

证券研究报告 | 行业深度报告

可选消费 | 商业

2021，我们对社区电商判断的变与不变

——社区电商21年总结及22年展望
(社区电商系列深度之九)

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

2022.1.8

摘要

- **核心观点：2021年社区电商行业发展与年初预期发生较大变化，资本市场态度也随之发生较大改变，我们以此篇报告来总结我们对社区电商的观点与判断的变与不变（而非行业实际发展的变与不变），并对2022年做出展望。我们调整对社区电商2025年行业规模预测至1.2万亿，对其核心商业价值的判断从降低履约费用率的生鲜电商改为对下沉市场的全面消费升级。行业寡头格局的形成，以及对品牌方的持续影响则印证了我们此前前瞻性的判断。我们预计2021年全行业实现GMV约3000亿，测算2022年中性条件下行业增长70%。我们维持对社区电商行业的看好，持续推荐头部平台美团、拼多多、阿里巴巴、京东。**
- **变化一：政府监管影响行业短期增长速度。**年初我们未考虑到监管对行业的影响，监管影响了行业短期增速但未改变长期空间。年底以来，官方媒体对社区电商的态度已逐步转向正面，后续监管态度对行业发展仍然重要，需要持续观察。
- **变化二：次日达履约体系下，调整2025年市场规模至1.2万亿。**该测算结果与此前我们2万亿的差异主要在于：1) 不考虑借助社区电商作为流量入口引入快递履约的商业模式；2) 低温生鲜品类（肉奶等）能否实现健康模型下的履约存在不确定性；3) 头部平台开始强调UE，也侧面反映了巨头对长期可盈利规模的不确定。我们调整对应的长期月度购买消费者至3.3亿人（此前4亿人），月度ARPU 300元（此前450元）。
- **变化三：下沉市场全面消费升级是社区电商更本质的价值。**我们认为社区电商在不同城市的运营逻辑有所不同。对于高线城市，社区电商是履约费用率更低的生鲜电商模型，并通过生鲜引流带动了全品类销售；对于下沉市场，社区电商为消费者提供了品类更多、速度更快、价格更便宜的消费渠道，类似于下沉市场的京东，是一种全面的消费升级，我们认为这是社区电商更为本质的商业属性与消费者价值。

摘要

- **不变一：行业寡头垄断格局形成，验证我们此前判断。**我们在2021年5月发布的报告《拼多多VS美团：资源禀赋与组织管理的决胜》中判断社区电商将在1-2年内形成由2-3家平台主导的寡头垄断格局，行业发展验证我们判断。我们认为多多买菜、美团优选、淘菜菜未来三年将进入持续拉锯战，三强市占率将进一步提升。
- **不变二：对上游品牌方持续产生影响，验证我们此前判断。**我们在2020年12月发布的报告《万亿品类容多品类消费，渠道变迁塑新品牌格局》中，前瞻性地提出社区电商将对上游品牌方产生影响，对于休闲零食、速冻品类的影响更为明显，品牌方应该对社区电商渠道进行积极应对，目前从行业发展看持续验证我们判断。我们认为社区电商对品牌方的影响仍将持续，品牌方积极与社区电商平台方合作是更好的选择。
- **展望&投资建议：中性假设下2022年行业增速70%，持续推荐头部平台。**我们以某头部社区电商平台为例，中性测算当2022年件均价8.5元（同比+9%），月度件数环比CAGR为3%时（对应2022年日均件数约4100件，同比+55%），对应2022年GMV同比增速为71%。我们认为社区电商长期市场规模超万亿，行业短期竞争激烈亏损较大，但长期来看模型可以跑通，为平台方在获客、收入、利润等多方面提供可观价值。持续推荐社区电商平台方美团、拼多多、阿里巴巴、京东。
- **风险提示：**1) 行业竞争激烈程度超预期；2) 反垄断监管风险；3) 草根调研信息存在偏差对数据、结论产生影响。

变化一：政府监管影响行业短期增长速度

变化二：次日达履约体系下，调整2025年市场规模至1.2万亿

变化三：下沉市场消费升级是社区电商更本质的价值

不变一：寡头垄断格局形成，预计三强将进入拉锯战

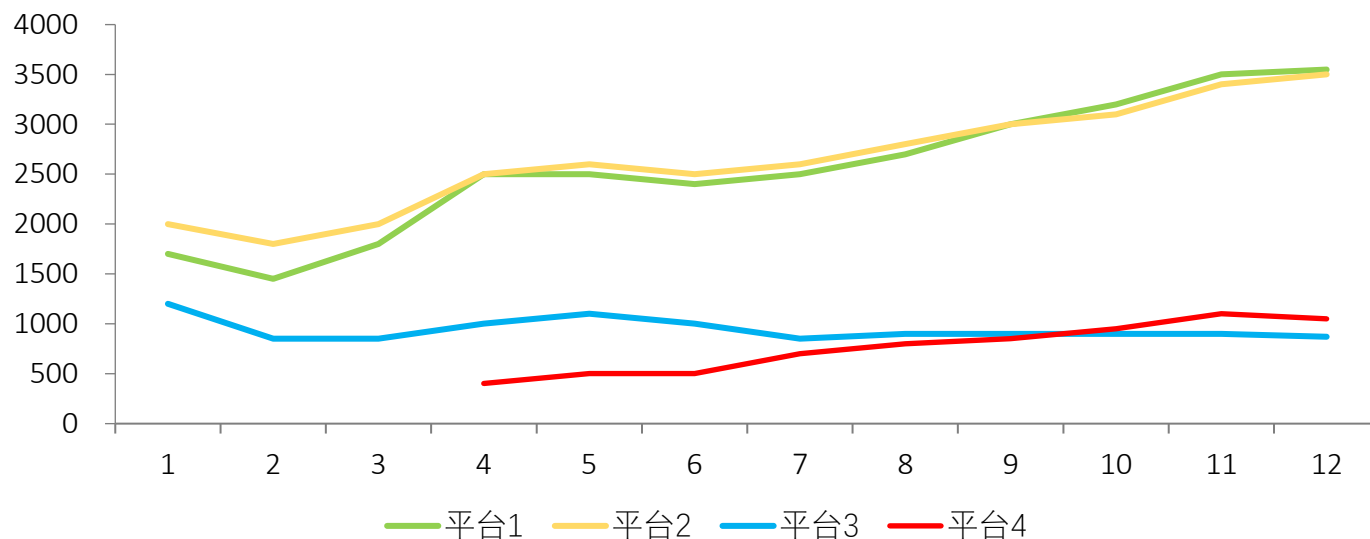
不变二：对上游品牌产生影响，品牌方逐步拥抱社区电商

展望：中性假设下2022年行业增速70%，持续推荐头部平台

预计2021全年行业实现GMV约3000亿

- 我们预计2021年社区电商实现GMV约3000亿，其中头部七家（多多买菜、美团优选、兴盛优选、淘菜菜、京喜拼拼、橙心优选、十荟团）约2600亿，头部两家（多多买菜、美团优选）各实现GMV 700-800亿。
- 从Q4看，受益于季节因素，头部两家日均件数季度环比Q3增长约20%。

图：主流社区电商平台2021年日均件数趋势（万件）



资料来源：草根调研，招商证券 注：数据为草根调研结果，仅供参考，不代表实际情况

变化一：政府监管影响行业短期增长速度

政府监管影响行业短期增长速度

- 强监管环境下平台难以用补贴方式获客起量，限制了行业短期增长速度。2020年12月22日，市场监管总局联合商务部召开规范社区电商秩序行政指导会，出台社区电商“九不得”政策。2021年3月、5月，监管部门分别对多家平台以低于成本价格倾销等原因进行罚款，显示了相关部门对行业监管的严格态度。目前监管的具体政策为券后毛利率不能为负。强监管环境下，社区电商平台难以用互联网常用的补贴获客方式进行起量，限制了行业规模的短期增长。年底以来，官方媒体对社区电商的态度已逐步转向正面。后续监管态度对行业发展仍然重要，需要持续观察。

表：人民日报三次报道淘菜菜

报道时间	标题
2021/12/07	精准化产销，数字化便民—让新鲜农产品搭上互联网快车
2021/08/18	贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系—完善县域物流 推动电商兴农
2021/06/25	实体商业企业数字化、智能化改造加快推进—数字零售 体验升级

表：社区电商平台参与抗洪救灾，稳定物价

平台	时间	时间
淘菜菜	2021/12	淘菜菜向全平台投放 2000 万斤猪肉平价入市，并尝试用“猪肉期货”模式缓解猪肉市场价格波动
淘菜菜	2021/10	淘菜菜发布“本地菜”计划，在市场投放100万斤平价菠菜，稳定菜价
淘菜菜	2021/07	淘菜菜河南仓开放仓内所有1000多种物资用于河南救灾
美团优选	2021/07	美团优选郑州仓开仓捐赠纯净水、米面粮油物资用于河南救灾
多多买菜	2021/07	多多买菜盘点本地所有网格站点的食品、药品等救急物资用于河南救灾

资料来源：人民日报、招商证券

变化二：次日达履约体系下，调整2025年市场规模至1.2万亿

变化二：调整2025年市场规模预期为1.2万亿

- 我们调整2025年社区电商全国市场规模预测至1万亿，对应月度消费人数3.3亿人，用户月消费金额300元。该测算结果与此前我们2万亿的预期差异主要在于：
- 本次测算不考虑借助社区电商作为流量入口引入快递履约的商业模式。社区电商用户购买的ARPU值受到其在平台上购买的品类的限制，目前社区电商的品类主要集中在“高频+刚需+非即时性”三点，以生鲜、非生鲜食品、快消品等为主，其他品类3C家电、服饰美妆等在社区电商上销售额占比较低，且长期来看，其更容易通过传统快递等模式实现履约。保守起见，我们先不考虑此种模式，即品类结构上仍以生鲜+快消品为主。
- 低温生鲜品类（肉奶等）能否实现健康模型下的履约存在不确定性。社区电商的消费者购买习惯具有“一站式购齐”的特点，当前社区电商的冷链建设不完善，导致低温生鲜产品上的购买体验不佳，因而会影响社区电商的整体渗透率。
- 头部平台开始放缓扩张，强调UE，也侧面反映了巨头对长期可盈利规模的不确定。美团优选认为长期看大概率可实现1天1亿件，若按10元件单价测算，对应市场规模3650亿，若按35%-40%的市占率测算，对应全年市场规模即1万亿。

静态对标兴盛外推：全国月度用户1亿，规模3300亿

- 根据2020年9月兴盛优选湖南地区城镇和乡村月下单用户数，测算湖南地区城镇（省会市+市区县）渗透率约为5%，乡村渗透率约为11%。
- 假设各省份社区电商渗透率与各省份人均消费支出负相关，即市场越下沉，渗透率越高，且城镇和乡村渗透率有显著差异，估算各个省份城镇和乡村的渗透率情况。
- 用各省份的城镇人口和乡村人口分别乘以计算得到的各省份城镇和乡村渗透率，可以计算得到对标湖南的各省份社区电商总用户数，进而加总得到全国社区电商总用户数约1亿人。
- 按照2020年9月兴盛湖南地区的人均月GMV约250元，估算全国GMV约为3300亿元。

表：湖南省2020年9月基本情况

	常住人口	月下单用户数	渗透率
城镇	3,958.70	186.67	4.72%
乡村	2,959.70	329.34	11.13%
湖南省	6,918.40	516.01	7.46%

表：测算单一平台全国社区电商总用户数为1亿

全国城镇社区电商总用户数(万人)	4,002.44
全国乡村社区电商总用户数(万人)	6,592.60
全国社区电商总用户数(万人)	10,595.04

资料来源：草根调研，招商证券

假设渗透率提升：全国月度用户规模3.3亿人

- 截止2021年12月，头部两家月度下单用户数约7000万左右，考虑去重影响，预计目前社区电商月度用户数约1-1.5亿人。
- 考虑渗透率提升的情况进行长期测算：
- 兴盛在长沙地区通过3年左右时间通过正常经营渗透率达到10%，因此若站在5年维度看全国城镇市场渗透率应超过长沙水平，我们假设远期全国城镇渗透率为20%/25%/30%三种情况。
- 乡镇渗透率应高于城镇，假设远期乡村透率为30%/35%/40%三种情况。
- 测算得2025年社区电商用户数3.3-4.8亿人，保守选取3.3亿人。

表：用户数敏感性测算（横轴为城镇渗透率，纵轴为乡村渗透率，单位为万人）

	20%	25%	30%
30%	33478.02	37803.63	42129.2
35%	36173.94	40499.56	44825.2
40%	38869.87	43195.48	47521.1

资料来源：草根调研，招商证券

假设ARPU提升：单个用户月消费金额为300元

➤ 2020年9月兴盛单个用户的月度购买金额约250元，参考兴盛在湖南的品类结构，分析单个用户的购买行为，计算出远期用户的月度消费金额约300元。

- 由兴盛湖南地区各品类销售额和活跃用户数，计算单个用户各品类消费额；
- 推算社区电商用户各品类商品在社区电商渠道的钱包占比；
- 假设远期用户钱包比重可以提升至一定水平，推算远期月度人均GMV约300元。
- 按全国3.3亿人，人均300月度消费额测算，2025年市场规模约1.2万亿元。

表：单个用户月度人均消费金额测算

兴盛的分类	兴盛湖南GMV(亿元)	用户人均月消费金额(元)	全国市场规模(亿, 第三方数据)	各品类月度人均消费金额	兴盛用户人均渠道占比	远期渠道占比(2025年)	2025年湖南市场社区电商渠道金额(亿元)	远期月度人均GMV
生鲜	45.84	74.04	39,051.39	229.89	32%	45%	824.83	103.45
休闲零食	5.88	9.49	4,449.56	26.19	36%	60%	125.31	15.72
奶制品	11.06	17.86	4,146.24	24.41	73%	90%	175.15	21.97
酒饮	3.53	5.69	11,797.85	69.45	8%	15%	83.06	10.42
饮料	5.29	8.54	4,824.14	28.40	30%	60%	135.86	17.04
米面杂粮	8.11	13.09	2,527.64	14.88	88%	110%	130.50	16.37
调味	4.14	6.68	1,765.75	10.39	64%	100%	82.88	10.39
油品	4.14	6.68	2,759.82	16.25	41%	45%	58.29	7.31
速冻食品	3.51	5.67	1,400.00	8.24	69%	70%	46.00	5.77
烘焙	0.74	1.20	2,358.00	13.88	9%	20%	22.14	2.78
个护	2.10	3.39	5,199.46	30.61	11%	16%	39.05	4.90
纸制品	3.68	5.94	1,230.67	7.24	82%	90%	51.99	6.52
家居用品	4.79	7.74	9,897.11	58.26	13%	50%	232.27	29.13
母婴用品	1.51	2.43	8,034.37	47.30	5%	20%	75.42	9.46
厨房&办公	8.80	14.21	3,859.20	22.72	63%	65%	117.74	14.77
家电	4.98	8.04	8,185.84	48.19	17%	30%	115.27	14.46
服饰	5.26	8.49	16,712.80	98.38	9%	10%	78.45	9.84
其他	3.38	5.46	5,214.29	30.70	18%	20%	48.95	6.14
	204.65							306.41

低温生鲜品类能否实现健康模型下的履约存在不确定性

- 肉类等低温生鲜品是生鲜核心品类，对提升社区电商整体渗透率与ARPU值至关重要。生鲜品类具有上游产地分散，区域性强，中游流通存储运输要求高，易损耗，下游消费者需求多样，品质要求高的特点。特别对于肉类、低温奶等低温生鲜品类，履约需要冷链物流作为支撑，否则将无法保障产品品质。消费者对生鲜购买具有一站式购齐需求，若社区电商渠道无法提供品质稳定的肉类供给，则消费者将转向菜场与超市，整体降低社区电商的渗透率与ARPU值。

表：兴盛优选的肉禽水产占比低于全国消费水平

品类	全国消费	兴盛优选
蔬菜	16.02%	26.34%
水果	27.89%	21.53%
肉禽	37.24%	30.79%
水产	14.65%	8.13%
蛋类	4.20%	13.21%

资料来源：草根调研，欧睿，招商证券

- 社区电商履约环节中网格仓与团长为社会化物流，难以进行强管控，导致冷链物尚不能形成闭环。目前社区电商冷链环节的不足主要包括团长端不标准化、网格仓冷链落后导致干支线无法形成冷链闭环，使得肉类、低温奶等高频品类消费者体验不佳，限制了消费者整体购买单价与频次。
- 冷链建设成本较高，低温生鲜品类能否实现健康模型下的履约存在不确定性。社区电商平台发展冷链物流需增设中心仓冷库、增置冷链车，加大冷冻自提柜的铺设，但在现阶段社区电商模式整体盈利性不佳的情况下，大面积推广冷链设施的ROI存在不确定性。

变化三：下沉市场消费升级是社区电商更本质的价值

自提：社区电商履约费用优势明显

表：主要生鲜电商的仓配模式对比

	传统生鲜电商	到家			社区电商
		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	某社区电商	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

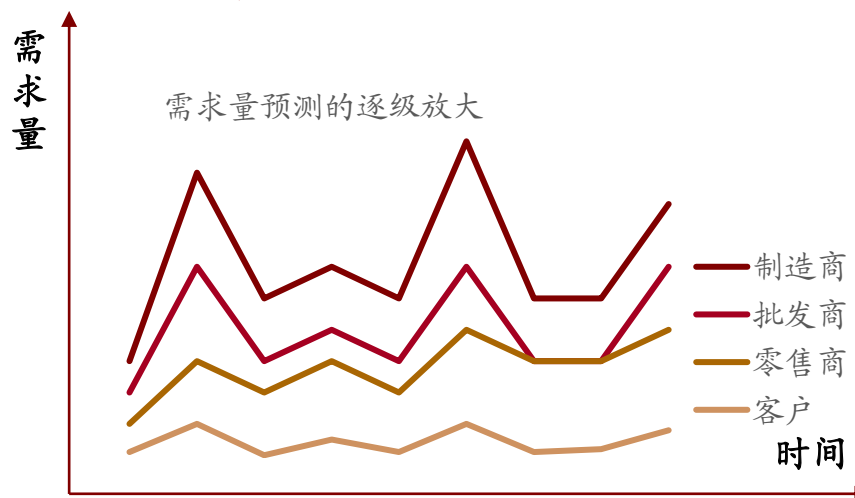
预售：相比超市带来低损耗与高周转

- 预售降低生鲜终端损耗。生鲜全链条损耗率25-30%，商超终端门店3-5%。社区电商首先可以通过预售制大幅降低终端门店损耗。理想情况下，通过向全链条的延伸和履约体系的投入，社区电商全链条损耗率有望下降至5-10%。
- 预售降低渠道库存提高周转，减少资金占用，提升ROIC。传统超市存货周转天数45天，社区电商平台周转天数1-3天，大幅加快周转速度，降低存货资金占用，带来ROIC提升。测算平台周转天数从45天下降到3天时，平台ROIC可由10%提升至16%。同时供应商由于回款速度更快愿意给出1-3%左右的价格让利。

表：主要生鲜品类的损耗率及加价率

	蔬果	乳制品	海鲜	禽蛋	牛羊肉
加价率	45%	15%	60%	45%	40%
损耗率	20%	1%	8%	5%	4%

图：供应链中的牛鞭效应

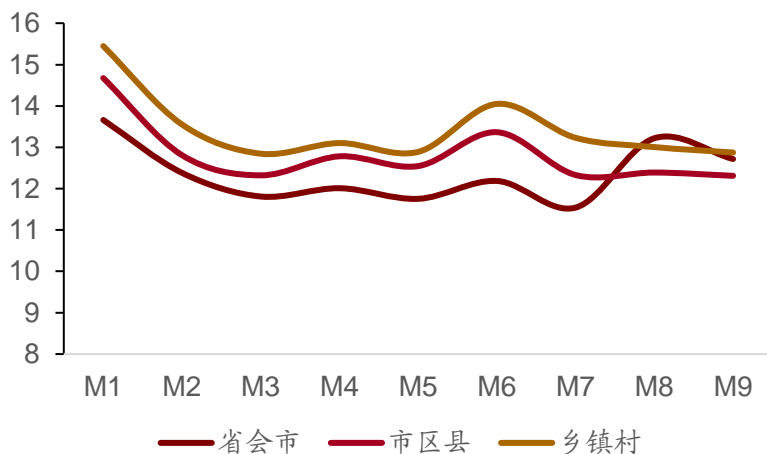


资料来源：艾瑞咨询，招商证券

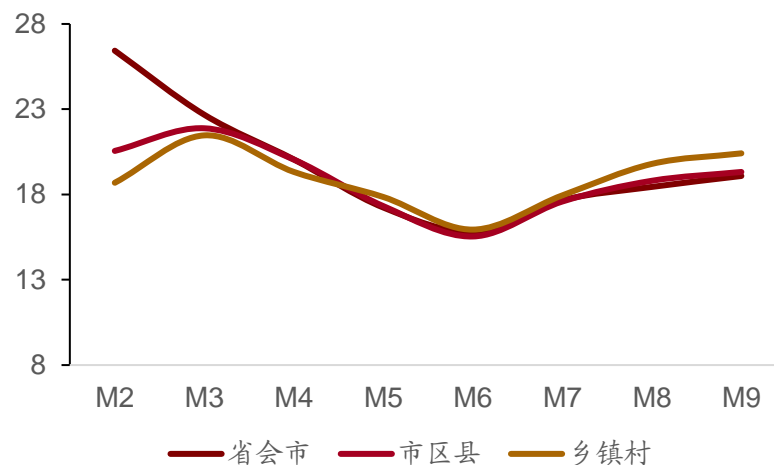
高线城市消费者偏好生鲜，但下沉市场更喜欢标品

- 社区电商在下沉市场更加具备价值，消费者的购买频次和件单价均更高。参考兴盛的社区电商平台消费者数据，从件单价和购买件数来看，乡镇镇>市区县>省会市。

图：兴盛件单价乡镇村高于省会市(元/件)



图：兴盛乡镇村单用户购买件数高于省会市



资料来源：草根调研，招商证券，注：省会市、市区县、乡村镇的划分按照定位

下沉市场消费升级是社区电商更本质的价值

- 我们认为社区电商在不同城市的运营逻辑有所不同。对于高线城市，社区电商提供了生鲜电商相对可靠的盈利模型，并通过生鲜引流带动了全品类销售；对于下沉市场，社区电商为消费者提供了品类更多、速度更快、价格更便宜的电商渠道，类似于下沉市场的京东，是一种全面的消费升级，我们认为这是社区电商更为本质的商业属性与消费者价值。

表：不同渠道产品价格对比

类别	产品名	某生鲜前置仓	某仓店一体	兴盛优选	某社区生鲜店	某生鲜超市	淘宝	京东	拼多多
生鲜	山东红富士苹果（中果） 约2500g	37.5	29.9	14.95	38.6	27.95	26.8	16.9	14.45
	菲律宾香蕉 约500g	5.6	-	1.99	9.9	5.58	5.75	7.5	2.99
	土鸡蛋 40枚	37.5	-	15.96	60	26.53	26.4	29.8	29.9
	球菜 约700g	9.9	10.73	5.98	-	-	11.76	7.7	1.98
	鸡毛菜 约250g	3.6	1.6	1.18	6	2.47	2.5	6.19	1.99
	土豆 约500g	2.1	2.5	1.78	3.99	2.49	3.45	7.8	0.99
	价格指数	226%	164%	100%	373%	197%	206%	295%	115%
标品	特仑苏 纯牛奶 250ml/盒 12盒/提	49.9	39.9	46.8	68	44.9	65	65	55
	金典 纯牛奶 250ml/盒 12盒/提	49.9	66	45.9	68	48.9	65	65	49.5
	光明 莫斯利安酸牛奶 200g/盒 12盒/提	46.9	44.9	43.9	49.9	63.6	67	67	43.9
	安慕希原味酸奶 205g/盒 12盒/提	51.9	49.9	48.8	60	54	62.9	62.9	42
	蒙牛纯牛奶 250ml/盒 24盒/箱	65.9	-	61.8	82.5	64.8	59.9	65.9	56.9
	蒙牛特仑苏有机纯牛奶（梦幻盖） 250ml/盒 10盒/箱	69.9	78	59.9	73.5	77	59.9	59.9	47.5
	维达超韧系列纸面巾 130抽/包 24包/袋	55.6	34.9	51.96	77.7	55.8	59.9	73.9	54.9
	价格指数	108%	105%	100%	134%	114%	125%	130%	98%

注：数据采集日期为2021年4月10日，因每日销售变动可能存在偏差

资料来源：各公司App、小程序，招商证券

不变一：寡头垄断格局形成，预计三强将进入拉锯战

寡头垄断格局形成，预计三强将进入拉锯战

- **Q3以来二梯队玩家逐步退出或收缩，行业寡头垄断格局形成，验证我们此前判断。**我们在5月发布的报告《拼多多VS美团：资源禀赋与组织管理的决胜》中提出，我们判断社区电商未来将形成寡头垄断格局，最终将会存在2-3家全国性社区电商平台，同时预计寡头垄断的行业格局将在1-2年后基本形成，主要判断依据为目前大部分参与者的资金实力与融资能力或无法承受多年的巨额亏损。进入Q3季度来，同程生活、十荟团、橙心优选等二梯队玩家先后退出或收缩业务。阿里社区电商事业部9月完成品牌升级开始发力，目前行业头部玩家仅剩多多买菜、美团优选、淘菜菜、兴盛优选&京喜拼拼，行业正式进入半决赛。
- **未来三年预计多多买菜、美团优选、阿里淘菜菜将进入拉锯战，预计三强占比超90%。**多多买菜主站流量充沛且与下沉市场用户契合度更高，目前来看规模行业领先且UE最优，应对从容；美团资源禀赋相对不足，但组织学习迭代能力与战斗力强，件数维持第一梯队；淘菜菜入局较晚但商品及仓配供应链基础设施完善，并依托阿里巴巴集团持续增加投入，后劲充足；三家账面现金充足，可支持持续作战，预计未来三年三家进入拉锯战，三强市占率将持续提升。

不变二：对上游品牌产生影响，品牌方逐步拥抱社区电商

社区电商冲击原有渠道体系，导致竞争格局边际恶化

- 我们在2020年12月发布的报告《万亿品类容多品类消费，渠道变迁塑新品牌格局》中，前瞻性地提出社区电商将对上游品牌方产生影响，对于休闲零食、速冻品类的影响更为明显，品牌方应该对社区电商渠道进行积极应对，目前从行业发展看持续验证我们判断。
- 社区电商的渠道冲击主要体现在以下三点：
 - 价格体系冲击：对于以传统经销为主要分销方式的品牌，社区电商的低价冲击了品牌建立起来的价格体系，损害经销商利益。
 - 渠道壁垒冲击：社区电商渠道能够帮助中小品牌以更低的渠道成本触达消费者，削弱了头部品牌在传统消费渠道逐步建立起来的渠道壁垒，带来竞争格局的边际恶化。
 - 商超客流下滑：社区电商渠道的兴起会导致线下商超自然客流量较低，因而部分产品的销量减少。
- 零食和速冻行业受冲击较为明显：
 - 1) 零食行业：从需求端看，用户需求多样，产品标准化低，从供给端看，产品基本没有生产技术门槛或者规模效应，头部公司无法通过价格战把低端产能挤出。因此，零食行业市场集中度较低，存在大量的低价白牌产品，这为社区电商提供了大量供给。
 - 2) 速冻行业：速冻行业市场集中度低，消费者对品牌缺少忠诚度且购买习惯上与社区电商购买生鲜最为契合。伴随着社区电商冷链的推进，社区电商在速冻行业的渗透率有可能进一步提升。

社区电商高占比品类，渠道变革或将影响品牌格局

表：主要品类社区电商2021年底渠道规模测算

	2021年占社区电商渠道 销售额比例	社区电商渠道市场规模 (亿元)	2021年整体市场规模估 计(亿元)	2021年社区电商渠道占 比
米面杂粮	6.40%	191.91	2,527.64	7.59%
乳制品	8.73%	261.87	4,146.24	6.32%
速冻食品	2.77%	83.05	1,400.00	5.93%
调味	3.26%	97.95	1,765.75	5.55%
油品	3.26%	97.95	2,759.82	3.55%
休闲零食	4.64%	139.12	4,449.56	3.13%
饮料	4.17%	125.22	4,824.14	2.60%
家电	3.93%	117.84	8,185.84	1.44%
家居用品	3.78%	113.4	9,897.11	1.15%
美容和个人护理	1.66%	49.72	5,199.46	0.96%
烘焙	0.59%	17.61	2,358.00	0.75%
服饰	4.15%	124.48	16,712.80	0.74%
酒饮	2.78%	83.48	11,797.85	0.71%

表：主要品类社区电商2025年底渠道规模测算（保守假设品类结构不变，市场规模1万亿）

品类	2025年占社区电商渠道 销售额比例	社区电商渠道市场规模 (亿元)	2025年整体市场规模估 计(亿元)	2025年社区电商渠道占比
米面杂粮	5.34%	589.23	2,844.89	20.71%
调味	3.39%	374.2	1,987.37	18.83%
乳制品	7.17%	790.81	4,666.63	16.95%
速冻食品	1.88%	207.68	1,575.71	13.18%
休闲零食	5.13%	565.78	5,008.02	11.30%
饮料	5.56%	613.41	5,429.61	11.30%
家居用品	9.51%	1,048.71	11,139.28	9.41%
油品	2.39%	263.19	3,106.20	8.47%
家电	4.72%	520.43	9,213.24	5.65%
烘焙	0.91%	99.94	2,653.95	3.77%
美容和个人护理	1.60%	176.3	5,852.04	3.01%
酒饮	3.40%	375.03	13,278.58	2.82%
服饰	3.21%	354.18	18,810.40	1.88%

社区电商高占比品类：渠道变革或将影响品牌格局

- 品牌溢价或成本领先的龙头企业可在渠道变革时保持优势。我们认为对于调味品、乳制品等行业，行业竞争格局已定，龙头已通过品牌溢价或成本优势建立领先地位，可积极拥抱新渠道以保持原有优势，社区电商不会改变行业竞争格局；而对于休闲零食、速冻等行业，社区电商可能会改变行业竞争格局，各企业均需要积极应对。

表：社区电商渠道对品牌方行业格局影响分析

	市场集中度较高		市场集中度较低	
			远期市场集中度低	市场尚未成熟，远期市场集中度较高
社区电商渠道占比较高	龙头具有品牌溢价	会对头部品牌有扰动，但是头部品牌可以积极应对。 龙头品牌：会对高端品牌价盘带来扰动，影响高端品牌的品牌力。 龙头可开发新SKU积极布局；例如： 调味品 二三线品牌：积极布局，希望能借助快速抢占新渠道短期实现快速放量	行业按照价格带分层，高端产品价高质优，低端产品成本极低，品质较差，价格较低。 社区电商显著降低小品牌的渠道成本，对行业格局影响较大，需要积极应对。例如，休食。	
	龙头依赖成本领先	对头部品牌扰动较小。 龙头品牌在社区电商仍具有成本价格优势，社区电商可能带来渠道价格扰动，但是不会改变竞争格局，例如：白奶		
社区电商渠道占比较低	重要性较低，可以作为尾库和临期产品的处理渠道			

部分品牌态度转变，主动拥抱社区电商

	公司	态度	应对策略
调味品	李锦记	重视社区团购，对产品限制较少，仅投放大规格产品	主流商品在售，采用大包装进行区隔
	海天味业	初期消极，禁止向社区团购供货，但二批商窜货严重，于2021年Q2开始对接，	主流商品在售，采用差异化规格，多数为大包装或打包销售
	恒顺醋业	初期消极，受冲击较大，2021年Q3开始对接，希望借助社区团购恢复利润空间	仅与指定商家合作，对低价供货处罚严格
休闲零食	三只松鼠	积极希望借助社区团购平台缩短供应链，并为社区团购提供定制产品	与美团优选签订战略合作协议
	桃李	积极，希望借助借助社区团购渠道达成用户下沉	中央工厂直接与社区电商对接
	可口可乐	消极，禁止向社区团购供货	加大对低价供货的处罚
	盐津铺子	初期消极，业绩下降57%后宣布与社区电商对接	
	卫龙	因产品低于出厂价抵制社区团购，后期对接	打包销售
	洽洽	社区团购销售占比不大，2021Q3与少部分平台对接	
冷冻食品	正大	希望借助自有平台发展供应链体系	组建“好食购”自有社区电商平台
	三全	积极，希望借助社区团购平台推动二线品牌“福满记”	高端产品如“全虾水饺”系列未上架，部分平价产品在售，采用差异化规格，大包装为主
	桂冠	第一时间供货，借助平台提高市场占有率与销量	扩大平价商品消费，并提供临近保质期销售渠道
	湾仔码头	中性态度，允许二批商供货	注重与大型商场合作
乳制品	光明	积极，希望借助社区团购平台缩短鲜牛奶运转时间	主营保质期较短鲜牛奶，利用社区电商渠道减少物流中转时间
	伊利	初期消极，后期积极	主营保久奶
	蒙牛	初期消极，后期积极	与头部平台签订战略合作

展望：中性假设下2022年行业增速70%，持续推荐头部平台

规模测算：中性假设下2022年行业增速70%

- 我们以某头部社区电商平台为例，测算2021年1月至12月日均件数环比复合增速约5%，我们以2022年月度件数环比复合2%-6%的数据范围进行敏感性分析；2021年全年件均价约7.8元，2022年将有一定提升，我们以8-10元的数据范围进行敏感性分析。当2022年件均价8.5元（同比+9%），月度件数环比CAGR为3%时（对应2022年日均件数约4100件，同比+55%），对应2022年GMV同比增速为71%。
- 考虑到行业格局基本确定，预计行业增速与头部平台增速将保持基本一致。

表：2022年社区电商头部平台GMV增速敏感性测算

2022GMV同比增速	平均件单价	8	8.5	9	9.5	10
件数环比CAGR						
2%		52%	62%	71%	81%	90%
3%		61%	71%	81%	91%	101%
4%		71%	81%	92%	103%	113%
5%		81%	103%	99%	115%	126%
6%		92%	104%	116%	127%	140%

资料来源：草根调研，招商证券

投资建议：推荐关注美团、拼多多、阿里、京东

- 社区电商市场规模超万亿，行业短期竞争激烈亏损较大，但长期来看模型可以跑通，为平台方在获客、收入、利润等多方面提供可观价值。持续推荐社区电商平台方美团、拼多多、阿里巴巴、京东。
- 风险提示：1) 行业竞争激烈程度超预期；2) 反垄断监管风险；3) 草根调研信息存在偏差对数据、结论产生影响。

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。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券研究所，2019年加入招商证券，团队覆盖领域包括互联网电商、本地生活、免税、酒店、餐饮、旅游、实体零售等，2019-2020年Wind零售行业金牌分析师第一名。

李秀敏，商业团队资深分析师，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。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

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

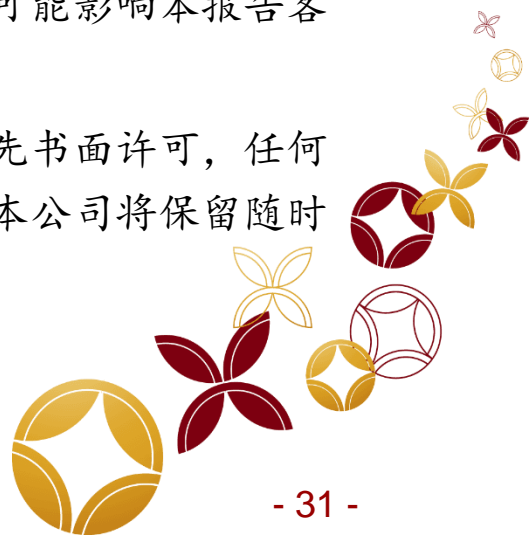
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

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