

行业研究

聚焦家庭厨房，回归供应链升级本质

——社区团购行业深度报告

要点

社区团购是传统商超零售的补充业态，下沉市场适配度高

社区团购是社区零售和生鲜电商的交集，是介于线上消费和线下消费之间的一种兼容状态。补充作用有：1) 在超市连锁不发达地区，作为一种零售的补充业态；2) 作为“电商版的社区便利店”，兼具性价比和时效性。社区团购模式与下沉市场适配度较高，已婚女性是主要客群，以家庭为主要购买单元。

商品结构和品质是社区团购发展可持续性的基石

从商品结构角度看，社区团购现阶段主要聚焦家庭厨房，食材类仍是主要商品。从长期角度看，以“引流”为核心到“差异化”为核心，是社区团购电商对于用户的培育过程，也将是平台选品和盈利的关键策略。商品的品质是提升复购率和用户留存的关键，品质提升离不开平台对于供应链的建设，主要在于：1) 冷链的加强建设，防止商品的变质；2) 与优质供应商的合作。

三级仓配体系压缩履约成本成为 UE 模型盈利的关键

社区团购模式采用“共享仓-中心仓-网格仓”的三级仓配体系。共享仓为多个供应商提供货物仓储服务，并向中心仓运输货物；中心仓为社区团购平台核心模块，集合供应商、货品及订单信息，分拣货物并运至网格仓；网格仓分拣货物并送至团长处，网格仓运营以加盟制为主，加盟商能否稳定盈利是链路稳定的关键，随着团效及团密度提升，网格仓加盟商有望稳定盈利。据当前行业数据搭建单中心仓模型，1 中心仓对应 40 网格仓情况下，平台履约费用率为 10% 左右，远低于前置仓模式（25% 以上），件均价不变情况下提升团效、团数，履约费用率存在 2% 压缩空间。三级仓配下履约费用率得以压缩是社区团购模式的核心竞争力。

团长兼负履约与运营双责任，降低社区团购平台获客及运营成本

社区团购模式下，团长自网格仓接受商品并按客户分拣，通知客户上门自提。此外，团长可通过社区熟人关系引进新客，通过社群运营提升团效，实现“最后一环履约+运营”的双重责任。目前团长佣金采用“名义佣金+奖级”模式，主要平台综合佣金率 8%-10%。随着团购平台影响力增长，名义佣金率不断下降，预计未来团长收入有分化趋势。

预期市场规模于 2023 年达 8300 亿元，UE 模型曾获验证，行业未来可期

根据用户画像和商品结构两种角度估算，我们预测：到 2023 年，社区团购市场市场空间约为 8300 亿元。2020 年 7 月，互联网巨头入场前，区域性龙头兴盛优选于湖南地区履约费用率已压至 3%，毛利率 15%-20%、团长佣金率 10%-12%，净利率为正。随着美团优选、多多买菜等互联网巨头入场，投入补贴压低件均价，当前平台普遍履约费用率为 10%。未来，在行业出清完成，格局稳定情况下，随订单集中度提升，团效将进一步提升，各项成本将进一步压缩，UE 模型有望再次盈利。

投资建议：推荐拼多多（PDD.O），多多买菜用户与拼多多主站用户重合度高，具有较高协同效应。建议关注美团-W（3690.HK），地推能力出众，人员管理能力较强。

风险分析：团购用户或大幅流失，管理能力不及预期，导致 UE 模型盈利所需时间长，链路或存在断裂可能，监管风险。

批发和零售贸易
增持（维持）

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebscn.com

联系人：田然

021-52523799

tianran@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



投资聚焦

生鲜、快消品等高频刚需商品的电商化一直是市场关注的焦点，存在难以保鲜、高履约成本等痛点，相关商业模式往往难以获利。社区团购模式自 2018 年以来模式逐步完善，大量创业者涌入，模式盈利性已在局部地区获得验证。2020 年疫情催化下互联网巨头纷纷入场，意在争夺高频流量、拓展盈利空间。作为未来可能长期存在的新型零售渠道，我们对其商业模式、市场空间、盈利逻辑加以梳理研究。

我们的创新之处

报告从商品和履约环节两个主要视角梳理当前社区团购模式并发掘其特点及优势；并从市场空间、模型盈利性、竞争格局三个视角对社区团购未来发展进行探讨：

- 1) 商品：从商品运营逻辑角度，分析了现阶段社区团购的发展阶段，提出了社区团购未来的商品将往差异化和标准化过渡，以及建设完善供应链体系保障商品质量是社区团购可持续发展的基本要求。
- 2) 履约：三级仓配方面，梳理当前主要社区团购平台在中心仓运营方面的不同策略，建立单中心仓模式梳理社区团购平台各环节、各主要项目的成本情况，构建履约费用率对团效、团数量的敏感性分析，验证件均价不变情况下履约费用率具备压缩空间；团长方面，通过梳理团长佣金模式及佣金率变化情况，展望未来团长可能出现分化趋势，且分化趋势下社区团购平台方团长佣金成本有望减轻。
- 3) 未来发展：主要探讨了社区团购行业渗透率的合理范围，给出了基于保守情况下的行业规模可达 8300 亿元；分析区域性龙头兴盛优选曾经盈利的 UE 模型和当前主要平台（美团优选、多多买菜）UE 情况，结合前文对商品、履约环节的分析，认为 UE 模型具有再次盈利可能性。

股价上涨的催化因素

与其他商业模式相比，社区团购在毛利率为 20% 左右，处于生鲜电商行业的平均毛利率水平，获利关键点在于：1) 除去补贴后保障订单件稳定；2) 履约费用率+团长综合佣金率+运营费用率+少量补贴费用率，总体费用需率低于 20%。2020 年 7 月巨头未进入市场前，兴盛优选履约费用率 3%，团长综合佣金率 10%-12%，不存在补贴情况下，净利润为正。截止 2021 年 5 月，主流平台（美团优选、多多买菜）履约费用率 10% 左右，团长综合佣金率 8%-10%。随着未来竞争格局稳定，市场出清后，订单集中，团效增长，履约费用率有望压缩至 8% 及以下，团长佣金率有望压缩至 8% 及以下，补贴及推广逐步退出，UE 模型具备再次盈利可能性。

投资观点

我们认为：1) 社区团购模式较好的平衡了时效与成本，是当前生鲜电商/社区零售领域中最具有盈利可能性的商业模式；2) 作为新兴渠道，社区团购行业下，市场空间较广可达 8300 亿元，当前仍处激烈竞争中，并已呈现市场出清的迹象，随着未来竞争格局稳定，龙头平台将稳定盈利；3) 建议标的：推荐拼多多（PDD.O），多多买菜用户与拼多多主站用户重合度高，具有较高协同效应。建议关注美团-W（3690.HK），地推能力出众，人员管理能力较强。

目 录

目 录	3
1、生鲜电商迭代孕育社区团购业态	7
1.1、社区零售和生鲜电商的交集	7
1.2、生鲜电商模式不断更迭，社区团购应时而生	7
2、性价比为王，商品结构有待优化	10
2.1、高性价比的零售补充业态，渗透率有待提升	10
2.2、从爆品到基本品，商品结构调整是获利关键	11
2.3、商品品质提升是可持续发展的前提	13
3、聚焦下沉市场，已婚女性是主要客群	15
3.1、下沉市场适配度高，家庭是主要消费单位	15
3.2、高线城市生鲜渠道多样，消费需求分化	18
4、压缩履约成本是 UE 模型盈利的关键	19
4.1、多链条合并单链条，库存周转率大幅提升	19
4.2、三级仓配制度是履约的基础设施	22
4.2.1、共享仓倒逼供应商提升库存把控能力	22
4.2.2、中心仓为社区团购平台核心模块	22
4.2.3、网格仓加盟制助推市场下沉，加盟商盈利与否影响链路稳定	23
4.3、仓配模型履约费用率下降空间测算	26
5、团长兼负履约运营，社区团购最后一环	28
5.1、重团长、轻团长模式并存，激励方式多元	29
5.2、未来团长有分化趋势	31
6、社区团购未来规模探讨	32
6.1、预测市场规模于 2023 年可达 8300 亿	32
6.1.1、基于目标客群画像的测算	32
6.1.2、基于商品结构的测算	33
6.2、UE 模型曾获验证，盈利具备可能性	34
6.3、竞争格局激烈，鹿死谁手尚未可知	35
7、社区团购行业相关标的	39
7.1、推荐拼多多：主站流量与供应链赋能社区团购	39
7.2、建议关注美团：地推能力出众，人员管理能力较强	41
8、风险分析	42

图目录

图 1：社区团购是社区零售和生鲜电商的交集.....	7
图 2：社区团购运营模式简图	7
图 3：O2O 模式电商 APP 界面.....	8
图 4：生鲜电商/社区团购行业发展历程	9
图 5：2018 年来社区团购行业受到资本广泛关注	9
图 6：资金向龙头聚集，兴盛优选披露融资金额 309 亿元.....	9
图 7：一二线城市的连锁商超数量明显高于三线城市.....	10
图 8：社区团购模式中性价比和时效性都能一定程度得到满足	10
图 9：生鲜零售市场拥有万亿规模，2020 年达 5 万亿元	10
图 10：生鲜零售线上渗透率依然处于较低水平.....	10
图 11：社区团购商品运营策略需从“引流”到“差异化”进而实现盈利	11
图 12：水果生鲜是社区团购消费者的主要购买商品	12
图 13：食品烟酒是人均消费的第一大支出项目，2020 年占 30.2%	12
图 14：社区团购平台目前以“引流”为主.....	13
图 15：商品质量是用户拒绝社区团购的最主要原因	13
图 16：中国生鲜品类冷链物流应用比例远小于发达国家平均水平（2018 年）	14
图 17：相关行业公司 2020 年应付账款周转天数.....	15
图 18：拼多多对供应商结款周期为 T+1.....	15
图 19：三线城市及以下城市人口占比 68.4%.....	15
图 20：2020 年农村居民人均可支配收入增速 6.9%	15
图 21：农村网络零售发展迅速，2019 年农村网络零售渗透率达 28%	16
图 22：下沉用户相对更加信任通过熟人得知的商品	16
图 23：下沉用户在闲暇时间更爱关注流行和低价商品.....	16
图 24：下沉城市大部分的家庭模式还是以孩子为中心.....	17
图 25：下沉城市用户的闲暇时间较多	17
图 26：女性为社区团购电商的主要用户	17
图 27：已婚家庭是社区团购的主要客群	17
图 28：社区团购用户年龄分布集中在 30-49 岁	17
图 29：社区团购用户主要集中在三线及以下城市.....	17
图 30：即时型生鲜电商用户较社区团购用户年轻.....	18
图 31：仓店一体模式的盒马鲜生用户月收入水平最高.....	18
图 32：社区团购仓配链路模型	19
图 33：生鲜产品传统分销链路	20
图 34：快消品传统分销链路.....	20
图 35：社区团购链路 VS 生鲜及快消品传统链路	21
图 36：生鲜产品传统分销渠道流通周期	21
图 37：兴盛优选中心仓	22
图 38：多多买菜网格仓加盟海报（截选）	24
图 39：美团优选网格仓加盟海报（截选）	24

图 40: 加盟商成本构成 (采取表 11 的网格仓加盟商成本-收入模型)	25
图 41: 美团优选、多多买菜团长情况 (2021 年 5 月)	28
图 42: 社区团购平台注重团长的获客功能	28
图 43: 团长性别比例 (2021 年 3 月)	29
图 44: 团长年龄分布 (2021 年 3 月)	29
图 45: 团长城市分布 (2021 年 3 月)	29
图 46: 团长类型构成 (2020 年 4 月)	29
图 47: 重团长、轻团长模式并存	31
图 48: 社区团购平台会给予团长一定的培训	31
图 49: 履约末节具备灵活性, 未来或将多模式并存	31
图 50: 社区团购家庭渗透率类二叉树模型	32
图 51: 通过商品结构推算社区团购零售规模方法图	33
图 52: UE 模型已盈利 (兴盛优选, 湖南, 2020 年 7 月前)	34
图 53: 美团优选的 GMV 持续处于高水平, 多多买菜在 2021 年 5 月赶超美团优选	36
图 54: 区域型平台兴盛优选件单价更高, 达 12 元	36
图 55: 美团优选日销件数处于持续领先	36
图 56: 2021 年 4 月社区零售类平台的 MAU 对比 (万人)	37
图 57: O2O 平台模式简图	37
图 58: 京东到家的合作商家种类多, 涉及超市生鲜、药店等	37
图 59: 前置仓模式图	38
图 60: 前置仓模式 UE 模型 (以每日优鲜 2020 年财务数据为例)	38
图 61: 拼多多用户基数庞大, 2021 年 6 月 AAC 已达 8.5 亿人	40
图 62: 拼多多下沉城市用户人数占比于 2021 年 3 月年达 60.7%	40
图 63: 拼多多农产品供应链模式已优化并取代传统层层经销模式	40
图 64: 美团销售团队组织架构层次分明、便于即时向上汇报	41
图 65: 快驴进货模式对美团优选存在经验借鉴	42
图 66: 美团优选技术类招聘广告	42

表目录

表 1: 社区团购的商品运营逻辑	11
表 2: 多多买菜和美团优选 SKU 对比 (单位: 个)	12
表 3: 社区团购平台商品价格显著低于前置仓模式下的商品价格 (单位: 元)	13
表 4: 生鲜品类繁多, 储存和生产条件各不相同, 整合供应链难度较高	14
表 5: 下沉市场与社交电商高度适配	16
表 6: 社区零售电商类平台对比	18
表 7: 主要平台中心仓运营情况 (湖南省, 2020 年 12 月-2021 年 1 月)	23
表 8: 主要平台仓库数量及覆盖范围	23
表 9: 网格仓规格	23
表 10: 各社区团购平台网格仓佣金方案 (2020 年 10 月-12 月数据)	24
表 11: 网格仓加盟商成本-收入模型	25

表 12: 件利润对团效的敏感性分析	26
表 13: 件利润对租金的敏感性分析	26
表 14: 完整仓配模型 (1 个中心仓及其覆盖的 40 个网格仓)	27
表 15: 完整仓配模型下履约成本结构 (表 14 模型条件下)	27
表 16: 履约费用率将随团效的增加而降低, 件单价保持 7.5 元情况下履约费用率存在 2 个点以上压缩空间	28
表 17: 美团优选团长奖励模式 (截至 2020 年 11 月)	30
表 18: 橙心优选团长奖励模式 (截至 2020 年 11 月, 西安地区)	30
表 19: 社区团购平台团长数据对比 (2021 年 5 月)	30
表 20: 社区团购行业规模对于渗透率和复购频次的敏感性分析 (单位: 亿元)	32
表 21: 按照城市级别细分下市场规模预测	33
表 22: 按照品类预测的社区团购零售规模	34
表 23: 当前 UE 模型未盈利 (美团优选、多多买菜, 2021 年 5 月)	35
表 24: 互联网公司的社区零售布局	35
表 25: 前置仓模式公司 2020 年业务数据	38
表 26: 社区团购平台各环节承担风险与责任	39
表 27: 各模式下风险与责任分配情况	39
表 28: 公司盈利预测与估值简表	40
表 29: 美团在线上零售/采购领域布局层次丰富, 可共享经验	42

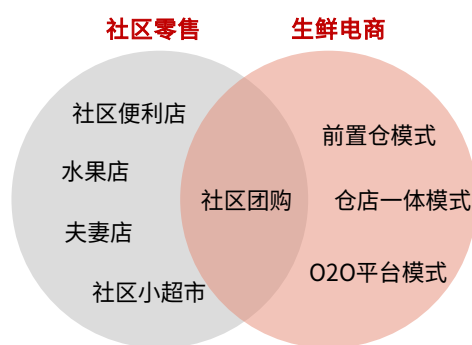
1、生鲜电商迭代孕育社区团购业态

1.1、社区零售和生鲜电商的交集

社区团购是社区零售和生鲜电商的交集，是介于线上消费和线下消费之间的一种消费状态。社区团购既依托于互联网平台，又依托于线下的社区。从消费者视角来看，社区团购的主要特点有：1) “预售+自提”模式；2) 社交关系为枢纽的“团长”模式；以及 3) 聚焦家庭，SKU 较少。

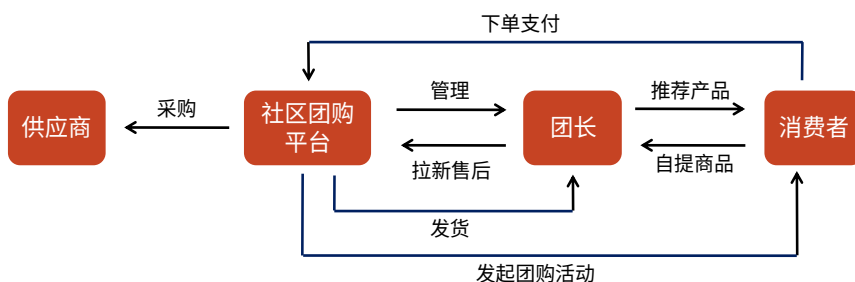
社区零售，指以社区为中心的近景消费，其商品主要为具备高频刚需性质的食品和日用百货，传统模式包括社区便利店、夫妻店、水果店等。**生鲜电商**，指以生鲜类产品为核心的电商平台，随着模式的不断更迭，现类型主要有 O2O 模式、自营前置仓模式和社区团购模式等，拉动着生鲜食品线上渗透率不断提升。

图 1：社区团购是社区零售和生鲜电商的交集



资料来源：光大证券研究所整理

图 2：社区团购运营模式简图



资料来源：新经销，光大证券研究所整理

1.2、生鲜电商模式不断更迭，社区团购应时而生

生鲜电商行业自出现以来，一直进行着商业模式的更迭，据此可将行业历程分为四个阶段：

1) 2005-2011 年：初创阶段，以复刻传统电商 B2C 模式为主。在这一阶段，生鲜、百货等高频消费产品具备较大市场空间的事实受到广泛关注，但入场参与者

大多仍沿用了传统电商模式，没有考虑生鲜易腐、低毛利的特性，冷链技术投入不足，市场竞争格局分散，未出现行业龙头。代表参与者莆田网、菜管家、沱沱工社等。

2) 2012-2014 年：行业龙头入局，提高准入门槛。2012 年，京东上线生鲜频道，淘宝上线农业频道；2013 年沃尔玛 1 号店出现生鲜品类；2014 年大润发旗下 B2C 电商飞牛网上线生鲜业务。这一阶段电商、商超巨头入场，探索生鲜供应链、仓储（自营为主）和平台运营的标准，提高了行业准入门槛。但在模式上仍旧缺乏创新，资产偏重，并未解决保鲜和高成本的问题。

3) 2015-2017 年：从 O2O 模式到仓店一体。2015 年，众多新兴 O2O 创业公司上线，如有米、Dmall 等，而传统商超如华润万家、沃尔玛也推出自有 O2O 平台，2015 年 4 月京东到家上线。O2O 模式下，平台与线下商超便利店合作，为消费者提供“线上下单+线下配送/自提”服务，平台方多采用轻资产模式。由于创业公司自身不具备供应链优势，在线下店引入时存在资源不足的问题，2016 年，O2O 模式开始市场出清，部分商家被淘汰，Dmall 核心高管全部撤离、裁员过半，味道网战略重心转向 B 端。2017 年，盒马鲜生开启线上业务，主打高品质生鲜，是“超市+餐饮+物流+APP”的复合功能体。相比起 2015 年较为主流的轻资产 O2O 模式，盒马鲜生仓店一体化资产更重，开店成本较大，虽保障了生鲜品质，但成本端承压。

图 3：O2O 模式电商 APP 界面

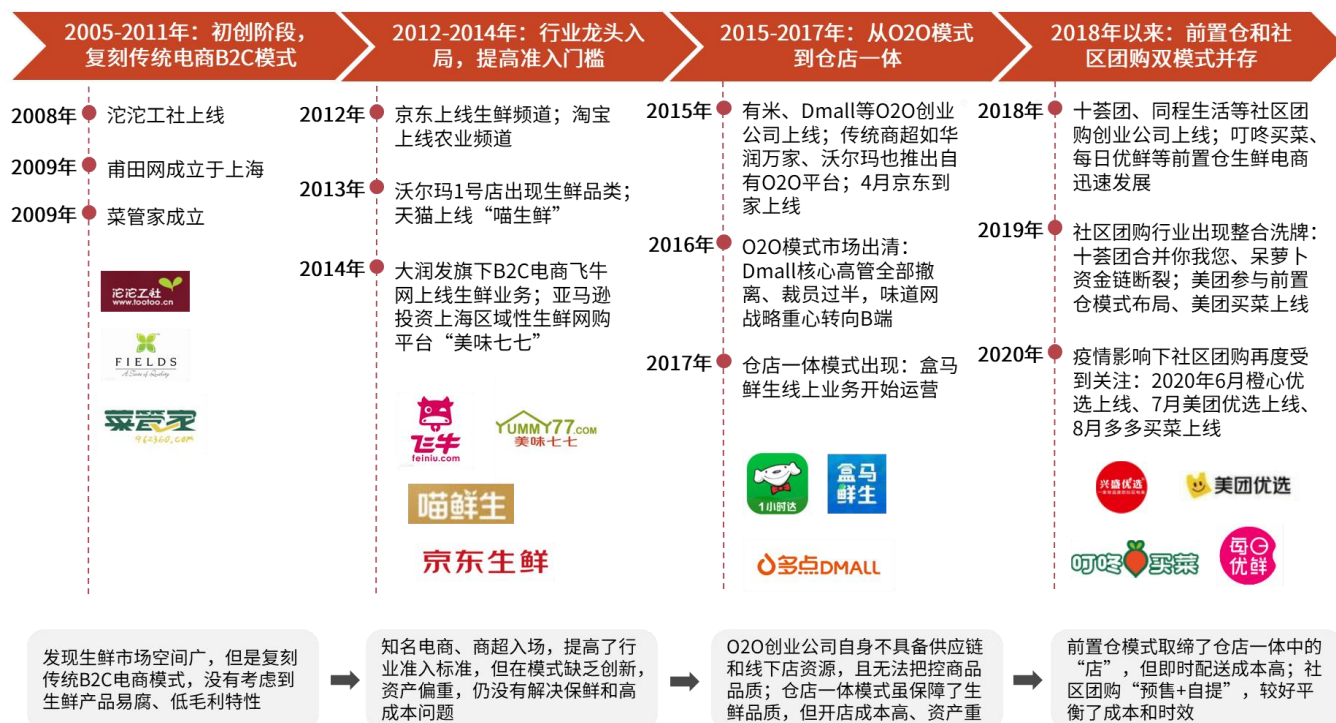


资料来源：京东到家小程序，盒马 APP，光大证券研究所整理

4) 2018 年至今：前置仓和社区团购双模式并存：前置仓和社区团购分别对标高线和低线市场受到广泛关注。1) 前置仓模式取消了仓店一体中的“店”，仓的选址靠近客户群，主打即时（40 分钟内）配送，保障生鲜和服务的高品质，但高履约成本需要高客单价覆盖，典型参与者叮咚买菜、每日优鲜，均在 2018 年进入发展快车道，2019 年美团通过美团买菜参与前置仓布局。2) 社区团购模式采取“提前下单+次日自提”模式，大幅降低履约成本，2018 年，出现很多相关创业公司（如十荟团、同程生活等），2019 年赛道整合洗牌（呆萝卜资金链断裂、十荟团合并你我您、同程生活合并考拉精选），2020 年受益于疫情，社区

团购热度提升，互联网巨头开始相继布局社区团购。目前，社区零售的商业模式还未定型，现存模式下的同行竞争、自我完善仍将是中短期主题。

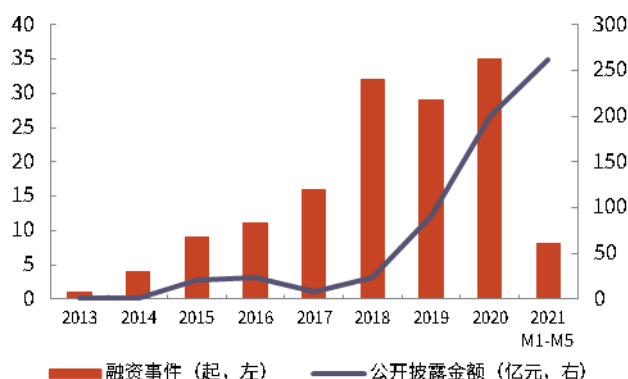
图 4：生鲜电商/社区团购行业发展历程



资料来源：据亿邦动力网、联商资讯、亿欧、企查查等公开信息整理，光大证券研究所整理

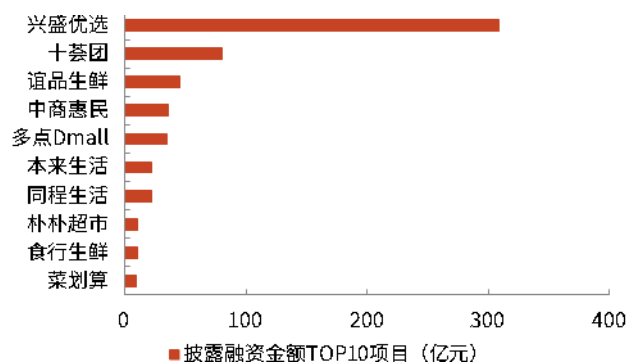
从融资角度看，2018年来社区团购受到资本广泛关注，资金向龙头聚集。据企查查数据，2018年社区团购相关融资数量32起，融资金额23.5亿元，融资金额同比2017年增加217%；2019年开始内部洗牌，融资数量略有下降；2020年疫情催化下，社区团购再度受到资本关注，相关融资35起，融资金额由2019年的91亿元增至200.7亿元，同比增加121%。融资金额向头部聚集，截至2021年5月，兴盛优选融资金额居榜首，309亿元，远多于其他参与者。

图 5：2018 年来社区团购行业受到资本广泛关注



资料来源：企查查，光大证券研究所，注：统计口径包含后来转型至社区团购的生鲜电商和社区电商

图 6：资金向龙头聚集，兴盛优选披露融资金额 309 亿元



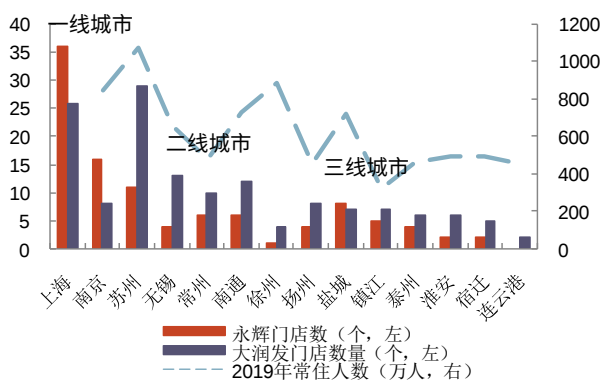
资料来源：企查查，光大证券研究所，注：统计口径包含后来转型至社区团购的生鲜电商和社区电商，统计时间截止2021年5月

2、性价比为王，商品结构有待优化

2.1、高性价比的零售补充业态，渗透率有待提升

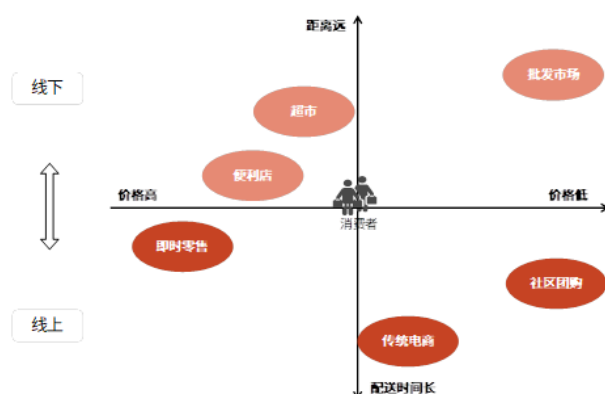
社区团购是传统商超零售的补充业态，性价比高：1) 弥补部分低线城市的线下商超空缺。以江苏地区的大型商超（永辉和大润发）为例，一二线城市的连锁商超数量明显高于三线城市；在常住人口数接近的情况下，二线城市拥有比三线城市更多的大型全国连锁商超门店。在三线及以下城市，社区团购可以一定程度上弥补线下商超的空缺。2) 作为“电商版连锁社区便利店模式”，满足日常的家庭生活需求，对比传统电商，时效性更强，性价比更高。消费者在传统电商购买商品，物流时间往往需要 2-3 天，若加急则需要更高的价格；但是，在社区团购模式下，消费者可以以更低的价格，次日提取。

图 7：一二线城市的连锁商超数量明显高于三线城市



资料来源：永辉官网，大润发官网，光大证券研究所整理；注：统计时间截至 2021 年 8 月

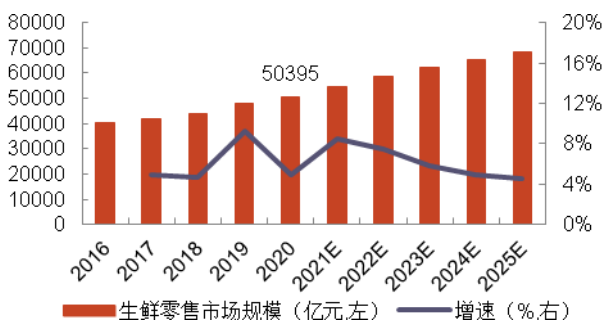
图 8：社区团购模式中性价比和时效性都能一定程度得到满足



资料来源：光大证券研究所整理；注：即时零售包括 O2O 模式和前置仓模式

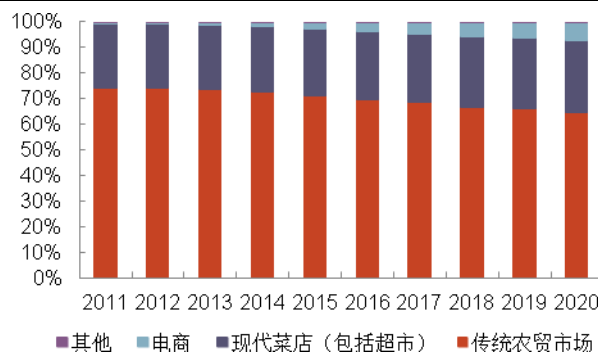
生鲜零售市场规模庞大，线上渗透率依然处于较低水平。根据艾瑞咨询，生鲜零售市场在 2020 年达 5 万亿元。鉴于生鲜食品易损耗且具有高频率低价的消费属性，线下模式依然是生鲜零售的主要模式。根据欧睿咨询，按 2020 年生鲜食品销售量口径，传统农贸市场渗透率为 65%，而电商生鲜渗透率仅为 7%，在社区团购等新业态催化下，生鲜零售线上渗透率或将进一步提升。

图 9：生鲜零售市场拥有万亿规模，2020 年达 5 万亿元



资料来源：艾瑞咨询预测，光大证券研究所整理

图 10：生鲜零售线上渗透率依然处于较低水平

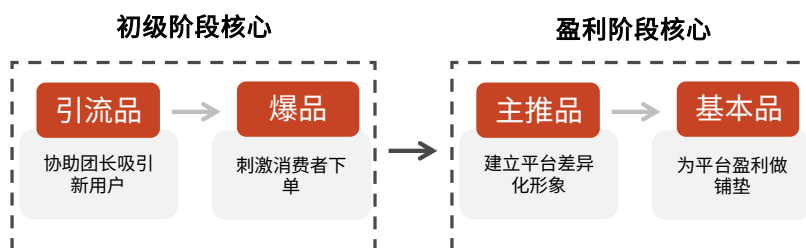


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理；注：以生鲜食品销售量为口径计算

2.2、从爆品到基本品，商品结构调整是获利关键

以“引流”为核心到“差异化”为核心，是社区团购电商对于用户的培育过程，也是平台选品策略需要遵循的规律。社区团购的商品运营逻辑类似于电商店铺的运营逻辑：通过引流品吸引新用户，爆品刺激用户下单；再根据主推品树立平台形象，以基本品优化毛利，为后续盈利做铺垫。现阶段社区团购的商品依然处于以“引流品”和“爆品”引流的初级阶段。若社区团购平台想步入盈利区间，需要通过“差异化”主推品建立平台形象，留住团长和客户，再通过围绕用户生活的基本品提升获利空间。生鲜产品难以成为基本品的主要原因在于其易损耗且难以标准化，随冷链物流搭建不断完善，生鲜品向标品转变或将成为社区团购平台突围的方向。

图 11：社区团购商品运营策略需从“引流”到“差异化”进而实现盈利



资料来源：《社区团购模式下，商品的运营逻辑分析》人人都是产品经理专栏作家，光大证券研究所整理

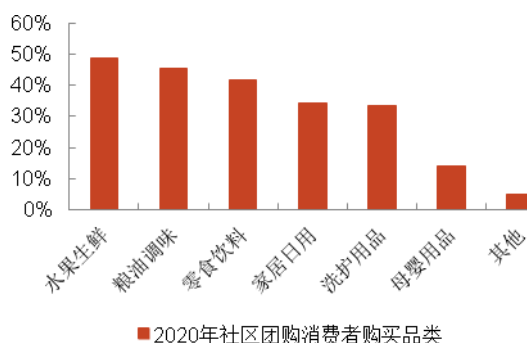
表 1：社区团购的商品运营逻辑

	引流品	爆品	主推品	基本品
定义	吸引平台客户，增加团长数量，提高新用户下单比率	贴合用户需求且受欢迎的产品，单品销售量或销售额大	体现平台差异化优势，和用户建立粘性	满足用户日常基本需求，优化毛利，为后续业务模型盈利做铺垫
选品标准	品类属性以生鲜产品为主	结合地理位置、品类、价格（折扣）、季节性、源头属性和网红属性选品，因此一般具有地域性和季节性差异	主要特点有：高毛利、平台自有品牌、差异化属性、大批量、符合业务需求（早餐、美食寻味）	围绕家庭场景和消费者偏好的标品
价格要求	10 元以内（降低获客成本）	一般在 10-20 元	-	（毛利水平在 20%-30%）
评估标准	该商品从用户浏览到下单得转化率	单次团销量/销额超过 XX%	销售额占比达到 XX%	-
每期数量占比	6%-10%	3-5 款	20%-30%	50%-60%

资料来源：《社区团购模式下，商品的运营逻辑分析》人人都是产品经理专栏作家，光大证券研究所整理

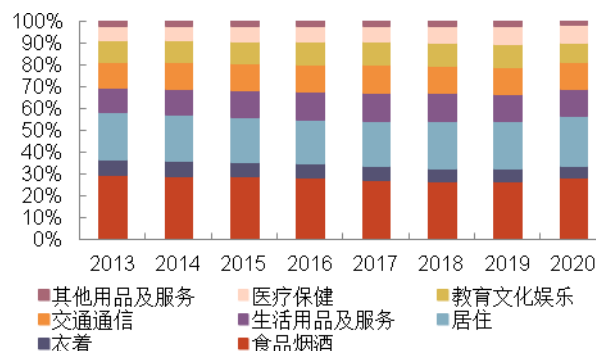
从商品结构看，社区团购现阶段主要聚焦家庭厨房，主要包括：1）食品类（以生鲜食材为主）；2）日用百货类。2020 年，食品烟酒类支出仍然是中国居民的第一大支出，占人均总消费支出 30.2%；2020 年日用百货类消费支出占人均总消费支出 5.9%。

图 12：水果生鲜是社区团购消费者的主要购买商品



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所整理

图 13：食品烟酒是人均消费的第一大支出项目，2020 年占 30.2%



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

食材类仍是社区团购主要商品。我们统计了多多买菜和美团优选在上海、长沙和成都的 SKU 分布，截至 2021 年 8 月 10 日，多多买菜的 SKU 在 850 个左右，美团优选的 SKU 在 1000 个左右。其中：1) 生鲜品类 SKU (包括蔬菜、水果、肉禽蛋类和海鲜) 占社区团购总 SKU 约 30%；2) 食品类 SKU (包括生鲜品类、粮油、零食、酒饮和速冻食品) 占社区团购总 SKU 约 75%；3) 标品类 SKU 占社区团购总 SKU 约 70%。对于同类型商品，社区团购平台商品价格显著低于前置仓模式下的商品价格。

表 2：多多买菜和美团优选 SKU 对比 (单位：个)

品类	上海		长沙		成都	
	多多买菜	美团优选	多多买菜	美团优选	多多买菜	美团优选
蔬菜	127	107	100	125	96	107
水果	78	103	64	133	69	106
粮油	132	142	131	155	144	166
肉禽蛋	58	87	105	121	22	100
海鲜	16	47	-	44	-	36
零食	60	130	212	143	109	122
酒饮	83	143	107	146	111	140
速冻食品	70	52	-	75	-	55
乳饮	52	59	65	53	66	103
日用品	62	200	250	297	196	281
花卉绿植	-	19	-	30	19	22
小家电	18	9	-	23	-	18
总计	756	1098	1034	1345	832	1256
生鲜 SKU 占比	36.9%	31.3%	26.0%	31.4%	22.5%	27.8%
食品类 SKU 占比	89.42%	79.23%	75.82%	73.98%	74.16%	74.44%
标品 SKU 占比	61.35%	65.65%	72.72%	65.17%	73.51%	69.14%

资料来源：多多买菜小程序，美团优选 APP，光大证券研究所整理；注：数据截止日期为 2021 年 8 月 10 日；

表 3：社区团购平台商品价格显著低于前置仓模式下的商品价格（单位：元）

品类	商品	社区团购类			前置仓类	
		多多买菜	美团优选	兴盛优选	叮咚买菜	每日优鲜
水果类	山东苹果 1 斤	2.79	3.69	3.00	7.50	7.73
	橙子 1 斤	2.89	3.99	-	9.94（进口）	10.35（进口）
	香蕉 1 斤	2.89	2.89	3.50	5.7（进口）	6.58（进口）
蔬菜类	娃娃菜 500g	2.30	2.72	2.07	6.90	6.90
	小青菜 500g	3.79	5.99	4.99	3.20	4.17
	杭白菜 500g	3.79	5.99	-	3.65	5.82
肉禽蛋类	鸡蛋（10 枚）	6.16	6.41	6.33	7.13	8.90
	猪五花 500g	14.99	18.74	17.49	17.88	31.80
	猪小排 500g	16.24	12.38	19.99	22.38	28.17
标品	金典纯牛奶 250ml*12 盒	41.5	45.9	43.9	49.9	56.5
	王老吉凉茶 250ml*6 盒	-	10.9	-	10.0	11.9

资料来源：多多买菜小程序，美团优选 APP，兴盛优选 APP，叮咚买菜 APP，每日优鲜 APP，所示价格不包含优惠券，光大证券研究所整理；注：数据截止日期为 2021 年 8 月 10 日；

图 14：社区团购平台目前以“引流”为主

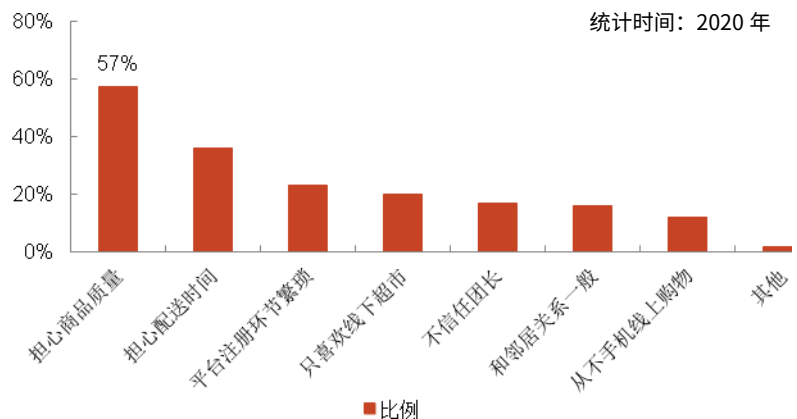


资料来源：美团优选 APP，多多买菜小程序，兴盛优选 APP，光大证券研究所整理

2.3、商品品质提升是可持续发展的前提

商品品质是提升复购率和用户留存的关键。对于社区团购平台，提升商品品质一方面有利于培养用户的粘性，增加复购率的同时拉升客单价；另一方面有利于提升平台形象，扩大社区团购的目标用户。根据艾媒咨询 2020 年统计，担心商品品质而拒绝使用社区团购的消费者比例高达 57%。

图 15：商品质量是用户拒绝社区团购的最主要原因



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所整理

社区团购商品品质取决于社区团购平台的供应链建设，生鲜作为社区团购的核心商品，品类繁多，储存条件、产地也各不相同，对于社区团购平台供应链的建设和管理要求极高。因此，对于平台来说，一方面，需要加强冷链建设和布局；另一方面，需要与上游供应商紧密合作。

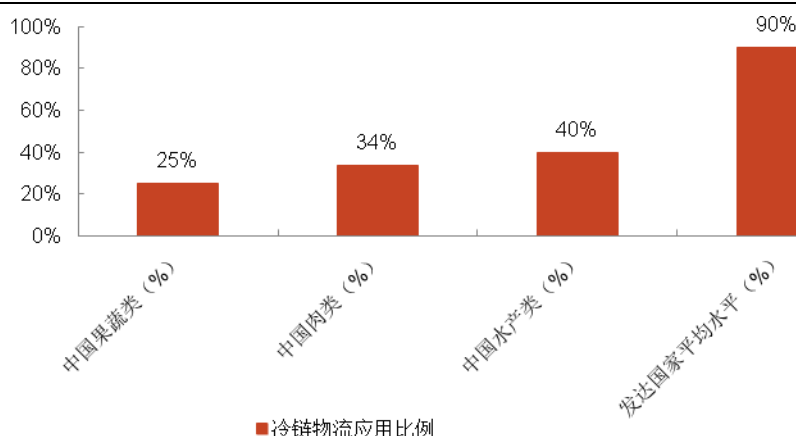
表 4：生鲜品类繁多，储存和生产条件各不相同，整合供应链难度较高

	蔬菜水果	肉类	海鲜水产	乳制品	禽蛋类
主要产品	苹果、西瓜、大白菜等	牛肉、羊肉、猪肉等	鱼类、贝壳类、虾蟹类等	鲜奶、酸奶、冰激凌等	鸡蛋、鸭蛋、鹅蛋、鹌鹑蛋
储存条件	储存温度 0-4℃，储存周期 20-30 天左右。	新鲜肉类最佳储存温度为 0-3℃，储存周期为一周；冷冻肉类最佳储存周期为 6-9 个月。	新鲜水产品脱水即不可存活；冷冻水产品的储存温度为 -25℃~-18℃，储存周期为 6-19 个月。	高蛋白食品，易腐败变质，产品保质期较短，对温度要求较高。	禽蛋在 2℃~5℃ 的储存温度下保质期期为 40 天；冬季常温保质期为 15 天，夏季常温保存期为 10 天。
收获周期	覆盖一年四季，不同品种差距较大	猪肉生产周期 6 个月，禽类约 3 个月	通常夏季为禁渔期，秋冬为海鲜捕捞旺季	冬季奶牛产奶量较低，夏季奶源相对较多	不存在明显周期
产地分布	热带水果多种植在南方	猪类聚集在四川、湖南、河南	渔业集中分布在沿海地带和湖北	集中在南方地区的东部沿海地区以及华东地区	河北、河南、山东等地为重点生产地区
生产特征	机械自动化程度较高	机械自动化程度较高，大型规模肉类加工厂较多	水产品加工较海外国家自动化程度仍旧较低，处于半自动化人工阶段	液体奶产业已形成伊利和蒙牛为代表的双寡头格局	机械自动化程度较高
加工情况	新鲜蔬果无需加工；部分农副产品需加工，我国整体果蔬加工率低	新鲜肉品仅需屠宰步骤；加工肉制品需要经屠宰、盐腌、烟熏、干燥等加工	新鲜水产品无需加工；水产品加工过程包括切片，整形，入库冷藏等	注重严格消杀，保鲜	禽类需经过清洗，杀菌等一系列加工步骤

资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

建设冷链体系，是社区团购保障生鲜品质的必经之路。中国生鲜品类物流应用比例较低。据艾瑞咨询，2018 年中国果蔬类产品冷链物流应用比例 25%，肉类 34%，水产类 40%，远小于发达国家的冷链应用比例 90% 以上。相关公司也有进一步布局，美团和拼多多对于社区团购业务持续投入，将进一步加强对于冷链和物流的建设，防止农产品的变质。

图 16：中国生鲜品类冷链物流应用比例远小于发达国家平均水平（2018 年）

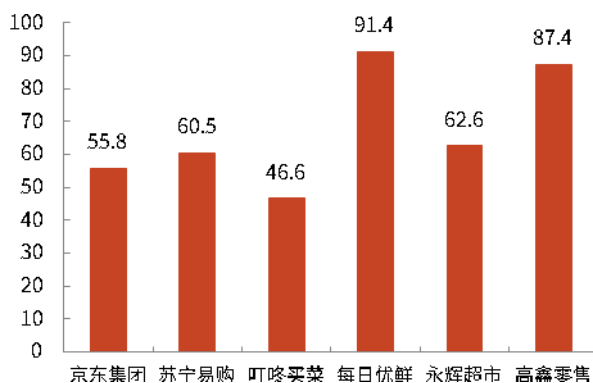


资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

把控上游供应链，保障平台产品源头品质。社区团购供货主要包括：1) 产地直采：许多平台与上游产地政府和农民有着密切合作，比如：拼多多运用 C2M 和“电商扶农”战略赋能多多买菜；美团优选采用“农鲜直采”计划。2) 当地供应商供货：社区团购模式对优质供应商来说利弊并存。利端主要是社区团购平台回款迅速，主流平台结账周期为 T+1、T+2，远快于传统商超、前置仓生鲜电商及传统自营电商的结款周期。而弊端主要包括：a) 精细化“以销定采”导致库

存上移；b) 售后由供应商负责；c) 相对其他零售终端售价偏低。社区团购如何做到吸引优质供应商并相互协同促进，是社区团购平台在竞争中获胜的关键之一。

图 17：相关行业公司 2020 年应付账款周转天数



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 18：拼多多对供应商结款周期为 T+1



资料来源：多多买菜官方公众号，光大证券研究所

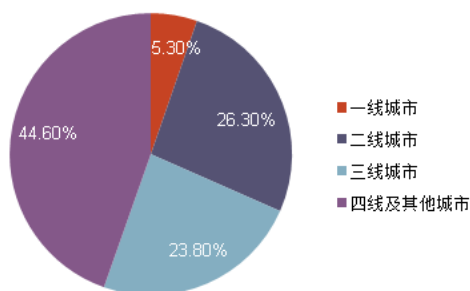
3、聚焦下沉市场，已婚女性是主要客群

3.1、下沉市场适配度高，家庭是主要消费单位

下沉市场人口众多，可支配收入稳定增长。根据《2018 年中国城市建设统计年鉴》，下沉市场泛指三线及以下城乡地区，下沉城市人口占比 68.4%。下沉市场有近 300 个地级市，2000+ 个县城，40000+ 个乡镇。以农村居民为例，2020 年农村居民年人均可支配收入 17,131 元，增速 6.9%，高于城镇居民年人均可支配收入增速 3.48%。

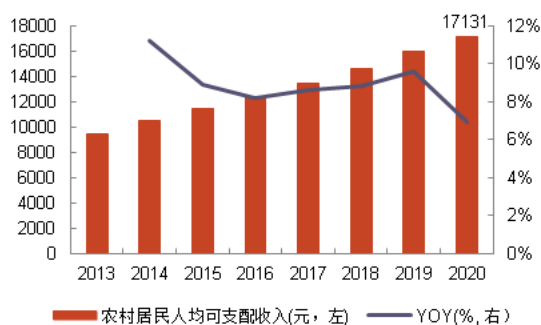
农村网络零售发展迅速。根据国家商务部 2019 年统计，2019 年农村网络零售额达 1.7 万亿元，同期农村社会消费品零售总额 6.0 万亿元，农村网络零售渗透率（农村网络零售额/农村社会消费品零售总额）为 28%，较 2015 年净增加 20pct。

图 19：三线城市及以下城市人口占比 68.4%



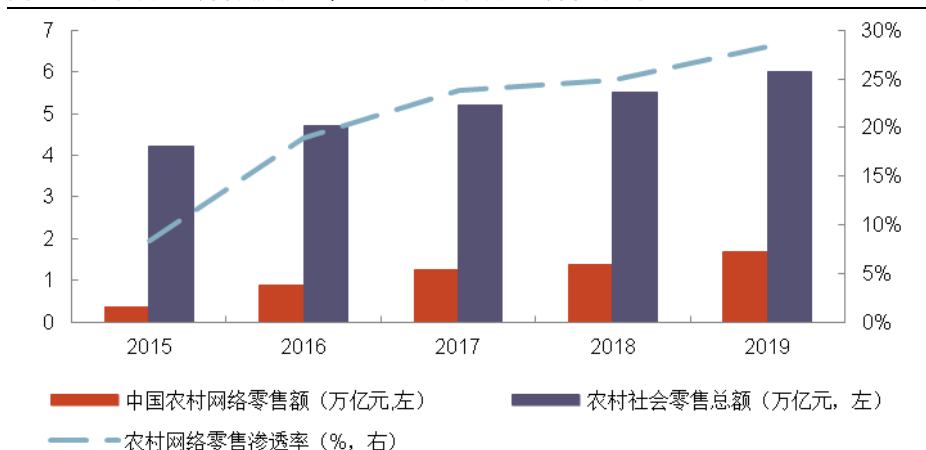
资料来源：艾瑞咨询，国家统计局，光大证券研究所整理；注：统计时间：2018 年

图 20：2020 年农村居民人均可支配收入增速 6.9%



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

图 21：农村网络零售发展迅速，2019 年农村网络零售渗透率达 28%



资料来源：商务部，wind，光大证券研究所整理；注：农村网络零售渗透率 = 农村网络零售额/农村社会零售总额

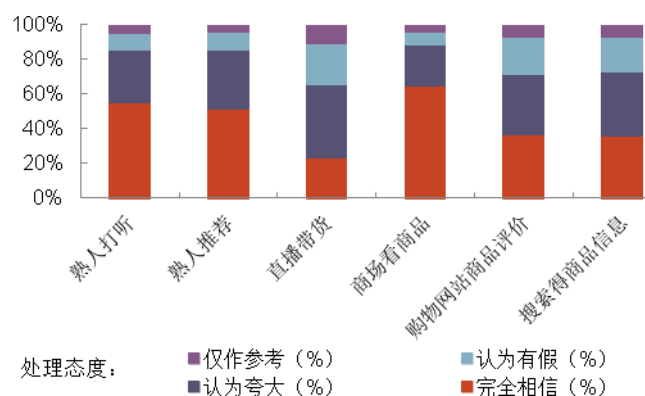
社区团购在下沉市场适配度高，主要体现在以下四点：1) 熟人社交购物适配团长模式；2) 关注流行/低价商品适配少 SKU 多爆品的商品结构；3) 家庭大多以孩子为中心适配商品以厨房食材为主的特点；4) 闲暇时间较多适配“预售+自提”模式。

表 5：下沉市场与社交电商高度适配

	下沉市场	社交电商
适配特性 1	用户更加信任从熟人处了解的商品	团长模式下，大多社区电商（如兴盛优选）通过自身关系获客拉新
适配特性 2	用户在闲暇时间更加关注流行和低价商品	社区电商中的商品具有“低价”和“少 SKU 多爆品”的特点
适配特性 3	家庭模式大多以孩子为中心，日常做饭是必要的	社区电商提供的主要商品是厨房食材，家庭日用
适配特性 4	用户有较多的闲暇时间，对于时效性没有太高要求	社区电商提供有时间做饭的人食材，“预售+自提”的模式易于被接受

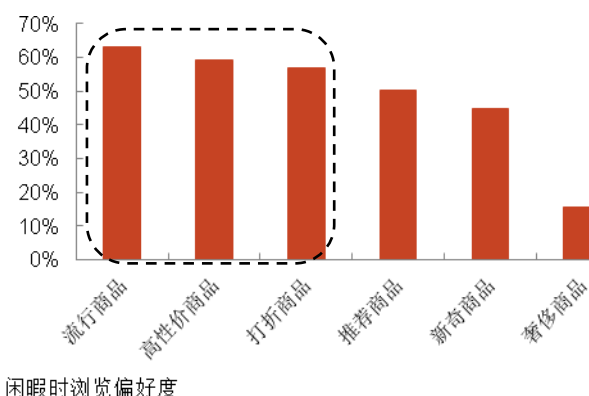
资料来源：光大证券研究所整理

图 22：下沉用户相对更加信任通过熟人得知的商品



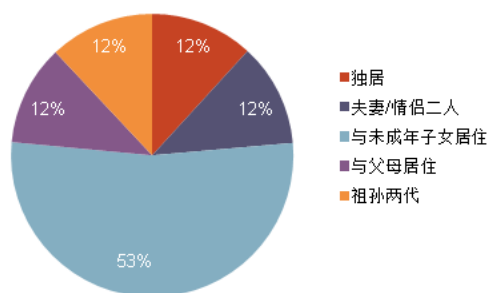
资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所；注：样本量为 N=898，统计时间：2021 年 1-5 月

图 23：下沉用户在闲暇时间更爱关注流行和低价商品



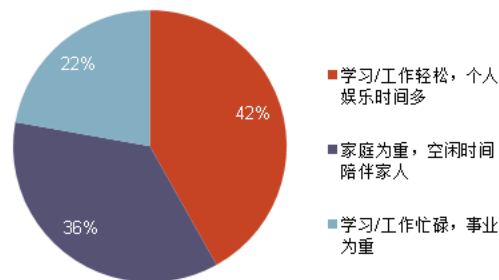
资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所；注：样本量 N=898；统计时间：2021 年 1-5 月

图 24：下沉城市大部分的家庭模式还是以孩子为中心



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所整理；注：样本量为 N=898；统计时间：2021 年 1-5 月

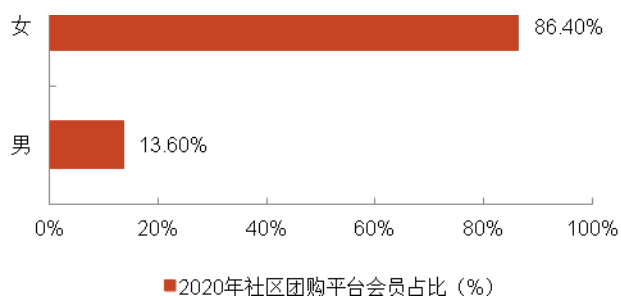
图 25：下沉城市用户的闲暇时间较多



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所整理；注：样本量为 N=898；统计时间：2021 年 1-5 月

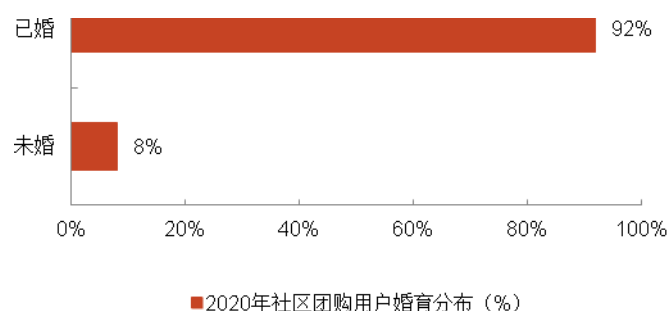
社区团购用户以下沉城市的已婚女性为主，以家庭为单位进行购买。根据新经销 2020 年的统计，女性占社区团购平台电商的会员的 86%；已婚占社区团购用户的 92%；30-49 岁群体占社区团购用户的 64%；下沉城市用户群体占社区团购用户的 77%，为社区团购的核心用户。

图 26：女性为社区团购电商的主要用户



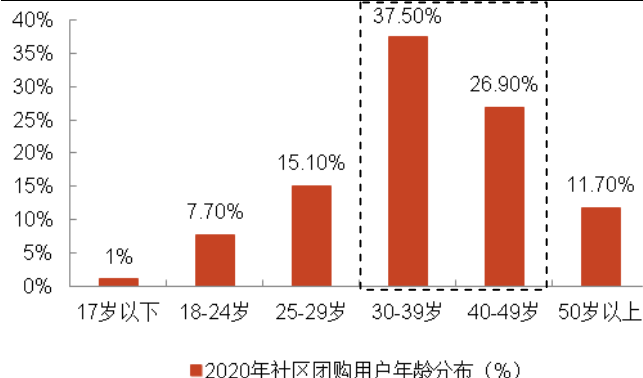
资料来源：新经销，光大证券研究所整理

图 27：已婚家庭是社区团购的主要客群



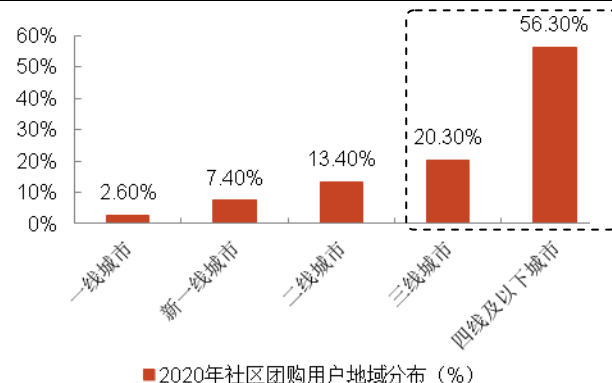
资料来源：新经销，光大证券研究所整理

图 28：社区团购用户年龄分布集中在 30-49 岁



资料来源：新经销，光大证券研究所整理

图 29：社区团购用户主要集中在三线及以下城市



资料来源：新经销，光大证券研究所整理

3.2、高线城市生鲜渠道多样，消费需求分化

高线城市生活节奏快，购买日用生鲜的消费渠道多样。居民在一二线城市购买生鲜和日用品的方式有许多，主要有：1) 线下门店（包括超市、便利店、传统农贸市场和现代生鲜店铺等）；2) 即时电商（分为平台模式和自营模式）；以及3) 社区团购模式。在社区团购模式中，SKU 只有 400-2,000 个，相较于其他电商平台较少。

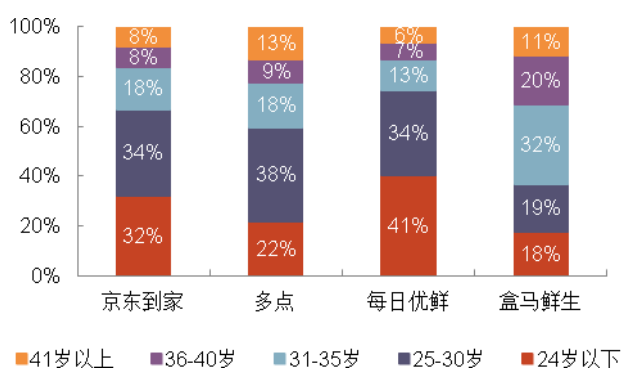
表 6：社区零售电商类平台对比

	平台：O2O 模式	自营：前置仓模式	自营：到店+到家模式	社区团购模式
模式简介	平台对接线下商家和消费者，多是提供即时配送能力，也支持商家自行配送	在距离客户最佳的地方布局集仓储、分拣、配送于一体的仓储点，缩短配送链条，降低电商配送成本	到店消费+线上购物+即时配送，提供线上线下一体化消费体验	团购平台提供产品供应链物流及售后支持，团长负责社区营销，用户在社区自提商品
布局城市	一二三线城市为主	一二线城市为主	一二线城市为主	一二三四五线城市
覆盖范围	1-3 公里	1-3 公里	1-3 公里	500 米-1 公里
SKU	= 超市 SKU	4,000-12,500 SKU	4,000-1,0000 SKU	500-2,000 SKU
配送时长	1-2 小时	30 分钟-1 小时	30 分钟-1 小时	1-2 天
优势分析	1. 运营模式轻，商家入驻可将商品接入线上门店，平台流量对接消费者需求； 2. 商家类型多，消费者选择更广，满足消费者在蔬菜水果、家居日用、医药健康等多品类即时配送	1. 更加关注细分领域，可精准挖掘消费者需求（如时效性） 2. 自营产品易把控商品质量和拣货速度；	1. 实体门店可以同时承担仓储功能，且有利于形成线下的品牌优势； 2. 消费者消费体验多样，商品品质更高；	1. 履约成本较其他电商更低，商品价格更低； 2. 以销定采，库存压力上移至供应商，生鲜损耗率低；
劣势分析	难以把控商品质量以及拣货速度	供应链、仓储投入大；对比平台模式商品品类相对平台模式来说相对较少	受到网点布局限制，消费者选择范围相对较小，最后一公里配送成本较高	商品种类 SKU 较少；配送时长需要 1-2 天，且仍然需要自提
代表企业	美团闪购、京东到家、多点	叮咚买菜，每日优鲜	盒马鲜生，7Fresh	兴盛优选，多多买菜

资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所整理

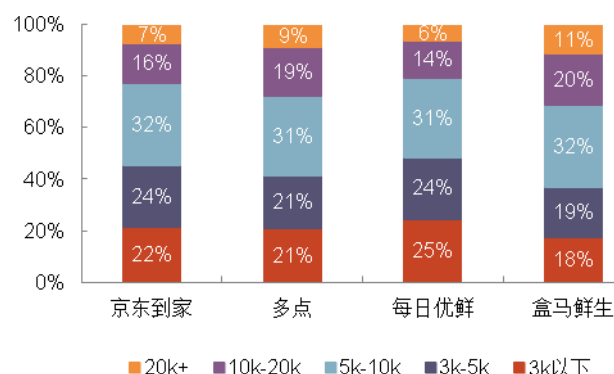
即时类生鲜电商的用户更加年轻，社区团购弥补 40 岁以上用户生鲜线上零售消费需求缺口。根据艾媒咨询统计，2018 年对于京东到家、多点、每日优鲜和盒马鲜生的统计，即时型电商（包括平台类和自营类）的用户较为年轻，41 岁以上的用户仅 6%~13%。前置仓模式的每日优鲜的用户最为年轻，24 岁以下的用户高达 41%。对比社区团购，2020 年 40 岁以上的用户高达 38.6%，是对生鲜电商的年龄分布断层的补充。此外，仓店一体模式的盒马鲜生的用户年龄较大，收入水平也较高。

图 30：即时型生鲜电商用户较社区团购用户年轻



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所整理；注：统计时间为 2018 年

图 31：仓店一体模式的盒马鲜生用户月收入水平最高



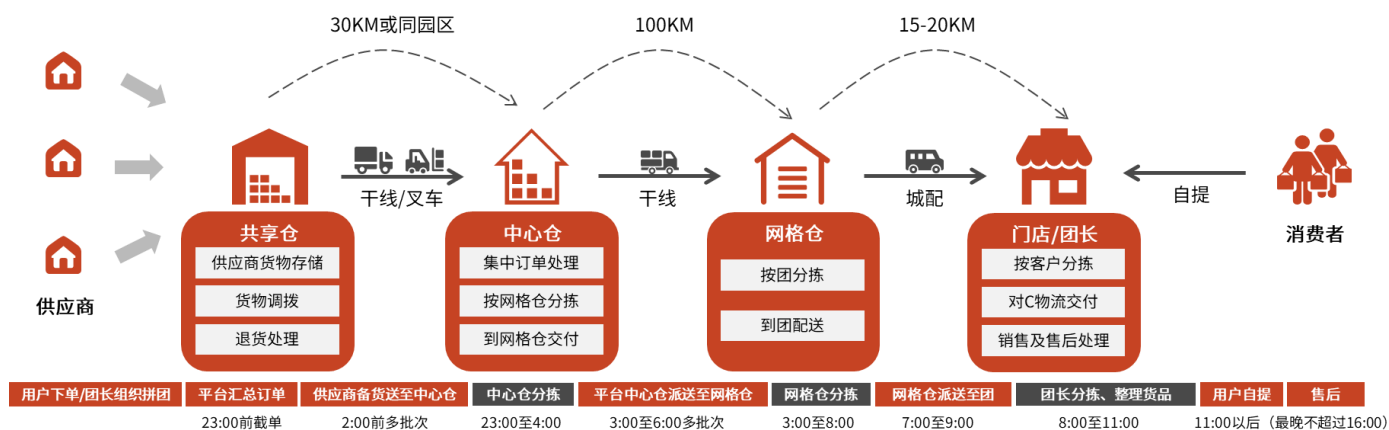
资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所整理；注：统计时间为 2018 年

4、压缩履约成本是 UE 模型盈利的关键

从消费者角度看，社区团购采用“211”模式。社区团购顾客于当天 23:00 前在社区团购平台（后文简称平台）下单，次日最早可在 11:00 左右前往社区附近的门店/团长处自提商品，最晚不超过 16:00。

从履约流程看，社区团购主要采用三级仓配，即“共享仓-中心仓-网格仓”，完整的履约链路还包含供应商和团长。1) 供应商将货物提前存储在靠近中心仓（甚至同园区、同仓）的共享仓；2) 当日晚上至次日凌晨 2:00 前：分批将商品送至中心仓；3) 次日凌晨 4:00 前：中心仓集中订单处理，将供应商送来的货物按网格仓进行分拣、运送；4) 次日凌晨 3:00 至早晨 8:00：网格仓收到商品后按其覆盖的团点进行分拣并配送至团长处；5) 次日早晨 8:00 至 11:00，团长收到货物，按客户进行分拣、理货后，通知群内客户上门取货；6) 次日 11:00 后：客户最早可以上午 11:00 左右前往团长处提货，若当日出现订单较多、配送延迟等情况，客户最晚提货不超过下午 16:00。

图 32：社区团购仓配链路模型



资料来源：发网，光大证券研究所整理，注：图中运输环节取最早送达和最晚送达时间点，分拣环节取最早开始和最晚结束时间点，不同平台间时间节点有所出入

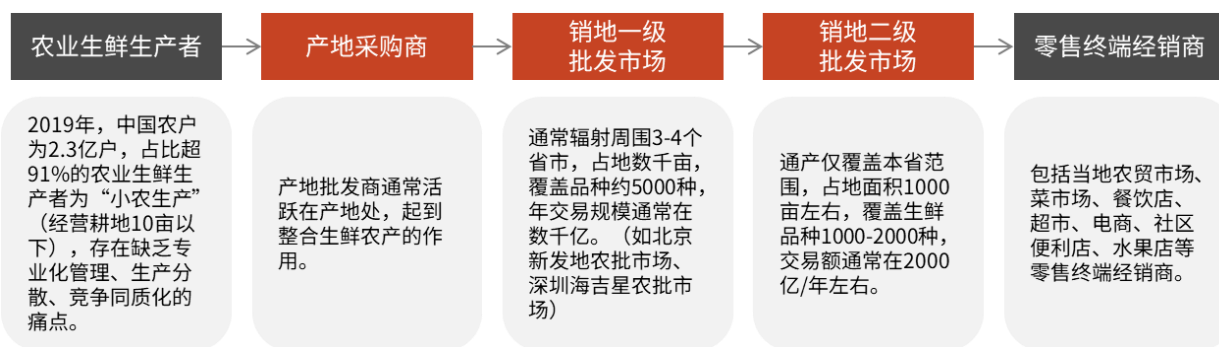
从覆盖范围看，1个中心仓可覆盖 40-70 个网格仓，1.2-3.5 万个团。为了保障快速将货物送至中心仓，供应商存储货物的共享仓多靠近中心仓，也会出现与中心仓同园区、实质共用一仓的情况。中心仓的覆盖半径在 100KM 左右，主要覆盖 1 省或多个城市，网格仓的覆盖半径在 15-20K，主要覆盖区、县、乡镇及村。1 个中心仓对应周边 40-70 个网格仓，一个网格仓可覆盖 300-500 个团，即一个中心仓间接覆盖 1.2-3.5 万个团。一般而言每个城市均配有网格仓，渗透率高的城市网格仓数量相对多。

4.1、多链条合并单链条，库存周转率大幅提升

生鲜、快消品传统分销链路环节众多。据 2019 年农业农村部数据，我国有农户 2.3 亿户，其中 91% 的农户经营耕地面积在 10 亩以下。我国农业生鲜生产较为分散，且信息流通效率低、供需信息不对称等问题仍存在，需要产地采购起整合作用。销地经销则存在多个层级，一般而言，销地一级批发市场可辐射周围 3-4

个省市，销地二级批发市场仅覆盖本省范围，从省到市县、乡镇间也可能存在更多层级的批发市场和批发商。零售终端经销商包含当地农贸市场、菜市场、社区便利店、水果店等。多层级的销地批发商和终端经销商在商品下沉流通方面起到了毛细血管的作用。传统链路中，生鲜产品总体加价率在 100%左右，快消品在经销商环节总体加价率可达 30%-50%。

图 33：生鲜产品传统分销链路



资料来源：艾瑞咨询，农业农村部，光大证券研究所整理

图 34：快消品传统分销链路



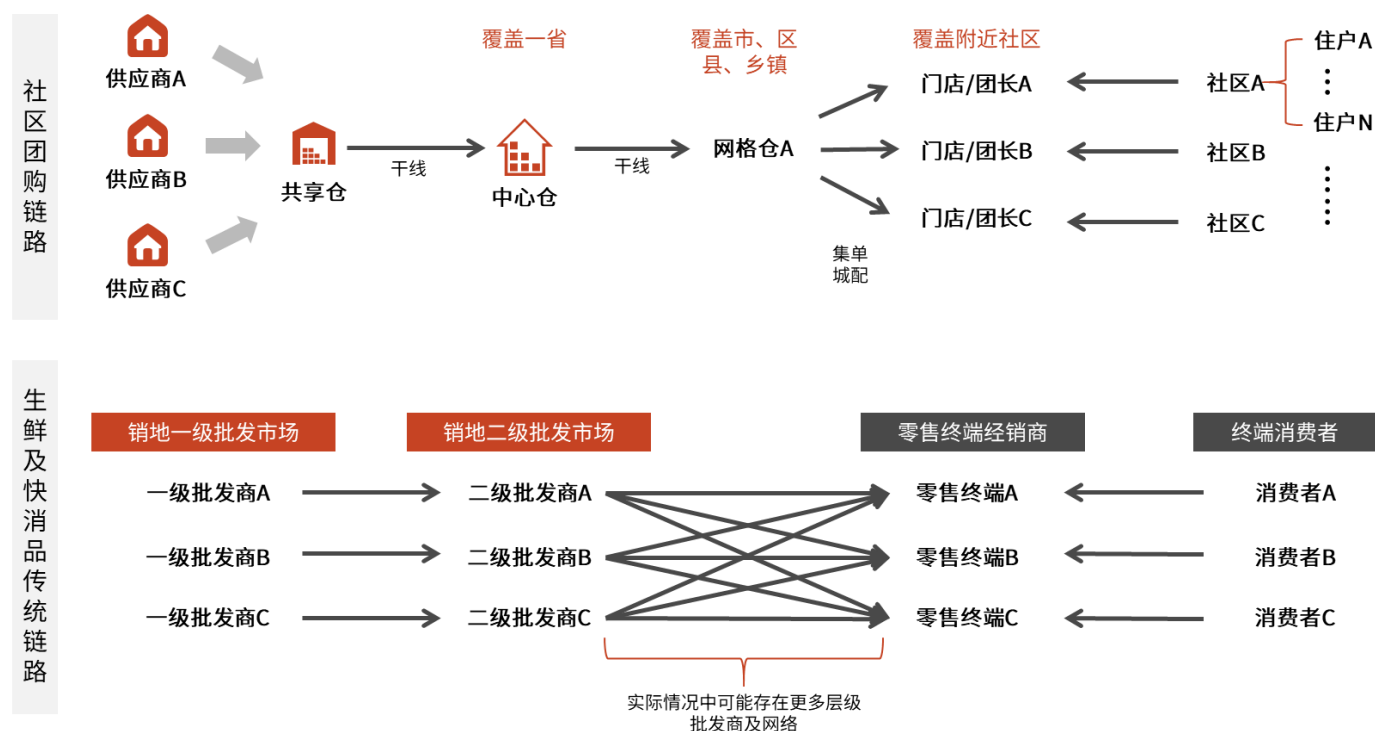
资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所，注：加价率为货品供应流程中下一环节溢价除以本轮供应流程中货品的进价

社区团购对传统生鲜链路的取代自销地以一、二级批发市场开始。按覆盖范围对标，社区团购共享仓类似销地一级批发商和批发市场，而中心仓类似于销地二级批发市场。即中心仓和共享仓取代了传统供应链中的销地较高层级的批发市场。

与传统分销渠道不同，社区团购模式下的履约效率提升主要凭借以下几点：

1) **多链条合并为单链条，本质是 B2B 仓配。**生鲜和快消品传统经销链路中，不同层级批发商间、批发商与零售终端经销商间往往存在多对多关系。而社区团购模式下，自共享仓至网格仓，集中订单进行干线运输，网格仓至团长的城配社区商单进行集中配送。本质上社区团购的仓配是将传统经销的多对多 B2B、电商的 B2C 配送，通过集单转变为单链条 B2B 配送，整合了原本复杂、造成效率损失的批发-经销网络。

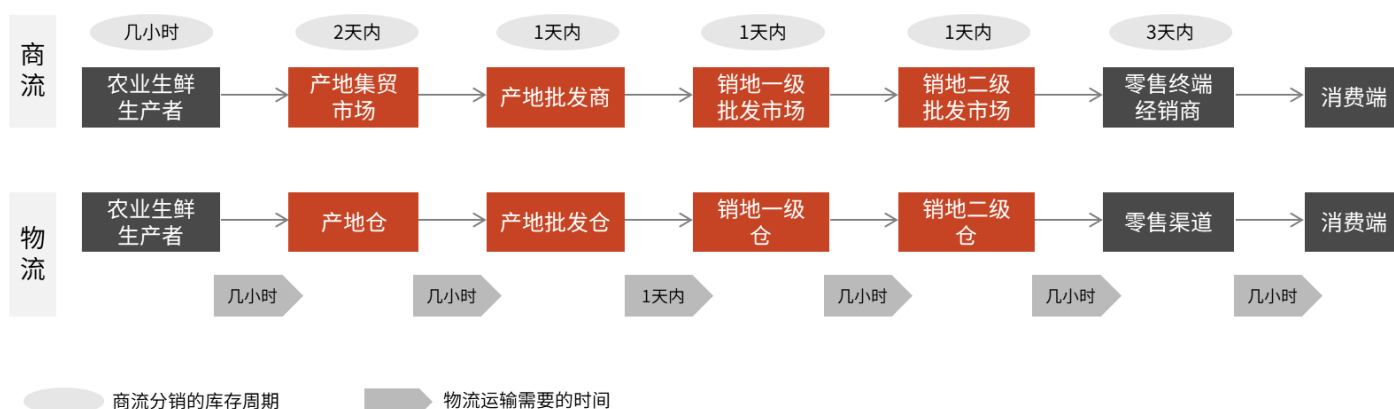
图 35：社区团购链路 VS 生鲜及快消品传统链路



资料来源：光大证券研究所整理

2) 时效改进，库存周转压缩至以小时为单位。生鲜产品的传统分销渠道中，各环节都存在一定库存时间：销地一级批发市场和二级批发市场均有 1 天的库存周期，零售终端经销商库存周期为 3 天内，总计库存周期至少 3 天。从配送时间看，生鲜产品从销地一级仓运输至销地二级仓，再运输至零售渠道直到消费者手中，每一段运输也均需几个小时（与距离远近相关）。社区团购模式下，商品从共享仓运至中心仓、网格仓和团长处，至消费者自提时，仅经历了 12-17 小时，社区团购平台的库存周转压缩至以小时为单位。中心仓和网格仓的主要作用在于分拣而非库存，仓库坪效随着订单量提升而提升。据发网数据统计，2021 年 1 月行业网格仓平均坪效约为 20 件/平米/天，是传统分销链路仓库的 20 倍以上。

图 36：生鲜产品传统分销渠道流通周期



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

4.2、三级仓配制度是履约的基础设施

4.2.1、共享仓倒逼供应商提升库存把控能力

共享仓是供应商提前备货的仓库，为多个供应商提供商品存储、中转、调拨和协助退货等服务。共享仓至中心仓的运输由共享仓方承担，主要使用 9.6 米货车或叉车。共享仓选址一般与中心仓在 30KM 距离内或与中心仓处于同一园区，也存在共享仓与中心仓实际共用一仓，仅划分不同区域的情况。由于中心仓货物在当日内就完成流转，库存压力被转移至供应商和共享仓，将倒逼供应商提升库存管控能力。

目前共享仓运营主要有两种模式：1) 第三方仓库运营者提供为供应商提供场地和服务，多多买菜、美团优选等平台供应商均采取这类模式；2) 平台提供共享仓场地并向供应商收取仓租及操作费用，这一模式目前仅兴盛优选采用，根据元气资本调研数据，兴盛优选向供应商收取约 0.35-0.4 元/件的打包费。

4.2.2、中心仓为社区团购平台核心模块

中心仓是社区团购核心模块，集合了供应商、货品、团长及订单信息，并承担了第一次分拣和运输工，主要由平台方租赁仓库、雇佣人员并自主运营。从中心仓至网格仓的运输主要使用 4.2 米货车。据发网，由于目前订单不稳定、产品更替频繁、规格尚未统一，中心仓工作主要由劳务工进行分拣操作，自动化程度不高。预计未来各平台将在中心仓自动化程度和冷链建设上进行提升，降低劳动力成本、提升分拣准确率、提升商品品质。

图 37：兴盛优选中心仓



资料来源：兴盛优选官网公众号，光大证券研究所

各参与者中心仓运营策略不同，兴盛优选少仓深耕，多多美团多仓扩张。兴盛优选一省设立一总仓（中心仓），确保订单集中度、分摊成本。美团优选、拼多多则一省多仓，为未来 SKU 提升做准备。美团优选将部分中心仓放权给内部（外

卖) 代理商运营, 提高扩张速度的同时降低风险。随着日均单量增长, 各平台在仓面积扩张。

表 7: 主要平台中心仓运营情况 (湖南省, 2020 年 12 月-2021 年 1 月)

	兴盛优选 (总仓)	美团优选	多多买菜
中心仓数量 (个)	1	8	3
所在城市	长沙	长沙、常德、永州、衡阳等	长沙、衡阳、怀化
单仓面积 (平方米)	-	5000-10000	20000
运营特点	中心仓较少, 一省一仓。自主运营, 本地经营经验丰富。在长沙高星物流园中聚集 10 个以上大仓作为总仓/中心仓, 员工超千人。	一省多仓, 单仓订单量较少, 但订单量和 SKU 有扩张空间。除长沙外, 其余地级市中心仓由内部 (外) 代理商模式运营, 实现扩张的同时降低风险。	一省多仓, 降低运输压力和成本, 订单量和 SKU 有扩张空间。

资料来源: 腾讯棱镜深网, 食材榜, 光大证券研究所整理

4.2.3、网格仓加盟制助推市场下沉, 加盟商盈利与否影响链路稳定

网格仓对中心仓送至的货物进行再次分拣, 并送至团长处。网格仓能够覆盖周边 15-20KM 内 300-500 个团长, 行政区划角度看, 网格仓覆盖区县、乡镇及村。从网格仓至团长的运输主要使用微型面包车。

表 8: 主要平台仓库数量及覆盖范围

	兴盛优选	美团优选	多多买菜
中心仓数量 (个)	18 (按一省一仓估算)	130	110
网格仓数量 (个)	-	4650	4100
覆盖范围	18 个省及直辖市、1000 多个地 (县) 级城市和 60000 多个乡镇和农村	截至 2021Q1 已覆盖全国 2600 个市县, 基本上达成全国覆盖	截至 2021 年 Q1, 在 300 多个主要城市中都开展了业务, 覆盖 1800 个左右的县城

资料来源: 兴盛优选官网, 专家交流纪要, 光大证券研究所整理

加盟模式快速开城, 平台按“件数+团数”给予佣金。由于网格仓是实现市场下沉的重要环节, 需求数量大, 为了实现快速扩张, 目前各平台网格仓主要采用加盟形式。网格仓加盟商通常自行租赁仓库、组建团队进行分拣和配送工作, 平台按每日件数、配送团点数支付加盟商费用。据新经销, 加盟商佣金计算方法为, 每完成一件商品的佣金为 0.35 元左右, 每配送一个团再增加 3 元收入 (原模式为 0.5-0.7 元/件左右, 没有团点收入), 此外, 平台会设置一定件保底件数, 件数不足按保底件数给予佣金。

表 9: 网格仓规格

基本方面	具体要求
仓库面积	1) 600-1500 m ² ; 2) 停车位可同时停放 8 台 4.2 米货车
仓库位置	交通便利, 靠近小区人群居多的地点
设施要求	1) 需满足安装宽带、摄像头等需求; 2) 须有物料清洗区或能接水管清洗物料使用的区域
安全要求	1) 资质齐全: 消防安全许可证、土地产权证、经营许可证; 2) 消防: 仓库防火等级为丙类
进出货门要求	1) 须有 3 个以上的货门; 2) 满足 4 台 4.2 米厢式货车同时装卸货

资料来源: 发网, 光大证券研究所整理

表 10：各社区团购平台网格仓佣金方案（2020 年 10 月-12 月数据）

	美团优选	多多买菜	橙心优选	十荟团	兴盛优选
单件佣金（元）	0.35	0.3	0.85	0.65	0.26
团点佣金（元）	3	3	-	-	3
保底件数（件）	300-5000	3000-7000	2000	1000	-

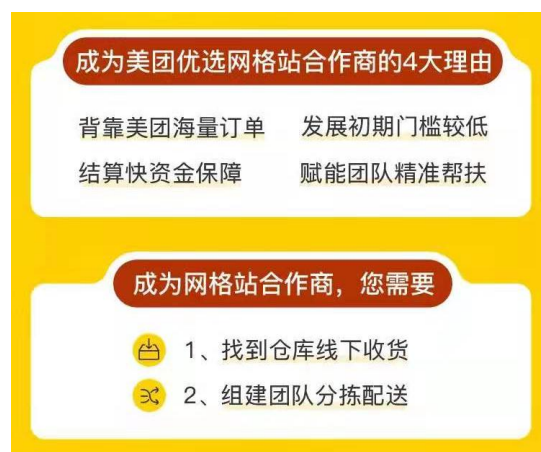
资料来源：零售与电商观察，光大证券研究所整理，注：“-”表示数据尚未知悉，可能未公布或不存在团点佣金/保底件数

图 38：多多买菜网格仓加盟海报（截图）



资料来源：多多买菜官方公众号，光大证券研究所

图 39：美团优选网格仓加盟海报（截图）



资料来源：美团优选官方公众号，光大证券研究所

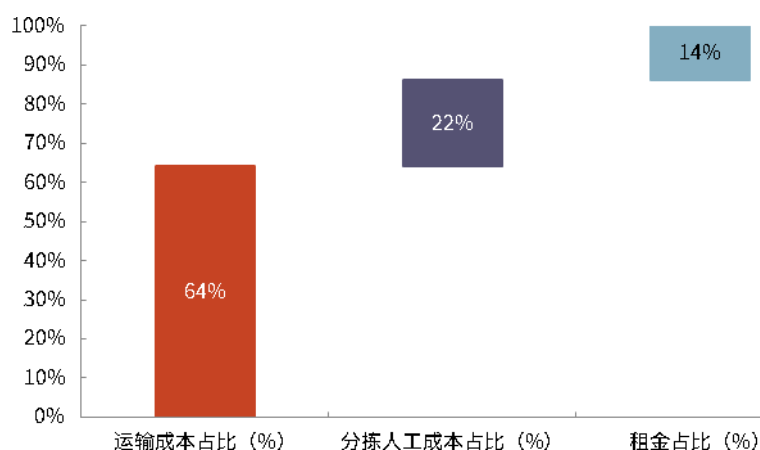
网格仓加盟商能否盈利影响链路稳定性，运输成本占比最高。由于网格仓采用加盟模式，因此加盟商能否获利会影响社区团购链路稳定性。我们通过模拟一个网格仓单仓的收支项目来构建加盟商成本-收入模型，假设该网格仓面积 1000 平方米，对应 400 团，平均团效为 35 件，日均件数 14000 件，雇佣 8 名分拣员工，主要使用微型面包车向团长运输商品。**1) 收入端**，网格仓加盟商佣金收入为件数佣金+团点佣金，每件 0.35 元，每团佣金 3 元，总计佣金 6100 元；**2) 成本端**，租金采用每平米月租金 25 元进行折算，1000 平方米单日租金为 833 元；分拣员工成本按 5000 元/月进行折算，8 名分拣员工每日合计工资 1333 元；运输方面，微面包车每趟配送费用记为 290 元。据发网，为保证配送时效，每车配送团点不超过 30 个，按每车配送 30 团计算，8 辆车配送 400 个团，平均每辆车配送 1.67 趟（或理解为需要 $1.67 \times 8 = 13.4$ 辆车进行配送），得运输费用 3867 元；**3) 利润端**，不计押金、托盘、水电等杂项，1000 平米的单网格仓营业利润在日均件数 14000 件，团效 35 件/团，团点 400 个的规模下，单日经营利润 66.7 元，基本盈亏平衡。**4) 成本构成方面**，运输成本、分拣工资、仓库租金分别占比 64%、22%、14%，运输成本占比最大。

表 11：网格仓加盟商成本-收入模型

项目	单网格仓规模	计算方式
基本数据		
团数（个）	400	1 个网格仓对应的团长/门店数量
团效（件/团）	35	每个团长的订单量
总件数（件/日）	14000	团数×团效，这里设定为 14000 件
件佣金（元/件）	0.35	平均件佣金水平
团佣金（元/团）	3	平均团佣金水平
网格仓面积（平方米）	1000	
微型面包车（辆）	8	
分拣人员（人）	8	这里按 300 件/时/人的分拣效率计算，工作时长 5-6 小时/天，8 个分拣人员能够满足每天 1.4 万件货物的分拣
收入		
件数佣金（元/日）	4900	总件数×件佣金
团点佣金（元/日）	1200	团数×团佣金
佣金总额（元/日）	6100	件数佣金+团数佣金
成本		
租金（元/日）	833	按 25 元/平方米/月的租金计算仓库每日租金
分拣人工成本（元/日）	1333	按 5000 元/月的工资计算 8 个分拣人员的每日工资
配送趟数（次/辆）	1.67	按 8 辆车，每车每次配送 30 个团，计算每辆车平均配送趟数
运输成本（元/日）	3867	单次运输成本×车辆数×配送趟数，其中单次运输成本为 290 元/辆/次（据发网，车型主要为微面包）
总成本（元/日）	6033	租金+分拣人工成本+运输成本
利润		
经营利润（元/日）	66.7	佣金总额-总成本，这里简化略去押金、托盘及水电等杂项成本和费用
件利润（元/件）	0.0048	经营利润/总件数

资料来源：发网，新经销，零售电商与观察，光大证券研究所整理

图 40：加盟商成本构成（采取表 11 的网格仓加盟商成本-收入模型）



资料来源：光大证券研究所整理

日总件数恒定情况下，件利润对团效更敏感，对租金不敏感。仍以日均件数 14000 件为例，分别考察件利润对团效和租金的敏感程度。当租金恒定为 25 元/平方米/月时，团效由 10 增至 40，件利润变动 0.5 元；当团效固定为 35，团数固定为

400，租金由 10 元/平方米/月增至 40 元/平方米/月时，件利润变动 0.07 元。件利润对团效的敏感性远大于对租金的敏感性。

表 12：件利润对团效的敏感性分析

团效敏感性分析：日总件数 14000 件，租金固定为 25 元/平方米/日							
团效（件/团）	10	15	20	25	30	35	40
团数（个）	1400	933	700	560	467	400	350
配送趟数（次/辆）	5.83	3.89	2.92	2.33	1.94	1.67	1.46
运输成本（元/日）	13533	9022	6767	5413	4511	3867	3383
单件运输成本（元/件）	0.97	0.64	0.48	0.39	0.32	0.28	0.24
件利润（元/件）	-0.47	-0.25	-0.14	-0.07	-0.03	0.00	0.03

资料来源：光大证券研究所整理，注：其他参数设定与表 11 成本-收入模型一致

表 13：件利润对租金的敏感性分析

租金敏感性分析：日总件数 14000 件，团效固定为 35，团数固定为 400							
租金（元/平方米/月）	10	15	20	25	30	35	40
件利润（元/件）	0.04	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.02	-0.03

资料来源：光大证券研究所整理，注：其他参数设定与表 11 成本-收入模型一致

运输成本压缩空间大，网格仓加盟商退出概率小。件利润对团效更敏感，这一点从运输成本占比上可以得到印证，运输成本占网格仓总成本的 60%以上，即团效越大，单趟配送件数越多，单均成本越低，占比 64%的运输成本具备压缩空间远大于占比 14%的租金成本。对于网格仓加盟商来说，当平台整合完毕，团效增加时，网格仓将稳定获利，因此长期来看，网格仓加盟商退出、导致社区团购链路断裂的可能性较小。

4.3、仓配模型履约费用率下降空间测算

履约成本主要来自网格仓佣金及中心仓运输成本，履约费用率具备优势。我们通过模拟一个中心仓及其覆盖网格仓的运营情况来拆分各仓配环节中的成本构成，参数设置主要参考当前大型社区团购平台运营情况。假设该中心仓面积 2 万平方米，覆盖 40 个网格仓，每个网格仓覆盖 300 个团，中心仓日均单量 40 万件，网格仓日均单量 1 万件，日均团效 33 件，其余条件见表格计算说明。在中心仓日均单量 40 万件的总体规模下，履约费用率为 10.1%，对比其他生鲜电商模式具备明显优势（每日优鲜 2021Q1 履约费用率 29%、叮咚买菜 39%）。中心仓、网格仓成本分别占总履约成本的 42%、58%。中心仓成本中，运输成本占比最大，达 52%；网格仓成本主要来自件佣金，占比 80%。需要说明的是，团长也承担履约责任，但由于团长佣金率可被固定，为研究履约费用率的压缩空间，这里履约费用仅包含指中心仓及网格仓环节。

表 14：完整仓配模型（1 个中心仓及其覆盖的 40 个网格仓）

项目	数额	计算说明
基础数据		
中心仓数量（个）	1	单中心仓模型，覆盖 40 个网格仓
中心仓面积（平方米）	20000	平均中心仓面积
中心仓日均件数（件）	400000	覆盖网格仓数量×网格仓日均件数，也是本模型（单中心仓模型）中的日均总件数
件均价（元/件）	7.5	参考各平台当前数据
交易总额（元）	3000000	中心仓日均件数×件均价
网格仓数量（个）	40	1 个中心仓通常覆盖 40-70 个网格仓，结合当前市场情况，模型取 40
网格仓面积（平方米）	1000	
网格仓日均件数（件）	10000	
团总数（个）	12000	以每个网格仓覆盖 300 个团计算
团效（件）	33	平均团效=中心仓日均件数/网格仓数量
中心仓成本		
中心仓租金（元/日）	16667	按 25 元/平方米/月的租金折算中心仓每日租金
分拣人工成本（元/日）	36000	按分拣效率 200 件/小时/人，时薪 18 元，每日工作 10 小时，计算分拣人数和每日分拣人工成本
管理人员成本（元/日）	8000	按 20 人管理团队，12000 元/月的工资，折算每日管理人员成本
运输成本（元/日）	66000	单公里运输成本×网格仓数量×每日运送批次×平均运输距离，其中，4.2 米货车单公里运输成本为 5.5 元，对应 40 个网格仓，每日分 3 批运输，中心仓到网格仓平均距离为 100 公里
每车装载件数（件）	3333	日均总件数÷（每日运送批次×网格仓数量）
中心仓总成本（元/日）	126667	中心仓租金+分拣人工成本+管理人员成本+运输成本
网格仓成本		
件佣金（元/日）	140000	日均总件数×每件佣金，每件佣金取 0.35 元/件
团佣金（元/日）	36000	团总数×团佣金，团佣金取 3 元/团
网格仓总成本（元/日）	176000	件佣金+团佣金
履约费用率（%）	10.1%	（中心仓成本+网格仓成本）/交易总额

资料来源：发网，新经销，零售电商与观察，电商在线，IT 老友记，城市快线，光大证券研究所整理

表 15：完整仓配模型下履约成本结构（表 14 模型条件下）

成本项	金额（元/日）	占总履约成本比例（%）	占所属仓库履约成本比例（%）
履约成本总计	302667	100%	-
-中心仓总成本	126667	42%	100%
中心仓租金	16667	6%	13%
分拣人工成本	36000	12%	28%
管理人员成本	8000	3%	6%
运输成本	66000	22%	52%
-网格仓总成本	176000	58%	100%
件佣金	140000	46%	80%
团佣金	36000	12%	20%

资料来源：光大证券研究所整理

件均价恒定情况下，日均件数增长，履约费用率仍有压缩空间。除中心仓面积为原来的 2 倍（防止日均单量增加而爆仓）和每车装载件数设定为 4000 件（装载率随单量增加而提高）外，其他条件和计算方法与表 14 模型保持一致。维持 7.5 元的件单价，团数恒定在 11000 个时（40×275），团效由 30 增至 60，履约费用率可下降 1.8%；团效和团数同时增加时，履约费用率最高可压缩 2 个百分点以上。此外，件均价增加、自动化分拣技术的使用等均可促进履约费用率的下降。

表 16：履约费用率将随团效的增加而降低，件单价保持 7.5 元情况下履约费用率存在 2 个百分点以上压缩空间

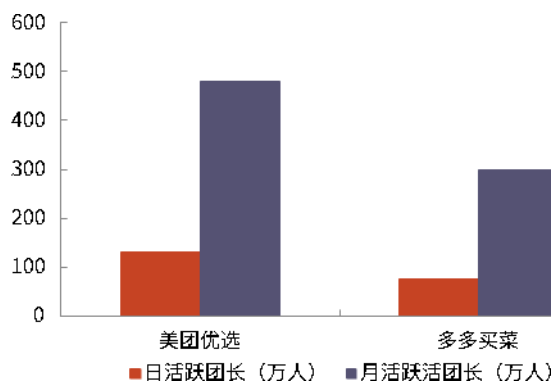
履约费用率 (中心仓+网格仓)	团效						
团数 (40 个网格仓合计)	30	35	40	45	50	55	60
10000	10.9%	11.1%	10.4%	10.0%	10.2%	9.8%	9.5%
11000	11.5%	10.7%	10.1%	10.3%	9.9%	9.5%	9.7%
12000	11.1%	10.4%	10.5%	10.0%	9.6%	9.8%	9.5%
13000	10.9%	10.2%	10.2%	9.8%	9.9%	9.5%	9.3%
14000	10.6%	10.6%	10.0%	9.6%	9.7%	9.3%	9.4%
15000	10.4%	10.4%	9.8%	9.9%	9.5%	9.5%	9.2%
16000	10.8%	10.2%	10.1%	9.7%	9.7%	9.4%	9.4%
17000	10.6%	10.0%	9.9%	9.5%	9.5%	9.2%	9.2%
18000	10.5%	9.8%	9.8%	9.7%	9.4%	9.4%	9.1%
19000	10.3%	10.2%	9.6%	9.6%	9.3%	9.3%	9.2%
20000	10.2%	10.0%	9.9%	9.5%	9.4%	9.1%	9.1%

资料来源：光大证券研究所整理，注：除租金外与每车装载件数外，其他参数设置与表 14 模型保持一致（1、为了保证仓库承载单量合理，这里中心仓面积设定为表 14 模型中的两倍，租金也为两倍；2、每车装载件数设置为 4000 件，体现日均件数增加情况下车辆装载率提升）

5、团长兼负履约运营，社区团购最后一环

团长为履约最后一环，运营社群降低平台获客成本。网格仓将商品送至团长处后，团长按客户将商品整理、分拣，通知客户上门取货并负责售后工作。上一轮订单履约完成的同时，新的集单开启，团长可在群内推销产品，促进下单。团长凭借与社区内居民的社交联系，一方面能够将社区内熟人转为新客，另一方面可以提高群内潜在消费者对商品的信任度，鼓励下单，从而降低社区团购平台获客和维系客群的成本。

图 41：美团优选、多多买菜团长情况（2021 年 5 月）



资料来源：专家交流纪要，光大证券研究所整理

图 42：社区团购平台注重团长的获客功能

社区团购风口已经到来，你还在犹豫什么？
大平台实力雄厚靠得住！

0押金 · 0压货 · 0创业成本

我们需要这样的你

- ✓ 认可社区团购的模式
- ✓ 80人以上微信群 (自己是群主)
- ✓ 有自己经营的门店
- ✓ 冰箱或冷柜

扫码添加官方工作人员 | 诚邀扫码入驻

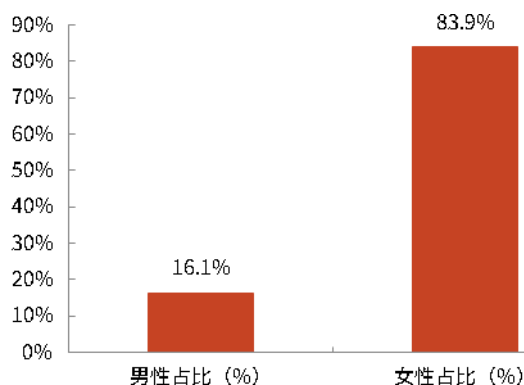
甘肃买菜小运营

资料来源：多多买菜官方公众号，光大证券研究所

社区团购团长画像与主要客群高度重合，零售店团长占比高。社区团购团长主要为下沉市场中青年女性，据新经销 2021 年 3 月调研数据，1) 性别分布方面，社区团购平台团长中，女性占比 83.9%，且这一比例较 2019 年增加 6 个百分点；2) 年龄分布方面，30-39 岁的中青年占比最大，为 43.6%；3) 年龄分布趋势方

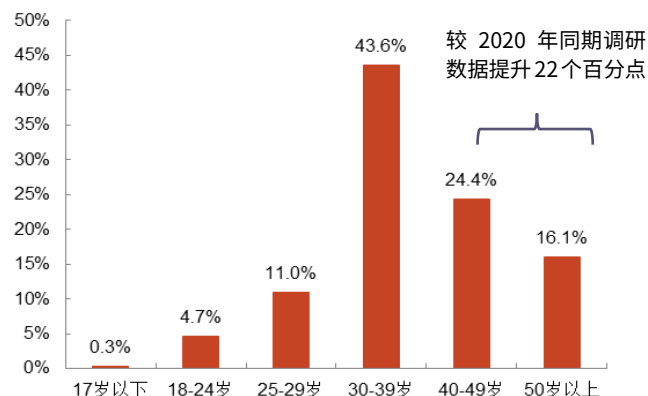
面，团长存在年轻化趋势，40岁及以上团长比例较2020年同期调研数据（2020年4月）提升22个百分点；4）城市分布方面，下沉市场比例大，三线及以下城市团长合计占比65.3%。5）职业分布方面，据新经销2020年4月调研数据，社区团购团长中，零售店团长占比73%，宝妈团长占比27%，零售店团长拥有线下店作为天然流量入口、具备存货空间和零售经验，与社区团购模式适配性高。

图 43：团长性别比例（2021 年 3 月）



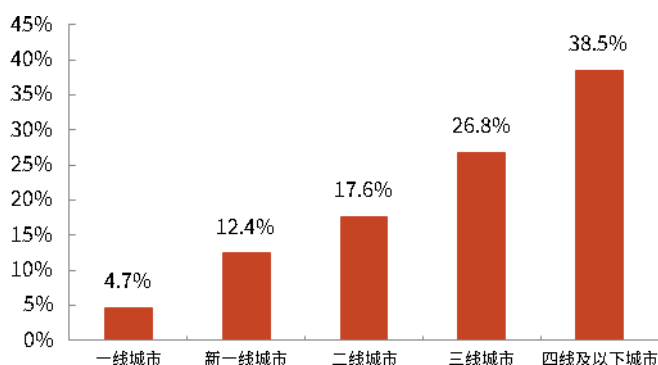
资料来源：新经销，光大证券研究所

图 44：团长年龄分布（2021 年 3 月）



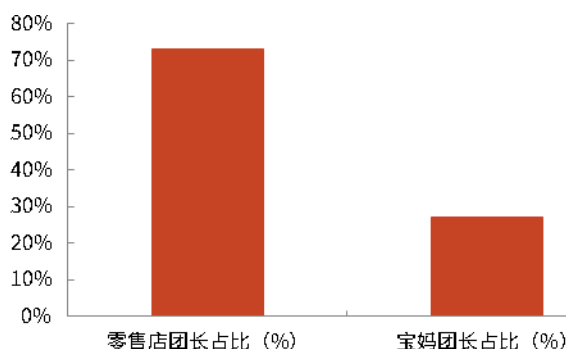
资料来源：新经销，光大证券研究所

图 45：团长城市分布（2021 年 3 月）



资料来源：新经销，光大证券研究所

图 46：团长类型构成（2020 年 4 月）



资料来源：新经销，光大证券研究所

5.1、重团长、轻团长模式并存，激励方式多元

名义佣金+裂变奖励模式，激励团长销售及开团。团长收入主要由名义佣金和裂变下属新团的奖励组成。1）团长自身销售额乘一定佣金率为名义佣金，不同种类商品、不同销售规模存在不同名义佣金率。2）裂变奖励为团长开发下属新团，根据下属新团数量和销售表现而给予不同等级奖励。以美团优选为例，当团长直属下级团长小于等于3个时，可获得培训费（新开团下级7天销售额大于1000元，可获得培训奖励100元，大于5000元则追加奖励60元）；当团长直属下级团长大于3个时，可获得培训费（规则同前）和下级团长销售提成（直属下级团长销售件数的12%和隔级下级团长销售件数的3.6%）。橙心优选“合伙人制度”同理，以当月直推团长和直推合伙人的订单总量作为奖励基础。

表 17：美团优选团长奖励模式（截至 2020 年 11 月）

直属下级团长数量	培训费（一次性收入）	销售提成（持续性收入）
≤3	新开团下级 7 天销售额 > 1000 元，培训奖励 100 元； 新开团下级 7 天销售额 > 5000 元，追加培训奖励 60 元	无
>3	新开团下级 7 天销售额 > 1000 元，培训奖励 100 元； 新开团下级 7 天销售额 > 5000 元，追加培训奖励 60 元	直属下级团长销售商品件数的 12%； 隔级下级团长销售商品件数的 3.6%

资料来源：腾讯棱镜深网，光大证券研究所整理

表 18：橙心优选团长奖励模式（截至 2020 年 11 月，西安地区）

下属订单总量（件/月）	奖励比例（以订单总量为基数）
2000-7000	1.2%
7000-5 万	4.6%
5 万-30 万	7.8%
30 万-100 万	10.2%
100 万-300 万	12.0%
>300 万	13.2%

资料来源：腾讯棱镜深网，光大证券研究所整理

业务模式调整阶段团长佣金变化快，名义佣金率降至 5%-8%。由于社区团购平台处于激烈竞争阶段、业务模式也均在不断调整中，团长佣金水平变化较大。各社区团购平台的名义佣金率由 10%-15%（2020 年底）降至 5%-8%（2021 年 5 月底）。据专家交流纪要，2021 年 5 月美团优选名义佣金率约 6%，奖励 4%，综合佣金率约 10%。

表 19：社区团购平台团长数据对比（2021 年 5 月）

团长数据对比	美团优选	多多买菜
名义佣金率	6~8%	5.5%左右
实际佣金率（加上团长奖励）	10%左右	8%左右
团长导流占比	65%	25%

资料来源：专家交流纪要，光大证券研究所整理

重团长、轻团长模式并存。依据：1）团长在引导下单中的重要程度；2）在社群运营方面参与度，可将平台分为轻团长和重团长两种模式。“**重团长**”模式下，团长承担较多的引流获客和维系社群责任，平台给予团长更多激励和培训；“**轻团长**”模式下，团长仅作为履约环节，分拣商品并提供自提点，较少花费精力维系社群、甚至没有社群，不为平台订单量负责。“重团长”模式主要出现在社区团购平台进入新市场的早期，或者区域性深耕期间，利用团长的熟人/邻里社交快速低成本获客，典型平台如兴盛优选。当平台知名度打响，流量的获取可以不再完全依赖团长，此时“轻团长”模式可以帮助平台压低佣金，节省成本，典型平台如多多买菜。

图 47：重团长、轻团长模式并存



资料来源：美团优选官方公众号，光大证券研究所

图 48：社区团购平台会给予团长一定的培训



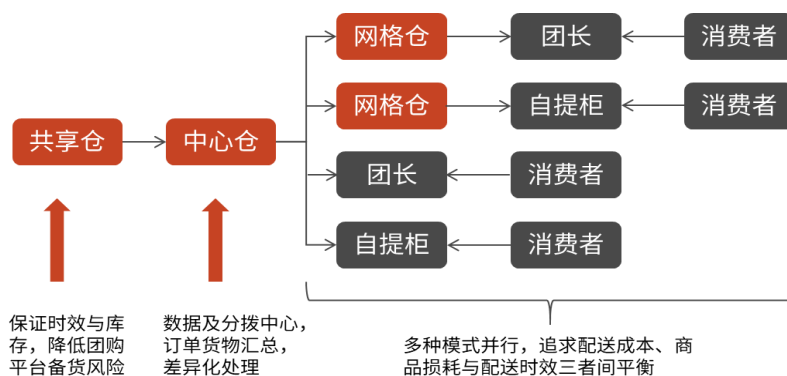
资料来源：美团优选团长培训中心，光大证券研究所

5.2、未来团长有分化趋势

平台佣金机制助推团长分化，遵循二八定律。是否重视社群运营与团长，是一枚硬币的两面。重视团长运营将激励团长投入更多精力用于维护客群和开发下级新团。目前整体上看，各大平台名义佣金率不断下降，将下级团长销售额作为额外的提成激励，助推了团长收入的两极分化：订单少、下属团长少的团长收入低，而单量多、培训下级能力强、下级团长具备活力的团长将不断获得新增收入。

成本收益平衡是团长稳定存在的根本，“重团长”需激励和培训，“轻团长”需降低分拣负担。不论是哪种团长模式，只要能使双方（平台方与团长）均在成本（投入的实际成本和精力）与收益上保持平衡，就能稳定运营，保障履约最后一环的畅通。1）“重团长”模式：这一模式的团长数量相对较少，平台方未来或将投入更多精准化培训和激励成本，招募和培训团长的配套生态也有伴生的可能性；2）“轻团长”模式：这一模式的团长数量相对较多，由于这一类团长本身运营精力投入少、收入低，随着订单量的增高，分拣压力增大，平台方需降低团长分拣负担。未来可能出现的降负措施有：投放标准化货架从而降低团长分拣难度（或客户自行分拣）、在网格仓内完成按客户分拣、使用自提柜取代团长等。

图 49：履约末节具备灵活性，未来或将多模式并存



资料来源：发网燎圈，光大证券研究所整理

6、社区团购未来规模探讨

6.1、预测市场规模于 2023 年可达 8300 亿

我们分别通过用户和商品结构两种角度进行测算，鉴于社区团购的运营模式以牺牲部分时效以及产品丰富度为代价，目标客群符合一定的用户画像，因此我们的关键假设主要围绕渗透率展开。

我们得出的市场空间约为 8300 亿元。

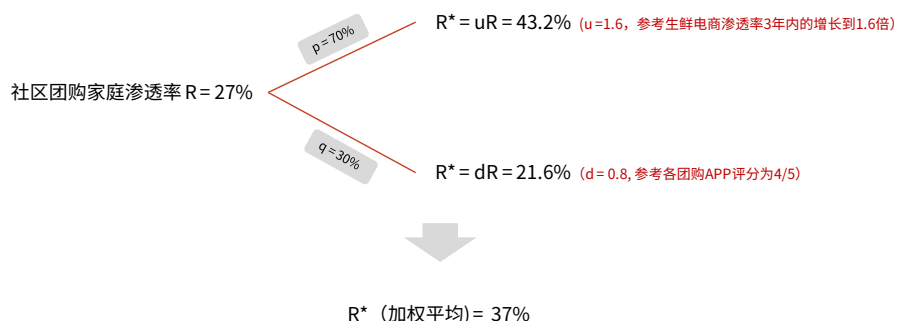
6.1.1、基于目标客群画像的测算

我们做出前提假设包括：1) 社区团购模式下，以家庭为单位进行购买，每户按照 3 人测算；2) 件单价 7.5 元，以 2021 年 5 月美团优选、多多买菜、橙心优选以及盒马集市件单价的加权平均值计算。

我们定义，社区团购家庭渗透率 = 使用社区团购的家庭/总家庭户数；社区团购行业规模 = 社区团购家庭渗透率 × 家庭户数 × 每周复购频次 × 每单件数 × 件单价 × 52 周；

根据贝恩咨询，1Q2021 的社区团购家庭渗透率为 27%。由于社区团购模式较为初期，行业渗透率仍有一定下行风险。参考艾瑞咨询生鲜电商到 2023 年的渗透率变化预测和现阶段用户对于社区团购 APP 的反馈评分，我们通过二叉树模型得出了参考中值约为 37%。

图 50：社区团购家庭渗透率类二叉树模型



资料来源：贝恩咨询，艾瑞咨询，百度手机助手，光大证券研究所整理

表 20：社区团购行业规模对于渗透率和复购频次的敏感性分析（单位：亿元）

复购频次 (次/周)	社区团购行业渗透率 (%)					对应件数 (件/周)
	25%	31%	37%	43%	50%	
1	1815.21	2278.27	2741.34	3204.4	3667.46	4
2	3630.42	4556.54	5482.67	6408.8	7334.93	8
3	5445.63	6834.82	8224.01	9613.2	11002.39	12
4	7260.84	9113.09	10965.34	12817.6	14669.85	16
5	9076.04	11391.36	13706.68	16022	18337.31	20

资料来源：光大证券研究所整理；注：按照每单件数 6 件，人口按照 14.16 亿人（2021E）估算；

从全国范围估算，社区团购行业规模 2023 年可达到 8224.01 亿元。我们假设：

社区团购行业渗透率为 37% 左右，每个家庭每周在社区团购平台上购买 12 件商品，以 14.16 亿人（2021E）计算。

按照城市级别细分估算，各线城市合计 2021 年~2023 年内可以达到的市场规模预计为 8253.59 亿元（详见下表）。鉴于一线城市的消费渠道多样，四线及其他城市居民更加依赖传统农贸市场，我们假设，社区团购渗透率在各线城市的分布情况遵循：社区团购行业渗透率（下限）≤ 一线城市 < 二线城市 < 四线及其他城市 < 三线城市 ≤ 社区团购行业渗透率（上限）。

表 21：按照城市级别细分下市场规模预测

	人口 占比 (%)	人口 (万人)	每户 人数(人)	家庭 户数 (万户)	社区团购 家庭渗透率 (%)	购买频次 (次/周)	每单 件数 (件)	件单价 (元)	市场规模 (亿元)
一线城市	5.30%	7504.80	2.5	3001.92	18%	1.5	3	12	151.73
二线城市	26.30%	37240.80	2.5	14896.32	30%	2	4	9	1673.15
三线城市	23.80%	33700.80	3	11233.6	40%	2.5	6	7.5	2628.66
四线及其他城市	44.60%	63153.60	3.5	18043.89	36%	3	5	7.5	3800.04
总计	100%	141600							8253.59

资料来源：国家统计局，前瞻经济学人，光大证券研究所预测；注：人口占比数据参考《2018 年中国城市统计年鉴》，人口按照 14.16 亿计算；

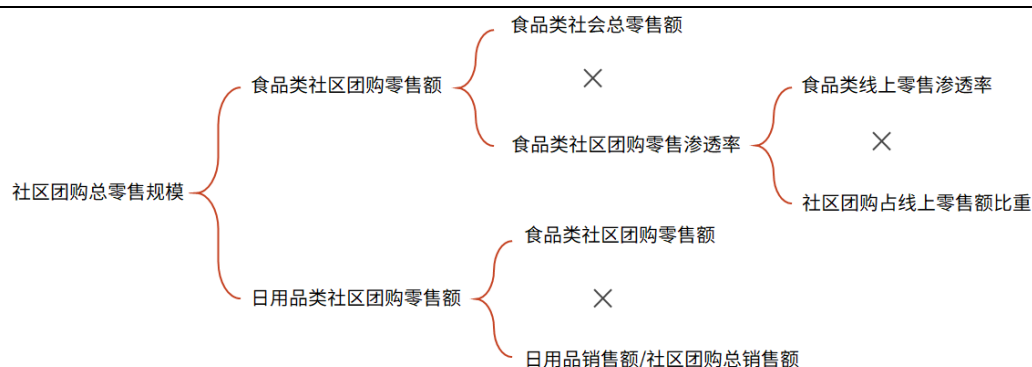
6.1.2、基于商品结构的测算

社区团购的核心商品为食品类和日用品类，本质为食杂类电商。

我们的前提假设包括：1) 社区团购的 GMV 分布将和社区团购 SKU 商品结构分布趋同（即日用品类 GMV 占比 ≈ 日用品类 SKU 占比）；2) 食品类社区团购零售渗透率参考食品类线上零售渗透率。

我们定义：食品类社区团购零售渗透率 = 食品类社区团购总零售额 / 食品类社会总零售额 = 食品类线上零售渗透率 × 社区团购占线上零售额比重（食品类）。

图 51：通过商品结构推算社区团购零售规模方法图



资料来源：光大证券研究所整理

根据国家统计局和电子商务部数据，2020 年食品类商品零售总额为 58,886 亿元，2020 年食品类线上渗透率（包括食品、粮油、烟酒和饮料）约为 18%。参考麦肯锡对于 2019 年~2022 年食杂类零售的 GAGR 预测为 4%~6%，我们预计食品类零售总额将以 4% 的 CAGR 上涨，到 2023 年达到 66,239 亿元。疫情以来，需求端和供给侧都在一定程度上加速了食品类线上渗透率：需求端消费者因疫情培养了线上购物的习惯；供给侧出现了多种模式的零售电商，互联网巨头也纷纷入局。参考麦肯锡报告（食杂类线上渗透率将自 2019 年的 10% 提升 8~18

个百分点至 2022 年 18%-28%)，我们预计整个食品类线上渗透率自 2020 年的 18%增长 8 个百分点到 2023 年达 26%。参考麦肯锡 2021 年中国消费者报告（受访的线上生鲜食品顾客中，接受“次日送达”模式的顾客约 34%），我们以社区团购食品类零售额占食品类网上零售额 34%进行估算。根据上文中提到的 2021 年 8 月对部分社区团购平台的 SKU 统计，日用品类 SKU 占比约为 22%，鉴于各大平台目前均在增加日用品类商品占比，日用品类 SKU 和销售占比均有一定上行空间，参考贝恩咨询统计的 2020 年 O2O 渠道情况（包括前置仓、社区团购、仓店一体和平台模式的日用品类销售额占比约 30%），我们预测到 2023 年社区团购模式日用品销售额占比或可达 30%。**我们得到：社区团购 2023 年零售规模大约为 8365.1 亿元。**

表 22：按照品类预测的社区团购零售规模

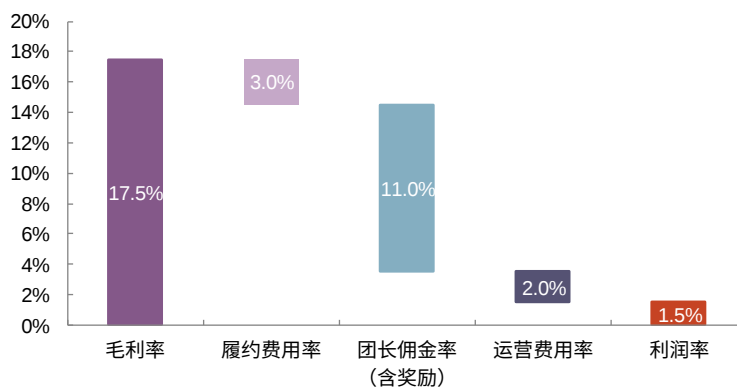
	关键指标	预测/估算值
关键假设	食品类商品零售额（亿元）	66239.2
	食品类网上零售额/食品类社总零售额（%）	26%
	社区团购食品类零售额/食品类网上零售额（%）	34%
	日用品占社区团购销售额比率（%）	30.0%
结论	食品类社区团购零售额（亿元）	5855.5
	日用品类社区团购零售额（亿元）	2509.5
	社区团购零售规模（亿元）	8365.1

资料来源：国家统计局，电子商务部，Statista，Euromonitor，光大证券研究所预测

6.2、UE 模型曾获验证，盈利具备可能性

兴盛优选区域性 UE 曾经盈利，新进入巨头重塑 UE 模型。据 36Kr 数据估计，在 2020 年 7 月互联网巨头进入社区团购行业前，兴盛优选在湖南的履约费用率已降至 3%，模型初步盈利。这主要受益于：1）兴盛优选在湖南具有大量关联便利店（芙蓉兴盛）；2）本地化供应链成熟、深耕时间长；3）湖南地区单量大、件单价高等因素。随着 2020 年 7 月美团、拼多多、滴滴等互联巨头入场并投入补贴、快速地推，兴盛优选 UE 受到影响，履约费用率升至 5%-6%。2021 年 5 月大型平台如美团优选、多多买菜等，履约费用率在 10%左右，加之团长佣金（8%-10%）、补贴（12%-13%）和运营费用（5%-6%），普遍具有 10%以上亏损。随着未来平台整合、市场渗透率增加，当前各项成本均有压缩空间，UE 模型盈利具备可能性。

图 52：UE 模型已盈利（兴盛优选，湖南，2020 年 7 月前）



资料来源：36Kr，光大证券研究所整理，注：根据相关行业企业管理费用率，给予兴盛优选 2%的运营费用率假设，毛利率 15%-20%，团长佣金率 10%-12%，图中取均值

表 23：当前 UE 模型未盈利（美团优选、多多买菜，2021 年 5 月）

UE 模型	美团优选	多多买菜
毛利率	24.50%	22~23%（因为生鲜品类占比较大） 生鲜品类毛利率 15%，非食基本能达到 25%~30%
履约费用率（中心仓+网格仓）	9.6~9.7%	10.4~10.5%
团长佣金率（含奖励）	10%左右	8%左右
运营费用率（市场开发/人工/管理）	6%	5%
补贴	12%	13%
利润率	-13.1%~-13.2%	-14.5%~-13.4%

资料来源：专家交流纪要，光大证券研究所整理

6.3、竞争格局激烈，鹿死谁手尚未可知

目前社区团购赛道参与者众多，竞争格局激烈，以互联网公司为主。从动机上看，互联网公司进入社区团购的原因和目的或有以下几种：

- (1) 形成以触达社区为群体的流量，完善各自的流量生态体系；
- (2) 以社区团购模式进入下沉市场，打破流量瓶颈；
- (3) 以销定采，加速生鲜线上渗透率，构建生鲜零售版图；
- (4) 以社区团购完善同城供应链体系，降低履约成本。

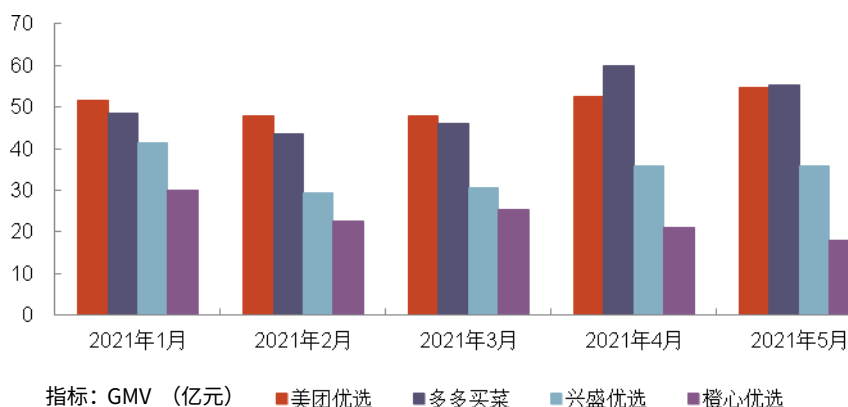
表 24：互联网公司的社区零售布局

	社区零售布局	属性
阿里巴巴	盒马鲜生	到店+到家
	盒马邻里	（自提点）
	盒马集市	社区团购
	淘鲜达	平台模式
	天猫生鲜/超市	传统电商
京东	京喜拼拼	社区团购
	京东生鲜/超市	传统电商
	京东到家	平台模式
	7Fresh	到店+到家
拼多多	多多买菜	社区团购
美团	美团优选	社区团购
	美团闪购	平台模式
	美团买菜	前置仓
	小象生鲜	到店+到家
滴滴	橙心优选	社区团购
初创公司	兴盛优选	社区团购
	十荟团	社区团购
	每日优鲜	前置仓
	叮咚买菜	前置仓
	朴朴	前置仓
	多点	平台模式
	食行生鲜	到店自提
	...	...

资料来源：光大证券研究所整理

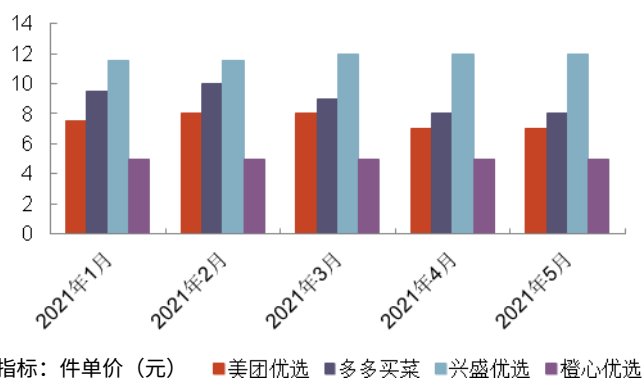
美团优选和多多买菜是目前的社区团购龙头。1) 从 GMV 角度看, 美团优选的月 GMV 持续处于高水平, 多多买菜月 GMV 在 2021 年 5 月赶超了美团优选。2) 件单价最高的平台为区域型社区团购平台兴盛优选, 达 12 元; 美团优选和多多买菜的件单价较低, 约为 7 元。3) 从日销件数角度看, 美团优选日销件数持续处于领先地位, 2021 年 5 月约达 2600 万件/日, 较同年 4 月份增长了 4%。

图 53: 美团优选的 GMV 持续处于高水平, 多多买菜在 2021 年 5 月赶超美团优选



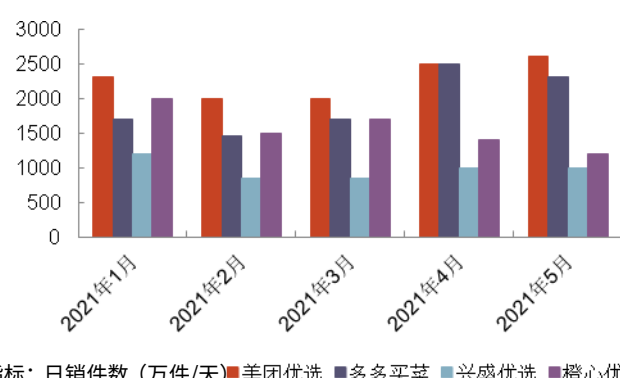
资料来源: 专家交流纪要, 光大证券研究所整理

图 54: 区域型平台兴盛优选件单价更高, 达 12 元



资料来源: 专家交流纪要, 光大证券研究所整理

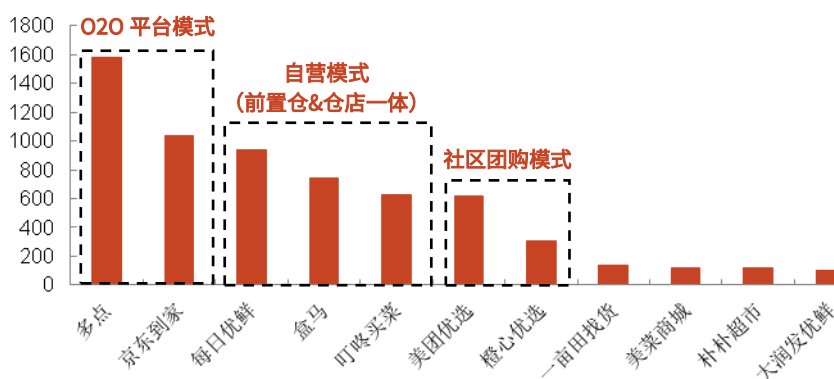
图 55: 美团优选日销件数处于持续领先



资料来源: 专家交流纪要, 光大证券研究所整理

社区团购模式不仅仅需要经历模式内部的竞争和淘汰, 还需要面对多样化社区零售模式的竞争, 主要有 O2O 模式、自营前置仓模式等。根据比达咨询 2021 年 4 月份监测数据, 多点和京东到家的 O2O 平台模式的活跃用户居于前两位, 其次是以每日优鲜为代表的自营模式、以美团优选为代表的社区团购模式。社区团购是否能够持续优化其商品结构和供应链管理, 截留目标客群是发展关键。

图 56：2021 年 4 月社区零售类平台的 MAU 对比（万人）



资料来源：比达咨询，光大证券研究所整理

O2O 平台模式属于轻资产运营模式，通过互联网平台（如京东到家）将线下商超的商品和消费者链接起来，配送为即时配送，时长约为 1 小时。由于平台模式可以对接多家线下超市和门店，包括生鲜水果店、鲜花绿植店、药店等，商品种类往往更加齐全，满足消费者多品类的消费需求。

图 57：O2O 平台模式简图



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所整理

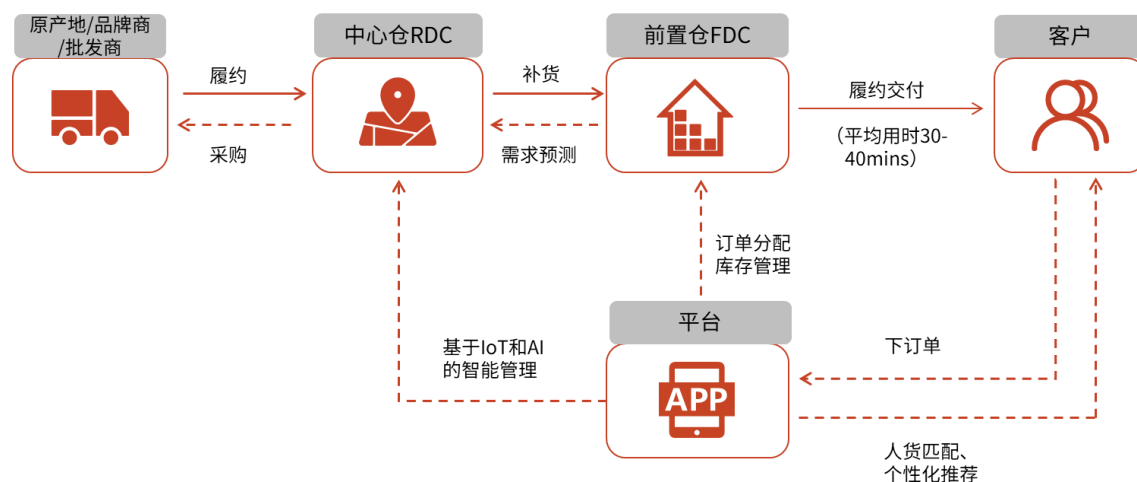
图 58：京东到家的合作商家种类多，涉及超市生鲜、药店等



资料来源：京东到家开放平台，光大证券研究所整理

前置仓模式主打配送时效快，以生鲜品类为主。前置仓模式主要参与者有每日优鲜、叮咚买菜、美团买菜等。前置仓一般位于住宅社区或写字楼附近，为中小型存储和配送中心，配备多个温区，可以实现对生鲜的冷藏、冷冻、再加热。用户可通过手机 APP 或小程序下单，平台将在线订单分发到最近的前置仓，由配送人员送出，交付时间在 30-40 分钟，时效快的同时保障了生鲜产品的新鲜度。

图 59：前置仓模式图



资料来源：每日优鲜招股说明书，光大证券研究所整理

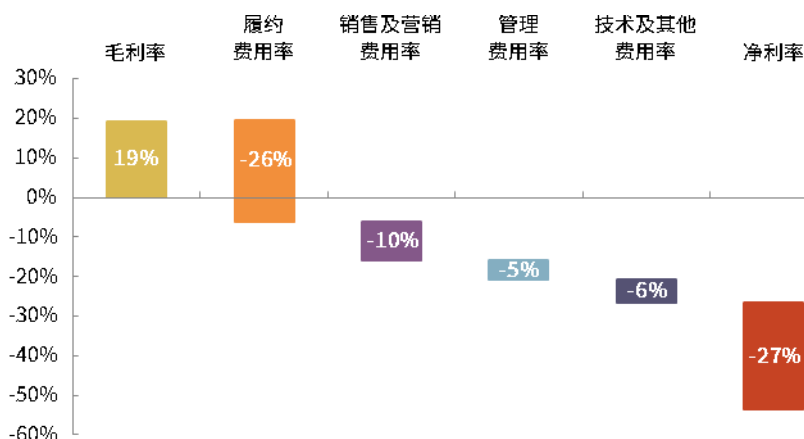
前置仓模式下客单价、履约费用率双高，模型尚未盈利。前置仓模式生鲜品质较高，时效性好，主要目标客群为高线城市的中高收入客群，客单价较高，2020年叮咚买菜客单价60元左右，每日优鲜95元。前置仓模式下产品履约约为骑手上门配送，为了保障时效性骑手单次配送的订单量有限，因此履约费用率可达25%以上，单均履约成本均在20元以上，高履约成本使UE在中短期时间内难以盈利。

表 25：前置仓模式公司 2020 年业务数据

	叮咚买菜	每日优鲜
GMV	130 亿（不包括优惠券）	76 亿（包括优惠券）
毛利率	19.70%	19.40%
履约费用率	35.70%	26%
净利率	-28.03%	-26.90%
活跃购买用户	460 万（平均月度活跃购买用户）	867 万（年度有效用户数：扣除优惠券等补贴后能带来收益的客户）
订单量	2.0 亿	0.8 亿（以 GMV 测算）
客单价	62 元（以 GMV 测算） 57 元（以客单价测算）	95 元
月度活跃用户数	631 万	813 万
总体库存周转天数	3.9	3.8

资料来源：叮咚买菜招股说明书，每日优鲜招股说明书，光大证券研究所整理

图 60：前置仓模式 UE 模型（以每日优鲜 2020 年财务数据为例）



资料来源：每日优鲜招股说明书，光大证券研究所整理

社区团购模式将风险与责任分散至各环节与相应主体，平台方承压少，管理能力成为胜出关键。社区团购模式下，1) 由供应商寻找位置合适的共享仓进行商品存储，并在平台方要求的时限内送至中心仓，因此库存和损耗压力转移至供应商（自营为主的前置仓、仓店一体等均有库存与损耗压力）；2) 商品分拣与履约的责任则由平台方、网格仓加盟商、团长、消费者各承担一部分，降低了平台方履约压力（自营为主的前置仓承担主要运输压力）；3) 客群的引进、运营和售后责任转移至团长承担，降低平台方运营压力。总体而言，社区团购平台方压力被转移至链路其他主体。但需要注意的是，由于全链路中外包、加盟环节多，平台方库存、运输、运营压力虽减少，但人员管理、加盟商关系维系的压力较大，如何做好全链路人员及合作方管理将是社区团购业态的难点。

表 26：社区团购平台各环节承担风险与责任

链路环节	共享仓	中心仓	网格仓	团长	消费者
参与主体	供应商	社区团购平台方	加盟商	加盟商户/个体	消费者个体
承担风险与责任	商品库存风险、商品运输责任（干线物流）	集单处理、商品分拣与运输责任（干线物流）	商品分拣与运输责任（向下分发式物流/城配）	新客引流与客群维系、售后责任	提前下单、可接受距离内的履约（自提）责任

资料来源：光大证券研究所整理

表 27：各模式下风险与责任分配情况

风险与责任	社区团购模式	O2O 模式	前置仓模式	仓店一体
商品库存及损耗风险	供应商	供应商（平台中商家）	平台	平台
运输履约责任	供应商、平台、网格仓加盟商、团长、消费者	平台或外包	平台或外包	平台或外包
引流、客群运营责任	团长	平台	平台	平台

资料来源：光大证券研究所整理

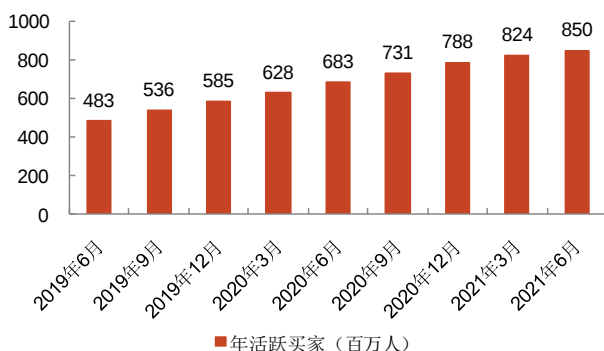
7、社区团购行业相关标的

7.1、推荐拼多多：主站流量与供应链赋能社区团购

多多买菜是拼多多主站电商业务为了满足用户需求而自然衍生的业务模式，因此可以凭借拼多多主站的优势，以相对较低的营销费用触达大量目标客户。

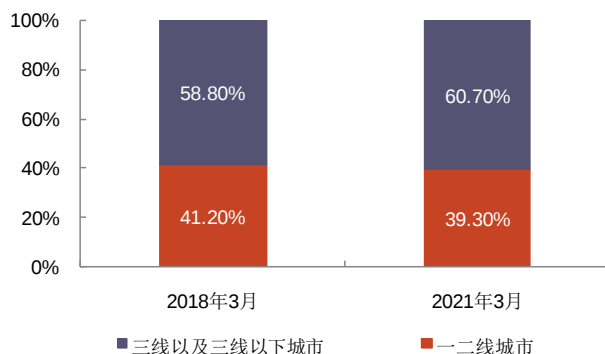
主站大量下沉用户为多多买菜小程序提供了有效流量。2021年6月拼多多用户数已达8.5亿人，是国内活跃购买用户数最多的电商平台。根据QuestMobile统计，2021年3月拼多多下沉市场用户人数占比高达60.7%，较2018年上升了1.9个百分点。根据新经销，2020年对社区团购用户的统计，三线及以下城市用户占总用户人数占比为76.6%。因此，拼多多巨大的流量可以为其实业业务流量赋能，是其他平台所不具备的优势。

图 61：拼多多用户基数庞大，2021 年 6 月 AAC 已达 8.5 亿人



资料来源：拼多多财报，光大证券研究所整理

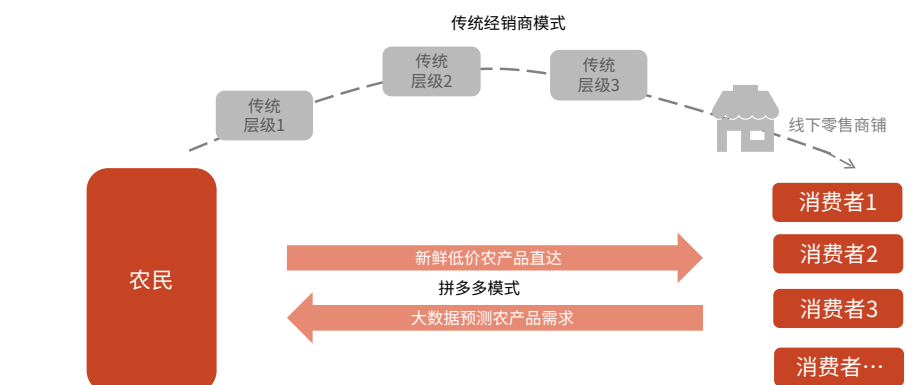
图 62：拼多多下沉城市用户人数占比于 2021 年 3 月年达 60.7%



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所整理，统计指标：用户人数占比 (%)

拼多多农产品布局和供应链优势有望赋能进化多多买菜业务。拼多多作为农产品起家的电商平台，在农产品的供应链管理上拥有经验和优势。例如，拼多多的C2M模式已经一定程度上取代了传统经销商冗长的层级，数字化管理，以销定产，优化了农产品供应链。多多买菜有望在此基础上加以进化，在履约层面上，以销定采，进一步促进上游供应链改革。此外，拼多多在2021年8月也披露了其将开启“百亿农研项目”，协助上游农民提高生产力，进一步完善其农业的上游布局。

图 63：拼多多农产品供应链模式已优化并取代传统层层经销模式



资料来源：拼多多官网，光大证券研究所

投资建议：公司深耕农产品供应链创新及多多买菜业务，提出“百亿农研”计划，有利于在三大龙头电商平台（阿里、京东、拼多多）中形成以农产品为主的差异化竞争优势，我们维持对公司2021/2022/2023年EPS的预测-0.90/0.55/2.42元人民币，维持“买入”评级。

表 28：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	30,142	59,492	108,148	155,047	201,014
营业收入增长率	129.74%	97.37%	81.79%	43.37%	29.65%
净利润（GAAP 百万元）	-6,968	-7,180	-4,509	2,743	12,141
净利润(GAAP)增长率	NA	NA	NA	NA	342.56%
净利润（Non-GAAP 百万元）	-4,266	-3,567	-1,120	5,557	14,673
净利润(Non-GAAP)增长率	NA	NA	NA	NA	164.02%
EPS（元）	-1.51	-1.43	-0.90	0.55	2.42
EPA（美元）	-0.93	-0.88	-0.55	0.34	1.49

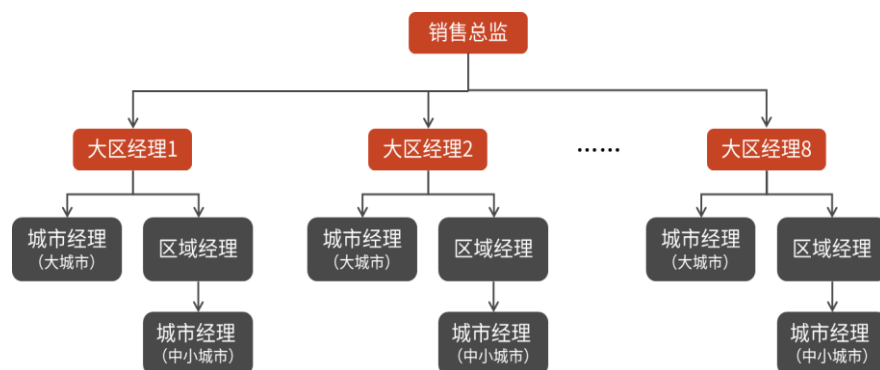
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，美元汇率按 1 美元=6.5 人民币计算，1ADR=4 股普通股

风险提示：电商行业业内竞争加剧、社区团购前期投入成本过高、直播电商业态冲击、监管风险

7.2、 建议关注美团：地推能力出众，人员管理能力较强

销售团队管理方面的丰富经验使美团在地推方面具有优势。美团早期的团购业务及外卖业务的商家引入离不开销售团队进行地推。2011 年 11 月 COO 于嘉伟加入美团，开始对美团销售团队进行组织架构搭建和管理制度建设：1）在组织架构方面推出大区制、形成科学的汇报层级；2）管理制度方面则推出标准作业流程 SOP、按高一级标准培养人才等。再加上长期业务实践，美团在销售团队管理方面积累了丰富的丰富经验。美团将此前经验再次运用于社区团购的人员管理和地推中，促进了美团优选迅速扩大业务覆盖范围，维护团长稳定运营。

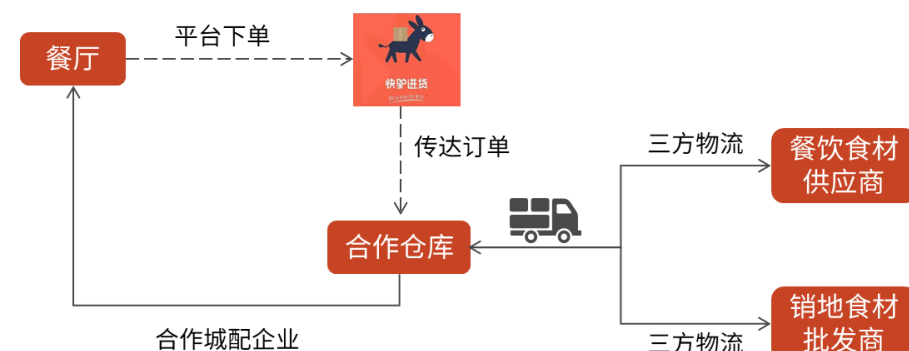
图 64：美团销售团队组织架构层次分明、便于即时向上汇报



资料来源：《九败一胜：美团创始人王兴创业十年》，李志刚，光大证券研究所整理

供应链领域具有经验，整合资源后效率或提升。美团此前已在生鲜零售（美团买菜）、toB 供应链（快驴进货）等相关领域开展业务，其供应链模式与社区团购具有一定重合度，能够为社区团购业务提供经验借鉴，相关资源重整后或将产生协同效应提升供应链效率。以快驴进货为例，快驴进货是为餐饮类商家提供食材的 B2B 平台，餐饮类商家通过平台向餐饮食材供应商、批发商订货，货物通过三方物流、合作仓库和城配物流发至餐饮商家，与销地供应商、仓库和城配物流等进行合作的环节与社区团购模式具有相似之处，可供美团优选共享资源、经验借鉴。

图 65：快驴进货模式对美团优选存在经验借鉴



资料来源：运联智库，光大证券研究所

表 29：美团在线上零售/采购领域布局层次丰富，可共享经验

业务	美团优选	美团买菜	美团闪购	快驴进货
模式	社区团购模式	自营-前置仓模式	O2O 模式	B2B 模式（餐饮供应链平台）
针对客户	下沉市场消费者为主	高线城市白领等中高收入消费者	高线城市为主	B 端商家

资料来源：美团 2020 年第三季度公开业绩交流会，光大证券研究所整理

注重技术领域研发，提升仓库效率、优化用户体验。美团优选下属于互联网巨头企业，在技术领域的投入较充分，随着公司资源不断向社区团购倾斜，中心仓自动化技术、品控保鲜、用户体验等或将得到优化。

图 66：美团优选技术类招聘广告

美团优选-数据仓库专家 [北京·朝阳区·望京] 25-50K·15薪 经验不限 本科 谷先生 HR SQL Python Spark Hadoop 大数据 Java 五险一金，节日福利，交通补助，通讯补贴，带薪年假，...	美团优选 电子商务 已上市 10000人以上 五险一金，节日福利，交通补助，通讯补贴，带薪年假，...
美团优选-Java后台研... [上海·长宁区·北新泾] 30-60K·15薪 经验不限 本科 张女士 招聘经理 多线程 Spring SpringMVC NoSQL MySQL 补充医疗保险，带薪年假，全勤奖，五险一金，节日福利...	美团优选 电子商务 已上市 10000人以上 补充医疗保险，带薪年假，全勤奖，五险一金，节日福利...
美团优选-前端开发工... [北京·朝阳区·望京] 30-60K·15薪 经验不限 本科 张女士 招聘经理 前端开发 Node.js HTML CSS React 移动端 节日福利，通讯补贴，交通补助，五险一金，补充医疗保...	美团优选 电子商务 已上市 10000人以上 节日福利，通讯补贴，交通补助，五险一金，补充医疗保...
美团优选-Java开发工... [北京·朝阳区·望京] 40-70K·15薪 经验不限 本科 谷先生 HR 分布式技术 多线程 Spring 后端开发 架构师 五险一金，通讯补贴，交通补助，节日福利，带薪年假，...	美团优选 电子商务 已上市 10000人以上 五险一金，通讯补贴，交通补助，节日福利，带薪年假，...

资料来源：BOSS 直聘，光大证券研究所

8、风险分析

团购用户或大幅流失

商品品质不达用户预期，售后服务不完善，后期价格回升至补贴前水平，导致平

台用户流失风险。

管理能力不及预期，导致 UE 模型盈利所需时间超预期

随业务扩展，团队人员数量提升，管理能力不及预期或将导致团长培训不到位，团效提升缓慢，履约费用率下行压力大，UE 模型盈利所需时间长。

链路或存在断裂可能

供应商、网格仓加盟商等合作伙伴短期难以盈利，稳定性不足，可能导致仓配链路断裂。

监管风险

互联网监管逐渐规范的趋势下，平台补贴力度受监管制约导致用户的流失，随平台发展可能面临反垄断或涉及不正当竞争风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE