

商业贸易

证券研究报告

2019年09月02日

只有消费升级？换种方式看化妆品“平替”和国潮崛起

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业专题研究:珀莱雅&丸美对比研究:探索国货龙头之光》 2019-07-29
- 2 《商业贸易-行业深度研究:复盘美国酒流通巨头南方酒业看华致酒行发展空间》 2019-07-17
- 3 《商业贸易-行业深度研究:导购电商平台龙头, UGC 及 IT 技术建设构建护城河》 2019-07-17

回溯中国化妆品几十年的历程,我们以主流消费意识的变化为线索,从“一二三四”的视角解读各个相关层面。

一种态度:正视国货化妆品的历史问题,坚信眼下是发展的最好阶段

两种属性:化妆品行业崛起伴随着从“可选”到“必选”两种属性

三个阶段:按照行业发展时间段来划分为“护理基础普及”“护肤意识觉醒”“化妆成为惯例”

四种驱动:我们以聚美丽平台归纳的品牌发展的四个步骤,演化为“产品导入—渠道红利—营销能力—品牌护城河”,四种驱动代表的是品牌从创立到成熟依次递进的主要动力。

总而言之,我们认为,未来国内化妆品的主要发展方向分为两条路。

一类是高端化妆品,高端化妆品和高端白酒一样兼备社交属性。对于高端品牌来说,不断加深自己的品牌护城河;足够多的成熟品牌储备和借助电商开拓的三四线渠道是外资公司在中国能够持续发展的立足点,营销应该在保持品牌调性的同时精耕细作。

另一类是以国产品牌为代表的大众品牌,成为主流大众消费品的核心是“标签化”,例如完美日记一直在围绕“时尚”、薇诺娜专注“敏感肌”、橘朵三句话不离“色彩大师”(过去是 Colorpop 平替)、毛戈平在约等于“换脸”、珀莱雅开始打造“海洋”概念等。在和外资竞争的同时,也在不断博取众家之长进步,在更加开放的背景下,市场变得更为理性是必然化的趋势,大众消费品使用也并不代表消费降级。“平替”只有在高端上升周期的时候才存在,而真正归位核心的还是产品自身辅以宣传能力。2018年,欧睿国际的化妆品规模统计有4688亿元,如果加上微信/代购/海淘等,我们预计真实消费规模能达到6000亿元。在足够大、处在上升阶段且变化剧烈的行业中,也会有国货企业能够得到主流认可,分到市场的一杯羹,也会让不仅在一二线、还有广泛的低线城市的消费者想买、敢买、再买。

风险提示: 化妆品行业消费增速或低于预期,国产品牌拓展或低于预期



内容目录

1. 行业衍化：从“消费”到“投资”	3
2. 不断更迭的浪潮：变化中的消费意识，追逐风口的化妆品公司.....	4
2.1. “素面朝夭”背景下的基础护理时代.....	4
2.2. 多元发展的护肤，渐入轨道的彩妆	5
2.3. 新群体的彩妆需求.....	8
3. 薄冰起舞：未来十年行业的发展怎么看	9

图表目录

图 1：影响化妆品消费意识的主要决定因素	3
图 2：近 20 年左右，限额以上化妆品社零增速变化及不同阶段发展特征.....	4
图 3：部分外资企业与中国企业合资的时间及品牌	4
图 4：限额以上百货/超市网点扩张至 12 年开始全面放缓.....	5
图 5：三、四线头部国货化妆品品牌起源于江浙沪为中心和以广州为中心的两个地带.....	5
图 6：中国经济上行阶段，中高端的增速高于大众化妆品增速	6
图 7：部分国产和外资化妆品新品开发程序对比.....	6
图 8：终端 CS 渠道网点数量变化，12 年开始开店速度大幅放缓，14 年到 18 年门店网点总数几乎没有变化.....	6
图 9：12 年开始，天猫开始引入海外高端品牌，至 2015 年底，共引入约 66 家.....	7
图 10：95 后初次化妆和护肤年龄前移	8
图 11：3 大 Z 世代视频/短视频平台的内容特征和 KOL 分布	8
图 12：完美日记入驻天猫以来销售额	9
图 13：完美日记位列小红书国货品牌第五，美妆类第一（按笔记数划分）	9

“什么值得买”是男性的推荐逻辑，用户为什么买这件东西，需要说出一二三四五个不同的理由，但女性的购买逻辑完全不同，她们的购买原因甚至有可能是：哇，今天天气好好啊！

——小红书创始人瞿芳

回溯中国化妆品几十年的历程，我们以主流消费意识的变化为线索，从“一二三四”的视角解读各个相关层面。

一种态度：正视国货化妆品的历史问题，坚信眼下是发展的最好阶段

两种属性：化妆品行业崛起伴随着从“可选”到“必选”两种属性

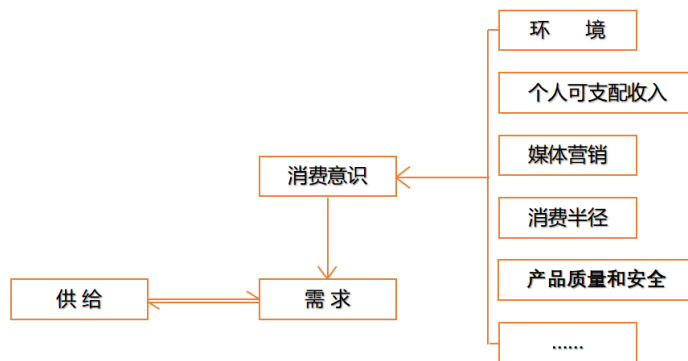
三个阶段：按照行业发展时间段来划分为“护理基础普及”“护肤意识觉醒”“化妆成为惯例”

四种驱动：我们以聚美丽平台归纳的品牌发展的四个步骤，演化为“产品导入—渠道红利—营销能力—品牌护城河”，四种驱动代表的是品牌从创立到成熟依次递进的主要动力。

1. 行业行化：从“消费”到“投资”

和其他消费品行业相同，化妆品行业的本质决定因素是供需关系。我们认为，对于这个行业而言，需求最大的影响因素是“化妆品消费意识”，因为相对家电、家居等行业而言，个人决策比家庭决策更具备驱动力。而购买意识的影响因素是复杂多维的，宏观条件取决于环境、个人可支配收入等，而微观层面和品牌营销、渠道（消费半径）、产品等息息相关。

图 1：影响化妆品消费意识的主要决定因素



资料来源：天风证券研究所

化妆品行业兼具“可选”和“必选”两个属性。作为可选消费的一个特质是，不同于三餐、睡眠等基本生理需求，化妆品消费人群需要长时间的意识引导和教育，持续的消费者运营；作为必选消费的一个特质是，当前社会阶段“颜值消费”已经成为了一种常态，化妆意识从“清洁”的基础功能性需求上升到“仪式感”、“个人价值提升”的层面，而情感和价值认同比直接感官刺激和功能需求更加深刻，具体现象有：

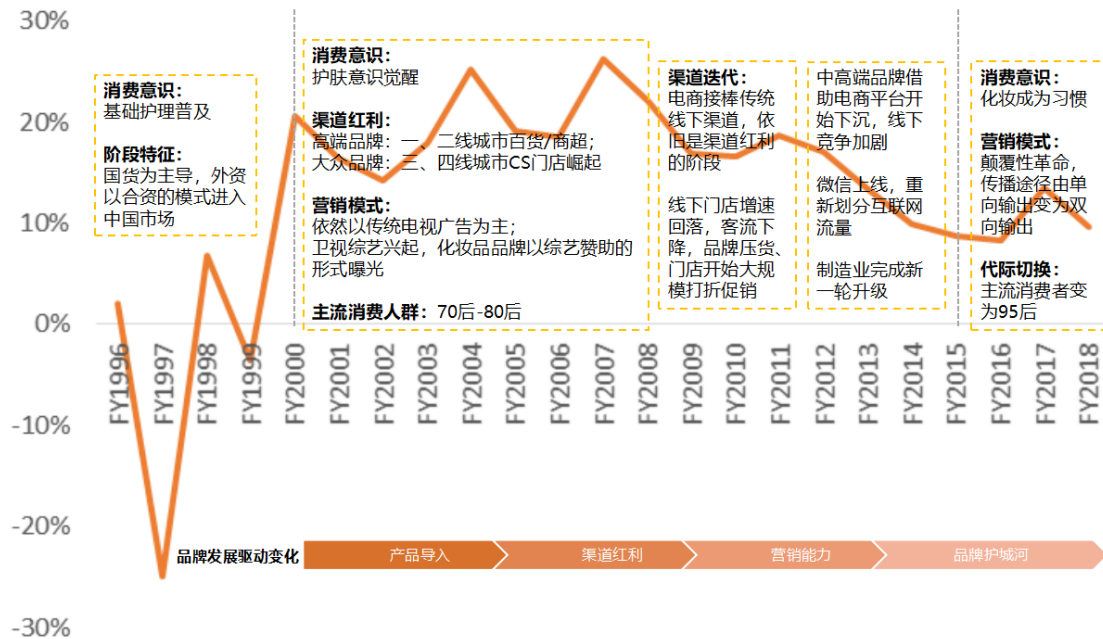
① **功能需求：**对于核心用户而言，化妆品已经从“消费”变成了“投资”自身，每日使用的化妆品折算长期摊销。

② **价值认同：**化妆品的消费场景更加多元化。从“用完才买”的低频次消费到提升个人愉悦感的高频次消费，化妆品承载了更多的象征性意义，变得更为刚需。

2. 不断更迭的浪潮：变化中的消费意识，追逐风口的化妆品公司

化妆品行业本质上还是一个带有鲜明快消品特征与时尚禀赋融合的行业。消费者的需求是多变的，同时对于“美”的个体化差异需要品牌不断完成尝试和纠偏，从而进行螺旋式的上升，“以不变应万变”的生存模式在这个行业里并不适用，化妆品品牌一直在做的事情就是“站在风口”，不断跟上潮流的脚步。

图 2：近 20 年左右，限额以上化妆品社零增速变化及不同阶段发展特征



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.1. “素面朝天”背景下的基础护理时代

第一阶段，基础护理普及：以 00 年为划分界限，国民化妆品消费停留在“滋润护肤”。对于化妆品的理解基本停留在面霜产品，时代标签有百雀羚、大宝、郁美净等品牌，市场格局基本以国货为主导。

20 世纪 80 年代外资化妆品开始试水中国市场，对外贸易仍受诸多条件限制，消费者购买外资产品需凭票进入“友谊商店”，选择有限。90 年代外资企业开始战略性投资中国市场，主要采取的是中外合资公司的模式，促使了中国的化妆品制造企业完成了第一步技术层面的革新。

图 3：部分外资企业与中国企业合资的时间及品牌

年份	外资	中资	合资品牌
1986年	联合利华	上海制皂厂、上海日化开发公司	力士、金纺、奥妙
1988年	宝洁	广州肥皂厂、香港和记黄埔(中国)有限公司等	海飞丝、飘柔、潘婷
1990年	联合利华	上海日化开发公司、上海日化二厂	旁氏、凡士林、梨牌
1991年	资生堂	北京丽源	欧珀莱
1996年	欧莱雅	苏州医学院	-
1998年	资生堂	中信华东	资生堂(洗护线)

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

注：00 年后合资公司基本都转变为外资独资

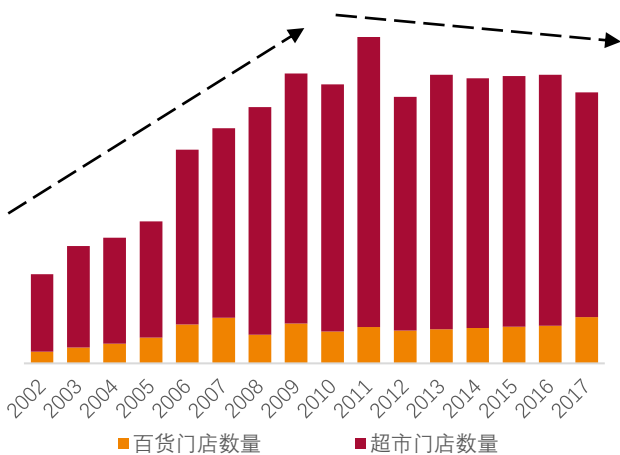
在这一阶段，国产化妆品和外资化妆品的共同作用下，人们的消费习惯逐渐被改变。“一块肥皂洗全身”的时代逐渐成为过去，消费意识开始演变。

2.2. 多元发展的护肤，渐入轨道的彩妆

第二阶段，护肤意识觉醒：00 年到 15 年，以“霜”类为主的基础护肤，演变成了“水乳霜膏”四大类；彩妆开始布局线下市场；消费者出现明显分层。主要推手包括为渠道：地产红利带来的线下门店拓展和后财富效应、互联网和物流系统的快速发展。

首先来看线下，伴随着对外贸易逐渐开放和中国地产红利的崛起，消费场景逐渐走向普及化。地产红利的直接影响就是有了更多的商圈能够让化妆品网点或者专柜入驻，一、二线城市有更多的百货、大型超市；而三、四线城市开始普及 CS 渠道（即专营店）。截止 2012 年，全国共有 14 万家 CS 门店，品牌到门店主要为“公司——代理商——门店”三级结构。对于消费者而言，密集的门店提升了化妆品的展现率，缩短了地理上的购买半径。线下渠道的演化推进相对割裂的消费层级，以中产阶级和高知女性为代表的消费者更加青睐深耕一、二线百货商超的国际大牌；三四线城市则被依托 CS 门店生长的国产品牌垄断（如自然堂、珀莱雅、丸美、卡姿兰等）。

图 4：限额以上百货/超市网点扩张至 12 年开始全面放缓



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

注：08 年百货公司数量统计口径变更：从 2008 年起统计范围由年销售额 500 万以上/年末从业人员 60 人及以上调整为年主营业务收入 500 万元及以上

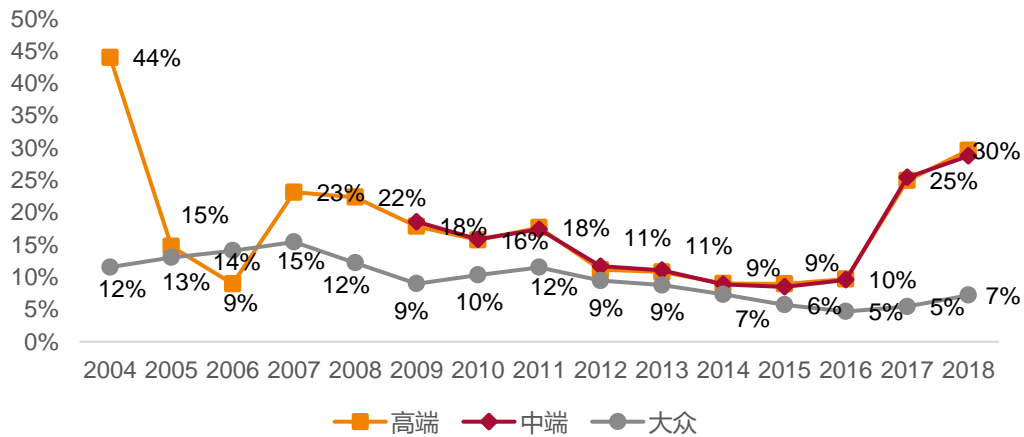
图 5：三、四线头部国货化妆品品牌起源于江浙沪为中心和以广州为中心的两个地带



资料来源：各公司官网，天风证券研究所

同时，地产红利带来的后财富效应也帮助这个时期的众多消费者完成了从“0-1-10”的三级跳，甚至是“0-10”的两级跳。即从不用化妆品到普通化妆品，再升级到中高端化妆品；或者直接不用化妆品到开始使用即为中高端。这段时间内，头部消费者更加青睐于主流外资品牌，因为外资品牌和“好质量”画上了等号，而大部分国产品牌还处于模仿学步阶段。

图 6：中国经济上行阶段，中高端的增速高于大众化妆品增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：17 年欧睿调整了统计口径，将原来的中高端/大众分类调整成高端/中端/大众三种分类，数据回溯至 2008 年

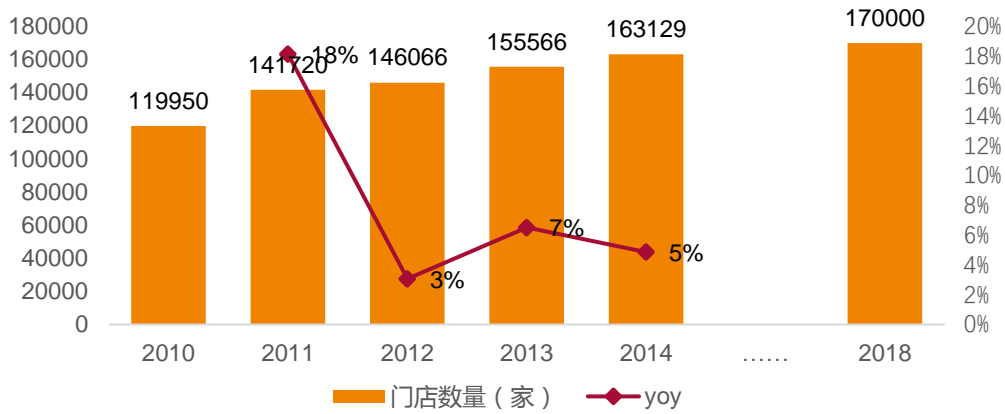
图 7：部分国产和外资化妆品新品开发程序对比

主流外资化妆品开发新项目流程	部分国内化妆品开发新项目流程
<ol style="list-style-type: none"> 1. 成立新品开发项目组 (或者有长期的开发部门的存在) 2. 市场调研, 获取消费者需求数据, 捕捉功效、肤感、设计等趋势 3. 小规模实验室打样, 实验室测试, 小样本志愿者测试 4. 焦点小组测试, 研发数据充实与整理, 同步申报、营销的数据和流程 5. 进入常规的上市流程, 营销、供应链、渠道来做共同协调 	<ol style="list-style-type: none"> 1.XX大牌在推新品! 2.我们做个一样的!

资料来源：i 美妆头条，天风证券研究所

开店容易运营难，已经对于国产化妆品而言，大众需求催生带来的低线城市门店快速扩张基本到 12 年就已经结束了，而外资品牌也面临下沉困局。我们认为，也很难有下一个“黄金十年”可以给予化妆品品牌快速复制大量线下门店的机遇。房租+人员工资的成本壁垒逐渐提升，大规模开店并且能持续运营下去需要强力的品牌背书和资金输血。对于新品牌而言，没有集团支持在线下起步相对十年前来说，难度要上一个台阶，所以越来越多的品牌在起步阶段的渠道选择是线上。

图 8：终端 CS 渠道网点数量变化，12 年开始开店速度大幅放缓，14 年到 18 年门店网点总数几乎没有变化



资料来源：品观网，化妆品报，宝洁 CS 渠道研究中心，天风证券研究所

破局的出口在于“新渠道”，随着电商的快速发展，线上渠道成为蓝海。对于传统品牌而言，开始逐步布局以天猫为首的渠道进行拉新或者下沉；对于新品牌而言，“互联网+化妆品”的模式找到了生存的空间。线上渠道首先最直接的一点，就是打破了化妆品的地域限制，只要有流量的地方就能够实现销售。2013年，天猫商城开始吸引外资大牌入驻，帮助高端品牌进行下沉。以雅诗兰黛为例，EL 目前在中国超过 100 个城市通过零售商进行实体店曝光，但电商业务可让其覆盖超过 650 个城市的最终消费者。2015年，在天猫上三、四级城市的消费者购买欧美高端品牌的占比已经达到约 30%。

图 9：12 年开始，天猫开始引入海外高端品牌，至 2015 年底，共引入约 66 家



资料来源：CBNData，天风证券研究所

但是彼时，互联网和线下实体店也是相对来说割裂的状态。这也是我们讲的另一个维度的消费分层，越来越多消费者转向线上购物。相对线下而言，线上较低的推广费用和触达全国的销售网络意味着更多的收入来源和更高的利润。我们认为，从 12 年到 15 年期间，线上渠道的冲击对于国产品牌而言影响更深刻，以 CS 渠道起家的国货品牌进一步洗牌，原因包括但不限于：

- ① 外资企业的下沉，消费者升级。
- ② 同类产品线上价格更低，线下窜货严重。
- ③ 恶性竞争，终端一直打折损害品牌利益。
- ④ 部分品牌主渠道并未深耕，又开始大举进军其他渠道。

更进一步，互联网对于化妆品的革命性意义不仅仅在于“渠道”，而在于以微信为代表的社交流量和以阿里为代表的平台流量重新划分，导致化妆品营销模式的颠覆性革命，从此行业进入 3.0 时代。

2.3. 新群体的彩妆需求

第三阶段，化妆成为惯例：从 15 年至今，95 后开始登台，逐渐成为了核心消费群体，而这个代际和 95 前出现了明显区分的化妆意识。一方面，我们看到 95 后平均护肤年龄和化妆品年龄前移；另一方面，外资大牌和国产品牌对于新消费群体的争夺更加激烈，而 Z 时代主导的“国潮崛起”和上一代主流化妆品消费人群信奉的“高端至上”不断碰撞。我们将化妆品的交易过程分为“种草、拔草”两部曲，依次来讨论这个阶段的变化。

图 10：95 后初次化妆和护肤年龄前移



资料来源：丽人丽妆*嘉人杂志《95 后美妆新势力报告》，天风证券研究所

种草：搜索平台更加垂直。Z 世代的成长阶段突出性的一个特征就是“互联网经济”完成了到“移动互联网经济”的切换”。根据《95 后美妆新势力报告》，选择在移动端美妆 APP 和美妆公众微信号获取美妆类信息的 95 后分别占 75.6%和 69.1%。我们认为，相对于 95 前来说，95 后的信息流更加专业化、透明化，决策“相对理性”，并且追求变化，不太具有单一品牌忠诚度，主要表现于：


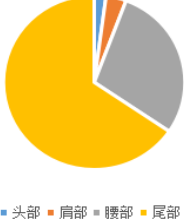

① **决策周期更长，消费者越来越注重购买前“做功课”，并不一味追求高价贵牌。**95 后搜索模式从百度等传统搜索引擎到垂直平台，比如美妆用小红书、娱乐用快手、抖音、B 站等视频网站，追星用微博、医美用新氧等。

② **消费心理更加个性化和差异化，且变化较快。**伴随着成长环境的变化，95 后更加愿意彰显自己是“不一样的烟火”，并且由于信息透明+物质丰富，选择的余地也更多，变化也更快。以“95 后”追星族“女友粉”圈层来举例，原来的流量明星可能是“年度男友”，现在可能就变成了“季度男友”或者“月度男友”，即每个月或者季度换一个明星追行程和打榜等。一旦脱粉甚至会粉转黑开始回踩，所以流量越高的明星很容易造成粉黑两极化的现象，而化妆品品牌在选择流量代言的时候回同时押注多个明星进行品类带货。

拔草：相对于前两个阶段，广告媒体营销的模式也发生了巨大变化。

不论是信奉央视权威广告的时代，还是化妆品品牌开始频繁出现在综艺/网剧/电视剧植入的时代，营销的传播导向都是单向的，即“品牌——媒体——消费者”；而短视频为代表的內容传播模式培育了越来越多的 KOL 和 KOC，以“仿妆/妆容教学”、“专业测评”、“产品试色”为主，化妆前后的差异有较大的视觉冲击效果，视频创作者既是美妆产品的消费者，也是传播者，营销模式变为双向传播。

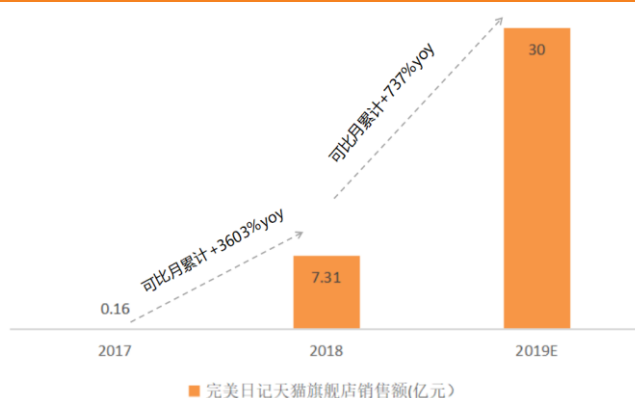
图 11：3 大 Z 世代视频/短视频平台的内容特征和 KOL 分布

	抖音	快手	B站
内容特征	在专业美妆内容之外，赋予账号亮点创意。可以是剧情类铺陈或强人设化标签，也可以是惊艳反转或创意表达展现	泛娱乐、泛生活类内容大行其道，比起专业，更信“老铁”	粉丝已成规模，且养成了固定收看习惯，粘性强，对UP主信赖感强，推广效果有保证。
核心突破点	“创新力”和“独特性”	美妆内容更基础，对下沉市场用户更为朴实、友好。	内容时长不受限。产品推广可以细节&场景化放大产品介绍及使用过程。
Z时代占比	55.80%	44.20%	82%
KOL分布			

资料来源：《2019 美妆短视频 KOL 营销报告》，Bilibili 招股书，极光大数据，天风证券研究所

短视频和内容营销直接促使了国产彩妆弯道超车。短视频利用因为碎片化的时间、吸睛的视频内容成为主流娱乐 APP 之一；而且由于每个视频都控制在 15 或 60 秒内，KOL 通常在一个视频中，只介绍某品牌的一个系列或者单款产品，具有较强的针对性，然后通过手机屏幕下方的链接导入阿里系 B2C 电商平台或平台小店实现销售转化，实现短视频——电商平台完整的消费闭环。而内容营销上，不再是传统的口号式传播，而是转发和互动，更加贴近生活的视频和文字表述。以 16 年成立开始然后“不定期扰乱市场，习惯性碾压同行”的完美日记来说，完美日记的起步几乎和小红书、直播行业同步，在小红书上的投放内容基本上是以试色、教程为主，然后通过内容营销网站链接进行购买。预计成立仅 3 年的完美日记 19 年在天猫可以做到约 30 亿 GMV，全网约 25~30 亿回款，接近上市公司珀莱雅 19E 回款规模。

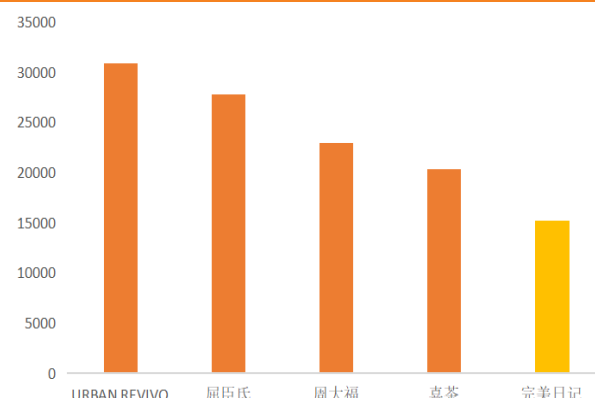
图 12：完美日记入驻天猫以来销售额



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

注：完美日记 17 年 8 月入驻天猫，故 17 年仅统计 8-12 月销售额；17-18 年可比月累计销售额指 17 年 8-12 月与 18 年 8-12 月；18-19 年可比月累计销售额指 18 年 1-7 月与 19 年 1-7 月

图 13：完美日记位列小红书国货品牌第五，美妆类第一（按笔记数划分）



资料来源：Barking Data，天风证券研究所

注：数据截止日期 19 年 5 月

3. 薄冰起舞：未来十年行业的发展怎么看

前文提及众多消费者已经完成了从不用到用，从大众到中高端的升级，那么是否意味着，化妆品的最终归属都是中高端？我们认为也并非如此。

对标海外化妆品公司来看，能够穿越周期的化妆品公司有两点要素：决定单品牌能否做大，取决于营销和产品质量；决定公司能否长青，取决于单品牌能否做成多品牌集团。简单而言，营销决定拉新，产品质量决定复购，多品牌决定格局。如果一定要排序的话，我们认为在当前阶段的中国化妆品市场，对于品牌而言，关注新顾客的持续增长比关注复购更重要，而多品牌是一个长期的目标。根据 Kantar Worldpanel 的报告，全球范围内，在 10% 的超级化妆个护品牌，其中只有 16% 是通过复购频率增长的，所以寻找新消费者是保证增长的最佳途径。

而在寻找新的消费者方面，我们认为国产品牌比外资品牌更有优势。因为更为广大的市场来自于三线以下的蓝海，而“接地气”是国产品牌最擅长的事情之一。尤其在外资大牌占主流的中国化妆品市场，国产品牌对于差异化的运营和精准营销是更加具备心得的，同时，国产品牌对于市场的嗅觉愈发敏感。从 18 年开始，主流国货品牌开始使用明星背书+主播合作带货的营销手段，KOL 主播自带粉丝圈层并且具备一定技巧的销售话术，而明星起到了信用背书的作用，自带流量也吸引了更多年轻的追星一族。

同时，我们也强调产品品质差异带来的口碑差异。一般而言，影响化妆品品质的主要因素有：成分、配方、生产工艺。外资品牌层级划分明显，并将观念深植于上一代消费者内心，并借助规模优势影响下一代消费者。消费者不愿意相信国产品牌有技术和配方。不可否认的是，外资品牌已经有足够成熟的配方、质控体系，产品线划分较为明确，有自己的主打、成分和宣传重点，让消费者觉得贵但是还是要掏钱。

一直以来，国产化妆品难以摆脱的痛点是“廉价、定位不明确、信任缺失”等。国货品牌在大步快跑的过程中，对于“审美”的把握少了时间的积淀，以“卖货”为己任就不会有科研的投入和配方的创新。到现在为止，我们认为中国能出现“小米”这样的制造业互联网龙头，三只松鼠、南极电商等各自细分行业的龙头，说明制造业已经逐步在和世界接轨，甚至做的更好。化妆品行业的制造和研发也在不断进步，优秀的产品在慢慢被认可。而审美的代际更迭已经能让更好的设计展现在消费者眼前。国货化妆品从主流发展舞台退潮到被重新捡起来，需要长时间的淘汰、重组和整合，才能达成广泛而有效的共识。资本的力量就是帮助国货能够在设计、理念、研发上弯道超车，而不是再走过去的渠道铺货之路。

总而言之，我们认为，未来国内化妆品的主要发展方向分为两条路。

一类是高端化妆品，高端化妆品和高端白酒一样兼备社交属性。对于高端品牌来说，不断加深自己的品牌护城河；足够多的成熟品牌储备和借助电商开拓的三四线渠道是外资公司在中国能够持续发展的立足点，营销应该在保持品牌调性的同时精耕细作。

另一类是以国产品牌为代表的大众品牌，成为主流大众消费品的核心是“标签化”，例如完美日记一直在围绕“时尚”、薇诺娜专注“敏感肌”、橘朵三句话不离“色彩大师”（过去是 Colorpop 平替）、毛戈平在约等于“换脸”、珀莱雅开始打造“海洋”概念等。在和外资竞争的同时，也在不断博取众家之长进步，在更加开放的背景下，市场变得更为理性是必然化的趋势，大众消费品使用也并不代表消费降级。“平替”只有在高端上升周期的时候才存在，而真正归位核心的还是产品自身辅以宣传能力。

2018 年，欧睿国际的化妆品规模统计有 4688 亿元，如果加上微信/代购/海淘等，我们预计真实消费规模能达到 6000 亿元。在足够大、处在上升阶段且变化剧烈的行业中，也会有国货企业能够得到主流认可，分到市场的一杯羹，也会让不仅在一二线、还有广泛的低线城市的消费者想买、敢买、再买。

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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