

商业贸易

2020年11月26日

社区团购：下沉市场的零售效率革命

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

李旭东（联系人）

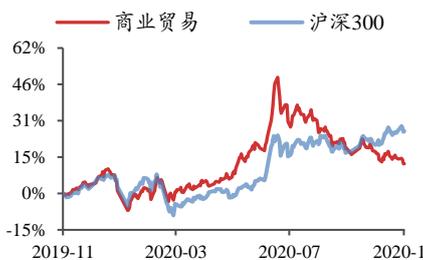
huangzepeng@kysec.cn

lixudong@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790120010014

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《商贸零售行业周报-10月化妆品珠宝社零数据亮眼，完美日记登陆美股》
-2020.11.22

《行业深度专题报告-从完美日记，看DTC模式如何打造彩妆“国货之光”》
-2020.11.20

《行业点评报告-10月社零同比+4.3%，餐饮消费增速年内首次转正》
-2020.11.16

● 社区团购赛道火爆，“预售+次日达+自提”模式创新实现更省、更便捷

社区团购是依托社区和团长社交关系实现商品流通的新零售模式。2016年至今，行业历经兴起、泡沫和洗牌，2020年在疫情催化下浴火重生。从模式特点来看，社区团购企业借生鲜切入市场，通过预售模式实现以销定采，降低生鲜库存损耗；次日达+自提模式有效压缩履约成本，叠加平台补贴，使终端商品具备了高性价比，有力满足了下沉市场特征人群（闲暇时间多、价格敏感）的消费需求。另一方面，由于生鲜品类高频刚需，社区团购渠道能够有效触达、唤醒海量消费者，因此自然成为潜在线下新流量入口，也吸引了众多互联网巨头纷纷加码布局。

● 社区团购显著降低履约成本，在低客单价的下沉市场拓展盈利成为可能

生鲜品类由于易损耗、物流成本高等特点，一直存在线上渗透的难题。近年来，部分企业通过前置仓模式开展生鲜电商业务，虽确实提升了交付体验，但受限于较高人力和配送成本，该模式难以在低客单价的下沉市场复制。相较而言，社区团购通过预售实现需求端的计划性提高供应链效率，通过牺牲一定时效性（即次日达）实现了集单集配，结合消费者自提（省掉终端配送成本），显著降低履约成本，使该模式在低客单价前提下也具备了盈利能力，解决行业痛点。长期看，社区团购模式有望发展为下沉市场的零售基础设施，重构商品经销链路。

● 社区团购竞争要素：短期起势靠流量（团长），长期成败取决于供应链建设

社区团购模式主要通过半熟人社交圈引流获客，平台中，团长承担了获客、推荐商品、分拣、交付和售后等工作，并按照订单完成情况获取佣金。短期看，流量优势（团长数量和资源、平台自身流量导入等）决定平台是否能迅速做大客单量、实现规模优势，从而更多让利消费者实现正向循环。长期看，生鲜作为社区团购重要品类，选品、采购、仓储物流等环节效率将显著影响消费者使用体验。因此，生鲜的零售属性（追求多快好省）决定了社区团购的模式重、稳态净利率低、规模复制扩张难度大，供应链建设将成为行业企业竞争的长期决胜关键。

● 行业格局：创业公司与互联网巨头同场竞技，美团、拼多多禀赋突出

社区团购赛道火热，玩家众多，可主要分为创业公司（兴盛优选、十荟团等）与互联网巨头（美团、拼多多、滴滴、阿里巴巴等）两类。

兴盛优选：行业内最大独角兽，由芙蓉超市孵化，核心竞争力为数量众多的线下门店、多年零售经验和成熟的供应链仓配体系。

美团：坐拥4.5亿年活跃用户和经验丰富的地推团队，在流量、获客端优势明显；此外通过快驴、美团买菜在生鲜经营B端、C端亦均有布局。

拼多多：以拼团业务起家，在农产品经营上具有丰富资源积累；此外，拼多多主要位于下沉市场的用户群体也与社区团购主战场高度契合。

滴滴：跨界入行，依靠补贴取得先发优势，长期生鲜经营竞争力仍待观察。

阿里巴巴：通过盒马优选和入股十荟团等多线布局，但可能面临微信流量限制。

● **风险提示：**食品安全问题；监管政策变化；消费者购物习惯培育时间长。

目录

1、 社区团购：疫情后浴火重生，“便宜有好货”的新零售模式.....	5
1.1、 社区团购：以“预售、次日达、自提”为特点的新零售模式.....	5
1.2、 社区团购发展史：历经兴起、泡沫和洗牌，疫情催化下浴火重生.....	6
1.3、 疫情催化社区团购赛道焕发新机，互联网巨头相继入局.....	7
2、 模式创新降本提效，社区团购有望率先在下沉市场盈利.....	8
2.1、 生鲜消费刚需高频、线上渗透率低，为互联网巨头必争流量洼地.....	8
2.2、 社区团购通过模式创新降低配送成本，更易在下沉市场复制.....	9
2.2.1、 生鲜电商前置仓模式：客单价天花板限制了模式在下沉市场的可复制性.....	9
2.2.2、 社区团购：“预售+自提”模式降本提效，在下沉市场具备更强可复制性.....	11
2.3、 社区团购有望成为下沉市场基础设施，并重构传统商品经销链路.....	12
3、 社区团购的核心要素：客群、品类、团长、供应链.....	13
3.1、 客群：基于半熟人社交关系引流，获客成本低.....	13
3.2、 品类：高频 SKU+大单品策略，打造极致低价，占领用户心智.....	14
3.3、 团长：弱化对团长的依赖将是行业长期良性发展的关键.....	15
3.4、 供应链：运营模式重、快速扩张难度大，长期看是平台决胜关键.....	17
4、 创业公司与互联网巨头竞技，美团拼多多优势较大.....	18
4.1、 兴盛优选：发家于湖南市场的社区团购赛道先行者.....	18
4.2、 互联网巨头悉数入场，美团、拼多多具有更大优势.....	21
4.2.1、 美团优选：流量、生鲜经营、地推优势明显.....	21
4.2.2、 多多买菜：具有丰富的拼团、下沉客群运营及农产品经营经验.....	23
4.2.3、 橙心优选：高补贴下获取先发优势，长期生鲜经营能力仍待观察.....	24
4.2.4、 阿里巴巴：多线布局社区团购赛道.....	25
4.3、 传统超市企业的社区团购探索：步步高推出“小步优鲜”.....	27
5、 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 社区团购是依托社区和团长社交关系实现商品流通的新型零售模式.....	5
图 2： 社区团购价格明显低于淘宝等传统电商.....	5
图 3： 社区团购团长主要分布在下沉市场.....	5
图 4： 社区团购平台“你我您”在长沙成立.....	6
图 5： 2018 年社区团购行业融资次数明显增多.....	6
图 6： 2019 年社区团购企业遭遇破产兼并潮，行业洗牌整合加快.....	6
图 7： 疫情期间居民通过社区团购购买生鲜大幅增长.....	7
图 8： 1/4 的用户在疫情中首次使用社区团购平台.....	7
图 9： 2020 年国内生鲜市场规模预计超过 5 万亿元.....	8
图 10： 生鲜品类线上渗透率仍较低.....	8
图 11： 居民每周购买各类生鲜频次较高.....	8
图 12： 阿里、拼多多新增用户人均营销费用明显上升.....	8
图 13： 前置仓模式生鲜电商能够提供 3 公里内 1 小时到家的便捷服务.....	9
图 14： 前置仓需要布置在社区 3 公里范围内.....	10
图 15： 每日优鲜主要在一二线城市布局.....	10

图 16:	永辉超市门店主要在一到三线城市	11
图 17:	在农村需要去集市才有丰富的商品种类供应	11
图 18:	预售+自提模式为集单集配提供了操作空间,降低了整个链路的物流配送成本	12
图 19:	社团团购重构经销渠道、简化流通环节链路,广泛触达 C 端消费者,蕴藏广告流量价值	13
图 20:	社区团购是一种基于社区的社交电商	13
图 21:	社区团购获客成本低廉	13
图 22:	兴盛优选小程序上线多种品类	15
图 23:	社区团购团长主要为店长和宝妈群体兼职	15
图 24:	团长收入分为佣金、分成和奖励三部分	16
图 25:	团长在微信群内推送商品信息	16
图 26:	订单量增大后,团长的分拣作业难度加大	16
图 27:	社区团购平台需要做好选品、采购、分拣、物流等工作	17
图 28:	社区团购玩家众多:主要分为创业公司和互联网巨头两种	18
图 29:	兴盛优选由便利店超市芙蓉兴盛孵化	19
图 30:	兴盛优选 GMV 规模快速增长	19
图 31:	兴盛优选已经覆盖了 14 个省/直辖市(截止 2020 年 11 月)	19
图 32:	兴盛优选模式经过多次迭代	20
图 33:	兴盛优选打造“阿必达”B2B 订货平台	21
图 34:	兴盛优选终端网点深入乡村	21
图 35:	2020 年双十一兴盛优选日订单突破 1000 万	21
图 36:	兴盛优选上线家电、美妆等品类,打造线上超市	21
图 37:	美团买菜开展一二线城市前置仓业务	22
图 38:	美团在生鲜 B 端/C 端均有布局	22
图 39:	美团 APP 为美团优选提供入口	22
图 40:	美团优选招募地推团队	22
图 41:	美团将社区团购定位为一级战略项目,目前已经覆盖 12 省份、20 余城市	23
图 42:	依靠丰富的拼团及下沉市场运营经验,多多买菜发展迅速	23
图 43:	拼多多主站 APP 为多多买菜提供流量入口	24
图 44:	拼多多在农产品经营上有丰富经验和资源积累	24
图 45:	滴滴发力社区团购,橙心优选快速拓展	24
图 46:	阿里通过赛马机制布局社区团购	25
图 47:	菜鸟驿站推出团购板块	26
图 48:	菜鸟驿站站点可作为自提点	26
图 49:	盒马推出“盒马优选”入局社区团购赛道	26
图 50:	步步高推出社区团购小程序“小步优鲜”	27
图 51:	“小步优鲜”可提供品类丰富的商品	28
图 52:	“小步优鲜”自提时间早于大多数团购平台	28
表 1:	疫情后社区团购赛道火热,相关企业融资情况明显回暖	7
表 2:	叮咚买菜盈利模型:履约成本(配送费)占比较高	10
表 3:	低客单价限制下,前置仓模式盈利存在困难	11
表 4:	低线城市零售业态相对缺乏	11
表 5:	社区团购平台通过高频生鲜 SKU 切入,以爆款策略打造极致低价	14
表 6:	相比于共享单车、网约车及外卖等业态,社区团购在模式上更重	17
表 7:	兴盛优选已经完成 5 轮融资	20

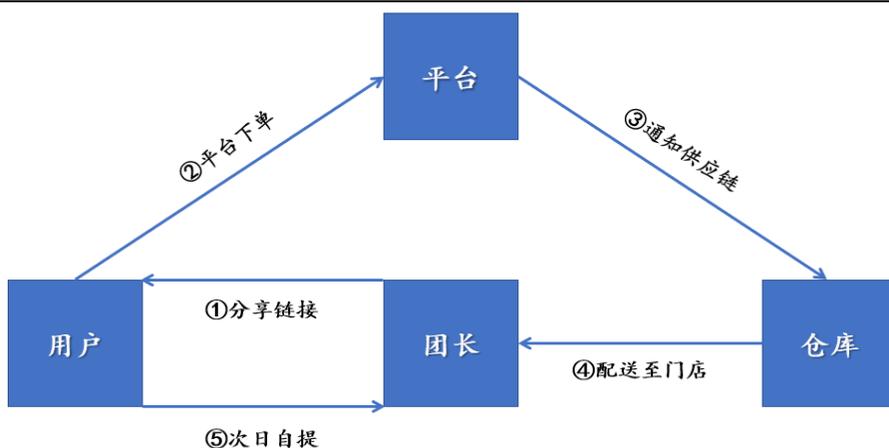
表 8: 橙心优选的价格明显低于兴盛优选	25
表 9: 针对每日订单完成数, 橙心优选对团长的激励程度更高	25
表 10: 社区团购各平台优劣势对比: 互联网巨头中美团、拼多多优势较大	27

1、社区团购：疫情后浴火重生，“便宜有好货”的新零售模式

1.1、社区团购：以“预售、次日达、自提”为特点的新零售模式

社区团购是依托社区和团长社交关系实现商品流通的新零售模式。一个典型的社区团购业务流程是：1) 团长在自建微信群内分享高性价比的商品链接；2) 群内用户在特定时点前（一般为当晚 11 点）点击商品链接或直接通过平台小程序下单，同时选择自提点；3) 平台当天收集完订单后，调动供应链，在第二天由仓库将货发送至自提点（一般为团长所在门店）；4) 用户自行到自提点提货。

图1：社区团购是依托社区和团长社交关系实现商品流通的新型零售模式



资料来源：开源证券研究所

通过“预售+次日达+自提”模式，实现“更省、更便捷”购物体验，主攻下沉市场。社区团购以生鲜品类切入市场，采用预售方式实现最大化以销定采，降低了生鲜库存损耗；通过次日达+自提的方式，在牺牲一定配送时效性前提下，有效压缩了履约成本，结合平台补贴，提供了更高性价比的商品。横向对比看，生鲜品类在社区团购平台的价格要明显低于淘宝等传统电商平台，因此较好满足了下沉市场特征人群（闲暇时间多、价格敏感）的消费需求。而从地域分布看，根据新经销数据，目前分布在三四线及以下的团长数量占比达到 70%，下沉市场是社区团购的主战场。

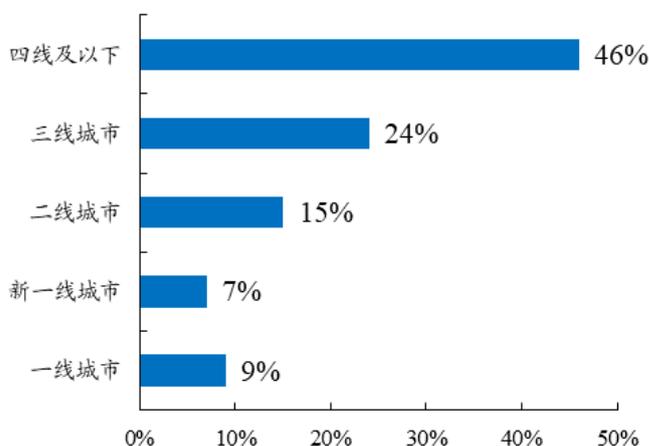
图2：社区团购价格明显低于淘宝等传统电商

团购价在各品类上都低于淘宝价格

团购平台	产品名	规格	团购价	相似产品 淘宝包邮价
兴盛优选	红心蜜柚	2个	7.68	13.9
橙心优选	贝贝南瓜	1.5kg	7.59	14.9
橙心优选	巨峰葡萄	250g	3.19	4.9
兴盛优选	包菜	2.5kg	8.99	15.8
兴盛优选	翅中	500g	17.99	29.8
橙心优选	鲜鸡蛋	30枚	16.9	24.9

资料来源：橙心优选、兴盛优选、淘宝网、开源证券研究所

图3：社区团购团长主要分布在下沉市场



数据来源：新经销、开源证券研究所

1.2、社区团购发展史：历经兴起、泡沫和洗牌，疫情催化下浴火重生

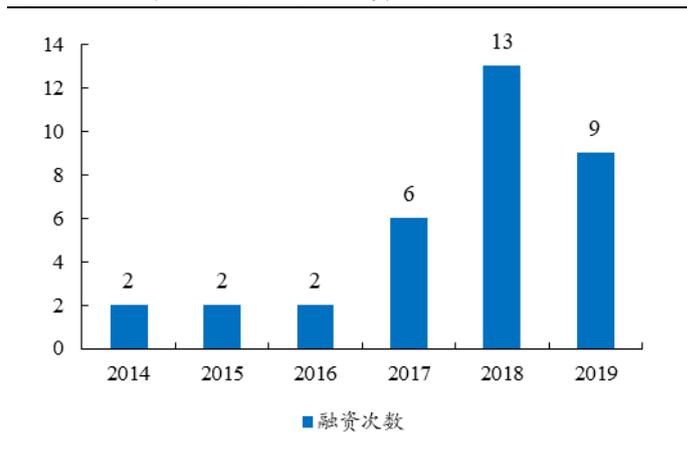
社区团购 2016 年兴起，2018 年在资本推动下迎来井喷式发展。社区团购并非全新的生鲜电商模式，早期已存在拼团和社交电商行为。2014 年长沙、武汉等地区就有团长通过微信、QQ 群收集订单后集中向供应商下单，以获取更低的采购成本。2016 年“你我您”在长沙成立，以社区为入口立足家庭消费场景，标志着社区团购诞生。随着你我您盈利与兴盛优选崛起，模式可行得到验证，2018 年社区团购在下沉市场高速发展，吸引资本相继入局：邻邻壹、松鼠拼拼、十荟团等一批社区团购公司分别获得红杉中国、IDG、真格等一线创投机构投资，百团大战盛况再现。

图4：社区团购平台“你我您”在长沙成立



资料来源：新浪财经

图5：2018 年社区团购行业融资次数明显增多



数据来源：网易财经、开源证券研究所

2019 年泡沫退去，行业迎来洗牌整合。经历繁荣后的社区团购赛道，2019 年由于行业供应链脆弱、客流下滑等问题，遭遇大规模的破产、兼并：松鼠拼拼陷入倒闭风波、十荟团合并你我您、呆萝卜宣布资金链断裂。叠加经济下滑、资本寒冬，行业融资也陷入低谷，全年仅有 8 家公司披露融资情况，融资总额仅约 19 亿元，与预计金额 50-100 亿元相差甚远。行业整合进程加快，逐步进入洗牌期。

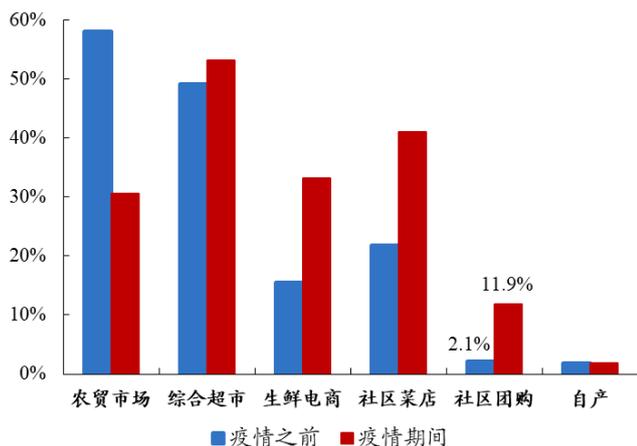
图6：2019 年社区团购企业遭遇破产兼并潮，行业洗牌整合加快



资料来源：亿邦动力网、开源证券研究所

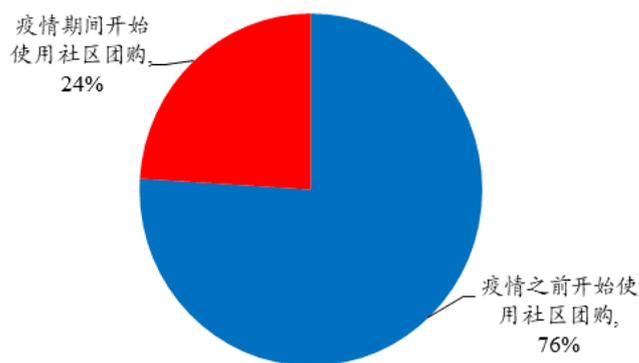
2020年新冠疫情对社区团购市场起到很好的催化、教育作用。疫情期间，居民外出减少、购物渠道受阻，同时信息传达和管理多以社区为单位，社区统一采购配送等模式逐步普及。而社区团购品类恰好以生鲜为主，解决了消费者每日高频、刚性需求，在疫情期间发展火热。根据商务部数据，居民通过社区团购渠道购买生鲜的比例相比疫情前大幅增长；根据凯度数据统计，有1/4的用户在疫情中首次使用了社区团购平台。疫情对消费者起到了很好的教育作用，显著降低了社区团购平台的拉新成本。疫情后，随着互联网巨头相继入局，社区团购行业也迎来了浴火重生。

图7: 疫情期间居民通过社区团购购买生鲜大幅增长



数据来源: 商务部流通产业促进中心、开源证券研究所

图8: 1/4的用户在疫情中首次使用社区团购平台



数据来源: 凯度咨询、开源证券研究所

1.3、疫情催化社区团购赛道焕发新机，互联网巨头相继入局

互联网巨头相继入局，社区团购市场再次火热。社区团购模式在疫情期间的亮眼表现重获资本关注，赛道整体融资频率及融资规模明显回暖。除兴盛优选等头部创业公司之外，互联网巨头也相继入局：腾讯选择押注“兴盛优选”，参与完成约8亿美元融资；阿里巴巴不仅入股“十荟团”，还设立盒马优选事业部进场布局；拼多多、美团、滴滴则亲自下场，分别上线多多买菜、美团优选和橙心优选，注重加码布局社区团购。

表1: 疫情后社区团购赛道火热，相关企业融资情况明显回暖

融资时间	融资方	融资轮次	融资金额	投资方
2020年1月	十荟团	B轮	8830万美元	愉悦资本、启明创投、阿里巴巴、真格基金等
2020年1月	源小鲜	天使轮	未披露	未披露
2020年5月	十荟团	C轮	8140万美元	GGV纪源资本、愉悦资本、启明创投等
2020年6月	考拉买菜	战略融资	数百万元	盐城高新区投资集团、盐城创新创业投资
2020年6月	莲菜网	B+轮	1.55亿元	美菜网、河南省内国有基金公司
2020年6月	同程生活	C轮	2亿美元	欢聚时代、同程资本、金沙江创投、君联资本等
2020年7月	同程生活	C+轮	数千万美元	襄禾资本、贝塔斯曼、元禾资本
2020年7月	兴盛优选	C+轮	8亿美元	KKR、腾讯投资、红杉资本中国、天一资本
2020年7月	十荟团	C+轮	8000万美元	鼎晖投资、GGV纪源资本、民银国际

资料来源: 天眼查、蓝鲸 TMT、开源证券研究所

2、模式创新降本提效，社区团购有望率先在下沉市场盈利

2.1、生鲜消费刚需高频、线上渗透率低，为互联网巨头必争流量洼地

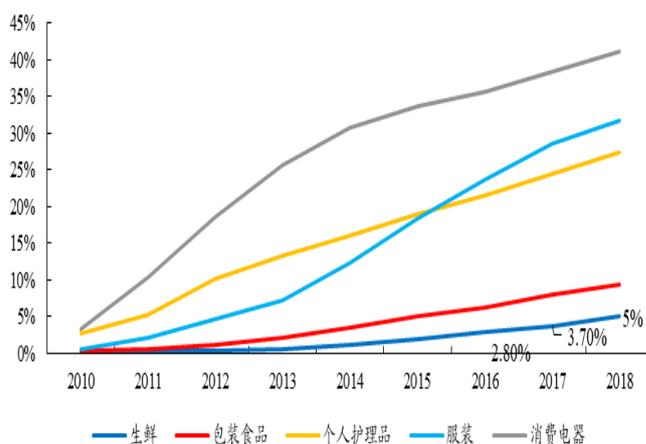
国内生鲜市场空间广阔，线上渗透率较低。根据欧睿统计数据，2018年国内生鲜食品零售额为4.93万亿元，过去五年平均复合增速为6.5%，行业空间广阔。但由于生鲜存在客单价低、毛利率低、易腐烂损耗、物流成本高等特点，导致其一直存在线上渗透的难题。至2018年，生鲜品类的线上渗透率仍仅有5%，远低于电器、服装、个人护理等品类。

图9：2020年国内生鲜市场规模预计超过5万亿元



数据来源：欧睿、开源证券研究所

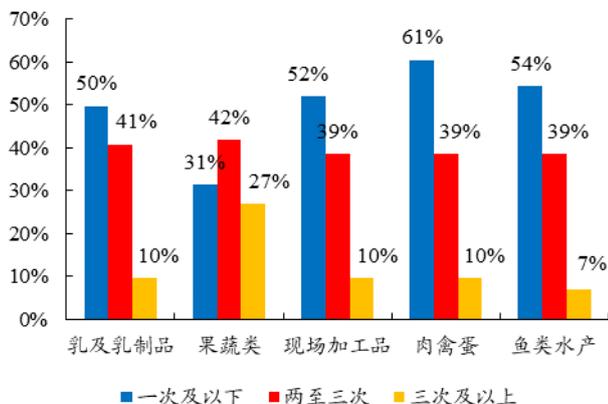
图10：生鲜品类线上渗透率仍较低



数据来源：欧睿、开源证券研究所

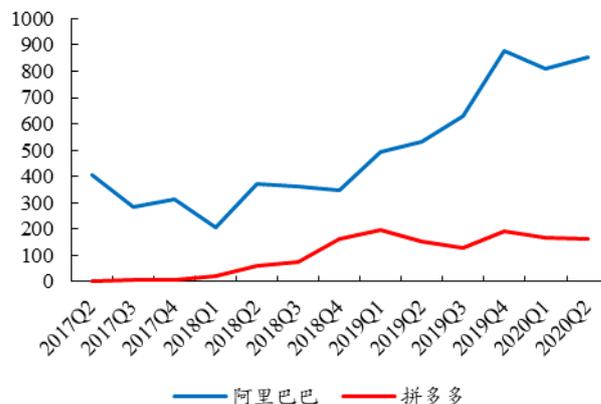
生鲜消费刚需、高频，随着互联网巨头流量增长放缓，生鲜品类成为新的必争之地。果蔬、肉禽蛋等生鲜品类具有刚需、高频的消费特点，在生活中几乎不可或缺。根据艾媒咨询统计，2019年居民每周购买各类生鲜两次以上的平均占比达到50%左右。另一方面，以淘宝、天猫、京东为代表的电商巨头线上流量增速放缓、获客成本越来越高，也急需寻找新的增长曲线。生鲜凭借广阔的市场空间和高频消费特点，有望为电商巨头们创造新的流量增长极，因而自然成为下一个必争之地。

图11：居民每周购买各类生鲜频次较高



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图12：阿里、拼多多新增用户人均营销费用明显上升



数据来源：阿里巴巴、拼多多公司公告、开源证券研究所

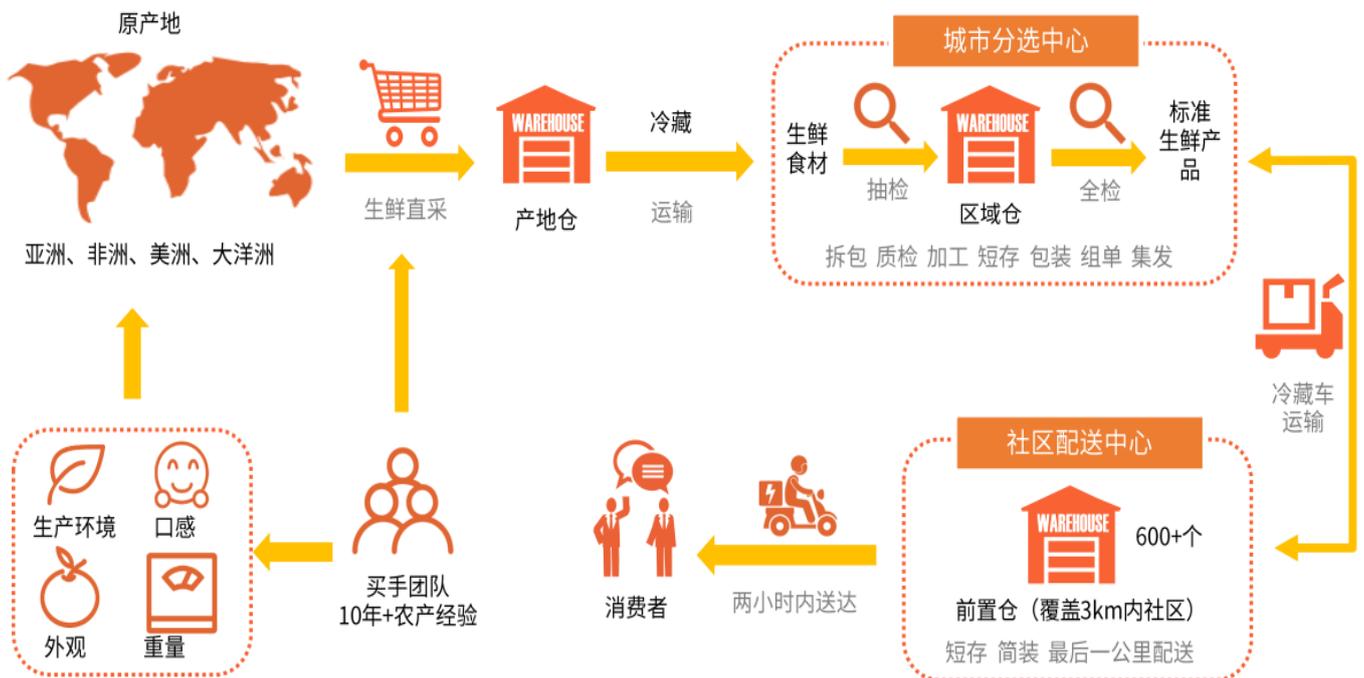
2.2、社区团购通过模式创新降低配送成本，更易在下沉市场复制

相较传统电商和前置仓生鲜电商而言，社区团购对客单价要求低，更适合下沉市场。我们认为，传统电商（如易果生鲜、本来生活等）运营生鲜品类，尽管SKU更加丰富，但传统中心大仓模式受限于物流仓储条件，存在存货损耗高、履约成本高、交付体验差等痛点。近年来，前置仓模式（如每日优鲜、叮咚买菜等）生鲜电商蓬勃发展，在损耗及交付体验上有了明显优化，但仍面临难以集约交付导致的高配送成本难题，因此在低线城市可复制性较差。反观社区团购模式，通过采用“预售、次日达、自提”方式，显著降低了平台损耗；同时由于集约配送及用户自提，大幅降低了配送成本。目前，其配送时效介于传统电商与前置仓之间，在拥有相对较多闲暇时间的低线城市，具备了更强的复制性。

2.2.1、生鲜电商前置仓模式：客单价天花板限制了模式在下沉市场的可复制性

前置仓模式生鲜电商提供3公里内生鲜1小时到家的便捷服务。该模式下，生鲜电商通过在社区周边设置前置仓或者与线下商超合作，覆盖周边3公里内的消费者。消费者在APP下单后，企业通过物流配送，能够在1小时内快速把生鲜产品送达消费者。相比于传统中心大仓模式，前置仓模式提供了更好的交付体验，同时也拓宽了可选SKU数量。目前，前置仓模式代表玩家有每日优鲜、叮咚买菜等。

图13：前置仓模式生鲜电商能够提供3公里内1小时到家的便捷服务



资料来源：艾媒咨询

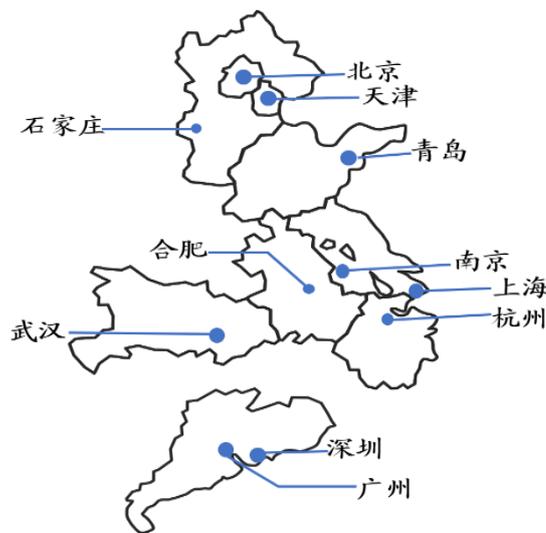
前置仓模式主要痛点在于订单难以集中，导致末端配送成本较高，且下降空间有限。相比中心大仓，前置仓生鲜电商的模式更重，需要在社区附近布置密集的前置仓，面积一般在200-300平方米，因而需要承担较高的租金、设备、配送人员工资等固定开支，此外流量端获客成本也较高。目前前置仓模式生鲜电商仅在一二线城市布局，相对较低线城市，一二线城市生活节奏快、消费者收入高，有更强的意愿去为便捷买单，如每日优鲜主要布局城市为北上广深、天津、杭州、南京等。

图14: 前置仓需要布置在社区3公里范围内



资料来源: 新浪财经

图15: 每日优鲜主要在一二线城市布局



资料来源: 每日优鲜官网、开源证券研究所

由于履约成本较高,因此前置仓模式在低客单价情况下盈利困难。在固定投入方面,前置仓生鲜电商需要租入仓库、支付水电费以及库内分拣人员工资,该部分支出随着客单量以及客单价提升可以得到摊销。然而在配送端,由于承诺即时配送,导致配送员集单操作空间有限,导致配送成本难以降低。我们对前置仓模式代表企业叮咚买菜进行盈利模型测算:中性假设情况下,假定客单价/日客单量/毛利率分别为50元/1000单/25%,则全年收入为1659万元、毛利为415万元;成本端,假定每单配送费用为6元,则年配送成本达到219万元,加上租金、人工、摊销、水电等其他费用,合计达到420万元,占收入比重为25.3%,营业利润为负。

表2: 叮咚买菜盈利模型: 履约成本(配送费)占比较高

项目	金额	项目	金额
客单价(元)	50	年收入	16,590,909
客单量/日	1000	年毛利	4,147,727
日销售额	50000	年租金	273,750
毛利率	25%	年水电费	273,750
每单配送费用/元	6	年人工费	1,440,000
前置仓面积(平方米)	250	年配送费	2,190,000
日租金(元)/平米	3	年折旧摊销	20,000
员工人数	15	营业利润	-49,773
工资/月	8000		
水电费用/日(元,假设占收入比重1.5%)	750		
前期设备装修投入(元,摊销5年)	100000		

数据来源: 腾讯财经、亿邦动力网、开源证券研究所

情景分析: 低客单价假设下,前置仓模式盈利存在困难。在客单价分别为30元/50元/70元、日客单量分别为800/1000/1200的情景假设下,我们通过测算发现,客单价对于模型最终的盈利影响较大:当客单价为70元时,三种客单量假设下企业均能盈利;当客单价为50元时,只有在日客单量达到1200时才能盈利;若客单价只有30元时,则在假设的三种客单量情景下,企业均将遭遇亏损。

表3: 低客单价限制下, 前置仓模式盈利存在困难

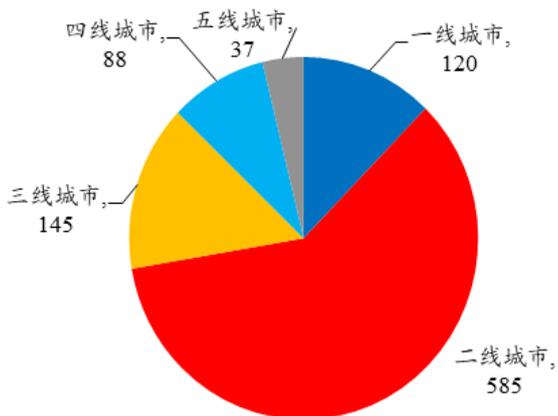
情景分析	客单价			
	30	50	70	
日客单量	800	-1,626,241	-386,568	853,105
	1000	-1,599,364	-49,773	1,499,818
	1200	-1,572,486	287,023	2,146,532

数据来源: 开源证券研究所

2.2.2、社区团购: “预售+自提” 模式降本提效, 在下沉市场具备更强可复制性

受人口密度和消费能力限制, 典型城市商业业态商超百货等在低线下沉程度有限。低线城市尤其是乡镇农村, 人口密度较低同时消费能力相对较弱, 城市中典型商业业态如百货、大卖场下沉不具有经济性, 造成当地零售业态比较匮乏, 主要以集市、小型超市及夫妻店为主。根据永辉超市官网数据, 其门店位于一线/二线/三线/四线/五线的门店占比分别为 12.3%/60.0%/14.9%/9.0%/3.8%, 其中一至三线城市合计占比接近 90%。永辉超市门店平均面积在 8000 平方米左右, SKU 超过 2 万种, 可以满足消费者一站式购物的需求, 但需要较大的客流及客单才能发挥出其规模效益。

图16: 永辉超市门店主要在一到三线城市



数据来源: 永辉超市官网、开源证券研究所

图17: 在农村需要去集市才有丰富的商品种类供应



资料来源: 新浪财经

低线区域零售业态相对匮乏, 商品丰富度有限。低线城市零售业态以百货及小型商超为主, 业态种类较一二线城市相对匮乏。而在大多数乡镇农村, 只有小型超市及夫妻店满足日常高频需求。但夫妻店进货渠道相对单一, 经营品类少且经常断货, 只有到了集市中才会有丰富的商品供应(集市一般距离较远且只有特定时间开放)。因此, 对低线区域消费者而言, 购物渠道缺少、商品价格高的痛点, 使得消费者的需求目前远未被满足。

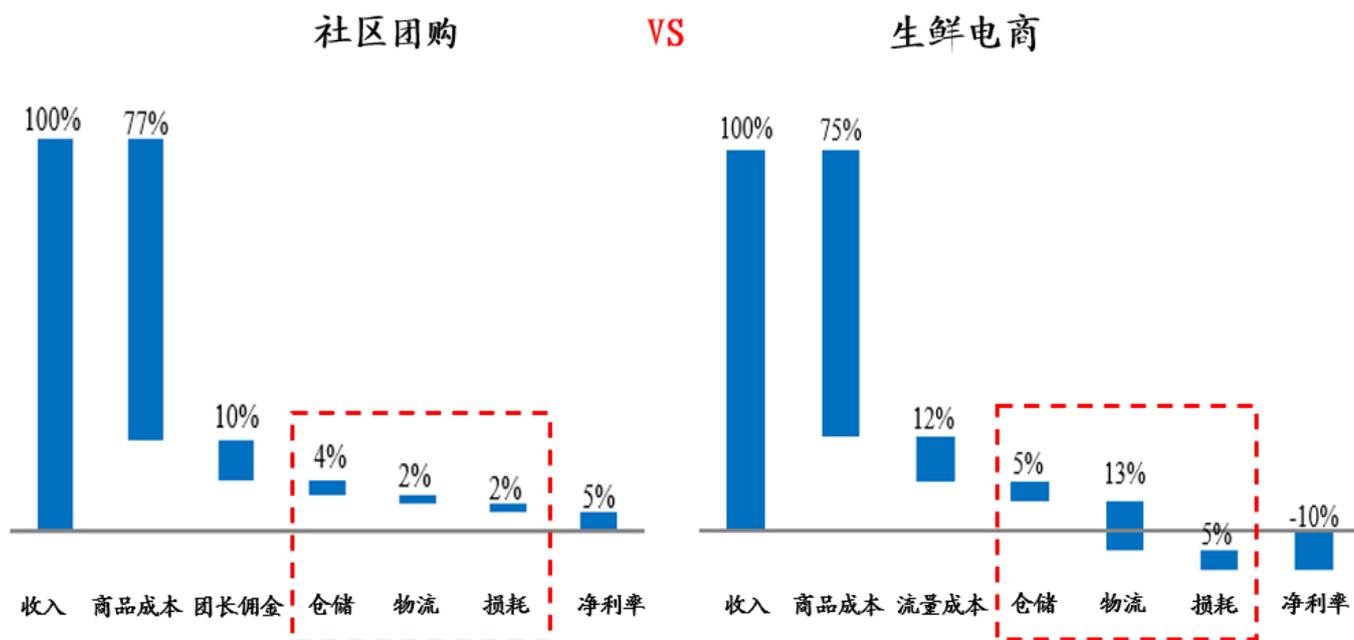
表4: 低线城市零售业态相对缺乏

	现有业态
一、二线城市	连锁便利店、生鲜超市、百货、购物中心、综合商超、会员制超市、品牌零售、折扣店、十元店
三、四、五线城市	百货、小型商超、品牌零售
小镇农村	小超市、夫妻店

资料来源: 开源证券研究所

社区团购通过“预售+自提”模式，拥有更低的租金、物流和末端配送成本。1) 社区团购依托现有的便利店、快递站点等作为线下提货点，首先减少了在终端门店租金上的投入。2) 其次，社区团购采用预售模式，消费者提前一天在小程序或 APP 上下单后，团长或平台有充足的时间进行集单，并进行商品的集中配送，从而降低物流成本；此外，以销定采也减少了平台备货以及相应的损耗成本。3) 此外，由于消费者到店自提，终端配送成本也得到免去。相比于前置仓模式的终端配送成本每单在 7-8 元左右，社区团购模式下，从网格仓到提货点的物流成本可以被压缩到每单 1 元以内。履约成本的大幅降低，也极大增加了商品销售可触达的范围。

图18: 预售+自提模式为集单集配提供了操作空间，降低了整个链路的物流配送成本



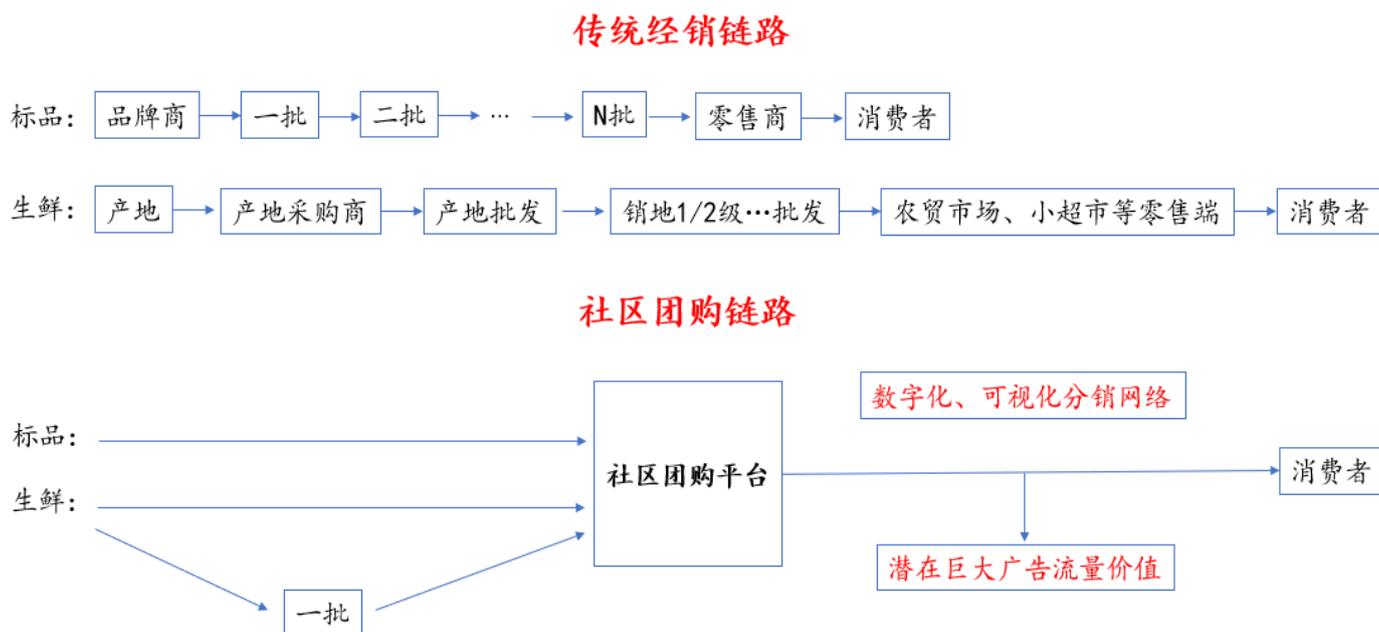
数据来源：兴盛优选、每日优鲜、叮咚买菜、开源证券研究所

2.3、社区团购有望成为下沉市场基础设施，并重构传统商品经销链路

长期看，社区团购可以发展为下沉市场的零售基础设施。传统 B2C 电商通过快递履约，但在下沉市场中，由于无法实现足够的订单密度，导致履约成本较高。而在社区团购模式中，通过团长集单，并引入高频生鲜品类做大单量，在物流环节通过集中配送履约，有效降低了物流成本，从而在低客单价前提下也具备了盈利能力。长期来看，社区团购可以发展成为一个连接到村一级的零售基础设施，为海量商品建立一个触达下沉市场的分销网络。

社区团购为品牌商重构经销渠道、简化流通环节链路，广泛触达 C 端消费者，蕴藏广告流量价值。传统流通渠道下，品牌商商品一般需要层层经销才能实现下沉，中间环节冗繁、终端加价倍率较高。电商渠道出现为品牌商提供了直达消费者的机会，既能将中间环节利润让利给终端消费者，也可直接从数据中得到反馈指导经营。但在下沉市场，由于经销商布局更早，目前电商的下沉程度仍非常有限。社区团购通过模式上的改进进一步降低了履约成本，并通过生鲜品类高频打低频的方法，触达了海量 C 端消费者。且由于其建立的是数字化、可视化的分销网络，因此也具备了更高的广告流量价值，受到众多互联网巨头重视。

图19: 社区团购重构经销渠道、简化流通环节链路, 广泛触达 C 端消费者, 蕴藏广告流量价值



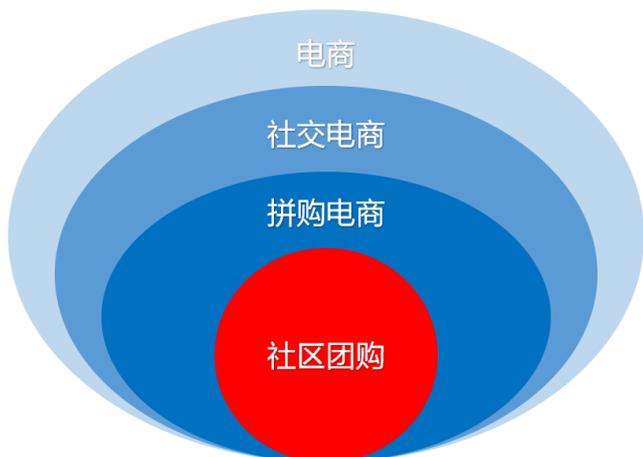
资料来源: 开源证券研究所

3、社区团购的核心要素: 客群、品类、团长、供应链

3.1、客群: 基于半熟人社交关系引流, 获客成本低

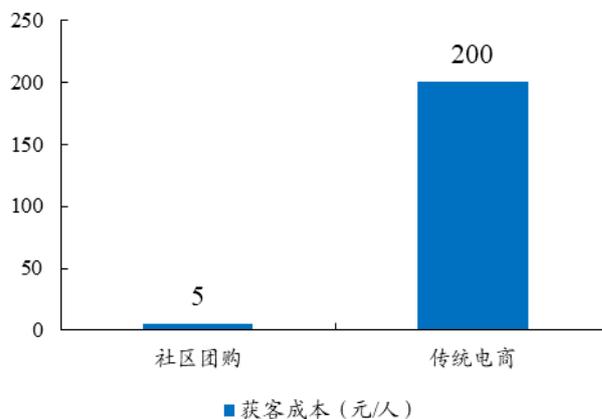
社区团购是基于社区的社交电商, 利用半熟人社交关系引流。社区团购是社交电商的一种, 基于小区邻里的半熟人关系, 团长将朋友、邻居拉入微信群, 并转化为社区团购平台的会员, 获客成本低廉。同时商品链接/平台小程序可以在微信上转发, 也进一步加大了会员裂变的速度。相比于传统电商当前人均 200 元左右的获客成本, 社区团购的获客成本仅不到 5 元/人, 流量洼地特征明显。

图20: 社区团购是一种基于社区的社交电商



资料来源: 新经销、开源证券研究所

图21: 社区团购获客成本低廉



数据来源: 亿邦动力网、开源证券研究所

3.2、品类：高频 SKU+大单品策略，打造极致低价，占领用户心智

社区团购企业初期通过高频生鲜 SKU 切入，以爆款策略打造极致低价。社区团购企业刚进入某个新市场时，当地消费者对其信任度较低，因此通过高频、低客单价、低品牌辨识度的生鲜品类切入，具有显著优势：1) 低客单价意味着消费者有较低的试错成本；2) 低品牌辨识度意味较低的营销及获客成本；3) 高频则使得单一门店每天拥有足够的客单量，从而摊销每天一次配货的物流费用；高单量下，平台对供应商的议价优势增强，叠加补贴，实现高性价比快速占领消费者心智，提升渗透率。微信小程序上的数据显示，兴盛优选、多多买菜等社区团购平台上日常生鲜品类的价格明显低于永辉生活。

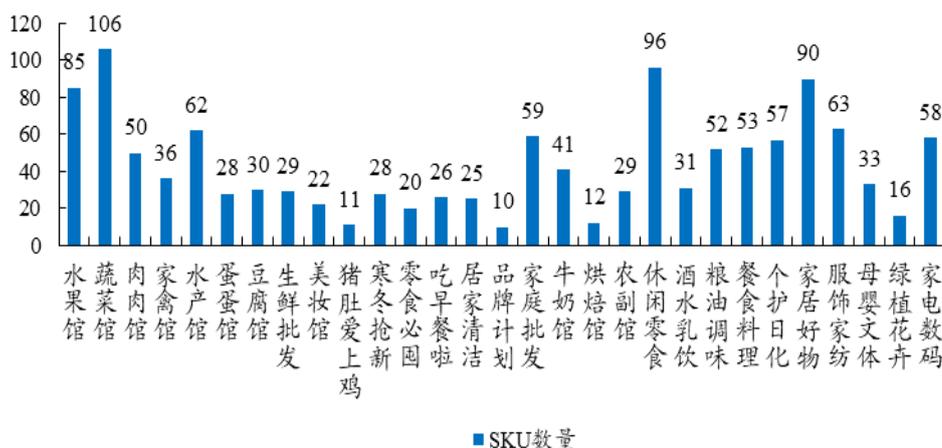
表5：社区团购平台通过高频生鲜 SKU 切入，以爆款策略打造极致低价

品类 (500g)	兴盛优选	多多买菜	美团优选	橙心优选	永辉生活
土豆	1.0	-	1.5	0.9	2.8
藕	4.0	3.0	2.9	4.5	4.9
西红柿	3.0	2.8	2.8	4.0	8.5
花菜	2.3	2.3	2.0	2.8	6.9
山药	3.0	3.0	3.5	2.8	7.0
胡萝卜	1.3	1.4	-	1.5	1.9
黄瓜	1.9	1.9	1.4	1.0	2.6
包菜	1.2	1.3	-	1.3	5.7
生姜	5.0	5.6	3.7	-	7.8
白菜	2.5	1.0	1.0	1.7	-
茄子	3.3	-	4.1	-	4.1
金针菇	2.5	3.8	-	4.5	6.7
梨	3.5	2.0	2.0	1.6	3.6
红心火龙果	3.0	5.6	2.8	6.7	7.8
蜜柚	2.4	2.7	1.8	2.0	8.6
冬枣	7.0	5.0	-	5.0	8.9
香蕉	3.0	3.3	3.0	3.3	3.9
苹果	3.8	3.2	4.0	6.0	8.6
蜜桔	2.0	2.0	2.9	4.0	3.2
红提	9.4	10.0	9.8	10.0	11.9
龙眼	6.0	6.9	3.7	5.0	12.9
哈密瓜	1.0	4.0	5.5	3.3	5.3
鸡翅	18.0	-	14.9	17.0	33.9
带鱼	8.0	-	8.0	7.0	9.9
虾仁	26.0	-	28.3	39.0	43.2

数据来源：兴盛优选、多多买菜、美团优选、橙心优选、永辉生活小程序或 APP、开源证券研究所（时间截至 2020 年 11 月 13 日）

品类方面未来发展趋势是逐渐拓展品类，打造下沉市场的线下超市。通过生鲜引流培养消费者在平台上的消费习惯，后续通过其他更高毛利率产品承接，提高盈利能力的同时，也能更好地满足消费者一站式购物的需要。兴盛优选在初期以 40-50 个生鲜 SKU 为主，随着用户群体增大，逐渐引入日化、美妆、家居等品类，目前生鲜 GMV 占比已经从初期的 70% 下降至 30% 左右。

图22: 兴盛优选小程序上线多种品类



数据来源: 兴盛优选小程序 (选择长沙地区门店)、开源证券研究所

3.3、团长: 弱化对团长的依赖将是行业长期良性发展的关键

团长主要为店长和宝妈群体兼任, 通过自身社交圈实现引流。社区团购以团长为中间纽带, 连接平台方和社区消费者。团长一般为社区便利店、母婴店、快递点店主或者宝妈群体, 具有较好的社区人脉关系。由于生鲜品类的非标特性, 通过熟人背书可以有效地解决线上交易的信息不对称问题, 促进交易达成。除了建设微信群、每日定时推荐商品外, 团长还需要承担收货、分拣、交付等工作。相比于宝妈群体, 店主作为团长具有更明显的优势: 1) 店主拥有丰富的商品管理经验, 服务能力更强; 2) 店主本身拥有的门店可以作为线下提货点, 同时经营稳定性更好。行业早期团长主要以闲暇时间较多的宝妈兼任, 随着团购交易规模增长、商品分拣及交付复杂程度提升, 店主已成为新开团团长的主力来源。

图23: 社区团购团长主要为店长和宝妈群体兼职



资料来源: 开源证券研究所

团长收入分为佣金、分成和奖励三部分, 当前佣金提成为交易额 10%左右。1) 团长根据每天实现的订单交易额进行佣金提成, 目前佣金比例在 10%左右。由于单一社区人数有限, 订单交易额的增长只能靠做大复购率完成, 而复购率的稳定需要购物体验有保障。2) 平台也鼓励团长继续发展下线团长, 并可以基于下线团长的订单交易额抽取约 2%的返佣比例。3) 最后, 平台会根据团长拉新数量及达成的交易额按

照梯度给予一定的奖励。整体来看，目前社区团购行业整套收入体制对于团长有较大激励，可以帮助平台在前期实现快速跑马圈地。

图24: 团长收入分为佣金、分成和奖励三部分

佣金=订单交易额*佣金比例（10%左右）

分成=发展的下线团长的订单交易额*返佣比例（1%-2%）

奖励=邀请新用户奖励+成交额梯度奖励（各平台有所不同）

资料来源：开源证券研究所

目前优质团长仍为稀缺资源，头部平台已打响团长争夺战。当前阶段，团长发挥着低价引流、商品推送、交付、售后等多种重要功能，在社区中拥有门店的优质团长仍为稀缺资源。行业竞争加剧之下，各个玩家为了快速做大交易规模，争相从其他平台高价挖团长，团长身兼多个平台已成为常态。从团长角度来看，与平台合作一方面可以赚取佣金，另一方面也可以为自身门店导流，因而会尽可能与更多的平台方合作，而不会只对某一个平台保持忠诚度。对于消费者来说，这种不忠诚会导致单一平台的购物体验下降。此外，团长会更倾向于将社群流量掌握在自身手中，如此才能始终保持对平台的话语权，这也将不利于平台的用户沉淀及团长环节成本的降低。

短期内平台通过多种方式尝试绑定团长，长期看团长的作用将会逐渐弱化。当前团长对于平台快速跑马圈地仍是关键，因此平台方试图通过拉长结算期、排他性协议等方式来绑定团长。长期来看，我们认为平台对团长的依赖会逐渐减少，原因在于：1) 团长前期负责拉新建群、推送商品，群内消费者基于信任关系被动接受推荐，随着消费习惯培育及对平台逐渐信任，部分消费者会有转向直接通过微信小程序下单的趋势，因为在平台内可以主动选择商品且非被动接受微信群繁多消息的打扰；2) 随着订单量增多，团长店内分拣作业难度加大，未来该部分作业可能会前置到网格仓完成。团长在链条中的功能将简化为收货、少量分拣、交付、提供提货点，该部分功能相对更加标准化。减少对团长的依赖也有助于平台更高效的管理。

图25: 团长在微信群内推送商品信息



资料来源：兴盛优选团购群

图26: 订单量增大后，团长的分拣作业难度加大



资料来源：资讯网

3.4、供应链：运营模式重、快速扩张难度大，长期看是平台决胜关键

社区团购的模式较重，对于供应链建设的要求更高，快速扩张难度大。生鲜在社区团购中占有较高的比例，平台需要做好选品、采购、分拣、物流等工作，本质上是自营的模式；同时由于生鲜供应的区域化，仓储物流上对冷链要求较高，因而比标品自营模式所需的资金投入、管理复杂程度也更高。相比于共享单车、网约车、外卖的流量打法，社区团购在 SKU 经营（海量）、仓配建设、人员管理（团长、用户、配送员）上要求更高，导致快速扩张的难度更大。

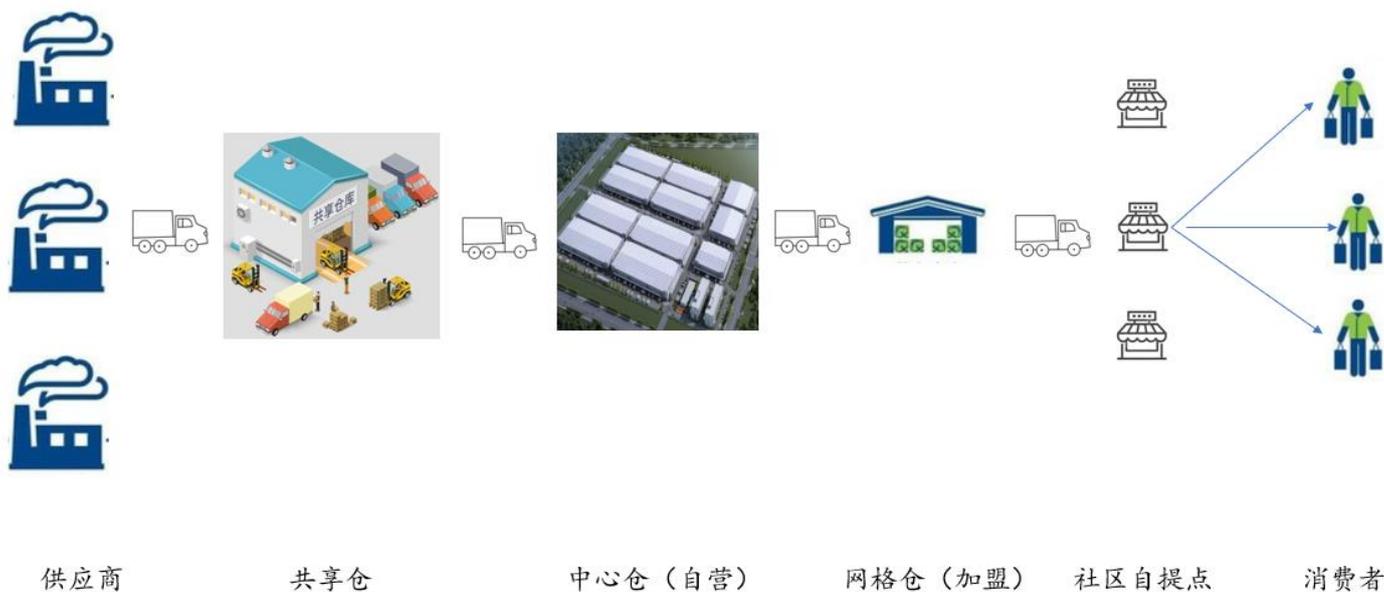
表6：相比于共享单车、网约车及外卖等业态，社区团购在模式上更重

项目	主要参与方	服务或产品	供应端	SKU	资产属性	备注
共享单车	用户、平台、政府	自助式的骑行服务	单车	0/1	重	前期就要供应单车
网约车	用户、平台、司机、政府	轻交互的运输服务	司机或车辆	0/1	轻/重	前期利用出租车和社会车辆存量供应
外卖	用户、平台、商家、骑手	较复杂的配送服务	商家、骑手	0/1	较轻	涉及商家和骑手的组织，重人力和组织，不重资产
社区团购	用户、平台、团长、供应商、配送员	半自助式的配送服务	商家、骑手和基础设施	海量	重	需要建仓配

资料来源：《产品不归路》公众号、开源证券研究所

在每个开城省市，社区团购平台方会搭建一个中心仓和多个共享仓。大部分供应商本身会在中心仓附近建仓租仓，方便给中心仓供货。每天截单后，中心仓会按用户所在区域进行整体分拣，并经货运配送到城市中的网格仓。网格仓一般都是加盟制，负责地图上一个网格中所有门店的订单，商品会在网格仓中完成订单级的分拣和打包，并最终由加盟方自己配送到负责的各个门店，平台向加盟方支付每单履约费用。

图27：社区团购平台需要做好选品、采购、分拣、物流等工作



资料来源：虎嗅、开源证券研究所

烧钱可以短期集聚流量，但是行业最终竞争力仍在于供应链能力。尽管从短期来看，流量与补贴可以帮助社区团购平台迅速起量，但是社区团购从本质上仍然经营的是零售生意，长期来看商品的多快好省才是形成竞争力的关键。供应链能力一看**仓配端**：各大平台为了控制物流成本，往往通过招募个体司机方式获得运力，但从长远看，个体司机的管理难度较大，存在较大不稳定性；二看**商品端**：团购平台当前依靠爆品走量，存在品类少、档次低、品质不稳定问题，能否在长期兼顾供应链效率、品类丰富度、质量稳定性，将是平台对消费者形成粘性的关键。

4、创业公司与互联网巨头竞技，美团拼多多优势较大

社区团购赛道玩家众多，创业公司与互联网巨头同场竞技。疫情加速社区团购模式发展，目前行业内玩家众多，主要可分为创业公司与互联网巨头两种。创业公司代表如兴盛优选、十荟团、同程生活等，这些玩家进入社区团购行业较早，具有较丰富的零售经验，且在经营上具有明显的区域性特色。另一方面，以美团优选（美团旗下）、多多买菜（拼多多旗下）、橙心优选（滴滴旗下）等为代表的互联网巨头玩家，拥有明显的流量以及资金优势，同时在先前的外卖、打车等行业大战中积累了丰富的地推、组织等经验。此外，也有部分超市企业如步步高、家家悦等，上线了社区团购小程序，但目前规模远小于前两类玩家，对行业格局影响较小。

图28：社区团购玩家众多：主要分为创业公司和互联网巨头两种



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

4.1、兴盛优选：发家于湖南市场的社区团购赛道先行者

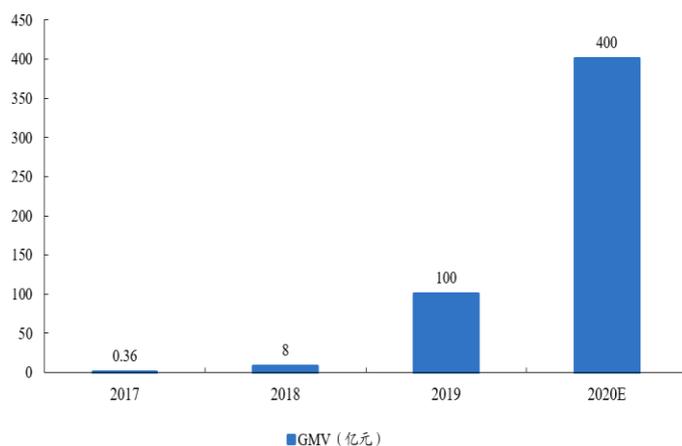
社区团购赛道先行者，近年来门店、GMV 规模快速增长。兴盛优选由全国连锁便利超市芙蓉兴盛孵化，主要定位于解决家庭消费者的日常需求，提供蔬菜水果、肉禽水产等全品类精选商品供应。兴盛优选依托社区实体便利店，通过“预售+自提”的模式为用户提供服务。截至 2020 年 9 月，公司拓展门店数 30 万+（仍以每周 8000-10000 家的速度拓展），覆盖 13 个省（11 月 20 日刚进入第 14 个省份江苏）、161 个地级市、938 个县级、4777 个乡镇和 31405 个村，主要分布在三四线城市及以下等下沉市场。目前兴盛优选日均订单超过 800 万单，2019 年度 GMV 达到 100 亿元，公司预计 2020 年 GMV 有望达到 400 亿元。

图29: 兴盛优选由便利店超市芙蓉兴盛孵化



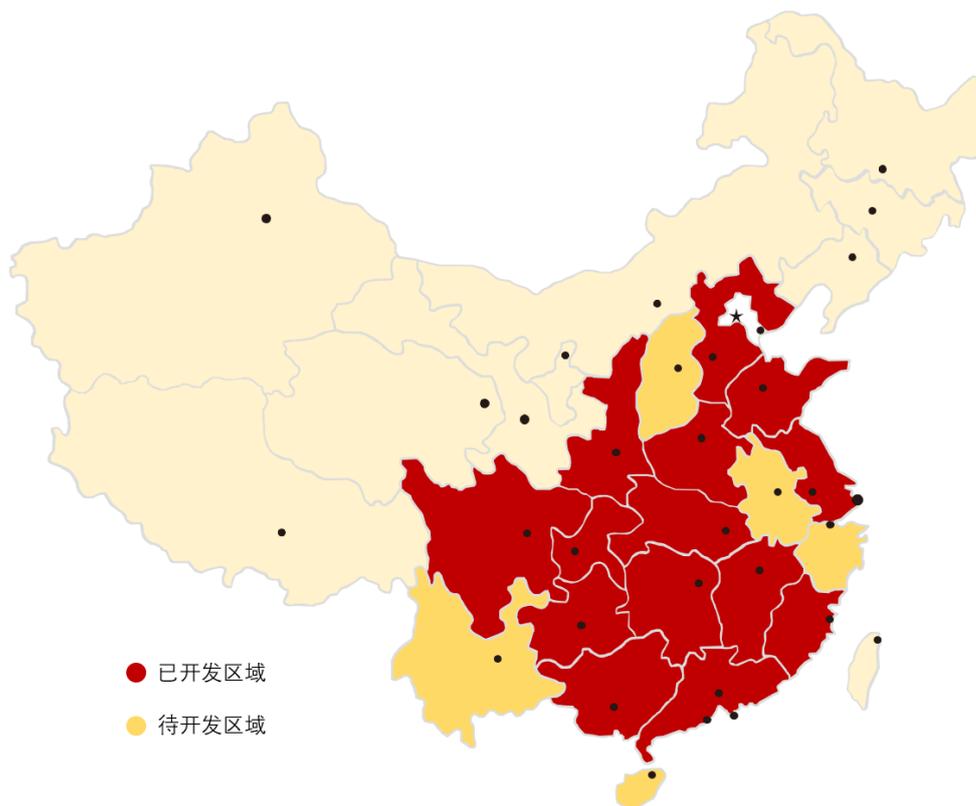
资料来源: 网易财经

图30: 兴盛优选 GMV 规模快速增长



数据来源: 岳麓峰会、兴盛优选公众号、开源证券研究所

图31: 兴盛优选已经覆盖了 14 个省/直辖市 (截止 2020 年 11 月)



资料来源: 兴盛优选官网、兴盛优选公众号、开源证券研究所

兴盛优选商业模式经过多次迭代, 最终确立“预售+自提”的社区电商模式。兴盛优选商业模式经过四次迭代: 自配送阶段、网仓阶段、配送站阶段, 最终确立了“预售+自提”的社区电商模式(前期为手抄单, 单量增大后下单系统上线)。公司每次模式迭代只有 1 年时间不到, 不断在试错中成长, 最终摸索出适用于下沉市场可行的电商模式。

图32: 兴盛优选模式经过多次迭代


资料来源：兴盛优选官网

兴盛优选历经多轮融资，最新一轮投后估值达40亿美元。2018年兴盛优选完成数千万美元A轮融资，领投方为今日资本。此后，公司在2019年完成3轮融资，参与者分别有腾讯和KKR集团等。2020年7月，兴盛优选历时将近一年后完成新一轮C+轮8亿美元融资，领投方为KKR集团，腾讯、红杉中国等跟投，投后估值已达40亿美元，目前为社区团购行业的最大独角兽。

表7: 兴盛优选已经完成5轮融资

日期	投资方	融资额	轮次	估值
2020-07	KKR、腾讯、红杉中国、天一资本	8亿美元	C+轮	40亿美元
2019-09	未知	2亿美元以上	B轮	
2019-07	KKR	4000万美元	战略投资	10亿美元
2019-05	腾讯投资	未知	战略投资	
2018-09	今日资本、金沙江创投、真格基金	数千万美元	A轮	

资料来源：36氪、开源证券研究所

兴盛优选始终重视供应链建设，物流配送体系已深入乡村。社区团购SKU以生鲜品类为主，对供应链要求较高。兴盛优选初具规模后便建仓扩容，并始终坚持供应链优化，重资打造了B2B快消品订货平台“阿必达”，目前已经覆盖了湖南、广东、湖北等16个省、80多个地级市和超过200个县级市。通过“阿必达”平台，兴盛优选平台可链通近万家上游供应商，依托于自控的物流团队，将商品输送给“省市、区县、乡镇、村（社区）”的五级服务网点，搭建出一个高效的快消品供应链。目前兴盛优选可做到当日晚上11点结单，晚上1点前（部分供应商甚至在12点前）供应商将商品送达兴盛优选的仓库进行分拣，次日上午11点前，便可将商品全部送达自提点的团长手中。

图33: 兴盛优选打造“阿必达”B2B 订货平台



资料来源: 亿邦动力网

图34: 兴盛优选终端网点深入乡村



资料来源: 兴盛优选小程序

兴盛优选专注下沉市场布局，品类扩张打造线上超市。兴盛优选发家湖南，借助丰富的便利店形态和人群消费习惯扎根，后在三四线下沉市场快速展店，形成庞大的自有门店网络体系。兴盛优选日均订单超 800 万单，客单价维持在 20 元左右。2020 年双十一当天截至晚上 8 点，公司订单量突破 1000 万，全天订单量突破 1200 万。公司充分发挥生鲜刚需品的引流作用，积极上线美妆、数码、家纺等高毛利产品，打造家庭场景化消费平台的同时助力公司盈利能力提升。

图35: 2020 年双十一兴盛优选日订单突破 1000 万



资料来源: 兴盛优选公众号

图36: 兴盛优选上线家电、美妆等品类，打造线上超市



资料来源: 兴盛优选小程序

4.2、互联网巨头悉数入场，美团、拼多多具有更大优势

4.2.1、美团优选：流量、生鲜经营、地推优势明显

美团：深耕本地生活，较早布局生鲜业务。美团在本地生活板块深耕多年，涉足出行、到家、到店等业务，现已拥有 4.5 亿年活跃用户。生鲜作为“吃喝”场景的延伸，一方面可以吸引老客户下单，保证用户存量、提高用户粘性；另一方面，吸引对生鲜有需求的客户下单，为其他业务引流、完善生态。在进入社区团购赛道之前，美团在生鲜领域已多有尝试。2019 年 1 月美团买菜 APP 上线，以生鲜电商和社区便民化服

务为切入点，通过设置前置仓，提供家庭化消费场景食材。2019年8月美团闪购孵化菜大全项目，立足社区菜市场，通过数字化赋能和标准化服务，实现菜市场的线上经营。2020年7月成立“优选事业部”，推出美团优选，正式进入社区团购赛道。

图37: 美团买菜开展一二线城市前置仓业务



资料来源: 网易财经

图38: 美团在生鲜B端/C端均有布局



资料来源: 美团APP、开源证券研究所

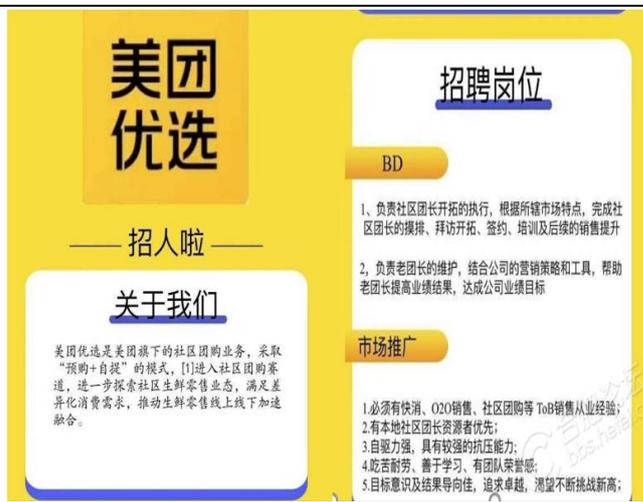
美团布局社区团购赛道，在流量和地推能力方面优势明显。流量端，美团优选入口置于美团APP显要位置，对接4.5亿年活跃用户流量，并设置新人特权实现低成本获客，平台原有餐饮和到家用户也可以直接获得部分转化。地推方面，美团坐拥“地推铁军”，外卖和到店时期积累的丰富地推经验和业务拓展能力可以完美复制。此外，美团之前在本地生活领域积攒下的知名度，也为新业务拓展助力。美团于2020年7月成立优选事业部，目前团队成员已发展到3000人，其中地推人员超过1000人。

图39: 美团APP为美团优选提供入口



资料来源: 美团APP

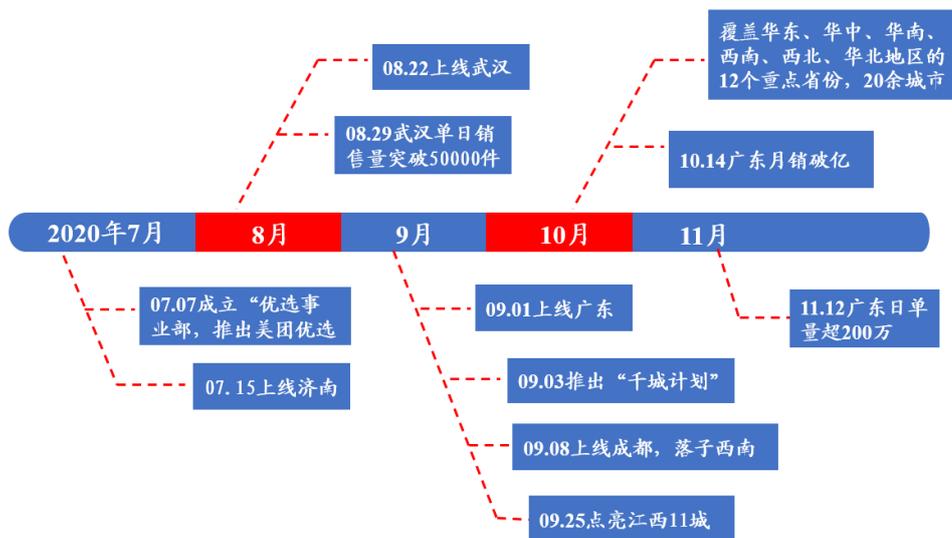
图40: 美团优选招募地推团队



资料来源: 美团优选公众号

美团将社区团购定位为一级战略项目，目前已经覆盖12省份、20余城市。美团内部已将“社区团购”业务定为一二级战略项目，承担下一个营收增长点。人事调整上由美团高级副总裁、S-team成员陈亮负责“优选事业部”，部门上将采购部和运营部合并，减少内部损耗、提高协同能力。2020年9月，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。截至10月份，美团优选已覆盖华东、华中、华南、西南、西北、华北等地区的12个重点省份、20余城市。

图41: 美团将社区团购定位为一级战略项目, 目前已经覆盖 12 省份、20 余城市



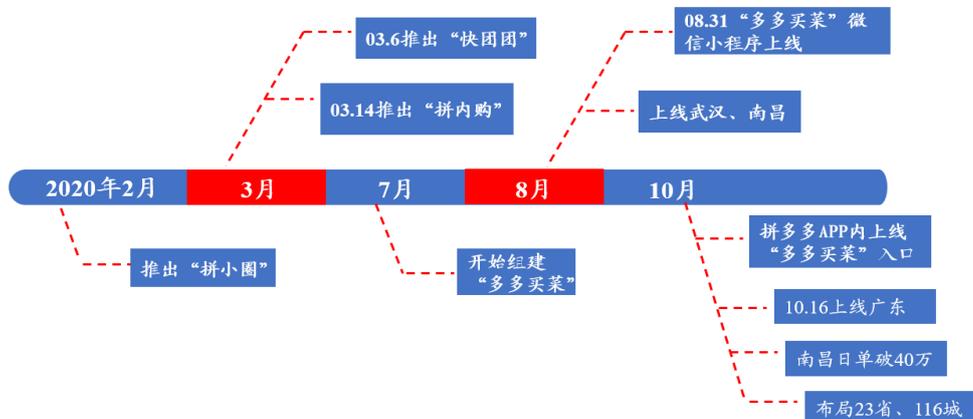
资料来源: 美团公众号、开源证券研究所

4.2.2、多多买菜: 具有丰富的拼团、下沉客群运营及农产品经营经验

多多买菜: 较早布局社群运营及拼团业务。拼多多做水果农产品和社交电商起家, 创业初期定位于生鲜团购, 成立“拼小站”, 站长负责水果订单的推广、配送和经营掌上超市。2020年3月公司推出“拼内购”, 发展社区小店做站长, 开始涉足线下社群运营, 疫情期间推出微信小程序“快团团”, 商家通过小程序上线商品, 由社区消费者发起拼团, 商家无接触配送至社区门口。前期模式的不断尝试为其进入社区团购赛道积攒了经验和能力。拼多多成立以来以下沉市场为目标, 提供低价拼团产品, 目前年活跃用户超6亿, 而社区团购主打下沉市场用户, 与拼多多用户群高度契合。

多多买菜发展迅速, 已扩展至 60 个城市。2020年8月初拼多多宣布打造“多多买菜”, 布局社区团购。入局之初, 多多买菜补贴10亿全力争夺团长资源, 降低团长门槛、指定1V1帮扶计划, 2个月之内开到60个城市, 扩展速度迅猛。

图42: 依靠丰富的拼团及下沉市场运营经验, 多多买菜发展迅速



资料来源: 拼多多公众号、开源证券研究所

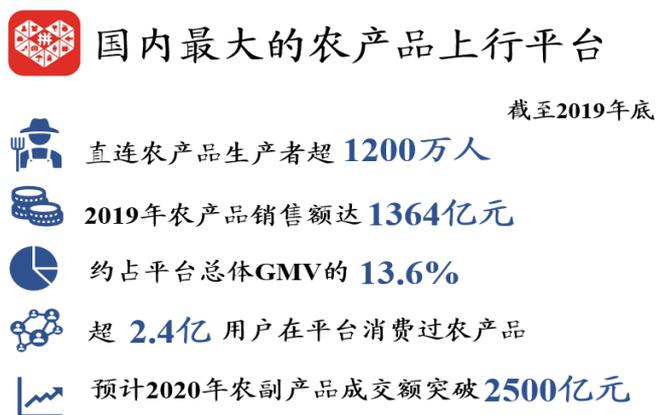
借助在农产品运营领域的资源积累，多多买菜有望在生鲜供应链领域形成竞争优势。多多买菜以小程序和拼多多主站 APP 为入口，其用户已形成在主站购买农产品习惯，借助主站对“多多买菜”进行流量引入，在获客成本降低同时也是对主站消费场景的升级。截至 2019 年年底，拼多多平台农产品活跃商家数量达 58.6 万户，同时期平台直连的农产品生产者超过 1200 万人。农产品领域多年的发展积累了大量的低价供应货源，有望助力多多买菜在供应链上进一步形成竞争优势。

图43: 拼多多主站 APP 为多多买菜提供流量入口



资料来源: 拼多多 APP

图44: 拼多多在农产品经营上有丰富经验和资源积累

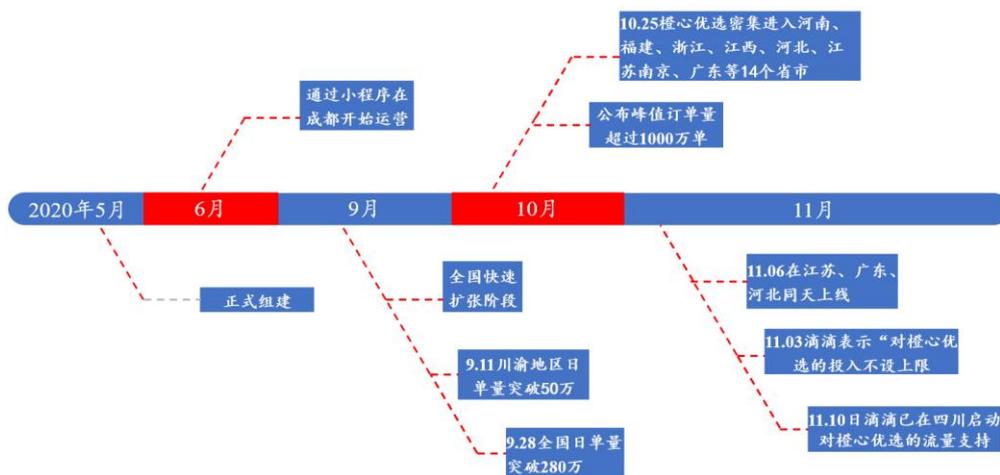


资料来源: 联讯网、开源证券研究所

4.2.3、橙心优选：高补贴下获取先发优势，长期生鲜经营能力仍待观察

滴滴发力社区团购，橙心优选投入不设上限。传统打车业务增速放缓后，滴滴入局社区团购市场，试图发展第二增长曲线。2020年4月，橙心优选进入成都布局，6月份开始运作。橙心优选沿袭了滴滴过去一贯的高补贴拉新打法，目前已经进入14个省市、日订单量突破700万单、10月月活用户已经突破4亿。目前在滴滴出行成都区域，APP首页已经添加了橙心优选入口，滴滴APP的流量导入，可以让团长迅速获客，在前期降低对社区群的依赖，实现快速起量。滴滴CEO程维在内部沟通会上表示，对橙心优选的投入将“不设上限”，全力拿下市场第一名。

图45: 滴滴发力社区团购，橙心优选快速拓展



资料来源: 橙心优选公众号、开源证券研究所

高额补贴下，橙心优选迅速攻城拔寨，长期生鲜经营能力仍待观察。为了快速起量，橙心优选采用了高额补贴打法：在产品上，对比兴盛优选，橙心优选设计补贴的品类更多，且成本完全由平台承担，此外，相同品类的价格橙心优选也低于兴盛优选。在团长端，针对团长每日完成订单数量，橙心优选给予的激励也更大。橙心优选依靠高额补贴快速开城，在前期订单上实现了先发优势。然而社区团购最终比拼仍在于供应链端，与滴滴的打车业务协同性较小，其长期的生鲜经营能力仍有待观察。

表8: 橙心优选的价格明显低于兴盛优选

	价格(元)	
	橙心优选	兴盛优选
1.2斤水果黄瓜	2.99	7.99
1个甜玉米	0.99	2.5
1斤胡萝卜	0.66	1.29

数据来源: 橙心优选、兴盛优选小程序、开源证券研究所

表9: 针对每日订单完成数, 橙心优选对团长的激励程度更高

橙心优选		美团优选	
奖励(元)	参与人数(人)	奖励(元)	参与人数(人)
128	> 70	100	> 60
65	41~70	50	≥ 30
30	21~40	30	≥ 20
10	10~20	10	≥ 10
		3	≥ 5

数据来源: 橙心优选、美团优选小程序、开源证券研究所

4.2.4、阿里巴巴: 多线布局社区团购赛道

阿里巴巴: 赛马机制, 多团队探索。阿里巴巴多线布局社区团购, 既通过自身业务部门, 如饿了么、菜鸟驿站、零售通、盒马等开展团购业务; 也通过参与社区团购企业十荟团的两轮融资, 以投资入股方式进行布局。

图46: 阿里通过赛马机制布局社区团购



资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

菜鸟驿站：菜鸟网络自 2015 年开始布局菜鸟驿站，目前已覆盖 100 余城市，4 万社区，基础布局完善。阿里巴巴已在淘宝 APP 上线“驿站拼团”板块，将菜鸟驿站化为自提点，驿站站长和社区用户有广泛接触和信任基础，可以快速组织起微信群，是充当团长的天然人选，原有驿站站点作为自提点，几乎不需要额外成本。

图47：菜鸟驿站推出团购板块



资料来源：菜鸟驿站 APP

图48：菜鸟驿站站点可作为自提点



资料来源：网易财经

盒马优选：盒马鲜生是阿里巴巴构建的新零售平台，集超市、餐饮、生鲜于一体，可提供到店和到家服务。为适应疫情期间防控要求，盒马通过线下门店配有的微信“盒粉群”组织用户进行拼单，再由盒马鲜生工作人员统一配送，初步探索社区团购。盒马已获得阿里巴巴 40 亿美元支持做社区团购，2020 年 9 月盒马事业群组建盒马优选事业部，标志着盒马正式进入社区团购赛道。11 月 2 号，盒马优选在武汉上线，首批开团数量超一万个。

供应链赋能提高链路效率。盒马作为新零售代表，在生鲜领域线上和线下融合模式上，处于赛道领跑行列，不断推出的新店铺模式几乎覆盖了食品生鲜的全部业态。线下门店的覆盖面及发展速度充分体现了盒马的快速迭代能力，在抢占社区团购市场份额中也具有明显优势。盒马鲜生拥有生鲜商品的全国布局源头基地、品类基地以及特色农产品盒马村等配套的生鲜供应链体系。供应链体系的完善，也为阿里盒马的社区团购探索提供了深厚的基础支持。

图49：盒马推出“盒马优选”入局社区团购赛道



资料来源：盒马优选小程序

表10: 社区团购各平台优劣势对比: 互联网巨头中美团、拼多多优势较大

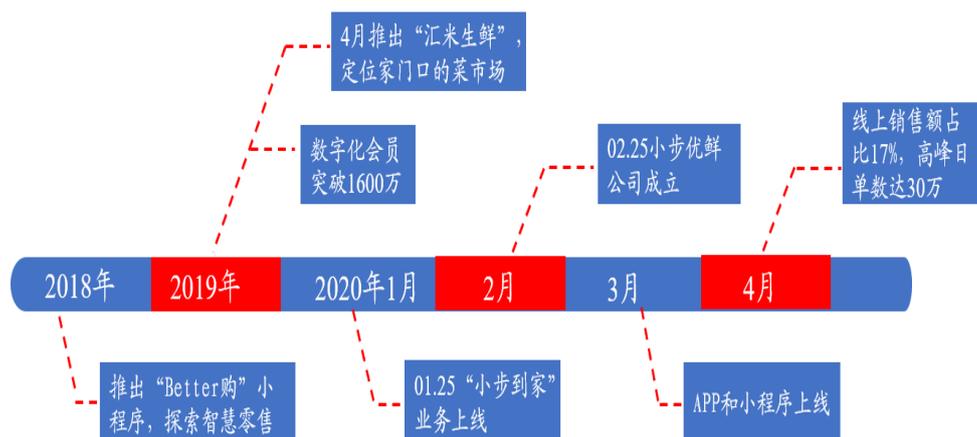
	优势	劣势
兴盛优选	线下门店数量众多 下沉市场零售经验丰富	流量、资金有限
美团优选	APP 流量优势与地推能力 在生鲜经营 B 端/C 端具有运营经验	下沉市场客群不足 缺乏社群运营经验
多多买菜	社交电商经验丰富 低价货源稳定 下沉市场用户资源丰富	客群消费能力受限 物流基础设施建设缺乏经验
橙心优选	运力调度能力领先 一定的流量优势	缺乏零售经验
阿里巴巴	资金雄厚 零售经验丰富	可能面临微信流量限制

资料来源: 开源证券研究所

4.3、传统超市企业的社区团购探索: 步步高推出“小步优鲜”

步步高推出“小步优鲜”小程序, 布局社区团购。“小步优鲜”由西南超市、百货双业态零售龙头步步高孵化, 其总部位于社区团购主战场湖南。2019年, 公司开始数字化转型, “以用户为中心”, 加强以生鲜为核心的供应链体系。公司通过步步高“Better 购”小程序打造智慧零售模式; 推出“汇米生鲜”生鲜便利店, 布局社区生鲜, 打造“家门口的菜市场”, 为社区团购探路。2020年1月25日, “小步到家”业务正式上线, 将智慧零售触角深入社区。2月25日, 全资子公司——湖南小步优鲜商业有限公司注册成立, 此后公司推出社区团购 APP 和小程序“小步优鲜”, 对标兴盛优选, 服务于门店3公里之外的居民, 与旗下“Better 购”互补, 正式入局社区团购市场的角逐。

图50: 步步高推出社区团购小程序“小步优鲜”

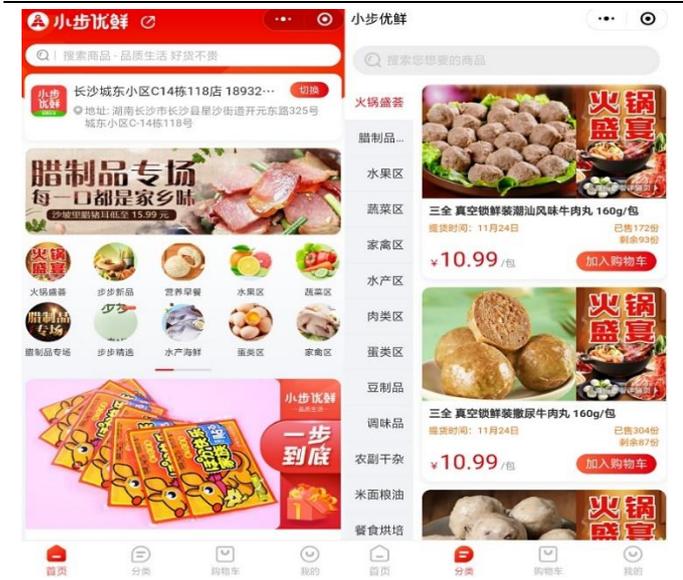


资料来源: 步步高官网、“小步优鲜”小程序、开源证券研究所

“小步优鲜”定位为大店的弥补形态, 与主流社区团购在品类、交付等方面有明显区别。步步高现有门店超400家, 社区和品牌基础较好, 能够实现团购业务的迅速布局。品类方面, 小程序接入步步高百货和超市的商品池, 拥有10万+SKU, 覆盖海量商品。在配送方面, 公司布局自营+合作的配送体系, 干线物流由旗下云通物流承

担,社区支线物流则交由达达、蜂鸟、饿了么、美团等第三方平台来保证时效和稳定。此外还实现了多频配送、一日两配或选时达模式。可以看出,“小步优鲜”是以原有大店基础开展的增量业务,与主流的社区团购业务在品类、交付上存在明显区别。

图51: “小步优鲜”可提供品类丰富的商品



资料来源:“小步优鲜”小程序

图52: “小步优鲜”自提时间早于大多数团购平台



资料来源:“小步优鲜”小程序

5、风险提示

- 平台虚假宣传、食品安全等风险;
- 互联网企业供应链建设经验缺乏;
- 社区团购低价冲击行业价格体系,引起相关政策监管风险加剧;
- 消费者购物习惯培育时间过长,线上生鲜渗透不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn