

2020 年 11 月 09 日

连锁

证券研究报告

社区团购：万亿赛道风云起，敢掷千金辟天地

■生鲜是零售业态中最后一块未现王者的必争之地，各大巨头眈眈已久。2020 年下半年，大半互联网巨头纷纷进军社区团购，阿里/腾讯/美团/拼多多/滴滴纷纷入局，创业硕果兴盛优选快马加鞭，仍有更多转型业态正在奔赴战场，这一并非创新的生鲜模式火速向全国扩张。社区团购为何吸引互联网巨头涌入？顶尖公司同场竞技，格局将如何演变？行业潜在空间和演变方向如何推演？将如何影响存量零售业态格局？本文聚焦以上四点，做出分析及推演。

■社区团购为何引半壁互联网巨头角逐？理论可盈利的生鲜电商+可广泛复制到农村、中高齡群体和不同地域的商业模式，经历资本试错和疫情催化确立的社区团购模式来之不易；虽然当下社区团购再度进入亏损状态，但制约盈利的门槛在同态竞争，而其他生鲜电商多存在刚性成本，大规模推广仍需业务模式进一步迭代。率先跑通盈利的背后，是社区团购特色突出、打通成为完整的闭环的渠道创新：①获客上，以低价+社交获取价格敏感客户或场景；②物流上，城内采用配送到社区自提的模式，城城间，率先把冷链铺进下沉市场；③采购上，深入农贸市场环节，采购尾货/临期/滞销+正常生鲜品；在业务可复制性上，社区团购适应了从二线城市到农村的广阔市场，在理论和现实中都体现了跨区域的可推广性；能穿透到中老年群体，传统 O2O、电商等难以企及。在实际发展中，社区团购一波三折，一度曾因在消费者中推广缓慢而受到冷落，但在疫情的催化下，消费者教育和行业演变大大加快，渠道效率大幅提升，最终崭露头角。参考当下的经营状况估算，受益于高适应性/低损耗/低配送成本，社区团购模式在 5%团长扣点情况下可实现 5%-10%的利润率（不含总部行政研发费用，下同），今年上半年已有验证，随后因竞争、扩张等因素行业再度亏损，相比之下其他业务模式多有刚性成本，盈利能力受到制约（参考利润率：大卖场 2%/菜市场 3%/社区生鲜 0%/前置仓-12%~-3%/店仓一体小店-11%/店仓一体小店 1.5%）。

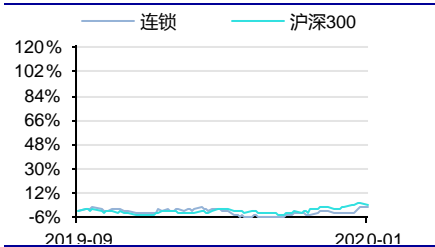
■社区团购大战格局将如何演变？区域内部资产重，区域之间协同低，或长期呈区域割据局面。单一竞争优势难以决定输赢，短期，资本+地推快速跑马圈地，靠运营+管理坚壁清野；中长期，需搭建供应链体系构筑护城河。①短期格局：社区团购区域内部资产重，区域之间协同低，开局必然呈现出区域割据局面。②终态推演：我们以三个会对终态产生重要影响的因素（业务本身是否能够足够快的产生网络效应/规模效应；业务是否发生了商业模式的迭代，产生了降维打击烧钱时代的业务模式；后续的竞争中，是否有巨头愿意大额亏损维持市场存在），梳理了互联网历史上的 8 次烧钱大战，基于过往经验总结，考虑到社区团购业务较重、较难被降维打击/行业网络效应较弱/行业会有多个巨头愿意维持大额亏损保持市场存在的判断，我们预计行业或较难走向统一。③竞争策略：团长为短期抓手环节，依赖资本+地推快速跑马圈地，运营+管理坚壁清野；中长期，压缩渠道环节、构筑广泛的采购渠道以获取低价尾货，整合经销商资源及生产端直营是构建差异化供应链优势的重要方式。

■社区团购市场空间及盈利潜力如何推演？由于湖南地区业态最为成熟及社区团购业态跨区域能力被部分印证，以湖南地区为依据测算行业空间：市场规模=用户数（订单密度能支撑社区团购模式的地区的人口总量*渗透率）*购买频次*客单价，估算全国社区团购市场空间在中性假设下达 4608 亿，乐观预期下市场

投资评级 领先大市-A
首次评级

首选股票	目标价	评级
03690 美团-W	--	买入-A
PDD.O 拼多多	--	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.92	-4.43	-23.53
绝对收益	-0.76	14.79	-2.72

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080002
duyf1@essence.com.cn
021-35082088

相关报告

空间达 14965 亿。尽管竞争格局不确定下盈利表现不确定，但盈利潜力上具备进一步拓展空间：①随着产品类别由生鲜向非生鲜品扩张和用户对平台信任度的增加，客单价较目前的水平将会有一定提升后维持相对稳定的状态；②随着供应链结构改善和供应链优势不断强化，毛利率有望持续提升；③团长当下的高佣金率是行业拓展红利期的特殊现象，后续有望回归到正常水平。

■**社区团购模式如何影响存量零售业态格局？**短期影响主要在量，社区团购主要替代农贸市场、批发市场，部分替代超市；长期看社区团购有望倒逼超市商业模式创新、拓展电商业态和改变电商格局。分品类看社区团购市场来源，生鲜品主要替代农贸市场空间，非生鲜品来自渠道创新带来的增量需求和对传统批发市场、杂货店的取代，超市虽两方面均受影响，但整体受影响程度远小于社区团购行业规模。在长期中，超市仍会有自己的核心价值：①始终有消费者更喜欢平价、稳定、一站式的购物体验而非低价、货物品质稳定性稍差、爆款但品类不全的购物体验，不论是目前社区团购经营数据还是美国折扣杂货店的数据，对消费者的渗透率均低于超市。②传统超市具备与品牌合作的经验、以稳定为角度的供应链高效，本质上跟社区团购的供应链是差异化的。业态上，超市未来存在探索行业创新零售渠道/或开放供应链强化合作等多种可能。对电商行业，低线城市生鲜零售模式的难题或被破解，电商迎来业态拓展和进一步增长，在格局上，社区团购对部分公司业务版图拓展起到“跳板”或“敲门砖”的作用，或对这部分公司的长期拓展奠定基石，影响长期格局。

■**投资建议：看好社区团购商业模式的长期前景，把握在社区团购中布局，有望进一步在产业变革中打开成长空间的标的。**①重点推荐美团-W：美团将社区团购业务定为一二级战略项目，地推及精细运营能力的优势有望使其在业务前期推广中占据优势，2020 年底实现千城推广的计划落地顺利，订单量已达 400 万增长迅速；社区团购业务是美团的下一个成长飞轮，与现有业务板块高度协同，弥补短板进入零售业，成长边界进一步打开。②推荐拼多多：公司供应商体系和用户与社区团购有较多重叠，与竞争对手相比供应商和流量优势明显，且公司创建时间较短，创新能力和效率较强，并具有较强的资本实力应对持续的模式迭代，当下社区团购业务迅速推广；③在面对社区团购的变革中超市龙头积极探索，后续或取得进展，当下估值处于历史低位，龙头管理能力和供应链能力有韧性，后续或有估值修复的可能，推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁，建议关注步步高。

■**风险提示：生鲜供给侧改造进度缓慢进而拖累整体推广；跨地区推广不及预期；政策监管风险；消费者消费习惯改变等。**

内容目录

1. 社区团购为何引半壁互联网巨头竞逐？	6
1.1. 可盈利+可复制，社区团购模式具有广泛适应性及极强生存力	6
1.1.1. 可盈利：细比各类生鲜渠道，社区团购或率先跑通生鲜电商盈利模型	6
1.1.1.1. 需求端被引导：以需求定供给+少 SKU，提升周转效率	7
1.1.1.2. 物流被简化：自提模式下无门店运营/配送到家成本，运营成本低支撑低价	8
1.1.1.3. 供应链效率大幅提升：提升物流效率、减少生鲜损耗	8
1.1.1.4. 结论：社区团购或是目前最快跑通的生鲜电商零售模式	9
1.1.2. 可复制：下沉农村、年龄段广，跨区域能力不断验证	10
1.2. 资本试错叠加疫情催化，社区团购模式得来不易	12
1.3. 社区团购玩家盘点：群雄逐鹿，各有千秋	15
1.3.1. 兴盛优选——具有门店基因的创业公司翘楚	16
1.3.2. 美团/美团优选——组织能力强，不求低价更重视对组织培养和业务运营、下沉更广	19
1.3.3. 滴滴/橙心优选——跨界入局谋增长，强化在中心城市运营	21
1.3.4. 拼多多/多多买菜——与现有业务在货源用户群两大重叠环节，助力爆品低价特性	21
1.3.5. 阿里——四线赛马+投资扶持	23
1.3.6. 腾讯——扶持腾讯系胜出是基本要求，培育新巨头对自身最为有利	24
2. 社区团购大战格局将如何演变？	25
2.1. 或将呈区域割据：区域内部资产重，区域之间协同低	25
2.2. 短期、中期到终局：长跑格局下背后影响胜负的几大因素与判断	25
2.2.1. 短期，资本+地推快速跑马圈地，运营+管理坚壁清野	25
2.2.2. 中长期，供应链体系搭建构筑护城河	27
2.2.3. 终局探讨：依现有模式和参与者博弈终局或呈多寡头格局，不确定性较大	28
3. 社区团购市场空间及盈利潜力如何推演？	29
3.1. 社区团购市场空间在万亿级别	29
3.2. 长期演变中，社区团购盈利潜力有望较目前显著增强	30
4. 社区团购模式如何影响存量零售业态格局？	33
4.1. 超市行业多方向探索正面行业社区团购变革	33
4.2. 社区团购对电商影响探讨——电商扩张增添新动力，或推动电商格局变动	35
5. 投资建议	36
6. 风险提示	36

图表目录

图 1：社区团购商业模式	6
图 2：社区团购商业模式运作的内在逻辑示意图	7
图 3：“低价必需品+社交”成就社区团购高效获客	8
图 4：农产品采购中经纪人和产地批发商两个环节加价较多	9
图 5：兴盛优选覆盖地域广	11
图 6：外卖低线城市渗透率低，且难以触及农村	11
图 7：外卖主力消费群体为年轻人	12
图 8：社区团购消费者覆盖全年龄段	12
图 9：社区团购发展历程	13

图 10: 2015-2018, 微信实现了对下沉市场的覆盖.....	13
图 11: 新的购物方式开始在下沉市场普及 (单位: 万人)	13
图 12: 资本入局直接推动社区团购在 2018 年爆发.....	14
图 13: 当下主要社区团购公司主要运作区域 (2020 年 10 月底)	15
图 14: 社区团购入局者众多	16
图 15: 兴盛优选的使命与核心能力.....	17
图 16: 兴盛优选年度 GMV 快速增长.....	17
图 17: 兴盛优选月 GMV 快速增长.....	17
图 18: 兴盛优选新拓展省份在乡镇及村级别仍有待进一步完善.....	18
图 19: 兴盛优选的物流体系.....	19
图 20: 社区团购及背后的零售业市场庞大.....	19
图 21: 社区团购业务会进一步加速美团的成长飞轮 (黄色部分)	19
图 22: 2020 年 9 月下旬, 美团拓展速度显著加快.....	20
图 23: 美团生鲜零售三条业务线在管理上是协同的.....	20
图 24: 橙心优选主界面.....	21
图 25: 橙心优选下单界面.....	21
图 26: 农产品一直是拼多多 GMV 的重要组成部分.....	22
图 27: 多多买菜被放入拼多多的首页积极导流.....	23
图 28: 盒马疫情期间自提点.....	24
图 29: 盒马优选上线.....	24
图 30: 社区团购有利于电商生态的进一步完善.....	24
图 31: 社区团购优势建立和获取具备显著的本地化特征.....	25
图 32: 短期中扩张的主要限制因素和策略总结.....	26
图 33: 生鲜多层级市场加价率高, 压缩渠道环节是长期整合供应商资源的重要内容.....	27
图 34: 构筑广泛的采购渠道、获取低价尾货是社区团购整合供应商资源的重要内容.....	28
图 35: 结合过往烧钱大战整理的判断行业终态的思维导图.....	29
图 36: 社区团购市场空间估算模型.....	29
图 37: 社区团购每单盈利能力分析框架+.....	31
图 38: 折扣连锁店 Dollar Tree 产品销售的一半来自引流品.....	32
图 39: 折扣连锁店 Dollar General 销售 75% 为生活消耗品.....	32
图 40: Dollar Tree 当下品类不定的低价爆款尾货销售占比约 10%.....	32
图 41: 社区团购销售品类拓展, 更多品类的供应链都有完善的空间	33
图 42: 中国 2019 生鲜销售渠道占比.....	34
图 43: 社区团购低履约成本推动电商进一步改造传统零售业.....	35
图 44: 未被电商攻克几个品类具备广阔的空间.....	35
图 45: 社区团购将对部分公司业务版图拓展起到“跳板”或“敲门砖”的作用	36
表 1: 社区团购在大部分随机抽取的生鲜品类上都有价格优势.....	7
表 2: 社区团购运营成本更低.....	8
表 3: 到家模式的订单模型目前难以进入下沉市场.....	9
表 4: 各类生鲜销售模式对比.....	10
表 5: 当下生鲜销售模式门店/订单利润模型对比 (不含总部管理研发费用)	10
表 6: 社区团购在不同地区都体现出了良好的可推广性.....	12
表 7: 社区团购履约成本与门店订单密度关系估算.....	14
表 8: 社区团购当下主要企业经营状况汇总.....	16

表 9：兴盛优选历史上的融资.....	17
表 10：历史上的 8 次烧钱大战中对格局产生影响的部分因素及行业是否走向统一汇总	28
表 11：社区团购市场空间测算.....	30
表 12：以橙心优选为例，其正在与更多品类供应商建立深度合作.....	33
表 13：传统超市面临社区团购的业务选择各有利弊.....	34
表 14：关注公司财务预测（步步高为 Wind 一致预期，其余为安信预测）	36

社区团购是真实居住社区内居民团体的一种购物消费行为，是依托真实社区的一种区域化、本地化的团购形式。社区团购的商业模式，以小区为单位招募宝妈或小区店主成为团长，创建公司控群的小区业主微信群；团长在群内发布和推广团购商品，消费者通过小程序下单；次日根据订单量配送至小区团长处，消费者到团长提货点取货，团长根据销售额获得佣金。就品类来说，社区团购主要销售生鲜和日用品等，多具有刚需、高频、低值等属性。

The diagram illustrates the flow of information, cash, and goods in a group buying model. The participants involved are the Supplier (供应商), Group Buying Platform (团购平台), Center Warehouse (中心仓), Grid Warehouse (网格仓), Group Leader/Community Store (团长/社区店), and Consumer (消费者).

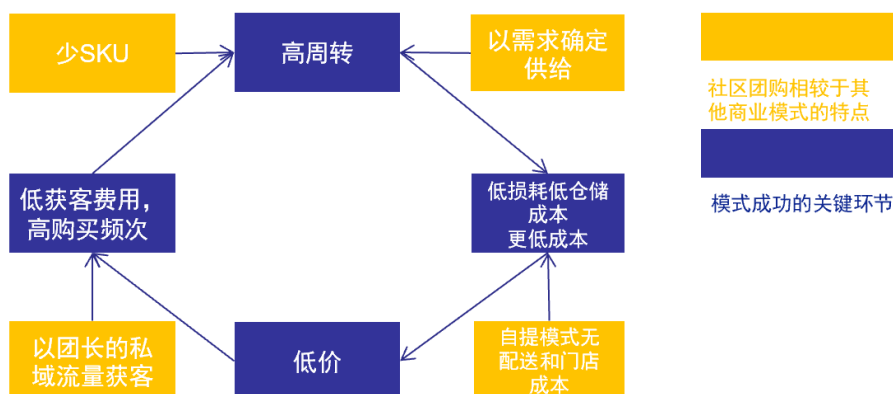
- Information Flow (信息流):** Represented by blue lines. It includes '小程序下单' (Order via mini-program) from the consumer to the platform, '货品消息互通' (Product message communication) between the platform and supplier, '物流信息' (Logistics information) from the platform to the center warehouse, and '微信群消息' (WeChat group message) from the group leader to the consumer.
- Cash Flow (现金流):** Represented by yellow lines. It shows '¥ 用户订单支付' (User order payment) from the consumer to the platform, '¥ 货款支付' (Payment for goods) from the platform to the supplier, and '佣金发放¥' (Commission payment) from the platform to the group leader.
- Logistics Flow (物流):** Represented by red lines. It shows goods moving from the '供应商' (Supplier) to the '中心仓' (Center Warehouse), then to the '网格仓' (Grid Warehouse), and finally to the '团长/社区店' (Group Leader/Community Store) for '分拣配货至团长' (Sorting and packing for the group leader). Consumers can also '消费者自提' (Self-pickup) from the grid warehouse.

资料来源：安信证券研究中心

1.1.1. 可盈利：细比各类生鲜渠道，社区团购或率先跑通生鲜电商盈利模型

社区团购主要以低价销售生鲜和日用品等品类，发轫于下沉市场而在更多地区拓展。相较于传统商超、农贸市场或生鲜电商，社区团购创新背后商业出发点在于：①以需求定供给+少SKU，提升周转效率。②自提模式下无门店运营/配送到家成本，运营成本低支撑低价。③提升物流效率、减少生鲜损耗。④低价+社交获客，降低获客成本。⑤获取了用户的消费数据，后续或有望实现数据驱动的对用户的精细运营。以货的视角，社区团购的产品而言多具有刚需、高频、低值等属性，目前生鲜和日用品是其主要销售品类，其中生鲜还起到引流的作用；社区团购以其价格优势，在下沉市场不断发展壮大、在更多地区拓展。

图 2：社区团购商业模式运作的内在逻辑示意图



资料来源：安信证券研究中心

1.1.1.1. 需求端被引导：以需求定供给+少 SKU，提升周转效率

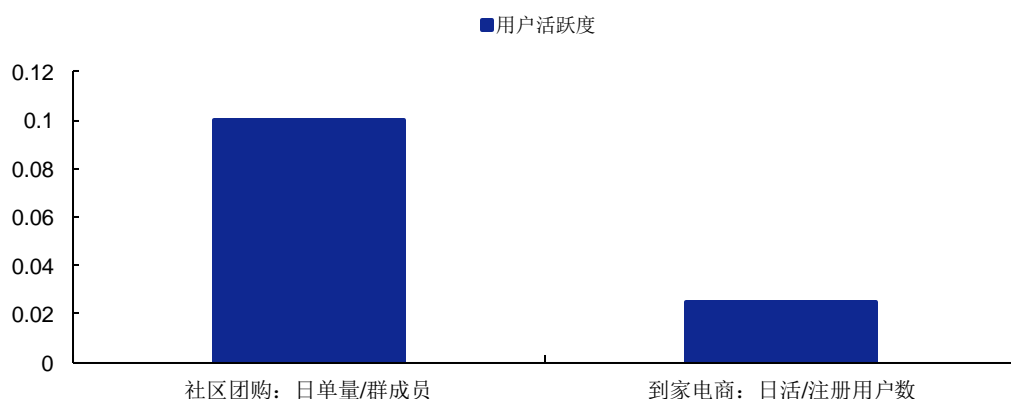
获客环节，对比生鲜电商的各种运营模式，社区团购价格优势显著，且采用微信社群获客的方式带来了低价和高转化。我们随机选取了白菜、鸡蛋、苹果和猪肉作为生鲜代表，发现社区团购模式的兴盛优选在价格上显著低于其他渠道。此外，社区团购采用独特的团长拉群、群内发起拼团购物这一模式。“低价必需品+社交”成为获客的利器，社群成员日订单转化率可达 10%，远高于到家模式日订单占用户数 2%-3%的活跃度。

表 1：社区团购在大部分随机抽取的生鲜品类上都有价格优势

	兴盛优选	菜市场	永辉超市	每日优鲜	盒马鲜生	美团买菜
白菜价格（元/500g）	2.66（无大白菜，价格为娃娃菜价格）	1.88	2.39	2.83	2.5	1.97（缺货）
鸡蛋价格（元/500g 或 8 个普通鸡蛋，平台最低价）	3.99	4.28	4.39	4.72	6.55	12.38（品牌）
烟台红富士价格（元/500g 价格，单个 185g）	3.33	4.5	4.99	7.77	8.06	8.06
鲜猪瘦肉价格（元/500g，平台最低价）	19.99	28	21.98	39.67（品牌）	45.77（品牌）	47.25（品牌）

资料来源：兴盛优选，草根调研，每日优鲜，盒马鲜生 APP，美团买菜小程序，安信证券研究中心

图 3：“低价必需品+社交”成就社区团购高效获客



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

1.1.1.2. 物流被简化：自提模式下无门店运营/配送到家成本，运营成本低支撑低价

相较于农贸市场或超市（获客+履约同时完成），社区团购无需雇佣专门的销售人员和门店，理论上具备更低的成本；若不考虑当下巨头激烈投入、亏损扩张策略下产品定价过低、团长费用率过高，或已具备盈利能力。超市的销售人员薪酬+租金水电等通常占到运营成本的 16%，此外还有 2-4% 的生鲜损耗、1%-2% 的物流仓储成本；农贸市场的生鲜损耗率达 10% 以上，租金率也更高，社区团购以宝妈、社区店店长来承担“销售人员”+“门店交付”的职责，为这部分人群以弹性的工作时间提供了额外的收入，不需要额外的门店投入，且微信管理工作强度明显小于门店导购工作强度，因而理论上费用率应低于 8% 的超市销售人员薪酬占比，若履约成本占比低于 10%，理论上社区团购的渠道成本应低于超市、农贸市场的成本。当下巨头激烈投入、亏损扩张策略下团长实际费用率在多个地区高于假设水平，而按照前面的假设，社区团购能实现盈利；根据兴盛优选的公开演讲，兴盛优选在其运营较好的湖南等地已具备盈利能力，但在持续扩张、抢占市场等思路下，目前整体仍亏损。

表 2：社区团购运营成本更低

	社区团购（目前）	社区团购（未来）	生鲜超市	农贸市场
人工成本	较高（竞争加剧）	较低（团长工作灵活、强度小，且多为兼职）	较高，8%左右（全职、工作强度大）	较高（多为个体工商户）
租金水电成本	基本没有	基本没有	高，8%左右（固定支出）	较高（固定支出）
仓储物流费用	较低（中央仓储及配送费用，无终端仓储配送费用）	较低（中央仓储及配送费用，无终端仓储配送费用）	较高，1-2%（中央仓储及配送费用，终端仓储费用）	低
生鲜损耗	低（物流环节少，预定模式）	低（物流环节少，预定模式）	较低（物流环节少，标准化管理）	高（非标准化管理）

资料来源：草根调研，安信证券研究中心

1.1.1.3. 供应链效率大幅提升：提升物流效率、减少生鲜损耗

相较于其他生鲜电商模式，社区团购的履约成本（对应物流分拣等的成本）等其他成本都低得多，使其有效下沉进低线城市。生鲜损耗上都做到了较好水平，根据兴盛优选披露数据社区团购或更胜一筹，到家模式下每单配送成本约 7-10 元，这部分成本相对刚性，仓储等其他履约成本每单

约 1-2 元，而订单密度较好的社区团购每单履约成本可做到 1.5 元以内；其他成本上，社区团购的成本主要为团长抽成 5%（普通地区）-15%（价格战激烈地区），低于大部分社区团购的获客费用（+门店经营费用）。成本优势使社区团购有更大的定价空间、接受更低的客单价，下沉市场对价格更敏感、客单价更低的特点则使得大部分生鲜电商难以下沉。

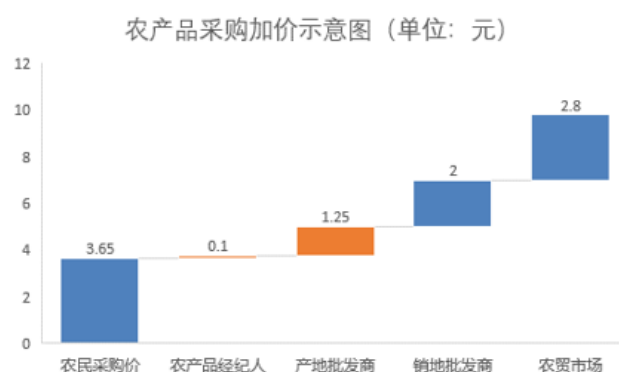
表 3：到家模式的订单模型目前难以进入下沉市场

	社区团购	到家	备注
客单价（元）	16	70	
毛利率	20%	25%	
毛利（元）	3.2	17.5	
损耗费率	1.3%	1.6%	
损耗成本（元）	0.2	1.1	与客单价有关
配送费用率	-	10.7%	
配送到家成本（元）	-	7.5	每单相对刚性
履约成本率	8.8%	2.0%	
仓储物流等履约成本（元）	1.4	1.4	下降空间较小
订单获取成本比率	5.0%	11.4%	
每单合同获取成本（元）	0.8	8.0	社区团购取 5%，到家参考 35-40 元的新客获取费用和平均每人 4-5 次的交易频率
每单利润（元）	0.8	-0.4	

资料来源：草根调研，每日优鲜公开演讲，安信证券研究中心测算

采购上，①中国生鲜上游流通几乎都需经过农产品经纪人和产地批发商两个加价率很高的环节，但在中国独特的农业生产和农村治理体系下，重构上游采购体系极其困难，需花费大量时间和人力。②生鲜品非标准化、难储存、供求不稳定易失衡的特点决定了采购的稳定、低价、优质不可兼得，临期品、滞销品、尾货等常常品质良好却无人采购。

图 4：农产品采购中经纪人和产地批发商两个环节加价较多



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

1.1.1.4. 结论：社区团购或是目前最快跑通的生鲜电商零售模式

对比当下的的获客、物流、采购模式，社区团购特色非常突出：①以低价+社交获取价格敏感客户或场景；②物流上，城内采用配送到社区自提的模式，而在城城间，率先把冷链铺进

下沉市场；③采购上，深入农贸市场环节，采购尾货/临期/滞销+正常生鲜品。

表 4：各类生鲜销售模式对比

	采购/货源	物流		获客	典型消费者画像
		货到仓/店	店到消费者		
社区团购；	尾货/临期/滞销+正常生鲜品	冷链配送	社区自提	团长拉新	时间相对宽裕、价格敏感的低线城市或中老年人
拼多多	尾货/临期/滞销+	普通快递	普通快递	低价爆款+社群裂变	时间相对宽裕、价格敏感的低线城市或中老年人
农贸市场	销地集市	多为普通配送	到店	线下自然流量	时间相对宽裕、线下购物习惯人群
百果园	分拣后的优质产品	冷链	到店	线下自然流量	一二线高端消费者
盒马	深加工/半加工生鲜品	冷链	到家/到店	线下自然流量/营销	一二线高端消费者
大卖场	品质可靠、供应稳定	冷链	到店	线下自然流量	时间相对宽裕、线下购物习惯人群
前置仓/店仓一体的到家模式	分拣/半加工生鲜品	冷链	到家	营销	一二线城市加班族

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

我们将各类生鲜销售模式成本结构拆解，得到当下不包含总部费用的门店/订单利润模型，社区团购或是目前最快跑通的生鲜电商零售模式。虽然当下社区团购再度进入亏损状态，但制约盈利的门槛在同志竞争，而其他生鲜电商多存在刚性成本，大规模推广仍需迭代更好的业务模式。

表 5：当下生鲜销售模式门店/订单利润模型对比（不含总部管理研发费用）

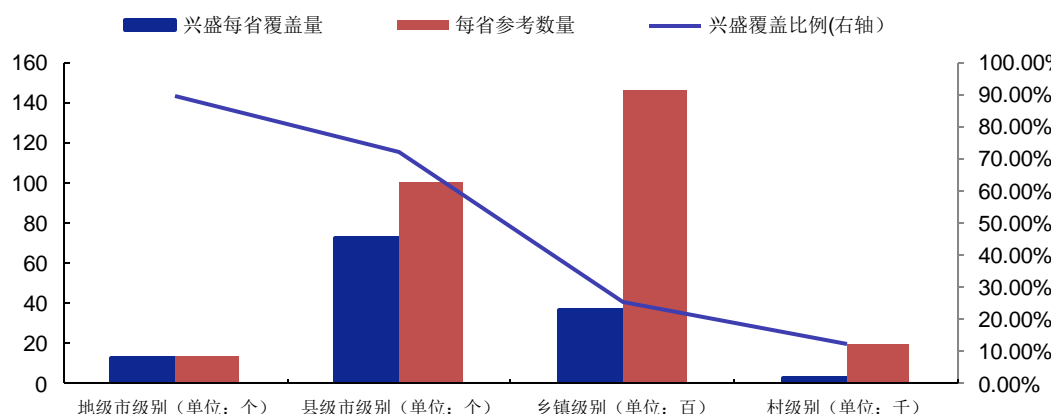
		大卖场	菜市场自卖菜	社区生鲜	前置仓	店仓一体大店	店仓一体小店	社区团购
门店/仓库基本信息	SKU 数量	10000	\	2000	500-3000	6000	500-1000	50-300
	单店/仓面积（平方米）	3000-8000	\	600	100-500	3000	500-1000	100-300
	门店服务覆盖半径	3 公里	3 公里	500 米	3 公里	3 公里	1.5 公里	500 米
收入	客单价（元）	\	\	25-50	60-100	70-120	70-100	10-30
	日单量	\	\	\	750	5000		
	毛利率	22%	25-30%	20%	25%	25%	25%	15-25%
成本与费用	销售人员费用率	8%	隐性成本不计	8%		4%	4%	
	租金水电折旧等门店非人员成本	8%	10%	8%	3%	3%	3%	4%
	生鲜损耗费用率	2.5%	13%	2.5%	2%	2%	2%	1%
	获客/团长费用				10%-20%	10%	3%	5%-15%
	物流（供应链到城市大店/大仓）	1.50%	4.00%	1.50%	2.00%	1.50%	2.00%	2.00%
	配送成本（大仓到门店/门店到家）				11%	15%	10%	4%
利润	利润率	2%	3%	0%	-12%到-3%	-11%	1.50%	-11%（竞争激烈地区） -10%（弱竞争成熟地区）

资料来源：上市公司财报，草根调研，每日优鲜、盒马鲜生等公开资料，安信证券研究中心整理

1.1.2. 可复制：下沉农村、年龄段广，跨区域能力不断验证

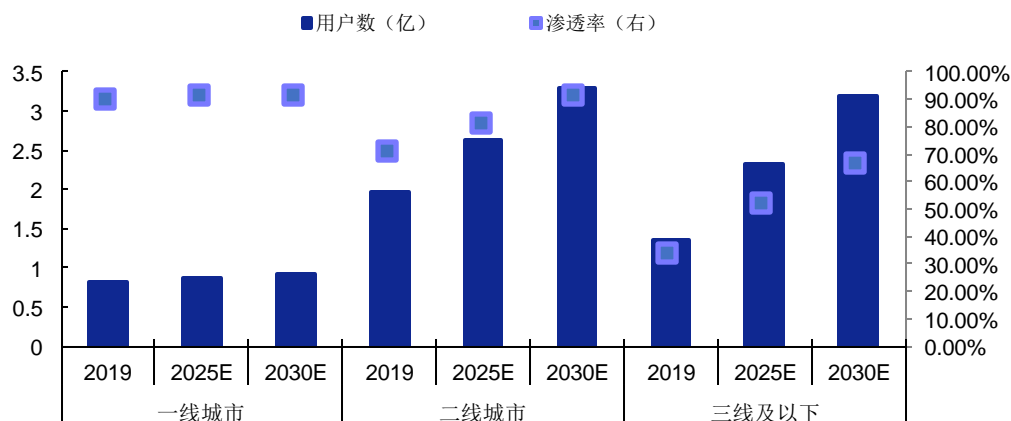
社区团购发轫于下沉市场、适应了从二线城市到农村的广阔市场，这是外卖等目前主流的O2O业务模式难以比拟的。以兴盛优选为例，至2020年9月，兴盛优选已覆盖13个省、161个地级市、938个县级市、4777个乡镇和31405个村，参照每个省14个地级市、100个县、1460个乡镇和24000个村估算，兴盛优选在县市一级已实现较好的覆盖；而根据公司披露，湖南当地基本已实现村一级的覆盖，乡村用户客单价略低于城市客户，但有更高的购买频次（10-11次对比城市用户的10次）和更好的毛利结构，其他多个平台的运营也证明证明社区团购有下沉到农村的能力。相比之下，外卖行业在三线以下城市地区渗透率仅30%-40%，且用户活跃度远远低于一二线城市，70%以上订单由一二线城市贡献，农村地区更是几乎没有外卖。

图5：兴盛优选覆盖地域广



资料来源：兴盛优选公开演讲，国家统计局，安信证券研究中心整理

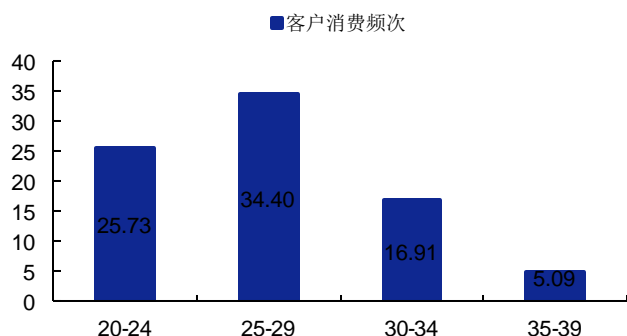
图6：外卖低线城市渗透率低，且难以触及农村



资料来源：Qusetmobile，国家统计局，安信证券研究中心整理

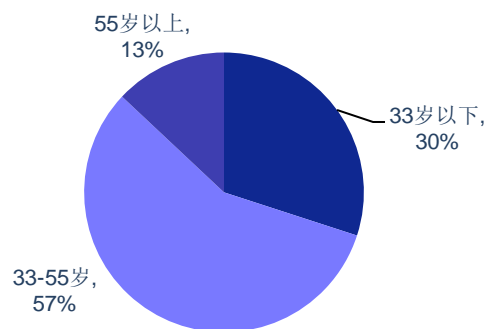
在用户结构年龄上，社区团购70%的用户为33岁以上群体，13%的用户为55岁以上群体，实现了全年龄段的覆盖，参考以外卖为代表的传统O2O业务，面向的群体主要是年轻人，社区团购具备差异化的获客能力，同时经营数据表明这群客户对社区团购平台有一定粘性。

图 7：外卖主力消费群体为年轻人



资料来源：Trustdata，安信证券研究中心

图 8：社区团购消费者覆盖全年龄段



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

社区团购理论上具备良好的可推广性，当下在不同区域都表现良好。社区团购旨在将以生鲜为代表的高频、高流通成本的产品或尾货滞销品进行密集销售，生鲜具有刚需性，不同区域虽品类有别，但尾货/滞销品和部分产品的高流通成本是零售中出现的普遍现象，因而理论上社区团购具备较强的可推广性。现实中，我们分别选取了华中、西部、华南和华北地区的代表城市武汉、成都、济南、广州+佛山，对比兴盛优选在 6900 万人的湖南地区实现约 300 万的订单量，这些地区的平均每 30 人左右贡献一单日单，与湖南地区的 23 人贡献一单日单差别不是很大，而武汉地区则表现更为出色，这说明社区团购模式能落地，或并非湖南当地的饮食、气候、消费习惯等某些方面的具备独有特性的结果，目前看可推广性在多地验证。

表 6：社区团购在不同地区都体现出了良好的可推广性

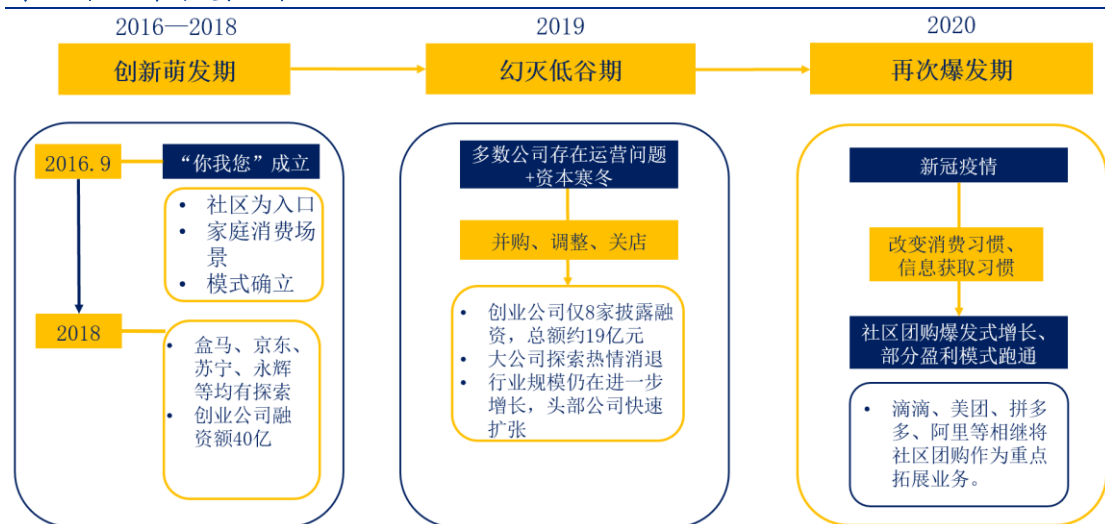
	日单量 (万)	人口数 (万人)	数据来源
武汉	200	1100	据 36kr 报告加总
成都	55	1633	仅橙心优选，9 月中
济南	30	890	9 月中美团日单量 10 万，兴盛优选订单量高于美团，当地小社区团购平台日单量加总按 10 万计
广佛	80	2350	9 月中美团日单量过 40 万，估计同程生活+兴盛优选订单量高于美团

资料来源：国家统计局，36kr，美团，橙心优选，安信证券研究中心

1.2. 资本试错叠加疫情催化，社区团购模式得来不易

从当下主流的社区团购的模式的发展经历来看，社区团购大体可以分为三个阶段：①2016-2018，模式确立，千团竞逐，赛道火热：2016 年的 9 月，“你我您”成立并以社区为入口瞄准家庭消费场景，开创了目前社区团购主要的经营模式。尽管“你我您”并非创立最早的社区团购公司，但这一模式相较于早期的手抄单发布团购消息等方式优势明显，模式确立之后，行业快速爆发，盒马、京东、苏宁、永辉等均有探索，创业公司井喷，2018 年，融资额高达 40 亿。②2019 年，风口之后，经营问题显现叠加资本寒冬，并购、调整、关店成了社区团购行业的主题，头部公司仍在快速扩张。2019 年，创业公司中仅 8 家披露了融资，融资总额约 19 亿元，同时大公司探索热情消退，但行业规模仍在进一步增长。③2020 年，新冠疫情深刻改变了消费习惯和信息获取习惯，社区团购迎来爆发式增长，并实现盈利模式的跑通，滴滴、美团、拼多多、阿里等相继将社区团购作为重点拓展业务，社区团购开始在全国范围内拓展。

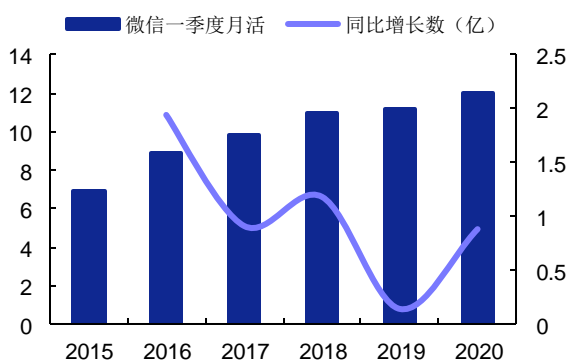
图 9：社区团购发展历程



资料来源：安信证券研究中心

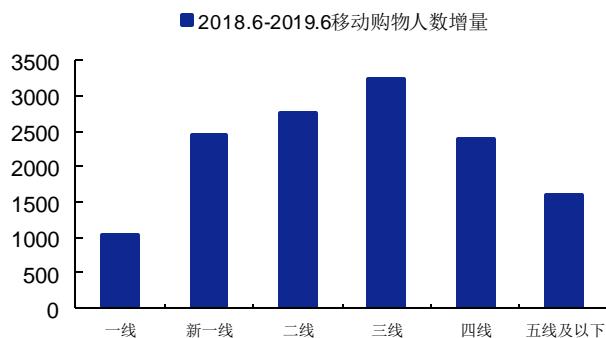
从发展背景上看，社区团购是在移动互联网特别是微信在下沉市场的进一步应用、消费习惯的变迁和产业资本推动的。微信及小程序的推广，为微信获客创造了可能、提高了效率，微商生态逐渐完善，根据微信官方，2015-2018年，微信月活增长了58%，低线城市人群是其中主要推动力，而跟据中国互联网协会发布的数据，2015-2017，微商行业从业人数依次为1257万人、1535万人、2018万人，微商生态逐渐完善；另一方面，下沉市场的人群越来越适应网络购物，根据Questmobile，2018.6-2019.6，中国三线及以下城市移动购物人数增长了7000万，占中国移动购物人数增量的53%；随着下沉市场成为互联网应用的新方向，产业资本对下沉市场的拓展和新商业模式探索保持高度关注，社区团购是其中的重要方向之一，资本的投入进一步提速了社区团购行业的发展速度。

图 10：2015-2018，微信实现了对下沉市场的覆盖



资料来源：腾讯公告，安信证券研究中心

图 11：新的购物方式开始在下沉市场普及（单位：万人）



资料来源：Questmobile，安信证券研究中心

图 12：资本入局直接推动社区团购在 2018 年爆发



资料来源：安信证券研究中心

2019 年资本市场寒冬下潮水退去，以亏损换市场的快速扩张模式遭遇融资遇冷的环境下，各公司迎来自造血能力和业务模式构建上的考验：①尽管具备更高的存货周转上限，但生鲜分拣、冷链仓储配送等环节决定了供应链环节资产较重，具备足够的区域订单密度（类似常规零售业中的“坪效”），实现更高的固定资产周转、更低的资产折旧对成本优势至关重要，没有足够的订单密度社区团购的运营成本会高于传统商超和农贸市场。②SKU 选择到用户获取等关键环节，社区团购需要本地差异化运营。一地一味，各地消费特点不一样，中国独特的农业生产和农村治理体系下，生鲜品的供应同样并不是标准的，很大一部分供应链需要本地组织。另外，本地的社交关系和信任也需要积累，这个积累是需要很长时间。③社区团购的链条很长，构建复杂。一端直通农产品产地，做产地直采，以提供差异化的生鲜商品和商品体验；一端直达用户，甚至把电商标准的快递模块拆开，直接把控到仓、到社区和到用户三个环节，以降低履约成本。长链条上的任何一个环节出现问题，都容易产生牛鞭效应，影响后续环节的正常推进和用户体验。④流量来自团长，而团长对社区团购平台忠诚度低，一个团长做多个社区团购平台的现象非常普遍，且团长对团购业务不上心是常态，通过团长获客对平台是否有效率被质疑。

表 7：社区团购履约成本与门店订单密度关系估算

单个门店订单量	10	20	25	50	100	200
单个网格仓对应门店数量			15			
运输至仓库(元/单)			0.4			
分拣包装(元/单)			0.3			
网格仓到店配送价格(元/单)	1.33	0.67	0.53	0.27	0.13	0.07
网格仓成本(元/单)	0.42	0.41	0.408	0.404	0.402	0.401
客单价(元/单)			16			
履约成本(元/单)	2.45	1.78	1.64	1.37	1.24	1.17
仓库坪效(元/平/年)	8760.00	17520.00	21900.00	43800.00	87600.00	175200.00
履约费用率	15.33%	11.10%	10.26%	8.57%	7.72%	7.30%

资料来源：投资界，兴盛优选，安信证券研究中心

在这样的背景下，2019 年并购、调整成为行业主要节奏，补贴力度放缓，头部社区团购平台经营有所改善，资本整体退潮的背景下，这些头部公司进一步受到互联网公司的青睐。2019 年 5 月，兴盛优选获数千万美元 A1 轮融资，投资方为腾讯；6 月，十荟团接入阿里旗下的 1688（采源宝）和零售通；9 月，同程集团内部孵化的同程生活拿到了亦联资本领投的 1 亿美元融资，亦联是纳斯达克上市公司欢聚时代旗下的独立基金。2019 年 8 月 30 日，十荟团

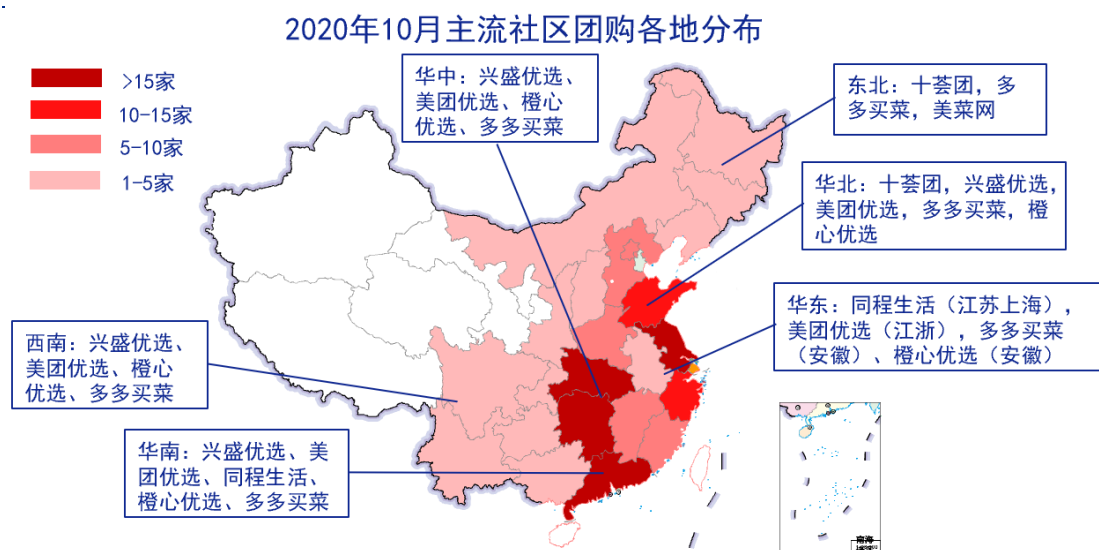
与你我您宣布合并，则进一步提高了订单密度、降低了履约成本。

2020 年，疫情深刻改变了用户的生鲜购物方式和信息获取方式，一方面社区团购的订单密度、客单价均有提升；另一方面，疫情之下农产品在产地滞销，采购成本降低。根据兴盛优选的公开演讲，2019 年 9 月 GMV 为 11 亿元，日均订单量近 400 万单，对应客单价约 9-10 元；到 2020 年 9 月，日订单量达 800 万，年 GMV400 亿估算其客单价在 15-20 元，订单密度上，根据兴盛优选的公开演讲，2020 年上半年成熟门店客单量是 2019 年上半年的 5 倍。另一方面，疫情中农产品在产地滞销，采购成本大幅下降，多个品类毛利率从常规的 15%-20% 提升至 40%-50%。财务模型中关键指标的大幅改善下，社区团购进一步得到互联网巨头的重视，社区团购迎来进一步发展。

1.3. 社区团购玩家盘点：群雄逐鹿，各有千秋

在业务版图上，呈现出明显的区域性特点，尚无全国性龙头，且由于公司战略等因素在各地运营深度有显著差异。当前华中、华北、华南、西南、华东、东北等地区都有较多公司入驻。在运营深度上，创业公司如兴盛优选、十荟团、同程生活多已在核心区域深度下沉，电商和 O2O 公司在大部分经营区域尚处于拓展阶段。

图 13：当下主要社区团购公司主要运作区域（2020 年 10 月底）



资料来源：公司官网，安信证券研究中心整理

我们梳理了当下主要参与者在社区团购终的谋局思路、业务开展特点、日单量、优势短板等信息，汇总如下，详细内容由细分篇梳理。

表 8：社区团购当下主要经营状况汇总

公司类型	公司	资本派系	谋局思路	业务开展特点	日单量	核心地域	优势	短板
创业公司	兴盛优选	腾讯	尽量在巨头进入后保持自己的市场地位	注重对社区门店、夫妻老婆店的运营；注重物流建设，深入农村	800 万单每日（2020 年 9 月）	湖南，湖北、江西，此外进入 13 个省市	湖南地区供应链优势，相对成熟的业务模式	自身资金实力相对较弱
	十荟团	阿里		更强调对品质运营	>160 万单	华北、东北	背靠阿里，日用品货源丰富	
	同程生活	腾讯、同程				江苏、福建、浙江、广东	江浙地区先发优势	
互联网巨头	滴滴	腾讯	谋求新的增长点	敢烧钱，强化在中心城市运营	280 万单（2020 年 9 月底）	四川、重庆	具有一定的资金实力	跨界进入，缺乏深度运营经验。组织呢翰里相对弱
	美团	腾讯	尽量做大，构建自身供应链能力	不求单纯低价更重视对团长运营，业务条线融合下沉更广	400 万单（2020 年 11 月初）	山东、广东、湖北，年底计划进入千城	推广团队业务优势显著，擅长精细、深度运营业务	无明显短板
	拼多多	腾讯	尽量做大，巩固下沉市场用户认知、进入线下为未来拓展的业务范围打好基础	爆品低价特性更为显著	>200 万单	目前超过 80 个城市	供应链强，用户群体运营较深	无线下团队运营经验
	阿里	阿里	难以赢下社区团购市场，尽量维持在社区团购市场的存在并避免出现统一资料来源：安信证券研究中心一的领导者	阿里体系内四线赛马盒马牵头，投资十荟团等，比起拓展业务更注重业务模式探索		湖北	资金实力强，供应链强	微信的存在使得阿里备受牵制

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 14：社区团购入局者众多



资料来源：安信证券研究中心

1.3.1. 兴盛优选——具有门店基因的创业公司翘楚

兴盛优选由岳立华于 2014 年创建，高管团队门店基因强。公司创始人及董事长为岳立华，同时也是连锁便利店芙蓉兴盛董事长。兴盛优选创立于电商崛起背景下对便利店的出路的探

索，联合创始人周颖洁（总裁）、刘辉宇（副总裁）均在芙蓉兴盛有多年工作经验。

四次迭代业务模式终扎根社区团购，快速扩张多次融资获腾讯加持。2014年至2016年上半年，团队先后探索了三种模式，从刚开始的门店老板自配送，到设置前置仓、公司设立配送团队，再把大仓转为小仓、配送站，均因获客、成本等问题失败；2016年6月，社区电商兴盛优选的雏形诞生，主打便利店不卖的生鲜，让门店老板通过微信群向周边居民卖货，居民自提，既增加了门店流量，也解决了获客、库存及最后一公里的配送问题。兴盛优选在过去几年持续融资，获得了腾讯和今日资本、真格基金、金沙江创投、KKR、红杉资本等知名基金的扶持。

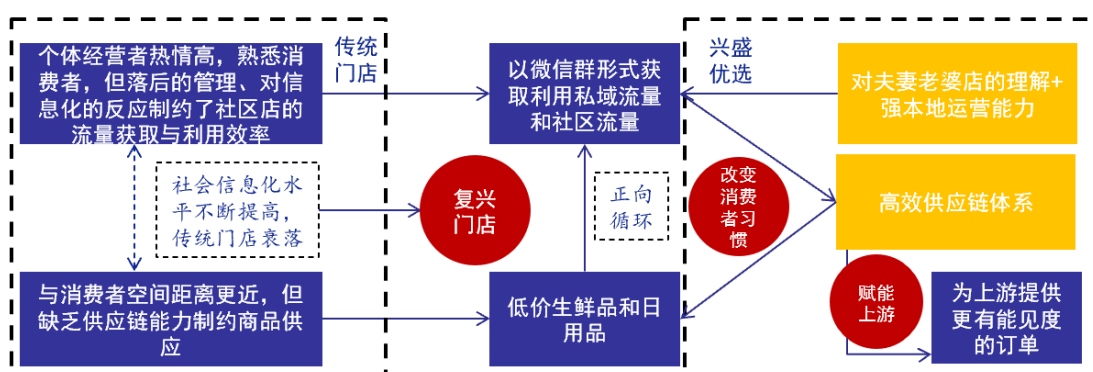
表 9：兴盛优选历史上的融资

变动日期	融资信息
2018/10/8	获得了 A 轮数千万美元融资，由今日资本、真格基金、金沙江创投投资
2019/5/9	获得了战略融资融资，由腾讯投资投资
2019/7/26	获得了战略融资近 4000 万美元融资，由 KKR 投资
2019/9/29	获得了 B 轮超 2 亿美元融资
2020/7/22	获得了 C+轮 8 亿美元融资，由 KKR、腾讯投资、红杉资本中国、天一资本投资

资料来源：天眼查，安信证券研究中心

兴盛优选以“复兴门店、改变消费者习惯、赋能上游”为自身使命，背后的核心能力是对社区门店的深刻理解、本地运营能力和高效的供应链体系。基于其多年的门店经营洞察和构筑的供应链体系，兴盛优选以社区团购为门店带来额外流量和低价货源，其团长中社区门店店主占绝对主导；社区团购模式下低价、流量获取和高供应链构成正向循环，推动消费者习惯改变；公司以更有能见度、更大批量的订单推动集约生产提升效率，赋能上游。

图 15：兴盛优选的使命与核心能力

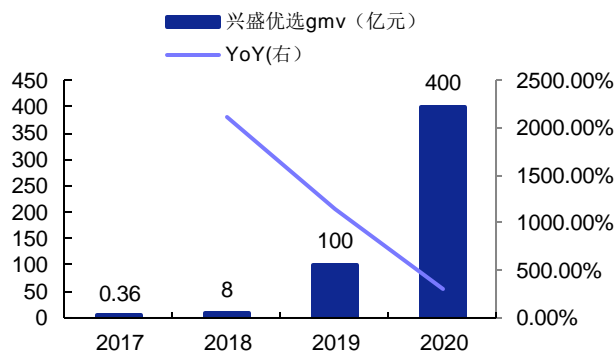


资料来源：兴盛优选官网，兴盛优选公开演讲，安信证券研究中心整理

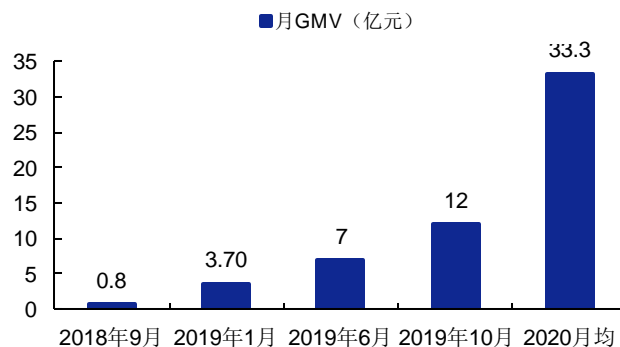
兴盛优选 GMV 持续快速增长，背后的驱动力主要来自订单量的增长和客单价的增长。根据公司资料，公司 GMV 自 2017 年的 0.36 亿元提升至 2019 年的 100 亿元，2020 年将达 400 亿元；2020 年 9 月日单量约 800 万单，较 2019 年 9 月的近 400 万单提升约 1 倍，客单价从 10 元左右提升至 15-20 元。

图 16：兴盛优选年度 GMV 快速增长

图 17：兴盛优选月 GMV 快速增长



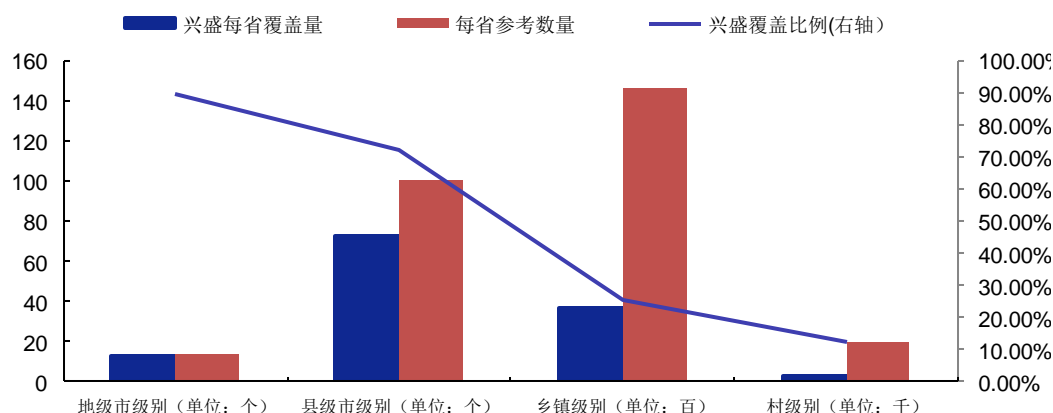
资料来源：兴盛优选公开演讲，安信证券研究中心



资料来源：兴盛优选公开演讲，安信证券研究中心

订单量的增长来自于订单密度的加密和经营省份的扩张；策略上，兴盛优选在湖南地区以农村包围城市、深度下沉，且门店数量仍在扩张；省外扩张以中心城市为基点向外扩张仍有待进一步拓展，湖南、江西、安徽等是其当下重点加密区域。湖南是兴盛优选的大本营，根据兴盛优选2020年初20万门店、9万湖南团长（假定一个门店对应一个团长）和700万订单的数据，湖南店均订单量高于平均水平客单价相当的假设，湖南贡献了不少于315万单的日单量。至2020年9月，兴盛优选已覆盖13个省、161个地级市、938个县市级4777个乡镇和31405个村，参照每个省14个地级市、100个县、1460个乡镇和24000个村估算，兴盛优选在县市一级已实现较好的覆盖，但在省外的乡镇和农村市场仍未实现深度下沉。

图 18：兴盛优选新拓展省份在乡镇及村级别仍有待进一步完善

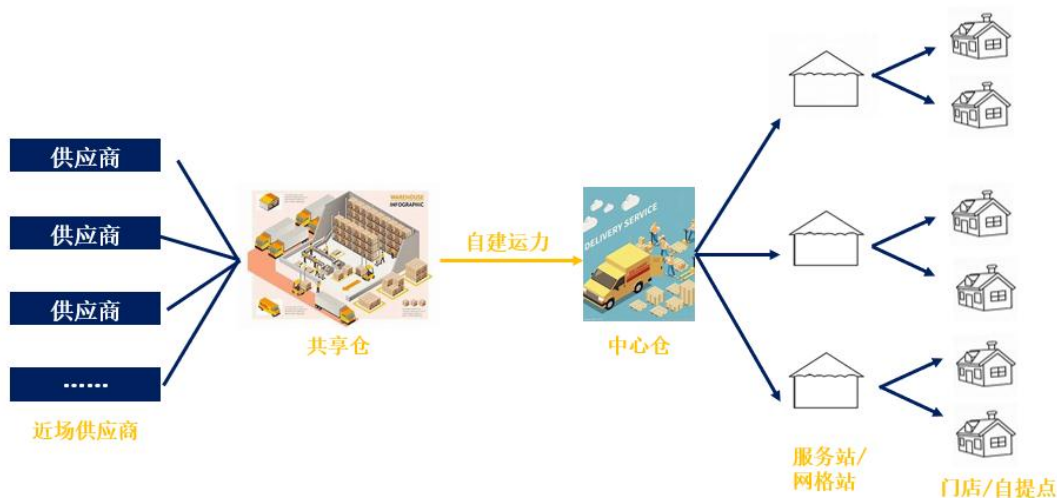


资料来源：兴盛优选公开演讲，国家统计局，安信证券研究中心整理

客单价增长背后，是兴盛优选以生鲜获客和获得黏性，进一步拓展更多日用品类。根据业内人士的交流，兴盛在运营中会调整商品结构，将生鲜商品尽可能控制在一个合理的范畴，使其产生较强的流量，同时销售有价值的标品，初期生鲜品品类占比达50%-60%，后期将生鲜商品控制在25-30%之间；整体SKU数量从最开始的100-200个提升至700-800个。

兴盛优选的供应链系统高效，打造“共享仓—中心仓—服务站/网格站—门店/自提点”的物流体系。共享仓内完成生鲜、蔬菜的加工、包装、标品化处理，再通过自建运力配送至中心仓。另外，大部分供应商的商品送至中心仓，再配送至小区周边的网格站。最后一层则是遍布全国的众多夫妻店、便利店组成兴盛优选的基层体系。这样强大的物流体系，为兴盛优选能在二三四线市场深度扎根奠定了基础。凭借在湖南等地区的高物流密度，兴盛优选的供应链体系富有竞争力。

图 19：兴盛优选的物流体系



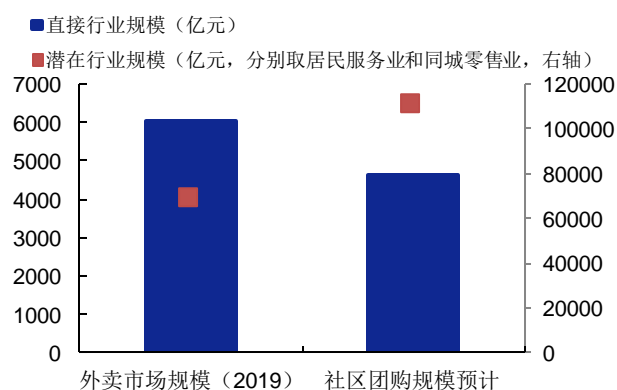
资料来源：兴盛优选官网，安信证券研究中心整理

相较于其他互联网巨头，兴盛优选在资金实力（虽然目前融资份额紧俏，但相较于其他互联网巨头易受资本牵制）、业务团队广度上都处于相对劣势，但在湖南本地的业务本地化及供应链构建都有较高的水平。兴盛优选经营模式成熟、核心经营区域湖南市场最成熟的背景下，挑战兴盛优选及湖南地区成为了互联网公司迭代业务模式、探索业务的重要试点方向，若未迭代出更优秀的商业模式（目前还没有），兴盛优选或是未来的重要玩家。

1.3.2. 美团/美团优选——组织能力强，不求低价更重视对组织培养和业务运营、下沉更广

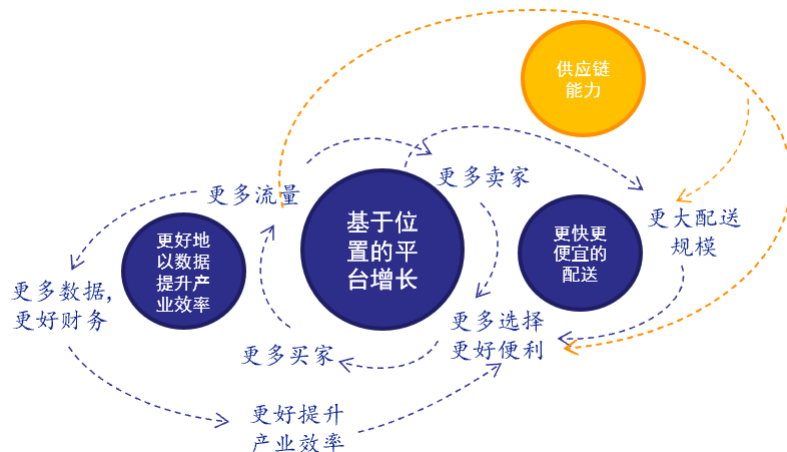
美团将社区团购业务定为一二级战略项目。社区团购对美团有两大意义：①承担外卖、到店后下一个用户、营收增长点。社区团购在体量上，可比外卖，同时，核心覆盖人群与美团现有的人群有较好的互补性，有利于原有业务在下沉市场的拓展；②弥补短板进入零售业，巩固本地生活领导者位置。若能在社区团购上取得突破，美团将具备供应链能力及构筑经验，进一步利用其流量，发挥自身组织能力、即时配送上的优势，或成为长期中零售业的重要玩家，也将巩固在本地生活服务核心能力上的优势，避免潜在的竞争对手。

图 20：社区团购及背后的零售业市场庞大



资料来源：商务部，欧睿咨询，安信证券研究中心

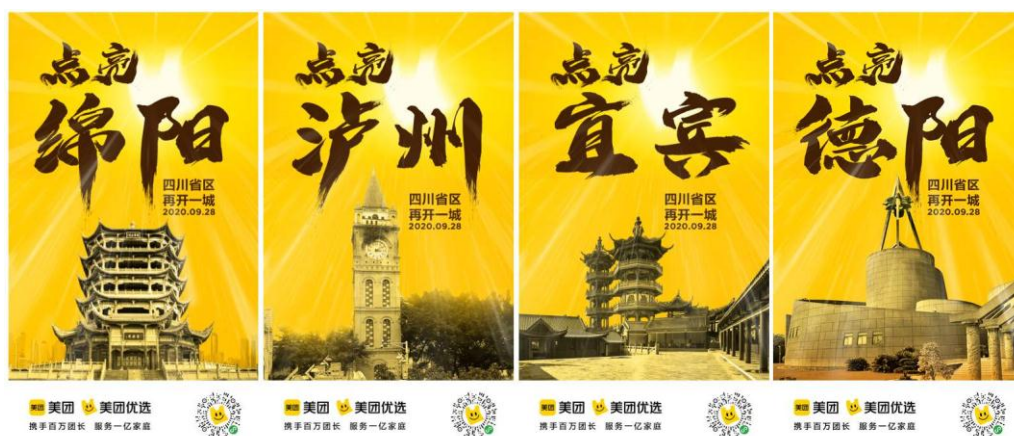
图 21：社区团购业务会进一步加速美团的成长飞轮（黄色部分）



资料来源：安信证券研究中心

前期谨慎试水+团队构建，随后快速推广。2020年7月，美团调整组织架构，成立美团优选事业部并推出美团优选业务，率先原酒旅业务负责人陈亮带队。美团从原买菜及地推等部门抽调精英，在济南等先行摸索，把控配送、仓储等体系搭建好及减少踩坑和犯错，随后以这批有业务经验的老人为基础，去新城市“趟路”，搭建好供应链、仓储、配送整个体系，让商品供给足够丰富，再去到下一个新城重复以上操作。7月7日到10月，美团的社区团购业务“美团优选”在3个月内拓展至20个城市，计划在未来3个月内进入20个省份，年内快速实现1000个主要城市的覆盖。

图 22：2020 年 9 月下旬，美团拓展速度显著加快



资料来源：美团官网，安信证券研究中心

美团在组建以城市为单位的精细运营平台上具备丰富的经验，此前 B2B 生鲜供应链、美团买菜等业务供应链开始统一管理，这是美团相较于其他后来的互联网公司的独特优势。

图 23：美团生鲜零售三条业务线在管理上是协同的



前置仓自营模式，聚焦于北上广深等超一线城市



菜市场代运营平台模式，目前主要在武汉、成都、南京等准一线或者二三线城市开展



社区团购平台模式，目前主要针对下沉市场

资料来源：美团官网，安信证券研究中心

美团更看重对团长的服务和社群的精细化运营。美团在供应商品质量、履约准时性上都更好，相比低价获客，美团更关注服务品质和团长的满意度；而在产品销售更多的包括了日用百货、酒水零食等品类，根据蔬东坡的数据，到10月中美团优选单团平均件数为33，高于兴盛优选单团25个的水平。

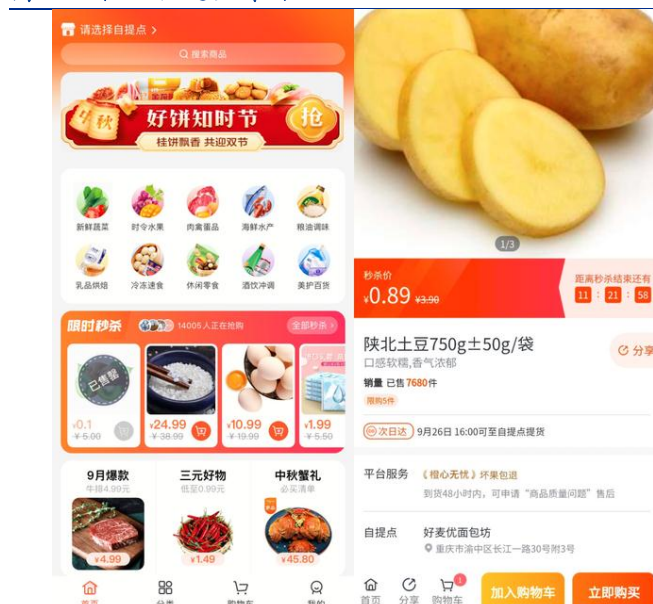
我们认为，美团在业务关键环节无短板，地推及精细运营能力有望使其在业务前期推广中占

据优势,大概率会成为市场上的重要玩家。美团业务拓展(BD)团队在互联网巨头中中规模、下沉深度和管理水平均处领先,有望再度快速构建起适用于零售业方向的基层业务团队,率先实现业务的广泛落地。至2020年11月初,千城计划推进顺利,根据其竞争对手的信息,美团日单量已达400万。

1.3.3. 滴滴/橙心优选——跨界入局谋增长,强化在中心城市运营

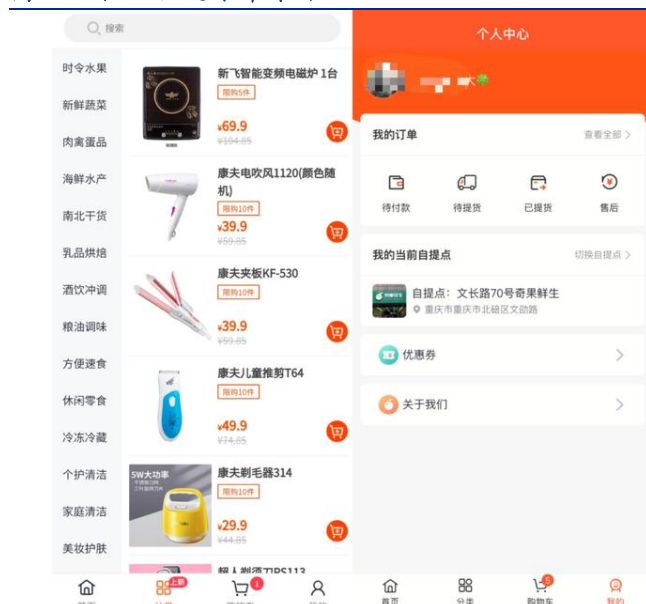
滴滴谋求新的增长点,跨界进入社区团购成为疫情后率先布局社区团购的互联网巨头。于滴滴而言,传统网约车业务增长缓慢,寻找增长点的诉求较为迫切,跨界进入社区团购成为一种选择,社区团购高管和技术团队主要来自滴滴内部。滴滴于5月成立橙心优选,在成都试运营社区团购,6月正式上线,负责人为滴滴快车、专车业务线搭建期重要负责人陈汀。“橙心优选”上线了独立的APP,加入了微信小程序,拥有两个渠道的“橙心优选”到2020年9月底全国订单总量已经突破280万单,领跑后加入的互联网公司。

图 24: 橙心优选主界面



资料来源: 橙心优选, 安信证券研究中心

图 25: 橙心优选下单界面



资料来源: 橙心优选, 安信证券研究中心

橙心优选不刻意追求开城数量,但力求每个省份做深。截止10月初,橙心优选覆盖四川、重庆及陕西、山东、云南、贵州、广西等省;在核心运营区域西南,公司拥有超过200名业务拓展人员和2000名地推,在四川多个地级市亦有推广,而大部分省份主要在省会等核心城市运营。根据晚点的报道,滴滴的目标是每个省份做到1000万单每日。

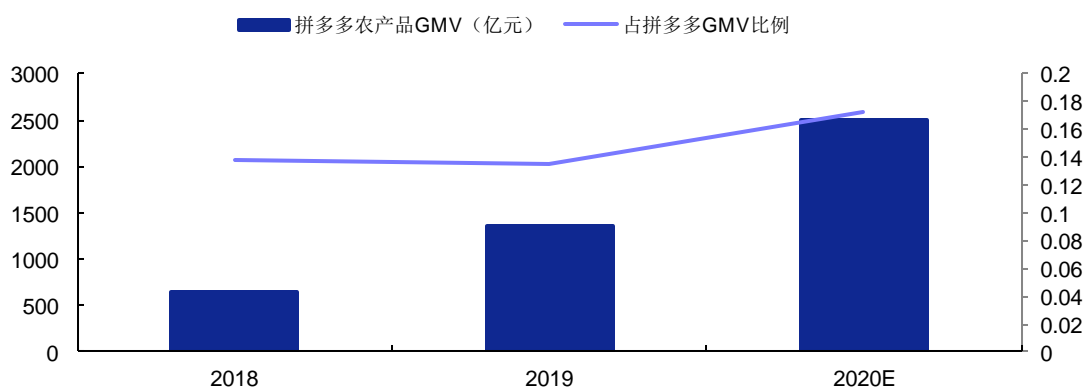
求快和单城领先,愿意花更多的钱换取领先优势。橙心优选在前端团长、末端物流上都用激进的补贴策略打压对手;此外,滴滴与中顺洁柔、三只松鼠等多个品牌逐渐建立了合作关系。

1.3.4. 拼多多/多多买菜——与现有业务在货源用户群两大重叠环节,助力爆品低价特性

拼多多将社区团购视为今年的战略级新业务、长期的重要业务。于拼多多,社区团购对其有两点重要意义:①社区团购与其用户群体和销售品类有重叠,有利于保持在已有群体和品类上的优势。农产品是拼多多的重要品类,销售品类多、供应链参与程度深,放任不管社区团购对其业务有侵蚀。从历史上看拼多多与农产品渊源深厚,现拼多多的前身之一拼好货于2015年4月上线,定位生鲜水果电商,拼好货当时最突出的特点就是产地直采,两步开团以及坏果包赔。到2019年,拼多多实现农(副)产品成交额1364亿元,平台农产品年活跃买

家数达 2.4 亿，复购率超过 70%。2020 年 4 月，拼多多宣布未来 5 年内投入不低于 500 亿元支持农业农村“新基建”，助力农村地区打造 100 万家年销售额过百万元的店铺。②社区团购有利于其业务向线下延伸，大大拓展未来的业务范围。多多买菜是拼多多首次接触线下业务，也是拼多多第一次在全国大规模建设冷链系统，于拼多多，在社区团购领域的存在将进一步巩固其在核心用户心智的占领，有望在更多线下业态发挥其流量优势、营销能力和供应链优势，为其开拓新的成长路径。

图 26：农产品一直是拼多多 GMV 的重要组成部分



资料来源：美团官网，安信证券研究中心

补贴打造低价爆款、主 APP 引流、低门槛高激励招募团长是目前拼多多推广社区团购的主要优势。团长方面，多多买菜团长准入门槛低，允诺高提成之外，每日完成订单任务还有额外奖励，团长数量迅速扩张。2020 年 8 月初，多多买菜小程序进入试运营阶段，砸 10 亿补贴争抢团长，制定 1V1 帮扶计划。为了招募团长和鼓励团长拉新，拼多多团长入驻门槛更低，不必一开始就必须有一个 90 左右的客源群，除了正常 10-20%比例外，另外设置了千分之一的月交易额奖励，在特定时间内出单量达到一定数量，还可享受额外奖励。这样的措施下，拼多多团长数据激增，以武汉为例，拼多多快速招募到 8000 多名团长，远超同期入驻武汉的美团的 4000 人。截至 2020 年 10 月底，拼多多已经在三个月内开到 80 多座城市。品类和定价上，当下多多买菜在品类和定价上延续拼多多较强的低价爆款色彩，通过大量补贴来提高价格吸引力；此外，多多买菜被放置于拼多多的首页，积极导流。

图 27：多多买菜被放入拼多多的首页积极导流



资料来源：美团官网，安信证券研究中心

货源/供应商布局是拼多多目前的重要优势，且公司深谙社交获客和对团长的激励；另一方面公司创建时间较短，创新能力和效率较强，且有较强的资本实力应对持续的模式迭代，我们认为拼多多会是社区团购最值得期待的的玩家之一。

1.3.5. 阿里——四线赛马+投资扶持

阿里当下采取赛马策略，多支团队在进行社区团购的尝试，包括盒马、零售通、菜鸟驿站、饿了么等，但多数在早期阶段；此外，公司积极投资了十荟团等。参照阿里的过往管理，哪个团队先跑出来，集团再集中资源，有利于增加牌桌上的筹码。且由于微信的存在，阿里在社区团购的模式上做了更多探索，最终入场相对较晚：

- 盒马具优势获集团支持，盒马优选落子华中。在疫情期间，盒马被迫将部分到店业务改为“自提”，给社区团购运营积累了一定经验。同时盒马模式已经在一线城市得到证明，整个团队对生鲜零售业务有认知。据《商业观察家》，盒马已获得阿里 40 亿美金支持来做社区团购业务，10 月 31 日率先落地武汉，未来将陆续布局荆州等地。
- 零售通已经组建好团队，但尚未在城市铺开。
- 菜鸟驿站仍然在各城市大规模招人，包括城市经理、采购、商品运营等岗位
- 饿了么在郑州、武汉已经开城，但反响一般。

图 28：盒马疫情期间自提点



资料来源：百度图片，安信证券研究中心

图 29：盒马优选上线



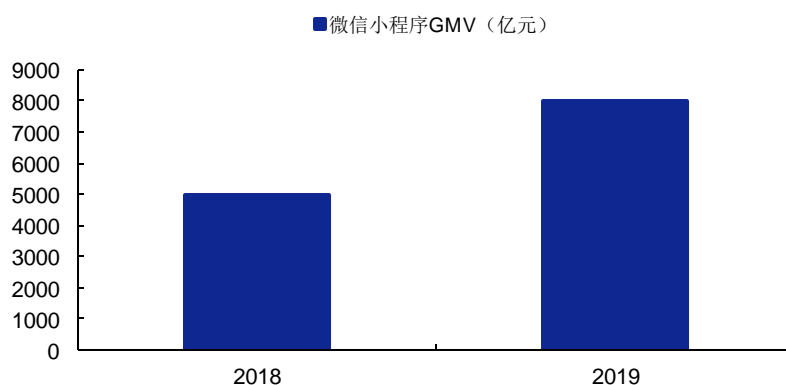
资料来源：盒马鲜生，---安信证券研究中心

目前看盒马优选，微信仍是团长管理和团购重要运营工具，团长端激励激进。从团长端看，盒马优选不仅给予团长 10%佣金，每天还有 20 元订单奖励；此外，新团长冲单奖励规则以及平均每月 12000-20000 元工资，对团长来说很有吸引力。据悉，23 日预推广当天盒马优选已在武汉江汉、江岸、洪山、青山、汉南各区全面入驻，招募超 5000 家团长。」

1.3.6. 腾讯——扶持腾讯系胜出是基本要求，培育新巨头对自身最为有利

拼多多、美团、滴滴、兴盛优选均有腾讯的大量投资，确保腾讯系玩家胜出社区团购是腾讯的基本要求。腾讯在生态中的核心地位是内容与社交赋能，推动微信电商生态发展是腾讯的重要策略，2020 年 7 月，腾讯推出微信小商店，新上线的商城小程序提供商品信息发布、商品交易、小程序直播等功能，已面向企业和个体工商户两种资质的商家开放内测申请，随后也将逐步开放个人店申请，数据上，2018、2019 年微信小程序分别实现 GMV5000、8000 亿元。只要腾讯系能够胜出社区团购，就能够为腾讯进一步拓展电商领域奠定基础。

图 30：社区团购有利于电商生态的进一步完善



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

尽量避免阵营下出现跨业态的超级巨头对于自身最为有利。社交赋能培育出的公司一旦具备了跨平台的实力、逐渐减少对腾讯流量的依赖，最终必然影响腾讯在整个联盟生态的话语权。然而目前看，社区团购有连接、有社群而弱社交，尚未看到腾讯能对社区团购流量做出精准

引导的能力。

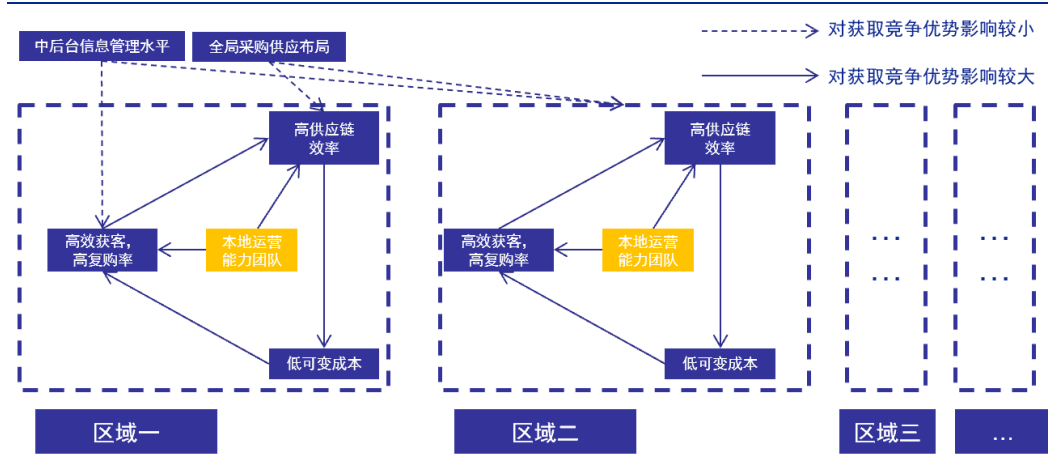
2. 社区团购大战格局将如何演变？

2.1. 或将呈区域割据：区域内部资产重，区域之间协同低

社区团购业务环节多模式重标准化程度低：①业务环节多参与者众多，牵一发而动全身，社区团购一端直通农产品产地，做产地直采，以提供差异化的生鲜商品和商品体验；一端直达用户，甚至把电商标准的快递模块拆开，直接把控到仓、到社区和到用户三个环节，以降低履约成本。长链条上的任何一个环节出现问题，都容易产生牛鞭效应，影响后续环节的正常推进和用户体验。②重资产运营模式。以仓配环节为例，外卖配送的基础设施是骑手、摩托、手机、系统、必要的装备。社区团购的生鲜仓配基础设施包括：大型仓库、分拣设备、冷链车队、手机、系统、必要装备。大型仓库、分拣设备、冷链车队三大件使得资产极重。③标准化程度低地域特色强，需具备较强的本地管理能力。作业流程长而复杂，机械化程度低，此外 SKU 品类、消费习惯和供应链等都必须适应本地化，社区团购非标准化。

业务优势在区域之间无明显协同。尽管信息化供应水平和全国供应链布局带来的采购优势也将带来客户运营、供应链上的优势，但由于国内特殊的生鲜生产格局，全局采购带来的成本优势并不明显，而以数据驱动精益管理上，主要的互联网公司能力差距并不明显，这意味着或难有参与者拥有能左右全局的竞争优势，业务优势的建立更取决于能否在区域内跑通“高供应链效率-低可变成本-低价-高效获客-高复购率”的循环。**重资产、标准化程度低及区域差异化的特点，或决定了业务竞争会以区域为单位摸索前行。**

图 31：社区团购优势建立和获取具备显著的本地化特征



资料来源：安信证券研究中心

2.2. 短期、中期到终局：长跑格局下背后影响胜负的几大因素与判断

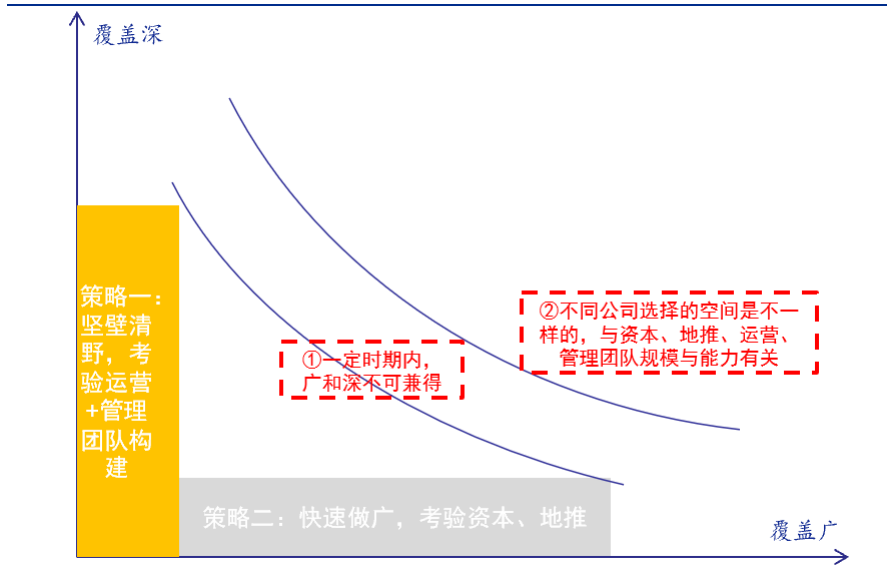
结合对行业演变路径的判断，我们认为单一竞争优势难以决定输赢，成为社区团购赢家需经历多阶段的长跑。胜负高度依赖于各家公司的战略和战术，同时也与一些可比的资源/能力有关。

2.2.1. 短期，资本+地推快速跑马圈地，运营+管理坚壁清野

在短期，社区团购拓展依赖资本+地推快速跑马圈地，运营+管理坚壁清野。一定时期内，覆盖广和深不可兼得，因为团队规模和新团队构建速度总是有限的，扩张策略即包括做深和做

广，做广对资本、地推规模和能力的要求更高，精细运营跟不上易造成亏损，但抓住空白市场会有先发优势；做深更依赖运营、管理，更容易在当地立足，但有错过市场拓展机会的风险。地推和资本是这阶段两种重要的能力/资源，总部的管理机制和协调能力是隐性的扩张制约因素。

图 32：短期中扩张的主要限制因素和策略总结



资料来源：安信证券研究中心

团长是集销售+仓配+售后三重身份于一身的一线服务人员，是现阶段市场争夺的核心资源。目前社区团购的模式下，社区团长的工作职责大致分为三部分：①销售：拉新客，一般以组建小区团购微信群的形式构建私域流量池；宣传团购销售商品，促进存量用户不断复购创销量；②仓配：团购下单的产品由团长安排收货、存放，甚至安排配送到户的服务；③售后：对于需要退换货的订单，顾客可进行线上操作，团长需回收商品退还仓库。团长资源是社区团购开展的业务基础，优异的团长可创造更多销量，在各个城市内发展更多社区团长有助于扩大销售规模，抢占市场份额，占领消费者心智，同时规模化优势也能够帮助降低履约成本，最大化价格优势，进一步帮助揽客，形成良性循环。

抢占团长资源主要看地推能力。具有强大的地推能力是社区团购企业率先占领市场的核心竞争力，快速扩充社区团长队伍，有利于在竞争激烈的城市占据更大的市场份额，同时领先其他竞品进入空白竞争的社区或城市，占据先发优势，有望在前期运营中盈利，将大大增强持续竞争的能力。

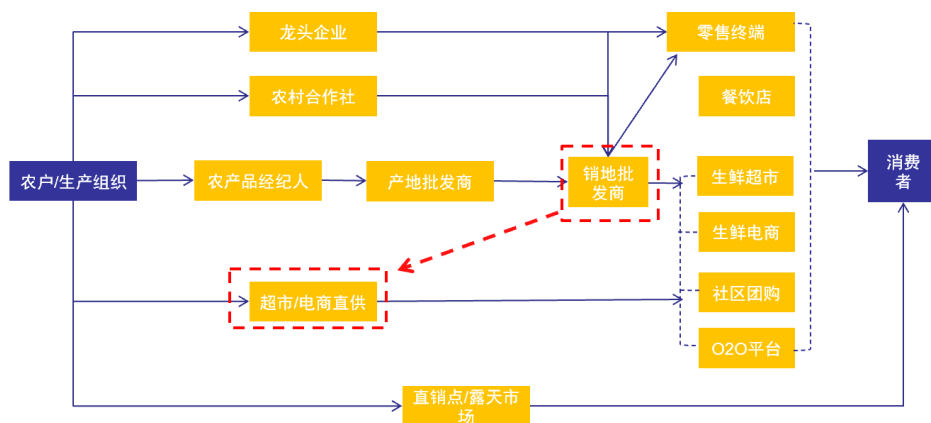
支撑持续补贴与亏损的资金为战役一线供给充足的粮草。对标外卖领域的补贴大战，我们认为社区团购赛道激烈竞争初期同样面临巨额资金投入，用于填补运营亏损以及用户补贴。我们测算互联网公司两个方面的资金需求，1) 前期订单亏损：竞争初期，消费者可选平台众多，为吸引更多流量，各家必然通过促销等方式压低商品价格；同时由于前期区域规模化优势尚不突出，供应链、物流等基础设施尚不完善，使得前期履约成本较高。低价竞争叠加较高的履约成本会造成短期订单亏损；2) 地推团队及团长补贴：除了佣金提成，订单获取还包括对地推团队获取团长、优秀团长激励等的额外费用：①新团长开发激励：前期为推广业务，提升城市业务覆盖程度，激励地推团队，开发团长资源，拿下一个新的社区获得一个新的团长，平台需要对地推团队和团长进行激励，这部分费用可以看作以扩张目的的一次性支出；②销售提成：对团长的销售订单，平台通常会给与佣金外的额外激励，如等级奖励等鼓励优秀者，平台也会给予团长以一定比例的销售提成。我们假设竞争激烈区域每单亏损1元，

每个团长投入在 1000-2000 元之间。据此我们测算，如果获取 100 亿的 GMV（在一定区域内有一定影响力的 GMV），对应于 171 万日单量和 6.8 万团长，对应 6.2 亿的运营亏损和 1.0 亿额外团长激励。

2.2.2. 中长期，供应链体系搭建构筑护城河

混战过后，谁能脱颖而出？我们认为建设完整的供应链体系是社区团购企业构筑差异化竞争壁垒的关键。长期而言，由于社区团长的平台忠诚度并不高，由企业投入大量精力与资本的建立的私域流量池，容易因为团长的离职造成用户的流失。因此提升供应链能力（整合供应商、构建完整产业链），用产品留住顾客才是社区团购赢得长期竞争的壁垒所在。生鲜供应链环节层级较多，各级瓜分利润以及运输造成的损耗大，整合中间供应商，缩短供应链有助于优化成本管控，提升利润空间；建立完整的生鲜产业链，掌握优质的产品资源，有助于提高顾客留存率，最终将价格竞争转化为产品差异化竞争

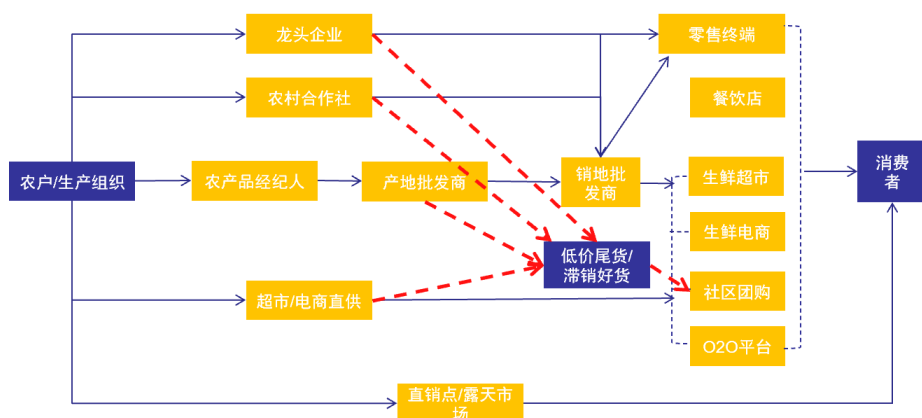
图 33：生鲜多层级市场加价率高，压缩渠道环节是长期整合供应商资源的重要内容



资料来源：安信证券研究中心

建立供应链优势的核心在于能够获得稳定、低价的商品供给以及高效、低成本的流通环节。流通环节层级繁多，使得流通过程损耗大，溢价多，利润挖掘空间大，我们认为社区团购掌握商品竞争力、压缩流通环节成本主要有两种切入方式：1) 生产端直营：自建生产基地，或者与农户建立长期稳定的合作，从开端把控产品品质，最大化压缩流通成本，构建三级供应链短链条。但直营模式更适用于土豆、鸡蛋等需求和生产均较为稳定的品种，否则消费者端需求的变化易发生滞销，自然灾害的发生也会造成亏损；2) 整合经销商资源：广泛合作经销商可以转移生产环节亏损风险，同时发挥规模化采购优势，压缩采购成本的同时选品种类也更为丰富。①高品质产品：与更接近生产端的大型经销商建立长期合作，平台可以获得稳定的优质产品供给；②低价尾货：社区团购覆盖的消费者中包含一部分价格敏感性消费者，他们对产品品质要求较低，对价格更为敏感。社区团购企业若能深入生鲜产业链，与大量中游经销商合作，有望利用这部分消费者消化经销商尾货库存。

图 34：构筑广泛的采购渠道、获取低价尾货是社区团购整合供应商资源的重要内容



资料来源：安信证券研究中心

2.2.3. 终局探讨：依现有模式和参与者博弈终局或呈多寡头格局，不确定性较大

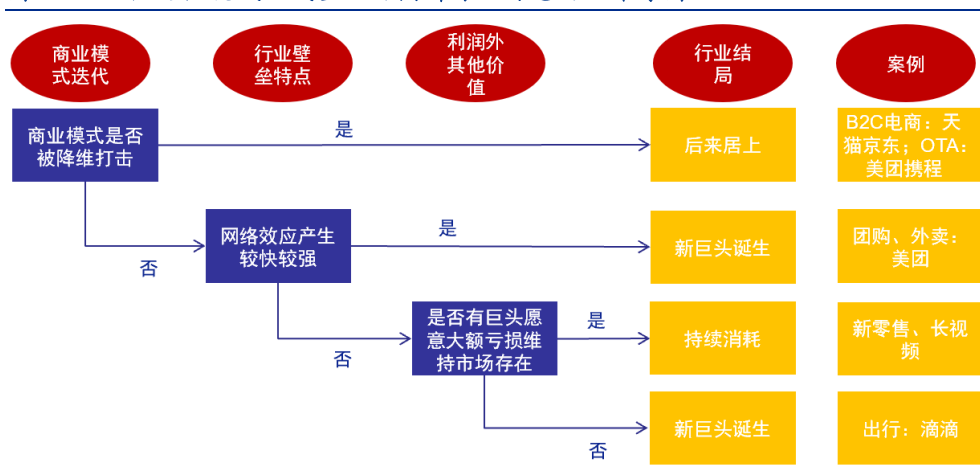
我们以三个会对终态产生重要影响的因素，梳理了互联网历史上的 8 次烧钱大战：①业务本身是否能够足够快的产生网络效应/规模效应。②业务是否发生了商业模式的迭代，产生了降维打击烧钱时代的业务模式。③后续的竞争中，是否有巨头愿意大额亏损维持市场存在。并梳理了对应通过对要素判断行业是否统一的思维导图。

表 10：历史上的 8 次烧钱大战中对格局产生影响的部分因素及行业是否走向统一汇总

	时间	业务网络效应/规模效应实现速度	是否发生商业模式迭代	是否有巨头愿意大额亏损维持市场存在	市场是否出现全局领导者（市占率 70%）	结局
千团大战	2011	快，美团 13 年初已势不可挡	否	否	是	美团统一团购市场
B2C 烧钱大战	2012	快，京东快速赢下传统家电大卖场	是	否	否	京东仍领跑零售效率，但阿里凭借综合电商平台的优势领跑 B2C 市场
OTA 烧钱大战	2013	慢，携程最终赢下传统 OTA 烧钱战	是	否	否	携程、美成行业两大寡头
网约车大战	2014	慢，2020 年仍有在各地运营的小网约车平台	否	否	是	滴滴最终拿下网约车市场大部分份额
外卖大战	2015	较快，2017 年美团领导局面已体现较为明显	否	是	是	美团整合大众点评，成为外卖平台领导者，与饿了么市占率 7:3
共享单车	2017	否	是	是	否	共享单车逐渐成为美团和蚂蚁金服的流量入口
新零售	2018	慢	是	是	否	新零售业务模式仍未全局跑通
下沉市场百亿补贴	2019	快	有待观察	否	有待观察	拼多多是目前下沉市场的领导者

资料来源：安信证券研究中心

图 35：结合过往烧钱大战整理的判断行业终态的思维导图



资料来源：安信证券研究中心

基于①社区团购业务较重、较难被降维打击、②行业网络效应较弱、③行业会有多个巨头愿意维持大额亏损保持市场存在的判断，我们预计行业或较难走向统一。由于判断本身涉及到较多的对未来的推演，对终局探讨的结论不确定性较大。

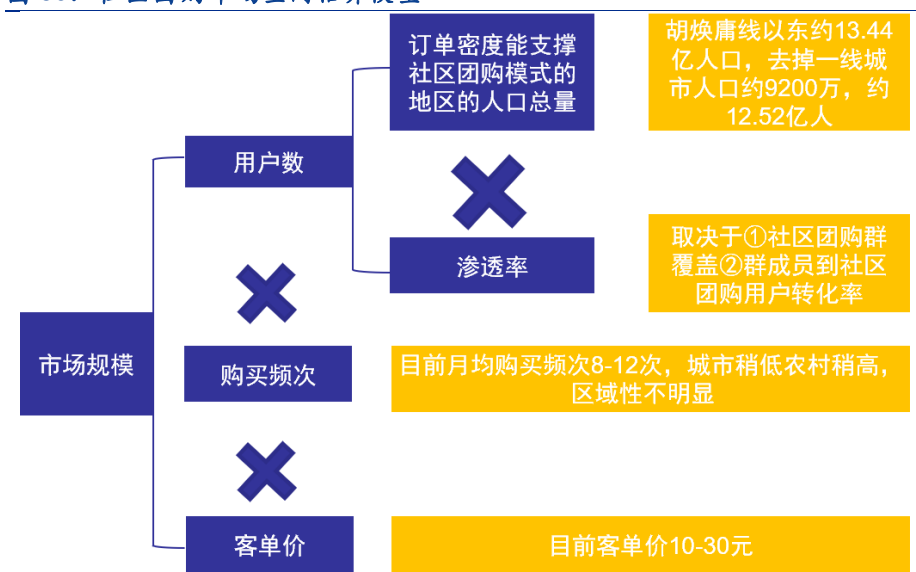
3. 社区团购市场空间及盈利潜力如何推演？

社区团购凭借其获客和履约成本的优势，迎来了快速扩张，不过零售业迭代无止境，行业更类似于“无限游戏”，长期中有不断的要素创新和模式探索而无明确的终局，社区团购业态和市场规模同样存在不确定性。我们在现有的零售业态下，参考当下社区团购运营状况，对社区团购的未来空间和盈利空间做出探讨。

3.1. 社区团购市场空间在万亿级别

对于社区团购的潜在规模，我们按照下图模型进行拆解，参照现有运行数据和客群、场景的定位，估算社区团购市场空间在中性假设下达 4608 亿，乐观预期下市场空间达 14965 亿：

图 36：社区团购市场空间估算模型



资料来源：安信证券研究中心

- (1) 社区团购并不适用于所有地区，以东部地区非一线城市的人口总量估算合适地区的人口数量约 **12.52 亿**。社区团购本质是渠道创新，足够的订单密度和客单价是保证渠道正常运作的条件，对消费者而言社区团购购物具有低价、空间距离近但需要次日提的特点，参照中国现实环境，社区团购在人口稀疏的中西部地区和时间成本高、生鲜渠道完善的一线城市是难以落地的。就目前来看，社区团购在东部农村到二线城市都实现了有效的拓展。千万人口的二线城市武汉地区日单量超 200 万，兴盛优选等平台渗透至农村，且实现了略高于农村的用户活跃度。参考东部地区人口总量 13.44 亿及一线城市人口数量 0.92 亿，东部地区非一线城市的人口总量估算合适地区的人口数量约 12.52 亿。
- (2) 渗透率上限受到渠道产品品类、品质、渠道信用、消费者购物和生活习惯等影响，渗透率还受到推广力度等影响。参照现实的推广，用户获取分两步，①团长将用户拉群，团购群人数与当地总人口间有团购群覆盖度的转换。②团购群的群成员到成为团购用户之间存在转换率。
- (3) 购买频次与客单价受到渠道产品品类、品质、渠道信用、消费者购物和生活习惯等影响，根据目前了解的情况，同一平台的数据差异不大。

以湖南地区为例测算主要的参数，估算全国社区团购市场空间在中性假设下达 **4608 亿**，乐观预期下市场空间达 **14965 亿**。我们采取湖南估算全国的空间，主要依据有二：一是湖南地区经营最久，对农村的渗透也最为成熟；二是当下多个地区验证了跨区域扩张的能力。以湖南地区为例，兴盛优选及其他平台的月 GMV 约 20 亿每月，以 16 元客单价估算，日单量约 417 万单，当地城市用户人均购买频次 8-9 次，农村用户购买频次 11-12 次，以人均月购买次数 9.3 次估算，湖南社区团购月活用户约 1345 万人（2020 年 9 月兴盛优选小程序 MAU3205 万人，参考湖南 9 万门店和合计 30 万门店的比例估算数据基本吻合），参照社区团购群成员到用户转化率 25% 估算，团购群用户基数约 5380 万人，对湖南 6900 万人口的人群覆盖比例达 78%，接近饱和。我们以湖南地区主要参数类推全国作为中性假设，在平台多元化、团长运营水平提升驱动用户转换率、购买频次和客单价提升作为乐观假设，得到对社区团购市场空间的预期分别为 4608、14965 亿。

表 11：社区团购市场空间测算

	湖南地区	全国(中性预期)	全国(乐观)	备注
总人口(万人)	6900	125200	125200	
社区团购群覆盖率	77.97%	77.97%	77.97%	
微信拼团覆盖人数(万人)	5380	97619.7	97619.7	
用户转换率	25.0%	25.0%	35.0%	乐观预期下，社群运营水平、品类扩充推动用户转换提高
社区团购用户数(万人)	1345	24404.9	34166.9	
用户渗透率	19.5%	19.5%	27.3%	折扣零售商的用户渗透率低于普通超市
购买频次(次每天)	0.32	0.32	0.60	乐观预期下，社群运营水平提高推动购买频次达到较高频次
单量(万单每天)	434.9	7890.9	20500.1	
客单价(元)	16	16	20	乐观预期下，社群运营水平、品类扩充推动用户客单价
GMV(亿/年)	254.0	4608.3	14965.1	

资料来源：国家统计局，草根调研，安信证券研究中心

3.2. 长期演变中，社区团购盈利潜力有望较目前显著增强

由于市场格局存在一定不确定性，我们以讨论格局相对稳定状态下的盈利潜力替代对盈利能力

力的讨论，基于单个订单盈利框架推演，我们认为远期社区团购的盈利潜力会有显著增强。

图 37：社区团购每单盈利能力分析框架+

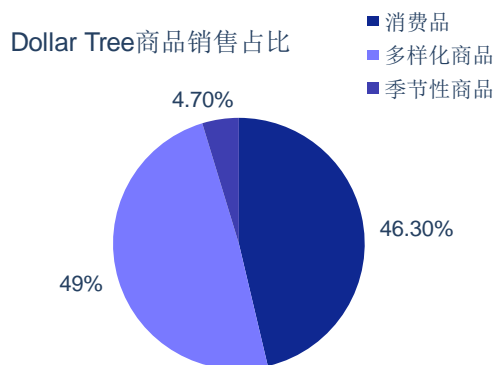


资料来源：安信证券研究中心

- (1) 客单价上，我们预计会较目前水平有一定提升。影响客单价的重要因素包括产品类别、用户对平台的信任度及用户群体等，长期中，用户群体或不发生显著变化，随着产品类别由生鲜向非生鲜品扩张和用户对平台信任度的增加，客单价较目前的水平将会有一定提升后维持相对稳定的状态，在现实的社区平台运营中，社区团购若能实现对用户群体的有效运营，实现品类突破，客单价一般会有所提升，比如从 10-15 元级别提升至 20-30 元级别，反之则会停留在某一区间。
- (2) 毛利率我们预计会较目前的水平有一定的提升，但存在一定的不确定性。长期中，我们认为各个品类的毛利率均会有所提升，但品类结构对毛利率的影响难以预计，推动产品毛利率提升的主要因素为供应链结构的改善和各地社区团购优势者领导地位不断加强、供应链优势不断强化。

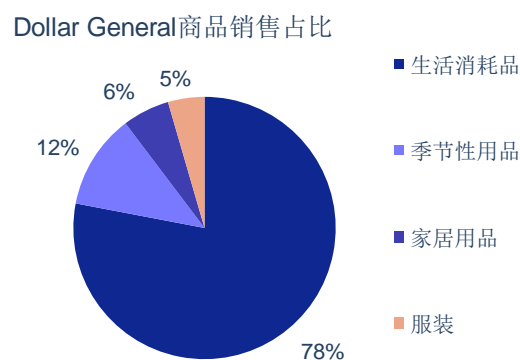
我们对毛利率的推演，参考了美国折扣杂货店的发展。社区团购在生鲜品特别是供给不稳定的低价生鲜品引流之外，搭配销售日用品，这样的商业模式上非常像一家折扣杂货店。折扣杂货店，即专注于提供例如食品，零食，基本服装，家居用品和季节性商品等价格低廉的日常生活快销品，提供数量少、低价的 SKU，其中高频日用品类起到引流的作用，服装、家具、季节性商品等低频商品高毛利，而低价引流的货品部分来自尾货，供给不稳定。

图 38: 折扣连锁店 Dollar Tree 产品销售的一半来自引流品



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

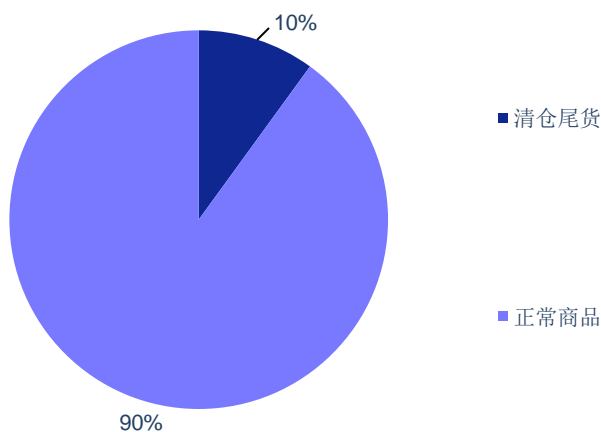
图 39: 折扣连锁店 Dollar General 销售 75% 为生活消耗品



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

美国折扣杂货店已有多年的发展，近年大获成功，其部分成功因素在于①选择近场模式并在 SKU 品类上避开避开电商强势品种，在引流品类上销售具备优势。②相较传统超市差异化的供应链管理带来的优势。相较于极致供应链管理的沃尔玛，折扣连锁店不以齐全的 SKU 比拼价格，而寻找尾货及来自亚洲的低价进口商品，在品牌商品上以少型号高采购量提升议价能力，从而形成独特的供应链优势。同时看到，随着销售规模的扩大，尾货销售会逐渐下降，自有供应链体系构建会更加成熟，以 Dollar Tree 为例，尾货占比从模式创立之初的 40%-50% 逐渐下降至 10%，而公司采购自中国、墨西哥等的进口商品占比则达到了 40%-50%，也与更多的美国三四线品牌制造商建立了合作。在这样的供应链体系下，折扣杂货店始终维持 30% 以上的高毛利水平。

图 40: Dollar Tree 当下品类不定的低价爆款尾货销售占比约 10%



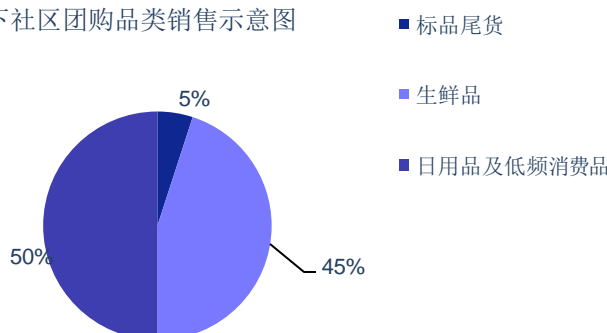
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

国内社区团购未来有望实现品类的进一步拓展，同时有望构筑新的供应链体系，对标于连锁杂货铺/商超渠道自有商品的毛利率，社区团购理论上毛利率会有较大的提升空间。当下的社区团购还处于发展早期，虽已见到高频引流品销售上的优势，但在构建更多供应链优势和拓品类的消费者教育上，都有待进一步拓展；此外同样能够看到，在农村地区及运营更久的地区，非生鲜品销售占比可达 50%-75%，社区团购具备逐步拓展品类的可能。我们认为，中国独特的生鲜供应及流通体系造就了社区团购具备采购尾货的可能，但长期中更进一步的供应链体系搭建，需进一步深入到生鲜品流通体系及上游制造业产业链中，以兴盛优选的发展阶段为例，根据其内部人士的说法，10 万单以内的供应可以采购标品尾货爆款销售，10-100 万级别单量需针对生鲜建立完善的供应链和运营体系，100 万以上现阶段，则需要更多品类上与上游供应商建立定制关系或深度合作，这样的供应链体系区别于传统超市或传统供应

链体系：①采购将更加灵活，但必须具备足够的成本优势，传统超市对供应链稳定的要求较高，对上游的定制化将有不同导向。②构筑下沉市场冷链物流配送体系，此前零售商一直未能在下沉市场实现冷链配送的销售模式。在这样的体系中，社区团购的毛利率有较目前进一步提升的空间。

图 41：社区团购销售品类拓展，更多品类的供应链都有完善的空间

当下社区团购品类销售示意图



资料来源：草根调研，安信证券研究中心

表 12：以橙心优选为例，其正在与更多品类供应商建立深度合作

	合作方
米面粮油	中粮集团
包装食品	康师傅、旺旺
乳制品	皇氏集团
纸巾	恒安、中顺洁柔

资料来源：腾讯新闻，安信证券研究中心

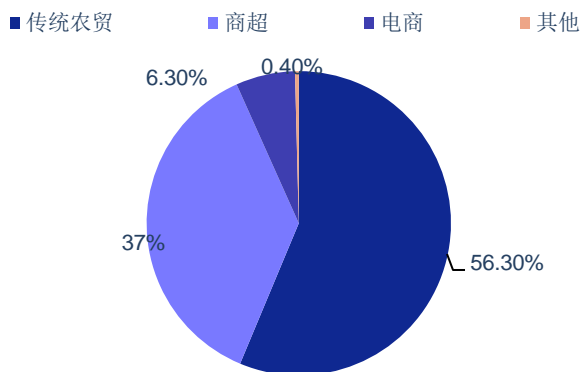
- (3) 损耗、仓储物流成本我们预计将下降，原因是非生鲜品占比提升会显著降低损耗，仓储物流成本还会额外受益于长期中订单密度的提升，推动订单密度提升的因素则是社区团购平台 SKU 量的提升和更加精准的定位提高了转化率。
- (4) 每单合同取得费用，即给团长的佣金长期中会下降，因①一部分用户会沉淀于平台、订单获取对团长的依赖会减少，据草根调研兴盛优选在农村订单量的 50%来自平台自然流量，其他平台在持续经营中预计也会陆续沉淀用户。②团长当下的高佣金率是行业拓展红利期的特殊现象，在长期中必然回归到正常水平，或从 15%左右费用率下降到 5%左右的费用率。
- (5) 管理研发费用预计会被规模效应摊薄。

4. 社区团购模式如何影响存量零售业态格局？

4.1. 超市行业多方向探索正面行业社区团购变革

分品类细看社区团购对超市行业存量的影响，超市行业受到的冲击远小于社区团购的整体市场规模。生鲜品类属于高频必需品，社区团购主要进行存量替代，从产品定位和用户定位上看，社区团购与农贸市场重叠度更高，且超市行业目前占生鲜销售渠道的 37%，仍远低于农贸市场销售占比 56.3%，因此超市行业受到的冲击远小于社区团购的增量；对于非生鲜品，社区团购不只是在替代部分原有的需求，也是在渠道创新中拓展了增量需求，替代的方向还包括杂货店、批发市场等，这部分超市行业受到的影响同样远小于社区团购行业的增量。

图 42：中国 2019 生鲜销售渠道占比



资料来源：欧睿咨询，安信证券研究中心

中长期中，社区团购预计难以取代传统超市业态，超市仍会有自己的核心价值。①预计社区团购业务模式对消费者的覆盖率不会高于传统超市，不论是目前社区团购经营数据还是美国折扣杂货店的数据，对消费者的渗透率均低于超市，始终有消费者更喜欢平价、稳定、一站式的购物体验而非低价、爆款、货物品质稳定性稍差的购物体验。②传统超市具备与品牌合作的经验、以稳定为角度的供应链高效，本质上跟社区团购的供应链是差异化的，这决定了社区团购难以降维打击消灭传统超市业态。

对于传统超市经营者而言，目前看面对社区团购大体有三种选择，各有利弊：①不参与社区团购，坚守自有模式或探索线下门店新模式。②积极在门店开展社区团购。③开放供应链，赋能社区团购平台。我们认为，三种选择各有利弊，对于不参与社区团购的，需关注新模式探索成效；对于积极在门店开展社区团购的，需关注其门店整体经营数据是否有改善；对于开放共赢链赋能社区团购平台的，需关注其社区团购平台合作方、后续社区团购模式发展是否会衍生出独立供应链的可能。

表 13：传统超市面临社区团购的业务选择各有利弊

业务选择	风险	收益
不参与社区团购，坚守自有模式或探索线下门店新模式	探索出新模式之前门店经营会持续受到冲击 不改变供应链体系和烧钱难以获取新流量，烧钱做社区团购资金投入能力低于互联网公司和创业公司	掌握超市业态的全价值链条 减少经营受到的冲击
积极在门店开展社区团购	社区团购长期选择自建核心供应链体系有风险	带来额外收入

资料来源：安信证券研究中心

多个超市行业的上市公司已准备积极切入社区团购业态：

· 家家悦拟以现有门店和供应链为基础在所有门店开展社区团购，规划明年来自社区团购的业务收入占比达 10%。公司规划于 11 月逐渐在所有门店开展社区团购业务，在复用的物流基础上构建差异化的采购，从抓门店人群粘性入手拓展社区团购流量，以轻投入拓展流量，以质量、价格、服务深抓消费者粘性，并有望摊薄原有门店成本；公司规划明年来自社区团购的业务收入占比达 10%，并以对门店的整个团队及社区团购业务负责人考核激励的形式增强业务开展积极性、构建反馈机制贯彻执行规划。受客户群体消费能力疫情之下受到一定影响及水果等部分品类价格影响，公司三季度同店数据承压，但供应链稳固、门店管理有韧性，

对行业变化感知敏锐，新业态开展有望拓展新流量，建议关注公司新业态探索及后续门店经营状况变化。

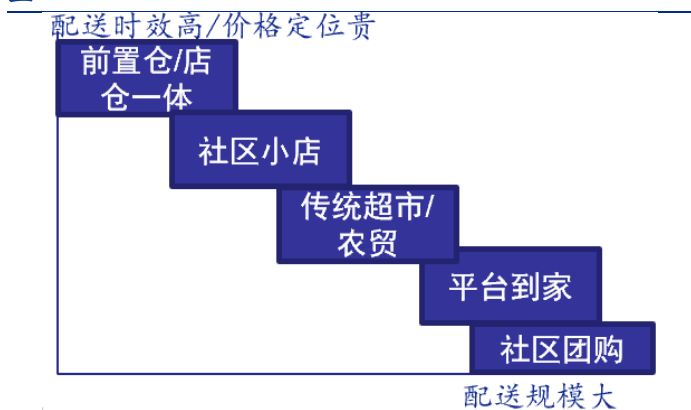
· 步步高在新业态探索、供应链服务同步进行，后续或与多个进入湖南的社区团购平台建立进一步供应关系。步步高在湖南地区门店丰富经营良好并基本实现了数字化转型，奠定了业务扩张的基础，O+O（线上+线下）探索经验丰富。社区团购上，2月27日，步步高宣布投资成立小步优鲜商业公司，正式进入社区团购赛道，近期整合到家和到店业务，进一步提供运营效率。公司具备履约效率和履约成本优势，并能在新业态中有效拓展用户群体，湖南地区线上获客占比已达20%，在激烈的竞争中，公司可比门店在10月仍实现了正增长；此外，多个线上企业进入湖南地区试水业务模式缺乏供应链基础，公司在湖南地区供应链稳固，后续或与部分社区团购平台合作供货，开放供应链将带来额外收入，长期业态演变亦值得持续关注。

此外，不排除永辉、红旗连锁等对社区团购业态开展进一步探索的可能。我们认为，传统超市长期仍有自身的价值，后续可积极追踪传统超市在社区团购上的探索和应对。

4.2. 社区团购对电商影响探讨——电商扩张增添新动力，或推动电商格局变动

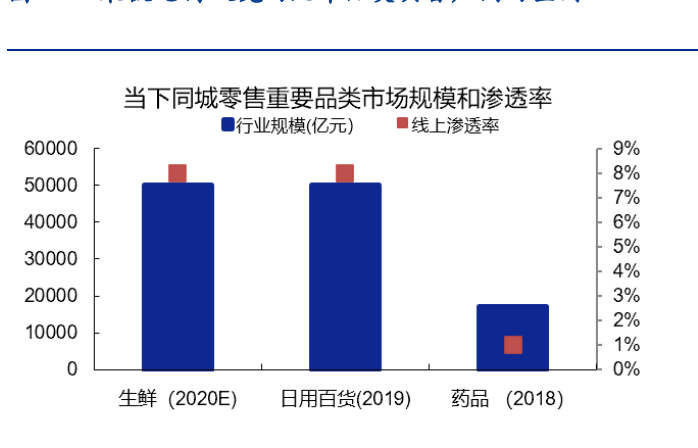
低线城市生鲜零售模式的难题或被破解，电商迎来业态拓展和进一步增长。社区团购进一步拓展了电商的新业态，为改造传统生鲜零售提供了新模式；生鲜零售空间广阔，数字驱动生鲜零售管理或具备较高的价值量，电商行业有望迎来业态拓展和进一步增长。

图 43：社区团购低履约成本推动电商进一步改造传统零售业



资料来源：安信证券研究中心

图 44：未被电商攻克的几个品类具备广阔的空间



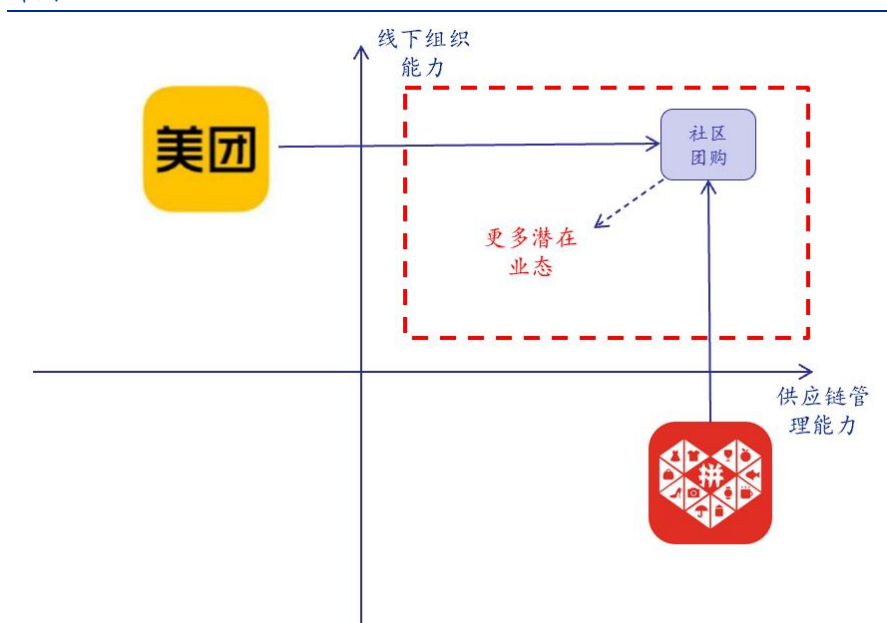
资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

我们认为，社区团购几乎不会直接对现有电商业务（除了用户和品类重叠较高、积极投身社区团购的拼多多）造成冲击。传统电商构建了强大的履约体系，积攒了庞大的用户并培养了他们的消费习惯，在耐用品、低频消费品等众多品类上构建了完善的采购体系和物流体系，用户端上，社区团购平台也与电商平台的活跃消费者（除了拼多多）重叠度较低，社区团购的兴起难以影响淘宝、天猫、京东这类电商平台的销售。

不过，社区团购或大大影响电商的竞争格局。社区团购业态的复杂性，远远超出了淘系和京东这类传统电商、拼多多这样的线上社交电商和美团外卖平台这样的 O2O 平台，在社区团购上站稳脚跟的公司，将具备新的业务能力，为自己进一步拓展业务添砖加瓦，社区团购将起到“跳板”或“敲门砖”的作用。我们以美团和拼多为例，拿下社区团购，对于美团，借助于社区团购，将直接进入零售业，具备了供应链能力的美团，进一步利用其流量，发挥自身组织能力、即时配送上的优势，或成为长期中零售业的重要玩家；对于拼多多，从线上走进线下，将进一步巩固其在核心用户中心心智的占领，有望在更多线下业态发挥其流量优势、

营销能力和供应链优势。

图 45：社区团购将对部分公司业务版图拓展起到“跳板”或“敲门砖”的作用



资料来源：安信证券研究中心

5. 投资建议

投资建议：看好社区团购商业模式的长期前景，把握在社区团购中布局，有望进一步在产业变革中打开成长空间的标的。①重点推荐美团-W：美团将社区团购业务定为一二级战略项目，地推及精细运营能力的优势有望使其在业务前期推广中占据优势，2020 年底实现千城推广的计划落地顺利，订单量已达 400 万增长迅速；社区团购业务是美团的下一个成长飞轮，与现有业务板块高度协同，弥补短板进入零售业，成长边界进一步打开。②推荐拼多多：公司供应商体系和用户与社区团购有较大重叠，与竞争对手相比供应商和流量优势明显，且公司创建时间较短，创新能力和效率较强，并具有较强的资本实力应对持续的模式迭代，当下社区团购业务迅速推广；③在面临社区团购的变革中超市龙头积极探索，后续或取得进展，当下估值处于历史低位，龙头管理能力和供应链能力有韧性，后续或有估值修复的可能，推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁，建议关注步步高。

表 14：关注公司财务预测（步步高为 Wind 一致预期，其余为安信预测）

股票代码	公司名称	最新市值 (亿元, 人民币)	收入 (亿元人民币)			归母净利润 (亿元人民币)			PE		
			FY18	FY19	FY20/E	FY18	FY19	FY20/E	FY18	FY19	FY20/E
3690.HK	美团-W	16331.82	652.27	975.68	1105.34	(1154.77)	22.39	65.20	(14.14)	729.50	250.47
PDD.O	拼多多	9133.78	131.20	301.42	487.38	(102.17)	(69.68)	(82.92)	(89.40)	(131.09)	(110.15)
601933.SH	永辉超市	778.62	702.79	846.30	1027.86	14.80	15.64	25.74	52.60	49.79	30.25
603708.SH	家家悦	144.06	126.74	152.11	191.99	4.30	4.58	5.53	33.51	31.48	26.04
002697.SZ	红旗连锁	88.84	71.78	77.79	90.35	3.23	5.16	5.58	27.53	17.21	15.91
002251.SZ	步步高	188.89	183.15	195.78	219.65	1.56	1.73	2.14	121.43	109.30	88.09

资料来源：Wind，安信证券研究中心

6. 风险提示

生鲜供给侧改造进度缓慢进而拖累整体推广。中国独特的农业生产和农村治理体系下，生鲜品采购通常不具备规模效应，供给水平或制约社区团购业态的推广。

跨地区推广不及预期。尽管社区团购已在多个区域表现出具备跨区域扩张的能力，但进一步跨地区推广后存在不及预期的可能。

政策监管风险。尽管社区团购在扶贫上有一定正面贡献，但存在影响既有利益环节、被出于社会影响等因素监管的可能。

消费者消费习惯改变。尽管目前社区团购满足了大量价格敏感型消费者的需求，但存在消费者消费习惯持续改变、进而影响社区团购业态存在基础和扩张空间的可能。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034