



## 互联网传媒

优于大市（首次）

### 证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

### 联系人

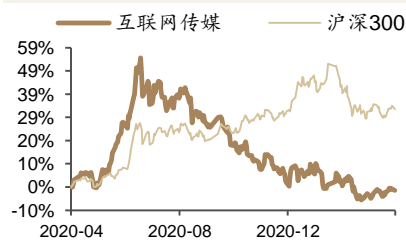
崔世峰

邮箱：cuif@tebon.com.cn

许悦

邮箱：xuyue@tebon.com.cn

### 市场表现



### 相关研究

1. 《电商行业：复盘拼多多崛起之路——兼论社交电商崛起的逻辑》，2021.4.8

# 社区电商专题（一）：从兴盛优选看社区电商的未来

## 投资要点：

- **兴盛优选与互联网公司采取不同的零售探索之路。**兴盛优选历时 3 年探索社区电商模式，先后经历门店自配送阶段、网仓阶段、配送站阶段。2017 年后“预售+自提”模式逐渐成型。与前置仓、店仓一体模式最大的差异在于兴盛优选选择复用已有的前端基础设施，而非自建。因此兴盛优选早期以便利店、超市没有的品类为主，通过品类差异化实现导流，并获得团长和消费者的认可，快速崛起。
- **从零售业态变迁来看，长期趋势是朝着 UE 模型的不断优化前进。**通过对比 B2C 电商、前置仓、店仓一体，我们认为生鲜品类市场机会一直都在，但创业者不断思考商业模式平衡履约成本与客单价难题，前置仓、店仓一体较传统 B2C 电商模式均在效率上有所改进，但仍面临较高客单价的难题。研究社区电商的模型后，我们认为，通过社会资源的再利用，终端团长多为便利店、超市店长，社区电商平台将原本 UE 模型中的高固定成本转化为可变成本，极大地降低了客单价门槛，实现模型的可复制性。综合来看，我们认为从可复制性来看，社区电商是更好的零售 UE 模型。
- **通过 UE 模型拆分，我们认为兴盛优选相比其他社区电商平台的潜在优势在于 1) 早期布局下仓储选址具备租金优势；2) 分拣效率较高。**在其他条件不变的情况下，假设日均订单 1500 万，运输装载率 75%，通过优化仓库选址，在保障运输时效的前提下，我们估算单均履约成本能够从 0.958 元/单降低至 0.858 元/单，理论降幅达 10.44%；相同假设下，分拣效率提升带来的成本降幅大致为 5.74%；综合来看，考虑两种措施的改善，日均订单 1500 万，运输装载率 75%假设下，兴盛优选单均履约成本可由 0.958 元/单降低至 0.803 元/单，降幅达 16.18%。
- **未来社区电商平台向上游延伸有望提升毛利空间。**通过自建供应链优化原有中间商的流通效率，降低整体成本。社区电商模式下我们假设零售商替代中间商后不增加利润，即把中间商利润让利给消费者，这一假设下韭菜流通成本下行空间达 17.35%。流通成本下行空间对应社区电商平台毛利率提升空间与价格补贴空间，考虑当前社区团购平台生鲜占比 20%~50%，成本优化空间实际值应低于 17.35%（由于流通环节部分外包情况下仍有盈利要求等），我们认为当前对应的毛利率提升空间与价格补贴空间之和在 2.92%~9.92%之间，远期随着仓储物流自建比例提升，成本端压力有望缓解，社区电商平台的 UE 模型将逐步升级。
- **风险提示：**市场竞争加剧，政策监管趋严，新业务发展不及预期。



## 内容目录

1. 兴盛优选：社区电商模式的开创者 .....	4
1.1. 发展历程：历时三年探索社区电商模式，高速成长引领新零售业态 .....	4
1.2. 融资历程：累计融资 47 亿美元，投后估值 80 亿美元 .....	7
2. 社区电商崛起：高效商业模式的胜利 .....	7
3. 成本拆分：兴盛优选究竟优势何在？ .....	13
3.1. 兴盛优选 UE 模型：成本差异来自仓储选址、分拣效率 .....	13
3.2. 展望未来：源头直采缩短渠道链条，保障终端价格优势 .....	16
4. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1: 兴盛优选涵盖米面粮油、生鲜水果、肉奶蛋禽、日用百货等品类.....	4
图 2: 中国零售业态划分.....	4
图 3: 芙蓉兴盛门店全国布局情况 (截止 2020 年) .....	5
图 4: 兴盛优选发展阶段.....	6
图 5: 兴盛优选社区电商履约流程.....	6
图 6: 中国生鲜电商行业发展阶段.....	8
图 7: 前置仓模式下成本下降, 导致件单价要求降低.....	8
图 8: 前置仓模式要求分布式库存, 因此仓库数量较多 (单位: 个) .....	8
图 9: 兴盛优选社区电商履约流程.....	12
图 10: 兴盛优选社区电商履约流程.....	13
图 11: 蔬菜产业链由生产、收购、加工、批发、零售等环节构成.....	16
表 1: 兴盛优选融资历程 (截止 2021 年 3 月) .....	7
表 2: 以叮咚买菜为例的前置仓 UE 模型.....	10
表 3: 前置仓 UE 模型敏感性分析.....	10
表 4: 盒马 mini 店与盒马小站的 UE 模型.....	11
表 5: 兴盛优选 UE 模型 (湖南地区) .....	13
表 6: 以兴盛优选为例的社区电商履约成本拆分.....	14
表 7: 社区电商仓库租金敏感性分析 (日均单量假设 1500 万, 装载率为 75%) .....	15
表 8: 社区电商分拣量敏感性分析 (日均单量假设 1500 万, 装载率为 75%) .....	15
表 9: 山东临沂韭菜生产成本 (元/斤/年) .....	16
表 10: 不同流通模式下的山东临沂韭菜流通成本 (元/斤/年) .....	17
表 11: 不同流通模式下的山东临沂韭菜流通利润 (元/斤/年) .....	18
表 12: 社区电商生鲜占比及成本优化空间敏感性分析.....	18

## 1. 兴盛优选：社区电商模式的开创者

### 1.1. 发展历程：历时三年探索社区电商模式，高速成长引领新零售业态

兴盛优选是国内领先的社区电商平台，总部位于湖南长沙。平台主要定位是解决家庭消费者的日常需求，提供包括蔬菜水果，肉禽水产，米面粮油，日用百货等全品类精选商品，依托社区实体便利店，通过“预售+自提”的模式为用户提供服务。

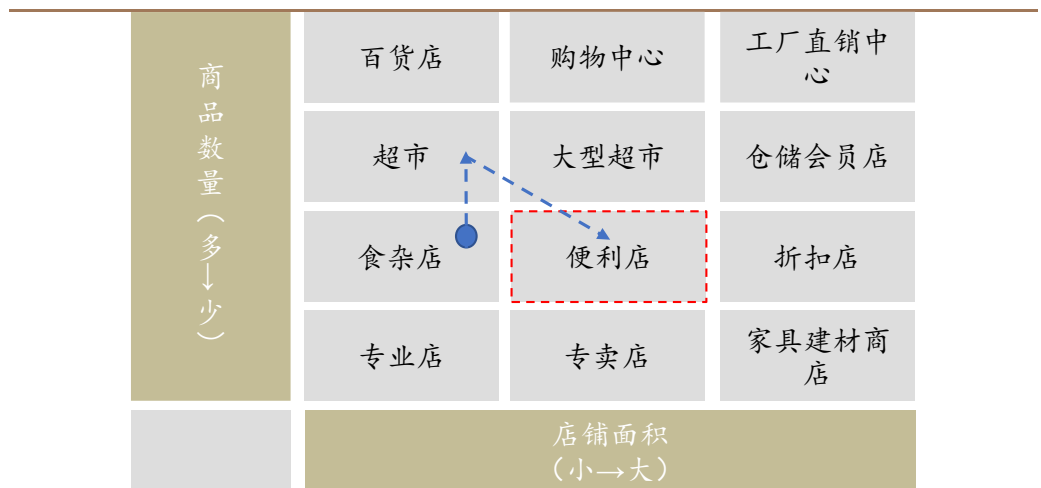
图 1：兴盛优选涵盖米面粮油、生鲜水果、肉奶蛋禽、日用百货等品类



资料来源：兴盛优选小程序，德邦研究所

创始人深耕零售行业，准确定位社区超市。岳立华小学期间即帮助父母照看小卖部，于 1991 年开始涉足批发部，2001 年开始开设超市，早期兴盛超市面积较大，规模最小的是 100 多平方米，最大的有 800 多平方米，但大型超市意味着 SKU 种类增加、管理、销售人员规模增长，管理难度大大提升。据岳立华回忆，“论资金、论实力、论管理人员、论经验，我们都无法与沃尔玛、新一佳等大型超市相比”，因此岳立华此后将超市定位为社区超市，关闭了 100 平米以上的超市，专注 30-80 平米的超市。

图 2：中国零售业态划分



资料来源：亿欧智库，德邦研究所

2010 年“芙蓉兴盛”已成为长沙覆盖率最高的便利店品牌之一。截止 2020 年，芙蓉兴盛加盟店已经布局湖南、广东、湖北、江西、浙江、江苏、安徽、重庆、四川、北京、天津、河北、福建、陕西、上海、广西 16 个省市的 80 多个地级城市和 400 多个县级城市。据官网披露，“芙蓉兴盛”现已发展 17000 余家门店，投资回收期在 1-2 年。

图 3：芙蓉兴盛门店全国布局情况（截止 2020 年）



资料来源：芙蓉兴盛官网，德邦研究所

历经三年摸索社区电商模式。2013 年 7 月公司孵化电商平台“兴盛优选”，先后经历门店自配送阶段、网仓阶段、配送站阶段。2017 年“预售+自提”模式逐渐成型。

1) 门店自配送阶段（2014 年 2 月-2015 年 6 月），消费者网上下单，门店老板送货上门；

2) 网仓阶段（2015 年 8 月-2016 年 1 月），以生鲜水果产品为主，公司投资 2000 多万组建配送团队；

3) 配送站阶段（2016 年 1 月-2016 年 8 月），由于缺乏流量、运营成本高企，模式运行 7 个月后转型；

4) “预售+自提”阶段（2016 年 8 月至今），预售商品与零售店形成补充，不会形成竞争，自提可以帮助门店引流，主打生鲜水果等高频刚需品。

2017 年 10 月，兴盛优选上线“阿必达”下单系统，新模式被复制推行到 62 家门店，订单从每天 2000 单攀升至 20000 单。

社区电商从 2017 年开始发展，起步于湖南长沙。社区电商早期是由微商开始的，微商早期是由会员购买一定金额的商品，再由会员把商品买入后再销售出



去。微商模式下会员存在商品库存积压的风险，因此会员存在大量流失的现象。为解决商品库存压力，微商将会员不愿购买的商品直接列出清单推销，或在微信群上针对商品价格、描述，加之一些产品图片、视频素材进行推广，推广后有客户购买会员再下单。由于会员没有库存压力，无需提前购买商品，从 2017 年起社区电商在湖南迅速发展。

**疫情激发社区电商需求，20 年后互联网平台纷纷入场。**2017-19 年，社区电商主要通过价格和性价比的优势吸引用户，而生鲜、水果、食品毛利空间相对有限，平台一般通过补贴实现价格优势，因此规模扩张后资金压力较大，所以 2019 年之后，发展遇到瓶颈，拉伸团长的服务、物流配送的服务成本太高，因此整体成本较高。20 年疫情爆发后，居民实行居家隔离后，生活起居都开始通过物流配送来完成，因此疫情下，社区电商需求间接受益激活。兴盛优选、同程，十荟团等平台凭借先发优势积累用户数量、服务口碑，发展初期具备一定优势。

相比实体零售的业态，比如便利店、大卖场、会员店，以及前置仓、店仓一体等模式，社区电商具备一定优势。例如前置仓相比社区电商的优势是送货时间短，但履约成本较高，因此客单价门槛明显高于社区电商。相比便利店等传统实体零售业态，社区电商履约快，成本低，用户体验更好。

图 4：兴盛优选发展阶段

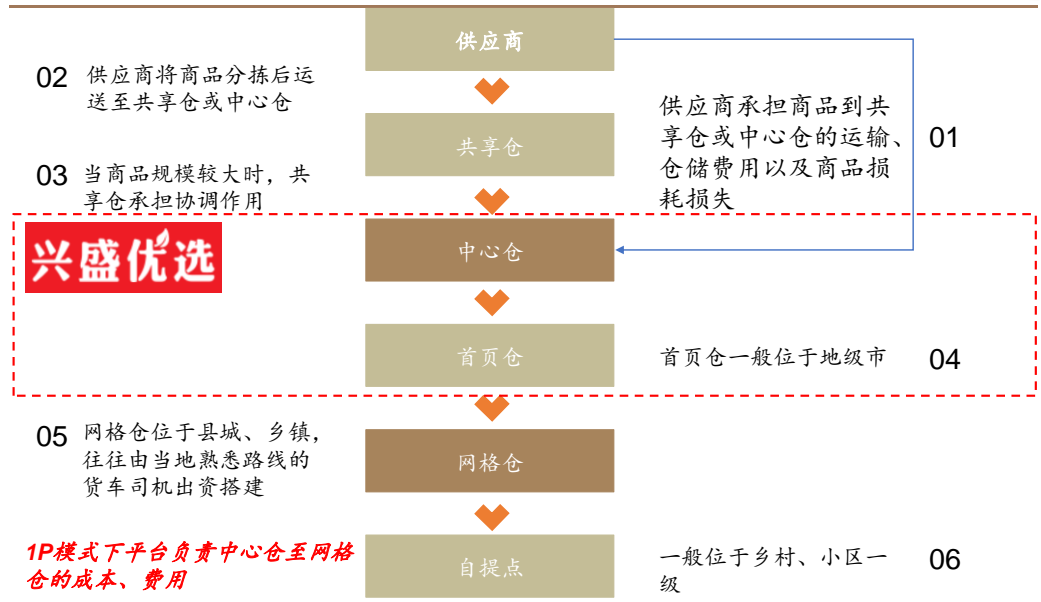


资料来源：知乎，德邦研究所

兴盛优选在湖南省内主要采取五级仓配模式，在湖南省外主要采取三级仓配模式，即共享仓-中心仓-网格仓三级仓配模式。在湖南，供应商的货物会最先到达共享仓，在共享仓进行分拨整理后，用载重 16-18 吨的大货车送到中心仓；中心仓再将货物用载重 1.8-6 吨的货车送到各个城市的首页仓，首页仓再将货物配送到网格仓。网格仓进行分拣之后，送到乡镇或社区的自提点。

网格仓的规模一般较小，由当地的货车司机出钱搭建。网格仓相当于外包给了货车司机，其更上游的首页仓、中心仓和共享仓是由兴盛优选租用的仓库，穿梭于仓库之间的货车则由第三方车队组成，供应商还需要在货物流通中承担部分费用。

图 5：兴盛优选社区电商履约流程



资料来源：棱镜，德邦研究所

**2020年兴盛优选GMV突破300亿，业务覆盖全国15个省份。**据兴盛优选官网披露，其2018-20年GMV分别为8、100、300亿元，分别同比增长1250%、200%。众多社区电商企业中，兴盛在城市覆盖程度和下沉层级方面较为领先，目前业务已辐射湖南、湖北、广东、江西、四川、重庆、陕西、贵州、河南、广西、福建、河北、山东、江苏和安徽等15个省、直辖市及6500多个地（县）级城市和5万多个乡镇。

## 1.2. 融资历程：累计融资47亿美元，投后估值80亿美元

**截止2021年3月，兴盛优选累计融资超47亿美元，当前估值约80亿美元。**2018年10月，兴盛优选获今日资本、真格基金和金沙江创投数千万美元的A轮融资。2019年5-7月，兴盛优选分别获腾讯投资、KKR战略投资，其中KKR投资近4000万美元，投后估值10亿美元。2019年9月，兴盛优选获超2亿美元B轮融资。2020年7月，兴盛优选获KKR、腾讯投资、红杉资本中国和天一资本8亿美元C+轮融资，投后估值40亿美元。2020年12月，京东集团7亿美元战略投资兴盛优选。2021年2月，兴盛优选完成30亿美元投资，红杉资本领投，QQ音乐、方源资本、淡马锡、KKR、DCP、春华资本、中国恒大集团等跟投，投后估值至少达80亿美元。

表1：兴盛优选融资历程（截止2021年3月）

融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
2018年10月	A轮	数千万美元	今日资本、真格基金、金沙江创投
2019年5月	战略融资	未披露	腾讯投资
2019年7月	战略融资	近4000万美元	KKR
2019年9月	B轮	超2亿美元	未披露
2020年7月	C+轮	8亿美元	KKR、腾讯投资、红杉资本中国、天一资本
2020年12月	战略融资	7亿美元	京东集团
2021年2月	D轮	30亿美元	红杉资本中国、腾讯投资、方源资本、淡马锡、KKR、德弘资本、春华资本、恒大集团

资料来源：企查查，德邦研究所

## 2. 社区电商崛起：高效商业模式的胜利

生鲜类电商的发展背后是人们对于商品“快”和“好”的需求提升。但从平台端，生鲜类商品损耗率高，标准化程度低，需求的整体不确定性较高，因此生鲜电商难以跑通单位经济模型。

**1) B2C 模式：**2005 年，易果生鲜、多利农场、中粮我买网等定位本地市场的生鲜电商相继成立。由于生鲜商品，标准化低，易变质腐烂，对冷藏、冷链运输均有较高要求，履约成本相比其他品类较高，为平衡单位经济模型，一些公司通过提升件单价间接降低履约费用率，例如 2016 年中粮我买网在 B2C、自建物流为主的模式下，件单价为 200 元，单均配送成本在 20 元以上。即便如此，生鲜电商行业整体仍然难以实现盈利，2016 年中国农业生鲜电商发展论坛的一组数据显示：全国 4000 多家生鲜电商企业中，只有 1% 实现了盈利，4% 持平，88% 亏损，剩下的 7% 是巨额亏损。

图 6：中国生鲜电商行业发展阶段



资料来源：易观分析，德邦研究所

**2) 前置仓模式：**相比 B2C 模式下的中心仓，前置仓模式的核心差异在于运输距离，即以“分布式库存(前置仓)+短半径运输”取代“集中式库存(中心仓)+长半径运输”。由于从产地到仓储一般都会投保，运输过程的损耗不由消费者承担，即使不投保一般运输损耗由供应商承担，因此核心问题在于仓储本身的冷藏条件及从仓储到用户的运输时效，损耗等。前置仓模式通过分散仓储缩短运输距离，最后一公里不需要冷链车，据虎嗅报道，中心仓冷链成本 30 元，前置仓冷链成本可以做到 15 元以下，降幅比例达 50%。通过前置仓降低成本，UE 跑通条件下件单价要求下降，据易观分析，件单价在 70 元左右可实现盈亏平衡，每日优鲜目前件单价在 80~90 元左右，日均订单达 800 单。

图 7：前置仓模式下成本下降，导致件单价要求降低

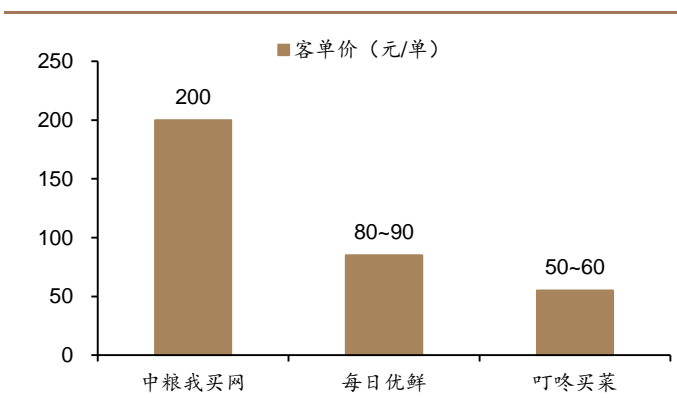
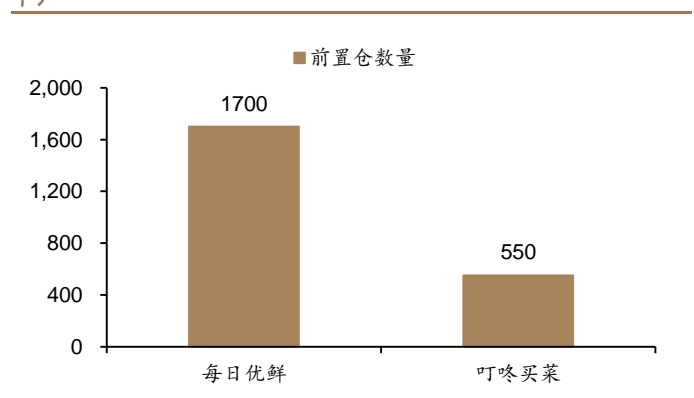


图 8：前置仓模式要求分布式库存，因此仓库数量较多 (单位: 个)





资料来源：中粮我买网招股说明书，易观分析，德邦研究所

资料来源：易观分析，叮咚买菜，德邦研究所

我们以叮咚买菜为例对前置仓进行 UE 测算，数据主要基于同业经验运营指标，并结合公开的新闻报道综合判断。例如，据《第三只眼看零售》报道，“叮咚买菜前置仓面积约为 300 平米”，据中国经济网报道，“叮咚买菜每个前置仓每日订单为 1000 件，件单价为 58.8 元”；据智联招聘等招聘网站的招聘信息显示，“叮咚买菜配送员工资包含：①无责任底薪 3000 元；②按单计酬 3 元/单；③好评 1 元/单；④绩效奖金 500-1500 元；⑤餐补：20 元/天，通讯补贴：50-80 元/月，住房补贴：400-600 元/月；合计综合工资约 6000-8000 元，且月休 4 天，工作时间大致为 7:00-21:30（两班倒）”等。

我们测算了单仓日单量在 500-3000 单共 6 种情况下，一个标准仓的盈利情况，但具体各仓的盈利情况不一，仍需逐一分析。我们的主要假设包括：

(1) 毛利率：由于前置仓生鲜商品整体价格高于线下商超，其毛利率高于线下商超生鲜的销售毛利率，据腾讯网报道，2020 年疫情期间叮咚买菜的毛利率约为 32%，我们假设叮咚买菜标准前置仓商品的综合毛利率为 32%。

(2) 件单价：根据亿欧网、新浪网等媒体报道，2017 年 12 月叮咚买菜件单价为 45 元，2018 年件单价提升至 50 元，2020 年 4 月件单价提升至 58.8 元。我们认为随 SKU 丰富，用户复购率提升，件单价呈现逐步提升趋势，我们假设件单价随日均单量提升从 45 元提升至 65 元。

(3) 费用：①人工：结合公开招聘信息，仓储人员单日有效工作时长为 8 小时，其中 4 小时用于拣货打包，其他时间用于收货，商品管理等。假设日均 500 单时，单均拣货时长 5 分钟，则对应需要 10.42 人。计算过程为：

$$\text{单仓人员} = \frac{\text{日均 500 单时} \times \text{单均拣货时长 5 分钟} \times 2 \text{ 班倒/天}}{60 \text{ 分钟/小时} \times 8 \text{ 小时/天}}$$

若考虑员工每小时休息 5 分钟，则单仓员工数量提升 9.1%，500-3000 单共 6 种情况下分别对应 11.36 人、22.73 人、34.09 人、45.45 人、56.82 人、68.18 人。

②租金：以日平均租金水平 3 元/平米计算；③假设水电 300 元/天，折旧摊销及其他费用合计约 1.97 万元/月。

(4) 损耗率：生鲜损耗率一般在 5%~30%，但实际损耗率对净利润率影响较小，我们假设前置仓模型下生鲜损耗率为 10%。

基于以上假设，我们测算当前置仓的日均订单达 1500 单、件单价达 65 元/单时，基本实现盈亏平衡。相比 B2C 模式的中心仓，我们认为前置仓主要依靠分散仓库缩短运输距离降低单均履约费用，综合假设下件单价在 65 元以上实现单仓盈利，作为对比，中粮我买网件单价达 200 元仍整体亏损。

即便如此，前置仓的 UE 模式仍存在缺点：可复制性较弱，生鲜电商主要集中于在一、二线城市，参考美团外卖的逻辑，配送服务只适用于愿意“花钱买时间”的人群，而三、四线更多的用户更愿意以“时间换低价”。

**表 2：以叮咚买菜为例的前置仓 UE 模型**

前置仓模式 UE 模型						
	500	1000	1500	2000	2500	3000
日均单量 (单)	500	1000	1500	2000	2500	3000
单仓面积 (平米)	300	300	300	300	300	300
件单价 (元/人)	45	50	55	60	65	70
毛利率%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
平均租金 (元/平米/天)	3	3	3	3	3	3
日销售额 (元, 含税)	22500	50000	82500	120000	162500	210000
坪效 (万元/平米)	2.7	6.0	9.9	14.4	19.5	25.2
毛利润 (万元)	20.25	45.00	74.25	108.00	146.25	189.00
单均毛利 (元)	14.40	16.00	17.60	19.20	20.80	22.40
仓库人数 (未考虑轮休)	10.42	20.00	28.13	35.83	43.75	50.00
仓库人数 (每小时休息 5 分钟)	11.36	21.82	30.68	39.09	119.32	54.55
员工日薪 (元/小时)	307.69	307.69	307.69	307.69	307.69	307.69
单均仓储成本 (元, 未考虑轮休)	6.41	6.15	5.77	5.51	5.38	5.13
单均仓储成本 (元, 考虑轮休)	6.99	6.71	6.29	6.01	14.69	5.59
配送人数	12.50	22.22	31.25	37.74	44.64	53.57
单均配送成本 (元)	7.08	6.30	5.90	5.35	5.06	5.06
租金 (万元)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
水电 (万元)	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
折旧摊销与其他 (万元)	1.97	1.97	1.97	1.97	1.97	1.97
损耗 (万元)	3.24	14.40	35.64	69.12	117.00	181.44
损耗率%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
单均其他成本 (元)	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06
单均成本费用 (元)	14.09	13.03	12.22	11.40	10.98	10.72
单均增值税 (按 11% 计算)	4.95	5.50	6.05	6.60	7.15	7.70
单均净利润 (元/单)	-4.64	-2.53	-0.67	1.20	2.67	3.98
单均净利润率 (%)	-10.3%	-5.1%	-1.2%	2.0%	4.1%	5.7%
单仓净利润 (万元)	-6.97	-7.59	-3.03	7.22	20.00	35.85

资料来源：亿欧，商业观察家，叮咚买菜，《零售 O2O 心法、招法与实践》张陈勇，德邦研究所测算

注：未考虑拉新成本，叮咚买菜新顾客奖励 8 元首单+12 元第二单优惠，此外还包括 BD 人员费用。增值税率按 11% 计算。

**表 3：前置仓 UE 模型敏感性分析**

		件单价 (元/人)					
		45	50	55	60	65	70
日均订单 (单/天/仓)	500	-10.3%	-8.6%	-7.7%	-6.5%	-5.8%	-5.8%
	1000	-6.6%	-5.1%	-4.3%	-3.2%	-2.6%	-2.6%
	1500	-3.4%	-1.9%	-1.2%	-0.2%	0.3%	0.3%
	2000	-0.9%	0.4%	1.1%	2.0%	2.5%	2.5%
	2500	1.0%	2.2%	2.8%	3.7%	4.1%	4.1%
	3000	2.8%	3.9%	4.5%	5.3%	5.7%	5.7%

资料来源：德邦研究所测算

**3) 店仓一体模式：**前置仓模式通过分布式存储降低配送距离，从而降低履约成本，基于我们上述测算的单位经济模型，即便不考虑拉新成本，前置仓模式对件单价及日均订单的要求仍然较高，若考虑其高单价、高订单量，前置仓模式的潜在空间仅限于人口稠密的一、二线发达地区，而用户增长空间的相对有限将间接导致获客成本提升较快。

随着线上用户使用时长、用户规模增速放缓，线上获客成本逐步提升，因此阿里、永辉、苏宁等为代表的企业尝试构建店仓一体化零售业态，并同时开展线上业务，扩大门店覆盖范围并提升坪效。

我们以盒马 mini 店为例对店仓一体模式进行 UE 测算，数据主要基于同业经验运营指标，并结合公开的新闻报道综合判断。例如，据 36kr 报道，“盒马 mini

店铺面积大致在 500-1000 平米”，据虎嗅报道，“盒马的线上订单客单价 75 元，线下客单价 113 元”；据 HiShop 调研信息显示，“盒马自有配送团队，配送员每单配送费用大概是 7.5 元”。

我们测算了盒马 mini 店及盒马小站（前置仓）的 UE 盈利情况，但具体各仓的盈利情况不一，仍需逐一分析。我们的主要假设包括：

(1) 毛利率：由于盒马各门店商品价格统一，且商品统一采购，因此各业态商品毛利率仅受 SKU 结构影响，盒马 mini、盒马小站与盒马鲜生整体 SKU 结构相近，因此我们假设盒马 mini 店及盒马小站商品的综合毛利率为 23%。

(2) 件单价：据虎嗅报道，盒马的线上订单客单价 75 元，线下客单价 113 元”，且线上订单占比在 45%-50%，因此估计盒马 mini 店客单价在 95 元，其中 600 平米店由于 SKU 数量略少于 1000 平米店，假设客单价为 85 元。盒马小站订单来源均为线上，因此假设客单价为 75 元。

(3) 费用：①履约成本：HiShop 调研信息显示，“盒马自有配送团队，配送员每单配送费用大概是 7.5 元”。

②租金：盒马 mini 店以日平均租金水平 10 元/平米计算，盒马小站以日平均租金水平 33 元/平米计算；③水电：假设水电 300 元/天。④盒马 mini 店铺（600 平米、1000 平米）及盒马小站总投资分别为 200、250 万元和 70 万元，门店按 10 年直线折旧，仓库按 5 年折旧。

⑤销售费用：参考叮咚买菜，首单、此单共奖励 20 元，平均奖励 10 元/单，加上履约费用 14 元/单（前置仓 UE 下），以及 BD 拉新奖励 30-50 元/单，对应实际引流成本 64 元（按中位数计算）。盒马 mini 店获客成本为前置仓的 1/4，由于用户月均复购 4.5 次，综合考虑盒马 mini 店假设销售费用 2.50 元/单。

(4) 损耗率：盒马 mini 店由于运输距离进一步缩短，实际损耗部分地被餐饮冲销，因此实际损耗率仅为前置仓模式的 50%，对应 5%的损耗率。

基于以上假设，我们测算当前盒马 mini 店的日均订单达单、件单价达 65 元/单时，已经实现盈利，且投资回收期约为 30~32 个月，对应不到 3 年。盒马小站仍处于亏损状态，主要由于获客成本及履约成本较高，净利率与盒马 mini 店相差较大。

通过对比前置仓与店仓一体模式，我们认为店仓一体模式的最大进步来自于通过店仓一体同时缩短履约距离，获客难度，进而降低综合成本费率，实现 UE 模型的升级。此外，盒马通过内置餐饮模块降低生鲜商品的损耗率，通过全链路数字化管理提升库存周转率，智能推荐吸引用户等提升运营效率。

表 4：盒马 mini 店与盒马小站的 UE 模型

	盒马 mini 店		盒马小站
日均单量 (单)	1500	2000	-
单店面积 (平米)	600	1000	70
件单价 (元)	95	95	75
毛利率%	23%	23%	23%
日销售额 (万元)	14	19	-
毛利润 (万元)	2.42	3.68	0.24
单均毛利 (元)	19.55	21.85	17.25

单均履约成本 (元)	7.50	7.50	15.00
租金 (万元)	18	30	1
水电 (万元)	1.80	3.00	0.21
折旧摊销与其他 (万元)	1.67	2.08	1.33
损耗 (万元)	21.38	28.50	22.50
损耗率	5%	5%	10%
单均其他成本 (元)	0.03	0.03	0.02
单均销售费用 (元)	2.50	2.50	4.27
单均成本费用 (元)	10.03	10.03	19.29
单均增值税 (元)	10.45	10.45	8.25
单均净利润	1.37	1.37	-10.29
单均净利率	1.4%	1.4%	-13.7%
前期投资 (万)	200	250	80
投资回收期 (月)	32	30	

资料来源：新浪网，《老张聊零售》，36kr，德邦研究所测算  
注：增值税率按 11% 计算。

**4) 社区电商模式：**社区电商相比店仓一体最大的区别在于将大额固定成本转变化可变成本，从而降低客单价门槛，极大地拓展了潜在用户空间。

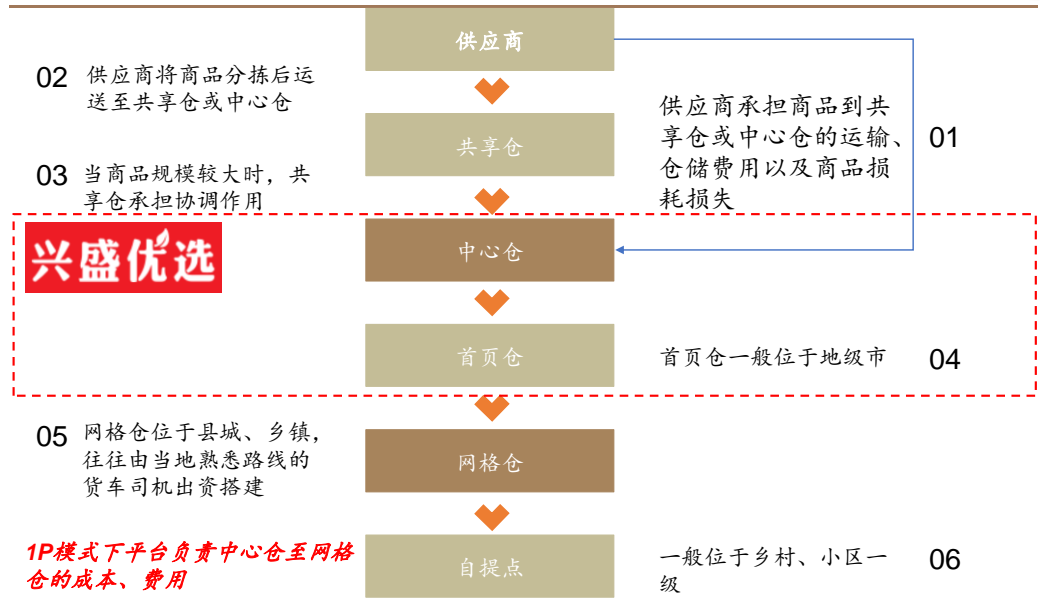
社区电商主要环节包括 1) 团长在自建微信群内分享商品链接；2) 用户点击商品链接或直接通过平台小程序下单，同时选择自提点；3) 平台汇总订单并向供应商下单，完成供应商仓-共享/加工仓-中心仓-网格仓-团长-用户交付链条；为确保时效，供应商往往会提前根据预测订单储备商品。

兴盛优选探索的团购模式中平台将履约环节拆分成多层，将渠道末梢外包给货车司机(构建利益共同体)，销售端则分配给夫妻店、宝妈等社会人脉关系丰富，闲暇时间较多的群体，平台以交易额的一定费率支付给团长，相当于按效果付费的广告，将前置仓、店仓一体模式的固定成本转化为可变成本。因此平台跑通 UE 不再需要高客单价，模型的可复制性大大提升。

**我们认为社区电商的 UE 模型比店仓一体更高效，适用范围更广阔。**社区电商模式的核心在于其并未从零开始打造自建体系，而是利用社会闲置资源辅助零售体系运转。对平台而言，自建供应链、销售渠道可控度更高，且能够保障用户体验，配送时效，但就生鲜零售而言，毛利空间有限(30%以下)，自建仓储、店铺、销售渠道思路下，高固定成本导致跑通 UE 模型需要很高的客单价，进一步限制目标用户群体。从这一角度，社区电商是“共享经济”思路下的胜利，这一思路也是多数互联网巨头未曾考虑的模式。

图 9：兴盛优选社区电商履约流程





资料来源：棱镜，德邦研究所

### 3. 成本拆分：兴盛优选究竟优势何在？

#### 3.1. 兴盛优选 UE 模型：成本差异来自仓储选址、分拣效率

根据新浪财经，2019 年湖南地区兴盛优选生鲜商品、标品占比大致为 50%。生鲜采购成本率约为 75%，标品（快消、日用品等）成本率为 80%。社区电商平台主要采取抽佣模式，我们假设生鲜、标品抽佣率分别为 15%、10%，平台的主要成本项包含仓储物流、人员薪酬等，考虑物流运输、损耗率后，社区电商的毛利率在 0%~3%。

表 5：兴盛优选 UE 模型（湖南地区）

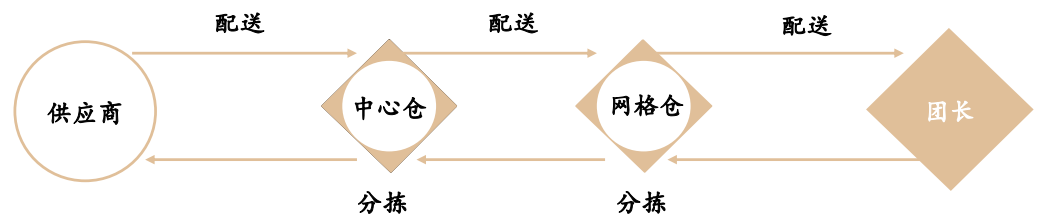
	生鲜商品（占比约 50%）	标品（占比约 50%）	按 SKU 占比估算
采购成本	75.0%	80.0%	77.5%
团长佣金	10.0%	10.0%	10.0%
<b>平台 take rate%</b>	<b>15.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>12.5%</b>
其中：履约成本	12.0%	6.0%	9.0%
损耗率	3.0%	0.8%	1.9%
<b>毛利率</b>	<b>0.0%</b>	<b>3.2%</b>	<b>1.6%</b>

资料来源：新浪财经，德邦研究所测算

图 10：兴盛优选社区电商履约流程

1. 生鲜商品主要由本地供应商供货，其他标品可由全国供应商供货

3. 中心仓覆盖范围约200公里，网格仓覆盖范围约3公里，因此一个中心仓大约对接60~70个网格仓



2. 每个省约有1~2个中心仓，按2万平米计算，日均配送订单可达30万单

资料来源：新浪科技，时代周报，德邦研究所

我们以兴盛优选为例对社区电商进行 UE 测算，数据主要基于同业经验运营指标，并结合公开的新闻报道综合判断。我们测算了全国日单量在 700-3000 单共 6 种情况下，社区电商平台中心仓、网格仓到团长的履约成本情况。我们的主要假设包括：

(1) 人工：结合公开招聘信息社区团购分拣员月平均薪资为 3000-5000 元，我们取中位数 4000 元，对应日薪 133 元。根据新零售 100 人调研，1 小时 1.6 万件货一般需要 300 名员工完成，因此每名员工每小时平均拣货 53 件。我们通过员工效率计算不同订单量假设下仓库所需的员工数量，并假设随订单量提升，组织效率、工作流程有所优化，分拣效率将有所提升。

(2) 租金：根据物联云仓，2019 年全国主要城市仓库平均租金从 19.95 元/平米/月至 43.76 元/平米/月不等，我们假设中心仓平均租金为 1.5 元/平米/天，网格仓平均租金为 1 元/平米/天。

(3) 配送成本：根据 Hishop 统计，兴盛优选专线司机薪资为 400-600 元/趟，工作时长 4-5 个小时，配送点 2-3 个，主要工作职责为装卸货、货物运输。网格仓运输至团长部分参照市场化配送司机薪酬，约 8000 元/月，对应 267 元/趟。理想状态下，订单密度较高时运输装载率可以达到 85% 以上。

(4) 网格仓外包：部分平台对网格仓实行加盟制度，并基于订单量给予加盟商 0.5 元/单的补贴，我们基于上述假设比较了外包、自营模式下网格仓履约成本的差异，当日均订单量超过 1500 万单/天，运输装载率达到 75% 以上时，自营网格仓的单均成本低于 0.50 元/单。

综合来看，以兴盛优选为代表的社区电商在上述假设下将单均履约成本降低至 0.91 元/单~1.03 元/单（未考虑物流损耗）。相比前置仓及店仓一体模型，社区电商的履约成本大幅降低，对应的客单价门槛同样降低，这意味着模型的可复制性，对品类的挑剔程度减弱。

表 6：以兴盛优选为例的社区电商履约成本拆分

兴盛优选履约成本拆分						
全国中心仓数量 (个)	47	33	33	33	33	33
全国日均订单量 (万/天)	700	1000	1500	2000	2500	3000
单中心仓日均单量 (万/天)	15	30	45	60	75	90
中心仓面积 (万平米)	1	2	3	4	5	6
平均租金 (元/平米/天)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5

单均中心仓租金	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
分拣人员人数	375	732	1071	1364	1705	2045
薪资(元/天)	133	133	133	133	133	133
单均分拣成本	0.33	0.33	0.32	0.30	0.30	0.30
配送司机薪资(元/趟)	500	500	500	500	500	500
单次运输订单数量	8,000	9,333	10,000	10,667	11,333	11,333
装载率	60%	70%	75%	80%	85%	85%
单均配送成本	0.06	0.05	0.05	0.05	0.04	0.04
<b>中心仓层面履约成本</b>	<b>0.50</b>	<b>0.48</b>	<b>0.47</b>	<b>0.45</b>	<b>0.45</b>	<b>0.45</b>
网格仓面积(平方米)	300	500	700	900	1,100	1,300
平均租金(元/平方米/天)	1	1	1	1	1	1
日均件量(万)	0.45	0.75	1.05	1.35	1.65	1.95
单均网格仓租金	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
分拣人员人数	11	18	25	31	38	44
薪资(元/天)	133	133	133	133	133	133
单均分拣成本	0.33	0.33	0.32	0.30	0.30	0.30
配送司机薪资(元/趟)	267	267	267	267	267	267
单次运输订单数量	2,000	2,333	2,500	2,667	2,833	2,833
装载率	60%	70%	75%	80%	85%	85%
单均配送成本	0.13	0.11	0.11	0.10	0.09	0.09
<b>网格仓层面履约成本</b>	<b>0.53</b>	<b>0.51</b>	<b>0.49</b>	<b>0.47</b>	<b>0.46</b>	<b>0.46</b>
<b>外包网格仓下履约成本</b>	<b>0.50</b>	<b>0.50</b>	<b>0.50</b>	<b>0.50</b>	<b>0.50</b>	<b>0.50</b>
整体单均履约成本	1.03	0.98	0.96	0.92	0.91	0.91
外包成本-自建成本	-0.03	-0.01	0.01	0.03	0.04	0.04
件单价 10.13 元, 对应履约成本率	10.16%	9.72%	9.46%	9.08%	8.99%	8.99%

资料来源: 物联云仓, 新浪财经, 36kr, 德邦研究所测算

我们通过敏感性分析讨论社区电商模型 UE 改进的方向:

(1) 通过选址优化租金等固定成本: 在其他条件不变的情况下, 假设日均订单 1500 万, 运输装载率 75%, 通过优化仓库选址, 在保障运输时效的前提下, 我们估算单均履约成本能够从 0.958 元/单降低至 0.858 元/单, 理论降幅达 10.44%。

表 7: 社区电商仓库租金敏感性分析 (日均单量假设 1500 万, 装载率为 75%)

		中心仓租金 (元/m <sup>2</sup> /天)					
		0.5	0.7	0.9	1.1	1.3	1.5
网格仓租金 (元/m <sup>2</sup> /天)	0.5	0.858	0.872	0.885	0.898	0.912	0.925
	0.7	0.872	0.885	0.898	0.912	0.925	0.938
	0.9	0.885	0.898	0.912	0.925	0.938	0.952
	1.1	0.898	0.912	0.925	0.938	0.952	0.965
	1.3	0.912	0.925	0.938	0.952	0.965	0.978
	1.5	0.925	0.938	0.952	0.965	0.978	0.992

资料来源: 德邦研究所测算

(2) 通过提升分拣效率优化可变成本: 在其他条件不变的情况下, 假设日均订单 1500 万, 运输装载率 75%, 通过提升人均分拣订单量 (通过延长人均有效工时或引入分拣机器, 优化工作流程等措施), 我们估算单均履约成本能够从 0.958 元/单降低至 0.903 元/单, 理论降幅达 5.74%。

表 8: 社区电商分拣量敏感性分析 (日均单量假设 1500 万, 装载率为 75%)

		人均分拣量 (单/天)					
		360	380	400	420	440	460
人均分拣量 (单/天)	360	1.064	1.025	1.027	1.011	0.997	0.984
	380	1.045	1.025	1.008	0.992	0.977	0.964
	400	1.027	1.008	0.990	0.974	0.960	0.947
	420	1.011	0.992	0.974	0.958	0.944	0.931
	440	0.997	0.977	0.960	0.944	0.929	0.916

	460	0.984	0.964	0.947	0.931	0.916	0.903
--	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

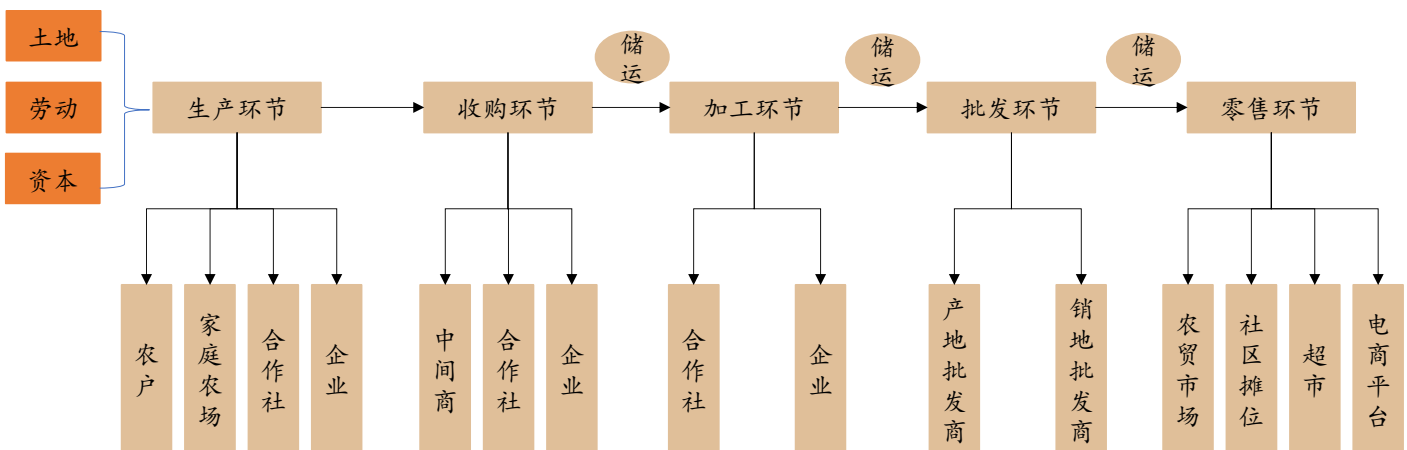
资料来源：德邦研究所测算

若综合考虑两种措施的改善，日均订单 1500 万，运输装载率 75%假设下，兴盛优选单均履约成本可由 0.958 元/单降低至 0.803 元/单，降幅达 16.18%。结合新浪科技报道，截止 2020 年 12 月，兴盛优选、美团优选、多多买菜的单均履约成本分别为 0.8 元/单，0.9 元/单，0.7-1.0 元/单。我们认为，社区电商平台履约模式基本相似，成本端的差异主要来自 **1) 仓库选址导致的租金差异，且选址带来的租金差异持续时间较长（租期较长）；2) 管理模式下分拣效率的差异，可能的优化路径包括工作流程优化、引入机器分拣等。**

### 3.2. 展望未来：源头直采缩短渠道链条，保障终端价格优势

根据学术研究，我国蔬菜产业链主要包括生产、收购、加工、批发商、零售等环节，由于农户人均资本水平较低，其承担渠道流通能力相对有限，在此背景下多级渠道商适应国情。但从终端消费者而言，多级渠道商模式下平均加价率达 40% 以上，即农产品零售价 40% 以上为渠道成本，这一模式仍有较大提效空间。

图 11：蔬菜产业链由生产、收购、加工、批发、零售等环节构成



资料来源：《基于产业链视角的蔬菜价格形成研究》李靓，德邦研究所

根据学术研究，经调查，一亩韭菜地一年的生产成本为 1893.3 元。一亩韭菜地每年能收获大棚韭菜平均有 5500 斤，对应韭菜生产成本为 0.3444 元/斤/年。

表 9：山东临沂韭菜生产成本（元/斤/年）

项目	生产成本（元/斤/年）
租金	0.0073
种子	0.0055
土壤	0.0291
农药、化肥	0.1273
大棚构建	0.1206
浇水	0.0182
稻草	0.0364
<b>总成本</b>	<b>0.3444</b>

资料来源：《不同流通模式下农产品成本与利润研究——以临沂市韭菜产业为例》吕静等，德邦研究所



具体项目包括：一亩土地承包租金为 400 元/年，全村约有 400 亩韭菜地，其中约有 10% 的土地是承包土地；一亩地需要 120 元的韭菜种子，使用寿命约为 4 年；每年需要一车黄土做土壤肥料供给，平均到每亩冬季大棚韭菜则需要 160 元；冬季大棚韭菜需要农药 300 元；一年一亩韭菜地需要化肥 800 元；一季度的大棚韭菜需要浇灌水两次，需要耗燃油 100 元；搭建一亩大棚所需其他物资：2000 元的草苫子可用 10 年，1000 元的保温塑料膜可用 3 年，2000 元的起支撑作用的水泥柱子可用 25 年，1000 元的竹子可用 20 年，得出每年搭建一亩大棚所需其他物资消耗为 663.3 元；一年的韭菜成捆所需用的稻草为 200 元。

**表 10：不同流通模式下的山东临沂韭菜流通成本（元/斤/年）**

	“农户-收购商-零售商-消费者”模式	“农户-收购商-超市-消费者”模式	“农户-零售商-消费者”模式
装载	0.0017	0.0017	0.0017
运输	0.0389	0.0389	0.07
农贸市场进出费	0.0133	0	0.02
<b>农户售价</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>	<b>3</b>
<b>中间商成本</b>	<b>2.2539</b>	<b>2.2406</b>	
<b>收购商售价</b>	<b>3</b>	<b>3.2</b>	
摊位租金	0.144	0.0042	0.144
水电	0.0053	0.0291	0.0053
塑料袋	0.012	0	0.012
零售商运输	0.008	0	0.008
人工	0	0.1	0
损耗	0.06	0.128	0.06
<b>销售成本</b>	<b>3.2293</b>	<b>3.4613</b>	<b>3.2293</b>
<b>销售单价</b>	<b>4.3</b>	<b>4.8</b>	<b>4.3</b>

资料来源：《不同流通模式下农产品成本与利润研究——以临沂市韭菜产业为例》吕静等，德邦研究所

根据《不同流通模式下农产品成本与利润研究——以临沂市韭菜产业为例》吕静等，不同流通模式下的山东临沂韭菜流通成本的具体项目如下：

(1) “农户-收购商-零售商-消费者”模式：每个商贩每天能收购 3000 斤韭菜，商贩收购价格为 2.2 元/斤，每个零售商每天能卖出 50 斤韭菜，销售价格为 3 元/斤；韭菜的平均损耗率为 2%。装韭菜的竹筐平均能装载 150 斤韭菜，一个竹筐 30 元，可用 2 年，一年约有 100 天用来收购韭菜；封装韭菜的塑料袋 200 元，可用于整个季度，即韭菜的装载费用为 0.0017 元/斤；一伙收购商每日能收购 3000 斤，往返消耗燃油 50 元；一辆运输货车 8 万元，使用年限为 12 年，则运输费用为 0.0389 元/斤；进出批发市场费用每日 40 元，农贸市场进出费为 0.0133 元/斤；摊位租金：每平方 6 元每天，一个摊位约 30 平方，韭菜销售额占蔬菜总销售额的 4%，摊位费为 0.144 元/斤；市场水电费、物业管理费等费用一个月 200 元，水电物业费为 0.0053 元/斤；装菜的透明塑料袋平均每天用 200 个，共计 15 元，则塑料袋费用为 0.012 元/斤；使用机动三轮车运输，每天 10 元，则运输费用为 0.008 元/斤。

(2) “农户-收购商-超市-消费者”模式：超市的花费项目要远远多于农贸市场，除去购买成本，超市的建设成本和人员成本要远远高于“农户-收购商-零售商-消费者”模式。超市每天收购的韭菜约 80 斤，超市收购韭菜的价格为 3.2 元/斤，韭菜损耗率为 4%；摊位费用，按临沂市同类超市的费用核算后平均为每天 11.3 元，则摊位费用为 0.0042 元/斤；人工成本，超市的人工费用为每人每月 2000 元左右，所调研超市的蔬菜生鲜区需要 3-5 个工人，按 4 个人工计算，韭菜销售额占超市蔬菜生鲜销售总额的 3%，人工费用为 0.1 元/斤；超市照明和制冷费用构成了水电费，平均每天 2.33 元，平均水电费用为 0.0291 元/斤。

(3) “农户-零售商-消费者”模式：韭菜的收割、成捆、装载、运输，都是由农户来完成。农户自己充当收购商，少去了收购环节的流通成本，农户的花费和利润有所变化，具体项目如下：农户平均一次卖掉 500 斤韭菜，农贸市场零售商的收购单价为 3 元；往返批发市场的燃油费为 35 元，运输费用为 0.07 元/斤；批发市场收取管理费 10 元。

表 11：不同流通模式下的山东临沂韭菜流通利润（元/斤/年）

流通模式	农户利润	中间商利润	销售利润	总利润
“农户-收购商-零售商-消费者”模式	1.856	0.7461	1.0707	3.6728
“农户-收购商-超市-消费者”模式	1.856	0.9594	1.3387	4.1541
“农户-零售商-消费者”模式	2.566	-	1.0707	3.6367

资料来源：《不同流通模式下农产品成本与利润研究——以临沂市韭菜产业为例》吕静等，德邦研究所

综合来看，社区电商所倡导的愿景与“农户-零售商-消费者”模式接近，前者主张平台（渠道方）向上游延伸，通过自建供应链优化原有中间商的流通效率，降低整体成本，“农户-零售商-消费者”模式则要求农户自行承担部分渠道商职责，在农户资金有限的情况下，实施难度较大。**社区电商模式下我们假设零售商替代中间商后不增加利润，即把中间商利润让利给消费者，这一假设下韭菜流通成本下行空间达 17.35%。**

流通成本下行空间对应社区电商平台毛利率提升空间与价格补贴空间，考虑当前社区团购平台生鲜占比 20%~50%，成本优化空间实际值应低于 17.35%（由于流通环节部分外包情况下仍有盈利要求等），我们认为当前对应的毛利率提升空间与价格补贴空间之和在 2.92%~9.92%之间，远期随着仓储物流自建比例提升，成本端压力有望缓解，社区电商平台的 UE 模型将逐步升级，但整合上游渠道商的时间仍需一定时间。

表 12：社区电商生鲜占比及成本优化空间敏感性分析

		成本优化空间（%）							
		2.68%	4.68%	6.68%	8.68%	10.68%	12.68%	14.68%	16.68%
生鲜商品 占比 （%）	10%	3.11%	3.31%	3.51%	3.71%	3.91%	4.11%	4.31%	4.51%
	20%	3.06%	3.46%	3.86%	4.26%	4.66%	5.06%	5.46%	5.86%
	30%	3.01%	3.61%	4.21%	4.81%	5.41%	6.01%	6.61%	7.21%
	40%	2.97%	3.77%	4.57%	5.37%	6.17%	6.97%	7.77%	8.57%
	50%	2.92%	3.92%	4.92%	5.92%	6.92%	7.92%	8.92%	9.92%
	60%	2.87%	4.07%	5.27%	6.47%	7.67%	8.87%	10.07%	11.27%
	70%	2.82%	4.22%	5.62%	7.02%	8.42%	9.82%	11.22%	12.62%
	80%	2.77%	4.37%	5.97%	7.57%	9.17%	10.77%	12.37%	13.97%
	90%	2.72%	4.52%	6.32%	8.12%	9.92%	11.72%	13.52%	15.32%

资料来源：德邦研究所测算

## 4. 风险提示

市场竞争加剧，业务拓展不及预期，政策监管趋严。

# 信息披露

## 分析师与联系人简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

崔世峰，南京大学硕士，曾任职于东吴证券传媒互联网组，2019 及 2020 年新财富第二团队成员；曾任职于浙商基金权益投资部。

许悦，南洋理工大学硕士，2021 年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级	买入		相对强于市场表现 20%以上；
	增持		相对强于市场表现 5%~20%；
	中性		相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持		相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市		预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性		预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市		预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。