

证券研究报告

2019年12月16日

行业报告 | 行业投资策略

【天风商社】化妆品2020年度策略

——风起云涌，亟待高飞

作者：

分析师 刘章明 SAC执业证书编号：S1110516060001



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（首次评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**8+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、**金融时报**；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，小马财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“小马财经”**微信群**。



摘要

受益于渗透率提升、消费频次加快、核心化妆人口增多等因素影响，化妆品行业景气度持续高涨。2019年1-10月国内化妆品社零增速12.1%，连续第三年高于社会消费品总额增速，同时在社零14个子品类中增速位居第二。化妆品公司上市进程加速，股价表现靓丽，今年以来珀莱雅、壹网壹创、丸美股份股价增幅超过100%。

对标海外化妆品公司来看，能够穿越周期的化妆品公司有两点要素：营销和产品质量决定单品牌能否做大，单品牌能否做成多品牌矩阵决定公司能否长青。简单而言，**营销决定拉新，产品质量决定复购，多品牌决定格局。**在行业处于成长期和洗牌期的时候，关注新顾客的持续增长和留存决定品牌存亡，而多品牌是一个长期的目标。

2019年中国化妆品市场整体增幅已经达到美国市场3倍；展望未来五年，中国市场也有望呈现良好的增长趋势。目前中国化妆品市场存在三大趋势：1) 消费升级与差异化并存，消费者追求高质量、高价值的产品与服务，同样追求多样化，需要满足消费者个性化需求；2) 渠道迭代加速，伴随着物流快速下沉和电商在低线城市的普及，城市与年龄分层逐渐被打破；3) 实体与电商的“次元壁”在不断打通，例如线下的快闪店可与线上店铺相互引流，商家也可以大数据更懂消费者。

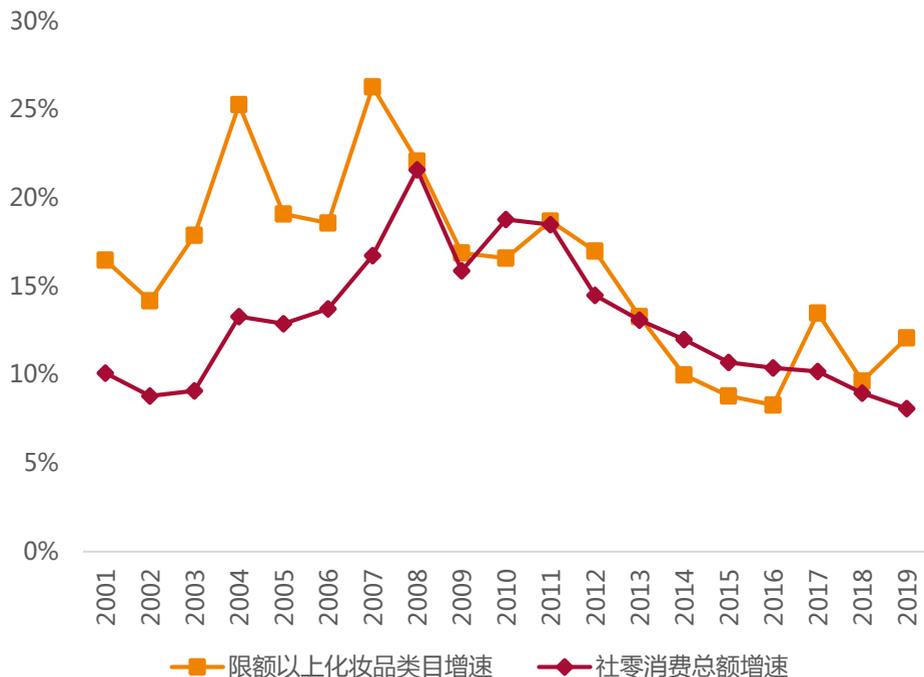
不管是品牌商还是服务商，我们认为能够积极拥抱行业变化的公司更具备投资价值。在这样的背景下，传统化妆品行业正在被重构，国产化妆品在和外资竞争的同时，也在不断博取众家之长进步，在更加开放的背景下，市场变得更为理性是必然化的趋势，国货化妆品使用也并不代表消费降级，品牌和产品能否被认可还是取决于产品自身辅以宣传能力。

重点推荐构建多品牌多品类产业链生态、打造赋能平台的**珀莱雅**，卡位抗衰赛道的中高端稀缺标的**丸美股份**，线上全链路价值提供服务商**壹网壹创**，从原料到化妆品终端布局的玻尿酸龙头**华熙生物**，品牌矩阵全面的百年国货龙头**上海家化**。

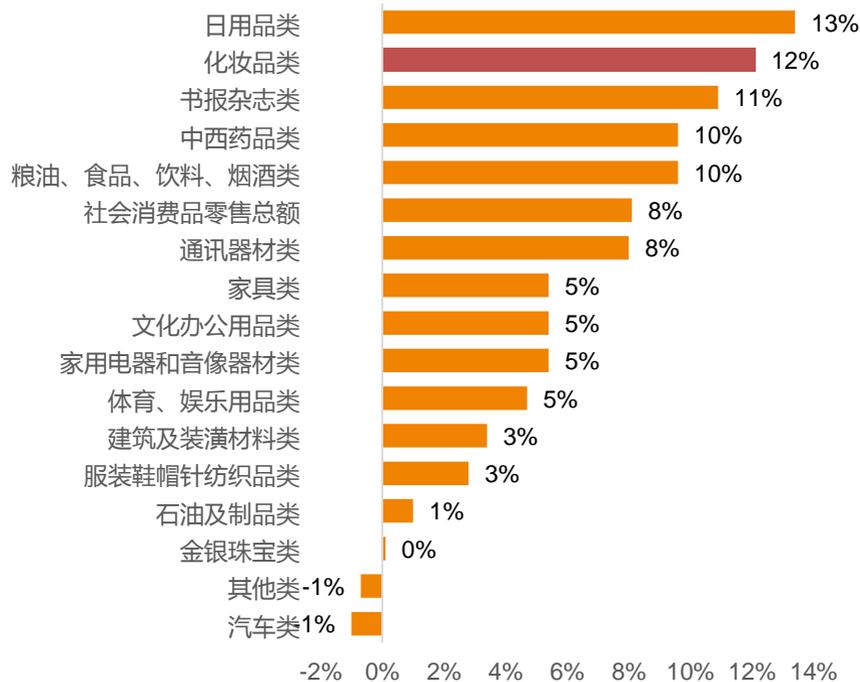
风险提示：行业竞争激烈、部分品牌难以捕捉流量红利&风口、海外回归裸妆消费频次降低

受益于渗透率提升、消费频次加快、核心化妆人口增多等因素影响，化妆品行业景气度持续高涨。2019年1-10月国内化妆品社零增速12.1%，连续第三年高于社会消费品总额增速，同时在社零14个子品类中增速位居第二。

图：2017-2019年限额以上化妆品行业增速高于平均社零增速



图：2019年化妆品行业增速位居第二

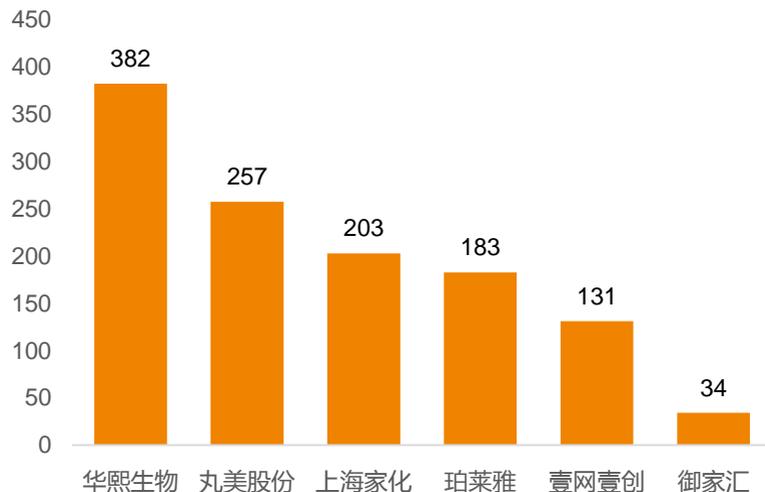


资本助力行业细分龙头上市，化妆品行业市值破亿

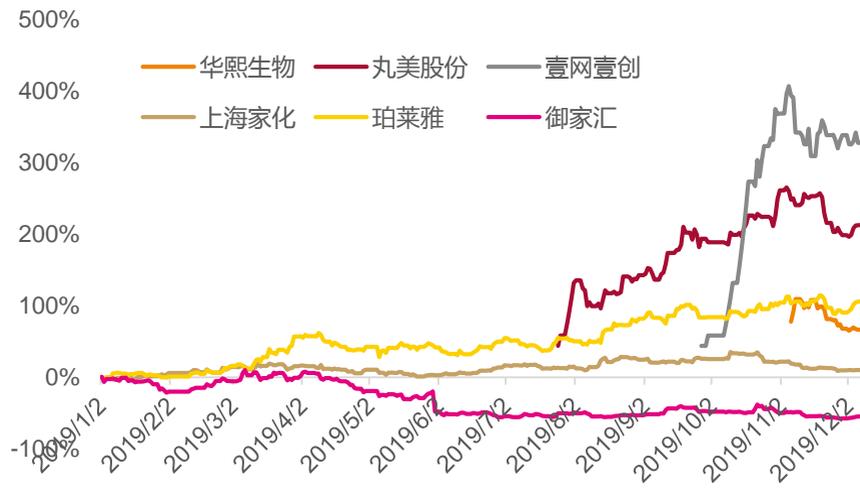
化妆品公司上市进程加速，股价表现靓丽。截至目前共有6家化妆品上市公司，2017年以来，化妆品细分龙头上市加速。化妆品上市公司股价表现靓丽，今年以来珀莱雅、壹网壹创、丸美股份股价增幅超过100%。



图：化妆品上市公司市值（亿元）

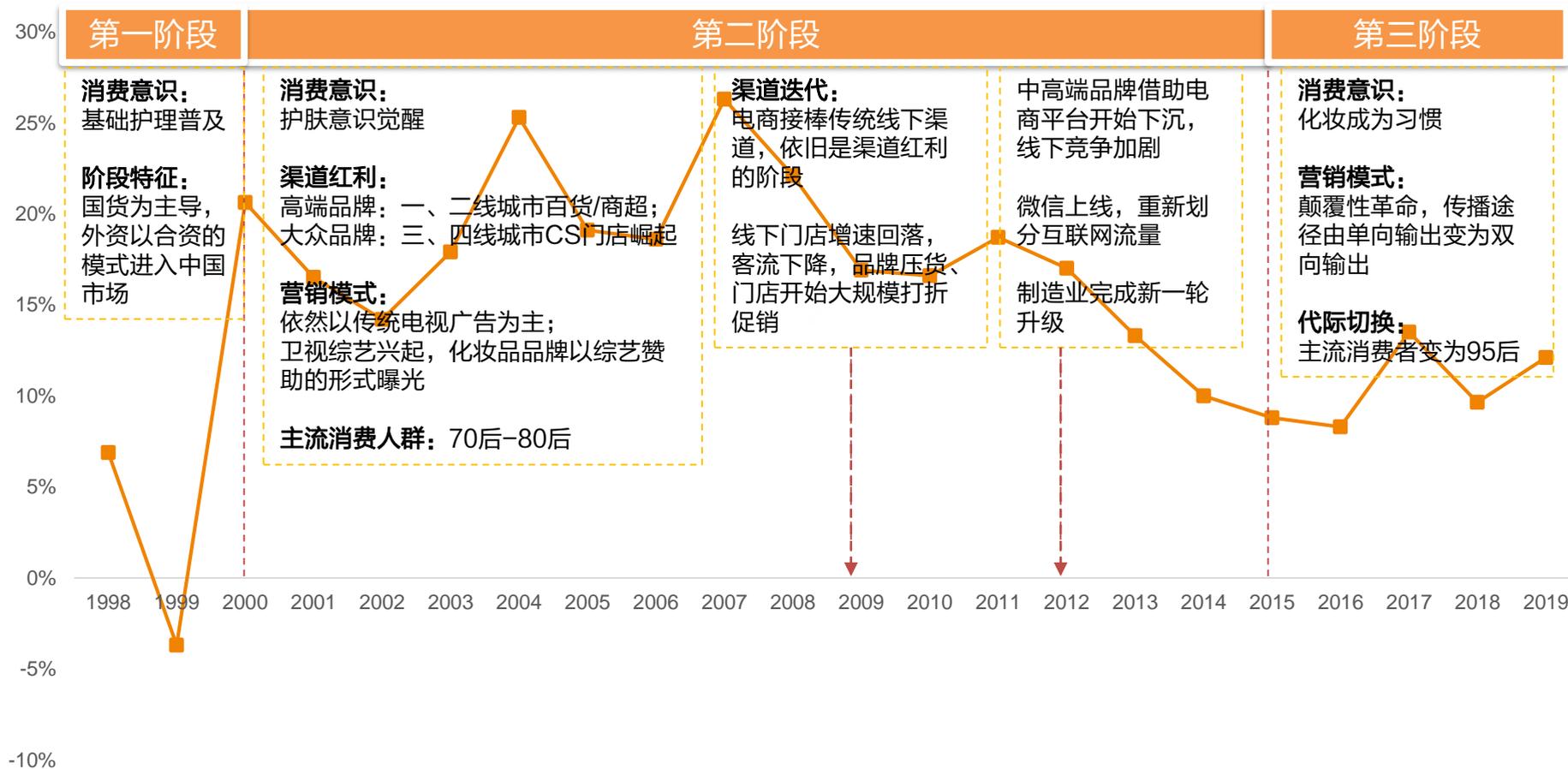


图：化妆品公司今年以来股价表现





图：化妆品零售额同比增幅



00年以前，国民化妆品消费停留在“滋润护肤”。对于化妆品的理解基本停留在面霜产品，时代标签有百雀羚、大宝、郁美净等品牌，市场格局基本以国货为主导。

20世纪80年代外资化妆品开始试水中国市场，对外贸易仍受诸多条件限制，消费者购买外资产品需凭票进入“友谊商店”，选择有限。90年代外资企业开始战略性投资中国市场，主要采取的是中外合资公司的模式，促使了中国的化妆品制造企业完成了第一步技术层面的革新。



国产品牌

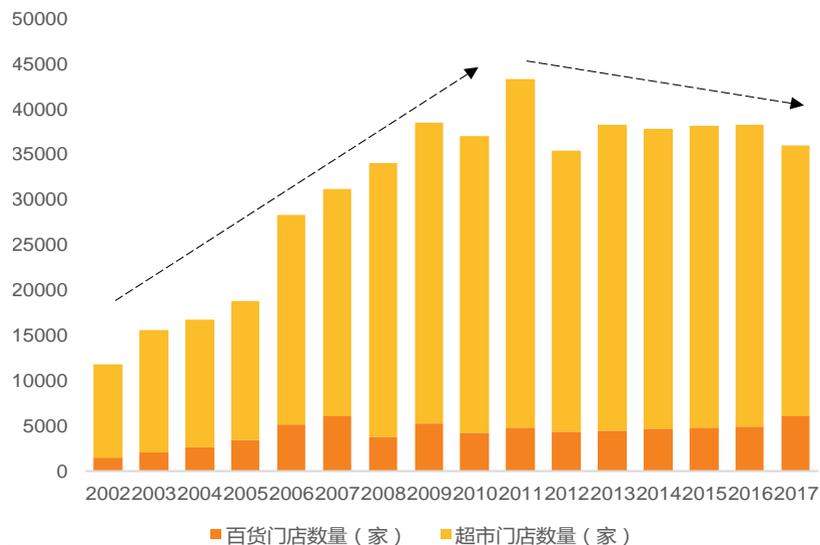
年份	外资	中资	合资品牌
1986年	联合利华	上海制皂厂、上海日化开发公司	力士、金纺、奥妙
1988年	宝洁	广州肥皂厂、香港和记黄埔(中国)有限公司等	海飞丝、飘柔、潘婷
1990年	联合利华	上海日化开发公司、上海日化二厂	旁氏、凡士林、梨牌
1991年	资生堂	北京丽源	欧珀莱
1996年	欧莱雅	苏州医学院	-
1998年	资生堂	中信华东	资生堂(洗护线)

