

## 规模业绩表现持续实现双高增，“大单品策略”与精细化运营不断提振盈利能力

### 核心观点:

#### ● 事件

2022年公司实现营业收入63.85亿元，同比增长37.82%，归属于上市公司股东的净利润8.17亿元，同比增长41.88%；实现归属母公司扣非净利润7.89亿元，同比增长38.80%。经营现金流量净额为11.11亿元，较上年同期增长33.92%。

2023年一季度公司实现营业收入16.22亿元，同比增长29.27%，归属于上市公司股东的净利润2.08亿元，同比增长31.32%；实现归属母公司扣非净利润1.98亿元，同比增长34.93%。经营现金流量净额为4.10亿元，较上年同期增长19.78%。

#### ● 线上渠道持续实现高速增长的优秀表现，公司不断优化产品结构，积极把握旺季销售机会

从销售渠道的角度来看，线上渠道表现超预期。线上渠道仍为公司营收的主要来源，在线上渠道高增速的基础上，2022年内公司依旧实现47.50%的高速增长，对应收占比90.98%，并贡献公司当期全部的营收增量（抵充线下环节的规模萎缩）。珀莱雅线上渠道主要通过直营、分销模式运营，其中直营以天猫、抖音、京东、快手、拼多多等平台为主，分销包括淘宝、京东、唯品会等平台；线下渠道主要通过经销商模式运营，包括化妆品专营店、商超、单品牌店等。结合人货场，深度运营店铺会员、老客，提升会员、老客的复购率及客单价，提升一二线城市人群及价值用户渗透率；提升核心品类排名，抢占消费者心智；重视自播运营，提升自播占比。2022年618活动和双11活动期间，珀莱雅天猫旗舰店成交金额均获天猫美妆排名第5、国货排名第1；2022年度，珀莱雅天猫旗舰店成交金额获天猫美妆排名第4，国货排名第1。

从品牌的角度来看，珀莱雅品牌的主营份额占比依旧最高，并贡献了主要的营收增量，与此同时彩妆品牌彩棠表现亮眼。公司持续深化“大单品策略”，围绕产品全生命周期数字化管理，重点对双抗、红宝石、源力三大家族系列的产品品类和功效进行了拓展和升级，推出源力面霜、源力面膜等新品，并对双抗小夜灯眼霜、红宝石面霜和源力精华升级，相继推出2.0版本，进一步夯实了三大家族系列的心智；同时持续探索高端线品类，推出启时精华油。让消费者有了更多样性的选择和更优质的产品体验。2022年度，珀莱雅品牌在天猫平台，精华品类排名第1，面膜品类排名第4，眼霜品类排名第4，面霜品类排名第9。此外，公司积极推动建立品牌基础头皮健康护理体系，以头皮健康作为品牌切入点，抓取痛点快速打造明星单品“OR 温泉清爽蓬松洗发水”和“OR 温泉轻盈发膜”；结合现有市场环境和日系品牌特色，梳理产品卖点，面向注重洗护感受的高消人群，提供头皮、发丝的不同护理产品，满足不同消费者诉求。

## 珀莱雅(603605.SH)

推荐 维持评级

### 分析师

甄唯萱

☎: (8610) 80927651

✉: zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

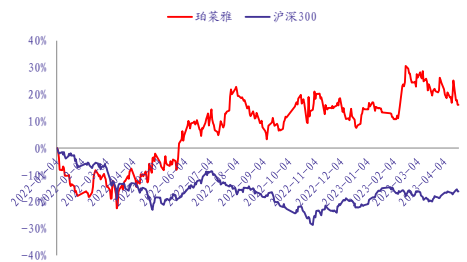
### 市场数据

2023/4/20

A股收盘价(元)	166.14
A股一年内最高价(元)	195.35
A股一年内最低价(元)	126.62
沪深300	4113.02
市盈率	57.63
总股本(万股)	28352.03
实际流通A股(万股)	28142.03
限售的流通A股(万股)	210.00
流通A股市值(亿元)	467.55

### 行业数据时间

2023/4/20



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 相关研究

【银河消费品零售】珀莱雅22Q3季报点评-业绩表现超预期，盈利水平稳步抬升，期待“双十一”与四季度旺季表现-20221027

【银河消费品零售】珀莱雅22Q2点评-大单品策略夯实销售额增长与毛利率抬升，H1表现符合股权激励计划预期-20220826

【银河消费品零售】珀莱雅21年报及Q1点评-大单品策略持续发力，优质内容营销不断强化品牌建设-220421

【银河消费品零售】公司深度报告-珀莱雅(603605.SH)-国货大单品时代开启，公司品牌价值绽放终可期-20211117

从品类的角度来看，护肤类和彩妆类等主要品类，均与公司整体发展趋势保持同步。具体从经营数据来看，前三个季度的产品销售规模扩张更多的受到价格驱动的影响，实际销量出现不同程度的下降，而受第四季度各类大促活动的影响，四季度内销量规模扩张幅度高于前三季度，同时护肤品类中精华、眼霜、面霜等，彩妆品类中高光修容等高单价商品销售增长，故上述产品品类的单季单价也出现明显上扬，在量价齐升情况下，对应四季度内公司营业收入总量高于前三季度，营收贡献占比达 37.95%。2023Q1 延续了护肤洁肤类、彩妆类产品销售单价上涨的趋势。

从地区的角度来看，除电商、中国香港及境外、华东区和华北区外的其他各区营收均有不同程度的下降，主要系线下渠道营收同比下降，公司积极推进线上电商渠道发展，对冲受疫情以及防控政策下大部分地区营业收入下降带来的影响。具体从经营数据来看，部分电商营收增量 17.72 亿元，占比 81.24%。

从季度的角度来看，公司在 22 年第一季度有效把握市场机遇，积极针对情人节、妇女节等节庆时点开展“早 C 晚 A”、“醒狮少女”品牌营销活动，实现在全年销售淡季依旧增速表现突出；第二季度“618”大促助力消费潜力释放，公司双抗系列、红宝石系列和源力系列等大单品均有不俗表现，以大单品带动整体销售情况，二季度营收贡献占比达到 21.49%，略高于第一季度。第三季度，联合抖音、天猫平台开展品牌日营销活动，并请流量明星范丞丞、蔡徐坤等代言引流，实现品牌知名度进一步提升。第三季度实现营收 13.36 亿元，同比增量 2.41 亿元，占 2022 年总营收 20.92%。公司线上线下营销活动同步开展。主攻研发推出全新单品源力精华 2.0，并联合各大 KOL 合作推广，维持大单品“早 C 晚 A”地位，线下开展快闪门店“Coffee&Alcohol”持续宣传，提高品牌影响力。整体来看，由于主营品类商品需求相对偏刚性，且积极通过线上电商渠道销售以及新媒体营销手段进行对冲，前三季度疫情对公司业绩影响较小，主品牌保持韧性增长，新品牌持续强势发力。四季度公司销售规模增长表现良好，符合传统旺季趋势，借助国庆节、“双十一”、双十二等销售高峰期的行业热潮，公司热门产品均有不俗表现，公司双 11 在天猫、抖音、京东国货美妆成交排名均为第一，多款明星产品销售破亿，其中前 3 款产品销售额破 2 亿，以大单品带动整体销售情况，使四季度营收贡献占比达到 37.95%。23 年一季度的 38 大促中，珀莱雅凭借直播间 10 个购买链接在数量上占据明显优势，由于品牌本身大单品数量占优，珀莱雅在本次 38 预售中将两个单品玩出 A、B、A+B 三种购买组合，通过“排列组合”策略将链接单价拉升至 356 元，延续了前期优异的表现。

表 1：2022 年公司营业收入情况

营收情况	营业收入 (亿元)	营收增量 (亿元)	营收增速	总营收占比	总营收增量占比
<b>总营业收入</b>	63.85	17.52	37.82%	100.00%	100.00%
主营日化行业	63.62	17.42	37.69%	99.64%	99.43%
<b>按渠道划分</b>					
线上	57.88	18.64	47.50%	90.65%	106.39%
直营	44.78	16.75	59.79%	70.13%	95.61%
分销	13.10	1.89	16.79%	20.52%	10.79%
线下	5.74	-1.23	-17.62%	8.99%	-7.02%
日化	4.43	-0.60	-11.96%	6.94%	-3.42%
其他	1.31	-0.63	-32.32%	2.05%	-3.60%
<b>按品牌划分</b>				0.00%	0.00%
自有品牌	63.12	18.28	40.74%	98.86%	104.34%
珀莱雅	52.64	14.35	37.46%	82.44%	81.91%
彩棠	5.72	3.26	132.04%	8.96%	18.61%

OR	1.26	1.05	509.93%	1.97%	6.01%
悦芙媿	1.87	1.22	188.27%	2.93%	6.97%
其他品牌	1.63	-2.46	-60.11%	2.55%	-14.02%
代理品牌	0.50	-0.85	-63.01%	0.78%	-4.86%
<b>按品类划分</b>					
护肤类（含洁肤）	54.84	15.06	38.56%	85.89%	85.96%
美容彩妆类	7.52	1.34	21.70%	11.78%	7.65%
洗护类	1.26	1.05	509.93%	1.97%	6.01%
<b>按地区划分</b>					
东北区	0.17	-0.05	-25.21%	0.27%	-0.29%
华北区	0.70	0.07	9.94%	1.10%	0.40%
华东区	7.13	0.30	4.34%	11.17%	1.71%
华南区	0.45	-0.32	-41.91%	0.70%	-1.83%
华中区	1.50	-0.27	-15.39%	2.35%	-1.54%
西北区	0.35	-0.19	-34.60%	0.55%	-1.08%
西南区	0.79	-0.11	-11.65%	1.24%	-0.63%
中国香港及境外	0.67	0.28	73.16%	1.05%	1.60%
其他（部分电商）	51.87	17.72	51.87%	81.24%	101.14%
<b>按季度划分</b>					
第一季度	12.54	3.49	29.27%	19.64%	19.92%
第二季度	13.72	3.60	35.50%	21.49%	20.55%
第三季度	13.36	2.41	22.07%	20.92%	13.76%
第四季度	24.23	8.02	49.51%	37.95%	45.78%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 2：2023Q1 公司营业收入情况

	营业收入 (亿元)	营收增量 (亿元)	营收增速	总营收占比	总营收增量占比
<b>总营业收入</b>	16.22	3.68	29.27%	100.00%	100.00%
<b>按品类划分</b>	16.16	-	-	-	-
护肤类（含洁肤）	13.85	2.92	26.72%	85.39%	79.35%
美容彩妆类	1.98	0.41	26.11%	12.21%	11.14%
洗护类	0.33	-	-	2.03%	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 3：2022 年公司各品类经营数据

	产量 (万支)	产量变化 (万支)	销量 (万支)	销量变化(万 支)	销售均价 (元/支)	均价变化
<b>护肤洁肤类</b>						
第一季度	2307.24	5.04	2732.84	-156.21	40.22	55.11%
第二季度	3812.36	662.76	2996.44	-194.54	39.07	41.56%
第三季度	3749.82	554.03	2868.68	-74.41	41.24	27.72%
第四季度	3745.27	638.95	3625.05	428.70	58.33%	33.60%
总计	13614.69	1860.78	12223.01	3.54	44.86	38.50%
<b>美容彩妆类</b>						

第一季度	310.37	-1.24	239.54	-116.27	65.47	57.58%
第二季度	341.40	93.39	307.29	-17.06	63.40	67.65%
第三季度	277.46	11.52	195.33	-155.20	73.83	91.37%
第四季度	441.14	10.57	403.91	30.17	63.42	11.65%
总计	1370.37	114.24	1146.07	-258.36	65.66	50.22%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4：2023Q1 公司各品类经营数据

	产量 (万支)	产量变化 (万支)	销量 (万支)	销量变化(万 支)	销售均价 (元/支)	均价变化
护肤洁肤类	2245.44	-61.80	2853.95	-156.21	48.53	21.69%
美容彩妆类	180.15	-130.22	244.88	-116.27	80.71	23.28%
洗护类	95.33	-	50.44	-	65.90	36.81%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5：2022 年公司利润情况

	现值	增量	增速(%)
归母净利润(亿元)	8.17	2.41	41.88%
扣非归母净利润(亿元)	7.89	2.21	38.80%
非经常性损益(万元)	2,888.70	2,086.05	
政府补贴(万元)	3,846.37	2,301.48	
所得税影响(万元)	22,286.67	11,211.98	

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

表 6：2023Q1 营业收入及利润情况

	现值	增量	增速(%)
归母净利润(亿元)	2.08	0.50	31.32%
扣非归母净利润(亿元)	1.98	0.51	34.93%
非经常性损益(万元)	1,005.19	-164.42	
政府补贴(万元)	1,990.15	560.30	
所得税影响(万元)	481.38	233.96	

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

- **2022 年综合毛利率增加 3.24pct，期间费用率增加 0.53pct；2023Q1 综合毛利率增加 2.46pct，期间费用率增加 2.01pct**

**2022 年公司整体销售毛利率延续改善趋势。**从产品角度来看，护肤类和美容彩妆类继续保持高毛利，公司持续推进大单品策略，护肤品类中精华、面霜等高毛利产品销量上升较快。同时，彩妆品牌“彩棠”快速成长，市场定位较高，产品均价水平较前期彩妆美容类产品亦有增长。洗护类推出了 OR 品牌，以头皮健康作为品牌切入点，抓取痛点快速打造明星单品“OR 温泉清爽蓬松洗发水”和“OR 温泉轻盈发膜”，洗护类产品毛利率达到 62.05%。

**公司 2022 年期间费用率上升 0.53 个百分点至 50.12%，主要在于销售费用的增加和管理费用支出增加。**具体来看，公司销售费用增长 7.94 亿元，主要系营销经费投入增加，包括针对新品牌的孵化以及品牌重塑等相关费用，其中形象宣传推广费用同比增长 7.46 亿元至 24.20 亿元；此外，销售费用和管理费用中均涉及新增的限制性股票股权激励费用，根据公司前期公告，本次股权激励计划涉及到的摊销总费用为 1.63 亿元，其中 2022/2023 年的对应摊销费用分别为 3952.67/7453.60 万元。

**表 7: 2022 年公司利润情况**

	现值	增量 (bps)
毛利率 (整体)	69.70%	3.24
<b>分行业</b>		
日化行业	69.88%	3.32
<b>分产品</b>		
护肤类	70.51%	2.02
美容彩妆类	66.55%	9.16
洗护类	62.05%	11.73
<b>分地区</b>		
东北区	63.32%	0.03
华北区	62.19%	6.61
华东区	58.11%	8.26
华南区	59.83%	2.51
华中区	58.76%	-1.88
西北区	66.67%	0.22
西南区	62.25%	1.09
中国香港及境外	57.03%	46.97
其他 (部分电商)	72.33%	0.90
净利率	13.02%	1.00

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

**表 8: 2023 年一季度公司利润情况**

	现值	增量 bps
毛利率	70.03%	2.46
净利率	13.70%	0.20

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

**表 9: 2022 年公司费用情况**

	现期值 (万元)	增量 (万元)	现期比率	比率增量 (bps)
期间费用	320,014.67	90,288.48	50.12%	0.53
销售费用	278,583.74	79,430.33	43.63%	0.65
管理费用	32,729.67	9,030.82	5.13%	0.01
研发费用	12,800.91	5,142.54	2.00%	0.35
财务费用	-4,099.65	-3,315.21	-0.64%	-0.48

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理

**表 10: 2023Q1 公司费用情况**

	现期值 (万元)	增量 (万元)	现期比率	比率增量 (bps)
期间费用	83,407.34	21,402.89	51.44%	2.01
销售费用	70,092.23	16,939.70	43.23%	0.86
管理费用	9,517.53	3,045.53	5.87%	0.71
研发费用	5,187.42	2,188.99	3.20%	0.81
财务费用	-1389.84	-771.33	-0.86%	-0.37

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理



## ● 营销活动传递品牌价值观，优化拓展多元化渠道

**在营销方面**，珀莱雅品牌继续围绕“发现精神”进行品牌塑造，聚焦性别平等、心理健康等社会重要议题及亲密关系，在年轻人成长等与目标受众息息相关的议题上，进行品牌长期主义内容打造和大众传播。开展品牌营销事件如下：1月“下一站，翻身”，通过举办地铁诗歌展览的方式，用诗歌传递新年的希望，给予受众好运翻身的美好祝愿。3月妇女节“性别不是边界线，偏见才是”，再次从性别平等的立意出发，邀请女足王霜与南兴合兴堂舞狮队共同参与纪录片录制，通过更多的切实行动为“迈向性别平等世界”的愿景持续努力，并联动7个品牌共同发声。5月母亲节“仅妈妈可见”，在关注品牌的受众群体之一“妈妈”的基础上，将传播态度和叙述方式辐射到全部的家庭成员，并邀请不同领域的专家学者参与话题讨论，区别于同期“感恩母亲”的议题，引发更广泛关于“家庭分工与责任”的探讨。8月七夕节“敢爱，也敢不爱”，携手富士影像、摄影师等嘉宾，以光影、文字的形式与消费者共同探索恋爱中的自我形态；同时，提出“肌肤的科学之选”的品牌科技力主张，与原创内容平台知乎合作，共同探索肌肤科学之选的答案，更好的帮助消费者了解科学护肤知识，选择产品。9月开学季“再小的事，也当回事”，为正在遭受校园霸凌的群体勇敢发声，让目光聚焦到那些以“小事”的模样藏匿在校园中的霸凌，呼吁社会大众认识霸凌的多样性，照亮受霸凌群体成长中的至暗时刻。10月世界精神卫生日期间，继续开展“回声计划”品牌营销项目，持续关注青年心理健康并输出珀莱雅的品牌态度，联合北京新阳光慈善基金会、豆瓣、单读、方所文化、心声Mind、小宇宙播客APP、壹心理，把“情绪出口”的多种可能性带到大家面前。11月全国8城9店系列快闪，强势占领“早C晚A”心智，通过明星产品与年轻人的热门生活方式“早咖夜酒”有效结合，以更贴近消费者生活的方式去传递品牌年轻感。彩棠围绕“中国妆，原生美”进行品牌认知的全渗透，用彩棠独有的专业性与美学态度，对话中国女性消费者。通过跨界营销、品牌责任与关怀、品牌态度价值观传递，开展品牌营销事件如下：3月38节“不被过滤的你”，邀请摄影师一同输出“原生美”观点，进行品牌发声，以女性艺术家视角来诠释原生美，以当下“滤镜”为洞察出发点，呈现原生之美的品牌理念与审美调性。4月“见证原生美”，与专业摄影机构海马体进行跨界合作，共创“原生美”证件照妆容。海马体在其线下180家门店设立专属化妆台，5大城市线下大屏传播，线上话题热搜，鼓励消费者分享自己历年拍摄证件照过程中的妆容变化。6月“原来生活还很美”，联合单向街书店线上发起话题，多位文艺工作者、乐评人、导演、作家和编剧等，纷纷通过文字与照片等形式，结合自身经历，分享和输出积极向上的内容，彩棠也制作了周边香薰，随单赠与消费者。8月“立秋的原意”，与三位内容类女性KOL共创视频，借立秋来表达“立于当下，秋而不晚”的人生态度，鼓励每个人探索自己。10月“每一面都是美一面”，推出首支品牌官方出品高质量品牌大片，奠定品牌最新视觉调性，完成从“原生美”到“中国妆”的传播全链路闭环，展现彩棠品牌调性与关于女性内在成长的态度。12月“见你一面”，通过制作感谢信及周边礼品，与彩棠粉丝们见面互动，诚挚表达感谢与支持。

**在渠道方面**，天猫旗舰店持续夯实大单品矩阵战略，打造全网超级明星品牌单品。结合人货场，深度运营店铺会员、老客，提升会员、老客的复购率及客单价，提升一二线城市人群及价值用户渗透率；提升核心品类排名，抢占消费者心智；重视自播运营，提升自播占比。2022年618活动和双11活动期间，珀莱雅天猫旗舰店成交金额均获天猫美妆排名第5、国货排名第1；2022年度，珀莱雅天猫旗舰店成交金额获天猫美妆排名第4，国货排名第1。抖音持续强化品牌自播及多矩阵账号运营；提高人群运营效率，同时加强会员和粉丝运营；优化升级产品结构，大幅提高大单品占比及店铺客单价。2022年618活动和双11活动期间，珀莱雅品牌成交金额均获抖音美妆国货排名第1；2022年度，珀莱雅品牌成交金额获抖音美妆排名第3，国货排名第1。京东深入贯彻大单品策略，通过高效运营进一步提高大单品销售占比；完善会员体系，高质量拉新，提升复购率，更好地实现人群洞察和目标人群锁定；优化投放内容质量，拓展投放渠道，加强各流量渠道精细化运营。2022年618活动和双11活动期间，珀莱雅品牌成交金额均获京东美妆国货排名第1，2022年度，珀莱雅品牌成交金额获京东美妆排名第10，国货排名第1。

## ● 持续深化“大单品策略”和研发战略合作

在产品方面，持续深化“大单品策略”，围绕产品全生命周期数字化管理，重点对双抗、红宝石、源力三大家族系列的产品品类和功效进行了拓展和升级，推出源力面霜、源力面膜等新品，并对双抗小夜灯眼霜、红宝石面霜和源力精华升级，相继推出 2.0、3.0 等全新版本，进一步夯实了三大家族系列的心智；同时持续探索高端线品类，推出启时精华油。让消费者有了更多样性的选择和更优质的产品体验。进一步完善彩妆面部产品线品类布局，深耕“专业化妆师彩妆品牌”的消费者印象。在面部彩妆大类目基础上，延伸出“轮廓”及“底妆”两个细分赛道；在修容、高光、妆前三个类目的基础上，拓展了粉底液、遮瑕、定妆喷雾，合计六个类目。在保持轮廓线优势的基础上，补充大底妆类目，使底妆线布局更加充分。2022 年度，彩棠“三色修容盘”和“双拼高光盘”持续保持高光类目优势，强势引领品牌增长，提高品类渗透率，为品牌贡献大量新客，三色修容盘在天猫高光类目排名第 1，双色高光盘在天猫高光类目排名第 2；妆前乳在天猫隔离/妆前类目排名第 1；新推出的“三色遮瑕盘”在天猫遮瑕类目排名第 1；新推出的“定妆喷雾”，也已进入天猫定妆喷雾类目前 10。同时公司以头皮健康作为品牌切入点，抓取痛点快速打造明星单品“OR 温泉清爽蓬松洗发水”和“OR”温泉轻盈发膜；结合现有市场环境和日系品牌特色，梳理产品卖点，面向注重洗护感受的高消人群，提供头皮、发丝的不同护理产品，满足不同消费者诉求。重点打造两大清洁线单品：“洁颜蜜”和“多酸泥膜”。通过清洁类产品，快速触达年轻油皮消费人群；同时完善品牌品类线，主推“油橄榄面膜”、“控油平衡精华液”等功效护肤产品，搭建油皮护肤金字塔，逐步提升消费者对悦芙媿品牌“油皮护肤专家”的认知。

在研发方面，公司持续以研发创新中心、国际科学研究院为创新引擎，完善从原料端到成品端所有关键环节的研发布局，包含基础研究、配方开发、理化分析、原料及产品功效评估等。公司持续推进国际科学研究院建设，进行皮肤肌理研究、活性物设计及功效验证；研发创新中心持续专注护肤和彩妆新品的研究和开发。目前上海研发中心正在建设中，日本研发中心正在筹备中。新申请国家发明专利 21 项、实用新型专利 7 项、外观设计专利 23 项，合计新申请专利 51 项；新获得 15 项国家授权发明专利、17 项外观设计专利，合计新获得 32 项专利。截至报告期末，公司拥有国家授权发明专利 107 项、实用新型专利 19 项、外观设计专利 99 项，合计拥有专利 225 项。公司作为起草人，发布两项团体标准《头发生长期与休止期数量比值测试方法》TZHCA017-2022、《化妆品去屑功效测试方法》T/ZHCA019-2022。截至报告期末，公司累计主导或参与制定国家标准 14 项，行业标准 3 项，团体标准 14 项。公司荣获“杭州市鲲鹏企业”、“中国轻工业化妆品行业十强企业”、“杭州市制造业百强企业”、“全国商业科技进步奖三等奖”、“2021 浙江美妆十大品牌”；在 IFSCC 国际化妆品科学大会上，公司也持续携多项科研成果亮相。深化现有战略合作方，与浙江湃肽生物股份有限公司等开展战略合作。

## ● 投资建议

我们认为公司一方面在传统品牌（主品牌珀莱雅、核心品类护肤品）、优势渠道（线上渠道）上均保持持续增长，另一方面大力推动多品牌、多品类、多渠道的生态化发展战略，以消费者需求为导向，顺应渠道变革潮流，新品牌、新品类增速亮眼。组织平台化为公司生态化增长提供保障，实现最大化资源共享，提高生产经营效率；品牌不断升级与新品上市、大单品战略提升品牌形象、传扬品牌精神；内容、代言人等多元整合营销扩大品牌知名度；坚实的科研创新能力成就品牌质量保障。结合公司新发布的股权激励计划中的业绩考核指标，我们预测公司 2023/2024/2025 年将分别实现营收 82.19/100.63/119.07 亿元，净利润 10.78/13.28/15.83 亿元，对应 PS 为 5.72/4.67/3.95 倍，对应 EPS 为 3.81/4.70/5.59 元/股，PE 为 44/35/30 倍，维持“推荐评级”。

## ● 风险提示

日化行业发展不及预期的风险；市场竞争加剧、行业集中度降低的风险；品牌渠道推广不及预期的风险。

## 附：1. 盈利预测和估值对比

表 11: 盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (单位: 百万元)	4633.15	6385.45	8218.85	10063.48	11906.96
增长率	23.47%	37.82%	28.71%	22.44%	18.32%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	576.12	817.40	1077.62	1328.44	1582.70
增长率	21.03%	41.88%	31.84%	23.27%	19.14%
EPS (元/股)	2.87	2.89	3.81	4.70	5.59
销售毛利率	66.46%	69.70%	70.61%	71.39%	71.94%
净资产收益率 (ROE)	20.03%	23.19%	25.19%	25.50%	25.06%
市盈率 (P/E)	75	67	44	35	30
市净率 (P/B)	16.01	15.18	10.98	9.02	7.44
市销率 (P/S)	9.36	8.51	5.72	4.67	3.95

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价)

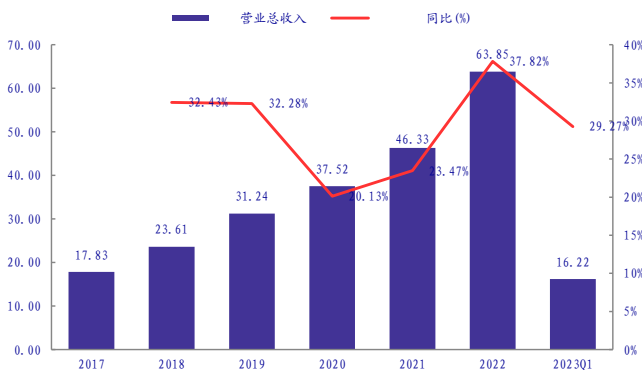
表 12: 可比公司最新估值情况

	境内可比公司					均值	中位数
	华熙生物	贝泰妮	水羊股份	上海家化	丸美股份		
PB	72	62	22	37	59	50	59
PB	10.33	12.60	2.92	2.83	3.34	6.40	3.34
PS	10.40	13.16	0.97	2.71	6.03	6.65	6.03
	境外可比公司					均值	中位数
	雅诗兰黛	欧莱雅	宝洁公司	联合利华	资生堂		
PB	40	66	25	18	-220	-14	25
PB	16.05	8.07	8.31	5.95	4.74	8.62	8.07
PS	5.12	8.36	4.46	2.13	2.50	4.51	4.46

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

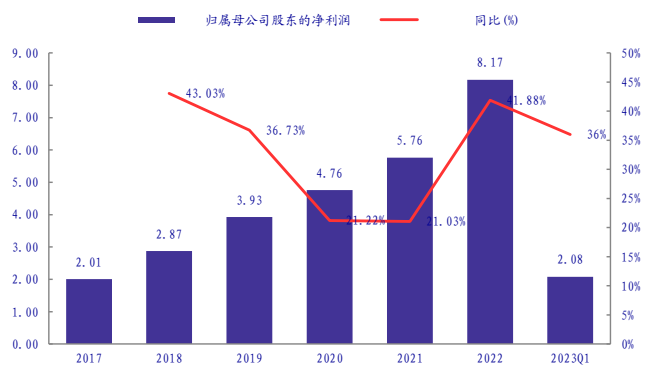
## 2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2017-2023Q1 营业收入 (亿元) 及同比增长率



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

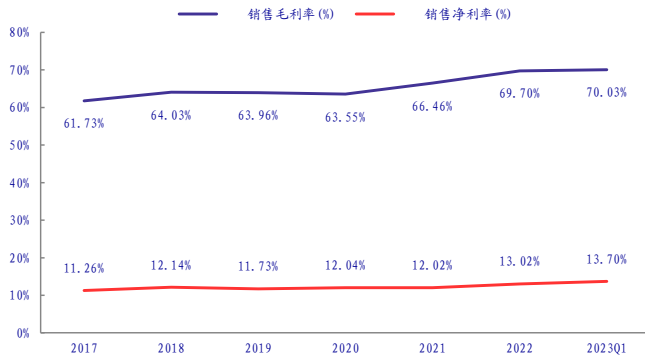
图 2: 2017-2023Q1 归母净利润 (亿元) 及同比增长率



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

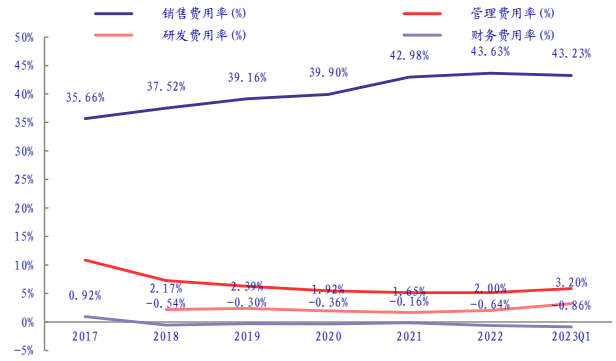


图 3: 2017-2023Q1 毛利率和净利率变动情况



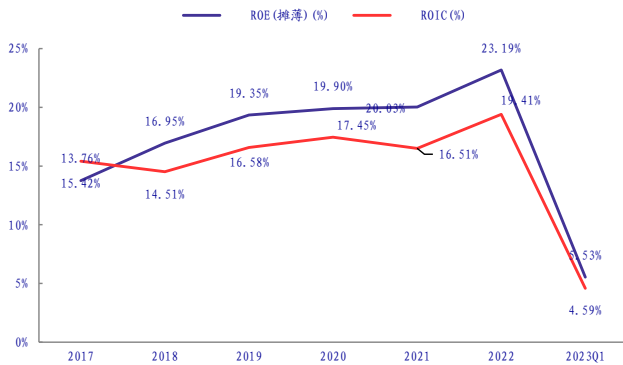
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2017-2023Q1 期间费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2015-2022Q3 ROE 及 ROIC 变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 3. 重大事项进展跟踪

表 13 珀莱雅 2022 年-2023Q1 重大事项进展

事件类型	内容
利润分配	公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8.70 元 (含税), 拟向全体股东以资本公积金每 10 股转增 4 股, 本次转股后, 公司的总股本为 3.97 亿股。本次利润分配方案结合了公司发展阶段、未来的资金需求等因素, 不会对公司经营现金流产生重大影响, 不会影响公司正常经营和长期发展。
资金投向	公司使用募集资金置换预先投入募集资金投资项目的自筹资金人民币 18,091.65 万元, 其中湖州扩建生产基地建设项目 (一期) 8,608.46 万元、龙坞研发中心建设项目 9,007.13 万元、信息化系统升级建设项目 476.0 万元。此外, 律师费、会计师费用、资信评级费和发行手续费等与发行权益性证券直接相关的新增外部费用 248.73 万元, 同时使用募集资金置换。
减持股份计划	因自身资金需求, 侯军呈先生拟通过大宗交易的方式, 减持其所持有的公司股份不超过 425.28 万股, 占公司总股本的 1.50%, 占侯军呈先生所持有本公司股份数的 4.35%; 方玉友先生拟通过大宗交易的方式, 减持其所持有的公司股份不超过 425.28 万股, 占公司总股本的 1.50%, 占方玉友先生所持有本公司股份数的 9.99%; 王莉女士拟通过集中竞价交易的方式, 减持其所持有的公司股份不超过 5.63 万股, 占公司总股本的 0.02%, 占王莉女士所持有本公司股份数的 25.00%; 金衍华先生拟通过集中竞价交易的方式, 减持其所持有的公司股份不超过 5.42 万股, 占公司总股本的 0.02%, 占金衍华先生所持有本公司股份数的 25.00%。采用集中竞价方式减持的, 减持期间为自减持计划公告披露之日起 15 个交易日之后的 6 个月内; 采用大宗交易方式减持的, 减持期间为自本公告披露之

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

日起 3 个交易日之后的 6 个月内。

借贷担保

为满足公司及合并报表范围内下属公司经营和发展需要，提高公司决策效率，在确保规范运作和风险可控的前提下，拟对公司及合并报表范围内下属全资子公司 2023 年度总额不超过 14 亿元的债务融资业务提供担保，其中，在 2023 年度公司对全资子公司的担保总额度内，资产负债率 70% 以上的全资子公司之间可以相互调剂担保额度。上述担保预计额度包括对子公司提供的单笔超过公司 2022 年度经审计净资产 10% 的担保的情形。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 14：珀莱雅 2022-2023 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2021 年对于 2022 年的规划	2022 年对于 2023 年的规划
<b>发展战略</b>	<p>坚持长期主义，立足“6 * N”战略，加固企业核心能力，丰富品牌矩阵。</p> <p>“6”指新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造，“N”指打造 N 个品牌</p> <p>(1) 新消费：指满足更多消费者需求，并做好消费者价值创新服务；</p> <p>(2) 新营销：指营销数字化、全渠道精细化运营及精准超前的消费者洞察能力；</p> <p>(3) 新组织：指组织扁平化、平台化、自驱协同的高效组织；</p> <p>(4) 新机制：指建立灵活、业务导向的多元化激励机制；</p> <p>(5) 新科技：指在研发领域注重基础科学研究，打造难以复制的研发科技竞争力；并着力进行公司信息化、数字化改造，搭建智能运营管理系统；</p> <p>(6) 新智造：是指打造敏捷的柔性供应链，适应目前快节奏的生产销售节奏；</p> <p>——“6 * N”核心内涵是指基于以上六项能力打造，赋能、孵化出满足“不同”消费者“不同”需求的“不同”品牌。</p> <p>在“珀莱雅”主品牌保持高速稳健发展的同时，沉淀品牌成功经验与核心能力，打造、复制、赋能、孵化出满足“不同”消费者“不同”需求的“不同”品牌，丰富客户群体，延长客户生命周期的需求覆盖，逐步搭建与完善多品牌矩阵，实现公司长期可持续增长。</p>	<p>坚持长期主义，立足“6*N”战略，加固企业核心能力，丰富品牌矩阵。“6”指新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造，“N”指打造 N 个品牌</p> <p>(1) 新消费：指满足更多消费者需求，并做好消费者价值创新服务；</p> <p>(2) 新营销：指营销数字化、全渠道精细化运营及精准超前的消费者洞察能力。关注新领域内存在的营销未来可能性，提前做好布局准备；</p> <p>(3) 新组织：指组织扁平化、平台化、自驱协同的高效组织；</p> <p>(4) 新机制：指建立灵活、业务导向的多元化激励机制；</p> <p>(5) 新科技：指注重基础科学研究，<b>布局新原料，研发新技术，并开发更多的不同领域的研发合作伙伴资源，形成全球化研发布局</b>，为针对性提升产品力提供科技保障，打造持续的且难以复制的研发科技竞争力；同时，为了提升业务与组织中运营精细化与管理效率，进一步完善智能运营管理系统，进行有针对性地数智化与信息化改造，实现过程透明化与决策精准度提升；</p> <p>(6) 新智造：<b>指打造服务大单品矩阵的敏捷柔性供应链，应用数字化管理体系</b>，提高生产品质，加强供应链监管，保障产品品质。</p> <p>——“6*N”核心内涵是指基于以上六项能力打造，赋能、孵化出满足“不同”消费者“不同”需求的“不同”品牌。</p>
<b>经营计划</b>	<p>2022 年重点做好以下方面的工作：</p> <p>1、多品类、多品牌矩阵建设：持续加强各品牌定位、品牌心智建设，满足消费者不同的需求。</p> <p>(1) 护肤品类——珀莱雅</p> <p>①持续打造珀莱雅品牌的大单品矩阵，聚焦精华、面霜、眼霜、面膜等品类。同时对现有大单品进行优化升级，并开拓全新大单品。品牌围绕大单品进行进一步的破圈渗透。②珀莱雅品牌</p>	<p>一、多品类、多品牌矩阵建设</p> <p>1、护肤品类——珀莱雅、悦芙媞</p> <p>珀莱雅：</p> <p>(1) 品牌：通过更科学的产品打造、<b>更细腻美好的产品体验和理性科学的护肤理念输出，进一步树立品牌“肌肤的科学之选”的品牌心智</b>，迈向全新的品牌阶梯。让好的产品依旧成为品牌的核心驱动力，让好的服务和体验成为消费者偏爱的理由。将品牌对于产品的坚持、</p>

全年继续围绕“发现精神”进行品牌塑造，聚焦性别平等、心理健康等社会重要议题及亲密关系，年轻人成长等与目标受众息息相关的议题进行内容打造和大众传播。

### (2) 彩妆品类——彩棠

持续围绕唐毅彩妆理念，加强妆前、底妆、定妆、高光修容等类目，抢占中高端彩妆市场份额。持续做新媒体渗透，加强和头部、腰部 KOL 和底部素人 KOC 的合作，不断破圈，传递产品差异化优势和品牌的专业彩妆属性。

### (3) 洗护品类——Off&Relax (OR):

作为专业的皮肤健康养护品牌，依托合作方的日本专业研发优势，以及日本制造的品质优势，满足中高端消费者的头皮、头发的保养。2022 年将加强日本市场的线下突破，在中国市场将加大推广和投放，抢占专业头皮养护的品牌心智。

2、研发建设：2022 年，公司将基于国际化战略，持续加强研发建设，系统性升级构建研发体系，引进国际化视野专业人才；基于全球各区域的研发优势，布局海内外研发实验室等机构；同时，加强与全球行业领先的专注生物技术、生命科学、细胞、皮肤学等科研机构开展战略合作。

(1) 基础研发：加强细胞、皮肤学的基础研究，建立 3D 皮肤模型，研究问题型皮肤形成的机制和解决方案，并对功能性原料进行研究开发。

(2) 应用研究：以市场需求为导向，研发出功效明显、肤感好、成本优的各层次护肤、美妆产品。

(3) 临床研究：做好各类功效的临床研究方法的建立，开展产品上市前的功效论证评估，满足功效产品上市的法规要求。

### 3、精细化运营

(1) 产品开发和营销：基于行业大数据及消费者洞察进行产品开发，以超预期满足消费者需求为出发点，科学复配，优选原料开发产品。同时基于消费者媒介和内容偏好，联合大众媒体和自媒体博主，共创优质内容，解决消费者决策过程中的各类问题。

(2) 渠道运营：以消费者最终体验为基准进行运营各项事宜的优化升级，精细化每个环节，包括前端的视觉展现、活动机制设计、客服体验等，以及后端的仓储物流、售后服务保障等。同时针对不同消费者的需求，提供更多个性化的产品解决方案。

科学配方的理念进行更深入的打造，全方位与消费者沟通，让消费者买到对的产品，拥有好的体验，让珀莱雅成为“新”国货时代的领跑者。

(2) 产品：继续围绕品牌核心的中端线品类，在配方、功效、外观、使用体验等各维度进一步优化升级，夯实大单品地位；同时根据人群肤质需求进行细化，储备更丰富的细分功效和细分品类，拓展解决更多消费人群的护肤诉求。

(3) 营销：2023 年，珀莱雅品牌将继续以“探索与发现”为核心进行品牌塑造。在品牌聚焦的性别平等、家庭责任、亲密关系、年轻人成长、心理健康等社会重要议题持续表达，旨在将品牌长期主义内容的影响不仅仅只局限于品牌事件开展的当下；基于品牌全年的核心品牌主张，珀莱雅品牌将建设自己的公益线上平台，该平台将承载品牌核心项目之下的长线公益行动内容，践行品牌公益关怀。

### (4) 渠道：

天猫：强化三大系列大单品矩阵，打造多个超级单品，围绕品牌核心精品类的渗透击穿，加强面霜、面膜、面部护理套装等核心品类渗透，在人群上进一步提升品牌高价值用户占比，做更精细化运营，强化服务提升，提升品牌心智。抖音：强化抖音全域运营，开设多个大单品矩阵账号，实现品牌种草和购买一体化运营，提升整体运营效率，布局抖音货架电商运营，加强与优质达人合作，实现品牌在抖音域内的多元化健康发展。京东：持续深耕人群运营，站外品牌营销与平台深度合作，实现站内外共振；会员版块升级为会员运营，重点提升服务水平、培养用户忠诚度，提升用户体验；持续加强各流量渠道的精细化运营。线下：日化渠道：持续深化网点结构；调整渠道产品结构，主打基础保湿、抗衰等方向；加强数字化能力为线下销售赋能，提高产品周转率，提升渠道客户满意度。百货渠道：聚焦有影响力的商圈、大型百货集团，探索线上+线下新销售模式，提高客单价和复购率。

### 悦芙媿：

(1) 品牌：持续夯实清洁线大单品策略，发挥目前在油皮清洁类目优势，扩大悦芙媿人群基础，提升悦芙媿在年轻人群中的渗透率。

(2) 产品：围绕悦芙媿油皮金字塔，完成清洁全阶段清洁线品类布局。控油线作为品牌打造年轻油皮护肤品牌的核心功效线，2023 年继续优化产品功效；舒缓线将围绕油橄榄面膜&修红精华，打造油敏修护 CP 组合。

(3) 营销：继续以大学生群体为核心目标人群，持续围绕大学生群体开展系列品牌活动，传递悦芙媿年轻有活力的品牌形象。

(4) 渠道：聚焦抖音和天猫，持续强化品牌自播。

## 2、彩妆品类——彩棠

(1) 品牌: 持续以“中国妆, 原生美”为品牌核心, 聚焦建立“中国妆”专业品牌高度, 为消费者带来“原生美”的品牌体验。以营销内容强化品牌专业地位, 围绕洞察目标人群提升品牌服务, 创新品牌文化周边与礼遇增强品牌价值感。

(2) 产品: 进一步扩大“轮廓线”优势, 继续提高品类渗透率。持续布局大底妆类目, 储备粉底液、粉霜、气垫、粉饼等子类目, 完善底妆心智, 塑造“专业”的品牌印象。

(3) 营销: 全年围绕新品上市、节日话题、IP 合作等重要议题开展内容营销。

(4) 渠道: 聚焦天猫和抖音。

## 3、洗护品类——Off&Relax (OR):

(1) 品牌: 树立来自日本的头皮健康专家品牌心智, 立住产品力, 强化“以头皮健康解决方案为核心品牌功效心智”, 让核心消费者认可 OR 的品牌价值观。

(2) 产品: 进一步整合国际研发能力, 完善国际供应链体系。依托日本领先基础研究和技术研发优势, 建立产品技术壁垒, 给予消费者完整的头皮健康解决方案。进阶布局问题头皮解决方案, 升级发膜、护发精油等头发护理产品, 打造新的明星系列。

(3) 营销: 通过营销传播“OR 专业头皮健康护理”属性, 输出品牌性格, 沉淀品牌资产。产品营销以日系 TOP 品牌心智和头皮健康理念为核心, 让消费者更精准的了解自己的头皮状态, 帮助消费者建立基础的头皮健康知识体系; 持续小而美的品牌营销, 从头皮健康延伸到身心健康的生活方式, 渗透核心人群, 提升目标消费者对品牌的好感度。

(4) 渠道: 中国大陆地区聚焦天猫(天猫国际、天猫旗舰店)、抖音; 日本地区加强线下突破, 提升线上增量。

## 风险提示

### 1、行业竞争风险

(1) 行业各品牌竞争加剧, 公司品牌升级策略、大单品策略不达预期;

(2) 营销投放竞争加剧, 数字化、精细化投放费用管控不达预期。

### 2、项目孵化风险

(1) 新品牌孵化风险: 营销投入大, 业绩不达预期;

(2) 新品类培育风险: 不同品类的运营模式区别大, 团队不达要求, 业绩不达预期。

### 3、新冠肺炎疫情对经营产生不确定性影响

4、国际局势的不确定性给供应链带来的不确定性影响

### 1、行业竞争风险

(1) 行业各品牌竞争加剧, 公司品牌升级策略、大单品策略不达预期;

(2) 营销投放竞争加剧, 数字化、精细化投放费用管控不达预期。

### 2、项目孵化风险

(1) 新品牌孵化风险: 营销投入大, 业绩不达预期;

(2) 新品类培育风险: 不同品类的运营模式区别大, 团队不达要求, 业绩不达预期。

### 3、国际局势的不确定性给供应链带来的不确定性影响

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理; 注: 其中删除线内容为相较针对 2022 年的业务规划, 针对 2023 年不再提及的内容; 加粗内容为针对 2023 年的新补充部分。



## 5. 公司前十大股东情况跟踪

表 15: 珀莱雅前十大股东情况 (更新自 2023 年一季报)

排名	股东名称	方向	期末持股数 量(万股)	报告期内持股数 量变动(万股)	占总股本比 例	持股比例变 动	股本性质
1	侯军呈	不变	9767.07	-	34.45%	-	A 股流通股
2	香港中央结算有限公司	增加	6731.17	283.82	23.74%	1.00%	A 股流通股
3	方玉友	减少	4258.95	-318.30	15.02%	-1.12%	A 股流通股
4	银华富裕主题混合型证券 投资基金	增加	651.87	71.74	2.30%	0.25%	A 股流通股
5	汇添富消费行业混合型证 券投资基金	不变	310.00	-	1.09%	-	A 股流通股
6	安本环球中国 A 股基金	增加	299.29	44.06	1.06%	0.16%	A 股流通股
7	景顺长城新兴成长混合型 证券投资基金	不变	238.00	-	0.84%	-	A 股流通股
8	中国工商银行股份有限公 司-汇添富消费升级混合 型证券投资基金	不变	150.00	-	0.53%	-	A 股流通股
9	曹良国	不变	136.25	-	0.48%	-	A 股流通股
10	J.P.Morgan Securities PLC-自有资金	不变	124.11	-1.12	0.44%	-	A 股流通股
合计			<b>22666.72</b>		<b>79.95%</b>		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

注: 公司于 2022 年 1 月 12 日为符合解除限售条件的激励对象办理解除限售手续。共计解除限售 347,201 股限制性股票。公司无限售条件的流通股由 20066.27 万股增加至 20100.00 万股。2022 年 5 月 12 日, 公司向股权登记日登记在册的全体股东每 10 股派发现金红利人民币 8.60 元(含税), 同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股, 合计转增 8040.40 万股。公司无限售条件的流通股由 20100.00 万股增加至 28141.40 万股。公司于 2021 年 12 月 8 日公开发行了 751.71 万张可转换公司债券, 每张面值 100 元, 发行总额 75171.30 万元, 期限 6 年。本次可转换公司债券于 2022 年 1 月 4 日起在上海证券交易所上市交易, 债券简称“珀莱转债”, 债券代码“113634”。珀莱转债自 2022 年 6 月 14 日开始转股, 截至 2022 年 9 月 30 日, 累计共有人民币 737,000 元珀莱转债转换为珀莱雅化妆品股份有限公司 A 股股票, 因转股形成的股份数量为 5,242 股, 占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.0019%。2022 年 8 月 26 日公司发布董事减持股份公告。因自身资金需求, 董事方玉友先生拟通过集中竞价或大宗交易的方式, 减持其所持有的公司股份不超过 984.96 万股, 占公司总股本的 3.50%, 占方玉友先生所持有本公司股份数的 19.36%。珀莱转债转股价格调整起始于 2022 年 9 月 9 日, 调整前转股价格: 139.37 元/股, 调整后转股价格: 138.92 元/股。

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

甄唯莹：现任消费品零售及化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)