

商业贸易行业

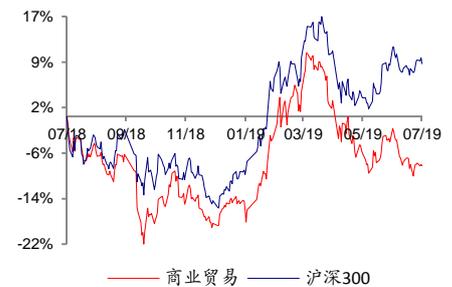
海外巡礼之 Revolve——科技+KOL，引领时尚电商潮流

行业评级 **买入**

前次评级 **买入**

报告日期 **2019-08-01**

相对市场表现



分析师: 洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师: 林伟强



SAC 执证号: S0260517090003



021-60750607



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。

相关研究:

商业贸易行业:海外巡礼系列 2019-07-01

之永旺——并购整合成就的

商业帝国

商业贸易行业:海外巡礼之 2019-06-02

Shopify——私域流量变现的

“卖铲人”

商业贸易行业:海外巡礼系列 2019-05-08

之 Jumia——快速崛起的非

洲电商之星

● Revolve——科技+KOL 引领潮流，时尚电商的运营之道

网红电商鼻祖 Revolve Group 成立于 2003 年，聚焦年轻一代时尚消费，2009 年便开始大量与时尚博主合作推广，2019 年 6 月成功在纽交所上市。依据招股书披露，截至 1Q19，Revolve 合作的时尚博主超过 3500 名，其中不乏粉丝量过百万的流量大户 Camila Coelho (IG 粉丝 810 万)，Aimee Song (IG 粉丝 530 万) 等知名网红。

总结 Revolve 崛起之路，我们认为三大战略助力公司突围美国电商市场：1) 专注潮人潮品，高品质服务聚焦时尚消费，高客单、高毛利、高 LTV 提高盈利空间；2) 技术驱动业务流程，从产品开发、库存管理到客户管理，全业务流程技术驱动，精细管理；3) KOL 引领，借助 KOL 社交传播，低成本引流并凸显 Revolve 本身品牌塑造。

国内如涵 (RUHN.O) 和蘑菇街 (MOGU.N) 等主打时尚消费的垂直电商平台均尝试依靠网红引流，登陆资本市场后发展并不顺利。我们认为中美电商格局差异之外，Revolve 的成功值得借鉴：前端将网红/KOL 作为推广和引流方式，但时刻注重电商平台自身品牌传播；后端注重产品开发，全流程数字化运营，确保平台紧跟乃至引领时尚潮流——垂直电商成功的关键，在于打造行业“深度”而非“宽度”壁垒，将自身真正打造为垂直领域的专家平台。

● 月度观点：静待行业数据改善，关注 3Q19 经营环比加速品种

7 月 SW 商业贸易指数下跌 3.95%，跑输沪深 300 指数 4.21 个百分点。分板块来看，百货下跌 2.8%，超市下跌 0.7%，珠宝首饰下跌 3.7%，化妆品上涨 3.9%。6 月社零同比增长 9.8%，增速环比提升 1.2pp，主要系汽车进行国五促销，以及 6 月节假日同比增加 1 天所致。分品类看，可选消费增速提升明显，6 月金银珠宝和化妆品的增速为 7.8% 和 22.5%，分别环比上升 3.1pp 和 5.8pp；食品粮油、饮料、日用品等基础消费增速保持稳定。

我们认为目前时点对行业应保持耐心，基本面相对强劲的白马龙头公司前期相对收益明显，但估值已处于较高位置，而估值处于低位的可选消费品种还未见到基本面的明显改善。对于成长股而言，估值切换的时间点似乎又过早了一些。静待行业数据改善，可能是更为稳妥的选择。从边际变化上来看，我们认为有两条主线值得关注：1) 8 月密集披露中报，而 9 月是第三季度的收官，重点关注从中报向三季报切换过程中，经营业绩加速的公司；2) 看好全球宽松货币政策下的金价持续上涨，对于低估值的珠宝龙头公司而言是较为明确的催化剂。

8 月组合：南极电商、老凤祥、周大生、珀莱雅、永辉超市

● **风险提示：**宏观经济下行影响终端消费需求；资金、人才技术等瓶颈制约传统企业的变革；电商持续分流线下；集中度提升线上竞争加剧。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	10.29	2019/6/27	买入	14.3	0.51	0.67	20.18	15.36	16.94	12.14	25.1%	24.9%
苏宁易购	002024.SZ	CNY	10.73	2019/7/31	买入	16.4	1.91	0.55	5.62	19.51	25.12	15.87	18.4%	5.1%
永辉超市	601933.SH	CNY	9.67	2019/7/22	增持	10.9	0.25	0.31	38.68	31.19	33.39	22.35	10.9%	12.1%
天虹股份	002419.SZ	CNY	12.77	2019/4/28	买入	15.5	0.87	0.98	14.68	13.03	6.55	5.07	14.2%	13.9%
王府井	600859.SH	CNY	15.18	2019/4/30	买入	22.0	1.70	1.91	8.93	7.95	4.29	3.53	11.3%	11.7%
周大生	002867.SZ	CNY	22.59	2019/4/28	买入	28.5	1.42	1.77	15.91	12.74	13.19	9.92	20.9%	20.6%
老凤祥	600612.SH	CNY	45.30	2019/4/26	买入	48.8	2.71	3.13	16.72	14.47	10.45	8.62	18.5%	17.7%
珀莱雅	603605.SH	CNY	67.12	2019/5/24	买入	68.3	1.95	2.53	34.42	26.53	25.62	18.52	18.8%	19.6%
爱婴室	603214.SH	CNY	34.23	2019/5/13	买入	44.4	1.48	1.81	23.13	18.91	12.48	9.93	15.2%	16.5%
红旗连锁	002697.SZ	CNY	6.85	2019/7/16	买入	7.08	0.29	0.35	23.62	19.57	15.53	12.63	13.3%	13.7%
阿里巴巴	BABA.N	USD	173.11	2019/7/21	买入	225	6.57	8.88	26.35	19.49	28.37	20.91	12.5%	13.4%
京东	JD.O	USD	29.91	2019/7/22	买入	37.7	0.63	1.01	47.48	29.61	34.05	21.01	9.3%	6.5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 1) 表中估值指标按照最新收盘价计算; 2) 阿里巴巴 2019E 指 FY2020E (2019/3/31 至 2020/3/31), 采用 non-GAAP 口径 EV/EBITDA 和 EPS; 3) 京东采用 non-GAAP 口径 EPS; 4) 周大生 7 月 10 日 10 派 6.5 转增 5, 相应 EPS 及估值指标做除权处理。

目录索引

一、海外巡礼之 REVOLVE: 科技+KOL 引领时尚电商潮流.....	5
(一) 十年网红路, 一朝登榜时	5
(二) 专注潮人潮品, 高品质服务聚焦时尚消费	7
(三) 科技驱动业务数字化, 确保管理精细化.....	9
(四) KOL 低成本引流, 注重自身平台形象打造	11
二、月度投资策略: 静待行业数据改善, 关注 3Q19 经营环比加速品种	13
三、月度行业数据.....	15
四、月度聚焦.....	18
(一) 红旗连锁: 西南便利店龙头, 补强短板再扩张.....	18
(二) 丸美股份: 眼部护理特色鲜明, 盈利和营运能力突出.....	19
(三) 什么值得买: 软文配好价, 导购平台之形, 广告变现之实	20
(四) 存量突围系列之二: 自有品牌——制造型零售的未来.....	21

图表索引

图 1: 18 年 revolve 营收 5 亿美元, 净利润 3070 万美元	5
图 2: 18 年 revolve 活跃用户 117.5 万, 完成 371 万订单	5
图 3: REVOLVE 发展历程	6
图 4: 18 年 revolve 同名主站营收占比 86.9%	7
图 5: 18 年 revolve 美国本土营收占比	7
图 6: 公司品牌矩阵	8
图 7: 免费配送成为网购服装核心问题	8
图 8: Revolve 平台 18 年平均客单价 279 美元	8
图 9: 18 年 revolve 平均客单价 279 美元	9
图 10: 18 年 revolve 整体销售毛利率 53.2%	9
图 11: revolve 员工构成 (1Q19)	10
图 12: Revolve 平台自有品牌销售占比提升至 35.8%	11
图 13: Revolve 18 年全价销售比例提升至 79%	11
图 14: revolve 存货周转平稳	11
图 15: Revolve 退换货储备保持低位	11
图 16: 获客成本较低	12
图 17: Revolve 营销体系	12
图 18: REVOLVE Festival	12
图 19: REVOLVE around the world	12
图 20: 2014-2017 客群 LTV/CAC (倍)	13
图 21: 销售留存率稳中有升	13
图 22: 各板块月涨跌幅 (%)	13
图 23: 按主题子板块涨跌幅	14
图 24: 按市值子板块涨跌幅	14
图 25: 主要电商公司月涨跌幅 (截至美股 7.30 收盘)	14
图 26: 申万行业估值横向对比	15
图 27: 零售行业历史估值, TTM 市盈率 (整体法)	15
图 28: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速	16
图 29: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比	16
图 30: 社零分地区: 城镇与农村同比增速	17
图 31: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速	17
图 32: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比	17
图 33: 实物电商社零与累计同比情况	18
图 34: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况	18
表 1: 履约设施建设日趋完善	8
表 2: Revolve 每单盈利能力分析 (美元)	9
表 3: Revolve 强调科技在业务流程中的全方位运用	10
表 4: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)	18

一、海外巡礼之 Revolve: 科技+KOL 引领时尚电商潮流

网红电商鼻祖Revolve Group成立于2003年，聚焦年轻一代时尚消费，2009年便开始大量与时尚博主合作推广。截至1Q19，Revolve合作的时尚博主超过3500名，其中不乏粉丝量过百万的流量大户Camila Coelho（Instagram粉丝810万），Aimee Song（Instagram粉丝530万）等知名网红。

总结Revolve崛起之路，我们认为三大战略助力公司突围美国电商市场：**1）专注潮人潮品**。高品质服务聚焦时尚消费，高客单、高毛利、高LTV提高盈利空间；**2）技术驱动业务流程**。从产品开发、库存管理到客户管理，全业务流程技术驱动，精细化管理；**3）KOL引流**。借助KOL社交传播，低成本引流并凸显Revolve本身品牌塑造。

国内如涵（RUHN.O）和蘑菇街（MOGU.N）等主打时尚消费的垂直电商平台均尝试依靠网红引流，登陆资本市场后发展并不顺利。我们认为中美电商格局差异之外，Revolve的成功值得借鉴：前端将网红/KOL作为推广和引流方式，但时刻注重电商平台自身品牌传播；后端注重产品开发，全流程数字化运营，确保平台紧跟乃至引领时尚潮流——垂直电商成功的关键，在于打造行业“深度”而非“宽度”壁垒，将自身真正打造为垂直领域的专家平台。

（一）十年网红路，一朝登榜时

Revolve Group正式成立于2003年，是面向千禧一代和Z世代消费者的时尚电商，致力于为年轻一代建设一站式时尚消费平台。2009年，Revolve开始与时尚博主合作推广，开启网红电商征程。截至1Q19，Revolve合作的时尚博主超过3500名（单个博主粉丝数超过10,000人以上），其中不乏粉丝量过百万的流量大户Camila Coelho（Instagram粉丝810万），Aimee Song（Instagram粉丝530万）等。

2018年，Revolve营收4.99亿美元，归母净利润3070万美元，净利率达到6.2%。平台活跃用户117.5万人，月均UV达940万，总计完成371万订单。在售商品超过4.5万款，涵盖服装、鞋类、配饰、美妆等时尚消费产品。2019年6月，公司在纽交所上市，上市首日上涨88.9%，市值达到23.1亿美元。

图1：18年revolve营收5亿美元，净利润3070万美元

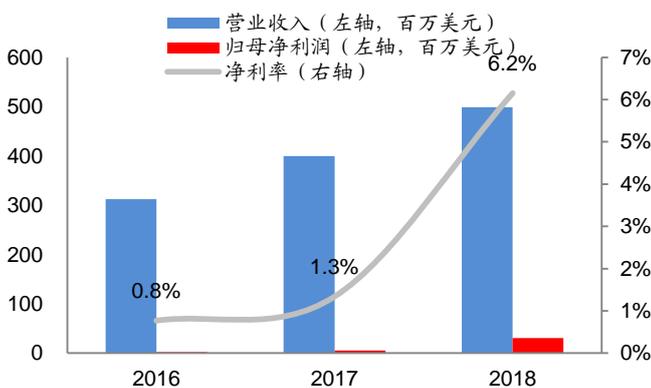
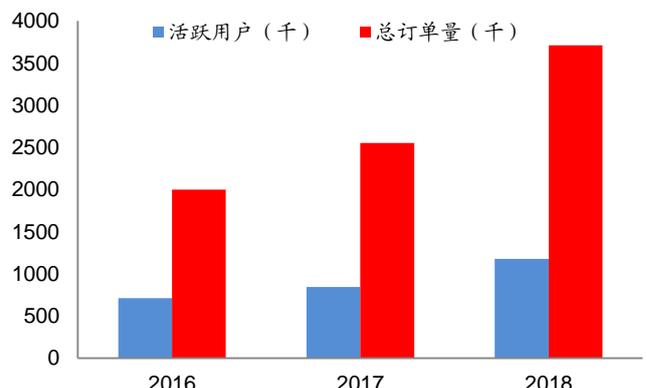


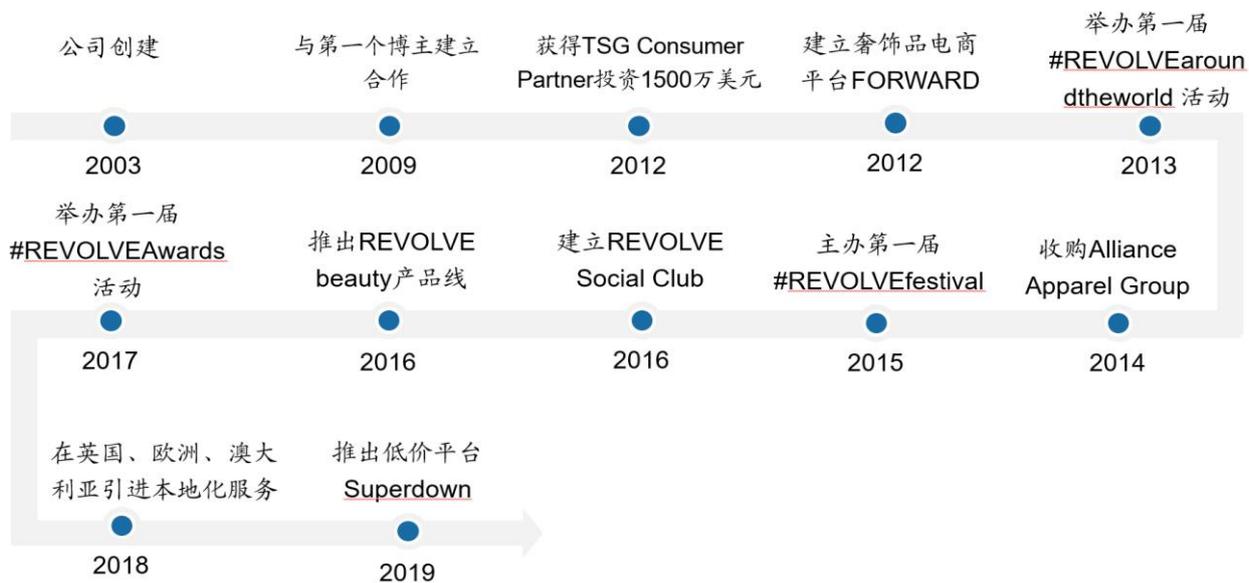
图2：18年revolve活跃用户117.5万，完成371万订单



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图3: REVOLVE发展历程



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

Revolve旗下有三个板块:

1) 主网站Revolve: 定位轻奢, 2018年客单价为258美元, 营收3.31亿美元(占比87%)。品类多元化+品牌多元化, 涵盖服装、鞋类、配饰、美妆产品(2016年推出Revolve beauty产品线), 致力于提供一体化解决方案。2014年公司收购Alliance Apparel着力孵化自有品牌, 目前自有品牌数达21个, 在FY2018销量TOP10的品牌中占据8席, 销售占比稳步抬升。

2) 名品网站FORWARD: 由知名设计师Elyse Walker创立, 2018客单价653美元, 比肩高端奢侈品电商, 经营包括BURBERRY, GIVENCHY, FENDI, Valentino等第三方品牌, 18年营收占比约13%。

3) 平价Superdown: 2019年新推出的平价购物平台, 主要客群为Z世代消费。

整体来看, Revolve网站价格带与品牌定位契合度较高, 且高毛利、强差异化的自有品牌是其他公司难以复制的竞争优势, 预计将成为公司长期发展的着力点, 辅以FORWARD补足高端客群需求, Superdown的加入实现对低线用户覆盖。

区域方面, 2018年Revolve在美国本土市场收入占比达到82.1%, 海外市场占比仅17.9%。但依据招股书披露, 截至1Q19, Revolve官方账号45%的Instagram和Facebook粉丝位于海外, 且2018年5月, 公司率先于英国、欧盟推进本地化战略(18年末延伸至澳大利亚等地), 开始加强美国本土之外的物流配送服务。

图4: 18年revolve同名主站营收占比86.9%

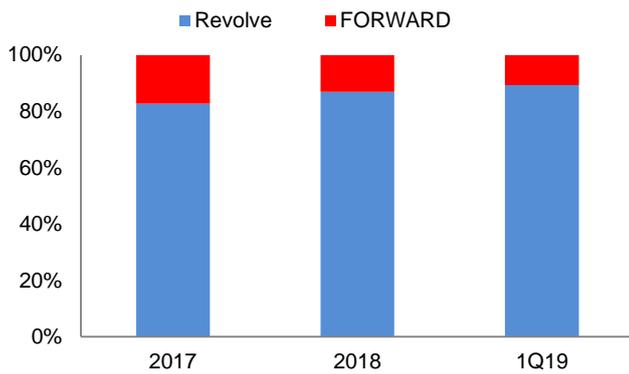
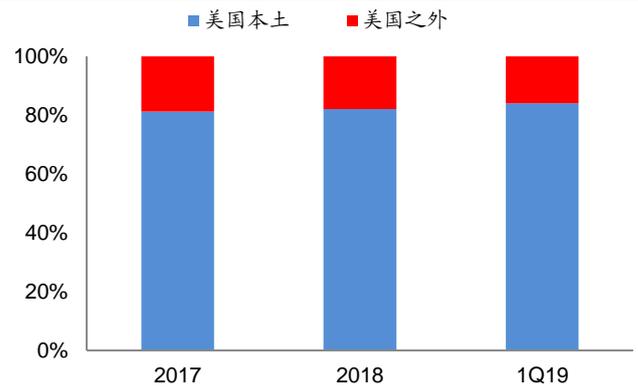


图5: 18年revolve美国本土营收占比



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

总结Revolve崛起之路, 我们认为三大战略助力公司突围美国电商市场:

- 1) 专注潮人潮品。高品质服务聚焦时尚消费, 高客单、高毛利、高LTV提高盈利空间;
- 2) 技术驱动业务流程。从产品开发、库存管理到客户管理, 全业务流程技术驱动, 精细管理;
- 3) KOL引流。借助KOL社交传播引流, 低成本凸显Revolve本身品牌塑造。

(二) 专注潮人潮品, 高品质服务聚焦时尚消费

Revolve成立之初即定位是一站式时尚消费平台, 以高品质服务迎合Z时代用户多变的时尚消费需求:

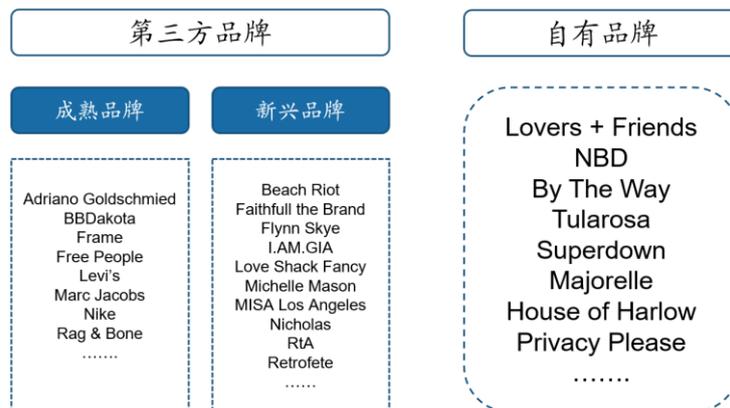
- 1) 快速上新, 紧跟潮流。公司成立以来坚持数据资源的储备和管理, 积累了上百万条客户反馈和互动记录。在款式设计上精耕细作, 每一款式皆由60个标签共同定义而成, SKU储备量达10万, 每周可上新1,000新品。
- 2) 个性化购物体验, 深度社区参与感。REVOLVE在网站体验上另辟蹊径, 利用可视化呈现整体效果“Look”, 并结合算法和A/B测试分析顾客行为及偏好, 最优化产品陈列和网站导航。16年Revolve建立了REVOLVE Social Club, 加入该俱乐部可以享受REVOLVE提供的私人导购服务, 并且可以定期参加由REVOLVE组织的时尚派对及活动。REVOLVE Social Club的成员包括知名时尚博主Chiara Ferragni, Aimee Song、Julie Sarinana和Natasha Oakley等。
- 3) 免费配送及退换货解决网购核心痛点。eMarketer调查显示, 美国市场53.9%/13.2%的用户认为免费配送及退货便捷性是网购服装时最重要因素, Revolve前端积累的销量数据指导供应链高效备货和运单分配, 专有的库存追踪系统使顾客能够即时接收订单状态, 确保货物准确、快速运送到顾客手中。截至1Q19, Revolve共租赁履约中心6个, 面积达39万平方英尺。平台94%国内订单两天内即可送达, 85%的国际订单在2-5天内到达。

表1: 履约设施建设日趋完善

	1Q19 期末
履约中心 (个)	6
履约中心面积 (平方英尺)	390000
履约中心员工数	477
履约单量	810 万 (2018 年)
履约时效	国内: 94%当天送达 (中午前下单) 或第二天送达 国际: 200 个国家, 85%的国际订单在 2-5 天内到达。能够采用 10 种语言进行交易, 提供 20 种付款方式, 80 种货币结算。

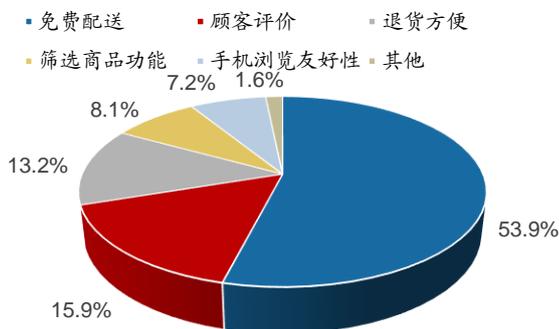
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图6: 公司品牌矩阵



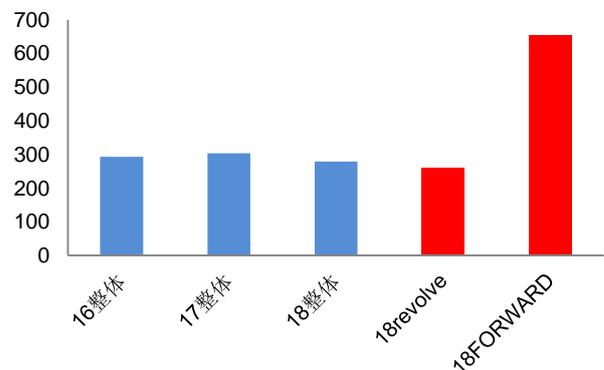
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图7: 免费配送成为网购服装核心问题



数据来源: eMarketer, 广发证券发展研究中心

图8: Revolve平台18年平均客单价279美元



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

聚焦高品质时尚消费提升平台毛利率和客单价, 为快速盈利打下基础。18年, Revolve整体销售毛利率达到53.2%, 客单客单价达到279美元 (主打成熟第三品牌的FORWARD平台客单价达到653美元), 远高于美国电商行业平均不足100美元的

客单价水平。高毛利率&高客单价组合意味着平台对费用端拥有强分摊能力：18年Revolve期间费用率达到44.8%，但依靠高毛利率依然实现了6.2%的净利率水平。

拆分订单分析，18年Revolve平均客单价为279美元（17年304美元，主要因为客单价更高的FORWARD平台GMV占比降低），剔除退换货、税收等影响后，平均每单收入134.4美元，毛利达到71.5美元。每单分摊22.6美元仓储及配送费用、20.1美元营销推广和17.6美元行政管理费用后，平均单笔营业利润达到11.3美元，同比提升3.3美元。考虑费用端的规模效应，Revolve每单盈利能力仍有进一步提升能力。

图9：18年revolve平均客单价279美元

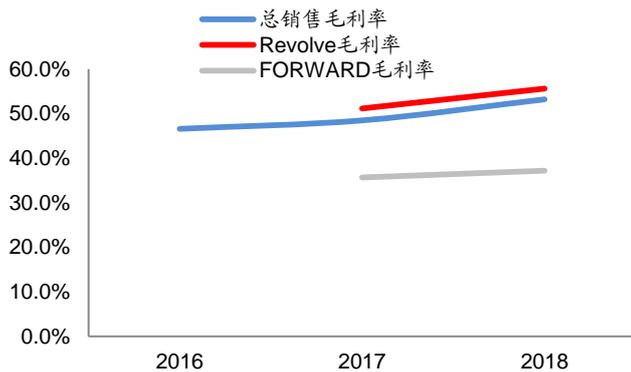
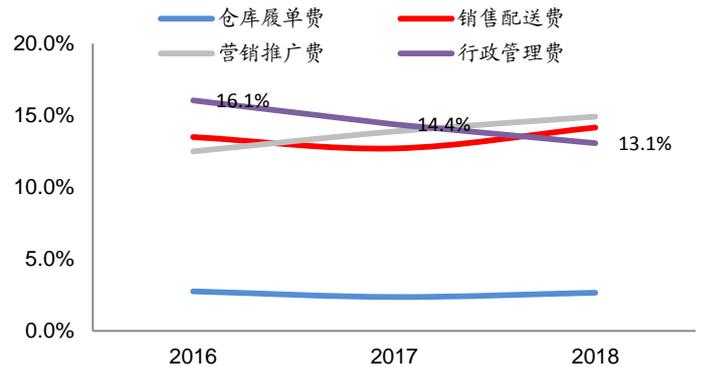


图10：18年revolve整体销售毛利率53.2%



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

表2：Revolve每单盈利能力分析（美元）

	2016	2017	2018
订单均价	293.0	304.0	279.0
每单营收	156.1	156.6	134.4
每单毛利	72.7	75.9	71.5
仓库履单费	4.3	3.7	3.6
销售配送费	21.1	19.9	19.0
营销推广费	19.5	21.7	20.1
行政管理费	25.1	22.5	17.6
每单营业利润	2.8	8.0	11.3

数据来源：Revolve 招股书，广发证券发展研究中心

（三）科技驱动业务数字化，确保管理精细化

科技在业务流程中的全方位运用，确保管理精细化。Revolve强调“read and react”，结合定量和定性分析趋势，构造品类、规划商品并管理定价，业务全流程数据化管理。

1) 网站设计：可视化展列增强网站内容吸引力，利用算法和A/B测试分析顾客浏览和购买行为和偏好，持续优化产品陈列和网站导航；

2) 采购选品：基于用户浏览&销售趋势自动识别、排序畅销卖品，数字化存货管理，保持存货合理水平和打折比例；

3) 履约：中心算法模拟，为每个订单匹配最为有效的配送方式，例如优化拣

货流程;

4) 客户管理: 自动为客服提供最新产品和履单信息, 并生成个性化的全生命周期邮件和定位信息, 并通过客户反馈进行全方位了解;

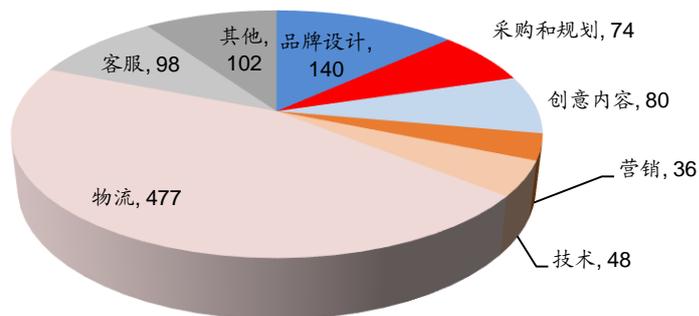
5) 数据库积累: 16年数据库积累, 上百万条客户互动记录, 涵盖10万余种风格, 每种风格采用60个标签进行定义, 并通过用户浏览和购买捕捉最新趋势, 持续更新数据库。

表3: Revolve强调科技在业务流程中的全方位运用

技术应用	主要内容
Data Science (数据科学)	16年数据库积累, 上百万条客户互动记录, 涵盖10万余种风格, 每种风格采用60个标签进行定义; 通过用户浏览和购买捕捉最新趋势, 持续更新
Merchandising (采购)	算法模型通过需求量对定价进行优化; 基于用户浏览&销售趋势自动识别、排序畅销卖品; 存货保持在合理水平以最大化利润和全价销售比例
Marketing (营销)	分析网红营销产生的反馈和效果营销创造的点击量和转化率优化营销活动; 利用顾客的购买行为个性化和精准营销
Site Experience (网站体验)	高度差异化页面, 可视化陈列, 利用算法和A/B测试分析顾客浏览和购买行为和偏好; 最优化产品陈列和网站导航提高客户转化率和每单价值
Customer Service and Relationships (客户管理)	客户服务后台技术系统, 提供最新产品和履约信息; 生成个性化的全生命周期邮件和定位信息; 系统还可通过客户的反馈对客户进行全方位了解
Fulfillment (履单)	履约中心使用的算法模型为每个订单匹配最为有效的配送方式, 例如优化拣货流程

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图11: revolve员工构成 (1Q19)

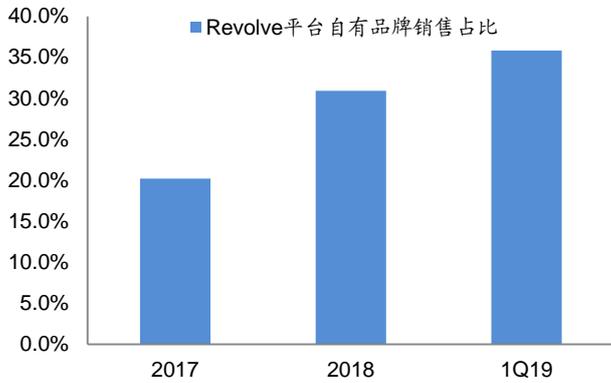


数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

基于用户和数据积累, 14年Revolve收购Alliance Apparel, 引进Lovers+Friends, Tularosa, NBD三个自有品牌, 经垂直整合后不断孵化, 18已扩张至21个自有品牌。自有品牌存在的意义在于完善生产链条和产品矩阵并获得快速规模化能力, 各个自有品牌代表了风格迥异的产品线, 140位设计师可随时根据时尚趋势和市场反应调动生产, 例如Tularosa专注波西米亚风, GRLFRND为牛仔服造型, NBD为收藏晚礼服的衣橱。

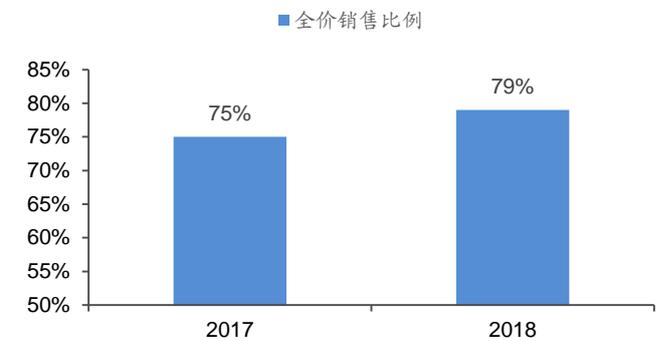
数字化精细化管理实际提升公司经营绩效，尤其在库存管理效率提升中作用明显：
1) 18年 Revolve平台自有品牌销售占比达到30.9%，1Q19进一步提升至35.8%；2) 2018年平台产品全价销售率达到79%，同比17年75%的全价率进一步提升；3) 18年，存货周转天数略提升至139天，存货总资产占比63.1%，基本平稳。期末退货储备1020万美元，当年收入占比仅2.04%。

图12: Revolve平台自有品牌销售占比提升至35.8%



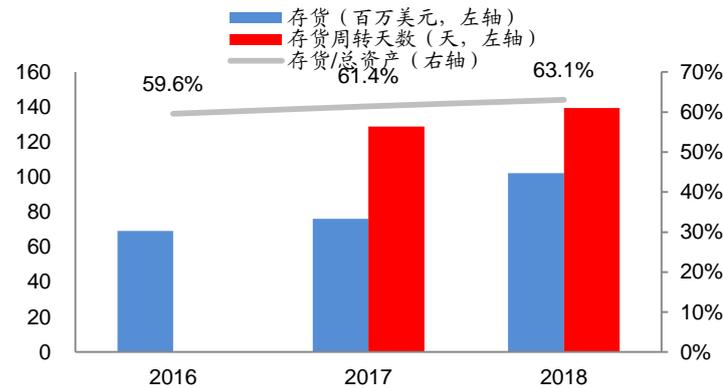
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图13: Revolve18年全价销售比例提升至79%



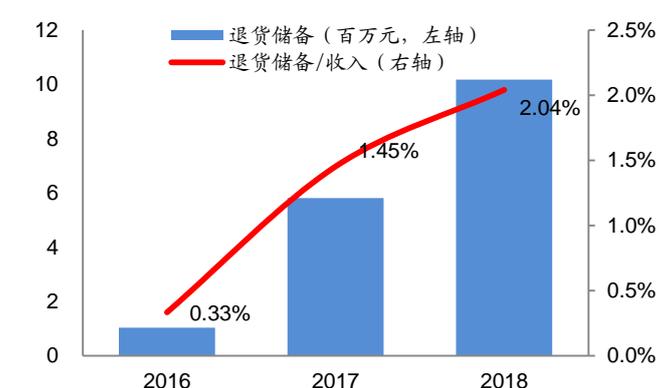
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图14: revolve存货周转平稳



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图15: Revolve退换货储备保持低位



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

(四) KOL 低成本引流，注重自身平台形象打造

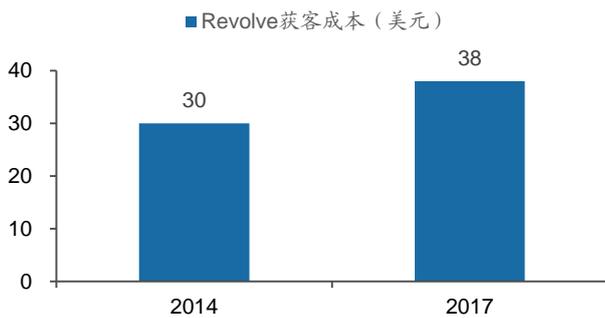
Revolve线上KOL以图片、视频等形式发布时尚穿搭理念增加曝光度，提高网站流量。公司自2009年确立社交营销策略以来借助社交媒体蓬勃发展迅速扩张，截至1Q19，已合作3500名以上KOL(在Instagram等社交平台拥有10,000名以上粉丝)，与公司签约的网红能享受到薪酬、宣传品牌服饰赠送、全球旅行拍摄等各种形式的回报，如Revolve around the world为时尚博主提供全球旅拍的机会，身着Revolve旗下品牌的服饰共赴世界各地记录下靓丽的瞬间并分享给追逐新潮、热爱时尚的用户，传达真实(authentic)、激动人心(aspirational)、可获得的(attainable)的价值观。

线下活动强化品牌影响力，构建流量闭环。线上推广之外，Revolve在线下注重消费者互动，突出自身品牌标识，打造了REVOLVE festival、REVOLVE in the Hamptons、REVOLVE summer以及REVOLVE around the world等活动，借机制造

热点吸引眼球，并为最具影响力的KOL和品牌设置REVOLVE award奖项。18年，Revolve签约40位KOL专营线下活动，在某些特定大型活动中也会发出临时邀约。最受关注的线下活动REVOLVE festival自2015年推出，每年春季在coachella valley的音乐节期间举办，加之社交媒体持续催化，引发时尚讨论（2019年4月期间Instagram粉丝关注超13万）。

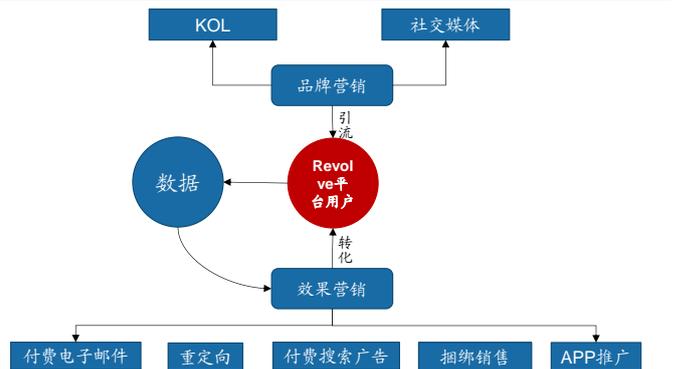
社交营销策略为Revolve注入低成本流量来源，加之后端持续快速上新，高用户粘性创造了较高的营销ROI：1）以CAC获客成本（customer acquisition cost）衡量，17年Revolve平均CAC仅为38美元，多年来保持平稳（14年为30美元）；2）考虑LTV客户终身价值（Customer Lifetime Value），分析14-17年公司获取的客户，一年期用户（即当年及次年下单）LTV/CAC即可达到2.2x以上，针对2014年客群而言，平均CAC为30美元。在该客群的生命周期中，首年订单利润贡献43美元，迅速实现回本，并在以后的4年中稳健增值，2018年该客群LTV可至188美元；3）以用户留存情况衡量，2018年复购用户所占比（比全部活跃用户）58%，订单量和销售额占比份额分别达到67%/70%，2018年客户销售留存率高达89%，在2014年基础上提升5pp。

图16: 获客成本较低



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心（CAC为营销费用及营销团队成本除以期间内第一次下单客户数；LTV为某一客群的累计贡献利润，即毛利润减去履约、分销和营销费用）

图17: Revolve营销体系



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图18: REVOLVE Festival



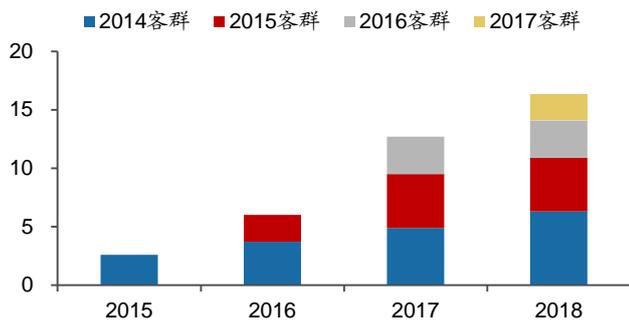
数据来源：Revolve官网，广发证券发展研究中心

图19: REVOLVE around the world



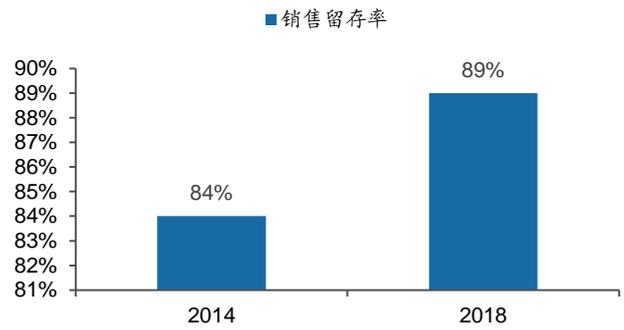
数据来源：Revolve官网，广发证券发展研究中心

图20: 2014-2017客群LTV/CAC (倍)



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心 (CAC定义为营销费用除以期间内第一次下单客户数)

图21: 销售留存率稳中有升



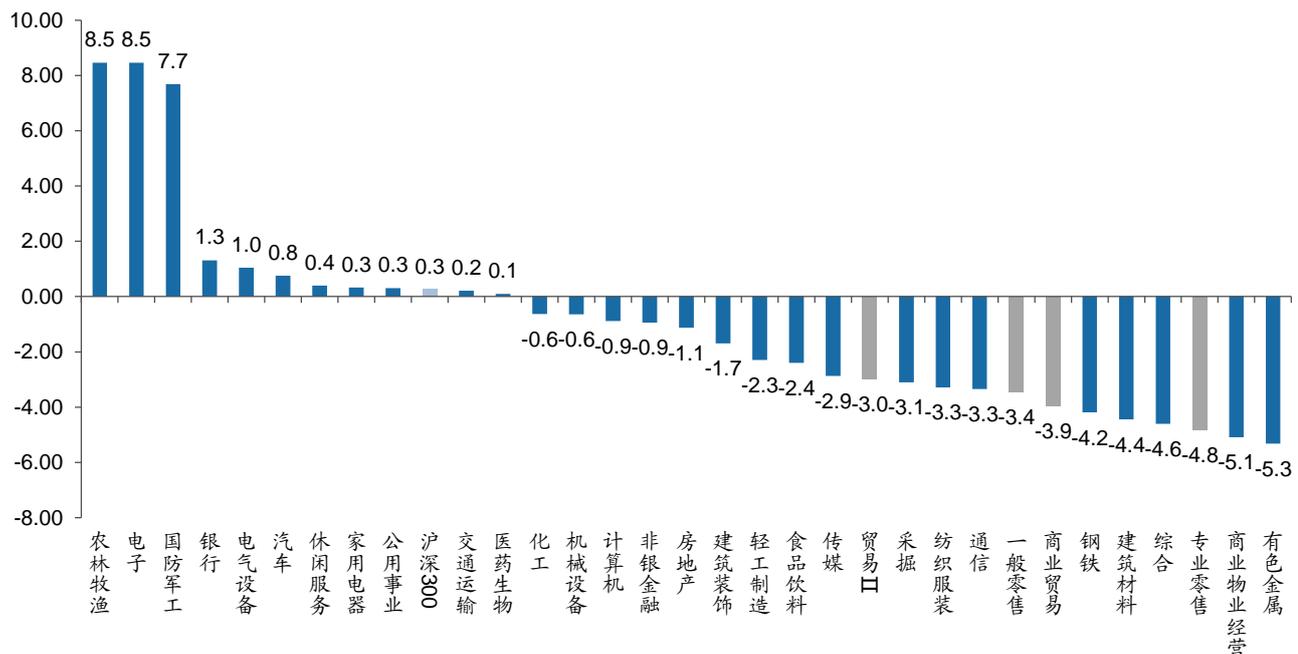
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心 (销售留存率为某客群当年销售收入/该客群上一年销售收入)

二、月度投资策略: 静待行业数据改善, 关注 3Q19 经营环比加速品种

7月大盘整体下跌, 截至7月31日收盘, 上证综指收于2932.51点, 下跌1.56%; 沪深300指数上涨0.26%, 其中商贸板块指数下跌3.95%。

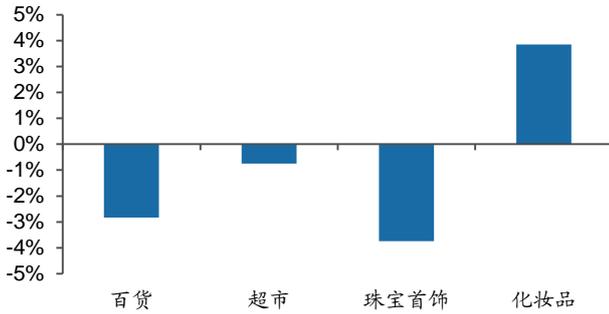
分主题来看, 百货板块下跌2.83%, 超市板块下跌0.74%, 珠宝首饰板块下跌3.74%, 化妆品板块上涨3.86%, 大市值板块下跌3.29%, 中市值板块下跌2.65%, 小市值板块下跌1.18%, 电商板块表现分化, 苏宁易购(-6.53%)、南极电商(-8.45%)、阿里巴巴(2.74%)、京东(0.43%)、唯品会(-10.78%)、拼多多(6.40%)。

图22: 各板块月涨跌幅 (%)



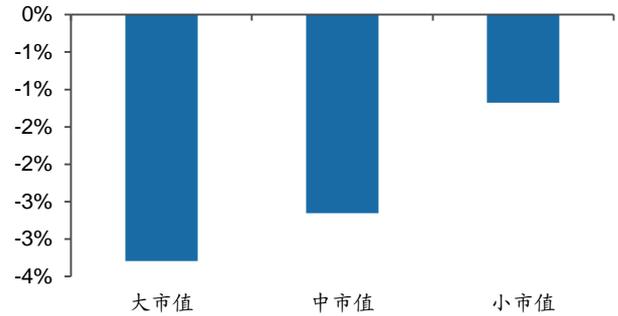
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图23: 按主题子板块涨跌幅



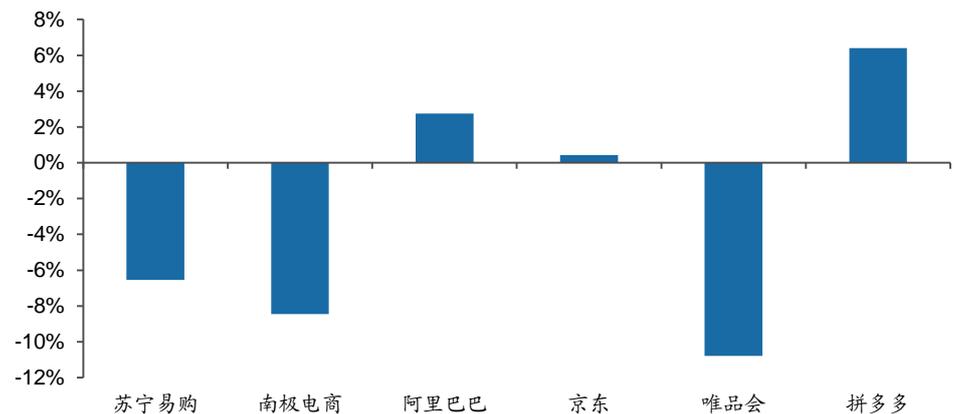
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图24: 按市值子板块涨跌幅



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (按市值划分依据为: 50亿以下为小市值公司、50亿-150亿为中市值、150亿以上为大市值; 涨跌幅以算术平均计算)

图25: 主要电商公司月涨跌幅 (截至美股7.30收盘)

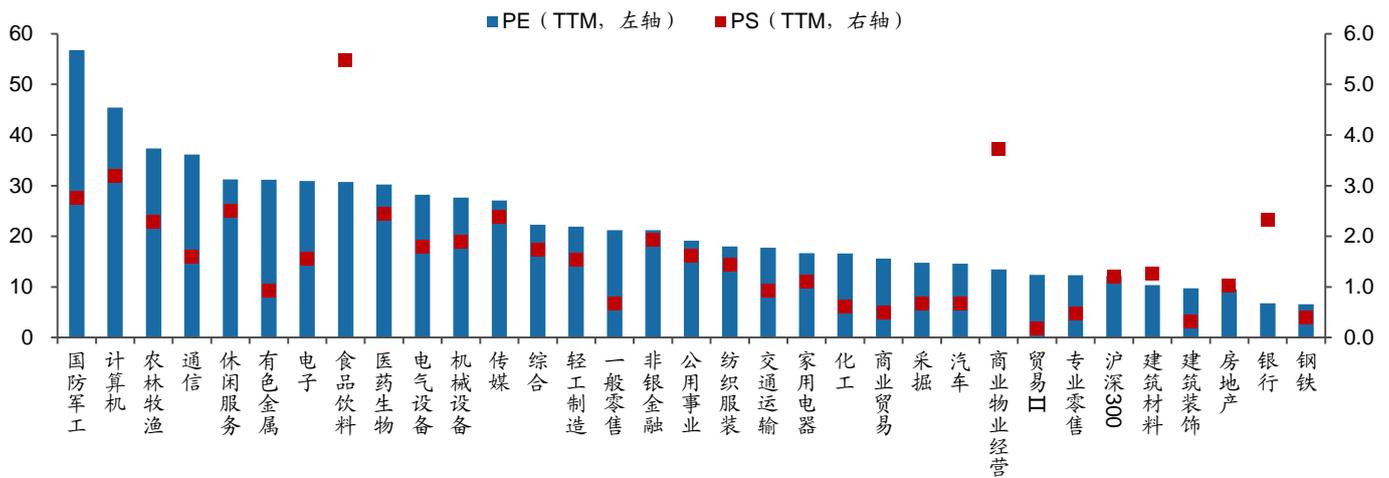


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

我们认为目前时点对行业应保持耐心, 基本面相对强劲的白马龙头公司前期相对收益明显, 但估值已处于较高位置, 而估值处于低位的可选消费品种还未见到基本面的明显改善。对于成长股而言, 估值切换的时间点似乎又过早了一些。静待行业数据改善, 可能是更为稳妥的选择。从边际变化上来看, 我们认为有两条主线值得关注: 1) 8月密集披露中报, 而9月是第三季度的收官, 重点关注从中报向三季报切换过程中, 经营业绩加速的公司; 2) 看好全球宽松货币政策下的金价持续上涨, 对于低估值的珠宝龙头公司而言是较为明确的催化剂。

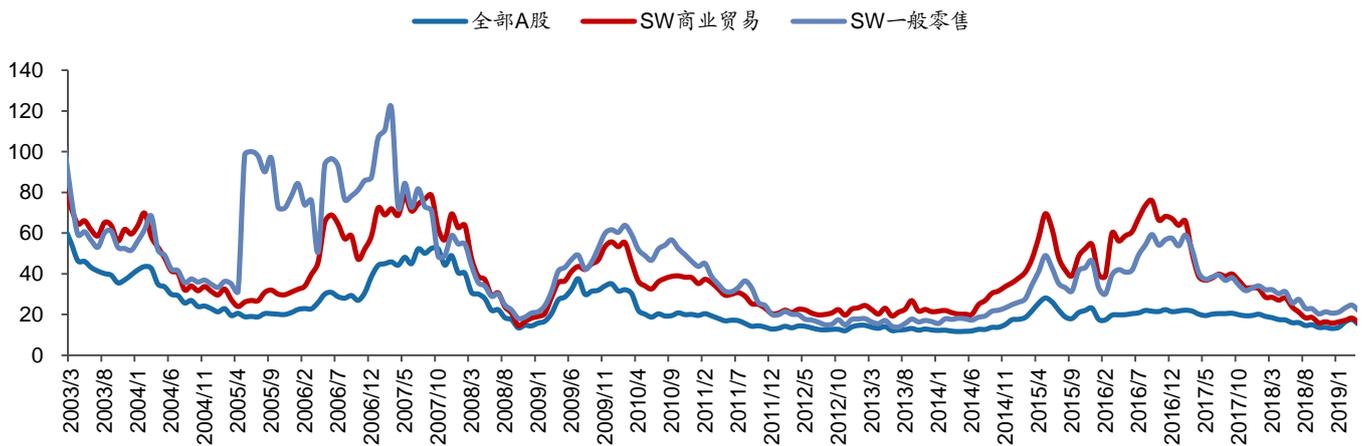
8月组合: 南极电商、老凤祥、周大生、珀莱雅、永辉超市

图26: 申万行业估值横向对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 剔除负值, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归母净利润或营业收入之和)

图27: 零售行业历史估值, TTM市盈率 (整体法)



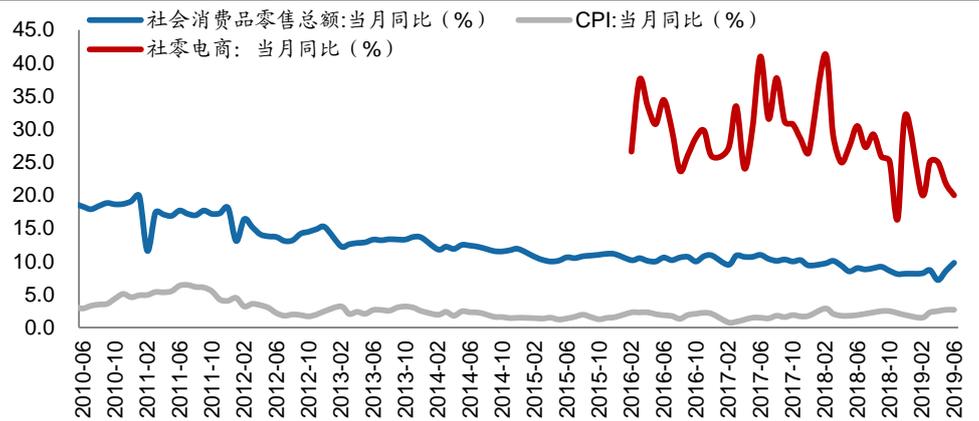
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和)

三、月度行业数据

汽车拉动6月社零同比增长9.8%，可选消费表现靓丽

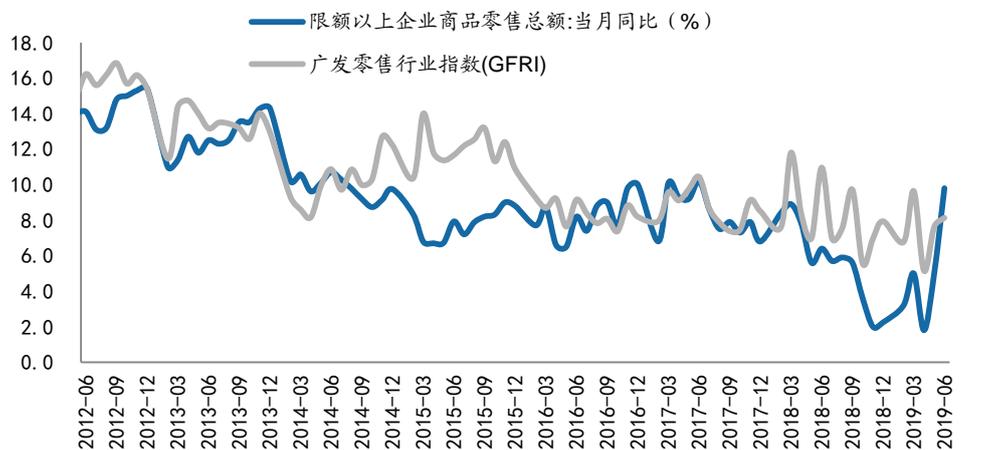
据国家统计局数据, 1H19我国社零总额为19.5万亿元, 同比增长8.4%; 其中6月份社零总额为3.39万亿元, 同比增长9.8%, 增速环比提升1.2pp, 主要系汽车行业实行国五促销清库存 (汽车限额以上零售额同比增长17.2%), 以及6月份节假日同比增加1天所致。若基于广发零售指数 (GFRI), 6月消费品零售同比增速为8.1% (统计局限额以上商品零售增速为9.8%), 环比上升0.5 pp。6月扣除价格因素实际增长7.9%, 增速环比提升1.5pp。

图28: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比

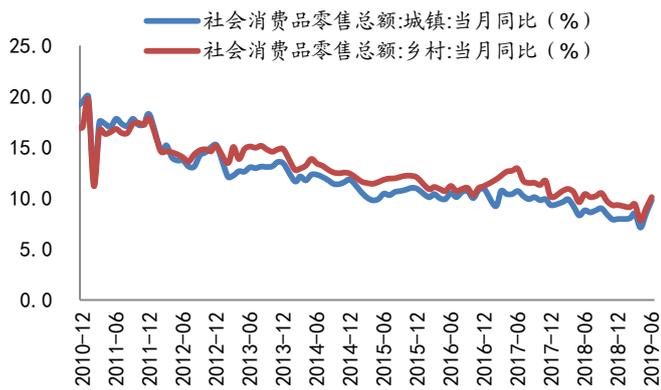


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分地区，乡村增速快于城镇：6M19城镇零售额2.9万亿元，同比增长9.8%，增速环比上升1.3pp；乡村零售额0.49万亿元，同比增长10.1%，增速环比上升1.1pp。
分类型，餐饮增速高于商品零售：6月餐饮收入0.37万亿元，同比增长9.5%，增速环比上升0.1pp；商品零售3.02万亿元，同比增长9.9%，增速环比上升1.4pp。

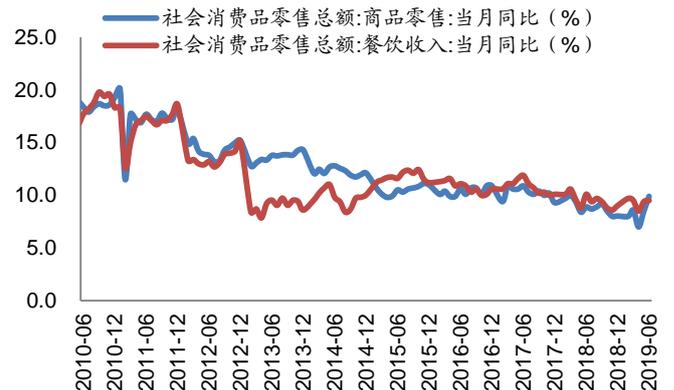
分品类看，基础消费品增速保持稳定，6M19食品粮油、饮料类、服装鞋帽、日用品增速分别为9.8%、9.1%、5.2%和12.3%，分别环比下降1.6pp、3.6pp和提升1.1pp、0.9pp。**可选消费增速提升明显，**6M19金银珠宝和化妆品的增速为7.8%和22.5%，分别环比上升3.1pp和5.8pp。**地产系增速小幅提升，**6M19家电和家具的增速分别为7.7%和8.3%，分别环比上升1.9pp和2.2pp。**消费电子类产品增速回落，**6M19通讯器材增速为5.9%，环比回落0.8pp。**汽车零售大幅提升，**6M19汽车增速为17.2%，环比大幅提升15.1pp。

图30: 社零分地区: 城镇与农村同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

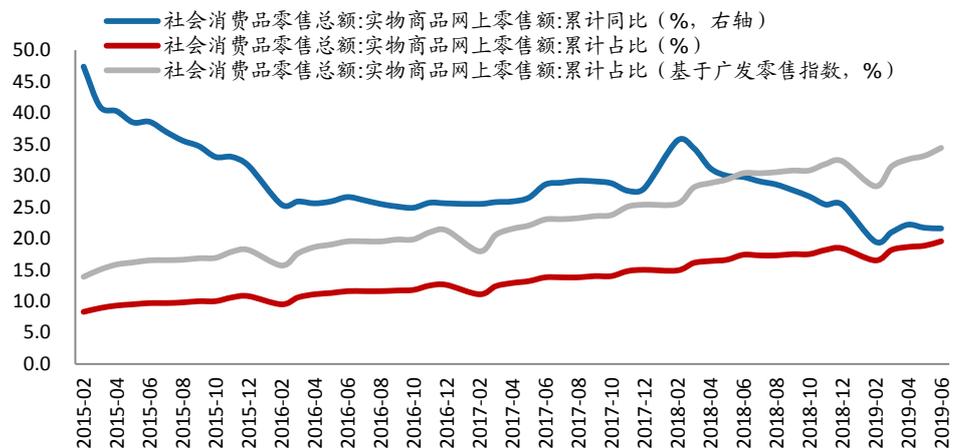
6月电商增速小幅回落, 超市增速领跑线下各业态

1H19全国实物商品网上零售额为3.82万亿元, 同比增长21.6%, 电商渗透率环比提升0.7pp至19.6%。分月度看, 6月份电商零售额为0.78万亿元, 同比增长20%, 增速环比下降1.7pp。若基于广发零售指数, 则6月份电商渗透率达34.4%。分品类来看, “吃、穿、用”的6月份增速分别为29.3%、21.4%和20.9%。超市增速仍然领跑线下各业态, 1H19超市、百货、专业店和专卖店的零售增速分别为7.4%、1.5%、5.3%和3.0%。

通胀压力可控, 关注低估值可选消费的预期修复

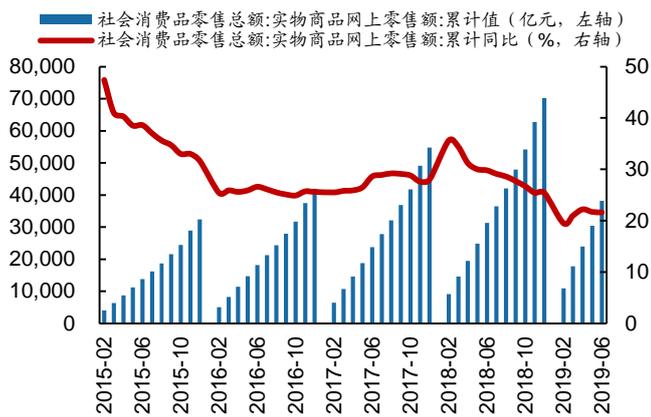
从边际变化来看, 通胀水平或在6月达到全年高峰后逐步回落, 但我们认为超市板块龙头更多享受α估值溢价, 外延扩张加速的永辉超市仍是超市首选; 电商仍然是增速最快的细分业态, 南极电商、珀莱雅、苏宁易购均受益于此; 古法金工艺通过产品逻辑驱动终端销售增长, 全球降息大幕开启通过金价逻辑刺激黄金饰品的销售, 利好周大生、老凤祥。建议关注组合: 苏宁易购、南极电商、永辉超市、周大生、老凤祥。

图32: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比



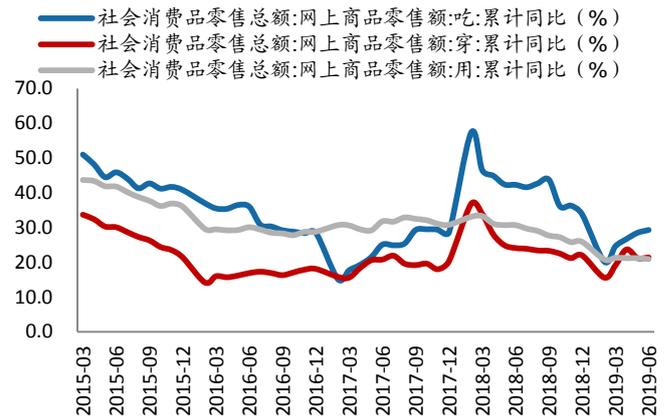
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 实物电商社零与累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表4: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)

	2018年							2019年				
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月	4月	5月	6月
食品粮油	13.0	9.5	10.1	13.6	7.7	10.6	11.3	10.1	11.8	9.3	4.8	9.4
服装鞋帽纺织品	10.0	8.7	7.0	9.0	4.7	5.5	7.4	1.8	6.6	(1.1)	4.1	5.2
化妆品	11.5	7.8	7.8	7.7	6.4	4.4	1.9	8.9	14.4	6.7	16.7	22.5
金银珠宝	7.9	8.2	14.1	11.6	4.7	5.6	2.3	4.4	(1.2)	0.4	4.7	7.8
日用品	15.8	11.3	15.8	17.4	10.2	16.0	16.8	15.9	16.6	12.6	11.4	12.3
家用电器和音像器材	14.3	0.6	4.8	5.7	4.8	12.5	13.9	3.3	15.2	3.2	5.8	7.7
文化办公用品	3.5	1.8	5.4	4.9	(3.3)	(0.4)	(4.0)	8.8	(4.0)	3.6	3.1	6.5
家具类	15.0	11.1	9.5	9.9	9.5	8.0	12.7	0.7	12.8	4.2	6.1	8.3
通讯器材	16.1	9.6	6.4	16.9	7.1	(5.9)	(0.9)	8.2	13.8	2.1	6.7	5.9

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、月度聚焦

(一) 红旗连锁: 西南便利店龙头, 补强短板再扩张

西南连锁便利店龙头, 步步为营稳步扩张

公司背靠成都、辐射四川, 聚焦便利店主业, 以“方便、实惠、放心”为长期经营理念, 2015年以来连续收购红艳、四海、互惠、9010超市等, 保持业务稳健发展趋势, 区域龙头地位不断加强。据连锁经营协会数据, 公司2018年收入规模为72.2亿元, 是我国第三大连锁便利店企业(非石油系), 位列全国连锁百强第51位。同时, 公司与新希望集团、四川银米共同成立新网银行, 把握互联网银行兴起红利, 构建第二利润增长点, 新网银行2018年实现扭亏为盈, 且盈利能力不断优化。

兼具区域领先优势和成长性, 补全供应链强化竞争力

我国二三线城市人均GDP密集跨过1万美元, 便利店处于黄金发展期, 目前我国

前三大便利店品牌均具区域性特征，未来便利店品牌有望开展跨区域整合，集中度将持续提升（据Bloomberg数据显示，2018年我国和日本的CR5分别为37.5%和73.1%）。我们判断红旗连锁将脱颖而出：1）占据成都市半壁江山，区域地位稳固，考虑门店加密和川内发展，成长空间充足；2）引入永辉生鲜供应链和成都百威食品，补强生鲜和餐食品类，叠加诸多增值服务，获客能力和消费者黏性持续加强；3）公司开展智慧零售并强化物流建设，商品统配率和门店配送率不断优化。

盈利预测及投资建议

公司坚持以“商品+服务”构建竞争壁垒，依托线下密集的网点，品牌深入人心。考虑公司的区域领先优势和成长性，叠加新网银行将持续贡献增量收益，预计2019-2021年归母净利润4.01/4.79/5.65亿元，同比增长24.3%/19.4%/18.0%，参考可比零售龙头的估值情况，给予公司19年24xPE，对应合理价值7.08元/股，维持“增持”评级。

风险提示：零售市场竞争持续加剧的风险；门店改造升级不达预期；门店扩张不达预期；供应链整合不达预期。

（二）丸美股份：眼部护理特色鲜明，盈利和营运能力突出

核心观点：

继上海家化、珀莱雅、御家汇，化妆品公司丸美股份即将上市。品牌定位是分析化妆品行业的第一要素，可以拆解为产品领域和价格带两个维度，相同产品的相同价格带的品牌处于互竞关系，专利成分或特色标签则用来构建品牌壁垒。与其他国产化妆品品牌相比，丸美品牌突出眼部护理，定位中高端。周大福“传承”系列最为成功，受益于运营、营销与定价

丸美股份的主要看点：

1) 品牌：差异化布局，主品牌特色鲜明。主品牌丸美占公司收入接近90%，其成功主要得益于明确的品牌定位，领先的产品更迭以及相配套的营销策略；春纪和恋火分别定位“食材养肤”（大众护肤）和“自信时尚”（彩妆），但目前尚在培育期。

2) 渠道：布局广泛且下沉，线上是重要增长引擎。招股说明书显示公司主要借助经销模式进行渠道扩张，线下拥有16555个经销商网点，接近80%分布在三线及以下城市；线上占比41.8%，以经销为主，除天猫&京东旗舰店直营外，通过经销商美妮美雅向京东自营、唯品会等B2C平台供货，减轻了应收账款压力。

3) 产品：以眼部护理为“拳头产品”，单价和毛利率占优。公司在眼部护理领域建立起技术和品牌壁垒，产品价格带覆盖大众端至中高端，品类和功能细化并经历多次迭代更新。与膏霜乳液等面部护肤产品相比，眼部护理产品客单价和毛利率较高，提升公司整体客单价和毛利率。

4) 财务：盈利能力和营运能力突出，现金流状况良好。受益于品牌和品类定位，公司的毛利率高于可比公司；同时公司合理压缩销售费用率及管理费用率，使得公司的净利率水平明显高于可比公司。经销模式下公司采用先款后货的模式，应收账款规模和周转天数明显低于可比公司。公司盈利质量良好，现金流/营业收入在可比上市公司中居首。

盈利预测

预计公司19-21年归母净利润分别为5.0亿、6.1亿、7.3亿元，同比增长20.55%、22.54%、19.26%。假设按上限发行4100万股计算，总股本为4.01亿股，对应19-21年EPS分别为1.25、1.53和1.82元。

风险提示：宏观经济低迷，对可选消费产生重大不利影响；电商增速放缓，线下渠道增速下滑；新品牌、新品类孵化不达预期。

（三）什么值得买：软文配好价，导购平台之形，广告变现之实

电商导购：价格优惠+内容种草，跨平台的中心化流量入口

电商导购具备辅助用户完成网购决策、促成交易的功能。导购平台采用价格折扣、内容营销等方式吸引用户产生购买意愿，后使用跳转等方式将消费者引导至对应电商平台/品牌站点，从中收取交易佣金。2B型导购平台的核心价值是为下游的广告交易平台、广告公司、大型品牌商提供低成本流量来源；当导购平台的佣金率低于广告平台向品牌商收取的营销佣金率时，广告平台将有意愿采购导购流量赚取价差，商业模式成立。

2015年后国内电商格局趋稳，CR3高达87%，阿里等头部平台流量优势明显；导购跨平台比价价值降低，龙头公司逐渐向内容驱动转型。从APP月活数据观察，返利网等价格驱动型网站用户增长趋缓，小红书、识货等内容型平台则快速崛起。往后看。综合电商与导购网站争夺流量、产生功能重叠，消费场景多元化，消费入口去中心化等行业趋势都导购网站带来新机遇与挑战，导购生意仍处于商业模式迭代期。

什么值得买：内容营销配好价，佣金+广告实现流量变现

流量的聚集：价格+内容并举，UGC提高产出，PGC保持调性。值得买“好价”主打编辑精选后的优惠信息，“好物”与“好文”则通过图文视频形式的产品测评、深度介绍实现用户种草。PGC生产专业性较强的内容，保持平台调性，由于人工成本占比大，规模效应较弱；UGC、BGC具备较强的平台特征，用户与商家天然相互吸引，2018年UGC/BGC占优惠信息收入的68%/12%，处上升通道。

流量的变现：销售佣金+展示广告，双轮驱动。根据招股书披露，佣金类业务中2018年值得买确认GMV达102.1亿元，同比增长66.5%，大幅高于同期电商龙头的GMV增速，叠加前十大客户综合佣金率提升，两因素共同推高销售佣金收入。2018年广告展示的总收入占比达60.4%，成为收入的最主要来源；广告收入的增长受益三方面：1) 价格提升：2018年广告位综合均价2.40万元/天（2016-2017为1.6/2.4万元/天）；2) 出租率逐年提升：主要广告位的售出比例约为30%/40%/42%，提高站点利用率；3) 广告位扩容：APP信息流、通栏广告位个数增加。

风险提示：电商及其他导购平台对流量的争夺加剧，获客成本上扬；下游客户集中度高，客户在产业链中议价权较强，核心客户的经营策略变动或引起值得买收入的大幅波动；消费偏好变化，既有导购形式对用户吸引力下降。

(四) 存量突围系列之二：自有品牌——制造型零售的未来

自有品牌：从渠道型零售走向制造型零售

自有品牌的本质是产品的定价权、设计生产主导权从品牌方、制造方转移到渠道方，缩短供应链，带来商品在性价比方向的改进。自有品牌建设需要一定的内外条件：渠道集中度决定进入能力，商品加价率决定进入动机，技术壁垒决定进入难度，消费习惯决定进入时点；高加价倍率、低进入难度的类目是最为理想的选择。

从海外龙头看自有品牌的两类性价比逻辑

Walmart、Costco与ALDI的自有品牌致力于较纯粹的性价比，在既定毛利率下尽可能降低终端产品售价、扩大销量。纯性价比路线的自有品牌战略中，高自有品牌占比与精简SKU相辅相成，并伴随快周转的财务表现。7-Eleven、Trader Joe's、Kroger等具备强研发能力的公司则致力于开发价格带更加宽泛的独家产品线，在坚持性价比的同时满足不同用户差异化消费需求。宽价格带战略有赖于对顾客需求的精准把握，亦需要足够的前端销量支撑开发成本与专属工厂产能，形成供应资源的壁垒。

中国的泛自有品牌：渠道规则颠覆者的突围之道

电商拥有更好的前端流量优势和流通效率，是推广自有品牌的天然条件。精品电商是线上渠道发展自有品牌的一种演进形态，代表着性价比主导的品质化&精选化大众消费升级。拼多多则是更低价格维度的性价比改进，秉持“低价够用”原则，为4亿用户建立更有效率的工厂直连途径。线下自有品牌发展路径或与欧美经验更相近，生鲜食品等非标类别是吸引客流、提高成交转化的重要抓手。

投资建议：“渠道为王”的新思考

行业存量时代的突围之道在于差异化能力的构建。付费会员通过前端的用户筛选构建差异化的内容组合，自有品牌则重构后端供应链。建议关注：1) 以自有品牌/工厂品牌重塑性价比，精准定位“大众消费”的制造型零售。拼多多、小米有品等新渠道、新产品逻辑或对已有格局产生较大冲击。2) 积极向制造转型、充分布局工厂资源/生鲜基地的领先零售商。以永辉超市、家家悦、苏宁易购等为代表，率先转变思路、适度聚焦的领先零售商有望借自有品牌放大自身的效率/商品差异化优势。3) 重视以南极电商为代表的服务商。渠道商对上游的整合涉及生产组织、组货管理、消费者运营等诸多环节，对淘宝、拼多多等平台型电商而言，向上游整合过程中并非必然走向自营化过程（需要重塑自身平台定位和专业供应链建设），高效整合供应链、赚取合理利润率的服务商重要性有望凸显。

风险提示：用户需求把握能力弱，产品缺乏竞争力；质控缺失损伤渠道品牌；终端销量不足无法形成成本优势；供应链建设早期投入大、产品培育时间长；无法对上游供应商形成有力控制；宏观经济波动导致终端需求变化。

风险提示

- 1.宏观经济下行影响终端消费需求，可选消费景气度持续下行；
- 2.资金、人才、技术等瓶颈，制约传统企业的变革；
- 3.人工租金成本上涨，电商持续分流持续，实体零售持续承压；
- 4.电商集中度持续提升，线上竞争加剧；
- 5.资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩。

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：资深分析师，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。