



社区团购及其对大消费品类公司影响研究 (逻辑简述)

分析师：李敬雷、刘道明

执业编号：S1130511030026、S1130520020004

联系人：叶思嘉

报告目的

- 本专题由国金大消费策略组+国金数据研究中心+国金各消费行业组（餐饮、轻工、家电、纺服、个护、化妆品等）联合推出，用全新视角、数据方法，打造全新的研究产品系列。
- **研究意义：**社区团购作为“新零售”重要渠道，市场上对其定性研究较多，但鲜有定量、跨赛道的深度探讨，我们对此进行了尝试性的突破。
- **投资意义：**大消费行业上市公司中报普遍承压，我们研究发现，表观数字背后隐藏着复杂的产业趋势变化，不仅是基数、库存等因素决定，消费股未来可能呈现分化走势。
- 本专题研究从四个方面提出思考：
 - 1、社区团购的模式本质何在？空间多大？
 - 2、社区团购的高性价比有可持续性吗？
 - 3、对不同消费品类的影响如何？
 - 4、如何看待渠道变迁中大消费公司的风险与机会？

- **逻辑1：社区团购的空间有多大？** 社区团购“预售+次日达+自提”模式的核心优势为“省”，极致性价比受众广泛。我们根据主流平台订单数据估算，2021E行业GMV有望达3000亿；基于目标客群及相关消费需求中社区团购可渗透比率测算，预计社区团购长期潜在空间约1.5万亿。
- **逻辑2：社区团购的高性价比有可持续性吗？** 社区团购模式跑通关键在于控制履约费用率，我们测算了日均订单量800万~4000万件7种情形下社区团购中心仓+网格仓的UE模型，在无补贴、保留1%营业利润率的假设下倒推平台理论必要毛利率，从而模拟切换为社区团购后渠道加价率的变化。经测算，2500万单的基础情形，理论上加价模式类休闲食品的品类社区团购全渠道加价率（终端零售价/生产成本-1）较商超可低50pct，零售到手价可低20%+；通过敏感性分析，预计未来履约自动化、需求规模化还将进一步打开社区团购加价率可下降的空间。
- **逻辑3：不同品类社区团购2021E、长期渗透率几何？** 通过我们对头部平台GMV构成的数据跟踪和模型测算，预计2021E米面粮油、乳制品、调味品、休食、家清品类渗透率*超5%；长期展望，预计家清、乳制品、居家日用、米面粮油、休食、生活用纸等品类渗透率居前；但就渗透进度而言（2021E渗透率/长期渗透率），多数品类渗透进度仍低于30%。
- **逻辑4：不同品类品牌价格体系/竞争格局受社区团购影响程度几何？** 基于定性、定量分析，我们将相关消费品类分为：1) 安全类，品牌原行业地位较稳定，价格体系受社区团购影响较小，如乳制品、食用油等；2) 挑战类，白牌/小品牌借助社区团购崛起可能性较低，但渠道变迁或激化品牌间竞争，头部品牌价格体系有所承压，如米面杂粮、调味品等；3) 风险类，新品牌孕育的可能性较上两类相对更高，品牌价格体系受影响较明显，如休食、家清、纸品等。
- **验证：根据1H21相关品类上市公司报表端的财务表现，** 我们分析了社区团购影响业绩的传导路径，在挑战/风险类部分上市公司的收入、利润两端已经看到相关影响，上述逻辑得到一定验证。同时从相关品类上市公司1H21对社区团购的态度分析看，多数上市公司对社区团购重视度提升、看法转向积极，针对新渠道的精细化管理措施逐渐出台，也侧面验证了我们对社区团购的行业逻辑观点。

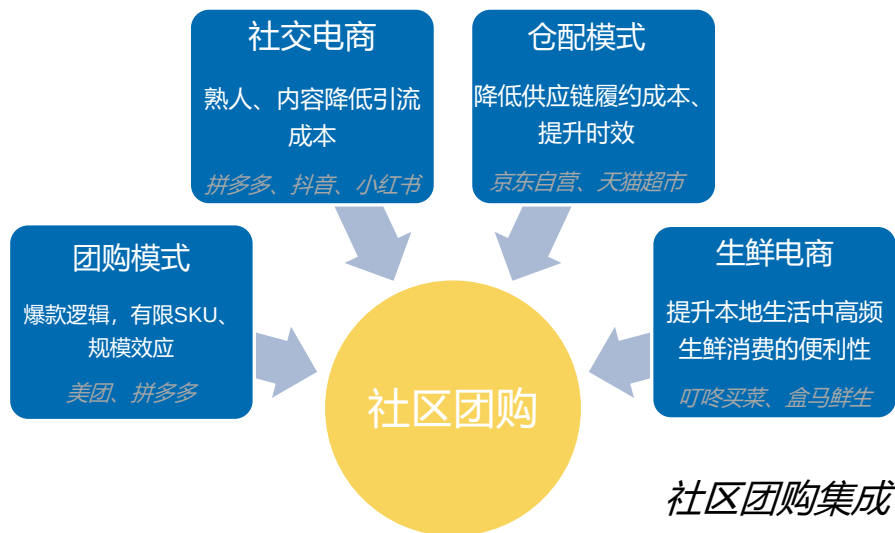
The background of the slide features a faint, stylized world map in the upper left corner, composed of horizontal lines. To the right of the map is a decorative graphic consisting of a grid of squares in various shades of gray, arranged in a pattern that tapers off to the right.

社区团购的模式意义及未来空间

平台模式：预售+次日达+自提，社区团购的核心优势在“省”



社区团购三级仓配体系



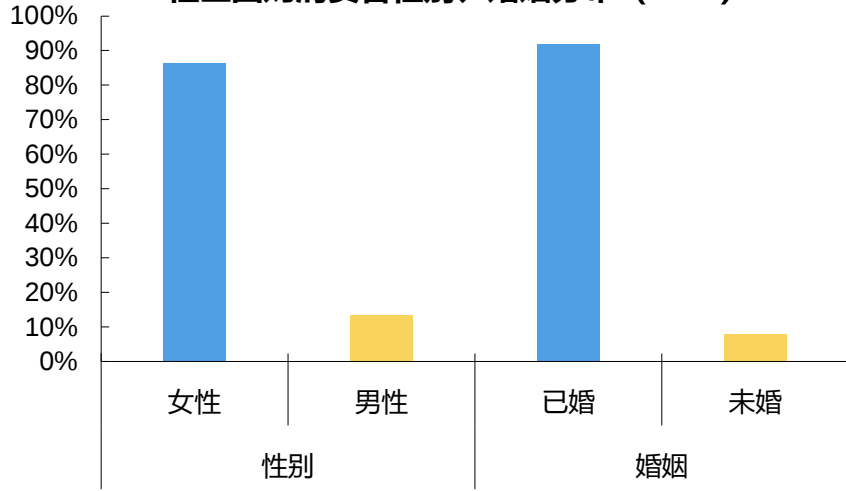
社区团购集成了多种电商模式优点

平台模式：社区团购在金钱成本和搜寻成本上是更优解

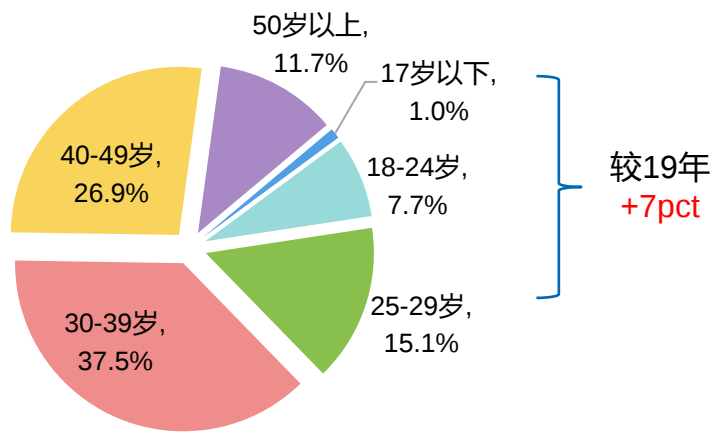
	社区团购	到家				到店	
		传统生鲜电商	平台+到家	自营前置仓+到家	仓店一体+到家	商超大卖场	传统杂货店
多 (SKU数量)	★★	★★★★★	★★★★	★★★★	★★★	★★★	★
快 (是否配送到家、配送时长)	★★★ 次日	★★ 1~2天	★★★★ 0.5~2小时	★★★★★ 0.5小时	★★★★★ 0.5小时	★★★★ (就近到店)	★★★★ (就近到店)
好 (质量、定位)	★★★	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★★	★★★★	★★
省 (金钱成本)	★★★★★	★★★	★★	★★	★	★★★★	★★★
信息通畅性 (搜寻成本)	★★★★★	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★	★★★	★★
主要玩家	美团优选、多多买菜、京喜拼拼、十荟团、兴盛优选	天猫生鲜、京东生鲜	美团闪购、淘鲜达、京东到家	每日优鲜、叮咚买菜、美团买菜	盒马鲜生、超级物种、7 fresh	大润发、华润万家、沃尔玛、家乐福	-

用户画像：下沉市场已婚30+女性仍为主流客群，但趋于年轻化

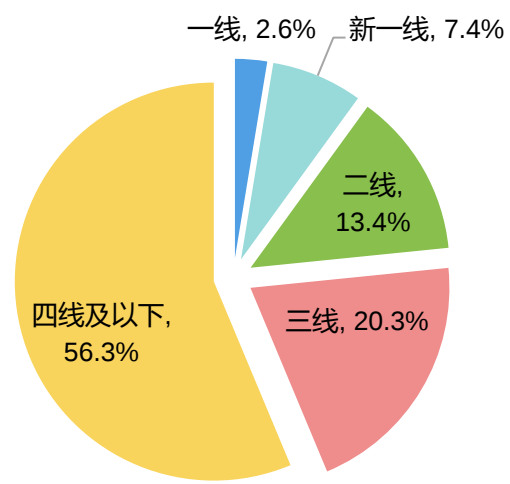
社区团购消费者性别、婚姻分布 (2020)



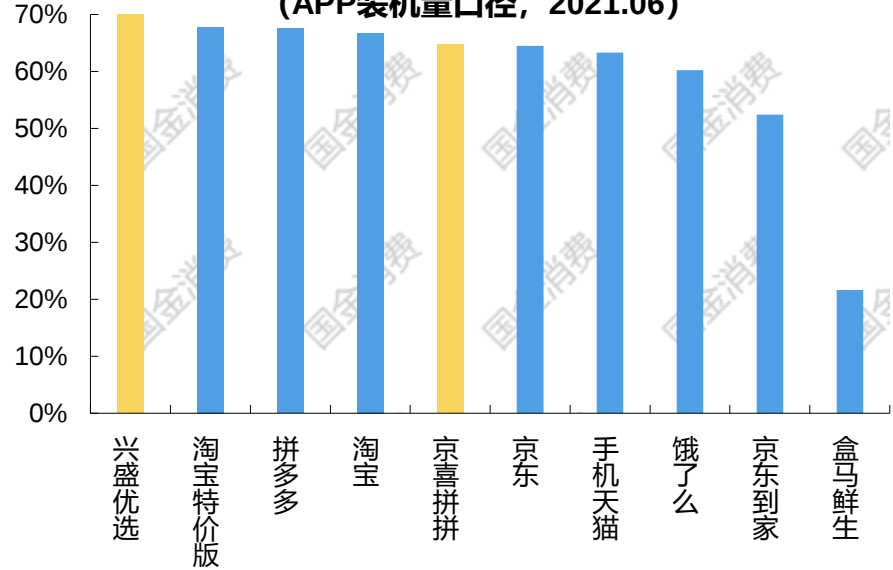
社区团购消费者年龄分布 (2020)



社区团购平台会员城市线级分布 (2020)



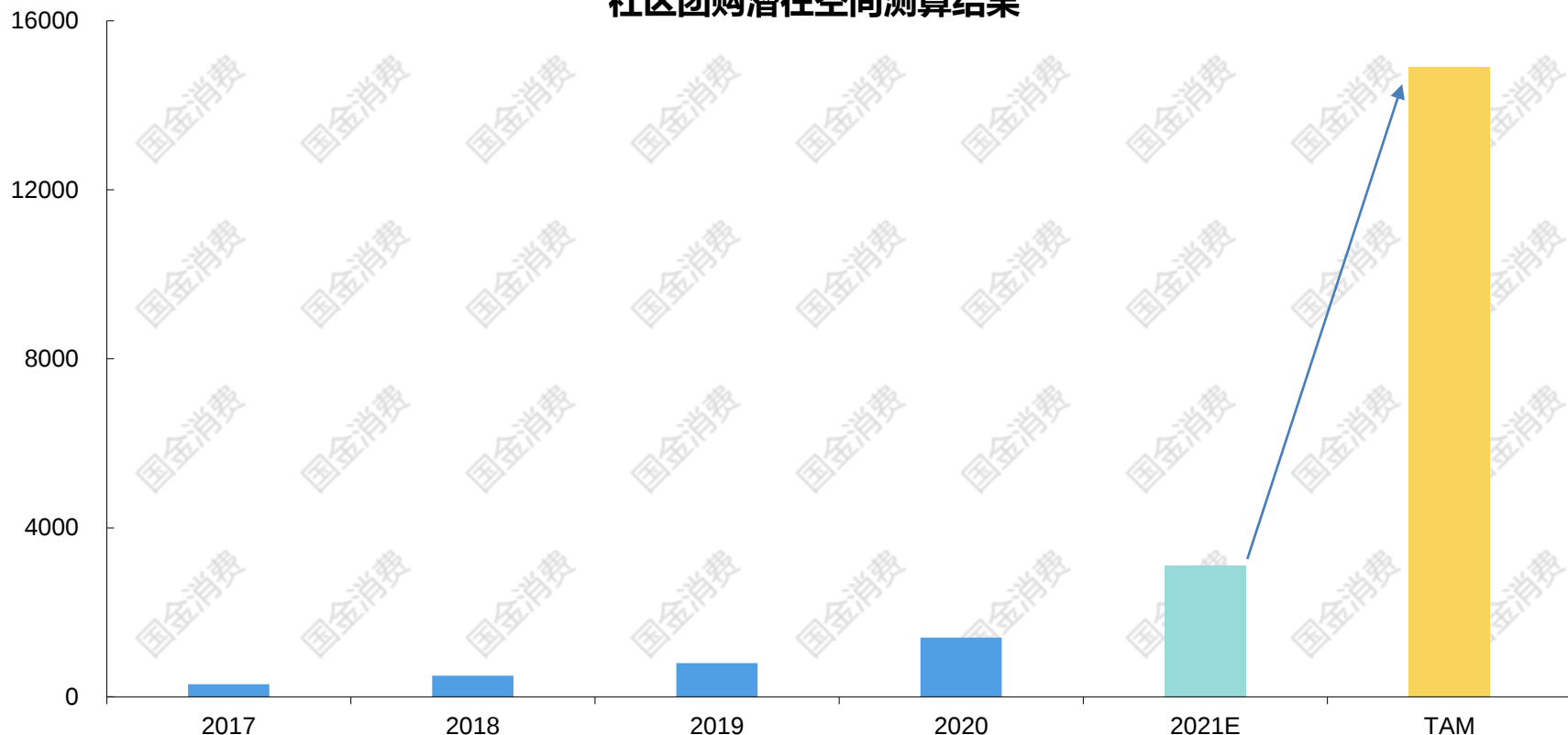
各平台三线及以下城市用户占比对比 (APP装机量口径, 2021.06)



空间：预计长期可触达市场规模约1.5万亿

- 我们以家庭人均月收入1100~5000元的7.2亿人口为社区团购的主要潜在客群，该部分人口可由社区团购覆盖的消费需求（主要为食品烟酒、生活用品）每年约5万亿元，在30%长期渗透率假设下：

社区团购潜在空间测算结果

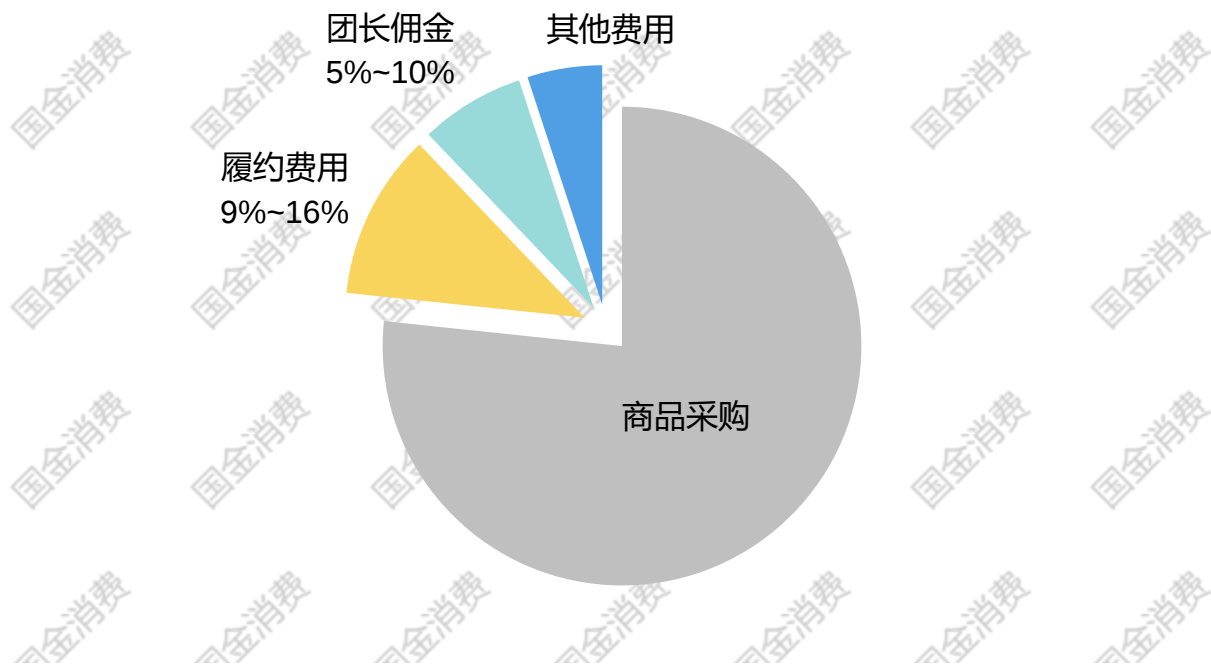




社区团购加价率优势空间测算

- 除商品采购外，**履约费用**为平台最大的费用支出项，外部反垄断监管+平台盈利诉求驱动下，能否降低履约费用率对平台在无补贴情况下继续提供低加价产品至关重要。
- 团长佣金方面，随着行业淘汰赛推进，平台话语权相对扩大，预计平台逐渐调减团长佣金的确定性较强。

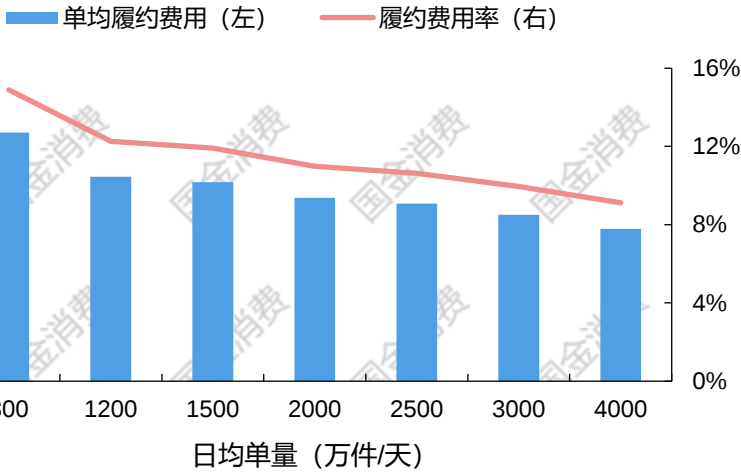
社区团购平台成本费用结构(2021E)



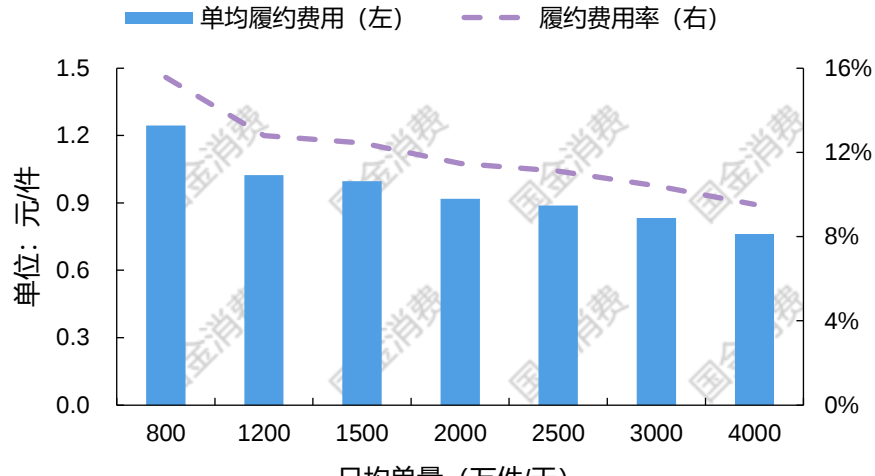
来源：新经销咨询分析，国金证券研究所测算

测算结果：日均2500万单情形，社区团购履约费用率约11%

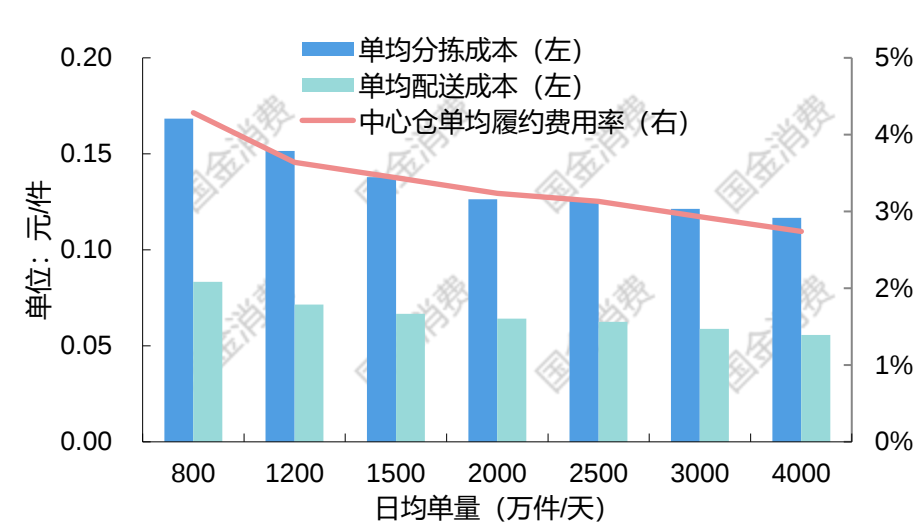
社区团购履约费用测算结果（网格仓1P）



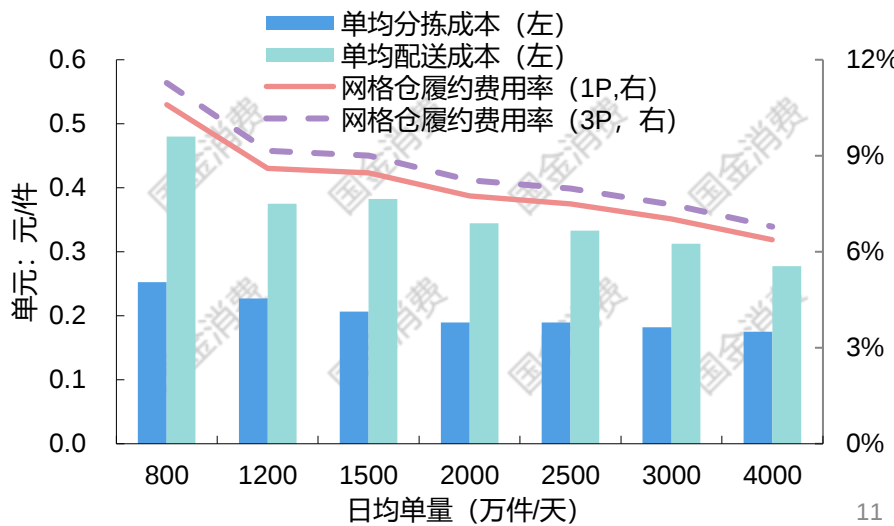
社区团购履约费用测算结果（网格仓3P）



社区团购中心仓履约费用测算结果



社区团购网格仓履约费用测算结果

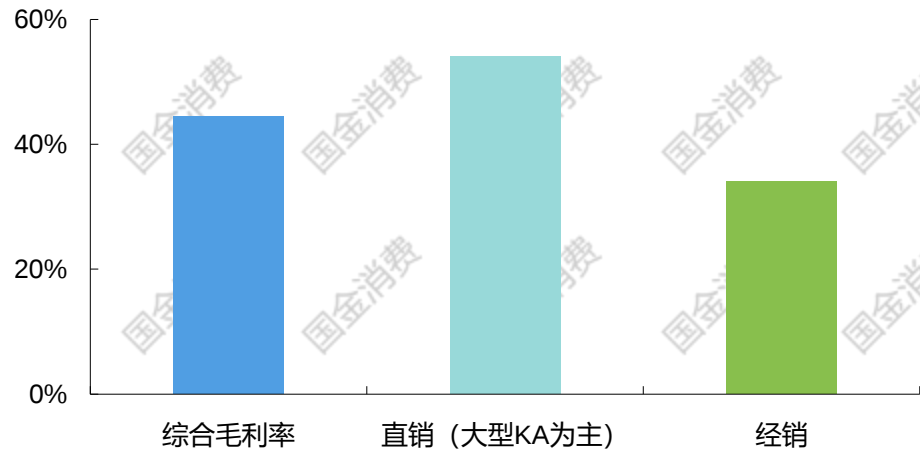


来源：国金证券研究所测算；注：1) 履约费用率计算基于件单价8元/件假设；2) 履约费用模型中还包括租金、水电、管理等开支

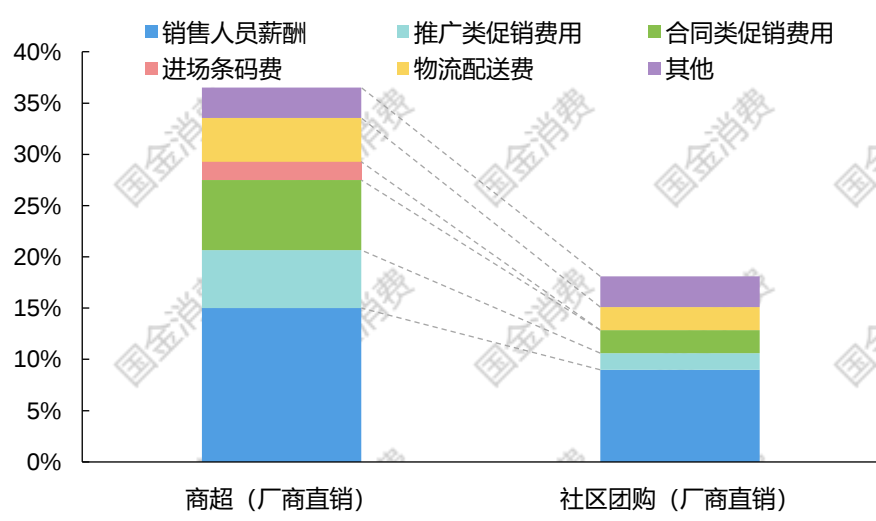
案例分析：社区团购优化传统渠道加价模式

- 休闲食品为例，由于零售端商超有进场、条码、促销、门店导购等各类费用以及自身盈利需求，也倒逼厂商/经销商需要做到更高的毛利率来覆盖高费用支出。
- 考虑厂商直供平台、一级经销商供货平台两种情形，假设厂商/经销商因费用节省、资金周转加快愿意出让部分毛利率。结合平台合理的必要毛利率推算：

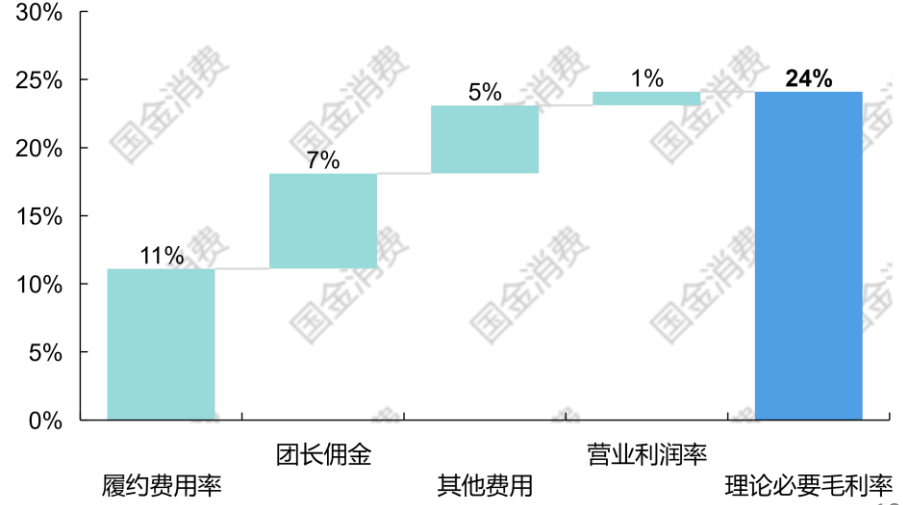
休闲食品线下直销、经销渠道毛利率水平



休闲食品KA、社区团购销售费用率测算结果

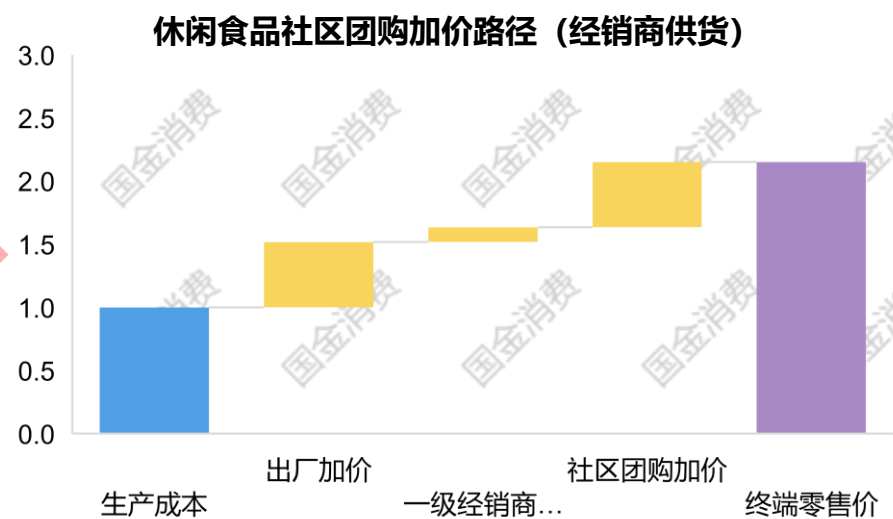
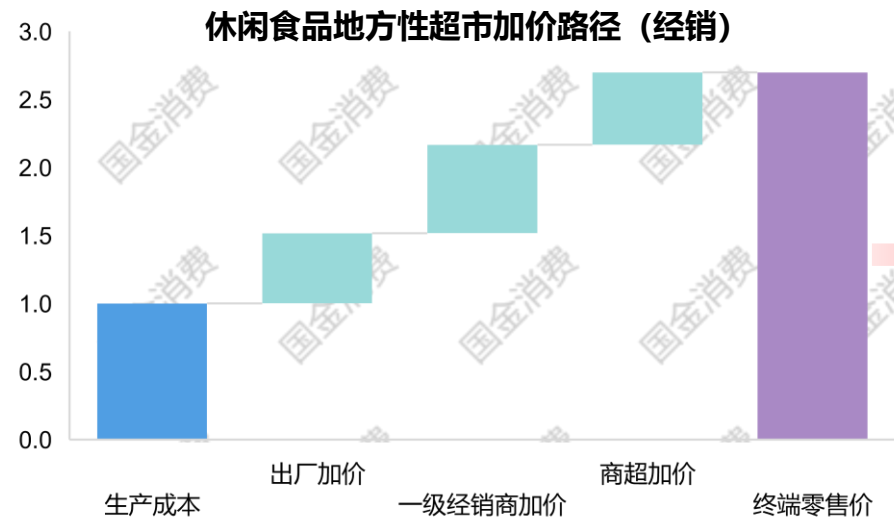
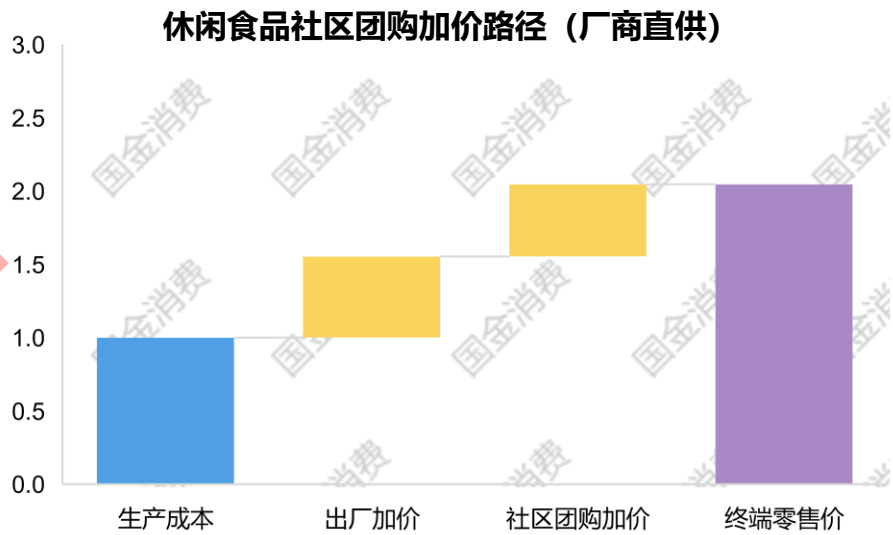
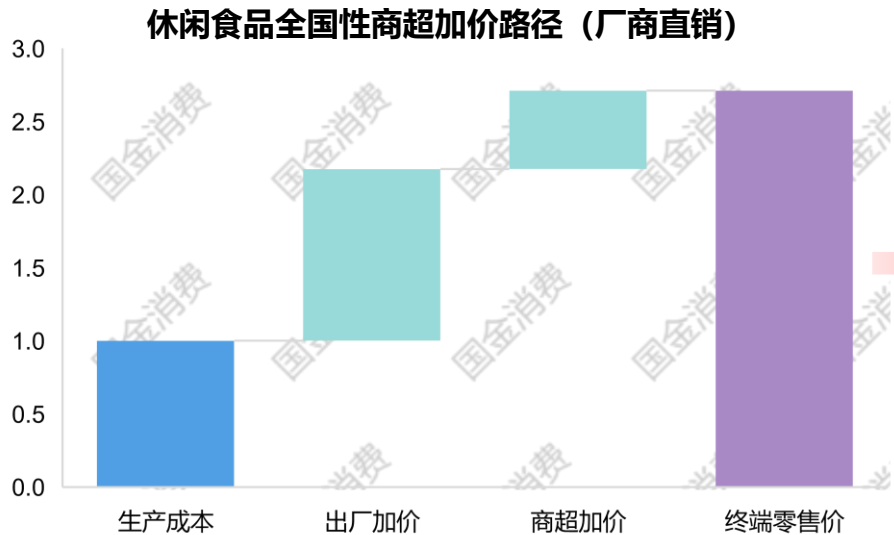


日均2500万单、件均价8元、无补贴情景
社区团购平台理论必要毛利率测算结果



来源：wind，新经销咨询分析，国金证券研究所测算

案例分析：休闲食品社区团购到手价可较传统渠道低20%+



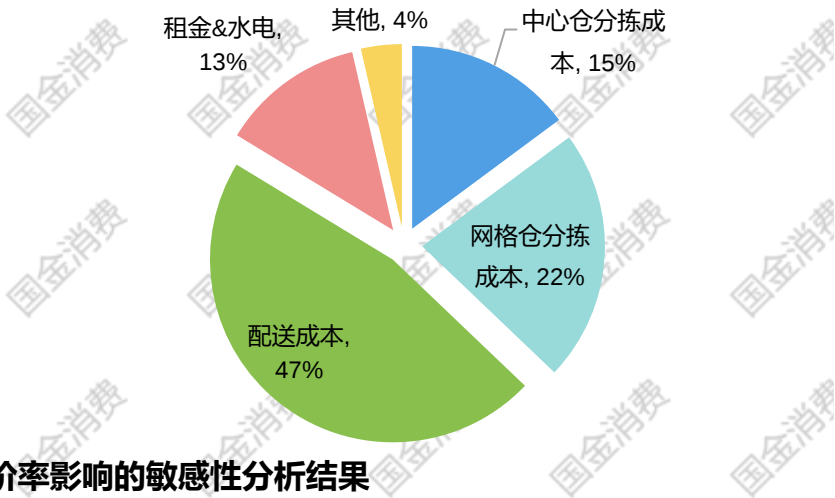
来源：wind，草根调研，国金证券研究所测算；注：假设生产成本为1元，全渠道加价率=终端零售价/生产成本-1



社区团购加价率进一步下降的空间

- 目前社区团购平台分拣仍主要依赖人力，预计自动化水平的提升将有效提升分拣人效、节约履约成本。
- 中心仓多为平台自营、主要完成粗分拣工作，预计自动化推进难度更低、速度更快。

社区团购履约成本构成（网格仓1P）



社区团购分拣效率提升对全渠道加价率影响的敏感性分析结果
(网格仓3P，休闲食品案例Cont.)

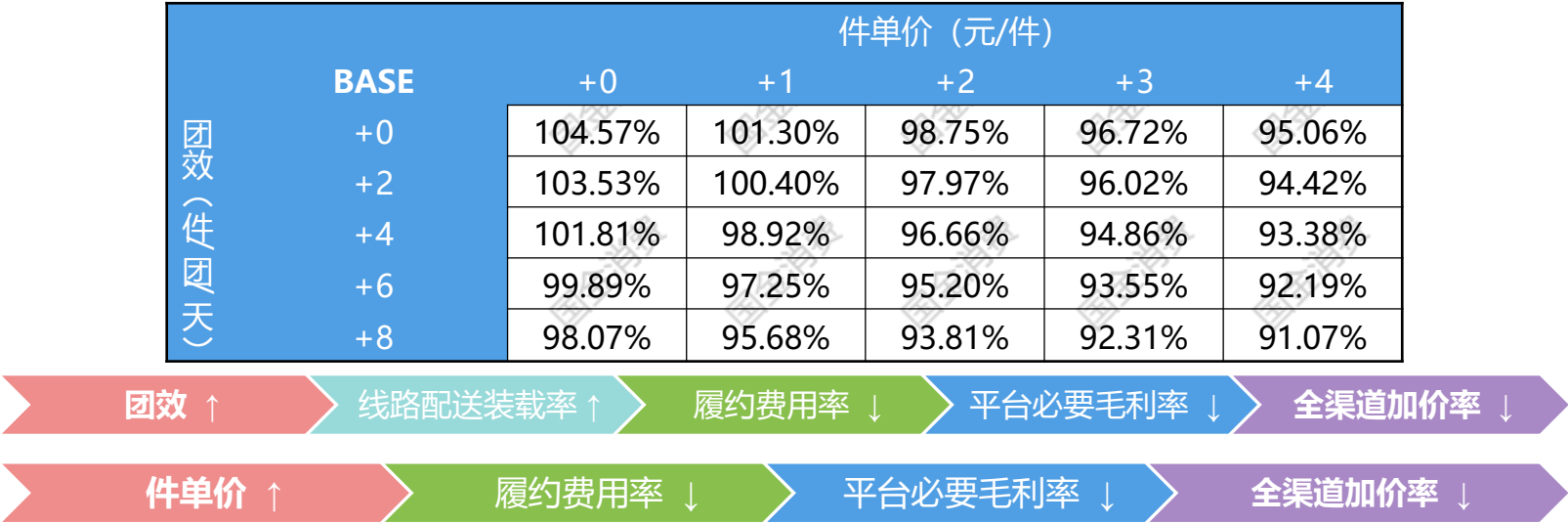
		网格仓分拣人效（件/人/天）				
中心仓分拣人效 (件/人/天)	BASE	+0	+500	+1000	+1500	+2000
	+0	104.57%	102.59%	100.87%	99.83%	99.24%
	+2000	97.14%	97.05%	96.90%	96.74%	96.59%
	+4000	95.64%	95.62%	95.57%	95.50%	95.44%
	+6000	95.05%	95.04%	95.01%	94.98%	94.94%
	+8000	94.76%	94.75%	94.74%	94.72%	94.69%



来源：国金证券研究所测算；注：测算基于日均单量2500万件、件单价8元/件情景

- 区别于外卖、生鲜到家等模式实现盈利需要追求“客单价”提升，社区团购提升“团单价”以达到规模经济的门槛更低，因此向人口密度不高或人均消费能力不高地区下沉成功可能性更高。
- 量：日订单量=团点数*团效，我们更关注头部平台团效提升带来的规模效应。
- 价：件单价的上升空间可能相对有限，源于平台高性价比定位以及销售产品主要为生鲜和快消品。

社区团购团效、件单价提升对全渠道加价率影响的敏感性分析结果
(网格仓3P，休闲食品案例Cont.)



来源：国金证券研究所测算；注：敏感性分析基于日均2500万单情形



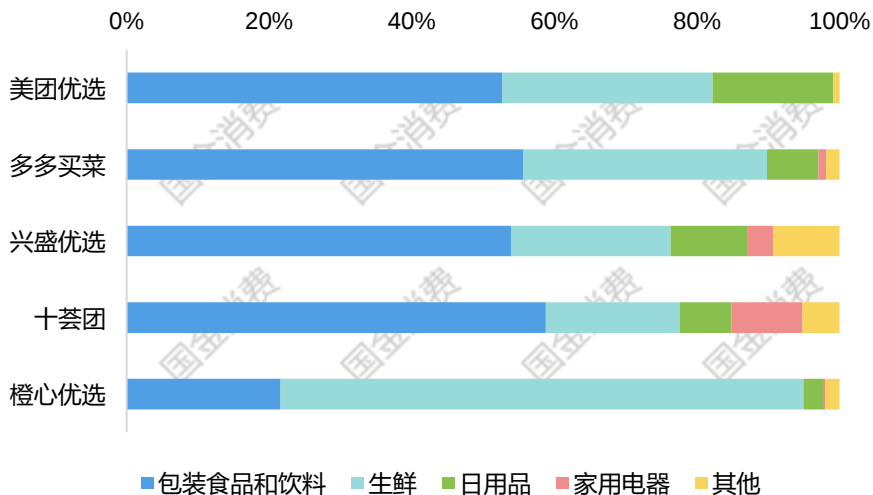
哪些品类更契合社区团购模式特征&用户诉求？

模式特点、用户画像和冷链短板决定社区团购依靠生鲜引流的同时需要增加标品以提升盈利能力

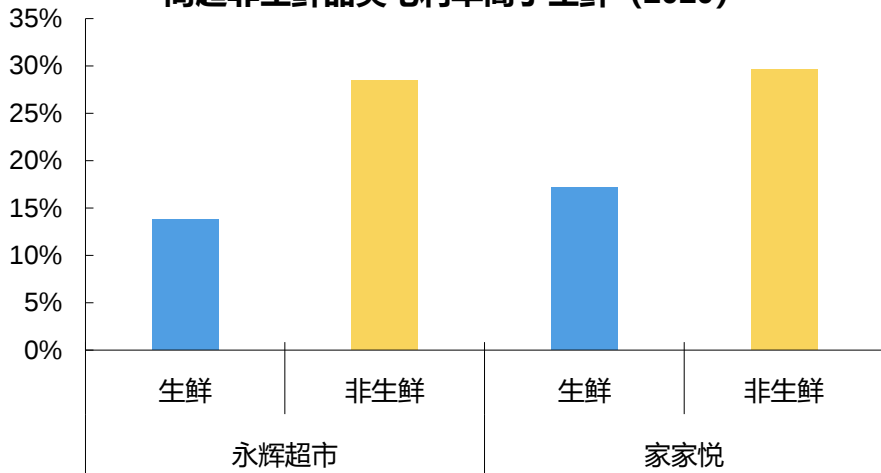
社区团购平台提高标品占比为必然趋势：

- 核心用户时间充裕、擅长比价、对生鲜价格敏感，叠加模式时效性短板，社区团购上生鲜的加价空间较小；
- 短期内受制于冷链基础设施的不完备，目前夏季生鲜损耗率约7%，较其他季节上升5pct以上。

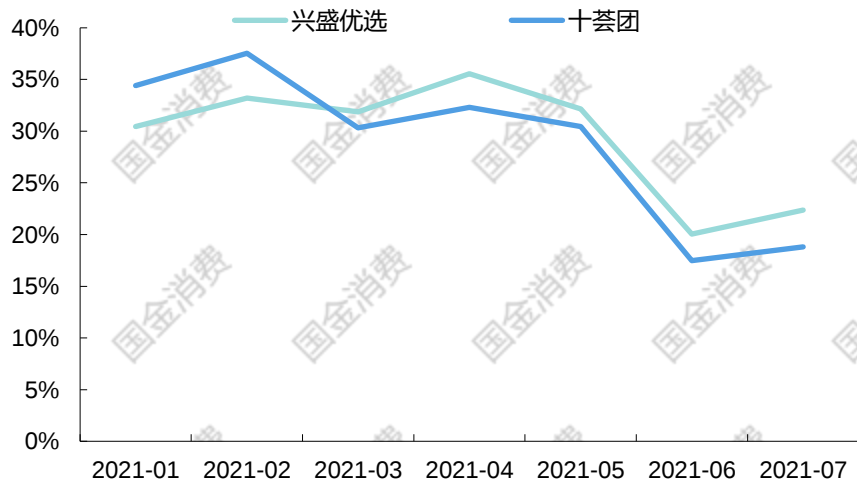
社区团购平台GMV大类结构



商超非生鲜品类毛利率高于生鲜（2020）



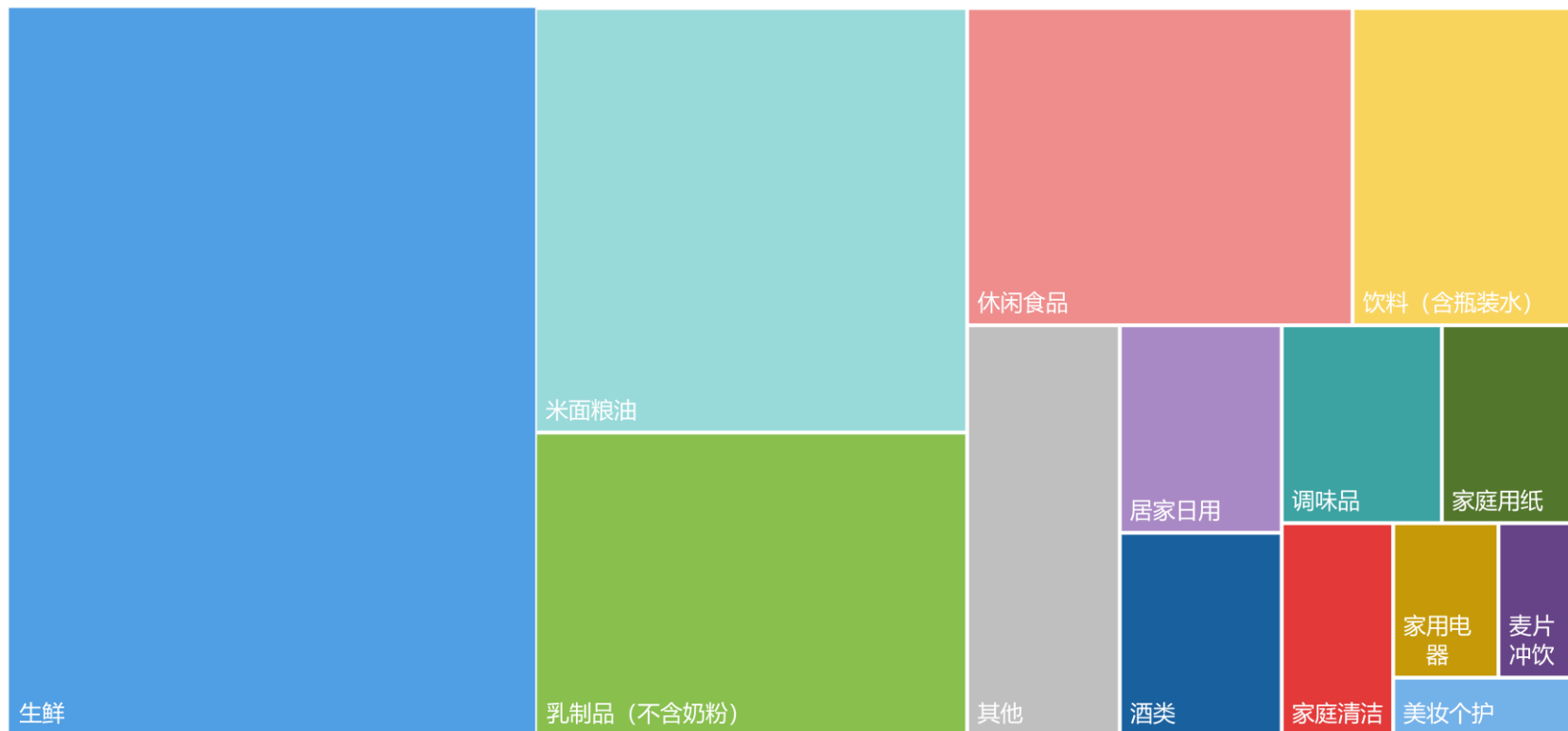
兴盛优选、十荟团GMV中生鲜占比变化



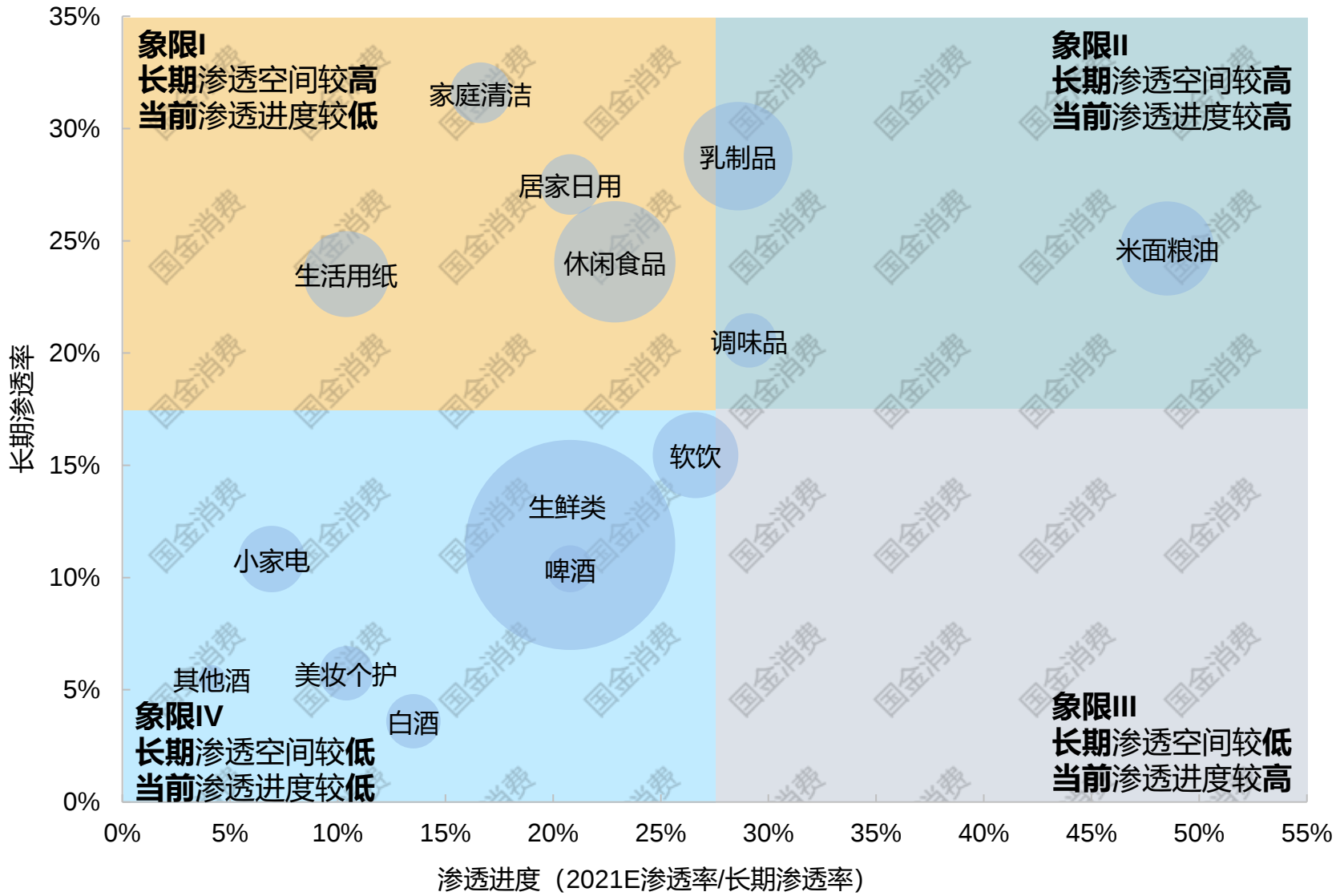
标准化、刚需、中高频、低单价、计划性消费品类符合平台选品标准和用户消费倾向

- **平台选品标准：**模式跑通关键在于供应链的规模效应，因此更倾向于高周转、受众广、标准化程度高、易储存运输的快消品类；
- **用户消费倾向：**符合家庭刚需、囤货属性强或单价低、尝鲜门槛低产品更契合消费者倾向。

代表性社区团购平台GMV品类结构（4Q20~1Q21）



渗透图谱：象限II品类渠道结构已现明显变化，象限I品类社区团购规模将持续扩大



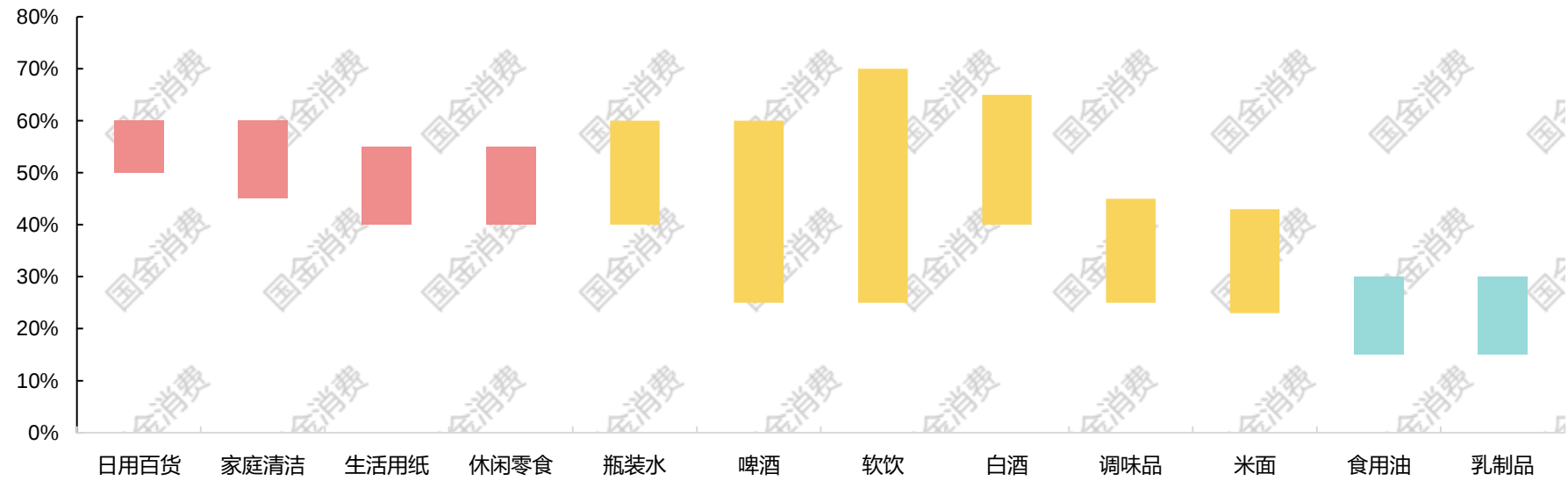
来源：Euromonitor，国金证券研究所数据中心，国金证券研究所测算



各品类头部品牌价格体系/竞争格局受影响程度可分为安全、挑战、风险三类

- 基于头部社区团购平台2020.12~2021.07数据，社区团购主要品类（除生鲜）的折扣率由高到低大致排序：
日用百货 > 家庭清洁 > 生活用纸、休闲零食 > 调味品 > 米面 > 乳制品、食用油，软饮和酒类折扣率区间跨度相对较大，但整体高于食用油、乳制品。
- 目前社区团购平台上除生鲜外，30%商品为全国知名品牌、70%为地方性小品牌或白牌，为典型“生鲜+品牌商品引流，小品牌/白牌获利”的模式，盈利需求驱动下，平台天然更愿意选择价格体系不透明、利润空间更高的小品牌/白牌；多多、美团等平台在报价上均有设立“日度竞价、低价者得”的机制。

社区团购平台各品类折扣率区间 (2020.12~2021.07)



分析社区团购对品类价格体系的影响，实质是在探讨渠道变迁下品牌壁垒是否稳固、竞争格局将如何演绎

我们认为分析各品类头部品牌价格体系受社区团购渗透的影响程度，可主要考察品类**安全性**、**成瘾性**、**差异性**和**非计划性**四个属性：

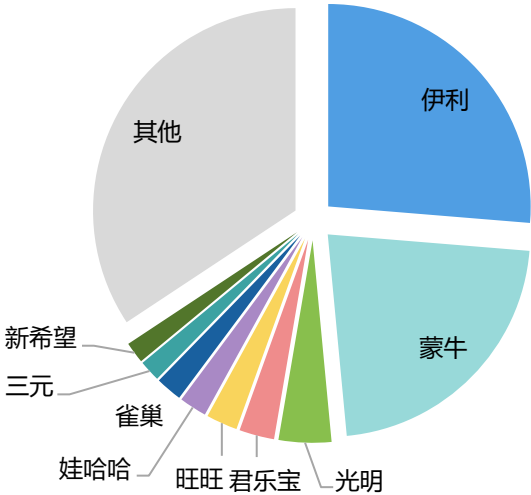
	价格体系受影响程度	安全性 >	成瘾性** >	差异性 >	非计划性
安全区	乳制品	★★★★★	★★★★	★★	★★
	食用油	★★★★★	★★	★	★
	美妆个护	★★★★	★★★★	★★★★★	★
	小家电	★★★★★	★★	★★★★★	★★
挑战区	软饮&大众酒	★	★	★★★★★	★★★★★
	- 功能饮料	★★	★★★★★	★	★★★★
	- 啤酒	★	★★★★	★★	★★★★
	- 瓶装水	★	☆	★	★★★★
	米面杂粮	★★★★	★★	★	★
	调味品	★★	★★★★	★★★★	★
风险区	休闲食品	★	★	★★★★★	★★
	家庭清洁	★★	★	★	★
	生活用纸	★	★	★	★



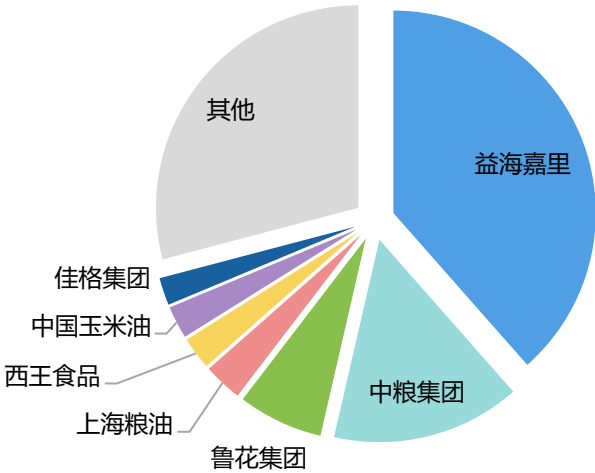
安全区：价格体系稳定，龙头地位稳固
——乳制品、食用油等

- 历史上三聚氰胺、地沟油等食品安全事件的发生使得消费者在乳制品和食用油品牌的选择上安全诉求尤为强烈，更信赖全国性知名品牌。
- 龙头公司在过去十余年中精耕渠道，市占率与行业内其他玩家已拉开明显差距，对渠道价格掌控能力强。

国内乳制品竞争格局（按公司，2020）

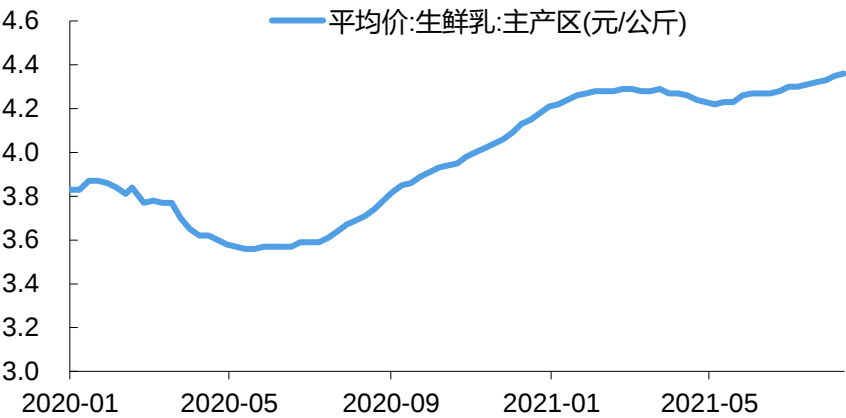


国内食用油竞争格局（按公司，2020）

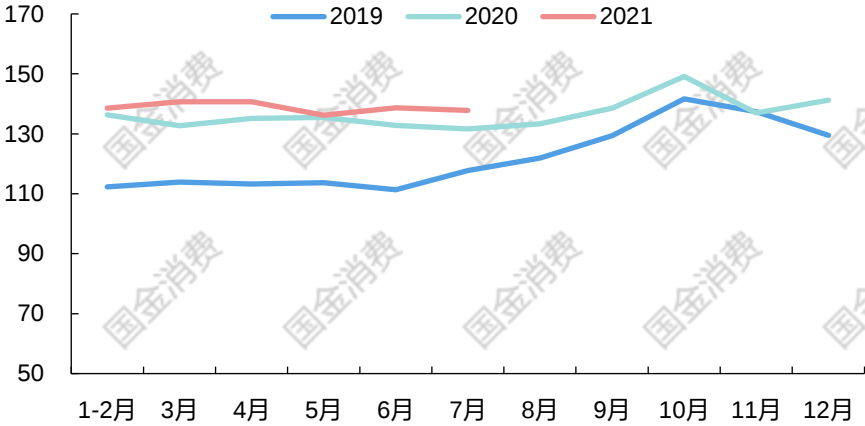


来源：Euromonitor，国金证券研究所；注：市占率为零售额口径，乳制品含奶粉

2020年中旬以来原奶价格呈上行趋势



1H21天猫乳制品价格指数^注高于前两年同期



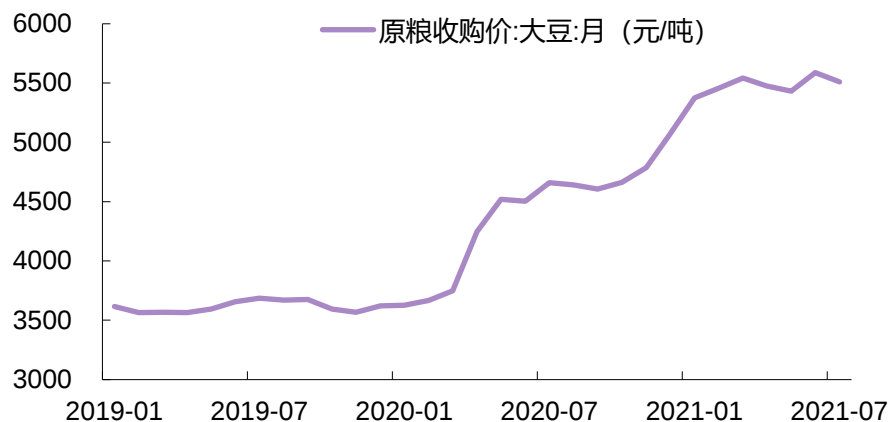
伊利、蒙牛常温产品商超折扣率草根调研结果

		安慕希原味	伊利纯牛奶	金典纯牛奶	金典有机奶	纯甄原味	蒙牛纯牛奶	特仑苏纯牛奶	特仑苏有机梦幻盖
3月9-16日	北京密云区	7%	25%	3%	14%	15%	15%	14%	6%
	北京海淀、西城区	14%	17%	23%	24%	23%	6%	15%	5%
	河南南阳市（三线）	24%	23%	9%	7%	17%	17%	10%	
4月6-7日	北京密云区	18%	29%	13%	12%		18%	18%	12%
	北京海淀、西城区	17%	13%	16%	8%	17%	14%	9%	12%
	河南南阳市（三线）	19%	18%	16%	6%	14%	11%	8%	
5月12-15日	广东省广州市、中山市	11%	4%	14%	13%	0%	4%	21%	11%
	河南省南阳市	18%	-5%	8%	23%	25%	14%	11%	20%
	上海杨浦区	30%	13%	24%	3%	17%	2%	23%	7%
7月1-6日	上海徐汇区	21%	13%	24%	11%	17%	-3%	7%	6%
	上海杨浦区	27%	21%	16%	-3%	20%	2%	17%	7%
	广东中山市（二线）	22%	9%	16%	-2%	12%	-3%	14%	25%

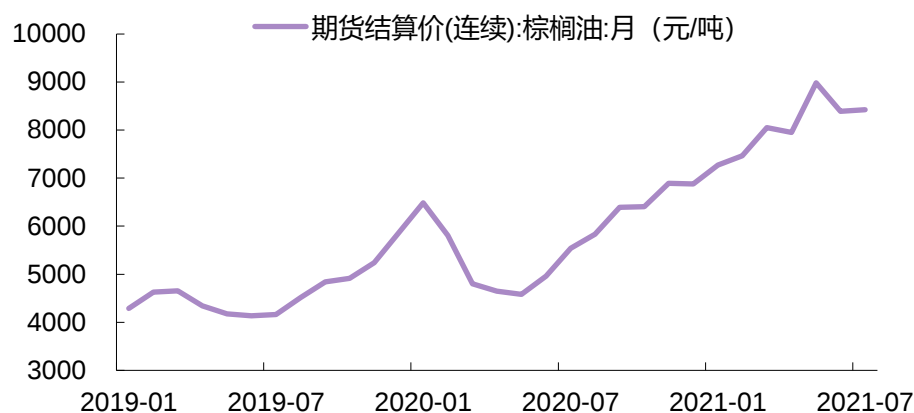
来源：wind，草根调研，国金证券研究所数据中心；注：1）商超折扣率调研情况摘自国金食品饮料组乳制品草根调研报告；2）天猫价格指数以2019年1-2月或1月均价为100计算得到，后同

食用油：原料涨价向零售端传导较通畅，原有渠道价格体系正常

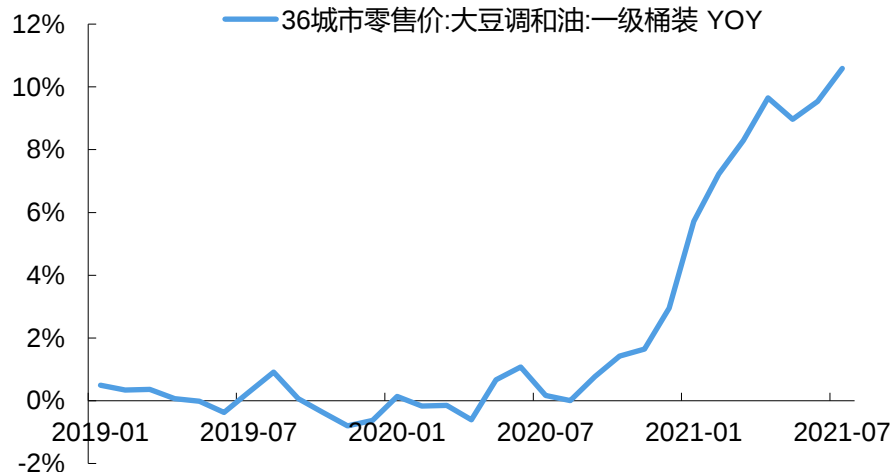
2020年中旬以来大豆价格呈上行趋势



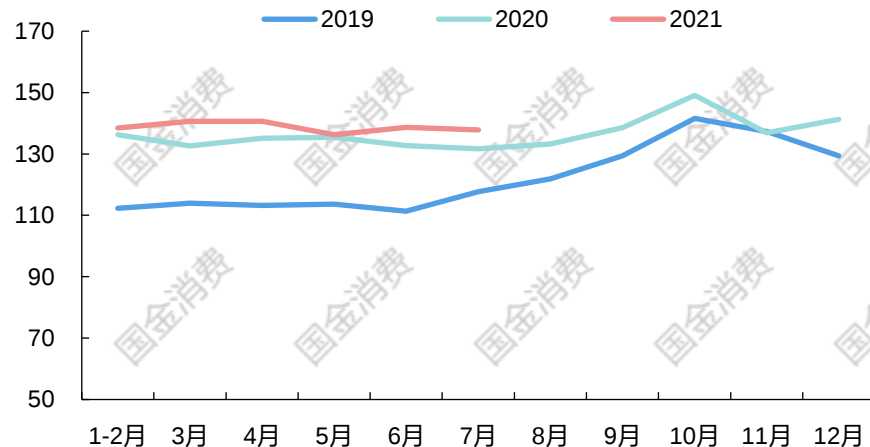
2020年中旬以来棕榈油价格呈上行趋势



1H21食用油线下零售价格同比上升明显



1H21天猫食用油价格指数高于前两年同期



来源: wind, 国金证券研究所研究数据中心; 注:

安全

挑战

风险



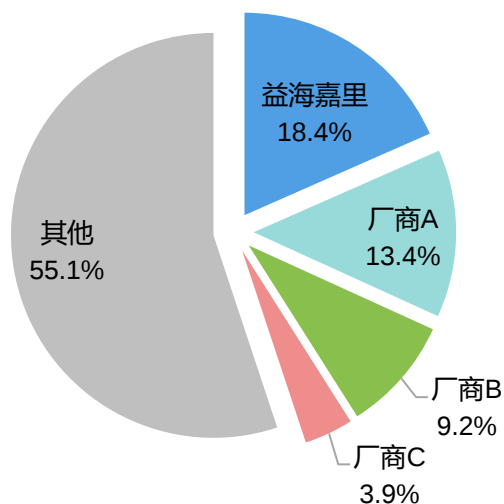
**挑战区：价格体系梳理难度上升，品牌
将就新渠道展开新一轮激烈竞争**



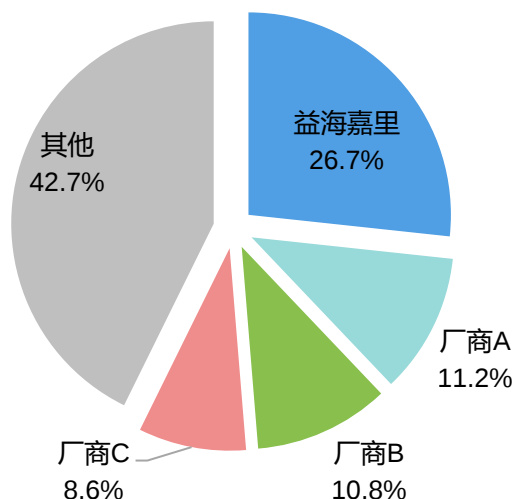
米面杂粮：产地背书>品牌背书，行业集中度仍有提升空间，具备产业链整合能力的电商品牌有机会通过O2O渠道扩大份额

- 米面杂粮安全诉求较强，白牌纯粹依靠低价较难起势，但米面加工程序相对少、更强调原料本味，消费者对“东北”、“泰国”产地背书的信任高于对具体品牌认可。

国内现代渠道包装米竞争格局
(2019)



国内现代渠道包装面粉竞争格局
(2019)



大米品类，电商品牌在社区团购热卖

综合 销量 价格 筛选



新人专享

品牌【特价来袭】福享人家东北大米5kg/袋

附近2160人已下单

限1份

¥19.9

加入购物车



新人专享

品牌【限量特价】北大荒垦香源珍珠米5kg/袋

附近2813人已下单

好货上新 限1份

¥19.9

加入购物车

来源：尼尔森，美团优选，国金证券研究所研究数据中心

安全

挑战

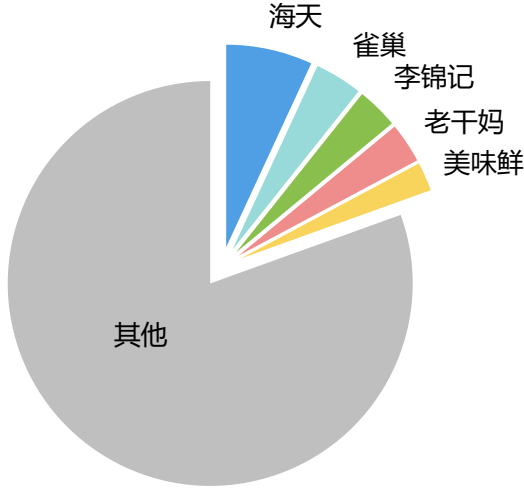
风险

调味品：C端有一定口味黏性但易受宣传促销影响，白牌难崛起但品牌间竞争或趋于激烈

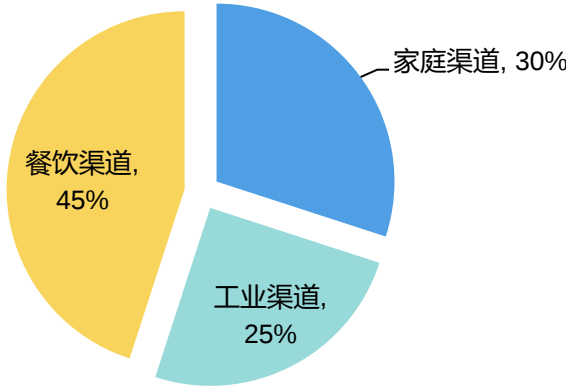
- 我们认为白牌在社区团购平台仍较难崛起，但社区团购的持续渗透很可能引发品牌间竞争升级，头部品牌若在新渠道布局不当，家庭端市场份额可能受二三线品牌或跨赛道品牌较大冲击。

渠道	采购途径	目标客户特点	渠道特点
餐饮	农贸批发市场、经销商、超市	厨师对产品口味功能和稳定性等要求高，粘性强	消耗量大，稳定，极少退货，部分存在一定账期，易守难攻
家庭	大卖场、超市、便利店、夫妻店等	关注品牌及价格，易受品牌宣传和促销的影响，做饭频率高者黏性较强	渠道分散，竞争激烈，新老产品更新速度快，易攻难守
工业	经销商、厂家直供	关注成本及质量，客户黏性高	产品要求相对简单，需要了解生产制造知识，易守难攻

国内调味品竞争格局（按公司，2020）



调味品行业的渠道结构占比（新冠疫情前）

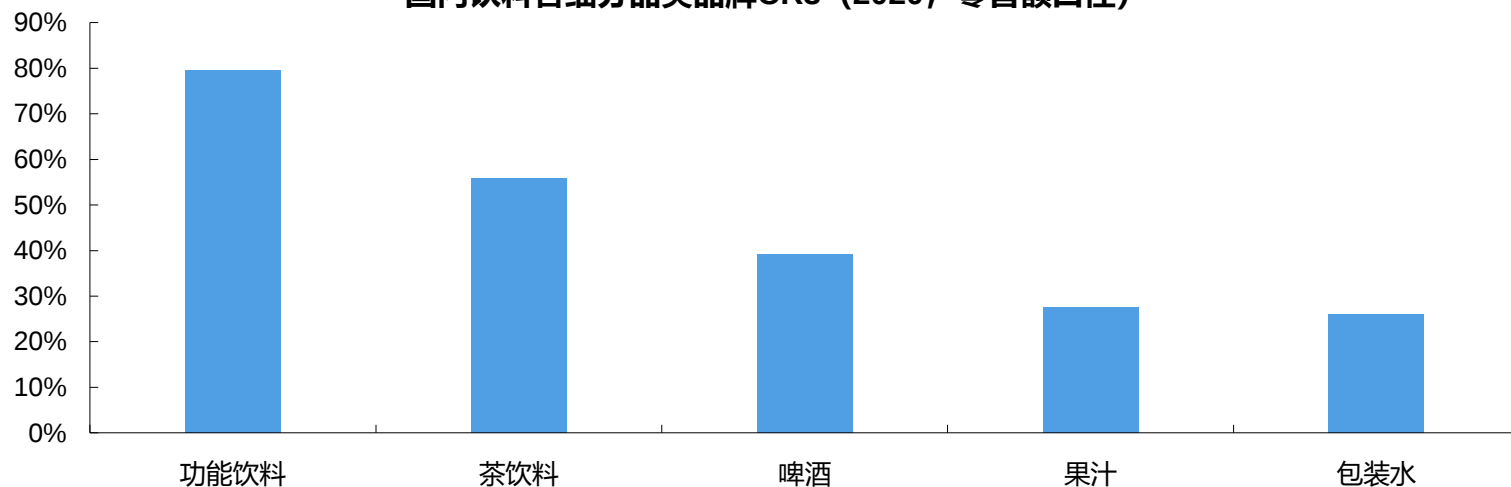


来源：Euromonitor，中国产业信息网，国金证券研究所研究数据中心；注：市占率为零售额口径

软饮&大众酒：即饮需求下价格敏感度降低，强口味黏性的细分品类受冲击更低，但小B进货途径变化或削弱品牌价盘掌控力

- 即饮需求驱动下消费者更注重购买的便利性，价格敏感度降低，使得品类原有线下渠道与社区团购形成错位；同时软饮、啤酒在社区团购平台上一成箱销售，少量尝鲜需求的存在也利于渠道间价格体系能保持相对独立。
- 细分品类受影响程度可能出现分化：包装水口味差异小、渠道依赖度较高、行业尚未高度集中，价格体系受社区团购冲击或更强；而风味饮品、酒类受影响可能相对较小，尤其是可乐、啤酒、功能饮料等能形成黏性、行业更集中的细分品类。

国内饮料各细分品类品牌CR3（2020，零售额口径）



来源：Euromonitor，国金证券研究所研究

安全

挑战

风险

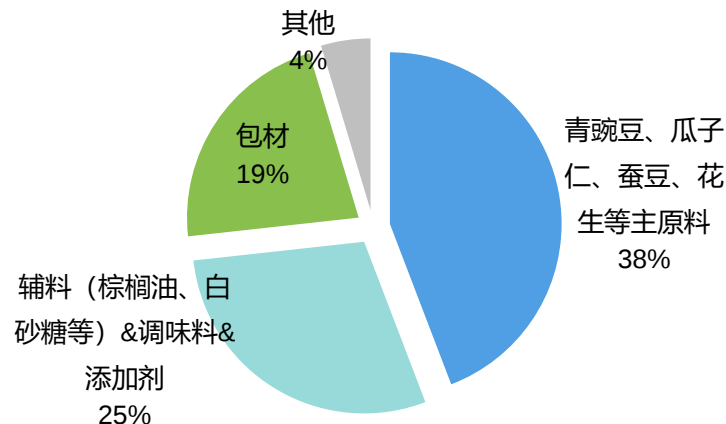


风险区：低价白牌获发展空间，品牌承压明显

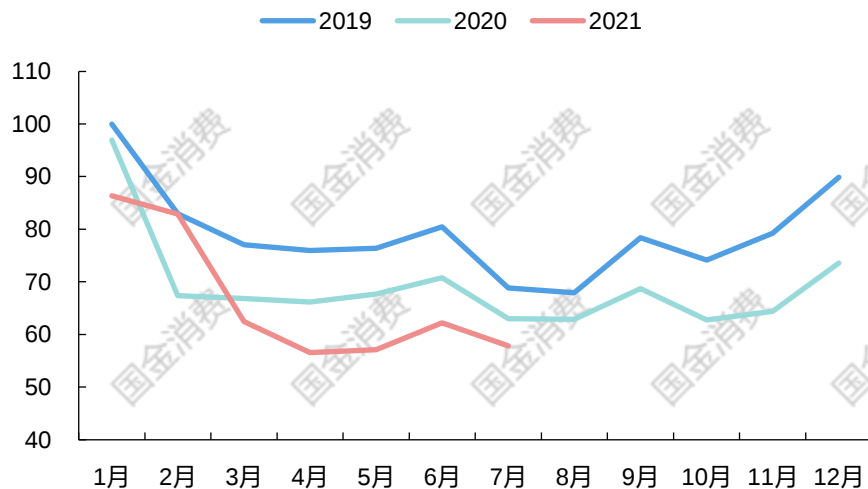
休闲食品：一站式购物、尝鲜凑单习惯弱化品牌忠诚

- 休闲食品品类众多、产品丰富，需求有一定差异性，但消费者的一站式购物和尝鲜凑单习惯会弱化品牌忠诚，平台能通过组合销售、主推大单品等方式弱化差异性、提升该品类履约规模效应，品牌品牌选择随渠道变化的可能性较高，白牌、小品牌获发展机会。

坚果炒货成本结构（甘源食品为例）



1H21天猫坚果炒货价格指数基本低于前两年同期



1H21商超休闲食品ASP同比下降



来源：wind，国金证券研究所研究数据中心

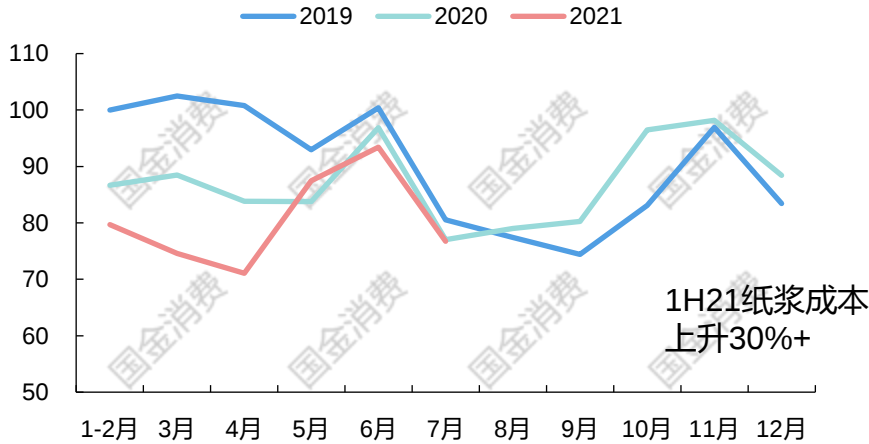
安全

挑战

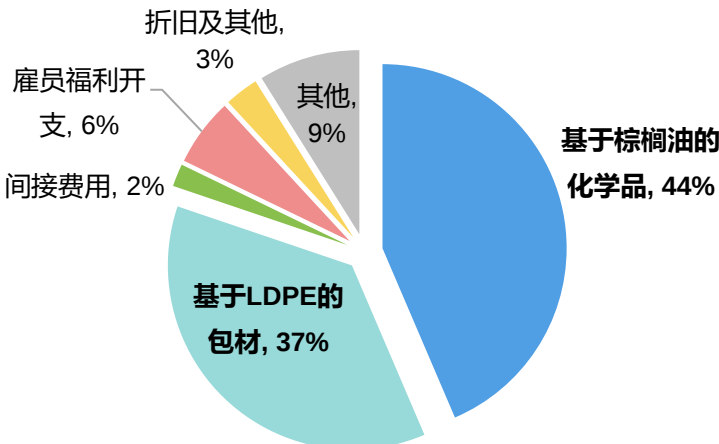
风险

家清&纸品：基础功能品同质化程度高，实惠便利诉求强烈

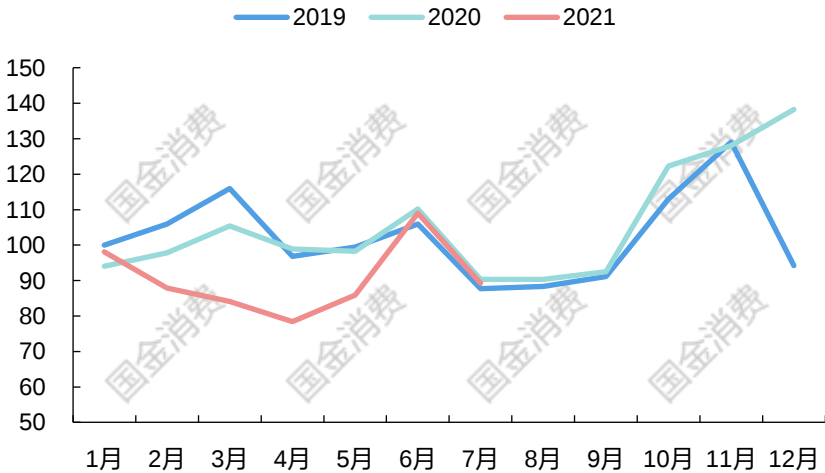
1H21天猫纸品湿巾价格指数基本低于前两年同期



家清产品成本结构（蓝月亮为例）



1H21天猫洗衣液价格指数基本低于前两年同期



1H21商超衣物清洁护理ASP多月同比下降



来源: wind, 国金证券研究所数据中心; 注: LDPE为塑料的一种

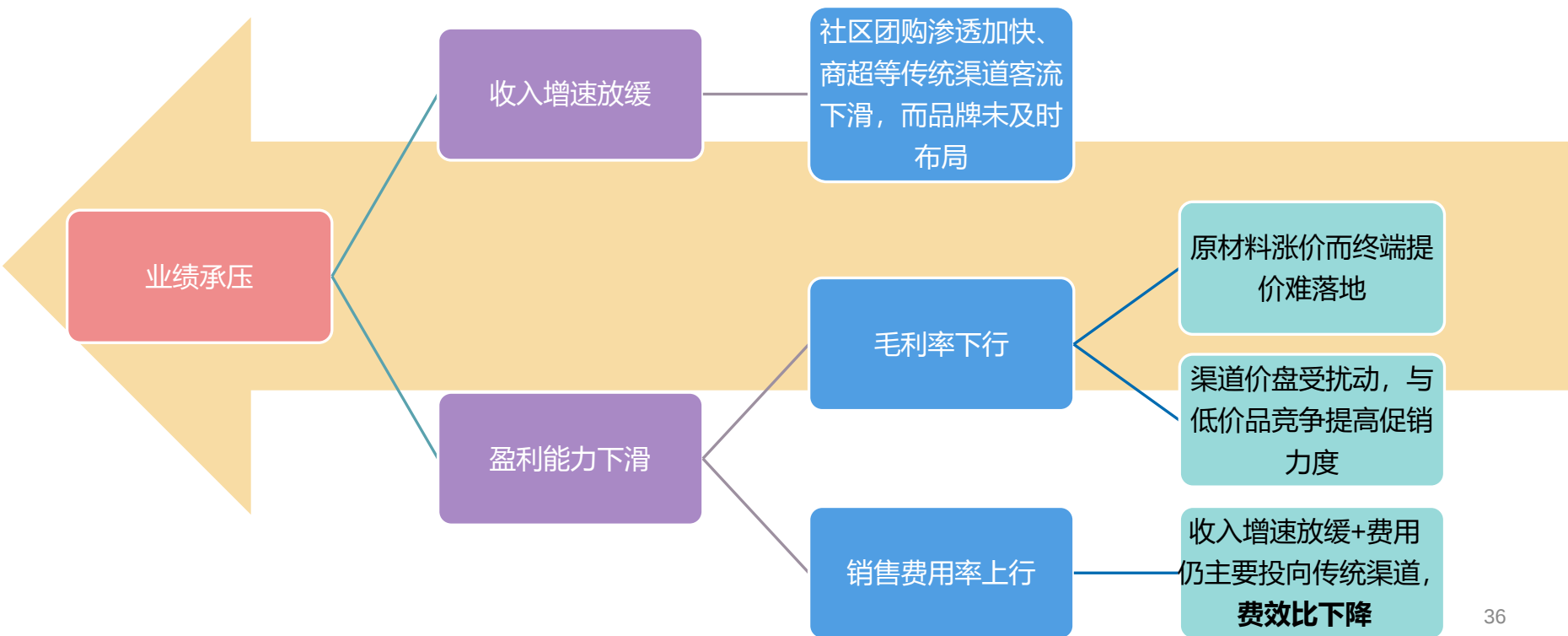


从1H21 报表看社区团购影响的检验

社区团购或同时影响消费品牌收入增长和盈利能力

- 图中传导路径为品牌及其经销商尚未规模化布局社区团购，同时其他因素不变的理论传导路径；
- **特别说明：我们并不将1H21风险区、挑战区品类业绩承压原因简单归因于社区团购，而更多将社区团购视作共振因素之一或品牌经营不确定性的放大器。**

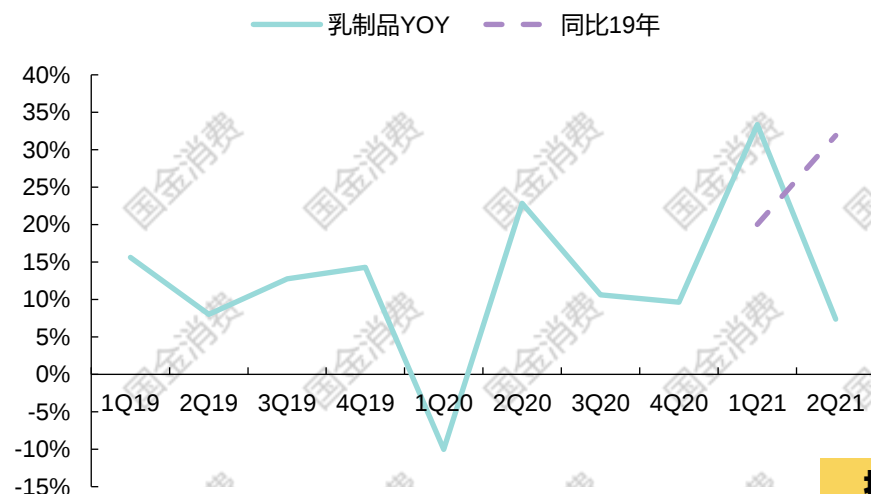
社区团购导致上市公司业绩承压的典型传导路径



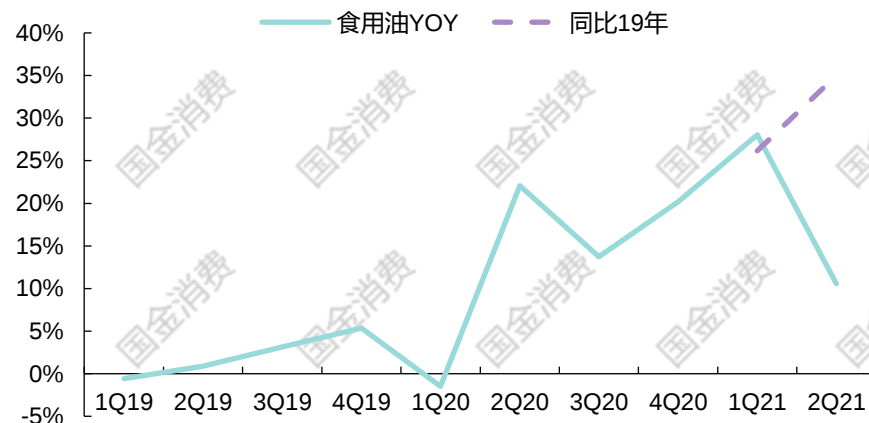
收入端：对社区团购重视度不足，挑战/风险区在渠道变迁过程中面临收入增速下降、市场份额下滑风险

乳制品A股上市公司整体收入增速（单季度）

安全区

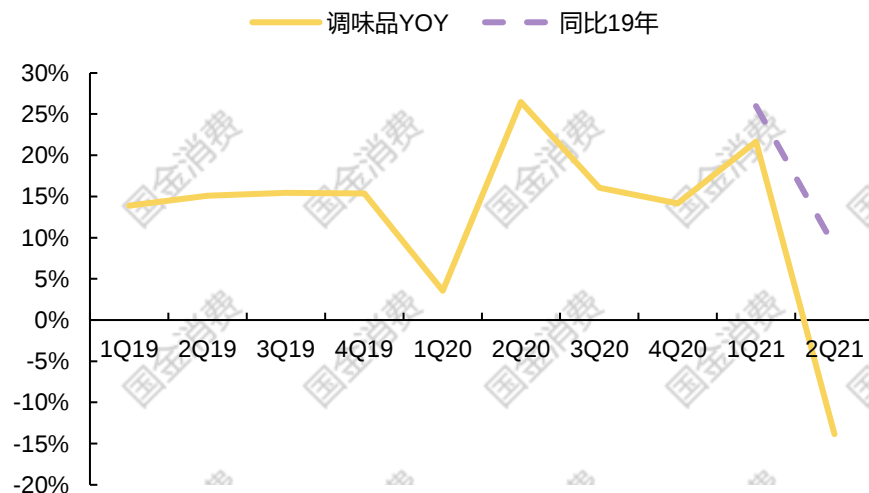


食用油A股上市公司整体收入增速（单季度）

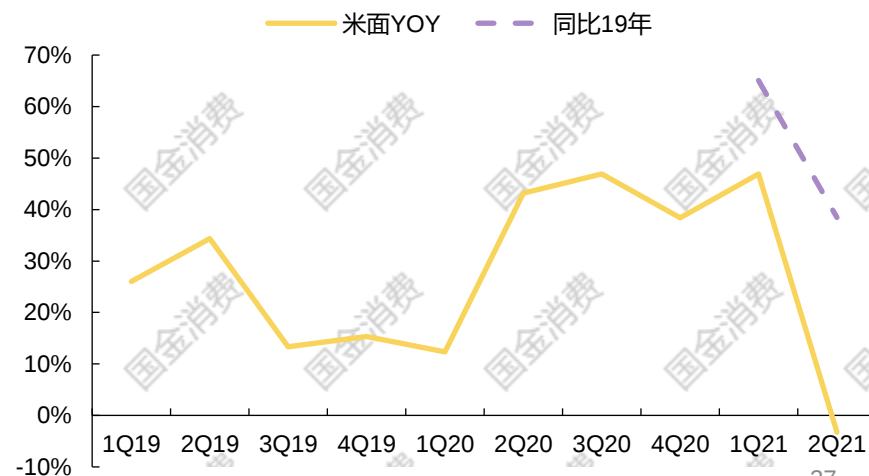


调味品A股上市公司整体收入增速（单季度）

挑战区



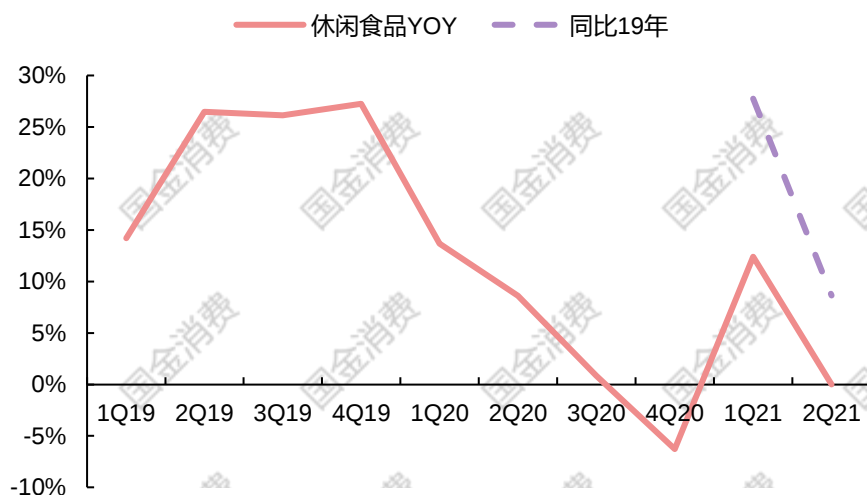
米面A股上市公司整体收入增速（单季度）



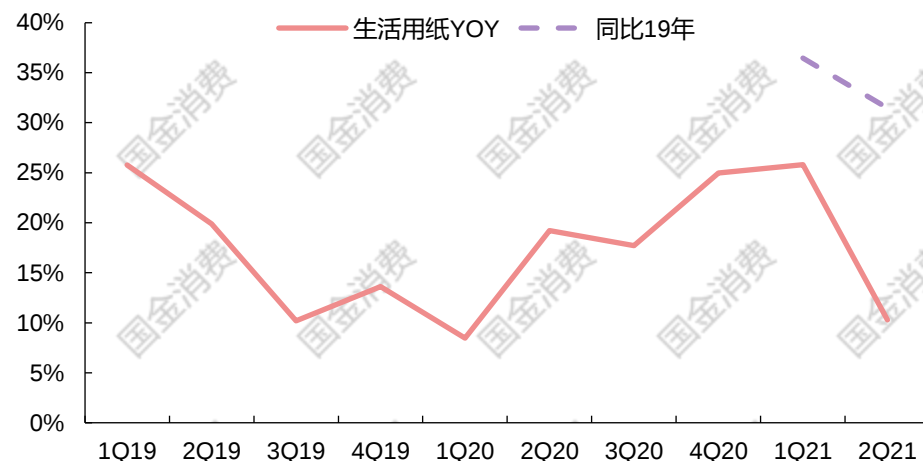
收入端：对社区团购重视度不足，挑战/风险区在渠道变迁过程中面临收入增速下降、市场份额下滑风险

风险区

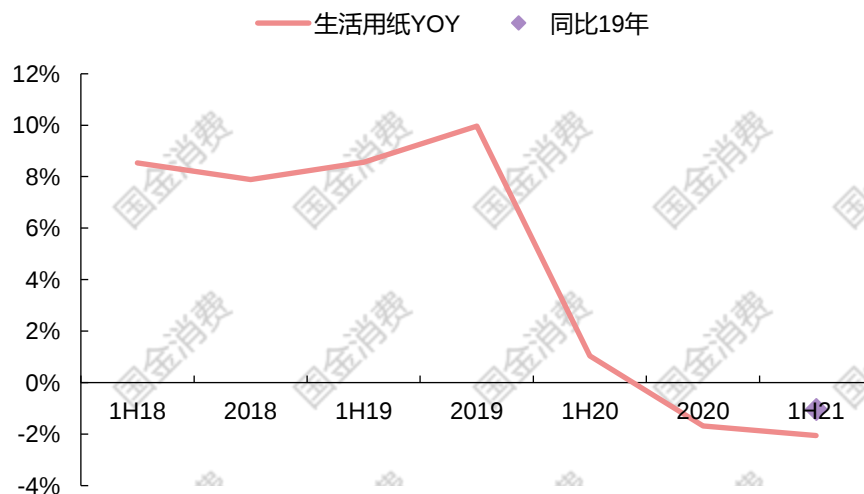
休闲食品A股上市公司整体收入增速（单季度）



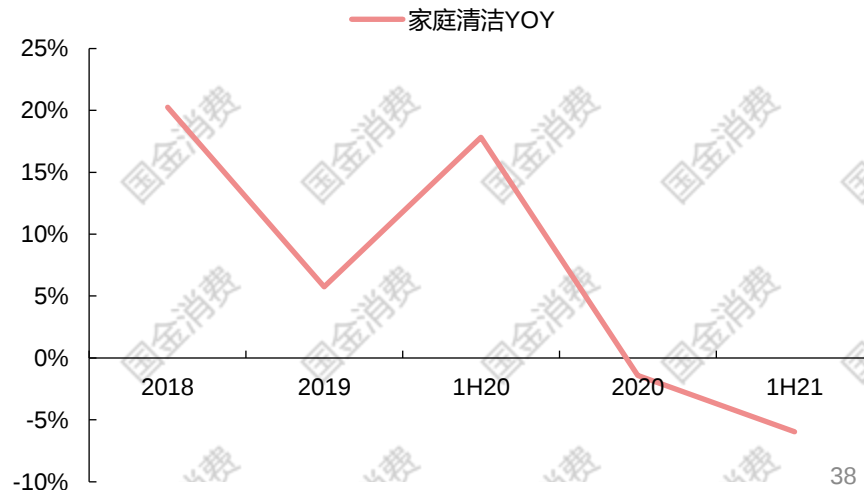
生活用纸A股上市公司整体收入增速（单季度）



生活用纸港股上市公司整体收入增速



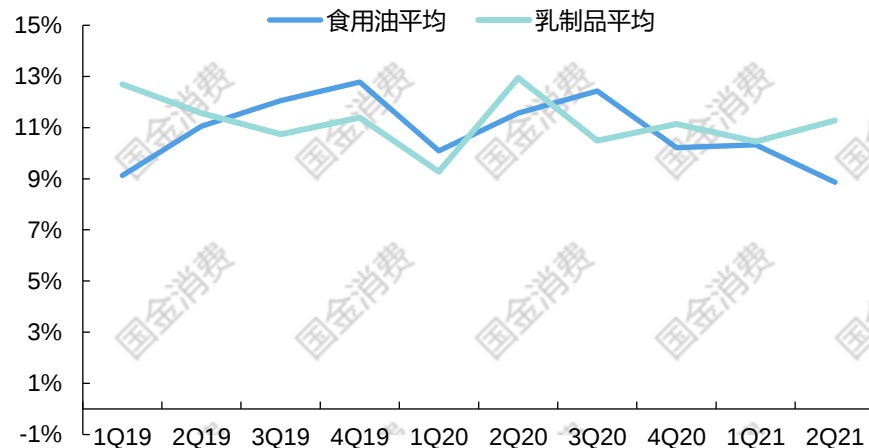
家庭清洁港股上市公司整体收入增速



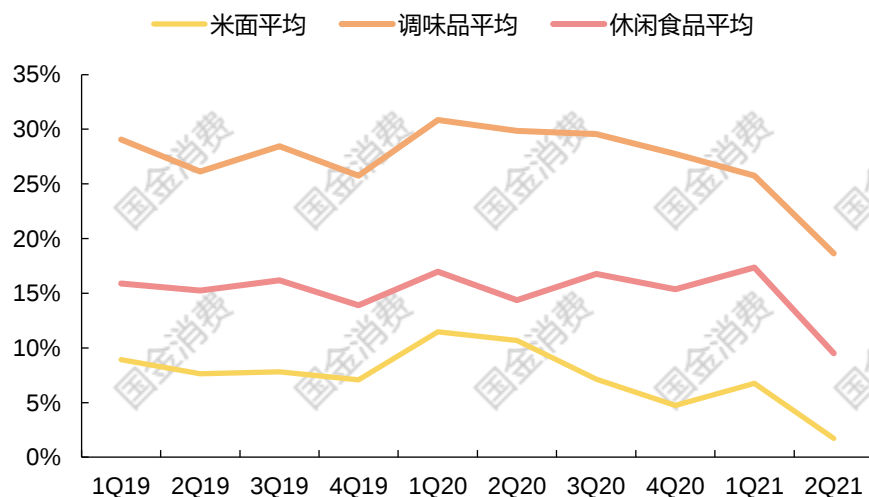
利润端：成本上涨+打折促销+渠道费用投放错位，毛销差缩窄较为明显

- 多家挑战/风险区公司的销售费用仍主要投向传统渠道，如增设商超店中岛、增加线下推销人员、加强深度分销网络支持等，但在商超、杂货店等线下渠道客流下滑，传统电商平台增速放缓情况下，费效比下降较为明显。

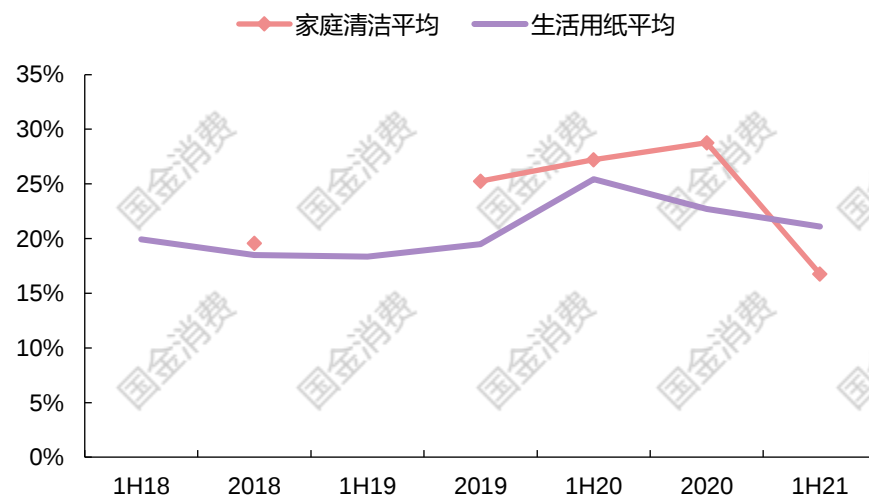
乳制品/食用油上市公司平均毛销差（单季度）



米面/调味/休食上市公司平均毛销差（单季度）

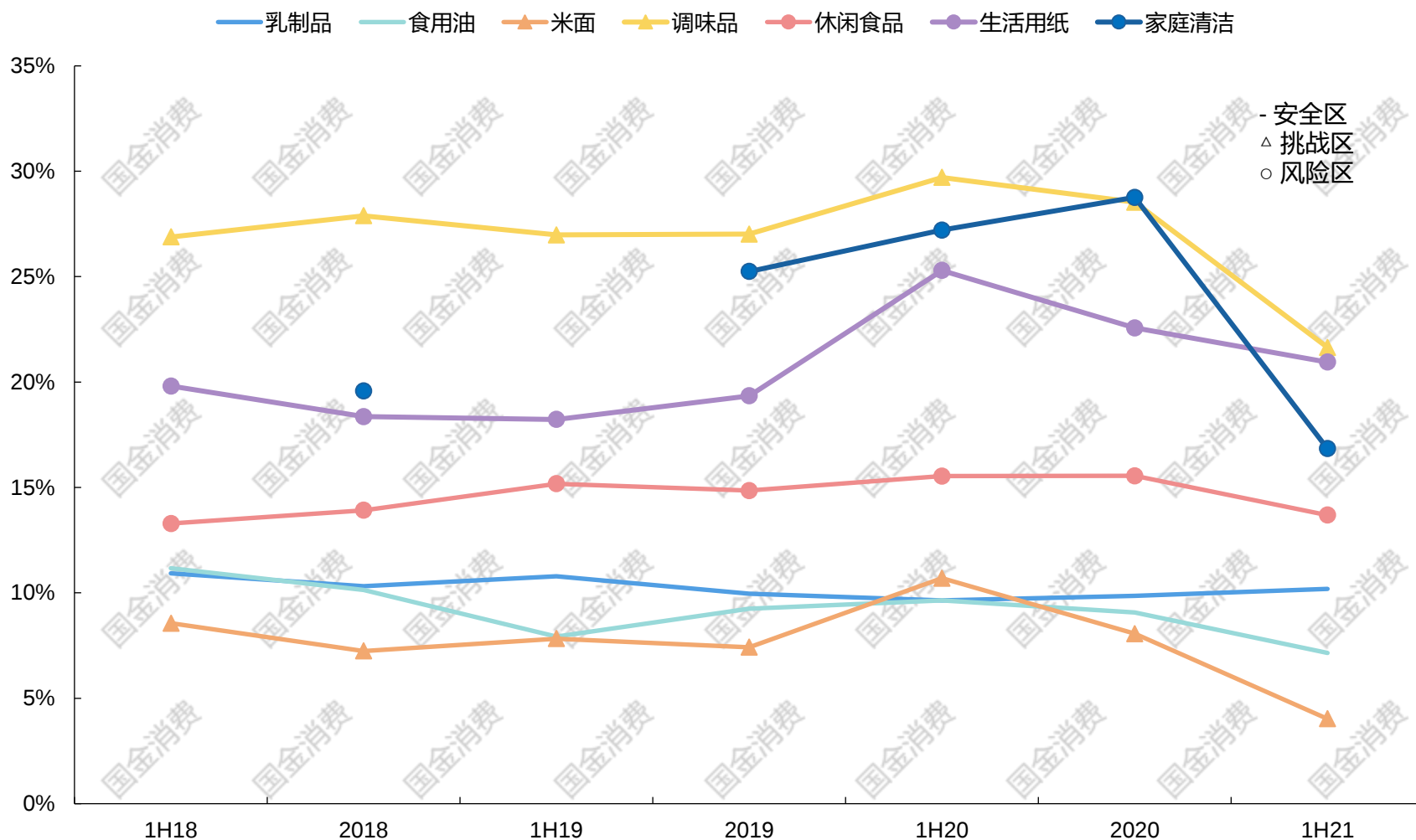


家庭清洁/生活用纸上市公司平均毛销差



利润端：成本上涨+打折促销+渠道费用投放错位，挑战/风险区 毛销差缩窄更为明显

行业代表性上市公司平均毛销差变化



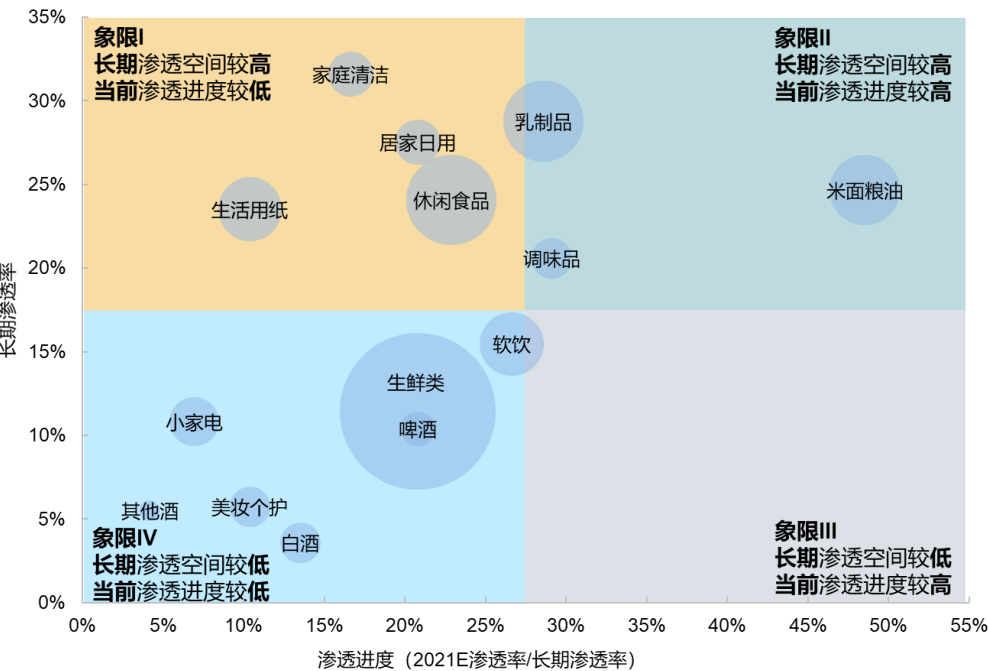


研究结论：社区团购平台+消费品类的 差异化前景预测

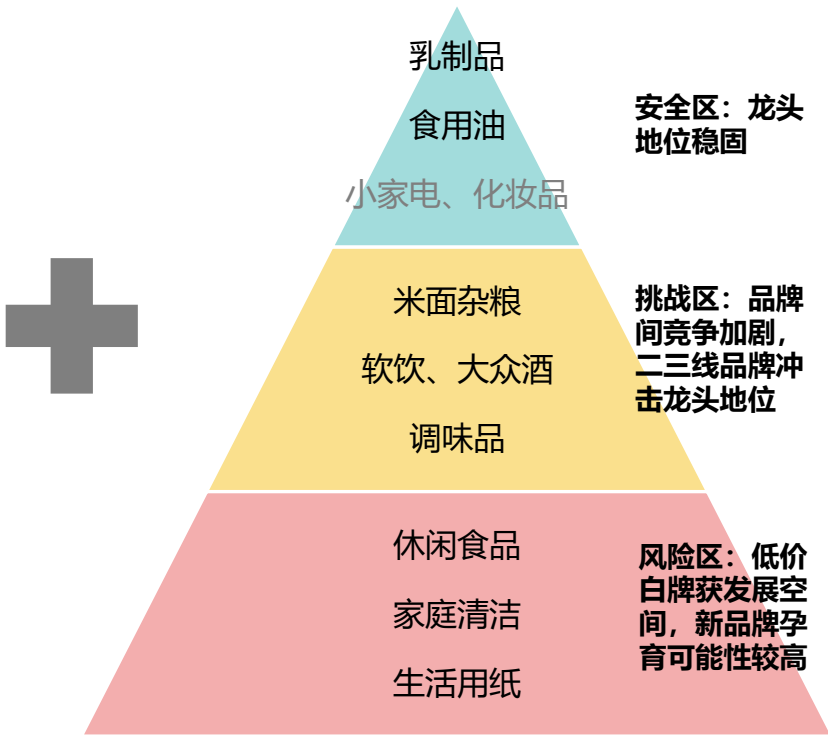
研究结论1：看好社区团购模式&供应链

- **平台：**“极致性价比”的受众永远庞大，但区域间人口密度、消费习惯、消费水平的差异造就了国内复杂的流通体系，尤其是在人口密度较低、供应链基础设施不完善的下沉市场中，生鲜以及部分单价低而运输成本高的包装食品、日用品仍依赖流通环节多、加价率偏高的“深度分销”。我们认为社区团购“预售+次日达+自提”模式能有效、持续提升商品流通效率、降低渠道加价率，预计2021E规模3000亿+、TAM1.5万亿+，将成为消费品流通的重要渠道。社区团购模式跑通的核心仍为规模经济，但又受一定区域半径约束，社区团购供应链基建所需投入较大，2021年平台玩家已进入淘汰赛，我们预计行业格局将呈现约2家全国性平台+少数区域优势平台的格局，我们看好后续下沉市场：
 - **美团：**已打造强本地生活业态，布局社区团购过程中LBS运营经验可迁移，骑手、商户资源可复用，预计旗下**美团优选**有望成长为全国性社区团购龙头平台；
 - **拼多多：**掌握丰富社区团购目标用户资源，主站向社区团购导流确定性强，旗下**多多买菜**有望成长全国性社区团购龙头平台；
- **供应链：**从平台可持续发展看，补贴力度下降为必然趋势，监管介入加快这一过程，平台降低履约成本从而压低加价率的动力不断加强，关注智能物流分拣解决方案提供商。

各品类社区团购渗透空间、渗透进程

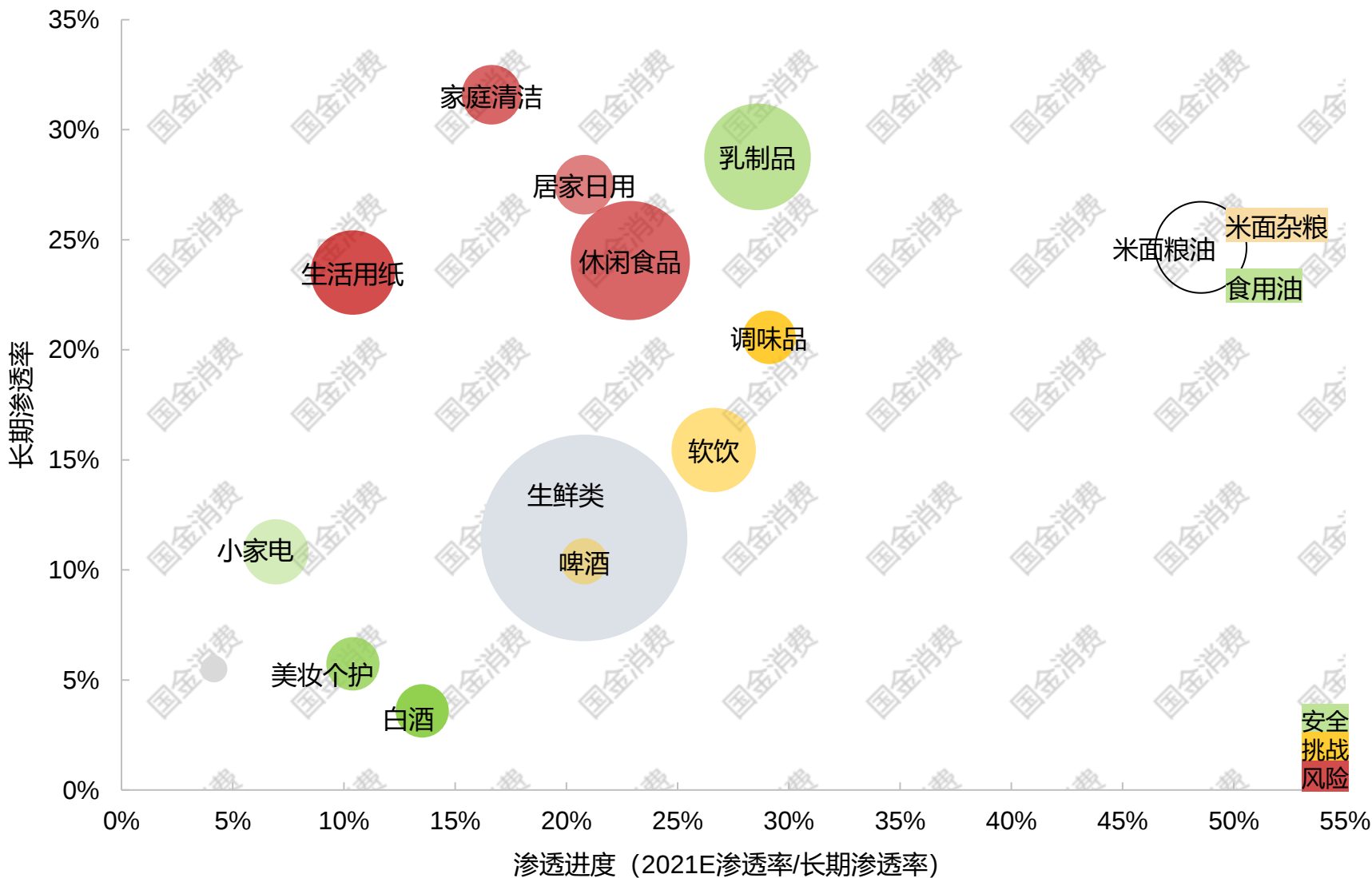


各品类竞争格局、价格体系受社区团购影响情况



来源：国金证券研究所数据中心，国金证券研究所测算

品类：注意高长期渗透率且竞争格局易受渠道变迁影响的品类



来源：Euromonitor，国金证券研究所数据中心，国金证券研究所测算；注气泡颜色越深代表越贴近标签属性

- 本专题研究仅从行业层面进行逻辑探讨，所应用数据仅适用于本文的研究逻辑框架，不构成据此进行盈利预测和投资建议的数据基础；文中经营模式相关数据仅代表所研究主题的模拟假设，不代表所对应的行业或者公司的实际经营财务数据。
- 原材料价格上涨、疫情反复等因素叠加下，短期内挑战类、风险类行业竞争进一步加剧风险。
- 短期内履约成本控制不及预期、平台亏损扩大风险。
- 监管政策不确定性风险。

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。