

投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

相关研究

- 《CPI 上行预期&增值税率下调, 看好超市投资机会》2019.04.07
- 《消费有望环比改善, 重视板块估值修复机会》2019.03.31
- 《云集: S2B2C 模式下的精品社交会员电商》2019.03.24

分析师: 汪立亭

Tel: (021)23219399

Email: wanglt@htsec.com

证书: S0850511040005

分析师: 李宏科

Tel: (021)23154125

Email: lhk11523@htsec.com

证书: S0850517040002

联系人: 谢茂萱

Tel: (021)23154123

Email: xmx12344@htsec.com

爱茉莉太平洋: 以本土原料研发起家的韩国化妆品龙头企业——化妆品龙头系列研究之四

投资要点:

爱茉莉太平洋作为韩国龙头化妆品企业, 从 1932 年创始人母亲手工制作的山茶油化妆品起家, 以亚洲本土原料为核心, 自主研发创立多个品牌, 完善品牌矩阵; 公司围绕“绝对品质”的文化, 建立高效供应链管理体系, 并以内容化营销的方式塑造品牌文化。在内忧外患的背景下着力开辟新市场, 目前已卓有成效。

发展历程: 以研发为核心的韩国化妆品巨头。从 1932 年创始人徐成煥的母亲尹独亭女士开办的“昌盛商店”至今, 爱茉莉已走过八十余年的历程。2018 年销售收入 608 百亿韩元, 2008-2018 年 CAGR 为 12.3%; 净利润 14 百亿韩元, 2008-2018 年 CAGR 为 7.2%。**分品类,**收入主要来自于美妆产品, 近五年占集团总收入的比例均超过 90%。**分地区,**最大收入来源是韩国本土消费, 但由于公司近年积极扩展海外市场, 2017 年韩国国内市场收入为 41 千亿韩元, 占总收入的 68%, 相较于 2012 年的 86% 有所下滑。

以本土原料研发为核心, 打造多品牌矩阵。爱茉莉太平洋专注自主研发, 以差异化产品迅速抢占市场, 实现全品类覆盖。**①本土原料的研发:**代表产品有以人参为核心原料的高端化妆品牌雪花秀, 以绿茶为核心原料的大众化妆品牌悦诗风吟, 以大豆为核心原料的中端化妆品牌韩律等。**②基础研究:**致力于肌肤衰老研究、肌肤抵抗力研究、保持肌肤湿润、解决皮肤问题、实现三维人造皮肤、脱发管理研究、美容长寿研究等基础技术研究。**③创新产品:**经过多年发展开创出多个革命性产品, 如业界首款集护肤霜、防晒霜和粉底于一体的气垫产品, 首款可敷在脸上直接睡觉的睡眠面膜。**我们理解, 找准本土消费者偏好、以本土原料持续研发、以及以直销切入市场营销等综合手段, 是爱茉莉太平洋为代表的韩国化妆品早期在韩国突出重围、迅速打开市场的重要原因。**

高效供应链管理体系保证产品品质。**①生产:**通过构建差异化的“One IT”系统, 开发独有的差异化制造技术、构筑 RCS 系统并实现制造工艺的标准化, 爱茉莉太平洋对生产过程进行统一管理, 将生产中的变量控制到最低水平, 向全球顾客提供最优质的产品。**②物流:**爱茉莉太平洋建立起一套高度统一的物流系统, 包括创新型、标准化系统与高效的全球网络, 目前拥有韩国国内的乌山物流中心以及中国的上海物流中心、法国的法国香水工厂、美国的北美物流中心等。

内容化营销助力品牌扩大知名度。**①植入广告:**通过对《来自星星的你》、《太阳的后裔》等韩剧的广告植入, 打造爆款产品。**②品牌代言人:**根据品牌特性精选符合品牌气质的代言人, 如雪花秀的宋慧乔、兰芝的宋仲基、梦妆的崔始源等。

内忧外患, 着力开辟新市场。**①内忧:**消费升级影响下品牌中低端化妆品收入下降明显, 品牌矩阵或面临挑战。**②外患:**对中国市场过度依赖, 风险较大。如 2017 年受萨德事件影响, 集团总收入下跌 10%, 净利润下跌超 40%。**③新市场:**积极开辟美亚新市场, 如品牌梦妆通过进入东盟百货商店及开通电商渠道等加大对泰国、新加坡、菲律宾等东盟国家的投入力度; 伊蒂小屋开始推进马来西亚和印度尼西亚等亚洲第二阶梯地区的开发计划; 雪花秀欧洲首家专柜店在法国巴黎 Galeries Lafayette 百货开业等。**④新渠道:**爱茉莉通过建立专门的电商部门, 力图通过发展线上渠道拉升大众化妆品牌的销售额。

风险提示:行业竞争加剧, 宏观消费环境低迷, 中国市场回暖程度可能不及预期, 开拓欧美亚新市场可能受到阻碍等。

目 录

1. 爱茉莉太平洋：以研发为核心，韩国美妆龙头.....	5
1.1 发展：以对品质的追求为核心，不断自我创新.....	5
1.2 财务：超八成收入来自于国内以及美妆产品.....	7
2. 行业：21 世纪初以来韩国本土化妆品牌快速发展.....	8
3. 传统与创新相结合，持续性研发打造多品牌矩阵.....	12
3.1 全品类覆盖，打造多品牌矩阵.....	13
3.2 企业文化助力研发能力快速发展.....	15
4. 加强供应链管理拓宽营销手段，成就美妆龙头企业.....	18
4.1 高效供应链管理准确把控品质.....	19
4.2 内容化营销塑造品牌形象.....	20
5. 内忧外患，着力开辟新的市场或成转机.....	21
5.1 受消费升级影响，品牌矩阵或面临挑战.....	21
5.2 对中国市场过度依赖，萨德事件成业绩下滑主因.....	23
5.3 推陈出新，寻找新的出路.....	23
6. 风险提示.....	24

图目录

图 1	爱茉莉太平洋集团收入及增速（2008-2018）	5
图 2	爱茉莉、资生堂、欧莱雅等集团收入增速（2009-2018）	5
图 3	爱茉莉太平洋发展历程	6
图 4	爱茉莉股权结构	6
图 5	爱茉莉太平洋集团销售收入及增速（2000-2018）	7
图 6	爱茉莉太平洋集团净利润及增速（2000-2018）	7
图 7	爱茉莉太平洋集团分产品收入结构（2007-2017）	7
图 8	2017 年爱茉莉太平洋集团分地区收入结构	7
图 9	爱茉莉太平洋公司毛利率（%，2009-2018）	8
图 10	爱茉莉太平洋公司净利率（%，2009-2018）	8
图 11	2016-2017 年韩国人均 GDP（万美元）	8
图 12	非农村人口占总人口比重（%）	8
图 13	韩国化妆品市场规模及增速（2001-2022E）	9
图 14	韩国就业女性占总就业人口的比例（%）	9
图 15	韩国国内化妆品生产总额保持飞速增长（2001-2016）	9
图 16	韩国化妆品发展历程	10
图 17	2001-2017 年韩国化妆品市场进出口情况	10
图 18	2016 年全球主要消费地区各产品消费规模占比	11
图 19	韩国化妆品销售渠道	12
图 20	美国化妆品销售渠道	12
图 21	韩国化妆品注重外观的设计（WHOO）	12
图 22	欧美化妆品牌的外观较为简洁（雅诗兰黛）	12
图 23	爱茉莉太平洋品牌矩阵	13
图 24	爱茉莉太平洋集团各品牌收入占比变化	13
图 25	2017 年韩国个人护理市场各公司市占率（%）	15
图 26	2017 年爱茉莉太平洋集团各品牌市占率（%）	15
图 27	爱茉莉太平洋研发历程	16
图 28	爱茉莉研发过程	17
图 29	爱茉莉供应链发展历史	19
图 30	爱茉莉近年物流的重大发展	20

图 31	爱茉莉太平洋集团收入及增速（2014-2018）	21
图 32	爱茉莉太平洋净利润及净利率（2014-2018）	21
图 33	爱茉莉太平洋集团部分子公司收入（百亿韩元）	22
图 34	爱茉莉太平洋公司各品牌韩国本土收入（百亿韩元）	22
图 35	爱茉莉太平洋集团各地区收入情况	23
图 36	管理费用率显著增长	23
图 37	爱茉莉太平洋公司分地区收入（千亿韩元，2015-2018）	24
图 38	爱茉莉太平洋公司分地区经营利润级增速（2015-2018）	24

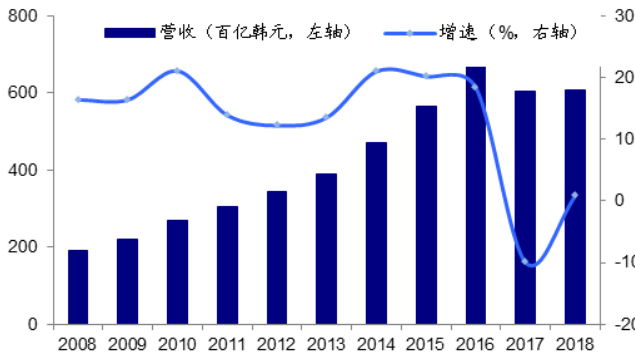
表目录

表 1	韩国进入世界百强的化妆品公司（2016 年）	10
表 2	韩国市场部分产品市占率排名（2017 年）	13
表 3	爱茉莉部分子品牌介绍（2017 年）	15
表 4	从原料端出发	16
表 5	爱茉莉太平洋的基础研究	17
表 6	爱茉莉创新技术及应用	18
表 7	爱茉莉太平洋旗下品牌部分广告植入案例	20
表 8	爱茉莉太平洋积极开拓美亚新市场	23

1. 爱茉莉太平洋：以研发为核心，韩国美妆龙头

Amore-Pacific（爱茉莉太平洋）是韩国最大的化妆品公司，主要从事化妆品和日用品的制造和销售，旗下拥有雪花秀、兰芝、梦妆等化妆品品牌以及吕等知名洗护品牌。2018 年销售收入 61 千亿韩元，同比增长 0.8%；净利润 1.4 千亿韩元，同比下降 30%。

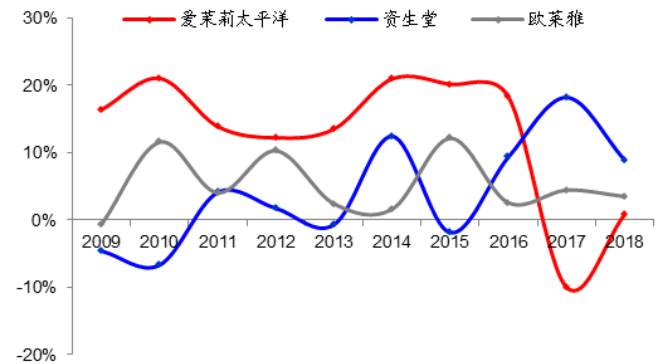
图1 爱茉莉太平洋集团收入及增速（2008-2018）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究

注：本文中爱茉莉太平洋 2018 财年期间为 2017/12/31-2018/12/31，以此类推

图2 爱茉莉、资生堂、欧莱雅等集团收入增速（2009-2018）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究

注：欧莱雅 2018 财年期间为 2017/12/31-2018/12/31，以此类推，资生堂 2015 财年期间为 2014/12/31-2015/12/31，此后以此类推；2014 财年期间为 2013/3/30-2015/3/30，此前时间以此类推

1.1 发展：以对品质的追求为核心，不断自我创新

我们以公司的发展战略变化为界限，可以将爱茉莉的发展史分为 4 个阶段：起步阶段、探索阶段、飞速发展阶段以及全球扩张阶段。

（1）起步阶段（1932-1963 年）：从“妈妈的厨房”起步，秉持对“最优原料”和“绝对品质”的执着。爱茉莉太平洋的历史最早可以追溯到 1932 年，创始人徐成焕的母亲尹独亭女士开办了“昌盛商店”，她以山茶油为原料，生产和销售化妆品，坚持以为家人准备食物的态度对待化妆品，追求“最优原料”和“绝对品质”。

1945 年徐成焕创立太平洋化学工业公司，并于 1948 年发布公司首个面霜产品“Melody”，该面霜因其高品质的配方和精致的包装而迅速受到消费者喜爱；1951 年出售男士专用的韩国首款纯植物 ABC 发油，成为当时畅销产品；1954 年成立首个化妆品研究室；1961 年开设韩国最早的美容咨询室。

