



积极变革，期待绽放

核心观点：

- **中国化妆品行业景气度处于高位，品牌商充分享受行业发展红利**

2019 年中国化妆品规模超 690 亿美元，以 14% 的份额位列全球第二；同比增长 57 亿美元（全球+49 亿美元），成为全球增长的核心动力。渗透率及居民消费水平提升将成为中国化妆品行业持续健康发展的基础。美妆品牌商凭借强劲的议价、定价能力，更易享受到行业发展过程中的业绩红利。

- **公司积极变革，拥抱行业机会**

① 化妆品消费客群趋于年轻化（17-35 岁），销售渠道和营销手段趋于多元化。公司优化升级渠道布局与营销手段，针对不同的客群需求进行各个渠道的差异化铺货，搭配数字化社媒营销，在强化传统线下销售的同时带来线上的年轻化增量；同时借助研发创新提升产品力，以兼顾功效和性价比的新品、爆品拉新客、引复购，从根本提升公司的品牌力及市场认可度。

② 公司现阶段盈利能力较强（净利率较行业均值+15bps），存在加大代言广告、促销等营销资本投入，以实现营收加速增长的空间。

③ 拓品牌、拓产能促进外生增长，在自主品牌九美具有一定市场地位后借助产业基金对护肤彩妆新兴品牌、产业链上下游进行投资扩张，同时公司募投项目变更为智能制造工厂，建成后产能翻倍，达产可实现 5.96 亿元年产。

④ 发布上市后首次股权激励计划激发内生动力，公司目标 2021 年开始恢复至 14%-17% 的规模增长区间，净利率水平稳定在前期均值水平 25% 左右。

- **公司估值具备修复空间**

当前公司自身 PE 与相较沪深 300 的估值溢价均处于底部区间（历史百分位 12%/1.5%），具备向上修复的空间。

- **主要财务指标**

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,800.86	1,894.11	2,178.44	2,647.04
增长率(%)	14.28%	5.18%	15.01%	21.51%
归属母公司股东净利润	514.89	534.28	589.00	683.09
增长率(%)	23.99%	3.77%	10.24%	15.97%
EPS (元/股)	1.370	1.332	1.469	1.703
销售毛利率	68.16%	68.53%	68.59%	68.98%
净资产收益率(ROE)	19.28%	17.55%	17.04%	17.36%
市盈率(P/E)	45	42	38	33
市净率(P/B)	9.02	7.35	6.47	5.68
市销率(P/S)	13.90	11.81	10.27	8.45

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院，截止 2020 年 11 月 26 日收盘价

- **风险提示：** 行业竞争激烈的风险；公司新工厂建设不及预期的风险。

九美股份(603983.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

✉ : (8610) 83574538

✉ : liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码 : S0130517040001

甄唯萱

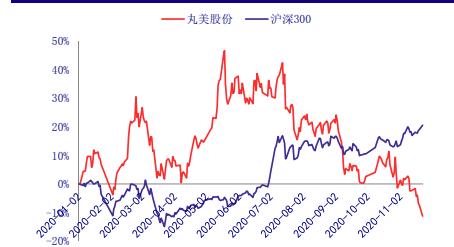
✉ : zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码 : S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

公司数据时间 2020.11.26



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_零售行业_如何看待高速成长中的中国化妆品业_20190513

【银河零售轻工_李昂团队】公司 2020 年三季报点评_零售行业_九美股份(603983.SH)_三季度规模增速表现依旧低于预期，看好核心产品品类四季度线上销售预期_20201028

【中国银河研究院_李昂团队】公司 2020 半年报点评_零售行业_九美股份(603983.SH)_二季度规模表现略低于预期，看好核心眼部产品及电商渠道下半年持续发力_20200827

【中国银河研究院_李昂团队】公司一季报点评_零售行业_九美股份(603983.SH)_疫情致使公司 20Q1 业绩小幅下滑，预计 Q2 将逐渐恢复常态，维持推荐_20200428

【中国银河研究院_李昂团队】公司年报点评_零售行业_九美股份(603983.SH)_19 年业绩增长

符合预期，维持推荐_20200421

目录

一、中国化妆品行业景气度仍处高位，国产品牌商崛起正当时	4
(一) 中国已成为全球第二大化妆品消费市场，渗透率提升及消费升级趋势可持续推动行业规模增长	4
(二) 美妆品牌的定价能力强于产业链上其他环节，更易充分享受行业发展红利.....	6
二、丸美积极变革，拥抱行业机会	7
(一) 化妆品消费客群趋于年轻化，公司借助新兴渠道与营销方式积极扩容迎主动增长	7
1.公司的渠道变化：差异化的全渠道发展，强化线下客群的同时带来线上的年轻化消费增量	10
2.公司的营销变化：借助社交媒体带动全渠道销售额增长，年轻化的代言人与星推官为品牌注入新活力 ...	12
3.公司的研发升级：产品推新不断，兼顾功效与性价比.....	16
(二) 公司现阶段盈利能力较强，存在加大资本投入进一步平衡净利率与营收增速的空间	19
1.公司对经销商存在进一步赋能空间	19
2.公司净利水平偏高，销售费用率有进一步提升空间	24
(三) 加大软硬件的投入，积极拓品牌、拓产能促进外生增长	25
1.强化提升主品牌的形象价值，配合产业基金从全产业链的角度扩充品牌矩阵	25
2.现有工厂产能利用率尚有提升空间，募投项目变更后待建的化妆品智能制造工厂可进一步支持公司扩产拓销	26
(四) 上市后首次股权激励计划发布，内生积极性将被充分激发.....	28
三、财务及资金流向分析与估值预测	29

(一) ROE 分析: 公司当前净利率水平具有明显优势, 资产周转率有待进一步提升	29
(二) 资金流向分析: 沪深港股通持股比例逐步进入相对稳定区间	29
四、盈利预测及估值分析: 业绩增长稳健, 估值具备修复空间	30
五、风险提示	33

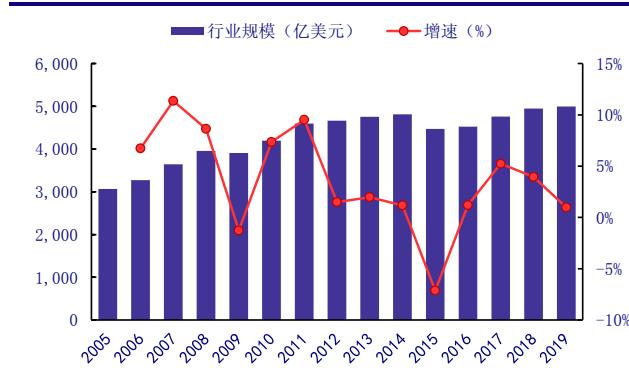
一、中国化妆品行业景气度仍处高位，国产品牌商崛起正当时

（一）中国已成为全球第二大化妆品消费市场，渗透率提升及消费升级趋势可持续推动行业规模增长

伴随着居民消费水平的提升以及生活质量的改善，化妆品的使用愈发普及，在日常生活中的定位日渐走高。2019年全球化妆品市场规模达到4996.4亿美元，自2015年行业规模出现负增长之后，已连续四年实现规模扩张。

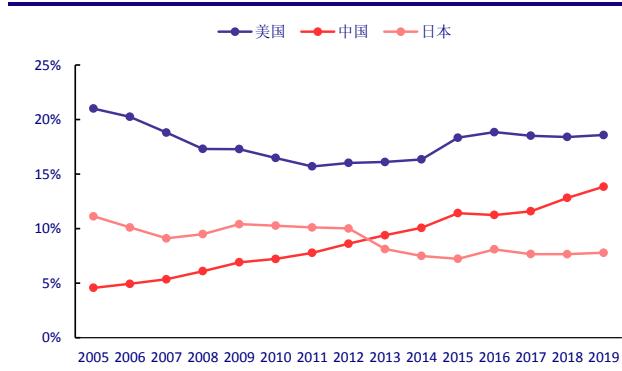
从全球化妆品的主要消费国家来看，美中日三国是当前全球主要的化妆品消费市场，其中美国市场份额稳居首位，2019年规模达到928.5亿美元，对应份额占比在18%左右；中国市场的份额占比稳步提升，2019年规模达到约691.5亿美元，对应份额较14年前（2005年）大幅提升9个百分点至近14%，2013年时份额占比已超过日本，位列第二；日本市场的份额处于逐步萎缩状态，2019年时规模为389.0亿美元，对应份额降至8%左右。

图1: 2005-2019年全球化妆品行业规模(亿美元)及增速(%)



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

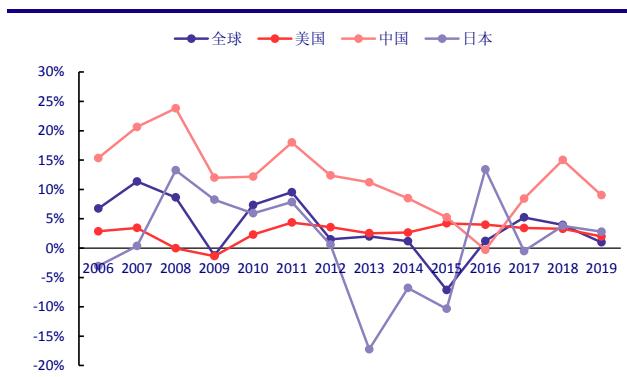
图2: 2005-2019年美中日化妆品市场全球份额占比(%)



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

中国化妆品市场份额的提升主要在于国内高景气的行业增速，以2016年至2019年全球行业恢复正增长的四年时间为观察期可以发现，阶段内全球行业的复合增速仅为2.83%，美国作为发达国家成熟市场的代表其表现与全球相似，复合增速为3.17%；反观同期中国市场依然保持高歌猛进，期间复合增速高达7.90%；此外，中国消费者尤其以出境旅客为代表的消费群体对于化妆品类产品的强劲需求也带动了日本市场的增长，阶段内日本市场的复合增速达到4.75%。

从全球化妆品行业的增量贡献角度可以看出中国市场对于行业增长的影响程度逐年提升。2012-2014年期间，中国市场的增量占据超过50%的全球市场增长，随后2015-2016年受汇率波动影响行业整体表现，但自2017年开始，中国市场的作用再次凸显，截止2019年全球化妆品市场增量为48.72亿美元，同年中国化妆品市场增长达到57.20亿美元，以中国为代表的发展中市场成为了全球行业增长的核心动力，且抵消了行业规模下行的部分地区造成的影响。

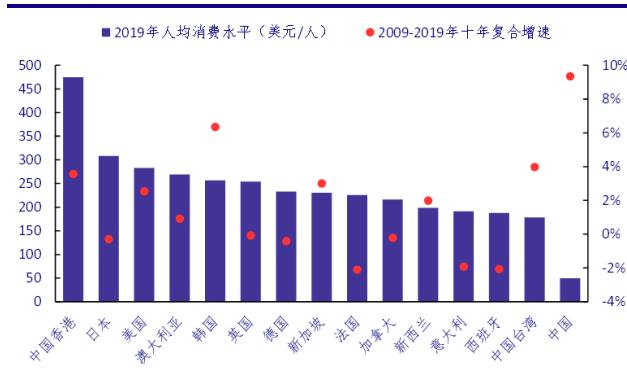
图 3: 2005-2019 年全球及美中日化妆品行业规模增速(%)


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

中国化妆品行业得以高速增长且有望维持健康发展的动能, 主要在于渗透率以及居民消费水平的不断提升。从人均消费水平来看, 中国与发达国家地区成熟市场相比仍存在较大差距, 截止 2019 年, 中国(大陆地区)人均化妆品消费额为 49.6 美元, 与当前全球排名第一的中国香港地区相差近 10 倍(未剔除内陆游客贡献), 与欧美等其他地区 200-300 美元的水平也存在 4-6 倍的差距; 同时, 中国人均化妆品消费支出占比 GDP 比重仅为 0.1%, 与其他国家地区 0.4%-0.8% 的水平相比也存在明显差距; 2009-2019 年十年间中国人均化妆品消费额增速达到 9.34%, 远高于同期 GDP 增速和其他国家地区的增速表现, 伴随中国人均消费额增速水平维持高位, 对化妆品购买和使用的渗透率也将不断提升, 人均消费支出结构会进一步向发达国家靠近。

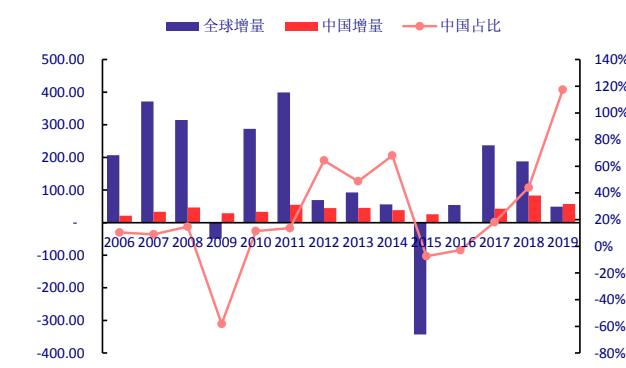
此外, 化妆品零售额增速与人均可支配收入、GDP 增速变动趋势相近, 经济周期性比较明显。作为可选消费品, 其拥有品类层次丰富、价格跨度大的特点, 那么居民消费能力的强弱就很大程度上决定了对细分品类和价位的选择余地。鉴于化妆品市场的成长具有顺周期性的特质, 我们认为, 在消费升级的大背景下, 消费者对“精致化”生活的美好追求不会改变, 人均可支配收入和支出结构的优化亦不会改变, 这两点将长期利好化妆品行业的健康发展。

图 5: 主要国家地区人均化妆品消费额(美元/人)及人均消费额十年期复合增速



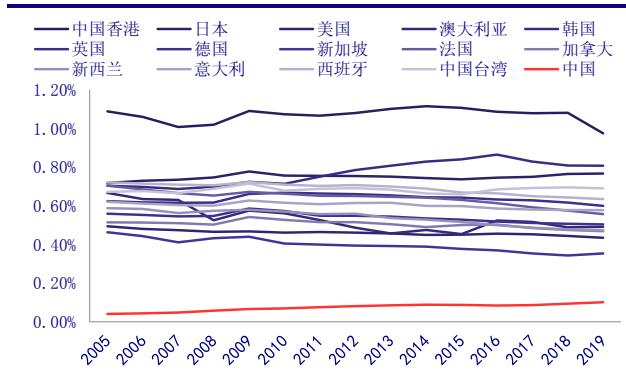
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2005-2019 年全球及中国化妆品行业规模增量(亿美元)和中国贡献度(%)



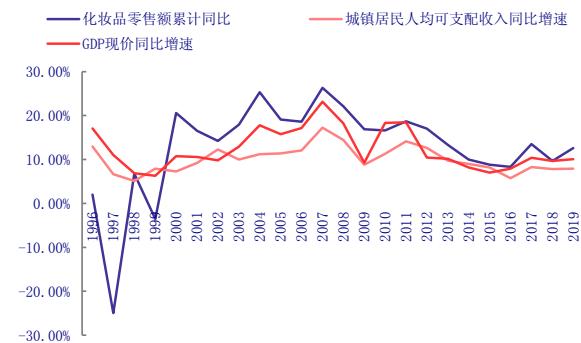
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 6: 2005-2019 年主要国家地区人均化妆品消费额占比人均 GDP 比重(%)



资料来源: Euromonitor, Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: 1995-2019 年中国化妆品零售额、城镇居民人均可支配收入、GDP 增速变化趋势



资料来源: Euromonitor, Wind, 中国银河证券研究院整理

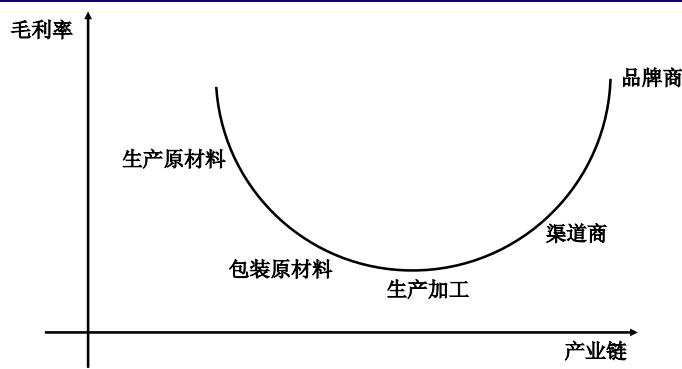
(二) 美妆品牌的定价能力强于产业链上其他环节, 更易充分享受行业发展红利

化妆品行业主要可以拆分为原材料供应商、品牌商、生产商、渠道商四个环节: 原材料供应商主要提供包括生产原材料及包装原材料; 品牌商专职于产品研发及品牌、产品宣传, 同时兼顾产品生产环节; 在品牌商产能有限的场景中, 代工厂则承担相应的产品生产工作; 产品出库后或通过经销商分发, 或由品牌商直营, 最终流入商超、百货、品牌店、线上电商等直接与消费者接触的终端零售环节。

其中, 品牌商是整条产业链中毛利率水平最高的环节: 化妆品产业链中品牌的毛利水平可达到 60%-80%, 优于原材料研发环节的 15%-35%、代工生产的 5%-20%以及渠道商的 20%-40%。高毛利水平体现了化妆品品牌商强劲的定价能力与议价能力, 一方面上游生产原材料、包装原材料实际在化妆品的生产成本中占比较低, 且非核心原料的替代性强, 化妆品公司拥有丰富的原料采购来源, 成本端压力相对较低; 另一方面, 化妆品产品的定价主要来自于产品的品牌溢价, 体现了产品的品牌价值以及市场认可度, 这也是品牌商的核心壁垒。

对美妆品牌商而言, 在行业规模稳步增长的过程中, 更是自身业绩红利机遇期。

图 8: 化妆品产业链各环节毛利率水平



资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院整理

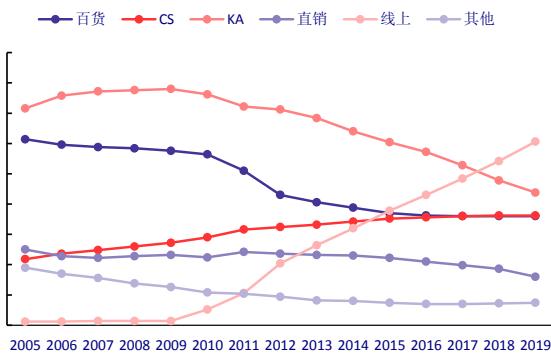
二、丸美积极变革，拥抱行业机会

（一）化妆品消费客群趋于年轻化，公司借助新兴渠道与营销方式积极扩容迎主动增长

中国化妆品的销售渠道表现各异，其中传统优势的百货、KA（商超卖场）等渠道份额下滑明显，与2005年的水平相比，二者在化妆品销售额中的占比分别下降12.7/13.9个百分点至18.0%/21.90%，而百货专柜所售卖的美妆产品相比KA渠道更为高端，由此近年来百货渠道的份额所受冲击仅是相对较小，其份额自2015年开始趋于稳定在18%-19%的水平范围内。与之相反，线上电商渠道高速崛起，对应的份额占比大幅提升29.7个百分点达到30.3%，分别在2015年超过KA渠道、在2018年超过百货渠道，成为现阶段内化妆品销售的第一大渠道；此外，专业性更强的CS（药店、美妆店）渠道同样出现了份额的提升，其销售额占比增长7.2个百分点至18.1%，2019年时轻微超过百货渠道已位列第三。从2009年至2019年细分赛道的十年期复合增速表现也可看出，仅有电商渠道（60.31%）和CS渠道（13.17%）的表现优于行业整体9.98%的增速水平。

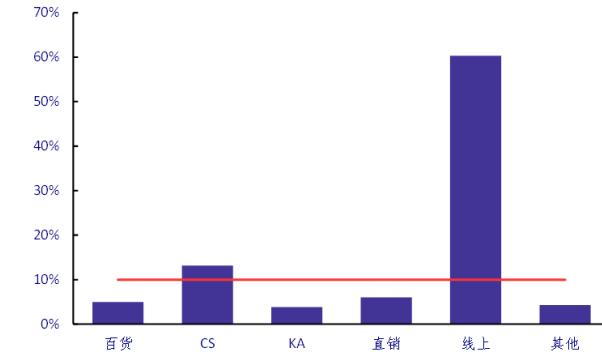
我们认为中国化妆品的主要消费渠道正在逐步转变成为更便捷、更专业的电商、CS渠道，同时由于各渠道之间产品存在差异化定位，新兴渠道更多通过性价比优势售卖定价相对大众化的产品，由此挤压KA渠道份额；定位相对高端的百货2010年起渠道受电商冲击明显，后期免税渠道的分流在2020年及以后仍不可小觑。

图9：中国化妆品行业各渠道销售额占比变化趋势



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

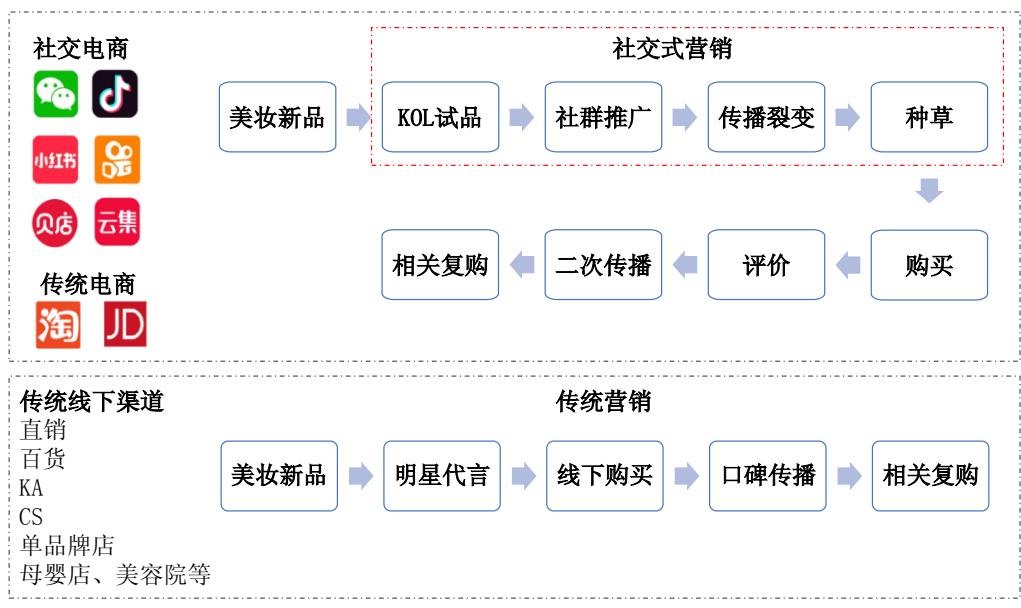
图10：中国化妆品行业各渠道销售额2009-2019年复合增速



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

线上电商渠道同样存在发展变革，在传统电商销售模式的基础上，社交电商凭借社群推广、传播裂变等加速推进美妆产品的营销。化妆品原本注重口碑传播营销，国际巨头品牌雅诗兰黛早在1951年时期就提出营销最重要的手段即为“Telephone, Telegraph and Tell a Woman”，消费者看中化妆品的品质与使用功效，因此口碑营销更具说服力，容易实现销售落地和品牌传播，而社交电商则是放大了KOL的声音，增强了口碑营销的传播边际。因此小红书、抖音等新兴渠道，以及直播等新兴手段极大程度的促进了化妆品在线上电商渠道中的发展。

图 11：化妆品销售模式的变更

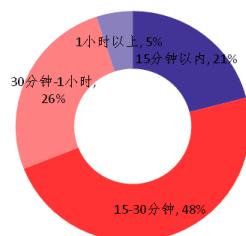


资料来源: Questmobile, 中国银河证券研究院整理

不仅化妆品的销售渠道结构出现变化, 化妆品消费的主要受众群体同样出现结构性变化, 年轻的消费者(35岁以下)逐渐成为市场主力。无论年龄代际, 总体女性消费者在每日护肤/化妆上所花费的时间偏长, 其中近半数(48%)的消费者耗时达到15-30分钟, 另有31%的消费者每日耗时超过30分钟, 可见消费者对于化妆品的精细化使用需求偏高。

图 12：女性消费者每日在护肤/化妆上所花费的时间

■ 15分钟以内 ■ 15-30分钟 ■ 30分钟-1小时 ■ 1小时以上

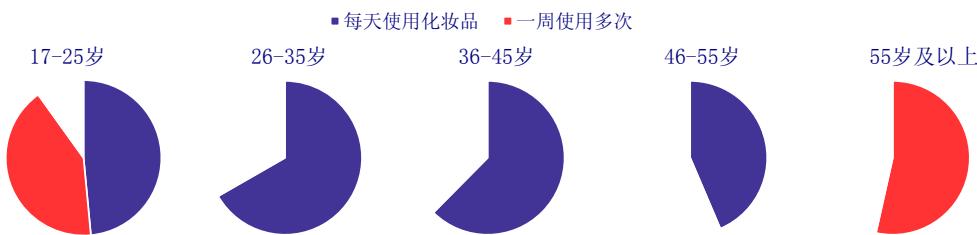


资料来源: CBNDATA, 中国银河证券研究院整理

从具体的年龄阶层来看, 26-45岁年龄段内的女性中有超过60%的消费者均可做到每天使用化妆品, 其中以26-35岁的居多, 每天使用的人数占比高达66.7%; 较为年轻的17-25岁女性中每天使用的消费者占比也高达48.5%, 且同时有41.6%的消费者可以做到一周使用几次, 随着年龄的增长以及时间的推移, 这部分消费者大概率会向更高使用频次切换。

美妆产品的使用已成为当代女性的日常习惯, 当前青年与中年女性使用频次更高, 同时年轻消费者出现消费频次大幅提升的空间与可能, 从而进一步推动未来美妆客群的年龄边际。

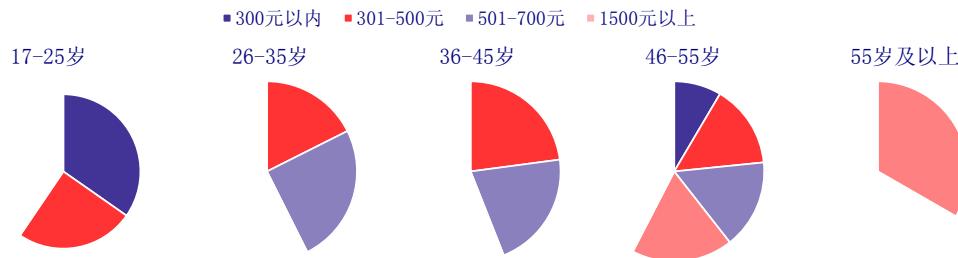
图 13: 不同年龄阶层女性消费者化妆品使用频率



资料来源：上海新消费研究中心，中国银河证券研究院整理

不同年龄阶层的女性消费者每月在化妆品上的消费金额也存在差异，随着年龄的提升产品需求档次有逐渐提升的趋势。年轻的消费者主要集中在相对便宜的低价区间，17-25岁的女性中有近60%的消费者每月在化妆品品类中消费未超过500元，在26-45岁的群体中更多的消费提升至300-700元区间，对应消费者占比达到44%左右，46岁以后消费者对于化妆品的支出金额进一步提升，更多客群开始步入1500元以上。

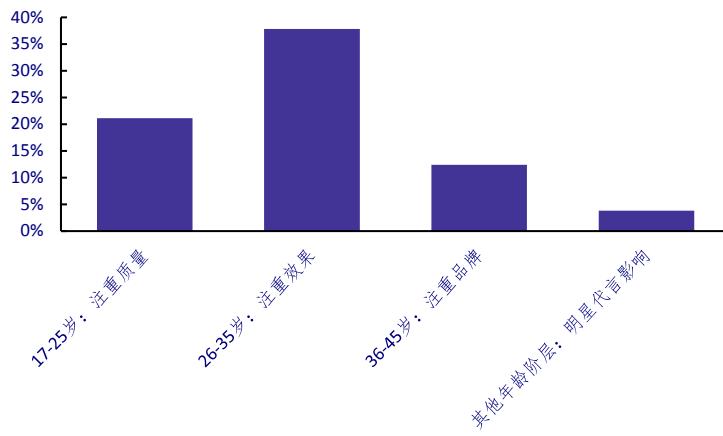
图 14: 不同年龄阶层女性消费者每月化妆品消费金额



资料来源：上海新消费研究中心，中国银河证券研究院整理

促使不同年龄段消费者最终达成化妆品消费的决定性因素同样存在差异。其中17-35岁的年轻群体更注重产品的质量与效果即性价比，而36-45岁的消费者更注重品牌，认为品牌就是品质的保证。正如我们前文所述，针对年轻群体的消费特质，美妆产品不再单纯的依靠自身品牌力的高低去圈定沉淀客户，行业营销手段积极变革，通过更多的内容和社群营销，在充分展示自身产品品质与真实使用效果的同时，配合线上的高裂变进行不断种草吸引新增的年轻消费群体。

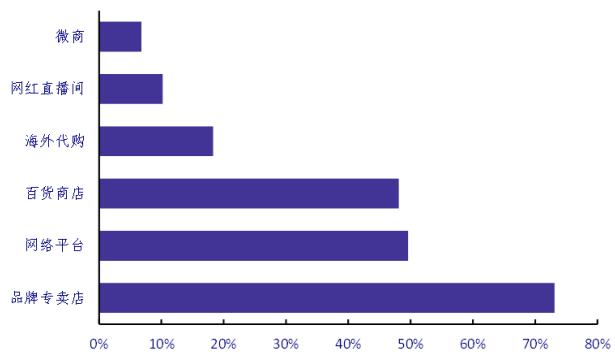
图 15: 影响不同年龄阶层女性消费者购买化妆品的决定性因素



资料来源：上海新消费研究中心，中国银河证券研究院整理

从消费者对于购买化妆品产品的渠道选择来看，主要途径与行业分类中的基本一致，品牌专卖店、网络平台和百货商店是三大主要渠道。按照不同年龄阶层的偏好习惯来看，年轻群体（17-35岁）更倾向选择品牌专卖店以及网络平台，而相对年长的群体（36岁及以上）在上述两种途径之外，也信任喜好线下的百货商店渠道。此外，随着年龄阶层的增长，对于网络平台购买化妆品的偏好程度轻微下滑，17-25岁女性消费群体中58.4%通过网络平台购买美妆产品，这一比例在55岁以上群体内下降至36.7%。

图 16: 消费者对于各类化妆品销售渠道对的偏好程度



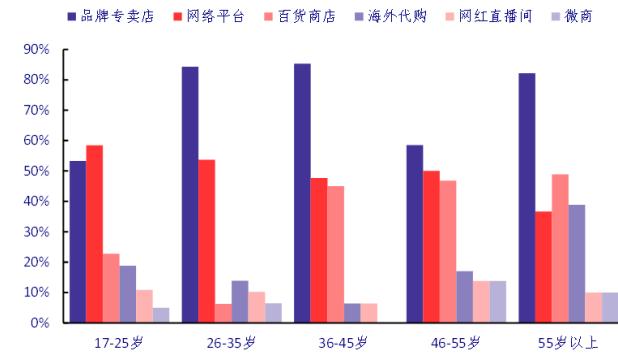
资料来源：上海新消费研究中心，中国银河证券研究院整理

综上，我们认为当前及未来我国化妆品行业主要出现以下趋势：①消费群体趋于年轻化，17-35岁的消费群体对于化妆品的使用频次较高，其中17-25岁消费群体对于化妆品消费需求尚有进一步提升空间；②与个人消费水平匹配，年轻消费者的化妆品消费能力偏低，更多集中于消费性价比高的低价格带产品，同时他们更在乎产品品质与功效，喜爱网购；③相对年长的消费者购买力更强，更关注化妆品的品牌，且保留线下百货渠道购物的习惯。

1.公司的渠道变化：差异化的全渠道发展，强化线下客群的同时带来线上的年轻化消费增量

与其他全渠道一体化经营、或是完全依靠线上渠道经营的化妆品品牌不同，九美在传统优势的线下渠道之外，对线上进行差异化的管理：通过价格比对可以发现，九美天猫旗舰店

图 17: 各渠道内不同年龄阶层消费者的偏好程度



资料来源：上海新消费研究中心，中国银河证券研究院整理

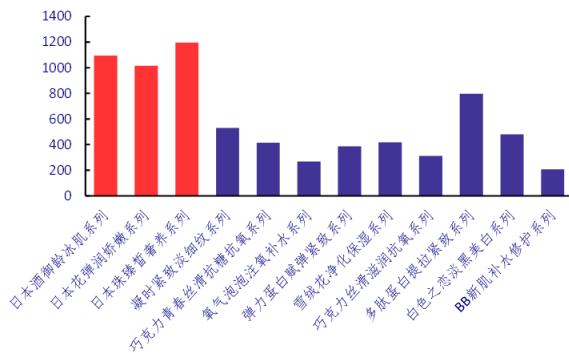
经营的 9 个系列产品价位相对偏低，其中定价最贵的全套系列为“多肽蛋白提拉紧致系列”，7 个 SKU 价格合计为 2848 元，水乳合计为 796 元，眼霜单价为 26.90 元/mL；公司线上在售的其他系列水乳价格合计基本在 200-500 元左右，眼霜单价为 6-20 元/mL 左右，定价相对大众化符合线上消费注重性价比优势的特征；而线下专供的品牌系列（线上的官方旗舰店未见销售，淘宝、京东等平台上的部分经销商门店有售），即自 2018 年 1 月开始上市的丸美东京“日本酒”、“日本花”和“日本珠”系列售价明显偏高，全套产品价格均超过 3000 元，水乳产品价格合计均超过 1000 元，眼霜的单价均超过 35 元/mL（对比雅诗兰黛小棕瓶眼霜单价为 34.67 元/mL），品牌调性可见一斑。

表 1：丸美在售主要产品系列价格情况

产品系列名称	洁面	水	乳	精华	眼霜	面霜	其他产品	全套合计
								(元)
日本酒御龄冰肌系列	398 元 /120g	498 元 /120g	598 元 /100mL	698 元 /30g	888 元 /23g	598 元 /50g		3678
日本花弹润娇嫩系列	358 元 /120g	458 元 /120g	558 元 /100mL	658 元 /35g	848 元 /23g	558 元 /50g		3438
日本珠臻皙奢养系列	448 元 /120g	548 元 /120mL	648 元 /100mL	748 元 /35mL	948 元 /23g	648 元 /50g	气垫 BB	4586
凝时紧致淡细纹系列	190 元 /120g	219 元 /100mL	312 元 /80g	348 元 /30g	388 元 /20g	287 元 /50g	眼膜、BB 霜	2088
巧克力青春丝滑抗糖	147 元 /120g	190 元 /190mL	224 元 /145g	261 元 /35mL	258 元 /25g	244 元 /50g	晚霜、眼膜、面	1754
抗氧系列							膜	
氧气泡泡注氧补水系	84 元 /130g	126 元 /125mL	141 元 /90g	148 元 /30mL			面膜、保湿喷雾	793
弹力蛋白赋弹紧致系	144 元 /120g	171 元 /100mL	216 元 /80g		319 元 /20g	201 元 /50g	晚霜、面膜	1363
雪绒花净化保湿系列							BB 霜、面膜、保	1728
巧克力丝滑滋润抗氧	111 元 /120g	141 元 /190mL	171 元 /150mL	219 元 /40g	168 元 /25g	156 元 /50g	BB 霜	1137
系列								
多肽蛋白提拉紧致系	289 元 /120g	338 元 /120mL	458 元 /100g	518 元 /30mL	538 元 /20mL	488 元 /50g	面膜	2848
列								
白色之恋淡黑美白系	185 元 /120g	219 元 /120mL	261 元 /100g	418 元 /30mL	339 元 /20g	244 元 /50g	卸妆水、素颜霜	2088
列								
BB 新肌补水修护系列		88 元 /100mL	118 元 /80g	118 元 /100mL	139 元 /20g		BB 霜	584

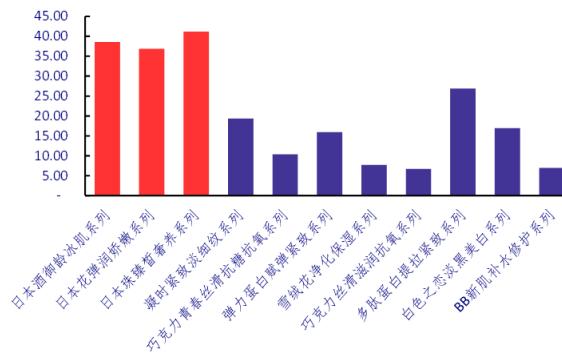
资料来源：公司官网，淘宝，小红书，中国银河证券研究院整理

图 18: 各产品系列中水+乳类两项产品价格合计 (元)



资料来源：公司官网，淘宝，小红书，中国银河证券研究院整理

图 19: 各产品系列中眼霜类产品单价 (元/mL 或元/g)



资料来源：公司官网，淘宝，小红书，中国银河证券研究院整理

根据前文的分析，年轻化的消费者更倾向于线上消费，注重产品的品质与性价比；而年长的消费者购买力较强，保留在线下百货渠道购物的习惯。九美的全渠道差异化布局可以满足不同类型消费者的需求，与消费者的渠道偏好、心理价格预期相匹配。公司既能发挥自身的传统优势，通过线下渠道深度绑定 70 后消费者，其中以 2020 年 5 月新发售的“日本珠”系列为例，产品主要定位城市贵妇、资深中产人群，根据公司在半年报业绩交流会上公布的数据，截至 8 月在百货渠道中的销售额占比已经超过 15%，客单价高达 1500 元以上，累计实现超过 20 万支的销量，精准定位了线下百货中的高档消费群体；同时还可以带来线上的增量，通过线上的高性价比产品吸引年轻化的消费新客，以 2020 年 4 月发售的新品“小红笔眼霜”为例，该产品在天猫平台通过“天猫小黑盒”首发，按单价计仅为 13.27 元/mL，定价在公司各类眼霜产品中偏低，主要目标定位 95 后新客群，发售后截至 8 月全渠道销量接近 30 万支，其中线上新客占比超过 68%，一二线城市中 18-24 岁的消费者占比达到 60%，今年双十一期间更是销量突破 7.5 万支，引流效果明显。

此外，推行差异化的产品布局还可以有效避免渠道间的内部挤压竞争，我国化妆品销售多以线下的经销布局为起步，通过经销商搭建覆盖全国范围的销售网络，线上渠道在一定程度上抹平了线下门店销售场景的局限性，因此全渠道同质化的商品销售势必会导致原有存量消费者的分流，搭配便捷物流配送的电商平台结合性价比优势会更吸引消费者，品牌商采取全渠道同价的方式也仅能够维持存量客群的平衡稳定，但差异化的商品定位可以带来有效的协同增长，在提供更多消费渠道选择的同时，提供更多的产品选择。

2.公司的营销变化：借助社媒营销带动全渠道销售额增长，年轻化的代言人与星推官为品牌注入新活力

匹配丰富的全渠道销售场景，公司顺应市场中数字化、社交化和年轻化的营销模式。公司借助抖音、微博等社媒途径以及直播等新兴营销手段，有效的触达更多目标消费群体；同时公司所选择的合作 IP、KOL、KOC、明星代言等也均在对应时间内具有较高市场热度，契合年轻化消费者的审美与关注点。

此外公司在社媒渠道的内容营销可以有效持续带动品牌力的提升，以抖音短视频途径为例：公司 4 月大举集中宣传“小红笔眼霜”，抖音传播指数月均值水平一度突破 100 万，5 月回落

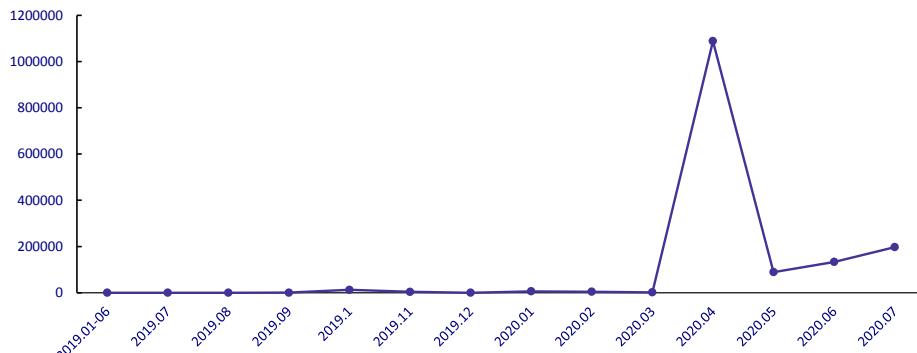
至 9 万左右，依旧远高于前期不足 1 万的水平，同时 6-7 月传播指数月均值水平也处于不断提升区间，逼近 20 万。这足以证明公司营销之后的市场影响力持续升温。

表 2：公司营销方式的创新

具体举措		详细内容
数字化	短视频营销	2020 年“九美”抖音传播指数均值比 2019 年均值提升 92 倍；2020 年“九美”抖音传播总数比 2019 年提升 188 倍
	精准触媒	与中国社区第一梯媒新潮电梯智慧屏触达超亿目标消费者，2020 年上半年合计投放超 218 万台屏幕，累计覆盖 4747 万人，实现超过 11.6 亿人次的触达
	直播赋能	建立 1000 平米的直播中心，董事长亲自带货直播 5 场，总部自建 15 人规模的直播团队；2020 年上半年直播场次近 500 场，直播时长达 2000 小时，平均每场观看人次超过 5 万人
社文化		成立社交媒体部，全面负责内容营销，以 KOL+KOC 的组合，实现口碑与销量的双增长
年轻化	跨界 IP 营销	腾讯国漫排名第一的《狐妖小红娘》，在 B 站渗透二次元消费者，达到 2200 万大曝光，打造东方国漫眼的年轻化新形象；腾讯首发 S 级治愈系手游《小森生活》，实现 1500 万首发曝光，聚焦高压生活之下的社会青年；艺术家村上隆合作打造超级联名限定 IP 产品，成为 2020 年九美眼霜节主题，预期可产生曝光 7 亿次
	大热剧与热门综艺营销	2019 年以植入、大头贴、明星播报等方式跟投了《筑梦情缘》、《庆余年》、《极限挑战 5》等热剧及网综；2020 年上半年跟投热剧网综《精英律师》、《安家》、《潮流合伙人》、《三十而已》等
	年轻化的代言人与流量星推官	早在 2018 年确定彭于晏（微博粉丝超过 3200 万人）为代言人，在 2020 年品牌代言人周迅合作到期后签约杨颖 AngelaBaby 为全新形象代言人（微博粉丝数近 1.03 亿人）；此外，公司于 2020 年 4 月签约朱正廷（微博粉丝超过 2100 万人）为品牌形象大使，携手新品小红笔眼霜登场，带来相关话题讨论超过 3.3 亿，以及 121.8 万的互动量

资料来源：公司业绩发布会资料，中国银河证券研究院整理

图 20：九美抖音传播指数均值走势变化趋势



资料来源：公司业绩发布会资料，中国银河证券研究院整理

图 21：社交媒体部的营销梯队金字塔



资料来源：公司业绩发布会资料，中国银河证券研究院整理

图 22：九美年轻化 IP 合作营销项目（从左至右依次为狐妖小红娘、小森生活以及村上隆）



资料来源：公司业绩发布会资料，中国银河证券研究院整理

图 23：九美与热门影视剧合作的广告项目情况



资料来源：公司业绩发布会资料，中国银河证券研究院整理

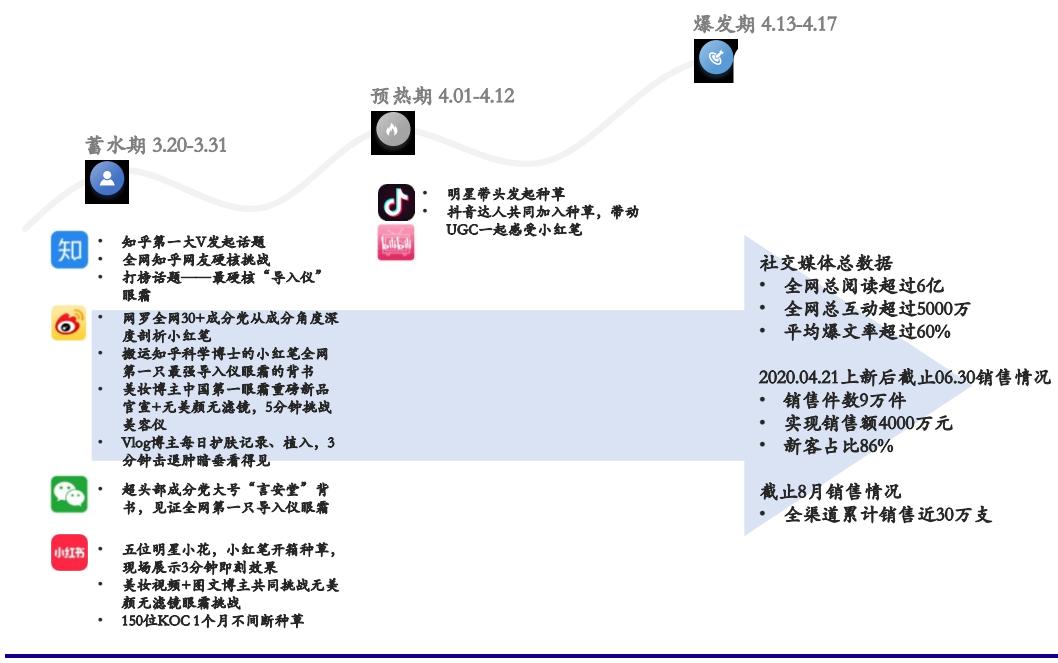
图 24: 九美所选择的热剧及网综市场评价情况



资料来源：猫眼专业版，中国银河证券研究院整理

公司 2020 年 4 月 21 日通过天猫小黑盒发售的小红笔眼霜是公司运用上述营销模式成功打造的一款超级单品，该款眼霜不仅是第一款属于国货的天猫小黑盒，且通过公司在知乎、微博、微信、小红书、抖音、B 站等渠道的高效营销，搭配品牌大使、全明星阵容发声、KOL 与 KOC 不断种草推荐，小红笔眼霜在上市当天即成为天猫眼霜类目第一名，上市当月销售额便突破 1300 万元，截止 8 月对应实现销售额约 1.2 亿元（近 30 万支的销量，按照官方售价 398 元/支核算）；双十一期间热度依旧不减，实现销售 7.5 万支，对应销售额应达到 3000 万元以上。综上可以看出，尽管公司在不到一个月的时间内就完成了产品营销从蓄水期至爆发期的全过程，但其营销效果持续发酵，不断带来商品销量和销售额的强劲增长。公司通过不断摸索与探究营销新方法，不仅可以带动新品销售增长，成功打造爆品，提升品牌力与知名度；同时还可以有效拉新，吸引全渠道客流增长，最终带动品牌整体销售规模增长。

图 25: 九美营销小红笔眼霜的具体方式及销售结果



资料来源：公司业绩发布会资料，中国银河证券研究院整理

图 26：小红笔眼霜代言种草情况



资料来源：公司业绩发布会资料，微博，中国银河证券研究院整理

3.公司的研发升级：产品推新不断，兼顾功效与性价比

与渠道、营销相匹配，公司还需要持续研发新品，以保持对市场的吸引力与消费者关注度。九美一方面强化核心产品的竞争力，不断升级自身的拳头产品——弹力蛋白眼精华，自2007年至今已更新至第五代产品。九美产品的升级换代不仅体现在核心有效成分层面，例如第五代弹力蛋白眼精华产品与第四代产品相比，新增提取了韧性更高的挪威北极纯净深海金枪鱼优质弹力蛋白；产品的包装及配套也会出现升级调整，例如第三代产品九美弹力蛋白日夜眼精华将日用与夜用眼霜组合在一套组合瓶内，并创新的使用真空泵设计，有效减少眼霜在容器内的残留浪费，而2018年新推出的第五代产品搭配掌上美容仪，可以帮助消费者更好的吸收有效成分。

表 3：九美拳头产品——弹力蛋白眼精华更新情况

年份	产品名称	官方旗舰店	容量	单价	主要成分	功能描述
		售价(元)	(ml)	(元/ml)		
2007	九美弹力蛋白眼精华	338.00	15	22.53	弹性蛋白、大豆胶原蛋白、类脂质体神经酰胺、胶原蛋白、肌酸、辅酶Q10、黄春菊提取液、维生素E	弹力抗衰成分，由内支撑肌肤，改善鱼尾纹，实现眼肌弹性上升，紧致嫩滑
2009	金质弹力蛋白眼精华	398.00	18	22.11	水解弹性蛋白、水解植物蛋白、水解胶原、苹果籽	滋润眼周肌肤，改善眼肌弹性

					提取物、卤虫提取物、β-葡聚糖、透明质酸钠、玫瑰花油
					水解弹性蛋白、水解猴面包树提取物、苹果籽提取物、玫瑰花油、水解大豆蛋白、水解植物蛋白、β-葡聚糖、透明质酸钠
2010	丸美弹力蛋白精华	白日夜眼精	438.00	20	日用：提拉型弹性蛋白，修护眼肌；夜用：紧致型弹性蛋白，滋润紧致
					水解猴面包树提取物、苹果籽提取物、木薯淀粉、玫瑰花油、水解弹性蛋白、水解大豆蛋白、水解胶原、乙基己基甘油
2014	弹力蛋白凝华	时紧致眼精	498.00	20	紧致眼肌，滋润弹润，改善皱纹
					水解弹性蛋白成分含量占比增加2倍，日间：温和润养眼肌，有效紧致淡纹；夜间：修护眼部肌肤，弹力润养，令眼肌平滑细腻
2018	全新丸美弹力蛋白精华	力蛋白眼精	548.00	20	水解弹性蛋白、海藻糖、酵母氨基酸类、血清白蛋白、寡肽-3、寡肽-1

资料来源：公司官网，淘宝，中国银河证券研究院整理

图 27：弹力蛋白精华五代产品



资料来源：公司官网，淘宝，中国银河证券研究院整理

同时公司还坚持丰富自身的产品线，以强大的研发团队为支撑，不断为旗下的九美主品牌、以及春纪和恋火品牌推出多款亮眼的新品。

表 4：公司旗下各品牌上新汇总

时间	品牌	产品
2019	丸美	日本花弹润娇嫩系列

		丸美弹力蛋白眼精华素
		丸美玻尿酸、烟酰胺、蛋白肽三款肌能面膜
春纪		蛋黄精华油
		奶盖洁面泡沫
		净痘精华素
恋火		时光美肌胶原蛋白气垫霜
		魅力印记丝滑唇釉
2020	丸美	日本珠臻皙奢养系列
		多重胜肽紧致淡纹眼霜
		白色之恋光透精华露
		樱花修护精华露
春纪		大麻深修护焕肤系列
		芝芝莓莓奶盖卸妆洁面泡沫
恋火		2020 光系列

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

丸美的研发水平同样体现在产品的核心成分中，公司推出的各类产品富含具有抗皱、抗氧化、美白、保湿等有效成分，但产品定价水平适中，具有极强的性价比优势。以小红笔眼霜和第五代全新丸美弹力蛋白眼精华为例，通过对比分析我们发现，公司的眼霜精华类产品与雅诗兰黛、兰蔻、海蓝之谜等知名国际品牌旗下的眼霜产品具有相同类似的有效成分，但价格明显具有亲民的优势；同时可以看出即使和薇诺娜等国产品牌相比，丸美的性价比优势也依旧突出。

表 5：丸美多重胜肽紧致淡纹眼霜（小红笔，398 元/30g）的核心成分及类似产品

有效成分	功效	产品名称	价格
乙酰基六肽-8	多肽；保湿剂、抗氧化剂，有效减少已有皱纹并防止新皱纹的产生	海蓝之谜浓缩密集修护眼霜	1780 元 /15mL
		雅诗兰黛白金级花菁萃紧颜精华眼霜	980 元/15g
		Singuladerm Xpert Contour 极效紧致眼胶	275 元/15mL
		薇诺娜紧致眼霜	328 元/20g
		自然之名伯尼氨酸植萃多效眼霜	158 元/30mL
乙酰基四肽-5	多肽；保湿剂，高效清洁、抗皱	莱珀妮鱼子精华琼贵紧致眼霜	4500 元 /20mL
		娇兰复颜紧致眼霜	514 元/15mL
		Singuladerm Xpert Contour 极效紧致眼胶	275 元/15mL
		珀莱雅弹润透亮青春活力眼霜	290 元/20mL
		麦吉丽精灵眼霜	480 元/20g
二肽二氨基丁酰苄	多肽；用于皮肤调理，放松	欧莱雅复颜玻尿酸水光充盈全脸淡纹眼霜	280 元/15mL

基酰胺二乙酸盐	肌肉，改善动态性皱纹	菲洛嘉焕龄时光眼霜	539 元/15mL
		水密码双重胜肽抗皱按摩眼霜	139 元/18g
		麦吉丽精灵眼霜	480 元/20g
			69.9 元
		御泥坊视黄醇紧致眼霜	/18mL

资料来源：美丽修行，中国银河证券研究院整理

表 6：九美第五代全新九美弹力蛋白眼精华（588 元/20g）的核心成分及类似产品

有效成分	功效	产品名称	价格
乙酰基四肽-2	淡化眼部鱼尾纹，补充肌肤所缺失水分。	娇韵诗花样年华眼周精华霜	720 元/15mL
		瑞铂希肌源紧致修护精华眼霜	1188 元/20mL
		SNOWBERRY 紧致抗皱眼部精华液	350 元/15mL
		魅力匙滋润明眸霜	667 元/15mL
		契欧泉蛇毒肽抗皱修复眼霜	159 元/20g
棕榈酰三肽-1	皮肤调理剂，刺激胶原蛋白合成。	资生堂盼丽风姿智感抚痕眼霜	490 元/15mL
		莱珀妮鱼子精华琼贵紧致眼霜	4500 元/20mL
		欧莱雅青春密码酵素精华眼霜	249 元/15mL
		麦吉丽精灵眼霜	480 元/20g
		御泥坊视黄醇紧致眼霜	69.9 元/18mL
棕榈酰四肽-7	防损伤，阻止形成皱纹、松弛和肤色不均	资生堂盼丽风姿智感抚痕眼霜	490 元/15mL
		莱珀妮鱼子精华琼贵紧致眼霜	4500 元/20mL
		麦吉丽精灵眼霜	480 元/20g
		佰草集御五行焕肌眼霜	580 元/15g
		巴黎欧莱雅复颜微震激活菁华眼霜	260 元/15mL

资料来源：美丽修行，中国银河证券研究院整理

（二）公司现阶段盈利能力较强，存在加大资本投入进一步平衡净利率与营收增速的空间

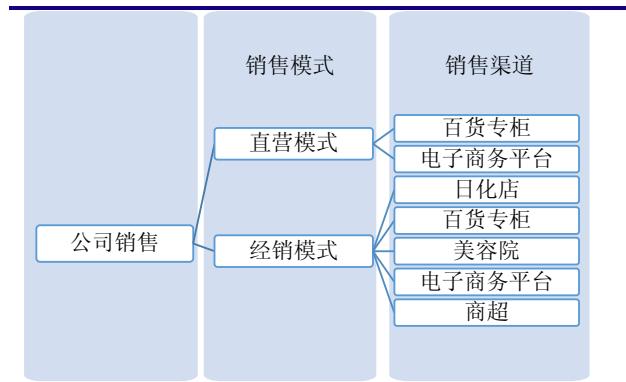
1. 公司对经销商存在进一步赋能空间

化妆品多以经销的模式销售，因此化妆品品牌商通常会针对线下、线上的所有经销商、分销商设置业务返利，目的旨在直接促进提货额或是提货量的增加，盘活自身库存，同时加速经

销商回款，提升资金运营效率；此外还可以平衡化妆品销售自身先天的季节性波动差异，同时在推新品、双十一等后天人为的促销节点予以更多销售支持，最终实现市占率的提升与品牌推广，完善公司内部的销售管理制度以及外部的经销网络建设。

丸美的经销模式覆盖线下的日化店、百货专柜、美容院、商超等渠道，也包含线上电商平台的部分业务，根据我们的测算，尽管经销业务的规模占比有所收窄，2019年依旧超过公司总营收的80%。未来随着线上直营渠道的销售额份额占比提升，经销业务份额或被挤压，但经销业务的绝对值规模依旧保持正增长的向上扩张，且根据我们前文的分析，丸美线下渠道由于其产品特殊性和场景特殊性，份额相对难以被完全取代，因此经销商返利情况至关重要。

图 28：丸美主要的销售模式及销售渠道



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

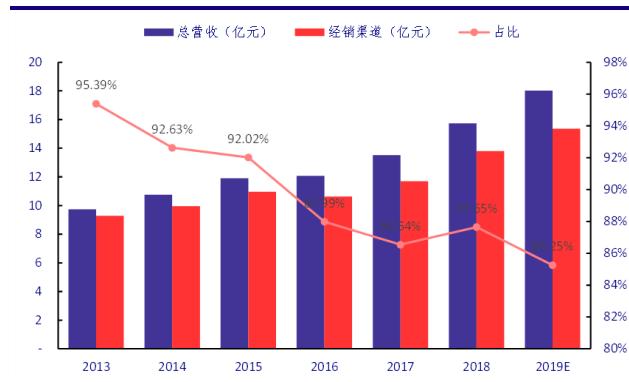
丸美针对经销商主要提出8大类型的返利政策，主要会根据出货、销售额、回款情况为经销商提供等额产品的返利。在定价层面，针对丸美主品牌，经销商拿货价格为终端零售价格的4-4.5折。

表 7：丸美针对经销商的返利政策

返利类型	具体内容形式
销售返利	约定月度/季度/年度出货及回款目标，按增长的不同幅度给予实际回款和出货金额的一定比例折算成的等额产品
星级店返利	销售额达到一定规模的日化店和百货专柜，按照实现销售额的情况给予一定比例折算成的等额产品
活动推广返利	对经销商部分促销活动产品给予一定返利（例如双十一）
会议费返利	为经销商和终端网点参与公司经销商大会提供补贴支持
网点建设返利	约定每个月度的新增网点目标，对完成网点建设目标的经销商给予实际回款和出货金额的一定比例折算成的等额产品
订货会订货运返利	为经销商每月或每季度举行充电会/订货招商会/沙龙会等提供补贴支持
无调换货运返利	对不进行调换货的经销商按全年出货金额的一定比例作为货品奖励额度
年度增长返利	对于年度回款和出货金额较上年度增长的经销商，按照增长的不同幅度给予实际回款和出货金额的一定比例折算成的等额产品

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 29：丸美总营收（亿元）及经销业务占比情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

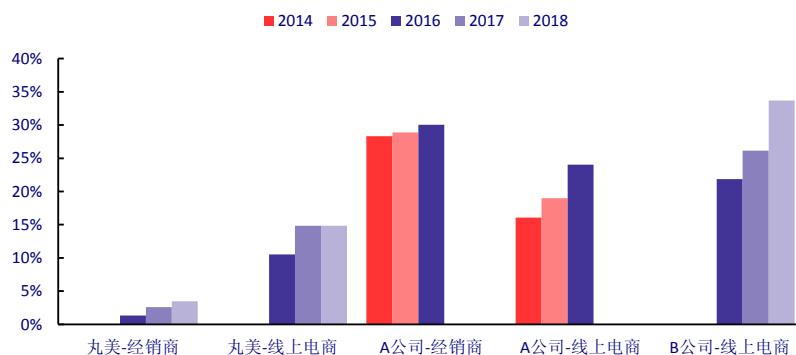
表 8: 九美针对不同经销商的定价机制

	美妮美雅 (网络商城经销商)	其他电商渠道经销商 (网络平台零售商)	日化、百货渠道经销商
授权范围	经销九美、春纪和恋火品牌系列产品		
定价机制	丸美：终端零售价 4 折 春纪：终端零售价 3.5 折 恋火：终端零售价 4 折	丸美：终端零售价 4.5 折 春纪：终端零售价 3.8 折 恋火：终端零售价 4 折	丸美：终端零售价 4 折 春纪：终端零售价 3.5 折 恋火：终端零售价 4 折
交货方式	交货地点为经销商指定的广州地区货运站，交货后货物的所有风险即由经销商承担		
结算方式	先款后货		
调换货	除质量问题外，不予调换货	除质量问题外，不予调换货	全年出货总额的 1% 作为可调换货额度
安全库存	不低于年度目标任务的 30%	不低于年度目标任务的 30%	不低于年度目标任务的 25%
返利政策	每年根据任务目标完成情况进行返利，主要为年度/季度/月度销售返利		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

根据招股说明书中披露的返利情况来看，公司全渠道的返利力度均逐年增强，这与行业内竞争激烈，品牌商需要通过更大程度的让利来吸引经销商和线上电商平台的行业趋势相符。横向对比来看，国产品牌中 A 公司的全渠道返利力度以及 B 公司的线上渠道返利力度相当，二者均明显高于九美。

图 30: 九美及可比公司全渠道返利力度（返利占经销业务营收比重）变化趋势



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院整理

具体来看，九美的返利主要产生于销售返利，2016-2018 年期间销售返利占比总返利额的比重均超过 50%。按渠道拆分来看，电商渠道销售返利的计提比例明显偏高，较线下渠道高约 10 个百分点。公司整体的返利对于公司经销业务营收的影响伴随返利力度的加大逐步提升，截止 2018 年，返利影响公司经销业务营收的比重达到 7.66%。与上述 A、B 两个品牌对比，九美针对全渠道的经销商返利尚有进一步提升空间。

表 9: 九美各类返利规模情况

返利类型，万元	2016	占比	2017	占比	2018	占比
销售返利	10000	50%	15000	50%	18000	50%

销售返利	4,017.70	54.78%	8,269.11	57.60%	11,452.61	55.24%
星级店返利	1,415.95	19.31%	3,115.87	21.70%	5,183.50	25.00%
活动推广返利	702.39	9.58%	1,121.00	7.81%	1,648.83	7.95%
会议费返利	525.88	7.17%	698.79	4.87%	865.66	4.18%
网点建设返利	97.25	1.33%	456.85	3.18%	890.5	4.30%
订货会订货运返利	405.33	5.53%	380.46	2.65%	456.19	2.20%
无调换货运返利	169.42	2.31%	253.18	1.76%	233.46	1.13%
年度增长返利	-	-	60.36	0.42%	-	-
合计	7,333.93		14,355.62		20,730.76	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 10：九美按渠道拆分销售返利情况

按渠道拆分销售返利情况，亿元	2016	2017	2018
经销收入（扣除返利前）	11.03	12.52	14.94
其中：电商渠道经销收入（扣除返利前）	2.78	4.11	5.52
其他渠道经销收入（扣除返利前）	8.25	8.41	9.42
总销售返利	0.40	0.83	1.15
其中：电商渠道销售返利	0.29	0.61	0.82
其他渠道销售返利	0.11	0.22	0.33
销售返利计提比例	3.64%	6.60%	7.66%
其中：电商渠道销售返利计提比例	10.51%	14.84%	14.82%
其他渠道销售返利计提比例	1.33%	2.57%	3.47%
电商渠道经销收入占比	25.18%	32.86%	36.96%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 11：九美销售返利规模及影响

销售返利规模及影响，亿元	2016	2017	2018
计提的销售返利	0.40	0.83	1.15
经销收入（扣除返利后）	10.63	11.70	13.80
经销收入（扣除返利前）	11.03	12.52	14.94
返利占经销收入（扣除返利前）的比例	3.64%	6.60%	7.66%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

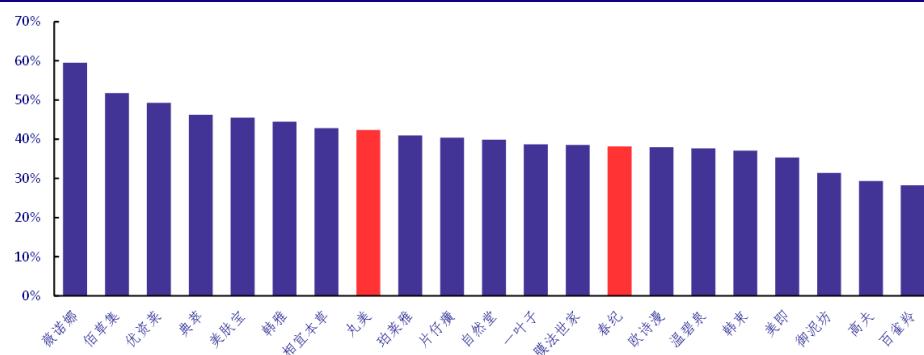
从第三方经销网站列举的商品提货价情况来看，九美与春纪产品的提货折扣率基本在 40% 左右，这与公司在招股说明书中披露的水平一致。横向对比该网站上的其他国产品牌可以发现，公司的提货折扣力度在各类相似品牌中处于中等偏低水平。

表 12: 九美及春纪部分产品的第三方经销网站提货价及折扣率

品牌	产品名称	产品分类	市场价/元	代理价/元	折扣率
九美	巧克力青春丝滑睡眠面膜 120g	面膜	72	60	83.33%
	雪绒花纯净保湿喷雾 150ml	保湿喷雾	158	48	30.38%
	多重胜肽紧致淡纹眼霜 30g (小红笔眼霜)	眼霜	398	178	44.72%
	多肽蛋白提拉日霜 50g	面霜	428	192	44.86%
	弹力蛋白凝时紧致保养液 100ml	肌底液	258	116	44.96%
	小棕瓶润透修护精华露 20ml	肌底液	368	60	16.30%
	巧克力青春丝滑乳 145ml	乳液	258	116	44.96%
	黑松露酵母焕亮眼膜 (1 盒 /60 片)	眼膜	328	78	23.78%
	BB 新肌嫩肤露 100ml	肌底液	118	53	44.92%
	弹力蛋白凝时紧致眼精华 10ml+10ml	精华	490	223	45.51%
春纪	大葡萄补水保湿清透霜 50g	面霜	89	34	38.20%
	大葡萄补水保湿洁面乳 80g	洁面乳	59	22	37.29%
	咖啡焕肤菁华露 120ml	爽肤水	149	56	37.58%
	特护保湿修护安肤乳 100g	乳液	189	73	38.62%
	参茸鲜活气色赋能乳液 100g	乳液	228	95	41.67%
	杨梅止渴 TM 水漾精华露 120ml	精华	129	49	37.98%
	咖啡紧肤面颈霜 50g	面霜	169	62	36.69%
	乳酸君控油嫩滑乳 100g	乳液	139	52	37.41%

资料来源：淘妆网，中国银河证券研究院整理

图 31：部分国产品牌在第三方经销网站提货价折扣率均值水平对比

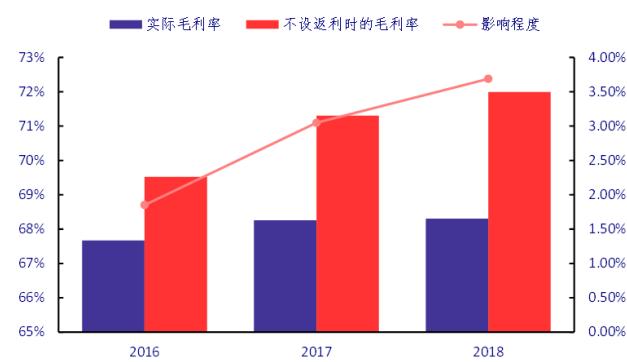


资料来源：淘妆网，中国银河证券研究院整理

从财务的角度来看，在经销商兑现返利时，直接会拉低品牌的营业收入（对应经销商的营业成本降低），但此时品牌商的成本没有变化，仅对毛利率造成影响。横向对比毛利率水平可以发现，与另一模式相似的国产品牌 A 相比，九美返利对于公司整体毛利率的水平影响较小，拖累程度未超过 4 个百分点；而 A 品牌由于返利力度较大，对其毛利率造成 9 个百分点

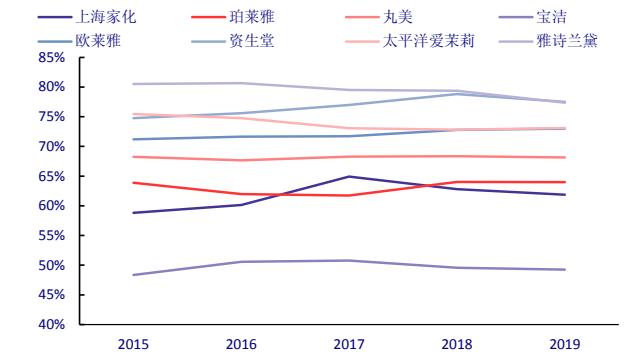
以上的拖累。考虑到九美经营以眼霜精华类高毛利、高附加值的产品为主，相较其他护肤、彩妆品牌本具有一定的毛利率优势，且目前返利力度相对较小，未来通过加大返利力度等返利政策手段改善自身销售增长表现的空间更大一些。

图 32：九美的经销商返利对公司整体毛利率的影响



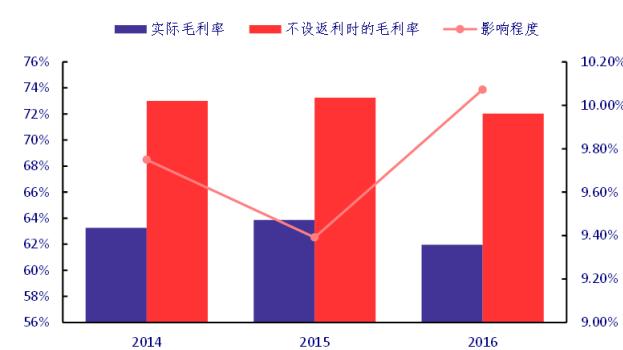
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 34：国际与国产化妆品公司毛利率水平变化趋势



资料来源：Wind，Bloomberg，中国银河证券研究院整理

图 33：国产品牌 A 的经销商返利对公司整体毛利率的影响



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

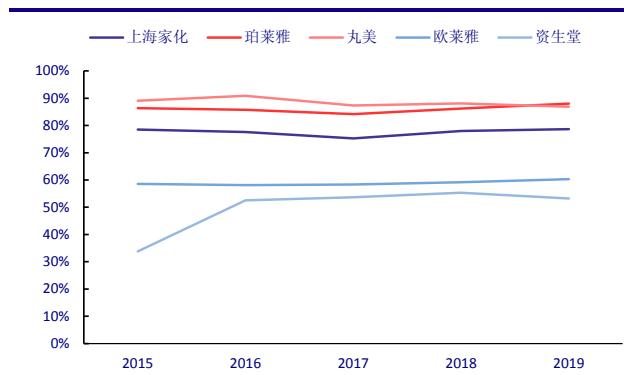
2. 公司净利水平偏高，销售费用率有进一步提升空间

从费用端的角度来看，化妆品类公司的主要费用支出集中在销售费用中，以国产品牌上市公司九美、珀莱雅和上海家化为例，销售营销费用占比总费用支出的比重达到 70-90%的水平；国际品牌中欧莱雅与资生堂披露的销售营销费用占比总费用支出比重也超过 50%。横向对比销售及一般行政管理费用率以及净利率水平可以发现，九美的总费用支出水平相对偏低，以 2015-2019 年的均值水平来看，九美的总费用率仅为 39%，距离第一名 67% 的水平仍有提升空间，与 8 家公司的总体均值水平 50% 相比也存在 11 个百分点的距离。

销售营销费用在化妆品公司的成本端占据重要份额，其根本原因在于化妆品消费具有一定的冲动“非理性”特征，消费行为容易受到营销的影响。正如我们去年在化妆品行业深度报告报告中所说，化妆品消费既有实施空间，又带来想象空间，消费者只要看到新品、热门品就有尝试和购买的欲望。而上述这些现象特征在中短期仍将存在，无法回避。

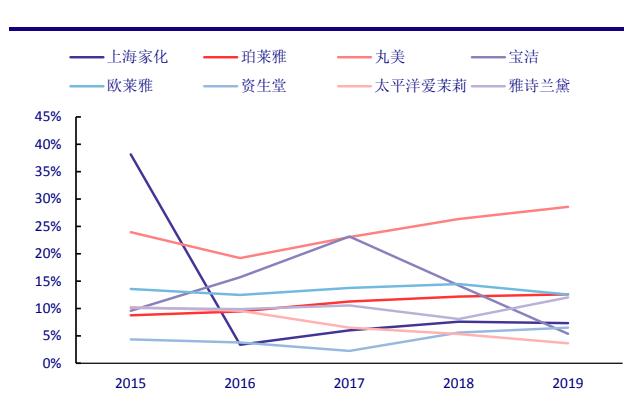
从历史数据来看，化妆品公司适当的提升销售费用支出，用于明星代言、广告、渠道推广等经营活动，虽然会直接导致净利率下滑，但对应会拉动营收增长，公司最终的业绩增长是营收端与成本端平衡后的结果。当前九美的费用支出水平偏低，净利率水平明显高于同业公司，未来存在适当牺牲净利率水平加大费用投入来换取销售额增长的可能。

图 35：国际与国产化妆品公司销售营销费用占比总费用比重



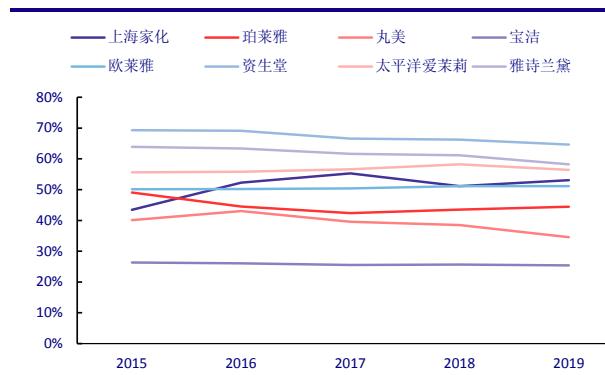
资料来源：Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 37：国际与国产化妆品公司净利率水平变化趋势



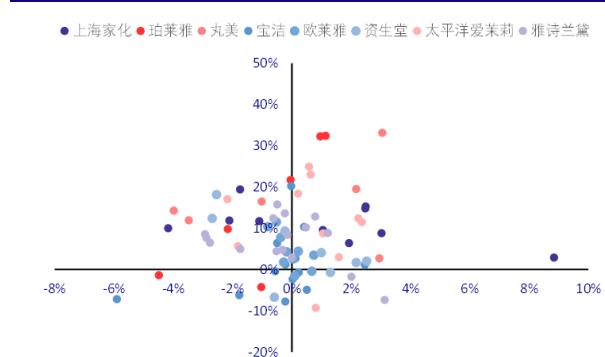
资料来源：Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 36：国际与国产化妆品公司总费用率水平变化趋势



资料来源：Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 38：国际与国产化妆品公司费用率变化（横轴）及对应年份营收增速情况（纵轴）



资料来源：Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

（三）加大软硬件的投入，积极拓品牌、拓产能促进外生增长

1. 强化提升主品牌的形象价值，配合产业基金从全产业链的角度扩充品牌矩阵

参考国际化妆品巨头公司的发展路径，主要模式可归纳总结为：

①上市前专注经营自身的主力品牌，通常以护肤品类为主，雅诗兰黛 1995 年上市之前除主品牌外，经营的朗仕、倩碧、悦木之源等均为自创的护肤品牌；

②上市接受市场融资之后，公司则倾向于通过收并购的方式进行品牌矩阵的快速扩张，兼顾护肤、彩妆、香水、个护多个品类，雅诗兰黛旗下芭比波朗、海蓝之谜、魅可、祖玛珑等，欧莱雅旗下兰蔻、卡尼尔、赫莲娜、理肤泉、美宝莲、欧珑等中，至今依旧主要推动公司发展的品牌均为上市后收购所得；同时面对经营不善的收并购品牌，公司也会及时剥离止损，优化调整品牌矩阵的布局，例如欧莱雅 2006 年曾以 9.4 亿欧元的价格收购 The Body Shop，但该品牌盈利自 2012 年开始萎缩，故欧莱雅于 2017 年以 10 亿欧元的标价将其出售；

③通过代理或是特许经营的模式，国际化妆品公司可以丰富自身香水业务的品牌矩阵，例如雅诗兰黛旗下的 DKNY、Ermenegildo Zegna、Tommy Hilfiger 等，以及欧莱雅旗下的阿玛尼、YSL 等。

综上我们认为化妆品公司在实现品牌矩阵扩张之前，公司的主品牌应该具有一定的市场认可度，九美已经较好的实现了第一阶段的目标。公司与北京方圆金鼎于 2020 年 4 月 7 日签订了《产业基金合作框架协议》，借助产业基金作为产业投资、并购的平台，公司作为国内领先的化妆品行业上市公司可以有效发挥领头羊优势，整合产业资源并完善生态链布局，加快外延式扩张步伐，提升行业地位及影响力。

表 13：产业基金部分募投项目情况

投资品牌	品牌定位
谷雨，合资建立本新	功效性护肤品牌、直播电商平台
合资建立美洋	孵化熬夜助眠新锐单品
合资建立奢加	孵化高哦能够高效高科技产品

资料来源：公司业绩发布会资料，中国银河证券研究院整理

产业基金计划总规模为 10 亿元人民币，聚焦于化妆品相关领域优质企业，重点关注护肤、彩妆等行业品牌及上下游产业链；以上文提到的谷雨与本新为例，谷雨作为一款诞生于 2016 年的品牌通过淘宝直播印入消费者的视线；与谷雨同一家公司旗下的本新文化高居直播机构商业价值榜 TOP5，旗下拥有美妆顶级主播近 20 人，签约中腰部主播数百人，总粉丝量超 2500 万，GMV 在美妆垂直领域常年居头部，由此可以看出九美更看重的是本新文化在直播领域丰富的经验与资源，看好其为其他化妆品品牌赋能的潜力。这同样与国际化妆品公司当前的发展思路不谋而合，欧莱雅 2018 财年内收购了专攻数字化美妆和 AR 化妆技术的 Modiface，把其技术应用于集团旗下的 34 个国际品牌，通过 APP 不仅为美妆爱好者带来了真实场景体验，也为消费者也提供了快捷的购买方式，进而能够对品牌进行数字化升级，并改善与消费者的交互方式。

通过产业基金的模式，九美不但可以为公司未来进行产业整合并购提供项目储备，拓展公司化妆品相关领域业务拓展和布局，提升公司在化妆品市场中的影响力与话语权；同时还可以在创收的同时降低直接收并购可能带来的经营风险。

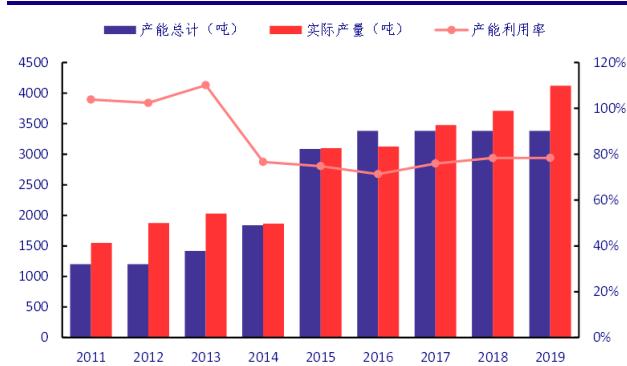
2.现有工厂产能利用率尚有提升空间，募投项目变更后待建的化妆品智能制造工厂可进一步支持公司扩产拓销

九美广州市黄埔区科学城工厂设计产能为 3382.5 吨，自 2016 年开始公司的产能水平相对稳定，没有增减、非正常生产偶，或是生产线的调整升级；公司的产能利用率水平当前同样处于稳定区间内，截止 2019 年年末，公司的产能利用率为 78.40%。招股说明书中提到公司产能利用率从时间角度来看存在上升的瓶颈，主要体现在乳化的生产线中，在乳化生产线更换生产产品种类时，均需要对包括乳化罐在内的生产线进行彻底清洗，这造成了生产线实际可利用时间低于理论时间（每次高温清洗消毒的时间为 20-60 分钟不等）。

对比公司产能、自身产量（产能与产能利用率核算所得的自产产能）和实际产量情况可以发现，公司需要依靠代工厂代工生产以满足销量需求；且在产能不变、产能利用率提升有限的环境下，对于代工的需求逐年增长。

九美目前共有 8 条生产线，每条生产线每日清洗 2-3 次，其中 3 条高温水蒸气消毒，清洗耗时约 20 分钟；另外 5 条是注入冷水后热浸泡消毒，耗时约为 30 分钟；另有小部分额外的消毒会要求 60 分钟。假设工厂一天满产生产 8 小时，其中 1 小时为难以弥补的时间瓶颈，预期工厂的产能利用率达到 87.5%，公司现有水平尚存在 8-9 个百分点的提升空间。与公司 A、公司 B 两家对比也可发现，公司距离均值水平 85% 的产能利用率同样存在改善提产的可能性。

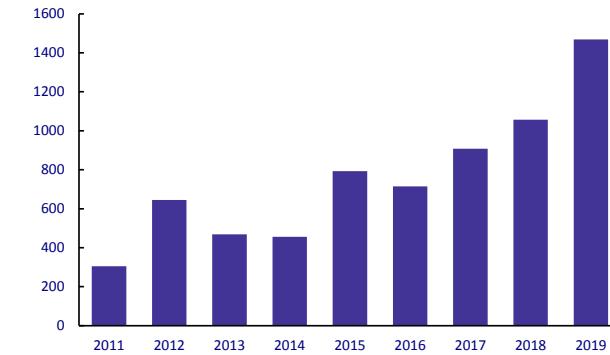
图 39：九美产能（吨）及产能利用率（%）情况



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

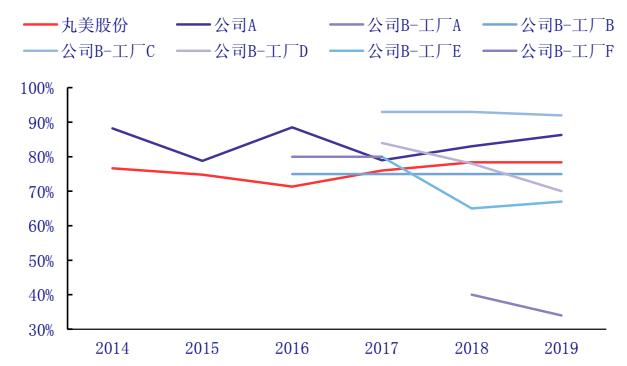
图 40：九美自建产量与实际总产量的差值变化（吨）

图 40：九美自建产量与实际总产量的差值变化（吨）



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

图 41：国产化妆品公司产能利用率情况



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

在提升现有产能的利用率基础上，公司也可直接扩产，带来产能的新增量。公司上市募集资金的五项用途中便包含彩妆产品生产建设项目，该项目原需投资资金约 2.5 亿元，对应占比

募集资金比重 31.68%，是除营销网络建设项目建设以外的第二大项目；2020 年 11 月，公司公告变更募集资金投资项目，将原定的彩妆产品生产建设项目变更为“化妆品智能制造工厂建设项目”，新项目建设期为两年（预期 2021 年 3 月前开工），建设内容包括智能化、信息化工厂，GMP（Good Manufacturing Practice，良好作业规范）十万级车间及研究所，旨在打造公司智能化护肤及彩妆生产基地。该项目设计产能为年产护肤产品 3382.5 吨、年产彩妆产品 200 吨；由此可推断项目建成后公司总产能将直接扩大至现有产能的两倍。此外，公司公告项目第三年开始投产（50%），至第五年可全部达产，彼时项目预期全年产值可达 5.96 亿元，对应产生净利增长 0.72 亿元。

（四）上市后首次股权激励计划发布，内生积极性将被充分激发

公司于 2020 年 11 月公告发布《2020 年限制性股票激励计划（草案）》，计划授予公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干等共 67 人，合计 102.26 万股限制性股票（占公司总股本 0.26%）；草案中公布了关于公司层面、业务单元和个人层面的业绩考核指标，体现了公司对于未来发展战略和经营目标的决心。本次股权激励计划若可成功落地，将利于公司与员工共同努力，使公司上下作为利益共同体一起推动公司的长期稳定发展。

根据公司股权激励计划中对于业绩的考核要求核算（累计值按照最低标准核算），一方面公司预期自身 2021 年开始可以恢复至疫情前 2018-2019 年时期的总营收增速水平，即为 14%-17% 的规模增长区间；另一方面，公司的预期净利率水平较 2018-2019 年水平会出现轻微滑落，但与 2011-2019 年的长期均值水平基本一致。

表 14：公司股权激励计划中对于公司业绩考核的具体要求

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2021 年营业收入不低于 21.6 亿；2021 年净利润不低于 5.4 亿
第二个解除限售期	2022 年营业收入不低于 25.2 亿；2021-2022 年两年累计净利润不低于 11.7 亿
第三个解除限售期	2023 年营业收入不低于 28.8 亿；2021-2023 年三年累计净利润不低于 18.9 亿

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 15：根据股权激励计划对 2021-2023 年公司营收及净利增速测算

2020E-Wind 一致预				
	2019	期	2021E	2022E
营业收入（亿元）	18.0	18.8	21.6	25.2
营收增速	14.28%	4.52%	14.76%	16.67%
净利润（亿元）	5.1	5.4	5.4	6.3
净利增速	24.46%	5.44%	-0.14%	16.67%
净利率	28.48%	28.73%	25.00%	25.00%

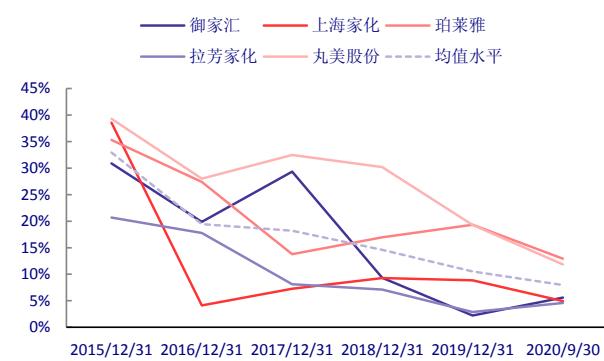
资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院整理

三、财务及资金流向分析与估值预测

(一) ROE 分析：公司当前净利率水平具有明显优势，资产周转率有待进一步提升

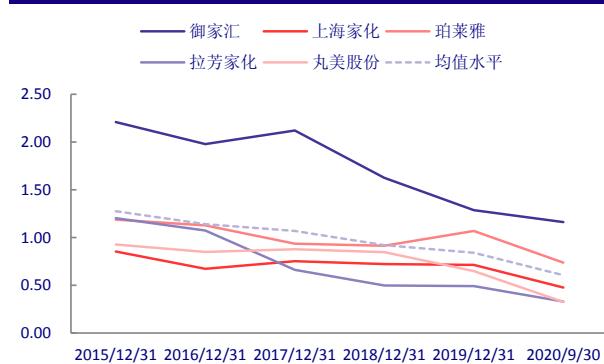
化妆品行业内的公司 ROE 主要受各自净利率水平影响，公司的净利率在行业中处于明显领先水平，远优于其他公司的表现，且呈现出不断提升的趋势，因此即使未来公司出现营销投入的增长，更多的是引导公司净利率向行业均值水平靠拢；虽然公司的 ROE 水平在各公司中位列第一，但没有表现出净利率相对的巨大优势，主要原因在于公司的总资产周转率水平偏低，同时权益乘数也出现轻微下滑：公司总资产规模中货币资金水平占比较高（60%-70%），主要受募集资金到账、销售商品收到的经营性现金流到账（九美的经销模式遵循先款后货）等因素影响，由此我们认为公司的资产结构以及资产周转率存在优化提升空间，同时公司充沛的账面资金也是支持公司未来发展的重要保障。

图 42：化妆品行业各企业 ROE 对比



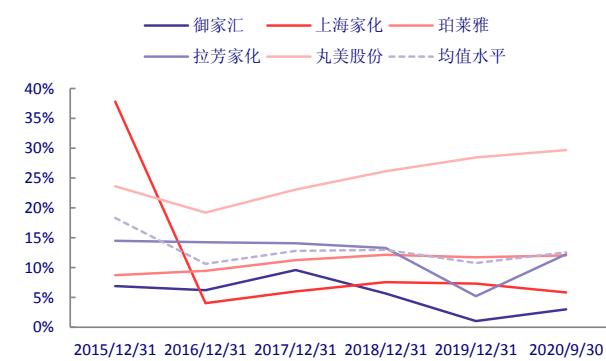
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 44：化妆品行业各企业 Asset Turnover Ratio 对比



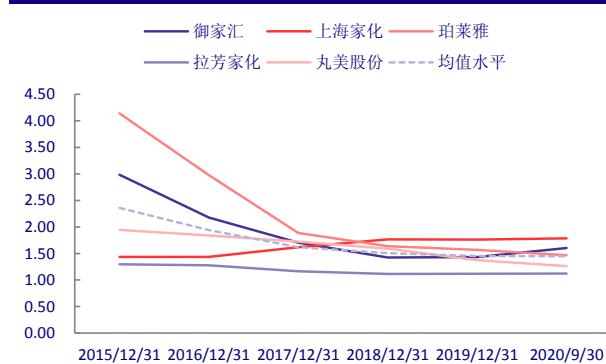
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 43：化妆品行业各企业 Net Profit Margin 对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 45：化妆品行业各企业 Equity Multiplier 对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 资金流向分析：沪深港股通持股比例逐步进入相对稳定区间

从沪深港通的角度来看，自 2019 年 12 月 16 日开通以来，市场对于公司的关注程度偏高，

通过沪深港股通持股公司占公司自由流通股的比重持续提升，至2020年2月底达到峰值水平13.97%；此后出现波动下行回调，自2020年9月开始该比重降至5%以下并保持相对稳定，截止2020年11月均值水平约为4.55%。

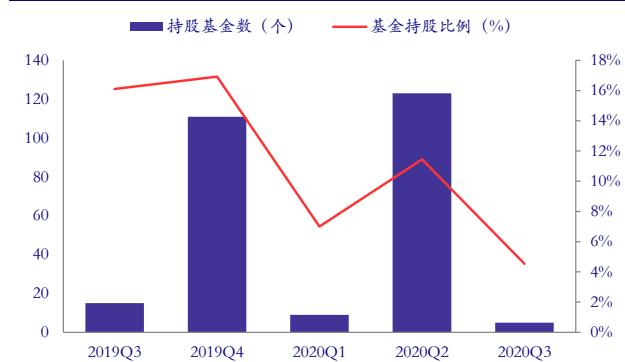
基金对于公司的关注则呈现出明显的季节性波动趋势，自公司上市便有基金公司买入开始持仓，但2019Q4及2020Q2两个季度内持股基金数与基金持仓比例均偏高。

图 46：沪深港股通持股九美股份情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 47：基金持仓情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、盈利预测及估值分析：业绩增长稳健，估值具备修复空间

盈利预测方面，我们认为公司品牌布局与产品结构不断优化，拳头产品专注于眼部护理的细分领域，旗下眼霜/精华类产品销售额表现在国产眼部护理板块中位列前茅；同时九美、春纪、恋火三个品牌定位不同的消费需求，帮助公司尽可能多的锁定更广阔的潜在消费市场。此外，公司注重产品的研发升级，不断推出核心系列新品，搭配积极有效的营销推广策略，通过线上线下相结合的全渠道方式稳步推进规模扩张。考虑到公司目前推行的战略规划有效，控费成果显著，结合公司的股权激励业绩考核方案，我们预测公司2020/2021/2022年将分别实现营收18.94/21.78/26.47亿元，净利润5.34/5.89/6.83亿元，对应PS为11.81/10.27/8.45倍，对应EPS为1.33/1.47/1.70元/股，对应PE为42/38/33倍，首次深度覆盖，予以“推荐评级”。

表 16：盈利预测表

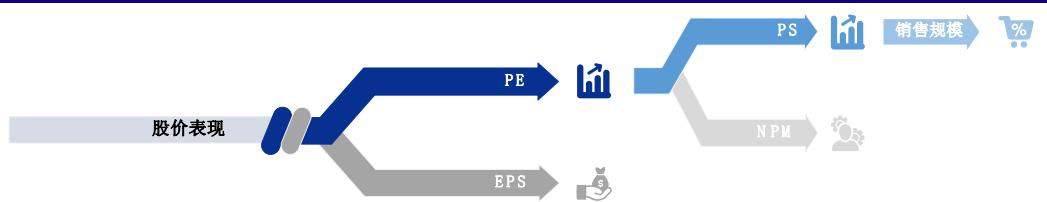
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（单位：百万元）	1,575.76	1,800.86	1,894.11	2,178.44	2,647.04
增长率(%)	16.52%	14.28%	5.18%	15.01%	21.51%
归属母公司股东净利润（单位：百万元）	415.28	514.89	534.28	589.00	683.09
增长率(%)	33.14%	23.99%	3.77%	10.24%	15.97%

EPS (元/股)	1.15	1.370	1.332	1.469	1.703
销售毛利率	68.34%	68.16%	68.53%	68.59%	68.98%
净资产收益率(ROE)	30.20%	19.28%	17.55%	17.04%	17.36%
市盈率(P/E)	-	45	42	38	33
市净率(P/B)	-	9.02	7.35	6.47	5.68
市销率(P/S)	-	13.90	11.81	10.27	8.45

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2020年11月26日收盘价）

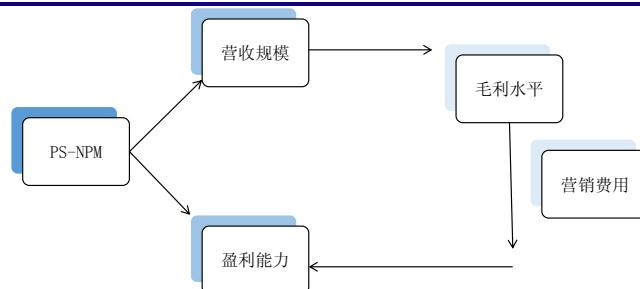
估值层面，根据我们前期对于化妆品行业内公司的估值研究分析，当前行业普遍使用和关注PE估值指标，但考虑到化妆品与其他消费品相比，更容易受到营销的驱动，带动公司销售规模体量的增长，因此对PE指标进一步拆分为PS-NPM的结构可以更好的体现营收规模与净利率水平两个层面的变化，其中营销费用的增长会带动费用率提升从而拉低净利率水平，但同时可以带来营收的加速扩张以及销售规模的扩大，从这个角度来看，PE指标很好的综合了上述两个层面的考量。

图 48：化妆品行业估值框架之一



资料来源：中国银河证券研究院整理

图 49：化妆品行业估值框架之二

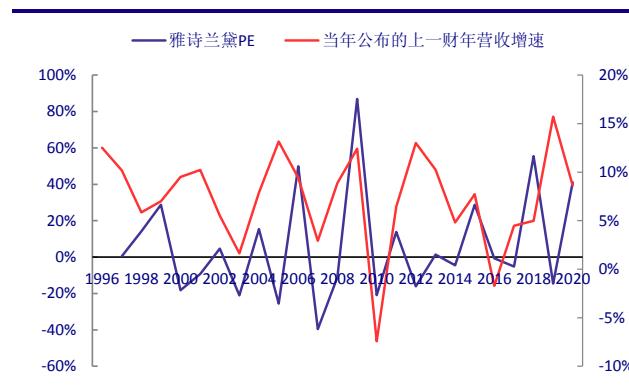


资料来源：中国银河证券研究院整理

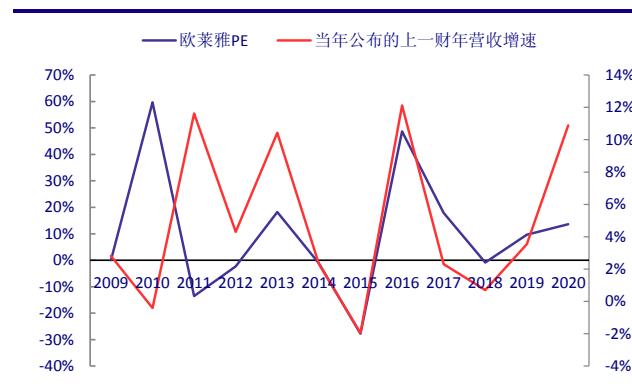
通过对海外化妆品上市公司雅诗兰黛(EL.N)和欧莱雅(OR.PA)的进一步分析可以发现，公司当年PE的变动水平与当年公司公布的上一财年营收增速水平具有走势的近似性，PE会同期或前置一年的周期提前发生变化。由此我们认为PE估值指标实际反映了市场对于公司经营情况，尤其是规模增长情况的预期；化妆品品牌的毛利与净利水平偏高且走势相对稳定，因此营收增长可以有效的从规模端传导至利润端，故PE的市场预期实质上即为市场考虑到营销等费用成本支出之后的盈利预期。简单可概括为，化妆品品牌商通过有效的营销拉动规模增长，市占率提升，便可享受较为乐观的估值水平。

图 50：雅诗兰黛(EL.N)年均PE变化与当年营收增速

图 51：欧莱雅(OR.PA)年均PE变化与当年营收增速



资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

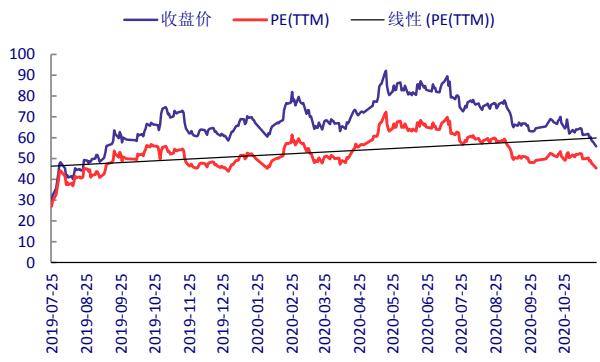


资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

对于九美而言，公司自 2019 年 7 月 25 日上市至今一年有余，股价波动上涨主要受到估值提升的驱动，公司收盘价与 PE (TTM) 走势基本一致；公司较沪深 300 持续出现估值溢价，上市至今围绕溢价 330% 左右的均值水平，在两个标准差的范围内（即 209%-452%）的范围内波动。截止 2020 年 11 月，公司 PE (TTM) 约为 45-53X，与同期行业指数 PE (TTM) 66-74X 的水平相比依旧存在差距，但行业内水平受部分公司上半年利润水平波动影响较大因此本文内不作更进一步的对比；公司相较沪深 300 的 PE 估值溢价水平降至 200-260% 左右，溢价水平处于 1.5% 的历史百分位水平，同样处于底部区间。

我们认为，一方面公司积极变更，拥抱行业中涌现的机会，借助新兴渠道与营销模式在维系原有客群的基础上拉动年轻化消费增量；且其自身毛利与净利水平较高，未来存在进一步向经销商赋能以及加大营销支出投入，以拉动整体销售额提升的空间；此外，公司还可利用募集资金扩充产能、利用产业基金扩充品牌矩阵。公司基本面的改善预期已经开始显现，同时公司当前估值具备相对优势，相较沪深 300 的溢价水平处于低位，在经营预期向好的情况下，估值存在向上的修补空间。

图 52: 九美上市至今收盘价与 PE(TTM)走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 53: 九美 PE 相较沪深 300 的溢价水平走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

市场或担忧化妆品行业内品牌商估值水平过高，由此可能产生杀估值的风险。但从成熟化妆品公司上市后的长期发展情况来看，高估值与高股价的情形合理，化妆品品牌商由于其强势的品牌力与高附加值能力支撑，容易出现兼顾成长与价值的优质标的。

表 17: 2010-2020 年十年期间海外上市公司股价上涨与估值变化情况

股票代码	公司名称	创立时间	上市	对标行	公司股	市场指	公司估	市场估	公司较市
------	------	------	----	-----	-----	-----	-----	-----	------

EL.N	雅诗兰黛	1946	美国	S&P500	价变化	数变化	值变化	场溢价水
					国家	业指数	平变化	平变化
OR.PA	欧莱雅	1907	法国	CAC40	260%	52%	95%	57%
4911.T	资生堂	1872	日本	NIKKI225	407%	124%	34%	-48%
								151%

资料来源: Wind , Bloomberg , 中国银河证券研究院整理

五、风险提示

化妆品行业竞争愈发激烈的风险；线上渠道推进与营销效果不及预期的风险；公司新工厂建设进度不及预期的风险。

插图目录

图 1: 2005-2019 年全球化妆品行业规模 (亿美元) 及增速 (%)	4
图 2: 2005-2019 年美中日化妆品市场全球份额占比 (%)	4
图 3: 2005-2019 年全球及美中日化妆品行业规模增速 (%)	5
图 4: 2005-2019 年全球及中国化妆品行业规模增量 (亿美元) 和中国贡献度 (%)	5
图 5: 主要国家地区人均化妆品消费额 (美元/人) 及人均消费额十年期复合增速	5
图 6: 2005-2019 年主要国家地区人均化妆品消费额占比人均 GDP 比重 (%)	5
图 7: 1995-2019 年中国化妆品零售额、城镇居民人均可支配收入、GDP 增速变化趋势	6
图 8: 化妆品产业链各环节毛利率水平	6
图 9: 中国化妆品行业各渠道销售额占比变化趋势	7
图 10: 中国化妆品行业各渠道销售额 2009-2019 年复合增速	7
图 11: 化妆品销售模式的变更	8
图 12: 女性消费者每日在护肤/化妆上所花费的时间	8
图 13: 不同年龄阶层女性消费者化妆品使用频率	9
图 14: 不同年龄阶层女性消费者每月化妆品消费金额	9
图 15: 影响不同年龄阶层女性消费者购买化妆品的决定性因素	10
图 16: 消费者对于各类化妆品销售渠道对的偏好程度	10
图 17: 各渠道内不同年龄阶层消费者的偏好程度	10
图 18: 各产品系列中水+乳类两项产品价格合计 (元)	12
图 19: 各产品系列中眼霜类产品单价 (元/mL 或元/g)	12
图 20: 丸美抖音传播指数均值走势变化趋势	13
图 21: 社交媒体部的营销梯队金字塔	14
图 22: 丸美年轻化 IP 合作营销项目 (从左至右依次为狐妖小红娘、小森生活以及村上隆)	14
图 23: 丸美与热门影视剧合作的广告项目情况	14
图 24: 丸美所选择的热剧及网综市场评价情况	15
图 25: 丸美营销小红笔眼霜的具体方式及销售结果	15
图 26: 小红笔眼霜代言种草情况	16
图 27: 弹力蛋白眼精华五代产品	17
图 28: 丸美主要的销售模式及销售渠道	20
图 29: 丸美总营收 (亿元) 及经销业务占比情况 (%)	20
图 30: 丸美及可比公司全渠道返利力度 (返利占经销业务营收比重) 变化趋势	21
图 31: 部分国产品牌在第三方经销网站提货价折扣率均值水平对比	23
图 32: 丸美的经销商返利对公司整体毛利率的影响	24
图 33: 国产品牌 A 的经销商返利对公司整体毛利率的影响	24
图 34: 国际与国产化妆品公司毛利率水平变化趋势	24
图 35: 国际与国产化妆品公司销售营销费用占比总费用比重	25
图 36: 国际与国产化妆品公司总费用率水平变化趋势	25
图 37: 国际与国产化妆品公司净利率水平变化趋势	25
图 38: 国际与国产化妆品公司费用率变化 (横轴) 及对应年份营收增速情况 (纵轴)	25
图 39: 丸美产能 (吨) 及产能利用率 (%) 情况	27

图 40: 九美自建产量与实际总产量的差值变化 (吨)	27
图 41: 国产化妆品公司产能利用率情况	27
图 42: 化妆品行业各企业 ROE 对比	29
图 43: 化妆品行业各企业 Net Profit Margin 对比	29
图 44: 化妆品行业各企业 Asset Turnover Ratio 对比	29
图 45: 化妆品行业各企业 Equity Multiplier 对比	29
图 46: 沪深港股通持股九美股份情况	30
图 47: 基金持仓情况	30
图 48: 化妆品行业估值框架之一	31
图 49: 化妆品行业估值框架之二	31
图 50: 雅诗兰黛 (EL.N) 年均 PE 变化与当年营收增速	31
图 51: 欧莱雅 (OR.PA) 年均 PE 变化与当年营收增速	31
图 52: 九美上市至今收盘价与 PE(TTM) 走势	32
图 53: 九美 PE 相较沪深 300 的溢价水平走势	32

表格目录

表 1: 九美在售主要产品系列价格情况	11
表 2: 公司营销方式的创新	13
表 3: 九美拳头产品——弹力蛋白眼精华更新情况	16
表 4: 公司旗下各品牌上新汇总	17
表 5: 九美多重胜肽紧致淡纹眼霜 (小红笔, 398 元/30g) 的核心成分及类似产品	18
表 6: 九美第五代全新九美弹力蛋白眼精华 (588 元/20g) 的核心成分及类似产品	19
表 7: 九美针对经销商的返利政策	20
表 8: 九美针对不同经销商的定价机制	21
表 9: 九美各类返利规模情况	21
表 10: 九美按渠道拆分销售返利情况	22
表 11: 九美销售返利规模及影响	22
表 12: 九美及春纪部分产品的第三方经销网站提货价及折扣率	23
表 13: 产业基金部分募投项目情况	26
表 14: 公司股权激励计划中对于公司业绩考核的具体要求	28
表 15: 根据股权激励计划对 2021-2023 年公司营收及净利增速测算	28
表 16: 盈利预测表	30
表 17: 2010-2020 年十年期间海外上市公司股价上涨与估值变化情况	32

分析师承诺及简介

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

李昂：零售轻工行业首席分析师，曾覆盖社会服务行业，具备跨多行业研究经验。

甄唯萱：零售轻工行业分析师，澳大利亚悉尼大学硕士，2018年5月加盟银河证券研究院从事商贸零售行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

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

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

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

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

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（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。

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咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告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。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

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

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

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

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

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

北京西城区金融大街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