

商业贸易

回归理性，如何看待社区团购发展方向——仍从一斤苹果看国内生鲜产业链及渠道变革

基于一斤苹果看国内生鲜产业链终端价格构成，映射效率问题，并由消费者最终买单。据中国产业信息网，国内生鲜约5万亿规模，从产业链角度可分为生产端、流通端、消费端三段，本身兼具产品、品牌、渠道价值，即消费者最终支付价格应包括：1) 满足生活必需品需求的产品价值；2) 基于品牌认知度的品牌溢价；3) 基于现有渠道满足终端“多快好省”需求而产生的渠道替换成本。国内生鲜产业链现状在于，在上下游分散、中游基础设施、供应链解决方案发展不足前提下，各级渠道商不愿横向或纵向延伸，消费者最终买单花费金额较高，而上游产业链环节拥有者均不赚钱（以一斤在上海销售的陕西苹果为例，据草根数据估算，其流通成本1.7倍于生产端价格，且其中约68%为包含渠道利润、损耗在内的可变成本）；高额流通成本映射产业链痛点，并加剧痛点形成，存在严重效率问题。

社区团购的爆发本质是供给端互联网巨头流量入口诉求及需求端消费者变化的碰撞反应，其终端是迄今为止最容易跑通的生鲜电商UE模型。1) 一方面，低线城市存在对于“多快好省”中“省”的特别需求（拼多多崛起即为印证），且在电商巨头过去几年培养及疫情集中刺激下，线上习惯迅速爆发；2) 另一方面，于互联网巨头而言，生鲜高频、高复购率的特点以及竞争的存在使其成为兵家必争之地，而社区团购一区域模型已有验证，二则为迄今为止最有可能跑通的生鲜电商终端UE模型，巨头频频加码。通过“预售+自提+次日达”模式，其终端模型可以：1) 降低采购成本（理想情况约10-15%）；2) 减少运营成本、获客成本及最后一公里履单费用（当前最优费用率合计约18%，线下优势企业约17%，前置仓、B2C电商至少需25%，若考虑终端价格不同差距会更大）；3) 将损耗将至极低（与退货率合计约1%）；4) 最终以低于菜市场/个体商户15-20%的价格完成终端UE模型，且效率高于B2C模式生鲜电商。其模型虽相对其他电商模型优秀，但并非毫无限制（当前仅区域模型跑通，且一些品类若不考虑补贴，价格仍比强生鲜供应链企业略高）；产业链痛点及巨大空间下，巨头选择入局，愿意持续加码，进化方向正确比短期模型盈利要更加重要。

区域模型跑通需要品类运营、管理及密度支撑，货单价、毛利率、团效、各环节员工效率是跟踪指标。以长沙为例：1) 兴盛模型的迭代基本代表了社区团购在区域进化的步骤，即：优先通过团长私域流量或平台本身流量发展团长/用户，再扩建物流仓储、并不断加固供应链，更好地满足区域消费者需求、实现流量留存，生鲜品类的丰富、性价比（对平台而言是成本效率的控制）及配送等服务端的满足是比拼点，这一点与传统零售其实区别不大，而小程序等基础工具是提升行业效率的支撑；2) 对比兴盛/美团，区域模型主要区别在于货单价、毛利率、团效、各环节员工效率上。规模的不同影响了SKU的数量及上游议价水平，最终体现为货单价及毛利率，并影响订单密度，叠加各环节员工效率，造成费用率差异（平台利润率差别约20-25%，对应单市全年几十亿规模，亏损约几亿；但其实亏损部分由上游环节承担，实际影响大于市场当前认知）。

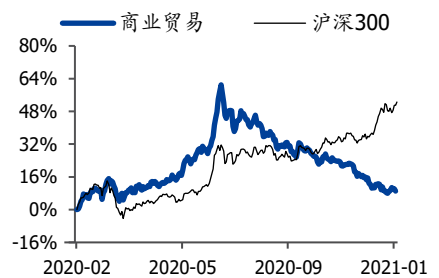
各环节进入壁垒不强，但精耕需要时间，行业竞争或为区域战、进化战、持久战。以外卖/网约车/共享单车为例看以往互联网大战，其模式相对传统模式为参与者创造的价值及替换成本、平台用户粘性及马太效应、新入局者进入壁垒、标准化复制难度直接决定了其进程及结果不同（外卖市场双寡头格局、网约车一家独大、共享单车不稳定且三分天下，发展时大概都是4年）。1) 一方面，社区团购上游生鲜供应链的结构、团长的非排他性、消费者于平台之间的转换成本决定其马太效应相对外卖、网约车均较弱；2) 另一方面，非标的商品特性及跨区域消费者习惯的差异使得行业供应链区域复制相对较难，加上目前其供应链多停留在地采阶段，一旦规模逐步扩大，同样需要解决跨区域仓配及供应链问题；而现有模型随SKU、跨区域供应链的打破，也会有所变化。其行业竞争极有可能是以区域割据战为开始，并逐步跨区域进化、向上游延伸的进化战、持久战，行业竞争选手间本质比拼的仍然是零售端的成本、效率、体验，同时也需要人才及组织能力的不断迭代（未来可能看到巨头斥巨资招聘传统企业生鲜买手及运营等等）。

万亿市场空间可能，孕育生态机会。对应全国估算，“社区团购”模式未来对应零售空间约万亿，且以更优的终端模型及更有利的资本支撑迅速扩张起量，有望带来B端变革；其过程中供应链、仓配、跨区域均是需要一步步解决的问题。行业进化机遇与挑战并存，同时孕育生态机会：1) 供应商。开始可以通过横向及纵向整合在风险平和同时提升受益，同时标品小品牌存在借平台发展起量机会；2) 团长。整合可能也是趋势，即使佣金率下降，团长可通过提升周转及日销赚取利润，短期取缔可能性不大（没有必要）；3) 仓配冷链物流。从仓的角度看，目前其实仍处亏损状态（当前很多成本计算并未计算固定成本分摊），需要平衡单量、sku数目提升及成本效率问题；同时生鲜行业的发展及消费者需求的满足可能带动相关冷链、设备发展。4) 平台本身。生鲜聚集流量、差异化选品增强盈利能力，并为整体电商业态输送用户、保持客户粘性；于传统企业而言，原有供应链基础仍是优势，如何依托现有资源开展线上化建设、双线经营品类、满足用户需求为关键。

风险提示：龙头供应链、仓配建设不及预期；行业竞争加剧；政策监管风险；基于调研数据测算，与实际存在误差。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

相关研究

- 《商业贸易：线上加强，线下有望集中——2021年度策略》2020-12-20
- 《商业贸易：亚马逊的流量运营分配机制为何利好优质产品/品牌商发展？》2020-11-30



内容目录

1. 社区团购：经历四阶段变革，2020年疫情后再度爆发	4
2. 缩减流通成本，平衡周转时效，其模型获资本加持，创造产业价值	7
2.1. 基于一斤苹果看国内生鲜产业链终端价格构成：在品牌价值极弱条件下，消费者却要为高额流通成本买单	7
2.2. 高额流通成本映射国内生鲜产业链当前痛点，并加剧其痛点形成	10
2.3. 具备强生鲜供应链优势的规模化企业压缩了流通成本，但仍有弊端	13
2.4. 电商入局，成本及效率平衡是主要问题	14
2.5. 缩减流通成本，平衡周转时效，模型获资本加持，创造产业价值	17
3. 区域模型跑通需要品类运营、管理及密度支撑，各环节进入壁垒不强，玩法因人而异	19
3.1. 以长沙为例，社区团购区域模型跑通需要品类运营、管理及密度支撑	19
3.1.1. 以长沙为例：兴盛优选的发展经历了团长、物流仓配、供应链等多方面升级	19
3.1.2. 对比兴盛/美团，区域模型跑通需要品类运营、管理及密度支撑	20
3.2. 各环节进入壁垒不高，但精耕需要时间，玩法因人而异	23
4. 万亿规模待挖掘，行业竞争或为区域战、进化战、持久战、孕育生态机会	24
4.1. 资本带动，产业链自下而上整合，万亿规模待挖掘	24
4.2. 行业竞争或为区域战、进化战、持久战，孕育生态机会	26
5. 投资建议	27
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 起源于长沙红星水果批发市场，社区团购的历史发展大概分为四个阶段，围绕“团长及用户、供应链、物流仓储配送、基础工具”四个基础要素不断进化	4
图表 2: 参与企业数不断增加	5
图表 3: 区域以二三线城市为主（对应图 2）	5
图表 4: 融资事件明显增加	5
图表 5: 至 2020 年初，社区团购平台倒闭/被收购/发展停滞比例超过 75%（对照图 2）	6
图表 6: 疫情期间，生鲜消费习惯明显向线上转移	6
图表 7: 生鲜产业链可分为生产端、流通端、消费端三段，行业本身应兼具产品、品牌及渠道价值	7
图表 8: 国内生鲜流通终端渠道当前仍以传统模式为主体	8
图表 9: 基于一斤苹果看终端价格构成：在品牌价值极弱条件下，消费者却要为高额流通成本买单	8
图表 10: 生鲜产业链各环节渠道商各司其职，功能侧重有所不同	8
图表 11: 产业链每一环节上下游亦敌亦友，但综合来看，在上游分散前提下，越靠近终端议价权可能越强	10
图表 12: 高额流通成本中可变成本占据相当部分	11
图表 13: 国内生鲜相关基础设施发展不足-以冷链为例（图中为 2015 年中美生鲜冷链运输率对比）	11
图表 14: 苹果并非个例，高额流通成本形成原因或为生鲜品类共性	12
图表 15: 高额流通成本映射国内生鲜产业链当前痛点，并加剧其形成	12
图表 16: 具备强生鲜供应链优势的规模化企业本质上优化了传统流通模式——将人力、租金、损耗、物流等流通成本集约化	14
图表 17: 资本退热，纯 B2C 模式生鲜电商并不经济	15
图表 18: 前置仓模式：相比纯电商模式效率更高，但履约成本仍相对刚性，对单量及客单价均有要求，引流成本较高	16
图表 19: 截止 2021 年 1 月，盒马鲜生 261 家电位位置分布（截止 2019 年 6 月共 153 家）	17
图表 20: 盒马新零售供应链系统及硬件架构	17
图表 21: 预售+次日达+自提，社区团购是相比先前生鲜电商模式更好的 UE 模型	17
图表 22: 缩减流通成本，平衡周转时效，其模型决定创造产业价值（非生鲜品类类似，后文再谈）	18

图表 23: 以长沙为例: 兴盛优选的发展经历了团长、物流仓配、供应链等多方面升级.....	19
图表 24: 以长沙为例, 对比兴盛/美团模型, 利润率主要差别在毛利率/团长分佣率/物流仓配费用率	20
图表 25: 兴盛优选由于形成用户粘性及口碑, 团长佣金率相对较低、推广补贴投入也较低 (以某宝妈团长为例)	21
图表 26: 物流仓配费用率与订单密度 (团效) 及管理运营能力相关.....	22
图表 27: 各环节进入壁垒不高, 但环环相扣, 精耕需要时间 (以区域性模型为例)	23
图表 28: 各展所长, 玩法因人而异	24
图表 29: 以长沙测算, 当前社区团购生鲜渗透率约 10%	25
图表 30: 社区团购中长期市场空间约万亿 (仅考虑零售端)	26
图表 31: 外卖/网约车/共享单车行业格局及进程不同	26
图表 32: 共享仓/加工仓费用需要单数支撑才能分摊.....	27

1. 社区团购：经历四阶段变革，2020年疫情后再度爆发

社区团购：长沙红星水果批发市场初现模型，其历史发展大概分为四个阶段。长沙红星水果批发市场是社区团购起源地之一，其最初发起目的为让顾客可以通过微信群了解当天可售水果、价位并方便购买；随着用户、微信群数量增加，用户提出红星水果批发市场处于长沙最南边，地理位置不太方便的问题，由此微信群开始分化为东西南北四个分部，员工每晚下班时间为其居住小区附近的下单顾客配送商品，由顾客到配送地点自提，以公司八个员工以家里宝妈为起点，逐步建立以小区为单位的微信群，并形成社区团购的最初雏形。在这个雏形中，“团长及用户、供应链、物流仓储配送、基础工具”为四个基础要素；从八个微信群开始，经历 2017/2019/2020 年为界限的四阶段起伏变化，至最终引爆一二级市场，优质企业围绕四大要素不断进化，进而对国内生鲜及非生鲜流通方式带来变革。

图表 1：起源于长沙红星水果批发市场，社区团购的历史发展大概分为四个阶段，围绕“团长及用户、供应链、物流仓储配送、基础工具”四个基础要素不断进化



资料来源：产业调研，国盛证券研究所

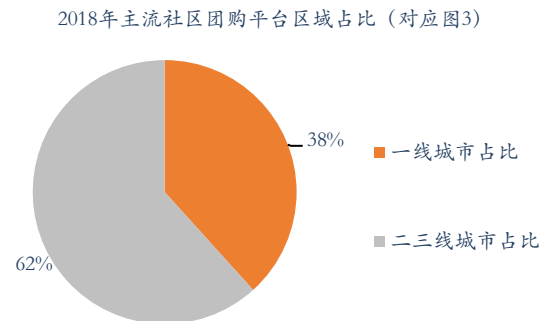
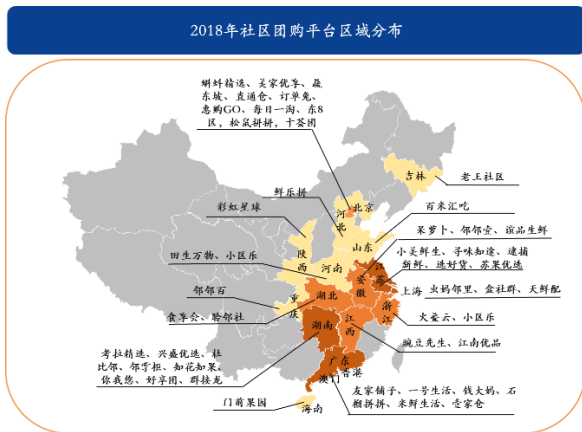
1.0 阶段：爆品导向，小试牛刀。发展初期，社区团购主要模式以团长在微信群里发文字为主，当期团长主要以宝妈为主（其中一部分为微商主转变而来），大家通过浏览文字接龙购买，顾客通过红包转账付钱。在这一阶段，团购涉及的SKU数相对有限，采用手工记账的方式，单个企业形成购买的GMV也较少，这一定程度上是受限于供应链、物流仓储配送及其他基础工具上的效率：举例来说，如果SKU数目增加，在手工记账的基础上，团长统计可能没办法在规定时间内完成，且由于团长不清楚总部库存，容易出现超卖现象；此外，在爆品模式下，商品供应链的维系存在困难，厂家不可能持续给予平台几十万、上百万份的爆品销售，随着平台用户规模逐步扩大，爆品开始难以满足用户需求，劣质商品开始流入，如果控制不好，可能导致用户体验下降、最终流失。在这一阶段，团购模式所满足的特定用户习惯、智能手机及移动支付的普及、团长模式对社会人口资源的调动、品牌方处理尾货及促进库存周转的需求共同推动了行业的兴起，而基础设施及工具的缺乏使得行业整体发展尚处萌芽状态。

2.0 阶段：区域下沉、品类扩展、基础设施及工具不断完善，融资加速，行业井喷式发展。2017-2018年开始，社区团购行业开始进入迅速发展期：1) 参与企业数不断增加。仅以社区团购发源地长沙为例，据中新经纬，至2018年，当地参与社区团购公司总计达200多家，同时开始有线上巨头及线下龙头开始着手参与。2) 基础设施及工具不断丰富。小程序的普及及微信生态的日益丰富使得用户属性的信息、数据留存及平台端的选品、

开发、优化成为可能，极大的提升了团购模式的效率；同时开展线下店模式，有供应链的企业参与其中、备受青睐；优质企业不断调动仓配模式，从网格仓丰富到中心仓，力图提升消费者体验。**3) SKU 品类扩展。**逐步形成生鲜引流、非生鲜品类优化盈利模型的商品结构，从最初爆品模式发展到后来的千百只 SKU。**4) 区域下沉。**长沙之所以成为社区团购发祥地，与当地已有业态布局（芙蓉兴盛店面巅峰时期达近 1.4 万家）、乐于消费的存储习惯及较低的房价收入比有关；事实上，团购四要素中，由于低线城市消费习惯对于商品性价比追求更高、团长资源更加丰富，成为了扩区域的主要方向。整体而言，行业订单量及 GMV 迅速发展，融资事件不断增加，行业进入井喷式发展阶段。

图表 2: 参与企业数不断增加

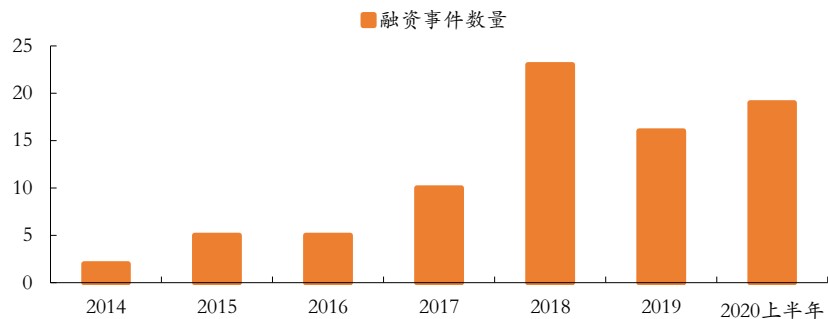
图表 3: 区域以二三线城市为主 (对应图 2)



资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

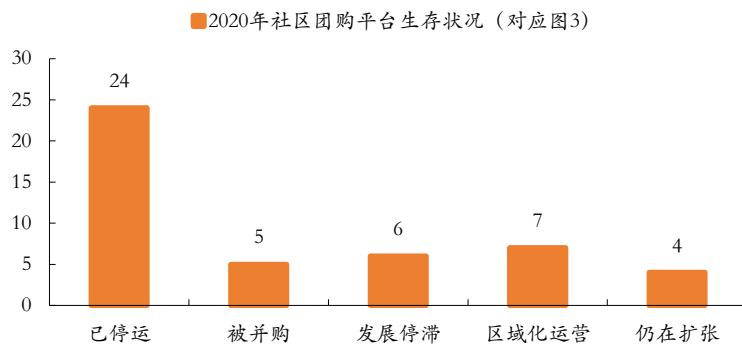
图表 4: 融资事件明显增加



资料来源: 企查查, 国盛证券研究所

3.0 阶段: 2019 年起, 行业进入整合期, 团长模式由宝妈逐步转向店主。1) 一方面, 与很多互联网行业发展经历类似, 大额融资、迅速发展的背景下, 许多中小企业发展缺乏供应链的精细建设及团长忠诚度建设, 而生鲜品类本身又是供货控损较难的品类, 企业间的运营差距逐步拉大 (2019 年兴盛优选引入团长裂变模式); 2) 另一方面, 2019 年中国整体创投市场遇冷, 融资事件同比减少超 30%, 融资金额也大幅下降, 且向头部企业集中。在此背景下, 行业开始进入整合期——众多中小微团购企业因为资金链的断裂陷入倒闭、被兼并的境地: 据各公司官网对照图 2 统计, 至 2020 年初, 社区团购平台倒逼/被收购/发展停滞比例超过 75%, 仅部分企业 (以兴盛优选、十荟团、同程生活等为代表) 通过各要素精耕得以存活。同时, 在这一时期内, 优势企业开始发现宝妈模式主导的团长模式容易出现节假日不工作影响销量的现象 (该时期反而是零售旺季), 且在团长数目增多、佣金下降后宝妈工作意愿不强, 团长开发开始转向店主为主导, 宝妈团长占比自超 70% 下降至 30-40%。

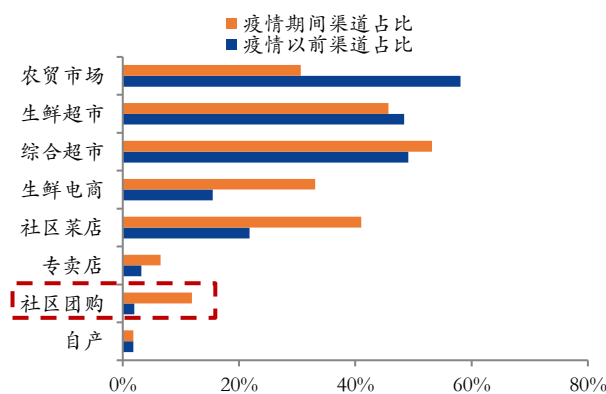
图表 5: 至 2020 年初, 社区团购平台倒闭/被收购/发展停滞比例超过 75% (对照图 2)



资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

4.0 阶段: 疫情催化消费习惯变化, 叠加模型已获验证, 巨头入局, 行业再度爆发。2020年, 疫情影响下, 生鲜消费的线上渗透率大幅提升: 据中华人民共和国商务部数据, 疫情期间生鲜电商、社区团购对人群渗透率分别从 15.5%、2.0%提至 33.1%、11.9%; 且据凯度咨询数据, 2020Q1 疫情期间消费者生鲜、包装食品饮料类线上尝试率分别增加 57%、46%, 并在 2020Q2-Q3 期间留存率高达 53%。与此同时, 经历多年发展及行业整合, 优势企业 (以兴盛优选、十荟团等为代表的) 在核心区域订单规模快速增长, 盈利模型不断优化: 据兴盛优选公开演讲, 至 2020 年 9 月, 其在全国当前日订单已达 800 万单, 且区域内已实现盈利。消费习惯变革叠加模型已获验证, 加之生鲜之于互联网巨头而言“兵家必争之地”的战略地位, 互联网巨头纷纷入局, 行业再度风起云涌。与先前模式不同: 1) 互联网巨头自带流量, 可通过自有平台向团购业务, 对团长引流依赖度相比先前较低; 2) 巨大资本支撑下开启巨额补贴模式, 虽在人民日报发声后有所减缓, 但其背后资金实力不容小觑, 直接对原有优势社区团购企业建立的规模及壁垒带来冲击。

图表 6: 疫情期间, 生鲜消费习惯明显向线上转移



资料来源: 中华人民共和国商务部, 国盛证券研究所

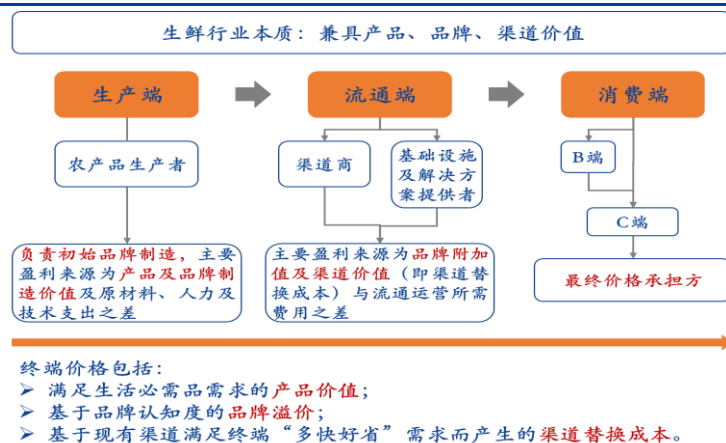
回归理性: 1) 如何理解社区团购对线下传统生鲜渠道造成替代的原因? 什么是模型跑通的关键因素? 2) 巨头加入叠加政策要求, 行业将向着什么样的方向、以怎样的进程发展, 并最终自上而下为生鲜及快消流通产业链带来多大变革? 3) 何为决战因素? 不同参与者基于已有优势, 其布局、模式有何不同? 各自具备什么优势、又可能遇到什么困难? 4) 整个过程中可能衍生出哪些投资机会? 本文主要对上述问题进行分析。

2. 缩减流通成本，平衡周转时效，其模型获资本加持，创造产业价值

2.1. 基于一斤苹果看国内生鲜产业链终端价格构成：在品牌价值极弱条件下，消费者却要为高额流通成本买单

生鲜产业链可分为生产端、流通端、消费端三段，行业本身应兼具产品、品牌及渠道价值。生鲜行业从产业链构成来看，可大体分为三段，各环节功能侧重有所不同：1) 生产端，即农产品生产者，负责初始品牌制造，主要盈利来源为产品及品牌制造价值及原材料、人力及技术支出之差；2) 流通端，包括生鲜从生产端到消费端流通所需经过的所有渠道商与基础设施及解决方案提供者，主要盈利来源为品牌附加值及渠道价值（即渠道所承担功能的替换成本）与流通运营所需费用之差；3) 消费端，为最终价格承担方，按类型可分为B端及C端两类，但若以价格承担角度将包括餐厅、商贩在内的B端商户产业链延长到末端，C端仍然为消费端主流。整体来看，从生产端到消费端，生鲜行业兼具产品、品牌、渠道价值，即消费者最终支付价格应包括：1) 满足生活必需品需求的产品价值；2) 基于品牌认知度的品牌溢价；3) 基于现有渠道满足终端“多快好省”需求而产生的渠道替换成本。

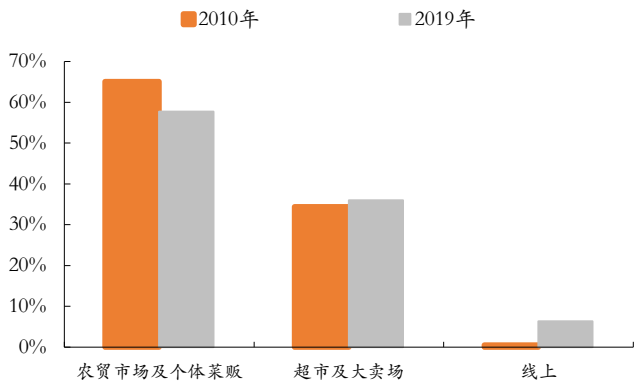
图表7：生鲜产业链可分为生产端、流通端、消费端三段，行业本身应兼具产品、品牌及渠道价值



资料来源：国盛证券研究所

基于一斤苹果看国内生鲜产业链终端价格构成：在品牌价值极弱条件下，消费者却为高额流通成本买了单。国内生鲜流通终端渠道当前仍以传统模式为主体：据中国产业信息网，2019年，农贸市场及个体菜贩占比58%（2010年占比约65%），大卖场及超市占比36%（2010年占比约34.4%），电商占比约6.3%（2010年占比约0.5%）。以一斤在上海售卖的陕西苹果为例（假设终端流通渠道为农贸市场）去看生鲜终端价格构成：据第三方数据及草根调研，陕西农户售价约3.65元/斤，同期上海终端农贸市场售价约9.8元/斤，也就是说，这斤苹果终端价格中的近63%被流通成本所占据。这本身非常奇怪，原因在于：从消费者角度来看，国内生鲜产品及渠道本身都不具备稀缺性，在当前品牌价值极弱条件下，替代性其实相对较高；但是，在充分竞争的市场条件下，消费者居然最终愿意支付高额流通成本，而且即使以全程冷链运输做假设，该项流通成本中的大部分也不能被解释。为此我们尝试进一步分解这斤苹果的产业链，并细拆其终端价格构成。

图表8: 国内生鲜流通终端渠道当前仍以传统模式为主体



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

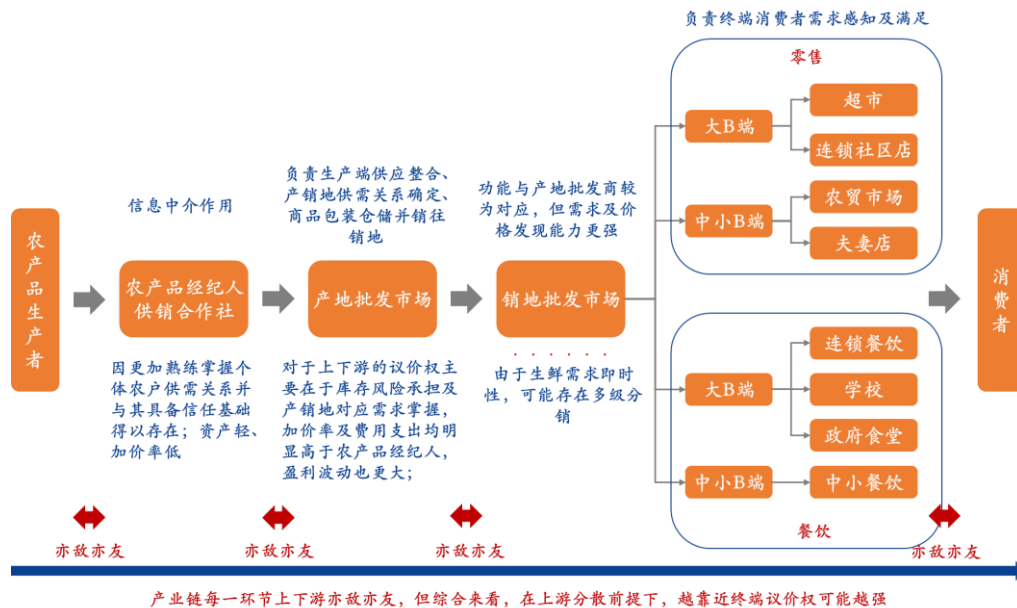
图表9: 基于一斤苹果看终端价格构成: 在品牌价值极弱条件下, 消费者却要为高额流通成本买单



资料来源: 各公司公告, 草根调研, 国盛证券研究所

首先以农贸市场为终端流通渠道, 一斤苹果从陕西农户卖出至上海消费者买入大致需经过以下几个渠道, 各环节渠道商各司其职, 功能有所不同, 其中: 1) 农产品经纪人。负责在产地经销商下单后与农户收货, 主要起到信息中介作用, 因为更加熟练掌握个体农户供需关系并与其具备信任基础得以存在, 根据农产品季节属性及下单数临时雇佣工人采购, 资产相对较轻; 2) 产地批发商。负责生产端供应整合、产销地供需关系确定、商品包装仓储并销往销地, 对于上下游的议价权主要在于库存风险承担及产销地对应需求掌握, 加价率及费用支出均明显高于农产品经纪人, 盈利波动也更大; 3) 销地批发商。一级销地批发商功能与产地批发商较为对应, 但需求及价格发现能力更强; 注意到, 由于生鲜需求即时性及其他因素影响, 产地和销地可能存在多级分销, 但本例中我们简化为一个层级处理; 4) 农贸市场或其余终端渠道。负责终端消费者需求感知及满足, 当前农贸市场大多为个体经营, 数字化程度低; 其余终端渠道尚未形成高集中度格局, 以超市为例, 中国 CR5 占比不足 30%。

图表10: 生鲜产业链各环节渠道商各司其职, 功能侧重有所不同



资料来源: 国盛证券研究所

产业链每一环节上下游亦敌亦友，但综合来看，在上游分散前提下，越靠近终端议价权可能越强。在生鲜产业链上下游关系中，我们想着重强调以下两点：1) 产业链每一环节上下游实际亦敌亦友。所谓“友”，不难理解，在生鲜低客单价、流通成本高、替代成本又较低的基础上，各级渠道商难以精准把握供需关系，需要上下游的存在，不求利益最大化，而求风险收益权衡可以达到最优：以美菜为例，据调研，上游因为看中其货源大且稳定、且滞销问题带来的损耗问题可以解决，愿意为其降价 20%进而建立长期关系；以猪肉屠宰厂为例，据调研，猪肉价格波动大，但在极差环境下中间商也基本可以赚钱，屠宰厂则承担了从亏损 1 千万至盈利几千万的大幅波动。所谓“敌”，仍以美菜为例，美菜在想尽办法与上游建立良好关系的同时，也会尽一切可能将其利润压致最低，据区域专家调研，供应商给美菜的加价率仅有 10%，而供应商的损耗率也是 10%，这 10%的加价，是美菜“试”出来的。2) 在上游分散前提下，越靠近终端议价权可能越强。在生鲜产业链中，合作与制衡贯穿始终；而由于生鲜为非标品、损耗高，上游分散前提下难以把握供应量，下游需求又更多地掌握在终端渠道手中，因而，越靠近终端议价权可能越强。

量化指标：或为上述观点印证。根据阿里巴巴、58 同城、淘宝网、艾瑞咨询及第三方调研数据，我们详细拆分了这斤在上海销售的陕西苹果的产业链加价情况（图中部分数据为当前暂时不确定或不可得数据，但应不对趋势性结论造成影响，后同）。在结果中，我们定义：1) 渠道价值为该渠道加价与渠道费用（包含人工、租金、仓储、运输等）之差，也就是该渠道的价值，在国内生鲜品牌价值极弱条件下，也就是其作为渠道的替换成本；2) 渠道参与者利润为渠道价值及人工成本之和，也就是该环节参与者所获利润之和；3) 渠道净利率为渠道参与者利润及收入比例，也就是该环节参与者的盈利能力。**我们注意到：**1) 各级渠道商利润获取能力有所不同，主要体现在随渠道向下游延伸，该级渠道参与者利润及渠道净利率逐级提升，或为前文关于议价权论述印证；2) 各渠道价值（即替换成本）不同。农产品经纪人层级净利率很低，但替换成本占据进货价的 1.7%；农贸市场层级虽然净利率很高，若不考虑参与者劳动成本，渠道替换成本其实很低，这一点我们会在后文继续重点讨论。

图表 11: 产业链每一环节上下游亦敌亦友, 但综合来看, 在上游分散前提下, 越靠近终端议价权可能越强

农产品经纪人													
假设采购量 (斤)	采购 成本	人工	租金	仓储	包装	运输	损耗	渠道价值	渠道参与 者收入	加价	售价	毛利率	渠道净 利率
总量	40,000	146,000	1,500										
假设	假设一车 货, 4万斤	3.65 元/斤	150元/人/ 天*5*2天				0%			2.7%			
单斤	3.65	0.04						0.06	0.10	0.10	3.75	2.7%	2.7%
比例	1	1.03%						1.7%	2.7%		102.7%	2.7%	2.7%
产地批发商													
假设采购量 (斤)	采购 成本	人工	租金/进 场费	仓储	包装	运输	损耗	渠道价值	渠道参与 者收入	加价	售价	毛利率	渠道净 利率
总量	160,000	600,000	25000	45000									
假设	假设一车货 4万斤,一个 月4车		假设5人, 5000块	仓库5元/ 平米/天 *300平 *30天	包装费 0.1元/ 斤	农户到仓 库运费 0.1元/斤	5%			33%			
单斤	3.75	0.16	0.30	0.28	0.1	0.1	0.25	0.06	0.22	1.25	5.00	25%	4.4%
比例	1	4%	8%	8%	3%	3%	7%	2%	21.9%	33%	133%		
销地批发商													
假设采购量 (斤)	采购 成本	人工	租金/进 场费	仓储	包装	运输	损耗	渠道价值	渠道参与 者收入	加价	售价	毛利率	渠道净 利率
总量													
假设		假设5人, 5000块	假设销售 额6%	假设 同产地		长 运 0.15/斤	5%			40%			
单斤	5.00	0.16	0.42	0.28		0.15	0.35	0.64	0.80	2	7	29%	11.4%
比例	1	3.1%	8%	5.6%		3.0%	7%	13%	79.9%	40%	140%		
农贸市场													
假设采购量 (斤)	采购 成本	人工	租金	仓储	包装	运输	损耗	渠道价值	渠道参与 者收入	加价	售价	毛利率	渠道净 利率
总量			20000元								日销		
假设		假设2 人, 5000 元	/年(含 管理费及 税)			短运0.1 元/斤	3%			40%	1500 (400 斤)		
单斤	7	2.5	0.4			0.1	0.29	-0.40	2.05		9.80	29%	20.9%
比例	1	35%	5%			1.4%	4%	-6%	29.3%	40%	140%	29%	20.9%

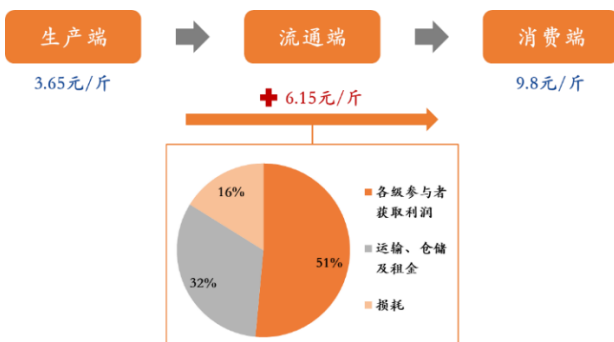
资料来源: 阿里巴巴, 58同城, 淘宝网, 艾瑞咨询, 第三方数据, 国盛证券研究所, 注: 表中数据未特殊说明单位为元, 并以冷库储存、常温运输假设, 忽略了税

2.2. 高额流通成本映射国内生鲜产业链当前痛点, 并加剧其痛点形成

高额流通成本中可变成本占据相当部分, 苹果并非个例, 生鲜不同品类应只是权重不同。

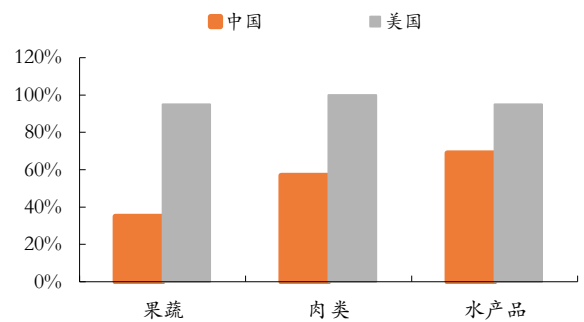
我们以一斤在上海销售的陕西苹果为例，拆分了其流通成本的构成，从结果来看，其流通成本主要分为三部分：1) 仓储、运输、租金成本。在所有流通成本中最为刚性，占比32%；2) 各级渠道参与者利润之和。包括渠道价值及渠道商雇佣人工支付费用，占比51%；3) 生鲜损耗及包装成本。占比16%。我们指出：1) 上述数据映射出可变成本的存在，这远比数据本身的精确度更加重要。本例中我们仅以苹果个例计算，且部分假设简化处理，故而以上三部分流通成本比例可能并非精确，但是其存在至少说明——在苹果的高额流通成本中，可变成本占据相当不小的一部分；2) 苹果不只是个例，不同生鲜品类流通成本构成或仅是权重有所区别。回过头看这斤苹果流通成本中可变成本存在原因：是生鲜的品类特性（低客单价、易腐烂、地域性强、价格敏感度高）使得产业链上的各级环节因供需发现功能及风险分担功能而存在，在国内上下游分散、中游基础设施及供应链解决方案发展不足的前提下，各级渠道商基于风险收益的权衡拉高了产业链的流通成本。这些显然是共性问题，故而，不小的可变成本可能在所有生鲜流通中均有存在，仅是不同生鲜品类（比如猪肉相对而言客单价更高、价格波动更大但产业链更加规模集约；菜的价格更低、地采比例更重、损耗率更高）权重侧重可能有所不同。整体来看，据《中国物流统计年鉴》，国内生鲜流通保鲜量占总量比重仅10%，相比美日约低40pct；损耗率约25-30%，高于美日20%以上；流通环节一般在5个之上，高于美日；生鲜物流成本占总成本比例高于发达国家10%。

图表 12: 高额流通成本中可变成本占据相当部分



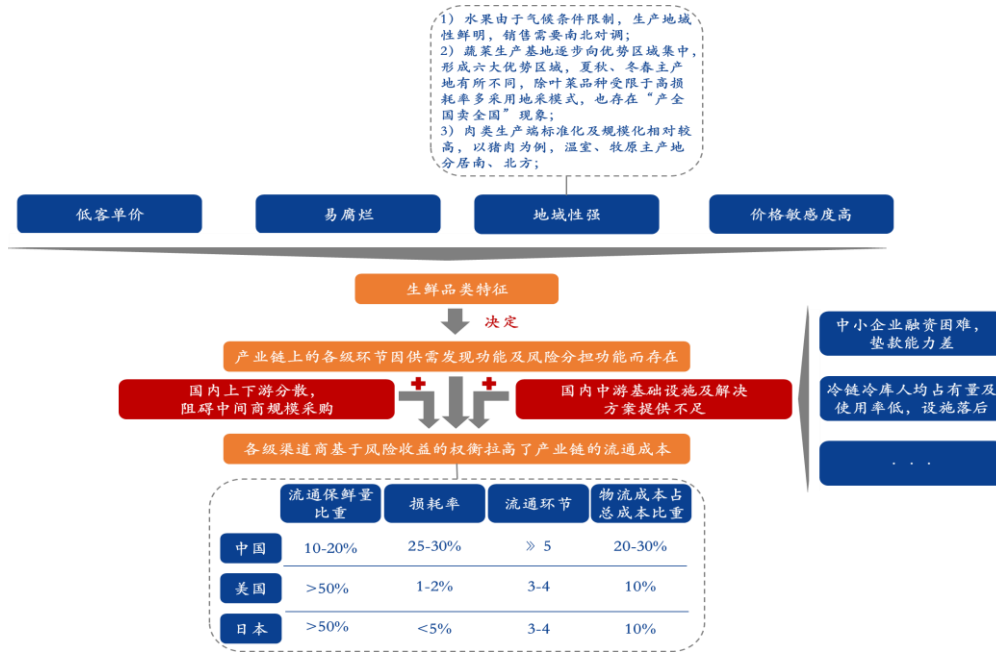
资料来源：阿里巴巴，58同城，淘宝网，艾瑞咨询，第三方数据，国盛证券研究所

图表 13: 国内生鲜相关基础设施发展不足-以冷链为例 (图中为 2015 年中美生鲜冷链运输率对比)



资料来源：《农产品冷链物流发展规划 2010-2015》，国盛证券研究所

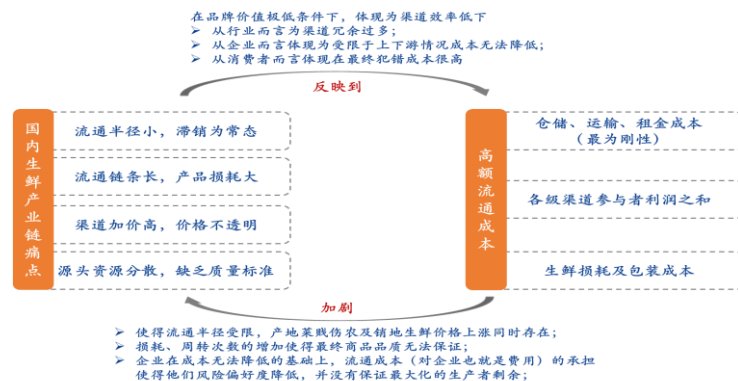
图表 14: 苹果并非个例, 高额流通成本形成原因或为生鲜品类共性



资料来源: 中国物流统计年鉴, 国盛证券研究所

在品牌附加值较低条件下, 高额流通成本映射国内生鲜产业链当前痛点, 即效率低下; 同时, 其存在加剧了国内生鲜产业链痛点的形成。高额流通成本(特别是其中可变成成本)的存在, 是国内生鲜产业链当前痛点的反应; 而在品牌附加值较低条件下, 渠道的效率不足是主要原因。所谓渠道效率低下: 1) 从行业而言为渠道冗余过多; 2) 从企业而言体现为受限于上下游情况, 成本无法降低; 3) 从消费者而言体现在最终承担较高价格, 且品质无法保证。市场上对生鲜痛点的总结基本都可以归纳为以上三点, 比较显而易见。更重要的问题在于, 高额流通成本的存在又加剧了这些痛点的形成, 例如: 高额流通成本的存在使得流通半径受限, 产地菜贱伤农及销地生鲜价格上涨同时存在; 损耗、周转次数的增加使得最终商品品质无法保证; 企业在成本无法降低的基础上, 流通成本(对企业也就是费用)的承担使得他们风险偏好度降低, 并没有保证最大化的生产者剩余。由此, 我们认为, 生鲜产业链衍变之路也非常明晰: 一切都将向流通成本更低的方向变化。

图表 15: 高额流通成本映射国内生鲜产业链当前痛点, 并加剧其形成



资料来源: 国盛证券研究所

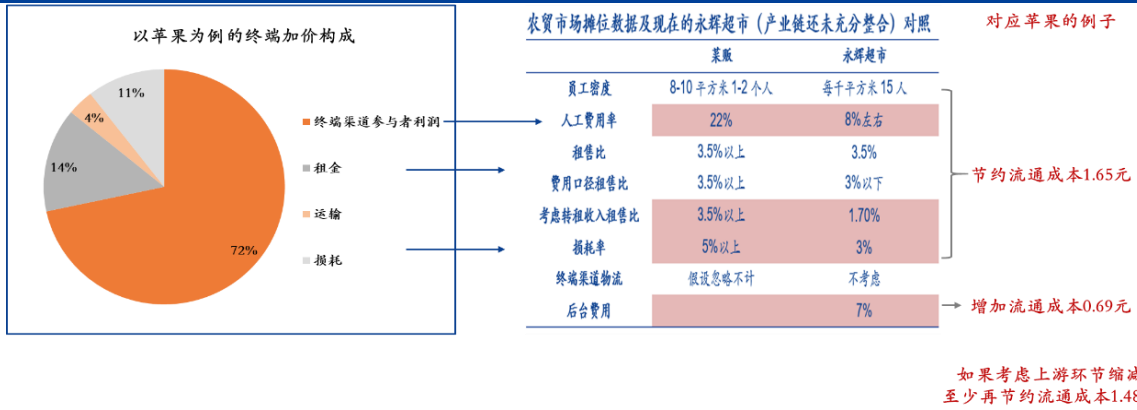
2.3. 具备强生鲜供应链优势的规模化企业压缩了流通成本，但仍有弊端

具备强生鲜供应链优势的规模化企业本质上优化了传统流通模式——将人力、租金、损耗、物流等流通成本集约化。回到最初，看先前未讨论的一项数据：从一斤跨省运输的苹果来看，终端农贸市场加价了40%，但“渠道价值（在我们定义下）”为0。1）所谓加价，2.8元/斤加价中，73%被渠道参与者获得，14%以租金形式给了物业方，4%为运输，10%为损耗；2）所谓渠道价值为0，即：从供给端看，农贸市场菜贩并没有通过提供此渠道获取超过平均工资的薪酬；从需求端来看，即消费者在终端渠道选择过程中，并没有对农贸市场支付超额溢价。再次强调，上述数据可能因为个例有所偏差，但趋势性问题的结论应该是值得参考的：很直观，中国农贸市场的菜贩没有比超市企业的员工富有。在此基础上，我们将超市及农贸市场放在产业链的同一层级来看，超市企业由于企业化运作，随着产业链的横向及纵向整合，优势企业的人力、租金、物流等流通成本都会受益而更加集约，本质上是传统流通模式的优化。

具体的，拿农贸市场摊位数据及强生鲜供应链企业（永辉超市为例）来对照：据草根调研及公司公告，农贸市场8-10平方米摊位需要1-2名个体劳动者，而永辉大店的员工密度是15人/千平方米；水果摊、蔬菜摊的租售比分别在3.5%以上，而永辉的租金费用率是3.5%，费用口径是3%以下，如果考虑转租收入该比例仅有1.7%（永辉超市是转租比例相对少的超市公司）；超市作为终端渠道环节的损耗率至少低2%；终端环节的物流我们忽略不计，对应一斤苹果，以上环节一共节省了1.65元；但超市也会因为企业化运营增加后台费用（占营收比重约7%，对应一斤苹果是0.69元），但很显然，这里面不小的部分可以通过规模化分摊。那么再对照农贸市场菜贩作为终端渠道的费用构成，基本可以说明问题：在消费者不愿意对农贸市场这一终端渠道支付渠道溢价的前提下，超市相对于农贸市场的流通集约（现有产业链基础，上述案例估算约占终端价10%）使得渠道替换为必然。

当然，不得不承认几个问题：1）超市在企业制下的中游利益流出可能会更高，否则永辉超市的净利率至少预计是7.5%而不是3%；2）如果将上游渠道压缩纳入考虑，强生鲜供应链的规模化企业（如永辉、家家悦）可以通过统采、直采方式减少上游环节，但并非所有环节成本均可压缩：上游环节刚性成本（仓储、运输、租金）转由企业承担，但其中部分及各渠道参与者利润可以规模化提升效率、经销商本身利润可以被替代，对应9.8元/斤终端价，理论上可以压缩到7.36元/斤（便宜30-40%）。3）但并不是所有品类均适合统采直采，也并不是所有消费者都仅对价格敏感，且在上游分拣功能较差、下游品类标准化不足的前提下，国内消费者终端商品挑选可能并非同一规格之间比较（否则生鲜强供应链企业可获得的毛利率及净利率均应该更高）。**弊端由此暴露：**1）区域型企业可以通过地采打造供应链，冲击优势企业的区域优势；2）此外，伴随着部分消费者消费习惯由单纯的追求“便宜”向“方便”、“快速”转移，电商企业在特定区域有了发展契机。

图表 16: 具备强生鲜供应链优势的规模化企业本质上优化了传统流通模式——将人力、租金、损耗、物流等流通成本集约化



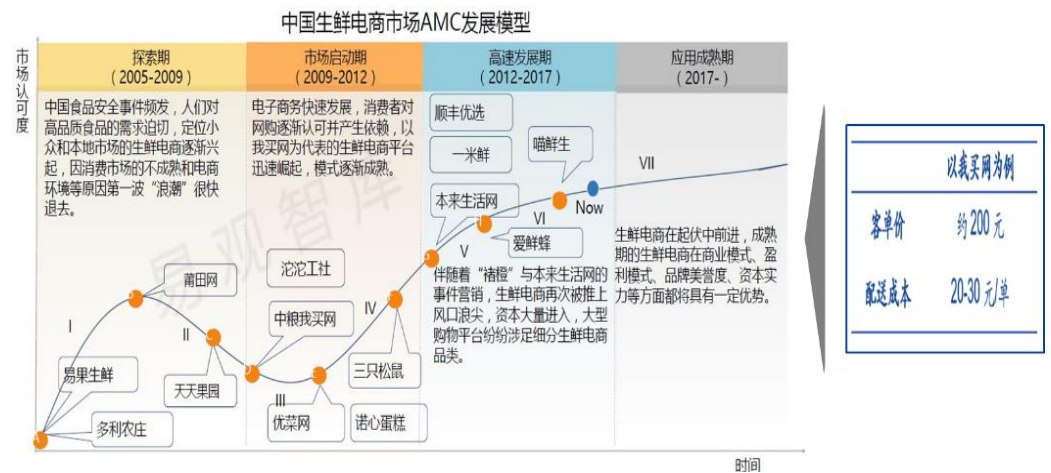
资料来源: 永辉超市公司公告, 草根调研, 国盛证券研究所

2.4. 电商入局, 成本及效率平衡是主要问题

生鲜类电商的发展本质上反映了人们对于好和快的需求, 但对于平台而言, 履约成本是主要问题。与国外不同, 国内的人口密度、移动化水平及互联网使用习惯给了线上零售发展的沃土; 而在生鲜高频高粘性属性下, 不少玩家开始开展生鲜电商业务, 并获资本助力跑马圈地。生鲜类电商的发展本质上反映了人们对于好和快的需求, 这个需求的转变某种角度弱化了生鲜优势企业对于价的把控能力(如福建省, 朴朴的生鲜其实卖的比永辉更贵, 但因为消费习惯变化, 造成对大卖场分流); 而对于平台而言, 履约成本是主要问题:

1) 纯 B2C 模式最早兴起, 但发展并不经济。B2C 是最早的生鲜电商模式, 2005 年, 易果生鲜作为首家生鲜电商于上海成立; 随后, 多利农场、莆田网、天天果园、中粮我买网、本来生活等定位本地市场的生鲜电商相继出现。正如之前所说, 由于生鲜商品客单价低, 且因保存时间短、易变质、易腐烂、易损坏, 对于物流、储存、配送、保鲜等都有特殊要求, 纯 B2C 电商模式发展受到了限制。据中买网招股说明书, 2016 年, 在 B2C、自建物流为主的模式下, 公司平均客单价为 200 元左右, 每单配送成本高达 20 元以上, 足见生鲜其屡单成本之高。正因如此, 在经历 14-15 年资本助力下的高速发展后, 16 年开始, 生鲜电商进入洗牌期: 一方面, 一大批中小型生鲜电商企业或倒闭或被并购; 另一方面, 巨头入局, 不断加码冷链物流和生鲜供应链投资, 拥有全产业链资源和全渠道资源的企业将愈发具有优势。

图表 17: 资本退热, 纯 B2C 模式生鲜电商并不经济



资料来源: 易观智库, 公司公告, 国盛证券研究所

2) 前置仓模式: 相比纯电商模式效率更高, 但屢单成本仍相对刚性, 对单量及客单价均有要求, 引流成本较高。纯电商模式的不经济一定程度上推动了行业的双线融合, 前置仓模式开始出现。所谓前置仓, 一般设在社区周边 3 公里以内, 消费者下单后由前置仓送货上门, 一定程度上解决了配送效率及配送成本问题。以叮咚买菜为例, 公司成立于 2017 年 5 月, 自建社区前置仓, 主打“0 起送费, 0 配送费, 最快 29 分钟送达”的家庭买菜业务; 截至 2019 年底, 据 AI 财经社, 叮咚买菜共 550 个前置仓, 服务上海、苏州、杭州大部分社区, 其中上海有 250 个前置仓。但是, 一方面, 由于目前来看屢单成本仍然相对刚性 (即: 无论多近、配送多快, 屢单成本都不能无限降低, 因而客单价有所要求 (据估算, 单价低于 50 元就无法覆盖); 另一方面, 由于前置仓模式本身也有房租、水电、仓内最少配置人员 (8-9 人) 等刚性成本限制, 单量也有要求 (每日最少 600-700 单); 以及, 无店支撑下, 初期引流成本及推广成本较高也是问题。以上决定: 前置仓模式的盈利条件仍然对区域、人群要求较高, 也是该模式下沉较慢的主要原因

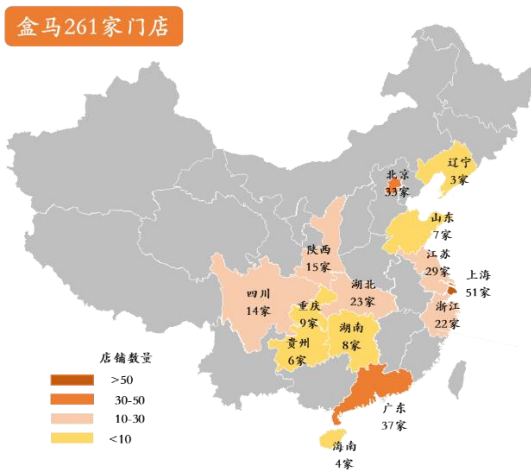
图表 18: 前置仓模式: 相比纯电商模式效率更高, 但履约成本仍相对刚性, 对单量及客单价均有要求, 引流成本较高

单日单数	500	1000	1200	1500
人均日工作时间	8 小时 (其中 4 小时用于拣货打包, 其余 4 小时用于收货、商品管理等工作)			
平均每单拣货打包时间	5	4.5	4.25	4
需要人员数	10.4	18.8	21.3	25.0
考虑轮休后需要人员数(假设一个人一周工作 6 天)	12.2	21.9	24.8	29.2
单人每天成本	267	267	267	267
仓库人力成本	3241	5833	6611	7778
单人单日配送量	40	48	53	56
单个前置仓配送人员数量	12.5	20.8	22.6	26.8
单个配送员月收入	8580	8580	8580	8580
每单配送成本	7.2	6.0	5.4	5.1
平均单日配送成本	3575	5958	6475	7661
单仓投入 (万元)	50	50	50	50
折旧年数	5 年	5 年	5 年	5 年
单仓单日折旧费用	274	274	274	274
水电费/天	300	300	300	300
面积 (平方米)	300	300	300	300
日租金/平方米	3	3	3	3
单仓单日租金	900	900	900	900
损耗率	3%	3%	3%	3%
单日损耗金额	675	1,500	1,872	2,475
税率	8%	8%	8%	8%
单日税额	1,800	4,000	4,992	6,600
客单价	45	50	52	55
日销	22500	50000	62400	82500
毛利率	20%	20%	20%	20%
单日毛利额	4500	10000	12480	16500
单仓单日盈利	-3024	-2932	-2333	-1710

资料来源: 第三只眼看零售, 国盛证券研究所, 注: 表中数据未考虑地推拉新成本 (新顾客奖励 8 元首单+12 元第二单优惠, 相当于推广费用), 税项可能未实际发生

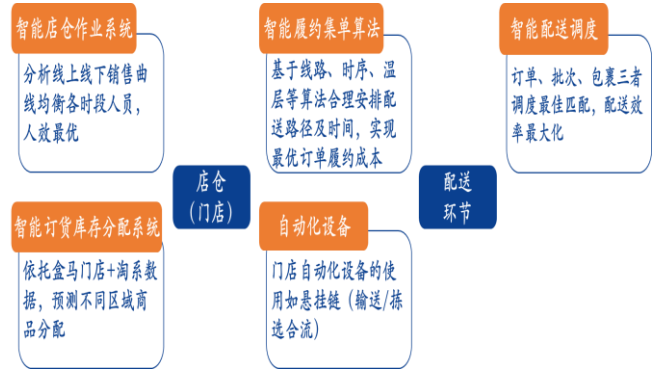
3) 店+仓模式: 到家到店结合, 运作模式实际较“重”, 定位中高端错位竞争。前置仓模式虽然解决了 B2C 模式的履约成本, 但却面临获客问题; 而且在消费习惯培养过后, 其客单价及单数一定程度上存在矛盾。到店到家结合体应运而生, 以盒马为代表: 线下设 4000-6000 平方米店铺, 也是前置仓, 同时开展线上业务, 扩大门店覆盖范围并提升坪效; 在阿里的人、财力、物力支撑下, 据官网数据, 截止 2021 年 1 月, 盒马已开设 261 家店铺 (不包含 mini 店、F2 等业态)。到店到家模式的结合一定程度上解决了单一模式的问题, 却又有新的问题产生: 比如, 单纯仓的模式库存管理更加容易精确, 但一旦线上线下结合, 库存快速调拨存在难度; 再比如, 盒马模式本质上并没有解决线上订单履约成本过高的问题, 在这一角度上, 如何实现人的最合理调配就成为了关键; 再如, 近 30 元的获客成本对比约 100 元的客单价比例并不小, 故而如何通过良好的配送效率及服务质量增强客户黏性、保证复购率也是重中之重...这些都需要中后台支持, 运作模式实际仍然较“重”, 这一定程度上决定盒马毛利率必须要高才能覆盖成本, 因而定位中高端、错位竞争或为大体趋势, 低线城市下沉短期困难。

图表 19: 截止 2021 年 1 月, 盒马鲜生 261 家电位置分布 (截止 2019 年 6 月共 153 家)



资料来源: 盒马 APP, 云栖大会, 公司官网, 国盛证券研究所

图表 20: 盒马新零售供应链系统及硬件架构

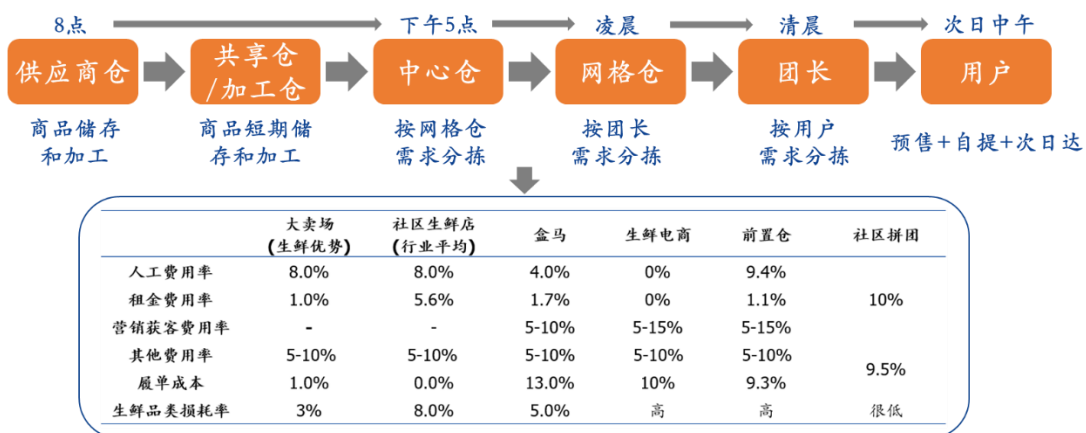


资料来源: 盒马鲜生公司官网, 国盛证券研究所

2.5. 缩减流通成本, 平衡周转时效, 模型获资本加持, 创造产业价值

预售+次日达+自提, 社区团购是相比先前生鲜电商模式更好的 UE 模型。社区团购形成完整链条的过程一般是: 1) 团长在自建微信群内分享商品链接; 2) 群内用户在当日下单 (一般从 24 点-次日 23 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) 平台当天收集订单, 完成供应商仓-共享/加工仓-中心仓-网格仓-团长-用户交付链条, 这里供应商需要提前 (一般是当日 8 点、也可能多次配送) 对当日单量预判, 预判准确度影响其库存及损耗控制。前置仓模式履约时效快、但履单成本过高; 生鲜电商模式履单成本略低、但履约时效慢; 社区团购首先通过预售+次日达+自提模式, 获得了一个比先前生鲜电商模式更好的 UE 模型。

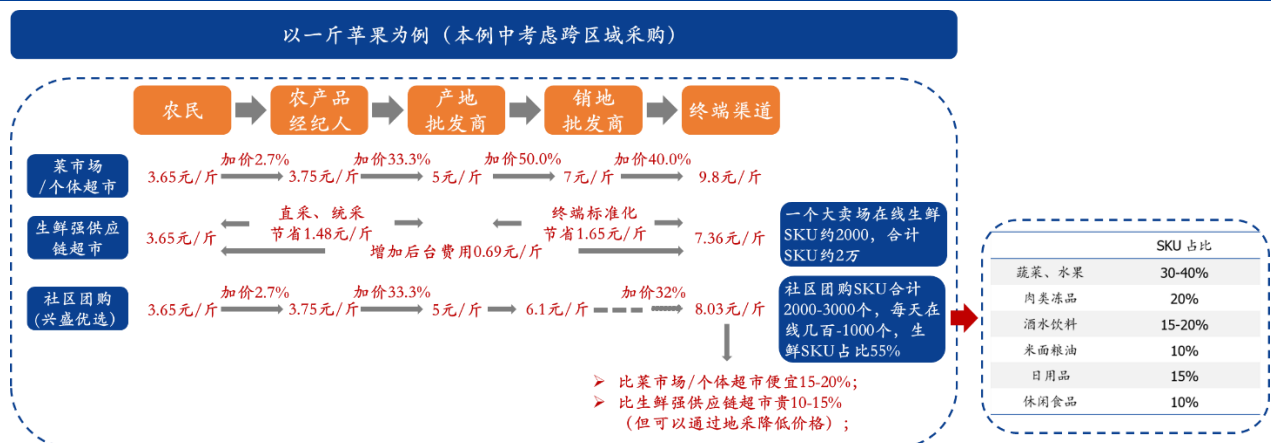
图表 21: 预售+次日达+自提, 社区团购是相比先前生鲜电商模式更好的 UE 模型



资料来源: 新浪网, 专家调研, 国盛证券研究所, 注: 图中部分数据为根据草根调研结果估算

缩减流通成本，平衡周转时效，模型获资本加持，创造产业价值。与终端渠道为菜市场 and 个体超市的生鲜传统流通模式相比，社区团购模式：**1) 降低采购成本(约10-15%)**。在达到一定体量后，可与一批商直接采购，且由于账期较短(3天，超市实际可能有2个月)，又集中品类、量大，可帮助一批商扩大规模、控制行情，采购成本比菜贩及个体商户便宜15%左右；**2) 团长利用熟人关系集客+用户自提，减少传统业态运营成本、获客成本及最后一公里履单费用(当前最优合计约18%)**。永辉超市上述费用率合计约17%，前置仓、B2C电商等则需25%左右，菜贩及个体超市上述费用率合计约30%；注意这里是费用率概念，还没考虑到终端价格的不同，如果考虑到，差别会更大。**3) 将损耗率将至极低(与退货率合计约1%)**。传统生鲜产业链的全部损耗率以价格传导方式最终均由消费者承担，由于社区团购按需订货，若运营突出，可将损耗率+退货率将至极低(最优目前已经做到1%)。但是如前所述，这与平台口碑、运营能力及供应商的预估水平等等均相关。**由于采购成本、运营成本、获客成本、履约成本、损耗率的降低，最终社区团购模式终端价理论上可以降至比菜市场/个体商户低15-20%的水平；但相比直采、统采模式的强生鲜供应链超市，价格仍高15-20%，不过如前所述，直采、统采模式的优势并不适用于所有品类、所有情况，社区团购平台某些情况可以通过地采解决上述问题。**此外，社区团购可以通过爆品模式促进引流，整体而言，一个区域社区团购行业总SKU数约2000-3000个(有些区域可能较少)，每天在线SKU约几百-1千个，其中蔬菜、水果SKU占比约30-40%，肉类冻品SKU占比约20%，酒水、饮料SKU占比约15-20%，米面粮油SKU占比约10%，日用品SKU占比约15%，休闲食品SKU占比约10%，其中爆品SKU数目合计约占20-30%。

图表 22: 缩减流通成本，平衡周转时效，其模型决定创造产业价值(非生鲜品类类似，后文再谈)



资料来源: 阿里巴巴, 58同城, 淘宝网, 艾瑞咨询, 第三方数据, 国盛证券研究所

这里我们指出: 上文中的所有讨论我们都选择了成熟区社区团购模型作比较, 而忽略了从前期亏损到模型跑通所需要的亏损及资金投入(因为这些对于巨头而言显然都不是问题)。也就是说, 我们认为社区团购之所以值得重视, 并不是因为其是一个极其优越、跑通毫无困难的模型(下文我们会重点分析其在发展不同过程中需要解决的问题), 而是在相对电商更优的模型下, 资本的加持将使得始终痛点重重的国内生鲜产业链终端出现迅速成长的企业(这是产业链痛点的根源之一), 并逐步对上游分销流通环节带来变革(短期亏损及波动反而可以承受、甚至由上游承担)。

3. 区域模型跑通需要品类运营、管理及密度支撑，各环节进入壁垒不强，玩法因人而异

3.1. 以长沙为例，社区团购区域模型跑通需要品类运营、管理及密度支撑

3.1.1. 以长沙为例：兴盛优选的发展经历了团长、物流仓配、供应链等多方面升级

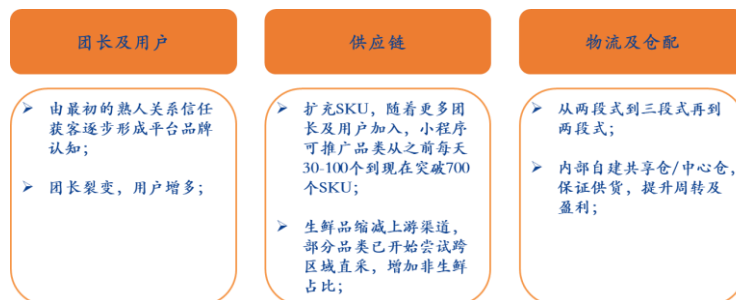
以长沙为例，从芙蓉兴盛转型，兴盛优选的发展经历了团长、物流仓配、供应链等多方面升级：

1) 团长及用户：由最初的熟人关系信任获客逐步形成平台品牌认知，团长裂变，用户增多。兴盛优选从2016年起，利用微信群进行生鲜售卖，利用原有门店（数千家）及团长的熟人网络及信任关系获客，并逐步形成平台品牌认知：据草根调研，一个长沙宝妈团长每天现在承接200多单团购单量（对应客户40人左右），其中兴盛优选单量占据大半，虽然承接三个平台业务，但其用户已经因为兴盛平台的品类多、稳定送货、以及商品质量形成平台品牌认知。2019年引入团长裂变模式后更是快速增长，且随着用户、密度增加，不断优化供应链及物流仓配。

2) 供应链：扩充SKU，生鲜品缩减上游渠道，部分品类已开始尝试跨区域直采。一方面，随着更多团长及用户的加入，小程序可以推广的品类从之前每天30-100个到现在突破700个SKU。另一方面，生鲜品的采购方式也逐步缩减二批商环节——直接带来的好处是采购成本的降低及稳定（由于一批商不承担库存及加工功能，需要自己设立仓库分拣加工），由此带来的渠道加价减少了10-15%，且极少受行情影响采购价大幅波动。此外，兴盛不断引进非生鲜品类，增加SKU选择：对于非生鲜品类而言，尾货及小品类的动销能力以及进场费、后台返点等多方面的节余是供应商选择平台销售的原因，并可能为平台带来相对生鲜更高的盈利能力。

3) 物流及仓配：从两段式到三段式再到两段式，内部自建共享仓/中心仓，保证供货，提升周转及盈利。最初兴盛在长沙仓配为两段式，即：城市中心仓运输到网格仓再运输至团长，后来两段式仓配结构不能保证货物按时供应，于是省内增加总仓，后来由于提升效率，将城市仓环节去除，重新变成两段式结构。从两段式至三段式再到两段式，与规模扩张及管理能力提升息息相关。此外，社区团购链条中共享仓的出现主要为了解决缺货及加工问题，平台的过去一批商品类少、量小，且需要承担垫资功能，几乎不做加工场所（成本过高），现在开始在一批商环节出现加工功能，而兴盛则将这部分自建、掌握在内部。

图表 23：以长沙为例：兴盛优选的发展经历了团长、物流仓配、供应链等多方面升级



资料来源：国盛证券研究所

3.1.2. 对比兴盛/美团，区域模型跑通需要品类运营、管理及密度支撑

从兴盛优选长沙已跑通的模型来看，构成如下：1) 据草根调研，营收结构上，生鲜占比约 27% (城镇占比低)，酒水饮料粮油休闲食品合计约 40%，日化日用品占比约 20%，床上用品服装电器家居占比约 10%左右。3) 毛利率上，总计毛利率约 22% (平台实际定价分成约 32%，但分拣过程包含质量损失)，不同品类毛利率区别不大。4) 团长佣金率约 8.5%、仓储租金费率约 3.5% (包含和仓相关的所有车辆、仓库、人工、租金费用)、总部人工费用率约 3% (包含 900 名客服人员、500-600 名商品编辑，合计人数 2000 人左右)、管理费用约 1.5% (包含领导工资及办公租金)、市场费用率约 1% (市场部开发门店费用率)、其他费用率约 0.5%。

图表 24: 以长沙为例，对比兴盛/美团模型，利润率主要差别在毛利率/团长分佣率/物流仓配费用率

	兴盛优选 (长沙)	美团	备注 (以兴盛优选为例)
营收结构	生鲜占比 27%，酒水饮料粮油休闲食品合计 40%，日化日用品占比 20%，床上用品服装电器家居占比约 10%	生鲜占比 33-35%	城镇生鲜占比低
货单价	17-20 元	8 元	
平均每人货单消费数	3 单	1.2-1.5 单	
毛利率	22.5%	10-15%	实际与供应商毛利分成为 30% 左右，分拣存在质量损失
团长佣金率	8.5%	12.0%	
总运营成本费率	9.5%	18.5%	
仓储物流费率	3.5%	12.5% (实际比这个还要高)	包含和仓相关的所有车辆、仓库、人工、租金费用
总部人工费用率	3%	3%	包含 900 名客服人员、500-600 名商品编辑，合计人数 2000 人左右
管理费用率	1.5%	1.5%	领导工资和办公租金
市场费用率	1.0%	1.0%	市场部开发门店费用率
其他费用率	0.5%	0.5%	
平台利润率	4.5%	-18.0%	

资料来源：草根调研，国盛证券研究所，注：图中为草根调研数据，实际可能存在误差，注明在风险提示

相比之下，美团与兴盛利润率主要差别来源在于毛利率/团长分佣率/物流仓配费用，其中：

毛利率及团长分佣率差别比较直观：1) 美团由于规模欠缺，仍从二批商进货生鲜，采购成本多出 10% 左右，且品类构成的区别及运营能力的差距可能导致品类损耗更高 (目前由供应商承担、未完全体现在平台报表)；2) 由于仍在市场拓展阶段，团长分佣率相对较高；而兴盛优选由于平台用户粘性 & 口碑已经相对较好，佣金率相比最初有所下降。

图表 25: 兴盛优选由于形成用户粘性 & 口碑, 团长佣金率相对较低, 推广补贴投入也较低 (以某宝妈团长为例)

团长 (宝妈)	兴盛优选	美团	橙心优选
申请过程	前期需营业执照, 目前需面签, 后台学习 7 天后开通	先通过, 达不到标 (日十单) 冻结 30 天	先通过, 后 7 天内超过 25 单
日单量	100 多单	20-30 单	20-30 单
单日客户数量	30 个	10 个	10 个
月收入	3000-4000 元左右 (疫情期间有激增)		
补贴活动 (佣金整体类似)	无	较少, 20 人 27 块奖励	较多, 500 人下单 1588 元奖励, 之前存在刷单现象
推广方式	上街询问, 社区口碑自然获客		
客户群体	30 岁左右妇女居多, 其余较少		
覆盖范围	小区里的五栋楼为主, 200 单送货上门+理货约花费 5-6 小时		
平台用户粘性/优势	稳定, 品类多, 司机固定, 稳定客户群体	平台导流较多	补贴力度较大
总体团效	20-400 单 城市平均 35, 农村单量超 100	17 单下滑到 12-13 单	

资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

物流仓配费用率与货单价、订单密度 (团效) 及管理运营能力相关: 一个平台的物流仓配费用可根据仓配流程分为“网格仓”及“省仓/城市仓”两部分, 目前以长沙为例, 不同平台两方面仓配占比差别不大 (前者占 60-70%、后者占 30-40%), 我们首先分析网格仓的成本构成。1) 在平台模型中, 美团、兴盛优选仓储物流费用率分别为 12.5%、3.5%, 对应网格仓费用约 0.55 元/单、0.26 元/单, 货单价的区别首先是费用率区别的一大主要原因 (兴盛由于多整箱销售、很早就开始有意识降低生鲜占比、提升高客单价销售, 货单价较高); 2) 实际上二者费用的差距其实更大, 美团若以网格仓主角度考虑问题, 在 0.55 元/单的分佣下, 网格仓老板并不盈利 (实际的费用率区别为 21.9%、2.3%), 主要区别在于团效、租金、分拣人员数目三个指标。美团较低的用户及下单密度降低了司机的满载率及配送效率, 由于形式第三方承包、仓选址注重位置而忽略短期成本 (平台补贴) 极大地增加了租金费用率, 由于仓内培训管理的不规范及外包形式的不稳定提升了分拣费用。以上三点中, 第一点为市占率决定、第二点及第三点解决并不是难事。

综上, 以长沙为例对比兴盛/美团模型, 社区团购区域模型跑通需要品类运营、管理及密度支撑。

图表 26: 物流仓配费用率与订单密度(团效)及管理运营能力相关

	美团	兴盛
形式	美团是第三方承包、负责管理,找第四方人力资源或物流公司招司机和分拣人员	司机共同承包(类似合伙人制度),兴盛派管理员负责管理、招聘、培训
平台付费	0.55元/单承包费用(本来是7毛/单)	平台给司机付GMV 2%的承包费用(包含租金,司机及分拣人员工资水电等)
日单量(单/天)	10000	10000
货单价(元/单)	8	18.5
平均团效(单/团张/天)	11.5	35
团长数量(个)	870	300
覆盖范围	8平方公里	覆盖范围较小
配送时效	一辆车对接40-50个团长,单量较少,经常到下午才能配送抵达	团效高,配送效率较高
租金费用(元/月)	27000	750
面积(平方米)	1000	300
仓库费用单价(元/平方米/月)	27	2.5
平均每单租金费用(元/单)	0.090	0.003
租金费用率	1.13%	0.01%
司机费用(元/月)	200000	50000
车数(台)	22	5
每车覆盖团长数量(个)	40	60
每车日总单量	455	2100
车总装载单量	1500	1500
每车日配送次数	1	2
满载率	30%	70%
司机收入(元/月)	9100	10000
平均每单司机费用(元/单)	0.67	0.17
司机费用率	8.3%	0.9%
分拣人员费用(元/月)	50000	15000
分拣人员数目	12	5
分拣人员收入(元/月/人)	4167	3000
单人单日分拣数目(单/人/天)	833	2000
平均每单分拣费用(元/单)	0.17	0.05
分拣费用率	2.1%	0.3%
管理人员费用(元/月)	28000	10000
管理费用率	1.2%	0.2%
水电费用(元/月)	10000	10000
水电费用率	0.4%	0.2%
平均每单总费用(元/单)	1.05	0.25
网格仓费用率	13.1%	1.4%
总仓配费用率	21.9%	2.3%
网格仓每单利润(元/单)	(0.50)	0.12
网格仓利润率	-6.3%	0.6%

资料来源:草根调研,国盛证券研究所

3.2. 各环节进入壁垒不高，但精耕需要时间，玩法因人而异

各环节进入壁垒不高，但环环相扣，精耕需要时间。在社区团购平台仍采取区域性采购体系的背景下，团长/用户-物流仓配-供应链是一般演进路径；各环节进入壁垒不高，但精耕需要时间，比如：1) 团长/用户环节，平台可以通过更高的团长分佣及用户补贴刺激流量短期上升，但一旦配送能力不足或者SKU过度扩充后分拣能力跟不上，就容易出现履约问题（从市场调研来看，橙兴优选在各地扩城初期都出现严重缺货问题，并造成用户及团长资源流失）；2) 物流仓配环节，目前省仓、中心仓、网格仓、车辆均不是稀缺资源（县城车辆可能是稀缺资源），仅是短期可能存在亏损；而长期来看，亏损的扭转需要货单价、团效、管理运营水平提升，也涉及其他维度的问题；3) 供应链环节，生鲜环节供应商本身不是稀缺资源，以长沙为例，据供应商调研，生鲜供应商为万级水平、SKU为千级水平，但规模及平台稳定决定了采购成本及渠道加价；标品一定程度存在先发优势，由于多以核心单品配售尾货、小品类销售，平台与供应商会签订排他合同。SKU扩充是货单价提升的基础，也为物流分拣仓配环节带来更大挑战。

图表 27: 各环节进入壁垒不高，但环环相扣，精耕需要时间（以区域性模型为例）



资料来源：国盛证券研究所

各展所长，玩法因人而异。1) 兴盛优选是区域模型的优等生代表，通过规模由一批采购、内置加工/共享仓，SKU较为丰富，采销一体，以团长裂变模式扩张；2) 美团在互联网巨头中进展最快，其自有地推、人才、同城配送、管理及运营能力是优势，相比兴盛优选在订单密度、供应链、仓配上都有提升空间；3) 多多买菜平台端流量端优势最强（社区团购用户当前8成为女性，且年龄段以30-50岁为主，下沉市场需求最旺盛），且已有直采供应链积累（但目前还是分开运营）；4) 橙心优选多方面补贴最重、拓展最为激进，但仓配供应链及用户体验的满足频频暴露问题；5) 阿里通过淘宝提供线上流量导入，通过零售通和菜鸟驿站进行线下团长端的推广，并欲整合超市（盒马，大润发），零售店（零售通，菜鸟驿站），同城零售（天猫超市），本地生活服务（餐厅网络）等多方面资源，但当前进展仍慢，且缺少腾讯生态支持是较大问题；6) 京东最初2018年即设立友家铺子平台、2020年末战略投资兴盛优选、纳入滴理集市，并于2021年上线京喜拼拼，举措频频，但目前来看本地仓配体系强大，在下沉市场优势不大，生鲜供应链及仓配分拣经验较弱；7) 腾讯现阶段主要通过投资和为社区团购体系提供场景支持；8) 原有线下龙头公司同样积极拥抱转型，其原有宽品类、直采的供应链及人才体系是相较互联网巨头目前仍不具备的优势，但是线上化的资金支持及双线运营价格、品类体系设计是难题。

图表 28: 各展所长, 玩法因人而异

	供应商环节	物流仓配环节	销售环节
兴盛 优选	上游供应商 SKU 数量及 营收占比 800-1000 种 SKU, 生 鲜占比 27%	加工仓/ 共享仓 中心仓 网格仓 省级总仓, 覆盖团点 300 个 自建, 缺 作业规范, 左右, 费用率 3 货率低, 分区域设置 成本每单 多个分拣 三毛左右 仓, 覆盖各 县区	流量导入 团长扩张 团长运营 C 端补贴 采销关系 裂变分销式 扩张, 有一 个月日均不 低于 10 件, 佣金略 低于 10%
美团	部分一批商, 多为二批商 (加价率 10%-15%) 近 1000 种, 生鲜占 比 35%	供应商外 包 多为城市 中心仓 团效较低, 覆盖 800 个团点, 费 用为每单 5.5 毛, 网格仓监控 及管理系统相对 完善, 履约能力 较好	美团 app 进行导流, 外卖等人群 部分会成为 团购客群 利用地推团 队进行扩 张, 自有 BD 团队, 部分外包 团长达标要 求为满 7 天 21 笔订 单, 满 150 元, 佣金 10%- 15%, 僵 尸团长较少 负毛利率卖 货较少, 但 有补贴, 有 关部门出台 政策后补贴 有所降低 本来同多多 买菜, 现在 合并了
多多 买菜	多为二批商 (加价率 10%-15%) SKU 数目最 少, 主打爆 品, 400- 600 个 SKU	供应商外 包 多为城市 中心仓 团效不超过 30, 覆盖 500 个团 点, 费用为每单 5-6 毛, 管理信 息系统 2020 年 末上线, 履约能 力逐步改善	70%左右 依靠拼多多 app 导流 外地地推团 队进行团长 扩张 团长注册要 求极低, 存 在一定僵尸 团长现象 爆品多, 价 格相对较 低, 补贴规 模较大 产销分离, 采购/招商 是一批人, 运营是另一 批人
橙心 优选	多为二批商 (加价率 10%-15%) 近 1000 种	供应商外 包 多为城市 中心仓, 作业 不规范, 多 次出现大规 模堵仓现象	补贴主要投入销 售环节, 物流层 面投入不足, 履 约能力仍较差, 缺货现象突出 利用地推团 队进行扩 张, 至今拉 新补贴仍最 高 团长达标要 求与美团类 似 总体补贴规 模仍在主流 平台中最高 产销分离, 采购/招商 是一批人, 运营是另一 批人
其他	目前盒马集市、京喜拼拼等仍处探索阶段, 十荟团总体运营水平与兴盛优选类似		
线下 原有 龙头	宽品类、直采的供应链及人才体系是相较互联网巨头目前仍不具备的优势, 但是线上化的资金支持及双线运营价格、品类体系设计是难题		

资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

4. 万亿规模待挖掘, 行业竞争或为区域战、进化战、持久战、孕育生态机会

4.1. 资本带动, 产业链自下而上整合, 万亿规模待挖掘

以长沙测算, 当前社区团购生鲜渗透率约 10%。1) 据国家统计局、湖南统计局及中国产业信息网, 长沙 2019 年总常住人口约 839 万人, 城镇化率约 80%, 由此估算城镇人

口数约 668 万人；长沙市人均年消费支出 3.95 万元/年，食品支出占比 30%，生鲜支出占食品支出比重约 50%，由此估算长沙市生鲜市场规模约 395.9 亿元/年，食品消费市场规模约 791.7 亿元/年。2) 据公司公开演讲，兴盛优选 2020 年化 GMV 约 400 亿，假设长沙作为重点城市占全国单量比重为 10%、货单价格略高于全国平均水平，估算长沙社区团购对生鲜渗透率约 10%左右。

图表 29：以长沙测算，当前社区团购生鲜渗透率约 10%

长沙社区团购估算市场规模	
2019 年长沙市常住人口 (万人)	839.5
长沙市城镇人口比例	80%
长沙市城镇人口 (万人)	667.9
长沙市人均年消费支出 (元)	39516
食品支出占比	30%
生鲜支出占食品支出比重	50%
估算市场规模 (按生鲜品类计) (亿元)	395.9
估算市场规模 (按食品品类计) (亿元)	791.7
目前社区团购年 GMV	
兴盛全国年 GMV (亿元)	400
长沙单量占全国单量比重	10%
兴盛长沙估算年 GMV (亿元)	60
兴盛优选市占率 (估算)	30-60%
长沙地区社区团购年 GMV(亿元)	66-133
社区团购渗透率 (按生鲜品类计)	8%-17%

资料来源：国家统计局，湖南统计局，中国产业信息网，国盛证券研究所，注：兴盛优选市占率为估算，团长端调研市占率均在期间

由此估算，社区团购中长期市场空间约万亿（尚未考虑 B 端情况）。1) 以 14 亿人口，对应 4.67 户，户均全年 8.42 万元消费、30%食品消费占比、食品中 50%生鲜占比估算，对应全国生鲜零售消费约 5.9 万亿元；其中假设社区团购渗透率约 10%（同长沙），估算社区团购中长期市场空间约 6000 亿元；假设社区团购生鲜占比约 30%，对应社区团购总规模约 2 万亿。2) 以上估算尚未考虑 B 端情况。在生鲜产业链向流通成本降低的行业趋势下，下游大企业向上整合产业链是趋势（只是程度问题），目前已经出现社区团购带动生鲜、快消供应链向上整合，并从 B 端消化产品的迹象。事实上，社区团购某种程度上是资本带动终端平台迅速起量，从而自下而上整合、优化效率的模式，而其本身整合同样需要时间。

图表 30: 社区团购中长期市场空间约万亿 (仅考虑零售端)

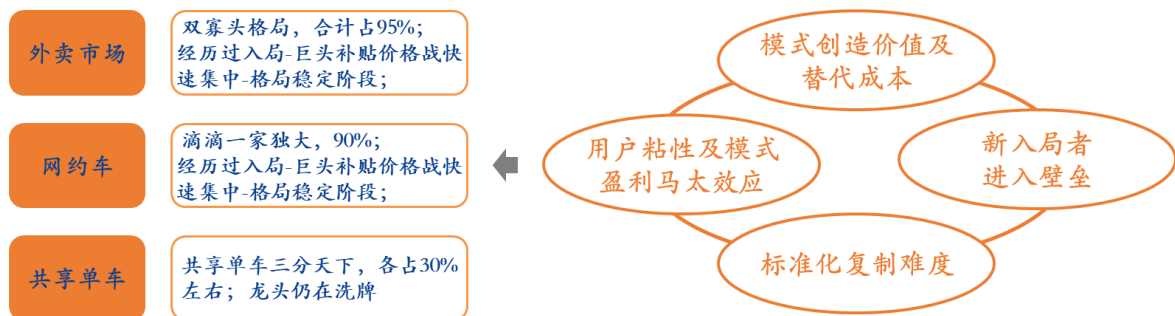
人口 (亿人)	14
户数 (亿)	4.7
全国城镇居民户均消费支出 (万元)	8.42
食品占比	30%
生鲜消费占食品比重	50%
全国生鲜零售消费规模 (万亿)	5.89
渗透率	10%
社区团购生鲜规模 (万亿)	0.59
社区团购对应模式生鲜占比	30%
社区团购行业规模 (万亿)	1.96

资料来源: 国家统计局, 湖南统计局, 中国产业信息网, 国盛证券研究所

4.2. 行业竞争或为区域战、进化战、持久战, 孕育生态机会

外卖/网约车/共享单车, 从历史三次互联网大战看进程及结果不同。社区团购已不是第一次巨头纷纷入局的互联网大战, 以外卖/网约车/共享单车为例: 1) 从结果而言, 外卖市场美团、饿了么双寡头格局 (据 trustdata, 合计达约 95%), 网约车滴滴一家独大 (市占率超 90%), 共享单车则三分天下 (各占 30%左右); 2) 从进程来看, 外卖/网约车都经历过入局-巨头补贴价格战快速集中-格局稳定阶段, 共享单车则存在行业龙头大幅洗牌。其模式相对传统模式为参与者创造的价值及替换成本、平台用户粘性及其马太效应、新入局者进入壁垒、标准化复制难度决定了以上进程及格局的不同。从时长来看, 从互联网巨头入局或补贴模式开始, 基本经历 4-5 年时间形成相对稳定的市占率格局。

图表 31: 外卖/网约车/共享单车行业格局及进程不同



资料来源: trustdata, 国盛证券研究所

社区团购区域模型决定其行业竞争或为区域战、进化战、持久战。一方面, 社区团购上游生鲜供应链的结构、团长的非排他性、消费者于平台之间的转换成本决定其马太效应相对外卖、网约车均较弱; 另一方面, 商品销售的本质仍然是品质、成本、消费者服务的比拼, 非标的商品特性以及跨区域消费者习惯的差异使得行业供应链区域复制相对较难, 加上目前其供应链多停留在地采阶段, 一旦规模逐步扩大, 同样需要解决跨区域型仓配及供应链问题 (和传统零售本质没有区别), 而现有模型随着 SKU、跨区域供应链的打破, 也会有所变化。其行业竞争极有可能是以区域割据战为开始, 并逐步跨区域进化、向上游延伸的进化战、持久战 (目前行业已全国铺点、但兴盛湖南湖北较强、美团广东北京较强、橙兴成都较强、多多江西广东较强)。行业竞争选手间本质比拼的仍然是零售端的成本、效率、体验, 同时也需要人才及组织能力的不断迭代 (未来可能看到巨头斥巨资招聘传统企业生鲜买手及运营等等)。

孕育生态机会。国内生鲜产业链上下游的结构特征及生鲜非标、费用率高、风险波动大的品类特征使得原有产业链环节较多、结构冗余；随着下游集中及上游的专业集约化（下游更快），产业链自下而上整合或为趋势；社区团购某种程度上是以更优的终端模型及更有利的资本支撑迅速扩张起量，完成传统企业 10-15 年才能完成的事情，但本质并没有很大不同，其过程中供应链、仓配、跨区域均是需要一步步解决的问题。行业进化机遇挑战并存，同时孕育生态机会：1) 供应商。开始可以通过横向及纵向整合在风险平和同时提升受益，同时标品小品牌存在借平台发展起量机会；2) 团长。整合可能也是趋势，即使佣金率下降，团长可通过提升周转及日销赚取利润，短期取缔可能性不大（没有必要）；3) 仓配物流。从仓的角度看，目前其实仍处亏损状态（很多成本计算并没有计算固定成本的分摊），随单量提升，平均每单成本会下降；同时生鲜行业的发展及消费者需求的满足可能带动相关冷链、设备发展。4) 平台本身。生鲜聚集流量、差异化选品增强盈利能力，并为整体电商业态输送用户、保持客户粘性。

图表 32: 共享仓/加工仓费用需要单数支撑才能分摊

	单月模型
初始投资（万元）-未分摊	200
日单量（单）	30000
每单人员成本（元/单）	0.17
每单包装费用（元/单）	0.14
打包分拣成本（万元/月）	27.9
场地面积（平方米）	1600
租金（元/平方米/月）	28
总租金（万元/月）	4.48
水电费用及管理成本（万元/月）	2
平均每单边际费用（元/单）	0.31
平均每单总费用（元/单）	0.38
每单收入（元/单）	0.3

资料来源：草根调研，国盛证券研究所

5. 投资建议

2020 年下半年以来，社区团购风起云涌，从野蛮扩张到政策出台，讨论多多。我们认为，社区团购本质是通过终端模型改善及资本助力的迅速拓展，从国内生鲜产业链终端渠道开始的一场逆向变革；当前发展仍以区域性为主，上游仓配及供应商成本效率仍有改善空间，未来机遇与挑战并存：1) 市场空间来看，巨头要做、是否坚持做比短期能否盈利更加重要；通过对原有生鲜电商模型改良，以长沙估算全国，或迎万亿空间，且可能带来 B 端生意机会；2) 同时，非标商品本质及跨区域消费习惯的不同使企业同样要面对传统零售商相似的问题，比拼的仍然是零售端的成本、效率、体验，需要人才及组织能力的不断迭代，可能带动上游供应商的整合并带来平台方、仓配物流设备、标品品牌供应商的投资机会。3) 于传统企业而言，原有供应链基础仍是优势，如何依托现有资源开展线上化建设、双线经营品类、满足用户需求为关键。

6. 风险提示

- 1) 龙头供应链、仓配建设不及预期。如前所述，于巨头而言，行业进入壁垒不高，但非标品行业特性、跨区域消费习惯的不同以及供应链本身的精细运营难度下，若以盈利为前提，会有挑战，若龙头供应链、仓配建设不及预期，可能存在风险。
- 2) 行业竞争加剧。若有玩家恶性竞争，可能短期造成发展压力。
- 3) 政策监管风险。巨头资源及资金支持下，社区团购终端盈利模型决定可能对以农贸市场及超市为主的生鲜分销渠道造成影响。
- 4) 基于调研数据测算，与实际情况存在。由于本篇报告涉及一级行业数据，部分数据根据调研数据测算，与实际情况可能存在一定误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com