

## 港股科技&新消费

2022年12月13日

## 电商行业步入质量增长期，核心能力主导长期趋势

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

吴柳燕（分析师）

肖杰（联系人）

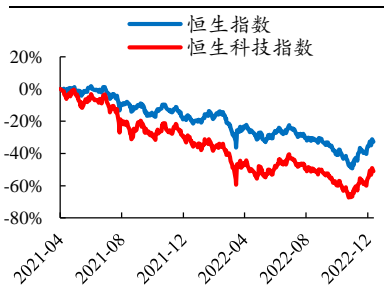
wuliuyan@kysec.cn

xiaojie@kysec.cn

证书编号：S0790521110001

证书编号：S0790122030028

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《基本面筑底回升，便是港股的春天——港股行业投资策略》-2022.12.5

### ● “降本增效”成为主流趋势，看好通过主业升级带动的利润率提升路径

从电商行业的发展趋势来看，我们认为“收入降速、重视利润”将成为行业发展主要方向，主要考虑到：(1) 各主流平台在经历高投入阶段后均成功完成了下沉，国内电商用户覆盖率基本见顶；(2) 消费疲弱预计短期内难见反转，将对行业整体 ARPU 增速形成压制。从优化路径来看，不同平台现阶段能力的差异性导致短期内利润改善的路径并不一致（费用优化、成本优化、收入优化），考虑到流量平台的兴起迭代是影响行业未来竞争格局的关键变量，我们更看好通过主业升级优化收入结构、形成宽护城河，进而带动利润率提升的路径。展望未来，我们认为短期内政策面或已见底，京东作为此前受到“二选一”影响的平台有望持续受益，美团面临的潜在压力相对可控，后疫情时代餐饮外卖和近场电商有望展现高韧性。

### ● 美团：核心本地商业强韧，盈利能力有望持续提升

公司为本地生活的龙头公司，其核心优势来自多年来所建立起的消费者心智。我们当前看好该优势主要基于：(1) 本地生活线上化率仍有明显提升空间，公司作为行业龙头有望率先受益；(2) 公司对商家资源以及骑手的管理能力短期内难以被复制，市场优势稳固，成长确定性强；(3) 公司核心业务当前已进入成熟变现期，后续规模效应与变现率的持续优化有望加速利润释放。公司截至 2022 年 12 月 6 日股价对应 2022-2024 年经调整 PE 分别为 276.4/87.0/30.6 倍，考虑到本地生活行业赛道仍然具备线上化红利，公司业务壁垒稳固，维持“买入”评级。

### ● 京东：供应链优势稳固，长期盈利潜力可期

公司的核心竞争力在于通过持续重资产投入打造的供应链能力，该优势不仅保证了 C 端用户的粘性，为品类扩张提供时间窗口，也有利于打开 B 端市场的服务空间。公司零售业务目前正显露出品类改善的趋势，物流业务也加速迈入投资变现期，短期内盈利能力边际改善的趋势较为明显。我们预计公司 2022-2024 年经调整 PE 分别为 25.2/18.5/14.5 倍（截至 2022 年 12 月 6 日），维持“买入”评级。

### ● 拼多多：迈向盈利改善新阶段，由规模扩张转向差异化竞争

公司目前在国内已基本完成用户数的全覆盖，在用户数和消费频次两个维度展现出了较强的竞争力，平台的低价生态得到了消费者的认可。从收入端看，在短期消费复苏乏力的背景下，平台价值有望进一步突显，有利于整体变现效率的继续提升，且目前品牌商品消费与品牌商家基数较低，短期内改善确定性强；从利润端看，主站与多多买菜商业模式的日趋成熟有望使得经营效率进一步优化。长期来看，我们仍然认为公司在农产品类目的差异化定位是决定其长期利润空间的关键因素。我们预计公司 2022-2024 年经调整 PE 分别为 24.0/22.2/17.7 倍（截至 2022 年 12 月 6 日），维持“买入”评级。

● **风险提示：**宏观经济和疫情的不确定性，政策和监管不确定性，行业竞争加剧。

## 目 录

1、 电商行业：用户红利已尽，行业步入质量增长期 .....	4
1.1、 用户：国内市场红利已尽，出海成为必经之路.....	4
1.1.1、 国内市场用户红利期一去不复返 .....	4
1.1.2、 海外市场“用户红利”与“工具红利”并存 .....	5
1.1.3、 京东用户增速短期放缓有利于长期效率提升.....	5
1.2、 ARPU：短期整体增速受到压制，结构性竞争加剧.....	6
1.3、 降本增效成为主流趋势：行业由规模扩张转向质量发展.....	7
1.3.1、 费用优化：保证用户粘性是收缩营销费用的前提.....	8
1.3.2、 成本优化：依靠有效的规模效应实现成本降低.....	9
1.3.3、 收入优化：收入结构优化带动利润率提升.....	10
1.4、 竞争格局：短期趋于缓和，流量平台成为长期关键变量.....	10
1.4.1、 线上消费迁移门槛降低，流量平台成为长期影响变量.....	10
1.4.2、 直播电商短期受限于产品形式，看好宽护城河公司长期发展.....	11
1.5、 展望未来：政策面转好， .....	12
1.5.1、 政策面或已见底 .....	12
1.5.2、 美团面临的潜在压力相对可控 .....	13
1.5.3、 后疫情时代餐饮外卖和近场电商有望展现高韧性.....	14
2、 重点公司：核心优势保障长期发展 .....	14
2.1、 美团：核心本地商业强韧，盈利能力有望持续提升.....	14
2.1.1、 持续受益于本地生活线上化率提升.....	15
2.1.2、 核心业务变现能力稳定，新业务亏损继续收窄.....	16
2.2、 京东：供应链优势稳固，长期盈利潜力可期.....	17
2.2.1、 零售业务品类稳步扩张，物流业务扭亏为盈.....	18
2.3、 拼多多：迈向盈利改善新阶段，由规模扩张转向差异化竞争.....	19
2.3.1、 广告变现效率有望继续维持，营销费用短期预计承压.....	20
2.4、 阿里巴巴：全方位布局，从流量驱动迈向高质量增长.....	21
2.4.1、 用户心智成熟，加速全场景电商布局.....	22
2.4.2、 云计算需求仍在，资本及技术优势下仍存增长空间.....	22
3、 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1： 2018-2020 年用户线上化率加速提升 .....	4
图 2： 2018 年开始主要电商平台的用户数开始加速增长.....	4
图 3： 2015 年拼多多成立时行业依然存在用户红利 .....	5
图 4： 阿里早期渗透率遥遥领先其他垂类平台 .....	5
图 5： 拼多多于 2020Q4 用户数反超京东 .....	5
图 6： 预计京东 2022-2025 年用户增长 CAGR 为 5%.....	6
图 7： 京东目前的品类销售额结构更偏向于垂直类电商.....	6
图 8： 2022 年 1-7 月社零名义同比增速为-0.2% .....	6
图 9： 阿里 ARPU 明显高于其他平台.....	7
图 10： 京东 3C 家电商品收入占比持续下降.....	7

图 11: 京东和美团新业务收入增速快速下降.....	7
图 12: 京东和美团新业务亏损率快速优化.....	7
图 13: 行业后续可能存在的利润改善路径.....	8
图 14: 拼多多营销费用率明显高于行业平均水平.....	8
图 15: 拼多多国内业务营销费率拆分测算.....	9
图 16: 预计 2024 年闪购单量占总单量比例超过 10%.....	9
图 17: 2022Q1 核心本地商业单均配送成本较外卖单均配送成本下降 0.2 元.....	9
图 18: 预计平台型电商货币化率短期提升空间有限.....	10
图 19: 京东物流收入占比和利润率均呈现提升趋势.....	10
图 20: 2022 年 Q3 短视频的时长占比超过 1/3.....	11
图 21: 内容消费刚性远大于商品消费, 对消费行为的传导路径具有特殊性.....	11
图 22: 2021 年直播电商约占行业总规模 10%.....	12
图 23: 摆脱内容依赖, 短视频平台在向传统电商产品迁移过程中受限明显.....	12
图 24: 政策态度整体转向积极.....	13
图 25: 1997 年金融危机与 2020 年疫情日本外卖市场渗透率加速提升.....	14
图 26: 提频仍是拼多多 GMV 目前主要的增长动力.....	14
图 27: 2022-2025 年公司外卖单量 CAGR 预计将达到 22%.....	15
图 28: 预计闪购 2025 年日均单量突破 1000 万单.....	16
图 29: 自 2022Q1 起公司利润率加速改善.....	17
图 30: 预计 2025 年公司新业务扭亏为盈.....	17
图 31: 2022Q3 京东物流收入占比升至 14.7%.....	17
图 32: 2022Q3 公司零售业务利润率同比提升 1.2pct 至 5.2%.....	19
图 33: 2022Q3 公司物流业务经营利润率同比上升 3.5pct 至 0.7%.....	19
图 34: 高用户数与强用户粘性是公司目前的核心优势体现.....	20
图 35: 2022Q3 公司广告收入同比增长 58%.....	21
图 36: 2022Q3 公司经调整利润率提升至 35%.....	21
图 37: 公司 2021 财年零售市场 GMV 达到 7.5 万亿元.....	21
图 38: 阿里用户增长分布相对均衡.....	22
图 39: 公司布局远、中、近场全面商业服务.....	22
图 40: 2021H2 阿里公有云市占率达 36.7%.....	23
图 41: 阿里云 2022 财年收入同比增长 23%至 745.7 亿元.....	23
图 42: 阿里云 2022 财年轻调整 EBITA 利润率转正至 1.5%.....	23
表 1: 2025 年社保和抽佣影响对外卖单均盈利弹性测算.....	13
表 2: 美团外卖业务面临的部分政策指导及落实情况.....	13
表 3: 美团盈利预测及估值表.....	15
表 4: 本地生活的线上化率仍有较大的提升空间.....	16
表 5: 京东集团盈利预测及估值表.....	18
表 6: 2015-2021 年公司累计资本支出高达 857 亿元.....	18
表 7: 截至 2021 年底, 公司共拥有 32.5 万名与采购、仓储、配送相关的员工.....	18
表 8: 拼多多盈利预测及估值表.....	20
表 9: 阿里巴巴盈利预测及估值表.....	22

## 1、电商行业：用户红利已尽，行业步入质量增长期

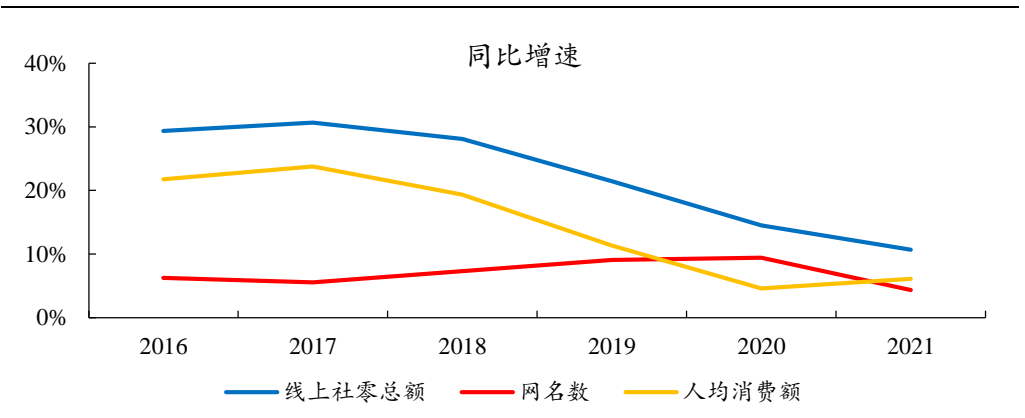
### 1.1、用户：国内市场红利已尽，出海成为必经之路

#### 1.1.1、国内市场用户红利期一去不复返

2021年我国社零总额为44.1万亿元，近5年CAGR为6.9%，其中网上实物商品零售额为10.8万亿，近5年CAGR为20.8%，社零线上渗透率由2016年的13%提升至25%。从线上社零增长的驱动力来看，2018年开始用户数增长的贡献度逐渐提升，我们认为主要系自拼多多兴起以来，各平台均积极利用社交裂变、社区团购等新商业模式抢滩下沉市场，加速了下沉市场的用户开发。

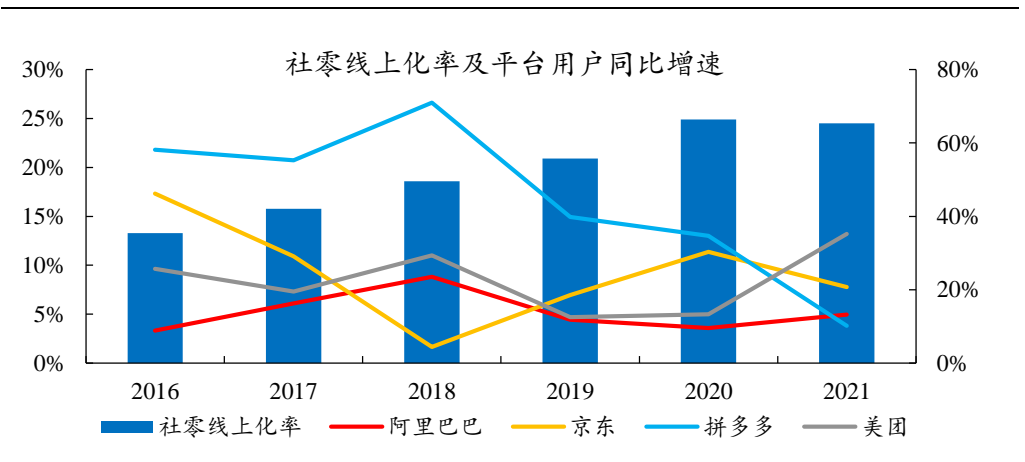
2018-2021年阿里/京东/拼多多/美团分别新增用户2.5/2.6/4.5/2.9亿，除拼多多成立时间较晚外，其余平台新增用户数基本相同，表明各主流平台在经历高投入阶段后均成功完成了下沉。截至2021年底，阿里/京东/拼多多/美团用户数分别达到8.8/5.7/8.7/6.9亿，阿里和拼多多的用户数已接近全国网民总数（根据CNNIC，2021年底全国网民数为10.3亿），体现出下沉市场的用户红利基本消耗殆尽，国内电商用户覆盖率基本见顶。

图1：2018-2020年用户线上化率加速提升



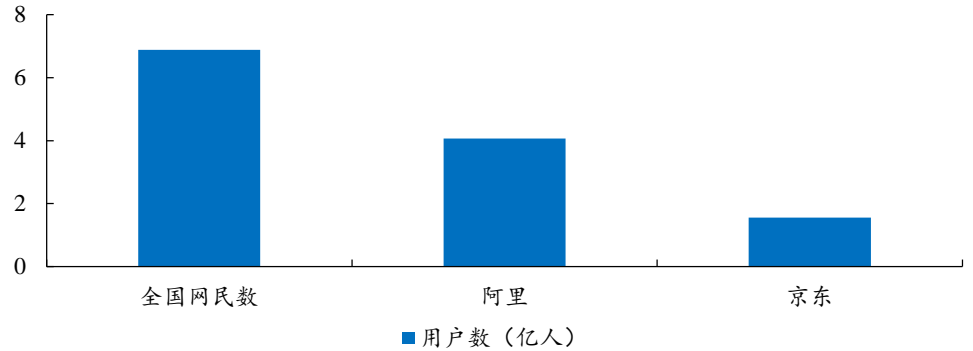
数据来源：国家统计局、CNNIC、开源证券研究所

图2：2018年开始主要电商平台的用户数开始加速增长



数据来源：国家统计局、公司公告、开源证券研究所

图3：2015年拼多多成立时行业依然存在用户红利



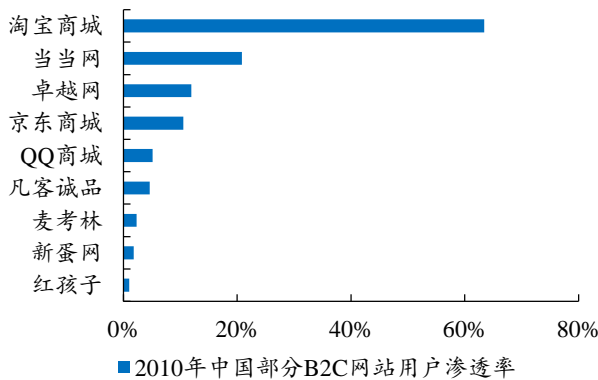
数据来源：CNNIC、公司公告、开源证券研究所

### 1.1.2、海外市场“用户红利”与“工具红利”并存

阿里作为成立时间较早的综合型电商平台，早期同时享受到“用户红利”和“工具红利”，渗透速度明显高于同期其他垂类平台；拼多多虽然成立时间晚，但依靠社交裂变等新玩法使其具有创新型的“工具优势”，彼时互联网环境已相对成熟且下沉市场依然具有“用户红利”，因此用户曲线斜率更高，并最终在2020年底反超京东。

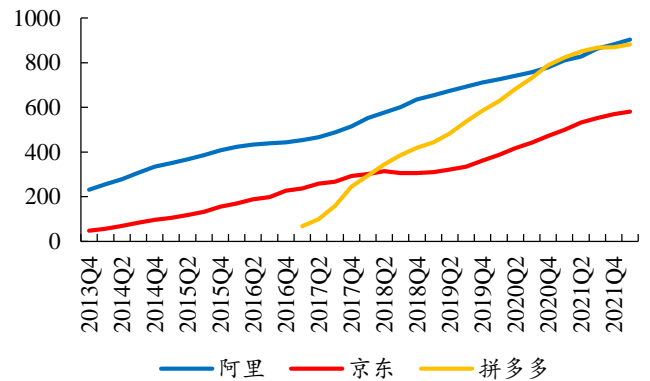
阿里和拼多多目前已基本完成了国内的用户渗透，海外市场成为获取新增用户的重要方向。我们认为现阶段海外市场在“用户红利”（如东南亚市场：人数多、人均时长长）和“工具红利”（TikTok 等新媒体带来的营销机会）上依然存在结构性机会，预计海外业务将迅速取代下沉市场成为阿里和拼多多新增用户的重要来源。

图4：阿里早期渗透率遥遥领先其他垂类平台



数据来源：CNNIC、开源证券研究所

图5：拼多多于2020Q4用户数反超京东



数据来源：公司公告、开源证券研究所

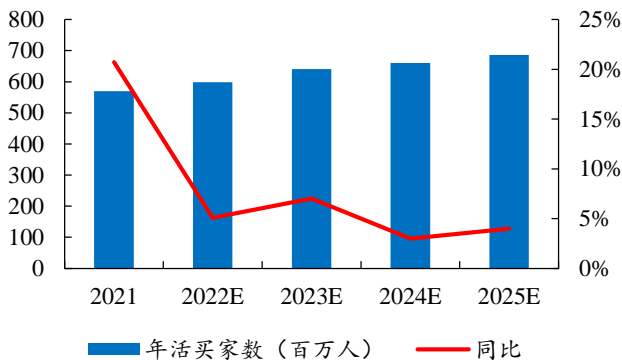
### 1.1.3、京东用户增速短期放缓有利于长期效率提升

京东早期“工具优势”并不突出，未来在国内市场尚存用户增长空间。考虑到依靠差异化服务的平台实现用户增长并不会一蹴而就，公司在经过下沉市场红利期后用户增速短期内放缓属于正常现象，不应被视为明显的负面信号。

京东传统核心用户集中在一二线城市，目前在用户和供应链基础设施上都完成了下沉，我们认为：(1)短期来看，公司目前品类结构更偏向于垂直类电商，在服饰、鞋包等品类的供给能力尚显不足，限制了 ARPU 提升，新增用户对 GMV 和收入的

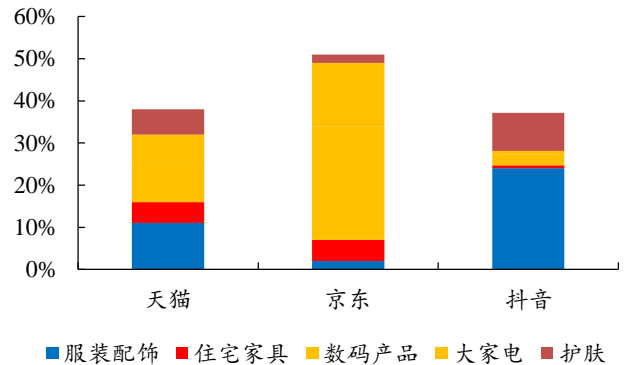
贡献相对较弱；(2) 长期来看，预计公司的供应链差异化优势在下沉市场仍将维持，待供给侧逐渐优化后用户增长的效率将得到更加明显的释放。

图6：预计京东 2022-2025 年用户增长 CAGR 为 5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：京东目前的品类销售额结构更偏向于垂直类电商



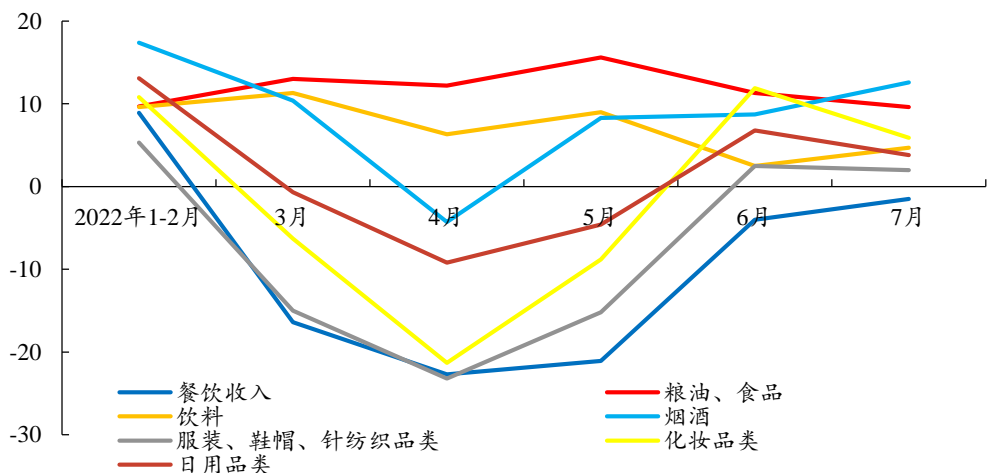
数据来源：久谦中台、开源证券研究所（注：品类销售额占比为 2022Q2 数据）

## 1.2、ARPU：短期整体增速受到压制，结构性竞争加剧

消费疲弱是当前影响行业增速的主旋律，预计短期内难见反转，将对行业整体 ARPU 增速形成压制。

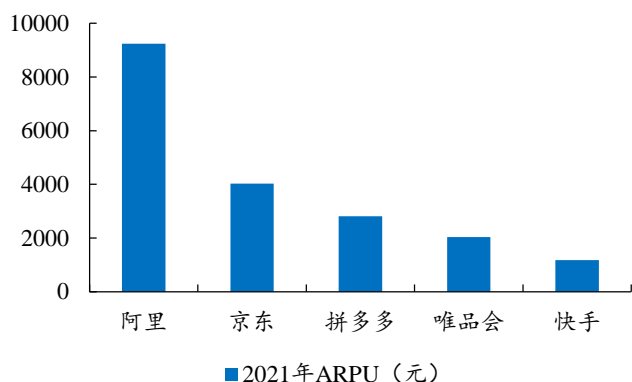
我们认为当前环境下线上消费大盘存量竞争因素加重，京东、拼多多以及直播电商对消费心智的侵蚀会影响到阿里的“用户钱包份额”：(1) 阿里用户基数大，ARPU 已较为接近线上消费大盘平均水平，预计短期内 ARPU 下行压力较大；(2) 京东的 3C 家电等高客单商品对 ARPU 贡献较大，短期内需求受到明显压制，且大量新增下沉用户 ARPU 偏低，但考虑到平台品类仍在持续扩张，有利于消费需求进一步迁移，预计 ARPU 将维持中个位数增长；(3) 拼多多 ARPU 基数较低，预计随着百亿补贴 GMV 以及品牌商品 GMV 占比提升，ARPU 增速将高于行业平均水平。

图8：2022 年 1-7 月社零名义同比增速为-0.2%



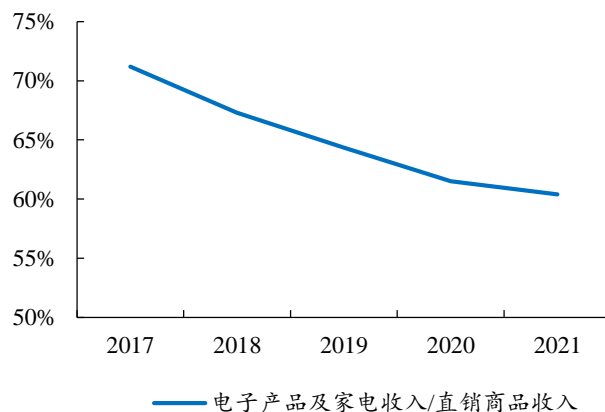
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图9：阿里 ARPU 明显高于其他平台



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：阿里为财年数据）

图10：京东 3C 家电商品收入占比持续下降



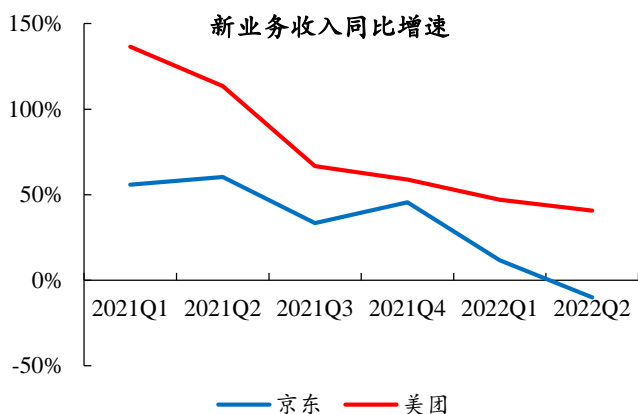
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、降本增效成为主流趋势：行业由规模扩张转向质量发展

2021 年 Q3 起，行业内主要公司均在亏损较大的新业务上开始收缩，盈利逐渐企稳，我们认为当前合理的战略收缩有利于行业长期健康发展：(1) 各平台已经完成了下沉市场的跑马圈地争夺，短期内实现了自身能力范围内的新增用户积累；(2) 新增用户的边际贡献与忠诚度相对较低，提升已有用户粘性经济性更佳。

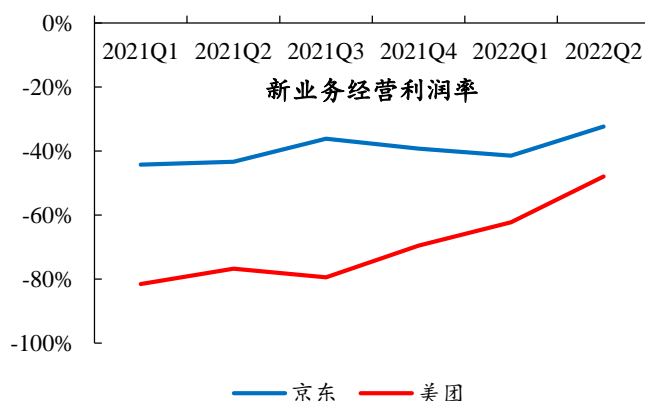
展望未来，我们认为“收入降速、重视利润”将成为行业发展主要方向，利润的改善路径大致可分为三类：(1) 保证用户粘性的前提下优化营销费用率（费用优化）；(2) 拓展其他场景的线上业务实现规模与协同效应（成本优化）；(3) 依托已有基础向高毛利品类或服务进化（收入优化）。

图11：京东和美团新业务收入增速快速下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：美团 2022Q2 数据为新口径下同比增速）

图12：京东和美团新业务亏损率快速优化



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：美团 2022Q2 数据为新口径下亏损率）

图13：行业后续可能存在的利润改善路径



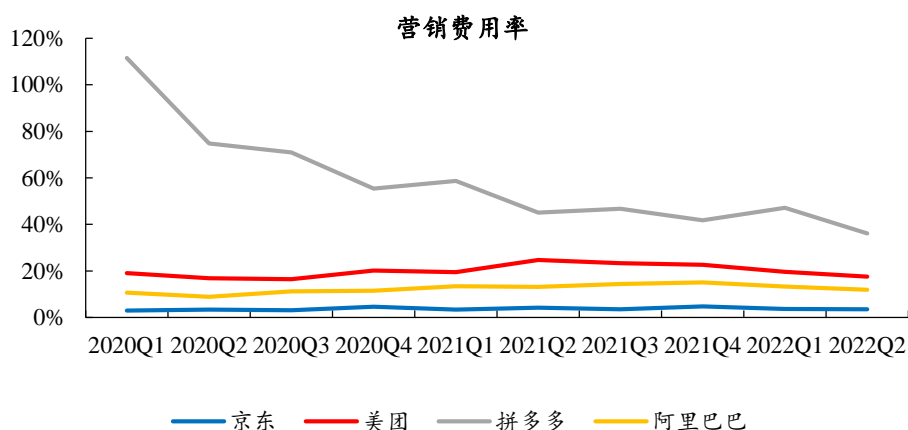
资料来源：开源证券研究所

### 1.3.1、费用优化：保证用户粘性是收缩营销费用的前提

我们认为优化营销费用依然是行业内短期降本增效的首选和必选项：(1) 对拼多多、京东以及美团等处于利润率提升阶段的公司，费用率的优化将为其主营业务利润释放带来更高的弹性；(2) 对阿里等商业模式已较为成熟的公司，费用率的明显优化有可能进一步恶化其竞争环境，对公司收入端产生负面影响。

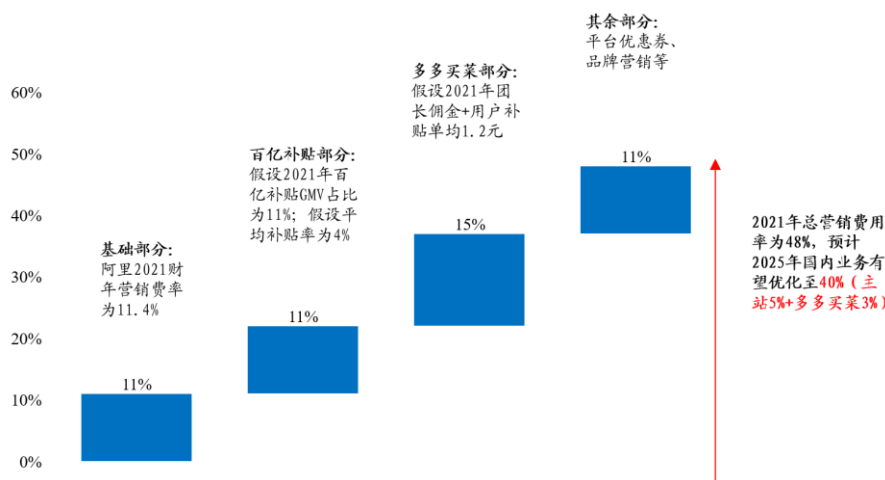
具体来看：(1) 拼多多因其商业模式的特殊性营销费率显著高于行业内其他公司，短期内预计跨境业务会增加公司营销支出，长期来看，待用户心智进一步成熟后，国内业务营销费用率 2025 年有望优化至 40%；(2) 京东在用户补贴上较为克制，营销费用率长期稳定在较低的水平，且后期依然面临用户增长问题，预计营销费用率优化空间有限；(3) 美团在外卖赛道的竞争优势已逐渐稳固、核心用户群体忠诚度高，未来在用户补贴上优化的确定性更强。

图14：拼多多营销费用率明显高于行业平均水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15: 拼多多国内业务营销费率拆分测算



数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 除2021年总营销费率外, 其余数据均为开源海外团队预测)

### 1.3.2、成本优化: 依靠有效的规模效应实现成本降低

我们认为成本优化的核心是通过规模效应对与主业相关的资源产生复用, 现阶段更适用于美团: (1) 美团通过向零售业务扩张, 增加了非餐及时配送单量, 对骑手资源复用可行性较强, 我们预计2022Q1外卖和闪购的总共单均配送成本较外卖单均配送成本优化了0.2元; (2) 2021年美团外卖骑手成本约占外卖总收入71%, 重商业模式下成本端的优化有利于主业利润加速释放。

对于其他公司而言: (1) 阿里和拼多多属于平台型商业模式, 此处讨论的规模效应对优化成本的传导路径并不适用; (2) 京东虽然也在积极布局即时零售赛道, 但我们认为该业务的核心在于最后一公里履约环节, 对京东物流的骑手资源复用相对有限, 并不能形成明显的成本优化效果。

图16: 预计2024年闪购单量占总单量比例超过10%

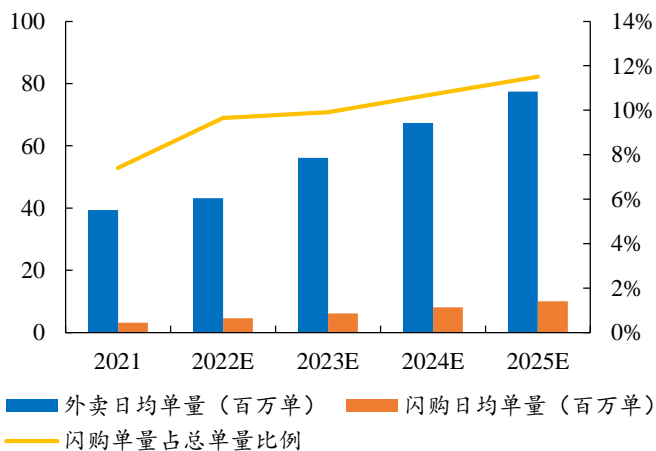
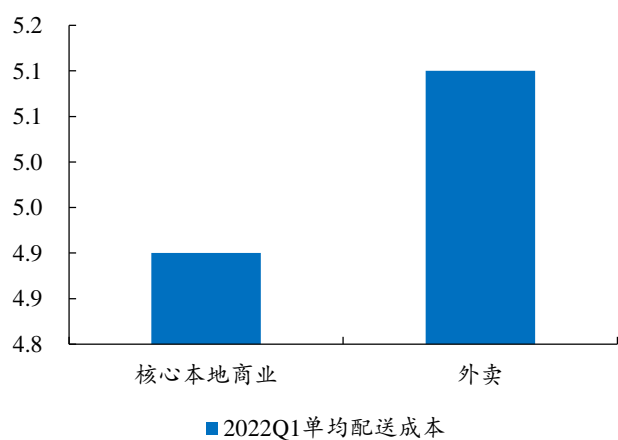


图17: 2022Q1核心本地商业单均配送成本较外卖单均配送成本下降0.2元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 核心本地商业单均配送成本为预测数据)

### 1.3.3、收入优化：收入结构优化带动利润率提升

我们认为收入结构优化需要公司实现商业模式的迭代升级，转型周期更长，可优化空间也更大：(1) 对于依赖广告收入的阿里和拼多多，收入结构的优化依托于流量变现率的提升，更高的广告货币化率有望从收入端实现整体利润率的提升；(2) 对于商品收入占比较高的京东，一方面零售业务向高毛利品类扩张尚存空间，另一方面京东物流带来的企业服务收入也有利于长期利润空间的提升；(3) 对于配送服务收入占比较高的美团，未来广告、软件服务收入占比的提升也有利于优化外卖业务整体利润率。

图18：预计平台型电商货币化率短期提升空间有限

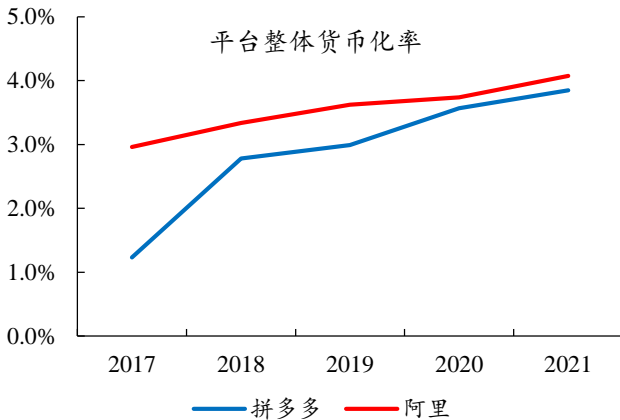
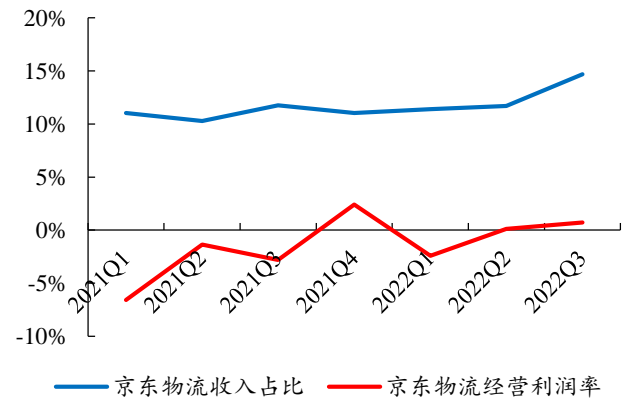


图19：京东物流收入占比和利润率均呈现提升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：阿里为财年数据，且2021财年因口径变更为预测数据）

数据来源：公司公告、开源证券研究所

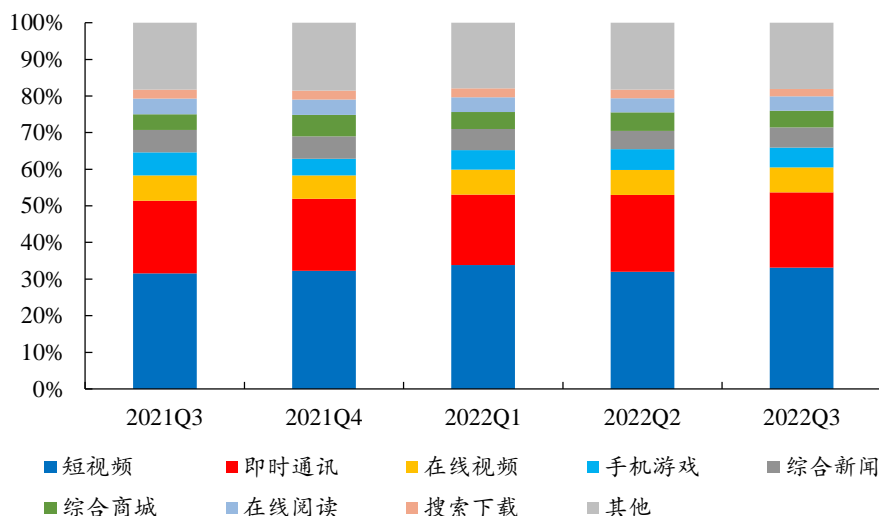
## 1.4、竞争格局：短期趋于缓和，流量平台成为长期关键变量

### 1.4.1、线上消费迁移门槛降低，流量平台成为长期影响变量

电商的本质是消费行为线上化：从需求端看，根据CNNIC，国内网民人均上网时长2021年底已达到28.5小时/周，国内居民对数字生活的接受度日趋成熟；从供给端看，电商行业的基础设施已较为完备，线上平台转型电商业务的成本明显降低。

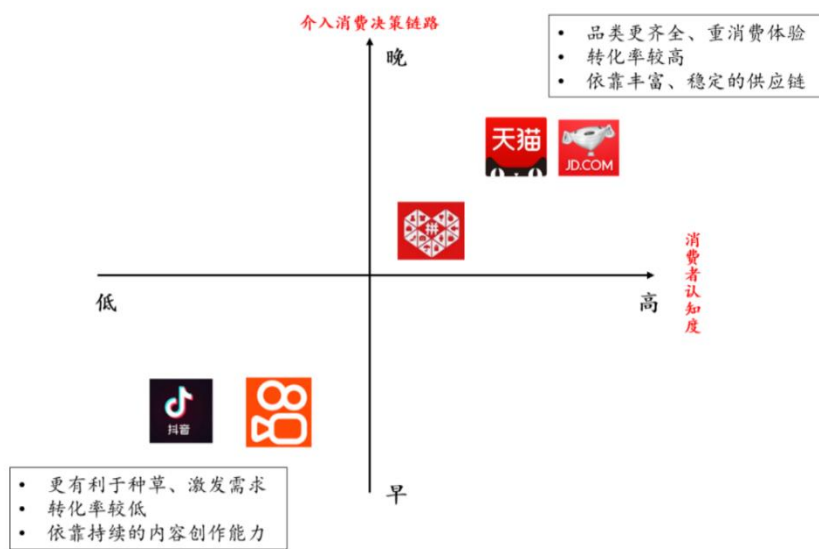
月狐数据显示，2022年Q1短视频时长占比已提升至33.8%，尽管各主流电商平台均在内容产品上有所布局，但我们认为内容平台对用户的消费影响路径与传统平台并不一致，其对用户线上时长的占据最终会映射到对消费习惯的影响。长期来看，流量平台的兴起迭代是大势所趋，也将是影响行业未来竞争格局的关键变量。

图20：2022年Q3短视频的时长占比超过1/3



资料来源：月狐 iAPP、开源证券研究所

图21：内容消费刚性远大于商品消费，对消费行为的传导路径具有特殊性



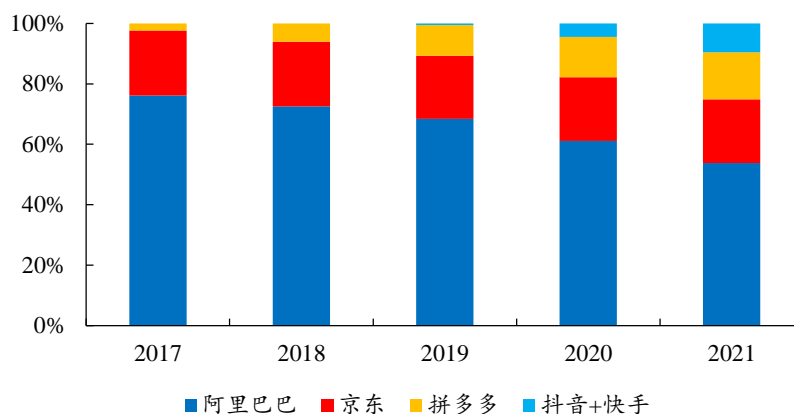
资料来源：LatePost、开源证券研究所

### 1.4.2、直播电商短期受限于产品形式，看好宽护城河公司长期发展

直播电商 GMV 在 2019-2021 年 CAGR 高达 398%，2021 年市占率约为 10%。短期内，我们认为直播电商仍将受限于：(1) 产品形式不利于品类持续扩张和消费者粘性形成；(2) 服饰、美妆个护品类占比相对集中，受消费环境影响弹性更大。

当前短视频平台在物流供应链、外卖等模式较重的领域均选择与传统玩家进行合作。长期来看，我们认为在业务布局上兼具 2C 和 2B 能力且商业模式较重的公司在与流量平台的竞争中具有核心优势，有利于在面临环境变化时做出更为合理的商业决策。

图22：2021年直播电商约占行业总规模10%



数据来源：公司公告、36氪、开源证券研究所

图23：摆脱内容依赖，短视频平台在向传统电商产品迁移过程中受限明显



资料来源：抖音 APP、快手 APP、开源证券研究所

## 1.5、展望未来：政策面转好，

### 1.5.1、政策面或已见底

自2020年底国家推动平台反垄断治理以来，主要互联网企业均完成了相关整改，目前整体政策基调已逐渐切换为鼓励发展，互联网公司驱动经济发展的重要性再次凸显。

对于实物电商，政策的关注度更多集中在市场秩序和商品合规等问题，影响可视觉度较为清晰。京东作为此前受到“二选一”影响的平台，2022Q2新增商家数量同比增长40%，我们预计第三方商家的回流将有利于平台上服饰、美妆、家纺等品类资源的进一步丰富，成为利好平台长期发展的重要因素。

**图24：政策态度整体转向积极**
**政策态度：强化、防止→加强、改进→促进、出台支持**

2020年12月政治局会议	2021年4月政治局会议	2021年7月政治局会议	2021年12月政治局会议	2022年4月政治局会议
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>强化反垄断和防止资本无序扩张</b>。反垄断、反不正当竞争，是完善社会主义市场经济体制、推动高质量发展的内在要求。……要加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为。</li> <li>➢ 大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 引领产业优化升级，强化国家战略科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化。</li> <li>➢ <b>加强和改进</b>平台经济监管，促进公平竞争。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系。</li> <li>➢ <b>完善</b>企业境外上市监管制度</li> <li>➢ <b>改进</b>对灵活就业人员的劳动者权益保障。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 科技政策要加快落地，继续抓好关键核心技术攻关，强化国家战略科技力量，<b>强化企业创新主体地位</b>，实现科技产业、金融良性循环。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 要<b>促进</b>平台经济健康发展，完成平台经济转向整改，实施常态化监管，出台<b>支持</b>平台经济规范健康发展的具体措施。</li> </ul>

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

### 1.5.2、美团面临的潜在压力相对可控

中期维度看美团在骑手商保社保以及商家抽佣上面临潜在压力：假设2025年外卖客单价为52.4元（2021-2025年CAGR为1.7%），平台社保成本为0.3元/单，我们预计极端情况下（社保覆盖90%单量且抽佣率下调至4.9%）2025年整体单均盈利影响约为0.75元。

我们认为该潜在风险对美团的影响仍在可控范围内，主要考虑到：（1）单均补贴长期来看仍存在0.4-0.5元的优化空间；（2）随着骑手福利增加带来的社会正面影响，平台有望通过提高配送费向消费者进行成本传导。

**表1：2025年社保和抽佣影响对外卖单均盈利弹性测算**

单均盈利影响（元）	平台佣金货币化率					
	5.9%	5.7%	5.5%	5.3%	5.1%	4.9%
15%	0.00	-0.10	-0.21	-0.31	-0.42	-0.52
30%	-0.05	-0.15	-0.25	-0.36	-0.46	-0.57
社保覆盖总单量占比						
45%	-0.09	-0.19	-0.30	-0.40	-0.51	-0.61
60%	-0.14	-0.24	-0.34	-0.45	-0.55	-0.66
75%	-0.18	-0.28	-0.39	-0.49	-0.60	-0.70
90%	-0.23	-0.33	-0.43	-0.54	-0.64	-0.75

数据来源：开源证券研究所（注：以2025年5.9%的抽佣率和15%的社保覆盖率为基本假设）

**表2：美团外卖业务面临的部分政策指导及落实情况**

政策/行政指导	时间	内容	关键词	针对业务	公司落实	落实进度
2021 国务院政府工作报告	2021/3/5	提出”引导平台企业合理降低商户服务费“			一刀切式费率向阶梯费率转变，平台费率趋于透明化，差异化	已部分落实
加快培育新型消费实施方案	2021/3/25	1、降低平台交易和支付成本。 2、维护新职业从业人员劳动保障权益。兜牢劳动报酬、劳动时间、劳动安全、社会保险等权益底线。	佣金明晰	外卖	收费标准，三公里内订单降费明显，远距离费率提升。	2021/5/4

关于维护新业态劳动者劳动保障权益的指导意见	2021/7/6	1、规范用工，明确劳动者权益保障责任。2、健全制度，补齐劳动者权益保障短板。完善基本养老保险、医疗保险相关政策，组织开展平台灵活就业人员职业伤害保障试点。	社保商保	外卖	美团根据国家要求逐步落实骑手的职业伤害保险和社保。	逐步落实中
关于落实网络餐饮平台责任切实维护外卖送餐员权益的指导意见	2021/7/26	1、保障劳动收入方面，适当放宽配送时限。2、保障劳动安全方面，完善平台订单分派机制				

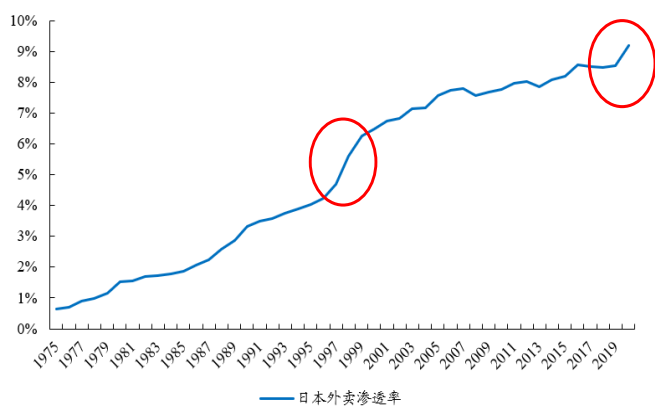
资料来源：国务院、发改委、人社部、市场监管总局、36氪、开源证券研究所

### 1.5.3、后疫情时代餐饮外卖和近场电商有望展现高韧性

疫情影响下消费需求以及供应链稳定都受到了较大的负面冲击，相比之下，餐饮外卖及近场电商业务表现更具备韧性：(1) 餐饮外卖兼具必须性和服务性，用户一旦形成习惯后粘性较强且价格敏感度偏低，预计在供给端不受影响的前提下将体现出较强的需求刚性；(2) 近场电商主要依赖本地供应链，对疫情造成的供应链不确定性有一定的免疫能力。

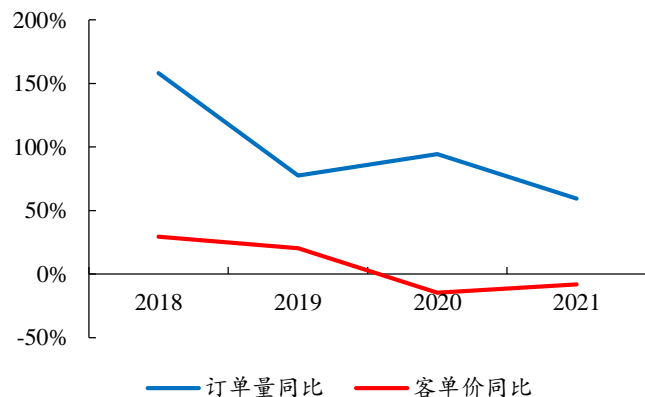
拼多多作为承接消费者高性价比商品需求的平台，在消费力疲软环境下平台价值有望加速凸显。短期来看，频次的提升是目前 GMV 增长的核心驱动力，但增长空间有限；长期来看，能否顺势完成消费者心智的转化、实现客单价的突破将成为关键因素。

图25：1997 年金融危机与 2020 年疫情日本外卖市场渗透率加速提升



数据来源：日本外食协会、开源证券研究所（注：依据日本外食协会官方定义，此处外卖渗透率=（广义外食-狭义外食）/（内食+外食））

图26：提频仍是拼多多 GMV 目前主要的增长动力



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、重点公司：核心优势保障长期发展

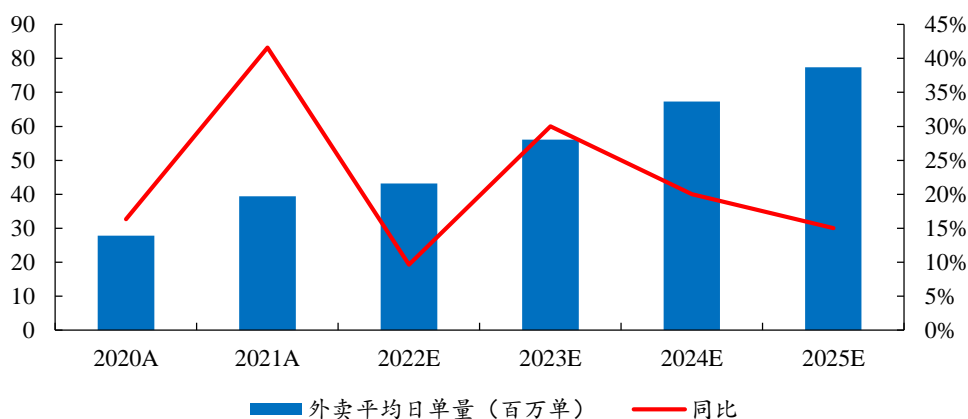
### 2.1、美团：核心本地商业强韧，盈利能力有望持续提升

**核心逻辑：**公司作为本地生活的龙头公司，其核心优势来自多年来所建立起的消费者心智。我们当前看好该优势主要基于：(1) 本地生活线上化率仍有明显提升空

间，公司作为行业龙头有望率先受益；(2) 公司对商家资源以及骑手的管理能力短期内难以被复制，市场优势稳固，成长确定性强；(3) 公司核心业务当前已进入成熟变现期，后续规模效应与变现率的持续优化有望加速利润释放。

考虑到当前疫情改善慢于预期，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 2177/2706/3456 亿元。考虑到公司三季度利润超预期表现，但单量增长仍是公司的优先目标，疫情缓解后单均补贴预计环比回升，我们预计公司 2022-2024 年 Non-GAAP 归母利润分别为 34/109/310 亿元。公司截至 2022 年 12 月 6 日股价对应 2022-2024 年经调整 PE 分别为 276.4/87.0/30.6 倍，考虑到本地生活行业赛道仍然具备线上化红利，公司业务壁垒稳固，维持“买入”评级。

**图27：2022-2025 年公司外卖单量 CAGR 预计将达到 22%**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表3：美团盈利预测及估值表**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	114,795	179,128	217,747	270,626	345,637
YOY(%)	17.7	56	21.6	24.3	27.7
经调整净利润(百万元)	3,121	-15,572	3,407	10,869	31,002
YOY(%)	-33	-599	-121.9	219	185.2
毛利率(%)	29.7	23.7	28	31.8	35
经调整净利率(%)	2.7	-8.7	1.6	4	9
ROE(%)	4.8	-18.7	-5.9	1.7	12.7
EPS(摊薄/元)	0.5	-2.6	0.6	1.8	5.1
P/E(倍)	300.2	-	276.4	87	30.6
P/B(倍)	9.6	7.5	8.7	7.4	5.9

数据来源：公司公告、开源证券研究所（备注：2022 年 12 月 6 日汇率 港币:人民币=0.8978）

### 2.1.1、持续受益于本地生活线上化率提升

本地生活的线上化率提升仍使行业具备  $\alpha$  属性。供给的中心化程度和需求侧对效率的要求是影响各行业线上化进程的关键因素。本地生活行业中小商家众多、供给资源碎片化特征明显，且在本地非餐零售领域渗透率明显偏低，我们预计行业整

体线上化率中期内仍有约 10% 的提升空间。

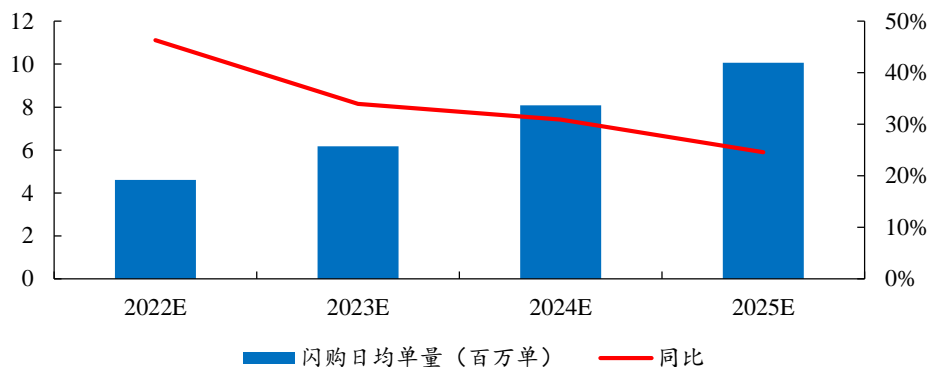
**即时配送品类扩张带动收入和利润取得进一步突破。**公司 2022Q3 共完成即时配送单量 50.3 亿单，我们预计闪购单量占比达到 9.0%，我们认为闪购的规模成长将有利于核心商业业务在收入和利润上取得进一步突破：(1) 餐饮外卖客单价增长空间有限(2021 年达到 48.9 元)，闪购需求将成为整体客单价增长的重要驱动力；(2) 闪购业务能进一步增加平台覆盖商家的深度和广度，有利于货币化率的继续提升；(3) 闪购单量能进一步强化即时配送的规模效应，有利于优化骑手效率。

**表4：本地生活的线上化率仍有较大的提升空间**

本地生活	对应市场	市场规模 (十亿元)		线上化率		线上市场规模 (十亿元)		线上 CAGR (2020-2025)
		2020	2025	2020	2025	2020	2025	
到家	餐饮	3953	7263	21%	34%	835	2469	24%
	非餐零售	17600	23600	2%	14%	352	3304	56%
到店	非商品服务	12800	30494	19%	27%	2432	8233	28%
出行	出行	1036	1896	25%	49%	255	925	29%

数据来源：Euromonitor、CIC、开源证券研究所

**图28：预计闪购 2025 年日均单量突破 1000 万单**



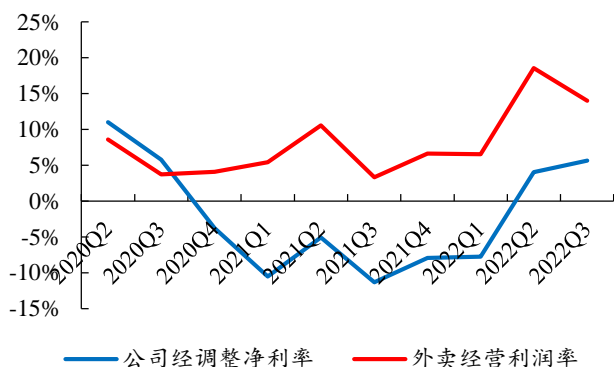
数据来源：开源证券研究所

### 2.1.2、核心业务变现能力稳定，新业务亏损继续收窄

**核心业务变现能力稳定。**公司 2022Q3 实现经调整净利润 35.3 亿元，利润率为 5.6%，其中：(1) 外卖业务在补贴与货币化率上维持优化趋势，且单均配送成本得到有效控制，我们预计 2022Q3 公司外卖单均利润继续维持在 1 元以上，利润率约为 14%；(2) 到店酒旅业务虽然面临短视频玩家新的竞争，但公司在商户资源以及产品设计上依然具有核心优势，预计 2022 年全年利润率将相对稳定。

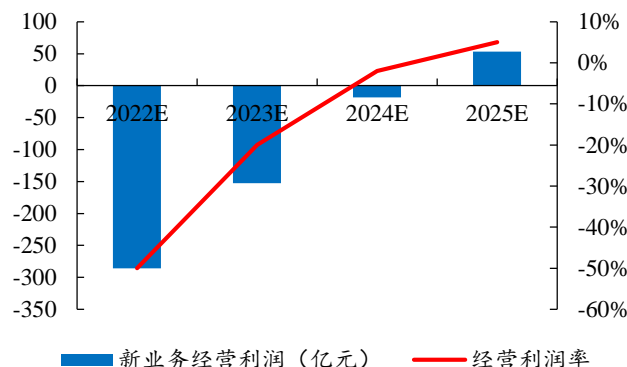
**新业务亏损继续收窄。**公司 2022Q3 新业务经营亏损率为 -42%，同比优化 44pct，从收入占比较大的社区团购业务来看，短期内在亏损地区的主动收缩以及补贴效率的逐渐优化都是推动新业务亏损收窄的关键因素，我们预计公司新业务在 2025 年将达到盈亏平衡。

图29：自 2022Q1 起公司利润率加速改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：2022Q2 与 2022Q3 外卖利润率为预测数据）

图30：预计 2025 年公司新业务扭亏为盈



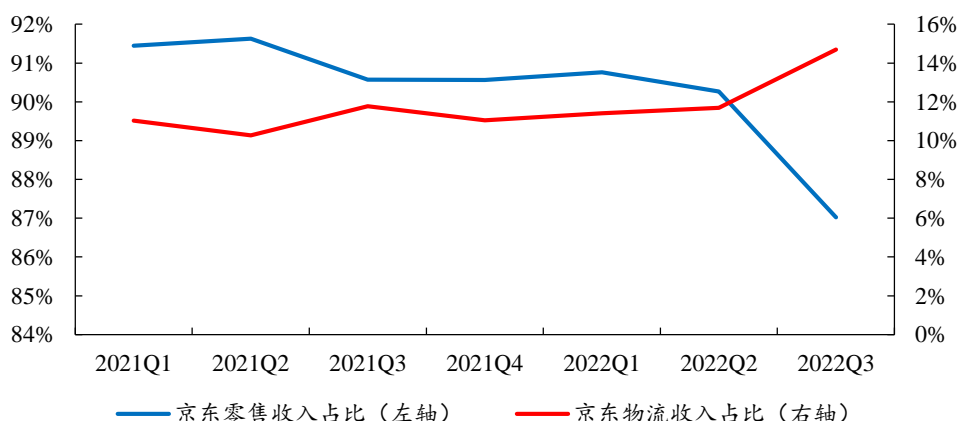
数据来源：开源证券研究所

## 2.2、京东：供应链优势稳固，长期盈利潜力可期

**核心逻辑：**公司的核心竞争力在于通过持续重资产投入打造的供应链能力，该优势不仅保证了 C 端用户的粘性，为品类扩张提供时间窗口，也有利于打开 B 端市场的服务空间。公司零售业务目前正显露出品类改善的趋势，物流业务也加速迈入投资变现期，短期内盈利能力边际改善的趋势较为明显。

虽然疫情负面影响有望边际改善，但考虑到消费全面复苏仍待时日，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 10488/12386/13933 亿元。考虑到公司经营效率改善超预期，我们预计公司 2022-2024 年 Non-GAAP 归母利润预测为 262/359/460 亿元。公司截至 2022 年 12 月 6 日股价对应 2022-2024 年经调整 PE 分别为 25.2/18.5/14.5 倍，考虑到公司的供应链核心优势正在稳步变现，未来效率提升仍有明显空间，维持“买入”评级。

图31：2022Q3 京东物流收入占比升至 14.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表5：京东集团盈利预测及估值表**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	745,802	951,592	1,048,770	1,238,611	1,393,297
YOY(%)	29.3	27.6	10.2	18.1	12.5
经调整净利润(百万元)	16,828	17,207	26,219	35,920	45,979
YOY(%)	56.5	2.3	52.4	37	28
毛利率(%)	14.6	13.6	14.3	14.9	15.7
经调整净利率(%)	2.3	1.8	2.5	2.9	3.3
ROE(%)	26.3	-1.7	3.9	6.8	9.2
EPS(摊薄/元)	5.6	5.5	8.4	11.4	14.6
P/E(倍)	38	38.2	25.2	18.5	14.5
P/B(倍)	3.4	3.1	3	2.7	2.4

数据来源：公司公告、开源证券研究所（备注：2022年12月6日汇率 港币：人民币=0.8978）

**表6：2015-2021年公司累计资本支出高达857亿元**

单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
资本支出	50	42	114	213	90	118	223
购入物业、设备及软件	26	21	33	97	26	34	56
支付在建工程	15	14	33	74	53	75	89
购入无形资产	-	0.5	-	1.3	0.4	0.2	0.3
购入土地使用权	9	7	48	41	10	15	78
PP&E、土地使用权和在建工程	94	115	228	381	374	416	531
% 总资产	11.10%	7.10%	12.40%	18.20%	14.40%	9.90%	10.70%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表7：截至2021年底，公司共拥有32.5万名与采购、仓储、配送相关的员工**

单位：万人	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2015	2016	2017	2018	2019	2020
采购	0.43	0.53	0.54	0.85	0.81	1.86	2.64	0.43	0.53	0.54	0.85	0.81	1.86
仓储	1.58	1.75	3.32	2.91	4.37	4.92	7.42	1.58	1.75	3.32	2.91	4.37	4.92
配送	5.91	6.6	8.48	9.51	13.22	19.3	22.45	5.91	6.6	8.48	9.51	13.22	19.3
客服	1.07	1.17	1.28	1.67	1.66	1.9	2.33	1.07	1.17	1.28	1.67	1.66	1.9
研发	0.75	0.91	1.19	1.64	1.4	1.72	1.68	0.75	0.91	1.19	1.64	1.4	1.72
市场营销	0.37	0.54	0.55	0.79	0.83	1.1	1.25	0.37	0.54	0.55	0.79	0.83	1.1
一般及行政	0.48	0.55	0.44	0.52	0.47	0.67	0.76	0.48	0.55	0.44	0.52	0.47	0.67
合计	10.6	12.06	15.78	17.89	22.77	31.49	38.54	10.6	12.06	15.78	17.89	22.77	31.49

数据来源：公司公告、开源证券研究所

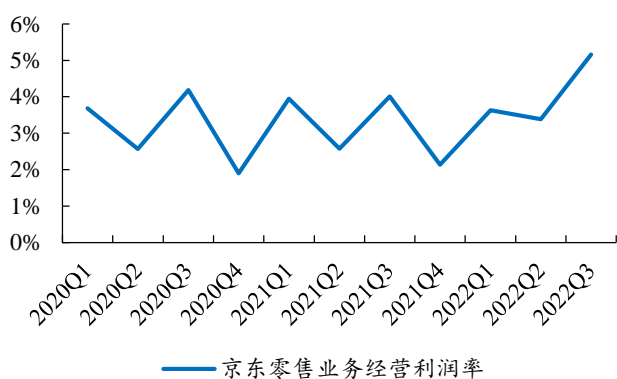
### 2.2.1、零售业务品类稳步扩张，物流业务扭亏为盈

**零售业务利润率超预期提升。**公司2022Q3零售业务经营利润率达到5.2%，同比提升1.2pct，其中日百品类收入增速仅为3%，大幅低于一致预期8%，在品类结构改善不及预期的情况下依靠经营效率的提升盈利能力继续改善。我们认为公司的综

合供应链能力在疫情背景下持续突显，近两个季度零售利润率的超预期提升进一步印证了公司优化效率的能力，后期待用户需求稳定后，零售业务利润率有望继续得以释放。

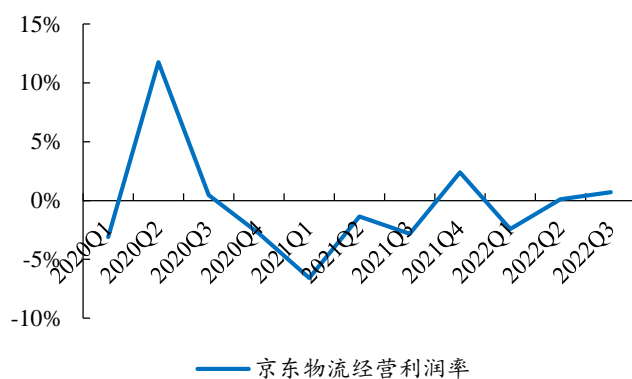
**物流业务继续实现盈利。**公司 2022Q3 物流业务实现经营利润 2.5 亿元，利润率为 0.7%，同比提升 3.5pct，外部客户收入占比达到 70%。京东物流在经历 2020Q4-2021Q3 的持续亏损后，我们预计其造血能力后续将继续增强：(1) 京东物流目前在全国 94% 的区县和 84% 的乡镇具备当日达或次日达能力，下沉市场布局已进入收获期，资本开支有望继续优化；(2) 供应链的差异化能力有望继续受益于直播电商等流量平台的发展，实现外部收入的继续增长；(3) 公司供应链的综合服务能力有望进一步提高资产复用率，向上打开利润空间。

图32：2022Q3 公司零售业务利润率同比提升 1.2pct 至 5.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：2022Q3 公司物流业务经营利润率同比上升 3.5pct 至 0.7%

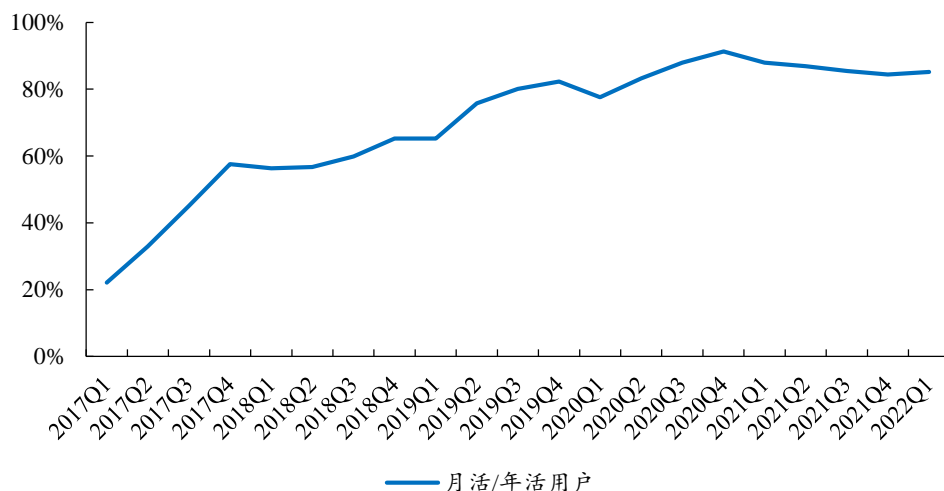


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.3、拼多多：迈向盈利改善新阶段，由规模扩张转向差异化竞争

**核心逻辑：**公司目前在国内已基本完成用户数的全覆盖，在用户数和消费频次两个维度展现出了较强的竞争力，平台的低价生态得到了消费者的认可。从收入端看，在短期消费复苏乏力的背景下，平台价值有望进一步突显，有利于整体变现效率的持续提升，且目前品牌商品消费与品牌商家基数较低，短期内改善确定性强；从利润端看，主站与多多买菜商业模式的日趋成熟有望使得经营效率进一步优化。长期来看，我们仍然认为公司在农产品类目的差异化定位是决定其长期利润空间的关键因素。

考虑到平台用户心智与品牌化推进强于预期，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 1295/1640/2001 亿元；考虑到平台广告与营销效率优化快于预期，我们预计公司 2022-2024 年经调整净利润分别为 352/367/473 亿元。公司截至 12 月 6 日股价对应 2022-2024 年经调整 PE 分别为 24.0/22.2/17.7 倍，考虑到在品牌化逻辑印证下公司市场份额有望进一步提升，维持“买入”评级。

**图34：高用户数与强用户粘性是公司目前的核心优势体现**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表8：拼多多盈利预测及估值表**

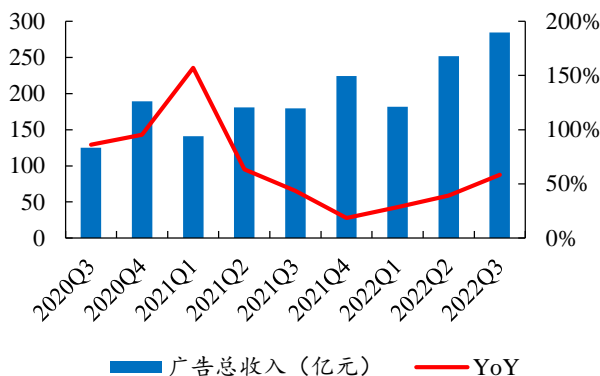
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	59,492	93,950	129,495	163,952	200,149
YOY(%)	97.4	57.9	37.8	26.6	22.1
经调整净利润(百万元)	-2,965	13,830	35,237	36,652	47,295
YOY(%)	-32.8	-566.4	154.8	4	29
毛利率(%)	67.6	66.2	76	74.8	76.3
经调整净利率(%)	-5	14.7	27.2	22.4	23.6
ROE(%)	-11.9	10.3	26.5	20.3	20.6
EPS(摊薄/元)	-2.4	10	25.3	27.3	34.2
P/E(倍)	-	60.7	24	22.2	17.7
P/B(倍)	12.5	10.1	7.8	5.8	4.5

数据来源：公司公告、开源证券研究所（备注：2022年12月6日汇率 美元:人民币=6.9746）

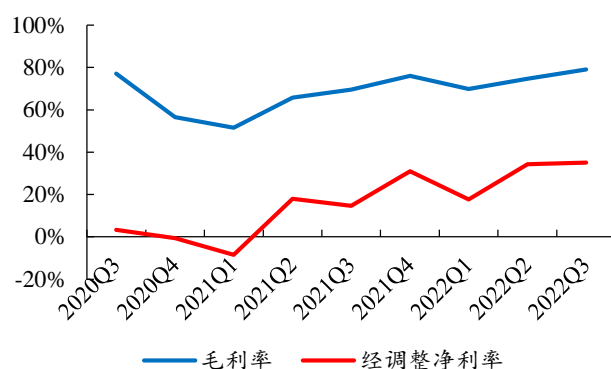
### 2.3.1、广告变现效率有望继续维持，营销费用短期预计承压

**广告收入高增长，高变现效率继续维持。**公司 2022Q3 广告收入同比增长 58%，驱动总收入同比增长 65%。我们认为 Q3 广告业务的超预期增长主要由于消费疲弱背景下平台的低价属性契合了供需两端的需求，提高了商家投放广告的意愿，帮助平台在广告产品渗透率和广告主结构上实现了突破。长期来看，考虑到平台商家结构的逐渐优化以及消费者心智增长，我们预计公司广告业务的变现率将有望稳步提升。

**短期因素催化利润高增长。**公司 2022Q3 经调整净利率同比提升 20pct 至 35%，具体看：(1) 品牌商品在供需两端均呈现出较高的活跃度，广告的匹配效率进一步增强，驱动平台广告利润率明显提升；(2) 营销费率同比优化 7pct，在收入高增长的背景下体现出平台用户心智继续增强，营销效率持续提升；(3) 公司部分投资项目进度短期受到影响，三季度投资性现金流仅净流出 3.6 亿元，研发费率同比下降 3pct。

**图35：2022Q3 公司广告收入同比增长 58%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

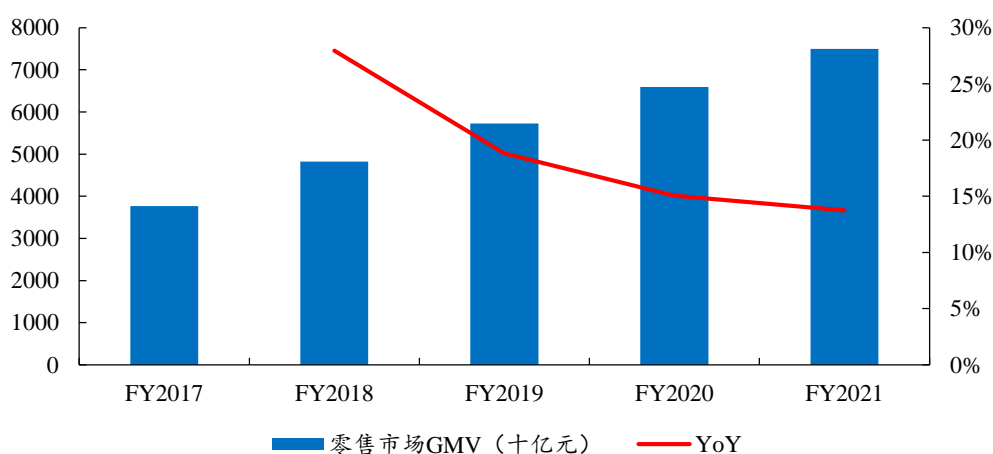
**图36：2022Q3 公司经调整利润率提升至 35%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.4、阿里巴巴：全方位布局，从流量驱动迈向高质量增长

**核心逻辑：**公司是全球最大的零售商业体，国内 AAC 超十亿。短期看，宏观经济疲软下消费意愿趋于谨慎，线上流量增长竞争激烈，阿里巴巴国内 GMV 增速及市场份额有所下滑，公司持续投入近场电商布局、物流履约及供应链建设导致收入利润承压。当前公司市场份额损失已趋于缓和，长期看，阿里核心竞争力仍在，需求端覆盖高质量群体，随远中近场零售场景覆盖更多需求，云计算利润率持续提升，未来仍有望保持健康增长。

考虑到宏观消费疲弱以及公司变现模式仍处于迭代阶段，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 8805/9945/11053 亿元；考虑到公司主要分部业务经营效率优化进展好于预期，我们预计 2022-2024 年公司经调整净利润分别为 1426/1671/1923 亿元。公司截至 12 月 6 日股价对应 2022-2024 年经调整 PE 分别为 11.4/9.6/8.4 倍，考虑到公司仍是国内品牌消费的高地，在效率持续优化下未来利润有望继续得到释放，维持“买入”评级。

**图37：公司 2021 财年零售市场 GMV 达到 7.5 万亿元**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表9：阿里巴巴盈利预测及估值表

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	717,289	853,062	880,459	994,488	1,105,334
YOY(%)	40.7	18.9	3.2	13	11.1
经调整净利润(百万元)	171,985	140,687	142,634	167,074	192,328
YOY(%)	29.8	-18.2	1.4	17.1	15.1
毛利率(%)	41.3	37.1	37.7	37.7	38.2
经调整净利率(%)	24	16.4	16.2	16.8	17.4
ROE(%)	16.5	13.7	12.1	12.6	12.9
EPS(摊薄/元)	8.1	6.8	6.8	8	9.3
P/E(倍)	9.9	11.8	11.4	9.6	8.4
P/B(倍)	13.1	13	11.3	9.8	8.6

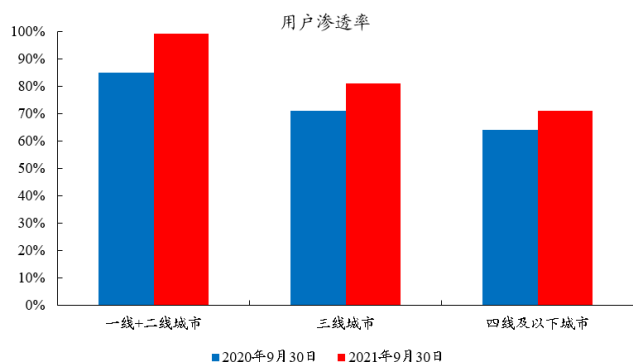
数据来源：公司公告、开源证券研究所（备注：2022年12月6日汇率 港币：人民币=0.8978）

### 2.4.1、用户心智成熟，加速全场景电商布局

截至2021年9月公司在国内一线城市及二线城市、三线城市、四线及以下城市互联网用户中渗透率分别达到99%、81%、71%，2021年人均消费达到8883元，平台用户心智已较为成熟。

随着近场电商逐渐成为行业发展的新驱动力，公司目前一方面着手满足消费能力和偏好、时间敏感度及消费模式不同的各类需求，同时提升商家经营效率：（1）消费者端：盒马、淘鲜达提供即时配送，天猫超市提供半日达及次日达服务；大淘宝为近场零售提供资金支持，同时进一步加强生态协同；（2）商家端：远中近场不同渠道及履约协同带来精细化运营可能从而降低不确定性。

图38：阿里用户增长分布相对均衡



数据来源：阿里巴巴2021年投资者日演示材料、开源证券研究所

图39：公司布局远、中、近场全面商业服务



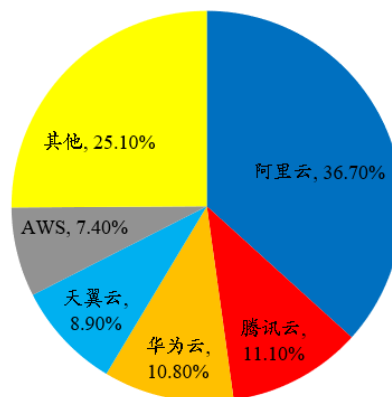
资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 2.4.2、云计算需求仍在，资本及技术优势下仍存增长空间

从国内市场看，我国IT开支占GDP比重仍存在提升空间，据Gartner数据，2021年中国IT支出占中国GDP 2.83%，而全球此比例达到4.57%。从海外市场看，2021年阿里巴巴在亚太地区IaaS市场份额达25.5%，是亚太地区最大的IaaS服务提供商，2020年9月-2021年9月阿里云东南亚市场的营收增长超60%，未来随着本地云服务能力不断增强，阿里云海外收入有望持续增长。

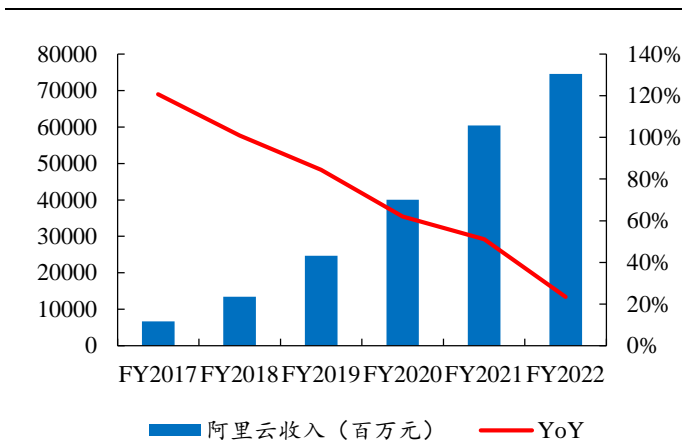
FY2022 阿里云收入 746 亿元，同比增长 23.3%，调整后 EBITA 为 11.46 亿元，利润率转正 1.5%，为阿里云成立 13 年来首次实现盈利，也是国内首家实现盈利的云计算厂商。未来随云计算规模持续扩张，阿里云成本优势或更为凸显，盈利能力有望持续提升。

图40：2021H2 阿里公有云市占率达 36.7%



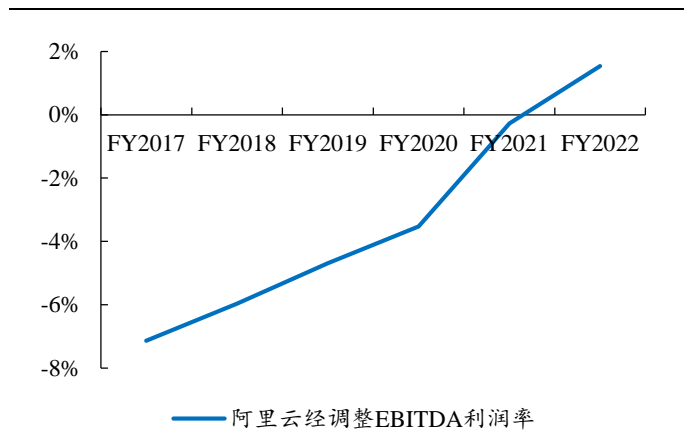
数据来源：IDC、开源证券研究所

图41：阿里云 2022 财年收入同比增长 23% 至 745.7 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图42：阿里云 2022 财年经调整 EBITA 利润率转正至 1.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、风险提示

**宏观经济和疫情的不确定性：**宏观经济增长放缓以及疫情反复对居民消费以及企业营销投入均会造成较大的不确定性，进而影响行业内公司的收入增长。

**政策和监管不确定性：**监管对平台广告、抽佣等行为未来可能做出限制，不利于平台型业务变现率的提升；对灵活就业人员权益的规范也可能增加平台的相关开支。

**行业竞争加剧：**行业内各子赛道竞争格局可能受到短视频等新流量平台的冲击，导致竞争格局恶化，影响行业内公司利润水平改善。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn