

证券研究报告

2021年08月16日

行业报告 | 行业专题研究

互联网传媒

从社区团购到近场电商：角力高频消费，把握新零售长期趋势

作者：

分析师 文浩 SAC执业证书编号：S1110516050002

分析师 冯翠婷 SAC执业证书编号：S1110517090001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

- **履约方式变化及效率改善催生多种新兴互联网零售模式，社区零售线上化率有望大幅提升。** 预计2025年总社区零售市场规模达到15.7万亿，线上化率达到45.5%（2020年为20.9%，5年CAGR 23.5%），社区零售线上化率的提升得益于数据赋能下，零售履约、商品周转、资金周转三位一体的效率提升，从而推动社区团购（次日达）、即时零售（半小时达）等互联网零售模式的发展。
- **从社区团购到近场电商，SKU、履约等要素逐渐完善，市场规模有望从2.01万亿（2.0阶段）上升至4.57万亿。** 2020年6月新三家（美团、多多、橙心）切入社区团购后，迅速从1.0模式（传统社区团购模式）过度到2.0模式（三级仓成熟模式，履约环节费用率下调，SKU、用户范围均有明显扩大），深耕下沉市场阶段或将仍处于这个模式，随着SKU丰富、物流基础设施的完善、用户心智变化，现有的社区团购有望进阶到“近场电商”阶段。社区团购市场空间也有望从2.01万亿（2.0阶段）上升至4.57万亿（3.0阶段）。
- **战局白热化，头部企业在迭代中分化，持续关注头部竞争者核心能力在“流量——履约——供应链”等环节的动态变化。** 美团发扬本地化作战强项，SKU数量、日件量等指标均居行业前列，形态趋近综合电商；多多买菜则延续电商轻模式，充分发挥流量优势，并加大发力低价/大件货策略（B端），件均价与美团拉开差距；MMC整合后加大开城速度追赶头部企业，阿里以雄厚的资金实力与生态布局支持盒马集市（C端）+零售通（B端）双路发展，动向值得关注。后期各家竞争关键将逐步落到基础设施建设及供应链能力提升上来。
- **社区团购将长期伴随政策监管，行业发展进程或受外部因素扰动，但不改行业长期价值。** 社区团购行业因产品低价与补贴问题易引发监管关注，行业整体推进速度也因此产生波动，但良性有序竞争将利于行业长期发展。展望未来，短期尾部公司或因难以承受高额亏损而退出，头部公司在竞争格局达到稳态后或大幅修复亏损甚至达到盈利；中长期来看，社区团购商业模式的利润率或因品类扩张而提升，此外，依托于社区团购业务发展而搭建起来的更高效的短链履约基础设施，以及触及到的近7亿下沉市场用户或为平台公司提供更大的商业价值。

风险提示：宏观及政策监管风险；行业竞争加剧；行业利润水平不及预期。

投资建议

- **美团**：1) 美团优选累计购买用户超过1亿人次，未来几年预计用户增长可达到3-4亿，对主站活跃交易人数、交易频次贡献明显；2) 美团5月件量日件量超过3000万，供应链扎实、管理严格为其主要优势；3) 美团UE模型正逐步优化。中长期看，社区团购是美团覆盖下沉市场用户、进军电商市场的最优通路，新增流量也或在主业外卖、到店等业务上贡献价值。**根据8月4日彭博一致预期，2021-2023年美团收入分别为1841/2510/3262亿元，对应增速为60.4%/36.3%/30.0%，中性预计社区团购未来三年在美团收入占比在在3%-12%。维持“买入”评级。**
- **阿里巴巴**：1) MMC整合后战略清晰，C端（盒马集市）+B端（零售通）同时发力；2) 目前盒马集市加速开城、冲量追赶美团、多多；3) 阿里投资的十荟团（淘宝买菜导流）与盒马后期有望产生协同效应。短期MMC面临起步落后的压力，但中长期看，社区团购是阿里新零售版图中不可或缺一环，MMC有望与B系（如淘特）等多业务协同发力下沉市场，为阿里新零售线上线下一体化闭环做好衔接。**我们预期FY22-FY24收入分别为9135亿元/11050亿元/13269亿元；调整后归属股东净利润（Non-GAAP）分别为1777亿元/1802亿元/2092亿元。MMC对阿里整体收入影响在1-4%。2021年8月4日美股收盘价对应FY2022-FY2024年PE分别为20.0/19.7/17.0倍，维持“买入”评级。**
- **拼多多**：1) 主站超5亿MAU持续导流多多买菜开拓下沉市场；2) 大件货策略效果显著，客单价、件量灵活调控。社区团购契合拼多多用户心智，与主业电商互补，形成高频+低频、从产地到消费者的完整高效的零售模式。**根据8月4日彭博一致预期，2021-2023年公司收入分别为1173/1640/1961亿元，同比增加97.7/39.6/30.3%，中性估计未来三年社区团购对整体收入影响在6%-20%，维持“买入”评级。**

电商可比公司估值表（2021年8月10日更新）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021PE	2022PE	2021	2022	来源
			净利润 (亿元)	净利润 (亿元)	净利增速	净利增速	营收 (亿元)	营收 (亿元)	营收增速	营收增速			PS	PS	
9988.HK	阿里巴巴-SW	34371	1777	1802	-0.7%	1.4%	9135	11050	27.4%	21.0%	19.3	19.1	3.8	3.1	天风预测
3690.HK	美团-W	10640	-150	20	-581.3%	113.2%	1841	2510	60.4%	36.3%	-70.8	534.7	5.8	4.2	彭博一致预期
PDD.O	拼多多	7531	-63	30	-	-	1173	1640	97.1%	39.9%	-119.6	249.0	6.4	4.6	彭博一致预期

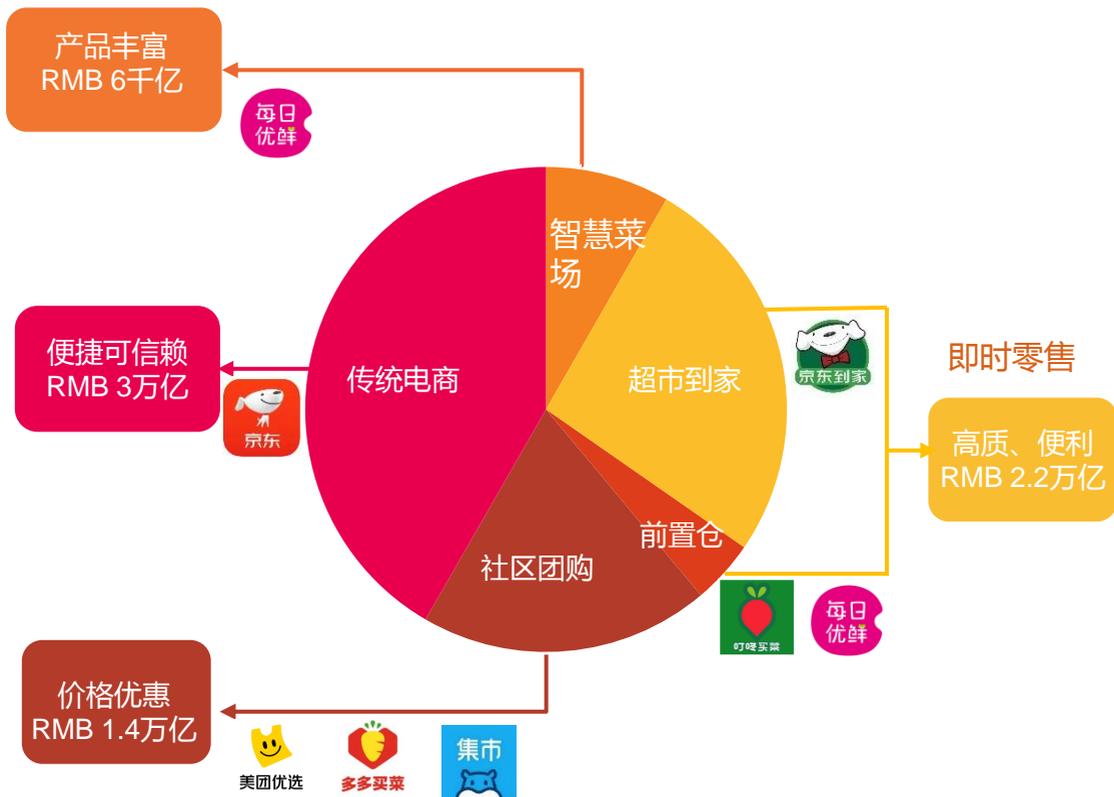
资料来源：wind，bloomberg，天风证券研究所

1 零售版图总览

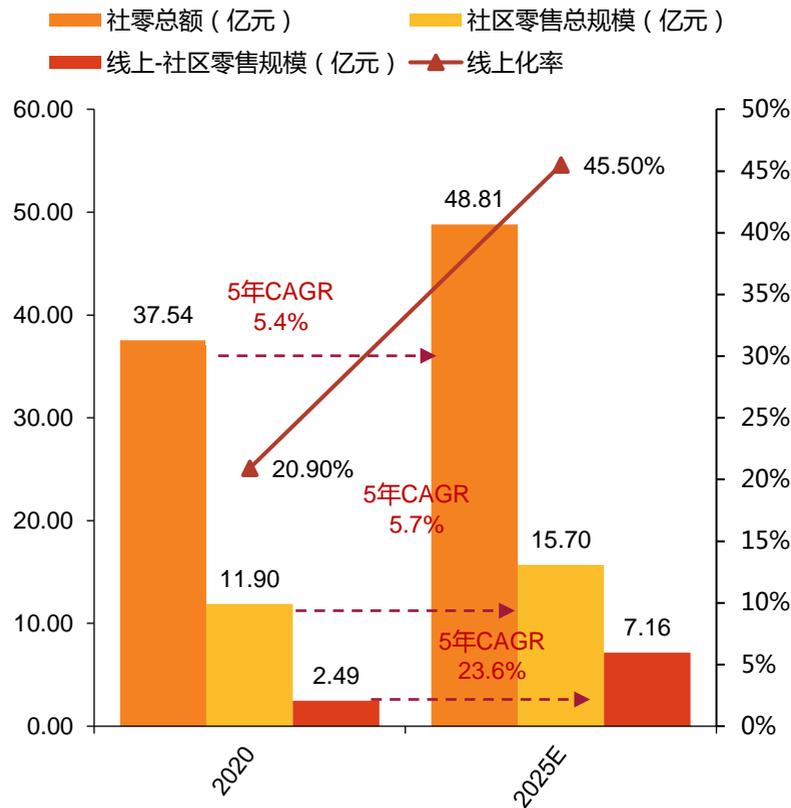
1.1. 中国社区零售市场结构

- 2020年中国社区零售市场总规模约11.9万亿，线上化率为20.9%，在各种线上渠道协同作用下，乐观预计2025年总社区零售市场规模达到15.7万亿（5年CAGR 5.7%），线上化率为45.5%，暨2025年数字化社区零售市场规模可以达到7.16万亿元（5年CAGR 23.6%）。社区零售线上化率的提升是长期趋势，但期间伴随着政策对价格补贴的监管，发展进度或因监管加严而放缓。

2025年中国数字化社区零售市场格局

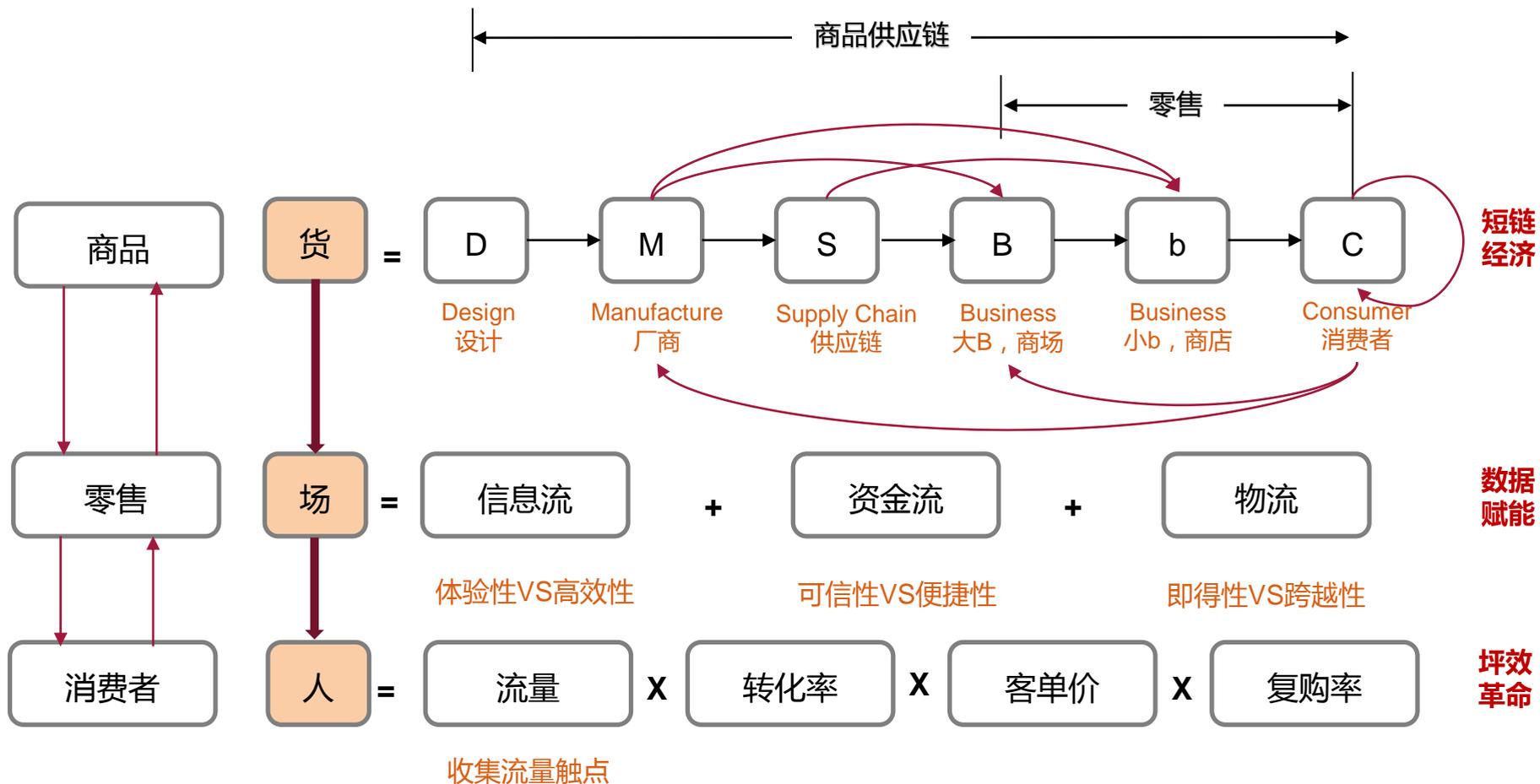


2020-2025E 市场空间变化 (乐观预计)



注：社区零售是指解决高频消费需求的零售业态，主要涵盖生鲜和快消品
 数据来源：每日优鲜招股说明书，wind，天风证券研究所

1.2. 零售的本质，连接人与货的场



数据来源：《新零售：低价高效的数据赋能之路》，作者刘润，天风证券研究所

1.3. 零售模式对比

- 多种互联网零售模式出现主要是履约方式变化及效率改善的结果。传统经销体系下，商品经过多级分销商流通，资金、信息、商品等周转周期较长，互联网零售受益于线上数字化的发展，缩短了传统履约环节，提升了全链条的流通效率，从最初兴起的传统电商（包括网点快递及仓配模式），到近期社区团购（次日达）、即时零售（半小时达），零售模式创新底层是数据赋能下，履约（从3-5天缩短到半小时）、商品周转（60天的存货周转期缩短至1-2天）、资金周转（60天账期缩短至1-2天）三位一体的效率提升。

零售模式——场的对比

		传统渠道零售		互联网零售		
		传统经销	即时零售	社区团购	传统电商	
代表公司		 大型超市（沃尔玛、大润发等）	   叮咚买菜、每日优鲜等	   美团优选、多多买菜等	   淘宝、京东、拼多多等	
信息流	商品来源	厂商及分销商	80%源头直采*	销地一批为主（以销定采）		厂商
	SKU数量	约30000	4000+	1000-2000		千万级
	从产地到终端加价率	90%	20-30%	17-20%		30-40%
物流履约	履约流程	产地— 多级分销商 —门店—消费者	产地— 区域处理中心 — 前置仓 —消费者	产地—销地—批— 中心仓 — 网 格仓 — 团长 —消费者		产地—仓库—快递点—消费者
	商品总周转天数	60天	10天（前置仓<4天）	1天		33天（京东）
	取货模式	门店自提	前置仓+到家、平台配送到家	团长点自提		快递配送、自提
	末端消费者履约速度	-	半小时达	次日达		1-3天以上
选址要求	居民密集区	居民点周边3公里	居民点附近设置多个团点		-	
资金流	资金周转时间	60-70天	70天	小于3天		7天

数据来源：每日优鲜招股书，wind，36氪，草根调研等，天风证券研究所

1.4 零售模式对比-履约方式视角

履约时间

自营环节

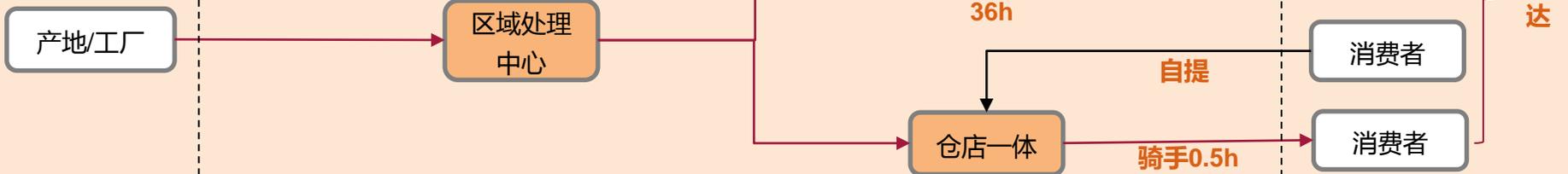
传统渠道零售

传统经销



互联网零售

即时零售



社区团购



传统电商



数据来源：天风证券研究所 注：不同品类加价率差别较大，图中数值仅供参考

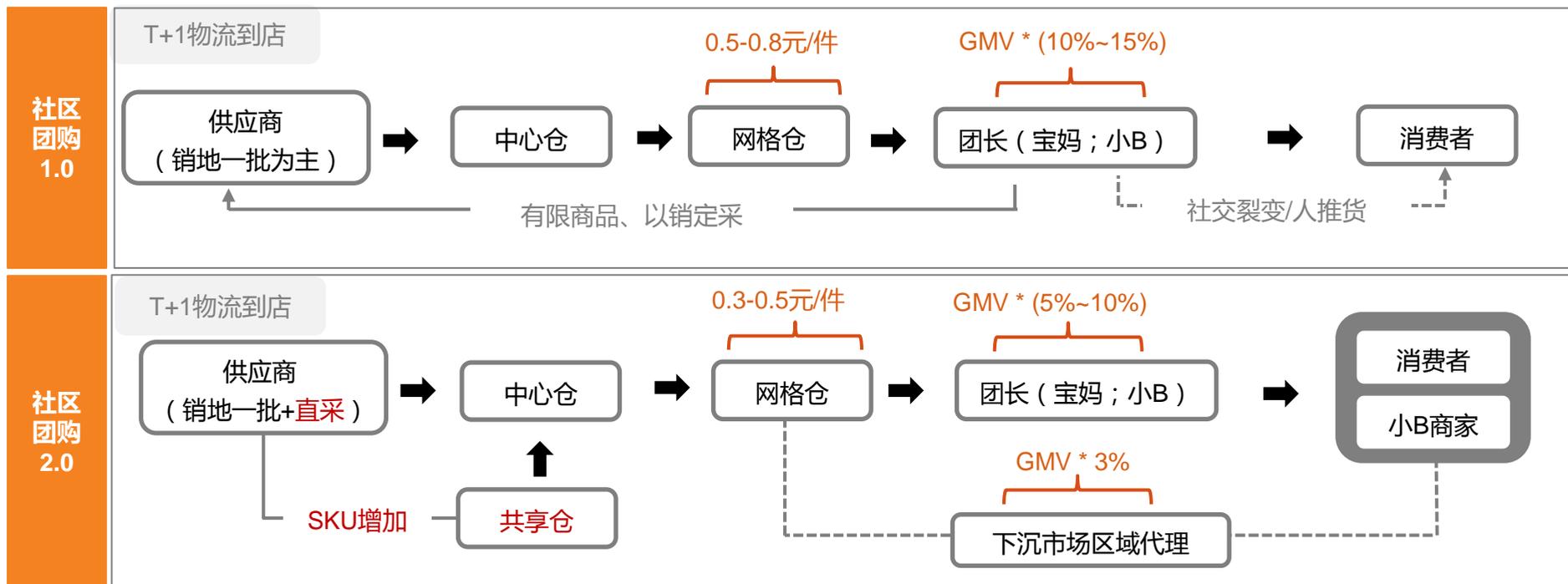
2

从社区团购到近场电商

2.1. 社区团购进阶至2.0阶段

- 2020年6月开始互联网平台型公司切入社区团购市场，在很快的时间内就从1.0模式过度到2.0模式，深耕下沉市场阶段或将仍处于这个模式，但物流基础设施的完善，供应链效率提升，现有的社区团购有望进阶到“近场电商”阶段。
- 社区团购1.0：主要参考传统社区团购的模式，并且从采购到团长端各个环节均处在高红利期；
- 社区团购2.0：三级仓（共享仓-中心仓-网格仓）模式成熟，履约环节成本下降，SKU、用户范围均有明显扩大；
- 社区团购3.0（近场电商）：以用户为中心，满足3~5km半径内消费者生活相关高频需求（自提or送货到家）。

从社区团购 1.0 到 2.0

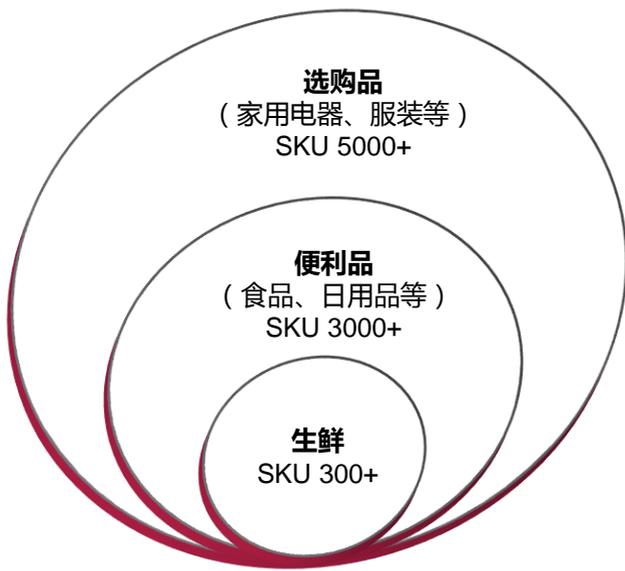


数据来源：亿邦动力，虎嗅APP，天风证券研究所

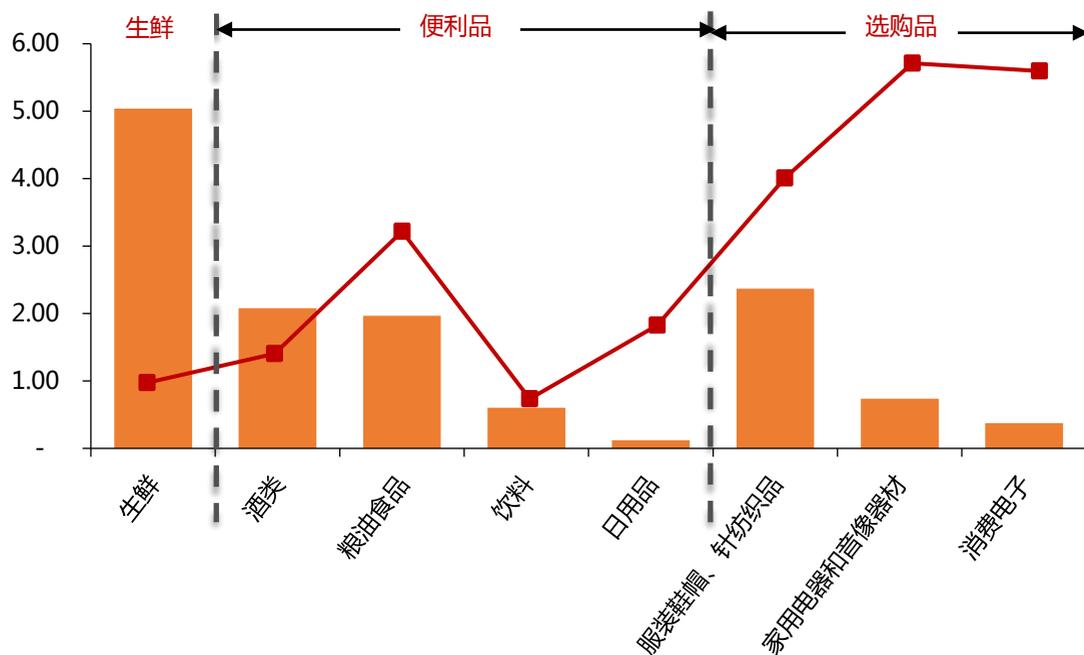
2.2. 从SKU范围变化看社区团购市场规模

- 随着社区团购逐步发展，SKU的丰富度不断提升。我们认为传统电商匹配了选购品的产品特点，推动了选购品的线上化，而社区团购最主要的机会将集中在高性价比的便利品领域。当下社区团购的产品范围正由便利品（日用品、食品等）向选购品（家用电器、服装等）过度。我们总结不同阶段的品类渗透阶段如下：
 - 社区团购1.0：“预售+自提”的生鲜电商零售平台，以“低价”、“主打生鲜”为标签；
 - 社区团购2.0：向更广阔的家庭计划性消费零售领域渗透，涵盖食品饮料、日用百货、美妆（便利品）等商品；
 - 社区团购3.0（近场电商）：最终进化为以社区为中心的综合电商平台，覆盖服饰鞋帽、3C家电（选购品）等。

社区团购 1.0 到 3.0 SKU丰富度逐渐提升



2020年分行业市场规模（万亿元）与线上化率

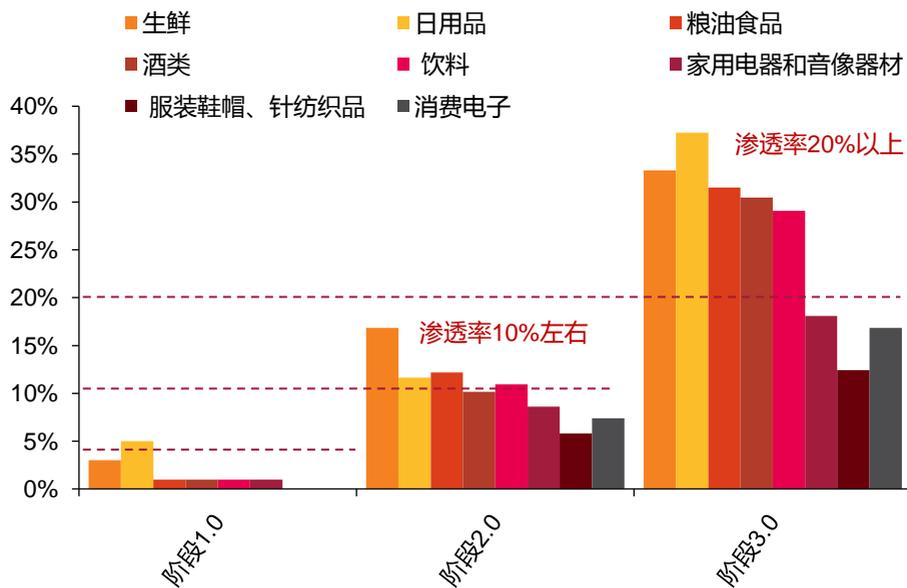


数据来源：wind，国家统计局，欧睿国际，天风证券研究所

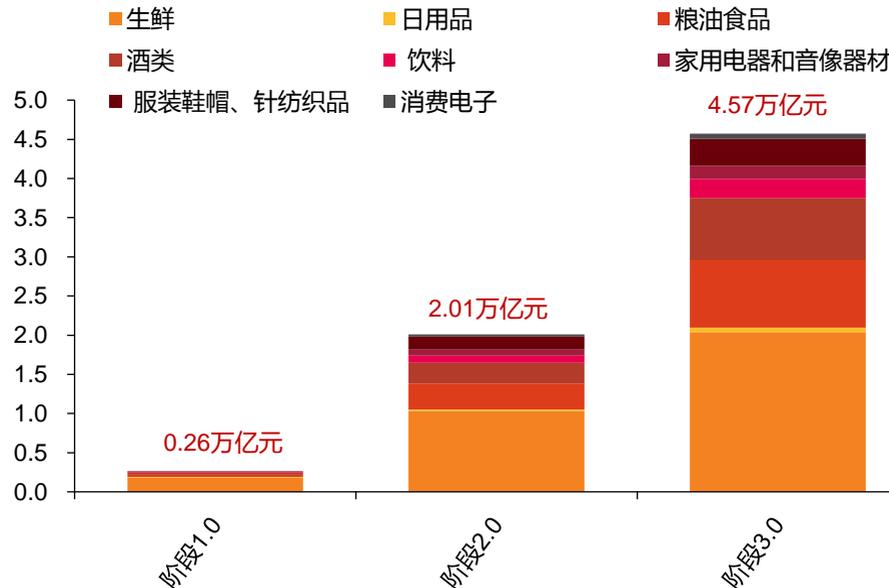
2.2. 从SKU范围变化看社区团购市场规模

- 社区团购亦是典型的双边网络模型，供给端（SKU数量质量、履约效率）与需求端（用户心智）共同决定了社区团购的市场空间，三要素互相促进也互相制约。社区团购SKU目前量级在1000左右，传统线下超市SKU过万，社区团购的品类扩张是打开平台GMV天花板以及利润区间的关键因素，但SKU的扩张同时受限于履约及用户的消费习惯。
- SKU与履约：1) 平台的分拣成本和效率限制；2) 供应商的供给成本，由本地化扩大到全国化。
- SKU与用户心智：消费者对社区团购的认知从日常生鲜、低价商品购买渠道过渡到综合电商平台，消费量增加拉动供给。
- 渠道替代角度：阶段1.0：生鲜、日用品等，传统渠道部分发生替代；阶段2.0：现代杂货渠道发生比较大的替代变化，其他渠道保守变化；阶段3.0：现代杂货渠道比例进一步增加，线上份额受到部分影响。

社区团购 1.0 到 3.0 渗透率测算（2025E渠道替代视角）



社区团购 1.0 到 3.0 市场空间动态测算（2025E渠道替代视角）

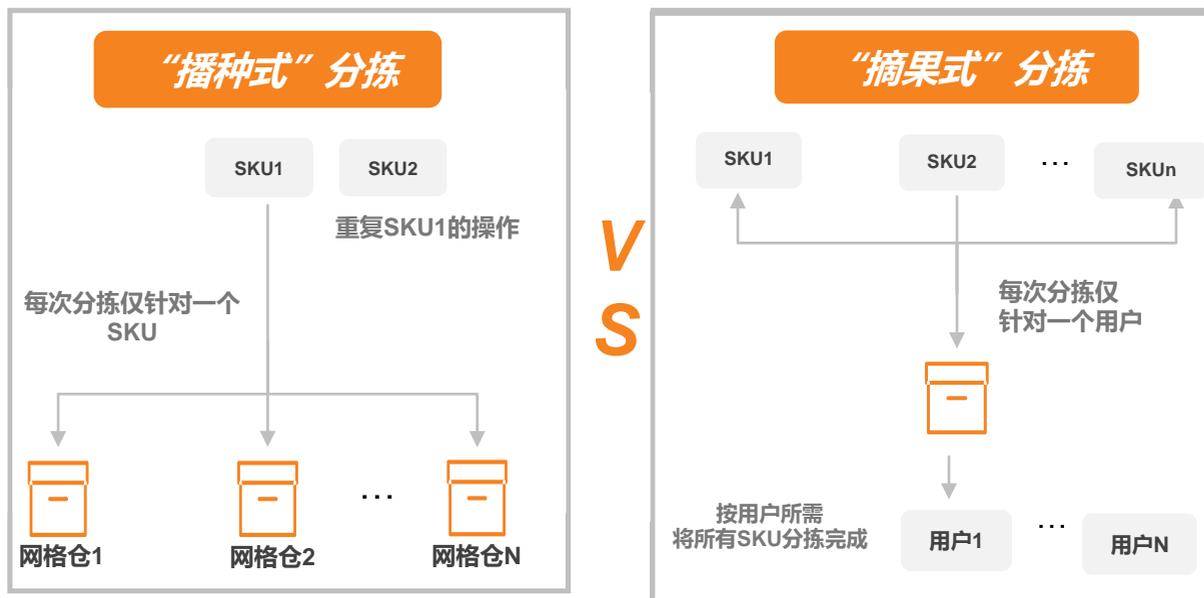


数据来源：欧睿国际，wind，国家统计局，天风证券研究所

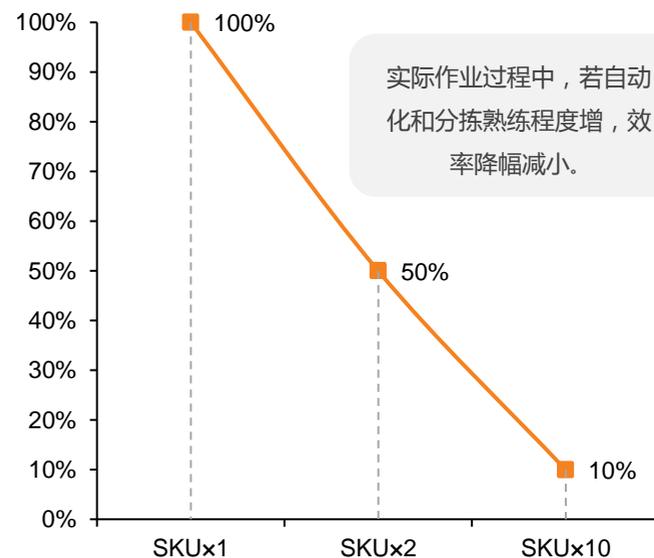
2.2.1 SKU扩张限制要素①：分拣（平台端视角）

- 当前社区团购仓内分拣均为人工，受商品包装标准化程度低、生鲜产品易破损等因素限制，自动化推行难度较大。中心仓主要采用“播种式”作业方式（大件、易碎品采用“摘果式”作业方式）。SKU的增加会直接降低播种式作业的效率，影响时效。从表中可以看出，在固定商品数量为10000份、网格仓为100个的前提下，SKU与分拣效率有着明显的负相关关系。
- 提升分拣效率是必然的，后期会推进自动化。

分拣方式示意图



分拣效率测算



数据来源：天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

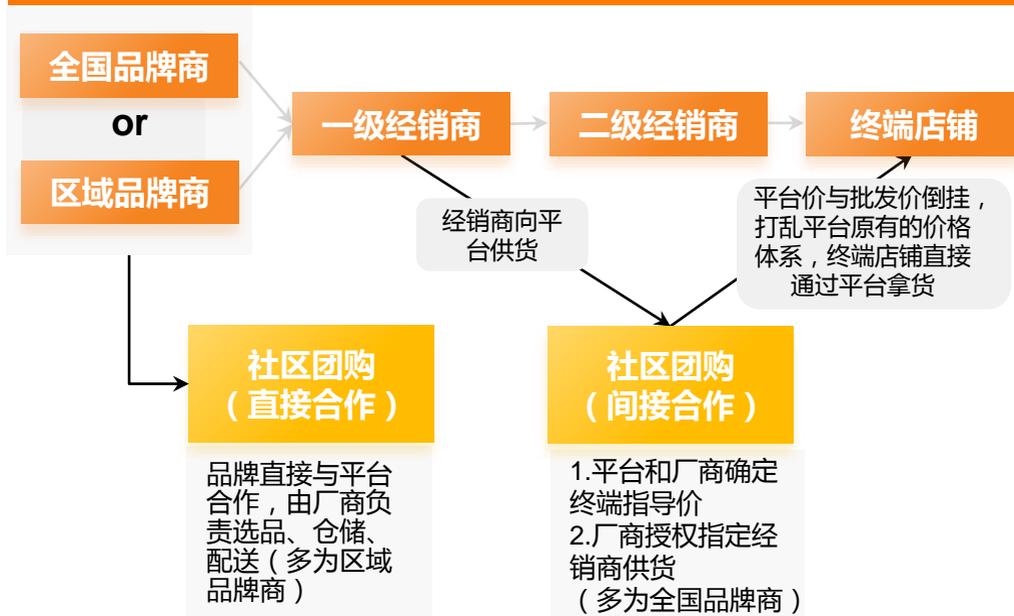
2.2.2 SKU扩张限制要素②：采购及仓配（供应商视角）

- 商品运营不成熟导致SKU与量的关系较难平衡。从供应商角度分析，社区团购平台相比传统渠道的利润率更低（低于传统渠道5%以上，分品类），但社区团购：1）单SKU采购量大；2）平均账期大幅优化（二批商<6个月；商超60-70天；社区团购<T+3），目前社区团购商品端运营尚未完全成熟，SKU与件量的平衡较难配合。
- 区域性、全国性品牌短期均受限于原有价格体系和物流要求。社区团购模式重构了传统经销渠道，但面临品牌商合作的困难：1）全国品牌商具有全国供货能力，但担心窜货问题以及平台低价会破坏品牌原有的价格体系，因此供货局限在少量SKU（尾货或新品）；2）区域品牌商由于自身供应链限制，难以实现跨区域供货配送，较难满足平台的刚性物流需求。（目前京东仓配履约成本约为8元/件，社区团购履约成本控制1元以下）。

社区团购VS传统仓配履约成本

件单价	社区团购费用率（履约费用1元除以单价）	传统仓配费用率（以京东为例，履约费用8元除以单价）	传统仓配履约-社区团购履约
5	20%	-	-
10	10%	80%	70%
15	7%	53%	46%
30	3%	27%	24%
50	2%	16%	14%

快消品经销渠道变化



数据来源：wind,亿邦动力，草根调研，天风证券研究所

2.3. 监管强化，社区团购竞争重心回归物流及运营

➤ 2020年底来，自中央到地方市场监管部门加强了对社区团购补贴等方面的监管，**未来竞争重心将回归到底层基础设施建设及运营能力。**

社区团购监管动态

时间	机构	内容
2020年12月9日	南京市场监管部门	约见 <u>阿里巴巴</u> 、 <u>美团</u> 等电商平台生鲜蔬果社区团购相关负责人，要求相关平台经营者有序竞争、诚信经营。
2020年12月11日	《人民日报》	《“社区团购”争议背后，是对互联网巨头科技创新的更多期待》 “别只惦记着几捆白菜，科技创新的星辰大海更令人心潮澎湃”
2020年12月22日	市场监管总局+商务部	召开规范社区团购秩序行政指导会， <u>阿里</u> 、 <u>腾讯</u> 、 <u>京东</u> 、 <u>美团</u> 、 <u>拼多多</u> 、 <u>滴滴</u> 6家互联网平台企业参加。为严格规范社区团购经营行为，会议要求互联网平台企业严格遵守“九不得”。
2021年3月3日	国家市场监督管理总局	对 <u>橙心优选</u> 、 <u>多多买菜</u> 、 <u>美团优选</u> 、 <u>十荟团</u> 分别处以 150万元 罚款的行政处罚，对 <u>食享会</u> 处以 50万元 人民币罚款的行政处罚。
2021年3月23日	南京市场监管局	市局集中对美团优选、多多买菜、橙心优选等社区团购平台开展价格行为行政指导
2021年5月10日	上海市消保委	约谈了 <u>拼多多</u> 和 <u>美团</u> 两家公司。
2021年6月10日	监管部门	包括 <u>美团</u> 、 <u>拼多多</u> 在内的数家社区团购企业被要求下架“一分钱秒杀”类活动，要求多个相关平台收紧相关补贴。

数据来源：市场监管总局，36氪，晚点LatePost，澎湃新闻，天风证券研究所

社区团购新规

社区团购新规

互联网平台企业严格遵守“九不得”

- 一、不得通过低价倾销、价格串通、哄抬价格、价格欺诈等方式滥用自主定价权。
- 二、不得违法达成、实施固定价格、限制商品生产或销售数量、分割市场任何形式的垄断协议。
- 三、不得实施没有正当理由的掠夺性定价、拒绝交易、搭售等滥用市场支配地位行为。
- 四、不得违法实施经营者集中，排除、限制竞争。
- 五、不得实施商业混淆、虚假宣传、商业诋毁等不正当竞争行为，危害公平竞争市场环境。
- 六、不得利用数据优势“杀熟”，损害消费者合法权益。
- 七、不得利用技术手段损害竞争秩序，妨碍其他市场主体正常经营。
- 八、不得非法收集、使用消费者个人信息，给消费者带来安全隐患。
- 九、不得销售假冒伪劣商品，危害安全放心的消费环境。

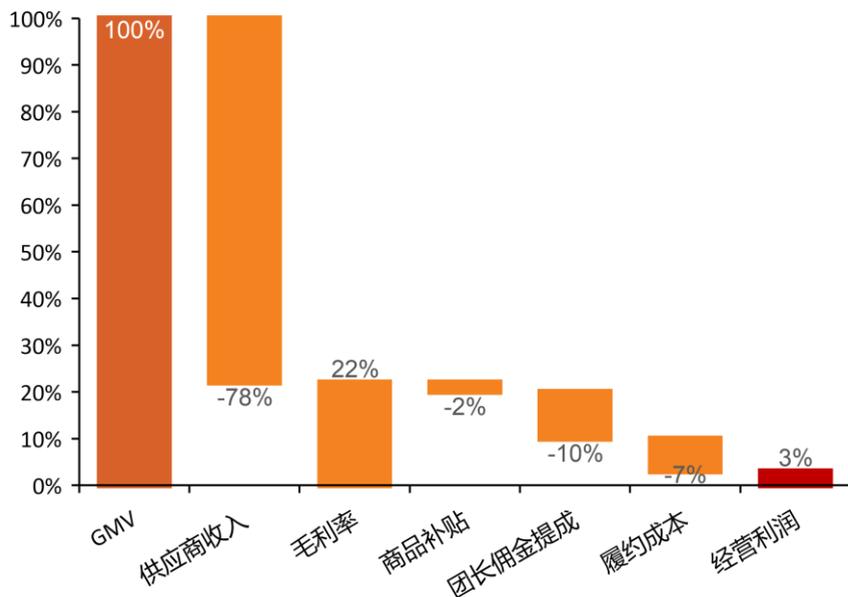
央视
新闻

@央视新闻

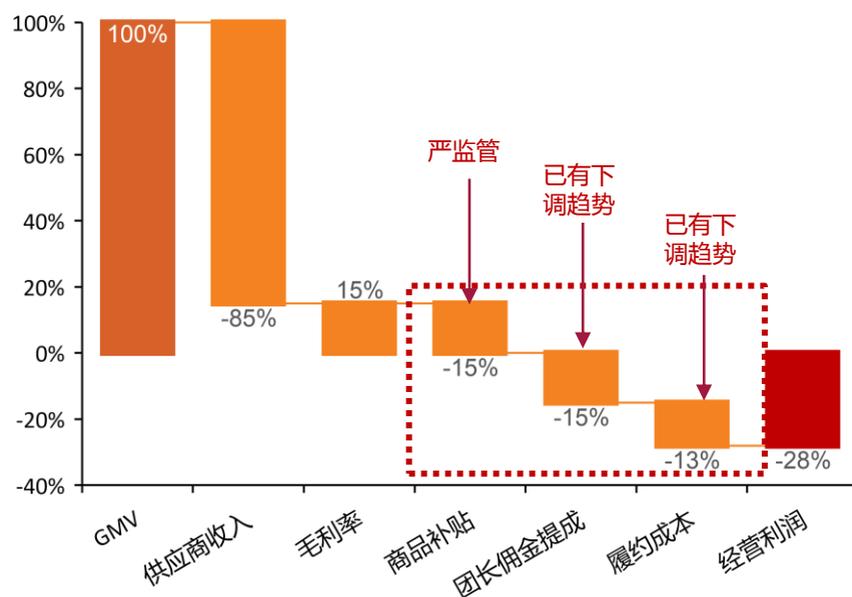
2.4. UE模型变化

- 社区团购混战之前，兴盛优选在湖南地区基本可实现2%-3%的盈利水平，社区团购模式的盈利通路在前期得以验证。具体来看供应商采购成本约为78%，平台毛利率约为22%，扣去成本端团长佣金（10%），履约费用（7%），运营费用（2%），对应每单的经营利润为3%。
- 2020年下半年以来行业竞争加剧，盈利的UE模型扭曲，未来盈利改善重点在供应链端。以美团优选为例，20Q4社区团购业务亏损约30亿，年底的日均单量超2000万件。我们假设Q4总件量为15亿，单价7元，可以算出美团优选Q4亏损率约为28%。我们认为，20Q4由于供应链初建，议价能力较弱，平台毛利率维持在较低水平（15%），高佣金提成（15%）叠加高补贴率（15%）使UE模型负盈利。随着供应链体系的成熟、团长佣金及补贴费用的缩减，规模效应和件单价提升带来履约费用的下降，社区团购未来盈利改善空间显著。

兴盛优选UE模型



美团20Q4UE模型



数据来源：36氪，亿邦动力网，草根调研，天风证券研究所

2.5.竞争焦点：从规模到履约，决胜在供应链

- 在社区团购向近场电商的演变过程中，其竞争焦点或为**流量→仓配→供应链**。
- 早期以“流量”为核心，各大平台依靠补贴、团长获客、主站导流等方式，快速拉升团效，形成稳定的商流。各大平台在这个时期以开城、开团、用户扩张快速抢占市场；
- 下一阶段履约体系是关键要素，高效的仓配履约体系是用户留存、SKU扩张的基础；
- 中长期视角下，以生鲜为基础，打造多品类、多层次的供应链将成为平台向近场电商进化的竞争优势。

社区团购竞争进阶模型



头部平台竞争优劣势比较

	多多买菜	美团优选	盒马集市
流量	流量优势明显（湖北地区下沉市场覆盖率达70%）	拉新成本增加，优选用户与主业（外卖/团购）协同较差	淘宝+支付宝流量，重返微信生态或为利好
	多多买菜小程序MAU 5678万 （6月）	美团优选小程序MAU 9563万 （6月）	-
	拼多多APP MAU 5.14亿、 DAU 2.85亿 （21Q2）	美团APP MAU 3.18亿、 DAU 0.78亿 （21Q2）	淘宝APP MAU 8.05亿、 DAU 3.34亿 （21Q2）
履约关键	履约流程尚未见明显差异；精细化管理降低履约成本		
供应链关键	1) 建设农产品上游基础设施，推动生鲜品标准化；2) 实现多品类在跨区域、跨季节情境下平衡调度与供给；3) 分级产品精细化匹配需求。		

数据来源：QuestMobile，草根调研，天风证券研究所

3

战局白热化，头部企业在迭代中分化

3.1. 复盘20.07-21.07：21H1融资超去年全年，资金加速消耗

- 兴盛优选、十荟团受阿里、腾讯多次加投，社区团购竞争白热化推动参与者融资步伐加速。兴盛优选21年上半年获腾讯等多家公司投资累计超30亿美元，十荟团21年3月获11家投资共计7.5亿美元，阿里领投。据企查查数据，2020年全年社区团购累计融资172亿人民币，同比增长356.3%，而2021年仅上半年融资额已超过去年全年，美团也在4月融资100亿美元投资新业务。从融资情况可以看出各家备足“弹药”准备好了今年社区团购的硬仗，竞争进入白热化。

各平台融资事件（截止2021.06）

平台	时间	金额（美元）	投资者
橙心优选	2021年4月	1亿	物美
橙心优选	2021年3月	2亿	管理层
		9亿	Softbank Capital
十荟团	2021年3月	7.5亿	阿里巴巴等11家
兴盛优选	2021年2月	30亿	腾讯投资等8家
兴盛优选	2021年1月	1亿	腾讯投资
2021年合计（年初至今）		39.5亿美元	
兴盛优选	2020年12月	7亿	京东
十荟团	2020年11月	1.96亿	洪策资本，阿里巴巴等10家
橙心优选	2020年8月	未知	滴滴出行
十荟团	2020年7月	8000万	洪策资本等4家
兴盛优选	2020年7月	8亿	腾讯投资等4家
十荟团	2020年5月	8140万	洪策资本等5家
十荟团	2020年1月	8830万	洪策资本、阿里巴巴等5家
2020年合计		27.3亿美元	

数据来源：天眼查，36氪，天风证券研究所

3.1. 复盘：以兴盛为例，投资焦点转移，打造全链条优势

- 在巨头进入之前，兴盛的投资主要集中在供应链和仓配，包括搭建三级物流体系，扩建中心仓等。2020年夏天，美团、多多、滴滴等互联网巨头涌入社区团购赛道，快速开城扩张，抢占市场份额。去年10月巨头密集攻入武汉后，兴盛优选的单量一度跌幅超20%，仅剩80万单。因此，兴盛不得不改变策略，争取流量，投资方向转移到大规模的补贴上，促销活动频繁。
- 国家市场监督管理总局已经开始关注资本无序竞争的情况，迫于监管、舆论、生态的压力，以补贴谋低价难以维系。**我们认为，2021年社区团购平台的投资方向将从重补贴转向“补贴+仓配+供应链”并重的模式，在低价获客的基础上加大仓储网络、供应链的投入，将竞争从烧钱补贴转移到履约、供应链、商品品质等多维度的竞争上。**

兴盛优选投融资情况（截止2021.06）

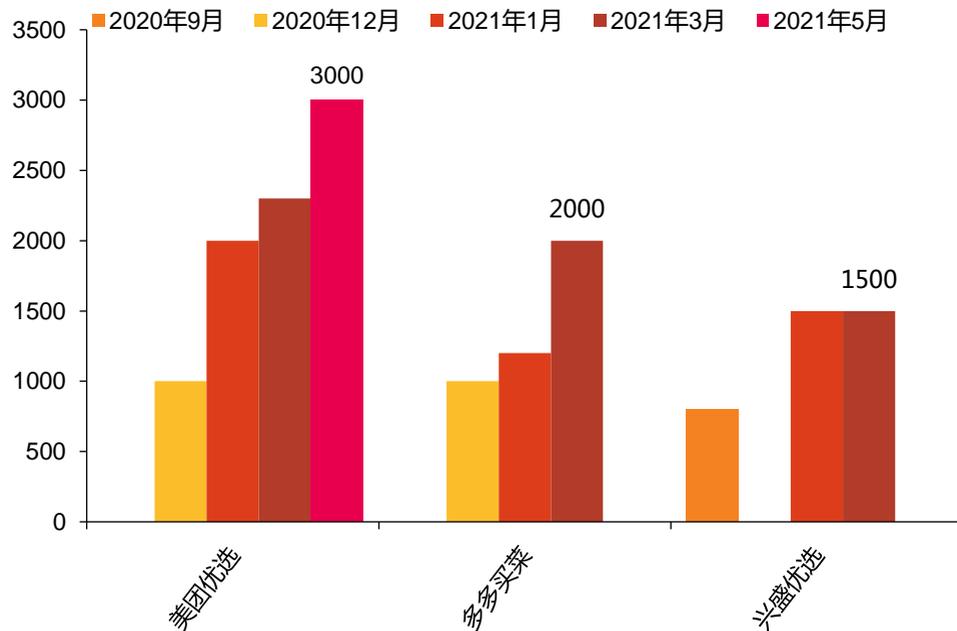
	2018-10-08	2019-07-26	2019-09-29	2020-07-22	2020-12-12	2021-02-19	至今
融资历程	数千万美元 A轮	近4000万美元 战略融资	超2亿美元 B轮	8亿美元 C+轮	7亿美元 战略融资	30亿美元 D轮	
供应链策略			设立多个4万-5万平方米左右的中心仓，以扩大配送范围，提高配送时效，加强供应链能力				
补贴策略				三次发放较大规模无门槛优惠券，补贴总额为数亿元	发放“满9.9减3”优惠券，与其他优惠券叠加使用，		促销活动变得更加频繁
仓配策略	搭建“共享仓/中心仓-网格仓-团长”三级物流体系						

数据来源：天眼查，晚点LatePost,无冕财经等，美团优选、盒马、十荟团小程序、天风证券研究所

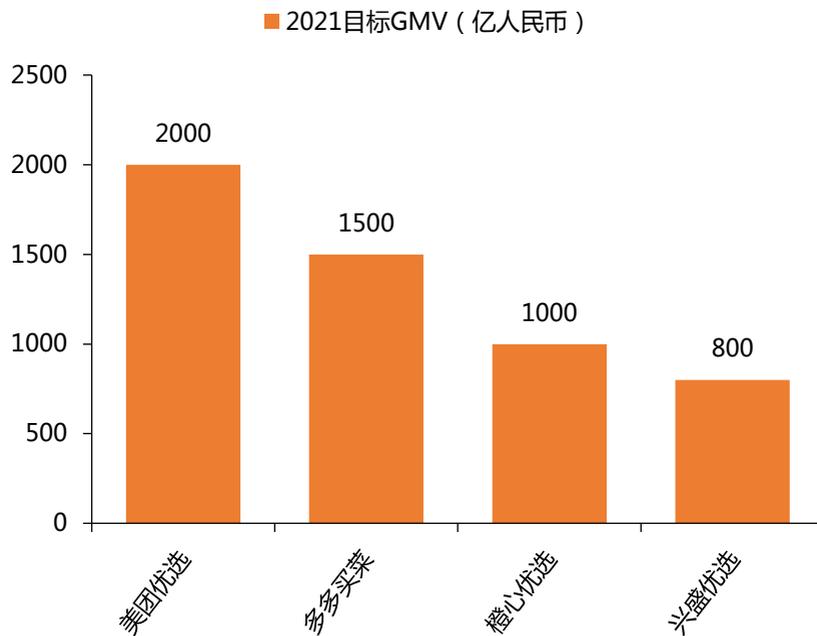
3.1. 复盘20.07-21.07：美团件量领跑，21年GMV目标高增长

- **美团多多日件量领跑行业，优势凸显。**美团优选、多多买菜于去年12月份日件量实现1000万，随后由于监管趋严叠加消费淡季，和春节期间件量出现短期的下滑，随后平台通过活动运营件量得以恢复，美团优选件量日均稳定在2300万，同期多多买菜日件量在2000万左右。**21年5月，美团日件量超过3000万，领跑行业。**
- **美团+多多+橙心+兴盛21年目标GMV达到5300亿元，较去年社区团购总规模翻7倍。**美团优选、多多买菜、橙心优选分别于2020年7/8/6月成立，2021年GMV目标分别为2000/1500/1000亿人民币，兴盛优选目标800亿（yoy+100%）。**后期受政策环境变化影响，年GMV目标均较大幅度下调。**

社区团购日件量变化（单位：万件/天）



各社区团购平台2021年GMV目标（年初）

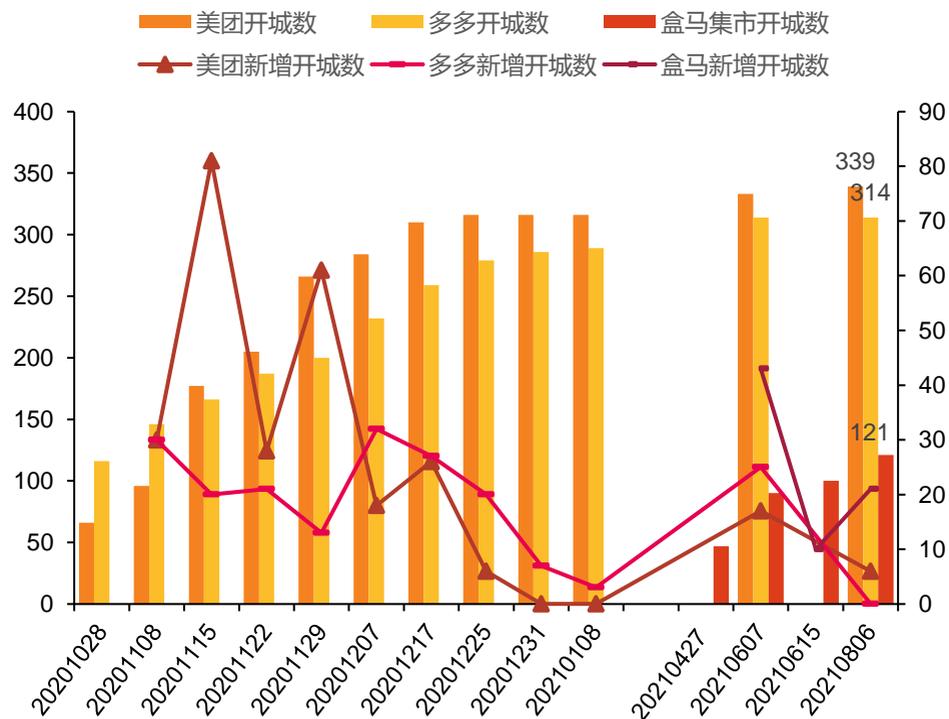


数据来源：36氪，Techweb，公众号开曼4000，公众号生鲜榜，天风证券研究所

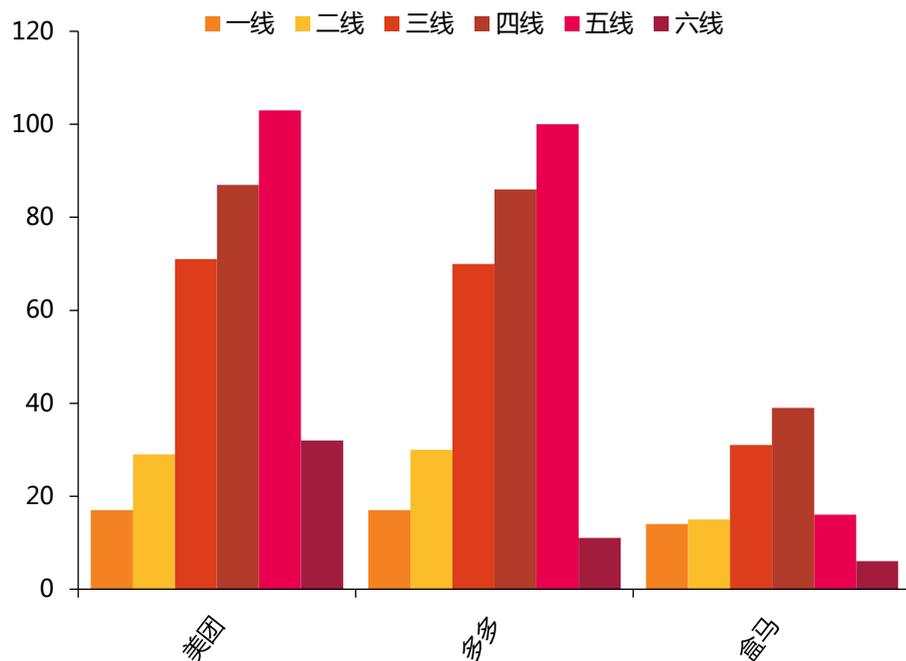
3.1. 复盘20.07-21.07：龙头发力下沉市场，盒马加速追赶

美团多多快速跑马圈地，加码下沉市场，盒马重新加速开城。2020年10月至年底，美团和多多迅速完成了全国300个左右城市的覆盖，截止2021年8月6日，美团优选和多多买菜陆续开城至339/314个城市，对1-5线城市覆盖率达到95%以上，5线城市覆盖率接近80%，同时深耕县级市、乡镇，拓展下沉市场版图。盒马集市在今年4月开始重新加速开城，截止8月6日美团、多多、盒马开城数达339/314/121，较6月开城数分别+6/+0/+21。

美团、多多、盒马开城节奏

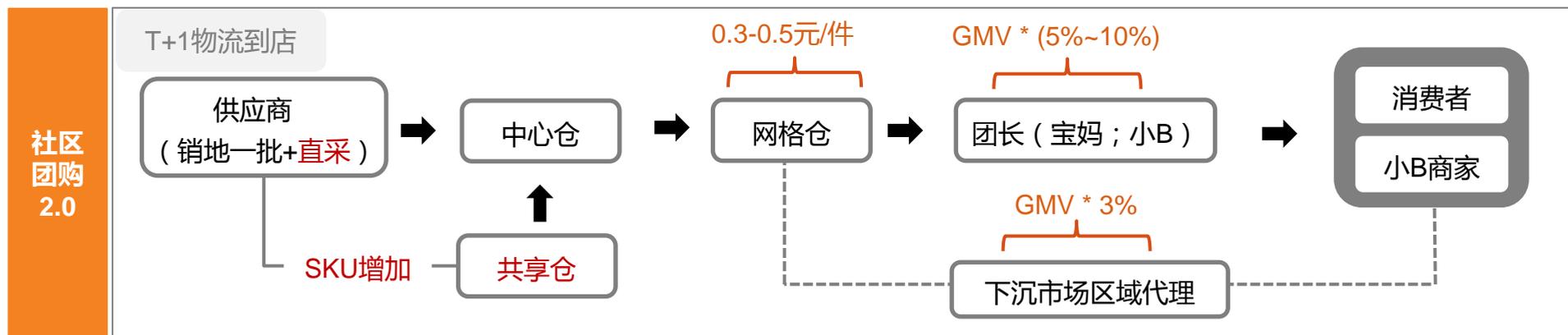


进驻城市线级结构



数据来源：拼多多APP，美团优选小程序，盒马集市小程序，天风证券研究所

3.1. 复盘20.07-21.07：成本环节压缩，控费增效为导向



网格仓：

- 美团：基础费用**0.7元/件**下滑到**0.35-0.5元/件**；团点3-3.6元/个不等；按1-5星评级，4星绩效*1.2。
- 多多：基础费用**0.7元/件**下滑到**0.35-0.5元/件**不等；团点3元/个左右。按11点履约率给与奖励*(1.0-1.3)。
- 盒马：基础费用由**1.1元/件**下调到**0.9元/件**，再下调到**0.7元/件**，无团点费。

团长BD：

- 佣金率普遍下调，多多、美团**3-5%**，大件货**1-2%**；盒马佣金**10%**以上；
- 优秀团长做任务奖励占到收入的绝大部分；
- 一个BD维护100-200个团点。

3.2. 美团 VS. 多多：延续基因优势，拉开打法差距

- **美团优选：延续“本地生活”优势，稳扎稳打，发挥本地化服务作战优势。**美团2020年7月正式宣布推出美团优选至今，美团优选凭借：1) 供应链优先、2) 高效BD（美团内部+第三方外包）、3) 精细化管理等稳步扩张，截止2021年8月，美团优选日件量（3000万）领跑同业，开城数达到339个，并且下沉市场覆盖超过2600个低线城市。
- **多多买菜：延续“拼多多电商”打法，流量为王，主打低价。**多多买菜主张以轻量化的方式经营社区团购，主要特点为：1) 依靠自然流量，主站流量优势明显；2) 管理相对粗放；3) 低价商品与大件货策略并行等。截止2021年8月，多多买菜开城数314个落后于美团优选。

美团 VS. 多多（截止2021.06）

对比项	美团优选	多多买菜
流量禀赋	主站美团5.69亿消费者；MAU 3.07亿；DAU 0.75 亿	主站拼多多8.24亿活跃买家；MAU 5.26亿；DAU 2.85 亿
组织团队	管理团队较复杂	相对精简
SKU（21.6.8）	900+	700+
开城数（21.8.6）	339	314
下沉市场模式	采用代理模式，代理费为GMV*3%（团队约50人）	-
夏季履约	冷库（中心仓+网格仓）+配送（干冰+恒温箱）+冰柜	冷库（中心仓+网格仓）+配送（冰块+恒温箱）+冰柜

数据来源：公众号开曼4000，美团优选APP，多多买菜APP，Questmobile，草根调研，天风证券研究所

3.2. 美团 VS. 多多：延续基因优势，拉开打法差距

➢ 社区团购团长的佣金比例自21年初开始下调，调整幅度超过50%，但同时平台调整了对团长的奖励机制。多多买菜采取门店评级的方式对佣金处理更弹性（同时降低了透明性），重点奖励单量及复购；美团提升复购奖励之余，**裂变拉新的投入持续增加（5元/人→10元/人→15元/人）。**

美团优选团长奖励政策

下单人数满 (人)	分享次数 (次)	推广额满 (元)	奖励金额 (元)
--------------	-------------	-------------	-------------

13	8	234	20
----	---	-----	----

20	10	360	31
----	----	-----	----

超级挑战赛

27	12	432	43
----	----	-----	----

42	12	630	71
----	----	-----	----

70	15	910	123
----	----	-----	-----

90	15	1080	158
----	----	------	-----

邀新赚现金

邀请1位新客户，奖励15元；满3人，45元；满5人，70元；满10人，140元；满30人390元

多多买菜团奖励政策

基础 0.6★
(加入官方微信群、永久订阅消息、关注公众号)

今日分享 1次-0.2★；2次-0.4★；3次-0.6★；4次-0.8★

门店星级
(完成指定任务可提升评分，不同的门店星级对应不同的佣金提成比例)

今日邀人下单 1人-0.6★；2人-1.2★

近7日邀人下单 1人-0.2★；2人-0.4★；3人-0.6★；4人-0.8★；7人-1★；9人-1.2★

近7日累计订单 1单-0.2★；4单-0.4★；14单-0.6★；26单-0.8★；40单-1★；58单-1.2★



单量

分享满10单，可得6元；满20单，15元；满45单，45元；满80单，88元；满120单，120元；满200单，208元

分享、邀请补贴

人数

分享带来4人，可得5元；满8人，9元；满16人，20元；满25人，42元；满38人，68元；满60人，108元

数据来源：美团优选团长端小程序，多多买菜团长端小程序，天风证券研究所

3.2. 美团 VS. 多多：延续基因优势，拉开打法差距

- 我们对美团优选和多多买菜的单一团长情况下的拉新和下单情况进行模拟。从结果来看，在同样的分享人数下多多和美团的基础奖励（不考虑推广额等差异性指标）无明显差距。但从考核标准来看，**多多设置了单量和人数的双重考核门槛，团长做任务可以获得双重奖励，奖励上限高于美团。而美团则在拉新上给予团长的补贴显著高于多多买菜。**

模拟测算：不同情境下，美团、多多补贴额对比（按21年7月规则）

	每日分享带来单人 数（人）	推广额达到 （元）	美团补贴团长 （元）	多多补贴团长 （元，无达到推广额要求）
每日分享补贴 (不考虑新客户)	13	234	20	6+9
	20	360	31	15+20
	45	630	71	45+68
	80	910	123	88+108
	120	1080	158	120+108
	200	1080	158	208+108

	邀请新客人数（人）	美团补贴团长（元）	多多补贴团长（元）
拉新补贴	1	15	0
	3	45	0
	5	70	5
	10	140	11
	30	390	57

注：1. “每日分享”活动多多买菜无推广额要求；2. 多多买菜各地区活动存在差异，此表仅针对深圳地区团长
数据来源：美团优选团长端小程序，多多买菜团长端小程序，天风证券研究所

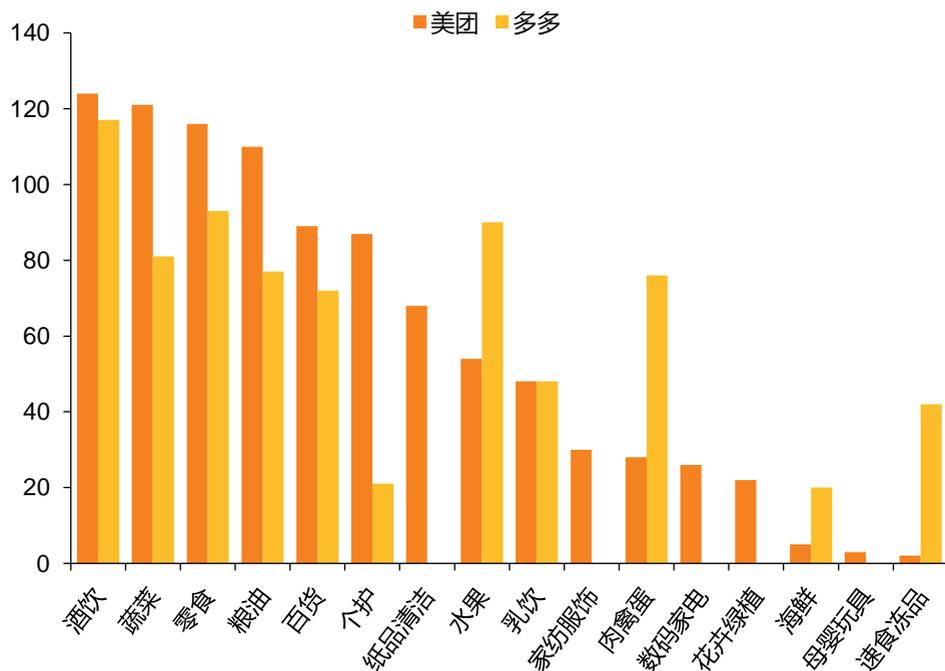
多多团长任务奖励机制



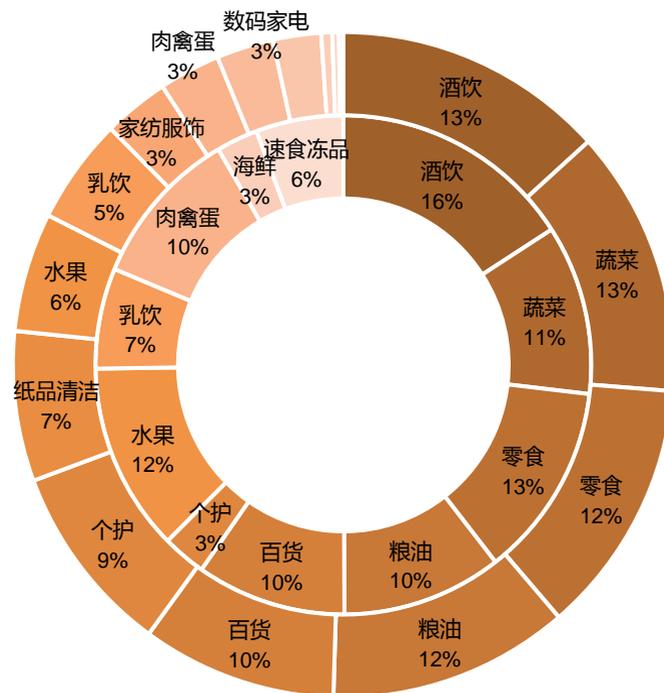
3.2. 美团 VS. 多多：延续基因优势，拉开打法差距

- 美团优选SKU较多多买菜总量更大、品类更全，形态更接近综合电商（社区团购3.0阶段）。SKU总量上来看，美团优选（900+）领先于多多买菜（700+），相较20年12月美团优选、多多买菜SKU分别680、329个，均有一定的增长，美团今年目标SKU达到2000个。从结构上来看，美团SKU品类已经涉足到数码家电、母婴玩具等可选品品类，逐步实现大而广的覆盖；多多买菜则更聚焦在水果、肉禽蛋等生鲜品类。

美团 VS. 多多 SKU数量 (截止2021.06)



美团（外） VS. 多多（内） SKU结构

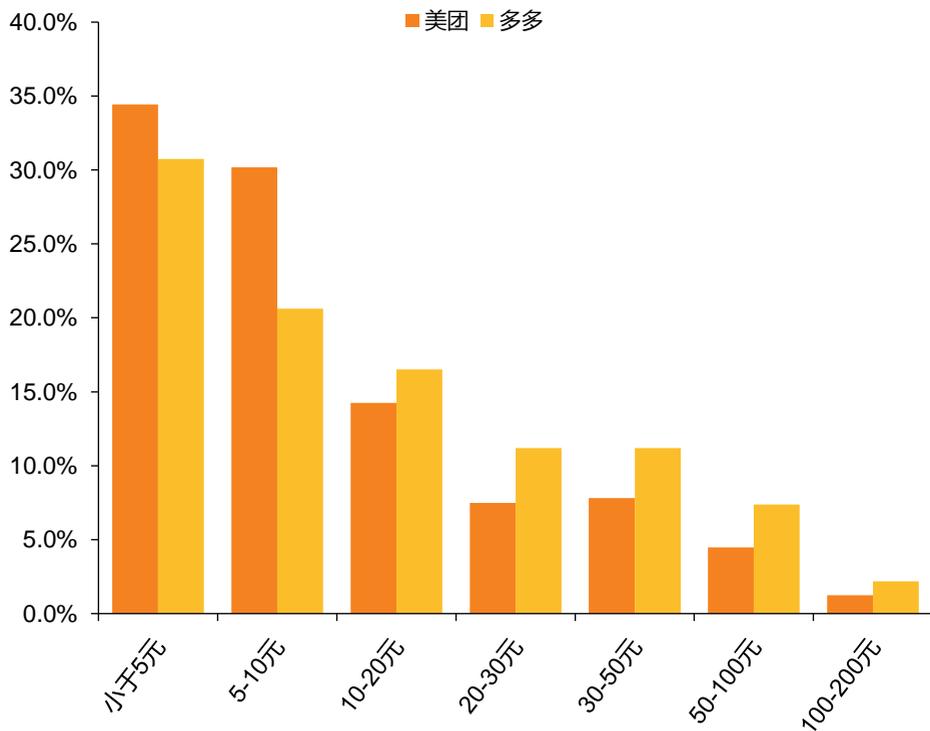


数据来源：拼多多APP，美团APP，天风证券研究所

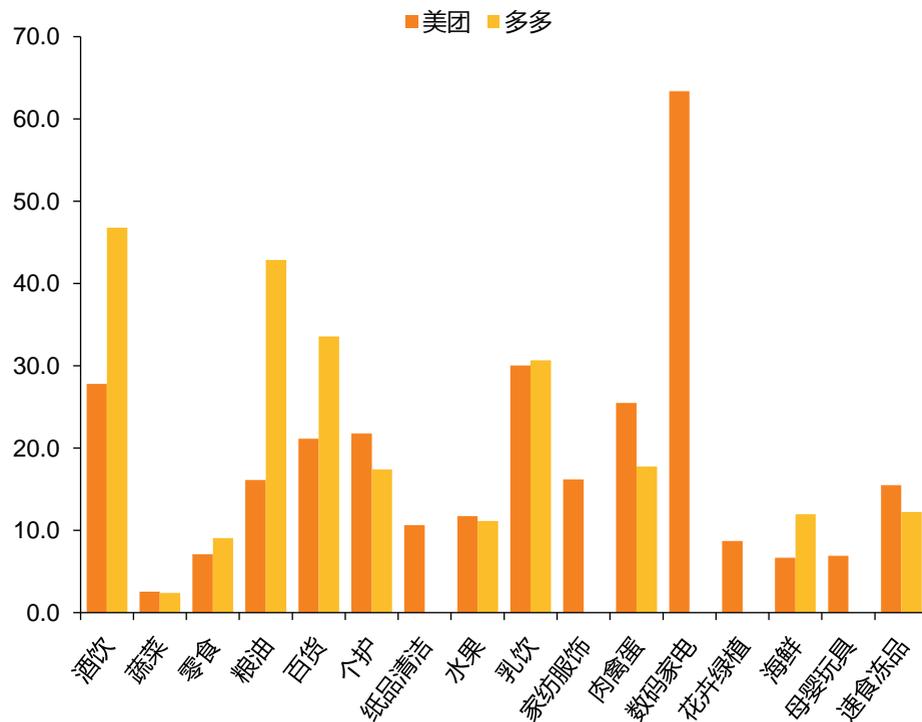
3.2. 美团 VS. 多多：延续基因优势，拉开打法差距

- **多多以大件货的商品价格策略提高客单价，发力B端。**从美团优选与多多买菜SKU价格区间来看，美团900+个SKU中低于10元的SKU占到64%，多多为51%；而超过30元的SKU美团占比14%，多多为20%。拼多多在高单价商品/大件货分布更多（批发代替零售），发力B端，但多多“大件冲单”战略同时也需要关注与之相伴的履约问题。

美团 VS. 多多 SKU价格区间对比（截止2021.06）



美团 VS. 多多 均价对比（截止2021.06）



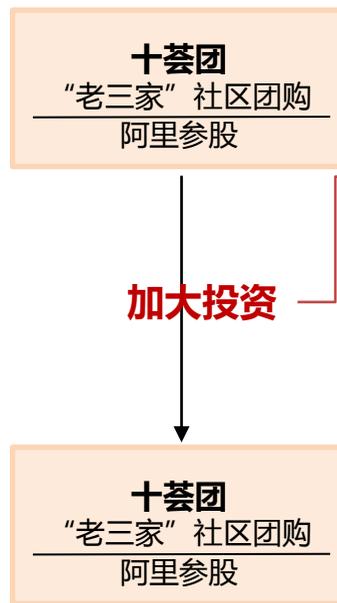
数据来源：拼多多APP，美团APP，天风证券研究所

3.3. 阿里MMC：跑步追赶，C端、B端齐发力

■ 从“赛马”到“重组”，阿里调整策略再次发力社区团购。

- 2020年9月中旬，阿里盒马事业群组建盒马优选事业部正式进入社区团购赛道，此外，阿里多支团队同时进行社区团购的尝试，包括盒马、零售通、菜鸟驿站、饿了么等。
- 2021年3月1日，阿里成立MMC事业群；4月1日晚，阿里巴巴集团合伙人戴珊发布全员公开信，MMC事业群核心使命：“服务每家店 只为每个家”。MMC以河南为首发地，截止2021年8月6日，盒马集市已经入驻121个城市。

阿里社区团购业务版图



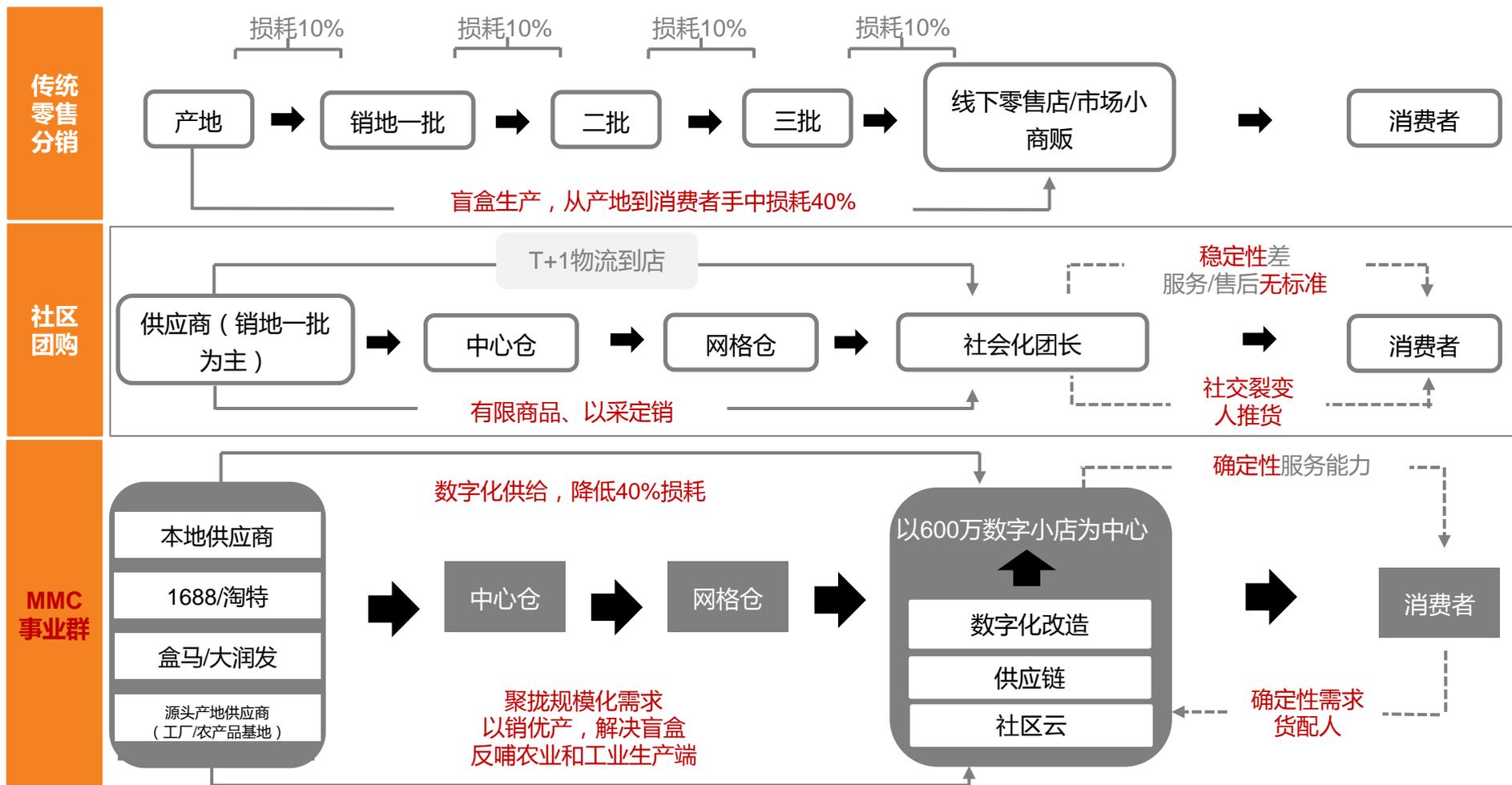
十荟团投融资历程

披露日期	投资方	融资轮次	融资金额 (万,美元)
2021-03-31	阿里巴巴,时代资本,Dragoneer,鼎晖投资,GGV纪源资本,昆仑资本,Franchise Capital,DST Global,the D.E. Shaw group,晨曦投资,高鹄资本	D	75,000
2020-11-30	阿里巴巴,时代资本,昆仑资本,中金资本,鼎晖投资,GGV纪源资本,愉悦资本,启明创投,渙策资本	C++	19600
2020-07-29	鼎晖投资,GGV纪源资本,渙策资本,民银国际投资	C+	8000
2020-05-30	GGV纪源资本,愉悦资本,启明创投,渙策资本	C	8140
2020-01-09	渙策资本,启明创投,阿里巴巴,华创资本,真格基金,愉悦资本	B	8830
2019-01-01	--	A	--
2018-08-21	愉悦资本,启明创投,有好东西,真格基金	Angel	10000 (RMB)

数据来源：晚点LastPost，盒马集市小程序，36氪，亿邦动力，wind，天风证券研究所

3.3. 阿里MMC：跑步追赶，C端、B端齐发力

MMC模式 VS 传统分销 VS 社区团购



数据来源：亿邦动力，天风证券研究所

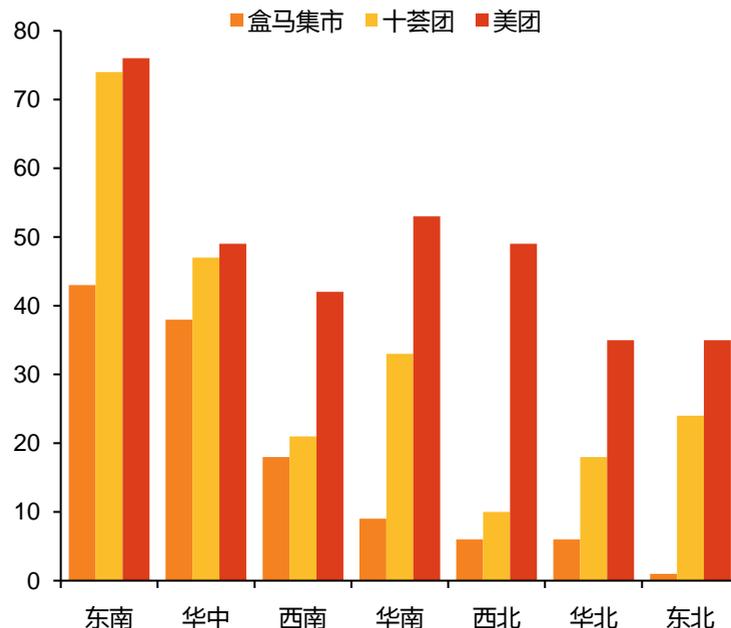
3.3. 阿里MMC：跑步追赶，C端、B端齐发力

- 在整合MMC事业群后，阿里的社区团购业务分为两大板块：内部的盒马集市+外部投资的十荟团。盒马集市对内整合1688、淘特、大润发等业务资源，对外与十荟团的协同效应逐步增强。
- 流量：淘宝在首页为社区团购业务开放一级入口，用户可在十荟团和盒马集市页面自由切换（如该城市只有十荟团则只有一个渠道）；
- 开城：截止21年8月，盒马开城121，集中在东南、华中地区（81个城市），与十荟团（227个）及美团（339个）比起来有一定差距。

淘宝在APP为盒马集市、十荟团开放一级入口



盒马集市与十荟团开城情况



数据来源：淘宝APP，美团优选、盒马集市、十荟团小程序，天风证券研究所

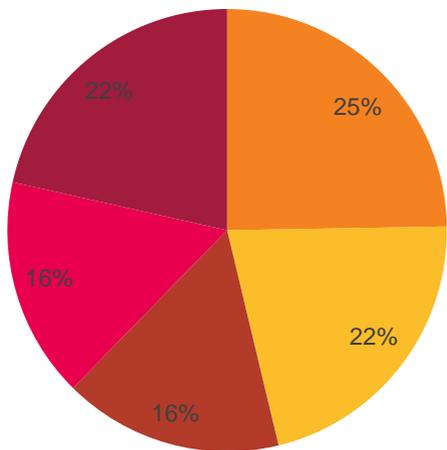
4 投资建议

4.1. 展望行业发展

- 社区团购将长期伴随政策监管，行业发展进程或受外部因素扰动，但不改行业长期价值。社区团购行业因产品低价与补贴问题易引发监管关注，行业整体推进速度也因此产生波动，但良性有序竞争将利于行业长期发展。
- 短期中尾部商家或因难以承受高额亏损而退出，头部商家在竞争格局达到稳态（总量上形成“3-3-4” or “6-3-1”的市场格局，具体到不同区域或有不同），或大幅修复亏损甚至达到盈利；
- 中长期来看，社区团购商业模式的利润率或因品类扩张而提升，此外，依托于社区团购业务发展而搭建起来的更高效的短链履约基础设施，以及触及到的近7亿下沉市场用户或为平台公司提供更大的商业价值。

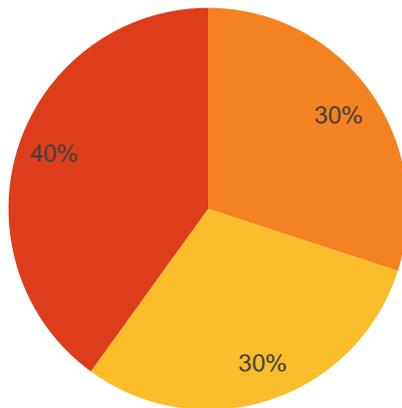
前五家竞争格局（按21年3月件量计）

■ 美团优选 ■ 多多买菜 ■ 兴盛 ■ 十荟团 ■ 橙心

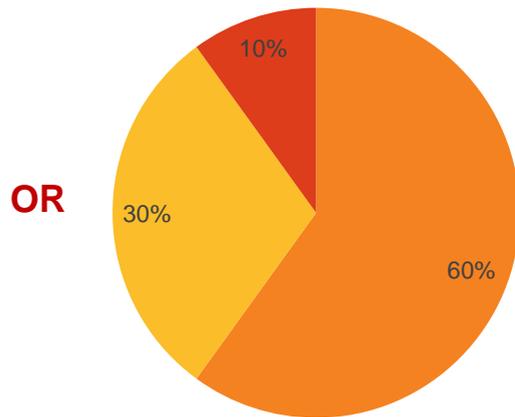


远期竞争格局展望（预期理想模型）

■ 美团优选 ■ 多多买菜 ■ 阿里MMC及其他



■ 美团优选or多多买菜 ■ 多多买菜or美团优选
■ 阿里MMC及其他



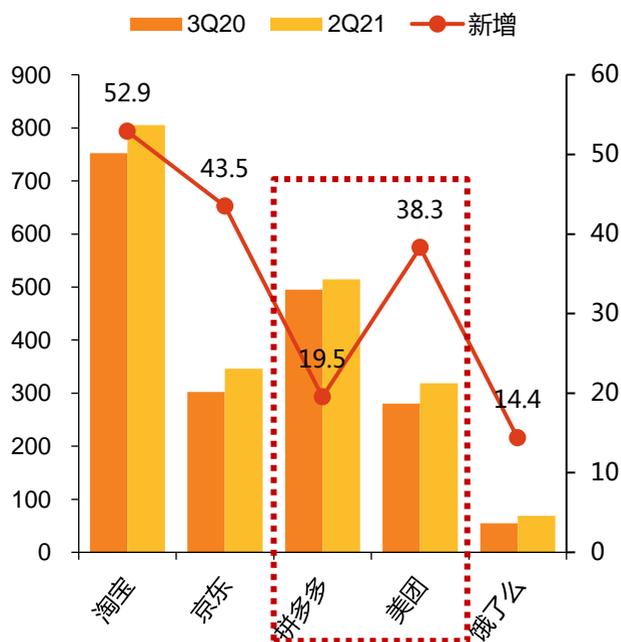
OR

数据来源：公众号开曼4000，36氪，天风证券研究所

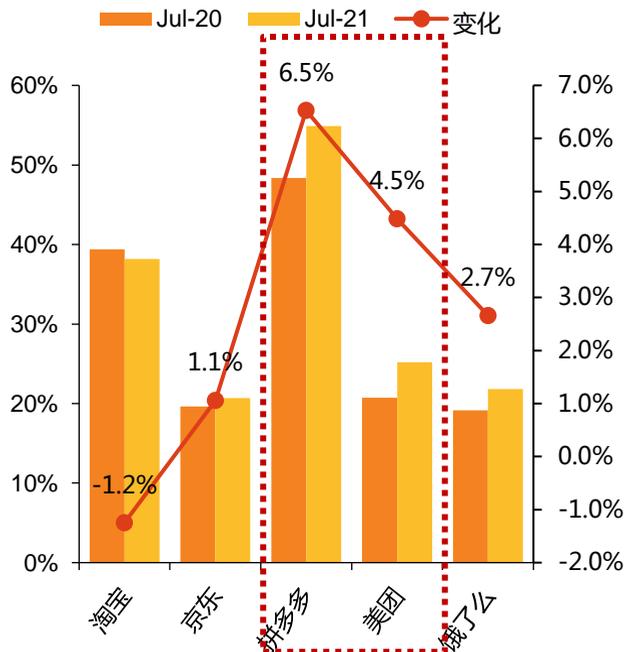
4.2. 社区团购流量价值

- 社区团购依托于美团、拼多多主站发展，流量与主业协同性不同。美团优选或为主站带来新增用户，提升客户粘性，并与外卖、到店等业务形成协同；多多买菜则反受益于拼多多流量，对拼多多用户粘性提升带来贡献。
- MAU：21Q3较20Q3，美团/拼多多MAU增长3830万/1950万（QM口径与财报口径或有出入）；
- 用户使用时长：21年7月，美团/拼多多用户使用时长同比变化+0.9min(per DAU)/- 2.9min(per DAU)；
- 用户粘性（DAU/MAU）：21Q3较20Q3，美团/拼多多而DAU/MAU同比增长+4.5%/+6.5%。

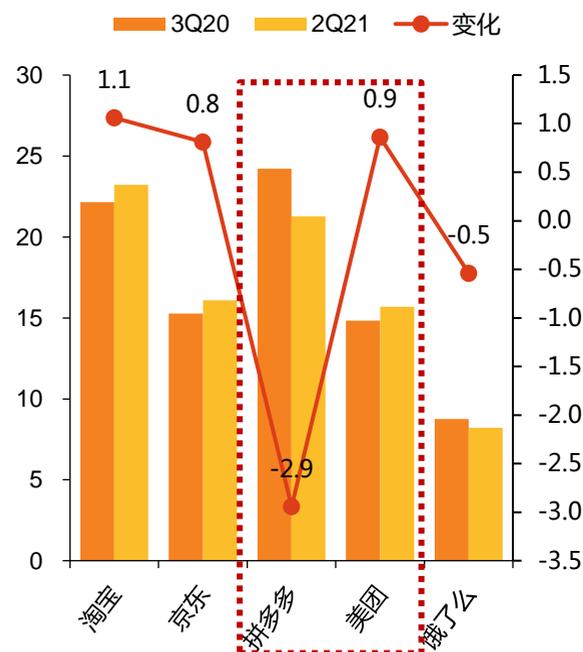
MAU变化（百万）



粘性变化-DAU/MAU



用户时长（min/ per DAU）



数据来源：QuestMobile，天风证券研究所



■ **美团优选稳扎稳打，锁定市场头部席位。** 1) 当下，截止21Q1，美团优选累计购买用户超过1亿人次，对主站活跃交易人数、交易频次贡献明显，在未来几年预计平台的用户增长幅度可能达到3-4亿；2) 美团5月件量日件量超过3000万，市场份额领先，该优势有望在其稳健的履约、供应链能力下得以维持；3) 美团21Q1新业务亏损80亿元，未来美团将继续加大履约等配套投资，但同时UE模型也正逐步优化。中长期看，社区团购是美团覆盖下沉市场用户、进军电商市场的最优通路，新增流量也或在主业外卖、到店等业务上贡献价值。

■ **主业（外卖+到店酒旅）稳步兑现预期，无需过度担忧监管因素**

- 21Q1实现交易金额1427亿元，同比增长99.6%，19Q1-21Q1两期CAGR为37.4%，稳居市场第一，且货币化率符合市场预期稳步提升；
- 美团到店业务竞争优势稳固，本地生活线上化率稳中有升，业务下沉空间较大，付费广告变现率高驱动业务扩张；酒旅业务打开中高端酒店市场，高效的运营模式和流量成本优势驱动业务持续扩张。
- 虽然反垄断处罚+社保调整方案还未落地，但我们认为悲观预期已经在前期体现，无需过度悲观。

估值与盈利预测：

- 根据8月4日彭博一致预期，2021-2023年美团收入分别为1841/2510/3262亿元，对应增速为60.4%/36.3%/30.0%，中性预计社区团购未来三年在美团收入占比在在3%-12%。维持“买入”评级。

风险提示：

- 宏观及政策监管风险；用户增长放缓；行业竞争加剧；平台补贴导致业绩释放不及预期。

注：美团为天风传媒互联网组与商社组联合覆盖。



阿里巴巴 9988.HK/BABA.N

■ **MMC加速追赶头部公司，B+C双端协同。** 1) MMC整合后战略清晰，C端（盒马集市）+B端（零售通）同时发力，同时整合阿里集团内多部门资源；2) 阿里追加投资十荟团（淘宝买菜导流），十荟团+盒马集市后期有望在流量端、履约基础设施端、供应链端产生协同效应。短期MMC面临起步落后的压力，但中长期看，社区团购是阿里新零售版图中不可或缺一环，MMC有望与B系淘特协同发力下沉市场，为阿里新零售线上线下一体化闭环做好衔接。

■ **强竞争下用户数与GMV实现结构性增长，淘特与MMC持续挖掘下沉市场潜力**

- 核心商业收入保持强劲增长，中国零售市场GMV和MAU持续增长至7.5万亿/8.25亿（淘特Q1MAU达到1.3亿），在国内保持领先地位。我们认为基于阿里在电商行业的深度布局，阿里核心商业有望维持增长态势。
- 直播电商竞争激烈（抖音、快手），阿里加大攻势，扩充流量/内容供给、加大生态产品广告投放等，并且采取一系列对商家让利动作。同时，我们认为要重视阿里电商护城河（海量长尾商品、天猫品牌价值、电商生态等）具备较高壁垒。

估值与盈利预测：

- 我们预期FY22-FY24收入分别为9135亿元/11050亿元/13269亿元；调整后归属股东净利润（Non-GAAP）分别为1777亿元/1802亿元/2092亿元。MMC对阿里整体收入影响在1-4%。2021年8月4日美股收盘价对应FY2022-FY2024年PE分别为20.0/19.7/17.0倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电商行业竞争加剧；云计算业务增速恢复不及预期；其他监管风险。

拼多多 PDD.O

■ **多多买菜依托主站流量优势显著，后期观察履约、供应链的快速迭代。** 1) 拼多多主站超5亿MAU持续导流多多买菜，借助拼多多电商沉淀的低线地区客户资源开拓下沉市场，在当前快速抢夺市场阶段具有“势能”；2) 多多为首实施大件货策略效果显著，打通B端，平滑C端脉冲式供给，并实现客单价提升。社区团购契合拼多多用户心智，与主业电商互补，形成高频+低频、从产地到消费者的完整高效的零售模式。

■ **平台MAU和年化活跃买家数持续增长，收入提升空间主要源自 ARPU 与货币化率提升**

- 拼多多20Q4年化活跃买家数已超过阿里巴巴，为国内年化买家数最大的电商平台，下沉市场仍存增量空间；
- 百亿补贴拓宽品牌商品，提高客单价，向上破圈；C2M布局社区团购，多多买菜入局农产品市场，凭借高频生鲜品提升用户复购率，提升 ARPU 以带动 GMV 提升。
- 拼多多“百亿补贴”1月向商家宣布对其将开始抽佣，3月正式施行，抽佣比例为1%-3%，同时通过数字化营销工具与完备供应链体系打造提升货币化率。

估值与盈利预测：

- 根据8月4日彭博一致预期，2021-2023年公司收入分别为1173/1640/1961亿元，同比增加97.7/39.6/30.3%，保守估计未来三年社区团购对整体收入影响在6%-20%，维持“买入”评级。

风险提示：

- 宏观及政策监管风险；客单价提升速度不及预期；行业竞争加剧。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS