

终端零售环比改善，线上继续快速增长、格局持续变化

——化妆品行业月报（20190513）

行业月报

◆行情回顾

上月（2019.04.1~4.30）上证综指、深证成指、沪深300分别跌0.40%、跌2.35%、涨1.06%，化妆品板块跌9.86%，跑输沪深300 10.92PCT，板块表现弱于大盘。板块对比来看，化妆品板块表现较差，4月涨跌幅全行业排名靠后。个股方面，名臣健康、上海家化、青岛金王等跌幅较小。

◆重点数据跟踪及点评

总体：3月化妆品终端零售环比改善：19年3月全国限额以上企业化妆品零售额同增14.40%、增速环比1~2月提升5.50PCT，3月全国50家重点零售企业化妆品零售额同增16.5%、增速环比1~2月提升7.40PCT。

线上：4月阿里全网美妆销售额快速增长，新锐品牌涌现、格局持续变化：19年4月阿里全网化妆品零售额同增28.26%、快速增长，护肤品领域国内外新锐品牌持续涌现，彩妆领域本土新锐品牌变动大、一方面为行业景气品牌发展机遇大，另一方面新锐品牌壁垒尚未构建、线上格局随时形成亦随时被打破。

4月珀莱雅天猫店销售额增速继续放缓，但小品牌高增展现公司出色线上运营能力，公司未来线上增长动力由主品牌、主平台切换至多品牌、多平台等；4月佰草集天猫店销售额继2、3月恢复正增长以来再现同比下滑，主要为去年原代运营商进行促销活动造成高基数，新代运营商营销文案能力较强，符合当前营销趋势，在其代运营下2、3月销售额正增长，建议关注未来可持续性。

进口：3月我国美妆进口继续快速增长：19年3月我国美妆进口额同增48.17%、同比放缓58.06PCT。美妆进口增速放缓主要为17年底、18年初化妆品进口关税下调刺激进口量大幅增长造成高基数所致，从增速绝对值来看，我国美妆进口仍保持快速增长。

◆行业公司动态

行业新闻：LG 1.25亿美元收购雅芳北美分公司；高端品牌和中国市场拉动，高丝全年营收超200亿元；SK-II带动化妆品部门大涨，宝洁望迎8年来最好业绩；联合利华投资美容业开局良好；欧莱雅19Q1亚太区首度跃居第一大区域市场。

重点公告：珀莱雅19Q1净利同增30%；上海家化19Q1净利同增55%；拉芳家化19Q1净利同增4.73%；御家汇拟授予激励对象434万股股票期权、行权价17.89元/股，限制性股票432万股、授予价8.95元/股，业绩考核目标19~22年营收不低于27.00/31.50/36.00/40.50亿元，对应增速分别不低于20%/17%/14%/13%，18年净利同减17.53%，19Q1净利同减98.45%。

◆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分别为40倍、60倍、43倍，其中美妆公司低于历史平均、个护及渠道均高于历史平均。

化妆品处成长期，增速总体较其他品类高，继续推荐关注。当前行业景气、品牌首要任务为快速抢夺市场份额，竞争集中于渠道拓展>品牌营销>新品研发，推荐关注：1) 珀莱雅：品牌综合运营能力强，具体来看，渠道拓展力强、尤其在红利仍存的电商渠道，线上增长动力切换至多品牌、多平台，目前进展顺利，线下单品牌店预计继续快速扩张贡献增量，转型内容营销等新兴营销快速，有望继续抢夺市场份额；2) 上海家化：主品牌佰草集继18年底品牌梳理、渠道优化后，19Q1再清理渠道库存，5月加大内容营销投放、打造明星品牌有望带来短期业绩改善，长期品牌力塑造仍需后期持续关注。

◆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

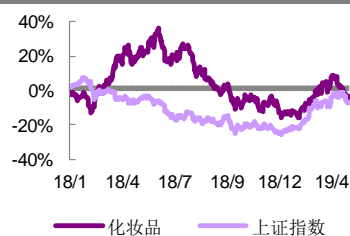
lijie_yjs@ebsec.com

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
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
1~2月线上销售增速放缓，1月进口继续改善，国际品牌加码电商

.....2019-03-03
18年12月进口环比提速，19年1月线上仍景气，春节数据靓丽——化妆品行业月报

.....2019-02-12
美妆、个护景气分化，精选优质个股标的——化妆品行业2019年度投资策略

.....2019-01-07
化妆品行业蓬勃发展，本土品牌初露锋芒——化妆品行业深度报告

.....2018-06-16
百年家化铸民族骄傲，日新月异焕华美彩妆——上海家化(600315.SH)动态跟踪报告

.....2018-11-12

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：3月化妆品终端零售环比改善	4
2.2、 线上数据：4月阿里全网美妆销售额快速增长，新锐品牌涌现、格局持续变化.....	5
2.3、 进口数据：3月我国美妆进口继续快速增长	9
3、 行业公司动态	10
3.1、 行业新闻	10
3.2、 公司动态	15
4、 行业估值与投资建议	16
4.1、 行业估值	16
4.2、 投资建议	17
5、 风险分析	18

1、行情回顾

上月（2019.04.1~4.30）上证综指、深证成指、沪深300分别跌0.40%、跌2.35%、涨1.06%，化妆品板块^①跌9.86%，跑输沪深300 10.92PCT，板块表现弱于大盘。

板块对比来看，化妆品板块表现较弱，4月涨跌幅全行业排名靠后。

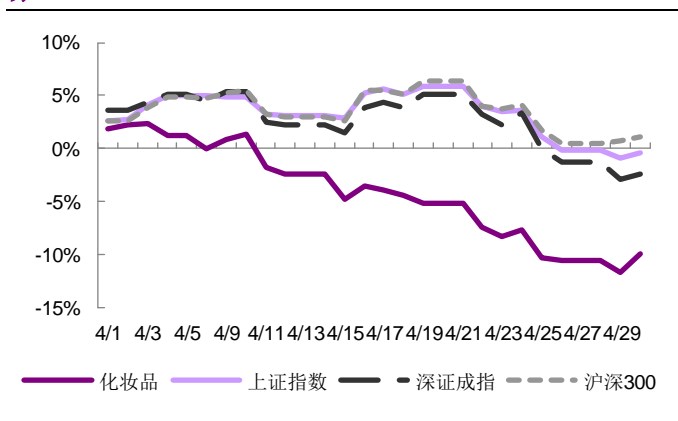
个股方面，名臣健康、上海家化、青岛金王等跌幅较小。

图 1：上月（2019.04.01~04.30）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	(0.40)
深证成份指数成份	(2.35)
沪深300	1.06
化妆品指数	(9.86)

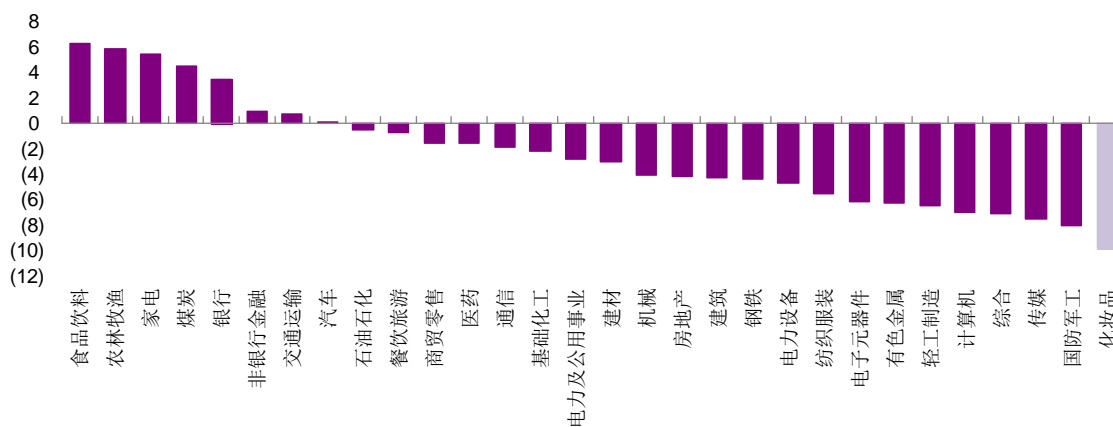
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：上月（2019.04.01~04.30）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（2019.04.01~04.30）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、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（2019.04.01~04.30）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)
002919.SZ	名臣健康	21.88	-3.14	7058	18
600315.SH	上海家化	30.20	-4.40	14606	203
002094.SZ	青岛金王	5.97	-4.48	56559	41
603605.SH	珀莱雅	62.85	-9.40	5225	127
603630.SH	拉芳家化	14.87	-15.70	6139	34
300740.SZ	御家汇	14.70	-18.29	13385	40
002503.SZ	广州浪奇	2.88	-18.41	89662	89

资料来源：Wind

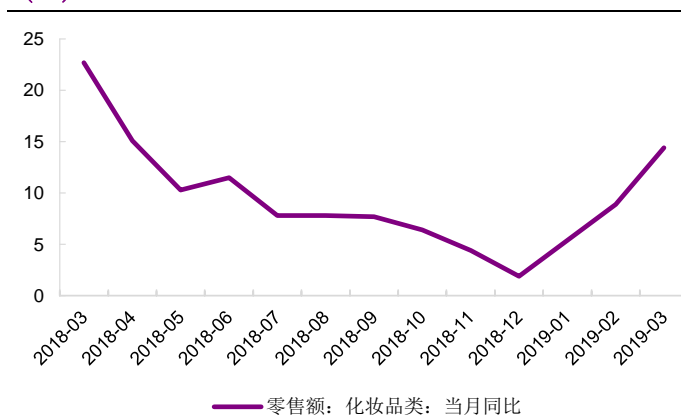
2、重点数据跟踪及点评

2.1、零售数据：3月化妆品终端零售环比改善

据国家统计局，2019年3月全国限额以上零售企业零售额同比增5.00%、较去年同期放缓3.90PCT，其中化妆品零售额增速为14.40%、环比1~2月提升5.50PCT，较去年同期放缓8.30PCT；

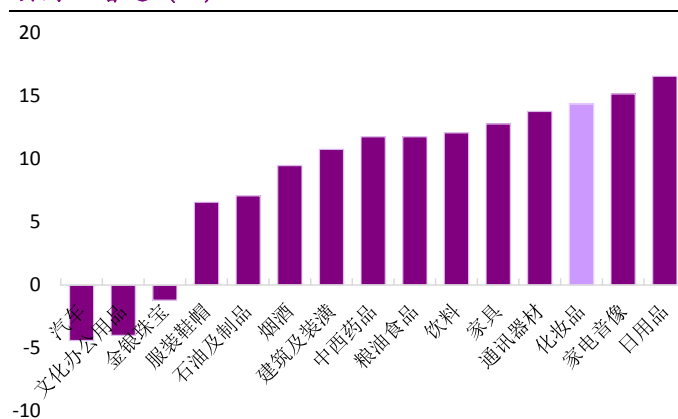
横向对比其他消费品类来看，大部分可选消费品同比增速均有不同程度提升，而文化办公用品、金银珠宝等零售景气度下降，化妆品增速环比显著提升，与其他品类相比增速较高。

图 4：全国限额以上零售企业化妆品零售额同比增速 (%)



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 5：19年3月全国限额以上零售企业主要消费品零售额同比增速 (%)

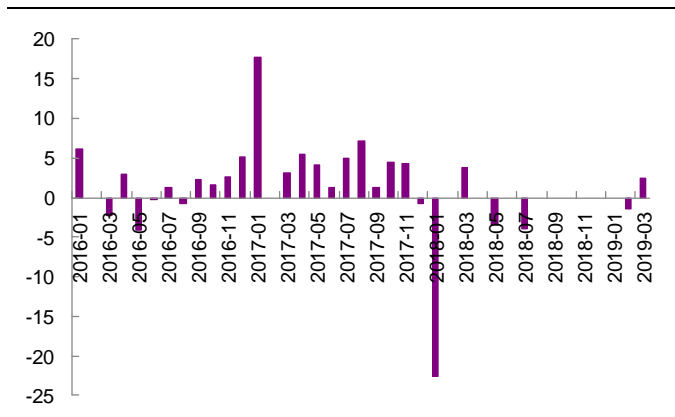


资料来源：国家统计局、光大证券研究所

据中国商业信息中心，2019年3月全国50家重点零售企业零售额同比增2.5%，增速环比1~2月提升3.9PCT。大部分品类3月零售额增速均环比1~2月有所提升，其中化妆品零售额同比增16.5%，增速环比1~2月提升7.4PCT。

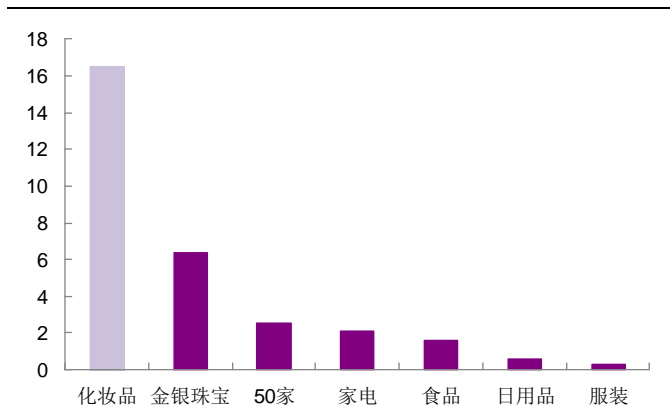
其他品类来看，金银珠宝类、家用电器类零售额分别同比增长6.4%、2.1%，增速相比1~2月份分别提高7.2PCT、10.4PCT。粮油食品类、日用品类零售额分别实现1.6%、0.6%正增长，增速较1~2月略有放缓。

图 6：全国 50 家重点零售企业当月零售额增速 (%)



资料来源：中华商业信息中心、光大证券研究所
注：部分月份数据未披露

图 7：19 年 3 月全国 50 家重点零售企业主要消费品类当月零售额增速 (%)



资料来源：中华商业信息中心、光大证券研究所
注：部分月份数据未披露

当前终端零售环比改善，化妆品等可选消费品表现良好，其中化妆品高景气延续，建议关注化妆品相关标的。

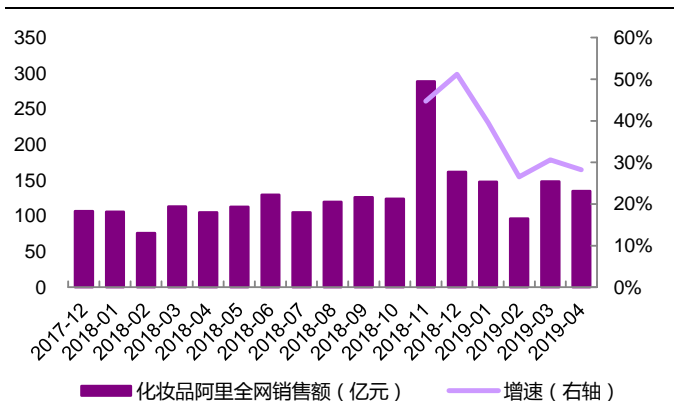
2.2、线上数据：4 月阿里全网美妆销售额快速增长，新锐品牌涌现、格局持续变化

据淘数据，2019 年 4 月阿里全网化妆品零售额同比增 28.26%、环比 3 月放缓 2.40PCT，略有下降，自 19 年初以来电商渠道化妆品销售额增速较去年底有所放缓，一方面为终端零售持续放缓、另一方面为每年 1~5 月非电商促销旺季。

细分品类看，2019 年 4 月护肤、彩妆、美发护发等销售额分别同比增 30.18%、23.93%、29.12%，分别环比 3 月下降 6.37PCT、提升 7.37PCT、下降 9.75PCT。

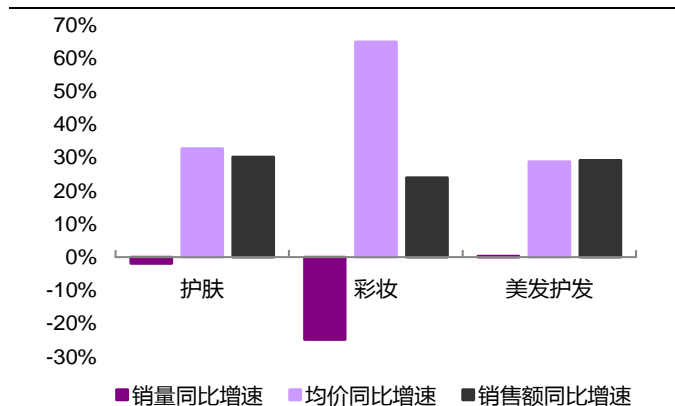
分量价看，4 月阿里全网化妆品销售量继续下滑，其中护肤销量、均价分别同比降 1.92%、增 32.74%，彩妆销量、均价分别同比降 24.84%、增 64.89%，美发护发销量、均价分别同比增 0.27%、28.77%。

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 4 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：国内外新锐品牌表现靓丽

2019 年 4 月护肤品前十大品牌榜单中，国内外新锐品牌持续涌现，其中国内品牌有欧丽源、莱贝、一枝春等，国外新锐品牌有 audala 等。

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 (2019.02)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率	品牌 (2019.03)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率	品牌 (2019.04)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率
1	Bauo	156.82	2.65%	欧丽源	281.78	2.84%	欧丽源	440.70	5.01%
2	sk-ii	106.25	1.80%	倾肤	255.41	2.57%	莱贝	191.00	2.17%
3	欧丽源	100.04	1.69%	l'oreal	226.63	2.28%	一枝春	140.95	1.60%
4	l'oreal	94.15	1.59%	形象美	194.06	1.96%	l'oreal	134.31	1.53%
5	莱贝	88.39	1.50%	olay	168.71	1.70%	olay	112.12	1.27%
6	Olay	88.26	1.49%	莱贝	160.37	1.62%	wis	97.82	1.11%
7	estee lauder	85.94	1.45%	一枝春	144.36	1.45%	estee lauder	97.82	1.11%
8	a.h.c	82.78	1.40%	estee lauder	128.65	1.30%	audala	95.26	1.08%
9	Wis	78.76	1.33%	Wis	123.75	1.25%	sk-ii	93.61	1.06%
10	the history of whoo	76.92	1.30%	海洋主义	119.30	1.20%	lancome	88.54	1.01%

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) 本土传统品牌表现继续分化：**珀莱雅**主品牌 4 月天猫旗舰店销售额增速延续 3 月放缓态势，主要为去年高基数影响、预计该部分影响继续存在，同时韩雅、悠雅、猫语玫瑰等小品牌增长快速、展现公司线上出色运营能力、品牌经验复制有望带动小品牌成长，未来公司线上增长动力将由主品牌、主平台切换至多品牌、多平台等，建议持续关注。

上海家化旗下佰草集 4 月天猫旗舰店销售额同比下滑，主要为去年代运营商（TP 商）在 4 月举行促销活动致高基数，而 19 年新更换的 TP 商因 4 月非传统电商大促时节而未进行促销活动，自 2 月以来公司更换与佰草集品

牌更契合的国产品牌代运营商、品牌销售情况向好、4月出现波动，建议持续关注；其他品牌如六神、美加净等表现良好、高夫销售额同比下滑。

b) HFP 等新锐品牌继续高增。

c) 国际品牌总体保持快速增长，高端及中端品牌总体均表现靓丽。

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	2018-12 销售额 同比增速	2019-01 销售额 同比增速	2019-02 销售额 同比增速	2019-03 销售额 同比增速	2019-04 销售额 同比增速
阿里全网护肤行业			53.00%	45.98%	32.51%	36.56%	30.18%
本土传统品牌	珀莱雅	珀莱雅	201.28%	83.03%	98.10%	22.09%	9.20%
		韩雅	-	-	-	299.16%	606.53%
		猫语玫瑰	-	-	-	4315.27%	731.73%
		悦芙媿	-	-	-	-79.04%	-86.63%
		悠雅	-	-	-	129.62%	309.74%
	上海家化	佰草集	-41.30%	-29.13%	109.14%	22.71%	-46.46%
		六神	47.27%	103.37%	377.29%	69.04%	51.90%
		美加净	19.79%	-29.09%	0.65%	65.47%	11.42%
		高夫	42.53%	6.70%	74.78%	12.95%	-16.96%
	御家汇	御泥坊	-34.16%	-39.81%	-18.21%	-60.13%	-51.47%
		小迷糊	-11.71%	-39.32%	-85.43%	-43.78%	-24.20%
	百雀羚	百雀羚	22.03%	22.66%	57.16%	-9.18%	4.52%
	上海上美	韩束	-45.48%	-41.86%	92.84%	-24.04%	-4.62%
		一叶子	-30.30%	-26.89%	42.33%	-33.46%	-37.32%
	伽蓝集团	自然堂	23.47%	-6.32%	54.60%	6.69%	13.10%
相宜本草	相宜本草	53.70%	78.10%	31.79%	52.62%	104.77%	
韩后	韩后	7.30%	-9.99%	-4.71%	52.84%	15.68%	
本土新锐品牌	蛋壳网络科技	HFP	78.24%	28.14%	266.61%	74.43%	78.71%
国际-大众品牌	欧莱雅 (法国)	巴黎欧莱雅	37.41%	105.88%	206.47%	191.53%	332.28%
		Olay	2.27%	-0.76%	84.66%	62.02%	65.30%
	拜尔斯道夫 (德)	妮维雅	48.30%	32.69%	75.48%	34.76%	-89.70%
	资生堂 (日)	欧珀莱	47.09%	-19.98%	11.63%	-1.19%	21.40%
	爱茉莉太平洋 (韩)	悦诗风吟	21.06%	20.39%	14.52%	20.00%	32.16%
国际-高端品牌	欧莱雅 (法国)	兰蔻	-31.07%	107.02%	102.45%	99.76%	43.23%
	雅诗兰黛 (美)	雅诗兰黛	28.52%	104.78%	79.14%	38.57%	59.29%
	资生堂 (日)	SKII	12.66%	31.68%	101.27%	67.67%	57.42%

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：国际品牌与本土品牌平分秋色，本土新锐品牌格局不稳定、品牌力待提升

在线上彩妆领域，本土新锐品牌发展靓丽、与国际品牌平分秋色、共同占据前十榜单，但从本土品牌内部竞争格局来看，进入前十的本土品牌持续变动（如欧丽源、花西子、淮树等发展快速、首次入前十，稚优泉、卡姿兰、美康粉黛、zeesea 等排名下降），我们认为一方面为行业高成长持续为新品牌发展提供契机、另一方面为新锐品牌产品可替代性强、品牌力仍较弱。

而国际品牌进入前十榜单的品牌相对稳定，彰显较强的品牌力，如 mac、ysl、giorgio armani、maybelline 等。

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场占率

排名	品牌 (2019.02)	销售额	阿里全网市占率	品牌 (2019.03)	销售额	阿里全网市占率	品牌 (2019.04)	销售额	阿里全网市占率
1	Mac	95.48	3.05%	完美日记	196.56	4.93%	欧丽源	162.95	4.19%
2	完美日记	94.57	3.02%	maybelline	94.49	2.37%	完美日记	162.48	4.18%
3	Ysl	89.21	2.85%	Mac	88.92	2.23%	花西子	157.23	4.04%
4	Givenchy	75.02	2.40%	Ysl	86.25	2.16%	mac	83.94	2.16%
5	Dior	68.07	2.17%	稚优泉	82.58	2.07%	ysl	65.12	1.67%
6	稚优泉	62.69	2.00%	卡姿兰	78.59	1.97%	giorgio armani	65.08	1.67%
7	estee lauder	55.07	1.76%	Dior	68.33	1.71%	淮树	63.51	1.63%
8	美康粉黛	54.57	1.74%	Zeesea	68.15	1.71%	maybelline	60.62	1.56%
9	giorgio armani	53.86	1.72%	estee lauder	68.10	1.71%	稚优泉	57.63	1.48%
10	zeesea	50.77	1.62%	giorgio armani	61.50	1.54%	卡姿兰	54.21	1.39%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

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	2018-12 销售额同比增速	2019-01 销售额同比增速	2019-02 销售额同比增速	2019-03 销售额同比增速	2019-04 销售额同比增速
阿里全网彩妆行业		45.92%	30.38%	14.96%	16.56%	23.93%
本土传统品牌	卡姿兰	-23.06%	30.38%	-0.70%	64.11%	41.83%
	玛丽黛佳	22.61%	-10.46%	-46.69%	-20.08%	-2.18%
本土新锐品牌	完美日记	4304.97%	26.87%	1755.53%	1698.89%	808.95%
	稚优泉	338.43%	2251.87%	304.93%	87.48%	52.15%
国际品牌-大众定位	美宝莲	13.45%	21.23%	135.72%	69.16%	79.96%
国际品牌-中高/高端定位	Mac	-	37.54%	48.05%	44.73%	-86.37%
	纪梵希	-	-	200.04%	1.87%	30.35%

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：本土品牌分化，国际品牌继续占主导

2019年4月本土新锐品牌在前十大榜单中占据五席，其中三个美发匠、致奇首次进入榜单。

本土传统品牌中拉芳自19年1月以来销售额持续正向增长，4月美多丝销售额现正增长，均呈现良好改善态势。

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 (2019.02)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.03)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.04)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率
1	schwarzkopf	30.78	5.80%	schwarzkopf	55.53	6.98%	schwarzkopf	42.19	5.28%
2	l'oreal	24.41	4.60%	l'oreal	51.15	6.43%	l'oreal	32.41	4.06%
3	阿道夫	19.95	3.76%	kerastase	28.34	3.56%	魔香	26.28	3.29%
4	kerastase	11.96	2.25%	阿道夫	27.80	3.49%	阿道夫	23.97	3.00%
5	植观	11.71	2.20%	Ryo	18.36	2.31%	三个魔发匠	22.11	2.77%
6	魔香	8.64	1.63%	润丝丹	12.53	1.58%	kerastase	14.07	1.76%
7	Ryo	8.54	1.61%	魔香	11.28	1.42%	Ryo	12.57	1.57%
8	Kao	6.62	1.25%	植观	10.36	1.30%	kao	12.13	1.52%
9	shiseido	6.62	1.25%	kao	10.12	1.27%	润丝丹	11.90	1.49%
10	润丝丹	6.60	1.24%	shiseido	9.16	1.15%	致奇	9.58	1.20%

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	2018-12 销售额同比增速	2019-01 销售额同比增速	2019-02 销售额同比增速	2019-03 销售额同比增速	2019-04 销售额同比增速
阿里全网美发护发行业		45.92%	29.78%	26.94%	22.57%	29.12%
本土传统品牌	拉芳	-13.43%	20.43%	24.65%	33.86%	4.22%
	美多丝	-57.59%	-71.26%	-19.18%	-13.68%	52.08%
	蒂花之秀	31.21%	99.67%	-31.81%	68.46%	-131.48%
	滋源	28.88%	58.37%	50.52%	26.29%	12.25%
本土新锐品牌	魔香	119.07%	89.44%	129.33%	31.13%	-
	阿道夫	63.21%	28.28%	251.97%	45.57%	69.31%
国际品牌	施华蔻	8.93%	90.93%	61.77%	13.25%	37.35%
	RYO	99.29%	46.15%	251.97%	45.57%	64.68%
	卡诗	31.67%	40.01%	74.12%	59.46%	49.72%

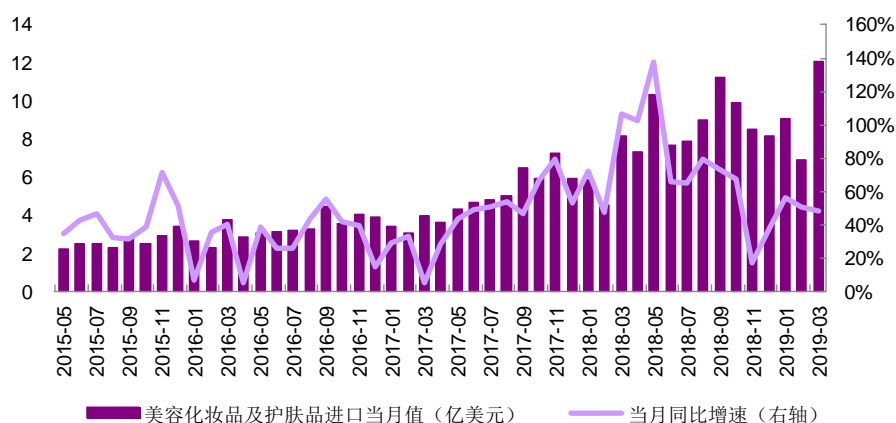
资料来源: 淘数据、光大证券研究所

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: 3月我国美妆进口继续快速增长

2019年3月我国美妆进口12.11亿美元、同比增48.17%、同比放缓58.06PCT。美妆进口增速放缓主要为17年底、18年初化妆品进口关税下调刺激进口量大幅增长造成高基数所致, 从增速绝对值来看, 我国美妆进口仍保持快速增长。

图 10：我国美容化妆品及护肤品当月进口金额及同比增速

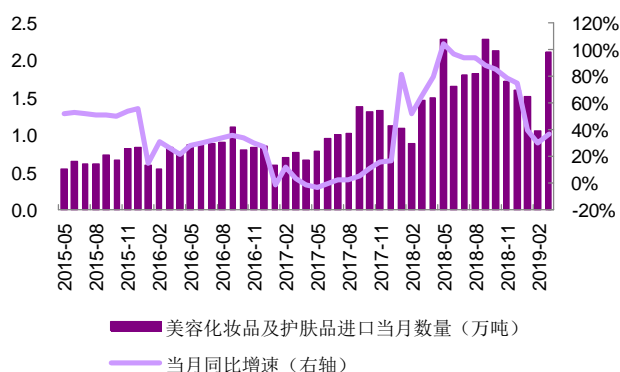


资料来源：海关总署、光大证券研究所

分量价来看，2019 年 3 月进口量 2.11 万吨、同比增 36.58%、同比去年同期放缓 28.74PCT，进口均价 5.74 万美元/吨，同比增 2.56%、同比去年同期放缓 6.98PCT。

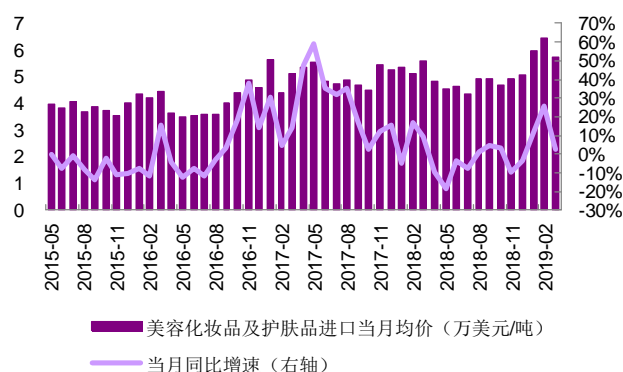
总体上看，国内对进口化妆品需求强劲、化妆品进口额持续快速增长。

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、韩国 LG 以 1.25 亿美元收购雅芳北美分公司，此前已收购雅芳日本和中国业务

据华丽志 2019 年 4 月 26 日报道：美国老牌美妆公司雅芳集团 (Avon Products, Inc.) 北美分公司 New Avon LLC (以下简称 New Avon) 已经与韩国消费品和美容产品巨头 LG Household & Health Care (以下简称 LG) 达成了最终协议，后者将以 1.25 亿美元现金收购 New Avon 的直销化妆品

业务。这笔交易已经通过 LG 董事会的批准，预计将于 2019 年 9 月 30 日完成。Kirkland & Ellis LLP 担任 New Avon 的法律顾问。

2015 年，深处困境的雅芳集团以 1.7 亿美元的价格将北美分公司 80.1% 的股权出售给了私募基金 Cerberus Capital Management LP（以下简称 Cerberus）。

根据双方达成的这份协议，LG 将收购 Cerberus 手中的多数股权，以及雅芳集团在 New Avon 的少数股权。这笔交易将支持 LG 的国际增长计划，为其投资组合新增多个在北美广受欢迎的产品系列，包括：ANEW, Avon True Color, Espira 和 Skin So Soft 等品牌，以及约 25 万名美容销售代表。

对于近年来一直在努力扭转颓势的 New Avon 来说，他们将可以受益于韩国新东家 LG 在化妆品、个人护理、香水、包装和设计方面的强大研发能力。

LG 首席执行官 Suk Cha 在官方新闻稿中表示：“我们认可 Avon North America 强大的品牌、在该地区的领先市场地位，以及优秀的员工和代表。他们通过创新的社交销售模式，与客户建立了深厚的联系，我们希望在未来的扩张中继续利用好这一点。我们期待着在 Avon North America 成功的基础上，推动客户参与，以及该市场的长期增长。”

LG 是韩国最大的消费品公司，已在韩国证券交易所上市，市值 200 亿美元，2018 年销售额超过 131 亿美元，全年收入约 60 亿美元。近年来，LG 加快了在韩国以外的扩张步伐，在美国分销多个品牌，包括：The history of Whoo、belif 等。

在这笔交易之前，LG 已经多次收购了雅芳集团的业务。去年 5 月，雅芳集团以 9600 万美元的价格将集团在日本的业务（Avon Japan）出售给了 LG 的日本子公司 Ginza Stefany。今年 1 月，雅芳集团将在中国广州的美容产品制造业务的全部股份出售给 LG 的子公司 Face Shop，交易价格为 4400 万美元。

3.1.2、高端品牌和中国市场拉动，日本高丝全年营收超 200 亿元

据品观网 2019 年 4 月 26 日报道：以 VISION2026 中长期规划加速全球化一年后，日本化妆品巨头高丝集团交出了首份亮眼的成绩单。

高丝发布 2019 财年业绩报告，结果表现超出预期。在截至 2019 年 3 月 31 日的报告期内，高丝净销售额同比增长 9.8% 至 3329.95 亿日元（约合人民币 200.87 亿元），完成连续 6 年增长的记录；营业利润增长 8.3% 至 524.08 亿日元（约合人民币 31.61 亿元）。

基于此，高丝为新一财年提出更高目标——净销售额同比增长 19%，达到 3520 亿日元（约合人民币 212.33 亿元）。同时，高丝也将按照中长期计划继续积极拓展海外市场和电商渠道。

VISION2026 是高丝去年 4 月发布的中长期规划，目标在 2026 年将净销售额提高至 500 亿日元，营业利润率至少提升至 16%。为此，高丝制定了“三步走”战略：①升级全球品牌并增加销售网点；②增加集团全球影响

力并改善客户体验；③成为受全球人民赞赏的、以客户为导向的公司。首步落地时间是2018年4月至2021年3月。

从结果来看，近一财年的全球化推进举措奏效，集团海外市场销售额同比增长17.2%至279亿日元（约合人民币16.83亿元），在整体销售中的占比为27.9%，较上一财年提升了3个百分点。

其中，亚洲市场以16.2%的增幅领跑全球市场，销售额为514亿日元（约合人民币31.01亿元），主因是黛珂和奥碧虹等品牌在中国市场的高速增长，以及韩国免税店渠道的销售剧增。据报道，中国市场是高丝集团全球增长最快的市场之一，这与其线上线下的积极布局和营销有关：去年8月，黛珂入驻天猫开设官方旗舰店，10天预售额破千万；而在线下，高丝以集团入华30周年为契机，在广州、上海、成都等地举办KOSÉ EXPO活动。

从部门来看，以黛珂为首的化妆品部门销售额大增25.3%至2549亿日元（约合人民币153.64亿元），营业利润增长10.8%至514.01亿日元（约合人民币30.98亿元），其中黛珂品牌销售额同比增长1.5倍，达到680亿日元（约合人民币40.99亿元）。而日化品部门增收不增利，销售额增长4.6%至746.32亿日元（约合人民币44.98亿元），营业利润减少13.4%至50.43亿日元（约合人民币3.04亿元）。

今年，高丝将继续按照规划推进品牌升级和网点拓展工作，预计到2022财年第一季度规划完成时，高丝可实现销售额3950亿日元（约合人民币238.09亿元）、营业利润率为16.0%的目标。为此，高丝将加速品牌全球化的同时，积极开发独特产品，并探索电商等新增长领域。

因此，高丝在VISION2026规划中对海外市场和电商渠道的表现都提出了具体目标。到2026年，海外市场销售占比在35%及以上，其中亚洲市场占比需达21%；而电商渠道销售占比则需至15%及以上。

为实现这一目标，中国成为了高丝重点布局的市场。一方面，通过跨境电商引入ADDICTION、VISEE等彩妆品牌进入中国销售，另一方面积极变革组织，高丝将建立适用于个体业务单位和地区营销的组织结构，同时建立亚洲事业部、欧洲和美国事业部、及数字营销事业部。

高丝相信，目标达成后，集团可迈进全球美容和日化集团TOP8的阵营。

3.1.3、SK-II 带动化妆品部门大涨，宝洁有望实现近8年来最好业绩

据品观网2019年4月24日报道：宝洁发布2019财年第三季度（2019年1月1日至3月31日）财报，期内集团实现净销售额164.6亿美元（约合人民币1105.83亿元），同比增长1%。排除外汇、收购和资产剥离的影响，有机销售增长5%。

前三季度，宝洁共实现净销售额505.9亿美元（约合人民币3400.96亿元）。持续强劲的业绩增长势头，让宝洁上调了2019财年增长预期，将此前的“2%到4%”稳固到4%。如实现，这将是宝洁近8年最好的业绩表现。

由于投资者对宝洁未来发展更感积极乐观，在业绩发布前一日，宝洁股价在盘中创下 107.2 美元（约合人民币 721.04 元）的历史新高，最终股价收于 106.01 美元（约合人民币 713.03 元），较去年同期上涨 15.3%。

宝洁表示，本季度有机销售实现 5% 的同比增长，其中出货量的增长和产品定价的上调分别贡献了 2 个增长百分点，剩余的增长则来自于北美等发达市场的强劲增长，以及 SK-II 和汰渍洗衣凝珠等高端产品的拉动。

从细分部门业务来看，除男士理容部门负增长以外，其余 4 个部门均实现了不同幅度的正增长，化妆品部门的增幅依旧领跑。

期内，化妆品部门有机销售达 30.61 亿美元（约合人民币 205.64 亿元），同比增长 9%。高端产品创新、SK-II 品牌的高速增长和整体产品定价上调的发展组合拳，推动了护肤品类有机销售增长。同时，护发产品的有机销售额增长实现了中位数，这得益于发达和发展中地区的强劲的增长，以及产品售价上调。值得一提的是，受益于全球高端化妆品需求增长，SK-II 已实现连续 18 个季度大幅增长。

宝洁董事长、总裁兼首席执行官戴维·泰勒总结本季度业务表现：“我们实现了又一个有机销售强劲增长的季度，这使我们能够进一步提高今年的预期。现金流生产效率强劲，支持提高我们的现金生产率目标，并延长我们长期以来股息增长的记录。尽管市场竞争更加激烈，宏观经济环境也充满挑战，但宝洁在生产效率上的提升和组织结构的改革正在持续引导公司发展。”

鉴于汇率带来的 3、4 个百分点的负面影响，宝洁保守预估，2019 财年销售额同比增长幅度在 -1%~1% 之间。同时，公司预计将在 2019 财年支付超过 70 亿美元（约合人民币 470.83 亿元）的股息，并回购约 50 亿美元（约合人民币 336.31 亿元）的普通股。

3.1.4、联合利华继续靠提价促增长，投资美容业转型开局良好

据无时尚中文网 2019 年 4 月 18 日报道：全球第二大消费品制造商 Unilever PLC (ULVR.L) 联合利华集团继续利用提高新兴市场售价的手段带动业绩增长。

一季度撇除并购、出售和汇率浮动后的有机销售按年上涨 3.1%，优于市场预期的 2.8%，但超过 60% 的涨幅、即 1.9 个百分点由提价推动，余下的 1.2 个百分点体现了销量的增加。

最大部门美容和个人护理则正好相反。该业务收入同比增加 6.0% 至 52.04 亿欧元，有机销售按年上涨 3.1%，提价和销量增加的贡献分别为 1.2 个百分点和 1.9 个百分点。集团指出护肤和香体产品开端良好，洗发和洁肤品类则只有微弱增长，口腔护理品牌更出现倒退。该集团上周刚向最大竞争对手 Procter & Gamble Co. (NYSE:PG) 宝洁集团收购了两个牙膏品牌 Fluocaril 和 Parogencyl。

近年 Unilever PLC (ULVR.L) 联合利华积极通过并购中高端品牌、初创企业和新渠道业务以抵消传统大众品牌在成熟市场的衰退。

该集团在财报中表示新业务“表现强劲”。市场希望今年1月上任的新首席执行官 Alan Jope 增加投资对旗下业务的投资，改变以涨价带动增长的策略。“加速增长是我们的第一要务，” Alan Jope 在季报中表示。

周四盘中 Unilever PLC (ULVR.L) 上升最多 3.9% 至 4550.5 便士，创近两年新高。Unilever PLC 联合利华首席财务官 Graeme Pitkethly 在分析师电话会议上指出，提价主要发生在价格对销量影响相对较低的新兴市场。期内新兴市场的平均售价按年上升 3.2%，销量也增加了 1.7%，有机销售增幅达 5.0%，反观成熟市场的平均售价微跌 0.1%，销量微增 0.4%，有机销售增幅为 0.3%。

以新兴市场为主的亚洲/中东/非洲和俄罗斯地区有机销售同比上涨 6.0%，美洲和欧洲分别只有 0.4% 和 0.7% 的涨幅。

一季度 Unilever PLC 联合利华实现总收入 124.16 亿欧元，略胜市场期望的 123 亿欧元，较去年同期 126.22 亿欧元减少 1.6%，主要因为年内剥离了抹酱业务。该集团维持全年有机销售增长 3~4% 的指引，并重申 2020 年基本营业利润率上升至 20% 的中期目标。

Unilever PLC (ULVR.L) 周四收报 4503.5 便士，全天上升 2.9%，把 2019 年迄今升幅扩大至 9.6%，跑输不设食品业务的全球最大消费品集团 Procter & Gamble Co. (NYSE:PG) 的 15.4%。

3.1.5、欧莱雅一季度营收 571 亿元，亚太区首度跃居第一大区域市场

据品观网 2019 年 4 月 17 日报道：欧莱雅发布了最新季报：2019 财年第一季度业绩好于预期，同时亚太市场首次成为欧莱雅第一大区域市场。

第一季度，欧莱雅实现销售额 75.5 亿欧元（约合人民币 570.8 亿元），同比增长 7.7%；按固定率计算，增长 8.9%；合并增长达到 11.4%。

从业务版块看，欧莱雅高档化妆品部表现亮眼，兰蔻、圣罗兰美妆、阿玛尼美妆、科颜氏四大品牌均实现了超过 15% 的增长；活性美妆部门表现则极为活跃，其全球所有区域均迎来业绩增长；大众化妆品部和专业美发事业部的增速也在稳步提升。

报告强调，2018 年 6 月集团收购的亚洲彩妆品牌 Stylenanda 3CE 在中国市场上市，已经促进了大众化妆品部的增长。作为集团最大的销售额来源，大众化妆品部销售额同比增长 3.3%，略高于上一季度的 2.8%。

欧莱雅一季度的强劲增长态势，与亚太市场的突出表现密不可分——亚太地区首次跃居为欧莱雅第一大区域市场。不仅在中国，欧莱雅在印度、马来西亚和印度尼西亚均实现了两位数的增长。相较亚太市场的表现，北美及西欧市场则增长平稳。

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
青松股份	4月17日	资金投向	11.66元/股发行股份及现金9.20亿元收购诺斯贝尔90%股权(作价24.3亿元)并非公开发行股份募集不超7亿元配套资金,诺斯贝尔承诺18年净利不低于2亿元、18~19年合计净利不低于4.4亿元、18~20年合计净利不低于7.28亿元,获证监会核准批复;
	4月26日	季报披露	19Q1营收3.31亿元、同增30.57%,净利0.81亿元、同增33.98%。
青岛金王	4月18日	限售股解锁	2522万限制性股票4月23日上市流通、占比3.64%;
	4月29日	年报披露 季报披露 出售子公司	18年营收54.56亿元、同比增16.67%,净利1.04亿元、同比降74.08%; 19Q1营收13.53亿元、同比增13.30%,净利2713万元、同比降43.26%。 杭州悠可100%股权出售给杭州悠美妆完成交割。
中路股份	4月18日	年报披露	18年营收5.29亿元、同减12.51%,净利507万元、同减83.80%,拟10派0.50元(含税)。
珀莱雅	4月19日	季报披露	19Q1营收6.42亿元、同增27.59%,净利0.91亿元、同增30.36%;
	5月8日	权益分派	14日10派4.3元(含税)。
上海家化	4月27日	季报披露	19Q1营收19.54亿元、同增5.03%,净利2.33亿元、同增54.84%。
御家汇	4月22日	股票激励	拟授予激励对象434万股股票期权、行权价17.89元/股,限制性股票432万股、授予价8.95元/股,其中首次授予激励对象787人、分四期解锁、对应业绩考核目标19~22年营收不低于27.00、31.50、36.00、40.50亿元,对应增速分别不低于20.25%、16.67%、14.29%、12.50%。
	4月26日	年报披露	18年营收22.45亿元、同增36.38%,净利1.31亿元、同减17.53%,拟10转5股;
		季报披露 追加投资	19Q1营收3.86亿元、同增1.04%,净利45.44万元、同减98.45%; 追加投资3.5亿元建设公司总部科研及办公场所。
拉芳家化	5月7日	股份回购	累计回购287万股股份,占比1.27%;
	4月30日	季报披露	19Q1营收2.66亿元、同增20.38%,净利4707万元、同增4.73%。
名臣健康	4月30日	季报披露	19Q1营收1.11亿元、同降6.31%,净利857万元、同降1.46%。
	4月19日	减持计划进展	持股5%以上股东及部分董事、高管股份减持计划过半,累计减持15万股、占比0.18%。
广州浪奇	4月30日	年报披露	18年营收119.74、同增1.38%,净利3329万元、同降16.71%,拟10派2.00(含税);
		季报披露	19Q1营收29.84、同降3.84%,净利1084万元、同增16.22%。

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

重点上市公司大事提醒

公司	类型	日期	备注
御家汇	股东大会召开	5月17日	时间15:00, 地点: 长沙市
拉芳家化	股东大会召开	5月17日	时间14:00, 地点: 汕头市
青岛金王	股东大会召开	5月20日	时间14:00, 地点: 青岛市
名臣健康	股东大会召开	5月24日	时间13:30, 地点: 汕头市
青岛金王	限售股解禁	6月14日	3245.28万股限制性股票解锁上市

资料来源: Wind

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42倍、个护公司历史均值为40倍、渠道商历史均值为22倍。

当前美妆、个护公司及渠道商平均估值水平（2019年4月30日的动态市盈率）分别为38倍、43倍、49倍，其中美妆公司低于历史平均水平、而个护及渠道估值均高于历史平均。

表 8：化妆品公司估值表

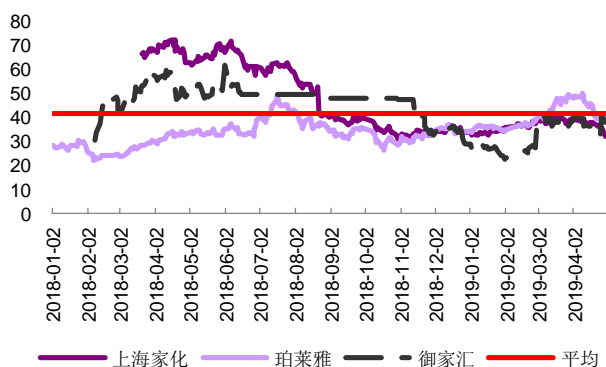
公司名称	收盘价 元/股	EPS (元)				PE				3年 CAGR	PEG 18年	市值 (亿元 RMB)
		18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
美妆公司												
上海家化	30.20	0.81	0.92	1.07	1.26	38	33	28	24	16.13%	2.33	203
珀莱雅	62.85	1.43	1.89	2.57	3.33	44	33	24	19	32.67%	1.35	127
御家汇	14.70	0.52	0.52	0.60	0.71	28	28	25	21	11.34%	2.51	40
平均	-	-	-	-	-	37	31	26	21	-	-	-
个护公司												
拉芳家化	14.87	0.82	0.97	1.10	-	18	15	14	-	-	-	34
名臣健康	21.88	0.36	-	-	-	61	-	-	-	-	-	18
平均	-	-	-	-	-	39	15	14	-	-	-	-
渠道商												
青岛金王	5.97	0.15	0.47	0.22	0.19	40	13	28	32	7.30%	1.75	41

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4月30日；

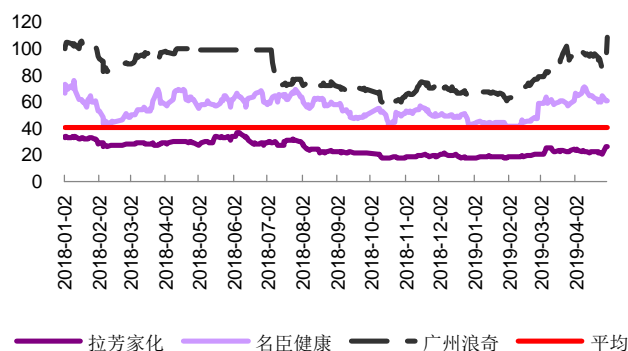
2) 本表中上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化等盈利预测为光大证券预测、青岛金王盈利预测为Wind一致预期。

图 13：美妆公司 18 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2019/4/30)



资料来源：Wind

图 14：个护公司 18 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2019/4/30)



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		18 年	(亿元 人民币)
Estee Lauder	1116.13	20.44	35.35	39.20	42.90	55	32	28	26	28.03%	1.13	4039
Loreal	1793.03	55.83	59.09	63.51	67.88	32	30	28	26	6.74%	4.51	10070
P&G	719.94	25.47	30.31	32.16	34.24	28	24	22	21	10.37%	2.29	18058
Unilever	406.95	28.07	19.27	21.17	22.57	14	21	19	18	-7.01%	-	11701
Shiseido	520.69	9.46	12.05	14.95	17.75	55	43	35	29	23.35%	1.85	2088
Amore Pacific Group	423.94	10.55	11.99	14.91	16.11	40	35	28	26	15.17%	2.33	349
LGHH	7641.40	251.54	283.46	315.38	344.97	30	27	24	22	11.10%	2.43	1191
L'occitane	12.10	0.52	0.56	0.65	0.71	23	21	19	17	10.41%	2.06	179

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所；

注：1) 股价更新至 2018 年 5 月 10 日，股价及 EPS 均按最新汇率（5 月 10 日 美元:人民币=6.7912）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

综上，3 月终端零售回暖，化妆品销售亦呈现环比改善态势，同时获益成长属性、较其他消费品类景气度更高；4 月阿里全网美妆销售额继续快速增长，品牌前十榜单来看，护肤品国内外新锐品牌持续涌现、彩妆领域本土新锐品牌变动大，显示行业成长属性培育品牌，同时品牌间竞争激烈，线上渠道的品牌格局随时形成亦随时被打破，国产新锐品牌壁垒尚未形成，产品力及品牌力均待提升；3 月美妆进口额继续快速增长。

其中我们关注的重点品牌中，珀莱雅 4 月主品牌天猫旗舰店销售额增速继续放缓，主要为高基数影响，但小品牌线上高速增长彰显公司出色线上运营能力，预计公司未来线上增长动力由主品牌、主渠道切换至多品牌、多平台等；上海家化旗下的佰草集 4 月天猫店销售额同比下降、主要为去年原代运营商当月开展促销活动、而今年新的国产品牌代运营商因 4 月非传统电商大促季、未开展促销活动，今年 2 月以来佰草集在新代运营商运作下销售额恢复正向增长，新代运营商在品牌内容策划、营销等方面能力较强，当前佰草集渠道结构及库存优化、5 月加大营销力度打造明星单品等有望带来业绩改善，建议关注。

展望 5 月，化妆品处成长期，继续推荐关注；当前行业景气、品牌首要任务为快速抢夺市场份额，竞争集中于渠道拓展>品牌营销>新品研发，推荐关注渠道拓展力强/调整优化、布局内容营销等新兴营销方式等优质本土品牌商，如珀莱雅、上海家化等。

1) **珀莱雅**：品牌综合运营能力强，具体来看，渠道拓展力强、尤其在红利仍存的电商渠道，线上增长动力切换至多品牌、多平台，目前进展顺利，线下单品牌店预计继续快速扩张贡献增量，转型内容营销等新兴营销快速，有望继续抢占市场份额。此外公司还合作业内优秀合伙人布局进口品、彩妆等新风口，前景可期。维持 19~21 年 EPS 预测为 1.89/2.57/3.33 元，对应 19 年 PE 为 33 倍。

2) 上海家化：多品牌覆盖美妆、个护及家居清洁等领域，并在各细分领域占据靠前市场地位；16年底新董事长上任后，多品牌发展良好，仅佰草集业绩出现反复，19年公司重点发力佰草集，继18年底进行品牌梳理、渠道优化后，19Q1再清理渠道库存，5月加大内容营销投放、打造明星产品有望带来佰草集品牌短期业绩改善，长期品牌力塑造仍需后期持续关注。维持19~21年EPS预测为0.92/1.07/1.26元，对应19年PE为32倍。

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