

证券研究报告
全球互联网研究
2020年11月15日

美团-W (3690.HK) 52页深度专题之社区团购篇

—高筑墙，广积粮

分析师： 韩筱辰 执业证书编号： S1220519080001
分析师： 杨仁文 执业证书编号： S1220514060006

方正证券 (601901.SH) 是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

美团创始人王兴在2020年二季度财报电话会上表示：“生鲜零售业务一直以来都是美团具有战略重要性的新业务领域”，同时他不止一次传递“这场仗一定要打赢”，倾其所有的决心；拼多多创始人黄峥，在2020年10月拼多多五周年讲话中表示：“买菜是个好业务，好在和我们长期农业的承诺高度吻合”，更是亲自带队多多买菜；2020年11月3日，滴滴CEO程维在内部大会上公开表示：“滴滴对橙心优选投入不设上限，全力拿下市场第一名”...

社区团购在2020年再度“翻红”，成为资本的风口。阿里、美团、拼多多、滴滴均入局赛道，下场角逐。本报告就社区团购回答以下核心问题：为什么社区团购是必争的赛道？新业态下的生命力在哪？市场空间有多大？能否盈利？什么情况下能盈利？竞争壁垒是什么？谁会最后的胜出者？

1、社区团购是依托于社区的一种区域化、本地化的团购形式，本质上是渠道创新下的新零售，通过互联网流量和运营赋能。特点是价廉、物美、配送泛及时、模式轻、获客成本低。现阶段的增长点在于团效和团密的提升。我们有个非常有趣的发现：各地区土壤肥沃程度与社区团购业务规模成正相关。预计潜在市场空间在2023年将高达1.8万亿。在移动互联网的红利正逐渐消失的今天，巨头想要吸引更多流量，增强用户粘性。社区团购清晰的模式，新的增长曲线，与自身（美团、拼多多）的属性贴合，无论是为了自身发展需求，还是为了应对竞争带来的生存压力，社区团购都是开辟新战场的上乘选择。

2、社区团购：获客成本低+流通成本低+低库存高周转+易复制

①获客成本低：微信熟人拉新成本1-2元/人 vs 电商获客成本200元/人；②流通成本低：只做同城配送，无末端配送；③低库存高周转：社区团购的本质是零售，是渠道及商品流通的创新，是C2B的模式，而零售讲究流水和毛利，流水看周转率，毛利看坪效。预售制度下，按需配货，“零库存”是高周转率和高坪效最好的结果；④易复制：相比线下实体店的模式，社区团购模式更轻更快，无房租无人力，只需要依托微信，操作难度极低，符合互联网公司规模化的需求。

3、社区拼团模式以社区为单位，以团长核心，团长负责微信建群，推荐产品，预售，分发和售后处理。社区拼团是利用团长成为流量的“连接点”，高频地刺激、拉新和复购。模式主打“低价+少SKU+社交+下沉”，生命力在于“流量+供应链+运营”

①流量：团长资源足够丰富，APP足够强势来获客（“团效”和“团密”的上升）及引导消费者下单；②供应链：供应商（成本与质量的兼顾）-中心仓-网格仓-团长（链条够短，仓储，配送有足够多的订单降低成本）-消费者；③运营：SKU数量（合适的数量满足消费者日常需求，但不会过多导致拼团的效率偏低）、配比（蔬菜驱动流量，酒水饮料拉动GMV，母婴百货水果贡献利润）、匹配度（熟知各区域，各季节，和各类客户想要的品）及价格平衡（加价率兼顾流量与盈利）。

4、社区团购大部分入局的玩家现阶段暂时无法盈利。从采购端来看，供应商供货的方式无法降低成本。从仓储配送端来看，同质化的概率偏高。从消费者端来看，社区团购的用户画像对于价格的敏感性较高，客单价提升难度较大。未来的盈利点来自于两个方面：①扩SKU：从而提高客单价&带来高毛利产品拉低商品成本占比在UE模型中的比重（目前生鲜电商很难盈利的原因在于商品成本占八成，留给其余环节的腾挪空间并不大）；②弱化团长在链路中的地位，将流量挪至平台，从而降低佣金的比例。

5、社区团购的核心壁垒在于“流量平台+供应链体系+地推能力+资本实力”，预判未来竞争格局“2+1+x”

“2”：新入局的巨头中，滴滴平地起高楼，核心业务与生鲜零售关联性不大，且供应链与电商的经验不足，相比之下，更看好美团与拼多多的发展前景，原因如下：两者都是亿级流量的平台，有着直接运营C端用户，做C端用户引流的能力。其中，拼多多c端运营能力、人才储备、原有用户群体最适合社区团购，且它是拼团玩法的开辟者，自带低价+下沉属性，完美贴合社区拼团。美团有很好的线下经验和被证明的执行力，流量：美团有4.573亿年度交易用户，年平均单量25.7件，而生鲜是餐饮外卖的顺延，将带来一部分的直接转化。地推：生鲜损耗大毛利低，讲究精细化运营，而美团坐拥地推铁军，外卖积累下来的线下拓展能力可以完美复制社区团购，完成年底的“千城计划”。

“1”：兴盛优选，如今行业的领头羊，线下深耕20年帮助其快速切入新模式，建立先发优势，成熟的供应链及运营经验。

“x”：社区团购的壁垒较低，只需局部突破就可盈利，预计中短期会出现多个区域性玩家，长期仍然会出现强者恒强局面，尾部玩家会逐步退出市场。

6、相关标的：推荐美团-W、拼多多，关注腾讯控股、阿里巴巴。

风险提示：宏观经济增速下滑，市场竞争加剧，行业增长不及预期，政策风险，理论推测与实际情况可能存在不一致，变现率及毛利率提升不及预期，新业务拓展不及预期，业务过度多元化、协同不足，营运资金不足、盈利不达预期

为什么是必争的赛道

传统生鲜商：成本的6次叠加；社区团购：成本的3次加价

社区团购：基于社区的O2O模式，空间巨大

新零售潜在市场空间测算

社区团购在新零售板块的市场规模：潜在市场空间6350亿元

社区团购合计市场规模测算：预计2023年达1.8万亿

社区团购：2018年第一次热潮后重新受到资本市场的高度关注

社区团购：对标传统零售，在渠道、效率、成本上有革命性的进步

线上到家模式与社区团购因消费群体不同而打法差异化

社区团购的“优点”，“痛点”及“难点”

新业态下的生命力在哪

社区团购是微信红利下的新生零售业态

社区拼团以小区为单位，利用团长成为流量的“连接点”高频拉新，复购

社区拼团的本质是按需供应的渠道创新，核心优势在于低价和高效

社区团购三阶段大逻辑：做爆品，加粘性，上SKU

供应链随着规模增大，多次迭代优化，未来会同质化

从成本、模式轻重、及时性考虑，采购环节公司仍大多采用供应商供货

仓储、配送费用因规模效应得到控制，存货管理需长期的运营经验积累
蔬菜驱动流量，酒水饮料拉动GMV，母婴百货水果贡献利润
SKU数量、配比、匹配度及价格平衡问题讨论
团长源于公司自有BD开发，母团长裂变及自主申请，身份以社区便利店为主
收入不高是团长驱动力不足的最大原因

市场空间有多大

生鲜电商UE模型拆分：盈利难点在于商品成本占比高
社区团购现阶段的增长点在于团效和团密的提升
土壤肥沃程度与社区团购业务规模成正相关
区域化or全国化？生鲜中间商or基地直采？
单城体量增长难突破源于运营能力不足和模式本身不具备做大的物理场景
对社区团购模式链路内上中下游的思考
对社区团购未来趋势的思考

谁会是最后的胜出者

社区团购大战在2020下半年触发，垂直行业头部玩家将受到冲击
供应链网络的强大使十荟团和兴盛优选在社区团购模式下迅速崛起
兴盛优选模式创新做规模化，十荟团兼并收购做全国化

社区拼团模式履约成本低，目前仍然难盈利或利润极其单薄

深耕领域多年帮助兴盛优选快速切入新模式，建立先发优势

兴盛优选高效动态的“零库存管理”形成壁垒

兴盛优选的成功离不开裂变团长体系

兴盛优选的体量推算：2020年底GMV预计突破300亿

美团的布局思路：产品质量及成本控制做行业最优解，“千城计划”首开济南

美团优选是美团新场景的探索，是本地生活的重要版图

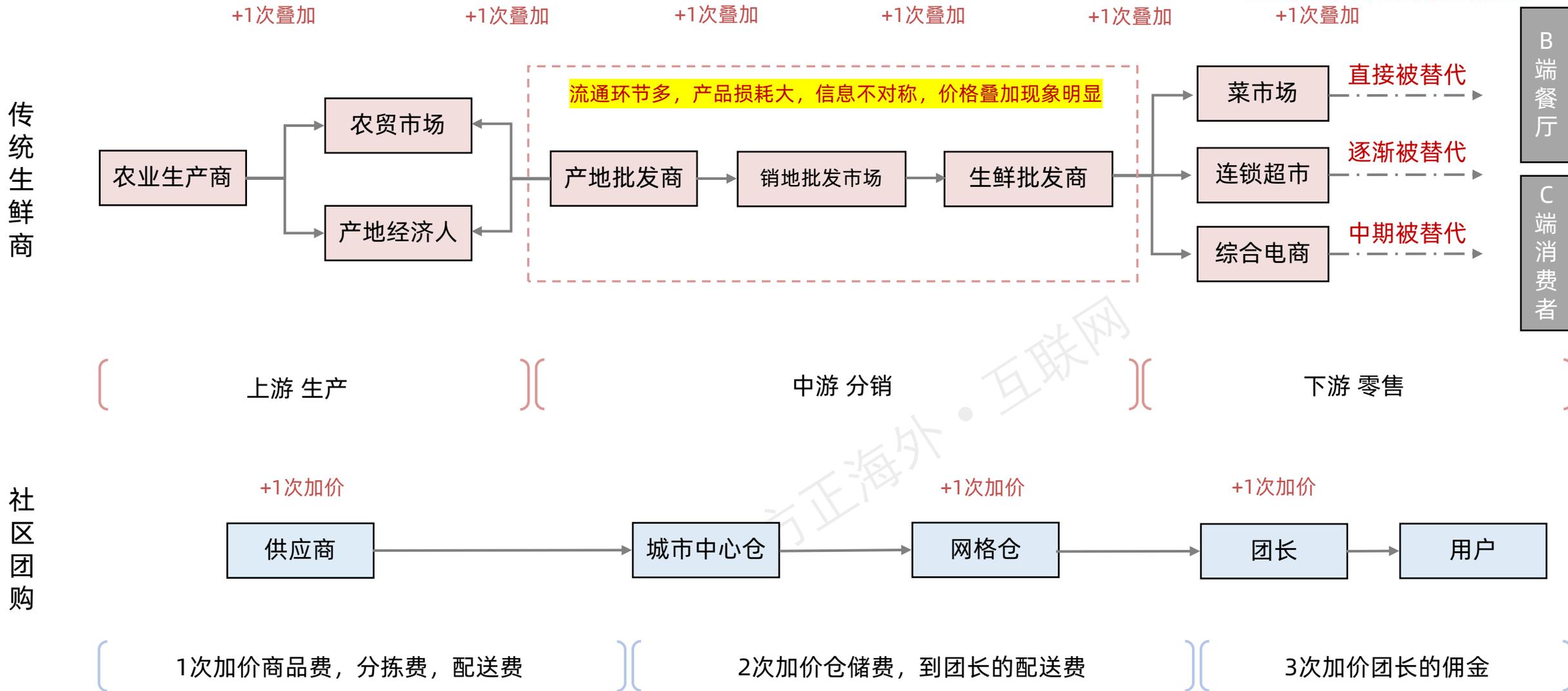
垂直行业玩家短期不受太大影响，未来美团和拼多多的潜力更大

美团，拼多多与兴盛优选的核心竞争力分析

社区团购对美团、拼多多估值的影响

为什么是必争的赛道？

传统生鲜商：成本的6次叠加；社区团购：成本的3次加价

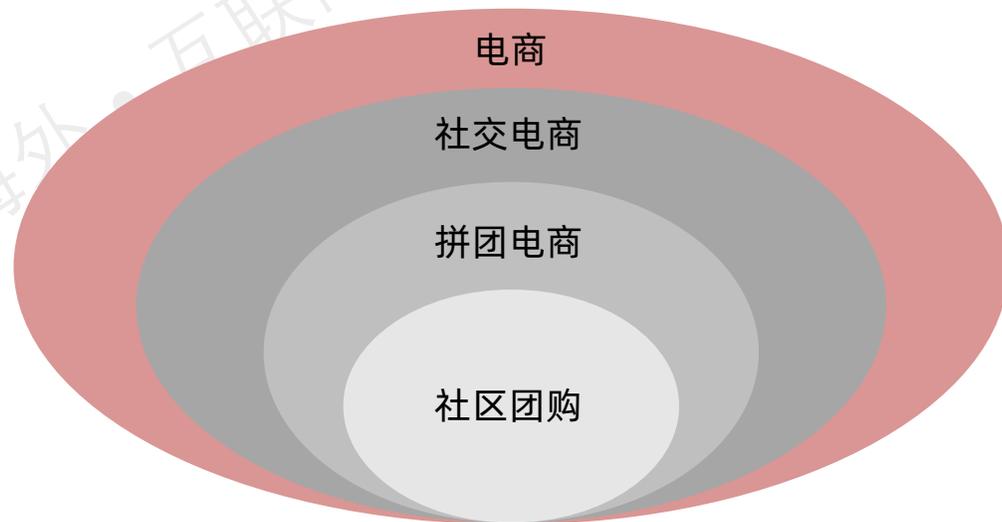


社区团购：基于社区的O2O模式，空间巨大

- 中国零售市场空间巨大，在2019年规模就已经突破40万亿
- 近年逐渐催生出围绕社区的社区经济体，高频刚需，以生鲜为主的基础品类消费崛起
- 社区团购是基于社区的O2O团购模式
- 目前的市场格局中，兴盛优选仍然是这个赛道的领头羊，GMV大概能达到200亿+的体量，在2020年底目标超过300亿，对应的团长数量在40万+个，在2020年底达到50万个；十荟团处于第一梯队第二的位置，GMV在去年达到月均3-4亿，今年达到6-7亿；流量巨头美团、拼多多、滴滴、阿里都重金切入社区团购的赛道，积极布局，如今还未形成一定规模，但增长极为迅速

2013-2019社会消费品零售总额及同比增长率

单位：万亿元



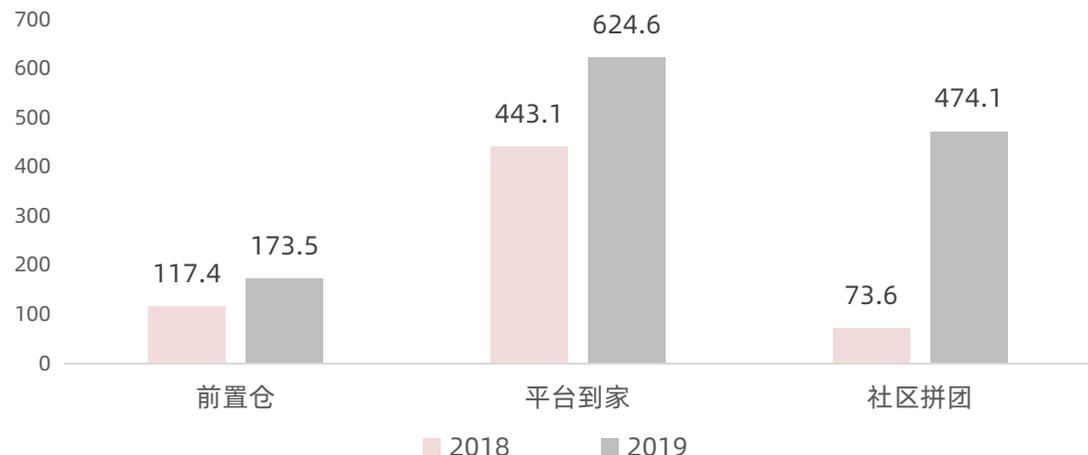
新零售潜在市场空间测算

	生鲜零售	饮料	休闲零食	母婴
市场规模 2019'	50000	10000	30000	35000
保守估计	9050			
新零售渗透率	15%	3%	3%	1%
新零售空间 2019'	7500	300	900	350
乐观估计	17550			
新零售渗透率	25%	10%	10%	3%
新零售空间 2019'	12500	1000	3000	1050
中性估计	12700			
新零售渗透率	20%	5%	5%	2%
新零售空间 2019'	10000	500	1500	700

注：（1）根据Euromonitor，2019年中国生鲜零售市场规模5.1万亿；（2）根据弗若斯特沙利文咨询，中国软饮料市场规模为9914亿元；（3）根据商务部发布的《消费升级下零食行业发展报告》，中国休闲零食市场预计2020年达到3万亿；（4）根据艾媒咨询，2019年中国母婴行业市场规模约为34950亿元

社区团购在新零售板块的市场规模：潜在市场空间6350亿元

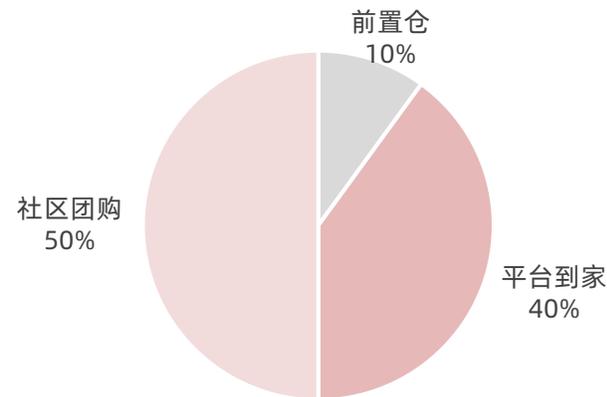
2018-2019年中国典型模式生鲜电商市场规模



社区团购发展迅速，其商业模式逐渐被认可，预计社区团购将成为主流商业模式



典型商业模式占比（预测）



预计社区团购潜在市场空间为4525亿到8775亿，当前市场仍未被充分挖掘...

	保守	中性	乐观
新零售市场空间	9050	12700	17550
商业模式：			
前置仓	905	1270	1755
平台到家	3620	5080	7020
社区团购	4525	6350	8775

生鲜电商市场交易规模（亿元）



社区团购合计市场规模测算：预计2023年达1.8万亿

- 根据国家统计局和中国连锁经营协会及linkshop，菜市场 and 连锁超市过去5年的增长率基本为0，所以我们预计菜市场和连锁超市的体量不会有增长。2019年，菜市场的年GMV约为4000亿，连锁超市的GMV约为1万亿，综合电商的GMV约为9万亿。
- 菜市场预测在5年后70%的份额被社区团购替代，连锁超市预测在5年后30%逐渐被替代，综合电商预测在中期开始被替代，社区团购的比例占新零售的总额预计将逐渐被提高。
- 预计5年后，社区团购的市场空间达1.8万亿，美团&多多买菜将会占有最多的市场份额，占比预计分别为35%左右。

替代额	菜市场		+	连锁超市		+	综合电商		+	新零售		=	社区团购
	菜市场	替代额		连锁超市	替代额		综合电商	替代额		新零售	社区团购比例		社区团购
单位：亿元													
2019	4000	800		10000	1000		90000	450		10270	3081		5331
2020	4000	1300		10000	1500		99000	990		11811	3897		7687
2021	4000	1800		10000	2000		107910	2158		13582	4890		10848
2022	4000	2300		10000	2500		116543	3496		15619	6092		14388
2023	4000	2800		10000	3000		124701	4988		17962	7544		18332
		美团优选		多多买菜			兴盛优选			橙心优选			区域玩家
2023		35%		35%			10%			5%			15%

社区团购：2018年第一次热潮后重新受到资本市场的高度关注

【2018年·第一次热潮】

平台名称	成立时间	起源地区	融资类型	融资时间	融资币种	融资金额	投资方
你我您	2016.9	长沙	A轮	2018.6	人民币	数千万	GGV纪源资本
食享会	2017.12	扬州	A轮	2019.8	人民币	1亿	心元资本, 险峰长青
谊品生鲜	2017.11	重庆	A轮	2018.8	/	未披露	今日资本
呆萝卜	2018.5	合肥	Pre-A 轮	2018.08	美元	1亿	高领资本, DST
邻邻壹	2018.7	苏州	Pre-A 轮	2018.10	美元	千万	高榕资本, 红杉资本

【2020年·第二次热潮】

平台名称	成立时间	起源地区	融资类型	融资时间	融资币种	融资金额	投资方
十荟团	2018.4	北京	B轮	2020.1	美金	8830万	GGV纪源资本领投, 阿里巴巴等跟投
同程生活	2018.8	广州	C轮	2020.6	美金	2亿	欢聚集团领投
兴盛优选	2018.1	湖南	F轮	2020.6	美金	4亿	未披露
橙心优选2020.6入局							
美团优选2020.7入局							
多多买菜2020.8入局							

社区团购：对标传统零售，在渠道、效率、成本上有革命性的进步



最近的商超购买

社区内的团长处取货

节省消费者出行时间成本，提升用户效率

需自行打包

在团长处已打包完成

节省消费者打包时间成本，提升用户效率

高比例的房租成本

无门店面积

节省商家房租成本

生鲜产品加价100%

供应商处加价30%，平台加价20%，共50%左右

节省商家房租成本

帐期 (t+45)

帐期兴盛优选 (t+1)，其它平台 (t+3)

减少商家收款时间，减少坏账的风险，商家也愿意以低价合作

会有一定比例的产地直采

基本采用供应商供货，供应商完成初级加工及包装

减轻供应链模式



换品速度慢，不需要频繁选品

换品频率高，需频繁运营促销活动

增加用户选品时间及系统维修费用

仓店一体及无终端配送环节

存在中心仓，网格仓及配送体系

增加商家储藏及配送费用

线上到家模式与社区团购因消费群体不同而打法差异化



【线上到家】



【社区拼团】



用户群体

主打中高端消费人群
对及时性需求高，同时也愿意为及时性买单



用户群体

主打家庭主妇及上班族
对价格敏感性高，愿意将生鲜购买的冲动性改为计划性



定价

定价高，随着消费者体验及商品品质的提升，有很大的加价空间



定价

定价低，且生鲜板块提价的空间小，通过模式及渠道创新
压低成本



选址

锁定一线城市和部分发达的二线城市，高客单价更加适合对于便利性要求更高，生活节奏更快的用户群体。同时，一线城市的人口密度较高，容易利用算法更好的选址，扩大曝光度，形成规模化效应降低成本



选址

现阶段重心还是在省会城市及周边的卫星城，并一级一级往下沉市场扩张，越下沉，下单率越高，因为下沉市场的仓储技术不发达，可选择的sku品类少，社区团购可以帮助消费者买到平时买不到的东西，如冻货和稀有水果



运营特点

SKU: 1500-2000
客单价: 50-100
仓配: “城市分选中心+区域前置仓”，三公里一小时达
运营逻辑: 前期补贴换增长，后期高客单价收入处获益



运营特点

SKU: 200以内
客单价: 20
仓配: “城市中心仓+网格仓+团长”，第二天自提
运营逻辑: 前期做爆品加粘性，后期上标品拉利润

社区团购的“优点”，“痛点”及“难点”

“优点”



- 1) 模式轻：无门店，无技术要求导致可以迅速扩张
- 2) 预售的模式精准管理库存降低损耗，履约成本低，现金流更稳定
- 3) 模式依靠社区里的熟人带熟人拉新，用户裂变省下很多的营销费用

“痛点”



- 1) 模式太依赖团长的能力
- 2) 品类的多样性受限
- 3) 预售无法完成客户的急单
- 4) 团长的佣金（~10%）提成导致毛利较低

“难点”

【供应链管理】

社区拼团的核心竞争力在于品牌的供应链管理，因为底层逻辑还是在卖产品，供应链越强大，品牌的优势就越明显。在地域不同和季节不同的前提下，都需要社区团购公司根据供应商，商品体系及本地用户的消费倾向性去架构上线的SKU，来达到最优解，且越下沉的地区本土化的特征就越严重，这就更考验社区团购品牌对供应链的理解能力

【仓+配费用控制】

仓、配费用是社区团购行业里费用占比最高的一个板块，也是最难控制，差距最大的，兴盛优选仓的费用占比2%，配送费用占比8%，为行业最高水平，这部分费比需要通过“团效”和“团密”两个维度的增长，从而得到控制

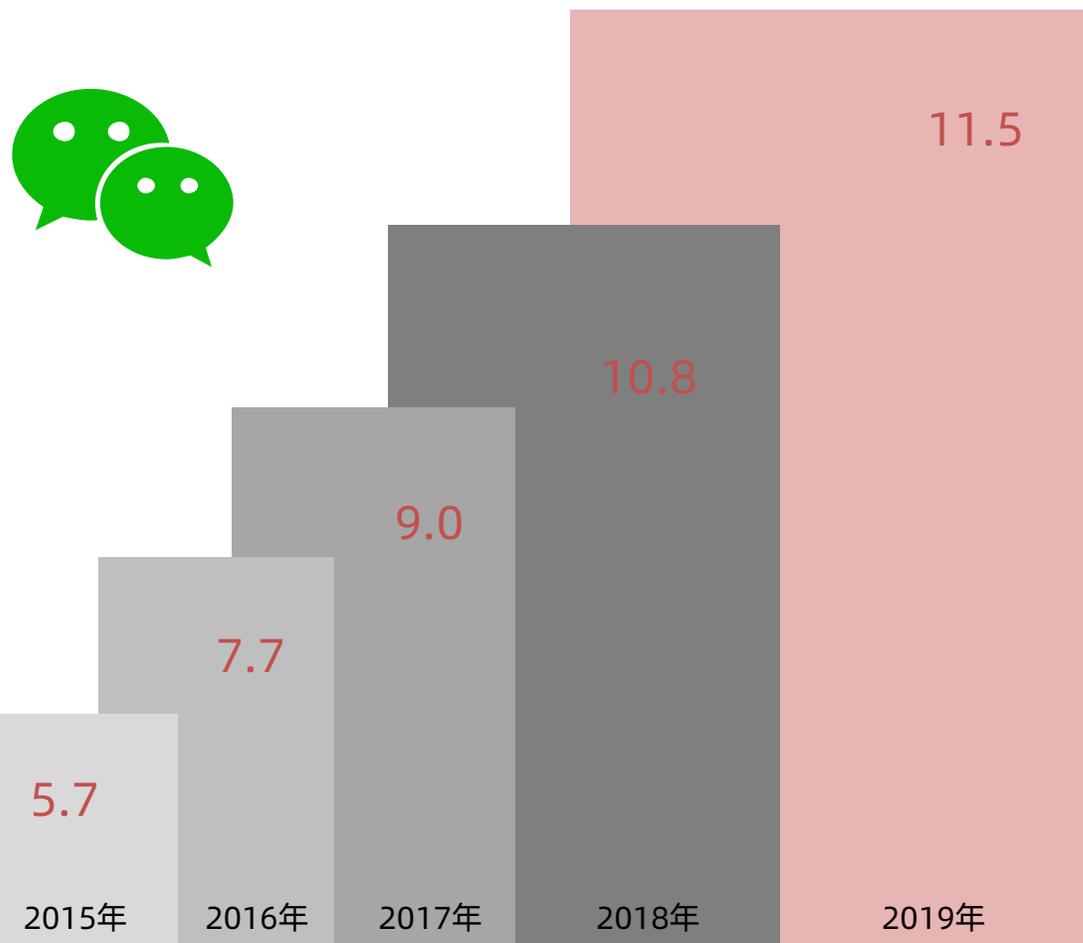
【竞争对手防范】

除了前两项“内忧”之外，在社区团购一路爆发式增长的过程中，也存在着“外患”，资本重注下，对手变多。因为这个行业本身就是以低价为主要吸引力引导消费者，所以充分的竞争会影响互相的加价率。同时，充分竞争也会影响团长的忠诚度

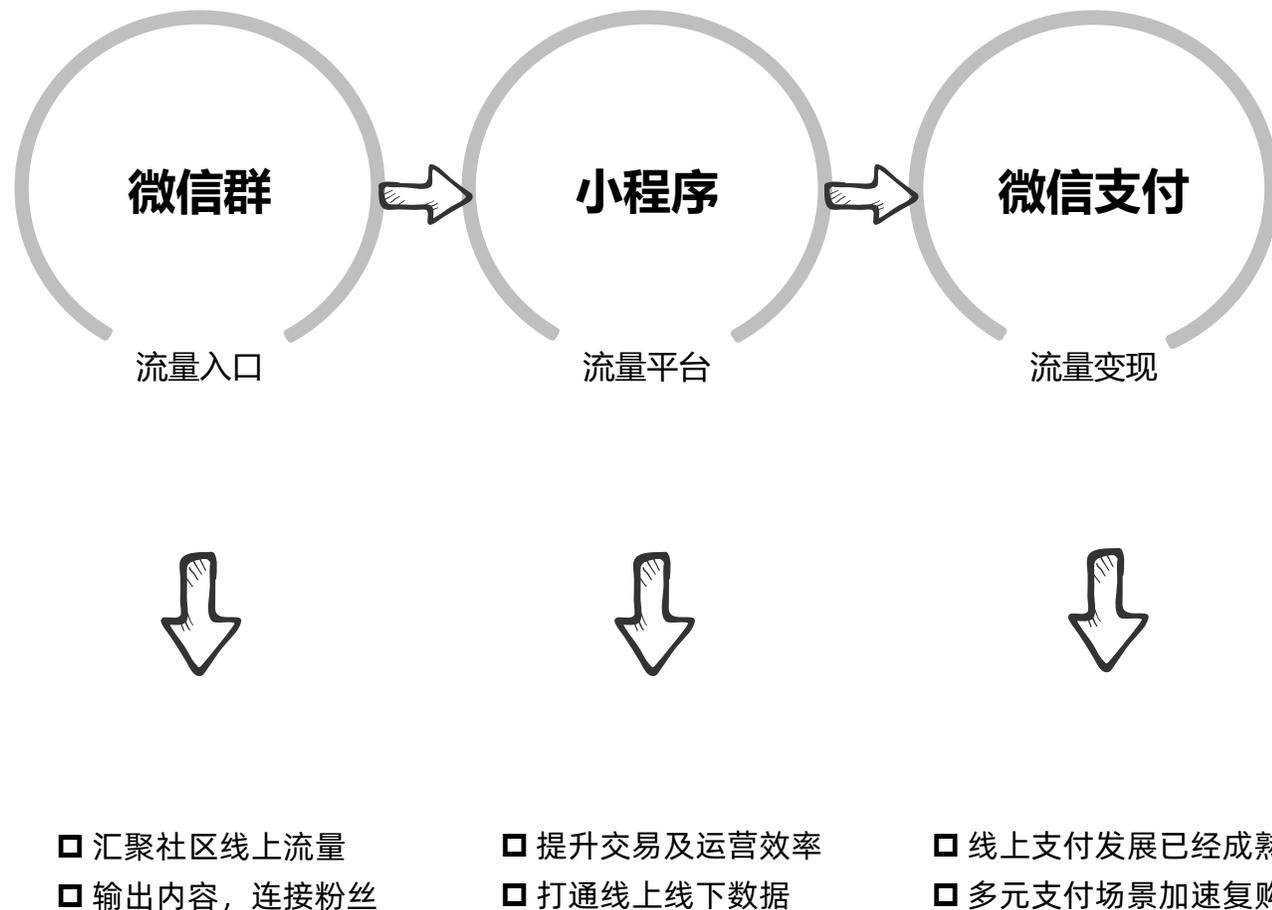
新业态下的生命力在哪

社区团购是微信红利下的新生零售业态

微信月活数（单位：亿人）

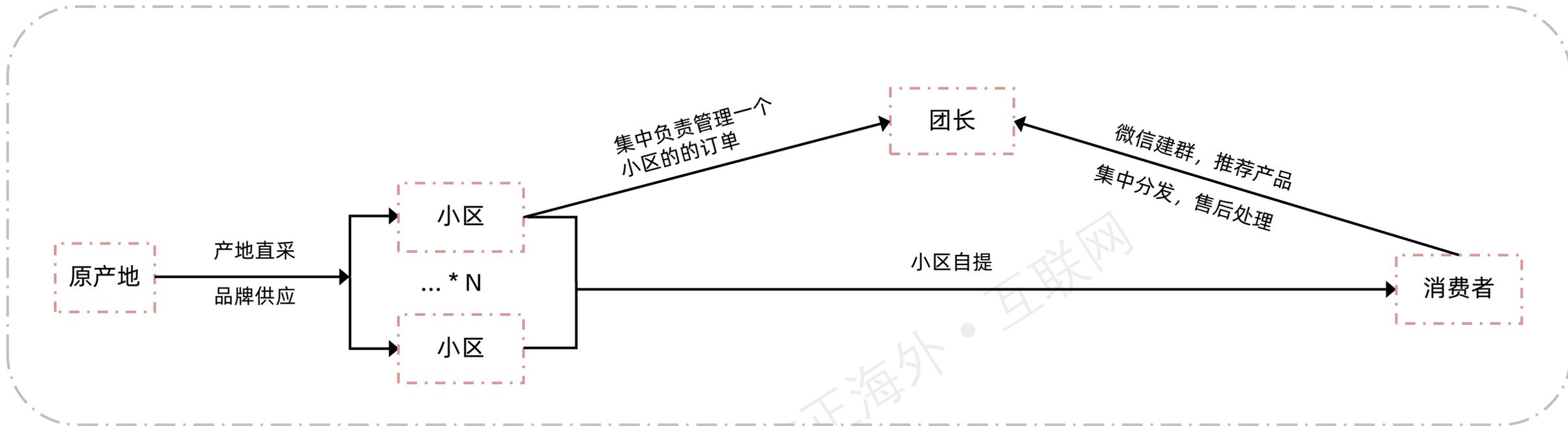


微信生态



社区拼团以小区为单位，利用团长成为流量的“连接点” 高频拉新，复购

社区拼团+自提

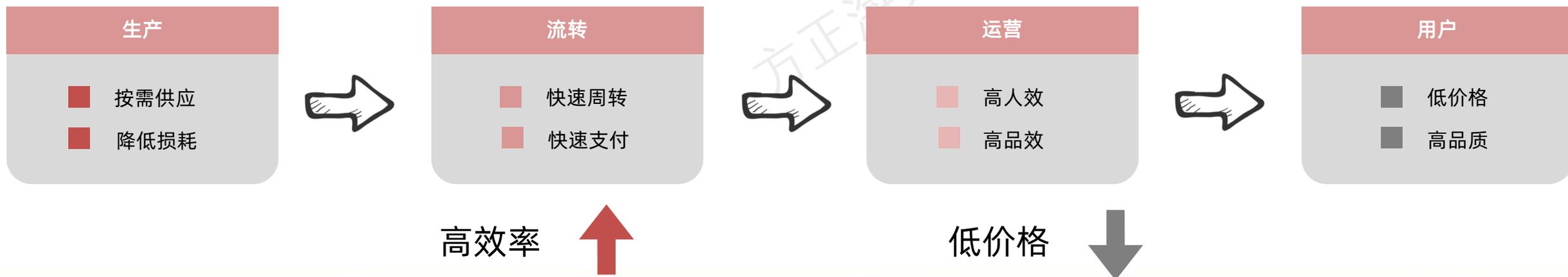


模式解析：社区拼团模式以每一个社区为核心，一个社区招募1-2个团长，团长负责一个社区的所有订单，包括微信建群，推荐产品，预售，分发和售后处理。社区拼团是利用某个人成为流量的“连接点”，高频地刺激、拉新和复购。社区拼团运营模式轻，无实体店面，可快速规模化，微信上的预售可以按需供货，控制成本

