

家用电器

证券研究报告
2020年10月10日

颜值经济下，美容小家电品牌何去何从？

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516100008

caiwenjuan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业深度研究:国内家电企业如何在海外市场“乘风破浪”？》 2020-10-09
- 2 《家用电器-行业研究周报:黄金周大家电销售复苏，线上厨小电和清洁电器领跑市场——2020W39 周观点》 2020-10-08
- 3 《家用电器-行业专题研究:行业整体Q3 环比改善，龙头业绩值得期待》 2020-10-04

近年来，消费者对“变美”的需求促使颜值经济一度升温，从美颜相机至医疗美容，消费结构持续升级。电器美容作为消费者对美妆护肤方面需求的进一步延伸，因其机身小巧轻便、做工精致及使用时间灵活而深受女性消费者的青睐，随着其体验价值的提高，它正逐步成为全球范围内的一种新时尚。在这个过程中，海外品牌一直占据着主导地位，日本作为带动美容护理产品热潮的发源地，以幼龄化为主导方向，将产品尽可能地做到极致，由此萌生了诸如松下的超声波毛孔美容器等一系列热销单品；在欧美，丝芙兰法国旗舰店设有专门的电器美容专区；相对而言，中国大陆的品牌在此领域还相对薄弱，因此，本篇报告的目的是梳理美容小家电品牌及各品类的发展历程及核心竞争力，并为我国小家电品牌提供相应的借鉴。

我们认为，美容小家电的需求来源于消费者对美妆护肤方面需求的进一步延伸，消费者对美容护肤的消费经过引导可以直接部分转移到对美容小家电的消费。同时，医美项目中用户购买占比最高的皮肤美容板块在一定程度上可与美容小家电形成互补，医美市场的持续扩张实质上也会扩散到美容小家电的进一步扩张。因此，个护、医美两个市场的蓬勃发展都会拉动美容小家电市场的增速进一步回升。

有以下五点原因：首先，从需求维度出发，“爱美之心，人皆有之”，可见追求美这本身并不是可选需求，关键在于如何实现“爱美之心”。其次，医美项目中用户购买占比最高的皮肤美容板块实质与美容小家电是竞合关系。第三，从客群的角度来看，80、90后是美容护肤产品消费的中坚力量，数字化的信息获取方式将助力市场不断扩张。第四，美容个护产品已经不仅仅局限于年轻女性，男性在个护领域的消费能力也正在崛起。第五，从保有量的角度看，我国个护家电保有量较低且迅速提升。

复盘小家电的发展史：海外各大品牌根据护肤顺序先后进入，洁面仪的普及先于美容仪。2019年“双十一”美容仪器TOP10榜单中，日系及以色列品牌分别占据两席位，雅萌连续四年蝉联“双十一”美容仪器品类第一，其余品牌则来自于韩国、法国、英国等。我国市场仍以海外品牌为主导，前十榜单中国品牌缺位。

虽与海外知名品牌相比，我国本土品牌在品类、研发等方面仍有一定的差距，但未来几年市场需求端高速增长态势已逐渐凸显，叠加美容小家电作为消费者美容护肤需求的延伸，天生适合内容营销的优势，国产品牌有望乘社交电商崛起的东风，抓住消费者心智，积极投入研发，拓宽品类布局，持续享受行业快速长所带来的红利。个股方面，我们推荐以制造能力为优势，定位中高端价格带且已具有社交电商运营基础，入局美容小家电进行新品营销时具有一定优势的【新宝股份】；以及定位创意小家电，对消费者画像的掌握较为精准，研发组织架构较为成熟，线上运营经验丰富的【小熊电器】。

风险提示：国内消费者对美容小家电消费意识不足；国内品牌间竞争加剧。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-10-09	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002705.SZ	新宝股份	43.29	买入	0.86	1.26	1.60	1.86	50.34	34.36	27.06	23.27
002959.SZ	小熊电器	124.19	买入	1.72	2.86	3.81	4.87	72.20	43.42	32.60	25.50

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 医美与个护消费持续升级，美容小家电未来可期.....	4
2. 复盘我国美容小家电的发展史.....	8
2.1. 洁面仪：较早引入市场，FOREO 技术营销双发力.....	9
2.2. 美容仪：美容小家电主要品类，国外品牌占据大部分份额.....	11
2.2.1. 雅萌：日本美容仪器龙头.....	13
2.2.2. Tripollar：成绩斐然，中国销售占据大份额。.....	17
2.3. 电动牙刷：增速持续高水平，市场集中度仍在降低.....	19
2.4. 脱毛仪：脱毛方式较多，Ulike 等海外品牌具有较大优势.....	21
3. 国产品牌各有优势，从不同入口逐渐布局.....	23
3.1. 新宝股份：已具备基础研发能力，恰逢社交电商兴起东风.....	23
3.2. 小熊电器：消费者了解程度高，品牌定位高性价比市场.....	25

图表目录

图 1：颜值经济活跃用户约 4 亿（单位：亿人）.....	4
图 2：美容个护市场规模体量较大且增速不断提升（单位：十亿元）.....	4
图 3：中国医美市场规模不断扩张（单位：亿元）.....	5
图 4：我国女性对医美的看法.....	5
图 4：护肤消费需求金字塔中，美容小家电介于美容院及保养品之间.....	5
图 5：美容护肤产品体验感排序.....	5
图 6：美容仪为医美皮肤美容的轻度迭代：5 大模式约等于医美全套护肤项目.....	6
图 7：中国医美消费者主要集中在 20-30 岁.....	6
图 8：男性对化妆的看法.....	7
图 9：我国个护家电保有量较低且正逐步提升（单位：台/千人）.....	7
图 10：美容美体仪器增速远高于医美市场与美容个护市场增速.....	8
图 11：以洁面仪为主导产品的科莱丽品牌先行打入中国市场海外美容小家电.....	8
图 12：2019 双十一天猫美容仪器销售额前十品牌.....	8
图 13：我国洁面仪市场规模不断扩大（单位：百万元）.....	9
图 14：2018 我国洁面仪市场份额（单位：%）.....	9
图 15：FOREO 不同系列洁面仪.....	10
图 16：FOREO 各类营销活动.....	10
图 17：射频工作原理之一：刺激胶原蛋白新生.....	11
图 18：微电流原理.....	11
图 19：导入原理.....	11
图 20：近一年，美悟线上美容仪销量份额最高.....	11
图 21：近一年，雅萌线上美容仪销额份额最高.....	11
图 22：dr.arrivo、雅萌及 Tripollar 在国内的均价位列前三（单位：元）.....	12
图 23：2019 年 8 月，面部美容仪成交规模最大，美眼仪同比增速最快（单位：亿元）.....	12
图 24：2020 年，美容美体仪器线上销售额预计突破 200 亿元（单位：亿元）.....	13

图 25: 美容美体仪器线上均价近一年内有所回升 (单位: 元)	13
图 26: 2015 年后, 雅萌营收实现较高速增长 (单位: 亿日元, %)	13
图 27: 过去几年, 雅萌雅萌归母净利润增速亮眼 (单位: 亿日元, %)	14
图 28: 2019 年中国地区约占雅萌营收的 20%	14
图 29: 2016-2018 年雅萌在中国大陆地区营收增速快速提升 (单位: 亿日元)	14
图 30: 雅萌发展历程	15
图 31: 雅萌走技术迭代升级和丰富产品矩阵两条路线	16
图 32: 小红书平台雅萌种草视频拥有较高阅读量	16
图 33: 丁香医生为雅萌科普、测评美容仪	17
图 34: Tripollar 中国发展历程	18
图 35: Tripollar 多项国际认证	18
图 36: Tripollar stop 三大产品线及四大革新突破	19
图 37: Tripollar 的品牌联名与影视合作	19
图 38: 电动牙刷市场规模飞速扩张(单位: 百万元)	19
图 39: 电动牙刷百度搜索指数持续较高	20
图 40: 电动牙刷市场 CR5 不断被压缩 (单位: %)	20
图 41: 飞利浦龙头地位稳定 (单位: %)	20
图 42: 电动牙刷线上均价略有走低 (单位: 元)	21
图 43: 飞利浦剃毛器三大特点	21
图 44: 脉冲光脱毛仪	21
图 45: 各脱毛仪品牌销量份额 (单位: %)	22
图 46: 各脱毛仪品牌销额份额 (单位: %)	22
图 47: 歌岚旗舰店电动牙刷、脱毛仪价格	23
图 48: 歌岚旗舰店美容仪价格	23
图 49: Coficoli 品牌电动牙刷与洁面仪	24
图 50: 小红书平台有大量关于护肤、抗初老及美容仪分享	24
图 51: 小熊京东旗舰店美容小家电专区	25
图 52: 小熊京东旗舰店美容小家电专区	25

未找到图形项目表。

近年来，消费者对“变美”的需求促使颜值经济一度升温，从美颜相机至医疗美容，消费结构持续升级。电器美容作为消费者对美妆护肤方面需求的进一步延伸，因其机身小巧轻便、做工精致及使用时间灵活而深受女性消费者的青睐，随着其体验价值的提高，它正逐步成为全球范围内的一种新时尚。在这个过程中，海外品牌一直占据着主导地位，日本作为带动美容护理产品热潮的发源地，以幼龄化为主导方向，将产品尽可能地做到极致，由此萌生了诸如松下的超声波毛孔美容器等一系列热销单品；在欧美，丝芙兰法国旗舰店设有专门的电器美容专区；相对而言，中国大陆的品牌在此领域还相对薄弱，因此，本篇报告的目的是梳理美容小家电品牌及各品类的发展历程及核心竞争力，并为我国小家电品牌提供相应的借鉴。

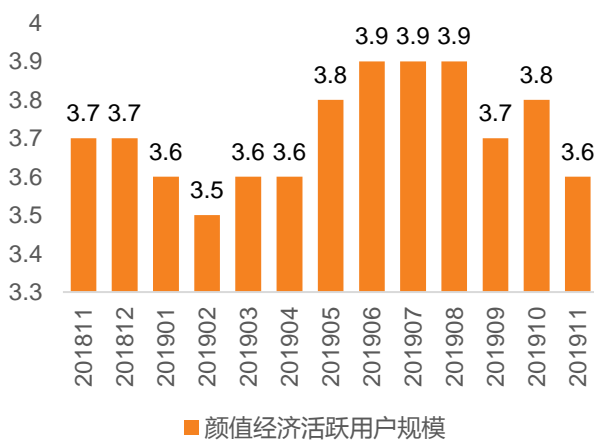
1. 医美与个护消费持续升级，美容小家电未来可期

我们认为，美容小家电的需求来源于消费者对美妆护肤方面需求的进一步延伸，消费者对美容护肤的消费经过引导可以直接部分转移到对美容小家电的消费。同时，医美项目中用户购买占比最高的皮肤美容板块在一定程度上可与美容小家电形成互补，医美市场的持续扩张实质上也会扩散到美容小家电的进一步扩张。因此，个护、医美两个市场的蓬勃发展都会拉动美容小家电市场的增速进一步回升。

从美颜相机至医疗美容，我国颜值经济的消费结构持续升级，市场规模不断扩大。根据 Mob 研究院数据，我国移动网民规模基本维持在 10 亿量级，而 2019 年以来，我国颜值经济活跃用户规模接近 4 亿人，约占整体网民四成，受众十分广泛。与此同时，医美市场持续高速增长，根据中商产业研究院的数据，预计 2020 年我国医美市场规模将达到 2656 亿元，同比增长 24.2%。根据 CBN data 数据，四分之一的女性已经尝试过医美并且较为满意，而有六成的女性都有想要尝试医美的想法，由此侧面反映出我国消费者“变美”需求逐步走向常态化趋势

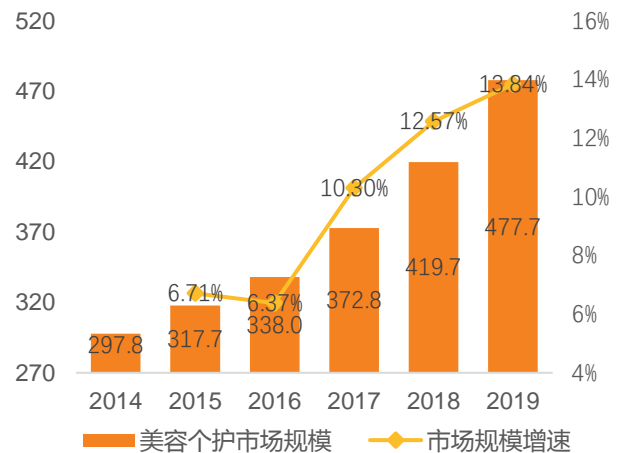
美容个护作为颜值经济的重要一环也得到了进一步的发展，市场规模加速上升。2019 年美容个护市场大小已经达到 477.7 亿元，增速不断提升。

图 1：颜值经济活跃用户约 4 亿（单位：亿人）



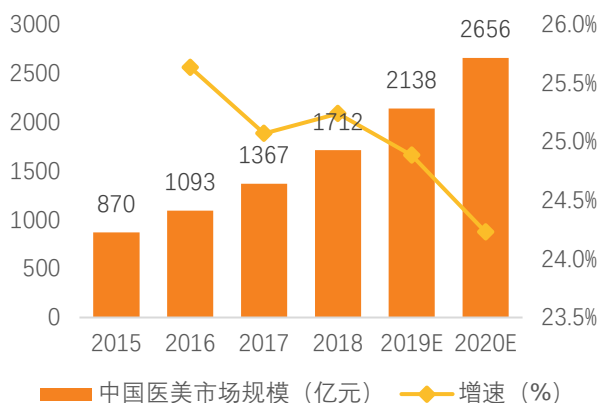
资料来源：Mob 研究院，天风证券研究所

图 2：美容个护市场规模体量较大且增速不断提升（单位：十亿元）



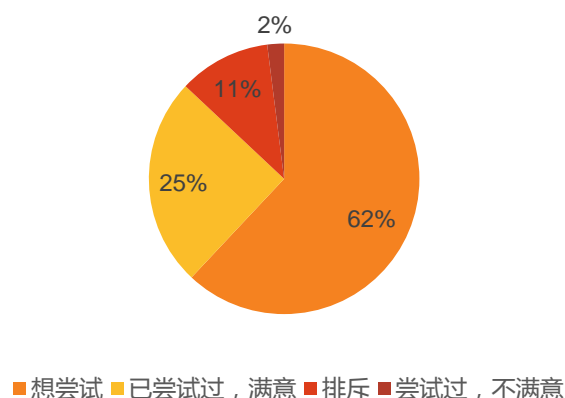
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 3：中国医美市场规模不断扩张（单位：亿元）



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

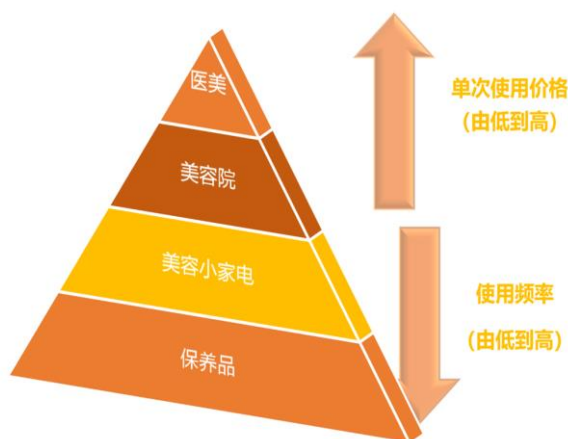
图 4：我国女性对医美的看法



资料来源：CBNDData，天风证券研究所

我们认为，从需求维度出发，“爱美之心，人皆有之”，可见追求美这本身并不是可选需求，关键在于如何实现“爱美之心”。可以类比的是，家庭中清洁地面的需求也是刚性需求、必选需求，在此背景之下，清洁工具的选择，可以由多维度来衡量，从最廉价的扫帚，到功能提升的手持吸尘器，再到自动化程度最高的扫地机器人，实现三级跳的发展。同样，在护肤消费领域，医美及美容院虽效率最高，但同时附加高额的资金成本；保养品是多数人的选择，使用频率最高，且时间成本和资金成本相对较低；小家电介于美容院及保养品之间，轻巧便携，做工精致且使用时间灵活，更利于被消费者所接受，我们可以说，美容小家电也是相对于专业医美机构所提供服务的更加平价亲民的选择，对于没有医美经验且不敢尝试的消费群体来说，美容小家电是一个较好的切入点。

图 5：护肤消费需求金字塔中，美容小家电介于美容院及保养品之间



资料来源：天风证券研究所

图 6：美容护肤产品体验感排序

	保养品	小家电	美容院	医美
时间成本			由低到高	
体力成本			由低到高	
清洁效率			由低到高	
资金成本			由低到高	

资料来源：天风证券研究所

其次，医美项目中用户购买占比最高的皮肤美容板块实质与美容小家电是竞合关系。首先，从功能的角度，我们大致可以将美容小家电分为清洁护肤、美容、脱毛、美发器、美体仪器等五大类，市场中较常见的产品包括洁面仪、蒸脸仪、美容仪、脱毛仪、电动牙刷、卷发器等。TOP3 的美容亮肤、抗皱抗初老与清洁保湿效果在美容小家电中的美容仪与洁面仪均有相应的功能对应，同时，美容小家电相比医美而言，具有较安全、方便、轻医美等特点，相比医美更容易被消费者接受与尝试。

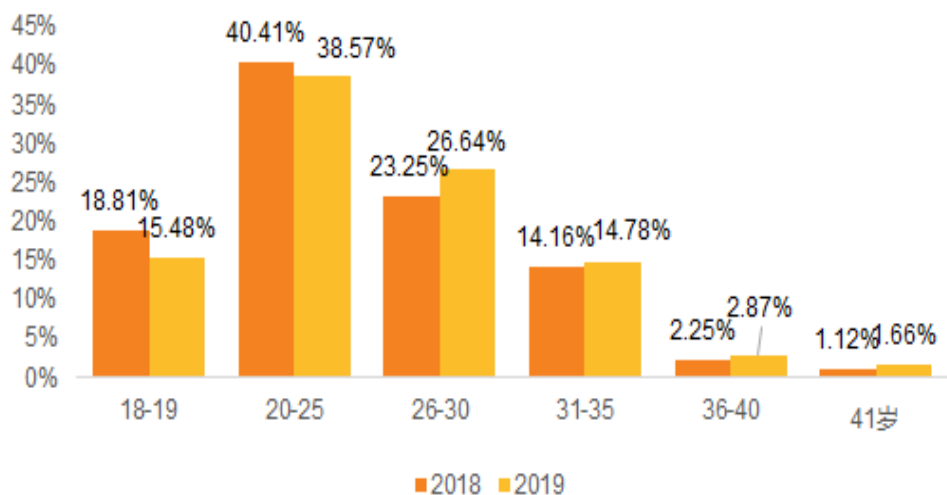
图 7：美容仪为医美皮肤美容的轻度迭代：5 大模式约等于医美全套护肤项目



资料来源：京东雅萌专卖店，天风证券研究所

第三，从客群的角度来看，80、90 后是美容护肤产品消费的中坚力量，数字化的信息获取方式将助力市场不断扩张。城市青年女性对美容小家电产品的认可度较高，根据淘宝天猫数据显示，家用美容仪的最典型消费群体分别为占比 15% 的 95 后 00 后女性与占比 58% 的 80 后、90 后女性，且中国医美消费者主要集中在 20-30 岁。生活在互联网经济下的 80、90 后，接受新事物、新观念能力强，喜欢享受生活，购买更新潮的商品且乐于分享，被众人关注，这些消费特质将使得市场逐渐被教育，随着这类人群的成长，需求不断迭代下的医美、美容小家电将有望走向大众市场。

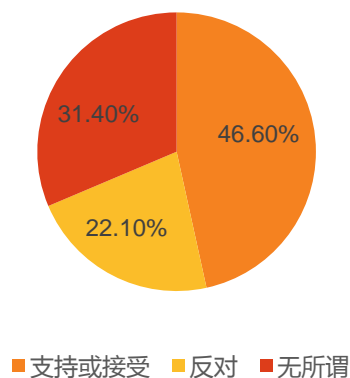
图 8：中国医美消费者主要集中在 20-30 岁



资料来源：新氧大数据、尚艺集团会员中心公众号，天风证券研究所

第四,美容个护产品已经不仅仅局限于年轻女性,男性在个护领域的消费能力也正在崛起。随着年轻男性消费者的时尚意识不断提升,男性个护市场迅速升温,根据中国青年报社会调查中心的数据显示,2000名男性中46.6%的人支持或者接受男性化妆,持反对意见的有22.1%,31.4%的受访者表示无所谓。受访者中,22.8%的男性认为化妆是对时尚文化的普及,35.2%的男性认为这是注重形象的表现,29.2%的人仍为男性也有追求美的权利,而只有12.8%的人认为此做法无男子气概。

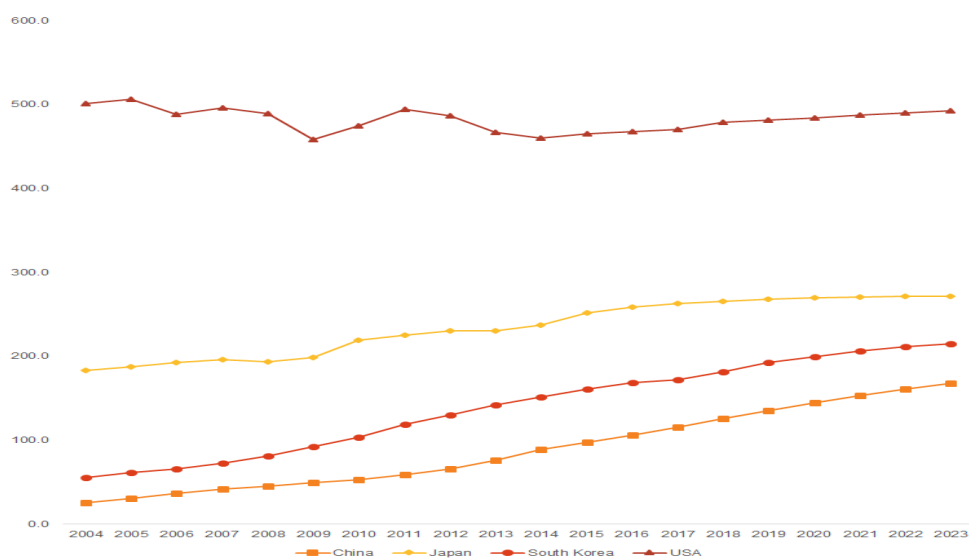
图9: 男性对化妆的看法



资料来源: 中国青年报微信公众号, 天风证券研究所

第五,从保有量的角度看,我国个护家电保有量较低且迅速提升。根据欧睿国际数据显示,2019年美国个护家电每千人保有量分别有481.2台,主要品类有护发小家电、脱毛仪及口腔护理小家电等,而我国仅有135.6台,明显低于美国、日本及韩国。但从增速来看,我国与韩国持续处于上升趋势且增速较快,未来上升空间较大。

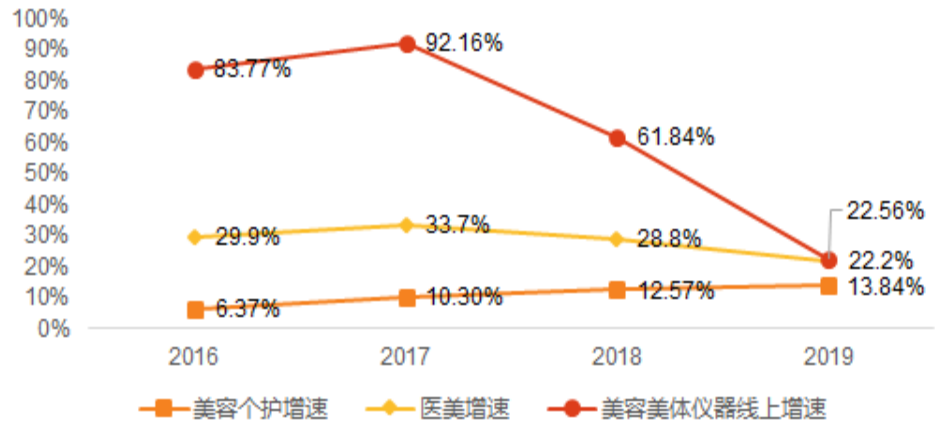
图10: 我国个护家电保有量较低且正逐步提升(单位: 台/千人)



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

另外,对比美容个护与医美市场,美容小家电增速较高,上升空间可观。对比美容个护市场、美容美体仪器市场与医美市场可看到,美容美体仪器增速远高于医美市场与美容个护市场增速,近年虽有所回落,但成长速度仍然较高。体量最大的美容个护市场增速较低,但始终保持上升态势,医美市场增速维持在30%左右,近年有所回落,但仍在20%以上。

图 11: 美容美体仪器增速远高于医美市场与美容个护市场增速

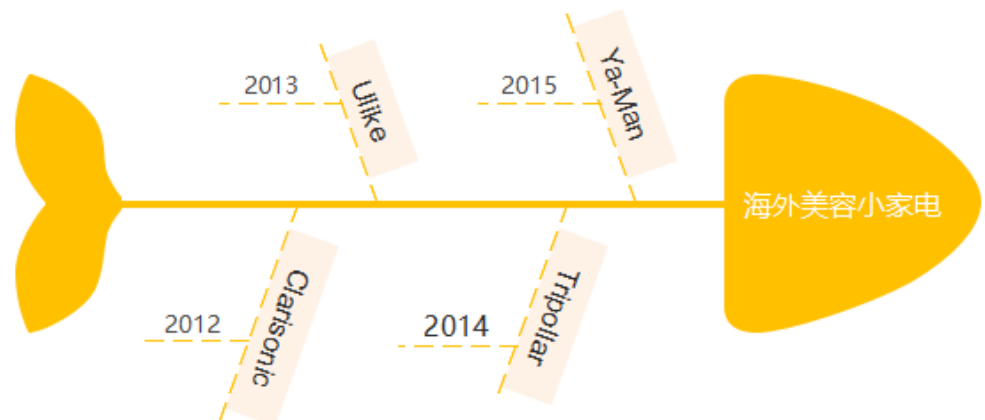


资料来源: 欧睿国际, Wind, 天风证券研究所

2. 复盘我国美容小家电的发展史

海外各大品牌根据护肤顺序先后进入我国市场, 洁面仪的普及先于美容仪。人们在日常的护肤美容中, 有较为明显的递进顺序, 由基础的清洁护肤, 到补水护肤, 再到更为精致的美容护肤。美容小家电兼具美妆属性, 需求或受皮肤护理产品使用顺序的影响, 细分品类中洁面仪的普及先于美容仪。2012 年后, 以洁面仪为主导产品的科莱丽 (Clarisonic) 等品牌先行打入中国市场, 随之以美容仪为主导的品牌 Ulike、Tripollar、雅萌及 dr.arrivo 等陆续进入。

图 12: 以洁面仪为主导产品的科莱丽品牌先行打入中国市场海外美容小家电



资料来源: 雅萌公司官网、Ulike 公司官网、Tripollar 公司官网, 天风证券研究所

我国市场仍以海外品牌为主导, 前十榜单中国产品牌缺位。2019 年“双十一”美容仪器 TOP10 榜单中, 日系及以色列品牌分别占据两席位, 雅萌连续四年蝉联“双十一”美容仪器品类第一, 其余品牌则来自于韩国、法国、英国等。

图 13: 2019 双十一天猫美容仪器销售额前十品牌

序号	品牌	序号	品牌
1	雅萌（日本）	6	NUFACE（美国）
2	dr.arrivo（日本）	7	慕金（英国）
3	Tripollar（以色列）	8	FOREO（瑞典）
4	Ulike（韩国）	9	Silk'n（以色列）
5	notime（法国）	10	飞利浦（荷兰）

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2.1. 洁面仪：较早引入市场，FOREO 技术营销双发力

市场稳定扩张，国外品牌占主流。洁面仪是近年来新兴起的洁面方式，主要利用超声波原理让洁面仪上的洗脸刷震动，结合洗面奶形成高密度均匀泡沫，彻底清洁脸部，并达到无刺激的清洁和按摩效果。2018 年我国洁面仪市场规模达到 26.29 亿元，且始终维持 10% 左右的增速，仍在不断扩张。目前占据主要市场份额的品牌有 FOREO，飞利浦与丹龙，其中仅丹龙为国产品牌。

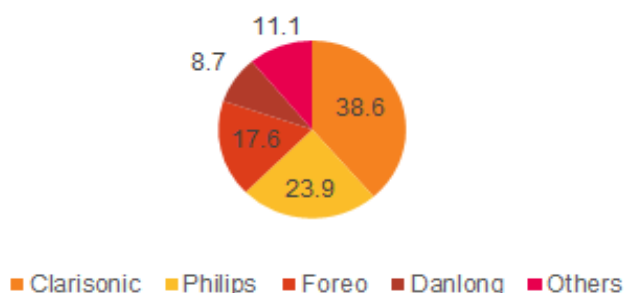
图 14：我国洁面仪市场规模不断扩大（单位：百万元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

FOREO 重视研发，不断推出新品迭代。FOREO 成立于瑞典斯德哥尔摩，主要布局包括男士洁面仪、电动牙刷、按摩仪、面膜仪等产品，在中国市场最受消费者欢迎的产品是其洁面仪。2018 年我国洁面仪市场规模为 26.289 亿元，FOREO 占据 17.6% 的份额，即 2018 年 FOREO 洁面仪品类的营收便达到约 4.63 亿元。

图 15：2018 我国洁面仪市场份额（单位：%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

FOREO 并没有仅停留在高端市场，而是逐渐开始进入中低端洁面仪市场。目前，仅洁面仪 FOREO 便已推出 LUNA3、LUNAmimi3 等多个不同系列，覆盖 299-1980 元的不同价格段。Luna play 定位为一次性不可充电的试用装，这样既不影响整体品牌定位，又可收获低端市场份额。

图 16：FOREO 不同系列洁面仪

					
品类	FOREO LUNA 3 plus	FOREO LUNA 3	FOREO LUNA Mini 3	FOREO LUNA go	FOREO LUNA play
尺寸(mm)	102*82.5	102*82.5	78*80	50*50	40*45
震动档位	16档	16档	12档	1档	1档
供电方式	USB	USB	USB	USB	不可充电，不可换电池
续航 (Min)		650	400	30	100
价格	1980	1680	1480	799	299

资料来源：京东旗舰店，天风证券研究所

营销方面，FOREO 一直以优质产品与快速见效满足消费者的需求，走创新营销的路线。除邀请明星邓伦作为代言人外，2019 年发布会也始终抓紧创新趣味营销，不仅有关晓彤、陈伟霆等明星助阵，也搭配了真人抓娃娃机、动感活力橱窗展，甚至还有漫威超级英雄钢铁侠巨型原版模型等趣味活动，实现线上线下联动营销。此外，公司主要以优质产品与快速见效满足消费者的需求，许多用户第一次使用这款产品就能即时感受到效果，获得满足感后常会给亲友“种草”，从而为 Luna 实现口碑营销。

图 17：FOREO 各类营销活动



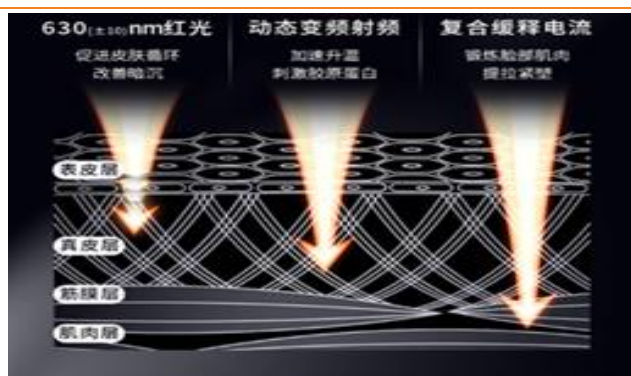
资料来源：FOREO 官方微博，天风证券研究所

注重线下渠道，与护肤专柜相联结。为了让消费者迅速对产品形成认知，FOREO 把柜台开设在核心地段的大型商场一楼，跟护肤化妆品柜台在一起，这实质上也是想强调美容小家电与其它家电的不同之处。消费者对美容小家电的需求实则源自于对美容护肤的需求，将美容小家电与护肤化妆品放在一起，不仅可以获得更多的消费者人流量，更可以强化消费者对 Foreo 品牌及产品的认知。

2.2. 美容仪：美容小家电主要品类，国外品牌占据大部分份额

在我国美容小家电中，美容仪是一个典型的舶来品类。如今较为流行的美容仪大致可以分为射频类、按摩类、导入类及微电流类四大模块。自 2015 年起，以日本品牌雅萌、ReFa 等为代表的射频、导入及微电流类美容仪开始流行。**射频类美容仪**是通过加热真皮层胶原蛋白，刺激胶原蛋白的增长，从而达到提拉紧致肌肤及减淡皱纹的影响，代表品牌有雅萌、Tripollar、dr.arrivo 等；**导入类美容仪**可以分为离子导出导入和脉冲导入技术，代表品牌有雅萌等；**微电流美容仪**是通过微电流刺激大脑产生无意识的肌肉运动，使得肌肤收缩和舒张得到锻炼，从而提拉瘦脸，其代表品牌有 ReFa 等。

图 18：射频工作原理之一：刺激胶原蛋白新生



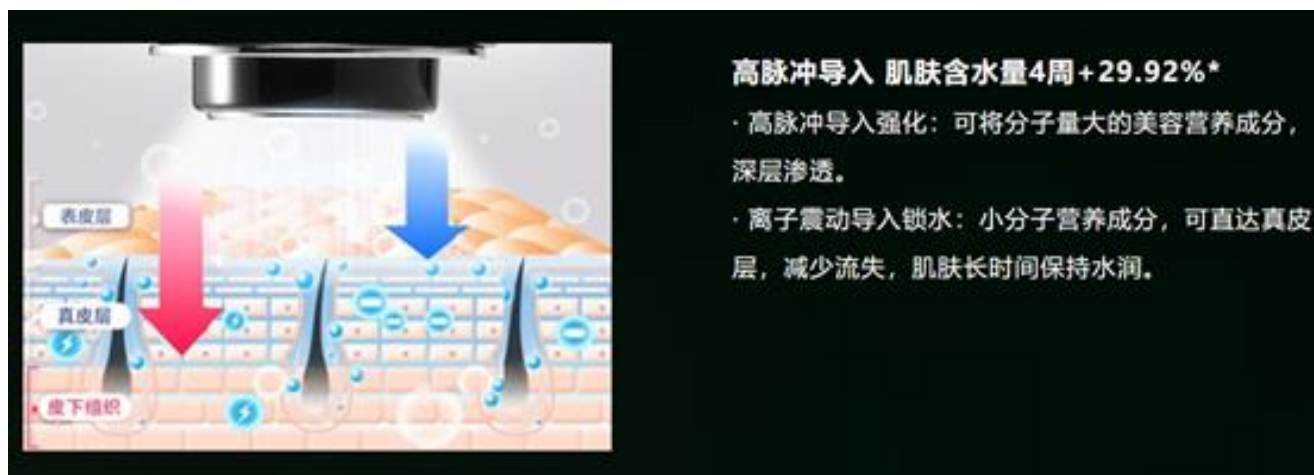
资料来源：雅萌京东自营旗舰店，天风证券研究所

图 19：微电流原理



资料来源：ReFa 官网，天风证券研究所

图 20：导入原理

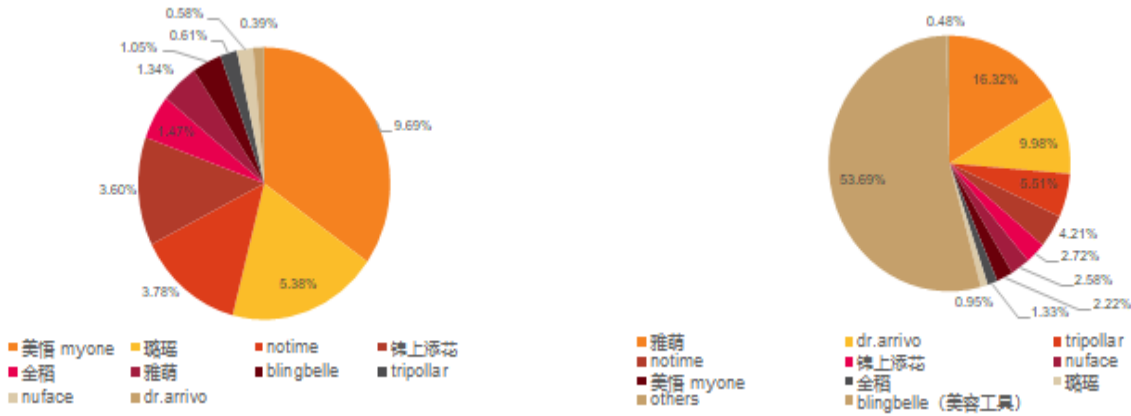


资料来源：雅萌官网，天风证券研究所

国外品牌销额表现强势，国产品牌占领低端市场。2019 年 7 月至 2020 年 6 月，美容仪线上年销额达 **58.99 亿元**。从销量份额来看，国产品牌占有一定优势，份额最高的美悟 Myone 达到 9.69%，而国外品牌如雅萌、Tripollar、Nuface、dr.arrivo 等占据销量份额均仅为 1% 左右。然而，从销额份额看，国外品牌优势凸显，雅萌占到 16.32% 的销额份额，而 dr.arrivo 与 Tripollar 也分别占据到 9.98% 与 5.51% 的份额。国外品牌多主攻中高端市场，均价可达到 3000-9000 元之间，而入局的国产品牌多布局在低端市场，均价基本不超过 400 元。

图 21：近一年，美悟线上美容仪销量份额最高

图 22：近一年，雅萌线上美容仪销额份额最高



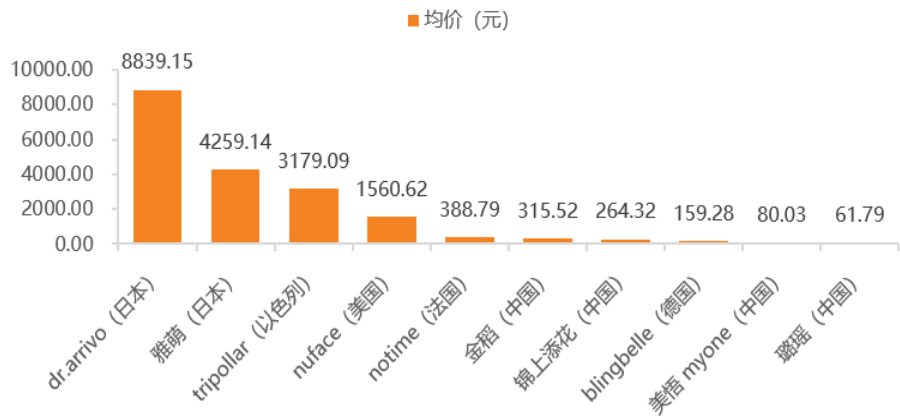
资料来源：淘宝天猫数据，天风证券研究所

资料来源：淘宝天猫数据，天风证券研究所

注：图中份额为最近一年（2019.7月-2020.6月）淘宝天猫数据计算得出

注：图中份额为最近一年（2019.7月-2020.6月）淘宝天猫数据计算得出

图 23：dr.arrivo、雅萌及 Tripollar 在国内的均价位列前三（单位：元）

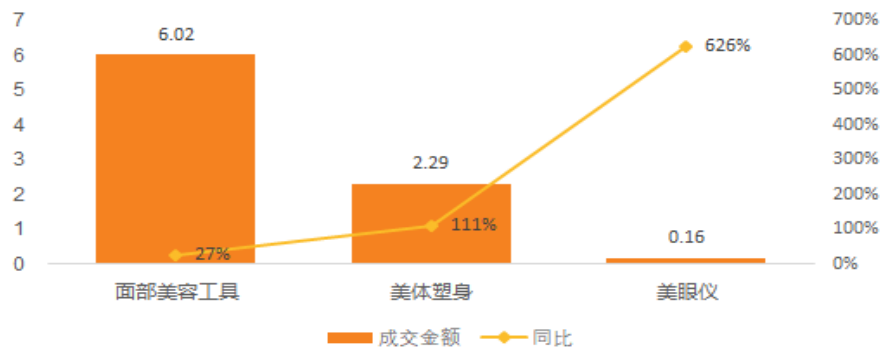


资料来源：淘宝天猫数据，天风证券研究所

注：图中份额为最近一年（2019.7月-2020.6月）淘宝天猫数据计算得出

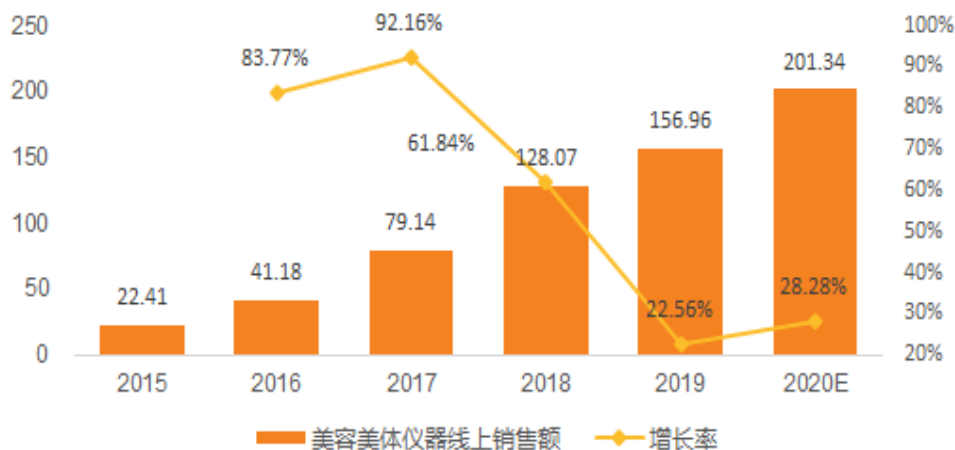
针对各个部位的美容仪中，面部产品规模最大，眼部美容仪增速最快。据阿里文娱《95后夜猫子报告》，以95后为代表的年轻人，夜间活动集中在22:00-02:00，熬夜到1点的95后占到三成，钟爱熬夜的精致女孩不断在美眼仪加码消费，根据淘宝天猫数据显示，2020年8月全网美眼仪品类的消费规模约0.16亿元，同比+630%。综合看美容美体市场来看，美容美体仪器市场规模自引入便飞速扩张，2019年线上销售额为156.96亿元，且线上销售额增速始终较高，均价上升趋势显著。

图 24：2019 年 8 月，面部美容仪成交规模最大，美眼仪同比增速最快（单位：亿元）



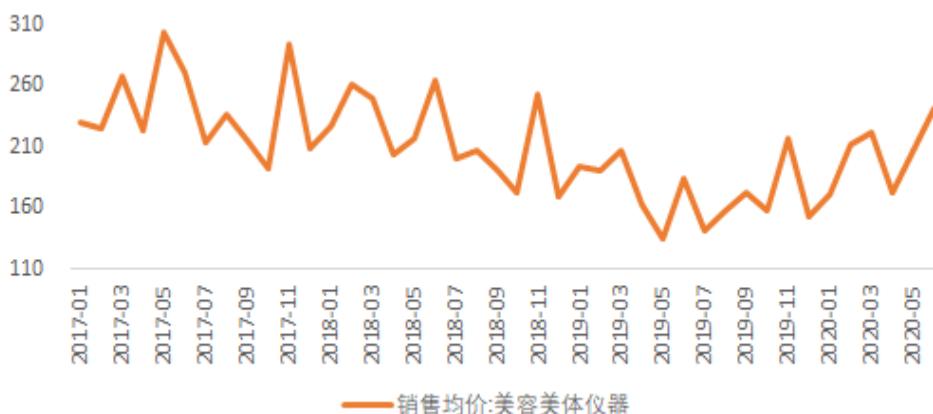
资料来源：淘宝天猫数据，天风证券研究所

图 25：2020 年，美容美体仪器线上销售额预计突破 200 亿元（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：美容美体仪器线上均价近一年内有所回升（单位：元）

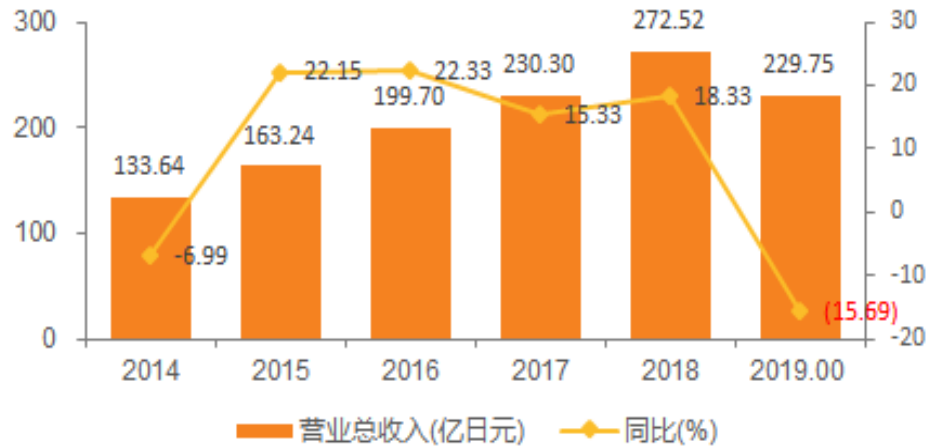


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.1. 雅萌：日本美容仪器龙头

雅萌成立于 1978 年，2009 年在日本 JASDAQ 上市，如今在日本美容仪器整体市场占有率为 40%，是目前日本第一大品牌。2019 年营收规模达 229.75 亿日元，约合人民币 14.83 亿元（参考汇率：1 日元=0.0646 人民币）；归母净利润 13.15 亿日元，约合人民币 0.85 亿元（参考汇率：1 日元=0.0646 人民币）。

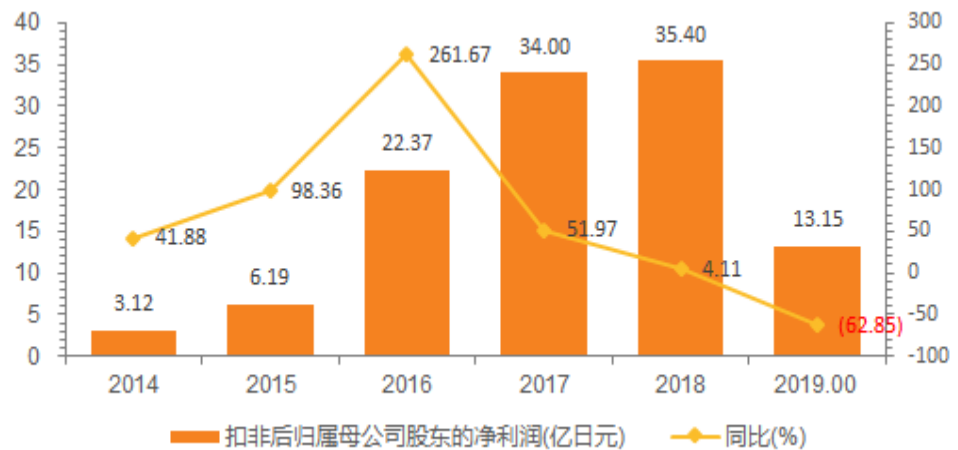
图 27：2015 年后，雅萌营收实现较高速增长（单位：亿日元，%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 会计年度为 5 月 1 日至次年 4 月 30 日, 19 年新冠疫情造成营收下跌

图 28: 过去几年，雅萌雅萌归母净利润增速亮眼 (单位: 亿日元, %)



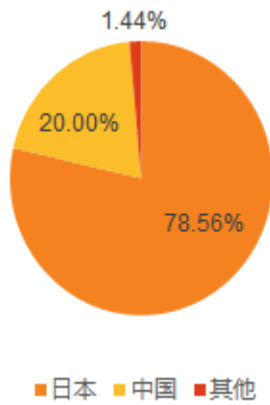
资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 会计年度为 5 月 1 日至次年 4 月 30 日

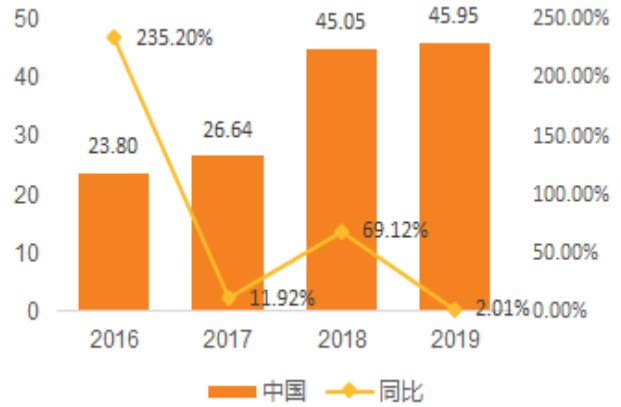
2015 年正式进入中国市场后，得益于电商及小红书等种草平台的蓬勃发展，雅萌在中国地区的收入迅速提升，2016-2019 年，雅萌中国地区营收复合增长率达 17.9%，其中 2018 年营收增速达 69%，短短三年时间，中国区营收占比超过 15%，到 2019 年中国地区实现营收 45.95 亿日元，约合人民币 2.97 亿元（参考汇率：1 日元=0.0646 人民币），占比达 20%。

图 29: 2019 年中国地区约占雅萌营收的 20%

图 30: 2016-2018 年雅萌在中国大陆地区营收增速快速提升 (单位: 亿日元)



资料来源：雅萌 2019 年年报，天风证券研究所



资料来源：雅萌公司公告，天风证券研究所

产品力方面，基于大型设备的研发经验给团队带来了技术层面的专业度，多项专利形成核心壁垒。在进军家用美容仪之前，雅萌的主要业务是生产美容机构所需要的大型美容仪器，大型设备的研发经验为公司建立了“专业”的品牌形象，已形成良好的品牌认知度。在观察到市场对于家庭场景下美容仪器的需求后，团队开始研发小型机器，目前公司已拥有 264 项专利技术，494 项知识产权，2016-2019 年所推出的旗舰版射频仪 MAX 连续 4 年蝉联天猫双 11 美容仪品类榜首。

图 31：雅萌发展历程



资料来源：雅萌官网，天风证券研究所

雅萌走技术迭代升级和丰富产品矩阵两条路线，产品覆盖 2000-13000 价格带。旗舰版 MAX,属于 YA-MAN Professional 高端系列,拥有五大护肤模式,经第三方机构认证,MAX28 天可提升肌肤 5 大复原力:肌弹力、代谢力、胶原力、锁水力、吸收力,全面改善肤质,真正实现从肌底抗衰,重返年轻肌龄。

图 32: 雅萌走技术迭代升级和丰富产品矩阵两条路线

YAMAN 雅萌		Max For Eye/M21	MAX/M20	HRF-11	M10T Plus	红光Bloom
功能	功效	¥ 12999	¥ 5999	¥ 3299	¥ 2899	¥ 2999
RF射频	激活胶原紧致肌肤	3Mhz (持续输出)	3Mhz (断续输出)	1Mhz (断续输出)	1Mhz (断续输出)	1Mhz (双环射频持续输出)
CLEAN 清洁模式	离子导出深度清洁	离子+RF射频+EMS肌电流	离子+RF射频	离子+RF射频	离子+RF射频	无
EYE 眼部模式		眼部专用护理头 (RF+EMS)	EMS	无	EMS	无
MOIST 保湿导入模式	离子导入促进吸收渗透营养	超渗透技术+离子+RF+EMS	超渗透技术+离子+RF+EMS	高脉冲渗透+离子+RF	离子+RF	无
EMS 微电流模式	提拉紧致V脸提升	高周波,无单独模式,功能融入其他模式里	不规则周波	不规则周波	低周波+中周波(双周波)	无
COOL 冰敷模式	舒缓镇定收缩毛孔	有(蓝光)	有(蓝光)	有(蓝光)	有	无
震动	放松按摩,减缓电流刺激	有(可以关闭)	无	有(不可关闭)	有(可以关闭)	无
LED	红光: 刺激胶原再生 蓝光: 消炎镇定祛痘 琥珀光: 修复	红/蓝/琥珀光固定功能搭配固定光	红/蓝/琥珀光固定功能搭配固定光	红光(单独模式,可单独控制)+蓝光	红光	红光
护理时间		一周2次全套护肤	一周2次全套护肤	一周2-3次全套护肤	一周2-3次全套护肤	一周2-3次全套护肤 每次6分钟

资料来源: 小红书(雅萌熙地港王府井店), 天风证券研究所

雅萌在消费者教育与”品牌“沟通上持续努力。2015年,雅萌通过和代理商碧捷合作进入中国市场,目前正在在天猫、京东、小红书、丝芙兰等各大线上线下平台进行渠道布局,并获得较高阅读量。

图 33: 小红书平台雅萌种草视频拥有较高阅读量

雅萌美容仪 怎么选?

	旗舰版 MAX	油皮福星 HRF-11	水光肌 M10T Plus	雅萌ACE	红光 Bloom
日本制造 原装进口 专为亚洲肌肤研制					
针对问题	肌肤吸收能力差、代谢慢、微循环慢、肌底衰老	油脂分泌旺盛、闭口粉刺、痘痘反复、水油不平衡	干燥缺水、卡粉等、皮肤干燥问题	松弛下垂、皱纹、暗沉、暗黄等、深度衰老问题	表情纹、干纹、细纹、肤色暗黄不均、等初老问题
主要功效	肌底抗老、提高肌肤5大复原力：肌弹力、胶原力、吸收力、锁水力	补水控油、减少油脂分泌、改善皮肤泛红、痘印和闭口	补水锁水、改善暗沉暗黄、改善皱纹等、衰老情况	改善松弛下垂、改善暗沉暗黄、改善皱纹等、衰老情况	2周提亮、4周紧致、淡纹
适合肤质	熟龄肌	油皮/混油皮	干性/混干皮	熟龄肌	初老肌
模式	5大模式综合改善肤质			单个模式专注抗衰	
搭配使用	日常用的化妆水/眼霜/面膜/精华/面霜			官方凝胶	



擦亮眼睛 不要瞎花钱!!

Tripollar Vx
Nuface
雅萌ACE
宙斯

美容仪该怎么选?

美容仪器大对比!绝无广告!钱砸出来的经...

我是张凯毅 ❤️ 1.9万

【2020更新】雅萌多款美容仪怎么选? ...

雅萌YA-... ❤️ 9358

资料来源：小红书，天风证券研究所

营销方面，雅萌与丁香医生从 2018 年开始了深度合作，培养背书性需求。丁香医生目前可称得上是头部的内容媒体，靠辟谣、健康科普等形式收获了大批受众。雅萌依托丁香医生在消费者心中的信任感，由丁香医生专业技术鉴定后，对消费者进行了护肤痛点调查，再根据雅萌的产品特点有针对性地进行营销，将消费者对丁香医生的信任逐渐转化为消费者对雅萌品牌的信任。

图 34：丁香医生为雅萌科普、测评美容仪



资料来源：丁香医生官方微博，天风证券研究所

2.2.2. Tripollar：成绩斐然，中国销售占据大份额。

Tripollar 品牌的创始公司 Pollogen 成立于 2006 年。刚开始公司的产品是针对医院、美容院的大型器械，后推出家用美容仪。2014 年天猫旗舰店开业，开启服务中国消费者里程，其后业绩迅速攀升，获得多项荣誉。

图 35: Tripollar 中国发展历程



资料来源: Tripollar 官网, 天风证券研究所

目前, Tripollar 第三代 RF 多极射频技术已获得了美国 FDA 安全认证、国际专利技术和多国质量检测的加持。值得一提的是, Tripollar 在本土的销售情况并不乐观, 可能与以色列本土的美容护肤意识和需求都不强烈有关, 而在海外市场的销售中, 以中国和美国为最大市场, 其中**中国的销售情况又尤其突出, 约占到 Tripollar 全球销售的一半份额。**

图 36: Tripollar 多项国际认证



资料来源: Tripollar 官网, 天风证券研究所

不断迭代新技术, 持续营销输出。 Tripollar 目前有三大产品线。Stop 是 Tripollar 的第一款产品, 主要功能为射频 RF, 与医美行业中的广受行业一致认可、对皮肤可实现拉伸紧致效果、安全性高的“热玛吉”相似。stopV 在射频 RF 功能的前提下, 独创了特有的 DMA 功能, 可以深入筋膜层, 通过刺激产生收缩, 达到瘦脸的效果, 且效果即时可见。最新的 stopX 特殊之处在于首次将医美设备上的双波段射频技术运用到家用美容仪上, 使得 stopX 拉开和其他产品的距离, 单次护肤时间缩短, 效果达成的时间也大大减少。

图 37: Tripollar stop 三大产品线及四大革新突破



资料来源: Tripollar 旗舰店, 天风证券研究所

注重技术同时, Tripollar 也不断在进行营销输出。除了与各种明星与 KOL 进行合作推广外, Tripollar 也与多个品牌, 如 SWAROVSKI、ElizabethArden、HARDCANDY、大疆等都进行过联名合作, 同时, 早期便与华策影视进行了合作, 在许多影视作品中也有进行持续的推广, 使消费者在看剧和电影时潜移默化接受美容仪概念与 Tripollar 品牌。

图 38: Tripollar 的品牌联名与影视合作

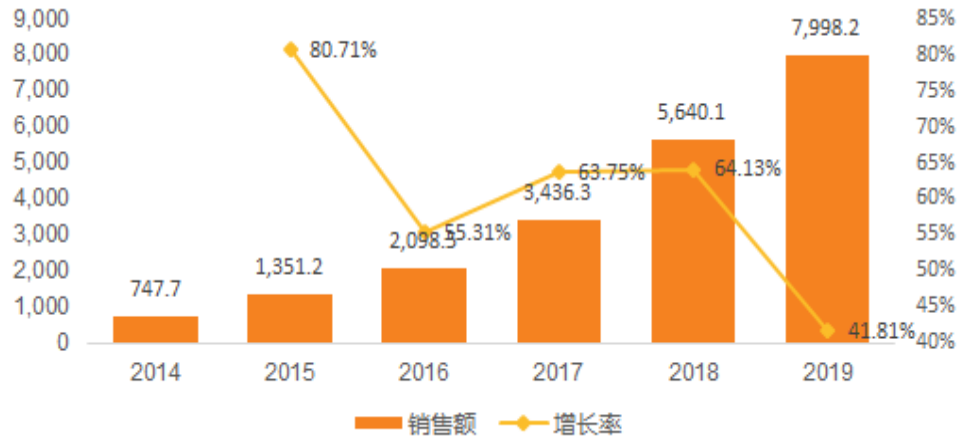


资料来源: Tripollar 官网, 天风证券研究所

2.3. 电动牙刷: 增速持续高水平, 市场集中度仍在降低

市场规模扩张速度较快, 未来空间仍然可观。2014 年我国电动牙刷市场规模仅为 7.47 亿元, 而 2019 年已经达到 79.98 亿元, 年复合增长率达到 60.67%。

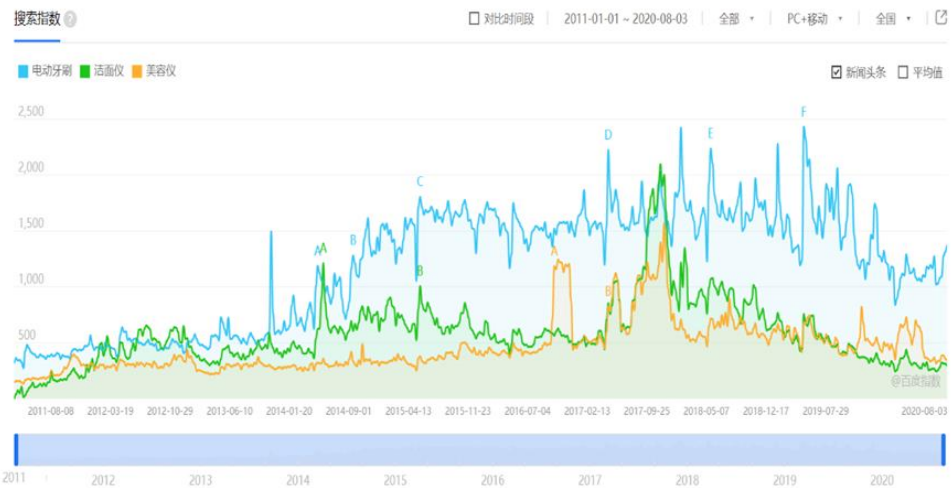
图 39: 电动牙刷市场规模飞速扩张(单位: 百万元)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

从市场关注度来看，电动牙刷的百度指数自 2014 年来一路走高，且始终维持较高水平，关注度显著高于洁面仪、美容仪等其它美容美体仪器细分品类。

图 40：电动牙刷百度搜索指数持续较高

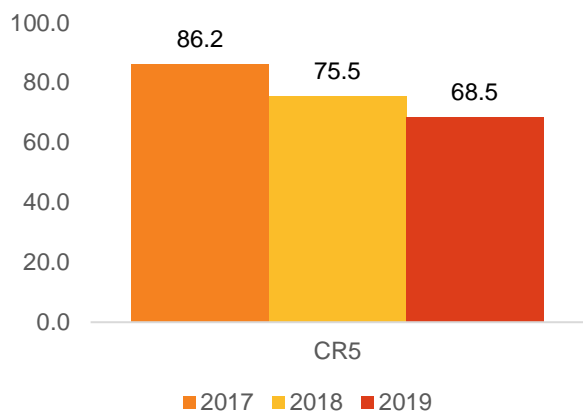


资料来源：百度指数，天风证券研究所

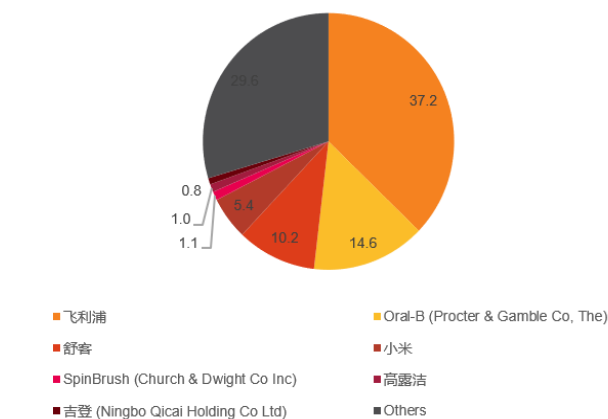
市场集中度不断缩小，龙头品牌份额受到挤压。电动牙刷市场 CR5 自 2017 年不断递减，由 2017 年的 86.5%变为 2019 年的 68.5%，行业集中度缩小，竞争性不断增强，新品牌仍有入局可能。飞利浦和欧乐 B 占据半数以上份额，虽近年份额有所下降，但龙头地位仍然稳固。

图 41：电动牙刷市场 CR5 不断被压缩（单位：%）

图 42：飞利浦龙头地位稳定（单位：%）



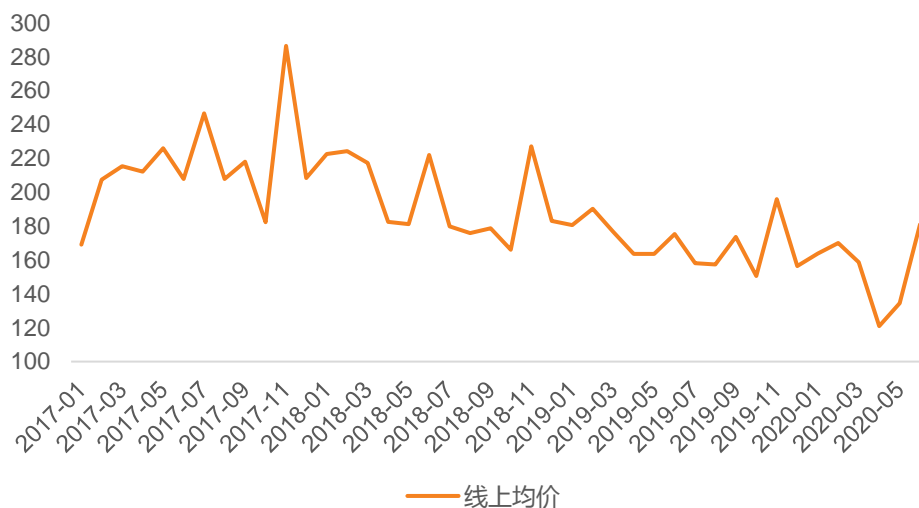
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

线上均价略有走低趋势。2017年至2018年中，电动牙刷线上均价主要在200-250元区间波动，而2018年中至今，线上均价主要在150-200元区间波动，整体均价略有下降，可能由于国产品牌逐渐入局。国产品牌多主打较低价格产品，如小米官方旗舰店中电动牙刷品类最高价仅为399元，而飞利浦旗舰店中单只电动牙刷最高价为2199元。

图 43：电动牙刷线上均价略有走低（单位：元）



资料来源：淘宝天猫数据，天风证券研究所

2.4. 脱毛仪：脱毛方式较多，Ulike 等海外品牌具有较大优势

脱毛仪产品从原理上看可主要分为剃/脱毛器与脉冲光脱毛仪。剃/脱毛器通过刀网刮掉表皮上的毛发，但往往清洁效果有限，会留下黑点，价格相对便宜；脉冲光脱毛仪，则是主要利用脉冲光深入发根，使毛囊受热后毛发自然脱落，脱毛效果更佳，但一般价格较高，产品定价多在千元以上。而据 CBN Data 消费大数据，在购买与使用脱毛仪器时，脱毛效果如何和有无疼痛感是精致女孩的最主要关注点。

图 44：飞利浦剃毛器三大特点

图 45：脉冲光脱毛仪



资料来源：京东，天风证券研究所

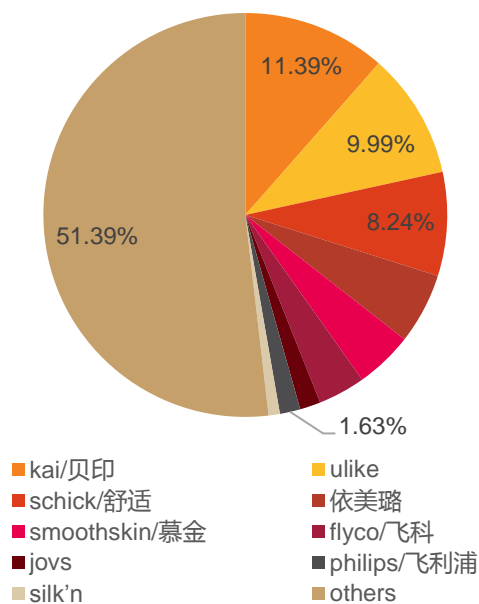


资料来源：京东，天风证券研究所

Ulike 是 2013 年成立于韩国的品牌，立足于美容家电领域。脉冲光脱毛技术是通过加热毛囊来使毛发脱落，因此需要阻止触肤头过热，否则便可能使消费者疼痛感较强，灼伤表面皮肤。而 Ulike 的“Ice Care”技术便是针对这一问题，在首先保持脱毛效果的前提下，使得脱毛达到冰凉无痛的新体验，同时切中消费者最关注的“脱毛效果”和“痛感”两大问题。Ulike2014 年成立天猫旗舰店，2016 年陆续进入京东，唯品会等电商品牌，2017 年线上线下全渠道运营，全面开拓线上平台和线下实体。

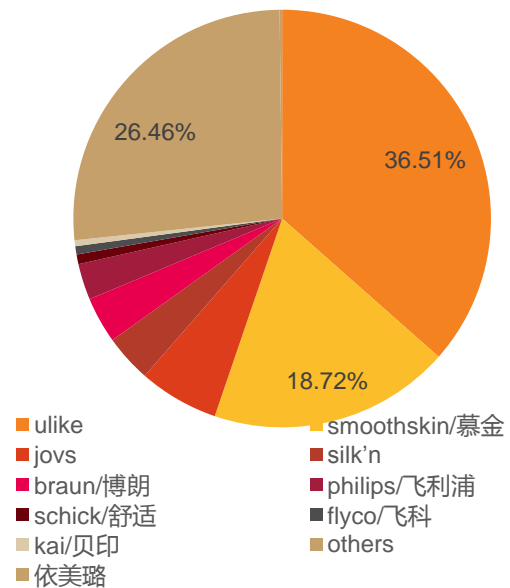
Ulike 份额第一，核心技术“Ice Care”搭建基础。市场竞争格局方面，从销量份额看，国产品牌 kai/贝印份额最高，达到 11.39%，Ulike 紧随其后，达到 9.99%，两者相差较小。而从销额份额来看则大相径庭，Ulike 品牌占到 36.51%的大份额，而 Smoothskin、Jovs、Silk’ n 等销量份额并不特别突出的海外品牌在销额方面也表现突出。国产品牌销量份额是以低价打出来的，通过足够低的价格攻占低端消费者市场，而强势海外品牌则主打中高端市场，定价较高。

图 46：各脱毛仪品牌销量份额（单位：%）



资料来源：淘宝天猫数据，天风证券研究所

图 47：各脱毛仪品牌销额份额（单位：%）



资料来源：淘宝天猫数据，天风证券研究所

3. 国产品牌各有优势，从不同入口逐渐布局

美容小家电的出现让美体护肤逐渐变得高效起来，人们可以利用碎片化的时间进行各项护理，这一点也恰好击中我国在高速发展的现代化进程中生活节奏越来越快的都市女性的痛点。在多款海外美容小家电产品逐渐走红的背景下，目前国内小家电品牌也逐渐步入这片吸金高地。我们认为，国产美容小家电的发展具备以下前提：

第一，技术与质量问题是美容小家电品牌突围的重要因素。美容小家电作为美容护肤甚至医美衍生出的需求，相比其它家电，安全问题更受消费者关心。以美容仪为例，Tripollar 与雅萌都拥有各自在射频类美容仪方面的技术优势，雅萌与丁香医生可以进行深度合作也首先是因为雅萌的产品可以通过丁香医生的鉴定，一定程度上得到丁香医生的认可，而 Tripollar 则拥有美国 FDA 认证。

第二，安全问题在医美方面会更加重要。据江苏省 2017 年抽查的 97 批次美容小家电中，合格的只有 42 批次。消费者信任实质上也是产品技术优势的一个延申，当产品拥有一定的技术优势，更可以证明自己的安全性时，消费者也会相应给予更多的信任。

第三，借鉴海外品牌的营销方式，选择合适的背书。无论是与国内消费者信任度较高的平台合作获得品牌背书，或是持续创意趣味营销等，都是已有基础营销的进一步提升。在线上、线下持续推广，小红书、抖音等泛媒体持续推进的基础上，进一步选择合适的营销方式也可以为品牌起到背书或注入活力的作用。

第四，线下体验也同样值得重视。美容小家电作为美容护肤需求的延申，体验也会是消费者购买前的重要需求，抓好线下渠道或成为进一步提升品牌力的重要方式。以 Foreo 为例，铺设专柜都会选择商场一楼临近护肤品的位置，既可以获得更高的人流量，也可以向消费者灌输美容小家电与美容护肤的直接联系，是较好的一个策略。商场护肤品专柜、免税店等都会成为较好的入口渠道。然而，从无到有的线下渠道建设与运营也会给品牌运营增加较大的成本，对初期发展的品牌性价比并不高。

3.1. 新宝股份：已具备基础研发能力，恰逢社交电商兴起东风

新宝股份在运营独家代理海外品牌摩飞 (Morphy Richards) 时，恰逢社交电商的兴起，公司采取“爆款产品+内容营销”的方法，建立“产品经理+内容经理”双轮驱动机制，成功打造出多功能锅、便携式榨汁机 (摇摇杯) 等爆品，推动摩飞快速占领小家电市场份额。

目前，新宝也有布局美容小家电的意图，其目前运作的品牌中，GEVILAN(歌岚)即为个护美容电器品牌，瞄准美容小家电市场，但该品牌仍处于初创阶段。歌岚旗舰店目前有 2W+ 粉丝，已布局品类包括美容仪、脱毛仪与电动牙刷。Coficoli 品牌由旗下子公司广东玩加科技有限公司运作，聚焦年轻消费群体对美容个护消费品需求，以使用效果为基础打造良好的用户体验，如今已推出微电流美容仪、小蝶声波洁面仪和声波电动牙刷三款首发产品，迅速赢得消费者的喜爱。

图 48：歌岚旗舰店电动牙刷、脱毛仪价格

图 49：歌岚旗舰店美容仪价格



资料来源：歌岚天猫旗舰店，天风证券研究所



资料来源：歌岚天猫旗舰店，天风证券研究所

图 50：Coficoli 品牌电动牙刷与洁面仪



资料来源：公司官方微信，天风证券研究所

传统线下布局较弱，线上流量成本较高。新宝过去专注于 OEM/ODM 模式，专注发展外销，对国内的渠道铺陈较弱。从线下传统渠道看，美九苏等巨头早年已具有较为完备的线下体系与系统，留给其它企业份额很少，同时，新宝缺乏线下运营经验，会面临高昂渠道运营成本与突破成本。从线上电商渠道看，龙头企业也较早进入，线上流量成本也不断攀升，新宝也无优势。

社交电商的兴起为新宝提供了新一个机会，过去推广摩飞时，新宝很好的利用了小红书、微信等带社交属性的 app，通过 KOL 和熟人分享进行种草。比起宽泛的广告营销，这样的内容营销使消费者更为直观的感受产品，也更容易接受。而美容小家电作为消费者美容护肤需求的延申，天生更加适合这样的内容营销。一方面，小红书等平台拥有大量的女性受众，而这样的群体与美容仪的目标群体是大量重合的。另一方面，在小红书、抖音等平台通过 KOL 分享、用户测评、个人使用经验分享等方式进行美容仪的推广，用户感受比单纯广告宣传更直观。同时，女性群体、尤其是专业的网红博主等也倾向于自主进行分享测评网红商品，目前小红书关于护肤的笔记有 462 万+篇，关于抗初老的笔记有 26 万+篇，关于美容仪的笔记有 26 万+篇。新宝利用过去营销的经验 and 手段，在其想要入局美容小家电进行新品营销时具有一定优势。

图 51：小红书平台有大量关于护肤、抗初老及美容仪分享

搜索内容	小红书笔记数量
护肤	462 万
抗初老	26 万
美容仪	26 万

资料来源：小红书，天风证券研究所

具备基础技术，品牌推广仍需努力。技术方面，歌岚目前已有射频美容仪等产品，基础技术已经具备，但仍需进一步根据时代发展研发出搭配更先进技术的产品。**品牌方面**，而歌岚作为初创品牌，目前知名度、消费者信任程度、消费者黏性等方面仍然较低，且出于对护肤行为的谨慎，消费者对美容小家电品牌的选择相比其它小家电而言也会更为谨慎，品牌推广仍需努力。

3.2. 小熊电器：消费者了解程度高，品牌定位高性价比市场

定位创意小家电，瞄准细分品类需求。在传统小家电品类被美九苏占领大部分份额不易突破时，小熊定位“创意小家电”，瞄准细分品类，明确目标客户，从客户需求出发，进行研发，另辟蹊径创造了早餐小家电这样的全新品类，例如酸奶机、煮蛋器以及早餐一体机这样的产品，再拓展至母婴护理、西式烘焙、家居个护等产品线。**目前，在美容小家电的细分领域，小熊已经推出了洁面仪、补水仪与蒸脸器产品。**

小熊以对消费者需求的精准洞察掌握市场，单个产品的价格定位通常极具性价比。在过去一年中，小熊生活电器旗舰店的成交均价为 84.23 元，在美容小家电产品定价方面，也瞄准了其一贯的价格带，推出的几款美容小家电产品中，除蒸脸器价格为 399 元外，其它产品（洁面仪、补水仪）价格定位均为 200 元以下价格段。

图 52：小熊京东旗舰店美容小家电专区



资料来源：京东，天风证券研究所

图 53：小熊京东旗舰店美容小家电专区



资料来源：京东，天风证券研究所

经过多年对消费者的深度研究，小熊对消费者画像的掌握较为精准。首先，从组织架构上就表现出小熊对消费者需求研究的重视，其研发中心专门下设用户研究组，负责建立以用户为中心的研究立项，提出产品概念并评估其市场价值，通过技术与设计转化实现创新产

品开发，是研发中心的核心部门。**其次**，小熊电器联合中科院、凤凰新闻调研发布了《复兴·2019 新青年生活趋势白皮书》，通过专业的大数据调研对年轻人群体的消费画像进行具象描绘，更多地去理解某个特定人群，根据消费者浏览、留言、购买、评论等行为的数据，分析消费者行为与目标，更好的去研发优化自己的产品。

对消费者的了解成为小熊进一步进攻细分品类的根据，也是小熊最重要的竞争优势之一。这一点无论是对于研发推广美容小家电或是其它产品都是相当有利的。创新功能类的小家电层出不穷，如养生壶、电炖盅、电动打蛋器、电热饭盒、多士炉、酸奶机、加湿器和暖奶器等，此类小家电满足了人们对生活品质的追求，成为公司销售收入持续增长的动力。然而，小熊目前对美容小家电的布局仍然较少，洁面仪与蒸脸器都仅一款，补水仪仅两款，**未来小熊若要进一步进攻美容小家电，需进一步增强研发，利用已掌握的消费者数据与画像有针对性的进行产品布局优化与产品营销。**

线上运营经验丰富，为美容小家电提供了优渥的培育土壤。美容小家电作为一个刚兴起不久的新市场，主要市场仍存在于线上，小熊较早提出“网络授权分销”的电商线上销售模式，随后又考虑到减轻经销商资金压力、加大长尾产品销售推广力度等因素，开始实现线上代发模式。经过多年发展，已经拥有一支经验丰富的电商运营团队，在保持与天猫、京东、苏宁、唯品会等主流电商平台保持长期稳定的合作基础上，拓展新电商、新媒体渠道，例如小红书、云集等，通过对于社交人群需求分析，精准匹配产品，提升在社交内容渠道的销售规模。

总体来看，虽与海外知名品牌相比，我国本土品牌在品类、研发等方面仍有一定的差距，但未来几年市场需求端高速增长态势已逐渐凸显，叠加美容小家电作为消费者美容护肤需求的延申，天生适合内容营销的优势，国产品牌有望乘社交电商崛起的东风，抓住消费者心智，积极投入研发，拓宽品类布局，持续享受行业快速长所带来的红利。**个股方面**，我们推荐以制造能力为优势，定位中高端价格带且已具有社交电商运营基础，入局美容小家电进行新品营销时具有一定优势的【**新宝股份**】；以及定位创意小家电，对消费者画像的掌握较为精准，研发组织架构较为成熟，线上运营经验丰富的【**小熊电器**】。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com