外资品牌

以“霜”类为主的基础护肤，演变成了“水乳霜膏”四大类；彩妆开始布局线下市场；消费者出现明显分层。主要推手为渠道：地产红利带来的线下门店拓展和后财富效应、互联网和物流系统的快速发展。

首先来看线下，伴随着对外贸易逐渐开放和中国地产红利的崛起，消费场景逐渐走向普及化。地产红利的直接影响就是有了更多的商圈能够让化妆品网点或者专柜入驻，一、二线城市有更多的百货、大型超市；而三、四线城市开始普及CS渠道（即专营店）。截止2012年，全国共有14万家CS门店，品牌到门店主要为“公司——代理商——门店”三级结构。对于消费者而言，密集的门店提升了化妆品的展现率，缩短了地理上的购买半径。线下渠道的演化推进相对割裂的消费层级，以中产阶级和高知女性为代表的消费者更加青睐深耕一、二线百货商超的国际大牌；三四线城市则被依托CS门店生长的国产品牌垄断（如自然堂、珀莱雅、丸美、卡姿兰等）。

图：一、二线中高端外资化妆品借助百货、商超渠道普及



图：三、四线头部国货化妆品品牌崛起

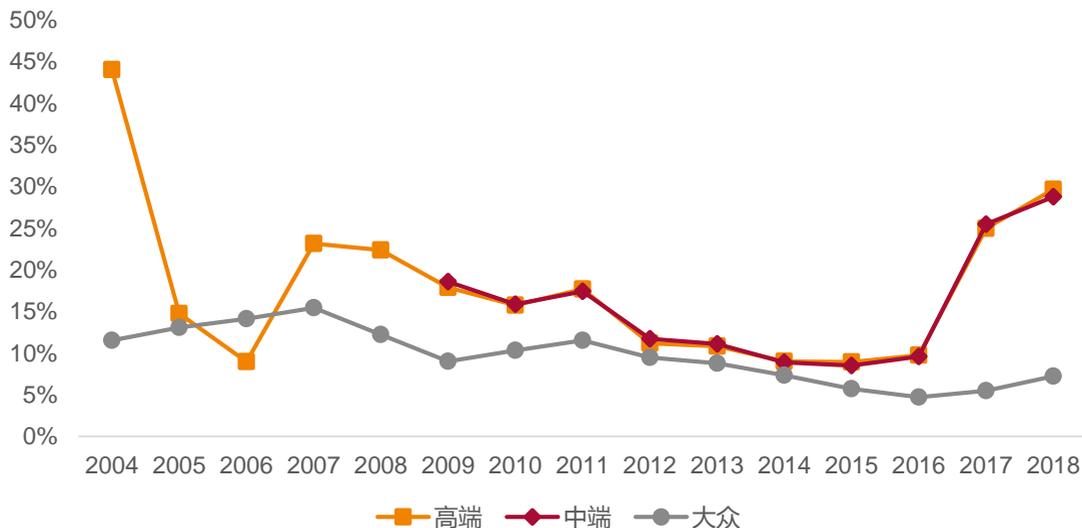


地产红利带来的后财富效应也帮助这个时期的众多消费者完成了从“0-1-10”的三级跳，甚至是“0-10”的两级跳。

即从不用化妆品到普通化妆品，再升级到中高端化妆品；或者直接从不用化妆品到开始使用即为中高端。

这段时间内，头部消费者更加青睐于主流外资品牌，因为外资品牌和“好质量”画上了等号，而大部分国产品牌还处于模仿学步阶段。

图：中国经济上行阶段，中高端的增速高于大众化妆品增速



主流外资化妆品开发新项目流程

1. 成立新品开发项目组（或者有长期的开发部门的存在）
2. 市场调研，获取消费者需求数据，捕捉功效、肤感、设计等趋势
3. 小规模实验室打样，实验室测试，小样本志愿者测试
4. 焦点小组测试，研发数据充实与整理，同步申报、营销的数据和流程
5. 进入常规的上市流程，营销、供应链、渠道来做共同协调

部分国内化妆品开发新项目流程

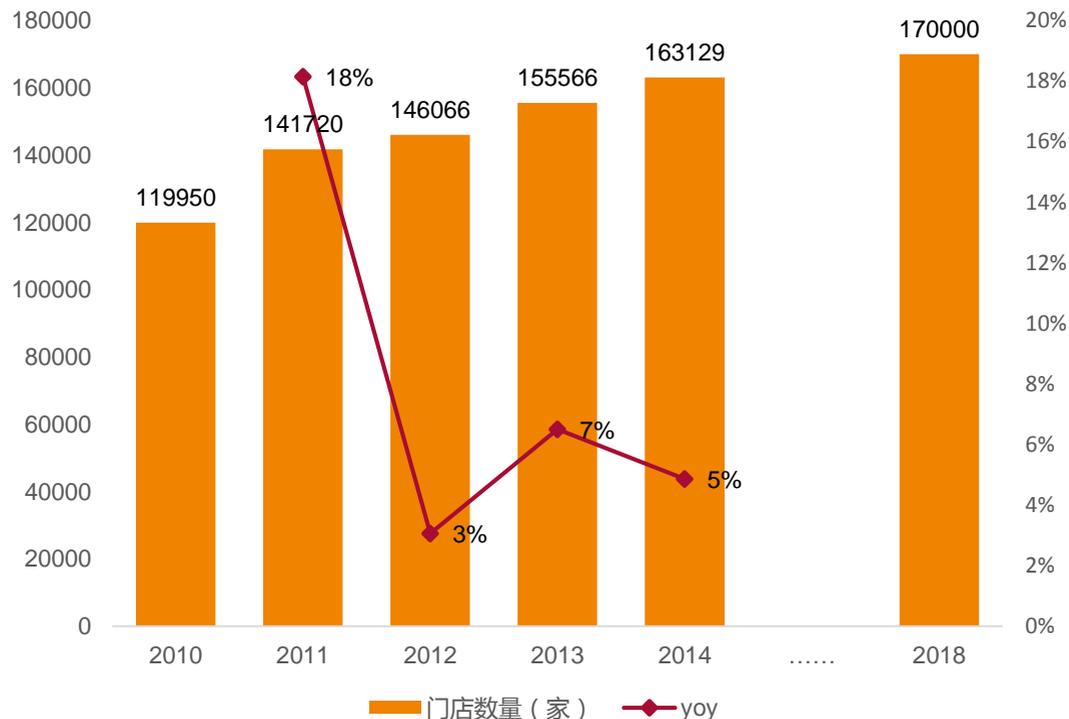
1. 了解大牌产品动向
2. 跟随大牌，推出与大牌新品相类似的产品

开店容易运营难，对于国产化妆品而言，大众需求催生带来的低线城市门店快速扩张基本到12年就已经结束了，而外资品牌也面临下沉困局。

我们认为，也很难有下一个“黄金十年”可以给予化妆品品牌快速复制大量线下门店的机遇。房租+人员工资的成本壁垒逐渐提升，大规模开店并且能持续运营下去需要强力的品牌背书和资金输血。

对于新品牌而言，没有集团支持在线下起步相对十年前来说，难度要上一个台阶，所以越来越多的品牌在起步阶段的渠道选择是线上。

图：CS渠道12年开店速度大幅放缓，14-18年门店网点数几乎没有变化



破局的出口在于“新渠道”，随着电商的快速发展，线上渠道成为蓝海。对于传统品牌而言，开始逐步布局以天猫为首的渠道进行拉新或者下沉；对于新品牌而言，“互联网+化妆品”的模式找到了生存的空间。线上渠道首先最直接的一点，就是打破了化妆品的地域限制，只要有流量的地方就能够实现销售。

2013年，天猫商城开始吸引外资大牌入驻，帮助高端品牌进行下沉。以雅诗兰黛为例，主品牌目前在中国超过 100 个城市通过零售商进行实体店曝光，但电商业务可让其覆盖 650 个城市的最终消费者。2015年，在天猫上三、四级城市的消费者购买欧美高端品牌的占比已经达到约30%。

但是彼时，互联网和线下实体店也是相对来说割裂的状态。这也是我们讲的另一个维度的消费分层，越来越多消费者转向线上购物。相对线下而言，线上较低的推广费用和触达全国的销售网络意味着更多的收入来源和更高的利润。我们认为，从12年到15年期间，线上渠道的冲击对于国产品牌而言影响更深刻，以CS渠道起家的国货品牌进一步洗牌，原因包括但不限于：

- ① 外资企业的下沉，消费者升级。
- ② 同类产品线上价格更低，线下窜货严重。
- ③ 恶性竞争，终端一直打折损害品牌利益。
- ④ 部分品牌主渠道并未深耕，又开始大举进军其他渠道。

图：12年开始，天猫开始引入海外高端品牌，至2015年底，共引入约66家



sisley	LA MER	Sulwhasoo	ESTÉE LAUDER	雪肌精	Jurlique	HR	SU:M37	The history of fi	Elizabeth Arden	Florigano	MISSHA	SOFINA	相宜本草	MARUBI	CARSÍAN	freemys	LANCÔME	Avène	
Dr. Sebaigh	BOBBI BROWN	BIOTHERM	L'OCITANE	SHISEIDO	IOPE	ROGER&GALLET	Dr. Sebaigh 赛贝格	AVSOA	ORIGINS	AAA	AFT	Za	相宜本草	Dr. Marita 森田	SKINFOOD	LANCÔME	L'ORÉAL PARIS	NATURE REPUBLIC	膜法世家
CLARINS	ANNA SUI	POLA	CP	SK-II	LANCÔME	LANEIGE	ÍPSA	CLINIQUE	shu uemura	御泥坊	PRIMA'S CHOICE	ETUDE	KANS	OSM	水密码	百雀羚	AUPRES	OLAY	NIVEA
MAKE UP FOR EVER	EVE LOM	MS	资生堂	NARUKO	韩后	MARUBI	美肤宝	CHANDO	THE FACE SHOP	Mamonde	美素	DHC	美侬	MENARD	CO-韩国伊	MAX FACTOR	BIODERMA	banila.co	POND'S

互联网对于化妆品的革命性意义不仅仅在于“渠道”，而在于以微信为代表的社交流量和以阿里为代表的平台流量重新划分，导致化妆品营销模式的颠覆性革命，从此行业进入3.0时代。

15年至今，95后开始登台，逐渐成为核心消费群体，而这个代际和95前出现了明显区分的化妆意识。一方面，我们看到95后平均护肤年龄和化妆品年龄前移；另一方面，外资大牌和国产品牌对于新消费群体的争夺更加激烈，而Z时代主导的“国潮崛起”和上一代主流化妆品消费人群信奉的“高端至上”不断碰撞，化妆性别观念边界逐渐模糊。

图：95后初次化妆和护肤时间前移



图：95后男性化妆接受比例接近4成



搜索平台更加垂直。Z世代的成长阶段突出性特征就是“互联网经济”完成了到“移动互联网经济”的切换”。相对于95前来说，95后的信息流更加专业化、透明化，决策“相对理性”，不太具有单一品牌忠诚度，主要表现于：

- ① 决策周期更长，消费者越来越注重购买前的“做功课”，并不一味追求高价贵牌。95后搜索模式从百度等传统搜索引擎到垂直平台，比如美妆用小红书、娱乐用快手、抖音、B站等，追星用微博、医美用新氧等。
- ② 消费心理更加个性化和差异化，且变化较快。

同时，广告媒体营销的模式也发生了巨大变化。不论是信奉央视权威广告的时代，还是化妆品品牌开始频繁出现在综艺/网剧/电视剧植入的时代，营销的传播导向都是单向的，即“品牌——媒体——消费者”；而短视频为代表的传播模式培育了越来越多的KOL和KOC，以“仿妆/妆容教学”、“专业测评”、“产品试色”为主，化妆前后的差异有较大的视觉冲击效果，视频创作者既是美妆产品的消费者，也是传播者，营销模式变为双向传播。

	抖音	快手	B站
内容特征	在专业美妆内容之外，赋予账号亮点创意。可以是剧情类铺陈或强人设化标签，也可以是惊艳反转或创意表达展现	泛娱乐、泛生活类内容大行其道，比起专业，更信“老铁”	粉丝已成规模，且养成了固定收看习惯，粘性强，对UP主信赖感强，推广效果有保证。
核心突破点	“创新力”和“独特性”	美妆内容更基础，对下沉市场用户更为朴实、友好	内容时长不受限。产品推广可以细节&场景化放大产品介绍及使用过程。
Z时代占比	55.80%	44.20%	82%
KOL分布	 <p>■ 头部 ■ 肩部 ■ 腰部 ■ 尾部</p>	 <p>■ 头部 ■ 肩部 ■ 腰部 ■ 尾部</p>	 <p>■ 头部 ■ 肩部 ■ 腰部 ■ 尾部</p>

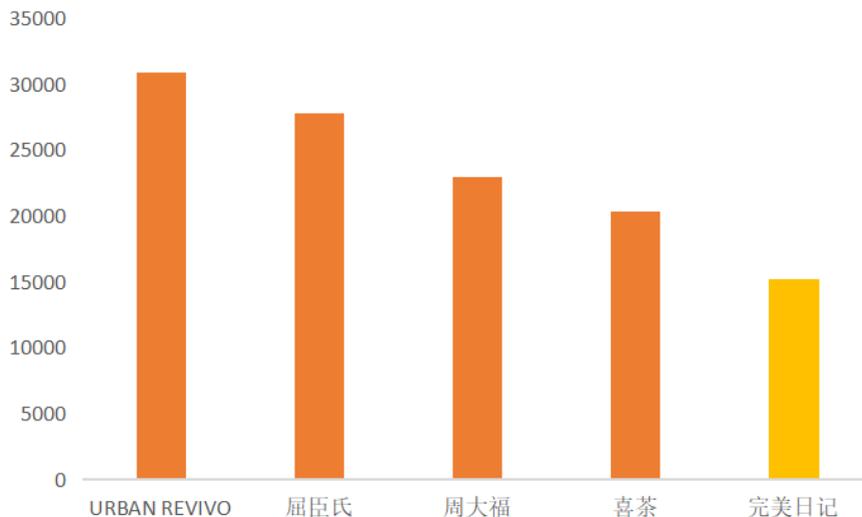
短视频和直播等方式直接促使了国货化妆品弯道超车。短视频利用碎片化时间、吸睛的视频内容成为主流娱乐APP模式；而且由于每个视频都控制在15或60秒内，KOL通常在一个视频中只介绍某品牌的一个系列或者单款产品，具有较强的针对性，消费者通过短视频下方的链接导入阿里系B2C电商平台或平台小店实现销售转化，实现短视频——电商平台完整的消费闭环。而电商直播通过主播的话术和展示销售，和观众互动性更强，适合商家直接在平台内部完成转化，19年双十一淘宝直播带货接近200亿元，12月小红书、拼多多等平台也开始搭建直播生态。

以16年成立的完美日记来说，该品牌起步几乎和小红书、直播行业同步，投放内容基本上是以试色、教程为主，然后通过内容营销网站链接进行购买。预计19年在天猫可以做到约30亿GMV，全网约25~30万回款。

图：完美日记入驻天猫以来销售额



图：小红书TOP5国货（以笔记数量划分）



对标海外化妆品公司来看，能够穿越周期的化妆品公司有两点要素：营销和产品质量决定单品牌能否做大，单品牌能否做成多品牌矩阵决定公司能否长青。**简单而言，营销决定拉新，产品质量决定复购，多品牌决定格局。**在行业处于成长期和洗牌期的时候，关注新顾客的持续增长和留存决定品牌存亡，而多品牌是一个长期的目标。

2018年中国化妆品市场整体增幅已经达到美国市场3倍；展望未来五年，中国市场也有望呈现良好的增长趋势。目前中国市场化妆品市场存在三大趋势：

- 消费升级与差异化并存，消费者追求高质量、高价值的产品与服务，同样追求多样化，需要满足消费者个性化需求；
- 渠道迭代加速，伴随着物流快速下沉和电商在低线城市的普及，城市与年龄分层逐渐被打破；
- 实体与电商的“次元壁”在不断打通，例如线下的快闪店可与线上店铺相互引流，商家也可以大数据更懂消费者。

不管是品牌商还是服务商，我们认为能够积极拥抱行业变化的公司更具备投资价值。在这样的背景下，传统化妆品行业正在被重构，国产化妆品在和外资竞争的同时，也在不断博取众家之长进步，在更加开放的背景下，市场变得更为理性是必然化的趋势，国货化妆品使用也并不代表消费降级，品牌和产品能否被认可还是取决于产品自身辅以宣传能力。

	股价 (元)	总市值 (亿元)	净利润 (百万元)			增速			PE		
			2019/12/8	2019/12/8	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E
603605.SH 珀莱雅	90.70	183	374	494	622	30%	32%	26%	49	37	29
603983.SH 丸美股份	64.18	257	494	593	712	29%	22%	22%	48	39	32
600315.SH 上海家化	30.18	203	643	681	779	19%	6%	14%	32	30	26
300792.SZ 壹网壹创	163.74	131	219	306	412	33%	51%	46%	61	40	27
688363.SH 华熙生物	79.60	382	600	870	1260	35%	41%	39%	67	47	34

丸美股份：卡位蓝海抗衰赛道，中高端化妆品稀缺标的

- 预计公司19-21年净利润4.9/5.9/7.1亿，当前股价对应PE分别为60X/50X/42X。
- 卡位蓝海抗衰赛道，中高端化妆品稀缺标的。公司主打抗衰产品，抗衰行业16-18年增速分别为4.5%/13.3%/17.0%不断加速，同时伴随整体化妆品渗透率提升，抗衰/抗初老年龄段不断下沉，公司仍有较大的市场空间。
- 高端化进程加速，电商空间有望打开。2019H1高端品牌Marubi Tokyo日本花新品上市带动百货渠道营收增长超30%，明年ASP和网点数量双击将带动百货部门逆势增长；公司的电商渠道中唯品会收入贡献占比最大，而天猫是美妆销售市占率最高、流量最为集中的渠道，公司在天猫旗舰店仍有较大增长空间。

	顶奢线			高端线			空 白 领 域	中端线			平价线	
品牌	海蓝之谜	赫莲娜	SK2	兰蔻	雅诗兰黛	资生堂		科颜氏	olay	欧莱雅	百雀羚	珀莱雅
眼霜名称	浓缩修护眼霜	绿宝瓶	大眼眼霜	小黑瓶	小棕瓶	怡丽丝尔	牛油果	新生塑颜弹力	复颜抗皱	水能量	焦点眼霜	
主打功效	提亮眼周 多效修护	淡化黑眼圈 眼袋细纹	滋养淡细纹 提拉紧致	保湿滋润 淡化黑眼圈	抗蓝光 补水保湿	淡化皱纹 弹润保湿紧致	淡化细纹 保湿护理	淡化细纹眼袋 紧致提拉	紧致补水 抗衰老	养护眼部 舒缓滋润	淡化黑眼圈 补水保湿	
价格	¥1700/15ml	¥720/15ml	¥590/15ml	¥520/15ml	¥510/15ml	¥480/15ml	¥310/14ml	¥260/15ml	¥240/15ml	¥208/20g	¥158/20ml	
单价(元/g)	¥113	¥48	¥39	¥35	¥34	¥32	¥22	¥17	¥16	¥10	¥8	
	↑			↑			↑	↑			↑	
	日本酒御龄冰肌			日本花弹润娇嫩			弹力蛋白眼精华	多肽蛋白提拉眼袋			白色之恋	巧克力青春
												
	收紧眼袋、平滑淡纹、延缓衰老 ¥888/23ml ¥39			日间抗氧平纹，夜间赋弹娇嫩 ¥848/23ml ¥37			紧致眼周肌肤，淡化鱼尾纹 ¥548/20ml ¥27	收眼袋，提眼角 ¥538/30ml ¥18			淡化眼周黑色素 ¥338/35ml ¥10	改善眼周潜在老化 ¥298/35ml ¥9

壹网壹创：重塑品牌，线上全链路价值服务提供商

- 预计公司19-21年净利润2.2/3.06/4.1亿，当前股价对应PE分别为61X/44X/32X。
- 具备产品端的培育和孵化能力+定制化整合营销。负责国产头部大众品牌百雀羚，外资中高端伊丽莎白雅顿、欧珀莱、Olay，国产新锐彩妆品牌毛戈平等20余个品牌电商服务业务，拥有200多人的创意团队和逾800人运营团队，可根据品牌要求模块标准化，半自动进行内容制作运营，强调创意的承接、执行和转化效果，
- 后续预计增长来源于：（1）扩品类（2）多品牌（3）自有品牌孵化。美妆以营销驱动，长期处于动态变化和快速迭代的过程中，在营销类的玩法相对成熟&先进，美妆的营销经验可以向下快速复制或延伸到其他品类中。未来为标品提升附加值，帮助品牌差异化突围，是网创的核心价值。

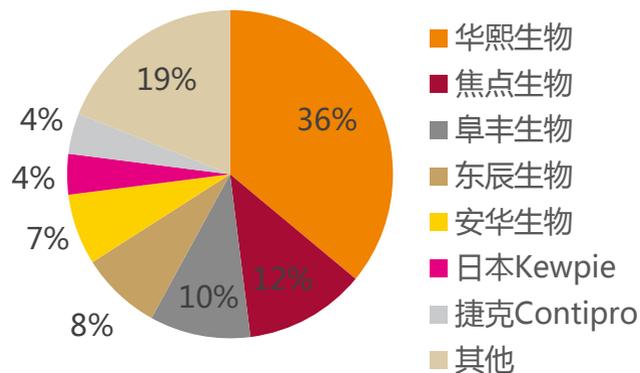
公司核心品牌接店后历史业绩

单位（百万）	2015	2016	2017	2018	3年CAGR
总成交额	557	1726	3900	6542	56%
yoy		210%	126%	68%	
天猫平台					
Olay	105	253	516	1220	69%
Arden	31	116	195	314	39%
Aupres	46	136	210	270	26%
百雀羚	375	450	650	717	17%
P&G		658	1150	1307	26%
天猫国际（露得清等）		5	7	12	34%
唯品会（百雀羚、雅顿、爱茉莉等）		280	500	785	41%

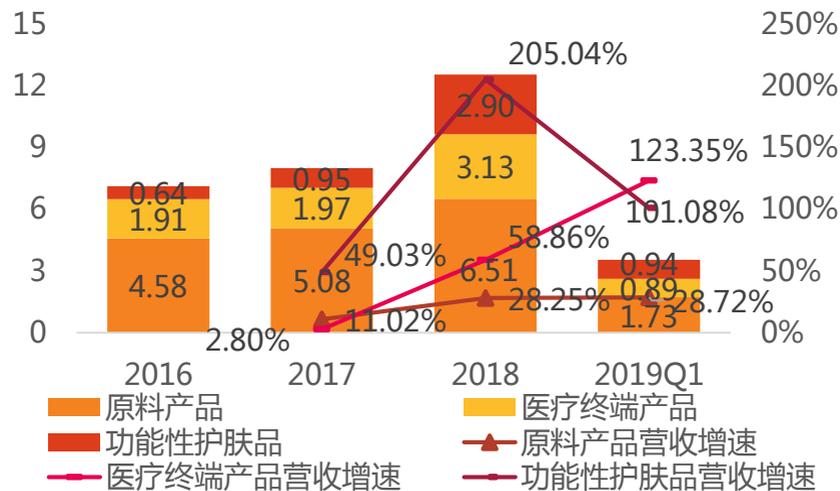
华熙生物：透明质酸优质赛道龙头，功能性护肤品大有可为

- 预计公司19-21年净利润6/8.7/12.6亿，当前股价对应PE分别为79X/55X/38X。
- 全球透明质酸龙头，借微生物发酵&交联两大科技平台实现四大技术突破。凭借微生物发酵和交联两大技术平台，公司已申请专利109项，透明质酸产业化规模位居国际前列，2018年透明质酸原料产量全球市占率接近36%。
- 原料到终端全产业链体系完善，功能性护肤品大有可为。公司建立了从原料到功能性护肤品的全产业链业务体系，以市场需求为导向开发一系列针对敏感皮肤、皮肤屏障受损等问题的功能性护肤品，润百颜2019年双十一销售额同比增加100%+，未来随着产能增加和营销跟进，功能性护肤品将有较大的增长空间。

2018年公司透明质酸原料产量市占率接近36%



分业务营收情况（亿元）及增速



上海家化：佰草集打造太极明星精华，战略落地稳步推进

- 预计公司19-21年净利润6.4/6.8/7.8亿，当前股价对应PE分别为34X/33X/28X。
- 佰草集打造明星单品太极精华，线上社交传播&线下塑造品牌形象。佰草集于2019年下半年打造明星单品太极精华，线上通过社交传播更精准触达消费群，线下在机场、地铁、百货多维度投放主推太极精华，塑造品牌高端形象，双十一太极精华销售2.8万+瓶。
- 各大品牌强化口碑及内容营销，年轻化营销焕发活力。各品牌强化社交互动，积极投入社交媒体投放、IP合作、热播剧植入、KOL直播带货，在618和双十一电商大节表现靓丽，天猫双十一佰草集、玉泽、双妹猫旗分别同比增长30%/150%/200%。

佰草集线上线下齐发力打造明星太极精华

佰草集、玉泽、双妹在618和双十一的猫旗销售额增速

线上

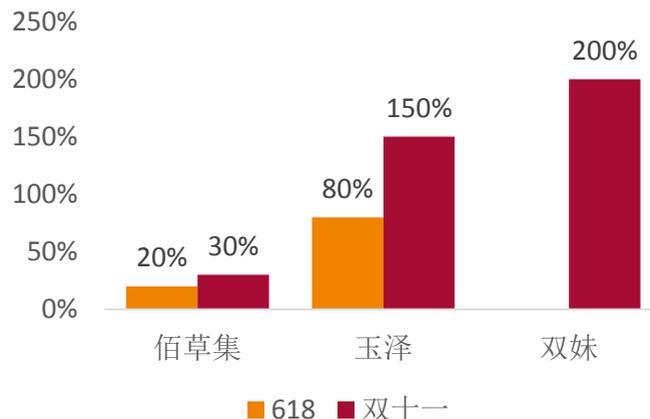


太极马伊琍朋友
曝光量近4000
万；抖音太极街
舞抖音挑战赛曝
光量8.7亿次+

线下



机场、地铁、
百货太极精
华广告投放，
塑造品牌高
端形象



分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**8+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、**金融时报**；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，小马财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“小马财经”**微信群**。

