

# 如何看待高速成长中的中国化妆品行业

## 核心观点:

### ● 发展现状:中国化妆品行业规模高速扩张,大众美妆加速崛起

总体来看,与美国、日本等成熟市场相比,我国化妆品市场整体处于成长阶段,市场增速处于高位。化妆品作为可选消费品,其零售增速与GDP增速和人均可支配收入增速同周期波动。

从价格角度来看,受到人均可支配收入的影响,我国化妆品以大众市场为主,高端市场占比呈缓慢增长趋势。从品类角度来看,护肤品占据主要市场份额,但彩妆市场由于基数小、成长空间大以及自媒体的宣传推广表现出较快增速。

### ● 当前困境:国际公司龙头优势显著,历史/研发/定价层面难以超越

目前国际化妆品市占率处于领先地位,我国化妆品品牌竞争激烈,行业集中度较为分散。国际龙头的优势主要体现在:①发展历史悠久,具备完整和成熟的品牌矩阵;②研发投入与资金实力充足;③拥有领先定价的能力且毛利率水平较高。

### ● 破局之路:化妆品消费“非理性”,国产借力渠道营销挖掘细分赛道

化妆品消费具有“非理性”的特征,高研发带来的高品质产品、热门新品的曝光营销、渠道宣传的品牌形象都会推动化妆品的销售。

国际成熟经验显示,化妆品公司早期需深耕核心品牌的研发和销售,积累丰厚的资金和口碑,为后期开发新品牌、并购扩充品牌矩阵提供资金和经验支持。

国产化妆品目前适合主力发展核心品牌和打造拳头产品,深耕研发,不宜盲目扩增品牌数量。考虑到未来人均化妆品销售额提升空间巨大,大众市场有望保持增长稳定,结合行业集中度较低的现状,国产品牌和本土公司可以借力营销与渠道,专注挖掘面膜、彩妆、婴幼儿洗护产品等细分赛道的机会,避免与国际品牌产生直面竞争。

### ● 配置建议:关注大众美妆,推荐上海家化、珀莱雅

我国化妆品仍以大众市场为主,且随着人均可支配收入上升有较大成长空间;同时伴随渠道下沉,受众群体规模增长;目前美妆(护肤+彩妆)类产品市场份额占比高,对应发展机会较多。上海家化(600315.SH)旗下婴幼儿用品表现抢眼,主品牌佰草集的明星单品销售增速亮眼;珀莱雅(603605.SH)主要深耕低线城市大众美妆,通过营销与渠道提升自身的品牌影响力。

### ● 风险提示

化妆品行业市场竞争激烈;品牌建设与渠道扩张不及预期。

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE(X)		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
上海家化	600315.SH	0.81	0.97	1.18	33.91	31.04	25.62
珀莱雅	603605.SH	1.43	1.91	2.51	30.9	32.84	25.08

资料来源:Wind,中国银河证券研究院整理

## 化妆品行业

## 推荐 首次评级

### 分析师

李昂

☎: (8610) 83574538

✉: [liang\\_zb@chinastock.com.cn](mailto:liang_zb@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢:

甄唯莹

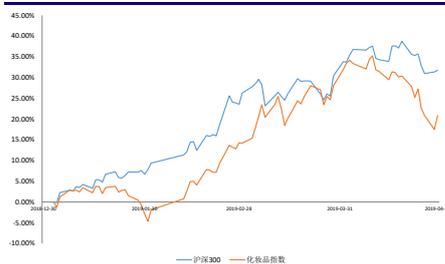
☎: (8610) 83574089

✉: [zhenweixuan\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn)

邹琳

### 行业数据

时间 2019.05.10



资料来源:Wind,中国银河证券研究院整理

## 目录

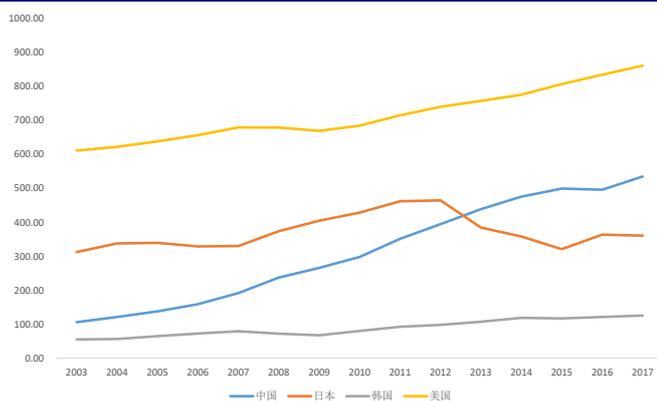
<b>一、中国化妆品行业发展现状：规模高速扩张，大众定位与美妆品类双轮驱动</b>	<b>2</b>
(一) 需求推动市场规模高速增长，经济下行的消极性周期影响有限	2
(二) 价格定位：大众市场为主，高端市场增长更快	3
(三) 剖析品类：护肤品市场为主，彩妆市场加速增长	5
<b>二、国产品牌困境：国际公司龙头地位稳固，本土公司后发追赶面临重重压力</b>	<b>7</b>
(一) 国际公司市场占有率遥遥领先，国产品牌奋起直追	7
(二) 国际品牌历史悠久，国产口碑积淀不足	11
(三) 国际公司产品矩阵丰富，国产品牌定位相对局限	13
(四) 国际化妆品研发领先，国产缺乏高端产品开发	15
(五) 国际化妆品把控定价权，国产毛利率水平受制	16
<b>三、国产化妆品突围之路：把握化妆品消费特征，借力渠道营销挖掘细分赛道机遇</b>	<b>17</b>
(一) 化妆品消费特征：爆款新品引发冲动消费，“研发+营销+渠道”拉动销售增长	17
1. 高端化妆品是消费者永恒的追求，高研发投入不可避免	17
2. 化妆品消费“非理性”，营销具有推动作用	18
3. 渠道终端促成冲动消费，线下形象构建品牌认知	19
(二) 国际公司成长经验：早期深耕核心品牌，后期自主研发+收购多元化品牌矩阵	19
(三) “中国特色”化妆品成长看点：受众基数大，行业集中度较低，细分领域崛起	21
1. 人均化妆品销售额提升空间大，大众市场增长稳定	21
2. 市场集中度较低，国产化妆品发挥空间广	22
3. 基本生产能力具备，部分细分行业有望带领国货崛起	22
<b>四、配置建议：关注大众美妆，推荐上海家化、珀莱雅</b>	<b>27</b>
(一) 上海家化：婴幼儿用品表现抢眼，佰草集焕新主推明星单品	28
(二) 珀莱雅：深耕低线城市大众美妆，多渠道提升品牌影响力	29
<b>五、风险提示</b>	<b>30</b>

## 一、中国化妆品行业发展现状：规模高速扩张，大众定位与美妆品类双轮驱动

### （一）需求推动市场规模高速增长，经济下行的消极性周期影响有限

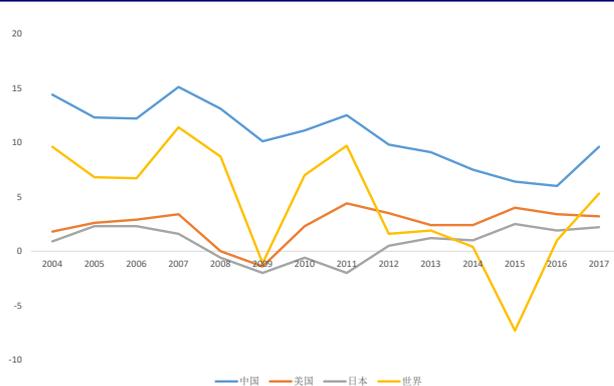
我国化妆品市场整体处于成长阶段，与美国、日本等成熟市场相比，中国化妆品市场增速处于高位。根据 Euromonitor 的统计，2017 年中国美容个护产品市场达到 3615.7 亿元，成为全球第二大化妆品市场，2012-2017 年复合增速为 7.7%，2017 年同比增长 9.64%，世界/美国/日本同期增速为 5.3%/3.2%/2.2%。总体上说，消费需求增加来源于人们对外表的重视程度增加、对美好形象的精神需求增加。随着美妆自媒体的发展与流行，人们对于化妆品的认识逐渐丰富，渐渐培养护肤化妆习惯，化妆品消费需求持续增长。

图 1: 2003-2017 年中、日、韩、美国化妆品市场规模(亿美元)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2004-2017 年中国、美国、日本、世界化妆品市场增速(%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

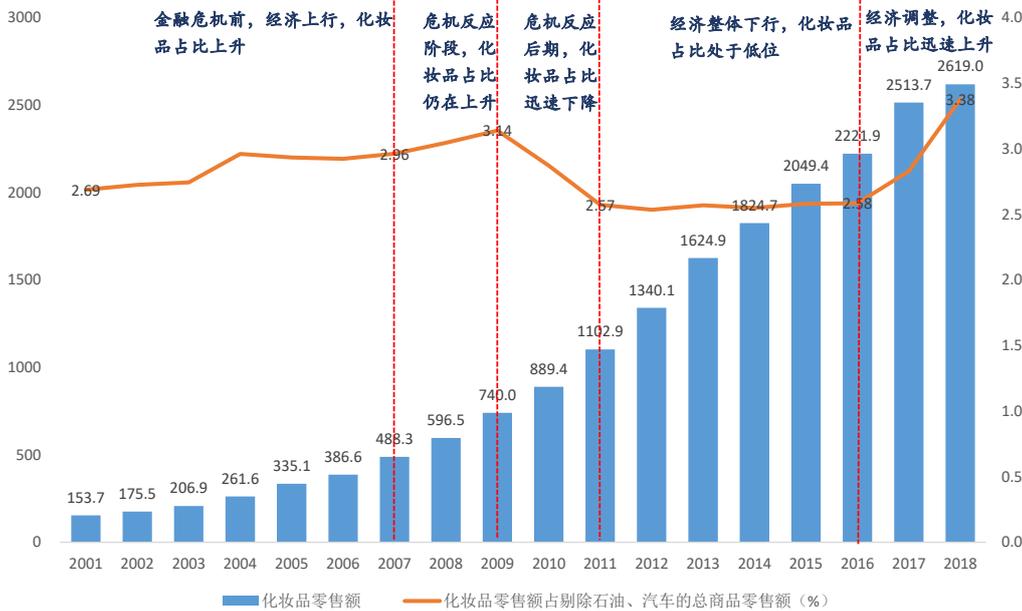
化妆品行业的经济周期性比较明显，化妆品零售增速与人均可支配收入、GDP 增速变动趋势相近。化妆品作为可选消费品，其品类层次丰富、价格跨度大，消费者的消费能力决定了对化妆品品类和价位的选择。又因消费者的消费能力受整体经济环境影响，所以化妆品市场的增速具有强周期性的特质。另外，相对于其他商品，人们对化妆品的消费配置对经济下行反应迟缓，对经济复苏反应敏感。2008 年金融危机前我国经济整体处于高速增长状态，人们对于化妆品的消费占比不断上升。金融危机后的短期内，化妆品消费的反应较为迟缓，化妆品消费占比仍在上升，在 2009 年末达到 3.14%（剔除石油、汽车）。在 2010 年经济反弹后，2011 年至 2016 年金融危机的消极影响持续，我国经济放缓，化妆品消费占比在 2010-2011 年迅速降低至 2.57% 后，2011-2016 年维持在 2.53%-2.58% 的低位。2016 年后我国经济调整，增速回升，人们对于化妆品的消费配置即刻上升，即便 2018 年经济增速再次放缓，化妆品消费的占比仍然升至 3.38%，可见人们的化妆品消费是对经济回暖更加敏感的。

图 3: 2001-2018 年化妆品、人均可支配收入、GDP 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2001-2018 年化妆品限额以上零售额及占比



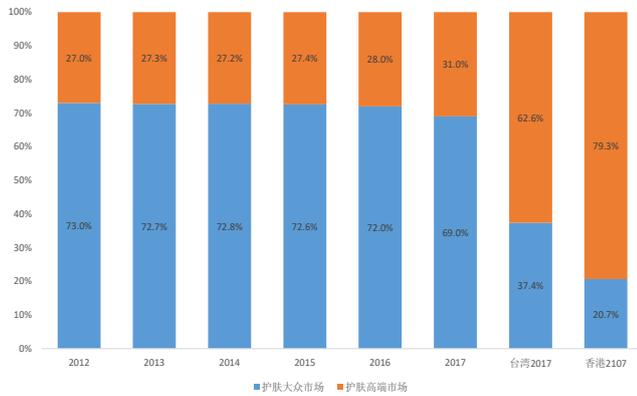
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 价格定位: 大众市场为主, 高端市场增长更快

我国化妆品市场以大众市场为主, 但高端市场增长更快并且占比不断提升。而在人们肤质和传统文化习惯相近、但人均可支配收入较高的台湾、香港市场中, 港台同胞人均化妆品的消费水平更高, 明显更加青睐高端化妆品。由此可见, 我国化妆品市场以大众市场为主的格局

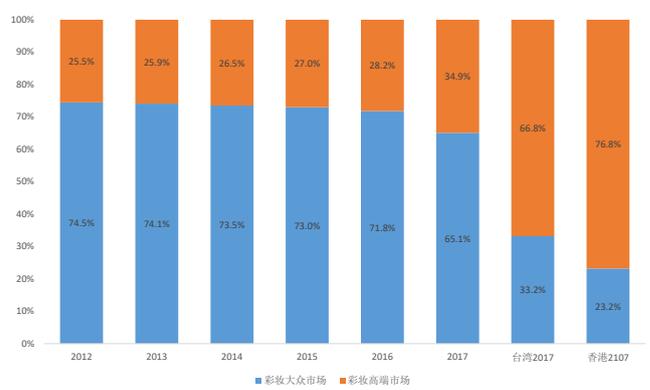
主要与人均可支配收入较低有关，并且随着我国人均可支配收入的增加，我国高端市场的比重将越来越大。

图 5：我国境内与港台护肤品大众市场与高端市场对比



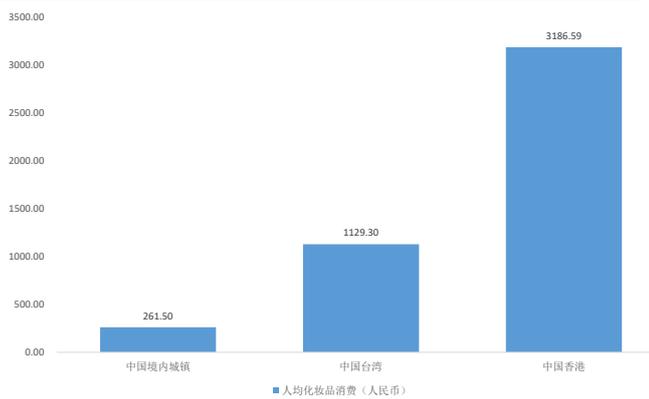
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 6：我国境内与港台彩妆大众市场与高端市场对比



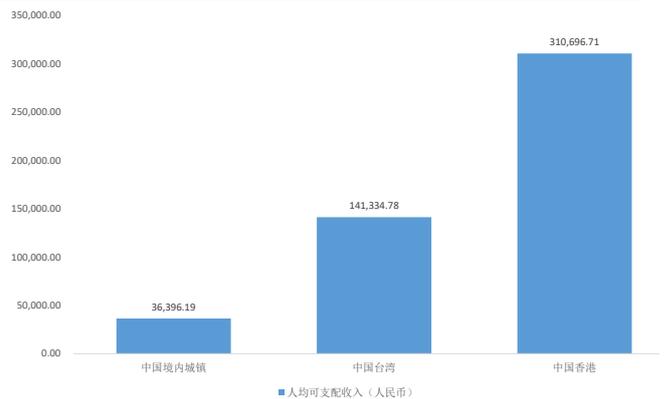
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 7：2017 年我国境内城镇与港台人均化妆品消费对比



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

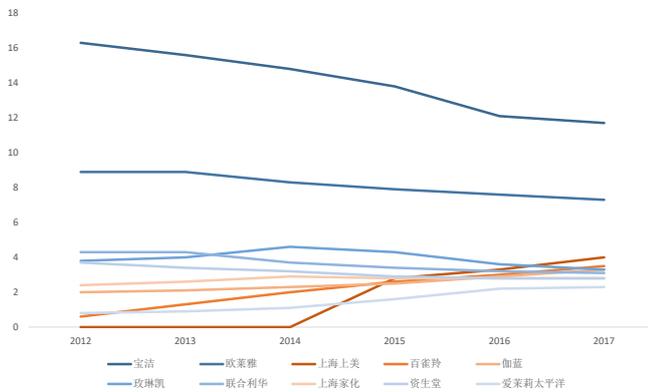
图 8：2017 年我国境内城镇与港台人均可支配收入对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

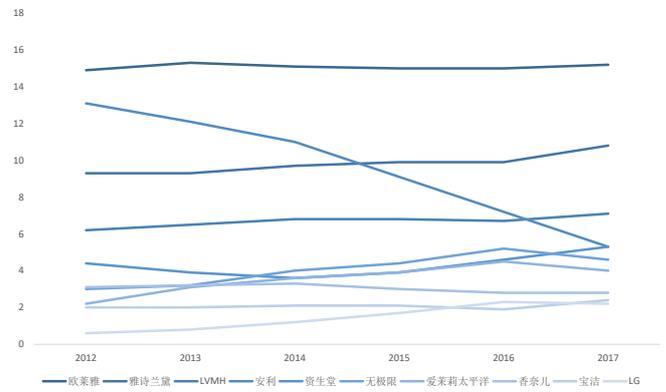
在我国大众市场的规模前列中，可以看到部分本土公司正在崛起，而在高端市场前列却不见本土公司身影。趋势上，随着本土公司的发展，大众市场的国际龙头市占率逐渐降低。这是由于在大众市场中，产品只需要达到基础的效果和要求，如保湿、安全、防腐、款式多样等，科研要求并不高。目前国产化妆品的生产水平已经达到基础水平，再配合上贴近国人心理的营销和低线城市的广泛渠道，所以国产化妆品得以在大众市场中提升地位。而在高端市场中，除了安利这一直销公司在中国市占率下降外，国际龙头公司地位十分稳固，本土公司很难跻身高端市场前列，因为高端产品必须达到更高的要求，如抗皱、紧致、不致敏、功效成分含量高、包装密封程度好等，科研要求很高，国产化妆品的水平尚未达到。

图 9：2012-2017 年中国大众化妆品市场前十公司市占率变化



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 10：2012-2017 年中国高端化妆品市场前十公司市占率变化

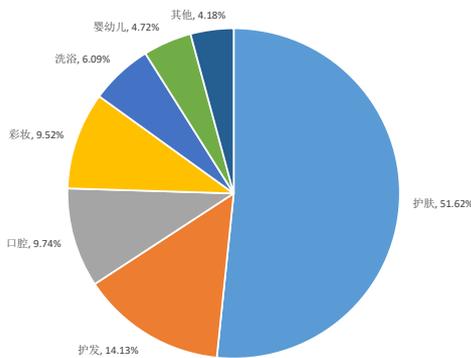


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

### （三）剖析品类：护肤品市场为主，彩妆市场加速增长

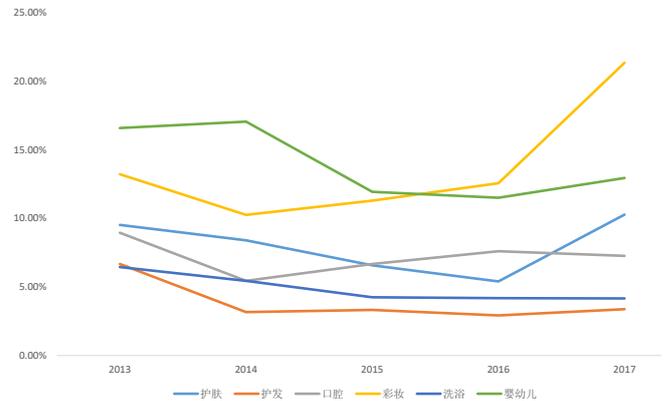
化妆品行业在国民经济行业分类（GB/T4754-2017）中，指作用在人体表面的，以达到清洁、消除不良气味、护肤、美容和修饰目的的日用化学工业产品的制造。主要产品按市场规模分为护肤品、护发品、口腔用品、彩妆、洗浴用品等，2017 年分别占有 51.62%、14.13%、9.74%、9.52%、6.09% 的市场份额。其中护肤品和彩妆市场近年增速较快，2017 年护肤品同比增长 10.27%，彩妆同比增长 21.35%。

图 11：2017 年化妆品分类占比



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 12：2013-2017 年化妆品分类市场增速



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

护肤品以面部护理为主。与洗护相比，面部护肤品具有单价较高和需求丰富的特点，因此奠定了护肤品作为化妆品主要品类的基础。随着女性进入青春期，面部油脂分泌增加，开始出现面部痤疮，同时爱美意识增强，因而开始关注并使用面部护肤品。随着年龄增长，女性的保湿、美白、抗皱等需求增加，对护肤品的功效要求增加，意味着所使用的护肤品单价增加。养成护肤习惯后消费者对护肤品的使用频次和需求稳定，因而护肤品占据化妆品市场的主要部分，2017 年中国护肤品市场达到 1866.55 亿元，同比增长 10.27%，2012-2017 年复合增速为 8.0%。

彩妆市场的快速增长一方面是由于基数较小、成长空间大，另一方面是源自于美妆自媒体（如小红书、微博、微信公众号等）对化妆技术和产品的普及。目前 80 后和 90 后女性是彩妆的消费主体，她们处于择偶与职业发展的黄金时期，对外表的关注与投入程度处于较高阶段。彩妆作为能够快速提升面部形象、改善精神状态的产品，其品牌营销也紧跟并推动时尚潮流的发展，切合 80 后和 90 后女性的爱美需求，因而得以快速增长，2017 年中国彩妆市场达到 344.17 亿元，同比增长 21.35%，2012-2017 年复合增速为 13.7%。

表 1：不同年龄段护肤需求

年龄段	护肤需求
0-12 岁	针对婴幼儿设计的无刺激保湿
13-18 岁	保湿、控油、祛痘
19-25 岁	保湿、补水、美白、控油、祛痘、抗氧化
25-35 岁	保湿、补水、美白、抗氧化、紧致、抗皱、祛痘
35 岁以上	保湿、补水、美白、抗氧化、紧致、去皱纹

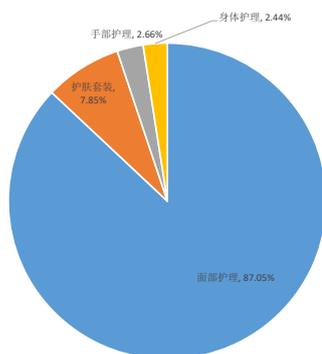
资料来源：中国银河证券研究院整理

表 2：不同阶段彩妆产品持有数（件）

阶段	唇部		面部							眼部			
	口红	bb 霜	气垫粉底	粉底液/膏	腮红	阴影	高光	遮瑕	定妆粉/喷雾	眉笔/粉	眼影盘	眼线	睫毛膏
小白级	1-2	1			1					0-1			
新手级	2-4	1	1		2-3	1	1-2	0-1	1	1	1-3	1	
熟练级	5-10		1	1	2-3	1	1-2	0-1	1	1	3-5	1	1-2
高手级	≥10			1-2	≥3	≥1	≥3	≥1	≥1	≥2	≥5	≥2	≥3

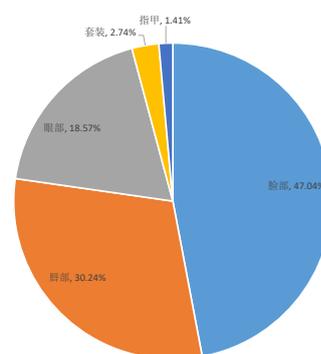
资料来源：中国银河证券研究院整理

图 13：2017 年护肤品分类占比



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 14：2017 年彩妆分类占比

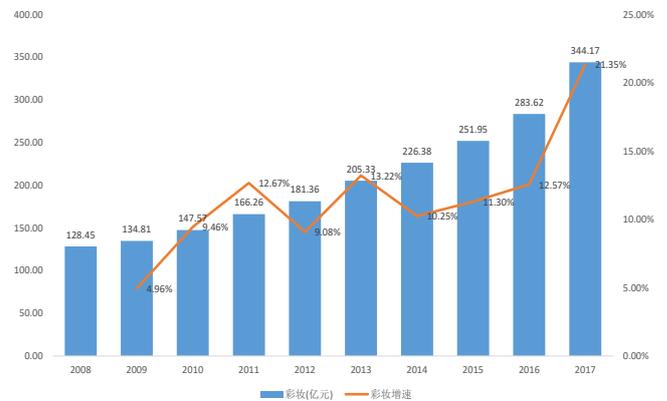


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 15: 2008-2017 年中国护肤品市场及增速



图 16: 2008-2017 年中国彩妆市场及增速



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

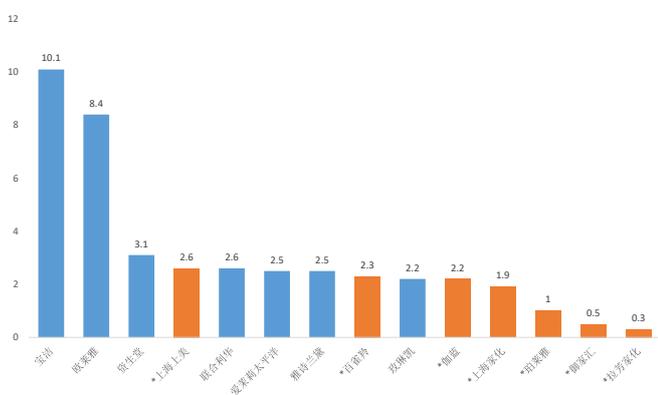
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

## 二、国产品牌困境: 国际公司龙头地位稳固, 本土公司后发追赶面临重重压力

### (一) 国际公司市场占有率遥遥领先, 国产品牌奋起直追

从市占率上看, 国际化妆品公司占据领先地位。宝洁 (1837 年成立于美国, 1988 年进入中国) 和欧莱雅 (1907 年成立于法国, 1996 年进入中国) 市占率分别为 10.1% 和 8.4%, 远超其他公司。对于本土公司而言, 在市占率前十的公司中仅占三席 (上海上美 2.6%、百雀羚 2.3%、伽蓝 2.2%), 市占率总体较低。而在本土上市公司较少, 而且市占率偏低 (上海家化 1.9%、珀莱雅 1.0%、御家汇 0.5%、拉芳家化 0.3%)。另外, 收入较高的群体经常采用出国旅游和代购的方式购买国际化妆品, 这部分销售额没有计入国内化妆品市场, 因而从中国消费者消费的角度上看, 国产化妆品真实的占比会更低。

图 17: 2017 年中国化妆品市占率前 10 公司与上市本土公司



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

国际化妆品公司市占率领先的原因一方面在于国际公司业务范围广, 品类齐全, 而规模靠

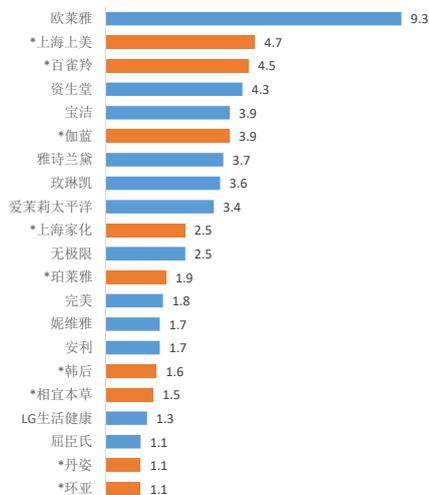
前的本土化妆品公司往往以护肤、彩妆品类为主，而洗护、口腔、香水等品类较少。另一方面，国际公司成立历史久，拥有品牌数量多，且在大部分本土品牌成立前就已经进入中国市场，因而在规模和口碑方面有天然的优势。由于国内外公司在业务范围和品牌数量上存在差异，因而有**需要分别从品牌和公司的角度看国产化妆品的竞争力，并且着重看护肤品和彩妆市场。**

具体从公司角度来看，市占率前二十的公司中，第一和第二名的市占率差距明显。护肤品市场中，第一名欧莱雅的市占率（9.3%）是第二名上海上美（本土）市占率（4.7%）的1.98倍，是规模最大的本土化妆品公司上海家化市占率（2.5%）的3.72倍。彩妆市场中龙头优势更为明显，第一名欧莱雅的市占率（27.8%）是第二名爱茉莉太平洋市占率（6.1%）的4.56倍，是国内第一的彩妆公司上海菲扬市占率（2.5%）的11.12倍。可见我国化妆品公司与国际龙头公司有较大差距。

然而从品牌角度上看，品牌市占率差距不如公司市占率差距明显。市占率前二十的护肤品牌中，第一名百雀羚（本土）的市占率（4.5%）是第二名玫琳凯市占率（3.6%）的1.25倍。彩妆品牌中，第一名美宝莲的市占率（13%）是第二名巴黎欧莱雅市占率（7.4%）的1.76倍。市占率前二十的护肤品牌中本土品牌有9个（含2个上市公司品牌：佰草集-上海家化、珀莱雅），说明本土护肤品牌具有一定优势，但由于品牌市占率差距并不太，我国护肤品品牌仍面临激烈的竞争环境。而市占率前二十的彩妆品牌中本土品牌仅4个（无上市公司品牌），说明本土彩妆品牌在市场规模上仍然与国际品牌具有较大差距，国际彩妆龙头优势明显。

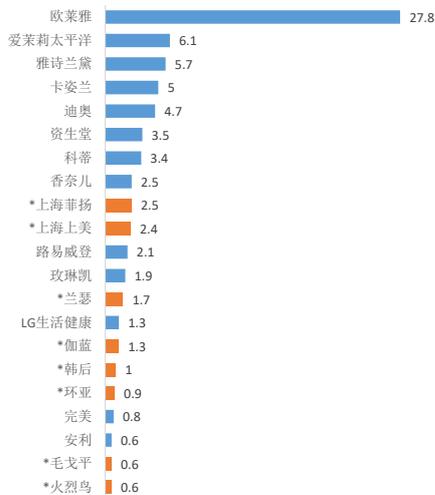
公司市占率差距较品牌市占率差距明显的原因在于，龙头公司品牌矩阵完备，规模优势明显。以欧莱雅公司的彩妆业务为例，旗下进入彩妆市占率前二十的品牌就有5个，分别为美宝莲（13%）、巴黎欧莱雅（7.4%）、兰蔻（2.6%）、伊夫圣罗兰（2.2%）、乔治阿玛尼（1.6%），覆盖低、中、高端三类价位的市场，5个品牌的彩妆市占率合计达26.8%。相比之下，我国化妆品公司的品牌矩阵显得十分单薄，国内第一的彩妆公司上海菲扬旗下仅有玛丽黛佳一个品牌。由此可见，品牌层面的竞争在于各自领域的单枪匹马，而公司层面的竞争却需要全方位多品牌的并肩作战，本土公司在丰富品类、打造多维品牌矩阵方面仍任重道远。

图 18：2017 年护肤品市占率排名前二十的公司（%）



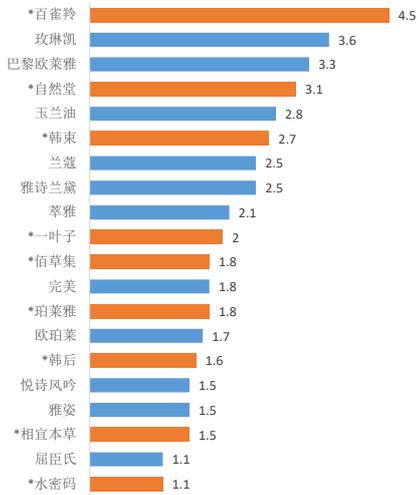
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理（带\*为本土公司）

图 19：2017 年彩妆市占率排名前二十公司（%）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理（带\*为本土公司）

图 20：2017 年护肤品市占率排名前二十品牌（%）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理（带\*为国产品牌）

图 21：2017 年彩妆市占率排名前二十品牌（%）



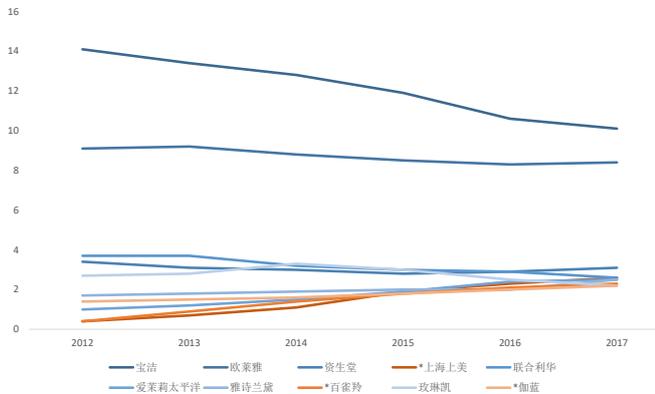
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理（带\*为国产品牌）

我们根据 2012-2017 年前十名化妆品公司及品牌的市占率变化分析近年来国内外公司及品牌的表现趋势。从**总体趋势**上看，除了宝洁公司市占率下滑明显以外（-4pct），市占率前十的国际公司的市占率处于比较平稳的状态（-1.1~+1.5pct），本土公司市占率有上升趋势（上海上美+2.2pct、百雀羚+1.9pct、伽蓝+0.8pct），说明国际公司市占率受崛起的本土公司影响有所动摇，但影响有限，国际公司仍处于市占率较高的龙头地位。

在**护肤市场**中，国际平价品牌巴黎欧莱雅、玉兰油市占率下滑明显（-2/-2.8pct），而国际高端品牌如兰蔻、雅诗兰黛市占率则稳中有升（+0.3/+0.5pct），国产品牌市占率上升趋势亮眼（百雀羚、韩束、一叶子、自然堂分别上升 3.7/2.1/2/1.2pct），而本土上市公司品牌则相对表现平平（佰草集+0pct，珀莱雅+0.1pct）。由此来看，虽然国际高端品牌的地位仍然难以撼动，但定位大众市场的国产品牌对国际平价品牌有一定抗衡能力，所以借助占比最大的大众市场，近年国产护肤品牌得以迅速崛起，迎头赶上。

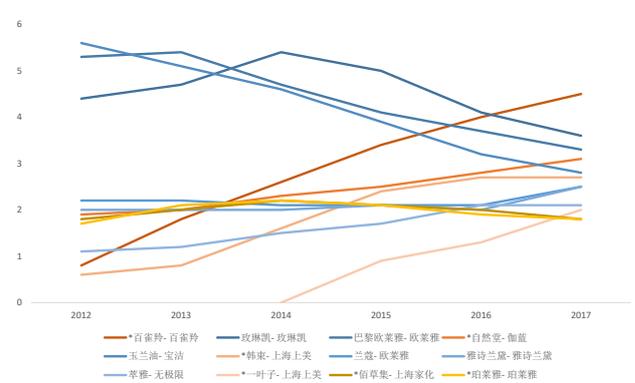
在**彩妆市场**中，国际平价的龙头品牌市占率大幅下降（美宝莲-8.2pct，巴黎欧莱雅-3.3pct），而国际中高端品牌市占率则稳中有升（+0.3~2.4pct），国产彩妆品牌市占率呈缓慢上升状态（玛丽黛佳+1pct、韩束+1.2pct）。由此来看，我国彩妆市场高端化发展比较迅速，国际中高端品牌地位稳中有升。另外，彩妆单价低、创新要求低，从而进入门槛低。近年来中日韩平价彩妆品牌数量皆快速增加，彩妆大众市场竞争加剧，因而国际平价品牌龙头（欧美品牌）市占率大幅下滑，国产品牌上升也比较缓慢。本土上市公司的彩妆产品占比少，因而市占率暂时不达前列。

图 22：2012-2017 年中国化妆品前十公司市占率变化



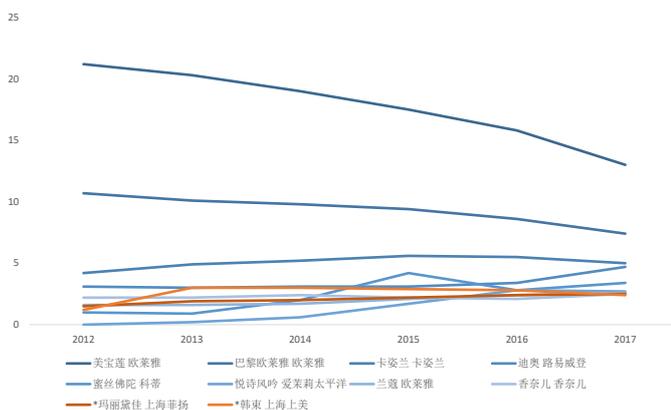
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 23：2012-2017 年护肤前十品牌+上市公司品牌市占率变化



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 24：2012-2017 年中国彩妆前十品牌市占率变化



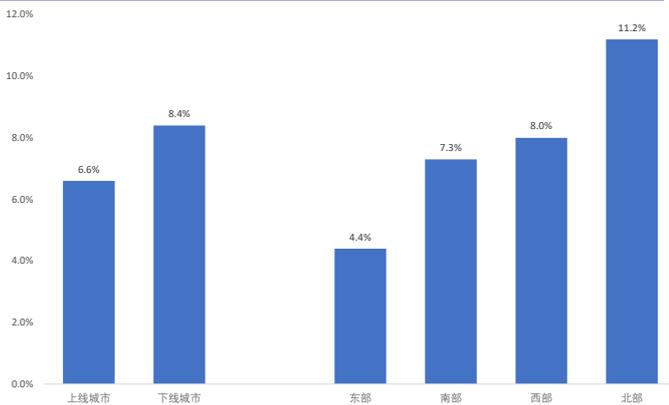
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

近年本土化妆品公司在整体化妆品市场中市占率有所上升，但主要是在大众市场挤出国际平价化妆品的市场份额，而高端市场中国际高端品牌市占率仍然坚挺。本土化妆品公司之所以能够提高在整体市场的市占率，原因有以下三点：

- ① 与欧美日韩等发达市场相比，中国人均可支配收入尚低，化妆品市场以大众市场为主。目前国产化妆品品质符合大众基本需求，营销到位，价格实惠，因而可以在大众市场中大展身手。
- ② 从化妆品（尤其是护肤、彩妆）的普及方向来看，往往是从发达城市开始，再到低线城市，再渗透到乡镇的过程。目前发达城市美妆普及度已经较高，低线城市美妆增速高于发达城市（如图 25 所示），因而渠道下沉低线城市的本土公司能够拥有更高的增速。与整体相比，低线城市人均收入更低，大众市场占比更大，国产品牌发挥空间更广。另外，国产品牌在低线城市的优势还在于，与国际品牌相比，部分国产品牌专门定位低线城市，在低线城市拥有更多分销渠道，如本土化妆品专营店（娇兰佳人、唐三彩、千色店等）、单品牌门店等，更容易为大众接触。而且由于国产品牌给化妆品专营店的折扣率较低，渠道商获得毛利率更高，更愿意向消费者推荐国产品牌。

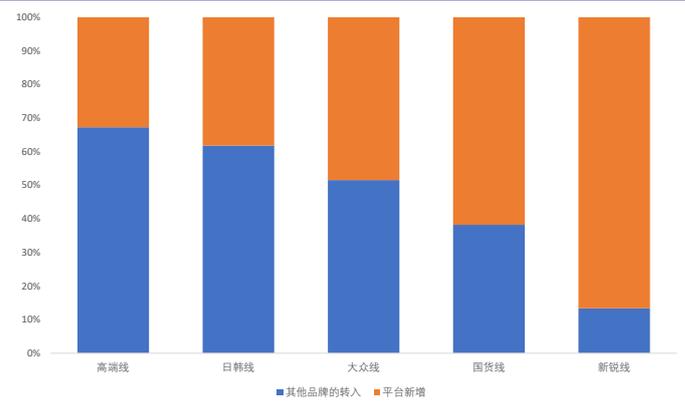
- ③ 从新晋化妆品消费者的角度看，国产品牌营销方式灵活、接地气，更受年轻消费者喜欢。本土公司在年轻人喜爱的综艺、电视剧中植入广告，请流量明星代言，并通过美妆博主分析推荐，能够吸引很多美妆护肤小白和愿意尝鲜的消费者注意。另外，新晋化妆品消费者往往年纪较轻，收入较低，而国产美妆价格偏低，适合美妆新手入门和练习。如图 26 所示，天猫的国产化妆品的新顾客 60% 左右来自平台的新增消费者，由此可以在一定程度上说明，国产化妆品比较受美妆新手欢迎。

图 25：2017 年中国美妆个护家清分地区消费额增速



资料来源：凯度，中国银河证券研究院整理

图 26：2016 年天猫各类型美妆品牌新顾客来源比例



资料来源：阿里数据，CBNData，中国银河证券研究院整理

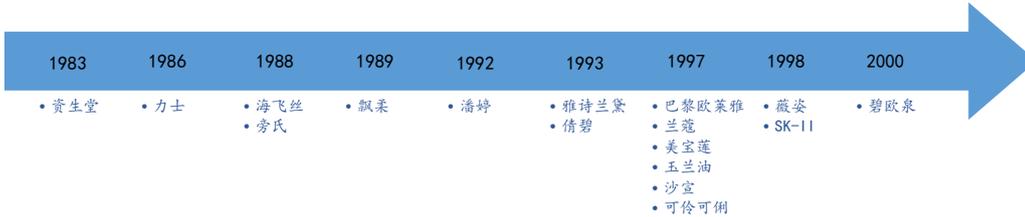
尽管如此，我们也要注意，一方面，目前本土化妆品公司仍然难以跻身高端市场，而高端市场的占比正在随人均可支配收入的提升而提升。另一方面，与国产化妆品相反，天猫平台上高端及日韩化妆品的的新顾客 60% 以上来源于其他品牌的转入（如图 26 所示），由此可以在一定程度上反映出国际及高端品牌对有化妆经验的人更具吸引力，随着中国化妆品市场和消费者变得更加成熟，国产化妆品将面临更大的来自国际化妆品的压力。

与此同时，我们认为国际化妆品公司在品牌影响力、产品矩阵、研发实力和议价能力上存在显著规模优势，因而国际公司的全球化妆品行业的龙头地位相对稳固，本土公司虽正在后发追赶，但面临来自国际的压力重重，短期内难以颠覆整体格局。

## （二）国际品牌历史悠久，国产口碑积淀不足

国际公司成立较早，具备较为完整和成熟的品牌矩阵，在国内的发展也比大多数国产品牌要早。在 20 世纪 80 和 90 年代国际日化巨头资生堂、宝洁、联合利华、雅诗兰黛、欧莱雅纷纷进入中国市场，这些公司在培育市场、教育消费者、引领行业成长上有重要作用，因而其话语权和影响力占据绝对优势。

图 27：1980-2000 年间国际品牌进入中国市场

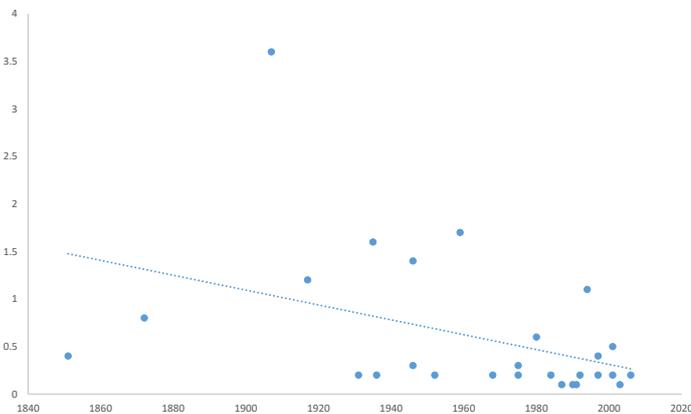


资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

不同于主场在洗浴、护发和口腔护理业务的宝洁、联合利华，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂的中国市场业务主要在护肤和彩妆，因而对国内化妆品公司的参考意义更大。观察欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂这三家国际巨头化妆品公司的旗下市占率较高品牌（市占率大于 0.1% 的品牌）的成立时间与化妆品市占率数据，可以粗略发现在同类价位的品牌中，成立时间越早，在中国市场占有率越高。之所以需要限定在同类价位中，是因为高价位品牌虽然具有悠久历史，但由于其价格高昂，在中国的市占率整体上低于中低价位品牌。

尽管如此，对这三家公司较高市占率品牌的数据进行汇总分析，品牌成立时间早晚与其市占率高低仍然有一定正相关关系，相关系数为 0.41。说明消费者对成立时间较长的品牌有一定的信赖，而且较长的历史对品牌口碑积淀和形象树立具有积极作用。

图 28：国际品牌成立时间与市占率（%）的关系图



资料来源：Euromonitor，公开资料，中国银河证券研究院整理

**表 3：国际巨头化妆品公司旗下市占率较高品牌（2017 年）**

公司	品牌	成立时间	价位	美容个护市占率%
欧莱雅	兰蔻	1935	高	1.6
	圣罗兰	1936	高	0.2
	乔治阿玛尼	1975	高	0.2
	科颜氏	1851	中	0.4
	理肤泉	1975	中	0.3
	薇姿	1931	中	0.2
	碧欧泉	1952	中	0.2
	巴黎欧莱雅	1907	低	3.6
	美宝莲	1917	低	1.2
	羽西	1992	低	0.2
	美即	2003	低	0.1
	资生堂	资生堂	1872	高
CPB		1997	高	0.2
欧珀莱		1994	中	1.1
PSA		1987	中	0.1
Za		1997	低	0.4
泊美		2001	低	0.2
悠莱		2006	低	0.2
雅诗兰黛	雅诗兰黛	1946	高	1.4
	海蓝之谜	1946	高	0.3
	芭比布朗	1991	高	0.1
	倩碧	1968	中	0.2
	魅可	1984	中	0.2
	悦木之源	1990	中	0.1

资料来源：Euromonitor，公开资料，中国银河证券研究院整理

**表 4：我国市占率较高公司及旗下品牌（2017 年）**

公司	品牌	成立时间	美容个护市占率%	
上海上美	韩束	2002	1.6	
	一叶子	2014	1	
百雀羚	百雀羚	1931	2.3	
	伽蓝	自然堂	2001	1.7
	美素	2001	0.4	
植物智慧	植物智慧	1997	0.1	
	上海家化	佰草集	1998	1
六神	六神	1990	0.3	
	高夫	1992	0.3	
	启初	2013	0.3	
美加净	美加净	1962	0.1	
	环亚	美肤宝	1999	0.6
滋源	滋源	2014	0.4	
	法兰琳卡	2002	0.3	
珀莱雅	珀莱雅	2006	0.9	
	韩后	韩后	2008	0.9
相宜本草	相宜本草	2000	0.8	
	丹姿	水密码	1998	0.6
御家汇	御泥坊	2012	0.5	
	薇诺娜	薇诺娜	2008	0.3
上海菲扬	玛丽黛佳	2006	0.2	
	郁美净	郁美净	1979	0.2

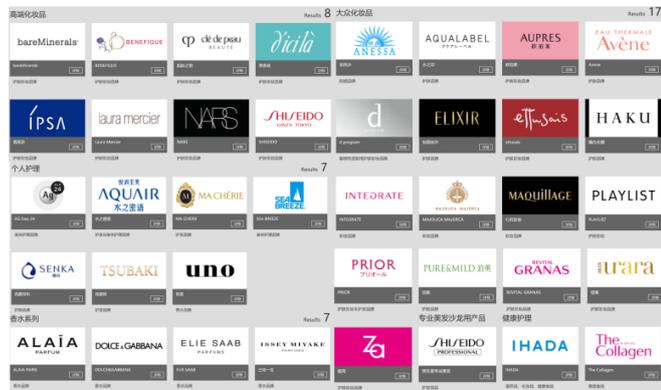
资料来源：Euromonitor，公开资料，中国银河证券研究院整理

我国化妆品公司主要成立于 20 世纪末以后，除百雀羚外，大部分国内化妆品公司与国际公司有近百年的差距，在口碑和消费者信赖度上有天生的不足。口碑的积淀很大程度上取决于持续的时间，持续时间久，往往意味着工艺成熟、质量稳定、受消费者支持，并且经历过市场的筛选。大部分本土化妆品公司自出生以来，就面临激烈的市场竞争和国际公司的强力挤压，成长环境与国际公司的成长环境不可同日而语。缺乏品牌口碑积淀，就很难享受品牌溢价，在某种程度上，本土化妆品公司不像纯粹的品牌零售，反而更像渠道零售。

### （三）国际公司产品矩阵丰富，国产品牌定位相对局限

本土化妆品公司业务相对集中，价格主要在中低区间，规模靠前的公司业务主要为护肤和彩妆，而洗浴、护发、口腔、香氛等美容个护的其他方面存在专门类的公司。国际化妆品公司业务范围广、品牌矩阵丰富，涉及护肤、彩妆、洗浴、护发、口腔、香氛等美容个护的各个方面，同时覆盖所有的价格区间、面对所有的消费群体。产品矩阵丰富的公司可以根据不同的市场环境调整投资方式，在面对不利的市场因素时更能游刃有余，因而国际化妆品公司经营稳定性更强，抗经济周期能力更强。

图 29：资生堂旗下部分化妆品品牌矩阵



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 31：上海家化旗下部分化妆品品牌矩阵



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

在品牌定位上，国际公司也有针对中国市场的品牌和从中国收购的本土品牌，其品牌理念、配方也十分符合中国消费者心理和需求。另外，即便不是专门针对中国市场，也有很多国际品牌采用中国消费者喜欢的中草药配方、天然植物配方、东方医学原理等作为品牌特点。总体而言，国际品牌定位多样，不乏适合并针对中国消费者的产品，国产品牌想从定位上吸引消费者并不见得拥有十足的优势。

表 5：定位切合中国消费者的国际品牌

品牌	来源	市场	2017 年中国市占率(%)	特点
欧珀莱	资生堂自创	中国专供	1.1	高品质支持素颜美
泊美	资生堂自创	中国专供	0.2	为年轻客群提供植物精华和科技护肤体验
悠莱	资生堂自创	中国专供	0.2	独有成分 D 氨基酸提供肌肤活力
大宝	本土，被强生收购	中国为主	0.3	简约、温和
羽西	本土，被欧莱雅收购	中国为主	0.2	运用高科技萃取保留纯净有效的中药护肤成分
美即	本土，被欧莱雅收购	中国为主	0.1	平价面膜+单片販售
WHOO 后	LG 自创	亚太为主	0.4	现代科学融合宫廷秘方与东方医学
悦诗风吟	爱茉莉太平洋自创	亚太为主	1.0	纯净自然与健康之美
雪花秀	爱茉莉太平洋自创	亚太为主	0.2	韩方原料，东方医学

资料来源：公司官网，Eoromonior，中国银河证券研究院整理

图 30：欧莱雅旗下部分化妆品品牌矩阵



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 32：2001-2018 财年欧莱雅、资生堂、上海家化营收增速



资料来源：公司财报，中国银河证券研究院整理

### (四) 国际化妆品研发领先，国产缺乏高端产品开发

目前国产化妆品产品的生产已经达到基础水平，能够实现基础的保湿、滋润和彩妆功效，但更加高阶的抗老、紧致等效果并未达到国际水平。人们更愿意相信欧美、日韩产品在高阶效果的科研水平。这一方面是由于我国化妆品工业起步较晚，而国际公司研发领先，例如资生堂、欧莱雅在 2000 年前就拥有许多突破性研发成果和多项专利（如图 33、表 6）。本土公司虽然研发费用率较高，但新品研发往往处于对国际热门产品的跟随状态，国际范围的创新突破比较少。

另一方面，我国化妆品公司规模较小，投入研发的资金实力不足，研发投入总体上远不及国外公司，所以在基础生物医药的科研水平和人才储备相对落后，基础研究应用于化妆品行业的速度相对较慢。尤其是高端定位的产品，其核心成分往往不是常规功效成分，独创的原料开发需要高昂的前期投入。例如，SK-II 独有清酒酵母和发酵技术使其核心成分 Pitera（半乳糖酵母样菌发酵滤液）具有超常的促进新陈代谢、美白、抗衰的功能，几乎支撑了其所有产品的发展。根据品牌描述，目前 SK-II 所使用的酵母是通过十年研究在 350 种酵母中筛选出来的，这样高昂的前期投入对本土公司而言难以轻易尝试，因而国际品牌独有的核心技术和成分的优势也是难以被超越的。

另外，我国行业规范在有些方面没有国外严格细致，并且在修订上存在时滞。例如对于防腐剂的规定中，欧盟在 2017 年 7 月 6 日公发布了禁止甲基异噻唑类唑啉酮（容易导致过敏）在驻留类化妆品中使用的规定，并在 2018 年 4 月 27 日起欧盟内全面禁售不合规定的产品，而中国在 2018 年 8 月 31 日才提出具有同等要求的拟修订意见征集，至今仍未落实。行业规范的落后一定程度上影响了本土公司对化妆品的研发效果，拖累国产化妆品的整体形象。

图 33: 资生堂重要研发突破时间图



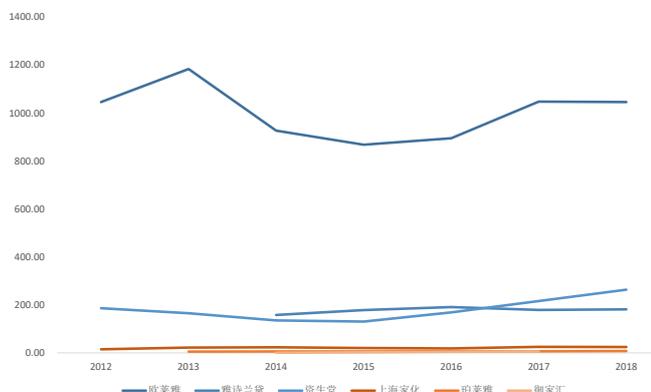
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

表 6: 欧莱雅研究开发的重要活性成分

年份	活性成分	作用	应用
1978	IONENEG	修复并顺滑头发纤维	Crescendo、美丝雅颜色产品以及 Dulcia 烫发产品
1993	麦色滤 SX	UVA 及 UVB 的均衡防护	防晒霜
1994	矿泉浮游生物	缓解肌肤老化	碧欧泉
1995	神经酰胺 R	促进干性皮肤角质层间的结构重建和坚实	兰蔻 Nutriforce

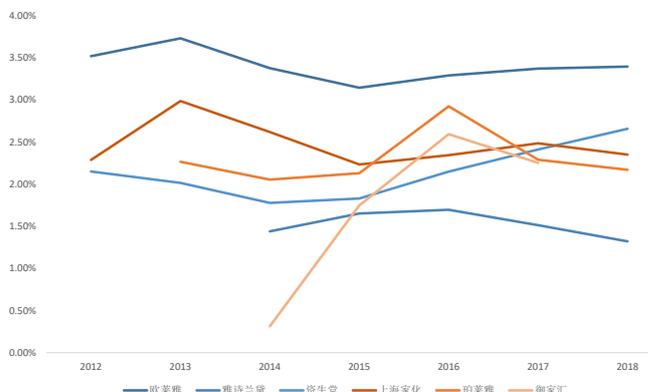
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 34：2012-2018 年国外、本土公司研发开支（百万美元）



资料来源：彭博，WIND，中国银河证券研究院整理

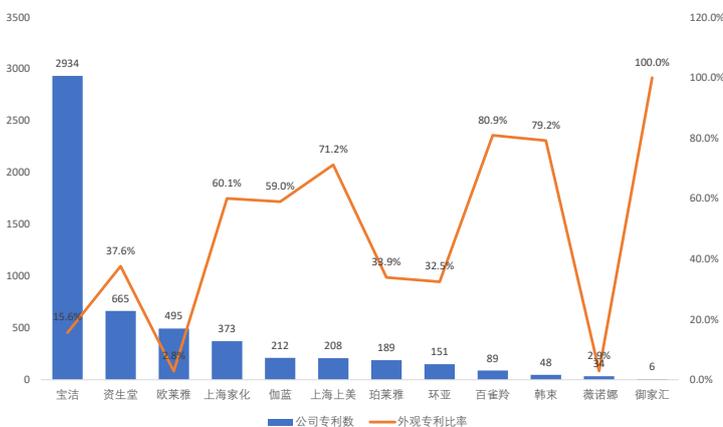
图 35：2012-2018 年国外、本土化妆品公司研发费用率



资料来源：彭博，WIND，中国银河证券研究院整理

从宝洁、资生堂、欧莱雅进入中国的专利数量与国内化妆品公司的专利数量对比上看，本土公司存在较大差距，而且部分公司的专利中属于外观专利的占比较大，因而专利含金量不高。不过，宝洁和上海家化的专利数较多，与他们的化妆品品类较多有关，不影响我们的整体判断。

图 36：化妆品公司有权和审核中的专利数（截至 2019 年 3 月）



资料来源：佰腾网，公司官网，中国银河证券研究院整理

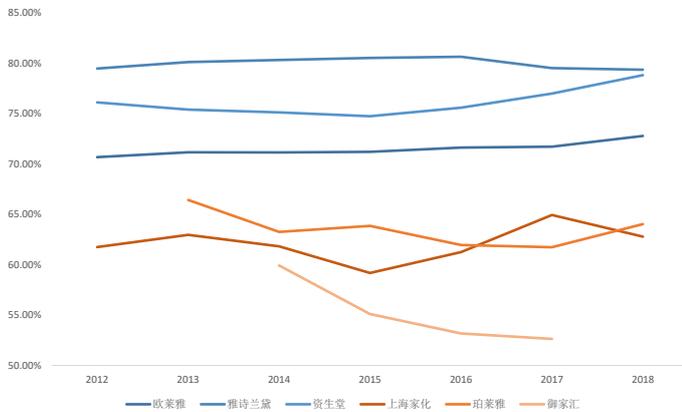
## （五）国际化妆品把控定价权，国产毛利率水平受制

国际化妆品公司拥有领先定价的能力而且毛利率较高，综合上述原因来看，一方面是国际品牌形象高大，拥有忠实的高端消费群体，对高价承受能力强；另一方面国际化妆品公司研发实力雄厚，把控核心技术和成分，不断推出突破性创新产品，同时也就拥有了对新品的定价权和较高的毛利率。

没有大集团的背书、雄厚财力和研发实力，本土化妆品公司不易开发出真正的、受消费者认可的高端产品。在这种情况下，走平价路线和以满足基础需求为主的国产化妆品很难拥有

价格提升空间，定价受制于国际化妆品的定价梯度。

图 37：2012-2018 年国际、国内公司毛利率



资料来源：彭博，WIND，中国银河证券研究院整理

### 三、国产化妆品突围之路：把握化妆品消费特征，借力渠道营销挖掘细分赛道机遇

我们在前面强调国际公司的优势与地位，并非无视当前国内化妆品市场繁荣而且国产化妆品蓬勃发展的现象。我们只是希望正视国际化妆品公司与本土化妆品公司的差距，正视国产化妆品上市公司与非上市公司间激烈的市场竞争，探索国产化妆品真正突破重围之路。我们通过剖析化妆品行业的消费特点和参考国际化妆品公司成长历程，来发掘化妆品公司发展的重要规律，并从本土角度挖掘国产化妆品的成长看点。

#### （一）化妆品消费特征：爆款新品引发冲动消费，“研发+营销+渠道”拉动销售增长

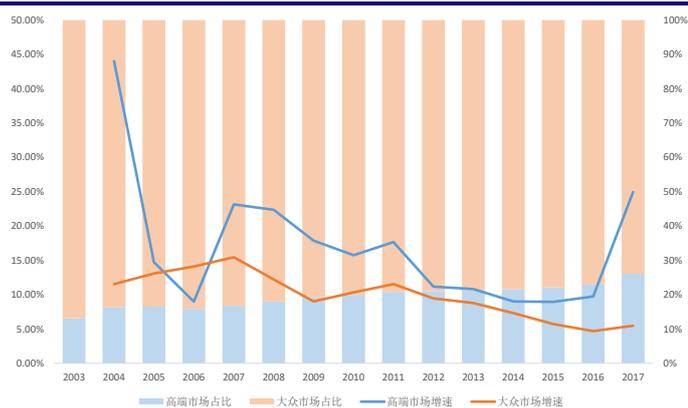
##### 1. 高端化妆品是消费者永恒的追求，高研发投入不可避免

高端化妆品往往具备更丰富的功效和体验，例如更安全的成分、更稳定的效果、更高级的质感、更精致的包装等，并且高端化妆品的专柜往往提供肤质测试、化妆、高科技体验等增值服务，在触觉、嗅觉、视觉上全方位为消费者提供愉悦享受。中国人均可支配收入提升，人们对自身修饰和精神满足的需求增加，越来越倾向于使用高端品牌和个性化产品。因此，尽管高端化妆品的功效与价格不成正比，仍有许许多多的消费者愿意为那增加的一点功效和体验支付超越产品本身的溢价。尤其是 80、90 后作为化妆品的主要消费群体，品牌意识加强和购买力提升，更愿意购买奢侈品旗下的口红、香水等几百元的耐用产品，仅比平价品牌贵 200~300 元，却能达到极致体验和精神奖励的效果，并相信自己所使用的产品与明星、名流一致而产生安慰感、平衡感。从某种程度上说，高端化妆品的卖点并不是产品本身，而是追求极致的态度和高贵奢华的体验，切合了人们对美好生活的向往之情。

国产化妆品以大众市场为主，往往给人实惠但质感不够精致的感觉，这与化妆品消费者的

爱美心理是不贴合的，因而国产化妆品很少能提供如国际高端产品般精神安慰的价值。在消费升级的大趋势下，中国化妆品市场高端化的趋势愈加明显，高端市场的增速在 2007 年后一直高于大众市场增速，在 2015 年后高端市场增速更是远超大众市场。高端产品的开发更需要长期的研发投入和积累，因而本土公司应尽力提高研发实力，增进产品精致度，才能往高端化发展。

图 38：2003-2017 年中国化妆品高端和大众市场占比及增速



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

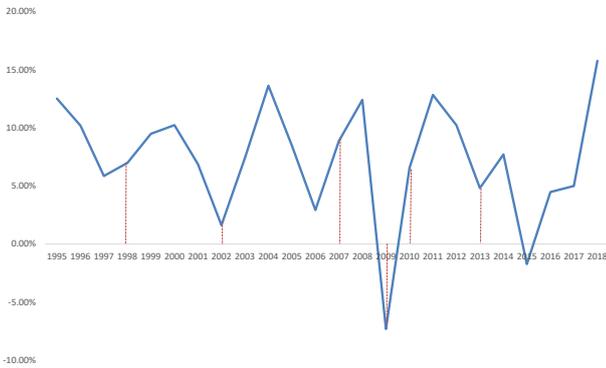
## 2. 化妆品消费“非理性”，营销具有推动作用

化妆品消费存在“非理性”的表现，新品和热门品往往能刺激消费需求，这与化妆品本身的特点有关。化妆品对皮肤改善往往只是起到辅助和维护作用，人们想要的嫩白肌肤其实与个人的天生肤质、年龄、生活习惯有着更大的关系。天生肤质、年龄、生活习惯是较难甚至无法控制的因素，而化妆品的使用却是可控的，且有风险低、价格较低、便于操作的优势(相对于医疗美容)，因而在可行性上给人们广阔的实施空间。又正是由于影响皮肤的因素多，而消费者又希望拥有最适合自己肤质和年龄的、效果显著的完美化妆品，于是又在信念上给了人们广阔的想象空间。

现实是，化妆品只有买了之后才知道是不是真的好用，而且没有一种产品能够同时满足所有需求。因而，当化妆品消费既有实施空间，又带来想象空间，此时消费者只要看到新品、热门品就有尝试和购买的欲望。这是导致化妆品消费表现出喜新厌旧、迷信权威、羊群效应等“非理性”现象的原因，也是营销靠讲故事、吸眼球、推新品的行径能够吸引源源不断的消费者的原因。因此，营销对推动化妆品销售具有重要意义，国产品牌应该顺应当下内容营销、跨界营销等热门营销趋势，为产品增添曝光度。

以雅诗兰黛 ANR 系列（小棕瓶系列）为例，作为该集团的核心品牌产品，其新品推出往往出现在营收增速放缓之时，从而拉动营收回升。由此可见，在产品实力不见得有显著提升、价格亦无明显优惠的情况下，推出新品即可为增速疲软的品牌营收打上强心剂。这并不符合理性的消费需求，但消费者喜新厌旧的“非理性”购买心理则暴露无遗。

图 39：1995-2018 年雅诗兰黛营收增速



资料来源：彭博，中国银河证券研究院整理

表 7：雅诗兰黛 ANR 系列新品推出时点

年份	新品
1991	特润修护露 ANR
1998	特润嫩白修护露 ANR
2002	眼部修护精华霜 ANR
2007	密集特润修护精华露 ANR
2009	DNA 精华霜 ANR
2010	即时修护眼部精华霜 ANR
2013	肌初赋活原生液

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

### 3. 渠道终端促成冲动消费，线下形象构建品牌认知

渠道直接面对消费者，是促成消费的最后而又关键的一环。渠道与营销密不可分，如果说营销是不断给消费者增添购买欲望，那么渠道则是让消费者将欲望转化行为的最后一根稻草。尤其是网购方便快捷的情况下，线上渠道的发展很大程度上促成了化妆品的冲动消费。消费者的化妆品信息来源主要是微信公众号、微博、小红书等内容平台。在博主对产品进行细致分析和推荐后，往往附有直达电商的链接，能够缩短消费者的考虑时间。不仅如此，线上渠道还有各类消费节日（如 38 女王节、618、双 11 等）的大促销（5-7 折），以及常年不定期（每月 2-3 次）的小促销（7-9 折），这些“限时优惠”更加容易促成冲动消费。

另外，零售渠道还是化妆品重要的曝光舞台。由于直面消费者，渠道形象深刻影响品牌形象。尤其在线下，店面展台的地段和档次一定程度上代表了所属品牌的档次。虽然消费者越来越喜欢线上购买化妆品，但线下渠道仍然是消费的重要一环，不一定在于零售，而在于给消费者直接的感知和体验。

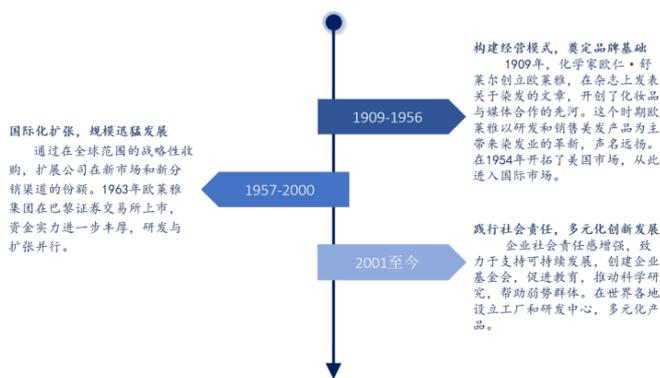
对于本土化妆品而言，不仅需要建设好线上渠道，渠道下沉低线城市也十分重要，原因在于：①低线城市实体店是消费者接触本土美妆、构建品牌认知的重要渠道。一方面，低线城市美妆渗透率较低，很多美妆小白并不了解产品的功效和用法，也很少在线上主动学习美妆技法，因而线下售货员的讲解和试用服务为小白留下对美妆的初步印象。另一方面，线上主要的美妆曝光渠道，如小红书、微博等，往往被国内外大牌占据主要舞台（受讨论的人数多）。在此情况下，新兴国产品牌渠道下沉低线城市，布局密集的门店和柜台，能让消费者形成深刻印象并认可品牌实力。②低线城市消费由于经济实力或接触渠道所限，对国际品牌并无执念。在品质相近的情况下，线下曝光广、渠道让利高、价格实惠的国产品牌更有吸引力。③低线城市人力成本较低，线下门店的配套服务更有效地提升消费者消费效用。线下门店的配套服务往往包括，肤质检测、产品试用、按摩、修眉、化妆等。低线城市消费者由于工作、生活节奏较慢，更有闲暇去体验线下消费。在消费者形成一定品牌认可度后，线上的销售情况也会变得更好。

### （二）国际公司成长经验：早期深耕核心品牌，后期自主研发+收购多元化品牌矩阵

国际化妆品公司往往都是先有一个单独的、成熟的品牌，发展多年后，口碑、技术都有所积淀，本身实力已经比较强大，资金充足，并发展国际业务，并为了丰富品牌矩阵自主研发子品牌或收购其他已经发展不错的品牌。欧莱雅（1907）成立 45 年后进入国际市场，成立 58 年后第一次收购品牌兰蔻；雅诗兰黛（1946）成立 14 年后设立海外第一家门店，成立 18 年后开发第二个品牌 Aramis；资生堂（1872）成立 59 年后向东南亚出口化妆品进入海外市场，成立 114 年后才开发第二个品牌 IPSA；爱茉莉太平洋（1945）成立 32 年后发展出口业务，成立 57 年后推出第二代化妆品品牌美露。由此看出，早期深耕核心品牌的研发和销售为这些国际公司积累了丰厚的资金和口碑，为后期开发新品牌提供资金和经验。

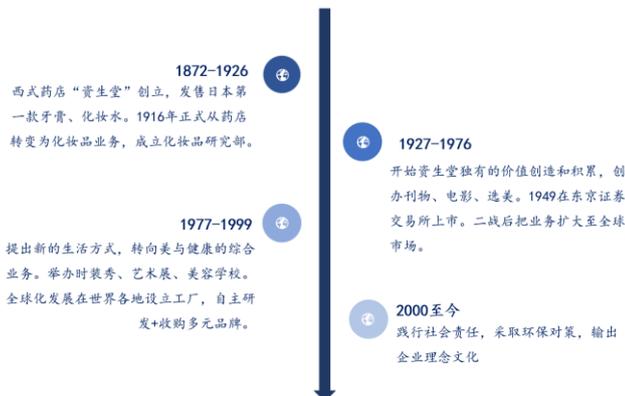
而很多国内化妆品公司核心品牌尚未塑造和发展成功，便开始开展其他品类的投入的开发，很可能造成所有旗下品牌竞争力都不强的局面。现阶段本土化妆品公司成立时间大多在二十年左右，资金和口碑积累不足，更**适合发展核心品牌和打造拳头产品，深耕研发，不宜盲目扩增品牌数量。**

图 40：欧莱雅发展历程



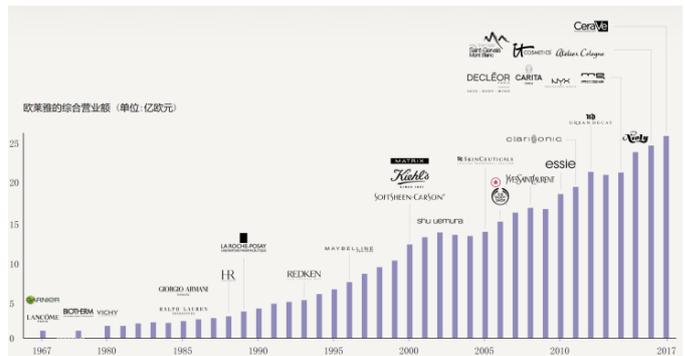
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 42：资生堂发展历程



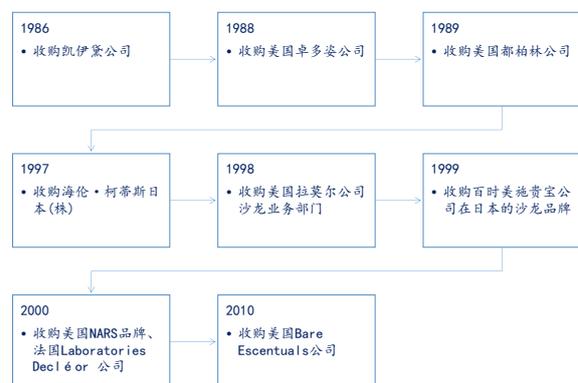
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 41：欧莱雅收购历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

图 43：资生堂收购历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

### （三）“中国特色”化妆品成长看点：受众基数大，行业集中度较低，细分领域崛起

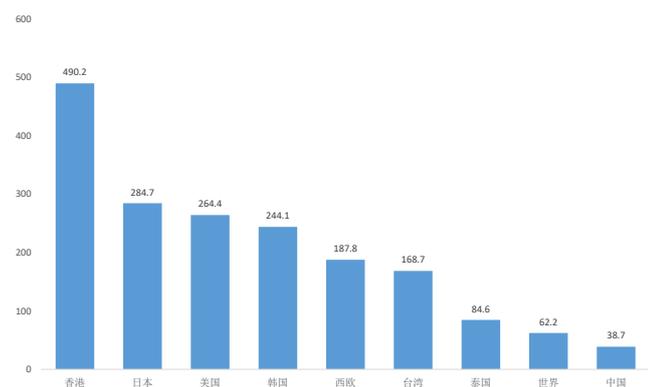
短期内我国化妆品仍以大众市场为主，而且化妆品市场集中度较低，本土化妆品公司仍有一定成长空间。国产护肤品借助互联网降低营销和零售成本，可以拥有相比以往更加快速的成长。中国人口基数大，化妆品市场整体容量大，且消费者需求呈现多样化并不断变化。国产化妆品只要紧跟市场潮流，夯实研发基础并开发创新，即便在基础化妆品领域也能拥有一定比例的产品拥护者，获得长足发展。国产护肤品品牌（百雀羚、韩束、自然堂等）能够跻身市占率前列是最好的证明。

#### 1. 人均化妆品销售额提升空间大，大众市场增长稳定

目前中国境内人均化妆品的销售额较低，为 38.7 美元，低于发达市场、周边地区和世界水平。一方面，是因为人均消费水平不足导致的购买频次和购买的金额不够高。另一方面，则是由于化妆品渗透率不够高。中国的现代护肤和化妆理念主要是由上世纪八九十年代国际化妆品公司在开拓中国市场时大肆推广的，因而由发达城市居民最先开始接触，而低线城市及乡镇则较晚接触护肤和化妆。即便人们对化妆品大类的使用习以为常，但在细节程度上也依然有相当一部分人群没有使用精细步骤的护肤品、彩妆、香水、脱毛膏等产品的习惯。

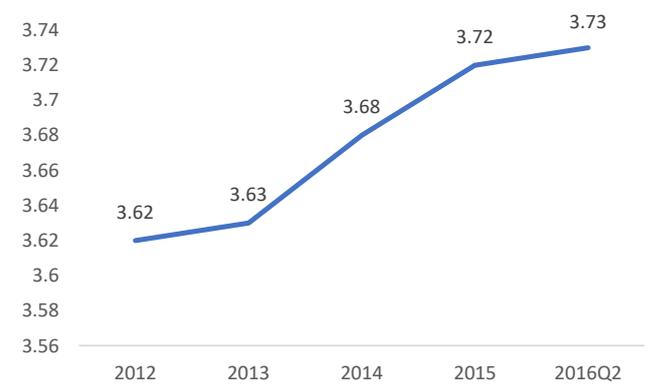
随着互联网零售和美妆媒体对化妆品的推广，加上可支配收入提升，化妆品使用将不断普及和深化，中国化妆品市场有较大成长空间。并且，十几年来中国化妆品市场的增长速度一直处于较高并高于世界平均水平，说明中国化妆品市场成长动力充足。化妆品的渗透方向主要为高收入向低收入、一二线城市向三四线城市，而中低收入或低线城市的化妆品消费者往往是从平价化妆品开始的，因而尽管高端市场的占比在提升，大众市场仍然有稳定和较大的成长空间，其中正在崛起的国产化妆品也可以从中获利。

图 44：2017 年中国及部分地区人均化妆品消费额（美元）



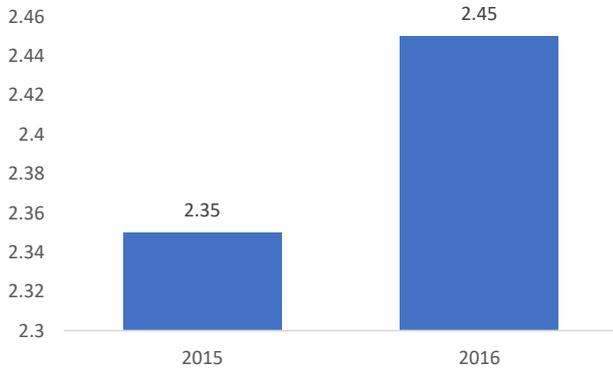
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 45：2015-2016 年线上购买护肤品种类数



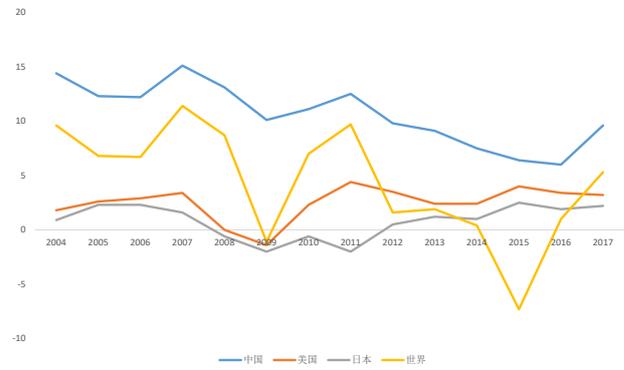
资料来源：凯度消费者指数、阿里大数据，中国银河证券研究院整理

图 46：2012-2016 年消费者年均购买不同类型的化妆品数量



资料来源：凯度消费者指数、阿里大数据，中国银河证券研究院整理

图 47：2004-2017 年中、美、日、世界化妆品市场规模增速(%)

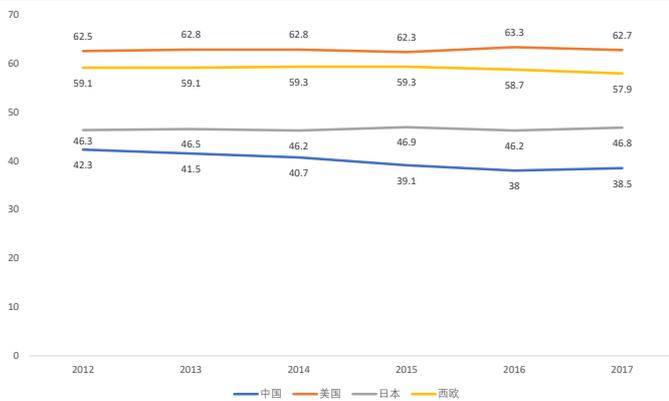


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

## 2. 市场集中度较低，国产化妆品发挥空间广

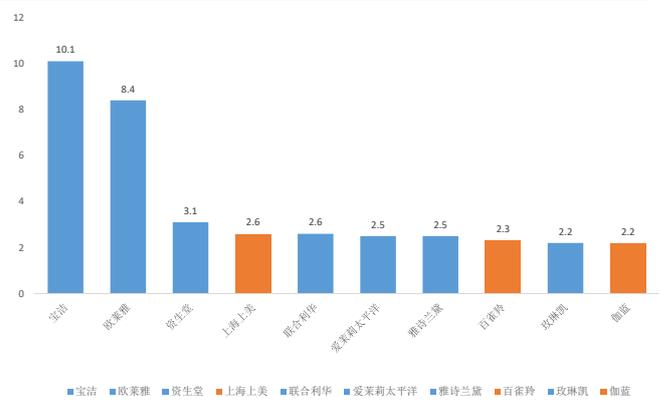
与成熟的欧美日化妆品市场相比，我国化妆品市场集中度较低，说明市占率靠前的国际公司并没有形成垄断优势，本土公司仍有发挥空间。在市占率前十名的公司中，除了前两遥遥领先外，剩下的国内外化妆品公司的市占率差距并不大，未来或许有更多本土公司跻身市占率前十名。

图 48：2012-2017 年欧美中日化妆品市占率 CR10 (%)



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 49：2017 年中国市占率前 10 家公司



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

## 3. 基本生产能力具备，部分细分行业有望带领国货崛起

在经历了近 30 年的发展，国产化妆品的生产可以达到基础到中等水平，在洁面、面膜、眼影、眉笔、润唇膏、护手霜、身体乳等要求不高的产品上具有性价比优势，可以利用这些基础产品吸引消费者并通过不错的使用效果积累口碑、树立品牌形象和提高消费者的留存度。为避免与国际化妆品品牌市占率、研发、口碑等强势方面的正面竞争，现阶段国产化妆品能够迅速崛起的细分行业需要满足三个条件中至少两者：①市场规模较大且增长较快，市场集中

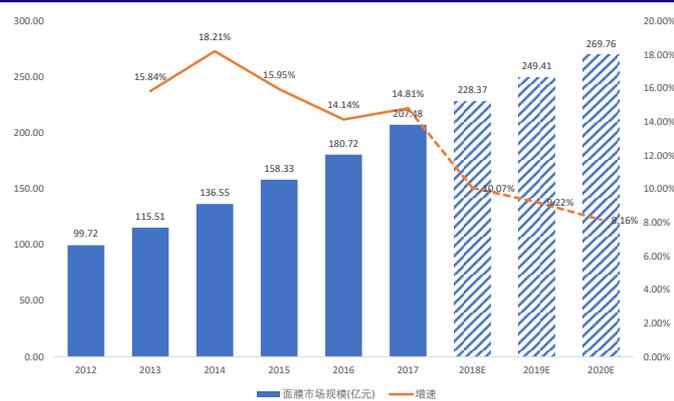
度较低，从而发挥空间广，竞争压力小；②技术难度较低，大众市场占比较高，从而利于平价的国产化妆品发展；③产品翻新快，营销推动效果明显，从而利于新晋者追上前沿步伐。我们建议关注本土化妆品公司在面膜、彩妆（口红、眼妆）、婴幼儿洗护用品等细分行业的布局，请看我们的具体分析。

**面膜：低单价+快补水，助力国产化妆品快速成长**

面膜是近年来的热门产品，也是推动国产化妆品市场份额提升的一类细分行业。2017年中国面膜零售额达到207.48亿元，2012-2017年的年复合增速为15.8%，属于增速最快的面部护肤品，国产面膜在线上销售表现不错，在市占率前十名中占据主要份额。

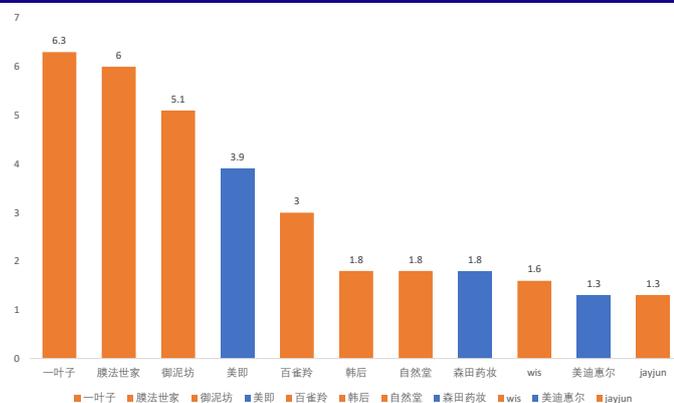
面膜的特点是单价低、消耗快，购买频次较高，容易受营销推广而推动销售量的增加。对于专业面膜品牌而言，面膜种类丰富，不断推出新概念，激发消费者好奇心和尝鲜欲，较低的单价使得消费者更容易尝试。对于综合类护肤品品牌而言，由于面膜单价低，使用时间短，往往是消费者的入门产品，消费者通过面膜的使用体验来感受所属品牌的大体水平，进而再考虑是否继续尝试该品牌下其他品类，所以面膜的布局对综合类护肤品牌十分重要。均价上看，国产面膜更具价格优势，也更容易为消费者所接受。

图 50：2012-2020 年中国面膜市场规模及增速



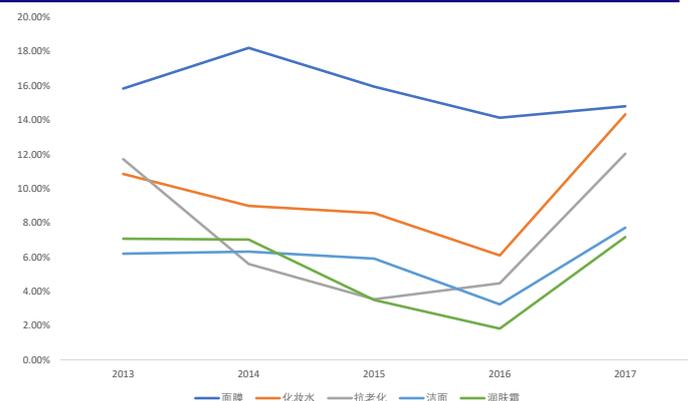
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 52：2017 年线上面膜市占率前十品牌



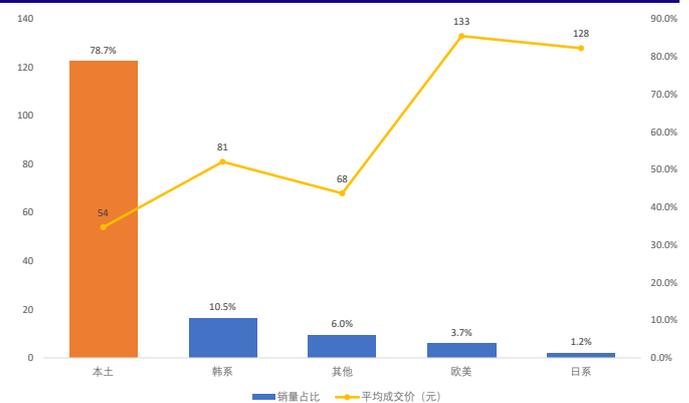
资料来源：星图数据，中国银河证券研究院整理

图 51：2013-2017 年各面部护肤品增速



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

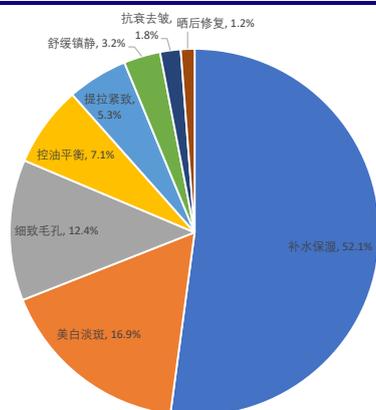
图 53：2016 年线上各类别面膜销量占比及均价



资料来源：星图数据，中国银河证券研究院整理

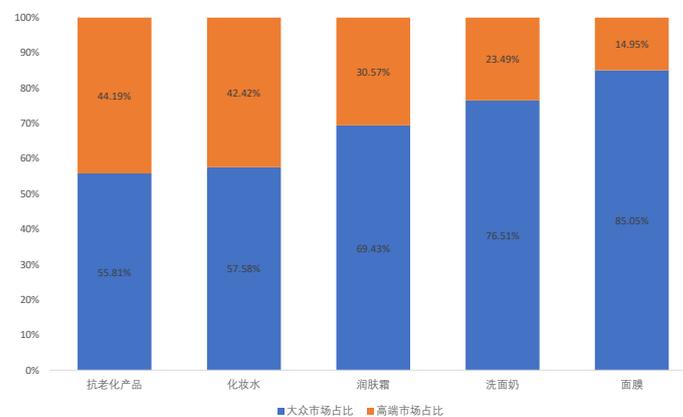
另外，面膜的作用原理简单，短期效果明显，平价面膜容易满足基础需求。从市场份额上看，消费者对面膜的要求主要在于补水保湿这一基础功能。面膜的构成较为简单，分为面膜纸和精华液。面膜具有短期较明显功效的主要原因是，面膜纸阻碍水分蒸发，提高皮肤表面温度和保持角质层较高的湿润程度，可以更好地吸收精华成分，呈现出比较饱满水润的状态，因而平价面膜就可以满足人们补水的需求。虽然很多平价面膜声称有抗皱、紧致、净白的功效，其实更多是出于营销和多样化的考虑，实际上很难实现，因为起效成分的含量较低。其实，皮肤在快速补水之后也能立马呈现暂时光滑、细腻和白净的状态，因而消费者即使对平价面膜的效果有所怀疑，也愿意再三尝试和购买平价面膜。一般而言，技术难度越低的产品，大众市场的占比越高，因此与其他面部护理产品相比，面膜的大众市场份额非常高，适合深耕大众市场的本土公司快速发展。

图 54：2016 年线上各功效面膜市场份额



资料来源：星图数据，中国银河证券研究院整理

图 55：2017 年各面部护肤品类高端和大众市场占比

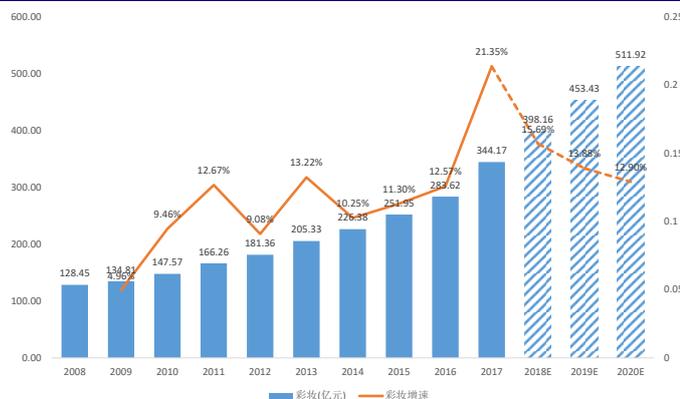


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

### 彩妆：营销推动高增速，国产口红、眼影紧追潮流成长空间大

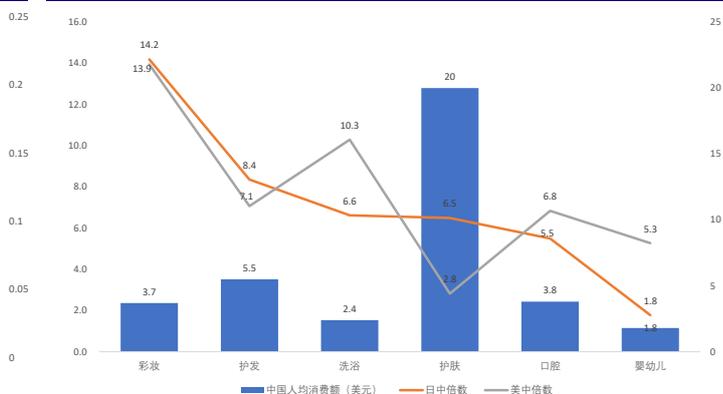
彩妆是中国化妆品市场中增速最快的一级细分行业，2017 年中国彩妆市场达到 344.17 亿元，同比增长 21.35%。同时，与成熟市场相比，彩妆也是人均消费水平差距最大的行业，2017 年日本的人均彩妆消费额是中国人均彩妆消费额的 14.2 倍，远高于护发/洗浴/护肤/口腔/婴幼儿的相应倍数 (8.4/6.6/6.5/5.5/1.8)，意味着中国的彩妆行业有较大成长空间。

图 56：2008-2020 年中国彩妆市场及增速



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 57：2017 年细分行业中国人均消费额及日中、美中倍数



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

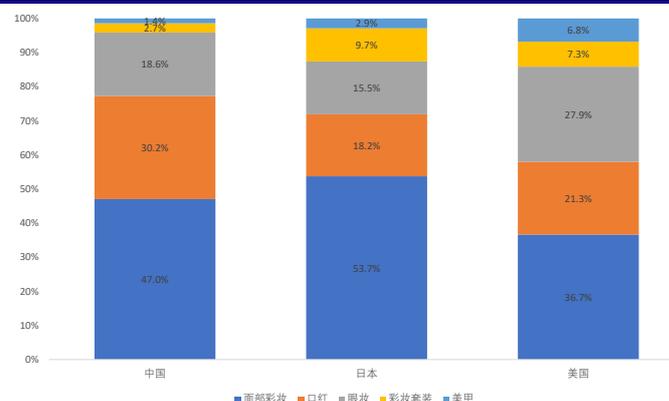
彩妆主要分为面部彩妆、口红和眼妆等，2017 年面部彩妆、口红和眼妆的市场规模分别达到 161.9 亿元、104.1 亿元和 63.9 亿元。其中口红增速最快，面部彩妆增速其次，2012-2017 年面部彩妆、口红和眼妆年复合增长率分别为 16.8%、14.5%和 9.0%。面部彩妆以底妆为主，与口红一同成为最基础的入门产品，底妆能遮盖面部瑕疵和提亮肤色，而口红使用最为简单且能明显提升气色，因而两者份额较高、增速较快。而眼妆相对精细，有一定使用难度，在中国彩妆渗透率不高的情况下，眼妆的发展相对滞后。而与化妆习惯渗透率较高的美日市场相比，中国眼妆相比口红的占比偏低，因而预期未来随着中国人化妆习惯的普及和深化，眼妆增速和占比将有所提升。

图 58：2012-2020 年眼妆、口红、面部彩妆市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 59：2017 年中国、日本、美国彩妆分类占比



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

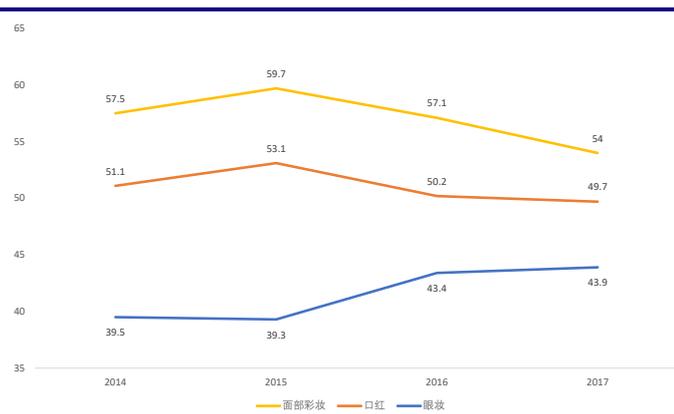
在面部彩妆、口红和眼妆未来市场增速皆可观的情况下，口红和眼妆是现阶段国产彩妆（尤其是国产上市公司彩妆）比较可能突破的细分行业。

原因一，口红和眼妆市场集中度较低，来自市占率前端的竞争压力较低，利于新兴国产彩妆。在面部彩妆、口红和眼妆各自的市占率前 10 的品牌占比分别为 54%、49.7%和 43.9%。因而从市场集中度的角度上看，本土公司在面部彩妆细分中面临的竞争压力较大，而在口红和眼妆中竞争压力较小，成长空间较大。

**原因二，口红、眼影对材质、成分等研发创新要求较低，国产品牌比较容易跟上国际水平。**以底妆为主的面部彩妆对产品的色泽、持久度、抗氧化性等品质要求比较高，因为诸如粉底、BB霜等产品需要在全脸范围使用，对皮肤影响比较大，很多消费更愿意相信大品牌、老品牌的质量。另外，由于每个人的肤色、肤质（干性、油性、混合）存在差异，所适合的底妆产品也有所不同，而国际品牌的底妆更为细分，有针对不同肤色和肤质的产品，因而受众比较广泛。而口红和眼影的使用范围局限在唇部和眼部，只要颜色好看，消费者对口红和眼影的其他品质容忍度比较高。

**原因三，口红、眼妆都是同品牌内价格相对较低、色彩质地品类繁多、消耗较慢的产品，同时购买频次比较高，更容易受新品推广和营销的推动。**消费者对面部彩妆的选择比较固定，一般会将手头的产品用完再购买新品，而对于色彩繁多的口红、眼妆则往往不会等到用才买新品。因为不断变化的潮流需要用不同颜色质地的彩妆进行搭配，而且明星、网红、美妆博主在公共视野里出现的不同妆容中，口红色号、眼妆类型最容易被模仿。再加上口红、眼妆的价格比较低，消费者对其消费更加随性、“非理性”，更容易受到新品刺激和年轻化、潮流化的营销吸引。近年比较流行的彩妆跨界合作中，也往往选取口红、眼影作为跨界演绎对象。

**图 60：2014-2017 年眼妆、口红、面部彩妆 CR10 占比 (%)**



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

**表 8：彩妆跨界合作**

跨界品牌	产物
故宫+润百颜	口红
娃哈哈+（非品牌）彩妆	眼影
周黑鸭+御泥坊	口红
肯德基+玛丽黛佳	口红、指甲油
王者荣耀+魅可	口红
可口可乐+菲诗小铺	口红、眼影、气垫粉底
麦当劳+梦妆	口红

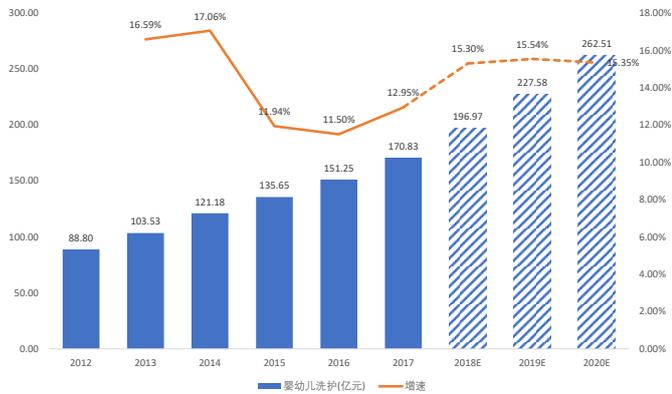
资料来源：中国银河证券研究院整理

**婴幼儿洗护用品：**

婴幼儿洗护用品也是近年中国化妆品市场中增速较快的细分行业，2017 年中国婴幼儿洗护市场达到 170.83 亿元，同比增长 12.95%，2012-2017 年年复合增长率为 14.0%。婴幼儿洗护用品近年较快的成长得益于二胎政策的开放和人们随着收入增长对婴幼儿护理产品认识的加深。相比其他细分行业，我国婴幼儿洗护市场集中度较低，说明龙头竞争优势不明显，新兴国产品牌机会较大。而国产品牌市占率进入前 30 的市占率合计有 19.7%，占前 30 市占率的 39.7%，说明婴幼儿洗护市场中国产品牌有一定优势，其中上海家化旗下的启初在三年内（2014-2017）市占率由 0.6% 上升至 5.3%，成为市占率第二的品牌，表现突出。

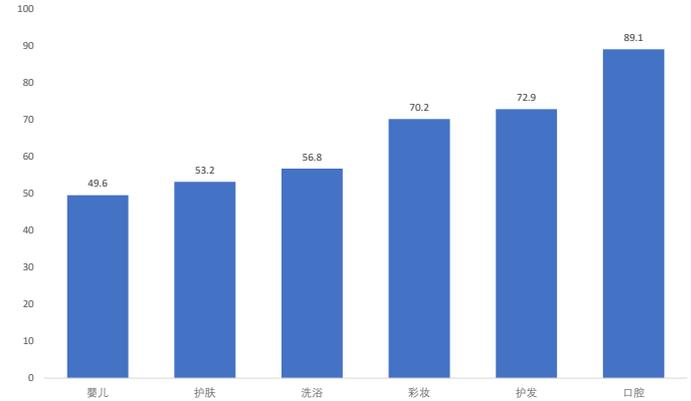
国产品牌可以在婴幼儿洗护市场前列中拥有一席之地原因在于，婴幼儿洗护用品比较强调成分安全、作用温和，却又不像成年人化妆品一般有多功能要求。由于成分比较简单，对创新研发的要求相对不高，像上海家化等老牌化妆品厂完全有生产婴幼儿洗护用品的实力。

图 61：2012-2020 年婴幼儿洗护市场规模及增速



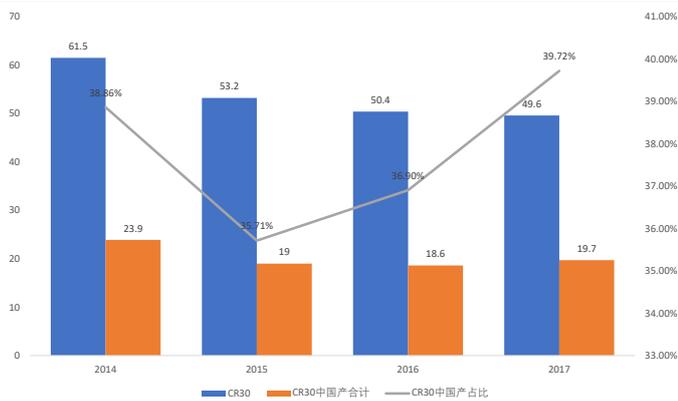
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 62：2017 年化妆品各细分行业 CR30 市占率 (%)



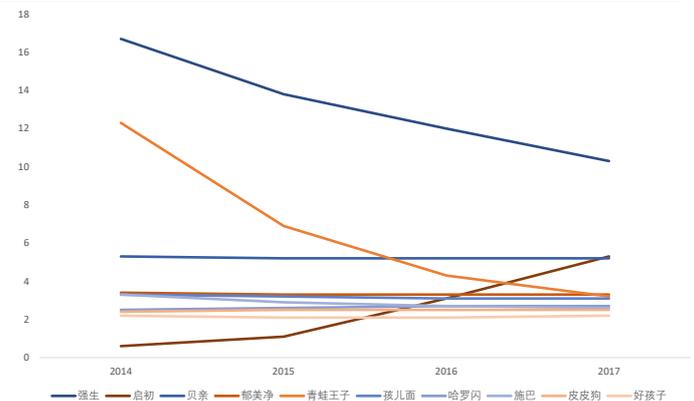
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 63：2012-2017 年婴幼儿市场 CR30 市占率及国产占比



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 64：2014-2017 年 CR10 婴幼儿洗护品牌市占率变化



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

## 四、配置建议：关注大众美妆，推荐上海家化、珀莱雅

我国 A 股中化妆品上市公司较少，以美妆为主的有上海家化（600315.SH）、珀莱雅（603605.SH）和御家汇（300740.SZ），以洗护为主的有拉芳家化（603630.SH）和名臣健康（002919.SZ），以口腔护理为主的有倍加洁（603059.SH）、两面针（600249.SH），还有覆盖美妆上游代工厂及下游线上线下渠道的青岛金王（002094.SZ）。

我国化妆品市场以美妆市场为主，美妆（护肤+彩妆）占比 61.46%，洗护（洗浴+护发）占 20.21%，口腔护理占 9.74%，同时美妆市场增速较快，美妆、洗护、口腔护理 2012-2017 年复合增速分别为 8.79%、4.18%、7.18%，且美妆市场集中度相对较低，比较适合本土公司发展，因而比较看好以美妆为主的公司。

目前我国化妆品仍以大众市场为主，且随着人均可支配收入上升有较大成长空间。未来随着化妆品下沉三四线城市，更多人开始接触美妆，国产化妆品市占率将有一定提升。结合我们之前的分析，我们认为在细分品类，如面膜、彩妆（口红、眼妆）、婴幼儿洗护用品，布局并发展良好的公司未来营收增长更快，更加值得关注。

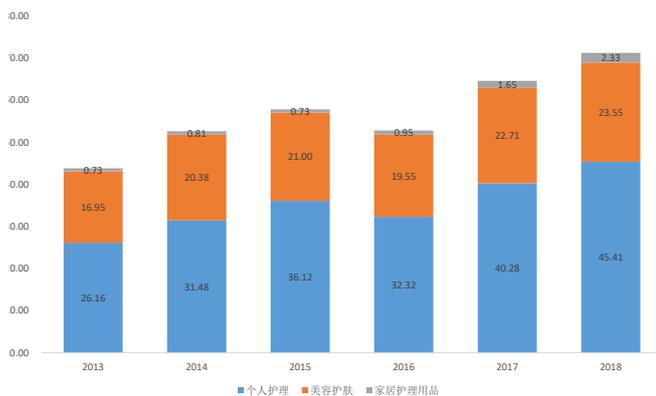
## （一）上海家化：婴幼儿用品表现抢眼，佰草集焕新主推明星单品

上海家化（600315.SH）旗下品牌和品类丰富，其中美容护肤包括佰草集、双妹、玉泽、美加净等品牌；个人护理包括六神、高夫、汤美星、启初等品牌；家居护理包括家安品牌。在上海家化齐全的品类中，近年个人护理用品表现优异。2018年上海家化整体实现营业收入71.38亿元，个人护理用品占63.62%，同比增长12.27%。2018年整体营收较上年增加6.55亿元，其中个人护理产品的贡献最大，占78.92%。上海家化的个人护理包括六神、高夫、汤美星、启初等品牌，其中汤美星贡献营收增量29.85%，六神、高夫、启初合计贡献49.08%。上海家化生产和研发实力领先，有充足能力生产价格实惠、品质优秀的个人护理用品，顺应我国化妆品市场先大众渗透再整体升级的趋势。

个人护理用品中包含我们看好的婴幼儿洗护行业，其中启初品牌表现抢眼。这个2013年成立的牌子用4年时间做到了中国婴幼儿洗护用品市场的第二名，2017年市占率达到5.3%。虽然距第一名强生公司的市占率仍有5个百分点的差距，但我们认为，继上海家化收购英国高端婴幼儿品牌汤美星后，婴幼儿用品品类和销售渠道进一步丰富，拥有向海外市场 and 高端母婴市场拓展的能力，因而我们预测启初品牌的市占率仍有较大上升空间，将在未来预测维持高速增长并给上海家化带来更大的收益。

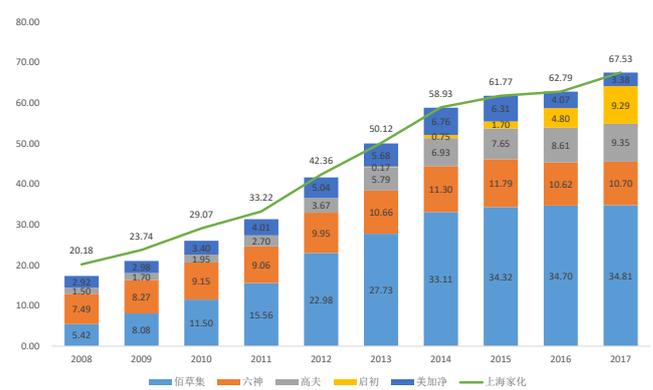
另外，从Euromonitor统计的国内零售数据来看，2017年佰草集品牌为上海家化贡献51.6%的国内零售额，是公司的主力品牌。佰草集品牌主要生产中草药配方的护肤品，同时注重运用尖端技术与研发，成为国产化妆品中的高端代表，并在2015年推出彩妆产品。佰草集在国内拥有超过1500多家门店和专柜，并在2008年开始进入海外市场。2019年上海家化对整个佰草集的品牌进行重新梳理和调整，更加顺应时下的消费趋势和需求的变化，集中营销资源来打造明星单品，上半年主打冻干面膜，下半年主打太极的日月精华。佰草集下四个系列产品分别针对入门级、中高端、高端和敏感皮肤的消费群体，针对性更强，营销和服务更加细化。

图 65：2013-2018 年上海家化分品类营收（亿元）



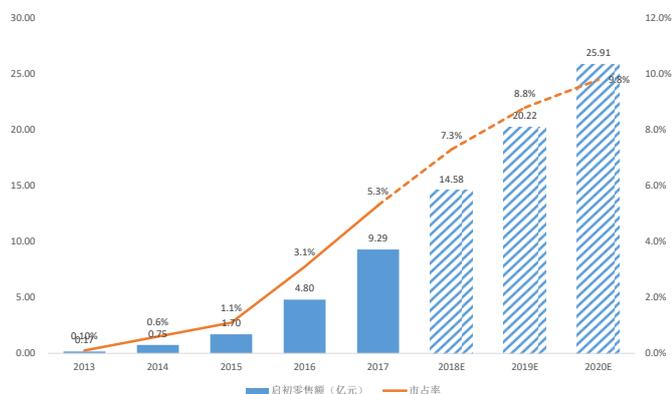
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

图 66：2008-2017 年上海家化分品牌零售额（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 67：2013-2020E 年启初零售额及市占率预测



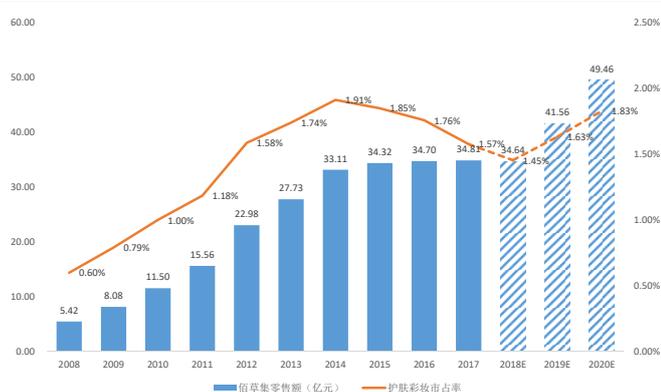
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 68：2014-2020E 年启初及行业增速预测



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 69：2008-2020E 年佰草集零售额及市占率预测



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 70：2009-2020E 年佰草集及行业增速预测



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

## （二）珀莱雅：深耕低线城市大众美妆，多渠道提升品牌影响力

珀莱雅 (603605.SH) 公司以珀莱雅为主力品牌，定位于二三四线城市白领，2018 年珀莱雅品牌营收占比为 88.77%。同时还有优资莱、韩雅、悠雅、猫语玫瑰、悦芙媞等美妆品牌，均定位于三线及以下城市的年轻女性。根据 Euromonitor 的数据，珀莱雅公司专注于中国最广阔的大众市场，护肤和彩妆产品零售额占 99% 以上，适应于我国化妆品市场以大众市场为主，以护肤彩妆为主的现状。根据公司分类，2018 年护肤类、洁肤类、美容类（彩妆）分别占营收的 90.29%、8.51% 和 1.20%，未来彩妆是公司主推品类，2019 /2020 计划占比向 5% /10% 发展，未来占比向 20% 发展。针对公司战略，珀莱雅不断且快速地推出新兴化妆品，例如水光安瓶、泡泡面膜、运动彩妆等等，并通过冠名综艺、真人秀等节目增加曝光度，体现出清晰的目标针对性和敏捷的市场执行力。

珀莱雅覆盖日化专营店、商场、超市、单品牌店、电子商务等多渠道销售网络，形成渠道矩阵，抓住渠道变革增长契机。2018 年珀莱雅电商渠道发展最快，电商平台营收占比 43.57%，

同比增长 59.91%。另外，珀莱雅通过门店优化和网点数量增加提高线下表现，2018 年实现线下增长 16.88%。至 2018 年底，主品牌珀莱雅的线下经销商数量为 100 余家，日化专营店销售终端网点达 13000 余家。并且，珀莱雅从 2016 年起坚定布局单品牌店，2018 年优资莱单品牌店开店超 500 家，2019 年将持续重推单品牌店发展。

图 71: 2013-2020E 年珀莱雅零售额及市占率预测



图 72: 2008-2020E 年珀莱雅及行业增速预测



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

## 五、风险提示

化妆品行业市场竞争日益激烈;研发费用投入与产出低效;品牌建设与渠道扩张不及预期。

## 插图目录

图 1: 2003-2017 年中、日、韩、美国化妆品市场规模 (亿美元)	2
图 2: 2004-2017 年中国、美国、日本、世界化妆品市场增速 (%)	2
图 3: 2001-2018 年化妆品、人均可支配收入、GDP 增速	3
图 4: 2001-2018 年化妆品限额以上零售额及占比	3
图 5: 我国境内与港台护肤品大众市场与高端市场对比	4
图 6: 我国境内与港台彩妆大众市场与高端市场对比	4
图 7: 2017 年我国境内城镇与港台人均化妆品消费对比	4
图 8: 2017 年我国境内城镇与港台人均可支配收入对比	4
图 9: 2012-2017 年中国大众化妆品市场前十公司市占率变化	5
图 10: 2012-2017 年中国高端化妆品市场前十公司市占率变化	5
图 11: 2017 年化妆品分类占比	5
图 12: 2013-2017 年化妆品分类市场增速	5
图 13: 2017 年护肤品分类占比	6
图 14: 2017 年彩妆分类占比	6
图 15: 2008-2017 年中国护肤品市场及增速	7
图 16: 2008-2017 年中国彩妆市场及增速	7
图 17: 2017 年中国化妆品市占率前 10 公司与上市本土公司	7
图 18: 2017 年护肤品市占率排名前二十的公司 (%)	8
图 19: 2017 年彩妆市占率排名前二十公司 (%)	8
图 20: 2017 年护肤品市占率排名前二十品牌 (%)	9
图 21: 2017 年彩妆市占率排名前二十品牌 (%)	9
图 22: 2012-2017 年中国化妆品前十公司市占率变化	10
图 23: 2012-2017 年护肤前十品牌+上市公司品牌市占率变化	10
图 24: 2012-2017 年中国彩妆前十品牌市占率变化	10
图 25: 2017 年中国美妆个护家清分地区消费额增速	11
图 26: 2016 年天猫各类型美妆品牌新顾客来源比例	11
图 27: 1980-2000 年间国际品牌进入中国市场	12
图 28: 国际品牌成立时间与市占率 (%) 的关系图	12
图 29: 资生堂旗下部分化妆品品牌矩阵	14
图 30: 欧莱雅旗下部分化妆品品牌矩阵	14
图 31: 上海家化旗下部分化妆品品牌矩阵	14
图 32: 2001-2018 财年欧莱雅、资生堂、上海家化营收增速	14
图 33: 资生堂重要研发突破时间图	15
图 34: 2012-2018 年国外、本土公司研发开支 (百万美元)	16
图 36: 化妆品公司有权和审核中的专利数 (截至 2019 年 3 月)	16
图 37: 2012-2018 年国际、国内公司毛利率	17
图 38: 2003-2017 年中国化妆品高端和大众市场占比及增速	18
图 39: 1995-2018 年雅诗兰黛营收增速	19
图 40: 欧莱雅发展历程	20

图 41: 欧莱雅收购历程.....	20
图 42: 资生堂发展历程.....	20
图 43: 资生堂收购历程.....	20
图 44: 2017 年中国及部分地区人均化妆品消费额 (美元) .....	21
图 45: 2015-2016 年线上购买护肤品种类数.....	21
图 46: 2012-2016 年消费者年均购买不同类型的化妆品数量.....	22
图 47: 2004-2017 年中、美、日、世界化妆品市场规模增速 (%) .....	22
图 48: 2012-2017 年欧美中日化妆品市占率 CR10 (%) .....	22
图 49: 2017 年中国市占率前 10 家公司.....	22
图 50: 2012-2020 年中国面膜市场规模及增速.....	23
图 51: 2013-2017 年各面部护肤品增速 .....	23
图 52: 2017 年线上面膜市占率前十品牌.....	23
图 53: 2016 年线上各类面膜销量占比及均价 .....	23
图 54: 2016 年线上各功效面膜市场份额 .....	24
图 55: 2017 年各面部护肤品类高端和大众市场占比.....	24
图 56: 2008-2020 年中国彩妆市场及增速.....	25
图 57: 2017 年细分行业中国人均消费额及日中、美中倍数 .....	25
图 58: 2012-2020 年眼妆、口红、面部彩妆市场规模及增速.....	25
图 59: 2017 年中国、日本、美国彩妆分类占比.....	25
图 60: 2014-2017 年眼妆、口红、面部彩妆 CR10 占比 (%) .....	26
图 61: 2012-2020 年婴幼儿洗护市场规模及增速.....	27
图 62: 2017 年化妆品各细分行业 CR30 市占率 (%) .....	27
图 63: 2012-2017 年婴幼儿市场 CR30 市占率及国产占比 .....	27
图 64: 2014-2017 年 CR10 婴幼儿洗护品牌市占率变化 .....	27
图 65: 2013-2018 年上海家化分品类营收 (亿元) .....	28
图 66: 2008-2017 年上海家化分品牌零售额 (亿元) .....	28
图 67: 2013-2020E 年启初零售额及市占率预测 .....	29
图 68: 2014-2020E 年启初及行业增速预测.....	29
图 69: 2008-2020E 年佰草集零售额及市占率预测.....	29
图 70: 2009-2020E 年佰草集及行业增速预测.....	29
图 71: 2013-2020E 年珀莱雅零售额及市占率预测.....	30
图 72: 2008-2020E 年珀莱雅及行业增速预测.....	30

## 表格目录

表 1: 不同年龄段护肤需求.....	6
表 2: 不同阶段彩妆产品持有数 (件) .....	6
表 3: 国际巨头化妆品公司旗下市占率较高品牌 (2017 年) .....	13
表 4: 我国市占率较高公司及旗下品牌 (2017 年) .....	13
表 5: 定位切合中国消费者的国际品牌.....	14

表 6: 欧莱雅研究开发的重要活性成分 .....	15
表 7: 雅诗兰黛 ANR 系列新品推出时点 .....	19
表 8: 彩妆跨界合作 .....	26

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 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）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 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。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 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%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 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。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 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。该评级由分析师给出。

**李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。**

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

## 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，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）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

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。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 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  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn