

2019年07月03日

市场加速增长，品牌百花齐放

——化妆品行业趋势更新研究

姓名：瞿猛（分析师）

邮箱：zimeng@gtjas.com

电话：021-38676442

证书编号：S0880513120002

姓名：彭瑛（分析师）

邮箱：pengying017839@gtjas.com

电话：021-38674933

证书编号：S0880116100160

姓名：陈彦辛（分析师）

邮箱：chenyanxin@gtjas.com

电话：021-38676430

证书编号：S0880517070001



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

目录 | CONTENTS

- 01 行业趋势：市场加速增长，品牌百花齐放
- 02 同业对比：错位竞争，效率提升
- 03 珀莱雅：大众护肤经典，渠道和品牌变革助腾飞
- 04 丸美股份：眼部护理轻奢美妆，多维拓展潜力凸显
- 05 上海家化：日化龙头重回正轨，佰草集调整初现成效
- 06 投资建议



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 责任 亲和 专业 创新

投资要点（行业评级：增持）

01

行业趋势&同业对比：市场加速增长，品牌百花齐放

2018年国内化妆品行业规模突破4105亿元，增速进一步提升至12.3%。2018年，中国人均化妆品消费额45美元，美国、日本和韩国的人均化妆品消费额分别是中国的6.7x、6.1x和5.8x。上海家化营收规模领先，但珀莱雅和丸美股份的盈利能力和营运能力更优。

02

珀莱雅：大众护肤经典，渠道和品牌变革助腾飞

珀莱雅历经十五年发展，从渠道驱动-营销驱动-蓄力上市走向品牌升级。近年来，**电商渠道强势发力，收入占比从2014年的16%提升至2018年的44%，2018年线上收入增长60%，未来有望维持中高速增长。子品牌优资莱、韩雅等全面升级、有望激发成长潜力。**

03

丸美股份：眼部护理轻奢美妆，多维拓展潜力凸显

主品牌丸美以眼部护理为特色，品牌定位轻奢优雅，近年来新增大众护肤子品牌春纪与轻奢彩妆子品牌恋火。电商渠道高速增长，电商收入占比从2014年的17.4%提高至2018年的41.8%，**其中经销电商和直营电商收入占比为30%和12%，未来直营电商仍有提升潜力。**

04

上海家化：日化龙头重回正轨，佰草集调整初现成效

2016年底，新任董事长张东方上任带领内部经营管理重回正轨，2017年上海家化再度重回品牌优先发展战略，**2017年-2018年六神、美加净等品牌年轻化效果凸显，重回两位数高增长，另一核心品牌佰草集为2019年战略调整的重要方向，调整效果有望逐步显现。**

05

投资建议

化妆品行业加速增长，品牌呈现百花齐放，国货品牌迎来黄金时代。**建议增持：珀莱雅，上海家化，受益标的：丸美股份。**

01

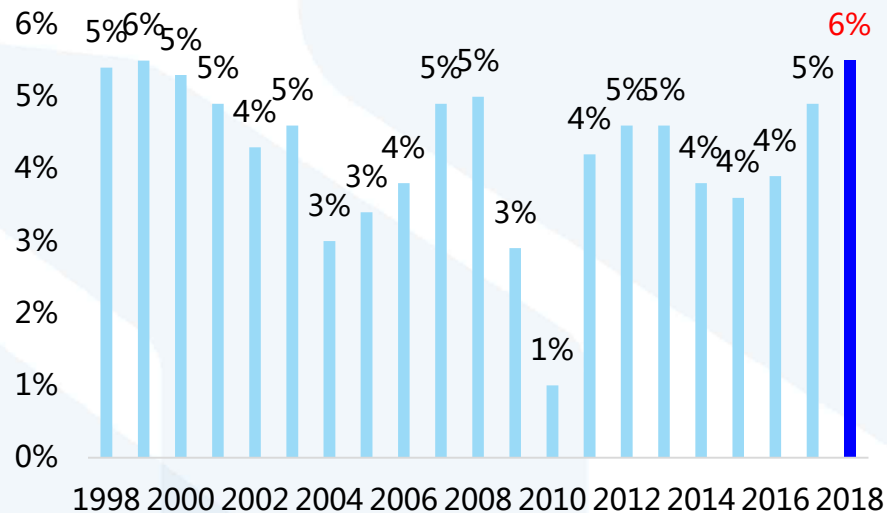
行业趋势：市场加速增长，品牌百花齐放

01

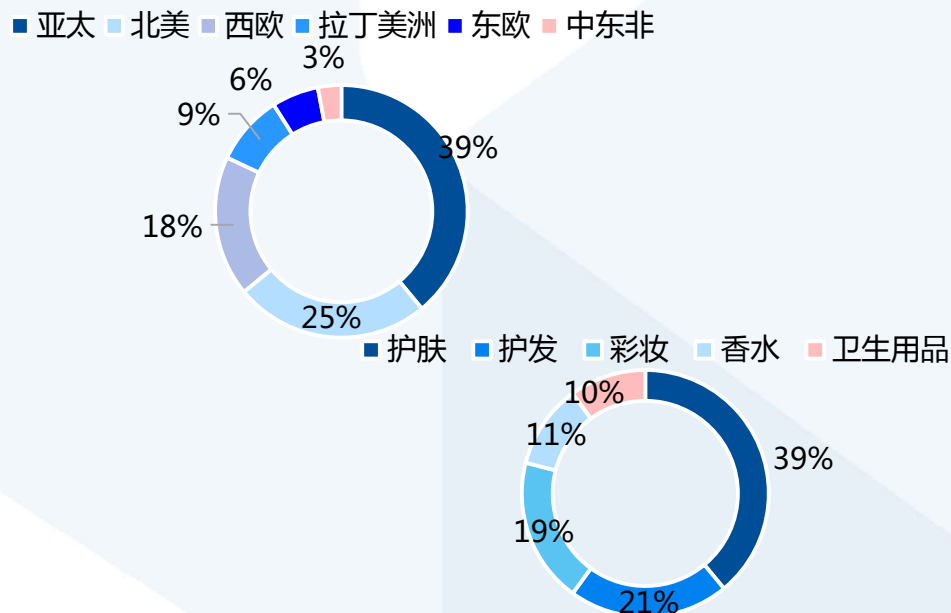
全球化妆品市场规模超2100亿欧元，具有明显的抗周期性

- 全球化妆品行业具有抗周期性。2018年全球化妆品市场规模超2100亿欧元，连续20年正增长。分区域来看，亚太为全球最大市场，占比39%。分品类看，护肤品类占比最高，占比39%。

图：1998-2018年全球化妆品市场维持20年正增长



图：亚太是全球最大市场，护肤市场最大



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

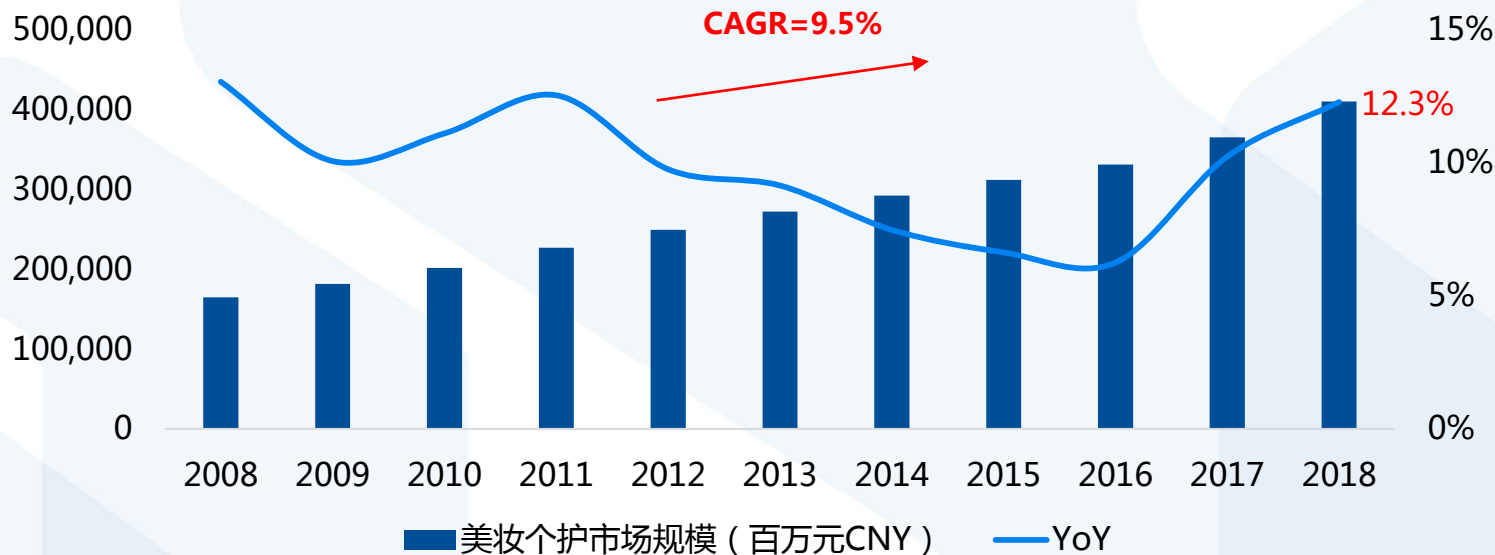
诚信·责任·亲和·专业·创新

资料来源：彭博，国泰君安证券研究

请参阅附注免责声明

- 国内化妆品行业蓬勃发展，市场规模突破4105亿元。2008年-2018年，化妆品行业复合增速达9.5%，2018年市场规模突破4105亿元，增速进一步提升至12.3%。根据欧睿咨询预测，2019年-2023年，我国化妆品行业将维持8.3%的复合增速。

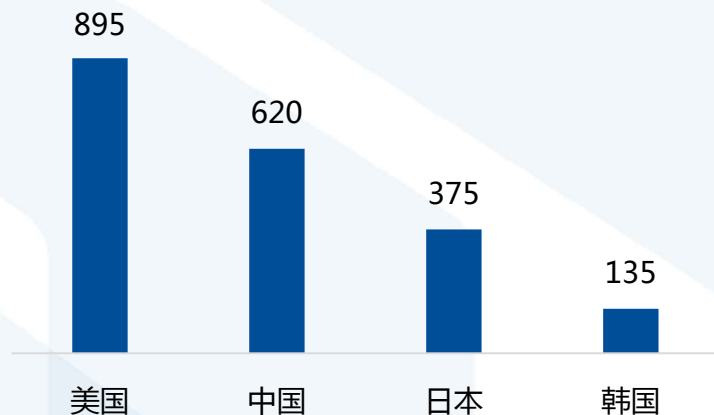
图：我国化妆品行业蓬勃发展



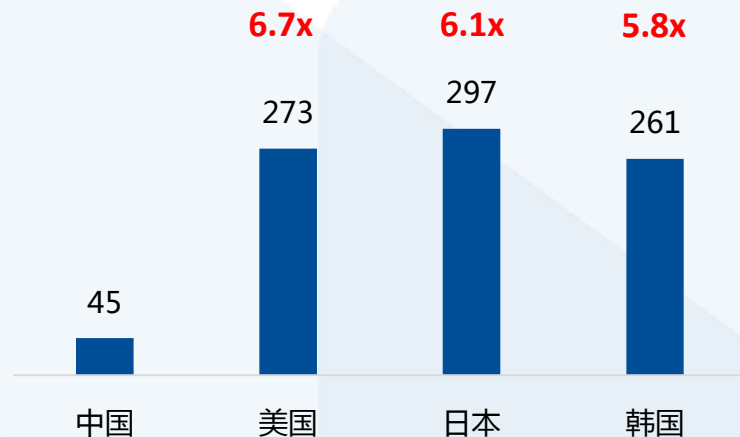
01 国内化妆品人均消费额偏低，仍有巨大发展空间

- **中国化妆品行业市场规模位居世界第二。**根据欧睿咨询统计，2018年美国、中国、日本、韩国化妆品行业市场规模分别为895、620、375、133亿美元。
- **中国人均化妆品消费额偏低。**2018年，中国人均化妆品消费额仅为45美元，美国、日本和韩国的人均化妆品消费额分别是中国的6.7x、6.1x和5.8x，化妆品行业发展空间巨大。

图：2018年各国化妆品市场规模（亿美元）

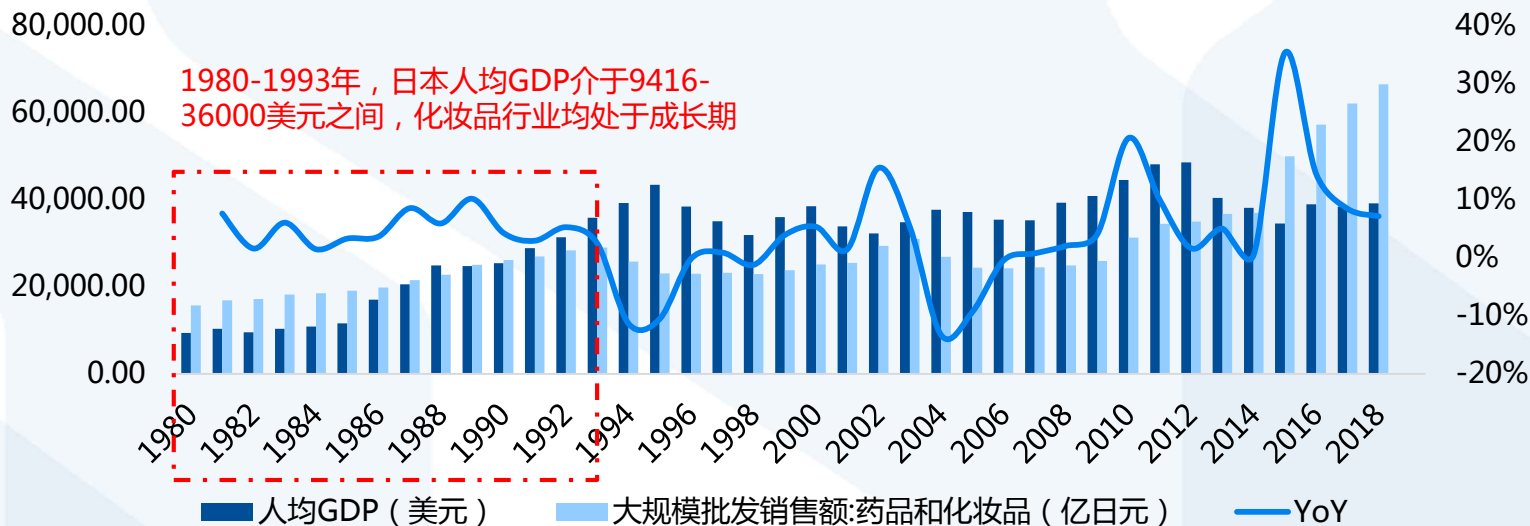


图：2018年各国人均化妆品消费额对比（美元）



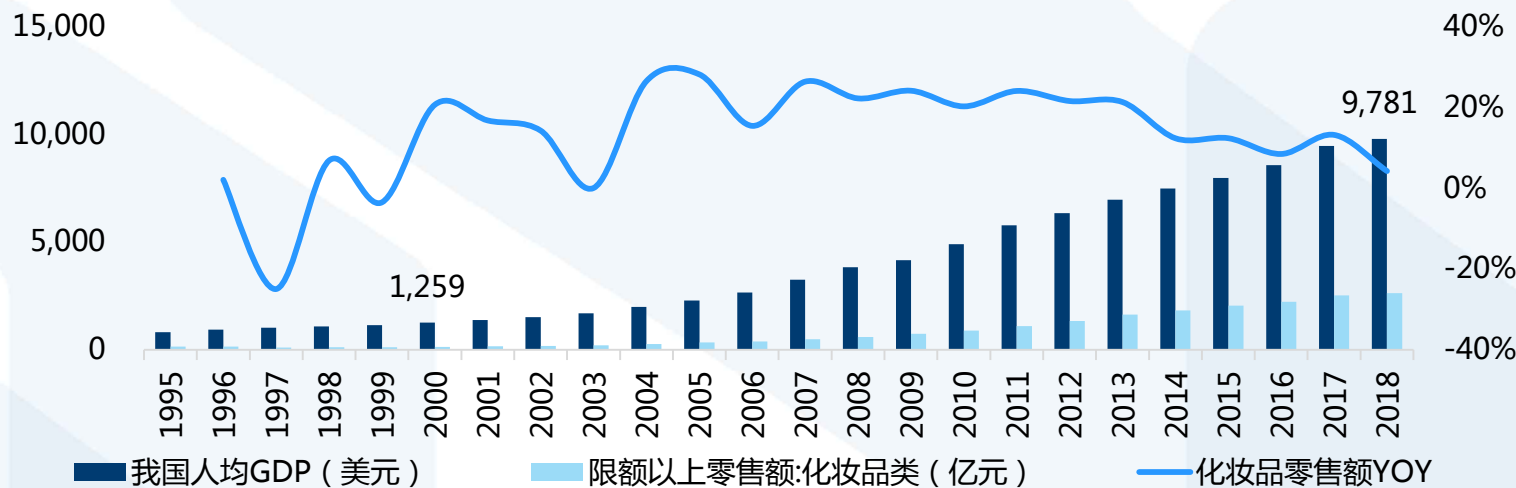
- 日本化妆品行业维持13年以上持续增长，穿越周期。根据日本经验，1980-1993年日本经济整体平稳增长，期间也曾出现波动，人均GDP从9416美元提升至35867美元，期间化妆品消费连续13年正增长。90年代中后期，日本经济滞胀，化妆品消费才出现短期萎缩，随后又呈现逆势回升。

图：1980-1993年，日本化妆品行业处于需求驱动的成长期



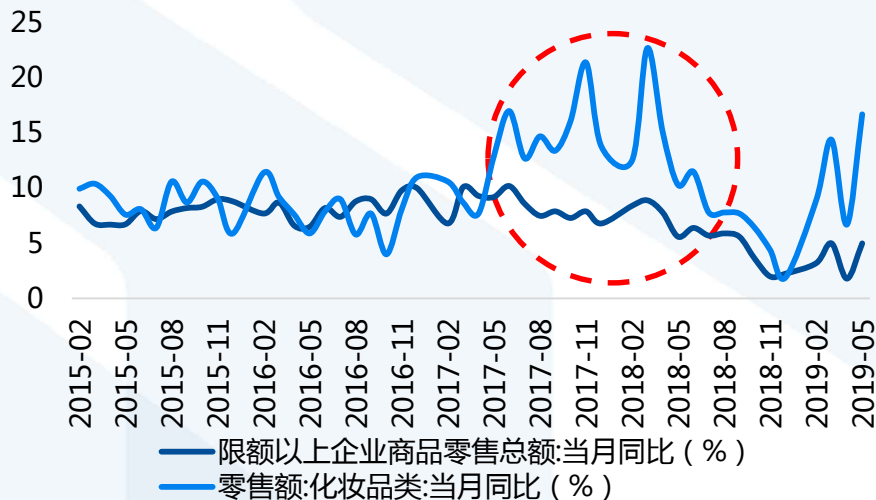
- **化妆品限额以上零售额近10年复合增速18%**。2000年国内人均GDP首次突破1200美元后，化妆品行业进入快速成长期，2018年化妆品限额以上零售额达2618亿元，近十年复合增速18%。
- 2018年中国人均GDP为9781美元，**略高于日本1982年的发展水平**，参考日本经验，随着我国经济持续增长和居民消费水平提升，**化妆品消费有望迎来黄金时代**。

图：国内化妆品行业从2000年开始进入成长期，化妆品迎来黄金时代



- 国内化妆品消费持续回暖，化妆品是国内商品市场最大亮点：限额以上化妆品增速自2017年起持续回暖，2017年累计同比增长12.7%，仅2018Q4受总体经济环境影响承压，2018年累计同比增长9.7%。2019年增速有所回升，1-5月累计同比增长15%。2019年5月，50家化妆品零售额同比增长15%，同比提升10.6pct，50家大型商业企业近几年扩张门店很少，基本代表同店增速，足以体现行业复苏力度。

图：2017年化妆品限额增速触底反弹



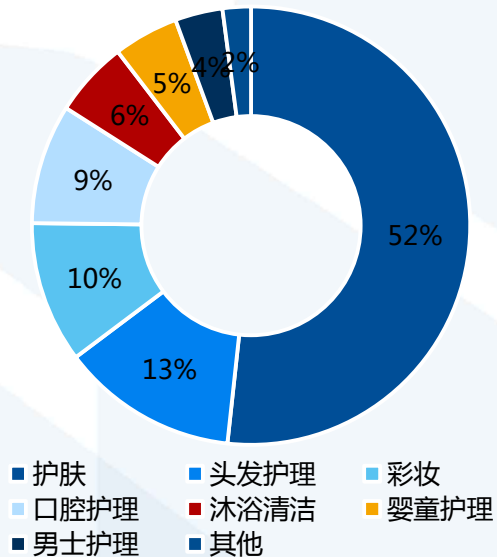
图：2018年以来50家化妆品零售额持续回暖



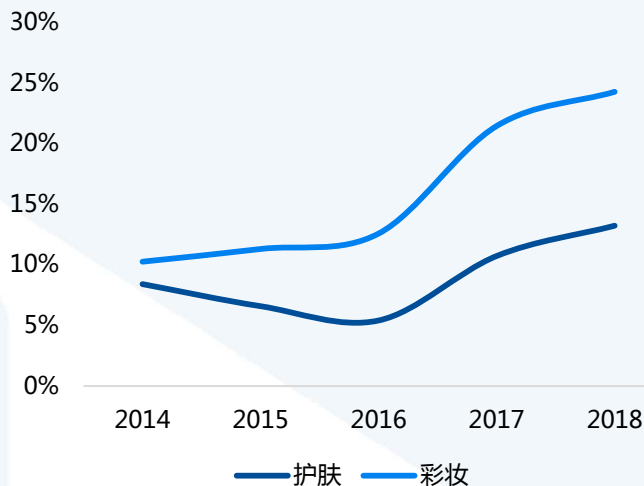
01 趋势1：护肤和彩妆品类加速增长，高端线增长更为强劲

2018年，国内护肤品市场空间达2122亿元，占比52%，仍是第一大品类。护肤和彩妆品类分别增长13%和24%，增速均有所提升。2018年美妆个护行业高端、中高端和大众线规模分别增长28%、29%和7%，但大众线市占率68%仍占据主要市场。

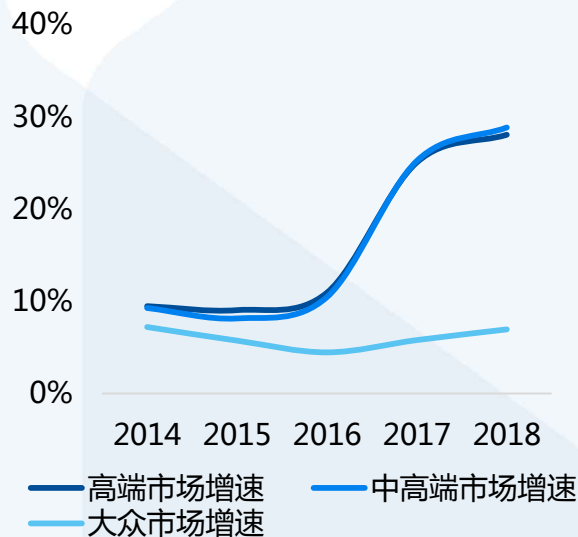
图：护肤仍是第一大品类



图：护肤和彩妆品类加速增长



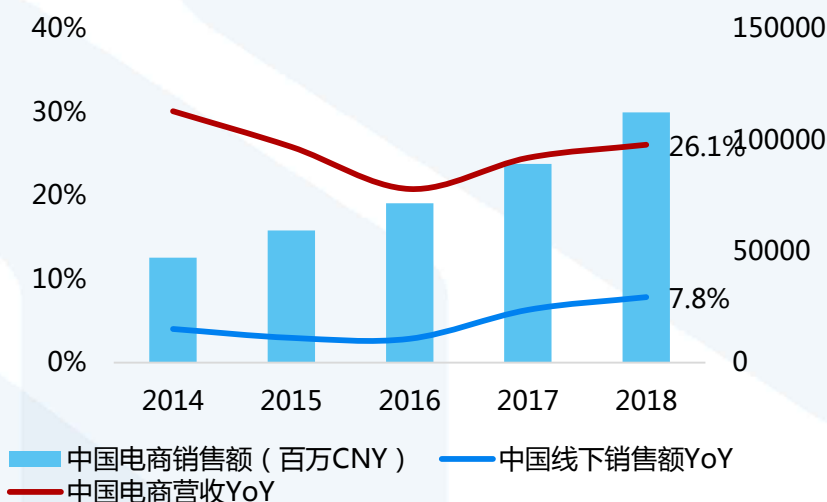
图：高端市场增长强劲



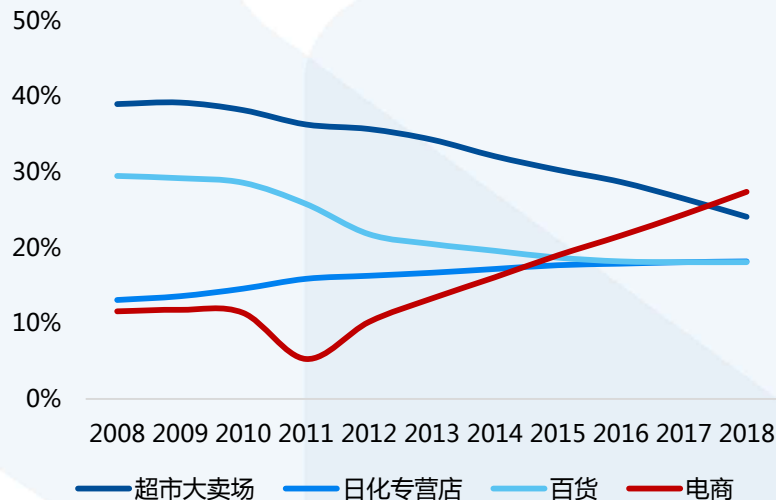
趋势2：电商渠道增长迅猛，成为美妆销售第一大渠道

- **电商渠道增长迅猛，渗透率已经超越超市和百货渠道。**2014-2018年间我国化妆品电商渠道销售额从471.2亿元增长到1124.7亿元，复合增速高达24.3%，线下复合增速仅为5%。2018年电商渠道销售额继续增长26%，远高于线下8%的增速。2018年中国化妆品线上渗透率达到27.4%，已经超过超市渠道成为占比最高的渠道。

图：电商渠道收入增速远超高于线下



图：分渠道销售额占比情况



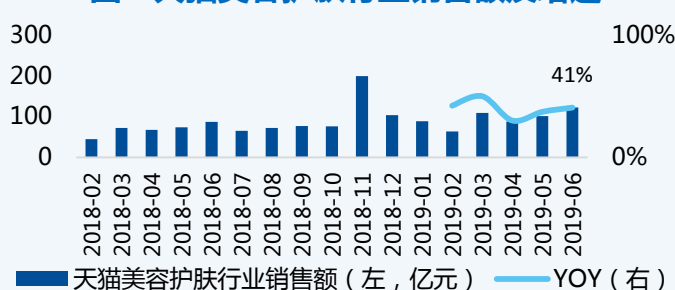
01 趋势2：电商渠道增长迅猛，天猫美妆增长强劲

行业概况：2019年1-6月天猫美容护肤行业销售额同比增长40%，维持快速增长。

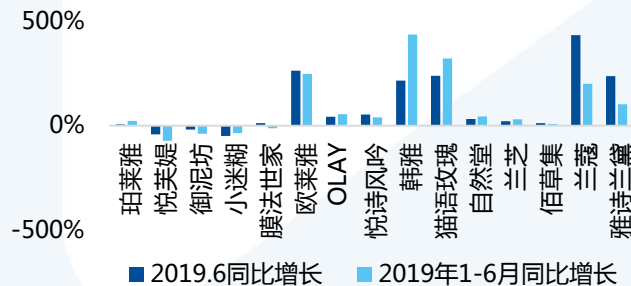
大众品牌：淘数据显示6月大众品牌增长分化，**欧莱雅领涨，GMV+264%**；**珀莱雅主品牌GMV+7%**（我们预计实际增长30%+），子品牌**韩雅和猫语玫瑰分别增长217%和240%**。

高端品牌：淘数据显示**兰蔻和雅诗兰黛继续领涨高端线，6月GMV分别增长435%和239%**；**佰草集维持正增长，6月GMV增长13%**。

图：天猫美容护肤行业销售额及增速



图：分品牌天猫旗舰店GMV同比增速

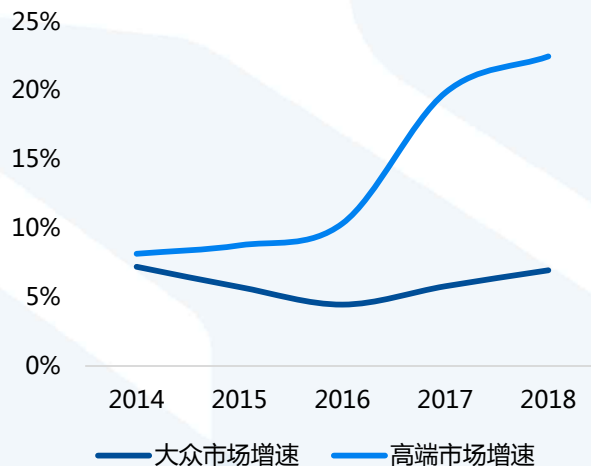


表：分品牌天猫旗舰店GMV月度同比增速

同比增速	2019.1	2019.2	2019.3	2019.4	2019.5	2019.6	2018.6	2019.1-6	2018.1-6
珀莱雅	135%	98%	22%	9%	0%	7%	215%	24%	139%
韩雅		2266%	299%	596%	297%	217%		439%	
猫语玫瑰				1450%	42%	240%		323%	
悦芙媞	-58%	-64%	-79%	-87%	-66%	-41%	124%	-71%	255%
御泥坊	-21%	-18%	-60%	-51%	-49%	-18%	51%	-38%	32%
小迷糊	-28%	105%	-44%	-24%	-50%	-48%	711%	-35%	322%
膜法世家	-34%	35%	-35%	-22%	-30%	13%	14%	-12%	10%
欧莱雅	184%	222%	194%	318%	311%	264%	65%	249%	41%
OLAY	15%	85%	62%	65%	73%	44%	239%	56%	190%
悦诗风吟	68%	14%	20%	32%	30%	55%	28%	40%	19%
兰芝	37%	41%	0%	38%	59%	22%	18%	31%	-2%
佰草集	-15%	109%	23%	-46%	48%	13%	-2%	8%	-17%
兰蔻	234%	102%	100%	43%	243%	435%	1%	201%	52%
雅诗兰黛	180%	79%	63%	59%	54%	239%	-26%	104%	72%

- 国际品牌继续抢占高端市场，本土品牌坚守大众市场优势。从护肤品类看，2018年高端线和大众线分别增长22.5%和7%。高端线Top10品牌中有9个是国际品牌，合计市占率13.5%；而在大众线Top10品牌中有6个国货品牌，合计市占率15.7%。

图：高端市场增长更为强劲



图：国际品牌加速抢占高端市场

品牌市占率	2016	2017	2018
兰蔻	2.1%	2.5%	3.0%
雅诗兰黛	2.0%	2.4%	2.9%
萃雅	2.1%	2.1%	2.0%
SK-II	0.8%	1.1%	1.6%
雅姿	1.8%	1.5%	1.3%
迪奥	0.9%	1.0%	1.1%
资生堂	0.7%	0.8%	1.0%
雅漾	1.0%	1.0%	0.9%
后	0.7%	0.7%	0.8%
海蓝之谜	0.5%	0.6%	0.8%

图：本土品牌坚守大众市场优势

品牌市占率	2016	2017	2018
百雀羚	4.0%	4.4%	4.5%
巴黎欧莱雅	4.7%	4.2%	4.1%
自然堂	2.8%	3.4%	3.4%
玉兰油	3.3%	2.9%	3.1%
韩束	2.7%	2.6%	2.3%
一叶子	1.3%	2.0%	2.1%
珀莱雅	1.9%	1.8%	1.9%
妮维雅	1.9%	1.7%	1.6%
悦诗风吟	1.4%	1.5%	1.6%
韩后	1.3%	1.6%	1.4%

- 本土新锐品牌崛起，功能性产品大受追捧。HFP、完美日记等新锐品牌凭借社交媒体和内容营销吸引了大量年轻用户，根据聚美丽统计淘宝全网TOP50品牌中新锐品牌销量占比达到20%左右，已经超过国货大牌。从产品角度看，化学原料护肤成分讨论热度提升，功能性产品大受追捧。

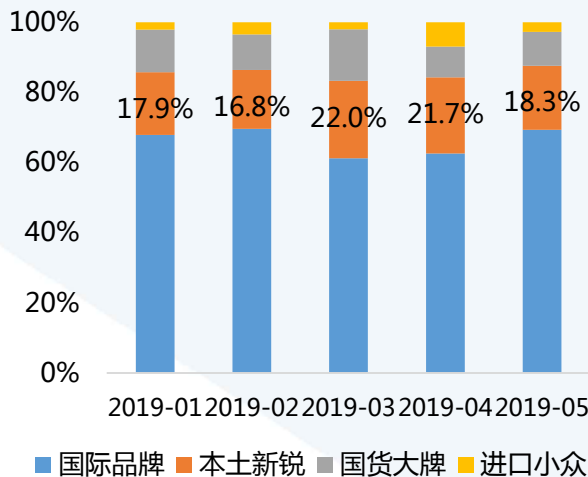
图：HFP、完美日记擅长社交营销



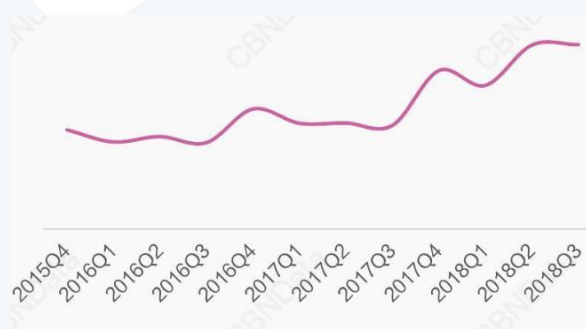
国产HFP烟酰胺有多神奇，最平价的美白神器？该种草吗~



图：T50品牌销量占比

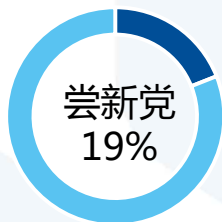


图：线上护肤品原液消费趋势

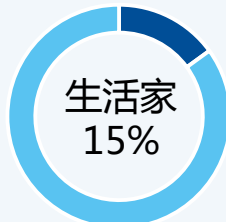


01 国妆趋势1：六大客群特色鲜明，构成庞大消费市场

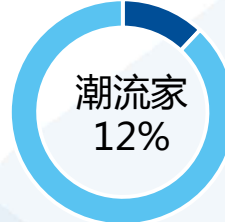
美妆知识： 国货偏好：
年纪较轻，没有生活负担，学生居多；
经常尝试新品，因而也会购买国货



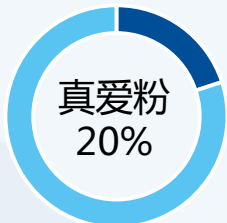
美妆知识： 国货偏好：
年龄分布平均，中等生活水平；
看重高端品牌，但会因性价比选择国货



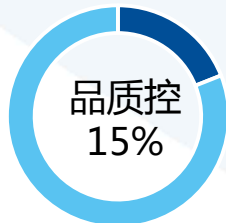
美妆知识： 国货偏好：
年纪较轻，收入高无负担，一线城市；
为了追赶国潮而选择国货



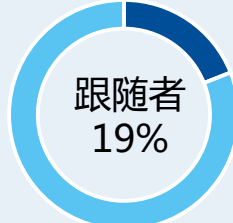
美妆知识： 国货偏好：
70后居多，中低收入，低线城市；
出于对传统的延续而选择国货



美妆知识： 国货偏好：
轻熟龄，中低收入，低线城市；
因为国货品质满足需求而选择国货

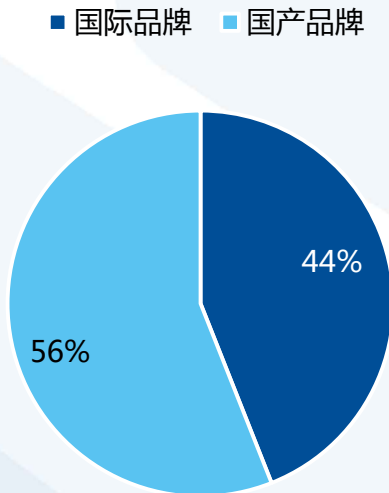


美妆知识： 国货偏好：
低生活有生活负担，低线城市；
无特定需求，身边人用什么就买什么



- 根据凯度咨询统计，国产美妆品牌占据美妆市场56%的份额。大部分消费者对国货美妆产品持欢迎态度，42%的消费者国货品牌有偏向，近九成消费者表示未来会再次购买国货美妆，消费者选择国货的前三大原因为效果/品质、性价比和口碑/推荐。

图：国产品牌和国际品牌市场份额占比



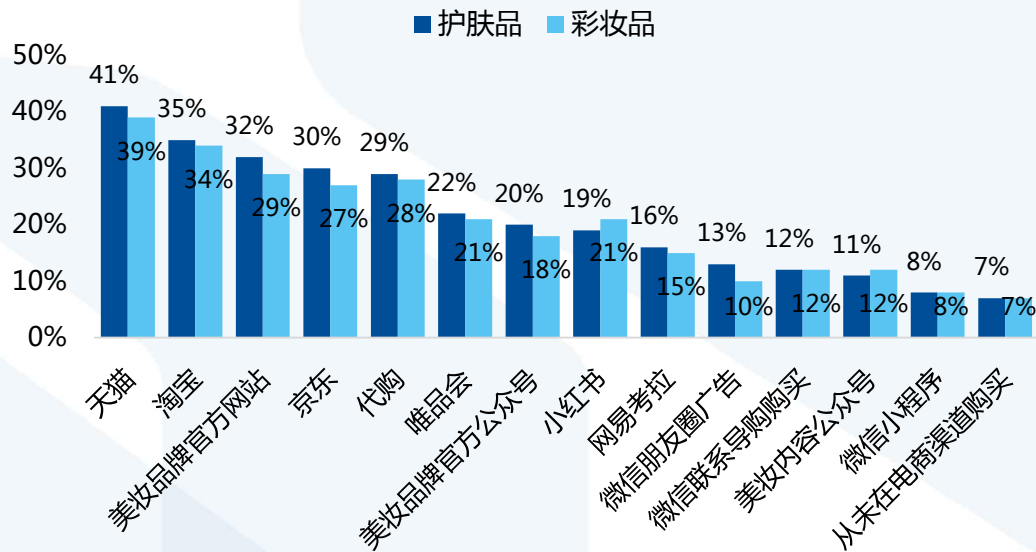
图：消费者选择国货美妆原因



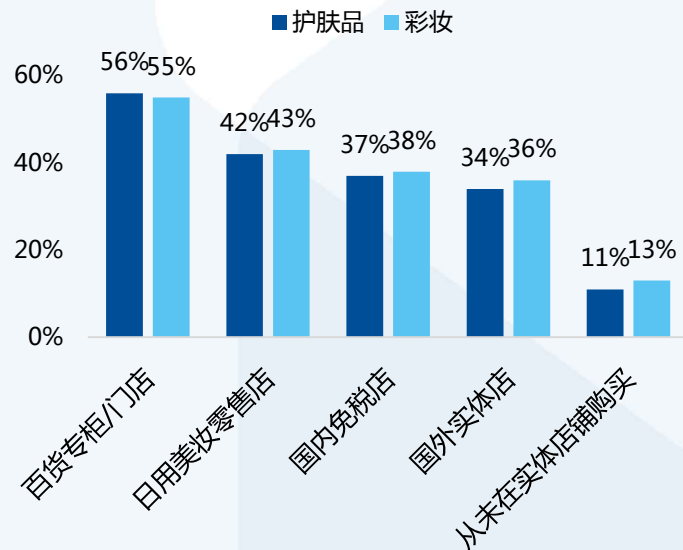
		潮流学生族（20%）	精打细算上班族（21%）	爱美血拼族（34%）	基础保养族（25%）
人口信息	年龄	18-22岁	26-55岁	26-40岁	26-40岁
	城市	三四线居多	二三线居多	一三线，一线最多	一二三线城市
	学历	高中、大学本科	大学本科/专科	大学本科/专科硕士及以上	大学本科
	职业	学生	普通职员	企业管理者、普通职员	企业管理者、普通职员
购买产品	护肤	单价较低的护肤品，如爽肤水、面膜、乳液面霜、洗面奶	精华、乳液面霜、爽肤水	精华、乳液面霜、爽肤水	精华、爽肤水、乳液面霜
	彩妆	口红	口红，且4组人群中购买最多，眼妆4组人群中购买最少	口红、底妆，眼妆4组人群中购买最多	很少购买
平均年美妆消费支出	护肤	约1300元	约2300元	约2700元	约2400元
	彩妆	约1100元	约800元	约2400元	少购买
购买渠道	线上	淘宝、天猫、百货专柜	主要在线上购买：天猫、淘宝、代购、京东	美妆品牌官网、天猫、京东、代购、品牌官方公众号	天猫、美妆品牌官网、京东、淘宝
	线下	线上线下渠道购买平均日用美妆零售店	--	主要在线下购买，百货专柜、国内免税店、国外店铺为4组人群中最多	主要在线下购买，百货专柜、日用美妆零售店
购物决策风格		价格取向，经常尝试新品牌，花在购物时间长，容易受他人影响购物决策	价格取向，知道如何在众多美妆商品信息获取需要的资讯	品牌取向，品牌忠诚高，品质取向，花在购物时间长	品牌取向，决策时间短，品牌忠诚高，少主动了解美妆信息

- 消费者购买高端美妆的渠道线上以天猫占比最高，其次为淘宝，美妆品牌官方网站排名第3；线下仍以百货专柜占比最高，日用美妆零售店和国内免税店分列第二第三位。

图：线上购买护肤品/彩妆品的渠道



图：线下购买护肤品/彩妆品的渠道



02

同业对比：错位竞争，效率提升



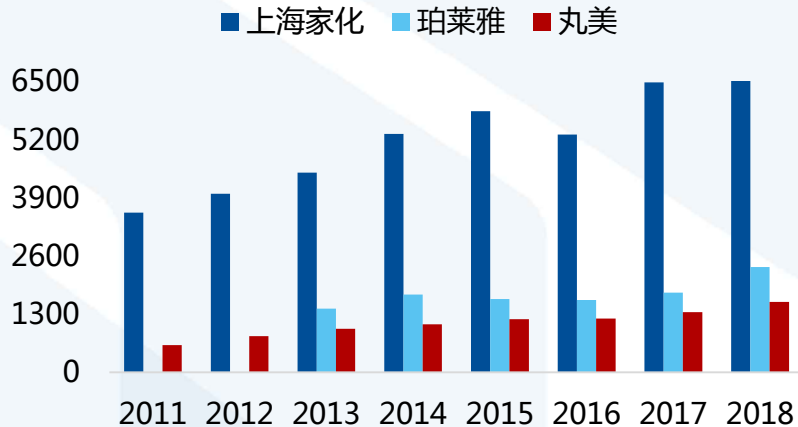
表：国货品牌信息梳理

公司名称	成立时间	旗下品牌	品类	定位	产品定价	终端网点	营收体量	毛利率
上海家化	2001	佰草集、六神、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹等	护肤、洗护、家居护理	差异化定位	70-1280元/件	超过30万个	71.38亿	62.8%
丸美	2002	丸美、春纪、恋火	护肤、彩妆	中高端	50-550元/件	超过1.6万个	15.76亿	68.3%
珀莱雅	2006	珀莱雅、优资莱、韩雅、悠雅、猫语玫瑰等	护肤、彩妆	中端	60-300元/件	超过1.3万个	23.61亿	64.0%
上海上美	2002	韩束、一叶子、吾尊、索薇娅、红色小象、韩粉世家等	护肤、彩妆、母婴护理、个人清洁	中端	40-300元/件	接近8万个	56.3亿(e)	-
百雀羚	2000	百雀羚、三生花等	护肤、彩妆、洗护发、个人清洁等	中端	50-250元/件	约2万个	53.8亿(e)	-
伽蓝	2001	自然堂、美素、植物智慧、医婷等	护肤、彩妆、个人清洁与护理品	差异化定位	30-580元/件	超过2.38万个	51.8亿(e)	-
拉芳家化	2001	拉芳、雨洁、美多丝、缤纯、圣峰等	洗护、香皂	差异化定位	20-130元/瓶	超过2万个	9.64亿	60.4%

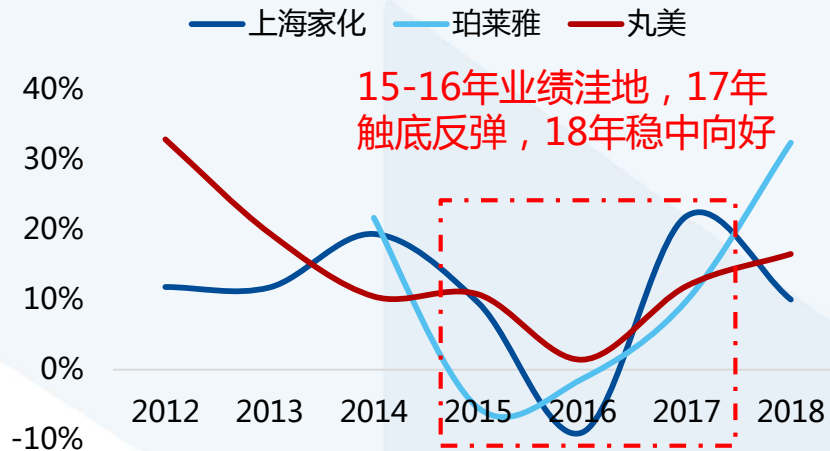
收入规模：上海家化规模领先，业绩同步触底回升

2015-2016年为行业洼地，2017年开始龙头企业业绩触底回升，2018年稳中向好。2018年上海家化、珀莱雅、丸美分别实现营收71.38亿元（+10.0%）、23.61亿元（+32.4%）和15.76亿元（+16.5%），维持回升趋势。2016-2018年三家公司营收复合增速分别为16%、21%和14%。

图：营收规模对比（百万元）



图：营收增速对比



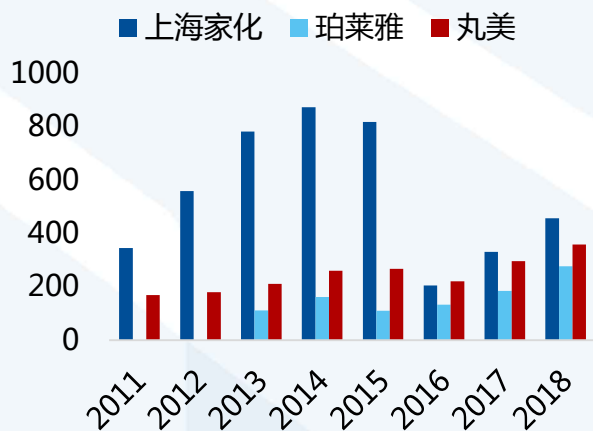
15-16年业绩洼地，17年触底反弹，18年稳中向好

请参阅附注免责声明

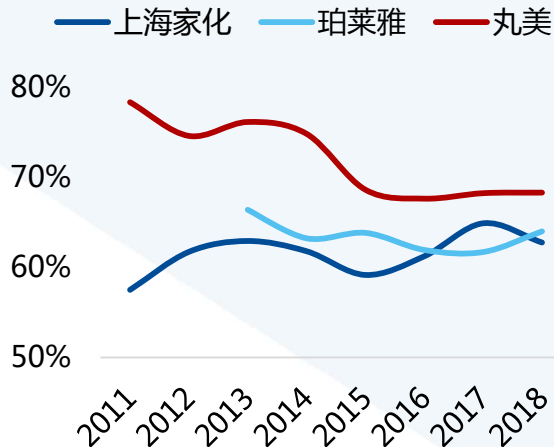
02 盈利能力：毛利率趋近，丸美和珀莱雅净利率较高

净利率同步提升，但丸美和珀莱雅盈利能力优于上海家化。2018年上海家化、珀莱雅、丸美分别实现扣非归母净利润**4.57亿元（+37.8%）**、**2.78亿元（+50.0%）**和**3.58亿元（+20.9%）**，均呈现回升之势。2018年上海家化、珀莱雅、丸美的毛利率分别为**62.79%**、**64.03%**和**68.34%**，净利率分别为**7.57%**、**12.14%**和**26.15%**，净利率主要受产品结构、品牌定位、运营效率等因素综合影响。

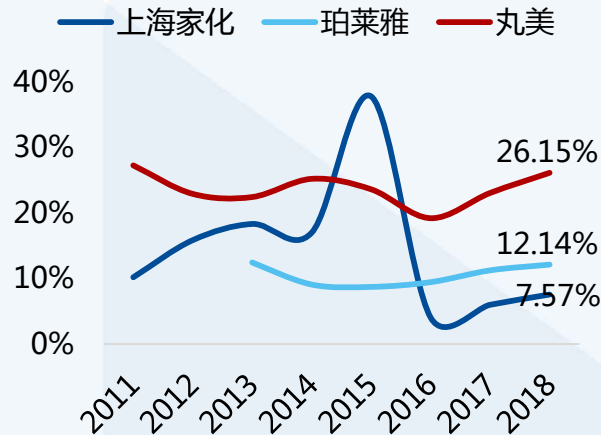
图：扣非净利润对比（百万元）



图：毛利率对比



图：净利率对比



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新

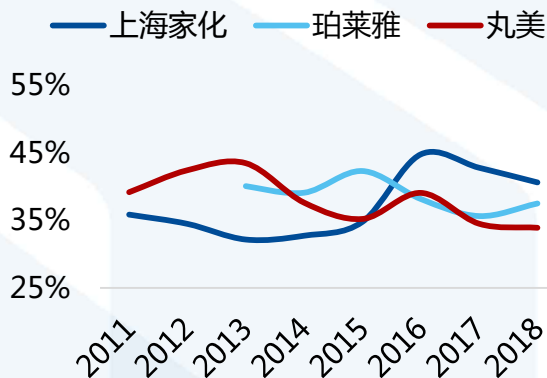
请参阅附注免责声明

23

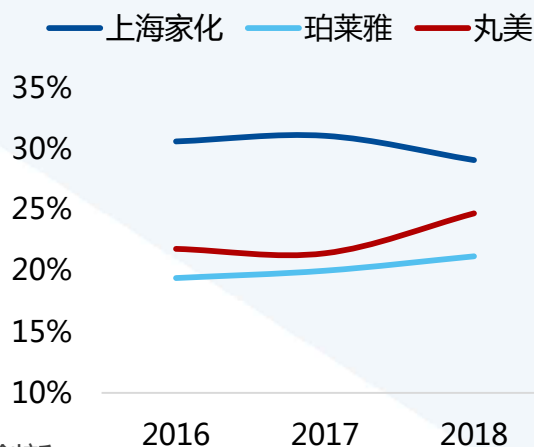
费用水平：费用率均有优化，上海家化薪酬水平较高

从销售费用率比较来看，**2018年上海家化、珀莱雅、丸美的销售费用率分别为40.7%、37.5%和33.9%**，丸美较低主要系公司销售员工数量仅321人，远少于上海家化和珀莱雅，因此其销售职工薪酬费用率仅为3.01%，低于上海家化和珀莱雅的6.1%和9.2%。从管理费用率比较来看，**2018年上海家化、珀莱雅、丸美的管理费用率分别为12.4%、5.3%和4.6%**，上海家化最高主要系其管理员工人均薪酬104.8万元/年，远高于珀莱雅的21.5万元/年和丸美的16.5万元/年。

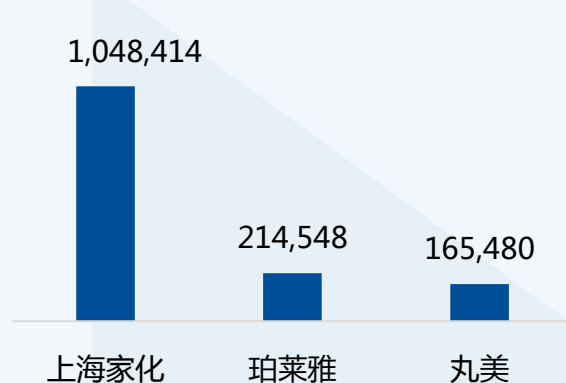
图：销售费用率对比



图：管理费用率对比



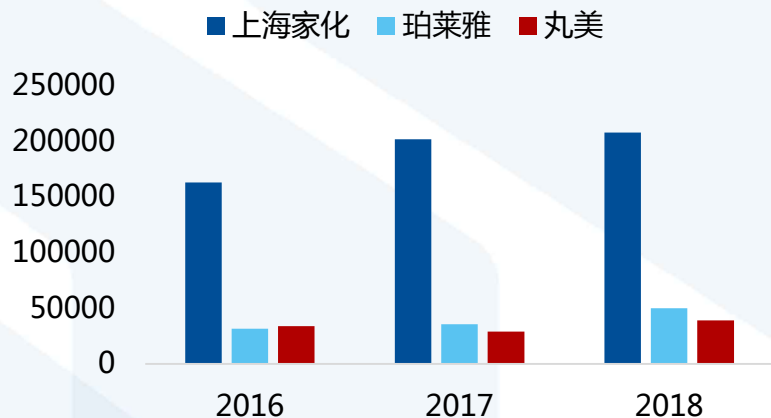
图：管理员工人均年化薪酬对比



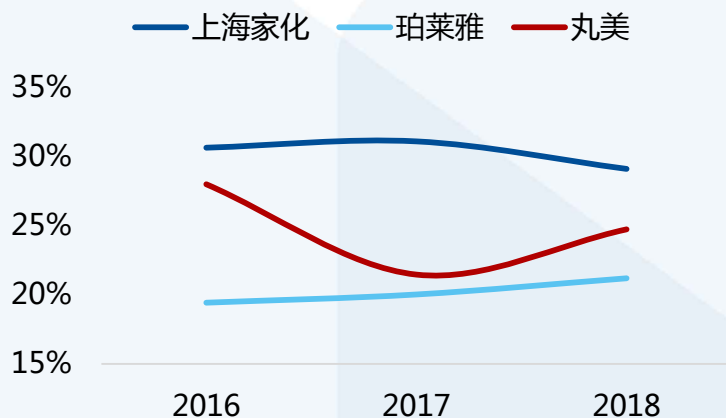
02 | 广告宣传：广告投放有所增长，上海家化费率略高

上海家化打造品牌矩阵导致广告投放力度较大，广宣费用率29%高于同业。2018年上海家化、珀莱雅和丸美的广告宣传费用分别为20.8亿元、5.0亿元和3.9亿元，广宣费用率分别为29.1%、21.2%和24.7%，行业龙头上海家化在品牌传播方面的投入高于同业。

图：广告宣传费用对比（万元）



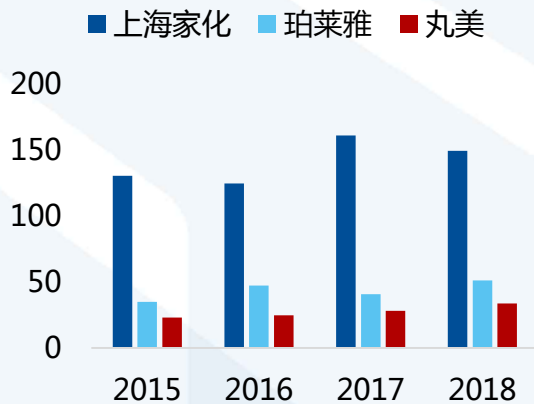
图：广告宣传费用率对比



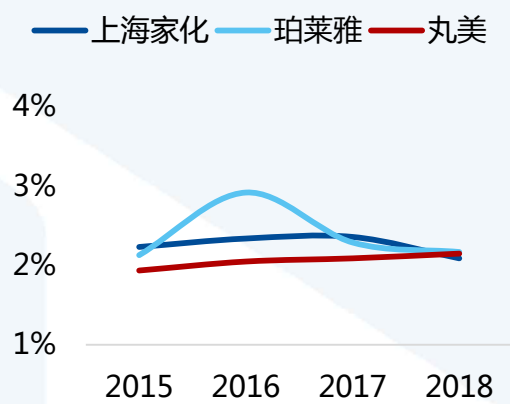
02 研发实力：研发费用率趋近，研发优势各有所长

研发费用率趋近，研发优势各有所长。2018年上海家化、珀莱雅、丸美的研发费用分别为14951万元、5125万元和3382万元，研发费用率分别为2.09%、2.17%和2.15%；研发人员数量分别为145人、112人和40人，专利数量分别为52项、43项和87项。总的来说，上海家化和珀莱雅的研发人员数量领先，而丸美的专利数量相对较多。

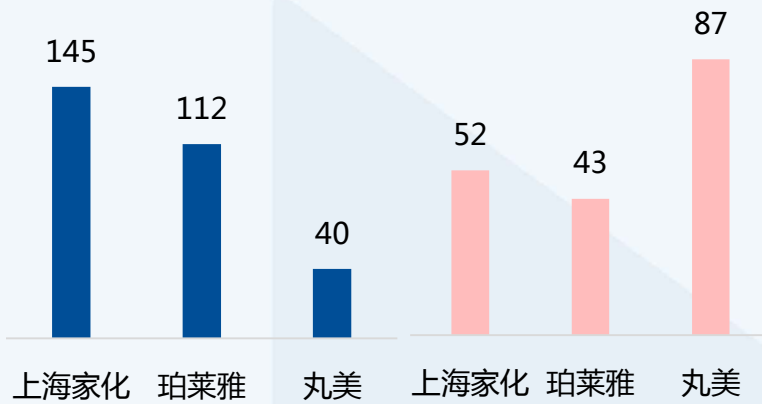
图：研发费用对比（百万）



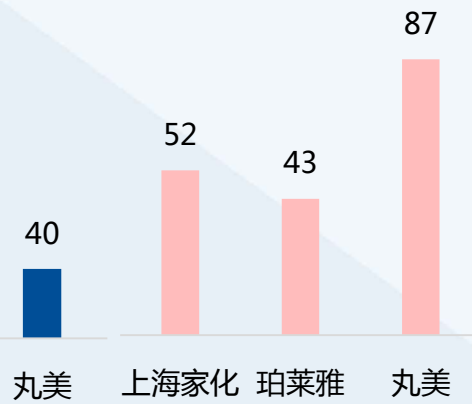
图：研发费用率对比



图：研发人员数对比



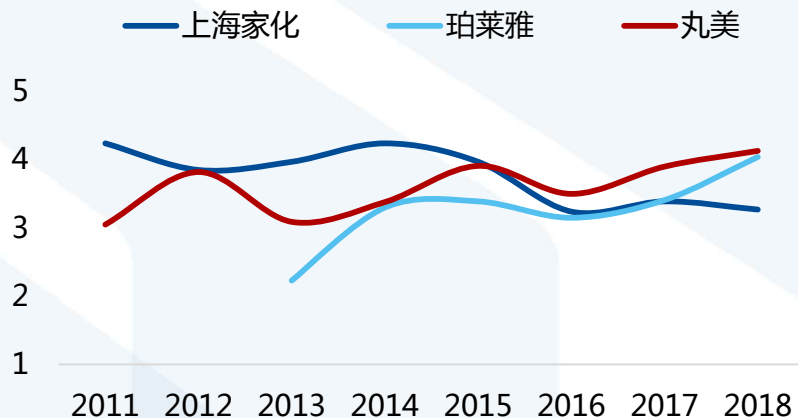
图：专利数量对比



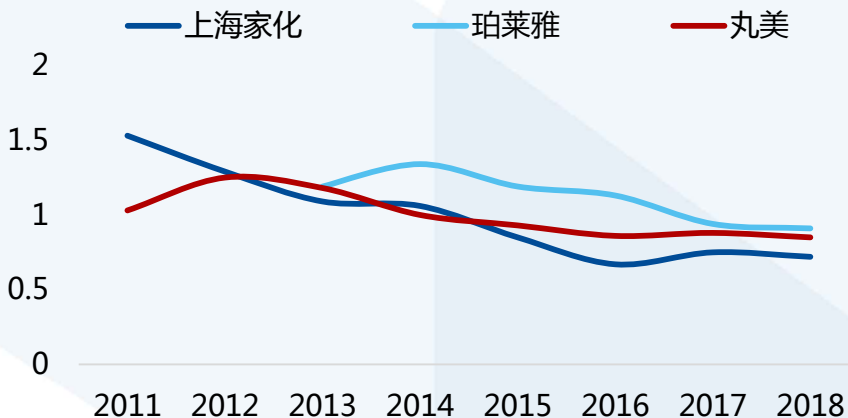
营运能力：珀莱雅和丸美周转率略高

珀莱雅和丸美的周转率略高。2018年丸美、珀莱雅和上海家化的存货周转率分别为4.13、4.04和3.27次；总资产周转次数分别为0.85、0.91和0.72次，珀莱雅和丸美的营运能力相对更强，上海家化营运能力较历史水平有较大提升空间。

图：存货周转率对比



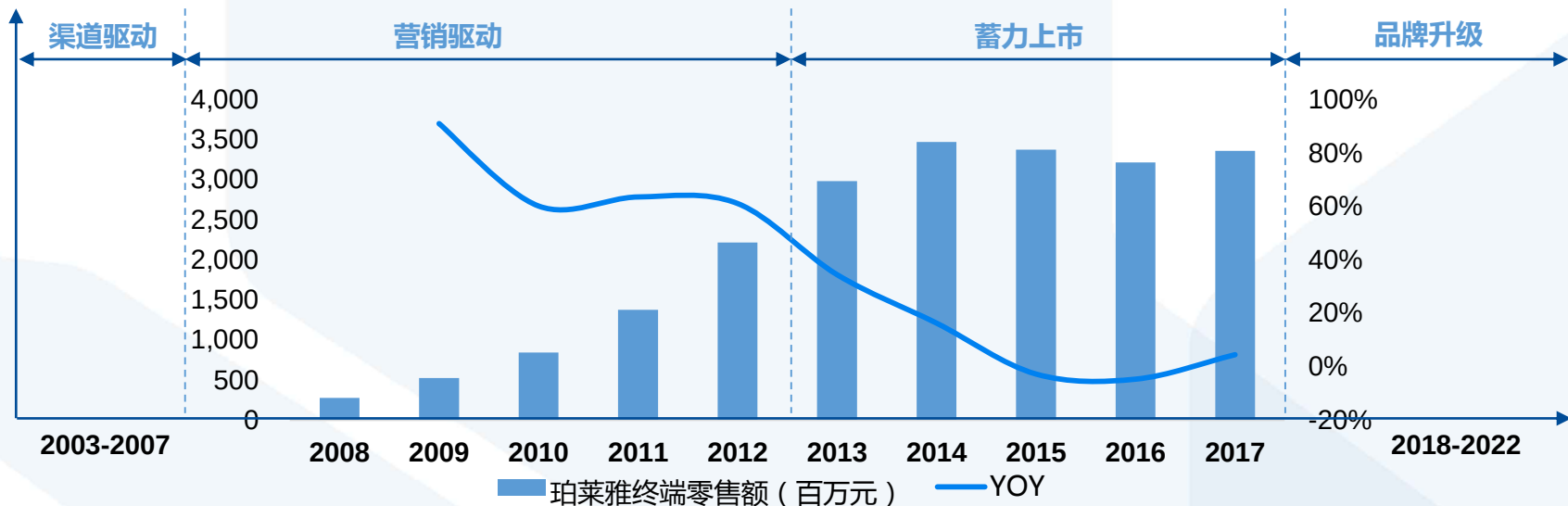
图：总资产周转率对比



03

珀莱雅：大众护肤经典，渠道和品牌变革助腾飞

发展历程：十五年大众护肤铸经典，上市开启新纪元



珀莱雅历经十五年发展，从渠道驱动-营销驱动-蓄力上市走向品牌升级。珀莱雅成立于2003年，十五年来历经若干次蜕变：**1) 2003-2007年**：珀莱雅借力日化专营店渠道的高速增长实现了品牌起步；**2) 2008-2012年**：国产品牌开始注重品牌营销，广告驱动销售高速增长；**3) 2013-2017年**：珀莱雅主动调整发展步伐，全面蓄力上市，于2017年11月成功登陆A股；**4) 2018-2022年**：珀莱雅制定三年翻一番的发展计划，并宣布下一个五年的发展方向是品牌升级。



品牌矩阵：立足大众护肤市场，品牌和品类矩阵不断丰富

品牌名称	类型	卖点	定位	收入占比	主要业态	产品图片
珀莱雅	护肤品	海洋科技护肤	三四线城市	88.8%	线上+CS+商超	
优资莱		天然好茶 茶养护肤	四五线城市	5.6%	单品牌店	
韩雅		定位于高功能护肤品牌	线上为主	5.6%	线上为主	
悠雅	彩妆	时尚彩妆				
猫语玫瑰		少女彩妆				
悦芙媞		少女美妆				
TZZ		植物彩妆				

品牌矩阵：产品结构不断优化，产品升级+品类丰富同步发力

- 珀莱雅以海洋护肤为理念，产品创新不断推进：2016年推出水漾芯肌系列，2017年推出靓白芯肌，弹润芯肌系列，2018年推出鲜颜赋能，水光安瓶，烟酰胺雪肌精华液等高端系列。未来还将推出更多高颜值，高功能，高单价新品。

图：烟酰胺雪肌精华液



图：水光安瓶系列

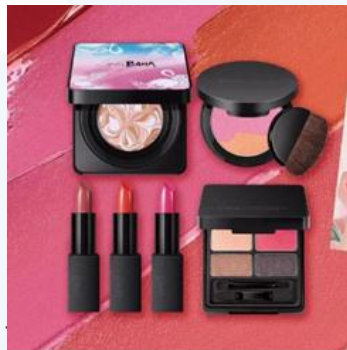


图：鲜颜赋能系列



- 公司产品结构以护肤品为主，近年来，公司主动调整产品结构，推出精华，彩妆等新品系列。子品牌优资莱定位“天然茶萃取护肤品”，以单品牌店模式差异化发展。韩雅经过全面升级，定位“专注皮肤科学的高功能护肤品牌”。

图：印彩巴哈彩妆



图：优资莱蛋白多糖水光礼盒



图：韩雅神经酰胺高保湿系列



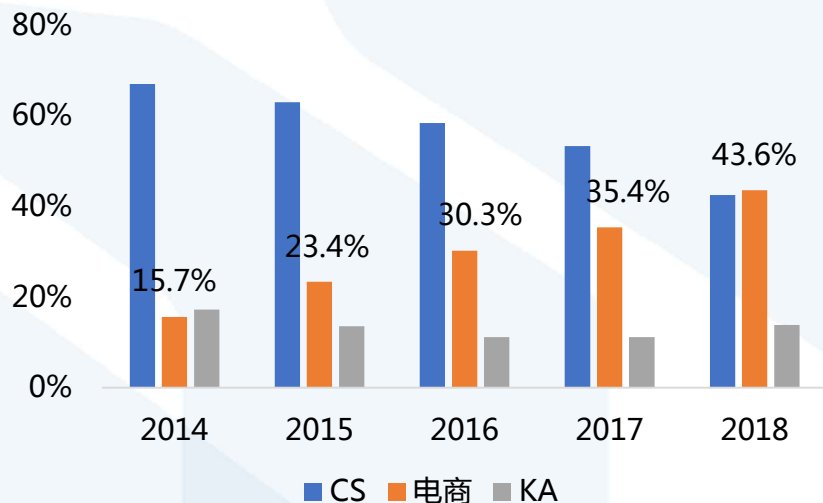
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·

03 渠道结构：以CS渠道为基础，电商渠道高速增长

- 电商渠道增长喜人，CS渠道逐渐回暖。近年来，**电商渠道收入占比持续提升，从2014年的15.7%提升到2018年的44%，2018年线上收入同比增长60%**。CS渠道销售占比虽然呈现下降趋势，但主品牌珀莱雅的线下经销商渠道稳固，CS渠道维持稳健增长：**2018年，线下渠道收入同比增长11.7%，其中KA渠道同比增长24.7%，CS渠道同比增长7.5%。**

图：不同渠道销售占比统计



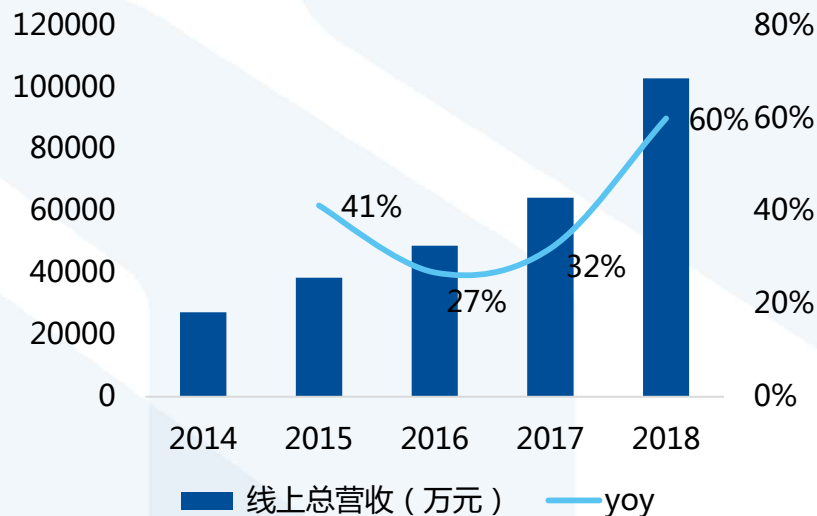
图：不同渠道毛利率情况

		2014		2015		2016		2017H1	
		占比	毛利率	占比	毛利率	占比	毛利率	占比	毛利率
渠道分销	与经销商合作	日化专营店	66.82	60.36	62.50	60.83	57.58	57.69	55.50
		商场超市	16.61	62.97	12.96	59.11	10.11	58.37	10.23
		电子商务	4.64	70.63	4.66	68.46	5.46	61.4	6.01
		与经销商合作小计	88.08	61.4	80.13	60.99	73.14	58.06	71.75
	大型 B2C 平台	京东、聚美优品、唯品会	7.11	78.22	11.07	73.29	14.69	69.96	13.89
	与连锁商超合作	沃尔玛、屈臣氏等	0.63	80.67	0.60	91.28	1.12	80.81	0.67
	其他	电视购物、悦芙媞加盟店	0.17	65.62	0.48	65.56	0.55	59.42	1.10
		分销渠道小计	95.98	62.78	92.27	62.69	89.51	60.31	87.41
直销模式	电子商务	天猫旗舰店	3.92	78.09	7.66	77.61	10.15	76	11.34
	直营店	悦芙媞直营等	-	-	-	-	0.22	74.35	1.10
	其他	其他零星销售	0.10	49.71	0.07	57.45	0.12	53.68	0.15
		直销渠道小计	4.02	77.4	7.73	77.44	10.49	75.71	12.59

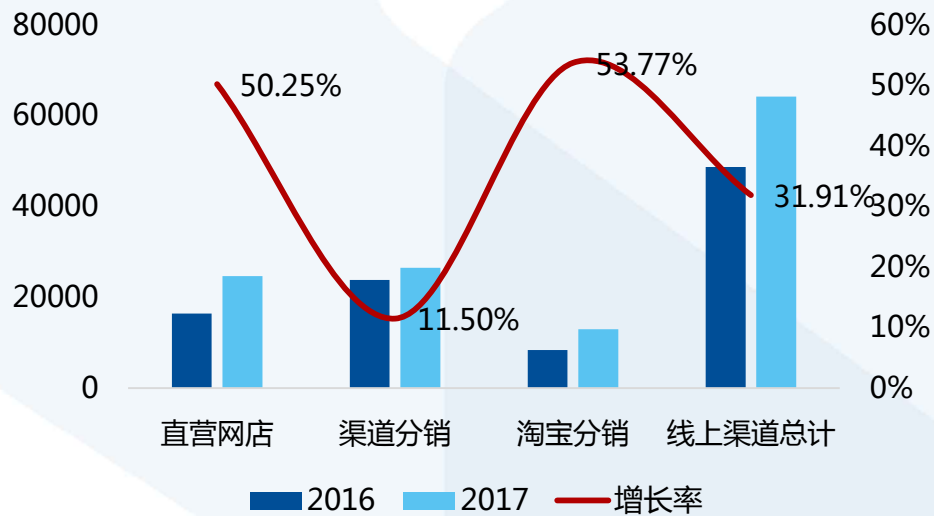
03 渠道结构：以cs渠道为基础，电商渠道高速增长

公司加码线上渠道，电商发展大有可为。电商收入从2013年的1.31亿元增长到2018年的10.28亿元，5年复合增速高达51%。公司与主要电商平台如天猫，淘宝，唯品会，京东，聚美优品，云集，拼多多等深入合作。2018年线上收入增长60%，2019年有望维持45%左右的高速增长，京东，云集，抖音等社交电商平台仍有较大增长潜力。

图：电商渠道营收高速增长



图：不同电商平台增长情况



渠道结构：优资菜单品牌店发力，有望成为线下新的增长点

- 珀莱雅旗下子品牌优资莱以单品牌店形式扩张，有望成为线下新的增长点。优资莱单品牌店涵盖护肤，彩妆，面膜，洗护，身体，问题肌肤修复，大健康等11大品类400余单品，并提供护肤美容等免费服务2018年签约门店超1000家。优资莱开业门店月均收入约6万元（估算4万元是盈亏平衡点），加盟店25%营收为公司回款，2018年优资莱营收1.33亿元，预计2019年-2020年有望维持高速增长。

图：电商渠道营收高速增长

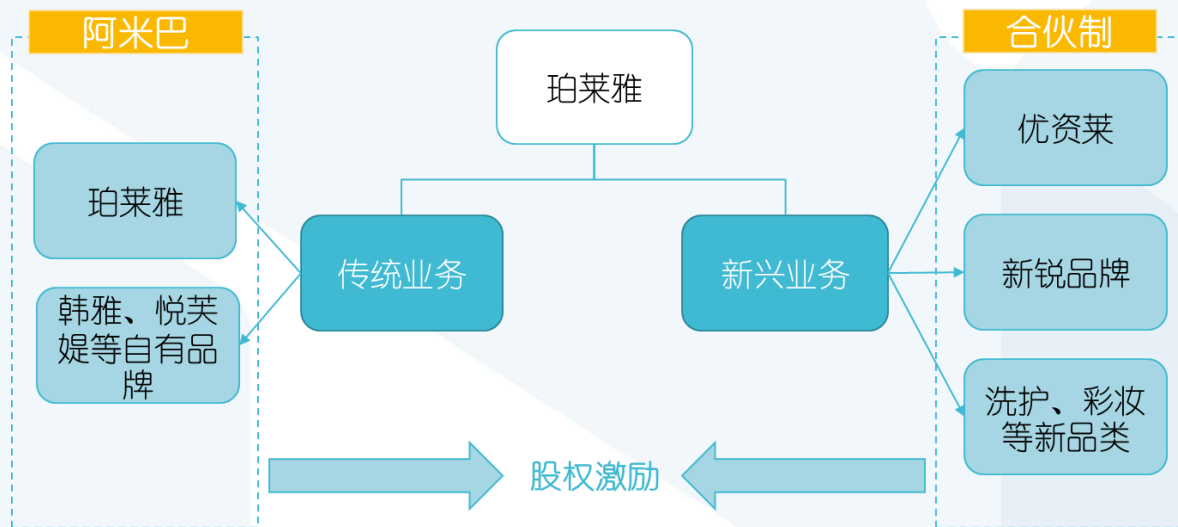


表：优资菜单品牌店有望成为线下主要增长点

优资莱业绩预测	2018	2019E	2020E
开店数量	600	600	1000
单店销售额：万元/年	72	72	72
单店回款：万元/年	18	18	20
当年销售贡献（万元）	13300	20000	35000
	（线下+线上）	（线上+线下）	（线上+线下）

机制变革：全面打造事业合伙平台，加速孵化新锐品牌

- **探索阿米巴经营管理模式。** 公司从2017年开始大力探索阿米巴经营管理模式，追求内部销售额最大化和经费最小化，让人人都成为企业的经营者，实现企业与员工的双向提升。
- **全面搭建事业合伙人平台，加速孵化新锐品牌。** 公司以事业合伙制引进具有创业精神和丰富经验的人才，加速孵化新锐品牌。目前，珀莱雅参股**新锐美妆品牌TZZ缇芝**，**韩国新锐平价美妆YNM**，**日本高端洗护IKAMI**，**内容电商服务公司熊客文化传媒**等，不断培育新的增长点。



珀莱雅盈利预测与估值表

- 投资建议：渠道布局和品牌矩阵持续优化，业绩维持快速增长。维持2019-2021年EPS预测1.89/2.49/3.12元，维持目标价75.6元，增持。

表：珀莱雅盈利预测

财务摘要（百万元）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,623	1,783	2,361	3,081	4,020	4,835
同比（%）	-1%	10%	32%	30%	30%	20%
营业利润	153	239	377	441	612	769
同比（%）	3%	56%	53%	17%	39%	26%
净利润（归母）	154	201	287	381	502	628
同比（%）	7%	31%	43%	33%	32%	25%

04

丸美股份：眼部护理轻奢美妆，多维拓展潜力凸显

04 发展历程：承二十载匠心，眼部护理大师渐长成

- 20年专注眼部护理，上市开启新纪元。丸美品牌诞生于2000年，公司系广州佳禾整体变更设立。2011-2018年公司营收复合增速为14.4%，净利润复合增速为13.8%，总体呈稳健增长趋势。2013年LVMH旗下L Capital基金战略投资丸美，成为公司的第三大股东。公司专研眼部护理产品，品牌定位轻奢优雅，明星产品弹力蛋白眼精华深入人心。截至2018年底，公司签约合作经销商数量为186家，覆盖终端网点数量超过16000个。



品牌矩阵：轻奢+大众多层次布局，差异化覆盖不同客群

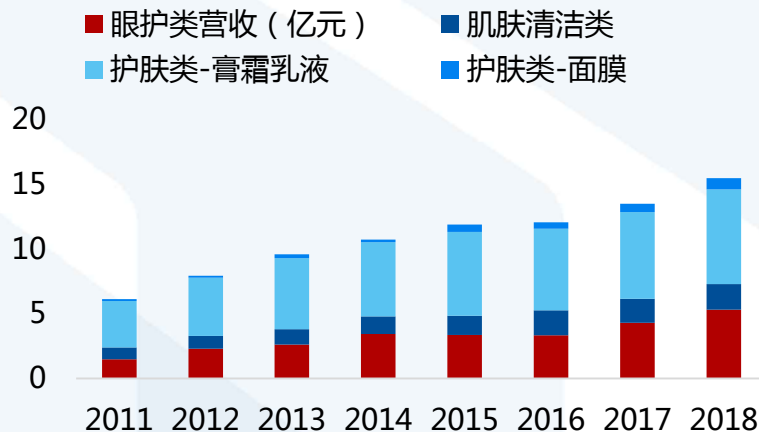
- 多层次品牌矩阵，轻奢与大众结合定位不同客群。**主品牌“丸美”以眼部肌肤护理为突破口，品牌风格尊贵优雅，定位25-45岁年龄层女性，主力产品定价在138-548元，截至2018年丸美收入达14.05亿元，占比89.25%，是公司的主要收入来源。2007年，公司推出大众护肤品牌“春纪”，以天然食材养肤为理念，品牌风格青春时尚，定位18-35岁年龄层女性，主力产品定价在50-150元区间，截至2018年春纪收入达1.43亿元，占比9.06%。2017年公司新增彩妆品牌“恋火”，品牌定位轻奢彩妆，主力产品定价在50-200元区间，定位18-40岁客群，截至2018年恋火收入达0.27亿元，占比1.69%。

品牌	类型	卖点	定位	收入占比 (2018年)	毛利率 (2018年)	主力产品 价格带	主要渠道	产品图片
丸美	护肤	专注眼部护理	25-45岁 尊贵优雅	89.2%	70.4%	138-548	经销为主，直营为辅。 主要通过日化店+百货 专柜+美容院+电商渠道 销售	
春纪	护肤	天然食材养肤	18-35岁 青春时尚	9.1%	49.1%	50-150	经销为主，主要通过日 化店+电子商务渠道销 售，16年新增代销渠道	   
恋火	彩妆	韩国彩 妆	18-40岁 轻奢彩妆	1.7%	64.4%	50-200	线下为主，主要通过日 化店渠道销售	   

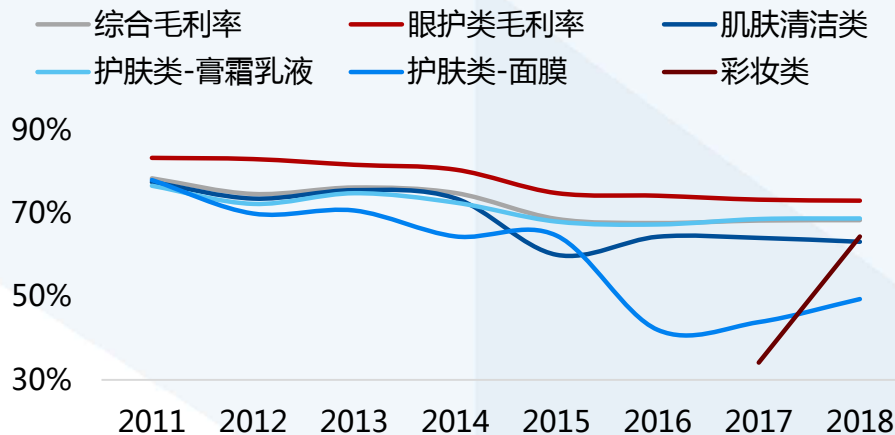
品类矩阵：深耕高毛利眼护产品，护肤和眼护产品贡献主要业绩

- 以高毛利眼护产品为特色，膏霜乳液和眼护产品是主要业绩来源。在公司的产品结构中，膏霜乳液类和眼部护肤产品收入占比最高，2018年公司销售的产品涵盖乳液膏霜、眼部护肤、肌肤清洁、面膜和彩妆，收入占比分别为47%/34%/13%/5%/2%，从变化趋势来看，眼部护肤和面膜产品收入占比有所提升，其余品类收入占比略有下降。2018年分品类毛利率分别为：眼部护肤73.0%、膏霜乳液68.8%、肌肤清洁63.2%、面膜49.4%、彩妆64.4%，乳液膏霜和眼护产品是主要利润来源。

图：护肤及眼护类产品占主营收



图：护肤眼护类毛利率高，面膜毛利率低



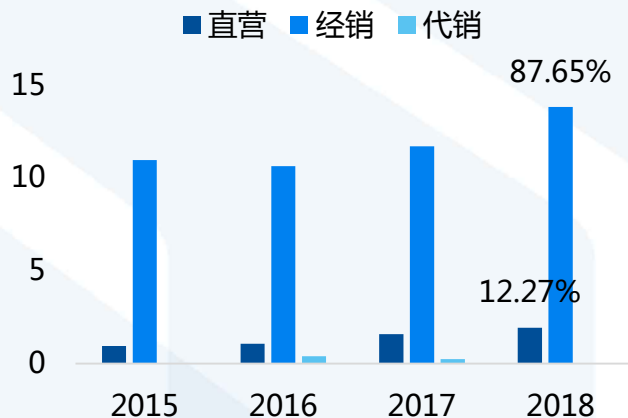
同业对比：分品类收入与毛利率对比分析

年度	品类	丸美		上海家化		珀莱雅	
		主营业务占比	毛利率	主营业务占比	毛利率	主营业务占比	毛利率
2018	护肤洁肤类	98.25%	68.46%	33.03%	72.62%	98.80%	64.13%
	洗护类	-	-	63.70%	58.58%	-	-
	彩妆其他类	1.74%	63.18%	3.27%	46.62%	1.20%	60.85%
	小计	100.00%	68.36%	100.00%	62.82%	100.00%	64.09%
2017	护肤洁肤类	99.86%	68.31%	35.00%	80.69%	98.88%	61.72%
	洗护类	-	-	39.90%	59.29%	-	-
	彩妆其他类	0.14%	39.92%	25.10%	51.93%	1.11%	60.99%
	小计	100.00%	68.27%	100.00%	64.93%	100.00%	61.71%
2016	护肤洁肤类	99.92%	67.70%	32.80%	77.70%	97.86%	62.38%
	洗护类	-	-	54.22%	51.17%	-	-
	彩妆其他类	0.08%	21.54%	12.98%	53.10%	2.14%	41.13%
	小计	100.00%	67.67%	100.00%	60.12%	100.00%	61.92%

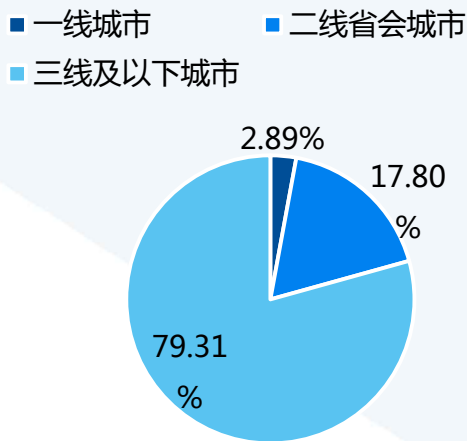
渠道结构：经销渠道优势稳固，主要布局二三线及以下市场

- 公司采取“经销为主、直营代销为辅”的销售模式，主要布局二三线及以下城市。2018年，公司经销收入占比87.65%，登记在册的经销商达186家，覆盖终端网点数量超过16000个，其中二线城市网点占17.8%，三线及以下城市网点占79.3%。分区域看，华北地区销售增长最为强劲，从2015年的19.7%提升至2018年的29%。

图：经销模式占比最高

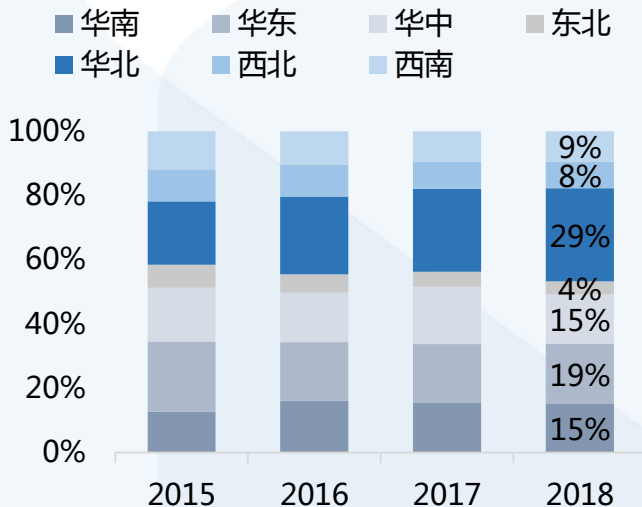


图：主要布局二三线及以下城市



截至2018年12月31日

图：区域发展均衡，华北增长强劲



请参阅附注免责声明

渠道结构：日化店和电商渠道收入占比高，直营和代销模式毛利率高

分渠道来看，公司收入占比前三的渠道分别为日化专营店、经销电商和直营电商，占比分别为39.81%、29.89%和11.88%。

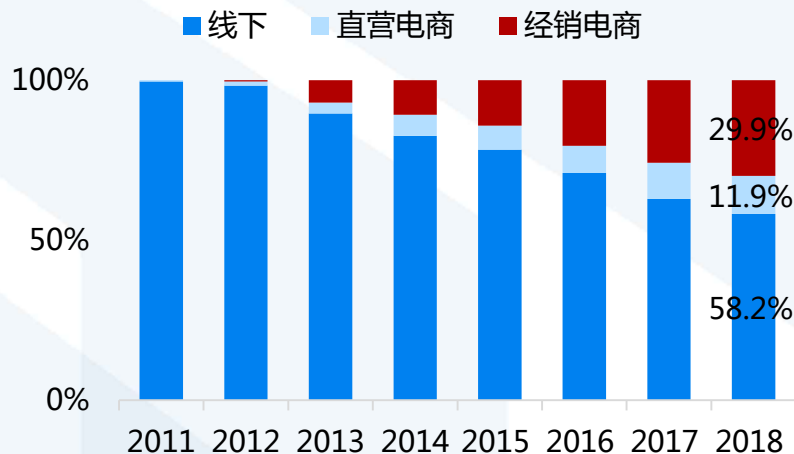
从不同渠道的毛利率比较看，公司主要渠道日化专营店、经销电商和直营电商的毛利率分别为69.25%、64.43%和73.80%。

销售模式	渠道	品牌	产品类型	定价原则	毛利率	收入占比
直营	百货专柜	丸美	常规线下产品	终端零售价	90.64%	0.21%
	电子商务平台	丸美、春纪、恋火	线上专供产品及部分常规线下引流产品	日常价、活动价、大促价	73.80%	11.88%
	美容院采购	丸美	美容院专供产品	终端零售价的 5 折	76.01%	0.18%
	日化店渠道	丸美、春纪、恋火	常规线下产品	丸美：终端零售价的 4 折 春纪：终端零售价的 3.5 折 恋火：终端零售价的 3.5 折/4 折	69.25%	39.81%
经销	百货专柜渠道	丸美	常规线下产品	终端零售价的 4 折	69.35%	10.84%
	美容院渠道	丸美	美容院专供产品	终端零售价的 3 折	68.68%	7.03%
	电子商务渠道	丸美、春纪、恋火	线上专供产品及部分常规线下引流产品	丸美：终端零售价的 4 折/4.5 折 春纪：终端零售价的 3.5 折/3.8 折 恋火：终端零售价的 4 折	64.43%	29.89%
	商超渠道	春纪	常规线下产品	终端零售价 3.5 折	38.15%	0.08%
代销	屈臣氏	春纪	常规线下产品	终端零售价 5.82 折	89.26%	0.03%
	大润发	春纪	常规线下产品	折合约终端零售价 7 折		0.05%

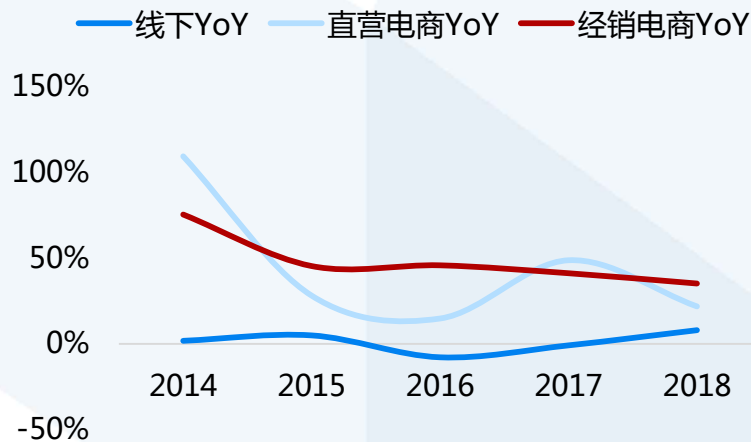
渠道结构：电商以代运营模式为主，高速增长趋势向好

- 电商渠道收入复合增速达37%，以经销模式为主，主要由代运营公司负责。**公司电商收入占比从2014年的17.4%提高至2018年的41.8%，提升了24.4个百分点，其中经销电商占比更高、增长更快，**2018年经销和直营电商收入占比分别为30%和12%，近4年营收复合增速分别为42%和28%。**公司电商渠道主要委托广州涅生电商公司代运营；2013年公司开拓经销电商渠道，选择美妮美雅作为唯品会、聚美优品、京东等电商平台的唯一授权经销商。

图：线上渠道营收占比增速迅猛



图：经销电商CAGR 42%，直营电商CAGR 28%



04 | 同业对比：渠道结构总体相近，不同渠道各有所长

表：丸美日化店收入占比与珀莱雅相近，供货折扣和毛利率较高

	丸美	珀莱雅	备注
日化店收入占比	39.81%	42.52%	
日化店毛利率	69.25%	57.69%	
经销商折扣	4折	3.5折	丸美定位中高端品牌供货折扣为4折，珀莱雅定位大众品牌供货折扣为3.5折
终端网点数量	14643	21976	2017年数据
对应经销收入（万元）	82137	54755	珀莱雅仅披露截至2017年6月30日的数据，对珀莱雅数据进行年化处理
单店对应的品牌方销售收入（万元/家）	5.61	4.92	丸美和珀莱雅单一网点创收接近

表：珀莱雅坚持电商自主运营，电商渠道毛利率较高

公司	销售模式	2018年营收（万元）	占比	2014-2018营收CAGR	电商毛利率	运营
丸美	经销	47053.1	29.9%	41.7%	64.4%	美妮美雅代运营
	直营	18701.9	11.9%	27.7%	73.8%	广州涅生电商公司代运营
珀莱雅	经销	55740.5	23.6%	31.4%	70.0% (2016年)	公司自主运营
	直营	47044.8	19.9%	62.1%	76.0% (2016年)	公司自主运营

04 IPO：募资建设彩妆基地，营销信息化同步提升

- 募投建设彩妆生产基地，营销能力和信息化水平同步提升。公司拟公开发行新股募集资金不超过7.9亿元，将按照轻重缓急顺序分别投资彩妆产品生产建设项目、全国管理化的营销网络平台、智慧零售终端建设、数字营运中心建设以及信息网络平台系统，从而进一步增强公司的生产、营销和信息处理能力，从而进一步巩固公司的核心竞争力。其中，彩妆产品生产建设项目拟投资2.5亿元，建设期2年，预计项目建成后彩妆营收可达5.6亿元/年，有望进一步拉动公司的营收增长。

表：公司IPO募集资金用途

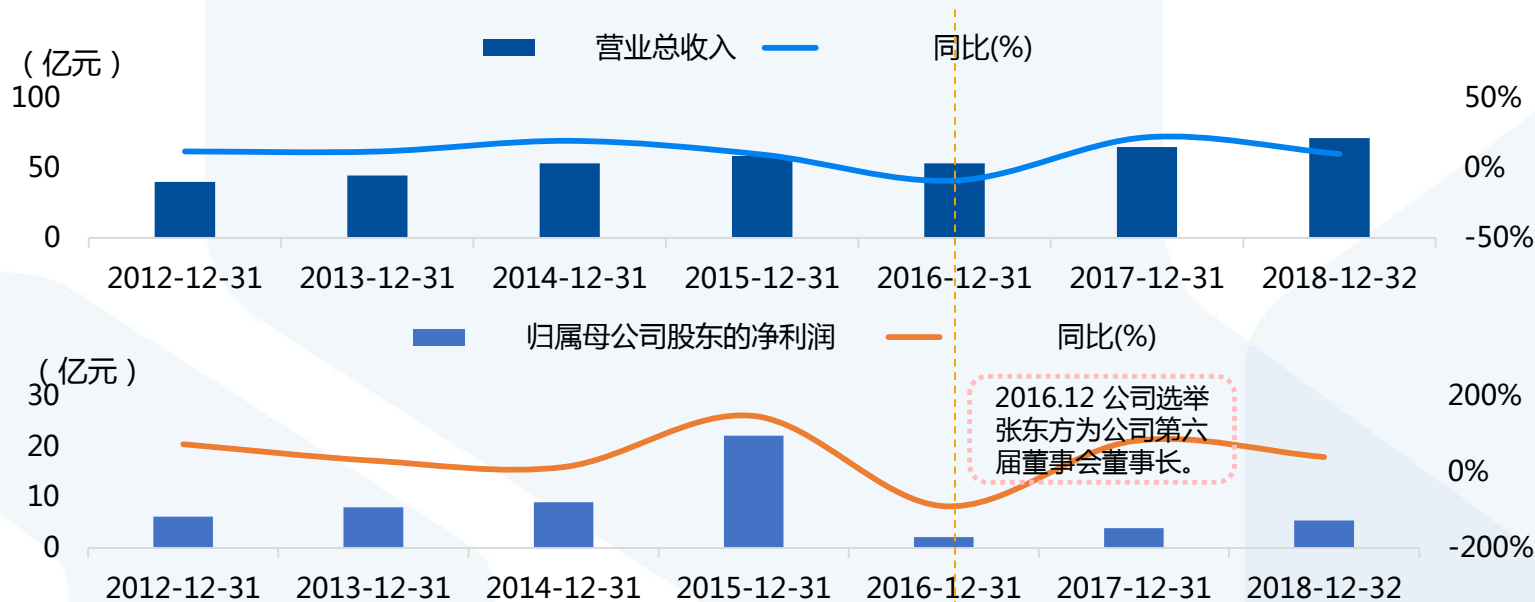
项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金使用 金额(万元)	建设期	备注
彩妆产品生产建设项目	25026.35	25026.35	24 个月	建立彩妆产品生产基地，多元化公司现有产品品类，项目建成后，预计公司彩妆产品营收可达 56,000 万元
营销网络建设项目	25789.56	25789.56	24 个月	“一个营销总部、六大区域营销中心、十八个营销分部网点”，进一步提升公司化妆品的市场占有率
智慧零售终端建设项目	11766.40	11766.40	36 个月	升级改造全国精选的1,600 家终端网点，使其成为智慧零售终端
数字营运中心建设项目	8865.00	8865.00	24 个月	建设DMP、SCRM、BW、BI和AI五大信息系统，提升客户数据管理、分析及预测
信息网络平台项目	7552.89	7552.89	12 个月	以 ERP 管理系统为基础，进一步完善资源管理系统，为公司的“生产-经销-服务”一体化提供运营支撑
合计	79000.20	79000.20	-	



05

上海家化：日化龙头重回正轨，佰草集调整初现成效

05 百年家化经营重回正轨，品牌调整效果渐显



上海家化：经历平安收购后，2014-2016年管理层问题困顿，品牌停滞不前。2016年底，新任董事长张东方上任，标志着内部经营管理重回正轨，2017年开始家化再度重回品牌优先发展战略，2017-2018年六神、美加净等品牌年轻化效果凸显，重回两位数高增长，而另一核心品牌佰草集成为2019年战略调整的重要方向。



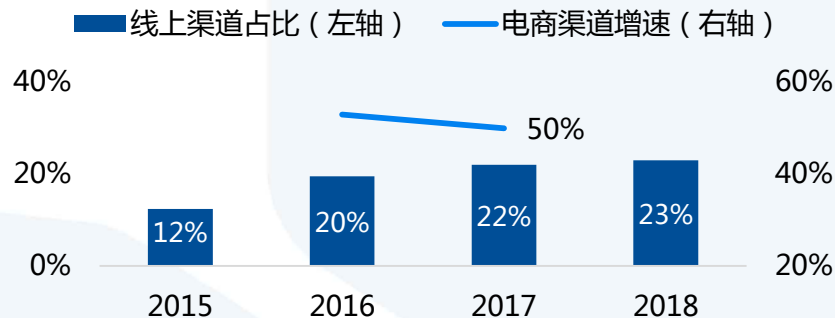
05 新股权激励推出，2018-2020年大战略明确

- 股权激励彰显新时代增长信心。**家化2018年推出全新一期股权激励计划，拟向董事长张东方等核心管理层授予425万份期权，占公司总股本0.63%，行权价格35.75元，期权成本2862万元，分4年摊销业绩考核收入和净利润指标，对应2018-2020年收入增速分别为23%、25%、25%，净利润增速41%、36%、33%（考核重点在2019年和2020年），若全部达成，公司2020年收入达到120亿，净利润达到10亿元（可包含并购）。

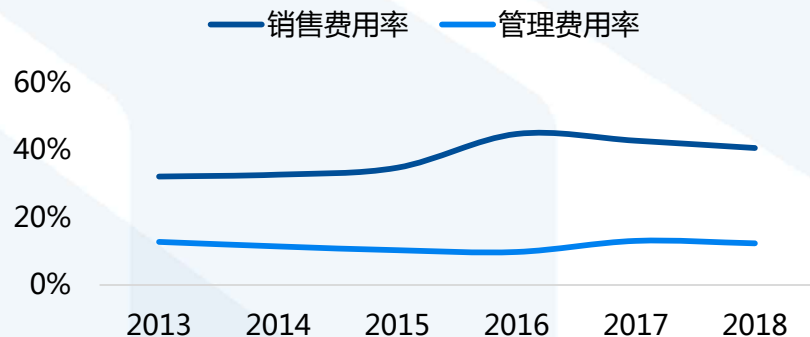
行权期	达成目标1 达成目标后的行权比例为30%	达成目标2 达成目标后的行权比例为70%
第一个行权期	- 以2017年度营业收入为基准，2018年度营业收入增长率不低于23% - 或以2017年度营业收入为基准，2019年度营业收入增长率不低于54%	- 以2017年度净利润为基准，2018年度净利润增长率不低于41% - 或以2017年度净利润为基准，2019年度净利润增长率不低于92%
第二个行权期	- 以2017年度营业收入为基准，2019年度营业收入增长率不低于54% - 或以2017年度营业收入为基准，2020年度营业收入增长率不低于92%	- 以2017年度净利润为基准，2019年度净利润增长率不低于92% - 或以2017年度净利润为基准，2020年度净利润增长率不低于156%
第三个行权期	以2017年度营业收入为基准，2020年度营业收入增长率不低于92%	以2017年度净利润为基准，2020年度净利润增长率不低于156%

2018年各项经营指标均开始改善

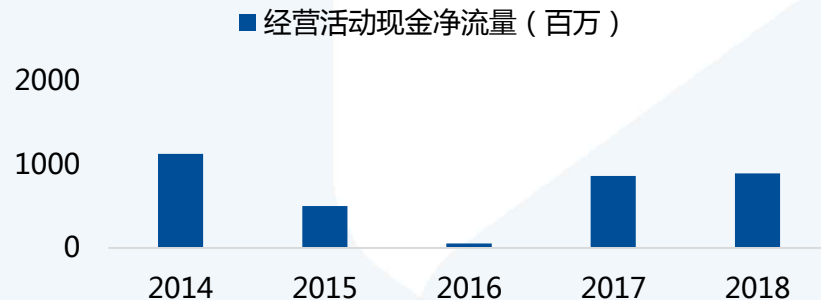
图：线上渠道逐渐加强重视



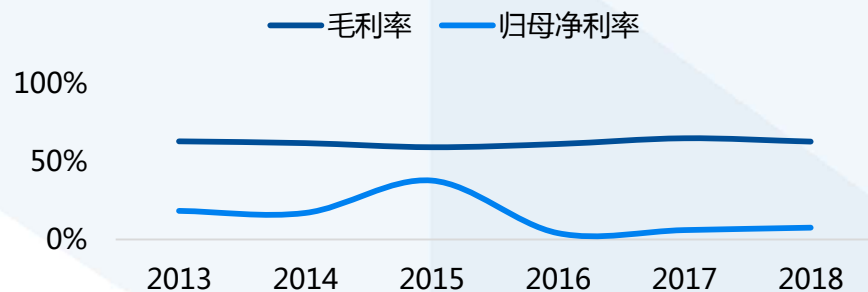
图：销售费用率管控良好



图：经营性现金流同比大幅回升



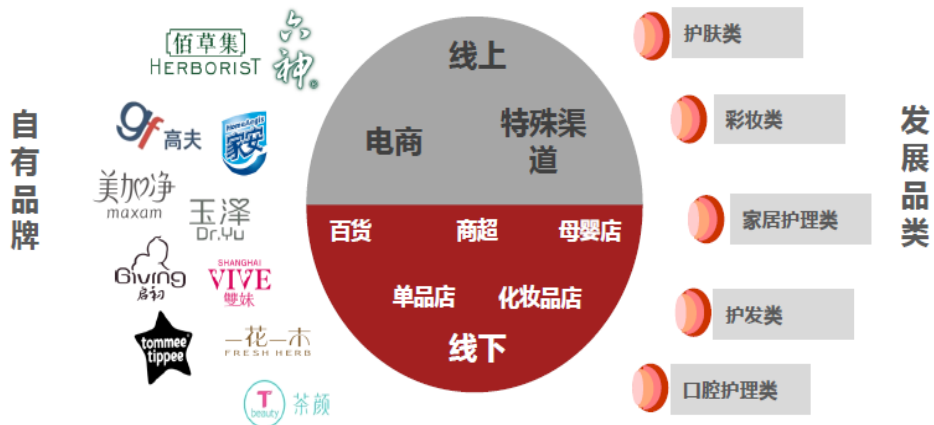
图：净利率回升，仍有巨大提升空间



05 把握渠道、品牌核心优势，静待佰草集改善

- 把握八大渠道，十大品牌核心竞争力，新时期成为独一无二的百年龙头。上海家化拥有生产、研发，渠道营销，品牌管理，资本五大平台，渠道和品牌成为公司核心优势。2018年六神、美加净和收购品牌汤美星均有出色表现，仅剩佰草集仍待调整。

图：护肤眼护类毛利率高，面膜毛利率低



表：2018年汤美星与六神、美加净等快速增长

	2014	2015	2016	2017	2018
(单位百万)					
个护类（六神、美加净、高夫、启初等）					
收入	3,148.33	3,612.02	3,232.20	2588.51	2906.90
收入增速					12%
成本	1,695.85	1,990.20	1,578.42	1053.78	1127.88
毛利	1,452.48	1,621.82	1,653.78	1534.73	1779.02
毛利率(%)	46.1%	44.9%	51.2%	59.3%	61.2%
美容护肤（佰草集、一花一本、茶颜、玉泽等）					
收入	2,038.30	2,099.70	1,955.27	2270.70	2355.17
收入增速				16%	4%
成本	291.42	342.98	436.08	438.47	635.90
毛利	1,746.89	1,756.72	1,519.18	1832.23	1719.27
毛利率(%)	85.7%	83.7%	77.7%	77.12%	72.62%
家居护理用品（家安等）					
收入			1,273.45	1439.00	1626.07
收入增速				13%	13%
成本				704.39	764.25
毛利				734.61	861.82
毛利率(%)				51%	46.6%
婴儿喂哺类（Tommee Tippee）					
收入				1,273.45	1439.00
收入增速					13%
成本					704.39
毛利					734.61
毛利率(%)					51%

请参阅附注免责声明 51

2019年佰草集科技赋能，新品推出效果良好

- 公司2019年对佰草集重新定位，主打中草药+科技赋能。公司启用粉丝更年轻化的新代言人李易峰，2019已经找准古方+科技赋能战略方向，上半年冻干面膜等爆款着手再发力、下半年新科技赋能太极系列值得期待。

图：2019年佰草集全重新定位、全新形象

品牌口号	集时光之美
品牌愿景	让千万女性第一选择的中国美妆品牌
品牌定位	中医中草药+先进科技赋能的美妆品牌
品牌差异点	中医古方背书、专为中国女性研制、东方美感
执行层面	1. 从渠道思维到用户思维 2. 提升品牌价值感的传递 3. 树立形象专柜 4. 强化产品矩阵 5. 打造明星产品 6. 获取新用户

图：佰草集4大系列精准定位人群

				
人群特征	18-23岁，单身 美白焕肤用户	25+ 单身 轻熟龄抗老 / 整体护理者	25+ 已婚 敏感肌方案 / 专业方案寻求者	30+ 已婚，有小孩 抗衰老用户
人生阶段	学生或初入社会，渴望展现自己	追求升迁和职场表现，也开始渴望拥有稳定的交往和关系。	已婚，开始做准妈妈或妈妈，开始稳定。	职场中高阶经理。家庭事业有成。达到一个关键年龄。
护肤需求	希望皮肤更亮眼 (具体包括美白、保湿、祛痘、痘印、去黑头、去黑眼圈)	妆龄更长，开始出现细纹、乾肤有轻熟肌的逆龄护肤需求。	追求适合敏感肌肤的安全天然产品、医美级护理产品。	多方面抗老需求，追求高端有效的护理产品。
对应的产品线	“新” (入门级) 新七白 / 新玉润	“金” (中高端) 凝 / 御	“敏” (特别护理) 舒敏	“极” (高端) 太极

佰草集Q1库存去化，Q2有望重回增长

- 冻干面膜是上半年主打的科技感新品，5月开始配合618预热积极营销，包括在微信朋友圈、小红书、微博、抖音等的复草病毒视频，效果显著，已经成为佰草集销量第一单品。同时，面膜作为引流产品，对佰草集整体销售带动显著，我们草根跟踪佰草集天猫旗舰店数据看，5月增速达48%，6月也保持较好增长。

图：上半年佰草集爆款引流单品冻干面膜



表：分品牌天猫旗舰店GMV月度同比增速

同比增速	2019.1	2019.2	2019.3	2019.4	2019.5	2019.6	2019.1-6
珀莱雅	135%	98%	22%	9%	0%	7%	24%
韩雅		2266%	299%	596%	297%	217%	439%
猫语玫瑰				1450%	42%	240%	323%
悦芙媞	-58%	-64%	-79%	-87%	-66%	-41%	-71%
御泥坊	-21%	-18%	-60%	-51%	-49%	-18%	-38%
小迷糊	-28%	105%	-44%	-24%	-50%	-48%	-35%
膜法世家	-34%	35%	-35%	-22%	-30%	13%	-12%
欧莱雅	184%	222%	194%	318%	311%	264%	249%
OLAY	15%	85%	62%	65%	73%	44%	56%
悦诗风吟	68%	14%	20%	32%	30%	55%	40%
兰芝	37%	41%	0%	38%	59%	22%	31%
佰草集	-15%	109%	23%	-46%	48%	13%	8%
兰蔻	234%	102%	100%	43%	243%	435%	201%
雅诗兰黛	180%	79%	63%	59%	54%	239%	104%

- **投资建议：**公司当前对应2019年PS估值仅2.4倍，无论横向国际对比、纵向历史对比已在底部，已经充分反应了Q1的悲观预期，但从当前佰草集等产品塑造、创新营销、渠道调整来看，都有积极好转，拐点正逐步验证，公司估值有望修复。维持公司2019-2021年EPS为0.96/1.23/1.54元，维持目标价44元，增持评级。

表：上海家化盈利预测

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6488	7138	7987	8980	10168
(+/-)%	22%	10%	12%	12%	12%
经营利润（EBIT）	373	642	718	858	1044
(+/-)%	115%	72%	12%	19%	22%
净利润（归母）	390	542	648	829	1036
(+/-)%	81%	39%	20%	28%	25%
每股净收益（元）	0.58	0.81	0.96	1.23	1.54
每股股利（元）	0.18	0.25	0.3	0.3	0.3

06

投资建议



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

重点公司盈利预测与估值表

- **投资建议：**化妆品行业加速增长，品牌呈现百花齐放，国货品牌迎来黄金时代。**建议增持：**珀莱雅，上海家化，受益标的：**丸美股份。**

表：重点公司盈利预测与估值表

公司名称	公司代码	股价(元)	每股收益(元)					市盈率		投资评级
		20190702	2018	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
上海家化	600315.SH	31.91	0.81	0.96	1.23	1.54	33	26	21	增持
珀莱雅	603605.SH	68.25	1.43	1.89	2.49	3.12	36	27	22	增持

- 1、行业竞争加剧；
- 2、经济大幅波动影响消费意愿；
- 3、新品牌、新品类培育期长于预期等。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安商贸零售团队

Thank you for listening



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES