

从云集看会员制社交分销平台“前世今生”

报告起因

作为社交电商的重要形式之一，社交分销模式逐步被很多电商采用，例如苏宁推客、小米优品推手等。但社交分销模式较为复杂，因“拉人头”、“门槛费”、“团队计酬”等特征曾引起较大争议。本文将以为较为成熟的云集、环球捕手等为切入点，剖析社交分销模式的渠道设计、如何与传销划清界限以及面临的优势和挑战。

核心观点

- **社交分销渠道设计核心要素：入会门槛、层层晋级、金字塔福利。**综合云集、贝店与环球捕手的营销模式，社交分销渠道设计的核心要素主要包括三个方面：（1）入会门槛：成为平台会员，不仅需要社交圈熟人邀请码，还需要付出入会费用，高门槛保证会员对平台的高认同度；（2）层层晋级：各个平台虽然晋级门槛各不相同，但均通过设置拉新、带货、社群运营等指标来筛选具有销售能力的会员；（3）金字塔福利：二级会员和三级会员除了享受自营店铺及自身消费福利外，还能针对下级会员的销售额获得激励，累进制的层级奖励为分销体系的扩大提供基础。但不同平台的三个要素存在差异，我们认为一定程度上反映不同公司发展阶段和未来战略的差异。
- **社交分销的传销“洗白”之路：降低层级、服务商角色外包。**上述分销模式与传销的界线较为模糊，云集、环球捕手均因涉及传销被罚款或封禁平台。此后，各个平台通过降低分销层级、外包服务功能等方式摆脱与传销的关系，以云集为例，2018年之后公司在门槛及奖金制度方面都进行了修正，例如人头费用降至一级、团队计酬减少至两级且更名为服务管理费；此外，公司将部分会员服务外包给第三方服务公司，平台转变为一级分销体系，截至2018年底，服务经理超过7万名，负责向会员提供培训和支持。2017年后官方并未对调整后的模式进行后续处罚，监管方态度也趋于缓和。
- **社交分销平台面临的机遇和挑战：（1）会员粘性高，自用/销售动力充足，单会员创造GMV超过3000元/年。**截止2018年底，平台累计拥有会员740万，其中，活跃交易会员610万，占比82.4%；交易会员中，约64.7%有过推销行为。人均GMV上，活跃买家978元/年，会员2037元/年；人均带货能力上，会员1031元/年、赚钱型会员约1933元/年。（2）**平台对会员激励占款，循环撬动销售额。**应付会员激励持续高速增长，2018年平均每个活跃账户留存激励为69元。大额未提取或未消费的激励留存在会员账户中进一步加深会员粘性，未来有望循环撬动更多消费额。（3）**精选货品，“成熟+新兴+自有”品牌组合保证足够会员权益。**成熟、新兴和自有品牌SPU数占比约为26%、70%和4%、会员权益比例为5%、12%和23%，新兴和自有品牌的高佣金提成、高利润率对整个平台会员体系的维护至关重要。（4）**平台扩张面临拓展品类、保证会员权益和稳定毛利率三者权衡。**对各个平台来说，赚钱型会员比例面临下降压力，抢占供应链、拓展品类对未来增长非常重要，2018年开始云集陆续上线“超市”、“专柜”板块，反映公司战略思路的调整。但以美妆、海淘、自有品牌等品类切入的社交分销平台面临拓展品类、保证会员权益和稳定毛利率三者之间的权衡。

风险提示

- 核心会员流失风险，政策监管风险，毛利率下降风险

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A股

行业

商业贸易

报告发布日期

2019年03月29日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

邓文慧

021-63325888-7041

dengwenhui@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100002

联系人

马继愈

021-63325888-6107

majiyu@orientsec.com.cn

目 录

1. 社交电商大幅增长，苏宁、小米纷纷试水社交分销模式	4
2. 社交分销经典模式解读	5
2.1 核心关键词：信任分销、高活跃度、高忠诚度	5
2.1.1 社交分销电商的三级进圈机制	5
2.1.2 层层套利、金字塔型福利带来强激励效果	6
2.2 典型社交分销电商模式对比	7
2.2.1 云集晋级门槛最高，更看中活跃度及带货能力	7
2.2.2 激励制度：环捕、贝店更看重拉新、云集更看重带货及服务能力	8
3. 社交分销的传销“洗白”之路：降低层级、服务商角色外包	9
3.1 社交分销形式具有传销特征，2017 年之后监管方态度缓和	9
3.2 2018 新模式：降低激励层级，服务商角色外包，转型为会员制社交平台	10
4. 社交分销平台面临的机遇和挑战	12
4.1 会员粘性高，自用/销售动力充足	12
4.2 平台对会员激励占款，循环撬动销售额	13
4.3 精选货品，“成熟+新兴+自有”品牌组合保证足够会员权益	15
4.4 社交分销平台扩张面临拓展品类、保证会员权益和稳定毛利率三者权衡	18
风险提示	21

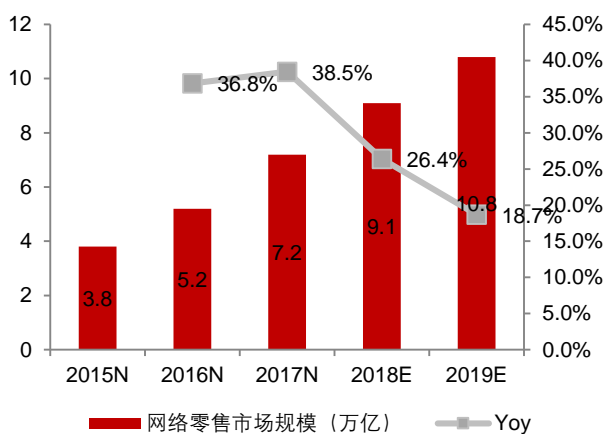
图表目录

图 1：网络零售市场交易规模.....	4
图 2：社交电商市场规模.....	4
图 3：社交电商主要模式（重新作图）.....	5
图 4：二级主管、三级经理晋升条件.....	6
表 1：社交分销电商奖励机制.....	6
表 2：云集、环球捕手、贝店会员晋升机制.....	8
表 3：云集、环球捕手、贝店三级会员激励机制.....	9
表 4：《禁止传销条例》第七条规定.....	10
表 5：云集晋级门槛演变.....	11
表 6：云集服务商实际激励机制.....	11
图 5：云集会员数及交易会员数（百万）.....	12
图 6：主要电商平台活跃买家人均 GMV（元）.....	13
图 7：会员激励可在条件满足后提现或用于下次消费.....	14
图 8：云集主要应付项目（百万元）.....	14
图 9：云集经营活动产生现金流（百万元）.....	14
图 10：美妆个护品类品牌构成.....	15
图 11：美妆个护主要合作品牌.....	15
表 7：云集主要成熟美妆品牌价格及会员折扣.....	16
表 8：云集特卖专区主要美妆产品多平台比价.....	16
表 9：云集主要新兴美妆品牌价格及会员折扣.....	17
表 10：云集自有美妆个护品牌价格及会员折扣.....	17
表 11：云集及网易电商毛利率对比.....	18
图 12：云集“特卖”、“超市”、“专柜”三个专区.....	19
表 12：云集超市主要美妆个护产品多平台比价.....	20
图 13：主要品类渠道毛利率（电器：苏宁易购；食品用品、服装、生鲜：永辉超市；美妆：莎莎）.....	20

1. 社交电商大幅增长，苏宁、小米纷纷试水社交分销模式

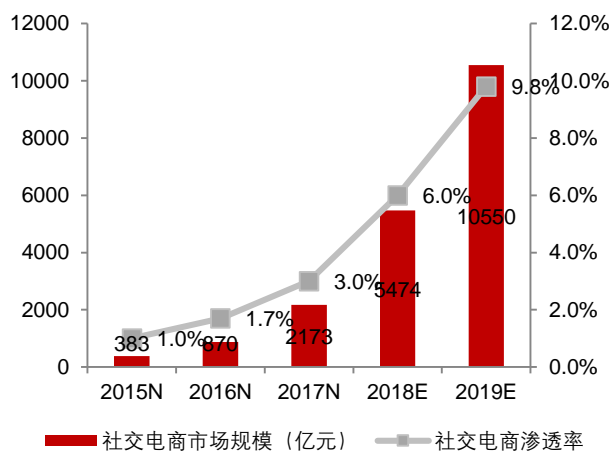
随着移动互联网流量红利结束，整体网络购物市场规模增速显著下降，预计 2018 年降至 30% 以下。传统搜索式电商环境下，一方面商品信息过载，用户选择成本增加；另一方面，品牌获客成本大幅增加，阿里、京东获客成本均超过 200 元/人。在这样的外部环境下，基于用户分享的社交电商模式不断崛起，市场规模由 2015 年 383 亿元增长至 2017 年 2173 亿元，CAGR 为 138.2%。

图 1：网络零售市场交易规模



资料来源：CIC，云集照顾说明书，东方证券研究所

图 2：社交电商市场规模



资料来源：CIC，云集照顾说明书，东方证券研究所

按照对社交流量转化方式的不同，社交电商主要有三种形式：（1）KOL 分销：云集、贝店、环球捕手等均为典型社交分销平台；（2）拼购模式：如拼多多、苏宁拼团等；（3）内容电商模式：如小红书、什么值得买、美柚等。拼多多拼购模式的成功，推动了社交流量转化路径的形成，内容/导购、kol 分销等模式已经成为很多电商标配，让原来夹缝在淘宝、京东体系中的大量玩家获得新增长点。其中在 kol 分销模式上，苏宁易购在 2018 年上线“苏宁推客 APP”，以自购省、分享赚的方式激励用户推销商品；小米有品也于 2018 年底启动有品推手项目，试水会员制社交分销模式。但社交分销模式的渠道设计较为复杂，因“拉人头”、“门槛费”、“团队计酬”等特征与传销较为类似，在发展过程中曾引起较大争议。

近期，云集提交招股说明书拟在美股上市，会员制社交分销电商模式和数据更加清晰。本文将以较为成熟的云集、环球捕手等为切入点，剖析社交分销模式的渠道设计、如何与传销划清界限以及面临的优势和挑战。

图 3：社交电商主要模式



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

2. 社交分销经典模式解读

2.1 核心关键词：信任分销、高活跃度、高忠诚度

2.1.1 社交分销电商的三级进圈机制

云集经典的“三级分销模式”是从2017年1月起开始实施的修正版本，即包含“会员-主管-经理”三级进圈和奖励机制，2018年之后为了规避监管风险有所调整（后文将详细介绍），本部分仍然重点以该模式为切入点进行介绍和对比研究。

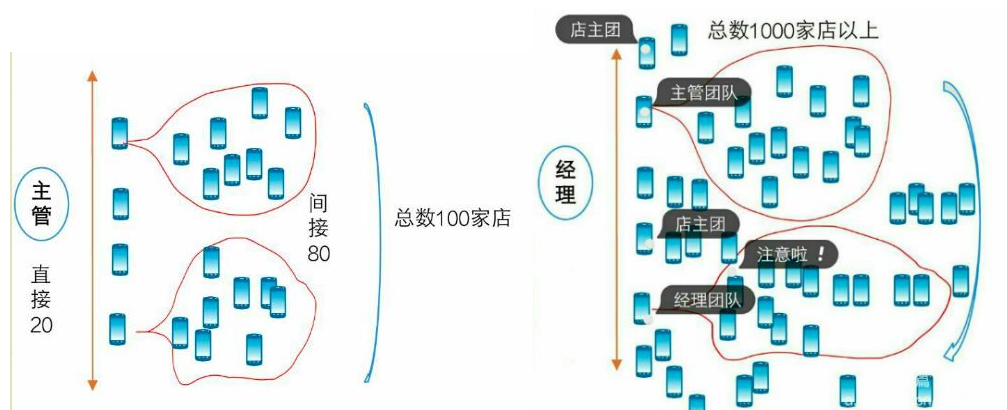
社交圈和入会费是一级会员的入会门槛。成为一名店主，不仅需要有人领进门，还需要付出398元的入会费用。云集秉持的理念是“基于信任的零售”。具有邀请码的会员才能成功地找到上级，接受系列的培训和指导。高额的入会费虽然影响用户注册量，但也为云集带来了更高的用户活跃量和销售额。云集最初也曾采取过免费入会的分销模式，但是低门槛的进入渠道却并不有利于提高用户的活跃性和购买欲望。当会员为加入云集付出金钱时，会促使他们持续地在云集上进行购物以获得返利，来获得一定的投资回报。

业务能力是成为二级主管的重要考核指标。一级会员要晋升为二级主管必须在营销能力方面满足三个条件，分别包括满足连续两个月销售额3000元以上、成交20单以上、直接或间接累积发展店铺100家，同时还需要依靠培训能力和经验竞聘上岗。在忠诚度方面，则要求主管连续有两个月以上的销售活跃度。

三级服务商（经理）更注重管理能力和忠诚度。二级主管已经通过了带货能力、带客能力以及忠诚度的初步考验。三级服务商的晋级门槛对带货能力不再做硬性要求，而是考察其对团队的控制力和

约束力以及实际的管理经验。在管理能力方面，对服务商（经理）提出的要求则是要求有 2 个月的开店经验，同时对队伍的规模和活跃度有所要求。在忠诚度方面，则是进一步要求服务商经理认可品牌理念，切实贯彻“信任零售”的概念。

图 4：二级主管、三级经理晋升条件



资料来源：网络资料整理，东方证券研究所

2.1.2 层层套利、金字塔型福利带来强激励效果

一级店主享有消费者的自用权益和节点传播的分享权益。成为一名店主能获得的会员权益包括：作为消费者本身购买商品获得的购物返利会以云币的形式发放；作为销售人员，自己开售的店铺可以获得订单利润的 5%-40%；作为社交零售的传播节点，邀请一名新店主则可以获得 40 枚云币（对应 40 元人民币）。

定薪合同及加成奖励是二级主管的吸引机制。二级主管的盈利方式包括：一级店主销售的利润提成，店主团队分销体系的扩大以及自营销售额度的增长。对于二级主管来说，通过一级店主团队获得的奖励加成是成倍数增长的，同时二级主管还有可能成为云集正式签订劳务合同的带薪员工。

避免社交圈的恶性竞争，奖励机制促进三级服务商帮扶下级。三级服务商的权益则是在二级主管的权益上，增加对二级主管征收的提成。二级主管团队的新增店主会为三级服务商带来 80 元/人的额外收益，和订单利润 5% 的提成。二级主管的晋升成功，服务商还会因此获得培训成果的额外奖励，例如产品的商家券和公司的原始股票。机制有效地避免了社交圈的恶性竞争。对于培训下级成功的上级也会进行额外奖励。金字塔顶端的获利途经和加成比例更高，累进制的层级奖励激励店主跨越层级，成为更高一级的分销商，为分销体系的扩大提供了基础。

假设一名二级主管直接或间接发展 100 名店主，仅考虑 100 名店主自身消费，按照人均 1000 元/年消费额、15% 平均提成率计算，下线店主能够为之贡献收入约 1.5 万/年；若考虑自营店铺销售、新增店主激励，下线店主外部销售激励等，主管收入将会更高。

表 1：社交分销电商奖励机制

角色	获利层级	获利明细
----	------	------

店主	一级	购买自用返利 5%-40%
		邀请新店主 40 元/位
		自营店铺零售利润 5%-40%
主管	二级	购物返利 5%-40%
		邀请新店主 40 元/位
		自营店铺零售利润 5%-40%
		劳务合同与绩效工资
	一级	【店主团队】新增店主 150/位
		【店主团队】订单利润 15%
服务经理 (服务商)	三级	购买自用返利 5%-40%
		邀请新店主 40 元/位
		自营店铺零售利润 5%-40%
		【育成奖励】1 个客户经理，获得一个 SKU 商品上架权
		【育成奖励】2 个客户经理，获得公司一份期权
	二级	【主管团队】新增店主 80/位
		【主管团队】订单利润 5%
	一级	【店主团队】订单利润 15%
		【店主团队】新增店主 150/位

资料来源：网络资料整理，东方证券研究所

2.2 典型社交分销电商模式对比

云集、贝店与环球捕手都是为店主提供美妆、母婴、健康食品等上万种货源的综合型社交电商。平台借助会员社交网络带来的客户流量及售前售后的服务进行零售，而产品及物流服务等都由平台统一提供。但三家在产品线上略有不同，环球捕手明确表明以美食为核心、是国内垂直进口食品电商与智品工坊联合打造的创新型美食分享平台。贝店相对专注于吸引女性妈妈消费者群体的母婴类产品。总体来看，三家产品内容及营销模式都极为类似，但在申请条件和进入门槛以及会员享有的福利两方面存在差异，我们认为这一定程度上反映公司发展阶段和未来战略的差异。

2.2.1 云集晋级门槛最高，更看中活跃度及带货能力

一级店主进圈：三家高度一致。三家电商在一级基础会员的进入门槛保持高度一致，都要求基于社交基础的“邀请码”和入会费。云集、环球捕手和贝店的入会费分别为 398、399 和 398 元，捆绑平台提供的大礼包。

二级店主晋级：云集晋级门槛最高，更看重持续带货能力。云集在带客能力方面要求累积邀请好友 100 人，在带货能力方面要求两月销售额累计达到 3000 元（20 单以上），还必须要面试审核竞聘上岗。环球捕手的晋级门槛相对折中，仅对带客能力和面试提出要求，要求邀请好友 80 人。而贝店的晋级要求最为简单，直接邀请 20 位好友即可直接升级为二级店主。

三级店主晋级：贝店与环球捕手将孵化下级作为硬性要求。环球捕手要求直接或间接发展新会员累计达 1000 人、培养经理 2 人；贝店则要求发展新会员累计 500 人，培养二级店主 3 人。而云集将孵化下级作为了选择性的激励条件，更看重店主实际运营能力（2 个月开店经验，团队店铺活跃度 30% 以上）。

表 2：云集、环球捕手、贝店会员晋升机制

会员级别	云集（原）	环球捕手	贝店
一级店主	通过邀请码注册+直接购买 398 元起的“素野心水保湿套装+深层肌底滋养蚕丝面膜”等产品	邀请码+399 元入会费 买优惠券/大礼包	邀请码+ 398 元大礼包注册开 店
二级店主	两个月销售额累计达 3000 元和 20 单以上	直接邀请达人 20 人以上	直邀 20 位店主
	直接推荐店铺 20 个以上	累计孵化达人 60 人以上	
	间接推荐店铺 80 个以上	热爱分享、善于培训	
	热爱分享，培训能力和经验	面试审核	
三级店主	2 个月云集开店经验	培养经理 2 人以上	直接培育优秀店主数 3 人
	团队总累计 1000 家店以上	孵化达人 1000 人以上	社群店主 500 人
	上月团队店铺活跃度 30% 以上	热爱分享、善于培训	
	认同云集价值观	面试审核	
	面试审核		

资料来源：网络资料整理，东方证券研究所

2.2.2 激励制度：环捕、贝店更看重拉新、云集更看重带货及服务能力

一级店主激励：环球捕手激励途径及提成最多，着重刺激一级店主拉新。在环球捕手，一级分享达人可以获得直接邀请达人订单利润的 25%，而云集和贝店都不存在这一获取收益的方式。在购物返利方面，环球捕手的返利平均点数约 16%，云集和贝店自营零售佣金约 15%。在邀请新会员方面，云集的邀请奖励最低为 40 元/人；而贝店和环球捕手都可以获得 100 元/位的邀请新会员奖励。

二级&三级店主激励：环球捕手激励程度高、云集激励较为稳健。对二级和三级会员，平台制度除了激励其消费、拉新和带货外，还要对其社群活跃度、培育下级能力进行考核。在培育奖励方面，云集在二级主管层级不设奖励，在三级主管层级提供非现金激励的奖励方式：每培育 1 个二级店主奖励 1 个商品商家权，每培育 2 个二级店主奖励 1 份原始股。而环球捕手采用高达 30% 的提成比例，贝店采取较为保守的满 2 万奖 200 的奖励方式。在三级经理获取二级团队及一级团队的销售订单利润时，云集的提成比例是三家之中最低的；但云集会与二级主管签订劳务合同，在每月 15 日以绩效工资的方式发放云币。

表 3：云集、环球捕手、贝店三级会员激励机制

会员级别	收益层级来源	云集	环球捕手	贝店
三级服务商	三级	购买返利 5%-40%	购物返利 16%	购物返利 5-40%
		邀请会员 40 元/位	邀请会员 250 元/位	邀请会员 240 元/位
		自营零售利润 5%-40%	销售佣金 16%	自营零售利润 5-40% (平均 15%)
		【育成经理】一个 SKU 商品 (品牌商品) 上架权/每育成 1 位	【育成总监团队】管理奖金 30%	【培育企业服务商 2 名】直邀企业服务商社群销售额达到 20 万元奖 2000 元、40 万元奖 4000 元
		【育成经理】一份公司期权 (原始股)/2 个主管成为经理	【育成总监团队】新增会员 10 元	【培育企业服务商 2 名】直邀企业服务商社群新增店主 80 人奖 20 元/人；160 人奖 30 元/人
	二级	【主管团队】新增会员 80/位	【经理团队】新增会员 50 元	【优秀店主团队】新增会员 40 元
		【主管团队】订单利润 5%	【经理团队】管理奖金 30%	【优秀店主团队】销售佣金 10%
	一级	【店主团队】订单利润 15%	【达人团队】直属消费佣金的 25%；间接消费佣金 20%	【店主团队】销售佣金 20%
		【店主团队】新增店主 150/位	【达人团队】新增会员 (达人邀请达人) 150 元	【店主团队】邀请新会员 140 元

资料来源：网络资料整理，东方证券研究所

3. 社交分销的传销“洗白”之路：降低层级、服务商角色外包

上述以云集、环球捕手、贝店为代表的社交分销模式均通过复杂的晋升机制、激励制度来降低用户获取成本、提高会员活跃度及忠诚度，但这种分销模式与传销的界线较为模糊，云集、环球捕手均因涉及传销被罚款或封禁平台。此后，各个平台通过降低分销层级、外包服务功能等方式摆脱与传销的关系，以云集为例，目前公司将会员服务角色外包，平台自身只存在一级分销体系，因而一定程度上规避了传销嫌疑。

3.1 社交分销形式具有传销特征，2017 年之后监管方态度缓和

传销是指组织者发展人员,通过发展人员或者要求被发展人员以交纳一定费用为条件取得加入资格等方式获得财富的违法行为。根据我国《禁止传销条例》,传销一般具有三个典型特征:(1)门槛费:认购商品或交纳费用取得加入资格或发展他人加入的资格,牟取非法利益;(2)拉人头:发展他人成为自己的下线,并对发展的人员以其直接或间接滚动发展的人员数量为依据给付报酬,牟取非法利益;(3)团队计酬:以直接或间接发展人员的销售业绩为依据计算报酬,牟取非法利益。除以上特征外,传销一般没有实质的产品或者产品的价格与价值严重不符,因而并不以销售商品为目的,而仅仅靠拉人头非法获得入会费来获利。

早期社交分销模式均因涉及传销受到官方监管。2016年1月浙江省滨江市市场监督管理局对云集的多级地推模式进行核查;2017年7月正式下发《行政处罚决定书》,认为云集最开始实施的“店主—导师—合伙人”制度明确构成传销行为,云集被罚958万元;2017年8月“云集微店”微信平台被封。同期,在2016年11月,环球捕手运营方杭州格家网络技术有限公司因涉嫌传销被湖北荆州长沙区人民法院裁定冻结资金账户;2017年8月环球捕手被微信平台查封。

2017年开始云集对分销形式进行修改,形成上述经典的三级分销模式,从激励制度及进入门槛设置上看,其依然符合我国对传销行为的三项特征描述,但官方并未对此进行后续处罚,这一程度上说明官方并不再将其归类为“传销”行为。

表 4:《禁止传销条例》第七条规定

下列行为,属于传销行为

拉人头	(一) 组织者或者经营者通过发展人员,要求被发展人员发展其他人员加入,对发展的人员以其直接或者间接滚动发展的人员数量为依据计算和给付报酬(包括物质奖励和其他经济利益,下同),牟取非法利益的;
门槛费	(二) 组织者或者经营者通过发展人员,要求被发展人员交纳费用或者以认购商品等方式变相交纳费用,取得加入或者发展其他人员加入的资格,牟取非法利益的;
团队计酬	(三) 组织者或者经营者通过发展人员,要求被发展人员发展其他人员加入,形成上下线关系,并以下线的销售业绩为依据计算和给付上线报酬,牟取非法利益。

资料来源:《禁止传销条例》,东方证券研究所

3.2 2018 新模式:降低激励层级,服务商角色外包,转型为会员制社交平台

相比上述经典的“三级分销”模式,云集目前的营销方式在申请门槛及奖金制度方面都进行了不同程度的修正,降低激励层级,再次弱化“传销”特征。

晋级门槛不再追求会员数量,更加专注带货能力与专业能力。二级客户经理及三级服务经理的申请门槛提高,现行的营销模式不再对邀请好友数量进行要求,而是对店主团队的销售能力提出了更高的要求,从2月销售额累积达到3000元以上提高至3个月销售额累积达到8000元。云集从单纯发展用户数量转换为希望获得更加具有消费能力的用户群体,晋级门槛进一步提高了对于客户经理和服务经理的专业能力的要求,现行营销制度中增加了“云集系统管理知识”的考核,需要通过考核才能顺利晋级。

表 5：云集晋级门槛演变

	2018 一级分销	2017 三级分销	2015 三级分销
会员	邀请码+购买 398 元礼包	邀请码+购买 398 元礼包	邀请码+购买 365 元
客户经理 (主管)	1.3 个月销售额累计达 8000 元	1.2 个月销售额累计达 3000 元 (20 单以上)	直接邀请 30 名
	2.云集系统管理考核通过	2.直接推荐店铺 20 个以上,	间接邀请 130 名
	3.与云集签署正式合同	3.间接推荐店铺 80 个以上	
		4.热爱分享,培训能力和经验	
服务经理 (服务商)	1.过去 3 年团队人数累计 904 人	1.2 个月云集开店经验	团队人数达到 1000 人
	2.团队累计销售额达到 84 万元	2.团队总累计 1000 家店以上	申请通过
	3.云集系统管理考核通过	3.上月团队店铺活跃度 30%	
	4.与云集签署正式合同	4.认同云集价值观	

资料来源：网络资料整理，东方证券研究所

人头费用降至一级，发展下线的奖励标准提高。目前在云集系统中，仅有一级会员可以通过邀请新会员直接得到奖励，对客户经理/服务经理不再发放人头费用。上线要通过培训及帮扶下线店主使其的销售额达标，才能获得 200 元/店主的奖励。这在法律定义上将三级人头费用转换为一级人头费用，进一步规避法律风险。

团队计酬减少至两级，更名为服务管理费。原先的云集制度三级服务商可以对二级经理和一级店主的订单抽取利润，而现在三级服务商仅能对一级店主订单利润抽成。上线仅能针对一个层级的团队进行计酬，不再是原来的三级计酬制度。同时，云集将对团队订单利润的提成更名为为了上线对下线的服务管理费用。

除了调整奖励机制外，云集目前将部分会员服务外包给第三方服务公司，其根据服务协议中提供的标准聘请服务经理。服务经理需要具备会员促销、培训会员、社群维护等方面的专业能力。根据公司公告披露，**大多数服务经理同时也是云集会员。截至 2018 年 12 月 31 日，云集服务经理总数超过 70,000 名，负责向会员提供培训和支持。**

表 6：云集服务商实际激励机制

	获利层级	2018 年一级分销
客户经理 (主管)	二级	购物返利 5%-40%
		自营店铺零售利润 5%-40%
		劳务合同与绩效工资

	一级	【育成奖励】已育成的服务经理社群月销售额超过 3 万，获得 500 元/群。
		【店主团队】新增店主+累计 30 日内完成销售额，200/位 【店主团队】服务管理费=店主团队销售利润提成 25%
服务经理 (服务商)	三级	购买返利 5%-40%
		自营店铺零售利润 5%-40%
		【育成奖励】3 个服务经理，一次供应商特权（需云集供应链审查通过），可获云集期权。
		【育成奖励】育成服务经理社群超过 30 万元，3000 元/社群
	二级	
一级		【店主团队】订单利润 15%
		【店主团队】新增店主累计 30 日完成 500 销售额，200 元/人

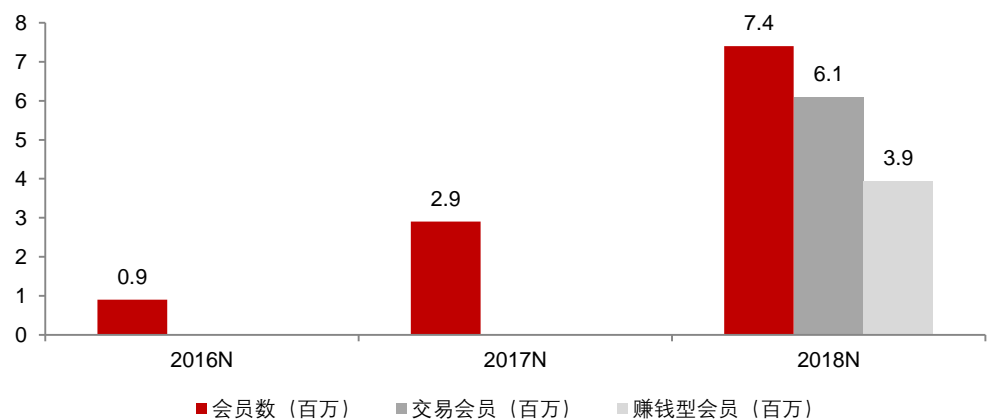
资料来源：网络资料整理，东方证券研究所

4. 社交分销平台面临的机遇和挑战

4.1 会员粘性高，自用/销售动力充足

云集交易会员占比超过 80%，会员活跃度及推销积极性极高。社交分销模式本质在于调动会员社交关系网络、通过一系列晋级门槛设定及激励制度提高会员自用及销售积极性。以云集为例，分销模式经过多次调整之后，目前整个体系转变为会员式社交电商。截止 2018 年底，平台累计拥有会员 740 万，与 2017 年相比增加约 450 万；其中，2018 年交易会员为 610 万（公司定义的交易会员为年度范围内至少成功推销或者自身消费一笔交易），占总会员比重为 82.4%，会员活跃度极高；其中，2018 年公司交易会员中，约 64.7% 成功产生过推销行为，即约 400 万会员为赚钱型会员。

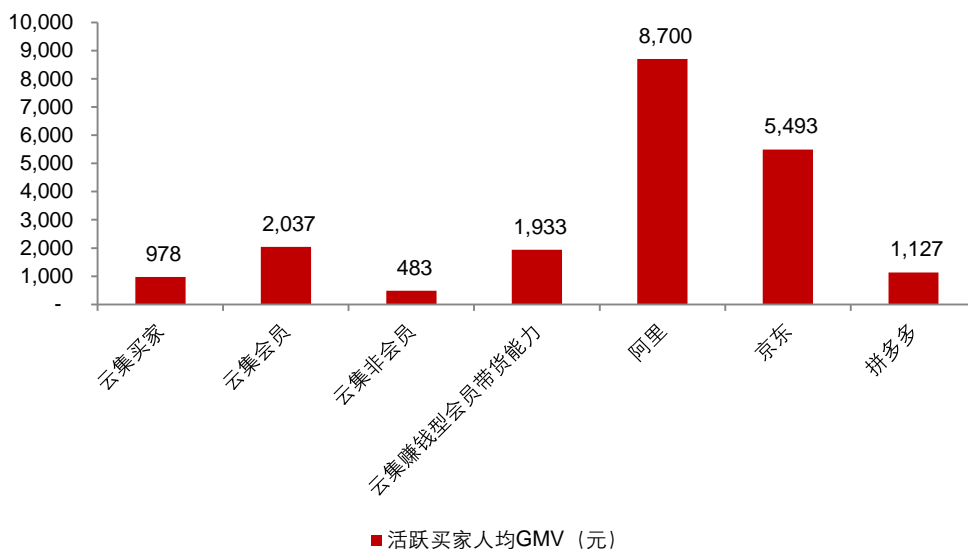
图 5：云集会员数及交易会员数（百万）



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

会员消费能力及带货能力强，人均创收超过细分电商平台。2018年云集平台GMV为227亿元，同比增长136.5%；其中，会员产生的GMV为151亿元，占比66.4%，交易会员复购率约93.6%。根据公司招股说明书披露的数据计算，云集活跃买家人均GMV为978元/年，会员人均GMV为2037元/年，非会员人均GMV为483元/年；会员人均GMV虽然与阿里、京东有较大差距，但远超同为社交电商的拼多多。此外，云集会员不仅具有消费者角色，还具有推销员的角色，我们测算公司会员人均带货能力为1031元/年、赚钱型会员的人均带货能力约1933元/年（人均带货能力=非会员产生的GMV/赚钱型会员人数），这意味着单会员能够给公司创造的GMV超过3000元/年。

图 6：主要电商平台活跃买家人均 GMV（元）



资料来源：招股说明书，公司公告，东方证券研究所

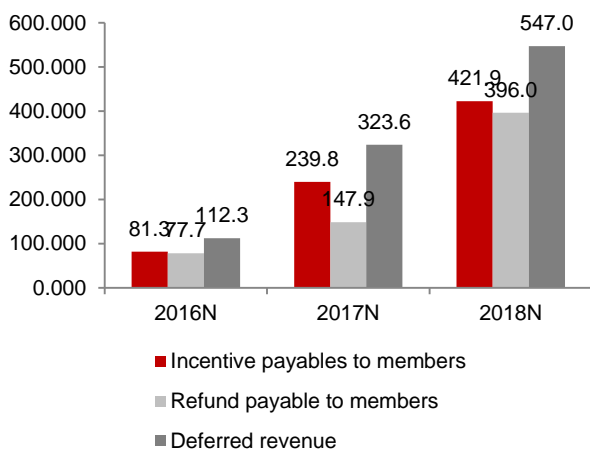
4.2 平台对会员激励占款，循环撬动销售额

根据本文对多个平台分销模式的解读，社交分销电商会员享有的会员权益主要包括两大类：（1）自身购物返利；（2）由于参与推销产生的分成激励。根据云集招股书披露，以自身购物返利为例，会员后续购物时预先支付非会员价格，待销售完成后，会员折扣一方面直接抵减收入，另一方面计入“*Incentive payables to members*”科目，在商品销售未确认前，购物折扣计入用户的“未到账款”，商品收获后7天左右可转入“可用余额”，会员可提现或在后续消费时使用。会员因参与分销产生的分成激励，则按预测值先计入“*Refund payable to members*”，实际推销成功时转入“*Incentive payables to members*”科目。

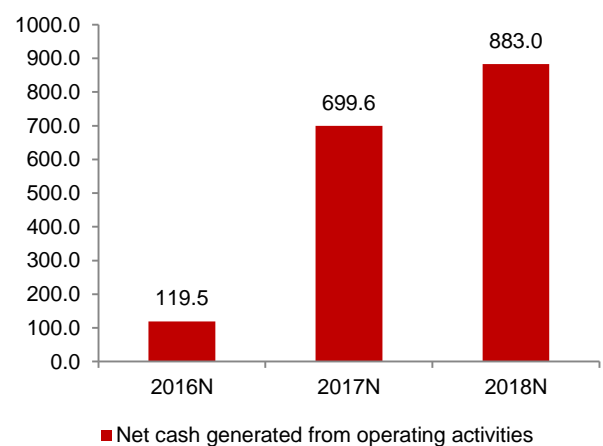
图 7：会员激励可在条件满足后提现或用于下次消费


资料来源：云集 APP，东方证券研究所

随着会员数量及 GMV 增长，云集应付会员激励 (Incentive payables to members) 持续高速增长，2016-2018 年分别为 0.81、2.40 和 4.22 亿元；**2018 年平均每个活跃会员账户留存激励为 69 元。**此外，2018 年应付会员补偿款 (Refund payable to members) 及递延收入分别为 3.96 和 5.47 亿元，得益于对会员和对供应商的占款，公司经营活动现金流持续为正，2018 年达到 8.83 亿元。大额未提取或未消费的激励留存在会员账户中进一步加深会员粘性，未来有望循环撬动更多消费额。

图 8：云集主要应付项目（百万元）


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 9：云集经营活动产生现金流（百万元）


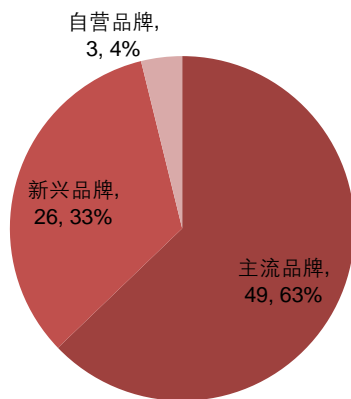
资料来源：招股说明书，东方证券研究所

4.3 精选货品，“成熟+新兴+自有”品牌组合保证足够会员权益

“少 SKU、高订单”选品策略，“成熟+新兴+自有”产品组合，严控产品质量。相比于综合类电商天猫与京东追求货品丰富和品牌覆盖人群广，云集、环球捕手、贝店等社交分销平台基本坚持“宽少精”选品策略，以达到高流量单个商品的供应链。以云集为例，公司 2016 至 2018 年平均每天提供的 SPU 数分别为 837、2315 和 6613 个，严格把控 SPU 数量；同时公司通过买手制和第三方机构进行检测来把控产品质量，以贯彻宽少精的 SPU 策略。2018 年公司提出建立“三个 500”品牌计划，即选出 500 家主流品牌、500 家创新品牌、500 个优质工厂，做精选中的精选。

以云集平台上的美妆个护品牌为例，合作品牌共计 78 个，其中主流品牌 49 个，新兴品牌 26 个（包含自制 500 品牌 1 个），自营品牌 3 个。主流品牌的美妆类产品，一线知名品牌占据半壁江山，包括海蓝之谜、阿玛尼、迪奥、雅诗兰黛、纪梵希等超过 20 家，成熟品牌 SPU 数量基本在个位数。新兴品牌大多数单个品牌的 SPU 明显多于成熟品牌，例如梵西在售商品 47 个，菲奥娜在售商品 22 个，欧莉典雅在售商品 22 个。考虑各个品牌在售商品情况测算，主流、新兴、自营品牌 SPU 数量占比分别为 26%、70%和 4%。

图 10：美妆个护品类品牌构成



资料来源：云集 APP，东方证券研究所

图 11：美妆个护主要合作品牌

品牌类别	主要合作品牌	单品数
成熟品牌	阿道夫、阿玛尼、爱马仕、AMATO 9T05、碧欧泉、佰草集、迪奥、薇姿诗 fresh、海蓝之谜、花王、娇韵诗、娇兰、科颜氏、兰蔻、理肤泉、美宝莲、欧莱雅、珀莱雅、相宜本草、雪花秀、雅诗兰黛、后 whoo 等	个位数
新兴品牌	彼丽 Beely、番茄派、梵西、膜法世家、贝医生、御泥坊、小蜜坊、小迷糊透蜜、三生花、植美村等	20-50 个
自营品牌	P&S、素野和原生黄	素野在售 SPU 共计 20 个；P&S 在售 SPU 共 12 个；原生黄在售 SPU 9 个

资料来源：云集 APP，东方证券研究所

成熟品牌价格优势并不突出，会员权益 5%远低于平均提成比例。云集平台提供的主流品牌美妆产品借助海淘渠道，相对京东与天猫平台形成低价优势，但相比网易考拉价格优势并不突出；总体来说，云集具有价格优势的品牌包括城野医生、海蓝之谜、贝德玛、兰蔻、娇韵诗、雅诗兰黛、碧欧泉。此外，会员在主流品牌方面享受的权益较少，通过自购省钱以及分享赚钱所能够获得的利润提成仅占据产品价格的 5%左右，部分产品深追低至 1%，远远低于云集 15%的平均提成比例。

表 7：云集主要成熟美妆品牌价格及会员折扣

海蓝之谜			兰蔻			科颜氏		
售价	利润	会员提成	售价	利润	会员提成	售价	利润	会员提成
1799	50	2.78%	279	30	10.75%	259	20	7.72%
1029	30	2.92%	259	30	11.58%	159	10	6.29%
1999	60	3.00%	599	20	3.34%	169	10	5.92%
1399	50	3.57%	769	40	5.20%	159	10	6.29%
1799	50	2.78%	469	20	4.26%	169	10	5.92%
4099	50	1.22%	549	30	5.46%	179	10	5.59%
629	30	4.77%	1299	50	3.85%	279	10	3.58%
949	30	3.16%	699	30	4.29%	489	20	4.09%

资料来源：云集 APP，东方证券研究所

表 8：云集特卖专区主要美妆产品多平台比价

标签	渠道	品牌	产品名	云集	京东	天猫	考拉	云集提成
全球购特卖	自营	lamer	海蓝之谜精华面霜 30ml	1029	1389	1450	1180	30
全球购特卖	自营	阿玛尼	LSF 柔亮自然粉底液	439	395	580	498	20
全球购	自营	宝格丽	碧蓝水能量男士淡香水 50ml	289	569	348	248	10
全球购特卖	自营	贝德玛	卸妆水 500ml	99	150	138	119	4.95
全球购特卖	自营	碧欧泉	男士水动力洁面啫喱 125ml	169	239	219	175	10
全球购特卖	自营	纪梵希	四宫格幻彩蜜粉饼轻盈无恒	428	435	550	379	10
全球购特卖	自营	娇韵诗	抚纹身体霜 200ml	308	639	480	435	5
全球购特卖	自营	科颜氏	亚马逊白泥系列洁面乳 150ml	179	198	230	169	10
新人专享价	自营	兰蔻	粉水 200ml	199	279	320	255	10
全球购特卖	自营	兰蔻	小黑瓶精华肌底液 30ml	469	699	760	518	10
限时特卖	自营	欧莱雅	男士劲能醒肤露 50ml	89	89.9	95	109	4.45
全球购特卖	自营	欧舒丹	樱花乳木果玫瑰身体乳 250ml	229	225	209	218	11.45
全球购特卖	自营	雪花秀	顺行洗面奶 200ml	179	169	199	139	8.95
全球购特卖	自营	雅诗兰黛	红石榴鲜活亮彩果萃水 200ml	299	299	420	339	10
全球购特卖	自营	雅诗兰黛	净莹柔肤细致焕采洁面乳 150ml	179	178	310	199	5
全球购特卖	自营	雅诗兰黛	ANR 特润眼部 15ml+面部精华 50ml 套装	1069	970	1360	1029	40
全球购特卖	自营	雅诗兰黛	多效智妍系列黄金面霜 50ml	589	518	830	469	25
全球购特卖	自营	雅诗兰黛	DW 持妆粉底液 30ml	338	329	390	369	10
全球购特卖	自营	雅漾	喷雾活泉水 300ml	89	186	189	83.8	4.45
全球购特卖	自营	悦诗风吟	绿色森林清爽控油男士水乳护肤套装	239	248	255	175	11.95
全球购特卖	自营	悦诗风吟	绿色森林清爽控油男士水乳护肤套装	239	248	255	175	11.95

资料来源：云集 APP，淘宝 APP，京东 APP，网易考拉 APP，东方证券研究所

积极培育中国品牌，新兴品牌会员权益近 12%。在美妆个护品牌中，云集合作的新兴品牌共计 26 个，占美妆个护 78 个品牌的三分之一。番茄派、梵西、膜法世家、贝医生等品牌在 2000 年后成立，品牌历史较多知名度较小。新兴品牌的产品定价几乎全部小于 100 元，主攻消费降级人群。同时，新兴品牌的会员权益明显高于成熟品牌的会员权益，自购省钱+分享赚钱所能够获得的利润占据产品价格的比例大约在 5%-30%。以番茄派、比例、梵西三个品牌为例，会员能够得到的利润提成平均占据产品价格的 11.7%。接近 15% 的平均销售提成，是成熟品牌销售提成的两倍以上。

表 9：云集主要新兴美妆品牌价格及会员折扣

番茄派			彼丽			梵西		
售价	利润	提成	售价	利润	提成	售价	利润	提成
69	3.45	5.00%	89	22.25	25.00%	99	19.8	20.00%
69	20.7	30.00%	199	25.87	13.00%	79	15.8	20.00%
19.9	0.99	4.97%	69	6.9	10.00%	79	11.85	15.00%
19.9	0.99	4.97%	49	14.7	30.00%	89	13.35	15.00%
29.9	1.49	4.98%	99	24.75	25.00%	99	19.8	20.00%

资料来源：云集 APP，东方证券研究所

云集自营品牌价格定位于中低端消费水平，涉及彩妆、护肤、个护三个品类。在美妆个护品类，云集共孵化了三个自有品牌，分别为 P&S、素野和原生黄。素野为 2010 年创立的护肤品牌，在售商品共计 20 个；P&S 定位于高质量、高性价比的彩妆品牌，在售商品共 12 款；原生黄定位在高端女性个人护理市场，采用美国进口海岛棉花、美国进口原生木浆、德国进口胶条和日本吸水树脂等，在售商品共 9 款。价格角度看，云集自营品牌聚焦于中低端消费水平，原生黄价格区间控制在 50-100 元之间；定位在平价彩妆的 P&S 品牌价格区间在 30-220 元之间；素野价格区间则在 70-400 元之间。

超 20% 高佣金提成，配合设置入会礼包，自营品牌应是平台会员体系“顶梁柱”。在会员权益方面，会员通过购买自营产品或分享自营产品能够省去的价格及获得的利润提成是最高的。三个自营品牌的平均销售提成为 22.58%，远远高于新兴品牌的 11.7% 及成熟品牌的 4.88%。同时，自营品牌中的原生黄与素野品牌各推出了 1 款 398 元的体验礼包，用于体验会员自购转正。由于自营品牌产品可控，其在同日内也会出现产品价格及利润动态变化的情况。我们认为，自营品牌的高佣金提成、高利润率对整个平台会员体系的维护至关重要。

表 10：云集自有美妆个护品牌价格及会员折扣

原生黄			P&S			素野		
售价	利润	提成	售价	利润	提成	售价	利润	提成
65	9.75	15.00%	29.9	5.38	17.99%	69	6.9	10.00%
66	13.2	20.00%	49	11.76	24.00%	79	23.7	30.00%
69	13.8	20.00%	79	18.96	24.00%	79	19.75	25.00%
90	18	20.00%	89	21.36	24.00%	99	29.7	30.00%

95	19	20.00%	94.5	22.68	24.00%	99	29.7	30.00%
99	19.8	20.00%	99	4.95	5.00%	129	33.54	26.00%
99	14.85	15.00%	99	23.76	24.00%	129	38.7	30.00%
104	26	25.00%	99	22.77	23.00%	138	31.74	23.00%

资料来源：云集 APP，东方证券研究所

云集依托宽少精选品策略下的会员分销模式带来了更高的毛利率水平。根据招股书披露数据，云集 2016 年至 2018 年的毛利率分别为 23.8%，19.73%和 17.74%，由于品类扩张、会员激励增加等因素，毛利率呈下降趋势。考虑到海淘+自有品牌的特性，我们将网易电商作为可比对象来进行对比，其 2016-2018 年毛利率分别为 12.2%、10.3%和 8.0%；由于大规模销售折扣，网易电商业务 2018 年第四季度的毛利率为 4.5%，比 2017 年同期 7.4%及 2018Q310%的毛利率水平分别减少了 2.9%和 5.5%。相比之下，云集依托宽少精选品策略下的会员分销模式带来了更高的毛利率水平。

表 11：云集及网易电商毛利率对比

网易电商	2016	2017	2018
Net revenues:	4,542	11,670	19,235
Cost of revenues:	-3,987	-10,465	-17,689
Gross profit/ (loss):	555	1,206	1,547
Gross profit/ (loss) margin:	12.20%	10.30%	8.00%
云集	2016	2017	2018
Total revenues	1,284	6,444	13,015
Cost of revenues	-979	-5,173	-10,707
Gross profit/ (loss):	306	1,271	2,309
Gross profit/ (loss) margin:	23.80%	19.73%	17.74%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

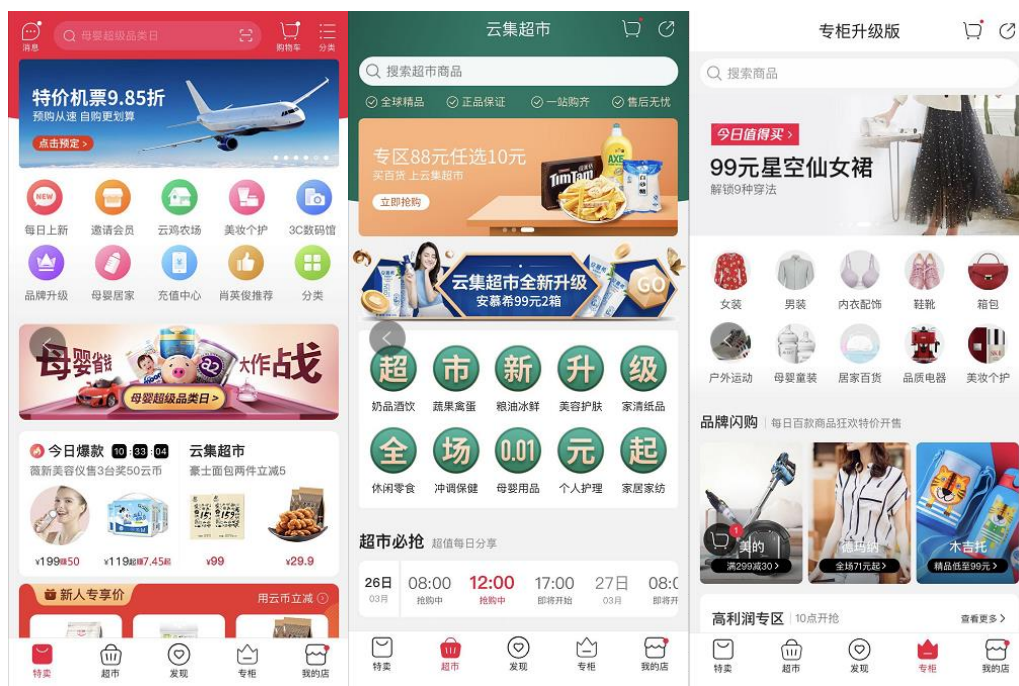
4.4 社交分销平台扩张面临拓展品类、保证会员权益和稳定毛利率三者权衡

赚钱型会员占比预计将下降，平台需要拓展品类以吸引非赚钱型会员及提高会员消费金额。云集、贝店等平台用户中很大一部分为年轻妈妈群体，这部分人群一方面为家庭消费组织者，另一方面具有较多空闲时间，赚钱意愿较强。但整体来看，具有销售意愿和销售能力的人群一定是有限的，根据《2016 年中国微商行业发展报告》，2016 年国内微商从业人员约 1,535 万人，目前云集赚钱型会员渗透率达到 26%。我们认为，以云集为代表的社交分销平台未来需要大力拓展品类以吸引非赚钱型会员并提高会员消费金额。

2018 年，云集上线“云集超市”，2019 年，公司再次上线“云集专柜”，形成目前的“特卖”、“超市”、“专柜”三种销售形式。结合上文云集整体分销制度的调整（晋级门槛提高、活跃度和

带货指标权重提升)，公司从早期依赖渠道端社群运营逐步转向**延展品类、管理会员的战略意图非常明确，平台属性转变为会员制社交电商平台**。从各个专区的商品信息来看，特卖版块主打价格优势，主攻中低端消费水平用户，以2019年3月23日的特卖产品为例，107件美妆个护产品中，0-100元价格区间内的产品供给61个，占据所有特卖美妆个护类产品的57%；100-500元区间的特卖产品共40个，占比37.4%；600-2000元的产品仅有6款。而超市板块品类增加，但部分产品也会在“特卖”专区中进行销售，在107款美妆个护特卖产品中，其中30款的产品渠道为云集超市。专柜板块以新兴的中国品牌及爆款单品为区域划分，重点推荐新兴品牌。每日专柜的推荐品牌团及爆款单品都会进行动态调整。

图 12：云集“特卖”、“超市”、“专柜”三个专区



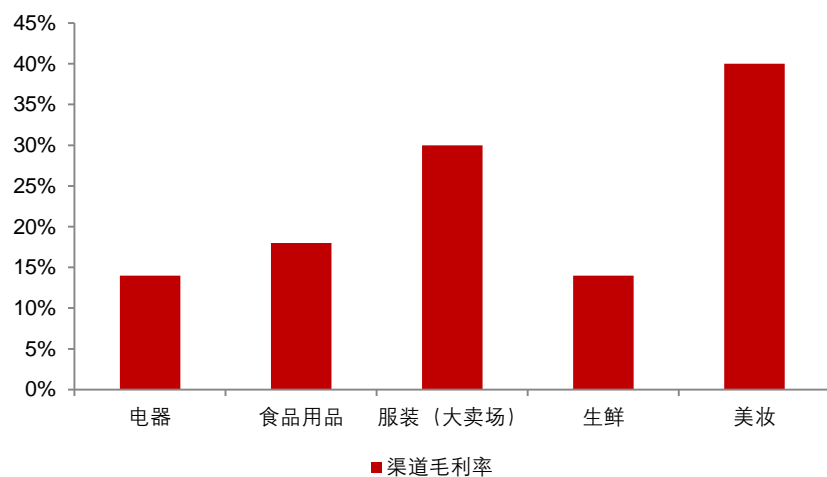
资料来源：云集 APP，东方证券研究所

以美妆、海淘、自有品牌等品类切入的社交分销平台面临**拓展品类、保证会员权益和稳定毛利率三者之间的权衡**。从各个专区的商品信息来看，“特卖”专区内偏向自有品牌、新兴品牌以及海淘类商品，具有较高毛利率从而能够以较高折扣刺激会员消费和推销。2018年上线的云集超市中商品仍然为自营，以美妆品类为例，选取的产品样本具有几个明显特征：（1）品牌更标准和大众化；（2）定价基本低于京东，但高于天猫；（3）给会员提供5-30%折扣，考虑折扣后，实际价格低于天猫。从品类、定价及折扣上看，预计云集超市的毛利率相比特卖专区更低，超市更多定位于拓展品类以增加会员黏性和活跃度。此外，从渠道商的角度看，化妆品渠道毛利率最高，服装、食品日用其次，生鲜、电器最低，从美妆、日化用品等向其他品类拓展时，会员制社交分销电商面临较大挑战。

表 12：云集超市主要美妆个护产品多平台比价

品牌	产品	价格	利润	会员折扣	会员价	京东	天猫
相宜本草	四倍蚕丝保湿透润面膜 10 片	39.9	1.2	3.0%	38.7	69	64.5
御泥坊	男士净透控油火山岩黑面膜	59.9	1.2	2.0%	58.7	79.9	69.9
相宜本草	去死皮膏 68g	49	2.5	5.0%	46.6	49	37
珀莱雅	水动力氨基酸净润洁面乳 100g	39	3.9	10.0%	35.1	34	39
优资莱	绿茶氨基酸洁面泡泡	79	7.9	10.0%	71.1	89	/
美肤宝	自然亮肤洗面奶 75ml	25	1.3	5.0%	23.8	21.9	19.9
妮维雅	凝水活采泡沫洁面乳 100g	21.9	2.0	9.1%	19.9	25	17.9
Boots 博姿	天然小黄瓜保湿乳液 150ml	39	3.9	10.0%	35.1	45	32
小蜜坊	5 合 1 保湿美唇棒 2 支	49	2.5	5.0%	46.6	49.9	55.9
高姿	匀净透亮萃白水	89	17.8	20.0%	71.2	99	89
Olay	白里透红霜 50g	59	5.9	10.0%	53.1	58	55
佰草集	平衡保湿补水套装	159	31.8	20.0%	127.2	129	139
娥佩兰	薏苡仁化妆水 500ml*2	99	5.0	5.0%	94.1	124	99
mistine 蜜诗婷	小草莓变色唇膏 1.7g*2	29.9	1.5	5.0%	28.4	28	26
番茄派	hellokitty 神草保湿润唇膏	29.9	1.5	5.0%	28.4	38.7	19.9
Boots 博姿	天然小黄瓜眼胶眼霜	39	3.9	10.0%	35.1	36.5	29.9
植美村	蜡菊多效修护日夜眼霜 2 支装	69	6.9	10.0%	62.1	59	69
小迷糊	自然鲜颜素颜霜 20g	39.9	2.0	5.0%	37.9	59.9	49.9
iFiona	菲奥娜柔滑隔离妆前乳	59	11.8	20.0%	47.2	69.9	58

资料来源：云集 APP，淘宝 APP，京东 APP，网易考拉 APP，东方证券研究所

图 13：主要品类渠道毛利率（电器：苏宁易购；食品用品、服装、生鲜：永辉超市；美妆：莎莎）


资料来源：各上市公司公告，东方证券研究所

风险提示

- **核心会员流失风险**

若会员制社交分销电商激励制度相比竞争对手力度变低而同时货品供应不能及时跟上，则面临核心会员流失风险，对公司经营产生较大影响。

- **政策监管风险**

虽然部分平台将会员服务角色外包，但激励模式仍然具有“门槛费”、“团队计酬”等特征，仍然具有一定政策风险。

- **毛利率下降风险**

社交分销平台从早期纯粹依赖渠道端社群运营向延展品类、深耕会员转变的战略明确，随着品美妆、自有品牌等高毛利品类向其他品类拓展，平台面临毛利率下降风险。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