社区拼团的本质是按需供应的渠道创新，核心优势在于低价和高效



- ① **用户**：主打除超一线城市的宝妈人群，已婚妇女的比例偏高
- ② **场景**：以熟人关系链为基础，以微信小程序为载体，以微信群为传播手段，以团长为链路核心的购买场景
- ③ **商品**：水果蔬菜（引流），酒水饮料（GMV），母婴百货（利润）
- ④ **价格**：相比线下模式，社区团购省去店面房租及人力成本；相比线上模式，社区团购省去最后一公里履约配送成本及前期的大量营销成本
- ⑤ **履约**：多为消费者自提及部分团长送货上门



社区团购三阶段大逻辑：做爆品，加粘性，上SKU

社区团购大逻辑

积累用户

消费习惯

扩品加类

【做爆品】

- 社区团购电商通过极低的价格，如秒杀等营销方式，引导消费者进行体验，商品皆为每个供应商的爆品

第一阶段

【加粘性】

- 在对消费者进行初级教育之后，社区团购电商用低价格，高品质的商品和履约服务培养客户黏性，消费者逐渐形成下单习惯

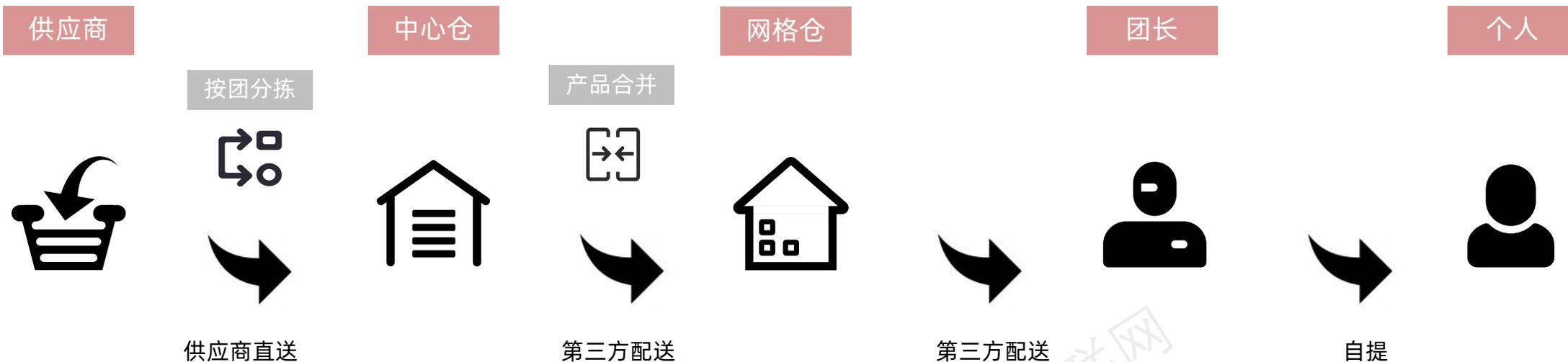
第二阶段

【上SKU】

- 在形成一定的用户基数和每个团的密度之后，社区团购公司会上SKU，扩品加类，替代部分传统超市的市场份额

第三阶段

供应链随着规模增大，多次迭代优化，未来会同质化



“供应链体系迭代”

【初期】



一次迭代

“总仓直接配送至团长”

链路中的所有环节
(包括分拣, 合流)
都在一个场地完成

【中期】



二次迭代

“设置多个平行仓，取消总仓”

在平行仓内进行分拣、合流，
在各自的覆盖区域进行配送，
意在提升末端配送效率

【当前模式】

“取消平行仓，设置中
心仓，大量增加网格仓”
在中心仓按团分拣，在网
格仓做产品合并，意在最
大程度削减个层级

【最终社区团购公司拼的是什么】

随着规模的扩张，“团效”和
“团密”的增加，未来供应链
一定是同质化的

最终拼的是履约能力，售后能力
(消费者的体验度) 及品的质量

规模增大 (“团效” 和 “团密” 增大)

从成本、模式轻重、及时性考虑，采购环节公司仍大多采用供应商供货



【产地/基地直采】

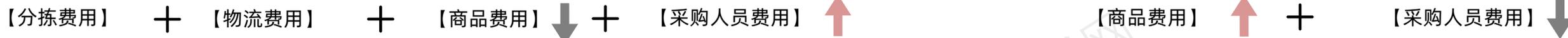


【供应商供货】

采购人数规模比较：



采购成本比较：



优势：

a)产地直采可以定标准，定规格

劣势：

a)对发货量有要求，小规模的成本较高

b)时效性差，周期较长，难以快速调整供货量（如货卖得好的情况下，短期很难加量）

c)产地能供应的品类较少，需要雇更多的采购

优势：

a)时效性高，一个采购就可以负责多个品的采购

b)模式较轻，加工分拣都可以交给供应商完成，第一阶段的物流及分拣费用都包括在采购的价格内

劣势：

a)每个SKU的品控难把握

【采购团队对比】 组织一个成熟的采购团队，兴盛在湖南需要2个采购，十荟团10个采购，美团，滴滴10个采购，多的话会加快前期的布局。兴盛少的原因在于已经与原有的供应商达成良好合作关系，供应商会去到每一个新开的城

【供应商是区域化的，还是全国化？】 供应商全国化的比例非常少。在行业里兴盛优选全国化的供应商占比最高，但是也不超过20%，大部分源于给兴盛湖南供货的那一批供应商，他们在湖南与兴盛优选合作好，自然也愿意扩大规模帮兴盛在全国供货



【仓储】

【仓储参数】

据我们调研和推测可知，兴盛在湖南有10个中央仓，在河南有1个，根据每个省的人口分布，城市密度不同，中央仓一般的辐射范围会在100~200公里。每个中心仓会在300-500平米左右，里面会有两个大冰箱，或者一个小冷库，网格站的密度会根据前端团长的数量和密度来定，如果前端团长的密度大，中央仓就会辐射更多的网格仓，效率更高

【组货】

据我们调研和推测可知，兴盛能做到零库存，滴滴美团是预入仓+预售模式的组合，兴盛在体量大的前提下，会做一周的排期，排期表给到供应商，如当天需求过剩，第二天退回一部分给供应商，如当天超卖，会联系供应商二次补货，数据分析需要长期的积累，如今体量能做到日300万GMV



【配送】

【配送参数】

据我们调研和推测可知，网格站每天的配送数量平均会在40~60个团长，最高上限为100个，从产地到城市中心仓，再从城市中心仓到团长手中的整个配送过程，都是外包完成，包括车辆费用及司机费用（通常是带车司机）

【与其它模式的区别】

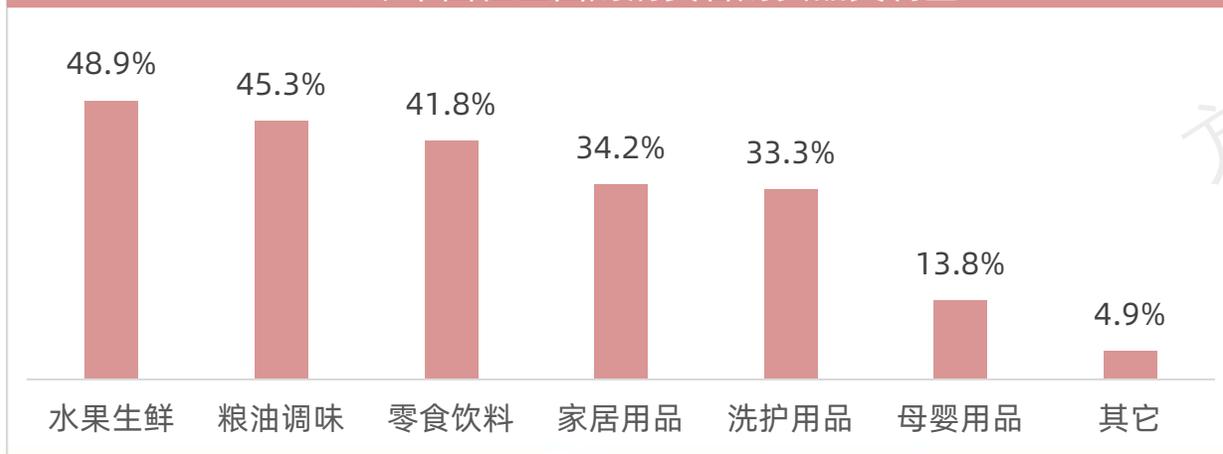
据我们调研和推测可知，京东，包括美团买菜，都是当日达，履约成本会更高，对应的客单价也会更高，对应的客户有及时性需求，时效性更强，同时，配送硬件也不一样，一般骑手送货用的是电动车，团购配送（网格仓到团长端）一般以金杯车或者面包车为主。干线部分（城市中心仓到网格仓），会用4米2左右的大车加金杯的组合

蔬菜驱动流量，酒水饮料拉动GMV，母婴百货水果贡献利润

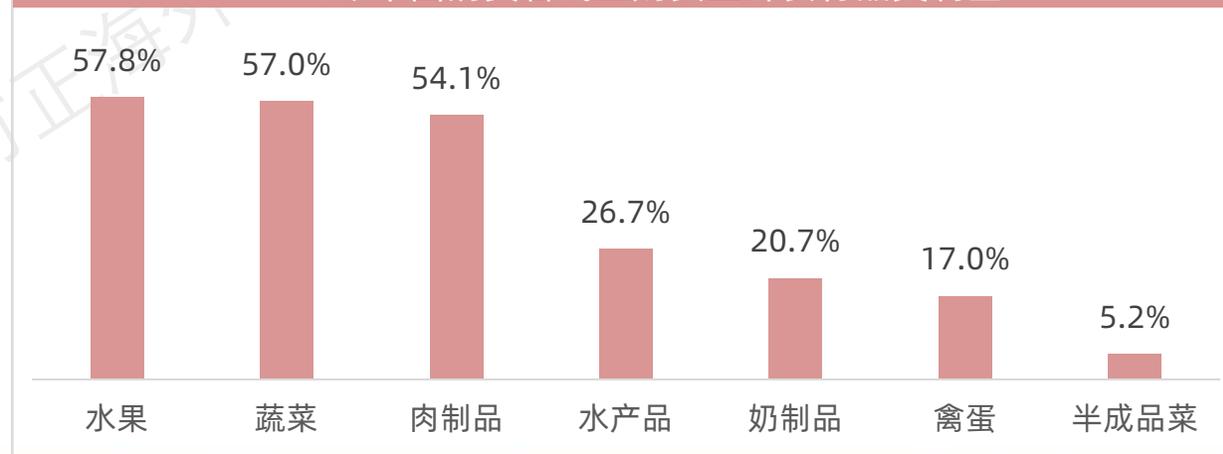
- ① 根据艾媒咨询2020年的调研数据显示，水果、蔬菜还是中国消费者线上食材购买的第一选择
- ② 对比社区团购，水果生鲜同样也是用户在社区团购平台下单的第一选择
- ③ 因为社区团购设定的消费场景在社区，所以水果生鲜和粮油调味自然成为社区团购的主战场
- ④ 社区团购的品类划分：



2020年中国社区团购消费者购买品类调查



2020年中国消费者线上购买生鲜食材品类调查



SKU数量、配比、匹配度及价格平衡问题讨论

【SKU数量（丰富度），匹配度及价格的平衡】

- ① 如今兴盛优选仍处于行业老大的地位，拼的不是价格上的优势（美团优选和拼多多如今采用极低的加价率吸引流量），拼的是品的丰富度及匹配程度，这一块是一个不断试错及多年经验积累的过程。同时说明这个行业也不是可以通过补贴可以迅速激活市场
- ② 为什么不可以同时上几百上千个SKU?
 - a. 拼团的效率降低，对于消费者来说，社区拼团是一个高频采购的过程，所以用户不会花特别多的时间去浏览几百上千个品，这种情景下消费场景是搜索式的，是更理性的，与社区团购的模式本质矛盾
 - b. SKU的数量越大，仓内分拣的压力就越大，同时考验分拣员的分辨能力，而且对晚点率，缺货率，以及产品的品质把控都是挑战
 - c. 如果上1000个SKU，预售的模式下如果部分产品只交了两份，供应商送货成本极高，如果选择不送货，将大大降低用户体验

【主要品类SKU配比（GMV占比） 注：还有13%是其它的品类】

据我们的调研和推测可知，对于品类的配比问题，兴盛优选的占比会比其他竞争对手的占比稍微高一些，在前期需要流量时，兴盛优选会大量调高生鲜占比，提供一些爆品，中期兴盛优选会调高酒水饮料占比来拉动GMV，后期随着业务的成熟，兴盛优选会增加SKU数量及调整各个分类的SKU数量来达到利润的平衡，比如每天上架一部分百货类及母婴类产品



团长源于公司自有BD开发，母团长裂变及自主申请，身份以社区便利店为主

【团长的概况】

团长需要建立微信群，且会经过培训再入职，一个小区可以有多个团长，但基本会在1-2个，团长的微信群人数平均会在200个，最多能到达1000人左右，虽然品牌希望团长独家供应自己的产品，但事实上大部分的团长会至少尝试2家以上，忠诚度极低，且目前大部分的团长因为收入原因，其实没有特别主观的意愿去推荐产品及运营他的客户。

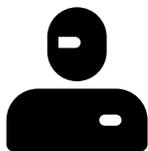
【团长的开发】

A. 比如十荟团，滴滴，美团以及拼多多呢，他们都会有一部分的自有的BD人员负责团长的开发，这是

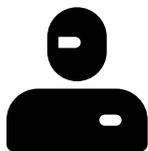
B. 团长的裂变，一部分团长时间非常充足，同时也非常喜欢这个行业，他们会像BD一样，帮公司去裂变一些团长，兴盛优选主要就以裂变为主，形成的裂变团长几乎占到90%多

C. 小程序里的自主申请，这部分团长本身是用户，是团友，他们会在小程序的后台提交，然后公司再去联系开发

【团长的身份】



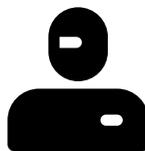
团长1



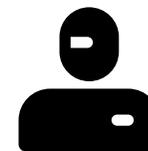
团长2



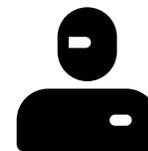
团长3



团长4



团长5



团长6

70%来自社区便利店

10%来自菜鸟驿站

10%来自奶粉、服装店

8%来自宝妈团长

收入不高是团长驱动力不足的最大原因



湖南兴盛优选团长年薪水的推算：

$$200 \text{ (单团日GMV)} * 365 * 9\% \text{ (佣金率)} = 6570$$

团长薪水比例及未来走势的讨论：

因为团长不需要任何投入，现阶段社区团购公司能给到10个点左右的佣金是不低的，社区团购这个模式下卖不了贵的东西，玩家都是在持续亏损状态，如果不是恶性竞争的情况，预测不太可能再加大团长佣金的比例

团长数量的驱动力：

- ① 收入是最明显的因素
- ② 便利店除了增加额外收入还能够给便利店本身带来一些客流量

招募团长的难度：

- ① 大部分能力不足，具有一定能力的合适人选不多
- ② 根据我们的调研和测算，便利店团长的比例高达70%。如果一个店安排一个专人做这个项目，他的薪资高于做团长创造的价值；而如果便利店老板亲自做，他没法花过多的精力转移到社区团购来。所以总结需要便利店本身不是非常繁忙且老板热衷于这种互联网模式，有特别主观的意愿去运营他的客户



市场空间有多大

生鲜电商UE模型拆分：盈利难点在于商品成本占比高

B2C生鲜电商



社区生鲜店

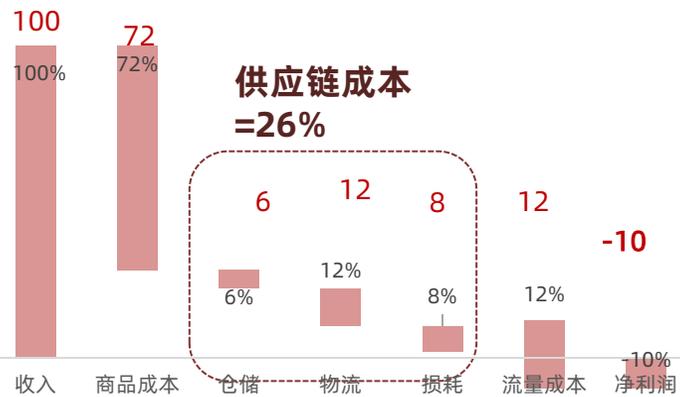


社区拼团



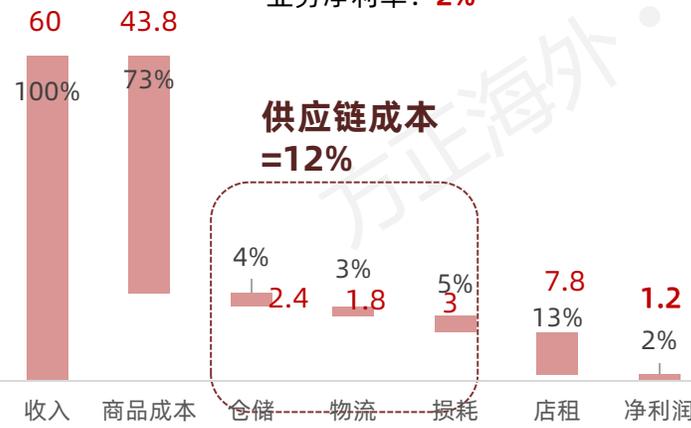
B2C生鲜电商

- 单均收入：100
- 单均利润：-10
- 业务净利率：-10%



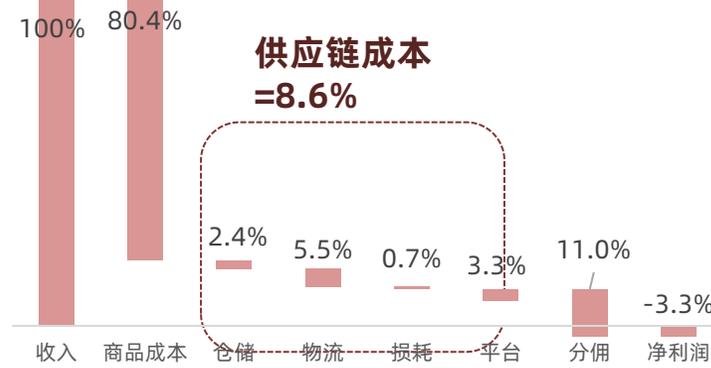
社区生鲜店

- 单均收入：60
- 单均利润：1.2
- 业务净利率：2%



兴盛优选

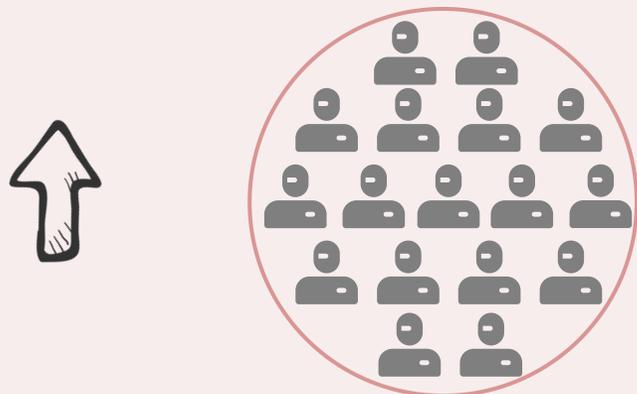
- 单均收入：21.5
- 单均利润：-0.7
- 业务净利率：-3.3%



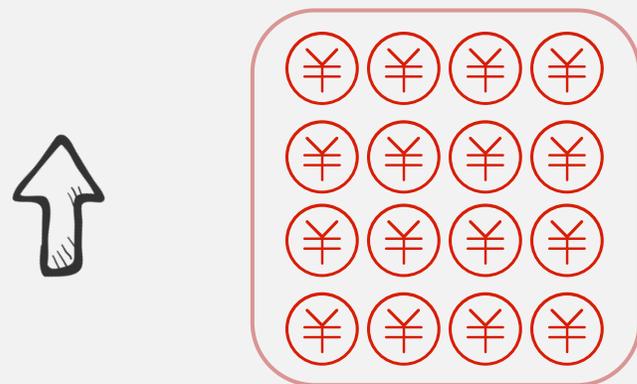
社区团购现阶段的增长点在于团效和团密的提升

社区团购行业现阶段的团效和团密都不高，有提升的空间

【团密】：半径一公里内团长的数量（每辆车送10个团长的货，半径控制在1公里内可盈利）



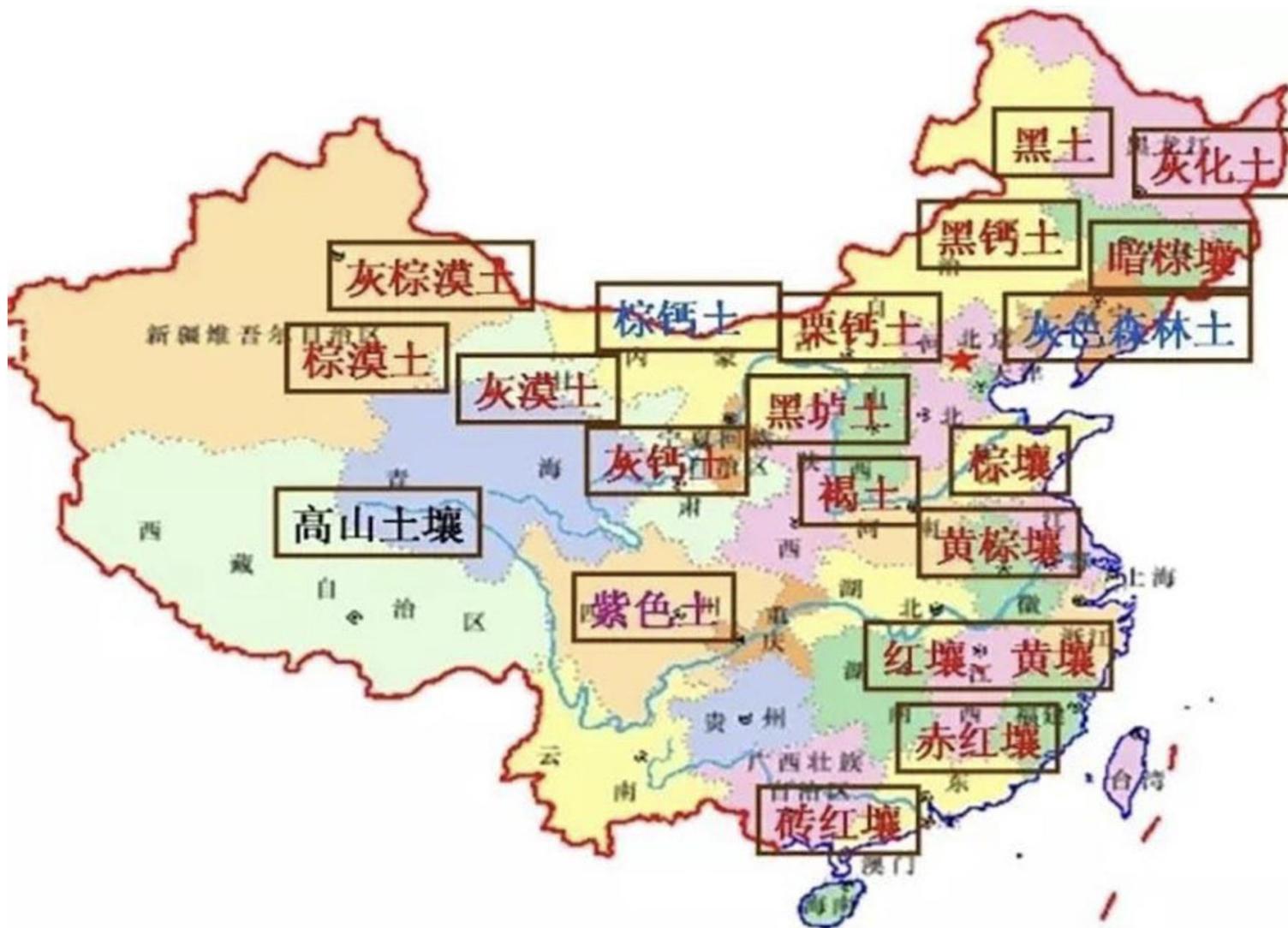
【团效】：单团日GMV（行业平均每个团200元，增长至400-600元可盈利）



需要提升前端收货的物理场景：

在团效到达一定量时，再做提升是不允许的，会存在爆仓的风险。因为社区团购现阶段不具备做大的物理条件，一个团长通过接货、存货到分发，团长的体力有限且存货需要冷藏设施

土壤肥沃程度与社区团购业务规模成正相关



土壤肥沃程度：

- A. 第一档：东北黑土、四川盆地紫色土
(黑体有机物含量最高，在腐殖质方面最优，紫色土在微量元素方面最优)
- B. 第二档：长江中下游水稻土、南方地区红壤土、华北地区黄土
- C. 第三档：沙漠土等土质



社区团购省份按GMV排名：

(社区团购业务主要还是以南方为主)

- a. S级：湖南 (第二档)
- b. A级：湖北 (第二档)、广东 (第二档)、四川 (第一档)、山东 (第一档)
- c. B级：西安 (第二档)、陕西 (第二档)、江苏 (第二档)

区域化 OR 全国化？

做区域比做全国要容易，因为社区团购的供应链是区域化的，且社区团购公司的团长也是区域的团队，这都证明了社区团购本身的这个商业模式区域化的属性非常强。营收方面，出现了很多区域化运营的团购公司并且能达到盈利，因为区域化的模式战线短，供应链搭建快，人才留用也较为容易一些，只要做局部突破就可以盈利

生鲜中间商 OR 基地直采？

经营需要

- a. 采购品控的难度大。生鲜为非标品，不同产地，不同季节，不同品类下的同种产品品质都不一样，全国产地众多，一级市场流转层次多，品质不同使价格控制难度大
- b. 作业环节多。从基地到中间环节到消费者，环节复杂，需专业的团队加工后达到标准化
- c. 时效需求及库存要求。模式下前一天11点前截止，第二天送货，基地不愿意配合囤货

规模效应

- a. 规模化效应不够，基地直采的成本偏高。当前生鲜巨头的采购规模对于一级批发商来说只能比肩中型玩家，去基地直采的成本比生鲜中间商采购的成本高不少

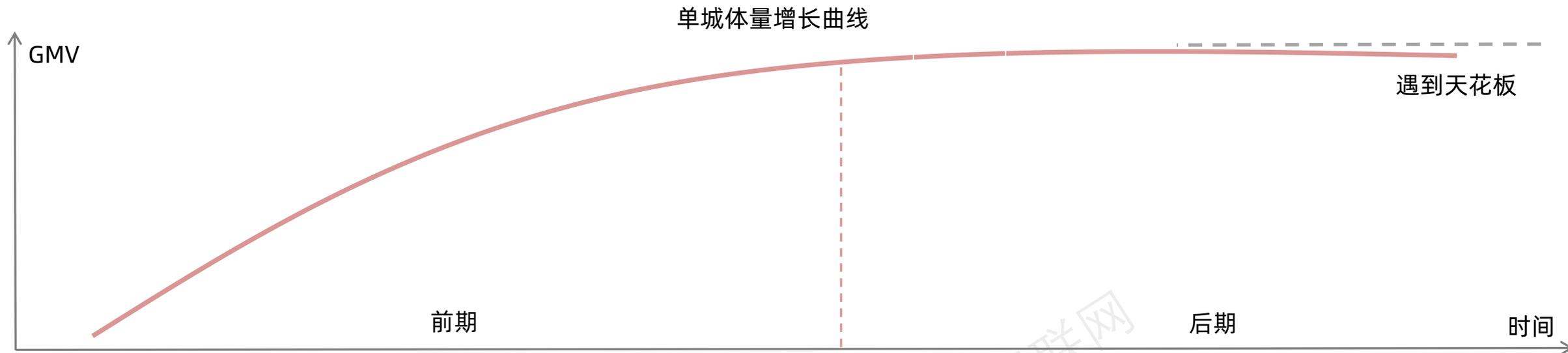
资金服务

- a. 短账期压低中间商成本。目前巨头与中间商的账期是T+1，而对比中间商与传统零售商的账期为T+45左右，且还有部分的坏账率，T+1的结账周期对于中间商来说非常重要，大大改善中间商的现金流及盈利能力。所以与之交换的是中间商会给平台低于给传统零售商很多的价格。

供应竞争

- a. 高竞争带来的产品低溢价，高品质。区域的供应商选择众多，且中间商的行业竞争激烈，服务、效率和质量都非常透明。透明的市场且低溢价也给采购带来了效率的提升

单城体量增长难突破源于运营能力不足和模式本身不具备做大的物理场景



社区团购公司如兴盛优选，前期在体量增长非常迅速，后期遇到瓶颈，难在单个城市再做进一步突破

① 前期增长快速源于社区团购品牌跑马圈地，大量招募团长，而团长自带流量，拉动了增量

② 后期精细化运作增量困难：

A. 获客且运营能力不强：

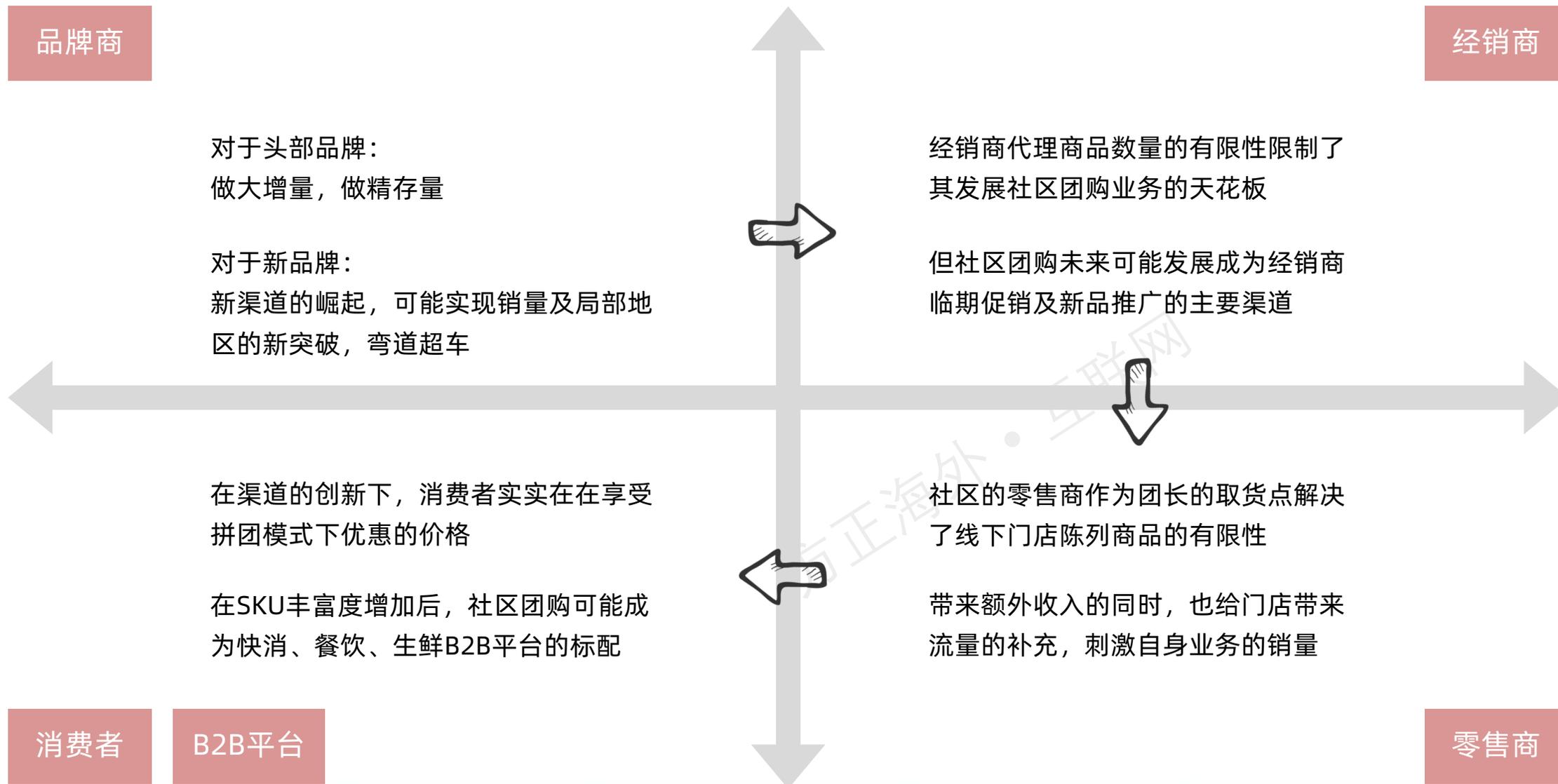
a. 没有适合的工具或者团队运营客户

b. 社区团购模式前提是必须提前一天下单，对于用户的体验来说，模式下愿意使用这个消费场景的人群存在天花板

c. 优质团长过少导致获客能力差。模式下团长的收入低，导致团长没有动力做过多的推广营销且流失率高，团长数量也存在间接性天花板

B. 社区团购模式本身不具备单团做强做大的物理条件，一个团长通过接货，存货，分发货，团长本身体力有限，且团长的存货需要物理场景，（如家不在1楼，团长很难搬运至高层，团长家中的物理空间有限，很难储存一定量的冻货），如果只做C端的客户，社区团购单团GMV达到3000已经非常可观

对社区团购模式链路内上中下游的思考



社区团购可能延伸出第二第三产业

- I. 社区团购将来可能帮助团长去反向的开店，延伸出来一部分线下自营店，如现在很多公司内部的便利店
- II. 社区团购需要非常庞大的运输体系，且对配送车辆的要求非常高，然而每天定点必须送达的机制也意味着会有一部分时间配送车辆闲置，社区团购公司可以与物流公司合作，利用这部分时间做配送。或是与新能源公司合作，做新能源车的推广

社区团购是否存在垄断的可能性

现阶段不可能，如果这个行业要垄断：

- I. 团长垄断
 - a. 签排他协议，团长不能进行其他竞争对手产品的售卖
- II. 供应链端垄断
 - a. 签排他协议，供应商不可以给多个竞争对手供货

社区团购公司为何不选择完全待开发的城市

- I. 消费者教育是比较重要的前提，在成熟的市场，消费者有在社区团购平台下单的习惯，同时，团长也是稳定的团长，不需要做新的团长教育和团长培训，团长的经验已经成熟，这会给社区团购公司省去非常多的人力及时间成本，只需要在品类，价格以及履约能力方面做竞争即可

平台和团长是个双选的过程

- I. 团长看每个平台品的质量、佣金率，下单用户量，退货量，用户复购率及粘性
- II. 平台看看团长的业务熟悉程度，微信群内的客户质量，是否有积极性做社区团购。如今市场上优质的团长不多，是稀缺资源，只有25%左右较为高效，所以在团长端，社区团购公司的竞争非常激烈

谁会是最后的胜出者

社区团购大战在2020下半年触发，垂直行业头部玩家将受到冲击

传统垂直行业头部玩家



兴盛优选

- I. 17年入局
- II. 2019年，兴盛优选GMV达到100亿元；2020年，平台GMV预计将达到400亿元
- III. 辐射包括湖南等13个省、直辖市及6000多个地（县）级城市及3万个乡镇



十荟团

- I. 18年入局
- II. 2019年，十荟团月GMV达到1.5亿元；2020年，平台月GMV预计将达到7亿元
- III. 辐射包括湖南等13个省、直辖市及6000多个地（县）级城市及3万个乡镇

新进互联网巨头玩家

美团

美团

美团优选

美团优选

- I. 2020年7月入局，首开城市山东济南
- II. 首开城市济南日单量已经突破100万单
- III. 2020年9月3日宣布“千城计划”，旨在年底前实现全国覆盖，并逐步下沉



拼多多



多多买菜

- I. 2020年8月入局，首开城市西安
- II. 首开城市西安首日日单量超八万
- III. 截止2020年10月，多多买菜已经覆盖82个城市。为了打开市场，拼多多打算在买菜业务上首批补贴10亿元



滴滴



橙心优选

- I. 2020年6月入局，首开城市成都
- II. 截止2020年9月底，橙心优选日单量突破280万单
- III. 截止2020年10月，橙心优选覆盖了以成都为首的七省市

供应链网络的强大使十荟团和兴盛优选在社区团购模式下迅速崛起

十荟团

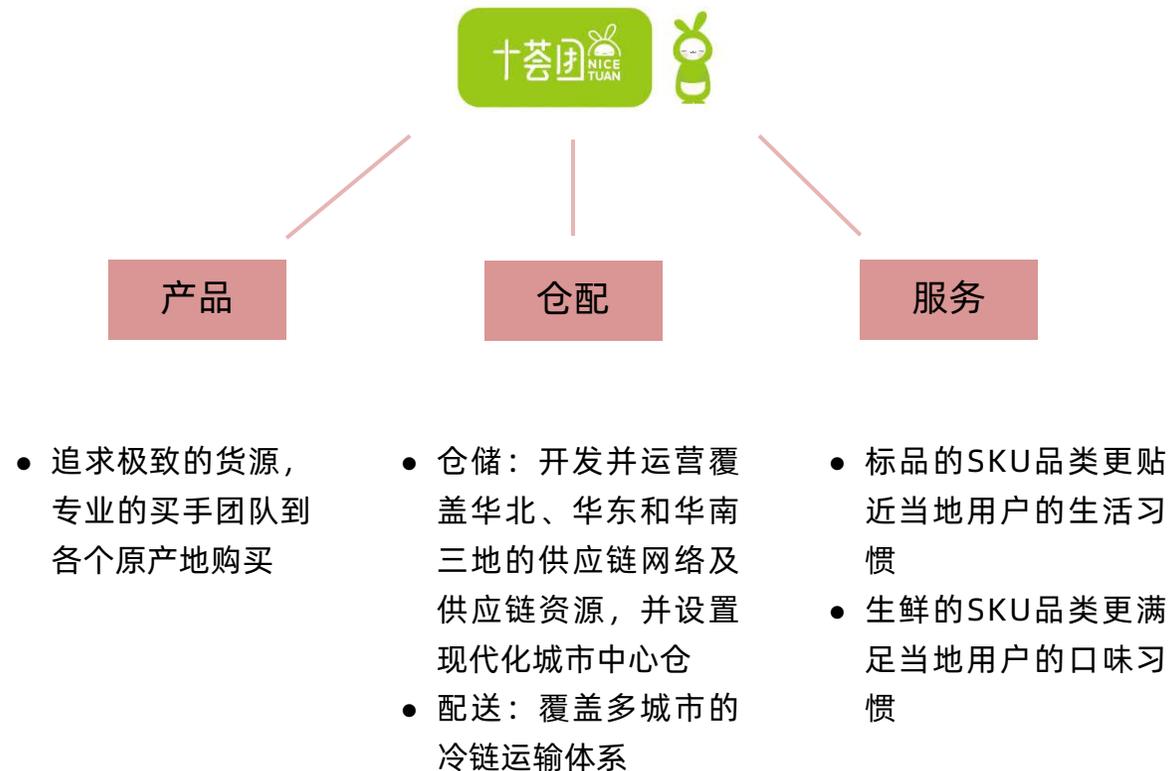
荟聚新鲜 实惠天天

十荟团2018年成立，总部北京，从水果起家，先专注生鲜品类。2019年8月合并“你我您”后，改名会十荟团

兴盛优选

一家有温度的社区电商

兴盛优选是全国连锁便利超市芙蓉兴盛孵化出的社区团购平台，依托原有便利店的平台，卖生鲜给门店附近的用户



兴盛优选

早期为To B的批发小卖部

2001年转型为大型超市

2009年因受到本土连锁超市和外资大卖场的双重挤压转型社区便利店

2016年芙蓉兴盛试水O2O电商，线上下单，周边便利店送货上门

2018年，因模式配送成本过高，且流量全部导向线上APP，转型社区团购模式，线上线下结合，同时也发挥出兴盛多年搭建的供应链，令其成本低于行业所有玩家

2020年，兴盛优选在线下拥有超过1.5万家门店和自提点，超过90%的门店都处于盈利，且社区团购模式在湖南已实现盈利

根据我们的调研和推算，十荟团体量是兴盛的1/2到1/3，两者除了体量以外，在发展模式，业务模式，供应链都存在差异



【兴盛优选】

根据我们的调研和推算，兴盛优选是做规模化，做全国化做得最好的公司，早期20年在福州做芙蓉兴盛积累的经验让兴盛优选对各类的加价率都有数据可以参考，且前端团长的布局和仓配模式的创新把成本都做到基本可控，兴盛在湖南有10个大仓左右，中央仓一般辐射100-200公里左右，而网格站的配送半径在5-10公里，一般都会覆盖100个团长，每天开团的团长在40-60个左右，配送的单量一般在2000-3000之间

同时，兴盛优选团长的密度，也是目前中国做得最好的，如果网格站配置后，某个网格配送效率过低，兴盛优选会安排裂变团长去把这个网格的密度重新提起来



【十荟团】

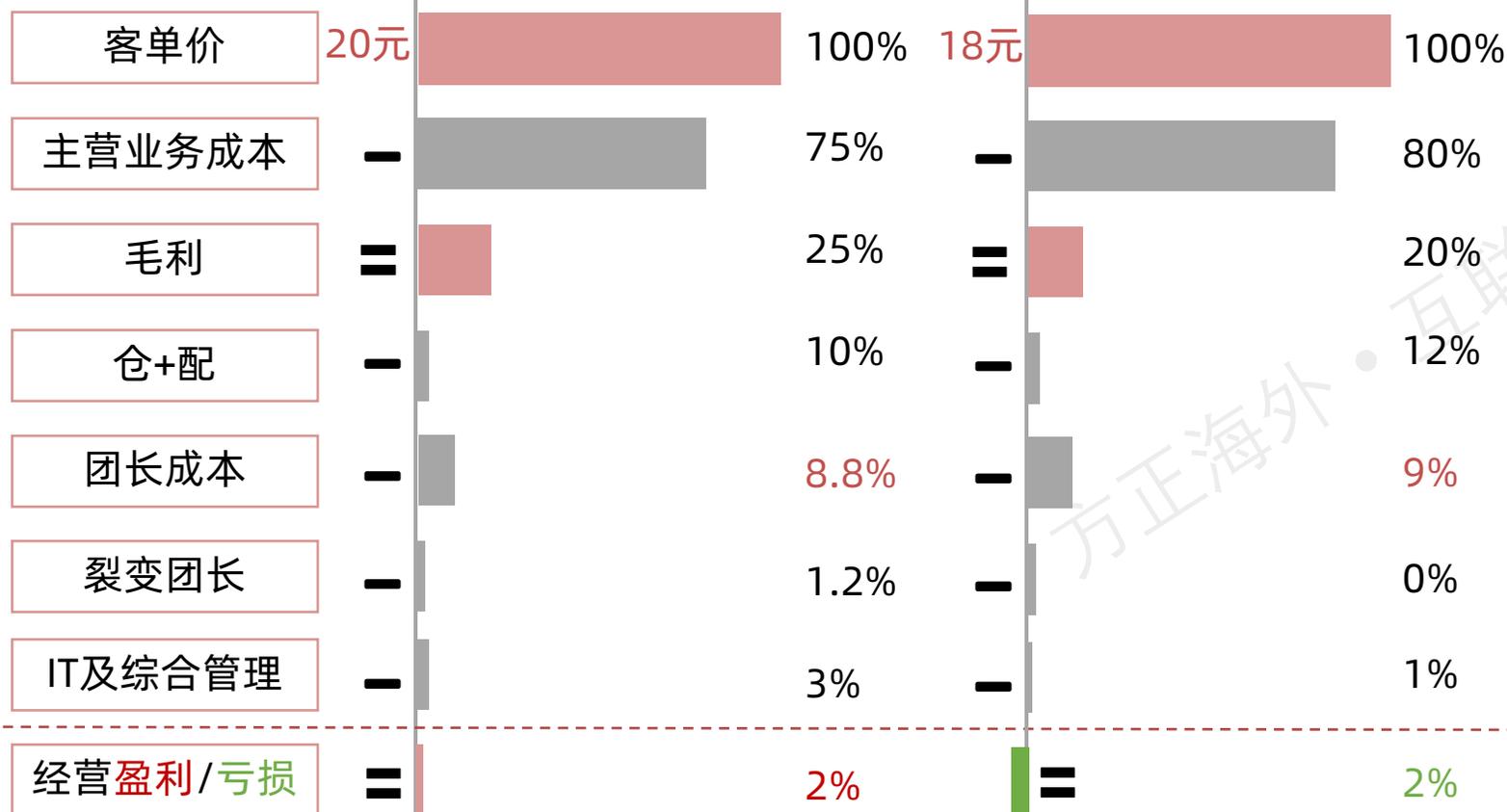
根据我们的调研和推算，十荟团和所有的公司的状态目前都不同，十荟团大量城市的业务是并购的，他能快速在中国做到第二，前期并购了很多公司，之后在每个公司的资金，管理，科技团队方面，都做了一定程度的提升，从而做到一定体量的规模

但同时，并购的公司过多，每个公司的强项都不同（一些区域的工作量大，一些区域的团长能力强，或者一部分区域的仓配做得很好），截止全国，十荟团都没有一个统一的打法，但公司总部对兼并过来的城市业务的掌控力做了优化。正在逐步形成的一个组合形式的阶段：十荟团根据城市的特色，经验和优势做区域化的调整

社区拼团模式履约成本低，目前仍然难盈利或利润极其单薄



% of AOV (2020)



- 极简的SKU及下城市场的打法导致的低客单价
- 两者作为现阶段的第一梯队公司，对供应链及运营能力有一定的基础
- 社区拼团模式极其依赖团长的能力（包括拉新，推广，售后，管理等），大额的佣金支出也阻碍了该模式的盈利能力
- 大部分品牌还是无法盈利，盈利品牌利润单薄

【兴盛的供应链】

- ① 在标品方面，兴盛优选前期在湖南长沙做芙蓉兴盛的时候就已经有非常强大的供应链，社区团购业务可以直接导入之前的供应商（在湖南有1000多家供应商），具有先发优势
- ② 中期开始布局生鲜板块，引进一大部分的生鲜供应商，在双方不断的磨合之后，会有一部分供应商愿意跟随兴盛优选开展全国业务。因为供应商都是行业专家，深耕行业多年，对产品的价格，包括出厂价成本，品质，各方面非常熟悉，会比重新找采购有优势
- ③ 因为兴盛优选有现成的供应链能够快速组合完毕，销量也可以做到快速增长，当地的供应商愿意与其合作。（尤其是兴盛优选在开新城时，体量不大，需要有一部分核心供应商进行微亏或者是亏损的状态去支持兴盛把体量迅速做起来）

【管理方法】

兴盛优选的管理经验丰富：

- ① 采购端：兴盛优选布局每个大分类及小分类的供应商，因为每个供应商能提供的爆品数量是有限的，所以一家供应商供货不能保证每个品都可以低价，（根据我们的调研及推算，一般300万日GMV左右的城市，兴盛优选会每天安排约90家供应商，共120个品，长沙一天会上200个品左右），且熟知每个品的上线的作用（引流&GMV&利润）
- ② 产品端：通过多年的积累熟知社区团购的运营玩法（例如通过秒杀引流，带动其它货的策略），玩法从设计到落实到位难度大

兴盛优选高效动态的“零库存管理”形成壁垒

- I. 兴盛最大的壁垒，在于供应链端如何比较有效，比较高效而且动态地管理每一天的库存，订单的需求汇集（消费者能否拿到自己想要下单的东西，不会出现下单库存不足的情况），这一块运营是行业里面比较难的这个东西，因为处理不当会极其影响消费体验，造成客户流失
- II. 同时兴盛优选做爆品的能力极强（每期基本上都保证有爆品，通过供应商让利+兴盛优选让利的方式），爆品的供应链需求非常强，兴盛优选在河南有400多家供应商，在长沙有接近1000家供应商
- III. 他的优点就是它总部有一个运营中心，运营中心它会把选品产品的价格，终端零售价的设定，以及就是说每个分类每天上多少个品牌，做的很详细很很专业，然后根据排序上架，而且上多少库存量都是提前约定，做得很完美。

【“零库存”管理】：

预售制：



一周的排期

◆ 提前一周告诉供应商按量供货



上线产品的日期



成本报价



SKU

每个产品的数量



零售价



供应商选择

前端上架：

0:00开团



自提前一天下的订单

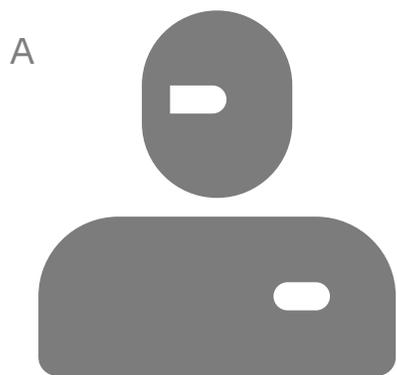
11:00停团

卖一整天

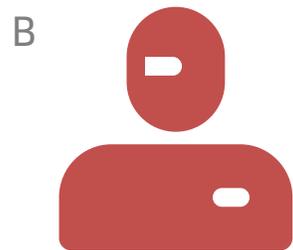
兴盛优选的成功离不开裂变团长体系

兴盛优选的团长体系：

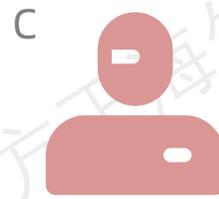
- I. 说服芙蓉兴盛超市店主当团长，成立第一批母团长
- II. 在这一批最牢固的实体店主的基础上，兴盛优选通过分销裂变的方法拓展团长的规模，将团长分为母团长、一级，二级，三级团长，母团长A可以获得一级团长B和二级团长C的佣金抽成（共两个层级），抽成的比率在1.2%，同时二级团长之后的团长群体会打包一个比率分给母团长，招募的订单越多，收益也越多，且团长还可以升级等级
- III. 这种激励的模式，让老团长有动力发展新团长，且新团长也会为了订单收益不断提高等级，形成良性竞争



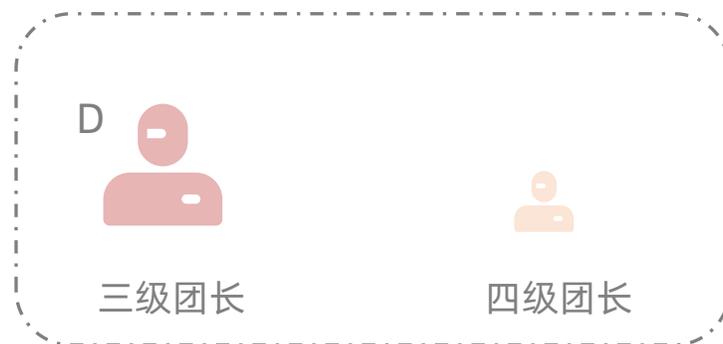
母团长



一级团长



二级团长



三级团长

四级团长

母团长的佣金收入：

$$9\% + 1.2\% + 1.2\% + ?\% > 11.4\%$$

（佣金包括自己客户的佣金、一、二级团长的佣金抽成及三级团长之后的打包比例抽成）

兴盛优选的体量推算：2020年底GMV预计突破300亿

兴盛：		去年	年中	预计今年年底
团长数量		330,000	400,000	550,000
用户/团		7	7.3	7.6
总用户数		2,310,000	2,920,000	4,180,000
件单价（难提升）		10	10	10
每个用户的SKU		2.0	2.0	2.0
客单价（件单价*SKU）		20	20	20
单团月GMV		4,200	4,380	4,560
天GMV		46,200,000	58,400,000	83,600,000
月GMV		1,386,000,000	1,752,000,000	2,508,000,000
年GMV		16,632,000,000	21,024,000,000	30,096,000,000
	品类占比			
生鲜年GMV	25%	4,158,000,000	5,256,000,000	7,524,000,000
酒水饮料年GMV	30%	4,989,600,000	6,307,200,000	9,028,800,000
母婴百货年GMV	15%	2,494,800,000	3,153,600,000	4,514,400,000
米面油年GMV	17%	2,827,440,000	3,574,080,000	5,116,320,000
其它年GMV	13%	2,162,160,000	2,733,120,000	3,912,480,000

美团的布局思路：产品质量及成本控制做行业最优解，“千城计划”首开济南

1

- ① 根据我们的调研，项目之前，美团已经做了充足细致的调研工作，包括兴盛优选，十荟团以及小的社区团购公司的现状，研究他们如何做区域化突破，挖掘行业及每个细分板块的数据，同时制定一个更优化的方案，比如兴盛优选为了保证低价，导致果蔬质量普遍较低，美团随及在相应板块增加验收的标准，同时提高履约能力，从品质及服务上超过对手，抢占市场份额



2

- ② 首开山东济南：山东是农业大省，果蔬的产地众多，土壤结构好。按照社区团购的全国布局：湖南是第一省，S级城市，社区团购土壤最好且消费者的教育程度最高，第二是湖北，同样也是S级，济南和广州的体量可以并列第三，属于AB级城市，美团延续外卖的打法，对于AB级城市山东济南，集中资源，稳住粮仓，支撑S级城市打持久战和消耗战



3

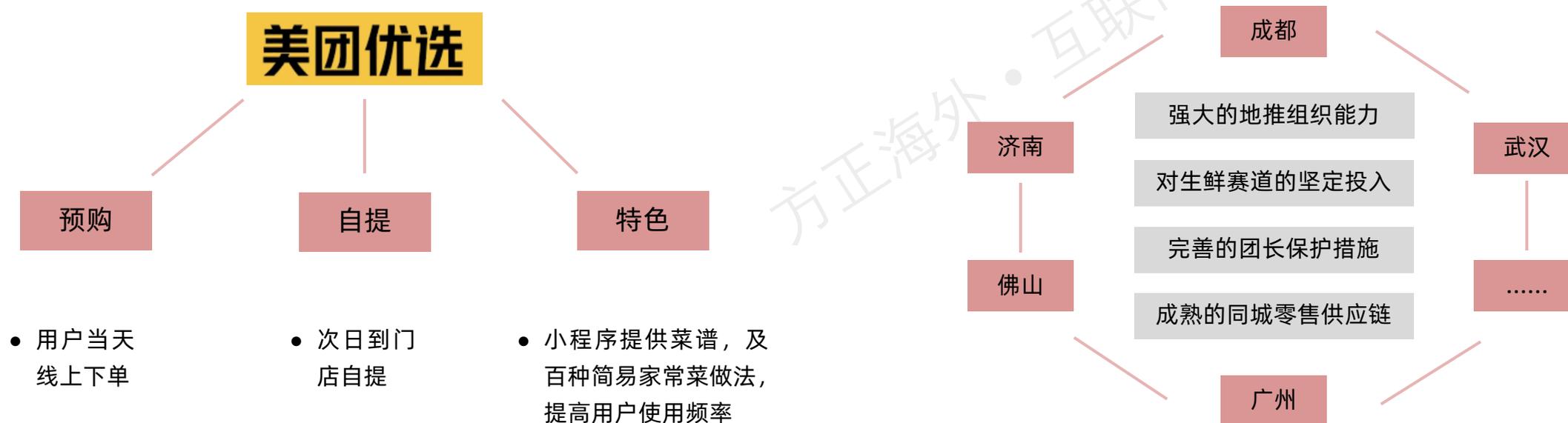
- ③ 同时，美团将“社区团购”业务定位一级战略项目，承担继餐饮外卖、到店、及酒旅两大业务之后的下一个营收增长点，并且推出“千城计划”，大资金投入，跑马圈地，计划年底在全国实现全国覆盖，并逐步下沉，渗透至县级城市

近期的两大难点：

- a. 美团优选的销量在部分城市GMV增长比较迅速，但是在S级城市，长沙武汉，增长却较为缓慢，由于人才缺乏，团队的搭建跟不上业务的发展
- b. 美团优选对于产品的质量标准很高，但同时却不允许采购的价格过高，要低于竞争对手，而且要求开箱，不符合要求的产品需退回，当晚补货，导致供应商和采购的压力很大，供应商不愿意牺牲一部分的利润与美团合作

美团优选是美团新场景的探索，是本地生活的重要版图

- I. 生鲜赛道高频大市场，强场景大空间。流量端而言，美团在2020年已经手握4亿用户，就应用端，美团基本包揽了“吃喝玩乐住行”本地生活服务大多数业务。生鲜作为“吃喝”的一个场景扩充，一方面增加了存量用户的下单频次，另一方面拉新了一部分新的客群，向超级APP迈进一步
- II. 同时，美团的优势在于生态的支持，成熟基础设施的搭建，更低的流量营销能力及更庞大的订单基础：在本地生活板块深耕多年，美团在本地生活市场有一定的口碑和品牌背书，高技术如智能排单系统和多年数据沉淀可以让美团准确运营大流量（如社区团购选址，选品等），帮助美团发力社区团购市场，帮助社区便利店做生鲜零售生意
- III. 美团优选现阶段要做好社区团购业务，首先还是要提升社区便利店的业务和服务能力，加强对供应链的把控。目前美团买菜为“前置仓模式”，聚焦“北上广深”一线城市，打法直接：补贴拉新，供应链直接复制盒马鲜生和每日优鲜；美团闪购则专注武汉、成都、南京等准一线或二线城市；“美团优选”则锁定出一线城市外的所有城市，三条路线同时发力，多业态全线布局，可以看到美团优选具有战略性意义



垂直行业玩家短期不受太大影响，未来美团和拼多多的潜力更大

竞争格局

巨头的体量目前还是要比兴盛优选要小不少，对于美团和拼多多的快速渗透（采取的策略简单粗暴，高薪挖团长，让团长来卖美团的产品），现如今根据我们的调研及推算，影响还不明显，兴盛优选和十荟团的销量仍然在大幅增长，且供应链以及运营能力有一定的先发优势，不会在短时间内受到太大的影响，但是兴盛优选和十荟团未来的经营会有压力，部分团长和用户的流失会造成一定的损失

策略选择



美团优选和多多买菜最终还是选择进入湖南，虽然逻辑上湖南这个生鲜重灾区属于兴盛优选这个领头羊的大本营，会面临竞争压力，但是团长在任何一家平台忠诚度都不高，挖角团长的难度不大。同时，从这个消费者的角度考虑，美团和拼多多的品牌背书大于兴优选盛的，而湖南社区团购的土壤较好，供应链搭建的难度并不大



兴盛优选或者是十荟团，现在的主要策略在于巩固现有的业务，再去跟巨头去做一定程度的抗衡，另外根据资源情况，如有合适的管理人选，合适的供应商，加盟商，会去拓展一些新的市场

行业未来

对于行业的未来，应该不会出现外卖73开的市场格局，因为玩家在选品端和服务的差异不如外卖来的大，美团和拼多多的潜力相对会更大一些，核心优势在于美团和拼多多可以直接导入C端用户，通过直接运营用户来促成用户下单，消费者教育成本也大量降低

行业现状及痛点：因为团长的利润过低，团长的本职工作也比较忙，所以团长不会为了这个副业付出过多的精力去推品，去转发链接



【美团，拼多多】

美团，拼多多有能力直接运营C端用户，做C端用户的引流。美团，拼多多会利用APP告诉用户哪个区域已经开仓，并给予最大的力度补贴，用户可以直接选择附近的点自提，团长的议价权就降低，未来有下降的可能性。同时，拼多多在拼团电商积累的数据使其在社区团购中运营能力极强，可以实现千人千面，对待5频及7频用户的产品组合，优惠力度都不一样，这是兴盛优选做不到的地方



【兴盛】

兴盛优选主要还是依靠团长去发展用户的流程。核心优势在于这种模式很适合兴盛，因为它是做供应链出身，对门店大量产品的供应链和渠道价格都非常清楚，所以它能够通过自身的资源整合出独特的打法，能够在to C的同时to B，B，C兼容，在C端GMV不足的情况下，可以用B端补充一部分来平衡销量；C端用户达到一定程度之后，可以控制B端品的数量来平衡利润，这是兴盛优选的强项

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业

联系人：韩筱辰

邮箱：hanxiaochen@foundersc.com



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦36层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层