

商业贸易

2021年07月10日

投资评级：看好（维持）

医美化妆品6月月报&半年度回顾：行业延续高景气度，龙头品牌表现优秀

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《商贸零售行业周报-多家美妆公司发布业绩预告，中报季序幕拉开》-2021.7.3

《行业周报-爱美客童颜针正式获批，再生类医美产品空间广阔》-2021.6.27
《行业点评报告-618 解析：新老平台各有精彩，“颜值经济”高景气》-2021.6.25

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

杨妍（联系人）

yangyan@kysec.cn

证书编号：S0790121010071

● 板块行情回顾

医美（选取10家上市公司）：6月个股涨幅排名前三分别是华韩整形（+33%）、爱美客（+17%）、华熙生物（+3%）；**化妆品**（选取11家上市公司）：6月个股涨幅排名前三名分别是珀莱雅（+16%）、哈三联（+5%）、上海家化（+3%）。

● 医美行业动态：八部委开展打击非法医美机构专项诊治、爱美客童颜针获批等

（1）6月10日八部委联合开展打击非法医美服务专项整治。我们认为，对医美机构而言，本次整治工作有利于加速行业出清，消费者将转向合法机构消费；对于上游医美行业生产商而言，未来医疗器械注册管理加强也将有力提升合规持证产品对不合规产品的替代速度和程度。整体来看，行业监管趋严利好龙头企业。

（2）爱美客童颜针获批 III 类医疗器械。6月25日，根据国家药品监督管理局公示信息，童颜针正式获批成为国内第二款合法注册 III 类医疗器械童颜针产品。我们看好终端需求旺盛的胶原再生类产品，未来随市场教育深入有望贡献增量。

（3）行业观点：我们认为消费者接受程度上升、年轻化趋势带来渗透率提升，将驱动行业长期高速发展。医美行业存在较高的研发、资质壁垒，爱美客、华熙生物等龙头公司，在产品技术、安全性和有效性等方面均已得到下游医美机构和终端消费者认可，核心竞争力突出，明星产品+新产品有望共同驱动持续增长。

● 化妆品行业回顾：上半年行业整体高景气，预计线下复苏较好，龙头表现优秀

（1）行业整体数据：国家统计局数据显示1-5月限额以上化妆品实现零售额1539亿元，同比增长30.3%，低基数下实现高速增长，两年平均增速为13.6%（不考虑口径调整），行业保持较高景气。**线上渠道：**淘系全网在2020H1同期高基数背景下实现小幅增长，其中头部品牌增速更高，市占率持续提升；抖音（兴趣电商）等新渠道已开始贡献重要增量，国货品牌在加码布局。**线下渠道：**我们预计限额以上化妆品线下渠道整体复苏态势较好。**（2）龙头国货公司：**根据淘数据，珀莱雅天猫旗舰店口径（下同）上半年GMV同比+58%；贝泰妮旗下薇诺娜同比+33%；华熙生物旗下润百颜同比+132%，夸迪同比+551%；上海家化旗下玉泽同比+13%，佰草集同比+4%。龙头公司整体表现优异。**（3）行业观点：**行业整体保持较高景气，海内外龙头品牌线上高速增长，运营能力领先。我们认为，一方面消费者端日趋理性，利好具有优质产品的龙头品牌方；另一方面，化妆品新规实施，龙头品牌质量管理体系完善、产品生产流程健全，竞争优势在放大。

● 投资建议：颜值经济持续高景气，关注中报有望超预期的细分赛道优质公司

我们看好化妆品三大细分赛道：皮肤学级和功效性护肤品、彩妆、上游ODM，重点推荐贝泰妮，受益标的珀莱雅、上海家化、逸仙电商；医美产业链重点推荐国货医美产品龙头爱美客和玻尿酸全产业链布局的华熙生物。

● **风险提示：**疫情反复影响；企业经营成本费用提升；行业竞争加剧。

目 录

1、 医美：监管趋严利好行业规范发展，爱美客童颜针获批.....	3
1.1、 医美板块行情回顾	3
1.2、 医美行业动态追踪	4
1.2.1、 八部委联合开展打击非法医美机构专项治理，行业规范利好合规龙头	4
1.2.2、 爱美客童颜针获批，成为国内第二款合法注册 III 类医疗器械童颜针产品	4
1.3、 医美公司公告：华熙生物发布 2021 年半年度业绩预告等	6
2、 化妆品：618 购物节带动行业延续高景气	7
2.1、 化妆品板块行情回顾	7
2.2、 化妆品行业动态追踪：618 购物节带动下行业表现优异	8
2.2.1、 社零：限额以上化妆品在同期低基数下高速增长	8
2.2.2、 淘系：在 618 购物节带动下，行业整体销售较好、头部品牌表现优异	9
2.2.3、 抖音：已成为淘外重要增量渠道，国货品牌在加码布局	13
2.2.4、 国货龙头公司：多品牌、多渠道开花	14
2.3、 化妆品公司公告：水羊股份发布 2021 年半年度业绩预告等	16
3、 风险提示	17

图表目录

图 1： 6 月华韩整形、爱美客、华熙生物在医美板块涨幅居前	3
图 2： 年初至今复锐医疗科技、四环医药、奥园美谷在医美板块涨幅居前	3
图 3： 童颜针通过刺激自身胶原蛋白生长达到较自然的长期填充效果	5
图 4： 传统童颜针使用前需加生理盐水配制成悬液	5
图 5： 6 月珀莱雅、上海家化、青松股份在化妆品板块涨幅居前	7
图 6： 年初至今，鲁商发展、上海家化、贝泰妮在化妆品板块涨幅居前	7
图 7： 2021 年限额以上化妆品呈现恢复性增长	8
图 8： 电商渠道已成为化妆品第一大销售渠道	8
图 9： 6 月护肤品淘系全网口径同比+23%	9
图 10： 6 月护肤品天猫口径同比+44%	9
图 11： 6 月彩妆淘系全网口径同比+8%	11
图 12： 6 月彩妆天猫口径同比+5%	11
图 13： 薇诺娜蝉联天猫美妆国货第一	14
图 14： 上海家化 618 战绩斐然	14
图 15： 国货上市公司品牌方表现优异	15
表 1： 医美行业公司公告荟萃：华熙生物发布 2021 年半年度业绩预告等	6
表 2： 6 月护肤品淘系全网口径头部品牌表现普遍优于护肤品大盘	9
表 3： 6 月护肤品天猫口径头部品牌表现普遍优于护肤品大盘	10
表 4： 6 月彩妆淘系全网口径国货新锐品牌继续表现优异	11
表 5： 6 月彩妆天猫口径国货新锐品牌继续表现优异	12
表 6： 珀莱雅位居 6 月抖音小店护肤品类 TOP3	13
表 7： 抖音小店彩妆 TOP3 品牌均为国货品牌	13
表 8： 化妆品行业公司公告荟萃：水羊股份发布半年度业绩预告	16

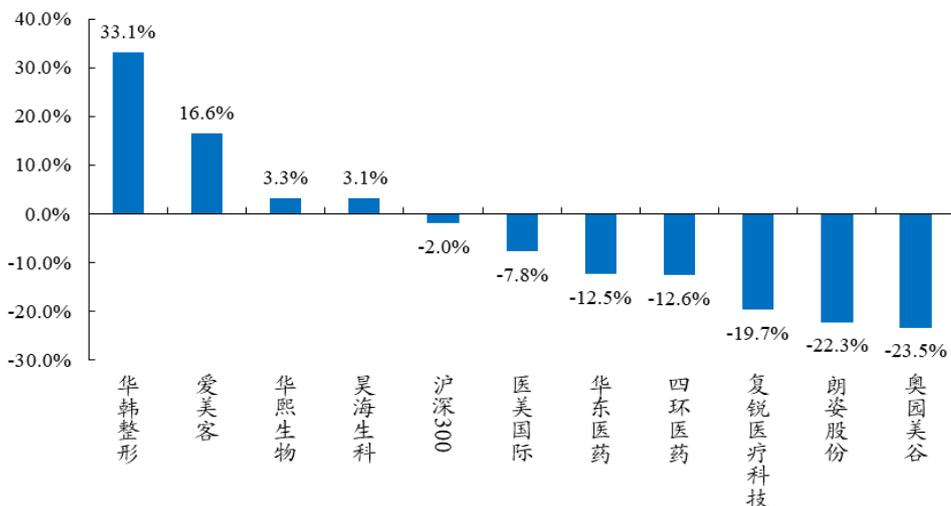
1、医美：监管趋严利好行业规范发展，爱美客童颜针获批

1.1、医美板块行情回顾

6月，华韩整形、爱美客、华熙生物在医美板块涨幅居前。在我们选取的10家医美上市公司（含新三板挂牌公司）中，6月共计4家上涨、6家下跌。其中，6月个股涨幅排名前三名分别是华韩整形、爱美客、华熙生物，月涨幅分别为33.1%、16.6%和3.3%；6月跌幅靠前公司为复锐医疗科技、奥园美谷、苏宁环球。

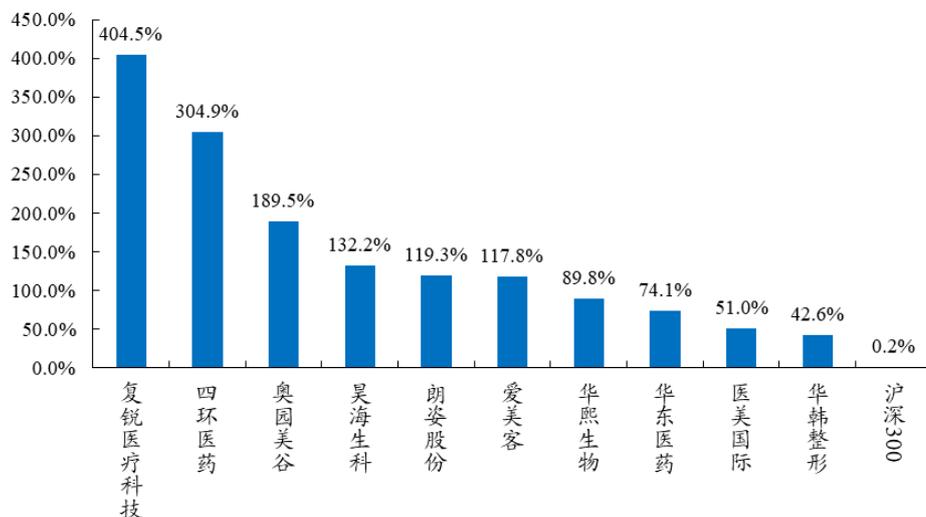
年初至今，复锐医疗科技、四环医药、奥园美谷在医美板块涨幅居前。2021年年初至今医美板块样本公司均上涨，其中涨幅排名前三名分别是复锐医疗科技、四环医药、奥园美谷，年初至今涨幅分别为404.5%、304.9%和189.5%，医美板块样本个股表现均强于沪深300指数（2021年初至今沪深300指数累计上涨0.2%）。

图1：6月华韩整形、爱美客、华熙生物在医美板块涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：年初至今复锐医疗科技、四环医药、奥园美谷在医美板块涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、医美行业动态追踪

1.2.1、八部委联合开展打击非法医美机构专项整治，行业规范利好合规龙头

八部委联合开展打击非法医美服务专项整治，监管趋严利好行业龙头。6月10日，国家卫生健康委、中央网信办、公安部、海关总署、市场监管局、邮政管理局、药监局、中医药局八部委发布通知，将于2021年6月-12月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。我们认为，监管趋严有利于医美行业规范发展，长期利好具备合规III类医疗器械资质的产品方和合法合规龙头医美机构。

整治内容主要包括非法开展医美、非法制售医疗器械、违法广告和规范医美行为等。具体包括以下四个方面：**(1) 严厉打击非法开展医美相关活动：**不具备法定条件机构不得开展医美服务，并查处医师到非医疗机构开展医美服务的行为。**(2) 严格规范医美行为：**主要针对医美机构非法聘用非卫生人员、超范围经营、使用非合规产品、价格欺诈等行为。**(3) 严厉打击非法售治药品医疗器械：**一方面，对产品方加强我国二、三类医疗器械产品注册管理，未获批产品不得上市；另一方面，针对下游机构也应向有生产经营资质的企业购买药品和医疗器械，并严格遵照使用方法。**(4) 查处违法广告和互联网信息：**首先非医疗机构不得发布医疗广告；其次医美机构发布广告时，也应取得批准并禁止虚假宣传。总体来看，本次八部委展开的专项整治活动，既包括对终端医美机构的整治，也对上游产品生产商在产品注册申报等方面提出了更严格的要求。

监管趋严有助于医美机构行业出清，也利好具备合规III类医疗器械生产商。

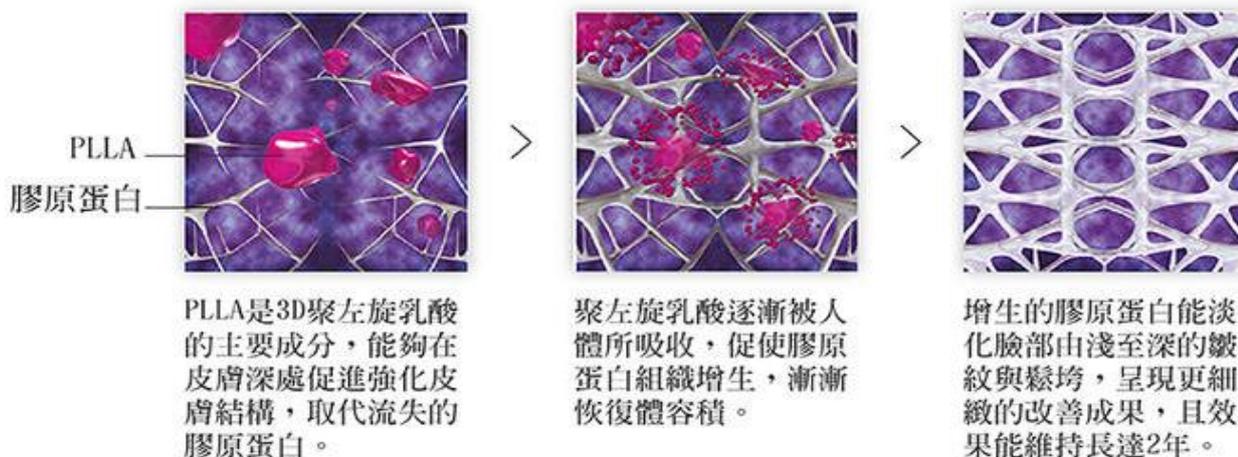
- **下游医美机构：**根据艾瑞咨询数据，2019年我国合法机构（具备医疗美容资质）仅有1.3万家，非法机构却多达8万家，医美机构行业存在诸多乱象。我们认为，医美行业终端需求旺盛，本次专项整治工作有利于加速行业出清，消费者有望从非法机构转向合法机构消费，利好资质齐全、规范经营的头部机构。
- **医美产品生产商：**根据艾瑞咨询数据，2019年我国医美行业针剂中正规针剂仅占33%，而非法针剂（水货、假货）占比较高，终端市场上存在较多妆字号产品或虽在海外获批但国内未获批产品也被用作医美注射类产品。本次专项整治工作提出加强医疗器械注册管理，将有力提升合规持证产品对不合规产品的替代速度和程度，利好具备合规III类医疗器械资质的国货医美产品龙头。

1.2.2、爱美客童颜针获批，成为国内第二款合法注册III类医疗器械童颜针产品

美容童颜针获批，成为国内第二款合法注册III类医疗器械童颜针产品。6月25日，根据国家药品监督管理局公示信息，爱美客含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶（即“童颜针”）正式获批。

童颜针通过刺激胶原蛋白再生，达到较自然的长期填充效果。在医美产品领域，“童颜针”泛指一系列含聚左旋乳酸(PLLA)微球的注射填充剂，国外代表产品如Sculptra（舒颜萃）等在我国均未获批，目前国内合法注册III类医疗器械童颜针仅有长春圣博玛（2021年4月获批）和爱美客童颜针两款。童颜针有效成分PLLA微球会在人体内缓慢水解并释放乳酸，在一个较长周期内持续刺激人体免疫系统，吸引免疫细胞聚集于填充区域。免疫细胞分泌的趋化因子和细胞因子会促进成纤维细胞分泌胶原蛋白。待PLLA在人体内完全降解为二氧化碳和水之后，新产生的胶原蛋白依然存在，从而达到持久支撑提拉及抚平皱纹的效果。

图3: 童颜针通过刺激自身胶原蛋白生长达到较自然的长期填充效果



资料来源: 教主医美外科整形诊所官网

- (1) **与玻尿酸产品相比:** 玻尿酸产品通过填充占位等物理作用实现支撑提拉、抚平皱纹作用，童颜针通过刺激自身胶原蛋白再生以达到更自然、持续更久的填充效果（玻尿酸填充效果能维持 0.5-1.5 年，而童颜针可维持 2-3 年）。
- (2) **与现有童颜针产品相比:**
 - 爱美客童颜针产品降低了粉剂配制悬液时存在的污染风险;
 - 避免了浓度控制不当可能出现的注射部位结节风险;
 - 成分中的玻尿酸起到即时填充作用，在 PLLA 微球刺激足够的胶原蛋白再生之前可维持一定填充效果。

图4: 传统童颜针使用前需加生理盐水配制成悬液



配制前: 冻干粉



配制后: 悬液

资料来源: Dr. Anil Rajani、开源证券研究所

华东医药“少女针”产品亦可促进胶原蛋白再生。“少女针”是华东医药旗下长效注射填充系列产品 Ellansé 的俗称，与童颜针同属再生类细分赛道。少女针系列有 S/M/L/E 四款产品，分别对应效果维持时间 1/2/3/4 年，其中 Ellansé-S 已于 2021 年 4 月取得我国 III 类医疗器械注册证。少女针主要成分为羧甲基纤维素 (CMC) 和聚己内酯 (PCL) 微球，其中 CMC 起快速填充作用，PCL 微球则在人体内缓慢降解并刺激免疫反应，进而促进成纤维细胞分泌胶原蛋白。

1.3、医美公司公告：华熙生物发布 2021 年半年度业绩预告等

表1：医美行业公司公告荟萃：华熙生物发布 2021 年半年度业绩预告等

公司	公告
爱美客	<p>关于使用部分超募资金增资暨收购韩国 Huons Bio 部分股权的公告</p> <p>根据公司 6 月 24 日公告，公司拟使用超募资金约 8.86 亿元人民币对 Huons BioPharma Co., Ltd.（下称 Huons Bio）进行增资并收购 Huons Bio 部分股权。本次增资和收购完成后，爱美客合计持有 Huons Bio 122 万股股份，持股比例 25.4%。</p>
华熙生物	<p>2021 年半年度业绩预告的自愿性披露公告</p> <p>根据公司 7 月 1 日公告，华熙生物预计 2021 年上半年实现营业收入为人民币 18 亿元至 19 亿元，同比增加 95% 到 105%。归属于母公司所有者的净利润为人民币 3.5 亿元至 3.7 亿元，同比增加 30% 到 40%。</p>
四环医药	<p>独家代理韩国东方医疗会社旗下产品公告</p> <p>根据公司 6 月 1 日公告，四环医药连同其附属公司宣布将于中国地区独家代理引进韩国东方医疗株式会社旗下的爱拉丝提面部埋植线（线雕）和私密用线两类产品。预计 2024 年中国埋植线产品潜在市场空间将达到 32 亿元，复合年增长率 26%。</p> <p>与美国 Genesis Biosystems 公司达成战略合作公告</p> <p>根据公司 6 月 4 日公告，四环医药美国子公司 Meiyen Laboratory Inc 与美国 Genesis Biosystems 公司达成战略合作，获得其脂肪採集系统 LipiVage® 在大中华区（中国大陆、港澳台）及韩国的独家代理权，进一步扩充公司医美产品管线。</p> <p>糖尿病创新药物获批国内首个生物类似物临床试验公告</p> <p>根据公司 6 月 7 日公告，四环医药旗下非全资附属公司（间接持股约 83%）吉林惠升生物开发的治疗糖尿病药物德谷门冬双胰岛素注射液已获得国家药品监督管理局颁发的药物临床试验批件，研发进展在生物类似物中处于国内首位。</p> <p>四环医药注射用醋酸卡泊芬净获得国家药品监督管理局批件公告</p> <p>根据公司 6 月 16 日公告，四环医药开发的注射用醋酸卡泊芬净获得国家药品监督管理局发布的《药品注册批件》，批准生产该产品。该产品是第一个新一代棘白菌素类广谱抗真菌药物，2019 年，中国市场销售额约为 1.46 亿美元。</p>
华东医药	<p>关于签署产品独家许可协议的公告</p> <p>根据公司 6 月 1 日公告，华东医药全资子公司中美华东获得日本 SCOHAPHARMA, Inc. 临床 I 期在研产品 SCO-094（GLP-1R 和 GIPR 靶点的双重激动剂，用于治疗 2 型糖尿病、肥胖和非酒精性脂肪性肝炎（NASH）等疾病）在中国、韩国、澳大利亚等 25 个亚太国家和地区（不含日本）的独家开发、生产及商业化权益。</p> <p>关于全资子公司获得药品注册证书的公告</p> <p>根据公司 6 月 7 日公告，公司全资子公司中美华东收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》（证书编号：2021S00577），其产品二甲双胍恩格列净片用于治疗糖尿病，在 2020 年全球销售额 5.05 亿美元，较 2019 年增长 30%。</p> <p>关于全资子公司获得药品注册证书的公告</p> <p>根据公司 6 月 18 日公告，华东医药全资子公司杭州中美华东制药有限公司（以下简称“中美华东”）收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》（证书编号：2021S00603），该产品 2020 年全球销售额为 3.36 亿美元。</p> <p>关于全资子公司获得药品注册证书的公告</p> <p>根据公司 6 月 22 日公告，华东医药全资子公司杭州中美华东制药有限公司收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》。产品奥美拉唑碳酸氢钠胶囊，2020 年全球销售额为 1.07 亿美元。</p>
昊海生科	<p>2021 年半年度业绩预告</p> <p>根据公司 6 月 25 日公告，预计 2021 年半年度实现归属于母公司所有者的净利润为人民币 2.2 亿元至 2.5 亿元，同比增长 699.21% 至 808.19%。</p>
朗姿股份	<p>关于投资设立医美股权并购基金博辰九号暨关联交易的公告</p> <p>根据公司 7 月 1 日公告，朗姿股份与参股公司朗姿韩亚资管拟以自有资金 2.5 亿元人民币，作为有限合伙人出资设立医美股权并购基金，主要通过股权投资形式投资于医疗美容领域及其相关产业的未上市公司股权，基金规模为 5 亿元。</p>

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

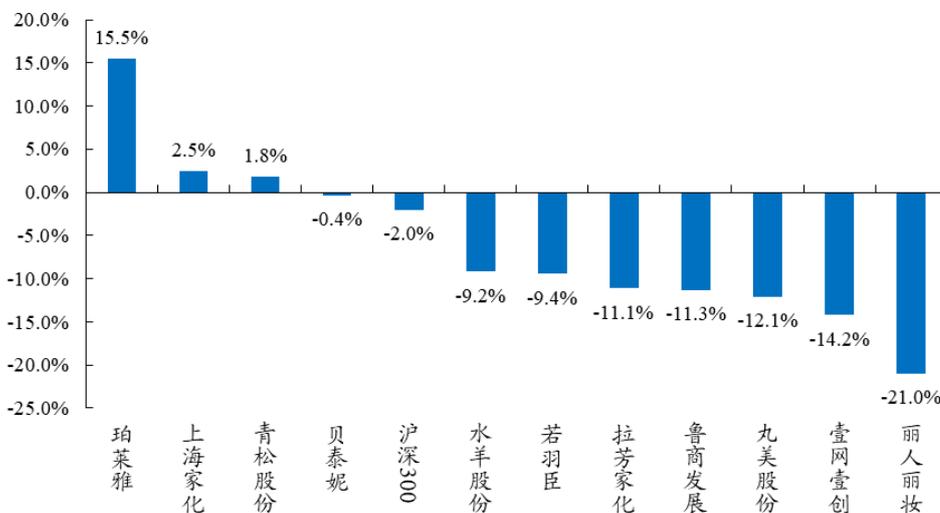
2、化妆品：618 购物节带动行业延续高景气

2.1、化妆品板块行情回顾

6月，珀莱雅、上海家化、青松股份在化妆品板块涨幅居前。在我们选取的11家化妆品上市公司中，6月共计3家上涨、8家下跌。其中，6月个股涨幅排名前三名分别是珀莱雅、上海家化、青松股份，月涨幅分别为15.5%、2.5%和1.8%；6月跌幅靠前公司为丽人丽妆、壹网壹创、丸美股份。

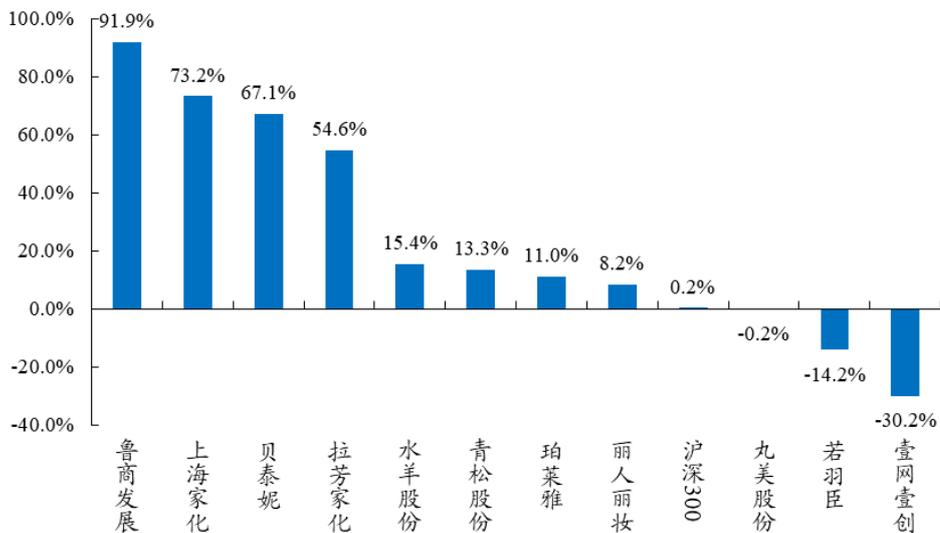
年初至今，鲁商发展、上海家化和贝泰妮在化妆品板块涨幅居前。2021年年初至今，在我们选取的11家化妆品上市公司中，共计8家上涨、3家下跌。其中，年涨幅排名前三名分别是鲁商发展、上海家化、贝泰妮，年涨幅分别为91.9%、73.2%、67.1%。

图5：6月珀莱雅、上海家化、青松股份在化妆品板块涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：年初至今，鲁商发展、上海家化、贝泰妮在化妆品板块涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

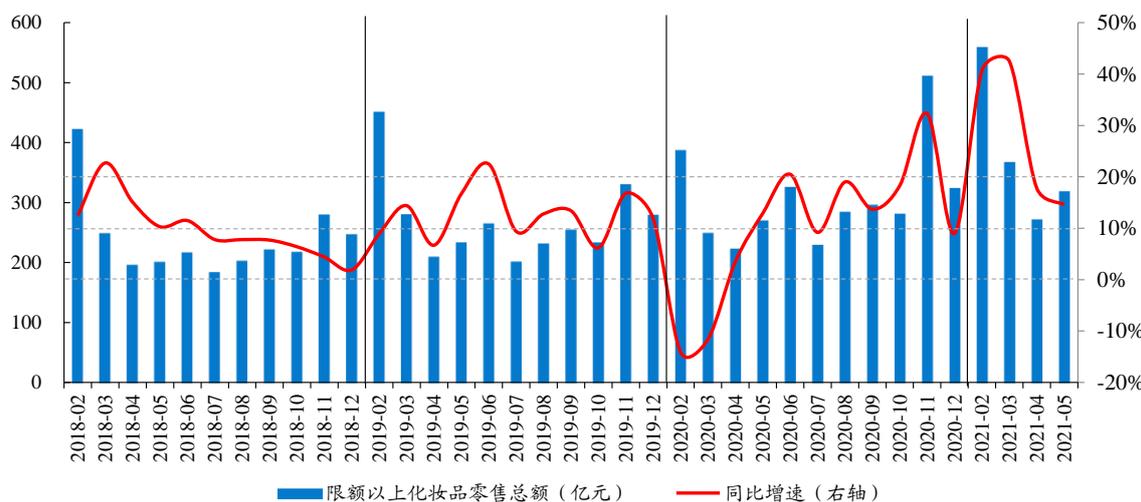
2.2、化妆品行业动态追踪：618 购物节带动下行业表现优异

2.2.1、社零：限额以上化妆品在同期低基数下高速增长

限额以上化妆品在同期低基数下高速增长。根据国家统计局数据：2021 年 1-5 月，限额以上化妆品实现零售额 1539 亿元，同比增长 30.3%，在同期低基数下实现高速增长（2020 年 1-5 月限额以上化妆品同比增速为-4.9%）；不考虑口径调整，1-5 月两年平均增速为 13.6%，行业总体保持较高景气度。分渠道看：

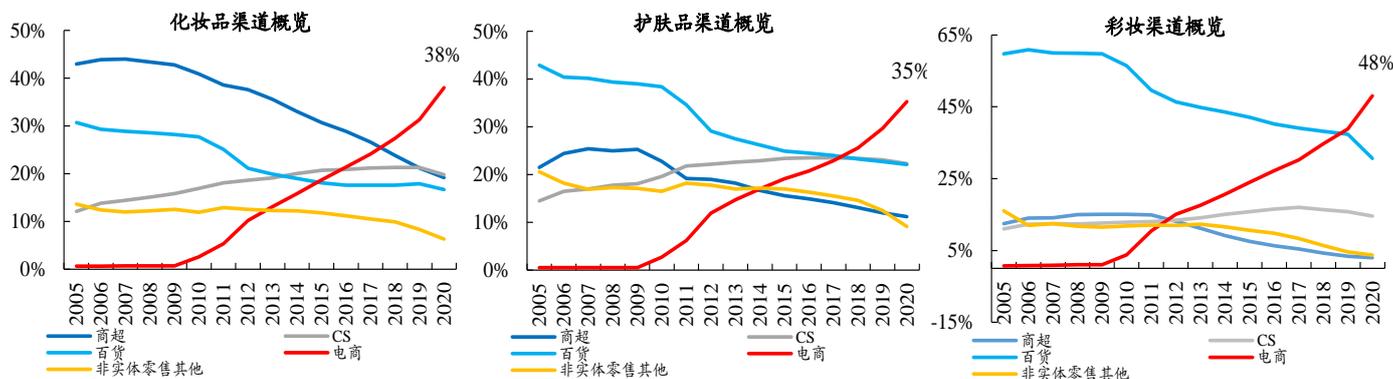
- **线上：头部品牌淘系表现突出，抖音渠道整贡献重要增量。**淘系全网在 2020 年同期高基数背景下，整体小幅增长；其中头部品牌增速高于行业整体，市占率在持续提升（线上详细分析见下文）。除淘系之外，抖音（兴趣电商）等新渠道已开始贡献重要增量，国货品牌正在加码布局。
- **线下：预计限额以上化妆品线下整体恢复较好。**考虑到限额以上化妆品 2021 年前五个月整体高速增长，而线上占比最高的淘系渠道全网口径仅小幅微增，我们预计限额以上化妆品在线下渠道整体复苏态势较好。

图7：2021 年限额以上化妆品呈现恢复性增长



数据来源：国家统计局、开源证券研究所（其中每年 2 月数据为每年 1-2 月的合计口径）

图8：电商渠道已成为化妆品第一大销售渠道



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

2.2.2、淘系：在 618 购物节带动下，行业整体销售较好、头部品牌表现优异

618 购物节带动下，护肤品 6 月淘系全网/天猫口径均实现较高增速。6 月护肤品淘系全网/天猫分别实现 GMV247 亿元(+23%)/173 亿元(+44%)，行业整体在 618 购物节带动下实现较高销售额。整个 2021H1 淘系全网/天猫分别实现 GMV836 亿元(+1%)/510 亿元(+2%)，其中 2021Q1 淘系全网/天猫分别实现 GMV358 亿元(+4%)/202 亿元(-8%)，2021Q2 淘系全网/天猫分别实现 GMV478 亿元(-0.5%)/307 亿元(+10%)。总体来看，在护肤品类 2020 年同比高基数背景下(疫情推动消费者线下消费转移至线上，2020H1 淘系全网/天猫 GMV 分别同比+39%/+29%)，2021 年线上终端需求仍保持旺盛。

图9：6 月护肤品淘系全网口径同比+23%

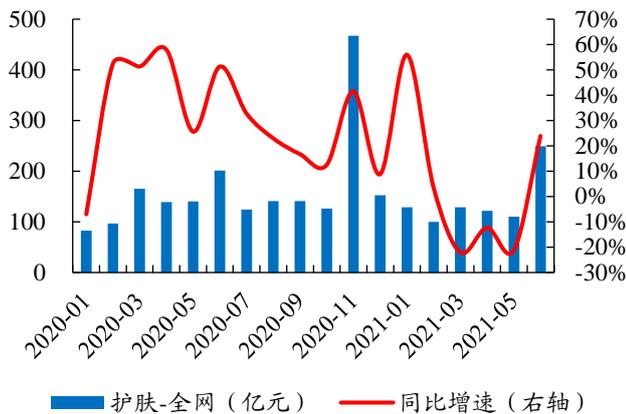
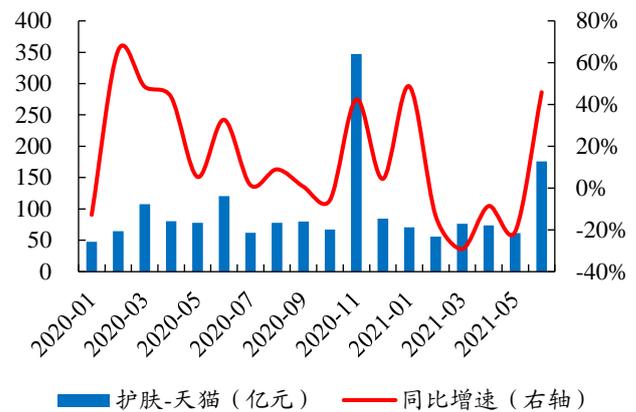


图10：6 月护肤品天猫口径同比+44%



数据来源：淘数据、开源证券研究所

数据来源：淘数据、开源证券研究所

在 618 购物节带动下，头部品牌普遍表现优异。

- 按海内外分，TOP10 品牌仍以海外为主，薇诺娜、珀莱雅、玉泽跻身护肤天猫 TOP10。天猫口径数据看，欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻位居护肤品类 GMV TOP3，国货品牌中薇诺娜、珀莱雅、玉泽分别位居销售第五、第九、第十，表现较好。
- 从增速看，头部品牌普遍表现优异。龙头品牌在 618 购物节期间进行了较多促销，销售也较为亮眼，从增速上看头部品牌表现普遍优于整体护肤品大盘。
- 从销售 GMV 占比看，TOP20 品牌 GMV 占比在整体销售额中持续提升。2021 年 6 月淘系全网/天猫 TOP20 品牌 GMV 占比分别为 40.1%/48.8%，较 2020 年 6 月分别提升 10.0pct/13.3pct，头部品牌市占率在持续提升。

表2：6 月护肤品淘系全网口径头部品牌表现普遍优于护肤品大盘

序号	品牌	销售量 (万件)	销售额 (亿元)	客单价 (元)	GMV 占大盘比例	同比增速
1	l'oreal/欧莱雅	477	11.4	240	4.6%	89%
2	estee lauder/雅诗兰黛	174	8.4	483	3.4%	88%
3	lancome/兰蔻	185	7.3	396	2.9%	52%
4	olay/玉兰油	194	5.4	278	2.2%	88%
5	the history of whoo/后	106	4.1	389	1.7%	39%
6	sk-ii	51	3.9	772	1.6%	-3%
7	winona/薇诺娜	213	3.8	181	1.5%	108%

序号	品牌	销售量 (万件)	销售额 (亿元)	客单价 (元)	GMV 占大盘比例	同比增速
8	la mer/海蓝之谜	29	3.7	1287	1.5%	197%
9	skinceuticals/修丽可	42	3.6	849	1.4%	202%
10	shiseido/资生堂	102	3.5	343	1.4%	191%
11	hr/赫莲娜	29	3.2	1127	1.3%	130%
12	proya/珀莱雅	211	3.2	152	1.3%	127%
13	kiehl' s/科颜氏	122	3.0	243	1.2%	38%
14	cosme decorte/黛珂	63	2.9	460	1.2%	137%
15	freeplus/芙丽芳丝	186	2.7	146	1.1%	48%
16	dr.yu/玉泽	134	2.7	202	1.1%	253%
17	dr.jart+/蒂佳婷	102	2.7	262	1.1%	84%
18	sulwhasoo/雪花秀	49	2.5	508	1.0%	73%
19	鲜肌之谜	9	2.5	2644	1.0%	3830%
20	chando/自然堂	169	2.1	124	0.8%	28%
全网销售额			249.6			24%

数据来源：淘数据、开源证券研究所

表3: 6月护肤品天猫口径头部品牌表现普遍优于护肤品大盘

序号	品牌	销售量 (万件)	销售额 (亿元)	客单价 (元)	GMV 占大盘比例	同比增速
1	l'oreal /欧莱雅	392	10.8	275	6.2%	60%
2	estee lauder/雅诗兰黛	111	7.1	638	4.1%	96%
3	lancome/兰蔻	84	5.6	658	3.2%	36%
4	olay/玉兰油	165	5.1	309	2.9%	62%
5	winona/薇诺娜	163	3.5	215	2.0%	94%
6	the history of whoo/后	24	3.4	1413	1.9%	359%
7	skinceuticals/修丽可	31	3.2	1038	1.9%	180%
8	la mer/海蓝之谜	16	2.9	1836	1.6%	138%
9	proya/珀莱雅	172	2.7	159	1.6%	106%
10	dr.yu/玉泽	129	2.7	206	1.5%	244%
11	hr/赫莲娜	14	2.6	1821	1.5%	148%
12	cosme decorte/黛珂	40	2.3	572	1.3%	45%
13	kiehl' s/科颜氏	70	2.2	319	1.3%	43%
14	sk-ii	19	2.2	1157	1.3%	3%
15	shiseido/资生堂	32	2.2	671	1.3%	90%
16	sulwhasoo/雪花秀	22	2.1	963	1.2%	144%
17	chando/自然堂	156	2.0	128	1.1%	31%
18	freeplus/芙丽芳丝	121	2.0	163	1.1%	61%
19	dr.jart+/蒂佳婷	36	1.9	524	1.1%	132%
20	elizabeth arden/雅顿	23	1.4	608	0.8%	100%
全网销售额			174.2			45%

数据来源：淘数据、开源证券研究所

彩妆 6 月淘系全网/天猫口径均保持稳定增长。6 月彩妆淘系全网/天猫分别实现 GMV74 亿元 (+8%) /44 亿元 (+5%)，行业整体在 618 购物节带动下实现较高销售额。整个 2021H1 淘系全网/天猫分别实现 GMV339 亿元 (+7%) /189 亿元 (-3%)，其中 2021Q1 淘系全网/天猫分别实现 GMV166 亿元(+17%)/91 亿元(+2%)，2021Q2 淘系全网/天猫分别实现 GMV173 亿元 (-2%) /98 亿元 (-7%)。总体来看，在彩妆品类 2020 年同比高基数的背景下（疫情推动消费者线下消费转移至线上，2020H1 淘系全网/天猫 GMV 分别同比+25%/+35%），2021 年线上终端需求保持相对稳定。

图11: 6月彩妆淘系全网口径同比+8%

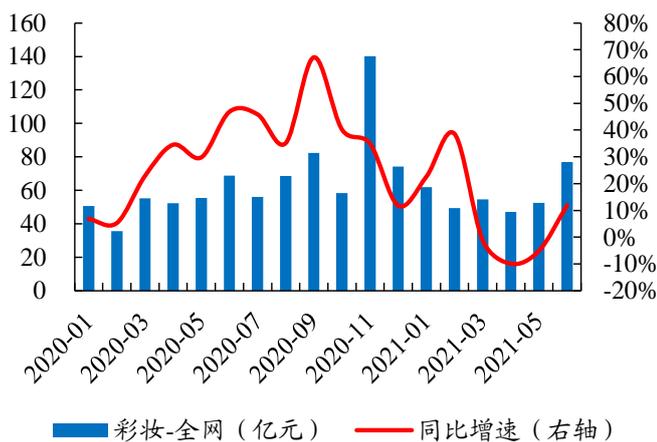
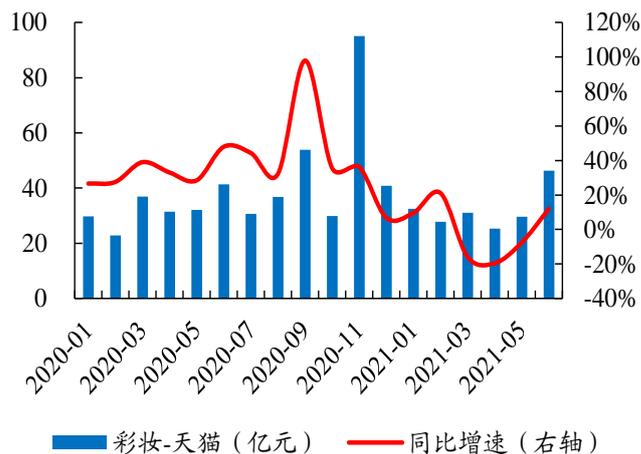


图12: 6月彩妆天猫口径同比+5%



数据来源: 淘数据、开源证券研究所

数据来源: 淘数据、开源证券研究所

在 618 购物节带动下，国货新锐品牌普遍表现亮眼。

- **国货新锐品牌继续表现优异。**珂拉琪、花西子、完美日记、橘朵和卡姿兰跻身彩妆品类 2021 年 6 月前三。从天猫口径数据看，珂拉琪/花西子/完美日记 GMV 分别达到 3.0 亿元/2.6 亿元/2.4 亿元，位居彩妆品类品牌 GMV TOP3，表现亮眼。我们观察到这些国货新锐品牌自 2021 年以来已经连续多月位居淘系/天猫前五名，体现出较强的竞争力。
- **TOP20 品牌 GMV 占比在整体销售额中提升。**2021 年 6 月淘系全网/天猫 TOP20 品牌 GMV 占比分别为 37.5%/51.6%，较 2020 年 6 月分别提升 8.6pct/16.2pct，国货新锐品牌市占率在持续提升。

表4: 6月彩妆淘系全网口径国货新锐品牌继续表现优异

序号	品牌	销售量 (万件)	销售额 (亿元)	客单价 (元)	GMV 占大盘比例	同比增速
1	color key	464	3.2	70	4.2%	271%
2	perfect diary/完美日记	397	2.7	68	3.5%	40%
3	花西子	177	2.6	150	3.4%	18%
4	3ce/三熹玉	179	2.5	139	3.2%	45%
5	ysl/圣罗兰	69	2.1	301	2.7%	37%
6	estee lauder/雅诗兰黛	63	1.7	269	2.2%	36%
7	giorgio armani/阿玛尼	50	1.6	315	2.0%	22%
8	mac/魅可	85	1.4	165	1.8%	10%
9	lancome/兰蔻	49	1.3	277	1.7%	36%

序号	品牌	销售量 (万件)	销售额 (亿元)	客单价 (元)	GMV 占大盘比例	同比增速
10	dior/迪奥	37	1.0	282	1.4%	58%
11	unny club	222	1.0	44	1.3%	106%
12	givenchy/纪梵希	28	0.9	333	1.2%	22%
13	nars/娜斯	43	0.9	215	1.2%	46%
14	maybelline/美宝莲	79	0.9	111	1.1%	2%
15	judydoll/橘朵	194	0.9	45	1.1%	34%
16	make up for ever/玫珂菲	33	0.8	260	1.1%	118%
17	shu-uemura/植村秀	39	0.8	209	1.1%	158%
18	carslan/卡姿兰	115	0.8	70	1.1%	10%
19	cpb/肌肤之钥	24	0.8	335	1.0%	36%
20	tom ford/汤姆福特	21	0.8	367	1.0%	12%
	全网销售额		77.0			12%

数据来源：淘数据、开源证券研究所

表5：6月彩妆天猫口径国货新锐品牌继续表现优异

序号	品牌	销售量 (万件)	销售额 (亿元)	客单价 (元)	GMV 占大盘比例	同比增速
1	color key	431	3.0	71	6.7%	270%
2	花西子	176	2.6	150	5.8%	17%
3	perfect diary/完美日记	355	2.4	69	5.4%	39%
4	3ce/三熹玉	145	2.2	152	4.8%	55%
5	ysl/圣罗兰	36	1.5	423	3.3%	74%
6	estee lauder/雅诗兰黛	31	1.3	423	2.8%	47%
7	giorgio armani/阿玛尼	29	1.2	423	2.7%	65%
8	mac/魅可	48	1.1	226	2.4%	19%
9	lancome/兰蔻	22	0.9	416	2.0%	39%
10	maybelline/美宝莲	73	0.8	116	1.9%	3%
11	carslan/卡姿兰	106	0.8	72	1.7%	11%
12	givenchy/纪梵希	18	0.8	421	1.7%	69%
13	judydoll/橘朵	142	0.7	50	1.6%	36%
14	l'oreal /欧莱雅	44	0.7	148	1.4%	54%
15	shu-uemura/植村秀	20	0.6	295	1.3%	218%
16	dior/迪奥	14	0.6	429	1.3%	207%
17	毛戈平	21	0.6	274	1.3%	135%
18	make up for ever/玫珂菲	16	0.6	366	1.3%	111%
19	tom ford/汤姆福特	10	0.5	546	1.2%	52%
20	unny club	90	0.5	55	1.1%	218%
	全网销售额		45.4			10%

数据来源：淘数据、开源证券研究所

2.2.3、抖音：已成为淘外重要增量渠道，国货品牌在加码布局

国货化妆品品牌积极布局抖音渠道。根据知瓜数据，618好物节期间美妆销售额占比达 10.52%，已成为第二大热销品类。长期来看，随着抖音（兴趣电商等）渠道的快速发展，有望成为化妆品线上销售的重要增量。在这一领域，珀莱雅等国货品牌已提前加码布局。

- **护肤品类：**6 月抖音小店排行榜中，7 个国货品牌上榜。其中珀莱雅排名第三，AOEO 位居第四，欧诗漫有两家店上榜，位居第五和第六名。
- **彩妆品类：**6 月抖音小店排行榜中，8 个国货品牌上榜。其中花西子、毛戈平与完美日记占据前三名，COLORKEY 位居第五。

表6：珀莱雅位居 6 月抖音小店护肤品类 TOP3

排名	小店	预估销售额 单位：元	预估销量 单位：件
1	京东美妆官方旗舰店	1.6 亿	34.6 万
2	后官方旗舰店	1.3 亿	9.6 万
3	珀莱雅美妆旗舰店	5920.3 万	31.6 万
4	AOEO 护肤旗舰店	4412.7 万	29.9 万
5	欧诗漫美妆旗舰店	3307.7 万	22.2 万
6	欧诗漫专卖店	2808.7 万	17.2 万
7	COGI 高姿旗舰店	2781.8 万	21.2 万
8	TST 庭秘密旗舰店	2546.2 万	20.8 万
9	Olay 官方旗舰店	2514.4 万	8.1 万
10	万物秀护肤品官方旗舰店	2409.9 万	23.5 万

数据来源：知瓜数据、开源证券研究所

表7：抖音小店彩妆 TOP3 品牌均为国货品牌

排名	小店	预估销售额 单位：元	预估销量 单位：件
1	花西子官方旗舰店	4297.9 万	28.7 万
2	MAOGEPING 毛戈平官方旗舰店	3115.8 万	17.6 万
3	PerfectDiary 完美日记官方旗舰店	2198.8 万	32.8 万
4	PRAMY 柏瑞美旗舰店	1874.6 万	39.5 万
5	COLORKEY 官方旗舰店	965.3 万	14.4 万
6	京东美妆官方旗舰店	757.4 万	26.4 万
7	joocyee 酵色旗舰店	690.3 万	10.5 万
8	舞动奇迹旗舰店	660.4 万	17.2 万
9	OAC 旗舰店	585.6 万	21.9 万
10	DELNA 蝶莲娜化妆品旗舰店	530.7 万	7.6 万

数据来源：知瓜数据、开源证券研究所

2.2.4、国货龙头公司：多品牌、多渠道开花

- **贝泰妮：旗下敏感肌护肤龙头薇诺娜 618 期间蝉联国货品牌 TOP1。**根据淘数据（下同），整个 6 月薇诺娜品牌销售额跻身护肤品牌 TOP10、国货 TOP1。6 月旗舰店口径实现 GMV3.5 亿元（同比+87%），销售额占比前三产品分别为清透防晒乳/舒缓修护冻干面膜/舒敏保湿特护霜，分别实现销售额 7281 万元/2561 万元/1612 万元，占总 GMV 比重分别为 21%/7%/5%。
- **珀莱雅：6 月天猫旗舰店高速增长。**整个 6 月珀莱雅品牌销售额位居护肤品牌第十二位，6 月旗舰店口径实现 GMV2.65 亿元（同比+88%），销售额占比前三的产品分别为烟酰胺面膜/羽感防晒霜/神经酰胺清洁面膜，分别实现销售额 4012 万元/2822 万元/1409 万元，占总 GMV 比重分别为 15%/11%/5%。
- **上海家化：618 期间整体增速近 50%。**618 数据分品类看，公司美妆护肤品类增速近 80%，公司母婴用品品类增速超 60%。美妆护肤品类：玉泽 618 首次进入天猫美妆类目 TOP20，佰草集逆势取得 2 位数增长。公司双妹、启初、片仔癀三大品牌实现高速增长，分别同比+80%、+60%、+50%。从整个 6 月数据看，玉泽旗舰店实现 GMV2.7 亿元（同比+251%），销售额占比前三产品分别为积雪草安心修护干面膜/皮肤屏障修护保湿霜/屏障水乳霜套组，分别实现销售额 9334 万元/6221 万元/5060 万元，占总 GMV 比重分别为 35%/23%/19%。
- **华熙生物：润百颜、夸迪表现优异。**618 期间润百颜全平台同比+232%，旗舰店销售超 1 亿元。从整个 6 月数据看，润百颜旗舰店实现 GMV1.2 亿元（同比+155%），夸迪实现 GMV1.2 亿元（同比+772%）。

图13：薇诺娜蝉联天猫美妆国货第一



资料来源：电商中国

图14：上海家化 618 战绩斐然



资料来源：上海家化 618 战报

图15: 国货上市公司品牌方表现优异

单位: 亿元		2021 01	2021 02	2021 03	2021 04	2021 05	2021 06	2021Q1	2021Q2	2021H1
行业总量数据										
护肤-全网		129	100	129	122	109	247	358	478	836
YoY		56%	3%	-22%	-12%	-22%	23%	4%	0%	1%
彩妆-全网		62	49	55	47	52	74	166	173	339
YoY		23%	39%	-1%	-10%	-7%	8%	17%	-2%	7%
护肤-天猫		71	56	76	74	61	173	202	307	510
YoY		49%	-14%	-29%	-9%	-22%	44%	-8%	10%	2%
彩妆-天猫		33	28	31	25	29	44	91	98	189
YoY		10%	21%	-16%	-20%	-10%	5%	2%	-7%	-3%
上市公司主品牌天猫旗舰店数据 (月度数据单位万元, 半年度数据单位亿元)										
珀莱雅	珀莱雅	9,958	7,773	11,672	10,287	9,938	26,500	29,403	46,724	7.6
	同比	176%	126%	8%	46%	7%	88%	65%	53%	58%
	彩棠	2,592	1,544	1,431	2,172	960	2,720	5,567	5,852	1.1
	同比	1606%	1768%	1316%	607%	244%	173%	1559%	270%	496%
丸美	丸美	3,187	1,117	2,326	1,439	3,153	4,880	6,630	9,472	1.6
	同比	10%	-26%	-9%	-57%	16%	-35%	-5%	-30%	-22%
贝泰妮	薇诺娜	7,697	4,525	9,199	8,864	9,139	34,542	21,420	52,545	7.4
	同比	104%	27%	-11%	-5%	-10%	87%	21%	39%	33.0%
华熙生物	润百颜	4,199	2,848	7,931	3,483	5,530	11,929	14,977	20,943	3.6
	同比	251%	229%	134%	24%	116%	155%	174%	108%	132%
	夸迪	7,683	5,223	3,414	5,417	1,787	11,975	16,320	19,180	3.5
	同比	26038%	24066%	183%	453%	-3%	772%	1197%	357%	551%
	米蓓尔	1,502	1,005	937	1,371	1,093	2,520	3,445	4,984	0.8
	同比	1014%	726%	-61%	127%	26%	115%	30%	89%	59%
	肌活	850	668	1,227	393	307	1,733	2,745	2,433	0.5
同比	243%	224%	23%	-41%	-54%	-8%	89%	-25%	11%	
上海家化	佰草集	1,308	465	1,453	918	2,783	4,137	3,226	7,838	1.1
	同比	44%	-64%	-57%	-33%	91%	87%	-42%	56%	4%
	玉泽	7,596	4,106	6,423	3,925	4,774	26,829	18,125	35,529	5.4
同比	144%	9%	-24%	-62%	-67%	251%	18%	10%	13%	
水羊股份	御泥坊	3,018	2,610	4,414	6,383	4,069	7,360	10,042	17,811	2.8
	同比	226%	40%	-19%	1%	-24%	-18%	22%	-14%	-3.5%
逸仙电商	完美日记	25,032	22,274	20,456	18,302	21,802	26,996	67,762	67,101	13.5
	同比	-7%	17%	-36%	-1%	7%	-18%	-13%	15%	-1%
	小奥汀	5,410	3,147	4,800	3,239	2,679	4,981	13,358	10,898	2.4
同比	149%	27%	44%	-25%	-52%	-34%	67%	-38%	-5%	
上市公司主品牌抖音小店数据 (月度单位万元, 半年度数据单位亿元)										
珀莱雅	珀莱雅	3,101	4,198	4,029	5,128	6,197	6,177	11,328	17,502	2.9
	彩棠		100	179	297	186	246		729	0.1
丸美	丸美		34	258	1,154	250	1,713		3,116	0.3
贝泰妮	薇诺娜		260	1,916	987	1,150	1,695		3,832	0.6
水羊股份	御泥坊		641	1,467	1,420	1,429	1,126		3,975	0.6
	润百颜		66	265	198	652	738		1,588	0.2
华熙生物	夸迪				5	210	491		706	0.1
	米蓓尔		136	785	343	341	295		979	0.2
逸仙电商	完美日记		838	958	1,289	318	2,351		3,957	0.6

数据来源: 淘数据、开源证券研究所

2.3、化妆品公司公告：水羊股份发布 2021 年半年度业绩预告等
表8：化妆品行业公司公告荟萃：水羊股份发布半年度业绩预告

公司	公告
丸美股份	关于公司参与的产业投资基金完成私募投资基金备案的公告 根据公司 6 月 1 日公告，丸美将出资人民币 2 亿元与其他合伙人共同投资设立共青城联明股权投资合伙企业（有限合伙）。
	2020 年年度权益分派实施公告 根据公司 6 月 3 日公告，青松股份以现有总股本 5 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 1.80 元（含税），合计派发现金红利人民币 92,98 万元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本，剩余未分配利润结转以后年度分配。
青松股份	关于全资子公司参与投资产业基金的进展公告 根据公司 6 月 16 日公告，青松股份于 2021 年 5 月 29 日披露了《关于全资子公司参与投资产业基金的公告》（公告编号：2021-037），公司全资子公司广州青航投资有限公司作为有限合伙人以自有资金出资 1,000 万元人民币投资苏州宝捷会山启创业投资合伙企业（有限合伙）。
	关于全资子公司取得实用新型专利的公告 根据公司 6 月 18 日公告，青松股份全资子公司诺斯贝尔化妆品股份有限公司近日收到了国家知识产权局颁发的《实用新型专利证书》，实用新型专利为一种纤维横截面取样观察装置，用于纺织纤维、实验室纤维鉴别取样。
	关于调整公司第一期限限制性股票激励计划回购价格的公告 根据公司 6 月 8 日公告，壹网壹第一期限限制性股票激励计划首次授予限制性股票的回购价格由 57.02 元/股调整为 37.64 元/股；预留限制性股票的回购价格由 55.27 元/股调整为 36.47 元/股。
壹网壹创	关于使用募集资金向全资子公司增资以实施募投项目的公告 根据公司 6 月 8 日公告，壹网壹使用募集资金人民币 5,000 万元向全资子公司杭州网阔进行增资，用于实施“品牌服务升级建设项目”的建设。本次增资完成后，杭州网阔的注册资本将由 12,500 万元变更为 17,500 万元，公司仍持有杭州网阔 100% 的股权。
丽人丽妆	关于全资子公司发起设立投资基金并认购基金份额的进展公告 根据公司 6 月 16 日公告，丽人丽妆下属全资子公司丽人管理于 2021 年 5 月 28 日签订《苏州宝捷会山启创业投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》，丽人管理作为有限合伙人出资人民币 3,000.00 万元参与投资宝捷会山启，占合伙企业份额为 16.50%。
	2020 年年度权益分派实施公告 根据公司 6 月 18 日公告，鲁商发展本次利润分配以方案实施前的公司总股本 10 亿股为基数，每股派发现金红利 0.2 元（含税），共计派发现金红利 2 亿元。
鲁商发展	关于下属公司首次公开发行 H 股申请材料获中国证监会受理的公告 根据公司 6 月 29 日公告，鲁商健康下属鲁商生活服务股份有限公司于近日向中国证监会递交了关于首次公开发行境外上市外资股（H 股）并在香港联交所主板上市申请材料。2021 年 6 月 29 日，鲁商服务收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》（受理序号：211565 号）。
贝泰妮	云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司 2020 年年度权益分派实施公告 根据公司 6 月 18 日公告，贝泰妮以公司现有总股本 4.2 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 4.5 元元人民币现金，不送红股，不以资本公积金转增股本。
	2021 年半年度业绩预告 根据公司 6 月 24 日公告，预计归属于上市公司股东的净利润为 0.86 亿元-0.91 亿元，同比增长 155.74%-170.60%。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

3、风险提示

疫情反复影响；

企业经营成本费用提升；

行业竞争加剧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn