

近期多家海外美妆公司发布财报，结合三方数据我们认为行业持续高端功效性趋势，革新性新品推动增长，研发作用凸显；渠道呈现分化，线下业务复苏更考验品牌全渠道业务布局能力。我们认为具备研发技术实力及全渠道运营能力的国货品牌有望凭借优势扩大市占并提升盈利，头部国货仍有广阔增长空间。

➤ **单价提升推动行业规模增长，高端与功效为消费趋势。** 多家海外美妆公司财报突出高端品牌对业绩增长的贡献。欧莱雅高端化妆品事业部 21 年首超大众化妆品事业部成为集团第一部门，高端化妆品占比增大促进集团毛利及净利率的提升；活性化妆品事业部同比高增 30%，全球范围增长强劲。同时据三方数据，国内美妆持续消费升级趋势。魔镜数据显示天猫 21 年护肤类目单价同比 +12%，彩妆类目单价同比 +14%，天猫美妆行业增长主要由商品单价提升驱动。我们认为随着国内经济水平持续增长，美妆消费升级为长期趋势，而消费升级主要从几个方面体现：1) 化妆品消费者倾向由购买大众品牌产品升级为高端/功效性品牌产品。2) 美妆由低价类目向高价类目渗透进阶。(21 年精华增速为正面膜为负，细分香水类目高增)。3) 经典品牌持续升级，消费者购买同品牌产品迭代替换。同时为维持品牌定位并应对原材料上升及通货膨胀带来的压力，更多国际品牌如雅诗兰黛等开始提价以提升利润。

➤ **新品推动增长，研发技术作用凸显。** 各公司财报中突出了研发技术对新品成功和业绩推动的重要性。如欧莱雅功效性护肤品牌理肤泉同比增长超 100%，Effaclar 及革新性改变湿疹治疗方法的 Lipikar 系列贡献突出。欧莱雅将加大人工智能的应用，同时更多海外公司在中国设研发中心，加强研发战略部署。

➤ **线上业务持续增长，电商渠道呈现分化。** 海外公司财报强调了电商增长以及“双十一”贡献，欧莱雅全球电子商务渠道同比增长 25.7%。三方数据显示，天猫流量红利受到挑战，抖音发展迅速，平台特点强化：天猫高端及功效性品牌增长迅速；抖音国货布局较早自播占比高，拥有运营先发优势；京东前十榜单多为外资高端品牌，平台搜索属性更适合已具备消费者强认知的品牌。

➤ **旅游零售复苏，海外品牌加速布局线下及免税渠道。** 欧莱雅预计 2021 年实体门店业务均同比 +13%，旅游零售同比 +22%，海南免税推动业绩。雅诗兰黛中国实体零售获高增，免税渠道有突出贡献。随着疫情恢复，品牌线下体验的优化以及全渠道促销机制协同更加重要，将更考验品牌商全渠道布局能力。

➤ **投资建议：**美妆高端化及功效性趋势持续，流量分化背景下品牌更需注重研发及全渠道运营能力，监管趋严背景下头部国货品牌受益。推荐贝泰妮、华熙生物、珀莱雅、上海家化，重点关注鲁商发展、水羊股份、丸美股份。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧风险、疫情反复风险、成本价格上行压力

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
688363	华熙生物	119.9	1.35	1.61	2.38	89	74	50	推荐
300957	贝泰妮	170.63	1.51	2.04	2.83	113	84	60	推荐
603605	珀莱雅	184.86	2.37	2.92	3.63	78	63	51	推荐
600315	上海家化	39.97	0.64	0.97	1.23	62	41	32	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022 年 02 月 23 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期)

推荐

维持评级



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

相关研究

- 1.【民生商社】零售周观点：培育钻板块回暖，美护板块受双节催化上涨
- 2.【民生商社】零售周观点：国际美妆医美巨头业绩高增，行业高景气度凸显
- 3.【民生商社】零售周观点：美妆抖音销售亮眼，医美标准化十四五规划（草案）公布
- 4.【民生商社】零售周观点：一叶子转做功效护肤 贝泰妮全年净利预增 51-64%
- 5.【民生商社】零售周观点：稳增长政策加码+业绩高增长预期，静待估值修复

目录

1 多家海外美妆公司发布财报	3
1.1 欧莱雅 2021 年财报：全球营收创 14 年新高，中国区营收实现双位增长	3
1.2 雅诗兰黛 2022Q2 财报：净利同比增长 25%，全品类实现正增长，中国区电商表现亮眼	5
1.3 其他公司：业务逐渐从疫情中恢复，高端化妆品驱动增长，中国市场重要性凸显	8
2 趋势一：单价提升驱动行业规模增长，高端与功效为消费趋势	11
2.1 高端化妆品增长突出，美妆消费升级	11
2.2 品牌由大众向高端/功效进阶	14
2.3 品类由低价向高价渗透	16
2.4 品牌升级，消费者购买同品牌产品迭代替换	16
3 趋势二：新品及大单品推动增长，研发及技术作用凸显	18
4 趋势三：线上业务持续增长，电商渠道呈现分化	21
4.1 天猫流量红利受到挑战，抖音比重逐渐提升	21
4.2 天猫高端及功效性护肤品增长迅速	22
4.3 抖音国货布局较早自播占比高，拥有先发优势	24
4.4 京东外资高端护肤品占比大且增长更快	25
5 趋势四：旅游零售进一步复苏，海外品牌加速布局线下及免税渠道	27
6 投资建议	28
7 风险提示	29
插图目录	30
表格目录	30

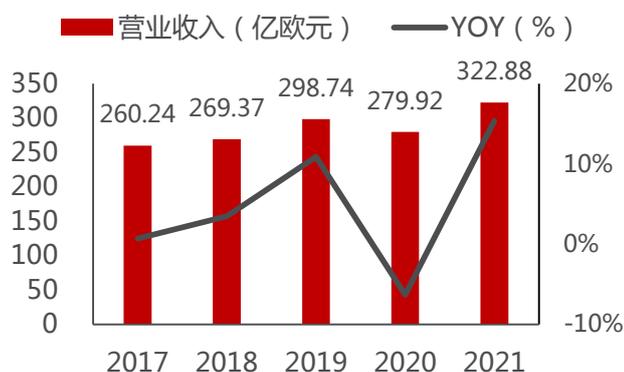
1 多家海外美妆公司发布财报

1.1 欧莱雅 2021 年财报：全球营收创 14 年新高，中国区

营收实现双位增长

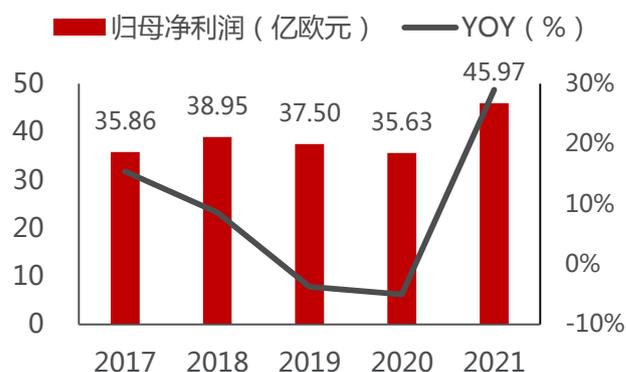
营收创 14 年新高，利润实现大幅增长。2021 年欧莱雅销售额为 322.88 亿欧元（按照财报发布当日汇率 7.267 折算约合 2346 亿元人民币），销售额增长强劲，同比大增 15.3%，基于可比结构和相同的汇率，同比增长 16.1%，为近 14 年最高水平。归母净利润 45.97 亿欧元，同比增长 29.01%，同比 2019 年增长 22.59%，利润较疫前实现大幅增长。

图 1：21 年营业收入增长创 14 年新高



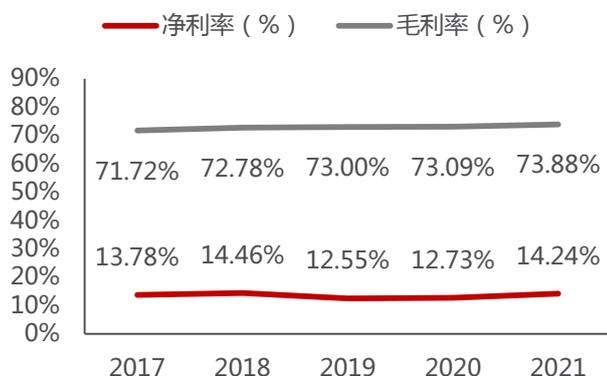
资料来源：彭博，民生证券研究院

图 2：21 年归母净利润实现大幅增长

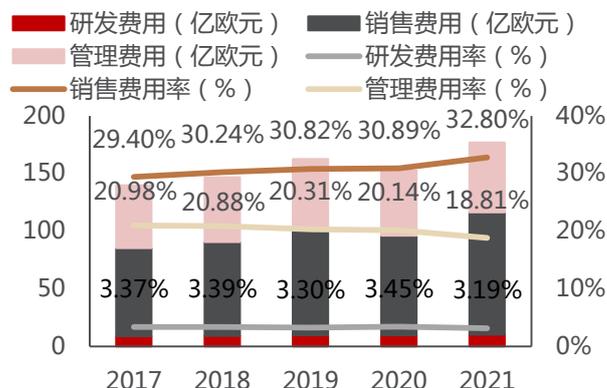


资料来源：彭博，民生证券研究院

公司毛利及净利率稳定上升，研发费用率稳定，管理效率提升。盈利能力方面，2021 年公司毛利率为 73.88%，同比增长 0.70PCT，高端化妆品部门及活性化妆品部门占比增加带动毛利提升；净利率再次突破 14%。费用结构方面，2021 年，公司研发费用率为 3.19%，近 5 年均稳定于 3% 以上，研发费用超 10 亿欧元；销售费用率增长 1.91PCT 至 32.80%；管理费用率下降 1.33PCT 至 18.81%，管理效率提升。

图 3：21 年公司毛利及净利率同比均有上升


资料来源：彭博，民生证券研究院

图 4：研发费用率稳定，管理费用率下降


资料来源：彭博，民生证券研究院

分部门来看，活性化妆品部门实现高增长，高端化妆品部门成为第一大营收部门：

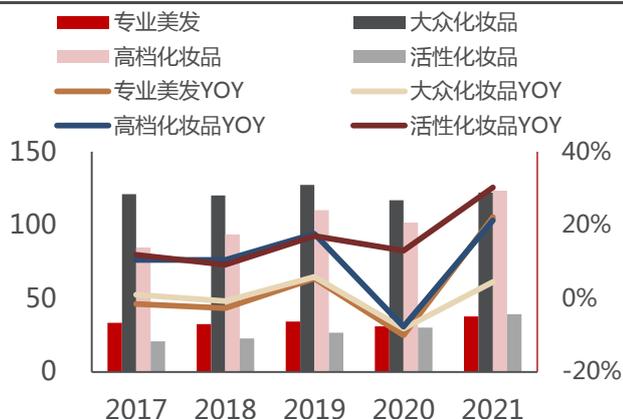
(1) 活性化妆品部门实现营收 39.24 亿欧元，同比增长 30.3%，该部门在所有区域均强劲增长，在北美和北亚表现卓越。线下销售恢复强劲、理肤泉增长超 100%，Effaclar 及革新性改变湿疹治疗方法的 Lipikar 系列贡献突出。

(2) 高档化妆品部门实现营收 123.46 亿欧元，同比增长 21.3%，已超过大众化妆品成为公司第一大营收部门、贡献公司营收 38% 的份额。其中，高端品牌兰蔻、超高端品牌赫莲娜等销售表现出色。此外，公司在抗老产品上推出科颜氏 A 醇精华、在香水产品方面推出圣罗兰的 Libre 香水、穆勒的 Alien Goddess 香水以及普拉达男士香水 Luna Rossa Ocean 等，以巩固高端品牌影响力。

(3) 专业美发部营收 37.84 亿欧元，同样实现 22.2% 的高增长，主要是得益于全渠道战略、沙龙销售的复苏。

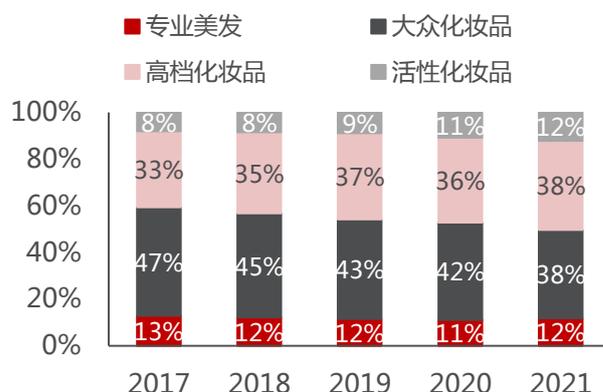
(4) 大众化妆品部门增长相对较缓，2021 年增速 4.5%，主要品牌巴黎欧莱雅、美宝莲和 NYX 均表现不俗。巴黎欧莱雅营收超 60 亿欧元，贡献事业部约一半收入。

图 5：活性化妆品营收实现 30% 高增长



资料来源：彭博，民生证券研究院

图 6：高端化妆品份额逐步提升



资料来源：彭博，民生证券研究院

分地区来看，五个地区均实现双位数增长，中国业务持续强劲增长。

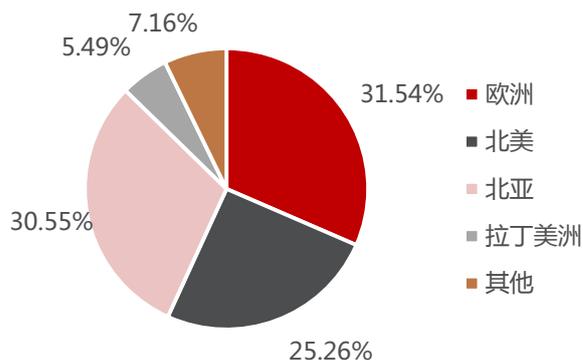
2021 年，公司来源于欧洲的营收规模最大，达 101.85 亿欧元；其次为北亚地区，取得 98.63 亿欧元的高营收的同时，实现了 18.60% 的高增长，其中，中国地区获得了双位增长，为全球美妆市场增速的两倍。在“双十一”期间，欧莱雅旗下的兰蔻、赫莲娜、科颜氏和巴黎欧莱雅均冲进天猫前十榜单，且欧莱雅成为“双十一”历史上首个百亿美妆集团。

图 7：北亚地区保持高营收规模和高增速



资料来源：彭博，民生证券研究院

图 8：欧洲、北美、北亚为主要营收来源地

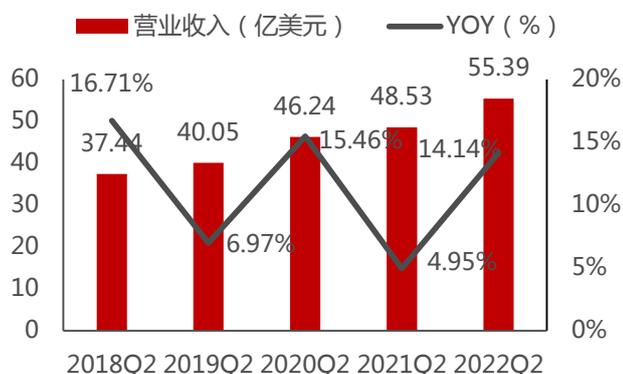


资料来源：彭博，民生证券研究院

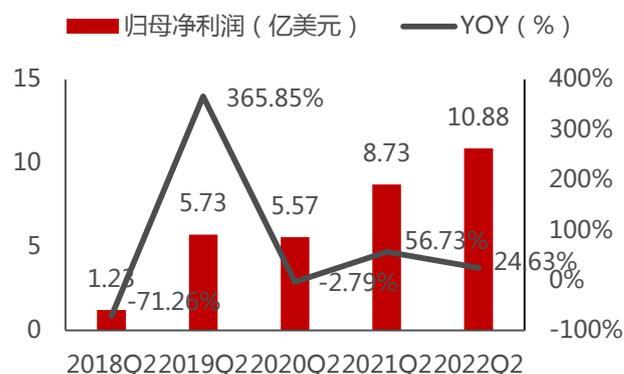
1.2 雅诗兰黛 2022Q2 财报：净利同比增长 25%，全品类实现正增长，中国区电商表现亮眼

营收实现稳定增长，净利率持续走高。 2022 财年 Q2 (2021 年 10-12 月) 雅诗兰黛集团实现营业收入 55.39 亿美元 (根据财报发布当日汇

率 6.36 折算约为人民币 352.28 亿元), 同比增长 14.14%; 归母净利润 10.88 亿美元, 同比增长 24.63%。2022 财年预计营收将增长 13%-16%。

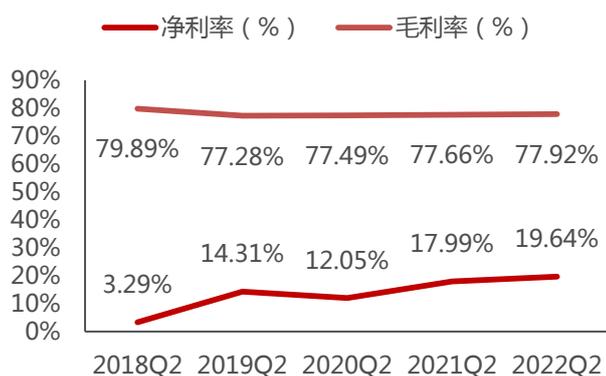
图 9：2022Q2 营业收入同比增长 14%


资料来源：wind，民生证券研究院

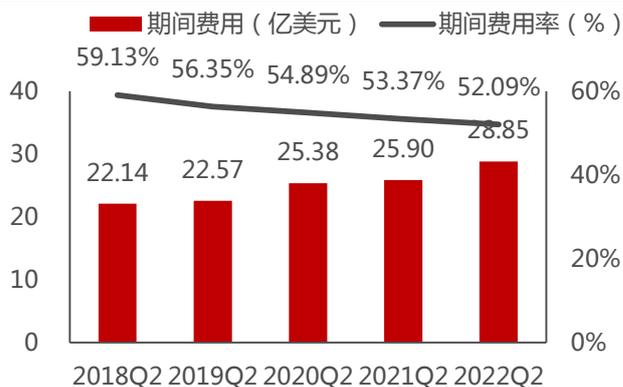
图 10：2022Q2 归母净利润同比增长 25%


资料来源：wind，民生证券研究院

毛利率水平稳中微升，净利率水平持续走高。 2022Q2 毛利率水平为 77.92%，2022Q2 净利率达到 19.64%，同比增长 1.65PCT；2022Q2 期间费用 28.85 亿美元，同比增长 11.39%，费用率下滑 1.28PCT 至 52.09%。疫情影响导致全球供应链中断，对成本及费用产生负面影响，但由于公司采取提价、产品结构调整、节省开支等策略，成本和费用率获得有效控制。

图 11：毛利率水平稳中微升，净利率水平持续走高


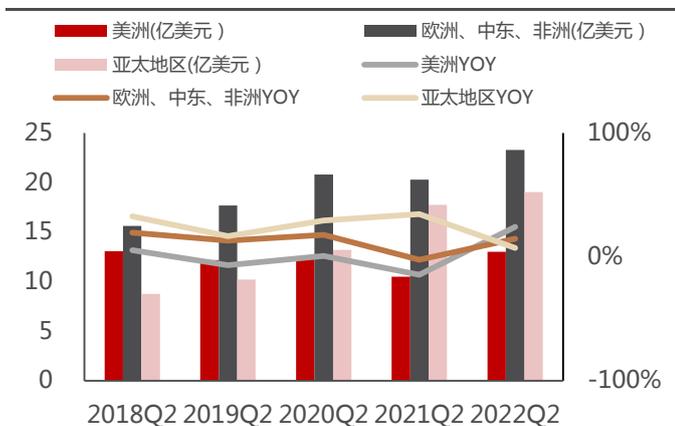
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：期间费用率明显下滑


资料来源：wind，民生证券研究院

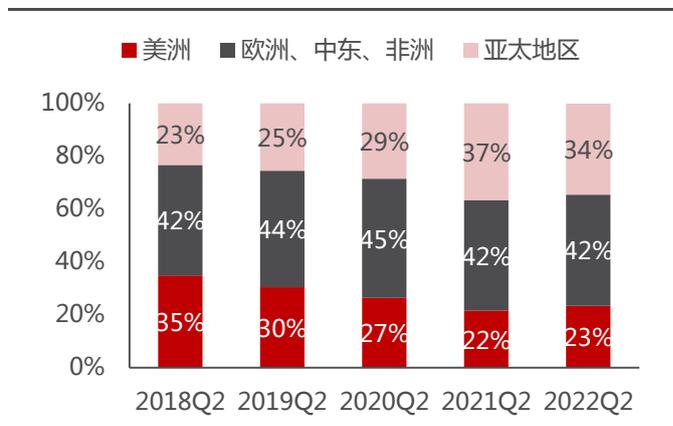
分地区来看，各地区营收均恢复至疫前水平，增长主因欧美地区旅行限制放松、实体店重新开张。 其中，美洲地区增速最快，同比增长 24.05%；欧洲、中东、非洲地区的营收占比最高，2022Q2 实现营收 23.28 亿美元，同比 2022 年 Q2 增长 14.68%，英国的实体店销售获取两位数增长，在线销售略有下降；亚太地区实现增长 7.15%，以百货商店为首的实体店和线上销售均呈现增长。

图 13：各地区营收恢复至疫前水平，美洲增速最快为 24%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：EMEA 营收占比最高为 42%，亚太占比 34%



资料来源：wind，民生证券研究院

分品类来看，2022Q2 公司全品类均实现正增长。其中：

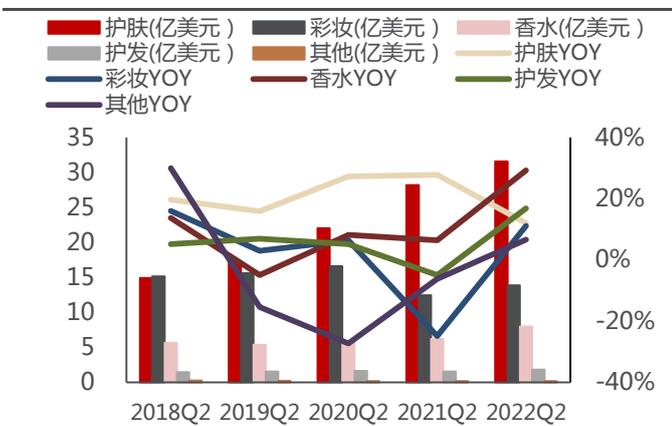
1) 护肤品贡献近 60% 的收入，连续两年高于疫前水平，在疫情冲击下保持较高韧性，2022Q2 实现 12.06% 的同比增长。主要原因：①海蓝之谜的明星产品 The Treatment Lotion 修护水、Crème de la Mer 面霜和 Genaissance (鎏金焕颜系列) 等销售超预期，以及新品 The Hydrating Infused Emulsion (修护精萃乳) 扩大了消费群体；②倩碧的明星单品 Even Better Clinical Radical Dark Spot Corrector (镭射美白瓶) 和 Interrupter and Take The Day Off Balm (紫胖子卸妆膏) 销售表现靓丽，且新品 Smart Clinical Repair Wrinkle Correcting Serum (智慧专研修护精华) 扩大了消费者覆盖面。

2) 彩妆实现营收 13.86 亿美元，但还未恢复至疫前水平，同比增长 11.15%。主要是西方市场持续复苏，雅诗兰黛和 MAC 品牌贡献较高，其中，雅诗兰黛的 Double Wear (DW 系列) 和 Futurist (沁水系列) 两个产品线表现突出。

3) 香水营收增速最快，同比增长 29.29%，主因实体店重新开张、客流量改善、节假日需求增加。Jo Malone London、Tom Ford、Le Labo、KILIAN Paris 实现两位数增长。

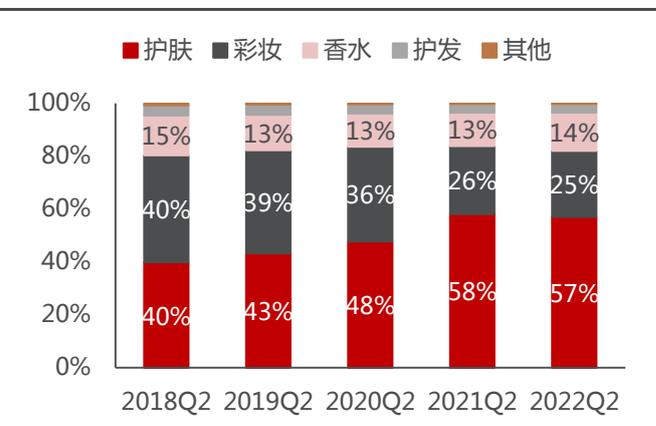
4) 护发品类规模较小、实现营收 1.80 亿美元，同比增长 16.88%。主要是 Aveda、Bumble and bumble 的明星单品表现较好。

图 15：全品类均实现正增长，香水增速最快、同增 29%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：护肤品贡献近 60% 的收入，疫情时代下保持高韧性



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 其他公司：业务逐渐从疫情中恢复，高端化妆品驱动增长，中国市场重要性凸显

1.3.1 资生堂 2021 年财报：本土受疫情影响下滑,美洲地区高增，中国市场收入份额已接近日本本土

营收和净利双增长，相比疫前仍有一定差距。2021 年，公司实现营业收入 10352 亿日元（根据财报发布当日 100 日元兑人民币汇率 5.515 折算约为人民币 570.92 亿元），报表口径同比 2020 年增长 12.41%；归母净利润扭亏为盈，达到 424 亿日元，利润出现回暖。其中，公司的核心品牌均实现了营收增长，肌肤之钥同比 2020 年增长 21%、资生堂增长 15%，贡献主要业绩增量。

高端化妆品增长快，中国市场重要性凸显。分品牌看，核心品牌均实现增长，高端品牌肌肤之钥和资生堂增速最快。分地区看，公司在日本本土的营收仍呈现下降趋势，2021 年同比 2020 年下滑 8.86%，主要是日本境内疫情影响仍较严重；其余地区均实现增长，其中，来自中国的收入快速攀升，占比从 2019 年的 19.11% 上升至 2021 年的 26.54%，和日本的规模份额旗鼓相当；此外，美洲市场恢复速度最快，欧洲和旅游零售业务则实现 20% 以上的增长。

1.3.2 联合利华 2021 年财报：提高定价应对成本压力，中国市场增速最快

基础销售额实现 9 年来最快增长，中国市场增速最快。2021 年联合利华基础销售同比 2020 年增长 4.5%，实现九年来最快增长；营业额为 524 亿欧元（根据财报发布当日汇率 7.268 折算约为人民币 3808 亿元），同比 2020 年增长 3.4%；利润为 87 亿欧元，同比增长 4.8%。分地区看，中国、印度和美国市场分别增长了 14.3%、13.4%和 3.7%，中国市场增速最快。2021 年联合利华在电子商务营收方面的增长率为 44%，领先全球全渠道增长速度。

护肤实现个位数增长，公司提价以应对成本压力。联合利华美容个护部分销售额为 219 亿欧元，增长 3.8%，价格增长 3.0%，销量增长 0.8%。其中护肤品实现了个位数的高增长，凡士林全年表现强劲。在应对 2021 年成本急剧上升的挑战时，联合利华选择通过提高定价的方式应对成本的上涨，全年基本价格增长 2.9%，第四季度加速至 4.9%。

1.3.3 科蒂 2022Q2 财报：净利扭亏为盈，毛利率和费用率较疫前均有改善

营收暂未恢复至疫前水平，归母净利扭亏为盈。2022Q2，公司实现营业收入 15.78 亿美元（根据财报发布当日汇率 6.37 折算约为人民币 100.5 亿元），同比 2021 年 Q2 增长 11.49%，归母净利润 2.61 亿美元，净利率 16.56%，相比去年同期亏损 2.53 亿美元实现扭亏为盈。主要是：1）出行限制减弱导致商店客流量和旅游零售增加；2）新品 Gucci Flora、Burberry Hero、Tiffany Rose Gold 的上市推动收入增加；3）渠道端受各地区电商业务的增长、中国市场的分销扩张以及美国线下零售店增长驱动。

分业务看，营收结构保持稳定，彩妆增速最快。公司香水业务营收占比最高，稳定贡献 60%以上的收入；彩妆恢复速度最快，2022Q2 实现营收 4.10 亿美元，同比 2021 年 Q2 增长 21.79%，基本恢复至疫前水平；身体护理及其他略有下滑，实现营收 1.78 亿美元。

1.3.4 LG 生活健康 2021 年财报：美妆核心品牌后增速回升，家庭个护表现靓丽

营收持续增长，净利率稳定 10%以上。2021 年，公司实现营业收入 80,915 亿韩元（根据财报发布当日人民币兑韩元汇率 189.42 折算约为人民币 427 亿元），同比 2020 年增长 3.15%；取得净利润 8,611 亿韩元，同比增长 5.90%，净利率基本稳定，2021 年为 10.64%。

家庭个护强势增长，化妆品业务略有下滑。分业务看：（1）2021 年

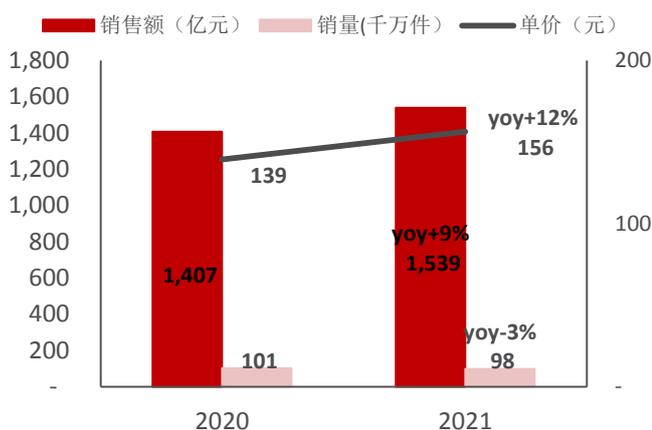
化妆品业务实现营收 44,414 亿韩元，受疫情反复的影响、同比 2020 年略下滑 0.37%。其中，公司的核心品牌——后，进一步拓展中国境内的新兴渠道，通过打造高价产品阵容进一步巩固其奢侈化妆品的定位，2021 年，后品牌收入增长 12%，在 2021 年抖音电商排行榜中，“后官方旗舰店”位列销售额第一，后天气丹花献系列礼盒累计销售额 TOP1；此外，欧蕙和 CNP 均增长 8% 以上。（2）家庭个护业务 2021 年实现营收 25,720 亿韩元，强势增长 37.83%，是公司总营收增长的主要因素，主要受高端品牌 Dr. Groot、皮肤科学品牌 Physiogel 等推动。

2 趋势一：单价提升驱动行业规模增长，高端与功效为消费趋势

2.1 高端化妆品增长突出，美妆消费升级

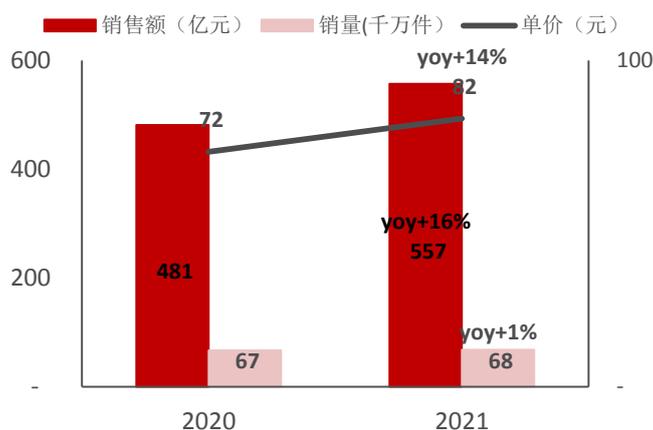
多个海外美妆公司财报突出国际高端品牌对业绩增长的贡献，欧莱雅高端化妆品事业部凭借高增长在 21 年首次超过大众化妆品事业部成为集团营收第一的部门。同时，国内美妆行业也呈现消费升级趋势。根据魔镜数据，天猫 21 年护肤类目销售额同比 20 年增长 9%，单价提升 12%，而销量同比减少 3%；彩妆类目销售额同比增长 16%，单价提升 14%，销量同比仅增长 1%。21 年天猫美妆行业增长主要由商品单价提升驱动。

图 17：21 年天猫护肤销售额增长 9%，单价提升 12%



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图 18：21 年天猫彩妆销售额增长 16%，单价提升 14%

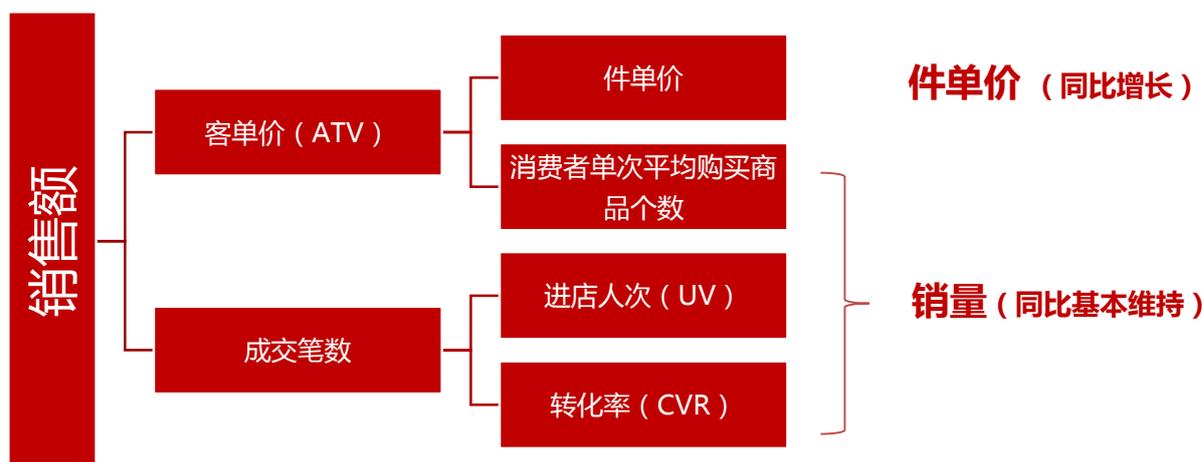


资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

电商销售额经拆解变化可得万能公式 ($GMV=UV \cdot CVR \cdot ATV$)，最终体现为销量*件单价，而销量主要由消费者单次购买商品件数，进店人数 (UV)，转化率 (CVR) 决定。基于公式拆解及平台类目数据我们主要判断行业出现如下三个趋势：1) 天猫平台流量已由高速发展期进入到成熟稳定阶段，流量红利淡化。平台流量增长趋于平稳并持续受到新渠道流量分流挑战。2) 在美妆尚无颠覆性新类目出现时消费者美妆品类的购买频率相对较稳定。3) 消费价格的提升成为美妆行业规模增长的主要驱动力。对于美妆单价提升，我们主要认为有两方面因素促成，第一是在功效升级和成分进阶趋势下消费者更追求具备技术和研发实力的品牌及产品，而高端美妆和功效性产品凭借研发技术和成分优势更容易满足相关要求，

消费者端实现产品需求升级跨越；第二是在我国经济水平稳定发展背景下，更多国内外头部品牌商开始通过并购推新等方式推出更高端的品牌并引进国内市场，现有品牌延申推出单价更高的类目及新品，进一步促进行业的消费水平提升。

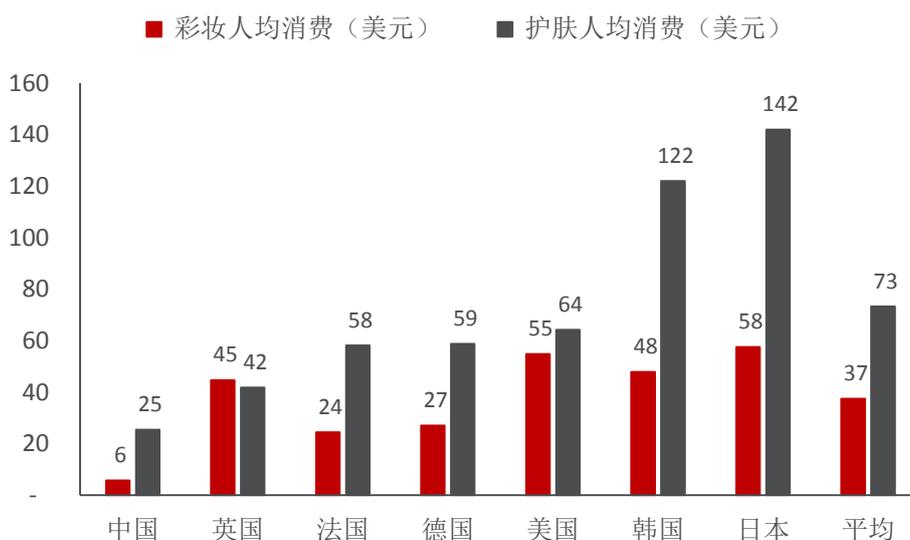
图 19：天猫销售额 21 年变化拆解



资料来源：民生证券研究院

根据 Euromonitor 数据，2019 年六个其他主要化妆品消费国与我国的国家彩妆人均消费为 37.5 美元，护肤品人均消费为 73.2 美元，我国护肤品人均消费为 25.4 美元，彩妆人均消费为 5.7 美元。参考同属亚洲的日韩的美妆消费情况，预计我国化妆品人均消费还有 5-7 倍的提升空间。

图 20：2019 年各国美妆人均消费金额情况（单位：美元）

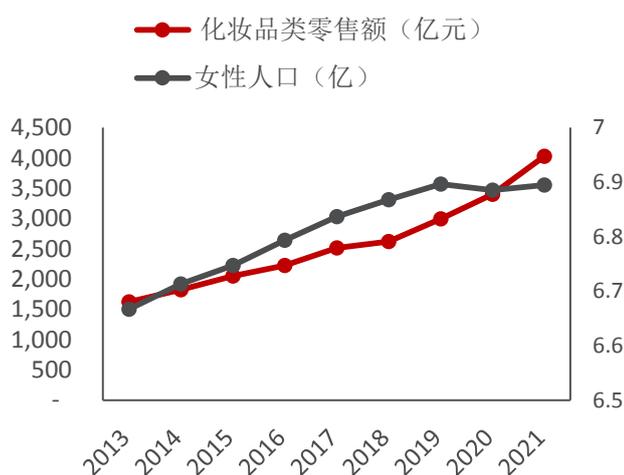


资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，民生证券研究院

我国人均可支配收入快速提升，带动行业发展。根据国家统计局数据，2021 年我国人均可支配收入达到 3.5 万元，2013-2021 年期间人均

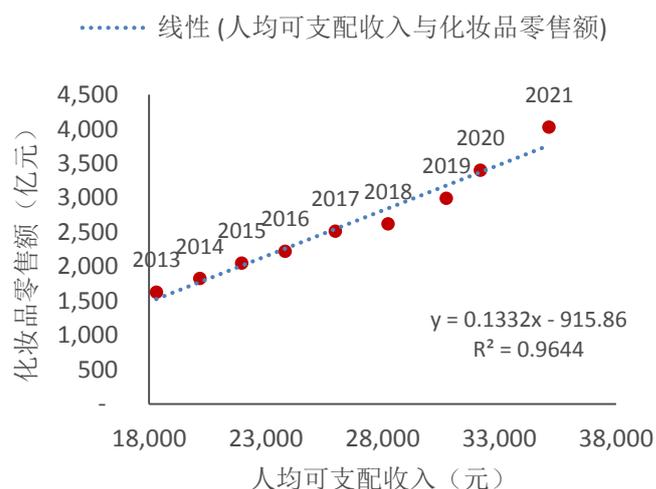
可支配收入复合增长率达 8.5%。与此同时我国化妆品零售额快速发展，2021 年我国化妆品零售额达到 4026 亿元，2013-2021 年 GAGR 高达 12%。根据魔镜数据，2021 年天猫护肤类目销售额为 1546 亿元，而男性面部护理类目仅占护肤类目销售的 3%，我国美妆核心消费人群依然以女性为主。此外，我国总人口在过去十年增长较为平缓，女性人口自 2019 年起维持在 6.89 亿人左右，而化妆品零售额持续高速增长，我们判断化妆品在各年龄段加大渗透，高低年龄段（非 25-60 岁年龄段）的消费者人数及化妆品人均消费金额均持续上升。同时，通过对化妆品限额零售额数据及人均可支配收入数据做回归分析可观察到化妆品零售额与人均可支配收入呈现强正相关性。随着我国经济稳定快速发展，中产阶级人数不断扩大，消费水平显著提升，预计未来美妆人均消费金额将持续增高。

图 21：我国女性人口（亿人）与化妆品零售额（亿元）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 22：我国化妆品限额销售额（亿元）与人均可支配收入（元）强相关

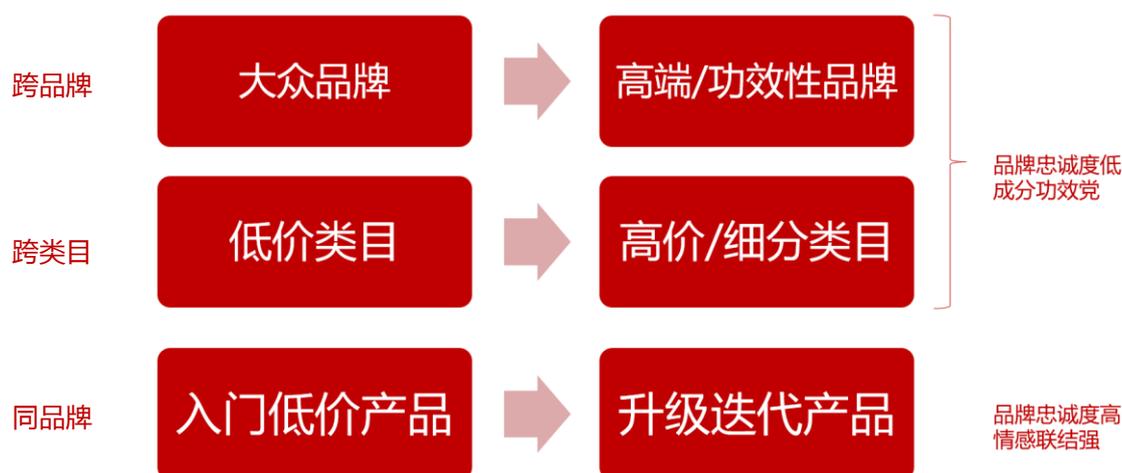


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

基于海外公司最新财报及魔镜数据，我们判断美妆消费升级主要从几个方面体现：**1) 跨品牌：化妆品消费者倾向由购买大众品牌产品升级为购买高端/功效性品牌产品。**这一因素中随着消费者购买力升级，高端及功效性护肤品的成分及技术更容易获得认同，高端美妆的销量大幅增长。但由于高端化妆品市场份额变大新品牌入局较多，竞争越发激烈，美妆单品价格受到一定冲击。**2) 跨类目：美妆行业由低价类目向高价类目渗透进阶。**以天猫数据为例，面膜等低价引流类目在市占及增速上落后于护肤大盘增速，而精华等高浓度重成分类目则快速增长。**跨品牌跨类目升级中，消费者更偏重对产品本身的选择，对于品牌的忠诚度低，更容易受到主播，朋友，广告推荐及产品使用体感的影响。****3) 同品牌：品牌持续升级，消费者购买同品牌产品迭代替换。**此类型的消费升级中，消费者与品牌建立了情感强联结，基于对品牌的认同与忠诚度，消费者随着品牌推

新进行购买产品的升级。

图 23：美妆消费升级趋势

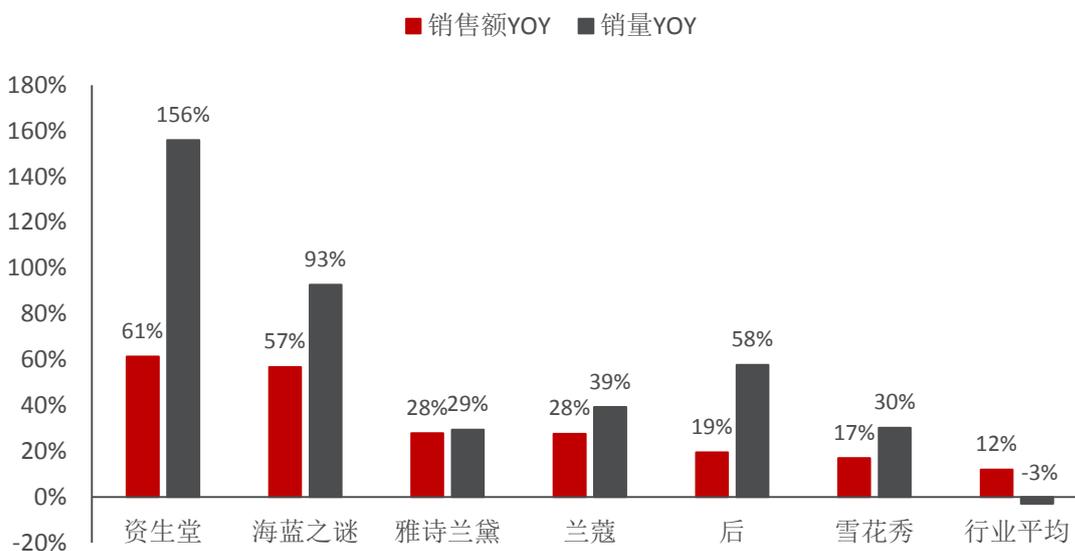


资料来源：民生证券研究院

2.2 品牌由大众向高端/功效进阶

高端化妆品销售额增速高于美妆大盘带动行业单价提升。多家海外美妆公司财报中强调了高端化妆品对于公司营收增长的重要贡献，并持续看好中国高端美妆市场发展。基于魔镜后台的天猫旗舰店数据，2021年国际高端大牌销售额高增，而销售额主要靠销量驱动增长。以资生堂，海蓝之谜，雅诗兰黛，兰蔻，后，雪花秀六个高端品牌为例，2021年天猫旗舰店销售额分别同比2020年增长61%，57%，28%，28%，19%，17%，高于类目平均增速9%，同时，六个品牌销量分别高增156%，93%，29%，39%，58%，30%，远高于行业平均增速水平。

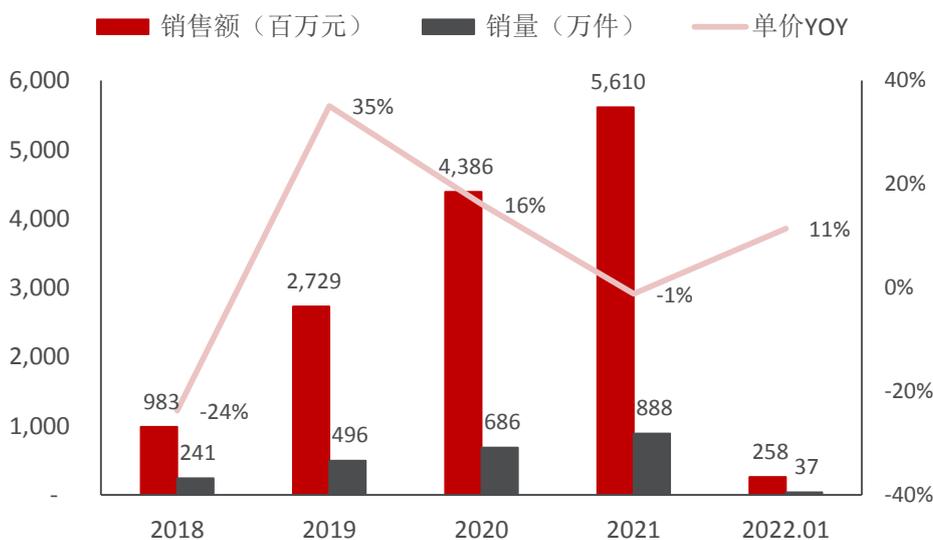
图 24：2021 年高端国际大牌天猫旗舰店主要靠销量驱动增长



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

在过去一年中美妆市场竞争激烈，同时头部主播议价力较强，不少品牌件单价出现下降。为了维持品牌定位并应对由于原材料上升及通货膨胀带来的压力，更多的国际品牌开始通过提价来提升利润。联合利华财报显示，联合利华 21 年全年价格增长 2.9%，其中，第四季度价格增长高达 4.9%。财报中，联合利华还预计 2022 年产品定价将继续提高，以至对销量产生一定影响。雅诗兰黛价格在 22 年 1 月价格同比 21 年 1 月有较大上升，据官方信息，雅诗兰黛产品在 1 月完成提价。品牌提价也带动了美妆购买单价的提升。

图 25：雅诗兰黛天猫旗舰店销售情况

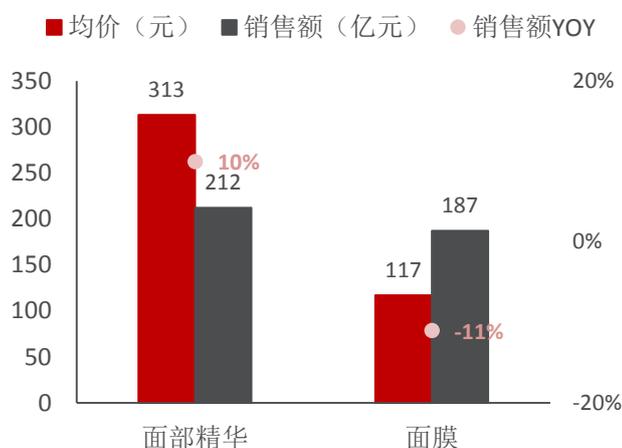


资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

2.3 品类由低价向高价渗透

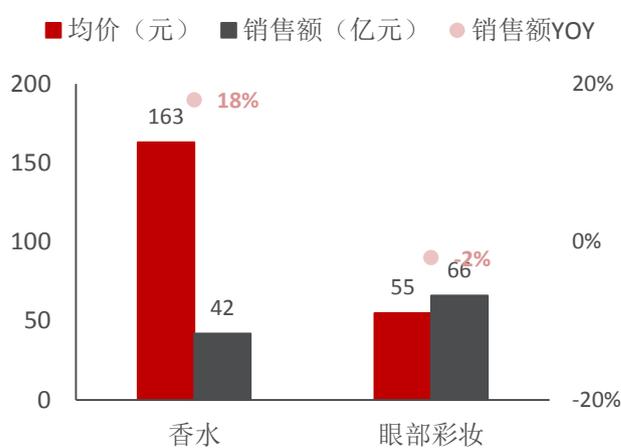
在类目需求上，消费者也正在寻求购买更高阶的品类。以护肤为例，由于消费者对成分的需求加深，高客单的面部精华类目获得高增长。根据魔镜数据，天猫面部精华 21 年销售额同比 20 年增长 10%，超过同比下滑 11% 的低价品类面膜成为第二大护肤类目。而在彩妆方面，基础类目眼部彩妆在 21 年同比下滑 2%，而高端且具备个性特点的香水类目获得 18% 的高增。

图 26：天猫面部精华同比高增，面膜类目同比下降



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图 27：天猫香水类目高增，眼部彩妆同比下降



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

2.4 品牌升级，消费者购买同品牌产品迭代替换

大众品牌在成分崛起的时代背景下也逐渐更新迭代主推产品，以品牌消费者为用户基础进行品牌升级。以珀莱雅为例，品牌近年来通过成分上的突破实现了功效进阶。品牌 16 年前主推品以水乳为主，客单较低。此阶段公司以基础护肤品推出为主基调，旗下有多个系列。17 年起以面膜为主推出核心单品，此阶段品牌开始走向年轻化，推出以玻尿酸等成分为核心的面膜单品，其中泡泡面膜获得较大成功，但售价及产品壁垒较低。2019 年起过渡至注重研发的高壁垒产品，“早 C 晚 A” 成为大单品。在此阶段，品牌主推产品以精华为主，功效也由之前的保湿进阶为抗衰。

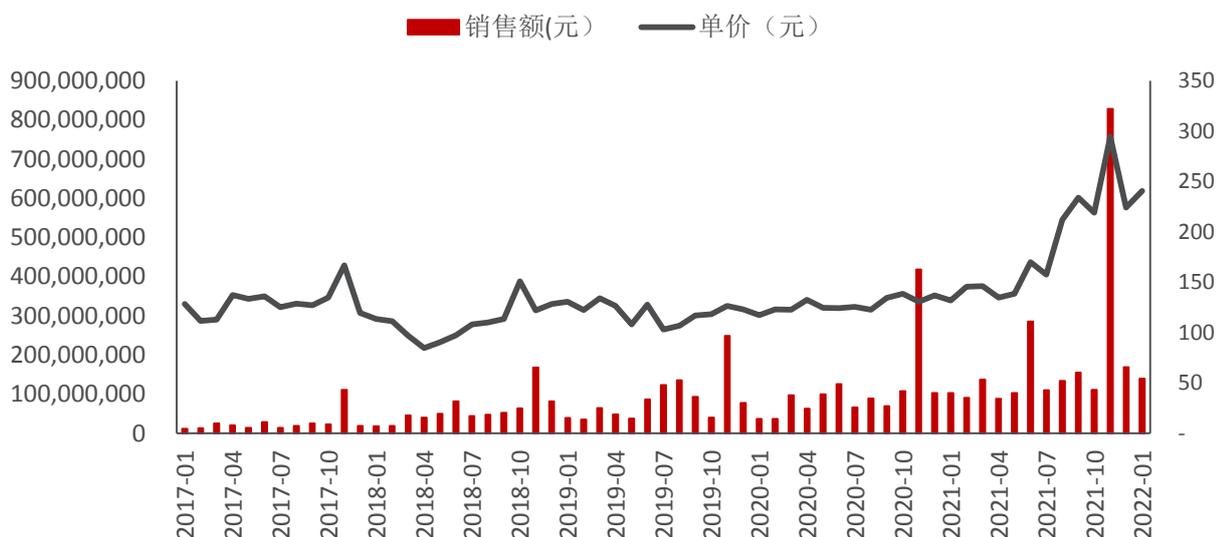
图 28：珀莱雅产品升级时间线

	2009-2016年	2017-2019年	2020年至今
阶段特点	以基础护肤品的推出为主基调，没有表现特别突出的大单品	品牌走向年轻化，开始推出核心单品，但产品壁垒较低	主推产品过渡向注重研发的高壁垒产品，且围绕“早C晚A”主题从精华延伸到眼霜等多品类
爆款产品	旗下多个系列，如水漾肌密、水动力	泡泡面膜	“早C晚A”：红宝石精华、双抗精华
推出时间	2009-2016年每年都有新品推出，其中水漾肌密为2010年推出、水动力为2013年	2018年	2020年
种类	以水乳为主	面膜	精华
核心成分	大西洋小球藻等	玻尿酸钠、肌肽、赤藓醇等	A醇、维C等

资料来源：品牌官网，民生证券研究院

根据魔镜后台的天猫旗舰店数据，随着品牌升级进阶，21年单价较17年提升一倍。在2021年4月推出“早C晚A”套装并经过营销孵化后，件单价实现近一倍增长，带动天猫旗舰店21年销售额同比20年大增76%。

图 29：过去五年珀莱雅天猫旗舰店平均单价不断提升



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

3 趋势二：新品及大单品推动增长，研发及技术作用凸显

美妆公司财报中也突出了研发实力对新品推广和利润营收的推动。如 2021 年欧莱雅活性化妆品实现营收 39.24 亿欧元，同比 2020 年高增 30.32%，修丽可升级版新品 Silymarin CF (SCF 油皮抗氧瓶) 的成功证实了品牌的抗氧化专长。理肤泉品牌增长超 100%，财报中显示 Effaclar 系列及革新性改变湿疹治疗方法的 Lipikar 系列贡献突出。

配方研发技术助力新品成功。修丽可 SCF 油皮抗氧瓶采用革新成分 0.6% 水飞蓟精萃，能够卓效抵御油脂氧化；同时添加抗氧化经典成分 15% 精纯左旋维 C1，并使用特殊工艺包裹维 C，使其在 pH 值小于 3.5 的情况下依旧保持成分活性和温和，促进胶原生成，亮肤淡纹；辅以 0.5% 阿魏酸 1 协同抗氧提升抗氧化功效。三重抗氧的革新配方直击油皮肌肤问题根源，质地清爽的无油配方为油皮减少闷痘负担。

图 30：修丽可 SCF 油皮抗氧瓶

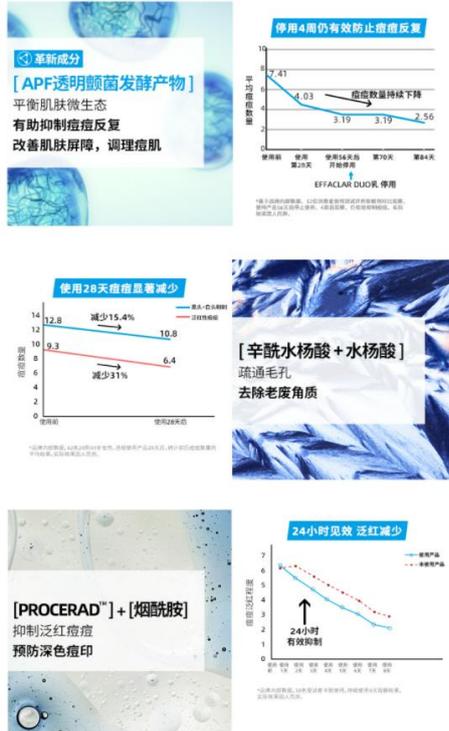


资料来源：修丽可官网，民生证券研究院

科研实力推动品牌增长。理肤泉品牌的定位为专业功效性护肤品牌，帮助改善皮肤问题。如理肤泉 duo+ 乳主要针对大面积的痘痘区，适合产生红肿的痤疮炎症，还可以预防痘印的产生。配方中含有 APD 透明颤菌发酵产物，可以平衡肌肤微生态，有效抑制痤疮反复，配方中含水杨酸去除角质，同时添加烟酰胺帮助淡化痘印。品牌在油痘领域有 10 多年的研究，

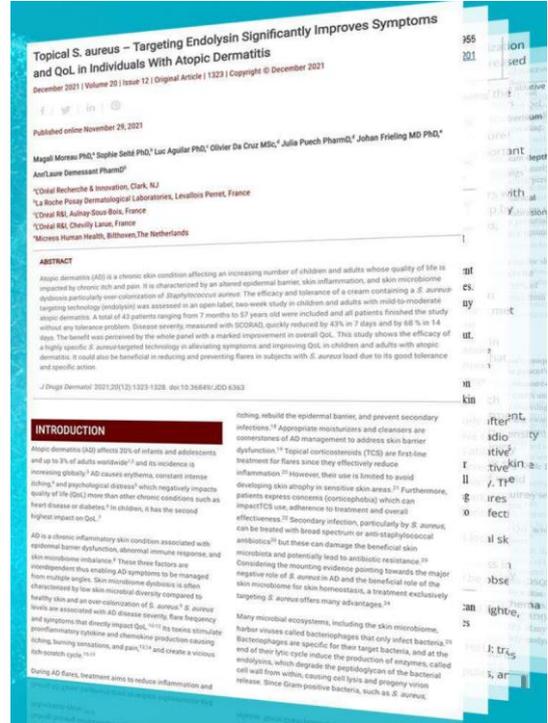
并在国际学术期刊中发表多个科研成果。

图 31：理肤泉核心配方可显著改善皮肤状态



资料来源：淘宝，民生证券研究院

图 32：理肤泉发表多个科研成果

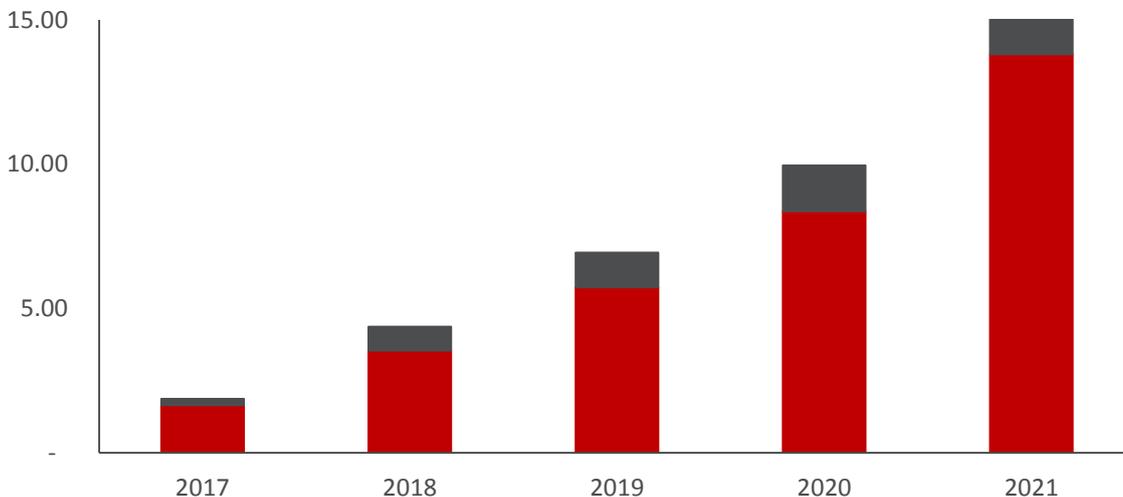


资料来源：欧莱雅财报，民生证券研究院

凭借专利成分组合及渠道营销优化，理肤泉销售额在过去五年飞速提升，Effaclar 系列在国内市场获得的成功在疫情期间进一步推动了理肤泉品牌在中国的销售增长。

图 33：理肤泉品牌近 5 年线上高速发展

■ 天猫旗舰店销售额(亿元) ■ 京东自营销售额(亿元)



资料来源：理肤泉官网，民生证券研究院

根据欧莱雅财务相关会议，欧莱雅集团在技术方面的升级正从各个层面影响业务，不仅仅局限于面向消费者端。例如在配方上，欧莱雅人工智能配方工具可以节省几个月的时间，同时集团正调整配方，以满足可持续发展目标和不断变化的法规。人工智能也帮助欧莱雅实时收集网上发布的所有关于产品的评论，反馈上传到研究数据库中。除了产品高端化，集团还将通过人工智能驱动的价格管理策略来缓解成本上升的影响，其策略将综合营收增长管理、混合提价、促销形式等各个方面。

与此同时，更多国际品牌在国内设置研发中心，方便科技发展。早在 2005 年，欧莱雅就在上海建立了研发中心。2020 年 2 月雅诗兰黛集团宣布，为了进一步协助深化中国美妆行业在全球科研领域的领导地位，计划在华投建世界级研发中心，利用前沿技术及设备，推动中国、亚太地区乃至辐射世界各地的突破性美容创新。2020 年 11 月 8 日，第三届中国国际进口博览会期间雅诗兰黛集团全球研发中心落户上海市闵行区漕河泾科技绿洲园区，建成后将成为雅诗兰黛国际市场中最大的研发中心。这一举动也显示了中国在集团的战略地位。

图 34：雅诗兰黛全球研发中心上海项目开工仪式



资料来源：雅诗兰黛研发中心，民生证券研究院

4 趋势三：线上业务持续增长，电商渠道呈现分化

4.1 天猫流量红利受到挑战，抖音比重逐渐提升

目前国内美妆线上电商平台主要有天猫，京东，抖音等。在电商发展历程中天猫，京东等传统搜索渠道凭借电商大促节日的创造掌握第一波流量红利，自 2009 年天猫创造“双十一”节日以来两大平台销售额快速增长。根据官方公布数据，2021 年“双十一”全阶段天猫销售额达 5403 亿元，同比 2020 年“双十一”增长 8%；京东销售额达 3491 亿元，同比增长 29%。随着整体渠道销售额的增长与影响力的扩大，天猫在过去几年也奠定了美妆第一大平台的地位。据部分国货品牌商财报，天猫渠道在 20-21 年美妆公司营收中可占到约营收 50% 的比重。

图 35：近五年天猫双十一全阶段销售额（亿元）



资料来源：天猫官方，民生证券研究院

图 36：近五年京东双十一全阶段销售额（亿元）

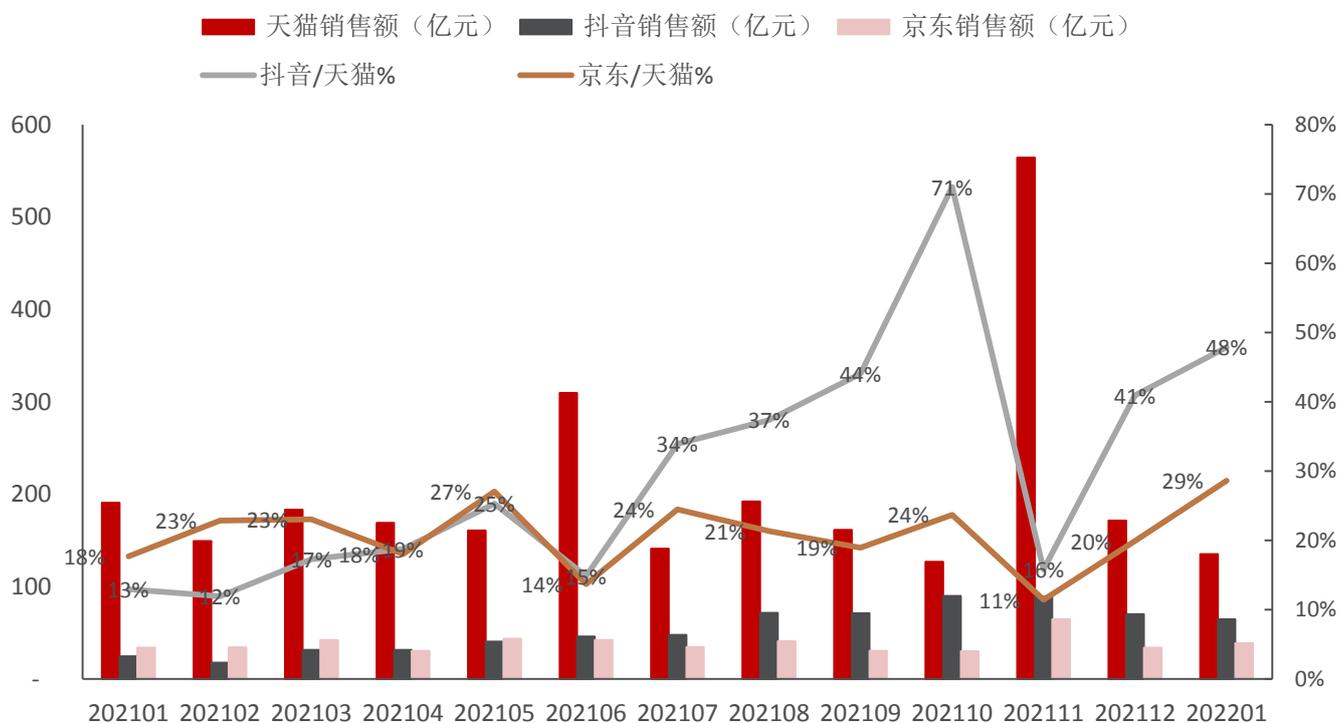


资料来源：京东官方，民生证券研究院

20 年来抖音等以推荐为主导的电商快速发展，传统电商渠道受到冲击，同时薇娅税务事件后天猫流量出现较大的超头流量缺口。我们曾在《薇娅事件后，直播电商新格局或将打开》报告中指出，薇娅税务事件发生薇娅直播间停播后，平台间及平台内流量将再分配，中腰部达人有望将获得更多机会，淘外平台占比有望提升，而事件发生后的美妆大盘数据也反映了这一趋势。据三方数据，2021 年 12 月、2022 年 1 月天猫美妆大盘同比均为下降，其中 1 月天猫大盘同比下降 29%。与此同时，抖音平台在过去两年的销售额持续上升，2022 年 1 月的美妆大盘同比增长 162%，销售额体量达到天猫大盘的 48%，而 2021 年 1 月抖音销售额仅为天猫的 18%。而另一大传统电商平台京东的美妆销售额则维持在较稳定的状态，占比约为天猫的 20% 左右，2022 年 1 月京东美妆大盘同比增

长 15%，京东美妆销售额达到天猫的 29%。

图 37：天猫、京东、抖音三大电商平台美妆类目销售额（亿元）



资料来源：魔镜数据，飞瓜数据，民生证券研究院

4.2 天猫高端及功效性护肤品增长迅速

回顾历年双十一天猫美妆前十名榜单，可以发现过去五年双十一天猫榜单依旧以国际大牌为主导，且趋势上趋向高端，作为榜单中唯一一个功能性护肤品品牌，薇诺娜也成为 2018-2021 年连续 4 年入围榜单前十的本土化妆品品牌，2021 年排名第 6，较去年上升 3 位。

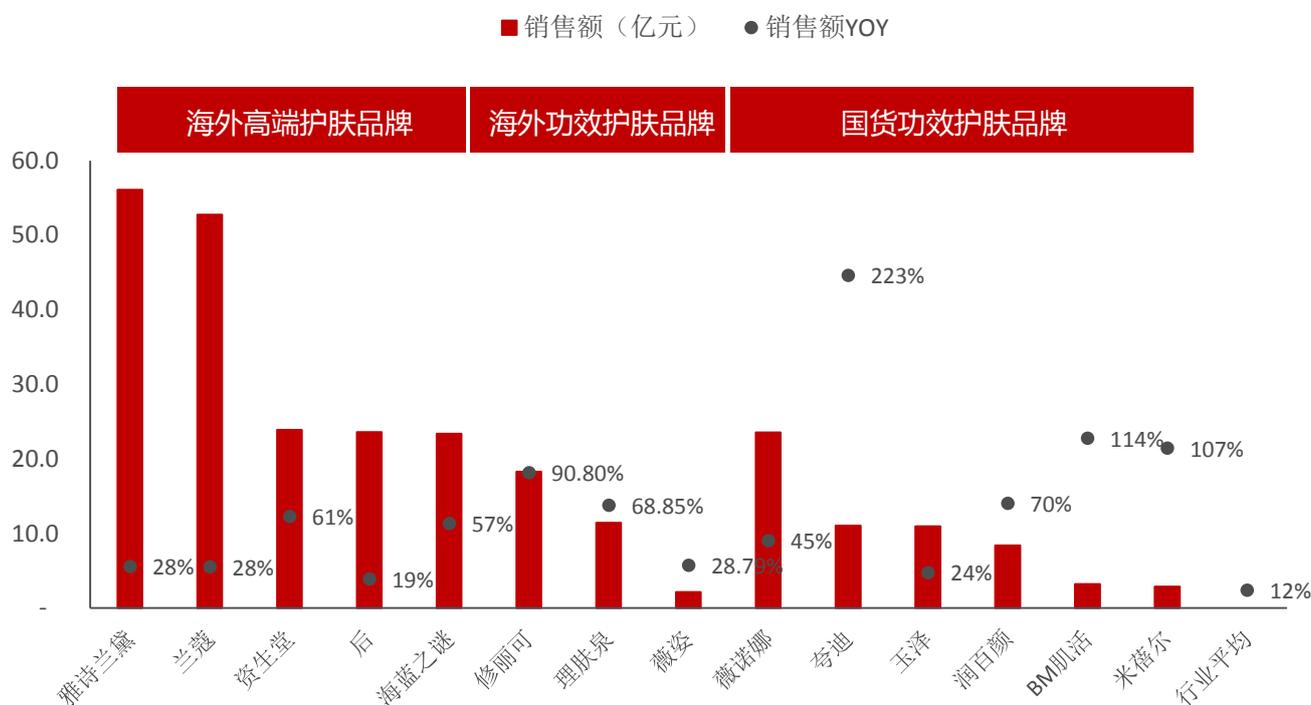
表 1：2017-2021 美妆品牌天猫双十一前十榜单（标红为国货品牌）

排名	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
1	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛
2	自然堂	OLAY	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅
3	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	OLAY	后	后
5	SK-II	SK-II	SK-II	OLAY	资生堂
6	OLAY	百雀羚	自然堂	SK-II	薇诺娜
7	欧莱雅	自然堂	百雀羚	雪花秀	OLAY
8	一叶子	HFP	后	资生堂	海蓝之谜
9	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜	赫莲娜
10	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜	SK-II

资料来源：亿邦动力，聚美丽，民生证券研究院

21年天猫护肤行业增速为12%，而高端国际护肤品及头部功效性护肤品增速远高于大盘平均水平。据魔镜后台数据，海外高端护肤品21年增速大多维持在20%及以上，海外功效性护肤品以修丽可、理肤泉为代表则获得50%以上的增长，头部国货功效性护肤品21年同比增速维持在20%及以上，薇诺娜品牌销售额比肩国际大牌，华熙生物旗下的四大主品牌（润百颜，夸迪，米蓓儿，BM肌活）整体同比增速更是达到了100%以上。

图 38：21 年天猫高端及功效性护肤品增速远高于行业平均水平

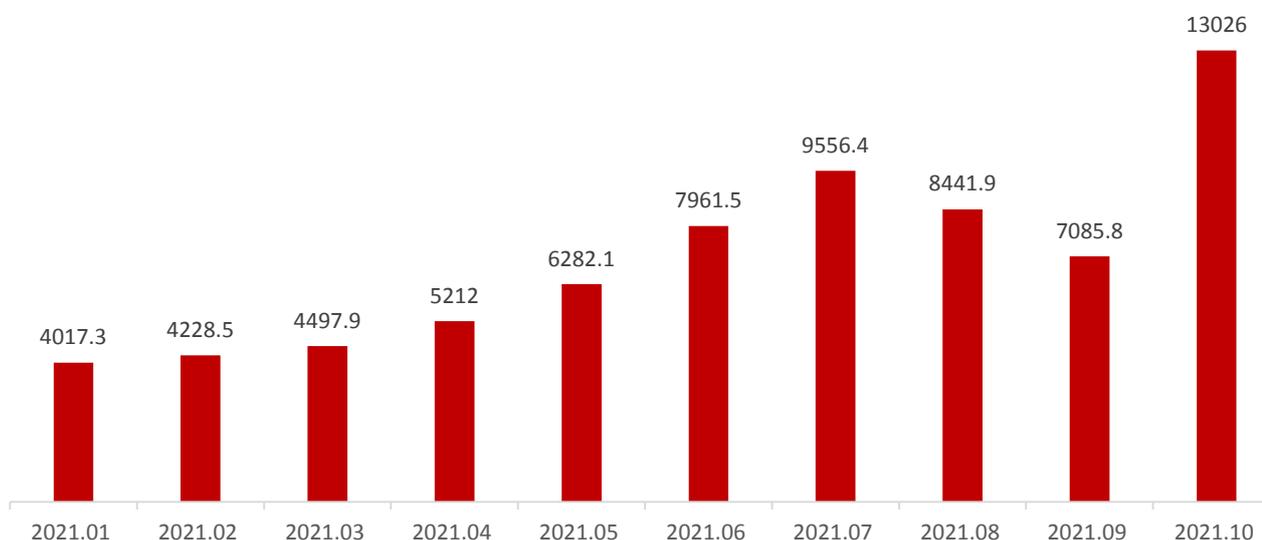


资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

4.3 抖音国货布局较早自播占比高，拥有先发优势

相比传统电商，抖音等拥有顶级流量，以兴趣为基础的直播电商模式能够通过推荐技术，将人设化的商品内容与潜在的海量兴趣用户连接起来，充分挖掘顾客的需求达成交易，通过更短的链路达成更高的转化率。而基于此，抖音美妆也在过去两年时间飞速增长。对比国际大牌，由于平台布局较早，国内品牌抖音销售额更高。例如珀莱雅，较早布局抖音平台，品牌 21 年抖音渠道 10 月销售对比 1 月实现翻倍增长。

图 39：珀莱雅抖音 2021.1-2021.10 销售额（单位：万元）



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

抖音渠道下，抖音自播将继续成为与消费者互动的主要窗口。目前国货品牌的自播销售额占比普遍较高，而外资品牌则更加依赖与达人和明星带动。2022 年 1 月国货品牌自播占比显著高于外资品牌，抖音在品牌营销中将越来越重要，品牌也会更多投入抖音自播及抖音小店的经营。

表 2：2022 年 1 月抖音主要品牌销售额及自播情况

2022 年 1 月					
内/外资	集团	品牌	GMV (亿元)	自播 GMV (亿元)	自播占比%
外资	资生堂	资生堂	0.10	/	/
	雅诗兰黛	雅诗兰黛	1.55	/	/
		海蓝之谜	0.72	/	/
	欧莱雅	兰蔻	0.61	0.00	0%
		欧莱雅	0.35	0.17	48%
	宝洁	玉兰油	0.37	0.16	44%
		SK-2	0.09	/	/
	爱茉莉太平洋	雪花秀	0.57	0.06	11%
		悦诗风吟	0.004	0.004	87%
	上市公司	贝泰妮	薇诺娜	0.43	0.17
润百颜			0.13	0.07	54%
华熙生物		夸迪	0.35	0.01	2%
		米蓓尔	0.07	0.01	11%
		BM 肌活	0.52	0.03	6%
上海家化		佰草集	0.03	0.02	68%
		玉泽	0.07	0.06	85%
		高夫	0.01	0.005	90%
水羊股份		御泥坊	0.10	0.07	68%
		小迷糊	0.01	0.01	84%
		KIKO	0.06	0.03	48%
珀莱雅		珀莱雅	0.51	0.35	68%
		彩棠	0.10	0.01	11%
丸美股份		丸美	0.20	0.07	36%
		恋火	0.08	0.0001	0.1%
鲁商发展		颐莲	0.16	0.03	17%
		瓊尔博士	0.13	0.09	72%
		逸仙电商	完美日记	0.37	0.27

资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

4.4 京东外资高端护肤品占比大且增长更快

京东大盘维持稳定增长，国际大牌在京东平台呈现优势。根据魔镜数据，2021 年京东美妆类目第一的品牌是 SK-2，同比增长 40%，而前十榜单中仅有欧莱雅和与玉兰油为大众品牌，且增速低于其余上榜高端品牌。高端品牌在平台销售有绝对优势。

表 3：2021 年京东美妆自营前十品牌以高端国际品牌为主

品牌	排名	销售额（亿元）	市场份额	YOY	品牌类型
SK-II	1	19.60	6%	40%	高端
欧莱雅	2	17.03	5%	13%	大众
雅诗兰黛	3	16.65	5%	31%	高端
兰蔻	4	16.61	5%	63%	高端
迪奥	5	10.08	3%	37%	高端
玉兰油	6	8.36	2%	3%	大众
后	7	8.04	2%	32%	高端
科颜氏	8	7.34	2%	17%	高端
雪花秀	9	7.30	2%	22%	高端
海蓝之谜	10	7.17	2%	156%	高端

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

在京东高端化趋势下，更多外资品牌陆续入驻京东自营。2021 年 7 月，雅诗兰黛集团旗下雅诗兰黛、倩碧、悦木之源三大品牌组团入驻京东，给消费者提供更丰富的美妆大牌好货选择。三大品牌京东自营官方旗舰店盛大开业，并售卖包括雅诗兰黛小棕瓶系列、倩碧黄油系列、悦木之源灵芝焕能系列等人气产品。

图 40：2021 年 7 月雅诗兰黛集团旗下高端品牌入驻京东自营



资料来源：京东，民生证券研究院

5 趋势四：旅游零售进一步复苏，海外品牌加速布局线下及免税渠道

在不断重投线上渠道时，国际美妆巨头同样十分重视对线下渠道的搭建，尤其是中国海南免税渠道。欧莱雅财报中指出，欧莱雅预计 2021 年实体门店业务均同比+13%，旅游零售同比+22%，中国海南免税渠道持续增长推动。

随着疫情控制，海南旅游零售业务复苏明显，免税消费快速增长。海南省商务厅数据显示，2021 年 1 月 31 日至 2 月 6 日春节期间，海南省 10 家离岛免税店总销售额 21.31 亿元，同比增长 151%。其中，免税销售额 19.44 亿元，同比增长 156%；免税购物人数 30.18 万人次，同比增长 138%；购买免税品件数 181.58 万件。

海南免税业务复苏，国际巨头纷纷加大布局。2021 年，科蒂在三亚海旅免税城接连开出 GUCCI 美妆旗舰店，及旗下摩纳哥高端护肤品牌 Lancaster 旗舰店；资生堂集团也扩大了在海南自贸区的门店数量，新增 IPSA 茵芙莎、ELIXIR 怡丽丝尔等品牌专柜；雅诗兰黛在中国实体零售店获得高增长，也离不开海南免税渠道的重要贡献。

图 41：GUCCI 美妆三亚国际免税城店 21 年底开业



资料来源：新浪时尚，民生证券研究院

图 42：兰蔻三亚免税城活动



资料来源：搜狐时尚，民生证券研究院

海外品牌加大力度布局线下免税店体现了线下体验及折扣力度的对品牌营收及宣传的重要性，随着疫情恢复消费者，线下体验的优化以及线下促销力度优化将更考验品牌全渠道布局能力。

6 投资建议

从海外公司财报中我们可以看出四点趋势：1) 美妆产品结构持续高端化，随着消费力的增强消费者对于产品功效及质量有更多需求。2) 国际品牌持续注重科技研发水平的提升与创新。3) 线上电商平台出现分化，平台逐渐形成自己的特点以及属性，淘外渠道抖音等发展迅速。4) 受疫情恢复影响线下业务开始复苏改善。我们认为在新规趋严背景下，研发技术及全渠道运营能力作用凸显，头部国货品牌凭借研发实力及成熟的运营布局更易获得增长优势并扩大市占。推荐贝泰妮、华熙生物、珀莱雅、上海家化，重点关注鲁商发展、水羊股份、丸美股份。

表 4：重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR-3	PEG	评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E			
688363.SH	华熙生物	119.9	1.35	1.61	2.38	89	74	50	22.48%	1.54	推荐
300957.SZ	贝泰妮	170.63	1.51	2.04	2.83	113	84	60	49.04%	1.63	推荐
603605.SH	珀莱雅	184.86	2.37	2.92	3.63	78	63	51	27.01%	2.14	推荐
600315.SH	上海家化	39.97	0.64	0.97	1.23	62	41	32	6.65%	0.84	推荐

资料来源：Wind, 民生证券研究院

(注：股价为 2022 年 02 月 23 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期)

7 风险提示

- 1) 行业竞争加剧风险：**在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，美妆市场竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。
- 2) 疫情反复风险：**若新冠病毒疫情出现反复，可能会影响线下实体营销，并影响人们美妆购买需求，对美妆行业营收产生影响。
- 3) 成本价格上行压力：**21 年原料成本价格上行，部分品牌利润受到侵蚀。若 22 年成本价格继续上行，可能会对行业利润产生影响。

插图目录

图 1：21 年营业收入增长创 14 年新高	3
图 2：21 年归母净利润实现大幅增长	3
图 3：21 年公司毛利及净利率同比均有上升	4
图 4：研发费用率稳定，管理费用率下降	4
图 5：活性化妆品营收实现 30% 高增长	5
图 6：高端化妆品份额逐步提升	5
图 7：北亚地区保持高营收规模和高增速	5
图 8：欧洲、北美、北亚为主要营收来源地	5
图 9：2022Q2 营业收入同比增长 14%	6
图 10：2022Q2 归母净利润同比增长 25%	6
图 11：毛利率水平稳中微升，净利率水平持续走高	6
图 12：期间费用率明显下滑	6
图 13：各地区营收恢复至疫前水平，美洲增速最快为 24%	7
图 14：EMEA 营收占比最高为 42%，亚太占比 34%	7
图 15：全品类均实现正增长，香水增速最快、同增 29%	8
图 16：护肤品贡献近 60% 的收入，疫情时代下保持高韧性	8
图 17：21 年天猫护肤销售额增长 9%，单价提升 12%	11
图 18：21 年天猫彩妆销售额增长 16%，单价提升 14%	11
图 19：天猫销售额 21 年变化拆解	12
图 20：2019 年各国美妆人均消费金额情况（单位：美元）	12
图 21：我国女性人口（亿人）与化妆品零售额（亿元）	13
图 22：我国化妆品限额销售额（亿元）与人均可支配收入（元）强相关	13
图 23：美妆消费升级趋势	14
图 24：2021 年高端国际大牌天猫旗舰店主要靠销量驱动增长	15
图 25：雅诗兰黛天猫旗舰店销售情况	15
图 26：天猫面部精华同比高增，面膜类目同比下降	16
图 27：天猫香水类目高增，眼部彩妆同比下降	16
图 28：珀莱雅产品升级时间线	17
图 29：过去五年珀莱雅天猫旗舰店平均单价不断提升	17
图 30：修丽可 SCF 油皮抗氧瓶	18
图 31：理肤泉核心配方可显著改善皮肤状态	19
图 32：理肤泉发表多个科研成果	19
图 33：理肤泉品牌近 5 年线上高速发展	19
图 34：雅诗兰黛全球研发中心上海项目开工仪式	20
图 35：近五年天猫双十一全阶段销售额（亿元）	21
图 36：近五年京东双十一全阶段销售额（亿元）	21
图 37：天猫、京东、抖音三大电商平台美妆类目销售额（亿元）	22
图 38：21 年天猫高端及功效性护肤品增速远高于行业平均水平	23
图 39：珀莱雅抖音 2021.1-2021.10 销售额（单位：万元）	24
图 40：2021 年 7 月雅诗兰黛集团旗下高端品牌入驻京东自营	26
图 41：GUCCI 美妆三亚国际免税城店 21 年底开业	27
图 42：兰蔻三亚免税城活动	27

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：2017-2021 美妆品牌天猫双十一前十榜单（标红为国货品牌）	22
表 2：2022 年 1 月抖音主要品牌销售额及自播情况	25
表 3：2021 年京东美妆自营前十品牌以高端国际品牌为主	26
表 4：重点关注个股	28

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001