

社区团购行业深度研究报告

社区团购深度研究：硝烟进行时，品牌/平台/团长都在想什么？

2021年05月11日

增持（维持）

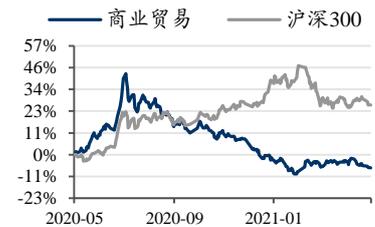
证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖
yangjing@dwzq.com.cn

投资要点

- 我们认为社区团购快速增长的一大原因，在于其准确把握了我国特有的商业文化。我国是个发展中国家，人均可支配收入不高。社区团购主打低价生活必需品，契合多数消费者的核心关注点。我国拥有较为复杂的城市层级，世界范围内普及程度领先的互联网、电商文化。团长环节的加入，则充分调动各地市的本地资源，并利用微信这个全民 app 中蕴含的人际关系，使平台在低线城市也能做到相对快速的启动和扩张。
- 重塑物流链路，通过“预售+自提”做到又快又省：“快”和“省”是社区团购的核心优势，而通常越快的物流意味着越高的成本。社区团购履约又快又便宜的核心原因在于：①无需进行“最后一公里”配送，而派送是传统快递中成本最高的环节；②“团长”的存在使得平台的履约变成“低频率、规律性、高密度”场景，三级仓体系对此进行了针对性优化，进一步降本提效；③预售模式下平台没有库存，无需承担库存风险，且中心仓和网格仓都仅用作分拣中转，不需要额外的面积来存放商品。
- 于平台，社区团购带来的下沉流量具有战略意义。高线城市的流量增长已趋近饱和，未来下沉市场流量的意义越来越重要。社区团购拥有线上+线下场景，其生鲜品类具备高频+高粘性特点，是获取下沉市场流量的良好途径。而其同时具备较成熟的运营模型、一定的盈利潜力，以及广阔的市场空间，可用于打造新的增长曲线，因此成为巨头必争之地。
- 于品牌方/供应商：社区团购有望成为重要渠道，但大品牌可能不会主动拥抱社区团购。社区团购的货源主要来自本地供货商，在模式不发生重大改变的情况下，未来货源或仍以本地供应商为主。我们认为中期内，社区团购的商品将主要来自工厂品牌和地区品牌商，而大多数大品牌为了保障渠道体系和价格体系的稳定，可能不会主动拥抱社区团购。
- 于团长：核心目的是赚取佣金，但未来佣金率或将持续下降。团长具备两大核心职能：①引流，②履约。我们认为未来引流功能将持续弱化，平台会将流量所有权从团长手中逐渐收回。这意味着未来团长很可能仅作为一个履约环节（自提点）而存在，因此其佣金率或持续下降。
- 投资建议：建议关注头部社区团购平台企业；以及拥有直采供应体系且估值较低的连锁商超：永辉超市、家家悦等。社区团购平台在成熟区域具备卡位能力，因此头部企业值得关注。拥有直采供应链的超市通常经营边际更高更安全，更有可能承受社区团购扩张期的带来冲击；此外社区团购无法绕过本地供应商，直采供应体系仍是稀缺资源，同样值得关注。
- 风险提示：监管趋严、竞争加剧、规模增速不达预期、产品质量问题等

行业走势



相关研究

- 1、《跨境电商行业点评：亚马逊开店&运营监管加严，跨境电商或加速分化》2021-05-09
- 2、《商业贸易：华熙生物和爱美容分别发布医美新品“御龄双因子针”和“态活”，爆品打造值得期待》2021-05-09
- 3、《教育行业周报（2021年第17期）：2020-21年公务员考试时间错位或对考生备考节奏有一定影响》2021-05-09

表 1：相关公司估值（基于 5 月 10 日收盘价）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
601933	永辉超市	510	5.36	0.19	0.12	0.16	28	45	35	未评级
603708	家家悦	101	16.59	0.70	0.79	0.92	24	21	18	未评级

资料来源：wind，东吴证券研究所。注：EPS 预测均为 wind 一致预期。

内容目录

写在前面	5
1. 社区团购好用吗？——提供显著低价+可接受的交付体验.....	6
1.1. 社区团购的购物流程如何？小程序下单，次日团长处提货	6
1.2. 社区团购真的便宜吗？生鲜品、标品价格均明显低于本地商超	9
1.3. 社区团购需求分析：核心是满足消费者“省”的需求	11
2. 社区团购模式简介：基于履约创新打造的快消费品电商平台	13
2.1. “预售+自提+次日达”之间具备内在联系	13
2.2. “共享仓、中心仓、网格仓”三级仓体系，仓库仅用作中转不背库存	14
2.3. 品类结构：以食品、快消品为主，生鲜 GMV 占比已降至 50%以下	16
3. 社区团购的“便宜”是如何形成的？	18
3.1. UE（单位经济）模型：生鲜亏损率高于标品，提价后或有持续盈利能力	18
3.2. 大批量进货+平台补贴+物流模式得到改善，让消费者获得更低价的商品	19
3.3. 平台各环节费用率均有下降空间，期待经营边际改善	21
4. 履约体系详解：为何社区团购的履约又快又便宜？	22
4.1. 向高昂的“最后一公里”配送成本要改善空间	23
4.2. 仓库仅用作中转，低频高重量配送进一步提高物流效率	23
4.3. 中短期履约成本改善空间主要在网格仓，团效（订单密度）是核心指标	25
5. 供应商、品牌方、团长.....各参与方的诉求与态度如何？	27
5.1. 社区团购参与者：品牌方、供应商、平台、团长	27
5.2. 本土供应商是平台的核心货源，品牌商对加入社区团购有所顾虑	28
5.2.1. 供应商：社区团购平台本质上是代销模式，供应商职责比传统模式更多	28
5.2.2. 品牌：以地区性小品牌为主，大品牌对社区团购的态度仍未明朗	29
5.3. 团长：社区门店团长渐成主流，佣金率降低是大趋势	31
5.3.1. 团长承载获客+履约双重功能，未来获客作用或持续弱化	31
5.3.2. 团长平均佣金收入不高，未来团长环节的话语权和佣金率或继续下降	33
6. 社区团购有望成为下沉市场的重要获客渠道	34
6.1. 下沉市场流量或将成为互联网巨头的争夺焦点	34
6.2. 生鲜具备的高频+刚需特性，使其成为引流利器	36
6.3. 社区团购用户画像：三四线城市具备一定消费能力的年轻人	38
7. 投资建议	39
7.1. 社区团购平台是否会改造生鲜供应体系，未来竞争格局如何？	39
7.2. 社区团购是否会替代前置仓等业态，与传统电商/生鲜电商有多少协同？	40
7.3. 品牌方和团长的未来发展趋势如何，社区团购能否脱离微信体系？	41
7.4. 建议关注领先的社区团购平台企业，以及优质超市估值修复机会	42
8. 风险提示	43

图表目录

图 1: 社区团购流程——小程序下单, 次日下午从团长处提货	6
图 2: 用户可以直接通过社区团购微信小程序下单 (图为多多买菜、美团优选小程序首页)	6
图 3: 社区团购从小程序到商品页, 访问路径	7
图 4: 社区团购小程序搜索结果下方有信息流推荐位	7
图 5: 品类入口位于社区团购小程序首页	7
图 6: 社区团购 SKU 总数不多, 搜索和推荐结果中可能不会出现访问者真正想要的商品	8
图 7: 部分开拓较好的城市提货距离可控制在 500m 以内	8
图 8: 人们使用社区团购的原因: ①省钱, ②省时/方便, ③新奇有趣、别人都在用	13
图 9: 社区团购的信息流和商品流	13
图 10: 预售、自提、次日达、低价、三级仓之间的内在联系	14
图 11: 社区团购共享仓、中心仓、网格仓之间的对应关系	15
图 12: 社区团购三级仓配体系详解	16
图 13: 所有主要品类中, 在社区团购平台上购买过生鲜、食品品类的消费者占比最高	16
图 14: 生鲜保质期短易变质、非标准性的特点, 使得其履约成本通常比标品更高	17
图 15: 生鲜在社区团购 GMV 中仅占约 30%	17
图 16: 生鲜在社区团购 SKU 中占比约 40%	17
图 17: 典型社区团购全链路 UE 模型 (较成熟地区)	18
图 18: 典型本土连锁商超 UE 模型	18
图 19: 社区团购生鲜品类全链路 UE 模型	19
图 20: 社区团购标品全链路 UE 模型	19
图 21: 2019 年各大超市存货周转及应收账款周转天数	20
图 22: 生鲜品类各环节均有一定的加价, 高层级批发商具备较明显价格优势	21
图 23: 社区团购平均单票履约成本约 1.0 元	22
图 24: “最后一公里”配送是电商物流链条中成本最高的环节之一	23
图 25: 社区团购网格仓主要采用“播种式”分拣	24
图 26: 社区团购各环节履约成本拆分	25
图 27: 中短期内各环节单票履约成本改善空间不同, 网格仓优化空间大	26
图 28: 社区团购各参与方主要职责与诉求汇总: 大多数职责和成本项目由平台承担	27
图 29: 供应商给社区团购平台供货时, 所需承担的职责多于给其他零售商供货	28
图 30: 美团优选洗衣粉、纸巾产品搜索结果 (2021 年 4 月, 定位武汉市)	29
图 31: 多多买菜的洗衣、纸巾产品搜索结果 (2021 年 4 月, 定位武汉市)	29
图 32: 品牌方对进驻社区团购有所顾虑, 不同类型的品牌有不同的合作方式	30
图 33: 团长两个核心功能: 获客、履约	31
图 34: 团长 VS 自提柜: 自提柜成本优势不明显, 未来替代团长的可能性不高	32
图 35: 团长构成: 2020 年上半年社区门店团长占比已提升至 73%	32
图 36: 早期, 用户归属于团长, 平台为团长服务, 社区团购是个 S2B2b2C 模式	33
图 37: 未来, 用户属于平台, 团长仅为一个履约环节, 此时社区团购将变为 S2B2C 模式	33
图 38: 预计团长平均佣金收入为 400-600 元/月	34
图 39: 阿里巴巴 GMV 增速 vs 年活跃买家(AAC)增速	35
图 40: 京东 GMV 增速 vs 年活跃买家(AAC)增速	35
图 41: 各城市层级网购人群渗透率	35
图 42: 主流电商平台 MAU 与网民总数对比 (亿人)	35

图 43: 2019 年上半年外卖总体用户城市分布	36
图 44: 我国生鲜市场规模 (万亿元) 及增速	36
图 45: 生鲜产品类别销售额占比情况 (2017)	36
图 46: 发达国家生鲜主要零售渠道为超市, 而我国主要渠道为农贸市场	37
图 47: 2020 年 12 月社区团购微信小程序用户画像分布	38
图 48: 中短期内社区团购的竞争格局将一定程度上呈现区域化特性	39
图 49: 社区团购网格仓与生鲜电商前置仓之间没有显著协同	40
图 50: 社区团购平台未来或将收回用户所有权, 有可能脱离小程序回归主 APP	42
表 1: 相关公司估值 (基于 4 月 26 日收盘价)	1
表 2: 社区团购较商超有明显价格优势 (尤其生鲜品); 生鲜电商总体贵于传统商超	9
表 3: 武汉地区社区团购、生鲜电商、连锁商超价格对比 (元)	10
表 4: 社区团购主要满足“在便宜的同时其他各方面都不太差”的需求	11
表 5: 社区团购与生鲜电商前置仓所满足的消费场景有较明显差异	12
表 6: 社区团购平台单 SKU 采购额可比区域龙头超市高出数倍之多	20
表 7: 相关公司估值表 (基于 2021 年 4 月 26 日收盘价)	42

写在前面

社区团购是一个专为我国特有的商业文化而打造的电商模式。回顾我国的互联网巨头们的发展历程，可以发现其大都是通过吃透我国某些商业文化特征，从而战胜其竞争对手，脱颖而出。我们认为我国商业文化的特殊性主要体现在四点：①庞大人口支撑的巨量需求；②复杂的城市层级和需求层级；③全世界最普及的互联网文化；④现阶段仍是一个发展中国家。

(1) 我们拥有庞大人口支撑起的巨量需求，关键是如何发掘这些需求。阿里巴巴打败了 eBay 中国，京东打败了亚马逊中国，拼多多在巨头的夹缝中发展壮大，都证明了：中国的消费需求足够培养出巨型公司，也能诞生各种各样的新模式。根本性的问题，在于如何顺应国情，发掘商家和消费者的需求。

(2) 较为复杂的城市层级。我国国土总面积约 960 万平方公里，拥有 34 个省级行政区、334 个地级行政区、2851 个县级行政区、近 4 万个乡级行政区。如何使业务有效地触达低线城市，如何满足各地区不同消费习惯带来的多样需求，如何解决异地拓张时本地资源的欠缺，这些问题长期困扰着中国的大型零售公司（尤其是线下连锁零售）。

(3) 世界范围内较为普及的互联网和电商文化。CNNIC 显示 2020 年底我国网民人数达到 9.89 亿人，微信是一个国民级 app，截至 2020 年底 MAU（月活跃用户数）达到 12.25 亿个。我国的电商文化也较为强势：网购用户规模达到 7.82 亿人，电商交易规模早已成为世界第一。据 eMarketer 数据，2019 年我国电商交易规模超世界 2-11 名之和；而电商的渗透率、增速也位于世界前列。

(4) 我国仍是一个发展中国家。2020 年全国人均可支配收入为 2682 元/月，这意味着月收入超过 3000 元的群体，可能已经属于国内较高收入的群体。尽管近年来我国人民生活水平已经得到了长足的提升，但从平均可支配收入上来看，我们仍是一个发展中国家，而“省”在相当一段时间内可能仍然是消费者购买产品的主要关注点。

回过头看社区团购：其核心优势在于，在满足消费者“省”的需求的同时，在“多、快、好”这些维度的表现也不错，这顺应了我国作为一个发展中国家的基本国情；团长环节的加入，则充分调动零散的本地资源，并利用微信这个全民级 app，使平台在低线城市也能够做到相对快速的启动和扩张。

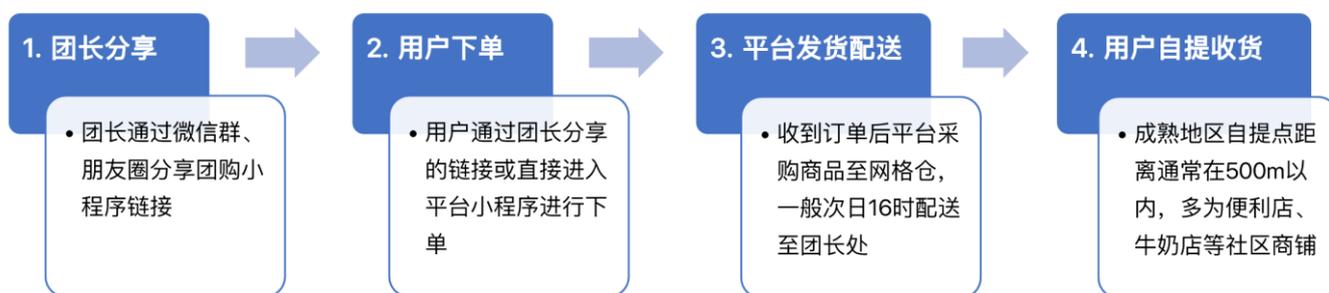
1. 社区团购好用吗？——提供显著低价+可接受的交付体验

社区团购是一种“预售+次日达+自提”的新型零售模式。其脱颖而出的原因不仅是疫情对消费习惯的改变，更重要的是其满足了消费者的一些核心需求，即“在价格足够便宜的前提下，买到足够的质量合格的产品，并且较快地送达”，其中“便宜”是核心。

1.1. 社区团购的购物流程如何？小程序下单，次日团长处提货

时效：当日晚11点截单，次日下午4点自提。选择配送至武汉，2020年4月多多买菜、美团优选等大多数社区团购平台均为每日晚11时截单，次日下午4时提货；也有部分平台在部分地区是每晚12时截单。

图 1：社区团购流程——小程序下单，次日下午从团长处提货



数据来源：产业调研，东吴证券研究所整理绘制

用户可以选择通过团长分享的小程序链接下单，也可以直接在社区团购小程序上下单。同一个平台，不同下单方式的价格和体验基本相同，在社区团购发展的早期，团长推送一度是主要的下单方式；未来直接通过平台的微信小程序下单将成为主流。

图 2：用户可以直接通过社区团购微信小程序下单（图为多多买菜、美团优选小程序首页）



数据来源：多多买菜、美团优选小程序，东吴证券研究所

从社区团购小程序首页到商品页，访问路径可大致分为三类：**活动会场及品类入口、搜索、信息流推送**。活动会场指的是首页“限时秒杀”、“今日热卖”等位置推送的商品（如上图所示）；品类入口指的是“新鲜蔬菜、时令水果”等板块内的商品，通常位于首页下方；信息流推送指的是搜索结果、商品详情页下方推荐的商品。总的来说，现阶段社区团购小程序内的页面访问逻辑与拼多多 APP 较为类似（尤其是多多买菜）。

图 3: 社区团购从小程序到商品页，访问路径

活动会场	<ul style="list-style-type: none"> • 如“限时秒杀”、“今日热卖”等，位于小程序首页显眼位置 • 这些商品通常具有较明显的价格优势，贴合平台核心用户的需求，较为重要
品类入口	<ul style="list-style-type: none"> • 如“新鲜蔬菜”、“时令水果”、“酒水饮料”等 • 通常位于首页活动会场下方，是一个重要的访问路径
搜索	<ul style="list-style-type: none"> • 由于社区团购SKU较少，搜索结果中可能不会有访问者想要的商品，可能不是主要的访问路径
信息流推荐	<ul style="list-style-type: none"> • 位于搜索结果和商品详情页下方 • 同样受制于平台SKU数量，可能不是主要的访问路径

数据来源：美团优选、多多买菜、兴盛优选小程序，东吴证券研究所整理绘制

图 4: 社区团购小程序搜索结果下方有信息流推荐位



数据来源：美团优选小程序，东吴证券研究所

图 5: 品类入口位于社区团购小程序首页



数据来源：多多买菜小程序，东吴证券研究所

我们认为**活动会场、品类页面**是小程序内较重要的流量入口。其一，社区团购的核心优势是价格便宜，而当日优惠力度较大的商品，通常也会出现在“限时秒杀”、“今日热卖”等显眼展示位，向客户重点推荐；其二，现阶段社区团购平台 SKU 数量有限，搜索、推荐结果中，可能不会有访问者真正感兴趣的产品。因此我们认为活动会场、品类入口对于社区团购的重要性或许要高于推荐和搜索。

图 6: 社区团购 SKU 总数不多, 搜索和推荐结果中可能不会出现访问者真正想要的商品



数据来源: 美团优选小程序, 东吴证券研究所

提货体验: 部分地区提货距离可控制在 500m 以内, 提货点多为各类门店, 其中又以个体便利店为主。在部分开拓情况比较好的城市 (如武汉市), 部分千户级别的小区内已有超过 5 家自提点, 如下图中小区, 多多买菜自提点已超过 10 家, 且到距离中心不超过 500m。团长 (自提点) 多为临街门店, 以个体经营的商超便利店居多, 也有部分打印店、生活馆、茶馆、烟酒铺等; 早期较常见的“宝妈”团长们采用的“自家后院”提货点现已很难找到, 宝妈团长正逐渐淡出社区团购的舞台。

图 7: 部分开拓较好的城市提货距离可控制在 500m 以内



数据来源: 多多买菜微信小程序, 东吴证券研究所

1.2. 社区团购真的便宜吗？生鲜品、标品价格均明显低于本地商超

2020年12月“九不得”新规出台后，“低价倾销”的做法被严令禁止。各大巨头杀入社区团购战场的前期，大额补贴是获客利器，在“低价倾销”被禁止之后，社区团购平台还有价格优势吗？

为回答这个问题，我们选取社区团购发展较为成熟的武汉市进行比价。社区团购平台选取兴盛优选、多多买菜（拼多多旗下）、美团优选（美团旗下），生鲜电商选取每日优鲜和盒马鲜生，本地商超选取中百仓储、沃尔玛，来对比生鲜品和标品的价格。注意生鲜电商平台上也有中心仓和产地配送的产品，我们此处仅比对前置仓/门店配送商品。

相较线下连锁商超，社区团购整体上便宜约20~25%，生鲜电商整体上贵约20~25%。其中社区团购生鲜类整体上便宜25~30%，标品便宜约20%；前置仓的生鲜品类整体上贵25~30%，标品贵20~25%。可见社区团购不论是生鲜品还是标品，与商超相比均有较明显的价格优势，而非标品（生鲜）和日用品标品的价格优势更明显；传统生鲜电商各个品类都平均比商超贵20%以上。

表2：社区团购较商超有明显价格优势（尤其生鲜品）；生鲜电商总体贵于传统商超

品类	社区团购	生鲜电商	商超
生鲜 - 瓜果	59%	136%	100%
生鲜 - 蔬菜	76%	128%	100%
生鲜 - 肉禽蛋	83%	124%	100%
标品 - 食饮	84%	123%	100%
标品 - 日用品	78%	121%	100%

数据来源：各平台微信小程序，盒马APP，基于表3内容计算汇总，东吴证券研究所整理

注1：价格取自2021年4月14至21日，每个单品的价格都取自同一天

注2：品类相对价格不代表单品情况；选取商品的质量、规格等差异会对比价造成干扰

注意在比价中，尽管我们已尽力选择同质商品，但仍无法完全排除各平台商品间的品质差异。对于非标品生鲜，通常社区团购商品的质量相对更参差不齐；而生鲜电商更倾向于销售高价高质量商品（如生鲜品类相比超市的价格增幅更明显）。对于标品中的某些品类而言（尤其米面粮油日用品），各个渠道里的品牌有所不同，且部分同品牌商品的包装规格也有所不同，这同样会给比价带来无法完全排除的干扰因素。

生鲜品类：整体上社区团购较本地商超便宜约15~40%。我们选取22项常见生鲜单品进行价格对比，分为：瓜果类、蔬菜类、肉禽蛋类。总体上看，社区团购瓜果的价格优势略大于蔬菜、肉禽蛋。我们认为其中的原因是：瓜果类生鲜的标准化程度高于蔬菜和肉禽蛋，也相对不容易腐损，价格优势更明显；而部分肉禽类产品在存储运输过程中对保持低温有所要求，蛋类在运输装卸过程中易损坏，因此价格优势不那么明显。

生鲜电商前置仓/门店配送整体价格较商超高约30%，此渠道的生鲜品品质与价格

都普遍偏高，进口、有机品较多，但有时会缺少平价的选择。部分有机蔬菜/进口水果/山猪肉土鸡肉的单价可高2倍以上，我们在价格对比中没有包括此类高单价商品。

标品品类：社区团购食品类标品较商超便宜约15%，日用品类便宜约20%。我们共选取9项常见标品进行价格对比。食品饮料类包括饮品、米面粮油等，日用品类包括纸巾、化洗等产品。相对商超，社区团购食品标品的价格优势小于其他品类，主要是因为①这类商品在传统渠道中是引流商品，毛利率也不高；②品牌价格管控等。因此尽管社区团购的食品标品加价率在所有大类中最低，这类产品仍难以获得显著的价格优势。日用品类标品的价格优势比食品饮料明显，其一大原因是传统渠道这类商品加价率通常较高。

生鲜电商的标品品类价格整体上比超市高20%左右。我们认为这主要是由交付体验支撑：生鲜电商快达半小时的上门配送高时效性和良好体验，可用于满足一些价格不敏感用户的即时性的刚需、急需。

表3: 武汉地区社区团购、生鲜电商、连锁商超价格对比(元)

平台名称	美团 优选	多多 买菜	兴盛 优选	每日 生鲜	盒马 鲜生	中百 仓储	沃尔玛
平台类型	社区团购			生鲜电商		连锁商超	
油麦菜(500g)	3.98	1.41	3.58	8.17	/	4.08	8.17
娃娃菜(400g)	2.99	/	/	4.72	7.9	7.02	6.56
香芹(250g)	1.79	1.69	1	4.92	4	1.93	/
菠菜(300g)	/	/	2.98	3.9	4.99	2.08	5.9
生菜(250g)	5.99	1.56	1.79	2.49	/	1.93	3.25
包菜(500g)	5.99	3.18	1.42	1.99	/	1.75	3.55
黄心土豆(500g)	1.39	0.99	1.5	3.5	2.58	1.79	2.45
紫薯(500g)	4.99	2.45	2.34	4.45	/	3.04	/
生姜(250g)	1.95	1.98	3.11	8.63	5.86	3.23	4.08
玉米(2根)	3.79	3.89	3.99	5.9	9.9	/	13.9
鸡胸肉(400g)	5.99	6.39	5.99	7.12	12.11	9.1	6.32
鲜鸡蛋(30枚)	15.49	21.5	14.6	19.8	21.8	/	19.8
带皮猪腿肉(300g)	9.99	9.33	11.85	16.04	19.9	13.88	11.34
西红柿(500g)	2.49	1.69	1.99	6.5	3.6	3.13	5.57
芜湖椒(500g)	1.99	3.18	2.98	4.53	5.98	3.8	5.8
鲜香菇(250g)	2.49	2.39	3.68	4.98	12.38	/	6.5
黄瓜(500g)	1.59	1.68	2.49	3.99	3.98	2.58	3.8
胡萝卜(500g)	1.58	1.49	1.99	3.74	19.8	2.08	9.88
苹果(600g)	2.99	3.53	4.75	8.34	9.9	6.21	9.54
香蕉(1000g)	6.99	6.9	16.5	16.5	19.85	6.5	11.8
火龙果(两个500g)	5.88	5.79	9.99	11.58	16.61	10.2	10.5

草莓 (250g)		8.88	9.99	16.24	17.07	/	/	17.9
东北大米 (5kg)		21.9	18.9	/	29.9	29.9	/	26.9
挂面 (1kg)		3.99	4.6	5.55	6.9	9.9	4.9	5.9
食用油 (5L)	标品 - 餐饮	51.8	48.9	50.9	69.9	79.9	/	57.9
百事可乐 (330ml*6)		8.99	8.99	9.99	10.9	9.5	9.5	9.8
蒙牛真果粒 (12 盒)		27.99	27.8	29.8	44.5	/	/	39.6
抽纸 (600 抽)		12.5	10.9	12.9	/	17.8	13.5	/
牙膏 (210g)	标品 - 日用品	22.9	23.9	24.9	34.5	38.8	/	35.5
洗洁精 (1kg)		6.89	6.99	8.99	10.9	9.9	9.5	9.9
洗衣液 (750g)		9.49	7.5	/	14.9	9.9	/	9.8

数据来源：各平台微信小程序，盒马 APP，东吴证券研究所整理

注 1：社区团购、生鲜电商定位武汉市汉阳区新华社区附近，中百仓储为五龙路店，沃尔玛为龙阳大道店

注 2：价格取自 2021 年 4 月 14 至 21 日，每个单品的价格都取自同一天

注 3：未完全考虑商品品质差异，未考虑运费。每日优鲜/盒马鲜生部分产品可能产生 6 元运费。

总的来看，现阶段社区团购的低价是全方位的，不仅生鲜品显著便宜于传统商超，在标品上也有一定的价格优势。生鲜品的折价幅度要大于标品，我们认为这一方面反映了供应效率优势；另一方面作为引流品得到更大的补贴力度。标品方面一部分的折价来源于品牌：社区团购平台上部分标品的品牌为价格较低的本地品牌或白牌，主要是由于目前部分品牌及其渠道商对社区团购的配合程度不高所致。

1.3. 社区团购需求分析：核心是满足消费者“省”的需求

人们使用社区团购的核心原因是省钱，其次是省时/方便。我们认为，从消费者“多、快、好、省”的效用维度分析，社区团购主要满足“省”的需求，且在其他方面也不太差，这与目前的主流模式有所区别。

表 4：社区团购主要满足“在便宜的同时其他各方面都不太差”的需求

	非即时性消费			即时性消费		
	社区团购	淘系电商	京东	本地商超	生鲜电商	菜市场
多		★★★	★	★★★	★	
快	★★★	★	★★★	★	★★★	
好		★	★★★	★	★★★	
省	★★★	★		★		★★★

数据来源：东吴证券研究所整理绘制

分场景来看，社区团购属于非即时性消费的场景，用户下单后常需等待半天以上，这类似于京东和淘系电商。本地商超、生鲜电商、菜市场则属于即时性消费场景，消费者可以很快拿到所需商品。对比其他非即时性渠道（主要是线上渠道），社区团购的亮点是兼顾了“快”和“省”，但在品种丰富度上有较明显劣势。

分品类来看，社区团购的一大亮点是能够兼顾生鲜需求。我国生鲜需求的主要渠道是商超和菜市场，但这二者本身都无法提供配送服务。超市到家、生鲜电商模式尽管都能够提供配送上门服务，但二者的价格相较传统渠道较高，在对价格更为敏感的下沉市场存在一定的劣势。社区团购对于生鲜需求而言，主要满足了“便宜且能够配送到社区”的核心需求。

社区团购对比前置仓：尽管同属“线上生鲜”范畴，但在很多方面均有差异，主要客群和主要满足的需求都有所不同。二者之间存在一定的互补效应，且能够长期共存。

前置仓主要满足“好”的需求，而社区团购主要满足“省”的需求；前置仓最快可以做到半小时送货上门，可满足即时性需求，而社区团购的配送是自提+次日达，不能满足即时性需求；前置仓典型客单价在 60 元以上，商品价格高质量较好，社区团购主打便宜够用，典型件单价约为 7 元，按每个订单 2-4 件商品算，典型客单价约 15-30 元；前置仓 SKU 数量可达 2000-3000 个，基本能满足居民日常生活的大多数需求，社区团购 SKU 数量 500-1000 个，只能满足基础需求且选择范围比较有限。

盒马鲜生等仓店模式与前置仓较为相似，主要区别是大店 SKU 数量可达 5000 个（甚至更高），因此生鲜 GMV 的占比较前置仓更低（前置仓约 2/3，盒马约 1/2）。

表 5：社区团购与生鲜电商前置仓所满足的消费场景有较明显差异

	社区团购	前置仓
时效	次日达，主要满足计划性需求，非即时性	最快半小时达，可以满足即时性需求
配送模式	自提	送货上门
SKU 数量	500-1000 个，只能满足日常基础需求，选择有限	2000-3000 个，基本能满足居民日常生活的所有需求
典型单价	件单价约 7 元，客单价 15-30 元	客单价约 60 元或更高
生鲜 GMV 占比	约 1/3	约 2/3
用户画像	追求低价	追求便利性和商品质量
分布区域	除偏远省份外的中低线城市乃至乡镇	一线及新一线城市
核心产出	用户资源+直接盈利	直接盈利

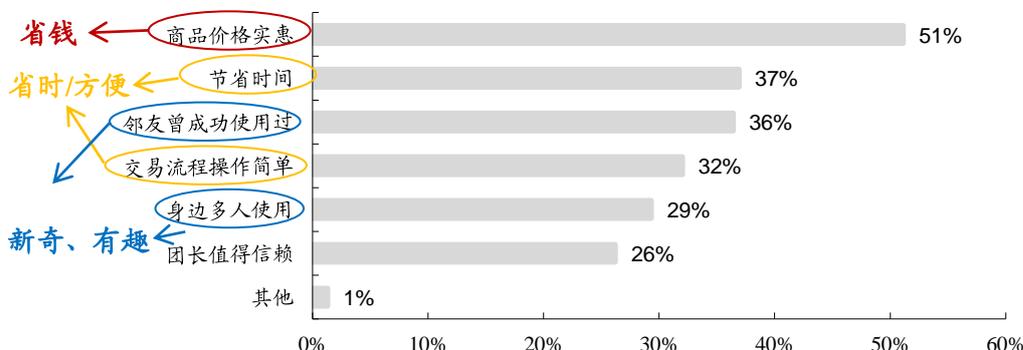
数据来源：产业调研，东吴证券研究所整理

产生这些差异的核心点在于仓配履约模式的不同。社区团购通过自提+次日达的履约模式，将单票履约费用降低至 1 元左右，而前置仓通常为 6 元以上。因此社区团购可以销售低单价高性价比商品；而前置仓则需要通过销售高价商品抬高客单价来摊薄履约费用率。这使得社区团购能够触达低线城市，且盈利之外也能卡位下沉市场获取流量，具有战略意义；而前置仓模式主要服务于高线城市，核心产出就是利润和现金流。

从艾媒咨询的问卷数据中，我们可以看到消费者使用社区团购的核心原因排序为：①省钱，②省时/方便，③图新奇尝试一下。如下图所示，51%的消费者选择使用社区团购是因为商品价格实惠；37%的消费者是因为节省时间——提货点一般距离住宅楼 500m

以内，且下单次日 16:00 即可自提，能够满足大多数消费者的省时/便捷性要求；而“邻友曾经用过”这个点，一定程度上也反映了团长所起到的推广作用。

图 8：人们使用社区团购的原因：①省钱，②省时/方便，③新奇有趣、别人都在用



数据来源：艾媒咨询抽样调查，东吴证券研究所

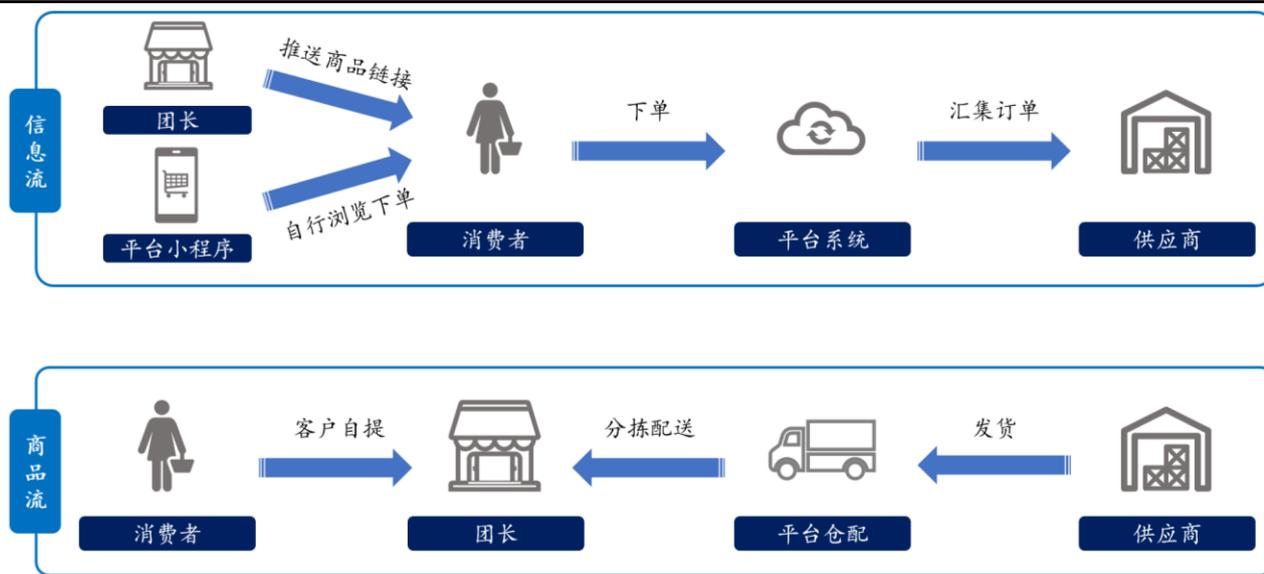
社区团购低价的主要原因来自于供给端的高效率。一时的低价可以通过亏本补贴做到，但持续、大规模的低价，考验的是供应链“内功”，即整体的效率。而社区团购的低价，正是通过“预售+次日达+自提”模式优化链路中各个环节的效率而达成。我们将在第三章详解社区团购高效的原因。

2. 社区团购模式简介：基于履约创新打造的快消费品电商平台

2.1. “预售+自提+次日达”之间具备内在联系

“预售、自提、次日达”这三个词，是对社区团购用户体验维度的一个精辟的概括。这里面“预售”反映的是社区团购的信息流，“自提”反映的是商品流，“次日达”反映的是效率。

图 9：社区团购的信息流和商品流



数据来源：产业调研，东吴证券研究所绘制

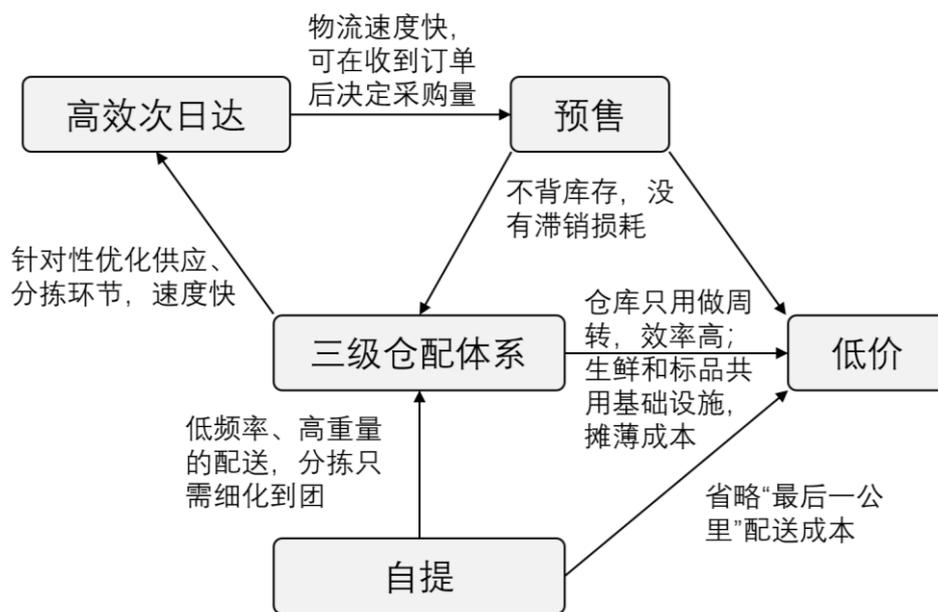
“预售、自提、次日达”这三点之间，存在精密联系的。其围绕着“三级仓”这一专为社区团购模式打造的特殊仓配体系，相互实现，最终做到“高效低价”

“次日达”使得社区团购在时效性方面具有良好体验。一般来说，社区团购平台的截单时间是每天晚上的11点或12点，次日16:00起即可到团长处提货。这样的配送效率，已经可以满足大多数计划性的需求。

社区团购通过足够快的履约，实现了“预售”。预售模式的核心优势是没收到订单就不会进货，从而摆脱仓储成本和存货减值风险。而在先搜集订单再进货的情景下，履约速度成为核心变量，因为送货越慢，预售的提前量就越大，对消费者的吸引力就越低。社区团购得以实现“预售”，一个内在原因是拥有“次日达”的高时效。

在控制履约成本方面，“自提”是一个关键：于物流环节，一般而言配送速度越快，单票成本就越高。社区团购以媲美通达系快递的低成本，实现“次日达”效率的核心原因在于自提，具体而言：①省略了“最后一公里”配送上门的成本，而配送正是传统快递/仓配的一大支出项；②“自提”使履约物流变成“低频、高重量”的模式，即每天只用给每个团长配送一次，从而进一步缩减履约成本，同时节省时间提高时效性。

图 10：预售、自提、次日达、低价、三级仓之间的内在联系



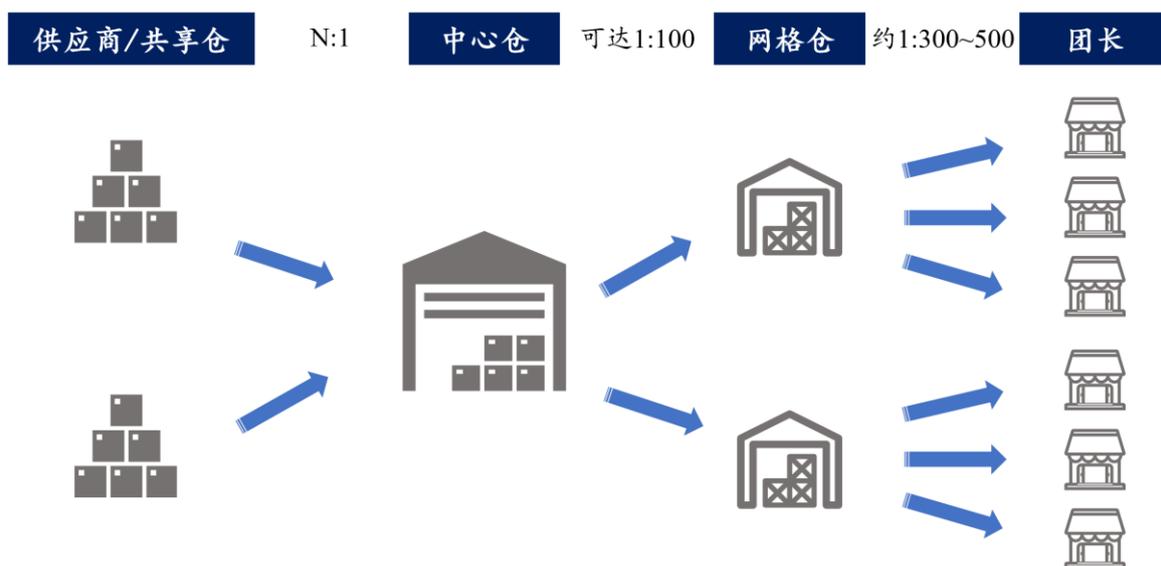
数据来源：东吴证券研究所整理绘制

2.2. “共享仓、中心仓、网格仓”三级仓体系，仓库仅用作中转不背库存

社区团购仓配关键词：三级仓模式，不背库存。基于①对时效要求高供应商备货时间少，②不需要备库存，③团长端物流的低频高重量，这三个特点，社区团购打造了三级仓配体系。我们将在第四章对社区团购仓配体系的细节及效率进行详细分析，此处仅简述大致的仓配模式。

三级仓分别是共享仓、中心仓、网格仓，三者是“多对一对多”的关系。除了共享仓之外，中心仓、网格仓基本都仅用于分拣流转，所有商品在送达团长之前，都会经过平台中心仓和网格仓分拣。三者是“多对一对多”的关系：即一个中心仓会对应多个共享仓和多个网格仓，通常每个供应商都有自己的共享仓；一个中心仓可覆盖 100 个甚至更多网格仓，通常覆盖 50-80 个；一个网格仓约对应 300-500 个团点。

图 11：社区团购共享仓、中心仓、网格仓之间的对应关系



数据来源：产业调研，东吴证券研究所绘制

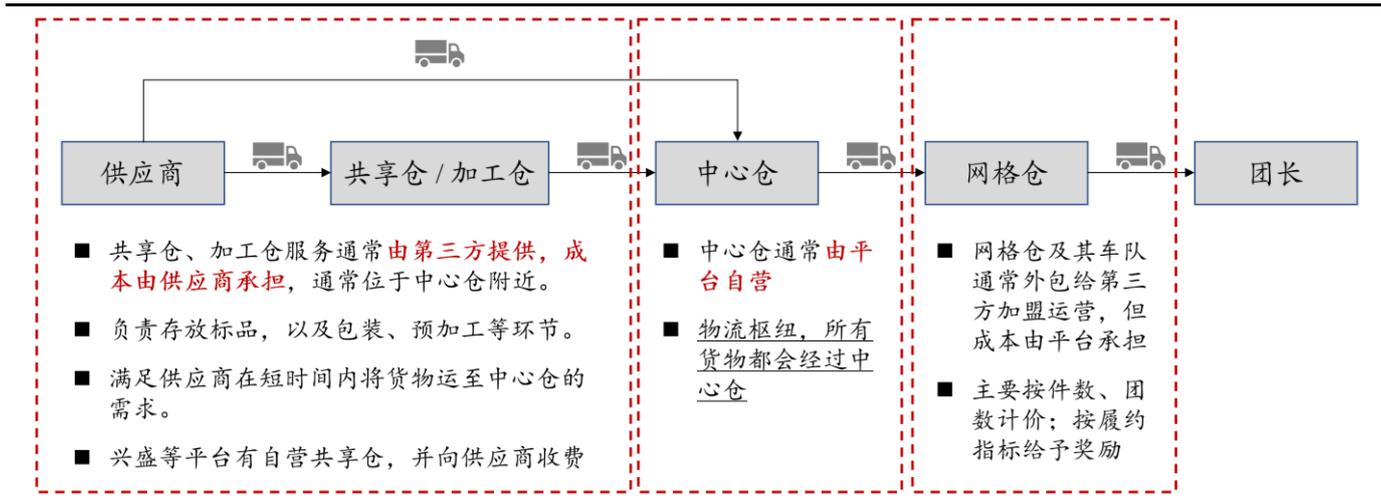
共享仓/加工厂：保证供货及时性，成本由供应商承担。共享仓/加工仓通常在中心仓的附近（也有可能直接租用中心仓的一部分），以保证供应商能在较短的时间内完成向平台中心仓的供货交付；而加工仓承担将生鲜非标品加工成为标品的职能，比如将重量大小不一的瓜果配重打包成重量固定的标准化包装。

共享仓这一环节的产生，主要是因为平台对上游供货的时效性有较高要求。社区团购以销定采，意味着供应商在平台 12 点截单后才能得知这一天的总需求量，却要在 2 点前保证所有货品送达中心仓。尽管供应商会提前预测需求量，并将部分商品会提前送至中心仓，但若需在截单后补送商品，留给供应商供货的时间仍然比较紧张。加工仓产生的原因是中心仓通常没有加工、包装产品的能力。

中心仓：通常由平台自营，是仓配体系的核心环节。中心仓是社区团购物流的枢纽，覆盖区域内所有的订单都要经过平台的中心仓。作业主要包括①从供应商收货验货，并对货物进行临时存放②分拣到网格仓。一般一个中心仓能覆盖一个省（半径约 200km）。

网格仓：通常为外包加盟的运营模式。负责将货品分拣并配送到团长处，一般一个网格仓覆盖一个城市的一个区/县（半径约 10~20km）。网格仓通常采用外包加盟的运营模式，但成本由社区团购平台承担。结算方式主要按件数和团点数量计算，在此基础上平台会按照网格仓的履约效率指标（如配送时效、错配和售后比例等）给予一定的激励。

图 12: 社区团购三级仓配体系详解



数据来源：产业调研，东吴证券研究所整理绘制

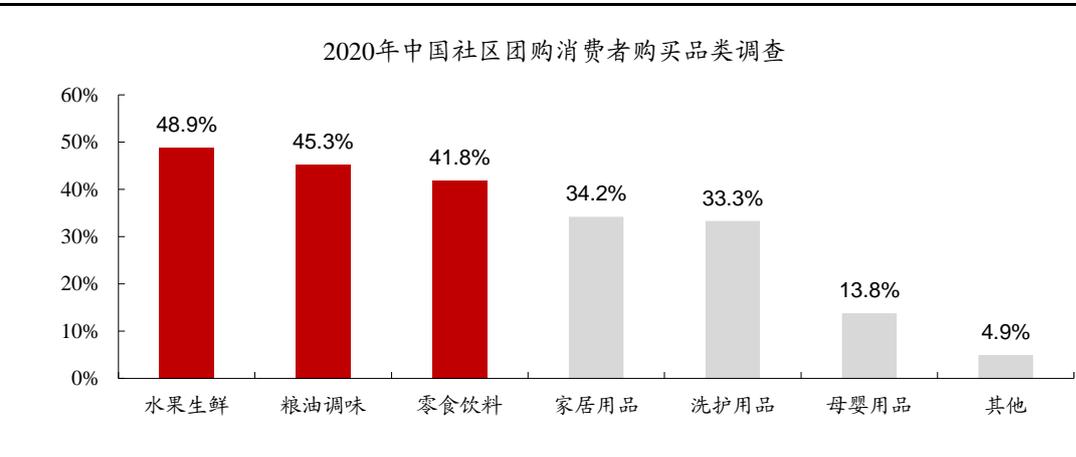
2.3. 品类结构：以食品、快消品为主，生鲜 GMV 占比已降至 50% 以下

简而言之，社区团购的盈利模式是通过复用生鲜和标品的物流系统，用生鲜引流，用标品赚钱，与线下传统商超有一定相似性。

生鲜产品起到关键的聚客引流作用。生鲜作为一日三餐的食材，其需求具有较强的刚性。对于下沉市场而言，生鲜品的意义高于头部城市。越下沉的地区，居民消费结构中“吃”的占比越高；且“吃”的开销中下馆子的占比越低。因此对于社区团购所聚焦的二三线城市及更下沉市场的居民而言，生鲜占其总消费的比重，要高于一线城市居民。

从消费者需求的角度来看，生鲜、食品、快消品是社区团购的主要品类。通过社区团购购买生鲜及食品的消费者占比最高，其次是家居日用品。艾媒咨询抽样结果显示，2020 年有 48.9% 的社区团购消费者购买过水果生鲜，其后是粮油调味（45.3%）、零食饮料（41.8%）、家居用品（34.2%）。可见生鲜为首的食品类商品对于整个模式起到非常关键的引流作用。

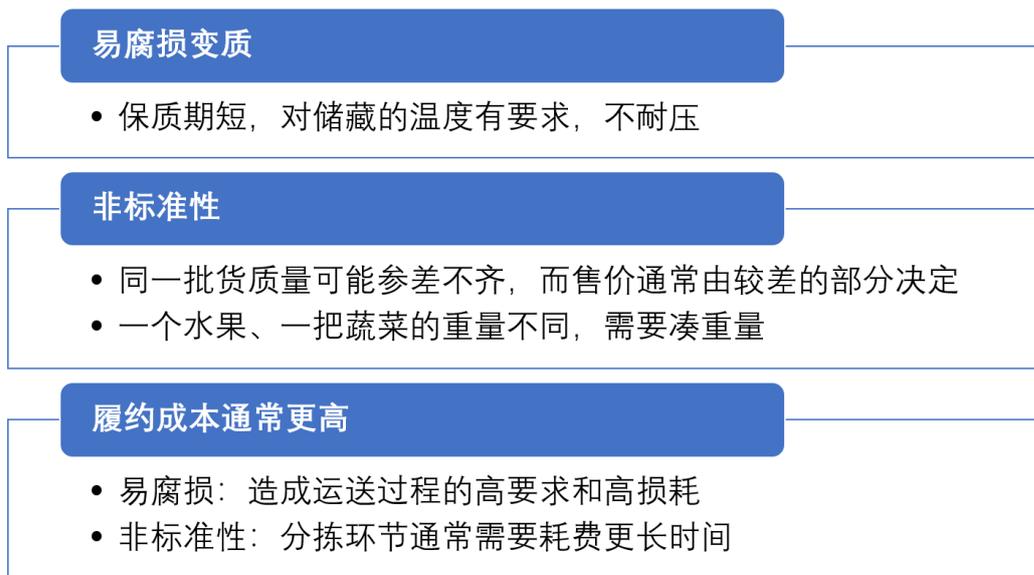
图 13: 所有主要品类中，在社区团购平台上购买过生鲜、食饮品类的消费者占比最高



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所（样本量 N=1228；调查时间：2020-07）

但生鲜无疑是所有品类中，最难经营、壁垒最高的品类之一，社区团购生鲜品的营业利润率低于标品。生鲜具备保鲜期短、易腐损变质、运输难、非标准性等特性，履约成本一般高于其他品类。因此生鲜品尽管加价率不低，但通常很难盈利，根据我们下一章节中的测算，社区团购生鲜品的亏损率高于标准品。而社区团购体系中，生鲜品的引流作用是必须的，保证低价生鲜正常供应的同时不出现大幅亏损，是对各大平台供应链管理水平的重大考验。

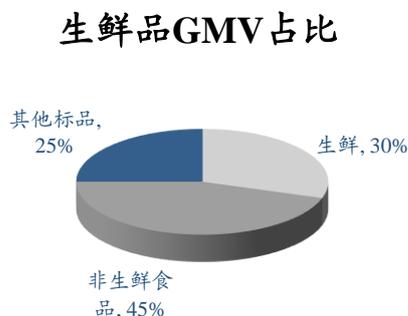
图 14: 生鲜保质期短易变质、非标准性的特点，使得其履约成本通常比标品更高



数据来源：产业调研，东吴证券研究所绘制

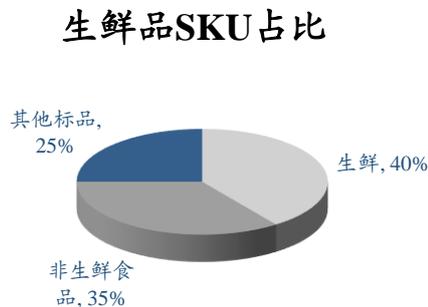
目前较普遍的做法是压低生鲜的占比，而最大化利用其引流能力。根据我们的产业调研，2020年年底主流的社区团购平台上的生鲜占GMV比重已经下降到30%左右，SKU占比已经下降到40%左右。这个比重与传统商超中的生鲜占收入比重较为类似，而平台整体的运营逻辑也近似于商超：即生鲜及食品引流，高利润日百标品赚钱。

图 15: 生鲜在社区团购 GMV 中仅占约 30%



数据来源：产业调研，东吴证券研究所

图 16: 生鲜在社区团购 SKU 中占比约 40%



数据来源：产业调研，东吴证券研究所

我们认为这个比例可能已接近稳态。总 GMV 不变的情况下，生鲜比例越低平台盈利能力越强，在目前的生鲜占比下平台已具备盈利的能力（在补贴大战打响前，某些平

台在其成熟区域曾实现过盈利)。若要减低生鲜的 GMV 占比,无非通过减少生鲜 SKU,或者增加其他品类的 SKU。但前者可能造成平台上的生鲜产品无法满足用户刚需导致用户流失,后者通常受制于履约能力而难以实现。

3. 社区团购的“便宜”是如何形成的?

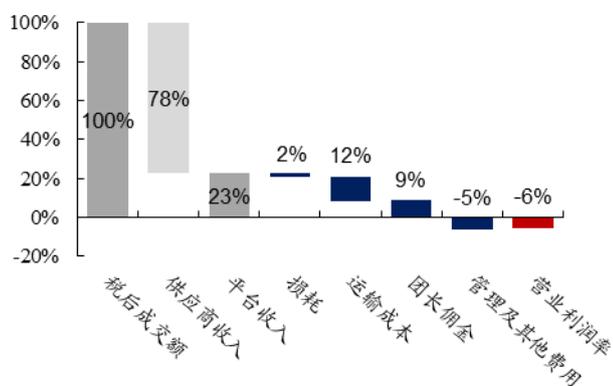
3.1. UE (单位经济)模型: 生鲜亏损率高于标品, 提价后或有持续盈利能力

前文比价环节我们得到的结论是,社区团购较商超等传统零售业态有大约 20-25% 的价格优势。本章中,我们根据 UE 模型估算,社区团购的价格优势中大约有 10%来自进货价格的优势,约 5%来自流通效率提升,另外 5-10%来自于团购平台的补贴(营业亏损)。随着社区团购供应链运营趋于成熟,未来供应链效率的领先幅度有望进一步提升;而平台逐渐成熟之后,运营费用也有下降空间。这意味着若适当提价,社区团购平台方拥有盈利潜力。

下图我们用社区团购目前发展较好的平台的成熟地区的 UE (单位经济)模型对比典型本土连锁商超。由于社区团购平台本质上是一个帮供应商代销的经营模式,社区团购平台的收入是终端销售收入与供应商进货成本之差。而为了还原社区团购整个产业链的经营边际情况,并与超市经营模型进行更直观的对比,此处我们对社区团购全产业链的 UE 模型进行分析。

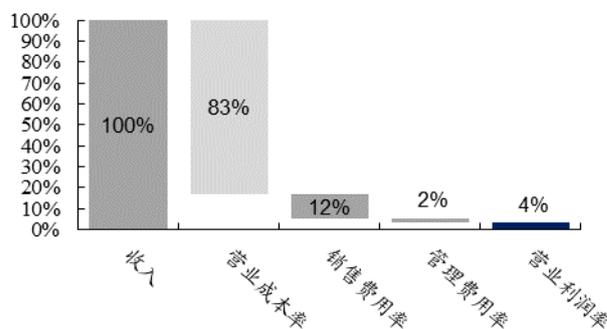
社区团购全链路营业成本率较传统商超高约 8pct;团长佣金率较商超的销售费用率低约 3pct;后台运营产生的管理及其他费用较商超高约 3pct。商超 UE 模型中,我们剔除毛利率较高的联营业务对边际的影响,毛利率、费用率均比报表口径低。下图中商超的“营业成本率”包含了商品的进货成本、损耗、后台仓储运输成本等,相比社区团购同口径成本率(商品成本+损耗+运输成本)低约 9pct;销售费用中主要包括销售人工(约占销售费用的一半)、场地租金、设备折旧等。

图 17: 典型社区团购全链路 UE 模型 (较成熟地区)



数据来源: 产业调研, 东吴证券研究所整理

图 18: 典型本土连锁商超 UE 模型

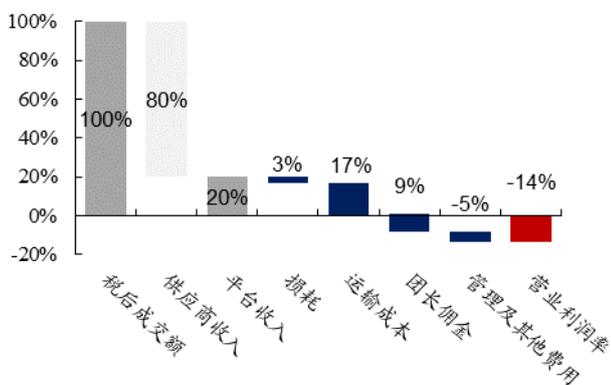


数据来源: 公司公告数据整理, 东吴证券研究所

未来社区团购整体 UE 模型仍有一定的边际改善空间。社区团购营业成本率较高的核心原因是销售价格低，事实上大多数效率高的零售业态，也会拥有更低的零售价格和更低的毛利率。成熟地区运输成本率下降空间不大，因为单票成本优化空间不高，下降需要取决于客单价提升；而未成熟地区仓配成本则通常有较大改善空间。而 5~10%的“管理及其他费用”，主要包括系统搭建、运营费用、地推人员费用等中后台费用。待行业竞争格局稳定、模式成熟后，会有较大幅度的下降空间。

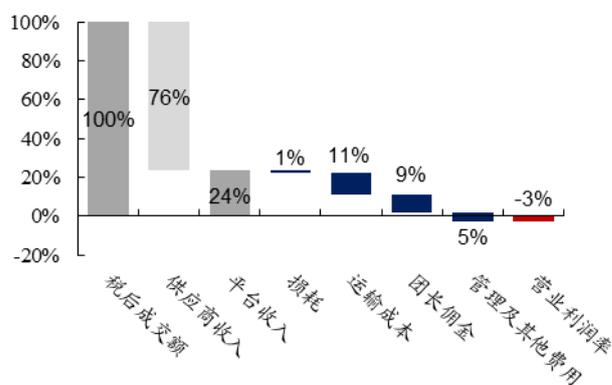
对比社区团购生鲜品类和标品的 UE 模型：生鲜的亏损率（补贴率）约 10-15%，标品整体的亏损率（补贴率）约 2-3%。主要原因：①运输过程中的确更容易发生损耗；②生鲜的单价略低于标品（尤其是在平台通过补贴生鲜来引流的情况下），而单票履约成本相差不大。因此生鲜品的盈利能力比标品更差，运输成本率也更高。

图 19：社区团购生鲜品类全链路 UE 模型



数据来源：产业调研，东吴证券研究所

图 20：社区团购标品全链路 UE 模型



数据来源：产业调研，东吴证券研究所

可见生鲜品的价格优势和亏损幅度都更大，这也符合社区团购整体上“生鲜食品引流、标品获利”的运营逻辑。目前社区团购生鲜的 GMV 占比在 1/3 左右，这既能发挥生鲜的引流优势，也不至于对盈利产生较大压力，或许是长期平衡点。注意标品里面也分为用于引流的食物标品，以及用于获利的日百化洗标品。食物标品由于具备引流作用且方便直接比价，平台也有一定补贴，这是平台毛利率最低的品类，但亏损率或低于生鲜；日百类标品毛利率显著高于生鲜品和食物标品，其在营业利润层面上是获利的。

3.2. 大批量进货+平台补贴+物流模式得到改善，让消费者获得更低价的商品

从本文第 2 章 UE 模型部分我们可以发现，社区团购的营业成本率与传统的商超差别不大，但商品的价格上却便宜约 20%~25%，这意味着社区团购的进货成本较传统渠道有较大优势。我们认为社区团购获得进货价优势的主要原因是①单 SKU 采购规模大；②账期短，不占用供应商资金。

社区团购区域龙头平台的单 SKU 采购额可比区域龙头超市高出数倍之多。根据我们的产业调研，头部平台在领先地区的省内日均 GMV 可达约 5000 万元以上，对应年营业额约 200 亿元，而平台上每日 SKU 不足 1000 个，考虑轮换后平台经营的 SKU 也

仅约 3000-5000 个，对应每个 SKU 的年销售额约 400 万元。

超市方面，步步高、家家悦等区域龙头超市在优势省内的销售额通常在 120-150 万，而一般连锁超市的 SKU 在 1-2 万个左右，大卖场 SKU 可高达 2 万个以上，大致对应一个 SKU 的平均年销售额约 60-80 万元。可见，社区团购模式下，龙头平台单个 SKU 的采购额可比同区域下的超市高出数倍之多，这带来了一部分成本优势。当然，超市有一些长尾 SKU，若仅限核心商品进行对比，则社区团购在单 SKU 采购额上的优势可能没有那么明显。

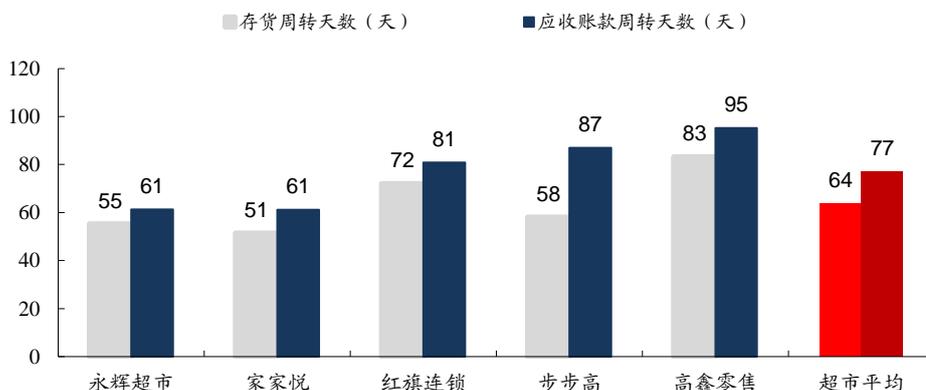
表 6: 社区团购平台单 SKU 采购额可比区域龙头超市高出数倍之多

	社区团购平台	区域龙头超市
成熟省份年销售额	约 200 亿元	约 130 亿元
进货额	约 160 亿元	约 104 亿元
SKU 数量	3000-5000 个	1~2 万个以上
平均每个 SKU 采购额	400 万元	约 70 万元

数据来源：产业调研，东吴证券研究所测算

社区团购应付周转快，占用供应商资金量较少。根据我们的产业调研，一般社区团购平台给供应商的付款周期介于 T+1 至 T+3 之间，而超市给供应商付款的周期通常在 2 个月左右，这一定程度上是其约 2 个月的存货周转天数决定的：若提前给供应商打款，则会带来较大的资金周转压力。社区团购基本上没有存货，履约配送周期在 1 天以内，因此可以做到最快次日（T+1）打款。

图 21: 2019 年各大超市存货周转及应收账款周转天数



数据来源：wind，东吴证券研究所

大批量进货+平台补贴+物流模式得到改善，使社区团购消费者获得更低价的商品。成熟地区的社区团购平台能够直接向更上游的一级批发商进货；平台由于具备进货规模大和账期短的优势，一定程度上也降低了进货价格。而社区团购高效低价的物流体系，则进一步降低流通成本，即使保持低客单价也足以分摊履约成本。最后补贴也是低价的一个重要因素，平台通过降价直接补贴到消费者，使得平台上的商品价格相比其他渠道具备较明显优势。

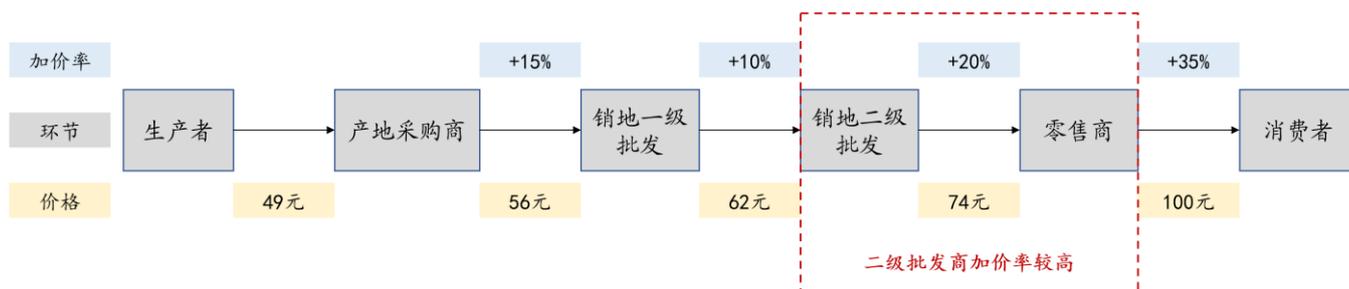
3.3. 平台各环节费用率均有下降空间，期待经营边际改善

本节我们将讨论进货成本、团长佣金、后台运营成本的下降空间。社区团购平台的主要成本和费用是①物流履约成本；②运输过程中的损耗；③团长佣金；④后台运营成本。我们将在第四节讨论履约成本和损耗的下降空间。进货成本尽管不会直接进入平台方的报表，但平台的收入是按买卖价差计算，即销售收入相同的情况下若进货价降低，则平台收入会提升，其他费用不变的情况下利润率也会随之提升。因此本节也一并分析未来商品成本下降的空间。

体量决定供应商层级，区域内达到一定规模方能体现成本优势。诚然社区团购的货源无法脱离本地供应商，但不同层级供应商之间的供货价会有明显差异。层级高的供应商（如一级批发商），供货价格会明显低于层级低的供应商（如二级批发商）。而要从高级经销商进货，核心是要达到一定的采购规模，因为层级高的供货商通常会拒绝小批量需求。

不同层级供应商之间存在较明显价格差异。社区团购能绕开的环节，是二级甚至更低层级的批发商。多级批发商之间加价幅度明显，以生鲜品类为例，根据艾瑞研究院数据，销地二级批发商加价率平均约 20%，主要是流通环节增加所致。低层级批发商很难匹配高级批发商的价格，因其成本主要为较刚性的车辆、人工、房租等。

图 22：生鲜品类各环节均有一定的加价，高层级批发商具备较明显价格优势



数据来源：艾瑞研究院，东吴证券研究所

而社区团购各区域间的供货网络一般是独立的（跨区物流成本过高），因此每个区域都要保证一定的规模，方能通过高级批发商进货，并得到价格优势。根据我们产业调研，省内单日 GMV 达到 1000~1500 万以上时，才能保证几乎所有的商品都通过一级批发商进货。显然目前还有很多省份没有达到这个体量，其部分商品由低层级批发商供货，进货价较高。因此未来经营规模上升后，进货价存在改善空间。

团长引流职责逐渐剥离，佣金率已进入下降通道。根据我们产业调研的数据，去年下半年团长佣金率曾一度达到 12%-13% 以上，而至 2021Q1，佣金率已普遍下降至 8-10%。我们认为核心原因有三：①前期客户资源是团长高佣金率的支撑，但流量是社区团购的一大核心产出，平台最终会从团长手中收回客户的所有权；②各平台已经过了通过高佣金抢团长的阶段，佣金率回落是市场因素；③进入成熟的区域会有意减少订单量过少的

团点，这些团点的存在会影响供应体系的整体效率，且产出低下。从长期视角来看，我们认为团长稀缺程度降低、引流作用弱化，是其佣金率下降的核心原因，而未来这个趋势将持续。

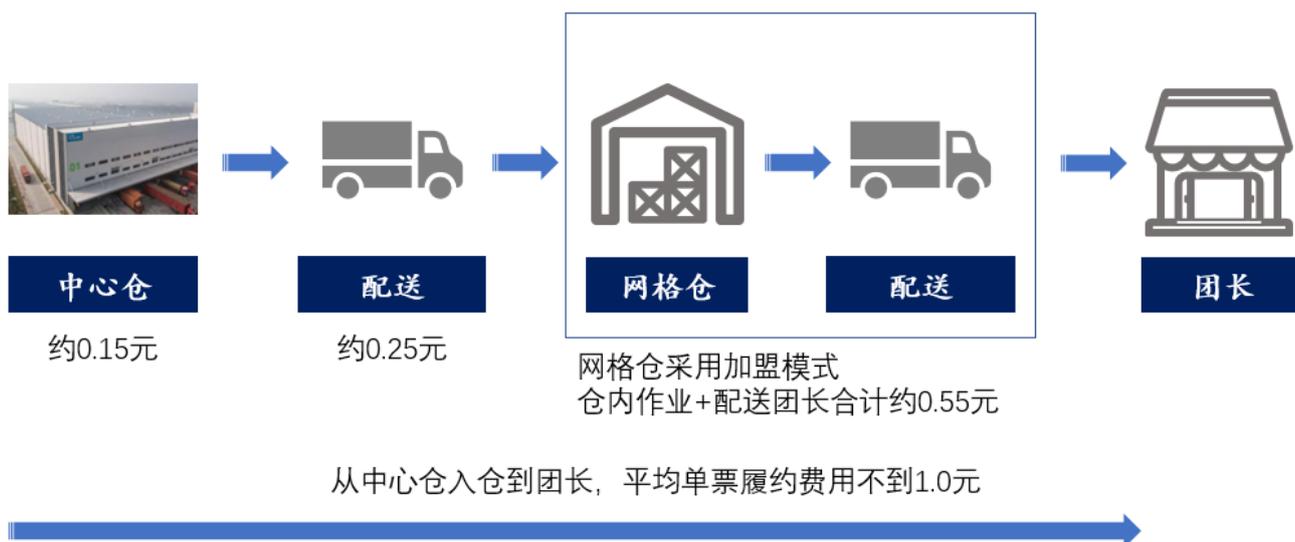
社区团购整体上仍处于开拓期，现阶段后台运营费用偏高。后台运营费用主要构成包括平台系统的开发维护成本、服务器搭建成本、客服和商家服务人工、地推成本、广告投放等。我们认为未来后台费用里最主要的减少空间来自于地推成本：现阶段平台使用较大量的地推人工来获取团长和网格仓加盟商，未来团长和网格仓成分稳定之后，地推成本有望明显下降。其他项目中，待社区团购逐渐成熟后，平台的系统开发成本和广告投放成本都有一定的下降空间。

4. 履约体系详解：为何社区团购的履约又快又便宜？

社区团购在履约成本上有较大优势，成熟地区的平均单票履约成本约 1.0 元。这个数字不但低于通达系快递的约 2-3 元，更是远低于生鲜电商前置仓模式的 6-8 元，这使得社区团购无需像前置仓一样通过抬高单价来摊薄履约费用。

我们认为核心原因是如下三点：①省略最后一公里配送成本；②预售模式不背库存，无存货滞销风险，每个仓基本上只用作分拣中转，仓库效率高；③单 SKU 订货量大且无账期，在进货价上有一定的优势。

图 23：社区团购平均单票履约成本约 1.0 元



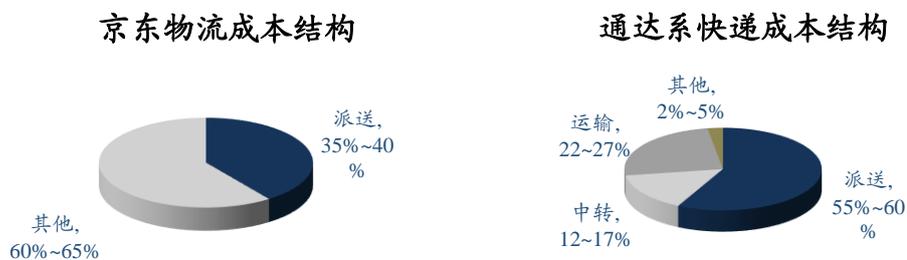
数据来源：根据产业调研数据测算，东吴证券研究所整理绘制

4.1. 向高昂的“最后一公里”配送成本要改善空间

“最后一公里配送”是物流链条中成本最高的环节之一，仓配模式下占比通常高达30-40%以上。根据京东物流招股书披露，2018/19年，其员工薪酬占总成本的46.4%/42.4%，而2020年底公司员工中的配送人员占比超73%，假设所有类型的员工平均薪资差别不大，则仅配送员工的薪资就可能达到总物流成本的35%。加上配送车辆的折旧和能源费用，京东仅“最后一公里”配送本身的费用占总成本之比可能高达约40%，而这还没有考虑分拣到户所带来的额外分拣成本。

而在传统的快递模式下，最后一公里的配送费用占比也很高。根据我们的产业调研，其通常占总成本的50%左右。而生鲜的配送，由于其易损的特殊性，上门配送环节所需成本可能会更高。不妨假设社区团购增加一个上门配送环节，假设单票配送成本为1.2元(取通达系物流的约1.0-1.2元范围上限)，则社区团购配送环节的总成本将上升120%。

图 24：“最后一公里”配送是电商物流链条中成本最高的环节之一



数据来源：产业调研，根据公司公告测算，东吴证券研究所

注：通达系快递成本结构根据各公司2019年年报数据测算，各家费用拆分方式可能有所不同；京东成本结构根据京东物流招股书披露的2019-20年度数据测算。

生鲜电商诞生以来先后衍生出的中心仓、前置仓、店仓模式等，可理解为是对“最后一公里配送”的探索。早期的城市中心仓模式时效基本在次日达以上，其配送距离长，损耗率较传统渠道无明显优势，因此在履约效率上没有明显优势。前置仓、店仓模式尽管配送时效性较好，但因额外的仓储费用，同样具有单票成本较高的缺点（通常在6-8元左右）。这意味着客单价需要超过60-80元，才能将履约成本率压进10%以内。抬高客单价的通常做法是售卖价格较高的商品，这无形中又限制了店仓和前置仓的适应范围。

4.2. 仓库仅用作中转，低频高重量配送进一步提高物流效率

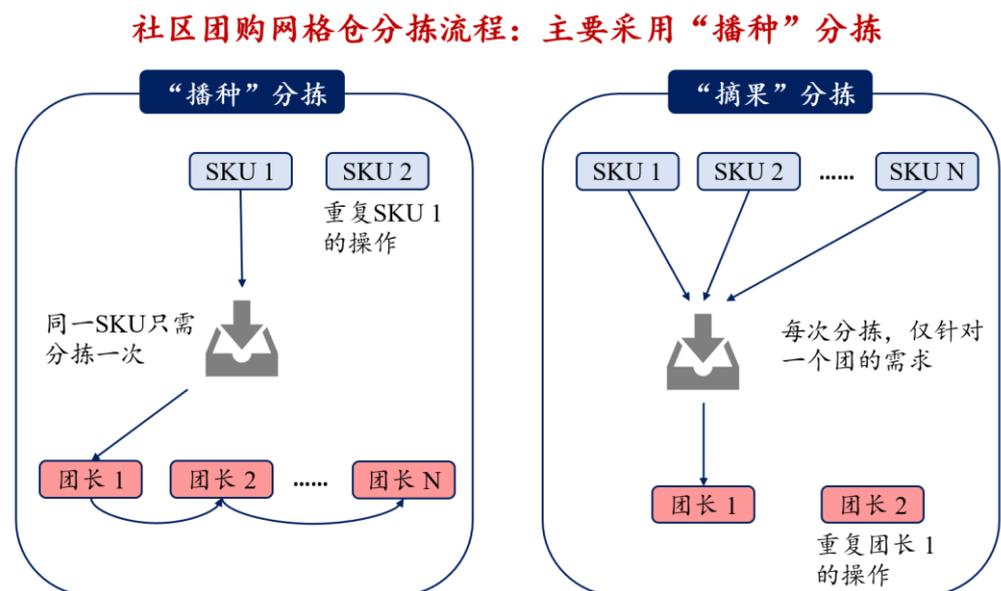
除去省略最后一公里配送带来的成本优势，社区团购的仓配环节本身也具备较高的效率。对比来看，社区团购从中心仓到团长的单票履约成本不到1元，与通达系物流的单票运输及中转成本（同样不到1元）相差无几，但社区团购的“次日达”明显具备更强的时效性，且能够运输果蔬生鲜等易损品。我们认为主要原因有两个：①预售模式下，每个仓库都没有库存，仅用作中转；②配送给团长的场景是“低频高重量”的物流模式，可以做到更高的效率。

仓库全部用于卸货、中转，能提高单位面积的发件数量，进而提升效率。仓库的租赁成本直接和面积挂钩，而一定时间一定面积下，发件的数量越多，仓库的效率也就越高，而单票成本越低。若仓库仅用作中转，一方面省去了仓储部分占用的面积，另一方面也省略了货架等固定资产投资降低折旧费用。

“低频高重量”的物流模式，有利于简化分拣流程，提高物流环节的效率。低频高重量，指的是给团长配送的频率低（每个团长一天仅需配送一次），同时一次配送的量较大。高重量的配送能一定程度上简化分拣流程，平台只需分拣到团，无需分拣到用户。不妨假设原本一个小区有 10 个用户分别定了一颗大白菜，传统模式下平台需将 10 颗大白菜分拣给 10 个不同的用户，要进行 10 次分拣工作；而在社区团购场景下，若 10 个用户归属一个团长，则平台仅需 1 次分拣，将 10 颗白菜分拣给 1 个团长即可。

关于简化分拣的另一个例子：网格仓通过“播种式”分拣提速降本。将 N 种商品分拣给 M 个用户，通常有“播种式”和“摘果式”两种方式。“播种”指的是每个用户的包裹固定在一个地方，每次分拣仅针对一个 SKU，将这个 SKU 从第一个用户分拣到最后一个用户；“摘果”指的是每次分拣针对一个客户，将其所需的所有商品分拣完成。

图 25：社区团购网格仓主要采用“播种式”分拣



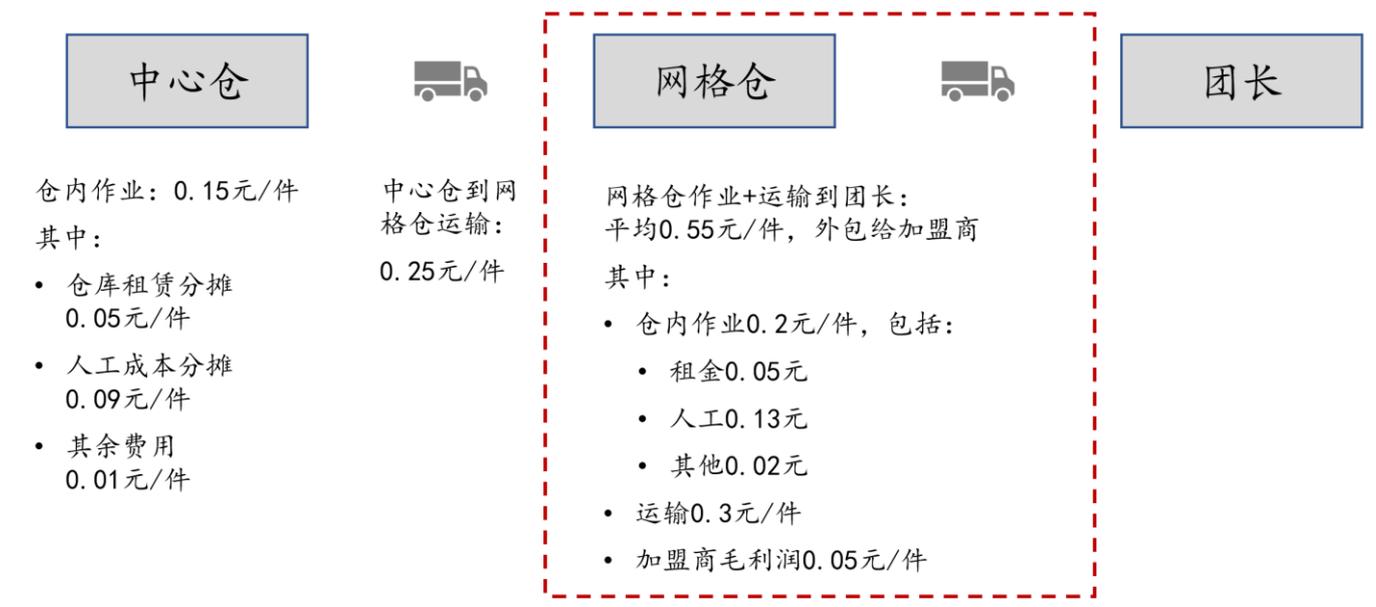
数据来源：产业调研，东吴证券研究所整理绘制

播种式分拣有分拣效率高、出错率低等优势，但其适应面没有摘果式广。而社区团购网格仓的特点完全满足播种式要求。一方面播种式在单个用户货量大的场景下效率优势更为明显，网格仓只需要分拣到团（团长收到货物后再分拣到用户），而单个团长或单个网格仓的货物量都比较大，因此效率提升幅度可观；另一方面播种式不善于应付突发需求，社区团购每天的分拣作业时间固定，且仅需配送一次，这也是满足播种式需求的。从传统的“摘果”转为“播种”分拣，进一步提升社区团购仓配的效率。

4.3. 中短期履约成本改善空间主要在网格仓，团效（订单密度）是核心指标

从社区团购履约成本的构成来看，大多数的成本发生在网格仓到团长端环节。据我们测算，社区团购单票履约成本约为 0.95 元，其中：中心仓环节约 0.15 元，中心仓到网格仓运输成本 0.25 元，网格仓到团长环节平均成本 0.55 元。长期来看履约成本会随运营效率而降低，而中短期内单票成本的核心变量是订单的规模和密度。订单规模和密度的提升，带来的成本改善空间主要在网格仓。

图 26: 社区团购各环节履约成本拆分



数据来源：根据产业调研数据测算，均为理想数值，东吴证券研究所

中心仓成本的主要构成为分拣人员成本，达到一定规模后，继续提升带来的成本改善不明显。根据我们产业调研的数据推算，中心仓收货、分拣环节所产生的成本中；约有 2/3 为作业人员薪资；约 30% 是仓库的租金成本；其余为设备折旧、杂费、物料等成本，占比较低。而中心仓对人员和场地大小需求会随着业务量同步上升，尤其是作业人员。因此达到一定规模之后，继续提升订单量和订单密度对中心仓环节单票的履约成本改善有限。而中心仓到网格仓的运输成本则更加刚性，与订单量的关系不大。

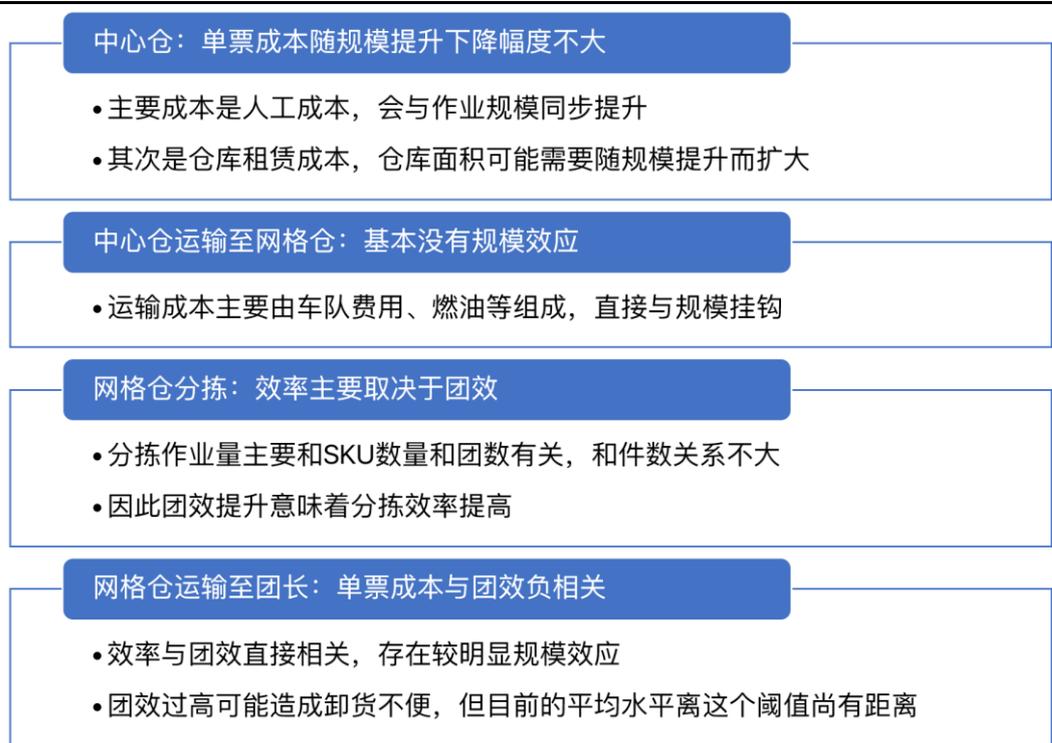
网格仓主要分包给第三方加盟商运营，目前只有小部分网格仓实现盈利。亏损的主要原因是管理粗放不规范、员工作业效率低下、团效低下等。由于网格仓主要是第三方加盟运营，其管理能力参差不齐。我们认为行业在开拓期结束后，网格仓会经历一个去伪存真的过程，通过市场竞争淘汰效率低下的网格仓加盟商；而随着洗牌的不断深入，留存网格仓的整体效率将不断提升，此时平台方可能会逐步减少向网格仓支付的费用。

根据我们产业调研的数据进一步测算，对于实现盈利的成熟网格仓而言，平台给网格仓的单票 0.55 元中：0.2 元是仓内作业成本，0.3 元是运输成本，另外 0.05 元是加盟商的毛利润。平台直接将以上所有金额打包支付给网格仓，网格仓收入主要取决于据件数、团数、履约效率激励（时效、错误率等）。如收入 = 件数*每件单价 + 团数*每团

单价 + 激励奖金。现阶段盈利的网格仓不多，主要是因为：①管理和作业流程不成熟，分拣效率低（网格仓仓内作业环节主要成本是人工成本）；②团效低（配送成本高）等。

网格仓仓内作业成本、网格仓到团长的单票运输成本，均与团效呈较明显负相关。团效指每日每团的订单件数，一般而言平均在 20-30 件之间，一些偏远的小团点在 10-20 件。仓内作业成本上网格仓和中心仓类似，都主要由人工成本构成。但在 SKU 与团点数量都不变的情况下，货物量提升对分拣所需的总人工影响不大，因此团效提升会明显摊薄网格仓单票分拣成本。而运输总成本主要取决于运输的时间和距离，与总单量的相关性也不高。尽管货物量过多的大团点会占用更高的卸货时间，但目前总体团效距离这一阈值还有距离。

图 27：中短期内各环节单票履约成本改善空间不同，网格仓优化空间大



数据来源：根据产业调研数据推理，东吴证券研究所整理绘制

损耗也有一定的潜在改善空间。这主要来自社区团购经营过程中，对运营细节的不断磨合与改善。尽管部分平台部分地区会将部分损耗转移给供应商（即履约过程中的损耗由供应商直接承担），但这部分成本最终会转移回平台方——若损耗过高供应商会主动抬高供货价格。

总之，从中短期视角来看，社区团购履约成本改善的空间主要在网格仓环节，核心变量是团效（即订单密度）。中心仓的分拣和运输成本与订单量相关性较强，因此规模提升带来的改善空间不大。从长期视角来看，整体效率提升（分拣效率提升和损耗率下降）也会给单票履约成本带来一定的改善空间。但我們需要注意，平台方为了抢占市场、提升用户体验，可能会引入更多的 SKU，并扩大中心仓的辐射范围，这些举措都可能抵消经营效率和团效提升对履约成本的改善，甚至使单票履约成本上升。

5. 供应商、品牌方、团长...各参与方的诉求与态度如何？

5.1. 社区团购参与者：品牌方、供应商、平台、团长

社区团购平台上游的供应商包括批发商、无品牌的工厂、生鲜供应商、区域性小品牌、大型品牌商等角色；下游包括网格仓加盟商、团长等环节。每个环节承担不同的责任，也有不同的诉求。

图 28：社区团购各参与方主要职责与诉求汇总：大多数职责和成本项目由平台承担

	职责	成本	诉求
 品牌方	<ul style="list-style-type: none"> 决定对社区团购的整体态度 	<ul style="list-style-type: none"> 商品生产 运营及渠道监管等成本 	<ul style="list-style-type: none"> 获利 随社区团购崛起成为大品牌 (对区域品牌和小品牌而言)
 供应商&批发商	<ul style="list-style-type: none"> 最终选品 生鲜品预加工 	<ul style="list-style-type: none"> 进货成本、存货风险 部分损耗 	<ul style="list-style-type: none"> 获利 (净利率通常不高于3%) 与平台建立供货关系, 伴随社区团购平台成长而扩大规模
 平台	<ul style="list-style-type: none"> 招募、组织各参与方 (寻找供应商, 招募网格仓和团长) 平台运营 (包括大致选品) 直接负责中心仓运营 	<ul style="list-style-type: none"> 平台补贴 物流履约 (中心仓租赁运营、运输、网格仓外包成本) 部分损耗 后台运营 (客服、地推等) 团长佣金 	<ul style="list-style-type: none"> 获得下沉市场的流量 找到新的业务增长点 获利 注: 平台收入是买卖价差
 网格仓加盟商	<ul style="list-style-type: none"> 网格仓租赁、建设 商品分拣 配送到团长 	<ul style="list-style-type: none"> 场地租赁和设施 人工、车队 	<ul style="list-style-type: none"> 获利
 团长	<ul style="list-style-type: none"> 引流 (分享商品链接) 履约 (分拣、提供自提点) 	<ul style="list-style-type: none"> 运营场地、人工 	<ul style="list-style-type: none"> 赚取佣金 增加到店客流

数据来源：产业调研，东吴证券研究所绘制

品牌方的职责：提供商品，制定综合的策略，统筹规划参与的方式和态度，决定经销商以何种方式参与社区团购，以及什么商品能够在社区团购平台上销售。品牌方参与社区团购的核心诉求是提升销售收入，部分区域性的小品牌以及工厂品牌也会期望通过社区团购渠道成长成为主流大品牌。

供应商（经销商）的职责：①选品；②将货品运送至中心仓，承担共享仓成本和运输成本；③生鲜等产品的预加工和所有商品的包装；④负责处理退货退款等售后问题，⑤有时也要承担履约过程中的损耗。供应商主要赚取商品的买卖差价，他们期望随着平台经营规模的快速成长，得到利润的快速增长。

平台方承担大多数成本项，也包括物流成本：①通过地推等方式，综合组织社区团购的各方加入平台；②负责信息系统和物流体系的搭建，并承担相应成本；③日常运营，包括制定选品策略，售前售后服务和商家服务等。平台收入为终端零售额和供应商进货价之间的价差，承担仓配履约、团长佣金、后台运营等开支。平台方不仅期望赚取利润

和现金流，也期望通过社区团购模式获取下沉市场的流量。

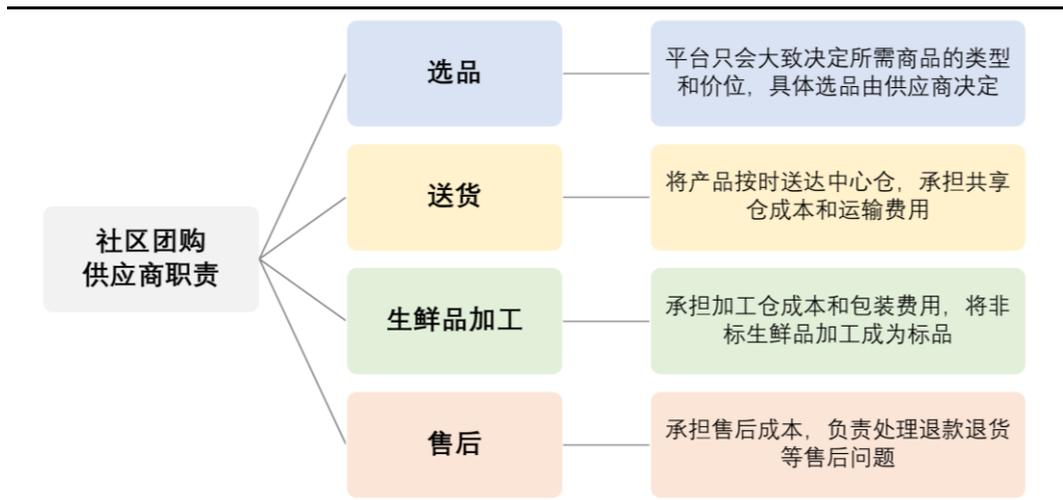
团长主要职责是引流和履约：①通过微信群推送商品，促进成交；②从平台处收到货品后，及时分拣给客户；③将自有场所用作自提点。对于不同的产品，平台会给团长制定不同的佣金率，整体上约在 8%-10% 范围。我们认为团长加入社区团购的核心诉求是①赚取平台的佣金，②获得前来自提客户的流量，提升店铺在社区中的知名度。

5.2. 本土供应商是平台的核心货源，品牌商对加入社区团购有所顾虑

5.2.1. 供应商：社区团购平台本质上是代销模式，供应商职责比传统模式更多

首先明确，社区团购平台本质上是代销模式，因此离不开本土供应商。代销指的是零售商只负责提供经营场所、履约基础设施以及运营定价售前售后等服务。而社区团购上架产品的选品、备货等与货物相关的事项，以及存货相关风险均由供应商承担，因此可认为平台方本质上是代销模式，这也是目前社区团购主流模式无法离开本土经销商的核心原因。对于供应商而言，给社区团购这样的代销平台供货，供应商需要承担比给自营经销商供货更多的职责。

图 29：供应商给社区团购平台供货时，所需承担的职责多于给其他零售商供货



数据来源：产业调研，东吴证券研究所整理绘制

社区团购供应商最大的特殊点在于，需要负责对非标品进行粗加工。社区团购平台上的生鲜产品，是按照“500g 黄瓜”这样的标准单位出售的；供货商需要负责将生鲜产品加工成为标准品，比如将大小不一的黄瓜配重成整 500g 打包等。由于大多数本土供应商本身不具备加工的能力，社区团购衍生出了加工仓/共享仓这一个特殊环节，其主要作用就是帮助供应商完成对商品的加工，加工仓/共享仓的成本，自然也是由供应商承担。

本土供应商参与社区团购的一大核心诉求，是期望随着平台规模的增大而盈利。相比于给一般的经销商供货，现阶段供应商给平台供货的出货价及营业利润率都不高，且还需要承担更多的职责。他们希望在早期和平台建立联系，在未来平台营业规模扩大后盈利。因此对于平台而言，保持经营规模（尤其是单 SKU 的订货量）是非常重要的，这关系到平台是否能够从供应商手上拿到优惠的进货价。

5.2.2. 品牌：以地区性小品牌为主，大品牌对社区团购的态度仍未明朗

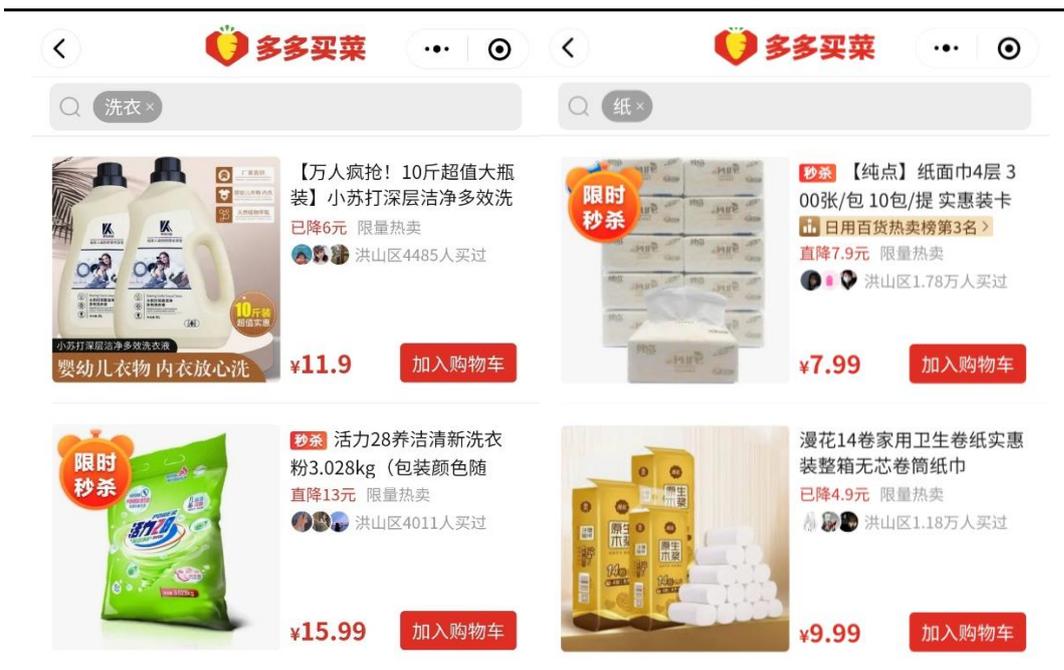
社区平台上日百标品中的很多品类，以地区型的小品牌甚至工厂品牌的商品为主。如下图所示，将定位切换至湖北武汉，搜索“洗衣”和“纸巾”结果中，排名前2的均非知名大品牌的产品。而选取不同的地点进行搜索，得到的产品品牌会有不同，我们将这些只在某些地区出现的品牌定义为地区性品牌。其他大类：生鲜品类鲜有知名品牌；米面粮油食品类有部分知名品牌的商品出现在社区团购小程序搜索结果的靠前位置，如金龙鱼、海天等。而农夫山泉、可口可乐等品牌，有很多产品在平台上售卖。可见，不同类目的不同品牌，对社区团购抱有不同态度。

图 30：美团优选洗衣粉、纸巾产品搜索结果（2021 年 4 月，定位武汉市）



数据来源：美团优选小程序，东吴证券研究所

图 31：多多买菜的洗衣、纸巾产品搜索结果（2021 年 4 月，定位武汉市）



数据来源：多多买菜小程序，东吴证券研究所

品牌商期望通过社区团购扩大规模和盈利的同时，也惧怕团购平台的低价会破坏品牌的原有价格体系和渠道管控体系。社区团购平台上的标品相比传统渠道通常有 15% 左右的价格优势。对于头部大品牌而言，如果匹配这一价格，一方面可能破坏品牌原有的价格体系，造成定价权的崩塌；另一方面，低价有可能带来窜货风险，即平台价格接近甚至低于批发商出货价，终端店铺直接通过社区团购平台拿货。工厂品牌、区域性的小品牌通常没有这两个方面的顾虑，且它们也亟待通过新渠道提高销售额，因此其对社区团购抱有更为欢迎的态度，有可能会直接给平台供货。

部分规模以上的大品牌选择不和社区团购平台合作，甚至严禁渠道商给平台供货。其余参与社区团购的大品牌，通常通过指定 SKU、指定经销商的方式供货。商品方面，大品牌很少把自己的拳头产品放在社区团购平台上进行销售，但会乐于在平台上销售新品和份额较小的单品，比如我们基本搜不到玻璃瓶装的海天金标生抽王，却常能搜到海天番茄沙司。渠道方面，大品牌通常指定下游经销商专门给社区团购平台供货，并对销售的商品以及定价进行严格的监管。

但一些经销体系非常成熟的超级品牌，尽管仍不会主动与社区团购合作，但可能不会对渠道商参与社区团购的行为进行严格控制。如农夫山泉、可口可乐等。对于这些品牌而言，其不太可能因为给社区团购供货而打乱原有的价格体系和经销网络体系，因此品牌方对于社区团购平台的限制较少。这直接体现在这些品牌在平台上出现的 SKU 数量较多，且其中不乏一些拳头产品。

图 32：品牌方对进驻社区团购有所顾虑，不同类型的品牌有不同的合作方式



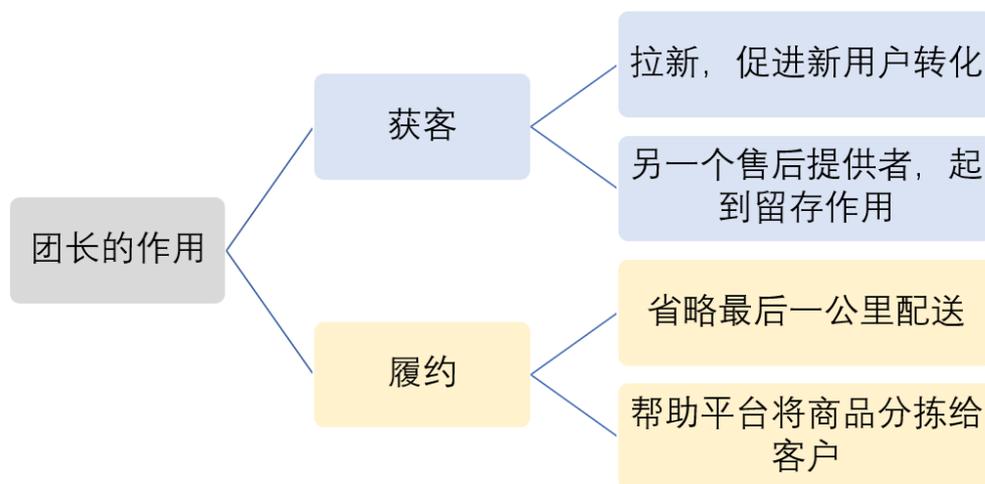
数据来源：产业调研，东吴证券研究所整理

5.3. 团长：社区门店团长渐成主流，佣金率降低是大趋势

5.3.1. 团长承载获客+履约双重功能，未来获客作用或持续弱化

团长具有两个核心功能：①获客，②履约。获客即通过组建微信群，向潜在用户推送商品，促进成交，这在前期较为重要，而未来可能会被逐渐弱化；物流指团长的门店成为社区团购的自提点，这个功能则具备更高的不可替代性，在未来也会非常关键。

图 33：团长两个核心功能：获客、履约



数据来源：产业调研，东吴证券研究所整理绘制

获客体现在①将平台上的商品推给社区里的顾客；②解决投诉留住顾客。社区团购这样的新鲜事物在低线城市的渗透会是一个较缓慢的过程，而若通过“团长”进行推广，那么获客速度和转化率有可能显著提升，这与拼多多微信裂变“砍一刀”在逻辑上有一定的相似性：一方面通过“好友推荐”推动拉新，另一方面营造出“熟人一同购买”的环境，能够显著提升购物氛围。而“留存”相当于使团长成为平台之外的另一个售后提供者，也能一定程度上降低新客的顾虑，起到促进转化的作用。

履约主要体现在省略“最后一公里”分拣和配送环节。不用配送上门，每天只需要给团长送一次货，给社区团购模式带来了很大的成本优势（尤其相较传统生鲜电商）。

自提柜能替代团长吗？可能性不大。一是建自提柜需要额外资本投入，且成本较团长端优势不大：目前快递自提柜成本近 0.5 元/票，而团长成本约为 0.7 元/票（按社区团购商品单价 7 元的 10% 算，实际可能更低）。二是在配送到团的场景下分拣效率更高：平台只需将分拣细化到团长，无需将分拣细化到用户；团长收到货品后会分拣到用户，这为平台节省了大量的分拣成本。总之相比自提柜，团长虽单票成本高约 30%~40%，但换来更低的 capex 投入（和更低的经营杠杆）、利用熟人关系拉新快速扩张、以及仓配分拣环节的简化带来的分拣成本降低，因此可以说平台支付的团长佣金是划算的。

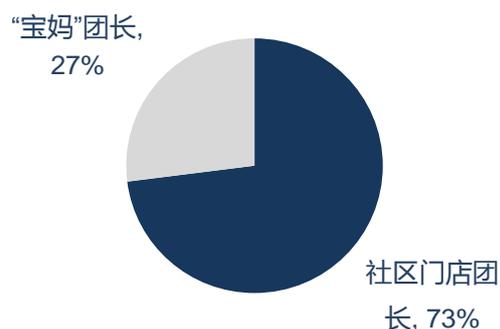
图 34: 团长 VS 自提柜: 自提柜成本优势不明显, 未来替代团长的可能性不高

团长	V.S.	自提柜
一般0.7元/件	成本	接近0.5元/票
地推拉新, capex较低	投入	需自建, capex较高
团长可负责分拣到用户	分拣	须由网格仓或配送人员分拣到用户

数据来源: 产业调研, 东吴证券研究所整理绘制

团长的核心动机是赚取佣金, 而社区门店团长逐渐成为主流。团长大概可以分为“便利店团长”和“宝妈团长”两类。后者没有门店, 主要在自家范围内提供自提服务。在社区团购发展初期, 团长的身份以“宝妈”类为主, 他们一部分人拥有做微商的经历, 拥有较多的存量熟客消费者, 起步较快。而近期社区门店团长占比在持续提升: 根据新经销调研咨询团队, 2020 年上半年社区门店的占比已达 73%; 至 2021 年年初, 在各大社区团购 APP 上已经很难找到所谓“宝妈”团长了, 我们可以认为社区门店团长占比已达到 90%以上。社区门店团长占比上升的原因, 一是门店自提的体验通常比进入居民楼自提要好, 另一方面实体门店能够和社区团购产生一定的协同性。

图 35: 团长构成: 2020 年上半年社区门店团长占比已提升至 73%



数据来源: 新经销调研咨询团队, 东吴证券研究所

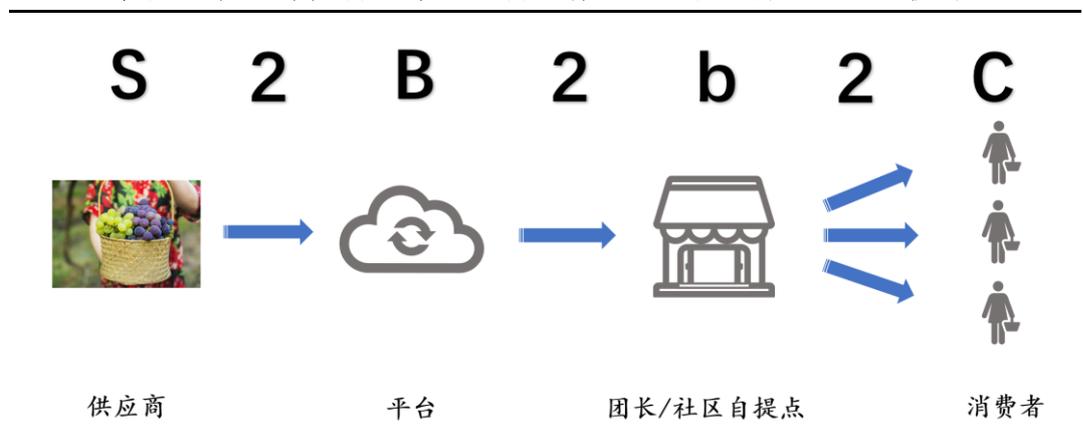
社区门店团长能接受更低的佣金, 因为将门店作为提货点也能为自家的生意宣传引流。对“宝妈”团长粘性不强的客户, 会更倾向于选择社区门店作为提货点, 各方面都更加方便; 而对社区门店团长而言, 前来提货的客户无形中提高了门店的客流量, 能一定程度上促进自家的生意, 其或接受更低的佣金率。试想两家位置临近的烟酒店, 若其中一家成为了团长, 那么客户提货时顺便购买香烟的行为, 能有效提振这家店的生意。

5.3.2. 团长平均佣金收入不高，未来团长环节的话语权和佣金率或继续下降

巨头们切入社区团购赛道的一大核心原因，是为了得到终端用户的流量。这意味着团长的获客作用在未来将可能逐渐弱化，其话语权和佣金率，未来亦可能逐渐下降。

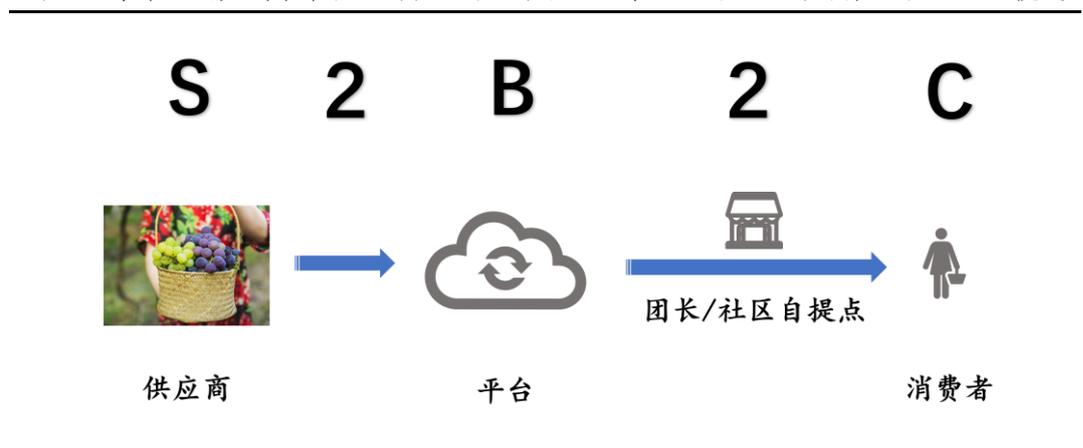
一直以来有一个问题：社区团购模式是 B2b2C 还是 B2C？我们认为这个问题的核心在于团长的定位和用户的归属权。未来，社区团购会是 B2C 模式。如果用户认的是团长而非平台，那么社区团购将会是 B2b2C 模式，此时用户只从团长推送的商品中购买，而不关心商品具体来自于哪个平台。反之如果用户只从某个特定平台上下单，之后再选择提货更方便的团长，那此时社区团购将是 B2C 模式。我们认为随着平台逐渐掌握用户所有权，社区团购未来会更类似于 B2C 模式，而目前我们大致处于“过渡即将完成”的阶段。

图 36: 早期，用户归属于团长，平台为团长服务，社区团购是个 S2B2b2C 模式



数据来源：东吴证券研究所绘制

图 37: 未来，用户属于平台，团长仅为一个履约环节，此时社区团购将变为 S2B2C 模式



数据来源：东吴证券研究所绘制

团长话语权的下降，核心原因是获客作用的减弱，直接体现在佣金率的降低。2020 年下半年竞争最激烈的阶段，团长的平均佣金率一度可达到约 13% 以上；而目前（2021

年上半年)下降到平均约 8-10%。这一方面体现了用户的所有权从团长变成了平台,就团长因为佣金率过低而离开平台,用户也不见得流失。

现阶段大多数团长的佣金收入并不高。我们预计目前团长佣金收入的中位数约为 13-20 元/天。团长的佣金 = 订单额 * 佣金率。根据我们的产业调研,对于不同的产品,平台制定的佣金率有一定的差异,平均而言佣金率是 8%-10%。至 2021 年初,除乡镇等下沉市场外,每个团长每天商品件数(团效)的中位数大约在 20-30 件。以每件商品 7 元的单价、9%的佣金率计算,团长每日收入约为 13~20 元,每月收入约 400-600 元。

图 38: 预计团长平均佣金收入为 400-600 元/月



数据来源：根据产业调研数据测算，东吴证券研究所

6. 社区团购有望成为下沉市场的重要获客渠道

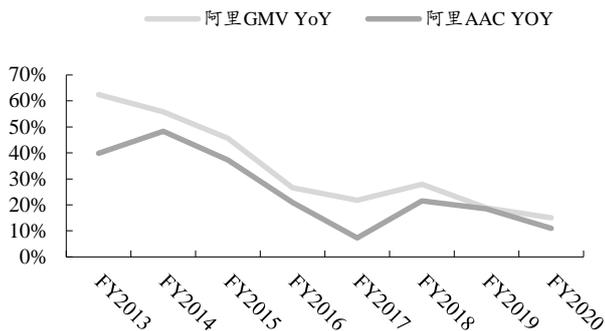
6.1. 下沉市场流量或将成为互联网巨头的争夺焦点

互联网平台的本质是做流量买卖的生意，流量是电商平台争夺的焦点。那么未来新流量在哪？从人群上看在下沉市场用户，从品类上看在生鲜。社区团购作为一个具备线上+线下场景，且能兼顾生鲜品类和下沉市场的电商业态，不但是一个新的利润增长点，也一定程度上肩负着扩展下沉市场用户的使命。

下沉市场用户的流量或逐渐成为争夺的焦点。我们认为国内互联网巨头下场杀入社区团购赛道，其一大目的正是争夺下沉市场的流量。近年来，一、二线城市用户的“触网”进程已经基本到头，成为“存量”；未来互联网和电商获取流量的一个重要战场，在于竞争下沉市场的“增量”。

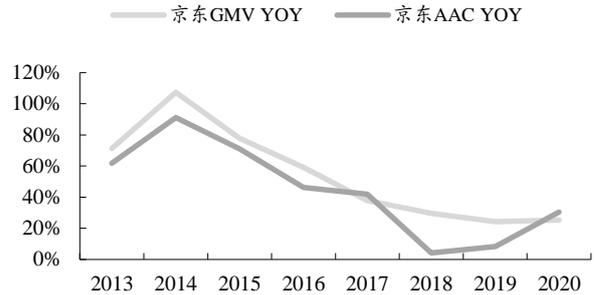
用户人数增长是电商快速发展期的核心增长驱动。参考成熟电商平台阿里、京东在过去几年的高速发展，其 GMV 规模的核心增长驱动是用户数量的增长。而随着用户数量逐渐趋于饱和，平台的增速也开始放缓。

图 39: 阿里巴巴 GMV 增速 vs 年活跃买家(AAC)增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

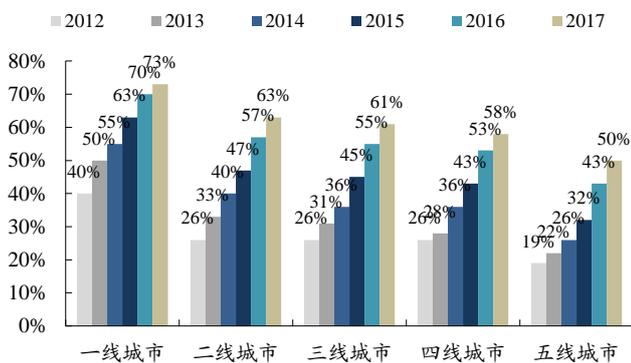
图 40: 京东 GMV 增速 vs 年活跃买家(AAC)增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

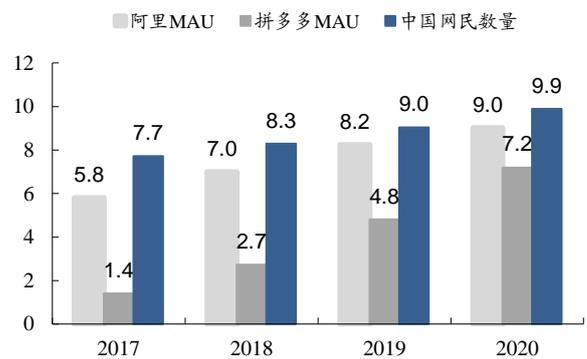
高线城市中潜在新用户已经不多, 新用户在低线城市。以阿里和拼多多为例, 至 2020 年底, 阿里巴巴的 MAU 已达中国网民数量的 91%, 拼多多达到 73%, 电商平台用户数的潜在增长空间已经不多。据凯度数据, 2017 年一线城市网购人群渗透率为 73%, 而四线、五线城市渗透率均不及 60%, 这说明低线城市的网购人群渗透率有更大的提升空间, 下沉市场是未来潜在网购用户的主要来源。

图 41: 各城市层级网购人群渗透率



数据来源: 凯度数据, 贝恩咨询, 东吴证券研究所

图 42: 主流电商平台 MAU 与网民总数对比(亿人)

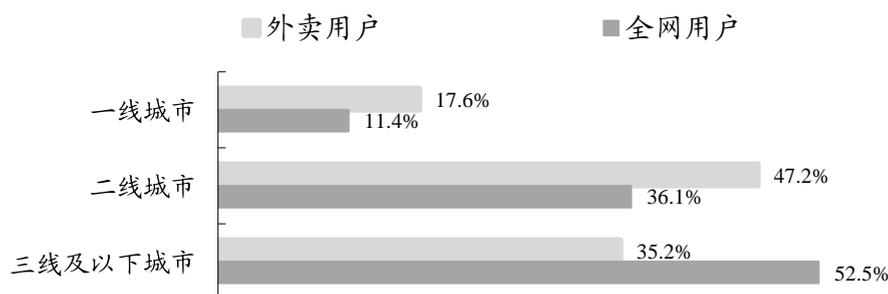


数据来源: 公司公告, CNNIC, 东吴证券研究所

低线城市的居民的消费特征: 生鲜的重要性比大城市更高。越下沉的用户, 其在食品上的开支占其总开支的比重越高。这从我国城乡恩格尔系数的差距中能够得到直观体现: 2020 年我国城镇恩格尔系数为 29.2%, 农村居民恩格尔系数为 32.7%, 意味着农村居民在“吃”上的开支占总支出之比, 平均意义上要比城镇居民高 3.5pct。

“吃”包括餐饮、成品食品、生鲜、米面粮油等。由于低线城市的生活节奏较慢, 居民普遍有自己买菜做饭的习惯, 生鲜对其重要性可能远高于大城市居民。美团外卖联合中国饭店协会发布的 2019 年上半年外卖产业发展报告数据显示, 外卖用户在一线和二线城市的占比远高于对应整体互联网用户占比, 说明外卖目前在一线和二线城市强渗透, 在三线及以下城市的渗透较低, 低线城市居民可能更倾向于自己买菜在家做饭, 在支出结构上会有更大量的生鲜消费需求。

图 43: 2019 年上半年外卖总体用户城市分布



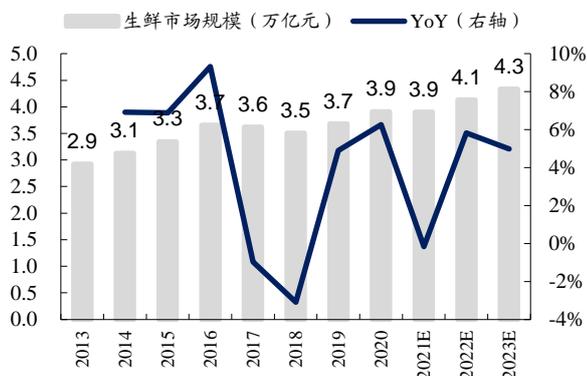
数据来源: 美团外卖, 中国饭店协会, 东吴证券研究所

低线城市居民中价格敏感群体占比或更高, 因此主打“低价”的社区团购, 会比传统生鲜电商或线下商超更受欢迎。低线城市的居民更多地会自己买菜做饭, 他们经常性购买生鲜品类, 对价格波动也会更加敏感, 社区团购普遍低于商超渠道的定价可以很好地“笼络”到价格敏感型消费人群的需求, 从而进一步推动渠道下沉, 扩大增量市场。

6.2. 生鲜具备的高频+刚需特性, 使其成为引流利器

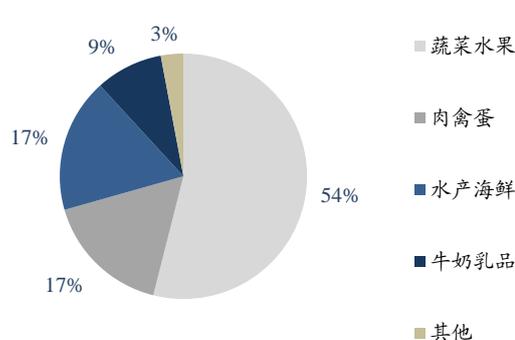
生鲜行业是一个刚需、抗周期的市场, 市场规模在“民以食为天”的我国近 4 万亿元。生鲜商品主要有水果、蔬菜、肉品、水产、干货及日配、熟食和糕点。根据 Euromonitor 预计, 2020 年我国生鲜市场规模达 3.9 万亿, 预计 2020 至 23 年 CAGR 约 3%。

图 44: 我国生鲜市场规模 (万亿元) 及增速



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

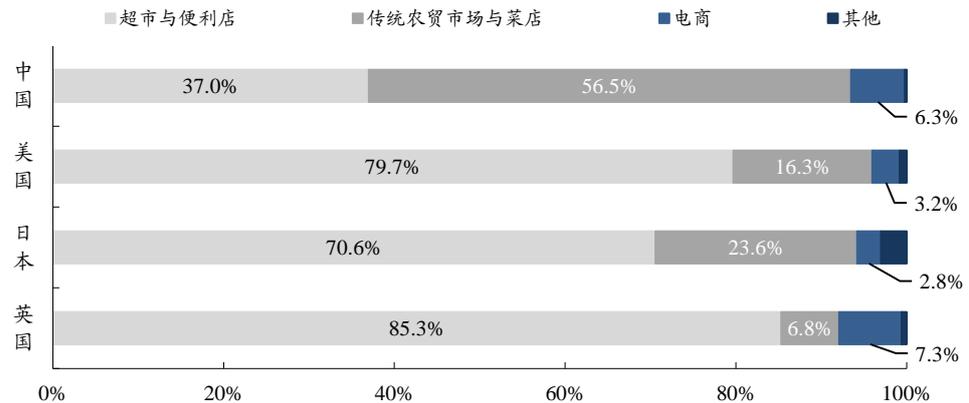
图 45: 生鲜产品类别销售额占比情况 (2017)



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

我国生鲜流通的主要渠道仍为农贸市场等传统渠道, 超市、电商等现代渠道占比有待提升。根据 Euromonitor 数据对比发达国家的生鲜主要零售渠道分布情况, 我国的生鲜主要销售渠道仍为传统农贸市场与菜店, 占比高达 56.5%。相比而言, 美国/日本/英国等发达国家生鲜产品的主要流通渠道均为商超, 占比分别为 79.7%/70.6%/85.3%, 且三个国家的传统渠道占比均不高于 25%。我们认为, 未来国内现代生鲜渠道逐渐替代传统农贸市场是趋势所在。现代渠道经营更规范, 在经营设施、经营环境及食安监管条件等方面有优势。

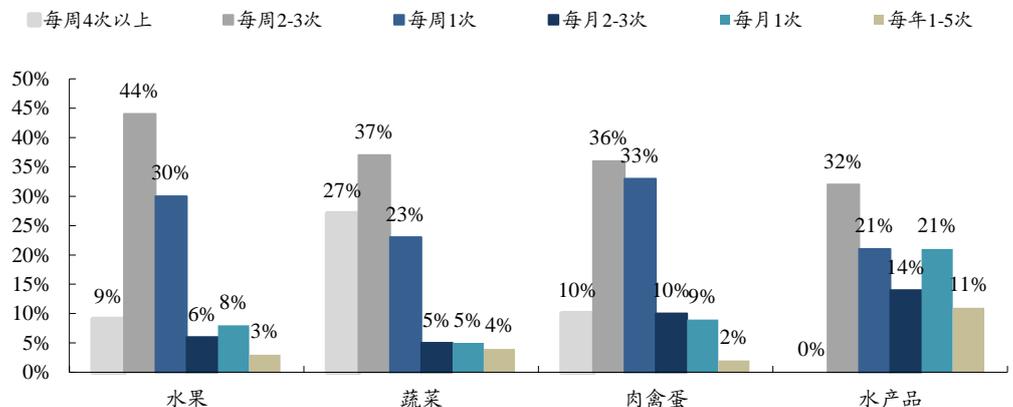
图 46: 发达国家生鲜主要零售渠道为超市，而我国主要渠道为农贸市场



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

生鲜品类具备高频、刚需的特点，是威力强大的引流商品。其中，水果蔬菜品类的消费尤为高频。作为生活必需的一日三餐食材，生鲜具有刚需特性，又因易腐烂而保质期短，因而决定了生鲜品类高频、短消费半径属性。对“鲜”度要求较高的水果、蔬菜品类，消费者购买的频次更高。据前瞻产业研究院数据，2018 年有超过 50% 的生鲜消费每周购买水果、蔬菜 2 次以上。而消费频次更高的果蔬类恰恰是我国饮食文化的重要组成部分，这决定了生鲜品类在我国具备超凡的引流能力。

图 9: 生鲜品消费呈现高频特点，其中果蔬消费频次更高



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

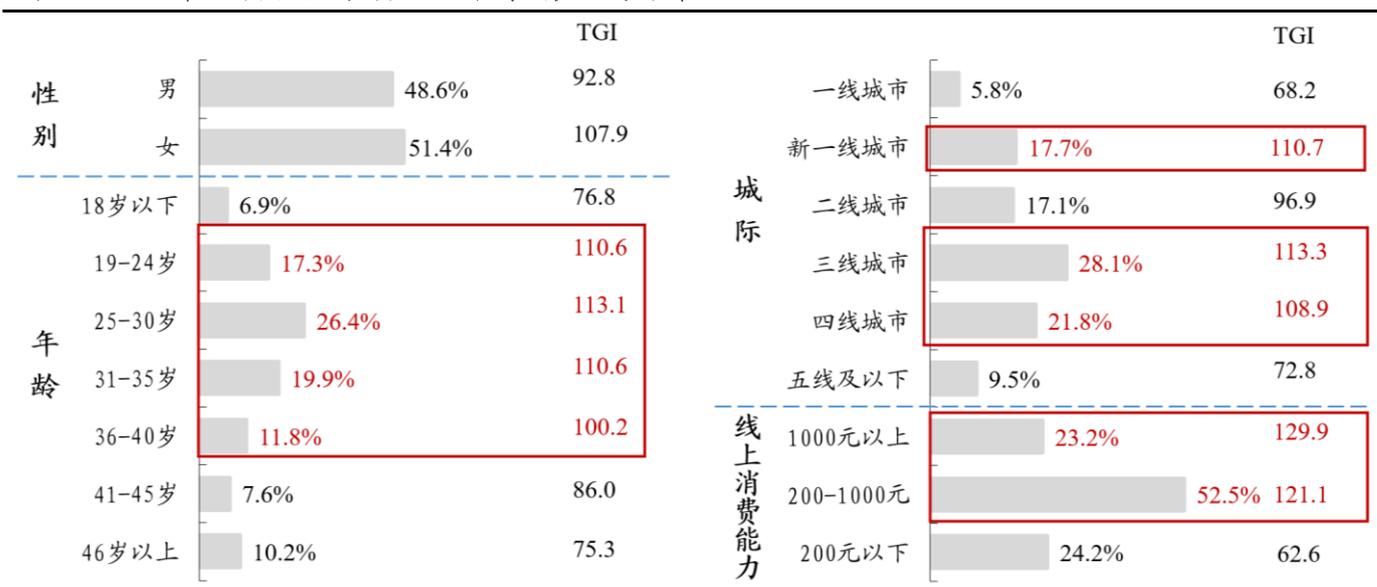
生鲜非标准化程度高、低客单、低毛利、易损耗、高时效性要求的特点，决定其触网难度大。传统生鲜电商通过前置仓、仓店等方式解决了生鲜非标准化、易损耗、高时效性要求等难点，但也带来单票履约成本较高的缺点，在消费水平较低的下沉市场难以跑通。社区团购的可贵之处在于，其以低于快递物流的履约成本，解决了生鲜电商面临的难题，同时具备下沉能力。这使得社区团购在具备盈利潜力之余，拥有成为下沉市场重要流量入口的战略意义。

6.3. 社区团购用户画像：三四线城市具备一定消费能力的年轻人

抓住消费力中坚力量，社区团购的用户年龄段集中在 19-40 岁。根据 QuestMobile 的统计数据，2020 年 12 月社区团购微信小程序用户画像分布表明，19-24 岁/ 25-30 岁/ 31-35 岁/ 35-40 岁人群使用社区团购小程序占比分别达到 17.3%/ 26.4%/ 19.9%/ 11.8%，是社区团购用户的主要群体；TGI 分别为 110.6/ 113.1/ 110.6/ 100.2，这说明 19-40 岁年龄段的用户更有可能使用社区团购小程序。这个群体较更年轻群体通常拥有更高的消费决策权，而相比更年老的群体更熟悉互联网，且对新鲜事物的态度通常更开放。

城市分布上，社区团购消费者主要来自三、四线城市。根据 QuestMobile 的统计数据，三线/四线及以下城市的用户占比分别为 28.1%/21.8%，是社区团购的主要用户群体。而从 TGI 角度上看，新一线/三线/四线城市的 TGI 最高，均超过 108，分别达到 110.7/ 113.3/ 108.9。对于三四线城市用户而言，社区团购贴近他们的消费需求（低价满足基础需求），给其带来了更丰富的购物选择；而目前新一线城市（如武汉等）是社区团购争夺的核心点，普及率较高，因此也拥有较高的 TGI。

图 47：2020 年 12 月社区团购微信小程序用户画像分布



数据来源：QuestMobile GROWTH，东吴证券研究所

在拥有盈利潜力的同时，社区团购具备“获得下沉市场流量”的功能，这使其具有重要的战略意义。流量是过去互联网行业快速增长的核心驱动，但随着高线城市网络渗透率基本饱和，下沉流量的意义越来越重要。由上图可见，社区团购的确锁定了中低线城市（三四线）最具消费能力的 19-40 岁群体，原因很可能就是以较低的价格提供了以生鲜为首的生活必需品。另外，社区团购拥有线下场景存在，如仓配设施和团长环节。对于平台方而言，其积累的供应链管理经验和供应商资源、团长门店资源，都有进一步发掘的潜力。综上所述我们认为，社区团购在盈利之外最重要的产出，或许是以下沉流量为首的战略资源。

7. 投资建议

7.1. 社区团购平台是否会改造生鲜供应体系，未来竞争格局如何？

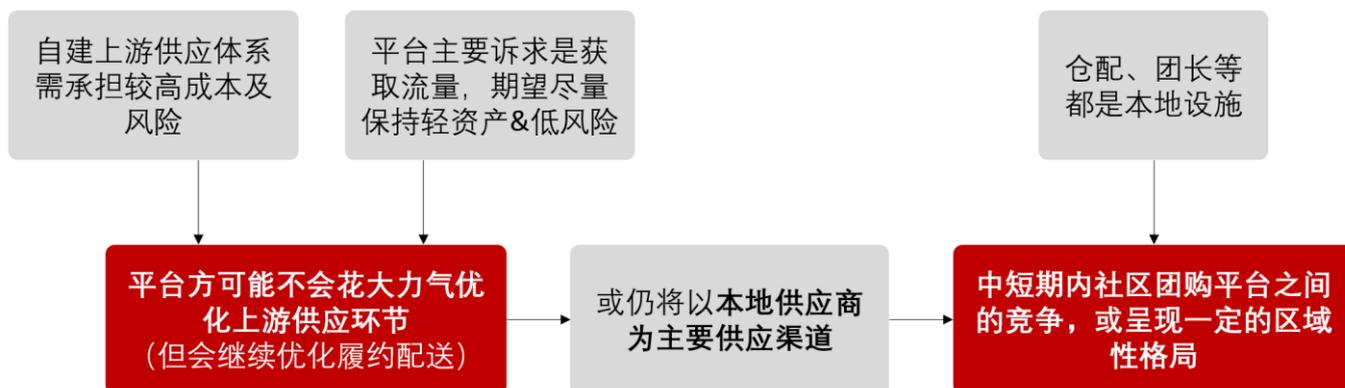
我们认为中短期内社区团购竞争格局将一定程度上呈现区域化特性，出现全国胜者需要较长时间。

首先明确，大型互联网入局的一大核心诉求是通过社区团购掌握下沉市场流量。社区团购的运营模式现阶段已经基本跑通定型，具备盈利的潜力，并拥有万亿级的市场空间，足以打造互联网大厂的下一个增长曲线。但我们认为，互联网大厂们先后入局，打造社区团购平台的核心原因是为了获取下沉市场流量。社区团购有线上+线下场景，通过团长推广前期增长快，生鲜品类的存在使其用户具备高频+高粘性的购买特征，因此或是一个理想的获取下沉市场优质流量的途径。

盈利或许不是核心诉求，平台可能不会耗费大量资源去改造上游供应链。如果社区团购最终成为流量入口，那么平台方或可接受在不盈利或微亏的情况下持续运营，并通过其他业务变现最终获利（如美团通过酒旅、拼多多通过电商）。在此情形下，平台方很可能不会花大力气改造上游供应体系（如发展直采等），因为这会使得资产变重、人员需求大幅增长，且将使平台承担部分存货风险。对于一个流量入口而言，过度承担经营风险可能并不划算。由此我们判断，社区团购未来可能不会对以本土供应商为主的上游供应体系进行过多改造，而平台资源可能更多向前端倾斜。

未来社区团购的供应体系，或仍将以本地供应商为主，不会有太多跨区域供应的案例出现。一方面，供应商通常需在平台中心仓附近租建共享仓、加工仓，以满足快速配货的需求，外地供应商对共享仓、加工仓的管理，可能不会像本地供应商一样得心应手。另一方面，供应商给社区团购供货的价格通常已有一定的折价，在此基础上跨省供应并不划算。因此，社区团购在现有模式下，很难脱离本地的供应体系。

图 48：中短期内社区团购的竞争格局将一定程度上呈现区域化特性



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

因此，未来中短期内社区团购平台之间的竞争，或呈现一定的区域性格局。即不同的区域内平台的实力、规模和竞争格局会有所不同。主要因各地区拥有几乎完全不同的供应商，而中心仓、网格仓、团长的建设、招募情况也有所不同。故对于终端客户而言，其可选的产品种类、质量、价格，乃至履约配送及团长端的服务体验都会因地区而异。因此我们认为，在中短期内，平台之间的竞争格局会呈较明显的区域特性；而长期来看，中后台运营管理优势可逐渐辐射至全国，从而角逐出全国胜者，但这需要较长时间。

7.2. 社区团购是否会替代前置仓等业态，与传统电商/生鲜电商有多少协同？

社区团购与生鲜电商前置仓（每日优鲜、叮咚买菜等）&仓店（盒马鲜生等）满足的是不同需求，未来两种模式会长期共存。社区团购主要满足的是非即时性、低价获得基础商品的需求，而前置仓满足的是足不出户快速获得必需品的需求。社区团购消费有一定的计划性，且对价格高度敏感；前置仓消费多为临时需求，对价格一般不敏感。这两种业态尽管在品类上有一定的相似之处（都有生鲜产品），但满足的是两种互补的需求，且前置仓主要位于一线城市而社区团购主要开拓底线市场，因此，我们认为社区团购和生鲜电商前置仓、仓店模式未来将保持长期共存。

生鲜电商的前置仓和社区团购的网格仓之间，可能不会有太多的协同。生鲜电商前置仓的主要职能是提高时效性，做到半小时配送，因此仓库的面积主要用于存储商品。社区团购网格仓的核心职能是缓解中心仓的分拣压力，和干线物流的运输配送压力，仓库的面积主要用于平铺分拣。二者在仓库面积的作用上重合较少（前置仓：存储，网格仓：分拣），运输体系（前置仓：骑手；网格仓：金杯车）、选址等方面也会有所区别。此外社区团购绝大多数网格仓被外包给第三方加盟商，而大部分前置仓是自营模式。因此我们认为，二者间的协同效应不高，各参与方也缺乏整合前置仓和网格仓的意愿。

图 49：社区团购网格仓与生鲜电商前置仓之间没有显著协同

社区团购 网格仓	V.S.	生鲜电商 前置仓/仓店
缓解中心仓分拣配送压力	存在意义	提高配送时效性
平铺分拣	主要功能	存储商品
小型货车、金杯车	配送体系	骑手
基本为外包第三方	经营模式	自营为主

我们认为：社区团购网格仓与生鲜电商前置仓之间共同点/协同不多，将二者合并的意义不明显

数据来源：产业调研，东吴证券研究所整理绘制

社区团购可能不会对综合电商的产生剧烈冲击，因其满足的核心需求不同。在本文第一章我们分析过，社区团购主要满足的是“快”和“省”的需求，同时在其他方面表现也不差；淘系电商主要满足是“多好省”，拼多多主要满足“多、省”，京东主要满足“多快好”。可以说，社区团购所满足的主要需求，以及主要用户群体，都与目前主流综合性电商平台存在一定差异。

快递行业的管理经验有可能与网格仓形成协同，但或需重新投资建设仓储和车队。网格仓内作业的成本中，人工成本是占比最高的部分。传统快递行业在分拣作业的流程和管理方面，或许会有值得借鉴的经验，从而优化网格仓作业的人工成本；但在运输车队、仓库方面，则可能需要从头开始。

7.3. 品牌方和团长的未来发展趋势如何，社区团购能否脱离微信体系？

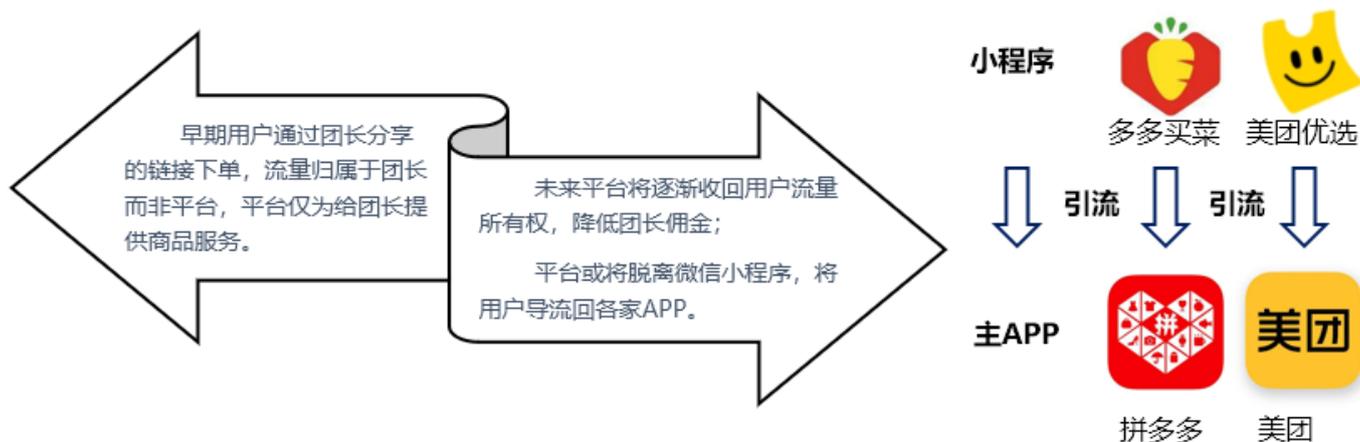
中短期内将以工厂品牌/地区性小品牌为主，大品牌不一定直接供货。对于品牌方而言，加入社区团购可以获得平台上大量且快速增长的需求。但社区团购对于低价的要求，有可能使品牌价格体系和渠道管控体系受到破坏，因此在传统渠道上拥有稳定体系的大品牌可能不会直接给社区团购平台供货，甚至可能抱以排斥的态度。而对于工厂品牌、小品牌而言，其渠道包袱没有那么重，且符合平台“低价”的调性，对社区团购的态度会更为积极。因此我们认为中短期内，社区团购都将以小品牌、工厂品牌货源为主。

大品牌如果参与社区团购，更可能主要通过区域供应商供货。目前大品牌参与社区团购的主要方式，是通过指定供应商供应指定商品（一般是新品或库存较高的商品）。其一，指定供应商参与的方式有利于管理渠道。其二，给社区团购渠道供货的供应商，需要承担的职责会比给其他渠道供货要多一些，比如一部分配送、包装、加工，以及具体的选品等，大品牌一般不会亲自介入这些环节。

平台会逐渐收回用户所有权，团长引流功能或持续弱化，团长佣金将继续下降。团长的主要职能是①引流，②履约。在社区团购早期用户通过团长分享的链接下单的阶段，可以认为流量的归属感是团长而非平台，平台作用仅为给团长提供商品服务。只有当用户直接通过平台小程序乃至 APP 下单，社区团购平台才算是真正获得了用户流量。我们认为，既然社区团购平台入局的最终目的是获得用户流量，那么未来势必将进一步将流量收归平台端，团长在失去引流作用后，佣金率或进一步降低。

社区团购未来有可能脱离小程序，回归各家的主 APP（如多多买菜回归拼多多 APP，美团优选回归美团 APP）。若社区团购最终成为一个流量入口，那么把用户所有权从团长手中收回可能只是第一步，未来平台有动机进一步将用户从小程序导向各家的主 APP，从而进一步利用这些流量在其他业务中变现。从可行性上看，如果平台成功地将流量入口变成小程序（即大多数用户不通过团长推荐，而是直接点进小程序下单），那么进一步将这些用户转移到其他 APP 上，对这些用户正常使用社区团购不会产生重大影响。因此未来社区团购板块有可能回归各家主要 APP。

图 50: 社区团购平台未来或将收回用户所有权, 有可能脱离小程序回归主 APP



数据来源: 东吴证券研究所绘制

7.4. 建议关注领先的社区团购平台企业, 以及优质超市估值修复机会

建议关注社区团购赛道领先的团购平台企业: 我们认为社区团购平台在其运营区域内拥有一定的卡位能力, 因为优秀的中心仓选点可能无法复制, 而供应商资源、网格仓加盟商资源、团长资源都需要时间沉淀, 因此一旦区内运营规模达到一定水平, 其他对手将难以赶超。

拥有直采供应体系的连锁超市依旧具备核心价值。 社区团购的兴起对整个超市行业都造成了一定的冲击, 但社区团购现有模式无法脱离本地供应商, 未来通过改进模式而实现直采的可能性尚不明显。而不依赖本地供应商、拥有直采供应体系的超市, 一方面通常拥有更大更安全的经营边际; 另一方面基于直采的供应体系有潜力在某些品类上做到比社区团购更高的效率, 从而保持增长。总之, 对于超市而言, 供应链能力在未来会越来越重要。

建议关注: 头部社区团购平台企业; 以及拥有供应链优势、估值较低的连锁商超: 永辉超市、家家悦等。

表 7: 相关公司估值表 (基于 2021 年 5 月 10 日收盘价)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价	EPS (元)			PE			投资 评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
601933.SH	永辉超市	510	5.36	0.19	0.12	0.16	28	45	35	未评级
603708.SH	家家悦	101	16.59	0.70	0.79	0.92	24	21	18	未评级

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注 3: 表中 EPS 预测均采用 Wind 一致预期;

8. 风险提示

监管进一步趋严：相关部门对平台电商和互联网行业的监管不断加强，2020年12月，国家市场监督管理总局联合商务部召开社区团购秩序行政指导会，明确要求平台企业严格遵守“九不得”；2021年4月，阿里巴巴因涉嫌垄断行为被罚182亿元。若政策未来进一步收紧，可能对相关企业的扩张速度和盈利能力造成直接影响；但这些政策也有望改善市场竞争环境，有助于运营、服务、效率等方面有优势的企业脱颖而出。

行业竞争风险：社区团购是2020年零售行业增速最高的赛道之一，也具有明显的战略意义。若未来有其他互联网巨头入局，可能会显著影响现有企业的盈利水平。

经营规模不达预期：社区团购在每个区域都有独立的供应体系和自营仓配，仓配体系会带来一定的经营杠杆，而供应商进货价取决于规模。如果某一区域规模不达预期，将可能直接产生大额亏损。

产品质量问题：社区团购平台上很多商品是由本土小品牌和工厂品牌提供，若平台和品牌方的质控体系不完善，可能会发生产品质量问题，招致赔偿或罚款。

区域拓展不及预期：新区域拓展是行业主要增长驱动之一，有些地区由于社区稀疏、交通不便等原因不适合社区团购模式，其开拓可能会遇到一定的阻碍。

调研数据不准确：本报告采用了一系列的产业调研数据，考虑到社区团购是一个快速发展、且不同地区发展状况差异较大的赛道，这些调研数据有可能存在滞后性、取样偏差等问题，可能无法完全反映真实情况。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>