

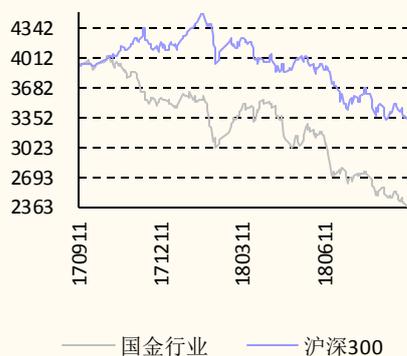
## 消费升级与娱乐研究中心

## 纺织品和服装行业研究 买入（维持评级）

## 行业深度研究

## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2363.12
沪深300指数	3230.07
上证指数	2669.49
深证成指	8158.49
中小板综指	8344.71



## 相关报告

- 1.《纺服双周报数据谈第5期：消费承压，社零数据下滑，化妆品逆势强...》，2018.9.9
- 2.《《电子商务法》通过：明确个人电商经营者纳税&强调平台连带责任...》，2018.9.2
- 3.《纺服双周报数据谈第4期：运动鞋服2018年H1及M7阿里数据...》，2018.8.26
- 4.《如何选择适合品牌的线上渠道——阿里，京东，拼多多的规则&模式...》，2018.8.21
- 5.《纺服双周报数据谈第3期：男装2018年H1及M7阿里数据解读...》，2018.8.12

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002  
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人  
jiyunan@gjzq.com.cn

## 化妆品行业深度：美颜盛世，国产化妆品崛起的道与术

## 行业观点

- **美妆消费长期逻辑明确，当前在口红效应、电商增长和彩妆新品类拉动下，行业处于高景气度：**长期来看，①化妆品作为贯穿女性一生的刚需消费，在我国具有约4亿的庞大消费基数。②化妆品的使用是一个不断做“加法”的过程，随着消费沿精细化和专业化变化，消费频次不断提高。③与发达国家相比，我国化妆品人均年消费额仍处于较低水平，向上有6.6倍空间。短期来看，2018年H1，我国限额以上化妆品零售额1,276亿元，同比+14.2%，增速在15个商品品类中位居第一。在口红效应、电商增长和彩妆兴起等引擎拉动下，行业景气度高。
- **品牌商和渠道商掌握化妆品产业链定价权：**沿原料生产与供应商、生产制造商、品牌商、代理商、渠道商五个环节来看，化妆品层层加价。销售给终端消费者价格在100元的化妆品，原料及包装物成本合计仅在8块钱左右，生产制造商、品牌商、代理商和渠道商的利润分别约为1元、5.25元、5元和10元。而生产制造商、品牌商、代理商和渠道商的花费分别约为1元、19.75元、10元和40元。可见，终端价格的大部分来自品牌商、代理商和渠道商在广告营销、人工、租金和扣点上的花费。行业是由品牌和渠道定价，而非由制造和生产定价。
- **群雄逐鹿，国产化妆品在品牌和渠道上的发展分别呈现三大特点。**我们认为，在品牌方面，国产品牌正在抢占击穿市场的品类，重塑品牌力，主要体现在：①卡位基础款、低价位、高频次品类，以周转取胜；②卡位差异化、特色化定位品类，以文化取胜；③卡位新兴的、渗透率尚不高的品类，以产品取胜。在渠道方面，国产品牌正在发力新生代消费者核心渠道，占领消费者心智，主要体现在：①发力电商渠道，抢占年轻消费者；②发力CS渠道，抢占三四线城市及农村消费者；③发力单品牌店，抢占体验型消费者。
- **国货崛起方兴未艾，单一爆款品牌或渠道红利打法不可持续，未来具备长期竞争力的本土集团有望胜出：**国际知名品牌历史积淀悠久、品牌矩阵丰富、营收及市值规模较大，垄断国内化妆品高端市场。本土品牌处于在大众市场刚刚开疆拓土、凭借价格优势和渠道优势、打造出1-2个明星品牌形象的早期阶段。我们认为，靠单一爆款聚集流量和享受某一渠道红利做到营收10亿元以上的打法在当前竞争环境中会很快遇到天花板，已经不可持续。未来，将是围绕研发、品牌、渠道和营销四个维度系统化、全方位的竞争，会极大地考验我国化妆品公司管理运营能力，也会助力真正的龙头崛起。

## 投资建议

- **我们认为，可以从四大维度入手，筛选具有长期竞争力的化妆品投资标的：**①**研发：**公司是主要追随模仿国际品牌，还是能自主研发引领市场的产品；②**品牌：**在单一品牌爆款基础上，能否再培育2-3个营收10亿元级别的品牌；③**渠道：**除了依赖某一渠道扩张的红利，能否将线上线下渠道作为洞察消费者诉求的入口，做出快速反应；④**营销：**能否有效利用技术手段，在网络和移动媒体上实现精准人群的特定投放，提高营销投放效率。建议关注珀莱雅、上海家化、御家汇、拉芳家化。

## 风险提示

- 化妆品消费增速放缓、国际品牌进口关税下降、产品质量风险

## 内容目录

1. 从人群画像和消费变化看我国化妆品行业机遇 .....	5
1.1 贯穿女性一生的刚需消费，我国具有庞大消费基数 .....	5
1.2 消费沿精细化和专业化变化，消费频次不断提高 .....	5
1.3 化妆品领跑社零增速，电商和新品类成为新的增长引擎 .....	7
2. 品牌商和渠道商掌握美妆产业链定价权 .....	9
2.1 沿化妆品的产业链流通来看，各环节层层加价 .....	9
2.2 上游：生产制造商毛利率 10%-30%，净利率 2-10% .....	10
2.3 中游：品牌商毛利率 60%-80%，净利率 5%-15% .....	10
2.4 下游：渠道商毛利率 40%-50%，净利率 5%-10% .....	11
3. 群雄逐鹿，国产化妆品崛起的道与术 .....	13
3.1 国产化妆品战略定位之道：抢占击穿市场品类，重塑国产化妆品品牌力 .....	13
3.1.1 卡位基础款、低价位、高频次品类，以周转取胜 .....	13
3.1.2 卡位差异化、特色化定位品类，以文化取胜 .....	14
3.1.3 卡位新兴的、渗透率尚不高的品类，以产品取胜 .....	14
3.2 国产化妆品渠道渗透&品牌经营之术：发力新生代消费者核心渠道，占领消费者心智 .....	15
3.2.1 发力电商渠道，抢占年轻消费者 .....	16
3.2.2 发力 CS 渠道，抢占三四线城市及农村消费者 .....	18
3.2.3 发力单品牌店，抢占体验型消费者 .....	20
4. 目前格局与未来展望 .....	21
4.1 市场格局：目前本土品牌和国际品牌仍在不同维度竞争 .....	21
4.2 未来展望：大浪淘沙，具备四维竞争力的本土品牌集团有望胜出 .....	24
5. 投资建议 .....	25
5.1 珀莱雅：大众护肤领域的国产美妆龙头 .....	25
5.2 上海家化：百年积淀，国产化妆品扛旗者 .....	26
5.3 御家汇：依托“互联网+护肤品”模式，领军本土面膜 .....	26
5.4 拉芳家化：以质远名的大众洗护领导品牌 .....	27
6. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1: 化妆品女性核心消费人群画像.....	5
图表 2: 护肤需求更加精细、多样.....	6
图表 3: 彩妆需求更加专业、多元.....	6
图表 4: 护肤“快消类”需求: 面膜.....	6
图表 5: 彩妆“快消类”需求: 口红.....	6
图表 6: 2007-2017 我国限额以上化妆品零售额(亿元)及增速.....	7
图表 7: 限额以上企业商品零售总额及化妆品零售额: 当月同比.....	7
图表 8: 2017 年化妆品全渠道 vs 线上增长率.....	8
图表 9: 我国彩妆销售额(亿元)及增速.....	8
图表 10: 2017 年各国人均化妆品零售额(美元).....	8
图表 11: 化妆品产业链不同环节利益分配.....	9
图表 12: 零售价为 100 元的化妆品的价格构成表.....	9
图表 13: 零售价为 100 元的化妆品的价格构成图.....	9
图表 14: 2017 年生产商毛利率.....	10
图表 15: 2017 年生产商净利率.....	10
图表 16: 2017 年品牌商毛利率.....	10
图表 17: 2017 年品牌商净利率.....	10
图表 18: 2017 年线上代理商&运营商毛利率.....	11
图表 19: 2017 年线上代理商&运营商净利率.....	11
图表 20: 化妆品行业线上及线下主要销售渠道特点.....	12
图表 21: 2017 年渠道商毛利率.....	12
图表 22: 2017 年渠道商净利率.....	12
图表 23: 国内国际品牌化妆水价格带.....	13
图表 24: 国内国际品牌气垫价格带.....	13
图表 25: 珀莱雅和雅诗兰黛化妆水天猫销量对比.....	13
图表 26: 2017 年各品牌存货周转率.....	13
图表 27: 百雀羚产品不断升级.....	14
图表 28: 卡姿兰经典产品.....	15
图表 29: 卡姿兰店铺形象.....	15
图表 30: 玛丽黛佳、毛戈平天猫销量 TOP5 单品及数量.....	15
图表 31: 中国化妆品行业整体渠道格局变化.....	16
图表 32: 中国化妆品 2015-2017 各渠道增速.....	16
图表 33: 2010-2017 我国化妆品行业电商渠道占比.....	17
图表 34: 传统电商渠道.....	17
图表 35: 新兴社交电商渠道.....	17
图表 36: A 股化妆品公司的线上营收占比.....	18
图表 37: A 股化妆品公司的线上营收增速.....	18

图表 38: 2010-2014 全国化妆品专营店数量 (万家) .....	18
图表 39: 2010-2017 我国化妆品行业 CS 渠道占比.....	18
图表 40: 知名连锁化妆品专营店数量及分布.....	19
图表 41: 不同品牌 CS 渠道供货折扣.....	19
图表 42: 知名本土化妆品单品牌店及数量.....	20
图表 43: 优资菜单品牌实体店.....	20
图表 44: 优资菜单品牌加盟实体店盈利模型测算.....	20
图表 45: 高端市场 TOP20 中本土、国际品牌市占率.....	21
图表 46: 大众市场 TOP20 中本土、国际品牌市占率.....	21
图表 47: 2017 年高端市场 TOP5 品牌及市占率 .....	21
图表 48: 2017 年大众市场 TOP5 品牌及市占率 .....	21
图表 49: 国际知名化妆品上市公司.....	22
图表 50: 国产知名化妆品公司.....	23
图表 51: 未来具备四维竞争力的国产化妆品公司有望胜出.....	24

## 1. 从人群画像和消费变化看我国化妆品行业机遇

### 1.1 贯穿女性一生的刚需消费，我国具有庞大消费基数

- 因为女性对美的追求并无止境，不同年龄女性对化妆品消费均有核心诉求：
  - ① 学生群体：15-24 岁，核心诉求为打造自身的美好形象，重点关注快速美白、祛斑祛痘、去黑头的护肤品和口红、眼妆、眉笔等彩妆。品牌忠诚度较低，更愿意尝试不同品牌，对新兴小众品牌更感兴趣。
  - ② 白领一族：25-39 岁，核心诉求为简单便捷、适合工作和社交的化妆品，以购买套装形式的护肤品和适合工作&约会的彩妆为主。中等品牌忠诚度，逐渐形成自己的美妆习惯，开始使用主流品牌。
  - ③ 成熟女性：40-54 岁，核心诉求为持续保养，由内而外展现气质和魅力，关注精华、眼霜等提拉紧致、抗氧化、抗衰老品类。品牌忠诚度较高，形成一定的品牌依赖，品牌是最主要的关注因素。
- 我国具有庞大的化妆品核心消费人群基数：根据国家统计局最新人口普查数据推算，2017 年我国 15-24 岁女性人口约为 7,500 万，25-39 岁女性人口为 1.63 亿，40-54 岁女性人口为 1.74 亿，故 2017 年我国化妆品潜在消费女性群体数为 4.12 亿。2017 年我国城镇化率为 58.52%，仅我国城镇潜在消费女性群体数为 2.4 亿人。

图表 1：化妆品女性核心消费人群画像

	学生群体	白领一族	成熟女性
年龄	15-24 岁	25-39 岁	40-54 岁
核心诉求	立竿见影地变美，打造自身美好形象	简单便捷 适合工作和社交	持续保养，由内而外展现气质和魅力
重点关注品类	快速美白、祛斑祛痘、去黑头的护肤品； 口红、眼妆、眉笔等彩妆	套装形式的护肤品； 适合工作&约会的彩妆	精华、眼霜等提拉紧致、抗氧化、抗衰老品类
种草途径	美妆博主/达人推荐/朋友推荐	朋友推荐/明星同款/销量最大	朋友推荐/销量最大/广告
品牌忠诚度	较低，更愿意尝试不同品牌，对新兴小众品牌更感兴趣	中等，逐渐形成自己的美妆习惯，开始使用主流品牌	较高，形成一定的品牌依赖，品牌是最主要的关注因素
我国潜在人群基数	7,500 万人	1.63 亿人	1.74 亿人

来源：网易考拉，国家统计局，国金证券研究所

### 1.2 消费沿精细化和专业化变化，消费频次不断提高

- 化妆品的使用是一个不断做“加法”的过程：消费者一般从简单的功能性需求入门，随着年龄的增长和对化妆品了解的加深，会逐渐衍生出更精细化和更专业的需求，使用品类和步骤都会增加，且这种增加一般不可逆。
- 护肤需求更加精细、多样：在传统四件套（水、乳液、面霜、洗面奶）基础上，不断衍生出对局部深度细致护理的需求，进而开始使用面部精华、眼部精华、唇部护理和身体乳。
- 彩妆需求更加专业、多元：伴随对彩妆了解的增加，开始自主选择更加专业的彩妆产品。例如在底妆环节，刚刚接触彩妆的消费者可能会选择简易的 BB 霜或 CC 霜，随着对彩妆了解的增加，会开始选择包括隔离、粉底、遮瑕、粉饼在内的完整底妆步骤。

图表 2：护肤需求更加精细、多样



图表 3：彩妆需求更加专业、多元



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

■ 面膜、口红等“类快消”品类的消费频次不断提高：

- ① 面膜：是一个近年来才被创造出的新需求，现在已经成为许多消费者必不可少的护肤品。品类进一步衍生为载体面膜（片膜）、无载体面膜（泥膜、睡眠面膜）、部位膜（眼、鼻、颈）和功效膜（伤口愈合、过敏、导入）四大类。功能更加细分，根据成分不同主打补水保湿、美白、抗衰老、平衡油脂等不同功能。目前不少中国女性消费者的面膜使用频次平均在一周 1-2 次。
- ② 口红：包括唇膏、唇棒、唇彩、唇釉等，能让唇部红润有光泽，达到滋润、保护嘴唇、增加面部美感及修正嘴唇轮廓的效果，是彩妆入门产品。正红色作为红色系的经典，是消费者购买最多的第一支口红颜色。作为化妆品中相对“廉价”但修饰效果比较明显的产品，口红消费频次较高，消费者不仅会购买正红色，还会根据心情、场合购买如西柚色、枫叶红、南瓜色等各种其他颜色。CBN data 数据显示，线上消费者平均每年购买口红数量为 3.3 支。

图表 4：护肤“快消类”需求：面膜



来源：国金证券研究所

图表 5：彩妆“快消类”需求：口红



来源：国金证券研究所

- 正是因为具有不断做“加法”和“类快消”的消费特性，商家可以不断创造出新的品类去创造和满足消费者新的需求。目前化妆品品类可以大致分为面部护理、彩妆、眼唇护理、香氛、精油 spa、化妆工具六大类。随着技术的升级和需求的升级，例如安瓶、冻干粉等新的品类会不断涌现，进一步丰富化妆品行业的品类矩阵，为行业带来新的机遇。

### 1.3 化妆品领跑社零增速，电商和新品类成为新的增长引擎

- **2007-2017 年我国限额以上化妆品零售额年均复合增速为 17.8%**。国家统计局数据显示，过去十年我国限额以上化妆品零售额不断增加，2007 年限额以上化妆品零售额为 488 亿元，2017 年为 2,514 亿元。2017 年同比增速为 13.14%，增速出现反弹，创 2014 年以来新高。

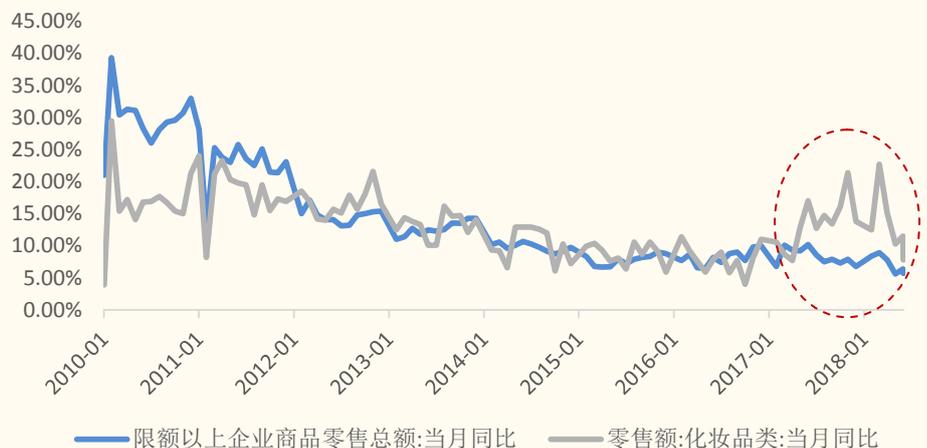
图表 6：2007-2017 我国限额以上化妆品零售额（亿元）及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **17 年起在整体限额以上零售额相对低迷的情况下，限额以上化妆品零售额单月增速领跑整体商品品类增速。**自 2017 年 5 月起，限额以上化妆品零售额当月增速连续 13 个月保持两位数增长，连续 14 个月高于限额以上商品零售额整体增速。2018 年 1-6 月，我国限额以上化妆品零售额为 1,276 亿元，同比+14.2%，增速在 15 个商品品类中位居第一。

图表 7：限额以上企业商品零售总额及化妆品零售额：当月同比



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 我们认为，在整体限额以上零售增速放缓背景下，化妆品能够保持较快增长的主要原因为：
  - ① **经济增速放缓下，消费者具有廉价奢侈品偏爱趋势：即口红效应。**“口红效应”是指因经济不景气而导致口红热卖的一种经济现象。口红是一种比较廉价的奢侈品，在经济不景气的情况下，人们通过购买比较廉价的奢侈品来满足购物欲望。我们认为，经济的放缓会让部分人的消费能力降低，这样手中反而会出现一些“小闲钱”，类似口红一类的化妆品，作为一种“廉价的非必要之物”，可以对消费者起到

一种“安慰”的作用，所以消费者会用这些“小闲钱”去购买一些“廉价的非必要之物”。

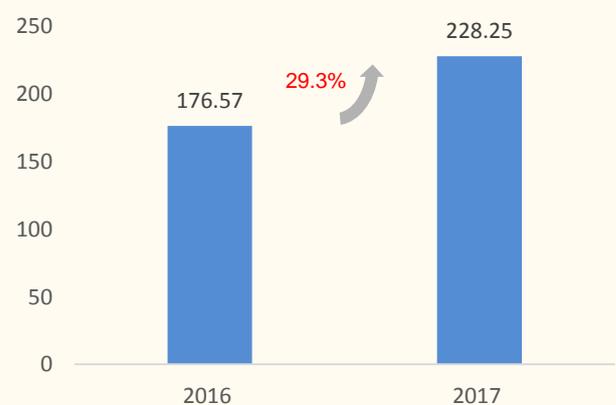
- ② **电商成为化妆品新的增长引擎**：由于化妆品相对标品，比较适合线上销售，伴随电商发展，化妆品线上增速远高于线下，带动整体消费增长。凯度消费者数据显示，2017年护肤品全渠道增速为17%，而线上渠道增速达41.9%；彩妆全渠道增速为29.3%，而线上渠道增速高达56.0%；个人护理类全渠道增速为7.7%，而线上渠道增速为32.9%。
- ③ **彩妆等新品类的快速增长**：17年彩妆在国内开始迅速增长，彩妆市场的迅速增长主要由购买频次和渗透率的增加，以及持续的价格提升推动。品观网数据显示，2017年，我国彩妆市场销售额为228.25亿元，同比增长29.3%。其中，渗透率增长6.5%，购买频次增长11.7%，平均单价增长5.3%。由此可见，目前购买数量的增长是彩妆增长的核心驱动力。

图表 8：2017 年化妆品全渠道 vs 线上增长率



来源：凯度消费者指数，国金证券研究所

图表 9：我国彩妆销售额（亿元）及增速



来源：凯度消费者指数，国金证券研究所

- **与发达国家相比，我国化妆品人均年消费额仍处于较低水平，向上有 6.6 倍空间**：根据 Euromonitor 数据，2017 年我国人均化妆品零售额为 38.2 美元，德国、法国、英国、美国、日本分别为 220 美元、223 美元、260 美元、266 美元和 298 美元。如果以这 5 个国家的平均人均化妆品零售额 253.4 美元来计算，距离我国人均化妆品消费额天花板还有 6.6 倍的空间，整个行业具有较大的成长空间。

图表 10：2017 年各国人均化妆品零售额（美元）



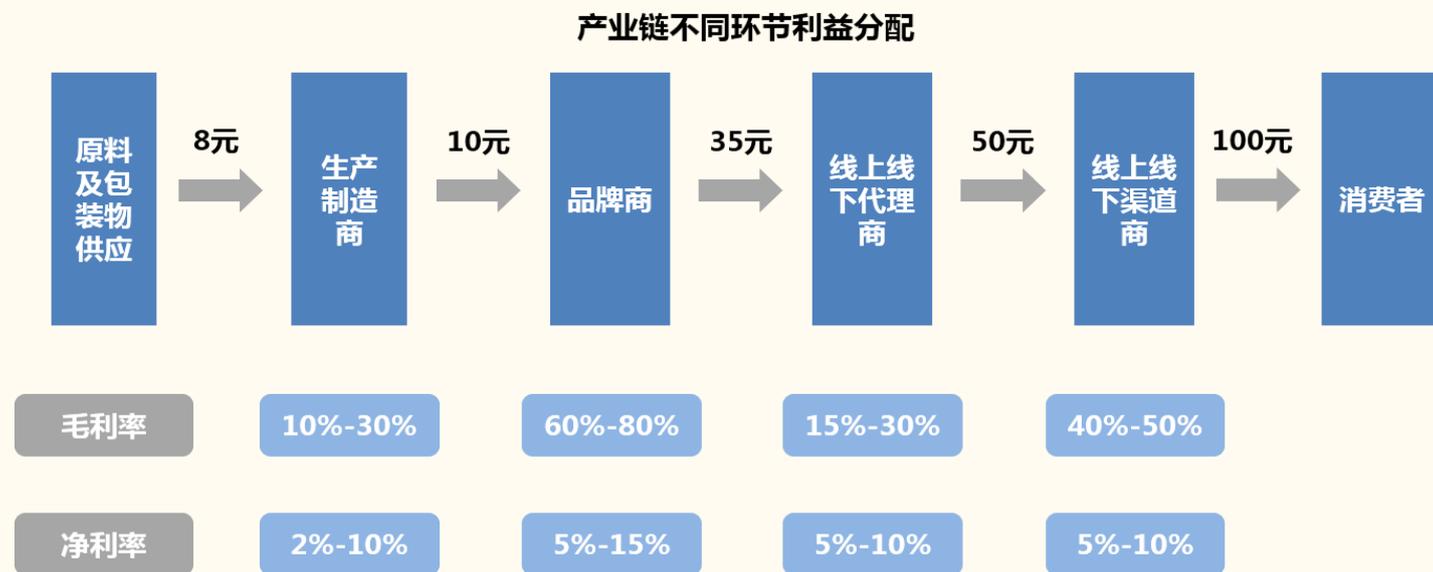
来源：Euromonitor，国金证券研究所

## 2. 品牌商和渠道商掌握美妆产业链定价权

### 2.1 沿化妆品的产业链流通来看，各环节层层加价

- 化妆品产业链可以分为原料生产与供应商、生产制造商、品牌商、代理商、渠道商五个环节。销售给终端消费者时价格在 100 元的化妆品，原料及包装物成本合计仅在 8 块钱左右，生产制造商、品牌商、代理商和渠道商的利润分别约为 1 元、5.25 元、5 元和 10 元。而生产制造商、品牌商、代理商和渠道商的花费分别为 1 元、19.75 元、10 元和 40 元。可见，终端价格的大部分来自于品牌商、代理商和渠道商的花费，这些花费主要包括广告营销费用、人工费、导购费、租金和扣点。
- 因此，化妆品行业是一个由品牌和渠道定价，而非由制造和生产定价的行业。品牌商和渠道商拥有非常高的毛利率，不过目前需要支付相对高的广告推广费和租金人工费去塑造品牌形象、维系用户忠诚度。但这也恰恰反映出，行业中品牌商和渠道商的核心竞争力，主要体现在定价和控费上，在这两方面具有优势的企业在行业中具有更高的话语权。

图表 11：化妆品产业链不同环节利益分配



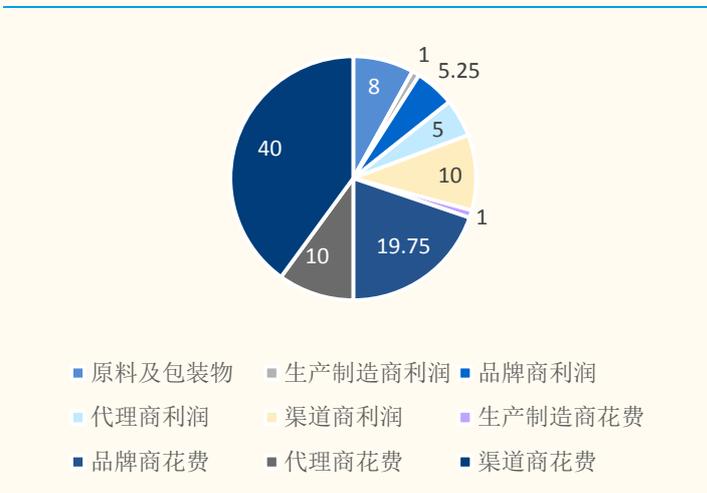
来源：国金证券研究所

图表 12：零售价为 100 元的化妆品的价格构成表

零售价	100 元
原料及包装物	8 元
生产制造商利润	1 元
品牌商利润	5.25 元
代理商利润	5 元
渠道商利润	10 元
生产制造商花费	1 元
品牌商花费	19.75 元
代理商花费	10 元
渠道商花费	40 元

来源：国金证券研究所

图表 13：零售价为 100 元的化妆品的价格构成图

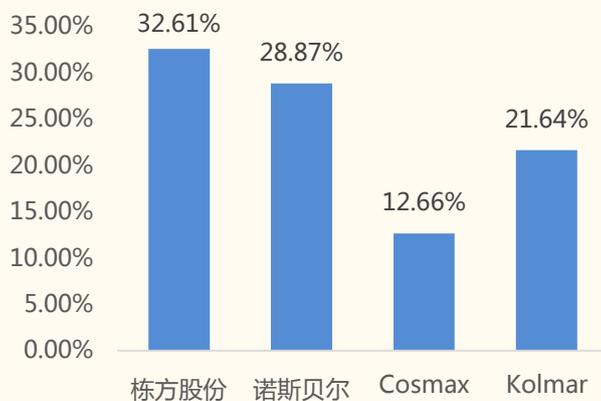


来源：国金证券研究所

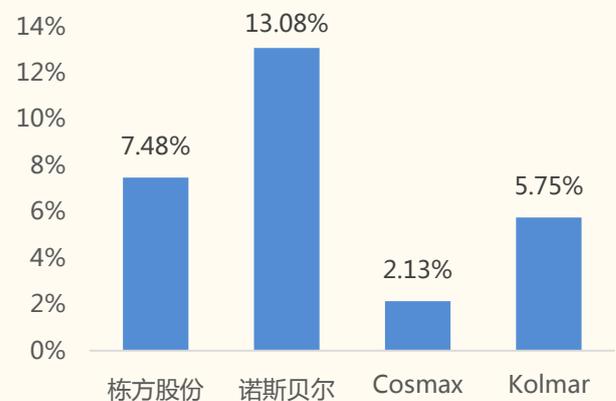
## 2.2 上游：生产制造商毛利率 10%-30%，净利率 2-10%

- ① 原料生产与供应商：化妆品原料主要包括油酯蜡、乳化剂、流变剂、保湿剂、活性剂、香精油、有机色素、粉体、珠光颜料、中和剂等；包装材料主要包括玻璃瓶、塑料瓶、印刷品、软管等。原料占化妆品生产成本的比例约为 20%-40%，包装材料占化妆品生产成本的比例约为 30%-50%。上游原材料产业发展较为成熟，竞争充分，厂商对上游不存在依赖关系。
- ② 生产制造商：化妆品企业研发与加工生产分为两种情况，依托自有生产线自行生产和委托生产/代工。自主生产方式在生产工艺控制与产品质量检测等方面具有一定优势。当企业自建生产线产能不足或工艺受限时，会采用委托生产的方式。代工模式分为两种，OEM 模式与 ODM 模式。OEM 指客户提供配方，根据客户的要求完成原材料的采购与生产，试制样品后客户下单。ODM 指根据客户的品牌策划，对客户的要求进行配方研发、试产，产品贴牌，以研发能力为核心竞争力。生产商一般毛利率水平在 10%-30%，净利率水平在 2%-10%。生产商数量众多，国内有栋方股份（17 年营收 1.7 亿元）、诺斯贝尔（16 年营收 12 亿元）等；国际有 Cosmax（17 年营收 54 亿元）、Kolmar（17 年营收 50 亿元）等。

图表 14：2017 年生产商毛利率



图表 15：2017 年生产商净利率



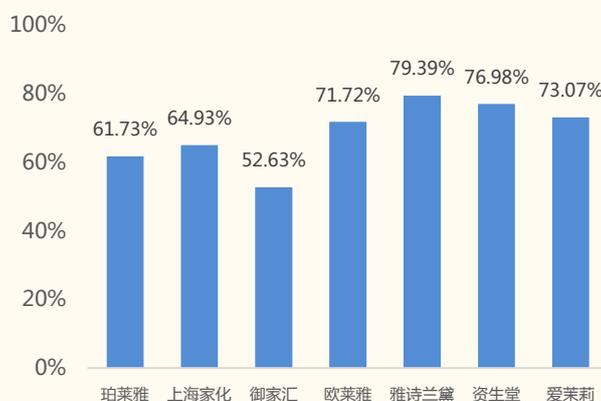
来源：Bloomberg（外股），Wind（A 股），国金证券研究所，诺斯贝尔为 2017H1 数据

来源：Bloomberg（外股），Wind（A 股），国金证券研究所，诺斯贝尔为 2017H1 数据

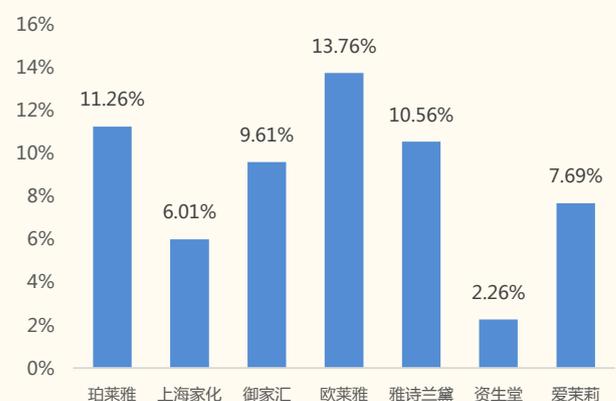
## 2.3 中游：品牌商毛利率 60%-80%，净利率 5%-15%

- ③ 品牌商：自己生产或者向代工厂采购产品后，以化妆品终端零售价的 3 折-4 折卖给代理商，毛利率水平在 60%-80%，支付 30%-40% 的销售费用率后，净利率水平在 5%-15%。国际品牌商有欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉太平洋等，国内上市品牌商包括珀莱雅、上海家化、御家汇等。

图表 16：2017 年品牌商毛利率



图表 17：2017 年品牌商净利率



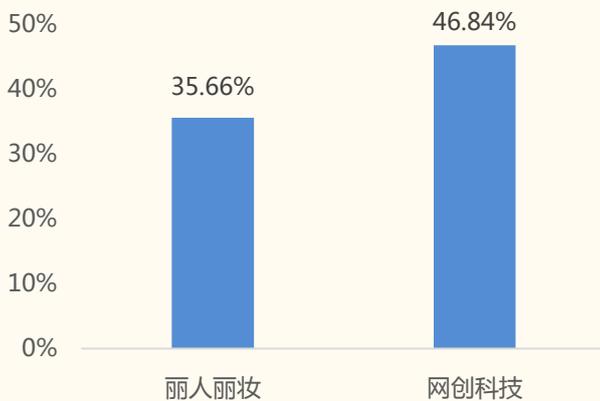
来源：Bloomberg（外股），Wind（A 股），国金证券研究所

来源：Bloomberg（外股），Wind（A 股），国金证券研究所

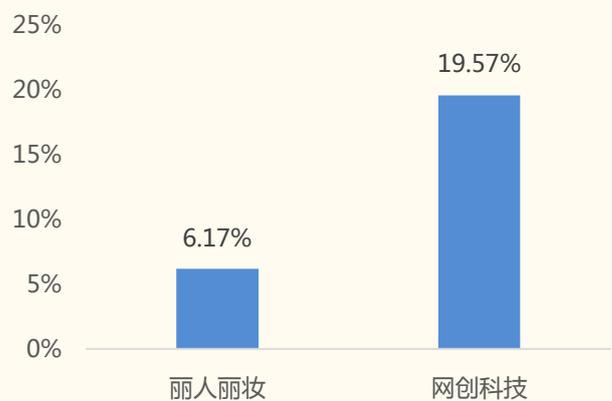
■ ④ 代理商：线上、线下代理商有不同的特点。

- 线下代理商分布在全国各区域，呈现地头蛇特征。例如辽宁和慧仓、哈尔滨怡亚通三星、天津信达成、温州鹤鸣、杭州新紫阳、深圳金永励、陕西百利等，数量众多。代理商一般以化妆品终端零售价的 3 折-4 折从品牌商进货，以零售价的 4 折-6 折卖给零售商，毛利率水平在 15%-30%，支付 10%-20% 的人工费后，净利率在 5%-10%。
- 线上代理商除了买断销售和分销商品，一般还提供电商代运营和线上营销服务。国内较大的线上化妆品代理商和运营商包括丽人丽妆（拥有兰蔻、雅漾、碧欧泉、雪花秀、兰芝、美宝莲、妮维雅超 50 个品牌的正品授权，17 年毛利率为 35.66%、净利率为 6.17%）、网创科技（主要提供品牌线上营销服务，合作品牌包括百雀羚、三生花、OLAY、沙宣、露得清、宝洁等，17 年毛利率为 46.84%、净利率为 19.57%，营销服务模式较轻，故毛利率和净利率相对较高）。