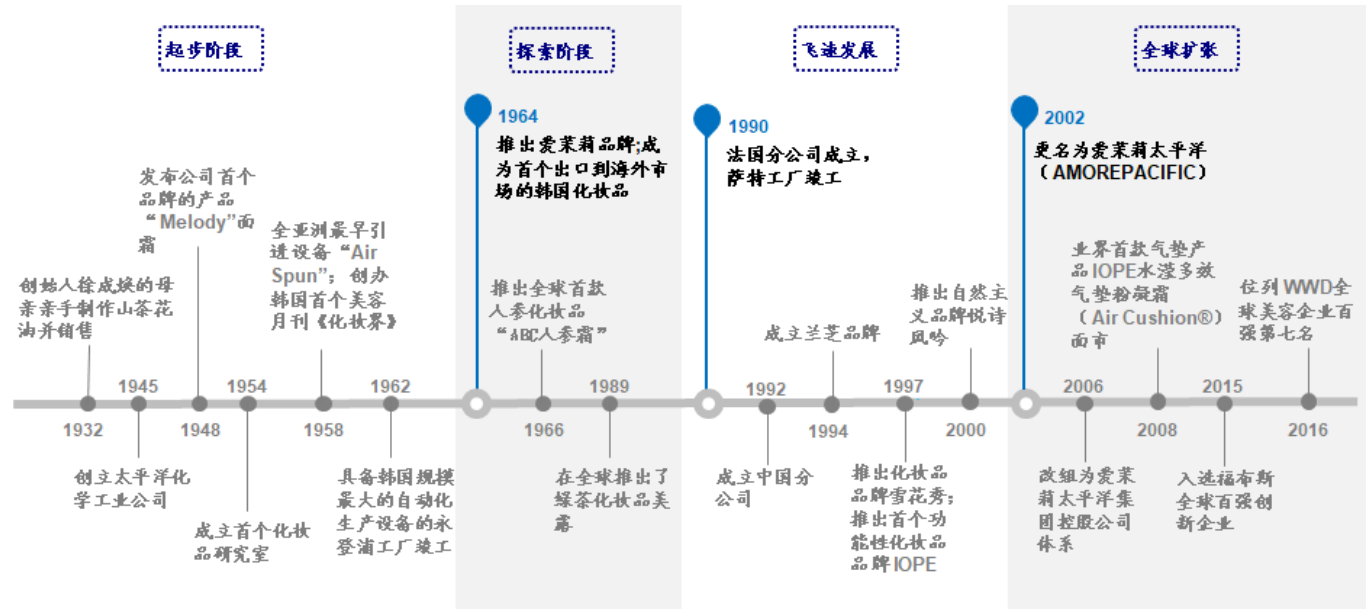
（2）探索阶段（1964-1989 年）：爱茉莉品牌诞生，挖掘韩国品牌独有的特色。1964 年公司推出爱茉莉品牌，利用直销方式进行产品销售。开始探索将亚洲独有的人参、绿茶等原料融入护肤品牌，逐渐形成独特的品牌特色。1966 年，爱茉莉推出了全球首款人参化妆品“ABC 人参霜”，即雪花秀的起源；1973 年，太平洋奖学文化基金会成立（现爱茉莉太平洋基金会）；1979 年，亚洲首家化妆品饰品博物馆太平洋化妆史馆开业（现爱茉莉太平洋美术馆）；1989 年在全球推出绿茶化妆品美露。

（3）飞速发展（1990-2001 年）：通过试探找准定位，进入飞速发展期。在这一阶段，爱茉莉曾试图发展欧美市场，但在 1990 年尝试进入法国市场受挫后，转而深耕国内市场，针对韩国高中低端市场开发了多个品牌。1991 年成立梦妆，1994 年成立兰芝，1995 年推出彩妆品牌 Etude House，1997 年成立雪花秀，2000 年推出自然主义品牌悦诗风吟，品牌矩阵逐渐完善。

（4）全球扩张（2002-至今）：改组为爱茉莉太平洋阶段，开始在全球美妆市场享一席之地。2002 年更名为爱茉莉太平洋（AMOREPACIFIC），2006 年改组为爱茉莉太

太平洋集团控股公司体系，拥有爱茉莉太平洋集团和爱茉莉太平洋公司双上市主体。2008年，推出业界首款气垫产品 IOPE 水滢多效气垫粉凝霜 (Air Cushion®)，引发产业革命。2015年入选福布斯全球百强创新企业，2016年位列国际时尚美容杂志《女装日报》(Women's Wear Daily, 简称 WWD) 全球美容企业百强第七名。

图3 爱茉莉太平洋发展历程

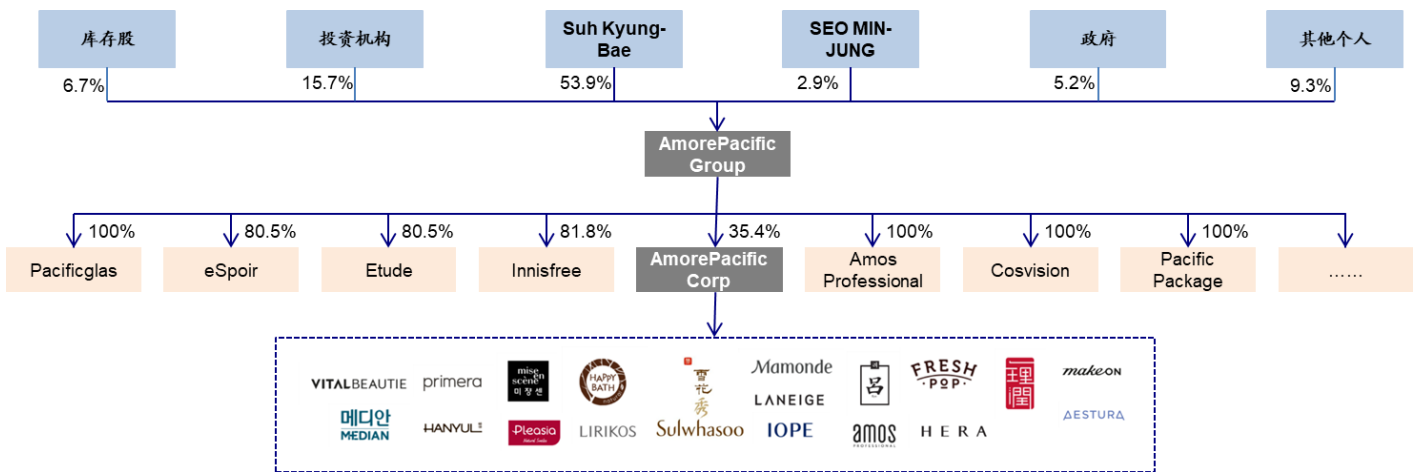


资料来源: 爱茉莉官网, 海通证券研究所

双上市主体, 家族控股企业。1973年爱茉莉太平洋的前身太平洋化学工业(株)企业公开上市, 2002年正式将公司改名为“爱茉莉太平洋公司”(Amorepacific)。2006年公司成立控股集团 Amorepacific Group (002790.KS), 并将旗下的雪花秀、赫拉、兰芝、吕等品牌从集团中拆分成子公司 Amorepacific Corporation (090430.KS) 单独上市。爱茉莉太平洋集团直接持有爱茉莉太平洋公司 35.4% 的股份。

据 Bloomberg, 截至 2017 年底实际控制人徐庆培 (Suh Kyung-bae) 直接持股爱茉莉太平洋集团 53.9%, 一致行动人大女儿徐敏静 (Suh Min-jung) 直接持股爱茉莉太平洋集团 2.9%。剩余股份中, 富达投资、贝莱德、领航集团等投资机构持股 15.73%, 韩国国家养老金服务、日本政府养老金投资基金等政府机构持股 5.22%, 公司持有库存股 6.7%。

图4 爱茉莉股权结构



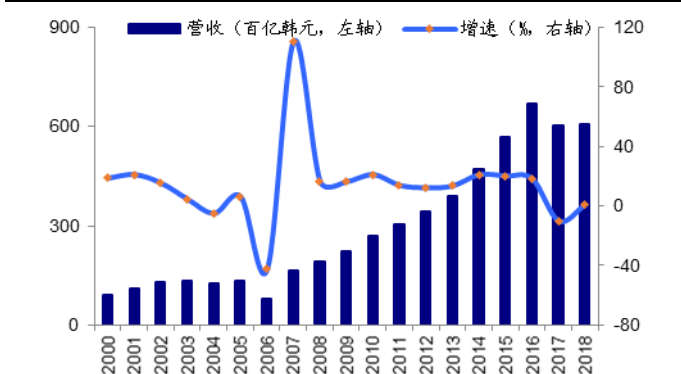
资料来源: 2017 年报, Bloomberg, 海通证券研究所

1.2 财务：超八成收入来自于国内以及美妆产品

改组后保持高速稳定增长，近两年受萨德影响收入下降。爱茉莉太平洋的收入增速总体呈现平稳增长趋势，2006年由于企业改组为爱茉莉太平洋控股体系，收入有所下滑，但2007年又迅速回升。改组后爱茉莉太平洋集团的收入从2007年的16千亿韩元快速增长至2016年的67千亿韩元，2007-2016年CAGR为16.9%；净利润从2007年的5.5百亿韩元增长至34.2百亿韩元，2007-2016年CAGR为22.5%。

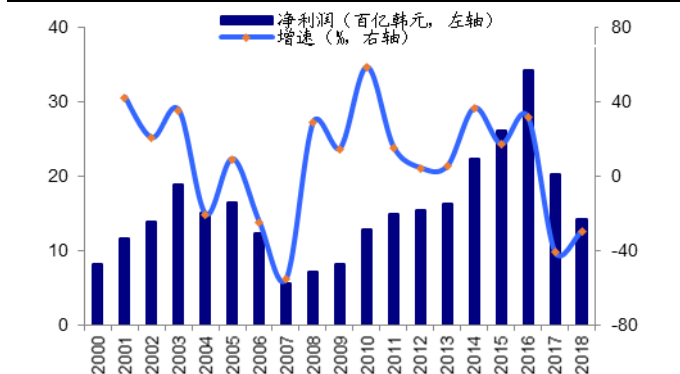
受2017年萨德事件影响，赴韩旅客大幅度下降。2017年爱茉莉太平洋集团收入下降近10%，至60千亿韩元；净利润下跌超40%，至20百亿韩元。通过调整经营战略并大力拓宽中国以外的海外市场，2018年集团收入回升至61千亿韩元，利润跌幅也收窄至29.77%，为14百亿韩元。

图5 爱茉莉太平洋集团销售收入及增速（2000-2018）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图6 爱茉莉太平洋集团净利润及增速（2000-2018）

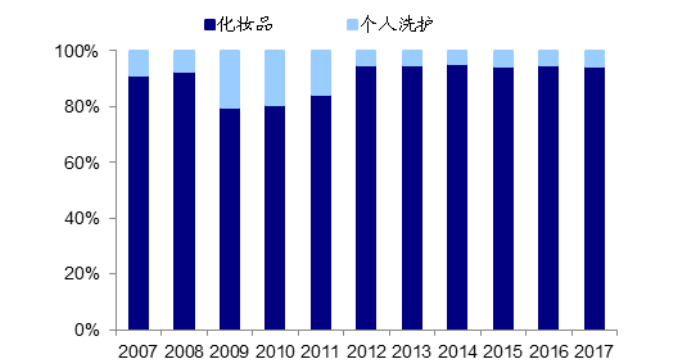


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

分品类来看，收入主要来自于美妆产品。近五年美妆产品收入占集团总收入的比例均超过90%，其中2017年彩妆收入58.9千亿韩元，占比达94.4%。2009年集团曾尝试加大在洗护方面的投入，旨在使收入结构更加多元化，2009-2011年连续三年个人洗护占集团收入的比重均超15%。但调整后集团收入总增速反而下降，因而2012年起爱茉莉太平洋重新调整产品结构，化妆品收入占总收入的比重再度达95%左右。

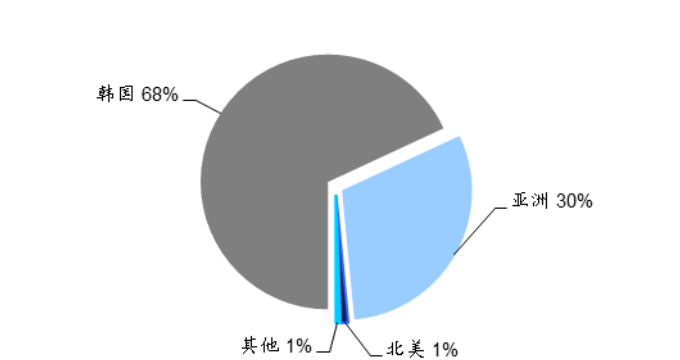
分地区来看，最大收入来源是韩国本土消费。2017年韩国国内市场收入达41千亿韩元，占总收入的68%，相较于2012年的86%有所下滑，主因公司积极扩展海外市场。就爱茉莉太平洋公司而言，1Q2017年公司韩国境内收入11千亿韩元，占总收入的70%。但随着公司积极拓展海外市场，亚洲和北美市场均快速发展，海外市场的占比从1Q2017年的30%增长至4Q2018年44.6%，收入从4.8千亿韩元增长至5.5千亿韩元。

图7 爱茉莉太平洋集团分产品收入结构（2007-2017）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

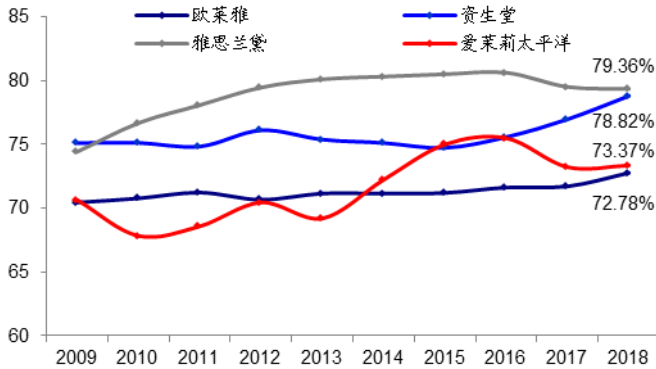
图8 2017年爱茉莉太平洋集团分地区收入结构



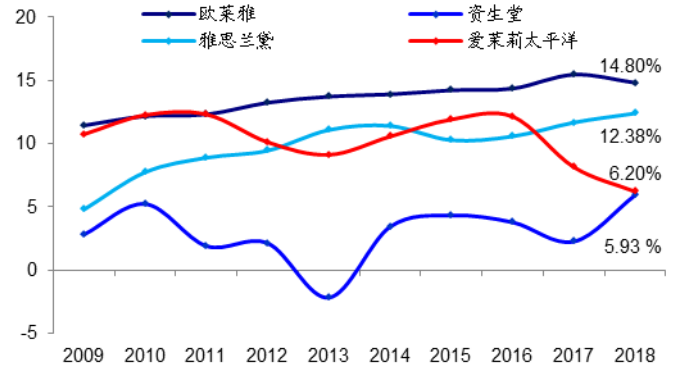
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

毛利率在同业中处于中等偏下水平，净利率处于中等偏上水平。2014年之前，公司毛利率维持在70%以下，显著低于雅诗兰黛及欧莱雅等化妆品巨头。我们估计，这主

要是相较于并购模式，爱茉莉更专注于自有品牌的研发，而品牌初创阶段成本较高，毛利率较低。随着悦诗风吟、Espoir 等一系列新品牌的发展成熟，公司成本开始下降，毛利率和净利率均有所上升，2016 年各至 75.5% 和 12.1%。2017 年由于萨德事件影响，总收入大幅度下降，毛利率也随之下降，稳定在 73% 左右。而由于爱茉莉固定费用较高，收入降低导致近两年净利率快速跌至 2018 年的 6.2%。

图9 爱茉莉太平洋等公司毛利率(%, 2009-2018)


资料来源: Bloomberg, 各公司定期报告, 海通证券研究所

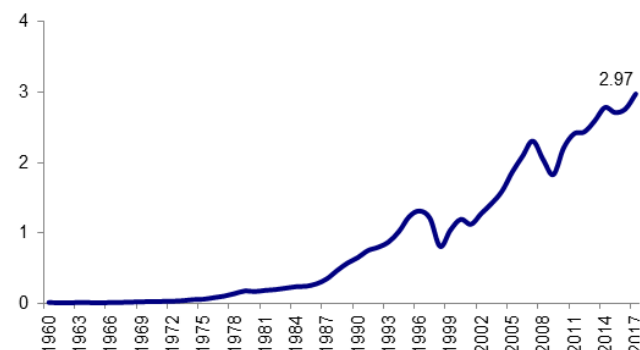
图10 爱茉莉太平洋等公司净利率(%, 2009-2018)


资料来源: Bloomberg, 各公司定期报告, 海通证券研究所

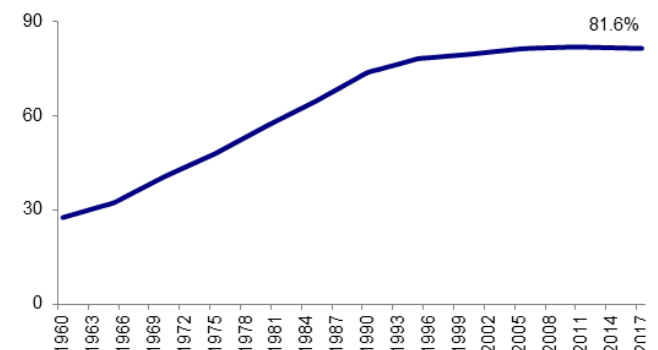
2. 行业: 21 世纪初以来韩国本土化妆品牌快速发展

经济增长及城市化推动国内化妆品需求逐渐增加。韩国人均 GDP 从 1990 年的 6516 美元迅速增长至 2017 年的近 3 万美元, 1990-2017 年 CAGR 达 5.8%。城市化水平不断提高, 非农村人口占总人口的比重从 1990 年的 73.8% 稳步发展至 2017 年的 81.6%, 1990-2017 年 CAGR 达 0.4%。随着经济的发展以及城市化的不断推进, 韩国国民在满足温饱需求后有了更多的闲钱用于化妆品等非生理必需品的消费上, 为化妆品行业的飞速发展打下基础。

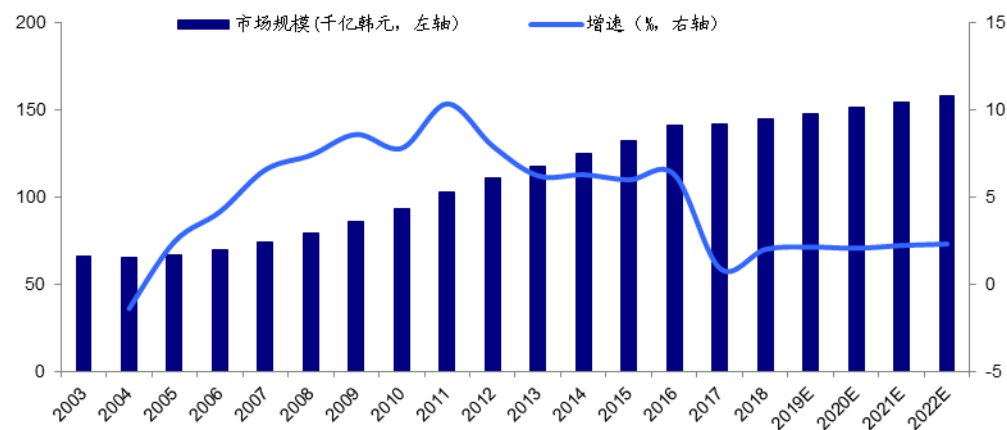
据 euromonitor 统计, 韩国美妆及个人护理市场规模从 2003 年的 66 千亿韩元迅速发展至 2016 年的 141 千亿韩元, 2003-2016 年 CAGR 为 6%。2017 年受萨德事件影响中国游客减少, 市场规模增速有所下降, 仅为 0.91%, 2018 年缓慢回升到 2%, 市场规模达 145 千亿韩元, 预计 2022 年韩国本土化妆品市场规模将达到 158 千亿韩元。

图11 1960-2017 年韩国人均 GDP (万美元)


资料来源: wind, 海通证券研究所

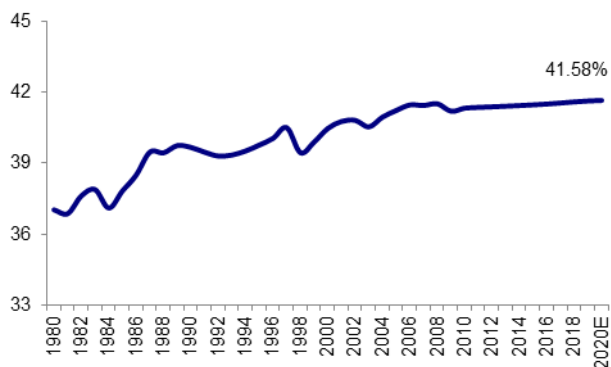
图12 韩国非农村人口占总人口比重(%, 1960-2017)


资料来源: wind, 海通证券研究所

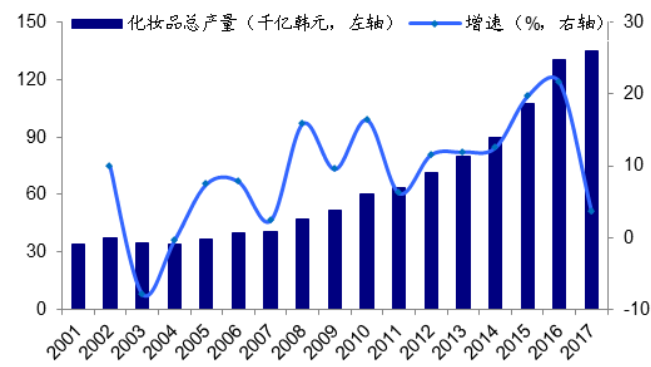
图13 韩国化妆品市场规模及增速 (2003-2022E)


资料来源：euromonitor，海通证券研究所

据韩国化妆品协会数据显示，韩国化妆品生产总额从2007年的40.7千亿韩元增长至2017年的135.2千亿韩元，2007-2017年CAGR达12.7%，同期GDP的CAGR仅为2.6%，**韩国近十年化妆品生产总额的增速远远超过国民生产总值的增速**。同时，2018年韩国就业的女性占总就业人数的比重达41.58%，据联合国贸易和发展会议预测2020年将达到41.64%，女性就业率上升也为国内化妆品行业的发展提供了动力。

图14 韩国就业女性占总就业人口的比例 (%，1980-2020E)


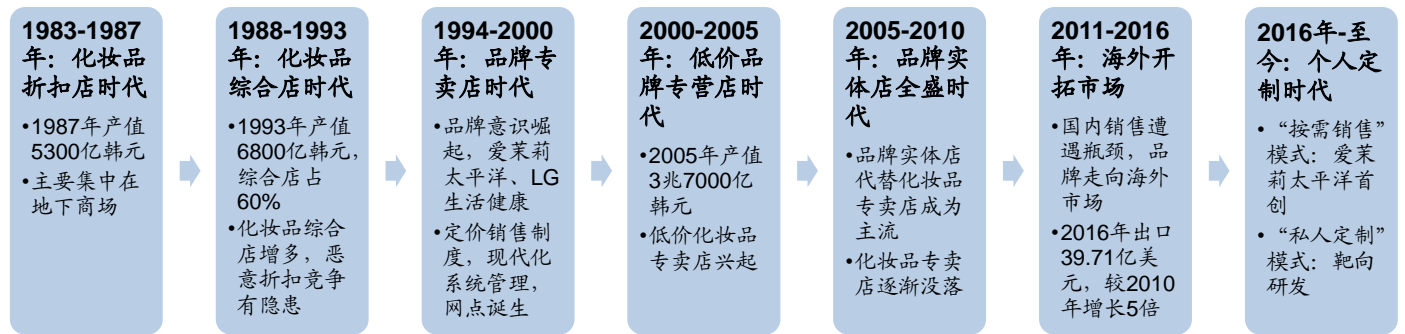
资料来源：wind，联合国贸易和发展会议，海通证券研究所

图15 韩国国内化妆品生产总额保持飞速增长 (2001-2017)


资料来源：Korea Cosmetic Association，海通证券研究所

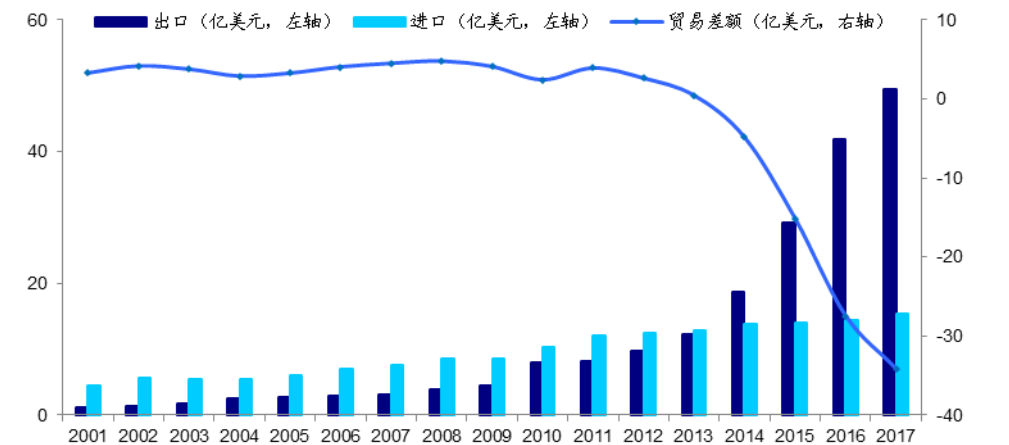
我们梳理了韩国化妆品的发展历史，可以发现：1987年以前，韩国本土化妆品面临着规模小、关注少、无监管、无渠道等问题。1987年行业产值仅为5300亿韩元，销售渠道主要集中于客运站等交通枢纽的地下商业街。**直至20世纪90年代，随着韩国政府全面开放海外化妆品的进口与零售，以及国内国民经济水平的不断提高，大量的国际化妆品大牌涌入市场，消费者消费化妆品的习惯逐渐养成，化妆品行业快速发展起来。**

1994年起，品牌意识开始崛起，韩国本土的优秀品牌爱茉莉太平洋以及LG生活健康开始崭露头角，品牌商统一定价的销售制度、现代化系统管理以及品牌网点诞生；2000年，低价化妆品专卖店开始兴起；2005年，品牌实体专卖店开始取代化妆品专卖店并逐渐成为主流；2011年，韩国化妆品开始走向全球；2015年，爱茉莉太平洋首创“私人定制”模式，定制研发开始兴起。

图16 韩国化妆品发展历程


资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

经过三十多年的发展，韩国本土化妆品逐渐在世界舞台上占有一席之地。据韩国化妆品协会数据，2001年韩国化妆品市场出口额仅为1.2亿美元，约为进口总额（4.5亿美元）的26.7%。直至2017年，化妆品市场的出口额达49.5亿美元，为化妆品市场进口总额15.3亿美元的3.2倍，贸易顺差达34.2亿美元。

图17 2001-2017年韩国化妆品市场进出口情况


资料来源：Korea Cosmetic Association，海通证券研究所

据2016年女装日报数据，韩国已有4家本土化妆品企业进入全球100强。分别是爱茉莉太平洋（第7），LG生活健康（第17），ABLE C&C（第65），HAVE & BE CO（第92）。其中爱茉莉太平洋的增长率在全球前十的化妆品企业中排名第二，仅次于美国的科蒂集团（26.2%），我们认为爱茉莉太平洋未来有较大的发展前景。

表1 韩国进入世界百强的化妆品公司（2016年）

世界排名	公司	国家	销售额 (亿美元)	销售额占百强总销售额的比例	增长率
1	欧莱雅	法国	286.0	14.6%	2.3%
2	联合利华	英国	205.2	10.4%	0.5%
3	宝洁	美国	154.0	7.8%	-12.5%
4	雅诗兰黛	美国	114.0	5.8%	2.7%
5	资生堂	日本	76.9	3.9%	-2.3%
6	拜尔斯道夫	德国	59.3	3.0%	1.1%
7	爱茉莉太平洋集团	韩国	55.8	2.8%	18.2%
8	花王	日本	55.3	2.8%	-1.1%
9	酩悦·轩尼诗-路易·威登集团	法国	54.8	2.8%	6.0%

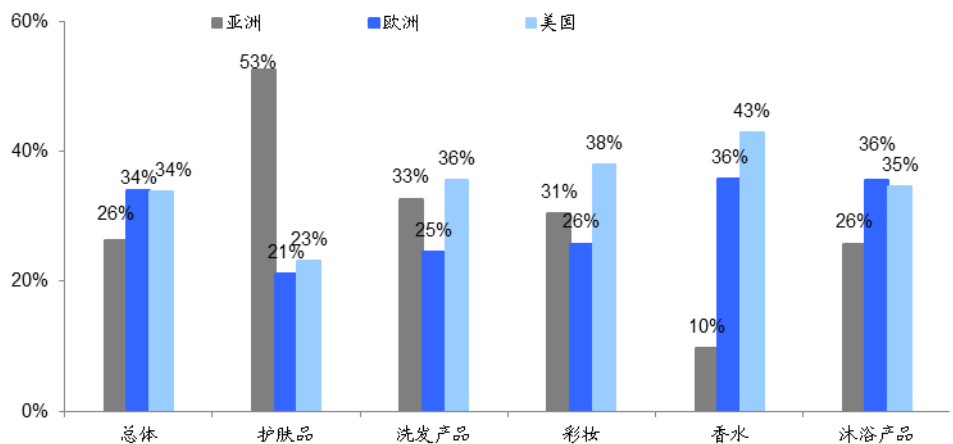
10	科蒂	美国	54.0	2.8%	26.2%
....
17	LG 生活健康	韩国	30.1	1.5%	25.0%
65	ABLE C&C	韩国	3.7	0.2%	6.5%
92	HAVE & BE CO	韩国	2.1	0.1%	172.0%

资料来源：女装日报，WWD 美容报告，海通证券研究所

在全面开放海外化妆品零售的早期阶段，韩国化妆品市场确实被欧美国际大牌所垄断。然而韩国本土化妆品品牌能在重重压力下突出重围，我们分析，**其核心在于找准本土消费者的偏好。**

在偏好消费品类方面，欧美地区更喜欢消费香水，而亚太地区消费者对护肤品的关注较多。不同地区的消费者对化妆品中的不同品类有不一样的偏好，欧美品牌未必就能完全契合亚洲消费者的需求。于是以爱茉莉太平洋和 LG 等为代表的韩国本土化妆品公司将关注点置于护肤产品的开发，着力靠护肤品突出重围。

图18 2016 年全球主要消费地区各产品消费规模占比

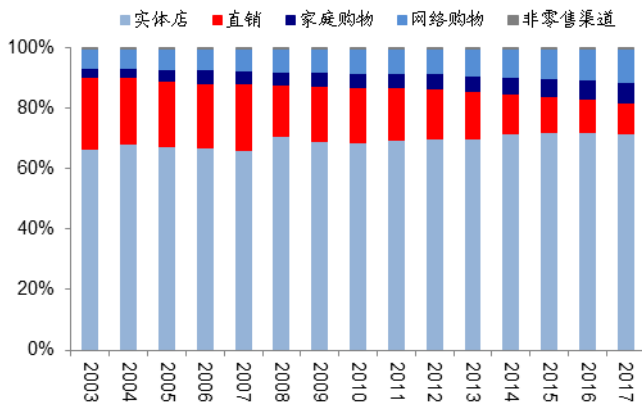


资料来源：Korea Cosmetic Association，海通证券研究所

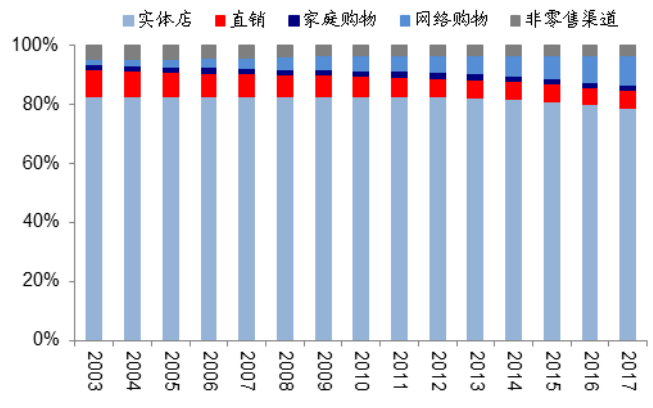
在产品开发方面，基于东方草本药材的提取研发帮助韩国本土企业成功实现差异化。爱茉莉太平洋于 1997 年率先建立雪花秀品牌，创新性的以人参为主要原料开发护肤品；从 2000 年开始研究培育具有美容功效的绿茶新品种并推出了悦诗风吟等以绿茶为原料的品牌。而 LG 生活健康专注于通过开发东方草药和东方草药化妆品来确保东方医学领域的领先技术，是韩国国内首个拥有中草药稳定发酵技能的公司，通过分离人参以及野山参等的共生微生物等成功开发了一系列适合东方女性肤质的化妆品。

在销售渠道方面，21 世纪初期韩国化妆品直销渠道销售占比较大，仅次于实体店渠道。据 euromonitor，美国化妆品市场超过 80% 的销售收入来自于实体店，直销渠道占比不足 10%，2017 年已缩窄至 6.2%。2003 年韩国化妆品市场实体店销售占 66.6%。而直销 2003 年占比为 23.5%，虽近年收窄至 10.5%，仍比美国多 4.3 个百分点。

与欧美等地不同，早期韩国化妆品市场上直销占总收入的比重达 20% 以上，实体店占比约 65% 左右，低于欧美等国。直销定位准确、成本低，有助于销售顾问在详细了解客户需求后，结合其皮肤状况和产品使用情况面对面推销适合的产品，也有助于品牌对市场需求保持一定的敏锐度，协助研发部门开发出适合用户的产品。**我们认为，直销是韩国化妆品早期在韩国国内突出重围，迅速打开市场的重要原因之一。**

图19 韩国化妆品销售渠道（2003-2017）


资料来源：euromonitor，海通证券研究所

图20 美国化妆品销售渠道（2003-2017）


资料来源：euromonitor，海通证券研究所

在营销方面，不同于欧美品牌较为简洁的包装，韩国本土产品设计精致。如此设计同样基于不同文化地区消费者偏好的不同，例如欧美品牌雅诗兰黛旗下的小棕瓶修护系列，其产品外观较为简洁实用，符合欧美消费者的审美。而韩国化妆品公司 LG 生活健康旗下的品牌 WHOO，其产品以宫廷风为主，精美的花冠符合韩国本土消费者的喜好。

图21 韩国化妆品注重外观的设计（WHOO）


资料来源：whoo 天猫旗舰店，海通证券研究所

图22 欧美化妆品品牌的外观较为简洁（雅诗兰黛）

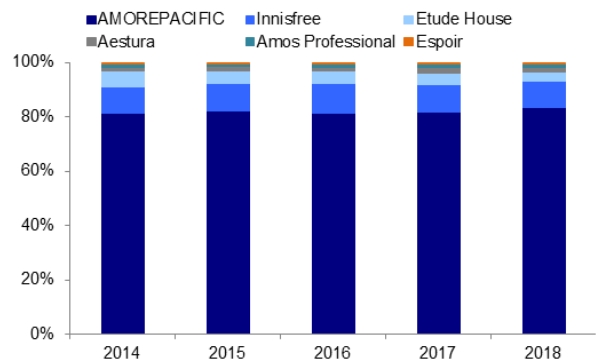

资料来源：雅诗兰黛天猫旗舰店，海通证券研究所

3. 传统与创新相结合，持续研发打造多品牌矩阵

爱茉莉太平洋集团旗下拥有众多品牌，包括面向高端市场的雪花秀、赫拉、佰瑞思，面向中端市场的梦妆、兰芝、艾瑞碧，面向大众市场的悦诗风吟、伊蒂之屋，洗护产品吕、爱茉诗等等。涵盖化妆品、茶、香水、洗发、个人护理等众多领域，全品类覆盖，品牌矩阵丰富。

图23 爱茉莉太平洋品牌矩阵


资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

图24 爱茉莉太平洋集团各品牌收入占比变化 (2014-2018)


资料来源：公司定期报告，海通证券研究所

3.1 全品类覆盖，打造多品牌矩阵

旗下品牌结构层次分明，定位准确，市占率高。爱茉莉太平洋大部分品牌均为自主研发品牌，专门针对亚洲女性肤质。根据韩国日化市场各品牌市占率排名，2017年雪花秀市占率排名第1，为6.4%；赫拉排名第4，为3.9%；悦诗风吟排名第5，为3.4%；IOPE排名第6，为2.5%；兰芝排名第11，为1.5%；Mis-en-scene排名第18，为1.1%；Etude排名第21，为1.0%。

表2 韩国市场部分产品市占率排名 (2017年)

排名	产品	公司	国家	市占率 (%)
1	雪花秀	爱茉莉太平洋	韩国	6.4
2	后	LG 生活健康	韩国	4.5
3	菲诗小铺	LG 生活健康	韩国	3.9
4	Hera	爱茉莉太平洋	韩国	3.9
5	悦诗风吟	爱茉莉太平洋	韩国	3.4
6	lope	爱茉莉太平洋	韩国	2.5
7	苏秘37度	LG 生活健康	韩国	2.4
8	谜尚	Able C&C Co Ltd	韩国	2.2
9	AHC	联合利华	荷兰	2.0
10	Nature Republic	Nature Republic Co Ltd	韩国	1.6
11	兰芝	爱茉莉太平洋	韩国	1.5
....
18	Mise-en-scene	爱茉莉太平洋	韩国	1.1
21	Etude	爱茉莉太平洋	韩国	1.0
23	梦妆	爱茉莉太平洋	韩国	1.0
25	吕	爱茉莉太平洋	韩国	0.8
34	Happy Bath	爱茉莉太平洋	韩国	0.6

资料来源：euromonitor，海通证券研究所

(1) 高端化妆品

爱茉莉太平洋旗下拥有雪花秀、Amorepacific、Verite、LIRIKOS等主打护肤的品牌、Hera等主打美妆的品牌以及Odyssey等主打男性护肤的品牌。皆为自主研发的品牌，面向高端市场。

①雪花秀：1966年爱茉莉太平洋在韩国推出雪花秀的前身——第一款以人参为原料的韩方化妆品ABC人参霜，并最终于1997年创造出雪花秀品牌。雪花秀运用现代肌肤科学技术对传统东方原料人参等进行提炼，带来由内而外的肌肤护理，已于2015年成为集团首个销售额突破1万亿韩元的韩国化妆品品牌。

②**Amorepacific**: 诞生于2002年,是爱茉莉太平洋集团旗下的旗舰品牌,全球专柜数量超过200个,在5个国家和地区销售。Amorepacific以茶等亚洲植物为核心原料,通过提取植物精华研发护肤产品。

③**Hera**: 集护肤、彩妆、香水于一体的全方位美颜护理。品牌于1995年上市,旗下拥有多款明星产品,其中臻润防晒气垫霜每2秒售出一件,阳光伴靚防晒霜累计销量达2千万件。

④**Verite**: 于1994年以直接销售品牌亮相,定位治愈系护肤品。2012年以后,将销售渠道拓宽至网络、电视购物和药妆店等新零售渠道。其中,其自主研发的再现肌肤细胞内保湿因子(NMF)的Verient Moisturizing Water™,以及模仿皮肤屏障脂质成分的Ceramide Intense Formula等成分皆通过皮肤科测试和人体适用测试。

⑤**Lirikos**: 1994年,爱茉莉太平洋与法国资深海洋疗法研发机构携手合作,开创Lirikos品牌。经过20多年的潜心研发,成功研发出Marine Placenta™技术,将海洋中的植物成分用作Lirikos产品的核心成分,从而使海洋能量安全有效地传递给肌肤。

⑥**Odyssey**: 于1996年上市,是一款追求高端生活方式的高端男士专业护肤品牌。主推两款系列护肤品,Odyssey Romantic和Odyssey Black。

(2) 中端化妆品

爱茉莉太平洋旗下面向中端化妆品市场的有主打护肤的**梦妆**、**兰芝**、**Lirikos**、**marine energy**、**芙丽美娜**、**韩律**,功能性护肤品牌**艾诺碧**,主打彩妆的**Espoir**,药妆品牌**Aestura**,主打护肤仪器的**Makeon**。皆为爱茉莉太平洋自主研发品牌,面向终端消费市场。

①**梦妆**: 梦妆核心原料来自于花,结合其独有的花植科技,开发出一系列的产品。品牌上市于1991年,截止2018年底在全球7个地区销售,拥有超过6200个专柜。

②**兰芝**: 成立于1994年,拥有核心技术水科技™,能够将水转化为活力保湿能量。截至2018年底畅销产品夜间修护睡眠面膜的累计销量已超过3.2千万,在全球15个地区进行销售,如今已成为深受亚洲女性青睐的美妆品牌。

③**艾诺碧**: 诞生于研究所的功能性护肤品牌。艾诺碧通过测量和分析4300名以上女性的肌肤,将积累的肌肤数据反映到产品研发上,从而有针对性的提出解决各种肌肤困扰的解决方案。于1997年在韩国化妆品行业中最先实现了视黄醇成分的稳定化,截至2017年累计获奖78次。

④**芙丽美娜**: 是追求健康之美的自然主义美妆品牌。其核心发芽原料是对全世界500多种发芽种子进行研究后,结合独家催芽技术而制成。

⑤**Makeon**: 从2011年起着手研发美容护肤工具。开发了利用光、热、离子和振动4种物理能量的独特技术LHIM Technology™。

⑥**Aestura**: 2008年上市,是爱茉莉太平洋旗下的医药美女子公司兼品牌,以医院为主要销售渠道,2017年Aestura品牌医院渠道销售额达100亿韩元。

(3) 大众化妆品

爱茉莉太平洋旗下的大众化妆品牌包括护肤品牌**悦诗风吟**、**Illiyoon**,彩妆品牌**伊蒂之屋**,运动防晒霜品牌**Out Run**,牙膏品牌**Pleasia**、**麦迪安**,个人洗护品牌**Happy Bath**、**Amos Professional**、**Fresh Pop**、**魅尚莹**、**吕**等。

①**悦诗风吟**: 韩国首个自然主义护肤品牌,核心是来自济州岛的精萃原料。上市于2000年,截止2018年年底拥有超过1788个专柜,至2018年6月产品绿茶籽精萃水分肌底精华露全球累计销量超过2千万件。

②**伊蒂之屋**：主要面向少女的彩妆品牌，以能满足消费者多种喜好的彩妆产品线、过硬的品质、可爱的设计、合理的价格闻名。作为韩国首个专业彩妆品牌，伊蒂之屋成立于1995年，截止2016年在全球13个地区拥有720个以上的专柜。

③**吕**：头皮及头发护理专业品牌。从头皮护理着手，解决脱发掉发、无力下垂、粗糙易断等发质问题。其拥有超过60年韩方美发护理研究历史，在韩国连续9年荣登韩方洗发水品牌排行榜榜首，全球累计销量超过1万亿。

表3 爱茉莉部分子品牌介绍（2017年）

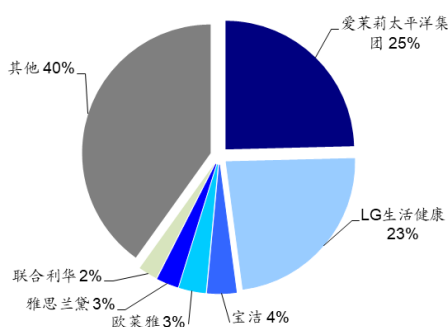
定位	品牌	成立时间	特征	市占率
高端	雪花秀	1997	雪花秀基于对韩方原料的深刻认识，汲取传统处方和古医书《东医宝鉴》的“7年周期理论”等东方智慧精髓，同时结合现代肌肤科学技术，打造独家配方，逐步发展为顶尖韩方化妆品品牌	6.4%
	Hera	1995	集护肤、彩妆、香水于一体的全方位美颜护理，成就韩国女性时尚干练的形象	3.9%
	Amorepacific	2002	以亚洲植物原料为载体，精选顶级原料，通过尖端科技萃取植物精华，绿茶、竹液、红参	-
中端	梦妆	1991	以花为灵感，致力于研究从根、茎、到花瓣的每一朵花中蕴藏的自然智慧	1.0%
	兰芝	1994	兰芝的独家技术水科技™，即将生命之源——水转化为活力保湿能量的核心技术	1.5%
	艾诺碧（IOPE）	1996	萃取植物精华，解决肌肤困扰的功能性品牌	2.5%
	Espoir	-	专业的彩妆品牌	0.1%
	茉莉美娜（primera）	-	以植物发芽瞬间为研究对象，追求健康之美的自然主义化妆品品牌	-
大众	伊蒂之屋	1995	以“Life is Sweet”为品牌标语	1.0%
	悦诗风吟	2000	韩国第一个自然主义护肤品牌，产品选取来自纯净岛屿——济州岛的精萃原料	3.4%
	吕	-	“吕”作为头皮及毛发护理专业品牌，从头皮护理着手，从而使得发质变得丰盈润泽、看起来年轻、美丽、充满活力。而脱发掉发、无力、粗糙易断等发质问题都是由于头皮不健康而引起的。	0.8%

资料来源：公司官网，euromonitor，海通证券研究所

从化妆品与个人护理整体市场的角度看，2017年爱茉莉太平洋集团的市占率达24.6%，位列韩国第一；LG集团位列第二，占比23.3%。

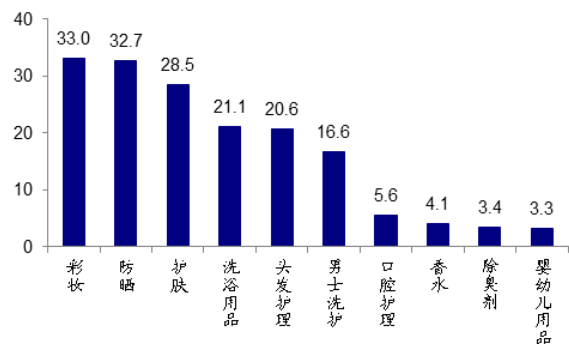
分品类看，爱茉莉太平洋集团实现了全品类覆盖。2017年爱茉莉太平洋集团彩妆市占率为33.0%、防晒品市占率为32.7%、护肤品市占率为28.5%、洗浴用品市占率为21.1%、头发护理市占率为20.6%、男士洗护市占率为16.6%。

图25 2017年韩国个人护理市场各公司市占率（%）



资料来源：euromonitor，海通证券研究所

图26 2017年爱茉莉太平洋集团各品牌市占率（%）



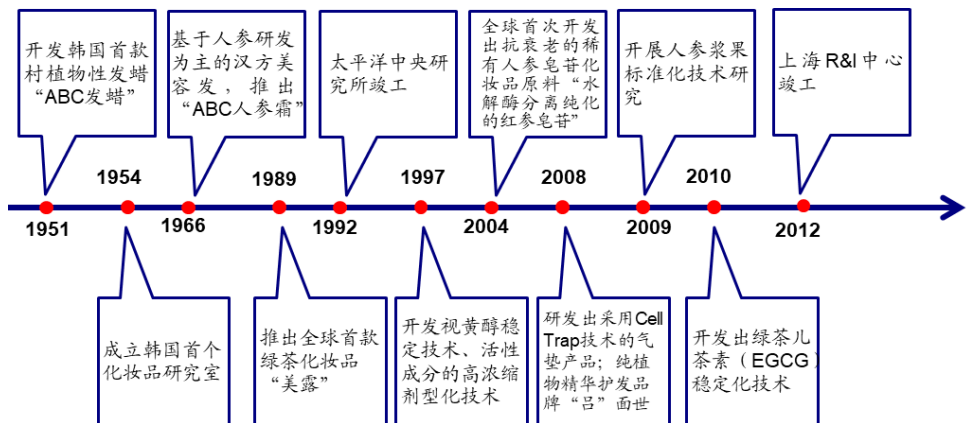
资料来源：euromonitor，海通证券研究所

3.2 企业文化助力研发能力快速发展

由于市场上的化妆品品牌众多、竞争激烈，且产品更新迭代快、消费者转换成本低，因此只有大力度投入研发、不断地提高产品的质量、开发新产品，才能持续性地赢得消费者的青睐。

重视研发投入。爱茉莉在创立之初便非常重视研发的投入，早在1954年就成立了韩国业界首家研究室。基于大自然的原理和植物，结合高科技研发，追求“最初”和“最

高”，不断为全世界顾客打造极致的产品。2017 年公司研发费用 9.3 百亿韩元，研发费用率达 1.54%。

图27 爱茉莉太平洋研发历程


资料来源：公司官网，海通证券研究所

关注差异化。爱茉莉擅长挖掘东方女性的皮肤特点，并根据亚洲女性的关注点研发出专门为东方人打造的产品，与欧美国际大牌形成差异。

(1) 人参、绿茶等本土原料的研发。成立以来，爱茉莉便一直致力于研究自然植物原料。这些研究，为日后雪花秀、悦诗风吟、吕等品牌产品的奠定了基础。

①人参：爱茉莉于上世纪 60 年代开始对人参进行研究，于 1966 年首次推出以人参为原料的化妆品“ABC 人参霜”，于 70 年代发现人参关键活性成分皂苷，1985 年推出“雪花秀”的前身“雪花”。在 2000 年代找到能够有效提取稀有活性皂苷的酵素应用方法，并进一步升级“生物转化”，开发出蕴含人参稀有活性皂的抗衰老、美白功效的产品“滋盈生人参焕颜修护霜”等。

②绿茶：是“AMOREPACIFIC”、“悦诗风吟”等国际知名品牌理念的根基。爱茉莉太平洋于 1989 年推出韩国最早的绿茶化妆品“美露”，并从 2000 年代开始研究培育具有美容功效的绿茶新品种，成功开发出了儿茶素高含量浓缩技术。在此基础上萃取得到的绿茶提取物，有抗氧化、降低胆固醇、控制体内脂肪等功效。

③大豆：主要运用在悦诗风吟、韩律等不同品牌的产品上。爱茉莉研究发现：大豆中的查明异黄酮含减少体内脂肪、抵抗皮肤衰老、美白等成分，而 ODI 成分有保湿、抗氧化、美白、抗衰老等美容功效。并将其使用在“悦诗风吟”发酵豆系列、“Primera”野生种子系列以及“Primera Repair Bean Cica”系列中。

表 4 从原料端出发

原料	介绍	成分	代表产品
绿茶	至 1979 年起，在济州岛开垦种茶，时至今日，发展成在济州岛占地面积共 330 万平方米的石群茶园、西光茶园、汉南茶园的前身，生产品质上乘的有机绿茶	绿茶花： 能够抗炎且提高抗氧化与抗衰老成分“儿茶素”功效 绿茶籽： 富含植物性不饱和脂肪而有助于皮肤保湿 茶根： 含高浓缩绿茶特有皂苷而有利于皮肤再生	AMOREPACIFIC： 开发富含雨前茶与儿茶素成分的新品种“糙源 3 号”，推出了具有超强抗氧化与抗衰老作用的产品 悦诗风吟： 利用绿茶籽油和新品种“糙源 2 号”——富含有助于保湿的绿茶氨基酸，推出能够养出水润清透肌肤的济州绿茶精萃系列
人参	1966 年推出首款以人参为主要原料的化妆品“ABC 人参霜”后，对人参进行全面研发，从上世纪 70 年代开始全面展开对关键活性成分——皂苷的研究，并扩大至其他中草药的研究，孕育出韩国首屈一指的韩方化妆品品牌“雪花秀”	皂苷： “生物转化”技术是利用酵素从人参高含量提取极微量稀有皂苷的技术。爱茉莉太平洋应用这项技术，开发出蕴含人参稀有活性皂苷，具有卓越的抗衰老、美白功效的产品 人参、人参茎叶花种子等部位、人参精华微粒 (Ginsenisphere™) 等肌肤传递体 应用生物转化技术大量制作稀有皂苷及功效研究、人参种植环境与种植方法研究等	“滋盈生人参焕颜修护精华油”： 通过人参种子萃取的精油增强肌肤抵御能力 “滋盈生人参焕颜修护精华露”： 含有通过水耕栽培研究从人参茎萃取皂苷成分 “滋盈生人参焕颜修护霜”： 含高浓缩人参花核心成分 洗发护发品牌“吕”： 推出将人参成分传递至发根以缓解脱发症状的“滋养初发系列”、采用人参发酵技术的“生发醇人参洗发水”等产品
大豆	挖掘韩国本土豆类所隐藏	异黄酮： 含减少体内脂肪、抵抗皮肤衰老、美白等	“悦诗风吟”发酵豆系列： 含有济州岛绿豆发酵成分而

的价值并大力推广其优异性，认养基因资源中心所保管的本土豆类 140 多种，评估分析种植特性、成分与美容功效后，研究并筛选出适用于化妆品原料的品种

成分

发酵豆生成的 ODI 成分：保湿、抗氧化、美白、抗衰老等美容功效。爱茉莉太平洋还通过生物转化技术，取得了大量生产发酵豆内仅存极微量的 ODI 成分的壮举

研发出“Beauty Bean”，加快了自主研发豆类的步伐。在本土豆类 140 多种当中，将“扁豆、半野生大豆”等的豆类选为“AP Beauty Bean1 号”，成功将富含在这些豆类中的抗氧化成分转化为原料

有助于增强肌肤屏障

“韩律”黑豆系列：以原产于江原道高山地区的黑豆为核心成分

“Primera”野生种子系列：含“Beauty Bean1 号”扁豆提取成分而有利于提升肌肤弹力

“Primera Repair Bean Cica”系列：蕴含发酵豆提取成分

“雪花秀”的“Everefine Lifting”系列：全球首次利用豆叶开发出化妆品原料的黄叶化豆叶提制物

资料来源：公司官网，海通证券研究所

(2) 开放式研发 (open research) 引领最佳研究方向。爱茉莉太平洋技术研究院积极与国内外著名大学及研究机构沟通，吸收好的创意和新技术，进而运用于产品开发。通过为各种创新性的研究活动提供支持，继而创造可持续的未来增长动力，确保能提高研究效率。

以消费者的实际需求为基础，提高产品功效性和实用性。通过以开放的态度向外部搜寻提案，爱茉莉可以及时发现消费者的需求并更好地满足消费者需求。例如，爱茉莉太平洋技术研究院自 2000 年代中期起就关注多次补擦防晒霜给顾客带来的不便。为解决上述问题，公司开始研发兼具彩妆和防晒功能、能多次补妆，并能装在特殊容器里确保稳定性和携带性的产品。最终，从停车收据盖章均匀清晰、不晕墨中得到启发，研发出“粉液不流动”储存技术，创造性的推出集护肤霜、防晒霜和粉底于一体的气垫粉底。

图28 爱茉莉研发过程



资料来源：公司官网，海通证券研究所

(3) 积极进行基础技术研究。爱茉莉太平洋技术研究院从成立初期开始致力于基础创新研究，努力将基础研究成果运用到各项技术和产品的研发过程中，以实现创新。

在脱发管理研究方面，2008 年上市的“吕”系列产品中含有柏子仁、琼玉膏（人参、白茯苓、白蜜炼、生地黄）等由爱茉莉太平洋技术研究院发掘的韩方成分，而且还采用脂质体系统、变形醇质体系统等将有效成分渗入头皮的效果提高到最大的尖端技术。2009 年以医药外用品的形式推出“吕滋养韧发”系列洗发水和精华素等产品，并于 2010 年以“防脱发韩方原材料的功效研究及产品开发技术”荣获韩国技术大奖知识经济部长官奖，2011 年又荣获韩国技术创新经营大奖产品（技术）部门最高奖项。

在美容长寿方面，爱茉莉太平洋深入研究被誉为养生养颜佳品的绿茶、人参、大豆等传承原料的功效，将其转化为保健美容食品和饮品。爱茉莉致力于研究、证实阐明保健和美容功能食品中主要成分的科学功效，开发出使其养生养颜功效最大化的技术，不断扩宽“inner beauty”这一保健美容食品新领域。

表 5 爱茉莉太平洋的基础研究

名称	研究结果
肌肤衰老研究	爱茉莉太平洋采用多种技术，开展有关肌肤衰老的研究。并将研究成果积极运用于缓解衰老的生物化妆品以及其他保健养颜领域的产品研发。
肌肤抵抗力研究	爱茉莉太平洋为规定肌肤抵抗力相关要素，通过高度体系化的接近法，发现并验证新标准的肌肤指标。爱茉莉太平洋制定了严谨的研究体系，对肌肤抵抗力相关要素进行定义与分类，并对新发现指标进行验证与归类。

保持肌肤湿润	皮肤干燥是肌肤脆弱、衰老的最主要特征之一。爱茉莉太平洋技术研究院为找出让健康皮肤干燥的原因，正在研究各种不同的机制。
解决皮肤问题	爱茉莉太平洋通过生物科技与信息技术的融合技术的有效融合，提供最优化的创新解决方案，帮助顾客维持肌肤健康。爱茉莉太平洋技术研究院通过环境因子对皮肤影响的研究，正努力寻找缓解肌肤衰老、预防黑色素沉淀、强化肌肤壁垒等的解决方案。
实现三维人造皮肤	爱茉莉太平洋着力开发三维人造皮肤模型，作为动物实验和皮肤生理学研究的替代方案。爱茉莉太平洋技术研究院将采用三维组织工程领域的最新技术，不断完善三维人造皮肤模型，扩大技术适用范围。
脱发管理研究	持续尝试从天然物质中提取有效成分，融汇传统韩方医学和现代高新技术，努力为头皮头发护理提供最佳解决方案。

资料来源：公司官网，海通证券研究所

经过多年的研发和发展，目前爱茉莉拥有多项创新技术，以此为基础开发出了一系列创新产品。

①**气垫**：创新性的气垫液体稳定化技术对推出业界首款集护肤霜、防晒霜和粉底于一体的“气垫”产品至关重要。据官网，2008年起至今，集团对产品进行15次技术升级，在国内外共申请177项专利，获得26项专利证书（截至2016年10月）。2012年荣获韩国技术大奖优秀奖和韩国技术创新经营大奖，2013年入选下一代世界一流产品，2014年又捧得IR52 蒋英实奖等，引得各大欧美化妆品品牌争相效仿。

②**睡眠面膜**：利用聚合物水分膜技术，公司于2002年成功推出“兰芝夜间修护睡眠面膜”。这是第一款可敷在脸上直接睡觉的面膜，使用方便且见效快，广受亚洲顾客的青睐。据官网，自2003年以来，此产品已获超过21项的殊荣。

③**活肌精华**：有爽肤水调理和收敛皮肤的功效，通过在洁面后调理肌底，让肌肤处于最佳吸收状态，从而大大提升后续护肤品效果。1997年上市的雪花秀“润致焕活肌底精华露”，开创了新概念护肤品类的革命性产品。

④**生物转化技术**：借助生物转换技术(Bio-conversion)实现了稀有人参皂苷的大量生产。2008年荣获蒋英实奖，2009年入选大韩民国十大新技术，并在业界首次囊括了大韩民国技术大奖国务总理奖，2010年又入选大韩民国技术和产业百强之列。

表6 爱茉莉创新技术及应用

创新技术	应用	说明
气垫液体填充剂型的稳定化技术	“Cell Trap”	用聚氨酯泡沫海绵，使粉底液牢牢吸附于其上，并将其装入粉饼内，从而提高携带性
	“超微粒分散”技术	将粉底液的粒子减小30%以上，从而使得美妆效果更轻盈自然，更完美无瑕
	“三维载体”技术	将轻巧微小的剂型更为均匀稳定地吸附于气垫内的技术
活肌精华的活性成分剂型化技术	活肌精华	是在洁面后基础护肤的第一步涂抹的活肌精华露，不仅有爽肤水调理和收敛皮肤的功效，还能提高皮肤对后续护肤品的吸收度。由于洁面后随即使用，不仅能补水滋养，防止皮肤干燥，还促进活性成分有效渗入皮肤，为皮肤营造适合使用后续护肤品的最佳护肤环境，造出“活肌”功效
	雪花秀“润致焕活肌底精华露”	1997年上市，开创了新概念护肤品类的革命性产品，核心技术（滋盈凝翠复合体™）采用超高压萃取工艺，大大提升有效成分的种类和含量，焕活肌底的修护效果更强大
	艾诺碧碧奥生源紧致凝白精华液	采用 Bio-redox™ 技术，构建抗氧化酶的水状精华。不仅具有焕活肌底的修复效果，还能令皮肤保持最佳状态，是一款能打造健康水润肌肤的活肌精华中的精品
	赫妍肌源焕采精华液	采用发酵原液（源于金银花的乳酸菌发酵物）的活肌精华产品，含有模拟细胞机能，为肌肤提供养分的生物技术成分 Cell Bio Fluid Sync™
人参生物转换技术	梦妆花源滋养精华肌底液	采用发酵原液（源于金银花的乳酸菌发酵物）的活肌精华产品，含有鲜花乳酸菌成分
	雪花秀滋盈生人参焕颜修护霜	将生的人参直接涂抹于肌肤上，不仅不能形成我们所期待的有效成分，而且难以吸收，还会刺激肌肤。食用后人参中的皂苷在体内分解反应中，最终形成 K 复合精华（Compound K）和人参皂苷 F1（ginsenoside F1）等稀有活性物质，被人体吸收，产生积极的生理活性，且 K 复合精华（Compound K）和人参皂苷 F1（ginsenoside F1）等稀有活性物质对皮肤也有惊人的功效。通过研发，发现了能大量生成 K 复合精华和人参皂苷 F1 的人参水解酶，借助生物转换技术（Bio-conversion）实现了稀有人参皂苷的大量生产 Compound K 是雪花秀滋盈生人参焕颜修护霜中的核心抗衰老成分
睡眠面膜的聚合物水分膜技术	兰芝夜间修护睡眠面膜	采用基于聚合物网络结构的会呼吸的补水面膜技术（MOISTURE WRAP™），2015年全新上市，通过 SLEEP-TOX™ 稳定化技术，让脆弱的皮肤在睡眠中恢复健康

资料来源：公司官网，海通证券研究所

4. 加强供应链管理拓宽营销手段，成就美妆龙头企业

爱茉莉太平洋构建了一套严谨的 SCM 体系（供应链管理），其核心为持续准确把握顾客需求，提升产品与制造工艺的效率与精准度。同时，爱茉莉通过植入热门影视剧、精选代言人及推进体验式消费等方式，对产品进行营销，效果显著。

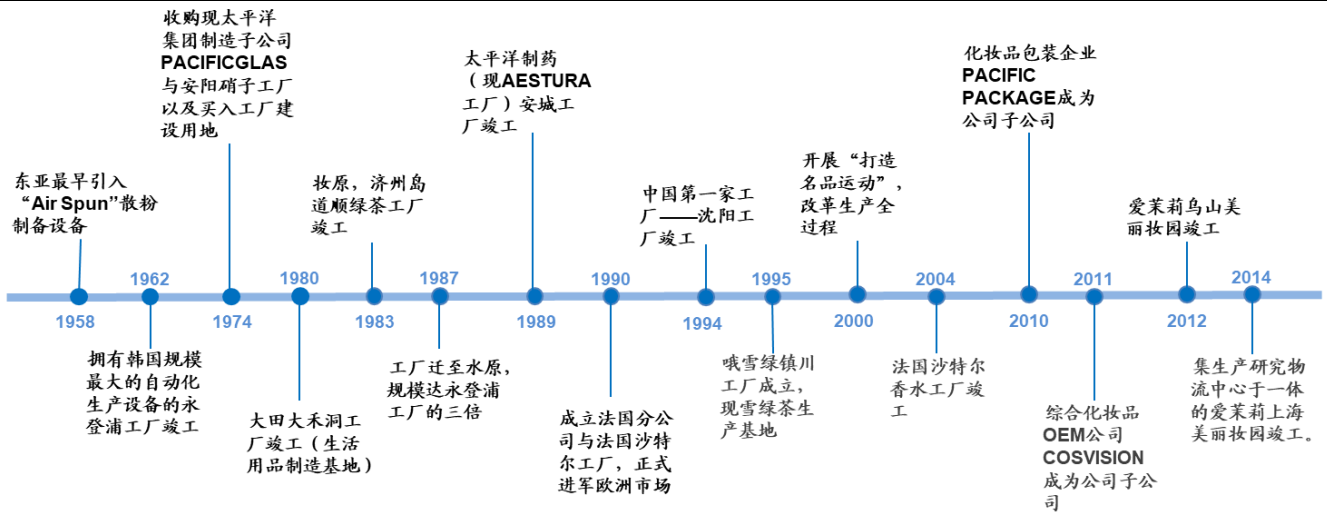
4.1 高效供应链管理准确把控品质

作为一个拥有三十余个品牌、产品多达数百种的跨国企业集团，爱茉莉太平洋不断加强供应链管理体系的建设，通过不断开拓各路渠道，更准确、更快速地应对全球各地顾客的需求。

自 1958 年成为东亚最早引入“Air Spun”散粉制造设备的化妆品公司以来，爱茉莉太平洋历经六十余年的发展，其囊括产品、生产设施及子公司的全球供应链管理体系也在不断的进步。

目前爱茉莉在韩国、中国与法国等地构建了供应链系统。其中 2012 年竣工的乌山工厂，包括空调通风与卫生系统等在内的所有标准皆遵循医药品生产工厂标准，配备高科技化妆品生产设备与物流中心，是一处实现生产物流统筹管理的综合生产物流基地。

图 29 爱茉莉供应链发展历史



资料来源：爱茉莉官网，海通证券研究所

（1）在生产方面，建立独有的绝对品质管理体系。爱茉莉积极运用全球最先进的生产物流技术，向全球顾客提供最优质的产品。通过构建差异化的“One IT”系统、开发爱茉莉太平洋独有的差异化制造技术、构筑 RCS 系统并实现制造工艺的标准化，爱茉莉太平洋对生产过程进行统一管理，将生产中的变量控制到最低水平，保障整个制造工艺的品质。

①One IT 系统：2015 年，SCM 正式开启数字时代。为了更智能地实现制造与质检过程的统一管控，爱茉莉太平洋开发构建了全球标准制造系统与全球质量管理体系。G-MES 系统不仅将整个制造工艺进行了标准化，而且还可以实时地确认生产计划、业绩与仓储等与生产制造相关的实际情况。G-QMS 系统可统一管理自产品研发到顾客使用等全过程的质量管控方面的业务与数据。

②差异化制造技术：化妆品制造工艺对精准度的要求极高，这是因为生产工艺中极细微的差异也会对化妆品的质量产生较大影响。爱茉莉太平洋为了将影响最终产品的变量最小化，成功研发出产品内容跟踪技术，可以预测产品内容物以何种速度向哪个方向变化。该项技术自 2012 年起开始应用于流程分析，改变了生产工艺与设备结构。

③RCS 系统：爱茉莉太平洋融合信息通信技术与生产技术，构建起可管控整个化

妆品制造工艺的 RCS 系统，以实现每个生产设施生产质量的标准化。RCS 系统可以彻底排除制造工艺中人为因素引发的误差，使影响品质的变量最小化。

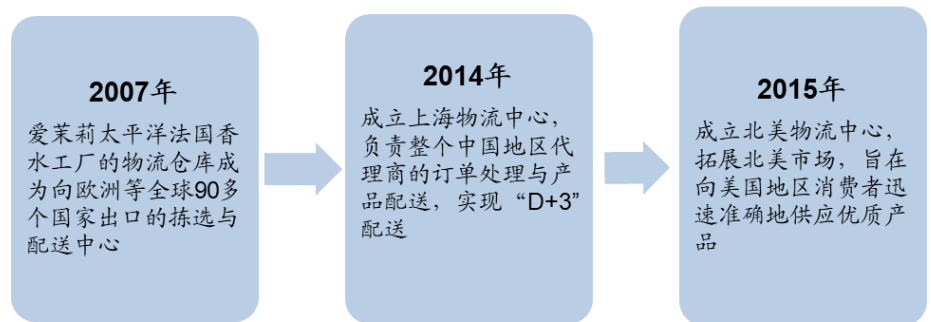
(2) 在物流方面，构建全球顶级生产物流体系。爱茉莉太平洋建立了一套高度统一的物流系统，包括创新型、标准化系统与高效的全球网络。独家拣选系统、更快捷的响应速度以及创新型物流管理方式使爱茉莉太平洋可以以乌山为中心通过全国各地的配送中心快速配送产品。此外爱茉莉还在中国、法国与美国等地建立物流中心，逐步扩大全球覆盖面。

①乌山物流中心：乌山美丽妆园内的物流中心作为爱茉莉太平洋物流系统的中枢，负责所有产品的仓储、装卸及配送等物流环节。乌山物流中心具备高效管理库存的自动仓库、电子拣选台车与电子标签拣选系统等高科技自动化设备，可快速准确地批量处理订单，推行下单后一天内配送至顾客的“D+1”政策。

②上海物流中心：2014 年爱茉莉太平洋成立上海物流中心，负责整个中国大陆地区代理商的订单处理与产品配送，实现“D+3”配送。上海物流中心与沈阳及成都物流中心实现业务互联，优化公司在中国大陆全地区配送体系。

除亚洲外，爱茉莉太平洋还在北美与欧洲建立了物流中心。2007 年起，爱茉莉太平洋法国香水工厂的物流仓库即成为向欧洲等全球 90 多个国家出口的拣选与配送中心。2015 年，成立北美物流中心，拓展北美市场，旨在向美国地区消费者迅速准确地供应优质产品。

图30 爱茉莉近年物流的重大发展



资料来源：公司官网，海通证券研究所

4.2 内容化营销塑造品牌形象

赞助知名电视剧并植入广告等方式打造爆款。2013 年爱茉莉太平洋赞助的《来自星星的你》在韩国热播，首播收视率 15.5% 为 2013 年迷你剧最高首播收视率，播完全剧最高收视率 28.1%，网络最高收视率 73.4%，位居年度迷你剧冠军。该剧在中国地区网络播放量超过 60 亿，成为史上第一部百度指数破 400 万的电视剧，获得了爱奇艺颁发的“韩流电视剧最高点击率奖”。作为主要赞助商，爱茉莉的护肤和化妆品在持续 10 周的播映期内频频露面，在中国香港销售额几乎直线上升。

2016 年 2 月播出的热播剧《太阳的后裔》也大获成功。据官网，该剧在中韩同步播出，在韩国收视率超过 30%，成为近五年收视率第一的韩剧。剧中女主角宋慧乔使用的兰芝双色立体唇膏在该剧播出后的搜索量上升了 11 倍，并于 3 月份破了其日销售额历史记录。

表 7 爱茉莉太平洋旗下品牌部分广告植入案例

剧名	播出年份	制作国家	植入产品
《来自星星的你》	2013	韩国	韩律大米水、IOPE 睫毛膏、兰芝唇膏、IOPE 口红
《太阳的后裔》	2016	韩国	兰芝气垫 BB 霜、兰芝双色立体唇膏

《欢乐颂》	2016	中国	兰芝气垫 bb 霜
《Doctors》	2016	韩国	梦妆净致气垫粉底液、Oil shine 润唇膏
《不夜城》	2016	韩国	EspoirPro Tailor Liquid 粉底液、Nowear Signature 系列口红

资料来源：女装日报，爱奇艺，新浪博客、公司官网、百度百科等公开资料整理，海通证券研究所

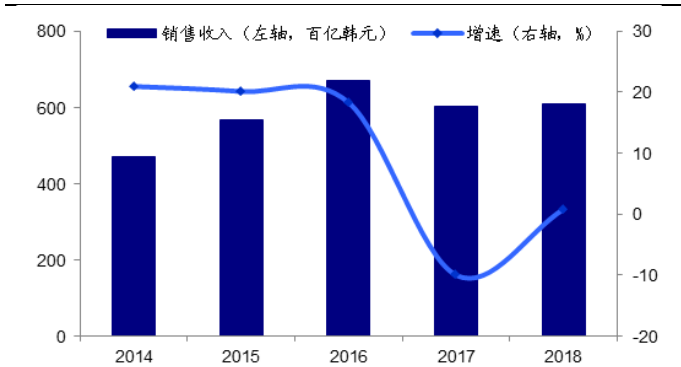
爱茉莉太平洋结合品牌定位，精选品牌代言人引领时尚潮流。例如，意图进军千禧一代市场的赫拉（Hera）找到了在新版《流星花园》中饰演道明寺的 95 后小鲜肉王鹤棣；以清新绿茶自然之美为主打的悦诗风吟一直以来的代言人多是拥有清纯外表的天然美女；面向高端市场的雪花秀全球首位代言人宋慧乔是气质型资深韩国冻龄女星。

此外，在实体店方面爱茉莉太平洋也积极开发现场私人定制、体验式消费等新的方式吸引顾客。例如，开设在首尔、中国香港等地的雪花秀 SPA 馆，为消费者提供白瓷水律保湿护理、净白焕颜玉石护理、人参凝时翡翠护理、眼部金箔全效护理等面部及其他部位护理，让消费者亲身体会雪花秀产品的功效。此外，跨界式体验式消费也正在悄悄兴起，悦诗风吟在上海、成都等地开设的咖啡店也增加了品牌知名度，有效吸引新客。

5. 内忧外患，着力开辟新市场或成转机

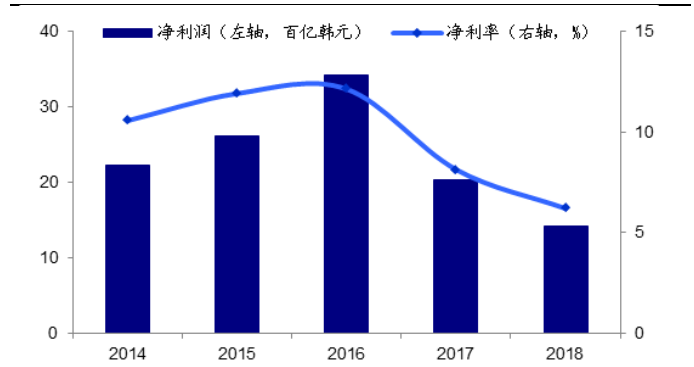
爱茉莉太平洋集团近两年的业绩有所下降。2017 年主营业务收入下滑近 10%，2018 年回升不足 1%。而净利率 2017 年从 12.1% 下滑至 8.1%，2018 年继续下滑至 6.2%。

图31 爱茉莉太平洋集团收入及增速（2014-2018）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

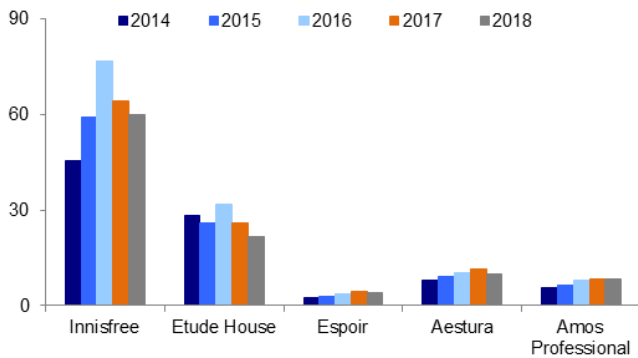
图32 爱茉莉太平洋净利润及净利率（2014-2018）



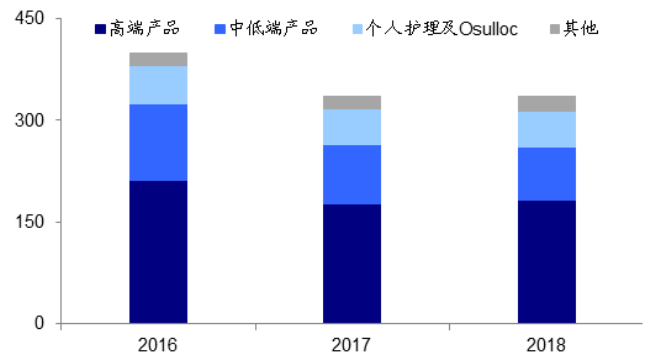
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

5.1 受消费升级影响，品牌矩阵或面临挑战

在韩国本土，受到消费升级的影响，爱茉莉太平洋集团旗下部分定位中低端市场的品牌出现了严重的收入下滑现象。虽然2018年雪花秀和赫拉等高端品牌的销售额有所增长，但兰芝、悦诗风吟、梦妆和伊蒂之屋等平价品牌销售额都有所下降，爱茉莉或需尽快调整自身品牌矩阵。

图33 爱茉莉太平洋集团部分子公司收入（百亿韩元，2014-2018）


资料来源：公司定期报告，海通证券研究所

图34 爱茉莉太平洋公司各品牌韩国本土收入（百亿韩元，2016-2018）


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

对于爱茉莉太平洋集团而言，其子公司仅爱茉莉太平洋公司及 Amos Professional 分别实现收入增长 3%及 1%，其余品牌均业绩下滑。

(1) Innisfree (悦诗风吟): 2018 年收入同比下降 7%，营业利润同比下降 25%。虽 2018 年线上收入增加，但由于实体店收入减少，总收入和销售收入均下降。目前公司正尝试通过差异化的品牌宣传活动（如生态比赛、绿色节日、皮肤检测等）和新推出的会员制度，提升品牌吸引力；通过推出新产品（我的量“肤”定制粉底液、香榭肌肤护理膏、AA Band 等）加强产品竞争力，并持续升级核心护肤品系列（济州寒兰眼霜，绿茶籽精华露等）。

(2) Etude House (伊蒂小屋): 2018 年收入同比下降 16%，营业利润转为亏损。由于商店数量减少，实体店收入显著下降，导致营业利润为负。公司尝试推出新产品如迷你磁铁口红、玻璃水光唇釉保湿唇彩口红、持久保湿粉底液等，多样化产品结构并吸引新消费者，同时在实体店增加个人咨询服务空间“彩色工厂”加强客户体验。

(3) Espoir: 2018 年收入同比下降 3%，继续亏损。尽管由于实体店数量减少，收入略有下降，但通过品牌渠道的多元化改善了品牌可访问性。同时，通过 SNS 和数字化扩展客户沟通，公司改进了吸引千禧一代客户的能力。

(4) Aestura: 2018 年收入同比下降 12%，营业利润下降 73%。虽然内部美容产品销售额增加，但由于“Cleviel”销售额和医疗产品生产的减少，总收入和营业利润有所下滑。通过推出 Aestura 的新“365 系列”等的方式进入多品牌渠道，计划多元化销售点，以期扭转下滑趋势。

(5) Amos Professional: 2018 年收入同比增长 1%，营业利润下降 2%。通过推出各种新产品（Perfect Renew, Green Tea Active, Satin Pleasure Oil 等），提升作为专业护发品牌的竞争力，并利用移动沙龙平台和社交媒体营销加强数字竞争力。

对于子公司爱茉莉太平洋公司而言，2018 年其韩国国内市场销售收入为 334.7 亿韩元，与 2017 年基本持平。我们认为，其面向中低端市场品牌收入的萎缩是导致国内收入无增长的重要原因。

(1) 高端产品: 2018 年收入同比增长 3.6%。旅游零售渠道内主要品牌的销售强劲，多元化的产品组合增强公司品牌竞争力，例如“雪花秀雪琳梅花系列”、“雪花秀滋盈生人参凝萃焕颜修护霜”，“赫妍玫瑰面霜”，“赫妍唇膏”等产品销售较好，且数字化营销显著也提升品牌故事的推广范围。

(2) 中低端产品: 2018 年收入同比下降 11.3%。由于家庭购物频道的品牌组合调整，收入下降。公司正在尝试推出差异化新产品以增加化妆品类收入，例如“兰芝双层遮瑕气垫”，“兰芝琉璃晶彩唇膏”，“梦妆 All Stay 粉底”等，并通过品牌体验空间的多样化和各种线下营销活动加强客户沟通，例如“AritaumLive Gangnam”，“兰芝旗舰店 L-Playground”，“lope 周”。

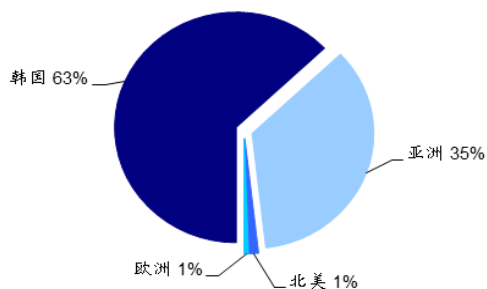
(3) **个人护理及 OSullocc**: 2018 年收入同比下降 0.8%。尽管数字渠道收入增长稳健, 但由于线下渠道收入减少, 总收入下降。

5.2 对中国市场过度依赖, 萨德事件业绩下滑主因

在海外, 爱茉莉太平洋集团超九成海外市场销售额来自于以中国为代表的亚洲地区。2017 年, 由于韩国要求美国在韩国部署萨德系统, 遭到中国的强烈抗议。受萨德事件影响, 2017 年爱茉莉在中国市场的销售额大幅度下降。

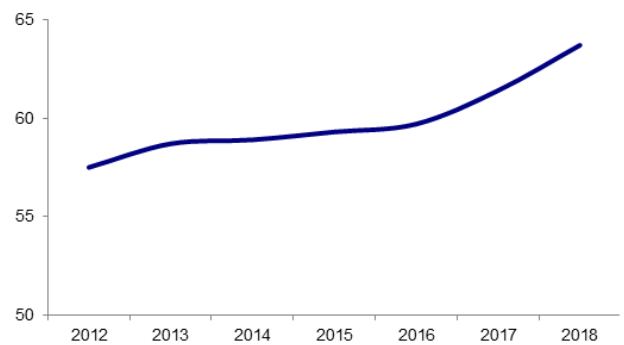
据 2017 年年报, 中国游客的减少是爱茉莉韩国国内免税渠道业务营业利润暴跌 16% 的主要原因。2018 年爱茉莉不断增加在中国各个渠道的广告投入, 管理销售费用显著增长。

图35 2017 年爱茉莉太平洋集团各地区收入情况



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图36 管理费用率 (% , 2012-2018)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

同样受到萨德事件影响, 中国访韩人数下降也导致韩国本土免税店和主要观光区店铺收入下降。据韩国法务部发布的 2017 年出入境统计资料显示, 受 2017 年中国游客骤减影响, 同期访韩外国人减少 22%, 仅为 2696 万人次。我们认为, 这也是 2017 年爱茉莉太平洋收入下降 10%、营业利润下降 32.4% 的主要原因之一。

5.3 推陈出新, 寻找新的出路

积极开拓美亚新市场。据官网, ①**伊蒂之屋**: 分别于 2 月在科威特, 3 月在迪拜开设店铺, 开始锁定中东市场。②**兰芝**: 今年 3 月进驻澳大利亚丝芙兰, 正式进军澳大利亚市场。③**梦妆**: 也于第一季度进驻美国美妆专卖店 Ulta, ④**赫妍**: 将于 4 月进军新加坡市场, 旗下主要品牌将积极开拓海外市场新版图。

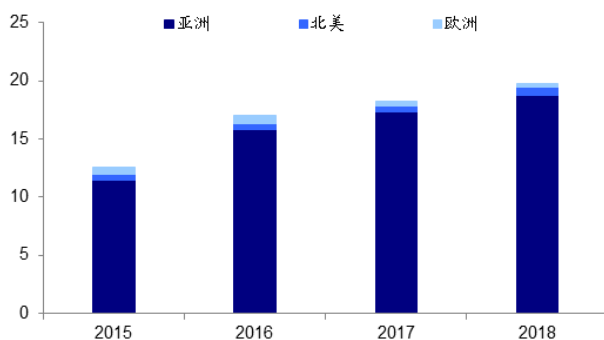
表 8 爱茉莉太平洋积极开拓美亚新市场

品牌	渗透国家	措施
兰芝	菲律宾、印度、澳大利亚、北美	通过全球品牌活动“水吧”加强与客户的沟通, 扩大了兰芝在北美丝芙兰的销售额
梦妆	东盟、美国、新加坡、日本	在美国 Ulta 商店内推出梦妆, 进入新加坡百货商店和网上购物中心
悦诗风吟	菲律宾、日本、澳大利亚、印尼	扩大品牌店覆盖城市, 持续开始新店
伊蒂小屋	阿联酋, 科威特, 沙特阿拉伯、日本、泰国、马来西亚	通过差异化的产品和营销活动加强与当地客户的定制沟通为每个国家和个人咨询服务
雪花秀	法国	进入法国的 GaleriesLafayette 百货公司

资料来源: 爱茉莉官网, 爱茉莉定期报告, 海通证券研究所

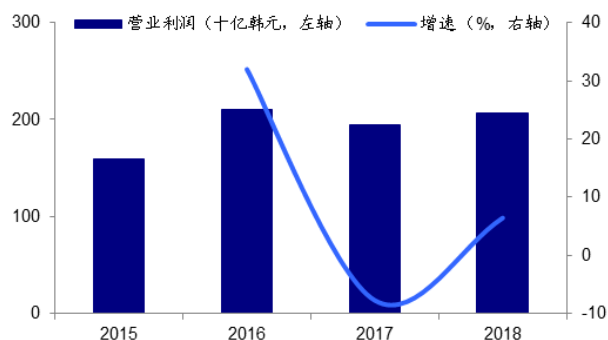
由于近两年积极开拓新市场, 虽中国地区收入下滑, 但海外总体收入上升。然而成熟市场的收入下跌以及新市场高额的开发宣传费用直接导致 2017 年海外净利润显著下滑。2018 年公司总体盈利能力有所改善, 我们认为主要是由于部分新开发市场开始盈利。2017 年爱茉莉太平洋公司海外销售收入增加 7.3%, 但经营利润下降 7.7%; 2018 年爱茉莉太平洋公司海外销售收入增加 8.2%, 经营利润增加 6.4%。

图37 爱茉莉太平洋公司分地区收入（千亿韩元，2015-2018）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图38 爱茉莉太平洋公司经营利润及增速（2015-2018）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

面对中低端品牌业绩下滑，我们认为，电子商务部门很重要。从近年的年报来看，虽然整体业绩下滑，但悦诗风吟等大众品牌的线上销售额均实现了正增长。因此，我们认为，建立专门的电商部门负责推动平价品牌的线上销售增长或许是扭转局面的好办法。

6. 风险提示

行业竞争加剧。

宏观消费环境低迷。

中国市场回暖程度可能不及预期。

开拓欧美亚新市场可能受到阻碍。

信息披露

分析师声明

汪立亭 社会服务行业；批发和零售贸易行业
李宏科 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 小商品城, 锦江股份, 欧亚集团, 当代明诚, 拉芳家化, 鄂武商 A, 莱绅通灵, 凯撒旅游, 首旅酒店, 永辉超市, 海底捞, 百联股份, 步步高, 众信旅游, 周大生, 王府井, 合肥百货, 小米集团-W, 老凤祥, 大东方, 红旗连锁, 家家悦, 中青旅, 利群股份, 苏宁易购, 中央商场, 黄山旅游, 天虹股份, 中公教育, 宋城演艺

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 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, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通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。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
 (021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
 (021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
 (021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长
 (021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
 (021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理
 (021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 李金柳(021)23219885 ljll11087@htsec.com
 联系人
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 联系人
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
 联系人
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 吴其右 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 联系人
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
 周旭辉 zxh12382@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
 联系人
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com

中小市值团队

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 联系人
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 联系人
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
 吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
 联系人
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 联系人
 傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 联系人
 史岳 sy11542@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
 谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 联系人
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 联系人
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 z zq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf112225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com