

7月化妆品零售相对景气，8月珀莱雅天猫旗舰店销售继续靓丽

——化妆品行业月报（20190912）

行业月报

◆行情回顾

上月（2019.08.01~08.31）上证综指、深证成指、沪深300分别跌1.58%、涨0.42%、跌0.93%，化妆品板块涨8.09%，跑赢沪深300 9.02PCT，板块表现强于大盘。板块对比来看，化妆品板块表现居上游。个股方面，珀莱雅、丸美股份、上海家化等涨幅居前。

◆重点数据跟踪及点评

总体：7月化妆品零售环比继续放缓，景气度仍较高：7月限额以上零售企业化妆品零售额同比增9.40%、增速环比放缓13.10PCT，但获益行业成长属性、较其他消费品类仍维持较高景气；全国50家重点大型零售企业零售额同比下降2.4%，主要为受终端零售大环境影响所致。5、6月以来终端总体零售环比均改善、7月环比放缓，呈现波动，当前终端零售尚未能判断为实质性回暖，建议持续关注后续走向。

线上：8月阿里全网化妆品零售增速环比提升，珀莱雅在爆款助力下销售继续靓丽：19年8月阿里全网化妆品零售额同比增32.89%、环比7月提升9.79PCT。重点品牌来看，珀莱雅主品牌8月天猫旗舰店销售额在高基数背景下同比继续高速增长197.72%，主要为爆款泡泡SPA面膜继续发力；佰草集5月起加大内容营销、主推冻干面膜明星产品，5~7月销售表现靓丽，进入8月受去年高基数影响、销售增速放缓、同比降30.18%。丸美天猫旗舰店8月销售额同比增42.90%、继续保持快速增长。

进口：7月我国化妆品进口增速放缓。7月我国美妆进口10.45亿美元、同比增32.33%、同比放缓32.73PCT，自18年底新电商法实施以来我国化妆品进口增速持续同比放缓，6月叠加我国对美化妆品加征关税影响，进口增长承压；1~7月累计同比增37.10%，较去年同期放缓48.90PCT。

◆行业公司动态

行业新闻：雅诗兰黛集团2019财年中国市场表现极佳；Coty 2019财年大众产品部门表现不佳，将剥离旗下美妆电商Younique；拜尔斯道夫19H1妮维雅增长放缓，莱珀妮大增27%；屈臣氏中国持续复苏，同比店铺销售额恢复增长；削减营销费用见效，宝洁2季度销售创近10年最佳。

重点公告：珀莱雅19H1净利同增34.49%；上海家化19H1净利同增40.12%；丸美股份19H1净利同增31.57%；青松股份净利同增48.43%；御家汇19H1净利同减90.83%；拉芳家化19H1净利同减43.15%。

◆行业估值与投资建议

当前美妆、个护公司及渠道商平均估值水平（2019年9月12日的动态市盈率）分别为47倍、60倍、14倍，其中美妆及个护估值高于历史平均水平、而渠道公司低于历史平均。

终端零售回暖趋势尚未明朗，获益行业成长属性，化妆品总体景气较高，本土品牌商及生产商有望获益。1) 行业变化快速、内容营销兴起、渠道持续变迁、新锐品牌涌现，推荐把握行业趋势力强、快速转型内容营销、通过自主孵化及控股合作等方式布局多品牌的优质品牌商**珀莱雅**以及研发实力较强、旗下多品牌资产优质、部分渠道销售数据已现改善的**上海家化**，营销及经销渠道资源丰富、主打中高端眼部护理有望获益行业高端化、精细化趋势的**丸美股份**；2) 下游需求释放带来上游代工发展机遇，行业格局分散、未来有望向寡头集中，推荐关注研发实力强与规模优势逐渐凸显的本土制造龙头**诺斯贝尔**。

◆风险分析：终端消费疲软；进口关税下调/国际品牌降价加剧行业竞争。

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

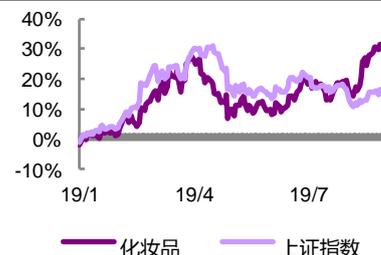
lijie_yjs@ebsec.com

罗晓婷(执业证书编号：S0930519010001)

021-52523673

luoxt@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

行业月报：6月化妆品零售环比改善，7月珀莱雅、佰草集天猫店销售靓丽

.....2019-08-07

行业月报：618 电商大促提振线上零售，6月起对美国化妆品进口加征关税

.....2019-07-04

把握行业趋势与机遇，关注长短期竞争要素——化妆品2019年下半年投资策略

.....2019-06-15

行业月报：线上线下零售环比放缓，传统本土品牌调整节奏不一、出现分化

.....2019-06-04

行业月报：终端零售环比改善，线上继续快速增长、格局持续变化

.....2019-05-13

行业竞争加剧影响面膜主业表现，新品类增长靓丽、期待未来放量——御家汇(300740.SZ)动态跟踪报告

.....2019-05-02

渠道库存清理致收入增速放缓，轻装上阵业绩望持续改善——上海家化(600315.SH)2019年一季度报点评

.....2019-04-27

业绩继续靓丽，全年业绩目标达成信心足——珀莱雅(603605.SH)2019年一季度报点评

.....2019-04-19

行业月报：终端零售疲软、化妆品景气较高，线上本土品牌表现分化

.....2019-04-03

目 录

1、 行情回顾	3
2、 重点数据跟踪及点评	4
2.1、 零售数据：6月化妆品零售环比继续改善，景气度仍较高	4
2.2、 线上数据：7月阿里全网化妆品零售增速放缓，珀莱雅、佰草集等获益爆款产品、销售靓丽	5
2.3、 进口数据：6月我国化妆品进口同比增 17.22%、增速同比放缓 48.79PCT	9
3、 行业公司动态	10
3.1、 行业新闻	10
3.2、 公司动态	13
4、 行业估值与投资建议	14
4.1、 行业估值	14
4.2、 投资建议	16
5、 风险分析	18

1、行情回顾

上月（2019.08.01~08.31）上证综指、深证成指、沪深300分别跌1.58%、涨0.42%、跌0.93%，化妆品板块^①涨8.09%，跑赢沪深300 9.02PCT，板块表现强于大盘。

板块对比来看，化妆品板块表现居上游。

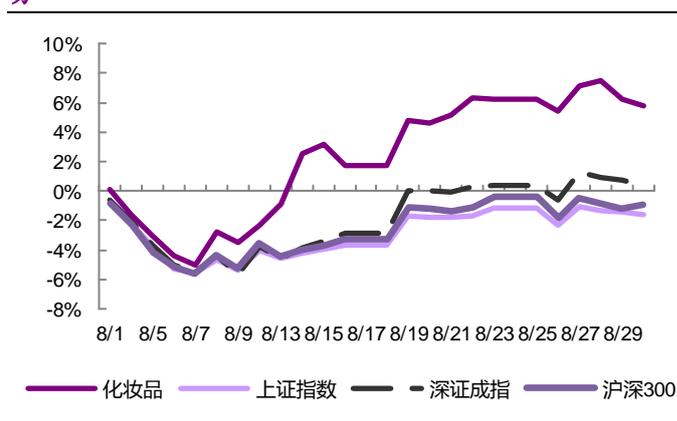
个股方面，珀莱雅、丸美股份、上海家化等涨幅居前。

图 1：上月（2019.08.01~08.31）化妆品板块涨跌幅

板块名称	上月涨跌幅 (%)
上证综合指数成份	(1.58)
深证成份指数成份	0.42
沪深300	(0.93)
化妆品指数	5.83

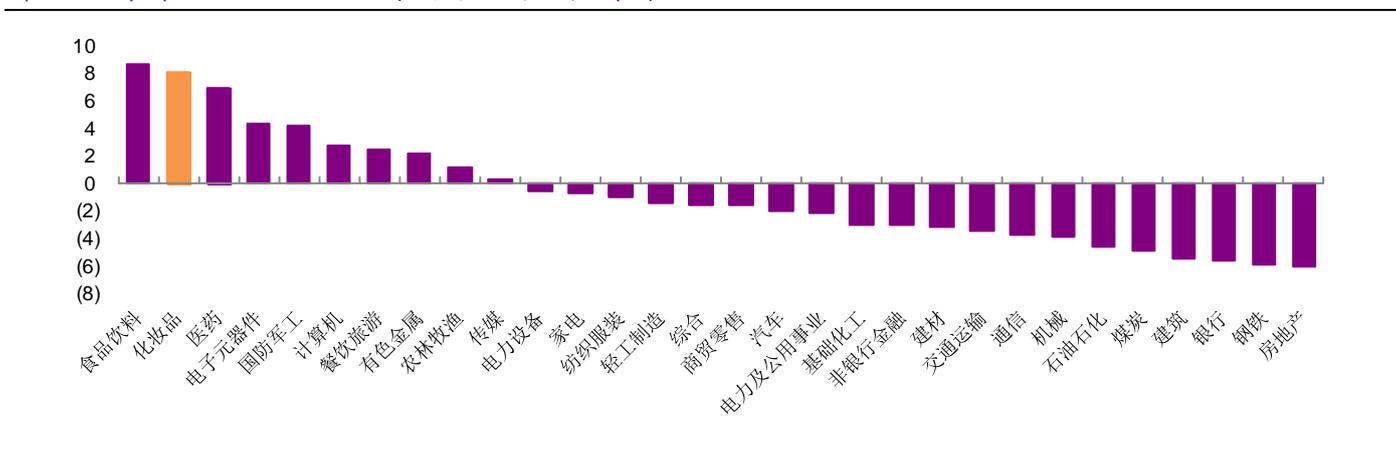
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：上月（2019.08.01~08.31）化妆品板块涨跌幅走势



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 3：上月（2019.08.01~08.31）各板块涨跌幅 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

^①此处的化妆品板块为光大证券选取的主业为个护、彩妆研发、生产、销售等相关的A股上市公司，包含有上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇、拉芳家化、名臣健康、广州浪奇、青岛金王等个股，不同于Wind直接披露的化妆品指数（8841109.WI）。

表 1：上月（2019.08.01~08.31）化妆品个股涨跌幅

证券代码	证券简称	上月收盘价 (元)	上月涨跌幅 (%)	上月成交量 (万股)	市值 (亿元)
603605.SH	珀莱雅	80.20	19.49	4037	161
603983.SH	丸美股份	49.91	15.24	20796	200
600315.SH	上海家化	34.04	9.74	13606	228
002919.SZ	名臣健康	16.67	7.55	11365	20
300740.SZ	御家汇	8.56	-4.78	13298	35
002094.SZ	青岛金王	4.71	-5.04	16463	33
002503.SZ	广州浪奇	2.31	-10.12	49853	71
603630.SH	拉芳家化	13.10	-13.59	4500	30

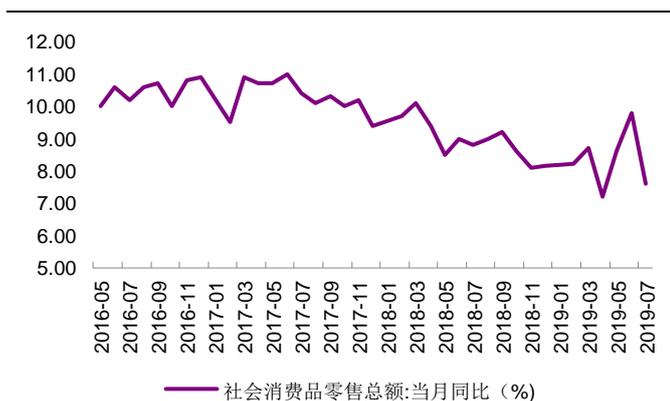
资料来源：Wind

2、重点数据跟踪及点评

2.1、零售数据：7月化妆品零售环比继续放缓，景气度仍较高

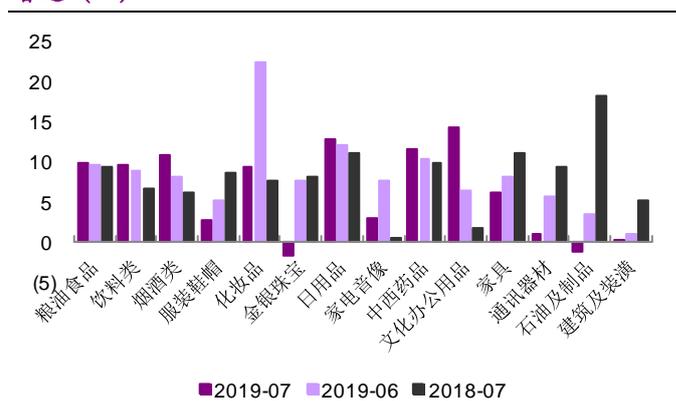
据国家统计局，2019年7月我国社会消费品零售额同增7.60%、增速环比6月放缓2.20PCT，其中限额以上零售企业化妆品零售额同比增9.40%，增速环比6月放缓13.10PCT，主要为受终端零售大环境影响所致。横向对比来看，化妆品景气度较高。5、6月以来终端零售环比均改善、7月环比放缓，呈现波动，当前终端零售尚未能判断为实质性回暖，建议持续关注后续走向。

图 4：我国社会消费零售额当月增速 (%)



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 5：限额以上零售企业服装鞋帽、化妆品当月零售额增速 (%)



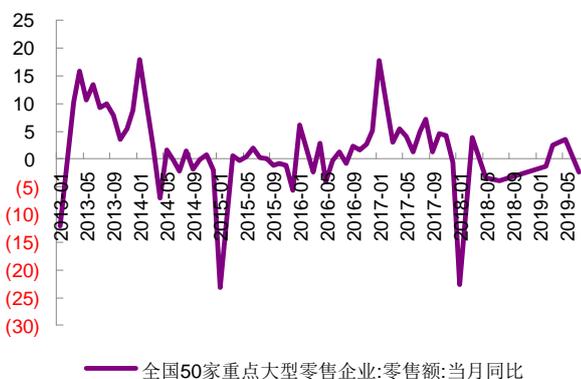
资料来源：国家统计局、光大证券研究所

根据中华全国商业信息中心的监测数据，2019年7月全国50家重点大型零售企业零售额同比下降2.4%，较19H1增速0.3%有所放缓。其中，7月份零售额实现同比正增长的企业有14家。

分品类来看，各品类零售表现不一。其中，化妆品类零售额同比增3.7%，增速同比去年同期提升4.1PCT，较19H1增速9.6%亦有所放缓。其他品类中服装、粮油食品类、日用品类、家电和金银珠宝类零售额同比增速分别为

降 2.9%、增 1.3%、降 5.6%、降 11.5%、降 9.2%，增速相比去年同期分别提升 0.80PCT、提升 4.1 PCT、降幅收窄 0.1PCT、降幅扩大 1.6PCT、降幅扩大 7.4PCT。

图 6：全国 50 家重点零售企业零售额增速 (%)



资料来源：中华全国商业信息中心、光大证券研究所

图 7：2018 年 7 月、2019 年 7 月限额以上零售企业主要消费品当月零售额增速 (%)



资料来源：中华全国商业信息中心、光大证券研究所

当前终端零售总体疲软、持续波动，化妆品零售额随大环境波动，但获益行业成长属性、较其他消费品类仍维持较高景气，推荐关注。

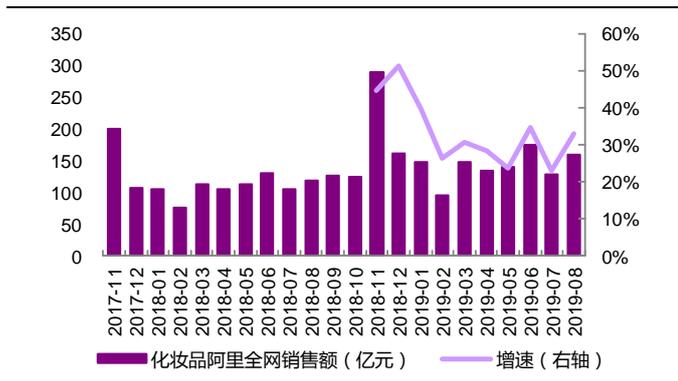
2.2、线上数据：8 月阿里全网化妆品零售增速环比提升，珀莱雅在爆款助力下销售继续靓丽

据淘数据，2019 年 8 月阿里全网化妆品零售额同比增 32.89%、环比 7 月提升 9.79PCT、主要为月份波动。当前阿里全网化妆品零售额总体保持较快增速。

细分品类看，2019 年 8 月护肤、彩妆、美发护发等销售额分别同比增 42.90%、12.21%、44.12%，分别环比 7 月提升 9.29PCT、10.59PCT、15.07PCT。

分量价看，8 月阿里全网化妆品销售均价贡献力度继续高于销量，显示线上高端化趋势。具体来看，8 月护肤销量、均价分别同比增 7.98%、32.34%，彩妆销量、均价分别同比降 24.30%、降 1.42%，美发护发销量、均价分别同比增 8.51%、32.82%。

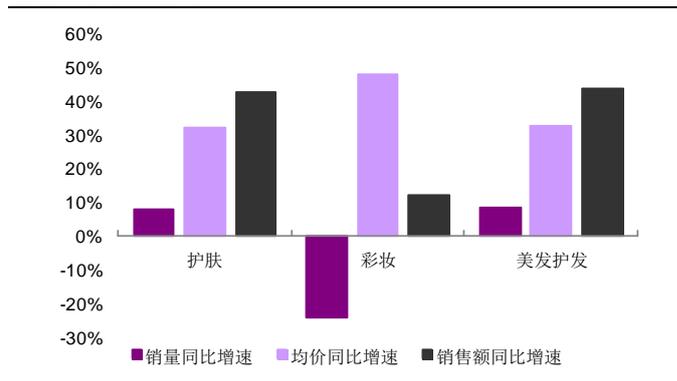
图 8：阿里全网化妆品当月销售额及同比增速



资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：化妆品包含阿里统计的美容护肤美体精油（简称护肤）、彩妆香水美妆工具（简称彩妆）、美发护发等化妆品相关的一级行业。

图 9：2019 年 8 月阿里全网化妆品细分品类销量、均价、销售额同比增速



资料来源：淘数据、光大证券研究所

细分行业格局及各品牌发展看：

1) 护肤行业：行业竞争激烈、前十榜单持续变动；珀莱雅销售继续靓丽、佰草集受高基数影响增速放缓、丸美继续快速增长；国际高端品牌继续高速增长

前十榜单格局持续变动，显示线上竞争激烈，其中珀莱雅进入前十榜单，显示前期内容营销及爆款打造开始发力。

表 2：阿里全网护肤品行业前十大品牌销售额及在阿里全网护肤品行业市占率

排名	品牌 (2019.06)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率	品牌 (2019.07)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率	品牌 (2019.08)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率
1	莱贝	902.38	7.33%	l'oreal	40.54	0.47%	莱贝	331.13	3.81%
2	l'oreal	393.83	3.20%	丽芝雅	19.91	0.23%	梵贞	196.48	2.26%
3	olay	226.25	1.84%	nivea	14.77	0.17%	碧素堂	194.49	2.24%
4	lancome	217.72	1.77%	赫恩	14.68	0.17%	修正	171.63	1.97%
5	一枝春	206.04	1.67%	俞唐	13.62	0.16%	l'oreal	159.80	1.84%
6	sk-ii	165.96	1.35%	麦芙迪	11.96	0.14%	珀莱雅	152.99	1.76%
7	wis	164.82	1.34%	左颜右色	11.06	0.13%	sk-ii	134.64	1.55%
8	百雀羚	143.45	1.16%	Mentho-latum	9.35	0.11%	estee lauder	125.99	1.45%
9	薇诺娜	141.86	1.15%	uno	9.15	0.11%	olay	125.13	1.44%
10	自然堂	130.14	1.06%	wis	8.99	0.10%	pinkypinky	115.92	1.33%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

重点品牌官方旗舰店销售额情况来看：

a) 传统本土品牌继续分化，其中珀莱雅继续获益爆款助力销售靓丽：

珀莱雅：主品牌 8 月天猫旗舰店销售额在高基数背景下同比继续高速增长 197.72%，主要为爆款泡泡 SPA 面膜继续发力，收入贡献提升至 71%，其他新品持续孵化、期待放量；小品牌表现分化，其中韩雅、悠雅、猫语玫瑰等持续高增长，悦芙媞、优资莱等增长承压，小品牌持续孵化。

上海家化：佰草集 5 月起加大内容营销、主推冻干面膜明星产品，5-7 月销售表现靓丽，进入 8 月受去年高基数影响、销售增速放缓、同比降

30.18%；玉泽同比增 65.99%、同比保持快速增长；其他品牌受公司主动控价影响、增速环比亦出现放缓，其中六神、美加净、高夫、家安等分别同比降 20.13%、降 55.49%、降 37.77%、降 29.75%。

丸美：近月主品牌天猫旗舰店（直营）销售额增速在 30~60%间波动，8 月天猫旗舰店销售额同比增 42.90%、继续保持快速增长。当前主品牌线上以经销为主，下半年公司将重点发力直营渠道、期待业绩表现。

御家汇：主品牌销售额增速 8 月首现正向增长，小迷糊销售仍增长承压。

其他非上市公司中国产第一梯队百雀羚、韩束、自然堂等快速增长。

b) 新锐品牌 HFP 8 月天猫旗舰店销售额同比增 46.28%，环比 7 月放缓 11.91PCT。

c) 国际品牌高速增长，尤其高端品牌，如兰蔻、雅诗兰黛、SKII 等。

表 3：护肤行业重点国内外品牌官方旗舰店当月销售额同比增速

分类	公司	品牌官方旗舰店	2019-04 销售额 同比增速	2019-05 销售额 同比增速	2019-06 销售额 同比增速	2019-07 销售额 同比增速	2019-08 销售额 同比增速
阿里全网护肤行业			45.98%	45.98%	45.98%	33.61%	42.90%
本土传统品牌	珀莱雅	珀莱雅	9.20%	0.30%	6.64%	176.94%	197.72%
		韩雅	606.53%	297.20%	216.61%	258.76%	200.25%
		猫语玫瑰	731.73%	41.74%	240.19%	189.03%	1252.11%
		悦芙媞	-86.63%	-65.42%	-41.42%	-18.61%	-21.24%
		悠雅	309.74%	92.36%	23.30%	40.19%	55.06%
	上海家化	佰草集	-46.46%	48.13%	12.52%	88.98%	-30.18%
		六神	51.90%	17.08%	21.79%	9.82%	-20.13%
		美加净	11.42%	-34.98%	8.43%	-48.07%	-55.49%
		高夫	-16.96%	19.22%	28.15%	-27.62%	-37.77%
		玉泽	42.64%	26.78%	78.40%	103.43%	65.99%
		家安	26.16%	-66.28%	-61.97%	36.04%	-29.75%
	御家汇	御泥坊	-51.47%	-48.67%	-18.33%	-24.53%	44.96%
		小迷糊	-24.20%	-50.43%	-48.49%	-51.72%	-15.86%
	丸美股份	丸美	-	50.90%	35.28%	56.54%	42.90%
	百雀羚	百雀羚	4.52%	5.99%	179.81%	279.93%	42.03%
	上海上美	韩束	-4.62%	-5.64%	52.78%	179.73%	228.98%
		一叶子	-37.32%	-57.84%	-12.40%	17.79%	42.99%
	伽蓝集团	自然堂	13.10%	18.08%	32.41%	52.61%	84.41%
	相宜本草	相宜本草	104.77%	116.81%	77.81%	17.70%	23.53%
韩后	韩后	15.68%	21.24%	57.18%	-4.93%	-21.95%	
本土新锐品牌	蛋壳网络科技	HFP	78.71%	6.94%	13.84%	58.19%	46.28%
国际-大众品牌	欧莱雅（法国）	巴黎欧莱雅	332.28%	188.45%	339.99%	202.08%	83.22%
		Olay	65.30%	73.10%	43.89%	113.90%	61.44%
	拜尔斯道夫（德）	妮维雅	-89.70%	-87.83%	31.55%	120.49%	14.63%
	资生堂（日）	欧珀莱	21.40%	13.31%	197.29%	120.52%	49.74%
	爱茉莉太平洋（韩）	悦诗风吟	32.16%	30.16%	54.73%	11.44%	29.27%
国际-高端品牌	欧莱雅（法国）	兰蔻	43.23%	242.55%	434.78%	247.50%	85.04%
	雅诗兰黛（美）	雅诗兰黛	59.29%	54.46%	238.97%	243.79%	74.38%
	资生堂（日）	SKII	57.42%	98.88%	358.89%	1085.86%	125.76%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：上述品牌销售额实际为品牌天猫官方旗舰店销售额数据，不能等同于该品牌线上总销售额。

2) 彩妆：本土大众品牌与国际大牌平分秋色

本土新锐品牌完美日记、花西子继续强势占领前十榜单，传统本土品牌卡姿兰、玛丽黛佳等排名下降。前十榜单中高端品牌继续由国际品牌占主导。

表 4：阿里全网彩妆行业前十大品牌销售额及在阿里全网彩妆行业市占率

排名	品牌 (2019.06)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率	品牌 (2019.07)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率	品牌 (2019.08)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率
1	完美日记	221.09	5.29%	完美日记	123.63	3.61%	完美日记	215.65	6.31%
2	maybelline	105.02	2.51%	YSL	81.08	2.37%	MAC	162.86	4.76%
3	ysl	74.66	1.79%	MAC	77.36	2.26%	YSL	133.14	3.89%
4	欧丽源	73.48	1.76%	zeesea	63.89	1.87%	花西子	102.67	3.00%
5	卡姿兰	72.85	1.74%	花西子	63.60	1.86%	giorgio armani	101.88	2.98%
6	mac	71.06	1.70%	giorgio armani	53.75	1.57%	dior	99.30	2.90%
7	稚优泉	66.05	1.58%	卡姿兰	53.31	1.56%	zeesea	84.97	2.48%
8	花西子	63.75	1.52%	dior	52.01	1.52%	纪梵希	79.75	2.33%
9	3CE	61.58	1.47%	稚优泉	46.84	1.37%	香奈儿	77.10	2.25%
10	lancome	61.47	1.47%	estee lauder	45.25	1.32%	卡姿兰	69.03	2.02%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

重点品牌天猫旗舰店销售额来看，本土品牌中完美日记一枝独秀、增速远高于同业，8月销售额同比增 368.94%；国际大牌 MAC、纪梵希等增速高于行业、增长靓丽。

表 5：彩妆行业重点国内外品牌官方旗舰店当月销售额同比增速

分类	品牌官方旗舰店	2019-04 销售额同比增速	2019-05 销售额同比增速	2019-06 销售额同比增速	2019-07 销售额同比增速	2019-08 销售额同比增速
阿里全网彩妆行业		30.38%	14.96%	16.56%	1.62%	12.21%
本土传统品牌	卡姿兰	41.83%	68.01%	117.36%	102.06%	46.74%
	玛丽黛佳	-2.18%	2.03%	-54.41%	-43.66%	-40.55%
本土新锐品牌	完美日记	808.95%	884.14%	444.63%	287.96%	368.94%
	稚优泉	52.15%	27.11%	14.68%	39.83%	13.31%
国际品牌-大众定位	美宝莲	79.96%	95.35%	-	159.62%	30.78%
国际品牌-中高/高端定位	Mac	-86.37%	157.51%	352.79%	4202.19%	128.43%
	纪梵希	30.35%	112.23%	419.02%	1064.72%	34.65%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：上述品牌销售额实际为品牌天猫官方旗舰店销售额数据，不能等同于该品牌线上总销售额。

3) 美发护发：行业格局总体稳定，国际品牌表现靓丽

不同于护肤领域、前十榜单品牌持续变动，8月阿里全网美发护发行业前十榜单品牌格局总体稳定。

重点品牌天猫旗舰店销售额来看，拉芳家化旗下品牌拉芳、美多丝8月分别同比降 13.36%、降 58.95%，环比7月均放缓；国际高端品牌 RYO、卡诗等高速增长、表现靓丽。

表 6: 阿里全网美发护发行业前十大品牌销售额及在阿里全网美发护发行业市占率

排名	品牌 (2019.06)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.07)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.08)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率
1	schwarzkopf	81.36	8.18%	沪美	48.97	5.93%	沪美	112.83	11.34%
2	l'oreal	54.21	5.45%	schwarzkopf	39.31	4.76%	l'oreal	54.81	5.51%
3	kerastase	46.16	4.64%	l'oreal	31.91	3.86%	schwarzkopf	43.80	4.40%
4	阿道夫	39.60	3.98%	阿道夫	22.74	2.75%	阿道夫	28.40	2.85%
5	Ryo	34.58	3.48%	kerastase	18.11	2.19%	辛有志	26.10	2.62%
6	Clear	17.26	1.74%	魔香	16.37	1.98%	ryo	25.49	2.56%
7	润丝丹	15.46	1.55%	润丝丹	15.19	1.84%	rejoice	23.49	2.36%
8	魔香	14.63	1.47%	芭思蔻	14.94	1.81%	Pantene	20.49	2.06%
9	kao	14.13	1.42%	ryo	14.22	1.72%	魔香	19.70	1.98%
10	shiseido	12.98	1.30%	kao	13.66	1.65%	润丝丹	18.38	1.85%

资料来源: 淘数据、光大证券研究所

表 7: 美发护发行业重点国内外品牌官方旗舰店当月销售额同比增速

分类	品牌官方旗舰店	2019-04 销售额同比增速	2019-05 销售额同比增速	2019-06 销售额同比增速	2019-07 销售额同比增速	2019-08 销售额同比增速
阿里全网美发护发行业		26.94%	22.57%	29.12%	29.05%	44.12%
本土传统品牌	拉芳	4.22%	78.67%	25.66%	5.43%	-13.36%
	美多丝	52.08%	-62.54%	-49.96%	49.78%	-58.95%
	蒂花之秀	-131.48%	-14.83%	-9.68%	15.93%	-8.97%
	滋源	12.25%	-17.27%	-29.70%	-33.70%	-29.48%
本土新锐品牌	阿道夫	69.31%	88.10%	32.35%	9.88%	-12.03%
国际品牌	施华蔻	37.35%	49.30%	30.37%	-0.67%	-4.82%
	RYO	64.68%	129.26%	116.22%	97.75%	49.67%
	卡诗	49.72%	148.02%	160.53%	185.42%	141.63%

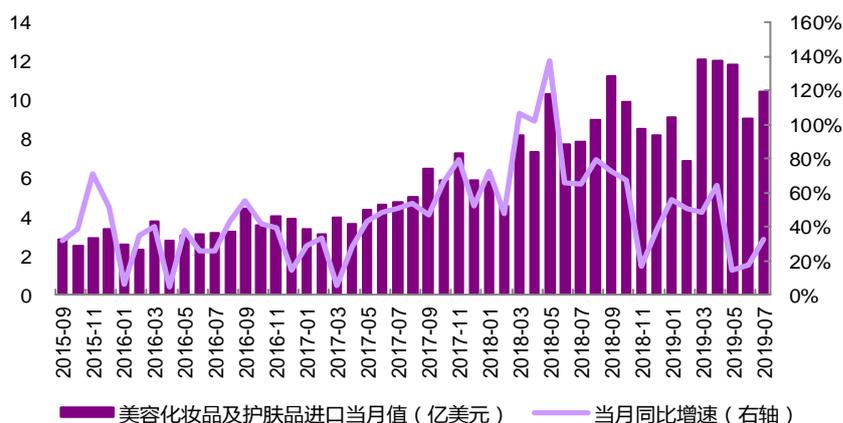
资料来源: 淘数据、光大证券研究所

注: 品牌销售额实际为品牌天猫官方旗舰店销售额数据, 不能等同于该品牌线上总销售额。

2.3、进口数据: 7月我国化妆品进口同比增 32.33%、增速同比放缓 32.73PCT

2019年7月我国美妆进口 10.45 亿美元、同比增 32.33%、增速同比放缓 32.73PCT, 自 18 年底新电商法实施以来我国化妆品进口增速持续同比放缓, 6 月叠加我国对美化妆品加征关税影响, 进口增长承压; 1~7 月累计同比增 37.10%, 较去年同期放缓 48.90PCT。

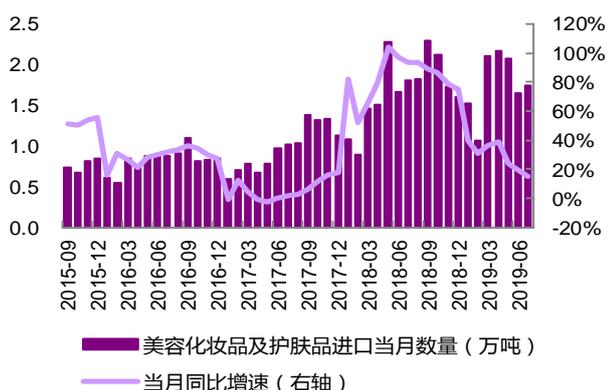
图 10: 我国美容化妆品及护肤品当月进口金额及同比增速



资料来源: 海关总署、光大证券研究所

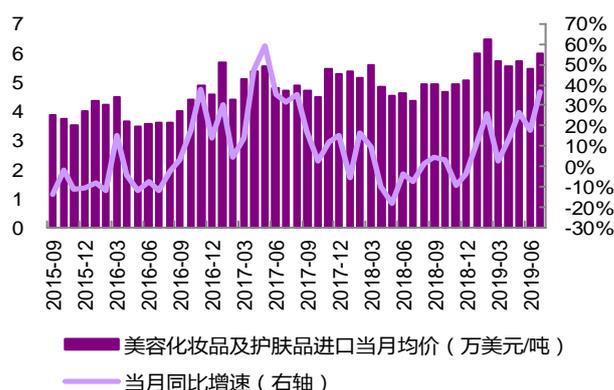
分量价来看,7 月美妆进口额增速同比放缓主要为进口量增速放缓所致。2019 年 7 月进口量 1.75 万吨、同比增 15.37%、同比去年同期放缓 78.48PCT, 进口均价 5.96 万美元/吨, 同比增 36.53%、同比去年同期提升 44.06PCT。

图 11: 我国美妆当月进口数量及同比增速



资料来源: 海关总署、光大证券研究所

图 12: 我国美妆当月均价及同比增速



资料来源: 海关总署、光大证券研究所

3、行业公司动态

3.1、行业新闻

3.1.1、雅诗兰黛集团最新年报: 中国市场表现“极佳”

据品观网 2019 年 8 月 21 日报道: 8 月 19 日, 美国美妆巨头雅诗兰黛集团公布了 2018/2019 财年第四季度和全年的关键财务数据, 得益于亚太地区与旗下高端护肤品牌的强势表现, 第四季度与全年销售额均有大幅增长。同时, 集团也公布了 2019/2020 财年的财务预期, 预计新财年业务将会继续大幅增长。

消息公布后，截至当日收盘，雅诗兰黛集团的股价同比飙升 12.52%，收于 201.65 美元每股，达到了历史新高。今年以来，雅诗兰黛集团的股价已经上涨超过 50%。

雅诗兰黛集团首席财务官 Tracey Travis 表示，她对新兴市场与正在崛起的中产阶级信心十足，而集团采用的 Hyperlocal Marketing（超本地营销）方式也会继续推动销售额的增长。美国零售大环境低迷、市场竞争日益激烈使集团北美业务受到了极大影响，美国连锁百货公司 Bon-Ton Stores 破产更是让北美销售额降低了 1%。

雅诗兰黛集团的首席执行官 Fabrizio Freda 表示，上一财年，中国市场表现极佳，所有品类与销售渠道都实现了增长，所有品牌均实现了双位数增长。为了进一步扩大业务，集团还在阿里巴巴集团旗下天猫开设了 Tom Ford 与 Jo Malone London 品牌旗舰店。提到美国本土市场，他表示，在加强市场营销和推出新品等策略的帮助下，集团预计 2019/2020 财年美国业务将会逐渐稳定，并恢复增长。

目前，数字营销约占雅诗兰黛集团营销费用的 75%。集团表示，数字营销非常高效，未来将会继续加大数字营销与社交媒体的营销费用，巩固品牌资产，提升复购率。

3.1.2、Coty 2019 财年大众产品部门表现不佳，将剥离旗下美妆电商 Younique

据华丽志 2019 年 8 月 31 日报道：8 月 28 日，美妆公司 Coty Inc 公布了 2019 财年与第四季度的关键财务数据。由于集团核心业务——大众产品部门销量不佳，集团销售额同比下滑 8% 至 86.49 亿美元。

Coty 首席执行官 Pierre Laubies 表示，未来集团将专注于重整、简化业务，并为核心大众产品部门品牌提供更好的资源，助力品牌成长，也将会继续扩大奢华产品与专业产品部门的业务，增强盈利能力。这将为 2020 财年集团的表现带来一定的转变。中国市场一直表现极佳，公司将会继续加大投资力度，扩大业务规模。

Coty 首席财务官 Pierre-André Terisse 表示，目前集团已经对旗下业务和财务状况制定了清晰的发展框架。预计到 2023 财年，销售额将逐渐回归低个位数增长，经营利润将达到 14% 至 6%，自由现金流将超过 10 亿美元。

与此同时，Coty 计划剥离此前收购的线上美妆零售商 Younique，将集团持有的股权售回给 Younique 的现有股东。

Pierre-André Terisse 表示，众所周知，使用多层次营销模式的公司最初业务发展都非常快，但在下一次实现业务快速发展前，普遍会经历业务增速减缓甚至下滑的情况。过去几个季度，Coty 都处于这种状况之中。为了解决这种情况，他们决定专注于核心业务，为增速极快的奢华产品部门提供更多的发展资源。这意味着加大投资力度与剥离旗下部分资产，Younique 便是即将剥离的一部分。此前，Younique 一直作为集团的数字战略加速器存在，但目前出售 Younique 的股权将会让集团更好的专注于发展核心业务。据悉，他们将会在未来四年逐渐完成旗下资产剥离。

3.1.3、拜尔斯道夫 19H1 妮维雅增长放缓 莱珀妮大增 27%

据品观网 2019 年 8 月 12 日报道：德国个人护理用品巨头 Beiersdorf 19H1 旗下旗舰护肤品牌妮维雅销售增长放缓，不过 Beiersdorf 仍然维持全年业绩目标。

截至 6 月 30 日的 2019 上半财年，Beiersdorf 的关键财务数据如下：总销售额为 38.37 亿欧元，同比有机增长 4.8%；消费品部门销售额为 31.5 亿欧元，同比增长 5.3%，主要受美洲、非洲、亚洲和澳大利亚市场的提振；EBIT 为 5.92 亿欧元，较去年同期同比增长 1%；息税前利润率 15.4%。

Beiersdorf 旗下大众护肤品牌妮维雅上半财年销售额同比增长 3.2%，比第一季度销售同比增长 4.9% 有所放缓。但奢华护肤品牌 La Prairie 的销售额同比增长近 27%。

像妮维雅这样的大众品牌，在一系列新兴的“颠覆性品牌”崛起的大环境下受到了冲击。由于消费者更青睐天然成分和高端产品，这促使 Beiersdorf 加码 La Prairie 和 Eucerin (优色林) 等定位更高的品牌。上个月，Beiersdorf 还宣布将成立一个创新部门，开发新的“独立”品牌，并加强现有的 Labello、8X4 和 Hidrofugal 等产品线。

展望 2019 全年业绩，Beiersdorf 仍然维持原有目标，预计销售额增幅将达到 3~5%，其核心消费业务部门的 EBIT 增幅将达到 14-14.5%。

3.1.4、屈臣氏中国持续复苏，同比店铺销售额恢复增长

据品观网 2019 年 8 月 2 日报道：屈臣氏母公司长江和记实业有限公司发布 2019 年上半年财报，屈臣氏全球销售额达 831.61 亿港元，中国区销售额达 123.12 亿港元，较去年同期增长 15%。

屈臣氏中国同比店铺销售额增长 2.2%，是 2015 年该指标出现负增长以来，屈臣氏中国门店同比店铺销售额首次出现正增长。屈臣氏在中国不再仅仅是依靠增加门店的数量来提升总销售业绩，增长的动力来自于已有门店的产出提升。

与此同时，屈臣氏中国的销售额中，来自非会员的贡献有了较为明显的提升。据了解，2017 年屈臣氏中国会员销售贡献达到 82.7%，远高于屈臣氏整体的 62.6%。2019 年，屈臣氏中国 6400 万会员的销售贡献为 79%。

对于不算太景气的化妆品线下零售业态而言，屈臣氏中国过去业绩的滑落具有代表性。而如今屈臣氏中国开始良性发展，它的改革动作也极具参考意义。

品牌优化：引进进口潮品、增加彩妆、缩减自有品牌、减少寄售类品牌。

提升门店体验：减少销售型 BA、增加专业型 BA、增加店内扫码购、无人货架、虚拟试妆等工具等。

积极与线上融合：推出莒笋 APP，现已迭代 30 多个版本，下载量超过 4000 万。同时，屈臣氏还与百度外卖、美团、饿了么、天猫、京东等平台合作，提供闪送服务。

打通外部资源：联合提供上门化妆服务俏猫 APP，让 2 万名专业彩妆师进驻屈臣氏，实现了线上预约，门店服务。

在自身变革的同时，屈臣氏和本土品牌的关系也更“瓷实”，环亚集团营销副总裁程英奇曾表示，要更理解屈臣氏的变革，在品牌层面与屈臣氏做经营融合和战略共进。

3.1.5、削减营销费用见效，宝洁 2 季度销售创近 10 年最佳

据华丽志 2019 年 8 月 2 日报道：快消品巨头宝洁 2019 第四财季净销售额 171 亿美元，市场预期 168.58 亿美元，去年同期为 165.03 亿美元；2019 财年净销售额 676.84 亿美元，市场预期 674.28 亿美元，去年同期为 668.32 亿美元。

受益于价格上调和部分品牌销量大增，宝洁的内生性销售额同比增长了 7%，同样高于市场预期的 3-4%。按照其首席执行官 David Taylor 的说法，这是近 10 年来的最佳销售表现。

宝洁在取得业绩的同时，也降低了广告支出的绝对值，以及所占销售额的比例。上季度的营销和运营费用节省了约 2.4 亿美元（占销售额的 1.4%），但整体的“营销再投资”增加了约 2.9 亿美元（占销售额的 1.7%）。Jon Moeller 称全年广告支出的绝对值仍然下降的。宝洁削减了针对同一人群的广告频率，但同时增加了覆盖面。

出于降低经营成本的考虑，早在 2014 财年，宝洁就砍掉了 40% 的广告代理商，节省了 15% 的代理和制作费用。2015 年，它又大规模砍掉了 100 多个品牌，并且在北美与合作了近 20 年的代理商阳狮集团正式分手，将大部分媒体采购和规划项目移交给了宏盟集团。

这也意味着，至少从目前来看，宝洁削减营销费用、让整个代理流程效率更高的举措取得了一定效果，也反驳了一些营销行业人士声称宝洁会因为近年来不断降低成本会使公司陷入困境的论断。不过宝洁依然会增加必要的广告投入，让整个营销过程效率更高。

3.2、公司动态

上市公司公告

上市公司	公告时间	关键字	公告内容
珀莱雅	8 月 23 日	中报披露	19H1 营收 13.3 亿元，同增 27.48%，净利 1.73 亿元，同增 34.49%。
上海家化	8 月 16 日	中报披露 股权激励计划	19H1 营收 39.23 亿元，同增 7.02%，净利 4.44 亿元，同增 40.12%；股权激励行权价格由 35.57 调整为 35.32 元/份。
丸美股份	8 月 29 日	中报披露 注册资本增加	19H1 营收 8.15 亿元，同增 11.85%，净利 2.56 亿元，同增 31.57%；注册资本由 3.6 亿元增加至 4.01 亿元。
御家汇	8 月 16 日 8 月 21 日 8 月 30 日 8 月 31 日	股份质押 股份回购 中报披露 注册资本增加	实际控制人戴跃锋累计质押 3844 万股，占比 9.35%； 拟 1.25-2.5 亿元回购股份 2396 万股，占比 5.83%； 19H1 营收 9.73 亿元，同减 0.82%；净利 596.05 万元，同减 90.83%； 注册资本由 4.08 亿元增加为 4.11 亿元。

拉芳家化	8月29日	中报披露 人事变动	19H1 营收 4.57 亿元，同增 3.67%，净利 0.47 亿元，同减 43.15%； 监事陈纯辞职，提名陈贤鹰为监事候选人。
青松股份	8月27日 8月28日	中报披露 股份质押 取得发明专利	19H1 营收 10.51 亿元，同增 86.41%，净利 2.17 亿元，同增 48.43%； 持股 5%以上的股东柯维龙质押 2710 万股股份、占总股本 5.25%，其 与一致行动人累计质押 2710 万股股份、占总股本 5.25%； 控股子公司诺斯贝尔获得《发明专利证书》、产品为自然滋养修颜霜。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

重点上市公司 2019 年中报

公司	营收 (亿元)	营收 (同比%)	净利润 (亿元)	净利润 (同比%)	每股收益 (元)
上海家化	39.23	7.02	4.44	40.12	0.66
珀莱雅	13.28	27.48	1.73	34.49	0.86
丸美股份	8.15	11.85	2.56	31.57	0.64
御家汇	9.73	-0.82	0.06	-90.83	0.01
拉芳家化	60.77	-44.14	1.85	-56.94	0.06

资料来源：Wind，光大证券研究所

4、行业估值与投资建议

4.1、行业估值

从估值情况来看，美妆公司历史均值（自 18 年以来，下同）为 41 倍、
个护公司历史均值为 42 倍、渠道商历史均值 24 倍。

当前美妆、个护公司及渠道商平均估值水平（2019 年 9 月 11 日的动态
市盈率）分别为 47 倍、60 倍、14 倍，其中美妆及个护估值高于历史平均水
平、而渠道公司低于历史平均。

表 8：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/股	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		18年	
美妆品牌商												
上海家化	33.31	0.81	1.01	1.08	1.29	41	33	31	26	17.06%	2.42	224
珀莱雅	81.95	1.43	1.89	2.57	3.33	57	43	32	25	32.67%	1.76	165
丸美股份	56.25	1.04	1.26	1.50	1.77	54	45	37	32	19.54%	2.78	226
御家汇	10.29	0.32	0.34	0.40	0.47	32	30	26	22	14.07%	2.30	42
平均	-	-	-	-	-	46	38	32	26	-	-	-
个护品牌商												
拉芳家化	13.87	0.82	-	-	-	17	-	-	-	-	-	31
名臣健康	16.24	0.36	-	-	-	45	-	-	-	-	-	20
平均	-	-	-	-	-	31	-	-	-	-	-	-
生产商												
青松股份	11.16	0.78	1.25	1.82	2.07	14	9	6	5	38.66%	0.37	58
渠道商												
青岛金王	5.30	0.15	0.47	0.22	0.19	35	11	24	28	7.30%	1.56	37

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 9 月 12 日；

2) 本表中上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇、青松股份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。

图 13：美妆公司 18 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2019/9/12)



资料来源：Wind

图 14：个护公司 18 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2019/9/12)



资料来源：Wind

表 9：海外化妆品相关上市公司估值表

公司名称	收盘价	EPS (元 人民币)				PE				3 年 CAGR	PEG	市值
	元/股	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		19 年	(亿元 人民币)
品牌商												
Estee Lauder	1397.58	21.32	37.14	42.30	47.29	66	38	33	30	30.41%	1.24	5042
Loreal	1933.40	58.24	60.88	65.34	70.12	33	32	30	28	6.38%	4.98	10862
P&G	859.15	26.57	31.71	34.37	36.60	32	27	25	23	11.27%	2.40	21501
Unilever	433.54	29.29	19.61	21.58	23.07	15	22	20	19	-7.64%	-	11658
Shiseido	551.19	9.87	13.40	16.14	18.94	56	41	34	29	24.29%	1.69	2205
Amore Pacific	848.24	31.01	26.40	31.92	36.44	27	32	27	23	5.52%	5.82	496
LGHH	7646.11	262.41	289.80	324.37	348.28	29	26	24	22	9.90%	2.67	1194
L'occitane	14.33	0.55	0.57	0.74	0.80	26	25	19	18	13.51%	1.85	212
平均	-	-	-	-	-	36	30	26	24	-	-	-
生产商												
cosmax	438.46	20.91	21.52	30.24	38.23	21	20	14	11	22.27%	1	44
渠道商												
ulta beauty	1616.35	63.90	77.10	86.24	94.95	25	21	19	17	14.11%	1	951
莎莎国际	1.61	0.13	0.14	0.13	0.13	12	11	13	12	0.54%	21	50
平均	-	-	-	-	-	19	16	16	14	-	-	-

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所；

注：1) 股价更新至 2018 年 9 月 11 日，股价及 EPS 均按最新汇率（9 月 11 日 美元:人民币=7.0846）换算为人民币；海外上市公司盈利预测为 Bloomberg 一致预期。

4.2、投资建议

7 月终端零售增速环比放缓，终端零售持续波动，化妆品零售增速亦受到影响，但总体仍较其他品类景气。

8 月阿里全网化妆品零售额环比提升，同比增 33%、继续快速增长。其中护肤子行业竞争激烈，前十榜单持续变动，彩妆子行业本土大众品牌与国际大牌平分秋色。重点品牌天猫旗舰店销售额跟踪情况来看，本土品牌表现继续分化，其中珀莱雅主品牌继续获益爆款泡泡 SPA 面膜、实现高速增长，其他小品牌持续孵化、表现分化；上海家化旗下佰草集受去年高基数影响，增速出现下降，玉泽表现靓丽、继续保持快速增长，其他品牌受主动控价影响、增速环比放缓；丸美主品牌天猫旗舰店（直营）销售额增速继续保持快速增长，公司提升电商渠道战略高度、加大直营拓展力度，期待业绩靓丽表现；御家汇及拉芳家化旗下品牌仍处于调整中。

受新电商法影响及 6 月起我国对美国化妆品加征关税等影响，7 月化妆品进口增速同比继续放缓。

展望未来，终端零售回暖趋势尚未明朗，获益行业成长属性，化妆品总体景气较高，本土品牌商及生产商有望获益，推荐关注。1) **品牌商**：行业变化快速、内容营销兴起、渠道持续变迁、新锐品牌涌现，考验运营商积极调整、迎合行业新趋势的能力，长期竞争回归产品力，多品牌发展为未来行业趋势，既能打破单品牌发展空间、业绩波动等，还有利于把握行业新趋势/机遇等。推荐把握行业趋势力强、布局多品牌的优质品牌商**珀莱雅**以及研发

实力较强、旗下多品牌资产优质、积极布局内容营销、打造明星产品、部分渠道销售数据已现改善的**上海家化**、营销及经销渠道资源丰富、主打中高端眼部护理有望获益行业高端化、精细化趋势的**丸美股份**。2) **生产商**：下游需求释放带来上游代工发展机遇，行业格局分散、未来有望向寡头集中，推荐关注研发实力强与规模优势逐渐凸显的本土制造龙头**诺斯贝尔**（**青松股份**收购其90%股权）。

1) **珀莱雅**：公司把握行业趋势能力强，大力转型内容营销（小红书、抖音等平台内容营销投放量增速居同业较高水平）、直营拓展电商渠道，积极迎合行业营销及渠道端变化，成功打造单品爆款自7月以来持续助力主品牌天猫店高基数下高速增长，自有小品牌线上增长靓丽、彰显公司较强的品牌运营能力；此外公司还通过平台化、合伙人制布局行业新风口、把握新锐品牌机遇，前景可期。我们维持19~21年EPS为1.89、2.57、3.33元，对应19年PE 41倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端零售疲软；营销投入效果不及预期；新品牌培育不及预期。

2) **上海家化**：公司旗下多品牌资质优秀、研发实力居同业领先地位；19年佰草集再梳理、先后完成品牌再定位、更换天猫代运营商、渠道库存清理优化，5月以来加大内容营销投放、在冻干面膜等爆款助力下天猫店销售额数据持续向好，下半年继续主推太极系列等，业绩调整改善值得期待。维持19~21年EPS为1.01、1.08、1.29元，对应19年PE 33倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端零售疲软；明星产品打造低于预期；多品牌业绩分化；线下经销渠道库存过高风险。

3) **丸美股份**：公司主品牌定位中高端眼部护理，在眼部护理细分领域占据领先的市场地位，有望充分获益行业高端化、精细化趋势；近年不断增强研发、引入海外优质研发资源，升级高端进口系列在线下渠道销售良好；加大网络视频广告投放力度、提升营销效率、塑造品牌形象；在产品力、品牌力的助力下，近年公司电商渠道持续保持快速增长，CS店、百货、美容院等渠道持续提速增长。维持19~21年EPS为1.26、1.50、1.77元，对应19年PE 42倍。

风险提示：终端零售疲软；营销投入效果不及预期；经销商合作终止；高端系列拓展不及预期。

4) **青松股份**：青松股份为全球樟脑龙头，2019年收购我国化妆品代加工龙头诺斯贝尔，构成双主业。诺斯贝尔聚焦高景气面膜品类，先发优势下快速成长为行业龙头，专注代工领域、重研发夯实竞争力，规模优势逐渐凸显，客户质量持续提升，近年收入快速增长，净利受到客户拓展影响增速低于收入。维持19~21年EPS为1.25、1.82、2.07元（公司拟定增募集7亿元配套资金，发行成功后预计EPS将被摊薄），对应19年PE 9倍，对比国内同业估值水平较低，维持“买入”评级。

风险提示：大股东股权质押比例高；产能扩张不及预期；客户拓展不及预期。

5、风险分析

终端消费疲软、影响化妆品公司业绩；进口关税大幅下调或国际品牌降价等加剧本土品牌面临的竞争。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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，本公司的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，本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。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。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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路1266号恒隆广场1号写字楼48层	西城区月坛北街2号月坛大厦东配楼2层 复兴门外大街6号光大大厦17层	福田区深南大道6011号NEO绿景纪元大厦A座17楼