

# 美妆、个护景气分化，精选优质个股标的

## ——化妆品行业 2019 年度投资策略

行业年度报告

### ◆行业概况：总体景气，18 年受到消费环境波动影响

我国化妆品行业目前仍处于成长期，受益于三四线城市消费升级，总体景气度较高，2002-2017 年零售额年复合增速 20%。18 年 5 月以来受到消费环境疲软影响增速有所放缓，但相对其他消费品类景气度仍更高。

结构分析：1) 品类上：细分品类发展不一，其中个护发展较早，已相对成熟，美妆仍处成长期。2) 定位上：08 年以来现高端化趋势，17 年占比提升至 34%。3) 渠道上：包括商超、百货、专营店及电商等，其中专营店与电商先后兴起份额持续提升，17 年分别达 10%和 23%。4) 竞争格局上：国际巨头占主导，本土品牌把握机遇地位提升，在大众护肤领域表现出色。

### ◆美妆子行业：景气度高，格局雏形初现，营销+渠道打造大众端竞争力

美妆景气度高，主要包含护肤及彩妆两大品类，2012~17 年三者市场规模复合增速分别为 9%、8%、14%。近年来国内外（在中国/亚太区）美妆公司业绩总体靓丽，渠道变迁或终端零售波动带来业绩扰动，但进入 2018 年消费环境疲软背景下大部分公司仍保持快速/稳健增长，显示头部公司地位巩固、抗风险能力较强。

美妆竞争格局雏形初现，大众护肤领域本土品牌表现靓丽、前十大品牌中占五席，彩妆仍以国际品牌占主导。大众端产品差异性小，营销+渠道有助在行业扩张期快速抢占市场份额，内容营销兴起助力新锐品牌崛起、或为反应迅速的本土品牌提供弯道超车机遇。

### ◆个护子行业：发展成熟、竞争激烈，消费者认知提升、产品研发成关键

个护（护发、沐浴等）行业率先获益消费升级，渗透基本完成，已发展成熟，2012~17 年市场规模年复合增速 5%。消费者认知水平提升、对产品要求更高，加剧行业竞争、集中度呈现下降趋势，行业竞争要素切换至产品力、研发与创新。近年来国内外（在中国/亚太区）个护公司收入增速水平较低、多为个位数，且易受到终端零售波动影响。

### ◆未来展望：美妆发展空间大，期待多品牌多品类本土龙头诞生

当前我国人均化妆品消费水平仍较低，未来行业空间广阔，其中美妆需求释放潜力大，动力主要来自于渗透率提升及消费持续升级。1) 分城市看，当前一二线城市美妆消费渗透基本完成，未来主要来自于一二线城市消费升级及低线城市渗透率提升；2) 分人群看，目前以 80、90 后女性为主，未来发展动力在于该部分人群随年龄增长支出增多及渗透率提升、消费群体扩大，95 后高端化消费趋势明显亦贡献增量、加速行业总体高端化。

国际化妆品龙头多为多品牌多品类本土集团，主要因本土品牌对消费者洞察能力更强，同时消费客群相近品类拓展协同性强。当前我国本土公司正逐步拓展多品牌/品类，期待未来做大做强。

### ◆投资建议：行情表现与景气相符，关注高景气度的护肤领域

18 年行业市场表现优于其他板块，与行业总体景气程度相符。

重点推荐美妆行业，推荐品牌营销、渠道拓展力强、反应迅速的护肤品牌，如珀莱雅、上海家化、御家汇等；个护领域关注产品力强、迎合当前消费趋势从而对抗行业景气下行的品牌，如拉芳家化等。

### ◆风险分析：终端零售疲软，国外品牌降价，进口关税下调等。

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

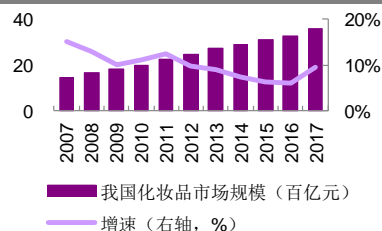
[lijie\\_yjs@ebcn.com](mailto:lijie_yjs@ebcn.com)

罗晓婷(执业证书编号：S0930519010001)

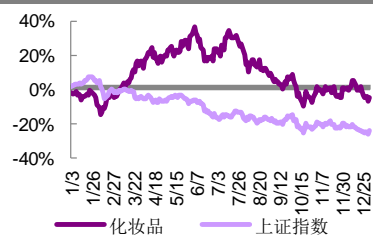
021-52523673

[luoxt@ebcn.com](mailto:luoxt@ebcn.com)

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

化妆品行业蓬勃发展，本土品牌初露锋芒——化妆品行业深度报告

.....2018-06-16

百年家化铸民族骄傲，日新月异焕华美彩妆——上海家化 (600315.SH) 动态跟踪报告

.....2018-11-12

线上渠道强势发力，管理效率稳步提升——珀莱雅 (603605.SH) 2018 半年报点评

.....2018-08-17

多品类全渠道运营，卡位护肤彩妆主赛道——珀莱雅 (603605.SH) 跟踪报告

.....2018-08-13

国货崛起大势所趋，高效运营开疆扩土——御家汇 (300740.SH) 跟踪报告

.....2018-06-28

运营能力突出，上半年利润保持稳健增长——御家汇 (300740.SH) 2018H1 业绩预告点评

.....2018-07-10

## 投资聚焦

### 研究背景

我国化妆品行业获益消费升级近年总体维持较高景气、子行业个护及美妆等因发展阶段不同而出现景气分化。国外品牌占主导、本土品牌地位持续提升，近年零售波动背景下（尤其是 2018 年零售疲软）各个细分子行业国内外公司业绩表现如何？化妆品行业变化迅速、近年本土新锐品牌不断涌现、对品牌商有哪些启示？新一代年轻消费群体有哪些消费特性、对行业未来趋势有何启发？一二线城市消费渗透是否完成、未来发展动力来自何方？

### 我们区别于市场的观点

1) 我国化妆品市场中国外品牌占据主导，2018 年双十一天猫化妆品前十榜单中国际品牌表现靓丽，市场对国际品牌对本土品牌竞争存担忧。为此我们分个护、美妆两大子行业梳理近年在零售波动下本土与国际公司（在中国/亚太区）收入增速表现，发现在行业景气度较高、格局雏形初现的美妆领域，国内外头部品牌收入增长稳健/靓丽、表现出较强的抗周期能力；而在发展成熟、竞争激烈的个护领域，国内外公司业绩表现易受零售波动干扰。

2) 市场对美妆行业景气度较高已认知充分，但美妆未来行业细分机遇以及美妆公司胜出要素认知仍未充分。

首先，细分机遇看，本文通过详实数据研究发现当前一二线美妆渗透基本完成，未来行业动力来自于一二线城市消费升级、人均消费支出增多，四线及以下城市持续渗透，同时高端化趋势或加速，主要来自于 95 后年轻消费群体展现出对高端品牌的偏好以及当前主流消费群体（80、90 后）随着年龄增长、收入提升对化妆品需求升级至功效性更强的高端品牌。

其次，胜出要素看，美妆公司的竞争离不开产品、营销及渠道等，其中大众领域由于当前大众产品差异性不大，竞争主要集中在品牌营销及渠道扩张，近年新锐品牌借力内容营销、分享电商红利在电商渠道迅速打响知名度以及本土大众一叶子护肤品牌通过巨额广告投入及广泛渠道扩张三年时间成长为龙头品牌等均为印证，当前内容营销、电商等新兴的营销/渠道模式均为本土品牌提供弯道超车的潜在机遇。同时需注意未来随着行业竞争加剧、大众品牌竞争将回归至产品端，该时点的到来或比市场想象的快。

3) 高端化趋势愈演愈烈，而本土公司多定位大众端，市场普遍对本土公司未来发展存担忧。我们认为虽然高端化趋势凸显，但仍以渗透为主的四线及以下城市中大众品牌将继续占据主导，且本土公司在三四线及以下城市较国际品牌具有天然的渠道下沉优势。

### 投资观点

化妆品行业景气度相比其他消费品类高，其中美妆子行业景气度高、格局雏形初现、优质本土美妆公司地位持续提升。推荐品牌营销、渠道拓展力强、反应迅速的美妆品牌，如珀莱雅、上海家化、御家汇等。

# 目录

1、 化妆品行业：消费升级下成长性优.....	6
1.1、 概况：长期总体景气、短期受终端零售波动影响.....	6
1.2、 结构：高端化趋势凸显，个护、美妆等先后升级.....	8
1.3、 格局：国际品牌占主导，本土品牌地位提升.....	10
1.4、 渠道：专营店、电商等先后兴起.....	12
2、 美妆子行业：景气度较高，格局雏形初现.....	15
2.1、 美妆行业：护肤先发、彩妆继起，本土品牌地位提升.....	15
2.2、 国内外公司业绩：头部公司持续快速增长、格局不断巩固.....	18
2.3、 竞争策略：成长期需重营销与渠道铺设、抢占市场份额.....	19
3、 个护子行业：景气下行，竞争激烈.....	23
3.1、 个护行业：发展成熟，需求多元化，经营难度加大.....	23
3.2、 国内外公司业绩：易受终端零售波动影响.....	24
3.3、 竞争策略：消费者认识水平提升背景下需注重研发与创新.....	25
4、 未来：护肤及彩妆等发展空间大，多品牌多品类本土龙头望诞生.....	27
4.1、 行业发展空间较大，渗透率及消费水平有待提升.....	27
4.2、 期待本土多品牌多品类龙头诞生.....	30
5、 行业估值与投资建议.....	33
5.1、 相关公司与行业估值.....	33
5.2、 投资策略：个护发展成熟挑战多，美妆格局初现、品牌成长可期.....	35
5.3、 推荐标的.....	36
5.3.1、 珀莱雅：本土优质护肤品牌，内容营销及线上线下渠道全面铺开，加速成长.....	36
5.3.2、 上海家化：百年家化龙头，多品牌质优变革下持续发力.....	37
5.3.3、 御家汇：优质本土电商面膜龙头，借力电商红利高成长.....	38
5.3.4、 拉芳家化：个护龙头精耕主业，积极拓展美妆/电商等新成长领域.....	39
6、 风险分析.....	40
附录.....	41

## 图表目录

图 1：我国化妆品行业发展阶段 .....	7
图 2：我国限额以上零售企业总零售额及化妆品零售额同比增速（%） .....	8
图 3：我国限额以上零售企业不同消费品类零售额同比增速（%） .....	8
图 4：我国美容化妆品及护肤品进口金额及同比增速 .....	9
图 5：我国大众、高端化妆品市场规模增速 .....	9
图 6：化妆品两大主要品类 .....	9
图 7：2017 年我国化妆品细分品类市场规模（亿元）及占比 .....	10
图 8：2012~2017 年我国化妆品细分品类市场规模年复合增速（%） .....	10
图 9：2008~2017 年我国化妆品市场品牌分来源地市占率 .....	11
图 10：2008、2017 年我国化妆品细分品类本土公司合计市占率（%） .....	11
图 11：2008、2017 年我国大众、高端化妆品市场中本土公司合计市占率（%） .....	12
图 12：我国化妆品行业专营店市场规模及同比增速 .....	14
图 13：我国化妆品行业专营店市场份额（%） .....	14
图 14：我国化妆品行业电商渠道市场规模及同比增速 .....	14
图 15：2010~2017 年我国化妆品各渠道市场规模复合增速 .....	14
图 16：2012~2017 年我国洗护发、护肤、彩妆等市场电商渗透率（%） .....	15
图 17：2012~2017 年洗护发、护肤、彩妆等电商渠道市场规模年均复合增速 .....	15
图 18：我国美妆市场规模及同比增速 .....	15
图 19：2017 年我国美妆市场中护肤、彩妆占比 .....	15
图 20：我国护肤品市场规模及同比增速 .....	16
图 21：我国彩妆市场规模及同比增速 .....	16
图 24：我国护肤品市场中前 20 大公司中本土公司市占率（%） .....	17
图 25：我国彩妆市场中前 20 大公司中本土公司市占率（%） .....	18
图 26：国内外美妆公司收入同比增速 .....	19
图 27：我国 A 股主要消费品行业销售费用率（%） .....	20
图 28：2017 年各细分消费品类代表性公司品牌营销相关费用率 .....	20
图 29：我国线上渠道面膜前十大品牌市占率（%） .....	21
图 30：我国面膜前十大品牌所属公司及市占率（%） .....	21
图 31：截止 2018 年 12 月 20 日各品牌在小红书平台上累计笔记及商品数量 .....	22
图 32：截止 2018 年 12 月 20 日各品牌在抖音平台上官方账号累计获赞数及粉丝数 .....	22
图 33：我国个护行业发展历程 .....	23
图 34：2008、2017 年我国洗护发行业 CR5、CR10（%） .....	24
图 35：2008、2017 年我国沐浴用品行业 CR5、CR10（%） .....	24
图 36：2017 年我国线上洗护发产品需求占比 .....	24
图 37：2015 年我国消费使用不同品牌的频率 .....	24
图 38：国内外个护公司收入同比增速 .....	25

图 39 : 2008-2017 年我国洗护发品牌市占率变动幅度 ( PCT ) .....	26
图 40 : 2017 年我国与发达国家化妆品市场规模 ( 亿美元 ) 及人均消费水平 ( 美元/人 ) 对比 .....	27
图 41 : 2017 年我国与日本化妆品市场细分品类结构比较 .....	27
图 42 : 2017 年我国不同地区美妆人均消费金额分布 .....	28
图 43 : 2012~2016 年我国限额以上零售企业分城市化妆品零售额同比增速 ( % ) .....	28
图 44 : 我国一二线城市女性美妆消费用户占比 .....	28
图 45 : 我国一二线城市女性美妆消费程度占比 .....	28
图 46 : 2017 年我国一二线城市女性护肤消费主要品类渗透率 .....	29
图 47 : 2017 年我国一二线城市女性彩妆消费主要品类渗透率 .....	29
图 48 : 2016 年面部护肤、香水彩妆等品类消费者年龄段占比 ( % ) .....	29
图 49 : 2014 年欧洲女性年人均面部护肤品消费金额 ( 欧元 ) .....	29
图 50 : 年轻消费者化妆品消费呈现高端化 .....	30
图 51 : 2017 年美国化妆品行业分公司市占率 ( % ) .....	31
图 52 : 2017 年英国化妆品行业分公司市占率 ( % ) .....	31
图 53 : 2017 年日本化妆品行业分公司市占率 ( % ) .....	31
图 54 : 2017 年韩国化妆品行业分公司市占率 ( % ) .....	31
图 55 : 截至 2018 年 6 月世界化妆品巨头旗下品牌数量 ( 个 ) .....	31
图 56 : 国际化妆品巨头多业务、跨区域发展 .....	32
表 1 : 2017 年我国化妆品行业前十大公司及其市占率 ( % ) .....	10
表 2 : 2017 年我国化妆品行业不同品类前十大公司及其市占率 .....	11
表 3 : 2008、2017 年我国大众、高档化妆品市场市占率前十大公司及其市占率 ( % ) .....	12
表 4 : 我国化妆品销售主要渠道 .....	13
表 5 : 我国护肤品市场中前 20 大品牌简介及近年市占率 ( % ) 变化 .....	17
表 6 : 我国彩妆市场中前 20 大品牌简介及近年市占率 ( % ) 变化 .....	18
表 7 : 一叶子近年赞助营销情况介绍 .....	21
表 8 : 我国化妆品领域代表性新锐品牌 .....	22
表 9 : 2017 年 11 月、2018 年 11 月阿里平台美发护发前十大品牌销售额及增速 .....	26
表 10 : 我国主要本土化妆品公司简介及在我国化妆品行业市场率 .....	33
表 11 : 我国主要化妆品上市公司简介 .....	33
表 12 : 珀莱雅盈利预测与估值 .....	36
表 13 : 上海家化盈利预测与估值 .....	38
表 14 : 御家汇盈利预测与估值 .....	39
表 15 : 拉芳家化盈利预测与估值 .....	40
表 16 : 化妆品公司估值表 .....	41

## 1、化妆品行业：消费升级下成长性优

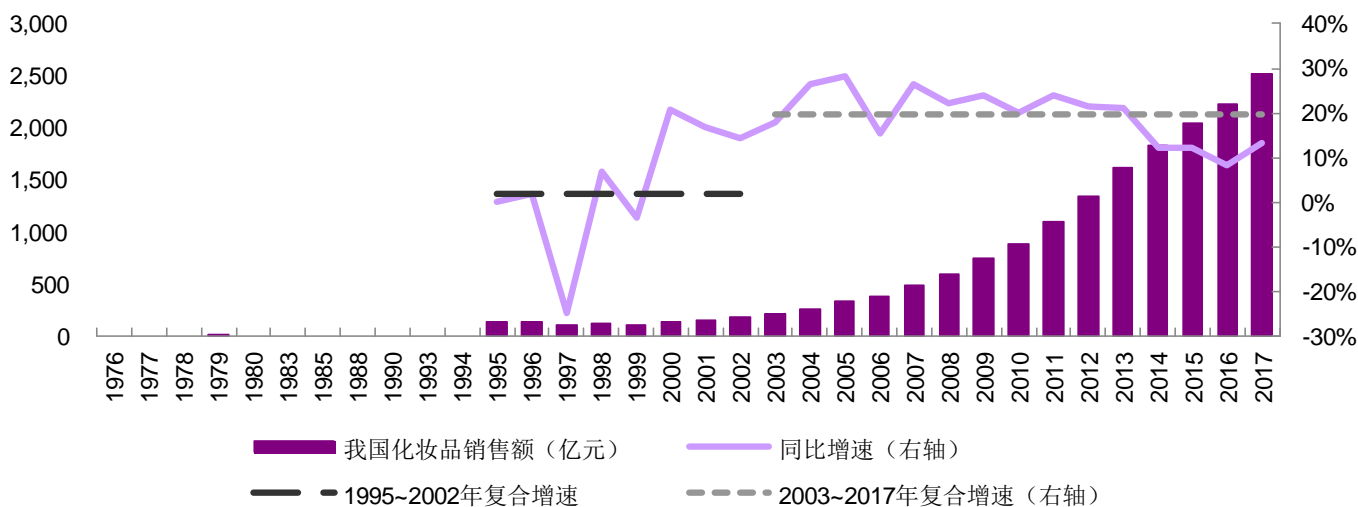
### 1.1、概况：长期总体景气、短期受到终端零售波动影响

➤ 长期：先后经历三个阶段，当前处于成长期

我国化妆品行业先后经历三个阶段，分别为 20 世纪 70 年代~1985 年的萌芽期，1986~2001 年的初始期，以及 2002 年至今的成长期。纵观三个发展阶段，我国化妆品行业发展背后的主要推动力在于我国居民对化妆品消费诉求的升级，在萌芽期我国化妆品的消费需求以基础的润肤为主，进入初始期升级为保湿、美白、防晒、祛斑、祛痘等功能，进入成长期继续向多元化功能全面升级。

2002 年以来，我国化妆品行业随着三四线城市消费升级、进入了快速发展的成长期，据国家统计局，2002~2017 年我国限额以上零售企业化妆品零售额年复合增速为 19.53%。

图 1：我国化妆品行业发展阶段



发展阶段	萌芽阶段	初始阶段	快速成长阶段
时间	20世纪70年代~1985	1986~2001年	2002~
消费诉求	润肤	保湿、美白、防晒、祛斑、祛痘等多种功能	需求全面释放、大众及高端快速发展
化妆品销售额复合增速	-	低速增长 其中1995~2001年1.75%	19.53%
化妆品市场规模复合增速	-	-	10.63% 其中大众9.86%、高端16.74% 至2017年大众占比73.92%、高端占比26.08%
渠道特征	商店	以百货、商超等传统渠道为主	百货及商超等传统渠道日益饱和，化妆品专营店及电商等渠道迅速崛起： ※21世纪初前十年，我国化妆品专营店率先于二三线城市兴起，部分本土品牌伴随化妆品渠道快速发展，如珀莱雅、自然堂、丸美等； ※2009年起B2C电商快速崛起，对线下渠道形成冲击，部分本土品牌借助电商渠道快速发展，如御泥坊等
品牌格局	以本土品牌为主，其中上海品牌风靡全国	国际品牌入驻中国，占据一线城市高端市场、本土品牌发力中档市场、错位竞争： ※资生堂、宝洁、联合利华等于20世纪80年代末进入中国市场；随后欧莱雅、雅诗兰黛等于20世纪90年代进入中国市场，国际品牌于20世纪90年代全面进入中国市场； ※本土品牌占据中档市场、进行差异化竞争，顺应功能性推出对应产品，成长出一批优秀本土品牌	国际品牌布局中档市场、与本土品牌开始正面竞争，具体策略有： ※推出定位中档品牌，例如资生堂推出悠莱、泊美等定位中档的额化妆品专营店品牌； ※通过收购本土中档品牌、借力其渠道、供应链等资源发展自身品牌 新一批中档本土品牌借专营店及电商渠道等东风快速崛起，逐步向中高端领域渗透
本土品牌举例	美加净、郁美净、孩儿面	大宝、奥妮、小护士、舒蕾、索芙特、丁家宜	佰草集、珀莱雅、自然堂、相宜本草、卡姿兰

资料来源：庞数智库、Euromonitor、国家统计局、光大证券研究所

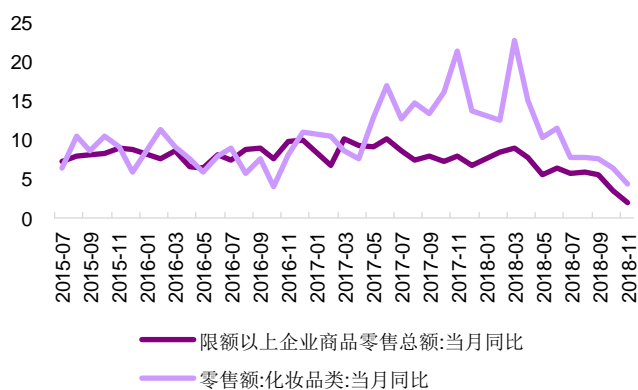
注：化妆品销售额数据来源为国家统计局、市场规模数据来源为 Euromonitor；发展阶段划分大体按该时期化妆品消费主要诉求，具体年份按国内外品牌竞争格局变化。

- **短期：随终端零售大环境波动，18年5月以来增长放缓、但相对其他消费品类景气度仍更高**

2014年以来，我国化妆品行业市场规模增速放缓，2017年有所提升，主要为2014~2016年终端零售总体疲软、2017年可选消费品零售回暖；2018Q2以来终端零售持续疲软、5月传导至化妆品，导致其零售额增速同比亦出现放缓。2014~2017年我国化妆品零售额增速分别为10.0%、8.8%、8.3%、13.5%，2018年1~11月同比增10.5%、较前一年同期放缓3.0PCT。总体上看我国化妆品行业短期受终端零售大环境波动影响。

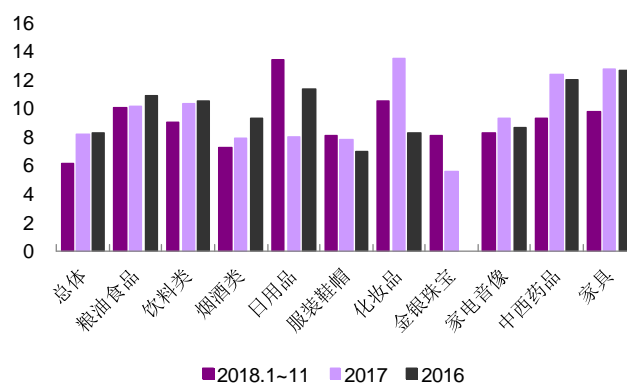
在零售疲软期间，化妆品相对其他消费品仍维持较高景气度，2018年1~11月化妆品零售额同比增速为10.5%、高出总体4.40PCT。

图2：我国限额以上零售企业总零售额及化妆品零售额同比增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图3：我国限额以上零售企业不同消费品类零售额同比增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

## 1.2、结构：高端化趋势凸显，个护、美妆等先后升级

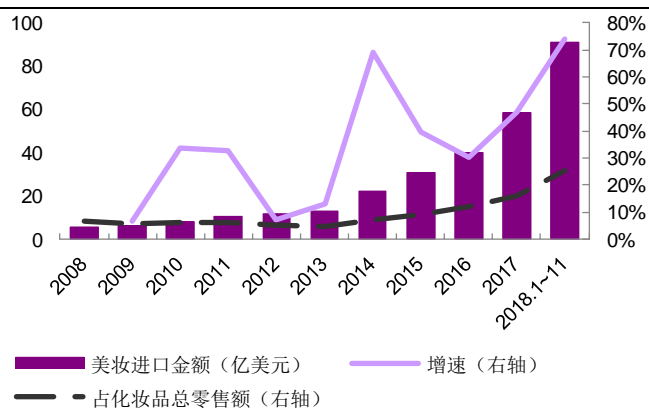
- **分定位：进口品持续高速增长、高端化妆品占比提升，高端化趋势显著**

2008年以来高端化趋势逐步凸显，我国美容化妆品及护肤品进口金额高速增长，据国家统计局，我国2008~2017年化妆品进口额（主要为高端化妆品）复合增速为30%，2018年继续提速增长，各月增速总体保持在50%以上、个别月份增速甚至达100%以上，至11月增速首次同比大幅放缓，建议继续关注未来进口金额情况，2018年1~11月我国化妆品进口额占我国化妆品总零售额比重已经由2008年的7%提升至25%。

据Euromonitor，自2008年以来我国高端化妆品市场规模增速超过大众化妆品，占我国总体化妆品市场规模比重不断提升，2008~2017年我国大众、高端化妆品市场规模复合增速分别为8.01%、11.66%，其中高端化妆品占比由2008年的27%提升至2017年的34%。

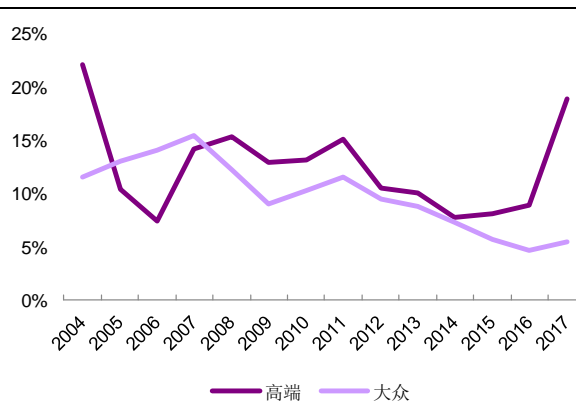


图 4：我国美容化妆品及护肤品进口金额及同比增速



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 5：我国大众、高端化妆品市场规模增速

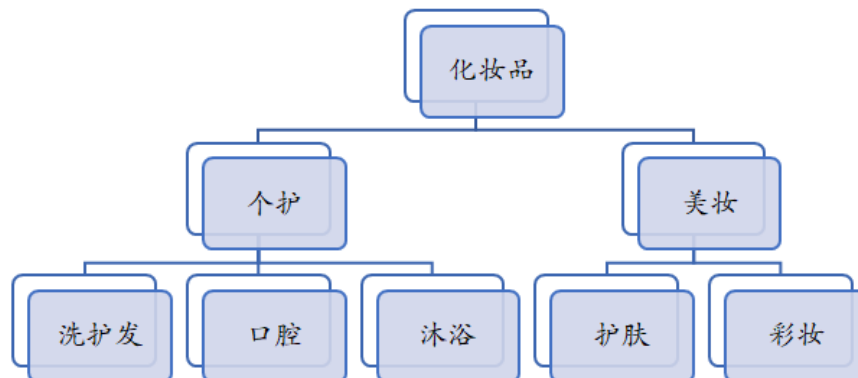


资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

➤ 分品类：个护、美妆等先后升级，所处发展阶段不同

我国化妆品主要包含个护（护发、沐浴、口腔护理等）、美妆（护肤、彩妆）两大品类，2017 年市场规模占比分别为 29.01%、59.23%。

图 6：化妆品两大主要品类



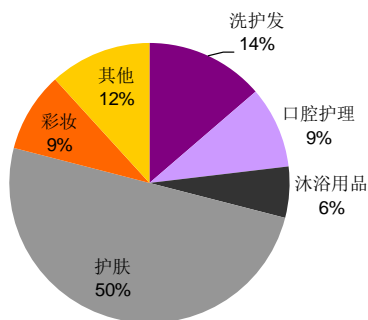
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：除个护和美妆外，化妆品还包含婴童用、男士用化妆品、香水、防晒用品、除臭剂、脱毛用品等其他品类，2017 年市场规模占比 12%。

各细分品类景气度不一，其中：1) 个护发展较早、成长于上世纪 90 年代后期、目前渗透率较高（据英敏特统计，城市地区洗护发产品渗透率基本达 100%）、发展成熟、行业增速相对较低，2012~2017 年我国个护市场规模复合增速为 5.10%。

2) 美妆消费升级相对个护较滞后，成长周期晚于个护，当前仍处成长期，2012~2017 年我国美妆市场规模复合增速分别为 8.79%。

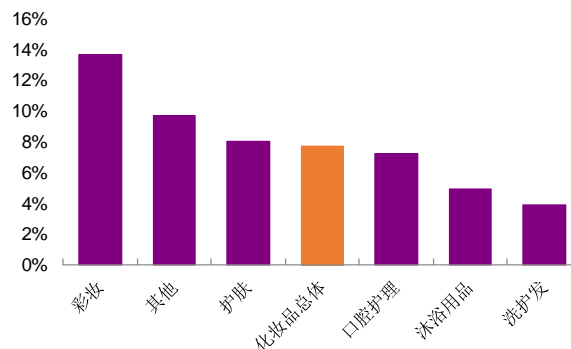
图 7：2017 年我国化妆品细分品类市场规模（亿元）及占比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：其他品类包含婴童用、男士用护肤品及香水、防晒、除臭剂、脱毛用品等。

图 8：2012~2017 年我国化妆品细分品类市场规模年复合增速（%）



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

### 1.3、格局：国际品牌占主导，本土品牌地位提升

#### ➤ 国际公司占主导、尤其在高端领域，大众护肤领域本土品牌表现出色

当前我国化妆品市场中国际品牌占据主导地位，2017 年前十大化妆品公司基本为欧美、日韩等国家品牌。国际化妆品企业依托强势的品牌地位及强大的资金实力主要占据我国一、二线城市的市场。2017 年我国化妆品中国际公司及本土公司市占率分别为 77.5%、22.5%，其中在大众化妆品领域国际公司、本土公司市占率分别为 70.9%、29.1%，在高端领域两者市占率分别为 96.7%、3.3%，说明国际品牌在高端领域占据垄断优势。

国内自主品牌企业依托性价比优势及对中国消费者的深入理解，主要在大众领域参与竞争、尤其在大众护肤领域表现突出。2017 年我国大众护肤品行业中，前十大品牌中有 5 个为本土品牌，其中本土品牌百雀羚排名第一。

表 1：2017 年我国化妆品行业前十大公司及其市占率（%）

市场排名	总体		大众		高端	
	公司名称	市占率	公司名称	市占率	公司名称	市占率
1	宝洁	10.1	宝洁	11.6	欧莱雅	15.2
2	欧莱雅	8.5	欧莱雅	7.5	雅诗兰黛	10.8
3	资生堂	3.1	上海上美	4.0	LVMH	7.1
4	联合利华	2.8	百雀羚	3.5	安利	5.3
5	高露洁	2.8	联合利华	3.4	资生堂	5.3
6	上海上美	2.6	伽蓝集团	3.3	Lee Kum Kee	4.6
7	雅诗兰黛	2.5	玫琳凯	3.3	爱茉莉太平洋	4.0
8	爱茉莉太平洋	2.5	上海家化	2.8	香奈儿	2.8
9	百雀羚	2.3	资生堂	2.8	宝洁	2.4
10	玫琳凯	2.2	Beiersdorf	2.5	LG 生活与健康	2.2
国际公司市占率 (前十大公司中国际公司)		34.5	31.1		59.7	
本土公司市占率 (前十大公司中本土公司)		4.9	13.6		0.0	

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所；注：标记底色的为本土品牌，其中上海上美为韩束、一叶子等品牌的母公司。

表 2：2017 年我国化妆品行业不同品类前十大公司及其市占率 (%)

排名	护发		口腔护理		沐浴		护肤品		彩妆	
	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
1	强生	35.3	高露洁	29.0	宝洁	20.5	欧莱雅	9.6	欧莱雅	27.8
2	联合利华	10.4	强生	14.9	联合利华	7.0	上海上美	4.7	LVMH	6.8
3	汉高	6.1	云南白药	12.6	上海家化	4.6	百雀羚	4.5	爱茉莉太平洋	6.1
4	欧莱雅	4.6	薇美姿	7.3	安利	3.5	资生堂	4.3	雅诗兰黛	5.7
5	拜尔斯道夫	3.7	联合利华	5.8	蓝月亮	2.8	宝洁	3.9	卡姿兰	5.0
6	环亚集团	2.7	冷酸灵	3.0	美日国际	2.4	伽蓝集团	3.9	资生堂	3.5
7	拉芳家化	2.5	LG 生活与健康	2.6	仁和药业	2.3	雅诗兰黛	3.7	科蒂	3.4
8	资生堂	2.0	纳爱斯	2.2	Lohmann	1.5	玫琳凯	3.6	香奈儿	2.5
9	拜耳	1.8	葛兰素史克	2.2	澳雪国际	1.4	爱茉莉太平洋	3.4	上海震亮	2.5
10	隆力奇	1.3	安利	1.9	纳爱斯	1.2	上海家化	2.5	上海上美	2.4
国际公司市占率 (前十大公司中 国际公司)	63.9		63.7		36.3		28.5		55.8	
本土公司市占率 (前十大公司中 本土公司)	6.5		17.8		10.9		15.6		9.9	

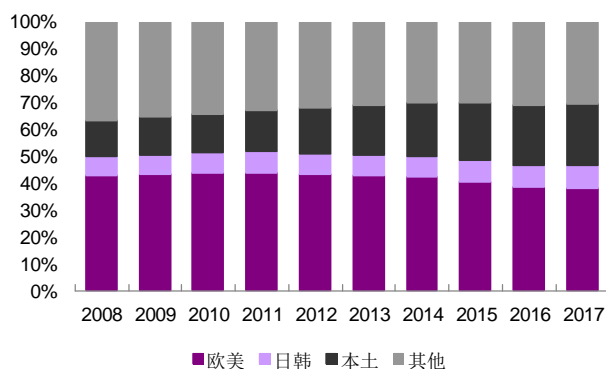
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所；注：标记底色的为本土品牌

### ➤ 本土口腔、护肤、彩妆公司把握行业机遇、地位提升

近年随着中档化妆品品牌化需求释放，专营店、电商等新兴渠道快速发展、面膜等新品类逐步流行等因素为我国本土品牌提供发展契机，部分优质本土公司品牌运营能力提升，市场份额逐步提升。2017 年我国本土品牌市占率为 22.5%、较 2008 年提升 9.1PCT。

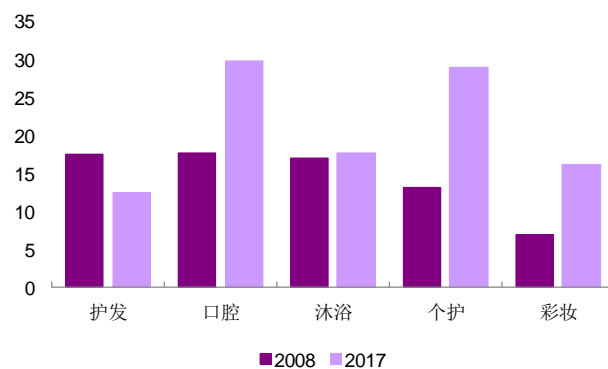
分品类看，我国公司在口腔、护肤、彩妆等领域表现靓丽，2017 年我国口腔、护肤、彩妆等细分品类市场中本土公司合计市占率分别为 29.8%、29.1%、16.3%，分别较 2008 年提升 12.1PCT、15.9PCT、9.4PCT，本土公司竞争力增强、地位提升显著。

图 9：2008~2017 年我国化妆品市场品牌分来源地市占率



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所  
注：其他为杂牌、小品牌等。

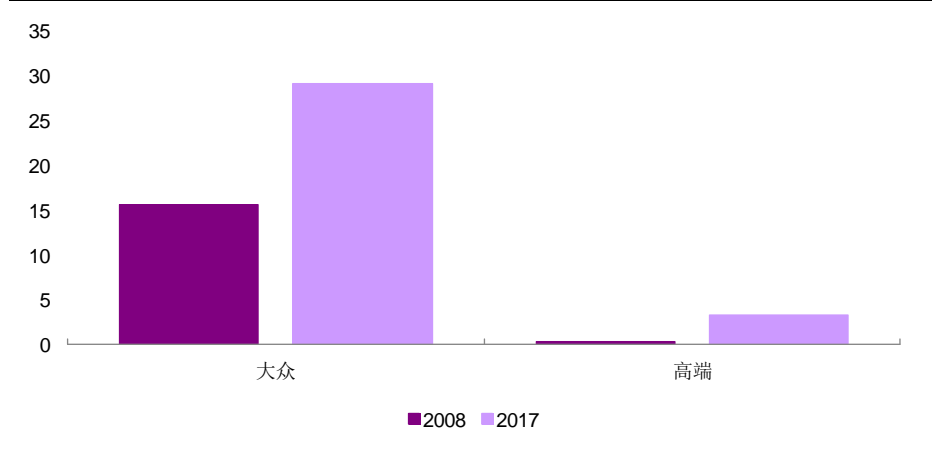
图 10：2008、2017 年我国化妆品细分品类本土公司合计市占率 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

分定位看，我国本土品牌行业地位的提升，主要体现在大众化妆品市场，在高档化妆品市场表现仍较弱。2017 年我国本土公司在大众化妆品合计市占率为 29.1%、较 2008 年提升 13.4PCT，而同期我国本土公司在高档化妆品领域市占率提升幅度为 3.0PCT。

图 11: 2008、2017 年我国大众、高端化妆品市场中本土公司合计市占率 (%)



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

表 3: 2008、2017 年我国大众、高档化妆品市场市占率前十大公司及其市占率 (%)

市场排名	大众市场				高档市场			
	2008		2017		2008		2017	
	公司名称	市占率	公司名称	市占率	公司名称	市占率	公司名称	市占率
1	宝洁	18.0	宝洁	11.6	安利	17.7	欧莱雅	15.2
2	欧莱雅	7.2	欧莱雅	7.5	欧莱雅	13.7	雅诗兰黛	10.8
3	联合利华	3.7	上海上美	4.0	雅诗兰黛	5.9	LVMH	7.1
4	资生堂	3.7	百雀羚	3.5	LVMH	5.6	安利	5.3
5	Beiersdorf	3.5	联合利华	3.4	资生堂	4.6	资生堂	5.3
6	强生	3.3	伽蓝集团	3.3	Pierre Fabre SA, Laboratoires	2.6	李锦记	4.6
7	玫琳凯	2.7	玫琳凯	3.3	爱茉莉太平洋	2.1	爱茉莉太平洋	4.0
8	完美	2.4	上海家化	2.8	香奈儿	2.1	香奈儿	2.8
9	上海家化	1.8	资生堂	2.8	Fancl	2.0	宝洁	2.4
10	伽蓝集团	0.9	Beiersdorf	2.5	Kosé	1.7	LG 生活与健康	2.2
CR5	36.1		30.0		47.5		43.7	
CR10	47.2		44.7		58.0		59.7	

资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

注: 1) 标注底色的为本土品牌;

2) 资生堂、欧莱雅、宝洁等旗下既有大众定位、亦有高端定位的品牌，上表中大众/高端市场的公司市占率表示该公司大众/高档品牌在大众/高档化妆品市场中的占有率。

## 1.4、渠道：专营店、电商等先后兴起

### ➤ 线下以商超、百货及专营店为主，2017 年电商渗透率 23%

化妆品零售渠道包括百货商店、化妆品专营店、单品牌门店、超市及大卖场、电商等渠道，其中线下渠道中超市及商超、百货、专营店等为前三大渠道，

2017年在化妆品行业中的市场份额分别为27.20%、18.70%、9.90%，电商渠道渗透率持续提升，2017年市场份额为23.20%。

不同渠道销售不同定位的品牌，超市及大卖场定位较低、主要销售中低端化妆品品牌，百货渠道销售的品牌定位较高、多为中高端定位，专营店多为中端品牌。线上销售品牌定位较为丰富，从中低端至高端等。

表 4：我国化妆品销售主要渠道

项目	线下渠道				线上渠道
	超市及大卖场	百货商店	日化专营店/美妆专卖店 (CS)	单品牌门店	B2C、C2C 等
品牌数量	10~60 个	20~30 个	小于 10 个	1 个	几乎所有品牌
产品定位	中低端	中高端	中端	中档、高档	高中低
产品价格区间	40~300 元	200~2000 元	40~300 元	300 元及以上	通常有较大折扣
服务	简单的产品咨询	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	美容导购及产品体验	产品以文字介绍为主
终端设计装修	品牌陈列无明显分隔	品牌分隔较为明显，每个柜台代表一个品牌	品牌分隔较为明显	品牌陈列有序	-
终端特点	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	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	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；同时门店还可以搭配皮肤测试等服务，客户体验好	B2C 平台：天猫、草莓网、乐蜂网、京东等； C2C 平台：淘宝、Panli 等； 品牌直营网店：兰蔻、碧欧泉等； 特卖、团购网站：聚美优品、高朋等； 海淘等
主要品牌	妮维雅、旁氏、卡尼尔等外资品牌，相宜本草、丁家宜、大宝等本土品牌	欧莱雅、资生堂、娇韵诗、雅诗兰黛、迪奥等外资品牌，本土品牌如佰草集等	珀莱雅、自然堂、丸美、美肤宝等本土品牌	欧舒丹、科颜氏、悦诗风吟、老中医、林清轩、美体小铺	几乎覆盖所有外资和本土品牌
2017 年市场份额	27.20%	18.70%	9.90%	-	23.20%

资料来源：珀莱雅招股书、Euromonitor、光大证券研究所

注：1) 专营店市占率不包含药店等；

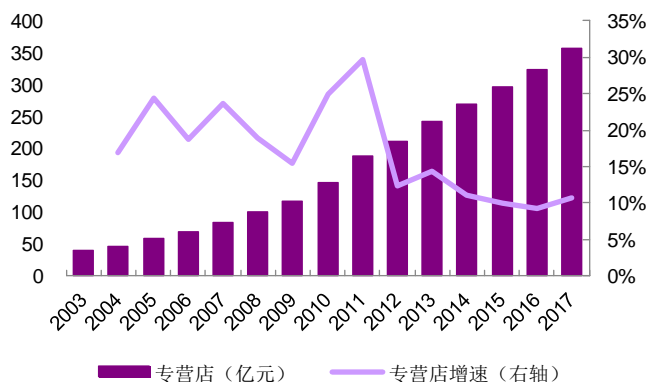
2) 上述渠道以外，还有销售员直接销售化妆品予消费者形式，2017 年该种模式市场份额占比 9.70%。

#### ➤ 专营店及电商渠道先后兴起，其中电商渠道在个护领域对线下冲击更大

从渠道发展来看，化妆品专营店及电商等渠道先后兴起，市场份额占比持续提升。2003~2017 年化妆品商超、百货渠道市场份额占比分别下降 3.2PCT、14.9PCT，同期专营店、电商市场份额占比提升 5.4PCT、22.9PCT。

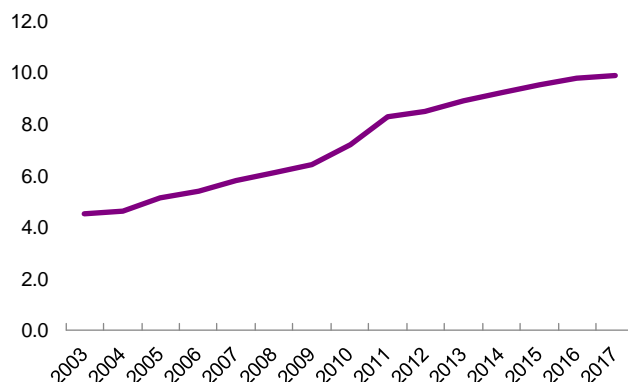
化妆品专营店伴随着我国化妆品行业兴起而快速发展，在 2011 年及以前市场规模增速均在 20% 以上，2012 年至今增速放缓、但仍高于行业总体增速、市场份额小幅提升。

图 12：我国化妆品行业专营店市场规模及同比增速



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

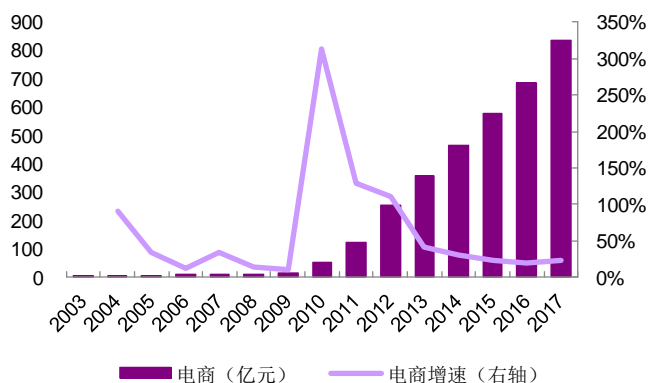
图 13：我国化妆品行业专营店市场份额 (%)



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所

电商渠道自 2010 年以来加速发展，化妆品获益渠道红利、在线上增长迅速，近年增速有所放缓，但仍维持 20% 左右或以上的增速。其中国产品牌布局电商渠道较早，而国际品牌在 2014 年前后加速布局电商渠道。

图 14：我国化妆品行业电商渠道市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

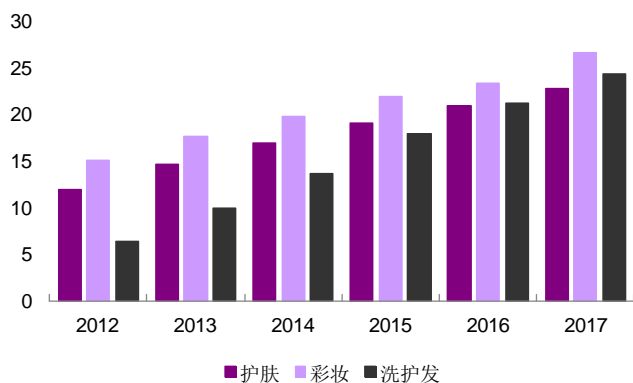
图 15：2010~2017 年我国化妆品各渠道市场规模复合增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

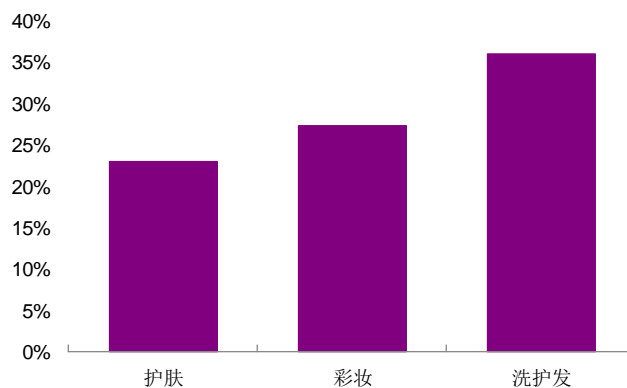
从电商渠道细分品类来看，2012~2017 年电商渠道中洗护发、彩妆、护肤等市场规模增速依次递减、分别为 36.08%、27.39%、23.02%，期间洗护发品类电商渗透率提升幅度最大、为 18.00PCT，高于护肤的 10.9PCT、彩妆的 11.6PCT，表现出电商渠道对洗护发线下渠道的冲击较甚，主要因为洗护发产品概念、功能性较为简单，无需线下店员过多推销/介绍等。

图 16: 2012~2017 年我国洗护发、护肤、彩妆等市场电商渗透率 (%)



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

图 17: 2012~2017 年洗护发、护肤、彩妆等电商渠道市场规模年均复合增速



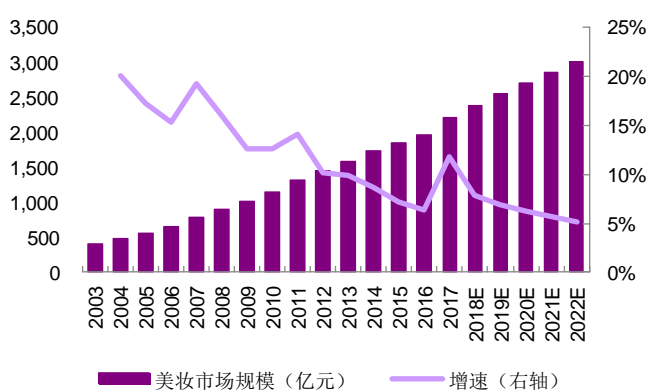
资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

## 2、美妆子行业：景气度较高，格局雏形初现

### 2.1、美妆行业：护肤先发、彩妆继起，本土品牌地位提升

我国美妆行业总体仍处于成长期，景气度高于个护领域，主要包含护肤及彩妆等两大品类，2017 年市场规模分别为 1866.55 亿元、344.17 亿元，2012~2017 年市场规模年复合增速分别为 8.02%、13.67%。

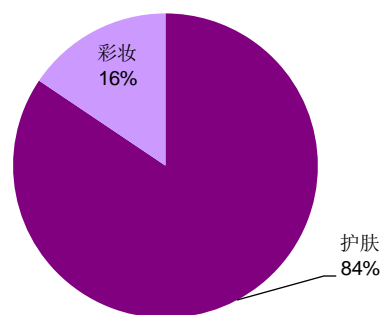
图 18: 我国美妆市场规模及同比增速



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

注: 2018~2022 年我国美妆市场规模预测为 Euromonitor 预测

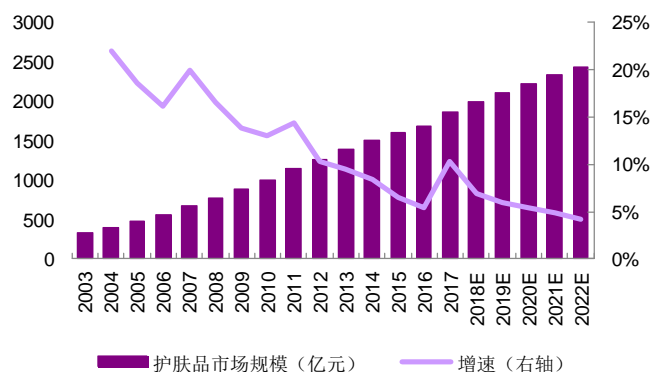
图 19: 2017 年我国美妆市场中护肤、彩妆占比



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

子品类对比来看，我国彩妆市场规模年复合增速高于护肤，主要因为彩妆消费升级滞后于护肤，渗透率相对更低，未来彩妆将成为我国化妆品行业发展的重要动力之一。

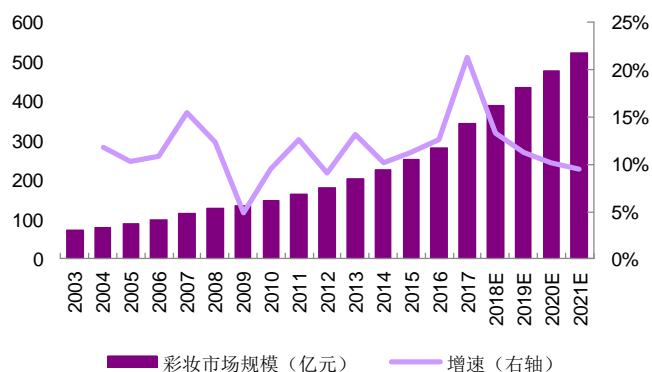
图 20：我国护肤品市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：2018~2022 年我国护肤品市场规模预测为 Euromonitor 预测

图 21：我国彩妆市场规模及同比增速



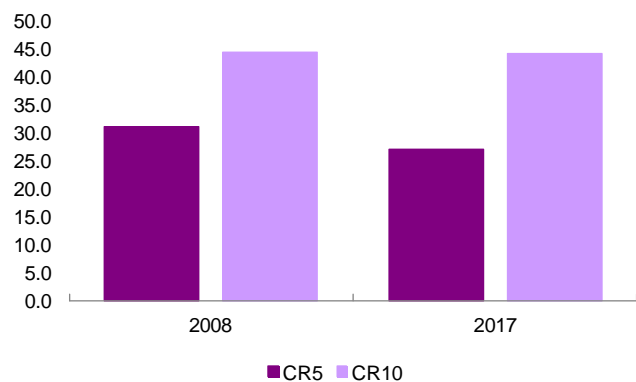
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：2018~2022 年我国彩妆市场规模预测为 Euromonitor 预测

从行业集中度来看，2017 年我国护肤 CR5、CR10 分别为 27.0%、44.1%，分别较 2008 年下降 4.0PCT、0.2PCT，集中度有所下降，主要为原头部国外公司如欧莱雅、宝洁、资生堂等市占率下降，而本土公司如百雀羚、上海上美等快速崛起、自 2014 年以来进入前十大公司。总体上看，近年行业格局逐渐稳定。

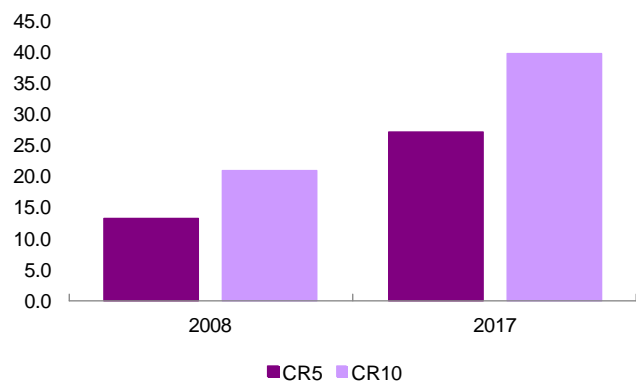
彩妆领域呈现集中化趋势，2017 年 CR5、CR10 分别为 27.1%、39.8%，分别较 2008 年提升 13.8PCT、18.8PCT。

图 22：2008、2017 年我国护肤行业 CR5、CR10 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 23：2008、2017 年我国彩妆行业 CR5、CR10 (%)

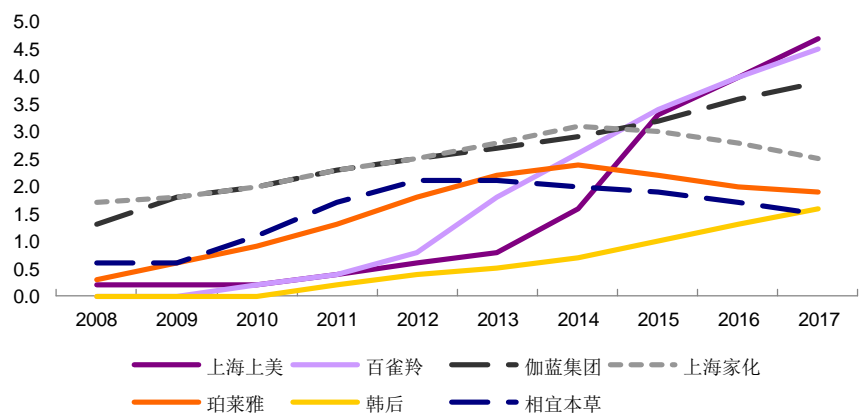


资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

从行业格局来看，在护肤品领域，2000 年以后一批本土化妆品品牌先后成立，并在近年从市占率不足 1%到进入行业前十、再到成长为行业龙头，如上海上美（旗下主要护肤品品牌为韩束、一叶子，下同）、百雀羚（百雀羚）、伽蓝集团（自然堂）、上海家化（佰草集、高夫）等，而欧莱雅（巴黎欧莱雅）、宝洁（Olay）等定位偏大众的国际化妆品巨头在我国护肤品市占率持续下降。截止 2017 年我国护肤品市场中前十名品牌中有五个本土品牌。



图 24：我国护肤品市场中前 20 大公司中本土公司市占率 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

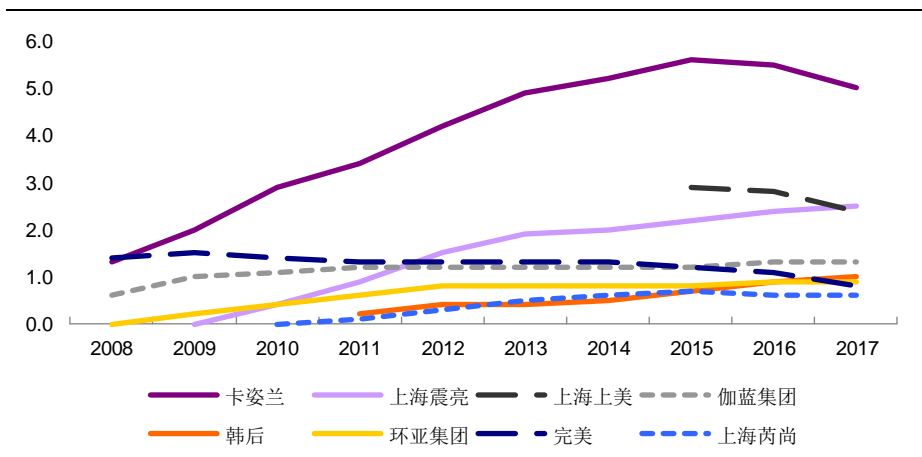
表 5：我国护肤品市场中前 20 大品牌简介及近年市占率 (%) 变化

排名	品牌名称	所属公司名称	所属国家	2010 年市占率 (%)	2017 年市占率 (%)
1	百雀羚	百雀羚	中国	0.2	4.5
2	巴黎欧莱雅	欧莱雅集团	法国	5.7	4.2
3	玫琳凯	玫琳凯	美国	4.3	3.6
4	自然堂	伽蓝集团	中国	-	3.1
5	Olay	宝洁	美国	6.7	2.8
6	韩束	上海上美	中国	-	2.7
7	兰蔻	欧莱雅集团	法国	1.8	2.5
8	雅诗兰黛	雅诗兰黛	美国	1.5	2.5
9	一叶子	上海上美	中国	-	2.0
10	佰草集	上海家化	中国	1.1	1.8
11	珀莱雅	珀莱雅	中国	0.8	1.8
12	完美	完美资源	马来西亚	2.5	1.8
13	欧珀莱	资生堂	日本	2.3	1.7
14	妮维雅	拜尔斯道夫	德国	2.2	1.7
15	韩后	韩后	中国	-	1.6
16	雅姿	安利集团	美国	3.4	1.5
17	悦诗风吟	爱茉莉太平洋	韩国	-	1.5
18	相宜本草	相宜本草	中国	1.1	1.5
19	SK-II	宝洁	美国	0.3	1.1
20	水密码	丹姿	中国	0.3	1.1

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

在彩妆领域，不乏一些优质本土公司市占率持续提升，例如卡姿兰、近年新秀上海震亮（玛丽黛佳）以及上海上美、伽蓝集团、环亚集团等护肤、彩妆多栖发展公司。进入前十的品牌有卡姿兰、玛丽黛佳、韩束，2017 年其在彩妆市占率分别为 5.0%、2.5%、2.4%，排名分别为第四、第九、第十。

图 25：我国彩妆市场中前 20 大公司中本土公司市占率 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

表 6：我国彩妆市场中前 20 大品牌简介及近年市占率 (%) 变化

排名	品牌名称	所属公司名称	所属国家	2010 年市占率 (%)	2017 年市占率 (%)
1	美宝莲	L'Oréal	法国	20.9	13.0
2	巴黎欧莱雅	L'Oréal	法国	10.5	7.4
3	卡姿兰	卡姿兰	中国	2.9	5.0
4	迪奥	LVMH	法国	3.0	4.7
5	蜜丝佛陀	科蒂	美国	-	3.4
6	悦诗风吟	爱茉莉太平洋	韩国	-	2.7
7	兰蔻	欧莱雅	法国	1.3	2.6
8	香奈儿	香奈儿	法国	1.7	2.5
9	玛丽黛佳	上海震亮	中国	0.4	2.5
10	韩束	上海上美	中国	-	2.4
11	YSL	欧莱雅	法国	-	2.2
12	魅可	雅诗兰黛	美国	0.7	2.2
13	玫琳凯	玫琳凯	美国	2.8	1.9
14	雅诗兰黛	雅诗兰黛	美国	1.3	1.8
15	兰芝	爱茉莉太平洋	韩国	0.7	1.7
16	兰瑟	IMC 集团	意大利	0.9	1.7
17	乔治阿玛尼	欧莱雅	法国	0.2	1.6
18	Make Up For Ever	LVMH	法国	0.5	1.2
19	欧珀莱	资生堂	日本	1.8	1.0
20	韩后	韩后	中国	-	1.0

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

## 2.2、国内外公司业绩：头部公司持续快速增长、格局不断巩固

本部分我们重点跟踪国内外美妆上市公司发展情况，其中国外美妆公司在我国化妆品行业市占率均排名前三十，这些公司对国外品牌在我国化妆品行业的发展情况具有代表性。

我们发现国外美妆头部公司（亚太区/中国）及本土优质护肤公司近年总体获益行业景气、保持快速发展，虽然渠道兴衰或终端零售波动也会给业绩带来短期波动，但进入 2018 年大部分公司逆势提速增长、显示头部公司地位持续得到巩固，具体来看：

1) 近年大部分公司收入快速增长，进入 2015、2016 年化妆品终端零售疲软，部分公司收入增速出现不同程度放缓，其中珀莱雅线下专营店渠道受到影响较大、收入放缓较为明显，御家汇以电商渠道为主、继续分享线上红利、受到影响较小。

2) 2017 年化妆品终端零售回暖，以线下渠道为主的上海家化、珀莱雅等均提速增长，多数国外公司收入增长同比提速。

3) 进入 2018 年，自 5 月以来化妆品零售有所放缓，国内公司及国外公司在亚太/中国区收入均保持快速或稳健增长、总体上未受到终端总体环境影响，仅少部分公司收入增速在 18Q3 放缓。我们认为背后主要原因为行业格局雏形初现背景下、强者恒强、对抗周期风险的能力更强。

图 26：国内外美妆公司收入同比增速

公司	地区	2012	2013	2014	2015	2016	2017	18Q1	18Q2	18Q3
上海家化	中国	11.81%	11.74%	19.38%	9.58%	-8.98%	8.82%	10.33%	8.24%	9.95%
珀莱雅	中国	-	-	21.70%	-5.45%	-1.33%	9.83%	10.93%	41.60%	36.64%
御家汇	中国	-	-	-	77.89%	52.32%	40.61%	42.14%	69.69%	43.61%
L'Oreal (欧莱雅)	全球	10.42%	-1.51%	1.84%	12.10%	-1.35%	4.44%	-3.78%	0.73%	6.16%
	亚太	18.44%	2.22%	4.14%	19.72%	3.15%	9.16%	10.00%	16.78%	26.24%
Shiseido (资生堂)	全球	1.74%	-0.68%	12.44%	2.05%	9.34%	18.20%	10.20%		
	中国	-	1.77%	22.89%	2.94%	13.11%	23.98%	33.40%		
Estee Lauder (雅诗兰黛)	全球	10.26%	4.82%	7.73%	-1.72%	4.47%	4.99%	14.28%	16.71%	17.96%
	亚太	14.24%	5.48%	5.24%	-2.36%	-0.37%	8.52%	16.44%	32.63%	38.04%
AmorePacific (爱茉莉太平洋)	全球	11.54%	8.81%	24.95%	23.04%	18.44%	-9.24%	-8.76%	11.51%	5.67%
	亚洲 (除韩国)	37.10%	29.77%	38.16%	64.71%	42.46%	-	-18.56%	22.84%	7.04%
Beiersdorf (拜尔斯道夫)	全球	7.23%	1.67%	2.34%	6.38%	0.99%	4.50%	-29.11%	5.49%	-
	亚/非/澳洲	20.23%	12.55%	5.36%	14.19%	2.15%	6.96%	2.20%	6.76%	-
LG (LG生活)	全球	12.85%	11.04%	8.11%	13.93%	14.37%	2.89%	6.45%	11.05%	10.60%
	中国	61.94%	9.52%	27.59%	47.34%	35.59%	24.42%	35.55%	44.31%	21.61%
护肤行业增速		10.37%	9.52%	8.40%	6.58%	5.40%	10.27%	-		
彩妆行业增速		9.08%	13.22%	10.25%	11.30%	12.57%	21.35%	-		
美妆行业增速		10.21%	9.99%	8.64%	7.20%	6.37%	11.86%	-		

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所

注：1) 部分国外公司除美妆业务外，还有部分个护业务，但个护业务占比相对美妆更低，因此其总体收入增速对于其美妆业务发展具有一定的借鉴意义；

2) 国外公司按在我国化妆品行业市占率由高到低排序；

3) 图中底色色调的暖冷表示公司收入增速的高低。

## 2.3、竞争策略：成长期需重营销与渠道铺设、抢占市场份额

高端护肤品通常具有较强的产品力、长期的产品功效口碑沉淀，而中档护肤品在产品力上的差异性较小、产品的功能性较弱，因此中档护肤品品牌的竞

争主要集中在品牌营销、渠道扩张上。当前我国本土品牌多定位中档，与多定位高端的国际品牌进行差异化竞争。

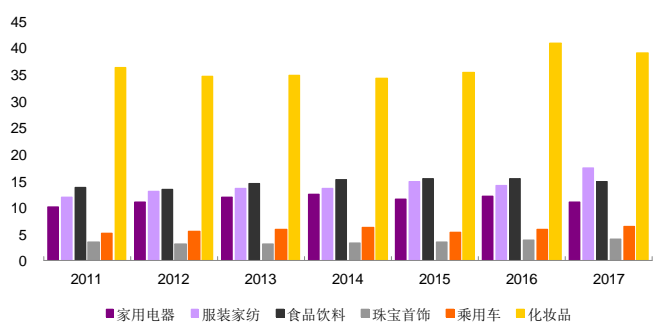
### ➤ 化妆品品牌塑造重视营销与渠道扩展

对比主要消费品，无论相比于耐用品/非耐用品，还是必需/可选消费品，化妆品的销售费用率均处于较高水平，体现了在化妆品行业中营销对于品牌塑造的重要性。2017 年我国化妆品上市公司（含已申报上市公司）平均销售费用率为 39.27%，而同期家电、服装家纺、食品饮料、珠宝首饰、乘用车等销售费用率分别为 11.13%、17.53%、14.92%、4.11%、6.52%。

由于不同销售模式下销售费用亦不同，因此为了增强说服力，我们直接测算各细分消费品类代表性公司品牌营销相关的费用率（不包含销售折让、促销等费用），我们发现化妆品公司品牌营销相关费用率仍显著高于其他消费品公司。

此外，对于品牌的塑造还离不开广泛布局与其定位相符的渠道，在品牌营销的同时，迅速扩张渠道、提升品牌曝光度。

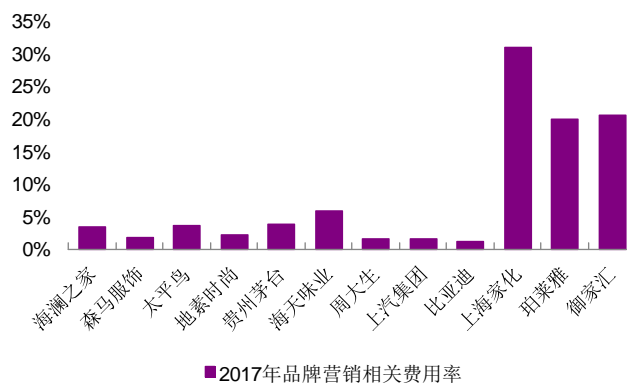
图 27：我国 A 股主要消费品行业销售费用率（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

注：化妆品行业包含公司有上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化、丸美股份等，其销售费用率为按照各公司收入规模加权平均的销售费用率；其他行业的销售费用率为申万行业指数对应的销售费用率。

图 28：2017 年各细分消费品类代表性公司品牌营销相关费用率



资料来源：Wind、光大证券研究所

注：地素时尚费用率实际为 18H1

### ➤ 一叶子案例分析：营销+渠道扩展助力其快速成长为知名护肤品牌

一叶子品牌为我国本土化妆品龙头上海上美旗下的品牌。上海上美成立于 2002 年，拥有韩束、一叶子、吾尊、索薇娅、红色小象、韩粉世家等品牌，其中公司收入主要来源为韩束、一叶子两大品牌，2017 年在我国护肤品市占率分别为 2.7%、2.0%（据 Euromonitor）。

一叶子品牌近年快速发展，2015 年战略重新调整、从此前市占率不足 1% 迅速成长为我国知名护肤品牌、2017 年在护肤品市占率为 2.0%、排名第九、在本土品牌中排名第四，尤其在面膜领域，2016 年开始包揽线上线下全渠道市占率第一名。

图 29：我国线上渠道面膜前十大品牌市占率（%）

品牌	2015 市占率	品牌	2016 市占率	品牌	2017 市占率
御泥坊	5.90%	一叶子	7.10%	一叶子	6.30%
膜法世家	3.30%	膜法世家	6.80%	膜法世家	6.00%
韩束	2.80%	御泥坊	5.40%	御泥坊	5.10%
自然乐园	2.70%	美迪惠尔	3.20%	美即	3.90%
美即	2.70%	韩后	2.80%	百雀羚	3.00%
薇奴	2.10%	丽得姿	2.60%	韩后	1.80%
水密码	2.10%	百雀羚	2.30%	自然堂	1.80%
百雀羚	2.00%	美即	2.10%	森田药妆	1.80%
森田药妆	1.80%	佰草集	1.40%	wis	1.60%
韩后	1.70%	温碧泉	1.40%	美迪惠尔	1.30%

资料来源：Statisita、光大证券研究所

图 30：我国面膜前十大品牌所属公司及市占率（%）

品牌	公司	2015	2016	2017
一叶子	上海上美	9.0	11.4	17.1
百雀羚	百雀羚	6.4	6.9	7.5
御泥坊	御家汇	5.8	8.0	7.2
韩束	上海上美	5.4	6.0	5.7
相宜本草	相宜本草	4.3	3.7	3.1
佰草集	上海家化	3.8	3.3	2.9
玫琳凯	玫琳凯	4.4	3.4	2.9
MG	欧莱雅	11.9	3.6	2.5
悦诗风吟	爱茉莉太平洋	1.6	2.3	2.4
美丽日记	统一集团	2.2	2.2	2.1

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：底色标记浅粉色的为国外品牌；美丽日记为中国台湾统一集团旗下品牌。

一叶子在几年的时间里迅速成长为面膜/护肤品知名品牌，我们回顾其发展历程，总结出其快速成长背后的原因：1) 聚焦面膜高成长领域，打造面膜明星产品、打开知名度。一叶子品牌 2011 年推出，产品覆盖乳液、面膜、BB 霜等多个品类，2014 年上海上美基于市场调研与数据分析，重新调整一叶子品牌的战略定位，主打面膜品类，把握住面膜消费高频化、独立面膜品牌发展的机遇。2) 深度全线营销：2015 年 4 亿元品牌预算中，除 1 亿元投向产品及渠道，剩余 3 亿元均投向广告营销等，2016 年广告营销费用进一步提升至 10 多亿元，巨额的广告营销费用投向了三大卫视、各大热门综艺、人气明星、热门影视剧植入等，迅速打开品牌知名度。3) 广泛的渠道布局：一叶子一方面进行海量营销，另一方面通过经销代理模式迅速进入化妆品专营店、电商等渠道。

表 7：一叶子近年赞助营销情况介绍

时间	赞助方式	栏目	合作方	营销费用 (亿元)
2015	特约赞助	非诚勿扰	江苏卫视	0.80
2015	冠名	超级战队	江苏卫视	1.00
2015	独家冠名	蒙面歌王	江苏卫视	1.50
2015	特约赞助	流行之王	浙江卫视	0.40
2016	独家冠名	天天向上	湖南卫视	0.37
2016	冠名	火星情报局 2	优酷	-
2016 年 5 月	冠名	我想和你唱 1	湖南卫视	1.50
2016 年 1 月	冠名	钻石剧场	湖南卫视	2.28
2017	全年投放	-	万达影院	-
2018 年 2 月	独家冠名	这！就是街舞	优酷	1.50

资料来源：化妆品招商网、爱奇艺、光大证券研究所

### ➤ “种草”时代来临，本土新锐品牌凭借内容营销及电商渠道崛起、表现亮眼

随着产品不断丰富、消费者在购买时越来越依赖网红达人的使用经验/意见，内容营销正逐步兴起、化妆品领域的“种草”时代已经来临，部分本土新锐

品牌凭借内容营销、借力电商渠道等迅速崛起，如 HFP 发力公众号内容营销、完美日记主打小红书的内容营销等、均成为知名护肤、彩妆品牌。

目前可供利用的内容营销平台有小红书、B 站、抖音、快手、美图、淘宝站内、知乎、豆瓣、微博、微信公众号、INS 等。

表 8：我国化妆品领域代表性新锐品牌

品牌	创立时间	所述品类	定位	品牌特色	业绩靓丽表现
Homefacialpro	2014	护肤	主打专业护肤	创始团队成员曾任职宝洁、在化妆品领域经验丰富； 品牌在产品中添加玻尿酸、视黄醇、神经酰胺等功效产品，迎合当前“成分党”的喜好	2018 天猫双十一美妆排行榜第八，为其首次进入前十榜单
完美日记	2016	彩妆	定位“易上手、高品质、精设计”的彩妆产品	创始团队都是有过多年化妆品行业及电商运营经验的大佬们	据淘数据，2018 年 11、12 月完美日记在天猫彩妆品牌排名第一、第二

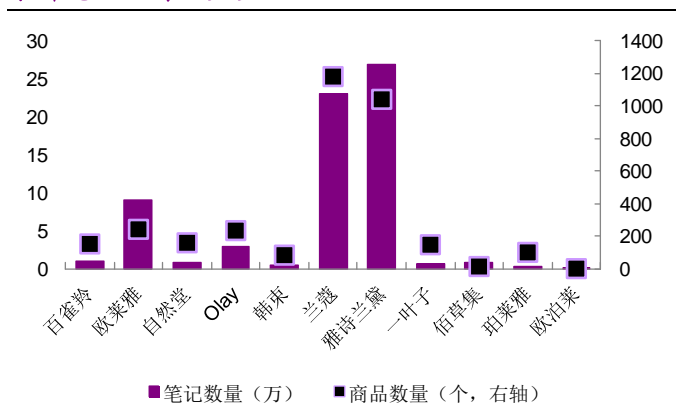
资料来源：品牌官网、品牌天猫旗舰店、光大证券研究所

这部分新锐品牌以电商渠道为主、渠道结构单一，与真正的龙头品牌相比仍有一定的差距，但其在短时间内借力内容营销快速成长为线上渠道龙头品牌仍有借鉴意义。

目前内容营销已成行业共识，无论是国外品牌还是本土品牌均在布局内容营销。小红书为内容营销的主要阵地、国际品牌资金实力及品牌号召力强、在小红书上已有大量的笔记数量、相比之下本土品牌笔记数量较少，但在抖音等其他内容营销阵地上，部分本土品牌，如珀莱雅、一叶子等获赞数与粉丝数相比国际品牌并不逊色。

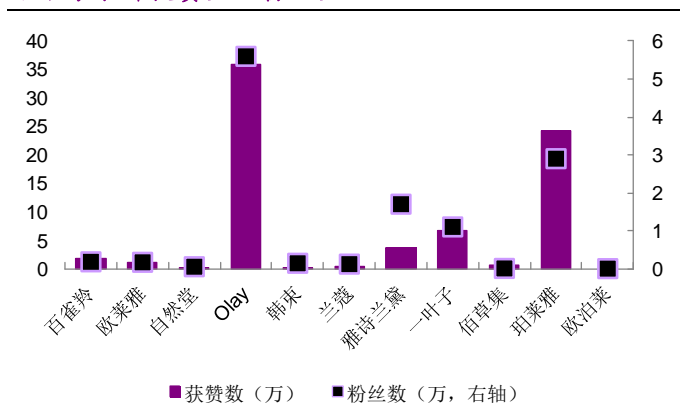
在美妆行业格局雏形初现且格局不断巩固的背景下，内容营销等新型营销方式兴起或为小品牌提供弯道超车的机会，虽然大品牌在资金实力及品牌影响力方面更强，但小品牌若能更迅速适应行业变化并做出调整、其发展有望超越大品牌。

图 31：截止 2018 年 12 月 20 日各品牌在小红书平台上累计笔记及商品数量



资料来源：小红书 APP、光大证券研究所  
注：上图中品牌从左到右的市占率依次下降

图 32：截止 2018 年 12 月 20 日各品牌在抖音平台上官方账号累计获赞数及粉丝数



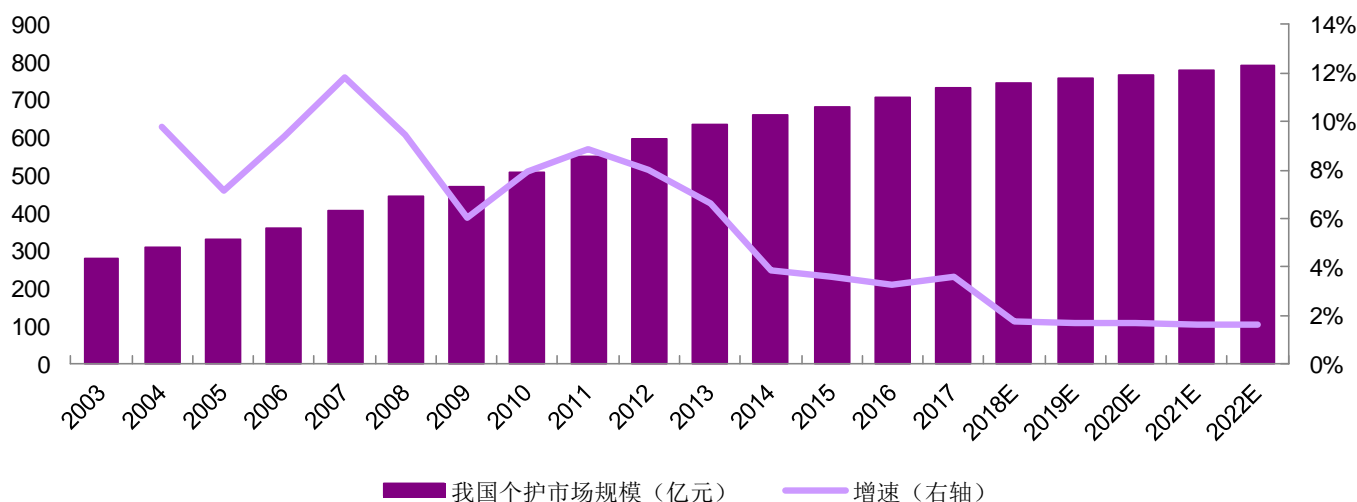
资料来源：抖音 APP、光大证券研究所  
注：上图中品牌从左到右的市占率依次下降

### 3、个护子行业：景气下行，竞争激烈

#### 3.1、个护行业：发展成熟，需求多元化，经营难度加大

我国个护用品消费升级早于护肤、彩妆等，其成长于 20 世纪 90 年代中后期，经过 20 多年的发展，已经步入成熟发展期，近年市场规模增速维持在低个位数。2012~2017 年我国个护市场规模年复合增速为 5.10%。

图 33：我国个护行业发展历程

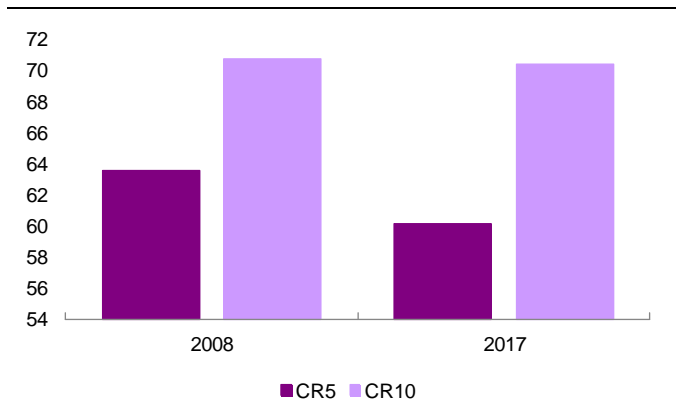


发展阶段	萌芽期	培育期	品牌爆发期（繁荣期）	逐步成熟期
时间	20世纪80年代中期以前	20世纪80年代末~90年中期	20世纪90年代末期~2008	2009年至今行业增速放缓 (2014年宝洁市占率开始下降)
消费诉求	清洁为主，逐步从香皂过渡至洗发水消费	以滋润、去屑为主要诉求	植物、中草药、乌发黑发、防脱止脱、直发等概念兴起	城市地区洗护发产品渗透率基本达100%（据英敏特）； 香氛、无硅油、无硫酸盐、氨基酸、男士专用等细分概念兴起、使得行业进一步分散，高端化趋势逐步凸显
市场规模年复合增速	-	-	9.51%（2003~2008年）	7.84%（2009~2013年） 3.50%（2014~2017年）
商业环境	-	一二线城市以商超渠道为主；三四线城市以小卖部、便利店等为主	线下渠道为主、电视广告单一营销为主	电商渠道、社交媒体营销等兴起，专营店拓展洗护发品类
行业格局	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆以本土品牌为主，如蜂花、海欧、美加净等；</li> <li>◆国际品牌尚未进入中国</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆国际品牌开始进入中国，并且定价为本土品牌4倍，主要占据一二线商超市场；</li> <li>◆本土品牌定价较低，主要占据三四线及以下市场，主要采用经销模式</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆特色产品理念、渠道广泛拓展、大量广告投放、洗脑口号等使得一批本土品牌快速发展，但产品、营销手法同质化为后期行业增速放缓时的发展埋下隐患；</li> <li>◆国际品牌降价、拓展低线城市市场、行业总体竞争加剧</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆2014年开始宝洁旗下三大洗发品牌海飞丝、飘柔、潘婷等市占率持续下降；在电商布局较为落后，在线下渠道占据龙头地位，但在线上仅海飞丝进入前十；</li> <li>◆联合利华（清扬、清扬男士）、汉高（施华蔻）等市占率提升；</li> <li>◆药用洗发的康王、主打无硅油的滋源、氨基酸概念的植观等品牌迅速发展。</li> </ul>

资料来源：Euromonitor、张晓冬《中国洗发水市场格局的新变化》、陈海超《洗发水：中国式破局》、各品牌官网、光大证券研究所注：上图中 2018-2022 年我国个护市场规模预测为 Euromonitor 测算。

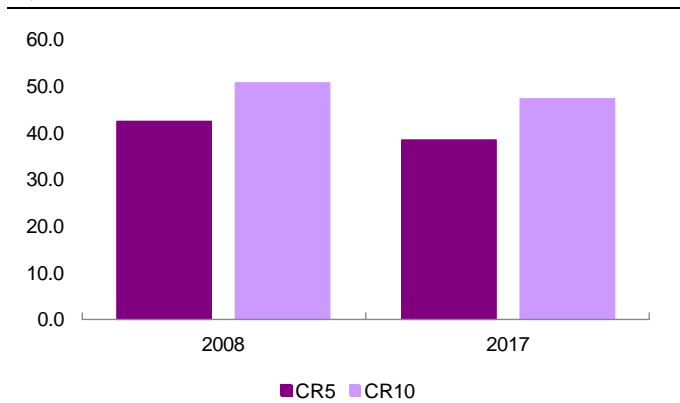
行业集中度呈现下降趋势，如护发领域 2017 年 CR5、CR10 分别为 60.1%、70.4%，分别较 2008 年下降 3.5PCT、0.4PCT；沐浴用品领域，2017 年 CR5、CR10 分别为 38.4%、47.2%，分别较 2008 年下降 3.9PCT、3.6PCT。

图 34: 2008、2017 年我国洗护发行业 CR5、CR10 (%)



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

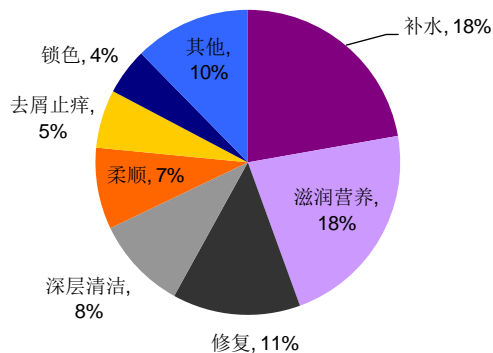
图 35: 2008、2017 年我国沐浴用品行业 CR5、CR10 (%)



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

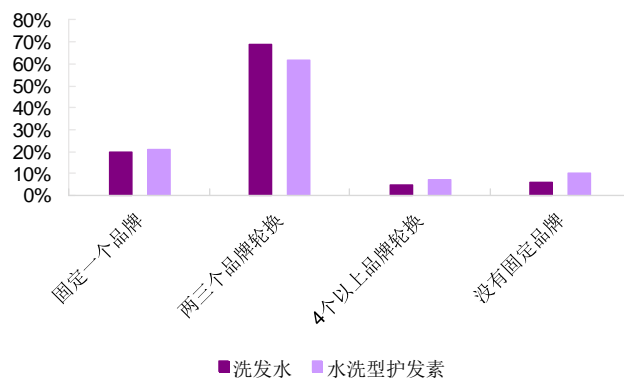
行业集中度的下降，我们认为主要由于我国消费者对个护产品认知水平不断提升、对产品功能/概念要求呈现多元化、外部营销环境从传统的电视广告到社交媒体内容营销等变化，使得品牌商需要持续推出新品、不断调整经营策略以应对行业变化，同时我国洗护发消费者通常 2~3 个洗发品牌轮换使用为新品牌的发展、为打破现有格局提供了条件。

图 36: 2017 年我国线上洗护发产品需求占比



资料来源: CBNDData、光大证券研究所

图 37: 2015 年我国消费使用不同品牌的频率



资料来源: 英敏特、光大证券研究所

### 3.2、国内外公司业绩：易受终端零售波动影响

该部分我们重点跟踪了在我国个护领域占据前列的跨国公司，如宝洁、高露洁、联合利华、强生、汉高等，以及本土上市个护公司、如拉芳家化、名臣健康等。我们发现由于个护行业发展成熟、竞争激烈，业内公司业绩较易受到短期终端零售波动影响：



- 1) 近年国内公司收入增长水平及国外公司在亚太/大中华区等收入增速水平较低、多为个位数；
- 2) 2017 年随着终端零售回暖，本土公司拉芳家化受累于经销渠道收入下滑、总体增速未有改善，而国外公司如宝洁、高露洁、联合利华、强生、汉高等收入增速均有提升/降幅收窄，显示出国外龙头品牌强势竞争力；
- 3) 2018 年随着终端零售放缓，本土公司收入增长承压，如名臣健康（旗下品牌为蒂花之秀）收入出现下滑、且降幅持续扩大，多数国外公司 18Q3 收入增速同比放缓；其中宝洁公司逆势实现双位数增长，或为其旗下 Olay 品牌业绩改善所致、其旗下个护品牌业绩改善仍有待观察。

图 38：国内外个护公司收入同比增速

公司	地区	2012	2013	2014	2015	2016	2017	18Q1	18Q2	18Q3
拉芳家化	中国	-	9.28%	13.71%	5.48%	6.53%	-6.47%	-5.94%	13.31%	-8.07%
名臣健康	中国	-	-	31.12%	5.07%	1.46%	7.64%	-12.05%	-16.73%	-27.04%
P&G (宝洁)	全球	1.11%	-2.30%	-7.13%	-4.91%	-7.70%	-0.37%	2.73%		-
	大中华区	-	-	-	-	-17.96%	-0.37%	15.57%		-
Colgate-Palmolive (高露洁)	全球	2.10%	1.96%	-0.82%	-7.19%	-5.23%	1.70%	6.38%	1.57%	-3.25%
	亚太	6.83%	6.39%	-0.16%	5.69%	-4.55%	0.21%	5.42%	1.66%	-7.55%
Unilever (联合利华)	全球	10.45%	-2.98%	-2.73%	9.98%	-1.05%	1.90%	-5.23%	-4.69%	-4.84%
	亚非	14.86%	-1.34%	-1.90%	13.82%	0.09%	3.66%	-3.41%	-2.37%	-0.60%
Johnson & Johnson (强生)	全球	3.37%	6.08%	4.23%	-5.73%	2.59%	6.34%	12.63%	10.57%	3.55%
	亚太及非洲	5.30%	1.06%	0.45%	-8.15%	1.85%	6.72%	20.09%	13.54%	6.75%
Henkel (汉高)	全球	5.80%	-0.94%	0.45%	10.11%	3.46%	7.03%	-4.50%	0.82%	1.12%
	亚太	13.11%	-2.81%	6.02%	17.12%	3.57%	3.85%	-2.42%	1.18%	-1.06%
个护		8.48%	7.30%	4.31%	4.53%	4.62%	4.78%	-		

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所

注：1) 宝洁、联合利华、汉高、强生等化妆品业务板块以个护为主、还包含护肤等其他业务，其总体收入变动趋势对于其个护业务发展具有一定的参考意义；

2) 国外公司按在我国化妆品行业市占率由高到低排序；

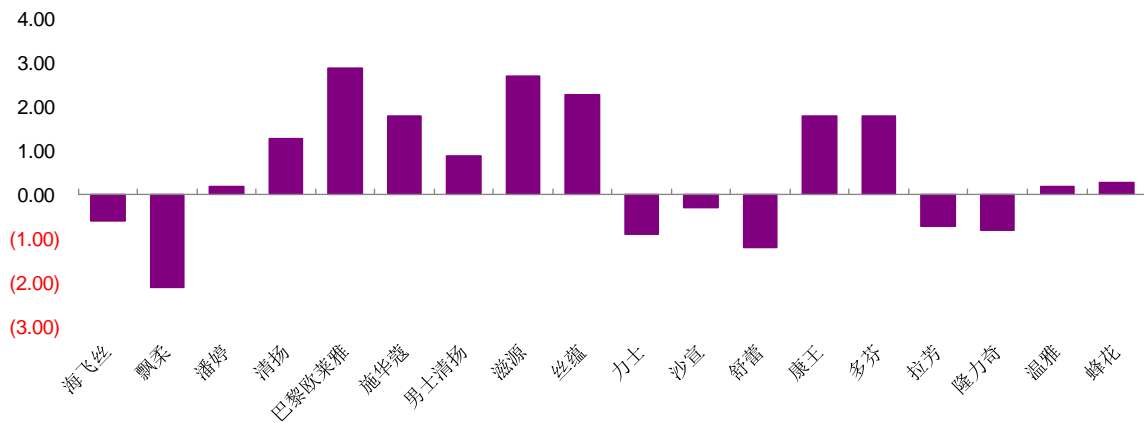
3) 图中底色色调的暖冷表示公司收入增速的高低。

### 3.3、竞争策略：消费者认识水平提升背景下需注重研发与创新

个护行业步入成熟期，消费者认识水平提升加大经营难度。为此，我们重点考察近年市占率提升的品牌，发现其成功的背后主要在于迎合当下消费多元化、高端化趋势，推出健康护发品牌，或借力快速发展的电商渠道。

近年宝洁旗下三大品牌海飞丝、飘柔、潘婷等在我国市场表现平淡，而一些主打科学、健康护发品牌持续赢得市场份额，例如针对男士的清扬男士品牌、主打无硅油/精油/专业（提供烫染后护理）的欧莱雅、定位高端的施华蔻、主打无硅油健康护发的滋源、主打药剂护发专业去屑的康王等。

图 39：2008-2017 年我国洗护发品牌市占率变动幅度 (PCT)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

注：图中从左到右依次为 2017 年洗护发品牌市占率从高到低的品牌。

同时电商渠道增速表现亮眼，2012~2017 年电商渠道护发、沐浴用品市场规模增速分别为 36.08%、25.54%，保持高速发展，其中护发电商渗透率水平从 2008 年的 0.5% 大幅提升至 2017 年的 24.3%，沐浴用品从 2008 年的 0.8% 提升至 19.4%。

而一些本土品牌把握电商发展机遇，率先从电商渠道寻得突破口，如创立于 2015 年的植观，主打氨基酸护发，发展不到 3 年时间，2018 年 11 月天猫销售额在洗护发用品领域排名第五、销售额同比增 163%。

表 9：2017 年 11 月、2018 年 11 月阿里平台美发护发前十大品牌销售额及增速

品牌	2018.11		2017.11	
	销售额 (百万元)	同比增速	品牌	销售额 (百万元)
schwarzkopf	140.87	-14%	schwarzkopf	164.41
l'oreal	94.05	37%	l'oreal	68.54
Kerastase	65.72	141%	ryo	51.10
Ryo	62.48	22%	滋源	49.47
植观	40.28	<b>163%</b>	kerastase	46.46
Adolph	37.36	-	amore	20.08
滋源	35.62	-28%	霸王	19.72
Head-shoulders	21.56	-	美多丝	18.32
润丝丹	20.41	-	植观	15.34
魔香	19.67	-	moroccanoil	15.18

资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：中文字体品牌为本土品牌，英文字体品牌为国外品牌。

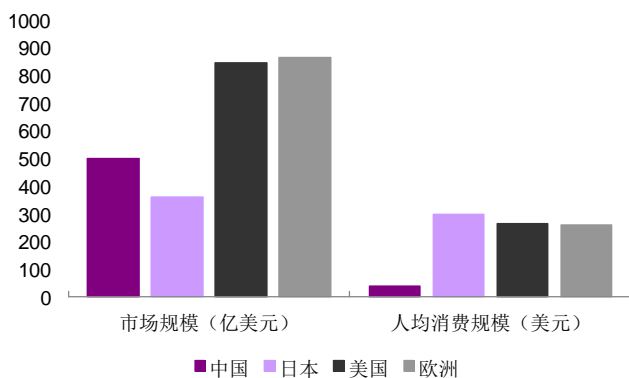
## 4、未来：护肤及彩妆等发展空间大，多品牌多品类本土龙头望诞生

### 4.1、行业发展空间较大，渗透率及消费水平有待提升

对比发达国家，我国人均化妆品消费水平仍较低，2017年是39美元（对应261元人民币），而同期发达国家是我国的7倍左右。未来我国人均消费水平提升的动力主要来自化妆品消费的继续渗透以及现有消费人群消费升级、人均支出增多等。

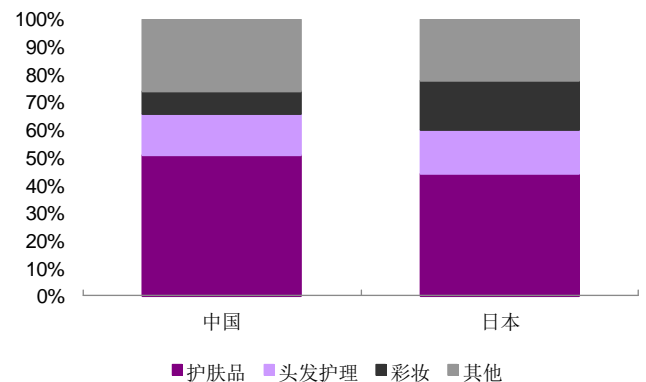
此外，对比日本等发达国家市场，当前我国护肤品在化妆品中占比较高，而彩妆、婴童用及男士用化妆品等占比仍较低。未来我国化妆品市场空间广阔，其中护肤品及彩妆等需求释放潜力大。

图 40：2017 年我国与发达国家化妆品市场规模（亿美元）及人均消费水平（美元/人）对比



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 41：2017 年我国与日本化妆品市场细分品类结构比较



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

#### ➤ 分城市来看：一二线城市基础美妆渗透完成、深度消费待挖掘，四线及以下城市继续渗透、引领增长

我国不同城市美妆人均消费金额存在较大差距，其中一二三线城市普遍高于四线及以下城市，主要为一二三线城市美妆消费意识更强、消费升级较早。

但近年四线及以下城市贡献我国化妆品行业增长主要动力，据国家统计局，2011~2016 年我国一线、二线、三线城市限额以上企业化妆品零售额复合增速分别为 3.30%、5.68%、3.90%，均低于同期全国复合增速 9.44%。

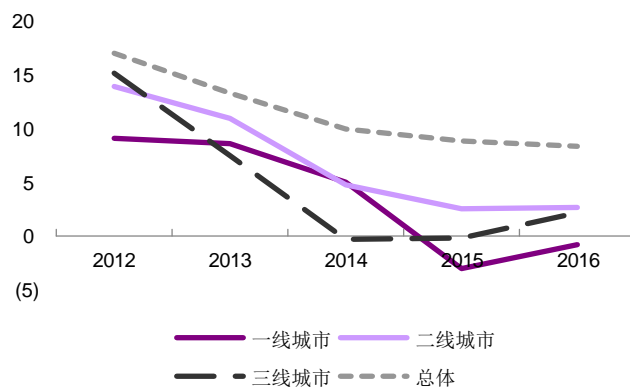
图 42：2017 年我国不同地区美妆人均消费金额分布



资料来源：京东&南都传媒《2017 美妆消费报告》、光大证券研究所

注：图中颜色越深表明该地区美妆产品人均消费金额越高

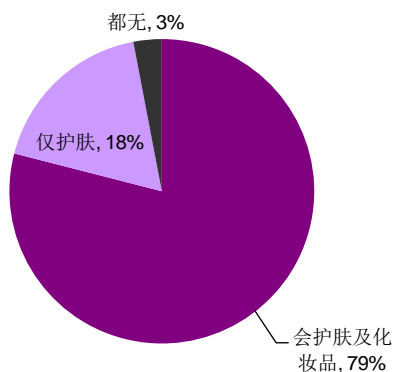
图 43：2012~2016 年我国限额以上零售企业分城市化妆品零售额同比增速 (%)



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

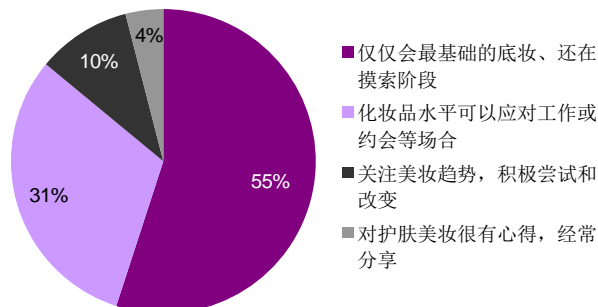
具体来看，一二线城市完成基础护肤渗透、未来向深度护理发展，彩妆仍处于摸索阶段。据网易考拉线上用户调查，79%的女生会护肤及化妆，90%以上女性已经广泛使用基础护肤产品（如洁面、化妆水、面霜等），并正逐步向唇部、眼部、头发护理及净化等产品升级；一二线城市彩妆以底妆、口红、眉笔等基础用品为主、更高阶的腮红、眼影、遮瑕等产品渗透率仍待提升，55%的消费者仍停留在仅仅会最基础的底妆的摸索阶段。

图 44：我国一二线城市女性美妆消费用户占比



资料来源：网易考拉《2017 进口美妆趋势报告》、光大证券研究所  
注：该项调查为网易考拉依据线上用户调查所得，由于其线上用户多为沿海地区 25~35 岁女性（据艾瑞咨询），因此对一二线女性美妆消费具有参考意义，下同。

图 45：我国一二线城市女性美妆消费程度占比



资料来源：网易考拉《2017 进口美妆趋势报告》、光大证券研究所

图 46：2017 年我国一二线城市女性护肤消费主要品类渗透率



资料来源：网易考拉《2017 进口美妆趋势报告》、光大证券研究所

图 47：2017 年我国一二线城市女性彩妆消费主要品类渗透率



资料来源：网易考拉《2017 进口美妆趋势报告》、光大证券研究所

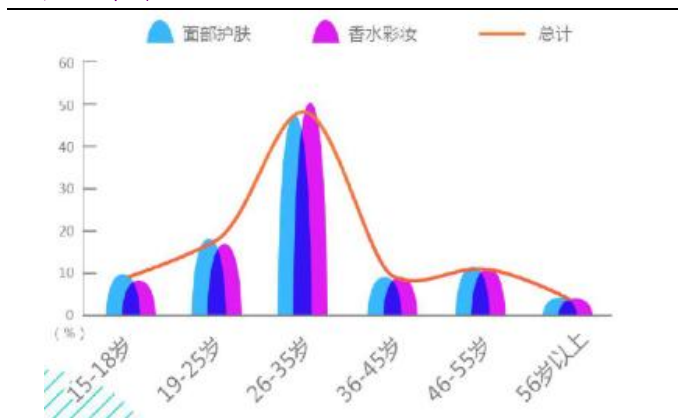
➤ 消费人群：以 80 后、90 后为主，95 后高端化趋势明显

当前我国护肤品、彩妆等产品消费主要以 80 后、90 后年轻消费者为主，其化妆品消费意识更强，在化妆品支出上较年长者更多。而对比发达国家，化妆品消费已经基本覆盖全年龄段妇女，并且随着年龄的增长、人均消费支出越高。

而根据 TNS Worldpanel Europe 的调查，欧洲 40~59 岁的女性年人均面部护肤品的消费金额接近 25~39 岁女性的两倍，而 60 岁以上的女性几乎占了 34% 的面部护肤品市场。

因此，未来随着我国 80、90 后年龄增长，预计其化妆品消费支出将提升。

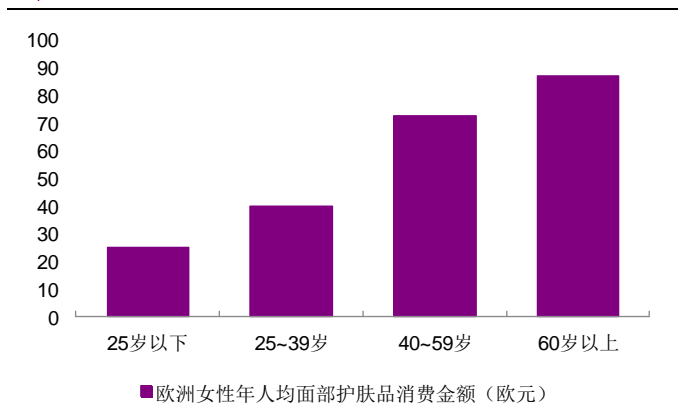
图 48：2016 年面部护肤、香水彩妆等品类消费者年龄段占比 (%)



资料来源：京东&南都传媒《2017 美妆消费报告》、光大证券研究所

注：该报告 2017 年发布，报告调查数据实际为 2016 年

图 49：2014 年欧洲女性年人均面部护肤品消费金额 (欧元)



资料来源：TNS Worldpanel Europe、光大证券研究所

此外，据京东&南都传媒发布的《2017 美妆消费报告》，95 后等年轻一代消费者正展现出高端化趋势，其前 50 大品牌中雅诗兰黛、迪奥、范思哲等高端品牌较多，韩国品牌春雨、雪花秀等排名较高，较其他年龄段更偏好高端品牌。

图 50：年轻消费者化妆品消费呈现高端化



资料来源：京东&南都传媒《2017 美妆消费报告》

综上，参考国外经验，同时结合我国实际情况，未来我国化妆品行业发展动力主要来自于渗透率的进一步提升（95、00后以及四线城市及以下的80、90后等新客群的加入）、现有消费人群随着年龄的增长、消费继续升级、化妆品消费支出的增多等，此外需注意年轻一代消费者高端化诉求更强。

## 4.2、期待本土多品牌多品类龙头诞生

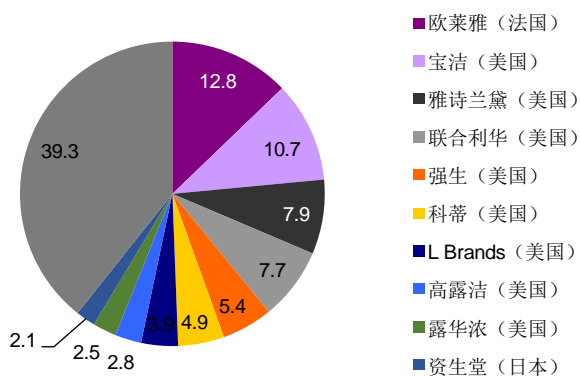
### ➤ 国外成熟市场中，本土品牌占据天然优势

观察海外成熟市场，前十大公司基本占据超一半市场份额，显示出行业的高集中度。2017年美国、英国、日本、韩国化妆品行业CR10分别为60.7%、57.6%、67.1%、50.3%（同期中国为39.5%）。

分公司属地看，欧美、日韩市场均以本土品牌为主，其中韩国化妆品前两大巨头—爱茉莉太平洋、LG生活与健康—合计占韩国市场份额为47.9%，本土化水平程度高。

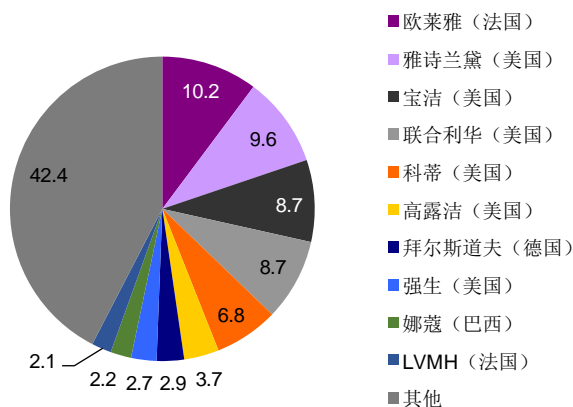
我们认为，日韩化妆品市场以本土品牌为主，主要原因为：1）不同人种肤质不同，所面临的肌肤主要问题有所差异，欧美品牌功能集中在抗衰老，日韩品牌功能集中在美白和保湿；2）文化差异导致营销手段的差异性，本土品牌更理解本土消费者，例如韩国化妆品多主打中草药（韩国化妆品龙头爱茉莉旗下明星品牌雪花秀主打人参等概念）、茶元素等东方传统文化，品牌理念更贴近消费者对健康、自然、美丽的追求。

图 51：2017 年美国化妆品行业分公司市占率 (%)



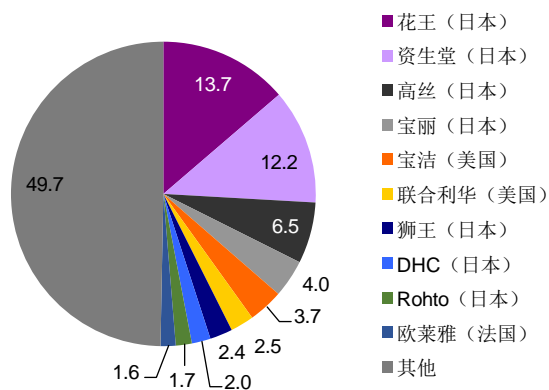
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 52：2017 年英国化妆品行业分公司市占率 (%)



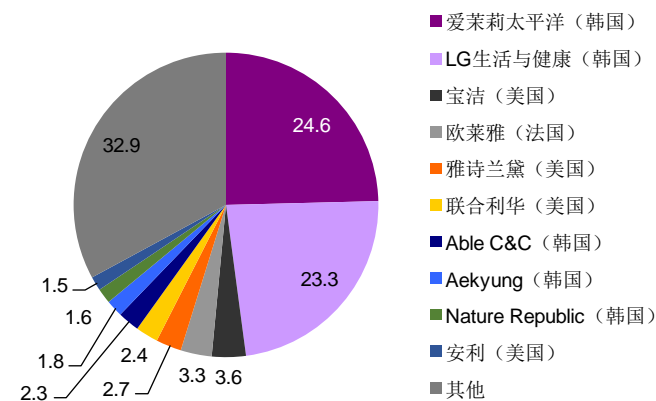
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 53：2017 年日本化妆品行业分公司市占率 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 54：2017 年韩国化妆品行业分公司市占率 (%)

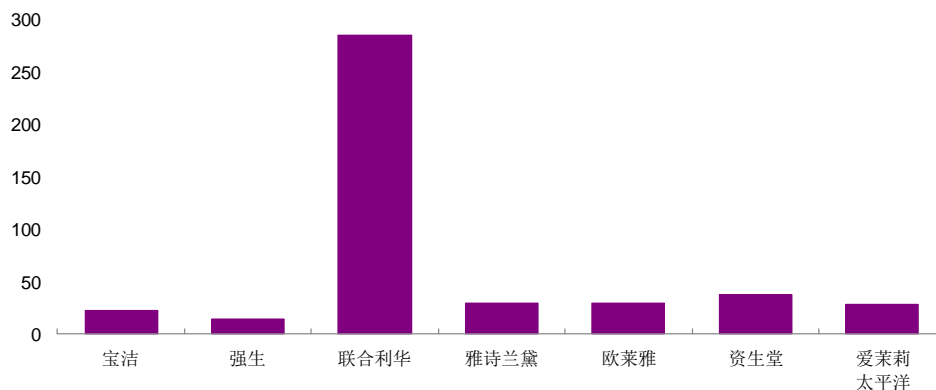


资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

➤ 世界化妆品巨头多为多品牌跨品类集团

化妆品品牌商业务外延性强，常见的有美妆领域拓展进入个护领域，美妆内部同时发展护肤品、彩妆、香水等多个品类，业务矩阵较为丰富。公司通过多品牌覆盖广泛的产品品类或是相同品类拓展不同定位的品牌。

图 55：截至 2018 年 6 月世界化妆品巨头旗下品牌数量 (个)



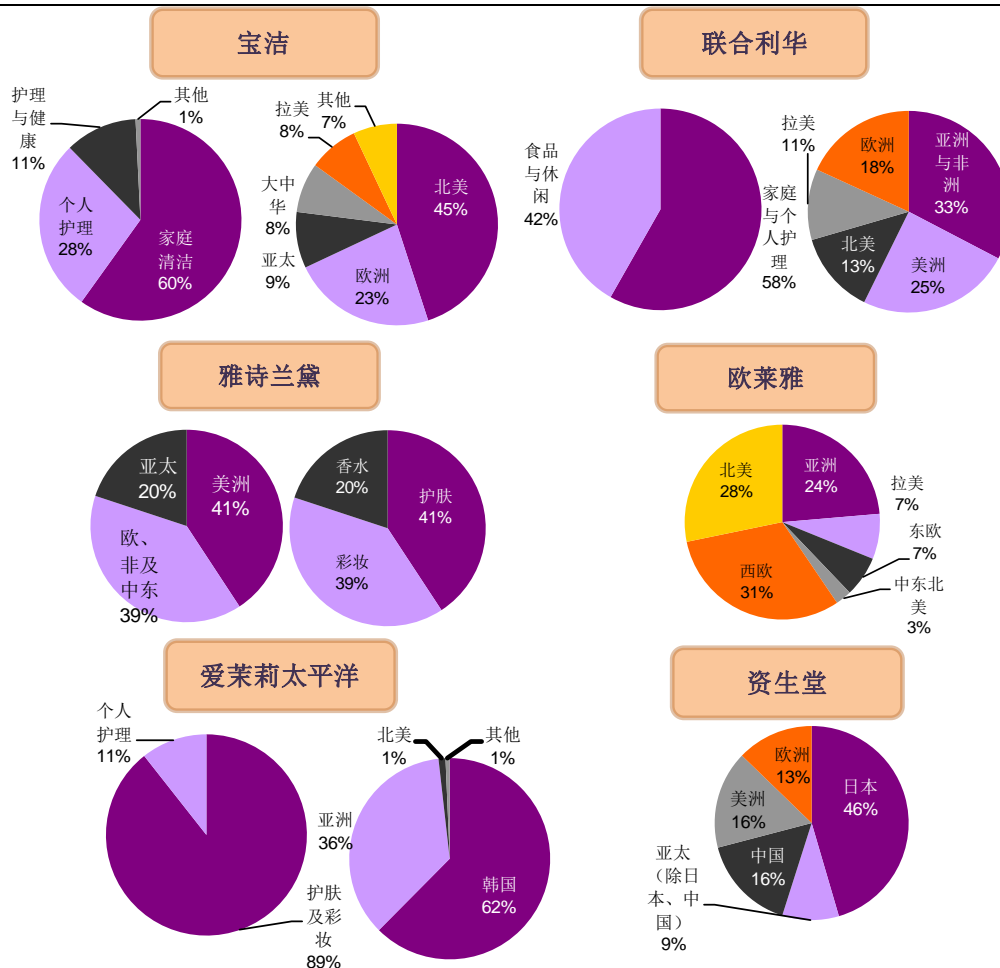
资料来源：品牌公司官网、光大证券研究所

注：联合利华旗下拥有 285 个品牌，数量较多主要为除了全球性品牌，公司还针对各个不同国家推出区域性品牌。

巨头多跨区域发展，通过自身品牌影响力及运营能力直接拓展当地市场、或是针对当地市场调研推出本土化品牌，或是直接并购当地成长性良好的品牌切入当地市场。

我们认为国外龙头公司多为多品牌、跨品类发展背后的原因为化妆品各细分品类消费客群相同、多品类拓展具有较强的协同效应。

图 56：国际化妆品巨头多业务、跨区域发展



资料来源：Bloomberg、光大证券研究所；上述化妆品品牌商分业务、分地区收入为 2017 年财务年度

➤ 本土公司逐步拓展多品牌、多品类，期待做强做大

虽然我国化妆品市场中国际品牌占主要市场份额，但部分口腔护理、护肤、彩妆本土公司表现靓丽、市占率持续提升、进入行业前十大公司。并且部分护肤品本土龙头公司已经布局多品牌、多品类，虽然大部分公司收入来源仍主要依靠主品牌、主品类（除上海家化、上海上美等），但未来随着我国护肤、彩妆消费全面升级、本土品牌运营能力提升、品牌复制等，其多品牌多品类发展将稳步推进。



表 10：我国主要本土化妆品公司简介及在我国化妆品行业市场率

公司	创立时间 (年)	产品品类	旗下品牌	简介	2017 年化妆品市占率	2017 年大众化妆品市占率	2017 年高端化妆品市占率
上海上美	2002	护肤品、洗护用品、彩妆	韩束、一叶子、吾尊、索薇娅、红色小象、韩粉世家	-	2.60%	4.00%	-
百雀羚	2000	护肤用品、洗护发用品、个人清洁用品、花露水和美容化妆用品	百雀羚、三生花、气韵、海之谜	-	2.30%	3.50%	-
伽蓝 (集团)	2001	化妆品、个人清洁与护理品	美素、自然堂、植物智慧、医婷	全国建立各类零售网络 2 万多个	2.20%	3.30%	-
上海家化	1898	护肤类、洗护类、家居护理类产品	佰草集、六神、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹等	2017 年营业收入为 65 亿元，净利润为 4 亿元	1.90%	2.80%	-
环亚	1999	护肤、护发产品	美肤宝、法兰琳卡、滋源、幽雅、MOR	-	1.2%	1.30%	1.60%
珀莱雅	2006	护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰	珀莱雅、优资莱、韩雅、悠雅、猫语玫瑰、悦芙媞	2017 年营业收入为 18 亿元，净利润为 2 亿元	1.00%	1.50%	-
韩后	2005	护肤品	韩后	2016 年，韩后以 133.19 亿元的品牌价值跻身“中国最有价值品牌 500 强”榜单，位居第 272 位	0.90%	1.40%	-
丹姿	1998	护肤品、护发产品	水密码、他能量、丹姿、卡迪那	-	0.60%	0.90%	-
丸美	2002	护肤品、彩妆	丸美、春纪、恋火	-	0.50%	0.80%	-
上海震亮	2006	彩妆	玛丽黛佳	明星产品为睫毛膏	0.20%	0.40%	-

资料来源：Euromonitor、各公司官网、光大证券研究所

注：1) 百雀羚品牌创立于 1931 年，2000 年改制为民营企业；

2) 环亚集团凭借旗下高端护发品牌滋源在高档化妆品中占有一定市场份额。

## 5、行业估值与投资建议

### 5.1、相关公司与行业估值

我国相关化妆品上市公司包含有品牌商及渠道商等，其中美妆品牌商有上海家化、珀莱雅、御家汇、L'OCCITANE (H 股) 等，个护品牌商有拉芳家化、名臣健康等，渠道商有青岛金王、莎莎国际 (H 股)、聚美优品 (美股) 等。

表 11：我国主要化妆品上市公司简介

公司	上市情况	成立时间	主营产品	旗下主要品牌	销售模式	2017 年收入 (亿元)	2017 年净利 (亿元)	总市值 (亿元)
品牌商-美妆								
上海家化	2001-03-15 A 股	1898	护肤品、个护、婴幼儿护理	佰草集、六神、高夫、美加净、启初、家安、玉泽、双妹等	共有八大渠道，其中线下有经销商分销、直营 KA、百货、母婴、CS 渠道、海外等，线上有电商、特渠等。	64.88	3.90	181
珀莱雅	2017-11-15 A 股	2006	护肤品	珀莱雅、优资莱、韩雅、悠雅、猫语玫瑰、悦芙媞	以线下专营店及电商渠道为主	17.83	2.01	89

御家汇	2018-02-08 A 股	2012	面膜	御泥坊、小迷糊、花 遥花	以电商渠道为主	16.46	1.58	48
L'OCCE TANE	2010-05-07 H 股	1976	身体护理、面部护 理、香水、居室香 氛等	欧舒丹	以单品牌门店为主	102.09	7.45	189
<b>品牌商-个护</b>								
拉芳 家化	2017-03-13 A 股	2001	洗护发水、沐浴露 等个护产品	拉芳、美多丝、雨洁、 缤纯、圣峰、依媚、 娇草堂、曼丝娜	以线下经销为主	9.81	1.38	30
名臣 健康	2006-12-15 A 股	1994	洗护发水、沐浴 露、护肤品等	蒂花之秀、美王、高 新康效、依采、绿效、 可妮雅、利口健、小 琦琪、金狮等	以线下经销为主	6.42	0.49	17
<b>渠道商</b>								
青岛 金王	2006-12-15 A 股	2013 年拓 展进入化 妆品领域	原有业务为蜡烛 加工制造，2013 年开始通过外延 并购完成化妆品 生产、品牌、渠道 等全产业链布局	蓝秀、LC	线下经销、电商等	46.77 (化妆品业 务相关收 入)	-	34
莎莎 国际	1997-06-13 H 股	1978	主营化妆品零售	-	线下门店及电商平台等	64.99	3.53	76
聚美 优品	2014-05-06 美股	2010	主营化妆品电商 零售	-	电商	58.17	-0.37	20

资料来源：Wind、光大证券研究所

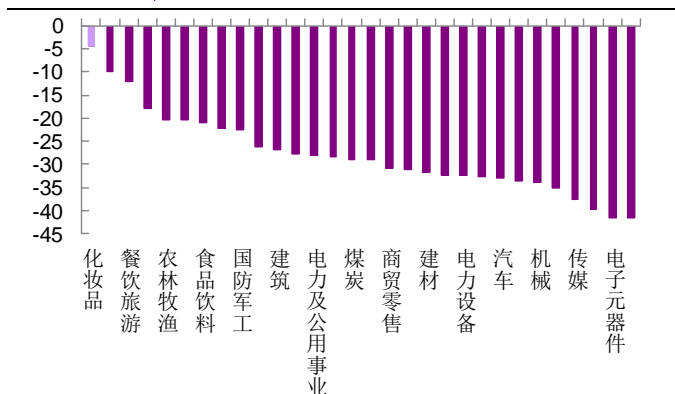
注：1) 欧舒丹、莎莎国际 2017 财务年度为 2017 年 4 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日；

2) 青岛金王布局化妆品全产业链，其中重点发展渠道领域，因此将其归入化妆品渠道商；

3) 相关公司市值更新至 2019 年 1 月 4 日，其中 H 股及海外上市公司总市值均按 2019 年 1 月 4 日美元兑人民币中间价 6.8586/港元兑人民币中间价 0.8760 换算成人民币单位。

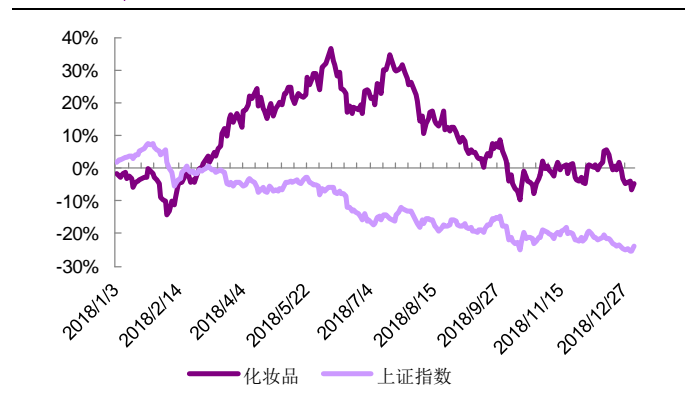
自 2018 年年初至今化妆品行业<sup>①</sup>累计跌幅为 4.53%，表现优于其他板块。

图 57：各一级行业指数 2018 年至今涨跌幅（%，更新至 2019/1/4）



资料来源：Wind

图 58：化妆品行业与大盘累计涨跌幅走势（%，更新至 2019/1/4）

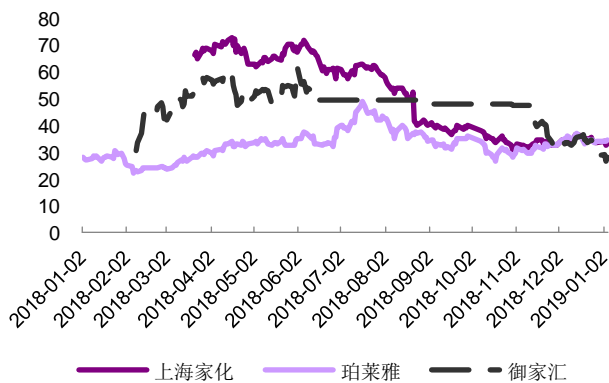


资料来源：Wind

<sup>①</sup> 化妆品行业涨跌幅为光大证券根据 A 股化妆品相关标的当期涨跌幅按照其最新市值加权平均所得，由于本报告重点分析美妆及个护领域，因此相关标的包含美妆及个护品牌商，如上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化、名臣健康等，未包含青岛金王等。

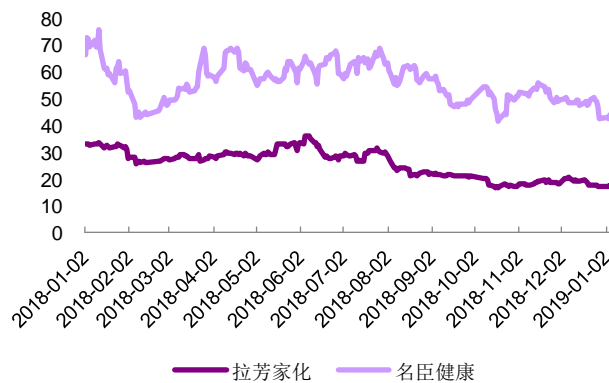
从估值情况来看，美妆公司估值水平多在 25~60 倍、个护公司估值水平多 20~55 倍。

图 59：美妆公司 18 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/1/4）



资料来源：Wind

图 60：个护公司 18 年以来 PE 估值（TTM，更新至 2019/1/4）



资料来源：Wind

## 5.2、投资策略：个护发展成熟挑战多，美妆格局初现、品牌成长可期

我国化妆品行业总体仍处于景气期，细分看，由于个护发展较早、目前消费渗透基本完成，近年维持低个位数增长；护肤及彩妆等美妆领域属于后消费升级品类，目前景气度较高，其中彩妆的成长性优于护肤品类。

**重点推荐美妆领域**，美妆中虽然彩妆子行业成长性优于护肤子行业，但目前上市公司多主营护肤品，因此推荐关注护肤品领域。

护肤行业前期高速发展，本土品牌定位大众端、把握机遇迅速成长，当前有五个本土品牌入列前十大品牌、且市占率持续提升，具备与国际大众品牌竞争的实力。随着一二三线城市渗透持续提升、行业增速近年放缓至高个位数，行业格局雏形初现、未来预计强者恒强。大众护肤产品差异性较小，主要竞争集中于品牌营销、全渠道铺设，此外行业产品及营销手段变化快（如当前内容营销兴起）或为本土品牌弯道超车提供新机遇。推荐品牌运营能力出色、营销能力强、渠道拓展力优秀的相关标的，如珀莱雅、上海家化、御家汇等。

个护行业发展成熟，消费者认知水平提升、对护发、沐浴等产品健康、科学的要求越来越高，同时高端化趋势亦逐步凸显。行业总体经营难度加大，需要加强产品研发、理念创新，迎合当前高端化消费趋势。建议关注在产品品质与概念等方面迎合当前专业性、健康消费理念的品牌，如拉芳家化旗下近年升级为精油护发中高端品牌的美多丝，成长性优、未来有望成为公司主业增长重要动力。

## 5.3、推荐标的

### 5.3.1、珀莱雅：本土优质护肤品牌，内容营销及线上线下渠道全面铺开，加速成长

公司主营化妆品业务，以护肤品为主，定位大众端，2017年占有率为1.8%、排名第十、在本土品牌中排名第五；旗下拥有5大品牌，其中主品牌珀莱雅定位二三线城市、贡献主要收入来源，2017年底主品牌线下日化专营店网点数量为13000多家；渠道以专营店、电商为主，2017年收入分别占比约50%多、36%。

2015-16年公司收入分别同降5.45%、1.33%，主要为线下收入下滑、线上持续高增长，2017年公司线下收入企稳、线上持续高增，收入恢复增长、同增9.83%，2018年1~9月提速、同增28.58%。

公司早期把握专营店机遇快速成长为全国性品牌，2012年自建团队布局高成长电商贡献业绩增长，2018年快速切入新兴社交电商、未来发展空间大，此外迎合三四线城市消费升级、拓展单品牌店、目前已签约1000家远超预期。

上市后公司规划未来5年（2018~22年）品牌升级战略，2018年首年升级主品牌Logo、打造爆款助力终端销售，铺开抖音等内容营销领先本土品牌，助力公司2018年线上线下渠道收入全面提速、业绩增长靓丽。

2018年6月底推出股权激励，业绩目标为以2017年为基数，2018~2020年营收增速不低于30.8%/74.24%/132.61%（折算同比增速分别为30.8%/33.21%/33.50%），净利润增速不低于30.1%/71.21%/131.99%（折算同比增速分别为30.1%/31.60%/35.50%），彰显发展信心；采用合伙人制平台化运作孵化新增长动力、对外投资其他品类/内容营销等完善业务版图。

**投资建议：**公司为优质本土护肤品品牌运营商，2018年产品、品牌、渠道及营销等全面升级背景下，线上、线下收入增长提速超预期，同时拓展单品牌店新业态进展顺利，预计该良好态势保持至2019年，上调18~19年EPS预测为1.36/1.77元，由于化妆品行业变化迅速、国际品牌加速布局电商、高端化趋势不断加速、公司面临竞争或加剧、出于谨慎，我们下调2020EPS预测为2.30元，对应19年PE 25倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**终端零售疲软；渠道拓展不及预期；营销投入效果不及预期。

表 12：珀莱雅盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,623	1,783	2,300	3,006	3,899
营业收入增长率	-1.33%	9.83%	28.97%	30.72%	29.70%
净利润（百万元）	154	201	272	354	459
净利润增长率	6.87%	30.70%	35.53%	30.22%	29.61%
EPS（元）	0.77	1.00	1.36	1.77	2.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.40%	13.76%	15.72%	16.99%	18.05%
P/E	58	44	33	25	19

资料来源：Wind、光大证券研究所预测 注：股价为2019年1月4日收盘价

### 5.3.2、上海家化：百年家化龙头，多品牌质优变革下持续发力

公司为百年本土家化龙头，2001年上市，17年市占率1.9%，排名第二、本土品牌中居第四。旗下10个品牌覆盖美容护肤、个护、婴幼儿喂哺、家居护理等，17年收入占比分别为35%、40%、22%、3%，采用与品牌相匹配的全渠道销售模式，2011年实控人变更为平安集团，目前平安系持股52.16%。

公司近年业绩波动较大，15年收入增速放缓、16年出现下滑，17年增9%恢复增长。18Q2受部分线上渠道调整影响扣非净利出现较大幅度下滑、Q3逐步消化，18年1-9月收入、净利分别增10%、38%。截止18H1公司有组织分销的可控门店有商超门店20万家、农村直销车覆盖的乡村网点有近9万家店、百货及药房2138家、化妆品专营店约1万家、母婴店3500家。

目前公司拥有佰草集、六神、汤美星三大明星品牌（收入十亿元以上）、贡献约80%收入，分别在美容护肤、个护、婴童用品领域占据领先地位，此外公司还针对细分消费趋势，激活老品牌、推出新品牌，形成美加净、高夫、启初等中坚（收入亿元级），玉泽、家安、一花一木、双妹等新锐品牌（收入尚未达亿元级），为公司长期发展提供充足动力。

公司持续研发新品/新系列+年轻化营销、效果显现、提振各品牌收入表现。17年佰草集结束连续两年下滑、收入增15%以上，六神量价均有个位数增长、美加净收入恢复双位数增长；18年1-9月佰草集及高夫受唯品会原经销商自身战略调整、公司变更新经销商及特渠（公司控股股东旗下电商渠道）调整影响收入略降，其他渠道收入增速保持10%以上，其他品牌表现继续靓丽、六神/美加净/启初/玉泽/家安分别增双位数/双位数/50%+/40%+/30%+。

17年公司收购集团旗下50年英国喂哺龙头品牌汤美星，18年整合初见成效、盈利能力显著提升。18年公司与美国领先个护制造商C&D（美国小苏打市场排名第一）达合作意向，独家负责其小苏打、牙膏、干发香波、女性洗液等在中国大陆全渠道推广及销售，进一步夯实竞争力、带来新的业绩增长点。

17年大股东要约收购增持20%股权，18年3月推出期权激励确立未来三年净利复合增速37%目标，彰显长期发展信心。

**投资建议：**公司为百年本土化妆品龙头，内生+外延成长性优秀，18Q2受唯品会经销商变更及特渠调整影响增速略不及预期、但8月已聘新经销商、预计18Q4相关影响消除，维持2018~2020年EPS预测为0.79/1.08/1.44元，对应19年PE 25倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；新品发展不及预期；渠道拓展不及预期。

表 13：上海家化盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5,321.20	6,488.25	7,236.73	9,069.19	11,321.98
营业收入增长率	-8.98%	21.93%	11.54%	25.32%	24.84%
净利润（百万元）	216.02	389.80	530.00	725.33	969.42
净利润增长率	-90.23%	80.45%	35.97%	36.86%	33.65%
EPS（元）	0.32	0.58	0.79	1.08	1.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.10%	7.25%	8.92%	10.87%	12.69%
P/E	84	47	34	25	19

资料来源：Wind、光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 1 月 4 日收盘价

### 5.3.3、御家汇：优质本土电商面膜龙头，借力电商红利高成长

公司主营面膜及水乳膏霜等护肤产品，其中以面膜为主（2017 年公司面膜收入占比 76.27%）。公司采用自主研发设计与品牌推广、生产环节部分外包同时以线上销售为主的经营模式，有利于公司聚焦护肤品高附加值业务环节，不断紧跟电子商务高速发展的趋势。

公司自主品牌有御泥坊、小迷糊、花瑶花、师夷家等，其中御泥坊、小迷糊为主要品牌，2017 年两者收入规模分别为 11.49、2.18 亿元、收入占比分别为 70.04%、13.30%。2017 年主品牌“御泥坊”在我国面膜市场占有率为 7.2%、排名第三。

回顾公司历史财务，公司收入与净利均保持快速增长，2015~2017 年公司收入与净利复合增速分别为 46.35%、72.69%，2018Q1~3 继续保持高速增长，收入与净利增速分别为 51.94%、12.21%。

公司以电商渠道为主，2017 年线上收入占比约 96%。未来公司有望继续获益电商红利带来的高成长，同时公司 2015 年开始代理“薇风”、“丽得姿”、“城野医生”等国际面膜/护肤品牌，新品牌、新品类添加动力。

**投资建议：**公司为电商面膜龙头，主品牌凭借龙头地位有望继续分享电商红利、保持快速发展，同时自主培育特色小品牌小迷糊等、代理的海外明星品牌均望继续高速发展；9 月公告筹划重组北京茂思 100% 股权草案、加强线下渠道协同，12 月公告终止收购北京茂思相关股权。维持公司 18~20 年 EPS 预测为 0.81/1.06/1.35 元，对应 19 年 PE 为 17 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**终端零售不及预期；电商渠道来自国际品牌及本土新锐品牌竞争加剧。

表 14：御家汇盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,170.89	1,646.40	2,198.83	2,918.85	3,780.19
营业收入增长率	52.32%	40.61%	33.55%	32.75%	29.51%
净利润（百万元）	73.77	158.49	220.45	289.61	366.88
净利润增长率	38.80%	114.85%	39.09%	31.37%	26.68%
EPS（元）	0.27	0.58	0.81	1.06	1.35
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.88%	29.36%	28.99%	27.58%	25.89%
P/E	65	30	22	17	13

资料来源：Wind、光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 1 月 4 日收盘价

### 5.3.4、拉芳家化：个护龙头精耕主业，积极拓展美妆/电商等新成长领域

公司主营洗沐用品，17 年在我国洗发市场市占率为 2.5%、排名第七、本土品牌中位列第一，采用多品牌发展迎合细分新兴需求，旗下拥有“拉芳”、“美多丝”、“雨洁”等品牌；公司以经销为主，近年积极拓展商超、电商等，2017 年三种渠道收入占比分别为 64%、27%、9%。

近年随着行业发展逐步成熟、同时电商渠道兴起加速对线下经销渠道冲击等，公司收入与净利增速持续放缓，2017 年首现下滑，分别同比降 6.47%、7.64%，2018Q1~3 收入增速降幅收窄，净利端获益投资收益等恢复正增长，分别同比降 1.60%、增 34.03%。

因主业发展成熟、竞争激烈，公司加大研发投入、升级美多丝迎合高端化趋势增长靓丽、转型新型营销、拓展商超/电商等全方位升级运营质量。

在外延方面，先后投资母婴、美妆自媒体电商百宝信息及广州蜜妆等分享投资收益。18 年 12 月拟增资收购海外小众美妆品牌代运营商上海缙嘉 51% 股权，向上游品牌营销端延伸致盈利高于同业，但规模仍有待提高；收购将加速公司在美妆/电商的布局，助力公司现有/代理品牌电商发展。

公司还先后参与设立拉芳易简、拉芳品观等产业基金、分享投资收益同时借助外部产业力量、寻求美妆领域优质标的；2018 年 2 月 2 日~12 月 2 日大股东累计增持 0.45% 股份，发展信心足。

**投资建议：**公司为本土洗护龙头，经销渠道受电商冲击、公司收入出现下滑，但公司积极拓展美妆、电商/社交电商等新成长领域（已收购母婴自媒体社交电商百宝信息 20% 股权、美妆自媒体电商广州蜜妆 26.8% 股权，拟增资收购美妆代运营商上海缙嘉 51% 股权）、打开发展空间。维持 18~20 年 EPS 预测为 0.82/0.97/1.10 元，对应 19 年 PE 14 倍，公司主品牌仍处调整期，美妆/电商拓展效果仍待观察，下调至“增持”评级。

**风险提示：**渠道拓展不及预期；品牌培育不及预期；外延并购不及预期。

表 15：拉芳家化盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,048.98	981.12	983.75	1,013.40	1,064.29
营业收入增长率	6.53%	-6.47%	0.27%	3.01%	5.02%
净利润（百万元）	149.47	138.05	185.62	220.34	248.94
净利润增长率	4.65%	-7.64%	34.46%	18.71%	12.98%
EPS（元）	0.66	0.61	0.82	0.97	1.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.79%	8.12%	9.85%	10.47%	10.57%
P/E	20	22	16	14	12

资料来源：Wind、光大证券研究所预测 注：股价为 2019 年 1 月 4 日收盘价

## 6、风险分析

### ➤ 终端零售持续疲软影响化妆品公司业绩表现

虽然我国化妆品行业总体呈景气态势，但短期受终端零售大环境疲软影响，化妆品零售增速放缓，未来若零售持续疲软、化妆品零售放缓将影响上市公司业绩。

### ➤ 化妆品进口关税大幅下调，加剧国内外品牌竞争

我国政府为了促进本土市场消费，前后多次调低消费品进口关税税率。如果化妆品进口关税税率大幅下调，进口化妆品税费成本下降、相对本土品牌价格竞争力增强，将减弱本土化妆品竞争力。

### ➤ 国外品牌大幅降价、本土品牌面临的竞争增强

出国游与跨境进口电商的兴起使得国际品牌区域性的歧视性定价被逐渐弱化，同时国外品牌为了充分获得中国市场红利纷纷降低在中国市场定位，加剧本土品牌面临的竞争压力。



## 附录

表 16: 化妆品公司估值表

公司名称	收盘价	EPS (元)				PE				3年 CAGR	PEG	市值 (亿元 RMB)
	元 RMB/股	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E		18年	
<b>A 股</b>												
<b>品牌商</b>												
珀莱雅	44.35	1.00	1.35	1.76	2.28	44	33	25	19	31.73%	1.03	89
上海家化	27.00	0.58	0.79	1.08	1.44	46	34	25	19	35.48%	0.96	181
御家汇	17.69	0.58	0.81	1.06	1.35	30	22	17	13	32.42%	0.67	48
拉芳家化	13.41	0.61	0.82	0.97	1.10	22	16	14	12	21.72%	0.75	30
名臣健康	20.61	0.60	-	-	-	35	-	-	-	-	-	17
<b>渠道商</b>												
青岛金王	4.94	0.58	0.54	0.68	0.90	8	9	7	6	15.55%	0.59	34
平均		-				31	23	18	14	-		
<b>H 股</b>												
<b>品牌商</b>												
L'occitane	12.76	0.68	0.60	0.60	0.66	19	21	21	19	-0.94%	(23)	189
<b>渠道商</b>												
莎莎国际	2.46	0.10	0.12	0.17	0.19	25	20	14	13	24.71%	1	76
<b>海外</b>												
<b>生产商</b>												
cosmax	773.80	11.39	21.75	33.19	45.81	68	36	23	17	59.02%	1	78
<b>品牌商</b>												
P&G	634.35	39.78	28.68	30.16	32.25	16	22	21	20	-6.76%	(3)	15804
Unilever	362.25	16.74	18.23	19.48	21.74	22	20	19	17	9.11%	2	10575
Loreal	1563.21	49.59	55.55	59.55	63.38	32	28	26	25	8.52%	3	8767
Estee Lauder	891.07	23.32	30.64	33.47	37.02	38	29	27	24	16.66%	2	3233
Shiseido	411.74	3.48	11.71	14.40	17.26	118	35	29	24	70.49%	0.5	1648
LGHH	6779.99	219.68	271.95	301.31	333.97	31	25	23	20	14.98%	2	1059
Amore Pacific Group	410.24	14.76	13.46	16.37	20.66	28	30	25	20	11.87%	3	338
<b>渠道商</b>												
ulta beauty	1749.15	44.92	57.23	74.62	87.40	39	31	23	20	24.84%	1	1037
聚美优品	13.37	(0.25)	-	-	-	(53)	-	-	-	-	-	20

资料来源: Wind、Bloomberg、光大证券研究所

注: 1) 本表收盘价日期为 2019 年 1 月 4 日;

2) 本表中上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化等盈利预测为光大证券预测、青岛金王盈利预测为 Wind 一致预期;

3) H 股及海外上市公司为 Bloomberg 一致预期, 且收盘价、EPS、总市值均按照 2019 年 1 月 4 日美元兑人民币中间价 6.8586/港元兑人民币中间价 0.8760 换算成人民币单位。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
		王涵洲		18601076781