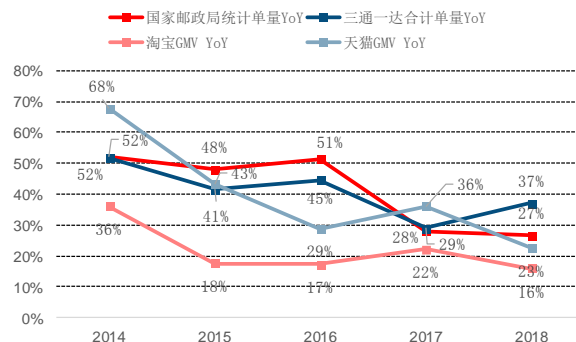
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

广告和佣金货币化率温和提升, 快递单量增速放缓。天猫的佣金率从 FY2018 的 2.18% 提升到 FY2019 的 2.37%, 国内零售广告费率从 FY2018 的 2.37% 提升到 FY2019 的 2.54%, 两者的提升使得国内零售业务的整体货币化率从 FY2018 的 3.66% 提升到 FY2019 的 4.32%。货币化率提升的一个原因是 FY2019Q4 阿里巴巴分配了

更多的流量给信息流广告，这是公司在原有的搜索广告“直通车”、图片展示广告“钻石展位”外新的广告收入。不过阿里巴巴为了实现长期的增长，在 FY2020 将不会扩张信息流广告，所以短期变现有限。从快递单量数据来看，因为快递跟电商的关系为供给跟需求关系，所以快递单量是研究电商产业非常好的锚。2018 年（对应阿里巴巴 FY2019）国家邮政局统计的快递单量增速为 27%，三通一达合计单量增速为 37%。2019 年前 7 个月国家邮政局统计的快递单量同比增长 26.20%，快递增速略有放缓，但仍然强劲。

图表9： 天猫佣金费率和广告管理费率提升


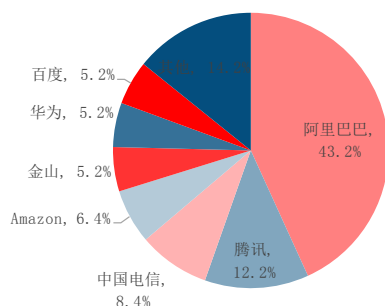
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表10： 快递行业包裹量增速和阿里 GMV 增速


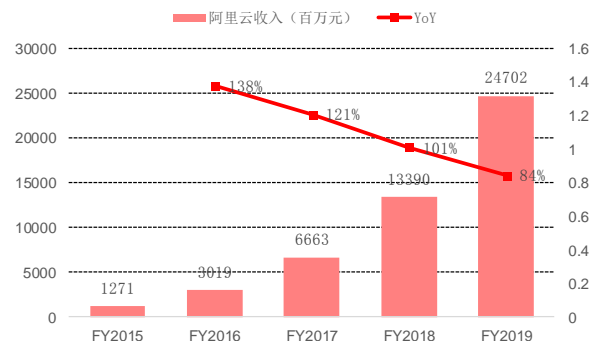
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

备注：图中 2018 自然年对应阿里巴巴 2019 财年

云业务快速增长，国内市占率达 43.2%。阿里云业务的营业收入从 FY2015 的 12.71 亿元增长到 FY2019 的 247.02 亿元，复合增速 110%。FY2020 Q1 云计算业务收入 77.87 亿元，依旧保持了 66% 的高增长。云计算板块的收入占比从 FY2014 的 1% 上升到 FY2019 的 7%。云计算除了成为阿里巴巴的底层基础设施外，也已经成为阿里巴巴的重要收入来源。根据 IDC 的数据，阿里巴巴是国内最大的 IaaS 服务商，2019Q1 的市占率为 43.2%。截至 2019 财年，阿里云共拥有 140 多万付费客户，覆盖了约 50% 的“财富”排名中国 500 强公司，以及一半以上的中国 A 股上市公司。阿里云提供全套云服务，包括弹性计算、数据库、存储、网络虚拟化服务、大规模计算、安全、管理和应用服务、大数据分析、机器学习平台和物联网服务，并在包括印度、澳大利亚、德国、日本、美国在内的许多国家或地区设立了数据中心。

图表11： 2019Q1 中国 IaaS 市场份额


资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

图表12： 阿里云营业收入


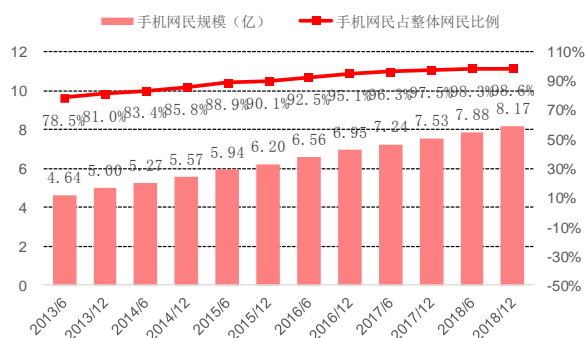
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

互联网的下半场，看阿里巴巴核心商务成长空间

互联网的下半场，人口红利逐渐消退

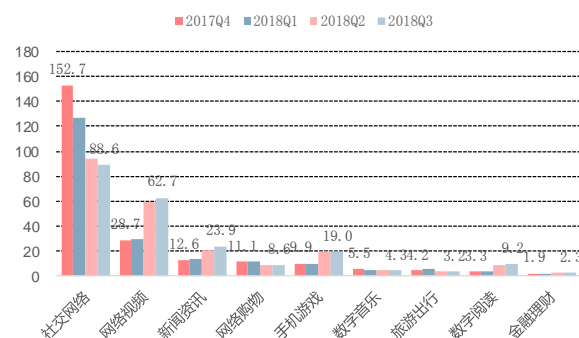
电商，甚至于整个移动流量是否是不可逆的增速放缓了？中国移动互联网用户规模增长放缓，网络购物 app 的日均使用时长基本不变。截止 2018 年 12 月，我国手机网民用户 8.17 亿，同比 2017 年增长 8.50%。手机网民占全体网民的比重也由 2013 年 6 月的 78.5% 提升至 2018 年 12 月的 98.6%，移动互联网的用户规模逐渐接近天花板。另一方面网络购物类 app 的日均使用时长基本不增长。根据极光大数据的统计，网络购物 app 的日均使用时长从 2017Q4 的 11.1 分钟下降到 2018Q3 的 8.6 分钟，仅占用户日均 4 小时左右使用时长的 4% 左右。日均使用时长最长的是社交类 app，其次是网络视频类 app。由于短视频的兴起，2018Q2 网络视频类 APP 的使用时长增加，因为移动网民的日均使用总时长在 4 小时左右，所以社交网络类 APP 的时长相对减少。

图表13： 2013 -2018 中国手机网民规模



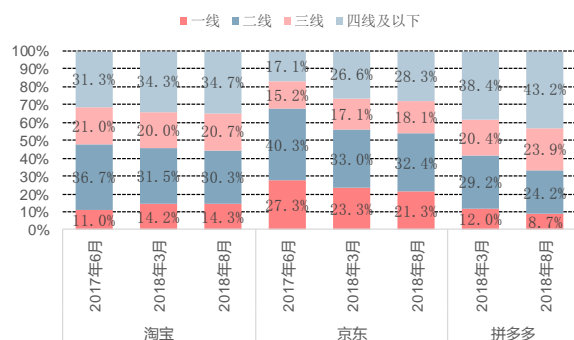
资料来源：CNNIC，中信建投证券研究发展部

图表14： 网络购物 app 的日均使用时长基本不增长

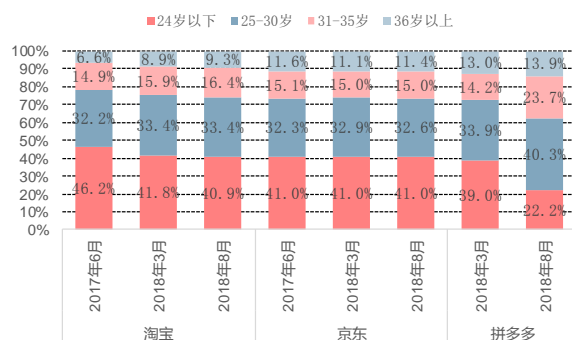


资料来源：极光大数据，中信建投证券研究发展部

电商通过向三四线城市下沉以及拓展年龄更大的用户来继续扩张用户。淘宝四线及以下城市用户占比从 2017 年 6 月的 31.3% 提升到了 2018 年 3 月的 34.3%。根据阿里巴巴披露的数据，2018 年 4 月到 6 月新增的 2500 万淘宝天猫年度活跃用户，有 80% 来自三四线城市和农村地区。京东四线及以下城市用户的占比从 2017 年 6 月的 17.1% 提升到 2018 年 3 月的 26.6%。拼多多的四线及以下城市占比从 2018 年 3 月的 38.4% 提升到 2018 年 8 月的 43.2%。年龄方面淘宝 31-35 岁用户以及 36 岁以上用户的占比分别从 2017 年 6 月的 14.9% 和 6.6% 上升到 2018 年 8 月的 16.4% 和 9.3%。京东的用户年龄分布结构比较稳定。拼多多的 31-35 岁用户的占比从 2018 年 3 月的 14.2% 上升到 2018 年 8 月的 23.7%。通过向三四线城市下沉，以及向年龄更大的用户拓展，电商得以获取更多的用户。

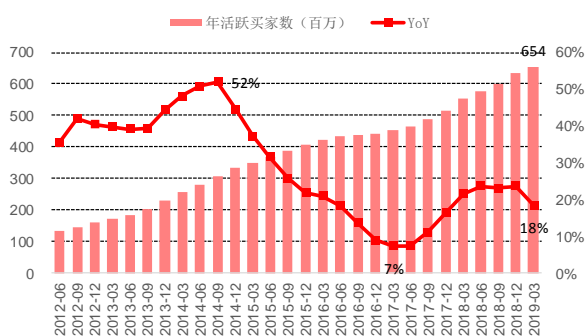
图表15： 淘宝、京东、拼多多用户的城市分布


资料来源: QuestMobile, 中信建投证券研究发展部

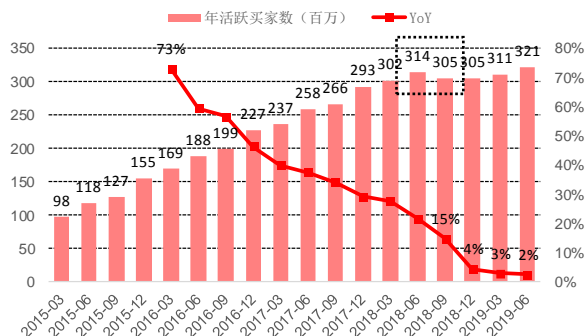
图表16： 淘宝、京东、拼多多用户的年龄分布


资料来源: QuestMobile, 中信建投证券研究发展部

活跃买家人数接近天花板，用户增速放缓。阿里巴巴的年度活跃买家数同比增速在 2017 年 3 月下降到 7% 后，又逐渐回升到 20% 左右，淘宝移动端的 MAU 同比增速保持平稳。用户数的平稳增长说明阿里巴巴采用的诸如支付宝导流等新用户获取策略效果显著。但是京东和拼多多的用户增速放缓就非常明显。京东 2018 年 9 月的活跃买家数甚至环比下降了 2.7%，之后逐渐回升。2019Q1 拼多多的 MAU 达到 2.897 亿，环比增长 6.3%，增速比 2018Q4 的 17.7% 减少了 11.4 个百分点。活跃买家数增速也继续放缓，环比增速从 2018Q4 的 9%，下降到 2019Q1 的 6%。另一方面，拼多多 2019Q1 的销售费用为 48.89 亿元，相比 2018Q4 的 60.24 亿元降低了 11.35 亿。我们认为销售费用投放减少，MAU 和年度活跃买家数增速就迅速放缓，再次说明移动互联网流量红利的消退，互联网公司的囚徒困境。如何平衡增长和盈利是大家面临的难题。拼多多的销售费用占比从 2017Q4 降到低点 64% 后又逐步上升。2018Q4 的占比达到 107%。我们认为这是因为拼多多目前的策略还是扩大市场份额，所以短期内会加大销售费用投入，通过冠名热门综艺、投放各类线上线下广告等一系列方法扩大品牌知名度。

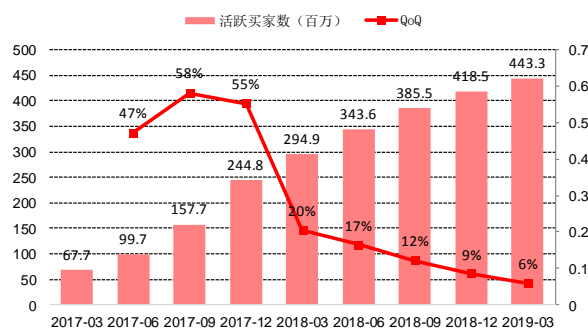
图表17： 阿里巴巴用户扩张战略起效


资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表18： 京东年活跃买家首次出现负增长


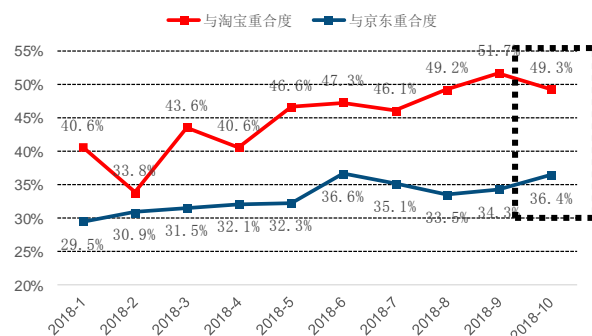
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表19：拼多多活跃买家数环比增速放缓



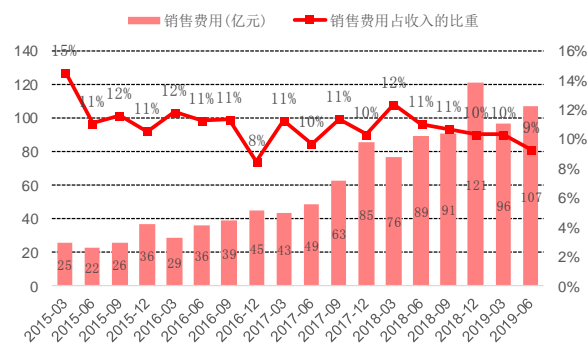
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表20：拼多多与淘宝、京东用户重合度提升



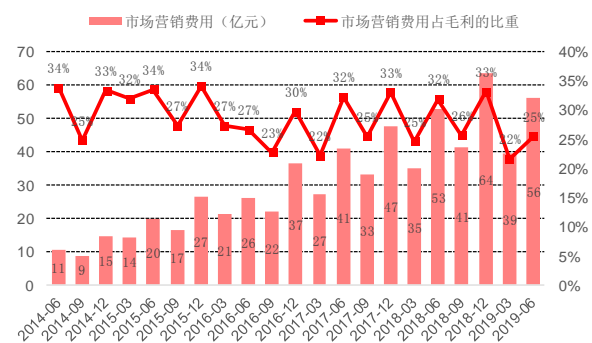
资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

图表21：阿里巴巴销售费用与收入比例



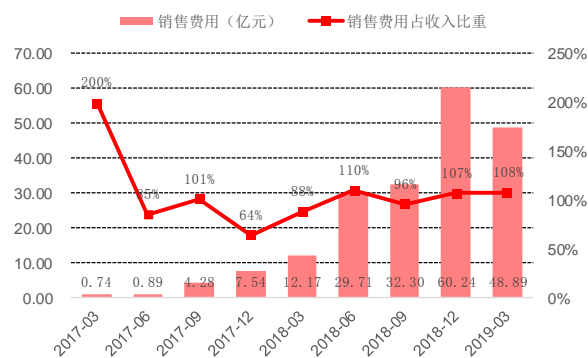
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表22：京东销售费用与毛利比例



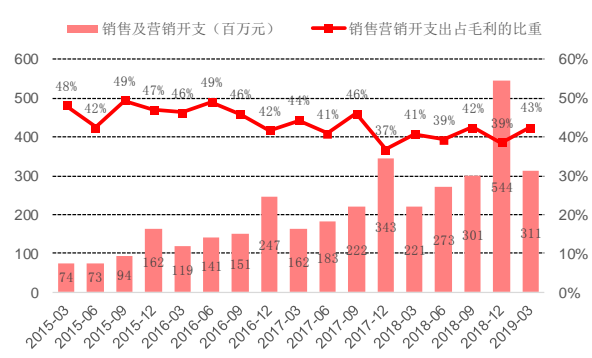
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表23：拼多多销售费用与收入比例



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表24：宝尊销售费用与毛利比例



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

平台型电商通过扩大商业生态来稳住用户和商家。随着移动互联网人口红利的消退，基于 MAU 及活跃买家数高速增长来获取高的 GMV 增速的时代已经过去。销售费用和获客成本逐渐攀升。对于电商平台而言，需要做的无非两件事情：(a) 稳住平台上的用户；(b) 稳住平台上的商家。对于前者，需要提高 APP 用户停留时

长、购买频次等，为了达到这个效果，需要提高广告的投放精度，引入内容生态，比如直播、攻略等提高用户黏性。对于后者，需要提供更丰富完善的服务，包括支付、物流、数字化赋能等。所以平台电商，比如阿里巴巴，构建了涵盖支付、物流、内容等的完善的生态。

图表25： 阿里巴巴通过扩大商业生态稳住用户和商家



资料来源：中信建投证券研究发展部

对标海外，人均 GMV 和货币化率还有上升空间

电商收入=活跃买家数×客单价×平均年下单次数×货币化率。所以电商收入的增长不仅来源于活跃人数的增长，还来自于买家的下单次数、客单价、货币化率等诸多因素。虽然随着活跃买家人数逐渐接近天花板，增速逐渐放缓，但是随着用户使用年份越久，其人均购买次数和人均 GMV 都会高于新用户。京东统计其同一批客户从 2008 年到 2017 年，单个用户的平均购买次数不断增加，从 2008 年的 3.7 次到 2017 年的 30.2 次。阿里巴巴 2018 财年年报中披露，使用 5 年的老用户全年下单 132 次，总额 12000 元，而使用 1 年的新用户全年下单 27 次，总额 3000 元。所以用户的购买力还有很大的成长空间。货币化率方面，和欧美国家相比，国内的阿里、京东、拼多多的货币化率还很低。根据最新披露数据，eBay、阿里、京东、拼多多的货币化率分别为 11.36%、4.32%、6.08%、2.99%，所以在货币化率方面，国内电商还有较大成长空间。

图表26： 电商收入源于诸多因素，在买家数接近天花板时，可以增加人均 GMV 和货币化率

$$\text{电商收入} = \text{活跃买家数} \times \text{客单价} \times \text{平均年下单次数} \times \text{货币化率}$$

(客单价 × 平均年下单次数) 被框选为 人均年GMV

资料来源：中信建投证券研究发展部

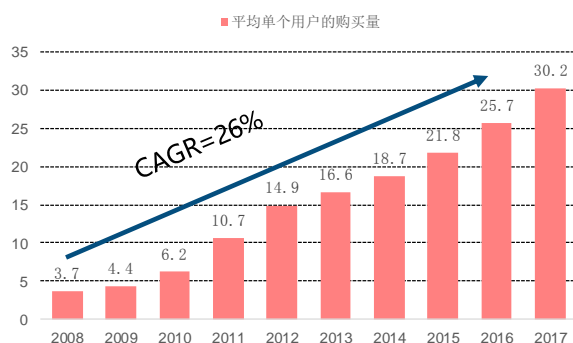
图表27： 货币化途径：主要包括佣金、广告



资料来源：中信建投证券研究发展部

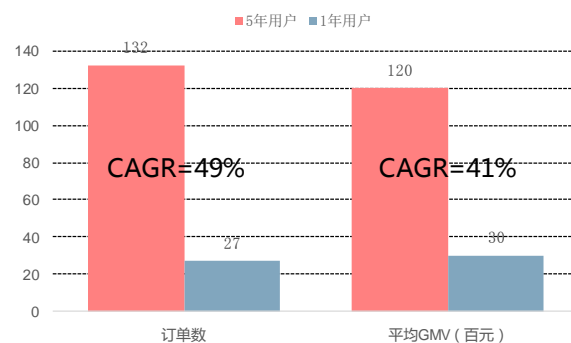
随着用户使用年份越久，他们在线上的购买量越大。以京东为例，其统计的同一批客户从 2008 年到 2017 年，单个用户的平均购买次数不断增加，从 2008 年的 3.7 次到 2017 年的 30.2 次。阿里巴巴 2018 财年年报中披露，使用 5 年的老用户全年下单 132 次，总额 12000 元，而使用 1 年的新用户全年下单 27 次，总额 3000 元。所以用户的购买力还有很大的成长空间。电商平台一方面需要注重用户忠诚度提升，将新用户培养成老用户。另一方面需要提供更多商品和服务，满足消费者更多的需求。

图表28： 2008-2017 年京东同一批客户购买数量



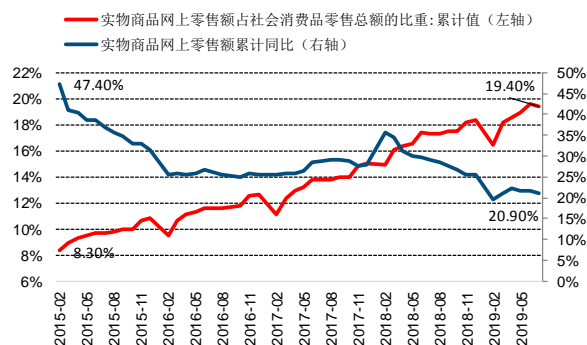
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表29： 阿里 1 年用户和 5 年用户 2018 财年消费对比

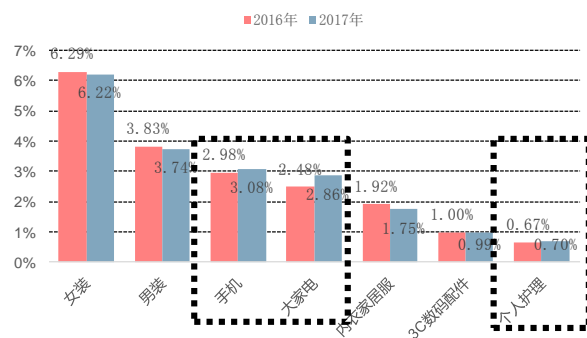


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

实物商品网上零售额占社会消费品零售额比重仅有 19.4%，还有较大空间。实物商品网上零售额占社会消费品零售额的比重从 2015 年 1-2 月的 8.3% 上升到 2019 年 7 月的 19.4%，占比不断提升，而且我们认为未来还有较大提升空间。像手机、大家电、个人护理的增速较高，在天猫销售额中的占比就在上升。

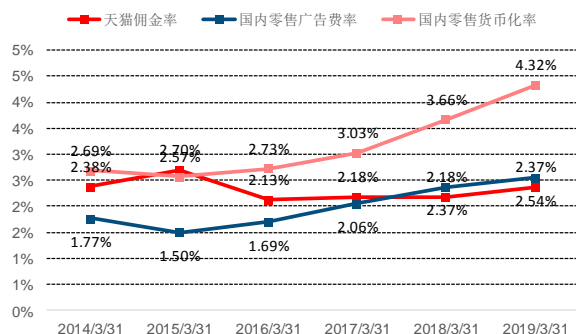
图表30： 实物商品网上零售额占社会消费品零售额比重


资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

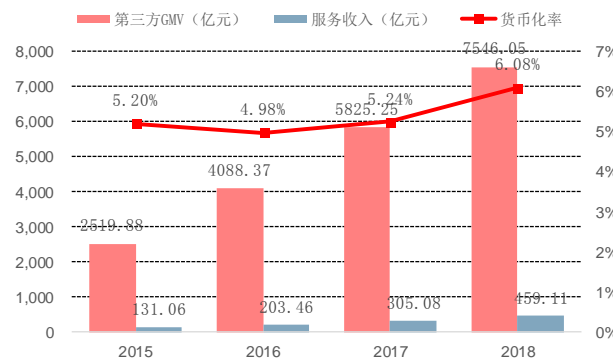
图表31： 天猫销售额中手机、大家电等占比提升


资料来源：云观咨询，中信建投证券研究发展部

货币化率方面，对标美国，国内电商货币化率还较低。阿里巴巴的国内零售货币化率从 FY2014 的 2.69% 上升到 FY2019 年的 4.32%。京东的第三方货币化率逐渐提升，从 2015 年的 5.20% 提升到 2018 的 6.08%。京东第三方货币化率明显高于阿里，一方面源于服务内容不同，京东为第三方平台商家提供物流服务获得收入，而阿里菜鸟网络是面向物流公司的开放平台，不直接为电商平台商家服务；另一方面阿里佣金率（技术服务年费）低于京东。拼多多的货币化率从 2017Q1 的 0.42% 上升到 2019Q1 的 2.99%。但是相比 eBay 近几年 10% 左右的货币化率，国内电商平台的货币化率还有较大上升空间。

图表32： 阿里巴巴佣金率和货币化率


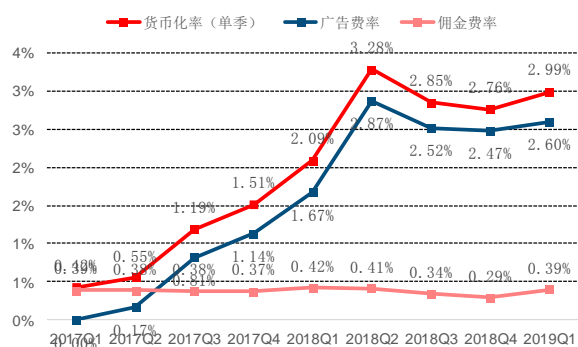
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表33： 京东第三方 GMV 和货币化率走势


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

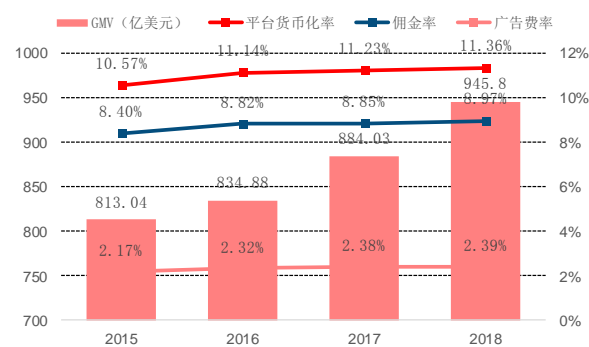
备注：2017 年及以后的第三方 GMV 按总 GMV 的 45% 估算。2017Q3 开始京东不再披露第三方卖家 GMV，并放宽了 GMV 口径，2015 年和 2016 年 GMV 追溯分别增加了 32% 和 43%，所以我们对 2015 和 2016 年第三方 GMV 也同比例追溯增加

图表34： 拼多多货币化率走势



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表35： eBay GMV 和货币化率走势



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

佣金率的差异是中美两国电商货币化率差异的主要原因。在一些电商主要交易品类上，亚马逊、eBay 收取佣金率明显高于国内电商。这一差异或是由历史原因造成，由于美国电商起步比国内早十年，已经形成较强本土化壁垒，得以维持较高佣金率；而国内电商起步晚，且基本与亚马逊、eBay 进入中国市场时间重叠，在发展初期为同跨国电商竞争，倾向于采用低佣金率引流来获取后发优势，比如阿里在创建淘宝之初执行三年免费策略，以与 eBay 争夺市场，后续除收取店铺月租等费用外，仍延续了零佣金制度，而后于 2008 年才创建淘宝商城（天猫前身）逐步收取佣金。

图表36： 国内外主流电商各品类的佣金率

	亚马逊中国站	eBay	Lazada	天猫	京东	苏宁	拼多多
图书	12%	9.15%		2.0%	6.0%	3.0%	0.6%
个护健康	8%	9.15%	4%	2~5%	4~6%	3~6%	0.6%
个人电脑	4.2%	4%	1%	2.0%	3.5~10.0%	1.5~3%	0.6%
母婴用品	10%	9.15%	4%	2~5%	2~8%	2~6%	0.6%
大家电	4.5%	9.15%	4%	2.0%	4~8%	5.0%	0.6%
手机通讯	4%	6.15%	1%	2.0%	4~6%	4.0%	0.6%
办公用品	8%	9.15%		2.0%	1~8%	5.0%	0.6%
服装	10%	9.15%	4%	5.0%	5.0%	6.0%	0.6%
珠宝首饰	15%	9.15%	4%	0.5~5%	3~10%	1~6%	0.6%

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

备注：2018 年 7 月开始，Lazada 对市场卖家实行 0% 佣金，对官方商店、认证商家、品牌的佣金不变。

图表37： 亚马逊、eBay、阿里、京东发展历史


资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

亚马逊不同站点的佣金率不同，站点势力越强佣金率越高。比如亚马逊美国站和英国站不同品类的佣金率大多为 15%，而中国站、印度站的佣金率大多在 4%-10%。我们认为这是亚马逊在美国、英国的竞争优势比较明显，所以把佣金率定的较高。而在中国、印度等地，亚马逊还在跟当地的电商争夺市场份额，所以佣金率定的较低。

图表38： 亚马逊不同站的佣金率，欧美地区高于亚洲地区

	亚马逊美国站	亚马逊英国站	亚马逊中国站	亚马逊印度站	亚马逊土耳其站
图书	15%	15%	12%	13%	10%
个护健康	15%	15%	8%	11%	10%
个人电脑	6%	7%	4.2%	5%	6%
母婴用品	15%	15%	10%	6%	10%
大家电	15%	7%	4.5%	4.5%	10%
手机通讯	8%	15%	4%	5%	6%
办公用品	15%	15%	8%	7%	10%
服装	17%	15%	10%	16%	10%
珠宝首饰	20%	20%	15%	23%	10%

资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

回顾历史，Amazon 在欧美地区多次上调收费。Amazon 在欧美地区多次上调其有优势的品类的佣金，降低其优势较低品类的佣金。比如 2013 年 3 月德国站的轮胎佣金率从 7% 上调至 10%；英国站的电子配件佣金率从 7% 上调至 12%；法国站的 DVD、音乐佣金率从 10% 上调至 15%；英国站的汽车零部件佣金率从 12% 上调至 15%。但是即便在欧美，亚马逊也会下调部分品类的佣金，比如从 2017 年 10 月 15 日中午 12 点（太平洋标准时间）开始，截止 2018 年 10 月 14 日晚上 11 点 59 分，对食杂品类提供推荐费限时折扣。对于售价低于 15 美元的不易腐烂食杂产品，佣金从 15% 降低至 8%，通过此举来增强亚马逊在食品品类上的优势。

图表39： Amazon 在欧美地区多次上调其有优势的品类的佣金

时间	调价过程
2013 年 3 月	德国站的轮胎佣金率从 7%上调至 10%；英国站的电子配件佣金率从 7%上调至 12%；法国站的 DVD、音乐佣金率从 10%上调至 15%；英国站的汽车零部件佣金率从 12%上调至 15%
2017 年 11 月	从 2017 年 10 月 15 日中午 12 点（太平洋标准时间）开始，截止 2018 年 10 月 14 日晚上 11 点 59 分，对食杂品类提供推荐费限时折扣。对于售价低于 15 美元的不易腐烂食杂产品，佣金从 15%下降低至 8%。
2018 年 4 月	亚马逊美国站上调部分时尚品类佣金，同时降低高价珠宝的佣金。鞋子，手袋和太阳镜：总售价不超过 75 美元的商品收 15%，总售价高于 75 美元的 18%，原先都为 15%。服装和配饰：收取总售价的 17%，原先为 15%。珠宝：总售价不超过 250 美元的部分，收取 20%；超过 250 美元的部分，收取 5%，原先为 20%

资料来源：中信建投证券研究发展部

争夺印度市场，Amazon 印度站和 Flipkart（印度本土电商）掀起佣金战争。在印度等新兴市场，亚马逊还在更当地电商争夺市场份额，所以多次下调佣金。比如 2016 年 6 月，Flipkart 出于资金压力，将平台佣金上调了 5-9%；Amazon 趁机将佣金下调了 1-7%，进而争夺更多卖家。2018 年 4 月 Amazon 下调了 30 多个类别的佣金，幅度从 10%到最高 75%不等。比如花园太阳能设备的佣金从 12%下调至 5%，而 LED 灯泡和电池的佣金则从 11%降至 3%。2018 年 8 月沃尔玛以 160 亿美元收购 Flipkart77%的股份，补充资金后的 Flipkart 降低了太阳镜，笔记本电脑包和手机座等低货值产品的佣金，其中笔记本电脑包佣金从原来的 13%降至 4%。

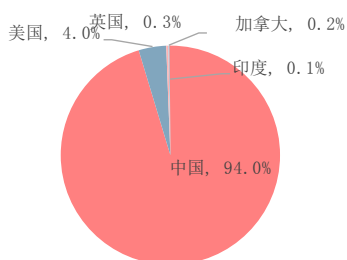
图表40： Amazon 印度站下调佣金与 Flipkart 争夺印度市场

时间	调价过程
2016 年 6 月	Flipkart 出于资金压力，将平台佣金上调了 5-9%；Amazon 趁机将佣金下调了 1-7%，进而争夺更多卖家
2018 年 4 月	Amazon 下调了 30 多个类别的佣金，幅度从 10%到最高 75%不等。比如花园太阳能设备的佣金从 12%下调至 5%，而 LED 灯泡和电池的佣金则从 11%降至 3%
2018 年 7 月	Amazon 降低近 22 个不同品类卖家的销售费用，包括笔记本电脑包和笔记本内胆包、家庭存储工具、眼镜、钱包、背包、内衣、手表、行李和家具等。卖家费用减少主要在佣金和配送费
2018 年 8 月	沃尔玛以 160 亿美元收购 Flipkart77%的股份
2018 年 8 月	Flipkart 降低了太阳镜，笔记本电脑包和手机座等低货值产品的佣金，其中笔记本电脑包佣金从原来的 13%降至 4%

资料来源：中信建投证券研究发展部

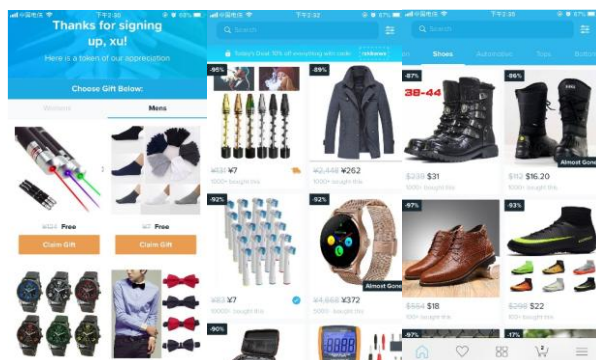
对标 Wish，中国卖家也会支付较高费用。Wish 是美国主打地价产品的新兴电商。根据 Marketplace Pulse 的统计数据，Wish 平台上超过 90%的卖家来自中国。Wish 佣金为 15%，与亚马逊美国站一样。所以中国卖家也会支付比较高的费用。我们认为随着未来国内电商的进一步成熟，卖家的付费意愿逐渐养成，国内电商平台的货币化率还将继续上升。

图表41: Wish 平台上超过 90%的卖家来自中国



资料来源: Marketplace Pulse, 中信建投证券研究发展部

图表42: Wish 主打低价产品



资料来源: Wish App, 中信建投证券研究发展部

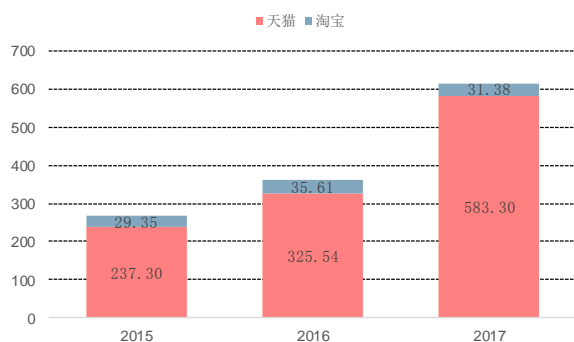
图表43: Wish 佣金为 15%, 与亚马逊美国站一样

项目	收费
平台佣金	开设店铺不收费, 销售商品佣金 15%
收款提现费率	从 Wish 收款是免费的, 提现起始手续费为 1%或更低
运费	取决于商家自己选的物流承运商
平台罚款	若产品信息不准确、销售伪造侵权产品, 帐户可能面临罚款。每个仿品可能会被罚款 1 美金。

资料来源: 公司官网, 中信建投证券研究发展部

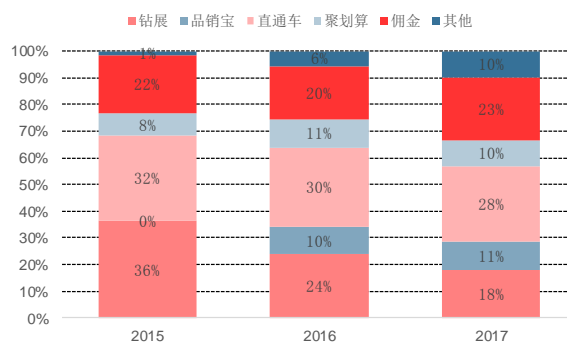
以御家汇为例看阿里巴巴的货币化率。御家汇成立于 2012 年, 主要通过互联网销售护肤品。根据招股书披露, 2017 年天猫上的销售额为 5.83 亿, 占御家汇营业收入的 35.57%。御家汇在天猫淘宝上的开支主要为钻展、品销宝、直通车、聚划算、佣金等。其中佣金占成本的比重为 20-23%, 其他主要都是钻展、品销宝、直通车等市场营销费用。2017 年御家汇在天猫淘宝上的佣金率为 4.99%, 广告费率为 13.45%, 整体的货币化率为 17.56%。所以对于较大的卖家, 他们会有更多的资金来进行广告营销。跟御家汇在线下的渠道相比, 线上的费用率还是相对较低的。比如 2017 年御家汇通过屈臣氏代销的销售额为 1926 万元, 屈臣氏推广服务费为 669 万元, 推广费费率为 35%, 高于在天猫淘宝上的货币化率。

图表44: 御家汇在天猫淘宝平台销售额 (百万元)



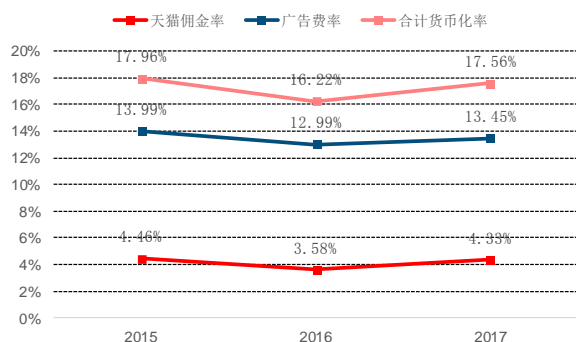
资料来源: 招股说明书, 中信建投证券研究发展部

图表45: 御家汇在天猫淘宝上的开支构成



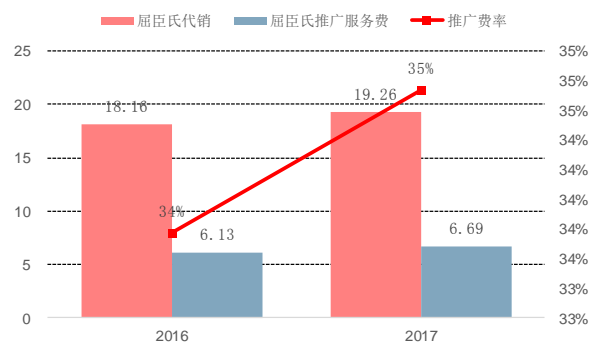
资料来源: 招股说明书, 中信建投证券研究发展部

图表46： 御家汇在天猫淘宝上的佣金率和广告费率



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

图表47： 御家汇线下屈臣氏代销费率（百万元）



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

多业务协同+技术创新，提升获客效率

阿里推出 88VIP，推动流量在阿里生态内流转。2018 年 8 月 8 日阿里巴巴推出了 88VIP 会员计划，淘气值 1000 以上的超级会员可以 88 元办理 88VIP，普通会员需要 888 元。88VIP 享有 9 大权益，包括精选品牌 9.5 折、天猫超市 9.5 折、天猫国际直营 9.5 折、数码家电专享购物券、专享爆款、优酷 VIP 会员、饿了么超级会员、淘票票全国卡、虾米超级 VIP 等。2019 年 8 月 8 日，又增加了飞猪、万豪国际集团、爱康国宾的生态会员，95 折的品牌个数从 88 个增加到了 388 个。我们认为 88VIP 让高端用户在生态内流转。88VIP 导流作用明显，根据阿里巴巴 2018 年投资者大会披露，每 100 位 88VIP 会员让优酷新增 38 位用户，饿了么新增 32 位用户，淘票票新增 27 位用户。

图表48： 88VIP 享有 9 大权益

- | | |
|----------------|--------------|
| 1、精选品牌 9.5 折 | 2、天猫超市 9.5 折 |
| 3、天猫国际直营 9.5 折 | 4、数码家电专享购物券 |
| 5、专享爆款 | 6、优酷 VIP 会员 |
| 7、饿了么超级会员 | 8、淘票票全国卡 |
| 9、虾米超级 VIP | |

资料来源：中信建投证券研究发展部

图表49： 88VIP 让高端用户在生态内流转



资料来源：阿里巴巴，中信建投证券研究发展部

大数据和人工智能技术帮助商家提升客户运营的效率。以访客运营为例，通过 AI 分群引擎，可以对访客进行细分，实现精准营销。比如某个美妆店铺的访客分群个性化店铺首页上，针对水乳类和面膜类偏好人群出现了不同的个性化首页。当客户进入店铺的一瞬间，AI 分群引擎就会对客户所属人群进行实时预测，得到最佳的页面商品推荐。AI 分群引擎会将诸多因素考虑在内。比如针对不同行业，同一个特征会有不同的权重，例如地域属性，对美妆来说，因为北方干燥，南方潮湿，那不同地域的用户对保湿产品就有不同偏好。但对零食来说，地域属性的影响就小。此外分群引擎还会分析用户的不同时期的消费偏好，推荐合适的商品。最后还要结合店铺的实际情况，以美妆为例，从用户在平台层面上的行为来看，大部分用户可能会偏好美白、保湿功效的产品，而具体到某个品牌，其主营的产品品类和平台总体的品类成交分布很可能有较大偏差，比如一些品牌可能是主

打彩妆，另外的一些品牌则主打紧致类的产品。

图表50：针对水乳类偏好人群的个性化首页



资料来源：阿里技术，中信建投证券研究发展部

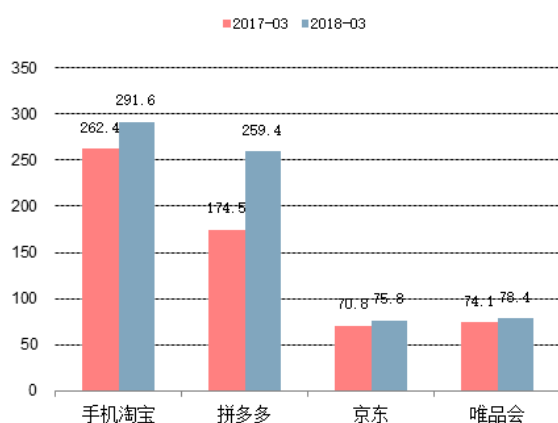
图表51：针对面膜类偏好人群的个性化首页



资料来源：阿里技术，中信建投证券研究发展部

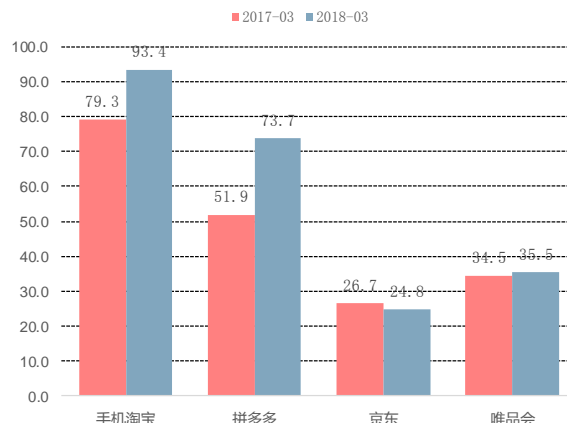
淘宝直播重构“人货场”，内容生态提升用户黏性。电商平台引入直播（“电商→直播”）的出发点是将原本外部的种草功能接入到电商平台内，形成一个完整的交易闭环，增加用户在电商平台上的内容消费时长，进一步提升 GMV。2018 年淘宝直播数据显示，2018 年淘宝直播月增速达 350%，日均直播场次超 6 万，日活跃用户 800-1000 万，带动超千亿 GMV。目前淘宝主播月均开播人数高达 3 万左右，注册主播超过 10 万。商家自播的成交金额占店铺的总成交金额 70%，进店转化率超 65%，共有 81 名淘宝主播年引导销售额超过亿元，月收入达百万级的主播数量上百。有多个淘宝直播间购物额达到千万级，人均剁手 2400 元。根据 QuestMobile 的数据，淘宝直播、达人、视频等内容的构建增加了手机淘宝的用户使用粘性，月人均使用次数从 2017 年 3 月的 79 次上升到 2018 年 3 月的 93 次，使用时长从 262 分钟上升到 292 分钟。手机淘宝直播也流量占比从 2017 年 9 月的 4.3% 上升到了 2018 年 9 月的 9.1%。

图表52：电商典型 App 月人均使用时长（分钟）



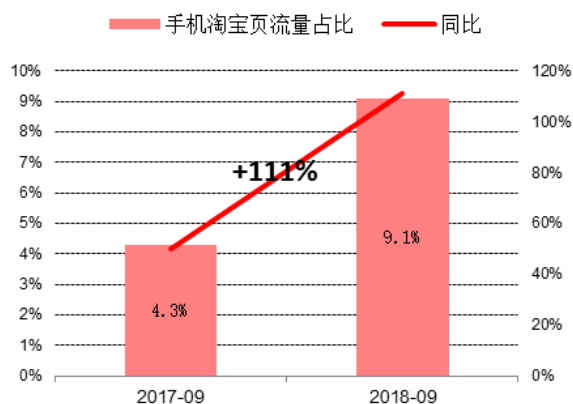
资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

图表53：电商典型 App 月人均使用次数



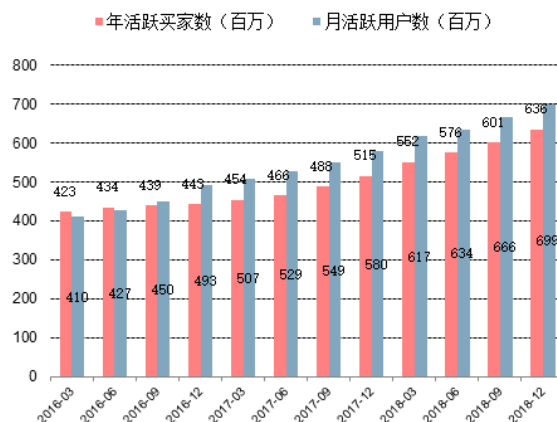
资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

图表54：手机淘宝直播页流量占比



资料来源：QuestMobile，中信建投证券研究发展部

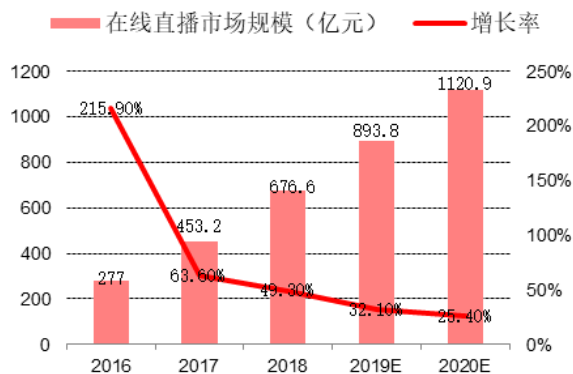
图表55：淘宝年活跃买家数和月活跃用户数



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

淘宝直播较高的渗透率及转化率，得益于平台成功嵌入“人货场”这一逻辑，这使淘宝直播就像是“云逛街”。人即主播、货是商品，场是直播间。首先，淘宝直播具有多元化和专业化。淘宝直播覆盖达人、彩妆师、大厨、教师、农民、海外留学生等不同类型的主播阵营，拥有最多元的主播群体。直播模式将卖家推至商品前，由原本的“货对人”变为“人对人”，从过去货架式的逻辑演变成促销导购的逻辑，向消费端又迈进了重要一步，买卖交易多了份人际交流与信任的保障，消费者在购物时获得了更多的服务以及体验提升。以烟台海阳的樱桃为例，作为山东省12个“村播计划”试点县之一，在山东村播启动大会上2个小时内就销售了4000斤大樱桃，销售额过10万，相当于店铺过去10天的销量。

图表56：2016-2020 中国在线直播市场规模及预测



资料来源：艾瑞数据，中信建投证券研究发展部

图表57：直播达人提升消费体验感

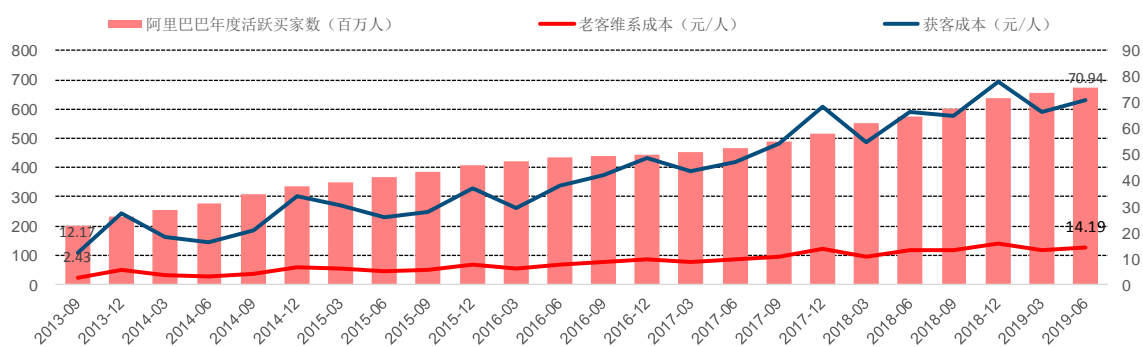


资料来源：中信建投证券研究发展部

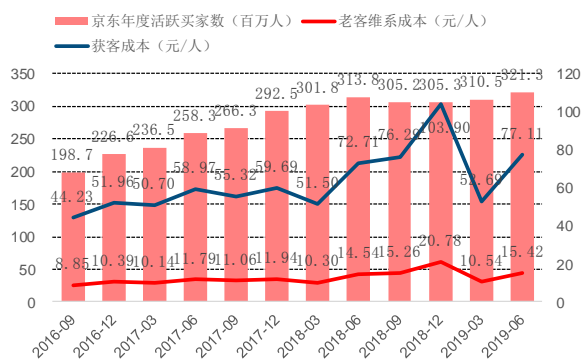
淘宝直播作为新零售模式中的一环，在互联网、物联网、人工智能等技术变革的支持下，加速融合线上线下资源。电商产业将会更多地通过淘宝直播这类的内容化平台，从两方面整合行业：一是电商发挥技术优势，带动线下零售企业优化供应链实现转型升级，通过淘宝直播和线下直播基地打造个性化产品线上线下联动，精准化营销；二是线下发挥专业市场优势，融合业态创新发展，依托电商线上平台诸如科技元素扩大优势。通过淘宝直播创造人人可参与的新就业模式，让工厂、农村、市场中的优质线下资源，加速进入电商体系，撬动更广阔的专业市场。

我们通过计算用户在平台累计贡献的价值跟平台维护这个用户的投入成本倍数来分析平台是否处于良性状

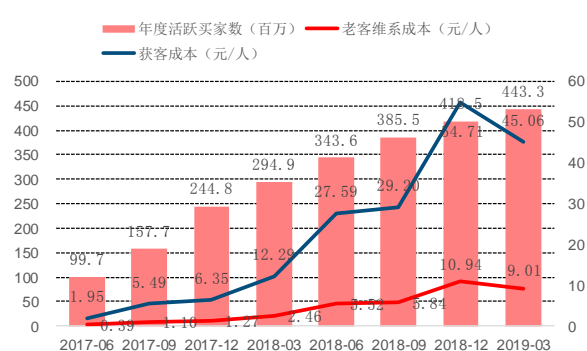
态。根据行业经验，互联网平台获得一个新用户的成本，是维护一个老用户的 5—10 倍。我们假设新用户的获客成本是老用户维系成本的 5 倍。经过测算，阿里巴巴的平均获客成本从 2013 年 9 月的 12.17 元/人上升到 2019 年 6 月的 70.94 元/人。京东的平均获客成本从 2016 年 9 月的 44.23 元/人上升到 2019 年 3 月的 77.11 元/人。拼多多的获客成本从 2017 年 6 月的 1.95 元/人上升到 2019 年 3 月的 45.06 元/人。客户生命周期价值与获客成本比较方面，阿里巴巴、京东和拼多多的 6 年用户价值贡献现值合计/6 年用户成本现值合计分别为 9.48 倍、5.20 倍、4.51 倍。

图表58： 阿里巴巴平均获客成本


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表59： 京东平均获客成本


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表60： 拼多多平均获客成本


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表61： 阿里巴巴国内零售客户生命周期价值与获客成本比较

买家年份	1	2	3	4	5	6
人均 GMV (元)	3000	5250	7500	9750	12000	14250
货币化率	3.66%	4.10%	4.51%	4.96%	5.46%	6.00%
贡献收入	109.8	215.25	338.25	483.6975	654.852	855.400425
毛利率	65%	65%	65%	65%	65%	65%
毛利润贡献	71.37	139.91	219.86	314.40	425.65	556.01
折现率	8%	8%	8%	8%	8%	8%

现值（元）	66.08	119.95	174.53	231.10	289.69	350.38
6 年用户价值贡献现值合计（元）	1231.74					
获客成本 or 维系成本（元）	78	15.6	15.6	15.6	15.6	15.6
成本现值（元）	72.22	13.37	12.38	11.47	10.62	9.83
6 年用户成本现值合计（元）	129.89					
用户价值/成本	9.48					

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表62： 京东客户生命周期价值与获客成本比较

买家年份	1	2	3	4	5	6
人均 GMV（元）	1800	3150	4500	5850	7200	8550
货币化率（毛利/GMV）	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
毛利润贡献	72.00	126.00	180.00	234.00	288.00	342.00
折现率	8%	8%	8%	8%	8%	8%
现值（元）	66.67	108.02	142.89	172.00	196.01	215.52
6 年用户价值贡献现值合计（元）	901.10					
获客成本 or 维系成本（元）	104	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8
成本现值（元）	96.30	17.83	16.51	15.29	14.16	13.11
6 年用户成本现值合计（元）	173.19					
用户价值/成本	5.20					

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表63： 拼多多客户生命周期价值与获客成本比较

买家年份	1	2	3	4	5	6
人均 GMV（元）	577	1517	2427	3641	5097	6626
货币化率	2.80%	3.08%	3.39%	3.73%	4.10%	4.51%
贡献收入	16.16	46.73	82.24	135.69	208.96	298.82
毛利率	75%	75%	75%	75%	75%	75%
毛利润贡献	12.12	35.04	61.68	101.77	156.72	224.11
折现率	8%	8%	8%	8%	8%	8%
现值（元）	11.22	30.04	48.96	74.80	106.66	141.23
6 年用户价值贡献现值合计（元）	412.92					
获客成本 or 维系成本（元）	55	11	11	11	11	11
成本现值（元）	50.93	9.43	8.73	8.09	7.49	6.93
6 年用户成本现值合计（元）	91.59					
用户价值/成本	4.51					

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

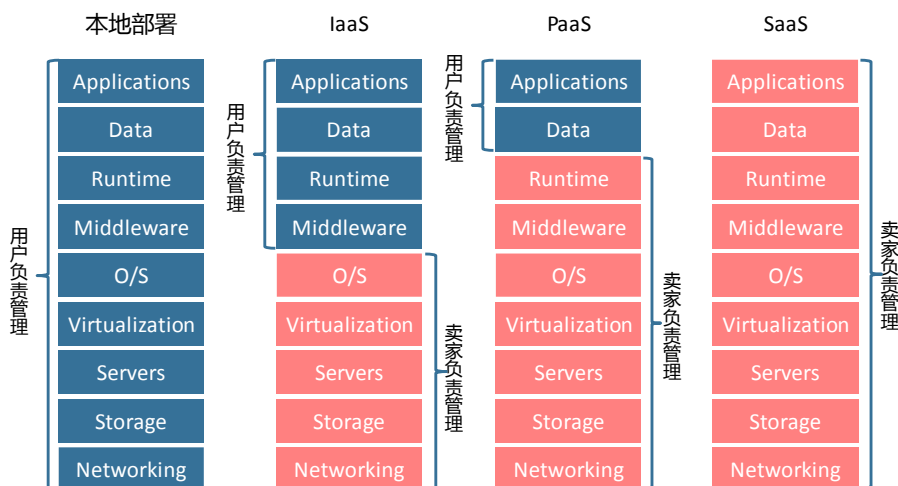
阿里云支撑起阿里巴巴的商业生态

云计算让算力成为一种新的公共资源

云计算让算力跟电力一样成为一种公共资源。云计算是一种基于互联网的计算方式，通过这种方式，共享的软硬件资源和信息可以按需提供给计算机各种终端和其他设备。那为什么要做云计算呢？在没有云计算的时候，想成立一家互联网公司，首先要采购大量的服务器等设备。等到平台所需算力不足的时候，又需要再次扩容服务器，重新部署。用户需要为短暂尖峰的需求而购买大量资源，但是平时大部分资源被闲置。这就好比跟电力一样，在 19 世纪末、20 世纪初的时候，美国还没有公共电网，这时候要建一个纺织厂，需要先自己建一个发电厂。很多时候发电厂的建造成本比普通的工厂的建造成本都贵，而且万一工厂要扩张，首先要扩建发电厂，万一工厂倒闭，发电厂也被废弃。这导致建厂的门槛较高，资源的利用率较低。之后人们将电厂联合起来，组成标准化的电网，工厂只需要接入电网，就能获得所需的电力，门槛大大降低，而且扩容也比较灵活。云计算也是类似，用户不需要因为短暂尖峰的需求就购买大量的资源，仅需提升租借量，需求降低时便退租。比如 Instagram、Dropbox 等公司刚开始都直接采用亚马逊云服务（AWS），降低了创业的门槛。云计算具有超大规模、虚拟化、高可靠性、通用性、高可扩展性等特点。

云计算可以分为三种服务模式：软件即服务（SaaS）、平台即服务（PaaS）、基础设施即服务（IaaS）。SaaS 服务模式，消费者使用应用程序，但不掌握操作系统、硬件或者网络基础架构。PaaS 服务模式下消费者使用主机操作应用程序，但并不掌控操作系统、硬件或运作的网络基础架构。。IaaS 服务模式下消费者掌控操作系统、存储空间、已部署的应用程序及网络组件（如防火墙、负载均衡器等），但并不掌控云基础架构。

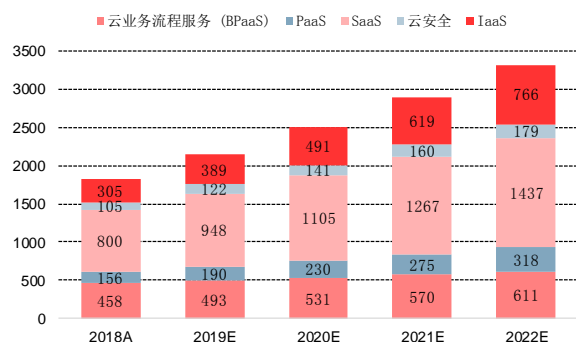
图表64： 云计算的三种服务模式：SaaS、PaaS、IaaS



资料来源：中信建投证券研究发展部

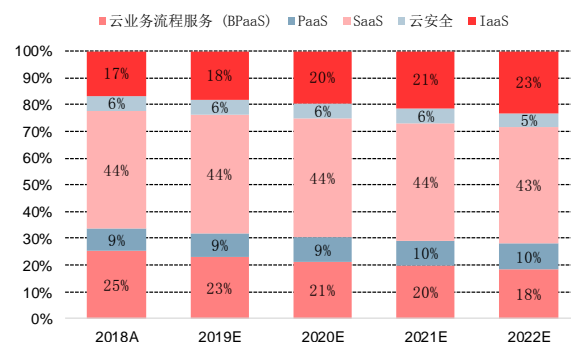
全球云计算规模将超过 3000 亿美元，其中 SaaS 占比超过 40%。根据 Gartner 的数据，2018 年全球公有云市场规模达到 1824 亿美元，其中 PaaS、SaaS、IaaS 分别为 156 亿、800 亿、305 亿美元。预计到 2022 年全球公有云市场规模将达到 3312 亿美元，其中 PaaS、SaaS、IaaS 占比分别为 10%、43%和 23%。从全球来看，SaaS 的市场规模占比要高于 PaaS 和 IaaS，这一点与中国不同。美国的云计算市场发展较早，相对更加成熟，SaaS 产品比较多样。中国的云计算市场还处在快速发展阶段，巨头主要在投入 IaaS，建立较高的壁垒，所以国内的 IaaS 份额较高。根据 IDC 的数据，2019Q1 国内 IaaS 占公有云市场份额的比重为 65.92%。

图表65： 全球云计算市场规模（亿美元）



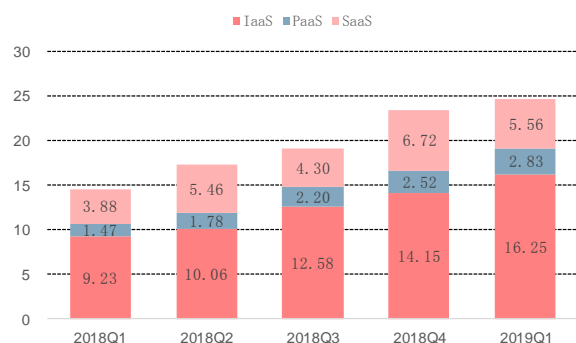
资料来源：Gartner，中信建投证券研究发展部

图表66： 全球云计算市场构成



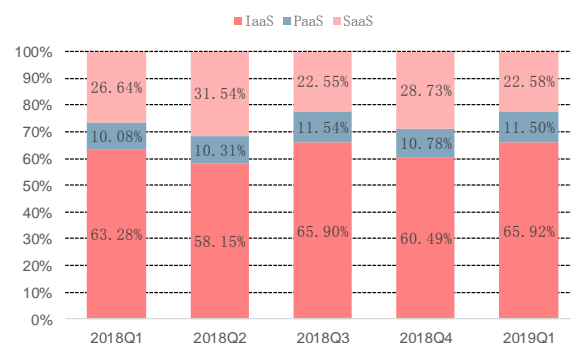
资料来源：Gartner，中信建投证券研究发展部

图表67： 中国云计算市场规模（亿美元）



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

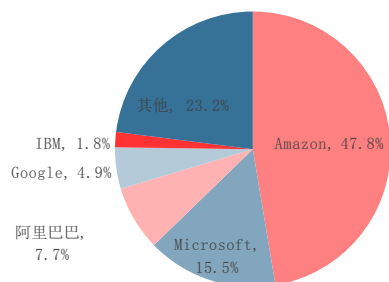
图表68： 中国云计算市场构成



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

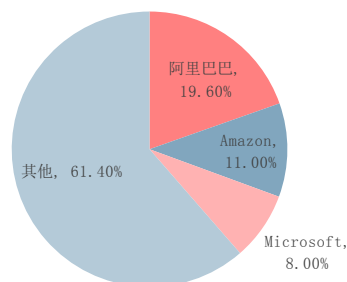
全球 IaaS 市场一超多强，Amazon 市占率达到 47.6%。根据 Gartner 的数据，全球 IaaS 市场形成一超多强态势，2018 年 Amazon 的市占率达到 47.6%。Microsoft、阿里巴巴、Google、IBM 分别为 15.5%、7.7%、4.9% 和 1.8%。阿里巴巴的全球市占率快速上升，从 2017 年的 5.3% 上升到 2018 年的 7.7%。从亚太区来看，2018 年阿里巴巴的市占率为 19.60%，高于 Amazon 的 11.00% 和 Microsoft 的 8.00%。

图表69： 2018 年全球 IaaS 市场份额



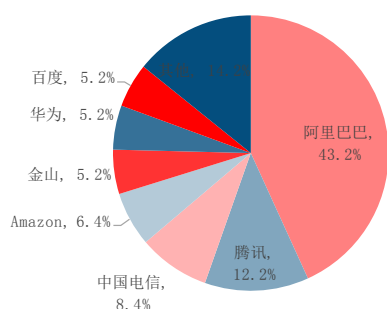
资料来源：Gartner，中信建投证券研究发展部

图表70： 2018 年亚太区 IaaS 市场份额

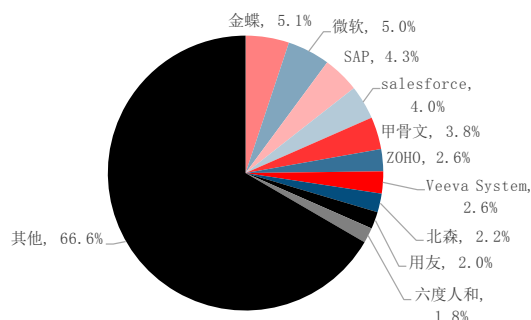


资料来源：Gartner，中信建投证券研究发展部

国内 IaaS 市场一超多强，但是 SaaS 行业比较分散。2019Q1 阿里、腾讯、中国电信、AWS 占据了 70.2% 的市场份额，其中阿里巴巴的市占率达到 43.2%。2019Q1 华为和百度的 IaaS 业务的增长较快，都达到 5.2%。注意 IDC 在 2018 年下半年的统计中没有单独披露华为和百度的 IaaS 市场份额。SaaS 市场竞争格局比较分散，前十大厂商的市场份额仅为 34%。而且这些厂商大多专注在不同的细分领域。总的来说，美国的云计算产业格局是厚中台、富生态，PaaS 和 SaaS 都相对发达，而中国的云计算产业还处在薄中台，窄生态阶段，SaaS 发展还处于初期阶段。对比美国的发展里程，我们认为随着国内云计算产业的逐渐成熟，未来 SaaS 产业的市场空间较大。

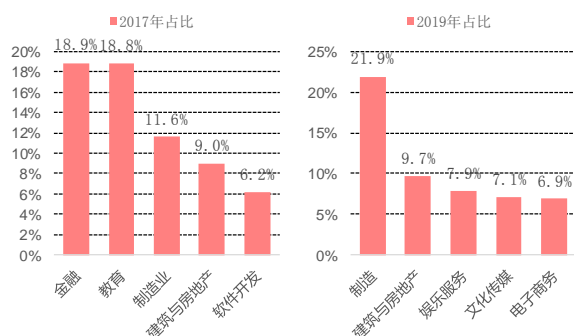
图表71： 2019Q1 中国 IaaS 市场份额


资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

图表72： 2018H1 中国 SaaS 市场份额


资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

从行业来看，国内 SaaS 应用的热点行业不断更替，头部行业和尾部行业的差距逐渐拉大。国内 SaaS 应用的热点行业主要有制造、金融、娱乐服务等。根据 T 数据的统计，过去三年热点行业的变动比较大。其中制造业的占比从 2017 年的 11.6% 上升到 2019 年的 21.9%。从应用类别上看，热门的 SaaS 应用主要有协同 OA、云存储、HR 等。

图表73： 国内 SaaS 应用热门行业


资料来源：T 数据，中信建投证券研究发展部

图表74： 国内 SaaS 应用排行榜

	2017 年	2018 年	2019 年
1	HR	协同 OA	协同 OA
2	协同 OA	CRM/SCRM	云客服
3	云存储	云存储	DSP
4	CRM/SCRM	微信营销	HR
5	云代账	HR	云存储
6	云客服	云客服	BI（商业智能）
7	知识管理	MICE	DMP

资料来源：T 数据，中信建投证券研究发展部

从产品图谱来看，SaaS 可以分为业务垂直和行业垂直两大类。业务垂直指提供的比较垂直的功能，比如 SCM、ERP、HRM、OA 协同等，这些业务垂直的 SaaS 可以应用到多个行业。行业垂直型 SaaS 则深耕某一行业，提供比较齐全的功能。比如零售电商领域的微盟、有赞，能为客户提供 CRM、财务等多种功能。

图表75：中国企业级 SaaS 产品图谱：业务垂直

中国企业级SaaS产业图谱：业务垂直



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表76：中国企业级 SaaS 产品图谱：行业垂直

中国企业级SaaS产业图谱：行业垂直

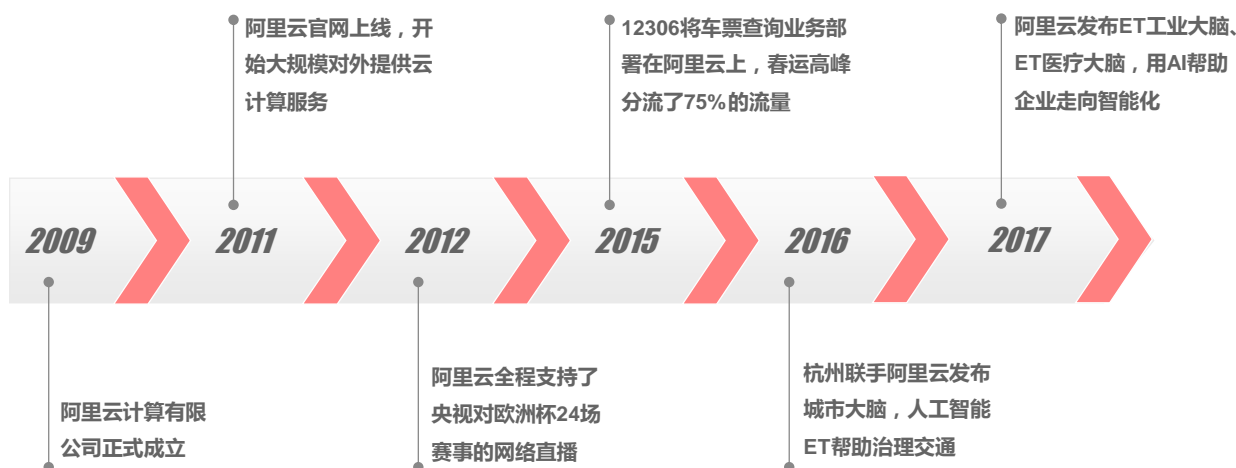


资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

阿里云助力阿里拓展 To B 业务

阿里云成立于 2009 年，至今已经服务了 200 多个国家和地区的超过 230 万个客户。阿里云的诞生的一个重要原因是随着阿里巴巴业务的快速增长，传统的数据库无法支持业务的扩展。2011 年 7 月阿里云上线，开始对外提供云计算服务。2013 年 9 月余额宝全部核心系统迁移至阿里云，天弘基金成为中国最大规模货币基金。2015 年 1 月，12306 将车票查询业务部署在阿里云上，为春运高峰分流了 75% 的流量。阿里云的技术完善，也支撑了阿里巴巴的进一步发展，2015 年 11 月阿里云支撑了“双 11”912 亿元的交易额，每秒交易创建峰值达 14 万笔。

图表77：阿里云发展历程

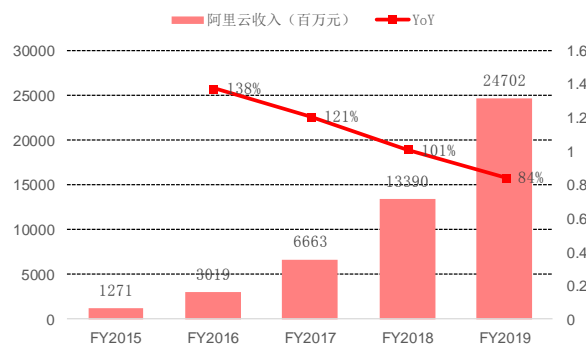


资料来源：中信建投证券研究发展部

阿里云产品持续降价释放技术红利，但是阿里云营业收入快速增长，亏损不断收窄。我们梳理了 2014 年至今阿里云产品已经多次下调了产品价格。比如 2014 年 11 月云服务器和数据库产品降价，最高降幅 20%。2015 年年内连续 6 次降价，云服务器最高降幅 25%。2017 年核心产品降价，云数据库最高降幅 35%，ECS 最高降幅 31%。但是即使产品多次降价，阿里云的营业收入却快速增长，从 FY2015 的 12.71 亿元增长到 FY2019 的 247.02

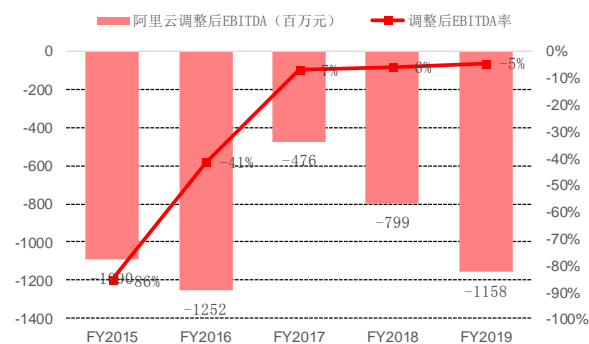
亿元，增长了近 20 倍。另一方面阿里云的亏损在不断收窄，调整后 EBITDA 利润率从 FY2015 的-86%增加到 FY2019 的-5%。我们认为随着阿里云规模的不断扩大，规模成本下降，所以亏损能够不断收窄。而阿里云产品降价能吸引更多的用户上云，提高阿里云的渗透率。

图表78： 阿里云营业收入



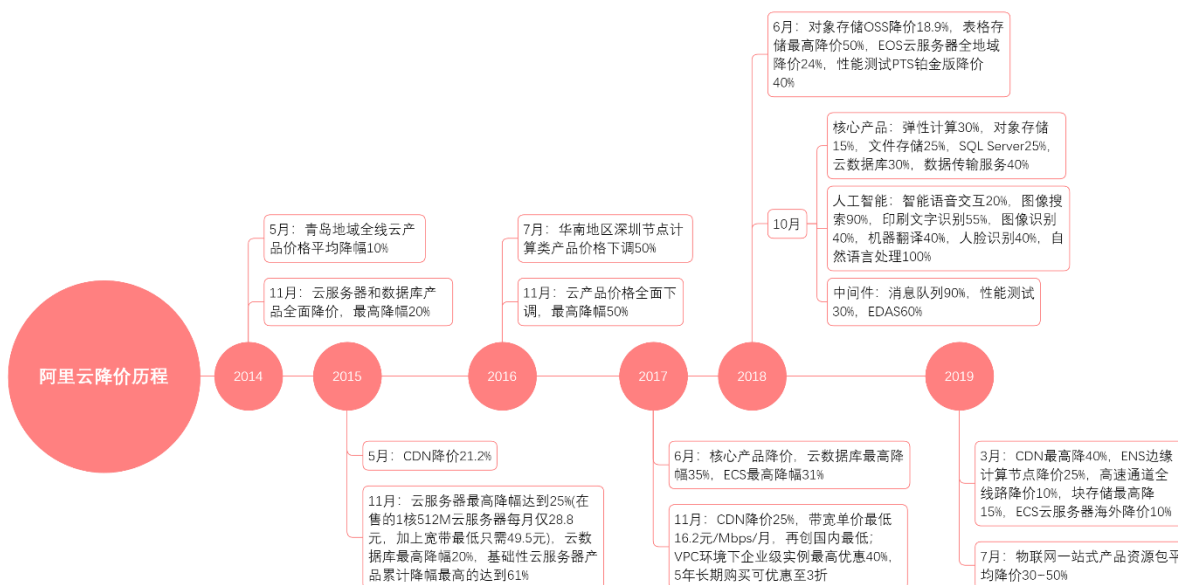
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表79： 阿里云调整后 EBITDA



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

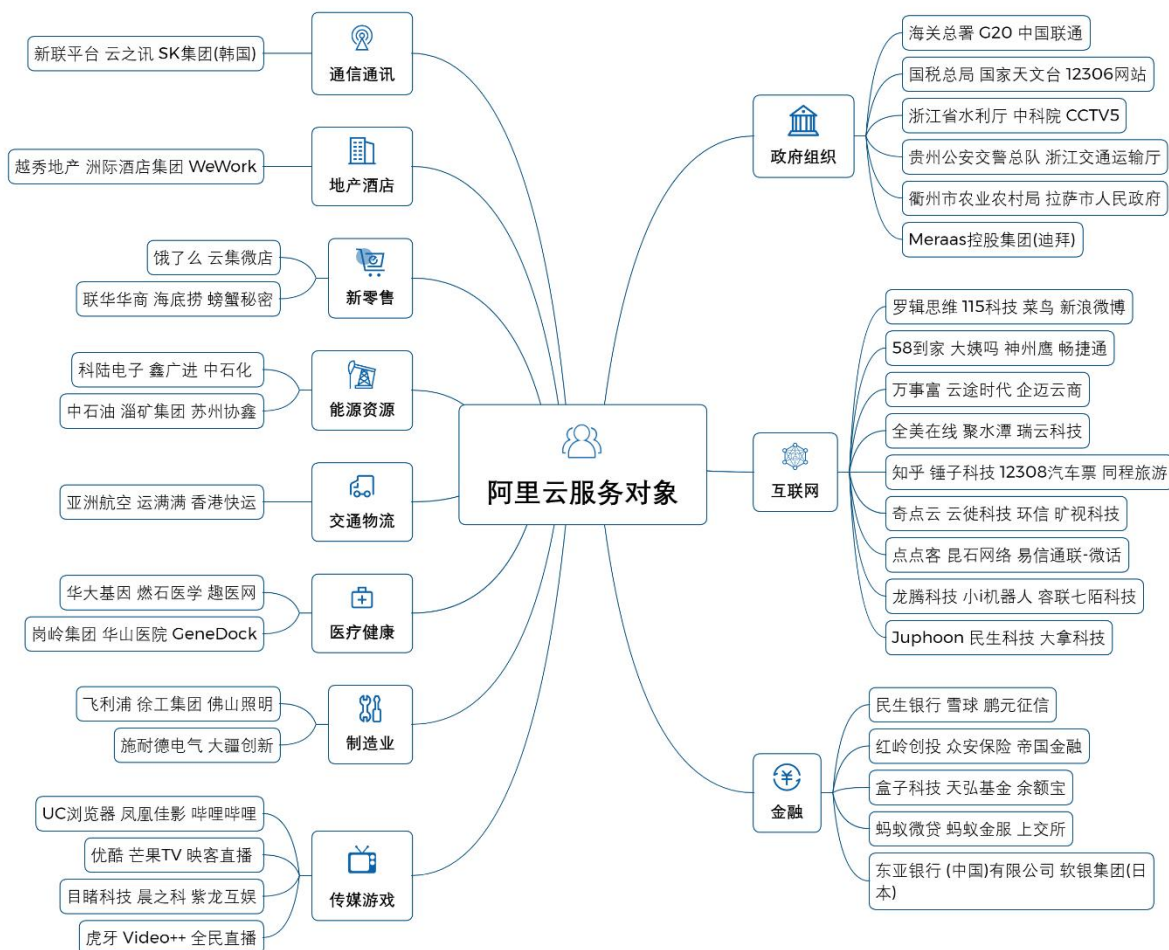
图表80： 阿里云产品降价梳理



资料来源：阿里云官网，云栖社区，中信建投证券研究发展部

阿里云客户涵盖政府、金融、零售、互联网等多个领域，在传统行业的大企业上也不断取得突破。阿里云早期用户大部分是小型创业公司、阿里系互联网公司，随着云计算快速发展，云正从互联网行业向制造、政府、金融、交通、医疗健康、教育等传统行业渗透。比如 2015 年 1 月，12306 将车票查询业务部署在阿里云上，为春运高峰分流了 75% 的流量。2017 年 9 月出于部署新业务更加快速灵活、减少 IT 运维成本的考虑，飞利浦中国关闭在苏州的数据中心，将中国区业务整体迁移至阿里云上。与 2016 年相比，飞利浦中国在 IT 运维方面成本缩减了 54%。

图表81： 阿里云的部分客户梳理

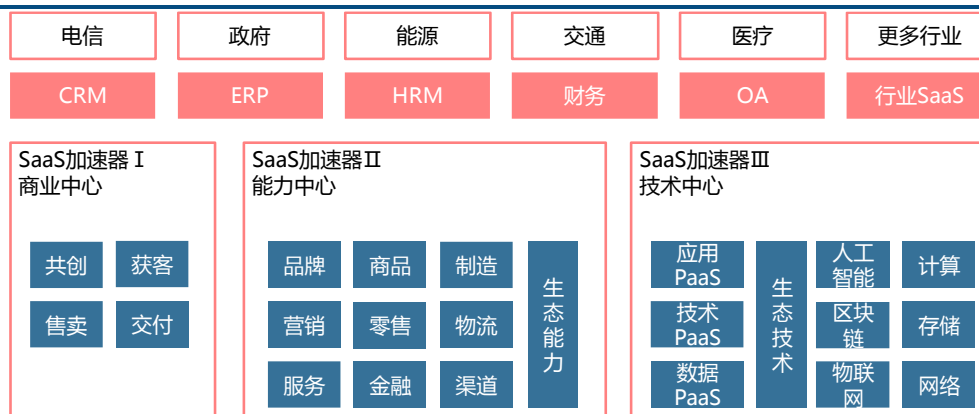


资料来源：阿里云官网，云栖社区，中信建投证券研究发展部

阿里云提出“被集成”生态战略，不断扩大合作伙伴。2019年3月21日，阿里云北京峰会上公布了“被集成”生态战略。到7月26日的阿里云上海峰会，阿里云已经发布了100多款联合解决方案，覆盖新零售、数字政府、新金融等20多个行业大类、1000多种应用场景，支持的8000多家合作伙伴服务的客户超过30万。西门子、SAP、金蝶、用友、明源等国内外知名软件开发商与阿里云的合作不断加深。全球SaaS龙头，Salesforce也宣布集成阿里云向企业客户提供服务和支持。

为了更好的被集成，阿里云还推出了SaaS加速器的平台战略，为合作伙伴提供全链路的解决方案，提升开发效率。阿里云的SaaS加速器包含三个部分：商业中心、能力中心、技术中心。其中商业中心为合作伙伴提供商业化助力，包括获客、售卖、交付等。能力中心开放阿里巴巴的业务能力，包括物流、零售、营销、制造等。技术中心开放阿里巴巴的技术红利，提供SaaS应用快速开发和上云能力。

图表82： 阿里云推出 SaaS 加速器的平台战略



资料来源：阿里云官网，中信建投证券研究发展部

阿里云计算助力，解决峰值时候的大业务负荷。因为刚开始阿里有很多业务形态，产生了很多集群，不同集群之间的运维体系差异较大、各个板块无法互用、资源整体弹性能力不足，因此“双 11”无法借用别的集群的资源。2013 年以前，阿里采购了大量服务器以支撑双 11 流量高峰。但是高峰过去后，长时间低效运行产生很大的资源浪费。从阿里业务 6 个月峰值数据表可以看到“双 11”和“双 12”出现了显著的交易峰值，而平时的日常交易峰值都较低。所以阿里通过云化架构提高整体技术效率和全局资源的弹性复用能力。例如将不做双 11 的集群把资源贡献出来给双 11 的交易使用。

图表83： 阿里业务六个月峰值数据表，“双 11”“双 12”出现明显峰值，红线为服务器的日常处理能力



资料来源：阿里技术，中信建投证券研究发展部

物流上云，实现弹性运转。电商的业务存在峰值，对应下游的快递公司也同样存在峰值。双 11 期间的快递单量是日常的 3-8 倍，这要求快递公司的系统能够弹性扩容。此外在大量订单涌入的情况下，快递公司还需要将包裹的各个状态的流转信息及时回传，保障消费者可以在第一时间得知包裹的最新状态。物流云可以实现弹性部署，当业务流量增长时，使用台云服务器可以在几分钟内完成扩容，轻松应对，搭配负载均衡，实现水平扩容。另外物流云还可以将发货方、收货方、快递员的请求被负载均衡分发到应用服务器集群进行处理，负载均衡（SLB）能消除单点故障，保证服务的高可用。另外物流云还可以提供地址解析服务、装箱服务、车辆路径规划服务等一系列的服务，帮助物流公司更高效、准确、稳定地提供服务。

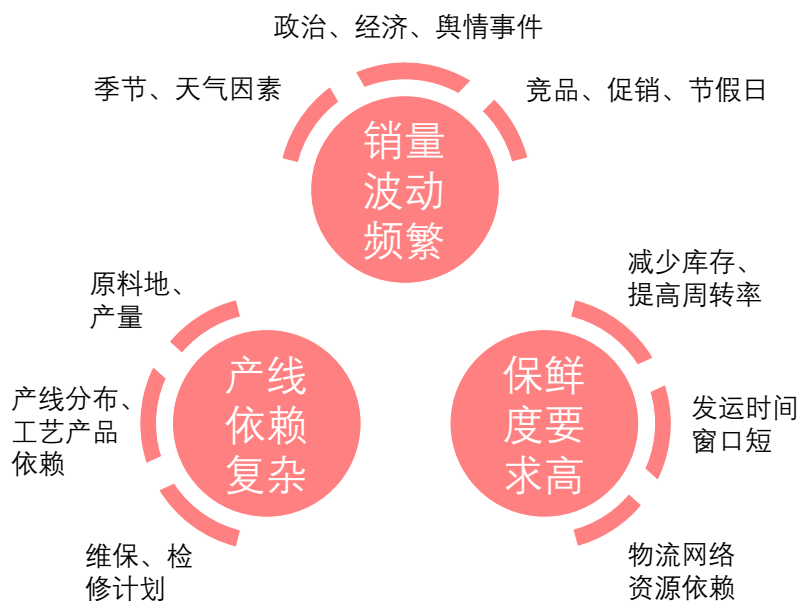
图表84： 阿里巴巴物流云架构



资料来源：菜鸟网络，中信建投证券研究发展部

云计算帮助厂商数字化升级，实现更精准高效的生产销售。以蒙牛为例，阿里云的技术团队和蒙牛那边计划调度的、负责销量、负责奶源调配的团队一起，建立了更完善的预测模型，将天气、产地、舆情等诸多因素考虑在模型中，帮助蒙牛实现了数据打通和集成。根据蒙牛的数据新的模型使得牛奶排产的年预测准确率达到97.8%，月度提升了5%，效率提升了30%；人工规划的效率提升度是70%，原来几个小时的计算，现在几分钟就算出来了，原奶的调拨成本也下降了9%。

图表85： 阿里云帮助蒙牛更精准的生产销售牛奶



资料来源：阿里云，中信建投证券研究发展部

盈利预测与估值

盈利预测

核心假设：

- 1、 预计 FY2020/FY2021/FY2022 的总 GMV 分别为 68700/79400/89410 亿元；
- 2、 预计 FY2020/FY2021/FY2022 的年度活跃买家数分别为 7.31/8.01/8.57 亿；
- 3、 预计 FY2020/FY2021/FY2022 的佣金率为 2.62%/2.70%/2.87%；佣金率分别为 2.35%/2.50%/2.60%。

图表86： 阿里巴巴收入拆分

单位：百万元	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
核心商务	133,880	214,020	323,400	433,869	543,291	648,158
中国商业零售	114,109	176,559	247,615	327,941	411,014	489,261
核心中国商业零售（客户管理+佣金）	111,597	160,810	207,531	257,315	310,751	371,868
客户管理-天猫&淘宝	77,531	114,285	145,684	180,108	214,376	256,604
佣金-天猫	34,066	46,525	61,847	77,207	96,375	115,265
银泰	-	5,945	8,599	9,823	10,754	11,616
盒马和其他	2,512	9,804	31,485	60,803	89,508	105,776
中国商务批发	5,679	7,164	9,988	13,051	16,254	19,843
国际商业零售	7,336	14,216	19,558	24,586	30,724	37,347
国际商务批发	6,001	6,625	8,167	9,628	11,005	12,265
物流服务		6,759	14,885	22,342	27,928	34,211
本地服务（饿了么+口碑）			18,058	27,804	36,146	43,375
其他	755	2,697	5,129	8,517	10,221	11,856
云计算	6,663	13,390	24,702	40,994	63,970	93,840
数字媒体和娱乐	14,733	19,564	24,077	25,868	31,709	38,162
创新举措和其他	2,997	3,292	4,665	6,015	7,060	8,163
总收入	158,273	250,266	376,844	506,746	646,030	788,322

资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

图表87： 阿里巴巴分部估值

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
分部估值（美元）	211					
核心业务（除阿里云）DCF 估值	166					
阿里云	45					

DCF 估值（除阿里云）

自由现金流	132,937	153,333	166,245	197,826	245,885	291,777
终值						4,334,971
现值	119,763	124,449	121,557	130,314	145,921	2,473,648
现值合计	3,115,652					
净现金	-144,155					
净值（元）	2,971,497					
净值（美元）	430,652					
每股净值（美元）	166					

估值（阿里云）

阿里云收入	33,783
EV / 收入	6.5x
对应 EV	219,589
净债务	0
对应市值	219,589
对应已发行股份	2,592
每股价格对应 FY2025	85
每股价格对应 FY2020	45

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

风险提示

- 1、电商平台公司的合规风险需要持续跟踪关注。FY2019 财报中披露了阿里巴巴本季度支付了 2.5 亿美元和解美国投资人的集体诉讼。在这起诉讼中，阿里巴巴被控在 2014 年上市前隐瞒中国国家市场监督管理总局(原中国国家工商总局, SAIC)对其打假能力的警告。
- 2、电子商务法自 2019 年 1 月 1 日起施行，电商税的征收对平台卖家的利润也会产生较大影响。

图表88： 阿里巴巴财务报表预测（单位：百万元，元）

资产负债表	2020E	2021E	2022E	利润表	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	291109	406021	505676	营业收入	506746	646030	788322
短期投资	3262	3262	3262	营业成本	-278710	-358546	-441461
受限制的现金和托管应收账款	8518	8518	8518	研发费用	-45607	-58143	-70949
应收贷款	0	0	0	销售费用	-53512	-68221	-83247
投资证券	9927	9927	9927	一般管理费用	-32938	-41992	-51241
预付款，应收账款和其他资产	81079	103365	126132	无形资产摊销	-14130	-14090	-14939
流动资产总额	393895	531093	653515	商誉减值损失	0	0	0
投资证券	157090	157090	157090	运营利润	81848	105038	126486
预付款，应收账款和其他资产	35472	45222	55183	利息收入及投资损益	30932	37513	36901
投资于股权投资对象	84454	84454	84454	利息支出	-4409	-5121	-5638
财产和设备，净额	123323	162226	207760	其他净收入	0	0	0
土地使用权	0	0	0	除税前且未扣除权益投资收益	108372	137429	157749
无形资产	71846	83412	99490	所得税	-18423	-23363	-26817
商誉	264935	264935	264935	应占股权投资损益	-900	-900	-1020
总资产	1131015	1328432	1522426	净利润	89049	113166	129912
				归属于非控制性权益的净（收入）损失	7601	9690	11825
负债，夹层权益和股东权益				归属阿里巴巴净利润	96650	122857	141737
短期借款	11148	14342	17658	可转换优先股权利的增加	0	0	0
担保借款	4812	5774	6929	可转换优先股所产生的股息	0	0	0
应付所得税	25337	32301	39416	归属于普通股股东的净利润	96650	122857	141737
托管款项应付款	2725	3270	3924				
应计费用，应付账款和其他负债	153291	179273	198657	现金流量表	2020E	2021E	2022E
商家存款	15202	19381	23650	经营活动现金流	154,289	178,730	198,105
递延收入和客户预付款	40540	51682	55183	投资活动现金流	-96,282	-122,746	-149,781
流动负债总额	253055	306024	345417	融资活动现金流	43,126	58,929	51,332
递延收入	1976	2520	3074				
递延所得税负债	30405	38762	47299	主要财务指标	2020E	2021E	2022E
非流动银行借款	47381	60953	75048	销售毛利率	45.0%	44.5%	44.0%
无抵押优先票据	83613	89637	88292	销售净利率	17.6%	17.5%	16.5%
其他负债	10135	12921	15766	ROE			
负债总额	426565	510815	574898	EBITDA	178,739	222,537	269,838
所有者权益	697632	810798	940710	PE	33	26	22
负债，夹层权益和所有者权益总额	1131015	1328432	1522426	PS	6	5	4

资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

分析师介绍

陈萌：本科毕业于武汉大学，硕士毕业于复旦大学，2013 年加入中信建投证券研究发展部，现任研究发展部海外前瞻组首席分析师，中小市值首席分析师，从事 A 股研究 6 年，海外市场研究 1 年，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015 年“新财富”中小市值研究第三名、2016 年“新财富”中小市值研究入围奖。

报告贡献人

黄旭 huangxu@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
 郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
 郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
 张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
 高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
 张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
 任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
 黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
 杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
 杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
 杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
 李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
 黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
 王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
 诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
 黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
 戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
 沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
 翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
 李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
 范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
 李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
 薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
 王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
 XU SHUFENG 0755-23953843
 xushufeng@csc.com.cn
 程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
 曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
 廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
 陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859