

商业贸易

证券研究报告

2021年02月18日

复盘欧美日洗涤剂浓缩化之路，看好蓝月亮长期成长空间

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-行业点评:教育部 2021 年工作要点:继续消除大班额利好教招;理顺民办义教党建等机制,加快独立学院转设》 2021-02-04
- 2 《商业贸易-行业研究简报:月度点评 | 潮玩规模持续高增,小品牌出清,看好龙头泡泡玛特》 2021-02-02
- 3 《商业贸易-行业点评:跨境电商增长迅猛,坚定推荐【安克创新】》 2021-01-08

欧美日洗涤剂浓缩化演进史:

日本:政府颁布相关法案&行业协会 JSDA 积极开展自主行动。1987-1999 年,随着经济的发展,电动洗衣机普及,去污能力更强、占地面积更小的浓缩洗衣粉快速普及,1999 年浓缩洗衣粉占比达 79%。2000 年以来,滚筒洗衣机的普及推动洗衣产品形态由粉向液转变,2009 年液体洗涤剂销量比重提升至 36.6%,2019 年进一步提升至 78.4%。由于环保政策的推动,同时浓缩洗衣液相比普通洗衣液在包装成本、运输仓储费用、货架占地面积等方面拥有明显优势,2005 年日本浓缩洗涤剂(粉液)销售额占比达 90%。

欧洲:行业协会 AISE 倡议,欧盟及各国政府大力支持。欧盟洗涤剂行业协会 AISE 自 1997 年开始发起了多轮项目,充分考虑制造商和消费者的接受程度,分阶段指定洗涤剂浓缩化节能目标,参与国家超过 30 个。同期,AISE 开展了多种消费者教育活动,倡导洗涤剂量的正确使用、重复使用包装材料、低温洗衣、外包装明确标明洗涤剂量等。多措并举下,欧洲浓缩洗衣液占整体洗衣液比重从 2005 年的 30%提升至 2010 年的 99%,销售量增长 6 倍。

美国:制造商和渠道商通力合作,消费者教育活动有效开展。2006 年,沃尔玛积极支持联合利华推出的 3 倍浓缩洗衣液 Small&Might。2007 年,山姆会员店和沃尔玛宣布在美国所有门店仅销售浓缩洗衣液,而大卖场及综合商场、会员店是衣物洗涤剂的重要销售渠道,二者渠道占比分别约为 42%/10%。2014 年,可持续产品博览会上,沃尔玛联合宝洁公司倡议行业制造商减少 25%的含水量,洗衣液向超浓缩加码。2019 年,美国浓缩洗涤剂产品占比为整体洗涤剂市场的 97.4%。

纵观国内外历次洗涤产品迭代,无外乎品质为核心、渠道为辅助、政策为催化,依靠不断向消费者传递正确使用方法和可持续发展理念来革新市场。2014 年宝洁将洗衣凝珠引入中国,2015 年蓝月亮推出浓缩洗衣液,同行纷纷推出浓缩化产品,2019 年我国浓缩化洗涤剂的市场占比已提升至 7%。预计随着我国人均 GDP 提阶,消费者环保意识增强下,浓缩化发展是衣物洗涤产品的必然趋势。而浓缩洗衣液和洗衣凝珠各自具备适用场景和使用优势,未来一段时间内或将齐头发展。

衣物洗涤市场集中度提升正当时,看好蓝月亮成长空间。蓝月亮品牌定位中高端,同等档次产品价格高于竞品 10%至 30%。公司过去多年集中做大单一品牌势能,同行公司多布局多个细分品牌。2019 年蓝月亮品牌市占率为 8.9%,具有较大成长空间。疫情后整体消杀意识增强,子品牌“净享”、“天露”、“卫诺”发力可期,同时借助线上渠道优势,新产品有望加速成长。研发创新方面,蓝月亮一直走在行业前列。未来行业相关标准完善、消费者环保意识增强下,看好蓝月亮浓缩化道路先发优势。

投资建议:蓝月亮品牌壁垒强大,管理层创新研发意识位于行业前列,核心单品洗衣液连续 11 年、洗手液连续 8 年行业排名第一,基本盘稳固。消费升级趋势下,国内家庭清洁护理行业对比美日空间可观,未来拓品类&加速渠道下沉战略下,业绩有望快速释放。预计 21-22 年净利润分别为 23.5/32.8 亿港元,当前对应 39/28xPE,维持“买入”评级。

风险提示:行业政策风险,品牌声誉风险,原材料价格大幅波动风险,行业竞争风险

内容目录

1. 欧美日衣物洗涤剂浓缩化演进史	4
1.1. 日本：政府&行业协会共建标准体系，包装减量&产品紧凑大势所趋	4
1.2. 欧美：制造商与渠道商齐心协力，消费者教育功不可没	10
2. 我国衣物洗涤产品走向何方	14
2.1. “粉”转“液”进行时，对标美日空间可观	14
2.2. 渠道赋能+技术引领，后发制人开创浓缩新时代	15
3. 投资建议	19
4. 风险提示	20

图表目录

图 1：1999-2019 年日本衣物洗涤用品市场规模变化（十亿日元）	4
图 2：2019 年日本衣物清洁护理分产品占比	4
图 3：日本肥皂和合成洗涤剂产量变化	5
图 4：87/99/09/19 年日本衣物清洁产品更迭（销售量占比）	5
图 5：日本衣物洗涤剂产品发展历程	5
图 6：日本非农家庭平均月消费支出（单位：亿日元）	6
图 7：花王 ATTACK 体积仅为传统洗衣粉 1/4	7
图 8：1983-1993 日本国内便利店数量及增速	7
图 9：滚筒洗干一体机普及	8
图 10：2005 年后液体洗涤剂销量提升迅速	8
图 11：1995 至 2018 年塑料容器的使用和减少趋势	9
图 12：超浓缩洗衣液出货量（千吨）及增速	9
图 13：2010-2015 年超浓缩洗衣液份额占比从 10%提升到 30%	9
图 14：2011-2019 年 EU28+2 国衣物清洁护理市场规模及增速	10
图 15：2019EU28+2 国衣物清洁护理分产品占比	10
图 16：2011-2019 年美国衣物清洁护理市场规模及增速	11
图 17：2019 年美国衣物清洁护理分产品占比	11
图 18：“Mr Basket” 活动倡导正确使用洗涤剂量	12
图 19：2005-2015 EU28+4 国标准/浓缩洗衣液零售规模	12
图 20：2005-2015 EU28+4 国浓缩洗衣液 RSP 占液体洗衣剂比重	12
图 21：1997-2017 年欧盟洗涤行业改革成效显著	13
图 22：美国衣物洗涤剂产品发展历程	13
图 23：2005-2019 年美国衣物洗涤剂销售渠道分布	14
图 24：衣物清洁护理市场产品结构变化	15
图 25：2015-2024E 我国浓缩洗衣液市场规模及增速	15
图 26：2019 年中美日浓缩洗衣液市场渗透率对比	15
图 27：浓缩+”标志产品活性物含量要求达到 45%	16
图 28：蓝月亮至尊浓缩洗衣液	16

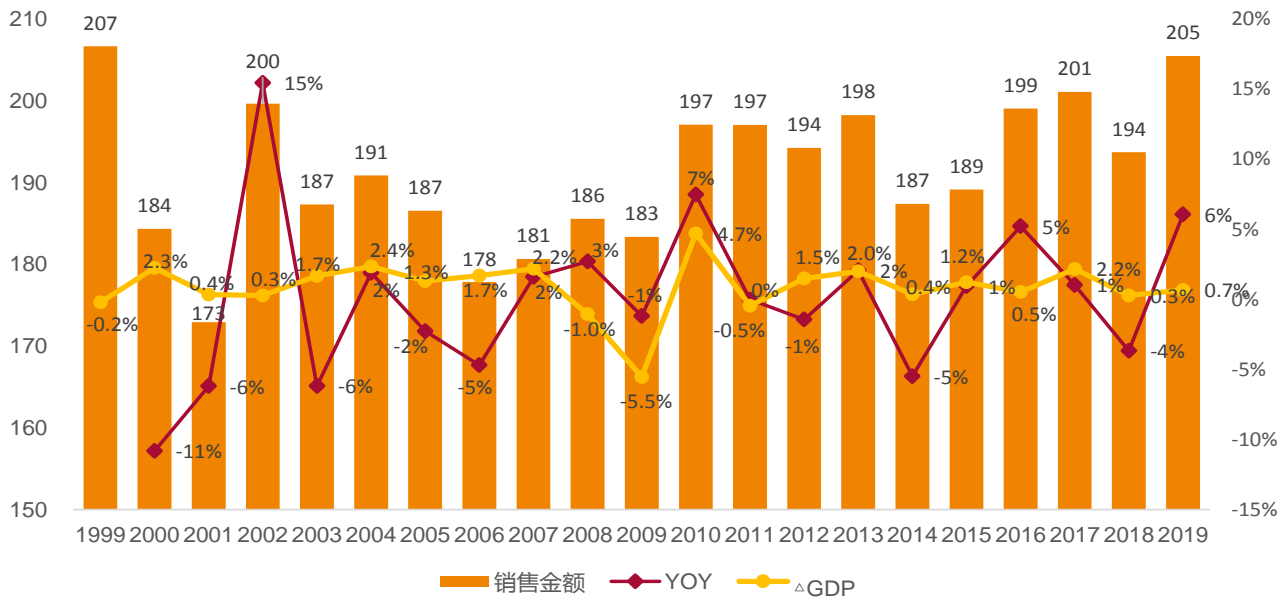
图 29: 2020 年洗衣凝珠淘系平台销售额为 11.86 亿元.....	16
图 30: 2011-2019 年 EU28+2 国衣物清洁护理产品结构变化.....	17
图 31: 2011-2019 年美国衣物清洁护理产品结构变化.....	17
图 32: 2019 欧洲洗衣凝珠零售价值占液体洗衣剂 25%.....	17
图 33: 2016-2027E 美国投币式洗衣房市场规模.....	17
图 34: 投币式洗衣房与洗衣凝珠.....	17
图 35: 2014-2019 年日本衣物清洁护理产品结构变化.....	18
图 36: 2014-2019 年中国衣物清洁护理产品结构变化.....	18
图 37: 2014-2019 年中国浓缩洗涤剂变化（单位：百万）.....	18
图 38: 2010-2019 年中国衣物清洁护理市场渠道变化.....	18
图 39: 蓝月亮在浓缩洗衣液市场排名第一（市占 27.9%）.....	20
图 40: 蓝月亮在线上洗衣液市场排名第一（市占 33.6%）.....	20
表 1: 90 年代日本普通洗衣粉和浓缩粉成分比较.....	6
表 2: 滚筒/波轮洗衣机对比.....	7
表 3: JSDA 自主行动计划的目标和成果.....	8
表 4: 浓缩洗衣液相比普通洗衣液的成本节约.....	9
表 5: 日本市场浓缩洗衣精、洗衣凝珠、推入型洗涤剂产品相继推出.....	10
表 6: 欧洲历次洗涤剂浓缩化项目.....	11
表 7: 沃尔玛持续推动洗衣液浓缩化转型.....	14
表 8: 1990 年中日浓缩粉成分比较.....	14
表 9: 宝洁/联合利华/立白/纳爱斯/威莱相继推出洗衣凝珠.....	16
表 10: 2010-2019 年中国衣物清洁护理品牌市占率.....	19
表 11: 蓝月亮个人&家庭清洁产品定位中高端.....	19

1. 欧美日衣物洗涤剂浓缩化演进史

1.1. 日本：政府&行业协会共建标准体系，包装减量&产品紧凑大势所趋

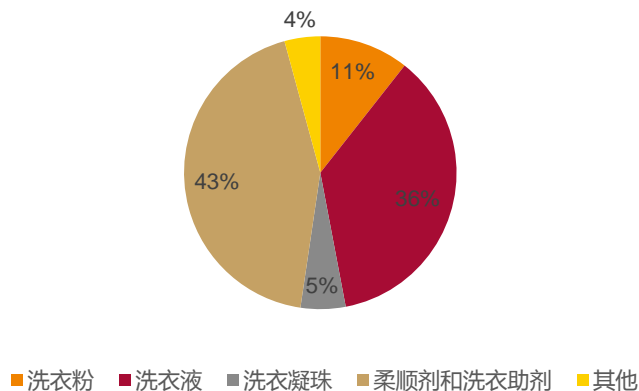
2019 年日本衣物洗涤用品市场规模为 2055 亿日元，同增 6%。根据日本洗涤协会 JSDA 统计，1999-2019 年间，日本衣物洗涤剂销售额较为平稳，市场体量在 1700 亿-2000 亿日元之间。对于发达国家，衣物洗涤用品已成为家庭生活必需品，即使在 08、09 年经济衰退期间，其需求也未见显著下降。分产品来看，2019 年洗衣液销售额为 1638 亿日元，同增 9%，占比 79.7%；洗衣粉销售额为 351 亿日元，同减 3%，占比 17.1%；肥皂销售额为 65 亿日元，同减 11%，占比 3.2%。根据欧睿国际分类，考虑到洗衣柔顺剂和洗衣助剂等其他产品，2019 年日本衣物清洁护理市场中，洗衣液/洗衣粉/洗衣凝珠/柔顺剂和洗衣助剂的占比分别为 36%/11%/5%/43%。

图 1：1999-2019 年日本衣物洗涤用品市场规模变化（十亿日元）



资料来源：JSDA，国际货币基金组织，天风证券研究所

图 2：2019 年日本衣物清洁护理分产品占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

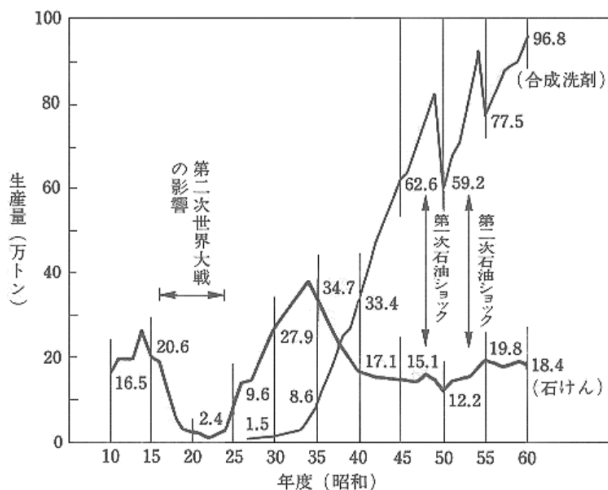
日本衣物洗涤产品更迭经历了肥皂-普通洗衣粉-浓缩洗衣粉-浓缩洗衣液的几阶段发展，目前正走向产品功能升级、消费人群细分化道路：

- ① **洗衣粉时代**：1917 年，德国在第一次世界大战的经济封锁下，食用油非常短缺，开发出煤合成的烷基石脑磺酸盐，用于替代肥皂。1933 年，日本从德国进口技术，开始

生产硫酸烷基酯盐，作为家用合成洗涤剂。1951年，弱碱性合成洗涤剂首次上市，伴随第二次世界大战后电动洗衣机的普及而迅速发展。1963年，以洗衣粉为主的合成洗涤剂在日本广泛使用。1982年，《防治富营养化条例》生效，禁止销售和使用磷洗涤剂，洗涤制造商开始努力开发无磷洗涤剂。1985年，无磷酸盐产品完全占领了粉末洗涤剂市场。

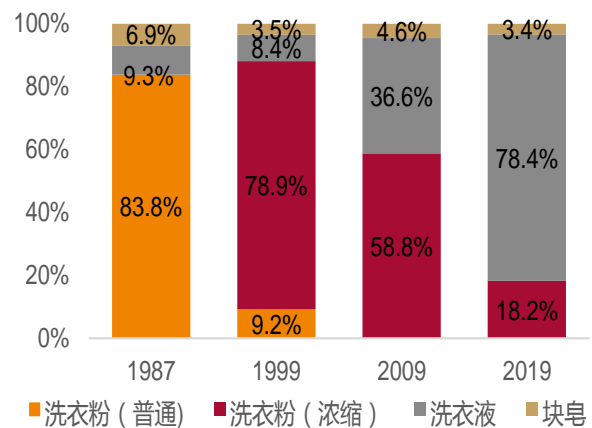
- ② **浓缩洗衣粉时代：**1987-1999年，随着经济的发展电动洗衣机普及，去污能力更强、占地面积更小的浓缩洗衣粉快速普及。1987年，花王 ATTACK 浓缩洗衣粉面世，一举打开市场。1989年，仅占普通用量三分之一的浓缩织物柔顺剂推出。1992年，浓缩粉销售量占比达总市场的82%，此后保持了十多年的高占有率。1994年，制造商相继推出洗衣助剂产品。1995年，政府制定《容器和包装回收法》，以促进消费性容器和包装物的回收。1997年，浓缩型织物柔顺剂达到整个织物柔顺剂市场占比的65%。1999年，浓缩洗衣粉销售量为52.8万吨，占比79%。
- ③ **浓缩洗衣液时代：**20世纪90年代，日本开始推广洗衣液浓缩化。2000年以来，滚筒洗衣机的普及推动洗衣产品形态由粉向液转变。2009年，液体洗衣剂销量比重提升至36.6%。同时高浓缩洗衣剂产品出现，日本花王“Attack Neo”洗衣液表面活性剂含量为74%，狮王“Top Nanox”洗衣液表面活性剂含量为55%。1999-2019年，洗衣粉的销售量从53万吨下降到15万吨，洗衣液的销售量从5万吨上升到64万吨。2019年，洗衣液销量比重占到行业整体的78.4%。另外，由于环保政策的推动，且浓缩洗衣液相比普通洗衣液在包装成本、运输仓储费用、货架占地面积等方面拥有明显优势，2005年日本浓缩洗涤剂（粉液）销售额就已占到行业整体的90%。

图3：日本肥皂和合成洗涤剂产量变化



资料来源：Katsuya Inoi《洗涤剂科学》，天风证券研究所

图4：87/99/09/19年日本衣物清洁产品更迭 (销售量占比)



资料来源：JSDA，天风证券研究所

图5：日本衣物洗涤剂产品发展历程



资料来源：JSDA，花王官网，宝洁官网，天风证券研究所

从使用特性来看，浓缩粉相对于普通洗衣粉具有更强的去污力，所占体积仅为 1/4，受到消费者和零售商的欢迎。浓缩粉中表面活性剂的比例从 20%~22%提高到 30%~35%，助剂沸石的比例亦有所提高至 20%，填充剂比例则相应下降。从用量和体积来看，单次使用量约为普通洗衣粉的一半多一点，包装盒体积减少了约 70%。从单次使用价格来看，浓缩洗衣粉单次使用价格与普通洗衣粉相近，单次使用货值小的情况下，消费者感知力差别不大。

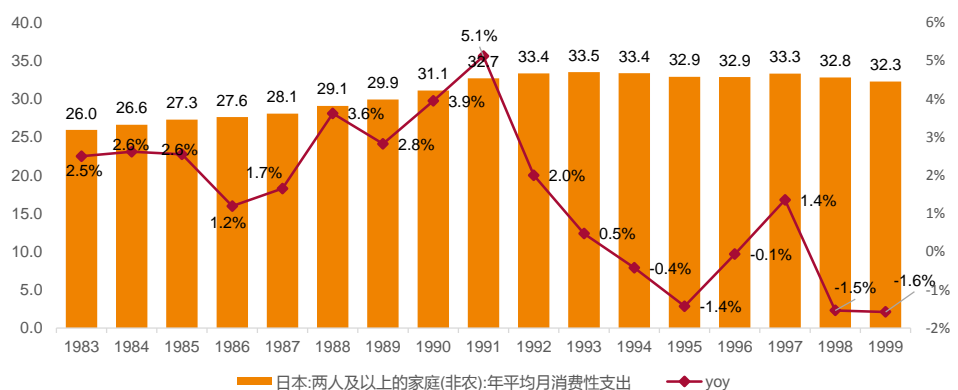
表 1: 90 年代日本普通洗衣粉和浓缩粉成分比较

成分项目	日本普通洗衣粉	日本浓缩粉
表面活性剂	20%~22%	30%~35%
助剂：沸石	12%	20%
填充剂：硫酸盐	30%~35%	1%~3%
碳酸钠/硅酸钠	20%	25%
酶制剂	0.2~0.4 (蛋白酶)	0.5~1.5 (蛋白酶、纤维素酶、脂肪酶)
其他	余量	余量
表观密度 (kg/L)	0.3	0.7~0.8
建议使用量 (g/30L)	40	25
价格 (日元/kg)	183	318
单次使用价格 (日元)	7.32	7.95

资料来源：杜志平《浓缩洗衣粉》，天风证券研究所

从拐点数据来看，普通洗衣粉转向浓缩洗衣粉恰逢日本泡沫经济元年。1987 年日本房地产升值，资本流动活跃，居民消费热情高涨，87 年-91 年日本非农家庭年平均月消费支出由 28.1 万增长至 32.7 万日元。产品力方面，浓缩洗衣粉配方升级，花王的 ATTACK 产品创新性地添加了碱性纤维素酶以加强清洁能力，附有汤匙便于消费者称量使用。渠道端方面，1983 年开始日本便利店的数量呈上升态势，十年复合增长率 13.7%，可以放置在较小商店空间中的产品被优先考虑。

图 6: 日本非农家庭平均月消费支出 (单位: 亿日元)



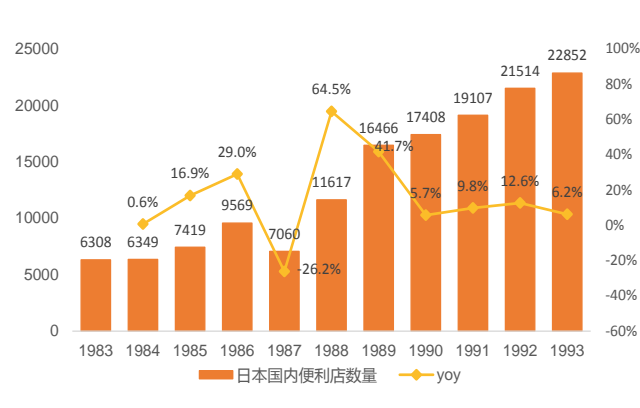
资料来源：日本总务省统计局，天风证券研究所

图 7：花王 ATTACK 体积仅为传统洗衣粉 1/4



资料来源：花王官网，天风证券研究所

图 8：1983-1993 日本国内便利店数量及增速



资料来源：JFA，天风证券研究所

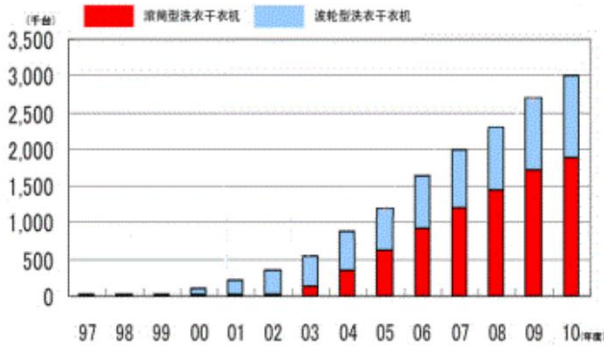
滚筒洗衣机的普及促进了洗衣液的推广，2011 年洗衣液市场销售占比首次超过洗衣粉。滚筒洗衣机依靠内壁顺时针、逆时针交替旋转冲擦清洁衣物，用水量远低于波轮洗衣机。相较于洗衣粉，洗衣液易溶解漂洗、无残留物，适合低用水量的滚筒洗衣机。2005 年后，日本的全自动滚筒洗衣机销量迅速提升，以松下品牌为例，2010 年销售量接近 200 万台，约为直筒洗衣机销量的两倍。滚筒洗衣机的普及带动了同时期洗衣液使用比例的快速增长，液体洗衣剂销售量由 2005 年的 13.48 万吨上升至 2009 年 28.18 万吨，复合增长率 20.2%。

表 2：滚筒/波轮洗衣机对比

	滚筒洗衣机	波轮洗衣机
图示		
原理	内壁滚筒反复顺时针、逆时针交替旋转，通过抛高摔打清洁衣物，水量不需要没过衣物	底部叶轮高速旋转带动水流动转，依靠衣物之间、衣物与洗衣桶摩擦清洁，水量需要没过衣物
优缺点	衣物磨损小、用水量小、洗涤功能丰富、噪音小； 价格高，不易挪动	价格便宜、洗涤时间短； 用水量大、衣物摩擦大、洗涤功能有限
洗涤剂	低泡高效洗衣液（易溶解漂洗）	洗衣粉/洗衣液都适用

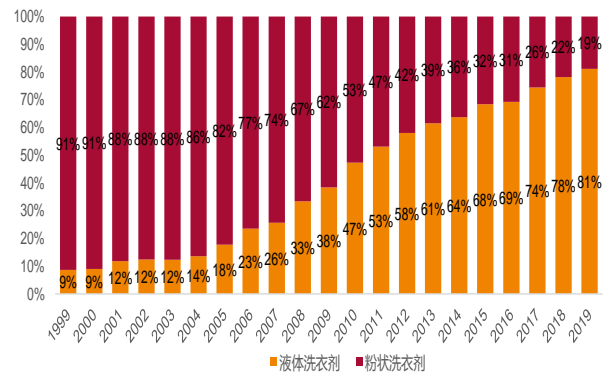
资料来源：海尔官网，天风证券研究所

图 9：滚筒烘干一体机普及



资料来源：松下官网，天风证券研究所

图 10：2005 年后液体洗涤剂销量提升迅速



资料来源：JSDA，天风证券研究所

降塑行动点燃洗涤行业浓缩化热情。瓶装洗衣液大多采用塑料包材，对环境影响较大。1997 年，JSDA 制定了制造商关于《环保容器/包装政策》的自愿准则。2006 年，JSDA 主导了第一轮自主行动，2010 年目标塑料使用量较 1995 年降低 30%，倡导生产商压缩洗涤剂体积。计量标准为行业中的八个主要产品类别的单位产品运输中用于容器和包装的塑料量，包括沐浴用洗涤剂、洗手液、洗发水与护发素、衣物洗涤剂、柔顺剂、厨房清洗剂、住宅清洗剂、漂白制品。2011 年，JSDA 制定了第二项自愿行动计划，将减排目标提高到 40%。2016 年，JSDA 制定并启动了第三个自愿行动计划，2020 年目标减排量提升至 42%。

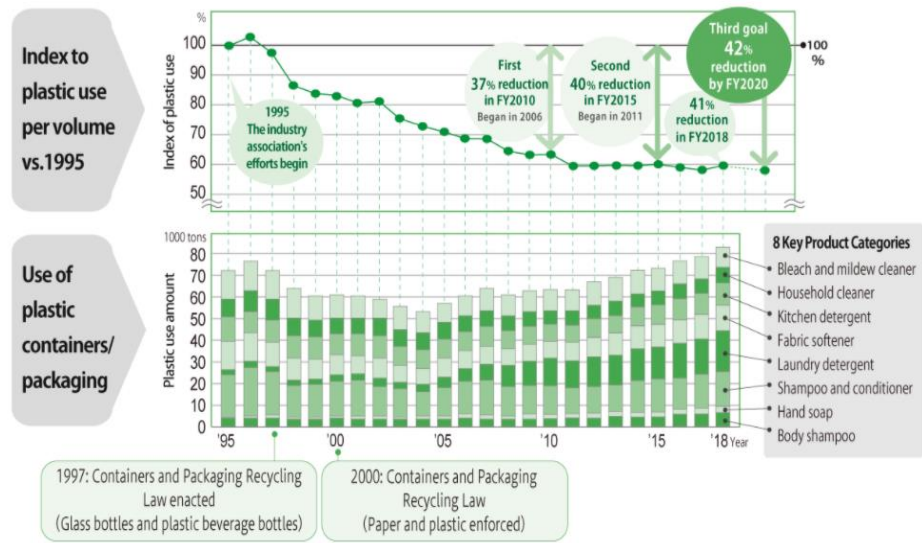
表 3：JSDA 自主行动计划的目标和成果

自主行动计划	实施时间（年）	目标/%（与 1995 年相比，塑料使用量降低）	成果/%
第一次	2006-2010	30	37
第二次	2011-2015	40	41
第三次	2016-2020	42	42（2017 年）

资料来源：蒋赞《全球衣物洗涤剂浓缩化进程及推动力》，天风证券研究所

洗衣液超浓缩化有望进一步降低塑料消耗量。根据《全球衣物洗涤剂浓缩化进程及推动力》，JSDA2019 年报告，将传统瓶装浓缩洗衣液（每 30 L 水量对应的洗涤剂添加量为 20~30g），单次洗涤时的塑料消耗量设定为 100，瓶装超浓缩型洗衣液（每 30 L 水量对应的洗涤剂添加量为 10~15 g）单次洗涤时的塑料消耗量则为 46.7，超浓缩袋装补充装洗衣液单次洗涤时的塑料消耗量为 6.3。若传统浓缩洗衣液的瓶装全部换为超浓缩洗衣液的袋装补充装，塑料消耗量可降低 90%。当前日本市场，瓶装/补充装占比为 20%/80%，传统浓缩型/超浓缩型为 70%/30%，未来若全部转为超浓缩型洗衣液，塑料消耗量还将继续降低 1 万 t/年。

图 11：1995 至 2018 年塑料容器的使用和减少趋势



资料来源：JSDA，天风证券研究所

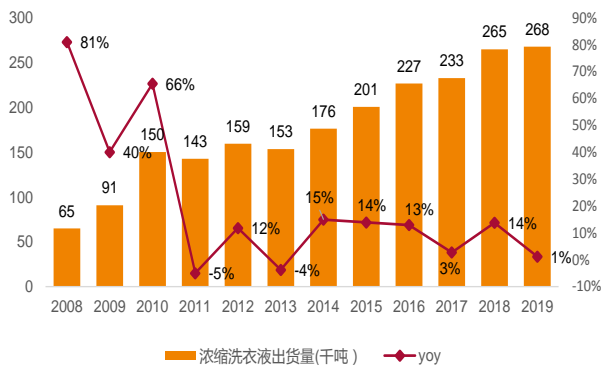
成本优势是洗衣液超浓缩转型的持续动力。洗涤剂的浓缩转型不仅能为生产商节约 7% 的包装成本，还可节约 4.2% 的运费，因此该行动得到花王等日化公司的积极响应，09 年花王推出 2.5 倍超浓缩产品 ATTACK NEO。2010 年，日本超浓缩洗衣液产量达 15 万吨，较 09 年增长 2/3；15 年第二轮降塑行动结束，超浓缩洗衣液市场份额升至 30%，产量提高至 20 万吨，同比增 10%；19 年超浓缩洗衣液产量超过 25 万吨。

表 4：浓缩洗衣液相比普通洗衣液的成本节约

成本项目	成本节约	所占成本比重	节约费用
塑料	35%	20%	7.0%
运费	35%	12%	4.2%
配方	12.5%	15%	1.9%
纤维板	20%	4%	0.8%
总计			13.9%

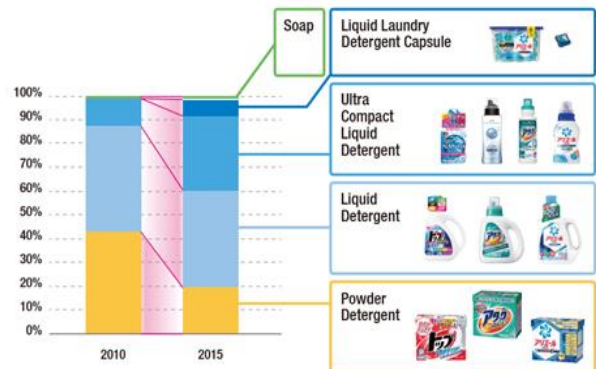
资料来源：李斌《全球衣物洗涤剂浓缩化进程》，天风证券研究所

图 12：超浓缩洗衣液出货量（千吨）及增速



资料来源：JSDA，天风证券研究所

图 13：2010-2015 年超浓缩洗衣液份额占比从 10% 提升到 30%



资料来源：JSDA，天风证券研究所

洗衣产品升级化、使用人群细化，浓缩洗衣精、洗衣凝珠崭露头角。2011 年，狮王、花王相继发行花香型浓缩洗衣精 Super NANOX 和 New Beads Neo。除了日常清洁功能外，浓缩洗衣精更加强调香味和产品感知力，能够在衣物上长效留香，目标使用群体为 20 至 30 岁的年轻女性。2014 年，宝洁将洗衣凝珠引入日本，其便携性的特点适合忙碌的上班族。另外，洗涤产品外包装也在进化，推入型洗涤剂可减少消费者将洗涤剂放入洗衣机的时间和精力，避免脏手。

表 5：日本市场浓缩洗衣精、洗衣凝珠、推入型洗涤剂产品相继推出



资料来源：花王官网，cainz 杂志，天风证券研究所

1.2. 欧美：制造商与渠道商齐心协力，消费者教育功不可没

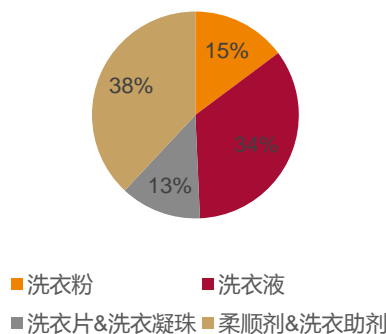
欧美衣物清洁护理行业规模见顶，产品存在结构性变化。2019 年，欧洲消费者（EU28+2 国）在家庭护理产品上的支出约为 302 亿欧元，同比增长 2%。其中衣物清洁护理市场占比 47.5%，细分来看，洗衣液/洗衣粉/洗衣片&凝珠/柔顺剂和洗衣助剂的占比分别为 34%/15%/13%/38%。2019 年，美国衣物清洁护理市场规模为 134 亿美元，同比增速 1.9%，主要产品洗衣液/洗衣粉/洗衣片&凝珠/柔顺剂和洗衣助剂的占比分别为 45%/5%/13%/36%。

图 14：2011-2019 年 EU28+2 国衣物清洁护理市场规模及增速



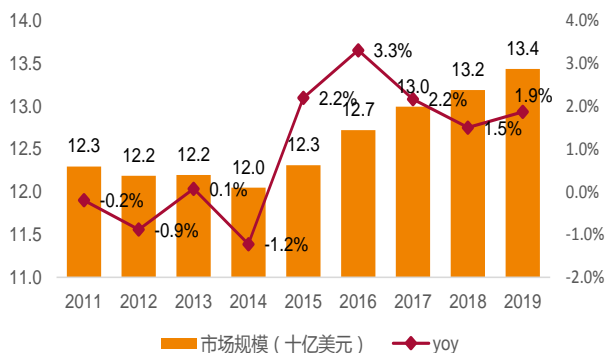
资料来源：AISE，天风证券研究所

图 15：2019EU28+2 国衣物清洁护理分产品占比



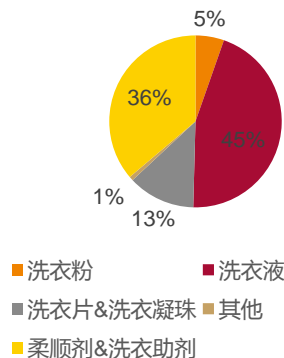
资料来源：AISE，天风证券研究所

图 16：2011-2019 年美国衣物清洁护理市场规模及增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 17：2019 年美国衣物清洁护理分产品占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

与日本类似，欧美洗衣产品浓缩化的成功离不开行业政策的推动，以及消费者使用习惯的培育。欧盟洗涤剂行业协会 AISE 自 1997 年开始发起了多轮项目，充分考虑制造商和消费者的接受程度，分阶段指定洗涤剂浓缩化节能目标，参与国家超过 30 个。

- ① 1997-2001 年，友好环境规范“CoGEP”要求制造商考虑环境影响，设计高有效成分的衣物洗涤剂，计划 2001 年洗涤剂产品及包装材料人均用量比 1996 年降低 10%，人均能耗降低 10%。
- ② 2006-2014 年，针对洗衣粉浓缩化的“LSP-1”、“LSP-2”项目及“PREP-P3”项目开展，要求浓缩产品使用“EuroCompact”特征标识，逐步降低洗涤剂建议使用量，浓缩粉市占率高于 80%。
- ③ 2009-2018 年，针对洗衣液浓缩化的“LSP-L”及“PREP-L2”项目开展，鼓励制造商优化洗衣液配方，分别减少单次用量至 75ml/55ml，同时降低人均包装材料消耗。

表 6：欧洲历次洗涤剂浓缩化项目

时间	1997-2001	2006-2007	2009-2012	2012-2014	2009-2011	2017-2018
项目	友好环境规范 CoGEP	洗涤剂可持续发展项目 LSP-1	洗涤剂可持续发展项目 LSP-2	产品资源有效利用项目 PREP-P3	洗涤剂可持续发展项目 LSP-L	产品资源有效利用项目 PREP-L2
对象	全部衣物洗涤剂	HDLS 洗衣粉	HDLS 洗衣粉	HDLS 洗衣粉	HDLS 洗衣液	洗衣液
参与国	EU15 国+EFTA 3 国	EU27 国+EFTA 4 国	EU27 国+EFTA 4 国	EU28 国+EFTA 4 国	EU27 国+EFTA 4 国	EU28 国 +EFTA 4 国
内容及目标	同等洗涤条件下，要求洗涤剂产品人均用量比 1996 年降低 10%；包装材料人均用量降低 10%；生物降解人均能耗降低 10%	同等洗涤效果下，要求洗衣粉用量比 2005 年减少 33%；浓缩产品 RSP 占比高于 80%	洗衣粉推荐用量 <85g/次；单次包装材料消耗必须同比例降低	洗衣粉推荐用量 <75g/次；单次包装材料消耗必须同比例降低	同等洗涤效果下，要求将洗衣液推荐用量 <75ml/次；单次包装材料消耗必须同比例降低	要求洗衣液单次用量 ≤ 55ml，包装材料单次消耗量 ≤ 6.5g
消费者教育活动	Washright	Clean up your laundry habit		Mr Basket		Price per wash

资料来源：AISE，天风证券研究所

欧盟洗涤行业改革成效显著，消费者教育功不可没。同期，AISE 开展了“Washright”、“Clean up your laundry habit”、“Mr Basket”、“Price per wash”等多种消费者教育活动，通过传

单、网站、广告等形式宣传，倡导洗涤剂量的正确使用、重复使用包装材料、低温洗衣、外包装明确标明洗涤剂量等。

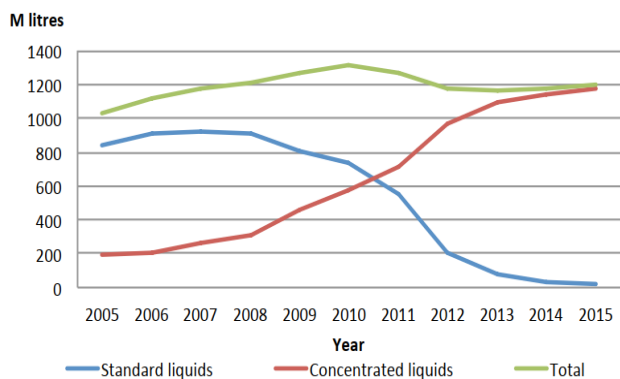
图 18：“Mr Basket” 活动倡导正确使用洗涤剂量



资料来源：AISE，天风证券研究所

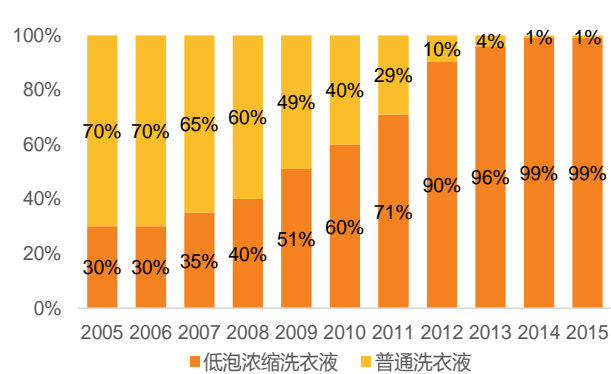
多措并举下，欧洲浓缩洗衣液占整体洗衣液比重从 2005 年的 30% 提升至 2014 年的 99%，销售量增长 6 倍。另外，在 2009-2011 年“LSP-L”项目开展时期，洗衣液使用总量明显下降，行业教育活动成效明显。整体来看，从 1997 年到 2017 年，尽管欧盟整体住户数量增加 20%、洗涤负荷增加 23%，但实际单次洗涤剂量减少一半、洗涤剂吨数减少 290 万吨，交运里程减少 2.6 亿 km、包装材料减少 24 万吨、二氧化碳排放量减少 140 万吨。

图 19：2005-2015 EU28+4 国标准/浓缩洗衣液零售规模



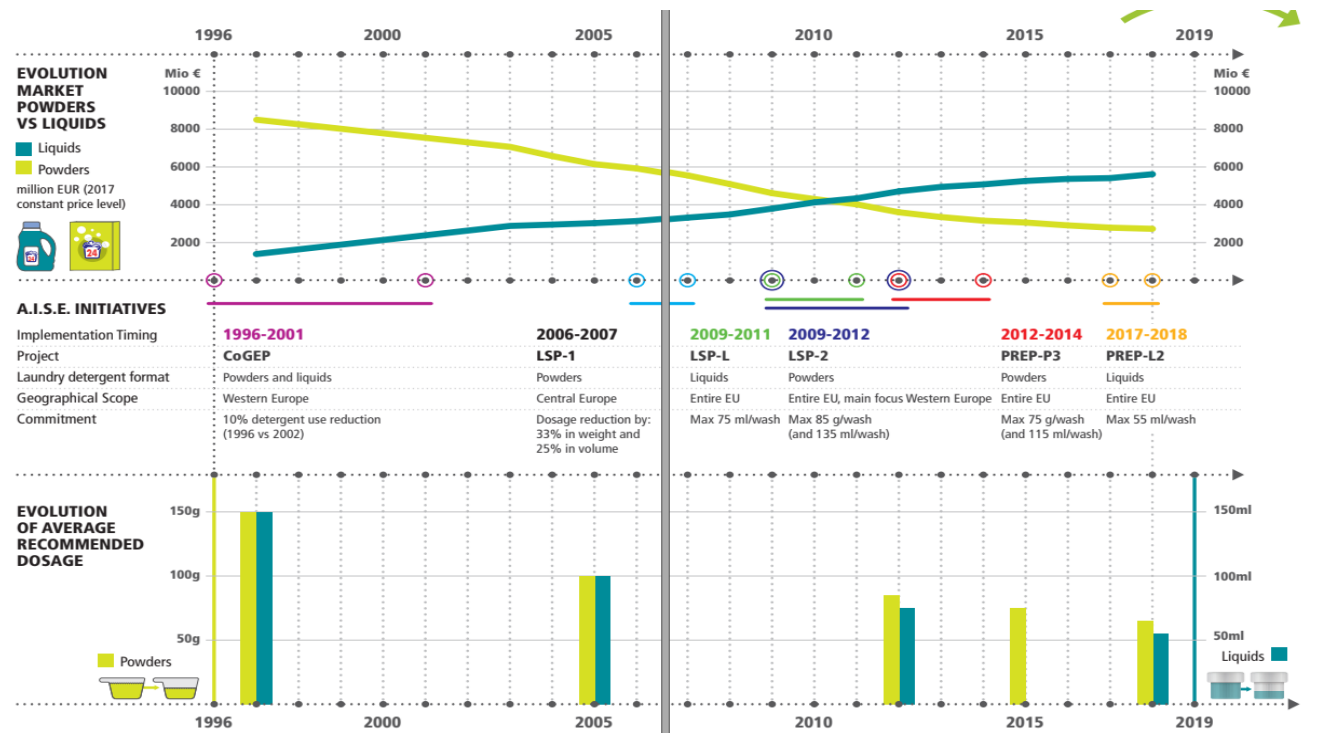
资料来源：AISE 可持续项目 LSP-L 报告，天风证券研究所

图 20：2005-2015 EU28+4 国浓缩洗衣液 RSP 占液体洗衣剂比重



资料来源：AISE 可持续项目 LSP-L 报告，天风证券研究所

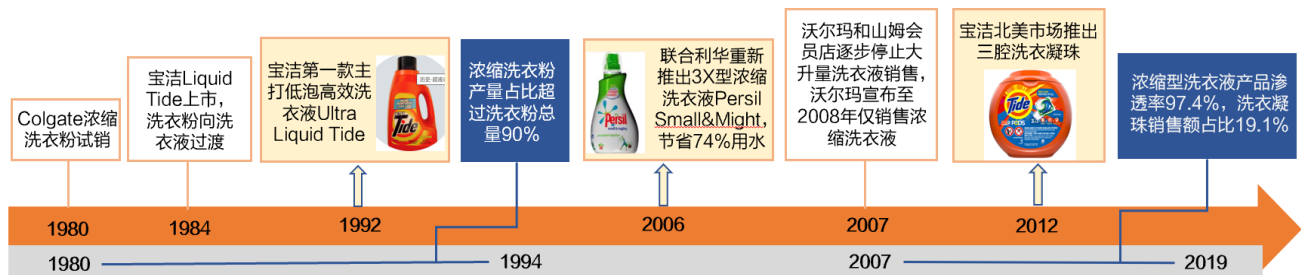
图 21：1997-2017 年欧盟洗涤行业改革成效显著



资料来源：AISE，天风证券研究所

美国浓缩化步伐更为超前,行业上下游广泛参与紧密合作给予强力支持。从 1980 年到 1994 年,美国市场洗衣粉产品基本完成浓缩化。而洗衣液浓缩技术最早可追溯到 1992 年,宝洁公司推出首款主打低泡高效的产品“Ultra liquid tide”。2019 年,浓缩洗涤剂产品占比已经达到美国整体洗涤剂市场的 97.4%。

图 22：美国衣物洗涤剂产品发展历程



资料来源：宝洁官网，沃尔玛官网，欧睿国际，天风证券研究所

制造商和渠道商强制下架非浓缩洗衣液,积极推动可持续发展战略。2006 年,美国衣物洗涤市场销量疲软,日化龙头企业纷纷寻找新的产品增长点。联合利华推出 3 倍浓缩洗衣液 Small&Might,以小型、环保为营销点,线上加强电视台推广和网站促销力度,线下积极寻求渠道商沃尔玛的配合。而沃尔玛出于自身战略考虑,从货架空间、营销和公关关系等方面全力支持该产品推广,为洗衣行业制造商与渠道商的合作奠定良好基础。2007 年,山姆会员店和沃尔玛宣布在美国所有门店仅销售浓缩洗衣液,而大卖场及综合商场、会员店是衣物洗涤剂的重要销售渠道,二者渠道占比分别约为 42%/10%。沃尔玛和山姆会员店

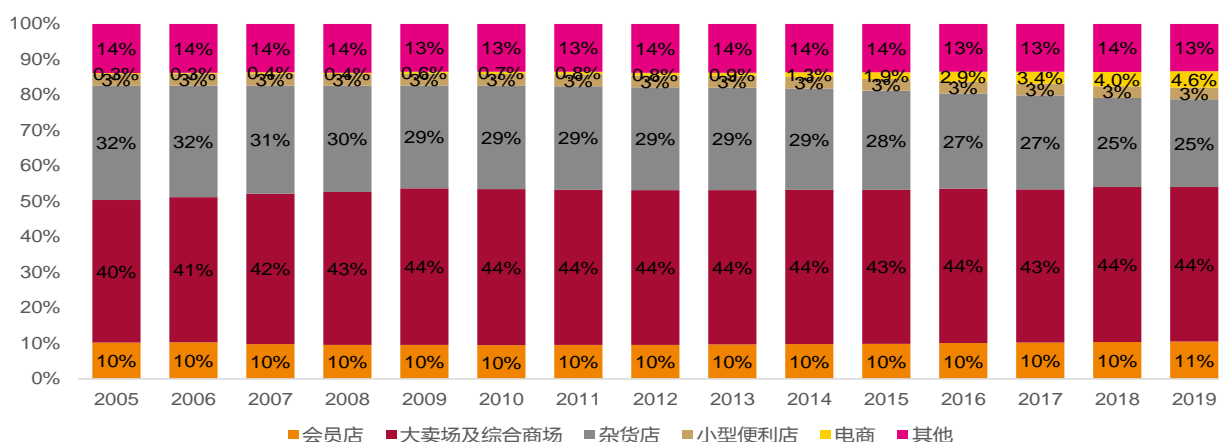
主动下架非浓缩洗衣液的行动，强制推动了浓缩产品的普及。2014 年，可持续产品博览会上，沃尔玛联合宝洁公司倡议行业制造商进一步减少 25% 的含水量，洗衣液向超浓缩加码。

表 7：沃尔玛持续推动洗衣液浓缩化转型

沃尔玛行动计划	实施时间（年）	目标	影响
第一次	2005—2006	大幅减少洗涤剂包装	联合利华推出 all 三倍浓缩粉，其他洗涤剂制造商跟进
第二次	2007—2008	所有美国商店仅销售浓缩洗涤剂	当时美国销售的液体洗涤剂有 25% 通过沃尔玛销售，加速液体洗涤剂从普通型转向浓缩型
第三次	2014—2018	北美销售的液体洗涤剂含水量降低 25%	宝洁积极支持，液体洗涤剂从浓缩型转向超浓缩型

资料来源：蒋赞《全球衣物洗涤剂浓缩化进程及推动力》，天风证券研究所

图 23：2005-2019 年美国衣物洗涤剂销售渠道分布



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2. 我国衣物洗涤产品走向何方

2.1. “粉”转“液”进行时，对标美日空间可观

浓缩洗衣粉缘何失败？ 上世纪 70 年代，首代国产洗衣粉品牌北京熊猫、活力 28 风光无限。90 年代二代本土品牌立白、雕牌等纷纷崛起，与宝洁、联合利华等国际大品牌分庭抗礼，依靠价格优势占据市场。受到国外潮流影响，该时期国内厂家初试浓缩洗衣粉，市场反响不佳。主要原因系：

- ① 上世纪 90 年代我国洗衣机普及程度不高，低泡洗衣粉需求端有限。
- ② 消费者教育欠缺，认知存在偏差。
- ③ 我国浓缩洗衣粉配方和制备工艺存在不足，产品质量参差不齐。与日本浓缩洗衣粉配方相比，1990 年我国浓缩粉表面活性剂仅 14.5%，表观密度 0.5~0.7g/L。

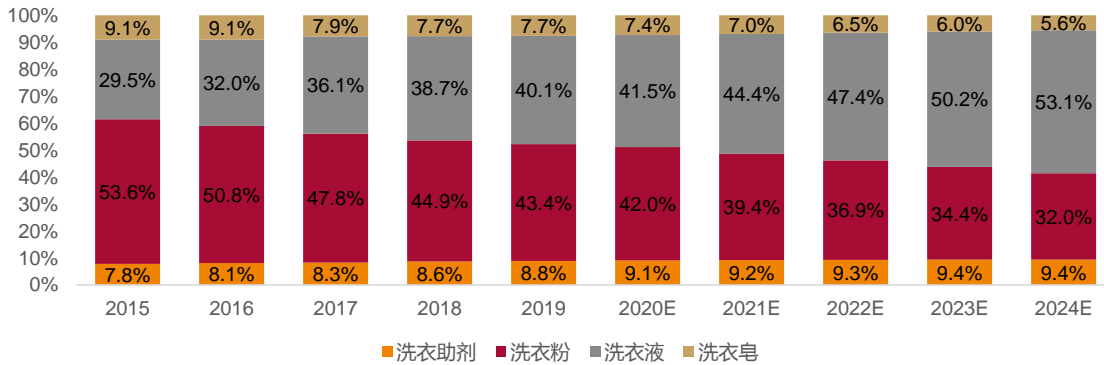
表 8：1990 年中日浓缩粉成分比较

成分项目	日本普通洗衣粉	日本浓缩洗衣粉	中国浓缩洗衣粉
表面活性剂	20%~22%	30%~35%	14.50%
助剂：沸石	12%	20%	/
聚磷酸盐	/	/	40%
填充剂：硫酸盐	30%~35%	1%~3%	余量
碳酸钠/硅酸钠	20%	25%	
表观密度 (kg/L)	0.3	0.7~0.8	0.5~0.7

资料来源：杜志平《浓缩洗衣粉》，天风证券研究所

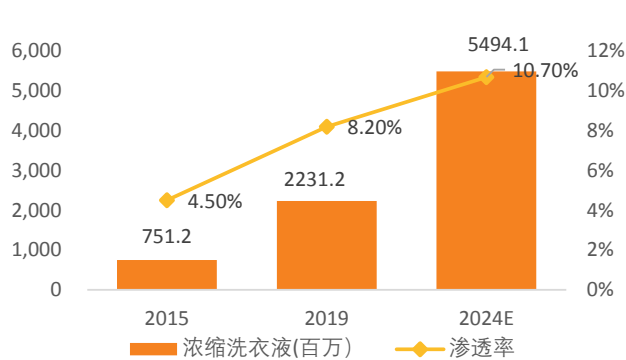
以欧美日为鉴，衣物洗涤剂发展历程为洗衣粉浓缩化--粉转液--最终粉液全面浓缩化。我国跳过了洗衣粉浓缩化的步骤，直接由洗衣粉转向洗衣液，已出现洗衣液浓缩化趋势。2008年，以蓝月亮为首的本土企业率先打开国内洗衣液市场。2019年洗衣液市场规模为272亿，预计将以13.6%的年复合增长率增长至2024年达到515亿，届时市场占比达到53.1%。其中浓缩型产品基数小增速快，目前市场渗透率不足10%。2019年我国浓缩洗衣液市场规模为22亿，预计将以19.7%的年均复合增长率增长至2024年达到55亿，成长空间较大。

图 24：衣物清洁护理市场产品结构变化



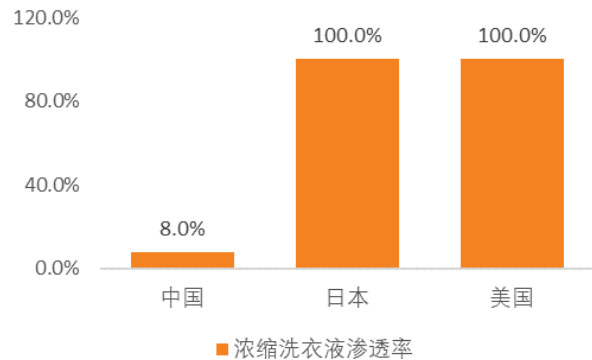
资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 25：2015-2024E 我国浓缩洗衣液市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 26：2019 年中美日浓缩洗衣液市场渗透率对比



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

2.2. 渠道赋能+技术引领，后发制人开创浓缩新时代

行业标准趋严，技术引领行业变局，头部公司发力浓缩洗衣液领域。根据我国 2017 年《浓缩洗涤剂标志产品技术规范》，普通液体洗涤剂活性物含量在 15%以上，符合“浓缩洗涤剂标志”的产品要求活性物含量达到 30%以上，“浓缩+”标志产品要求达到 45%，国内洗衣凝珠产品活性物含量多在 60%以上。观察行业内公司产品布局，目前发现两条路线：

- ① **以蓝月亮为首的浓缩洗衣液道路。**蓝月亮 2015 年推出“至尊浓缩洗衣液”，主打低泡易漂、低粘速溶，用量为普通洗衣液 1/3（一泵洗 8 件），“创新 8g&上倾 4 度”泵头便于使用；参考日企的产品发展之路，立白 2019 年发布定位高端市场的洗衣精华液，融合护理留香功效，满足消费者多层次需求。
- ② **以宝洁为首的洗衣凝珠道路。**宝洁 2014 年将洗衣凝珠引入中国，2015 年纳爱斯子品

牌超能率先推出自主研发的洗衣凝珠，2017 年立白、威莱、联合利华等企业跟进，相继推出洗护合一的多腔凝珠。结合电商化运营及社交平台推广，洗衣凝珠增速可观，2020 年淘系平台线上终端销售额超过 11 亿。

图 27：浓缩+”标志产品活性物含量要求达到 45%



资料来源：中国洗涤用品工业协会，天风证券研究所

图 28：蓝月亮至尊浓缩洗衣液



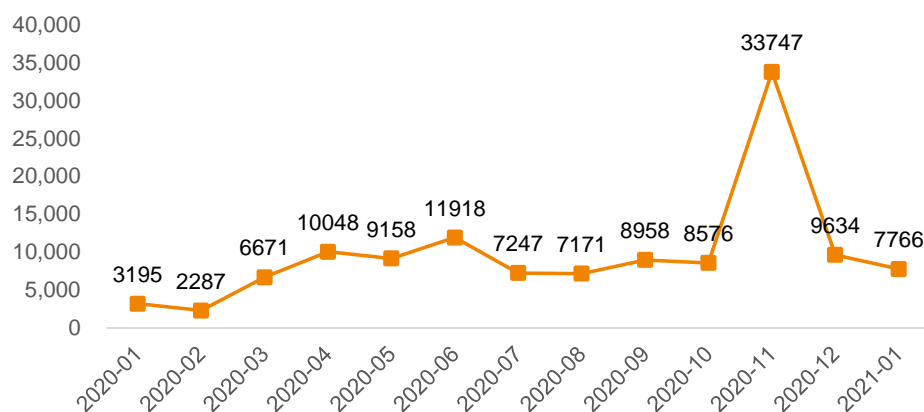
资料来源：蓝月亮官网，天风证券研究所

表 9：宝洁/联合利华/立白/纳爱斯/威莱相继推出洗衣凝珠

公司名称	洗衣凝珠推出时间
宝洁	2000 年，宝洁在英国上市第一款洗衣凝珠；2012 年，在北美推出三腔汰渍洗衣凝珠，当年售出 17 亿颗；2014 年，在日本和中国推出洗衣凝珠；2017 年，在中国推出多腔洗衣凝珠；2019 年，推出当妮洗护 2 合 1 洗衣凝珠
纳爱斯	2015 年，纳爱斯率先推出超能植翠洗衣凝珠，绿伞当年双十一推出洗衣凝珠
浪奇	2016 年，浪奇推出清雅苍兰和馥郁玫瑰两款洗衣凝珠；2019 年，推出香水双效洗衣凝珠
立白	2017 年，立白在线上推出 DUX 凝珠，线下推出立白凝珠；2018 年，推出立白心心珠
威莱	2017 年，威莱推出妈妈壹选和菁华洗衣凝珠
联合利华	2017 年，联合利华上市两款奥妙单腔凝珠，2018 年上市三款三腔凝珠

资料来源：《中国洗涤用品工业》2019 第 6 期洗衣凝珠特刊，天风证券研究所

图 29：2020 年洗衣凝珠淘系平台销售额为 11.86 亿元



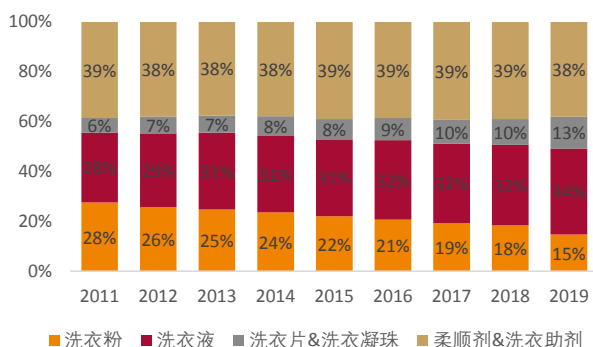
资料来源：淘宝天猫，天风证券研究所

欧美市场浓缩洗衣液仍是主流，洗衣凝珠份额不断攀升。2000 年，宝洁单腔洗衣凝珠在英国首次销售，推广至法国、意大利、西班牙，2012 年汰渍多腔洗衣凝珠北美面世，两年后传入东亚市场。虽然价格方面，洗衣凝珠每次使用价格约比洗衣液贵 50%。但是欧美投币洗衣房为轻便式凝珠提供了应用场景，定量包装为消费者免去了称重步骤和液体洒落溢出的烦恼，多腔结构同时提供杀菌、柔顺功能，时尚外观更受年轻群体欢迎。

2011 至 2019 年，欧洲市场洗衣粉的占比从 28% 下降到 15%，洗衣液的占比从 28% 提升到

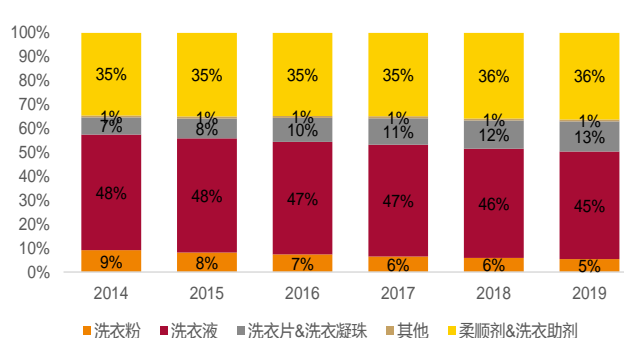
34%，洗衣片&洗衣凝珠的占比从 6%提升到 13%。2014 至 2019 年，美国市场洗衣粉的占比从 9%下降到 5%，洗衣液的占比从 48%下降到 45%，洗衣片&洗衣凝珠的占比从 7%提升到 13%。截至 2019 年，欧洲地区洗衣凝珠零售价值占液体洗衣剂的 24%（中欧地区这一比例为 45%）；美国浓缩洗衣液/洗衣凝珠的零售价值比例约为 3.7：1。

图 30：2011-2019 年 EU28+2 国衣物清洁护理产品结构变化



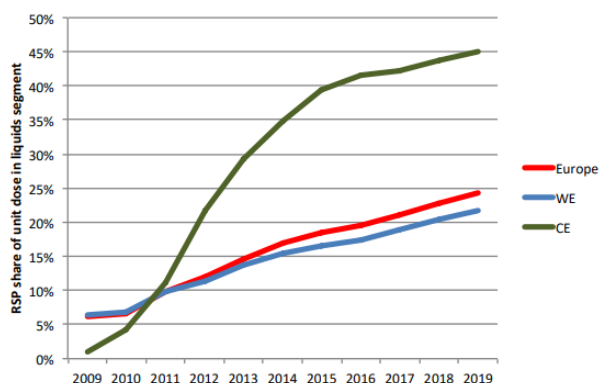
资料来源：AISE，天风证券研究所

图 31：2011-2019 年美国衣物清洁护理产品结构变化



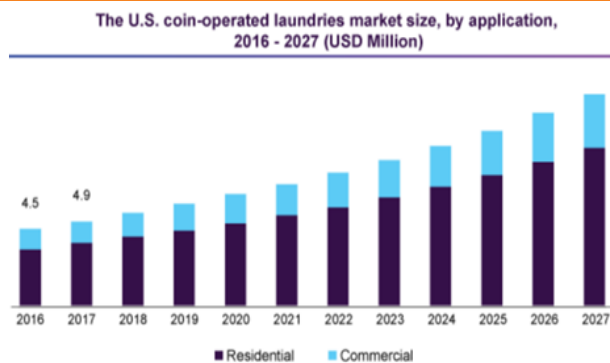
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 32：2019 欧洲洗衣凝珠零售价值占液体洗衣剂 25%



资料来源：AISE 可持续项目 LSP-L2 报告，天风证券研究所

图 33：2016-2027E 美国投币式洗衣房市场规模



资料来源：Grand View Research，天风证券研究所

图 34：投币式洗衣房与洗衣凝珠

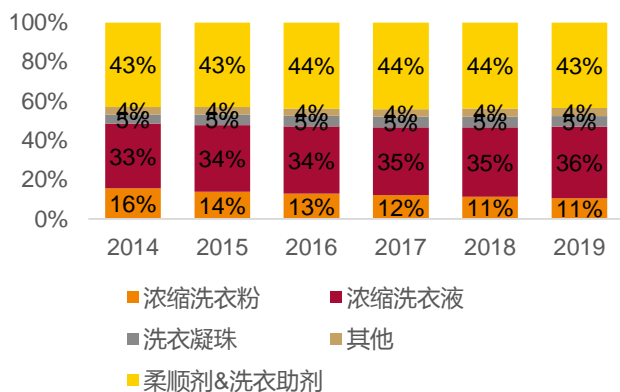


资料来源：Coin Laundry Association，《中国洗涤用品工业》，天风证券研究所

日本洗衣凝珠发展态势缓慢，浓缩洗衣液更受欢迎；国内浓缩化市场基数小增长快，洗衣凝珠发展态势迅猛。2014 年，宝洁将洗衣凝珠引入日本和中国，但是发展态势存在差异。根据欧睿国际数据，15-19 年，日本市场浓缩洗衣粉的年复合增长率为 -4.4%，浓缩洗衣液

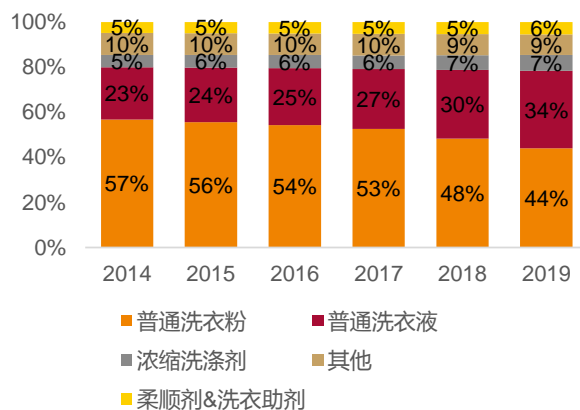
的年复合增长率为 4.1%，洗衣凝珠的年复合增长率为 1.9%。同期阶段，中国市场浓缩洗衣粉的年复合增长率为 5.5%，浓缩洗衣液的年复合增长率为 20.3%，洗衣凝珠的年复合增长率为 328.9%。另外，国内衣物清洁护理市场电商渠道占比已从 2010 年的 2% 提升到 2019 年的 20%，渠道流量变革下，新品成长时间有望缩短。

图 35：2014-2019 年日本衣物清洁护理产品结构变化



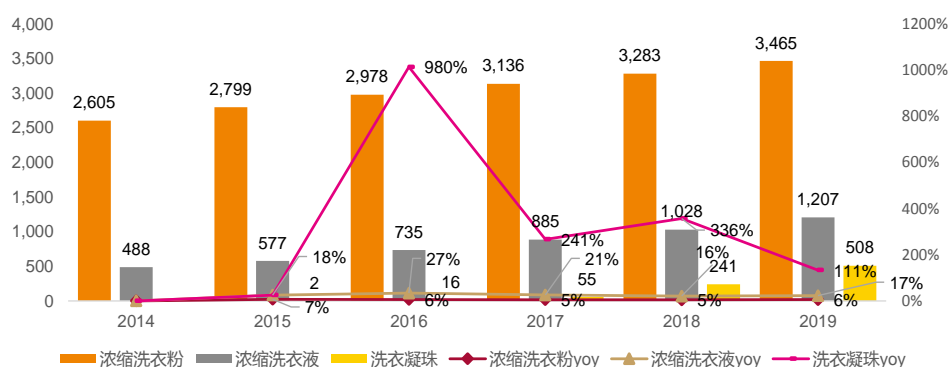
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 36：2014-2019 年中国衣物清洁护理产品结构变化



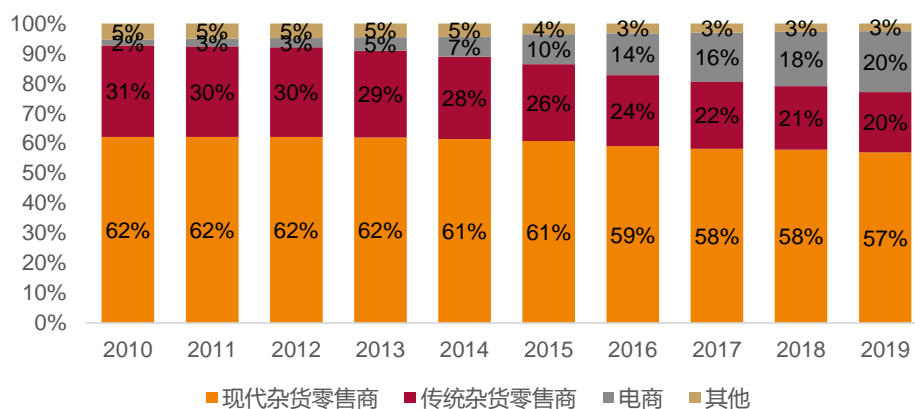
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 37：2014-2019 年中国浓缩洗涤剂变化 (单位：百万)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 38：2010-2019 年中国衣物清洁护理市场渠道变化



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

纵观国内外历次洗涤产品迭代，无外乎品质为核心、渠道为辅助、政策为催化，依靠不断向消费者传递正确使用方法和可持续发展理念来革新市场。预计随着我国人均 GDP 提阶，消费升级，未来洗涤产品将结合不同场景和目标人群需求，在形态和功能上继续丰富。总的来看，**第一，环保优势&经济优势&产品力优势下，浓缩化发展是衣物洗涤产品的必然趋势。第二，浓缩洗衣液和洗衣凝珠各自具备适用场景和使用优势，未来一段时间内或将齐头发展。**

3. 投资建议

衣物洗涤市场集中度提升正当时，看好蓝月亮成长空间：

①**定位中高端，品牌力强，拓品类可期。**蓝月亮品牌定位中高端，同等档次产品价格高于竞品 10%至 30%。公司过去多年集中做大单一品牌势能，大单品“深层洁净护理洗衣液”17-19 年占整体营收的 55%以上。同行公司多布局多个细分品牌，如立白的立白、好爸爸和蜜丝，纳爱斯的雕牌和超能，宝洁的汰渍、碧浪和当妮，联合利华的奥妙和金纺，威莱的卫新、威露士、妈妈壹选、菁华和纺优美。2010 年以来，蓝月亮品牌市场率持续提升，2019 年为 8.9%。目前公司已布局共有 70 余款产品，个人和家居清洁领域的“净享”、“天露”、“卫诺”子品牌延续中高端定位，发力可期。

表 10：2010-2019 年中国衣物清洁护理品牌市占率

品牌	公司	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
立白	立白集团	17.3	17.5	17.1	17.4	17.5	17.8	17.8	17.6	17.6	17.1
雕牌	纳爱斯集团	14.8	14.2	13.3	12.7	12.3	12.2	11.9	11.5	11.2	10.8
蓝月亮	蓝月亮	4.1	5.0	6.0	7.1	8.3	7.6	6.4	6.2	7.6	8.9
汰渍	宝洁	9.8	9.4	9.2	9.3	9.2	9.2	8.9	8.7	8.7	8.5
奥妙	联合利华	9.1	9.2	9.4	9.6	9.4	9.3	9.2	9.1	8.9	8.5
CR5		55.1	55.3	55.0	56.1	56.7	56.1	54.2	53.1	54.0	53.8
超能	纳爱斯集团	2.8	3.3	3.6	4.0	4.4	5.0	6.2	6.6	6.4	6.2
金纺	联合利华	2.4	2.5	2.6	2.8	2.8	2.9	2.9	3.0	3.1	3.2
碧浪	宝洁	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.5	1.8	2.4	2.9
卫新	威莱集团	1.1	1.3	1.6	1.8	2.0	2.2	2.3	2.5	2.8	2.9
好爸爸	立白集团	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	1.3	1.6	1.8
CR10		63.0	63.9	64.3	66.1	67.4	67.8	67.5	68.3	70.3	70.8

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

表 11：蓝月亮个人&家庭清洁产品定位中高端

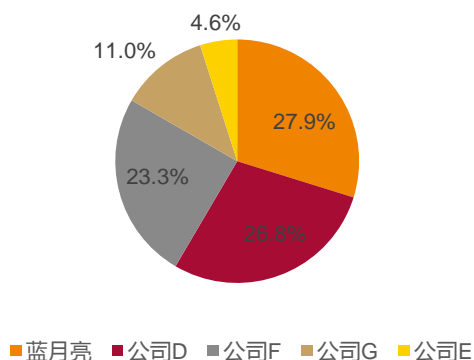
“净享”氨基酸洗手露	自动洗手手机	“天露”餐具果蔬洁净精华
<p>净澈清透 温润凝聚 肌肤如玉沐春风</p> <p>锁住水分 锁水滋养 告别干燥肌</p> <p>轻柔泡沫 细腻丰盈 奢华舒适更享受</p> <p>温和清洁 独特复合胶束 复配洁净</p> <p>【净享】彩标氨基酸洗手露（清新橙花）翡翠绿150ml ¥189.00 ¥138.00</p>	<p>伸手出泡 洗手新体验</p> <p>1 感应出泡 免接触 方便又卫生</p> <p>2 温和泡沫 绵密泡沫 温润亲肤</p> <p>3 贴心设计 智能操作 体验更佳</p> <p>清甜橙花太空牛自动洗手手机（泡沫型）320ml ¥299.00 ¥249.00</p>	<p>去农残 一冲即净* 快速去油 温和护手 不沾油 无残留 除菌*</p> <p>【天露】餐具果蔬洁净精华 洗洁精-芦荟香型300g ¥39.00 ¥28.00</p>

“卫诺” 除霉去渍剂	“卫诺” 油污克星	地板清洁剂
<p>新一代除霉黑科技 从根源解决霉斑问题</p> <p>1 清除霉根 抑制再生 2 泡沫配方 更高效 3 无毒无残留 更安全 4 一瓶多用 更省心</p> <p>99.9% 除霉</p> <p>【卫诺】除霉去渍剂500g ¥48.00 ¥42.00</p>	<p>新一代油污克星泡沫型 四大功效 直击4大难题</p> <p>快速去重油 少飘雾不刺鼻 不易滴落 高效除菌</p> <p>【克星】清爽薄荷油污克星泡沫型500g ¥48.00 ¥42.00</p>	<p>【蓝月亮】除菌地板清洁剂清爽柠檬香型-2kg/瓶 ¥27.80</p>

资料来源：蓝月亮小程序，天风证券研究所

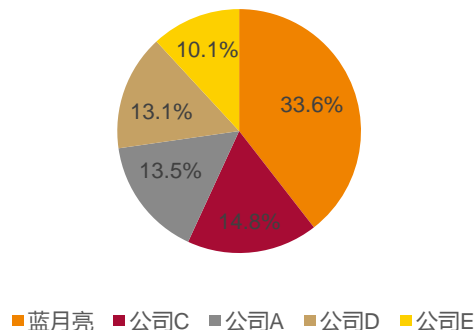
②线上渠道优势明显，自我革新意愿强，拥抱潮流面向未来。研发创新方面，蓝月亮一直走在行业前列。公司起家于 03 年非典疫情的洗手液替代肥皂、08 年北京奥运会的洗衣液替代洗衣粉，15 年推出的至尊浓缩洗衣液再一次领先市场，囿于国情背景消费者接受意愿有待提升。2019 年，浓缩化领域蓝月亮市占率为 27.9%，排名第一，领先于其他内资同行。未来行业相关标准完善、消费者环保意识增强下，看好蓝月亮浓缩化道路先发优势。渠道方面，公司 12 年开始布局线上，19 年线上洗衣液市场占比为 33.6%，领先第二名一倍以上。衣物清洁护理行业线上化趋势明显，蓝月亮有望加速成长。

图 39：蓝月亮在浓缩洗衣液市场排名第一（市占 27.9%）



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 40：蓝月亮在线上洗衣液市场排名第一（市占 33.6%）



资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

投资建议：蓝月亮品牌壁垒强大，管理层创新研发意识位于行业前列，核心单品洗衣液连续 11 年、洗手液连续 8 年行业排名第一，基本盘稳固。消费升级趋势下，国内家庭清洁护理行业对比美日空间可观，未来拓品类&加速渠道下沉战略下，业绩有望快速释放。预计 21-22 年净利润分别为 23.5/32.8 亿港元，当前对应 39/28xPE，维持“买入”评级。

4. 风险提示

行业政策风险：在衣物洗涤剂环保指标方面，我国标准相对于部分发达国家尚有不足，若后续行业标准推出及执行力度低于预期，可能会拖慢洗涤剂浓缩化推广进度。

品牌声誉风险：快消品行业中品牌形象对产品购买力影响较大，品牌声誉受损可能会对公司业绩影响较大。

原材料价格大幅波动风险：原材料成本占营业成本比重较大，若上游原材料成本大幅涨价，公司未完全将成本压力传递给终端消费者，可能会对毛利率产生不利影响。

行业竞争风险：洗衣液品牌众多，行业竞争加剧可能会影响公司的业绩表现。

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