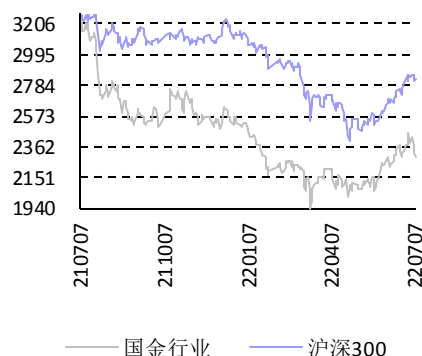


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金化妆品与日化指数	2297
沪深300指数	4443
上证指数	3364
深证成指	12936
中小板综指	13030



相关报告

1. 《二季度业绩前瞻，关注业绩超预期/靓丽标的-化妆品周报》，2022.7.3
2. 《“618”大促收官，优质国产品牌表现亮眼-5月化妆品专题》，2022.7.1
3. 《“6.18”临近收官，关注二季度业绩靓丽标的-化妆品周报》，2022.6.21
4. 《Q2（截止 6.10）大促助力天猫护肤较Q1改善-化妆品周报 0...》，2022.6.13
5. 《“6.18”大促行情持续兑现-化妆品周报 0605》，2022.6.5

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

蔡昕好 联系人
caixy@gjzq.com.cn

Q2 线上护肤有所回暖，优质国货品牌势起

投资建议

- 从电商跟踪数据来看，“618”大促催化下 Q2 线上护肤大盘有所回暖，优质国货龙头品牌增长靓丽，市场份额有望进一步提升，**品牌商**建议关注运营/产品力/营销等综合能力突出的头部优质美妆公司，如贝泰妮/珀莱雅/鲁商发展等；**原料商**继续推荐提价顺利&产能持续释放&Q2 业绩望快速增长的防晒剂龙头科思股份；**生产商**建议关注 Q3 疫后修复望出现业绩拐点的嘉亨家化。

6 月及 Q2 电商数据跟踪

- **大盘：**Q2 抖音+淘系护肤低个位数增长、增速环比 Q1 略有提升，彩妆受疫情影响较大、双位数下降。2Q22 抖音+淘系护肤大盘销售额 665 亿元、同增 4.3%（Q1 增速为 3.9%），其中 4 月同增 1.6%/5-6 月同增 5.1%；彩妆销售额 206 亿元、同降 14%，其中 4 月同降 23.8%/5-6 月同降 10%。
- ✓ **淘系：**1) **护肤：**Q2 护肤降幅环比 Q1 略有收窄、品牌表现分化，集中度提升趋势明显。2Q22 淘系（天猫+淘宝）护肤销售额 525 亿元、同降 11%（Q1 同降 12%）；Q2 国货品牌占据前二十榜单 4 席，珀莱雅/薇诺娜分别位列第 5、第 6。市占率来看，22Q2 淘系护肤 CR5/CR10/CR20 分别为 14.4%、22.3%、31.3%，同比提升 1.9/3.5/3.8PCT，环比 Q1 提升 2.9/3.5/3.6PCT。2) **彩妆：**2Q22 淘系彩妆销售额 165 亿元、同降 26%、降幅环比 Q1 扩大，其中 4 月同降 35%/5-6 月同降 22.9%；Q2 国货品牌占据前二十榜单 5 席，花西子/珂拉琪/完美日记分别位列第 2、第 8、第 12。增速来看，TOP20 品牌 Q2 销售额增速整体承压、量降价升，主要受疫情影响、出门场景减少导致彩妆需求疲软。
- ✓ **抖音：**低基数下实现快速增长，渠道红利仍在、地位愈发重要。2Q22 护肤 TOP300 品牌销售额 140 亿元、同增 181%、占淘系的 26.7%（同比提升 18.5PCT、较 Q1 提升 1.5PCT），彩妆 TOP300 品牌销售额 41 亿元、同增 180%、占淘系的 24.6%（同比提升 17.9PCT、较 Q1 提升 6.2PCT），加速分流。国际品牌“后来居上”，Q2 护肤 TOP10 榜单占据 7 席，国货新锐品牌/抖品牌仍占据彩妆榜单主导地位。
- **重点公司跟踪：**1) **贝泰妮：**薇诺娜 Q2 淘系+抖音 GMV 同增 42%，其中淘系同增 28%（增速较 Q1 放缓）、抖音同增 283%（增速较 Q1 提升）。2) **珀莱雅：**主品牌&彩棠 Q2 淘系+抖音 GMV 同增 83%、增速较 Q1 的 58%提升，其中淘系同增 75%、抖音同增 112%。珀莱雅 Q2 淘系+抖音 GMV 同增 74%、增速较 Q1 提升，其中淘系同增 73.4%（增速较 Q1 提升）、抖音同增 75%（高基数下依然实现快速增长）；彩棠 Q2 淘系+抖音 GMV 同增 181%，其中淘系同增 93%、抖音同增 882%。3) **华熙生物：**润百颜&肌活&米蓓尔&夸迪 Q2 淘系+抖音合计 GMV 同增 66%、增速较 Q1 略有提升，其中淘系同增 18%、抖音同增 471%，抖音保持快速增长。分品牌看，润百颜/肌活/米蓓尔/夸迪 Q2 淘系+抖音 GMV 分别同增 4%/208%/77%/96%。4) **鲁商发展：**瑗尔博士 Q2 淘系+抖音 GMV 同增 62%，其中淘系同增 39%、抖音同增 273%，淘系增速较 Q1 提升、抖音保持快速增长。颐莲 Q2 淘系+抖音 GMV 同增 38%、整体增速较 Q1 放缓，其中淘系同增 9%、抖音同增 184%。

风险提示

- 营销/渠道/新品发展不及预期，生产/代运营商大客户流失，数据跟踪误差。

内容目录

1、行业：Q2 线上护肤大盘有所回暖，优质国货品牌表现亮眼	4
1.1、淘系：Q2 护肤降幅环比 Q1 略有收窄、品牌表现分化，彩妆承压	4
1.2、抖音：低基数下实现高增，渠道红利仍在	6
2、重点公司跟踪	7
2.1、贝泰妮：多平台多款产品发力，销售持续靓丽	7
2.2、珀莱雅：主品牌高质增长，彩棠快速放量	8
2.3、华熙生物：抖音拓展效果显著、拉动整体增长	10
2.4、鲁商发展：瑗尔博士/颐莲延续良好增长态势	13
2.5、丸美：线上优化提效中，整体增长承压	15
3、投资建议	16
4、风险分析	17

图表目录

图表 1：淘系、抖音美妆大盘销售跟踪	4
图表 2：淘系+抖音护肤销售额及同比增速	4
图表 3：淘系+抖音彩妆销售额及同比增速	4
图表 4：淘系护肤/彩妆销售额及同比增速	5
图表 5：淘系护肤/彩妆均价	5
图表 6：22Q1-22Q2 淘系护肤 TOP20 品牌	5
图表 7：22Q1-22Q2 淘系彩妆 TOP20 品牌	6
图表 8：抖音护肤/彩妆 TOP300 品牌销售额及同比增速	6
图表 9：抖音护肤/彩妆占淘系的比重（%）	6
图表 10：22Q2 抖音彩妆/护肤 TOP20 品牌	6
图表 11：薇诺娜各平台 GMV 同比增速	7
图表 12：薇诺娜淘系月度 GMV 及同比增速	8
图表 13：薇诺娜淘系月度均价	8
图表 14：薇诺娜 6 月明星产品销售占比（淘系）	8
图表 15：薇诺娜抖音渠道月度 GMV	8
图表 16：薇诺娜 6 月抖音播主构成（按销售额）	8
图表 17：珀莱雅/彩棠各平台 GMV 同比增速	9
图表 18：珀莱雅/彩棠淘系月度 GMV 及同比增速	9
图表 19：珀莱雅/彩棠淘系月度均价	9
图表 20：珀莱雅/彩棠 6 月明星产品销售额占比（淘系）	9
图表 21：珀莱雅抖音渠道月度 GMV（百万元，%）	10
图表 22：珀莱雅 6 月抖音播主构成（按销售额）	10
图表 23：彩棠抖音渠道月度 GMV	10

图表 24: 近 30 天彩棠抖音播主构成 (按销售额)	10
图表 25: 润百颜/肌活/米蓓尔/夸迪各平台 GMV 同比增速	11
图表 26: 润百颜/米蓓尔/夸迪/肌活淘系月度 GMV (百万元)	12
图表 27: 润百颜/米蓓尔/夸迪/肌活淘系月度均价 (元)	12
图表 28: 润百颜/肌活/米蓓尔/夸迪 6 月明星产品销售额占比 (淘系)	12
图表 29: 润百颜抖音渠道月度 GMV (百万元, %)	13
图表 30: 米蓓尔抖音渠道月度 GMV (百万元, %)	13
图表 31: 夸迪抖音渠道月度 GMV (百万元, %)	13
图表 32: BM 肌活抖音渠道月度 GMV (百万元, %)	13
图表 33: 瑗尔博士/颐莲各平台 GMV 同比增速	13
图表 34: 瑗尔博士/颐莲淘系月度 GMV 及同比增速	14
图表 35: 瑗尔博士/颐莲淘系月度均价	14
图表 36: 瑗尔博士/颐莲 6 月明星产品销售额占比 (淘系)	14
图表 37: 瑗尔博士抖音渠道月度 GMV	15
图表 38: 瑗尔博士 6 月抖音播主构成 (按销售额)	15
图表 39: 颐莲抖音渠道月度 GMV (百万元, %)	15
图表 40: 颐莲 6 月抖音播主构成 (按销售额)	15
图表 41: 丸美各平台 GMV 同比增速	15
图表 42: 丸美淘系月度 GMV 及同比增速	16
图表 43: 丸美淘系月度均价	16
图表 44: 丸美 6 月明星产品销售占比 (淘系)	16
图表 45: 丸美抖音渠道月度 GMV	16
图表 46: 丸美 6 月抖音播主构成 (按销售额)	16

1、行业：Q2 线上护肤大盘有所回暖，优质国货品牌表现亮眼

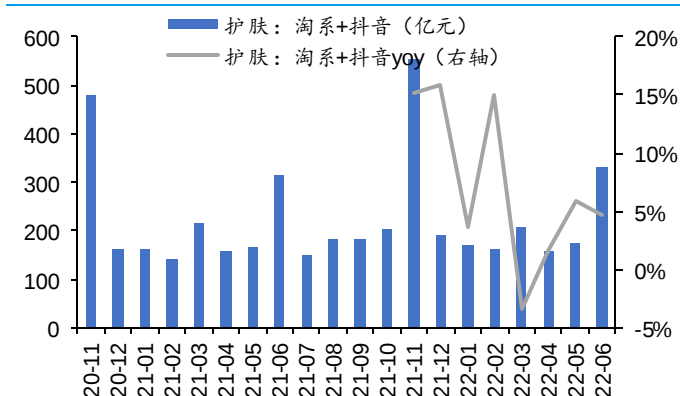
“618”大促催化下，Q2 线上护肤大盘有所回暖，抖音+淘系护肤低个位数增长、增速环比 Q1 略有提升，彩妆受疫情影响较大、双位数下降。2Q22 抖音+淘系护肤大盘销售额 665 亿元、同增 4.3%（Q1 增速为 3.9%），其中 4 月同增 1.6%/5-6 月同增 5.1%；彩妆销售额 206 亿元、同降 14%，其中 4 月同降 23.8%/5-6 月同降 10%。

图表 1：淘系、抖音美妆大盘销售跟踪

平台	品类	22-01	22-02	22-03	22-04	22-05	22-06	22Q1	22Q2
淘系	护肤（亿元）	138	129	165	121	126	279	432	525
	护肤yoy	-9.5%	-5.1%	-18.5%	-16.9%	-16.1%	-5.4%	-12.0%	-11.0%
	彩妆（亿元）	68	63	59	42	50	74	190	165
	彩妆yoy	-10%	-1%	-25%	-35%	-27%	-20%	-13%	-26%
抖音	护肤（亿元）	31.7	34.6	42.3	39.6	49.7	50.9	109	140
	护肤yoy	185%	445%	251%	216%	213%	156%	268%	181%
	彩妆（亿元）	11.8	12.1	11.1	10.5	15.1	15.1	35	41
	彩妆yoy	320%	342%	148%	146%	189%	171%	249%	180%
抖音占淘系比重	护肤	22.9%	26.9%	25.7%	32.8%	39.4%	18.3%	25.2%	26.7%
	彩妆	17.4%	19.2%	18.7%	25.2%	30.4%	20.5%	18.4%	24.6%
淘系+抖音	护肤（亿元）	170.0	163.1	207.0	160.1	175.8	329.4	540.2	665.3
	护肤yoy	3.6%	15.0%	-3.3%	1.6%	5.8%	4.8%	3.9%	4.3%
	彩妆（亿元）	80	75	70	52	65	89	225	206
	彩妆yoy	2.2%	12.7%	-15.5%	-23.8%	-11.3%	-9.2%	-1.2%	-14.0%

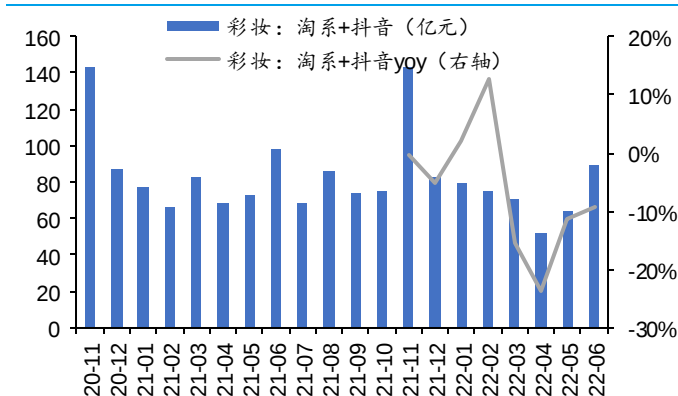
来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所（注：淘系统计口径为天猫&淘宝，下同）

图表 2：淘系+抖音护肤销售额及同比增速



来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

图表 3：淘系+抖音彩妆销售额及同比增速



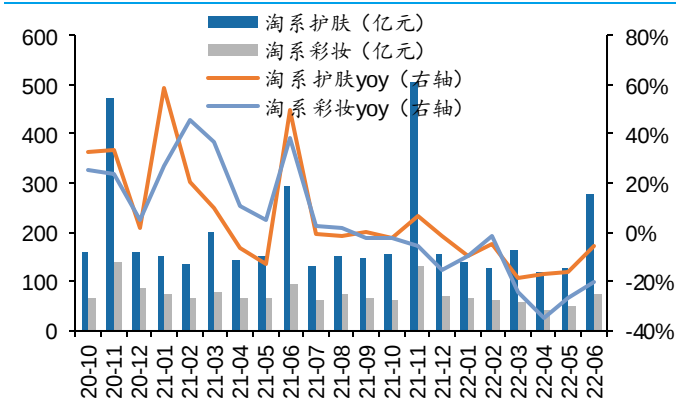
来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

1.1、淘系：Q2 护肤降幅环比 Q1 略有收窄、品牌表现分化，彩妆承压

2Q22 淘系（天猫+淘宝）护肤销售额 525 亿元、同降 11%（Q1 同降 12%）、降幅环比 Q1 略有收窄，其中 4 月同降 16.9%/5-6 月同降 9%；彩妆销售额 165 亿元、同降 26%、降幅环比 Q1 扩大，其中 4 月同降 35%/5-6 月同降 22.9%。

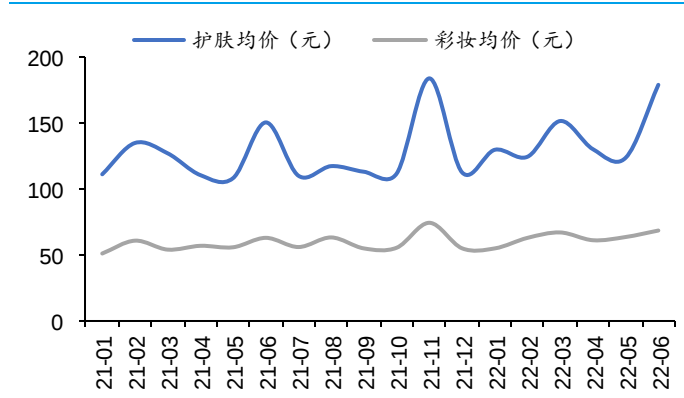
拆分量价来看，Q2 淘系护肤/彩妆销售额同比下降主要系疫情影响美妆需求、销量下降，Q2 淘系护肤销量同降 24.81%、均价同增 18.42%，Q2 淘系彩妆销量同降 33.3%、均价同增 10.4%。

图表 4：淘系护肤/彩妆销售额及同比增速



来源：魔镜数据，国金证券研究所

图表 5：淘系护肤/彩妆均价



来源：魔镜数据，国金证券研究所

淘系护肤：Q2 国货品牌占据前二十榜单 4 席，珀莱雅/薇诺娜分别位列第 5、第 6。增速来看，TOP20 品牌表现分化，功效性护肤品牌薇诺娜/理肤泉/修丽可增长稳健、分别同增 28%/25%/13%；珀莱雅表现亮眼、同增 73%、增速位列 TOP20 品牌第一，增长主要由价格驱动、Q2 销量同增 7.8%、均价同增 60.9%；超级国际头部品牌欧莱雅/雅诗兰黛/兰蔻增长承压、均个位数下滑，主要系销量同比下降。

淘系护肤集中度提升趋势明显。22Q2 淘系护肤 CR5/CR10/CR20 分别为 14.4%、22.3%、31.3%，同比提升 1.9/3.5/3.8PCT，环比 Q1 提升 2.9/3.5/3.6PCT。22Q2 薇诺娜/珀莱雅市占率分别为 1.7%、2.1%，同比提升 0.5PCT、1PCT。

图表 6：22Q1-22Q2 淘系护肤 TOP20 品牌

淘系护肤22Q2										淘系护肤22Q1			
排名	品牌	GMV亿元	市占率	yoy	销量(万)	yoy	均价(元)	yoy		品牌	GMV亿元	市占率	yoy
1	欧莱雅	21.0	4.0%	-1%	872.6	-5.8%	241	5.1%		雅诗兰黛	12.7	2.9%	-2.9%
2	雅诗兰黛	16.0	3.1%	-6%	361.6	-23.5%	443	23.3%		兰蔻	11.6	2.7%	-11.4%
3	兰蔻	15.4	2.9%	-5%	396.7	-31.0%	387	38.1%		欧莱雅	9.8	2.3%	-20.7%
4	玉兰油	12.3	2.3%	45%	405.6	23.1%	304	17.7%		海蓝之谜	7.9	1.8%	21.7%
5	珀莱雅	11.0	2.1%	73%	476.7	7.8%	230	60.9%		珀莱雅	7.6	1.8%	55.8%
6	薇诺娜	8.8	1.7%	28%	458.0	7.5%	192	19.1%		sk-ii	7.4	1.7%	-14.4%
7	sk-ii	8.4	1.6%	-13%	117.4	-27.2%	718	19.5%		资生堂	6.4	1.5%	-0.5%
8	海蓝之谜	8.4	1.6%	6%	87.2	0.8%	958	4.8%		玉兰油	6.2	1.4%	15.7%
9	资生堂	8.0	1.5%	-16%	235.4	-46.5%	340	57.1%		科颜氏	6.2	1.4%	1.9%
10	科颜氏	7.9	1.5%	9%	296.9	-7.1%	265	13.1%		薇诺娜	5.8	1.3%	62.0%
11	修丽可	6.3	1.2%	13%	120.5	36.4%	524	-17.1%		娇韵诗	5.2	1.2%	36.8%
12	娇韵诗	6.1	1.2%	40%	112.9	5.5%	544	33.0%		赫莲娜	4.4	1.0%	27.9%
13	赫莲娜	5.0	1.0%	-12%	52.7	-25.0%	950	17.0%		后	4.1	0.9%	-36.9%
14	理肤泉	4.8	0.9%	25%	266.5	16.3%	181	7.8%		修丽可	4.0	0.9%	-15.6%
15	芙丽芳丝	4.7	0.9%	-22%	294.8	-60.5%	161	97.0%		自然堂	3.8	0.9%	-8.1%
16	自然堂	4.5	0.9%	-4%	369.6	1.7%	122	-5.8%		理肤泉	3.7	0.8%	28.1%
17	黛珂	4.2	0.8%	-13%	129.3	3.4%	325	-15.7%		珂润	3.6	0.8%	1.9%
18	mistine	4.1	0.8%	44%	432.6	20.1%	96	19.7%		百雀羚	3.2	0.7%	5.6%
19	娇兰	3.8	0.7%	35%	50.7	-24.6%	746	79.6%		芙丽芳丝	3.2	0.7%	-10.8%
20	百雀羚	3.6	0.7%	-6%	289.8	-15.1%	123	10.3%		雪花秀	3.2	0.7%	-11.4%

来源：魔镜数据，国金证券研究所

淘系彩妆：Q2 国货品牌占据前二十榜单 5 席，花西子/珂拉琪/完美日记分别位列第 2、第 8、第 12。增速来看，TOP20 品牌 Q2 销售额增速整体承压、量降价升，主要受疫情影响、出门场景减少导致彩妆需求疲软。22Q2 淘系彩妆 CR5/CR10/CR20 分别为 11.7%、20.9%、32.8%，同比下降 2.4/2.8/1.9PCT，环比 Q1 下降 1.6/1.8/1.4PCT。

图表 7: 22Q1-22Q2 淘系彩妆 TOP20 品牌

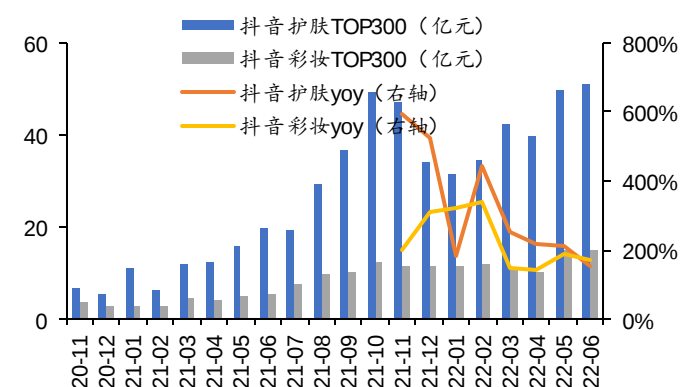
淘系彩妆22Q2									淘系彩妆22Q1			
排名	品牌	GMV亿元	市占率	yoy	销量(万)	yoy	均价(元)	yoy	品牌	GMV亿元	市占率	yoy
1	圣罗兰	5.3	3.2%	-14%	193.6	-29.7%	271	21.8%	圣罗兰	6.1	3.2%	-0.6%
2	花西子	3.6	2.2%	-53%	225.6	-52.4%	160	-1.8%	迪奥	5.2	2.8%	-4.6%
3	迪奥	3.6	2.2%	-33%	168.6	-54.9%	212	48.7%	chanel	4.8	2.5%	-4.0%
4	3ce	3.5	2.1%	-18%	261.5	-19.0%	135	0.9%	阿玛尼	4.7	2.5%	-10.0%
5	chanel	3.3	2.0%	-30%	109.0	-39.1%	306	15.3%	mac	4.6	2.4%	6.8%
6	阿玛尼	3.3	2.0%	-35%	142.0	-37.3%	230	3.9%	3ce	3.9	2.0%	15.8%
7	mac	3.2	2.0%	-11%	220.5	-26.8%	147	21.1%	花西子	3.8	2.0%	-54.0%
8	Colorkey	3.0	1.8%	-44%	492.0	-45.6%	60	2.4%	兰蔻	3.6	1.9%	-9.7%
9	nars	2.9	1.8%	-14%	148.1	-9.2%	197	4.2%	雅诗兰黛	3.3	1.7%	-8.1%
10	雅诗兰黛	2.9	1.7%	-26%	163.1	-27.7%	177	1.8%	nars	3.2	1.7%	42.4%
11	兰蔻	2.9	1.7%	-17%	140.6	-33.0%	204	23.2%	完美日记	2.9	1.5%	-61.9%
12	完美日记	2.5	1.5%	-64%	322.6	-66.4%	79	7.5%	Colorkey	2.9	1.5%	-40.3%
13	肌肤之钥	2.0	1.2%	-17%	62.9	-22.0%	322	5.8%	Tom Ford	2.8	1.5%	-11.0%
14	Tom Ford	1.9	1.2%	-32%	74.2	-29.0%	259	-4.4%	纪梵希	2.2	1.2%	-13.5%
15	into you	1.9	1.1%	113%	363.7	111.3%	51	0.8%	肌肤之钥	2.1	1.1%	14.7%
16	ake up for ev	1.7	1.0%	-2%	79.3	-8.5%	216	7.2%	尔木萄	1.9	1.0%	4.0%
17	尔木萄	1.7	1.0%	-3%	489.2	-1.9%	35	-4.4%	into you	1.9	1.0%	220.9%
18	纪梵希	1.7	1.0%	-37%	68.0	-42.9%	246	9.9%	卡姿兰	1.8	1.0%	-12.7%
19	卡姿兰	1.7	1.0%	-23%	221.4	-28.2%	75	6.7%	unny club	1.7	0.9%	-22.4%
20	植村秀	1.6	0.9%	-13%	95.3	-21.2%	164	9.9%	植村秀	1.7	0.9%	14.7%

来源: 魔镜数据, 国金证券研究所

1.2、抖音: 低基数下实现高增, 渠道红利仍在

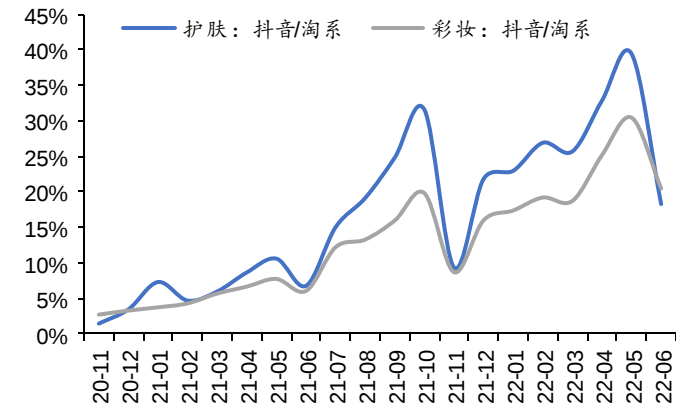
2Q22 护肤 TOP300 品牌销售额 140 亿元、同增 181%、占淘系的 26.7% (同比提升 18.5PCT、较 Q1 提升 1.5PCT), 彩妆 TOP300 品牌销售额 41 亿元、同增 180%、占淘系的 24.6% (同比提升 17.9PCT、较 Q1 提升 6.2PCT), 加速分流。

图表 8: 抖音护肤/彩妆 TOP300 品牌销售额及同比增速



来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表 9: 抖音护肤/彩妆占淘系的比重 (%)



来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

格局: 国际品牌“后来居上”, Q2 国际品牌占据 TOP10 榜单 7 席, 雅诗兰黛、SK-II、后分别位列第 1、第 3、第 4。国货品牌珀莱雅/欧诗漫进入榜单前十, 分别位列第 6、第 7。彩妆仍以国货新锐品牌/抖品牌占据主导, Q2 国货品牌占据 TOP20 榜单 16 席。

图表 10: 22Q2 抖音彩妆/护肤 TOP20 品牌

排名	品牌	Q2 销售额 (百万元)	市占率	排名	品牌	Q2 销售额 (百万元)	市占率
1	雅诗兰黛	546	3.9%	1	花西子	291	7.1%
2	肌先知	540	3.8%	2	FV	203	5.0%
3	SK-II	340	2.4%	3	朱莉欧	145	3.5%

4	后	325	2.3%	4	卡姿兰	110	2.7%
5	欧莱雅	324	2.3%	5	柏瑞美	106	2.6%
6	珀莱雅	323	2.3%	6	完美日记	104	2.5%
7	欧诗漫	265	1.9%	7	彩棠	87	2.1%
8	玉兰油	197	1.4%	8	珂拉琪	85	2.1%
9	兰蔻	185	1.3%	9	唐魅可	73	1.8%
10	海蓝之谜	184	1.3%	10	柳丝木	70	1.7%
11	肌活	180	1.3%	11	尔木萄	69	1.7%
12	奥伦纳素	166	1.2%	12	舞动奇迹	64	1.6%
13	韩束	157	1.1%	13	加藤	55	1.3%
14	薇诺娜	154	1.1%	14	媿妃特	54	1.3%
15	润百颜	153	1.1%	15	毛戈平	51	1.2%
16	自然堂	151	1.1%	16	滋色	50	1.2%
17	Mistine	150	1.1%	17	AKF	49	1.2%
18	阿芙	149	1.1%	18	爱敬	44	1.1%
19	赫莲娜	148	1.0%	19	酵色	40	1.0%
20	HBN	138	1.0%	20	INTO YOU	40	1.0%

来源：飞瓜数据，国金证券研究所

2、重点公司跟踪

2.1、贝泰妮：多平台多款产品发力，销售持续靓丽

薇诺娜 Q2 淘系+抖音 GMV 同增 42%、增速较 Q1 放缓，其中淘系同增 28%（增速较 Q1 放缓）、抖音同增 283%（增速较 Q1 提升）。

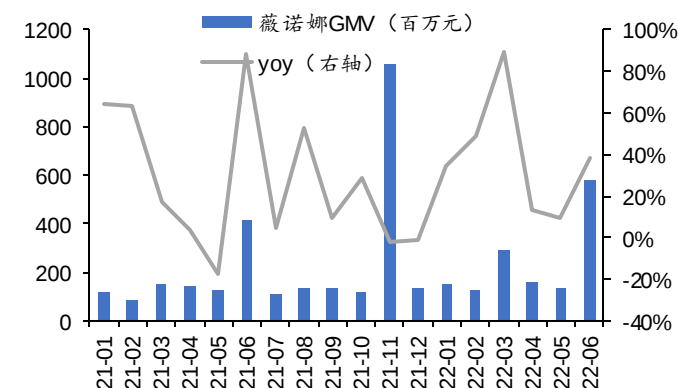
图表 11：薇诺娜各平台 GMV 同比增速

品牌	平台	22-01	22-02	22-03	22-04	22-05	22-06	22Q1	22Q2
薇诺娜	淘系	35%	49%	90%	14%	9%	39%	62%	28%
	抖音	170%	1248%	195%	231%	487%	176%	259%	283%
	淘系+抖音	51%	85%	101%	28%	50%	44%	81%	42%

来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

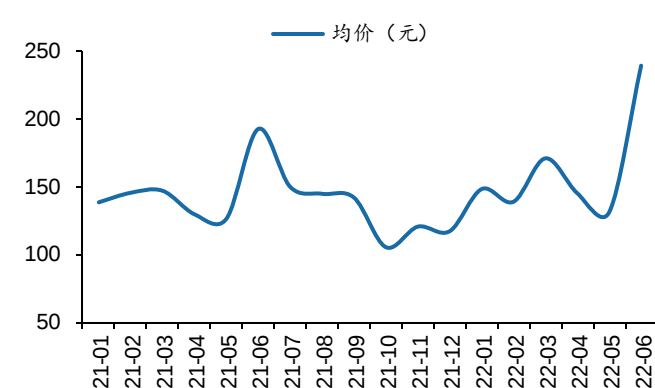
淘系：薇诺娜 Q2 淘系销售额 8.78 亿元、同增 28%，其中 4 月同增 13.8%，5-6 月销售额 7.15 亿元、同增 31.9%。分量价看，薇诺娜 Q2 淘系均价 192 元、同增 19%，销量同增 7%。产品方面，6 月 CR3 产品为保湿特护霜、冻干面膜、保湿修护精华液，分别占品牌 6 月总销售额的 18.8%、16.5%、9.1%，CR5 达 51.9%。

图表 12：薇诺娜淘系月度 GMV 及同比增速



来源：魔镜数据，国金证券研究所

图表 13：薇诺娜淘系月度均价



来源：魔镜数据，国金证券研究所

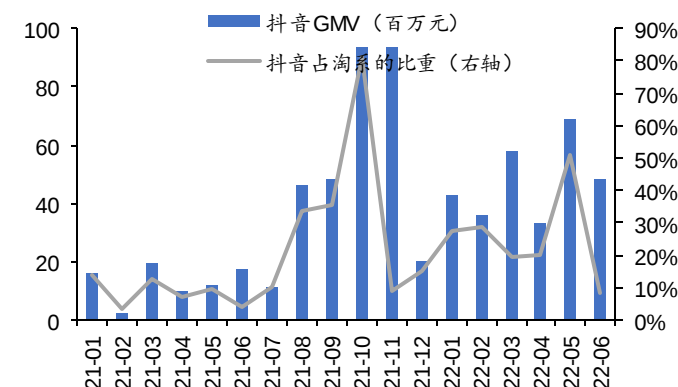
图表 14：薇诺娜 6 月明星产品销售占比 (淘系)

品牌	产品	销售额 (万元)	销售占比
薇诺娜	冻干面膜	9548	16.5%
	清透防晒乳	3177	5.5%
	保湿特护霜	10898	18.8%
	保湿修护精华液	5258	9.1%
	舒敏保湿喷雾	1161	2.0%
合计			51.9%

来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

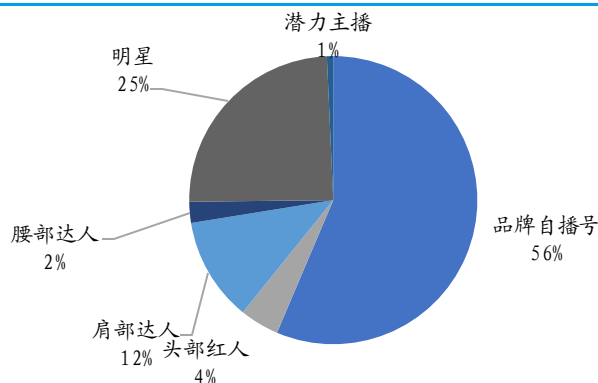
抖音：薇诺娜 6 月抖音销售额 4858 万元、同增 176%、占淘系的比重为 8.4%，Q2 抖音销售额 1.5 亿元、同增 283%、占淘系比重的 17.1%（同比提升 11.4PCT）。播主构成方面，薇诺娜以店铺自播为主，6 月品牌自播号销售额占比 56.39%，明星/肩部达人分别占比 24.47%、11.67%。

图表 15：薇诺娜抖音渠道月度 GMV



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

图表 16：薇诺娜 6 月抖音播主构成 (按销售额)



来源：飞瓜数据，国金证券研究所（注：统计时间为 22.6.1-22.6.2）

2.2、珀莱雅：主品牌高质增长，彩棠快速放量

主品牌&彩棠 Q2 淘系+抖音 GMV 同增 83%、增速较 Q1 的 58%提升，其中淘系同增 75%、抖音同增 112%。珀莱雅 Q2 淘系+抖音 GMV 同增 74%、增速较 Q1 提升，其中淘系同增 73.4%（增速较 Q1 提升）、抖音同增 75%（高基数下依然实现快速增长）；彩棠 Q2 淘系+抖音 GMV 同增 181%，其中淘系同增 93%、抖音同增 882%。

图表 17：珀莱雅彩棠各平台 GMV 同比增速

品牌	平台	22-01	22-02	22-03	22-04	22-05	22-06	22Q1	22Q2
珀莱雅	淘系	23%	59%	80%	60%	7%	108%	56%	73%
	抖音	24%	76%	130%	91%	87%	54%	79%	75%
	淘系+抖音	24%	63%	89%	69%	29%	99%	61%	74%
彩棠	淘系	1%	-34%	51%	-13%	51%	190%	-1%	93%
	抖音	312%	893%	601%	402%	1721%	882%	548%	882%
	淘系+抖音	24%	-2%	134%	40%	284%	251%	41%	181%
彩棠+珀莱雅	淘系	20%	40%	78%	49%	10%	116%	48%	75%
	抖音	40%	98%	162%	112%	144%	88%	102%	112%
	淘系+抖音	24%	53%	93%	65%	46%	111%	58%	83%

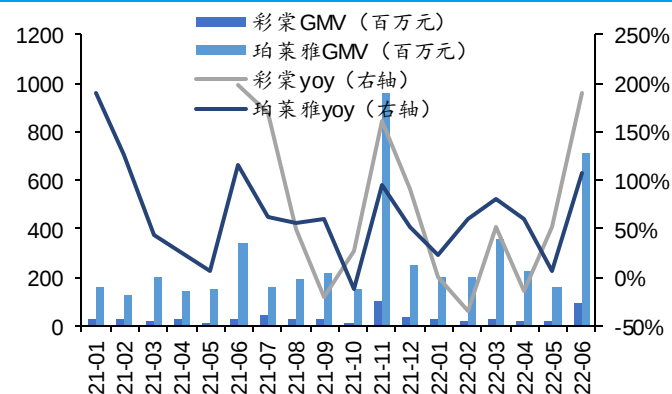
来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

■ 淘系：大单品持续发力、珀莱雅 Q2 均价同增 60.9% 彩棠“618”大促表现亮眼

珀莱雅 Q2 淘系销售额 10.96 亿元、同增 73.4%，其中 4 月同增 60.1%，5-6 月销售额 8.71 亿元、同增 77.2%。分量价看，珀莱雅 Q2 淘系均价 230 元、同增 60.9%，销量同增 7.8%。产品方面，6 月 CR3 产品为红宝石精华、双抗精华 2.0、双抗精华面膜，分别占品牌 6 月总销售额的 26.7%、17.2%、12.4%，CR5 达 65.7%。

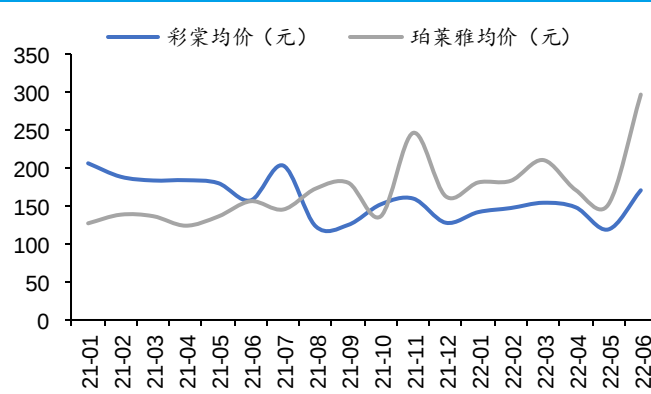
彩棠 Q2 淘系销售额 1.36 亿元、同增 93%，其中 4 月同降 13%，5-6 月销售额 1.14 亿元、同增 151.1%。分量价看，彩棠 Q2 淘系均价 157 元、同降 8%，销量同增 109%。产品方面，6 月 CR3 产品为大师高光修容盘 2.0、三色遮瑕盘、妆前乳，分别占品牌 6 月总销售额的 29.8%、27.8%、18.5%，CR5 达 87.5%。

图表 18：珀莱雅彩棠淘系月度 GMV 及同比增速



来源：魔镜数据，国金证券研究所

图表 19：珀莱雅彩棠淘系月度均价



来源：魔镜数据，国金证券研究所

图表 20：珀莱雅彩棠 6 月明星产品销售额占比（淘系）

品牌	产品	销售额（万元）	销售额占比	品牌	产品	销售额（万元）	销售额占比
珀莱雅	双抗精华 2.0	12251	17.2%	彩棠	大师高光修容盘 2.0	2823	29.8%
	红宝石精华	18952	26.7%		三色遮瑕盘	2626	27.8%
	红宝石面霜	3782	5.3%		妆前乳	1755	18.5%
	双抗精华面膜	8832	12.4%		双拼高光	732	7.7%
	源力精华	2869	4.0%		小圆管持妆粉底液	346	3.7%
合计			65.7%	合计			87.5%

来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

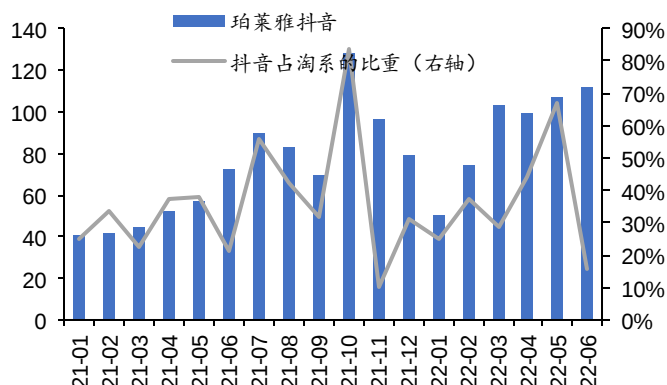
■ 抖音：珀莱雅高基数下延续快速增长，彩棠快速放量、Q2 抖音渠道销售额占淘系比例达 63.9%

珀莱雅 6 月抖音销售额 1.12 亿元、同增 54.2%、占淘系的比重为 15.7%，Q2 抖音渠道销售额 3.19 亿元、同增 75.1%、高基数下仍实现快速增长，占淘系比重的 29.1%（同比提升 0.28PCT）。播主构成方面，珀莱雅以店铺自播为主，6 月品牌自播号销售额占比 48.13%，明星/头部红人分别占比 11%、34%。

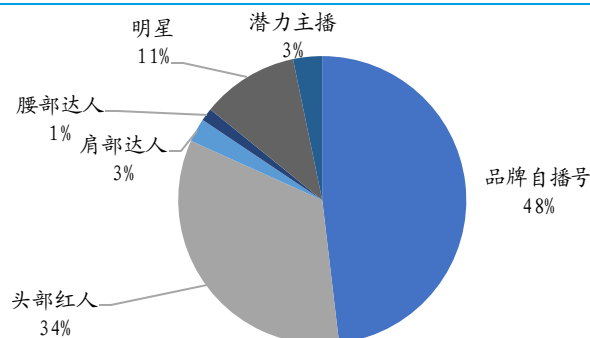
彩棠 6 月抖音销售额 3045 万元、同增 882%、占淘系的比重为 32.2%，Q2 抖音渠道销售额 8658 万元、同增 881.5%、抖音彩妆排名第 7，占淘系比重的 63.9%（同比提升 51.3PCT）。播主构成方面，彩棠以店铺自播为主，6 月品牌自播号销售额占比 49%。

图表 21：珀莱雅抖音渠道月度 GMV（百万元，%）

图表 22：珀莱雅 6 月抖音播主构成（按销售额）



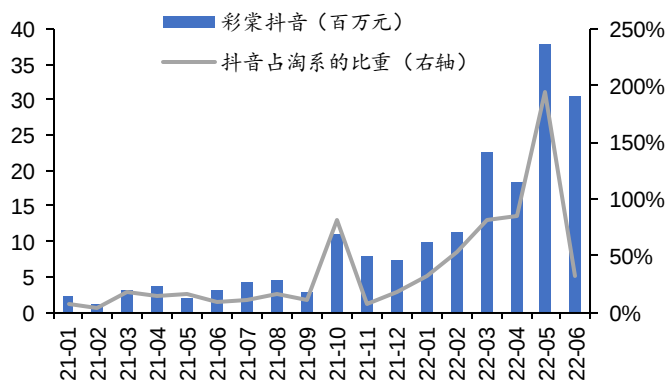
来源：飞瓜数据，魔镜数据，国金证券研究所



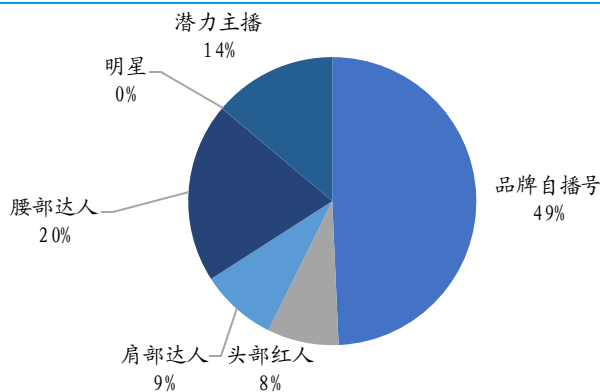
来源：飞瓜数据，国金证券研究所

图表 23：彩棠抖音渠道月度 GMV

图表 24：近 30 天彩棠抖音播主构成（按销售额）



来源：飞瓜数据，魔镜数据，国金证券研究所



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

2.3、华熙生物：抖音拓展效果显著、拉动整体增长

润百颜&肌活&米蓓尔&夸迪 Q2 淘系+抖音合计 GMV 同增 66%、增速较 Q1 略有提升，其中淘系同增 18%、抖音同增 471%，抖音保持快速增长。分品牌看，润百颜/肌活/米蓓尔/夸迪 Q2 淘系+抖音 GMV 分别同增 4%/208%/77%/96%。

图表 25：润百颜/肌活/米蓓尔/夸迪各平台 GMV 同比增速

品牌	平台	22-01	22-02	22-03	22-04	22-05	22-06	22Q1	22Q2
润百颜	淘系	13%	10%	-45%	-38%	-47%	-24%	-18%	-33%
	抖音	417%	565%	744%	407%	103%	467%	610%	302%
	淘系+抖音	33%	36%	-14%	-3%	-19%	18%	10%	4%
肌活	淘系	1%	32%	126%	-21%	47%	117%	50%	51%
	抖音	4833%	3408%	4561%	900%	1169%	795%	4215%	938%
	淘系+抖音	236%	253%	447%	82%	385%	238%	307%	208%
米蓓尔	淘系	7%	91%	141%	36%	-32%	87%	82%	49%
	抖音	125%	57%	99%	98%	244%	712%	93%	288%
	淘系+抖音	22%	85%	129%	50%	12%	120%	84%	77%
夸迪	淘系	-14%	-58%	-8%	-12%	-71%	192%	-26%	65%
	抖音	6444%	7447%	3040%	312%	533%	797%	4948%	584%
	淘系+抖音	53%	4%	34%	2%	-13%	222%	29%	96%
总计	淘系	1%	-5%	0%	-17%	-44%	64%	-1%	18%
	抖音	1384%	1195%	850%	380%	378%	625%	1062%	471%
	淘系+抖音	67%	58%	56%	21%	26%	110%	60%	66%

来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

■ 淘系：润百颜增长承压，肌活/夸迪 Q2 增速环比 Q1 提升

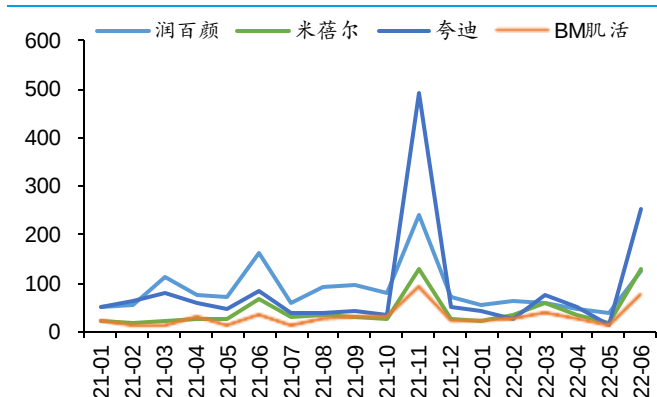
润百颜 Q2 淘系销售额 2.09 亿元、同降 33%，其中 4 月同降 37.56%，5-6 月销售额 1.62 亿元、同降 31.2%。分量价看，润百颜 Q2 淘系均价 177 元、同增 7%，销量同降 37%。产品方面，6 月 CR3 产品为屏障次抛精华、HACE 次抛抗老精华、白纱布面膜，分别占品牌 6 月总销售额的 17%、15%、5%，CR5 达 44%。

米蓓尔 Q2 淘系销售额 1.84 亿元、同增 49%，其中 4 月同增 35.6%，5-6 月销售额 1.49 亿元、同增 52.2%。分量价看，米蓓尔 Q2 淘系均价 73 元、同降 44%，销量同增 164%，主要系低单价海茴香/白松露乳液面膜销售火爆、占比提升。产品方面，6 月 CR3 产品为海茴香/白松露乳液面膜、蓝绷带涂抹面膜、粉水，分别占品牌 6 月总销售额的 37%、31%、5%，CR5 达 78%。

夸迪 Q2 淘系销售额 3.17 亿元、同增 65%，其中 4 月同降 11.6%，5-6 月销售额 2.66 亿元、同增 98.2%。分量价看，夸迪 Q2 淘系均价 345 元、同增 15%，销量同增 44%。产品方面，6 月 CR3 产品为熬夜涂抹面膜、焕颜次抛、战痘次抛，分别占品牌 6 月总销售额的 28%、27%、20%，CR5 达 88%。

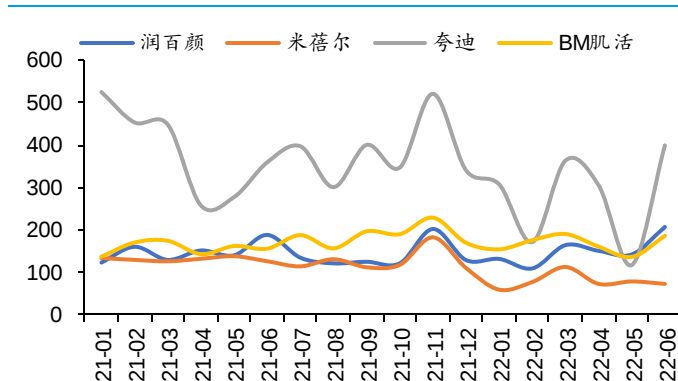
BM 肌活 Q2 淘系销售额 1.21 亿元、同增 51%，其中 4 月同降 21.1%，5-6 月销售额 9634 万元、同增 98.6%。分量价看，BM 肌活 Q2 淘系均价 170.88 元、同增 13%，销量同增 34%。产品方面，6 月 CR3 产品为糙米系列、小蓝棒、平衡控油乳，分别占品牌 6 月总销售额的 76%、6%、4%，CR5 达 90%。

图表 26：润百颜/米蓓尔/夸迪/肌活淘系月度 GMV（百万元）



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

图表 27：润百颜/米蓓尔/夸迪/肌活淘系月度均价（元）



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

图表 28：润百颜/肌活/米蓓尔/夸迪 6 月明星产品销售额占比（淘系）

品牌	产品	销售额（万元）	销售占比	品牌	产品	销售额（万元）	销售占比
润百颜	屏障次抛精华	2113	17%	米蓓尔	白松露乳液面膜	4796	37%
	HACE 次抛抗老精华	1885	15%		蓝绷带涂抹面膜	4094	31%
	白纱布面膜	639	5%		粉水爽肤水	712	5%
	美白次抛精华	436	4%		小蓝帽精华液	275	2%
	香槟水化妆水	386	3%		大白水玻尿酸爽肤水	224	2%
合计			44%	合计			78%
夸迪	熬夜涂抹面膜	7136	28%	BM 肌活	糙米系列（水乳、洁面膏、面膜等）	5917	76%
	动能支撑轻龄霜	2544	10%		小蓝棒	501	6%
	焕颜次抛精华	6835	27%		平衡控油乳	336	4%
	战痘次抛精华	5152	20%		磨皮身体乳	135	2%
	清润次抛精华	504	2%		微电流感眼霜	135	2%
合计			88%	合计			90%

来源：魔镜数据，国金证券研究所

■ 抖音：四大品牌均实现爆发式增长

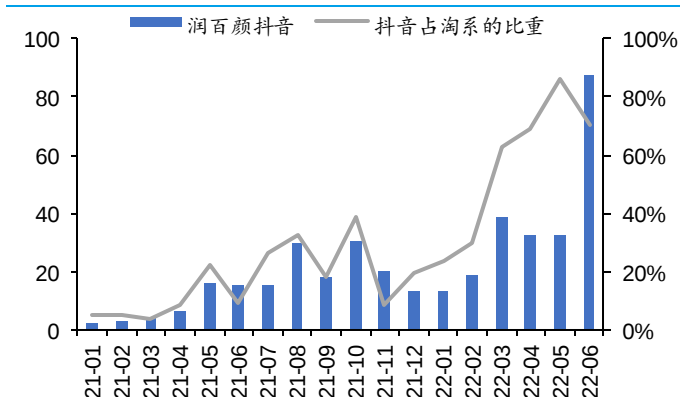
润百颜 6 月抖音销售额 8718 万元、同增 467%、占淘系的比重为 70%，Q2 抖音渠道销售额 1.5 亿元、同增 302%、占淘系比重的 72.8%（同比提升 60.7PCT）。

米蓓尔 6 月抖音销售额 3157 万元、同增 712%、占淘系的比重为 24.3%，Q2 抖音渠道销售额 6504 万元、同增 288.5%，占淘系比重的 35.5%（同比提升 21.8PCT）。

夸迪 6 月抖音销售额 4024 万元、同增 797%、占淘系的比重为 16%，Q2 抖音渠道销售额 8268 万元、同增 585%，占淘系比重的 26.1%（同比提升 19.8PCT）。

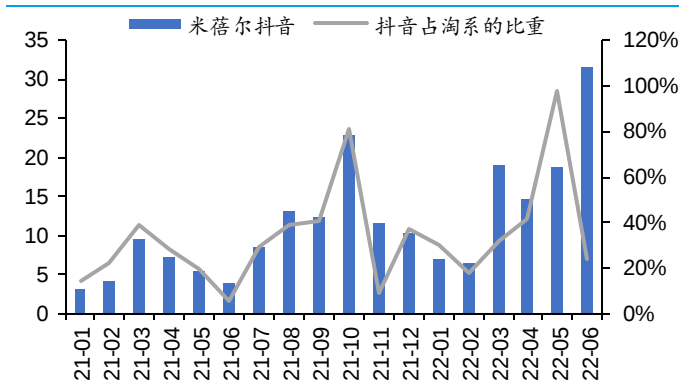
肌活 6 月抖音销售额 6983 万元、同增 795%、占淘系的比重为 90%，Q2 抖音渠道销售额 1.8 亿元、同增 938%，是淘系的 1.48 倍。

图表 29：润百颜抖音渠道月度 GMV（百万元，%）



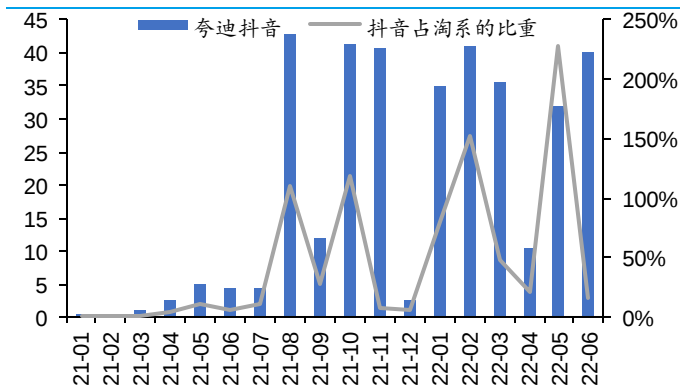
来源：飞瓜数据，国金证券研究所

图表 30：米蓓尔抖音渠道月度 GMV（百万元，%）



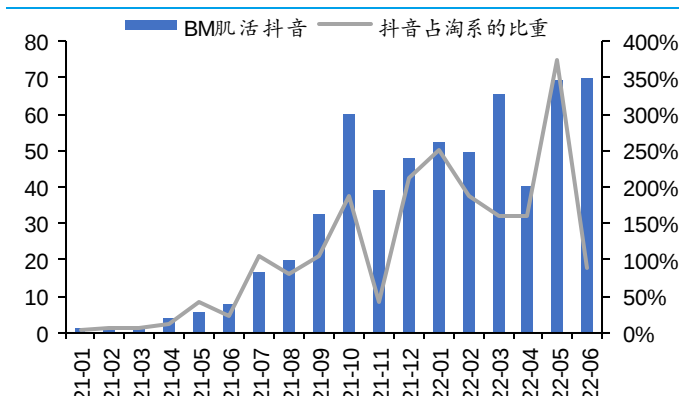
来源：飞瓜数据，国金证券研究所

图表 31：夸迪抖音渠道月度 GMV（百万元，%）



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

图表 32：BM肌活抖音渠道月度 GMV（百万元，%）



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

2.4、鲁商发展：瑗尔博士/颐莲延续良好增长态势

瑗尔博士 Q2 淘系+抖音 GMV 同增 62%，其中淘系同增 39%、抖音同增 273%，淘系增速较 Q1 提升、抖音保持快速增长。颐莲 Q2 淘系+抖音 GMV 同增 38%、整体增速较 Q1 放缓，其中淘系同增 9%、抖音同增 184%。

图表 33：瑗尔博士/颐莲各平台 GMV 同比增速

品牌	平台	22-01	22-02	22-03	22-04	22-05	22-06	22Q1	22Q2
颐莲	淘系	5%	54%	13%	8%	7%	11%	19%	9%
	抖音	441%	939%	499%	174%	127%	259%	585%	184%
	淘系+抖音	61%	175%	71%	44%	33%	39%	90%	38%
瑗尔博士	淘系	40%	57%	15%	24%	69%	33%	31%	39%
	抖音	3135%	1871%	459%	852%	212%	85%	930%	273%
	淘系+抖音	83%	141%	46%	98%	94%	37%	78%	62%

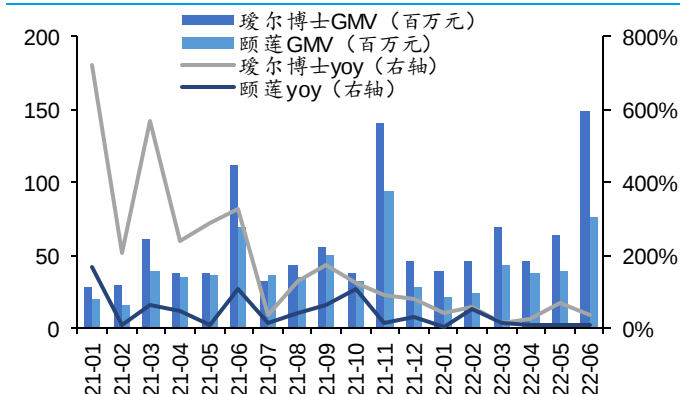
来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

■ 淘系：颐莲增速放缓，瑗尔博士延续稳健增长

瑗尔博士 Q2 淘系销售额 2.59 亿元、同增 39%，其中 4 月同增 23.5%，5-6 月销售额 2.13 亿元、同增 42.3%。分量价看，瑗尔博士 Q2 淘系均价 122 元、同增 5%，销量同增 32%。产品方面，6 月 CR3 产品为积雪草面膜、益生菌面膜、氨基酸洁颜蜜，分别占品牌 6 月总销售额的 18.7%、11.2%、10.9%，CR5 达 56.8%。

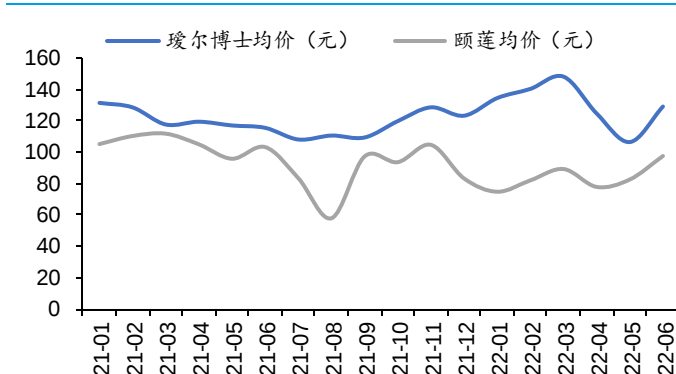
颐莲 Q2 淘系销售额 1.52 亿元、同增 9%，其中 4 月同增 7.6%，5-6 月销售额 1.15 亿元、同增 9.3%。分量价看，颐莲 Q2 淘系均价 88 元、同降 13%，销量同增 26%，均价下降主要系夏季来临、Q2 主推低单价的玻尿酸喷雾 2.0。产品方面，6 月 CR3 产品为玻尿酸喷雾、玻尿酸面膜、元气精华，分别占品牌 6 月总销售额的 56.4%、7.1%、4.8%，CR5 达 75%。

图表 34：瑗尔博士/颐莲淘系月度 GMV 及同比增速



来源：魔镜数据，国金证券研究所

图表 35：瑗尔博士/颐莲淘系月度均价



来源：魔镜数据，国金证券研究所

图表 36：瑗尔博士/颐莲 6 月明星产品销售额占比（淘系）

品牌	产品	销售额（万元）	销售占比	品牌	产品	销售额（万元）	销售占比
颐莲	玻尿酸喷雾	4303	56%	瑗尔博士	积雪草面膜	2791.5	19%
	玻尿酸面膜	544	7%		氨基酸洗面奶	1627.3	11%
	元气精华	367	5%		益生菌水乳	1270.8	8%
	嘭润水乳	366	5%		益生菌面膜	1670.6	11%
	云朵洁面泡	137	2%		酸奶面膜	1135.4	8%
合计			75%	合计			57%

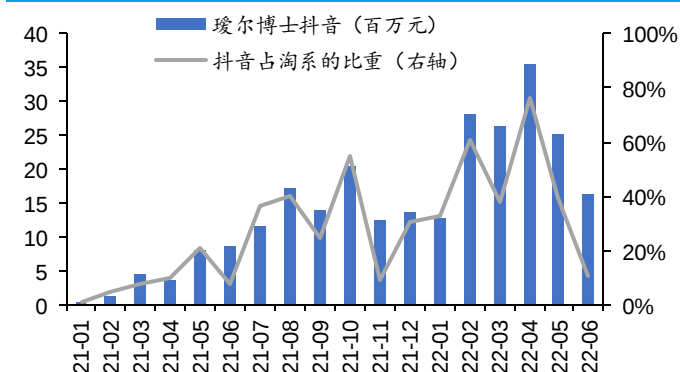
来源：魔镜数据，国金证券研究所

■ 抖音：瑗尔博士/颐莲保持快速增长

瑗尔博士 6 月抖音销售额 1630 万元、同增 85%、占淘系的比重为 10.9%，Q2 抖音渠道销售额 7679 万元、同增 273%、占淘系比重的 29.6%（同比提升 18.6PCT）。播主构成方面，瑗尔博士以店铺自播为主，6 月品牌自播号销售额占比 45%，肩部达人/头部红人分别占比 13%、34%。

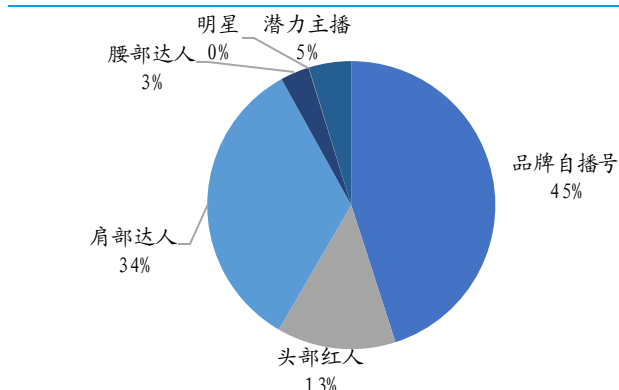
颐莲 6 月抖音销售额 3141 万元、同增 259%、占淘系的比重为 41.2%，Q2 抖音渠道销售额 8090 万元、同增 184%，占淘系比重的 53.1%（同比提升 32.7PCT）。播主构成方面，颐莲以头部红人带货为主，6 月头部红人带货销售额占比 56%，品牌自播号/肩部达人分别占比 20%、10%。

图表 37: 瓊尔博士抖音渠道月度 GMV



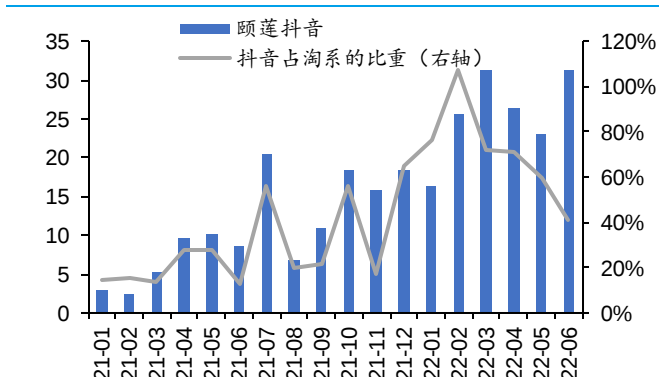
来源: 飞瓜数据, 魔镜数据, 国金证券研究所

图表 38: 瓊尔博士 6 月抖音播主构成 (按销售额)



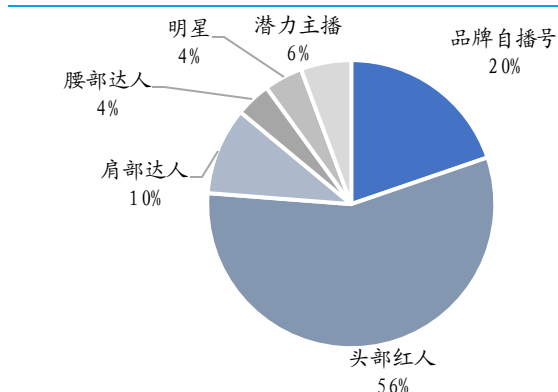
来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表 39: 颐莲抖音渠道月度 GMV (百万元, %)



来源: 飞瓜数据, 魔镜数据, 国金证券研究所

图表 40: 颐莲 6 月抖音播主构成 (按销售额)



来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

2.5、丸美: 线上优化提效中, 整体增长承压

丸美 Q2 淘系+抖音 GMV 同降 14%, 其中天猫同降 31%、抖音同增 25% (增速较 Q1 放缓)。

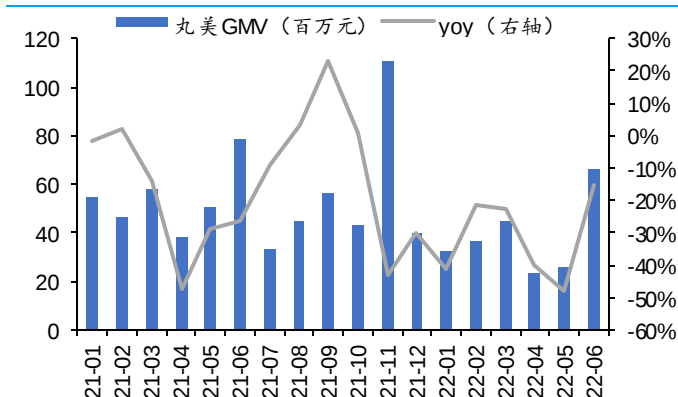
图表 41: 丸美各平台 GMV 同比增速

品牌	平台	22-01	22-02	22-03	22-04	22-05	22-06	22Q1	22Q2
丸美	淘系	-41%	-22%	-23%	-40%	-48%	-15%	-29%	-31%
	抖音	131%	498%	404%	-52%	195%	85%	287%	25%
	淘系+抖音	-19%	10%	15%	-46%	-4%	5%	2%	-14%

来源: 魔镜数据, 飞瓜数据, 国金证券研究所

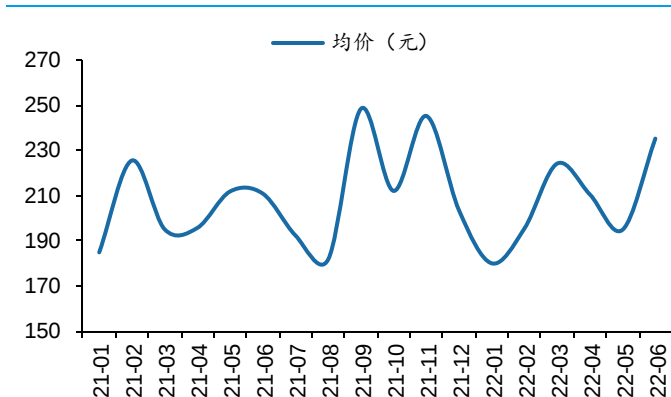
淘系: 丸美 Q2 淘系销售额 1.16 亿元、同降 31%, 其中 4 月同降 39.7%, 5-6 月销售额 9251.8 万元、同降 28.3%。分量价看, 丸美 Q2 淘系均价 220 元、同增 6%, 销量同降 35%。产品方面, 6 月 CR3 产品为小紫弹眼霜、小金针、肤如凝脂套装, 分别占品牌 6 月总销售额的 30.9%、8%、6.4%, CR5 达 56.6%。

图表 42：丸美淘系月度 GMV 及同比增速



来源：魔镜数据，国金证券研究所

图表 43：丸美淘系月度均价



来源：魔镜数据，国金证券研究所

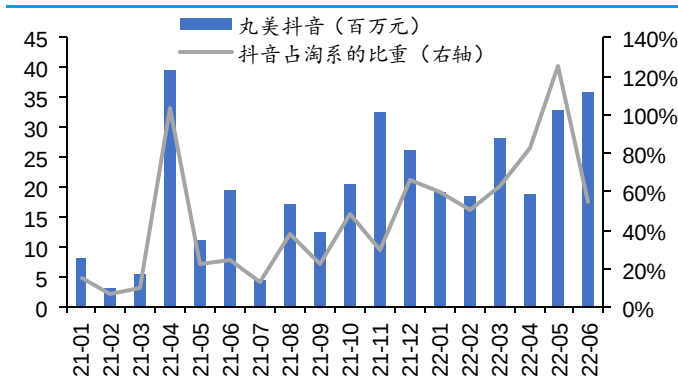
图表 44：丸美 6 月明星产品销售占比（淘系）

品牌	产品	销售额（万元）	销售占比
丸美	小紫弹眼霜	2045	31%
	肤如凝脂水乳	424	6%
	小金针	528	8%
	小红笔眼霜	415	6%
	弹力蛋白凝时紧致系列	337	5%
合计			57%

来源：魔镜数据，国金证券研究所

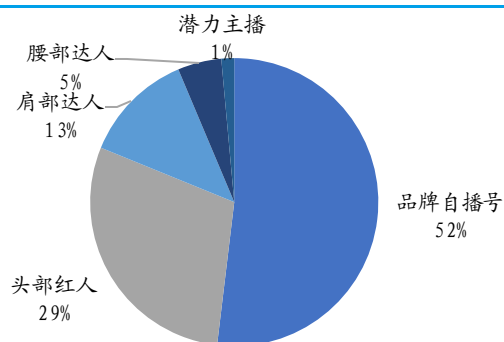
抖音：丸美 6 月抖音销售额 3598 万元、同增 84.7%、占淘系的比重为 54.3%，Q2 抖音渠道销售额 8797 万元、同增 25.1%、占淘系比重的 76%（同比提升 34PCT）。播主构成方面，丸美以店铺自播为主，6 月品牌自播号销售额占比 52%，头部红人/肩部达人分别占比 29%、13%。

图表 45：丸美抖音渠道月度 GMV



来源：飞瓜数据，魔镜数据，国金证券研究所

图表 46：丸美 6 月抖音播主构成（按销售额）



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

3、投资建议

3-5 月疫情拖累美妆销售，从电商跟踪数据来看，“618”大促催化下 Q2 线上护肤大盘有所回暖，淘系+抖音护肤低个位数增长、增速环比 Q1 略有提升，彩妆受疫情影响较大、双位数下降；拆分量价看，主要系销量下滑，均价则呈上升趋势。分平台看，天猫受超头停播&平台分流影响、大盘增长承压，但 Q2

护肤大盘降幅环比 Q1 已有所收窄，品牌端表现分化、优质国货龙头品牌逆势高增，抖音低基数下实现高增，渠道红利仍在，地位愈发重要，凭借高销售效率、成为品牌商重点关注的战略增长渠道。我们依旧强调优质国货龙头美妆公司的长期投资价值，一方面此次“618”大促期间优质国货品牌在国际品牌加大折扣力度、竞争加剧背景下依然展现出靓丽销售、高成长性，侧面体现出头部国产品牌已经占据一定竞争优势，另一方面国货龙头美妆公司综合能力突出，且反应速度快、学习能力强，更能适应愈发复杂的营销环境，叠加研发端在细分赛道突围、持续夯实产品力和品牌力，未来市占率有望进一步提升。

品牌商建议关注运营力/产品力/营销/品牌力等综合能力突出的头部优质美妆公司，如贝泰妮/珀莱雅/鲁商发展等；**原料商**继续推荐提价顺利&产能持续释放&Q2 业绩望快速增长的防晒剂龙头科思股份；**生产商**建议关注 Q3 疫后修复有望出现业绩拐点的嘉亨家化。

4、风险分析

营销发展不及预期：线上流量成本高企考验品牌营销投放效率，若品牌无法实现流量裂变、提升 ROI、过度依赖达人引流/带货，流量无法沉淀、复购情况差将影响品牌的成长与盈利。

渠道拓展不及预期：22 年抖音快速放量、线上平台多元化发展。抖音生态与淘系不同，品牌能否快速学习抖音法则、做好 GMV 及实现盈利，存在一定的不确定性。

生产/代运营商大客户流失：上游代工生产端和下游代运营商业绩受大客户合作/销售情况影响较大，大客户更换代工厂/转自主生产/线上自播直营等可能对生产/代运营商业绩造成波动。

数据跟踪误差：电商跟踪数据来源于第三方爬虫数据，销售额计算未包含跨店满减等各种优惠以及销售退货，销售额与实际收入并不等同。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

	北京	深圳
上海		
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402