

阿里巴巴 (BABA.N/9988.HK)

证券研究报告

2021 年 11 月 23 日

FY22Q2 业绩点评：核心商业因宏观及竞争因素承压，持续加大战略性业务投入

作者

文浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

宏观经济压力下业绩增长放缓，公司下调全年业绩指引

公司于 11 月 18 日披露 FY2022Q2 (9 月底季度) 业绩，本季度阿里实现营收 2006.90 亿元，同比增长 29%，低于彭博一致预期 2.7PCT，其中剔除高鑫零售并表的影响后收入为 1804.38 亿元，同比增长 16%，为 2014 年上市以来历史最低；经营利润为 150.06 亿元，同比上升 10%，经调整归母净利润 305.13 亿元，同比下降 38%，低于彭博一致预期 8.1PCT。考虑到宏观经济承压，消费增速放缓，此次业绩会上管理层下调了 FY2022 营收指引至同比增长 20%-23%，前值为 29%，下调项主要为直营业务和客户管理收入。

持续加大战略性业务投入，多点开花提升长期竞争力

本季度公司对关键策略领域业务（如淘特、本地生活服务、社区商业平台及 Lazada）的投入同比增加 RMB 125.75 亿元，经调整后 EBITA 亏损提升至 190 亿元，环比上季度增加 50 亿元，投入增长的背后看到一定成效：1) **淘特**本季度 AAC 超过 2.4 亿，环比增长 4900 万，较 Q1、Q2 有进一步提升，用户中来自下沉市场的用户比例持续上升，和手淘 App 相比，淘特的独占会员 DAU 比例已经接近 50%，淘特为淘系贡献绝对用户增量；此外，淘特致力于发展 M2C 模式，帮助产地制造商直达消费者，本季度这部分订单量同比增长了近 400%；2) **社区商业平台（淘菜菜）**在欠发达地区持续扩大覆盖并展现快速增长，淘菜菜目前已在接近 200 个城市开展经营，季度 GMV 环比增长 150%；3) **本地生活**：本季度饿了么在获客于提升用户体验方面继续加大投入，AAC 同比增长 28%，订单量同比增长 30%，其中日用品及医疗保健品订单量增长尤为强劲；4) **Lazada** 在东南亚市场继续以 82% 的订单同比高速增长，其中泰国、越南和马来西亚的同比增速都超过了 100%。阿里正逐步将战略性业务发展为新增长引擎，阿里在下沉市场、海外市场等多领域取得的长足进步将逐步兑现为商业价值。

宏观经济放缓及电商行业竞争加剧，双十一展现消费韧性，但阿里电商业或外部因素短期承压

受宏观经济增速放缓及行业竞争加剧影响，本季度阿里中国零售市场实物商品 GMV 同比录得个位数增长，其中服装和配饰增长放缓，消费电子及家居等类目增速强劲，收入端来看，阿里中国商业零售业务中包含广告与商家佣金在内的客户管理业务（CMR）增长 3%，增速低于 GMV 增长，其中差距原因主要在于阿里在商家支持计划方面所做的投入。21 年双十一天猫实现 GMV 同比增长 8.5%，中短期来看外部因素仍有扰动。

云计算收入稳步增长，技术迭代提升云计算市场领导力

FY22Q2 阿里云营业收入达 200 亿元，同比增长 33%，环比提升 3.1PCT，经调整 EBITA 4 亿元，连续四季度为正，Margin 2% 环比基本持平。此前，阿里发布了倚天 710、四代神龙架构等核心产品，标志着阿里云能够对标全球顶尖水平，自研云产品能力进入新阶段，后期重点关注云原生、开源生态与云钉一体战略为阿里云业务打开成长空间。

投资建议：我们预期 FY2022-FY2024 收入分别为 8769 亿元/10355 亿元/11949 亿元，同比增长 22.3%/18.1%/15.4%；考虑到公司战略性业务投资增加，我们将 FY2022-FY2024 调整后归属股东净利润（Non-GAAP）由 1777/1802/2092 亿元，下调至 1615/1673/1794 亿元，调整后分别同比变化 -9.7%/3.6%/7.2%。2021 年 11 月 21 日美股收盘价对应 FY2022-FY2024 年 PE 分别为 15.3/14.7/13.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：电商行业竞争加剧；新零售业务进展不及预期；云计算业务增速恢复不及预期；公司利润增长不及预期；其他监管风险。



内容目录

1. 总体财务情况:	3
2. 分业务点评:	6
2.1. 核心商业业务:	6
2.2. 云计算:	10
2.3. 数字媒体及娱乐:	11
2.4. 创新业务	12

图表目录

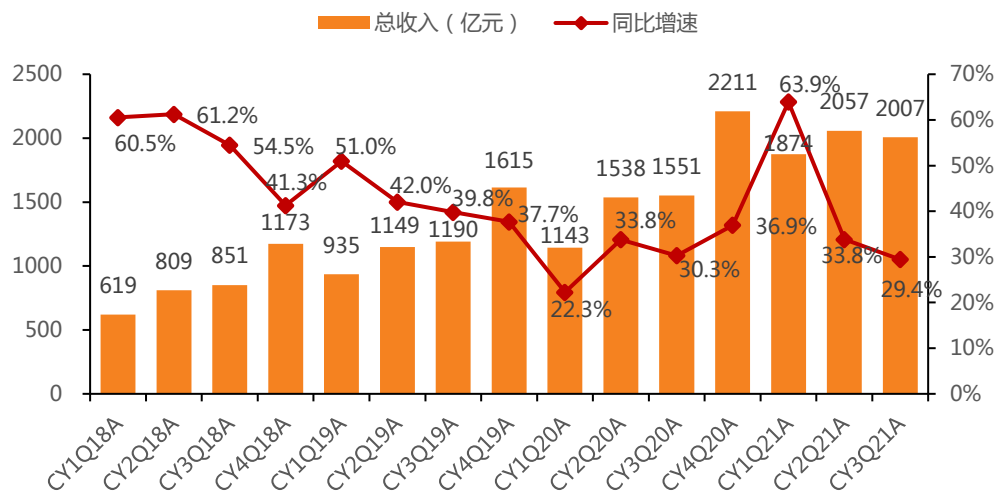
图 1: 阿里巴巴总收入及同比增速 (CY1Q18A-CY3Q21A)	3
图 2: 阿里巴巴总收入结构 (CY1Q18A-CY3Q21A)	3
图 3: 阿里巴巴毛利及毛利率 (CY1Q19A-CY3Q21A)	4
图 4: 阿里巴巴经营利润及 OPM (CY1Q18A-CY3Q21A)	4
图 5: 阿里巴巴经调整归属股东净利润及净利率 (CY1Q18A-CY3Q21A)	5
图 6: 阿里实际业绩与彭博一致预期比较	6
图 7: 阿里巴巴核心商务业务收入及同比增速 (CY1Q18A-CY3Q21A)	6
图 8: 阿里巴巴核心商务业务收入结构 (CY1Q18A-CY3Q21A)	7
图 9: 阿里巴巴核心商务业务经调整 EBITA 及 TBITA Margin (CY2Q17A-CY3Q21A)	7
图 10: 阿里巴巴核心商务业务经调整 EBITA 及 TBITA Margin (CY3Q19A-CY3Q21A)	8
图 11: 淘特 MAU (百万) 及同比增速	8
图 12: 阿里巴巴移动端 MAU 及年化活跃买家 (CY1Q17A-CY3Q21A)	9
图 13: 大众点评/饿了么/美团点评/美团 活跃指标-MAU (百万)	10
图 14: 阿里巴巴云计算业务收入及同比增速 (CY1Q18A-CY3Q21A)	10
图 15: 阿里巴巴云计算业务经调整 EBITA 及 TBITA Margin (CY2Q17A-CY3Q21A)	11
图 16: 阿里巴巴数字媒体与娱乐服务收入及同比增速 (CY1Q18A-CY3Q21A)	11
图 17: 阿里巴巴数字媒体与娱乐服务经调整 EBITA 及 TBITA Margin (CY2Q17A-CY3Q21A)	12
图 18: 阿里巴巴盈利预测 (百万元)	12

1. 总体财务情况：

1.1. 总收入

FY22Q2 (对应 CY21Q3) 总收入是 RMB2006.90 亿元, 同比增长 29%, 低于市场预期 2.7%, 增长主要来自国内零售商业业务 (其中包括自 2020 年 10 月开始合并高鑫零售)、菜鸟物流服务和跨境及全球零售商业业务。若不考虑合并高鑫零售的影响, 收入为 RMB1804.38 亿元, 同比增长 16%。

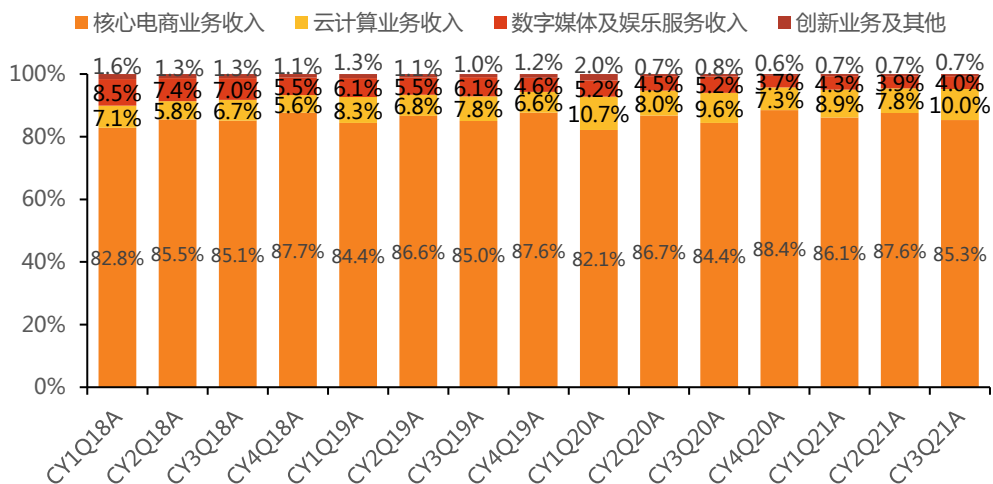
图 1: 阿里巴巴总收入及同比增速 (CY1Q18A-CY3Q21A)



资料来源: 公司公告 天风证券研究所

收入结构方面, 阿里收入主要来源于商业业务、云计算业务、数字媒体及服务娱乐、创新业务及其他这四方面业务。商业业务仍然是收入主要来源, FY22Q2 (对应 CY21Q3) 的核心商务业务收入占总收入 85.3%, 比上一季度略有下降, 同以往季度类似, 都维持在 85%-89% 的占比。云计算业务、数字媒体及娱乐服务的收入占比有小幅上升, 分别从上一季度 7.8%/3.9% 提升到本季度 10.0%/4.0%。

图 2: 阿里巴巴总收入结构 (CY1Q18A-CY3Q21A)

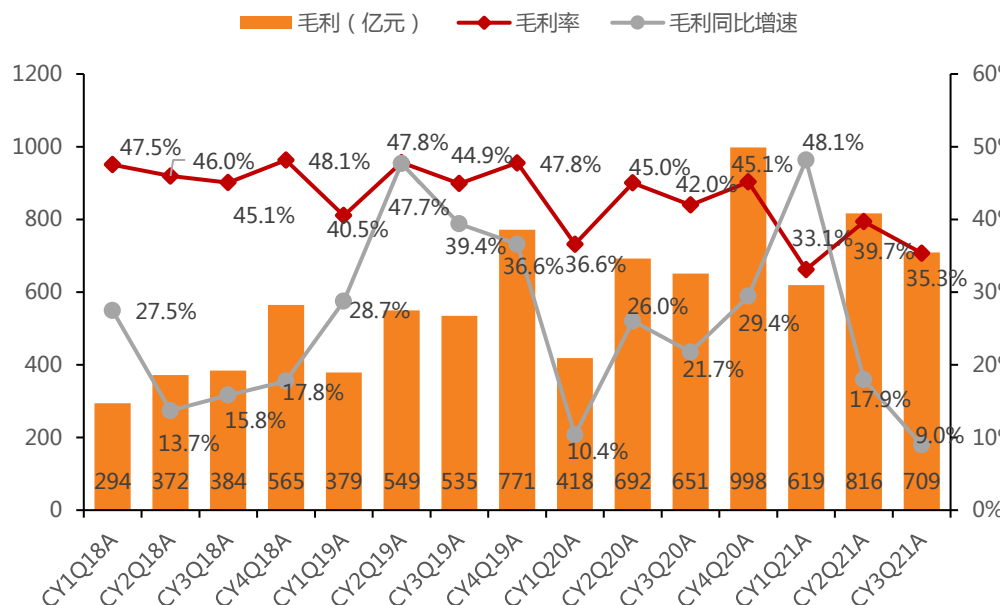


资料来源: 公司公告 天风证券研究所 注: 云计算和数字媒体统计口径在 CY1Q21A 有所调整

1.2. 毛利率

本季度为 35.3%，比去年同期下降 6.6 个百分点，环比上一季下降 4.4 个百分点。

图 3：阿里巴巴毛利及毛利率（CY1Q19A-CY3Q21A）

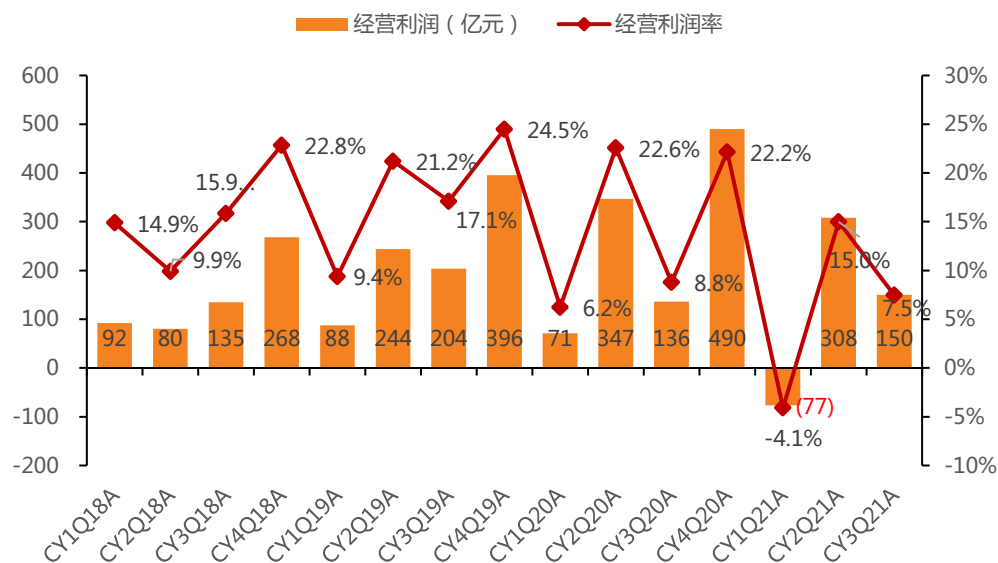


资料来源：公司公告 天风证券研究所

1.3. 经营利润

本季度阿里巴巴经营利润为 RMB150.06 亿元，同比上升 10.1%，经营利润率 7.5%，较去年同期下降 1.3 个百分点。利润绝对值同比上升主要是由于蚂蚁集团股权激励相关并授予公司员工的股权激励费用下降人民币 156.90 亿元。

图 4：阿里巴巴经营利润及 OPM（CY1Q18A-CY3Q21A）

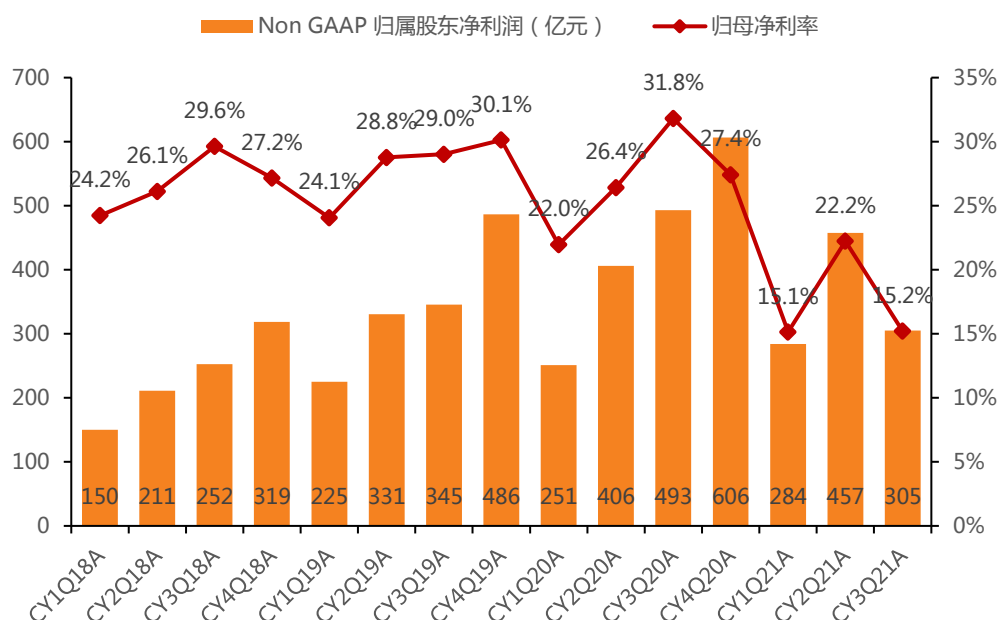


资料来源：公司公告 天风证券研究所

1.4. 经调整归属股东净利润（Non-GAAP）

本季度经调整归属股东净利润为 RMB305.13 亿元，同比下降 38.1%，环比下降 33.3%，低于彭博一致预期 8.1%；经调整归属股东净利率为 15.2%，比去年同期下滑 16.6 个百分点，比上一季度下滑 7.0 个百分点。

图 5：阿里巴巴经调整归属股东净利润及净利率（CY1Q18A-CY3Q21A）



资料来源：公司公告 天风证券研究所

1.5. 现金、现金等价物及短期投资余额

截至 21 年 6 月 31 日为 RMB4434.28 亿元，环比下降 5.8%；主要由于股份回购的现金支出人民币 331.74 亿元及投资和收购活动的现金支出人民币 229.50 亿元，部分被经营活动产生的自由现金流人民币 222.39 亿元及非控制性权益的现金注资人民币 96.91 亿元所抵销。

1.6. 股票回购

于 9 月份季度，公司根据股份回购计划，以约 51.48 亿美元回购了约 0.27 亿股美国存托股（相等于约 2.15 亿股普通股）。

图 6：阿里实际业绩与彭博一致预期比较

人民币 百万	FY1Q21A	FY2Q21A	FY3Q21A	FY4Q21A	FY1Q22A	FY2Q22A	一致预期 11月18日	实际 vs. 一致预 期
总体收入	153,751	155,059	221,084	187,395	205,740	200,690	206,173	-2.7%
YoY % Change	33.8%	30.3%	36.9%	63.9%	33.8%	29.4%	33.0%	
QoQ % Change	34.5%	0.9%	42.6%	-15.2%	9.8%	-2.5%		
毛利	69,228	65,099	99,816	61,941	81,643	70,940	77,727	-8.7%
YoY % Change	26.0%	21.7%	29.4%	48.1%	17.9%	9.0%		
QoQ % Change	65.6%	-6.0%	53.3%	-37.9%	31.8%	-13.1%		
毛利率	45.0%	42.0%	45.1%	33.1%	39.7%	35.3%	37.7%	-2.4%
经营利润	34,705	13,634	49,002	-7,663	30,847	15,006	19,904	-24.6%
YoY % Change	42.4%	-33.0%	23.9%	-207.5%	-11.1%	10.1%	46.0%	
QoQ % Change	386.7%	-60.7%	259.4%	-115.6%	502.5%	51.4%		
经营利润率	22.6%	8.8%	22.2%	-4.1%	15.0%	7.5%	9.7%	-2.2%
经调整后净利润 (Non GAAP)	40,615	49,320	60,630	28,389	45,745	30,513	33,200	-8.1%
YoY % Change	22.8%	42.8%	24.7%	13.1%	12.6%	-38.1%	16.9%	
QoQ % Change	61.8%	21.4%	22.9%	-53.2%	61.1%	-33.3%		
经调整后净利率	26.4%	31.8%	27.4%	15.1%	22.2%	15.2%	16.1%	-0.9%

资料来源：公司公告、Bloomberg、天风证券研究所

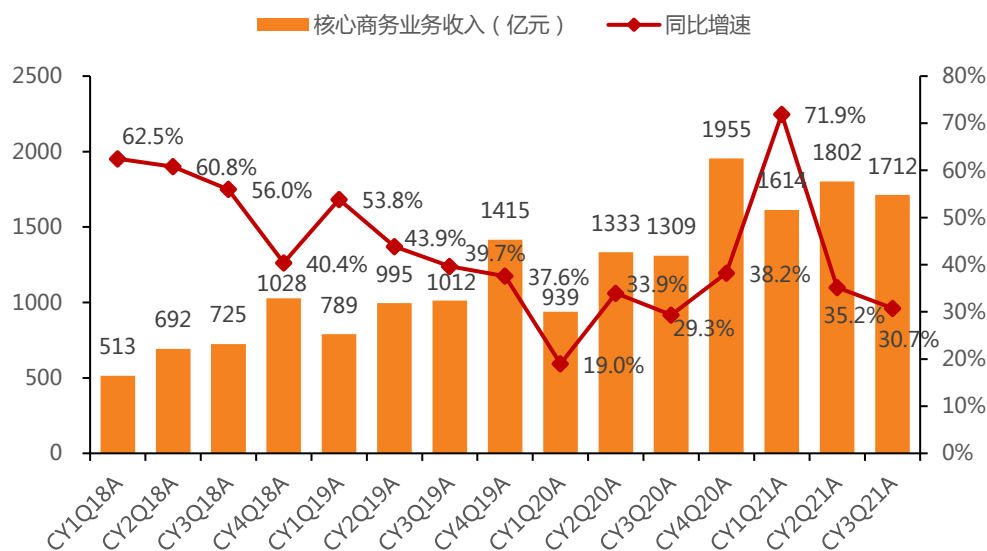
2. 分业务点评

2.1. 核心商业业务：

2.1.1. 核心商业业务概况

CY21Q3 收入为 RMB1711.70 亿元，同比增长 31%，占总收入的 85%；收入主要来自中国零售市场、高鑫零售、盒马、1688.com、Lazada、速卖通、Alibaba.com、菜鸟物流服务及本地生活服务。

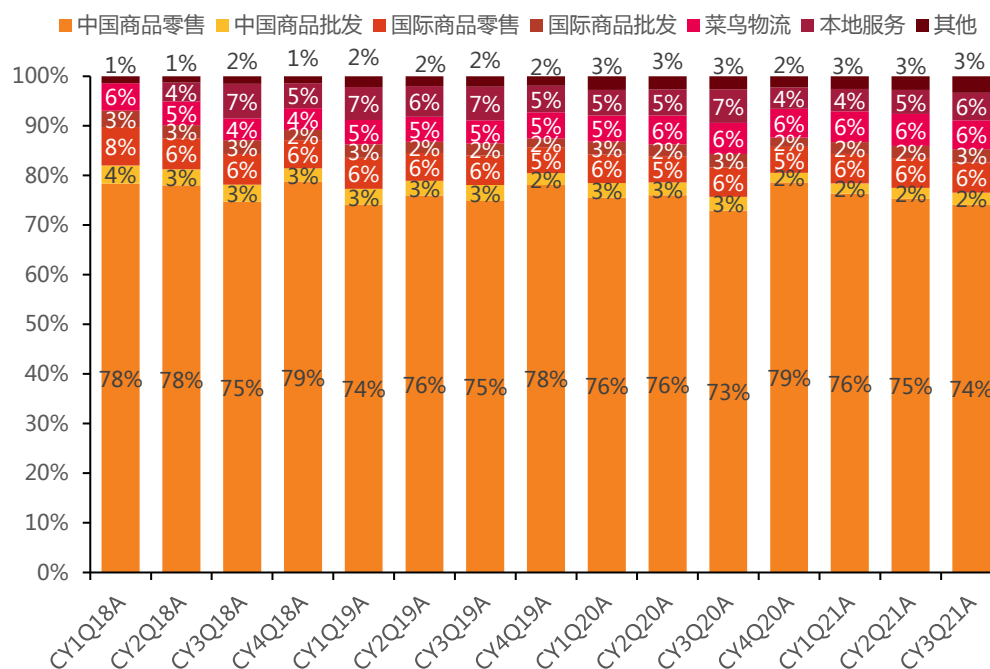
图 7：阿里巴巴核心商务业务收入及同比增速（CY1Q18A-CY3Q21A）



资料来源：公司公告 天风证券研究所

核心商业收入结构方面，依然保持以中国零售商业为主的业务收入结构。

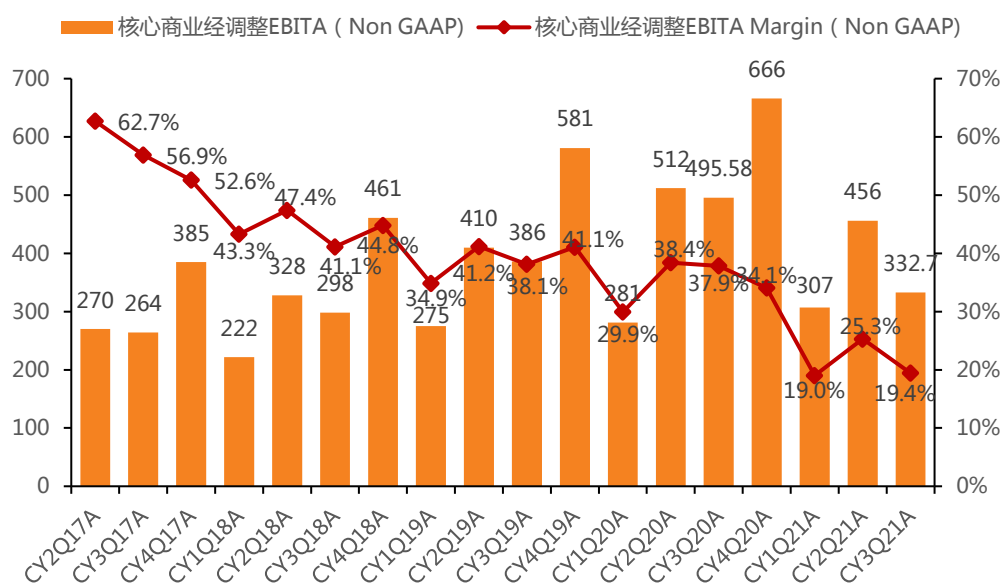
图 8：阿里巴巴核心商务业务收入结构（CY1Q18A-CY3Q21A）



资料来源：公司公告 天风证券研究所

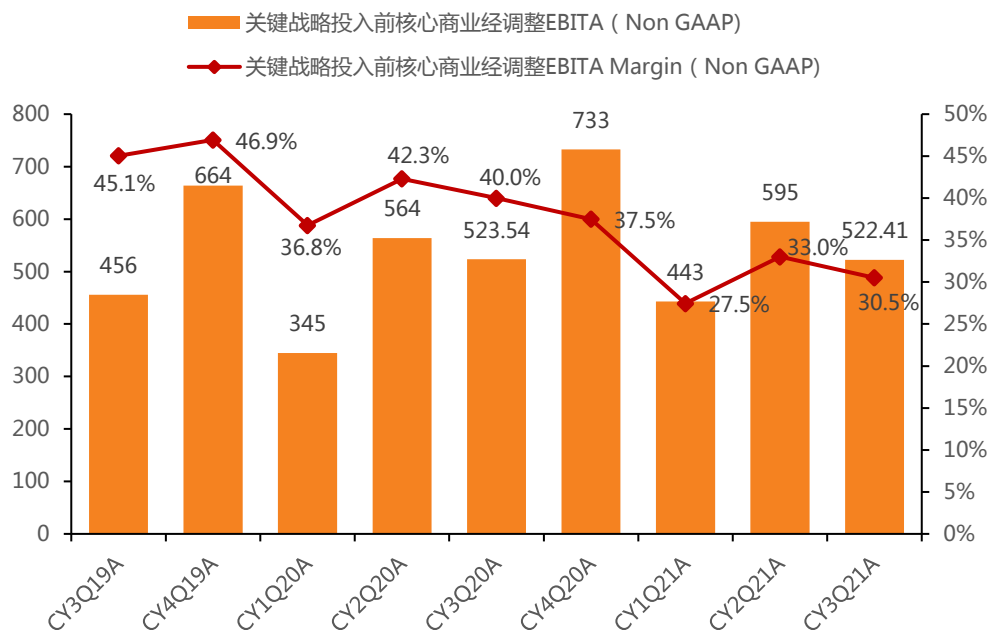
CY21Q3 经调整 EBITA 为 333 亿，同比下滑 28%，经调整 EBITA Margin 为 19.5%，同比减少 15.7PCT。剔除战略性业务投入对 EBITA 的影响后，本期 EBITA 为 522 亿元，与去年同期基本持平，EBITA Margin 为 30.5%，同比减少 9.5pct。阿里本季度战略业务投入 190 亿元（EBITA 亏损额），比上一季度增加 50 亿元。

图 9：阿里巴巴核心商务业务经调整 EBITA 及 TBITA Margin（CY2Q17A-CY3Q21A）



资料来源：公司公告 天风证券研究所

图 10：阿里巴巴核心商务业务经调整 EBITA 及 EBITA Margin (CY3Q19A-CY3Q21A)



资料来源：公司公告 天风证券研究所

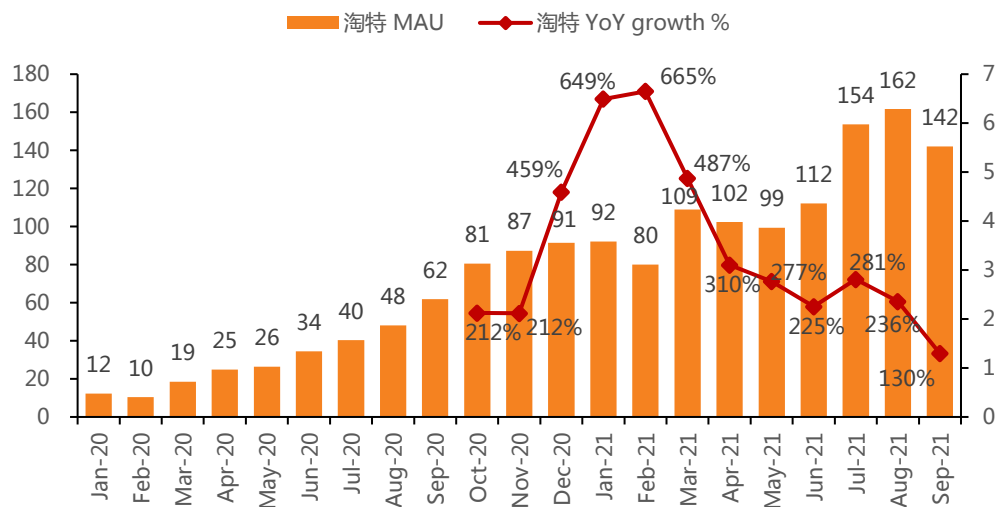
注：各季度战略性业务 3Q20/4Q20 本地生活、新零售、Lazada、菜鸟网络、进口直营等

1Q21/2Q21/3Q21 本地生活、新零售、Lazada、菜鸟网络、淘特、其他

2.1.2. 中国-零售

本季度收入为 RMB1268.27 亿元，同比增长 33%，占总收入的 63%；客户管理收入同比增长 3%，主要由于市场状况放缓及中国电商市场上参与者增多而导致实物商品 GMV 同比录得单位数增长。其中淘特用户数量的快速增长，截止 2021 年 9 月 30 日止 12 个月，年度活跃消费者达 2.4 亿，环比上个季度增加 5000 万。

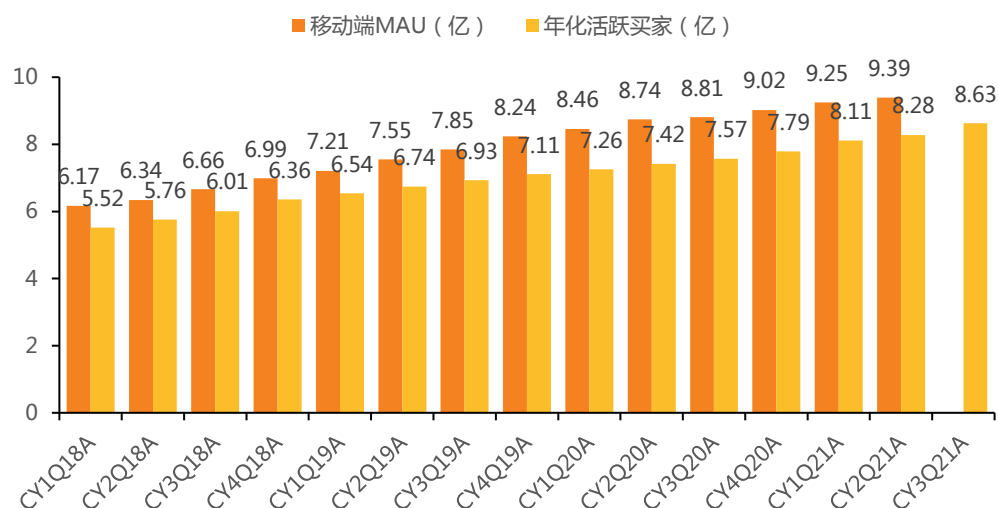
图 11：淘特 MAU (百万) 及同比增速



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

阿里本季度全球年度活跃消费者达 12.40 亿，环比增加 6200 万，其中中国市场消费者达 9.53 亿，较上一季度增加 4100 万，包括 8.63 亿中国零售市场年度活跃消费者。中国零售市场年度活跃消费者达到 8.63 亿，+14.00%YoY，+4.23%QoQ，较截至 2021 年 6 月 30 日止 12 个月，增加 3500 万（vs.较截至 2020 年 6 月 30 日止 12 个月增加 1.06 亿）。

图 12：阿里巴巴移动端 MAU 及年化活跃买家（CY1Q17A-CY3Q21A）



资料来源：公司公告 天风证券研究所

注：最新季度公司未披露移动端 MAU

2.1.3. 中国-批发

本季度收入为 RMB41.74 亿元，同比增长 15%，占总收入的 2%；增长的主要原因是来自 1688.com 平台付费会员的增值消费上升。

2.1.4. 国际-零售

本季度收入为 RMB103.75 亿元，同比增长 33%，占总收入的 5%；主要由于 Lazada 和速卖通的收入增长。截至 2021 年 9 月 30 日止季度，Lazada 录得订单量同比增长超过 82%。

2.1.5. 国际-批发

本季度收入为 RMB47.17 亿元，同比增长 34%，占总收入的 2%；主要由于 Alibaba.com 付费会员数量的增加和付费会员的平均收入的上升，以及与跨境业务相关的增值服务收入的增长。

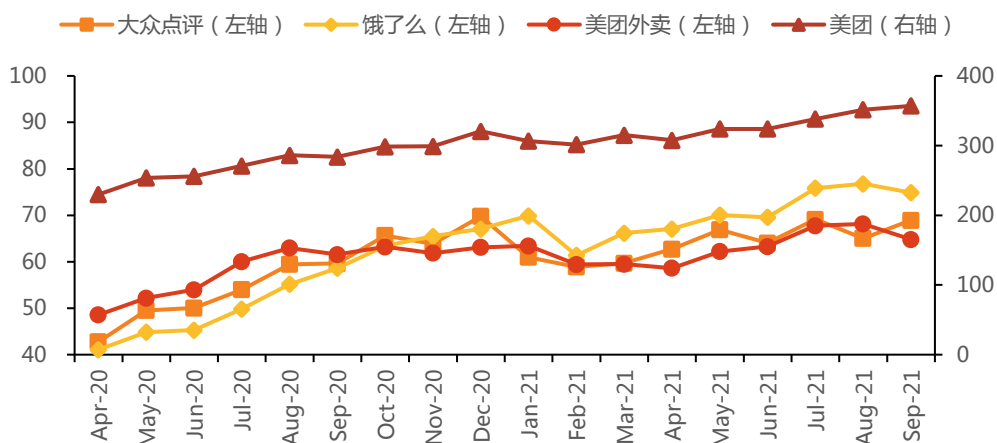
2.1.6. 菜鸟

本季度收入为 RMB98.46 亿元，同比增长 20%，占总收入的 5%；主要由于快速发展的跨境及全球零售商业业务所带来的已履约的订单量的增长。

2.1.7. 本地生活服务

本季度收入为 RMB95.13 亿元，同比增长 8%，占总收入的 5%；本地生活业务作为阿里战略性投资业务之一，饿了么在本季度的年度活跃消费者同比增长 28%，订单量同比增长超 30%，其中来自日用品及医疗保健品的订单量增长尤其强劲，收入增速较低主要由于 GMV 的增长，收入的部分抵消了平台补贴。

图 13：大众点评/饿了么/美团点评/美团 活跃指标-MAU（百万）

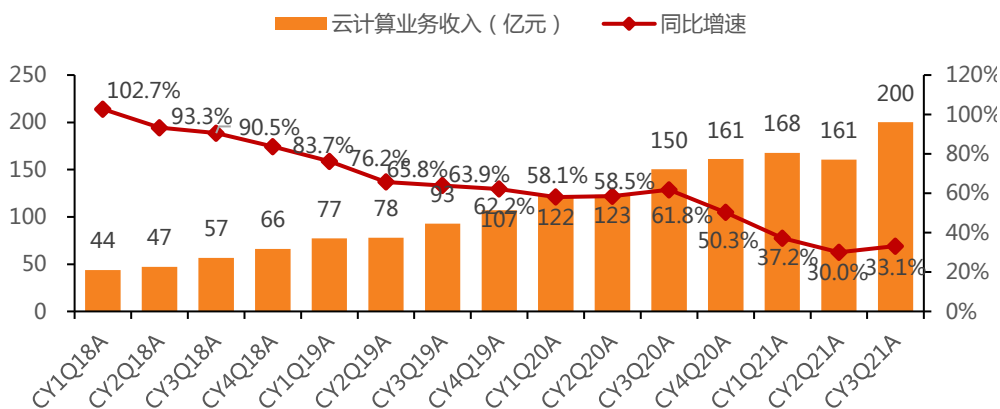


资料来源：Questmobile，天风证券研究所

2.2. 云计算：

本季度云计算业务收入为 RMB200.07 亿元，同比增长 33%，占总收入的 10%；收入增速提升主要由于互联网、金融服务和零售行业客户收入的强劲增长。自 2021 年 6 月份季度，钉钉业务由创新业务及其他重新分类至云计算中。

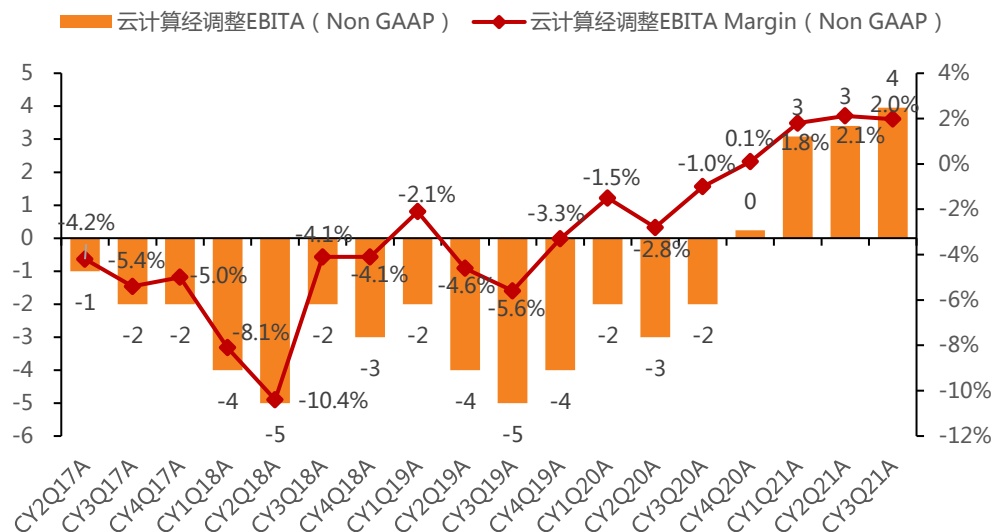
图 14：阿里巴巴云计算业务收入及同比增速（CY1Q18A-CY3Q21A）



资料来源：公司公告 天风证券研究所

本季度云计算业务经调整 EBITA 为 4 亿，经调整 EBITA Margin 为 2.0%，与上一季度基本持平，连续四个季度为正。

图 15: 阿里巴巴云计算业务经调整 EBITA 及 TBITA Margin (CY2Q17A-CY3Q21A)

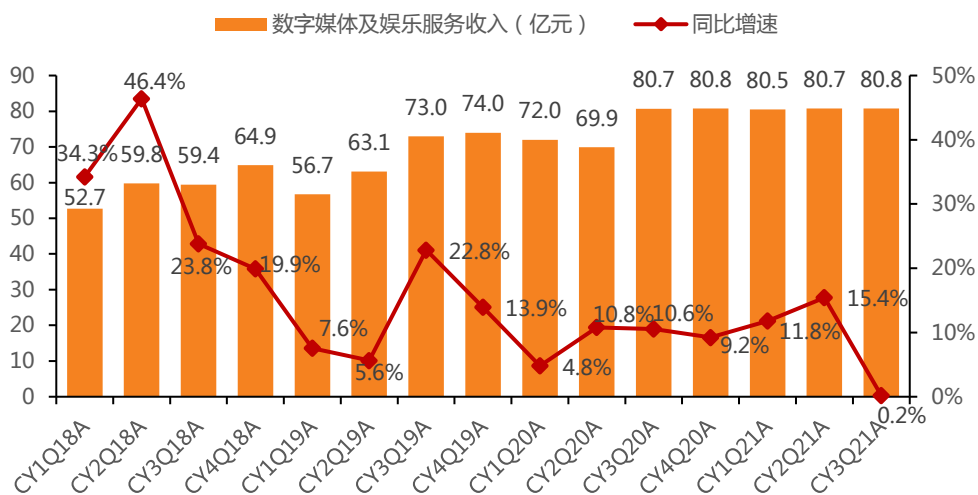


资料来源: 公司公告 天风证券研究所

2.3. 数字媒体及娱乐:

本季度数字媒体与娱乐业务收入为 RMB80.81 亿元,与去年同期基本持平,占总收入的 4%。

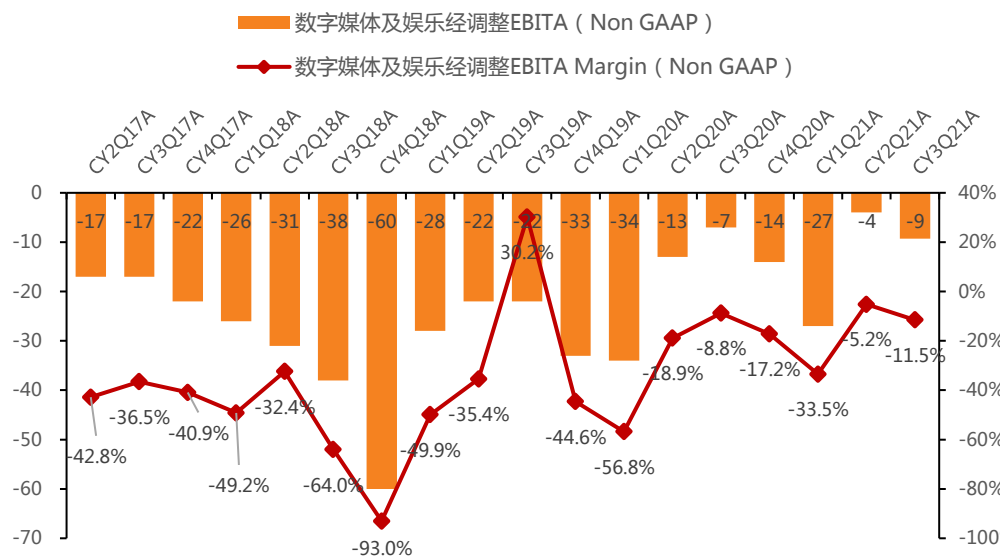
图 16: 阿里巴巴数字媒体与娱乐服务收入及同比增速 (CY1Q18A-CY3Q21A)



资料来源: 公司公告 天风证券研究所

本季度数字媒体与娱乐业务经调整 EBITA 为-9 亿,经调整 EBITA Margin 为-11.5%,亏损较前期有所上升。

图 17：阿里巴巴数字媒体与娱乐服务经调整 EBITA 及 TBITA Margin (CY2Q17A-CY3Q21A)



资料来源：公司公告 天风证券研究所

2.4. 创新业务

包括高德地图、天猫精灵及其他创新业务等，其他收入亦包括蚂蚁集团及其关联方收取的中小企业贷款年费；本季度创新业务收入为 RMB14.32 亿元，同比增长 37%，占总收入的 1%。

图 18：阿里巴巴盈利预测（百万元）

	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E		FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
资产						净收入 (百万元)					
非流动资产						同比增速					
物业、厂房及设备	103,387	147,412	114,410	121,680	134,062	毛利润 (百万元)	227,344	296,084	319,996	382,620	425,124
无形资产	60,947	60,356	53,869	48,423	45,081	同比增速	33.8%	30.2%	8.1%	19.6%	11.1%
投资性金融资产	350,961	371,518	389,518	407,518	425,518	毛利率	44.6%	41.3%	36.5%	36.9%	35.6%
商誉	276,782	292,771	292,771	292,771	292,771	营业利润 (百万元)	92,006	89,678	84,808	98,074	109,011
其他非流动资产	57,985	174,801	81,267	83,970	96,893	同比增速	61.2%	-2.5%	-5.4%	15.6%	11.2%
非流动资产总计	850,062	1,046,858	931,836	954,363	994,326	营业利润率	18.1%	12.5%	9.7%	9.5%	9.1%
流动资产						归属股东净利润 (百万元)	149,263	160,607	147,508	147,368	153,328
短期投资	28,478	152,376	153,876	155,376	156,876	同比增速	70.4%	7.6%	-8.2%	-0.1%	4.0%
现金及现金等价物	330,503	356,469	443,522	644,973	769,642	净利率	29.3%	22.4%	16.8%	14.2%	12.8%
其他流动资产	103,942	134,515	171,592	181,759	209,570	Non-GAAP 归属股东净利润 (百万元)	141,344	178,954	161,517	167,321	179,399
流动资产总计	462,923	643,360	768,990	982,108	1,136,088	同比增速	44.9%	26.6%	-9.7%	3.6%	7.2%
资产总计	1,312,985	1,690,218	1,700,826	1,936,470	2,130,414	净利率	27.7%	24.9%	18.4%	16.2%	15.0%
负债及股东权益						现金流量表					
非流动负债						经营活动净现金流	180,607	231,786	137,971	267,364	253,061
非流动负债总计	191,462	229,226	226,908	232,656	242,845	投资活动净现金流	-108,072	-224,194	-77,115	-81,454	-90,219
流动负债						融资活动净现金流	70,853	30,082	16,040	16,040	-37,673
客户存款/预付款	13,640	15,017	20,169	22,781	23,898	期初现金	198,494	345,982	383,105	460,001	661,952
其他流动负债	228,232	362,341	285,095	312,708	334,589	期末现金	345,982	356,469	460,001	661,952	787,121
流动负债总计	241,872	377,358	305,264	335,490	358,486	估值					
负债总计	433,334	606,584	532,171	568,146	601,332	P/E	17.4	13.8	15.3	14.7	13.7
股东权益						P/S	4.8	3.4	2.8	2.4	2.1
879,651	1,083,634	1,262,815	1,447,044	1,592,362		P/B	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5
负债及股东权益	1,312,985	1,690,218	1,794,986	2,015,191	2,193,694	P/FCF	11.1	8.7	12.9	7.6	7.7
						P/GMV	0.37	0.33	0.29	0.27	0.25
						EV/EBITDA	21.3	19.5	20.6	17.7	15.9

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com