图表 18：2017 年线上代理商&运营商毛利率



图表 19：2017 年线上代理商&运营商净利率率



来源：Wind，国金证券研究所，丽人丽妆为 2017H1 数据

来源：Wind，国金证券研究所，丽人丽妆为 2017H1 数据

2.4 下游：渠道商毛利率 40%-50%，净利率 5%-10%

- ⑤ 渠道商：一般以化妆品终端零售价的 4 折-6 折从代理商进货，以零售价卖给消费者，毛利率水平在 40%-50%，支付 20%-25% 的租金、扣点、人工费后，净利率在 5%-10%。渠道商分布在不同类型的渠道，线下销售渠道包括百货、超市及大卖场、日化专营店、单品牌店等，而近几年 B2C、C2C 等电商渠道也发展势头迅猛。企业一般都会根据企业实力、品牌定位等选择多种销售渠道并存的方式。
- 百货专柜：彩妆产品和中高端护肤品最核心渠道。提供体验式服务、品牌宣传、产品展示等。自彩妆产品进入市场以来，百货渠道占比一直高居各销售渠道之首。产品价格区间一般在 200-2000 元。
- 超市及大卖场：具有快消特点的日化产品、大众护肤品主要销售渠道。产品价格区间一般在 40-300 元。
- 日化专营店：专门从事化妆品销售的零售商，汇集了化妆品、彩妆、香水、日化用品多种品类，向顾客提供专业的美容服务。在渠道管理、品牌代理、会员经营上体现出极大的整合优势。例如屈臣氏、莎莎国际、万宁、娇兰佳人等。日化专营店莎莎国际在亚洲设有超过 260 间零售店及专柜，销售超过 700 个品牌产品，2017 年毛利率为 42.08%、净利率为 5.43%。
- 单品牌门店：提供品牌更丰富的产品品类和试用体验，顾客在店内的停留时间被有效延长，标志性的装修也更能传递品牌理念。欧美品牌有欧舒丹，科颜氏，韩系化妆品有悦诗风吟、伊蒂之屋，国内植物医生、林清轩也纷纷建立起了单品牌门店。
- 电商渠道：几乎覆盖所有品牌，电商渠道在信息展示、信息传播、信息分享等方面具有优势，打通了不同定位品牌在不同区域的渠道限制。

B2C 平台包括天猫、京东等，C2C 平台包括淘宝等，垂直平台包括聚美优品、唯品会、小红书等，新兴渠道包括微信小程序、云集等，产品定位覆盖高中低端，价格通常有较大折扣。

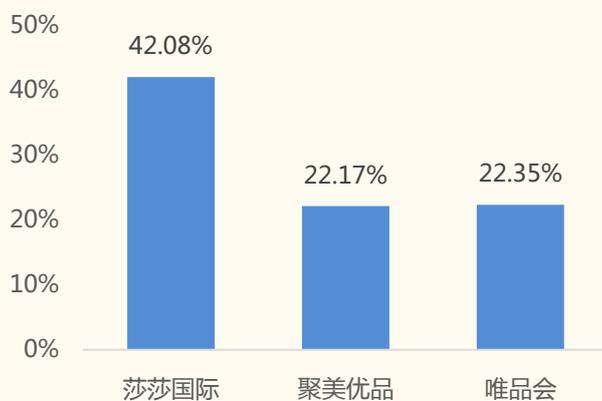
图表 20：化妆品行业线上及线下主要销售渠道特点

	主要销售渠道				
	线下渠道				线上渠道
	百货商店	超市及大卖场	日化专营店	单品牌门店	B2C、C2C 等
品牌数量	20-30 个	10-60 个	小于 10 个	1 个	几乎所有品牌
产品定位	中高端	中低端	中端	中端、高端	高中低
产品价格区间	200 至 2,000 元	40 至 300 元	40 至 300 元	300 元及以上	通常有较大折扣
主要品牌	欧莱雅、资生堂、雅诗兰黛、迪奥等外资品牌，本土品牌如佰草集等	妮维雅、旁氏等外资品牌，相宜本草、丁家宜、大宝等本土品牌	珀莱雅、自然堂、丸美、美肤宝等本土品牌	欧舒丹、悦诗风吟、植物医生、林清轩、佰草集、优资莱等	几乎覆盖所有外资和本土品牌
服务	商场品牌专柜的美容导购提供美容咨询服务	简单的产品咨询	简单的产品咨询	美容导购及产品体验	图文介绍/直播推荐
终端设计装修	品牌分隔较为明显，每个柜台代表一个品牌	品牌陈列无明显分隔	品牌分隔较为明显	品牌陈列有序	网上陈列
终端特点	通过设立专柜树立品牌形象，竞争激烈，知名度、销量较低品牌易被淘汰	中低端产品的重要销售渠道，众多高端国际化妆品品牌逐渐进入该渠道；进入门槛逐年上升，一些低档本土品牌面临巨大挑战	二三线城市及乡镇日化专营店数量众多，本土品牌占据主导	独立门店品牌形象更加突出；门店还可搭配皮肤测试、美容护理等服务，客户体验较好	B2C 平台，如天猫、京东等；C2C 平台，如淘宝等；品牌直营网店，如兰蔻、碧欧泉等；特卖、团购网站，如聚美优品等

来源：珀莱雅招股说明书，国金证券研究所

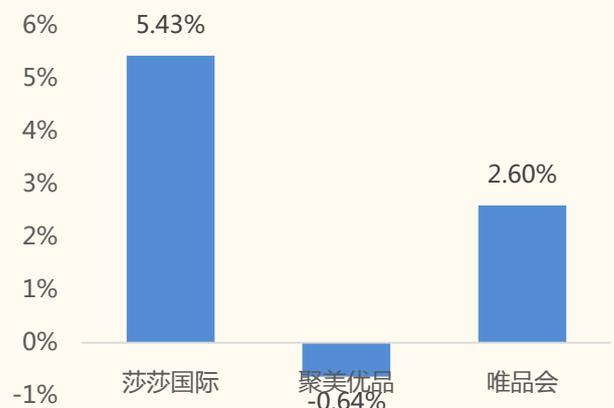
- 线上垂直自营渠道由于免去线下高昂租金人力等成本，故可以零售价一定折扣销售，一般毛利率在 20%左右，净利润在 5%左右。聚美优品主要在其限时特卖、美妆商城与极速免税店开展化妆品零售业务，盈利主要来源于进销价差以及向第三方商家提供的平台服务收费。2017 年毛利率为 22.17%、净利率为 -0.64%。唯品会以闪购模式提供深度折扣商品，化妆品部分来自品牌方授权，部分由唯品会在海外直接采购。盈利主要来源于进销价差以及为第三方商家代销商品收取的费用。2017 年毛利率为 22.35%、净利率为 2.6%。

图表 21：2017 年渠道商毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：2017 年渠道商净利率



来源：Wind，国金证券研究所

### 3. 群雄逐鹿，国产化妆品崛起的道与术

#### 3.1 国产化妆品战略定位之道：抢占击穿市场品类，重塑国产化妆品品牌力

##### 3.1.1 卡位基础款、低价位、高频次品类，以周转取胜

- **基础款、高频次品类是消费者的日常消耗品**：例如基础护肤品类水、乳、面膜及基础底妆品类气垫等，每天使用至少 1-2 次，只需满足基本的补水保湿遮瑕要求，对特定功效要求不高。大多数消费者在有特定功效要求的品类如精华、眼霜上才愿意支付更高的价格给更高端的品类，而在基础款、高频次品类上会倾向于选择性价比更高的品牌。因此抢占中低价位段的水、乳、面膜、气垫等品类是国产品牌扩大自己用户基础，提高自己品牌认知的一条重要赛道。

图表 23：国内国际品牌化妆水价格带

化妆水	单位（元）
珀莱雅	100-160
佰草集	120-300
欧诗漫	70-120
自然堂	90-230
百雀羚	90-200
韩束	90-150
雅诗兰黛	350-520
CPB	630-900
兰蔻	420-650
雪花秀	350-440

来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

图表 24：国内国际品牌气垫价格带

气垫粉底	单位（元）
玛丽黛佳	150-200
毛戈平	280-320
珀莱雅	110-260
佰草集	280-380
韩束	99
雅诗兰黛	320-420
CPB	608
兰蔻	450-720
雪花秀	400-660

来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

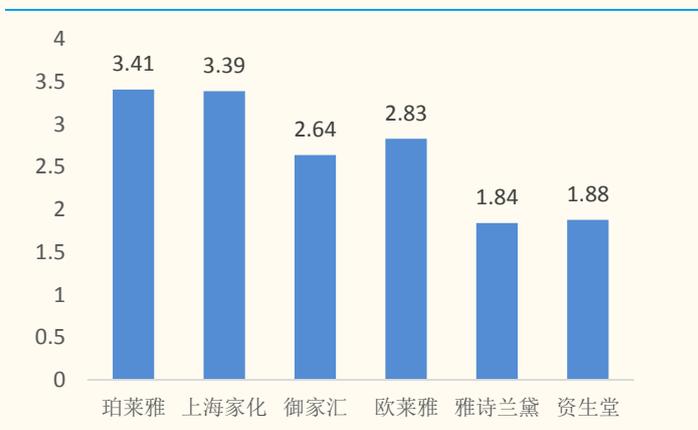
- **国产化妆品在基础款、高频次品类凭借定价优势实现销量领先**：可以看出，国产品牌已经差异化布局基础款、高频次品类的价格带。在化妆水品类，国产品牌珀莱雅、佰草集、自然堂、百雀羚定价都在 90-300 元之间，与国际品牌雅诗兰黛、CPB、兰蔻、雪花秀均在 350 元-900 元的价格带错位。在气垫品类，国产品价格带多在 99-320 元，佰草集定价略高，但国际品牌定价基本都在 320 元以上。天猫旗舰店数据显示，珀莱雅 129 元化妆水的累计销量为 55 万，而雅诗兰黛 420 元化妆水的累计销量为 2.5 万。
- **“低价+高频”的定位使国产化妆品公司存货周转率高于国际品牌**：2017 年，珀莱雅、上海家化、御家汇存货周转率分别为 3.41、3.39 和 2.64；而欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂存货周转率为 2.83、1.84 和 1.88。本土品牌在周转速度上发挥出了比较明显的优势。

图表 25：珀莱雅和雅诗兰黛化妆水天猫销量对比



来源：天猫，国金证券研究所，数据统计截止日期 2018/08/30

图表 26：2017 年各品牌存货周转率



来源：Wind，国金证券研究所

### 3.1.2 卡位差异化、特色化定位品类，以文化取胜

- **差异化竞争，细分领域获得领先：**尽管国际品牌在传统化妆品领域占据优势，但由于化妆品行业整体容量大，消费者需求呈现多样性且不断变化，本土品牌依然可以基于对本土文化的深入理解和消费者心理的准确把握、通过清晰准确的消费者及产品定位，在某些细分领域获得长足的发展，甚至取得领先地位。
- **百雀羚通过“草本护肤，天然不刺激”的差异化定位焕发新生：**从 1931 年诞生，百雀羚是中国唯一一个诞生自新中国前从未停产的国产护肤品牌代表。2010 年正式落地其全新定位“草本护肤，天然不刺激”。这个定位几乎贯穿了之后发布的全部产品线。**这个定位是大有裨益的：**汉方草本是中国独有的特色功能点，容易与外资品牌建立差异化；草本安全护肤是一个纯功能点定位，包容性比较好，适用于全年龄段消费者，也能涵盖所有护肤功能点。

图表 27：百雀羚产品不断升级



来源：公司官网，国金证券研究所

- **目前百雀羚成为中国本土护肤品牌的 No.1。**品观网数据显示，2015 年至 2017 年百雀羚销售额达到百亿级别，17 年增速达 28%。2017 年“双 11”，在天猫外资品牌包围、竞争残酷的美妆行业中，百雀羚以 2.94 亿的成绩连续三年蝉联“美妆品类”销售冠军，代表国货品牌杀出了一条血路。

### 3.1.3 卡位新兴的、渗透率尚不高的品类，以产品取胜

- **彩妆在国内仍属于新兴品类，渗透率有巨大提升空间：**彩妆对功效的要求比护肤品低，主要使用群体为年轻消费者，品牌历史和沉淀也相对弱化，设计、宣传到位容易弯道超车。近几年，国内彩妆品牌卡姿兰、玛丽黛佳和毛戈平已经在消费者心智中建立起了良好形象。
- **① 卡姿兰：**无论是 2008 年的“大眼睛”系列还是 2014 年的“CC 霜”、2015 年的“气垫 CC 霜”、2017 年的轻雾感口红再到 2018 年底妆 C 位新品“雾光宝盒”微雾光气垫粉底液，卡姿兰都通过优秀的产品质量、大手笔的广告投放、大力度的终端动销，成功提升了中国消费者的彩妆意识。品观网数据显示，卡姿兰在中国彩妆市场占有率紧逼美宝莲和巴黎欧莱雅，是分销网点最多、中国消费者认知度排名第一、国内消费者使用率第一、使用人群满意度第一的中国彩妆品牌。

图表 28：卡姿兰经典产品



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 29：卡姿兰店铺形象



来源：公司官网，国金证券研究所

- ② 玛丽黛佳：2006 年全球首创嫁接式睫毛膏，此后明星单品频出，比众多国际品牌性价比更高更有巧思，点滴积累口碑。新品研发周期最快 3 个月，正常情况 6 个月，快于国际彩妆市场平均上新速度。品观网数据显示，2015 至 2017 年，玛丽黛佳连续三年成为天猫销量最高的中国彩妆品牌。2017 年双 11 当天天猫销售额 7,935 万元，同比+217%，位列天猫国产彩妆类目 NO.1，也是全彩妆类目排行 TOP5 中唯一的国货品牌。旗下第二个全新彩妆品牌 Yes!lc 或将于今年 9 月上市。
- ③ 毛戈平：定位中高端彩妆，主要从事 MGPIN 与至爱终生两大品牌彩妆的研发、生产、销售及化妆技能培训业务。2015、2016 及 2017H1，营业收入分别为 3.21 亿元、3.43 亿元、2.01 亿元。百货是最重要的销售渠道，截至 2017 年 6 月 30 日，毛戈平在全国共有百货专柜 135 家，银泰、重庆百货大楼、江苏华地国际、金银国际、百盛等为其百货渠道主要客户。

图表 30：玛丽黛佳、毛戈平天猫销量 TOP5 单品及数量

	主打特色	天猫销量 TOP5	天猫累计销量 (件)
玛丽黛佳	倡导“新艺术彩妆”的品牌理念；以睫毛膏为明星产品，全球首创第一支嫁接式睫毛膏	自然生动眉笔	1,792,851
		酷黑速干眼线水笔	1,595,106
		元气橙花素颜霜	709,693
		黑流苏密语睫毛膏	685,323
		元气风动三色腮红	681,048
	主打特色	天猫销量 TOP5	天猫累计销量 (件)
毛戈平	大师、专业、时尚东方；创始人毛戈平作为专业化妆师有一定知名度；从中国传统水墨、西方素描等艺术领域中汲取灵感，形成独特的光影化妆手法和光影美学体系	光感滋润无痕粉膏（简装）	49,263
		光感滋润无痕粉膏	23,655
		莹透无痕懒人粉底液	12,425
		光影塑颜高光粉膏	8,917
		塑形双色眉影粉	8,187

来源：天猫，国金证券研究所，数据统计截止日期 2018/08/30

### 3.2 国产化妆品渠道渗透&品牌经营之术：发力新生代消费者核心渠道，占领消费者心智

- 过去 8 年，化妆品行业渠道发生变革，电商及 CS 渠道强势崛起：2010-2017 年，超市及大卖场占比由 41.3% 下滑至 27.7%；百货渠道占比由 28.6% 下滑至 18.7%；日化专营店由 15.4% 上升至 19.8%，电商渠道由 2.6% 上升至 23.2%。渠道变革对行业内公司把握新兴渠道布局能力及品牌+渠道相互配合的能力提出了更高的要求。

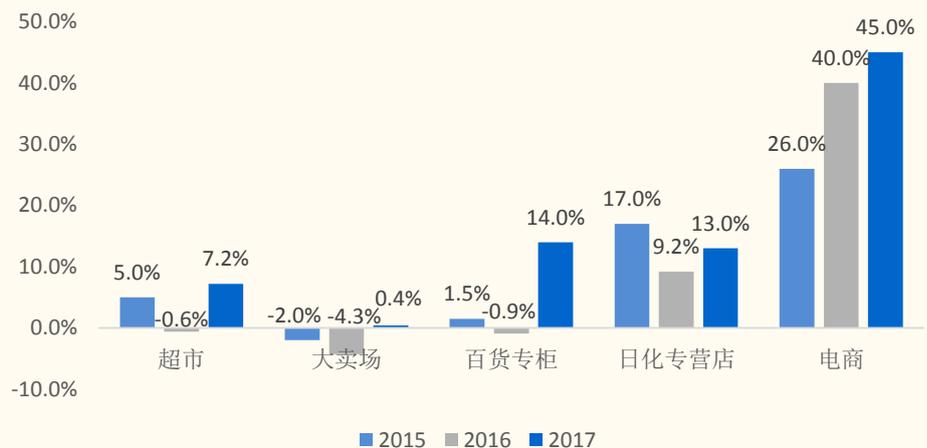
图表 31：中国化妆品行业整体渠道格局变化



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 电商渠道和日化专营店连续 3 年分别保持 20% 以上和 9% 以上的增速：2015-2017 年，化妆品超市渠道增速分别为 5%、-0.6% 和 7.2%，大卖场渠道增速分别为 -2%、-4.3% 和 0.4%，百货专柜增速分别为 1.5%、-0.9% 和 14%，日化专营店增速分别为 17%、9.2% 和 13%，电商增速分别为 26%、40% 和 45%。电商和日化专营店是引领化妆品行业增长的主要渠道。

图表 32：中国化妆品 2015-2017 各渠道增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

### 3.2.1 发力电商渠道，抢占年轻消费者

- 化妆品具有重复式消费和流量聚集效应强两大特点，非常适合电商销售：
  - ① 重复式消费：化妆品单品具备标准化程度高、使用周期短、体积较小、价格适中、复购率高等特点，属于重复式消费；
  - ② 流量聚集效应强：消费群体广阔，什么产品比较好用，又该如何使用，总是能引发持续的讨论，商品在讨论中不断转换为购买，相比其他品类产品更容易带来流量。
- 消费者代际切换，年轻一代消费者亦更习惯电商消费：国内 80、90、00 后成长于中国互联网爆发之时，从小习惯网络消费，随着这批新消费者成为美妆消费的主力人群，电商渠道高速增长为化妆品行业中的重要渠道。2010-2017 年，化妆品电商销售占比逐年提升，由 2010 年的 2.6% 上升至 2012 年的 10.2%，又上升至 2017 年的 23.2%。

图表 33: 2010-2017 我国化妆品行业电商渠道占比



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

- 过去几年电商占比的提升主要由传统电商平台贡献, 未来新兴社交电商渠道的崛起将为电商整体贡献新的增量: 传统综合电商包括天猫、京东、唯品会、考拉等, 传统美妆垂直电商包括聚美优品、小红书等。新一代消费者的消费趋势包括: ① 购买决定前会打开社交媒体搜索产品测评; ② 长期关注美妆达人/KOL 的视频或图文资讯; ③ 与朋友分享和推荐好用的产品等, 新兴社交电商渠道迎来巨大成长机遇。新兴综合类社交电商包括拼多多、微商、云集、抖音等, 新兴美妆社交垂直电商包括美妆心得、快美妆等。

图表 34: 传统电商渠道



来源: 国金证券研究所

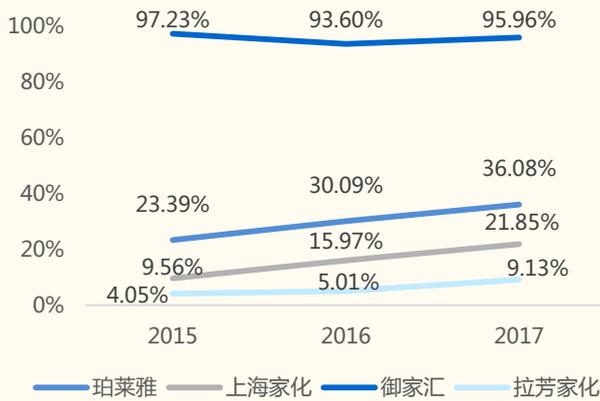
图表 35: 新兴社交电商渠道



来源: 国金证券研究所

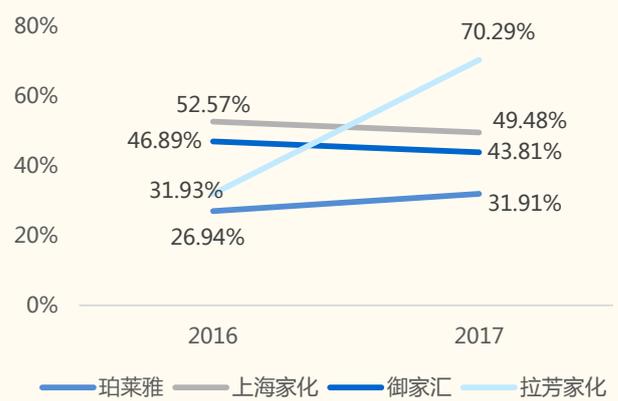
- 以百雀羚、珀莱雅为代表的国产品牌以电商为生长根据地, 实现二次飞跃: 不仅传统产品销量大增, 开发的新品线亦得到消费者认可。百雀羚 2015-2017 年连续三年占据天猫双十一美妆品牌销售冠军的宝座。珀莱雅与天猫、京东、唯品会和云集等合作, 15-17 年线上占比分别为 23.39%、30.09% 和 36.08%, 增速为 41.17%、26.94% 和 31.91%。18H1 线上占比上升至 39.59%, 同比+58.46%。
- 以御家汇为代表的国产新兴品牌, 乘电商崛起之势实现“从 0 到 1”: 御家汇是 2012 年依托互联网创立和发展的国货美妆品牌, 2018 年在 A 股上市。公司抓住了面膜品类的线上红利期, 2017 年实现 16.46 亿元的营收, 其中线上收入占比超过 90%。2017 年公司获得“天猫金妆奖-年度品牌营销奖”和“天猫金妆奖-年度品类面膜奖”两项大奖。

图表 36: A 股化妆品公司的线上营收占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: A 股化妆品公司的线上营收增速



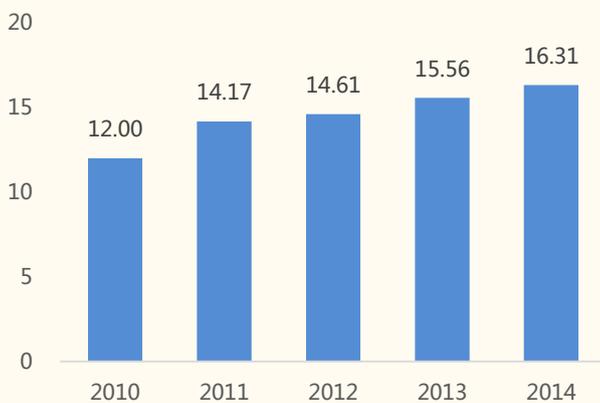
来源: Wind, 国金证券研究所

- 在传统电商流量向品牌集中+新兴社交电商指数级增长背景下, 未来电商依旧是化妆品品牌销售增长的重要渠道: 我们认为“所谓线上流量红利衰减”, 是指目前传统线上渠道如天猫、京东的获客成本和维护客户成本越来越高, 杂牌难以生存。品牌商本身具有一定流量聚集能力, 若能熟悉传统线上渠道流量运营游戏规则、并前瞻性布局新兴社交电商, 未来有望持续享受线上高速增长的红利。

### 3.2.2 发力 CS 渠道, 抢占三四线城市及农村消费者

- 随着城镇化率的提高, 三四线城市及农村化妆品消费需求不断增长, CS 渠道得到快速发展。从 2010 年到 2014 年, 全国化妆品专营店数量由 12 万家增长至 16.31 万家, 与此同时, 化妆品 CS 渠道销售占比由 2010 年的 15.4% 上升至 2014 年的 18.5%, 而后又上升至 2017 年的 19.8%, 在商超和百货占比下滑的情况下依旧实现了份额提升。

图表 38: 2010-2014 全国化妆品专营店数量 (万家)



来源: 宝洁 CS 渠道研究数据, 国金证券研究所

图表 39: 2010-2017 我国化妆品行业 CS 渠道占比



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

- 商超和百货渠道下沉能力有限, CS 渠道能够很好填补这一空白: 商超和百货渠道门槛较高, 主要引进国际一线品牌, 而对本土品牌收取更高的扣点。与商超和百货不同, CS 渠道以低门槛、复制速度快、下沉能力强等优势为本土品牌提供了绝佳的发展土壤。在一二线城市, 化妆品专营店为无法进入商超和百货渠道的品牌提供销售场景; 而在三四线城市及农村, CS 渠道甚至是消费者在线下体验和购买化妆品的唯一选择。
- 国际连锁以一二线城市为主, 国内连锁以二三四线城市为主: 国际知名连锁店如居臣氏和 SEPHORA 主要目标为中高端市场, 采用标准化运营模式, 品牌知名度高, 多集中于一二线城市。国内连锁如娇兰佳人、唐三彩、康缇主要目标为大众市场, 多设在二三四线城市, 每个化妆品专营店都有自己具有竞争优势的区域市场。

图表 40：知名连锁化妆品专营店数量及分布

	定位	国内店铺数	各省份分布店铺数
屈臣氏	全国性	4335	北京(238)、上海(249)、重庆(108)、天津市(73)、广东(668)、江苏(332)、浙江(255)、山东(224)、福建(187)、湖南(178)、河南(171)、安徽(143)、河北(141)、辽宁(139)、江西(108)、湖北(218)、广西(99)、云南(89)、四川(235)、吉林(75)、黑龙江(73)、山西(73)、内蒙古自治区(68)、贵州(47)、海南(46)、新疆(32)、甘肃(28)、宁夏(24)、青海(14)
SEPHORA	一二线城市	121	上海(17)、北京(7)、重庆(5)、江苏省(16)、广东省(10)、四川省(6)、福建省(5)、河南省(5)、辽宁省(5)、湖南省(4)、山东省(4)、陕西省(4)、浙江省(13)、黑龙江省(2)、湖北省(6)、吉林省(2)、宁夏回族自治区(2)、天津市(2)、安徽省(1)、河北省(1)、江西省(1)、内蒙古自治区(1)、青海省(1)、云南省(1)
娇兰佳人	二三四线城镇	2390	北京(184)、重庆(124)、上海(85)、广东省(354)、四川省(309)、江苏省(121)、广西(114)、河北省(112)、陕西省(105)、山东省(86)、江西省(81)、云南省(72)、浙江省(69)、河南省(57)、湖北省(113)、福建省(48)、内蒙古(48)、甘肃省(47)、贵州省(41)、安徽省(40)、辽宁省(36)、天津市(29)、黑龙江省(25)、山西省(24)、海南省(17)、吉林省(14)、宁夏回族自治区(13)、新疆维吾尔自治区(11)、青海省(8)、西藏自治区(3)
唐三彩	二三四线城镇	943	浙江省(439)、江苏(120)、安徽(56)、江西(95)、上海(27)、广东省(18)、福建省(25)、湖南省(38)、湖北省(29)、河南省(21)、重庆市(12)、贵州省(6)、陕西省(23)、北京市(8)、四川省(26)
康缇	二三四线城镇	183	云南省(12)、贵州省(28)、山东省(11)、河南省(8)、湖南省(8)、河北省(7)、福建省(6)、江苏省(6)、青海省(5)、广东省(9)、湖北省(3)、宁夏回族自治区(3)、四川省(12)、天津市(3)、新疆维吾尔自治区(3)、甘肃省(2)、江西省(2)、内蒙古自治区(32)、山西省(2)、广西壮族自治区(1)、上海(1)、浙江省(1)、辽宁省(18)

来源：各公司官网，百度地图，国金证券研究所

- 本土品牌比国际品牌更快抓住了开发 CS 渠道的机遇，珀莱雅、丸美等本土品牌都是从 CS 渠道发展起来的：① 本土品牌的目标人群与产品价格和 CS 渠道触达的大众市场高度契合；② 本土品牌给 CS 渠道的供货折扣相较国际品牌更有吸引力，国际品牌折扣一般在 5-7 折，而本土品牌折扣一般低于 5 折，对于 CS 渠道，本土品牌比国际品牌更赚钱。CS 渠道发展初期，需要引进本土知名品牌来吸引消费者，而本土品牌也需要借力 CS 渠道下沉到二三四线城镇及农村市场，两者的合作能够最大化彼此效益。

图表 41：不同品牌 CS 渠道供货折扣

集团	类别	旗下品牌/品类	CS 渠道供货折扣
欧莱雅	国际	巴黎欧莱雅/麦宝莲等	7-7.8 折+政策促销
宝洁	国际	护肤+洗护	CS 渠道平均毛利率 10%-20%
		泊美	7.2 折降低至 5.2 折
资生堂	国际	悠莱	7.5 折降低至 6 折
		ZA	7.2 折
爱茉莉太平洋	国际	梦妆	6 折+政策促销
曼秀雷敦	国际	常规/特供	5-5.5 折+政策促销
珀莱雅	本土	常规/特供	4.5 折+政策促销

来源：品观网，国金证券研究所

### 3.2.3 发力单品牌店，抢占体验型消费者

- 源于海外，近年来成为国内化妆品的一大新兴渠道：创立于 1976 年的 The Body Shop 是世界上第一个以化妆品单品牌店模式发展起来的全球品牌，在 THE FACE SHOP、悦诗风吟、伊蒂之屋等一系列韩国品牌带动下，近年来本土单品牌店的发展势头也愈加迅猛。有以单品牌店模式起家的植物医生、林清轩，有 CS 渠道商孵化的婷美小屋，很多本土化妆品品牌也加入阵营，例如珀莱雅、上海家化、环亚和卡姿兰。
- 单品牌店的优势主要体现在：①树立独特的品牌形象，标志性的装修也更能传递品牌理念；②营造完整的消费者体验，提供品牌更丰富的产品品类和试用体验，可搭配皮肤测试、美容护理等服务，顾客在店内的停留时间被有效延长；③降低进入线下销售场景的难度，随着竞争的加剧，渠道端越发强势，品牌进入百货及大卖场的难度和成本越来越大，单品牌店为难以入驻百货大卖场的本土品牌提供了另一种触达消费者的可能；④存货管理难度降低，SKU 数较少，货源统一，库存管理难度降低。

图表 42：知名本土化妆品单品牌店及数量

品牌名	创店时间	所属企业	门店数量
植物医生	2004 年	北京明弘科	超 2500 家
林清轩	2008 年	上海林清轩	超 400 家
婷美小屋	2012 年	娇兰佳人	1350 家（截至 2017.11）
优资莱	2017 年	珀莱雅	近 300 家（截至 2018.5）
悦芙媞	2016 年	珀莱雅	30 家（截至 2018.2）
佰草集	1998 年	上海家化	100 家左右
MOR	2016 年	环亚集团	2000 家
卡姿兰	2016 年	卡姿兰	178 家（截至 2017 年底）

来源：品观网，未标明日期的为最新披露数据，国金证券研究所

- 优资莱是珀莱雅旗下定位三四线城的镇单品牌店：大约 50 平米，SKU 在 400 余个，涵盖护肤品和彩妆，统一印有优资莱 logo。配有四把体验座椅，顾客可直接在店中由店员服务体验产品功能。顾客成为会员后，一般会购置两套相同的护肤套装，分别放置于家中 and 店铺内，方便定期来店内保养、护肤。以超市内外、县城乡镇街边店为选址标准，优资莱单品牌在全国县城、乡镇具有较大的开店空间。

图表 43：优资莱单品牌实体店



来源：公司调研，国金证券研究所

图表 44：优资莱单品牌加盟实体店盈利模型测算

年销售额（万元）	64
日销售额（元）	1750
商品成本（万元）	29
商品成本占比	45%
房租（万元）	10
工资（万元）	12
店员	3
单个店员年薪（万元）	4
净利润（万元）	13
净利率	21%

来源：公司调研，国金证券研究所

## 4. 目前格局与未来展望

### 4.1 市场格局：目前本土品牌和国际品牌仍在不同维度竞争

- **国际品牌垄断国内化妆品高端市场**：2013-2017 年国内化妆品高端市场中，市占率 TOP20 公司合计占据了 70%左右市场份额，其中国际品牌占主导地位，市占率始终维持在 65%左右；而本土品牌占比不足 10%。2017 年，TOP20 品牌市占率中，国际品牌占据 64.8%，本土品牌仅占 7.5%。2017 年高端市场 TOP5 品牌依次分别为欧莱雅（法国）、雅诗兰黛（美国）、LVMH（法国）、安利（美国）、资生堂（日本）。
- **本土品牌在国内化妆品大众市场更具有竞争力**：2013-2017 年国内化妆品大众市场中，本土品牌不断挤压国际品牌在国内化妆品市场前 20 位的份额，从 2013 年的 14.4%增长到 2017 年的 20.9%。而国际品牌市占率则由 2013 年的 46%下降到 2017 年的 38.9%。相较于受品牌和技术影响较大的高端市场而言，本土品牌在平价的大众市场更具有竞争力。2017 年大众市场 TOP5 品牌依次分别为宝洁（美国）、欧莱雅（法国）、上海上美（本土）、百雀羚（本土）、联合利华（英国）。

图表 45：高端市场 TOP20 中本土、国际品牌市占率



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 46：大众市场 TOP20 中本土、国际品牌市占率



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 47：2017 年高端市场 TOP5 品牌及市占率



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 48：2017 年大众市场 TOP5 品牌及市占率



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- **国际知名化妆品上市公司历史积淀悠久、品牌矩阵丰富、营收及市值规模都较大、已经步入发展的成熟阶段**：国际知名品牌大多成立于上世纪，公司积累了丰富的技术和运营经验，雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂、爱茉莉太平洋分别成立于 1946 年、1907 年 1872 年和 1945 年。目前大多采用多品牌运营策略来满足消费者更加精细化的需求。雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂、

爱茉莉太平洋的最新财年营收分别为 136.91 亿美金、294 亿美金、89.64 亿美金和 45.34 亿美金；市值分别在 488.6 亿美金、1378.9 亿美金、272.1 亿美金和 141.4 亿美金。

图表 49：国际知名化妆品上市公司

国家	上市公司	成立时间	市值 (亿美元)	最新财年 总营收 (亿美元)	化妆品占 总营收比 例	旗下知名品牌
美国	雅诗兰黛	1946 年	488.60	136.91	95.84%	La Mer、雅诗兰黛、倩碧、悦木之源、M·A·C 魅可、Bobbi Brown、Tom Ford、Jo Malone 祖马龙、Aveda 等
美国	宝洁	1837 年	2048.90	668.32	18.70%	OLAY、SK-II、伊奈美、ANNA SUI 等
美国	强生	1886 年	3620.38	764.50	/	露得清、可伶可俐、大宝、Aveeno、强生美肌、城野医生等
美国	联合利华	1929 年	1683.07	606.83	/	旁氏、力士、凡士林等
法国	欧莱雅	1907 年	1378.90	294.00	100.00%	赫莲娜、阿玛尼、兰蔻、碧欧泉、科颜氏、羽西、巴黎欧莱雅、The Body Shop、美宝莲、YSL 圣罗兰、理肤泉、薇姿等
法国	科蒂集团	1904 年	100.40	93.98	100.00%	蜜丝佛陀、丁家宜、芮谜、妙巴黎、OPI、COVER GIRL 等
法国	LVMH 集团	1987 年	1752.80	481.67	12.86%	娇兰、纪梵希、迪奥、KENZO 凯卓、Fresh、浮生若梦等
日本	资生堂	1872 年	272.10	89.64	94.15%	SHISEIDO、CPB、IPSA、Anessa、Elixir、Clinique、bareMinerals、NARS 等
日本	高丝	1946 年	113.80	27.38	99.18%	KOSE、黛珂、AVENIR、雪肌精等
日本	宝丽奥蜜思控股株式会社	1987 年	81.10	21.79	26.33%	ORBIS(奥蜜思)
日本	芳珂株式会社	1980 年	35.40	9.84	92.96%	FANCL(芳珂)
韩国	爱茉莉太平洋	1945 年	141.40	45.34	89.37%	Amore Pacific,雪花秀、HERA、兰芝、悦诗风吟、伊蒂之屋、IOPE、VERITE 等
韩国	LG 生活健康公司	1947 年	169.60	55.48	52.81%	后、OHUI、ISAKNOX、蝶妆、菲诗小铺等

来源：Bloomberg，市值取自 20180831 收盘价，国金证券研究所

- 知名本土品牌大多诞生于本世纪、刚刚培育出 1-2 个明星品牌、未来具有值得期待的增长空间：虽然本土品牌中有前身为 1898 年香港广生行的上海家化和 1931 年成立的百雀羚，但大多数公司诞生于 2000 年之后，公司仍然比较年轻，例如珀莱雅、御家汇、上海上美、伽蓝集团分别诞生于 2006 年、2012 年、2002 年和 2001 年。目前刚刚培育出 1-2 个针对大众市场的明星品牌，准备孵化或收购更多品牌。收入体量多集中在十几亿至一百亿人民币，主要由 1-2 个核心品牌贡献。此外，本土品牌中目前登陆资本市场的公司尚不多，品牌上市公司仅有上海家化、珀莱雅、御家汇和拉芳家化。

图表 50: 国产知名化妆品公司

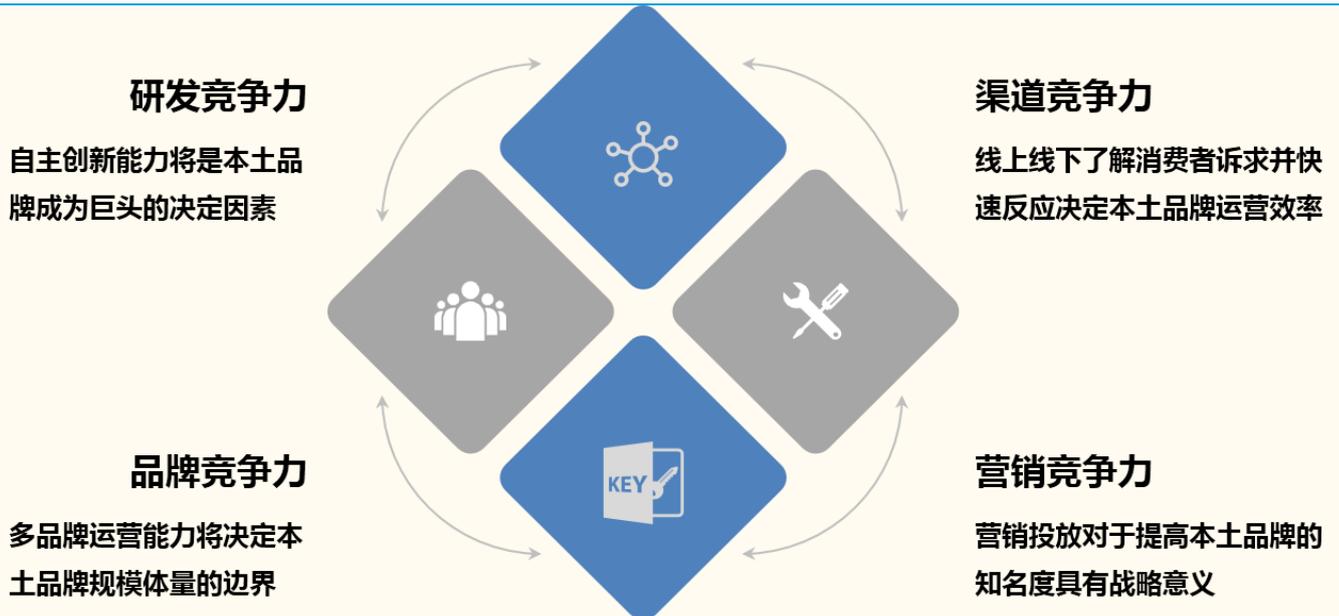
公司名称	成立时间	是否上市	旗下品牌	经营规模
上海家化	1898 年	是	双妹、佰草集、一花、一木、玉泽、高夫、美加净、六神、家安、启初、汤美星	2017 年营收 64.88 亿元，同比+21.93%；归母净利润为 3.90 亿元，同比+80.45%。
珀莱雅	2006 年	是	珀莱雅、优资莱、悦芙媿、韩雅、悠雅、猫语玫瑰	2017 年营收 17.83 亿元，同比+9.83%；归母净利润 2.01 亿元，同比+30.70%。
御家汇	2012 年	是	御泥坊、小迷糊、花瑶花、师夷家、薇风	2017 年营收 16.46 亿元，同比+40.61%；归母净利润 1.58 亿元，同比+114.85%。
拉芳家化	2001 年	是	拉芳、美多丝、多姿、依媚、缤纯、雨洁、威爽	2017 年营收 9.81 亿元，同比-6.47%；归母净利润为 1.38 亿元，同比-7.64%。
上海上美	2002 年	否	韩束、一叶子、索薇娅、红色小象、韩粉世家、HANAMINO、吾尊、时克、必优兰	2017 年销售额近 150 亿元。
百雀羚	1931 年	否	百雀羚、三生花、气韵、海之秘	2017 年营收 177 亿元，同比+28%。 2016 财年百雀羚单品牌零售额达到了 138 亿元，同比+27.8%。
伽蓝集团	2001 年	否	美素、自然堂、植物智慧、医婷	2017 年收入增长 24%，其中，集团主力品牌自然堂销售增长达 31%，大众市场增长排名第一。
相宜本草	2000 年	否	相宜本草	在 2008 年至 2011 年销售收入从 2 亿元增加到了 15 亿元，4 年间涨了 700%。
环亚集团	1991 年	否	美肤宝，法兰琳卡，滋源，幽雅，MOR	2016 年双十一销售额为 1.42 亿，旗下品牌滋源拿下 2016 双 11 国货洗护销售冠军。 2016 年滋源拿下 4.6% 市场份额。
丸美	2000 年	否	丸美、春纪	2017 年实现营收 13.52 亿元，同比增长 11.92%；净利润 3.06 亿元，同比增长 31.89%。
卡姿兰	2001 年	否	卡姿兰、凯芙兰	2011-2015 年，连续五年保持 40% 的年增长。2015 年，卡姿兰品牌以 6.5% 的市场份额位列中国彩妆市场品牌第三，同时也是中国彩妆品牌第一。
毛戈平	2000 年	否	MGPIN、至爱终生	2016 年收入为 3.43 亿元，同比+6.95%；归母净利润为 0.53 亿元，同比-2.39%。
玛丽黛佳	2006 年	否	玛丽黛佳	玛丽黛佳旗舰店成为 2017 年度天猫彩妆第一。在电商盛会双 11 中，玛丽黛佳以 7935 万的成交蝉联国内彩妆销量冠军，单日销售总额同比 2016 年增长 217%。

来源：各公司官网，公司年报，TechWeb，品观网，搜狐网，国金证券研究所

#### 4.2 未来展望：大浪淘沙，具备四维竞争力的本土品牌集团有望胜出

- 目前我国化妆品行业仍处于国货崛起的早期阶段：当前时点处于本土知名化妆品公司群雄逐鹿，刚刚在大众市场开疆拓土，凭借价格优势和渠道优势，打造出 1-2 个明星品牌形象的品牌发展早期阶段。下一个 20 年、50 年或 100 年，将为本土化妆品品牌实现集团化巨头崛起创造出重要机遇。
- 大浪淘沙，未来具备“研发+品牌+渠道+营销”综合竞争力的本土品牌集团有望胜出：我们认为，靠单一爆款聚集流量和享受某一渠道红利做到营收 10 亿元以上的打法在当前竞争环境中会很快遇到天花板，已经不可持续。未来，将是围绕研发、品牌、渠道和营销四个维度系统化、全方位的竞争，会极大地考验我国化妆品公司管理运营能力，也会助力真正的龙头崛起。

图表 51：未来具备四维竞争力的国产化妆品公司有望胜出



来源：国金证券研究所

- ① **研发竞争力**：自主创新能力将是本土化妆品公司成为巨头的决定因素。过去数年来，许多本土化妆品公司追随或者模仿国际品牌的经典产品，缺乏自主研发和设计的工匠精神，这样可能会产生一时的爆款，却无法持续构筑自己的产品壁垒。知名国际品牌能够长青的一个重要原因就是具备自有研发的经典产品，例如兰蔻小黑瓶、资生堂安耐晒、雪花秀滋阴系列等，自主研发的经典产品是国产品牌未来仍需提升的方向。
- ② **品牌竞争力**：多品牌运营能力将决定本土化妆品公司规模体量的边界。回顾巨头成长史，国际品牌大多经历了单品孵化—品牌创立—多品牌运营—集团并购的发展阶段。单一品牌爆款和多品牌开花体现出的集团体系化的管理运营能力完全不同。目前国产企业营收大多源于 1-2 个知名品牌，多品牌仍处于培育期，未来的多品牌之路仍需持续观察。
- ③ **渠道竞争力**：通过线上线下渠道更全面了解消费者诉求并快速反应将是本土化妆品公司运营效率的关键因素。依赖单一渠道扩张红利的时期已经过去，渠道已经不仅仅是销售化妆品的途径，而越来越成为了解消费者诉求的入口。有效利用各类渠道的优势及时洞察消费者需求偏好、并作出更快的反应，将帮助本土知名品牌率先开发出更受本土消费者欢迎的新品。
- ④ **营销竞争力**：营销投放对于提高本土化妆品公司的品牌知名度具有战略意义。国际品牌即使已经拥有较为深入人心的品牌认知，依然需要营销活动来维护和提升自己的品牌形象。虽然本土企业在营销预算上与国际品牌存在一定差距，但是网络媒体和大数据为本土企业的精准营销投放提供了发展机会，如果能有效利用技术手段在网络和移动媒体上实现精准人群的特定投放，国产品牌的营销投放效率将得到提高。

## 5. 投资建议

- **美妆消费长期逻辑明确，当前在口红效应、电商增长和彩妆新品类拉动下，行业处于高景气度：**长期来看，①化妆品作为贯穿女性一生的刚需消费，在我国具有约 4 亿的庞大消费基数。②化妆品的使用是一个不断做“加法”的过程，随着消费沿精细化和专业化变化，“类快消”品类的消费频次不断提高。③与发达国家相比，我国化妆品人均年消费额仍处于较低水平，向上有 6.6 倍空间。短期来看，2018 年 H1，我国限额以上化妆品零售额 1,276 亿元，同比+14.2%，增速在 15 个商品品类中位居第一。在口红效应、电商增长和彩妆兴起等引擎拉动下，行业景气度高。
- **品牌商和渠道商掌握化妆品产业链定价权：**沿原料生产与供应商、生产制造商、品牌商、代理商、渠道商五个环节来看，产品层层加价。销售给终端消费者价格在 100 元的化妆品，原料及包装物成本合计仅在 8 块钱左右，生产制造商、品牌商、代理商和渠道商的利润分别约为 1 元、5.25 元、5 元和 10 元。而生产制造商、品牌商、代理商和渠道商的花费分别约为 1 元、19.75 元、10 元和 40 元。可见，终端价格的大部分来自品牌商、代理商和渠道商在广告营销、人工、租金和扣点上的花费。行业是由品牌和渠道定价，而非由制造和生产定价。
- **群雄逐鹿，国产化妆品在品牌和渠道上的发展分别呈现三大特点。**在品牌方面，国产品牌正在抢占击穿市场品类，重塑品牌力，主要体现在：①卡位基础款、低价位、高频次品类，以周转取胜；②卡位差异化、特色化定位品类，以文化取胜；③卡位新兴的、渗透率尚不高的品类，以产品取胜。在渠道方面，国产品牌正在发力新生代消费者核心渠道，占领消费者心智，主要体现在：①发力电商渠道，抢占年轻消费者；②发力 CS 渠道，抢占三四线城市及农村消费者；③发力单品牌店，抢占体验型消费者。
- **国货崛起方兴未艾，单一爆款品牌或单一渠道红利打法不可持续，未来具备长期竞争力的本土集团有望胜出：**国际知名品牌历史积淀悠久、品牌矩阵丰富、营收及市值规模较大，垄断国内化妆品高端市场。本土品牌处于在大众市场开疆拓土、凭借价格优势和渠道优势、打造出 1-2 个明星品牌形象的早期阶段。我们认为，靠单一爆款聚集流量和享受某一渠道红利做到营收 10 亿元以上的打法在当前竞争环境中会很快遇到天花板，已经不可持续。未来，将是围绕研发、品牌、渠道和营销四个维度系统化、全方位的竞争，会极大地考验我国化妆品公司管理运营能力，也会助力真正的龙头崛起。
- **我们认为，可从四大维度来梳理和筛选具有长期竞争力的化妆品投资标的。**
  - ①**研发：**是主要追随模仿国际品牌还是能自主研发引领市场的产品；
  - ②**品牌：**在单一品牌爆款基础上能否再培育 2-3 个营收 10 亿元级别的品牌；
  - ③**渠道：**除了依赖某一渠道扩张的红利，能否将线上线下渠道作为洞察消费者诉求的入口，做出快速反应；
  - ④**营销：**能否有效利用技术手段，在网络和移动媒体上实现精准人群的特定投放，提高营销投放效率。

### 5.1 珀莱雅：大众护肤领域的国产美妆龙头

- **深耕大众护肤领域的国产美妆品牌。**目前已孕育“珀莱雅”、“优资莱”、“悦芙媞”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”等自有品牌。2018H1 实现营收 10.42 亿元，同比+24.92%，归母净利润 1.29 亿元，同比+44.88%，扣非净利润 1.22 亿元，同比+ 57.51%。**核心优势：**①卡位基础+低价+高频的护肤领域，凭借定价及高频优势实现销量领先；②电商和日化专营店强劲发力，18H1 线上营收 4.12 亿元，同比+58.46%；凭借日化专营店开疆拓土，销售终端网点达 13,000 余家。在年轻消费者和三四线城市消费者中有广泛群众基础和品牌认知。

- 未来增长由“主品牌领先+电商增长+单品牌店扩张”三驾马车战略驱动。①打造主品牌“珀莱雅”的领头地位。研发驱动+自主生产+多品牌矩阵下，未来公司有望持续推出走在市场前沿、引领市场的热门品类，提升市场份额。②电商平台强势发力，天猫增速居前列，未来在京东、唯品会、微信小程序、云集等渠道发展潜力大。通过内容营销、爆品推广、社交渠道拓展等方面全方位提高电商流量和转化率。③加大单品牌店投入，推进优资莱（定位三四线城市，18年目标新开500家店）和悦芙媿（定位一二线城市）单品牌店的发展。2018年6月公布首次股权激励计划，未来3年目标考核营收、净利润复合增速分别不低于30%，有望充分释放增长潜力。
- 公司渠道和营销竞争力突出，上市后研发和品牌竞争力有望进一步提升：公司电商增速快、三四线城市渠道下沉能力强、18年新签代言人李易峰。上市后资金实力和管理能力进一步加强，研发和品牌竞争力的提升值得期待。2018-2020年预测归母净利润分别为2.69/3.40/4.11亿元，同比增长33.95%/26.30%/21.00%。

## 5.2 上海家化：百年积淀，国产化妆品扛旗者

- 百年积淀，新掌门人上任开启发展新篇章：公司具有120年品牌积淀，顺应时代变迁品牌不断推陈出新。主要品牌包括佰草集、六神、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹、汤美星等，涵盖护肤、洗护、家居护理和婴幼儿喂哺。近年来，中国平安连续加码持股50%以上，为公司实际控制人；新掌门人16年底上任后，明晰公司战略、组织架构及绩效体系。2018H1营收36.65亿元，同比+9.29%。归母净利润3.17亿元，同比+40.89%；扣非归母净利润2.38亿元，同比+0.01%。
- 各品牌建设持续推进，汤美星整合初见成效，与Church & Dwight达成中国地区长期合作意向：18年H1佰草集品牌售价大于400元的产品在百货渠道零售占比从35.8%升至41.2%；彩妆和面膜签约全新代言人李易峰。六神、美加净实现双位数增长，美加净2018年YTD护手霜及防晒全渠道分别同比+118%和47%。高夫线上店铺首次进入天猫美妆类目TOP10，男士护理类目店铺排名NO.1。汤美星实现营收7.58亿元，同比增长7%（不考虑汇率影响）；实现净利润2,409万元，同比增长约116%。公司与美国排名第一的小苏打生产商Church & Dwight达成合作意向，将成为其小苏打、牙膏、干发香波、女性洗液四个品类在中国大陆的独家合作商。
- 公司作为国产化妆品扛旗者，研发先行、品牌驱动、渠道创新、供应保障为主要战略布局。“十大品牌”和“八大渠道”有效协同、产品向高端化、年轻化、细分化三大方向升级。2018-2020年预计归母净利润分别为5.33/6.79/8.30亿元，同比增长35.05%/27.26%/22.26%。

## 5.3 御家汇：依托“互联网+护肤品”模式，领军本土面膜

- 依托互联网商务的本土面膜领军企业：公司形成了以“御泥坊”为核心、包含“小迷糊”、“花瑶花”、“师夷家”、“薇风”的品牌矩阵，产品以面膜为主。2018H1实现营收9.81亿元，同比+57.78%；归母净利润6503.38万元，同比+19.05%；扣非归母净利润6350.95万元，同比+3.46%。御家汇自成立起即以电商为主要销售渠道，近三年线上收入占比稳定在93%以上，与主要电子商务平台均建立了良好合作关系，公司已打造了一支高业务水平的电商运营团队，成为国内IPO电商第一股。
- 坚定推进“多品牌、多渠道、全品类”战略：①代理“城野医生”、“丽得资”、“OGX”等品牌，收购“阿芙”，在深耕面膜主业的同时拓宽产品线。主品牌御泥坊近三年收入占比下降15.14pct至70.04%，2017年代理品牌收入2.04亿元，同比+430%，多品牌战略初见成效。②弥补线下渠道短板，开设直营店，拓展屈臣氏等代销渠道。线下渠道自布局起收效甚微，近三年直营店因亏损由16家减至7家，2017年线下渠道收入占比下降2.36pct。③推出“水羊国际开放平台”，平台化管理赋能海外优质美妆品牌，为优秀品牌提供中国市场的全套解决方案。

#### 5.4 拉芳家化：以质远名的大众洗护领导品牌

- **重品质、优口碑的民族洗护领导品牌：**旗下主要品牌有拉芳、美多丝、多姿、依媚、缤纯、雨洁、威爽，产品涵盖洗发护发、清洁沐浴、肌肤护理、口腔护理、日用洗涤等多个领域。2018H1 实现营收 4.42 亿元，同比+2.78%；归母净利润 8344.64 万元，同比+57.84%；扣非归母净利润 7343.16 万元，同比+65.94%。主要竞争力：①核心老牌+绿色健康新品牌+代理进口品牌，丰富的品牌矩阵满足不同需求。②以品质为企业核心生命力，率先在行业内参考采用 GMP 生产环境标准，核心原料主要来自于德国巴斯夫、美国陶氏、德国德之馨等全球原料供应商。③高性价比的洗护发产品获大众市场竞争优势，荣获“中国消费者最喜爱商标”。
- **对外投资布局产业链，建设新兴渠道，年轻化高端化发展：**①投资宿迁百宝和蜜妆信息，涉足母婴和美妆领域拓展产业链，切入自媒体社交电商拓展新兴渠道，在流量导入、粉丝经济等方面协同合作。2018 联营企业投资收益由负转正至 958.49 万元。②设立拉芳品观线下 CS 基金，大力拓展以购物中心为主的 CS 渠道，完善在美妆领域的产业布局。③借力知名博主、热播剧、明星代言人等提升品牌年轻质感，提升品牌影响力，营销投入效果正在释放。④推出品牌“美多丝”定位中高端，2018 H1 美多丝实现营收 9640.1 万元，同比+ 32.48%。设立“拉芳家化博士专家工作站”，加大研发力度，2018H1 研发支出 1872.64 万元，同比+7.14%，占营收 4.24%。

#### 6. 风险提示

- **化妆品消费增速放缓：**若国内宏观经济发生进一步波动，经济增长持续放缓，我国社会消费品零售总额亦可能出现增速持续放缓，消费者对化妆品的消费能力也可能受到影响。
- **国际品牌进口关税下降：**18 年 7 月 1 日，洗涤用品和护肤、美发等化妆品进口关税平均税率由 8.4%降至 2.9%，降低关税有助于国际品牌在国内零售价格的降低，可能会加剧国际品牌与本土品牌之间的竞争。
- **产品质量风险：**化妆品虽然是一种安全风险较低的时尚类消费品，但如果采购的原材料出现质量问题，且在生产过程中未能检测出相关问题，消费者使用可能诱发过敏或其他不适现象，从而对行业和企业造成不利影响。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH