

数读2021年社区团购消费新趋向

——消费者社区团购问卷调查及分析报告

证券分析师：赵令伊 A0230518100003

研究支持：张玲玉 A0230120050001

报告联系人：张玲玉 A0230120050001

2021.3.31



投资摘要

- **疫情后社区团购用户留存可观，平台间流量竞争激烈。**通过消费者问卷调查，我们发现：
1) 受访者中社区团购渗透率超三成，各平台用户满意度整体较高，社区团购消费习惯初步建立。2) 受访者多平台共同使用，普遍加入多个微信群，用户复购留存是平台资金与运营的双重挑战。
- **团长是触达消费者的关键节点。**承担着社区团购“最后一公里”的履约职责，团长服务直接影响购物体验，团长营销引流能力、社群维护能力和提货管理能力的优化，有助于改善购物体验，提高用户对平台信任度，形成规模化的稳定高频消费客群。
- **价格优势与品类品质提升考验平台供应链与物流能力。**1) 商品质量和价格仍是用户选购商品考虑的主要因素。2) 商品缺货、种类少、质量差是目前社区团购平台主要问题，平台需要通过品类扩充和品质提高实现流量转化沉淀，对供应链上各环节的管控能力改善和物流等成本效率提升是打造护城河的关键。
- **投资建议：**在国家监管政策和社会舆论关注下，未来社区团购发展将从补贴转向业务效率。供应链层面，平台将向上游延伸，稳定团品货源与品控，获得价格优势；仓储物流环节，平台将精细化运营，降低生鲜损耗率和末端履约成本；消费者运营端，数据化手段+成熟考核机制提升团长专业化运营能力，改善消费者购物体验。社区团购平台从生鲜到快消的品类扩充，以高频带低频，将有望打造社区综合电商平台。推荐电商平台企业：**拼多多、京东。**
- **风险提示：**行业监管政策风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、供应链及仓配建设不及预期

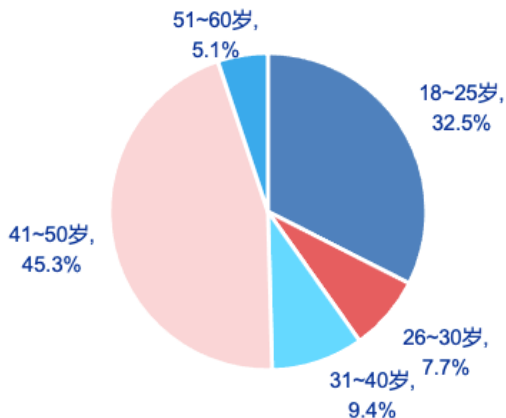
主要内容

1. 调查样本总览
2. 数据透视行业趋势
3. 重点公司分析
4. 投资建议及风险提示

1.1 女性成社区团购主力，多数用户来自三口之家

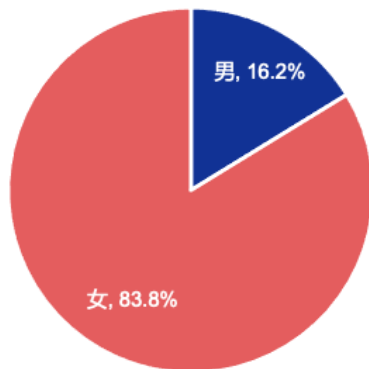
本次调查共收集到有效问卷393份，其中117位受访者使用过社区团购平台，该部分受访用户的基本情况如下：

图1：受访用户集中在41~50岁年龄段



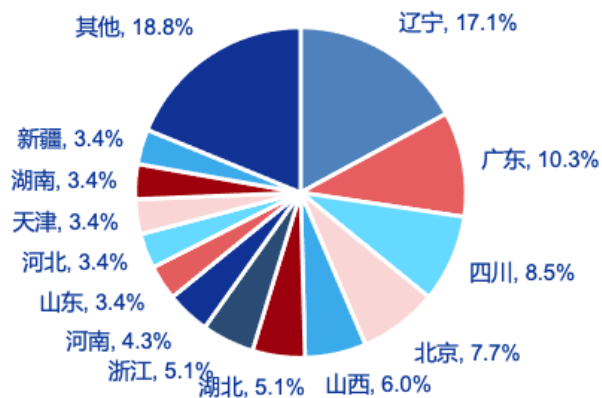
资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图2：83.8%受访用户为女性消费者



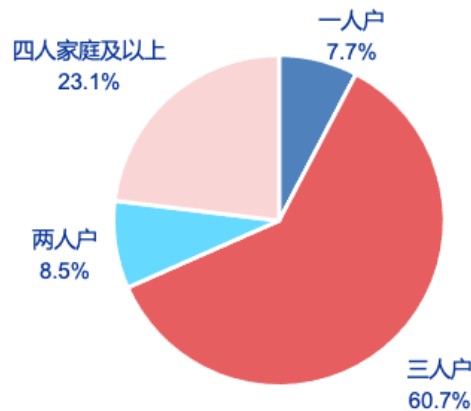
资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图3：受访用户主要来自辽宁、广东、四川等地



资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图4：60.7%受访用户来自三口之家



资料来源：问卷调查，申万宏源研究

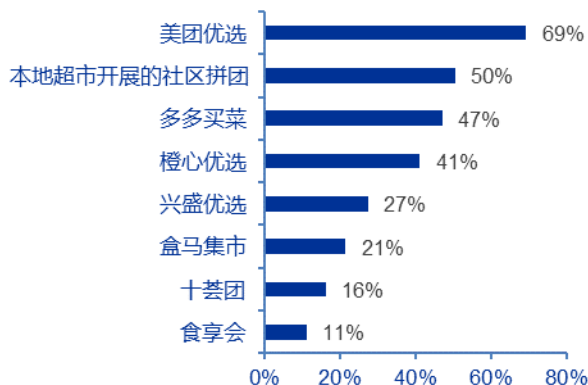
主要内容

1. 调查样本总览
2. 数据透视行业趋势
3. 重点公司分析
4. 投资建议及风险提示

2.1 多平台共同使用，用户满意度整体较高

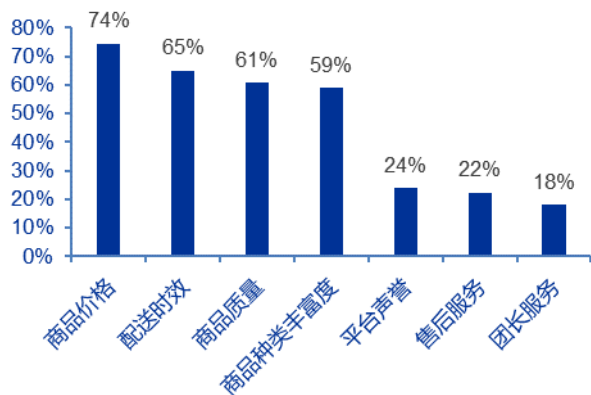
- **用户多平台使用特征明显，平台选择重视价格与时效。**多数用户使用过两个及以上社区团购平台，其中美团优选、多多买菜和橙心优选使用率排名前三。在选择平台上，商品价格、配送时效和商品质量是最受关注的三大因素。
- **用户满意度整体较高。**多数主流社区团购平台“很满意”和“满意”的用户超过平台用户的一半，“不满意”占比很低。

图5：过半数社区团购用户使用过美团优选



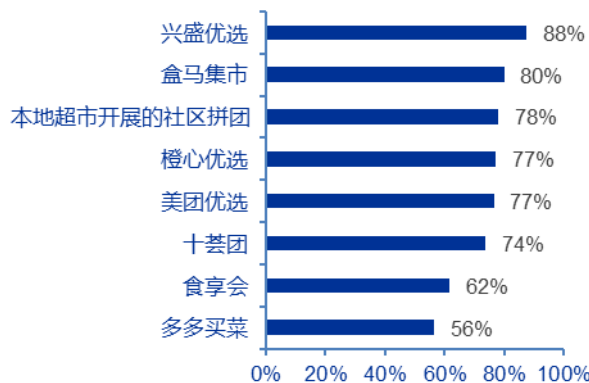
资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图7：用户选择平台最看重商品价格与配送时效



资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图6：主流社区团购平台用户满意比例整体较高

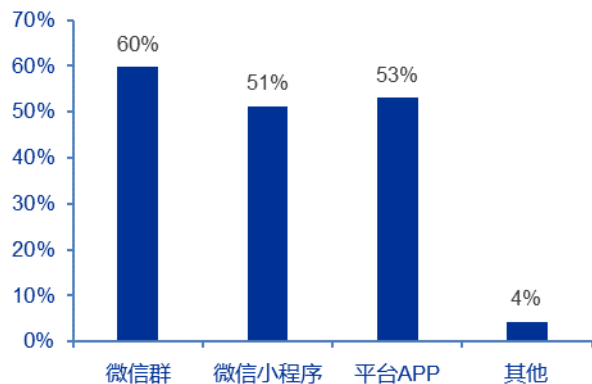


资料来源：问卷调查，申万宏源研究；注：用户满意率=（很满意用户数+满意用户数）/该平台受访用户数

2.2 微信/App下单为主，使用频次和客单价较高

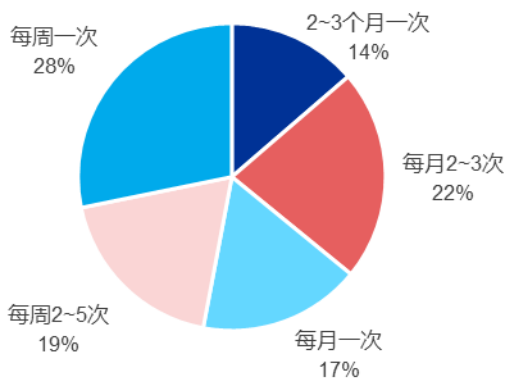
- **用户下单集中在微信和平台APP。**微信群下单用户占比最高，达60%，微信小程序与平台APP下单占比也超过了50%，其他下单方式占比极低。
- **每周使用1次的用户占比最高**，达到28%，其次是每月2~3次，占比22%，使用频率仍有提升空间。
- **近四成用户单次订单价格在20~50元**，其次为单次消费50~100元用户，占比超过三成。

图8：社区团购用户主要在微信群内下单



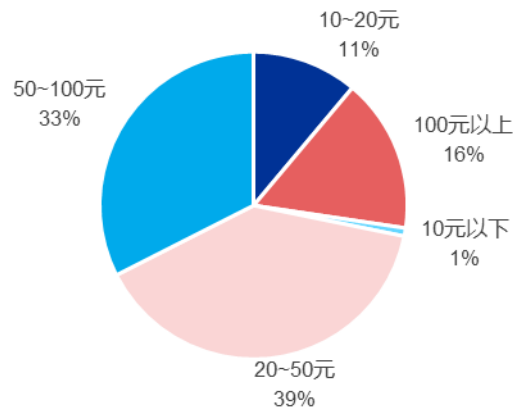
资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图9：每周使用社区团购1次用户占比最高



资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图10：近四成用户单次订单价格在20~50元

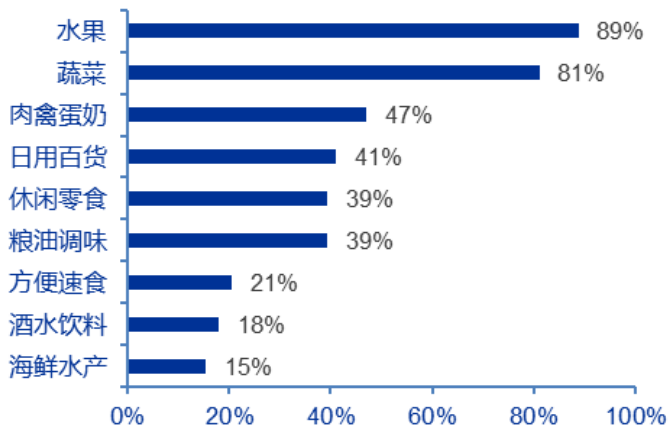


资料来源：问卷调查，申万宏源研究

2.3 水果蔬菜为主要品类，质量价格最受用户重视

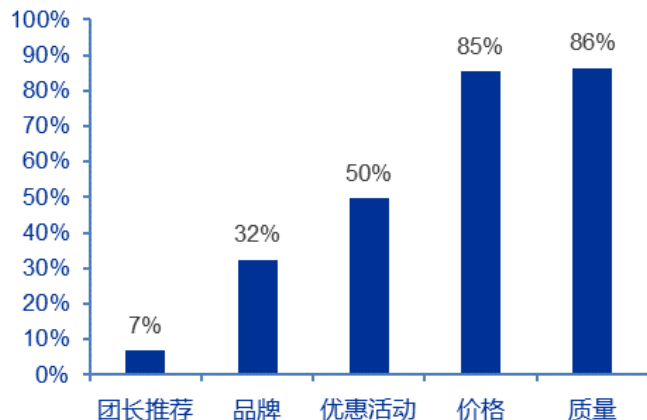
- **水果蔬菜是社区团购主要的两大商品品类。**通过社区团购平台购买水果和蔬菜的用户分别达到89%和81%，远远超过其他品类。同时，采购肉禽蛋奶和日用百货也是一大部分用户的选择。酒水饮料和海鲜水产占比较低，有一定拓展的空间。
- **商品质量和价格仍是用户选购商品考虑的主要因素。**

图11：水果蔬菜是用户购买的主要商品品类



资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图12：用户选购商品主要考虑商品质量和价格

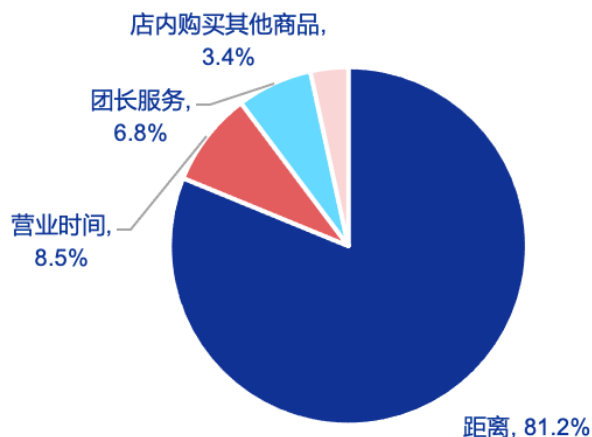


资料来源：问卷调查，申万宏源研究

2.4 距离为自提点选择首要因素，优选在300米内自提

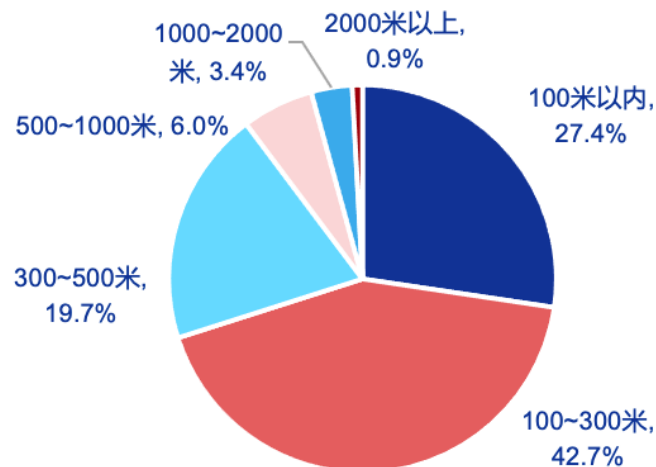
- **距离是消费者选择自提点最主要考虑因素。** 81.2%受访用户认为距离是选择自提点最重要的因素。营业时间、团长服务、店内购买其他商品等因素也是消费者考虑的因素。
- **超7成受访用户使用300米以内自提点。** 在自提点距离上，300米以内对于消费者来说是步行可到达距离，超过70%的受访用户能够在300内米的自提点取货，其次是300~500米距离的自提点，选择500米以外自提点的受访用户仅占10.3%。

图13：距离是用户选择自提点最主要考虑因素



资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图14：70.1%受访用户最常使用300米以内自提点

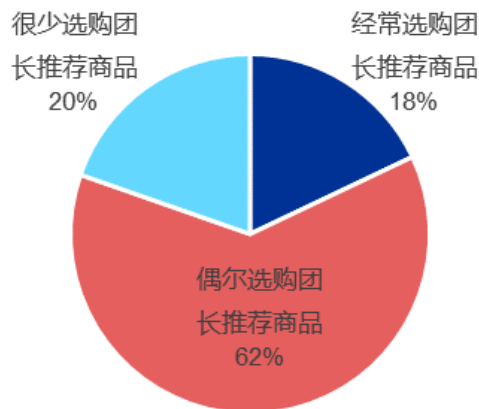


资料来源：问卷调查，申万宏源研究

2.5 用户多团购群使用下单，团长宣传营销作用显著

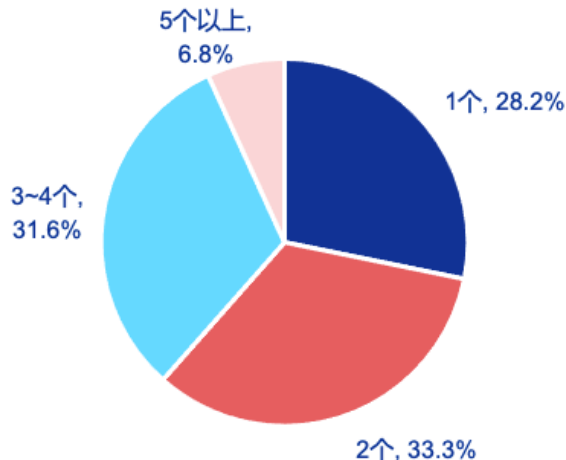
- **团长推荐一定程度影响用户选购意愿。** 仅有19.7%的受访用户表示很少选购团长推荐商品，超过六成受访用户偶尔通过群内团长发送链接选购推荐商品。
- **多数受访用户同时使用多个团购群。** 仅28.2%受访用户只使用1个团购微信群，有38.5%受访用户使用3个及以上团购微信群。我们认为团长的运营能力十分关键，消费者很可能因为团长营销及服务因素转向其他团长。

图15：仅少数受访用户很少选购团长推荐商品



资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图16：多数受访用户加入了2个及以上团购微信群

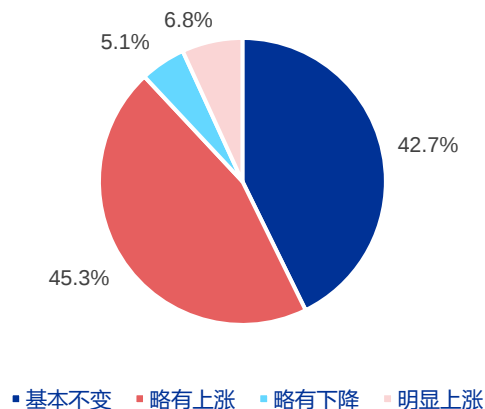


资料来源：问卷调查，申万宏源研究

2.6 春节旺季平台商品价格略有上涨、品类有所增加

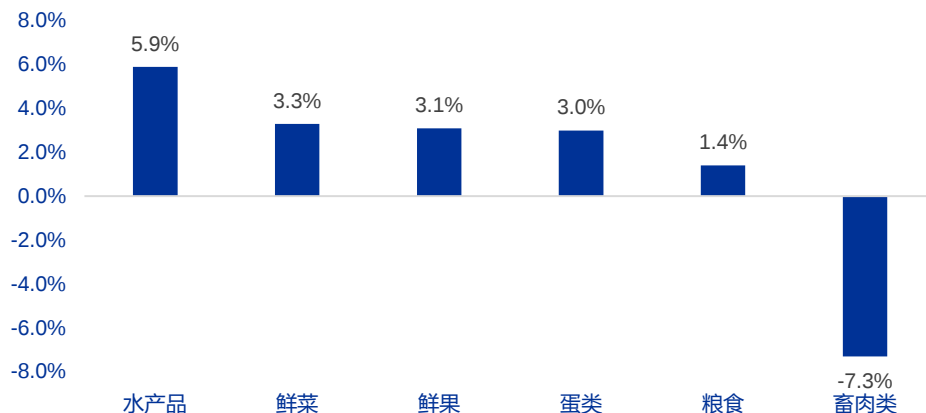
- 2021年春节期间食品类价格上涨，2月份食品烟酒类价格同比上涨0.3%，影响CPI上涨约0.09pct。
- 过半数受访用户反映春节期间社区团购平台上的商品价格有所上涨，与此同时，平台商品种类在春季期间有所增加。

图18：春节期间社区团购商品价格略有上升



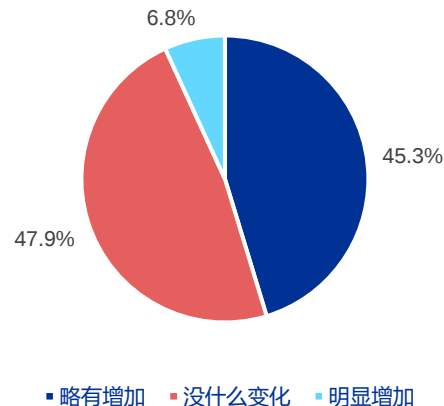
资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图17：春节期间主要食品价格同比上升



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图19：过半受访用户反映春节商品种类有所增加

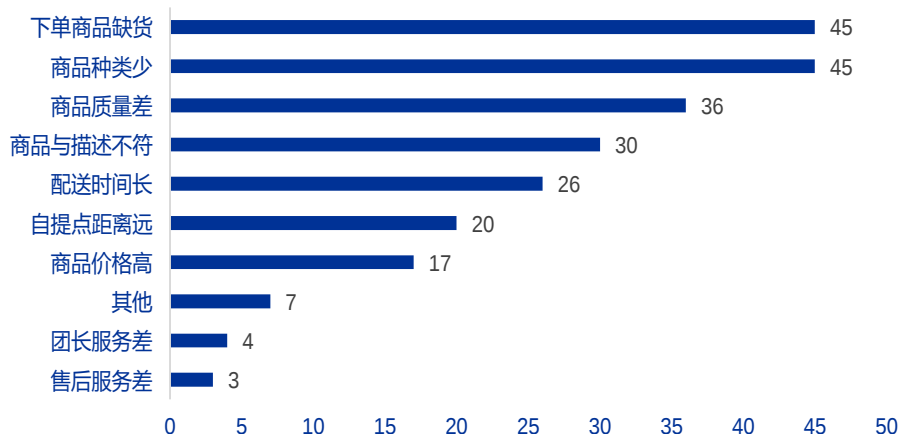


资料来源：问卷调查，申万宏源研究

2.7 春节履约基本准时，社区团购已成为消费新渠道

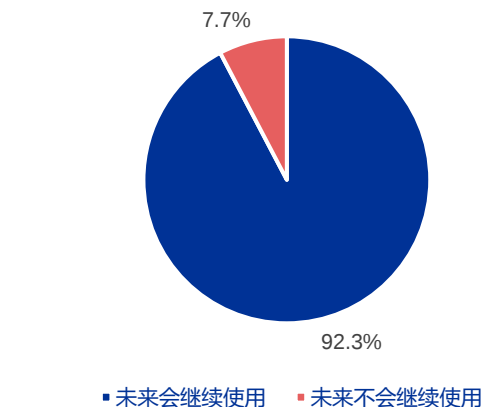
- **配送履约服务体系完善，商品缺货、种类少、质量差是主要问题。**78.6%的受访用户表示配送取货基本准时，19.7%的受访用户表示配送取货非常准时。
- **受访用户认为社区团购有望成其购物的主流渠道。**92.3%的受访用户表示未来会继续使用社区团购平台，65.8%的受访用户认为未来社区团购会取代传统电商和线下零售店，成为消费者的主流购物渠道。

图21：缺货、商品种类少和质量差影响消费者体验



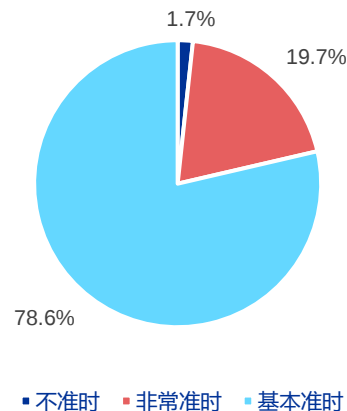
资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图22：绝大多数消费者未来继续使用社区团购



资料来源：问卷调查，申万宏源研究

图20：受访用户反映配送取货基本准时



资料来源：问卷调查，申万宏源研究

主要内容

1. 调查样本总览
2. 数据透视行业趋势
3. 重点公司分析
4. 投资建议及风险提示

3.1 京东：成立京喜事业群，全面进军下沉市场

- **整合团购业务，成立京喜事业群。** 京东合并京东原有的友家铺子、蝈蝈购、京东社区购三大社区团购业务，成立单独的社区团购业务部；成立京喜事业群，整合“京喜”、“京喜通”、“京喜拼拼”与“京喜快递”四大业务，以供应链物流为核心竞争力，服务下沉市场。
- **战略投资兴盛优选，入股地利生鲜。** 京东以7亿美元战略投资社区团购平台兴盛优选。兴盛优选已实现15个省/直辖市的覆盖，GMV突破300亿元。另外，京东7.98亿港元入股主营生鲜供应链的地利生鲜母公司。未来，京东将在供应链、仓储和短链物流等领域与合作伙伴开展紧密合作，从而实现京东社区团购业务规模跨越式提升。
- **京喜拼拼全面上线，线上线下迅速覆盖。** 12月28日，京喜拼拼上线微信小程序，1月1日全面上线；截至1月5日，京喜拼拼已覆盖深圳、广州等共13个城市。借助京东强大的供应链体系与微信海量用户池，京喜拼拼有望实现用户的快速增长。

图23：京喜拼拼微信小程序

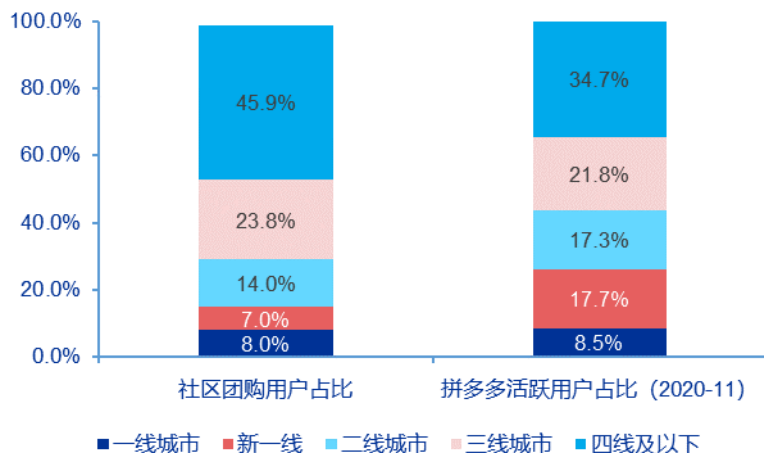


资料来源：京喜拼拼小程序，申万宏源研究

3.2 多多买菜：发挥农产品供应链优势，加速团购业务布局

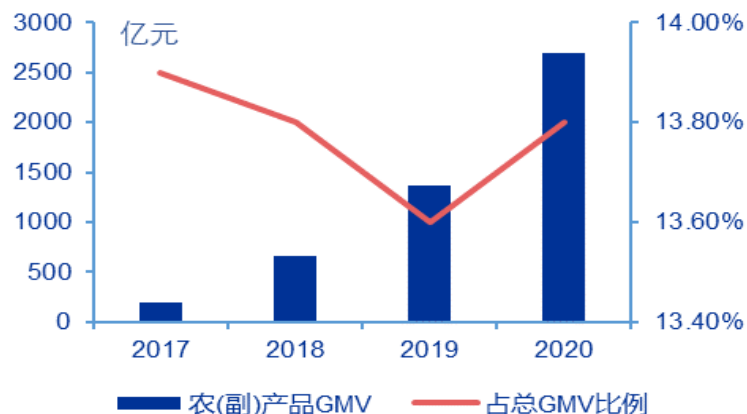
- **主站农产品GMV实现高速增长。**2020年，拼多多农（副）产品GMV超过2700亿元，同比增幅达100%，占总GMV比重进一步增加。目前，拼多多已经与全国超过1000个农产品产区达成合作，1200万农民通过拼多多直接向消费者销售农产品。广泛的农业上游布局有望在相关品类供应链上游构建核心竞争力。
- **多多买菜进军上海，日均件单量突破1500万。**自2020年8月初试运营以来，多多买菜投入10亿补贴争抢团长，制定了1V1帮扶计划，提供10%的佣金比例+千分之一月交易额奖励等，成效显著。2021年1月22日，多多买菜正式入驻上海，截至2021年2月中，多多买菜日均件单量达1500万，日均交易总额约 7500 万元，服务范围扩展到全国300个城市，2021Q1目标做到日均交易额4亿/天。

图24：社区团购用户群与拼多多用户较为吻合



资料来源：新经销、极光大数据，申万宏源研究

图25：2020年拼多多农(副)产品GMV超2700亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 零小哇：“零售通”数字网点的广泛布局形成支撑

- **整合零售通与盒马集市，加码社区零售。**阿里近期整合了零售通的社区团购业务与盒马集市，成立MMC事业群，内部人士称其为“买买菜”，社区团购名为“零小哇优选”。阿里B2B事业群总裁戴珊为事业群负责人，内部会议称对社区团购的投入“不设上限”。
- **事业群首站定位河南郑州，逐步拓展至22省。**目前，河南郑州物流服务商、团长正在招募中。近期“零小哇优选”将以郑州作为起点，逐步覆盖河南各城市，公司目标在2021年7月1日前完成国内22个主要省域布局。
- **零售通线下布局超150万家小店。**据商务部报告，截至2020年7月，阿里零售通有注册信息的线下小店达150万家，占全国小店数量的比重为25%，通过零售通进货比例从20%至70%不等，已分布在广东等20余省市。广泛的数字化网点布局将成为零小哇实现消费者触达的重要支撑。

图26：淘宝App设置淘宝买菜入口



资料来源：淘宝App，申万宏源研究

3.4 美团优选：明确“社区电商”多品类综合业态模式

- **定位“社区电商”，拓展全品类商品。**2021年1月1日，美团优选面向内部员工发布通知——将“美团优选”的业务模式正式命名为“社区电商”，传达出美团优选从生鲜拓展到“生鲜+快消”品类，发展以社区为中心的综合电商的信号。
- **美团优选开城北京，继续进军一线城市。**1月25日，美团优选北京开城，首批团长自提点覆盖朝阳区、通州区，目前已基本覆盖主要区县。平台上架商品种类多为生鲜蔬菜和日用百货，除此之外还有宠物用品、花卉绿植等。
- **美团优选加速拓展，带动20Q4新业务强劲增长。**美团2020年第四季度新业务销售收入92亿元，同比增长52%，主因20Q4快速发展的美团优选业务贡献。营业利润亏60亿元，同比19Q4的-13亿元显著扩大，其中近一半来自美团优选。公司ATU四季度达到5.11亿，环比增速提升，也表明了优选带来新流量的能力。美团优选在2000多个市县迅速推广，已覆盖全国90%以上的市县。

图27：美团优选App首页商品以生鲜零食为主



资料来源：美团优选App，申万宏源研究

3.5 橙心优选：滴滴App引流助力，业务加速覆盖全国

- **橙心优选新疆上线，加速覆盖全国。**2021年3月3日起，平台正式在新疆开展服务，首站上线乌鲁木齐市，业务已覆盖乌鲁木齐六个区县。截至目前，橙心优选业务范围已覆盖全国28个省份，超过300座城市。
- **滴滴APP首页引入橙心优选。**2021年1月10日，橙心优选业务出现在了部分地区用户最新版本滴滴App的首页，滴滴正式开始用App为社区团购业务导流，将滴滴“大出行”流量转化、拓展到以社区团购为代表的社区生活服务。
- **牵手地方政府开展战略合作。**2021年3月18日，橙心优选与菏泽市商务局、菏泽开发区管委会签订三方战略合作协议，启动橙心优选菏泽市农产品上行示范基地，一方面通过深度合作稳定生鲜品上游供应，发挥规模效应，降低采购成本，另一方面在平台销售地方农特产品，完善产品和品牌市场推广，打造爆款SKU。

图 28：滴滴App首页出现橙心优选业务



资料来源：滴滴出行App，申万宏源研究

3.6 腾讯：小程序上线定点取货，赋能社区团购能力提升

- **小程序上线社区团购功能。**2021年3月，微信在腾讯官方小程序“收款小账本”里上线了定点取货的功能，用户提前在微信下单后，商家定时把商品统一配送至自提点。商家借助小程序，即可成为“区域性的小型社区团购平台”或团长角色，微信则作为数字化技术服务商，协助商家共建社区生态。
- **微信生态为私域流量沉淀提供主阵地。**目前多数社区团购平台与用户的连接集中在微信群、微信小程序以及公众号和企业微信等微信社交生态圈，App仅发挥辅助作用，有待长期孵化。此格局下，微信电商、支付、广告等业务将持续受益于社区团购整体对传统线下渠道的替代。在用户引流和营销、社群运营、小程序优化等方面，微信不断强化数字化服务能力，提升私域流量转化沉淀效果。

图29：微信小程序上线定点取货



资料来源：微信小程序，申万宏源研究

主要内容

1. 调查样本总览
2. 数据透视行业趋势
3. 重点公司分析
4. 投资建议及风险提示

4.1 未来展望：供应链+物流赋能社区综合电商平台

- **监管：从出台“九不得”新规到顶格罚款5家企业，社区团购步入严监管期。** 监管落地将为行业巨额补贴、低于成本价销售商品的流量大战降温，驱动行业多元化探索与精细化运营，提升运营效率将成竞争主要手段，利好行业长期良性、规范发展。
- **用户：不单是价格，品类和品质成新需求。** 社区团购伊始，显著低于传统线下零售渠道的价格优势成为吸引用户的主要原因。随着社区团购的逐渐普及，用户已经不再仅仅满足于低价，对平台提出了多品类和高品质的新要求。其中，在品类需求上，从最初的生鲜到日用食杂再到服装等全品类商品，用户期待社区综合电商平台。
- **团长：激烈竞争下的优胜劣汰。** 当前社区团购模式下，团长起到拉新、导购的作用，甚至负责上门配送，因此团长的能力会影响用户对平台的评价和购买意愿。平台不会和团长签订排他协议，而会鼓励团长相互竞争，只有零售思维强、运营能力高和服务意识强的团长才能在平台长期沉淀，获得更大的话语权和影响力。
- **平台：物流和供应链比拼是关键。** 平台前期核心围绕增量逻辑，简化SKU叠加补贴以提升交易规模和渗透率。但社区团购平台目前的物流链路和效率对SKU的限制，导致平台无法适应用户需求端的变化。只有提升技术水平，下沉物流配送网络，提高供应链能力，改善SKU与成本效率的不匹配，才能满足用户更精细化的需求，使社区团购从基于供应商的推广模式升级到消费者需求主导的推荐模式。目前社区团购对多流通、高损耗的农贸市场已经产生了一定的替代效应，但物流和供应链比拼决定了谁能率先向以社区为中心的全品类综合电商平台更进一步，替代部分传统电商职能，获得更高的价值。

4.2 投资建议

- **投资建议：**在国家监管政策和社会舆论关注下，低价补贴的流量大战趋于缓和，未来社区团购发展将以业务效率为导向。供应链层面，平台将向上游延伸，优化生鲜产地直采、直连上游工厂，稳定团品货源与品控，获得价格优势；仓储物流环节，平台将精细化运营，精准预测降低生鲜损耗率，提升订单集中度降低末端履约成本；消费者运营端，数据化手段+成熟考核机制提升团长专业化运营能力，改善消费者购物体验。社区团购平台从生鲜到快消的品类扩充，以高频带低频，将有望打造社区综合电商平台。推荐电商平台企业：**拼多多、京东**。

表1：重点公司估值表

证券代码	证 券 简 称	投 资 评 级	2021-3-30		PB	申万预测EPS (元, 人民币)					PE		
			收盘价(元, 当地货币)	总市值 (亿元, 当地货币)	2020A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
JD.O	京东	买入	83.00	1,299	9.2	7.3	10.8	10.5	14.7	20.7	52	37	26
PDD.O	拼多多	买入	135.44	1,661	18.8	(3.69)	(2.49)	(2.6)	2.1	4.15	n.a.	424	214

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：3月30日人民币:美元汇率为6.57元，盈利预测为申万宏源研究所预测。

4.3 风险提示

- **行业监管政策风险：**市场监管总局以涉嫌不正当价格行为行政处罚五家社区团购企业，要求互联网平台企业开展相关业务时严格遵守不得低价倾销、价格欺诈等“九个不得”，行业对传统生鲜参与者存在一定冲击，社区团购业务运营策略或面临政策监管强度提升的风险。
- **行业竞争加剧风险：**互联网巨头纷纷布局社区团购业务，平台资金充足，投入上限高，为尽快覆盖全国或激烈竞争行业人才、仓储等资源，支出大幅增加，平台短期利润率下滑。
- **食品安全风险：**社区团购目前以非标品生鲜为主，主打低价以吸引用户。同时不排除在供应链欠完善，品控不到位的情况下出现部分生鲜食品安全问题的可能。
- **供应链及仓配建设不及预期。**平台供应链和仓配能力仍处在建设提升阶段。夏季高温天气将对冷链物流和自提点冷藏设备构成更大挑战，若影响生鲜质量或导致用户流失，复购率下降。

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	梁皓凯	0755-23832050	18188609757	lianghaokai@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)