

2019年09月24日

证券研究报告·行业研究·商业贸易

宝洁专题报告



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

宝洁：全球日化巨头宝刀未老

投资要点

- **日化巨头宝刀未老。**1) 四阶段发展成就全球日用消费品巨头。1837年以生产、销售肥皂、蜡烛起家，而后通过内生+外延逐步发展成如今涵盖美容、修饰产品、卫生保健、织物护理和家庭护理以及婴儿护理和家庭护理五大细分部门、业务遍及北美、欧洲、亚太、大中华区、拉美和IMEA地区。2) 业绩起起伏伏，宝洁宝刀未老。2008年，宝洁全球销售额达835亿美元，成为当时世界上市值第6大公司、利润排名全球第14。巅峰之后，受全球金融危机、消费层次升级、零售方式变迁以及内部大公司病、产品多元化等问题困扰，宝洁内部变革调整，业绩随之起起伏伏。近两年公司业绩重振，2018年实现营业收入668亿美元，增速转负为正，为2.7%；2019财年净销售额持续增长至677亿美元，同比增长1.3%。
- **精细化品牌战略构建优质品牌组合。**1) 公司拥有范围广泛并深受信赖的优质品牌组合，如：帮宝适、汰渍、碧浪、护舒宝、潘婷、品客、佳洁士、伊卡璐基本精华、海飞丝及威娜等。2) 资源聚焦、精简品牌。出于资源聚焦、重点发展核心品牌、加快产品更新换代的目的，宝洁公司开始采取“瘦身”策略。2014年开始，逐步将全球广告和公关代理商从6000个精简至3000个；2015年砍掉超过一半的子品牌，保留了70-80个最大品牌；2017年，全球品牌已削减至65个。
- **美容市场增长迅猛，大中华区增长强劲。**1) 美容市场增长较快，成公司增长引擎。2019财年宝洁公司净销售额同比增长1.3%，分市场来看，美容市场全年净销售额增长4%至129亿美元，贡献收入19.1%，其中不利的外汇影响使净销售额减少了4%，更高的定价使净销售额增加了2%，有利的产品组合增加了4%的净销售额，包括高端品牌SK-II和优质玉兰油品牌高于分部平均销售价格。2) 宝洁大中华地区业绩大涨，增长势头强劲。2013-2018年，宝洁大中华区的净销售额从59.1亿美元增长到60.1亿美元，销售额占比从8%上升到9%；2019财年宝洁在大中华区的销售业绩持续增长，经推算宝洁中国2019财年的销售额约为63.1亿美元（约合人民币434.1亿元），同比增长5%。
- **投资建议：**1、化妆品具有明显的长尾效应，化妆品公司拥有高毛利、稳定的现金流。2、近年来中国的化妆品市场增长势头强劲，行业红利必将使化妆品公司从中受益。3、在消费者需求瞬息万变、品牌忠诚度下降的趋势下，构建优质的品牌矩阵是化妆品公司发展壮大的主要路径。重点推荐在产品研发、品牌建设、渠道拓展等方面具有竞争优势的丸美股份（603983.SH）和珀莱雅（603605.SH）。
- **风险提示：**行业竞争加剧，消费需求或不及预期，品牌发展或不及预期。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
603983.	丸美股份	62.10	增持	1.15	1.19	1.35	53.83	52.13	45.87
603605.	珀莱雅	88.67	买入	1.43	1.94	2.61	62.17	45.77	34.02

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：嵇文欣

执业证号：S1250519080001

电话：021-58351812

邮箱：jwx@swsc.com.cn

相关研究

1. 化妆品行业专题报告：演绎百年收购史，铸就行业领先者（2019-03-01）
2. 零售行业2019年投资策略：受益于消费升级，龙头优势深化（2018-11-18）

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 全球日用消费品巨头的成长之路	1
1.1 日化巨头公司——宝洁	1
1.2 宝洁的诞生及全球化进程	1
1.3 业绩起起伏伏，宝洁宝刀未老	3
2 差异化营销强化多品牌战略	5
2.1 品牌矩阵：专注细分市场，覆盖广泛	5
2.2 美容市场增长迅猛，有望成为业绩增长引擎	9
2.3 新兴市场稳中有升，大中华区增长强劲	11
3 地区扩张+行业扩张铸就全球跨国企业	12
3.1 并购催生最大的日用品公司	12
3.2 稳定的现金流、毛利率、费用率	14
3.3 中国成为宝洁全球发展速度最快的市场之一	16
4 投资建议	19

图 目 录

图 1: 2018 年全球主要化妆品公司收入情况 (十亿元人民币)	1
图 2: 2018 年全球护肤品产业 TOP5 销售收入 (十亿元人民币)	1
图 3: 宝洁公司发展历程	3
图 4: 2010 年以来公司营业总收入及增速	4
图 5: 2010 年以来公司净利润及增速	4
图 6: 2019 财年公司营业收入按部门拆分 (亿元)	5
图 7: 2018 年公司销售额按地区拆分	5
图 8: 宝洁旗下品牌	5
图 9: 2019 财年公司五大细分市场净销售额及增速	10
图 10: 2013-2019 年公司五大细分市场净销售额 (亿美元)	10
图 11: 2013-2019 年公司五大细分市场净销售额增速	11
图 12: 2013-2019 年公司五大细分市场净销售额占比情况	11
图 13: 2018 年公司各地区净销售额及增速	11
图 14: 2013-2018 年公司各地区净销售额 (百万美元)	11
图 15: 2014-2018 年公司各地区净销售额同比增速	12
图 16: 2013-2018 年公司各地区净销售额占比情况	12
图 17: 宝洁收购历程图	13
图 18: 2005-2019 年公司营收和净利润变化情况	14
图 19: 2011 年以来公司净利率变化情况	15
图 20: 2011 年以来公司毛利率变化情况	15
图 21: 2015-2019 年同行业公司毛利率变化情况	15
图 22: 2015-2019 年同行业公司净利率变化情况	15
图 23: 2013-2019 年公司费用情况 (亿美元)	16
图 24: 2013-2019 年公司费用率情况	16
图 25: 2011 年以来公司经营活动现金流 (亿元) 变化情况	16
图 26: 2011 年以来公司 ROE (摊薄) 变化情况	16
图 27: 宝洁在中国的发展	17
图 28: 2013-2018 年公司在中国的销售情况	18
图 29: 2013-2018 年公司在美国和国际上的销售额 (十亿美元)	18
图 30: 公司在中国的营收和线上销售额	19
图 31: 2018 年公司在中国的线上销售额及季度移动平均增长率	19
图 32: 2018 年 12 月公司在中国的品类销售占比 (线上)	19
图 33: 2018 年 12 月公司在中国的品牌销售占比 (线上)	19

表 目 录

表 1: 宝洁全球业务部门	6
表 2: 宝洁旗下品牌一览	6
表 3: 2018 年宝洁五大细分市场净销售额变化原因	10

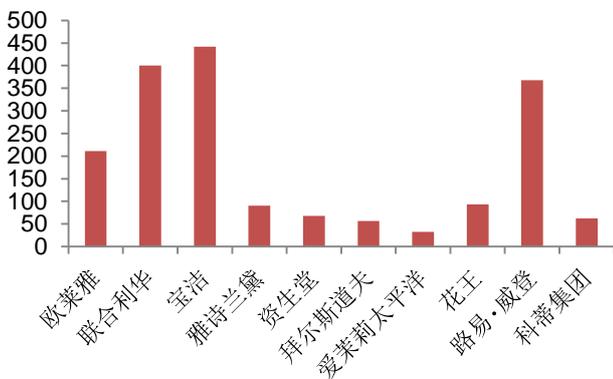
1 全球日用消费品巨头的成长之路

1.1 日化巨头公司——宝洁

全美最大的跨国公司之一。宝洁公司由威廉·波克特与詹姆斯·甘保于 1837 年创立，一开始生产销售肥皂和蜡烛。1890 年，宝洁公司有包括象牙皂在内的 30 多种不同类型的肥皂。当时的宝洁通过发布极具创意的广告加强消费者对宝洁的认知，产品销量迅速增长。1930 年，公司收购英国的 Thomas Hedley 有限公司，正式开始拓展海外业务。1945 年，宝洁的规模已达 3.5 亿美金。1946 年开始，宝洁大力开拓新的产品领域，包括汰渍洗衣粉、佳洁士牙膏、帮宝适婴儿纸尿裤等后来大获成功的品牌。伴随业务拓展的是其在全球范围内的快速扩张，宝洁开始在墨西哥，欧洲和日本设立分公司。到 1980 年，宝洁在全世界 23 个国家开展业务，销售额接近 110 亿美金，利润比 1945 年增长了 35 倍。

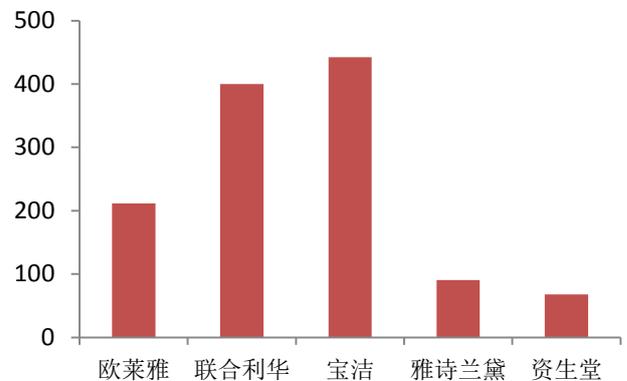
1985 年，宝洁收购 RichardsonVicks 公司，后者拥有三个较大的美容品牌：潘婷、沙宣和玉兰油 Olay。1989 年，宝洁购买 Noxell 公司和它的 Cover Girl、Noxzeme 和 Clarion 品牌，正式进入化妆品行业。1990 年宝洁为扩展男士个人护理用品业务，收购 Shulton's Old Spice 产品系列。1991 年宝洁收购 Max Factor 和 Ellen Betrix，进一步扩展公司的化妆品和香水生意，获得了化妆品顶级品牌 SK-II。对于宝洁来说，其在进军化妆品行业前于日化行业 100 多年的经营已为其积攒了足够的能力与资本去进行收并购。并且宝洁的成长始终伴随着不断的业务扩展，不断成功地进入新的领域，积累了大量经验。

图 1：2018 年全球主要化妆品公司收入情况（十亿元人民币）



数据来源：公司公告，Beauty 的前 100 名，西南证券整理

图 2：2018 年全球护肤品产业 TOP5 销售收入（十亿元人民币）



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

1.2 宝洁的诞生及全球化进程

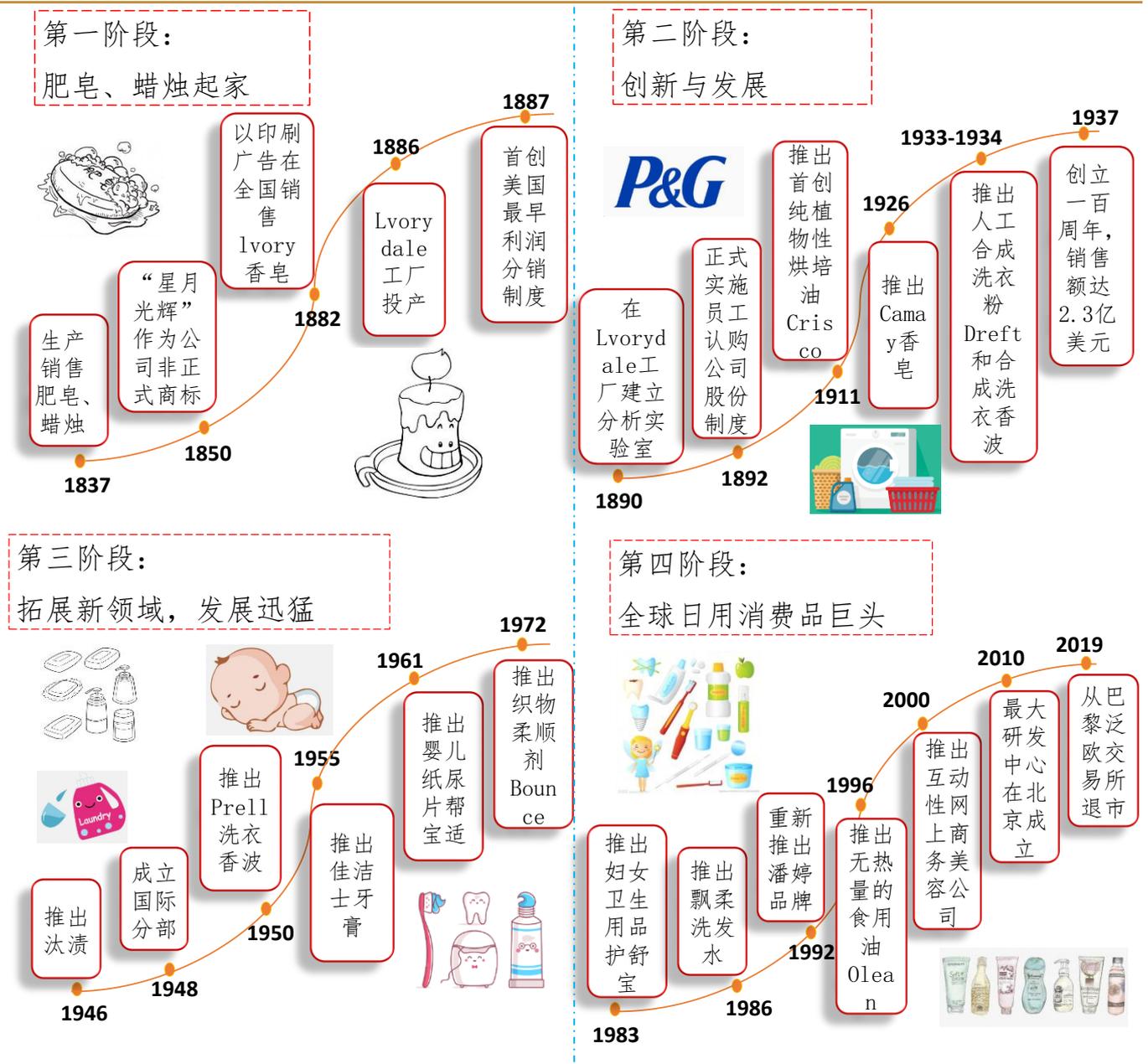
第一阶段（1837—1889）：肥皂、蜡烛起家。宝洁公司的历史要追溯到 1837 年俄亥俄州的辛辛纳提市。前往美国西部寻找发展机会的英格兰移民威廉·普罗克特 (WILLIAM PROCTER) 和爱尔兰移民詹姆斯·甘保 (JAMES GAMBLE) 到辛辛纳提市落户。普罗克特从事肥皂生意，而甘保则开始学习蜡烛制造手艺。普罗克特和甘保原本互不相识，可是命运使他俩娶了两姐妹，把他们两人的前途系到了一起。后来他们的岳父建议他俩结成合伙人，因为毕竟他俩已是一家人了，而且他们产品使用的也是同一种原料。1837 年 8 月 22 日，普罗克特和甘保各出资 3500 多美元正式确立了合作关系，共同生产销售肥皂和蜡烛。

第二阶段（1890-1945）：创新与发展。1890年，宝洁公司共销售包括象牙皂在内的30多种不同类型的肥皂。极具创意的广告，包括在全国性杂志上刊登的彩色广告使更多的消费者认识宝洁产品，对宝洁香皂的需求日益增长。公司开始在辛辛那提以外设立工厂，首先在堪萨斯州的堪萨斯城设立工厂，接着又在美国以外设立工厂，美国境外的第一个工厂设在加拿大的安大略省。

第三阶段（1945-1980）：拓展新领域，发展迅猛。1946年，宝洁公司推出汰渍，这是公司继象牙皂后推出的最重要的新产品，汰渍比当时市场上的同类产品性能优越得多，因此很快就大获成功，它的成功为公司积累了进军新产品系列以及新市场所需的资金。在汰渍推出后的几年里，宝洁开拓了很多新的产品领域。第一支含氟牙膏佳洁士得到美国牙防协会首例认证，很快就成为首屈一指的牙膏品牌。公司的纸浆制造工艺促进了纸巾等纸制品的发展。宝洁发明了可抛弃性的婴儿纸尿裤，在1961年推出帮宝适。公司原有业务的实力不断加强，同时开始进军食品和饮料市场—最重要的举措是于1961收购了Folger's Coffee，推出第一种织物柔顺剂—Downy。然而，最重要的还是公司对拓展全球业务的高度重视，宝洁开始在墨西哥，欧洲和日本设立分公司。到1980年，宝洁公司在全世界23个国家开展业务，销售额直逼110亿美金，利润比1945年增长了35倍。

第四阶段（1980-至今）：全球日用消费品巨头。1980年，宝洁150年大庆在即，公司已为迅猛的发展做好准备。宝洁已发展成为全美最大的跨国公司之一。通过收购Norwich Eaton制药公司（1982），Reichardtson-Vicks公司（1985），公司活跃于个人保健用品行业；通过80年代末，90年代初收购Noxell，密丝佛陀，Ellen Betrix公司，公司在化妆品和香料行业扮演着重要角色。这些收购项目也加快了宝洁全球化的进程。为了充分发挥跨国公司的优势，宝洁建立了全球性的研究开发网络，研究中心遍布美国，欧洲，日本，拉美等地。宝洁的帮宝适，护舒宝，潘婷，汰渍，碧浪，佳洁士，Vicks，和玉兰油等成为全球知名的品牌，是市场上的佼佼者。

图 3：宝洁公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

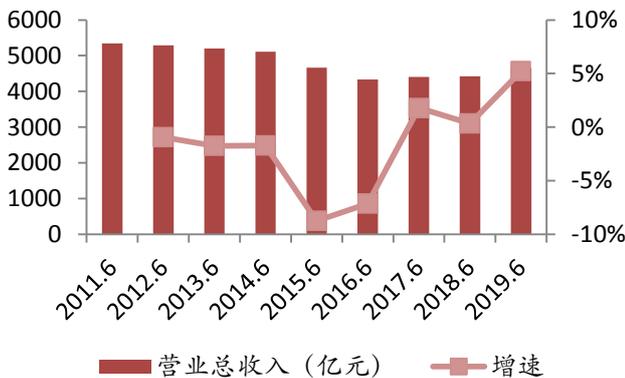
1.3 业绩起起伏伏，宝洁宝刀未老

2008 年以来宝洁业绩增长触碰天花板，业绩起起伏伏。2008 年，宝洁全球销售额达到逆天的 835 亿美元，成为当时世界上市值第 6 大公司、利润排名全球第 14。巅峰之后，受全球金融危机、消费层次升级、零售方式变迁以及内部大公司病、产品多元化等问题困扰，宝洁内部变革调整，业绩随之起起伏伏。伴随 2012 年营收达到顶峰，归母净利润却未能有效提振，于是宝洁曾开启一项 100 亿美元规模的重组计划。然而，在此后的三年，宝洁营收均呈现下滑状态。2015 年公司营收、净利润双双下滑，其中美妆业务净收入第四季度同比

去年下降 5% 录得 27.5 亿美元，旗下美妆和洗护发品牌除 SK-II 销售上涨外，Olay、潘婷和海飞丝等品牌销量均出现不同程度的下滑。2016 财年，宝洁营收再度跌至 600 余亿美元，但净利润同比增长 62% 至 696.8 亿元，其中第四季度男士护理及健康护理部门分别实现了有机增长 7% 和 8%，是表现较为突出的部门。2017 年公司销售额回落至 651 亿美元，营收增速开始回升。

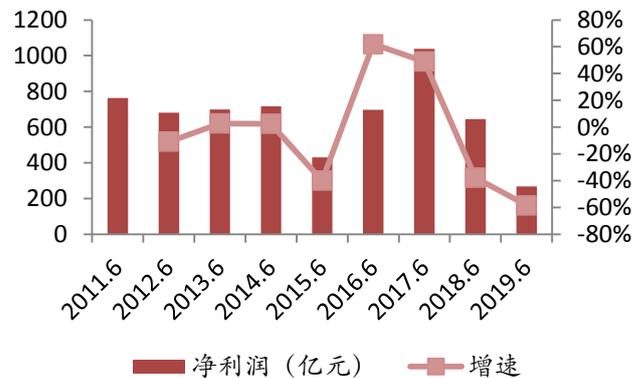
宝洁宝刀未老。2018 年实现 4422 亿元，同比增长 2.7%，营收增速转负为正，但净利润同比下滑 37.9% 至 645.1 亿元，这与宝洁在 2006 财年的营收和归母净利润基本持平。2018 年护舒宝、OLAY、Oral-B 等品牌都获得不错的增长，高端品牌 SK-II 的年销售额增长达到了 30%。2019 财年公司净销售额增长至 677 亿美元（4653.1 亿人民币），同比增长 1.3%，增速持续为正。净利润同比下降 58.5% 至 39 亿美元（267.9 亿元人民币），主要系 Shave Care 减值的税后影响、PGT Healthcare 合伙企业解散的当年收益减少以及债务提前终止产生的基期费用、外汇影响（2019 年某些货币兑美元走软，包括阿根廷，俄罗斯，土耳其，巴西，中国和英国，外汇影响对净收益产生了约 9 亿美元的负面影响）所致。

图 4：2010 年以来公司营业总收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

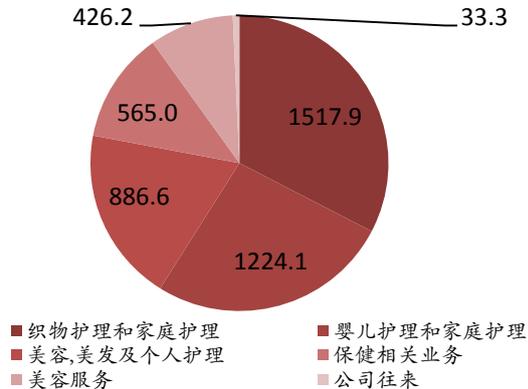
图 5：2010 年以来公司净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

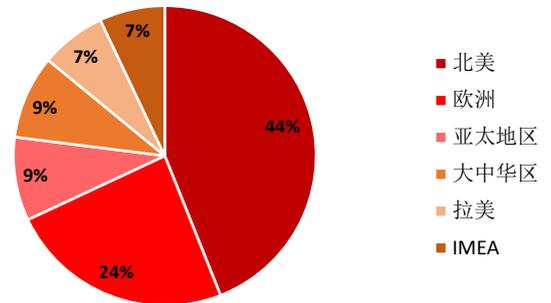
产品覆盖范围广泛，远销世界各地。从产品类别来看，公司细分市场包含 5 个领域，涵盖 10 个产品类别。2019 财年公司销售额的主要来源是美容、织物和护理类产品，其中织物和家庭护理占比 32.6%，婴儿、家庭护理占比 26.3%，美容、美发和个人护理占比 19.1%。**从销售地区来看，**公司产品远销北美，欧洲，拉丁美洲，亚洲和非洲的多个国家。2018 年北美和欧洲是公司销售的主要地区，销售额总和在公司总销售额中的占比达到 68%；亚太地区和大中华地区的销售额占比均为 9%；拉美和 IMEA（印度、中东和非洲）的销售额占比均为 7%。

图 6：2019 财年公司营业收入按部门拆分（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：2018 年公司销售额按地区拆分



数据来源：wind，西南证券整理

2 差异化营销强化多品牌战略

2.1 品牌矩阵：专注细分市场，覆盖广泛

公司拥有范围广泛并深受信赖的优质品牌组合，如：帮宝适、汰渍、碧浪、护舒宝、潘婷、品客、佳洁士、伊卡璐基本精华、海飞丝及威娜等，主要经营日化类护发护肤和婴儿用品，如海飞丝护发液、玉兰油护肤液、佳洁士牙膏、帮宝适婴儿尿不湿等。(1) 单一品牌延伸策略不利于产品的延伸和扩大，且单一品牌一荣俱荣，一损俱损。而多品牌虽营运成本高、风险大，但灵活，也利于市场细分。宝洁没有成为任何一种产品和商标，而根据市场细分洗发、护肤、口腔等几大类，各以品牌为中心运作。(2) 差异化营销：公司经营的多种品牌策略不是把一种产品简单地贴上几种商标，而是追求同类产品不同品牌之间的差异，利用一品多牌从功能、价格、包装等各方面划分出多个市场，满足不同层次、不同需要的各类顾客的需求，从而培养消费者对该企业某个品牌的偏好，提高其忠诚度。由于边际收入递减，要将单一品牌市场占有率从 30% 提高到 40% 很难，但如重新另立品牌，获得一定的市场占有率相对容易，这是单个品牌无法达到的。

图 8：宝洁旗下品牌



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司全球业务部门分为五大细分市场，涵盖十大产品类别。公司十大产品类别汇总为五大细分市场：美容；修护产品；卫生保健；面料和家居护理；婴儿、女性和家庭护理。**(1) 美容：美容类的全球市场领导者。**在皮肤和个人护理方面，公司提供各种各样的产品，从除臭剂到个人清洁，再到皮肤护理，例如玉兰油品牌，这是全球顶级面部护肤品牌之一，全球市场份额接近 6%，公司在全球的市场份额超过 20%。**(2) 修护产品：刀片和剃须刀的全球市场领导者。**公司的全球刀片和剃须刀市场份额接近 65%，例如电动剃须刀和脱毛器在全球多个市场销售，拥有近 25%的男性剃须刀市场和超过 50%的女性脱毛器市场。**(3) 卫生保健：**在口腔护理方面，公司拥有第二大市场份额，全球市场份额接近 20%，仅次于公司的 OralB 和 Crest 品牌。在个人医疗保健领域，2018 年 4 月公司获得 Merck KGaA OTC 医疗保健业务的协议。**(4) 面料和家居护理：**在面料护理方面，公司占据第一或第二的市场份额，是全球市场领导者，全球市场份额超过 25%；公司的全球家庭护理市场份额在各个类别中超过 20%。**(5) 婴儿、女性和家庭护理：**在婴儿护理方面，是全球市场的领导者，全球市场份额超过 25%，拥有第一或第二的市场份额，主要是公司最大品牌帮宝适，其年净销售额超过 80 亿美元。在女性护理方面，全球市场份额超过 25%。在成人失禁类别公司的市场份额超过 10%。

表 1：宝洁全球业务部门

细分部门	净销售额 占比 (%)	净收益 占比 (%)	产品类别 (子类别)	主要品牌
美容	19	23	护发 (护发素、洗发水、定型助剂、护理) 皮肤和个人护理 (止汗和除臭、个人清洁、皮肤护理)	潘婷、舒肤佳、Olay、SK-II、Old Spice、Head&Shoulders、Pantene、Rejoice
修饰产品	10	14	修饰产品类别包括剃须护理 (女性刀片和剃须刀，男性刀片和剃须刀，剃须前和剃须后产品，其他剃须护理) 和器具	Braun, Fusion, Gillette, Mach3, Prestobarba, Venus
卫生保健	12	13	口腔护理 (牙刷、牙膏，其他口腔护理) 个人保健 (胃肠道、快速诊断、呼吸、维生素/矿物质/补充剂，其他个人保健)	Crest, Oral-B, Metamucil, Prilosec, Vicks
面料和家居护理	32	27	织物护理 (织物增强剂，洗衣添加剂，洗衣洗涤剂) 家庭护理 (空气护理，餐具护理，保洁专业，表面护理)	Ariel, Domny, Gain, Tide, Cascade, Dawn, Febreze, Mr. Clean, Swiffer
婴儿、女性和家庭护理	27	23	婴儿护理 (婴儿湿巾、尿布和裤子) 女性护理 (成人失禁、女性护理) 家庭护理 (纸巾、卫生纸)	Luvs, Pampers, Always, Tampax, Bounty, Chamin, Puffs

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：宝洁旗下品牌一览

部门	品牌	品牌 LOGO	产品系列	产品示意图
顶级品牌	SK-II		护肤、彩妆	

部门	品牌	品牌 LOGO	产品系列	产品示意图
二线品牌	Olay (玉兰油)		护肤	
	Illume (伊奈美)		护肤	
	Always		卫生巾、护垫	
香水品牌	Hugo boss		香水、手表、配件	
	Lacoste		香水、服装	
	ANNA SUI (安娜苏)		香水、护肤、彩妆	
	Escada (埃斯卡达)		香水、服装、珠宝	
	Dunhill (登喜路)		香水、服饰、皮具等	

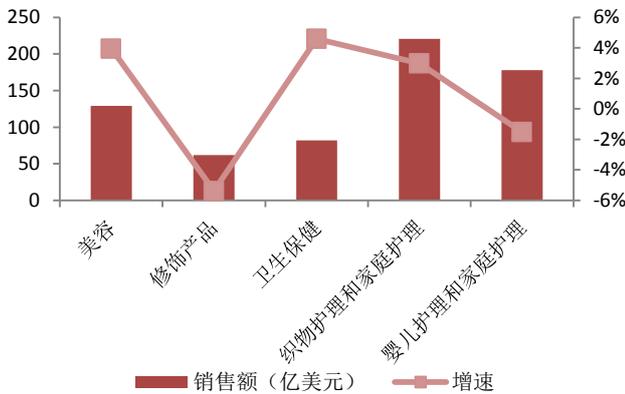
部门	品牌	品牌 LOGO	产品系列	产品示意图
	Valention		高级订制服、配饰、香水	
	Lanvin (朗万)		服装、香水、化妆品	
	Paul Smith (保罗史密斯)		服装、香水	
洗护品牌	飘柔		洗发露、护发素	
	海飞丝		洗发露、护发素、头皮头发按摩膏、头皮修护精华乳	
	潘婷		护发素、洗发水	
	沙宣		洗发、护发	
	润妍		护肤、个人护理	
	伊卡璐		洗发露、护发素	

部门	品牌	品牌 LOGO	产品系列	产品示意图
	威娜		洗护水、染膏、	
男士品牌	Boss Skin	-	男士护肤	
彩妆品牌	Cover girl(封面女郎)		彩妆	
其他品牌	碧浪		洗衣粉、洗衣液	
	佳洁士		牙膏	
	舒肤佳		沐浴露、香皂、洗手液	
	汰渍		洗衣粉、洗衣液、肥皂	

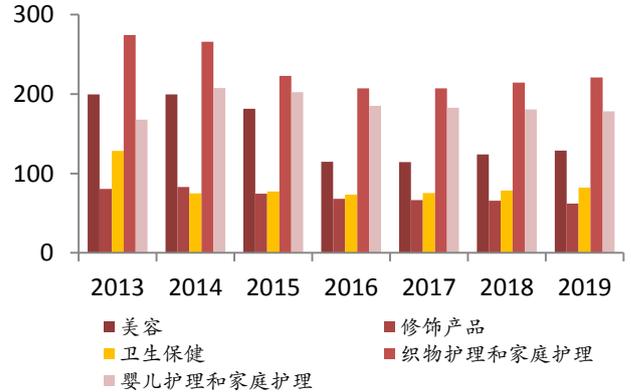
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 美容市场增长迅猛，有望成为业绩增长引擎

五大细分市场稳步发展，美容市场成最大亮点。全球美妆市场增速创近二十年新高，化妆品消费增长动力充足。2018 年全球美妆市场增速 5.5%，创下近二十年新高。2019 财年宝洁公司净销售额同比增长 1.3%，分市场来看，**美容市场**全年净销售额增长 4%至 129 亿美元，其中不利的外汇影响使净销售额减少了 4%，更高的定价使净销售额增加了 2%，有利的产品组合增加了 4%的净销售额，包括高端品牌 SK-II 和优质玉兰油品牌高于分部平均销售价格；**织物护理和家庭护理**全年净销售额增长 3%至 220.8 亿美元；**卫生保健市场**净销售额增长 4.6%至 82.2 亿美元，增速最大；**修饰产品和婴儿护理、家庭护理**两个市场销售额均有下降。

图 9：2019 财年公司五大细分市场净销售额及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 10：2013-2019 年公司五大细分市场净销售额（亿美元）


数据来源：wind，西南证券整理

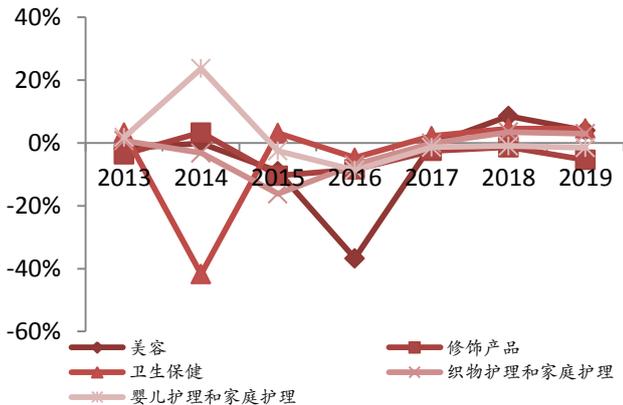
表 3：2018 年宝洁五大细分市场净销售额变化原因

细分部门	收购、剥离的影响	不包含收购、剥离的影响	外汇	价格	复合	其他	净销售额变化
美容	2%	2%	2%	-%	5%	-%	9%
修饰产品	-%	-%	3%	-3%	-1%	-%	-1%
卫生保健	3%	3%	3%	-1%	-%	-%	5%
面料和家居护理	3%	4%	1%	-1%	-%	-%	3%
婴儿、女性和家庭护理	-1%	-1%	1%	-1%	-%	-%	-1%

数据来源：公司公告，西南证券整理

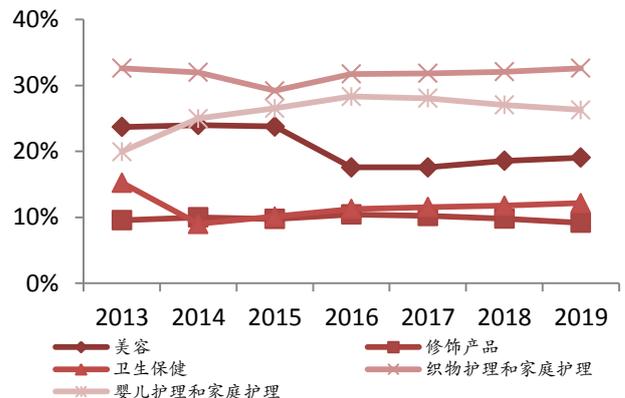
美容市场增长较快，成公司增长引擎。（1）整体来看，卫生保健市场呈现增长态势，美容和织物家庭护理两个市场经前期增速下滑后，2018、2019 两个财年增速转负为正，其余两个市场销售同比近年来微降。其中，美容市场值得关注，2018 年其增速创新高，为 8.6%，成营收主要增长引擎。2017-2019 年，**织物护理和家庭护理市场**的净销售额由 207.2 亿美元上升至 220.8 亿美元，复合增速为 3.2%；**婴儿护理和家庭护理市场**的净销售额由 182.5 亿美元下降到 178.1 亿美元，销售占比缩至 26.3%；**美容市场**的净销售额从 114.3 亿美元上升至 129.0 亿美元，复合增速为 6.2%，销售占比增至 2019 年的 19.1%；**修饰产品市场**的净销售额从 66.4 亿美元下降为 62.0 亿美元，销售占比下滑为 9.2%；**卫生保健市场**的净销售额从 75.1 亿美元上升为 82.2 亿美元，复合增速为 4.6%，销售占比持续提升至 12.1%。**需要说明的是**，公司有两次因出售品牌致使相应细分市场的收入削减从而使对应增速有一定程度下滑。美容市场 2016 年净销售额同比下降 36.7% 主要为该年公司对其进行大规模调整，将美容部门旗下的 41 个品牌以 125 亿美元出售给科蒂集团，致使该部门当年营收降至 114.8 亿美元所致；卫生保健市场 2014 年净销售额同比下降 41.7% 主要系该财年公司以 29 亿美元出售三个宠物食品品牌（Iams、Eukanuba 和 Natura）给玛氏公司，使得宠物食品业务从该部门剥离、营收缩减所致。（2）从 2013-2019 宝洁五大细分市场的净销售额占比可以看出，修饰产品市场一直是公司的主要收入来源，而美容市场的业绩也在逐步提升，其中 2018 年美容市场的销售额同比增速为 9%，增长最快，销售占比也显著提高，仅次于修饰产品市场，且 2019 财年继续增长态势，已然成为宝洁业绩增长引擎。

图 11: 2013-2019 年公司五大细分市场净销售额增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 12: 2013-2019 年公司五大细分市场净销售额占比情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

2.3 新兴市场稳中有升，大中华区增长强劲

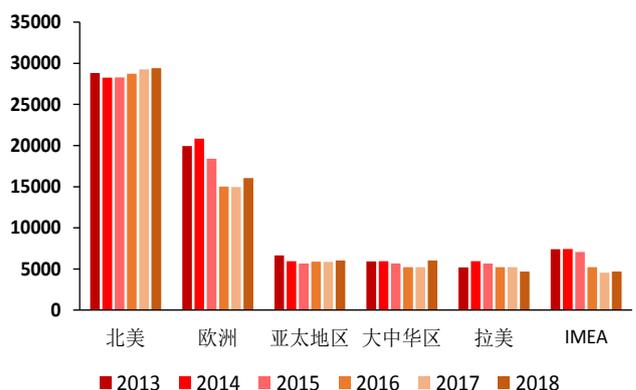
三大核心区域全球化布局。公司业务遍布在西欧、南美和新兴市场等地区，整体来看，新市场再次加速，特别是在亚洲，北美正在逐步改善，而西欧受到法国持续困难以及英国经济放缓的影响。(1) 2018 年全球美妆市场亚太地区增速领先，北美市场增速较快。分地区看，新兴市场增长 8%，其中，亚太地区以 10% 的增速领衔，拉美、东欧、非洲及中东等地区的美妆市场规模同比分别增长 3%、5%、0%；成熟市场中，北美增速较快，同比增长 5%，西欧地区增长乏力，与 2017 年持平。(2) 整体来看，2018 年宝洁公司在大中华区净销售额增速迅猛。分地区看，北美市场净销售额增长 0.44% 至 294.1 亿美元。公司家庭护理业务主要是北美业务，主要包括 Bounty 纸巾和 Charmin 卫生纸品牌。Bounty 的美国市场份额超过 40%，Charmin 超过 25%。；欧洲市场净销售额增长 7.2% 至 160.4 亿美元；亚太地区净销售额增长 2.7% 至 60.1 亿美元；大中华区净销售额为 60.1 亿美元，同比增长 15.6%；IMEA（印度、中东和非洲）净销售额增长 2.7% 至 46.8 亿美元。

图 13: 2018 年公司各地区净销售额及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

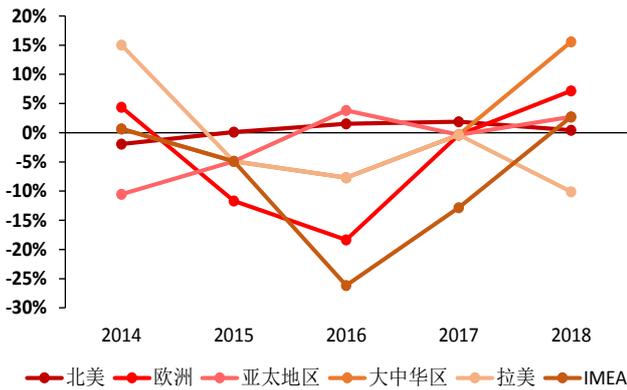
图 14: 2013-2018 年公司各地区净销售额 (百万美元)



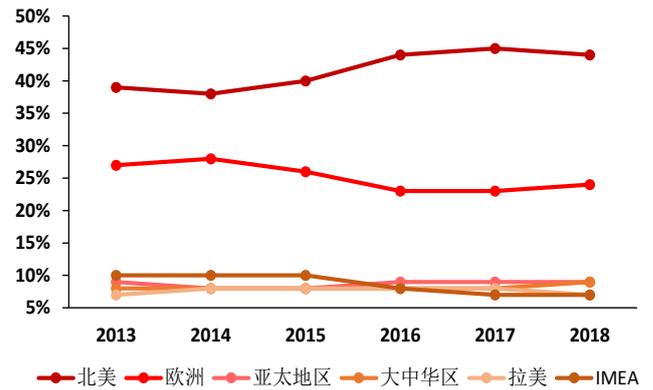
数据来源: wind, 西南证券整理

大中华地区业绩大涨，增长势头强劲。2013-2018 的 6 年时间里，北美地区的净销售额从 288.2 亿美元增长到 294.1 亿美元，销售额占比从 39% 上升到 44%；欧洲地区的净销售额从 199.6 亿美元下降到 160.4 亿美元，销售额占比从 27% 下滑至 24%；亚太地区的净销

售额从 66.5 亿美元下降到 60.1 亿美元，销售额占比从 8% 上升至 9%；拉美地区的净销售额从 51.7 亿美元下降到 46.8 亿美元，销售额占比仍是 7% 未变；大中华区的净销售额从 59.1 亿美元增长到 60.1 亿美元，销售额占比从 8% 上升到 9%；IMEA（印度、中东和非洲）地区的净销售额从 73.9 亿美元下降到 46.8 亿美元，销售额占比从 10% 下滑至 7%。其中大中华区增长势头强劲，2019 财年宝洁在大中华区的销售业绩持续增长，经推算宝洁中国 2019 财年的销售额约为 63.1 亿美元（约合人民币 434.1 亿元），同比增长 5%。

图 15：2014-2018 年公司各地区净销售额同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：2013-2018 年公司各地区净销售额占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 地区扩张+行业扩张铸就全球跨国企业

3.1 并购催生最大的日用品公司

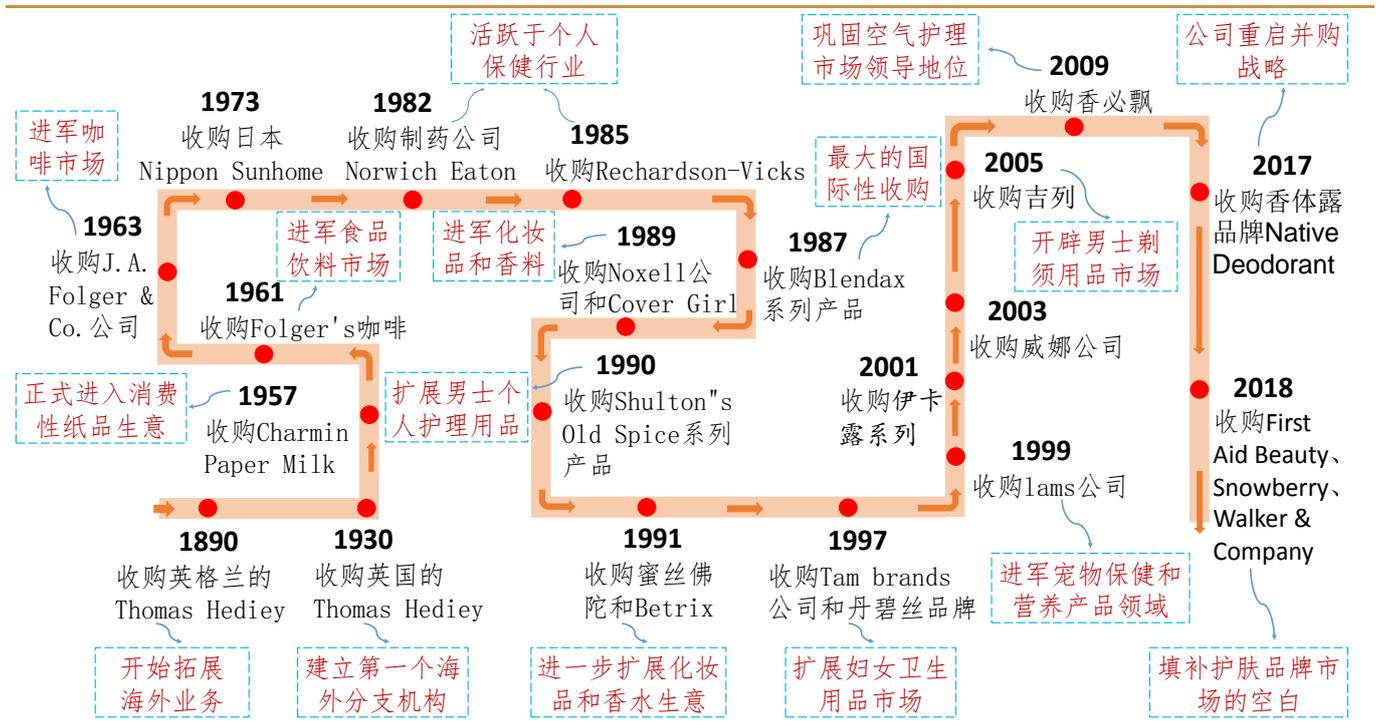
宝洁公司的跨国经营历程：

(1) 地区扩张：1915 年宝洁在加拿大设立第一家海外公司，聘用 75 人生产象牙皂和 Crisco 植物烘焙油，随后将其产品推销到全世界。70 年代宝洁在进入加拿大、英国、菲律宾、沙特阿拉伯后，收购日本太阳屋公司，建立宝洁太阳公司，开始在日本生产和销售宝洁产品；80 年代在中国成立合资公司，在德国推出可重复罐装的液体保洁产品；90 年代，收购捷克的 Rakona 公司首先在东欧开展业务，并迅速推广到匈牙利、波兰和俄罗斯；90 年代红球进入墨西哥等拉丁美洲市场。

(2) 行业扩张：通过收购兼并建立核心产品系列。1890 年收购英格兰的 Thomas Hedley 有限公司；1930 年收购英国的 Thomas Hedley 有限公司；1957 年收购制造 Bounty 纸巾及卫生巾的 Charmin Paper Milk 公司；1961 收购了 Folger's 咖啡；1963 年收购了 J.A. Folger & Co. 公司；1973 年收购了日本 Nippon Sunhome 公司；1982 年收购 Norwich Eaton 制药公司进入非处方和处方药品市场和健康护理领域；1985 年收购 Recharadson-Vicks 公司并购买 Mefumucil、Dramamine 和 Icy Hot 三种品牌；1987 年收购了欧洲的 Blendax 系列产品，包括 Blend-a-med 和 Blendax 宝洁控股公司(德国)牙膏；1989 年购买 Noxell 公司和它的 Cover Girl (雅芳、美宝莲和封面女郎 (Cover Girl) 是在青少化妆品每个领域中都领先的三大品牌)、Noxzeme 和 Clarion 品牌，进入化妆品和香水市场；1990 年购买 Shulton's Old Spice 产品系列拓展男性个人护理市场；1991 年购买了 Max Factor (高端彩妆品牌的蜜丝佛陀) 和 Betrix，进一步拓展化妆品市场；1997 年收购了 Tam brands 公司和它旗下的全球知名品牌 Tampax (丹碧丝)；1999 年收购了 Iams 公司；2001 年从施贵宝公司收购伊卡露系列；2003 年收购威娜公司；2005 年收购吉列 Gillette；2009 年收购香必飘 (Ambi Pur)。

砍掉旗下近 80% 品牌的宝洁，在持续业绩压力下，再度开启收购模式。一方面，宝洁公司出于资源聚焦、重点发展核心品牌、加快产品更新换代的目的，宝洁公司开始采取“瘦身”策略。2014 年开始，逐步将全球广告和公关代理商从 6000 个精简至 3000 个；2015 年砍掉超过一半的子品牌，保留了 70-80 个最大品牌，相应的品牌代理公司也被一一砍掉；2017 年，全球品牌已削减至 65 个。另一方面，采取收购模式完善品牌矩阵。2017 年收购旧金山香体露品牌 Native Deodorant；2018 年相继收购敏感肌护肤品牌 First Aid Beauty、新西兰天然皮肤护理品牌 Snowberry；此外，宝洁还收购了德国默克集团旗下消费者保健业务。2018 年 12 月继续收购加州美容公司 Walker & Company 品牌。宝洁在公告中称，宝洁将进军从未涉足过的治疗领域。

图 17：宝洁收购历程图



数据来源：公司官网，西南证券整理

受困于业绩的持续低迷，十年以来全球销售额接连出现停滞或者下滑。尤其在 2016 年跌破了 700 亿大关，净销售额 652.99 亿美元。虽然 2016 以及 2017 年财报显示，宝洁净利润同比增长幅度较大，但情况仍没有好转，2018 年，宝洁净利润再次跌回 100 亿美元之内，同比下滑 36.28%。为挽回这一颓势，宝洁经历了三次瘦身：

(1) 精简营销费用

2013 年开始，宝洁一直在削减自身的营销费用，从 2013 年的 81.9 亿美元削减到 2018 年的 71.0 亿美元。过去，传统媒体广告投放是品牌打动消费者的首先选择，然而，随着传播方式的改变以及数字营销的崛起，2015 年起宝洁逐步把全球的广告和 PR 代理商由 6000 个精简到目前的 2500 个。在缩减广告预算的同时，营销支出的占比也发生了一定的变化。宝洁全球总裁 David Taylor 在 2018 年的投资者会议中表示，宝洁过去四年节省了近 10 亿美元的代理费、广告制作成本，公司正在消除媒体供应链中的大量浪费；且公司在 2018 年至 2021 年计划砍掉约 4 亿美元营销预算，并减少约 50% 目前合作的代理商数量。

(2) 精简品牌数量

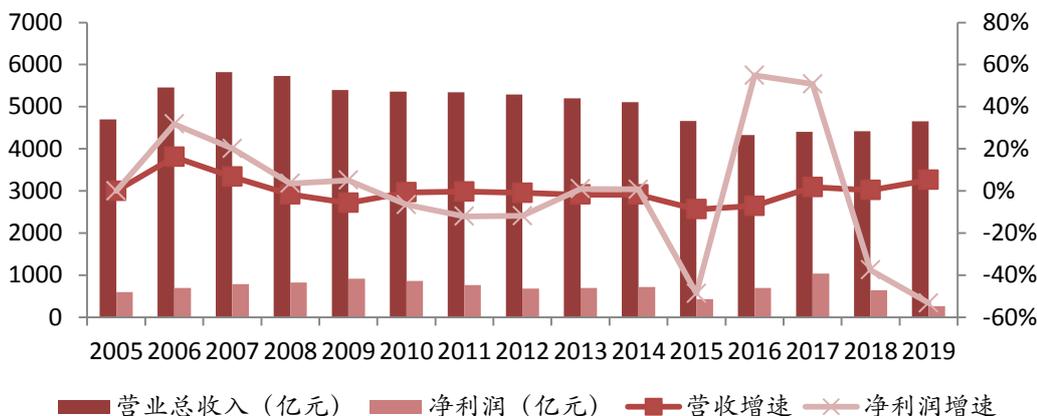
与精简营销费用同时进行的，还有宝洁集团对旗下品牌数量的精简。2014年8月宝洁宣布准备在1至2年时间内，剥离年销售额不到1亿美元的中小型品牌，加速销售增长。随后，金霸王电池被出售给了股王巴菲特，沙宣、威娜、蜜丝佛陀以及包括香水业务在内的43个品牌，打包卖给科蒂集团。2017年，宝洁宣布将再次缩减品牌数量，再次出售旗下多个洗发护发品牌给施华蔻母公司——德国日化巨头汉高集团，从当时的超200个减少至65个。

(3) 精简部门架构

2018年年末，宝洁宣布将在2019年7月1日起实施新的运营架构，将十大业务部分精简至六个，每个部分都将拥有独立的CEO，负责该部门品牌、产品和包装创新、消费者洞察等一系列工作，并直接向宝洁总裁Taylor汇报。除了组织架构的精简，宝洁还将继续降低企业的资源水平，把约60%的企业工作转移到业务部门和市场。宝洁“大刀阔斧”的精简，将主要精力集中在核心业务，扫除了一些前几年业绩增长停滞带来的阴霾。

这一系列的“瘦身运动”，效果显著。根据财报显示，2019财年第二季度，宝洁净销售额达到174.4亿美元，同比增长8%，超出了华尔街预期的171.5亿美元。第三季度净销售额同比增长1%到164.6亿美元，除去外汇、收购和资产剥离的影响，有机产品的销售增长5%；净利润同比增长9.2%至27.8亿美元。2019财年全年净销售额同比增长1.3%至677亿美元，外汇对净销售额的负面影响为4%，有机产品销售增长5%。

图 18：2005-2019 年公司营收和净利润变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

3.2 稳定的现金流、毛利率、费用率

纵观2011年以来，宝洁公司的毛利率均基本保持平稳，净利率略有波动。2011年宝洁公司的净利率为14.3%，在2018年达到16.9%。其中2015、2017年公司的净利率分别处于历史低位和高位，主要原因是2015年公司出售43个品牌给科蒂集团，交易于2016年10月1日结束。公司在交易中获得的价值为114亿美元，除交易及相关成本外，最终公司获得53亿美元的税后收益，促使净利率大幅提升。2019财年的净利率下降至5.9%，主要为Shave Care减值的税后影响、PGT Healthcare合伙企业解散减少当年收益以及债务提前终止产生的基期费用、约9亿美元的外汇负面影响使净收益减少较多所致。而毛利率方面，宝洁基本保持稳定，维持在48%-50%。

图 19：2011 年以来公司净利率变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

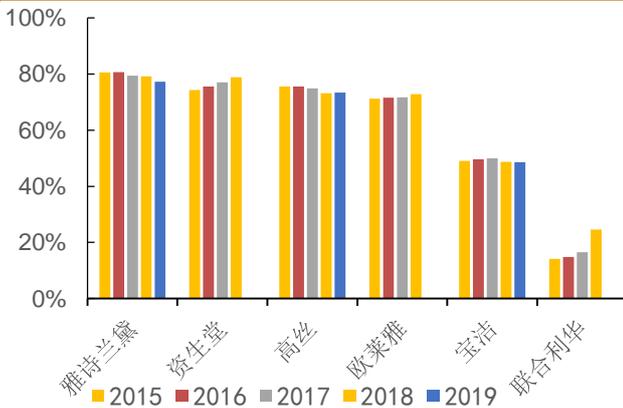
图 20：2011 年以来公司毛利率变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

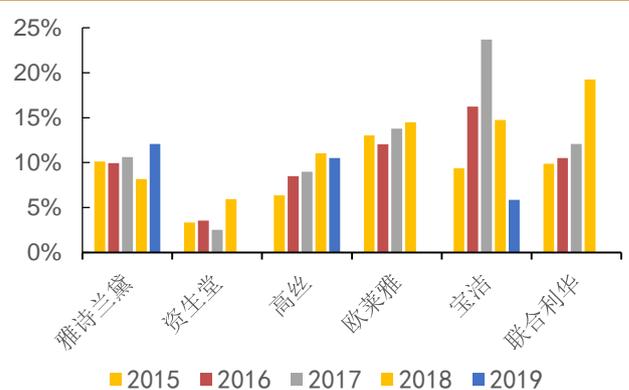
由于化妆品行业是一个由品牌和渠道定价，而非由生产和制造定价的行业，因而品牌商普遍拥有非常高的毛利率。毛利率方面，整体来看，国际化妆品企业毛利率水平较高。2015-2019 年，雅诗兰黛维持在 77%-80% 的高毛利率水平，其余大多数为 70%-80% 之间，而日用消费品公司宝洁和联合利华的毛利率相对较低。从净利率来看，宝洁和联合利华的净利率水平相对较高，但宝洁在 2019 财年净利率有一定程度下降，主要为 Shave Care 减值的税后影响、PGT Healthcare 合伙企业解散减少当年收益以及债务提前终止产生的基期费用、外汇对净收益产生了约 9 亿美元的负面影响所致；欧莱雅的净利率相对稳定，维持在 12%-14%；资生堂的净利率相对较低，但 2018 年创新高，为 6%；其余大多数在 8%-11% 的水平。

图 21：2015-2019 年同行业公司毛利率变化情况



数据来源：wind，西南证券整理（注：部分公司因年报时间跨度原因尚未披露 2019 年情况）

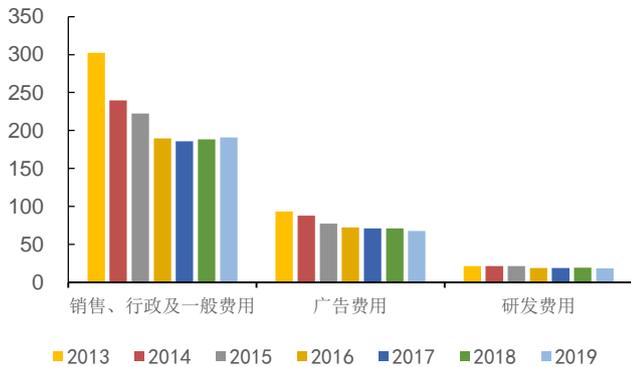
图 22：2015-2019 年同行业公司净利率变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

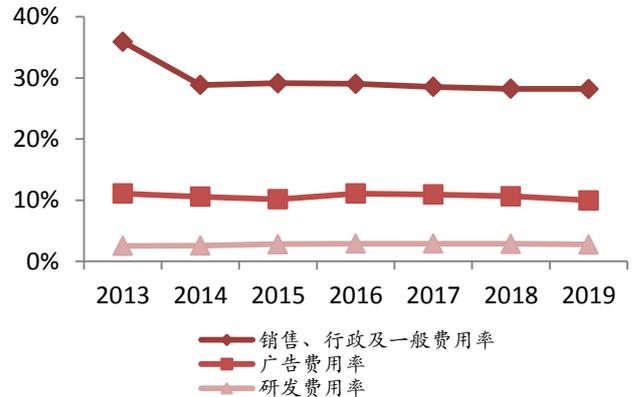
近年来宝洁公司的各项费用率均保持平稳趋势。2013-2019 年，宝洁公司的销售、行政及一般费用从 302.3 亿美元降至 190.8 亿美元，费用率由 35.9% 逐年降至 28.2%；广告费用由 93.3 亿美元下降至 67.5 亿美元，费用率从 11.1% 减少为 10%；研发费用从 21.3 亿美元减少为 18.6 亿美元，费用率从 2.5% 上升为 2.8%。2013 年以前，宝洁的广告、经销商投入比较大、管理结构不够精简，因此其费用率较高；但随着互联网的兴起，用户对于品牌的认知也不再局限于传统媒介，公司随之调整策略，精简组织架构，并且将资源投放在性价比更高的渠道上，2014-2019 年各年的费用率稳中有降。

图 23: 2013-2019 年公司费用情况 (亿美元)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 24: 2013-2019 年公司费用率情况



数据来源: wind, 西南证券整理

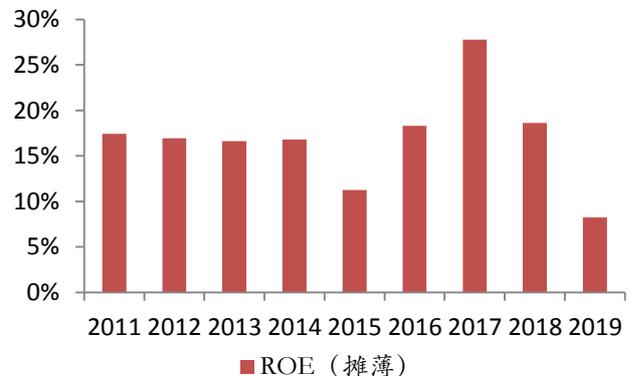
宝洁的现金流基本保持平稳, ROE。2011-2018 年, 宝洁的净资产收益率 ROE (摊薄) 从 17.4% 变为 18.6%, 其中 2017 年的 ROE (摊薄) 高达 27.8%, 主要是 17 财年净收益增加以及将美容产品出售给科蒂集团后加权平均流通股数减少所致; 而 2019 财年的 ROE (摊薄) 为 8.3%, 主要由于 Shave Care 减值的税后影响、PGT Healthcare 合伙企业解散减少当年收益以及债务提前终止产生的基期费用、外汇对净收益产生了约 9 亿美元的负面影响, 最终致使归属宝洁公司的净收益为 39 亿美元, 同比减少 59 亿美元, 进而使公司的 ROE 下降。经营活动现金流从 856.3 亿元变为 1047.8 亿元, 复合增长率为 2.6%, 基本保持稳定。

图 25: 2011 年以来公司经营活动现金流 (亿元) 变化情况



数据来源: wind, 西南证券整理

图 26: 2011 年以来公司 ROE (摊薄) 变化情况



数据来源: wind, 西南证券整理

3.3 中国成为宝洁全球发展速度最快的市场之一

1988 年, 宝洁公司在广州成立了在中国的第一家合资企业—广州宝洁有限公司, 从此开始了其中国业务发展的历程。宝洁大中华区总部位于广州, 在广州、北京、上海、成都、天津、东莞等地设有多家分公司及工厂。三十年来, 宝洁在中国的业务发展取得了飞速的发展, 主要表现在: (1) **建立了领先的大品牌:** 宝洁公司是中国最大的日用消费品公司, 大中华区年销售额超过六十亿美元。海飞丝、飘柔、舒肤佳、玉兰油、帮宝适、汰渍及吉列等品牌在各自的产品领域内都处于领先的市场地位。(2) **业务保持了强劲的增长:** 中国宝洁是宝洁全球业务增长速度最快的区域市场之一。宝洁大中华区的销售量已位居宝洁全球区域市场

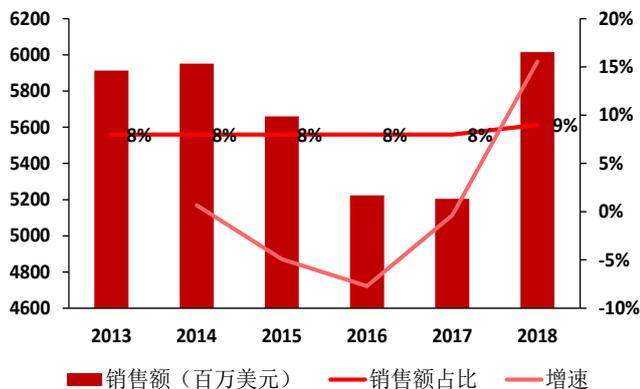
中的第二位，销售额也已位居前五位。**(3) 建立了出色的组织结构：**在宝洁大中华区，越来越多的中国籍员工担任起重要的管理职位，中国籍的员工占员工总数的 98% 以上，宝洁大中华区已成为向宝洁其他市场的人才输出地。

图 27：宝洁在中国的发展

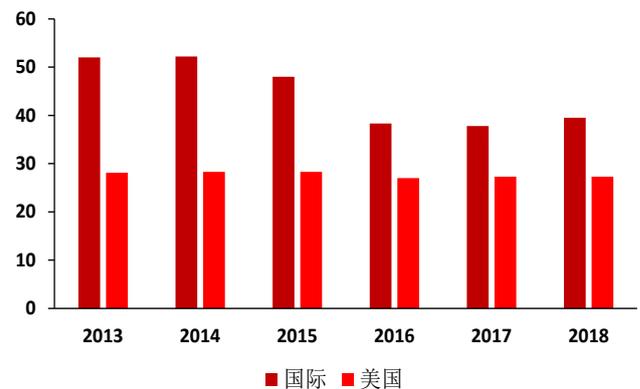


数据来源：公司公告，欧莱雅集团，西南证券整理

中国市场是宝洁最看重的市场之一。2019 财年宝洁实现全球营收 677 亿美元，较 2018 财年的 668 亿美元同比增长 1.3%，维持增长态势。宝洁曾依靠多品牌战略成为全球日化行业龙头，特别是在中国市场，2009 年宝洁进入鼎盛时期，在中国总体市场占有率曾一度达到 47%；在洗护产品市场的占有率也曾高达 50.5%。但宝洁在中国市场也并非一帆风顺，2014-2016 年宝洁在中国地区的销售额一路下滑，但在总销售额中的占比始终稳定在 8%。2018 年宝洁在中国市场的销售额增长 15.6%至 60.1 亿美元，财报显示，在中国市场里，宝洁集团的 7 大品类中有 6 个品类都获得增长，其中 OLAY 和 SK-II 成为驱动增长的主力品牌。2019 财年，其在中国区的销售增长势头继续强劲，经推算宝洁中国 2019 财年的销售额约为 63.1 亿美元（约合人民币 434.1 亿元），SK-II 和 OLAY 两个品牌的贡献大。

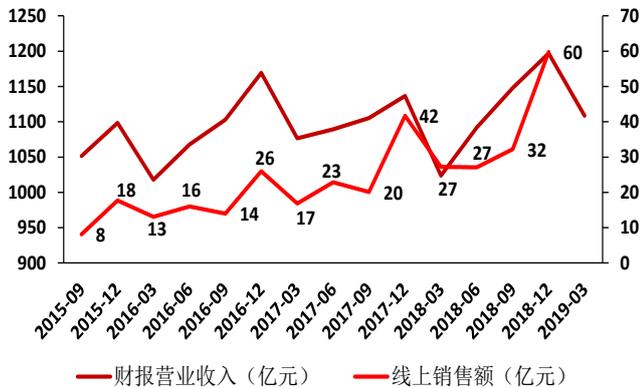
图 28：2013-2018 年公司在中国的销售情况


数据来源：wind，西南证券整理

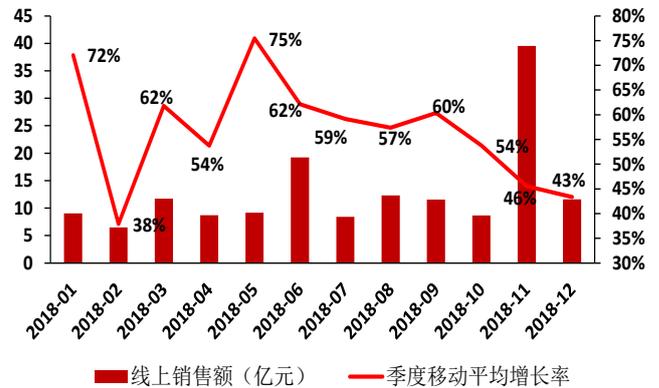
图 29：2013-2018 年公司在美国和国际上的销售额（十亿美元）


数据来源：wind，西南证券整理

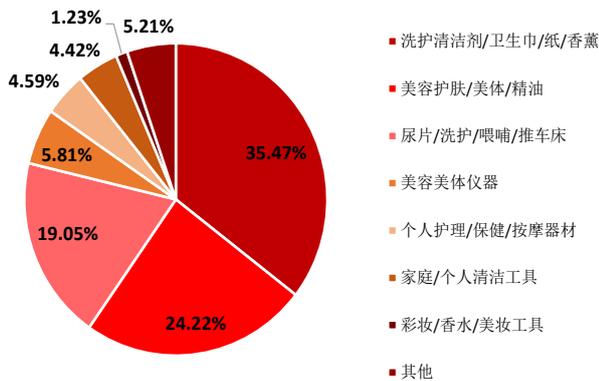
坚持国际品牌本土化营销策略。宝洁在中国的广告策略主要表现为在坚持国际化广告策略的同时，注意国际品牌的本土化，抓住国内外消费者购买日用洗洁品的共同的消费心理，产品本土化，广告策略国际化。财报显示，宝洁在中国的营业收入从 2016 财年第一季度的 1051.3 亿元增长到 2019 财年第三季度的 1108.5 亿元，线上销售额从 2016 财年第一季度的 8.1 亿元增长到 2019 年第二季度的 59.8 亿元，增长了 6.4 倍。公司各品类、品牌在中国线上的销售占比也相当可观。2018 年 12 月，从品类来看，洗护清洁剂/卫生巾/纸/香薰类、美容护肤/美体/精油类和尿片/洗护/喂哺/推车床类的线上销售占比最高，分别为 35.5%、24.2% 和 19.1%；从品牌来看，帮宝适的品牌销售占比位居第一，达到 18.3%；SK-II、博朗紧随其后，分别为 12.4%、12.6%。

图 30：公司在中国的营收和线上销售额


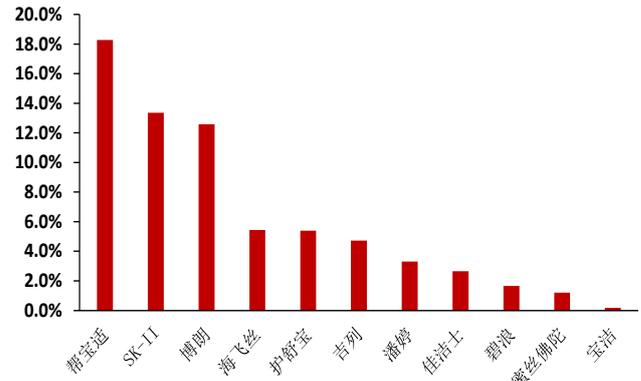
数据来源：wind，西南证券整理

图 31：2018 年公司在中国的线上销售额及季度移动平均增长率


数据来源：wind，西南证券整理（注：季度移动平均同比增长率为（近三月合计值-去年同期三月合计值）/去年同期三月合计值*100）

图 32：2018 年 12 月公司在中国的品类销售占比（线上）


数据来源：wind，西南证券整理

图 33：2018 年 12 月公司在中国的品牌销售占比（线上）


数据来源：wind，西南证券整理

4 投资建议

回顾宝洁的发展历程，宝洁在成为国际化的日化巨头的成长路径中，始终坚持几个方向：

(1) 矢志不渝的高广告投入，强化品牌地位。2013-2019 年，宝洁公司的销售、行政及费用率由维持在 30%左右；其中广告费用率占比在 10%左右。集团的广告投入高，大力推广营销策略，释放品牌效应，强化品牌地位。与此同时宝洁不断优化广告投放效率，随着互联网的兴起，用户对于品牌的认知也不再局限于传统媒介，公司随之调整策略，精简组织架构，并且将资源投放在性价比更高的渠道上，2014-2019 年各年的费用率稳中有降。

(2) 积极应对滞缓局面，焕新品牌重振业绩。一方面，宝洁公司出于资源聚焦、重点发展核心品牌、加快产品更新换代的目的，开始采取“瘦身”策略。2014 年开始，逐步将全球广告和公关代理商从 6000 个精简至 3000 个；2015 年砍掉超过一半的子品牌，保留了 70-80 个最大品牌；2017 年，全球品牌已削减至 65 个，其中 OLAY 和 SK-II 成为驱动增长的主力品牌。另一方面，采取收购模式完善品牌矩阵。2017 年收购旧金山香体露品牌 Native Deodorant；2018 年相继收购敏感肌护肤品牌 First Aid Beauty、新西兰天然皮肤护理品牌

Snowberry；此外，宝洁还收购了德国默克集团旗下消费者保健业务，随后继续收购加州美容公司 Walker & Company 品牌。2018 年，公司开始迎来阶段性复苏：2018 财年实现营业收入 668 亿美元，增速转负为正，为 2.7%；2019 财年净销售额持续增长至 677 亿美元，同比增长 1.3%。

(3) 持续培育爆款的能力。2019 财年宝洁旗下的美容市场全年净销售额增长 4% 至 129 亿美元，其中高端品牌 SK-II 和优质 Olay 品牌为销售增长的主要驱动力。两大美妆品牌亮眼的业绩表现主要得益于对明星产品的持续培育：SK-II 旗下拥有神仙水、前男友面膜、小灯泡、小红瓶等多个爆款；Olay 新推出主打烟酰胺成分的小白瓶大获成功，于今年天猫 618 取得 15 分钟销售额破千万的佳绩。

(4) 不甘现状，掘金新市场。从 2013-2019 宝洁五大细分市场的净销售额占比来看，修饰产品市场一直是公司的主要收入来源，但其美容市场近年来的业绩逐步提升，其中 2018 年美容市场的销售额同比增速为 9%，增长最快，销售占比也显著提高，仅次于修饰产品市场，且 2019 财年继续增长态势，已然成为宝洁业绩增长引擎。

对于化妆品行业的几点思考：

(1) 化妆品公司拥有优质从财务指标和长尾效应。化妆品公司在高速发展阶段，通常会给予高估值，即使在业绩增长稳定阶段，由于其稳定的现金流、稳固的品牌效应、稳定的市场地位，也依然可以获得较高的估值属性。2008 年至今，雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂都是 10 倍以上的大牛股，然而反观这些年他们的业绩，并没有很强的增长，甚至有些财年负增长，但估值却达到了 40 多倍。主要原因在于这些化妆品巨头拥有优质从财务指标和长尾效应，而且一旦品牌树立会产生明显的长尾效应，保持持久稳固的市场地位。

(2) 要成长为化妆品巨头必须拥有丰富的品牌矩阵，因此收购是其成长的必然之路。化妆品行业做新的品牌需要大量财力、物力的投入，可以说天时、人和、地利一样都不可或缺，既需要出色的团队负责研发、打造爆款，又需要通过广告宣传进行大力的推广营销，因此想做一个新的品牌是非常艰难的，因此品牌收购是丰富品牌矩阵的不二选择。收购一个相对出名但已经处于衰败状态的品牌，然后利用自身的团队优势、渠道优势等可以使品牌重新焕发生机。

(3) 中国目前是全球化妆品行业增速最快的国家，行业红利中必然会促成国产巨头的诞生。2017 年全球化妆品市场规模达 4648 亿美元，中国作为全球化妆品市场发展规模年均增速最快的国家，2017 年市场规模 3616 亿元，同比增长 9.6%，远高于世界平均增长率 5.2%。在中国化妆品是高速发展的成长性行业，2010-2018 年我国化妆品行业复合增长率达 16%，明显高于其他化妆品消费大国。行业红利有望促进国内大品牌加强品牌优势，而新兴中小品牌，依托渠道和营销崭露头角的可能性很大，本土品牌优势有望逐渐加强，我们看好国内本土品牌在激烈的市场竞争中将会突围成功，重点推荐珀莱雅、丸美股份。

风险提示：行业竞争加剧，消费需求或不及预期，品牌发展或不及预期。

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn