

互联网

证券研究报告

2019 年 05 月 16 日

云集 (YJ.US): S2B2C 社交电商黑马脱颖而出

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

周奕纯 联系人
zhouyichun@tfzq.com

中国线上零售行业保持较快速增长, 社交电商顺势乘风而起。中国线上零售市场规模快速增长, 线上零售渗透率逐步提升。根据公司招股说明书, 2017 年中国线上零售市场规模同比增长 38.5%至 7.2 万亿元, 2015-2017 年复合增长率达 37.0%, 市场规模预计维持 2018-2022 年 15.8%的复合增长率, 增长至 15.0 万亿元, 渗透率预计将提升至 24.4%。尽管中国在线零售行业集中度持续提升 (阿里+京东两者市场份额合计接近 80%), 但在移动社交网络的支持下, 新的社交电商模式有望获得快速成长。根据云集招股说明书, 2017 年社交电商行业规模达 2,173 亿元, 2015-2017 年实现年复合增长率 142.7%的高增速, 预计 2018-2022 年社交电商规模还将维持 45.0%的年复合增长率, 增长至 2.4 万亿元, 占线上零售行业规模的比例预计将稳步提升至 16.1%(2017 年仅为 3.0%)。如果细化到会员制社交电商领域(云集模式), 该细分领域的行业规模有望在 2022 年超过 3,800 亿元, 2018-2022 年复合增长率有望达到 61.9%。

在巨头环伺中, 社交电商黑马“云集”凭借新的 S2B2C 商业模式脱颖而出。过去四年多时间, 基于 S2B2C 会员模式的社交电商云集实现了较为快速的增长, 成为会员制社交电商领域的龙头。2015 年 2 月云集母公司成立并开始运营“云集微店”; 同年 5 月云集 APP 正式上线, 开启平台快速成长之路。云集单月销售额于 2016 年 6 月 (APP 上线后约 1 年) 超过 1 亿元; 两年后的 2018 年全年单月平均销售额就已经接近 20 亿元 (全年 227 亿元)。截至 2019 年 3 月, 云集年化商品销售额 (GMV) 达 260 亿元, 累计会员规模达 900 万, 年化交易会员规模达 710 万, 复购率达 93.4%。从财务上看, 2018 年公司总体收入同比增长 102.0%至 130.2 亿元, 在 2017 年同比增长 401.7%之后继续保持三位数的高增长速度。同时, 公司净利润同比有所收窄, 2018 年净亏损 5,632.6 万元, 亏损额同比减少 4,939.8 万元, 净亏损率同比改善 1.2 百分点至 -0.4%。从季度来看, 4Q18 公司总体收入同比增长 84.1%至 44.7 亿元, 净亏损 856.6 万元, 净亏损率为 -0.2%。从业务数据来看, 过去三年云集的商品销售额 (GMV) 实现超十倍的快速增长, 会员规模与人均 GMV 皆有健康增长。根据公司招股书, 2018 年公司 GMV 已经达到 227 亿元, 相较 2016 年 18 亿元增长 11.6 倍。公司 GMV 快速增长背后是买家规模与人均 GMV 交替增长。在买家规模方面, 2018 年云集年度买家规模达到 2,320 万, 同比增长 37.3%, 2016-2018 年复合增长率高达 204.6%; 2018 年买家年人均 GMV 同比增长 72.2%至 978.4 元。

如何理解云集的会员制电商模式与云集在电商中的定位? 作为会员制电商的云集, 通过保持平台对会员的吸引力, 就足以在较大程度上维持平台运营, 并借助会员实现买家拉新与 GMV 的杠杆效应。根据公司招股书, 2018 年平均每个交易会员可对应 3.8 个平台买家, 并贡献 66.4%的 GMV, 会员人均 GMV 为 2,471 元, 是非会员的 5.5 倍, 拥有较高的平台粘性。2018 年参与交易的会员中通过社交关系进行推广的比例高达 64.7%, 交易会员复购率高达 93.6%。通过比较云集与其他电商 (阿里、京东、拼多多、唯品会) 的 GMV、用户规模、人均 GMV、订单量与 ASP、估值水平, 云集更符合“小而美”的定位。1) 云集的“小”: 2018 年云集 227 亿元的 GMV (第五)、年化活跃买家 2,320 万 (第五) 与人均 GMV 云集 978 元 (第五), 自营电商中的低 ASP (2018 年 148 元 vs. 唯品会 299 元); 2) 云集的“美”: 低获客成本 (2018 年单用户销售费用 152 元) 与较高用户溢价 (云集单用户估值水平 116 美元 vs. 京东 130 美元 vs. 拼多多 62 美元 vs. 唯品会 94 美元)。从 P/GMV 来看, 云集 P/GMV 达 0.8x, 高于阿里 0.56x、京东 0.16x、拼多多 0.37x 和唯品会 0.29x。

风险提示: 监管风险, 社交流量渠道变化风险, 会员及买家增长放缓风险, 会员参与度降低与会员流失风险, 获客成本提高风险, 同行竞争风险, 会员管理成本高昂风险, 宏观经济风险



内容目录

1. 行业机会：线上零售快速增长，社交电商乘风而起	4
1.1. 行业规模：线上零售快速增长，B2C 模式为主要驱动力	4
1.2. 竞争格局：头部平台集中度持续提升，阿里+京东市场份额近八成	6
1.3. 社交电商：社交网络孕育电商新模式，会员电商五年超十倍空间	7
2. 云集：S2B2C 社交电商黑马脱颖而出	9
2.1. 发展历程：基于 S2B2C 模式的会员制社交电商先驱者	9
2.2. 商业模式：基于会员社交电商模式，挖掘社交网络流量价值	11
2.3. 经营业绩：收入翻倍增长，净亏损维持低位	13
2.4. 业务数据：GMV 三年超 10 倍增长，交易会员超过 700 万	17
2.4.1. GMV：三年实现超 10 倍增长，18 年 GMV 达 227 亿	17
2.4.2. 会员规模：累计会员规模 900 万，交易会员超 700 万	19
3. 如何理解云集：小而美”的社交电商	21

图表目录

图 1：中国线上零售市场规模及线上零售渗透率（2015A-2022E）	4
图 2：中国线上零售市场规模构成分 B2C 和 C2C（2015A-2022E）	4
图 3：中国零售行业不同销售渠道占比（2004A-2018A）	5
图 4：中国在线零售行业竞争格局（2013A-2018A）	6
图 5：2018 年部分电商公司市场份额统计	6
图 6：中国消费者社交网络月均使用总时长（亿小时）	7
图 7：中国社交电商规模及社交电商占线上零售比例（2015A-2022E）	7
图 8：中国基于会员模式的社交电商规模及占总体社交电商的比例（2015A-2022E）	8
图 9：云集发展历程	9
图 10：云集主要运营指标（截至 2019 年 3 月）	9
图 11：云集 IPO 主要股东持股及投票权情况	10
图 12：云集商业模式示意图	11
图 13：云集 APP 主要购物场景	12
图 14：云集 APP 转发和宣传页面	12
图 15：云集年度收入及净利润（2016A-2018A）	13
图 16：云集季度总收入及同比增速（1Q17A-4Q18A）	13
图 17：云集净利润及净利润率（1Q17A-4Q18A）	14
图 18：云集收入结构（2016A-2018A）	14
图 19：云集季度收入结构（1Q17A-4Q18A）	15
图 20：云集毛利润及毛利率（2016A-2018A）	15
图 21：云集各项费用率（2016A-2018A）	16
图 22：云集年化 GMV（2016A-2018A，1Q19A）	17
图 23：云集年度平台买家数（2016A-2018A）	17
图 24：云集年度买家人均 GMV（2016A-2018A）	17

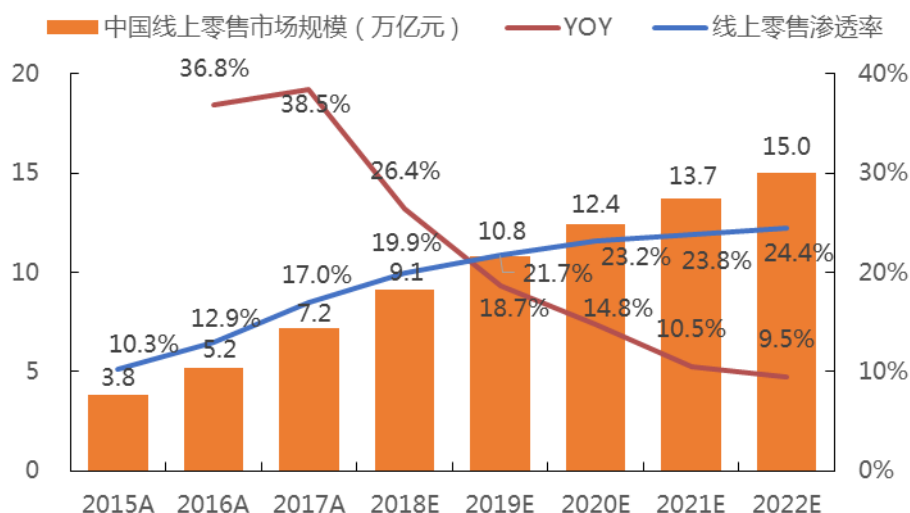
图 25: 云集新增买家及获客成本 (2017A-2018A)	18
图 26: 云集年度人均订单数 (2016A-2018A)	18
图 27: 云集年度订单平均 GMV (2016A-2018A)	18
图 28: 云集累计会员数量 (2016A-2018A, 1Q19A)	19
图 29: 云集交易会员数及占累计会员数的比例 (2016A-2018A)	19
图 30: 云集平均交易会员对买家的拉动倍数 (2016A-2018A)	19
图 31: 2018 年云集买家规模按会员划分结构	20
图 32: 2018 年云集 GMV 按会员划分结构	20
图 33: 2018 年云集会员与非会员在人均 GMV 的对比	20
图 34: 2018 年中国主要电商平台 GMV	21
图 35: 2018 年中国主要电商平台年化活跃买家与人均 GMV 对比	21
图 36: 2018 年中国主要电商平台人均订单量与 ASP 对比	22
图 37: 2018 年中国主要电商平台新增活跃买家与平均新增买家销售费用对比	22
图 38: 中国主要电商平台单用户估值	23
图 39: 中国主要电商平台 P/GMV	23

1. 行业机会：线上零售快速增长，社交电商乘风而起

1.1. 行业规模：线上零售快速增长，B2C 模式为主要驱动力

中国线上零售市场规模快速增长，线上零售渗透率稳步提高。2017 年中国线上零售市场规模同比增长 38.5%至 7.2 万亿元人民币，2015-2017 年复合增长率达 37.0%，预计 2018-2022 年中国线上零售市场规模将维持 15.8%的年复合增长率，2022 年将增长至 15.0 万亿元人民币。从渗透率的角度来看，2017 年线上渗透率达 17.0%，同比提升 4.1 个百分点，预计 2022 年线上渗透率将达 24.4%。

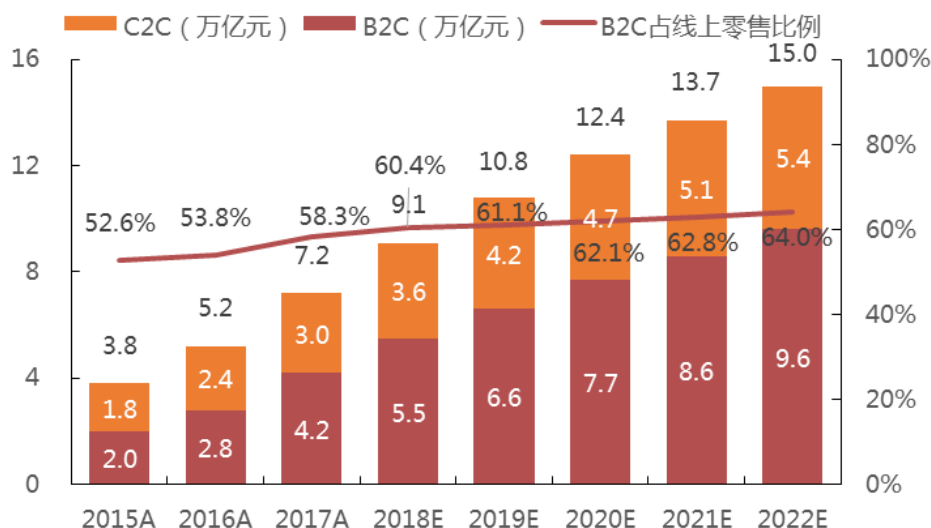
图 1：中国线上零售市场规模及线上零售渗透率（2015A-2022E）



资料来源：CNNIC，CIC，招股说明书，天风证券研究所

B2C、C2C 协同增长，B2C 成为线上零售增长的主要动力。2017 年中国 B2C 线上零售市场规模达 4.2 万亿元，占整体线上零售市场规模的 58.3%，C2C 线上零售市场规模达 3.0 万亿元，二者 2015-2017 年复合增长率分别为 46.8%和 26.2%。相比 C2C 模式，B2C 模式能够维持更高的供应链弹性，更快地对消费者需求和市场信息作出调整，预计未来将继续保持高于 C2C 模式的增速。按照 CIC 预计，2018-2022 年 B2C 市场和 C2C 市场将分别维持 18.0%和 12.4%的年复合增长率，增长至 9.6 万亿元和 5.4 万亿元，B2C 占线上零售比例将进一步提高到 64.0%。

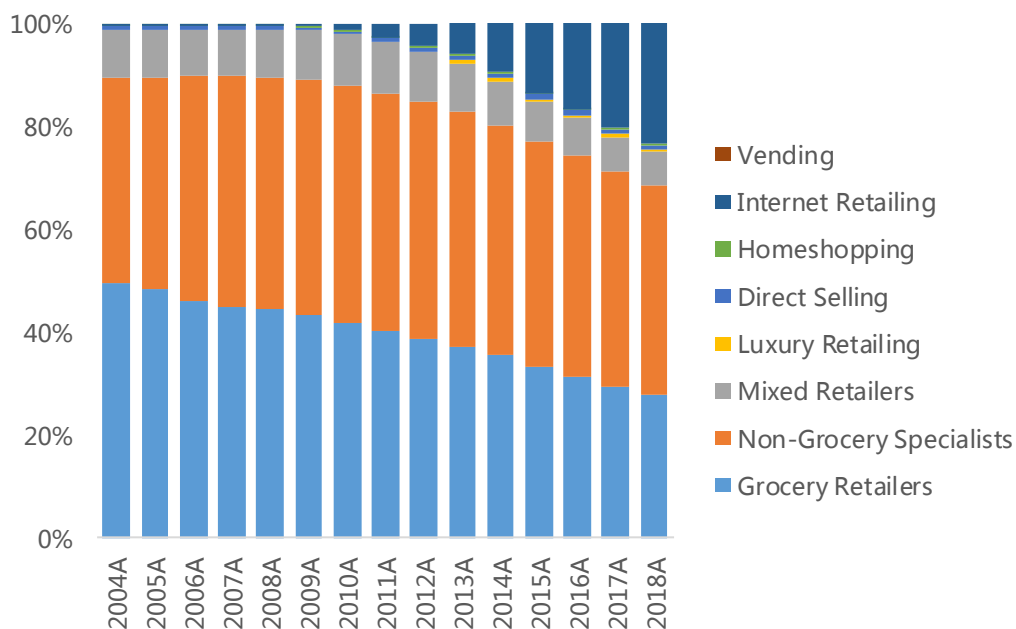
图 2：中国线上零售市场规模构成分 B2C 和 C2C（2015A-2022E）



资料来源：CIC，招股说明书，天风证券研究所

中国线上零售行业的崛起背后是对线下渠道的一轮挤压。根据欧睿国际，2018 年中国线上零售份额提升至 23.7%，对比便利店渠道与专卖店渠道合计占比下降至 68.5%，体现互联网渠道对线下零售渠道份额的蚕食。

图 3：中国零售行业不同销售渠道占比（2004A-2018A）

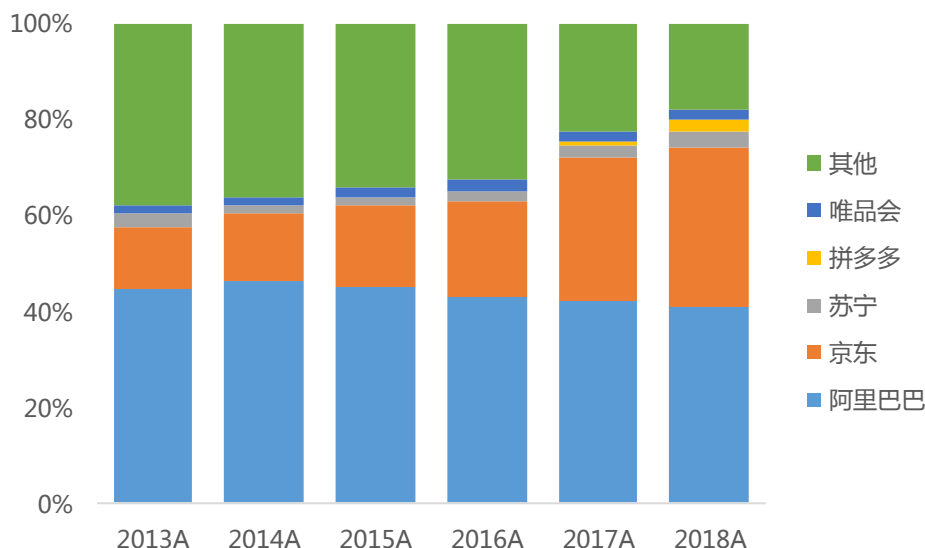


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

1.2. 竞争格局：头部平台集中度持续提升，阿里+京东市场份额近八成

中国在线零售行业集中度持续提升，阿里+京东两者市场份额合计接近 80%。根据欧睿国际，过去 6 年中国电商行业头部平台集中度维持提升态势，Top2（阿里+京东）合计份额从 2013 年的 57.7% 提升至 2018 年的 74.3%。如果按照公司披露口径来看，2018 年阿里与京东的合计市场份额已经达到 79.8%。

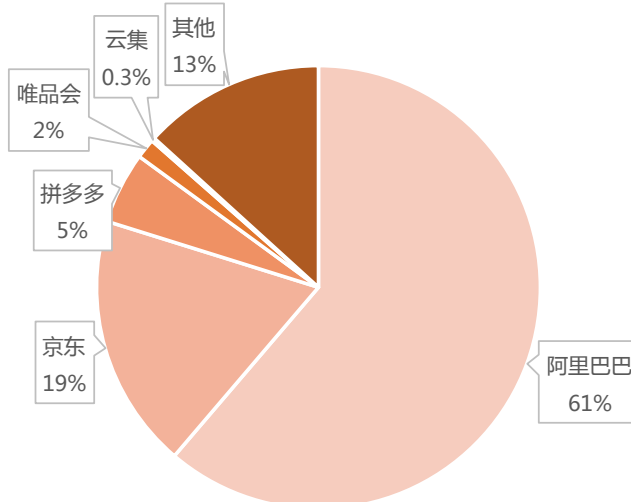
图 4：中国在线零售行业竞争格局（2013A-2018A）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：只考虑实际成交部分，不考虑 C2C 模式

图 5：2018 年部分电商公司市场份额统计



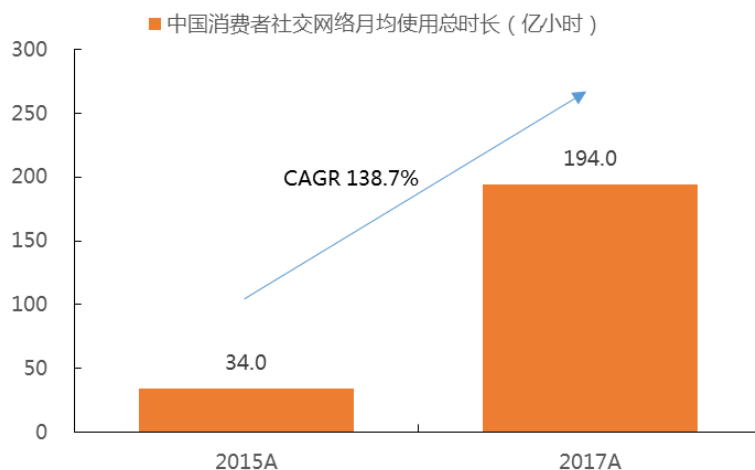
资料来源：各公司公告，国家统计局，天风证券研究所

注：市场份额通过将各公司 GMV 除以国家统计局披露的互联网零售市场规模得到；阿里巴巴的 GMV 为估计值

1.3. 社交电商：社交网络孕育电商新模式，会员电商五年超十倍空间

社交电商是将社交与电商相结合的新模式，通过社交网络传播分享来引导用户产生购买行为。根据 CIC，中国消费者的社交网络月均使用总时长从 2015 年的 34 亿小时增长至 2017 年的 194 亿小时，年复合增长率高达 138.7%。通过社交引流的方式，社交电商重塑了网购模式，消费者可以通过社交关系获得更加高效率和可信的信息，大大节约了购物的时间和精力成本，同时，电商平台通过社交裂变实现了新一轮的低成本获客。

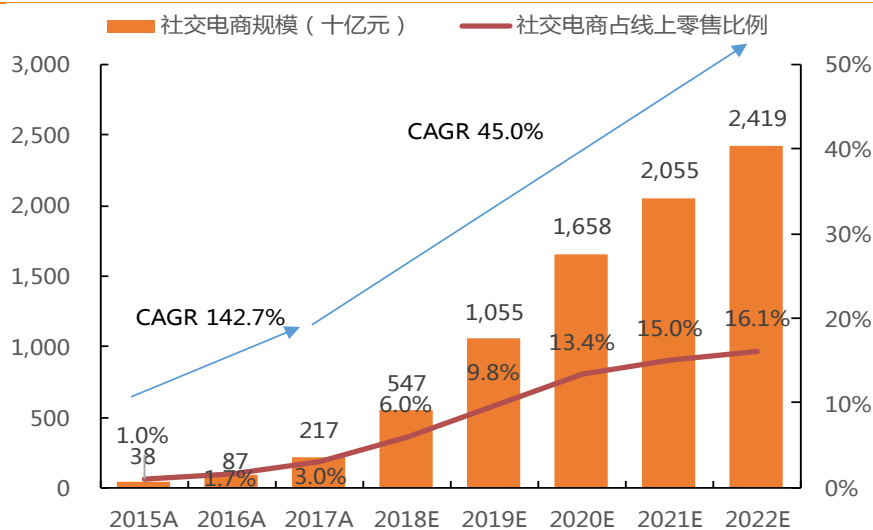
图 6：中国消费者社交网络月均使用总时长（亿小时）



资料来源：CIC，招股说明书，天风证券研究所

社交电商规模快速增长，占线上零售比例持续提升。根据 CIC，中国社交电商 2015-2017 年实现了年复合增速 142.7% 的高速增长，2017 年社交电商规模为 2,173 亿元，占线上零售的比例为 3.0%；预计 2018-2022 年将维持 45.0% 的年复合增长率，到 2022 年社交电商行业规模将达到 2.4 万亿元，占线上零售的比例将提升至 16.1%。

图 7：中国社交电商规模及社交电商占线上零售比例（2015A-2022E）

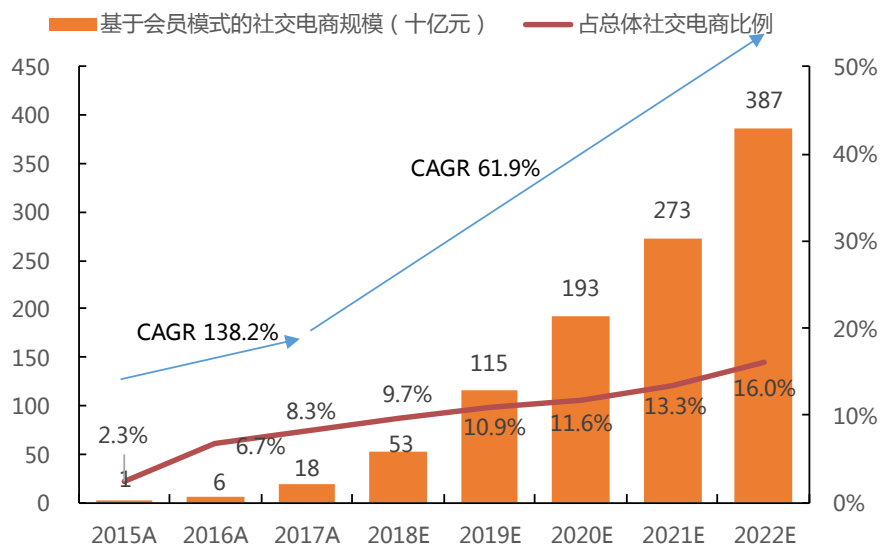


资料来源：CIC，招股说明书，天风证券研究所

社交电商的核心是社交引流。基于不同的引流方式，社交电商平台的运营模式主要可以分为三种：

- **拼团模式：**消费者在购物时会面临两个价格，较高的直接购买价格和较低的砍价/拼团价格，平台以此激励消费者分享拼团/砍价，从而达到社交传播引流的效果。
- **内容模式：**依靠网红等生产商品使用体验分享、导购荐购等内容，达到引流的效果。
- **会员模式：**又称 S2B2C 模式。用户支付一定的费用后，成为平台(S)的会员商家(B)，平台(S)与会员商家(B)采取收益分成的形式，由会员利用自己的社交网络进行宣传导流，促进消费者(C)的购物行为。该模式下，会员商家(B)只需要负责宣传引流，由平台(S)提供发货服务、店铺运营工具和必要的宣传内容。近年来基于会员模式的社交电商规模快速增长，由 2015 年的 9 亿元增至 2017 年的 180 亿元，年复合增长率高达 138.2%，占社交电商的比例增至 8.3%；预计 2018-2022 年将维持 61.9% 的年复合增长率，到 2022 年基于会员模式的社交电商规模将增至 3,867 亿元，占社交电商的比例将稳步增至 16.0%。

图 8：中国基于会员模式的社交电商规模及占总体社交电商的比例（2015A-2022E）



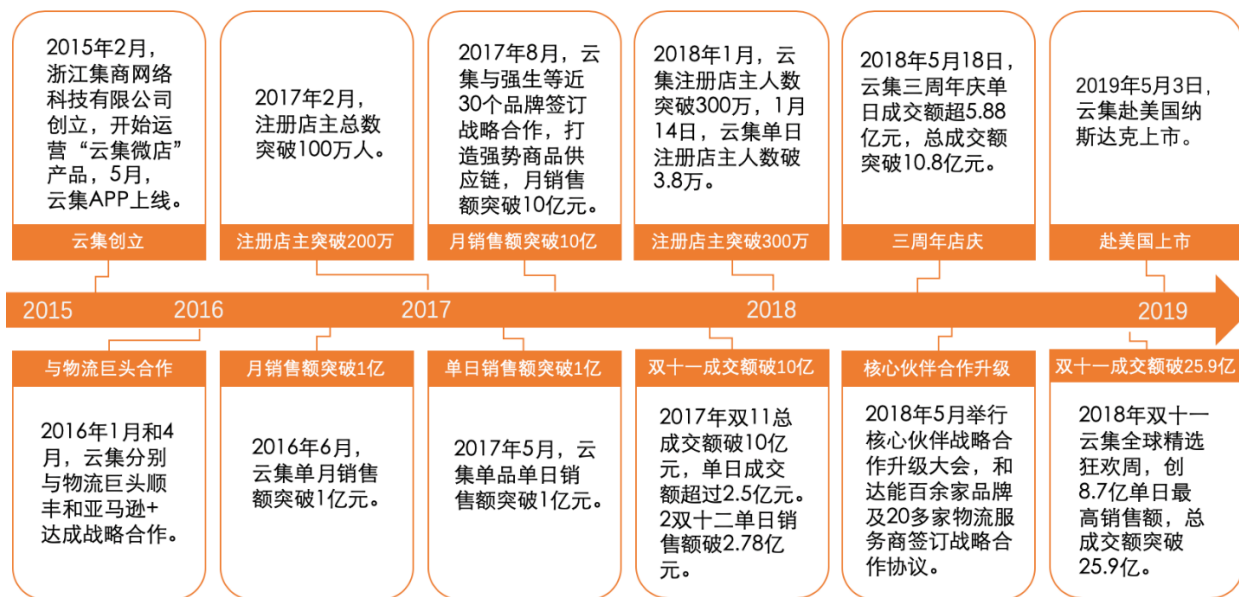
资料来源：CIC，招股说明书，天风证券研究所

2. 云集：S2B2C 社交电商黑马脱颖而出

2.1. 发展历程：基于 S2B2C 模式的会员制社交电商先驱者

基于会员模式的社交电商云集四年实现年化 GMV 超 200 亿元。云集母公司成立于 2015 年 2 月，开始运营“云集微店”产品；同年 5 月，云集 APP 正式上线，并开启快速成长之路。2016 年 6 月云集单月销售额超过 1 亿元。2017 年 5 月云集单品单日销售额突破 1 亿元。同年云集双 11 总成交额破 10 亿元，双十一单日成交额超过 2.5 亿元，双十二单日销售额破 2.78 亿元。2018 年 5 月 18 日云集三周年庆单日成交额超 5.88 亿元。2018 年双十一，2018 云集全球精选狂欢周，创 8.7 亿单日最高销售额，总成交额突破 25.9 亿。

图 9：云集发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所

在云集模式中，会员是较为关键的一环。用户支付 398 元会员费即可成为永久会员店主，平台为会员店主提供货源、商品文案、培训、一键代发等服务，商品销售收益按照一定比例与会员店主以现金分成。2018 年 12 月，公司日均为会员店主提供美妆、母婴、健康食品等 6,613 款 SPU（标准产品单位）。

云集依靠的 S2B2C 模式，快速积累会员店主，通过会员店主的微信社交关系裂变，迅速完成了社交电商的用户积累。根据公司招股说明书，截至 2019 年 3 月 31 日，云集平台年化 GMV 从 2016 年 18 亿元增至 260 亿元，累计会员用户数从 2016 年 90 万增至 900 万，年化交易会员数从 2016 年 60 万增至 710 万，年化复购率高达 94.3%。平台买家数从 2016 年 250 万增至 2018 年 2,320 万。2018 年 GMV 中 66.4% 由会员买家贡献。

图 10：云集主要运营指标（截至 2019 年 3 月）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司创始人具有丰富的电商运营经验，云集微店创立以来迅速获得资本市场青睐。创始人肖尚略具有 15 年的电商运营经验，曾创立知名品牌“小也”香水，是业内领先的化妆品在线零售商。2015 年 2 月，肖尚略创办了浙江集商网络科技有限公司，开始运营“云集微店”产品。2016 年 12 月，云集完成了由凯欣资本领投、钟鼎创投跟投的 2.28 亿人民币 A 轮融资。2018 年 4 月，云集完成了 1.2 亿美金 B 轮融资，由鼎晖资本领投、华兴新经济基金跟投。

根据公司招股说明书，本次 IPO 后，肖尚略将持有普通 B 股 9.5 亿股，占比 43.5%；第二大股东持有普通股比例为 12.9%，其余股东持股均不超过 10%。在投票权方面，肖尚略的投票权高达 88.5%，对公司具有绝对控制权。

图 11：云集 IPO 主要股东持股及投票权情况

主要股东	A股	B股	持有普通股比例	投票权
Lanlan Ltd. (肖尚略)	-	949,960,000	43.5%	88.5%
Entities affiliated with Eastern Bell Venture	280,600,000	-	12.9%	2.6%
CPYD Singapore Pte. Ltd.	215,800,000	-	9.9%	2.0%
Fasturn Overseas Limited	149,200,000	-	6.8%	1.4%
Trustbridge Partners IV, L.P.	111,000,000	-	5.1%	1.0%
Acceleration S Limited	110,803,324	-	5.1%	1.0%
其他	364,253,428	-	16.7%	3.4%
合计	1,231,656,752	949,960,000	100.0%	100.0%

资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所

注：本表结果基于假设：承销商不行使超额认购权，主要股东不认购本次 IPO 发行的 ADS

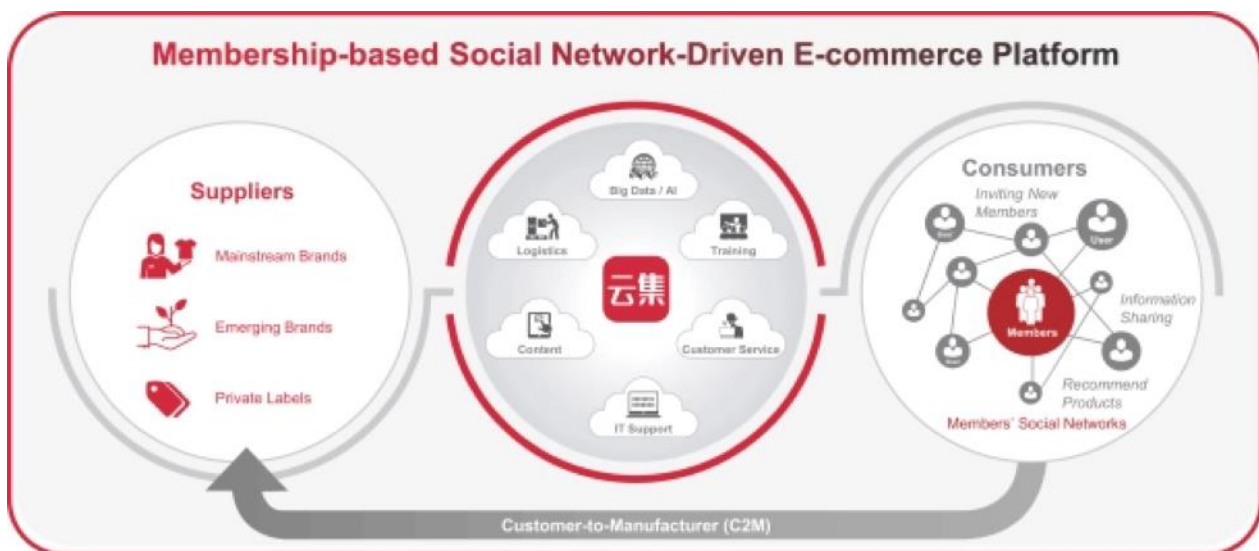
2.2. 商业模式：基于会员社交电商模式，挖掘社交网络流量价值

云集基于会员的社交电商模式（S2B2C 模式），通过激励会员的方式充分挖掘社交流量的潜力。平台用户可以分为：交易会员（拥有买家和会员店家双重身份）、非交易会员（只拥有会员店家身份）、非会员普通用户（不拥有开店权）。会员是平台的核心参与者，用户需要支付一次性的会员费用 398 元才能成为会员，然后可以享受商品特价，并可以在线开店，同时云集还为会员提供培训、宣传材料、技术支持、发货等服务。

会员通常是具有相对发达社交网络的中产阶级消费者，并且有兴趣在社交网络分享购物体验 and 推荐产品，最典型的群体是家庭主妇“宝妈”。当会员拉动其他用户成为会员时，可以获得一次性的云币奖励（云币不可提现，可用于购物时抵扣等额现金）；成功推销商品也会获得一定的现金销售分成。公司通过这一系列的措施让会员自发的挖掘自己社交流量的价值，与平台实现双赢。

云集注重产品质量的把控，采购团队依靠大数据和用户反馈信息，在扩大品类覆盖和控制 SPU 数量之间维持平衡。2018 年 12 月平台日均 SPU 为 6,613 款。除此之外，平台不仅提供主流和新兴品牌的产品，还建立 C2M 模式，打通供应链源头，根据消费者反馈信息分析需求和偏好，与制造商直接合作生产自有品牌。

图 12：云集商业模式示意图



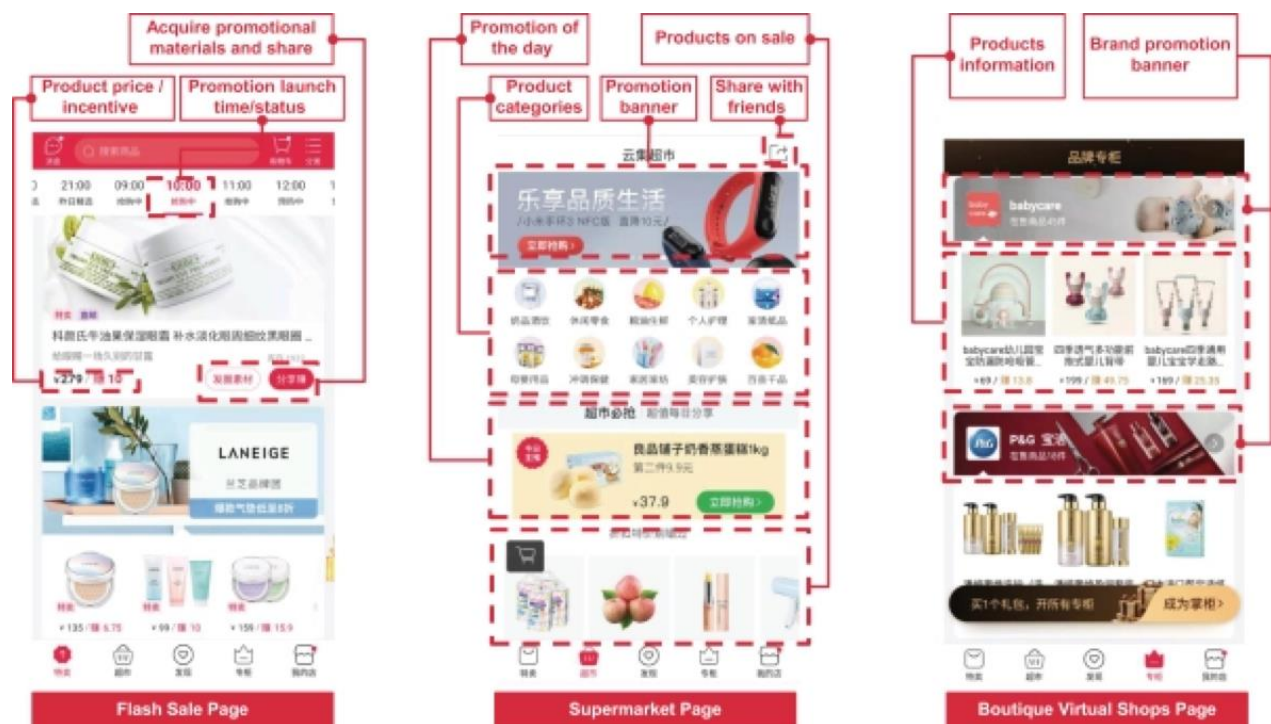
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

云集 APP 是云集开展电商业务的主要平台，同时公司还提供微信小程序和 HTML5 平台，实现与社交场景的更密切融合。云集采取自营直销的电商运营模式，目前主要提供三大购物场景：

- 云集超市：满足日常需求的杂货超市，与天猫超市之类的自营超市相似，其中也含有一些拼团、今日大牌等促销活动；
- 品牌馆：各大战略合作品牌在平台开设自营店，与其他电商的品牌馆形式相似，其中也含有一些今日爆款等促销活动；
- 促销活动：平台提供丰富的促销活动，以限时抢购为例，平台每天在多个特定的时间点，开放有限品种和有限库存的折扣商品供消费者抢购，和主流电商平台的抢购形式相似；促销活动里的商品最终都从属于云集超市或者品牌馆；

此外，根据公司招股说明书，云集平台在 2019 年第一季度开放第三方商户入驻，收取一定的销售佣金，以此作为现有自营直销模式的补充，改善用户体验。

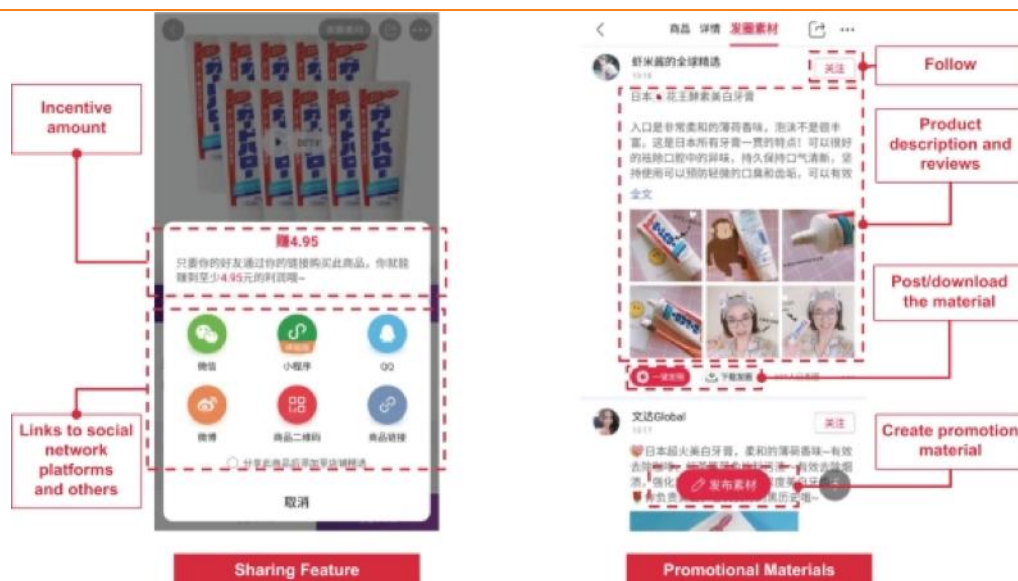
图 13：云集 APP 主要购物场景



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

平台不仅为会员提供销售分成激励，还提供宣传等方面的支持。当会员进入商品分享页面，可以明确地看到帮助平台卖出一件商品后可以获得的现金奖励金额，以此鼓励会员通过社交网络推送。平台还为会员提供了包含商品描述和评论的现成宣传材料，可以轻松地在微信、QQ 和微博等社交网络平台上发布，并与这些社交网络平台无缝融合。此外，会员也可以自己制作宣传材料，并与其他会员分享，也可以查看其他会员分享的宣传材料。

图 14：云集 APP 转发和宣传页面

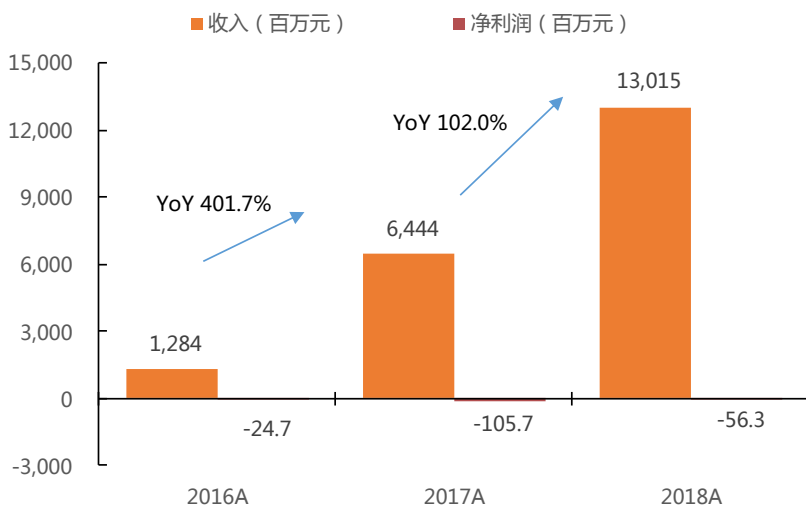


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.3. 经营业绩：收入翻倍增长，净亏损维持低位

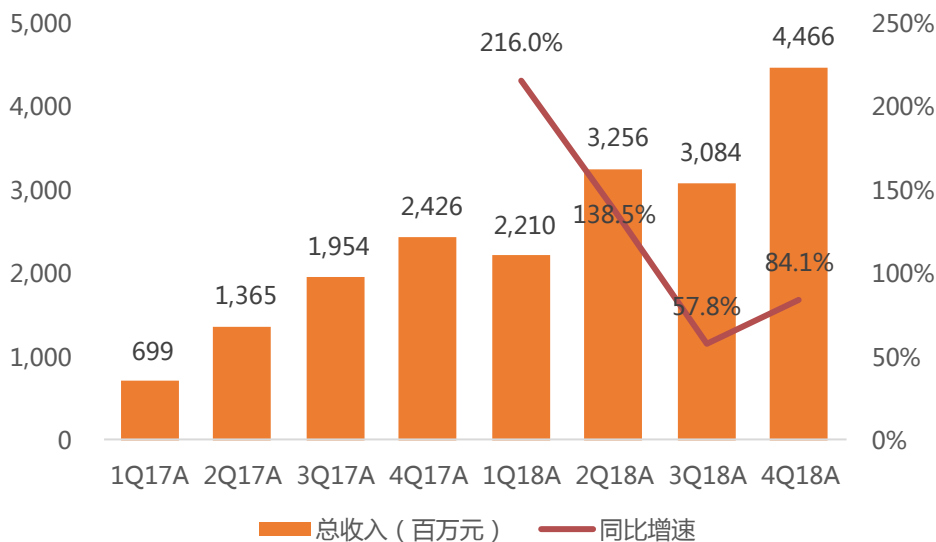
云集总体收入保持快速增长，同时净亏损维持在较低水平。2018 年公司总体收入同比增长 102.0%至 130.2 亿元，在 2017 年同比增长 401.7%之后继续保持三位数的高增长速度。同时，公司净利润同比有所收窄，2018 年净亏损 5,632.6 万元，亏损额同比减少 4,939.8 万元，净亏损率同比改善 1.2 百分点至-0.4%。从季度来看，4Q18 公司总体收入同比增长 84.1%至 44.7 亿元，净亏损 856.6 万元，净亏损率为-0.2%。

图 15：云集年度收入及净利润（2016A-2018A）



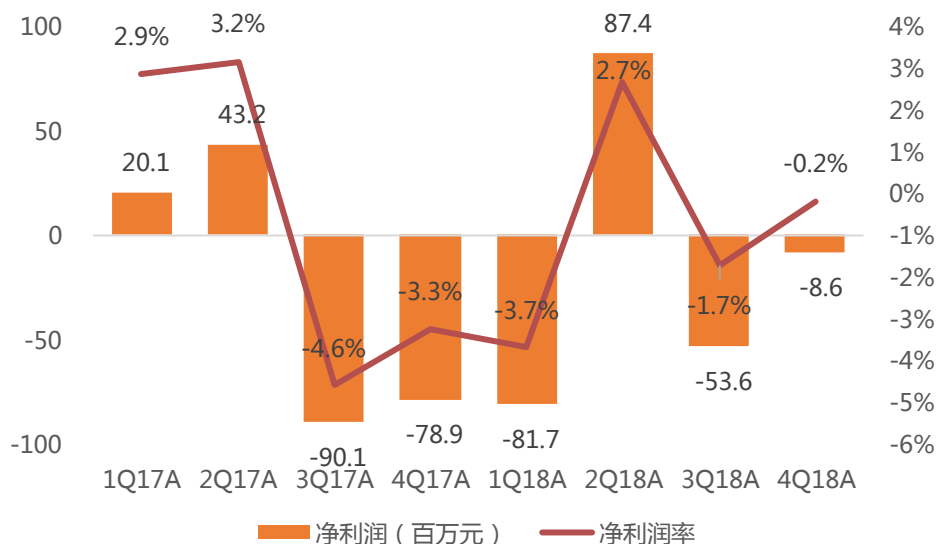
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 16：云集季度总收入及同比增速（1Q17A-4Q18A）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

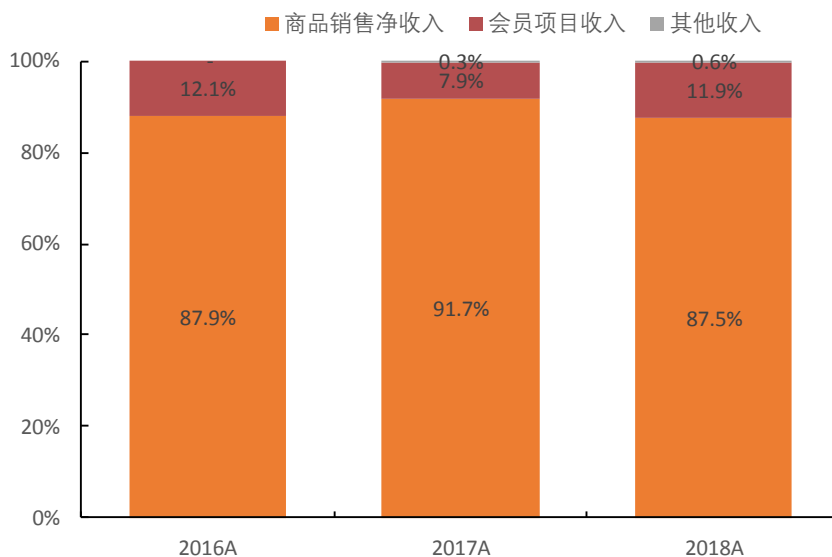
图 17：云集净利润及净利润率（1Q17A-4Q18A）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

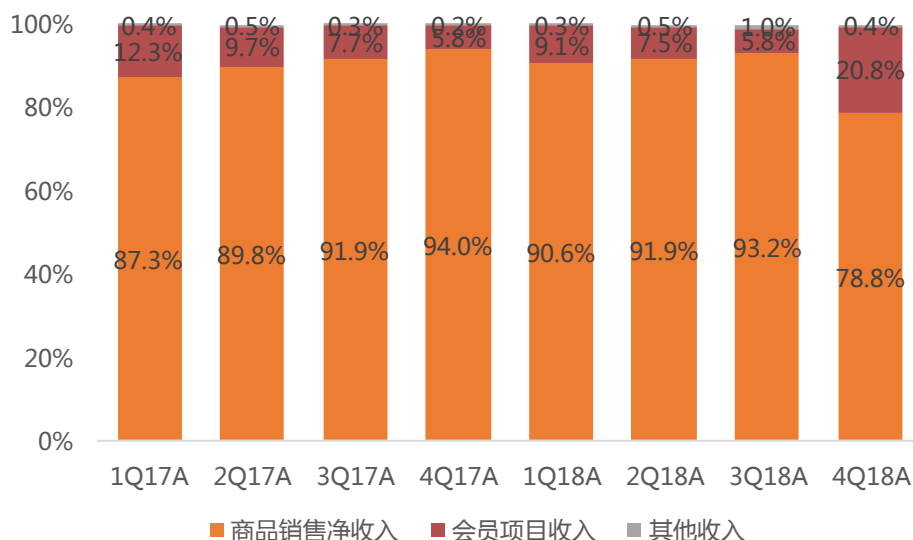
从收入结构来看，公司主要收入来自于商品销售净收入。具体来看，根据公司招股说明书，2016-2018 三年商品销售净收入占比分别为 87.9%、91.7%和 87.5%。2016-2018 年会员项目收入占比分别为 12.1%、7.9%和 11.9%。分季度来看，4Q18 公司商品销售净收入占比首次降至 80%以下（78.8%），会员项目收入提升至 20.8%。

图 18：云集收入结构（2016A-2018A）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

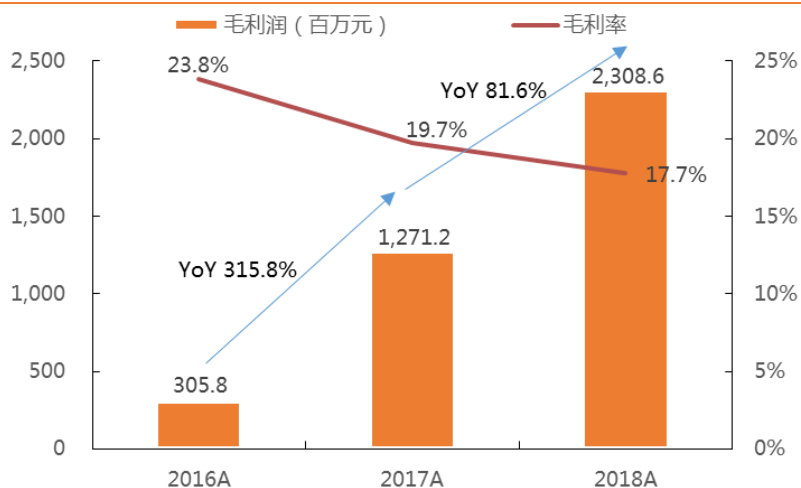
图 19：云集季度收入结构（1Q17A-4Q18A）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

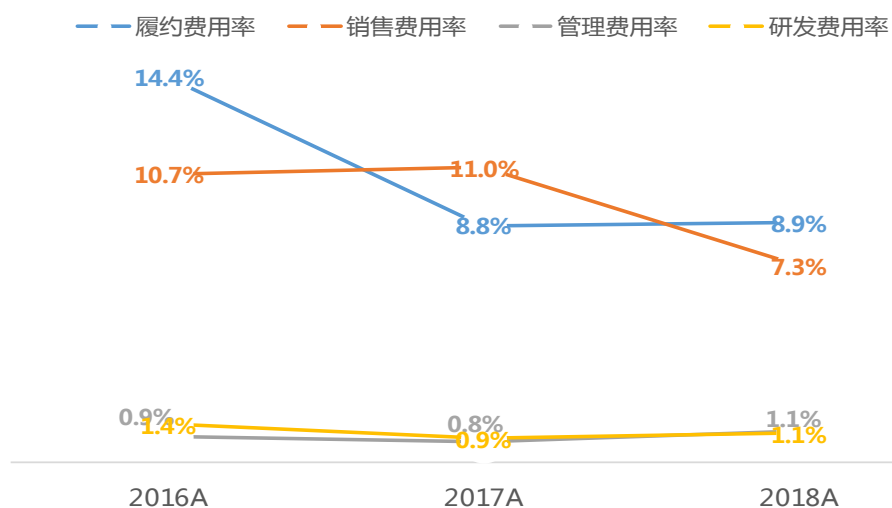
从盈利能力来看，尽管毛利率存在下滑趋势，但在费用率持续改善。根据公司招股说明书，2018 年公司毛利润同比增长 81.6% 至 23.1 亿元，毛利率为 17.7%，同比降低 2.0 个百分点。2018 年公司各项费用率控制在较低水平，履行费用率同比微增 0.1 个百分点至 8.9%，其中仓储和物流费用占 74.6%（866.6mn of 1162.1mn）；销售费用率同比降低 3.7 个百分点至 7.3%，其中会员管理费占 87.4%（834.6mn of 955.1）；管理费用率和研发费用率均为 1.1%。公司经调整后归属股东净亏损达 22.6 亿元，净亏损率 -17.4%，相较 2017 年亏损率大幅减少 9.6 个百分点。

图 20：云集毛利润及毛利率（2016A-2018A）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 21：云集各项费用率（2016A-2018A）



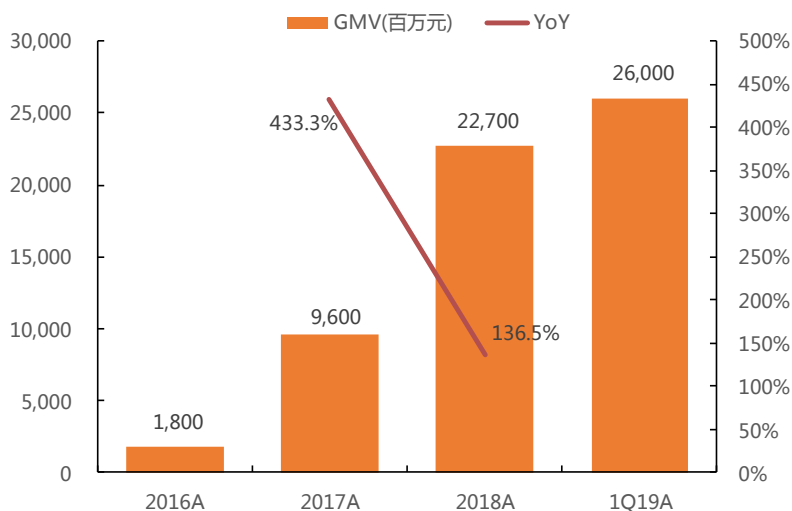
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.4. 业务数据：GMV 三年超 10 倍增长，交易会员超过 700 万

2.4.1. GMV：三年实现超 10 倍增长，18 年 GMV 达 227 亿

过去三年，公司 GMV 实现超 10 倍增长，2018 年 GMV 已经达到 227 亿元（1Q19 年化 GMV 继续增至 260 亿元）。买家规模与人均 GMV 交替增长，推动云集 GMV 保持快速增长。在买家规模方面，2018 年云集年度买家规模达到 2,320 万，同比增长 37.3%，2016-2018 年复合增长率高达 204.6%；2018 年买家年度人均 GMV 同比增长 72.2%至 978.4 元。用户规模的提升对新增用户获客成本的提升较为明显。我们按照销售费用除以新增买家规模作为平均新增用户获客成本的计算方式，再此计算方法下，2018 年云集平均新增买家成本为 151.6 元，相较 2017 年的 49.1 元提升明显。

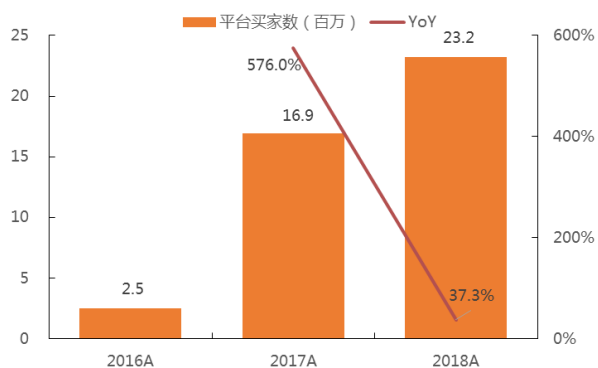
图 22：云集年化 GMV（2016A-2018A，1Q19A）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

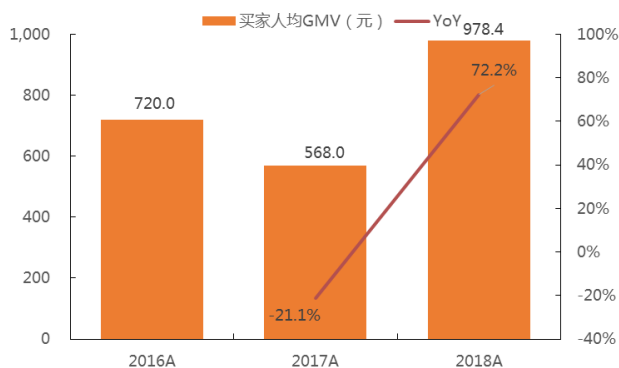
注：1Q19 为 2018 年 4 月-2019 年 3 月的 12 个月 GMV 值

图 23：云集年度平台买家数（2016A-2018A）



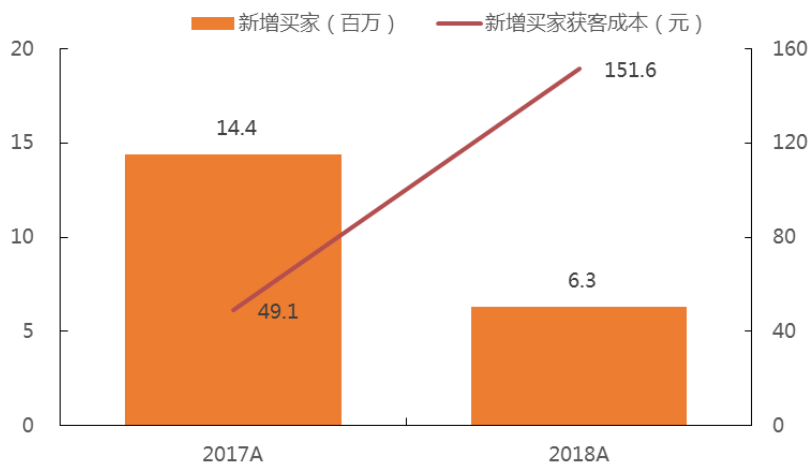
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 24：云集年度买家人均 GMV（2016A-2018A）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

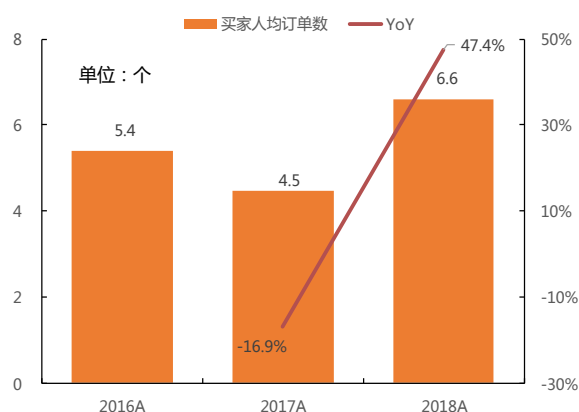
图 25：云集新增买家及获客成本（2017A-2018A）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

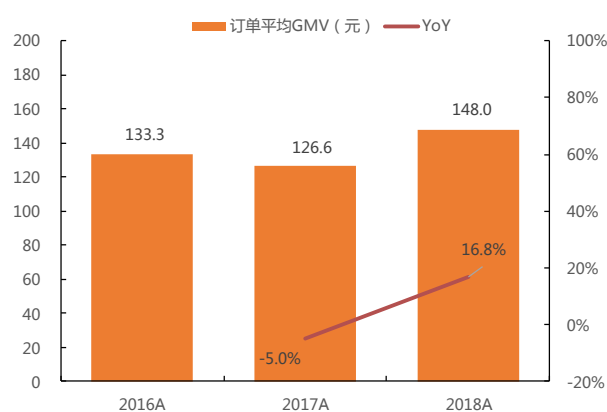
将人均 GMV 按照人均订单量与 ASP（平均订单价格）两个维度进行拆分来看，2018 年人均 GMV 的增长较为健康，人均订单量与 ASP 皆有增长。具体来看，2018 年人均订单量达 6.6 次/年，相较 2017 年提升 2.1 次/年，同比增长 47.4%；2018 年 ASP 同比提升 16.8%至 148 元。

图 26：云集年度人均订单数（2016A-2018A）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 27：云集年度订单平均 GMV（2016A-2018A）

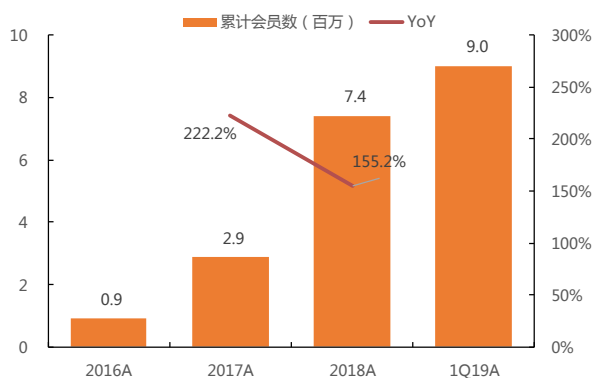


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.4.2. 会员规模：累计会员规模 900 万，交易会员超 700 万

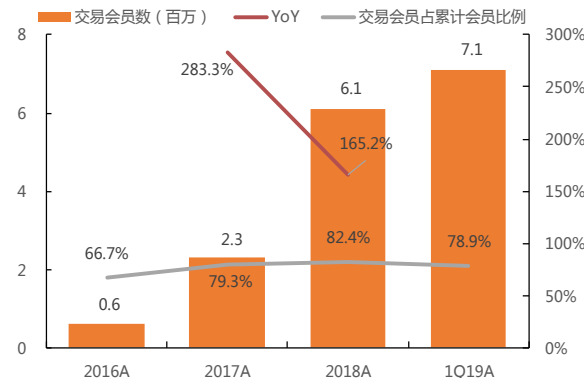
公司累计注册会员数量大幅增加，推动会员项目收入快速提升。2018 年公司累计注册会员同比增长 155.2%至 740 万人，2016-2018 年复合增长率高达 186.7%。2019 年一季度，累计会员数量已经达到 900 万。注册会员交易人数迅速增加，会员交易参与度稳中有升。2018 年参与交易的会员总人数同比增长 165.2%至 610 万人，占累计会员比例高达 82.4%，且该比例保持稳步提升的趋势。1Q19 年化交易会员规模继续提升至 710 万，占累计会员比例达 78.9%。根据公司招股说明书，2018 年参与交易的会员中通过社交关系进行推广的比例高达 64.7%，参与交易的会员复购率高达 93.6%。会员分享产生的购买将会给会员带来现金分成奖励，这大大提升了会员通过社交平台分享的动力；会员不仅能以优惠价购买商品，且通过拉取其他用户购买会员等方式可以获得云币作为购物红包，这些又进一步推动会员在平台的购买热情。

图 28：云集累计会员数量（2016A-2018A，1Q19A）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

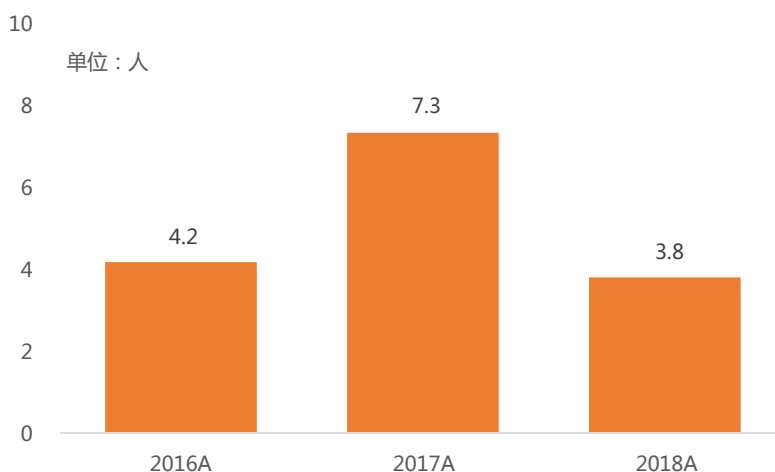
图 29：云集交易会员数及占累计会员数的比例（2016A-2018A）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：此处交易指作为买家身份进行的购买，不包括以店主身份进行的出售

图 30：云集平均交易会员对买家的拉动倍数（2016A-2018A）

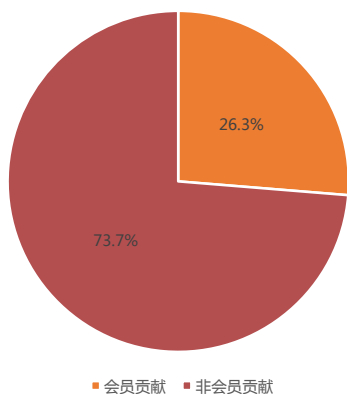


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：通过将平台买家除以交易会员得到，体现平台会员模式中一个会员平均能够带来多少买家

将平台买家按照会员与非会员划分来看，平台会员制电商的特性较为明显。2018 年会员买家规模占比 26.3%，但贡献 66.4% 的 GMV，按照人均 GMV 来看，2018 年会员人均 GMV 为 2,471 元，是非会员买家的 5.5 倍。

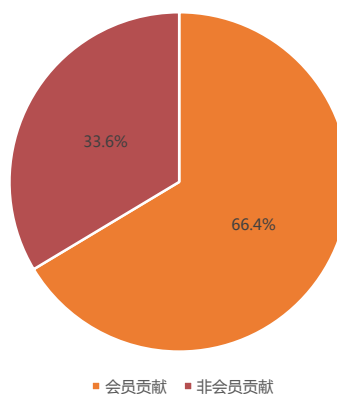
图 31：2018 年云集买家规模按会员划分结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

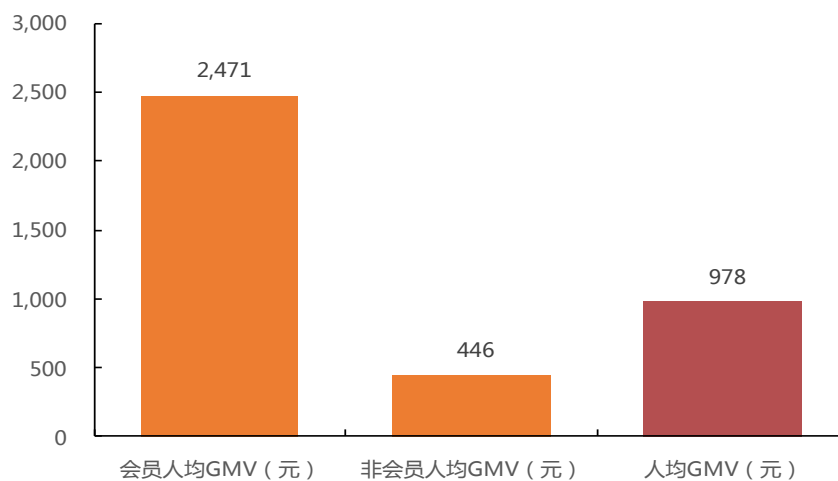
注：会员电商指交易会员，非会员则为平台整体买家减交易会员得到

图 32：2018 年云集 GMV 按会员划分结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 33：2018 年云集会员与非会员在人均 GMV 的对比

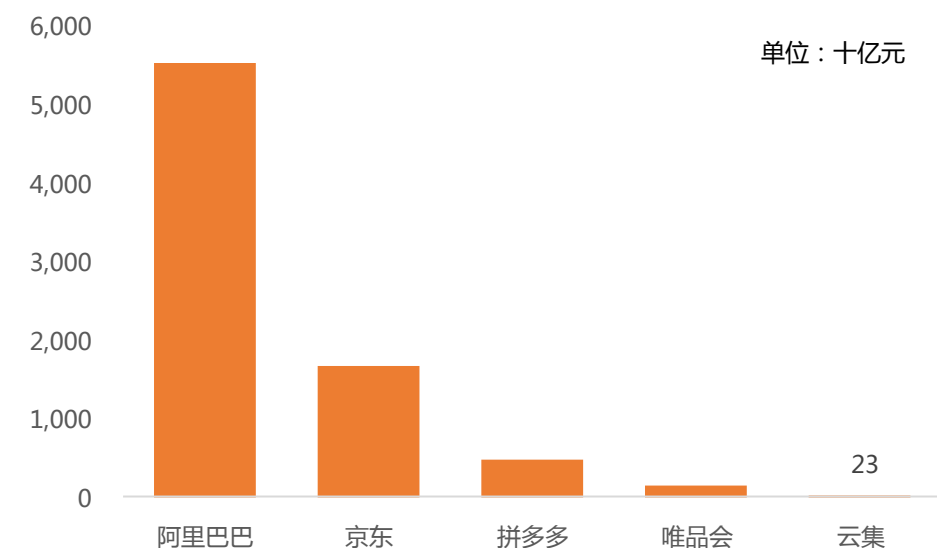


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 如何理解云集：“小而美”的社交电商

按 GMV 来看，云集目前在中国主要电商公司中处于较低的水平。从年化买家与人均 GMV 的拆分来看，云集年化活跃买家与人均 GMV 均较低。

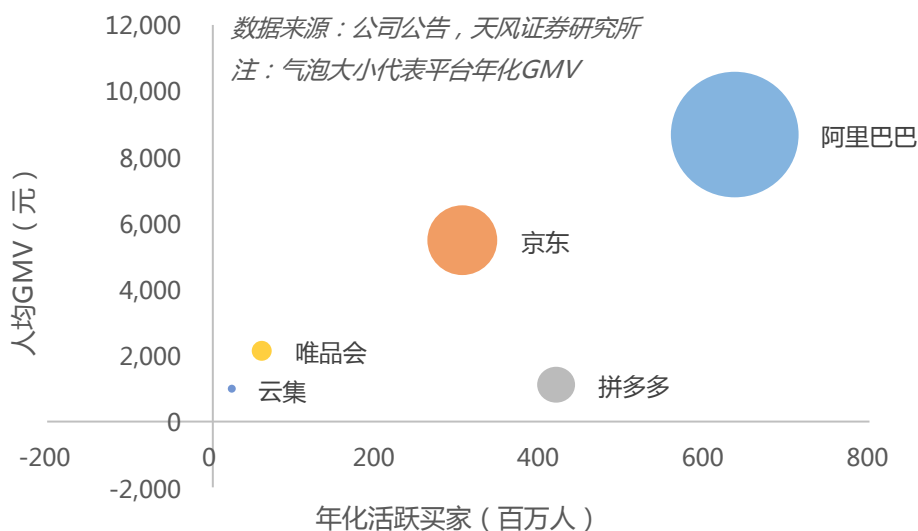
图 34：2018 年中国主要电商平台 GMV



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：阿里巴巴 GMV 为估计值

图 35：2018 年中国主要电商平台年化活跃买家与人均 GMV 对比

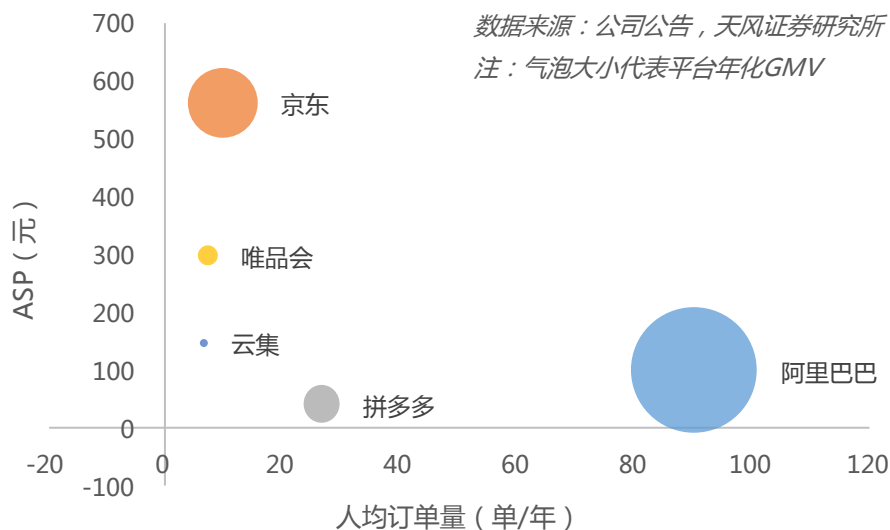


资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：气泡大小代表平台年化 GMV；阿里巴巴 GMV 为估算值

按照人均订单量与 ASP 的角度来看,云集作为会员制自营电商,相较其他自营电商(京东、唯品会)拥有较低的 ASP,但在复购频率上基本相近。2018 年云集 ASP 为 148 元,相较唯品会 299 元、京东 500-600 元仍有一定差距。

图 36: 2018 年中国主要电商平台人均订单量与 ASP 对比

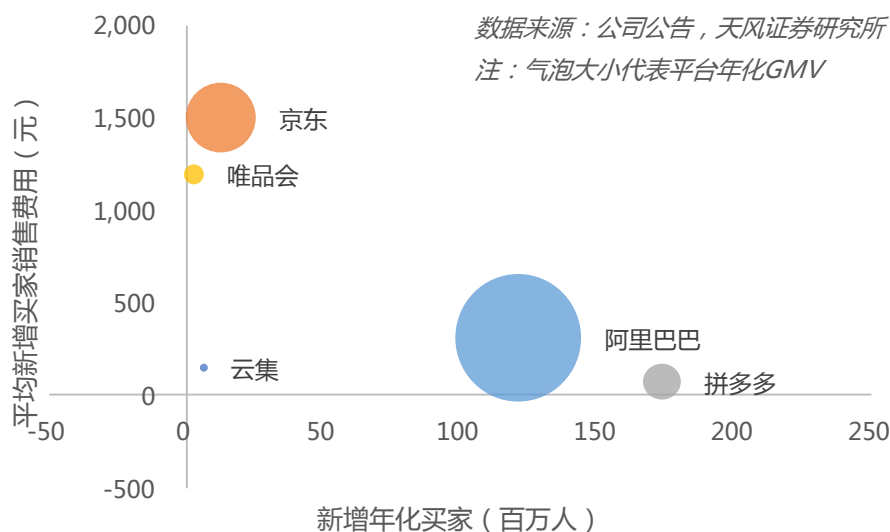


资料来源:各公司公告,天风证券研究所

注:气泡大小代表平台年化 GMV; 阿里巴巴人均订单量为 FY18 值(2017 年 4 月-2018 年 3 月); 京东人均订单量为估计值

按照新增买家与平均新增买家销售费用来看,云集的买家增长不及第三方平台类电商(阿里和拼多多),但从自营电商来看,高于唯品会、低于京东。同时,云集凭借社交关系链进行用户扩张,平均买家销售费用明显低于京东和唯品会,也低于阿里,但略高于拼多多。

图 37: 2018 年中国主要电商平台新增活跃买家与平均新增买家销售费用对比

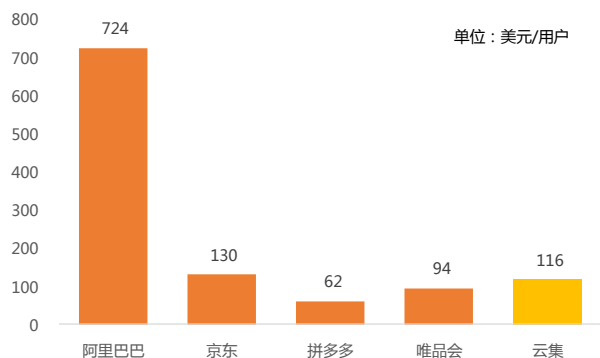


资料来源:各公司公告,天风证券研究所

注:平均新增用户销售费用通过将销售费用除以新增活跃买家得到

估值方面，云集享受会员电商带来的一定的估值溢价。从单用户估值来看，尽管云集人均 GMV 处于较低水平，但单用户估值水平（116 美元）已经接近京东（130 美元），且高于拼多多（62 美元）与唯品会（94 美元）；从 P/GMV 来看，云集的 P/GMV 达 0.8x，高于阿里 0.6x、京东 0.2x、拼多多 0.4x 和唯品会 0.3x。

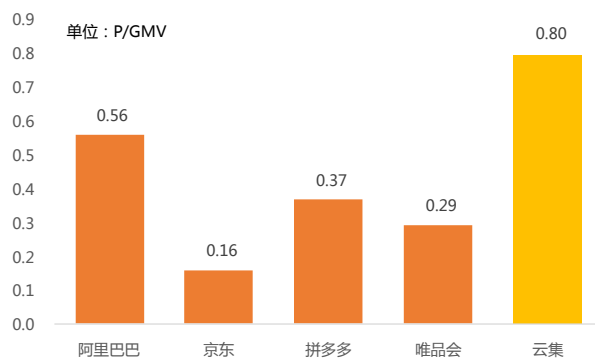
图 38：中国主要电商平台单用户估值



资料来源：wind（2019 年 5 月 10 日），各公司公告，天风证券研究所

注：计算方法为市值除以年化活跃买家

图 39：中国主要电商平台 P/GMV



资料来源：wind（2019 年 5 月 10 日），各公司公告，天风证券研究所

注：计算方法为市值除以 GMV，人民币兑美元汇率采用 6.7:1

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com