

商业贸易

社区团购：下沉市场风口再起，群雄逐鹿乾坤未定

以社区为基础的新零售模式，发展迅速，目前已具规模

社区团购是一种以居民社区为单位，借助互联网手段进行团购销售，社区内提货、为社区居民提供日常所需商品、生活服务的购物消费方式。社区团购通常以一个社区为单位招募团长，对该社区的居民团购进行负责。一般来讲，社区团购产品为生鲜等具有刚需、高频等属性的产品。社区团购作为生鲜零售模式的一种，发展历史并不长，但是发展速度快，2020 年来，各公司竞相布局，资本也开始密集攻入该赛道。当前，社区团购已具初具规模。

渠道创新+营销创新，特点显著

社区团购是一个渠道和营销均有创新的商业模式，创新点主要包含 3 点：团长制、集采集配和预售制，该三点分别带来了三个成本的降低：流量成本、履约成本、生鲜损耗。由于社区团购产品与拼多多类似，货源中包含尾货及滞销类生鲜产品，因此整体产品的价格较其他生鲜零售更低，从而更适合价格敏感型客户，适合更低能级城市的推广与复制。

一线以外存在较大需求缺口，社区团购推广可行性足

基于国内社区人口密度、社区团购潜在用户规模，社区团购在中国具有良好的发展基础。需求方面，现有生鲜零售对低能级城市需求覆盖不充分，疫情刺激下社区团购需求有望进一步扩大，2022 年中国社区团购规模有望达千亿规模。我们对各生鲜模式进行收入成本估算和分析，认为社区团购盈利模式对于客单量、客单价要求相对更低，更容易跑通，同时，社区团购不需要选址、装修，也不需要建前置仓，可实现快速复制，因此更适用于满足一线以外更低能级城市的生鲜零售线上化需求。

行业参与者众多，群雄逐鹿，胜负未知

目前较大的几个传统创业公司包括兴盛优选、十荟团、同程等等，2020 年来社区团购竞争加剧，一方面资本密集注入该赛道，各传统创业公司扩张跃跃欲试，另一方面各大互联网巨头加速抢占该赛道，美团、拼多多、京东、滴滴、阿里旗下盒马、饿了么纷纷下场，阿里巴巴和腾讯作为国内最大的两家互联网巨头，积极通过资本下注。各平台加大力度进行团长、运营人才招聘，多家公司将社区团购业务提升至战略高度。目前社区团购尚处初期，各大公司各有优势，胜负未知。

未来发展要点为团长/流量、物业、供应链

展望未来，我们认为社区团购未来发展要点有：团长及地推/流量，物业和供应链。前期流量聚集倚重团长，中期倚重对团长的服务、培训和管理或团长私人流量平台化，中长期市场竞争高效的供应链是护城河，另外在中后期市场切入方面与物管公司合作值得关注，终局下团长的作用或将弱化。

出现全国性垄断概率小，社区团购融入数字化进程

通过测算，我们认为各巨头的资金或足够支撑其社区团购全国化扩展，或出现全国性平台并在各个区域互有优势，但出现全国性垄断的概率较小。

投资建议：社区团购是线下业务线上化进程的一部分，对现有的生鲜零售业态是良好的互补，能较好打开下沉市场。当前社区团购处于发展起步期，众多互联网巨头互相竞争，有利于相关供应链的建立与完善，带动电商及相关零售行业迎来业态拓展和进一步增长。重点推荐：品渥食品、永辉超市、高鑫零售等，建议关注美团-W、宏辉果蔬、家家悦等。

风险提示：供应链完善不及预期；推广不及预期；政策监管风险；食品安全风险

证券研究报告

2020 年 12 月 08 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业专题研究:从恒安国际管窥 3.6 亿女性千亿经期市场的变迁与未来》 2020-12-02
- 2 《商业贸易-行业点评:教育部 3 日连刊 2 文，整体口径向好，支持规范民办校+地方具体落地或定调后续政策方向》 2020-11-14
- 3 《商业贸易-行业点评:复苏预期+疫苗预期+低基数，助推可选消费发力》 2020-11-12



内容目录

1. 社区团购历史与现状	5
1.1. 社区团购介绍：以社区为基础的新零售模式	5
1.2. 社区团购的发展历程：历史短、发展快，各大巨头 2020 年陆续加入	5
1.3. 当前社区团购已初具规模	7
2. 渠道创新+营销创新，特点显著	7
2.1. 低价集采+社交性+低 SKU，主打性价比	8
2.2. 低流量成本+低履约成本，运营管理效率提升	9
2.3. 预售制，零库存、高周转，避免生鲜供应链难题	10
2.4. 能级下沉	11
2.5. 团长作用大，但不稳定	11
3. 下沉市场存在较大需求缺口，社区团购广泛推广可行性足	12
3.1. 社区团购在中国具有发展基础	12
3.2. 现有生鲜零售对下沉市场需求覆盖不充分，疫情刺激下社区团购需求有望进一步扩大，2022 年中国社区团购规模有望达千亿规模	13
3.3. 收入成本测算：社区团购盈利模式良好，更适合一线城市以外广泛推广	16
3.4. 可快速复制，规模扩张快	18
4. 行业参与者盘点：群雄逐鹿，胜负未知	19
4.1. 兴盛优选：社区团购龙头，深耕多年，先发优势明显	19
4.2. 十荟团：阿里扶持，赛道头部	21
4.3. 美团优选：地推铁军，物流运营经验足	22
4.4. 橙心优选：滴滴投入不设上限，四川区域开始占优	24
4.5. 多多买菜：用户粘性足、微信生态运营熟练，下沉市场能力已获验证	24
4.6. 阿里巴巴：兵分四路，志在必得	25
4.7. 腾讯：隐形参与者，社区团购赛道“基础设施”构建者	26
5. 未来发展要点：团长/流量+物业+供应链	27
5.1. 团长：前期快速扩张流量聚集，团长私人流量平台化&加强对团长的服务、培训和管理是重点	27
5.2. 物业公司：可实现“1+1>2”，中期市场切入或值得关注	29
5.3. 供应链：中长期核心，社区团购护城河	30
6. 终局探索：出现全国性垄断概率小，社区团购融入数字化进程	32
6.1. 或会出现全国性平台，但出现全国性垄断的概率较小	32
6.2. 社区团购是线下业务线上化进程的一部分	33
7. 投资建议	34
8. 风险提示	34

图表目录

图 1：社区团购运作模式	5
图 2：社区团购发展历程	6

图 3: 微信小程序用户规模: 2020 年 9 月 MAU (万)	7
图 4: 社区团购特点汇总	7
图 5: 2020 年中国社区团购被使用的原因调查	9
图 6: 2020 年中国社区团购被拒绝使用的原因调查	9
图 7: 传统生鲜电商供应链	10
图 8: 2018-2019 社区团购平台分布图 (个)	11
图 9: 兴盛优选辐射各行政区划个数 (个) 和渗透率	11
图 10: 社区团购模式下团长作用举足轻重	12
图 11: 中国城镇化率 (%)	12
图 12: 2013-2018 中国城市及县城城市化率 (人/平方公里)	12
图 13: 2020 中国消费者线上购买生鲜食材品类调查	13
图 14: 2020 中国社区团购消费者购买品类调查	13
图 15: 2013-2019 生鲜电商交易规模及 YOY	13
图 16: 2019 年社区团购市场规模及其预测	13
图 17: 盒马门店数量(个)城市前十名	14
图 18: 2019 年 5 月盒马已覆盖 22 个城市, 均为较高能级城市	14
图 19: 农村与城镇鲜菜、干线瓜果及肉类人均消费水平对比: 整体消费水平差距并不大 (单位: 千克/年)	14
图 20: 2019 各城市常住人口 (万人)	15
图 21: 2019 年各能级常住人口数量 (万人)	15
图 22: 疫情下社区团购平台销量增长情况	15
图 23: 2020 年社区团购消费者调研: 疫情带来社区团购需求增长	15
图 24: 社区团购参与者	19
图 25: 兴盛优选年度 GMV (亿元)	20
图 26: 2020 年兴盛优选覆盖范围及渗透率	20
图 27: 兴盛优选 “共享仓—B2C 仓—配送站点—门店” 体系	21
图 28: 盒马优选在武汉正式上线	25
图 29: 菜鸟驿站全新升级	25
图 30: 美团优选团长招募	27
图 31: 十荟团团长招募	27
图 32: 充分竞争下佣金成本将达到平衡	28
图 33: 碧桂园服务已经加入社区团购业务	29
图 34: 疫情期间武汉汇春名优农民专业合作社组织社区团购蔬菜	29
图 35: 物业公司具有明显的天然优势	30
图 36: 稳定成熟的供应链能使社区团购整合资源、提高效率	30
图 37: Dollar Tree 主打高性价比产品	31
图 38: Dollar Tree 历年销售毛利率、净利率	31
表 1: 2020 年来社区团购平台融资状况	6
表 2: 11 月 18 日各个平台商品价格对比	8
表 3: 各电商、商超 SKU 及客单价对比	9

表 4：社区团购成本结构分析：更低的履约成本和折旧摊销	10
表 5：各模式下生鲜库存周期和履约时间对比	10
表 6：仓库成本测算	16
表 7：配送成本测算	16
表 8：当下各生鲜模式收入成本测算分析（未包含总部研发管理费用以及流量成本）	17
表 9：兴盛优选历次融资情况	19
表 10：十荟团融资情况	22
表 11：各互联网巨头腾讯持股情况	26
表 12：滴滴和美团进入重点城市统计	28
表 13：每省补贴金额测算	32
表 14：各业态之间互有优劣，但供应链可以做到共通	33

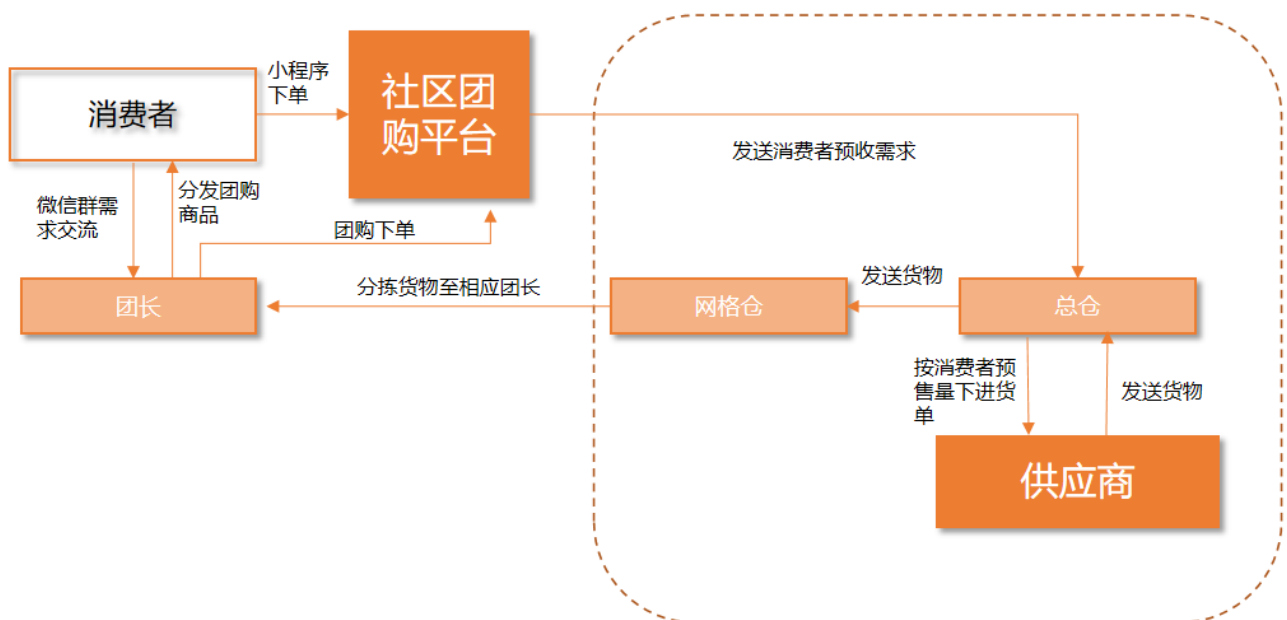
1. 社区团购历史与现状

1.1. 社区团购介绍：以社区为基础的新零售模式

社区团购是一种以居民社区为单位，借助互联网手段进行团购销售，社区内提货、为社区居民提供日常所需商品、生活服务的购物消费方式。社区团购的形式具有区域化、本地化、小众化的特点。

社区团购通常以一个社区为单位招募团长，对该社区的居民团购进行负责。在流量端，团长需要组建微信群，在群中对相关产品进行介绍、推广；在产品端，团长负责在承接点理货、售后等服务。在销售方面，通常采取预售模式，首先，团购平台邀请供应商或商家入驻团购平台，并招聘社区对应的团长，消费者通过微信生态（微信群、小程序等）下单社区团购后，次日供应商根据订单量配送至小区团长处，消费者到提货点取货，团长根据销售额获得佣金。一般来讲，社区团购产品为生鲜等具有刚需、高频等属性的产品。

图 1：社区团购运作模式



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

1.2. 社区团购的发展历程：历史短、发展快，各大巨头 2020 年陆续加入

社区团购作为兴起的生鲜零售模式，是在生鲜电商的基础上发展出来的，至今已经经过几个阶段的迭代：

2015 年及以前，微信红包的出现，向更广泛的人群普及了移动支付的习惯，这是社区团购发展的必要条件之一，这也是社区团购成立的社会基础。该阶段生鲜电商崛起，顺丰优选、一号生鲜、本来生活、沱沱公社、优菜网等等商家都获得了资金注入，让人看到了生鲜电商冷链配送的机会。同时，自配送模式开始发展，如兴盛优选，以线下门店为依托，搭建一个电商平台，平台销售门店已有的商品，并由门店店主送货给消费者，给予门店店主一定的送货费。冷链配送的高成本使得利润摊薄，而绿色农产品有限的供给又制约了企业规模的壮大。

2016 年，长沙地区出现社区拼团，该阶段社区团购刚刚起步，SKU 有限，营业收入存在天

花板。该阶段前置仓模式开始发展，如每日优鲜、叮咚。自建仓库、囤货、组建配送团队。通过补贴策略获客引流，客户网上下单，线上送货。而该类方式的履约成本较高，烧钱严重。

2017 年，社区团购 SKU 品类开始扩充，供应链物流基础设施逐步完善；2018 年，社区团购迎来高速发展，巨头也开始入场布局，S2B2C 的模式悄然站在了风口，全年社区团购平台融资事件约 23 起，融资额高达 40 亿元，平台包含虫妈邻里、你我您、十荟团等，兴盛优选、美家优享等平台微信小程序用户规模在 3 个月内快速突破 200 万。

2019 年，行业开始洗牌重组，社区团购市场集中度提升，部分公司逐步被收购或退出市场。2019 年 8 月，你我您并入十荟团；根据投中网，2019 年 12 月，食享会曾试图与松鼠拼拼合并，后交易告吹。

2020 年，在疫情催化下，社区团购重获关注，美团、拼多多、京东、滴滴纷纷涌入这一赛道，多个互联网巨头将社区团购视为战略级发展方向，2020 年 8 月，滴滴的“橙心优选”上线；2020 年 9 月 1 日，拼多多的“多多买菜”已正式上线；2020 年 9 月，盒马成立盒马优选事业。传统社区团购头部公司也纷纷完成新一轮融资，背后不乏阿里、腾讯的身影。

总体来说，社区团购作为生鲜零售模式的一种，发展历史并不长，但是发展速度快。

图 2：社区团购发展历程



资料来源：艾媒咨询、亿欧网、36 氪、QuestMobile、联商网等，天风证券研究所

各路参与者竞相布局，资本也开始密集攻入该赛道。2020 年以来，中国社区团购和生鲜电商领域已累计发生十余次融资，金额高达百亿元。其中，十荟团在今年内三度获投，共获 2.497 亿美元融资；兴盛优选完成了 8 亿美金的 C+轮融资，投资方包括 KKR、腾讯投资、红杉资本等。

表 1：2020 年来社区团购平台融资状况

团购平台	时间	融资轮次	融资金额	投资方
------	----	------	------	-----

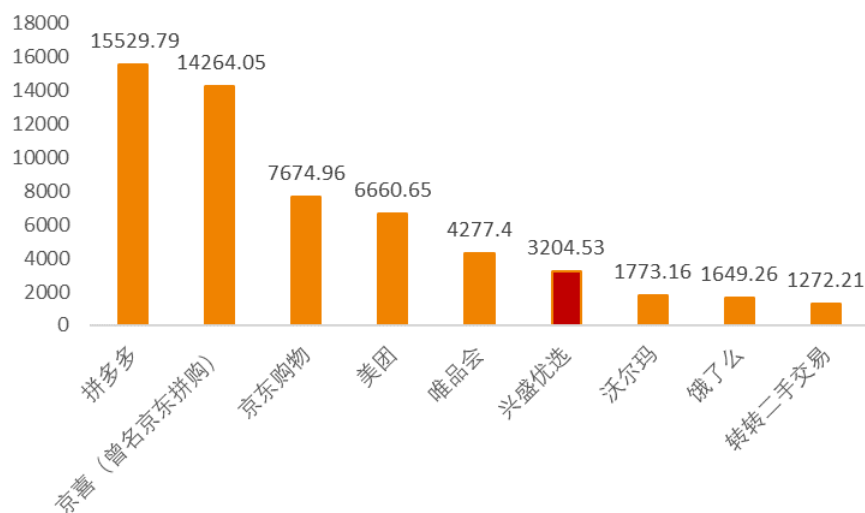
谊品生鲜	2020 年 8 月	C 轮	25 亿元	腾讯、今日资本等
十荟团	2020 年 7 月	C+轮	8000 万美元	鼎晖投资、GGV 纪源资本、洪策资本、民银国际
兴盛优选	2020 年 7 月	C+轮	8 亿美元	KKR、腾讯投资、红杉资本、天一资本
同程生活	2020 年 7 月	C+轮	数千万美元	襄禾资本、贝塔斯曼、元禾资本
同程生活	2020 年 6 月	C 轮	2 亿美元	JOYY 欢聚集团、君联资本、亦联资本
好菜摊	2020 年 6 月	种子轮	500 万元	个人投资者
考拉买菜	2020 年 6 月	战略投资	数百万元	盐城高新区投资集团等
十荟团	2020 年 5 月	C 轮	8140 万美元	GGV 纪源资本、愉悦资本、启明创投等
十荟团	2020 年 1 月	B 轮	8830 万美元	愉悦资本、启明创投、阿里巴巴、真格基金等

资料来源：新浪科技、新浪财经，天风证券研究所

1.3. 当前社区团购已初具规模

当前，社区团购已具初具规模。根据 QuestMobile 的微信小程序报告，行业头部兴盛优选 2020 年 9 月的小程序月活跃用户规模为 3204.5 万人次，在本地生活和移动购物类小程序中已经处于较大规模，比沃尔玛小程序的 1773 万人、饿了么的 1649 万人多出近 1 倍，与唯品会的 4277 万人较为接近。

图 3：微信小程序用户规模：2020 年 9 月 MAU（万）

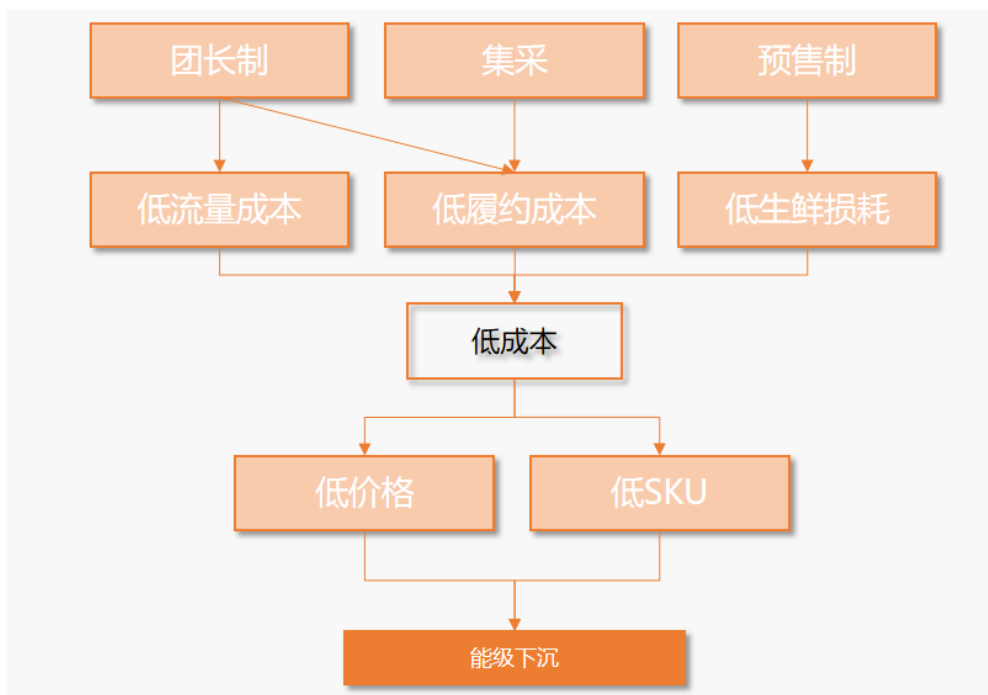


资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

2. 渠道创新+营销创新，特点显著

社区团购是一个渠道和营销均有创新的商业模式，创新点主要包含 3 点：团长制、集采集配和预售制，该三点分别带来了三个成本的降低：流量成本、履约成本、生鲜损耗。由于社区团购产品与拼多多类似，货源中包含尾货及滞销类生鲜产品，因此整体产品的价格较其他生鲜零售更低，从而更适合价格敏感型客户，适合更低能级城市的推广与复制。

图 4：社区团购特点汇总



资料来源：天风证券研究所

2.1. 低价集采+社交性+低 SKU，主打性价比

低价和社交性是社区团购的 2 个特点。低价的原因首先在于成本低，社区团购产品与拼多多类似，货源中包含尾货及滞销类生鲜产品，因此相比于其他生鲜销售模式其价格更低，质量上更容易不稳定。第二，社区团购往往以低价“爆款”、性价比作为卖点，吸引居民进行微信下单。第三，集采也可以通过规模化降低相应成本。

表 2：11 月 18 日各个平台商品价格对比

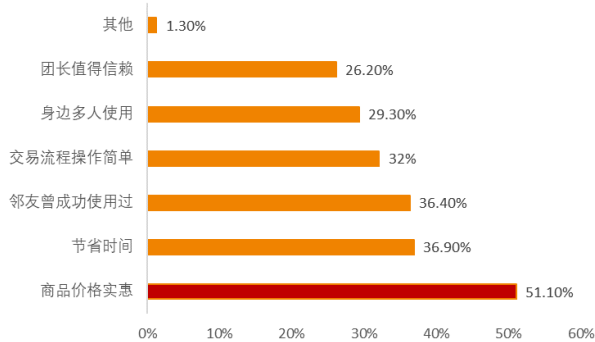
	兴盛优选	沃尔玛小程序	每日优鲜	盒马鲜生	永辉超市	美团买菜	拼多多	淘宝（产品全，价格区间大）
鸡蛋（元/枚）	0.65	1.05	0.81	2.60	0.66	0.66	0.89	0.97
牛肉片（元/500g）	35.80	51.43	74.50	70.50	44.75	43.00	24.90	54.67
鸡胸肉（元/500g）	9.57	17.95	8.90	18.17	25.20	12.22	8.40	15.99
土豆（元/500g）	1.40	2.64	1.40	6.63	2.29	2.99	1.16	2.56
五花肉（元/500g）	26.65	45.71	45.00	97.00	32.80	37.25	24.95	32.90
大白菜（元/500g）	2.49	11.90	2.33	8.97	4.98	2.20	1.08	2.38
苹果（元/500g）	4.50	12.98	12.85	11.00	4.99	5.97	3.48	2.28
香蕉（元/500g）	3.00	7.07	5.90	7.62	3.88	5.60	1.39	2.18

资料来源：兴盛优选小程序、盒马 app、拼多多、淘宝等各个软件，天风证券研究所

根据艾媒咨询调研数据，社区团购平台的商品价格实惠是大部分消费者选择社区团购的原因，另一方面过半被调查者对商品质量存在担忧。除此之外，36.9%被调查者认为社区团购

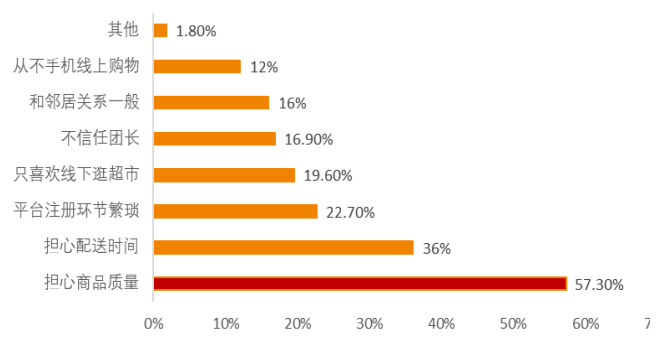
节省时间，36.4%的被调查者使用社区团购的原因是邻友曾经使用过，同时，29.3%的人使用社区团购是因为身边多人使用，26.2%使用是因为对团长存在信任，这均体现出社区团购的社交性，社群运营难度低。

图 5：2020 年中国社区团购被使用的原因调查



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 6：2020 年中国社区团购被拒绝使用的原因调查



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

与其他生鲜电商模式相比，社区团购 SKU 显著更低。兴盛优选、同程生活、十荟团等社区团购的 SKU 均在 1000 内，对比之下其他类型的生鲜零售均高于社区团购，根据每日优鲜合伙人兼 CFO 王琚，每日优鲜的 SKU 目前达 3500 左右。低价低 SKU 与社区团购的刚需策略有关，该商业模式多以复购率高的产品做引流，通过高性价比来搭建品牌的入口。

表 3：各电商、商超 SKU 及客单价对比

	兴盛优选	十荟团	盒马鲜生	叮咚买菜	每日优鲜	永辉超市
SKU (类)	近 1000	500 左右	近万	约 1500	3500 左右	5000
客单价 (元)	20	30	80	65	90	70

资料来源：新浪财经、亿邦动力网、红商网、海商网等，天风证券研究所

2.2. 低流量成本+低履约成本，运营管理效率提升

第一，社区团购具有更低的流量成本。微信社交流量和小程序的出现成就了以拼多多为代表的去中心化的电商模式，社区团购也因此蓬勃发展。对于传统线下商超或农贸市场，其流量主要为周边居民；到家或前置仓模式生鲜零售在前期通常需要投入大量补贴进行流量导入，流量成本极高；店仓一体模式（例如盒马）的流量主要来自线下门店客流的转化，流量成本低但效率不高。对比之下，社区团购的流量主要来自微信聚集的流量，团长所聚集的社交流量显著降低了平台的引流成本，而社区团购所存在的社交性、社区性使社区团购的推广极为便捷。

第二，社区团购具有更低的履约成本。履约成本总体上主要包括人力成本、物流成本、包材成本等。在采购上，一个开团预售可以凑集起一个大订单再朝一个小区地址统一发货，显著降低了物流成本。同时，社区团购为门店/团长处自提，相比于淘宝/拼多多、前置仓模式等方式，节省了大量到家服务所需物流成本。2020 中国生鲜零售大会上十荟团副董事长刘凯表示目前社区团购履约成本能达到 7% 左右。

第三，社区团购不存在折旧摊销成本。社区团购模式下不存在前置仓或线下店面，或者团长自提点/便利店即相当于团购模式下的前置仓，因此不存在折旧摊销成本。

相比于其他生鲜模式，社区团购模式成本结构更加清晰。社区团购最大的两部分成本为履约成本和团长佣金，除此之外不需要过多考虑折旧摊销、优惠券促销、店面/前置仓选址、等等成本，因此更有利于运营效率的提升。

表 4：社区团购成本结构分析：更低的履约成本和折旧摊销

	社区团购	前置仓生鲜电商	店仓一体电商	大卖场
客单价（元）	20	75	75	100
毛利率	15%-25%	20%-25%	20%-25%	20%
人工成本	团长提成 8%-15%	1%	5%	5%-10%
租金成本		2%	3%	5%-10%
营销成本		5%	0%-5%	0-5%
履约成本	7%	15%-20%	10%-15%	2%
折旧摊销	0	2%	2%	2%

资料来源：新经销，天风证券研究所

2.3. 预售制，零库存、高周转，避免生鲜供应链难题

社区团购与其他生鲜电商不同的另一大特性在于它的预售制度，解决了生鲜损耗的痛点。非预售制度的生鲜电商先有确定的货，再围绕寻找不确定的顾客进行售卖，资金风险和库存风险较大。同时，受消费者随机购买因素的影响，如果产品入库后周转率不足将产生大量库存积压，如果管理人员处理不到位，生鲜产品本身自然特性的限制只能扔掉。因此，非预售制生鲜电商模式更容易在缺货和低周转率之间失去平衡。

社区团购是通过先下单付款进行预售的方式，商家拿到款项再统一进行发货，先有确定性需求再准备确定性的货，大大降低资金周转风险和库存周转风险。

图 7：传统生鲜电商供应链



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

与传统电商相比，社区团购履约时长更有优势。社区团购通过牺牲 SKU 的方式换取更低的履约时长和生鲜损耗，因此，在刚需生鲜领域，社区团购比传统电商更有优势。

表 5：各模式下生鲜库存周期和履约时间对比

	前置仓/店仓一体	社区团购	传统电商
库存周期	1.5 天	0	0
履约时长	0.5-1 小时	6-12 小时	1-3 天

资料来源：联商网，天风证券研究所

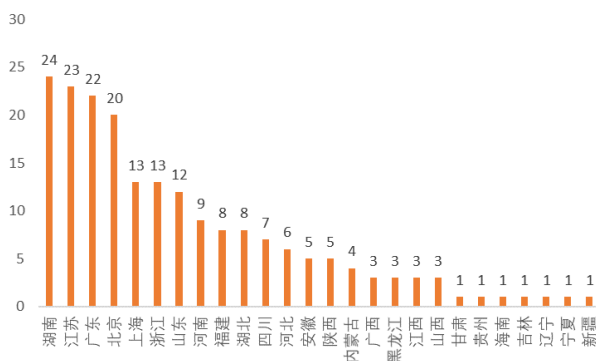
2.4. 能级下沉

基于社区团购的低价和低成本特性，其覆盖区域多为二三四线城市，一线城市不是社区团购的主要服务对象。以兴盛优选为例，截至 20 年 9 月，兴盛优选已辐射的省份包含湖南、湖北、广东、江西、四川、重庆、陕西、贵州、河南、广西、福建、河北和山东等，涉及 13 个省、161 个地级市、938 个县级市、4777 个乡镇和 31405 个村。根据国家统计局和住建部的数据，2019 年我国有 293 个地级市，2018 年有 1519 个县级市，1.83 万个建制镇和 1.02 万个乡，以及 245.2 万个村。

基于此，兴盛优选在地级市以及县级市具有相当高的渗透率，而在乡镇和村级别的地区渗透率较低。其原因或在于 1) 乡镇和村社区居民聚集度较小，因此对于集采生鲜需求相对较小。2) 乡镇和村虽然多为生鲜产地，但是冷链体系的缺失和物流体系的不完善制约了地区生鲜电商发展，也制约了当地新零售业态发展。

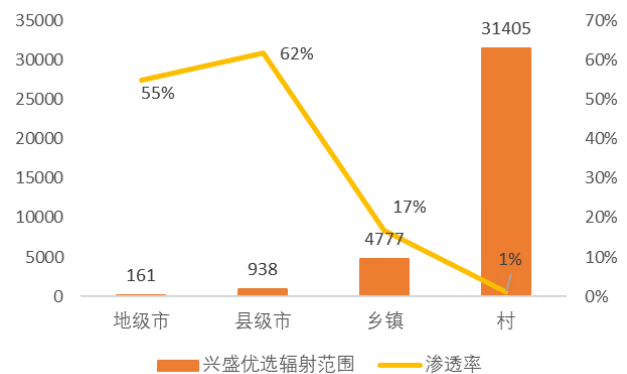
在社区团购平台分布方面，暂时没有全国性垄断的平台，湖南、江苏、广东、北京的社区团购平台较多。分布社区团购较多的省份有以下几个特点：1. 经济发展较快，价格敏感型消费者基数大。2. 生鲜优势产地。3. 供应链系统较完善。在物流、冷链系统较发达的地区其社区团购供应链往往更为完善，社区团购平台更容易在这些地区深耕。

图 8：2018-2019 社区团购平台分布图（个）



资料来源：新经销，天风证券研究所

图 9：兴盛优选辐射各行政区划个数（个）和渗透率



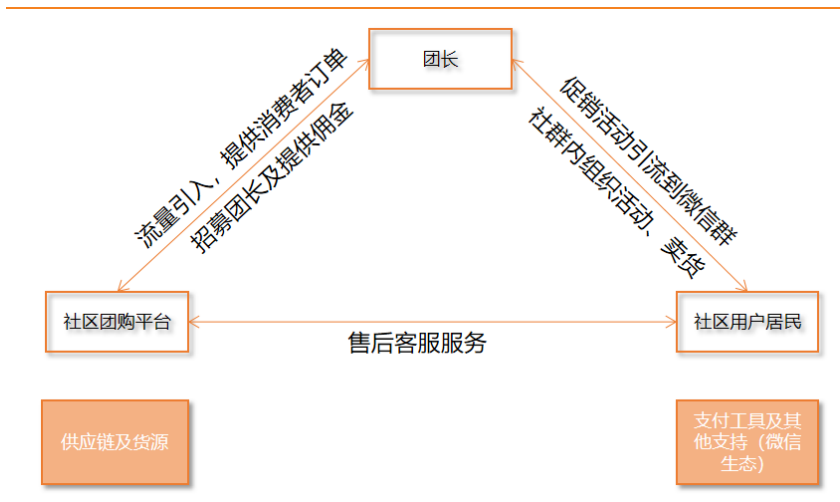
资料来源：国家统计局、住建部、赤焰信息，天风证券研究所

社区团购覆盖能级较低，与其他类型生鲜零售商竞争关系较小。相比之下店仓一体式生鲜电商和前置仓模式生鲜电商具有较强的竞争关系。以盒马鲜生与每日优鲜为例，从门店的城市布局来看，盒马鲜生主要集中在经济发达的一、二线城市，截止到 2020 年 9 月 6 日，盒马鲜生分布于一线城市的门店数量为 214 家，占比达到 57%。盒马在上海的门店数量多达 72 家，而位于三线城市的门店仅有南通一家。

2.5. 团长作用大，但不稳定

在初期扩张阶段，团长是社区团购的核心竞争力，扮演了 KOL（意见领袖）的角色。在社区团购里，团长承担了流量导入、营销、履约三件任务，消费者的体验决定其忠诚度；同时，平台方要和团长进行交货、退货、反馈交流，团长的体验也决定其忠诚度。而团长所需要的佣金相对于其他生鲜电商模式所需的流量成本、营销成本等显著更低。凭借着团长的私域流量，社区团购可以得到快速的复制。

图 10：社区团购模式下团长作用举足轻重



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

团长作为一个兼职为主的岗位，具有两个特点：1）成为团长门槛不高。2）容易跳槽。

一方面，成为团长门槛较低。作为以社区为中心的职业，团长的任务是与居民沟通、为居民提供平台商品链接以及提供自提点，因此没有太高门槛。因此，未来对于团长服务素质的培养将决定平台流量的大小和商品的复购率。社区团购作为一个社交型团购模式，消费者对于社区团购平台粘性一方面取决于高性价比，一方面取决于团长自身的服务质量。

另一方面，团长容易跳槽。由于团长对于平台的流量为团长的私人流量，因此平台对于团长存在依赖，一旦团长运营得好，或会要求更高佣金；如果竞争对手以更高佣金挖人，或导致团长的忠诚度下降。而且，因为团长的流量均来自私人，存在团长转自营的风险。

因此，未来如何提高团长忠诚度、将团长的私人流量转入平台或是各平台的运营目标。

3. 下沉市场存在较大需求缺口，社区团购广泛推广可行性足

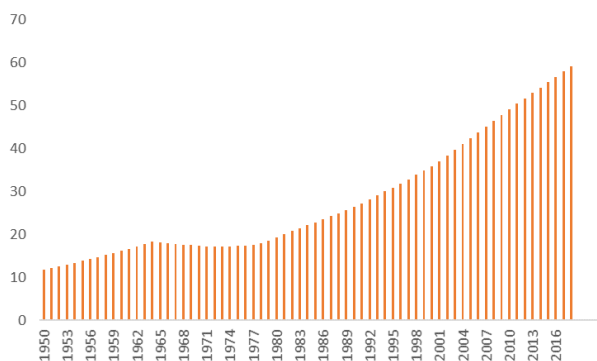
3.1. 社区团购在中国具有发展基础

在消费者端，社区团购在中国具有良好的发展基础：1）国内社区人口密度大。2）社区团购商品多为消费者刚需。3）社区团购潜在消费者规模大。由于微信工具使用门槛低，小程序购物用户增长迅猛。

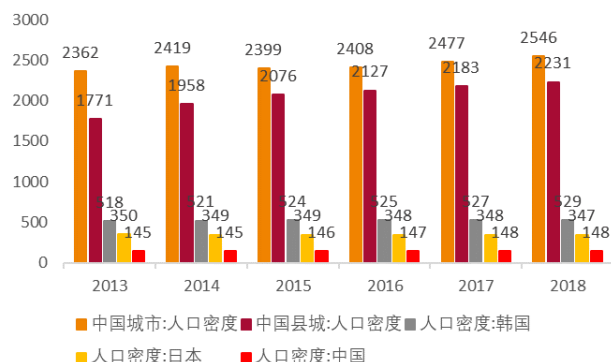
国内人口向城市集中，社区化优势大。目前中国人口不断向城市聚集，根据世界银行及国家统计局数据，中国人口密度长期维持在 150 附近，低于韩国和日本，而中国城市及县城的人口密度显著高于中国平均人口密度，2018 年城市和县城人口密度 2546 人/平方公里和 2231 人/平方公里，近年逐年上升，且远高于全国平均人口密度 148 人/平方公里。密集的人口为以集采为核心的社区团购提供基础。

图 11：中国城镇化率（%）

图 12：2013-2018 中国城市及县城城市化率（人/平方公里）



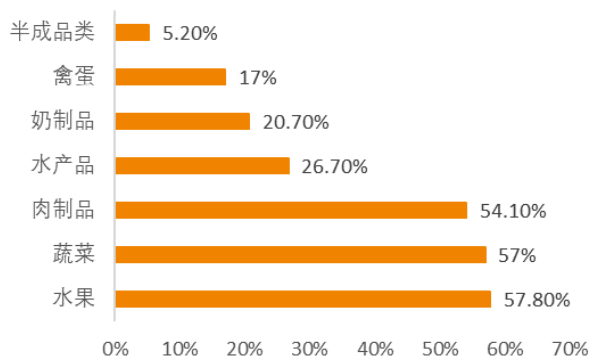
资料来源：国家统计局，天风证券研究所



资料来源：世界银行、国家统计局，天风证券研究所

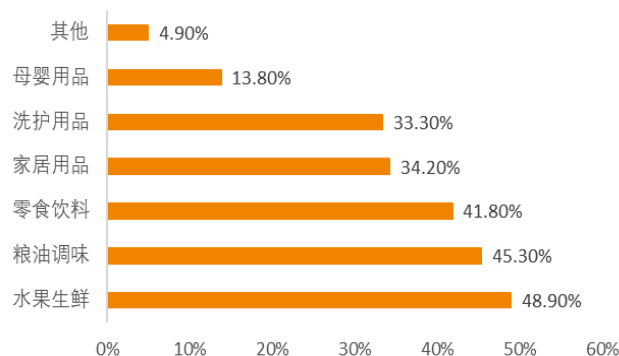
社区团购的商品多为食品、水果等刚需高频产品。根据艾媒咨询进行的消费者调查，超5成用户主要在线上购买蔬菜、水果和肉制品，社区团购作为生鲜电商发展的种类，在生鲜的基础上发展出更多刚需品种。在使用社区团购的用户中，超四成受访消费者主要在社区团购平台购买水果生鲜、粮油调味品、零食饮料等。社区团购面向的消费者主要是社区居民，品类密切贴合社区内居民的刚性需求和偏好。

图 13：2020 中国消费者线上购买生鲜食材品类调查



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 14：2020 中国社区团购消费者购买品类调查



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

社区团购潜在用户规模大。消费者进行社区团购一般通过团长在群里发送小程序链接来下单预付，当前小程序购物增长迅速，成为移动购物流量的重要补充。目前，在移动购物 App 行业用户规模增速放缓的背景下，对于消费者而言，社区团购相比其他类型生鲜零售方式使用微信更加方便、门槛更低。截止到 2020 年 9 月 10 万级以上的微信小程序数量已达到 4418 个，小程序总体月活跃用户规模也达到了 8.32 亿，月人均使用时长超过 1 小时。

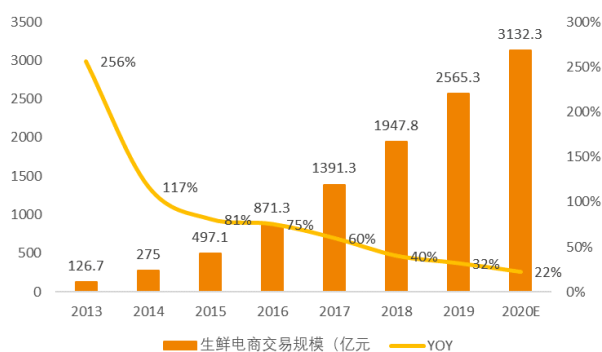
3.2. 现有生鲜零售对下沉市场需求覆盖不充分，疫情刺激下社区团购需求有望进一步扩大，2022 年中国社区团购规模有望达千亿规模

在需求端，生鲜电商和社交电商的蓬勃发展带来了供应链和物流基础的不断完善。根据艾媒咨询，生鲜电商市场规模 2500 亿元左右，随着阿里、京东等入局，同时每日优鲜、盒马等新零售模式发展，供应链及物流基础建设不断完善。

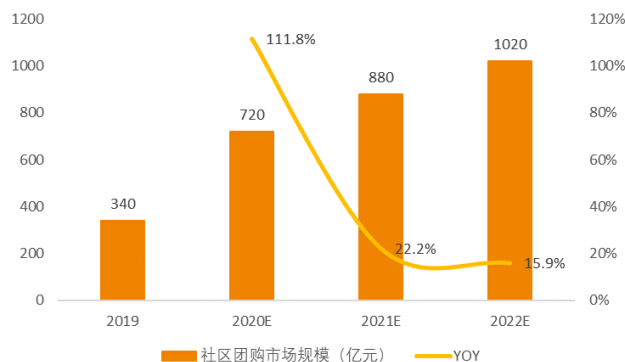
同时，社区团购市场持续下沉，发展迅猛。拼多多模式已经证明低能级城市对于高性价比产品的需求广阔。根据艾媒咨询，2019 年社区团购规模达 340 亿元，预计中国社区团购市场发展态势良好，到 2022 年中国社区团购规模有望达千亿规模。

图 15：2013-2019 生鲜电商交易规模及 YOY

图 16：2019 年社区团购市场规模及其预测



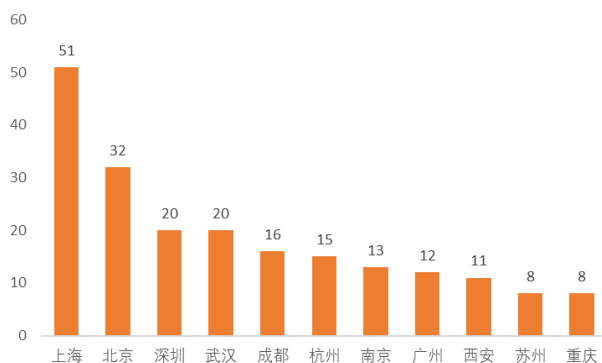
资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

现有的生鲜电商均以一二线城市为主，对于低能级城市需求覆盖不充分。目前，各类生鲜电商主要面向的是一二线城市人口密集度较高、生鲜品质要求高的人群，而对于更低能级城市、价格敏感型客户的覆盖并不充分。以盒马鲜生为例，盒马首次进行城市拓展选定城市包含北京、上海、杭州、苏州、成都、深圳、南京、武汉、广州、西安等 10 个城市，均为较高能级城市，根据极海品牌监控平台，截至 2020 年 12 月 2 日，盒马鲜生在营门店 326 家门店，覆盖了全国 16 个省份，24 个城市。根据极海品牌监控平台数据，从门店的城市布局来看，盒马鲜生主要集中在经济发达的一、二线城市。截止到 2020 年 12 月 2 日，盒马鲜生分布于一线城市的门店数量占比达到 49%。门店集中于住宅小区、购物中心和商务写字楼商圈，从周边房价以及居民消费能力来看，盒马鲜生定位明显高于沃尔玛、大润发、永辉等传统超市。

图 17: 盒马门店数量(个)城市前十名



资料来源：极海品牌监控平台，天风证券研究所

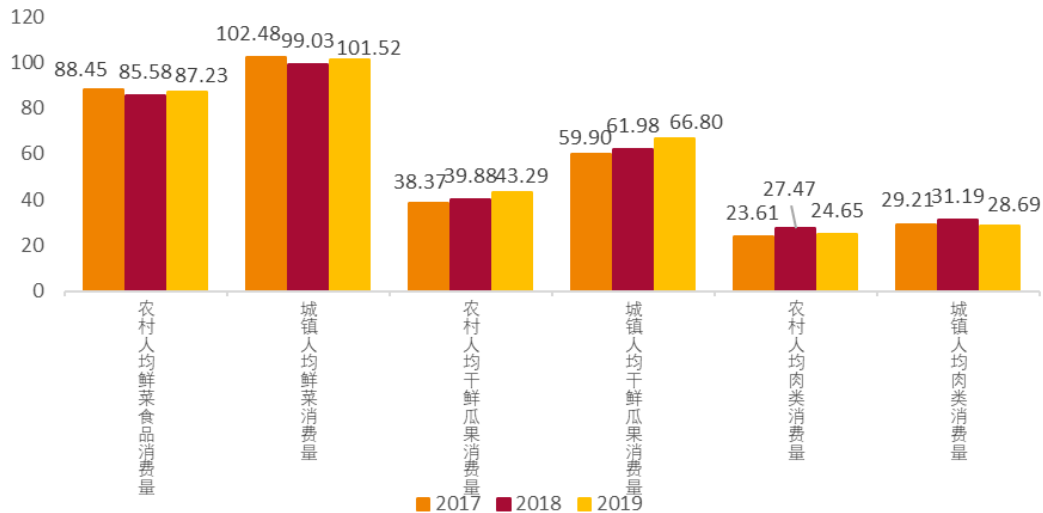
图 18: 2019 年 5 月盒马已覆盖 22 个城市, 均为较高能级城市



资料来源：新浪财经，天风证券研究所

然而，各地居民的生鲜消费水平差距并不大。农村居民生鲜消费量与城镇人均消费量差距不大。根据国家统计局，2019 年农村人均鲜菜食品消费量、人均干鲜瓜果消费量、人均肉类消费量分别为 87.23 千克/年、43.29 千克/年、24.65 千克/年，与对应的城镇消费量比值分别为 86%、65%、86%，三者加总，农村消费量与城镇消费量比例为 79%，整体消费水平差距并不大。

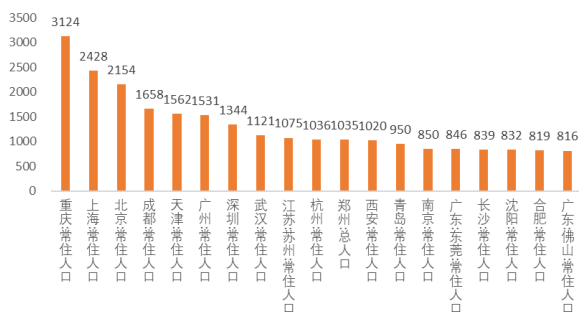
图 19: 农村与城镇鲜菜、干鲜瓜果及肉类人均消费水平对比: 整体消费水平差距并不大 (单位: 千克/年)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

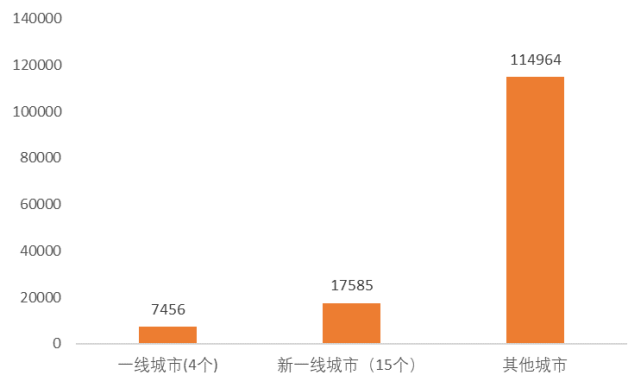
因此，较低能级城市线上生鲜需求缺口大，大量需求并未被当前生鲜新零售进程覆盖。根据 2020 年《第一财经周刊》，我国一线城市一共只有 4 个，新一线城市仅 15 个，19 个城市人口仅为 2.5 亿，覆盖率为 18%。根据尼尔森数据，我国三、四线以下城市人口规模高达 9.53 亿，大量需求并未被当前的线上化进程覆盖。

图 20：2019 各城市常住人口（万人）



资料来源：国家统计局、各地方统计局，天风证券研究所

图 21：2019 年各能级常住人口数量（万人）

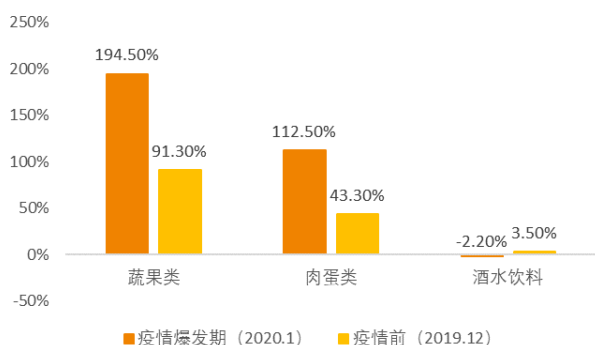


资料来源：国家统计局、各地方统计局，天风证券研究所

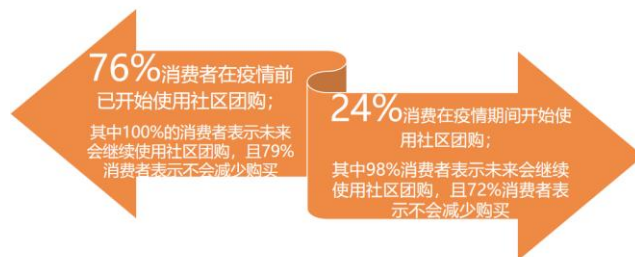
疫情某种意义上改变了人们的生活方式，激发了居民社区团购的需求。2020 年突发的疫情给社区居民带来“买菜难”的难题，众多物业公司随之紧急在小区内开展社区团购业务。2020 上半年，兴盛优选平台交易额破百亿元，超过去年全年，同比增长 5 倍。平台日均订单量达到 800 万单，合作门店突破 30 万家，新增用户同比增长 4 倍。2020 年 9 月 8 日的岳麓峰会上，兴盛优选副总裁刘辉宇表示，目前兴盛优选全国日均订单已经突破了 800 万单。2017 年兴盛优选的系统上线，我们 2017 年做了 0.36 个亿，2018 年 8 亿，2019 年突破 100 亿，预计 2020 年 GMV 将突破 400 亿。

图 22：疫情下社区团购平台销量增长情况

图 23：2020 年社区团购消费者调研：疫情带来社区团购需求增长



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所



资料来源：凯度咨询 2020 消费者调研，天风证券研究所

3.3. 收入成本测算：社区团购盈利模式良好，更适合一线城市以外广泛推广

在不考虑流量成本的前提下，我们对各生鲜模式进行收入成本估算和分析。结论：（1）对于单个前置仓模式和店仓一体式模式，日单量越多，越可能盈利。（2）对于单个前置仓模式和店仓一体式模式，客单价越高、毛利越高，越可能盈利。（3）社区团购盈利模式对于客单量、客单价要求相对更低，更容易跑通。

我们对各个模式在一线城市以及二三线城市进行区分，分别讨论日订单量分别为 500、1000、1500、2000 单时的情况。

对于仓库成本，前置仓的工作人员的工作包括完成收货、理货、报损、包装、分拣等，假设：1）人均每天工作时间为 8 小时，分拣时长 5 分钟，其中 5 小时用户分拣打包，其他时间用于收货、理货、报损等。2）假设日均 1000 单时平均拣货时长 4.5 分钟，1500 单时 4.2 分钟，2000 单时 4 分钟。3）假设在一线城市，仓库分拣员等平均工资均为 9000 元/月，二线为 6000/月。最终测算结果显示一线每单仓库成本显著低于二三线城市，原因即在于分拣人工成本，而日单量越多，规模效应下每单的成本则相应下降。

表 6：仓库成本测算

日单量(单)	500	1000	1500	2000
人数	10	17	24	28
一线城市仓库成本（元，人数*月工资/30）	3000	5100	7200	8400
二三线城市仓库成本（元，人数*月工资/30）	2000	3400	4800	5600
一线每单仓库成本（元/单）	6	5.1	4.8	4.2
二三线每单仓库成本（元/单）	4	3.4	3.2	2.8

资料来源：前程无忧，天风证券研究所

对于配送到家成本，我们对前置仓/店仓一体的配送员做出假设：1）假设一线城市和二三线城市外卖配送员工资分别为 1.2 万和 9k。2）假设外卖员平均每天的单量在 30-60 单，在订单密度大的地方单量更大，密度小的地方单量更小。最终测算结果显示一线每单配送成本显著低于二三线，且日单量越多，规模效应下每单的配送成本则相应下降。

表 7：配送成本测算

日单量(单)	500	1000	1500	2000
人数	14	23	30	36
一线城市配送成本（元，人数*月工资/30）	5600	9200	12000	14400
二三线城市配送成本（元，人数*月工资/30）	4200	6900	9000	10800
一线每单配送成本（元/单）	11.2	9.2	8	7.2
二三线每单配送成本（元/单）	8.4	6.9	6	5.4

资料来源：每日经济新闻，58同城招聘，天风证券研究所

在不考虑流量成本的前提下，社区团购盈利模式对于客单量、客单价要求相对更低，更容易跑通，因此更容易覆盖二三线或低能级城市。由于社区团购成本结构相对更简单，没有仓库成本和配送到家成本，因此即使日单量为 500 单，测算之下社区团购同样可以实现盈利，而前置仓模式下即使没有考虑流量成本，当日单量为 500 时也已经实现 10%-25% 的亏损。盒马鲜生等店仓一体式超市可以看成是面积更大、流量成本更低的前置仓，而日单量不足的情况下前置仓面积越大越容易亏损。因此，社区团购盈利模式对于客单量、客单价要求相对更低，更容易跑通。在二三线城市，客单量、客单价相对一线城市更低，社区团购比其他生鲜电商模式更有优势。

另外，对于单个前置仓模式和店仓一体式模式，客单价越高、毛利越高，越可能盈利。当前置仓日单量达 2000，客单价达 80 元/单时，对应的一线、二三线所有类型的前置仓均显示盈利（未考虑流量等其他成本），因此，对于前置仓和店仓一体式模式，客单价或毛利的提升至关重要。

表 8：当下各生鲜模式收入成本测算分析（未包含总部研发管理费用以及流量成本）

日单量(单)		500	1000	1500	2000
客单价（元）	一线前置仓	50	60	70	80
	二三线前置仓	45	50	52	55
	社区团购	20	25	30	30
毛利率	前置仓	22%	24%	26%	28%
	社区团购	15%	20%	22%	25%
毛利（元/单）	一线前置仓	11	14.4	18.2	22.4
	二线前置仓	9.9	12	13.52	15.4
	社区团购	3	5	6.6	7.5
仓库成本（元/单）	一线前置大仓（500 平米）	6	5.1	4.8	4.2
	一线前置小仓（300 平米）	6	5.1	4.8	4.2
	二三线前置大仓（500 平米）	4	3.4	3.2	2.8
	二三线前置小仓（300 平米）	4	3.4	3.2	2.8
	社区团购	0	0	0	0
配送成本（元/单）	一线前置大仓（500 平米）	11.2	9.2	8	7.2
	一线前置小仓（300 平米）	11.2	9.2	8	7.2
	二三线前置大仓（500 平米）	8.4	6.9	6	5.4
	二三线前置小仓（300 平米）	8.4	6.9	6	5.4
	社区团购（团长）	2.0	2.8	3.6	3.9
折旧摊销租金等（元/单）	一线前置大仓（500 平米）	3.5	1.8	1.2	0.9
	一线前置小仓（300 平米）	2.5	1.2	0.8	0.6
	二三线前置大仓（500 平米）	3.5	1.8	1.2	0.9
	二三线前置小仓（300 平米）	2.5	1.2	0.8	0.6
	社区团购	0.0	0.0	0.0	0.0
物流（元/单）	前置仓（2%）	0.9	1.0	1.0	1.1
	社区团购（2%）	0.4	0.5	0.6	0.6
冷链损耗（元/单）	前置仓（3%）	0.3	0.4	0.4	0.5
	社区团购（2%）	0.1	0.1	0.1	0.2
税率	前置仓（11%）	1.1	1.3	1.5	1.7
	社区团购（11%）	0.3	0.6	0.7	0.8
每单净利估算	一线前置大仓（500 平米）	-12.0	-4.4	1.3	6.9

(元/单)	一线前置小仓 (300 平米)	-10.9	-3.8	1.6	7.1
	二三线前置大仓 (500 平米)	-8.3	-2.8	0.2	3.1
	二三线前置小仓 (300 平米)	-7.2	-2.2	0.6	3.3
	社区团购	0.2	1.1	1.5	2.0

资料来源：新浪科技，广州日报，天风证券研究所

前置仓模式中，朴朴超市起源于二三线超市且运营良好，主要在于其单个城市的密集日订单量和丰富的 SKU 带动客单价的提升。朴朴超市起源于福州，在福州主流前置仓面积未 800 平米，其在福州一家独大，不存在与其他电商之间的竞争以分散日单量，以福州数据来看，朴朴每个前置仓日均订单量 3500 单，客单价为 60 多元。较高的客单价叠加福州密集的日订单量时朴朴超市在福州有良好的运营空间。据了解，朴朴超市门店已升级到第四代，与之前几代门店不同的是，第四代门店面积更大，大约有 1500 平方米，库容量更大，拣货效率更高。而在第四代门店之前，朴朴超市主流前置仓面积在 600 平方米-800 平方米之间。与此同时，其经营的 SKU 数也从之前的 3000 种提升到了 3500 种，SKU 的提高也带动了平均客单价的提升。

3.4. 可快速复制，规模扩张快

社区团购的复制能力强，能在短时间内快速扩张甚至实现盈亏平衡。对比其他生鲜零售业态，社区团购不需要选址、装修，也不需要建前置仓，整体模式较轻，因此可实现快速复制。以美团优选为例，在 8 月挺进广佛两市后，美团优选率先以广东为标杆区域，在东莞、中山和韶关等 14 城接连落地，而广佛业务在 45 天内就实现了月销破亿，日单量近 40 万单的业绩。据雷帝网，美团“优选事业部”自 7 月成立以来，仅用 3 个月就已将业务范围覆盖至华东、华中、华南、西南、西北、华北地区的 12 个重点省份。

4. 行业参与者盘点：群雄逐鹿，胜负未知

随着社区团购行业的整合加速，市场集中度不断提升，目前较大的几个传统创业型公司包括兴盛优选、十荟团、同程生活等等，2020年来，社区团购竞争加剧，一方面资本密集注入该赛道，各传统参与者扩张跃跃欲试，另一方面各大互联网巨头加速抢占该赛道，7月7日，美团成立“优选事业部”，推出社区团购业务，拼多多、京东、滴滴、阿里旗下盒马、饿了么纷纷下场，阿里巴巴和腾讯作为国内最大的两家互联网巨头，积极通过资本下注。除了投资，更重要的是加大力度进行团长、运营人才招聘，多家公司将社区团购业务提升至战略高度。

图 24：社区团购参与者



资料来源：兴盛优选、十荟团、同程生活、食享会、美团优选、多多买菜、橙心优选、饿了么、阿里巴巴、腾讯等公司官网，天风证券研究所

4.1. 兴盛优选：社区团购龙头，深耕多年，先发优势明显

兴盛优选孵化自“芙蓉兴盛”，芙蓉兴盛公司成立于2001年，实现了从大型超市到社区便利店、从电商到新零售、从便利店送货上门到社区团购的多次转变。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。公司创始人及董事长为岳立华。

融资方面，20年7月完成C+轮融资，金额约8亿美元，投后公司估值约40亿美元。2019年年中，兴盛优选连续完成两轮融资，投后估值达10亿美元。2020年年初，兴盛优选估值达到20亿美元。截至目前，兴盛优选已完成5轮融资，融资金额累计超过10亿美元，吸引到了包括红杉中国、今日资本、腾讯、KKR等十余家知名投资机构。

表 9：兴盛优选历次融资情况

	轮次	融资额	投资方
2020-07	C+轮	8 亿美元	KKR、腾讯、红杉中国等
2019-09	B 轮	2 亿美元+	
2019-07	战略投资	4000 万美元	KKR
2019-05	战略投资	未知	腾讯
2018-09	A 轮	数千万美元	今日资本、金沙江创投、真格基金

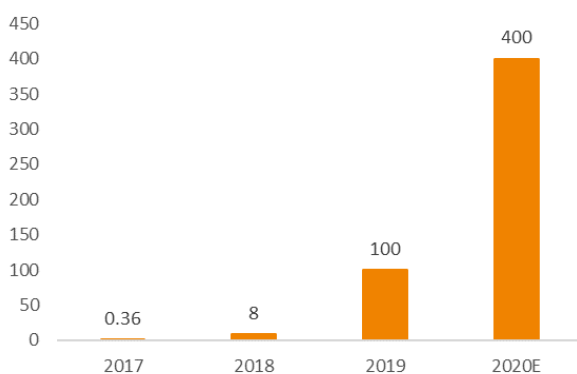
资料来源：创业邦，艾瑞网，天风证券研究所

作为赛道头部覆盖面积广，下沉足，扩张速度快。目前，兴盛优选已辐射湖南、湖北、广东、江西、四川、重庆、陕西、贵州、河南、广西、福建、河北和山东等 13 个省，根据 9 月 8 日的岳麓峰会，兴盛优选副总裁刘辉宇透露，目前兴盛优选覆盖 938 个县级市，4777 个乡镇，31405 个村。目前，公司在全国累计发展的门店已经超过 30 万家，并且还在以每周 8000-10000 家新店的速度增长。

GMV 方面快速增长，主要由于订单量的增加及客单价的提升。2019 年，兴盛优选的年度 GMV 达到了 100 亿元，纳税超过 5400 万元。2020 年，平台 GMV 预计将达到 400 亿元，纳税约 2 亿元。预计未来三年累计纳税将超过 5 亿元。根据公司官网，目前公司日均订单超过 800 万单，较 2019 年 7 月的 200 万单提升约 4 倍，根据红商网，2019 年 7 月公司客单价 7.5 元。

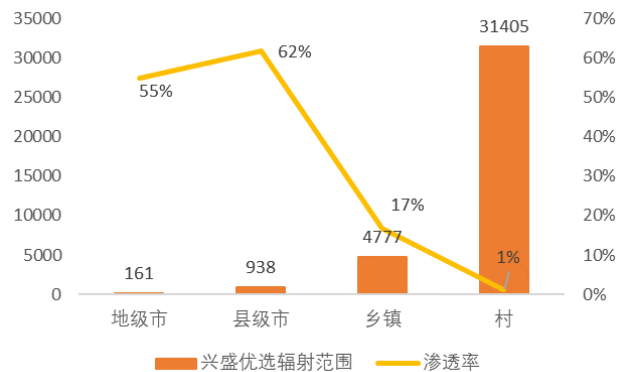
客单价和订单量的提升或来自 SKU 的提升。根据新浪财经，兴盛优选在已经布局多年的湖南，生鲜品类的 SKU 约 300 以上，占比约 40%，品种丰富且多以价格更高的标品为主，品种丰富且多以价格更高的标品为主。对比之下，同程生活上架 SKU 为 500 左右，十荟团上架 SKU 数在 500 左右，食享会上架 SKU 为 300-500。

图 25：兴盛优选年度 GMV（亿元）



资料来源：2020 年互联网岳麓峰会，天风证券研究所

图 26：2020 年兴盛优选覆盖范围及渗透率



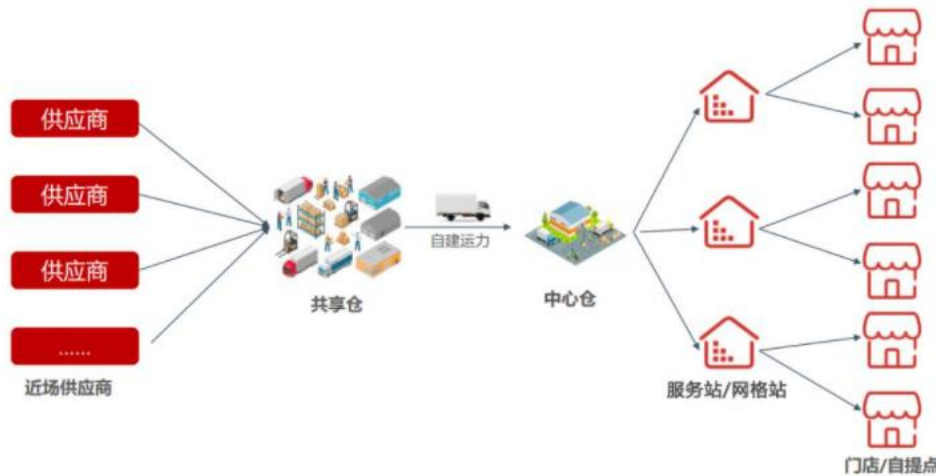
资料来源：国家统计局、住建部、2020 互联网岳麓峰会，天风证券研究所

团长方面，目前公司店面数累计超过 30 万家，由于兴盛优选的团长均为带门店的店主，意味着公司有超 30 万的团长。兴盛优选的团长佣金比例一般在 10%-12%左右，佣金设计方面，公司佣金包含三方面，1) 商品种类佣金社区团购平台中参与不同活动，或是不同种类的商品，其佣金也会有一定的区别，活动商品的佣金比例一般较低，而平台的特色商品佣金比例会高一些。2) 商品销售额佣金，该部分比较固定，团长营造的平台销售额越高，团长佣金收入越高。3) 商品数量佣金，这种方式是依据单件商品佣金来确定的，团长每卖出一份某种类的商品就会获得固定金额的佣金收入，团长卖出这类商品的数量越多，团长佣金的收入就越高。

供应链是公司的一大核心优势。公司起家于便利店，经过多年的沉淀，公司目前发展出较为完善的供应链。2016 年公司曾试水 O2O 电商，用户线上下单，周边便利店送货上门，这一模式不仅配送成本较高，且流量基本全部导向线上 APP。但社区团购主打预售和自提模式，绕不开线下，很好的撬动了公司多年搭建的供应链。

兴盛优选的物流架构由“共享仓—B2C 仓—配送站点—门店”四级物流网络模式构成。第一层：共享仓。部分供应商会将商品直接送到共享仓，生鲜、蔬菜的加工、包装、标品化处理等都在仓内完成。一般来说兴盛优选会围绕一个省份设立多个共享仓，如生鲜仓、常规仓，以集中不同品类的货物。第二层：中心仓，大部分供应商的商品送至中心仓，由中心仓负责调拨，根据订单密度及订单距离测算进行配送。第三层：服务站/网格站，会根据订单密度在城市小区若干个便利店周边设立，一般而言，每个站点覆盖 7-8 公里。在这层网络结构上，兴盛优选启用合伙人制的加盟模式，负责将上游仓库运过来的商品运至站点按终端用户分拣订单，然后配送至门店。第四层：客户自提店，自提点一般位于居民区附近，为自备货架及冰柜。公司体系中的物流冷链均为公司自营，保证了履约配送成本低于其他公司。

图 27：兴盛优选“共享仓—B2C 仓—配送站点—门店”体系



资料来源：罗戈研究，天风证券研究所

另外，腾讯“站台”兴盛优选为公司未来提供优势。公司于 7 月完成约 8 亿美元的 C+轮融资，由 KKR 领投，腾讯、红杉中国、天一资本等跟投。同时，腾讯作为微信生态的拥有方，是整个社区团购赛道的起点，未来在流量上或会加大对兴盛优选的支持和倾斜。

公司的劣势在于其较弱的融资能力和运营能力。短期社区团购的推广在于对于团长的争夺和城市的布局，在该方面运营能力、资金补贴力度上公司暂时还不能与美团、拼多多、滴滴、阿里巴巴等公司相抗衡，未来公司或可以通过 SKU 的提升以及区域布局的深耕来充分利用供应链优势，抵御巨头下场带来的竞争。

4.2. 十荟团：阿里扶持，赛道头部

十荟团隶属于北京十荟科技有限公司，成立于 2018 年 4 月，总部位于北京，通过小程序形态，基于城市社区/小区，借助后端强大的商品和供应链，为社区家庭提供新鲜、优质、生鲜果蔬日用品等，市场主打相对下沉的二到六线城市，最初通过直营模式进行规模扩张。自 2018 年 8 月起，社区团购赛道融资消息不断，十荟团、你我您等头部公司都受到资本热捧。2019 年 8 月 30 日，公司与“你我您”合并，行业逐渐告别野蛮生长。目前，公司与兴盛优选一起处于赛道头部。

虽然起步较晚，但该公司已在融资方面获广泛关注。目前公司已完成四轮融资，阿里巴巴二次参投，启明创投、愉悦资本等 VC 多次参投。2020 年至今，十荟团已完成 3 轮融资共获得约 17 亿元。

表 10：十荟团融资情况

时间	轮次	金额	投资方
2020 年 7 月	C+轮	8000 万美元	鼎晖投资、GGV 纪源资本、渙策资本、民银国际
2020 年 5 月	C 轮	8140 万美元	GGV 纪源资本、愉悦资本、启明创投等
2020 年 1 月	B 轮	8830 万美元	愉悦资本、启明创投、阿里巴巴、真格基金等
2019 年 1 月	A 轮		阿里巴巴
2018 年 8 月	天使轮	1 亿人民币	真格基金、启明创投、愉悦资源、有好东西

资料来源：蓝鲸财经、新浪财经，天风证券研究所

规模上，目前，已覆盖华北、华东、华中、西南、华南、西北 6 个大区、240 个城市、10 万个社区。十荟团凭借自身强大的产地资源、有力的履约保证、先进的物流运输网络，实现了高效的仓储物流体系，与近 20 万名团长一起为近 2000 余万的城市家庭提供高性价比优质商品。2020 年 7 月，十荟团联合创始人、董事长及 CEO 陈郢发出的“内部信”里提及的业绩目标显示，公司要在 3 年之内，建设 300 万个具有生鲜履约能力的团购自提点（团长），扩张野心勃勃。

业绩方面，十荟团 2020 年第三季度 GMV 达 25 亿，10 月 GMV 破 10 亿，月活用户突破 500 万。公司业绩增长迅速，公司 2019 年 1 月 GMV 突破 1.5 亿 2020 年 4 月 GMV 达 6.5 亿，仅半年时间公司 GMV 增长 53.8%。2020 年公司的 GMV 目标是 100 亿，规模上与兴盛优选仍存在一定差距。目前公司的 SKU 大约在 500 左右。十荟团计划到 2021 年，随着整体供应链能力和深度的加强，每天同时在线 SKU 数量在 1000 个左右。

物流模式上，根据艾媒咨询，十荟团打造了“区域仓（共享仓）+城市仓（分拨仓）+服务站”三级仓储物流体系。

公司的优势有二：1）目前处于赛道头部。2）阿里巴巴在供应链等等各方面扶持。虽然目前十荟团与兴盛优选业绩规模上有差距，但仍处于赛道头部。十荟团对于其他公司存在供应链、团长、客户方面的先发优势。第二，公司受到阿里巴巴集团资金以及业务上的多层面深度支持。2019 年公司收到阿里巴巴 A 轮投资，2020 年 1 月再次收到 B 轮投资。同时，十荟团已经正式接入了阿里巴巴旗下 B 端业务 1688 和零售通。与此同时，阿里的零售通小店升级为十荟团的社区团购业务试点，首个合作区域内，阿里巴巴投入 1000 家零售通小店，作为零售通的线下门店升级其社区团购业务的深度试点，一批菜鸟驿站的站长也成为了十荟团的社区合伙人。阿里巴巴运营、流量、供应链上赋能十荟团，为公司提供更强实力。

同时，公司劣势与兴盛优选类似，较弱的融资能力和运营布局能力。未来公司也需要面对美团、拼多多、滴滴等巨头的冲击与竞争。

4.3. 美团优选：地推铁军，物流运营经验足

20 年 7 月 7 日，美团发布组织调整公告，成立“优选事业部”推出美团优选，进入社区团购赛道，进一步探索社区生鲜零售业态，满足差异化消费需求，推动生鲜零售线上线下加速融合。

美团优选由美团高级副总裁陈亮负责，针对下沉市场，是美团“Food+Platform”的战略聚焦下，在本地生活服务领域又一次新的场景探索。作为美团旗下的社区团购业务，美团优选采取“预购+自提”的模式，赋能社区便利店，进一步探索社区生鲜零售业态，满足差异化消费需求，推动生鲜零售线上线下加速融合。

美团在同城零售的战略打法较为清晰：美团买菜聚焦于北上广深等超一线城市；美团闪购旗下的菜大全专注于武汉、成都、南京等准一线或者二三线城市；优选事业部则重点针对下沉市场。通过“自营+平台”的组合拳，形成了前置仓、菜市场代运营、社区团购等相对完善的多业态布局。

区域分布方面，尽管美团优选的上线时间较短，暂时也没有独立的 APP，仅在美团 APP 有内置功能板块与微信小程序。目前看来，广东成为美团优选重点布局的省份。2020 年 9 月 3 日，美团优选宣布推出“千城计划”，旨在年底前实现全国覆盖，并逐步下沉至县级市场。美团优选计划在年内进入 20 个省份，并在各省持续渗透，年内快速实现“千城”覆盖，为更多社区居民提供便利、实惠的生鲜消费体验。

截至 2020 年 11 月，美团优选已先后进入山东、湖北、广东、四川、江西、陕西、河南、江苏、浙江、河北、福建、湖南、辽宁等 14 个省份与直辖市，其中覆盖了广东全省 14 个城市。

GMV 方面，以广东省为例，11 月 12 日，美团优选在广东东莞再开一仓，面积约 2 万平方米，加上之前的佛山三水 1.5 万平米的生鲜仓，顺德普洛斯物流园 2.5 万平米的标品仓，美团优选在广东已有三个大的中心仓。扩仓的背后是美团优选广东双十一前后日单量突破 200 万件，按 15 块的客单价计算，美团优选的日 GMV 已超 3000 万人民币，顺利拿下广东省份内 GMV 冠军。至 2020 年 11 月，美团千城计划推进顺利。

SKU 方面，双十一前后，美团优选的 SKU 逼近 350 个，每日环比上涨近 4%，蔬果生鲜占比 18%，酒水饮料占比最高。截至 11 月 13 日晚，美团优选 SKU 达 406 个，迈入 400 大关，超过多多买菜在广东省的 SKU。随着分拣能力的增强，美团优选扩品速度在提升。

团长佣金方面，美团优选与橙心优选给到团长的佣金区间均为 10%-15%，但美团优选更侧重于团长的补贴，将不少补贴给了 B 端的团长。团长在社区团购上起着重要的节点作用，上至消费者获客，下到商品分发，都需要团长。

竞争优势：

一、品牌效应显著：美团优选目前还没有独立的 APP，拥有美团这个超级 APP 的加持。因此，从成立开始，美团优选便在消费者心中有着原始的传播效应，并且可以依附美团来实现部分美团流量的转换。

二、技术实力雄厚：作为新互联网巨头 TMD 的一员，美团拥有多年在零售领域的建设经验。目前，美团优选已搭建了完善的业务团队、数据平台，因此，其在高效率的响应业务变化、智能管理及数据分析方面存在技术优势。

三、地推团队强大：美团有着强大的地推团队，先前也多次帮助美团在团购大战中立于不败之地。同时，地推团队具有较强的地域属性，可以几乎相同的模式帮助美团优选在全国各地迅速铺设业务。

四、生态布局全面：美团买菜聚焦于北上广深等超一线城市，美团闪购旗下的菜大全专注于武汉、成都、南京等准一线或者二三线城市，美团优选针对的是下沉市场。集团内的三条线共同发力，美团想要形成前置仓、菜市场代运营、社区团购等相对完善的多业态布局。美团优选可以充分吸收其他两条线的成功经验，在集团内形成良好的生态循环。

五、供需需求正反馈：在美团两大主体业务——餐饮外卖、到店及酒旅上，美团依靠强大的商家管理能力，已经积累了非常多的店家合作伙伴。因此，美团优选可借此优先选择更优质低价的货源，一方面会让消费者更加信任美团带来更多的订单，另一方面也可降低成本提高毛利率。

同时，美团优选的短板有二：1) 仓储配送起步晚：美团先前的两大主体业务——餐饮外卖、到店及酒旅，均是扎根于互联网平台的业务。由于基础仓储配送的建设需要长时间和重资本的投入，因此，相比于其他公司，美团在前置仓储的环节上起步较晚。特别是在跨城运输、原产地采购等能力的建设上要落后头部的社区团购对手。2) 社区运营经验少：一直以来，美团更加偏重的是交易平台属性，在社区运营方面并没有过多经验。

4.4. 橙心优选：滴滴投入不设上限，四川区域开始占优

作为滴滴集团重点布局的社区电商平台，滴滴于 2020 年 5 月在成都上线“橙心优选”。2020 年 6 月 15 日，橙心优选率先在四川成都正式运营。橙心优选主要定位解决家庭消费者的日常需求，并依托社区实体便利店，通过线上预定，门店自提的方式充分满足消费者的日常需求，为社区邻居提供服务，方便社区居民。

橙心优选采用“今日下单+次日送达+门店自提”的模式为邻居们提供物美价廉的水果蔬菜、肉禽蛋奶、米面粮油、日用百货等精选商品。邻居们每日 0 点到 23 点，在橙心优选小程序下单，次日即可在选定的自提点提货。橙心优选有独立的 APP 和微信小程序，自 20 年 5 月橙心优选率先在四川成都试水以来，橙心优选的扩张速度相当迅速。目前来看，四川与湖南成为橙心优选重点布局的省份。11 月 18 日，滴滴旗下社区电商平台橙心优选正式进入湖南、湖北两省，在长沙、株洲、衡阳、益阳、岳阳、常德、湘潭等 7 个城市同时上线，为湖南社区居民带来一系列超低价爆款产品。预计到 2020 年底可全面覆盖湖南 14 个市州。

目前，橙心优选的版图已向后扩展到四川、重庆、陕西、山东、云南、贵州、广西、河南、浙江、江西、江苏、广东、河北、福建、湖南、湖北等 16 个省市。

日单量方面，11 月 10 日，滴滴旗下社区电商平台橙心优选宣布日订单突破 700 万，领先各大社区团购。根据华西都市报，橙心优选最近一次公布单量是在 11 月 6 日，广州、佛山上线首日的订单量破 45 万。此前社区电商行业的最高单量由兴盛优选保持，目前日单量在 500 万左右。

SKU 方面，根据深网，以长沙为例，对比橙心优选与美团优选在长沙地区的供货情况，橙心优选 SKU 总计 352 个，美团优选 SKU 总计 228 个，货品丰富度上橙心优选领先。局部地区美团较滴滴 SKU 更多，例如广东。

橙心优选在团长推广方面使用“合伙人制度”。根据《深网》，以西安为例，团长可获得提货点订单量的 1.2%-13.2%的管理奖励，合伙人收益则是按当月直推团长和直推合伙人的订单总量结算——订单总量在 2000-7000 区间，奖励是订单量的 1.2%；订单总量在 7000-5 万单，奖励是订单量的 4.6%；订单总量在 5 万-30 万单，奖励是订单量的 7.8%；订单总量 30 万-100 万，奖励是订单量的 10.2%；订单总量 100 万-300 万，奖励是订单量的 12%；订单总量 300 万单以上，奖励有订单量的 13.2%。

橙心优选的竞争优势有四：

一、车辆调度经验充足：滴滴平台的核心能力之一在于其高效匹配供需的运力调度，这可以快速复制货运车辆调度上来，接下来重点就是在货运运力补充上。

二、团长运营模式可借鉴：滴滴为网约车司机提供信息服务并对车主规范化服务管理，这与管理和“团长”所需的能力相似。

三、地推能力已得到验证：带队橙心优选的是滴滴高级副总裁陈汀，作为滴滴早期核心人物，带过万人团队，亲历滴滴与快的、Uber 的两场大战，橙心优选的地推能力或较强。

四、股东桎梏相对较少：相比其它入局社区团购的巨头来说，滴滴是竞争者中唯一未上市的企业，少了上市股东和股价的桎梏，橙心优选的反应和行动可能会相对更加灵活。

同时，平台存在 2 方面短板：1) 社区电商零经验：社区团购电商对于滴滴来说，是一个全新的赛道。相较于早已进入社区电商的美团与电商起家的拼多多来说，滴滴经验不足。2) 用户基础较弱：滴滴现有的打车业务主要人群是城市人群，而橙心优选则希望能够扩展滴滴在下沉市场的人群，能够对“花小猪”、“滴滴货运”等业务进行有效的流量贴补。

4.5. 多多买菜：用户粘性足、微信生态运营熟练，下沉市场能力已获验证

多多买菜是拼多多顺应广大消费者家庭生活方式的变化，推出的一项实惠、安心、便民的

买菜服务。通过拼多多 APP 或微信“多多买菜”小程序，消费者足不出户就可以拎起菜篮子选购全国农产品产区的精选好货。多多买菜采取“线上下单+线下自提”的半预购模式，消费者每天 23 点前下单，次日便可到最近的自提点取回商品。多多买菜的定位是便宜实惠的社区团购平台，模式上主打的是线上预订+次日送站+站点自提。

目前来看，山东、安徽、广东、河南、湖北、广西、四川、江西等省份已成为多多买菜重点布局的省份，均已覆盖省内超 10 余座城市。截至 20 年 11 月，多多买菜的小程序上显示已覆盖城市个数超过 160 个。

SKU 方面，多多买菜在产品丰富度方面距离美团优选、橙心优选仍有差距，以湖南地区为例，目前 SKU 为 100-200，除了 10 个/9 元的鸡蛋等爆品，其余品类补贴力度一般。根据搜狐，2020 年 9 月多多买菜在武汉地区的 SKU 在 40 左右，在南昌地区市场的 SKU 在 80 左右。

竞争优势：1) 白牌的“便宜好货”：在面向下沉的社区团购战场，拼多多最为熟悉的便宜好货深受居民们的喜爱。拼多多早期的打法就是避开品牌大厂，给白牌小厂的货物和广阔的下沉市场以足够的空间与机遇。2) 吸引商家能力强：多多买菜是拼多多电商平台的一个重要部分。多多买菜上的商家可以选择在线上电商平台成为商家，这完全取决于他们本身的能力，以及他们能否适应一个本地化的市场形式。拼多多作为中国的第二大电商平台，本身的流量及过往出色的业绩已经能很好地去吸引商家。另外，原先在拼多多平台的商家也会反过来转化成多多买菜的商家，对多多买菜的商家来源进行进一步的补充。

短板：1) 基础设施投资少：京东、阿里、苏宁都有自己的物流供应链，拼多多作为电商新晋，还没搭建好自己的物流渠道。多多买菜目前是一个较轻量型的商业模式，先前拼多多并未在线下的基础设施方面有过大量的投资。而多多买菜的商业模式极度依赖于供应链，因此，相较于其他已在供应链或物流方面有相关业务的巨头来说，多多买菜存在先天不足的劣势。2) 较为陌生的用户群体：拼多多目前的用户大多是在下沉市场中，对价格敏感、但是对物流速度不敏感的用户。此次，拼多多入局社区团购，其目标群体与现有群体存在些许差异。社区团购虽然也是低价策略，但用户对一日三餐的食材讲究的却是及时与新鲜。3) 寻找第三方合作伙伴存在变数：多多买菜想要为客户提供最好的体验，现阶段的核心就是建立本地化的农产品物流基础设施。目前来说，多多买菜在市场中还没有现成的基础设施。在 2020 年 Q3 的分析师会议上，拼多多战略副总裁 David Liu 提到，拼多多会在谨慎评估后选择合作伙伴。因此，相较于其他已有物流基础设施的巨头来说，多多买菜在寻找第三方合作伙伴的环节存在不确定性因素。

4.6. 阿里巴巴：兵分四路，志在必得

阿里巴巴目前在社区团购方面兵分四路：饿了么、零售通、菜鸟和盒马。其中零售通、菜鸟与十荟团均存在密切的深度合作。

6 月 23 日，菜鸟网络总裁万霖在 2020 全球智慧物流峰会上透露，将对菜鸟驿站进行升级，通过增加团购、洗衣、回收等服务，使其成为数字化的社区生活服务站。

7 月中旬，阿里零售通事业部组建社区团购部门，搭建专门的社区团购团队，入局赛道。

8 月份，饿了么开始着手招聘社区地推专员、社区团购运营、推广等工作，首站开城河南郑州。同月，大润发宣布以上线小程序的模式杀入社区团购。

9 月中旬，阿里集团总裁会上 CEO 张勇宣布，由盒马事业群组建盒马优选事业部，代表着盒马正式进入社区团购赛道。目前盒马刚刚开始业务布局，但是布局速度快。

图 28：盒马优选在武汉正式上线

图 29：菜鸟驿站全新升级



资料来源：盒马官网，天风证券研究所



资料来源：菜鸟驿站，天风证券研究所

阿里巴巴具有除了流量入口之外的全方位优势。资金方面，菜鸟、盒马等融资压力较小；团长方面，菜鸟驿站站长与广大社区用户有着广泛的接触与交流，为社区团购业务构建起良好的社交关系，菜鸟驿站在全国范围内覆盖已经非常广泛、覆盖率高，3月19日菜鸟宣布，推出就业扶持专项计划，将在全国100多座城市开放3万站点入驻，且菜鸟驿站包裹点与社区团购自提点作用能够做到高度重合，另一方面，饿了么广大骑手也是潜在团长的对象；供应链方面，盒马鲜生、大润发等在供应链上已有充足资源和运营经验。另外，公司重点扶植的十荟团已经是赛道头部，拥有丰富的供应链资源和团长资源。**阿里劣势：社区团购是基于微信生态的赛道。**社区团购本身存在社交性，微信生态是社区团购的起点，在微信的流量池里，阿里做社区团购业务并不方便。

4.7. 腾讯：隐形参与者，社区团购赛道“基础设施”构建者

腾讯是社区团购背后隐藏的巨头。一方面，社区团购本质是微信流量池里的新创商业应用领域之一，另一方面，这条赛道中活跃的企业，几乎都是“腾讯系”企业。美团、拼多多、滴滴、京东等等背后的“金主”都有腾讯的身影，传统创业公司兴盛优选、食享会已经获得腾讯投资。

表 11：各互联网巨头腾讯持股情况

	占已发行普通股比例（%）	最新日期
美团	18%	2020/6/30
拼多多	16.6%	2020/6/30
京东	17.80%	2020/5/29

资料来源：Wind，天风证券研究所

社区团购与微信小程序相互促进，当前社区团购小程序已具相当规模。小程序为社区团购提供流量基础，而当各个巨头进行社区团购业务发展时，也为微信小程序带来了巨额流量。当前移动购物 APP 行业用户规模已增速放缓，不断完善商业环境的微信小程序成为移动购物流量的重要补充来源。

5. 未来发展要点：团长/流量+物业+供应链

我们认为，社区团购未来发展要点有 3 点：团长及地推/流量，物业和供应链。前期快速扩张、流量聚集倚重团长，中期倚重对团长的服务、培训和管理或团长私人流量平台化，中长期市场竞争高效的供应链是护城河，另外在中后期市场切入方面与物管公司合作值得关注。

5.1. 团长：前期快速扩张流量聚集，团长私人流量平台化&加强对团长的服务、培训和管理是重点

在社区团购前期团长是核心因素，一方面，团长是社区团购流量的唯一入口，另一方面，以团长为核心的微信群社交是社区团购的玩法。团长的任务主要有三：流量导入及营销、履约、退货等售后服务。流量导入及营销：团长是社区团购体系下唯一与消费者进行沟通的角色，承担着为消费者介绍产品、宣传产品、提高社区居民复购率等等目标；履约：在消费者下单后，货物通过平台将被运送到团长对应的自提点，这时需要团长进行商品的通知与分配；售后服务：完成订单后消费者线上的退换货等操作需要团长负责退回仓库。因此，团长的服务质量决定了顾客的满意度和商品复购率。

团长本质是聚拢流量的手段，快速完成城市布局、扩充团长队伍，有利于抢占先发优势。一个团长能负责的区域通常有限，为一个社区或邻近的几个社区，因此如果能抢先进入城市，并抢先进行团长招募，覆盖足够广的社区，那么将在竞争激烈的城市或社区取得先发优势。因此，在前期各大互联网巨头均以快速地推为主。

图 30：美团优选团长招募



资料来源：美团官网，天风证券研究所

图 31：十荟团团长招募



资料来源：十荟团官网，天风证券研究所

策略方面，社区团购作为全新的业务，从仓配到物流到团长都要摸索，因此各巨头倾向于在竞争冲击并不大的地区先把业务跑通，积蓄力量后再全力进入那些强势、不易攻入的地区，比如湖南、湖北等。**市场下沉方面**，美团和拼多多凭借自身优势或可以更快下沉到县城，较盒马、滴滴、京东系等在低能级城市覆盖或更有优势。**地推运营方面**，美团和滴滴凭借各自的已有团队和经验，或具备优势。美团优选负责人为陈亮，历任酒旅、买菜业务负责人。而滴滴方面，负责人陈汀作为滴滴快车、专车业务线的负责人，曾参与与 Uber 等打车平台的竞争，地推运营经验充足。

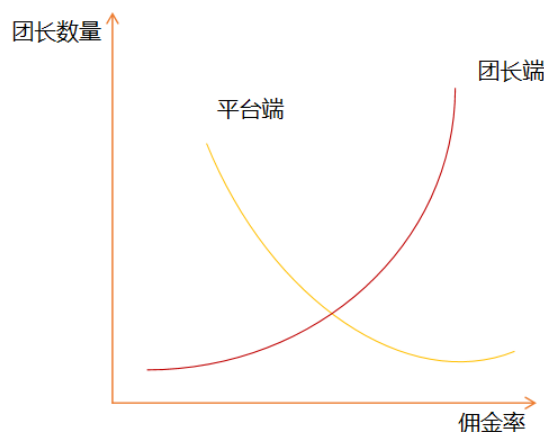
表 12：滴滴和美团进入重点城市统计

橙心优选		美团优选	
4 月	四川成都试运行		
6 月 16 日	四川成都	7 月 15 日	山东济南
6 月-9 月	重庆、四川绵阳、内江	8 月 22 日	湖北武汉；广东广州
9 月 21 日	陕西西安	9 月 2 日	广东佛山、东莞、肇庆、惠州、深圳、珠海、江门、中山、汕头、阳江、云浮、韶关、清远；四川成都
9 月 28 日	山东济南、云南昆明、贵州贵阳、广西南宁	9 月 25 日	江西南昌；山东淄博、泰安
10 月 25 日	河南、浙江、江西	10 月 23 日	陕西西安、河南洛阳、江苏南京、浙江杭州、河北石家庄、福建福州
11 月 6 日	江苏南京、广东广州、河北石家庄	11 月	湖南长沙、沈阳
11 月 10 日	福建厦门、泉州		
11 月 18 日	湖南长沙、常德；湖北武汉、宜昌、荆州等		

资料来源：36 氪、深网，天风证券研究所

快速扩张将引起对于团长的争夺，从而增加团长的佣金成本，我们认为最终均会形成佣金成本的动态平衡。团长的佣金计算方式一般为商品交易额抽佣，同时平台会根据单量提供额外奖励或提高佣金率，一般团长的佣金率在 10%-15%。平台在扩张期对于团长的需求量大，不少团长或签下多个平台，利用私人流量为提供佣金最高的平台带货。我们认为充分竞争下佣金成本将达到动态平衡。社区团长的服务范围有限，每一个团长的服务范围、流量范围只能涵盖一个社区或邻近的几个社区。充分竞争的条件下，如果佣金率过高，该区域或将会有多个团长加入市场，从而在团长端形成竞争。

图 32：充分竞争下佣金成本将达到平衡



资料来源：天风证券研究所

在佣金适合的前提下，来提高团长忠诚度或是前中期运营的重点。真正能实现社区客户流量的扩大是对团长进行服务、培训和管理，通过一定方法将团长与平台深度绑定，并赋能、帮助团长扩大客户规模。

兴盛优选和十荟团对团长较为重视，逐步放权给团长。根据十荟团创始人陈郢，十荟团的团长留存率在 95%左右，忠诚度较高，一方面是由于团长背后平台的商品和服务的质量，让团长愿意留存，一方面是公司会提前培训团长，在过程中会尽量“放权”给团长，让团长像一个真正的门店店主一样去经营自己的生意。兴盛优选的成功同样来自与对团长的管理和重视，兴盛优选在最初靠的是芙蓉兴盛连锁超市几年累积下来的实体门店，通过说服

加盟店店主当团长，来成立第一批团长，这也是兴盛优选的基础，也是牢固的团长体系。在加盟店店主团长的基础上，通过分销裂变的方法进行拓展，让加盟店拉拢招募社区实体店，夫妻店一起加入兴盛优选当团长。因团长分为不同等级，招募越多下级团长，对老团长越有利，因此为兴盛优选进一步扩大了团长队伍，提升团长忠诚度。

另一方面，团长私人流量平台化是应对团长高流动性的方法，最终目的是培养客户习惯，适用于有流量基础的平台。社区团购的核心在于低价和高性价比，而不是团长，因此团长的私人流量平台化有助于提高客户粘性，也有助于提高团长忠诚度。目前拼多多有去团长化的倾向，拼多多 CEO 陈磊在 2020Q3 财报电话会上表示，“多多买菜其实不是一个社区团购业务”，“是当前业务的一个自然延伸”。拼多多作为主打高性价比的网购平台，本身已经具有大的流量基础，且拼多多对于微信生态的理解与运用已经较为深刻。根据陈磊，拼多多最终打算把生鲜作为拼多多购物的补充，即利用自身平台而并不打算利用团长来聚集流量，仅将团长作为线上购买生鲜后的一个自提点。

而一旦团长的流量公有化，团长本身的作用或将弱化，从而使支付团长的佣金成本降低，终局下不排除仅成为自提点的可能。

5.2. 物业公司：可实现“1+1>2”，中期市场切入或值得关注

在疫情期间，负责整个小区的团购业务成为物业公司增值服务的成长动力之一，物业公司本身也是有能力从事社区团购的。根据赤焰信息，碧桂园计划在 2020 年重点推出社区门店“碧优选”，且一年内将在大湾区快速布局 600 多家。与此同时，基于线下店，碧优选还将推出 O2O 模式的线上商城。根据赤焰信息，碧优选线上商城分两部分，全国配送非生鲜商品和短线生鲜。其中的短线生鲜业务，则是采用社区团购模式来开展。

图 33：碧桂园服务已经加入社区团购业务



资料来源：赤焰信息，天风证券研究所

图 34：疫情期间武汉汇春名优农产品专业合作社组织社区团购蔬菜



资料来源：长江日报，天风证券研究所

物业公司做社区团购业务优势相当明显：1）自带社区住户消费方面的数据；2）自带流量资源；3）客户粘性足、解决了信任问题；4）服务质量靠谱，服务态度、质量等各方面不用专门对物业工作人员进行培训；5）自提点充足。第一，物业公司有社区住户的信息与沟通渠道。物业了解社区住户的数量、消费能力、消费习惯等等，基于这些数据和信息支持，物业在选品、营销策略等方面有着其他公司所无法比拟的优势。第二，物业公司通常有社区住户的沟通渠道，例如业主群等，同时，物业管理公司掌握着整个社区内所有的广告位资源，还有现成的社群基础，因此天然地自带流量。第三，一般情况下，社区居民对于社区物业公司的信任程度是要高于附近某个小店的店主、小区内陌生住户甚至周边外卖骑手的，在信任方面能更有效地获取客户粘性。第四，物业公司作为以服务住户为经营范

围的公司，在培训服务人员、人员管理方面经验充足。因此，一般会比普通小店店主在服务质量上更有保障。第五，小区内任一个有效地点理论上都可以被物业公司规划为自提点，因此不用担心团长的问题。

图 35：物业公司具有明显的天然优势



资料来源：天风证券研究所

物业公司社区团购平台之间或无竞争关系，能够做到“1+1>2”。单独的物业公司没有完整的供应链，也没有冷链物流能力，因此很难与社区团购公司竞争，二者之间不存在竞争关系。但是二者的合作能够拓展物业公司的社区增值业务收入，同时社区团购平台能充分利用成熟而广泛的流量入口，能够做到合作双赢。

稳定的供应链或是双方合作时社区团购平台的底牌。物业公司没有供应链系统，如果社区团购平台也没有成熟稳定的供应链，提供不了丰富质优且高性价比的产品，那物业公司没必要合作来增加客户满意度下降的风险。因此，在社区团购发展中后期，与物业公司合作或有重要潜力。目前整个赛道刚刚起步，美团、滴滴、拼多多等供应链建设尚不成熟，未来是否可以通过物业切入市场值得关注。

5.3. 供应链：中长期核心，社区团购护城河

没有供应链作为基础，社区团购最终只能是一种营销手段。新零售的本质是通过数字化的技术能力提升销售、服务和供应链等方面的效率，从而倒逼整个零售行业的底层逻辑变革，社区团购作为一个新的赛道，必须有足够高效的供应链，否则只能是以流量为主的营销手段。根据日新社的采访，复盘以往的经验，社区团购公司最后活下来的方式都不一样，但失败的原因都差不多。一是团长被不断挖掘，团长的归属感及团长核心的运营管理能力不强，二是供应链的损耗没有控制好。

稳定成熟的供应链使社区团购成为提高社会效率的商业模式。任何模式创新想要长久发展，都离不开提高社会效率，为消费者带来便利。低价及时是社区团购的核心的竞争力，社区团购平台的超低价生鲜产品一般为尾货/临期好货，该类产品质量过关，但由于生产量过大、超出客户要求数量或其他原因剩余、滞留，社区团购能够有效实现供需匹配，整合资源，让该产品流向价格敏感型客户；另一方面，社区团购在履约流程方面，生鲜厂商到消费者之间的中间环节更为缩减，降低流通成本。

图 36：稳定成熟的供应链能使社区团购整合资源、提高效率



资料来源：天风证券研究所

供应链带来的优势：1) 降低履约成本，提高毛利率，2) 增加质优商品，3) 及时性的提高。第一，履约成本包括采购、仓库内部分拣成本、内部装卸搬运、仓库配送至分拨仓损耗等等。社区团购的特点在于集采集配，一个开团预售可以凑集起一个大订单再朝一个小区地址统一发货，供应链越成熟，在仓库内部分拣、装卸搬运等方面的成本损耗越低。2020 中国生鲜零售大会上十荟团副董事长刘凯表示，目前十荟团履约成本七个点左右，最初的时候，履约成本是 12 个点，随着供应链的稳定，半年的时间下降了 5 个点，达到 7 个点，预计未来应该能下降到 5 个点左右。第二，随着供应链的稳定和不断进化，能为平台带来更多优质产品。生鲜类产品进行线上售卖的痛点在于生鲜损耗，如果供应链不够完善，临期尾货很容易损耗，对产品本身造成较大影响。对用户而言，稳定的品质保障会带来极强的复购粘性，“盲盒式”的惊喜在生鲜上面并不可行。第三，对于生鲜类产品，保障生鲜的新鲜和运送及时同等重要，社区团购相对于拼多多商城有更低的 SKU，如果不能满足消费者的及时性需求，那么拼多多对社区团购将有更大优势。

我们认为，判断社区团购平台的供应链是否成熟稳定、供应商是否优质的核心在于 1) SKU。2) 单品的供货稳定：

SKU 是供应链成熟的外在体现。兴盛优选的近年来食品、非食种类增加，根据新浪财经，兴盛优选在已经布局多年的湖南，生鲜品类的 SKU 约 300 以上，占比约 40%，品种丰富且多以价格更高的标品为主。标品的增加同时也能带来客单价、毛利率的提升。

参考美国低价折扣店 Dollar tree，低价折扣店也是以高性价比为主。Dollar Tree 成立于 1953 年，前身是杂货店，之后转型为连锁玩具店和一元店。2019 财年营收同比增 3.5% 至 236 亿美金，净利润达 8.27 亿美元，总门店数达 15288 家。公司的毛利率较高，长期以来均达到了 30% 左右。Dollar Tree 有三大主力商品：基本消费品、多样化产品、季节性装饰品，其中基本消费品毛利率较低，为低价的引流商品。以 2019 年财报看，基本消费品占比 49.2%；多样化产品占比 45.8%、季节性装饰品占比 5.0%。

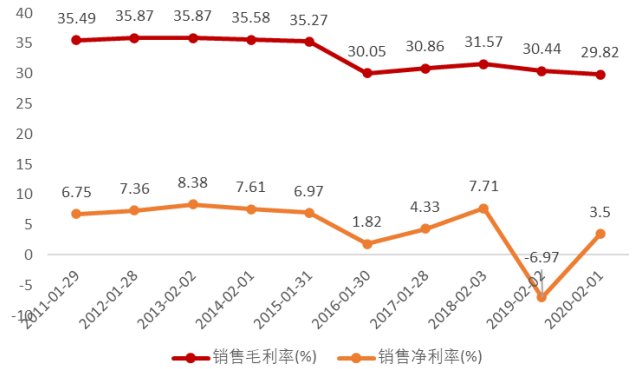
随着规模扩大，Dollar Tree 商品品类日益丰富，从而带动 GMV 的增加。刚起家的 Dollar Tree，以大规模采购清仓尾货为主，而随着规模扩大，商品组合重构，目前清仓商品比例已低于 10%，商品品类日益丰富。在 2018 年开始推出的 H2 门店中，Dollar Tree 提高门店商品品类，新增冷冻、冷藏室。至 2019 财年结束时约 1535 家引入了该模式，门店翻新后第一年同店销售平均提升 10%。

图 37：Dollar Tree 主打高性价比产品

图 38：Dollar Tree 历年销售毛利率、净利率



资料来源：Mario Anzuoni/Reuters，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

控本增效，优质产品的供货稳定离不开供应链运营。Dollar Tree 高标准要求供应商，专门跟进报价、寄送样品审核等环节，同时建立了高效的物流和补货系统。1998 年，Dollar Tree 开始建配送中心，2015 年收购 Family Dollar 完善了物流分拨系统。到今年 2 月共运营了 24 个配送中心，总占地面积约 2230 万平方英尺，其中 13 个服务 Dollar Tree。9 成以上商品可由配送中心直接运到门店，而沃尔玛为 80%，不仅节约了物流成本，也加快了存货周转。同时，Dollar Tree 不断完善零售终端系统的应用，2002 年引进自动补货系统。截至 2019 财年，Dollar Tree 门店 37% 的商品，大约 2700 种日常消费品可以完成自动补货。高效的供应链为公司带来可持续的高毛利以及稳定的货品供应。

6. 终局探索：出现全国性垄断概率小，社区团购融入数字化进程

6.1. 或会出现全国性平台，但出现全国性垄断的概率较小

我们认为，可能会出现全国性社区团购平台，并在各个区域互有优势，但出现全国性垄断的概率较小。

我们以湖南为例，对烧钱的年补贴金额进行测算。仅考虑团长补贴和推广补贴：

1) 在团长端上，美团在长沙地区的奖励机制：当日下单用户数大于等于 70 人，可得 123 元奖励，当日下单用户数 40 到 70 人，可得 57 元奖励，当日下单用户数 20 到 40 人之间，可得 27 元奖励，当日下单用户数 10 到 20 人可得 7 元奖励，因此我们假设每单公司需补贴 1.3 元。美团自 8 月份在广东开城以来势如破竹，进展顺利，广佛地区 45 天月销破亿，日单量破 60 万单，我们假设未来烧钱平台在湖南省目标是日均 80 万单，那么每年在单个省的团长订单补贴金额为 3.8 亿元。

2) 为快速起量，美团在长沙设立全新的招募团长机制。招募见习服务商，不需押金，招募一个团长赚 80 元，拉满 3 个团长后可以升级为金牌服务商，可以申请开通美团优选 bd 端，生成专属邀请码，并招募一个有效团长可赚 100 元。按日均 80 万单以及客单价 16 元计算，单个省份的年 GMV 能达到约 47 亿元，假设平台将 2% 作为团长裂变的激励，则此部分每年成本达到约 0.93 亿元。

因此，根据测算，一个省份能达到日单量 80 万单的前提下需要在团长端每年补贴约 4.73 亿元。兴盛优选 7 年经营下已辐射湖南、湖北、广东、江西、四川、重庆、陕西、贵州、河南、广西、福建、河北和山东等 13 个省，假设烧钱平台能在 13 个省同时进行烧钱补贴，则每年需补贴金额为 61.5 亿元。如包括供应链优化、仓库物流的成本，我们预计每年补贴的成本在 70-80 亿元。

表 13：每省补贴金额测算

订单补贴	补贴政策	单数	金额	每单金额
------	------	----	----	------

	>70	123	1.757143
	40-70	57	1.425
	20-40	27	1.35
	10~20	7	0.7
	平均每单补贴 (元/单)	1.308	
	日单量假设 (万单)	80	
	每年补贴金额 (亿元)	3.796	
团长激励	日单量假设 (万单)	80	
	团长激励(2%)	2%	
	客单价假设 (元/单)	16	
	每年补贴金额 (亿元)	0.9344	
每年补贴 (亿元/省)		4.7304	

资料来源：亿豹网、兴盛优选官网等，天风证券研究所

回顾之前的烧钱大战，各巨头的资金或足够支撑其社区团购全国化扩展。2014 年网约车补贴大战开始，滴滴与快的 4 个月双方烧钱 20 亿，未分胜负，后在资本的推动下，滴滴和快的终于在 2015 年初宣布合并，随后的 2015 年，滴滴又开始了与 Uber 的烧钱大战，在中国市场损失 100 亿人民币，Uber 损失 10 亿美金。2016 年滴滴收编中国优步。2015 年的 O2O 市场，烧钱大战融资超过 10 亿美金的饿了么和融资超过 20 亿美金的美团都不堪支撑，最终回归精细化深耕。2017 年共享单车市场，小黄车与摩拜在第一年的资金需求量就达到了 65 亿元，高峰时期摩拜日发红包 4000 万。2019 “百亿补贴” 瞄准下沉市场，拼多多上市不到两年先后三次公开市场募资超过 30 亿美金。按照每年 70-80 亿计算，社区团购所需资金与前几次烧钱程度没有太大幅度的提升，如果各巨头持续烧钱，可以支撑社区团购的全国化布局。目前，各大社区团购平台均走的是全国化路线。

我们认为或存在全国性公司，在各个区域各有优势，但很难形成全国性垄断。美团、滴滴、拼多多、京东、阿里等等巨头现金储备充裕、地推运营经验丰富、战斗力足，多家公司将社区团购扩张提升至战略级别，参考美团和饿了么的外卖竞争，我们认为在此背景下各方或更倾向将市场平分而不是不断烧钱。社区团购具有广阔的下沉空间，相对于店仓一体以及前置仓模式能够在日单量相对较少的情况下实现盈利，因此，对各方最有利的局面是精耕细作，从而提升 SKU 和客单价、毛利率最大化。当前滴滴的橙心优选在四川地区优势明显，美团在广东势如破竹，兴盛优选在湖南等地区深耕多年，已经显示出了区域性优势的局面。

6.2. 社区团购是线下业务线上化进程的一部分

我们认为社区团购是线下业务线上化进程的一部分，其实目前各个业态都有各自的优劣，可以实现互补：前置仓模式适合对价格不敏感、质量要求高、时间敏感型客户，难以下沉到更低能级城市，店仓一体模式依赖实体店和周边人群密度，也难以下沉较低能级城市，社区团购适合价格敏感、产品质量要求不算高、时间不敏感的客户、在一线城市或难以展开。但彼此的供应链可以做到共通，同样一个仓库可以同时作为前置仓和社区团购的网格仓，超市的区域大仓可以作为前置仓和社区团购的中心仓。因此，零售供应链建设是数字化进程的基础。

表 14：各业态之间互有优劣，但供应链可以做到共通

	前置仓模式	店仓一体模式	社区团购	超市
价格敏感型			√	
时间敏感型	√	√		

产品质量敏感型	√	√	√
适合一二线城市	√	√	√
适合二三四或更低能级城市		√	√

资料来源：天风证券研究所

7. 投资建议

社区团购是线下业务线上化进程的一部分，对现有的生鲜零售业态是良好的互补，能较好打开下沉市场。当前社区团购处于发展起步期，众多互联网巨头互相竞争，有利于相关供应链的建立与完善，带动电商及相关零售行业迎来业态拓展和进一步增长。重点推荐：品渥食品、永辉超市、高鑫零售等，建议关注美团-W、宏辉果蔬、家家悦等。

8. 风险提示

供应链完善不及预期

供应链建设及完善是社区团购的基础，当前各平台更注重市场占领，如果供应链建设完善不及预期，可能使食品质量下降，因而存在客户流失的风险。

推广不及预期

当前对于团长的争夺较为激烈，如果平台对团长的服务、管理和监督不够到位，容易造成团长资源的大量流失，从而使推广不及预期。

政策监管风险

作为一个全新的商业模式，在进行团长扩张时，部分平台使用的激励政策类似传销，因此存在政策监管风险。

食品安全风险

目前社区团购中部分生鲜来自农产品尾货/临期产品，因此在运输途中如果时间不及时或操作失当，容易造成生鲜产品质量不合格，从而引起食品安全风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com