

“618”的赢家与新趋势：

直播电商驱动“618”，头部美妆国货份额提升

2022年06月22日

推荐

维持评级

➤ **“618”整体销售情况：“疫情+消费疲软”下，整体实现韧性增长，直播电商增速亮眼，看好直播电商、新零售和社区团购等新电商平台后续发展潜力。1) 整体概况：2022年“618”整体销售额录得正增长，展现消费韧性。**据星图数据，2022年“618”全网交易总额（不含新零售和社区团购）为6959亿元人民币，同比增20.29%。**2) 各平台具体表现：以直播电商的为首的新电商增长迅速，传统综合平台销售额较去年持平。**①直播电商销售额1445亿元，同比增124%，表现亮眼，行业成长之下格局切换。受淘系头部主播停播影响，今年抖音快手超越阿里直播平台点淘，位列第一第二，抖音依靠“商城场景+搜索场景”显著带动销量，商家参与力度提升，并且在构建正向达人带货价值导向下，培育直播黑马“东方甄选”；快手平台上品牌商家GMV同比增长515%，超过1800万消费者连续三年在快手616期间下单；②疫情之下，具备“便捷”属性的新零售展现高成长，社区团购借势疫情培育消费习惯。新零售销售额为224亿元，同比增26%；社区团购销售额达153亿元，同比增15.4%。③传统综合平台在疫情反复物流受阻情况下整体几乎零增长，京东依靠稳固的供应链以及3C品类厂商的大力促销表现亮眼，销售额同比增10.3%。

➤ **消费品类表现分化，必选消费品表良好，家电一骑绝尘，运动户外、清洁洗护展现高成长。**家用电器全网销售额达879亿元，同比增长6.7%，品类销售额排名第一，拼多多平台家电全品类销售额规模同比增103%。我们认为主要和疫情下居家时间变长，带动厨房/清洁电器销售额增长有关。运动户外/洗护清洁同比分别+9.1%/+33.1%。

➤ **新东方直播带货账号“东方甄选”演绎现象级破圈，人均价值和转化率仍有较大上升空间。1) 内外因共振助力东方甄选破圈：**抖音流量扶持+头部主播停播下，东方甄选获得流量优势，公司通过多次尝试探索出“教师团队+直播运营+供应链”合理模式，以“双语带货”等知识输出为吸引点，辅以娓娓道来的风格吸引了一大批教育标签的粉丝。**2) 定位农产品，GMV和粉丝数量节节攀升。**据飞瓜数据，6月1日至6月20日，东方甄选直播间预估销售额达4.2亿元，粉丝数量达1700万人，近半月涨粉1646万人。**3) 整体呈现“高用户停留时长+低人均价值、低转化率”一高两低特征，对标头部主播，人均价值和低转化率有2-3倍提升空间。**

➤ **美妆“618”大促跟踪：天猫大盘基本持平，美妆消费向高品质、强功效转化趋势明显，头部国货表现亮眼。大盘：**天猫美妆实现GMV225亿元，同比基本持平，其中美容护肤GMV184亿元/yoy+3%，彩妆GMV40亿元/yoy-13.3%；抖音美妆实现GMV70亿元，相比2021年6月整月增长52%，其中美容护肤GMV52亿元，彩妆13亿元。**品类：**高价&强功效品类精华、面霜逆势增长，分别同比增长34%/17%，成交均价分别增长50/30元，展现较强的增长韧性及盈利能力，消费升级趋势明显。**品牌：**天猫旗舰店销售额Top50中的国货护肤品牌份额上升1.62pct至13.7%，头部彩妆国货份额略有下降，总体上升0.68pct至15.96%；华熙生物/薇诺娜/珀莱雅在“天猫+抖音”渠道分别共实现GMV7.61/7.83/4.67亿元，其中珀莱雅/彩棠/薇诺娜/夸迪/米蓓尔品牌在天猫渠道分别同比增长84%/261%/22%/150%/255%。

➤ **投资建议：**持续看好头部国货份额提升，推荐贝泰妮、华熙生物、珀莱雅；建议关注研发持续跟进的上海家化、丸美股份、鲁商发展、巨子生物等美妆标的。

➤ **风险提示：**消费恢复不及预期，新冠疫情反复，第三方数据统计误差

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
688363.SH	华熙生物	145.84	1.63	2.04	2.76	89	71	53	推荐
300957.SZ	贝泰妮	207.30	2.04	3.05	3.87	102	68	54	推荐
603605.SH	珀莱雅	152.90	2.87	3.53	4.37	53	43	35	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年06月22日收盘价）



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

相关研究

- 零售周观点：商贸零售 22Q2 业绩前瞻：医美美妆及培育钻石龙头维持较高增速
- 零售周观点：美妆品牌 5 月&“618”数据追踪：“618”天猫大盘正增长，国货表现亮眼
- 零售周观点：抖音美妆 5 月大盘稳定高增，美团 2022Q1 商品零售增长强劲
- 零售周观点：“618”折扣及预售数据对比，看行业分化趋势
- 黄金珠宝行业深度报告：从产品本质到供需两侧，探索价值符号的生意经

目录

1 “618”电商复盘：整体展现韧性增长，看好直播电商等新平台发展潜力	3
1.1 “618”整体概况：直播电商驱动“618”增长，消费品类表现分化	3
1.2 东方甄选破圈效应显著，人均价值和转化率仍有较大提升空间	7
2 美妆“618”复盘：美妆消费向高品质、强功效转化，头部国货表现亮眼.....	9
2.1 大盘：天猫护肤低位增长，抖音实现强势高增	9
2.2 品类&产品：精华、面霜品类增长韧性较强，国货产品力不断提升.....	10
2.3 品牌：头部护肤国货份额提升，大单品占比提升	13
3 投资建议	18
4 风险提示	19
插图目录	20
表格目录	20

1 “618” 电商复盘：整体展现韧性增长，看好直播电商等新平台发展潜力

1.1 “618” 整体概况：直播电商驱动“618”增长，消费品类表现分化

1.1.1 平台表现：综合电商销售额持平，直播电商表现亮眼，格局切换下抖快赶超阿里

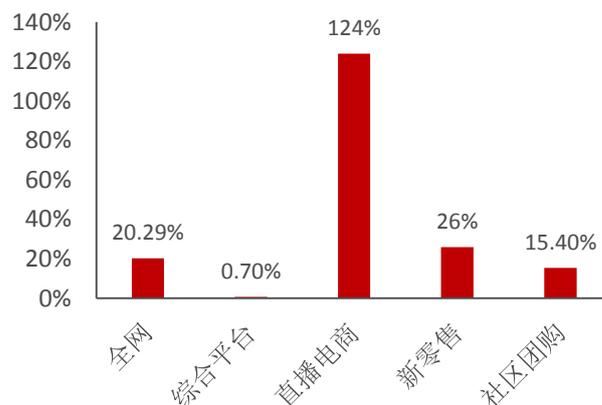
疫情反复、消费疲软以及头部主播缺席下，2022年“618”整体销售额录得正增长，展现消费韧性，直播电商增速亮眼。据星图数据统计，2022年“618”大促期间全网交易总额（不含新零售和社区团购）为6959亿元人民币，同比增20.29%，其中直播电商销售额增速为124%，表现亮眼。

图 1：2018-2022 年全网“618”销售额



资料来源：星图数据，民生证券研究院

图 2：2022 年“618” 各类平台销售额增速



资料来源：星图数据，民生证券研究院

从几大平台来看，综合平台销售额与去年持平，直播电商、新零售、社区团购表现亮眼，带动“618”增长：

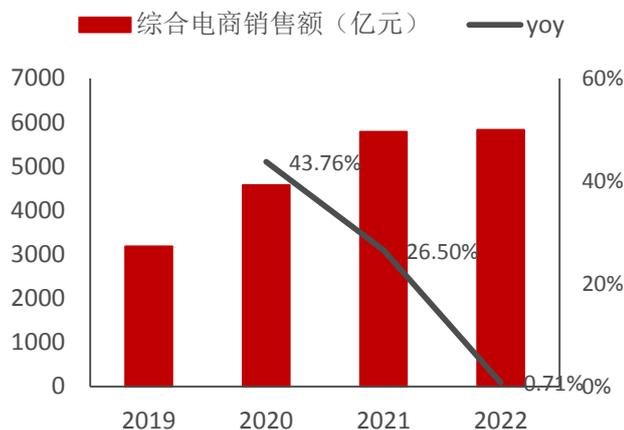
综合平台销售额持平，前三平台保持去年位次，京东表现亮眼。据星图数据，综合电商平台度过史上最难“618”，销售总额达5826亿元，较去年同期仅增长0.7%。在综合电商中，前三甲与往年并无差别，天猫依旧稳居首位，京东紧随其后，拼多多位列第三。

■**京东**：从“618”数据披露上来看，京东依靠稳固的供应链以及3C品类厂商的大力促销表现亮眼，2022年“618”实现销售额3793亿元，高基数下同比增10.33%，远高于综合平台整体增速，与此同时今年天猫、拼多多均未披露销售额。

■**拼多多**：未披露具体销售额数据，大促启动以来，家电全品类销售额规模增长103%，美妆产品拼单量增长122%，日化品类销售额同比增长110%。

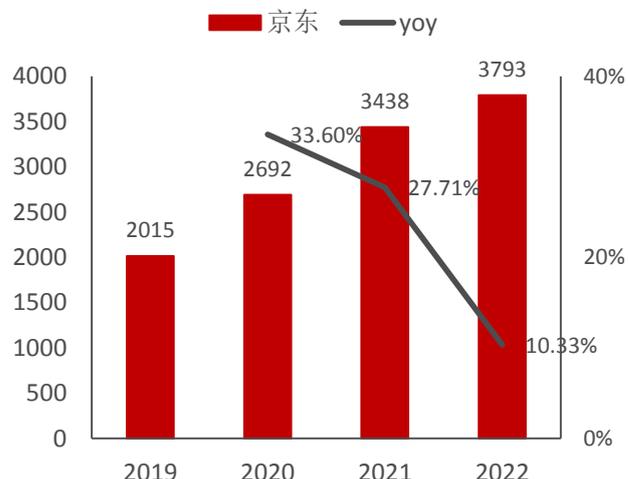
■**阿里(天猫+淘宝)**: 据阿里戴珊, 阿里“618”实现正增长, 整体上今年阿里更注重体验端, 通过加大折扣力度和商家补贴来提升消费者和商家的交易体验。根据魔镜数据, 数据显示, 天猫的美妆、家电、食品饮料部分交易额均出现不同程度的下滑。

图 3: 综合电商 2019-2022 年销售额 及增速



资料来源: 星图数据, 民生证券研究院

图 4: 2019-2022 京东“618”销售额 (亿元) 及增速



资料来源: 京东黑板报, 民生证券研究院

直播电商平台发力大促节点, 销售额破千亿, 表现亮眼, 行业格局切换, 抖音快手后来居上。

2022 年直播电商“618”销售额为 1445 亿元, 同比增 124%。直播电商平台销售额前三甲分别为抖音、快手和点淘, 其中阿里的直播平台点淘受其头部主播缺位影响, 不敌抖音快手, 排名第三, 较去年相比发生较大变化, 2021 年直播电商平台份额最大为阿里系。

从主播带货情况来看 (不包含点淘), 快手头部主播带货能力更胜一筹, 带货前两名为快手平台的“蛋蛋”、“小周梦啊”, 带货总额分别为 15.96 亿元, 10.59 亿元, 第三名为抖音平台的“广东夫妇”, 带货额为 4.94 亿元, 相较第二名差距略大。

■**抖音: “商城场景+搜索场景”显著带动销量, 商家参与力度提升。**据抖音“618”战报, 今年“618”抖音的直播总时长为 4045 万小时, 挂购物车短视频播放量 1151 亿次, 商城场景带动销量同比增 514%, 搜索场景带动销量同比增 293%, 参与商家数量同比增 159%, 并且在构建正向达人带货价值导向下, 培育出直播黑马“东方甄选”。

■**快手: 品牌商家 GMV 同比增长超 5 倍。**据快手 616 购物节数据, 616 期间 (5 月 20 日-6 月 19 日), 快手平台上品牌商家 GMV 同比去年 616 增长 515%, 其中小米、天海藏、特步成为 GMV 排名 TOP3 品牌, 韩熙贞、雅鹿、OPPO 成为涨粉 TOP3 品牌。用户层面看, 超过 1800 万消费者连续三年在快手 616 期间下单。

表 1: 2021 年和 2022 年“618”主播带货情况

主播	所属平台	交易额 (亿元)
2021 年“618”		
某薇*主播	淘宝	59
某李姓主播	淘宝	54
某雪*主播	淘宝	32
天猫超市	淘宝	28
烈儿宝贝	淘宝	19

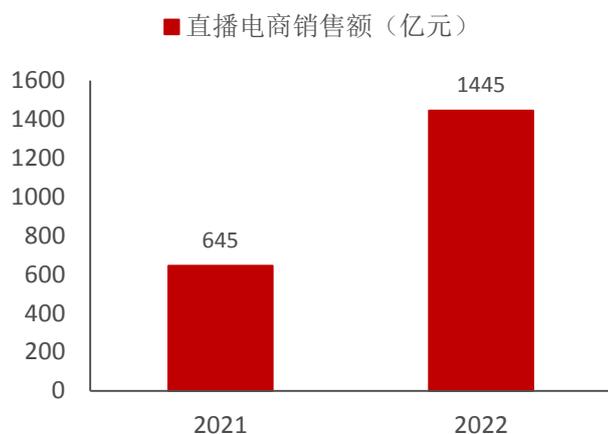
2022年“618”

蛋蛋	快手	16
小周梦啊	快手	11
广东夫妇	抖音	4.9
时大漂亮	快手	4.6
董先生	抖音	3.9

资料来源：星图数据，民生证券研究院

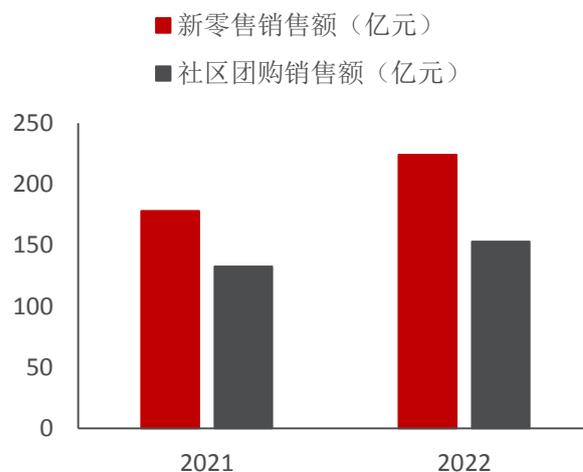
疫情之下，具备“便捷”属性的新零售平台表现出成长性，此外疫情也培育了消费者“社区团购”的行为，社区团购实现较快增长。受疫情持续影响，综合电商平台物流受到一定冲击，新零售平台物流较综合电商平台更快捷，部分消费者向新零售平台倾斜，其销售额达 224 亿元，较去年同期增长 26.0%。平台销售额前 3 分别为京东到家、美团闪购、淘鲜达，其中美团闪购超越淘鲜达成第二名。上半年疫情反复下，社区团购平台成为抗疫中的“奇兵”，一定程度上培养了用户的消费习惯，“618”期间销售额达 153 亿元，较去年同比增 15.4%，多多买菜、美团优选和兴盛优选分别为行业前三。

图 5：2021-2022 年直播电商销售额



资料来源：星图数据，民生证券研究院

图 6：新零售&社区团购 2021-2022 销售表现



资料来源：星图数据，民生证券研究院

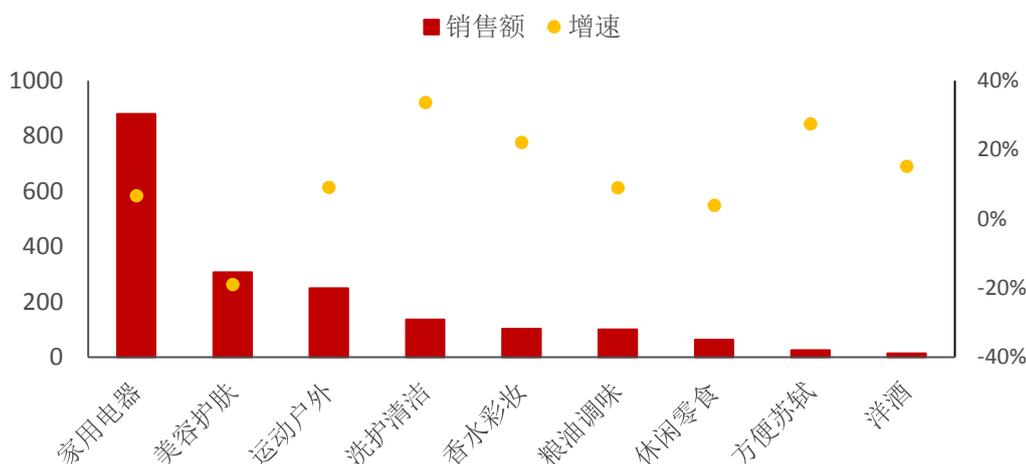
1.1.2 品类表现：家用电器一骑绝尘，运动户外、洗护清洁展现高成长

从综合热门销售品类来看，家用电器表现不俗，全网销售额达 879 亿元，同比增长 6.7%，销售额排名第一，其中家电品牌在今年拼多多“618”的战绩再创新高，全品类销售额规模同比增长 103%，实现翻倍增长。我们认为这主要要和疫情下居家时间变长，带动厨房电器和清洁电器销售额增长有关。

此外，运动户外和洗护清洁类目销售额为 249/136 亿元，同比各增 9.1%/33.1%。

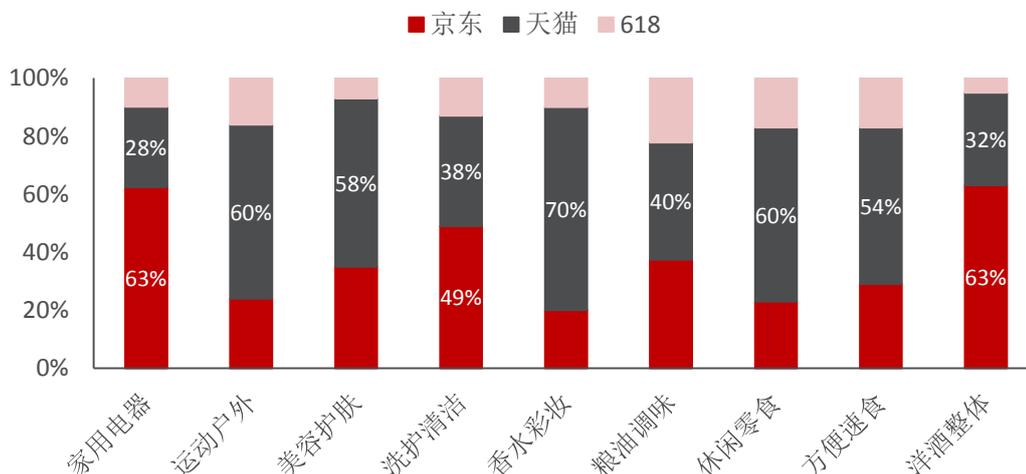
从平台分布来看，京东平台销售表现较好的是家用电器、洗护清洁以及洋酒，分别占整体品类的63%/49%/63%，淘宝平台以运动户外、美容护肤、香水彩妆、休闲零食和方便速食为主，占比分别为60%/58%/70%/60%/54%。

图7：2022年“618”全网细分品类销售额（亿元）及同比增速



资料来源：星图数据，民生证券研究院

图8：2022年“618”细分品类按平台销售分布情况



资料来源：星图数据，民生证券研究院

1.2 东方甄选破圈效应显著，人均价值和转化率仍有较大提升空间

内外因共振，东方甄选直播间上演现象级破圈。6月以来新东方抖音账号东方甄选销售数据与粉丝数量节节高升，实现破圈。据飞瓜数据，6月1日到6月20日，东方甄选直播间预估销售额达4.2亿元，日均销售额为2100万元，最高当日销售额为6587万元，近几日直播间销售额数据有所回落。从粉丝数量来看，东方甄选直播间粉丝数量已达1700万人，近15天涨粉1646万人，从观看人次来看，近7天日均观看人次达5000万人。

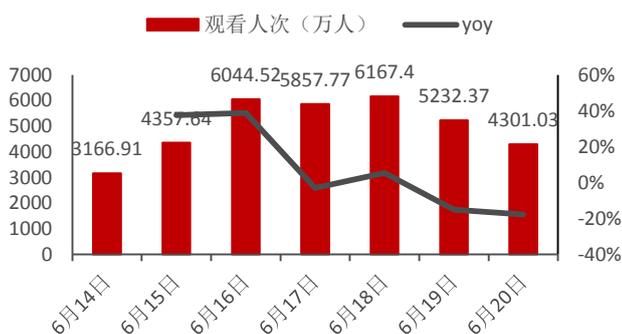
我们认为东方甄选在数据上的优异表现是内外因素共振的结构：**1) 外因**：①头部主播缺位带来的流量外溢扩散到各个平台；②出于东方甄选正能量的带货风格以及抖音推动企业直播间的趋势下，抖音平台对东方甄选进行流量扶持助力其破圈效应。**2) 内因**：公司通过持续的调整，在教师主播团队和直播运营模式上寻求到了较为合适的风格，不同于普通直播间平铺直叙的带货模式，东方甄选以“双语带货”、“英语知识点讲解”等文化内容为吸引点，以娓娓道来的风格吸引了一大批教育标签的粉丝。

图9：6月1日-6月20日东方甄选直播间每日销售额（万元）及增速



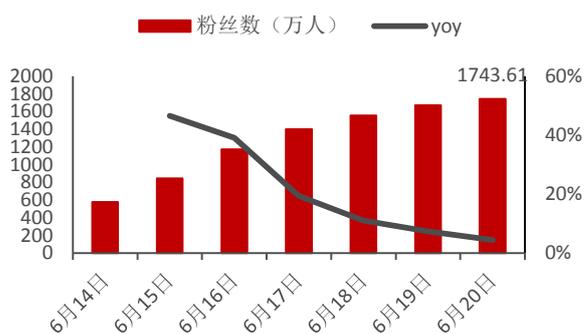
资料来源：飞瓜，民生证券研究院

图10：6月14日-6月20日东方甄选每日观看人次



资料来源：飞瓜，民生证券研究院

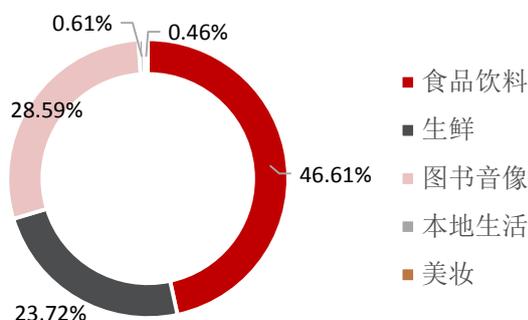
图11：6月14日-6月20日东方甄选累计粉丝数



资料来源：飞瓜，民生证券研究院

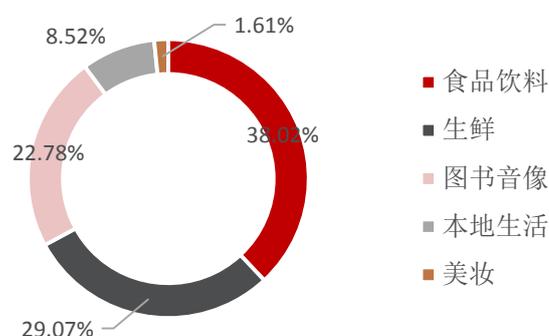
东方甄选定位农产品带货，从近 30 天销售量分布来看，公司带货主要集中在食品饮料、图书音像以及生鲜三大品类，各占比 46.61%/28.59%/23.72%。从近 30 天销售额分布来看，食品饮料/生鲜/图书音像各占比 38.02%/29.07%/22.78%。

图 12：近 30 天东方甄选商品销售量分布



资料来源：飞瓜，民生证券研究院

图 13：近 30 天东方甄选商品销售额分布



资料来源：飞瓜，民生证券研究院

目前东方甄选呈现高用户停留时长，低人均价值和转化率的特征，未来人均价值和转化率提升空间大。对比抖音平台头部主播的销售表现，东方甄选的近一周的平均停留时间最长，时间为 3 分 25 秒，但在人均价值和转化率方面较低，人均价值和转化率分别为 1 和 1.35%，我们认为“高用户停留时长+低人均价值和转化率”主要和直播间风格有关系，东方甄选的娓娓道来的直播风格下，部分用户浏览直播可能更关注内容而非货品，因此呈现出这样的特征，从高用户停留时长来看，目前东方甄选的客户对直播间的兴趣比较大，愿意为内容支付时间，有助于公司积攒粉丝以及加强粉丝粘性，从人均价值和转化率来看对比其他头部主播未来还有 2-3 倍的提升空间。

表 2：抖音头部主播销售表现

	东方甄选	大狼狗郑建鹏&言真夫妇	董先生	黄圣依	交个朋友	贾乃亮
粉丝数量 (万人)	1748	5267.8	2190.4	1352.8	1957.9	2676.8
近一周带货销售量 (万件)	464.7	227.8	169.9	325.1	54.3	85.2
近一周带货指数排名	1	2	3	4	5	6
近一周平均停留时长	3min29	2min6	2min53	1min51	1min24	2min39
近一周人均价值 (元)	1	2.6	2	1.6	3.1	2.40
近一周转化率 (件)	1.37%	2.61%	2.86%	4.16%	2.87%	2.42%

资料来源：飞瓜，民生证券研究院；

注：人均价值和转化率为飞瓜披露数据，粉丝数量为 6 月 21 日数据，最近一周指 6 月 15 日-6 月 21 日，人均价值=销售额/观看人数。

2 美妆“618”复盘：美妆消费向高品质、强功效转化，头部国货表现亮眼

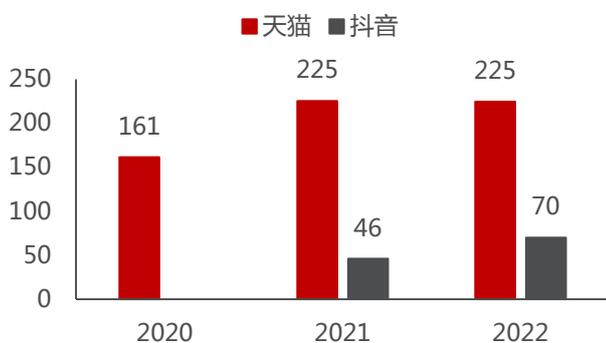
2.1 大盘：天猫护肤低位增长，抖音实现强势高增

自2021年7月开始，化妆品零售总额单月同比增速开始回落，2022年3月以来，化妆品零售总额增速转负；从线上渠道的销售额来看，天猫美妆大盘自2021年7月开始转负，仅在“双11”期间受到大促催化实现了较高的增长；而抖音、快手等直播电商平台处于快速增长阶段，抖音美妆单月GMV同比增速均超过100%。

在美妆行业整体承压，以及电商平台竞争结构变化的背景下，对于今年的“618”大促，天猫、抖音、京东都在不同程度及方面都增加了活动力度。通过对比电商平台的活动规则，我们发现①**所有平台均缩短了活动时长**，主要压缩了预售期，缩短了消费者的“冷静期”，能够在付完定金后更快付完尾款；②**所有平台的尾款交付时间由24:00移至20:00**，更加人性化；③**优惠力度普遍加大**，天猫的跨店满减由满200-30升级为满300-50，京东的跨店满减由满200-30升级为满299-50，抖音也设置了三个档次的满减优惠。

天猫美妆大盘：5月26日-6月20日，天猫美妆品类实现GMV 225亿元，同比基本持平，销量1.4亿件，同比下降7.26%，成交均价163元，同比上升11元；其中美容护肤实现GMV 184亿元，同比上升3.0%，销量9018万件，同比下降4.0%，均价205元，同比上升14元；彩妆实现GMV 40亿元，同比下降13.3%，销量4730万件，同比下降12.9%，成交均价85元，同比上升0元。

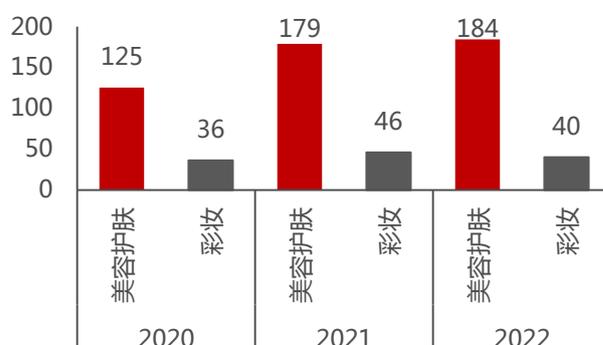
图 14：天猫/抖音“618”美妆大盘（单位：亿元）



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

注：图中2021年的抖音美妆大盘为6月整月GMV

图 15：天猫美容护肤/彩妆“618”销售额（单位：亿元）

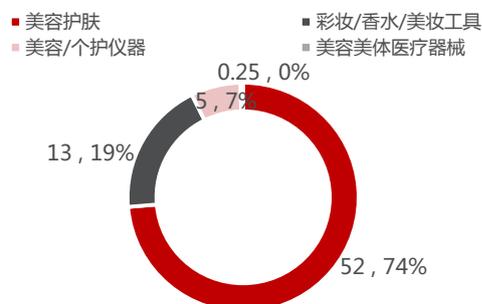


资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

抖音美妆大盘：6月1日-6月18日，抖音美妆品类实现预估销售额70亿元，相比2021年整个6月的美妆销售额46亿元，增长了52%。其中美容护肤、彩妆

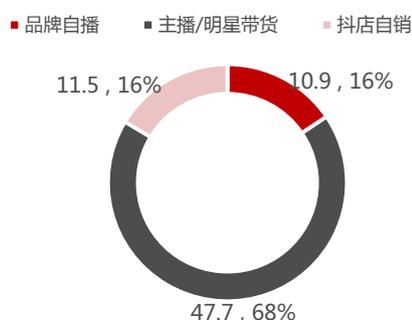
香水、美容个护仪器、美容美体医疗器械分别实现销售额 52/13/5/0.24 亿元。按推广方式来看，品牌自播号实现销售额 11 亿元，占比 16%。

图 16 : 抖音“618”美妆子类目结构(单位:亿元,%)



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

图 17 : 抖音“618”美妆推广方式结构(单位:亿元,%)



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

2.2 品类&产品：精华、面霜品类增长韧性较强，国货产品力不断提升

从天猫美妆“618”的细分品类情况来看，①美容护肤品类：精华、面霜等品类保持高增速的同时，均价进一步提升，护肤需求向强功效、高品质产品转化，展现消费升级新趋势。从品类趋势来看，销售额占比超过 1%的品类中，面部精华、乳液/面霜、洁面品类在护肤大盘增长仅 3% 的情况下，仍保持了较高的增速，其同比增速分别为+34%/+17%/+13%；从品类均价来看，除旅行装/体验装品类外(占比较小)，面部精华和乳液面霜的成交均价分别上升 50/30 元，贡献了主要的大类均价增长。我们认为，精华、面霜品类具有较好的增长韧性，以及较高的盈利能力，建议关注在该品类销售额靠前的品牌。

图 18：2022 年天猫美妆“618”细分品类销售额及均价变化

2022 “618”	销售额 (亿元)	yoy	占比	均价 (元)	yoy	2021 “618”	销售额 (亿元)	yoy	占比	均价 (元)
面部护理套装	40.2	-18%	22%	423	25	面部护理套装	48.8	81%	27%	398
面部精华 (新)	37.2	34%	20%	415	50	面部精华 (新)	27.7	44%	15%	365
面膜 (新)	21.0	-2%	11%	148	13	面膜 (新)	21.5	22%	12%	135
乳液/面霜	19.5	17%	11%	243	30	乳液/面霜	16.6	48%	9%	213
防晒 (新)	12.2	-14%	7%	138	2	防晒 (新)	14.2	34%	8%	136
洁面	10.8	13%	6%	114	13	眼部护理 (新)	10.4	15%	6%	311
眼部护理 (新)	9.6	-8%	5%	319	8	洁面	9.6	42%	5%	101
化妆水/爽肤水	8.1	-10%	4%	172	-5	化妆水/爽肤水	9.0	38%	5%	177
卸妆	7.0	-3%	4%	124	9	卸妆	7.2	116%	4%	115
身体护理 (新)	3.9	-45%	2%	115	22	身体护理 (新)	7.1	12%	4%	93
男士面部护理	3.2	-6%	2%	118	9	男士面部护理	3.4	11%	2%	109
身体清洁	1.5	/	1%	100	/	唇部护理 (新)	0.9	63%	0%	65
局部护理	1.4	/	1%	64	/	T区护理 (新)	0.8	15%	0%	102
T区护理 (新)	0.7	-7%	0%	91	-11	精油芳疗	0.5	-44%	0%	104
手部保养 (新)	0.7	28%	0%	61	-1	手部保养 (新)	0.5	-40%	0%	62
唇部护理 (新)	0.6	-28%	0%	65	0	面部磨砂/去角质	0.2	-38%	0%	70
精油芳疗	0.6	6%	0%	109	5	旅行装/体验装	0.2	72%	0%	79
旅行装/体验装	0.5	188%	0%	191	112	其他保养	0.2	-3%	0%	50
颈部护理	0.3	/	0%	123	/	足部护理	0.2	-53%	0%	50
面部磨砂/去角质	0.2	-48%	0%	74	4	胸部护理 (新)	0.1	-60%	0%	202
其他保养	0.1	-31%	0%	52	2	面部按摩霜	0.1	-25%	0%	113
足部护理	0.1	-22%	0%	59	9	美容服务	0.0	92908%	0%	187
男士身体护理	0.1	/	0%	96	/					
胸部护理 (新)	0.1	-62%	0%	162	-40					
面部按摩霜	0.0	-23%	0%	90	-23					
美容服务	0.0	176%	0%	131	-56					

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

② 彩妆品类：受到疫情下长时间戴口罩等因素的影响，彩妆整体消费需求较为疲软。从品类趋势来看，销售额占比超过 5% 的品类中仅有香水品类实现正增长，为 1%。从品类均价来看，销售额占比超过 5% 的品类中，面部彩妆（包括粉底、遮瑕、高光、腮红等）、香水为单价较高的单品品类，其均价分别上升了 18/8 元。我们认为，与美容护肤品类中的精华、面霜品类具有相似的性质，面部彩妆和香水是彩妆中更具盈利潜力的品类。

图 19：2022 年天猫彩妆“618”细分品类销售额及均价变化

2022 “618”	销售额 (亿元)	yoy	占比	均价 (元)	yoy	2021 “618”	销售额 (亿元)	yoy	占比	均价 (元)
面部彩妆	17.3	-9%	43%	157	18	面部彩妆	19.0	35%	41%	139
唇部彩妆	7.1	-26%	18%	88	-4	唇部彩妆	9.6	53%	21%	92
眼部彩妆	4.6	-27%	11%	59	-1	眼部彩妆	6.3	9%	14%	60
美容工具	4.0	-8%	10%	31	-1	美容工具	4.3	22%	9%	32
香水/香水用品	3.0	1%	7%	178	8	彩妆套装 (新)	3.0	14%	7%	239
彩妆套装 (新)	1.8	-41%	4%	252	13	香水	3.0	6%	6%	170
美甲工具	0.3	-14%	1%	26	-3	指甲油/美甲产品	0.4	-38%	1%	26
指甲油/美甲产品	0.3	-19%	1%	23	-3	美甲工具	0.4	-15%	1%	29
男士彩妆 (新)	0.1	-49%	0%	113	3	男士彩妆 (新)	0.2	71%	0%	110
旅行装/体验装	0.0	32%	0%	54	-1	旅行装/体验装	0.0	97%	0%	55
身体彩妆	0.0	52%	0%	18	-3	其它彩妆	0.0	14%	0%	127
CC霜	0.0	12%	0%	116	14	身体彩妆	0.0	-79%	0%	21
其它彩妆	0.0	-67%	0%	97	-30	CC霜	0.0	-91%	0%	102

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

从销售额前 10 的单品来看：2021 年唯一 Top10 的国货产品为玉泽的积雪草面膜，2022 年国货品牌的高端产品（夸迪焕颜次抛）也进入榜单，我们认为这得益于国货的产品力正在不断提升。国货大单品从低产品生命周期的面膜品类拓展至精华品类，均价也随之上升。

图 20：2022（上表）vs2021（下表）天猫“618”美妆品类销售额 Top10

品牌	产品名称	销售额 (千万元)	销量 (万件)	均价 (元)
海蓝之谜	修护精萃水150ml	22.0	9	2,500
欧莱雅	安瓶面膜20片玻尿酸精华补水保湿	12.9	29	442
资生堂	悦薇水乳套装紧颜亮肤紧致保湿补水	12.2	8	1,440
OLAY玉兰油	抗糖小白瓶光感烟酰胺革糖素美白精华液补水	10.8	20	549
夸迪	5D玻尿酸焕颜次抛精华液30mlz	10.1	18	558
欧莱雅	安瓶面膜玻尿酸补水保湿淡纹25片	10.1	18	549
OLAY玉兰油	抗糖小白瓶光感烟酰胺革糖素美白精华液补水	9.5	28	219
HR赫莲	黑绷带面霜	9.1	2	3,795
OLAY玉兰油	淡斑小白瓶烟酰胺sdl色淡林	8.6	16	545
米蓓尔	玻尿酸海茴香白松露乳液面膜	8.4	95	88

品牌	产品名称	销售额 (千万元)	销量 (万件)	均价 (元)
Whoo/后	天气丹花献光彩紧颜水乳护肤品套装	20.6	13	1,590
蒂佳婷	补水保湿舒缓修护面膜	15.0	24	635
欧莱雅	升级安瓶面膜补水提亮20片	10.1	21	489
玉泽	积雪草安心修护干面膜*1盒	9.2	57	161
雅诗兰黛	小棕瓶熬夜眼霜	8.7	17	520
欧莱雅	紫熨斗眼霜破色因	8.4	27	314
兰蔻	菁纯臻颜焕亮眼霜20ml	7.7	7	1080
欧莱雅	安瓶面膜升级版玻尿酸保湿20片装	7.7	16	489
欧莱雅	安瓶面膜升级版玻尿酸精华补水保湿亮肤15片	7.7	16	471
雅诗兰黛	第七代小棕瓶精华	7.5	10	752

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图 21：2022（上表）vs2021（下表）天猫“618”精华品类销售额 Top10

品牌	产品名称	销售额 (千万元)	销量 (万件)	均价 (元)
海蓝之谜	修护精萃水150ml	22.0	9	2500
Olay	抗糖小白瓶	10.8	20	549
夸迪	5D玻尿酸夸迪焕颜次抛精华液30mlz	10.1	18	558
Olay	抗糖小白瓶	9.5	29	329
Olay	淡斑小白瓶	8.6	16	545
Olay	淡斑小白瓶	7.7	19	412
娇兰	帝皇蜂姿修护黄金*复原蜜30ml*2	7.6	5	1520
欧莱雅	注白瓶	7.4	17	429
珀莱雅	双抗精华2.0	6.6	24	280
珀莱雅	早C晚A组合套装	6.6	11	578

品牌	产品名称	销售额 (千万元)	销量 (万件)	均价 (元)
雅诗兰黛	第七代小棕瓶精华	7.5	10	752
夸迪	5D玻尿酸焕颜次抛精华原液30ml	6.1	11	558
Olay	抗糖小白瓶	6.0	23	261
欧莱雅	第三代黑精华	5.9	16	357
城野医生	377美白淡斑精华18g	5.4	12	450
百植萃舒	百植萃舒缓亮颜精华30ml	5.0	17	288
娇兰	帝皇蜂姿修护复原蜜精华30ml*2	4.9	3	1,440
修丽可	色修精华2支装	4.6	4	1,190
珀莱雅	双抗精华液2.0	4.3	16	269
彤人秘	彤人秘日常防护精华露礼盒30mlx2	4.0	3	1,579

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图 22：2022（上表）vs2021（下表）天猫“618”面霜/乳液品类销售额 Top10

品牌	产品名称	销售额（千万元）	销量（万件）	均价（元）
赫莲娜	黑绷带面霜	9.1	2	3789
希思黎	全能乳液限量版	7.8	4	1,800
雅诗兰黛	胶原霜/白胶原霜	5.4	6	980
薇诺娜	特护霜	4.8	7	654
兰蔻	菁纯面霜	4.4	2	2040
露得清	a醇晚霜	4.0	40	100
娇韵诗	O椰面霜50ml*2	3.9	9	433
Olay	超红瓶面霜	3.8	10	385
夸迪	5D玻尿酸动能支撑轻龄霜50g	3.7	6	646
珂润	珂润面霜70g+40g敏感肌	3.5	9	401

品牌	产品名称	销售额（千万元）	销量（万件）	均价（元）
雅诗兰黛	胶原霜	4.2	4	950
露得清	a醇晚霜面霜	4.0	29	139
兰蔻	菁纯面霜	3.5	2	2234
希思黎	全能乳液强韧修护	3.4	2	1800
雅诗兰黛	胶原霜	3.4	4	786
赫莲娜	黑绷带面霜	3.3	2	1898
修丽可	修丽可紧致塑颜面霜杜克A.G.E.玻色因	2.3	1	1,760
珀莱雅	红宝石面霜	2.2	7	309
珂润	保湿滋养乳霜40g*2	2.2	6	376
SK-2	大红瓶面部精华面霜	2.2	2	1,310

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

2.3 品牌：头部护肤国货份额提升，大单品占比提升

“618”合计情况分标的看：（注：魔镜数据仅展示销售额前 100 的品牌数据，未在榜单的品牌数据以/代替；除华熙生物外，其他数据为天猫+抖音渠道 GMV）

①**华熙生物**：根据官方“618 战报”：润百颜全渠道实现 GMV 3.56 亿元，其中天猫旗舰店 1.14 亿元，国货排名第 8，抖音 1.1 亿元，yoy+1000%，快手 5218 万元，京东旗舰店 1700 万元，抖音快手的明星/达人直播达成销售额 1.3 亿元；BM 肌活全渠道实现 1.2 亿元/yoy+187%，抖音自播 GMV 同比+1649.4%；夸迪全渠道实现 3.63 亿元/yoy+156%，国货美妆排名第 3，抖音品牌主理人枝樊樊直播总 GMV 破亿；米蓓尔全渠道实现 1.55 亿元/yoy+199%，天猫旗舰店 1 亿元/yoy+200%，抖音 3500 万元/yoy+640%，

②**珀莱雅**：珀莱雅/彩棠品牌分别实现 GMV6.68/1.15 亿元，合计 7.83 亿元；

③**贝泰妮**：薇诺娜品牌实现 GMV4.67 亿元；

④**丸美股份**：丸美/恋火品牌分别实现 GMV0.81/0.20 亿元，合计 1.01 亿元；

⑤**鲁商发展**：颐莲/瑗尔博士品牌分别实现 GMV0.77/1.27 亿元，合计 2.05 亿元；

⑥**逸仙电商**：完美日记实现 GMV1.27 亿元；

- ⑦上美集团：韩束/一叶子分别实现 GMV0.92/0.32 亿元，合计 1.25 亿元；
- ⑧毛戈平：实现 GMV0.65 亿元；
- ⑨巨子生物：可复美/可丽金品牌分别实现 1.68/0.17 亿元，合计 1.85 亿元。

图 23：部分上市公司 2022 “618” 天猫+抖音销售额合计情况

公司名称	品牌名称	天猫“618”销售额 (亿元)	抖音“618”销售额 (亿元)	合计	
上市公司	润百颜	0.90	0.76	1.65	
	华熙生物	夸迪	2.82	0.38	3.20
		米蓓尔	1.45	0.27	1.72
		BM肌活	0.48	0.56	1.03
		合计	5.64	1.97	7.61
	贝泰妮	薇诺娜	4.27	0.40	4.67
	上海家化	佰草集	/	0.05	0.05
		玉泽	0.35	0.05	0.40
		高夫	/	0.01	0.01
		合计	0.35	0.10	0.45
	珀莱雅	珀莱雅	5.69	0.98	6.68
		彩棠	0.90	0.25	1.15
		合计	6.59	1.24	7.83
	丸美股份	丸美	0.51	0.30	0.81
		恋火	0.14	0.05	0.20
		合计	0.65	0.36	1.01
	鲁商发展	颐莲	0.53	0.25	0.77
		瑗尔博士	1.15	0.12	1.27
合计		1.67	0.37	2.05	
逸仙电商	完美日记	1.09	0.19	1.27	
拟上市公司	上美集团	韩束	0.38	0.54	0.92
		一叶子	0.31	0.01	0.32
	合计	0.69	0.55	1.25	
	毛戈平	毛戈平	0.34	0.31	0.65
	巨子生物	可复美	1.37	0.31	1.68
可丽金		0.09	0.08	0.17	
合计	1.46	0.39	1.85		

资料来源：魔镜数据，飞瓜数据，民生证券研究院

从头部国货的市场份额来看，头部国货护肤品牌份额提升。在护肤和彩妆的 Top50 榜单中，2022 年“618”国货护肤品牌共实现 25.20 亿元销售额，占美容护肤大盘 13.66%/同比+1.62pct，国货彩妆品牌共实现 10.73 亿元销售额，占彩妆大盘 26.81%/同比-0.93pct，总计同比上升 0.68pct 至 15.96%。

表 3：美容护肤品牌的头部国货品牌份额上升

年度	品类	Top50 中的国货品牌销售额 (亿元)	占彩妆/护肤大盘的比例
2022	护肤	25.20	13.66%
	彩妆	10.73	26.81%
	合计	35.93	15.96%
2021	护肤	21.58	12.04%
	彩妆	12.81	27.74%
	合计	34.39	15.28%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院；

天猫美妆分品牌看：5 月 26 日-6 月 20 日，有 4 个国货品牌进入“618”美容护肤销售额

前 20，分别为珀莱雅（5）：实现销售额 5.7 亿元，同比+84%，均价 298 元；薇诺娜（7）：实现销售额 4.3 亿元，同比+22%，均价 203 元；夸迪（13）：实现销售额 2.8 亿元，同比+150%，均价 455 元；自然堂（18）：实现销售额 2.0 亿元，同比+2%，均价 103 元。有 9 个国货品牌进入“618”彩妆销售额前 20，其中 3 个为上市公司品牌，分别为完美日记（6）：实现销售额 1.1 亿元，同比-53%，均价 77 元；彩棠（10）：实现销售额 0.9 亿元，同比+261%，均价 179 元；PINK BEAR（15）：实现销售额 0.7 亿元，均价 87 元。

图 24：天猫护肤（上表）&彩妆（下表）品牌“618”累计销售额榜单（5.26-6.20）

排名	品牌	2022“618”销售额(亿元)	2021“618”销售额(亿元)	yoy	销售量(万件)	均价(元)
1	欧莱雅	12.8	11.8	8%	454	281
2	Olay	7.7	4.4	75%	234	330
3	雅诗兰黛	7.6	8.0	-5%	99	766
4	兰蔻	7.5	6.8	10%	83	898
5	珀莱雅	5.7	3.1	84%	191	298
6	海蓝之谜	4.5	2.9	55%	23	1982
7	薇诺娜	4.3	3.5	22%	210	203
8	资生堂	3.7	3.9	-4%	64	581
9	修丽可	3.5	2.8	21%	40	865
10	科颜氏	3.4	2.5	32%	82	408
11	HR	3.3	2.3	39%	11	2871
12	SK-II	3.0	3.3	-8%	28	1096
13	夸迪	2.8	1.1	150%	62	455
14	娇韵诗	2.6	1.6	68%	34	771
15	理肤泉	2.5	1.8	44%	137	184
16	美丽芳丝	2.2	2.6	-16%	125	176
17	黛珂	2.0	2.3	-11%	45	446
18	自然堂	2.0	2.0	2%	196	103
19	娇兰	1.8	1.2	48%	14	1318
20	希思黎	1.7	1.1	60%	11	1479
排名	品牌	2022“618”销售额(亿元)	2021“618”销售额(亿元)	yoy	销售量(万件)	均价(元)
1	花西子	1.5	2.3	-35%	97	152
2	Colorkey	1.4	2.7	-49%	199	70
3	3CE	1.4	2.2	-37%	95	144
4	YSL	1.2	1.4	-14%	26	455
5	MAC	1.2	1.0	18%	45	263
6	完美日记	1.1	2.3	-53%	141	77
7	Nars	1.0	0.6	60%	29	356
8	雅诗兰黛	1.0	1.2	-22%	22	440
9	玫珂菲	0.9	0.5	99%	26	341
10	TIMAGE/彩棠	0.9	0.2	261%	50	179
11	兰蔻	0.8	0.9	-17%	17	442
12	阿玛尼	0.7	1.2	-37%	17	437
13	橘朵	0.7	0.5	31%	125	58
14	CPB/肌肤之钥	0.7	0.6	17%	13	514
15	PINK BEAR	0.7	/	/	75	87
16	INTO YOU	0.6	0.2	212%	115	55
17	美宝莲	0.6	0.8	-27%	55	106
18	Joocyee/酵色	0.5	0.4	30%	65	82
19	卡姿兰	0.5	0.7	-29%	68	77
20	纪梵希	0.5	0.1	707%	11	467

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

抖音美妆分品牌看：5月26日-6月20日，有4个国货品牌进入“618”美容护肤销售额前20，分别为珀莱雅（5）：实现销售额 5.7 亿元，同比+84%，均价 298 元；薇诺娜（7）：实现销售额 4.3 亿元，同比+22%，均价 203 元；夸迪（13）：实现销售额 2.8 亿元，同比+150%，均价 455 元；自然堂（18）：实现销售额 2.0 亿元，同比+2%，均价 103 元。有 9 个国货品牌

进入“618”彩妆销售额前 20，其中 3 个为上市公司品牌，分别为完美日记（6）：实现销售额 1.1 亿元，同比-53%，均价 77 元；彩棠（10）：实现销售额 0.9 亿元，同比+261%，均价 179 元；PINK BEAR（15）：实现销售额 0.7 亿元，均价 87 元。

图 25：抖音美妆品牌“618”累计销售额榜单（6.1-6.18）

排名	品牌	预估销售额（千万元）	预估销售量（万件）	自播占比
1	WHOO/后	19.8	42.8	6%
2	雅诗兰黛	18.9	44.4	0%
3	雅萌	12.0	2.6	12%
4	SK-II	10.9	12.5	/
5	珀莱雅	9.8	44.4	44%
6	花西子	9.6	52.5	63%
7	欧莱雅	9.1	72.8	42%
8	amiro	8.1	4.1	35%
9	HR	7.6	2.0	/
10	润百颜	7.6	21.7	30%
11	兰蔻	7.4	17.5	14%
12	玉兰油	6.8	17.8	48%
13	Ulike	6.6	4.1	53%
14	奥伦纳素	6.3	5.2	35%
15	欧诗漫	6.1	51.5	22%
16	BIO-MESO肌活	5.6	3.1	19%
17	韩束	5.4	35.3	38%
18	肌先知	5.1	28.5	0%
19	银泰百货	4.5	6.9	3%
20	FV	4.4	64.0	13%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

从大单品占比来看，多数品牌均有提升。2022 年“618”薇诺娜、珀莱雅、彩棠、夸迪、米蓓尔、润百颜天猫旗舰店销售额前三的占比分别为 40%/49%/61%/79%/87%/57%。2021 年“618”的占比分别为 32%/36%/64%/88%/57%/46%。

图 26：2022 “618” 天猫旗舰店大单品销售及占比情况（5.26-6.20）

品牌	产品名称	销售额（千万元）	占比
	舒缓修护冻干面膜2盒	6.2	15%
薇诺娜	清透防晒乳50gSPF48PA+++	5.1	13%
	保湿特护霜	4.8	12%
	早C晚A组合	11.7	22%
珀莱雅	双抗精华2.0	10.7	20%
	双抗精华面膜2.0	3.9	7%
	高光修容盘唐毅三色一体盘哑光	2.9	32%
彩棠	妆前乳隔离霜	1.5	17%
	三色遮瑕盘	1.1	12%
	5D玻尿酸焕颜次抛精华液30ml	10.1	36%
夸迪	5D玻尿酸熬夜弹嫩盈透涂抹面膜50g	7.0	25%
	5D玻尿酸战痘次抛精华液30ml	4.9	18%
	玻尿酸海茴香白松露乳液面膜	8.4	58%
米蓓尔	蓝绷带面膜涂抹式	3.6	25%
	粉水干皮爽肤水补水保湿修护提亮水乳	0.6	4%
	屏障次抛精华敏肌修护舒缓玻尿酸	1.8	20%
润百颜	HACE次抛抗老精华a醇抗皱淡纹早c晚a玻尿酸	1.8	20%
	玻尿酸水润次抛精华液	1.6	17%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图 27：2021 “618” 天猫旗舰店大单品销售及占比情况（5.25-6.20）

品牌	产品名称	销售额（千万元）	占比
	清透防晒乳50g*2	6.0	17%
薇诺娜	舒缓修护冻干面膜2盒	2.8	8%
	薇诺娜特护霜50g*2	2.5	7%
	双抗精华液2.0	4.3	14%
珀莱雅	烟酰胺面膜	3.3	11%
	红宝石精华液2.0	3.3	11%
	大师高光修容盘唐毅三色一体盘哑光鼻影	0.6	24%
彩棠	大师妆前乳唐毅打底隔离霜	0.6	23%
	大碗散粉唐毅大师蜜粉	0.4	17%
	5D玻尿酸焕颜次抛精华原液30ml	6.1	54%
夸迪	5D玻尿酸战痘次抛精华原液30ml	3.1	28%
	5D玻尿酸蕴能紧致轻龄眼霜18g	0.7	6%
	樱花粉水修护润养精华水100ml*2瓶	1.6	40%
米蓓尔	蓝绷带修护涂抹式睡眠面膜	0.4	9%
	轻龄紧致修护面膜蓝绷带涂抹面膜	0.3	8%
	玻尿酸屏障调理次抛敏感肌精华原液	2.4	21%
润百颜	377小灯管VC精华液	1.4	13%
	玻尿酸原液水润次抛安瓶精华液	1.4	12%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

3 投资建议

美妆行业承压背景下，行业分化趋势逐渐清晰，头部国货品牌逆势突围，持续看好头部国货集中度提升，推荐贝泰妮、华熙生物、珀莱雅；建议关注研发持续跟进的丸美股份、鲁商发展、巨子生物等美妆标的。

表 4：重点公司盈利预测及估值（截至 2022.6.22）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	最新收 盘价 (元)	净利润(亿元)			利润增速			PE		
				21A	22E	23E	21A	22A	23E	21A	22E	23E
688363.SH	华熙生物	701.61	145.84	7.82	9.8	13.24	21.10%	25.20%	35.10%	89	71	53
300957.SZ	贝泰妮	878.12	207.30	8.63	11.24	15.35	58.82%	30.54%	36.60%	102	68	54
603605.SH	珀莱雅	430.28	152.90	5.76	7.1	8.76	23.20%	23.40%	33.70%	53	43	35

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：总市值和收盘价为 2022 年 6 月 22 日收盘时总市值和股价）

4 风险提示

1) **消费恢复不及预期。**若消费恢复不及预期，将会影响后续线上节庆活动。

2) **新冠疫情反复。**新冠疫情主要对快递物流和工厂开工造成影响，若不能及时发货，可能使得产品销售的退货率较高，之后的确认收入可能低于当前的 GMV。

3) **第三方数据统计存在误差。**“618”跟踪数据主要来自于魔镜数据、飞瓜数据等第三方数据商。数据不包含退货率等因素影响，且滞后 1-2 天发布，因此与实际数据可能存在一定偏差。

插图目录

图 1：2018-2022 年全网“618”销售额.....	3
图 2：2022 年“618”各类平台销售额增速.....	3
图 3：综合电商 2019-2022 年销售额 及增速.....	4
图 4：2019-2022 京东“618”销售额及增速.....	4
图 5：2021-2022 年直播电商销售额.....	5
图 6：新零售&社区团购 2021-2022 销售表现.....	5
图 7：2022 年“618”全网细分品类销售额及增速.....	6
图 8：2022 年“618”细分品类按平台销售分布情况.....	6
图 9：6 月 1 日-6 月 20 日东方甄选直播间每日销售额及增速.....	7
图 10：6 月 14 日-6 月 20 日东方甄选每日观看人次.....	7
图 11：6 月 14 日-6 月 20 日东方甄选累计粉丝数.....	7
图 12：近 30 天东方甄选商品销售量分布.....	8
图 13：近 30 天东方甄选商品销售额分布.....	8
图 14：天猫/抖音“618”美妆大盘（单位：亿元）.....	9
图 15：天猫美容护肤/彩妆“618”销售额（单位：亿元）.....	9
图 16：抖音“618”美妆子类目结构（单位：亿元，%）.....	10
图 17：抖音“618”美妆推广方式结构（单位：亿元，%）.....	10
图 18：2022 年天猫美妆“618”细分品类销售额及均价变化.....	11
图 19：2022 年天猫彩妆“618”细分品类销售额及均价变化.....	11
图 20：2022（上表）vs2021（下表）天猫“618”美妆品类销售额 Top10.....	12
图 21：2022（上表）vs2021（下表）天猫“618”精华品类销售额 Top10.....	12
图 22：2022（上表）vs2021（下表）天猫“618”面霜/乳液品类销售额 Top10.....	13
图 23：部分上市公司 2022“618”天猫+抖音销售额合计情况.....	14
图 24：天猫护肤（上表）&彩妆（下表）品牌“618”累计销售额榜单（5.26-6.20）.....	15
图 25：抖音美妆品牌“618”累计销售额榜单（6.1-6.18）.....	16
图 26：2022“618”天猫旗舰店大单品销售及占比情况（5.26-6.18）.....	17
图 27：2021“618”天猫旗舰店大单品销售及占比情况（5.25-6.20）.....	17

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1：2021 年和 2022 年“618”主播带货情况.....	4
表 2：抖音头部主播销售表现.....	8
表 3：美容护肤品类的头部国货品牌份额上升.....	14
表 4：重点公司盈利预测及估值（截至 2022.6.21）.....	18

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001