

前三季度化妆品行业规模高速扩张，维持推荐 ——10月行业月度报告

零售行业

推荐 维持评级

核心观点

● 最新观点

1) 总量观点: 与成熟市场相比, 我国化妆品行业整体处于高速增长阶段。化妆品行业的经济周期性比较明显, 化妆品零售增速与人均可支配收入、GDP 增速变动趋势相近。此外, 相对于其他商品, 人们对化妆品的消费配置在经济下行时反应迟缓, 对经济复苏反应敏感。

2) 结构观点: 从价格定位的角度来看, 我国化妆品市场以大众市场为主的格局主要与人均可支配收入较低有关, 并且随着人均可支配收入的增加, 未来高端化妆品市场的比重将越来越大; 目前国产化妆品在大众市场中地位稳步提升。从品类的角度来看, 护肤品作为化妆品主要的品类具有单价较高和需求丰富的特点, 彩妆高速增长得益于基数较小、成长空间大以及美妆自媒体对化妆技术和产品的普及。

3) 行业发展态势: 从市占率上看, 国际化妆品公司占据领先地位。其中, 本土护肤品牌具有一定优势, 但各个品牌之间市占率差距较小, 我国护肤品牌仍面临激烈的竞争环境; 本土彩妆品牌在市场规模上与国际品牌具有较大差距, 国际彩妆龙头优势明显。国际化妆品公司在品牌影响力、产品矩阵、研发实力和议价能力上存在显著规模优势, 因而国际公司的全球化妆品行业的龙头地位相对稳固, 本土公司虽正在后发追赶, 但面临来自国际的压力重重, 短期内难以颠覆整体格局。

4) 未来成长看点: 国产化妆品目前适合主力发展核心品牌和打造拳头产品, 深耕研发, 积累丰厚的资金和口碑, 不宜盲目扩增品牌数量。考虑到未来人均化妆品销售额提升空间巨大, 大众市场有望保持增长稳定, 结合行业集中度较低的现状, 国际龙头尚未形成完全垄断, 国产品牌和本土公司可以借力营销与渠道, 专注挖掘面膜、彩妆、婴幼儿洗护产品等细分赛道的机会, 避免与国际品牌产生直面竞争。

● 投资建议

我国化妆品仍以美妆和大众市场为主, 且随着人均可支配收入上升有较大成长空间; 同时伴随渠道下沉, 受众群体规模增长; 目前美妆(护肤+彩妆)类产品市场份额占比高, 增速较快, 集中度相对较低, 比较适合本土公司发展。上海家化(600315.SH)旗下婴幼儿用品和主品牌佰草集的明星单品表现抢眼; 珀莱雅(603605.SH)主要深耕低线城市大众美妆; 丸美股份(603983.SH)主要发力眼部护理细分领域。

● 推荐组合

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
组合	600315.SH	上海家化	-3.09%	35.64	223.46
	603605.SH	珀莱雅	6.21%	52.32	173.53
	603983.SH	丸美股份	21.13%	53.50	288.04

● 风险提示

化妆品行业市场竞争日益激烈的风险。

分析师

李昂

☎: (8610) 83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

甄唯莹

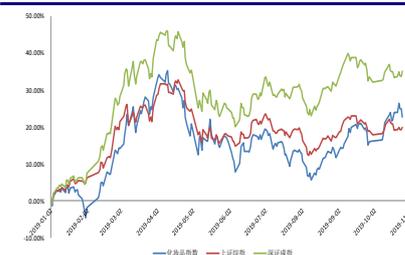
✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

✉: zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业数据

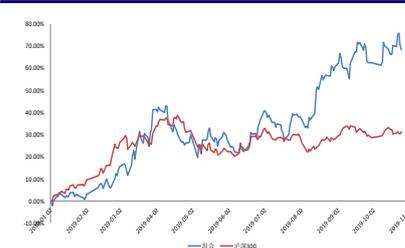
2019.10.31



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

组合表现

2019.10.31



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】月度动态_零售行业_化妆品行业处于景气周期, 维持推荐_20190527

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_零售行业_如何看待高速增长中的中国化妆品业_20190513

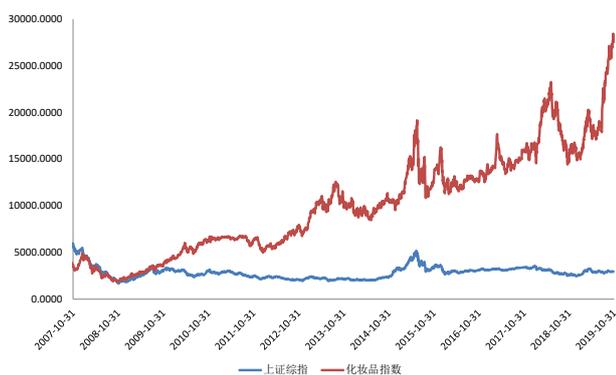
目 录

一、化妆品行业景气度持续回暖，大众定位与美妆品类双轮驱动市场规模高速扩张	4
(一) 需求推动化妆品市场规模高速增长，经济下行的消极性周期影响有限	4
(二) 价格定位：大众市场为主，高端市场增长更快	4
(三) 剖析品类：护肤品市场为主，彩妆市场加速增长	6
二、国际公司龙头地位稳固，本土公司后发追赶面临重重压力	7
(一) 国际公司市场占有率遥遥领先，国产品牌奋起直追	7
(二) 我国化妆品行业成长看点：受众基数大，行业集中度较低，细分领域崛起.....	11
(三) 行业财务分析：规模与业绩逐年扩张，资产负债率水平较低，ROE 在稳定水平范围内波动.....	12
三、化妆品行业当前存在的问题及建议	15
四、化妆品行业在资本市场中的表现	16
(一) 新股上市推升三季度行业指数进一步加速上涨，估值水平处于中等偏低的历史百分位水平	16
(二) 市场情绪指标与风险指标：化妆品行情指标围绕中值波动，抗风险性与抗周期性能力较强	16
五、投资建议	19
(一) 十一月配置建议.....	19
(二) 十月关注组合表现回顾	19
六、风险提示	20

行业导语

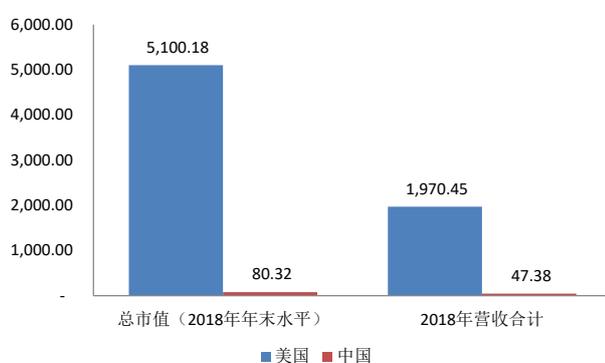
化妆品行业在国民经济行业分类（GB/T4754-2017）中，指作用在人体表面的，以达到清洁、消除不良气味、护肤、美容和修饰目的的日用化学工业产品的制造。伴随着居民消费水平的提升以及生活质量的改善，化妆品的使用愈发普及，在日常生活中发挥重要作用。其中，护肤与个人洗护用品在可选消费领域中具有必需品的属性，可覆盖的消费人群广泛，同时消费频次相对更高；美妆护肤产品也具有高端消费的属性，行情走势穿越大盘周期。目前 A 股市场上市的化妆品类公司有 10 家，主要涉及美妆护肤和洗护日化领域；与之对应，美股分类为“家庭与个人用品”，涉及上市公司合计 25 家；全球市场中主要还关注日本东京上市的资生堂（4911.T）、巴黎上市的欧莱雅（OR.PA）和 LVMH 集团（MC.PA）。通过对比数据可以发现，中国目前化妆品行业公司占比全市场市值比重仅为 0.15%，扣除石油化工、金融行业高市值公司的影响之后占比为 0.21%。国内上市公司与海外龙头企业相比在市值与营收规模两个方面都存在较大的差距，考虑到未来我国人均化妆品销售额提升空间巨大，大众市场有望保持增长稳定，结合行业集中度较低的现状，国产品牌和本土公司可以借力营销与渠道，专注挖掘细分赛道的机会，避免与国际品牌产生直面竞争。

图 1：化妆品指数与上证综指走势变化趋势



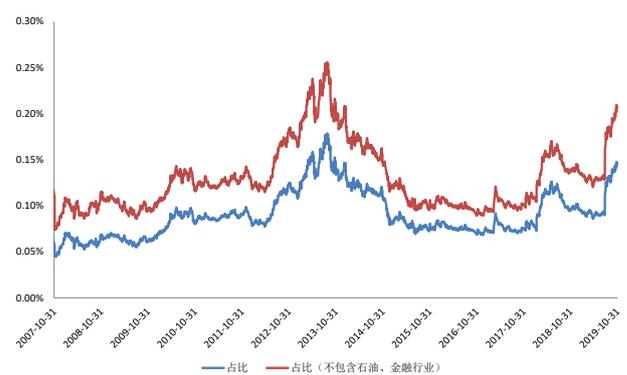
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：中美化妆品行业市值规模与营收规模对比（亿美元）



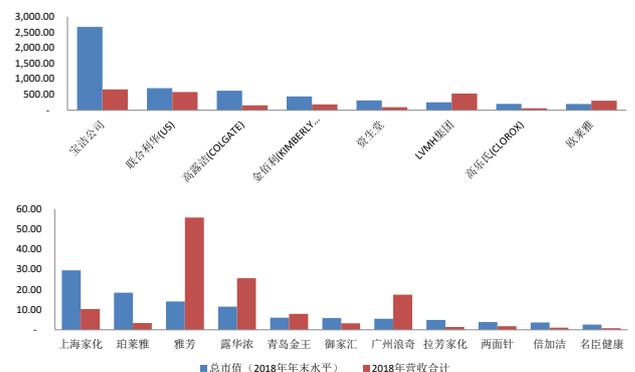
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：化妆品上市公司占比市场总市值 (%) 走势变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：中美化妆品公司市值规模与营收规模对比（亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

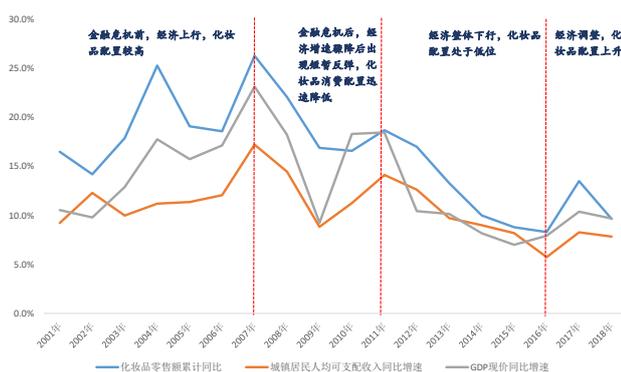
一、化妆品行业景气度持续回暖，大众定位与美妆品类双轮驱动市场规模高速扩张

（一）需求推动化妆品市场规模高速成长，经济下行的消极性周期影响有限

我国化妆品市场整体处于成长阶段，与美国、日本等成熟市场相比，中国化妆品市场增速处于高位。2018 年中国美容个护产品市场达到 4104.79 亿元，成为全球第二大化妆品市场，2013-2018 年复合增速为 8.56%，2018 年同比增长 12.29%，世界/美国/日本同期增速为 4.38%/3.89%/2.14%。总体上说，消费需求增加来源于人们对外表的重视程度增加、对美好形象的精神需求增加。随着美妆自媒体的发展与流行，人们对于化妆品的认识逐渐丰富，渐渐培养护肤化妆习惯，化妆品消费需求持续增长。

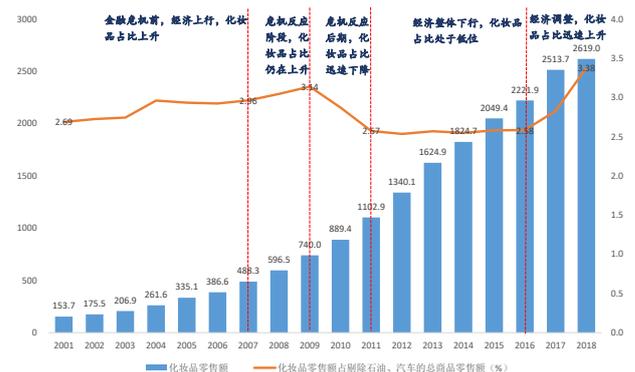
化妆品行业的经济周期性比较明显，化妆品零售增速与人均可支配收入、GDP 增速变动趋势相近。化妆品作为可选消费品，其品类层次丰富、价格跨度大，消费者的消费能力决定了对化妆品品类和价位的选择。又因消费者的消费能力受整体经济环境影响，所以化妆品市场的增速具有强周期性的特质。另外，相对于其他商品，人们对化妆品的消费配置对经济下行反应迟缓，对经济复苏反应敏感。2008 年金融危机前我国经济整体处于高速增长状态，人们对于化妆品的消费占比不断上升。金融危机后的短期内，化妆品消费的反应较为迟缓，化妆品消费占比仍在上升，在 2009 年末达到 3.14%（剔除石油、汽车）。在 2010 年经济反弹后，2011 年至 2016 年金融危机的消极影响持续，我国经济放缓，化妆品消费占比在 2010-2011 年迅速降低至 2.57% 后，2011-2016 年维持在 2.53%-2.58% 的低位。2016 年后我国经济调整，增速回升，人们对于化妆品的消费配置即刻上升，即便 2018 年经济增速再次放缓，化妆品消费的占比仍然升至 3.38%，可见人们的化妆品消费是对经济回暖更加敏感的。

图 5：2001-2018 年化妆品、人均可支配收入、GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：2001-2018 年化妆品限额以上零售额 (亿元) 及占比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）价格定位：大众市场为主，高端市场增长更快

我国化妆品市场以大众市场为主，但高端市场增长更快并且占比不断提升。而在人们肤质和传统文化习惯相近、但人均可支配收入较高的台湾、香港市场中，港台同胞人均化妆品的消费水平更高，明显更加青睐高端化妆品。由此可见，我国化妆品市场以大众市场为主的格局

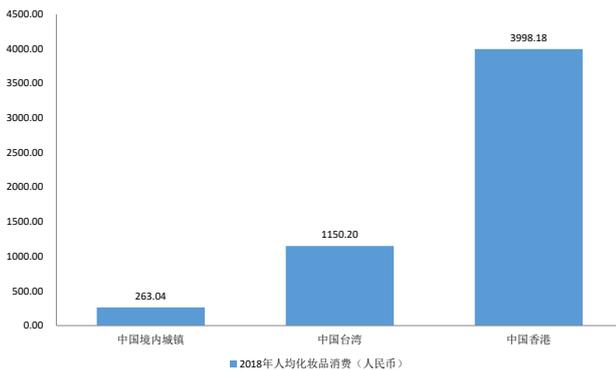
主要与人均可支配收入较低有关，并且随着我国人均可支配收入的增加，我国高端市场的比重将越来越大。

图 7：我国境内与港台护肤品大众市场与高端市场对比（%）



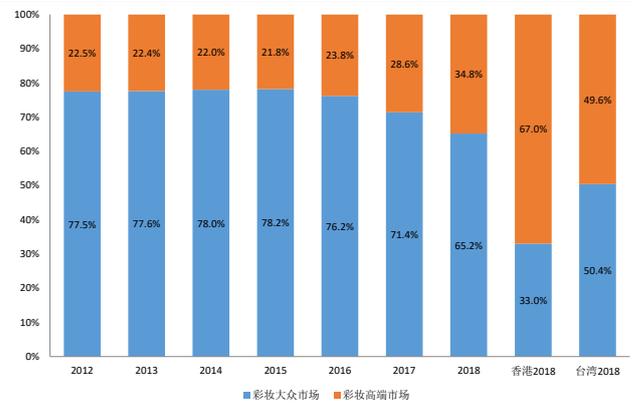
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 9：2018 年我国境内城镇与港台人均化妆品消费（元）对比



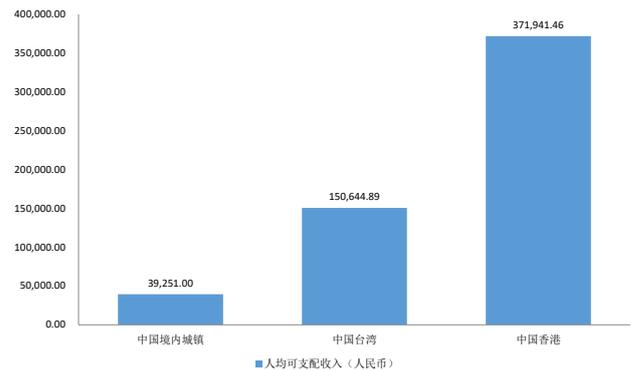
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 8：我国境内与港台彩妆大众市场与高端市场对比（%）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

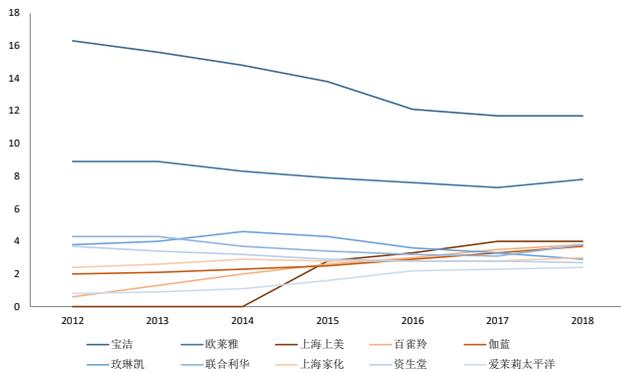
图 10：2018 年我国境内城镇与港台人均可支配收入（元）对比



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

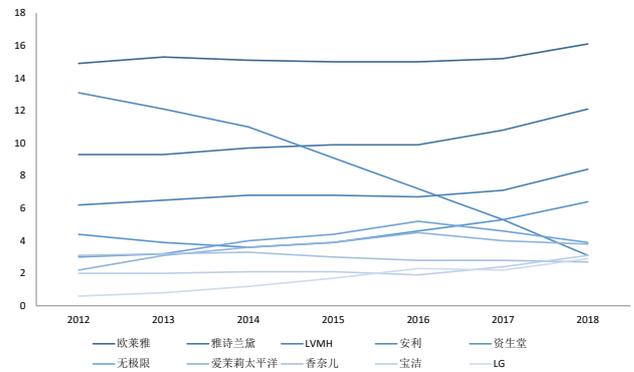
在我国大众市场的规模前列中，可以看到部分本土公司正在崛起，而在高端市场前列却不见本土公司身影。趋势上，随着本土公司的发展，大众市场的国际龙头市占率逐渐降低。这是由于在大众市场中，产品只需要达到基础的效果和要求，如保湿、安全、防腐、款式多样等，科研要求并不高。目前国产化化妆品的生产水平已经达到基础水平，再配合上贴近国人心理的营销和低线城市的广泛渠道，所以国产化化妆品得以在大众市场中提升地位。而在高端市场中，除了安利这一直销公司在中国市占率下降外，国际龙头公司地位十分稳固，本土公司很难跻身高端市场前列，因为高端产品必须达到更高的要求，如抗敏、紧致、不致敏、功效成分含量高、包装密封程度好等，科研要求很高，国产化化妆品的水平尚未达到。

图 11: 2012-2018 年中国大众化妆品市场前十公司市占率 (%) 变化



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 12: 2012-2018 年中国高端化妆品市场前十公司市占率 (%) 变化

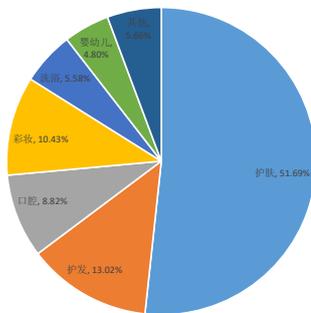


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

(三) 剖析品类: 护肤品市场为主, 彩妆市场加速增长

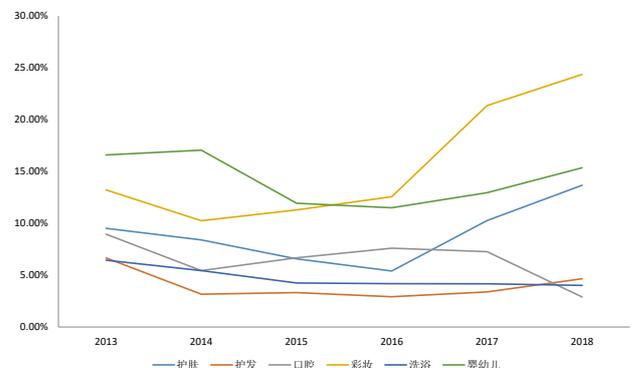
主要产品按市场规模分为护肤品、护发品、口腔用品、彩妆、洗浴用品等, 2018 年分别占有 51.69%、13.02%、8.82%、10.43%、5.58% 的市场份额。其中护肤品和彩妆市场近年增速较快, 2018 年护肤品同比增长 13.68%, 彩妆同比增长 24.36%。

图 13: 2018 年化妆品分类占比 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 14: 2013-2018 年化妆品分类市场增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

护肤品以面部护理为主。与洗护相比, 面部护肤品具有单价较高和需求丰富的特点, 因此奠定了护肤品作为化妆品主要品类的基础。随着女性进入青春期, 面部油脂分泌增加, 开始出现面部痤疮, 同时爱美意识增强, 因而开始关注并使用面部护肤品。随着年龄增长, 女性的保湿、美白、抗皱等需求增加, 对护肤品的功效要求增加, 意味着所使用的护肤品单价增加。养成护肤习惯后消费者对护肤品的使用频次和需求稳定, 因而护肤品占据化妆品市场的主要部分, 2018 年中国护肤品市场达到 2121.85 亿元, 同比增长 13.68%, 2013-2018 年复合增速为 8.83%。

彩妆市场的快速增长一方面是由于基数较小、成长空间大, 另一方面是源自于美妆自媒

体（如小红书、微博、微信公众号等）对化妆技术和产品的普及。目前 80 后和 90 后女性是彩妆的消费主体，她们处于择偶与职业发展的黄金时期，对外表的关注与投入程度处于较高阶段。彩妆作为能够快速提升面部形象、改善精神状态的产品，其品牌营销也紧跟并推动时尚潮流的发展，切合 80 后和 90 后女性的爱美需求，因而得以快速增长，2018 年中国彩妆市场达到 428.00 亿元，同比增长 24.36%，2013-2018 年复合增速为 15.82%。

图 15: 2018 年护肤品分类占比 (%)

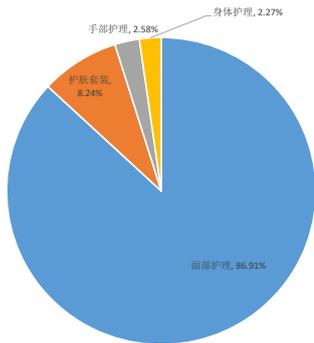
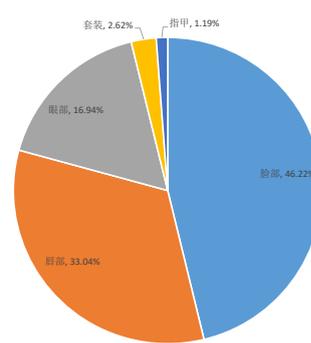


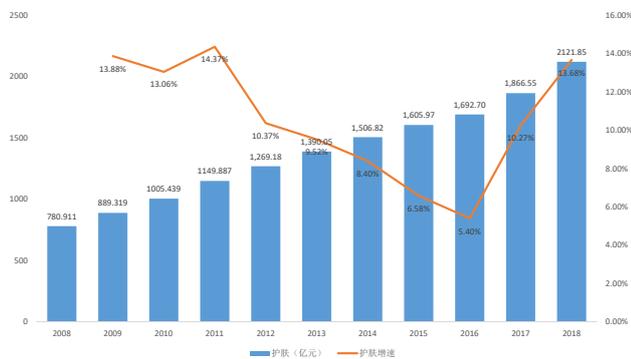
图 16: 2018 年彩妆分类占比 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

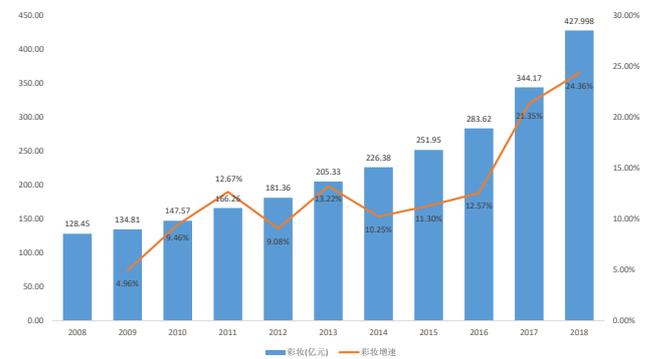
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 17: 2008-2018 年中国护肤品市场 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 18: 2008-2018 年中国彩妆市场 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

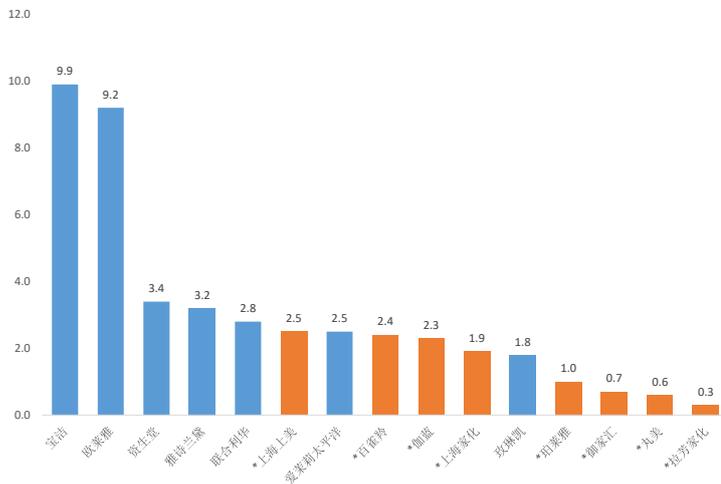
二、国际公司龙头地位稳固，本土公司后发追赶面临重重压力

(一) 国际公司市场占有率遥遥领先，国产品牌奋起直追

从市占率上看，国际化妆品公司占据领先地位。宝洁（1837 年成立于美国，1988 年进入中国）和欧莱雅（1907 年成立于法国，1996 年进入中国）市占率分别为 9.9%和 9.2%，远超过其他公司。对于本土公司而言，在市占率前十的公司中仅占四席（上海家化 2.5%、百雀羚 2.4%、伽蓝 2.3%、上海家化 1.9%），市占率总体较低。而在本土上市公司较少，而且市占率偏低（上海家化 1.9%、珀莱雅 1.0%、御家汇 0.7%、丸美 0.6%、拉芳家化 0.3%）。另外，收入较高的群体经常采用出国旅游和代购的方式购买国际化妆品，这部分销售额没有计入国内化妆品市

场，因而从中国消费者消费的角度上看，国产化妆品真实的占比会更低。

图 19：2018 年中国化妆品市占率前 10 公司与上市本土公司（%）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

国际化妆品公司市占率领先的原因一方面在于国际公司业务范围广，品类齐全，而规模靠前的本土化妆品公司往往以护肤、彩妆品类为主，而洗护、口腔、香水等品类较少。另一方面，国际公司成立历史久，拥有品牌数量多，且在大部分本土品牌成立前就已经进入中国市场，因而在规模和口碑方面有天然的优势。由于国内外公司在业务范围和品牌数量上存在差异，因而有分别需要从品牌和公司角度看国产化妆品的竞争力，并且着重看护肤品和彩妆市场。

