

商业贸易

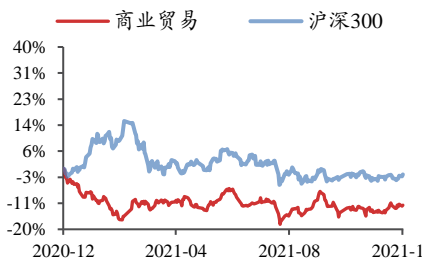
2021年12月07日

投资评级：看好（首次）

医美化妆品 11 月月报：双十一国货龙头品牌表现亮眼，行业监管趋严利好龙头企业

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业周报-投融资事件频繁，潮流零售行业蓬勃发展》-2021.12.5

《行业周报-上海市延长生育假，政策催化有利母婴消费发展》-2021.11.28

《行业周报-社会消费回暖，关注高景气珠宝和化妆品龙头公司》-2021.11.21

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：板块回暖

医美（选取 10 家上市公司）：11 月个股普遍回调；化妆品（选取 11 家上市公司）：11 月个股涨幅靠前为拉芳家化（10.0%）、鲁商发展（3.6%）、青松股份（3.5%）。

● 医美：整体监管趋严，利好行业龙头

（1）行业动态：11 月 2 日，《医疗美容广告执法指南》正式发布，整体看内容与 8 月《征求意见稿》变化不大，针对医疗美容广告乱象进行重点整治；11 月 9 日，国家药品监督管理局对外发布关于征求《医疗器械分类目录》调整意见的通知，对含透明质酸等材料的起到保湿、补水、改善皮肤状态等作用的产品，拟按照 III 类器械监管；11 月 25 日，公安部食品药品犯罪侦查局下发通知严厉打击非法制售医美产品等犯罪活动，整体看行业监管趋严。**（2）行业观点：**在监管趋严背景下：对上游而言，合规持证产品对不合规产品的替代速度和程度将提升，利好具备 III 类医疗器械资质的产品龙头。我们认为，医美上游行业研发、资质壁垒高，爱美客、华熙生物等龙头公司技术、安全性和有效性等方面已得到下游认可，核心竞争力突出，明星产品+新品有望驱动持续增长。对医美机构而言，在医美广告监管趋严的背景下，机构品牌价值等优势将凸显，利好龙头医美机构。

● 化妆品：11 月淘系护肤品表现较好，双十一国货龙头亮眼

（1）线上渠道数据：11 月护肤品淘系全网/天猫分别实现 GMV 为 541.6 亿元（+15.9%）/439.7 亿元（+26.6%），彩妆淘系全网/天猫分别实现 GMV125.5 亿元（-10.4%）/91.8 亿元（-3.5%），整体看护肤品类在双十一电商购物节带动下表现较好。**（2）双十一：**整体表现亮眼，化妆品全网口径同比+35.5%（其中护肤口径+37.6%，彩妆口径+33.4%）；分品牌看，进口大牌仍占主导，但国货龙头品牌表现优异：薇诺娜全渠道表现亮眼，连续 4 年入围天猫美妆护肤类前十名（国货第一）；上海家化旗下品牌线上全渠道同比增长 38%；华熙生物旗下多品牌亮眼；鲁商发展旗下颐莲、瑗尔博士破亿。**（3）行业观点：**整体来看行业大盘增速近期出现一定相对放缓，但头部市占率在提升，化妆品品牌方的大单品、多渠道逻辑都在持续检验。渠道方面，抖音等淘外渠道崛起，贡献重要增量，国货品牌已加码布局；大单品方面，在助力品牌树立优质品牌形象同时，也可以为企业稳定贡献收入，本次双十一各品牌大单品继续表现亮眼。未来建议重点关注具备优质大单品和多渠道强运营能力的龙头品牌方，长期看市占率有望持续提升。

● 投资建议：颜值经济持续高景气，关注细分赛道优质公司

（1）化妆品板块看好三大细分赛道：皮肤学级和功效性护肤品、彩妆、上游 ODM，重点推荐贝泰妮、青松股份，受益标的珀莱雅、上海家化、毛戈平（已过会）；**（2）医美产业链重点推荐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：行业整体监管趋严	3
1.1、 医美板块行情回顾	3
1.2、 医美行业动态追踪：行业整体监管趋严等	4
1.3、 医美公司公告：复锐医疗科技股权激励计划获通过等	5
2、 化妆品：双十一国货龙头亮眼	6
2.1、 化妆品板块行情回顾	6
2.2、 化妆品行业动态追踪：双十一国货龙头亮眼	7
2.2.1、 淘系：护肤品类十一月表现较好	7
2.2.2、 抖音：已成为淘外重要增量渠道，国货品牌持续加码布局	11
2.2.3、 双十一：国货龙头品牌表现优异	13
2.2.4、 行业新闻：国家药监局公布儿童化妆品专属标志等	15
2.3、 化妆品公司公告：鲁商发展化妆品子公司引入战投等	16
3、 风险提示	17

图表目录

图 1： 11 月医美板块回调	3
图 2： 年初至今复锐医疗科技、四环医药、爱美客在医美板块涨幅居前	3
图 3： 11 月化妆品板块珀莱雅、贝泰妮、拉芳家化等公司涨幅靠前	6
图 4： 年初至今，鲁商发展、拉芳家化、贝泰妮在化妆品板块涨幅居前	6
图 5： 11 月护肤品淘系全网口径 GMV 上升	7
图 6： 11 月护肤品天猫口径 GMV 上升	7
图 7： 11 月彩妆淘系全网口径 GMV 同比下滑	9
图 8： 11 月彩妆天猫口径 GMV 同比下滑	9
图 9： 国货上市公司品牌方表现优异	12
图 10： 薇诺娜品牌 2021 年双十一继续表现优异	13
图 11： 舒敏保湿特护霜全网销售量超 400 万瓶	13
图 12： 上海家化电商全渠道同口径增长 38%	14
图 13： 上海家化多品牌表现亮眼	14
图 14： 华熙生物旗下润百颜、夸迪表现优异	14
图 15： 华熙生物旗下肌活、米蓓尔表现优异	14
表 1： 医美行业公司公告荟萃：复锐医疗科技股权激励计划获通过等	5
表 2： 欧莱雅位居 11 月护肤品淘系口径销售额第一名	7
表 3： 欧莱雅位居 11 月护肤品天猫口径销售额第一名	8
表 4： 11 月彩妆淘系全网国货品牌表现较好	9
表 5： 11 月彩妆天猫口径销售额排名前三位均为国货品牌	10
表 6： 国货品牌在抖音小店表现优异	11
表 7： 花西子蝉联 11 月抖音小店彩妆类 TOP1	11
表 8： 全网护肤、彩妆品类 TOP 品牌以海外为主	13
表 9： 化妆品行业公司公告荟萃：鲁商发展化妆品子公司引入战投等	16

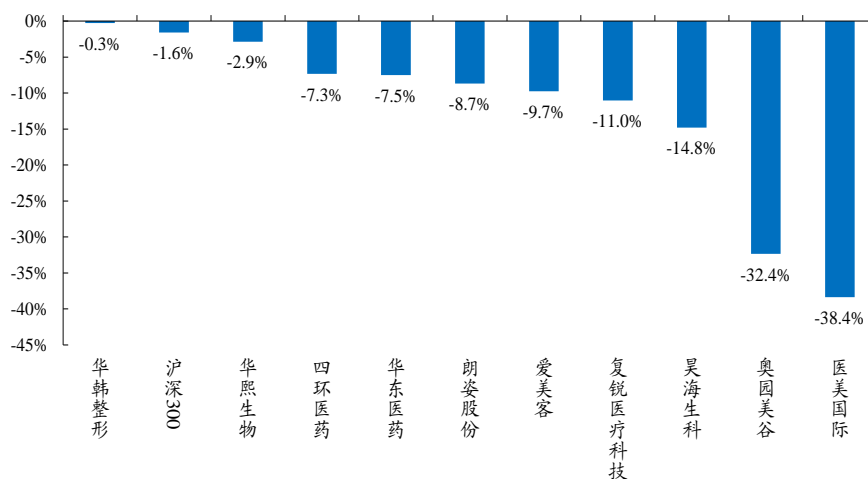
1、医美：行业整体监管趋严

1.1、医美板块行情回顾

11月，医美板块回调。在我们选取的10家医美上市公司（含新三板挂牌公司）中，11月全部下跌；月跌幅较小的公司为华韩整形、华熙生物、四环医药等。

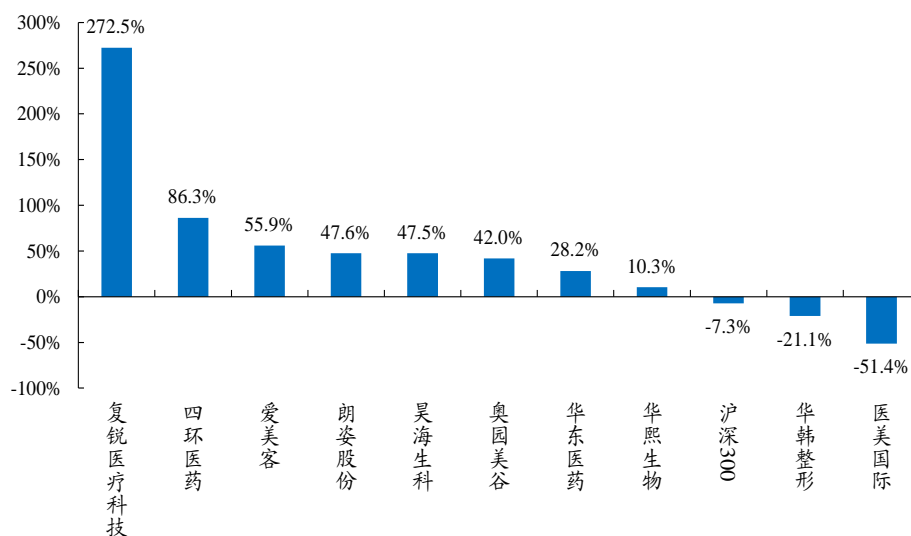
年初至今，复锐医疗科技、四环医药、爱美客在医美板块涨幅居前。2021年年初至今医美板块公司除医美国际及华韩整形外均上涨，其中涨幅排名前三名分别是复锐医疗科技、四环医药、爱美客，年初至今涨幅分别为275.2%、86.3%和55.9%，医美板块样本个股表现普遍强于沪深300指数（2021年初至11月末沪深300指数累计下跌7.3%）。

图1：11月医美板块回调



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、爱美客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：行业整体监管趋严等

《医疗美容广告执法指南》正式发布。11月2日，国家市场监督管理总局在其官方网站发布《医疗美容广告执法指南》，指南指出对以下情形予以重点打击：违背社会良好风尚，制造“容貌焦虑”，将容貌不佳与“低能”、“懒惰”、“贫穷”等负面评价因素做不当关联或者将容貌出众与“高素质”、“勤奋”、“成功”等积极评价因素做不当关联。（来源：新京报）

饿了么联合天猫医美推出医美医疗行业平台标准。11月3日，阿里巴巴在杭州举办医美行业发展论坛暨“美无忧”标准发布会，联合行业上游品牌厂商和药企、头部商家共同推出了医美医疗行业平台标准。“美无忧”标准要求商家提供仪器、药剂正规采购证明；医师认证资质符合主诊范围；商家须签署承诺函，按标准服务流程，在线下服务环节为用户提供安心无忧的医美消费体验。（来源：医与美产业笔记）

华熙生物获得“制造业单项冠军示范企业”称号。11月10日消息，近日华熙生物凭借在透明质酸领域的实力和贡献，以“单项冠军示范企业”的身份出现在工信部发布的《拟认定的第六批制造业单项冠军名单》上。（来源：医与美产业笔记）

海口拟发展医美系列产品生产基地。11月15日，海口市自然资源和规划局决定将美安科技新城 B0610-2 地块国有建设用地使用权挂牌出让，用于发展医美医疗系列产品生产基地项目，挂牌起始价为 1789.90 万元。（来源：医与美产业笔记）

注射器辅助推进装置“BellaVita”正式获得 NMPA 批准。11月17日消息，上海汇科威生物科技有限公司全国独家代理的“注射器辅助推进装置（商品名：BellaVita）”正式获得 NMPA 批准，获准上市。BellaVita 与韩国医美巨头公司 Contac Korea 的“一次性使用无菌注射针（注册证号：国械注进 20213140204）”配合使用，用于医疗机构对患者面部真皮层注射透明质酸。（来源：医械麦地）

新氧科技与中关村科金达成合作。11月19日消息，近日新氧科技与中关村科金达成合作协议，中关村科金为新氧科技打造数字化运营解决方案，可以实现客服 7*24 小时在线待命，快速响应用户需求。（来源：医与美产业笔记）

华熙毛发医学转化研究院成立，推动头皮美塑标准化达成共识。11月22日消息，近日《头皮美塑标准化操作专家共识》启动会于北京召开，本次会议由中国整形美容协会毛发医学分会牵头、华熙生物协办，华熙生物毛发医学转化研究院也在本次会议上正式成立。（来源：医与美产业笔记）

LG 健生与苏亚医美共同推出玻尿酸新品“诗如萱”。11月24日消息，近日 LG 健生 & 苏亚医美战略协作签约会落幕。会上推出玻尿酸新品“Y-SOLUTION 诗如萱”，新品采用了新 HICE 技术生产，塑形力更优秀，且通过溶胀工艺大大降低了肿胀发生概率。（来源：Wind）

瑞港医美携手美国曼波特品牌。11月25日，BiosRegain 旗下广州瑞港医美门诊部，携手美国史赛克公司旗下 Medpor 曼波特品牌，宣布“鼻整形技术”材料引领者之一——曼波特正式入驻广州瑞港，并现场举行了授牌认证仪式。（来源：艾瑞网）

公安部严厉打击非法制售医美产品等犯罪活动。11月25日消息，近日公安部食品药品犯罪侦查局下发通知，部署进一步加大对非法制售医美产品等药品安全领域突出犯罪活动打击力度。通知要求，各地公安食药侦部门要开展主动侦查、精准打击，形成对非法制售医美产品等重点领域违法犯罪活动的严打震慑态势。要突出打击重

点，针对制售假劣肉毒毒素、“水光针”等美容针剂、“热玛吉”等医疗美容设备，以及销售非法渠道入境的医美产品等犯罪开展重点打击。（来源：医与美产业笔记）

1.3、医美公司公告：复锐医疗科技股权激励计划获通过等

表1：医美行业公司公告荟萃：复锐医疗科技股权激励计划获通过等

公司	公告
朗姿股份	<p>关于投资设立医美股权投资基金博恒一号暨关联交易的公告</p> <p>根据公司 11 月 20 日公告，公司拟以自有资金 2.5 亿元人民币，作为有限合伙人出资设立医美股权投资基金—芜湖博恒一号股权投资合伙企业。本基金主要通过股权投资的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 5.01 亿元。</p>
奥园美谷	<p>关于重大资产出售暨关联交易标的资产过户结果的公告</p> <p>根据公司 11 月 10 日公告，公司出售公司所持有的京汉置业 100% 股权、北京养嘉 100% 股权和蓬莱华录 35% 股权，凯弦投资以现金方式购买标的资产，本次交易价格 10.2 亿元。截至本公告日，凯弦投资向公司支付全部转让价款的 60%，即 6.12 亿元。</p> <p>关于购买商铺暨关联交易的公告</p> <p>根据公司 11 月 23 日公告，公司以 5308 万元购买广州奥若拉医疗美容门诊部有限公司门店，同时拟拓展轻医美门店，以 2639 万元购买广州奥誉房地产开发有限公司所售的两间商铺。</p>
昊海生科	<p>关于核心技术人员离职的公告</p> <p>根据公司 11 月 18 日公告，公司控股子公司 Contamac Limited 近日解聘核心技术人员 Timothy Higgs 先生等人员，Timothy Higgs 先生将不再担任公司核心技术人员。</p> <p>关于全资子公司收到国家药品监督管理局颁发的医疗器械注册证的公告</p> <p>根据公司 11 月 30 日公告，公司全资子公司河南宇宙人工晶状体研制有限公司近日收到国家药品监督管理局颁发的关于肝素表面处理非球面人工晶状体产品的《中华人民共和国医疗器械注册证》，该产品是国产首个获批的亲水肝素表面处理非球面人工晶状体。</p>
华熙生物	<p>关于监事辞职及提名监事候选人的公告</p> <p>根据公司 11 月 10 日公告，公司监事会主席金勇先生因个人原因辞去公司第一届监事会主席及监事职务，辞职后其在公司及其子公司将不再担任任何职务。同意公司控股股东华熙昕宇投资有限公司提名于静女士为第一届监事会监事候选人。</p>
华东医药	<p>关于与安琪集团共同投资成立合资公司的公告</p> <p>根据公司 11 月 12 日公告，华东医药全资子公司中美华东及中美华东控股子公司晖达生物与安琪集团签署《合资协议》，共同投资成立湖北美琪健康科技有限公司。美琪健康注册资本为 2.5 亿元人民币，其中中美华东以现金出资 1 亿元人民币，出资占比 40%；安琪集团以现金出资 1 亿元人民币，出资占比 40%；晖达生物以技术作价方式出资 0.5 亿元人民币，出资占比 20%。</p> <p>关于全资子公司药品注射用达托霉素获得美国 FDA 批准的公告</p> <p>根据公司 11 月 29 日公告，公司全资子公司杭州中美华东制药有限公司的新药注射用达托霉素获得 FDA 批准在美国上市，是一种超级抗生素产品。</p>
四环医药	<p>集团旗下轩竹生物创新药 XZP-3287 获批开展 III 期临床试验</p> <p>根据公司 11 月 25 日公告，集团旗下轩竹生物科技有限公司已收到中国国家药品监督管理局药品审评中心同意在研 1 类创新药吡罗西尼（Birociclib, XZP-3287 CDK4/6 抑制剂）开展三期临床试验的申请，具体为：吡罗西尼与芳香化酶抑制剂联合用于激素受体阳性（HR+）、人表皮生长因子受体 2 阴性（HER2-）的局部晚期或转移性乳腺癌。</p>
复锐医疗科技	<p>股东大会通过股权激励计划</p> <p>根据公司 12 月 2 日公告，建议于 2021 年年度内，向关联人士、高管和以色列员工共 51 人合计授予 401.4 万股，占发行后总股本的 0.82%。</p>

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

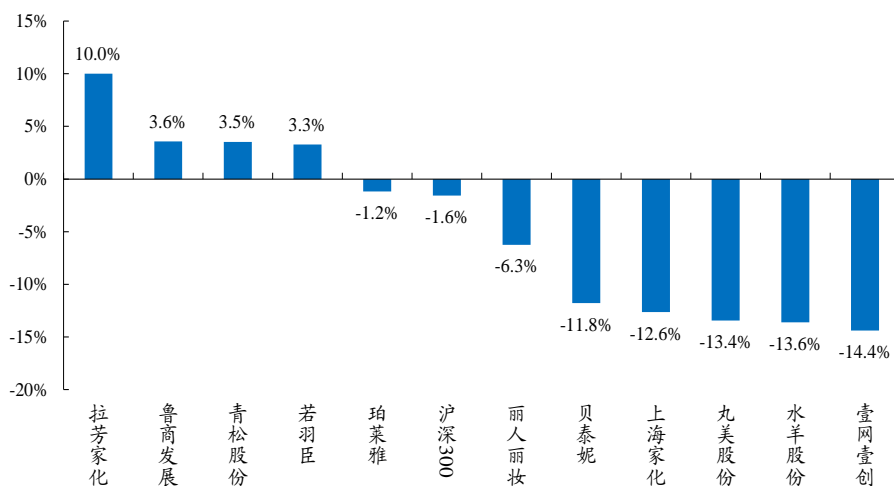
2、化妆品：双十一国货龙头亮眼

2.1、化妆品板块行情回顾

11月，拉芳家化、鲁商发展、青松股份等公司在化妆品板块涨幅靠前。在我们选取的11家化妆品上市公司中，11月共4家上涨，7家下跌。其中，本月个股涨幅排名前三位分别是拉芳家化、鲁商发展、青松股份，月涨幅为10.0%、3.6%、3.5%；月跌幅靠前的为壹网壹创、水羊股份、丸美股份等。

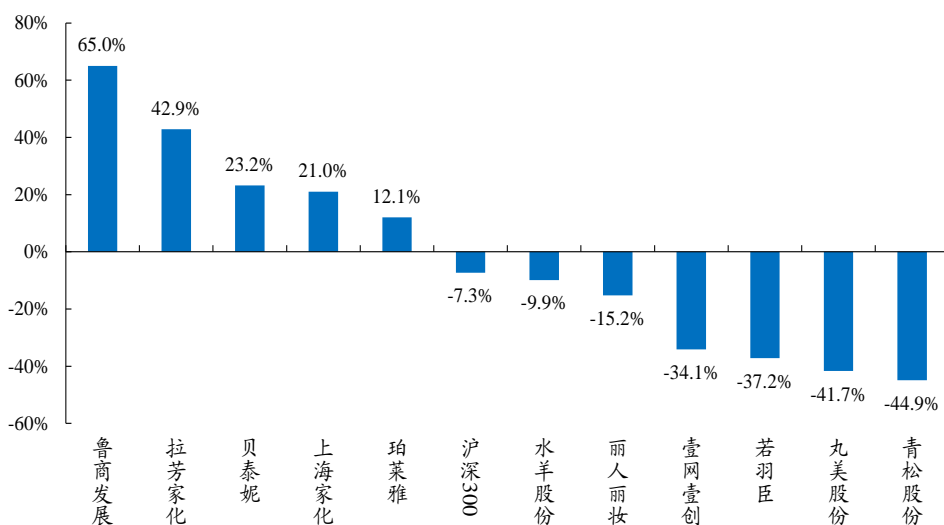
年初至今，鲁商发展、拉芳家化和贝泰妮在化妆品板块涨幅居前。2021年年初至今，在我们选取的11家化妆品上市公司中，共计5家上涨、6家下跌。其中，年涨幅排名前三位分别是鲁商发展、拉芳家化、贝泰妮，年涨幅分别为65.0%、42.9%、23.2%。

图3：11月化妆品板块珀莱雅、贝泰妮、拉芳家化等公司涨幅靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：年初至今，鲁商发展、拉芳家化、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：双十一国货龙头亮眼

2.2.1、淘系：护肤品类十一月表现较好

11月护肤品淘系全网/天猫口径GMV上升。11月护肤品淘系全网/天猫分别实现GMV为541.6亿元(+15.9%)/439.7亿元(+26.6%)，整体看在双十一电商购物节带动下淘系线上渠道表现较好。2021年1-11月，护肤品淘系全网/天猫总共实现GMV1822.5亿元(-0.14%)/1199.5亿元(+6.00%)。

图5：11月护肤品淘系全网口径GMV上升

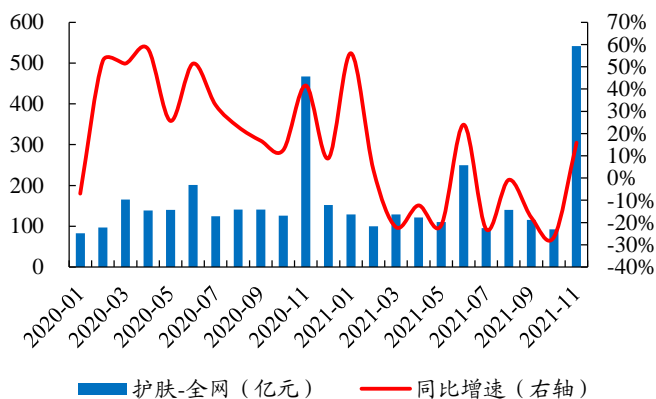
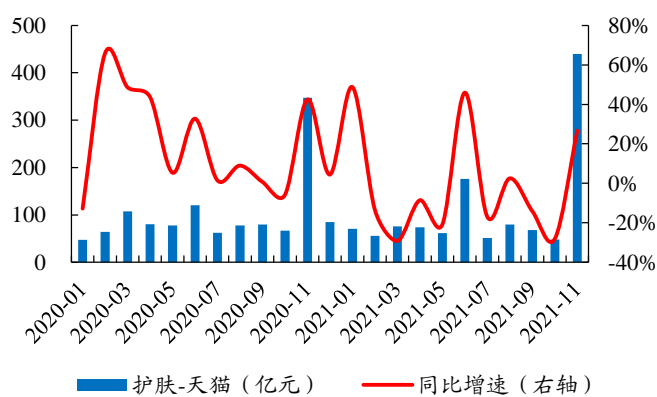


图6：11月护肤品天猫口径GMV上升



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

国货上市公司品牌方11月表现较好。

- 护肤品类TOP10品牌仍以海外为主，薇诺娜、珀莱雅表现较好。11月薇诺娜销售额达到19.5亿元，位居淘系护肤品销售额第三名，表现亮眼；珀莱雅月销售额8.6亿元，亦跻身前十。
- 从销售额占比看，TOP20品牌GMV占比持续提升。2021年11月淘系全网/天猫TOP20品牌GMV占比分别为46.2%/39.8%，较2020年11月分别提升5.6pct/3.6pct，头部品牌市占率提升趋势明显。

表2：欧莱雅位居11月护肤品淘系口径销售额第一名

序号	品牌	销售量 (万件)	销售额 (亿元)	客单价 (元)	GMV占大盘比例	同比增长
1	l'oreal/欧莱雅	927	24.25	262	4.5%	-4%
2	estee lauder/雅诗兰黛	334	20.44	612	3.8%	-4%
3	winona/薇诺娜	918	19.46	212	3.6%	95%
4	lancome/兰蔻	288	17.57	611	3.2%	-14%
5	the history of whoo/后	226	16.84	746	3.1%	42%
6	shiseido/资生堂	264	13.49	510	2.5%	42%
7	olay/玉兰油	407	10.97	270	2.0%	-4%
8	sk-ii	97	8.92	922	1.6%	-20%
9	hr/赫莲娜	46	8.65	1872	1.6%	63%
10	proya/珀莱雅	427	8.61	202	1.6%	62%
11	la mer/海蓝之谜	55	8.47	1540	1.6%	15%
12	kiehl' s/科颜氏	268	7.80	291	1.4%	8%

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
13	guerlain/娇兰	71	7.18	1014	1.3%	94%
14	skinceuticals/修丽可	73	6.17	850	1.1%	-8%
15	clarins/娇韵诗	89	5.89	663	1.1%	24%
16	sulwhasoo/雪花秀	115	5.80	506	1.1%	-32%
17	chando/自然堂	476	5.30	111	1.0%	-33%
18	elizabeth arden/雅顿	131	4.93	376	0.9%	-6%
19	fresh/馥蕾诗	82	4.92	600	0.9%	120%
20	dr.jart+/蒂佳婷	150	4.70	313	0.9%	7%
全网销售额			541.6			15.9%

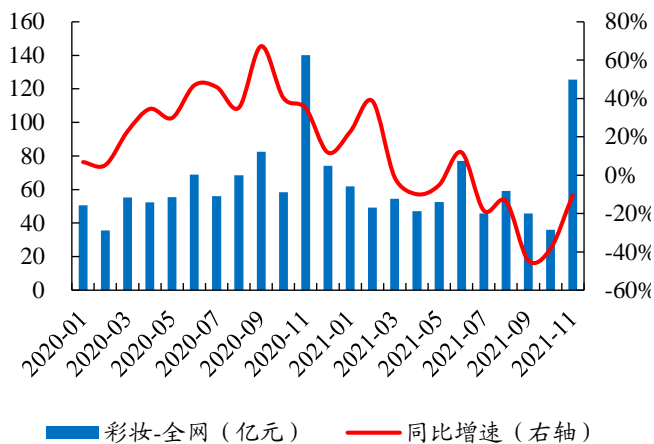
数据来源：淘数据、开源证券研究所（统计时间截止 12 月 6 日）

表3：欧莱雅位居 11 月护肤品天猫口径销售额第一名

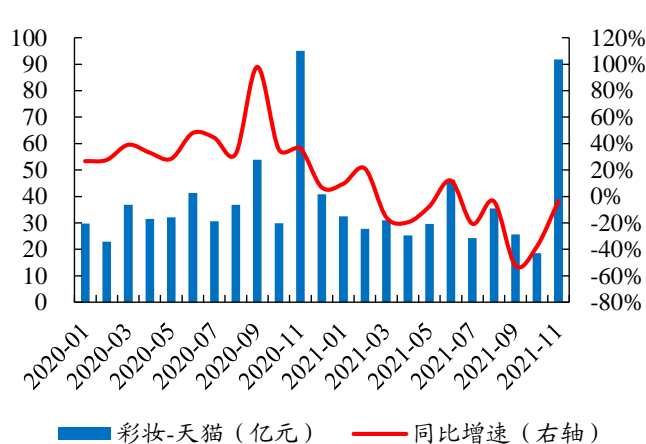
序号	品牌	销售量 (万件)	销售额 (亿元)	客单价 (元)	GMV 占大盘比例	同比增速
1	l'oreal /欧莱雅	832	23.42	281	6.5%	-3%
2	winona/薇诺娜	840	18.75	223	5.2%	101%
3	estee lauder/雅诗兰黛	253	17.95	709	5.0%	-2%
4	lancome/兰蔻	208	15.65	751	4.3%	-7%
5	the history of whoo/后	128	15.51	1211	4.3%	62%
6	shiseido/资生堂	140	11.52	821	3.2%	56%
7	olay/玉兰油	356	10.43	293	2.9%	-4%
8	hr/赫莲娜	34	8.04	2372	2.2%	80%
9	proya/珀莱雅	344	7.90	230	2.2%	80%
10	la mer/海蓝之谜	38	7.10	1888	2.0%	28%
11	kiehl' s/科颜氏	204	6.75	330	1.9%	14%
12	guerlain/娇兰	56	6.70	1201	1.9%	117%
13	sk-ii	49	6.46	1319	1.8%	-20%
14	skinceuticals/修丽可	56	5.74	1016	1.6%	-8%
15	sulwhasoo/雪花秀	75	5.17	685	1.4%	-30%
16	chando/自然堂	458	5.14	112	1.4%	-33%
17	fresh/馥蕾诗	72	4.72	655	1.3%	151%
18	clarins/娇韵诗	54	4.58	845	1.3%	40%
19	cpb/肌肤之钥	43	4.14	961	1.1%	29%
20	elizabeth arden/雅顿	85	4.01	469	1.1%	-7%
全网销售额			439.7			27%

数据来源：淘数据、开源证券研究所（统计时间截止 12 月 6 日）

11月彩妆淘系全网/天猫 GMV 下滑。11月彩妆淘系全网/天猫分别实现 GMV125.5 亿元 (-10.4%) /91.8 亿元 (-3.5%)，整体看，11月彩妆线上阿里渠道小幅下滑。2021年 1-11 月，美妆淘系全网/天猫分别实现 GMV654 亿元 (-9.56%) /387.5 亿元 (-12.1%)。

图7: 11月彩妆淘系全网口径 GMV 同比下滑


数据来源：淘数据、开源证券研究所

图8: 11月彩妆天猫口径 GMV 同比下滑


数据来源：淘数据、开源证券研究所

彩妆销售额前十仍以国内新锐品牌为主。11月完美日记、花西子、YSL 分别位居销售额排名前三，保持领跑地位。

- **从淘系全网口径数据看**，完美日记/花西子/ YSL GMV 分别为 4.22 亿元/3.72 亿元/3.67 亿元，位居彩妆品类品牌 GMV TOP3，Color key 以 3.52 亿元位居第四，总体而言国货新锐品牌表现优异，2021 年以来已经连续多月位居淘系/天猫销售额前五名。
- **天猫口径看**，国货品牌亦表现优异，完美日记、花西子、colorkey 等分别位居销售额排名前三。

表4: 11月彩妆淘系全网国货品牌表现较好

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	perfect diary/完美日记	553	4.22	76	3.9%	-49%
2	花西子	253	3.72	147	3.4%	-41%
3	ysl/圣罗兰	105	3.67	348	3.4%	-16%
4	color key	569	3.52	62	3.2%	-23%
5	3ce/三熹玉	286	3.18	111	2.9%	-15%
6	estee lauder/雅诗兰黛	101	3.06	304	2.8%	-8%
7	giorgio armani/阿玛尼	83	2.93	352	2.7%	-32%
8	lancome/兰蔻	77	2.51	326	2.3%	-37%
9	cpb/肌肤之钥	62	2.46	395	2.3%	18%
10	mac/魅可	136	2.45	179	2.2%	-39%

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
11	givenchy/纪梵希	55	1.89	346	1.7%	-26%
12	make up for ever/玫珂菲	60	1.84	306	1.7%	39%
13	passional lover/恋火	17	1.74	1037	1.6%	25532%
14	laneige/兰芝	103	1.53	148	1.4%	9%
15	dior/迪奥	45	1.51	335	1.4%	-48%
16	maybelline/美宝莲	134	1.40	105	1.3%	-43%
17	nars/娜斯	53	1.34	253	1.2%	11%
18	tom ford/汤姆福特	29	1.15	401	1.1%	-26%
19	shu-ueamura/植村秀	47	1.14	240	1.0%	17%
20	carslan/卡姿兰	149	1.07	72	1.0%	-36%
全网销售额			125.5			-10.4%

数据来源：淘数据、开源证券研究所（统计时间截止 12 月 6 日）

表5: 11 月彩妆天猫口径销售额排名前三位均为国货品牌

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	perfect diary/完美日记	512	3.99	78	5.1%	-48%
2	花西子	252	3.70	147	4.8%	-41%
3	color key	526	3.28	62	4.2%	-23%
4	ysl/圣罗兰	73	3.12	425	4.0%	-2%
5	3ce/三熹玉	237	2.76	116	3.5%	-14%
6	estee lauder/雅诗兰黛	66	2.61	396	3.4%	3%
7	giorgio armani/阿玛尼	63	2.57	409	3.3%	-24%
8	mac/魅可	105	2.17	206	2.8%	-36%
9	lancome/兰蔻	55	2.14	391	2.7%	-31%
10	cpb/肌肤之钥	38	1.81	472	2.3%	39%
11	passional lover/恋火	17	1.74	1042	2.2%	32992%
12	givenchy/纪梵希	45	1.69	377	2.2%	-19%
13	make up for ever/玫珂菲	47	1.64	346	2.1%	55%
14	maybelline/美宝莲	129	1.36	106	1.8%	-44%
15	dior/迪奥	26	1.12	432	1.4%	-43%
16	carslan/卡姿兰	142	1.03	73	1.3%	-35%
17	韩偌	35	1.00	282	1.3%	8825%
18	shu-ueamura/植村秀	35	0.98	285	1.3%	35%
19	laneige/兰芝	49	0.98	201	1.3%	135%
20	nars/娜斯	29	0.95	332	1.2%	40%
全网销售额			91.8			-3.5%

数据来源：淘数据、开源证券研究所（统计时间截止 12 月 6 日）

2.2.2、抖音：已成为淘外重要增量渠道，国货品牌持续加码布局

国货化妆品在抖音渠道表现持续优秀。随着抖音（兴趣电商等）渠道的快速发展，已逐渐成为化妆品线上销售的重要增量。在这一领域，珀莱雅、薇诺娜等国货品牌已提前加码布局，成效显著。

- **护肤品类：**11月抖音小店排行榜 TOP10 中，薇诺娜、珀莱雅、自然堂继续表现优异，月预估销售额均超过 8000 万元。
- **彩妆品类：**11月抖音小店排行榜中，其中花西子预估销售额 1.1 亿元，继续排名第一；完美日记亦表现较好。

表6：国货品牌在抖音小店表现优异

排名	小店	预估销售额 单位：万元	预估销量 单位：万件
1	后官方旗舰店	33204	23.7
2	薇诺娜旗舰店	9294	33.6
3	珀莱雅美妆旗舰店	8392	39.9
4	自然堂美妆旗舰店	8197	26.4
5	欧诗漫护肤旗舰店	5945	36.7
6	雪花秀旗舰店	5164	5.7
7	TST 庭秘密旗舰店	4665	27.6
8	夸迪旗舰店	3949	21.0
9	凌博士旗舰店	3360	14.6
10	AOEO 护肤旗舰店	3000	17.6

数据来源：飞瓜数据、开源证券研究所

表7：花西子蝉联 11 月抖音小店彩妆类 TOP1

排名	小店	预估销售额 单位：万元	预估销量 单位：万件
1	花西子官方旗舰店	11083	59.5
2	完美日记官方旗舰店	5734	75.1
3	PRAMY 柏瑞美旗舰店	4041	75.5
4	舞动奇迹旗舰店	2683	89.0
5	柳丝木美妆旗舰店	1877	31.3
6	透蜜品牌官方旗舰店	1447	22.5
7	COLORKEY 官方旗舰店	1367	19.7
8	BlankME 海外旗舰店	1312	4.5
9	ZEESEA 滋色旗舰店	1296	16.7
10	PASSIONALLOVER 官方旗舰店	1245	9.4

数据来源：飞瓜数据、开源证券研究所

图9：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	2021 07	2021 08	2021 09	2021 10	2021 11	2021Q1	2021Q2	2021H1	2021Q3	
行业总量数据																
护肤-全网	129	100	129	122	109	247	96	138	116	93	542	358	478	836	350	
YoY	56%	3%	-22%	-12%	-22%	23%	-23%	-2%	-18%	-27%	16%	4%	0%	1%	-14%	
彩妆-全网	62	49	55	47	52	74	46	60	46	36	126	166	173	339	151	
YoY	23%	39%	-1%	-10%	-7%	8%	-18%	-13%	-44%	-38%	-10%	17%	-2%	7%	-27%	
护肤-天猫	71	56	76	74	61	173	51	80	68	48	440	202	307	510	200	
YoY	49%	-14%	-29%	-9%	-22%	44%	-17%	3%	-14%	-28%	27%	-8%	10%	2%	-9%	
彩妆-天猫	33	28	31	25	29	44	24	35	26	19	92	91	98	189	85	
YoY	10%	21%	-16%	-20%	-10%	5%	-21%	-4%	-52%	-38%	-3%	2%	-7%	-3%	-30%	
上市公司主品牌天猫旗舰店数据（月度数据单位万元，季度以上数据单位亿元）																
珀莱雅	珀莱雅	9,958	7,773	11,672	10,287	9,938	26,500	10,224	12,281	13,250	10,683	77,735	2.94	4.67	7.61	3.58
	同比	176%	126%	8%	46%	7%	88%	29%	48%	53%	23%	78%	65%	53%	58%	44%
	彩棠	2,592	1,544	1,431	2,172	960	2,720	1,867	2,865	820	418	8,815	0.56	0.59	1.14	0.56
	同比	1606%	1768%	1316%	607%	244%	173%	37%	26%	-78%	-76%	105%	1559%	270%	496%	-24%
丸美	丸美	3,187	1,117	2,326	1,439	3,153	4,880	1,018	1,966	1,779	1,063	6,026	0.66	0.95	1.61	0.48
	同比	10%	-26%	-9%	-57%	16%	-35%	-11%	44%	0%	-53%	-49%	-5%	-30%	-22%	11%
贝泰妮	薇诺娜	7,697	4,525	9,199	8,864	9,139	34,542	7,559	8,936	9,072	30,228	189,677	2.14	5.25	7.40	2.56
	同比	104%	27%	-11%	-5%	-10%	87%	-36%	53%	1%	372%	109%	21%	39%	33.0%	增长
华熙生物	润百颜	4,199	2,848	7,931	3,483	5,530	11,929	3,083	4,834	4,586	3,763	17,002	1.50	2.09	3.59	1.25
	同比	251%	229%	134%	24%	116%	155%	-25%	29%	28%	-11%	-5%	174%	108%	132%	10%
	夸迪	7,683	5,223	3,414	5,417	1,787	11,975	2,760	2,251	3,390	4,697	40,531	1.63	1.92	3.55	0.84
	同比	26038%	24066%	183%	453%	-3%	772%	62%	-43%	-35%	-18%	362%	1197%	357%	551%	-23%
	米蓓尔	1,502	1,005	937	1,371	1,093	2,520	917	1,349	1,100	1,197	9,192	0.34	0.50	0.84	0.34
	同比	1014%	726%	-61%	127%	26%	115%	-58%	14%	-49%	-30%	184%	30%	89%	59%	-39%
	肌活	3,595	2,309	1,686	1,896	856	3,045	1,168	1,859	1,595	1,103	6,906	0.76	0.58	1.34	0.46
	同比	243%	1021%	68%	185%	29%	61%	98%	149%	83%	25%	67%	422%	80%	186%	109%
上海家化	佰草集	1,308	465	1,453	918	2,783	4,137	808	1,567	855	1,308	9,545	0.32	0.78	1.11	0.32
	同比	44%	-64%	-57%	-33%	91%	87%	30%	85%	28%	46%	16%	-42%	56%	4%	52%
	玉泽	7,596	4,106	6,423	3,925	4,774	26,829	2,895	3,855	4,923	3,002	39,904	1.81	3.55	5.37	1.17
同比	144%	9%	-24%	-62%	-67%	251%	154%	166%	42%	-9%	15%	18%	10%	13%	93%	
逸仙电商	完美日记	25,032	22,274	20,456	18,302	21,802	26,996	12,258	17,786	16,330	8,965	43,033	6.78	6.71	13.49	4.64
	同比	-7%	17%	-36%	-1%	7%	-18%	-21%	-16%	-47%	-54%	-48%	-13%	15%	-1%	-31%
	小奥汀	5,410	3,147	4,800	3,239	2,679	4,981	2,257	2,163	2,421	1,370	7,029	1.34	1.09	2.43	0.68
同比	149%	27%	44%	-25%	-52%	-34%	-62%	-73%	-65%	-68%	-56%	67%	-38%	-5%	-67%	
上市公司主品牌抖音小店数据（月度单位万元，季度以上数据单位亿元）																
珀莱雅	珀莱雅	3,101	4,198	4,029	5,128	6,197	6,177	9,764	7,846	6,596	11,202	8,392	1.13	1.75	2.88	2.42
	彩棠		100	179	297	186	246	325	421	256	1,024	792		0.07	0.10	0.10
丸美	丸美		34	258	1,154	250	1,713	247	1,396	921	1,519	2,118		0.31	0.34	0.26
贝泰妮	薇诺娜		260	1,916	987	1,150	1,695	1,427	4,670	4,818	9,304	9,294		0.38	0.60	1.09
水羊股份	御泥坊		641	1,467	1,420	1,429	1,126	3,224	2,197	1,813	3,853	1,112		0.40	0.61	0.72
	润百颜		66	265	198	652	738	841	1,942	1,114	1,902	1,303		0.16	0.19	0.39
华熙生物	夸迪				5	210	491	399	4,214	1,140	3,954	3,946		0.07	0.07	0.58
	米蓓尔		136	785	343	341	295	646	874	499	1,212	595		0.10	0.19	0.20
逸仙电商	完美日记		838	958	1,289	318	2,351	1,574	2,210	2,560	3,623	5,830		0.40	0.58	0.63

数据来源：淘数据、开源证券研究所

2.2.3、双十一：国货龙头品牌表现优异

2021年双十一大促，全网口径护肤、彩妆品类表现较好，从品牌角度看销售额前十以海外为主。总量口径角度看，根据星图数据，2021年双十一期间美妆护肤全网销售额547亿元，同比+35.5%。护肤方面，全网口径双十一当天销售额排名前三分别为欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻；国货品牌薇诺娜跻身前十，表现优异。彩妆方面，全网口径双十一当天销售额排名前三分别为圣罗兰、雅诗兰黛、阿玛尼；国货品牌方面完美日记、三熹玉、花西子跻身前三。

表8：全网护肤、彩妆品类 TOP 品牌以海外为主

护肤				彩妆			
排名	2021年 (双11当天)	2020年 (11.1-11.10)	2019年 (双11当天)	排名	2021年 (双11当天)	2020年 (11.1-11.10)	2019年 (双11当天)
1	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	1	圣罗兰	完美日记	完美日记
2	雅诗兰黛	欧莱雅	玉兰油	2	雅诗兰黛	花西子	美宝莲
3	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛	3	阿玛尼	魅可	雅诗兰黛
4	后	后	兰蔻	4	完美日记	雅诗兰黛	兰蔻
5	薇诺娜	资生堂	资生堂	5	三熹玉	三熹玉	阿玛尼
6	资生堂	SK-II	SK-II	6	花西子	圣罗兰	魅可
7	玉兰油	玉兰油	自然堂	7	魅可	兰蔻	花西子
8	SK-II	雪花秀	后	8	兰蔻	美宝莲	纪梵希
9	赫莲娜	海蓝之谜	百雀羚	9	纪梵希	阿玛尼	兰芝
10	科颜氏	薇诺娜	护舒宝	10	肌肤之钥	纪梵希	圣罗兰

资料来源：星图数据、开源证券研究所（2021年口径为双十一当天）

具体国货品牌方面：上市公司龙头品牌方表现优异。

贝泰妮：天猫渠道优异、多渠道放量；大单品表现亮眼。根据公司官方战报，2021年双十一：分渠道看，公司主品牌薇诺娜销售额位居天猫美容护肤类目 TOP6，蝉联国货 TOP1；京东官方店美妆排名 TOP2、京东自营店美妆排名 TOP10；唯品会美妆排名 TOP6；抖音美妆自播排名 TOP1；快手美妆类目 TOP6。除主品牌薇诺娜外，薇诺娜宝贝销售额位居天猫婴童护肤品类 TOP10。从大单品角度看，公司明星大单品舒敏保湿特护霜全网销售额超 400 万瓶，近期主推新品薇诺娜舒缓修护冻干面膜全网销售量超 200 万盒，大单品表现持续亮眼。

图10：薇诺娜品牌 2021 年双十一继续表现优异



资料来源：薇诺娜官微

图11：舒敏保湿特护霜全网销售量超 400 万瓶



资料来源：薇诺娜官微

上海家化：多平台发力，多品牌亮眼。根据**公司官方战报**：(1)分渠道看：2021年双十一公司电商全渠道同口径增长38%，表现优异，其中天猫涨幅超35%，拼多多涨幅超200%。(2)分品牌看：玉泽全渠道增长超70%；典萃天猫旗舰店增长5倍；启初全渠道增长月25%（其中京东增长60%，拼多多增长370%）。除此之外，公司还加码店铺自播，店铺自播同比达4倍，店内GMV占比30%。

图12: 上海家化电商全渠道同口径增长38%



资料来源：上海家化官方公众号

图13: 上海家化多品牌表现亮眼



资料来源：上海家化官方公众号

华熙生物：双十一多品牌亮眼，大单品表现突出。根据**公司官方战报及亿邦动力网**：(1)润百颜：双十一全渠道销售额破3.25亿元，全年累计销售额突破十亿元。分渠道看，天猫润百颜旗舰店自播稳居新锐美妆总榜第一，成交额同比增速超过280%；京东自营旗舰店同比增速超106%。(2)夸迪：双十一全渠道销售额破5.3亿，其中天猫平台双十一累计突破3.5亿元(+530%)，表现优异。(3)BM肌活：双十一期间位居爽肤水类目国货TOP1，表现亮眼。(4)米蓓尔：双十一期间天猫同比增长+360%，明星产品“小粉水”、“蓝绷带”表现优异。

图14: 华熙生物旗下润百颜、夸迪表现优异



资料来源：亿邦动力网

图15: 华熙生物旗下肌活、米蓓尔表现优异



资料来源：Bio-MESO 官微

2.2.4、行业新闻：国家药监局公布儿童化妆品专属标志等

数字化大众美妆零售连锁品牌独写完成 4500 万元 A 轮投资。11 月 1 日消息，近日数字化大众美妆零售连锁品牌 ONLY WRITE 独写完成 4500 万元 A 轮投资。ONLY WRITE 独写以 100%扫码下单的去 BA 化购物模式、前店后仓及创新组合产品模式为其特色。（来源：联商头条）

天猫双十一首日美妆行业直播成交超 2020 年双十一全波段直播。11 月 3 日消息，天猫双十一爆发期首日，美妆行业超 2020 年双 11 全波段直播成交，赫莲娜、资生堂、兰蔻、欧莱雅、科颜氏、雅萌、海蓝之谜、后等 9 个商家自播间破亿。其中，雅诗兰黛品牌自播间 47 分钟破亿，雅萌自播间 5 小时成交破亿，cocoichosme 品牌自播间 1 小时超 2020 年全年。（来源：亿邦动力网）

国产美妆品牌“Heylulu”完成近千万元 Pre-A 轮融资。11 月 4 日消息，近日国产美妆品牌“Heylulu”完成近千万元 Pre-A 轮融资。Heylulu 主打单款爆品，目前的销售渠道在线上以天猫和抖音平台为主，与超头部达人建立深度合作关系，线下与美妆集合店调色师有稳定的合作关系。（来源：未来消费 APP）

高效护肤品牌“鲜即”完成数千万元天使轮融资。11 月 10 日消息，近日高效护肤品牌“鲜即”完成数千万元天使轮融资，投资方为青松基金（领投）、众麟资本。（来源：亿邦动力网）

10 月化妆品零售总额 310 亿元。11 月 15 日，国家统计局数据公布，10 月份化妆品零售总额 310 亿元，同比增长 7.2%，环比下降 2.2%；1-10 月化妆品零售总额为 3097 亿元，同比增长了 16.7%。2021 年前 10 个月的化妆品零售额，从 4 月开始增速明显放缓并呈现持续下滑的态势，到 7 月直接从两位数增长降至 2.8%，环比下降 36.9%，到 8 月增幅归零；9 月化妆品零售额增速开始回升，到十月回升至 7.8%，但与上半年的两位数增速还有较大差距。（来源：化妆品观察）

高端口腔美护品牌“清之科研”完成数千万元融资。11 月 17 日消息，近日高端口腔美护品牌“清之科研”宣布完成数千万元 Pre-A 轮融资。该品牌现已推出泡泡漱口丸、便携式香氛漱口水、便携式香氛口腔喷雾三个产品系列，共 11 个 SKU。（来源：36 氪）

花西子斥资 5000 万成立美妆集团公司。11 月 24 日消息，近日浙江宜格美妆集团有限公司成立，注册资本 5000 万人民币，经营范围包含：化妆品批发、化妆品零售、企业总部管理、企业管理咨询、财务咨询、普通货物仓储服务、互联网销售等，该公司由花西子关联公司浙江宜格企业管理集团有限公司全资持股。（来源：未来消费 APP）

化妆品电商梅晔生物完成数亿元 B 轮融资。11 月 26 日消息，近日化妆品电商梅晔生物完成数亿元 B 轮融资。该公司主营凌博士、FMFM、自然旋律三个品牌。梅晔生物研发的理念是从功能性产品出发，该市场近年来呈高速增长状态。（来源：未来消费 APP）

国家药监局发布儿童化妆品标志。12 月 1 日，为加强儿童化妆品监督管理，提升儿童化妆品辨识度，保障消费者知情权，国家药品监督管理局首次组织制定了儿童化妆品标志——“小金盾”。国家药监局要求，儿童化妆品标志应按照规定图案，按比例标注在销售包装容易被观察到的展示面的左上方，清晰易识别。（来源：化妆品观察）

2.3、化妆品公司公告：鲁商发展化妆品子公司引入战投等
表9：化妆品行业公司公告荟萃：鲁商发展化妆品子公司引入战投等

公司	公告
珀莱雅	关于股东权益变动的提示性公告 根据公司 11 月 3 日公告，截至 11 月 1 日，公司股东方玉友先生累计减持 282.76 万股，占总股本 1.4%，减持后持股 19.7%；根据公司 11 月 6 日公告，截至 11 月 5 日，公司股东侯军呈先生累计减持 204.39 万股，占总股本 1.02%，减持后持股 35.10%。
	关于持股 5%以上股东部分股份解除质押的公告 根据公司 11 月 13 日公告，公司股东方玉友先生持有公司股份 3866.96 万股，占目前公司总股本的 19.23%。本次股份质押解除后，方玉友先生所持公司股份累计质押股份数量 646 万股，占其所持有公司股份总数的 16.71%。
贝泰妮	关于全资子公司取得营业执照的公告 根据公司 11 月 24 日公告，公司全资子公司海南贝泰妮私募基金管理有限公司已完成工商注册登记手续，并取得海南省市场监督管理局核发的《营业执照》，注册资本 4000 万元整。
	关于全资子公司取得实用新型专利的公告 根据公司 11 月 4 日公告，公司全资子公司诺斯贝尔近日收到国家知识产权局颁发的《实用新型专利证书》。本实用新型涉及一种分区护理型面膜，包括若干采用不同功效的护理成分的功能区域，使得一张面膜可以同时具有多种不同功效，针对性地对皮肤进行护理。
青松股份	关于全资子公司取得实用新型专利的公告 根据公司 11 月 18 日公告，公司全资子公司诺斯贝尔近日收到了国家知识产权局颁发的《实用新型专利证书》，产品是一种乳液泵用的过滤头。
	关于全资子公司取得实用新型专利的公告 根据公司 11 月 26 日公告，其全资子公司诺斯贝尔近日收到了国家知识产权局颁发的《实用新型专利证书》，产品包括面膜袋输送装置、换向的面膜袋输送装置、膜液分离软性袋封口装置以及面膜自动上料装置。
	关于持股 5%以上股东股份解除质押的公告 根据公司 11 月 29 日公告，公司股东林振宇先生所持有的公司部分股份解除质押，本次解除质押股份数量为 9500 万股，解除质押完成后，张轩松先生累计持有本公司股份数量约为 2445 万股，占公司总股本的 10.24%。
仁和药业	关于使用闲置募集资金进行现金管理到期赎回并归还至募集资金专户的公告 根据公司 11 月 16 日公告，截至本公告披露之日，公司所购买的收益凭证均已按期赎回。公司累计使用闲置募集资金用于现金管理的总额度为 90,000 万元，累计取得的现金管理收益为 1,222 万元。公司已将用于现金管理的 45,000 万元闲置募集资金、闲置募集资金现金管理产生的收益全部归还至募集资金专用账户，使用期限未超出授权期限。
鲁商发展	关于全资子公司引入战略投资者进展情况的公告 根据公司 11 月 24 日公告，确定南通招华贰号新兴产业投资基金合伙企业、广西腾讯创业投资有限公司等组成的联合购买体，为山东福瑞达生物股份有限公司增资扩股投资方。
丸美股份	关于使用闲置募集资金购买理财产品的公告 根据公司 11 月 12 日公告，公司使用部分闲置募集资金购买了 3.2 亿元理财产品。
哈三联	关于公司盐酸昂丹司琼注射液通过一致性评价的公告 根据公司 11 月 1 日公告，公司于近日收到国家药品监督管理局核准签发的药品补充申请批准通知书，公司产品盐酸昂丹司琼注射液通过了仿制药质量和疗效一致性评价。盐酸昂丹司琼注射液主要适用于控制癌症化疗和放射治疗引起的恶心呕吐；亦适用于预防和治疗手术后的恶心呕吐。

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（underperform）	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（underperform）	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