



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011年5月10日

互联网

研究部

金宇

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080511030013

jinyu@cicc.com.cn

泡沫下的投资逻辑：首选平台

电子商务行业深度研究

电子商务驱动互联网产业第三轮腾飞。驱动电子商务发展的因素既包括互联网普及率提升、移动互联网兴起、网民年龄结构扁平化、基础设施改善、政策扶持等持续性因素，短期同时受益于资金大规模涌入和新兴商业模式的兴起。网络购物是电子商务的主体，我们预计网络购物市场交易规模在 2013 年有望达到 1.5 万亿，占社会消费品零售总额的 6.5%，未来 3 年复合增长率达 40%。

中美网络购物行业而不同。投资者对寻找中国亚马逊和 Groupon 情有独钟，我们并不否认这一投资逻辑，但我们的研究表明，虽然中美网络购物行业都拥有良好的发展前景，但不同的经济发展水平（城市化、工业化和信息化）和产业环境（产业集中度）等决定了中国网络购物业具有以下独特特征：1）增长速度更高，社会消费品零售总额占比提升更快。2）互联网企业是网络购物的主导力量，美国则是互联网企业和传统企业各占半壁江山。3）未来 3 年，有望形成数个年收入超过 100 亿元的大型综合网络购物平台，团购企业也将呈现多元化的竞争格局，这和美国一家独大的格局明显不同。

网购企业核心竞争力持续演进，唯用户为王不变。中国网络购物行业从 C2C 模式向 B2C 模式转型，并向团购扩张是大势所趋。我们预计 C2C 增长速度在未来 3 年将逐步下降到 30% 的水平，B2C 行业未来 3 年的复合增长率则超过 60%，团购行业更有机会实现持续的翻倍增长。为适应这一发展趋势，我们认为，网购平台需要将核心竞争力从产品和价格向品牌和服务升级，并全方位融入和提升平台的社区和互动性，淘宝的持续转型正是为了适应这一趋势。纷繁的商业模式演进中，围绕“用户为王”进行持之以恒的创新是网购企业发展、乃至生存的不变逻辑。

泡沫下的投资逻辑：远离还是留守。研究显示，在一级和二级资本市场，中国互联网行业都呈现结构性的估值泡沫化趋势。保守的投资者可以暂时选择性远离，但在三大驱动因素出现明显的拐点之前，更多的投资者将选择留在游戏中，博弈泡沫化繁荣。三大因素包括：1）宏观层面，全球流动性泛滥和羸弱的传统经济恢复前景，中国互联网行业以其高成长性吸引资金追逐；2）中观层面，互联网行业向社区（人人网）、电子商务（当当）、视频（优酷）和移动互联网转型和延伸的趋势明显，成为估值泡沫化的多发区域。3）微观层面，部分企业（新浪、奇虎 360）依托破坏性创新，正打破传统互联网巨头对行业（入口、流量和用户）的控制，成为资本追逐的标的。

互联网平台型企业，淘金热的卖水者。推荐百度（推荐，目标价 USD160 美元）、腾讯（推荐，目标价 255 港元）和新浪（推荐，目标价 104 美元）。平台型企业的投资价值主要包括：1）作为流量、用户和信息的聚合者，是电子商务在线营销的主要受益者。典型电商企业在线营销支出占其收入规模的 10-15%。2）依托平台优势，可以通过自营、合资、并购等方式直接介入网购运营，构建协同优势。3）为网购企业提供支付、物流、营销等第三方业务。4）大型平台企业享有规模优势，成本支出具有边际递减效应，泡沫化时赚到的是真金白银，在泡沫破灭时经营风险较小。可以关注的平台型企业还包括阿里系（淘宝和支付宝）、奇虎 360 和人人网。

网购企业，横看成岭侧成峰，关注核心竞争力。在资金推动下，网购企业都以成为综合性平台为目标，手段是大规模投资，持续融资，快速做大用户数量，产品/服务种类和收入规模。我们认为，虽然最终的决策因素都是用户体验，但不同类似网购企业商业模式差别很大，在泡沫退潮之后，只有在核心竞争要素上拥有优势的企业才能避免裸泳的尴尬。我们将网络购物企业分成三类：一是分销型，代表企业是京东，当当、一号店、红孩子。核心竞争力体现在平台的效率 and 可拓展性，包括线上低成本获得用户、精准的用户分析、高效率的产品扩张和交叉销售以及线下物流服务的效率和质量。二是品牌型。代表企业如麦包包、麦考林等。核心竞争力更多体现在如何建设品牌内涵，提升供应链效率。三是团购型，代表企业如拉手、美团和糯米网。核心竞争力在于如何在需求侧沉淀用户，提升用户粘性，供应侧持续提升产品/服务的创新能力，构建差异性。首次关注当当（中性，目标价 20.8 美元）和麦考林（中性，目标价 6.5 美元），他们在各自领域拥有一定的竞争/先发优势，但尚不足以和对手拉开差距。

投资风险：平台型企业赢家通吃特征明显；电子商务行业整体处于投资期，相关企业短期盈利能力较差。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：中金重点研究互联网/媒体股票池（2011-05-09）

公司	币种	股价	市值	评级	Non-GAAP PE			PB			EV/EBITDA		
		2011-5-9	(百万)		10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
互联网													
腾讯	HKD	211.4	388,357	推荐	39.3	29.0	23.4	15.4	10.4	7.4	30.9	23.5	19.1
阿里巴巴	HKD	13.8	69,558	审慎推荐	33.6	25.3	19.6	4.8	3.7	3.0	28.3	19.6	15.2
百度	USD	141.3	49,229	推荐	90.0	54.3	35.3	38.8	22.5	13.7	68.3	42.0	27.4
携程	USD	48.0	6,543	审慎推荐	37.7	31.0	24.1	8.1	6.5	5.2	34.1	28.3	22.8
新浪	USD	125.2	7,734	推荐	73.0	89.7	48.2	6.7	6.3	5.6	67.6	81.3	41.7
当当	USD	22.8	1,784	中性	286.6	317.5	100.3	8.3	7.9	7.2	473.5	384.1	89.3
麦考林	USD	5.4	307	中性	39.8	-37.2	101.3	2.3	2.5	2.5	26.2	-27.4	82.1
传媒-H股													
博纳影业	USD	5.1	296	推荐	27.6	15.4	12.3	1.9	1.7	1.5	13.8	11.9	9.0
凤凰卫视	HKD	4.0	19,808	中性	44.6	29.0	23.4	8.6	7.1	5.7	29.9	17.4	13.6
白马媒体	HKD	4.7	2,465	中性	15.8	13.7	11.7	0.9	0.8	0.7	5.6	7.1	6.2
传媒-A股													
有线网络-运营商													
歌华有线	CNY	11.7	12,449	审慎推荐	36.0	51.6	37.0	2.4	2.3	2.2	15.8	16.4	14.2
天威视讯	CNY	25.0	6,672	审慎推荐	77.8	44.6	40.6	5.1	4.7	4.3	18.1	20.2	18.7
广电网络	CNY	11.7	6,603	中性	68.5	64.3	60.7	5.2	4.9	4.6	20.7	19.9	17.8
电广传媒	CNY	24.4	9,916	中性	23.7	20.5	19.6	3.4	3.0	2.6	24.3	16.2	14.4
图书出版&发行													
时代出版	CNY	15.6	6,576	推荐	26.6	23.8	20.9	2.4	2.2	2.0	20.7	19.6	17.9
出版传媒	CNY	9.6	5,311	中性	40.9	38.8	36.9	3.4	3.1	2.9	47.5	35.7	33.4
皖新传媒	CNY	15.6	14,160	中性	47.0	40.0	33.1	4.3	3.9	3.5	29.8	25.5	20.4
报纸													
博瑞传播	CNY	15.0	9,359	推荐	29.0	23.6	21.4	5.7	4.7	3.9	19.5	14.6	12.7
新华传媒	CNY	8.2	8,568	中性	42.8	35.9	33.4	3.8	3.4	3.1	30.0	27.5	24.7
华闻传媒	CNY	5.7	7,726	中性	41.8	37.7	35.3	3.2	3.0	2.9	16.6	12.4	10.8
广告代理/公关/促销													
中视传媒	CNY	13.9	4,610	中性	57.8	39.3	32.9	4.7	4.3	3.9	29.4	20.6	16.2
北巴传媒	CNY	9.1	3,657	推荐	25.7	21.5	17.5	3.1	2.7	2.4	10.5	9.4	7.8
省广股份	CNY	38.2	3,143	中性	46.4	33.2	27.6	3.1	2.9	2.7	25.8	19.6	15.3
动漫&影视													
奥飞动漫	CNY	31.7	8,115	中性	62.0	49.4	38.0	6.1	5.7	5.3	45.4	35.5	26.2
华谊兄弟	CNY	14.6	8,806	中性	59.0	43.3	29.2	5.7	5.2	4.5	20.9	17.2	11.1
互联网&新媒体													
拓维信息	CNY	31.8	4,628	审慎推荐	40.5	32.9	22.9	6.6	5.6	4.6	31.8	25.5	19.1
北纬通信	CNY	20.3	2,304	中性	34.9	29.2	19.0	3.8	3.5	3.0	47.2	n.a.	n.a.
焦点科技	CNY	54.6	6,413	中性	42.6	32.9	24.9	4.1	3.8	3.4	33.9	23.4	17.0
东方财富	CNY	38.5	5,390	推荐	80.8	60.4	43.9	3.3	3.2	3.0	68.0	79.8	48.2
乐视网	CNY	61.0	6,100	中性	87.0	55.7	39.1	6.5	5.9	5.2	43.1	25.8	18.2
综合													
中信国安	CNY	11.4	17,859	中性	68.6	59.5	53.0	3.1	3.0	2.9	54.2	50.3	46.8
东方明珠	CNY	8.0	25,586	中性	48.8	46.2	46.5	3.2	3.1	3.0	34.1	30.8	30.5

资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

目录

投资要点：结构性估值泡沫，投资首先平台	7
中国互联网：结构性估值泡沫，终场哨音未响	7
平台型互联网企业：淘金热卖水者，生态体系主导者	10
B2C/团购企业：横看成岭侧成峰，关注核心竞争力	15
中国电子商务进入黄金发展期，和美国和而不同	18
中国电子商务步入黄金时代	18
电子商务潜力超过网络广告和网络游戏	19
中美和而不同，中国电子商务更加精彩	22
C2C：在成长中转型	26
市场格局已定	26
成长中转型大势所趋	27
开放平台是王道	28
B2C：群雄逐鹿	30
方兴未艾	30
综合类群雄逐鹿，垂直类精耕细作	31
三足鼎立，难现赢家通吃	34
垂直类 B2C 分析：服装服饰类、民生类和母婴类	37
团购：千团大战	40
千团大战，同质化严重	40
六大阵营各领风骚	42
Groupon 案例分析	43
百度 (BIDU.US)：推荐	45
腾讯 (700.HK)：推荐	48
新浪 (SINA.US)：推荐	51
阿里巴巴 (1688.HK)：审慎推荐	54
携程 (CTRP.US)：审慎推荐	57
当当 (DANG.US)：中性	60
麦考林 (MECOX.US)：中性	63
淘宝：从平台到生态系	66
支付宝：无支付，不商务	70
京东商城：中国最大的综合 B2C 商城	73
1 号店：生活购物新概念	76
红孩子：专业还是综合？	78
顺丰速运：直营平台+高效运营==》中国 UPS	81
传统企业电子商务案例研究	83
李宁：品牌效应+线上渠道	83
我买网：全产业链优势明显	84
苏宁易购：线上和线下协同作战	85
亚马逊：B2C 鼻祖	87
eBay：转型下的烦恼	92
UPS：信息为先，效率为王	95

图表

图表 1: 中金重点研究互联网/媒体股票池 (2011-05-09)	2
图表 2: 中国互联网企业估值水平对比, 结构性估值泡沫化特征明显。	8
图表 3: 2008 - 2011 年电子商务行业相关所有融资一览表	9
图表 4: 中国大型互联网公司的主营业务和电子商务相关业务概览	11
图表 5: 搜索引擎是电商最常用的网络营销方式	11
图表 6: 电商网络营销成本快速增长	12
图表 7: 社区营销、口碑营销和微博营销渐受电商青睐	12
图表 8: 第三方支付被网购用户青睐, 支付宝独占鳌头	13
图表 9: 各大网购商家支付方式使用概览	13
图表 10: 国内电子商务行业物流行业三分天下的现状	14
图表 11: 自建物流与使用第三方物流对比	14
图表 12: 中国电子商务市场经营性 B2C 网站概览	16
图表 13: 主要 B2C 网商的自建物流一览表	17
图表 14: 东部沿海地区是电商搭建物流的聚合之地	17
图表 15: 中国电子商务的增长势头将显著高于美国	18
图表 16: 中国互联网普及率的上升将进一步带动中国电子商务渗透率的提升	19
图表 17: 中国的网络广告和网络游戏行业增速均高于美国	19
图表 18: 中国互联网用户年龄结构呈现扁平化, 二三线城市互联网应用加快发展	20
图表 19: 中国网民需求从娱乐性往商务性转型趋势明显 (蓝色为互联网商务类应用)	20
图表 20: 中国电子商务十年的发展历程	21
图表 21: 中国电子商务产业政策概览	22
图表 22: 中国正在走“工业化、城市化、信息化”统筹并进的发展模式	23
图表 23: 美国传统零售行业集中度高, 中国的中小零售商是市场的主要贡献者	24
图表 24: 中国电子商务行业纯互联网企业占绝对优势	24
图表 25: 美国电子商务市场前 20 名的企业中仅有 3 家是纯互联网企业	25
图表 26: 中国电子商务 C2C 市场交易规模下降趋势明显, 市场格局为淘宝一家独大	26
图表 27: C2C 电子商务产业链	26
图表 28: 中国网民对 B2C 购物平台的满意程度普遍高于 C2C	27
图表 29: 用户对网购网站各项因素满意度评价, 中国网民对 B2C 购物平台的满意程度普遍高于 C2C	27
图表 30: 主要 C2C 网站收入来源	28
图表 31: 淘宝开放平台将为合作商家带来非常可观的商业价值	29
图表 32: 我国 B2C 电子商务市场规模及竞争格局	30
图表 33: B2C 电子商务两大模式对比	31
图表 34: B2C 电子商务产业链	31
图表 35: 我国前 15 家电商流量中以 B2C 网站占主要份额	32
图表 36: 我国现有的综合类与垂直类 B2C 商家概览	33
图表 37: 我国前 15 家电商流量中以 B2C 网站占主要份额	34
图表 38: 淘宝年度交易额和注册用户数呈爆发式增长	35
图表 39: 淘宝生态圈将成为电子商务行业的整合者	35
图表 40: 淘宝 B2C 类平台可持续性的盈利模式将加速淘宝转型	36
图表 41: 传统零售商涉水线上优势集中	37
图表 42: 仅关注海外市场的跨国 B2C 将是未来 B2C 发展的一大亮点	37
图表 43: 服装网络销售前景广阔, 以女装领涨	38
图表 44: 母婴类 B2C 可扩展性平台值得关注	38
图表 45: 我国 70% 以上的网购人口处于 18 - 30 岁之间	39
图表 46: 生活类电子商务是未来发展亮点	39
图表 47: 网络团购的产业链	40
图表 48: 中国团购网站数量持续增长	41
图表 49: 有强大销售平台支撑的淘宝稳居首位, 生活服务类产品仍然是团购的主要商品	41
图表 50: 团购网站六大类型	42
图表 51: 团购行业相关的融资情况概览	43
图表 52: Groupne 网站交易流程	44
图表 53: Groupon 团购行业划分	44

图表 54: 百度主要财务数据和股票信息	45
图表 55: 百度分季度财务预测	46
图表 56: 百度盈利预测主要假设	47
图表 57: 腾讯主要财务数据和股票信息	48
图表 58: 腾讯分季度财务预测	49
图表 59: 腾讯盈利预测主要假设	50
图表 60: 新浪主要财务数据和股票信息	51
图表 61: 新浪分季度财务预测	52
图表 62: 新浪盈利预测主要假设	53
图表 63: 阿里巴巴主要财务数据和股票信息	54
图表 64: 阿里巴巴分季度财务预测	55
图表 65: 阿里巴巴盈利预测主要假设	56
图表 66: 携程主要财务数据和股票信息	57
图表 67: 携程分季度财务预测	58
图表 68: 携程盈利预测主要假设	59
图表 69: 当当主要财务数据和股票信息	60
图表 70: 当当分季度财务预测	61
图表 71: 当当盈利预测主要假设	62
图表 72: 麦考林主要财务数据和股票信息	63
图表 73: 麦考林分季度财务预测	64
图表 74: 麦考林盈利预测主要假设	65
图表 75: 淘宝年度交易额和注册用户数	66
图表 76: 大淘宝生态圈一览表	66
图表 77: 淘宝商城和无名良品的收费标准	67
图表 78: 大淘宝生态圈一览表	68
图表 79: 大淘宝生态圈一览表	68
图表 80: 淘宝大物流计划流程图	69
图表 81: 支付宝占据中国第三方支付市场半壁江山，用户数量仍在快速增长	70
图表 82: 支付宝支付流程	71
图表 83: 支付宝是网购用户最常用的支付工具，安全性是多数用户选择支付宝的原因	71
图表 84: 支付宝对网络交易的影响力	72
图表 85: 支付宝业务范围以及未来将布局领域	72
图表 86: 京东商城是中国最大的 B2C 自主销售平台	73
图表 87: 主要网购商家物流情况概览	74
图表 88: 我国核心电子商务网站 2010 年 12 月交易情况	74
图表 89: 京东商城品种类别	75
图表 90: 京东商城历年融资概览	75
图表 91: 一号店营销策略组合较为多元化，且目前在用户之间已有较高的知名度	77
图表 92: 在中国 B2C 垂直母婴类产品市场中，红孩子网站的销售额居于榜首	78
图表 93: 红孩子网站以女性消费者为主	79
图表 94: 准确的用户定位有助于提高红孩子的网站转化率	79
图表 95: 目录销售模式的比较	79
图表 96: 顺丰公司在国内业务覆盖范围	81
图表 97: 顺丰公司业务流程	82
图表 98: 电商卖家快递公司选择动因	82
图表 99: 传统 OEM 产业链与电子商务贴牌生产产业链对比	83
图表 100: 我国 70% 以上的网购人口处于 18-30 岁之间	84
图表 101: 苏宁易购的产业链模式	86
图表 102: 亚马逊业务范围	87
图表 103: 亚马逊帝国版图	89
图表 104: 亚马逊历年营业额和利润	90
图表 105: 亚马逊商品及用户数，运营成本构成	90
图表 106: 亚马逊仓储物流管理流程	91
图表 107: eBay 的交易流程与盈利模式	93
图表 108: Ebay 历年营业额和利润	94
图表 109: eBay 用户分布与收入构成	94

图表 110: UPS vs. Fedex	95
图表 111: UPS 物流配送流程及信息系统.....	96

投资要点：结构性估值泡沫，投资首先平台

中国互联网：结构性估值泡沫，终场哨音未响

市场对如何定义泡沫以及是否存在泡沫争论不休，更有投资者认为，泡沫只有在破灭之后才能得以确认。我们看法偏于保守，当投资者对未来预期偏于乐观，对财务数据关注不足，对风险因素折让有限时，基本可以确认泡沫化的趋势已经确立，而这正是当前一级/二级市场的情况。但本轮泡沫和 2000 年互联网泡沫不同，投资者对互联网的商业模式已经有了比较充分的认识，因此本轮泡沫幅度至今还非常有限(如果不是因为过去 3 个月部分 IPO 的高定价和略显疯狂的开盘表现，个人总体倾向于用“估值偏于乐观”解读当前互联网板块的估值)，同时显示出非常明显的结构性差异。

市场关于泡沫的第二个争论往往集中在我们处于泡沫的那个阶段。有的投资者倾向于用时间窗口来衡量，但历史上看，泡沫产生的环境和持续的时间都不具备可复制性，虽然是泡沫最终都会破灭这一点具有普适性，但对投资，尤其是二级市场相对短期的投资来说没有任何参考价值。因为历史不会简单重复，我们认为更有意义的分析在于找出支持泡沫产生的因素，一般来说，当其中一个因素或多个因素出现拐点时，投资者需要确定哪些是需要离场的信号。

本轮互联网企业产生结构性估值泡沫的驱动因素

宏观层面，全球流动性泛滥和传统经济恢复前景羸弱。日本连续 10 年的零利率，美/欧金融危机之后两轮量化宽松，中国政府激进的财政刺激，全球流动性泛滥的格局从 2009 年开始愈演愈烈。但目前来看，宽松的流动性虽然有助于适度缓解，但无法本质上解决美国过度消费、日本老龄化以及中国过度生产等结构性问题。导致现实结果就是，全球实体经济恢复前景一直不甚明朗，对流动性的吸纳一直处于较低水平。很自然的选择，流动性流向了发展中国家，流向了资源品，流向了资本市场。中国互联网企业，背靠快速增长的中国经济，以其高增长率和长期成长可持续性，成为资本市场追逐的标的也就不足为奇。从这个角度看，本轮中国互联网的估值泡沫更像是流动性泛滥的被动选择（2010-10-18-互联网行业 3 季度投资策略：美国流动性，中国互联网）。

中观层面，中国互联网行业处于新一轮发展期。在网络广告和网络游戏之后，电子商务和移动互联网成为驱动中国互联网经济发展的新生力量，内容消费也从文字/图片向在线视频升级。从用户数和潜在规模来看，商务、移动和视频的市场空间无疑将更为巨大。良好的市场前景使得新兴领域成为泡沫多发区域。

微观层面，部分企业通过破坏性创新，打破了传统互联网巨头对行业的控制。互联网行业竞争格局很好的认证了中国的一句古话，天下大势，分久必合，合久必分。在美国，谷歌开始遭遇 Facebook 和苹果的强劲挑战，中国 BAT（百度，阿里系，腾讯）在持续整合在线营销、商务和社区 5 年之际，首次开始面临二线企业（360，京东商城，新浪，人人网等）的强大的竞争压力。虽然，这类企业的商业模式并不清晰，但由于拥有巨大的用户和流量而具备了向一线企业升级的可能。全球来看，Facebook、Twitter 和 Groupon 不断提升估值体现了投资者对此类企业的追捧。

盛宴尚未结束，结构性格局有望继续演绎

泡沫终场哨音尚未响起。真正对互联网板块投资起到抑制作用的是美联储的紧缩政策，中国的紧缩政策更多是为了控制通胀和过热，而且往往有伴随着人民币升值，因此对互联网板块的投资甚至是正面作用（考虑到互联网企业人民币营收和净现金）。中金宏观经济组认为，美联储在未来一段时间仍将维持量化宽松的政策不变，在估值压力可以承受的情况下，泡沫进一步演绎的基础仍将存在。自下而上研究，一级市场 PE/VC 资金仍在大规模涌入，为二级市场估值提供了想象空间和比较基准。

结构性泡沫的格局不会改变。分析显示，本轮泡沫，互联网传统巨头估值提升相对有限，这些企业包括美国的谷歌，中国的腾讯，百度、阿里巴巴。而增长放缓的游戏行业，部分企业的估值水平甚至出现了下滑。高估值主要集中在：社区（人人网）、电子商务（如二级市场的当当和一级市场的京东商城）、视频（如优酷）等新兴行业，以及依托破坏性创新，具备向一线企业发起冲击的平台型企业（新浪，奇虎 360）。我们认为，如果泡沫继续，结构性行情的趋势也不会改变。从投资角度看，我们提出两点建议：一是买入低估值，对冲高估值的对冲交易不是有效的策略，这也是之前我们一直反对投资者构建买入搜狐，做空新浪的原因。二是：相比新兴行业，我们认为具有创新商业模式的平台型企业有望在此轮泡沫中走的更远，长期来看，如果能够在商业模式上实现突破，这些企业也有机会以时间空间，一定程度上消化估值风险。

图表 2：中国互联网企业估值水平对比，结构性估值泡沫化特征明显。

公司	股价货币	股价			P/E						P/S					
		2011-5-9	52周最高	52周最低	2010			2011			2010			2011		
					2011-5-6	最高	最低	2011-5-6	最高	最低	2011-5-6	最高	最低	2011-5-6	最高	最低
大型互联网公司																
腾讯	USD	211.40	230.80	120.40	39.27	42.87	22.36	29.05	31.71	16.54	17.00	18.56	9.68	12.27	13.39	6.99
阿里巴巴	USD	13.76	17.70	12.63	33.58	43.20	30.83	25.27	32.51	23.20	10.76	13.85	9.88	8.21	10.56	7.53
携程	HKD	48.03	53.16	31.35	37.72	41.75	24.62	31.04	34.35	20.26	14.99	16.59	9.78	11.67	12.92	7.62
百度	HKD	141.26	156.04	65.90	90.05	99.47	42.01	54.33	60.02	25.35	41.05	45.34	19.15	24.37	26.92	11.37
搜狐	USD	94.02	109.37	40.05	25.97	30.21	11.06	18.71	21.76	7.97	5.86	6.81	2.49	4.57	5.32	1.95
网络游戏																
网易	USD	47.14	55.00	26.16	18.13	21.15	10.06	14.25	16.63	7.91	7.32	8.54	4.06	5.77	6.73	3.20
盛大游戏	USD	7.15	7.70	4.99	10.44	11.24	7.29	9.86	10.61	6.88	3.02	3.25	2.11	1.89	2.03	1.32
完美世界	USD	25.31	35.23	19.70	12.36	17.20	9.62	11.25	15.66	8.76	3.42	4.76	2.66	2.87	4.00	2.23
巨人	USD	8.87	9.17	6.03	16.74	17.30	11.38	14.19	14.67	9.65	9.95	10.28	6.76	7.83	8.09	5.32
新兴行业/商业模式																
当当	USD	22.81	36.40	16.00	286.61	457.36	201.04	317.49	506.65	222.70	5.16	8.23	3.62	3.28	5.23	2.30
优酷	USD	58.84	69.95	12.80	-56.58	-67.26	-12.31	-273.67	-325.35	-59.53	105.69	125.65	22.99	53.96	64.15	11.74
奇虎360	USD	26.93	36.21	14.50	538.60	724.20	290.00	N.A.	N.A.	N.A.	54.78	73.65	29.49	N.A.	N.A.	N.A.
人人	USD	16.80	24.00	14.00	-54.19	-77.42	-45.16	N.A.	N.A.	N.A.	86.16	123.09	71.80	N.A.	N.A.	N.A.
新浪	USD	125.19	147.12	33.40	72.99	85.78	19.47	89.73	105.44	23.94	19.21	22.57	5.12	15.98	18.78	4.26
海外公司																
谷歌	USD	535.30	642.96	433.63	20.35	24.44	16.48	15.77	18.94	12.78	5.88	7.06	4.76	6.22	7.47	5.04
雅虎	USD	18.65	18.80	12.94	25.55	25.75	17.73	22.77	22.95	15.80	3.84	3.87	2.67	5.34	5.38	3.71
Ebay	USD	32.72	35.35	19.06	21.53	23.26	12.54	16.66	18.00	9.70	4.64	5.01	2.70	3.94	4.25	2.29
亚马逊	USD	197.60	203.42	105.80	78.10	80.40	41.82	58.90	60.63	31.54	2.61	2.69	1.40	1.91	1.96	1.02

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表3：2008-2011年电子商务行业相关所有融资一览表

风险投资部分						
年份	融资日期	公司	业务	金额 (万美元)	涉及股权	投资方
2008	1月8日	珂兰钻石网	B2C	300	20%	N/A
	2月26日	九钻网	B2C	1000	N/A	KPCB、启明创投、清科集团、RAPAPORT
	3月20日	播蓝网	行业门户	1710	N/A	NSA、Sutter Hill、成为基金、Foundation
	3月30日	佰程旅行网	行业门户	1000	N/A	瑞典银瑞达、日本集富亚洲
	5月17日	橄榄订餐网	行业门户	400	N/A	N/A
	6月1日	乐淘网	B2C	200	N/A	联创策源、雷军
	6月1日	凡客	B2C	2000	N/A	软银赛富、启明创投、IDGVC和联创策源
	6月23日	亿佰购物	B2C	1000	N/A	N/A
	7月5日	篱笆网	网络社区	1500	28%	银瑞达、华登国际
	7月29日	凡客	B2C	3000	N/A	启明创投、IDG、联创策源以及软银赛富、童士豪
	7月30日	齐家网	行业门户	1000	N/A	N/A
	10月29日	钻石小鸟	B2C	1500	N/A	联创策源、今日资本
	11月13日	悠都网	B2C	300	N/A	海纳亚洲、联想投资
Total				14910		
2009	1月1日	爱狗网	行业门户	1000	N/A	IDG软银、阿里巴巴、陈金飞、马云
	3月16日	中国租赁门户	行业门户	15	N/A	N/A
	3月31日	试衣网	B2C	300	N/A	N/A
	5月1日	商派网络	电子商务软件服务	50	N/A	Cyber Agent
	5月25日	566车市	行业门户	150	N/A	N/A
	6月30日	金银岛网	B2B	1500	N/A	达晨创投
	7月1日	兰缪	B2C	500	N/A	日本乐天、大和证券
	8月9日	舍得网	网络社区	400	N/A	海纳亚洲
	8月31日	好乐买	B2C	800	22%	红杉中国
	9月6日	驴妈妈	行业门户	150	20%	道杰资本
	9月29日	艾摩技术	电子商务软件服务	50	40%	永辉瑞金
	11月19日	66网	B2B	150	N/A	嘉宏国际
	11月30日	趣玩网	B2C	200	30%	经纬创投
Total				5265		
2010	1月6日	玛萨 玛索	B2C	800	N/A	红杉中国
	8月23日	四海商舟	电子商务服务类	1000	N/A	IDG资本
	2月22日	大鹅网	团购	70	N/A	N/A
	4月19日	BLOVES	B2C	500	N/A	天图创投
	4月22日	拉手网	团购	500	N/A	金沙江、泰山天使、CFF、rebate network
	5月2日	阿丫团	团购	200	N/A	盟动力
	5月4日	中国票务在线	行业门户	1500	N/A	海纳亚洲
	5月27日	酷团网	团购	150	N/A	浙商创投
	5月	24券	团购	15	N/A	N/A
	5月	5151团购	团购	300	N/A	N/A
	6月8日	乐淘网	B2C	1000	N/A	德同资本、Tiger
	6月9日	酷团网	团购	120	N/A	万嘉创投
	6月23日	F团	团购	500	N/A	MVC/三井创投
	6月25日	梦芭莎	B2C	2000	N/A	崇德投资、金沙江创投
	7月15日	好乐买	B2C	2000	20%	英特尔投资、DFJ、红杉中国
	7月	优品网	B2C	100		泰山天使、松合资本
	8月10日	满座网	团购	1000	N/A	KPCB
	8月19日	淘宝网店Fontbleau	B2C	120	N/A	N/A
	8月24日	趣玩网	B2C	1000	N/A	Matrix、警信资本
	9月14日	团购123	团购	100	N/A	中国消费信息传媒
	9月16日	麦包包	B2C	3000		DCM、联想创投
	10月26日	尚品网	B2C	1000	N/A	晨兴创投、思伟投资
	10月26日	兰亭集势	B2C	3500	N/A	警信资本、联创策略、金沙江
	11月12日	唯品网	B2C	2000	N/A	DCM、红杉中国
	11月	酷运动	B2C	1700	N/A	Acquity group
	11月22日	麦包包	B2C	1500	N/A	DCM、联想投资及警信资本
	12月2日	拉手网	团购	5000	N/A	金沙江创投、NVP、特纳亚资本
	12月6日	梦芭莎	B2C	6000	N/A	老虎基金等
	12月	唯品网	团购	1000	N/A	IDG
	12月24日	优众	B2C	1100	N/A	光速创投、IDG资本
Total				38775		
2011	1月4日	乐淘网	B2C	3000	N/A	老虎基金
	1月18日	九九淘金网	B2C	750	N/A	云锋基金
	1月18日	椰子网	团购	500	N/A	Koolano
	3月15日	好乐买	B2C	6000	N/A	N/A
私募部分						
年份	融资日期	公司	业务	涉及金额 (万美元)	涉及股权	投资方
2008	2月28日	麦考林	B2C	8000	60%	红杉中国
	2月28日	纺织资源网	B2B	500	N/A	新源国际
	4月7日	环球市场	B2B	3000	N/A	亚洲、NIFSMBC
	6月3日	乐友网	B2C	3700	N/A	永威投资、德意志银行
	7月1日	畅翔网	行业门户	3000	25%	KPCB、清科
	9月23日	PPG	B2C	10000	N/A	美国一家著名百货公司的投资者
Total				28200		
2009	1月13日	京东商城	B2C	2100	N/A	今日资本、雄牛资本
	2月1日	番薯网	B2C	600	60%	方正控股
	2月13日	千寻网	B2C	4400	100%	SK中国
	8月19日	尚品宅配	B2C	1000	N/A	达晨创投
	12月17日	京东商城	B2C	15000	N/A	老虎基金
Total				23100		
2010	3月31日	快乐购	B2C	5000	N/A	弘毅投资、中信产业投资基金、红杉资本
	11月22日	凡客	B2C	10000	N/A	联创策源、IDG、赛富、老虎基金
	1月28日	中国服装网	B2B	200	30.40%	江浩坤元创投
	12月16日	绿盒子	B2C	1500	N/A	DCM
Total				16700		
2011	1月10日	主流商网	B2C	2700	N/A	厚道资本
	3月9日	钻石小鸟	B2C	1500	N/A	方源资本、联创策源
	4月1日	京东商城	B2C	150000	N/A	DST、老虎基金等6家基金和一些社会知名人士

资料来源：投资潮, CNNIC, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

平台型互联网企业：淘金热卖水者，生态体系主导者

► **看好互联网平台型企业受益电商热潮的投资机会，推荐百度、腾讯、新浪。**同时关注阿里系、360、人人网、搜狐、网易等具有各自特色的大型互联网平台。大型互联网平台投资价值主要包括以下方面：

1. **大型互联网平台是信息、流量和用户的聚合器，是电商市场营销和发展用户的必经通道。**值得关注的公司和平台业务包括：腾讯（QQ 返利/团购/社区开放平台）、百度（搜索、联盟和导航）、新浪（门户/团购）、人人网（社区开放平台/糯米）、360 客户端（浏览器/团购平台）。目前看来，搜索引擎、门户、联盟和导航站仍是电商最主要的营销方式，同时 SNS、微博营销，本地化营销获得更多青睐。
2. **以平台为核心，通过开放和投资等方式主导生态体系建设。**腾讯推进开放平台建设，同时成立 50 亿元投资基金，和 Groupon 成立合资团购企业高朋。百度围绕搜索构建即搜即用开放平台，和日本领先 B2C 企业乐酷天成立合资企业，投资齐家网和耀点 100，增长百度系在电子商务领域的竞争力。新浪的电子商务体系主要围绕微博展开，包括推进微博开放平台，打造新浪微团，投资麦考林。阿里系主要围绕大淘宝为用户提供一站式的购物体验。
3. **为电商提供支付，物流等服务。**阿里的支付宝，腾讯的财付通分别占据互联网第三方支付的第一位和第二位，除了为自身电商业务提供支持外，也被 B2C/团购企业广泛使用。百度和新浪也分别有百付宝和新支付等在线支付工具。依托淘宝平台，阿里集团在物流方面也是雄心勃勃，立志成为中国最大的第三方物流（存储企业），并通过投资方式介入配送环节。
4. **大型互联网平台受益规模优势，投资具有边际效应。**泡沫化时赚到的是真金白银，在泡沫破灭时经营风险较小。

图表 4：中国大型互联网公司的主营业务和电子商务相关业务概览

公司	百度	腾讯	新浪	搜狐	网易	阿里巴巴	360	
主营业务	搜索	综合门户	综合门户	综合门户	综合门户	电子商务	软件服务	
主营业务市场份额	搜索引擎市场份额： 75.5%(4Q10)	综合门户广告营收市场份额： 22.8%(2010)	综合门户广告营收市场份额： 33%(2010)	综合门户广告营收市场份额： 26.1%(2010)	综合门户广告营收市场份额： 10.5%(2010)	B2B市场份额： 55.6%(1Q11)； B2C市场份额： 46.9%(1Q11)； C2C市场份额： 90.5%(1Q11)；	杀毒软件： 62.36%(3Q10)； 浏览器： 18.57%(10.03)	
可为电商提供的业务	搜索；广告	广告；网站导航；搜索	广告；网站导航	广告；网站导航；搜索	广告；网站导航；搜索	全方位，提供电子商务相关的基础服务	广告；技术支持；网站导航	
电子商务相关业务	B2C平台	乐酷天日本商城	QQ商城	新浪商城	N.A.	网易商城	淘宝商城	N.A.
	C2C平台	百度有啊	腾讯拍拍	N.A.	N.A.	N.A.	淘宝	N.A.
	团购	有啊团购	Soso团购	新浪团	搜狐团购导航； 搜狐爱家团	网易团长	淘宝聚划算	360团购导航
	B2B平台	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	阿里巴巴	N.A.
	第三方支付	百付宝	财付通	新付通	N.A.	网易宝	支付宝	N.A.
	物流配送	第三方	第三方	第三方	第三方	第三方	大淘宝计划	N.A.

资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 5：搜索引擎是电商最常用的网络营销方式

	搜索引擎					门户网站				来自搜索引擎的流量占比	来自门户网站的流量占比	来自其他第三方网站的流量占比
	Google	百度	必应	雅虎	其他	网易	新浪	腾讯	搜狐			
B2C												
京东商城	7.01%	17.50%				2.20%	3.60%	5.03%		24.51%	10.83%	11.87%
卓越亚马逊	7.67%	13.67%	2.84%				3.12%	3.47%		24.18%	6.59%	19.21%
当当网	8%	17.94%				1.79%	2.97%	4.45%		25.96%	9.21%	16.98%
新蛋网（中国）	6.96%	7.97%								14.93%	-	43.09%
易讯网	13.37%	13.97%					3.17%	2.66%		27.34%	5.83%	40.35%
凡客诚品	1.97%	16.66%					2.15%	6.93%		18.63%	9.08%	24.56%
红孩子		11.88%						3.90%		11.88%	3.90%	33.67%
麦考林		20.54%				9.92%		3.36%		20.54%	13.28%	41.32%
钻石小鸟	12.08%	46.86%					2.90%	7.25%		58.94%	10.15%	22.22%
C2C												
淘宝网	1.98%	9.70%				0.98%	1.50%	8.94%		11.68%	11.42%	11.54%
腾讯拍拍	1.06%	21.43%			3.27%		0.81%	37.35%		22.49%	38.16%	14.27%
百度有啊		95.52%				2.24%				95.52%	2.24%	2.24%
易趣	14.55%	50.59%					1.52%	1.52%		65.14%	3.04%	20.30%
海外												
亚马逊	23.72%	-		4.87%	6.45%	live.com+msn.com	1.7%			28.59%	4.87%	
eBay	15.84%	-		6.84%	7.25%		2.7%			22.68%	6.84%	
Craigslist	22.32%	-		9.30%	10.43%		2.6%			31.62%	9.30%	
沃尔玛	27.52%		1.49%	11.76%	3.69%		0%			40.77%		
百思买	26.08%			6.47%	4.15%		1%			32.55%		
JCPenney	25.73%		2.22%	10.97%	4.41%					38.92%		
Target	30.71%		1.31%	8.56%	3.94%					40.58%		
史泰博	29.75%			9.34%	2.75%					39.09%		
苹果	23.49%			2.98%	11.00%	0.91%				26.47%		
新蛋网	24.49%			4.57%	4.63%					29.06%		

资料来源：Alex，中金公司研究部

图表6: 电商网络营销成本快速增长

业务类型	代表厂商	收费标准	价格上涨趋势			
网站导航	网址之家	名站、导航栏(购物栏)竞价方式,内页黑色40000元/月	2010年末首页链接涨价,电子商务网站链接据说上涨4倍			
搜索排名	百度	每次点击价格=(下一名出价*下一名关键词质量度)/当前关键词质量度+0.01元	项目	2008	2009	2010
			平均点击价格	1.55	2.07	2.75
广告	淘宝	首页的Banner广告140000元/每天;聊天窗口左下角的一个20个文字以内的链接,一天是4万元。群聊天窗口底部一个20个文字以内的文字链接,一天是2万元。	位置	1Q11	2009	变动比例
			第3轮播焦点图	135,000	140,000	-4%
	商城首页		第4轮播焦点图	130,000	120,000	8%
			第2轮播焦点图	65,000	30,000	117%
			第4轮播焦点图	60,000	25,000	140%
			一屏通栏	45,000	30,000	50%
			二屏通栏	40,000	30,000	33%
			三屏通栏	35,000	25,000	40%

资料来源: 中金公司研究部

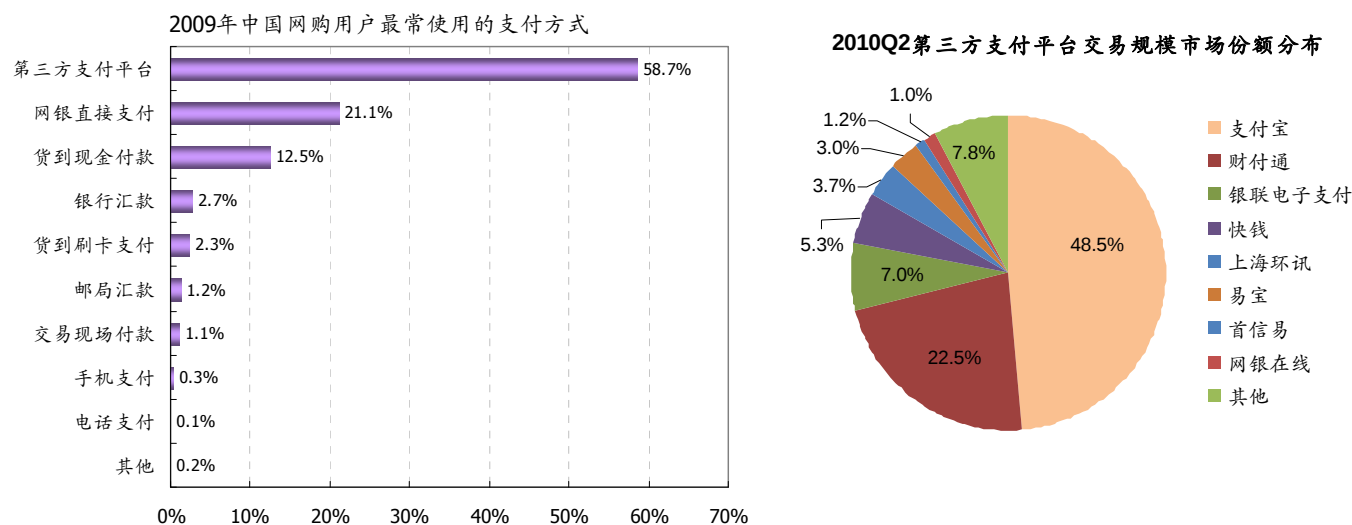
图表7: 社区营销、口碑营销和微博营销渐受电商青睐

The figure consists of three screenshots illustrating different e-commerce marketing strategies:

- Sina Weibo (新浪微博):** A screenshot of a user profile for 'Global Taobao' (全球购). The profile includes a bio, a list of followers, and a recent post about a product. A callout box points to the product details, labeled '产品详细介绍'.
- Dangdang (当当网):** A screenshot of the Dangdang website showing a user profile and a product listing. The profile includes a bio, a list of followers, and a recent post about a product. A callout box points to the product details, labeled '产品详细介绍'.
- Dianping (大众点评):** A screenshot of the Dianping website showing a restaurant review for 'Yunxiang Renjia' (渝乡人家). The review includes a photo of a dish, a rating, and a text description. A callout box points to the review, labeled '通过社区互动点评进行口碑营销'.

资料来源: 中金公司研究部

图表8：第三方支付被网购用户青睐，支付宝独占鳌头



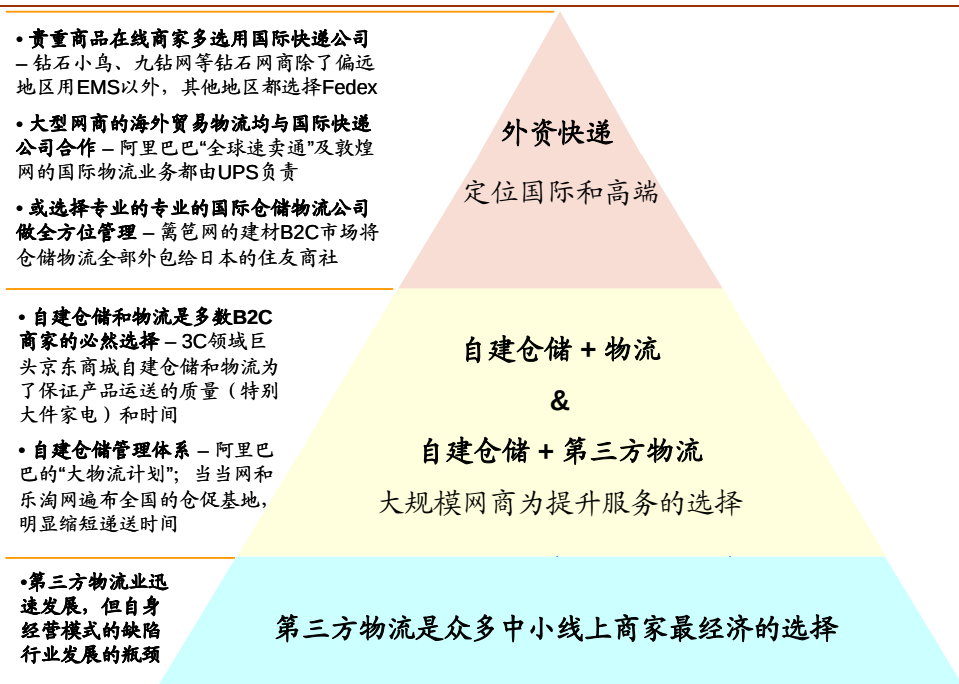
资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表9：各大网购商家支付方式使用概览

		第三方支付平台	网上银行直接支付	货到现金付款	银行汇款	货到刷卡支付	邮局汇款	交易现场付款	手机支付	其他
C2C	淘宝网	70.3%	20.6%	4.3%	2.3%	0.8%	0.7%	0.6%	0.2%	0.2%
	腾讯拍拍	58.4%	24.8%	8.3%	4.2%	0.9%	1.6%	0.7%	0.5%	0.5%
	易趣	35.2%	23.3%	19.1%	11.0%	0.9%	5.9%	3.8%	0.9%	0.0%
	百度有啊	32.8%	26.4%	18.4%	11.2%	0.0%	4.8%	2.4%	3.2%	0.8%
B2C	淘宝商城	63.1%	23.2%	6.3%	3.6%	1.4%	1.3%	0.6%	0.3%	0.1%
	京东商城	29.5%	21.1%	24.4%	2.7%	18.6%	0.6%	2.6%	0.2%	0.3%
	卓越亚马逊	22.1%	17.7%	49.6%	1.6%	4.0%	2.0%	2.1%	0.4%	0.4%
	当当网	21.9%	19.2%	49.7%	2.0%	2.3%	1.7%	2.4%	0.3%	0.4%
	新蛋网	34.9%	25.0%	22.4%	5.3%	9.2%	0.0%	2.0%	0.7%	0.7%
	凡客诚品	27.6%	15.6%	45.3%	3.1%	2.6%	1.0%	3.7%	0.5%	0.5%
	红孩子	21.0%	20.4%	35.0%	0.6%	14.7%	2.6%	3.8%	1.9%	0.0%
	麦网	21.1%	23.1%	44.9%	4.1%	2.4%	2.4%	1.2%	0.0%	0.8%
	易讯	25.5%	27.3%	20.0%	5.5%	5.5%	5.5%	7.3%	3.6%	0.0%
	99网上书城	25.0%	30.2%	25.0%	6.0%	2.6%	8.6%	2.6%	0.0%	0.0%
	一号店	31.1%	20.0%	15.6%	6.7%	24.4%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%

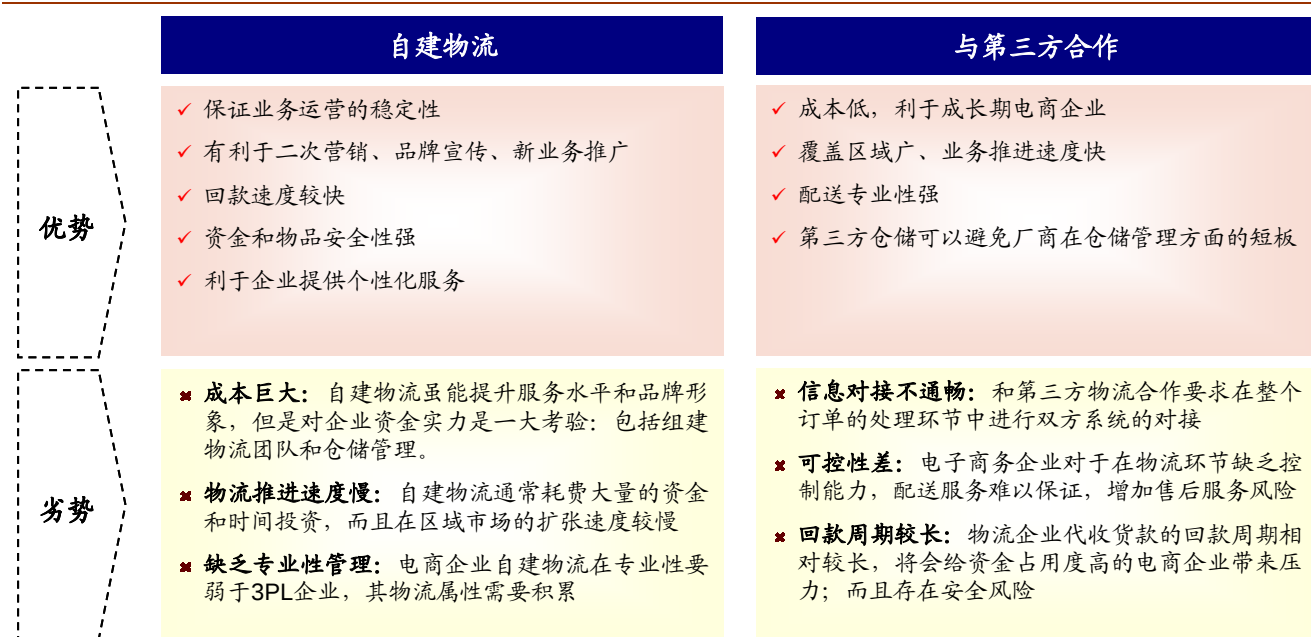
资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 10: 国内电子商务行业物流行业三分天下的现状



资料来源：中金公司研究部

图表 11: 自建物流与使用第三方物流对比



资料来源：中金公司研究部

B2C/团购企业：横看成岭侧成峰，关注核心竞争力

► 资金推动下，网购企业的目标都是中国最大的综合性在线购物平台，立志中国的亚马逊。团购企业的目标则是成为中国的 Groupon。在此背景下，企业的发展策略都是大规模的投资，持续融资，以此快速做大用户数量，产品/服务品类和收入规模。

► 我们认为，一方面：在资金大规模涌入情况下，过于保守的战略有可能导致企业迅速被竞争对手超过，无论喜不喜欢，企业都必须选择积极的参与竞争（这也是大型互联网平台从电商行业发展中受益的必要条件），规模化的投资以确保或提升竞争优势延续。但另一方面，虽然最终的决定因素都是用户体验，但不同类型网络购物企业的商业模式差别很大，而在泡沫退潮之后，只有在核心竞争要素上拥有优势的企业才能避免裸泳的尴尬。这就要求，企业要对各自的核心竞争要素有清晰的理解，才能实现最高的投资回报/效率。

► 按照分销型/品牌型/团购型三种类型，电商各自核心竞争要素分析如下：

1. **平台型电商：代表企业是京东、当当、一号店、红孩子。**平台型电商的核心竞争力主要体现在平台的效率和可拓展性，包括线上低成本获得用户、精准的用户分析、高效率的品类扩张和交叉销售以及线下物流服务的效率和质量。
2. **品牌型。代表企业如麦考林、梦芭莎、麦包包等。**核心竞争力主要体现在如何建设品牌内涵，提升品牌忠诚度。线下除了要建设高效的存储和配送体系，如何提升供应链的管理效率也是重中之重。
3. **团购型，代表企业如拉手、美团和糯米网。**核心竞争力在于如何在需求侧沉淀用户，提升用户粘性，供应侧持续提升产品/服务的创新能力，构建差异性。

借鉴亚马逊在美国的发展轨迹，在发展初期，分销平台能够有效的利用互联网的传播效率，通过口碑传播、病毒式营销迅速建立起品牌优势，在进入成长期后，通过大规模提升 IT 基础设施和线下物流配送能力，并最终达到持续提升用户体验的效果。从国内领先企业的经营情况看，京东、当当等企业已经进入到成长阶段，正在大规模的建设仓储中心，构建配送网络。而如麦考林、麦包包的企业已经初步形成了具有相当号召力的网络品牌，并正通过持续的供应链改善强化品牌内涵和服务效率。对于团购型企业，在经过初期的粗放式竞争之后，领先的企业开始通过无条件退款等方式确保用户的消费体验，强化领先优势。

首次关注当当（中性，目标价 20.8 美元）和麦考林（中性，目标价 6.5 美元）。竞争力分析，他们在各自领域拥有一定的竞争/先发优势，但尚不足以和对手拉开差距。财务分析，两家企业都需要继续规模投资，以扩大品牌认知，丰富产品门类，提升平台运营效率，在未来 1-2 年，盈利能力不会有明显提升，甚至可能会出现亏损。

图表 12：中国电子商务市场经营性 B2C 网站概览

主营业务	网站名	简要介绍	融资概况	线下业务	第三方支付	自建仓储	物流配送
综合（垂直转综合）	京东商城	中国B2C市场最大的3C网购专业平台，是中国电子商务领域最受消费者欢迎和最具有影响力的电子商务网站之一	今日资本等	N/A	支付宝、财付通、环讯、快钱	有	自建+第三方
	当当网	当当网是全球最大的综合性中文网上购物商城，已于2010年在美国上市	已上市	N/A	财付通、快钱、首信易	有	自建+第三方
	红孩子	于2004年3月成立，致力于通过目录和互联网为用户提供方便快捷的购物方式和价廉物美的产品。为全国规模最大的目录销售企业	赛伯乐等	目录销售	支付宝、财付通、快钱、首信易	有	自建+第三方
	卓越亚马逊	前身为卓越网，被亚马逊公司收购后，成为其子公司。经营图书音像软件、图书、影视等	亚马逊	N/A	支付宝、首信易	有	自建
3C	新蛋	依托著名的美国新蛋网而创立的新一代专业电子商务消费服务网站	美国新蛋	N/A	支付宝、财付通、环讯、快钱	有	自建+第三方
	库巴网	前身是成立于2006年的世纪电器网，至今已经拥有视听影音、生活电器、厨卫电器、新奇特等四大品类	国美电器	N/A	支付宝、财付通、快钱	有	自建
服饰	凡客诚品	选择自有服装品牌网上销售的商业模式，目前已是根植中国互联网，领先的领军服装品牌	IDG资本等	体验中心	支付宝、财付通、快钱、首信易	有	自建
	麦考林	成立于1996年，是中国第一家获得政府批准的从事邮购业务的三资企业，于2010年在美国上市	已上市	加盟店、目录销售	支付宝、快钱	有	第三方
	梦芭莎	创立于2006年，是中国领先的内衣品牌直销服务公司，公司致力于打造中国及全球领先的女性内衣直销品牌	清科等	N/A	支付宝、快钱	有	第三方
	走秀网	成立于2007年，定位于时尚百货，通过优势基础的建设，整合多个渠道，将分散的供应资源、传播资源和销售资源有机结合在一起	不详	直营店	快钱、易宝	有	第三方
	乐淘网	成立于2008年，是中国主要的运动鞋、皮鞋网络零售网站，聚焦在垂直的鞋及其相关商品领域深耕	联创策源等	N/A	支付宝、财付通	有	第三方
母婴	乐友	中国孕婴童行业领先的全国连锁零售企业，与之合作的供应商超过530多家，遍布全球21个国家	德意志银行等	直营店	快钱、易宝	有	第三方
日用百货	1号店	2008年正式上线，是国内领先的网上超市服务供应商	中国平安	N/A	支付宝、财付通、快钱	有	第三方
	中粮我买	是由中粮集团于2008年投资创办的食品类B2C电子商务网站。致力于打造中国最大、最安全的食品购物网站	中粮集团	N/A	支付宝、财付通、快钱	有	自建+第三方
奢侈品	尚品网	国内第一家严格实行会员邀请制的奢侈品私卖网站，致力于国际顶级奢侈品的在线销售服务	晨兴创投等	N/A	支付宝、财付通、环讯、快钱	有	第三方
	唯品网	成立于2008年，是一家致力于打造中高端名牌特卖的新型电子商务网站。	红杉中国等	N/A	支付宝、财付通、网汇通	有	第三方
化妆品	乐蜂网	中国第一个拥有专家明星进驻，以提供“女性时尚解决方案”为主要服务的互联网站	东方风行	N/A	支付宝	有	第三方
珠宝	钻石小鸟	始创于2002年，率先把“鼠标+水泥”的模式引入网络奢侈品销售，是国内最早的网络钻石品牌	今日资本等	体验中心	支付宝、财付通、快钱	N/A	第三方
	九钻网	成立于2005年，提供裸钻和珠宝定制服务首创了“网络+品钻库+体验中心”的体验模式	今日投资等	体验中心	N/A	有	第三方
	珂兰钻石	国内首批从事电子商务钻石销售的专业珠宝品牌	不详	N/A	支付宝、财付通、快钱	N/A	第三方

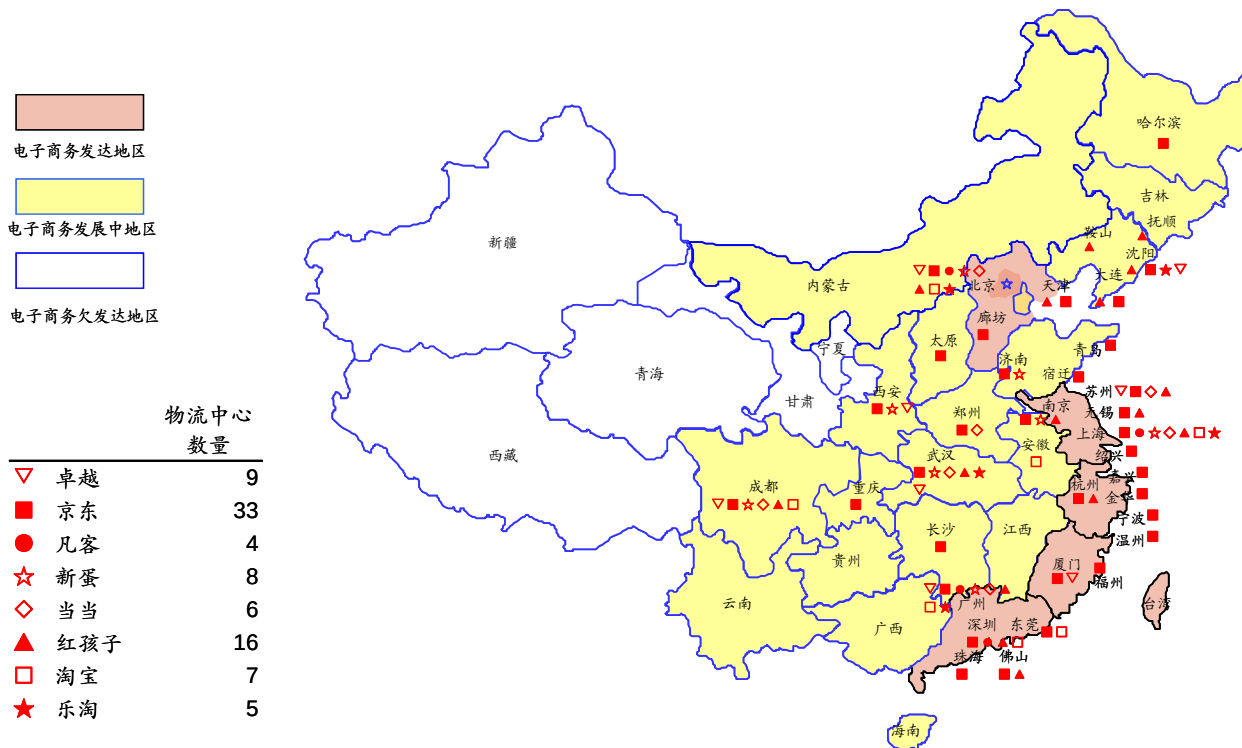
资料来源：中金公司研究部

图表 13：主要B2C网商的自建物流一览表

公司名称	主营产品类型	自建仓储	自建配送队伍	服务范围及标准
淘宝	综合类	• 淘宝物流宝已在上海、北京、广州、成都、深圳、东莞、南通等几个城市建立大型仓储和配送中心 • 全国范围内共有11个“淘宝大仓”已经打开。	• 战略投资星辰急便：32个运转中心，50多个中转站和分拨中心，网点数量达1500余个。并有投资五洲在线、深圳华强物流 • 此外还和邮政速递服务公司、第三方物流如申通E物流、圆通速递、中通速递、天天快递、宅急送、韵达快递、风火天地（上海同城）等合作	淘宝网正式推出“物流宝”平台：为淘宝商家提供完成销售货物以外的所有物流工作，包括仓储、加工、分拣、包装、递送等。且为买家提供跨店铺“多次购买、一次收货”服务。可降低20%以上的物流成本
卓越亚马逊	综合类	• 目前拥有北京、苏州、广州、成都、沈阳等10大运营中心 • 2011年公司的目标是将运营中心覆盖全国，在现有的基础上新增200个城市至1100个	• 自建配送队伍“世纪卓越快递公司” • 用户也可以选择加急快递送货上门和EMS等	商品在本地仓的一般隔日或第三日就可以到货；外地仓的大约需要5-7日到货
当当网	以图书销售为主的综合类商城	• 2009年，当当网就在北京、上海、广州、成都、武汉、郑州拥有了6大仓储配送中心（总面积达16万平方米） • 2011年，公司将在无锡建设总面积超过8万平方米的物流中心	配送环节依靠第三方快递，且仅支持北京、天津、上海、广州、成都、深圳、中山地区等地的加急快递。一线城市基本可以保证次日到货	• 当当网宣布北京、上海、广州和深圳的顾客，订购百货商品可以享受“今日订，今日达” • 在北京、长三角和珠三角等重点城市，顾客的订单可以保证“今日订，次日达”
京东商城	3C	• 公司目前在广州拥有物流中心 • 计划在2011年，京东商城将拥有北京、上海、成都三个城市兴建单体面积超过10万平方米的超大物流中心，其中在上海打造最大、现代化程度最高的自动化库“亚洲一号”，规模是鸟巢的8倍 • 除以上4个以及库房以外，同时将在全国范围内建立15~20个二级库房。城市配送站数量也将增至50个城市以上	• 2009年，投资2000万建立了“上海圆通快递公司”，同年在全国25座城市建立了城市配送站 • 同时也和EMS合作	• 在北京、上海、广州、成都四大物流中心所在城市，实现当天下单，当天到货的“当日达” • 距离京东四大物流中心300公里以内并设有京东自营快递公司配送的城市将实现“次日达” • 其他区域城市将在原有配送周期基础上至少缩短一天。
新蛋网	3C	在上海、西安和成都有大型仓储基地	拥有自建物流“奥硕快递”，由于中国物流行业不发达，而美国新蛋网只建仓储，配送则由DHL、Fedex负责。此外，公司也支持圆通、宅急送等第三方快递	• 99.9%的订单可在24小时内出库。 • 目前，奥硕快递覆盖上海、北京、天津、重庆、广州等19个城市提供货到付款配送服务。9个城市提供24小时送达服务
凡客诚品	服装	公司拥有在北京和广州两地约10万平米的仓储	• 2010年初自建“如风达”快递公司：主要承担北京、上海的配送工作（两地区占总配送量的90%以上） • 未来将扩充到山东、广东、江苏、浙江等10个地区 • 目前已覆盖1100城市送货上门服务 货到付款	北京、上海等地已实现了24小时甚至12小时物流配送，一天两送。
乐淘网	鞋类	拥有北京、上海、广州、沈阳、武汉五大仓储基地，可缩短一天的送货时间	无自建物流，与第三方配送公司：宅急送、EMS快递、中通快递、圆通快递、申通快递、顺丰快递等合作	所有的运费由乐淘网承担
红孩子	母婴类	最大的仓储配送中心位于北京，集仓储、分拣、包装、配送于一体	• 自建物流 - 红孩子在创立之初就提供“红孩子物流送货上门”的服务 • 红孩子的物流人员承担的责任远多于一般的物流人员，他们除了要送货以外，还要进行发刊和信息调查	一般送货时间为24-96个小时，北京以外城市订购北京发货商品的，配送时间为3-7个工作日

资料来源：中金公司研究部

图表 14：东部沿海地区是电商搭建物流的聚合之地



资料来源：中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

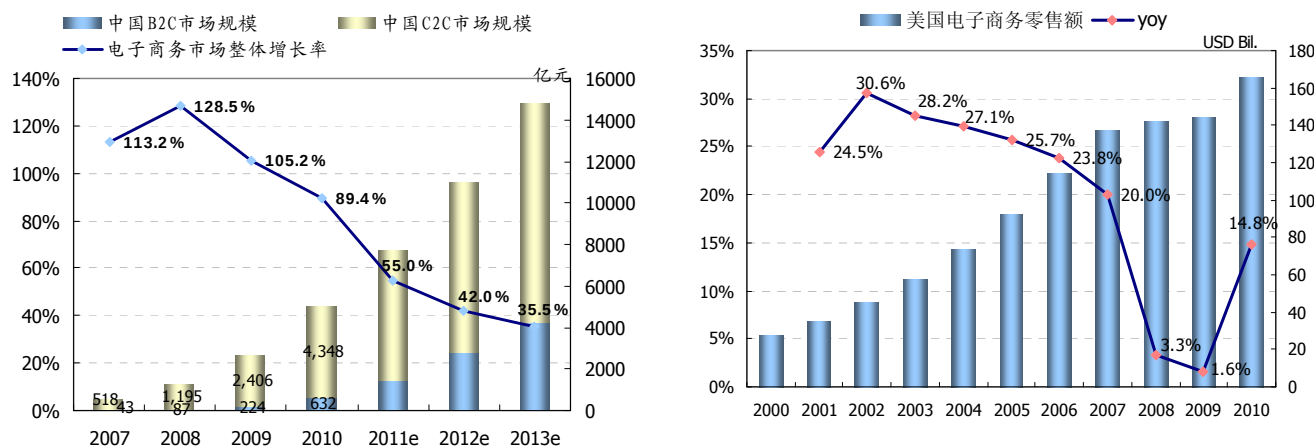
中国电子商务进入黄金发展期，和美国和而不同

电子商务即以“商务为核心，电子为手段”，利用网络技术将传统的商务活动从线下转移至线上，帮助企业和个人打破传统贸易活动的地域壁垒，实现个性化制造和规模效应的协同。在过去的十年里，我国电子商务将网络化和信息化成功地嫁接到传统企业产业化的基础上，并催生了以阿里巴巴为代表的众多优秀的 B2B 电子商务企业，服务数以百万家中国中小企业商家。随着我国互联网网民规模不断壮大，应用终端更加普及，电子商务正在不可逆转地改变人们的日常生活方式，个人应用电子商务高速发展的黄金时期。

中国电子商务步入黄金时代

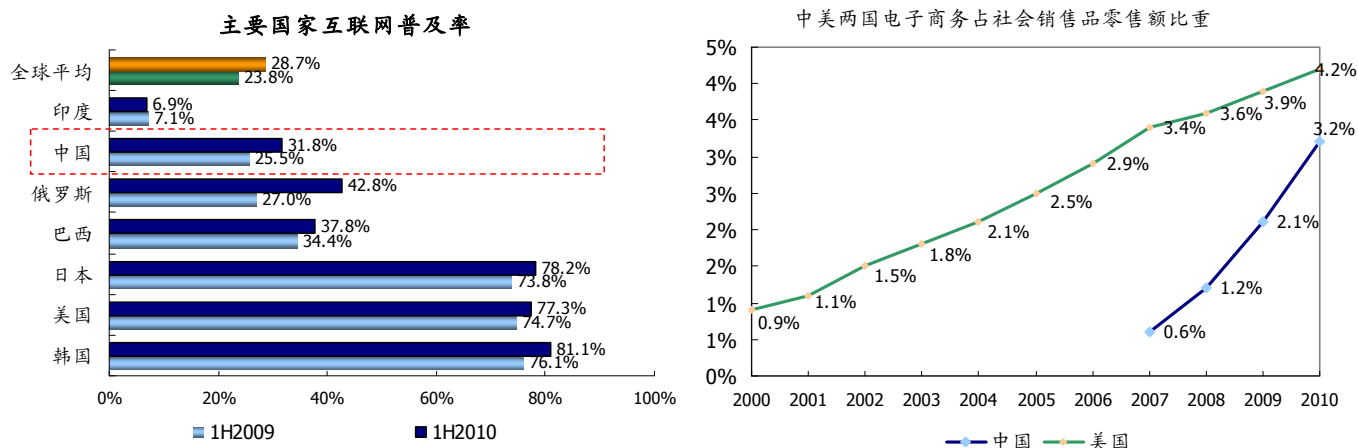
据中国互联网研究中心（CNNIC）数据显示，2010 年我国网民规模较 09 年增长 19.1% 至 4.6 亿，互联网普及率达到 34.3%。通过对美、韩两国电子商务行业发展趋势研究显示，电子商务增长的高峰期都处于互联网网民普及率在 30% - 60% 的快速成长期间。预计我国互联网普及率在 2013 年将达到 50% 以上，这期间（2010-2013 年）将以 12% - 15% 的复合增长率增长。我国电子商务行业也将充分享受互联网用户规模带来的红利和增量，市场交易规模有望在 2013 年达到 1.5 万亿，占社会消费品零售总额比重为 6.5%，全行业复合增长率为 35% - 40%。由纯互联网企业主导的中国 B2C 电子商务将领涨全行业，增长势头显著高于美国（80% 以上的电子商务是 B2C 平台），在 2010 - 2013 年期间将保持 60% - 70% 的年符合增长率，B2C 电子商务占全行也的比重有望在 2013 年增长至 40%。

图表 15：中国电子商务的增长势头将显著高于美国



资料来源：艾瑞咨询，CNNIC，中金公司研究部

图表 16：中国互联网普及率的上升将进一步带动中国电子商务渗透率的提升



资料来源：艾瑞咨询，US Census Bureau, ITC, 中金公司研究部

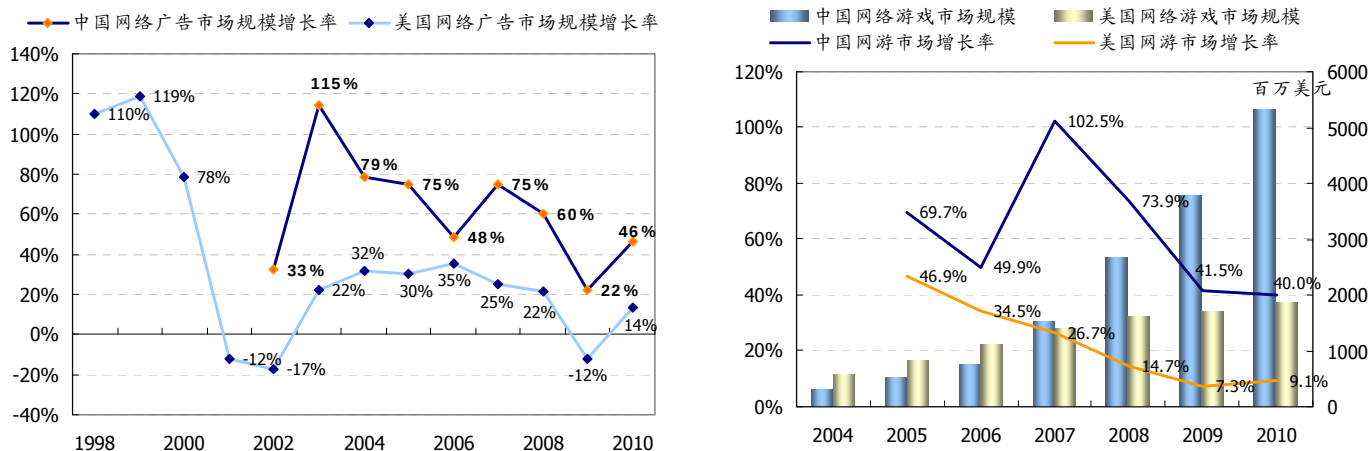
电子商务潜力超过网络广告和网络游戏

网民人口年龄结构呈现扁平化，需求由娱乐类应用往商务类应用转型。我国互联网的早期网民以 16-30 岁的年龄段为主，显著推动了当时互联网娱乐类应用的高速发展。伴随着互联网的成长和普及，我国目前网民人口也趋于大龄化，需求结构也往商务和生活类应用转变。从韩国和美国的经验可看出互联网渗透率在 30% 到 60% 提升的时候，电子商务是互联网经济板块中最大的受益者。电子商务作为实体经济和虚拟经济融合的产物，一旦进入增长快点，其发展潜力和可持续性都将远远超过网络广告和网络游戏。

中国网络购物渗透率增长空间巨大。在我国 4.6 亿的互联网用户里，有网购经历的用户占比为 35.1%，明显低于发达国家 75% 的平均水平。与美国、日本、韩国等电子商务发展成熟国家相比，我国电子商务行业仍然处于初步发展阶段，随着用户网购的意识和基本习惯的初步养成，网购用户增长潜力巨大。

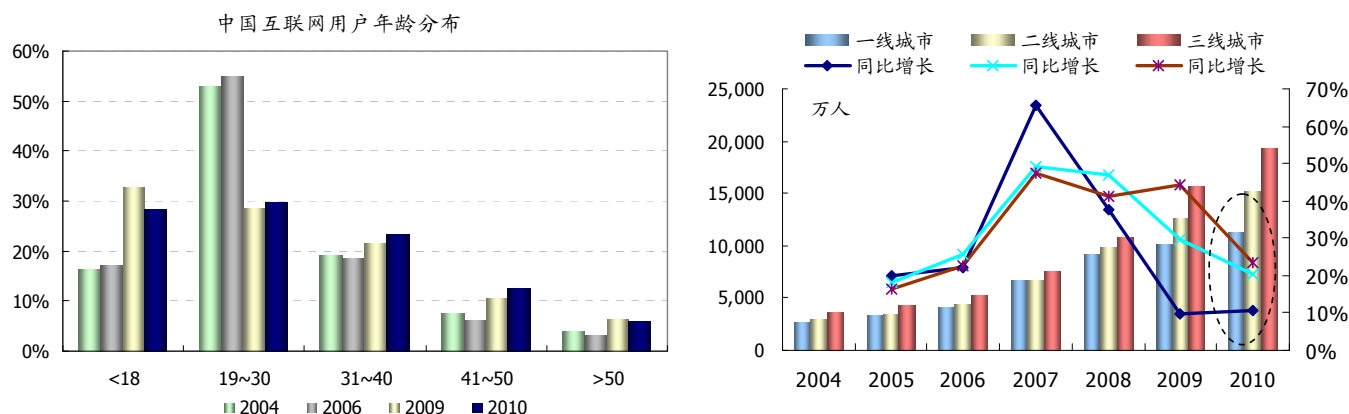
政府加大对电子商务产业的扶持力度。自 2006 年，我国明确信息化发展战略开始，关于电子商务及其相关行业（如电子支付）的政策也相继出台。2010 年底出台的《电子商务“一二五”规划》正式将电子商务作为重要的战略性新兴产业发展，更加规范化地扶持产业健康发展。

图表 17：中国的网络广告和网络游戏行业增速均高于美国



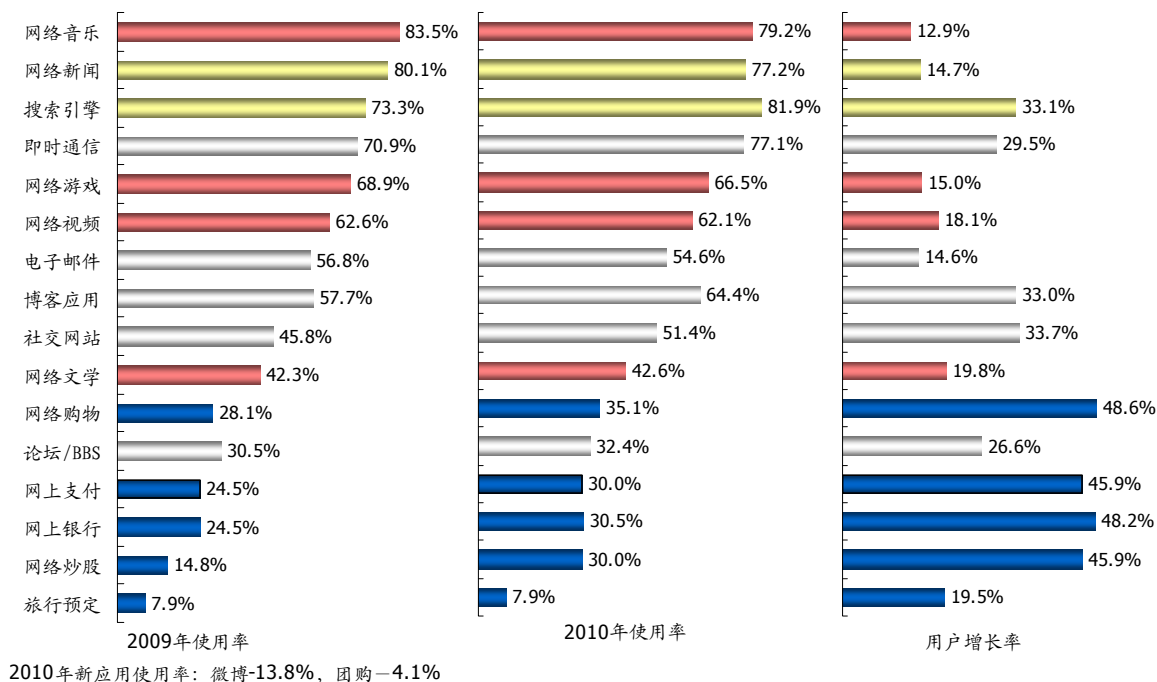
资料来源：艾瑞咨询，PWC, 中金公司研究部

图表 18：中国互联网用户年龄结构呈现扁平化，二三线城市互联网应用加快发展



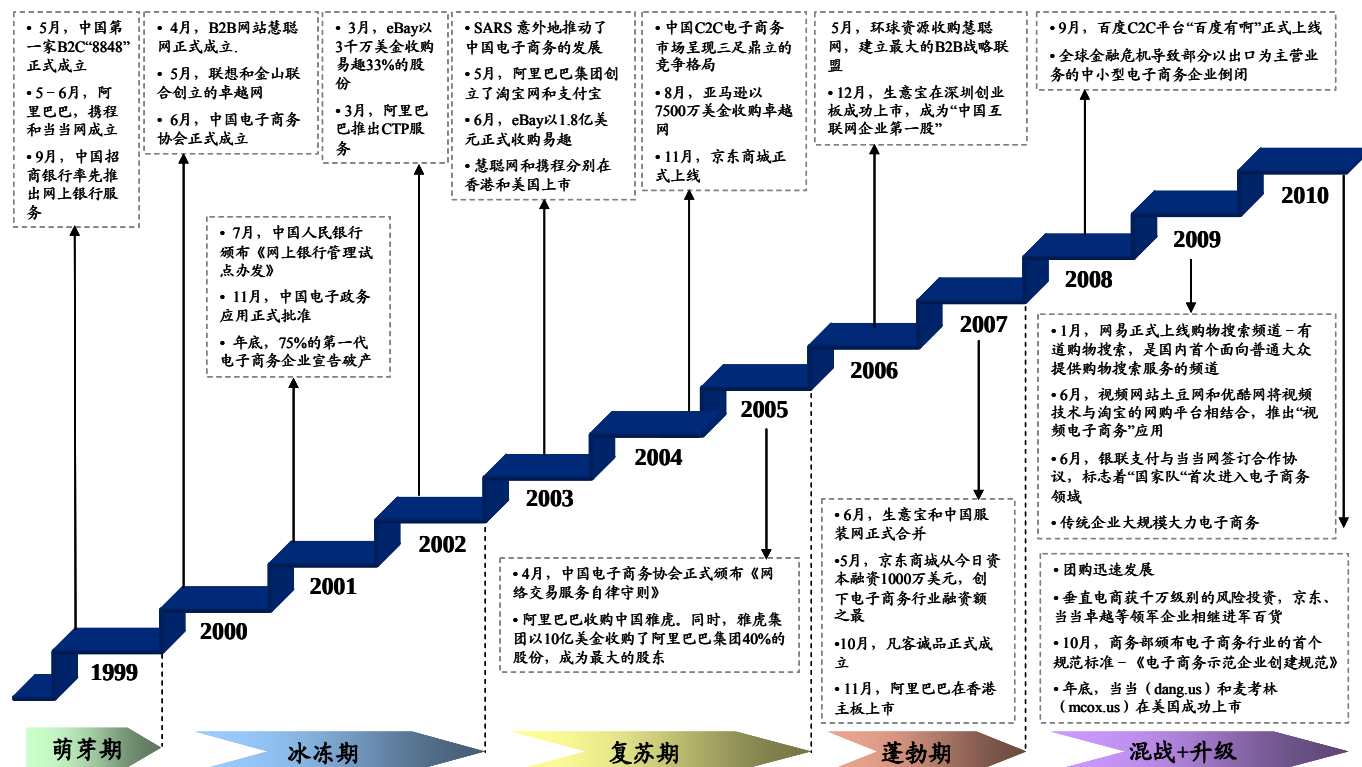
资料来源：CNNIC，中金公司研究部

图表 19：中国网民需求从娱乐性往商务性转型趋势明显（蓝色为互联网商务类应用）



资料来源：CNNIC，中金公司研究部

图表 20：中国电子商务十年的发展历程



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 21：中国电子商务产业政策概览

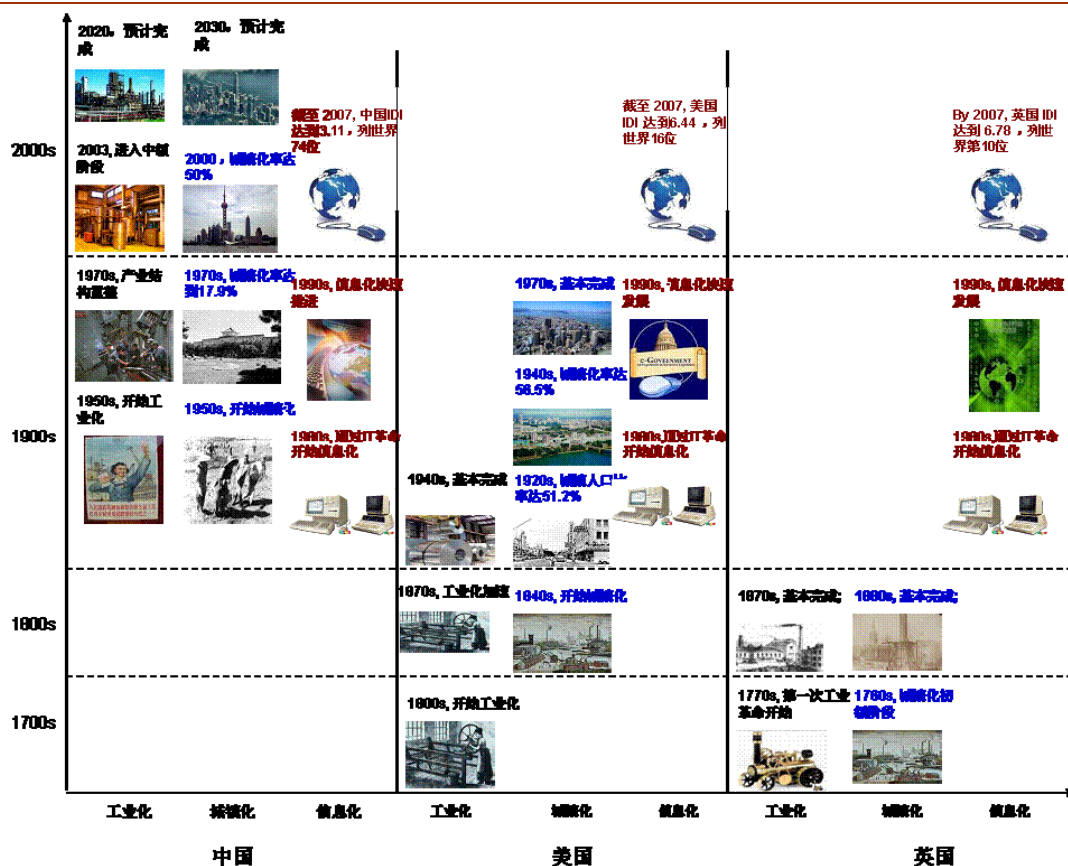
时间	发布单位	政策名称	政策内容/意义
2010年12月 计划于2011年2 月正式成稿	工信部牵头、包括发改委等9部 委	《电子商务“一二五”规划》初稿	十二五”期间，电子商务将被列入战略性新兴产业的重要组成部分，作为新一代信息技术的分支成为下一阶段信息化建设的重心。“十二五”期间，电子商务发展的主要任务是：推动电子商务应用的普及和深化，包括推动大型工业、商贸物流、旅游服务等传统企业深化电子商务应用，提高网络采购和网络销售发展水平；促进移动电子商务等创新型电子商务发展等
2010年10月	商务部	《电子商务示范企业创建规范》（试行）	对电子商务示范企业创建标准、后续动态管理颁发提出了明确要求
2010-06-21	人民银行	《非金融机构支付服务管理办法》	要求第三方支付公司必须在2011年9月1日前申请取得《支付业务许可证》，且全国性公司注册资本最低为1亿元。该《办法》的出台意在规范当前发展迅猛的第三方支付行业，对于行业规范发展将起到引导作用
2009年12月	商务部	《关于加快流通领域电子商务发展的意见》	要提高社会公众对电子商务的认知度和参与度，开拓适宜网上交易的居民消费领域，培育和扩大网上消费群体，到“十二五”期末，力争网络购物交易额占我国社会消费品零售总额的比重提高到5%以上
2009年4月	央行、银监会、公安局和国家工 商总局	《关于加强银行卡安全管理预防和打击银行卡犯罪的 通知》	预示着国家监管部门开始真正着手加强对于第三方支付企业的监管力度
2008年4月	商务部	《电子商务模式范》和《网络购物服务规范》	针对规范网上交易行为提出了具体规定，以期促进电子商务持续健康发展
2008年4月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《国民经济和社会发展信息化“十一五”规划》	放宽市场准入、加强政策引导，鼓励社会资金参与信息化建设。营造良好的财税政策环境，鼓励社会资金投向信息资源公益性开发以及公共信息服务平台建设
2007年12月	商务部	《商务部关于促进电子商务规范发展的意见》	推动电子商务规范发展，引导交易参与方规范各类市场行为，防范市场风险、化解交易矛盾、促进电子商务健康发展
2007年6月	国家发展和改革委员会	《电子商务发展“十一五”规划》	围绕信息化“十一五”规划确定的总体目标，到2010年，电子商务发展环境、支撑体系、技术服务和推广应用协调发展的格局基本形成，电子商务服务业成为重要的新兴产业，国民经济和社会发展各领域电子商务应用水平大幅提高并取得明显成效
2007年3月	商务部	《关于网上交易的指导意见（暂行）》	其目的是为了贯彻国务院办公厅《关于加快电子商务发展的若干意见》文件精神，推动网上交易健康发展，逐步规范网上交易行为，帮助和鼓励网上交易各参与方开展网上交易，警惕和防范交易风险
2006年6月	商务部	《中华人民共和国商务部关于网上交易的指导意见》 （征求意见稿）	明确了网上交易的安全性问题，避免了网上交易存在的隐患
2006年5月	中央办公厅、国务院办公厅	《2006-2020年国家信息化发展战略》	明确信息化是未来中国现代社会发展的趋势，加速推进国民经济信息化。在明确建设网络文化、推进社会信息化、人才引进、完善基础设施、资源利用都做出了明确的指示
2005年10月	中国人民银行	《电子支付指引（第一号）》	意在规范电子支付行业，规范支付风险，保证资金安全，维护银行及其客户在电子支付活动中的合法权益
2005年4月	电子商务协会政策	《网上交易平台服务自律规范》	对网络交易服务的范围、制度建设、运营管理、网络交易平台的操作范围、安全性和信息监管都做出了明确的规定
2004年年底	国务院办公厅信息化领导小组	《关于加快电子商务发展的若干意见》	明确了电子商务对我国国民经济和社会发展的重要作用。提出了加快电子商务发展的指导思想和基本原则，还提出了一系列促进电子商务发展的具体措施。

资料来源：商务部，人民银行，发改委，公开资料，中金公司研究部

中美和而不同，中国电子商务更加精彩

美/英等发达国家，信息化在工业化和城市化之后发生。从美国和英国的发展历程来看，其工业化和城市化多在上世纪中叶就已基本完成，历时上百年的信息化时代则开始于1980年代，当时城市化比率普遍超过60%的水平。中国的国情决定了工业化、城市化和信息化统筹并进。建国至今，尤其是改革开放之后，我国工业化和城市化率提升迅速。工业化发展已步入中期阶段，即从低收入国家向中等收入国家迈进的加速发展阶段。同时，城市化率从建国初期（大型工业的发展）的13%，上升至90年代初（经济转型和市场化）的27.4%，加速至2010年的45%，但和发达国家相比，仍处于非常低的水平。中国是在工业化和城市化尚未完成的背景下积极步入信息时代。城市化和工业化为信息化提供了更为广阔的空间，而信息化将成为工业化和城市化的助推器，并有望助力中国工业化/城市化走出一条不同于欧美的道路。

图表 22：中国正在走“工业化、城市化、信息化”统筹并进的发展模式



资料来源：公开资料，中金公司研究部

美国的电子商务行业由传统行业和互联网共同推动。由于较高的城市化和工业化水平，美国互联网大约在 1980 年代就开始普及，因此信息与通信技术的相关应用迅速被各行各业所采纳。美国高度发达的市场体系为电子商务的发展提供了良好的经济、技术和社会条件。早在 2001 年，80% 的美国制造商就已拥有自己的网站。目前，美国几乎所有的大型传统企业都拥有线上业务，作为线下业务的补充。成熟的金融信用体系和发达的物流体系为电子商务发展的提供了关键支撑。

中国的电子商务行业发展更多由纯互联网厂商驱动。中国较低的工业化/城市化水平，传统产业在电子商务兴起初期并没有给予更多的关注，仍然按照传统的产业化路线开发市场空间，整合市场资源，提升市场集中度。这导致目前中国大型电商的雏形多为纯互联网技术运营企业，其核心优势在于对互联网技术和网民消费行为的透的理解。落后的工业化/城市化水平，导致支持中国电子商务发展的配套条件严重缺失，其中支付和物流的瓶颈非常明显。挑战之中蕴含发展机会，中国电子商务在摸索中前进，并因此产生了新型的支付方式和具有中国特色的物流网络。例如，支付宝作为电子商务行业量身定做的第三方信用支付平台以及围绕在线购物平台发展起来的大量物流配送企业。

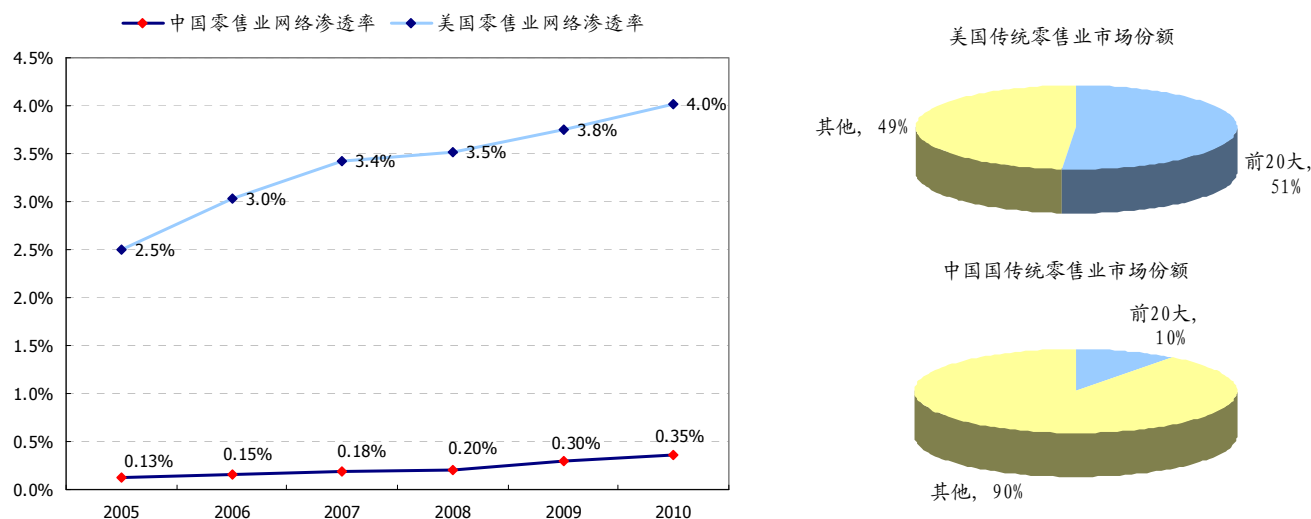
在线购物行业，中美市场格局差异明显。

传统商业企业占据美国电子商务行业的半壁江山。在美国前 10 名的电商企业当中，传统零售商就占了 60%。美国零售业发展于上世纪 60 年代，规模扩大于 70-80 年代，造就了如沃尔玛 (Walmart) 和杰西潘尼 (JCPenny) 等超大型的卖场，行业集中度较高，并形成非常强的上下游控制力。而且拥有电子商务供应链所需的全球领先信息化水平，和成熟的供应链及物流配送体系。尽管他们在电子商务领域的市场份额较高，但线上销售在收入规模上仍仅是传统线下销售的一个补充。

中国在线购物行业，纯电商占据绝对优势。在中国排名前 10 名的电商企业均为清一色的纯互联网公司。包括大型电子 C2C 购物平台淘宝；有纯网络品牌商麦包包，和综合 B2C 平台京东商城和当当。中国的纯电商不仅受益于传统产业的线上化转移，同时因为中国传统产业市场集中度较低，更有机会依托电子商务成为行业整合的有力竞争者和推动者。传统零售业整体缺乏互联网技术专业人才、电子商务专业的运营能力、和线上/线下渠道的管理经验。

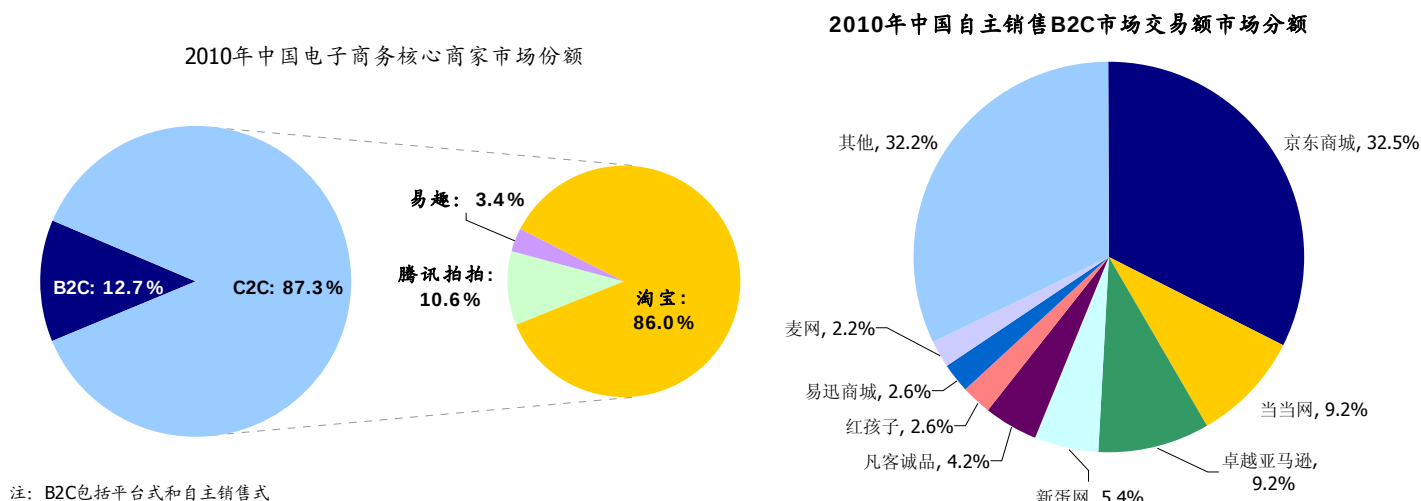
平台型电商在中国具有更强/持续的生命力。据 Euromonitor 数据显示，2010 年我国的传统零售行业近 90% 的市场份额由中小商家贡献，而美国传统零售业中 52% 的市场份额则是由超大卖场和大型零售商贡献。平台型电商（如淘宝和拍拍）通过协助中小商家开展在线服务，成功过的解决了中小企业资金缺乏和经营能力较弱，成为中小商家成长的加速器。

图表 23：美国传统零售行业集中度高，中国的中小零售商是市场的主要贡献者



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

图表 24：中国电子商务行业纯互联网企业占绝对优势



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 25：美国电子商务市场前 20 名的企业中仅有 3 家是纯互联网企业

Ranking	Company Name	2010 Rank ▲	2009 Web Sales	2009 Percent Growth	2009 Conversion Rate	2009 Average Ticket
1	Amazon.com Inc.	1	\$24,510,000,000	27.86%	3.6%	\$185
2	Staples Inc.	2	\$9,800,000,000	27.27%	9.5%	\$430
3	Dell Inc.	3	\$4,530,000,000	-6.21%	0.95%	\$640
4	Apple Inc.	4	\$4,250,000,000	16.69%	1%	\$85
5	Office Depot Inc.	5	\$4,100,000,000	-14.58%	9.6%	\$190
6	Walmart.com	6	\$3,500,000,000	19.76%	2.41%	\$140
7	OfficeMax Inc.	7	\$2,775,357,614	-10%	7.45%	\$280
8	Sears Holdings Corp.	8	\$2,774,236,608	3%	5%	\$140
9	CDW Corp.	9	\$2,470,115,995	-5%	5.8%	\$859
10	Best Buy Co.	10	\$2,458,523,604	20%	2.2%	\$215
11	Liberty Media Corp. (QVC, Liberty E-Commerce)	11	\$2,378,100,000	-13.94%	6%	\$125
12	Newegg Inc.	12	\$2,300,000,000	9.52%	3.3%	\$285
13	SonyStyle.com	13	\$1,880,000,000	2.87%	3.35%	\$1,000
14	Netflix Inc.	14	\$1,670,269,000	22.39%	NA	NA
15	Costco Wholesale Corp.	15	\$1,600,000,000	-5.88%	2.44%	\$336
16	J.C. Penney Co. Inc.	16	\$1,500,000,000	0%	2.88%	\$160
17	HP Home & Home Office Store	17	\$1,482,030,000	-1%	2.1%	\$750
18	Victoria's Secret	18	\$1,445,000,000	8.4%	5%	\$125
19	W.W. Grainger Inc.	19	\$1,371,000,000	-5.45%	2.75%	\$261
20	Macy's Inc.	20	\$1,243,840,000	19.6%	2.9%	\$140

Rows: 1 - 20 of 500

Page: 1 of 25

资料来源：中国互联网周刊，中金公司研究部

C2C：在成长中转型

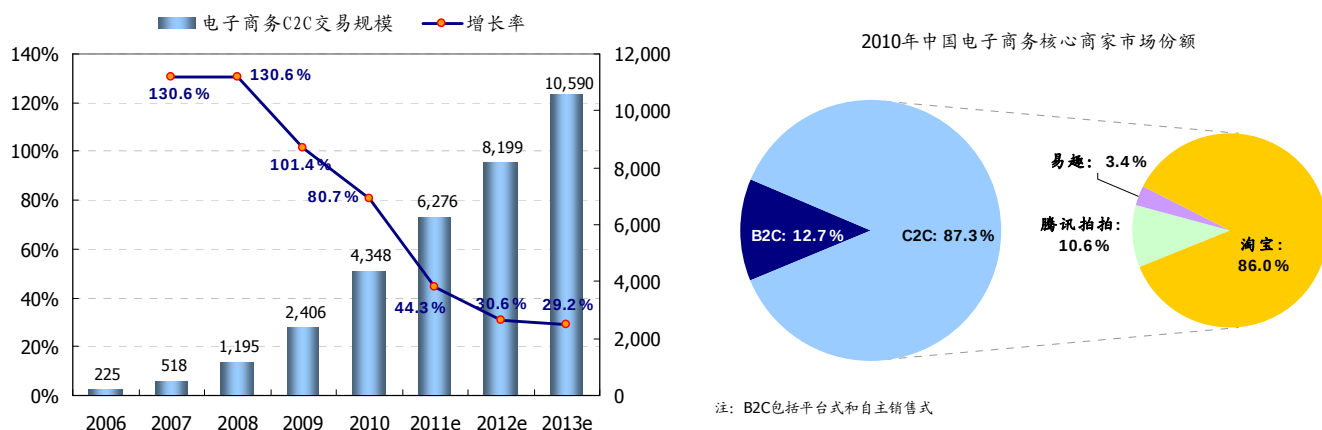
市场格局已定

C2C指的是个人与个人之间的电子商务(Consumer to Consumer)。我国C2C电子商务模式出现的时间较晚于B2C，但其爆发性的增长速度和可观的市场份额证明了C2C是电子商务市场发展初级阶段最有效的经营模式。eBay，在1996年成立到2004年（当年是全球估值最高的电子商务企业）期间，其GMV曾以年均一倍的惊人速度增长。纵观国际经验，C2C模式出现井喷时期主要有以下几个明显的特征：1）网购普及率处于由低向高的提升期，网购用户以年轻人为主。2）政策监管力度不严格，商家准入门槛较低；3）网购用户追求低价特征明显。

自从淘宝在2003年推出免费政策打败老牌C2C网商易趣，我国电子商务C2C市场的竞争格局基本确定。据艾瑞咨询最新数据显示，2010年淘宝以86%的市场份额稳居宝座，其次是腾讯拍拍（10.6%）和易趣（3.4%）。

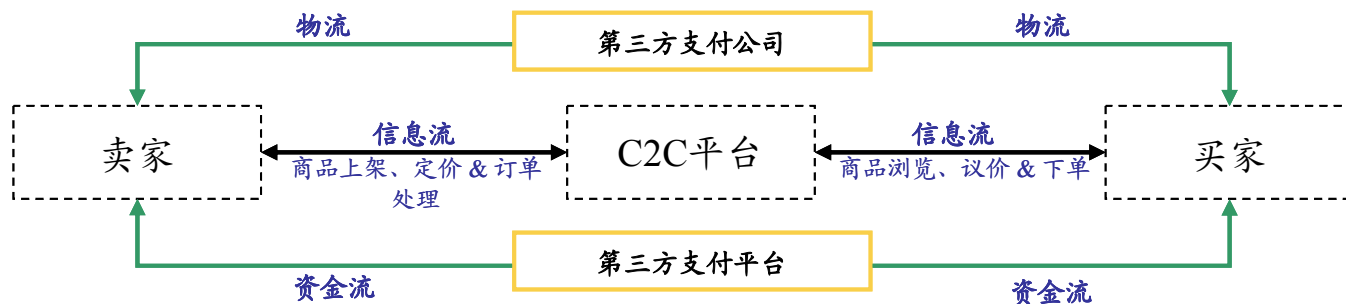
较高的基数，用户需求升级（对产品质量和服务的敏感度已超过价格），C2C经营模式逐渐暴露出如信息不对称、产品质量参差不齐、配套服务不完善等弱点。我们预计未来的3-5年，在法律监管力度加强和B2C竞争升级的双重夹击之下，预计C2C增长将持续放缓。预计在2013年，C2C电子商务市场交易规模会突破1万亿元，但占总体网络购物规模的比重将由目前的87%下降至60%左右，2010-2013年的复合增长率降至30%。

图表 26：中国电子商务C2C市场交易规模下降趋势明显，市场格局为淘宝一家独大



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 27：C2C 电子商务产业链



资料来源：中金公司研究部

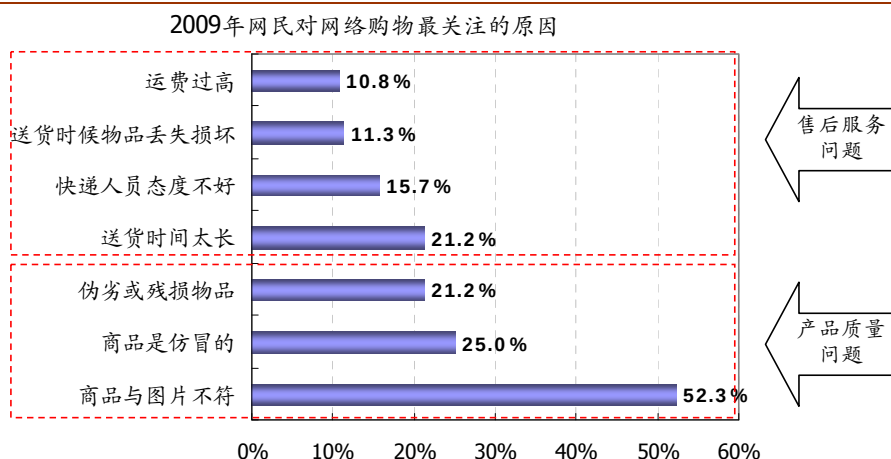
成长中转型大势所趋

网购用户由“低价”向“服务”升级。在这个用户为王的行业里，用户对电子商务行业的需求升级决定了行业未来的发展趋势。据 CNNIC，2009 年网民对网络购物不满意的原因主要来自产品质量和售后服务。可见互联网用户对购物体验的追求已替代单纯的追求低价。相对而言，B2C 网站对自身产业链的各个环节具有更高的掌控性，尤其是提供货到付款服务、自建物流和有厂商保证的售后服务的 B2C 网站在保证客户满意地方面具有先天优势。

行业规则由“野蛮生长”到“规范管理”。C2C 平台自身并不参与商品销售业务，在此过程中也出现了行业缺乏规范管理、野蛮生长等问题。工商局颁布的个人网店实名制到淘宝由宽到严的交易规则，C2C 平台中小商家“优胜劣汰，强者生存”或不可避免。未来电子商务将是优质企业的天下，行业洗牌将愈演愈烈。

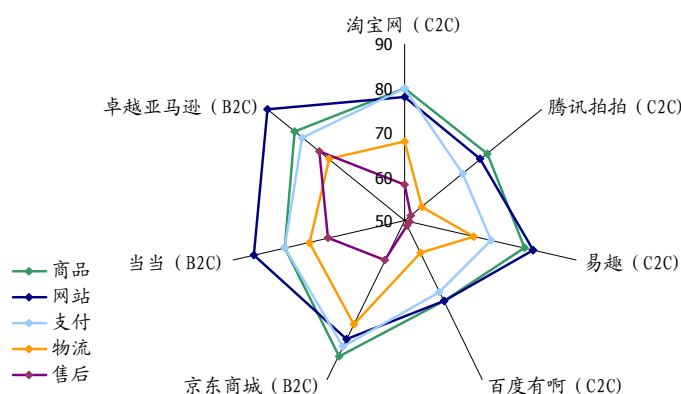
盈利模式由“免费”向“收费”价值回归。“三年免费再加三年免费”是淘宝打败易趣的决胜武器之一，但在完成了跑马圈地之后，C2C 平台面临如何提升经济效益的挑战。融合更多的交易收费，向 B2C 模式转型是大型 C2C 平台发展方向所在。成功转型一来可以通过收取佣金建立可持续的盈利模式；二来可以让优质商家付出水面，改变野蛮生长过后鱼龙混杂的局面。

图表 28：中国网民对 B2C 购物平台的满意程度普遍高于 C2C



资料来源：CNNIC，中金公司研究部

图表 29：用户对网购网站各项因素满意度评价，中国网民对 B2C 购物平台的满意程度普遍高于 C2C



资料来源：CNNIC，中金公司研究部

图表 30：主要 C2C 网站收入来源

收入项目	淘宝	拍拍
销售提成	无	无
店铺租金及其他	普通店铺无租金 旺铺收费标准：扶植版：20元/月（非消保卖家）；标准版：50元/月（消保卖家），标准版30元/月（非消保卖家）；拓展版：98元/月。 相关插件收费项目：会员关系管理、网店版、图片空间、软件设计、库存管理、信用卡功能租用、货到付款功能租用	无租金。 开始营业前需要缴纳20元保证金，待期满且达到一定标准后全额退回；个人物品拍卖免手续费，但需要按照品种不同缴纳1000~3000保证金
广告收入	淘宝网植入广告的种类多样，且收费不同，但费率逐年递增 首页上面的Banner广告2011年价位是140000元/天，2010年的价位是85000元/天 聊天窗口左下角的一个20个文字以内的链接，2011年价位4万元/天； 群聊天窗口底部一个20个字以内的文字链接是2万元/天，2010年价位是1万元/天	社区首页广告 50银币；论坛广告20银币；站内信广告30银币。其中银币的获取通过论坛发/回帖获得。
竞价搜索	按点击付费（P4P）。每个关键词最低出价0.05元 最高出价是100元，每次加价最低为0.01元	采用免费公平竞价原则，搜索排名如下：1.橱窗推荐产品；2.长期没有售出的橱窗推荐产品；3.没有设置橱窗推荐的产品；4.长期未售出的没有设置橱窗推荐的产品
开放平台	淘宝开放平台在线软件租金分成：ISV(独立软件开发商)通过淘宝箱向用户销售多个应用的，双方同意就每个应用单独计算淘宝箱技术服务使用费用。如某个应用当年的累计销售收入超过人民币15万的，则ISV需向淘宝中国支付的使用费用为年销售总收入超过15万部分的45%	拍拍开放品平台尚在内测中，未公布盈利模式。

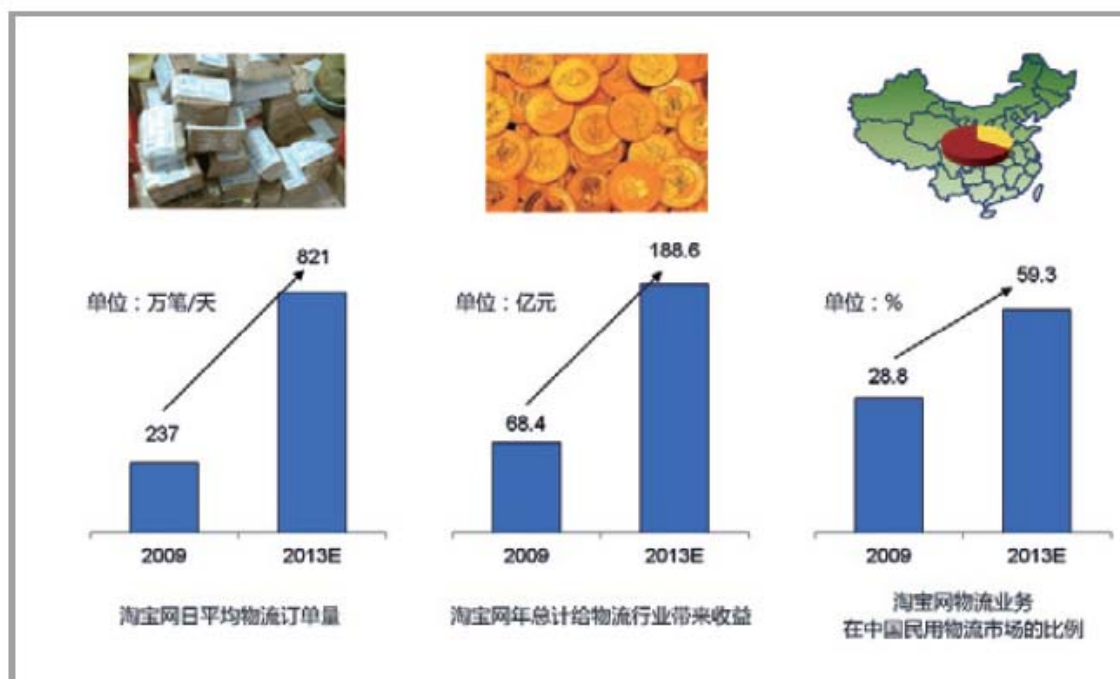
资料来源：中金公司研究部

开放平台是王道

和 B2C 融合是 C2C 平台发展方向所在。中国电子商务 C2C 寡头垄断的局面将被多元化的竞争格局所打破，为适应这一趋势，C2C 平台分别向 C2C 和 B2C 融合平台的方向转型，典型代表如淘宝的“C2C 平台模式+B2C 商城模式”综合网购平台和腾讯拍拍+QQ 商城。凭借 C2C 目前巨大的市场份额、庞大的客流量、配套服务和个性化商品，加上 B2C 平台提供的优质产品、品牌效应、以及具有保障的售后服务，将有效地促进 C2C 和 B2C 和良性协同发展。

大淘宝计划 — C2C 开放平台建立双赢局面。2008 年，淘宝提出了“大淘宝计划—共建电子商务生态圈”，意在搭建电子商务平台的同时为电子商务用户和商家提供基础电子商务所需的“水、电、煤”。在淘宝开放平台上，第三方合作伙伴可以应用程序接口的形式享受淘宝网核心的电子商务服务，如商品管理、会员体系、交易流程、支付功能、物流信息、营销推广等，目前已开放多达 200 多个 API。2010 年 11 月，淘宝网旗下独立搜索引擎“一淘网”对外宣布公测，用户可以通过该网站的开放搜索业务与淘宝网以外的 B2C 电子商务网站实现对接，可在相关搜索结果中找到除淘宝站外的合作商家商品信息。1) 做电子商务流量聚合器，优化整合资源。淘宝将整合营销、运营、支付、资金、物流、仓储、客户管理各方面的资源，将流量引到淘宝整合好的优质资源上。2) 开放平台将为淘宝积攒海量的数据库。构建多元化的电子商务生态群才是未来电子商务发展的趋势。

图表 31：淘宝开放平台将为合作商家带来非常可观的商业价值



资料来源：IDC，中金公司研究部

B2C：群雄逐鹿

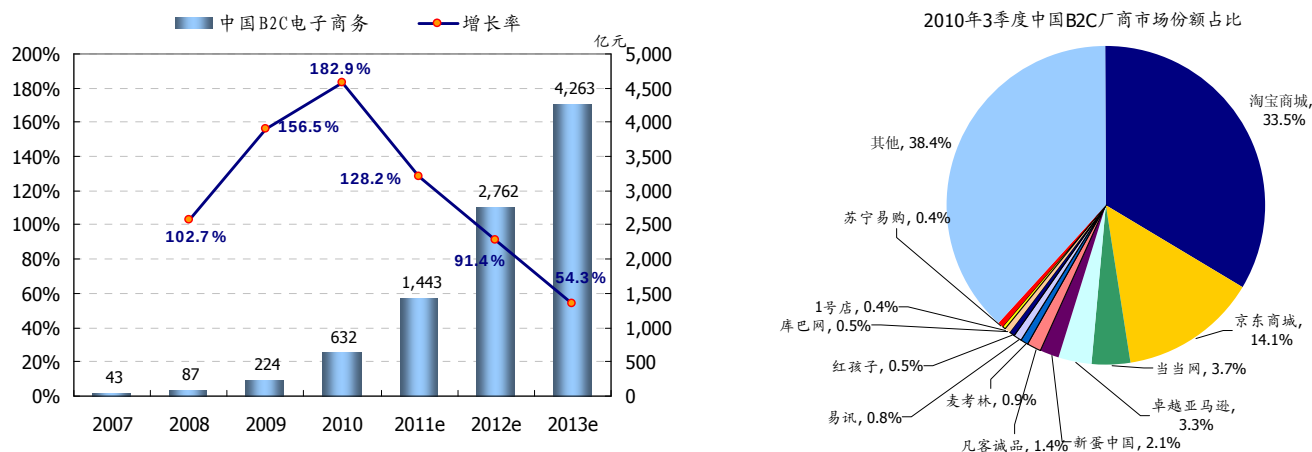
方兴未艾

B2C 指的是企业与个人之间的电子商务（Business to Consumer）。1999 年“8848”网站的建立标志着我国 B2C 电子商务模式雏形的出现。但苦于当时互联网基础设施建设薄弱，网络普及率低下，电子商务产业链不健全，我国的 B2C 电子商务曾遭受冰封时期和来自 C2C 异军突起的强烈冲击。但 2007 年以后，网络购物逐渐上升为上亿网民的主流需求，B2C 终于迎来整装待发的上阵时机。

2010 年是我国 B2C 电商蓬勃发展的一年。大型 B2C 平台京东商城整体年销售额成倍增长直击百亿大关，同时涉足百货领域，积极布局物流建设；垂直行业巨头如母婴类的红孩子、3C 类的新蛋网和服装饰品的梦芭莎都是年收入数十亿级以上的电商企业；淘宝在下半年正式上线“淘宝商城”（品牌商）和“无名良品”（淘品牌），将优质商家和资源向 B2C 倾斜，同时发力家电、母婴、旅游等 B2C 垂直行业；更有传统线下零售商和品牌商积极涉足线上业务。

全球投资者对中国电子商务拥有全球最大网民规模的市场前景看好。在成熟的电子商务市场，B2C 电子商务占比显著高于 C2C，如美国 B2C 占比为 80%，韩国这一比率为 60%。2011 年的 B2C 行业有望延续甚至超越 2010 年的欣欣向荣，我们看好 B2C 在未来 5 年内的长期增长潜力，预计行业整体将超过 60% 的复合增长率高速增长，总规模有望在 2013 年突破 4 千亿元。据易观资本发布的 2010 年电子商务投融资报告显示，中国电子商务行业在 2010 年吸金总额超过 10 亿美元。年底，麦考林和当当网相继在美国成功上市，后者市值最高超过 20 亿美元。

图表 32：我国 B2C 电子商务市场规模及竞争格局



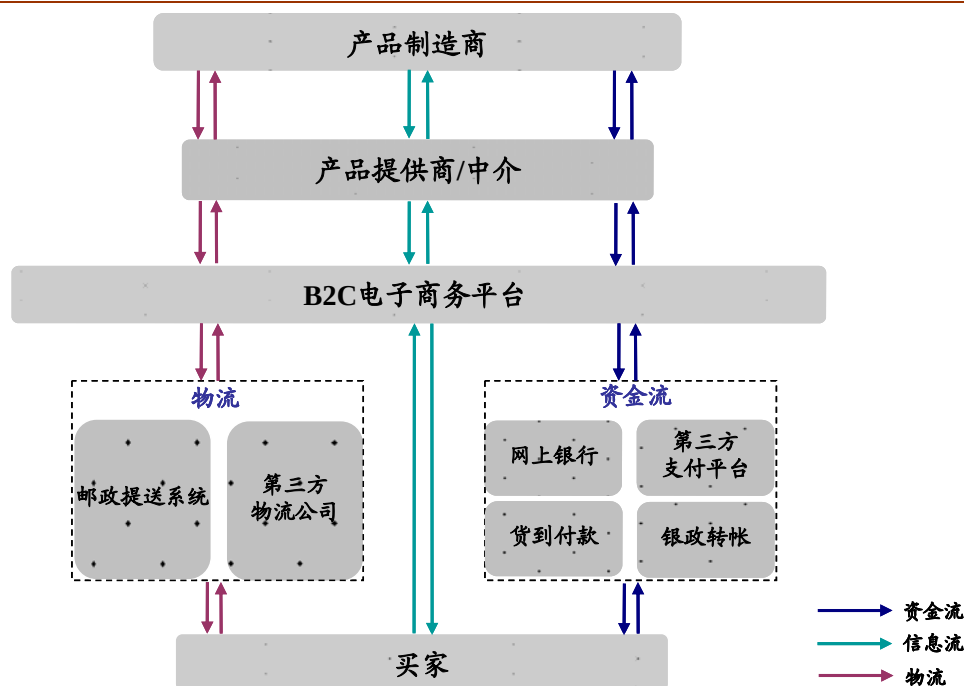
资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 33: B2C 电子商务两大模式对比

主要类型	主要模式	定义	优点	缺点	典型平台
综合类B2C	商城模式	电子商务运营商提供一个供商家展示商品于交易的平台。盈利模式以店铺费用和广告费为主	一定程度上收益与运营商平台现有的巨大流量和用户资源，是传统品牌商和零售商扩张线上市场的捷径，可在较短的时间内获得利润	商家入驻的门槛与成本较高，对于规模化推广和普及造成了一定的障碍	淘宝商城
	网络品牌商	属于“轻资产，重渠道”的轻公司类型。凭借中国强大的制造业将产品外包，自建独立的服装品牌与营销渠道	借助互联网强化渠道优势，大大提高了利润空间	由于产品线较为单一，市场空间相对有限；品牌知名度的建立需要较大的资金和时间投入	凡客诚品
垂直类B2C	传统企业线上化	由线下传统的厂商衍生开办的B2C平台。依托自有成熟品牌资源，自建网购平台，构建线上线下立体化的销售渠道	依托线下实体店，便于消费者亲身体验；依托已有品牌，有较高的用户信任度	渠道的建设和运营成本较高；缺乏专业的网络销售和渠道拓展经验	李宁

资料来源：中金公司研究部

图表 34: B2C 电子商务产业链

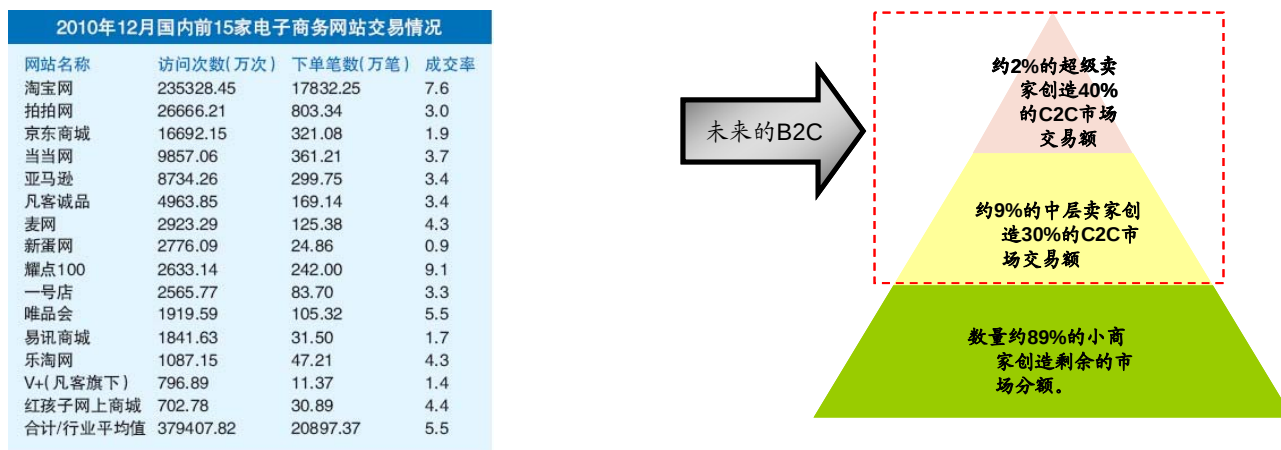


资料来源：中金公司研究部

综合类群雄逐鹿，垂直类精耕细作

B2C 行业纯电商增长具有先天优势。1) 纯网络品牌的成长迅速。前 15 电商中，纯网络电商占据压倒性优势。而在美国前 10 大 B2C 网商中只有 1 家是纯互联网企业，其他都是传统企业，这和美国制造业欠缺、较早完成工业化和城市化密切相关。2) 专业卖家为我国 C2C 卖家的主要构成部分。据第三方数据显示，C2C 卖家中约 2% 的超级卖家销售额占到了 C2C 平台上总销售额的四成，约 10% 的中层卖家贡献了约三成的销售额，而近九成的小卖家仅贡献了约三成的销售额，其中月销售额在 2000 元以下的卖家数量就占到了全部卖家数的三分之二。而按严格定义超级卖家和中层卖家的 C2C 商家都是拥有生产线的小 B 或大 B，是未来 B2C 行业所要整合的对象。3) 第三方支付行业日趋成熟，快递行业的快速发展和社会诚信逐步完善都给我国未来 B2C 行业奠定了坚实的基础。

图表 35：我国前 15 家电商流量中以 B2C 网站占主要份额



资料来源：艾瑞咨询，正望咨询，中金公司研究部

综合与垂直 B2C 长期并存。曾经各大垂直行业的巨头，如京东商城、当当和卓越亚马逊，如今都已为争做“网上的沃尔玛”而明争暗斗。初期，垂直 B2C 向综合商城的扩展是发展的必然趋势，但长期来看，综合 B2C 商城和垂直 B2C 共存是成熟网购市场的必然产物。美国前 10 大的 B2C 网站中仅亚马逊和沃尔玛两家综合商城。

B2C 向综合转型是消费者、商家和市场共同作用的结果，网民注重一站式的购物体验，商家希望通过依托规模优势提升盈利能力并确保在长期竞争中不被边缘化。由于互联网信息的高度透明，而网民转移成本很低，在线 B2C 在初期往往通过压低价格以获取用户和市场份额。中国 B2C 市场的平均毛利率仅为 10%-15% 左右，3C 类产品的毛利率甚至低于 5%。在这种情况下，只有拓展更广阔的市场并拥有更丰富的商品品类，才能最终依靠规模化经营的优势生存下去。

垂直 B2C 的机会在于通过在各自领域的精耕细作发挥专业性的优势。例如一种电脑绘图卡，在新蛋美国的网站上可提供的品种超过 400 多种，而百思买仅为 10 个，亚马逊为 6 个。专注经营垂直行业的既可以满足有专业需求的消费者需求，也可以从纵向发展扩充产品品类。

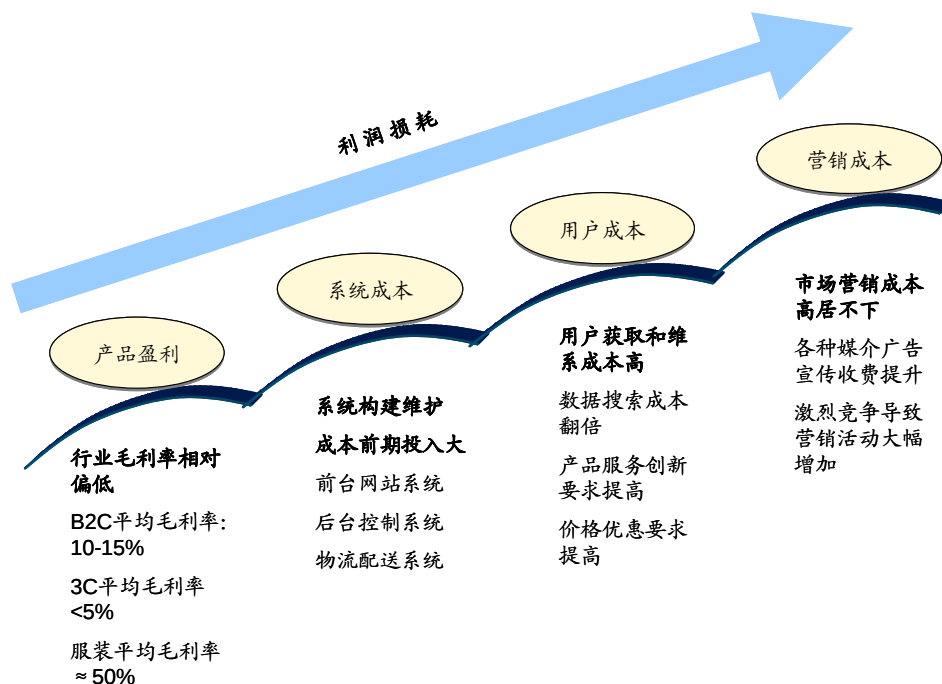
图表 36：我国现有的综合类与垂直类 B2C 商家概览

主营业务	网站名	简要介绍	融资概况	线下业务	第三方支付	自建仓储	物流配送
综合（垂直转综合）	京东商城	中国B2C市场最大的3C网购专业平台，是中国电子商务领域最受消费者欢迎和最具有影响力的电子商务网站之一	今日资本等	N/A	支付宝、财付通、环讯、快钱	有	自建+第三方
	当当网	当当网是全球最大的综合性中文网上购物商城，已于2010年在美国上市	已上市	N/A	财付通、快钱、首信易	有	自建+第三方
	红孩子	于2004年3月成立，致力于通过目录和互联网为用户提供方便快捷的购物方式和价廉物美的产品。为全国规模最大的目录销售企业	赛伯乐等	目录销售	支付宝、财付通、快钱、首信易	有	自建+第三方
	卓越亚马逊	前身为卓越网，被亚马逊公司收购后，成为其子公司。经营图书音像软件、图书、影视等	亚马逊	N/A	支付宝、首信易	有	自建
3C	新蛋	依托著名的美国新蛋网而创立的新一代专业电子商务消费服务网站	美国新蛋	N/A	支付宝、财付通、环讯、快钱	有	自建+第三方
	库巴网	前身是成立于2006年的世纪电器网，至今已经拥有视听影音、生活电器、厨卫电器、新奇特等四大品类	国美电器	N/A	支付宝、财付通、快钱	有	自建
服饰	凡客诚品	选择自有服装品牌网上销售商业模式，目前已是根植中国互联网，领先的领军服装品牌	IDG资本等	体验中心	支付宝、财付通、快钱、首信易	有	自建
	麦考林	成立于1996年，是中国第一家获得政府批准的从事邮购业务的三资企业，于2010年在美国上市	已上市	加盟店、目录销售	支付宝、快钱	有	第三方
	梦芭莎	创立于2006年，是中国领先的内衣品牌直销服务公司，公司致力于打造中国及全球领先的女性内衣直销品牌	清科等	N/A	支付宝、快钱	有	第三方
	走秀网	成立于2007年，定位于时尚百货，通过优势基础的建设，整合多个渠道，将分散的供应资源、传播资源和销售资源有机结合在一起	不详	直营店	快钱、易宝	有	第三方
	乐淘网	成立于2008年，是中国主要的运动鞋、皮鞋网络零售网站，聚焦在垂直的鞋及其相关商品领域深耕	联创策源等	N/A	支付宝、财付通	有	第三方
母婴	乐友	中国孕婴童行业领先的全国连锁零售企业，与之合作的供应商超过530多家，遍布全球21个国家	德意志银行等	直营店	快钱、易宝	有	第三方
日用百货	1号店	2008年正式上线，是国内领先的网上超市服务供应商	中国平安	N/A	支付宝、财付通、快钱	有	第三方
	中粮我买	是由中粮集团于2008年投资创办的食品类B2C电子商务网站。致力于打造中国最大、最安全的食品购物网站	中粮集团	N/A	支付宝、财付通、快钱	有	自建+第三方
奢侈品	尚品网	国内第一家严格实行会员邀请制的奢侈品私卖网站，致力于国际顶级奢侈品的在线销售服务	晨兴创投等	N/A	支付宝、财付通、环讯、快钱	有	第三方
	唯品网	成立于2008年，是一家致力于打造中高端名牌特卖的新型电子商务网站。	红杉中国等	N/A	支付宝、财付通、网汇通	有	第三方
化妆品	乐蜂网	中国第一个拥有专家明星进驻，以提供“女性时尚解决方案”为主要服务的互联网站	东方风行	N/A	支付宝	有	第三方
珠宝	钻石小鸟	始创于2002年，率先把“鼠标+水泥”的模式引入网络奢侈品销售，是国内最早的网络钻石品牌	今日资本等	体验中心	支付宝、财付通、快钱	N/A	第三方
	九钻网	成立于2005年，提供裸钻和珠宝定制服务首创了“网络+品钻+体验中心”的体验模式	今日投资等	体验中心	N/A	有	第三方
	珂兰钻石	国内首批从事电子商务钻石销售的专业珠宝品牌	不详	N/A	支付宝、财付通、快钱	N/A	第三方

资料来源：中金公司研究部

B2C 企业短期内难以突破低利困境。未来几年，我国 B2C 行业仍将处于“群雄逐鹿”的时代。为了抢占地盘，为了和线下渠道竞争，让利是 B2C 企业为求发展的最有效法宝。亚马逊的盈利时期也是在公司持续亏损 7 年之后，在用户、产品种类和销售额达到一定规模的情况下产生的。竞争升级促使 B2C 企业将更多的资金投入产品扩充、物流建设、技术提升和推广营销上，盈利能力不会有明显改善。部分 B2C 企业在 PE 投资潮退却后可能面临巨大的资金压力。

图表 37：我国前 15 家电商流量中以 B2C 网站占主要份额



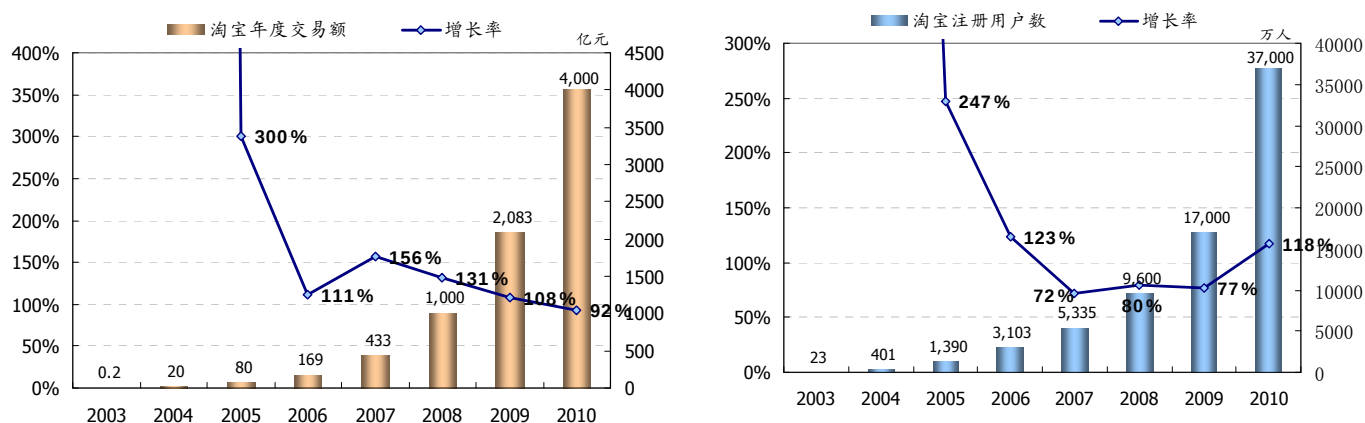
资料来源：中金公司研究部

三足鼎立，难现赢家通吃

和 C2C 高度集中的市场格局不同，B2C 行业的市场份额相对分散。各大 B2C 平台趋于多元化的经营模式加之各类资本的推动，未来势均力敌的 B2C 电商巨头的竞争将会在相互抢占市场份额中展开。纵览 B2C 的经营模式和发展趋势，我国 B2C 电子商务仍然处于初级发展阶段，企业自身对产业链的整合能力和掌控能力都有限，强化垂直领域的领导地位仍将是战略重点，短期内难以出现行业的整合者。我们认为未来 5 年，我国 B2C 行业将是几大具有不同业务重心的电商企业割据的格局：淘宝 - 为电子商务用户和企业提供水电煤的服务商；自有品牌 B2C 平台 - 以资深优质的垂直渠道扩展至多元化的综合商城，和传统品牌在线商城 - 享受线下的渠道优势和品牌效应。

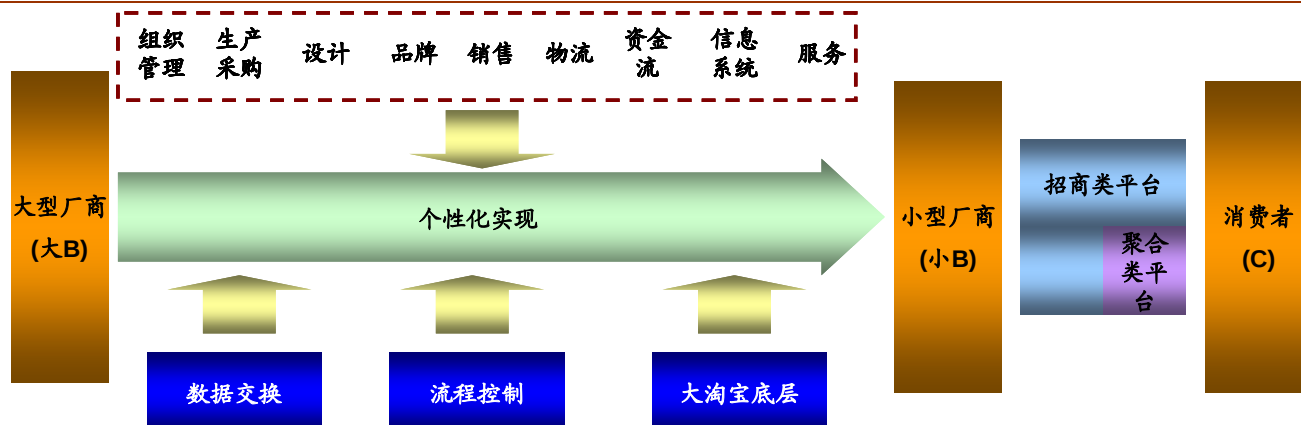
淘宝商城领跑平台型 B2C。 携有 200 万个中小商家，3.7 亿注册用户的淘宝正从 C2C 往 B2C 转型。尽管淘宝在 2009 年就凭借巨大的广告收入（占总收入的 85%）实现了盈利，但是 C2C 商家仍在消耗着淘宝巨额的成本。考虑到自主品牌 B2C 商家以其清晰的盈利模式不断冲击市场，转型 B2C 商城符合淘宝长期发展利益。2010 年 11 月 1 日，“淘宝商城”正式独立，并在双 11 节的大促销中创下了单日销售 9 亿元的佳绩；11 月上线的淘宝母婴平台拥有在线商品数量超过 2500 万件，拥有会员超过 300 万人，平均每分钟售出 500 罐奶粉，280 包尿布，占据中国母婴网购市场超过 90% 以上市场份额。据估算，淘宝 B2C 商城有望占居未来 B2C 市场 1/3 以上的市场分额。“无名良品”推出是淘宝继企业级商家推出的又一优质平台。

图表 38：淘宝年度交易额和注册用户数呈爆发式增长



资料来源：中金公司研究部

图表 39：淘宝生态圈将成为电子商务行业的整合者



资料来源：中金公司研究部

图表 40：淘宝 B2C 类平台可持续性的盈利模式将加速淘宝转型

项目			无名良品	淘宝商城
保证金及年费			2980 元/年和 1000 元保证金	保证金：10000 元
技术服务 费率	服饰、鞋帽	所有二级类目	5.0%	5.0%
	饰品	所有二级类目	5.0%	5.0%
	运动户外	所有二级类目	5.0%	5.0%
	家居	热水器	2.0%	2.0%
		浴霸	2.0%	2.0%
		剃须刀	2.0%	2.0%
		其他二级类目	5.0%	5.0%
	母婴	奶粉/辅食/营养品	N/A	2.0%
		尿片/洗护/喂哺用品	2.0%	2.0%
		其他二级类目	5.0%	5.0%
	化妆品	所有二级类目	4.0%	4.0%
	珠宝首饰	黄金/K 黄金	0.5%	0.5%
		天然玉石	5.0%	5.0%
		天然珍珠	5.0%	5.0%
		天然湖泊	5.0%	5.0%
		其他二级类目	2.0%	2.0%
	数码	所有二级类目	2.0%	2.0%
	家用电器	所有二级类目	2.0%	2.0%
	汽车及配件	所有二级类目	3.0%	3.0%

资料来源：中金公司研究部

大型网商步入战国时代，残酷竞争剩者为王。规模是 B2C 电商生存的基本要素。如果说 2010 年我国 B2C 已基本完成了跑马圈地，那么 2011 年的竞争将会是综合实力的比拼。价格竞争是行业发展初级阶段企业的制胜法宝，那进入成长期的 B2C 行业的竞争关键将升级至专业化的服务能力、技术应用和产业链整合。亚马逊的成功在很大程度上归功于对数据库的搜集和 IT 技术的运用。利用技术来优化和创新用户体验是未来电商发展的新方向。凭借风投对电子商务行业狂热的追捧和更多 B2C 企业迈入上市的门槛，在这个“不差钱”的行业能够拥有可持续性的盈利能力，并能整合产业链的前后端资源的企业才能立于不败之地。钻石小鸟依靠其“线上销售平台+线下体验店铺”的齐头并进的销售方式，配以专业的钻石鉴定凭证和服务一直遥遥领先于行业内的其他商家。马云斥资百亿打造集订单管理、仓储管理、物流配送于一体的淘宝大物流计划；京东商城也将 2010 年初融资的 1.5 亿美元的 75% 用作物流环节的建设，并成立自己的配送公司。

传统企业加速向线上转移/扩张。目前，排名在前 10 的 B2C 网商中全是纯电商，美国的在线零售 500 强榜单里，80% 以上的企业都是传统品牌的在线业务板块。2010 年应该是传统企业的电子商务化元年大量的传统企业进军电子商务市场，且发展迅猛。苏宁易购、Kappa、李宁、优衣库、佐丹奴、银泰百货、我买网等传统企业或品牌在电子商务上的表现都令人注目。2011 年，传统企业的电子商务将呈整体性高速增长，部分企业有望跻身 30 强。长期来看，中国特定的产业环境决定了纯电商在相当长的时间内仍将占据压倒性优势，但拥有供应链资源和品牌优势的实体企业，如果能够快速掌握消费者的在线购物需求和行为模式，构建适合电子商务发展的人才和组织架构，解决好线下/线上业务协同，竞争力将不容忽视。

图表 41：传统零售商涉水线上优势集中

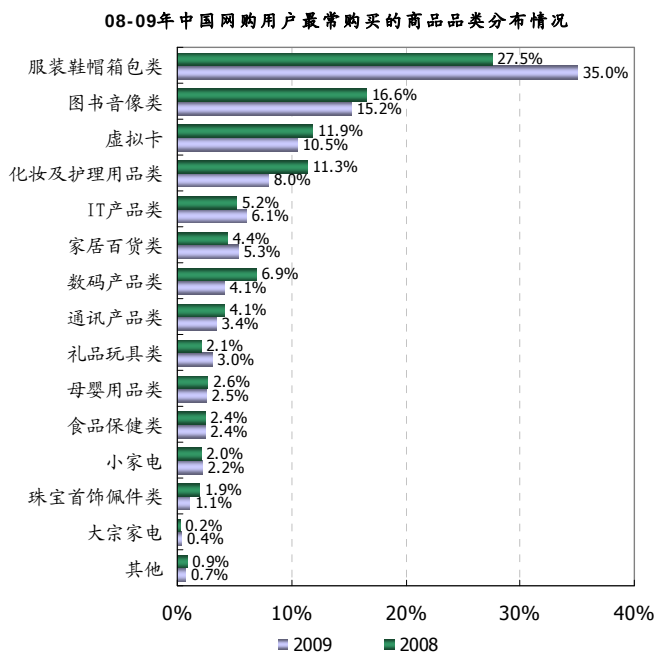


资料来源：中金公司研究部

垂直类 B2C 分析：服装服饰类、民生类和母婴类

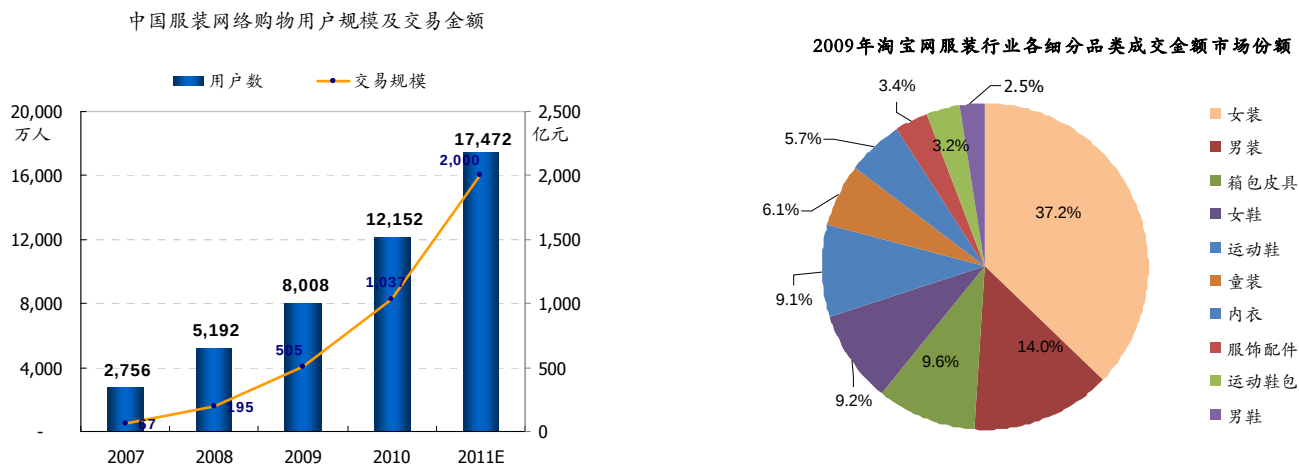
服装服饰类 B2C 在规模上有望继续领涨电商行业。我国服装服饰类 B2C 的交易量自 2007 年超过 3C 类产品荣登首位，一直是 B2C 行业中最大的细分品类。据易观国际数据显示，2009 年我国服装鞋帽市场规模达到 1.1 万亿元人民币，网络销售渠道规模为 505 亿，网络渗透率大约为 4.6%。随着用户网购服装习惯日渐养成（持续为网民最常购买的品类），尤其是女性顾客对服装网购的认知和需求不断提升，服装 B2C 市场在未来 3 年仍将继续实现 50% 以上的复合增长率。我国 B2C 服装行业的竞争格局尚未确定，较高的毛利率水平将吸引更多的行业参与者。中国服装 B2C 行业可以关注以下商家：以麦考林、梦芭莎、乐淘网为代表的专注各自细分领域，以专业化战略取胜的厂商。

图表 42：仅关注海外市场的跨国 B2C 将是未来 B2C 发展的一大亮点



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 43：服装网络销售前景广阔，以女装领涨



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

母婴类 B2C 可扩展的销售平台。我国 80 年代初第三轮婴儿潮出生的人口都已步入生育年龄，而且也正是网购的主力军。母婴类 B2C 的平台充满可扩展性，而且在中国“6：1”式的家庭模式下，家庭对孩子婴幼儿阶段的消费投入是相当可观的。2009 年，我国母婴用品市场规模已达 1000 亿元人民币，而在线销售收入仅 8.2 亿元（来自清科研究），可见市场前景相当广阔。行业的领头商家红孩子已往综合 B2C 发力，并围绕母婴主题有选择的扩充品类，销售规模的扩大使得其市场份额超过 40%。此外，红孩子还推出了红孩子社区网（bbs.redmama），为妈妈和准妈妈们提供一个可以交流，学习的平台。

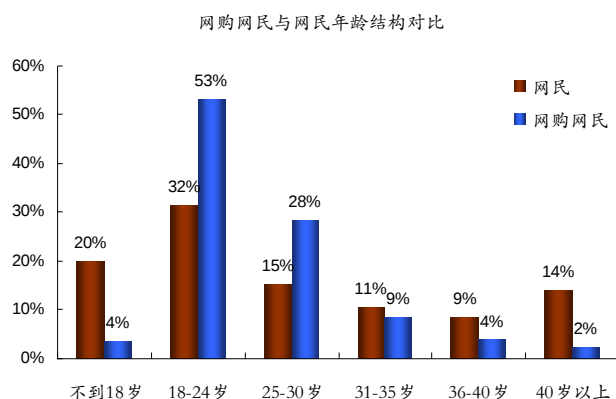
图表 44：母婴类 B2C 可扩展性平台值得关注



资料来源：中金公司研究部

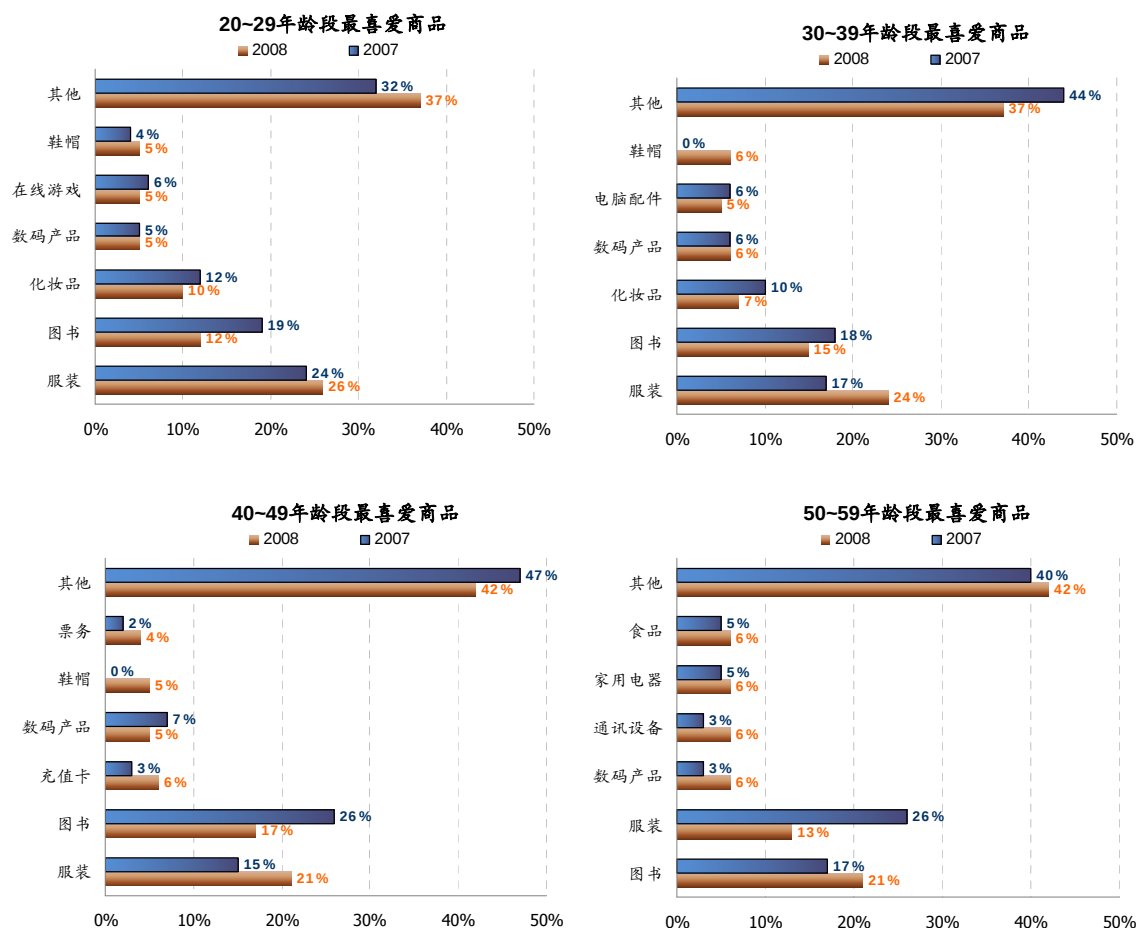
民生类 B2C。当前，我国 70% 以上的网购人口处于 18-30 岁之间，但网民年龄结构扁平化大势所趋。日用百货类、家居类、生活服务类网站有望成为下一个亮点。看好日用消费品 B2C 销售平台 - 一号店；生活服务类网站 - 大众点评网、齐家网等。

图表 45：我国 70% 以上的网购人口处于 18-30 岁之间



资料来源：CNNIC，中金公司研究部

图表 46：生活类电子商务是未来发展亮点

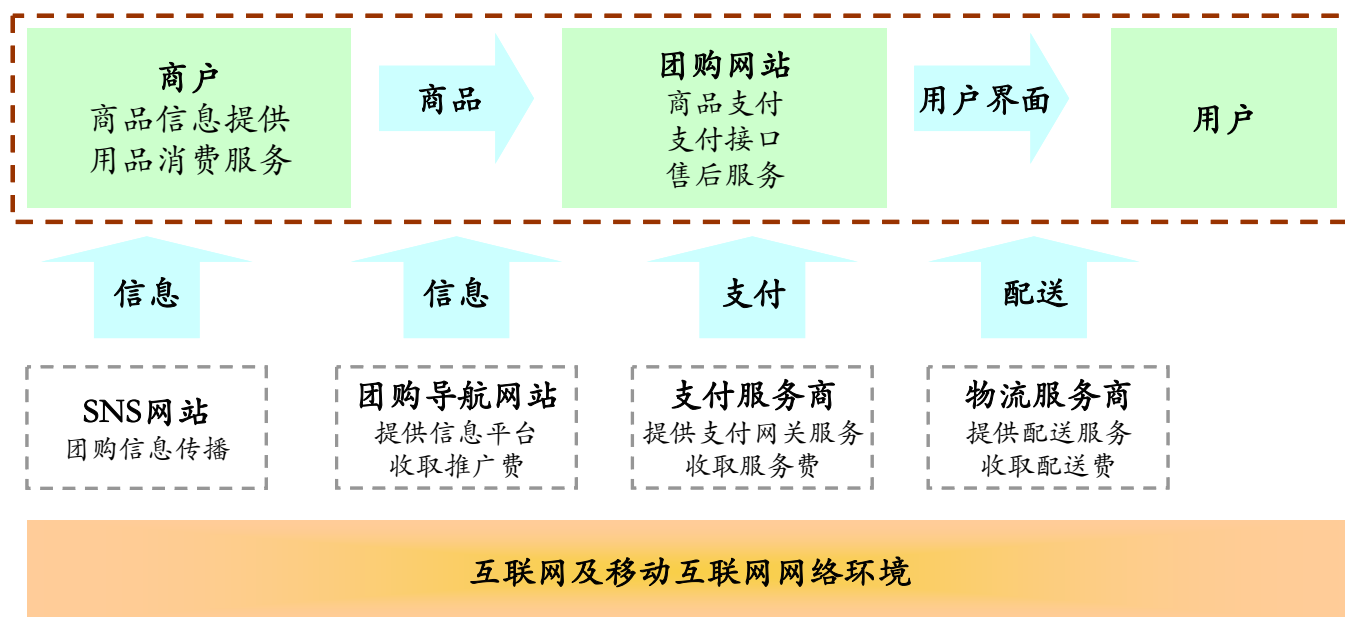


资料来源：Credit Suisse，中金公司研究部

团购：千团大战

团购（本文指网络团购）是电子商务 B2C 和 SNS 平台营销相结合的新兴网络销售模式，即借助互联网的力量将认识和不认识的消费者聚集起来，提升与商家的议价能力，从而获得大程度的商品让利。和传统的 C2C、B2C 电子商务不同的是，团购在某种程度上是 C2B（Consumer to Business）的经营模式，即团购网站都是事先确定产品标的顾客数量后才能进行组团交易。因此，对于消费者而言，团购是一种网络购物方式，可获得物美价廉的产品和服务；对于商家而言，团购则是一种有效的营销手段。

图表 47 网络团购的产业链



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

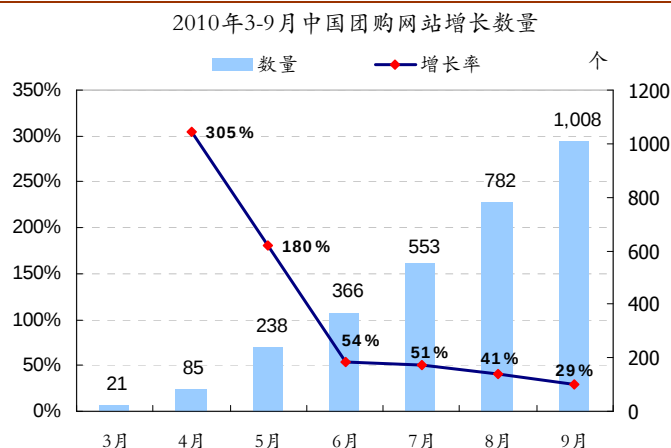
团购的主要盈利模式有佣金收入、差价收入和其他收入，我国的团购网站以佣金收入和差价收入为主。

- ▶ **佣金收入**：即团购网站作为中间平台，根据团购成交的金额，按一定的比例抽取佣金。目前国内团购网站的佣金比例为 10% - 20% 不等，低于美国的 30% - 50%。
- ▶ **差价收入**：即团购网站作为中间商，赚取团购价格（用户团购商品时的价格）与结算价格（团购活动沟通时，团购网站与商家约定的价格，不高于商品的团购价格）的差价。
- ▶ **其他收入**：即团购网站本身产生收入，包括网站的广告收入，未去实际消费的团购成交金额等。

千团大战，同质化严重

受美国团购爆发式增长的影响，从 2010 年初开始，中国国内的团购网站数量如雨后春笋般迅速增长，由年初的个位数增长至近千家网站，以提供本地化生活消费服务为主，消费群体多集中在一线城市，其中北京和上海占据一半以上的份额。自 2010 年二季度开始，团购网站开始为风投追捧，投融资活动渐趋活跃。

图表 48：中国团购网站数量持续增长



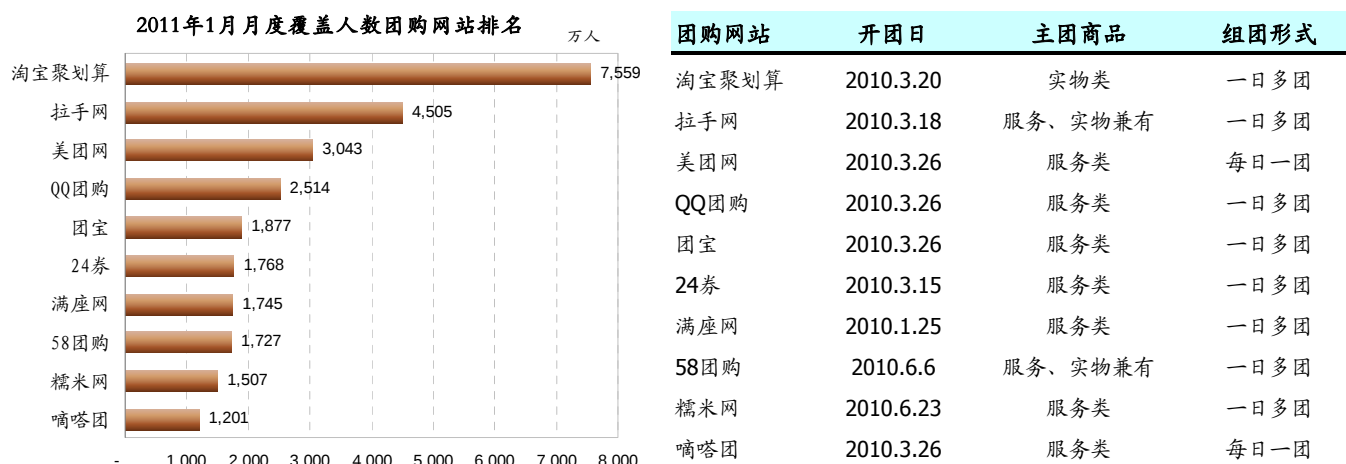
资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

► **中国的团购市场正处于培育期，未来市场前景广阔。**和美国的团购行业相比，我国网民对于团购的认知度和信任度较低。根据 CNNIC 的数据显示，截至 2010 年底，网购用户中使用团购服务的比率为 12%，但未使用团购的网购用户中有 80% 以上未来倾向于尝试使用团购服务。宏观层面，以“高折扣率”著称的团购模式正逐步成为物价飞涨时代消费者的首选。

► **团购网站带动生活服务类电子商务迅速发展，但同质化现象严重。**据团购导航网站 Letvo 统计，中国团购网站中服务商品占比达到了 53%，实物商品仅占 34%，服务商品因具地域服务性产品为主。因目前在商家中的认知度较低，各团购网站之间存在页面设置一致，同一商家被反复消费等现象。

► **缺乏规范化的管理，行业面临消费者的信任危机，洗牌或不可避免。**由于准入门槛低，导致快速成长的团购网站出现了严重的行业网站良莠不齐的局面。自去年年末开始，关于团购网站的负面新闻层出不穷，行业需要监管的规范化下健康成长已迫在眉睫。如果说 2010 年是团购元年，2011 年很可能是团购网站“大浪淘沙，优胜劣汰”的一年。在网站成立的初级阶段，烧钱圈地的巨额投入已导致多家中小型网站倒闭，加之消费者的消费行为更加趋于理性和监管体系的形成，行业内优质的大型企业将与竞争对手的拉大距离。

图表 49：有强大销售平台支撑的淘宝稳居首位，生活服务类产品仍然是团购的主要商品



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

六大阵营各领风骚

我国团购网站基本形成了六大阵营：独立团购阵营；门户网站阵营；SNS社区阵营；垂直市场阵营；传统电商阵营和垂直媒体阵营。在目前这个高资本流转的行业里，我们认为和传统电子商务相似，团购网站的取胜之道依然遵循用户为王、产品创新和优质服务的原则。

► **拥有先发优势和强大的线下执行力，并形成品牌效应和规模优势的独立团购网站，代表企业是拉手，美团，满座网。**其核心优势是线下拓展能力，产品设计能力。

► **传统电子商务网站为依托的团购网站：代表－淘宝聚划算。**1) 此类网站以实物交易为主，可为团购用户提供除服务类产品以外的实物类商品，甚至可以打出每日多团，做差异化创新；2) 完善的产业链，包括平台服务、资金、物流、仓储、移动业务等为团购业务起到协同的作用；3) 可利用网站已积累的商户规模、用户资源和品牌效应，更具服务和质量的保证；4) 团购亦可成为B2C网站的营销利器。

► **社区背景的团购网站：代表－糯米团。**1) 拥有成型的用户群体，且标的用户定位较为明确；2) 从平台向社区化的转型不仅可以帮助团购网站快速增加用户数量和粘性；3) 社区营销是团购网站推出新品最廉价且有效的方式，糯米团在去年7月上线之初就获得了非常可观的营业额。

► **拥有强大的线下商务拓展团队和丰富的地域特色商家资源：代表－大众点评。**独立的大型团购网站在现阶段都面临着产品和服务趋向同质化问题，因此线下的商务拓展团队就起到了决定性的作用。**在成立初期，团购网站通常以获取用户为首要目标**（正如目前铺天盖地的团购广告，网络之外，央视到地铁，平媒到户外），**但长期必须依靠服务质量和产品差异化才能实现持续发展。**城市信息网站，如饭统网、大众点评网，这类厂商已经积累了大量的细分行业分类信息，并通过传统业务拥有优质的商家资源，非常有助于业务推广和用户沉淀。

► **垂直细分市场的团购网站：代表－优享网（白领时尚网）。**垂直类团购网站必然是未来的明星，综合类团购网站逐步向垂直化转变，使业务模式更细分更明确。在线上，垂直网站可以根据特定的用户群更精准地推出团购产品，有针对性的与用户进行互动；在线下，垂直网站也可以基于标的顾客群开拓商家，更优化地配置资源。垂直类的团购网站的精准化和小众化更有助于建立平台的品牌效应，从而增进用户粘性和认知度。

图表 50: 团购网站六大类型

类别	特征	实例	海外同类网站
新兴团购网站	既无商户资源，也无用户资源积累	美团、F团、满座、24券等	Groupon
电子商务网站	拥有商品资源	淘宝聚划算、佳品团、火拼团	Gilt City, Woot
门户网站	拥有推广资源、用户资源、品牌信誉	新浪团、爱家团、QQ团	
SNS网站	拥有用户资源积累	糯米网	LivingSocial
垂直细分行业	拥有广告主、用户资源	优享团、快团	Juice in the City
生活服务类网站	拥有商户资源	58团购、饭桶发团、爱帮团	

资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 51: 团购行业相关的融资情况概览

企业	融资时间	投资机构	融资性质	金额 (百万)
阿丫网	2010.5.2	盟动力天使投资	合作协议	RMB13.2
	2010.5.4	盟动力天使投资	VC	RMB3.2
酷团网	2010.5.27	浙商创投	天使投资	RMB10
	2010.6.8	万嘉创投	VC	RMB8
拉手网	2010.4.22	泰山投资	天使投资	N.A.
	2010.5.14	Daily Deal 创始人	N.A.	N.A.
	2010.6.7	金沙江创投	VC	US\$5
	2010.12	Tenya Venture	VC	US\$50
	2011.4	金沙江创投、麦顿资本	VC	US\$110
美团	2010.6	N.A.	N.A.	US\$5
	2011.3.4	红杉中国	VC	US\$10
24券	2009.9	硅谷投资人	天使投资	N.A.
	2010.5.26	硅谷投资人	天使投资	N.A.
	2011.2.24	N.A.	VC	US\$3-5
F团	N.A.	N.A.	N.A.	US\$2
	2010.6.28	三井创投、MVC	VC	US\$5
卓越团	2010.7	N.A.	N.A.	RMB3
	2010.8.20	N.A.	N.A.	RMB8
58同城	2006.2.1	软银赛富基金	VC	US\$5
	2008.6.10	软银赛富基金	VC	RMB40
	2010.4.12	软银赛富基金/DCM	VC	US\$15
	2010.12.9	华平	VC	US\$60
赶集网	2010.5.31	蓝驰创投/诺基亚成长基金	VC	US\$20
嘀嗒网	2010.12	IDG	VC	US\$10
团购123	2010.9	中国消费信息传媒	VC	US\$0.15
5151	2010.05	N.A.	N.A.	US\$3

资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

Groupon 案例分析

2008 年底团购网站鼻祖 Groupon 在美国创立，凭借其简单的运营方式和清晰的盈利模式取得了爆发性的增长，成长速度甚至超过 Twitter 和 Facebook，市值迅速突破 10 亿美元。Groupon 团购网站的主要特点有：产品多为本地生活服务类产品；网站收入主要来自交易佣金（30% - 50%）；每天只提供一款团购产品；每人每天限拍一次，参与团购的用户达到一定数量即开启交易；庞大的线下商务拓展团队和社区化营销。通过对 Groupon 成功案例的研究，我们总结出了团购网站的三大核心竞争力：

► **本土化运营和强大的线下商务拓展团队：**Groupon 线下销售团队规模远超线上团队，Groupon 需要在每个覆盖的城市部署大量销售人员与当地的商家谈判。较强的地域性是团购网站和传统电子商务网站在运营上的最大区别，依托本土的线下商务拓展团队，更有助于集中的拓展当地商户资源，形成消费者集群，提高议价能力。低价和高折扣率则是提高团购网站用户活跃度的核心。

► **产品主打本地服务：**Groupon 的团购产品多以餐馆、酒店、美容、健身、SPA 等服务性产品为主。和实物产品相比，服务类的产品的边际成本和物流成本较低，议价空间相对较高。而且服务类的产品无需商家考虑库存等因素，因此在团购的模式下较实物类产品有着较高的供应能力。

► **社会化营销渠道，覆盖移动终端：**网络社区平台是团购发展的加速器。Groupon 自上线以来一直通过 Twitter, Facebook 和 RSS，邮箱订阅等方式通知和联结用户，借助 SNS 平台的宣传效应进行高效的口碑营销，增加网络影响力和用户粘性。时效性是团购的一大特征，Groupon 通过收购实现 LBS 和团购业务整合，和移动互联网的结合能让用户利用碎片时间随时随地完成交易。

图表 52: Groupon 网站交易流程



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 53: Groupon 团购行业划分

2010年Q1 Groupon 团购参与人数Top10			2010年Q1 Groupon 团购商品种类分布		
排名	团购参与人数	商品类别	商品类别	团购次数	百分比
1	7110	餐饮	活动	31	29%
2	6106	实体商品	餐饮	30	28%
3	5832	餐饮	沙龙/SPA	21	20%
4	4527	餐饮	实体商品	16	15%
5	4311	活动	会员	7	7%
6	4186	餐饮	旅游	1	1%
7	3988	会员	旅馆	1	1%
8	3875	活动	剧院	0	0%
9	3716	餐饮			
10	3667	沙龙/SPA			

注：Top10 团购活动参与人数合计为 43651，占总体参与人数的 22.1%。

注：团购次数总计为 107 次；由于四舍五入，合计百分比不完全等于 100%。

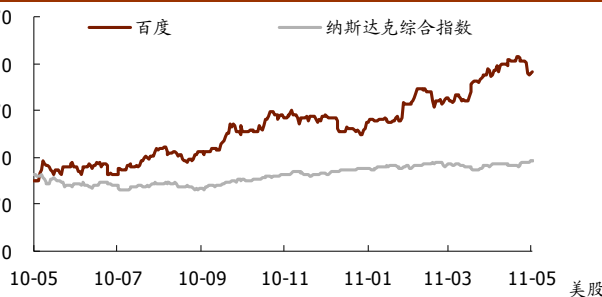
资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

百度 (BIDU.US)：推荐

搜索是盾，开放是矛

图表 54：百度主要财务数据和股票信息

(百万人民币)	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	3,198	4,448	7,915	12,886	18,833
(+/-)	83%	39%	78%	63%	46%
毛利总额	2,047	2,838	5,772	9,398	13,943
(+/-)	86%	39%	103%	63%	48%
营业利润	1,097	1,605	3,959	6,499	9,821
(+/-)	100%	46%	147%	64%	51%
净利润	1,048	1,485	3,525	5,632	8,420
(+/-)	67%	42%	137%	60%	49%
摊薄每股收益 (人民币)	3.00	4.25	10.09	16.11	24.09
摊薄每股收益 (美元)	0.44	0.62	1.53	2.53	3.89
市盈率 (倍)	321.6	227.1	92.4	55.9	36.4
非通用会计准则					
净利润	1,132.1	1,571.4	3,618.9	5,798.0	8,662.4
摊薄每股收益 (人民币)	3.24	4.50	10.35	16.59	24.78
(+/-)	69.3%	38.8%	130.3%	60.2%	49.4%
摊薄每股收益 (美元)	0.47	0.66	1.57	2.60	4.00
	81.1%	38.8%	138.3%	65.7%	53.7%
市盈率 (倍)	297.8	214.6	90.0	54.3	35.3
EV/EBITDA	231.0	156.2	68.3	42.0	27.4
总资产收益率	32%	29%	41%	39%	38%
净资产收益率	41%	38%	54%	50%	46%



股票代码	BIDU us equity
当前股价	美元141.26
目标股价	美元160
日成交量 (百万股)	6.63
52周最高价/最低价	美元156.04/65.9
总市值(百万)	49,229
发行股数 (百万股)	348
其中：流通股 (百万股)	348
主要股东 (持股比例)	Baillie Gifford and Company(9.75%)

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

搜索是盾，开放是矛

百度自上市以来实现了高速的营收增长，但在 2010 年之前，从电子商务发展中受益程度有限。一方面，C2C 是电子商务发展的主力，淘宝屏蔽了百度搜索。另一方面：百度自己的 C2C 平台，有啊并不成功。但 2010 年开始，随着电子商务行业的结构性变化以及百度自身战略的清晰，公司在电子商务领域地位和前景迅速提升，这主要表现在：

- **核心业务开始受益于电子商务的高速增长。**2010 年，电子商务行业的一个明显变局在于 B2C 成长加速和团购兴起。和 C2C 相比，B2C 和团购的市场格局尚未稳定，大部分企业处于品牌建设和发展新用户的初期，我们的渠道调查显示，营销费用普遍占这些企业收入的 10-15%。搜索、联盟和导航网站是这些企业常用的营销手段，百度在这三个领域，都处于绝对的领导地位。
- **模式转型，构建百度电商系。**我们相信百度从有啊的失败中学习到了电子商务和在线营销存在很大不同，供应链管理涉及到的线下执行力对百度来说是个非常大的挑战。百度年初关停有啊购物（向生活服务平台转型），预示着百度电子商务战略从自营向合资/投资，从单一业务向构建生态系转变。过去 12 个月，成立百度应用开放基金，和日本 B2C 领军企业乐酷天成立合资企业，投资齐家网和耀点 100 以及传闻中的和中国鞋业巨头百丽成立合资在线购物平台都可以看做是这一战略的逐步成型。
- **全面出击，强化平台，提升盈利能力。**进一步强化框计算，百度开放平台，凤巢系统，发力移动开放平台，操作系统，浏览器和客户端软件，平台强化是其能够从电子商务长期发展中受益的保证。

投资建议和投资风险：

当前股价隐含 2011 和 2012 年动态市盈率分别为 54.3 倍和 35.3 倍，重申推荐和 160 美元目标价。主要风险在于：新兴商业模式（SNS, 微博, 移动互联网应用商店）对搜索的冲击。

图表 55：百度分季度财务预测

利润表 (百万人民币)	2009	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2011E	2012E
营业收入	4,448	1,294	1,914	2,256	2,451	7,915	2,436	3,242	3,594	3,613	12,886	18,833
网络营销	4,445	1,293	1,913	2,256	2,450	7,913	2,435	3,241	3,593	3,614	12,884	18,831
付费搜索	2,744	885	1,425	1,725	1,926	5,961	1,973	2,616	2,891	2,900	10,380	15,171
百度联盟	1,702	408	489	531	525	1,952	462	626	702	714	2,504	3,660
其他	2	1	1	0	0	2	1	1	1	(1)	2	2
营业税金及附加	(276)	(81)	(122)	(141)	(161)	(505)	(159)	(204)	(230)	(235)	(829)	(1,211)
营业成本	(1,334)	(344)	(395)	(431)	(469)	(1,638)	(509)	(664)	(740)	(747)	(2,660)	(3,680)
毛利总额	2,838	869	1,398	1,684	1,822	5,772	1,768	2,374	2,624	2,631	9,398	13,943
销售及管理费用	(765)	(206)	(256)	(287)	(304)	(1,052)	(321)	(428)	(467)	(462)	(1,679)	(2,411)
研发费用	(381)	(113)	(149)	(191)	(215)	(667)	(221)	(253)	(280)	(300)	(1,054)	(1,469)
股权激励费用	(86)	(20)	(22)	(24)	(28)	(94)	(31)	(42)	(46)	(46)	(166)	(242)
营业利润	1,604.94	531	972	1,181	1,275	3,959	1,194.60	1,651.49	1,830.58	1,822.30	6,498.97	9,820.84
利息收益	33	11	15	17	23	67	42	30	30	30	132	100
其他 (净值)	46	9	(9)	13	22	35	17	(20)	(20)	(20)	(43)	(73)
税前利润	1,683	551	978	1,212	1,320	4,061	1,252	1,661	1,841	1,832	6,586	9,848
所得税	(198)	(71)	(141)	(165)	(160)	(536)	(181)	(241)	(267)	(265)	(954)	(1,428)
净利润	1,485	481	837	1,047	1,161	3,525	1,071	1,421	1,574	1,567	5,632	8,420
摊薄每股收益 (人民币/股)	4.25	1.37	2.40	2.99	3.32	10.09	3.06	4.07	4.50	4.48	16.11	24.09
摊薄每股收益 (美元/股)	0.62	0.21	0.36	0.45	0.50	1.53	0.48	0.64	0.71	0.70	2.53	3.89
非通用准则每股收益 (人民币/股)	4.50	1.43	2.46	3.06	3.40	10.35	3.15	4.18	4.64	4.62	16.59	24.78
非通用准则每股收益 (美元/股)	0.66	0.22	0.37	0.46	0.52	1.57	0.49	0.66	0.73	0.72	2.60	4.00
增长分析												
收入同比增长	39%	60%	74%	76%	94%	78%	88%	69%	59%	47%	63%	673%
收入环比增长		3%	48%	18%	9%		-1%	33%	11%	1%		
净利润同比增长	42%	165%	118%	112%	171%	137%	123%	70%	50%	35%	60%	687%
净利润环比增长		12%	74%	25%	11%		-8%	33%	11%	0%		
盈利分析												
毛利率	63.8%	67.2%	73.0%	74.6%	74.3%	72.9%	72.6%	73.2%	73.0%	72.8%	72.9%	74.0%
总费用率	27.7%	26.1%	22.3%	22.3%	22.3%	22.9%	23.5%	22.3%	22.1%	22.4%	22.5%	21.9%
销售及管理费用率	17.2%	15.9%	13.4%	12.7%	12.4%	13.3%	13.2%	13.2%	13.0%	12.8%	13.0%	12.8%
研发费用率	8.6%	8.7%	7.8%	8.5%	8.8%	8.4%	9.1%	7.8%	7.8%	8.3%	8.2%	7.8%
股权激励费用率	1.9%	1.5%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业利润率	36.1%	41.0%	50.8%	52.4%	52.0%	50.0%	49.0%	50.9%	50.9%	50.4%	50.4%	52.1%
净利润率	33.4%	37.1%	43.7%	46.4%	47.4%	44.5%	43.9%	43.8%	43.8%	43.4%	43.7%	44.7%
有效税率	11.8%	12.8%	14.4%	13.6%	12.1%	13.2%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
运营指标												
平均网络营销活跃用户数 (千人)	207	221	254	272	276	256	274	307	321	326	307	356
同比增长	12.8%	19.5%	25.1%	25.9%	23.8%	23.7%	24.0%	21.0%	18.0%	18.0%	20.0%	16.0%
环比增长		-0.9%	14.9%	7.1%	1.5%		-0.7%	12.2%	4.4%	1.5%		
每用户平均收入		5,852	7,533	8,292	8,879		8,886	10,547	11,195	11,098		
同比增长	23%	34%	39%	40%	57%	44%	52%	40%	35%	25%	36%	26%
环比增长		4%	29%	10%	7%		0%	19%	6%	-1%		
	15.7%	13.2%	9.7%	8.9%	8.1%	9.6%	8.2%	8.3%	8.4%	8.5%	8.4%	8.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 56: 百度盈利预测主要假设

利润表 (百万人民币)						增长及盈利指标					
	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	3,198	4,448	7,915	12,886	18,833	增长分析					
网络营销	3,194	4,445	7,913	12,884	18,831	营业收入	83.3%	39.1%	78.0%	62.8%	46.2%
付费搜索	2,148	2,744	5,961	10,380	15,171	网络营销	83.5%	39.2%	78.0%	62.8%	46.2%
百度联盟	1,046	1,702	1,952	2,504	3,660	付费搜索	75.7%	27.7%	117.3%	74.1%	46.2%
其他	4	2	2	2	2	百度联盟	101.8%	62.7%	14.7%	28.3%	46.2%
营业税金及附加	(200)	(276)	(505)	(829)	(1,211)	盈利分析					
营业成本	(951)	(1,334)	(1,638)	(2,660)	(3,680)	毛利率	64.0%	63.8%	72.9%	72.9%	74.0%
毛利总额	2,047	2,838	5,772	9,398	13,943	销售费用率	19.3%	17.2%	13.3%	13.0%	12.8%
销售及管理费用	(618)	(765)	(1,052)	(1,679)	(2,411)	研发费用率	7.8%	8.6%	8.4%	8.2%	7.8%
研发费用	(248)	(381)	(667)	(1,054)	(1,469)	股权激励费用率	2.6%	1.9%	1.2%	1.3%	1.3%
股权激励费用	(84)	(86)	(94)	(166)	(242)	营业利润率	34.3%	36.1%	50.0%	50.4%	52.1%
营业利润	1,097	1,605	3,959	6,499	9,821	息税折旧摊销前利润率	45.9%	48.8%	62.9%	62.9%	65.9%
利息收益	46	33	67	132	100	息税前利润率	36.6%	38.5%	53.4%	53.9%	55.7%
其他 (净值)	22	46	35	(43)	(73)	有效税率	10.0%	11.8%	13.2%	14.5%	14.5%
	-	(0)	0	(2)	-	净利润率	32.8%	33.4%	44.5%	43.7%	44.7%
税前利润	1,164	1,683	4,061	6,586	9,848						
所得税	(116)	(198)	(536)	(954)	(1,428)						
净利润	1,048	1,485	3,525	5,632	8,420						
摊薄每股收益 (人民币/股)	3.00	4.25	10.09	16.11	24.09						
摊薄每股收益 (美元/股)	0.44	0.62	1.53	2.53	3.89						
非通用准则每股收益 (人民币/股)	3.24	4.50	10.35	16.59	24.78						
非通用准则每股收益 (美元/股)	0.47	0.66	1.57	2.60	4.00						
资产负债表 (百万人民币)						运营指标					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2,362	4,200	7,820	13,129	21,262	平均网络营销活跃用户数 (千人)	183	207	256	307	356
短期投资	301	381	376	376	376	同比增长率	36.0%	12.8%	23.7%	20.0%	16.0%
应收账款	93	162	297	373	545	每用户平均收入 (元人民币)	17,432	21,501	30,940	41,967	52,879
流动资产	2,852	4,843	8,782	14,222	22,587	同比增长率	34.9%	23.3%	43.9%	35.6%	26.0%
固定资产及在建工程	790	998	1,622	2,662	3,950						
无形资产及商誉	82	94	87	79	71						
非流动资产	1,086	1,314	2,266	3,298	4,578						
总资产	3,938	6,157	11,048	17,520	27,166						
应付账款及其他	423	750	1,318	1,678	2,322						
预收账款	423	608	1,029	1,547	2,167						
递延收益	3	42	109	109	109						
流动负债	849	1,400	2,552	3,430	4,694						
非流动负债	0	4	91	90	90						
股东权益	3,089	4,752	8,406	14,000	22,382						
负债及股东权益合计	3,938	6,157	11,048	17,520	27,166						
现金流量表 (百万人民币)						其他比率					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,048	1,485	3,525	5,632	8,420	净资产收益率	41.0%	37.9%	53.6%	50.3%	46.3%
折旧摊销	281	432	699	1,081	1,787	总资产收益率	31.8%	29.4%	41.0%	39.4%	37.7%
运营资本变动	337	478	765	748	1,031	净现金/股东权益	76.5%	88.4%	93.0%	93.8%	95.0%
经营性现金流	1,746	2,616	5,159	7,461	11,238	资产负债率	21.6%	22.8%	23.9%	20.1%	17.6%
资本支出	(418)	(651)	(1,316)	(2,113)	(3,068)	流动比率	2.6	3.7	3.9	4.3	4.9
投资性现金流	(661)	(740)	(1,587)	(2,113)	(3,068)	股价/每股经营现金流	193.1	128.9	63.2	42.2	27.2
融资性现金流	(36)	-	86	-	-	股价/每股自由现金流	285.5	202.5	91.3	59.9	37.6
汇兑损益影响	(38)	(38)	(38)	(38)	(38)						
货币资金增加	1,012	1,837	3,620	5,309	8,133						

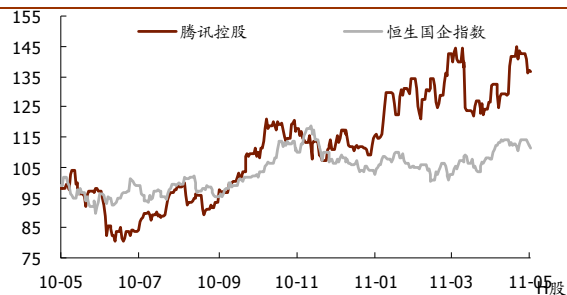
资料来源：公司数据，中金公司研究部

腾讯 (700.HK)：推荐

决胜开放平台

图表 57：腾讯主要财务数据和股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	7,155	12,440	19,646	25,959	31,497
(+/-)	87%	74%	58%	32%	21%
毛利总额	4,984	8,550	13,326	17,606	21,393
(+/-)	84%	72%	56%	32%	22%
营业利润	3,246	6,020	9,838	12,889	15,670
(+/-)	99%	85%	63%	31%	22%
净利润	2,785	5,156	8,054	10,559	12,840
(+/-)	78%	85%	56%	31%	22%
每股收益 (人民币)	1.50	2.77	4.33	5.68	6.91
每股收益 (港币元)	1.70	3.15	5.07	6.86	8.51
市盈率 (倍)	124.3	67.1	41.7	30.9	24.9
非通用会计准则-净利润	2,945	5,477	8,549	11,208	13,627
每股收益 (人民币)	1.58	2.95	4.60	6.03	7.33
每股收益 (港币元)	1.80	3.35	5.38	7.28	9.03
(+/-)	88%	86%	61%	35%	24%
市盈率 (倍)	117.6	63.2	39.3	29.1	23.4
EV/EBITDA	94.7	50.5	30.9	23.5	19.1
总资产收益率	33.2%	37.7%	30.2%	24.7%	22.7%
净资产收益率	45.1%	53.1%	47.2%	39.7%	34.6%
ROCE	45.1%	53.1%	47.2%	39.7%	0.0%
股价/每股经营现金流	96.7	41.2	27.3	21.0	19.6
股价/每股自由现金流	223.6	62.3	38.0	31.6	25.6



股票代码	700.HK
当前股价	港币211.6
目标股价	港币255
日成交量 (百万股)	2.80
52周最高价/最低价	港币 230.8/120.4
总市值(百万)	388,724
发行股数 (百万股)	1,837
其中：流通股 (百万股)	946
主要股东 (持股比例)	Mih China BVI(34.31%)

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

和阿里系同质化竞争

腾讯已经拥有中国第二大 C2C-拍拍网和第三方支付平台-财付通。但在淘宝和支付宝的强势竞争下，拍拍网和财付通无论盈利能力还是发展前景都难言乐观。从 2010 年财务数据分析，腾讯收入结构中互联网增值服务占比 78.8%，无线增长服务占比 13.8%，广告占比 7.0%。电子商务的贡献几乎可以忽略不计。收入高度集中在互联网增值服务，尤其是游戏领域提升了腾讯长期增长前景的不确定性，并制约了腾讯的估值水平。

开放平台成为电商业务发展关键

- 腾讯的核心价值在于用户和社区。**研究显示，依托开放平台，腾讯差异化的电商战略正逐步成型。在线购物领域，拍拍和 QQ 商城之外，通过 QQ 返利和 QQ 团购成，介入 B2C 和团购。在线支付领域，财付通除了支持腾讯自身业务外，通过财付通开放平台引进和支持更多第三方商户。我们认为，引入第三方商户对接腾讯社区/用户将是腾讯和阿里巴巴，百度形成差异化竞争，并最终受益于电子商务发展的关键。
- 构建腾讯生态系。**腾讯成立 50 亿元投资基金，我们相信其主投方向将包括，腾讯开放平台上的第三方应用，移动互联网和电子商务。以投资方式，一方面可以强化腾讯电商体系的竞争力，另一方面可以享受所投资企业价值提升带来的资本回报。腾讯和 Groupon 成立高朋，以及传闻投资易讯网都是这一战略的体现。

投资建议和投资风险：

当前股价隐含 2011 年和 2012 年动态市盈率分别为 29.1 倍和 23.4 倍，我们认为市场过于担忧腾讯互联网增值业务（含网游）的短期成长压力，低估了开放平台对提升公司在电子商务和移动互联网领域长期竞争力的影响。重申推荐投资评级和 255 港元目标价。风险主要在于：平台之争激烈，在百度和阿里巴巴等互联网企业之外，腾讯还要面对强势终端（如苹果），操作系统（如谷歌）和运营商（如中国移动）的竞争。在电子商务领域，腾讯缺乏线下经营能力。

图表 58: 腾讯分季度财务预测

利润表 (百万人民币)	2009	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2011E	2012E
营业收入	12,440	4,226	4,669	5,227	5,524	19,646	5,974	6,373	6,763	6,849	25,959	31,497
网络增值服务	9,531	3,387	3,582	4,129	4,384	15,482	4,873	5,011	5,343	5,412	20,640	24,705
网游之外的增值服务	4,145	1,364	1,439	1,572	1,598	5,973	1,725	1,800	1,875	1,875	7,275	8,200
网络游戏	5,385	2,023	2,143	2,557	2,786	9,509	3,148	3,211	3,468	3,537	13,365	16,505
无线增值服务	1,906	618	674	695	729	2,716	774	825	884	912	3,395	4,130
在线广告	962	204	398	383	388	1,373	307	517	516	505	1,844	2,582
其他	41	16	16	20	24	75	20	20	20	20	80	80
营业成本	(3,889)	(1,328)	(1,483)	(1,677)	(1,832)	(6,320)	(1,888)	(2,062)	(2,187)	(2,216)	(8,353)	(10,104)
毛利总额	8,550	2,898	3,186	3,550	3,692	13,326	4,086	4,311	4,576	4,633	17,606	21,393
销售费用	(581)	(185)	(230)	(228)	(302)	(945)	(287)	(306)	(325)	(329)	(1,246)	(1,512)
管理费用	(2,026)	(586)	(666)	(744)	(840)	(2,836)	(896)	(956)	(1,014)	(1,027)	(3,894)	(4,725)
其他 (净值)	78	22	81	88	103	294	104	105	106	108	423	513
营业利润	6,020	2,148	2,371	2,666	2,653	9,838	3,007	3,154	3,343	3,385	12,889	15,670
财务收益	(2)	(2)	(3)	3	0	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)	(10)	(10)
投资收益 (对联营企业)	22	13	11	11	41	76	30	30	30	30	120	120
税前利润	6,041	2,160	2,380	2,680	2,693	9,913	3,034	3,182	3,371	3,412	12,999	15,780
所得税	(819)	(357)	(449)	(512)	(480)	(1,798)	(546)	(573)	(607)	(614)	(2,340)	(2,840)
少数股东损益	(66)	(19)	(15)	(15)	(12)	(62)	(25)	(25)	(25)	(25)	(100)	(100)
净利润	5,156	1,783	1,917	2,153	2,201	8,054	2,463	2,584	2,739	2,773	10,559	12,840
总股本	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859	1,859
摊薄每股收益 (人民币/股)	2.77	0.96	1.03	1.16	1.18	4.33	1.33	1.39	1.47	1.49	5.68	6.91
摊薄每股收益 (港币/股)	3.15	1.12	1.21	1.36	1.39	5.07	1.60	1.68	1.78	1.80	6.86	8.51
非通用会计准则每股收益 (人民币/股)	2.95	1.01	1.10	1.23	1.26	4.60	1.41	1.48	1.56	1.58	6.03	7.33
非通用会计准则每股收益 (港币/股)	3.35	1.19	1.28	1.44	1.48	5.38	1.70	1.78	1.89	1.91	7.28	9.03
增长分析												
收入同比增长	73.9%	68.7%	62.2%	55.1%	49.8%	57.9%	41.4%	36.5%	29.4%	24.0%	32.1%	21.3%
收入环比增长		14.6%	10.5%	11.9%	5.7%		8.1%	6.7%	6.1%	1.3%		
净利润同比增长	85.2%	72.2%	60.7%	51.6%	45.9%	56.2%	38.1%	34.8%	27.2%	26.0%	31.1%	21.6%
净利润环比增长		18.3%	7.5%	12.3%	2.2%		11.9%	4.9%	6.0%	1.2%		
盈利分析												
毛利率	68.7%	68.6%	68.2%	67.9%	66.8%	67.8%	68.4%	67.6%	67.7%	67.6%	67.8%	67.9%
总费用率	20.3%	17.7%	17.5%	16.9%	18.8%	17.8%	18.1%	18.1%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%
销售费用率	4.7%	4.4%	4.9%	4.4%	5.5%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用率	16.3%	13.9%	14.3%	14.2%	15.2%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
营业利润率	48.4%	50.8%	50.8%	51.0%	48.0%	50.1%	50.3%	49.5%	49.4%	49.4%	49.7%	49.7%
净利润率	41.4%	42.2%	41.0%	41.2%	39.8%	41.0%	41.2%	40.5%	40.5%	40.5%	40.7%	40.8%
有效税率	13.6%	16.5%	18.8%	19.1%	17.8%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
运营指标												
无线增值业务用户数 (百万)	20	23	24	25	25	25	27	28	29	28	28	32
每用户平均收入 (元人民币/年)	110	28	28	28	29	114	30	30	31	32	123	135
网络增值业务用户数 (百万)	52	60	63	67	66	66	69	72	75	75	75	82
每用户平均收入 (元人民币/年)	80	24	23	24	24	91	25	25	25	25	97	100
最高同时在线人数 (高级休闲游戏)	3.4	3.9	4.0	5.5	5.0	5.0	5.5	5.6	5.8	5.5	5.5	6.0
最高同时在线人数 (MMORPG)	3.0	2.9	3.0	2.6	2.8	2.8	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.5

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 59: 腾讯盈利预测主要假设

利润表 (百万人民币)						增长及盈利指标					
	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	7,155	12,440	19,646	25,959	31,497	增长分析					
网络增值服务	4,915	9,531	15,482	20,640	24,705	营业收入	87.2%	73.9%	57.9%	32.1%	21.3%
网游之外的增值服务	2,589	4,145	5,973	7,275	8,200	网络增值服务	95.5%	93.9%	62.4%	33.3%	19.7%
网络游戏	2,326	5,385	9,509	13,365	16,505	网游之外的增值服务	51.7%	60.1%	44.1%	21.8%	12.7%
无线增值服务	1,399	1,906	2,716	3,395	4,130	大型多人在线游戏	283.0%	122.7%	42.6%	40.5%	20.0%
在线广告	826	962	1,373	1,844	2,582	无线增值服务	73.2%	36.2%	42.5%	25.0%	21.7%
其他	15	41	75	80	80	在线广告	67.5%	16.5%	42.6%	34.4%	40.0%
营业成本	(2,170)	(3,889)	(6,320)	(8,353)	(10,104)	盈利分析					
毛利总额	4,984	8,550	13,326	17,606	21,393	毛利率	70%	69%	68%	68%	68%
销售费用	(518)	(581)	(945)	(1,246)	(1,512)	销售费用率	7.2%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用	(1,332)	(2,026)	(2,836)	(3,894)	(4,725)	管理费用率	18.6%	16.3%	14.4%	15.0%	15.0%
其他 (净值)	112	78	294	423	513	营业利润率	45.4%	48.4%	50.1%	49.7%	49.7%
营业利润	3,246	6,020	9,838	12,889	15,670	息税折旧摊销前利润率	49.1%	52.9%	54.7%	54.6%	55.4%
财务收益	(141)	(2)	(1)	(10)	(10)	息税前利润率	45.4%	48.4%	50.1%	49.7%	49.7%
投资收益 (对联营企业)	(0)	22	76	120	120	有效税率	9.3%	13.6%	18.1%	18.0%	18.0%
税前利润	3,105	6,041	9,913	12,999	15,780	净利润率	38.9%	41.4%	41.0%	40.7%	40.8%
所得税	(289)	(819)	(1,798)	(2,340)	(2,840)						
少数股东损益	(31)	(66)	(62)	(100)	(100)						
净利润	2,785	5,156	8,054	10,559	12,840						
摊薄每股收益(人民币/股)	1.50	2.77	4.33	5.68	6.91						
摊薄每股收益(港币/股)	1.70	3.15	5.07	6.86	8.51						
	1.58	2.95	4.60	6.03	7.33						
	1.80	3.35	5.38	7.28	9.03						
资产负债表 (百万人民币)						运营指标					
	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
应收账款	983	1,229	1,715	2,267	2,750	注册即时通讯用户 (百万)	892	1,097	1,257	1,383	1,521
存货	5	-	-	-	-	活跃用户数 (百万)	377	523	648	725	798
预付款项	378	374	488	645	782	IM最高同时在线用户数 (百万)	50	93	128	145	160
交易性金融资产	330	-	-	-	-	QQ游戏的最高同时在线人数	4.7	6.2	6.8	7.5	8.0
定期存款 (三月以上)	1,663	5,310	11,726	11,726	11,726	活跃用户/注册用户	42.2%	47.7%	51.5%	52.5%	52.5%
现金及现金等价物	3,068	6,244	11,445	23,598	35,755	同时在线用户/活跃用户	13.2%	17.8%	19.7%	20.0%	20.0%
短期投资	68	-	-	-	-	无线增值业务用户数 (百万)	14.7	20.3	24.6	28.0	32.0
流动资产	6,496	13,157	25,374	38,235	51,013	每用户平均收入 (元人民币/年)	104.4	110.2	114.2	123.1	135.4
固定资产	1,165	2,517	3,293	4,231	5,168	网络增值业务用户数 (百万)	31.4	51.6	65.7	75.0	82.0
无形资产	370	269	573	573	573	每用户平均收入 (元人民币/年)	82.5	80.3	90.9	97.0	100.0
持有到期投资	-	341	-	-	-	最高同时在线人数 (小游戏)	4.7	6.2	6.8	7.5	8.0
其他非流动资产	1,824	1,068	2,464	2,464	2,464	最高同时在线人数 (高级休闲游戏)	1.6	3.5	5.0	5.5	6.0
非流动资产	3,360	4,195	6,329	7,268	8,205	最高同时在线人数 (MMORPG)	2.4	3.0	2.8	3.1	3.5
总资产	9,856	17,352	31,703	45,503	59,218						
应付账款	245	697	1,380	1,824	2,207						
其他应付款	1,014	1,626	2,998	3,962	4,793						
应付税项	47	85	341	2,340	2,840						
递延收益	682	1,736	2,761	3,648	4,111						
流动负债	2,092	4,563	13,022	17,316	19,493						
递延所得税负债	78	370	967	967	967						
长期应付款	566	274	-	-	-						
非流动负债	645	644	967	967	967						
股东权益合计	7,119	12,299	21,841	31,347	42,885						
负债及股东权益合计	9,856	17,506	35,830	49,630	63,345						
现金流量表 (百万人民币)						其他比率					
	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
净利润	2,847	4,973	6,842	8,678	12,840	净资产收益率	45.1%	53.1%	47.2%	39.7%	34.6%
折旧摊销	264	559	909	1,288	1,764	总资产收益率	33.2%	37.7%	30.2%	24.7%	22.7%
运营资本变动	(224)	823	1,456	700	592	净现金/股东权益	66.4%	92.3%	81.8%	95.8%	98.4%
经营性现金流	3,580	8,398	12,319	15,533	16,260	资产负债率	27.8%	29.7%	39.0%	36.8%	32.3%
资本支出	(1,449)	(1,027)	(1,572)	(2,226)	(2,701)	流动比率	3.1	2.9	1.9	2.2	2.6
投资性现金流	(2,515)	(5,025)	(12,015)	(2,226)	(2,701)	股价/每股经营现金流	96.7	41.2	27.3	21.0	19.6
融资性现金流	(870)	(397)	4,112	(1,153)	(1,402)	股价/每股自由现金流	223.6	62.3	38.0	31.6	25.6
汇兑损益影响	(76)	(1)	(52)	-	-						
货币资金增加	195	2,976	4,416	12,154	12,156						

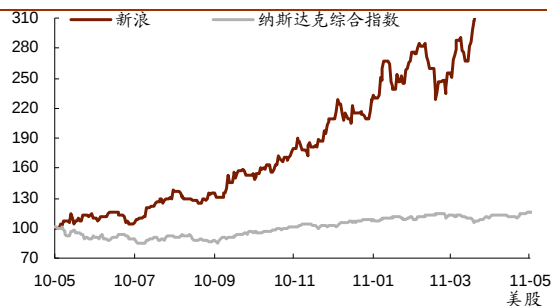
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

新浪 (SINA.US)：推荐

门户是现实，微博是未来

图表 60：新浪主要财务数据和股票信息

(百万美元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	370	359	403	484	669
(+/-)	50%	-3%	12%	20%	38%
毛利总额	219	200	234	275	393
(+/-)	45%	-9%	17%	17%	43%
营业利润	75	37	96	74	154
(+/-)	46%	-50%	159%	-23%	107%
净利润	81	412	(19)	85	158
(+/-)	40%	411%	-105%	-543%	87%
摊薄每股收益 (美元)	1.21	6.20	(0.29)	1.27	2.38
市盈率 (倍)	103.1	20.2	(435.1)	98.2	52.6
非通用会计准则					
营业收入	370	354	384	465	650
(+/-)	50%	-4%	8%	21%	40%
净利润	102.3	69.9	113.9	92.6	172.6
摊薄每股收益 (美元)	1.54	1.05	1.72	1.40	2.60
(+/-)	52%	-32%	63%	-19%	86%
市盈率 (倍)	81.3	119.0	73.0	89.7	48.2
EV/EBITDA	68.2	136.6	67.6	81.3	41.7
总资产收益率	11%	34%	-1%	5%	9%
净资产收益率	14%	45%	-2%	7%	11%



股票代码	sina us equity
当前股价	美元125.19
目标股价	美元104
日成交量 (百万股)	4.52
52周最高价/最低价	美元147.12/33.4
总市值(百万)	7,734
发行股数 (百万股)	62
其中：流通股 (百万股)	56
主要股东 (持股比例)	New-wave Investment Holding(9.08%)

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

门户是现实，微博是未来

新浪在电子商务领域试水较早，但受制于传统门户内容驱动，缺乏平台效应以及新浪自身线下经营能力，新浪商城的运营并不成功。但在电子商务高速发展的背景下，契合新浪微博平台的不断延伸和开放，新浪受益于电子商务发展的可见度逐步清晰。

门户受益电商广告。电子商务企业非常看重效果营销，更高比例的广告投放倾向于选择搜索，联盟等按效果收费的驱动。但部分电商企业，尤其是有一定规模的企业，仍然会选择门户投放以提升品牌，新浪门户的流量规模和用户结构使其成为门户中的首选。新浪主页不断闪耀的电商广告证明的这一点。

微博平台的延伸和开放。正如我们多次强调，微博平台是一个兼具媒体性和社交性。这使得微博一方面可以成为电商直接进行营销的平台，包括但不限于官方微博、品牌广告投放或实时搜索。依托微博平台良好的延伸性和开放性，新浪推出了新浪微团、新浪微支付的业务，为电商提供一站式在线解决方案的战略目标逐步清晰。

构建新浪生态系。由于在业务规模和资金实力上难以和三巨头媲美，加上微博业务需要大量的资金支持，我们预计新浪在投资、并购领域会采取比较稳健的策略，但会有所尝试。新浪微博开放基金和收购麦考林部分股权相信是这一战略的初步体现。

投资建议和投资风险：

依托微博，新浪有机会实现从内容驱动向平台驱动转型，和百度、腾讯、阿里巴巴等巨头同台竞技。对新浪来说，在确保微博强势媒体性的同时，需要给该平台加入更多的社交元素，以提升用户互动效率和活跃度。罗马非一日建成，任何毕其功于一役的想法却可能适得其反。在长期看好公司价值的同时，需要持续跟踪公司微博平台的延伸、开放以及和潜在商业模式的对接（如电子商务）。在这一过程中，无论是比较历史还是可比公司，新浪都将享有相当的估值溢价，但并非没有天花板，我们重申 104 美元@2011，142 美元@2012 和 201@2013 美元目标价不变。长期推荐评级不变。投资风险：上行风险在于微博平台的成长性，延伸性和开放型超出预期。下行风险主要包括盈利压力、竞争风险和政策监管风险。

图表 61: 新浪分季度财务预测

利润表 (百万美元)	2009	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11E	2Q11E	3Q10E	4Q11E	2011E	2012E
营业收入	359	85	99	108	110	403	101	119	131	132	484	669
广告收入	354	80	95	104	105	384	97	115	126	128	465	650
非广告收入	228	54	73	81	82	291	72	93	103	103	370	537
无线增值服务	131	31	26	27	28	112	30	26	28	29	113	132
其他	119	25	20	21	21	86	23	20	22	23	87	105
	11	6	6	7	6	26	7	7	7	7	26	27
营业成本	(158)	(37)	(41)	(44)	(46)	(168)	(46)	(52)	(54)	(57)	(209)	(277)
毛利总额	200	48	58	65	64	234	55	67	77	75	275	393
销售费用	(85)	(17)	(20)	(21)	(20)	(78)	(22)	(26)	(29)	(29)	(106)	(127)
研发费用	(34)	(8)	(8)	(9)	(10)	(34)	(13)	(14)	(16)	(16)	(59)	(67)
管理费用	(40)	(6)	(4)	(6)	(6)	(23)	(7)	(8)	(9)	(9)	(34)	(44)
无形资产摊销	(4)	(3)	(0)	(0)	(0)	(3)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
营业利润	37	15	26	29	27	96	13	18	23	21	74	154
其他收益	8	2	2	3	2	9	2	2	2	2	9	11
税前利润	421	16	28	32	(99)	(24)	15	20	25	23	83	164
所得税	(8)	(2)	(2)	(2)	(2)	(8)	(2)	(2)	(3)	(3)	(10)	(21)
	-	10	(0)	2	1	13	3	3	3	3	12	15
净利润	411.9	24.3	25.2	31.2	(100.1)	(19.3)	15.6	20.9	25.1	23.1	84.6	158.1
摊薄每股收益(美元/股)	66.39	66.39	66.39	66.39	66.39	66.39	66.39	66.39	66.39	66.39	66.39	66.39
非通用准则每股收益(美元/股)	6.20	0.37	0.38	0.47	(1.51)	(0.29)	0.24	0.31	0.38	0.35	1.27	2.38
	1.05	0.34	0.42	0.50	0.46	1.72	0.25	0.34	0.41	0.38	1.40	2.60
增长分析												
收入同比增长	-3.0%	15.2%	10.1%	12.3%	12.0%	12.3%	19.1%	20.0%	21.1%	20.3%	20.2%	561.2%
收入环比增长		-13.4%	17.0%	8.9%	1.6%		-7.9%	17.8%	9.9%	0.9%		
净利润同比增长	410.8%	149.0%	89.0%	87.0%	-126.9%	-104.7%	-35.7%	-17.2%	-19.8%	-123.1%	-537.3%	913.0%
净利润环比增长		-93.5%	3.8%	24.0%	-420.3%		-115.6%	33.8%	20.0%	-7.9%		
盈利分析												
毛利率	55.9%	56.6%	58.4%	59.6%	57.8%	58.2%	54.8%	56.4%	58.6%	56.9%	56.8%	58.7%
总费用率	44.3%	36.4%	31.9%	33.0%	32.9%	33.4%	42.0%	41.0%	41.0%	41.0%	41.2%	35.5%
销售费用率	23.7%	20.1%	19.7%	19.5%	18.4%	19.4%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	19.0%
研发费用率	9.4%	9.0%	8.0%	8.0%	8.8%	8.5%	13.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.2%	10.0%
管理费用率	11.2%	7.3%	4.2%	5.5%	5.7%	5.6%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	6.5%
营业利润率	10.4%	17.2%	26.2%	26.4%	24.6%	23.9%	12.5%	15.2%	17.4%	15.7%	15.4%	23.0%
净利润率	114.9%	28.6%	25.4%	28.9%	-90.9%	-4.7%	15.4%	17.5%	19.1%	17.4%	17.5%	23.6%
有效税率	14.2%	11.7%	8.6%	7.0%	6.6%	8.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	13.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 62: 新浪盈利预测主要假设

利润表 (百万人民币)						增长及盈利指标			
	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010
营业收入	370	359	403	484	669	增长分析			
	370	354	384	465	650	营业收入	50.2%	-3.0%	12.3%
广告收入	258	228	291	370	537	广告收入	53.0%	-11.8%	27.6%
非广告收入	111	131	112	113	132	非广告收入	43.9%	17.6%	-14.4%
无线增值服务	103	119	86	87	105	无线增值服务	46.6%	15.5%	-27.8%
其他	8	11	26	26	27				
营业成本	(150)	(158)	(168)	(209)	(277)	盈利分析			
毛利总额	219	200	234	275	393	毛利率	59.3%	55.9%	58.2%
销售费用	(80)	(85)	(78)	(106)	(127)	销售费用率	21.6%	23.7%	19.4%
研发费用	(30)	(34)	(34)	(59)	(67)	研发费用率	8.2%	9.4%	8.5%
管理费用	(33)	(40)	(23)	(34)	(44)	管理费用率	9.0%	11.2%	5.6%
无形资产摊销	(1)	(4)	(3)	(1)	(1)	营业利润率	20.2%	10.4%	23.9%
营业利润	75	37	96	74	154	息税折旧摊销前利润率	24.9%	15.9%	28.5%
其他收益	21	8	9	9	11	息税前利润率	20.2%	10.4%	23.9%
税前利润	95	46	105	83	164	有效税率	14.7%	14.2%	8.0%
所得税	(14)	(8)	(8)	(10)	(21)	净利润率	21.8%	114.9%	-4.7%
净利润	81	37	109	85	158				
摊薄每股收益(美元/股)	1.21	6.20	(0.29)	1.27	2.38				
	1.54	1.05	1.72	1.40	2.60				
资产负债表 (百万人民币)						其他比率			
	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010
现金及现金等价物	383	746	644	694	786	净资产收益率	14.4%	44.6%	-1.6%
短期投资	221	75	239	239	239	总资产收益率	10.9%	33.8%	-1.2%
应收账款	79	75	90	99	137	净现金/股东权益	61.4%	61.1%	51.9%
流动资产	692	919	1,009	1,069	1,198	资产负债率	24.1%	24.2%	24.2%
固定资产	34	23	33	47	63				
无形资产及商誉	95	88	86	94	107	流动比率	7.3	7.3	6.8
非流动资产	130	695	627	650	678				
总资产	822	1,614	1,636	1,718	1,876				
应付账款	1	2	4	4	5				
预计负债	76	109	128	128	128				
流动负债	95	125	149	149	150				
可转换债务	99	99	99	99	99				
非流动负债	103	266	247	247	247				
总股本	625	1,222	1,239	1,322	1,478				
负债及股东权益合计	822	1,613	1,635	1,717	1,875				
现金流量表 (百万人民币)									
	2008	2009	2010E	2011E	2012E				
净利润	81	412	(19)	85	158				
折旧摊销	18	20	19	21	32				
运营资本变动	2	(1)	(169)	(10)	(37)				
经营性现金流	114	98	(128)	96	154				
资本支出	(19)	(5)	(27)	(44)	(60)				
投资性现金流	(24)	112	46	(44)	(60)				
融资性现金流	12	155	(19)	-	-				
汇兑损益影响	9	(2)	(2)	(2)	(2)				
货币资金增加	112	363	(103)	51	91				

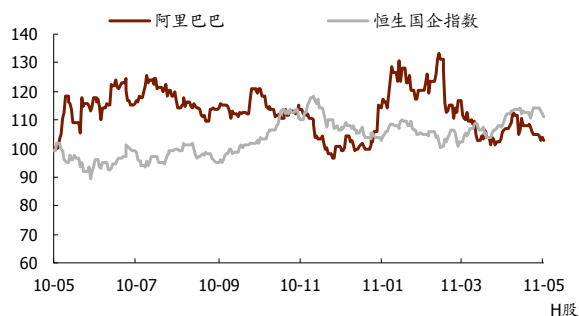
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

阿里巴巴（1688.HK）：审慎推荐

转型的机遇

图表 63：阿里巴巴主要财务数据和股票信息

(百万人民币)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,001	3,875	5,558	6,951	8,479
(+/-)	39%	29%	43%	25%	22%
毛利总额	2,614	3,340	4,627	5,735	6,978
(+/-)	39%	28%	39%	24%	22%
营业利润	1,192	1,073	1,537	2,146	2,798
(+/-)	48%	-10%	43%	40%	30%
净利润	1,205	1,013	1,469	1,940	2,494
(+/-)	25%	-16%	45%	32%	29%
摊薄每股收益 (人民币)	0.24	0.20	0.29	0.38	0.49
摊薄每股收益 (港币)	0.27	0.23	0.33	0.45	0.60
市盈率 (倍)	51.2	60.8	41.5	30.3	23.0
非公认会计准则下					
净利润	1,384	1,213	1,810	2,323	2,918.2
(+/-)	24%	-12%	49%	28%	26%
摊薄每股收益 (人民币)	0.27	0.24	0.36	0.46	0.57
摊薄每股收益 (港币)	0.31	0.27	0.41	0.54	0.70
市盈率 (倍)	44.6	50.8	33.7	25.3	19.7
EV/EBITDA	40.3	42.6	29.0	20.1	15.6
总资产收益率	17%	12%	13%	14%	14%
净资产收益率	28%	20%	27%	29%	28%
股价/每股经营现金流	44	31	23	20	17.4
股价/每股自由现金流	97	44	(16)	25	21.3



股票代码	1688.HK
当前股价	港币13.54
目标股价	港币16.2
日成交量 (百万股)	4.67
52周最高价/最低价	港币 17.7/12.632
总市值(百万)	68,443
发行股数 (百万股)	5,055
其中：流通股 (百万股)	1,270
主要股东 (持股比例)	阿里巴巴集团(51.91%)

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

转型进程过半，市场却失去了耐心

阿里巴巴 B2B 纯会员模式面临转型压力。虽然，短期来看，阿里巴巴营收增长受中国出口的影响较大，但中长期来看，阿里巴巴 B2B 纯会员模式的压力更多来自于金融危机之后的全球经济/贸易的去全球化/去中国化和 B2B 自身的脱媒化压力。为应对这一挑战，我们认为两大转型不可避免，一是降低会员收费比重，提升按效果付费。二是协助会员从出口向内需市场转型。我们理解阿里巴巴对会员模式的发展瓶颈早有预见，并在上市之初提出从“meet at Alibaba”向“work at Alibaba”转型。转型主要体现在：

1. 2008 年 4 季度，金牌供应商会员从 50,000 元/年降到 19,800 元/年。2011 年年初开始，因为平台升级，提高到 29,800 元/年。
2. 以效果付费为主的营销收入占比从 10+% 提高的 20+%。推出阿里建站、阿里贷款、阿里通关提升增值业务，通过收购提升对国际买家的服务能力。
3. 推出三大在线交易平台，阿里速卖通服务国际 B2B 市场，1688.com 服务国内 B2B 市场，无名良品依托大淘宝平台服务国内 B2C 市场。

投资者在阿里转型之初没有充分意识到传统 B2B 商业模式面临的压力和挑战。随着转型的进行，新用户增长放缓，会员流失率居高不下，加上会员欺诈等负面事件发生，从股价走势上看，市场对阿里巴巴的转型似乎失去了耐心。我们和市场观点不同：过去两年，我们一直在提示投资者注意其转型风险，强调 B2B 平台并不是中小企业解决内/外贸的万能灵药，但市场不宜走入另一个极端，完全否认平台对提升中小企业营销效率，降低营销成本的价值，现阶段，我们认同公司向交易，向国内和向消费者倾斜的转型战略，认为该种转型有望推动其营收增长水平，提升盈利增长的持续性和可见度。

投资建议和投资风险

当前股价隐含 2011 年和 2012 年动态市盈率分别为 24.9 倍和 19.3 倍。阿里巴巴的转型成功仍未清晰，但当前估值水平下，该股已经具有一定的期权价值，重申审慎推荐和 16.2 港币目标价。投资风险在于转型风险高于预期。

图表 64：阿里巴巴分季度财务预测

利润表（百万人民币）	2009	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2011E	2012E
营业收入	3,875	1,221	1,366	1,449	1,521	5,558	1,630	1,727	1,772	1,822	6,951	8,479
国际市场	2,407	719	791	847	881	3,238	979	1,006	1,033	1,051	4,068	4,829
--金牌供应商	2,344	699	768	824	857	3,148	949	977	1,005	1,023	3,954	4,714
--国际供应商	62	20	23	23	24	90	30	28	28	28	114	115
中国市场	1,415	406	471	492	525	1,894	546	607	618	644	2,415	3,088
--中国诚信通	1,344	390	444	472	506	1,813	528	576	595	622	2,322	2,981
--其他收入（品牌广告为主）	71	16	26	20	19	81	18	30	23	22	93	107
其他收入	53	96	104	110	116	425	105	115	121	127	468	562
营业成本	(534)	(194)	(227)	(242)	(267)	(931)	(285)	(302)	(310)	(319)	(1,216)	(1,501)
毛利总额	3,340	1,026	1,139	1,207	1,254	4,627	1,345	1,425	1,462	1,503	5,735	6,978
销售费用	(1,624)	(466)	(498)	(526)	(560)	(2,051)	(546)	(604)	(656)	(656)	(2,462)	(2,883)
研发费用	(384)	(117)	(132)	(160)	(170)	(580)	(147)	(155)	(159)	(164)	(626)	(678)
管理费用	(410)	(122)	(123)	(145)	(178)	(568)	(147)	(155)	(159)	(164)	(626)	(746)
其他(净值)	151	49	8	21	31	109	29	31	32	33	125	127
营业利润	1,073	369	394	396	377	1,537	535	541	519	552	2,146	2,798
财务收益	141	33	43	48	52	176	45	50	55	55	205	226
投资收益（对联营企业）	(37)	(4)	-	(2)	(1)	(6)	(2)	(2)	(2)	(2)	(8)	-
税前利润	1,176	399	437	443	428	1,706	578	589	572	605	2,343	3,023
所得税	(163)	(69)	(74)	(77)	(17)	(236)	(99)	(101)	(98)	(104)	(403)	(529)
净利润	1,013	330	363	366	410	1,469	478	487	474	501	1,940	2,494
摊薄每股收益(人民币/股)	0.20	0.06	0.07	0.07	0.08	0.29	0.09	0.10	0.09	0.10	0.38	0.49
摊薄每股收益(港币/股)	0.23	0.07	0.08	0.08	0.09	0.33	0.11	0.11	0.11	0.12	0.45	0.60
非通用准则每股收益(人民币/股)	0.24	0.08	0.09	0.09	0.10	0.36	0.11	0.11	0.11	0.12	0.46	0.57
非通用准则每股收益(港币/股)	0.27	0.09	0.10	0.11	0.12	0.41	0.13	0.14	0.13	0.14	0.54	0.70
增长分析												
收入同比增长	29.1%	51.3%	48.6%	40.4%	37.6%	43.4%	33.5%	26.4%	22.3%	19.8%	25.1%	22.0%
收入环比增长		10.4%	11.9%	6.1%	5.0%		7.1%	6.0%	2.6%	2.8%		
净利润同比增长	-15.9%	39.9%	45.7%	55.1%	46.0%	45.1%	44.9%	34.3%	29.4%	22.1%	32.0%	28.5%
净利润环比增长		17.4%	10.0%	0.9%	12.1%		16.5%	1.9%	-2.8%	5.7%		
盈利分析												
毛利率	86.2%	84.1%	83.4%	83.3%	82.4%	83.2%	82.5%	82.5%	82.5%	82.5%	82.5%	82.3%
总费用率	62.4%	57.8%	55.1%	57.4%	59.7%	57.6%	51.5%	53.0%	55.0%	54.0%	53.4%	50.8%
销售费用率	41.9%	38.2%	36.5%	36.3%	36.8%	36.9%	33.5%	35.0%	37.0%	36.0%	35.4%	34.0%
管理费用率	9.9%	9.6%	9.7%	11.1%	11.2%	10.4%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	8.0%
财务费用率	10.6%	10.0%	9.0%	10.0%	11.7%	10.2%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	8.8%
营业利润率	27.7%	30.3%	28.8%	27.3%	24.8%	27.6%	32.8%	31.3%	29.3%	30.3%	30.9%	33.0%
净利润率	26.1%	27.0%	26.6%	25.3%	27.0%	26.4%	29.3%	28.2%	26.7%	27.5%	27.9%	29.4%
有效税率	13.9%	17.2%	16.9%	17.4%	3.9%	13.9%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%	17.5%
运营指标												
注册用户（千个）												
国际市场		12,578	13,643	14,922	18,025		18,825	19,625	20,425	21,225		
中国市场		37,672	39,794	41,801	43,766		44,616	45,466	46,316	47,166		
店铺数量（千个）												
国际市场		1,477	1,560	1,623	1,697		1,777	1,857	1,937	2,017		
中国市场		5,802	6,252	6,577	6,848		7,068	7,288	7,508	7,728		
付费用户（千个）												
金牌供应商		100.7	105.8	108.6	121.3		122.8	125.3	128.3	130.3		
(+/-)		4.6	5.1	2.8	12.7		1.5	2.5	3.0	2.0		
国际诚信通		16.3	13.6	11.0	10.4		9.9	9.6	9.6	9.9		
(+/-)		(1.5)	(2.8)	(2.5)	(0.6)		(0.5)	(0.3)	-	0.3		
中国诚信通		541.7	593.5	631.3	677.7		702.7	737.7	772.7	802.7		
(+/-)		40.4	51.8	37.8	46.3		25.0	35.0	35.0	30.0		
每用户平均收入（元人民币/年）												
金牌供应商		7,107	7,441	7,688	7,456		7,777	7,879	7,930	7,910		
环比增长		(0)	5%	3%	-3%		4%	1%	1%	0%		
国际诚信通		1,150	1,525	1,877	2,264		2,900	2,900	2,900	2,900		
环比增长		0	33%	23%	21%		28%	0%	0%	0%		
中国诚信通		749	783	771	773		765	800	788	790		
环比增长		(0)	5%	-2%	0%		(0)	5%	-2%	0%		
增值服务贡献-金牌供应商		21%	25%	29%	28%		31%	33%	34%	34%		
增值服务贡献-中国诚信通		7%	18%	20%	21%		21%	27%	27%	29%		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 65: 阿里巴巴盈利预测主要假设

利润表 (百万人民币)	2008	2009	2010	2011E	2012E	增长及盈利指标	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	3,001	3,875	5,558	6,951	8,479	增长分析					
国际市场	1,907	2,407	3,238	4,068	4,829	营业收入	38.8%	29.1%	43.4%	25.1%	22.0%
--金牌供应商	1,843	2,344	3,148	3,954	4,714	国际市场	23.2%	26.2%	34.5%	25.6%	18.7%
--国际诚信通	41	62	90	114	115	--金牌供应商	22.6%	27.2%	34.3%	25.6%	19.2%
--其他收入	23	-	-	-	-	--国际诚信通	25.2%	51.7%	44.0%	27.3%	0.9%
中国市场	1,094	1,415	1,894	2,415	3,088	中国市场	77.9%	29.3%	33.9%	27.5%	27.9%
--中国诚信通	1,027	1,344	1,813	2,322	2,981	--中国诚信通	72.8%	30.9%	34.9%	28.1%	28.4%
--其他收入 (品牌广告为主)	67	71	81	93	107						
26	53	425	468	562		盈利分析					
营业成本	(387)	(534)	(931)	(1,216)	(1,501)	毛利率	87.1%	86.2%	83.2%	82.5%	82.3%
毛利总额	2,614	3,340	4,627	5,735	6,978	销售费用率	36.4%	41.9%	36.9%	35.4%	34.0%
销售费用	(1,092)	(1,624)	(2,051)	(2,462)	(2,883)	研发费用率	6.2%	9.9%	10.4%	9.0%	8.0%
研发费用	(187)	(384)	(580)	(626)	(678)	管理费用率	10.7%	10.6%	10.2%	9.0%	8.8%
管理费用	(320)	(410)	(568)	(626)	(746)	营业利润率	39.7%	27.7%	27.6%	30.9%	33.0%
其他(净值)	177	151	109	125	127	息税折旧摊销前利润率	42.3%	31.0%	31.7%	36.6%	38.7%
营业利润	1,192	1,073	1,537	2,146	2,798	息税前利润率	39.7%	27.7%	27.6%	30.9%	33.0%
财务收益	239	141	176	205	226	有效税率	14.9%	13.9%	13.9%	17.2%	17.5%
投资收益 (对联营企业)	(16)	(37)	(6)	(8)	-	净利润率	40.2%	26.1%	26.4%	27.9%	29.4%
税前利润	1,416	1,176	1,706	2,343	3,023						
所得税	(210)	(163)	(236)	(403)	(529)						
净利润	1,205	1,013	1,469	1,940	2,494						
摊薄每股收益(人民币/股)	0.24	0.20	0.29	0.38	0.49						
摊薄每股收益(港币/股)	0.27	0.23	0.33	0.45	0.60						
非通用准则每股收益(人民币/股)	0.27	0.24	0.36	0.46	0.57						
非通用准则每股收益(港币/股)	0.31	0.27	0.41	0.54	0.70						
资产负债表 (百万人民币)	2008	2009	2010	2011E	2012E	运营指标	2008	2009	2010	2011E	2012E
现金及现金等价物	2,689	2,749	3,086	6,100	9,276	注册用户 (千个)					
定期存款	3,923	4,468	6,497	6,497	6,497	国际市场	7,915	11,578	18,025	21,225	24,225
短期递延成本	309	529	596	655	721	中国市场	30,161	36,155	43,766	47,166	49,666
预付款项	186	309	294	323	355	店铺数量 (千个)					
流动资产	7,121	8,143	11,040	14,149	17,429	国际市场	966	1,400	1,697	2,017	2,367
固定资产	376	783	781	907	975	中国市场	3,649	5,420	6,848	7,728	8,528
递延资产	310	73	101	101	101	付费用户 (千个)					
长期递延成本	15	31	45	45	45	金牌供应商	43.0	96.1	121.3	130.3	145.3
非流动资产	772	1,314	1,665	1,752	1,781	国际诚信通	16.1	17.8	10.4	9.9	9.9
总资产	7,893	9,457	12,705	15,901	19,210	中国诚信通	372.9	501.3	677.7	802.7	902.7
应付账款	16	24	16	26	32	每用户平均收入 (元人民币/年)					
递延收入及预收账款	2,151	3,233	4,101	5,087	5,975	金牌供应商	52,346	33,699	29,719	31,500	34,217
流动负债	2,818	4,097	6,385	7,593	8,748	国际诚信通	2,955	3,445	6,525	11,600	11,600
递延收入	106	204	333	386	440	中国诚信通	3,215	3,075	3,076	3,145	3,302
非流动负债	106	342	517	571	625	增值服务贡献					
少数股东权益	-	41	-	-	-	金牌供应商	20.3%	15.5%	25.8%	32.8%	39.0%
股东权益合计	4,968	4,977	5,803	7,737	9,837	中国诚信通	13.2%	9.5%	16.8%	26.2%	42.6%
负债及股东权益合计	7,893	9,457	12,705	15,901	19,210	会员费用 (人民币/年)					
现金流量表 (百万人民币)	2008	2009	2010	2011E	2012E	金牌供应商标准级	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
净利润	1,205	1,013	1,469	1,940	2,494	金牌供应商入门级	-	19,800	19,800	19,800	19,800
折旧摊销	77	127	227	400	480	国际诚信通	4,427	4,427	4,427	4,427	4,427
运营资本变动	(71)	(99)	(270)	128	163	其他比率	2008	2009	2010	2011E	2012E
经营性现金流	1,581	2,240	3,039	3,454	4,025	净资产收益率	28.1%	20.4%	27.3%	28.7%	28.4%
资本支出	(267)	(408)	(6,404)	(487)	(509)	总资产收益率	17.3%	11.7%	13.3%	13.6%	14.2%
投资性现金流	(3,102)	(1,222)	(2,747)	(487)	(509)	净现金/股东权益	83.8%	76.3%	75.4%	79.2%	82.1%
融资性现金流	(79)	(958)	51	53	(334)	资产负债率	37.1%	46.9%	54.3%	51.3%	48.8%
汇兑损益影响	(32)	(0)	(6)	(6)	(6)	流动比率	2.5	2.0	1.7	1.9	2.0
货币资金增加	(1,632)	60	337	3,014	3,176	股价/每股经营现金流	43.5	30.7	22.6	19.9	17.1
						股价/每股自由现金流	95.2	42.7	(16.1)	24.8	20.9

资料来源：公司数据，中金公司研究部

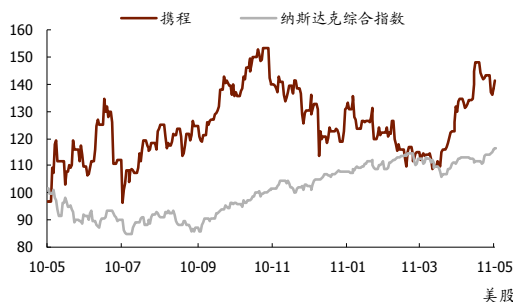
携程 (CTRP.US)：审慎推荐

趋势未改，格局有变

图表 66：携程主要财务数据和股票信息

(百万人民币)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净收入	1,482	1,988	2,881	3,576	4,451
(+/-)	24%	34%	45%	24%	24%
毛利总额	1,155	1,537	2,256	2,760	3,431
(+/-)	20%	33%	47%	22%	24%
营业利润	461	687	1,054	1,281	1,630
(+/-)	14%	49%	53%	22%	27%
净利润	444	659	1,048	1,224	1,534
(+/-)	11%	48%	59%	17%	25%
摊薄每股收益 (人民币)	2.90	4.31	6.86	8.00	10.04
摊薄每股收益 (美元)	0.43	0.63	1.03	1.25	1.62
市盈率 (倍)	112.9	76.1	46.5	38.3	29.7
非公认会计准则下					
净利润	573	790	1,291	1,510	1,890
(+/-)	18%	38%	63%	17%	25%
摊薄每股收益 (人民币)	3.75	5.16	8.44	9.87	12.36
摊薄每股收益 (美元)	0.55	0.76	1.27	1.55	1.99
市盈率 (倍)	87.6	63.5	37.7	31.0	24.1
EV/EBITDA	91.1	61.4	34.1	28.3	22.8
总资产收益率	19%	20%	17%	14%	15%
净资产收益率	26%	27%	23%	18%	19%
股价/每股经营现金流	84.85	48.81	60.56	26.89	27.40
股价/每股自由现金流	464.46	63.10	-374.76	37.16	40.19

股票代码	CTRP US EQUITY
当前股价	美元48.03
目标股价	美元46.2
日成交量 (百万股)	1.22
52周最高价/最低价	美元53.16/31.35
总市值(百万)	6,543
发行股数 (百万股)	136
其中：流通股 (百万股)	136
主要股东 (持股比例)	T ROWE Price Associates(10.68%)



资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

投资根本逻辑不变

投资携程的根本逻辑在于中国在线旅游预订行业从线下（实体店）向线上（互联网+呼叫中心）的转移。以预定量计算，携程酒店业和机票业的渗透率分别为 3%和 8%左右，还有明显的增长空间。展望未来，我们认为，中国旅游行业从线下向线上转移的整体趋势不会改变，携程依托其品牌效应、高比例的 FIT 客户（占携程客户数量的 70%，在预定酒店和机票时，相比价格更看重服务）和强大的后台执行力，未来 3 年维持 20-30%左右增长速度的可见度仍处于较高水平。

结构性竞争压力增加

航空公司加速推进机票直销。淘宝、腾讯、百度等大型互联网平台介入在线旅游市场冲击携程入口优势。淘宝宣称其在线-网络部分-机票销售出货量超越携程。同时去哪儿、12580 以及团购企业以创新模式介入旅游服务市场。携程作为中国旅游行业整合者的地位有所动摇，未来更多将以市场一个主要参与者的角色分享市场成长。同时在竞争压力下，商业模式转型和创新的压力也将高于以往。携程纵向积极整合上游，投资连锁性酒店，打造低星级酒店联盟，横向收购其他旅游代理服务企业，投资餐饮服务，打造旅游点评平台，发力休闲旅游，商旅管理并试水酒店团购，正是其积极应对在线旅游业机会和挑战的体现。

投资建议和投资风险

当前股价隐含 2011 年和 2012 动态市盈率分别为 31 倍和 24 倍。我们看好公司未来 3 年增长的持续性和可见度，但不断增加竞争风险将制约，导致公司业绩增长超预期的难度提升，并制约公司估值水平提升。维持审慎推荐和 46.2 美元的目标价。股价下跌风险主要在于竞争超预期或宏观经济波动。股价上升机会主要来自于超预期的盈利增长，新业务如旅游度假和商旅管理业务成长超预期以及公司利用在旅游业的地位推进有价值的并购。

图表 67: 携程分季度财务预测

利润表 (百万人民币)	2009	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2011E	2012E
营业收入	2,123	627	742	863	835	3,067	793	927	1,042	1,047	3,808	4,740
酒店预订	941	252	316	350	360	1,278	305	384	418	450	1,557	1,929
航空机票	868	265	307	315	320	1,207	312	347	387	394	1,439	1,770
度假产品	176	72	67	141	101	380	129	134	169	138	570	742
公司差旅	83	26	34	34	36	130	33	42	42	45	162	199
其他	54	13	18	23	19	72	14	20	26	21	80	100
净收入	1,988	587	695	812	787	2,881	741	871	980	984	3,576	4,451
营业成本	(451)	(128)	(151)	(176)	(170)	(625)	(178)	(196)	(220)	(221)	(816)	(1,020)
毛利总额	1,537	458	544	636	618	2,256	563	675	759	762	2,760	3,431
研发费用	(308)	(101)	(109)	(123)	(121)	(454)	(126)	(139)	(152)	(152)	(570)	(700)
销售费用	(345)	(94)	(107)	(125)	(127)	(453)	(119)	(131)	(145)	(148)	(542)	(652)
管理费用	(196)	(67)	(71)	(80)	(78)	(295)	(85)	(89)	(96)	(97)	(368)	(449)
营业利润	687	196	257	308	292	1,054	234	316	366	365	1,281	1,630
财务收益	17	5	9	10	14	38	10	12	12	12	46	50
其他 (净值)	61	1	16	44	38	99	8	15	30	25	78	78
税前利润	766	202	282	362	344	1,191	252	343	408	402	1,405	1,758
所得税	(132)	(24)	(52)	(62)	(66)	(205)	(50)	(65)	(74)	(76)	(265)	(334)
少数股东损益	(8)	1	(2)	(3)	(0)	(4)	1	(2)	(3)	(0)	(5)	-
投资收益 (对联营企业)	33	11	7	23	25	66	13	18	28	29	88	110
净利润	659	190	235	320	302	1,048	216	293	359	355	1,224	1,534
摊薄每股收益(人民币/股)	4.31	1.25	1.54	2.09	1.98	6.86	1.41	1.92	2.35	2.32	8.00	10.04
摊薄每股收益(美元/股)	0.63	0.19	0.23	0.32	0.30	1.03	0.22	0.30	0.37	0.36	1.25	1.62
非通用准则每股收益(人民币/股)	5.16	1.67	1.92	2.49	2.37	8.44	1.80	2.37	2.86	2.84	9.87	12.36
非通用准则每股收益(美元/股)	0.76	0.25	0.29	0.38	0.36	1.27	0.28	0.37	0.45	0.44	1.55	1.99
增长分析												
收入同比增长	34%	46%	46%	48%	39%	44%	26%	25%	21%	25%	24%	498%
收入环比增长		4%	18%	16%	-3%		-5%	17%	13%	0%		
净利润同比增长	48%	57%	48%	70%	59%	59%	13%	25%	12%	17%	17%	610%
净利润环比增长		0%	24%	36%	-6%		-29%	36%	23%	-1%		
盈利分析												
毛利率	77.3%	78.1%	78.3%	78.3%	78.5%	78.3%	76.0%	77.5%	77.5%	77.5%	77.2%	77.1%
总费用率	40.0%	41.8%	38.7%	38.0%	39.0%	39.2%	41.6%	38.7%	37.7%	38.0%	38.8%	38.0%
研发费用率	14.5%	16.1%	14.7%	14.3%	14.4%	14.8%	15.9%	15.0%	14.6%	14.6%	15.0%	14.8%
销售费用率	16.3%	15.1%	14.4%	14.5%	15.2%	14.8%	15.0%	14.1%	13.9%	14.1%	14.2%	13.8%
管理费用率	9.2%	10.6%	9.5%	9.2%	9.3%	9.6%	10.8%	9.6%	9.2%	9.3%	9.7%	9.5%
营业利润率	34.6%	33.5%	37.0%	37.9%	37.1%	36.6%	31.5%	36.3%	37.4%	37.1%	35.8%	36.6%
净利润率	33.1%	32.5%	33.8%	39.4%	38.4%	36.4%	29.1%	33.7%	36.7%	36.1%	34.2%	34.5%
有效税率	17.2%	12.0%	18.6%	17.2%	19.2%	17.2%	20.0%	19.0%	18.0%	19.0%	18.9%	19.0%
运营指标												
房间晚数(千次)	14,251	3,650	4,724	5,105	5,000	18,479	4,420	5,650	6,150	6,509	22,729	27,957
同比增长	30.0%	27.6%	34.0%	30.0%	27.0%	29.7%	21.1%	19.6%	20.5%	30.2%	23.0%	23.0%
环比增长		-7.3%	29.4%	8.0%	-2.1%		-11.6%	27.8%	8.8%	5.8%		
房间预订手续费(元)	66.0	69.0	66.9	68.5	72.5	68.0	69.0	68.0	68.0	69.1	68.5	69.0
同比增长	-5.3%	6.7%	7.6%	4.3%	4.0%	3.0%	0.0%	1.6%	-0.7%	-4.7%	0.7%	0.7%
环比增长		-1.0%	-3.0%	2.4%	5.9%		-4.8%	-1.4%	0.0%	1.6%		
机票销售数量(千张)	20,466	5,810	5,849	7,254	7,291	26,205	7,000	7,700	8,600	8,670	31,970	39,322
同比增长	38.4%	30.9%	22.0%	30.0%	29.0%	28.0%	20.5%	31.6%	18.6%	18.9%	22.0%	20.0%
环比增长		2.8%	0.7%	24.0%	0.5%		-4.0%	10.0%	11.7%	0.8%		
机票销售手续费(元)	42	44	51	43	44	46	45	45	45	45	45	45
同比增长	-4.9%	7.0%	17.0%	4.0%	5.0%	8.4%	0.3%	-12.1%	4.1%	3.5%	-2.2%	0.0%
环比增长		6.3%	15.4%	-15.6%	1.4%		1.5%	1.1%	0.0%	0.9%		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 68: 携程盈利预测主要假设

利润表 (百万人民币)						增长及盈利指标					
	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	1,588	2,123	3,067	3,808	4,740	增长分析					
酒店预订	764	941	1,278	1,557	1,929	营业收入	23.4%	33.6%	44.5%	24.2%	24.5%
航空机票	659	868	1,207	1,439	1,770	酒店预订	12.9%	23.2%	35.9%	21.8%	23.9%
度假产品	109	176	380	570	742	航空机票	31.0%	31.7%	39.0%	19.2%	23.0%
公司差旅	-	83	130	162	199	度假产品	52.8%	61.0%	116.2%	50.0%	30.0%
其他	56	54	72	80	100	公司差旅	N.A.	N.A.	56.0%	25.0%	23.0%
营业税金及附加	(106)	(135)	(185)	(232)	(289)	盈利分析					
营业净收入	1,482	1,988	2,881	3,576	4,451	毛利率	78.0%	77.3%	78.3%	77.2%	77.1%
营业成本	(327)	(451)	(625)	(816)	(1,020)	销售费用率	14.8%	14.5%	14.8%	15.0%	14.8%
毛利总额	1,155	1,537	2,256	2,760	3,431	研发费用率	18.0%	16.3%	14.8%	14.2%	13.8%
研发费用	(236)	(308)	(454)	(570)	(700)	管理费用率	10.8%	9.2%	9.6%	9.7%	9.5%
销售费用	(287)	(345)	(453)	(542)	(652)	营业利润率	31.1%	34.6%	36.6%	35.8%	36.6%
管理费用	(172)	(196)	(295)	(368)	(449)	息税折旧摊销前利润率	38.7%	34.9%	43.5%	42.2%	42.1%
营业利润	461	687	1,054	1,281	1,630	息税前利润率	31.0%	32.4%	34.4%	33.6%	34.4%
财务收益	31	17	38	46	50	有效税率	18.8%	17.2%	17.2%	18.9%	19.0%
其他 (净值)	55	61	99	78	78	净利润率	30.0%	33.1%	36.4%	34.2%	34.5%
税前利润	547	766	1,191	1,405	1,758						
所得税	(103)	(132)	(205)	(265)	(334)						
少数股东损益	(0)	(8)	(4)	(5)	-						
投资收益 (对联营企业)	-	33	66	88	110						
净利润	444	659	1,048	1,224	1,534						
摊薄每股收益(人民币/股)	2.90	4.31	6.86	8.00	10.04						
摊薄每股收益(美元/股)	0.43	0.63	1.03	1.25	1.62						
非通用准则每股收益(人民币/股)	3.75	5.16	8.44	9.87	12.36						
非通用准则每股收益(美元/股)	0.55	0.76	1.27	1.55	1.99						
资产负债表 (百万人民币)						运营指标					
	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,076	1,548	2,378	3,766	5,029	房间晚数(千次)	10,962	14,251	18,479	22,729	27,957
应收账款	274	421	622	647	805		14.2%	30.0%	29.7%	23.0%	23.0%
预付账款	95	134	356	253	505	房间预订手续费 (元)	69.7	66.0	68.0	68.5	69.0
其他流动资产	185	204	1,215	1,215	1,215	同比增长	-1.2%	-5.3%	3.0%	0.7%	0.7%
流动资产	1,631	2,306	4,571	5,880	7,554	机票销售数量(千张)	14,784	20,466	26,205	31,970	39,322
固定资产	346	551	654	689	725	同比增长	38.5%	38.4%	28.0%	22.0%	23.0%
长期存款	146	143	156	156	156	机票销售手续费 (元)	44.6	42.4	46.0	45.0	45.0
土地使用权	112	109	106	106	106	同比增长	-5.4%	-4.9%	8.4%	-2.2%	0.0%
长期投资	238	658	1,574	1,574	1,574						
无形资产及商誉	88	390	1,055	1,051	1,052						
非流动资产	929	1,850	3,545	3,577	3,613						
总资产	2,561	4,157	8,116	9,457	11,167						
应付账款	139	291	595	578	723						
其他应付款	121	230	248	375	403						
应付利息	-	-	-	-	-						
其他流动负债	366	638	1,038	1,038	1,038						
流动负债	626	1,159	1,881	1,991	2,164						
非流动负债	1	12	45	45	45						
少数股东权益	3	62	86	91	91						
股东权益合计	1,931	2,925	6,104	7,330	8,867						
负债及股东权益合计	2,561	4,157	8,116	9,457	11,167						
现金流量表 (百万人民币)											
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	444	667	1,048	1,224	1,534	净资产收益率	26.3%	27.1%	23.2%	18.2%	18.9%
折旧摊销	38	53	280	326	365	总资产收益率	19.0%	19.6%	17.1%	13.9%	14.9%
运营资本变动	(7)	220	(712)	189	(238)	净现金/股东权益	55.7%	52.9%	39.0%	51.4%	56.7%
其他非现金项目	115	88	188	5	-	资产负债率	32.5%	40.0%	31.6%	27.8%	24.9%
经营性现金流	591	1,028	804	1,742	1,661	流动比率	2.6	2.0	2.4	3.0	3.5
资本支出	(164)	(176)	(613)	(358)	(401)	股价/每股经营性现金流	84.9	48.8	60.6	26.9	27.4
投资性现金流	(499)	(762)	(1,975)	(358)	(401)	股价/每股自由现金流	464.5	63.1	(374.8)	37.2	40.2
融资性现金流	(72)	97	1,888	-	-						
汇兑损益影响	(15)	3	3	3	3						
货币资金增加	5	365	719	1,387	1,264						

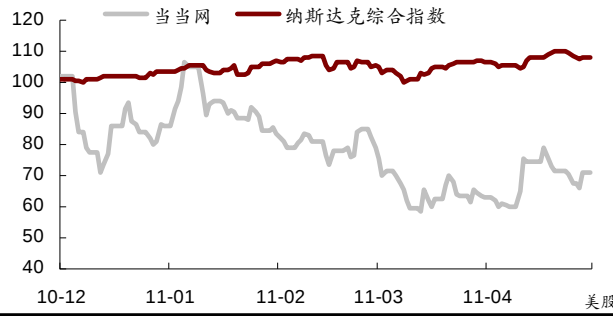
资料来源：公司数据，中金公司研究部

当当 (DANG.US)：中性

投资才有未来

图表 69：当当主要财务数据和股票信息

(百万人民币)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	766	1,458	2,282	3,474	5,102
(+/-)	71.4%	90.3%	56.5%	52.3%	46.8%
毛利总额	127	328	506	730	1,125
(+/-)	56.0%	157.5%	54.4%	44.4%	54.1%
营业利润	(88)	11	10	10	85
(+/-)	N.A.	N.A.	-7.6%	-4.9%	782.3%
净利润	(82)	17	31	22	90
(+/-)	N.A.	N.A.	82.0%	-28.7%	309.3%
摊薄每股收益 (人民币)	(1.05)	0.22	0.39	0.28	1.15
摊薄每股收益 (美元)	(0.15)	0.03	0.06	0.04	0.19
市盈率 (倍)	(148.9)	720.0	382.3	518.3	123.0
非公认会计准则下					
净利润	(79)	21	41	36	110
摊薄每股收益 (人民币)	(1.02)	0.27	0.53	0.46	1.41
(+/-)	N.A.	N.A.	96.4%	-12.7%	207.6%
摊薄每股收益 (美元)	(0.15)	0.04	0.08	0.07	0.23
市盈率 (倍)	(153.4)	582.4	286.5	317.4	100.3
EV/EBITDA	(121.5)	719.2	473.5	384.1	89.3
总资产收益率	-17.1%	2.6%	1.5%	1.1%	2.9%
净资产收益率	-298.6%	44.0%	2.9%	2.5%	7.2%
股价/每股经营现金流	(325.4)	168.9	51.3	129.8	137.8
股价/每股自由现金流	(216.9)	418.9	60.4	413.6	1,016.9



股票代码	DANG US Equity
当前股价	美元22.81
目标股价	美元20.8
日成交量 (百万股)	2,500,766
52周最高价/最低价	美元34/16
总市值(百万)	1,784.0
发行股数 (百万股)	20.9
其中：流通股 (百万股)	20.9
主要股东 (持股比例)	Fidelity Management & Research 13.89%

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

投资要点

首次关注当当，给予中性投资建议，基于 DCF 估值，12 个月目标价 20.8 美元，隐含 2.99 倍和 1.98 倍的 2011/2012 市销比 (P/S)。预计当当未来 2 年收入的复合增长率将超过 50%，2012 年收入超过 50 亿，但受制于竞争压力和投资规模的提升，盈利能力不会有明显改善，利润率仍将处于较低水平。

当当是中国最大的图书在线销售企业。作为中国运营历史最长的电子商务企业，当当网管理团队积累了超过 10 年的电子商务运营经验，发展了数百万忠实用户，当当品牌也成为中国最知名的网购品牌。B2C 行业群雄逐鹿，要成为中国领先的一站式综合购物平台，当当的竞争优势并不稳固。

- **加快形成数字出版战略。**数字出版大势所趋，在数字出版领域，当当的竞争对手主要来自大型互联网平台（包括盛大，百度，腾讯和新浪）和移动运营商（中移动等）。图书类在线销售业务占当当 2010 年收入的 82%，当当需要突破现有业务的羁绊，迅速卡位数字出版，将版权优势和资源优势迅速转化为平台优势和市场优势。
- **以图书销售为平台，迅速扩充产品种类，争取 1-2 年内，在 2-3 个细分领域占据领导地位。**图书作为电子商务先发品类，用户基础较好，购买频次较高，但最终让位数字出版大势所趋。当当需要充分利用当前的领导地位，通过升级 IT 基础设施，高效率的交叉销售，提升在其他细分领域的竞争力。在 2 年内，将非图书的销售占比提高到 50%。
- **提升物流配送能力。**当当目前的物流战略是仓储自建和配送第三方合作。图书作为标准化小件产品，对仓储和配送的要求都相对较低，配合当当的品类扩张战略，当当需要进一步投资仓储网络，提升配送效率和服务质量。

投资风险

当当还不到收获的季节。不论是数字出版、品类扩张还是强化物流，都需要管理层清晰的战略、强大的执行力以及高效率规模化的投资。过于保守，会失去目前已经建立的竞争优势，而投资效率不高或品类未能实现有效扩张，都可能带来相应的投资风险。从投资逻辑上看，相比盈利，建议投资者更多关注公司竞争力提升和收入的增长。

图表 70: 当当分季度财务预测

利润表 (人民币千元)	2009	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2011E	2012E
营业收入												
产品销售收入	1,450,096	445,602	511,806	600,819	697,295	2,255,522	662,455	765,784	899,941	1,077,655	3,405,836	4,991,771
其他收入	7,556	2,770	3,876	5,904	13,608	26,158	12,143	14,832	18,366	23,116	68,457	110,125
营业收入	1,457,652	448,372	515,682	606,723	710,903	2,281,680	674,598	780,616	918,307	1,100,771	3,474,293	5,101,896
营业成本	-1,129,961	-357,958	-413,344	-452,661	-551,917	-1,775,880	-536,306	-618,248	-725,463	-864,105	-2,744,121	-3,976,483
毛利总额	327,691	90,414	102,338	154,062	158,986	505,800	138,293	162,368	192,845	236,666	730,171	1,125,412
物流费用	-201,270	-54,684	-67,793	-76,484	-87,481	-286,442	-84,999	-97,577	-112,952	-135,395	-430,923	-624,548
营销费用	-38,473	-11,289	-20,303	-23,893	-21,184	-76,669	-22,936	-25,760	-32,141	-38,527	-119,364	-171,234
研发费用	-38,989	-11,928	-14,352	-17,871	-20,531	-64,682	-17,540	-19,515	-22,039	-25,318	-84,412	-127,547
管理费用	-38,021	-11,789	-16,959	-17,835	-21,321	-67,904	-18,214	-20,296	-22,039	-25,318	-85,867	-117,344
营业利润	10,938	724	-17,069	17,979	8,469	10,103	-5,397	-781	3,673	12,108	9,604	84,739
利息收入	5,418	1,276	2,352	2,091	1,367	7,086	2,000	2,000	2,000	2,000	8,000	8,000
其他收入 (费用)	560	-987	-3,030	2,231	3,318	1,532	1,500	1,500	1,500	1,500	6,000	6,000
税前利润	16,916	1,013	-17,747	22,301	13,154	18,721	-1,897	2,719	7,173	15,608	23,604	98,739
所得税	-	-	-	10,413	1,648	12,061	133	-190	-502	-1,093	-1,652	-8,887
净利润	16,916	1,013	-17,747	32,714	14,802	30,782	-1,764	2,529	6,671	14,516	21,952	89,853
摊薄每股收益 (人民币)	0.22	0.01	-0.23	0.42	0.19	0.39	-0.02	0.03	0.09	0.19	0.28	1.15
摊薄每股收益 (美元)	0.03	0.00	-0.03	0.06	0.03	0.06	-0.00	0.01	0.01	0.03	0.04	0.19
非公认会计准则下摊薄每股收益 (A)	0.27	0.05	-0.19	0.45	0.22	0.53	0.01	0.07	0.13	0.24	0.46	1.41
非公认会计准则下摊薄每股收益 (B)	0.04	0.01	-0.03	0.07	0.03	0.08	0.00	0.01	0.02	0.04	0.07	0.23
增长分析												
收入同比增长	90.3%	56.5%	54.4%	55.9%	58.7%	56.5%	50.5%	51.4%	51.4%	54.8%	52.3%	46.8%
收入环比增长		0.1%	15.0%	17.7%	17.2%		-5.1%	15.7%	17.6%	19.9%		
净利润同比增长	-120.7%	-106.8%	-1368.5%	294.6%	-33.2%	82.0%	-274.1%	-114.3%	-58.3%	-1.9%	-28.7%	309.3%
净利润环比增长		-95.4%	-1851.9%	-284.3%	-54.8%		-111.9%	-243.4%	163.8%	117.6%		
盈利分析												
毛利率	22.5%	20.2%	19.8%	25.4%	22.4%	22.2%	20.5%	20.8%	21.0%	21.5%	21.0%	22.1%
物流费用率	13.8%	12.2%	13.1%	12.6%	12.3%	12.6%	12.6%	12.5%	12.3%	12.3%	12.4%	12.2%
营销费用率	2.6%	2.5%	3.9%	3.9%	3.0%	3.4%	3.4%	3.3%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%
研发费用率	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%	2.8%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	2.4%	2.5%
管理费用率	2.6%	2.6%	3.3%	2.9%	3.0%	3.0%	2.7%	2.6%	2.4%	2.3%	2.5%	2.3%
营业利润率	0.8%	0.2%	-3.3%	3.0%	1.2%	0.4%	-0.8%	-0.1%	0.4%	1.1%	0.3%	1.7%
净利率	1.2%	0.2%	-3.4%	5.4%	2.1%	1.3%	-0.3%	0.3%	0.7%	1.3%	0.6%	1.8%
有效税率	0.0%	0.0%	0.0%	-46.7%	-12.5%	-64.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	9.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 71: 当当盈利预测主要假设

利润表 (千元人民币)						增长及盈利指标					
	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入						增长分析					
产品销售收入	766,060	1,457,652	2,281,680	3,474,293	5,101,896	营业收入	71.4%	90.3%	56.5%	52.3%	46.8%
其他收入	764,510	1,450,096	2,255,522	3,405,836	4,991,771	产品销售收入	71.4%	89.7%	55.5%	51.0%	46.6%
营业成本	1,550	7,556	26,158	68,457	110,125	其他收入	63.7%	387.5%	246.2%	161.7%	60.9%
毛利总额	127,243	327,691	505,800	730,171	1,125,412	盈利分析					
物流费用	(120,837)	(201,270)	(286,442)	(430,923)	(624,548)	毛利率	17%	22%	22%	21%	22%
营销费用	(40,766)	(38,473)	(76,669)	(119,364)	(171,234)	物流费用率	15.8%	13.8%	12.6%	12.4%	12.2%
研发费用	(26,436)	(38,989)	(64,682)	(84,412)	(127,547)	营销费用率	5.3%	2.6%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用	(26,991)	(38,021)	(67,904)	(85,867)	(117,344)	研发费用率	3.5%	2.7%	2.8%	2.4%	2.5%
营业利润	(87,787)	10,938	10,103	9,604	84,739	管理费用率	3.5%	2.6%	3.0%	2.5%	2.3%
利息收入	7,740	5,418	7,086	8,000	8,000	营业利润率	-11.5%	0.8%	0.4%	0.3%	1.7%
其他收入 (费用)	(1,710)	560	1,532	6,000	6,000	息税折旧摊销前利润率	-10.4%	0.9%	0.9%	0.7%	3.1%
净利润	(81,757)	16,916	30,782	21,952	89,853	息税前利润率	-11.5%	0.0%	0.4%	0.3%	2.4%
摊薄每股收益 (人民币)	(1.05)	0.22	0.39	0.28	1.15	净利润率	-10.7%	1.2%	1.3%	0.6%	1.8%
摊薄每股收益 (美元)	(0.15)	0.03	0.06	0.04	0.19						
非公认会计准则下摊薄每股收益 (人民币)	(1.02)	0.27	0.53	0.46	1.41						
非公认会计准则下摊薄每股收益 (美元)	(0.15)	0.04	0.08	0.07	0.23						
资产负债表 (千元人民币)											
	2008	2009	2010	2011E	2012E						
现金及现金等价物	66,509	75,759	1,691,906	1,733,416	1,758,288						
存货	300,813	540,744	896,273	1,094,066	1,606,604						
其他流动资产	79,527	156,857	143,550	196,818	284,512						
流动资产	446,849	773,360	2,731,729	3,024,300	3,649,404						
固定资产	16,972	27,058	55,934	86,451	118,142						
其他非流动资产	0	487	13,794	13,794	13,794						
非流动资产	16,972	27,545	69,728	100,245	131,936						
总资产	463,821	800,905	2,801,457	3,124,545	3,781,339						
应付账款	372,253	618,062	865,953	1,146,563	1,661,475						
流动负债	437,233	753,417	1,387,200	1,688,336	2,255,278						
总负债	437,233	753,417	1,387,200	1,688,336	2,255,278						
股东权益合计	26,588	47,488	1,414,257	1,436,209	1,526,062						
负债及股东权益合计	463,821	800,905	2,801,457	3,124,545	3,781,339						
现金流量表 (千元人民币)						其他比率					
	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
净利润	(81,757)	16,916	30,782	21,952	89,853	净资产收益率	-298.6%	44.0%	2.9%	2.5%	7.2%
折旧摊销	8,057	12,742	10,352	15,612	23,664	总资产收益率	-17.1%	2.6%	1.5%	1.1%	2.9%
运营资本变动	33,921	38,436	201,561	50,075	(33,290)	净现金/股东权益	250.1%	159.5%	119.6%	120.7%	115.2%
经营性现金流	(37,417)	72,091	229,401	87,639	80,227	资产负债率	94.3%	94.1%	49.5%	54.0%	59.6%
资本支出	(10,325)	(22,828)	(39,228)	(46,129)	(55,355)	流动比率	1.0	1.0	2.0	1.8	1.6
投资性现金流	41,675	(62,828)	50,772	(46,129)	(55,355)	股价/每股经营现金流	(325.4)	168.9	51.3	129.8	137.8
融资性现金流	166	0	1,335,987	0	0	股价/每股自由现金流	(216.9)	418.9	60.4	413.6	1,016.9
汇兑损益影响	(1,446)	(13)	(13)	0	0						
货币资金增加/减少	2,978	9,250	1,616,147	41,510	24,872						

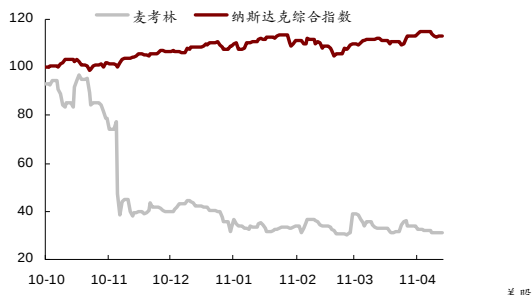
资料来源：公司数据，中金公司研究部

麦考林 (MECOX.US)：中性

品牌内涵是核心竞争力

图表 72：麦考林主要财务数据和股票信息

(百万美元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	108	178	228	249	350
(+/-)	75.2%	65.3%	28.1%	9.4%	40.5%
毛利总额	49	81	95	93	125
(+/-)	75.7%	64.4%	17.7%	-2.3%	34.4%
营业利润	4.3	8.8	5.0	-12.4	-2.4
(+/-)	-2.0%	103.5%	-43.5%	-349.1%	-80.6%
净利润	3.6	7.2	4.4	-11.8	-1.8
(+/-)	-13.6%	103.0%	-38.4%	-365.5%	84.4%
摊薄每股收益 (美元)	0.06	0.12	0.08	(0.20)	(0.03)
市盈率 (倍)	87.2	42.9	69.7	(26.2)	(168.3)
非公认会计准则下					
净利润	5.2	9.9	7.8	(8.3)	3.1
摊薄每股收益 (美元)	0.09	0.17	0.13	(0.14)	0.05
	18.7%	88.1%	-20.9%	-206.7%	-136.8%
市盈率 (倍)	59.1	31.4	39.8	(37.2)	101.3
EV/EBITDA	51.8	(113.4)	26.2	(27.4)	82.1
总资产收益率	13.6%	15.6%	4.4%	-4.9%	1.6%
净资产收益率	34.0%	38.9%	5.7%	-6.7%	2.5%
股价/每股经营现金流	50.0	20.3	(94.6)	(319.8)	48.9
股价/每股自由现金流	(3,104.1)	(141.5)	(20.1)	(47.3)	(933.3)



股票代码	MCOX US Equity
当前股价	美元5.35
目标股价	美元6.5
日成交量 (百万股)	76827.00
52周最高价/最低价	美元18.5/5.17
总市值(百万)	306.6
发行股数 (百万股)	57.3
其中：流通股 (百万股)	57.3
主要股东 (持股比例)	Steadfast Capital Mgmt LLC 4.21%

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

投资要点

首次关注麦考林，给予中性投资评级，12个月目标价6.5美元，隐含2011和2012年1.5倍和1.1倍的市销率。我们预计，受制于转型压力，麦考利2011年营收仅能实现缓慢增长，并会有较大规模亏损。如果麦考林能够在转型过程中，同时强化品牌内涵，提升平台效率，2012年有望实现30-50%的成长，并有可能实现扭亏。

- 品牌内涵和文化是麦考林实现长期增长的重中之重。**和电子商务综合分销平台不同，麦考林作为在线服装销售企业，品牌内涵/文化是公司实现长期发展的关键。如何通过扎实的数据分析，有创意的营销手段，打造符合互联网网民消费需求的品牌形象。目前麦考林的品牌形象主打女性/时尚，但这一定位不能使公司和大型综合购物平台（如淘宝）形成明确的差异化，难以形成病毒/口碑营销，成为公司长期发展的压力所在。
- 平台效率，品类规模和供应链管理。**自有品牌之外，麦考林正在构建为第三方服务的开放平台，同时在服装之外，开始进入化妆品、家居、母婴等品类。毋庸置疑，麦考林在未来2年，需要持续优化用户物流配送网络，提升供应链管理能力和能力。
- 依托股东，实现产业链协同效应。**3月份，新浪和中国动向联合收购麦考林29%的股权。如果能够有效利用新浪门户和微博平台，引进中国动向在供应链和物流管理方面的经验，将有利于麦考林实现电商平台的升级。

投资建议和投资风险

虽然具备一定的领先优势，但无论是品牌，平台规模，产品品类，线上营销能力还是供应链/物流管理能力，麦考林都还有明显提升空间。从长期定位上看，时尚女装是细分特征并不明显，麦考林可能不得不加入综合化电商的竞争红海，继续规模化投资或不可避免，并制约盈利能力。考虑到电子商务行业处于发展初期，核心竞争力的提高远较盈利能力更为重要，我们建议投资者主要关注公司品牌内涵/文化的建设和延伸，平台规模和效率。这些指标可以通过市场份额，收入的产品品类构成，活跃用户数量，用户单次消费金额以及用户重复购买次数等指标得以体现。

图表 73: 麦考林分季度财务预测

利润表 (千美元)	2009	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11E	2Q11E	3Q11E	4Q11E	2011E	2012E
净收入	177,689	49,260	58,774	55,335	64,172	227,542	51,335	63,407	60,976	73,230	248,948	349,797
营业成本	-97,057	-28,430	-31,919	-33,340	-38,953	-132,642	-31,846	-38,845	-38,984	-46,535	-156,211	-225,155
毛利总额	80,632	20,830	26,855	21,996	25,219	94,900	19,489	24,562	21,992	26,695	92,737	124,642
销售和管理费用	-68,505	-21,669	-20,911	-20,123	-23,542	-86,245	-21,304	-26,314	-25,610	-27,827	-101,055	-120,537
折旧和摊销费用	-3,598	-1,250	-1,062	-1,072	-1,084	-4,469	-1,008	-1,245	-1,198	-1,438	-4,889	-7,696
其他费用	254	113	46	115	500	775	175	216	208	249	848	1,191
营业利润	8,783	-1,976	4,928	916	1,094	4,961	-2,649	-2,782	-4,608	-2,321	-12,360	-2,400
利息收入	351	83	55	59	244	440	140	140	140	140	560	560
税前利润	9,134	-1,893	4,983	975	1,338	5,402	-2,509	-2,642	-4,468	-2,181	-11,800	-1,840
所得税	-1,922	344	-907	-177	-218	-957	-	-	-	-	-	-
净利润	7,212	-1,549	4,076	797	1,120	4,444	-2,509	-2,642	-4,468	-2,181	-11,800	-1,840
摊薄每股收益(美元/股)	0.12	-0.03	0.07	0.01	0.02	0.08	-0.04	-0.05	-0.08	-0.04	-0.20	-0.03
非公认会计准则下摊薄每股收益(美元/股)	0.17	-0.01	0.08	0.03	0.03	0.13	-0.03	-0.03	-0.06	-0.02	-0.14	0.05
增长分析												
收入同比增长	65.3%	47.6%	36.9%	36.0%	5.7%	28.1%	4.2%	7.9%	10.2%	14.1%	9.4%	40.5%
收入环比增长				-5.9%	16.0%		-20.0%	23.5%	-3.8%	20.1%		
净利润同比增长	103.0%	-348.2%	18.7%	246.7%	-61.7%	-38.4%	-62.0%	-164.8%	-660.3%	-294.8%	-365.5%	84.4%
净利润环比增长				-80.4%	40.4%		-324.0%	5.3%	69.1%	-51.2%		
盈利分析												
毛利率	45.4%	42.3%	45.7%	39.7%	39.3%	41.7%	38.0%	38.7%	36.1%	36.5%	37.3%	35.6%
销售管理费用率	38.6%	44.0%	35.6%	36.4%	36.7%	37.9%	41.5%	41.5%	42.0%	38.0%	40.6%	34.5%
折旧/摊销费用率	2.0%	2.5%	1.8%	1.9%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.2%
其他费用率	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.8%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
营业利润率	4.9%	-4.0%	8.4%	1.7%	1.7%	2.2%	-5.2%	-4.4%	-7.6%	-3.2%	-5.0%	-0.7%
净利率	4.1%	-3.1%	6.9%	1.4%	1.7%	2.0%	-4.9%	-4.2%	-7.3%	-3.0%	-4.7%	-0.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 74: 麦考林盈利预测主要假设

利润表 (千美元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	增长及盈利指标	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	107,527	177,689	227,542	248,948	349,797	增长分析					
在线平台	92,438	129,362	178,769	202,403	302,551	营业收入	75.2%	65.3%	28.1%	9.4%	40.5%
直营店	13,915	37,388	30,709	25,155	0	在线平台	63.4%	39.9%	38.2%	13.2%	49.5%
加盟店	1,174	10,939	18,063	21,390	47,246	直营店	190.7%	168.7%	-17.9%	-18.1%	-100.0%
营业成本	(58,479)	(97,057)	(132,642)	(156,211)	(225,155)	加盟店	23380.0%	831.8%	65.1%	18.4%	120.9%
毛利总额	49,048	80,632	94,900	92,737	124,642	盈利分析					
销售及管理费用	(43,300)	(68,505)	(86,245)	(101,055)	(120,537)	毛利率	46%	45%	42%	37%	36%
折旧摊销费用	(1,454)	(3,598)	(4,469)	(4,889)	(7,696)	销售管理费用率	40.3%	38.6%	37.9%	40.6%	34.5%
其他收入/(费用)	23	254	775	848	1,191	折旧摊销费用率	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.2%
营业利润	4,317	8,783	4,961	(12,360)	(2,400)	其他费用率	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
利息收入	510	351	440	560	560	营业利润率	4.0%	4.9%	2.2%	-5.0%	-0.7%
税前利润	4,827	9,134	5,402	(11,800)	(1,840)	息税折旧摊销前利润率	4.0%	-1.1%	3.8%	-3.3%	1.1%
所得税	(1,275)	(1,922)	(957)	0	0	息税前利润率	4.0%	-1.1%	2.2%	-5.0%	-1.0%
净利润	3,552	7,212	4,444	(11,800)	(1,840)	净利润率	3.3%	4.1%	2.0%	-4.7%	-0.5%
摊薄每股收益(美元/股)	0.06	0.12	0.08	(0.20)	(0.03)						
非公认会计准则下摊薄每股收益(美	0.09	0.17	0.13	(0.14)	0.05						
资产负债表 (千美元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	其他比率	2008	2009	2010	2011E	2012E
现金及现金等价物	10,136	18,758	86,012	80,044	80,272	净资产收益率	34.0%	38.9%	5.7%	-6.7%	2.5%
存货	10,983	19,238	35,810	36,378	49,349	总资产收益率	13.6%	15.6%	4.4%	-4.9%	1.6%
其他流动资产	11,707	16,539	44,431	42,102	46,247	净现金/股东权益	65.8%	74.1%	63.4%	64.6%	65.8%
流动资产	32,826	54,535	166,253	158,524	175,868	资产负债率	59.9%	59.9%	23.7%	27.6%	35.5%
固定资产	4,255	6,662	8,697	9,094	9,579	流动比率	1.4	1.4	3.9	3.4	2.6
无形资产	618	883	1,283	1,698	2,195	股价/每股经营现金流	50.0	20.3	(94.6)	(319.8)	48.9
其他非流动资产	751	989	1,711	1,711	1,711	股价/每股自由现金流	(3,104.1)	(141.5)	(20.1)	(47.3)	(933.3)
非流动资产	5,625	8,534	11,691	12,503	13,485						
总资产	38,450	63,068	177,944	171,027	189,353						
应付账款	13,259	19,533	24,118	25,704	37,048						
流动负债	23,036	37,756	42,259	47,128	67,293						
总负债	23,036	37,756	42,259	47,128	67,293						
股东权益合计	15,414	25,312	135,685	123,896	122,046						
负债及股东权益合计	38,450	63,068	177,944	171,013	189,339						
现金流量表 (千美元)	2008	2009	2010	2011E	2012E						
净利润	3,552	7,212	4,444	(11,800)	(1,840)						
折旧摊销	1,454	3,598	3,574	4,202	5,123						
运营资本变动	(506)	2,547	(16,999)	6,629	3,050						
经营性现金流	6,190	15,250	(3,275)	(968)	6,333						
资本支出	(4,090)	(6,703)	(6,009)	(5,013)	(6,105)						
投资性现金流	(11,406)	(6,680)	(28,886)	(5,013)	(6,105)						
融资性现金流	32	0	99,377	0	0						
汇兑损益影响	808	52	52	0	0						
货币资金增加/减少	(4,376)	8,622	67,268	(5,982)	228						

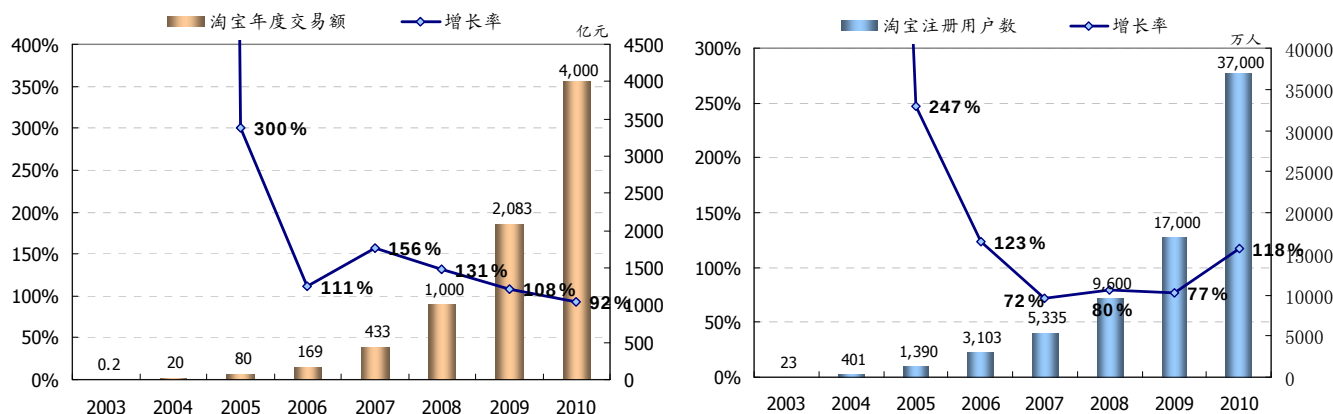
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

淘宝：从平台到生态系

公司简介

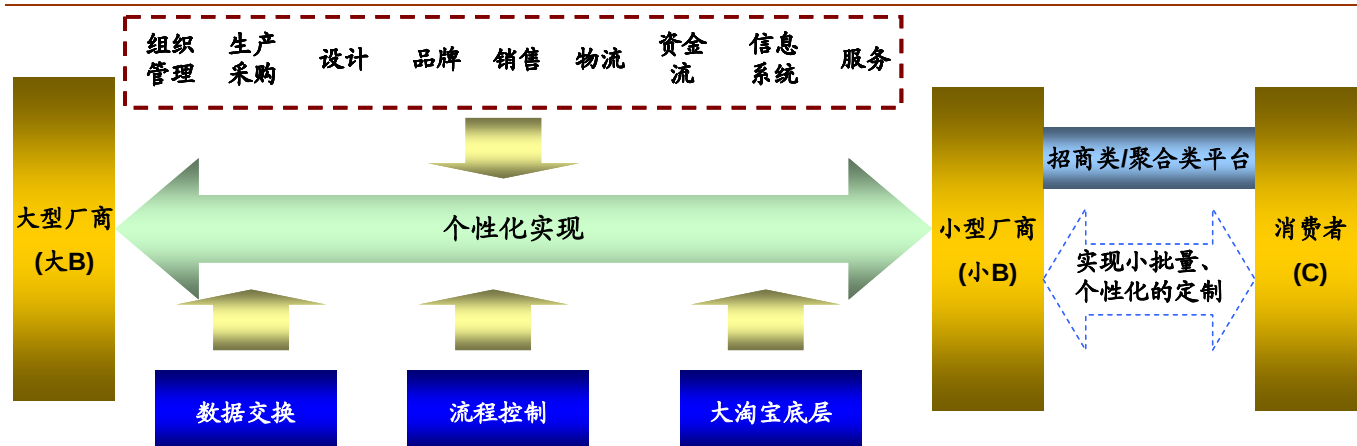
淘宝网（taobao.com）于2003年5月由阿里巴巴集团投资创办，是目前中国最大的网络零售商圈，占据中国网购市场85%以上的市场份额。淘宝网以C2C业务起家，2008年开始发展B2C业务，包括“淘宝商城”和“无名良品”。目前淘宝商城业务占据淘宝网10%以上的销售份额，增长势头迅猛，2010年一年翻了4倍。截至2010年底，淘宝网全年交易额约4000亿，注册用户数达到3.7亿，在线卖家多达182.3万家，在线商品数目达到8亿。淘宝网的产品种类包罗万象，从汽车、电脑、数码产品到服饰、美容、家居用品，还有生活服务类、保险类和娱乐类等多项服务类产品。2008年9月，淘宝网宣布正式启动“大淘宝计划”，整合各方资源为中国电子商务服务参与者提供“水、电、煤”等基础设施服务，打造中国电子商务生态圈。2010年初，淘宝网率先实行全网购保障制度，充分保障消费者的权利和提升服务质量。并在同年6月宣布百亿元的淘宝大物流计划，意在彻底解决中国电子商务产业链的最后一块短板，目前每天全国三分之一的宅送快递业务都因淘宝网交易而产生。

图表 75：淘宝年度交易额和注册用户数



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 76：大淘宝生态圈一览图



资料来源：中金公司研究部

商业模式转型 - C2C 平台 B2C 化

“淘宝商城”的独立和“无名良品”的上线正式拉开了淘宝网商业模式转型的帷幕。淘宝的转型是电子商务模式的理性回归也是其自身发展的必然趋势。其实从严格意义上来讲，淘宝并非是一个纯粹的 C2C 模式，淘宝最大的特色就是小 B2C，而且淘宝上的 C 很多都是小 B。从 C2C 到 B2C 的转型，其实并不是淘宝从根本模式上的转变，而是小 B 往大 B 的转变过程，让更多优质的企业级商家浮出水面，推动产业规范化和升级。

C2C 成长需要规范化的管理。淘宝 C2C 模式爆发式的增长速度正反映了行业在发展之初缺乏规范管理、任其发展的现象，也让淘宝背负了“假货泛滥”的罪名，严重阻碍了其发展道路。自 2005 年至今，淘宝网从未停止通过规范化的管理和对消费者服务的净化来实现转型。从内部的交易规则由宽到严，商品排名规则调整将，并鼓励成长起来的大 C 向 B 转变；对外则吸引优衣库、戴尔等传统品牌进入淘宝网，鼓励这些拥有强势传统渠道的品牌商将更多的销售渠道转至线上。

商业模式转型将改善淘宝的盈利模式。“三年免费再加三年免费”是淘宝打败易趣的决胜武器，在完成了跑马圈稳居首位以后，淘宝正在面临如何提升经济效益的挑战。尽管巨额的广告收入让淘宝在 2009 年就实现了盈利，但网页上的广告位置毕竟有限，难以帮助淘宝的收入实现快速的增长，因此往 B2C 模式转型是淘宝明确盈利模式的必经之路。一来可以通过收取佣金建立可持续的盈利模式；二来可以让企业级商家付出水面，改变野蛮生长过后鱼龙混杂的局面；三来可以引导网站资源更合理的分配，给小 B 提供充足的养分长成大 B。

淘宝商城的垂直化路线 - 深耕品质和标准化。2010 年双 11 节“淘宝商城”五折促销活动创下了单日交易额近 10 亿元的佳绩，可见除了低价的驱动以外，商城里传统品牌对品质的保障更是撬动销售量的主要原因。淘宝商城里有 6 个垂直频道，淘宝的工作重心就是针对不同垂直商城产品的特性建立一整套标准，梳理供应链的每一个环节，从前端的导购到中间的销售再到后端的物流，意在打造标准化的垂直商城销售平台。

图表 77: 淘宝商城和无名良品的收费标准

项目			无名良品	淘宝商城
保证金及年费			2980 元/年和 1000 元保证金	保证金：10000 元
技术服务费率	服饰、鞋帽	所有二级类目	5.0%	5.0%
	饰品	所有二级类目	5.0%	5.0%
	运动户外	所有二级类目	5.0%	5.0%
	家居	热水器	2.0%	2.0%
		浴霸	2.0%	2.0%
		剃须刀	2.0%	2.0%
		其他二级类目	5.0%	5.0%
	母婴	奶粉/辅食/营养品	N/A	2.0%
		尿片/洗护/喂哺用品	2.0%	2.0%
		其他二级类目	5.0%	5.0%
	化妆品	所有二级类目	4.0%	4.0%
	珠宝首饰	黄金/K 黄金	0.5%	0.5%
		天然玉石	5.0%	5.0%
		天然珍珠	5.0%	5.0%
		天然湖泊	5.0%	5.0%
		其他二级类目	2.0%	2.0%
	数码	所有二级类目	2.0%	2.0%
	家用电器	所有二级类目	2.0%	2.0%
	汽车及配件	所有二级类目	3.0%	3.0%

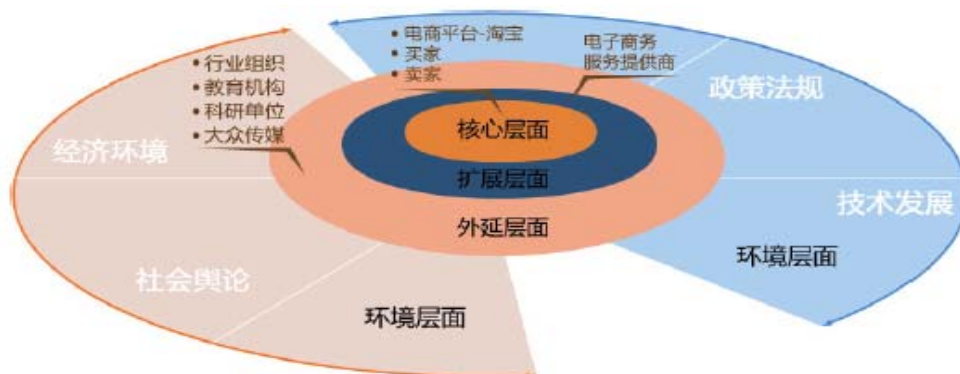
资料来源：中金公司研究部

大淘宝生态圈 - 做电子商务的“水、电、煤”供应商

大淘宝计划已在紧锣密鼓地展开了，生态圈初现雏形：2008年9月，淘宝网和阿里妈妈的合并正式拉开了“大淘宝计划”的序幕；继而推出“淘宝客”进行口碑营销；上线“淘宝商城”吸引第三方品牌入驻；启动线下授权实体店“淘一店”。2009年6月“淘宝开放平台（TOP）”正式上线，开放底层技术接口，吸纳外部开发者为淘宝开发商务应用；2009年12月，淘宝网正式推出“淘宝合作伙伴计划”，征集外部合作商为淘宝商家提供在IT、渠道、服务、营销、仓储物流等各个环节的个性化服务；2010年3月，淘宝网正式对外开放数据。4月8日，“淘宝联盟”正式启动，成为打通所有网站与广告主之间的营销平台，同时开放搜索引擎“一淘网”。此外，淘宝还在2009年和浙报集团合作推出《淘宝天下》周刊、与湖南广电达成战略合作，完成打造线上线下“大淘宝双通道”，并且推出“淘宝手机”布局移动互联网。

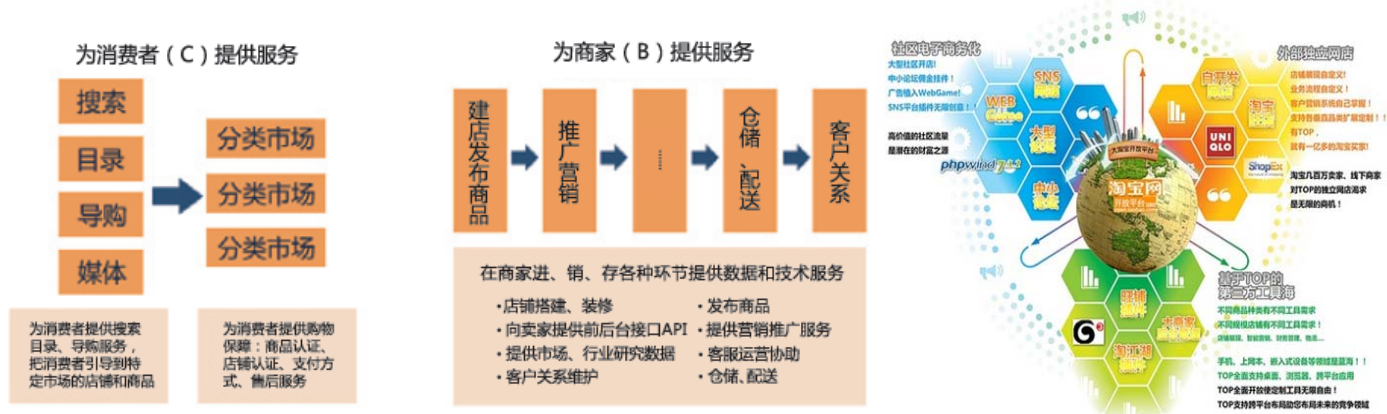
未来阿里巴巴的模式将会是：C2b2B2S，即 C 是消费者，b 是小渠道商，B 是制造商，S 是诸如物流、银行、保险等贯穿价值链始终的服务。大淘宝计划 = eBay + 乐天 (Rakuten) + 亚马逊 (Amazon)，目标是打造全球最大的电子商务生态体系。

图表 78: 大淘宝生态圈一览表



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 79: 大淘宝生态圈一览图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

▶ **设立开放扶持基金，坚持平台全面开放。**2011 年是淘宝的开放年。淘宝网在 2008 年开放 API 的基础上，宣布在未来三年投入三亿建立开放扶持基金，通过分成激励、注资等形式扶持第三方合作伙伴发展。截至 2010 年年底，淘宝开放平台已拥有 11 万注册开发伙伴，已经产生出 3.6 万个线上应用，2010 年来自第三方应用的收入高达 1650 万元。目前淘宝网平台上通过淘宝网认证的合作伙伴超过 200 家，涵盖运营、客服、营销、仓储、培训等各行业。淘宝还开放“我的淘宝”（i.taobao.com）为吸引个性化的导购工具和咨询类产品，以及淘宝团购“聚划算”也将以各种形式与各地团购网站和服务企业开展合作。

► **数据库竞争是未来电子商务竞争的核心。**2010 年 3 月，淘宝网正式对外开放淘宝数据库，商家、企业即消费者将在未来分享到来自淘宝全网的海量原始数据库。未来电子商务核心竞争优势来源于对数据的解读能力以及配合数据变化的快速反应能力，开放海量的数据库也是大淘宝开放计划的重要环节。

► **继续深化和发展移动电子商务领域。**无线淘宝将为第三方开发者免费提供商品、店铺、交易、物流、分销、仓储等 18 类服务超过 100 个 API，将在便捷性上作进一步的提高，并推动手机淘宝成为移动电子商务基础设施。

淘宝大物流计划 - 做全社会的仓储服务平台

2010 年 6 月 11 日，淘宝网正式宣布启动“淘宝大物流计划”，主要攻克在电子商务信息流、现金流和物流的三个流程中，淘宝、阿里巴巴和支付宝迟迟未能解决的物流环节。该计划的核心包含了淘宝物流平台、物流合作伙伴以及物流服务标准体系。2011 年 1 月，马云正式对外宣布将领先集资千亿元人民币建设电子商务配套的现代物流体系。希望通过淘宝大物流计划打通电子商务供应链的最后一公里。

千亿物流计划是此前淘宝大物流计划的深化，通过对线上平台与线下物流配送体系、前端平台展示与后端物流管理能力的全面对接，打通内外部商家的数据信息通道和物流仓储配送渠道，并提供整体物流解决方案，可帮助商家节约物流成本约 20%到 30%。同时还会结合各个行业的特点，提供针对性的行业仓储和其他增值服务。

► **首期投入百亿，志在扩建物流中心。**千亿物流计划的首期资金来自阿里巴巴及其金融合作伙伴，约合 200-300 亿元，逐步在全国建立起一个立体式的仓储网络体系。此后，阿里巴巴还将与电子商务生态圈中的其他合作伙伴共同集资超过 1000 亿元，来发展物流系统。未来阿里仓储基地将覆盖东北、华北、华东、华南、华中、西南和西北七大区域的中心位置。

► **打造社会化的仓储服务平台。**淘宝的大物流计划包括提供订单开放查询系统和仓储平台管理两项主要服务，目标是成为中国电子商务产业开放的社会化的仓储服务平台，任何物流企业、淘宝网的卖家、独立的 B2C 电子商务网站等都可以使用这里提供的标准化公共服务。淘宝的物流计划未包括配送环节，但阿里巴巴集团战略投资了星辰急便和百世物流在内的两家物流企业。

► **未来淘宝网需继续依靠 IT 技术来优化服务质量。**作为全球电子商务标杆的亚马逊，许多的商业优化都来自强大的 IT 技术后台。如亚马逊用做仓库订单管理的“越库作业配送策略”，即在顾客订货后，系统能立即反应各种物品的库存情况，如果配送中心没有现货，亚马逊和供应商对接的 IT 系统会立即产生订货信息，将货品发送到亚马逊的发货中心。这极大程度的缩减了订货前置时间和商品库存成本。和亚马逊相比，拥有强大开放平台的淘宝网还处于电子商务基础设施的构建阶段，未来在 IT 技术方面还有很大的提升空间。

图表 80：淘宝大物流计划流程图



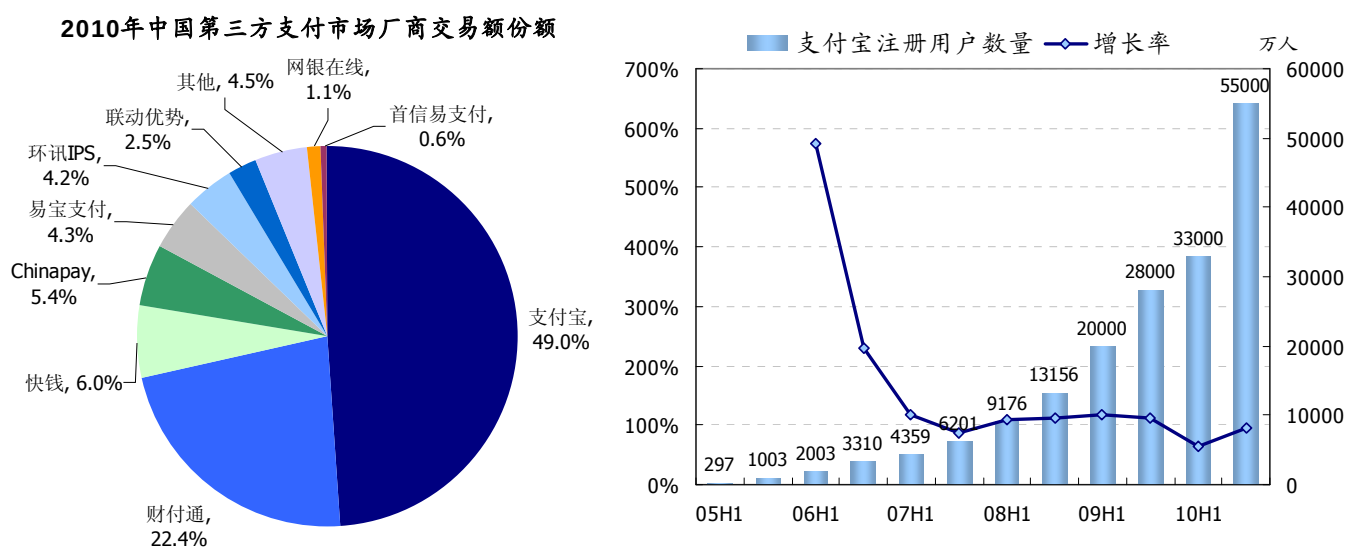
资料来源：公司资料，中金公司研究部

支付宝：无支付，不商务

公司简介

支付宝（Alipay）网络科技有限公司成立于 2004 年 12 月，由阿里巴巴集团协办，是目前中国最领先的独立第三方支付平台。据易观智库数据显示，2010 年支付宝以 49% 的市场份额占据中国第三方支付市场的半壁江山。除了淘宝和阿里巴巴以外，使用支付宝交易的商家已超过 46 万，业务范围覆盖网络购物、游戏充值、数码通讯、航空票务、教育缴费、公共事业、物流、保险、国内外商业服务等领域。由于中国社会信用体系欠完善，支付宝首创的“第三方担保交易模式”自推出以后就被广泛使用，甚至成为消费者选择网络支付的主要原因。截至 2010 年 12 月，支付宝的注册用户已达 5.5 亿。

图表 81：支付宝占据中国第三方支付市场半壁江山，用户数量仍在快速增长



资料来源：公司资料，艾瑞咨询，中金公司研究部

从技术工具到金融服务再到社会诚信体系的聚合器

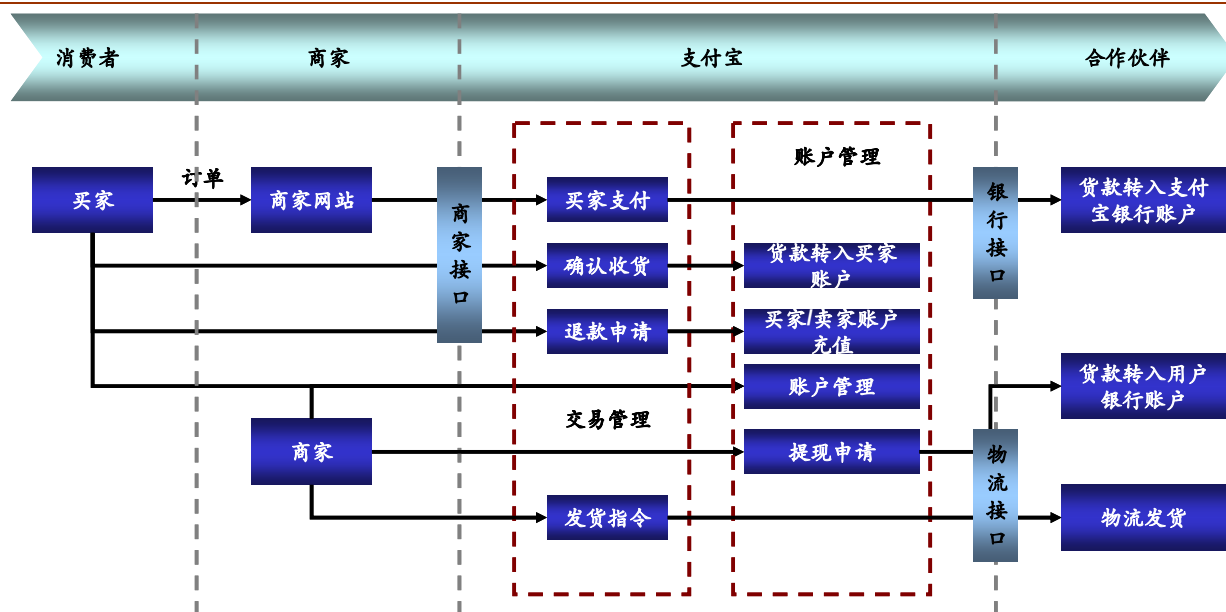
► **信用中介模式是网上交易腾飞的基石。**支付宝的业务核心是其全球首创的担保交易模式，并且承担全额赔付的风险。在购物支付时，买家先付款到支付宝，支付宝通知卖家发货，买家收到货确认后，支付宝才把款打给卖家。在中国社会诚信欠缺的体制下，这样居中担保的模式很好地解决了买卖双方之间存在的信任问题，促进了我国第三方支付平台的良性发展。可谓是“生于淘宝，成就了淘宝”，淘宝的交易额在支付宝成立的一年以后，也就是 2005 年期间翻了 3 倍。2007 年，支付宝对外开放，成长速度惊人，淘宝占支付宝的比重也逐年降低（目前约 50%）。在注册商家和用户飞速增长的同时，支付宝也将网络支付渗透到传统支付行业的各个角落。开放的支付宝在从工具升级到平台的过程中，正形成以支付为核心的上下游产业链，目前已经服务 46 万家商户。

► **向电子商务用户收取服务费是主要的盈利模式。**自支付宝上线以来，对个人用户一贯实行免费政策。收入主要来自向企业用户收取服务费（约占总收入的 70%），费率按交易额变化，范围约在 1% - 2% 之间。此外，增值服务收入和银行处理成本之间的差额也是支付宝的收入来源。支付宝手中的巨额沉淀资金交由中国工商银行总行监管。因为该部分所得的归属没有明确的界定，因此该笔资金产生的利息不作为公司的收入。

► **深挖行业支付应用。**支付宝于 2008 年将网上支付的应用拓展到公共事业缴费领域，先后开通了上海、北京、杭州、南京、重庆等 30 余个城市水电煤气费、宽带固话费等一站式生活缴费在线支付服务。以上海为例，每个月有超过 100 万的上海用户选择使用支付宝提供的水电煤缴费业务。支付宝还支持包括招行、建行、交行、中国银行等 14 家银行的信用卡还款，同时提供免费提醒、在线查询等服务。据数据显示，每年在淘宝网使用信用卡消费的用户已经达到 3 千万，其中超过三分之一的用户选择支付宝提供的信用卡还款业务。

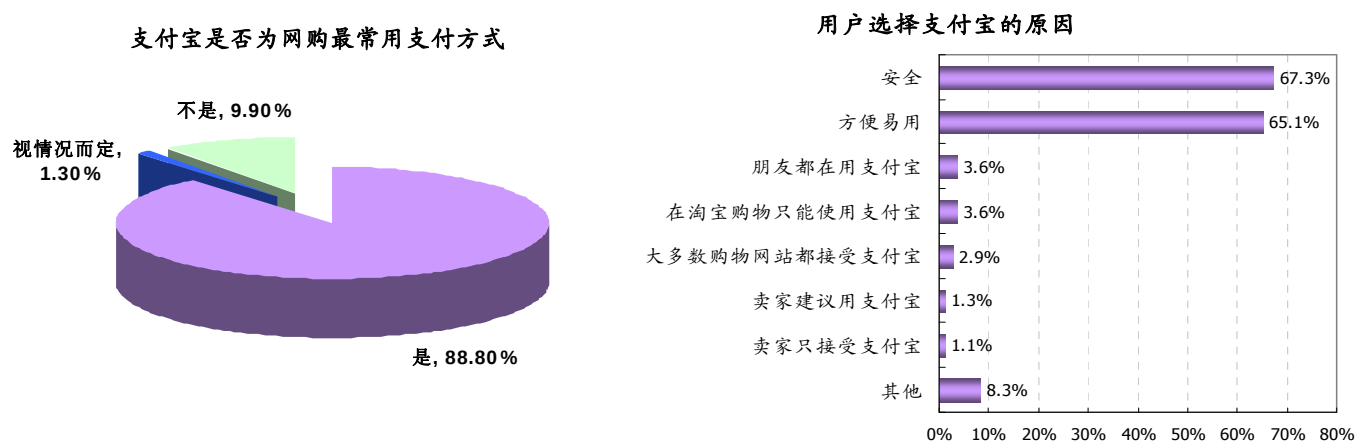
► **海量的用户数据库是社会诚信体系良好的衡量标准。**支付宝拥有海量的用户数据，其内部的信用度评分体系是银行发展用户、拓展服务和判断用户诚信度的主要依据。2008 年 11 月，支付宝与建设银行合作对淘宝卖家推出信贷服务，以支付宝的卖家信用度作为放贷审核标准。据了解，建行这项贷款的不良贷款率只有 0.7%，远低于传统贷款，充分体现了支付宝信用体系的“金融价值”。与银行合作，支付宝间接拥有了以自身信用度衡量的信贷功能，目前和支付宝合作的金融机构超过了 80 家。

图表 82: 支付宝支付流程



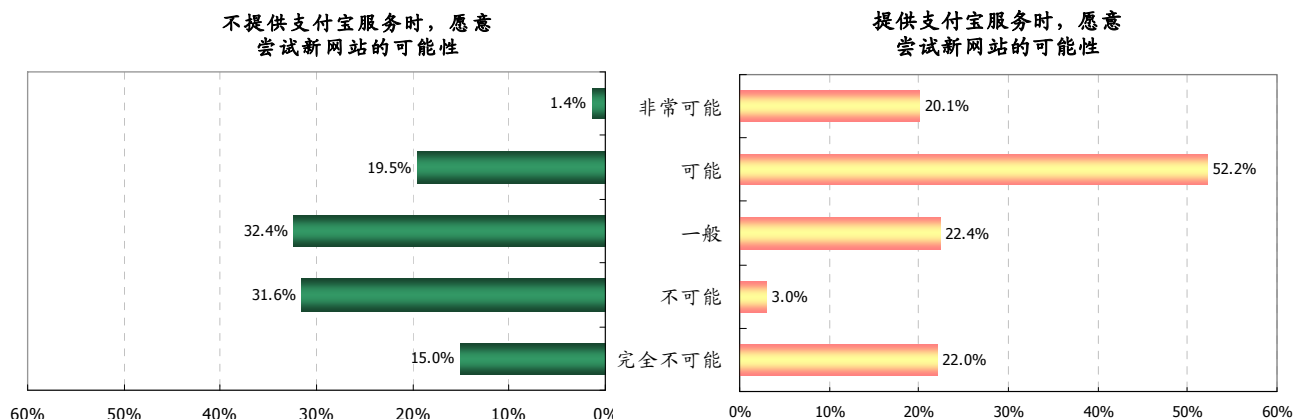
资料来源：中金公司研究部

图表 83: 支付宝是网购用户最常用的支付工具，安全性是多数用户选择支付宝的原因



资料来源：公司资料，艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 84: 支付宝对网络交易的影响力

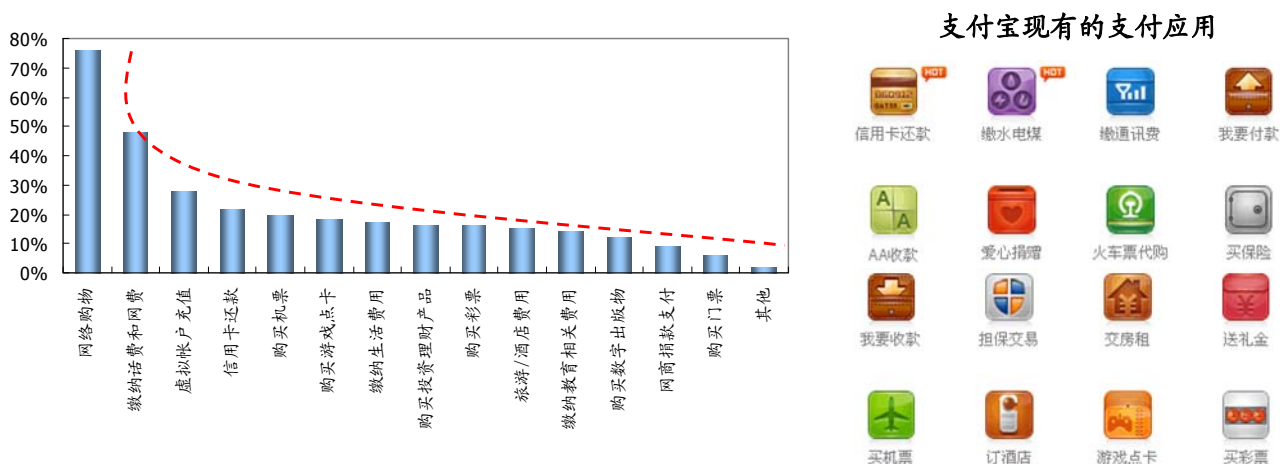


资料来源：正望咨询，中金公司研究部

为打造多元化的第三方支付平台继续发力

► **拓展细分市场，让网上支付成为网络基础应用。**2011 年，支付宝的公共事业缴费业务将扩展到房贷车贷等个贷还款、交通罚没款缴纳、医院网上挂号等领域，而水电煤缴费区域则会达到 8-10 个省份的全覆盖。拓展教育缴费细分市场也是支付宝未来的发展方向，已与近 10 家教育机构将于支付宝进行线上缴费合作。

图表 85: 支付宝业务范围以及未来将布局领域



资料来源：公司资料，艾瑞咨询，中金公司研究部

► **发力移动支付领域。**近几年，无线支付领域发展迅速，其在第三方支付领域的市场份额有望在未来 3-5 年从现在的 3%-4% 猛增到 30%-40%。未来支付宝会将更多的成熟固网业务转至无线领域，投入更多的资源开拓新业务。目前，支付宝已经完成对基于 Windows Mobile、Symbian、iPhone、Android、Blackberry 系统的主流智能的手机客户端覆盖。用户可通过客户端软件实现淘宝订单付款、确认收货、水电煤缴费、话费充值等服务。此外，支付宝还在 2010 年年底正式启动移动互联网支付开发策略，即开发者可通过接入支付宝 API 完成移动互联网的支付与结算。公司还预计在近期实现移动互联网领域的全球结算。

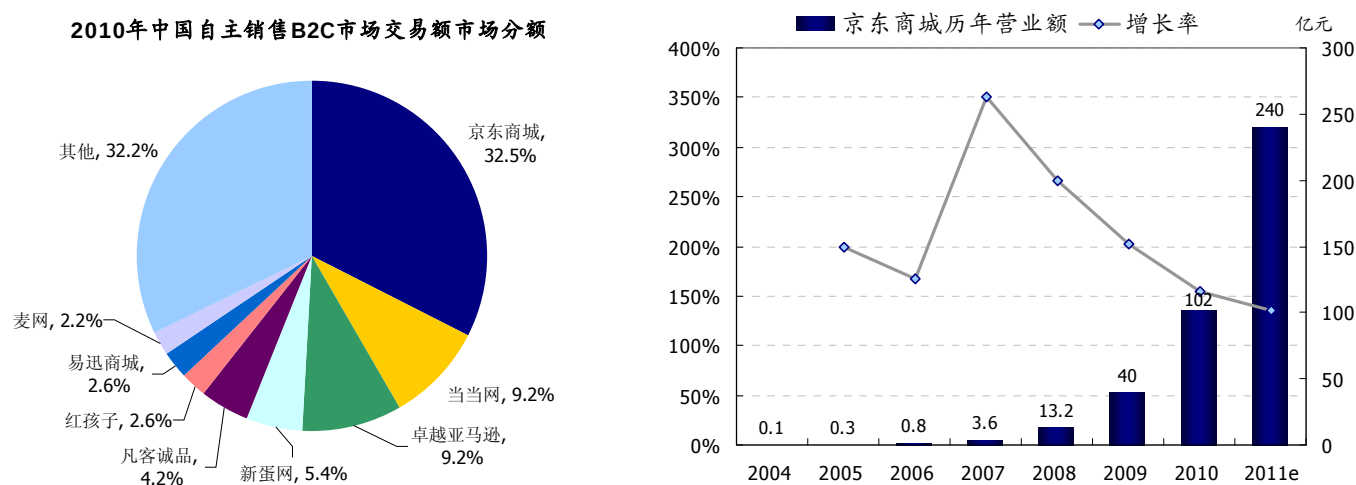
► **提升国际化水平。**自 2007 年开始，支付宝就联手中国银行推出海外购物的支付服务。目前已和超过 300 家境外商户签订合作协议，覆盖港澳台、日本、新加坡、加拿大、美国、澳大利亚、新西兰、韩国等国家，主要为阿里巴巴外贸商户做海外业务结算；支付宝还和 VISA、Mastercard 达成可作，为该地区用户在淘宝网购物提供支付服务。

京东商城：中国最大的综合 B2C 商城

公司简介

京东商城（360buy.com）是中国最大的以 3C 产品为主营业务的 B2C 购物商城，目前的注册用户超过 **1500 万**。公司在拥有全国最丰富的 3C 类产品的同时，还将产品线扩充至家居百货、服装服饰、母婴、图书、食品等 **11 大类别**，约 **30 万种商品**，日订单处理量超过 **12 万单**，网站日均 PV 超过 **3500 万**。自 2004 年初上线以来，京东商城一直保持年均 200% 的速度增长。在 2010 年，公司的年销售额达到 **102 亿**，占据中国自主销售 B2C 市场 **32.5%** 的份额，连续 10 个季度蝉联行业头名。目前，京东商城已在全国 **59 个城市** 建立了分公司，拥有数十万平米的仓储基地和自建物流公司，并提供上门自提、货到付款、POS 机刷卡和售后上门等服务。

图表 86：京东商城是中国最大的 B2C 自主销售平台



资料来源：公司资料，艾瑞咨询，中金公司研究部

从 3C 切入，志在一站式综合 B2C 平台

► **以 3C 产品为核心业务积极布局其他领域。**京东商城以 3C 产品起家，在 2007 年开始尝试扩充产品线。2008 年下半年，京东正式在 3C 的基础上，增加日用百货商品，至 2010 年已经有了十多个分类，其中涉及到数码、电脑、家用电器、服装、化妆品、运动、母婴、食品等多个领域。2010 年底，京东商城第三方销售平台“品牌直销”频道正式上线，目前约有 500 个品牌，近 10 万种商品入驻京东商城。平台商户可以分享京东的仓储、配送、客服、售后、货到付款、退换货和自提货等服务，进一步减少自建服务体的成本。2010 年，3C 产品销售仍占据京东总销售额的 90%，预计这一比重在 2011 年将会下降至 85%。

► **以低价策略获取用户。**低价策略是电子商务企业，尤其是 3C 类产品和线下传统企业竞争最有力的武器。这也是京东商城在短短三四年的时间里迅速超越经营十年之久的当当和卓越的主要原因。京东商城的毛利率长期仅在 3% - 5% 之间。与之相比，国美和苏宁的毛利率基本可以维持在 17% 左右。在低价以外，京东善于推出针对网民消费特点的营销活动，如专为年轻人打造了一个促销栏目“月黑风高”，从晚 7:00 - 早 7:00 推出一系列的超低价产品。还有“夺宝岛”频道，在保证产品质量的前提下为用户提供低价的二手产品。据 Alexa 数据显示，京东商城的用户浏览量居 B2C 网站第一。

► **拥有亚洲最大的电子商务物流中心，并自建配送队伍以提升用户体验。**京东商城积极构建覆盖全国的物流网络。目前，公司拥有在上海、广州、成都、武汉四地的仓储基地。2010 年 5 月，公司宣布将在北京新建一个占地 30 万平方米的物流中心，成为亚洲最大电子商务物流中心，可满足日处理 10 万订单，年销售额超 200 亿的需要。由于 3C 产品的配送方式较图书和日用快消品在安全、技术和交通工具方面有着更高的要求，遍布全国的仓储基地可以大

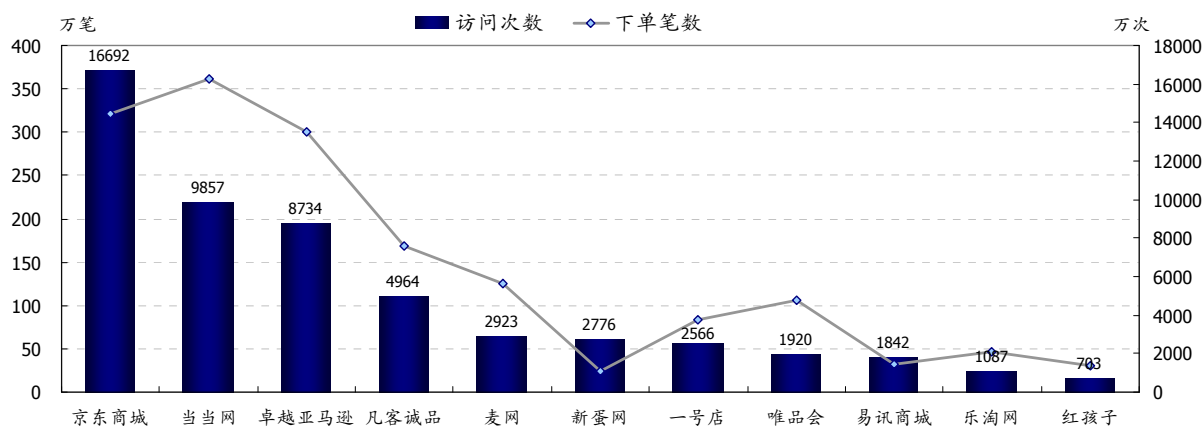
幅提升物流配送的速度，也节省大家电的配送成本。为保证配送的服务质量，京东商城在 2009 年组建了自己的配送队伍——上海圆迈快递公司，已经陆续在天津、苏州、杭州、南京、深圳、宁波、无锡、济南、武汉、厦门等近 60 座重点城市建立了城市配送站。同时公司也和 EMS 合作，保证偏僻地区的配送服务。2010 年 4 月，京东商城在北京等主要城市推出“211 限时达”配送服务，在全国实现“售后 100 分”服务承诺，随后又推出“全国上门取件”、“先行赔付”、7×24 小时客服电话等专业服务。京东商城的服务系统正在逐步实现跨越性的升级。

图表 87：主要网购商家物流情况概览

公司名称	主营产品类型	自建仓储	自建配送队伍	服务范围及标准
京东商城	以 3C 产品为主的综合商城	- 计划在 2011 年，京东商城将拥有在北京、上海、成都、武汉四个城市超大容量的物流中心。其中在上海打造现代化程度最高的自动化库“亚洲一号”，规模是鸟巢的 8 倍。并将北京的物流中心扩大至 30 万平方米，成为亚洲最大的电子商务物流中心。 - 除以上 4 个一级库房以外，同时将在全国范围内建立 15~20 个二级库房。城市配送站数量也将增至 50 个城市以上	2009 年，投资 2000 万建立了“上海圆迈快递公司”，同年在全国 25 座城市建立了城市配送站 - 同时也和 EMS 合作	- 在北京、上海、广州、成都四大物流中心所在城市，实现当天下单，当天到货的“当日达”； - 距离京东四大物流中心 300 公里以内并设有京东自有快递公司配送的城市将实现“次日达” - 其他区域城市将在原有配送周期基础上至少缩短一天。
当当网	以图书销售为主的综合类商城	2009 年，当当网就在北京、上海、广州、成都、武汉、郑州拥有了 6 大仓储配送中心（总面积达 16 万平方米） 2011 年，公司将在无锡建设总面积超过 8 万平方米的物流中心	配送环节依靠第三方快递，且仅支持北京、天津、上海、广州、成都、深圳、中山地区等地的加急快递。一线大城市基本可以保证次日到货	- 当当网宣布北京、上海、广州和深圳的顾客，订购百货商品可以享受“今日订，今日达” - 在北京、长三角和珠三角等重点城市，顾客的订单可以保证“今日订，次日达”
卓越亚马逊	综合类	- 目前拥有北京、苏州、广州、成都、沈阳等 10 大运营中心 2011 年公司的目标是将运营中心覆盖全国，在现有的基础上新增 200 个城市至 1100 个	- 自建配送队伍“世纪卓越快递公司” - 用户也可以选择加急快递送货上门和 EMS 等	商品在本地仓的一般隔日或第三日就可以到货；外地仓的大约需要 5-7 日到货

资料来源：中金公司研究部

图表 88：我国核心电子商务网站 2010 年 12 月交易情况

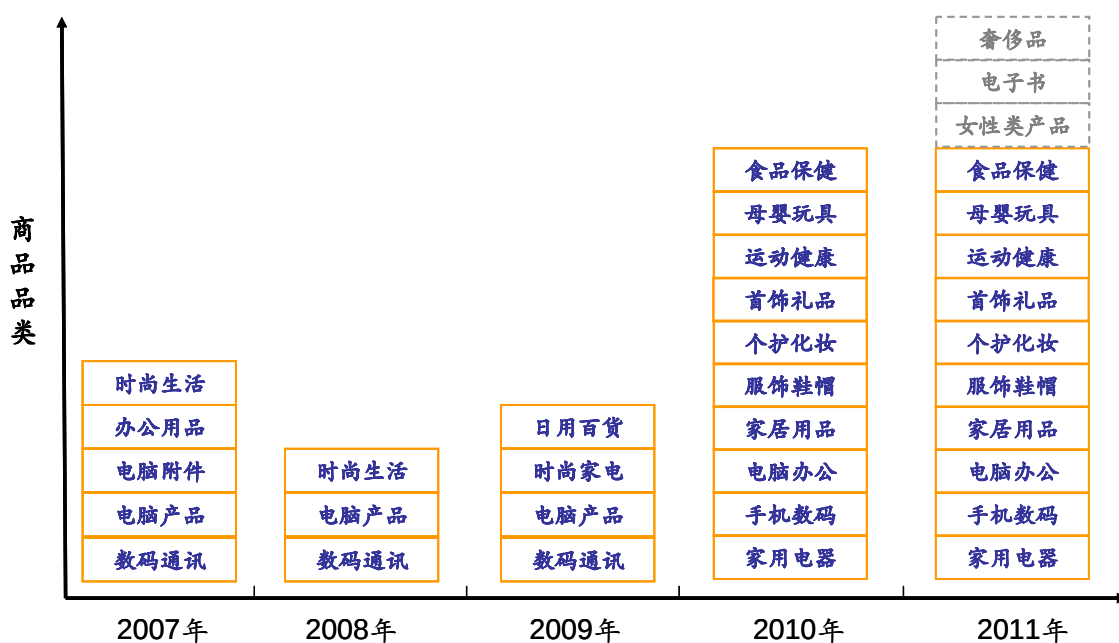


资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

完善物流、丰富产品线，精细化经营

► **发力物流是未来公司发展的重中之重。**京东商城将大部分融资用于物流建设，目标是将京东目前日处理 10 万单的仓储能力提升至 30 万单。未来三年，公司计划除鸟巢 8 倍大的上海仓储中心、30 万平米的北京仓储中心和成都、武汉的仓储中心以外，继续扩建 20-40 个大家电仓储中心。目前京东在全国拥有 4 个一级物流中心和 10 个二级物流中心，在 2011 年底会有 7 个一级物流中心和 25 个二级物流中心投入使用。

图表 89: 京东商城品种类别



资料来源：中金公司研究部

► **产品线多元化扩充：**京东商城去年上线的音像图书频道，音像频道包括音乐、影视、教育三个类别，拥有 15000 多种商品；读书频道除了为读者提供最新的行业资讯与读书评论外，用户购买之前还可以免费阅读部分章节的内容。扩充女性相关的产品类别。京东商城 50% - 60% 的用户为男性，相比数码、3C 类商品，服装服饰、化妆品、家居类商品有着更高的毛利率水平，可更快帮助企业提升盈利水平。京东商城在 2010 年底以 20 万收购了域名 TopLife.com，作为京东的奢侈品垂直 B2C 网站。据 CNNIC 数据，京东商城的消费者月收入 75% 在 3000 元以下，而开通 toplife.com 标志着京东商城有意发展高端客户。

► **竞争手段由从低价升级至综合实力的比拼。**低价是电子商务发展初期的竞争利器，但良好的服务和用户体验才是企业持续发展的王道。在逐步完善物流体系的构建和产品线的扩充，精细化的运营，让企业实现商业价值是京东商城在未来需要发展的方向。2010 年，京东商城营业额 102 亿元，亏损率为 8%。京东商城预计 2011 年公司的销售额将翻倍增长，但收入构成将呈现多元化。预计营业额将达到 240 - 260 亿元，其中 IT 产品 85 亿元，手机和数码类产品 60 亿元，大家电 50 亿元、小家电 25 亿元、日用百货 35 - 40 亿元。

图表 90: 京东商城历年融资概览

融资日期	涉及金额	涉及股权	投资方	融资性质
2007-4-10	1000 万美元	不详	今日资本	风险投资
2009-1-13	2100 万美元	不详	今日资本、雄牛、梁伯韬	私募股权投资
2010-1-3	1.5 亿美元	不详	Tiger	私募股权投资
预计 2011 年 3 月完成	5 亿美元		沃尔玛战略投资	

资料来源：公司数据，投资潮，中金公司研究部

1 号店：生活购物新概念

公司简介

1 号店 (yihaodian.com) 网上超市于 2008 年 7 月成立于上海。商品种类已从刚创立时的 4 大产品线扩充至包括食品饮料、美容护理、母婴用品、厨房用品、家居用品、数码家电、音像玩具、服装鞋帽、保健产品、办公用品和票务服务 11 大类别, 共 6 万余种商品, 志在成为国内第一家综合网上超市。目前拥有近一百万注册用户, 2010 年销售额超过了 8 亿元, 平均每月增幅为 28%, 计划在未来的 2-3 年公司销售额突破 60 亿元并实现盈利。据调查, 上海地区近 60% 的客户是通过口碑相传认识和使用一号店的, 公司在上海地区的发展非常迅速, 并陆续在北京、广州、深圳等地建立仓储物流中心, 服务范围可辐射全国多个城市。2010 年 8 月, 中国平安收购了一号店 80% 的股权。

全面的供应链掌控能力是公司快速发展的基石

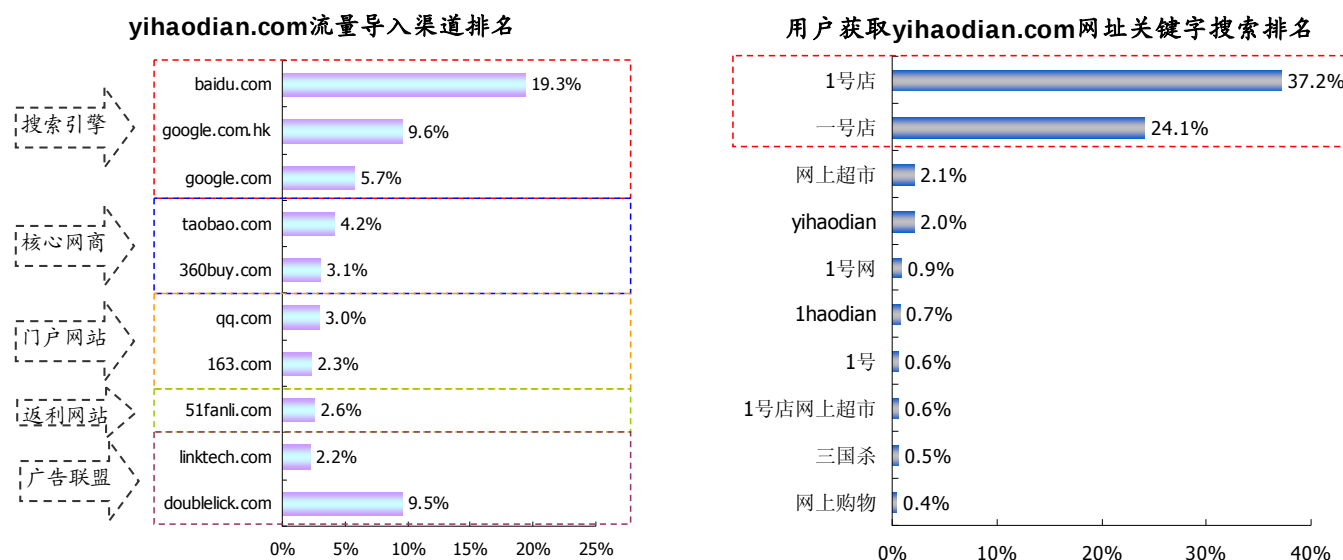
► 鉴于日用百货快消品的特质, 一号店在选择主营业务切入点时就具备重复购买率高的先天优势。B2C 日用百货销售还可以节省传统零售渠道在批发商和店铺租金环节的成本, 通过低价和免运费的方式回馈给消费者。目前, 一号店网站上售出商品的平均价格比传统卖场和超市便宜 5% 左右; 网站购买转换率为 3.5% - 4% 之间, 高于行业千分之五的水平。日用百货行业的毛利率约为 25%, 高于行业 10%-15% 的一般平均水平。一号店迅猛的发展势头还得益于以下几方面:

► **用户以网络购物重度用户为主。**从流量数据分析, 部分访问者在登录一号店之前曾访问了京东商城、新蛋网、易讯、甚至是淘宝。可见一号店的用户多为网络购物的重度用户, 而且一号店在广大网民中间已经建立了一定的品牌效应, 辅以价格竞争力。一号店在用户培养方面和增加用户忠诚度方面有很强的竞争优势。

► **多元化的营销策略组合成熟稳健。**除了口碑营销以外, 一号店约 30% 的流量来自搜索。一号店以 CPS 联盟形式在各大论坛、主流网站刊登广告, 如和天涯论坛合作的品牌专区, 多家返利网站。一号店致力构建强大的会员营销体系, 包括可以直接用于支付购买商品统一积分体系、优惠券的发放和每天两款特价商品 5 折销售的特色促销活动。

► **高效的仓储物流强化网上百货行业的准入门槛。**一号店的供应链管理体系是由公司根据日用快速消费品的特质自主研发的。库存管理实行缺货率监控体系, 即当商品库存低于临界点时, 系统会自动下单补货。为了便于商品周转, 库房中各个货架的摆放位置是根据顾客购买行为分析来确定的。在配送方面, 一号店支持普通快递和 EMS 两种配送方式, 上海地区的用户购物满 100 元可在下单以后 24 小时享受免费送货上门服务, 江浙地区、北京、天津和广东地区的用户大约在 2-3 日内可到货。公司有明确的退换货保证提升用户满意度。

图表 91：一号店营销策略组合较为多元化，且目前在用户之间已有较高的知名度



资料来源：Alexa，中金公司研究部

向综合化的电子商务企业迈进

- **规模化是电子商务和零售百货行业成功的必要因素。**随着产品种类的增加、成本结构的优化和公司运营效率的提升，一号店有望在未来 2-3 年内继续保持加速增长的态势。
- **在未来 2-3 年销售额突破 60 亿并实现盈利。**随着规模效应的扩大，公司的成本也将进一步被摊薄。目前运营成本占总销售额的比重已降到 10%。
- **快速扩充产品种类，开放第三方平台。**公司计划在目前 6 万种产品的基础上再增加 30 万种，其中包括 10 万种自销产品以及 20 万种第三方平台销售产品，从此公司将从单一的自主销售 B2C 转型为“自主销售+开放平台”的综合型 B2C 商城。
- **发力后台 IT 信息系统的构建。**一号店将信息系统定为未来公司发展的核心竞争力。将创建一个 400 人的技术团队，占未来公司总人数的 10%。主要为供应链上的采购、运输、仓储、出库和配送环节提供 IT 技术优化。目前一号店的拣货员在上海 25000 平米的仓库中完成一份单子(平均 16 件商品)的用时为 127 秒，未来将把这一时间缩短到 50 秒。

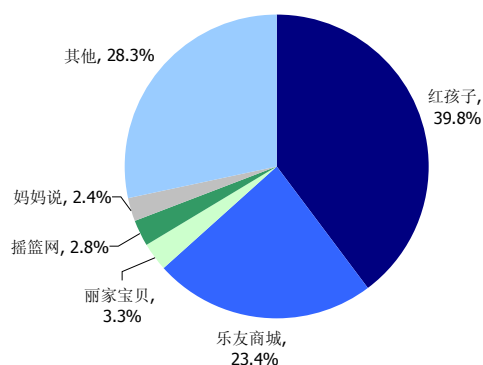
红孩子：专业还是综合？

公司简介

红孩子 (redbaby) 创立于 2004 年，是以母婴类产品为主营业务的生活类产品综合型 B2C 网站。目前，公司拥有母婴类、化妆品、食品、药品保健品、家居用品等 5 大主要产品线，其中母婴产品占公司总销售额的 40% 左右。红孩子通过向产业链下游整合、全国性战略布局扩张迅速（全国拥有约 20 多家分公司）、承建自有的物流系统创建了母婴市场的影响力，并快速在用户群及业内市场树立了强大的品牌优势。公司的主要经营模式为“网络销售+线下目录”双渠道结合，2010 年整体销售额约 27 亿元，较 09 年增长 35%，预计在 2015 年公司的销售额可突破百亿元大关。公司目前拥有 300 万的注册会员，随着产品线的扩充，用户范围将进一步扩大，公司目标是从一个专业的母婴渠道销售商转变成为一个面向家庭的综合型购物平台。

图表 92：在中国 B2C 垂直母婴类产品市场中，红孩子网站的销售额居于榜首

2009 年中国 B2C 市场母婴类产品份额



资料来源：清科研究，中金公司研究部

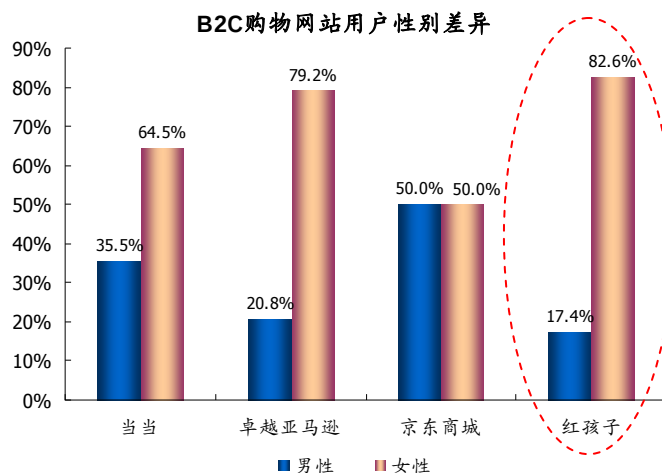
运营特点

► **目录+网站的双渠道销售模式。**红孩子是以目录销售的方式开始试水母婴市场，并立志做中国的 OTTO(欧洲最大的大目录销售商)。红孩子有专门的目录编辑部，每季更新。据调查，1 岁半以下孩子妈妈主要通过产品目录来获取最新商品信息。红孩子在这一阶段的母婴产品中有 85% 的订单来自呼叫中心。而网络销售的广度和深度都大于纸质目录，对消费者形成了立体包围式的销售。红孩子社区是目前国内最大的母婴信息的交流平台，在很大程度上增强了用户对平台的忠诚度。

► **有选择的扩充品类，做女性购物的一站式综合平台。**在红孩子成立之初，公司将目标客户定在 0-6 岁的新生儿家庭，消费群体以年轻的妈妈为主。为抓住主要的消费群体并往年龄结构的两端扩张，红孩子在产品类别的扩张一直以女性顾客群为主线，从针对年轻女性的化妆品到生育年龄女性的母婴用品以及中老年女性的保健品。目前，单个家庭在红孩子购物平台上最高消费能达到每月 3000 多元，平均消费也有每月 700 多元，较以往销售单一的母婴产品时有明显的提升。而且网站目前有 70% 的商品都是由老顾客购买的。

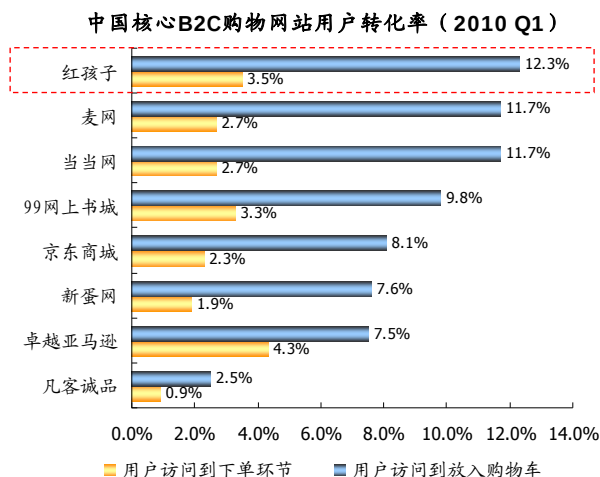
► **完善的后台体系是 B2C 企业运营基础。**公司在扩充商品类别的同时也非常注重运用 IT 技术来做商业管理系统。2009 年，公司优化了 SAP、CRM、自动出版系统、数据仓库和物流等 7 大系统，大幅提高了后台的运营效率。红孩子拥有大型的呼叫中心和自建物流体系。在 2004 年成立之初，红孩子就建立了自己的物流团队。目前已有 1700 名员工的物流队伍可满足 12 个城市的配送需求，并且提供免费送货，多数城市保证 12-24 小时内到货。

图表 93: 红孩子网站以女性消费者为主



资料来源: CNNIC, 中金公司研究部

图表 94: 准确的用户定位有助于提高红孩子的网站转化率



资料来源: 艾瑞研究, 中金公司研究部

图表 95: 目录销售模式的比较

	网站 + 目录	网站 + 目录 + 实体店
代表企业	红孩子	丽家宝贝 & 乐友商城
优势	风险和成本低, 有助于体现价格优势	可以直观的看到产品并及时与店员进行交流。三种渠道可以互为补充, 尽可能覆盖目标顾客。网络和目录能够带来大量顾客, 而实体店可以成为新品牌和新产品的推广平台, 提高整体利润率。
劣势	在这两种销售方式下, 商品的销售有一定局限性, 多以标准化的产品为主, 如奶粉、尿不湿。这类商品利润率较低, 阻碍企业提高盈利能力。	资金压力大, 需要面临不同营销渠道的整合统一问题。

资料来源: 中金公司研究部

专业化的服务是未来取胜的关键

2010 年 11 月，淘宝商城母婴垂直频道正式上线。当月该平台在线销售商品数量超过 2500 万件，拥有会员超过 300 万人，占据中国母婴网购市场 90% 以上的市场份额。京东商城也在 2010 年下半年上线母婴类产品。在日益激烈的市场竞争下，主动谋变是红孩子 2010 年内部管理变革的总基调。

► **业务拆分，作专业网站的集合体。**经过 2010 年的战略整合，红孩子将会把公司的主营业务和百货销售划分开来。原有的红孩子（redbaby.com.cn）网站将专门销售母婴和母婴类相关的产品；而百货销售如化妆品、食品、医药保健品的 B2C 业务将会由一个全新的网站来承载，预计会在 2 月底正式上线。

► **发力主营业务，稳固行业老大的地位。**自红孩子创立以来，一直居于我国母婴类垂直 B2C 市场的榜首。步入 2011，公司已逐渐将横向扩张的发展思路往母婴类的主营业务倾斜。将通过技术提升，发力供应链、订单、结算和物流四方面的管理。未来红孩子还将继续针对女性用户群上线更多的专业垂直类别。

► **将从目录营销向网站营销进一步转变。**目录营销的成本较高，公司希望能把通过目录积攒的顾客群体引导至线上，把网站经营作为未来的核心业务。

顺丰速运：直营平台+高效运营==》中国 UPS

公司简介

顺丰速运创立于 1993 年，是目前国内民营快递领军企业。目前已建有 2200 多个营业网点，覆盖了国内 31 个省（青海省暂未开通）、自治区和直辖市，近 250 个大中城市及 1300 多个县级市或城镇。同时公司海外业务已经覆盖了香港、韩国、新加坡以及台湾；顺丰速运全部采用自建直营的方式建立自有配送网络，同时学习国际行业巨头的先进模式，与 IBM、Oracle 等合作大力研发物流信息管理系统，逐步提升作业设备自动化程度，实现了对货品配送的全程监测调度。

图表 96：顺丰公司在国内业务覆盖范围



资料来源：公司资料，中金公司研究部

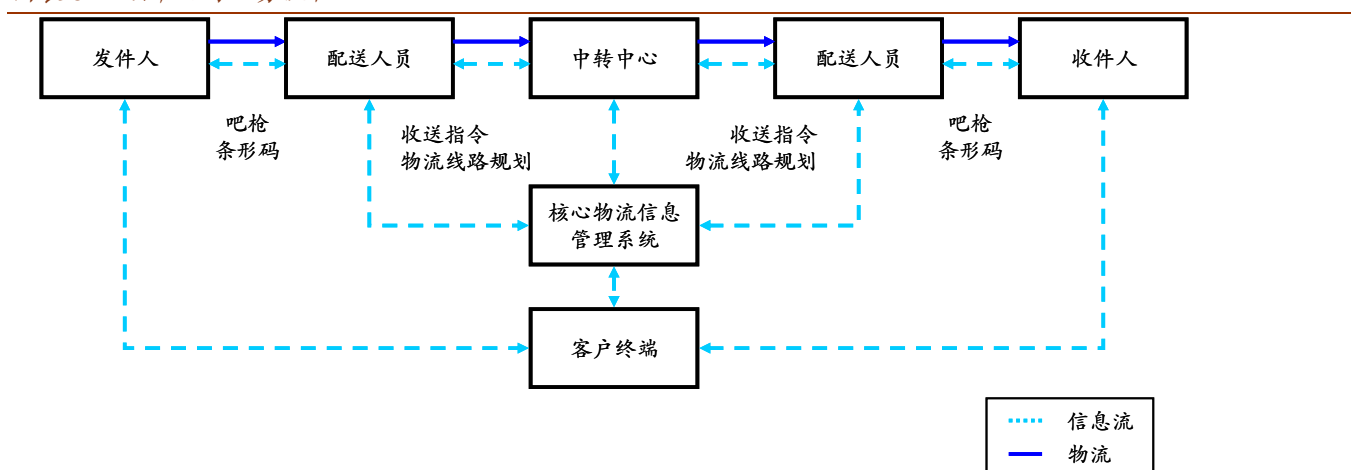
高效可控的组织架构与运营方式是公司快速发展的基石

► **直营模式完善了公司运营架构与管理机制。**自 2002 年确定直营模式开始，公司对各层面经营网点的管理力度得以强化，作业流程也实现了标准化。公司从 2007 年开始推广标准化服务，截至 2010 年底货品配送标准、企业文化标准均得到了统一。同时直营模式提高了工作团队的稳定性。直营模式以及领先的物流信息管理系统使得公司在管理和配送能力方面走在了行业的前列。

► **强大的物流信息管理系统与配送能力。**顺丰多年来一直致力于物流信息系统的研发。顺丰于 2010 年上线了“时效管理系统”，其功能包括货品全程监控、收派信息实时更新、配送路径规划等功能，并通过数学模型规划出不同流量级别的站点服务半径。同时，公司给每位配送人员配备了拥有 HHT4 系统的吧枪，并于 2010 年 8 月实现了全部配送网络二级中转场自主研发终端机上线。强大的信息系统使得顺丰拥有了一个可以信息实时更新监测的配送网络，大大推进了标准化配送流程的发展与客户体验。

► **推进包机自购的运输方式。**目前大部分国内快递公司均采取租用航空公司腹舱的方式进行运营，而顺丰在租机的基础上采取了包机自购等方式进行航空货运。顺丰自 2003 年开始实施包机+自购策略，到 2009 年底日均运力达到 400 吨，起降 20 余次，截至 2010 年 8 月日运力达 700 吨，日起降 40 次。行业领先的航空载运能力不仅保证了货品配送质量，同时也让公司在面对春节等特殊时点的压力时避免其他公司所面临的爆仓风险。

图表 97: 顺丰公司业务流程



资料来源：公司资料，中金公司研究部

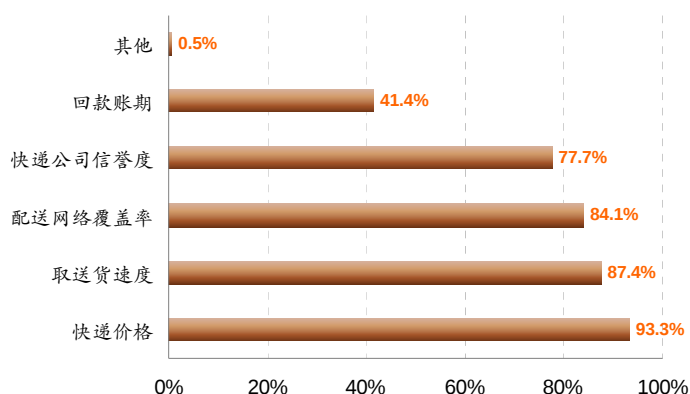
未来发展趋势

► **坚持物流配送信息化、标准化道路。**顺丰多年来坚持物流信息系统的推广应用，使得其价格较同业公司较高。以上海到北京 2kg 普通货品为例，顺丰的收费为 30 元，而中通、圆通等快递公司的收费仅为 20 元左右。由于如电子商户等客户对价格因素较为敏感，从而使得公司流失了部分低端客户。但高运营成本带来的不仅仅是价格的提升，同时带来了优质的客户体验，并且随着业务量的不断攀升，前期系统固定投入带来的价格消极影响也会递减。在渡过短期的瓶颈后，优质的标准化流程服务将使企业在未来的发展中获取扎实基础。在整个物流行业向信息化、标准化发展的大趋势下，顺丰已经取得了最核心的先发优势，在未来的发展中公司将会继续推行这种策略致力于打造现代化的物流企业。

► **提升自身仓储配送能力打造全物流产业链。**目前国内的快递企业大多采用地区加盟代理+租机的形式来搭建配送网络。虽然这种方式简单易行、效果显现明显，但是从长远发展看其对企业配送能力的限制是显而易见的。每逢春节各大快递公司的爆仓、暂停收送都是非常普遍的现象，而顺丰之所以拥有全年无休配送服务从而维系品牌优质形象，就是仰仗于其强大的运力和仓储分拣能力。作为一个服务类行业，服务的质量是决定企业生存的关键，特别是价格在前期投入在边际成本递减的作用下也会逐渐下降。公司会在现有运力的基础上，进一步通过飞机购买等方式提升自身运力，进一步巩固行业领先地位。

图表 98: 电商卖家快递公司选择动因

2009 淘宝个人卖家选择快递公司因素

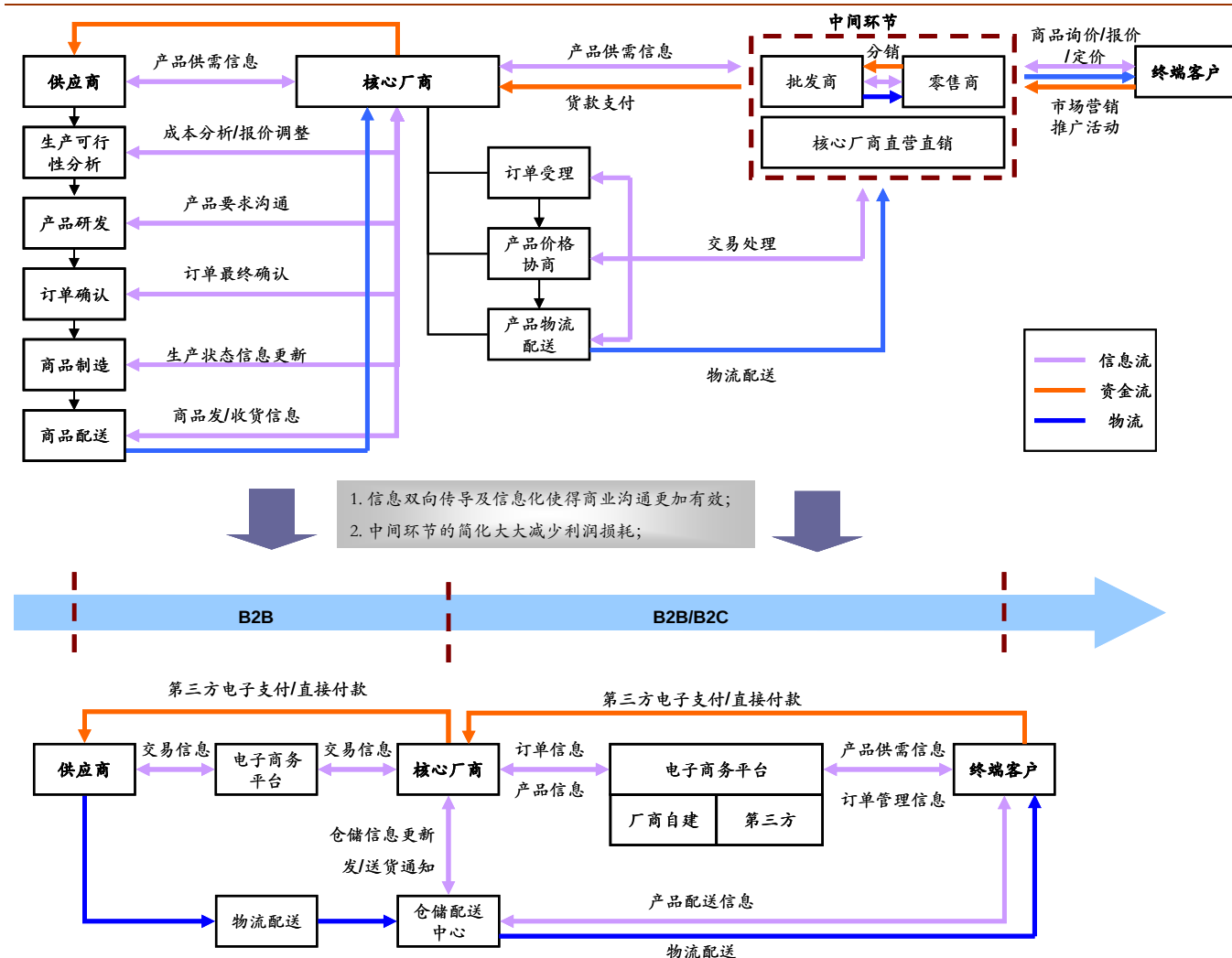


资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

传统企业电子商务案例研究

B2C 行业 2011 年最大的看点之一便是传统企业呈爆发式地加速触网，并在 B2C 行业中占居一席之地，丰富电子商务生态圈的发展。随着电子商务概念的普及和其配套产业链的不断完善，电子商务在传统企业的应用已不再是一种潮流，一条补充的分销渠道，而是强化企业未来竞争实力的主要因素。2010 年传统企业成功进军线上的三大要素：营销成本的控制、区分线上、线下消费者的需求、IT 及供应链的整合。

图表 99：传统 OEM 产业链与电子商务贴牌生产产业链对比



资料来源：中金公司研究部

李宁：品牌效应+线上渠道

明确线上/线下的区分定价策略。李宁是传统品牌企业中涉水电子商务较早的企业之一。自 2007 年底在淘宝商城建立网上官方旗舰店，到迄今拥有独立的电子商务团队和自建的官方网站及多家正式分销渠道。李宁电子商务坚定走品牌路线，对于新品的定价一贯保持和线下一致，对于清仓商品，消费者可以在线上获得更好的价格和更多的品类。李宁还以“招安”的战略有效收编了上万家非正式渠道，有效保护自己的定价机制。

物流、订单管理和移动终端的全方位升级。目前，李宁线上业务订单均由上海发往全国各地，随着业务量的增大，公司计划在几大一线城市发力仓储建设，构建全国物流大体系。李宁线上销售业务也将向为网购顾客量身定做产品

扩张，以整合线上和线下的资源更好地满足顾客个性化需求。在订单管理系统上，李宁电子商务把淘宝平台、第三方平台以及独立平台对接起来，并通过 API 交换平台把产品信息、库存信息同步出去，在减少信息交流摩擦的情况下极大地推动渠道推广力度。

数字化营销策略。符合互联网发展的需求，李宁还成立了数字营销部，主要负责李宁虚拟社区，比如李宁网易体育社区、新浪李宁体育社区、CCTV 李宁运动天地的营销活动，着力提升李宁在网络中的影响力。李宁在各大门户网站投放的旗帜广告可直接连接到官方网站，同时他们还购买了 Google 和百度的相关关键字广告，李宁公司的官方直销店及李宁在各大 B2C 网站的链接就占据了 Google 和百度搜索结果的前几位。2010 年 12 月底，李宁官方商城正式登录新浪微博，推广新品及促销广告。

图表 100：我国 70% 以上的网购人口处于 18 - 30 岁之间

项目	李宁	麦考林	凡客诚品
成立时间	1990	1996	2007
顾客定位	追求时尚品牌的 90 后青少年	追求时尚潮流的都市女性	中层经济水平的都市青年
价格定位	中等	较低	较低
2010 预计销售额	100 亿人民币	14.95 亿人民币	20 亿人民币
经销渠道	线下实体店为主，辅以小规模的线上网购；	线上网购+线下实体店为主，同时辅以目录邮购等其他营销渠道；	线上网购为主；
商品种类	主要为自有品牌系列产品，网购平台另有部分第三方品牌如红双喜等；	主要为自有品牌 Euromoda 和 Rampage，网购平台另有部分第三方品牌如拉夏贝尔等；	主要以自有品牌为主，另有部分第三方品牌如阿迪达斯等；
发展趋势	坚持线下实体业务为主，辅以不断发展自有电子商务平台。同时，通过更换 logo、重组门店等方式进行品牌和产品升级，加速向耐克、阿迪达斯等中高端运动品牌的靠拢，进一步巩固在一线城市的客户群，同时加大二三线城市的市场开拓力度；	坚持线上+线下的运营模式。在线上业务中，公司计划从单一自有品牌逐步向服装品牌多元化和百货化迈进；同时，公司通过直营、加盟等方式对线下实体店进行拓展	坚持线上业务为核心的发展模式。继续巩固现有市场份额、开拓二线城市市场、维持公司现有的独特广告宣传风格与策略；同时，为国际市场拓展进行试水（如在 Ebay 开设网点）；
物流库存	基本上采用自有库存买断销售。物流配送主要通过外包第三方物流进行配送；荆州物流中心将于 2011 年 7 月投入运营，届时公司产品将直接配送给零售商；	基本上采用自有库存买断销售；物流配送主要通过外包第三方物流进行配送，在上市后公司计划使用 2950 万美元建设自有的物流中心；	基本上采用自有库存买断销售；物流配送主要采用自建+第三方相结合的方式。目前公司拥有 4 个自建物流中心（含在建），预计近期自建物流可以覆盖全国 10 个城市；
网购支付方式	支持网上支付、货到付款、等多种支付方式。其中支持的第三方电子支付平台包括：支付宝、快钱；	支持网上支付、货到付款、邮寄汇款等多种支付方式。其中支持的第三方电子支付平台包括：支付宝、快钱、财付	支持网上支付、货到付款、邮寄汇款等多种支付方式。其中支持的第三方电子支付包括：快钱、支付宝、财付通、网

资料来源：中金公司研究部

我买网：全产业链优势明显

全产业链计划，享受豪门优势。有着中粮集团雄厚的背景，我买网坐享品牌、品类和资金多项资源优势。作为中粮全产业链整合营销的一部分，几乎在中粮标志出现的地方都会推广我买网的网址，而且在百度搜索“中粮”，排在第一的就是我买网。在价格方面，我买网在中粮内部采购的产品在促销策略和折扣方面都可享受额外的优惠，促销期的价格甚至比线下低 20%-30%。有充裕资金的支持，我买网已计划在除北京以外的沿海城市建立营运中心，预计 2011 年将覆盖全国 70% 有网购基础的城市。

上游资源的充分整合协同商品品类完善和平台的拓展性。作为传统的供应商，中粮集团在上游供应商中有很深的资源积淀，加上中粮家族的所有产品，我买网充分享受食品种类丰富带来的。目前，我买网有近 8000 种商品，已是线下大型超市的规模，2010 年底日均销售额是年初的 10 倍。其中，中粮产品占 1/3，第三方渠道占 2/3。

以买赠活动为主要的促销方式。在定价方面，我买网遵从供货商给沃尔玛、家乐福的定价规则，只比超市略低一点，以不破坏线下的价格体系为主要商业思路。除了以丰富的产品种类优势以外，我买网大力推广买赠活动，即以中粮新出品的产品小样为赠品，多买多送。这个促销方式既可以吸引顾客更多的购买商品，开拓市场，又可以已最快捷廉价的方式将新品送达消费终端。

苏宁易购：线上和线下协同作战

规模化采购优势明显。苏宁易购是苏宁电器的网上品牌，其产业链也包括采购、销售、物流和服务等环节。相比纯 3C 电商，苏宁易购充分享受苏宁电器和大厂商或一级分销商合作的资源，整合线上和线下渠道，不仅能以更优的价格采购商品，还能帮助苏宁易购实现电子商务所需的“快速供应链”的反应。

遍布全国的仓储配送中心。苏宁易购通过有效整合线下物流服务网络、自有的物流配送中心、售后服务网络形成线上线下合理资源共享其的最大优势所在；对于用户，更是解决了其最忧虑的配送、售后服务未到位而无处投诉的顾虑。传统家电卖场进军网上零售可以将网上销售发力二三线没有实体店铺覆盖的城市，进一步扩大网购用户规模。

图表 101：苏宁易购的产业链模式



资料来源：易观国际，中金公司研究部

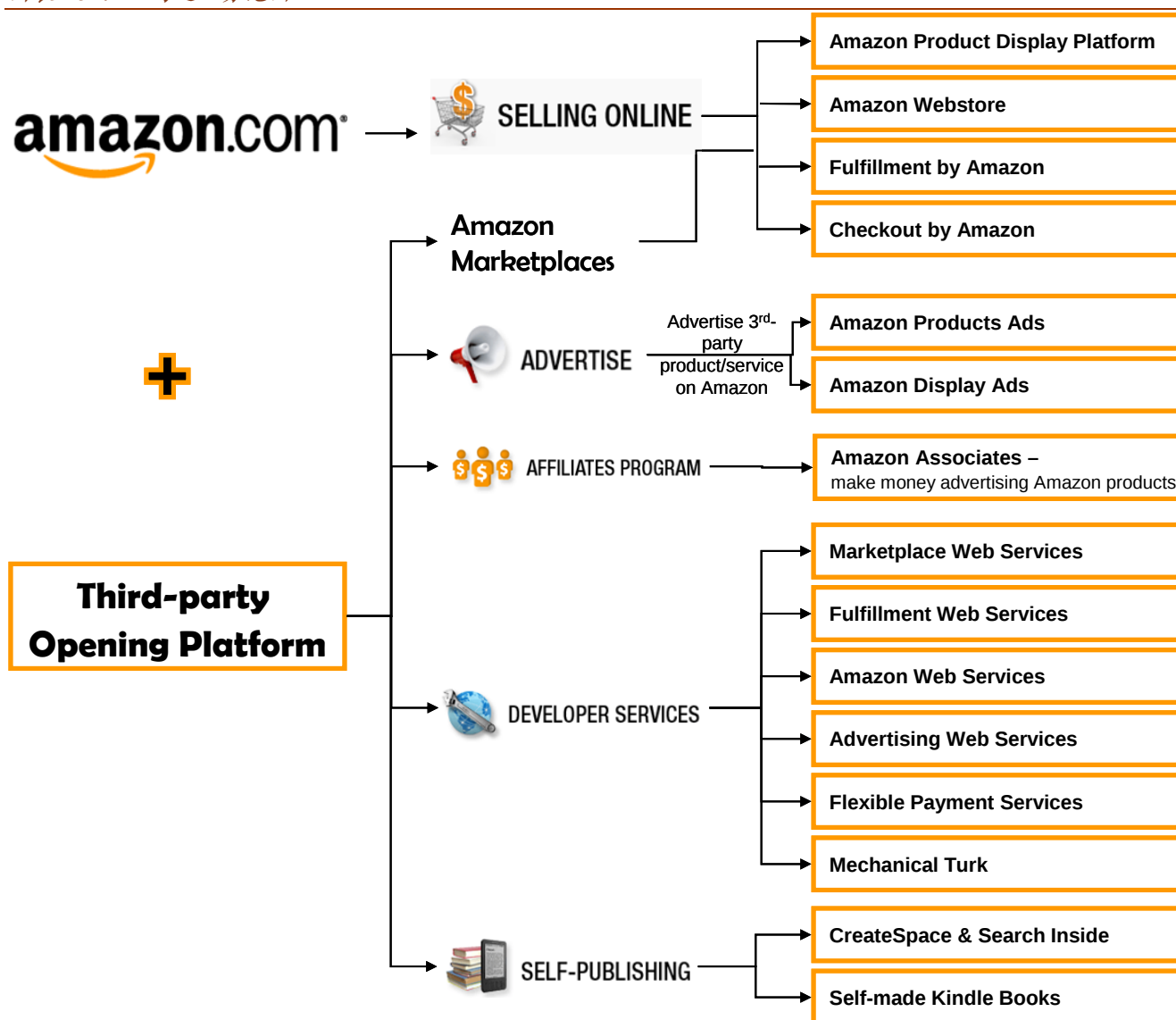
亚马逊：B2C 鼻祖

公司简介

亚马逊（AMZN.US）是全球最大的在线零售商，2009 年年销售额高达\$245 亿美元。作为全球最大的网络购物零售商，亚马逊的顾客遍布世界 200 多个国家，它不仅是世界上销售量最大的书店（日销 6 万本书），也是拥有 400 多万种商品的多元化购物平台，更是为网络购物顾客和商家提供一站式服务的平台。

自 2002 年盈利以来，亚马逊的总销售额以年均 20% 的速度在增长，近三年的净利润约以 40% 的速度增长。亚马逊的成功给了电商行业的竖起了三面旗帜：1）顾客至上，亚马逊正利用每一种技术来提高用户体验；2）追求创新，通过技术和经营模式创新强化竞争优势；3）发力物流，走好产业链环节的最后一段。

图表 102：亚马逊业务范围



资料来源：公开资料、中金公司研究部

顾客至上：提高用户体验没有止境

和传统店面需依靠店铺位置和店员的服务一样，线上零售店则需依靠科技创新和后台强大的软件工程师。亚马逊每年约 28% 的运营成本用于技术开发，显著高于 Ebay（低于 20%）。技术创新与用户体验提升给企业带来的协同效应，让亚马逊持续提升竞争优势。

全面系统的数据库分析和推荐系统。亚马逊的数据库不仅包括全面的产品数据，还包括对用户购物方式的收集，如浏览方式、点击量、搜索、收藏、购买历史、URL 点选流向等，以及从第三方，包括物流、合作伙伴和信用公司等处搜集的信息。并通过自动化的数据分析体系和 Amazon Recommendation System 给用户提供个性化的导航页面，决定不同内容的广告投放，及相关产品的关联促销（包括合作的第三方网站）。

友好的购物界面。亚马逊会通过 cookie 自动储存顾客在上次登录的信息，按顾客历史资料设计的个性化首页导航简洁直观；Tab 式导航在页面的左上角，首页顶端有用户信息和搜索栏，具有很强的兼容性；产品浏览界面将主要推荐的产品集中成列在主页空间，并附以产品图片、新旧产品价格对比、用户评价和提示免费运送。同时在左边的检索栏提供了 18 种不同的产品检索入口，页面上方和左上角都有不同形式的检索入口，方便的同时更可以多维度地满足不同用户的需求；亚马逊的“buy now with 1-click”结算方式非常有效地缩短了顾客的支付程序：消费者打开某样商品的页面，只需按一个键，系统就可根据顾客消费及支付的历史信息完成交易。

精耕细作图书业务：给读者提供低价以外的更多附加值。亚马逊是世界上销量最大的书店，拥有 410 万册图书，是最大传统书店存书量的 15 倍以上，目前仍以平均每周新增 2 万本书的速度在增长。亚马逊在全面收录各种出版物，建立高质量和庞大的书目数据库的同时，也在通过高科技来提升读者的图书体验。**1) 强大的搜索功能：**读者可以通过 13 个不同检索入口在亚马逊的书库搜索书籍，比线下最大的 Barnes & Noble 书店多出了 4 项更具个性化的功能，且服务器支持搜索过程在 3 秒钟内完成。**2) 社区化评价体系：**亚马逊充分利用了网络的平台效应，为读者提供读者书评、专家书评、专题推荐、作者互动、读者参与创作等社区化交流活动，同时系统还会为顾客推荐优秀的书评。**3) 数字出版：**2005 年，Amazon Page 新型数字图书服务的推出让读者可以用“在线阅读”的方式有选择地购买图书中的某一章节；亚马逊也是首家书店和出版商合作数字化出版的书店；凭借自己强大的内容平台和出版商资源优势，2008 年推出了电子阅读终端 - Kindle 获得了巨大的成功，颠覆了传统图书行业运作模式和消费者的读书习惯。

追求创新，通过技术和经营模式创新强化竞争优势

品类持续扩张：在 1998 - 2002 年间，亚马逊凭借 90 年代末美国市场对信息行业的追捧及公司的先发优势通过兼并收购迅速将企业做大做强，渗透到线上零售领域各垂直行业，包括儿童书店、音乐商店、个人理财产品、桌面软件、药店、宠物店、拍卖网站、家居用品、汽车销售、酒类及电子书等，并进军欧洲及亚洲市场。

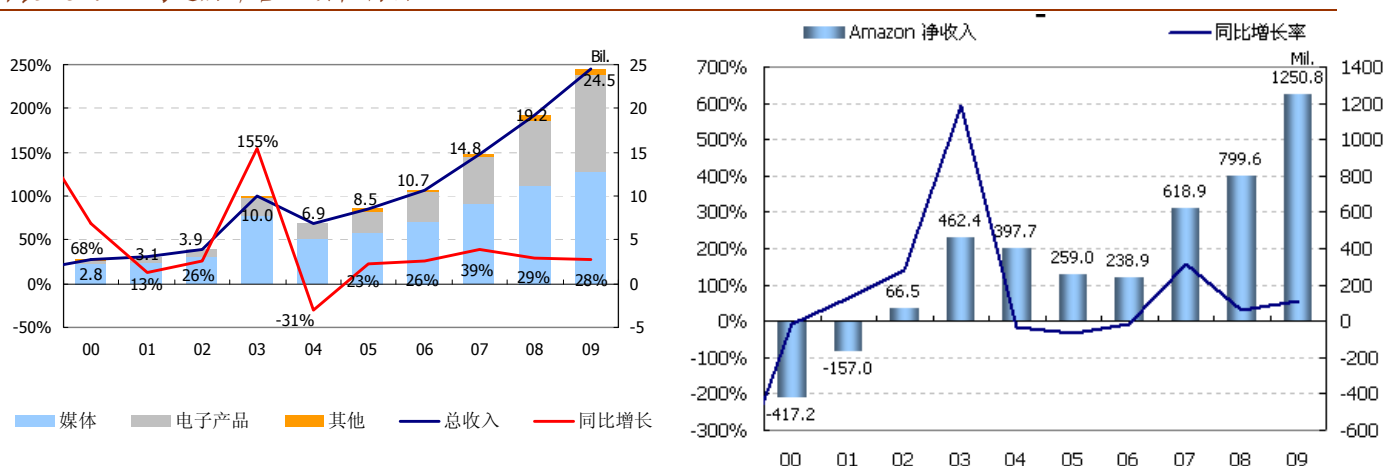
图表 103: 亚马逊帝国版图



经营策略和盈利模式的创新。除了收购以外，亚马逊也不断地通过结盟策略来扩大市场份额和创造规模经济。凭借自身的品牌效应和资源优势，亚马逊在主营业务方面与上万家商业网站结盟销售，让顾客在亚马逊购物的同时也能获取第三方购物网站的信息，如果交易完成亚马逊还能从中收取一定的佣金；在非自营销售商品领域，亚马逊通过 Amazon Marketplace 积极吸引第三方卖家入驻，包括鲜花、香水、护肤品、首饰等其他领域。并利用 Developer Services 为第三方卖家提供从网站设计、仓储管理、营销策略、安全支付的全产业链的服务支持，而且卖家可以随意按需组合所需的服务内容，只需向亚马逊支付一定的比例的佣金。2009 年，交叉销售给亚马逊带来了 30% 的 GMV，远超过顾客分流带来的损失。亚马逊的定价策略也是企业成功的要素之一。以 Kindle 定价为例，考虑到消费者对价格的敏感度，亚马逊用低廉的硬件价格迅速打开市场（Kindle 第一次投放市场的最终定价为 359 美元，比当时电子书终端的均价高出 59 美元，但操作功能和内容资源远胜于当时的 Sony Reader）；购买了阅读器的消费者对于阅读内容的价格就容易接受，但 Kindle 电子书的价格通常都控制在 10 美元以内，平均是纸质书的 40% 左右。

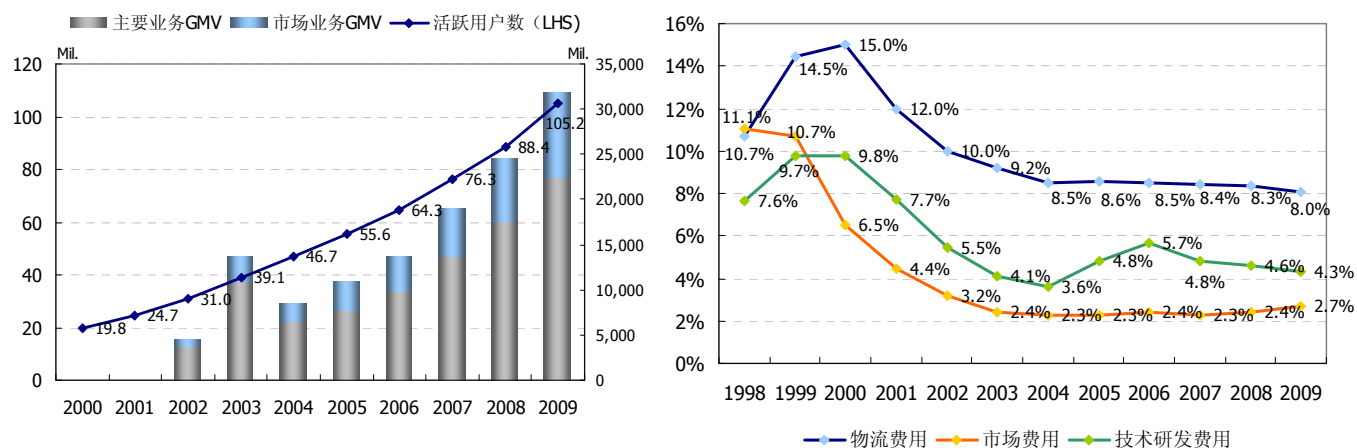
灵活多样的营销手段。广告联盟是亚马逊最著名的营销手段。第三方网站可通过亚马逊的“Advertise Program”在亚马逊的网站上刊登广告，享受亚马逊的流量和品牌知名度，同时，第三方网站也可以在自己的网站上为亚马逊刊登广告或是推荐商品，当顾客以点选的方式购买商品时，这些“关系机构”可向亚马逊抽取 5% - 15% 的佣金。目前美国近 90% 的网站都是亚马逊的“委托机构”，其中包括最知名的几大门户网站和社交网站。此外，亚马逊还有著名的物流营销、体验营销和品牌营销等等。

图表 104：亚马逊历年营业额和利润



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 105：亚马逊商品及用户数，运营成本构成



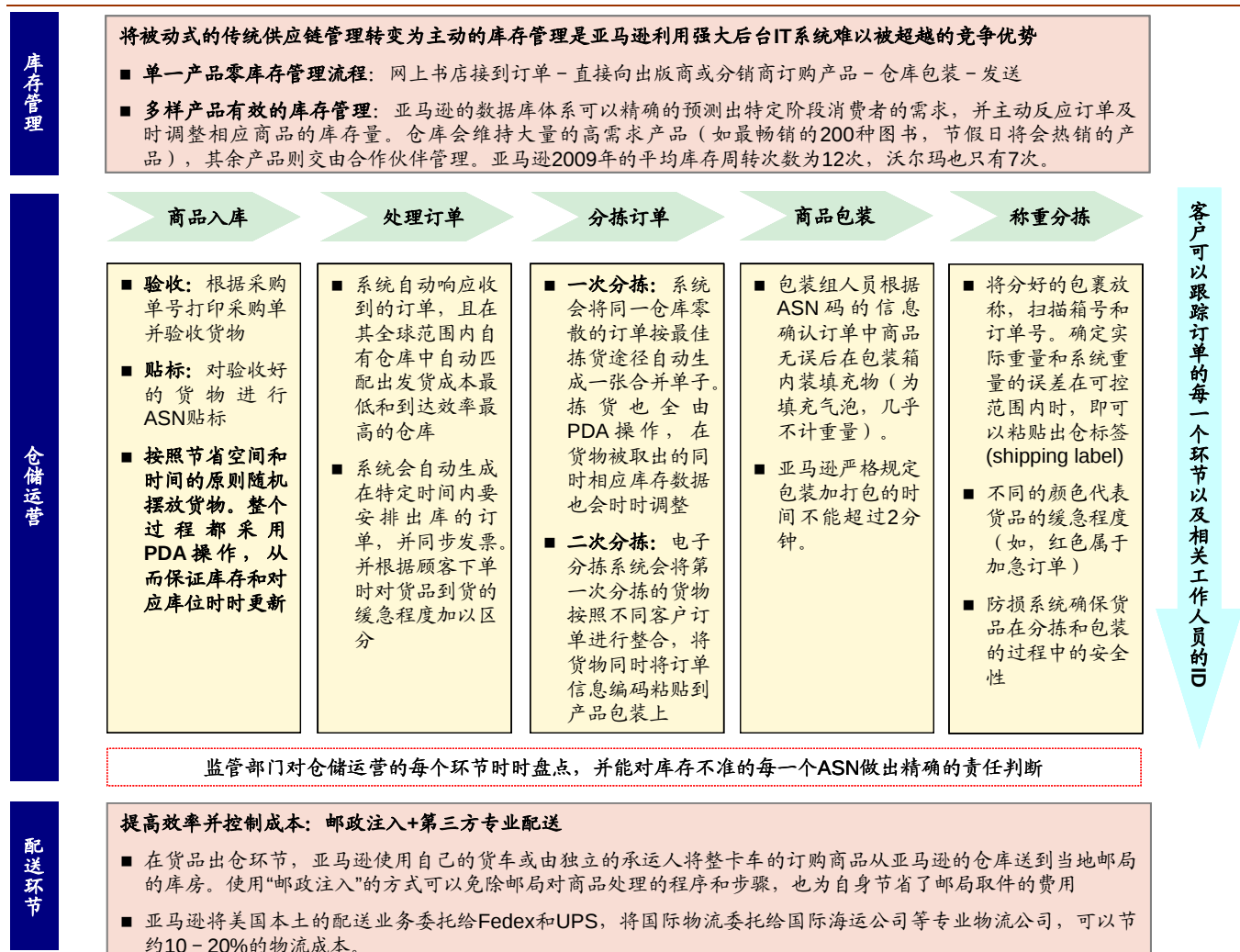
资料来源：公司数据、中金公司研究部

发力物流，构建贯穿产业链的竞争优势

高效的全自动化仓储管理打造流畅的物流供应链。亚马逊在成立之初就利用“零库存”的管理方式形成了核心竞争力，但在面对越来越丰富的产品种类和分散的供应商和分销商时，亚马逊投入巨资建立的全自动化物流信息管理系统优势愈发明显。亚马逊的配送中心按商品的类别设立，有利于提高商品仓储和配送程序的专业化处理程度；成立发货中心为产品汇合点，采用“越库作业配送策略”极大程度的缩减了订货前置时间和商品库存成本：即在顾客订货后，系统能立即反应各种物品的库存情况，如果配送中心没有现货，亚马逊和供应商对接的 IT 系统会立即产生订货信息，将货品发送到亚马逊的发货中心。在货物到达发货中心以后，随即按照顾客的订单加以分类处理，迅速装运送出。从 1999 年至今，凭借完善的系统信息流和亚马逊的日处理订单量提高了三倍，仓储管理成本从 15% 降至 7%。

开源节流，有效控制物流环节成本。亚马逊的组织管理结构呈现扁平化，同时也借鉴了 Toyota 的“小组制”管理方式，提高工作效率和灵活性。电商企业较传统企业来说属于更规范化的商业，主要特征就是高额的固定成本和较低的可变成本。在创造规模经济的同时，亚马逊也非常注重每一环节的成本控制：自 2000 年开始，亚马逊以免费配送为营销手段，薄利多销，在迅速扩大市场份额的同时也节省了客观的促销成本；亚马逊拥有自己高效的仓储管理体系，在配送方面选择和专业的物流公司 Fedex 或 UPS 合作，以减少投资和风险，同时节约 10% - 20% 的物流成本；亚马逊采用的“邮政注入”货品出仓运送方式缩短了商品处理程序，同时减少 5% - 17% 的送货成本。

图表 106：亚马逊仓储物流管理流程



资料来源：公开资料、中金公司研究部

eBay: 转型下的烦恼

公司简介

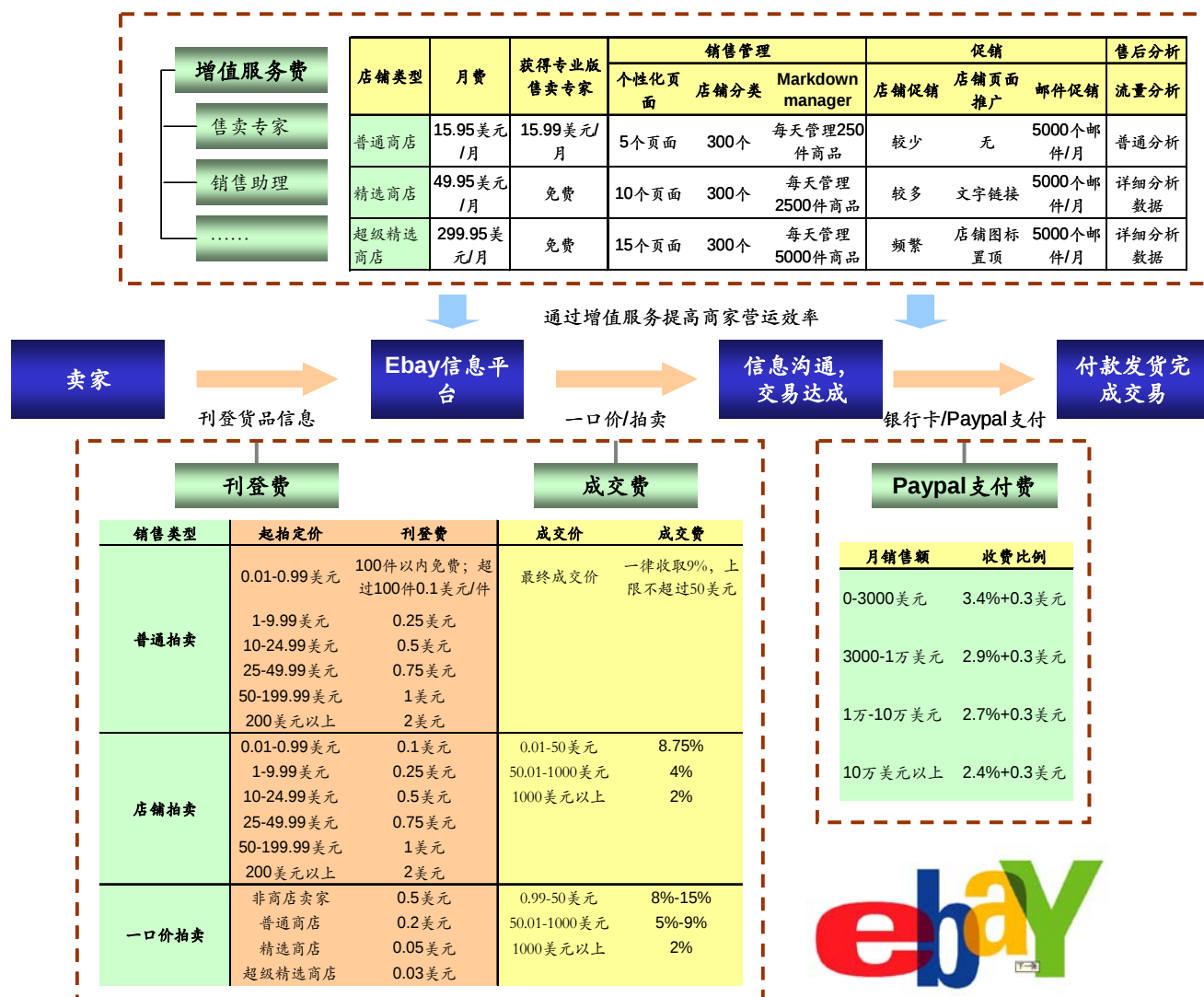
Ebay 是全球最大的以 C2C 为主要交易模式的互联网拍卖平台。创办于 1995 年 9 月的 ebay，其初衷是通过建立网上社区把众多的买家和卖家集合在一起，买卖双方可以将各种极具个性化的物品或是二手的商品以有效、具有娱乐性质的拍卖形式交易，如明信片、邮票、钱币、古玩、珠宝首饰、瓷器、服装、玩具及电器等等。Ebay 曾以其新颖的交易方式和轻资产公司的形式在网购发展初期速度成长惊人。在 2004 年 12 月，其股价达到最高点，成为市值第一的网络公司。然而，随着电子商务产业链纵深发展和网购用户需求的转变，自 06 年开始，Ebay 传统拍卖业务和盈利能力都凸显颓势，公司进入了长期的转型期。

传统的拍卖商业模式和盈利模式缺乏时效性

eBay 模式面临用户消费行为升级的压力。两大要素成就了 ebay 昔日的辉煌：互联网行业较低的普及率和电子商务行业发展欠成熟。Ebay 拍卖的网购形式激发了人们对物品交换的兴趣，为公司积攒了一大批忠实的用户；而且作为第三方服务平台，Ebay 不用面临在产业链欠完善时 B2C 运营商们需面临的库存积压问题。然而，随着电子商务产业链的日渐成熟，网络购物已逐渐成为人们日常生活的一部分，B2C 网购模式的崛起，传统企业纷纷涉水线上，网购需求由娱乐、低价转向了对效率、安全和便利的需求。eBay 传统的拍卖方式面临被边缘化的压力，顾客开始抱怨拍卖过程的繁琐和产品质量及服务问题。

商业模式面临挑战。当一件商品在 Ebay 上架拍卖，卖家就需要为每笔拍卖支付信息刊登费，交易成功后还要按一定比例支付成交费；此外，eBay 还有众多额外的费用，如店铺租赁费、增值展示费（多发照片多收费）、分类广告费等。相比之下，通过购买 Google 的关键词采用绩效付费的盈利模式来销售商品显得更为吸引人。部分卖家尤其是大商家转向购买搜索引擎门户的关键词业务将大量的客户流量导向自建网站。

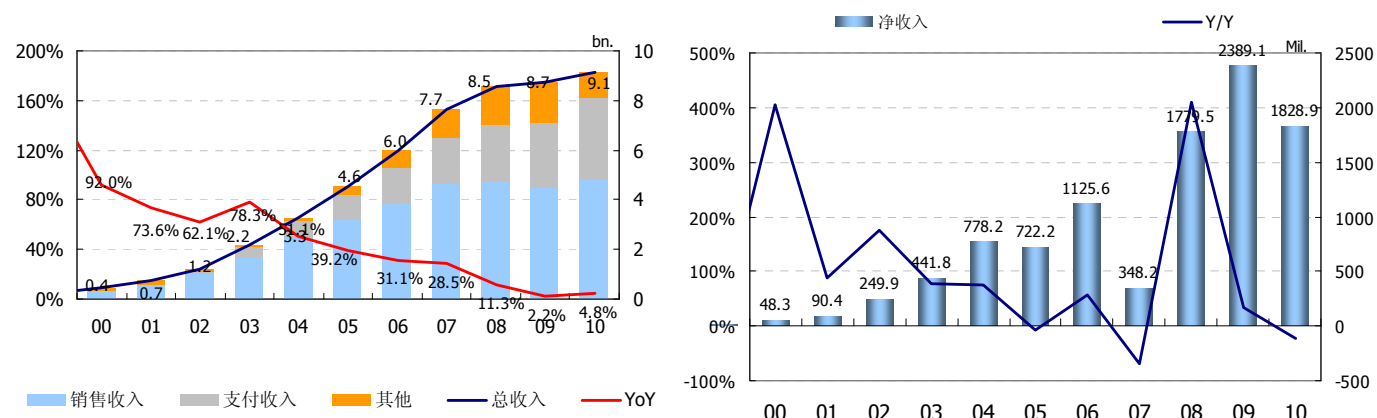
图表 107: eBay 的交易流程与盈利模式



资料来源：公开资料、中金公司研究部

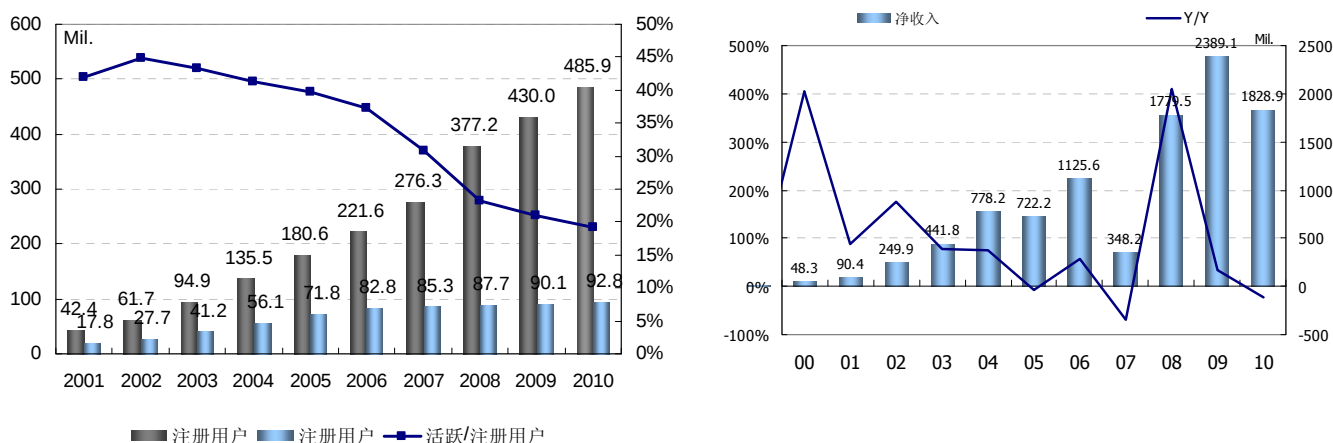
转型前景尚不明朗。为了扭转颓势，Ebay 从 2008 年开始推出了一系列改革措施，包括网站主页改版、降低费率、免运费等，其中最显著的改革措施就是：逐步停止公司主营的拍卖业务，将商业模式转向拍卖与固定价格销售的混合模式；并且给大卖家提供更多折扣优惠等，企图带领 Ebay 的商业民主从平民小商户往大商户转移。但结果并不尽人意，从 08 年至今，Ebay 的 GMV 仅增长了 3%，活跃用户量增长 6%，相比之下，以 B2C 为主营业务模式的 Amazon 凭借其完善的全产业链服务和强大的技术创新能力在此期间其 GMV 和活跃用户分别增长了 75% 和 40%。

图表 108: Ebay 历年营业额和利润



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 109: eBay 用户分布与收入构成



资料来源：公司数据、中金公司研究部

eBay 转型提示平台模式持续成功的关键要素

建立高效的产品质量的控制体系。在 2004 年之前，被称作社会化商务平台的 eBay 商品种类增长速度惊人，其 GMV 的年复合增长率以 180% 的速度增长，但商品质量问题给 ebay 带来了越来越多的麻烦。做为第三方销售平台，ebay 本身并不参与商品零售环节，对买卖双方的评价体系可信度有限，对商品和服务质量完全缺乏控制力，因此从草根式的无序成长到规范化的有序管理的转型是平台模式电商的必经之路。

商户覆盖面有选择性拓展。ebay 从拍卖网站往定价商品陈列商场转型不仅是商业模式的转型也是 eBAY 对用户群体的拓展，将网站的定位更大众化。自 2008 年开始，ebay 传统的拍卖业务收入已被定价产品超过。美国传统的零售垂直行业市场集中度较高，大商家在电子商务行业中的地位日益凸显，同时大商家也是电商企业的主要收入来源，将利益天平导向大商家是 eBay 基于自身商业模式不得不做出的选择。

全方位提升用户体验。ebay 在对顾客提供个性化服务能力方面较逊色于亚马逊。凭借完善的数据库收集和分析体系，作为卖家的亚马逊可以根据消费者的浏览记录为他们提供个性化的商品推荐；而且强大的 IT 体系和产业链使亚马逊能为大商户提供从仓储、订单管理、配送等各方面的服务。

UPS：信息为先，效率为王

公司简介

UPS 作为世界上最大的快递承运商与包裹递送公司，同时也是专业的运输、物流、资本与电子商务服务的领导性的提供者。UPS 在 2009 财年的营业收入录得 452.97 亿美元，远远高于另一美国快递物流行业巨头 FEDEX 347.34 亿美元的营业收入。纵观 UPS 的成功主要有以下几个原因：

1. 充裕的资金支持

广义上的物流配送包括配送、仓储、供应链管理等一系列，属于资本密集型而非劳动密集型产业，无论网络、信息系统的建设维护还是战略性并购都需要强大的资金作为后盾支持。作为物流快递行业的先行者，UPS 通过早期建立的先发优势完成了初始资金的沉淀，随后通过业务的不断拓展及现金流的良性运作，使得公司拥有充裕的现金流来支撑业务的拓展。在 2009 财年，UPS 的经营现金流/营业收入达到了 12%，远高于 Fedex 的 5%。

2. 强大的物流配送网络

网络覆盖和配送能力的大小是物流配送的核心。UPS 拥有全球范围的配送网络。配送网络的宽广不仅使公司有能力强整合更多的业务，同时也使得配送效率大大提升。而配送网络的建设多采用自建或并购（如 Fedex 并购货运巨头飞虎公司，短期内大大提升了公司的运输能力和网络覆盖面）。而对配送网络的拓展和维护也一直都是各大物流公司工作中的重中之重。UPS 和 Fedex 在 2009 财年对网络建设的投入均高达 13.88 和 25.27 亿美元。

图表 110：UPS vs. Fedex

项目	UPS	Fedex
国家	美国	美国
成立时间	1907	1971
营业收入（亿美元）	452.97	347.34
按类别划分		
快递业务	83%	81%
供应链管理	17%	19%
按区域划分		
美国业务	76%	72%
国际业务	24%	28%
经营利润率	8.4%	5.8%
业务覆盖范围	全球200多个国家，基本覆盖北美和欧洲的全部地区；	全球220多个国家，基本覆盖北美和欧洲的全部地区
运输能力	10万多辆专业货运车辆，233架UPS喷气飞机/294架租赁飞机；	4.3万多辆专业货运车辆，654架货运飞机；
资本支出（亿美元）/占收入比重	16.02/3.5%	28.16/8.1%
飞机设备	6.11/1.3%	15.37/4.4%
车辆设备	2.09/0.5%	2.2/0.6%
信息系统	2.14/0.5%	2.89/0.8%
建筑设施及其他	5.68/1.3%	7.7/2.2%
运营费用占收入比重		
工资费用占收入比	56.6%	40.4%
外包交通费用占收入比	11.9%	13.6%
燃料费用占收入比	5.2%	8.9%

资料来源：公司资料、中金公司研究部

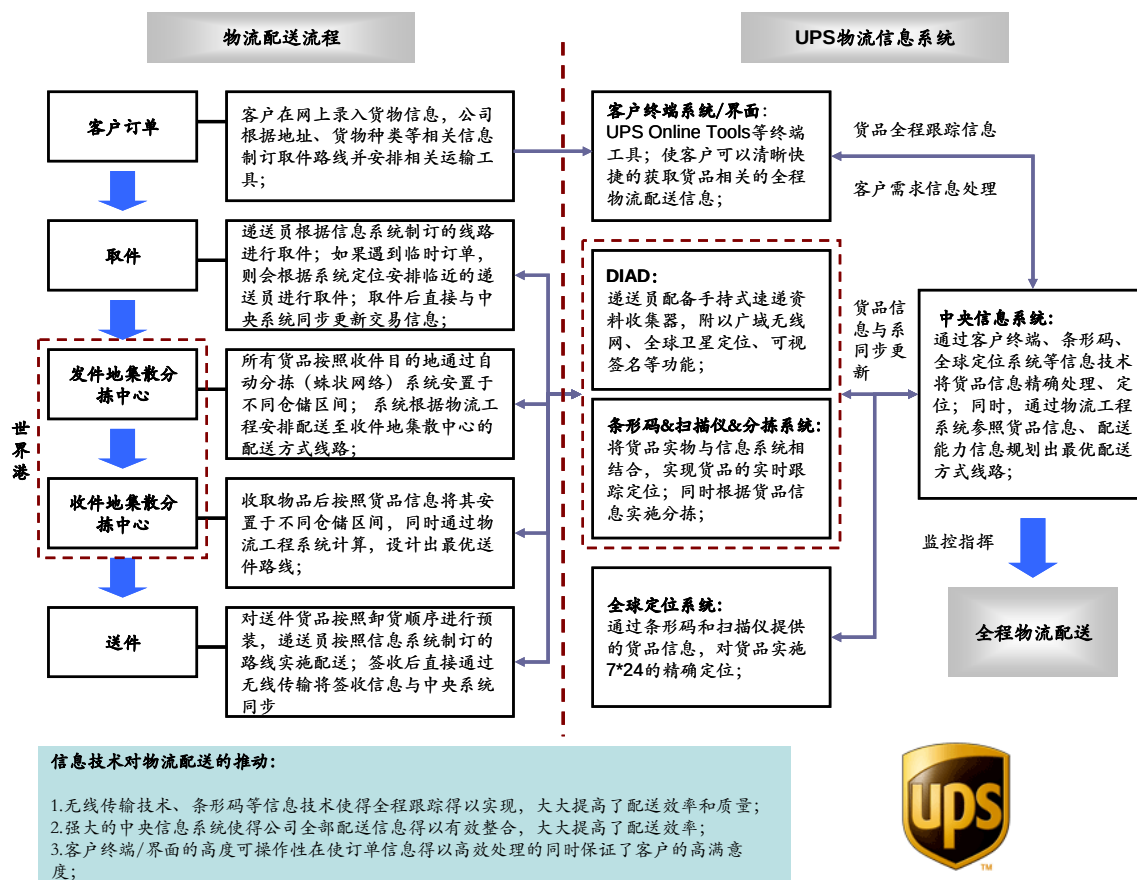
3. 领先的物流配送技术、信息系统

在 1985 年之前，UPS 的策略更多偏向于质量与效率而非信息系统的建设投入，当竞争对手 Fedex 通过自动分拣、跟单追踪等创新技术开始抢占市场份额后，UPS 开始逐步加大了对信息系统建设的投入，并逐渐达到甚至超越了 Fedex 的信息系统技术，并藉此重新抢回市场份额。其中在 1986 - 1991 的 5 年间 UPS 的技术投入金额达到了 15 亿美元。即便已经拥有了世界领先的信息技术，UPS 在 2009 财年的信息技术投入仍然高达 2.14 亿美元。

强大的物流信息系统与技术 in 配送质量、效率等方面均会产生巨大的推动作用：

1. 优化配送线路、配送设备提高了收送件效率；UPS 的递送元日配送包裹数可达 500 个，即便在交付包裹的签收环节都通过 DIAD 简化了流程和信息传递过程；
2. 分拣、配送设备高度自动化和优化，提高了分拣效率；UPS 集散中心高度自动化的蛛状网络通过信息系统按目的地对货品进行分拣；同时配送过程中采用经过精心工业设计的特殊设备如“滚筒”等；
3. 全球定位系统，使得货品配送全程监控，提高了配送质量；UPS 的全球定位系统可以在配送全程将货品的跟踪定位精确在几英尺之内；
4. 高度人性化的客户端/操作界面，提高了客户体验；如 Totaltrack，使客户可以随时随地跟踪配送的货品；如 Maxiship，使客户可以管理从定价到服务付款方式的全部分发处理。

图表 111：UPS 物流配送流程及信息系统



资料来源：公司资料、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部门、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。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED