

社交电商系列之云集

社交驱动，会员运营，迈向线上 Costco 新征程

分析师： 洪涛

分析师： 林伟强



SAC 执证号: S0260514050005



SAC 执证号: S0260517090003



021-60750633



021-60750607



hongtao@gf.com.cn



linweiqiang@gf.com.cn

请注意，林伟强并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

2019.3.21，云集（YJ.O）正式向美国证券交易委员会（SEC）提交 IPO 招股说明书，拟登陆纳斯达克市场。依据招股书披露，16-18 年，云集营收 12.8/64.4/130.2 亿元（RMB，下同），归属普通股股东净利润-1.02/-17.34/-23.08 亿元，剔除上市前可转换优先股增值及股权激励等影响，non-GAAP 净利润-0.25/-1.04/-0.02 亿元。

● 社交电商：流量焦虑时代的去中心化解决方案

社交电商的兴起源自电商行业的流量焦虑，存量时代迫切需求低成本的流量源。社交电商核心在于以社交方式引流，重构了流量来源和运营转化方式。依据获客及运营模式差异，国内活跃的社交电商产业公司主要分为四类：1) **S2B2C 分销/会员类**，典型代表为云集、环球捕手等；2) **拼购/拼团类**，典型代表为拼多多、苏宁拼购等，以及 18 年以来崛起的社区拼购平台；3) **社区/内容类**，典型代表为小红书、宝宝树、如涵电商、蘑菇街等；4) **技术服务类**，典型代表为中国有赞、微盟等。作为系列报告开篇，本篇重点解读 S2B2C 社交电商代表性公司云集。

● 云集 1.0：社交驱动，S2B2C 赋能，三年狂奔扩张

云集 S2B2C 社交电商模式核心在于平台（S）作为核心整合供应链并赋能店主（B），构建品牌方（产品）和买家（C）的新链路。其中平台集成标准化中后台供应链服务，店主则仅负责前端分享引流，形成熟人背书的社交销售“场”。依据招股书披露，16-18 年，云集 GMV 由 18 亿元增长至 227 亿元，年购买用户数由 250 万增至 2320 万，累计拥有付费会员达到 740 万；且云集成立以来并未依靠大幅烧钱扩张，18 年 non-GAAP 口径仅微亏 200 万元，接近盈亏平衡。

● 云集 2.0：从社交到会员，迈向会员电商新时代

2018 年 10 月，云集创始人肖尚略宣布云集将全面转型会员电商。我们认为会员制零售的核心是构建前端大量&稳定需求与后端低成本&优质供应链的正循环，云集成立三年来前端依靠 SB2C 模式迅速放大会员规模，后端则持续优化供应链，已然形成典型会员零售公司“低毛利+高周转+会员费盈利”的财务组合。依据招股书，18 年云集会员费收入/毛利贡献占比 11.9%/48.9%；会员消费在总 GMV 中占比达到 66.4%，会员人均消费为非会员 4 倍有余。

● 盈利探讨：会员收入+3P 业务变现将是未来盈利点

云集成立以来利润端改善趋势明显，18 年 non-GAAP 已接近盈亏平衡且经营现金流状况良好，社交驱动的会员电商魅力可见一斑。我们认为云集的独特优势在于：1) 社交驱动的低获客成本；2) 高粘性会员重复消费降低二次营销投入；3) 会员制零售高周转模式叠加会员资金沉淀，进一步改善经营现金流。长期来看，会员留存及 3P 业务变现将决定云集未来扩张和盈利能力边际。

风险提示：S2B2C 社交行业监管风险；会员电商发展对经营管理的挑战；会员续约率下滑；新技术新渠道改变流量格局。

相关研究：

商贸行业投资月报——会员超市运营之道:聚焦思维叠加高效供应链，铸造坚固成本堡垒	2019-01-28
存量突围系列之一:付费会员体系——构建存量用户的升维运营之道	2019-01-09
京东（JD.O）：至暗时刻，京东的困顿与破局	2018-12-17

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/29	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
南极电商	002127.SZ	买入	CNY	11.45	14.3	0.36	0.51	30.89	21.80	28.39	20.01	28.7%	28.8%
永辉超市	601933.SH	增持	CNY	8.64	-	0.16	0.23	52.00	36.17	40.98	27.97	7.0%	9.3%
苏宁易购	002024.SZ	买入	CNY	12.55	16.36	1.43	1.84	8.43	6.55	39.61	33.23	16.90%	18.20%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

投资聚焦	6
一、社交电商：流量焦虑时代的去中心化解决方案	7
二、云集 1.0：社交驱动，S2B2C 赋能，三年狂奔扩张	10
三、云集 2.0：从社交到会员，迈向会员电商新时代	15
四、盈利探讨：会员收入+3P 业务变现将是未来盈利点	20

图表索引

图 1: 18 年电商用户 6.1 亿人, 网购用户增速持续放缓	7
图 2: 移动购物 app 仅占用户上网时长的 3.9% (2018)	7
图 3: 电商获客成本上升, 以拼多多&云集为代表的社交电商拥有流量红利 (元)	7
图 4: 四类典型社交电商产业公司	8
图 5: 18 年社交电商市场规模约 5474 亿	8
图 6: 18 年会员制社交电商规模 533 亿元	8
图 7: 部分社交电商 app 月活对比 (万人)	9
图 8: 成立三年, 云集 18 年 GMV/营收达到 227/130 亿元	10
图 9: 云集 18 年购买用户 2320 万, 累计付费会员 740 万	10
图 10: 云集 18 年总订单量达 1.53 亿单, 客单价 148 元	10
图 11: 云集运营稳健, 成立以来从未烧钱扩张	10
图 12: 云集成立以来大事记	11
图 13: 以云集为代表的 S2B2C 社交电商模式	12
图 14: 云集提供一站式服务, 小 b 端仅负责社交转发推荐即可	12
图 15: 云集 app 在售商品店主佣金率平均数/中位数 9.1%/8%	14
图 16: 云集 18 年平均每个会员带来 3.1 个购买用户	14
图 17: 18 年云集单个会员/购买用户维护及培训支出 170/54 元	14
图 18: 云集店主以年轻兼职宝妈为主	15
图 19: 以 Costco 为代表, 会员制零售的核心是构建前端大量&稳定需求与后端低成本&优质供应链的正循环	16
图 20: 云集 18 年自营销售/会员费收入占 87.5%/11.9%	16
图 21: 云集 18 年会员贡献 66.4%GMV, 人均消费 4 倍于非会员	16
图 22: 18 年云集会员费毛利贡献达到 48.9%	17
图 23: 云集 18 年累计会员 740 万, 会员消费率 82.4%	17
图 24: 云集三种销售模式: 特卖/超市/品牌专柜	17
图 25: 云集 18 年自营商品毛利率仅 9.7%, 介于京东和唯品会之间	18
图 26: 云集 18 年 SPU 数 6613 个, 平均单品销售额 343 万	18
图 27: 云集 app 在售商品标价/实付价平均低于天猫同款 5.2%/0.8%	18
图 28: 云集经营现金持续净流入 (百万元)	20
图 29: 依靠会员及 3P 服务, 云集运营亏损率仅 0.8%	20
图 30: 18 年云集营销费用率下行明显	21
图 31: 规模扩张带动单个会员维护费用下降	21
图 32: Costco 长期会员费收入比与净利率稳定在 2%附近	22
图 33: 18 年云集每新会员费收入/会员维护支出 345/170 元	23
图 34: 18 年云集新会员负担/会员费收入覆盖度 164%/123%	23

表 1: 云集之外, 部分 S2B2C 分销/会员类社交电商情况	9
--	---

表 2: 云集用户体系	13
表 3: 云集历年销售占比超过 10%的商品类目	18
表 4: 云集在优质商品供应链上持续发力	19
表 5: 主要财务及运营指标对比 (2018)	19
表 6: 云集会员年均消费金额超过唯品会 (2018)	21
表 7: 典型订单对比 (元)	21
表 8: 云集上市前主要股东	23
表 9: 云集主要高管及履历	23

投资聚焦

社交电商的兴起源自电商行业的流量焦虑，存量时代迫切需求低成本的流量源，“无社交，不电商”成为行业共识。以拼多多、云集、蘑菇街等为代表，18年以来各类型头部社交电商公司纷纷开启上市之路，我们也得以窥见社交电商行业的真实面貌。作为系列报告开篇，我们首先关注颇受争议的S2B2C模式先驱——云集。云集自15年成立以来便飞速扩张，至18年以及成长为拥有2320万购买用户、740万付费会员、227亿GMV的“小巨头”。更难能可贵的是，云集成立至今并未大规模烧钱扩张，18年non-GAAP净亏损仅200万，且经营现金流持续净流入，其成长路径和内核无疑值得深究。

本篇报告，我们试图回答几个维度的问题：

1) 社交电商为何兴起？ 社交电商的兴起源自电商上半场流量红利终结后的行业焦虑，存量时代迫切需求低成本的流量源。各类社交电商核心在于以不同方式实现社交引流，重构了流量来源和运营转化方式。

2) S2B2C 模式的内核是什么？ S2B2C社交电商模式核心在于平台（S）作为核心整合供应链并赋能店主（B），构建品牌方（产品）和买家（C）的新链路。其中云集平台集成标准化中后台供应链服务，店主则仅负责前端分享引流，形成熟人背书的社交销售“场”。

3) 如何理解S2B2C模式中颇受争议的层级关系和奖励机制？ 层级关系和奖励机制无法避免。但我们发现典型云集店主为年轻宝妈业余兼职，且平台严格控制会员层级数和服务人数，确保会员体验并规避法律风险。我们测算了平台服务经理的奖励机制和真实收入，以平台获客视角考虑，云集依靠店主分享拉新是成本较低的电商引流模式。

4) 从社交电商转型会员电商，云集发生了什么变化？ 诚如云集创始人肖尚略先生的表述，社交电商只是云集“用来达成商业模式的方式和手段”，会员电商才是云集的“本来面目和竞争优势”。而会员制零售的核心是构建前端大量&稳定需求与后端低成本&优质供应链的正循环，云集正走在构建这一核心竞争力的正确道路之上，线上好市多或已起航。

5) 云集的长期盈利和经营关注点是什么？ 相比传统电商公司，当下云集已更加接近好市多“低毛利+高周转+会员费盈利”的财务经营组合。长期来看，会员留存及3P业务变现，将决定云集未来扩张和盈利能力边际。

一、社交电商：流量焦虑时代的去中心化解决方案

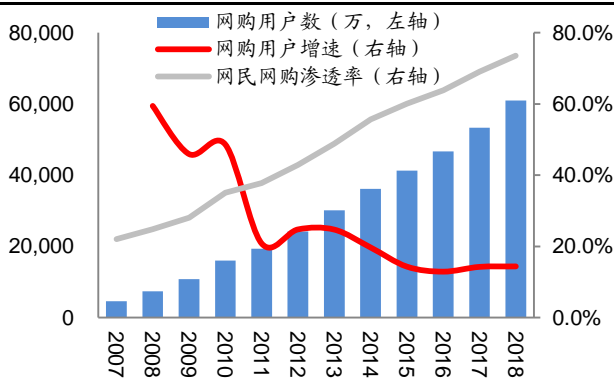
社交电商的兴起源自电商行业的流量焦虑，存量时代迫切需要低成本流量源。国内电商行业用户增速14年以来迅速放缓（10年以后总用户增速已快速放缓，但尚有PC往移动端迁移红利），电商上半场的行业流量红利时代趋于终结，各家电商除面临行业内竞争外，还要面对内容平台等跨行业竞品对用户上网时长的争夺，获客成本陡增，迫切需要新的低成本流量源：

1) 依据CNNIC数据，18年国内网购总用户达到6.1亿人，在整体网民中渗透率达到73.6%；但同比增速仅14%，连续4年用户增速不足15%。

2) 依据QM数据，2018年电商app使用占用户上网时长仅3.9%，社交（33.4%）视频（21.1%）、新闻资讯（8.6%）等内容平台在不断获取用户注意力的同时，也转向投放广告、“带货”增加变现能力，以头条为代表的公司开始向电商方向进军（头条系购物APP“值点”2018年9月上线）；

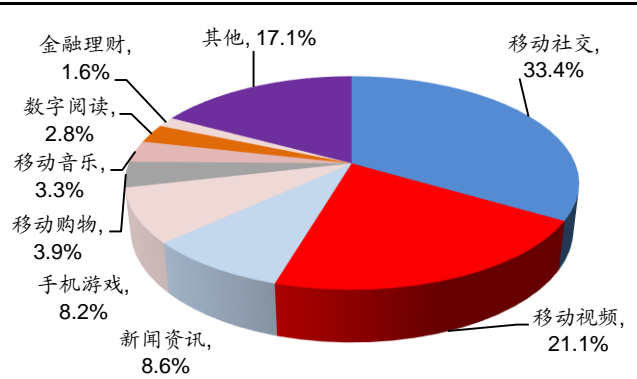
3) 以阿里巴巴和京东为代表，综合电商的获客成本持续增加。18年阿里巴巴/京东全用户维系成本（营销费用/全部用户）达到59/63元，新客获客成本（营销费用/新增用户）达到312/1503元；同期拼多多/云集全用户维系成本32/41元，新客获客成本152/77元，社交电商的流量成本优势可见一斑。

图1：18年电商用户6.1亿人，网购用户增速持续放缓



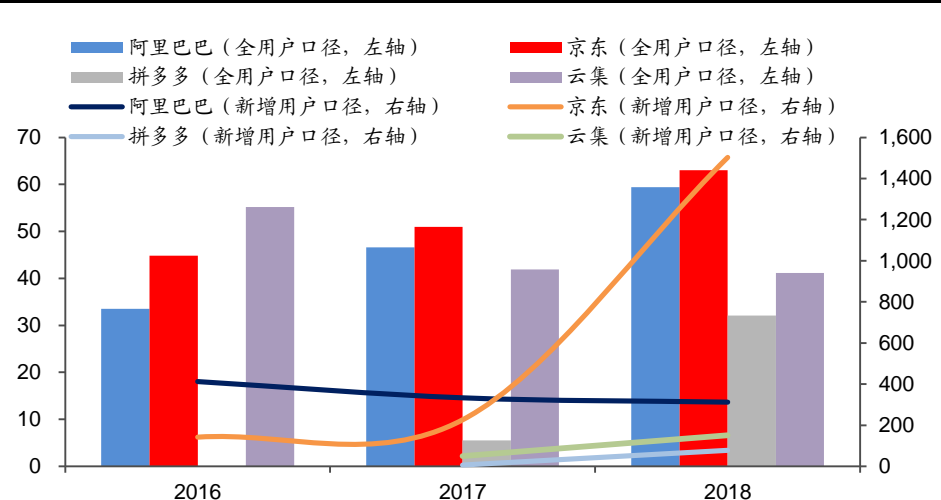
数据来源：CNNIC，广发证券发展研究中心

图2：移动购物app仅占用户上网时长的3.9%（2018）



数据来源：QM，广发证券发展研究中心

图3：电商获客成本上升，以拼多多&云集为代表的社交电商拥有流量红利（元）



数据来源：云集招股书，各公司财报，广发证券发展研究中心

社交电商核心在于以社交方式引流，重构了流量来源和运营转化方式。依据获客及运营模式差异，国内活跃的社交电商产业公司主要分为四类：

1) **拼购/拼团类**，通过熟人分享砍价、熟人/陌生人拼/团购减价模式，激发用户分享形成自传播。典型代表为拼多多、苏宁拼购等，以及18年以来崛起的社区拼购平台；

2) **S2B2C分销/会员类**，平台（S）负责从选品、配送、售后的供应链整合，赋能小B作为分销渠道，通过现金奖励&销售提成形式刺激小B分享传播吸引用户（C）。部分平台逐步过渡为偏重体系内用户消费的会员模式，提倡“自购省钱，分享赚钱”。典型代表为云集、环球捕手等；

3) **社区/内容类**，针对特定需求和爱好（如母婴，美妆），在垂直类目中深耕，以社区&KOL优质内容吸引用户“种草”。典型代表为小红书、宝宝树、如涵电商、蘑菇街等；

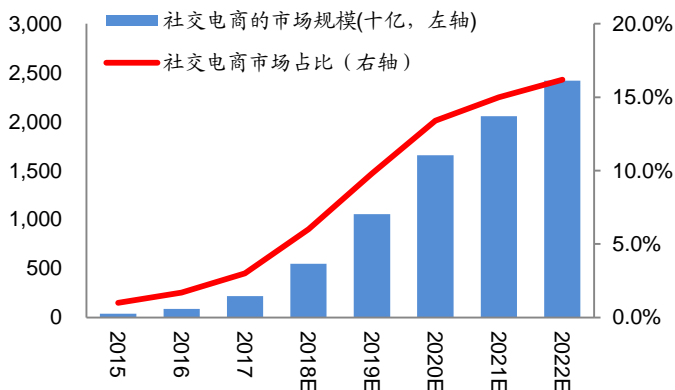
4) **技术服务类**，基于微信、微博等流量池，为B端客户提供小程序开发运营、技术服务支持等一站式电商运营服务。典型代表为中国有赞、微盟等，以及原阿里体系的品牌电商服务公司，如宝尊电商等。

图4：四类典型社交电商产业公司



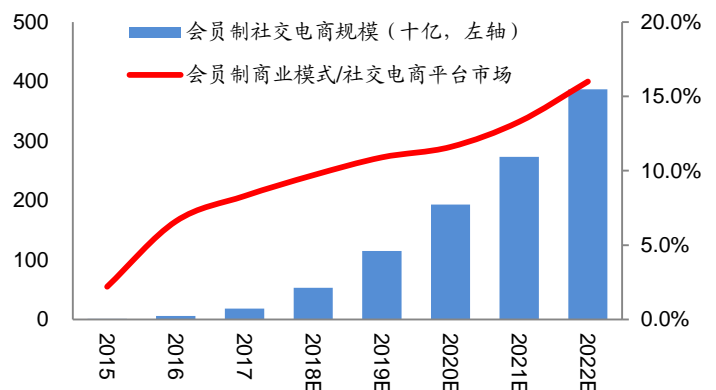
数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

图5：18年社交电商市场规模约5474亿



数据来源：CNNIC，CIC，广发证券发展研究中心

图6：18年会员制社交电商规模533亿元



数据来源：CIC，广发证券发展研究中心

“无社交，不电商”，社交电商方兴未艾，行业规模处于快速成长期。依据CNNIC及CIC数据，2018年国内社交电商交易规模达到5474亿元（仅拼多多18年GMV已达到4718亿元），占国内电商市场份额约6%；预计到2022年，社交电商规模有望达到2.4万亿，CAGR=45%，在国内电商市场份额达到16.2%。

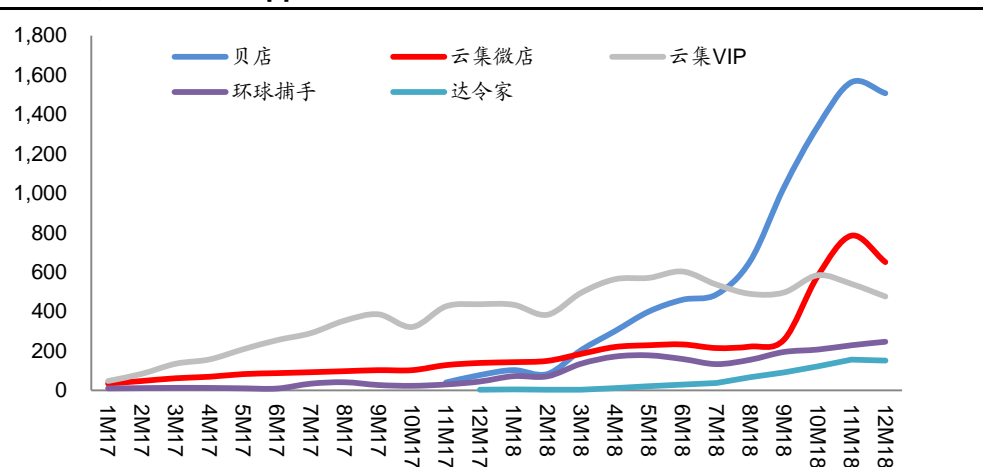
以云集为代表，会员制社交电商2018年市场规模达到533亿元（仅云集18年GMV已达到227亿元），在社交电商中占比约9.7%；预计到2022年，会员制社交电商规模将到达3867亿元，CAGR=64.1%，在社交电商中占比将到达16%。

表 1：云集之外，部分S2B2C分销/会员类社交电商情况

	环球捕手	贝店	达令家	洋葱海外仓	爱库存
成立时间	2016年4月	2017年7月	2017年9月	2015年9月	2017年9月
主打品类	美食及生活品牌	母婴及家庭消费	美妆个护	跨境电商	服装尾货为主（占比70%-80%）
融资情况	2016年10月1亿元A+轮融资；2018年2月浙大友创等，估值20亿元	母公司贝贝网已完成D轮，累计超2亿美元	母公司达令14年3月数百万美元A轮融资；16年12月5亿D轮融资；2017年苏宁易购投资达令家	2016年数千万A轮融资；17年B轮融资过亿、C轮融资2亿元	2017年9月A轮1亿元融资；2018年6月B轮5.8亿元融资；2018年10月1.1亿美元B+轮融资
主要股东	浙江格家网络、顺为资本、经纬资本、浙大友创等	贝贝集团、IDG、高榕资本、今日资本等	达令（母公司）、苏宁易购、IDG资本、红杉资本等	广州两棵树网络（母公司）、梁君汇、赛富基金等	君联资本、钟鼎创投、创新工场、GGV等
运营数据	17年用户数突破2000万，会员数突破40万，年GMV突破20亿；18年4月周年庆典GMV破1.5亿	2018年MAU突破1500万，4Q18订单量破亿	1-10M18，用户数月均增长230%。订单量月均增长190%，GMV较17年底翻了17倍。	30多万店主，千万级用户	17年9月上线至18年7月，平台已有代购近10万，合作品牌1000+，2018年5月GMV突破1亿元

数据来源：各公司官网，36氪，QM，广发证券发展研究中心

图7：部分社交电商app月活对比（万人）



数据来源：QM，广发证券发展研究中心（云集VIP是云集app的买家版，仅用户自购，无转佣金功能）

二、云集 1.0: 社交驱动, S2B2C 赋能, 三年狂奔扩张

云集APP于2015年5月上线, 由曾一手打造了知名香水淘品牌“小也香水”的肖尚略先生创立。乘彼时跨境电商热潮(15年8月云集即成为杭州跨境电商副会长单位), 云集上线之初主打海外美妆个护、食品保健等女性&家庭消费品(15年11月即与澳洲保健品巨头Blackmores澳佳宝达成战略合作)。云集首创S2B2C社交电商模式, 一站式服务赋能“宝妈”群体, 借助微信熟人社交关系分销裂变, 迅速成为百亿级电商黑马。

依据招股书披露, 16-18年, 云集平台GMV由18亿元增长至227亿元, 营收规模由13亿增至130亿; 年购买用户数由250万增至2320万, 累计拥有付费会员达到740万; 年度总订单量由1350万单增至1.53亿单, 平均客单价约148元; 且云集成立以来并未依靠大幅烧钱扩张, 16-18年净亏损为0.25/1.06/0.56亿元, 剔除股权激励影响, 18年non-GAAP净亏损仅200万元, 基本实现盈亏平衡。

截至上市前, 云集先后获得两轮合计约10.4亿元融资, 创始人肖尚略先生持有46.4%股权(上市后将转为B类股), 对上市公司拥有绝对控制权。

图8: 成立三年, 云集18年GMV/营收达到227/130亿元

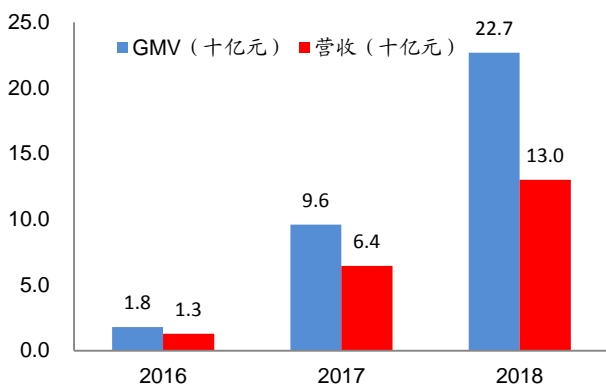
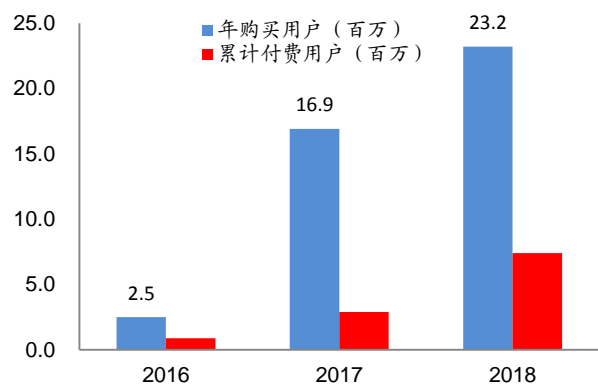


图9: 云集18年购买用户2320万, 累计付费会员740万



数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

图10: 云集18年总订单量达1.53亿单, 客单价148元

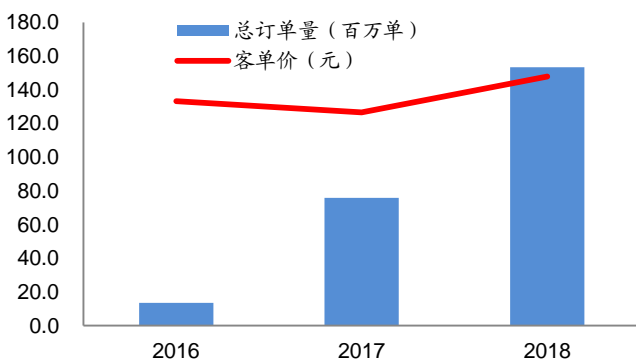
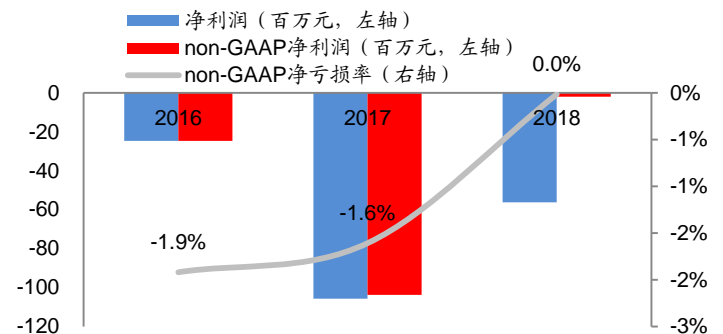


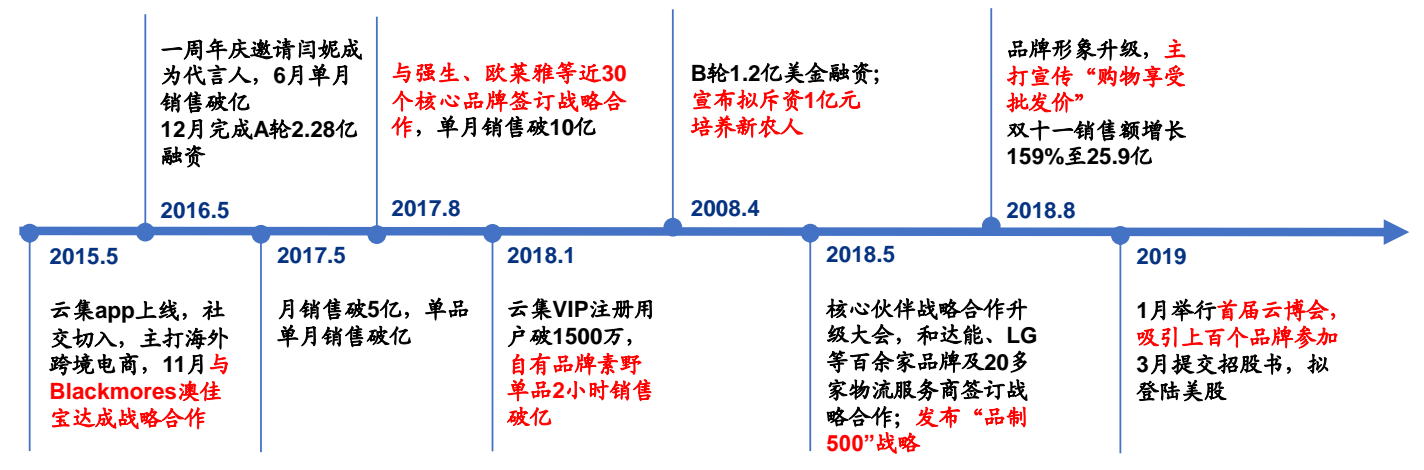
图11: 云集运营稳健, 成立以来从未烧钱扩张



数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

图12: 云集成立以来大事记



数据来源：云集官网，广发证券发展研究中心

云集S2B2C社交电商模式核心在于平台（S）作为核心整合供应链并赋能店主（B），构建品牌方（产品）和买家（C）的新链路。其中云集平台集成标准化中后台供应链服务，店主则仅负责前端分享引流，形成熟人背书的社交销售“场”。依据云集官网披露，当前云集对店主的赋能主要包括六个维度：

1) 供应链。云集平台产品由云集统一选采（18年末云集共有1013名员工，其中买手团队268人），精选商品（18年平台SPU数仅6,613个），规模化采购（18年平均每SPU销售额343万）保证成本优势。

2) 物流。云集在全国七大区域布局仓储，截至2018年末，已在全国23个城市布局41个仓库（17中心仓+17区域仓+5前置仓+2超市仓），配送端则与顺丰及主流快递公司合作。店主无需囤货，用户下单后所有商品由云集负责发货，全国范围内三日内送达率88%。

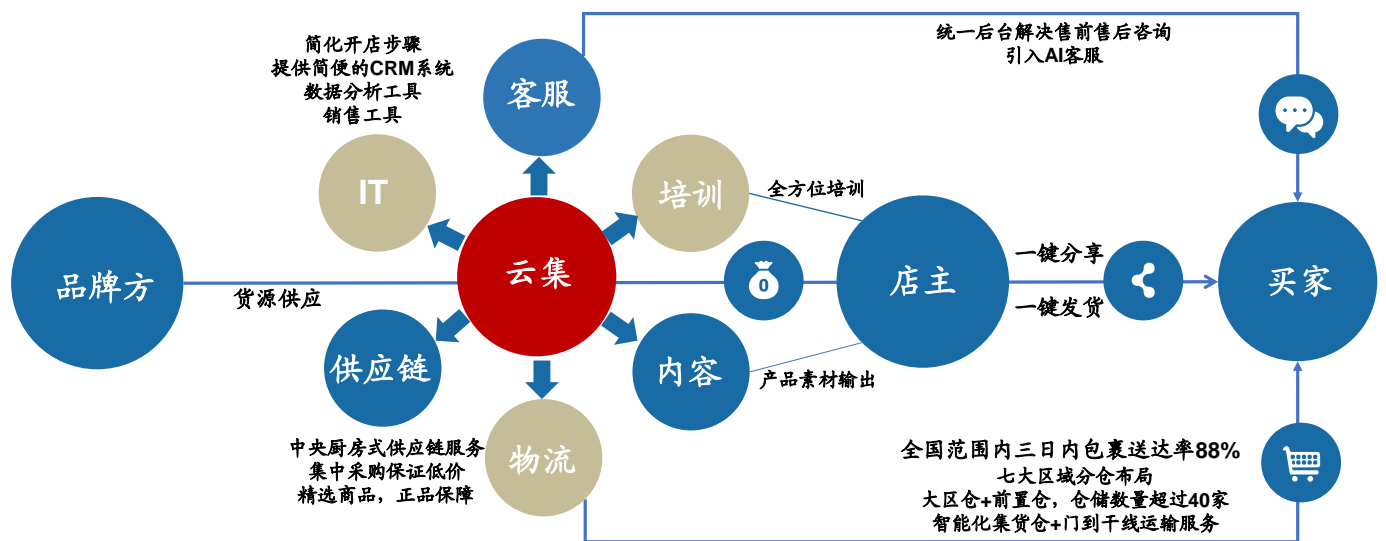
3) IT。云集app提供极简化的个人微店CRM系统和数据分析及销售工具，注册成为会员，即可“傻瓜式”开店。

4) 内容。云集平台中央后台提供高质量商品文案和图片输出，即时更新产品介绍，所有商品可由云集平台一键分享至各个主流社交平台；

5) 客服。云集平台提供集成式中央客服，统一由后台解决用户售前&售后咨询，并引AI智能客服提升服务效率；

6) 培训。定期/不定期组织线上线下培训，由专属培训师提供专业销售技巧指导及店成功经验分享。

图13: 以云集为代表的S2B2C社交电商模式



数据来源: 云集官网, 广发证券发展研究中心

图14: 云集提供一站式服务, 小b端仅负责社交转发推荐即可



数据来源: 云集 app, 广发证券发展研究中心

云集S2B2C模式受争议之处在于会员层级体系和拉新奖励。当前云集用户分为普通购买用户和会员用户, 会员用户又细分为店主、客户经理和服务经理三类:

1) 普通用户(非会员), 无需注册, 接受好友(云集会员)分享的购物链接可直接购物, 无层级关系及其他平台奖励(与一般电商用户无区别);

2) 店主, 需注册会员并交纳398元会员费(永久会员), 入会赠送价值398元会员礼包产品及40云币(面值40元, 后续购物时可抵用)。店主推荐好友购物(或自购)可以获得销售佣金(售价5-40%不等, 一般20%以下)。店主处于云集会员体系基层, 每个会员对应一个客户经理&服务经理所维系的社群;

3) 客户经理, 由店主内部竞聘, 要求个人直接(20套/8000元)+所在社群间

接（80套/3.2万元）合计销售100套以上注册礼包。客户经理可以享受所维系的社群店主（约100人）的销售利润分成（20%），以及发展新店主（新店主形成销售后奖励150元）和新客户经理（每培育一个新客户经理奖励500元）的奖励；

4) 服务经理，由客户经理内部竞聘，要求个人直接（31套/1.2万元）+所在社群间接（905套/36万元）合计销售936套以上注册礼包。服务经理可以享受所维系的社群店主（约1000人）的销售利润分成（8%），以及发展新店主（新店主形成销售后奖励80元）和新服务经理（每培育一个新客户经理奖励3000元）的奖励；

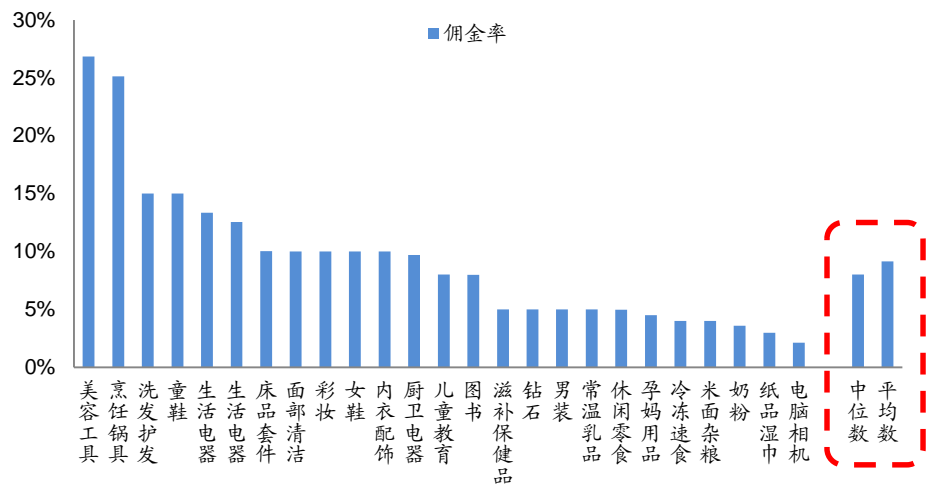
典型云集店主为年轻宝妈业余兼职，且平台严格控制会员层级数和服务人数，确保会员体验并规避法律风险。依据招股书及官网资料，1) 除普通购买用户外，云集会员体系分为三级：**即店主→客户经理→服务经理**，且平台规定每位店主仅唯一对应一位客户经理和服务经理。2018年云集平台共拥有2320万购买用户，累计付费会员740万，客户&服务经理超过7万人；2) 平均每个店主带来约3.1个购买用户，每个客户经理服务约100人的店主社群，每个服务经理服务10个客户经理及其合计约1000名店主；3) 统计云集app在售25个二级商品类目的自营产品的佣金率情况，云集自营在售商品的店主佣金率平均数/中位数9.1%/8%，处于合理促销范围。

表 2: 云集用户体系

普通用户		店主	客户经理	服务经理
是否会员	非会员	会员	会员	会员
门槛	无需注册, 接受分享链接购物	注册会员, 398 会员费, 送面值 398 元礼包	满足店主条件, 直接 (20 套 /8000 元) & 间接 (社群 80 套/3.2 万元) 销售 100+ 注册礼包, 内部竞聘	满足客户经理条件, 直接 (31 套/1.2 万元) & 间接 (社群 905 套/36 万元) 销售 936+ 注册礼包; 三年内社群总销售额超过 84 万; 内部竞聘
销售奖励	购物享受会员价	享受会员价; 推荐购物/自购获得佣金 (5%-40% 不等, 多数 20% 以下)	享受店主权益; 社群销售利润分成 (20%)	享受店主权益, 社群销售利润 8%
其他权益	/	推荐新会员得 80 云币 (购物时抵用)	享受店主权益; 开店奖 (社群新店主形成销售, 奖励 150 元); 辅导报酬 (500 元, 直接培养出新客户经理)	享受店主权益; 开店奖 (社群新店主形成销售奖励 80 元); 辅导报酬 (3000 元, 直接培养出新服务经理)
层级关系	/	基层, 自购&分享; 仅对应一个客户经理&服务经理	奖励挂钩直接推荐&公司分配的店主, 社群规模约 100 人	奖励挂钩直接推荐&公司分配的店主/客户经理; 社群规模约 1000 人
18 年末规模		总购买用户 2320 万; 累计付费会员 740 万; 客户 & 服务经理 7 万		

数据来源: 云集招股书, 云集 app, 广发证券发展研究中心 (社群规模及奖励标准会有变动, 仅供参考)

图15: 云集app在售商品店主佣金率平均数/中位数9.1%/8%

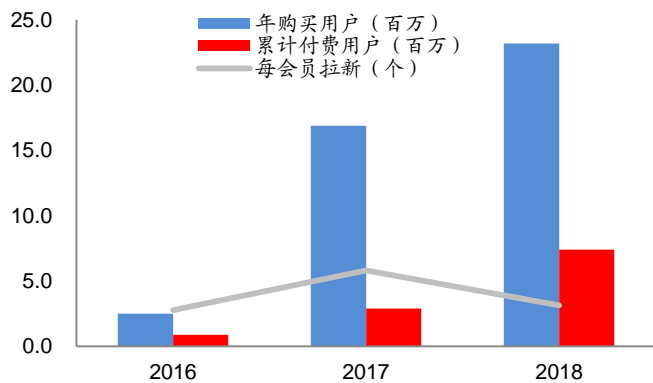


数据来源: 云集&天猫 app, 广发证券发展研究中心 (1.样本选取云集 app 在售 25 个二级商品类目的自营产品; 2.统计时间为 2019.3.25)

18年云集支付会员培训费及会员维护费用合计12.6亿元,假设全部支付给客户&服务经理,则平均单个客户&服务经理年收入约1.8万元。这与平台店主主要为年轻兼职宝妈为主的画像相符:依据云集官方联合易观咨询2017年发布的云集平台店主调查报告,云集店主:1)76%为女性,70.2%年龄介于26-40岁之间,79%已婚且拥有1-2个孩子;2)84%为业余兼职在云集开店,其中18%为全职妈妈;68.1%微信好友数不足500人,且63.4%每周微信联系不足15%。

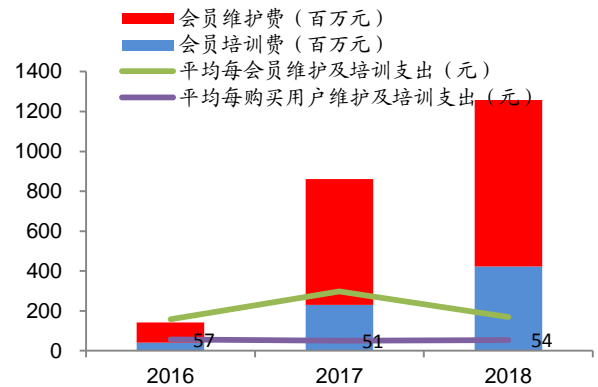
以平台获客视角考虑,云集依靠店主分享拉新是成本较低的电商引流模式。将云集会员维系支出视作平台引流成本,平摊至所有会员,则对应18年云集平均每个会员维护及培训支出约170元;若进一步平摊至购买用户(即一般电商公司定义的用户规模),则对应18年云集单个购买用户支付仅为54元,对比电商同行,无疑是低成本引流获客方式(详见后文具体分析)。

图16: 云集18年平均每个会员带来3.1个购买用户



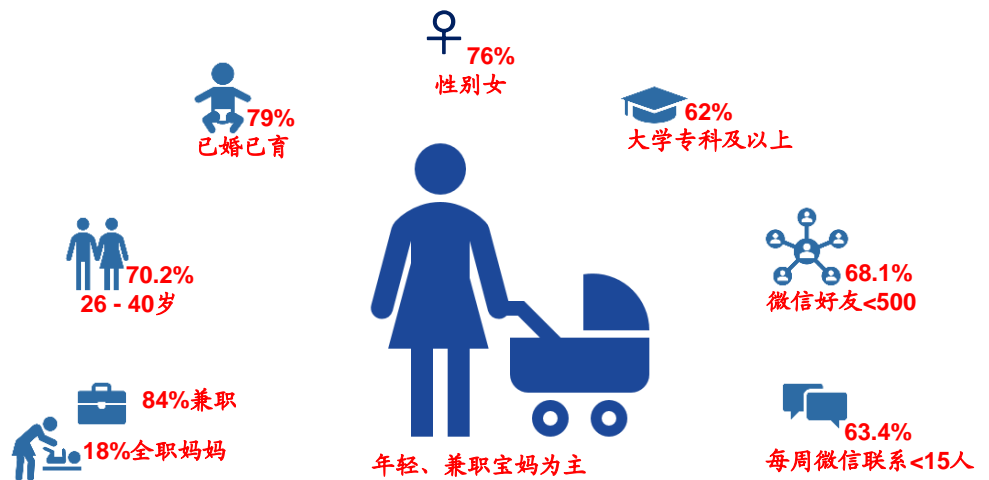
数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

图17: 18年云集单个会员/购买用户维护及培训支出170/54元



数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

图18: 云集店主以年轻兼职宝妈为主



数据来源: 云集&易观咨询《中国社交电商大数据白皮书》, 广发证券发展研究中心

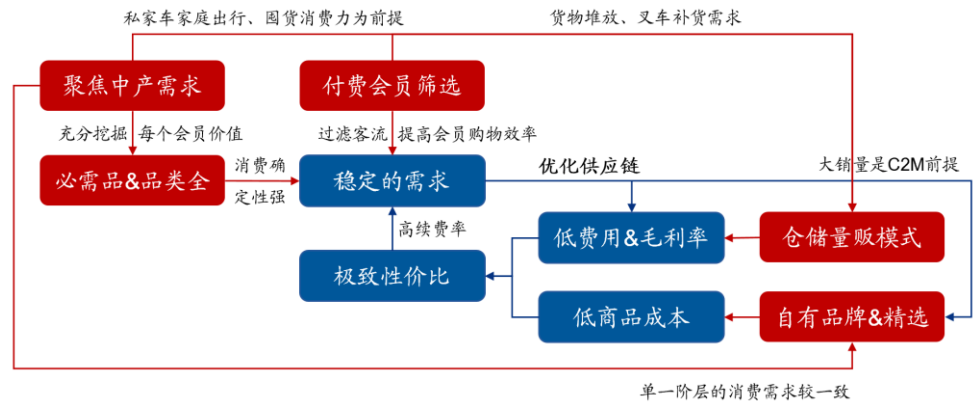
三、云集 2.0: 从社交到会员, 迈向会员电商新时代

2018年10月, 云集创始人兼CEO肖尚略先生向全体云集用户发布内部信, 宣布云集将全面转型会员电商: 认为“会员电商将是未来社交电商存在的主流形式”, 社交电商只是云集“用来达成商业模式的方式和手段”, 会员电商才是云集的“本来面目和竞争优势”。基于转型会员电商的战略目标, 云集商业模式的核心, 要“通过极致精选, 实现批发价的竞争优势”, 为会员一站式提供“超市、折扣店、购物中心和生活服务”四种会员特权, 让云集会员真正“基于相信未来价值而自愿付费”。

会员制零售的核心是构建前端大量&稳定需求与后端低成本&优质供应链的正循环。会员体系建设是前端流量层面的运营策略, 旨在通过付费用户门槛, 筛选出更愿意支付溢价的客群, 并从中挖掘更多收益。成功的会员制零售根植于零售商后端差异化的产品&服务和供应链的成本效率优势, 并与前端会员体系形成良性循环: 1) 前端会员体系稳定且大量的消费需求保证后端供应链的规模化采购和运营, 并为进一步C2M定制开发差异化产品提供需求基础; 2) 后端供应链的优化实现零售商低成本运营, 从而有能力提供更高性价比产品和定制化的自有&精选产品, 强化前端会员权益的吸引力, 扩大会员销售, 形成良性循环。

有关会员制零售更多详细讨论可参考我们2019.1.9发布的深度报告《存量突围系列之一: 付费会员体系——构建存量用户的升维运营之道》

图19: 以Costco为代表, 会员制零售的核心是构建前端大量&稳定需求与后端低成本&优质供应链的正循环



数据来源: 云集&易观咨询《中国社交电商大数据白皮书》, 广发证券发展研究中心

从收入和毛利结构来看, 云集已经是较为典型的会员制电商公司。云集目前收入来源主要有三部分: 自营产品销售、会员费收入和3P平台佣金收入(部分商品和服务, 如女装、票务等采用平台商家入驻形式)。

1) 从收入和毛利结构看, 云集18年会员费收入15.5亿元, 在总收入中占比达到11.9%; 扣除会员培训成本后, 会员费贡献11.3亿毛利, 在总毛利中占比达到48.9%;

2) 从平台GMV构成来看, 18年云集227亿总GMV中, 会员消费贡献占比到达66.4%; 会员人均年消费2471元, 是非会员人均610元消费的4倍有余;

3) 从会员消费稳定性来看, 18年云集740万累计会员中, 有610万会员实际产生消费, 会员消费率提升至82.4%, 会员人均年单量达到16.7单(假设会员/非会员客单价相同)。

图20: 云集18年自营销售/会员费收入占87.5%/11.9%

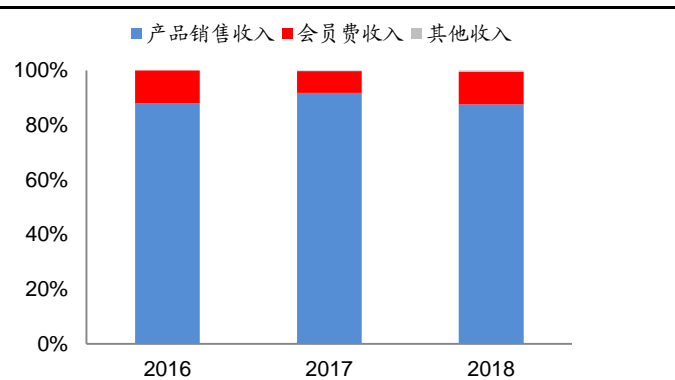
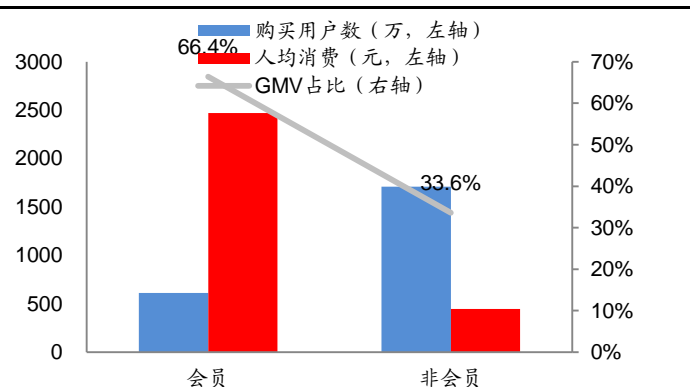


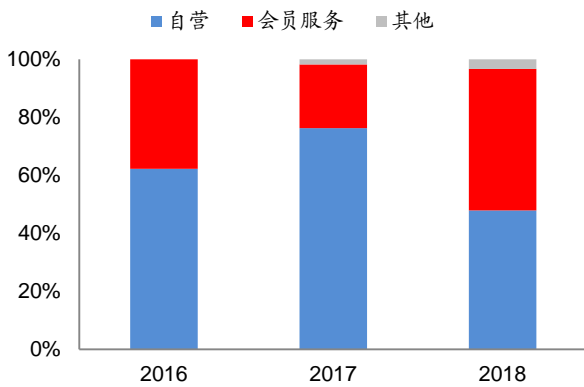
图21: 云集18年会员贡献66.4%GMV, 人均消费4倍于非会员



数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

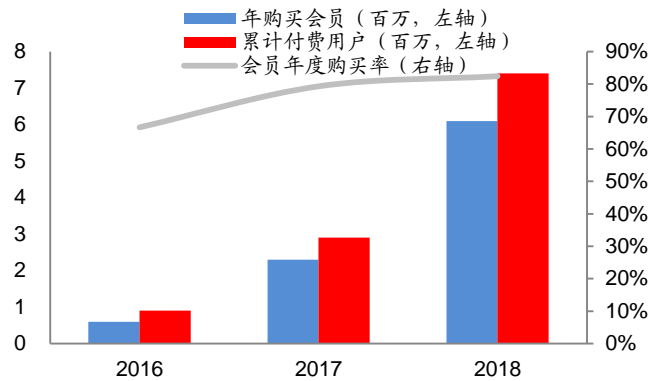
数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

图22: 18年云集会员费毛利贡献达到48.9%



数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

图23: 云集18年累计会员740万, 会员消费率82.4%



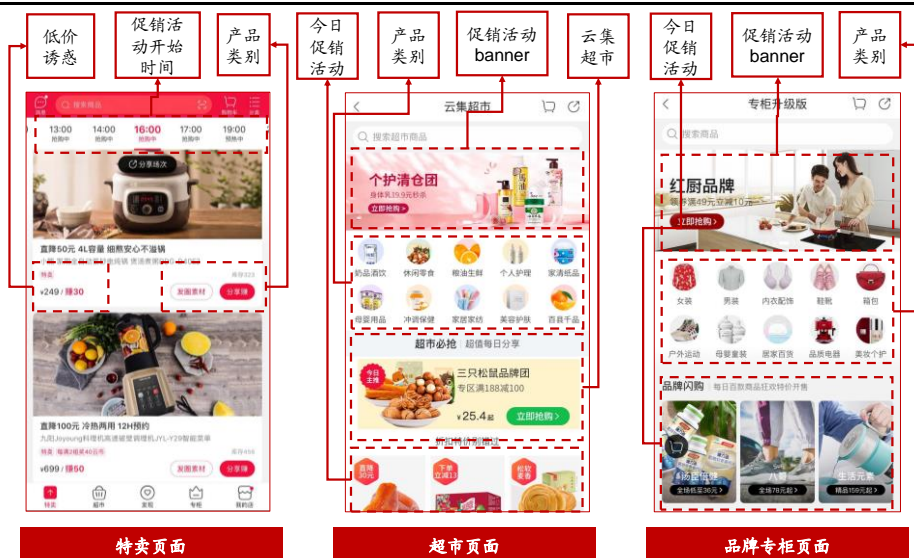
数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

以Costco为代表, 典型会员制零售主要聚焦刚需消费场景(消费确定性高), 精选商品数保证单品规模效应, 最终极具性价比的价格向会员供应商品。观察云集供应链建设, 同样符合我们对良性会员制零售发展的认识:

1) 云集当前平台销售模式包括**限时特卖**(联合品牌精选产品, 9点开始整点上新)、**超市**(食品及家居日用百货)和**品牌专柜**(精选品牌, 商家入驻为主)。品类来看, 聚焦刚需标品(16年云集全平台仅美妆个护和食品生鲜两个类目销售占比超10%), 2018年平台SPU数仅6,613个, 平均单品销售额343万;

2) 云集18年自营产品销售毛利率仅9.7%, 介于京东(5.9%)和唯品会(17.2%)之间; 我们抽样对比了云集所有25个在售二级类目自营产品售价和天猫同款价格, 云集平均售价较天猫品牌同款低5.2%; 考虑品牌促销活动后(如满减/第二件半价等, 不考虑平台跨品牌活动), 云集平台实售价仍较天猫低0.8%;

图24: 云集三种销售模式: 特卖/超市/品牌专柜



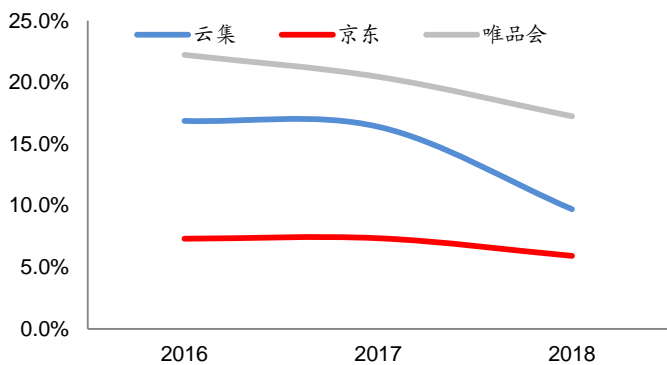
数据来源: 云集 app, 广发证券发展研究中心

表 3: 云集历年销售占比超过10%的商品类目

2016	2017	2018
美妆个护 (beauty and personal care)	美妆个护 (beauty and personal care)	美妆个护 (beauty and personal care)
食品生鲜 (food and fresh produce)	食品生鲜 (food and fresh produce)	3C 通讯 (computer and electronics)
	通讯电子 (computer and electronics)	食品生鲜 (food and fresh produce)
	家居用品 (household goods)	服饰箱包 (apparel, bags and cases)

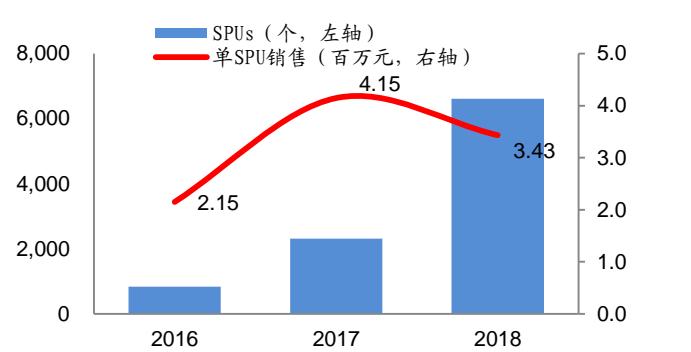
数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

图25: 云集18年自营商品毛利率仅9.7%, 介于京东和唯品会之间



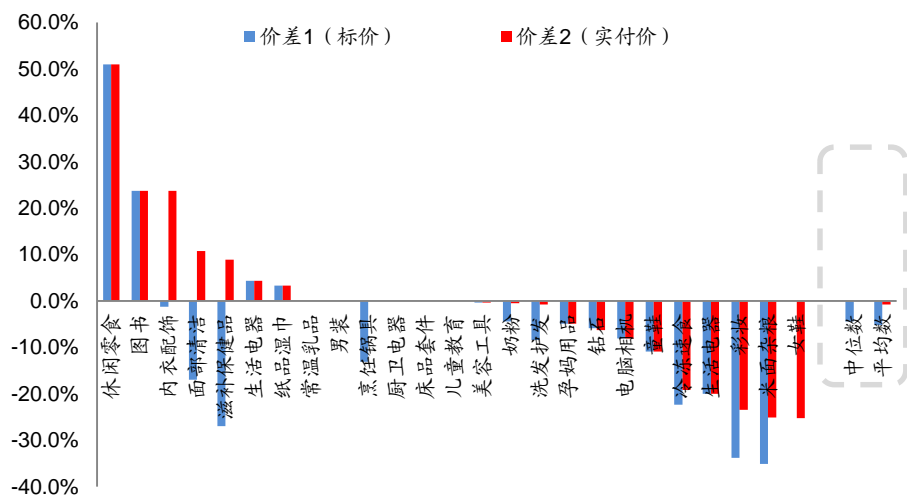
数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

图26: 云集18年SPU数6613个, 平均单品销售额343万



数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

图27: 云集app在售商品标价/实付价平均低于天猫同款5.2%/0.8%



数据来源: 云集&天猫 app, 广发证券发展研究中心 (1.样本选取云集 app 在售 25 个二级商品类目的自营产品; 2.天猫售价首选官方旗舰店/天猫国际/天猫超市; 3.实付价仅考虑商品自身活动, 如第二件半价, 满减等, 不考虑平台跨品牌联合促销; 4.统计时间为 2019.3.25)

3) 云集对品质产品端供应链建设投入颇高。创始人肖尚略成立云集之前即曾成功运营打造了知名淘宝香水品牌“小也香水”。云集成立当年即与澳洲保健品巨头 Blackmores 澳佳宝达成战略合作；2018年5月，云集发布“品质500”战略，并与强生、欧莱雅等近30个核心品牌签订战略合作。自有品牌建设方面，云集在售自有品牌包括“素野(Solo Life)”、“原生黄(Yuan Sheng Huang)”和“尤妮美(Unibeauty)”等，其中美妆品牌“素野”17年10月大促就已实现2小时破亿销售额成绩。

4) 对比云集与京东&唯品会（云集自营品类毛利空间介于京东和唯品会之间）以及Costco的2018年主要财务指标，尽管体量尚小，但云集整财务指标更加接近Costco“低毛利+高周转+会员费盈利”的组合：

① 云集自营毛利率仅9.7%，国内电商中介于京东自营（5.9%）和唯品会自营（17.2%）之间，略低于Costco 11%的水平；

② 高性价比+日用刚性为主+特卖闪购+精简商品（18年云集SPU数仅6613个），云集存货周转/应付账款周转天数仅17.2/37.5天，大幅低于京东39.5/71.1天和唯品会33.4/62.4天的表现，基本接近Costco 15.7/30.9天的表现；

③ 会员费贡献云集自营商品之外主要毛利，综合毛利率达到17.7%，高于京东14.3%和Costco 13%的表现。由于体量差距大，费用端规模效应弱，云集运营费用率达到18.5%，显著高于其余三家。综合导致云集18年经营净亏损0.8%，尚处于盈亏平衡边缘。

表 4：云集在优质商品供应链上持续发力

时间	事项
2015.11	与全球保健品巨头 Blackmores 澳佳宝达成战略合作
2016.9	云集全球供应商大会在北京成功举办
2017.8	云集与强生、欧莱雅等近 30 个核心品牌签订战略合作，打造强势商品供应链
2017.9	与中国泰国商会达成战略合作，开启新电商丝绸之路
2017.10	自有品牌素野单品销售额 2 小时破 1 亿元，单日 68 万套销量刷新线上美妆爆款纪录
2018.3	斥资 1 亿培养新农人，联手浙大启动乡村振兴千人计划
2018.5	云集发布“品质 500”战略；和达能、LG 等百余家品牌及 20 多家物流服务商签订战略合作协议
2019.1	首届云博会在杭州举行，吸引了上百个品牌参加

数据来源：云集官网，广发证券发展研究中心

表 5：主要财务及运营指标对比（2018）

	云集	京东	唯品会	Costco
GMV (亿元)	227	16,768	1,310	
营收 (亿元)	130	4,620	845	1,416 (USD)
综合毛利率	17.7%	14.3%	20.9%	13.0%
自营商品毛利率	9.7%	5.9%	17.2%	11.0%
运营费率	18.5%	14.8%	11.8%	9.8%
订单履约费率	8.9%	6.9%	5.7%	
营销推广费率	7.3%	4.2%	2.5%	
技术内容费率	1.1%	2.6%	0.0%	
一般管理费费率	1.1%	1.1%	1.5%	

营业利润率	-0.8%	-0.6%	2.0%	3.2%
存货周转(天)	17.2	39.5	33.4	15.7
应付账款周转(天)	37.5	71.1	62.4	30.9
SKU数	6613 (SPU)	自营 200 万 SKU, 整体 5000 万 SKU (2017)	日均 SKU 数 320 万 (2017)	4000 (单店)

数据来源：云集招股书，各公司财报，广发证券发展研究中心（SPU与SKU差异在于，前者是“款”的概念，后者为“件”的概念。例如同一款女装的S码和M码为两个SKU，但是一个SPU）

四、盈利探讨：会员收入+3P业务变现将是未来盈利点

云集成立以来并未大规模烧钱扩张，18年non-GAAP已接近盈亏平衡且经营现金流表现良好。16-18年，云集营业亏损率（毛利率-期间费用）由3.7%稳步收窄至0.8%，剔除股权激励影响后，18年non-GAAP口径仅微亏200万元；16-18年，云集经营净现金流入1.2/7/8.8亿元，展现了初创型电商公司少有的自我造血成长能力，社交驱动的会员电商魅力可见一斑。相比电商公司初期烧钱扩张的传统路径，我们认为云集的独特优势在于：

1) 社交驱动的低获客成本。如前文所述，18年阿里巴巴/京东/拼多多/云集全部用户维系成本（营销费用/全部用户）分别为59/63/32/41元，新用户获客成本（营销费用/新增用户）分别312/1503/152/77元，社交电商的流量成本优势明显。

2) 会员制消费的高粘性重复消费降低二次营销投入。以18年数据为例，云集会员人均消费16.7单/2471元，远高于非会员用户3单/446元的年消费水平；会员人均单量水平已明显超越京东（8.3单）和唯品会（7.2单）。对应当个会员的维护费用也由17年的217.7元降至112.8元，整体营销费用率从17年的11%降至7.3%。

3) 会员制零售高周转模式叠加会员资金沉淀，进一步改善经营现金流。18年云集存货周转天数仅17.2天，应付账款周转天数为37.5天，高效运营周转带来供应商资金沉淀。同时会员收费前置（交费成为会员）+会员奖励资金沉淀，进一步优化现金流。18年末，云集账面应付会员激励（店主未提现的奖励）达4.2亿元（剔除历年会员激励等相关影响后，云集16-18年经营净现金流入0.1/3.7/4.4亿元）。

图28：云集经营现金持续净流入（百万元）

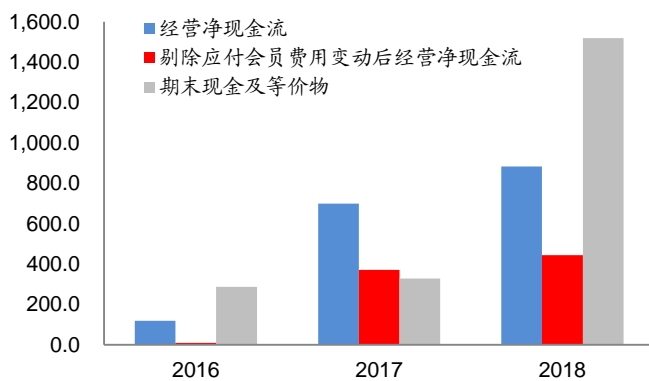
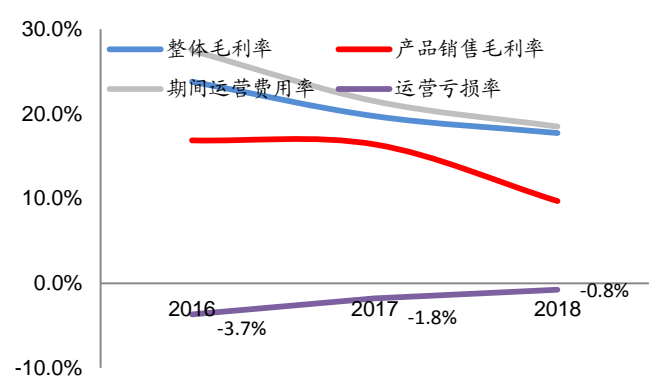


图29：依靠会员及3P服务，云集运营亏损率仅0.8%



数据来源：云集招股书，广发证券发展研究中心

数据来源：云集招股书，广发证券发展研究中心

图30: 18年云集营销费用率下行明显

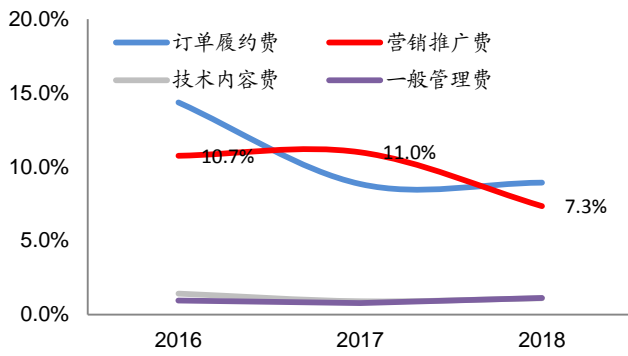
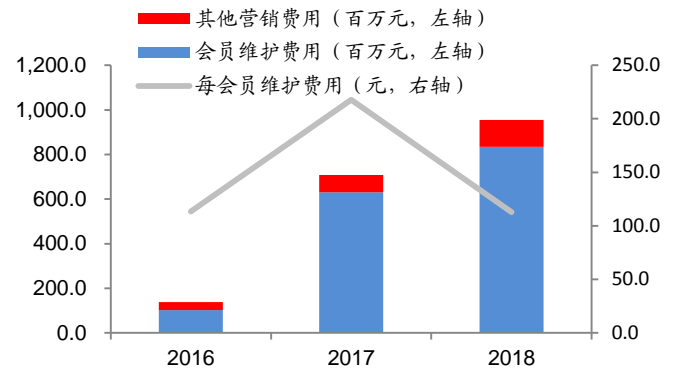


图31: 规模扩张带动单个会员维护费用下降



数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 云集招股书, 广发证券发展研究中心

表 6: 云集会员年均消费金额超过唯品会 (2018)

项目	云集整体	云集会员	拼多多	京东	唯品会	阿里 (1年/5年用户)
活跃用户数 (百万)	23.2	6.1	418.5	305	60.5	636
人均年消费 (元)	978	2,471	1,127	5,492	2,165	3,000/12,000
人均年单量 (单)	6.6	16.7	26.5	8.3	7.2	38/123
客单价 (元)	148.0	148.0	42.5	536.0	299.5	78.9/79.6

数据来源: 云集招股书, 各公司财报, 广发证券发展研究中心 (阿里为 FY18 数据; 京东人均单量为 17 年数据)

从典型订单来看, 云集盈利改善趋势明显。16-18年, 云集平台平均客单价由 133.3元提升至148元, 平均每单亏损由3.5元降至1.1元 (含激励费用摊销)。对比京东和唯品会等传统电商, 云集盈利改善空间在于:

1) 客单价提升空间。18年云集平台客单价仅为148元 (相较17年上升21.4元), 但对比京东 (536元) 和唯品会 (299.5元) 的水平仍有较大提升空间;

2) 会员复购带来的低营销开支。18年云集平均订单营销推广费6.2元, 已低于同期唯品会水平 (7.4元), 与京东17年水平相当, 考虑体量差距 (18年GMV云集222亿VS唯品会1310亿VS京东1.68万亿), 云集会员低成本营销推广优势明显, 预计规模扩张将持续带来费用端的分摊;

3) 会员费及3P业务扩张带来综合毛利提升。18年云集平均每单商品毛利仅贡献7.2元, 但对应每单会员费收入达到7.4元, 考虑到19年开始加大力度引入平台商家 (18年3P佣金贡献约0.74亿收入), 未来3P佣金收入也将进一步加大。

表 7: 典型订单对比 (元)

	云集			京东	唯品会
	2016	2017	2018	2017	2018
客单价	133.3	126.6	148.0	536.0	299.5
每单毛利	14.1	12.8	7.2	21.0	39.0
每单费用	26.1	18.3	15.7	21.4	35.2
订单履约费	13.7	7.5	7.6	10.7	17.1
营销推广费	10.2	9.3	6.2	6.2	7.4

技术内容费	1.3	0.8	0.9	2.8	4.6
一般管理费	0.9	0.7	1.0	1.7	6.1
每单会员费收入	8.5	3.7	7.4		
运营利润	-3.5	-1.8	-1.1	-0.3	3.8

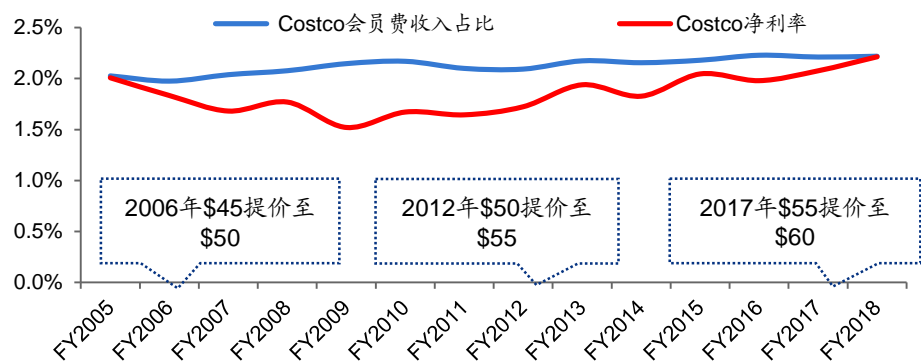
数据来源：云集招股书，京东&唯品会财报，广发证券发展研究中心（客单价数据由于各家 GMV 口径存在一定差异，仅供参考）

长期来看，会员留存及3P业务变现将决定云集未来扩张和盈利能力边际。以Costco为代表，会员制零售公司追求低成本循环，从而构建高会员粘性壁垒（以续费率和人均消费衡量），利润端则紧贴会员费收入，即商品买卖毛利覆盖运营成本，赚取会员服务收入：FY05-FY18，Costco曾三次提高会员费，调整后会员费收入与净利润基本持平，维持在2%左右净利率水平。

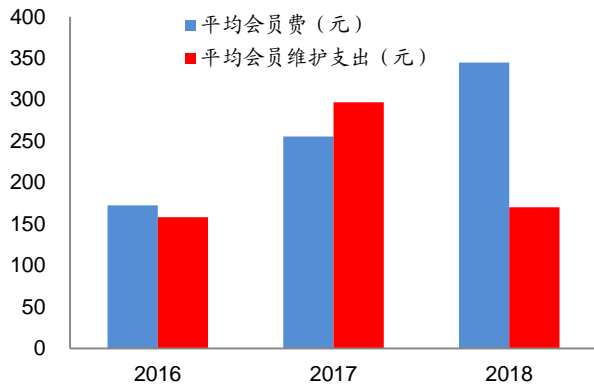
对于云集而言，在转型以会员电商为内核运营逻辑后，会员续费率及人均消费同样将成为云集长期发展稳定性的衡量指标。当前云集会员尚为终身制（一次付费，终身会员），由于会员费提升及新增会员高占比，尚能稳定覆盖会员体系运营支出：16-18年，云集平均单个新会员收入由173元增长至345元，累计会员数由90万快速增长至740万，18年平台新会员负担比（总会员/新会员）达到1.64；会员费收入覆盖度（会员费收入/会员维护支出）达到123%。长期来看，云集终身会员转年费会员（或类似形式）或是趋势，届时会员续费率及人均消费将成为关键性经营指标。

遵循自营电商通过平台服务变现的盈利模式，云集3P业务发展速度将是另一个影响平台长期发展的关键指标。线下会员制零售因为物理条件限制和购物体验考虑，上架SKU数需严格控制；线上会员电商的一大优势在于无限货架，更有条件满足会员一站式需求。依据招股书披露，云集上市以后将加大品牌专柜（即3P业务）建设，持续为会员一站式提供“超市、折扣店、购物中心和生活服务”会员特权。而3P业务的发展，有望在自营和会员费收入之外，成为云集第三个重要的收入及利润来源。

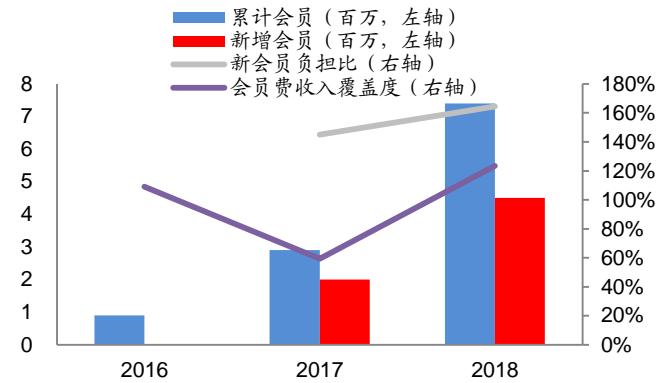
图 32: Costco长期会员费收入比与净利率稳定在2%附近



数据来源：Costco 公司财报，广发证券发展研究中心

图 33：18年云集每新会员费收入/会员维护支出 345/170元


数据来源：云集招股书，广发证券发展研究中心（会员维护支出包括报表会员培训成本及会员维护费用）

图 34：18年云集新会员负担/会员费收入覆盖度 164%/123%


数据来源：云集招股书，广发证券发展研究中心（新会员负担比=总会员/新会员；会员费收入覆盖度=会员费收入/会员维护支出）

表 8：云集上市前主要股东

股东	持股数 (亿)	持股比例 (%)	备注
Lanlan Ltd	9.50	46.4%	创始人&实际控制人肖尚略全资拥有
Eastern Bell XIX Investment Limited	2.81	13.7%	苏州钟鼎投资
CPYD Singapore Pte. Ltd	2.16	10.5%	CPYD 新加坡有限公司
Fasturn Overseas Limited	1.49	7.3%	
Trustbridge Partners IV, L.P	1.11	5.4%	挚信资本
Acceleration S Limited	1.11	5.4%	
郝焕	0.51	2.5%	首席技术官 CTO
合计	18.68	91.2%	

数据来源：云集招股书，广发证券发展研究中心

表 9：云集主要高管及履历

姓名	职务/职称	年龄	经历
肖尚略	董事会主席兼 CEO	1979	创始人，自成立以来担任董事会主席兼 CEO。拥有超过 15 年电商行业经验，2003 年曾创办在线化妆品零售品牌小野香水
郝焕	董事兼首席技术官 CTO	1982	曾任腾讯高级经理、甲骨文任顾问等职
万枝	副总裁	1986	用户管理副总裁，曾任 State Street 浙江分行的项目经理
张铁成	副总裁	1978	公共关系副总裁，曾任阿里巴巴 B2B 部门高级经理、通用电气浙江区域首席代表、富迪工业园区总经理等
胡健健	首席运营官 COO	1980	超过 19 年经验快消和零售行业，曾任好又多、沃尔玛、永辉超市区域/全国采购总监
马辉	首席人事官 CHO 兼首席战略官 CSO	1978	超过 12 年电商行业经验。曾任 SKIO 集团首席运营官，阿里巴巴信息平台技术部主任、消费者体验发展部总经理等职
陈晨	首席财务官 CFO	1981	自 2018 年 5 月起担任首席财务官。超过 16 年经验审计和咨询，前德勤合伙人

数据来源：云集招股书，广发证券发展研究中心

风险提示

1) S2B2C社交行业监管风险: S2B2C社交电商行业发展较为粗放,部分可能存在法律监管风险;

2) 会员电商发展对经营管理的挑战: 会员体系建立后无法在商品及经营策略中作出有效转型。会员制初期依靠让渡利益实现会员规模扩张,但后续需要在运营实现供应链效率提升或内容化变现;

3) 会员续约率下滑。会员长期续约率是判断会员体系可持续飞发展的重要标志,短期会员规模的爆发需要配合续约率指标综合观察;

4) 新技术新流量渠道改变既有流量格局。互联网行业技术快速变化,新技术&新流量源出现将挑战既有公司运营。

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。