

证券研究报告|行业专题报告
可选消费 |零售

履约重构提效率，仓储物流迎变局

——社区团购系列报告之四



宁浮洁

ningfujie@cmschina.
com.cn

S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.
com.cn

S1090519070002

李秀敏

lixiumin1@cmschina.
com.cn

S1090520070003

徐锡联

研究助理

xuxilian@cmschina.
com.cn

CMS  招商证券

2020年12月07日

摘要

- **核心观点：**社区团购的核心价值在于基于集中化订单重构履约环节提升整体履约效率，因此仓储物流环节是社区团购的核心业务模块，直接影响平台、消费者、供应商三方利益。社区团购通过中心仓-网格仓-团长的三级模式进行履约，各平台模式大同小异，核心差异在于订单密度与精细化管理能力。目前仓储物流模式仍在持续迭代优化过程中，建议关注社区团购平台方、仓储物流服务商的投资机会。
- **社区团购的核心价值在于提升全链条履约效率，仓储物流能力直接影响平台、消费者、供应商三方利益。**传统生鲜电商UE全链条履约成本在25%-30%之间，社区团购通过履约模型优化下降为10%左右（若考虑团长端的履约功能为15%左右），同时大幅提升周转速度，实现效率提升。此外，仓储物流能力对商品品质、损耗、退货率等指标均有重要影响，直接影响消费者体验与供应商利润（目前退货损失基本由供应商承担）。
- **三点两段高效仓配，网格仓回报率较为可观。**社区团购的仓配模型为三点两段，中心仓是供应链枢纽，负责收货、存储、加工和出货；网格仓为线路的中转站，负责收货、到团分拣和出货；团长负责管理订单和消费者自提。目前中心仓主要由社区团购平台方自营，网格仓主要由服务商运营，测算某代表性网格仓启动资金约为50万元，当年投资回报率约33%，现金回收周期约14个月，回报率较为可观。
- **订单密度是降低履约费用率的最重要因素，预计履约模式仍将持续优化与迭代。**社区团购履约费用中仓储装卸成本约占23%，配送成本占60%~75%，二者均存在显著的规模效应。各大平台仓配模式大同小异，竞争力差异主要在于精细化管理能力与经验迭代。目前仓储物流环节仍在持续迭代优化，我们认为行业未来可能的变化1) 履约集中化带动中心仓需求增长、单仓面积提升、单位面积租金提升；2) 专业的网格仓服务商将出现；3) 终端履约走向标准化，自提冷柜或是方向之一。
- **投资建议：关注社区团购平台方、仓储物流服务商的投资机会。**仓储物流环节需要大量资金投入，同时考验公司组织管理能力，看好资本实力强、组织管理能力强、快速入局抢占先发优势（部分区域仓储资源有限）的美团、拼多多，关注兴盛优选与十荟团；同时建议关注仓储、设备、冷链物流等相关产业链机会。
- **风险提示：**行业竞争加剧，政策监管风险。

- 一、社区团购的核心价值在于提升全链条履约效率
- 二、履约流程详解：三点两段高效仓配
- 三、竞争力分析：订单密度是核心，管理能力存差异
- 四、趋势判断：模式仍在迭代，标准化为必然趋势
- 五、投资建议：关注社区团购平台方与仓储物流服务商

一、社区团购的核心价值在于提升全链条履约效率

- 社区团购履约费用率对比其他生鲜电商模型优势明显
- 仓储物流能力直接影响平台、消费者、供应商三方利益

社区团购履约费用率对比其他生鲜电商模型优势明显

表：主要生鲜电商的仓配模式对比

	传统生鲜电商	到家			社区团购
		平台模式	自营前置仓模式	仓店一体	
布局城市	全国布局	一二线城市为主			二三四线城市
覆盖范围	>10公里	1-3公里	1-3公里	1-3公里	500米-1公里
配送时长	1-2天	1-2小时	1小时内	30分钟	1天

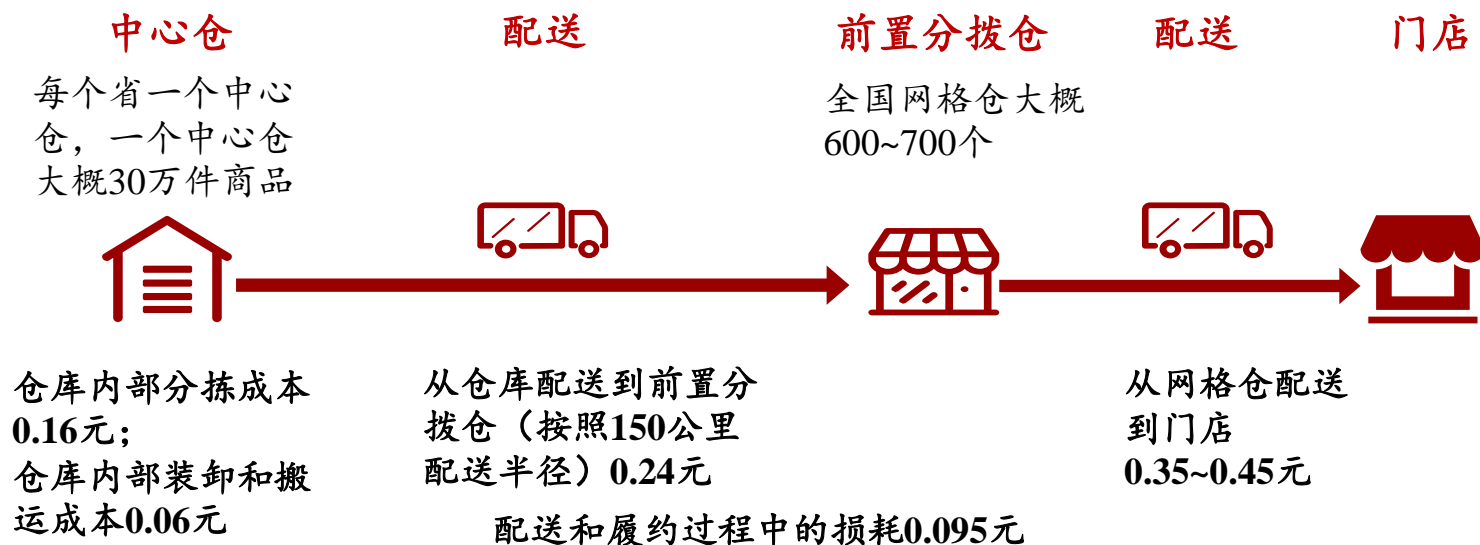
表：不同生鲜零售模式盈利模型分析

	某生鲜前置仓	某仓店一体	某社区团购	某社区生鲜店	某生鲜超市
毛利率	25%	25%	20%	18%	22.15%
租金	1.14%	1.17%	-	6.25%	2.81%
店内员工费用	4.24%	4.06%	-	8.00%	8.58%
配送成本	10%	11.41%	-	-	-
仓储物流	7%	1.09%	9%	2.00%	1.41%
折旧费用	0.51%	1.56%	-	2.00%	1.54%
水电费用	0.91%	0.52%	-	2.78%	1.44%
营销费用	5%	-	-	-	2.64%
平台费用	-	3.44%	-	-	-
团长佣金	-	-	10%	-	-
全链条履约成本	28.80%	23.25%	9.00%	21.03%	18.42%
净利率	-3.79%	1.75%	1%	-3.03%	3.73%
总结	最后一公里配送与前置仓成本居高不下	最后一公里配送成本与仓内居高不下	团长和物流仓储是主要成本，履约费用率大幅优化	店面租金和店内员工费用为主要成本	店面租金和店内员工费用为主要成本

仓储物流能力直接影响平台、消费者、供应商三方利益

- 合理控制履约成本是社区团购EU跑通的关键。此外，仓储物流能力对商品品质、损耗、退货率等指标均有重要影响，直接影响消费者体验与供应商利润（目前退货损失基本由供应商承担）。
- 以兴盛优选为例，全国来看，商品均价为10.5元，仓储的平均成本约为0.95元/单。其中履约成本可以拆分为四个部分：
 - ✓ 仓库内部分拣成本、仓库内部的装卸和搬运成本
 - ✓ 从仓配送到网格仓、前置分拨仓
 - ✓ 网格仓配送到门店
 - ✓ 配送和履约过程中的损耗

图：某成熟社区团购平台履约成本拆解及物流结构分析（以一单商品履约成本为例）



二、履约流程详解：三点两段高效仓配

- 中心仓：供应链枢纽，负责收货、存储、加工和出货
- 网格仓：线路的中转站，回报率可观
- 团长：身兼数职，返佣尚未存在激励竞争

中心仓：供应链枢纽，负责收货、存储、加工和出货

- 中心仓平台负责仓储物流配送的起点，供应商的货物直接送达中心仓，中心仓的功能包括收货、存储、生产加工、冷库、分拨、出库。

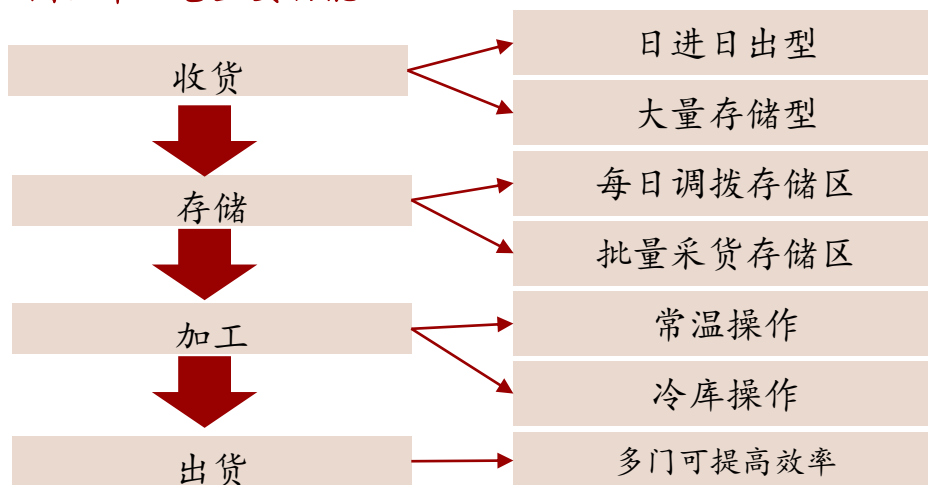
表：中心仓基本信息

指标	标准
总面积	>1万平米
冷库面积	1500平米/万平米
覆盖范围	半径<200公里
出货量	平均15件/平米/天，业务好可总达40~70万件
租金（含税）	一二线：40元/平米/月 三四线：15元/平米/月
用工量	日间加夜间100-150人，水果加工需要另算

✓ 收货，一种是日进日出的货；另一种是存储型、大批量购进的货，比如代供应商存储的货、集采的货。

✓ 存储，分两部分，一是大批量采购的货或代供应商存储的货，二是每天发的货，有一个每天都要调拨的存储区。

图：中心仓主要功能

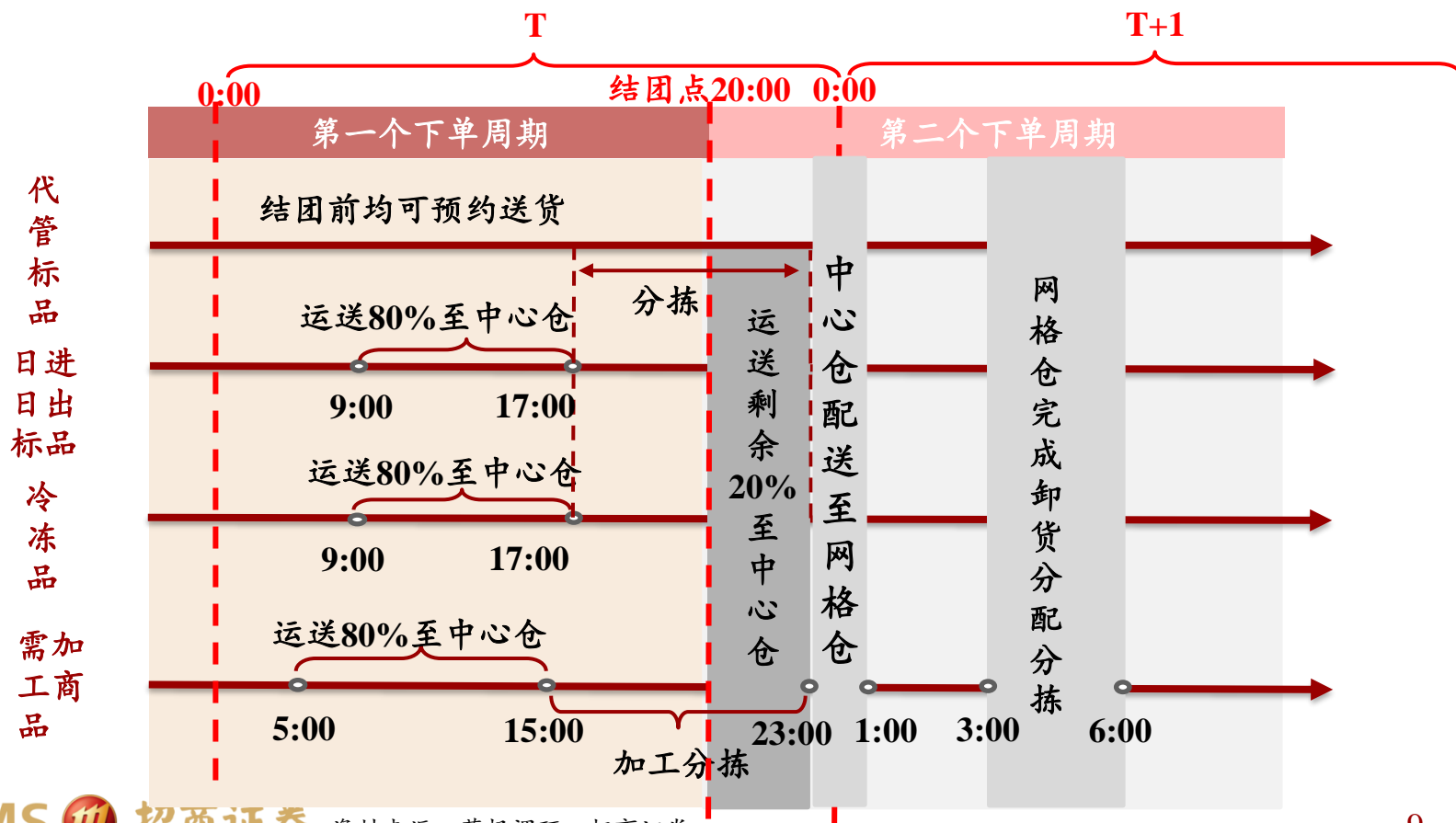


✓ 加工，主要是水果蔬菜的加工，从毛果毛菜变成成品。水果的加工也分两部分，一部分是在常温下操作，一部分是在冷库里操作，冷库基本上分三部分：冷藏、冷冻、恒温库。水果加工按照温度需求，来选择不同的区域加工。

✓ 出货，与快递类模式类似，所需要的门越多越好，可以同时做配送货。

中心仓内分品类物流配送时间图谱

- 中心仓中的产品大致可以分成代管标品、日进日出的标品、冷冻品和需要加工商品四类。每次开团为晚上8点，结团时间为次日晚上8点，不同品类对于进出货的要求存在差异。
- ✓ 代管标品在中心仓内有库存，可以实现随时配送；
 - ✓ 日进日出标品和冷冻品在下午5点前运送预估总订单的80%到中心仓；
 - ✓ 需加工的水果在下午3点前即运送80%的量至中心仓。



中心仓：单个订单仓储分拣成本约0.16元

- 一个10000平中心仓的业务量约为15件每平米每天，仓库场地租赁及各项物资准备分别约为300万、50万，人员需要配置1名站长、1名客服、10名车队长及95名分拣员，总计人员成本每月约为45万，同时需配备40台车配送，车辆成本为28万。合计来看，一个10000平的中心仓每月可变成本在73.15元左右，平均每单的成本为0.16元。

图：中心仓单个订单成本计算

项目	描述	数量	单价(元)	总计(万元)
仓库场地				300
物资准备				50
人员成本	站长	1	6000	0.6
	客服	1	3500	0.35
	车队长	10	10000	10
	分拣员	95	3600	34.2
人员成本总计				45.15
车辆成本		40	7000	28
月可变成本				73.15
单个订单成本		0.16元		

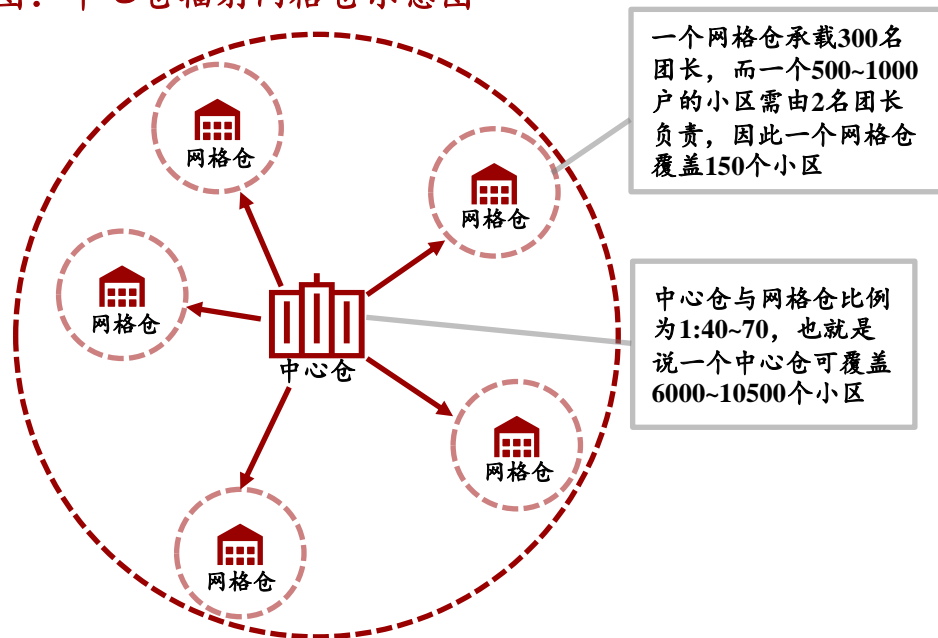
中心仓—网格仓：一个中心仓辐射40~70个网格仓

- “中心仓—网格仓”配送多采用大车，车辆以外包第三方为主。晚上11点至凌晨1点，由中心仓运至网格仓，一个中心仓的覆盖范围约200公里，因而从中心仓到网格仓需要一般需要两小时车程。车辆一般为6.8米或者7.6米的大车，特殊冷藏品需要使用冷链车。
- 单个中心仓会辐射40~70个网格仓，经测算可覆盖6000~10500个小区。中心仓承载网格仓数量应根据覆盖半径与出货量综合考虑，一般情况下，中心仓每天接受的出货量约为40~70万件，单个网格仓每天能承载1万件左右的出货量，因而可以得出中心仓与网格仓的对应关系为1:40~70，单个网格仓可覆盖300个团长150个小区，即一个中心仓能覆盖6000~10500个小区。

表：社区团购中心仓—网格仓调拨基本情况

仓配阶段	中心仓—网格仓
辐射网格站数	40~70个
车辆类型	一般为6.8米至7.6米大车，特殊冷藏品使用冷链车
车辆性质	外包给第三方公司
车辆数	30辆
日订单量	40~70万件
订单类型	截止结团时间(如21点)前24小时的所有订单
每车日订单量	1.1~2万件
线路	就近规划
调拨(配送)时间	第二日凌晨1点-2点送达网格站

图：中心仓辐射网格仓示意图



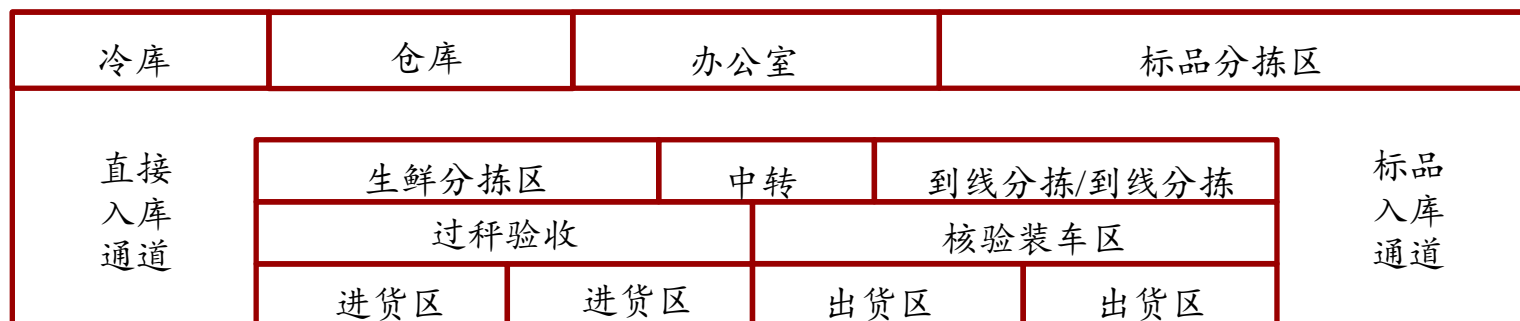
网格仓：线路的中转站，负责收货、到团分拣和出货

- 网格仓是链接平台大仓和线下服务门店的中转站。网格仓一般是通过加盟方式运营，在网格仓内负责产品的分拣和进一步运送到团。单个网格仓面积一般达到500~1000平米，配有冷库用于短期存储。单个网格仓约覆盖300~500个团，日出货量约为0.5~2万件/天。

表：网格仓信息

项目	指标
总面积	500~1000平米
冷库面积	100平米
覆盖范围	半径<20公里
团长量	300~500个
出货量	0.5~2万件/天
人效	人均1000~2000件
周转框	日均约600~1000
用工量	站长一名，仓库管理员一名，车队管理员1名，司机N名，分拣工（到团分拣20~30人，到线分拣7~10人）
容器	周转框和保温泡沫箱（冰板）
车辆类型	箱式面包车，小货车；自有或者合作
车辆满载率	85%以上
车辆配送	单车服务10~30个团点

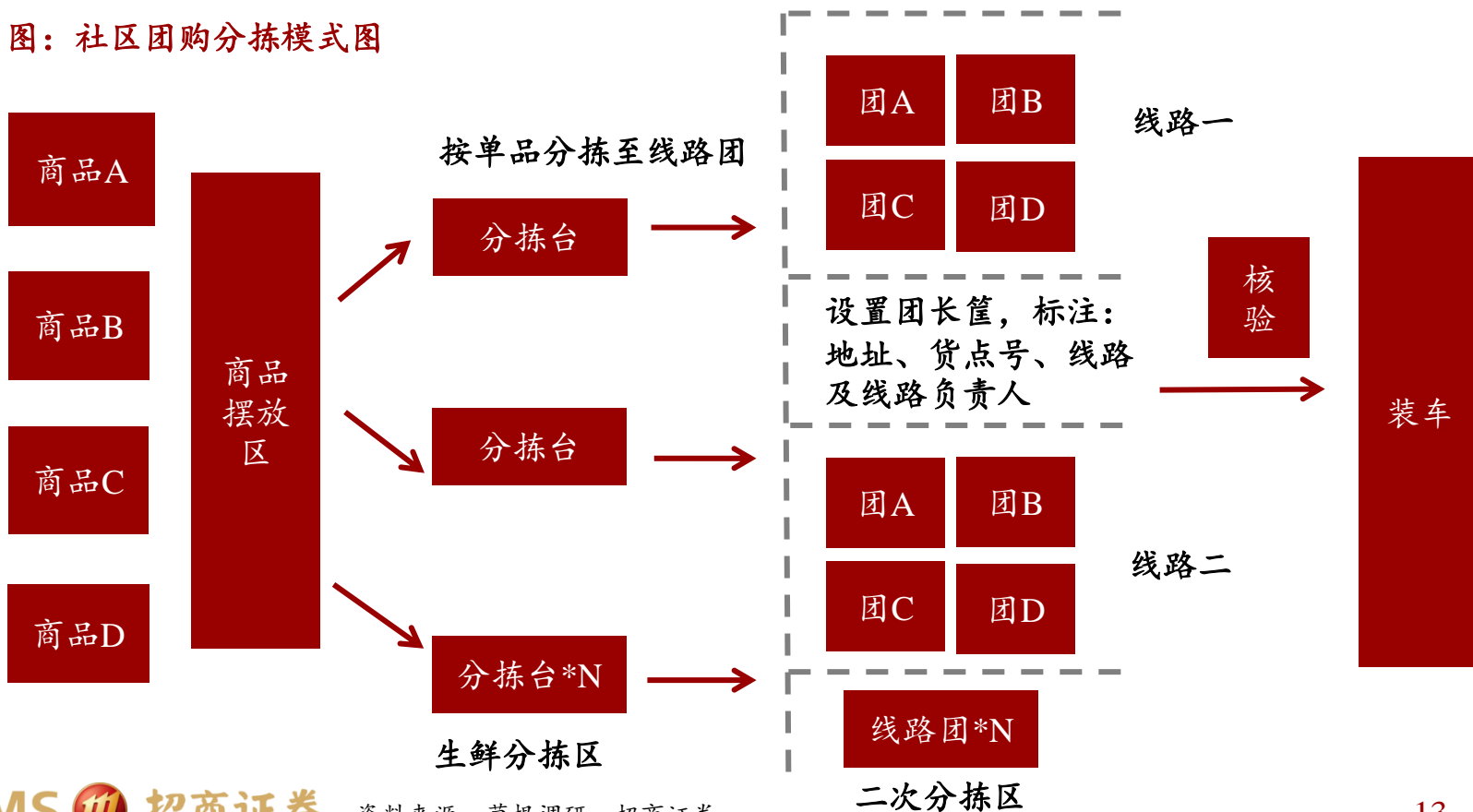
图：网格仓内部布局



网格仓：分拣流程详解

- 网格仓的重要作用就是按照不同的线路/团来进行分拣，该过程发生在凌晨3:00到6:00，在其中发生的流程包括商品汇总、沿线拣货、复核装车。
- ✓ **商品汇总：**从仓储区将该波次所需货物全部拣出，送到拆零分拣区，逐个放到分拣台上。
 - ✓ **沿线拣货：**分拣台分拣打包完毕，分拣人员（司机）取货，放入团长筐内。
 - ✓ **复核装车：**统一进行复核、装箱，把已经复核装箱完毕的团长箱送到发货区装车。

图：社区团购分拣模式图



网格仓：到团效率优于到线

➤ 网格仓—团长配送具体可按分拣方式分为到团模式和到线模式，到团效率优于到线。

- ✓ **到团模式：分拣以“团”为基准**，基本操作模式是网格仓将货品直接分拣成各个团长所订货物，配送依照区域规划路线将相应货物送达各个团长处。
- ✓ **到线模式：分拣以“SKU”为基准**，基本操作模式是网格仓将货品以SKU分类，每一辆运输车仍负责相应数量团长，送达团长处由司机分拣或团长自行提取每种SKU的货物。

表：到团与到线模式对比

配送方式	到团	到线
分拣基准	以“团”为单位，按照团长所订的货物进行分拣，每车打包15个团长包裹	以“SKU”为单位，每车仍承载15个团长的货物
用工量	20~30人	7~10人
分拣难度	难	易
投入设备、耗材、场地	多	少
实际分拣发生	网格仓内	配送途中
配送环节	司机直接将相应货物包裹送达每位团长处	司机送达至团长处，按照团长订单由司机分拣或团长自行提取相应SKU的货物
配送效率	高	低

网格仓：投资回报周期约14个月

- 网格仓启动资金约为50万元，回报周期约14个月，当年投资回报率约32.71%。
- ✓ 仓库场地租赁及各项物资准备分别约为每年18万、15万；
 - ✓ 人员需要配置站长、客服、车队长各1名及10名分拣员，总计人员成本约为每月5万；
 - ✓ 网格仓需配置10辆外包车辆运输到团，费用约为每年84万元；
 - ✓ 网格仓每日订单约1万件，年收入约200万

表：网格仓单仓模型

项目	描述	数量	单价(元)	总计(元)
仓库场地		1000平	15元/平米/月	180,000
物资准备				152,933
人员成本	站长	1	6000	6,000
	客服	1	3500	3,500
	车队长	1	5000	5,000
	分拣员	10	3600	36,000
人员成本总计				50,500
车辆月成本	金杯车型	10	7000	70,000
月可变成本				120,500
月收益		10000	0.55	44,500
年收益				201,067
初始投资				614,769
现金回收周期				14
投资回报率				32.71%

网格仓—团长：单个网格仓覆盖300个团

- “网格站—团长”配送多用外保形式，车辆多采用小型面包车。网格仓到团长的配送一般发生在早上10点到下午4点，单个网格仓一般能够覆盖300个团，约150个小区。二级仓配所用车辆基本采用外包公司形式，配20辆小面包车或者厢式货车，单车每日订单量约为500~750件。

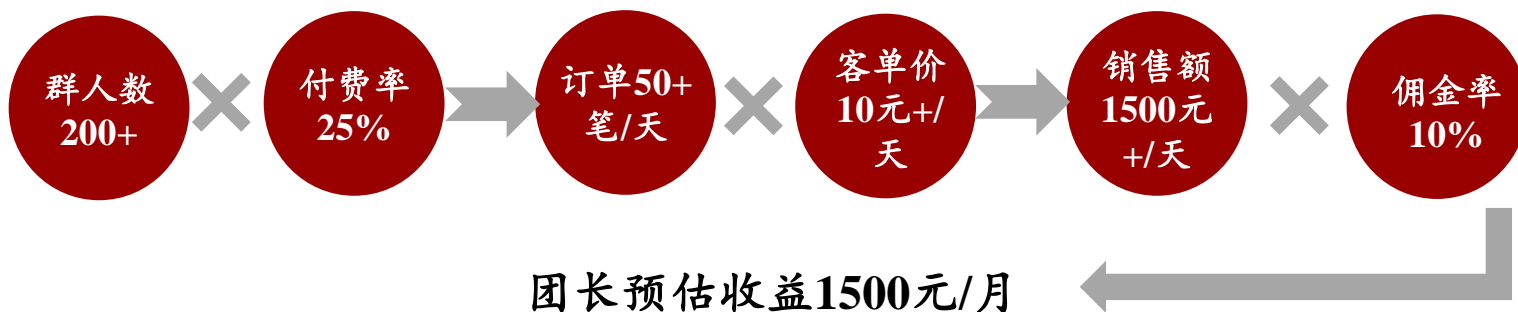
图：网格仓—团长配送车辆信息

仓配阶段	配送：网格仓—团长
覆盖范围	20公里
车辆类型	小型面包车或厢式货车
车辆性质	基本为外包第三方公司
车辆数	20辆左右
车辆满载率	一般为85%
日订单量	1~1.5万件
每车日订单量	500~750件
线路	就近规划
配送时间	第二日早上10点至下午4点送达
覆盖小区	50~200个

团长：身兼数职，返佣尚未存在激励竞争

- 团长是连接C端与供货商的核心渠道，主要负责建群运营、发起团购、对接自提、处理售后等。该环节绝大多数以自提方式开展，团长的招募依赖BD团队。
- **标准程度下1个小区2个团长，大部分团长兼任多个平台。**目前多家平台均需要招募团长来开拓小区，因而出现了小区内多个团长存在的局面，90%的团长兼任多个平台。以美团为例，一个500~1000户的小区可能2个团长足够，但是目前有5~10个，初期将在一个小区招募多个团长，最终以优胜劣汰的方式留存2个左右。
- **团长返佣层面尚未存在激励竞争。**由于兼职现象较多，大部分团长能够接受的黄金兼职比例大概在3家，目前团长返佣层面竞争并不激烈，各家的返佣水平均为9%~11%。单个团长在单个平台的月收入约为1500元。

图：团长收入计算



三、竞争力分析：订单密度是核心，管理能力存差异

- 订单密度是决定履约费用率的最重要因素
- 模式大同小异，差异在精细化管理能力与经验迭代
- 部分仓储有限城市存在先发优势

订单密度是决定履约费用率的最重要因素

➤ 社区团购在成本方面存在一定的规模效应，其主要体现在配送和仓储两方面。一个成熟的社区团购模型中，仓库内部分拣装卸和搬运成本约占23%，而配送成本占60%~75%。规模效应在单仓模型和配送效率上均有一定的体现：

- ✓ 订单在区域上是否集中对于效率的影响较为显著。车辆数目不仅受订单量的影响，而且还受到区域分散程度的影响。如果订单足够密集，能够实现单车效率的显著提升。目前在新开拓区域，新车的装载率大概30%。
- ✓ 中心仓每日业务量约为15单每日每平米，平均每单可变成本为0.16元，中心仓每天业务量由12变化至18，每单成本将由0.2032元降低至0.1355元，每天业务量每增加一单位，单个订单成本减小0.01元左右。
- ✓ 网格仓每日订单正常值约为1万件，回收期约为14个月，投资回报率约为31.27%。乐观预期下，网格仓内每日订单量增加200万至10200万件，投资回收周期可缩短1个月，当年的投资回报率提升约2%。

表：网格仓单个订单成本对订单量的敏感性分析

订单量（单/平米/天）	12	13	14	15	16	17	18
单个订单成本（元）	0.2032	0.1876	0.1742	0.1626	0.1524	0.1434	0.1355

表：网格仓投资回报率对订单量的敏感性分析

订单量	8000	9000	10000	11000	12000	13000	14000	15000
现金回收周期（月）	17	15	14	13	12	11	10	9
投资回报率	36.01%	34.28%	32.71%	31.27%	29.96%	28.75%	27.64%	26.61%

模式大同小异，差异在精细化管理能力与经验迭代

- **各巨头仓配模式大同小异，差别不大。**目前多多买菜、美团优选、橙心优选、兴盛优选、十荟团等巨头均为中心仓—网格仓—团长三级仓配，其中橙心优选部分中心仓通过代运营商进行运营（重庆橙心仓由发网代运营），其他公司以自营居多；十荟团部分网格仓自营，而其他公司以外包居多，但整体模式差别不大。
- **订单密度之外，精细化管理能力与经验迭代是造成物流效率差异的主要原因。**以兴盛优选为例，兴盛优选起家于芙蓉兴盛便利店，传统零售业本身具备很强的成本管控意识与精细化管理能力；同时兴盛对于配送路线进行不断试错与优化，线路全部跑熟，同时进行运营经验的持续迭代，其全链条履约费用率显著低于竞对。

表：全国性社区团购平台履约对比

社团企业	全国平台X	全国平台S
网格仓到店物流成本	3%+；其中物流成本综合0.4元/单	6%+
人员管理	采用总部运营模式，客服和人事都在总部，地方人员较少，人员成本较低	每个省份都有人事等部门，部门分类多，人员成本高。
开店模式	门店开发成本很低，仅为1%	合并方式开发门店，成本较高，需6-10个月去消化原先体系

部分仓储有限城市存在先发优势

- 从新开拓城市和成熟区的成本结构对比来看，目前成本结构的差异主要来源于前台毛利的差异以及仓配的差异。
 - ✓ 对于新开城市而言，前台毛利约比成熟区低约5%
 - ✓ 新开城市仓配比成熟区高约2%
- 业内仓库竞争呈现地区差异化，企业应争先取得三线及以下城市仓库以获下沉优势。仓库的竞争激烈程度因城市而异，目前在仓库资源相对稀缺的城市建立仓库会面临竞对强烈竞争，南昌等城市先进入者已占有大部分仓库，具备优质区位的仓库具备一定稀缺性。

表：某老牌社区团购平台成熟区和新开城市成本结构与互联网社区团购平台对比

	成熟区	新开城市	某互联网社区团购
前台毛利	22%~23%	17%~18%	15%~16%
团长佣金	10%	10%	10%
大标品	2%~3%	-	-
本地商品	12%~13%	-	-
仓配	7%~8%	9%~10%	26%
售后	1%~2%	1%	未知

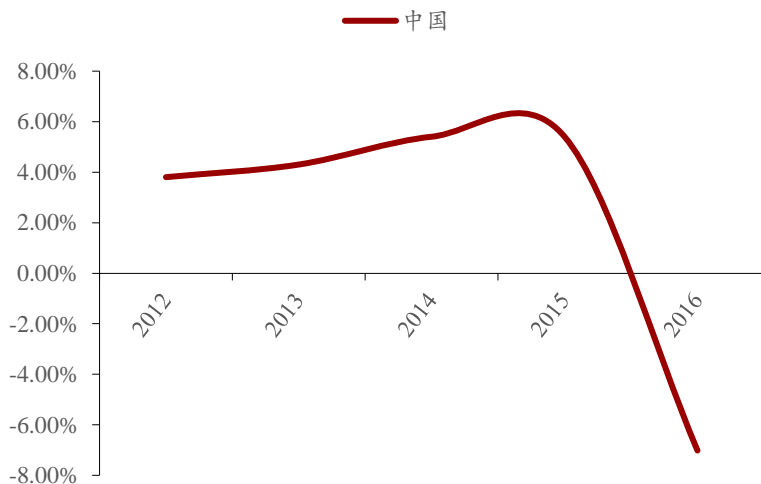
四、趋势判断：模式仍在迭代，标准化为必然趋势

- 中心仓：履约集中化带动中心仓需求增长面积提升
- 网格仓：专业的网格仓服务商将出现
- 团长端：履约标准化，自提冷柜或是方向之一

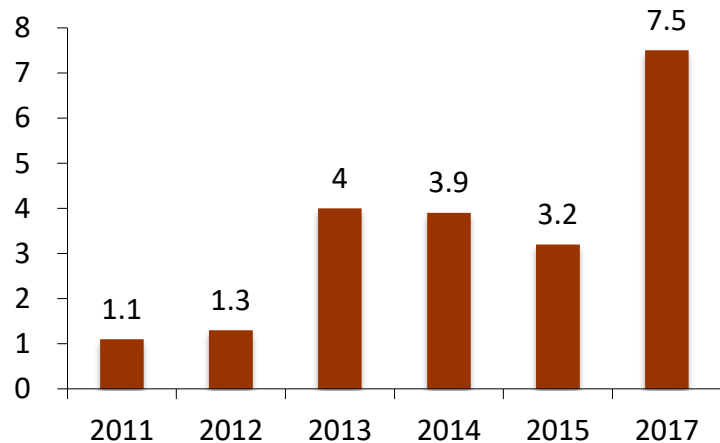
中心仓：履约集中化带动中心仓需求增长面积提升

- 社区团购模式降低电商（尤其是生鲜电商）履约成本，带动电商整体渗透率上行，中心仓需求将迎来增长，仓储租金或将提升。同时，社区团购带动电商履约集中化发展，未来中心仓单仓面积将有所提升。例如，东百集团物流项目数在19年迎来猛增，新签约数同比增长458%，体现中心仓的建设的强烈需求增长；根据普洛斯中国区物流仓储变化，2017年物流仓储面积增长到7.5百万平米，总量将带动单体上涨，预计未来中心仓单仓面积也将有所提升。

图：普洛斯中国区物流仓储租金变化趋势



图：普洛斯中国区物流仓储面积变化（百万平方米）



网格仓：专业的网格仓服务商将出现

- 网格仓作为社区团购的中间环节，具备承上启下的重要作用。目前平台主要将网格仓外包给当地中小商家，这些网格仓服务商大多具备自己的仓库，但仓库质量不一，商户管理能力不一，整体标准化程度、经营效率提升空间较大。未来类似中心仓的专业的网格仓服务商（包括网格仓建设+网格代运营）有望迎来发展。

图：社区团购网格仓



团长端：履约标准化，自提冷柜或是方向之一

- 团长同时具备获客和终端履约的功能。巨头通过社区团购模式提升行业效率的前提在于前端具备足够多的订单量，通过集约化模式降低履约成本，因而平台方前期需要利用众多团长的私域流量为平台进行导流，但随着消费者对社区团购的消费模式形成心智和习惯，团长的销售作用将逐渐弱化。另一方面，目前团长终端履约的标准化程度还非常低，消费者提货体验差异较大，而巨头更希望将社区团购发展为标准化程度高、人为因素少、可快速复制的模式，因此终端团长履约的标准化将是未来的必然趋势。
- 终端自提冷柜或是未来发展方向之一。以苏州食行生鲜为例，食行通过在小区内自建自提冷柜、消费者到冷柜自提的模式进行终端履约，自提柜履约成本（包含折旧+租金+电费）费用率约为2%，公司苏州地区已实现盈利。

图：食行生鲜自提冷柜



表：食行生鲜自提冷柜盈利情况

项目	指标
毛利率	22%
全链条履约费用率	14%
其中自提柜费用率	2%
盈利情况	苏州地区实现盈利

五、投资建议：关注社区团购平台方与仓储物流服务商

投资建议：关注社区团购平台方与仓储物流服务商

- 1) 仓储物流环节需要大量资金投入，同时考验公司组织管理能力，在局部仓储稀缺的城市有先发优势，看好资本实力强、组织管理能力强，快速入局抢占先发优势的拼多多、美团。
 - 2) 社区团购模式带动电商整体渗透率上行，中心仓需求与租金有望增长，建议关注仓储运营商东百集团。
 - 3) 仓储物流服务能力提升与标准化发展是大势所趋，关注专业网格仓服务商、终端冷柜设备、冷链物流等相关产业链机会。
-
- 风险提示：
 - 1) 行业竞争加剧：多方进入社区团购产业链，导致行业竞争加剧，利润率与投资回报率下降。
 - 2) 监管风险：国家出台反垄断、反低价销售等政策，对社区团购平台方发展产生影响。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019年加入招商证券，重点覆盖电商与新零售领域。

李秀敏，社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。

徐锡联，上海交通大学金融硕士，上海财经大学金融工程学士，2020年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢聆听

Thank You