

证券研究报告|行业专题报告  
可选消费 |零售

# 拼多多VS美团：资源禀赋与组织管理的决胜

## ——社区团购系列报告之六



丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn

S1090519070002

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn

S1090520070003

徐锡联

研究助理

xuxilian@cmschina.com.cn

CMS  招商证券

2021年5月5日

# 摘要

- **核心观点：**社区团购市场规模超万亿，行业短期竞争激烈亏损较大，但商业模式已被验证可以跑通，长期看可为平台方在获客、收入、利润等多方面提供显著价值。拼多多与美团首次正面交锋，拼多多资源禀赋优异，依托电商主站在流量与供应链上具备优势；美团强在组织管理，具备各环节精细化运营与快速迭代能力，在社区团购这个利润率很薄且尚无终局模式的行业更具重大意义。我们判断社区团购将形成2-3家全国性寡头垄断的行业终局，看好拼多多、美团共同成为最后赢家。
- **我们测算2025年社区团购市场规模约2-3万亿，行业短期竞争激烈亏损较大，但商业模式已被验证可以长期跑通。我们预计1~2年行业后竞争趋于缓和，形成寡头垄断格局。**我们通过以长沙市场规模推算全国/以生鲜线上渗透率推算全品类两种方式测算2025年社区团购市场规模约2-3万亿元。考虑到社区团购接近线性的规模效应，以及上游供应链的区域属性和不可垄断性，我们判断社区团购未来将形成寡头垄断格局，最终将会存在2-3家全国性社区团购平台。目前行业竞争激烈亏损较大，考虑到大部分参与者并无持续资金实力与融资能力承担多年巨额亏损，我们预计寡头垄断的行业格局将在1-2年后基本形成。
- **拼多多资源禀赋优异，在流量与供应链上具备优势；美团强在组织管理能力，具备各环节精细化运营与快速迭代能力，在社区团购这个利润率很薄且尚无终局模式的行业更具重大意义。我们看好双方共同成为最后赢家。**流量环节，拼多多主站流量更大且与社区团购用户画像契合度更高，预计获客成本更低，美团则依托强大BD团队快速开拓市场；仓配环节，双方模式大同小异，美团管理更为精细化，履约率、损耗率等指标更优，短期投入成本更大但长期有望实现降本增效；供应链环节，多多依托主站生鲜供应链略具优势，此外供应商选择多以系统驱动，以价格为核心品控后置，美团则给予运营采购更多话语权，对消费者体验和品控有更高要求。战略意义上，社区团购对于拼多多而言是电商主站的自然延伸，是未来用户与GMV增长的重要驱动力，而对美团而言则承担了其切入实物零售与下沉市场的重任，为新的增长曲线。拼多多与美团均在社区团购领域投入了足量资源，看好双方共同成为最后赢家。
- **投资建议：**持续推荐社区团购平台巨头拼多多、美团。
- **风险提示：**1) 行业竞争激烈程度超预期；2) 反垄断监管风险；3) 样本数据偏差对测算产生影响。

- 一、社区团购万亿市场规模，商业模式可行性已被验证
- 二、预计1~2年后竞争趋于缓和，形成寡头垄断格局
- 三、多多买菜VS美团优选全面对比分析
- 四、投资建议：持续推荐社区团购平台巨头拼多多、美团

---

## 一、社区团购万亿市场规模，商业模式可行性已被验证

- 社区团购商业模式可行性已被验证
- 稳态下社区团购渠道产品价格具备优势
- 测算2025年市场规模约2-3万亿

# 社区团购商业模式可行性已被验证

- 社区团购相比其他新零售模式最大的优势在于UE模型已被验证可以跑通，这是各大平台敢于大规模投入的底气所在。巨头入局之前，兴盛优选曾在湖南成熟市场实现盈利，证明社区团购商业模式的可行性。根据美团联合创始人王慧文的观点，“后发优势之一在于你不需要去说很多人了，先发者要去说服很多人的痛苦是很多人完全不能想象的；后发者的第二个优势是知道这个事情一定能实现了。”

表：生鲜零售渠道UE模型对比

|         | 某前置仓              | 某仓店一体            | 某社区团购平台              | 某社区生鲜店           | 某生鲜超市            |
|---------|-------------------|------------------|----------------------|------------------|------------------|
| 毛利率     | 25%               | 25%              | 20%                  | 18%              | 22%              |
| 租金      | 1.14%             | 1.17%            | -                    | 6.25%            | 2.81%            |
| 店内员工费用  | 4.24%             | 4.06%            | -                    | 8.00%            | 8.58%            |
| 配送成本    | 10%               | 11.41%           | -                    | -                | -                |
| 仓储物流    | 7%                | 1.09%            | 9%                   | 2.00%            | 1.41%            |
| 折旧费用    | 0.51%             | 1.56%            | -                    | 2.00%            | 1.54%            |
| 水电费用    | 0.91%             | 0.52%            | -                    | 2.78%            | 1.44%            |
| 营销费用    | 5%                | -                | -                    | -                | 2.64%            |
| 平台费用    | -                 | 3.44%            | -                    | -                | -                |
| 团长佣金    | -                 | -                | 10%                  | -                | -                |
| 全链条履约成本 | 28.80%            | 23.25%           | 9.00%                | 21.03%           | 18.42%           |
| 净利率     | -3.79%            | 1.75%            | 1%                   | -3.03%           | 3.73%            |
| 总结      | 最后一公里配送与前置仓成本居高不下 | 最后一公里配送与店内成本居高不下 | 团长和仓配是主要成本，履约费用率大幅优化 | 店面租金和店内员工费用为主要成本 | 店面租金和店内员工费用为主要成本 |

# 稳态下社区团购产品价格具备优势

➤ **稳态下社区团购渠道产品价格具备优势。**目前社区团购商品价格相比其他渠道价格优势明显，但不排除补贴因素存在。从长期看，由于社区团购“预售+次日达+自提”模式所带来的履约成本、周转速度、损耗上的优化，理论上可实现更低价格。参考兴盛历史数据，我们预计未来稳态情况下剔除掉补贴影响后社区团购商品价格将低于传统渠道约10%。

**表：不同渠道产品价格对比**

| 类别 | 产品名                           | 某生鲜前置仓 | 某仓店一体 | 兴盛优选  | 某社区生鲜店 | 某生鲜超市 | 淘宝    | 京东   | 拼多多   |
|----|-------------------------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|------|-------|
| 生鲜 | 山东红富士苹果（中果） 约2500g            | 37.5   | 29.9  | 14.95 | 38.6   | 27.95 | 26.8  | 16.9 | 14.45 |
|    | 菲律宾香蕉 约500g                   | 5.6    | -     | 1.99  | 9.9    | 5.58  | 5.75  | 7.5  | 2.99  |
|    | 土鸡蛋 40枚                       | 37.5   | -     | 15.96 | 60     | 26.53 | 26.4  | 29.8 | 29.9  |
|    | 球菜 约700g                      | 9.9    | 10.73 | 5.98  | -      | -     | 11.76 | 7.7  | 1.98  |
|    | 鸡毛菜 约250g                     | 3.6    | 1.6   | 1.18  | 6      | 2.47  | 2.5   | 6.19 | 1.99  |
|    | 土豆 约500g                      | 2.1    | 2.5   | 1.78  | 3.99   | 2.49  | 3.45  | 7.8  | 0.99  |
|    | 价格指数                          | 226%   | 164%  | 100%  | 373%   | 197%  | 206%  | 295% | 115%  |
| 标品 | 特仑苏 纯牛奶 250ml/盒 12盒/提         | 49.9   | 39.9  | 46.8  | 68     | 44.9  | 65    | 65   | 55    |
|    | 金典 纯牛奶 250ml/盒 12盒/提          | 49.9   | 66    | 45.9  | 68     | 48.9  | 65    | 65   | 49.5  |
|    | 光明 莫斯利安酸牛奶 200g/盒 12盒/提       | 46.9   | 44.9  | 43.9  | 49.9   | 63.6  | 67    | 67   | 43.9  |
|    | 安慕希原味酸奶 205g/盒 12盒/提          | 51.9   | 49.9  | 48.8  | 60     | 54    | 62.9  | 62.9 | 42    |
|    | 蒙牛纯牛奶 250ml/盒 24盒/箱           | 65.9   | -     | 61.8  | 82.5   | 64.8  | 59.9  | 65.9 | 56.9  |
|    | 蒙牛特仑苏有机纯牛奶（梦幻盖） 250ml/盒 10盒/箱 | 69.9   | 78    | 59.9  | 73.5   | 77    | 59.9  | 59.9 | 47.5  |
|    | 维达超韧系列纸面巾 130抽/包 24包/袋        | 55.6   | 34.9  | 51.96 | 77.7   | 55.8  | 59.9  | 73.9 | 54.9  |
|    | 价格指数                          | 108%   | 105%  | 100%  | 134%   | 114%  | 125%  | 130% | 98%   |

注：数据采集日期为2021年4月10日，因每日销售变动可能存在偏差

# 参考长沙市场，预计社区团购市场规模约2万亿

➤ 以长沙市场目前社区团购规模为准进行测算，我们预测远期市场规模约2万亿。

- 假设各线城市年人均社区团购消费金额与各线人均消费支出正相关。
- 假设远期客单价有一倍提升空间。
- 当前长沙地区兴盛渗透率约为25%，市场越下沉渗透率越高，假设远期各线城市渗透率分别为35%/40%/45%/50%/55%。

表：长沙地区2021年3月基本情况（含假设）

|             | 假设长沙占湖南省15% |
|-------------|-------------|
| 湖南省单日GMV    | 0.9亿元       |
| 湖南省年GMV     | 328.5亿元     |
| 长沙地区年GMV    | 49.28亿元     |
| 长沙地区月GMV    | 4.11亿元      |
| 长沙地区月人均消费金额 | 220.00元     |
| 长沙地区月活数量    | 186.65万人    |
| 长沙地区户籍人口    | 738万人       |
| 长沙地区渗透率     | 25.29%      |

表：社区团购远期市场规模测算

|       | 基础数据 |      |          |           | 社区团购远期GMV测算    |                  |         |              |            |
|-------|------|------|----------|-----------|----------------|------------------|---------|--------------|------------|
|       | 城市数量 | 基准城市 | 户籍人口(万人) | 人均消费支出(元) | 年人均社区团购消费金额(元) | 远期年人均社区团购消费金额(元) | 社区团购渗透率 | 社区团购总用户数(万人) | 社区团购规模(亿元) |
| 新一线城市 | 15   | 长沙   | 738      | 39,516    | 2,640.00       | 5,280.00         | 35%     | 3,874.50     | 2,045.74   |
| 二线城市  | 30   | 济南   | 796      | 33,439    | 2,234.01       | 4,468.01         | 40%     | 9,552.00     | 4,267.84   |
| 三线城市  | 70   | 扬州   | 457      | 25,696    | 1,716.71       | 3,433.42         | 45%     | 14,395.50    | 4,942.57   |
| 四线城市  | 90   | 日照   | 308      | 21,993    | 1,469.32       | 2,938.63         | 50%     | 13,860.00    | 4,072.95   |
| 五线城市  | 128  | 天水   | 372      | 15,631    | 1,044.26       | 2,088.51         | 55%     | 26,188.80    | 5,469.56   |
| 合计    |      |      |          |           |                |                  |         | 67,870.80    | 20,798.66  |

假设各线城市年人均社区团购消费金额与各线人均消费支出正相关。

假设远期客单价有一倍提升空间。

# 以生鲜线上渗透率为基础，测算市场规模约2.8万亿

## ➤ 以生鲜线上渗透率为基础，测算2025年市场规模约2.8万亿。

- 根据欧睿数据，2020年生鲜市场规模约为5万亿，假设2020~2025年CAGR为3%。
- 假设到2025年生鲜线上渗透率达到20%，则生鲜的线上市场规模为1.2万亿。
- 生鲜线上渠道包括社区团购、B2C电商、前置仓、仓店一体等多种模式，社区团购为主要模式，假设20205年社区团购渠道占比为70%，则社区团购渠道市场规模为8300亿。
- 参考兴盛成熟区域品类结构，假设社区团购中生鲜的渠道占比为30%，则社区团购的整体市场规模约为2.8万亿。

表：社区团购2025年市场规模测算

|                | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2025E |
|----------------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 生鲜线上渗透率        | 2.2% | 3.3% | 4.1% | 5.1% | 5.6% | 6.9% | 20.0% |
| 生鲜市场规模(万亿元)    | 4.23 | 4.59 | 4.60 | 4.74 | 4.98 | 5.14 | 5.96  |
| 生鲜线上市场规模(亿元)   | 0.09 | 0.15 | 0.19 | 0.24 | 0.28 | 0.35 | 1.19  |
| 社区团购占线上比例      |      |      |      |      |      |      | 70%   |
| 社区团购生鲜市场规模(万亿) |      |      |      |      |      |      | 0.83  |
| 社区团购生鲜占比       |      |      |      |      |      |      | 30%   |
| 社区团购整体市场规模(万亿) |      |      |      |      |      |      | 2.78  |

资料来源：欧睿，招商证券

---

## 二、预计1~2年后竞争趋于缓和，形成寡头垄断格局

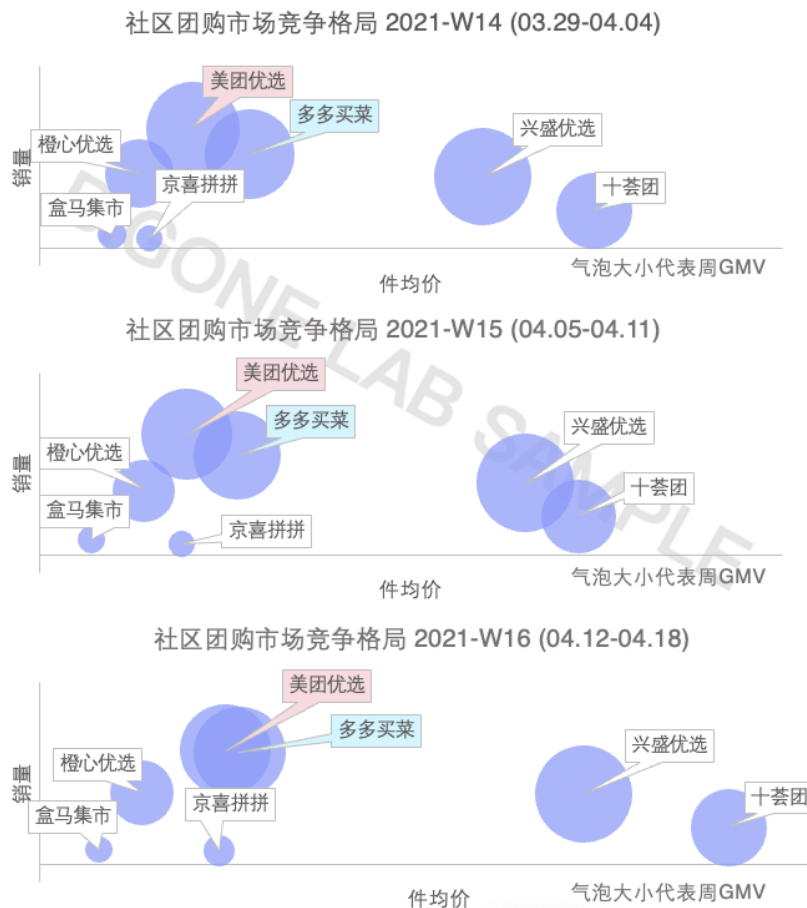
- 全国性平台快速起量，拼多多美团明显领先
- 不考虑总部运营，测算目前头部玩家UE亏损率约15%
- 预计行业1-2年后将形成寡头垄断格局

# 全国性平台快速起量，拼多多美团明显领先

➤ 多多买菜、美团优选、橙心优选等全国性平台在去年三季度集中杀入社区团购赛道，依托流量、资金等优势在全国快速起量。

➤ 美团入局后在较长时间保持领先优势，2021年4月以来多多买菜增长迅猛，快速缩短了与美团优选的差距。截止2021年4月底，拼多多与美团单日GMV大致相当。

图：社区团购各平台GMV和销量



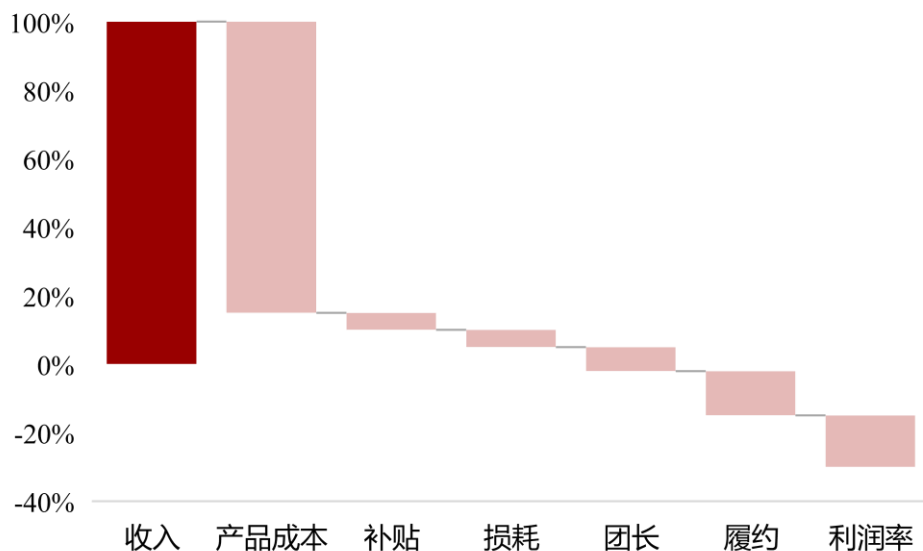
资料来源：百观科技，草根调研，招商证券

# 不考虑总部运营，测算目前头部玩家UE亏损率约15%

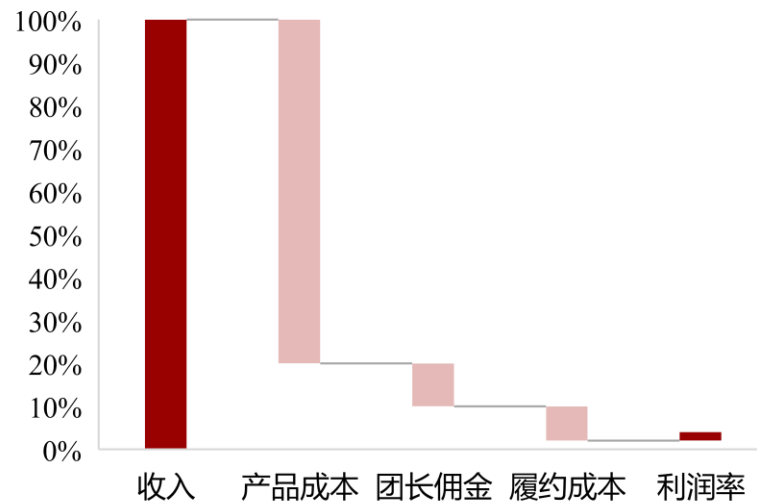
➤ 不考虑总部运营成本，测算目前全国性头部社区团购平台UE亏损率约15%，与理想情况存在较大差异，主要原因在于：

- **价格战补贴导致产品销售毛利率较低。**2020年7月以来众多平台激战社区团购，为开拓市场获客拉新补贴较高毛利率较低。
- **仓配体系不够完善，导致当前损耗率较高。**当前仓配体系有待完善，导致全流程的损耗率较高。
- **当前件单价较低，履约费用率较高。**随着件单价和区域订单密度提升，单件的履约成本存在进一步的优化空间。

图：目前全国性头部社区团购平台UE模型估算



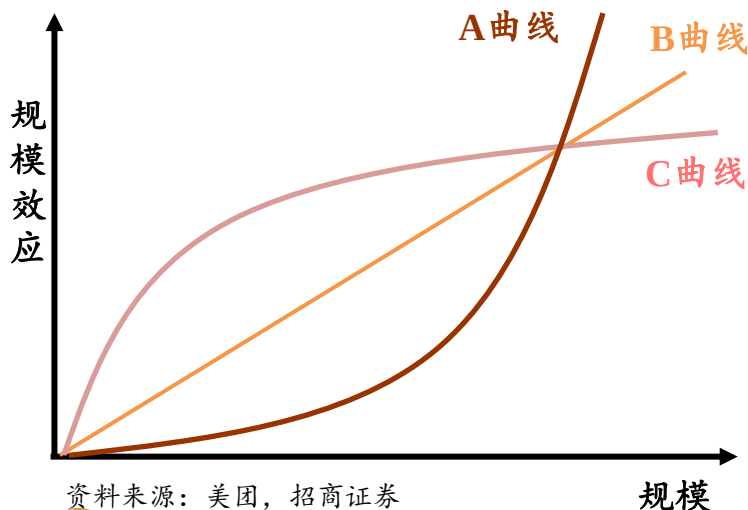
图：兴盛优选成熟区域UE模型估算



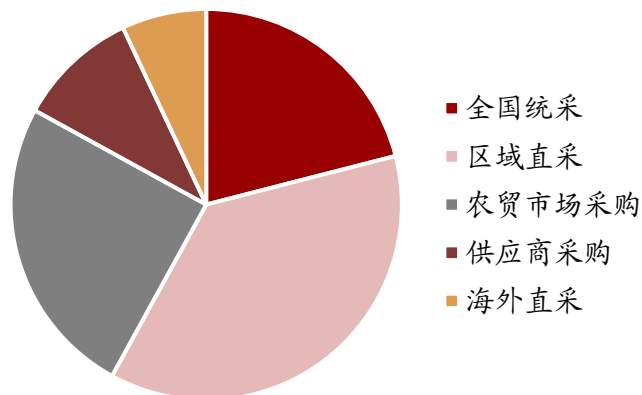
# 预计行业将形成寡头垄断格局，存在2-3家全国性平台

- 我们判断社区团购未来将形成寡头垄断格局，最终将会存在2-3家全国性社区团购平台。主要判断依据为：
  - **（1）社区团购模式具备接近线性规模效应，头部玩家竞争力将随着规模扩大而持续增强。**  
根据美团联合创始人王慧文观点，规模效应可分为A（指数增长，微信为代表）、B（线性增长，淘宝为代表）、C（对数增长，打车为代表）三种曲线，社区团购模式在供应链、仓储配等环节具备显著的规模效应，我们判断类似于曲线B，头部玩家竞争力将持续线性增强。
  - **（2）社区团购无法实现完全垄断的核心原因在于生鲜上游供应链无法垄断。**1) 生鲜供应链上游为农产品生产基地，无法被企业垄断。2) 生鲜供应链具备本地化属性。参考永辉超市，其生鲜采购渠道中全国统采：区域直采：本地采购比例接近1:1:1。

图：规模效应的三种曲线



图：永辉超市生鲜采购模式占比



# 预计行业格局将在1-2年后基本形成

- 我们预计寡头垄断的行业格局将在1-2年后基本形成，主要判断依据为目前大部分参与者的资金实力与融资能力或无法承受多年的巨额亏损。参考目前主要玩家的盈利能力与规模目标，预计2021年社区团购业务亏损均200亿以上。按此亏损规模预测，行业多数玩家融资潜力最多够维持当前竞争态势1~2年。拼多多与美团市值超万亿账面现金充足，背靠上市平台融资渠道通畅，可进行长期持续作战。

表：社区团购平台最近一期融资及估值情况

| 融资方  | 披露日期      | 融资轮次 | 交易金额   | 估值    | 投资方                                                                                            | 实际控制人      | 股权占比 |
|------|-----------|------|--------|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|
| 兴盛优选 | 2021/2/19 | D轮   | 30亿美元  | 80亿美元 | 红杉资本中国、腾讯投资、方源资本、Temasek淡马锡、KKR、德弘资本、春华资本、恒大集团                                                 | 岳立华        | 10%  |
| 橙心优选 | 2021/3/31 | 拟投资  | 1亿美元   | 50亿美元 | 物美                                                                                             | 北京小桔科技有限公司 | 100% |
| 十荟团  | 2021/3/31 | D轮   | 7.5亿美元 | -     | 阿里巴巴、DST Global、the DE Shaw Group、晨曦投资、时代资本、Dragoneer、鼎晖投资、GGV纪源资本、昆仑资本、Franchise Capital、高鹄资本 | 陈郢         | 80%  |

表：美团和拼多多资金实力情况

|     | 短期理财及现金等价物（截止2020年底） | 最近融资                        |
|-----|----------------------|-----------------------------|
| 拼多多 | 870亿元                | 2020年11月可转债融资11亿美元          |
| 美团  | 680亿元                | 2021年4月宣布通过配售股份和可转债融资100亿美元 |

---

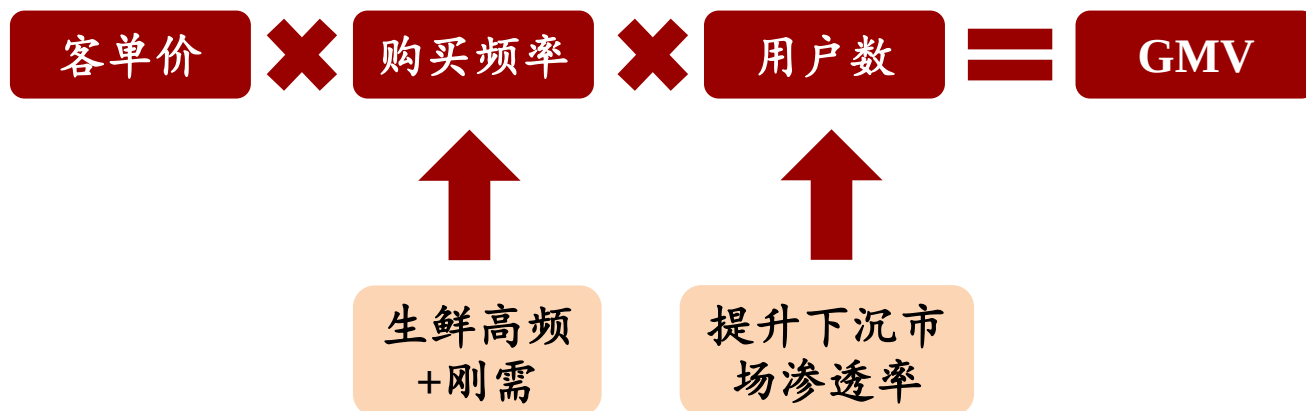
### 三、多多买菜VS美团优选全面对比分析

- 战略：买菜为主站自然延伸，优选承担进攻下沉市场重任
- 组织：美团强总部统一作战，多多区域权力大灵活性强
- 流量：多多主站流量大且契合度高，美团BD强大快速开城
- 仓配：美团精细化管理带来更优指标与更低长期成本
- 供应链：多多依托主站资源略具优势，美团更重视品控

# 战略：多多买菜为主站自然延伸，GMV增长新驱动力

- 多多买菜为以生鲜为核心的低客单价品类提供了更高效的履约方式，是对拼多多电商业务的自然延伸，为拼多多整体GMV增长提供了新的增长动力。我们认为主站与买菜业务关联紧密，协同性强，应合二为一看待。
- 从GMV与收入角度看，多多买菜以生鲜等高频品类引流，其高复购率能够为主站带来更多流量，对拼多多用户数和复购率的提升均有重要意义。我们预计多多买菜将为拼多多提供1-2亿的新用户增量，同时驱动用户购买频率大幅提升。
- 从成本效率角度看，社区团购三级仓配体系具备更高的履约效率，随着订单密度的提升与体系的完善，拼多多搭建的社区团购仓配体系不仅能够支持多多买菜业务，也有望为主站的电商业务提供支持，从而进一步提高整体仓配体系的利用率和履约效率，优化消费者体验。

图：多多买菜业务将为拼多多GMV增长提供新动力



# 战略：美团借助优选切入零售市场，获取下沉新用户

- 美团借助美团优选切入规模更大的实物零售市场，同时获取大量下沉用户，反哺其他业务。
- 实物零售行业规模相比本地生活市场空间更大但竞争激烈，社区团购作为一种新兴的、高效的零售方式，是美团切入零售行业的历史机遇与重要抓手。
- 美团借助优选业务可有效实现下沉，有望在下沉市场获取3-4亿新用户，并与外卖等其他业务产生协同效应，为下沉市场消费者提供全面的生活服务。

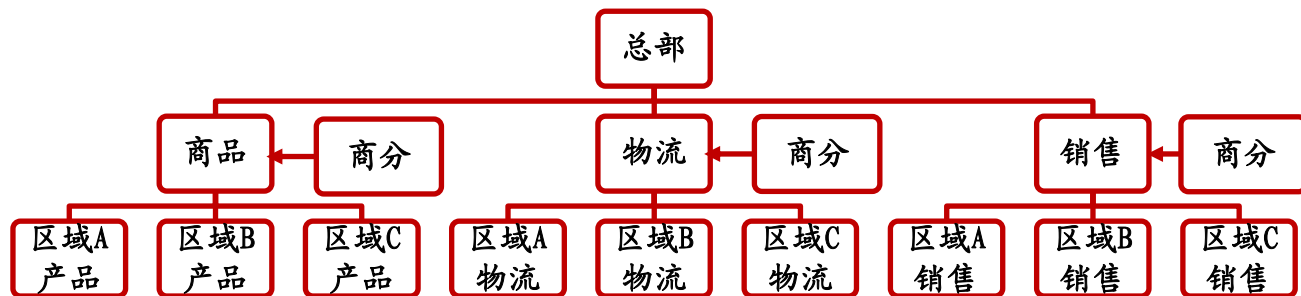
图：美团本地化生活服务布局



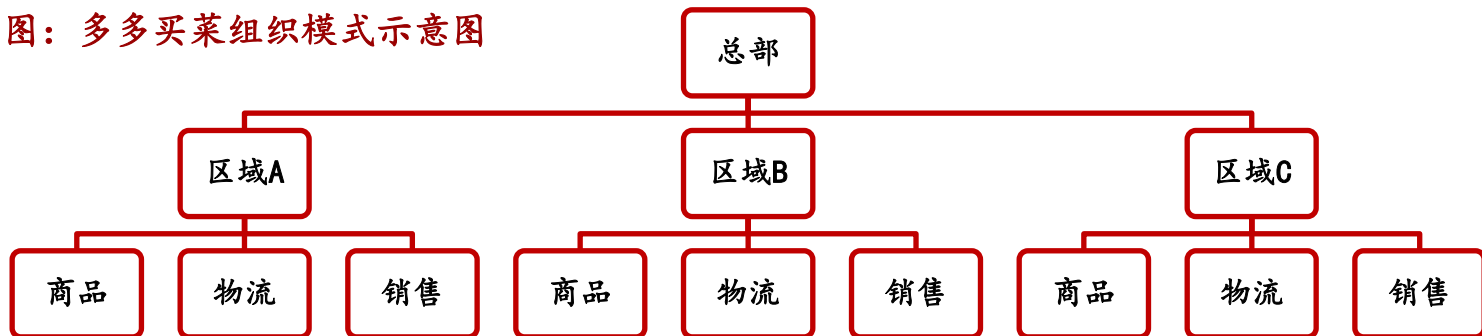
# 组织：美团强总部统一作战，多多区域权力大灵活性强

- **美团强总部统一作战，更好发挥规模与组织优势。**美团优选事业部成立于2020年7月，由陈亮负责，复制美团强总部+商分的组织架构。优选业务部门分为商品、物流、销售三驾马车，大区业务人员直接汇报于总部，商业分析团队负责战略研究、经营分析、情报收集等，为业务提供全面支持。美团强总部模式有利与全国统一作战，更好地发挥美团规模与组织优势。
- **多多区域权力更大，灵活性强。**多多买菜业务由拼多多核心创始人阿布领导，区域权力相比美团更大，总部保留财务、法务、产品、技术、大宗商品/品牌集中采购等权力。多多模式灵活性更强，但对大区业务领导能力要求更高，不同区域经营能力容易出现差异。

图：美团优选组织模式示意图



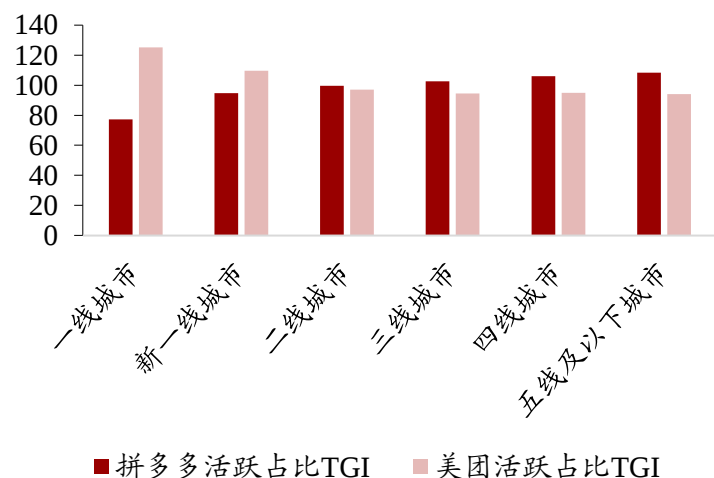
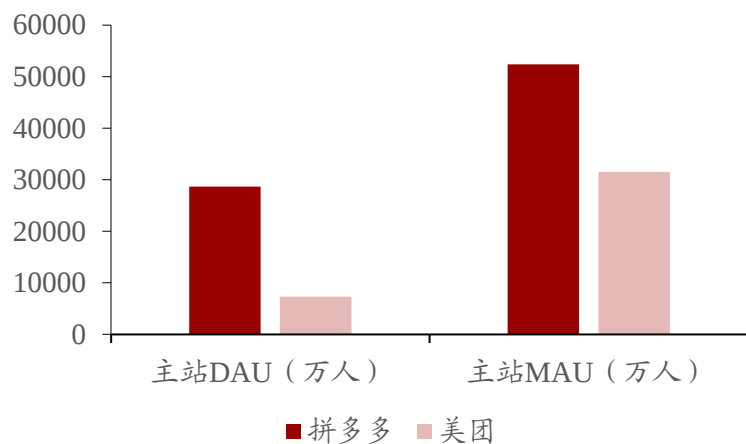
图：多多买菜组织模式示意图



## 流量：多多主站流量充沛，预计获客成本更低

- **拼多多主站流量更大。**根据Questmobile数据，2021年3月拼多多主站DAU为2.87亿，MAU为5.24亿，相比美团主站DAU0.73亿、MAU3.15亿具备一定优势。
- **拼多多主站更契合下沉市场用户，且电商平台属性与社区团购业务更为匹配。**拼多多主打高性价比商品，更契合下沉市场用户，且拼多多电商平台属性与社区团购业务在消费者认知上更为匹配。根据Questmobile数据，拼多多三~五线及以下城市的活跃TGI占比分别为102.49、105.98、108.24，均高于100，而美团分别为94.54、94.82、94.02。
- 综上，我们预计多多买菜的主站流量占比高于美团优选，获客成本低于美团优选。

图：2021年3月拼多多主站DAU及MAU均高于美团 图：美团和拼多多分各线城市活跃占比TGI

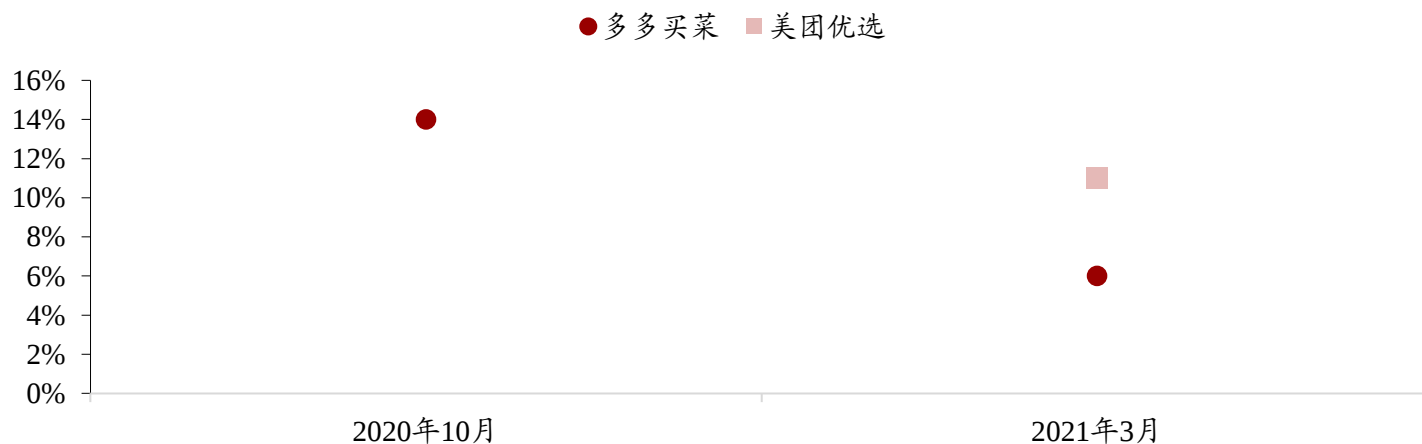


资料来源：Questmobile，招商证券

## 流量：多多主站流量充沛，团长佣金率更低

- **拼多多对团长依赖度低，团长佣金率更低。**社区团购早期需要借助团长私域流量进行引流获客，而随着业务的逐步成熟，消费者逐步习惯在平台直接下单购买，团长获客能力下降，更多承担末端履约功能，团长的佣金率不断降低。根据草根调研，依托于多多主站的充沛流量，某区域多多团长佣金从2020年10月的14%左右至2021年3月的6%左右，低于美团。
- **拼多多主站流量来源更加稳定，为上游仓配等环节带来更多确定性。**以春节期间为例，根据我们对某区域的草根调研数据，受团长停业、消费者选择等影响，2021年春节期间社区团购的行业整体降幅约为50%~70%。而拼多多由于有主站支持流量更为稳定，降幅仅20%~30%，显著优于行业。更稳定的流量来源将为上游仓配环节带来更多确定性。

图：某区域多多买菜团长佣金率逐步下降



# 流量：美团BD团队战斗力强，快速开拓市场

➤ **美团BD团队战斗力强，快速开拓市场。**美团作为唯一一个以小微客户为主要广告主的大型互联网公司，BD团队的能力至关重要，强大的BD团队曾在团购、外卖等的业务拓展过程中扮演重要角色。美团BD团队由干嘉伟（前美团任COO，曾任职于阿里巴巴）主要建立，具有明确的KPI考核和激励机制。社区团购业务前期美团通过BD快速开拓市场，地级市BD人数约30-40人，明显高于多多，带来了更快的开城速度。

• **运营团队对团长进行赋能培训，提升团长粘性。**美团设有专门的运营团队赋能团长，对团长进行平台运营、社群管理、选货带货、拉新技巧等方面的培训，为团长赋能，提升团长合作意愿与粘性。

图：某城市美团优选BD成员招募贴

## 02 招聘岗位

美团BD 40人

📌 薪资水平：

3500（基本工资2400+补贴1100）  
提成：165元/店\*有效门店数

📌 岗位职责：

1、负责社区团长开拓的执行，根据所辖市场特点，完成社区团长的摸排、拜访开拓、签约、培训及后续的销售提升；  
2、负责老团长的维护，结合公司的营销策略和工具，帮助老团长提高业绩结果，达成公司业绩目标；

📌 岗位要求：

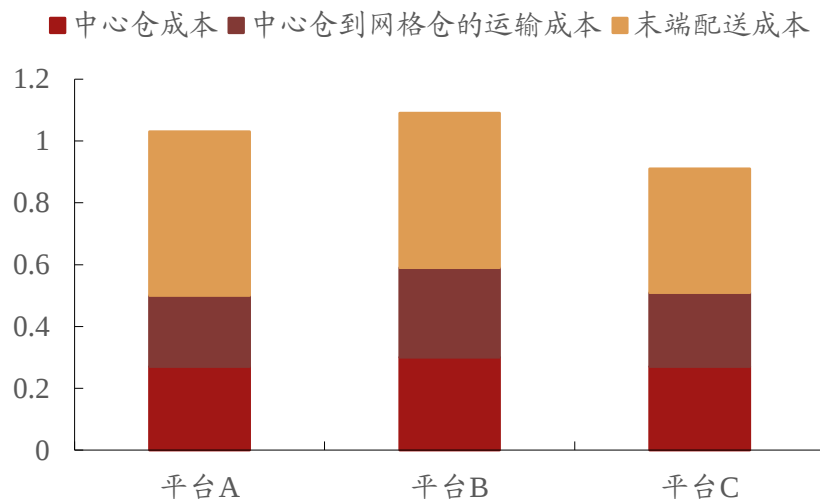
1、必须有快消、o2o销售、社区团购等to 小b销售从业经验；  
2、有本地社区团长资源者优先；  
3、自驱力强，具有较强的抗压能力；  
4、吃苦耐劳、善于学习、有团队荣誉感；  
5、目标意识及结果导向佳，追求卓越，渴望不断挑战新高；  
6、男女不限，学历中专以上，年龄40岁以下，可熟练使用智能手机。

资料来源：恩施招聘发布，招商证券

# 仓配：各平台模式大同小异，订单密度是核心指标

- 仓配环节各平台模式差异不大，影响单价履约成本的核心因素在于订单密度与精细化管理能力。测算中心仓订单数从10单/平米/每天增至30单时，单票成本从0.55元降至0.28元，订单密度和单票成本成反比，扩大订单数量形成规模效应降本显著。
- 多多、美团优势地区中心仓订单密度逐步接近上限，履约成本进一步下降空间相对有限。社区团购中心仓坪效（每平米每天可承载件数）理论值约30-40，目前多多美团优势地区坪效接近上限，若仓配模式不发生升级，未来单价履约进一步下降空间相对有限。

表：某区域主要平台履约成本拆分测算（单位：元）



资料来源：草根调研，招商证券

注：草根调研测算结果，与实际情况或存在误差

表：中心仓单票成本的订单量敏感性分析

| 坪效（单/平米/每天） | 10   | 14   | 18   | 22   | 26   | 30   | 35   |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 单票成本        | 0.55 | 0.44 | 0.37 | 0.33 | 0.31 | 0.28 | 0.27 |

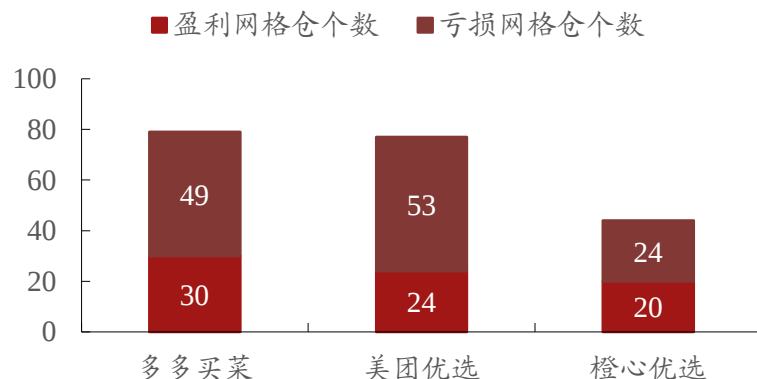
资料来源：草根调研，招商证券

# 仓配：美团管理更精细化，网格仓抗风险能力更强

➤ 根据网格仓老板调研反馈，整体上看美团对仓配的环节的人员投入更多，管理更精细化，而多多对仓配环节（尤其是网格仓环节）管理相对粗放，主要以罚款进行管理。美团精细化管理主要体现在：

- **履约要求更高：**美团对网格仓的履约时效、错配率等方面的考核要求高于多多。
- **更规范明确的管理流程：**美团有更详细、明确的操作流程和奖惩制度，网格仓需安装摄像头进行实时监控；而多多部分区域存在罚款不透明、结款不及时等问题。
- **更细致的指导：**美团有专人负责网格仓运营，对网格仓老板进行专业培训，帮助网格仓在仓内分拣、司机配送等环节进行优化以提高履约效率降低履约成本。

图：多多、美团、橙心网格仓盈利情况



图：各平台上网格仓老板抗风险能力

美团：❤️❤️❤️❤️❤️  
橙心：❤️❤️❤️❤️  
多多：❤️❤️❤️

资料来源：网格仓老板圈，招商证券  
注：数据时间为2021年2月，数据仅代表部分样本测算结果

# 仓配：美团精细化管理带来更优指标与更低长期成本

- 短期来看，精细化管理可能提升短期成本，但在履约率、损耗率、缺货率及错配率方面美团较多多会有更好的表现，也会给消费者带来更好的体验。根据草根调研数据，目前美团在11:00前履约率、损耗率、缺货率、错配率等仓配指标上的表现均好于拼多多。
- 长期来看，仓配环节的精细化管理不仅能够提升消费者体验，也能降本提效，在社区团购这个利润率较薄的行业更具重大意义。以快递行业为例，中通快递通过加强对车队的管控力度以及推进小车换大车等一系列精细化管理措施，达到降本提效的目的，在相同单量下，中通的单票运输成本比圆通的更低，而低成本将进一步增加单量规模，形成良性循环。

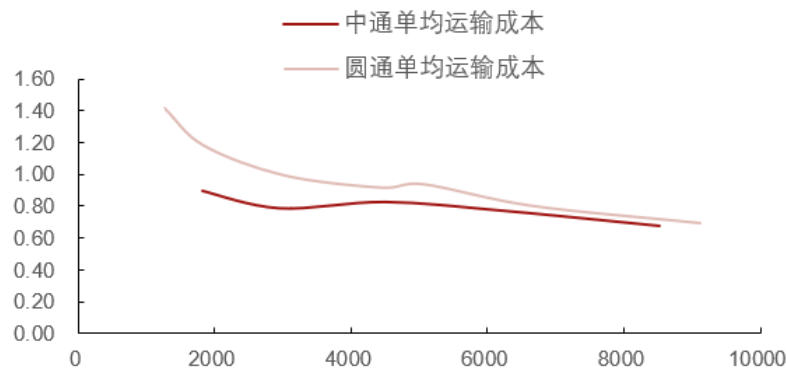
表：拼多多VS美团某区域履约能力对比

|        | 拼多多   | 美团        |
|--------|-------|-----------|
| 履约率    |       |           |
| 11:00前 | 60%   | 70%       |
| 16:00前 | 100%  | 100%      |
| 损耗率    | 5%    |           |
| 缺货率    | 1%    | 0.5%-0.6% |
| 错配率    | 1%-2% | 1%以内      |

资料来源：草根调研，招商证券

注：草根调研测算结果，与实际情况或存在误差

图：中通vs圆通单量运输成本曲线

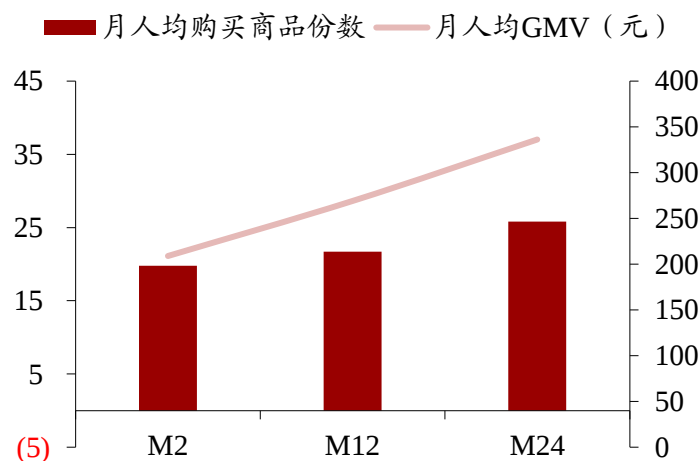


资料来源：公司公告，招商证券

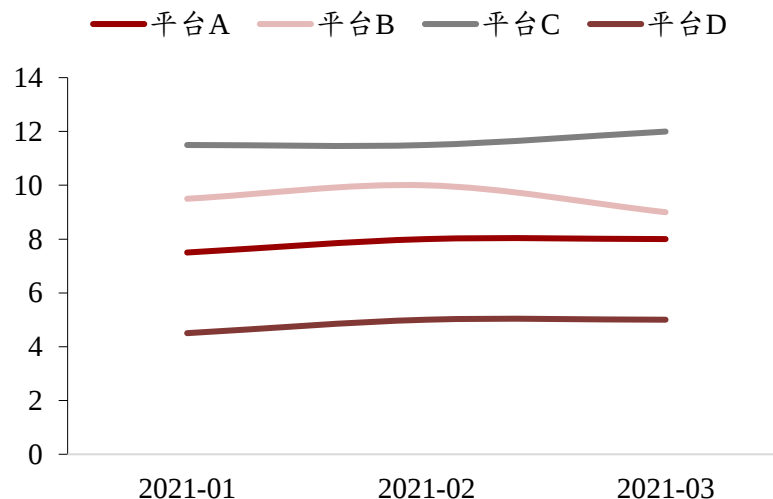
# 供应链：对标兴盛，客单价/件单价仍有提升空间

- 对标兴盛，拼多多与美团客单价/件单价均有提升空间。目前兴盛优选品类已扩大至纸制品、服饰、母婴用品、宠物生活等30多个大品类，SKU数量接近1000，件单价约12元，客单价高达30元+，领先头部电商平台。造成差异的主要原因有：1) 兴盛在湖南等区域经营时间较长，建立了较高的消费者信任度，消费者愿意在平台购物高客单价商品；2) 兴盛在成熟区域的供应链能力具备一定优势。我们判断随着消费者体验和信任度的提升，以及供应链能力提升带来的品类结构优化与扩充，拼多多/美团在件单价与客单价均有较大提升空间。

图：兴盛优选新用户月人均购买份数与GMV曲线



图：社区团购各平台件单价（元/件）

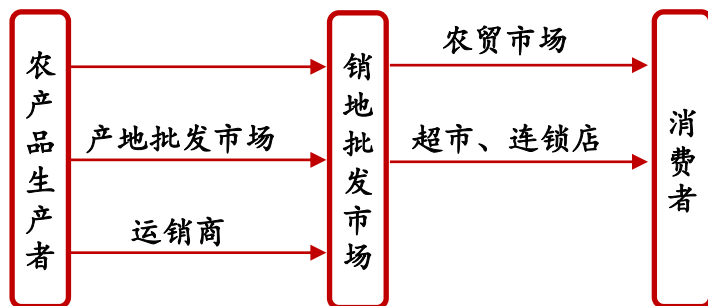


资料来源：草根调研，招商证券

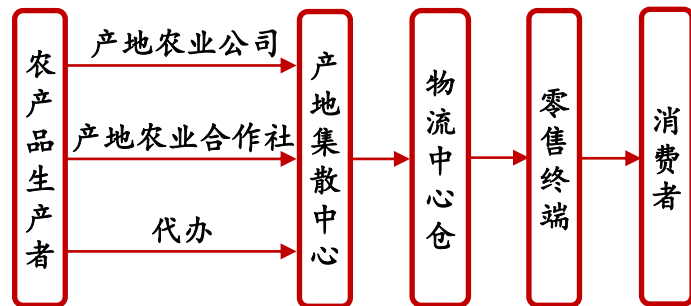
# 供应链：暂无明显差异，多多生鲜产地仓略具优势

- 目前多多买菜与美团优选供应商重合度较高，供应链模式整体上无明显差异，主要差异在于多多买菜依托于主站的生鲜产地仓，在生鲜供应链资源上具备一定优势。生鲜直采直接对接基地合作社与代办，部分品类直接在产地建立产地仓与加工中心。相比批发商采购，生鲜直采一方面可减少中间环节有效提升毛利率，另一方面可获得更为稳定可靠的货源。拼多多主站电商业务对生鲜直采已有一定布局，预计目前生鲜产地仓20多个，可为多多买菜业务约10-20%的生鲜品类提供支持。预计未来生鲜直采将成为双方共同的努力方向。

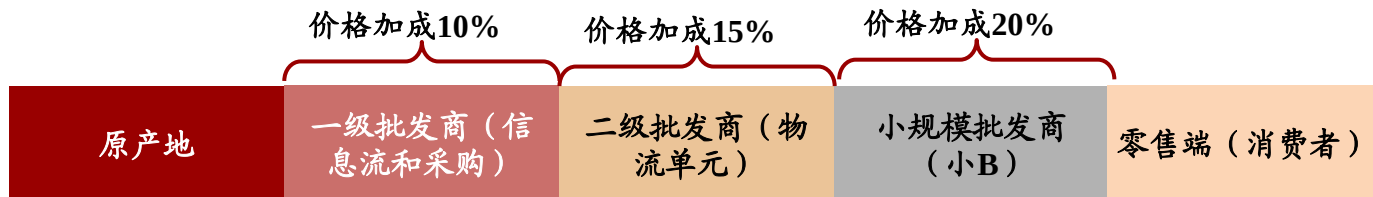
图：传统生鲜供应链



图：生鲜直采供应链



图：生鲜供应链由采购端到销售端整体加价率

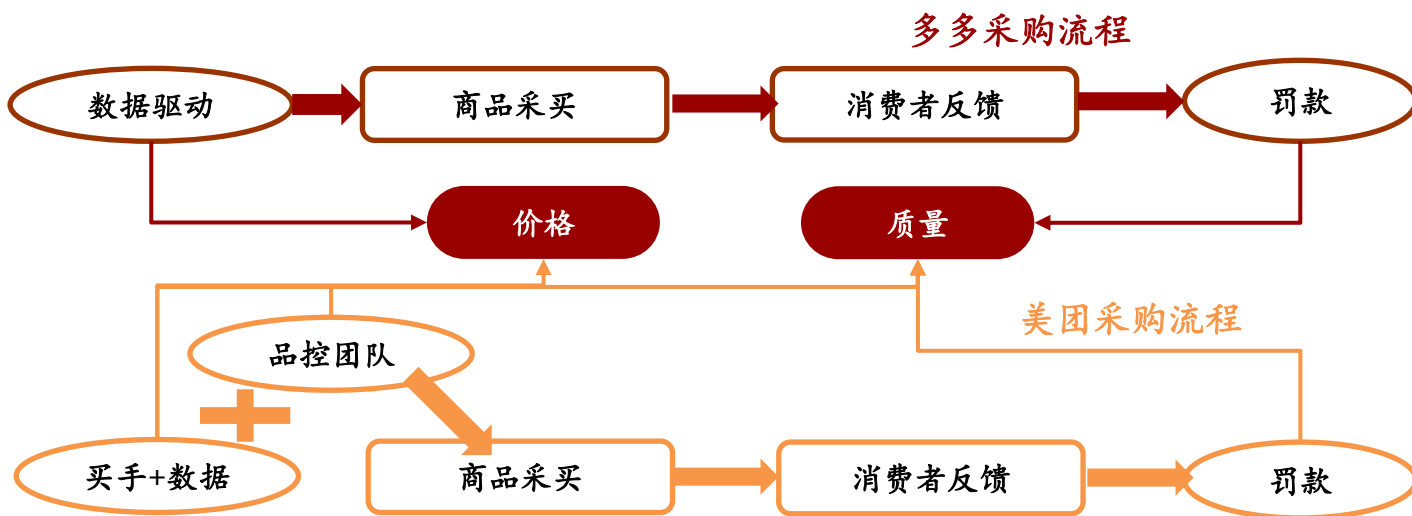


资料来源：草根调研，招商证券

# 供应链：多多系统驱动，美团精细化管理品控要求更高

- **多多商品选择/采购更多以系统驱动，以价格为主要考量指标，品控后置。**多多买菜选品以系统数据为核心判断标准，供应商选择以线上集中竞价方式进行，以价格为主要考量指标，品控的要求相对后置，出现消费者投诉后再进行追责。多多数据驱动模式可有效降低腐败行为，且人力数量要求较少，但实际执行需较长时间磨合，且在品控上存在一定风险。
- **美团商品选采环节精细化管理，采购运营具备一定话语权，更注重品控与消费者体验。**美团选品大致可分为定向招品与运营选品两类，定向招品系统话语权强，运营选品模式下运营人员会根据品类规划需求选择商品，自主性更强。品控方面，美团在商品销售之前会进行较严格品控，确保商品质量。美团模式下商品品质与消费者体验更佳，但相应的人力成本更高。

图：美团和拼多多采购流程图



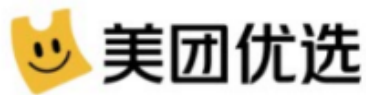
资料来源：草根调研，招商证券

# 多多买菜VS美团优选各环节对比总结



## 资源禀赋优异

- 主站流量大且与用户契合度更高
- 主站生鲜产地仓提供资源支持



## 组织管理强大

- 组织架构完善，学习迭代能力强
- 具备精细化管理能力，抗风险能力强

### 组织

多多买菜

→ 权力下放幅度较大，区域灵活性强

美团优选

→ 强总部统一作战，商业分析团队提供全面支持

### 流量

多多买菜

→ 主站流量大且与用户契合度高，获客成本低

美团优选

→ BD团队作战能力强，快速开拓市场

### 仓配

多多买菜

→ 管理相对简单，人员投入较少

美团优选

→ 精细化管理，带来更优消费者体验与更低长期成本

### 供应链

多多买菜

→ 生鲜产地仓略具优势；核心商品关注价格，品控后置

美团优选

→ 精细化管理，采购运营话语权更大，更重视品控

---

四、投资建议：持续推荐社区团购平台巨头拼多多、美团

## 投资建议：持续推荐拼多多、美团

---

- 社区团购市场规模超万亿，行业短期竞争激烈亏损较大，但长期来看模型可以跑通，为平台方在获客、收入、利润等多方面提供可观价值。持续推荐在流量、供应链、组织管理等多维度具备明显优势的平台巨头拼多多、美团。
  
- 风险提示：
  - 1) 行业竞争激烈程度超预期：行业竞争持续加剧，各参与方利润率与投资回报率下降。
  - 2) 国家监管风险：国家出台反垄断、反低价销售等政策趋严，对社区团购平台方发展产生影响。
  - 3) 样本数据偏差对测算产生影响。

# 分析师承诺

---

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融学硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券，2019年加入招商证券，善于前瞻性地从产业发展趋势发掘投资机会。2019-2020年Wind金牌分析师第一名。

李秀敏，商业团队资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

徐锡联，上海交通大学金融硕士，上海财经大学金融工程学士，2020年加入招商证券。

# 投资评级定义

---

## 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

## 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

## 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

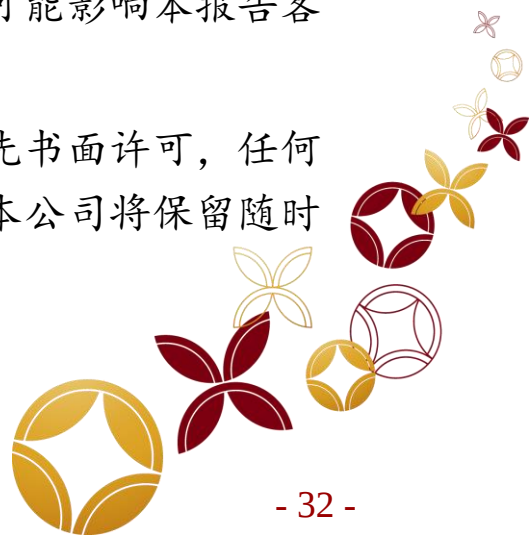
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

# 重要声明

---

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢聆听

Thank You