具体从公司角度来看，市占率前二十的公司中，第一和第二名的市占率差距明显。护肤品市场中，第一名欧莱雅的市占率（10.0%）是第二名资生堂市占率（4.8%）的 2.08 倍，是规模最大的本土化妆品公司百雀羚市占率（4.5%）的 2.22 倍。彩妆市场中龙头优势更为明显，第一名欧莱雅的市占率（29.2%）是第二名 LVMH 市占率（10.0%）的 2.92 倍，是国内第一的彩妆公司上海菲扬市占率（2.7%）的 10.81 倍。可见我国化妆品公司与国际龙头公司有较大差距。

然而从品牌角度看，品牌市占率差距不如公司市占率差距明显。市占率前二十的护肤品牌中，第一名百雀羚（本土）的市占率（4.5%）是第二名巴黎欧莱雅市占率（4.1%）的 1.10 倍。彩妆品牌中，第一名美宝莲的市占率（11.3%）是第二名巴黎欧莱雅市占率（7.1%）的 1.59 倍。市占率前二十的护肤品牌中本土品牌有 8 个（含 3 个上市公司品牌：珀莱雅、佰草集-上海家化、御泥坊-御家汇），说明本土护肤品牌具有一定优势，但由于品牌市占率差距并不大，我国护肤品品牌仍面临激烈的竞争环境。而市占率前二十的彩妆品牌中本土品牌仅 3 个（无上市公司品牌），说明本土彩妆品牌在市场规模上仍然与国际品牌具有较大差距，国际彩妆龙头优势明显。

公司市占率差距较品牌市占率差距明显的原因在于，龙头公司品牌矩阵完备，规模优势明显。以欧莱雅公司的彩妆业务为例，旗下进入彩妆市占率前二十的品牌就有 5 个，分别为美宝莲（11.3%）、巴黎欧莱雅（7.1%）、伊夫圣罗兰（4.3%）、兰蔻（3.1%）、乔治阿玛尼（2.6%），覆盖低、中、高端三类价位的市场，5 个品牌的彩妆市占率合计达 28.4%。相比之下，我国化

妆品公司的品牌矩阵显得十分单薄,国内第一的彩妆公司上海菲扬旗下仅有玛丽黛佳一个品牌。由此可见,品牌层面的竞争在于各自领域的单枪匹马,而公司层面的竞争却需要全方位多品牌的并肩作战,本土公司在丰富品类、打造多维品牌矩阵方面仍任重道远。

图 20: 2018 年护肤品市占率排名前二十的公司 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 22: 2018 年护肤品市占率排名前二十品牌 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 21: 2018 年彩妆市占率排名前二十公司 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 23: 2018 年彩妆市占率排名前二十品牌 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

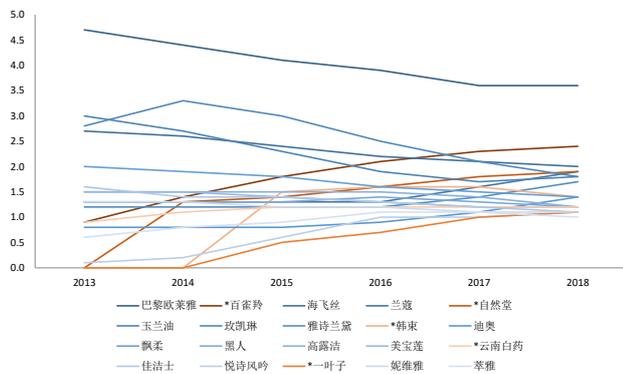
我们根据 2013-2018 年前十名化妆品公司及品牌的市占率变化分析近年来国内外公司及品牌的表现趋势。从**总体趋势**上看,市占率前十的国际公司的市占率处于比较平稳的状态(-1.2~+1.5pct),本土公司市占率有上升趋势(上海上美+1.1pct、百雀羚+2.7pct、伽蓝+1.4pct),说明国际公司市占率受崛起的本土公司影响有所动摇,但影响有限,国际公司仍处于市占率较高的龙头地位。

在**护肤市场**中,国际平价品牌巴黎欧莱雅、玉兰油市占率下滑明显(-2.3 /-2.1pct),而国

际高端品牌如兰蔻、雅诗兰黛市占率则稳中有升(+0.7/+0.9pct)，国产品牌市占率上升趋势亮眼(百雀羚、韩束、一叶子、自然堂分别上升2.7/0.2/1.2/1.1pct)，而本土上市公司品牌则相对表现平平(佰草集-0.3pct, 珀莱雅-0.2pct)。由此来看，虽然国际高端品牌的地位仍然难以撼动，但定位大众市场的国产品牌对国际平价品牌有一定抗衡能力，所以借助占比最大的大众市场，近年国产护肤品牌得以迅速崛起，迎头赶上。

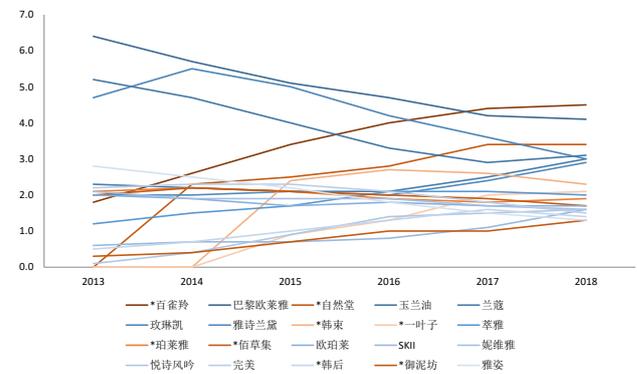
在彩妆市场中，国际平价的龙头品牌市占率大幅下降(美宝莲-9.0pct, 巴黎欧莱雅-3.0pct)，而国际中高端品牌市占率则稳中有升(+0.7~4.3pct)，国产彩妆品牌市占率呈缓慢上升状态(玛丽黛佳+2.5pct)。由此来看，我国彩妆市场高端化发展比较迅速，国际中高端品牌地位稳中有升。另外，彩妆单价低、创新要求低，从而进入门槛低。近年来中日韩平价彩妆品牌数量皆快速增加，彩妆大众市场竞争加剧，因而国际平价品牌龙头(欧美品牌)市占率大幅下滑，国产品牌上升也比较缓慢。本土上市公司的彩妆产品占比少，因而市占率暂时不达标前列。

图 24: 2013-2018 年中国化妆品前十公司市占率变化 (%)



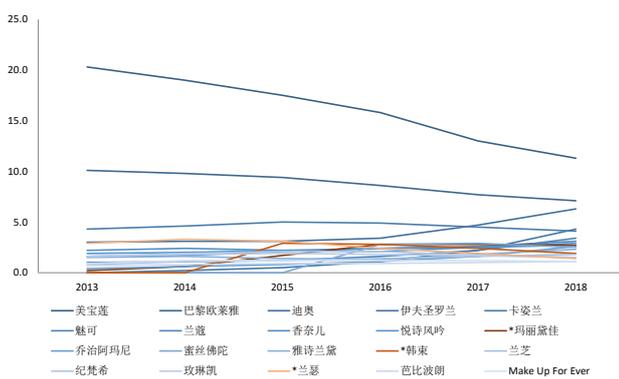
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 25: 2013-2018 年护肤前十品牌+上市公司品牌市占率变化 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 26: 2013-2018 年中国彩妆前十品牌市占率变化 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

我们认为国际化妆品公司在品牌影响力、产品矩阵、研发实力和议价能力上存在显著规模优势，因而国际公司的全球化妆品行业的龙头地位相对稳固，本土公司虽正在后发追赶，但面临来自国际的压力重重，短期内难以颠覆整体格局。

（二）我国化妆品行业成长看点：受众基数大，行业集中度较低，细分领域崛起

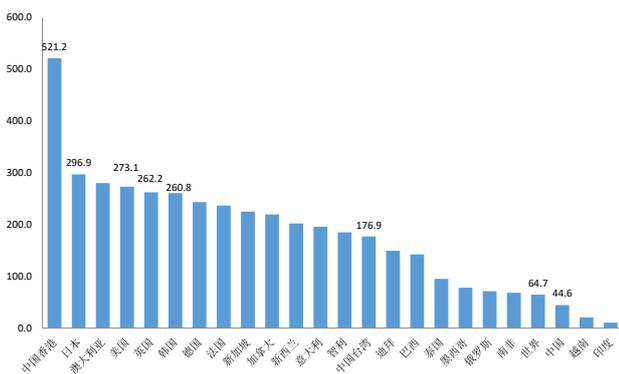
短期内我国化妆品仍以大众市场为主，而且化妆品市场集中度较低，本土化妆品公司仍有一定成长空间。国产护肤品借助互联网降低营销和零售成本，可以拥有相比以往更加快速的成长。中国人口基数大，化妆品市场整体容量大，且消费者需求呈现多样化并不断变化。国产化妆品只要紧跟市场潮流，夯实研发基础并开发创新，即便在基础化妆品领域也能拥有一定比例的产品拥护者，获得长足发展。国产护肤品品牌（百雀羚、韩束、自然堂等）能够跻身市占率前列是最好的证明。

1.人均化妆品销售额提升空间大，大众市场增长稳定

目前中国境内人均化妆品的销售额较低，为 44.6 美元，低于发达市场、周边地区和世界水平。一方面，是因为人均消费水平不足导致的购买频次和购买的金额不够高。另一方面，则是由于化妆品渗透率不够高。中国的现代护肤和化妆理念主要是由上世纪八九十年代国际化妆品公司在开拓中国市场时大肆推广的，因而由发达城市居民最先开始接触，而低线城市及乡镇则较晚接触护肤和化妆。即便人们对化妆品大类的使用习以为常，但在细节程度上也依然有相当一部分人群没有使用精细步骤的护肤品、彩妆、香水、脱毛膏等产品的习惯。

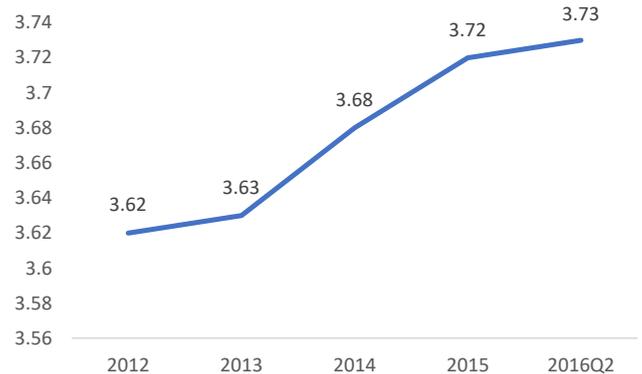
随着互联网零售和美妆媒体对化妆品的推广，加上可支配收入提升，化妆品使用将不断普及和深化，中国化妆品市场有较大成长空间。并且，十几年来中国化妆品市场的增长速度一直处于较高并高于世界平均水平，说明中国化妆品市场成长动力充足。化妆品的渗透方向主要为高收入向低收入、一二线城市向三四线城市，而中低收入或低线城市的化妆品消费者往往是从平价化妆品开始的，因而尽管高端市场的占比在提升，大众市场仍然有稳定和较大的成长空间，其中正在崛起的国产化妆品也可以从中获利。

图 27：2018 年中国及部分地区人均化妆品消费额（美元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 28：2015-2016 年线上购买护肤品种类数（个）



资料来源：凯度消费者指数、阿里大数据，中国银河证券研究院整理

2.市场集中度较低，国产化妆品发挥空间广

与成熟的欧美日化妆品市场相比，我国化妆品市场集中度较低，说明市占率靠前的国际公司并没有形成垄断优势，本土公司仍有发挥空间。在市占率前十名的公司中，除了前两名遥遥领先外，剩下的国内外化妆品公司的市占率差距并不大，未来或许有更多本土公司跻身市占率

前十名。

3.基本生产能力具备，部分细分行业有望带领国货崛起

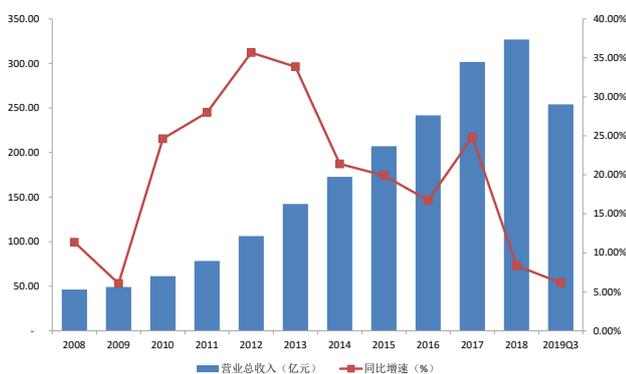
在经历了近 30 年的发展，国产化妆品的生产可以达到基础到中等水平，在洁面、面膜、眼影、眉笔、润唇膏、护手霜、身体乳等要求不高的产品上具有性价比优势，可以利用这些基础产品吸引消费者并通过不错的使用效果积累口碑、树立品牌形象和提高消费者的留存度。为避免与国际化妆品品牌市占率、研发、口碑等强势方面的正面竞争，现阶段国产化妆品能够迅速崛起的细分行业需要满足三个条件中至少两者：①市场规模较大且增长较快，市场集中度较低，从而发挥空间广，竞争压力小；②技术难度较低，大众市场占比较高，从而利于低价的国产化妆品发展；③产品翻新快，营销推动效果明显，从而利于新晋者追上前沿步伐。我们建议关注本土化妆品公司在面膜、彩妆（口红、眼妆）、婴幼儿洗护用品等细分行业的布局。

（三）行业财务分析：规模与业绩逐年扩张，资产负债率水平较低，ROE 在稳定水平范围内波动

1.利润表：营业收入与净利近年均呈现减速扩张趋势

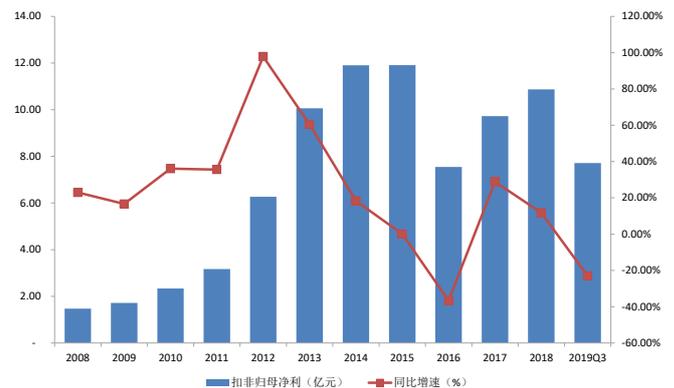
截止 2019 年前三季度化妆品行业合计实现总营业收入 254.04 亿元，同比增速为 6.16%；2018 年全年对应总营收规模为 326.85 亿元，同比增长 8.34%；行业总体增速自 2013 年开始出现下滑趋势，仅在 2017 年时有所提升回暖。2019 前三季度行业合计实现归母扣非净利润为 7.71 亿元，同比下滑 23.08%，从年度表现来看，2018 年化妆品行业的扣非归母净利润为 10.87 亿元，同比增速为 11.76%，净利的增速变化趋势与营收的变化趋势基本保持一致。从营业收入和净利润的表现来看，尽管增速放缓，行业整体规模逐年不断扩张；而上市公司的业绩呈现出季节性波动，因此三季度表现略有下滑不必过分担心，同期广告等销售费用确认过多均有可能导致业绩的下滑。

图 29：化妆品行业公司历年营收（亿元）与同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 30：化妆品行业公司历年归母扣非净利（亿元）与同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

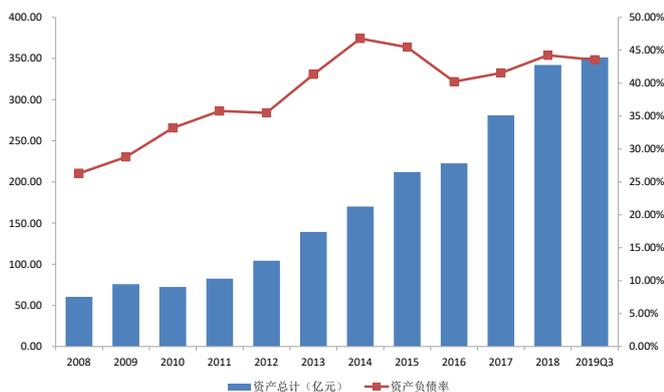
2.资产负债表：资产负债率逐步进入稳定区间波动，存货经营管理效率有待进一步改善

截止 2019 年第三季度，化妆品行业公司总资产合计为 351.37 亿元，排除上市公司数量增加对于行业总资产数目的影响，整体保持稳定的扩张，体现了化妆品行业的规模逐步扩大，后

台商品生产制造与储备、前端商品销售渠道门店建设日益完善。行业总体的资产负债率逐年呈现出上升的趋势，截止 2019 年第三季度化妆品行业的总体资产负债率为 43.54%，较 2008 年的 26.30%大幅提升了 17.24 个百分点，自 2015 年开始行业的资产负债率水平基本稳定在 40%-45%左右波动，进入相对稳定的区间；相较其他行业，化妆品行业的资产负债率处于较低水平。

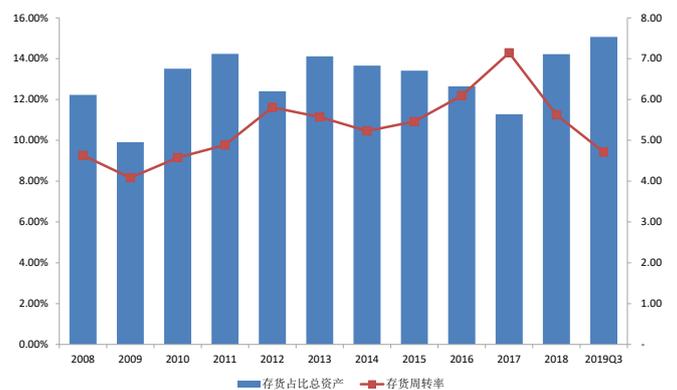
对于化妆品企业而言，存货周转能力体现了公司的销售能力和存货管理能力，同时低存货说明公司生产较为合理，从一定程度可以证明公司产销比较高，市场对于公司品牌具有一定的认可度。从存货占比总资产比例与存货周转情况来看，行业的存货占比总资产基本保持稳定趋势，围绕 14%的水平波动，截止 2019Q3 该比例轻微上浮至 15.06%，存在部分季节性波动（商家为四季度双十一和年底促销备货等因素）；2017 年之前存货周转效率明显改善，随后出现周转情况的下滑，化妆品企业应该结合自身的销售情况逐年对生产情况进行调节，逐步改善自身的库存管理情况。

图 31: 化妆品行业公司历年总资产（亿元）与资产负债率（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 32: 化妆品行业公司历年存货占比（%）与存货周转率（次）

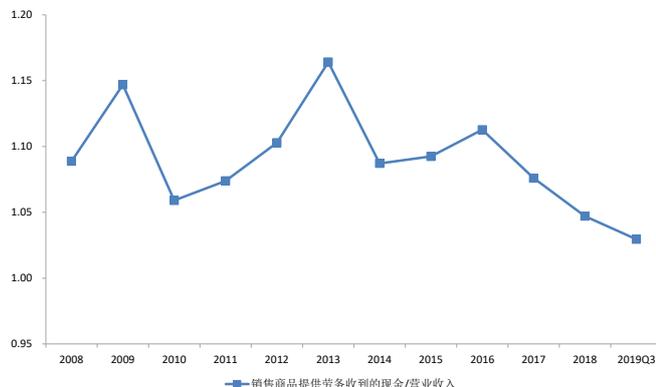


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3.现金流量表：经营回款效率较高，谨慎注意收入现金比例呈现出下滑趋势

化妆品行业的收入现金比例持续在 1.10 左右波动，表现出化妆品行业剔除了应收账款带来的风险之后，现金流入情况与销售收入的实际情况表现基本匹配，行业整体不仅当期收入全部现金，并且收回前期应收账款，盈利质量较好。但从历史数据可以看出，2016 年开始收入现金比例出现下滑趋势，截止 2019Q3 下滑至 1.03，尽管依旧处于高于 1 的水平，但是需要谨防可能由于收入未能及时收现而带给化妆品公司的潜在风险（从侧面反映化妆品行业的上市公司可能存在为了提升销售额而允许经销商待付，部分让利的情形）。

图 33: 化妆品行业公司历年收入现金比例情况 (%)

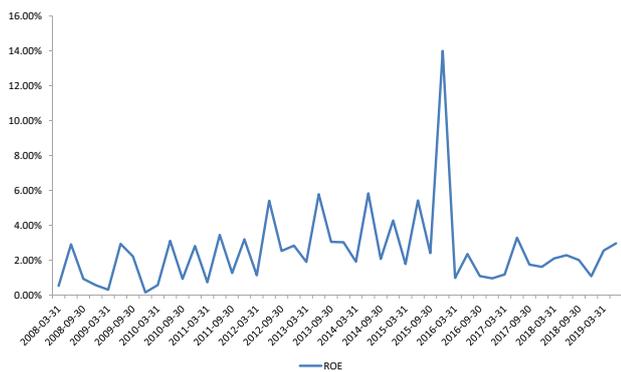


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4.杜邦分析: ROE 与销售净利率围绕历史中枢水平波动

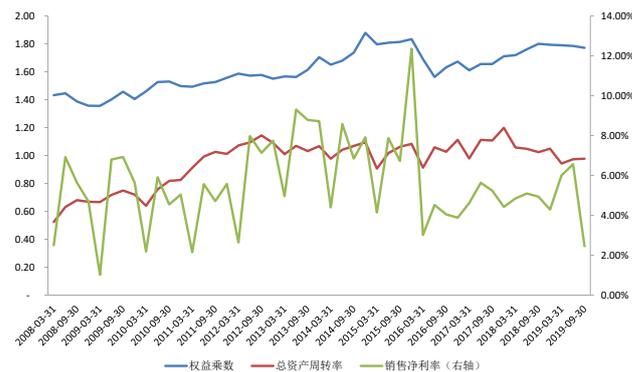
化妆品行业的 ROE 基本保持稳定的趋势,排除 2015 年年底上海家化非经常性损益过高推升行业整体收益向上抬升,ROE 水平偏离的影响之外,行业整体的净利率水平围绕 2.5%波动。将 ROE 进行拆分,ROE 的变动更多的受到销售净利率的影响,销售净利率基本保持围绕 5.6%的水平进行波动,化妆品行业的权益乘数呈现上升趋势(与资产负债率逐年攀升趋势一致),总资产周转率 2013 年有所提升,此后基本维持在 1.05 左右。截止 2019 年第三季度,ROE 季节性波动下滑至 1.12%,其中权益乘数为 1.77 倍,总资产周转率为 0.98,销售净利率水平滑落至 2.45%(前三季度拉芳家化、名臣健康、御家汇和两面针的净利率均出现下滑,对应的同比降幅分别为 56.19%/18.58%/94.56%/45.78%,且御家汇与广州浪奇的净利率水平已不足 0.5%,两面针跌至-1.19%)。

图 34: 化妆品行业公司历年 ROE (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 35: 化妆品行业公司历年 ROE 拆分 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、化妆品行业当前存在的问题及建议

通过下表对当前化妆品行业所存在面临的问题以及对应的建议进行梳理：

表 1：化妆品行业当前存在的问题及建议

问题描述	解决建议
<p>1. 国际品牌历史悠久，国产口碑积淀不足</p> <p>国际公司成立较早，具备较为完整和成熟的品牌矩阵，在国内的发展也比大多数国产品牌要早。消费者对成立时间较长的品牌有一定的信赖，而且较长的历史对品牌口碑积淀和形象树立具有积极作用。大部分国内化妆品公司与国际公司有近百年的差距，在口碑和消费者信赖度上有天生的不足。由于缺乏品牌口碑积淀，很难享受品牌溢价。</p>	<p>(针对问题 1 和 2) 国际化妆品公司往往都是先有一个单独的、成熟的品牌，发展多年后，口碑、技术都有所积淀，本身实力已经比较强大，资金充足，并发展国际业务，并为了丰富品牌矩阵自主研发子品牌或收购其他已经发展不错的品牌。早期深耕核心品牌的研发和销售为这些国际公司积累了丰厚的资金和口碑，为后期开发新品牌提供资金和经验。很多国内化妆品公司核心品牌尚未塑造和发展成功，便开始开展其他品类的投入的开发，很可能造成所有旗下品牌竞争力都不强的局面。现阶段本土化妆品公司成立时间大多在二十年左右，资金和口碑积累不足，更适合发展核心品牌和打造拳头产品，深耕研发，不宜盲目扩增品牌数量。</p> <p>此外，对于本土化妆品而言，不仅需要建设好线上渠道，渠道下沉低线城市也十分重要，原因在于：①低线城市实体店是消费者接触本土美妆、构建品牌认知的重要渠道。②低线城市消费由于经济实力或接触渠道所限，对国际品牌并无执念。③低线城市人力成本较低，线下门店的配套服务更有效地提升消费者消费效用。</p>
<p>2. 国际公司产品矩阵丰富，国产品牌定位相对局限</p> <p>本土化妆品公司业务相对集中，价格主要在中低区间；国际化妆品公司业务范围广、品牌矩阵丰富，涉及护肤、彩妆、洗浴、护发、口腔、香氛等美容个护的各个方面，同时覆盖所有的价格区间、面对所有的消费群体。产品矩阵丰富的公司可以根据不同的市场环境调整投资方式，在面对不利的市场因素时更能游刃有余，因而国际化妆品公司经营的稳定性更强，抗经济周期能力更强。国际品牌定位多样，不乏适合针对中国消费者的产品，国产品牌想从定位上吸引消费者并不见得拥有十足的优势。</p>	
<p>3. 国际化妆品研发领先，国产缺乏高端产品开发</p> <p>目前国产化妆品产品的生产已经达到基础水平，能够实现基础的保湿、滋润和彩妆功效，但更加高阶的抗老、紧致等效果并未达到国际水平。同时我国化妆品公司规模较小，投入研发的资金实力不足，研发投入总体上远远不及国外公司，所以在基础生物医药的科研水平和人才储备相对落后，基础研究应用于化妆品行业的速度相对较慢。尤其是高端定位的产品，其核心成分往往不是常规功效成分，独创的原料开发需要高昂的前期投入。</p>	<p>(针对问题 3 和 4) 中国人均可支配收入提升，人们对自身修饰和精神满足的需求增加，越来越倾向于使用高端品牌和个性化产品。因此，尽管高端化妆品的功效与价格不成正比，仍有许许多多的消费者愿意为那增加的一点功效和体验支付超越产品本身的溢价。在消费升级的大趋势下，中国化妆品市场高端化的趋势愈加明显，高端产品的开发更需要长期的研发投入和积累，因而本土公司应尽力提高研发实力，增进产品精致度，才能往高端化发展。</p> <p>此外，在经历了近 30 年的发展，国产化妆品的生产可以达到基础到中等水平，在洁面、面膜、眼影、眉笔、润唇膏、护手霜、身体乳等要求不高的产品上具有性价比优势，可以利用这些基础产品吸引消费者并通过不错的使用效果积累口碑、树立品牌形象和提高消费者的留存度。</p>
<p>4. 国际化妆品把控定价权，国产毛利率水平受制</p> <p>国际化妆品公司拥有领先定价的能力而且毛利率较高，一方面国际品牌形象高大，拥有忠实的高端消费群体，对高价承受能力强；另一方面国际化妆品公司研发实力雄厚，把控核心技术和成分，不断推出突破性创新产品，同时也就拥有了对新品的</p>	

定价权和较高的毛利率。

没有大集团的背书、雄厚财力和研发实力，本土化妆品公司不易开发出真正的、受消费者认可的高端产品。在这种情况下，走平价路线和以满足基础需求为主的国产化妆品很难拥有价格提升空间，定价受制于国际化妆品的定价梯度。

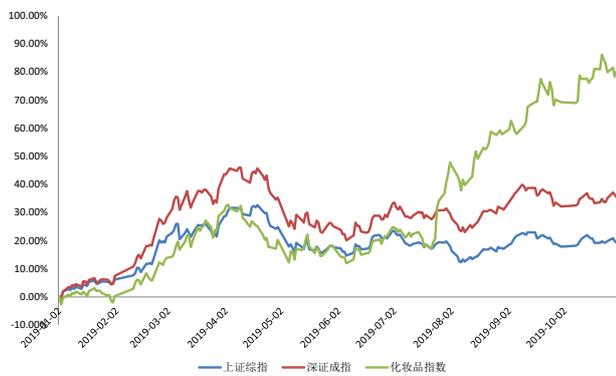
资料来源：中国银河证券研究院整理

四、化妆品行业在资本市场中的表现

(一) 新股上市推升三季度行业指数进一步加速上涨，估值水平处于中等偏低的历史百分位水平

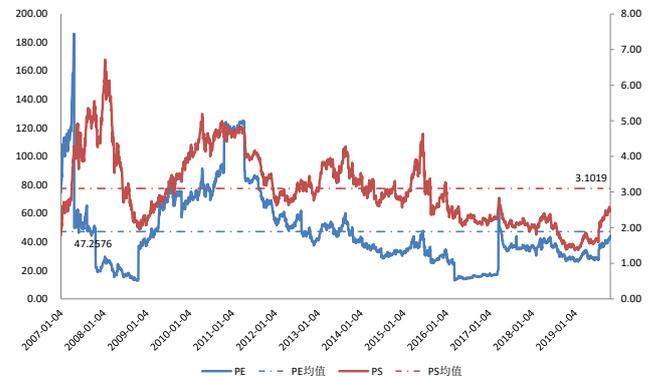
2019 年年初至今（20191031）化妆品指数上涨 83.82%，跑赢上证综指（18.81%），跑赢深证成指（34.77%）；其中指数前期水平与上增综指走势较为类似，跑输深证成指的涨跌幅表现，2019 年 7 月底开始出现大幅提升主要得益于板块内出现新的上市公司丸美股份（603983.SH）。化妆品行业总体表现与 PE、PS 的变化趋势都较为契合；PE（44.18 倍）和 PS（2.50 倍）的最新数值均略低于历史均值水平，但分别对应历史百分位水平 57.80%/32.60%，存在被低估的可能性（其中不排除本周上市公司发布三季报，因此市场股价未及时反应之前，净利 TTM 提升带来的估值下滑）。

图 36：化妆品指数 2019 年年初至今累计涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 37：化妆品指数估值指标



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 市场情绪指标与风险指标：化妆品行情指标围绕中值波动，抗风险性与抗周期性能力较强

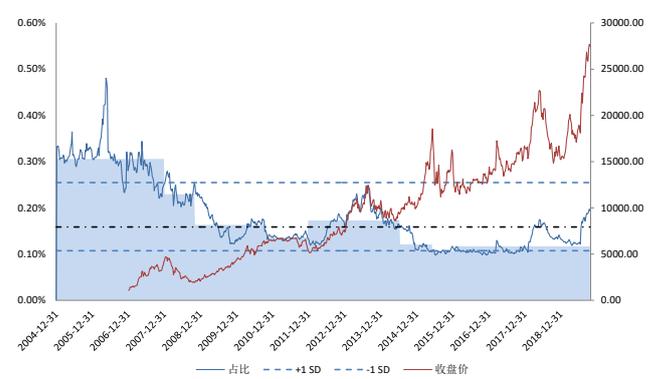
化妆品行业的公司主要集中在 2017 年之后上市，数量从之前的 4 家快速提升至 10 家，因此占比出现大幅提升；截止 2019 年 10 月 31 日，化妆品行业上市公司占比全市场比例为 0.27%；化妆品行业与全行业市值的比值分别为 0.20%，目前处于中游的历史百分位水平，市值占比有上升趋势，板块规模有所反弹，当前表现略高于全时间段范围的中位数水平，远高于本轮震荡行情的中位数水平（主要还是受到新公司上市的影响，否则会低于全时间段范围的中位数水平，更为接近本轮震荡行情的中位数水平）。

图 38: 化妆品行业上市公司数量与全行业比例情况 (个; %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 化妆品行业市值与全行业比例情况



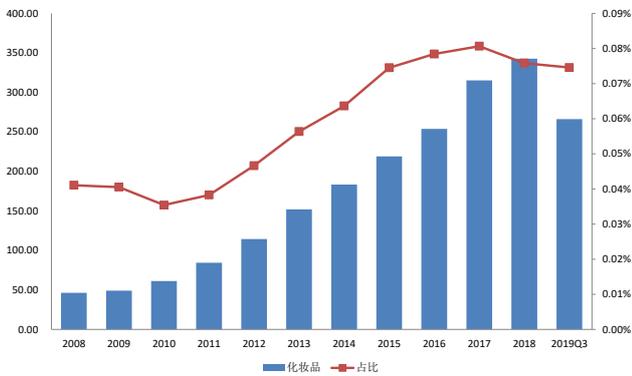
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

化妆品行业内的上市公司贡献全 A 股的营收占比总体呈现波动上升趋势，这与公司市值占比的上升趋势基本保持一致，2019Q3 化妆品行业所监测的 10 家上市公司共实现营收 266.16 亿元，贡献全市场营收比例为 0.07%。排除 2015 年上海家化大额非经常损益的影响，净利润的贡献占比情况同样维持稳定上升趋势，但由于行业整体净利率水平较低，截止 2019Q3，化妆品行业上市公司合计贡献业绩 16.41 亿元，占比全市场仅为 0.05%（占比低于营收规模）。

目前（2019.10.31）化妆品行业占全行业成交金额的比值为 0.26%，换手率与全行业的比值为 4.53 倍，其中成交额比本阶段中位数水平以及历史均值水平都较高，换手率相比也处于较高的历史百分位水平。此外，我们将指数的 1/PE 处理为投资收益率，由此通过比较 1/PE 与 10 年期国债年化收益率获得差值可视为投资超额收益，当前化妆品行业的风险溢价为 -1.02%，低于平均水平与中位数水平，未来的下行风险较小，该指标仅在 2007 年底与 2015 年底前后两段时期有过异常变动，其余时间段均在一个标准差范围内波动。

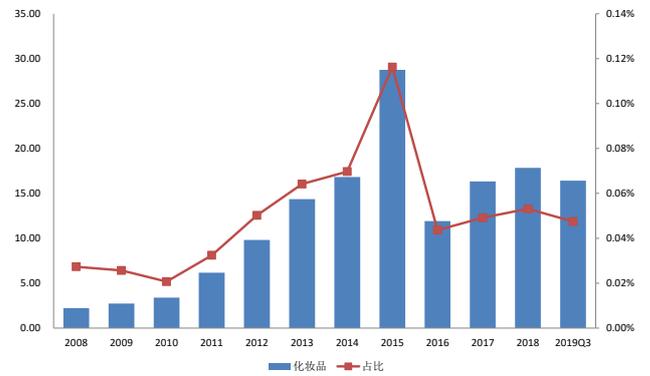
Beta 值衡量了化妆品行业对市场的敏感程度，与全 A 的 beta 值进行对比后，如果比例大于 1，则说明系统性风险高于全市场；反之亦然。化妆品行业的 beta 与全市场 beta 的比例普遍小于 1，中位数为 0.94，说明化妆品行业具有较强抗风险和抗周期能力；前期风险偏高，但全时间段范围内 beta 的相对比例呈现逐步下滑趋势，2014 年之后开始围绕中枢进行波动。目前（2019.10.31）化妆品行业 and 全行业 beta 值的比值为 0.91，处于略低于平均水平。

图 40: 化妆品行业营业收入 (亿元) 与全行业比例情况



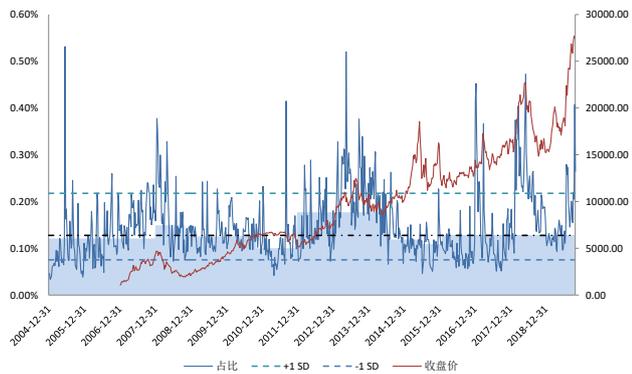
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: 化妆品行业净利润与 (亿元) 全行业比例情况



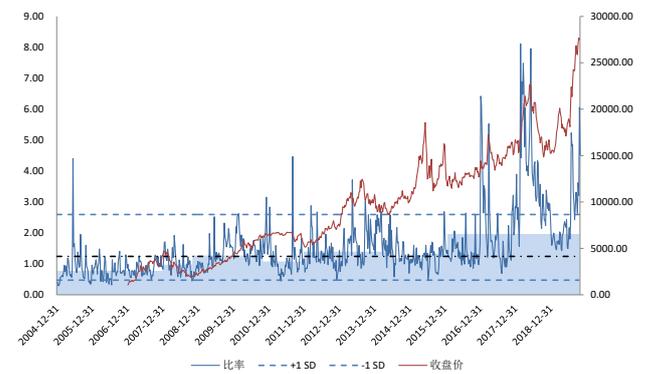
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42: 化妆品行业成交额与全行业比例情况 (%)



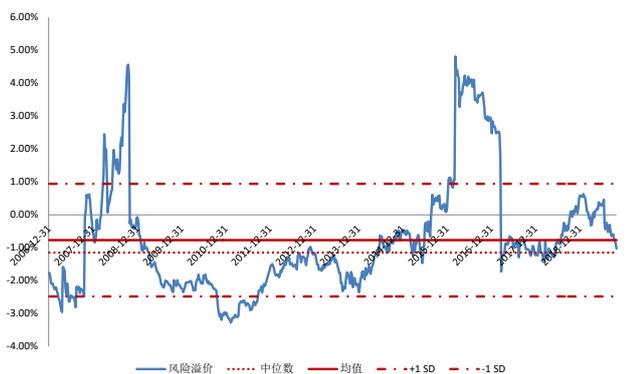
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 43: 化妆品行业换手率与全行业比例情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 44: 化妆品行业风险溢价 (%) 走势情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 45: 化妆品行业 beta 值与全行业比例情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议

(一) 十一月配置建议

我国 A 股中化妆品上市公司较少，以美妆为主的有上海家化（600315.SH）、珀莱雅（603605.SH）、御家汇（300740.SZ）和丸美股份（603983.SH），以洗护为主的有拉芳家化（603630.SH）、名臣健康（002919.SZ）和广州浪奇（000523.SZ），以口腔护理为主的有倍加洁（603059.SH）、两面针（600249.SH），还有覆盖美妆上游代工厂及下游线上线下渠道的青岛金王（002094.SZ）。

我国化妆品市场以美妆市场为主，截至 2018 年底美妆（护肤+彩妆）占比 62.12%，洗护（洗浴+护发）占 18.60%，口腔护理占 8.82%，同时美妆市场增速较快，美妆、洗护、口腔护理 2013-2018 年复合增速分别为 9.83%、3.76%、5.96%，且美妆市场集中度相对较低，比较适合本土公司发展，因而比较看好以美妆为主的公司。

目前我国化妆品仍以大众市场为主，且随着人均可支配收入上升有较大成长空间。未来随着化妆品下沉三四线城市，更多人开始接触美妆，国产化妆品市占率将有一定提升。结合我们之前的分析，我们认为在细分品类，如面膜、彩妆（口红、眼妆）、婴幼儿洗护用品，布局并发展良好的公司未来营收增长更快，更加值得关注。

(二) 十月关注组合表现回顾

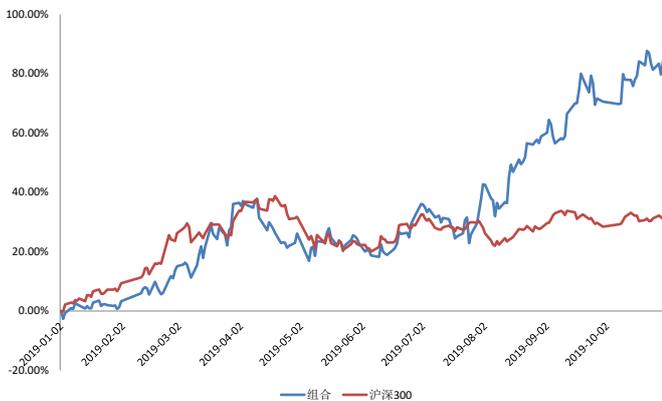
表 2：关注组合

证券代码	证券简称	推荐理由	权重	年初至今 累计涨跌幅 (%)	本月 涨跌幅 (%)
600315.SH	上海家化	上海家化生产和研发实力领先，有充足能力生产价格实惠、品质优秀的个人护理用品，顺应我国化妆品市场先大众渗透再整体升级的趋势。继上海家化收购英国高端婴幼儿品牌汤美星后，婴幼儿用品品类和销售渠道进一步丰富，拥有向海外市场和高端母婴市场拓展的能力，因而我们预测启初品牌的市占率仍有较大上升空间，将在未来预测维持较高速增长并给上海家化带来更大的收益。	33%	20.89%	-3.64%
603605.SH	珀莱雅	以珀莱雅为主力品牌，定位于三四线城市白领，2018 年珀莱雅品牌营收占比为 88.77%。同时还有优资莱、韩雅、悠雅、猫语玫瑰、悦芙媞等美妆品牌，均定位于三线及以下城市的年轻女性。珀莱雅覆盖日化专营店、商场、超市、单品牌店、电子商务等多渠道销售网络，形成渠道矩阵，抓住渠道变革增长契机。	33%	102.45%	8.98%

603983.SH	丸美股份	公司品牌布局与产品结构不断优化，拳头产品专注于眼部护理的细分领域，眼霜/精华类产品销售额表现在国产眼部护理板块中位列前茅；同时丸美、春纪、恋火三个品牌定位不同的消费需求，帮助公司尽可能多的锁定更广阔的潜在消费市场。此外，公司注重产品的研发升级，搭配积极有效的营销推广策略，通过线上线下相结合的全渠道方式稳步推进销售额的提升。	33%	142.83%	21.13%
-----------	------	--	-----	---------	--------

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 46：组合 2019 年年初至今收益率变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

六、风险提示

化妆品行业市场竞争日益激烈的风险；研发费用投入与产出低效的风险；品牌建设与渠道扩张不及预期的风险。

插图目录

图 1: 化妆品指数与上证综指走势变化趋势	3
图 2: 化妆品上市公司占比市场总市值 (%) 走势变化趋势	3
图 3: 中美化妆品行业市值规模与营收规模对比 (亿美元)	3
图 4: 中美化妆品公司市值规模与营收规模对比 (亿美元)	3
图 5: 2001-2018 年化妆品、人均可支配收入、GDP 增速 (%)	4
图 6: 2001-2018 年化妆品限额以上零售额 (亿元) 及占比 (%)	4
图 7: 我国境内与港台护肤品大众市场与高端市场对比 (%)	5
图 8: 我国境内与港台彩妆大众市场与高端市场对比 (%)	5
图 9: 2018 年我国境内城镇与港台人均化妆品消费 (元) 对比	5
图 10: 2018 年我国境内城镇与港台人均可支配收入 (元) 对比	5
图 11: 2012-2018 年中国大众化妆品市场前十公司市占率 (%) 变化	6
图 12: 2012-2018 年中国高端化妆品市场前十公司市占率 (%)	6
图 13: 2018 年化妆品分类占比 (%)	6
图 14: 2013-2018 年化妆品分类市场增速 (%)	6
图 15: 2018 年护肤品分类占比 (%)	7
图 16: 2018 年彩妆分类占比 (%)	7
图 17: 2008-2018 年中国护肤品市场 (亿元) 及增速 (%)	7
图 18: 2008-2018 年中国彩妆市场 (亿元) 及增速 (%)	7
图 19: 2018 年中国化妆品市占率前 10 公司与上市本土公司 (%)	8
图 20: 2018 年护肤品市占率排名前二十的公司 (%)	9
图 21: 2018 年彩妆市占率排名前二十公司 (%)	9
图 22: 2018 年护肤品市占率排名前二十品牌 (%)	9
图 23: 2018 年彩妆市占率排名前二十品牌 (%)	9
图 24: 2013-2018 年中国化妆品前十公司市占率变化 (%)	10
图 25: 2013-2018 年护肤前十品牌+上市公司品牌市占率变化 (%)	10
图 26: 2013-2018 年中国彩妆前十品牌市占率变化 (%)	10
图 27: 2018 年中国及部分地区人均化妆品消费额 (美元)	11
图 28: 2015-2016 年线上购买护肤品种类数 (个)	11
图 29: 化妆品行业公司历年营收 (亿元) 与同比增速 (%)	12
图 30: 化妆品行业公司历年归母扣非净利 (亿元) 与同比增速 (%)	12
图 31: 化妆品行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%)	13
图 32: 化妆品行业公司历年存货占比 (%) 与存货周转率 (次)	13
图 33: 化妆品行业公司历年收入现金比例情况 (%)	14
图 34: 化妆品行业公司历年 ROE (%)	14
图 35: 化妆品行业公司历年 ROE 拆分 (%)	14
图 36: 化妆品指数 2019 年年初至今累计涨跌幅 (%)	16
图 37: 化妆品指数估值指标	16
图 38: 化妆品行业上市公司数量与全行业比例情况 (个; %)	17
图 39: 化妆品行业市值与全行业比例情况	17

图 40: 化妆品行业营业收入（亿元）与全行业比例情况.....	18
图 41: 化妆品行业净利润与（亿元）全行业比例情况.....	18
图 42: 化妆品行业成交额与全行业比例情况（%）.....	18
图 43: 化妆品行业换手率与全行业比例情况（%）.....	18
图 44: 化妆品行业风险溢价（%）走势情况.....	18
图 45: 化妆品行业 beta 值与全行业比例情况（%）.....	18
图 46: 组合 2019 年年初至今收益率变动.....	20

表格目录

表 1: 化妆品行业当前存在的问题及建议.....	15
表 2: 关注组合.....	19

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn