

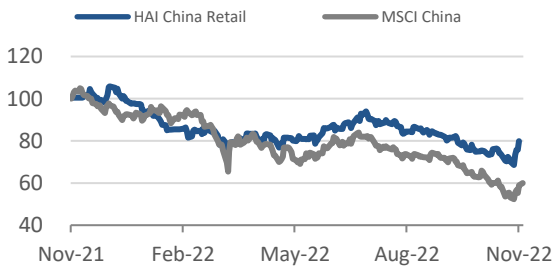
中国零售 China Retail

美妆淡季回落，医美业绩反弹，精选优质龙头

Beauty Off-Season Retreat, Medical Beauty Performance Rebound, Select High-Quality

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
中国中免	Outperform	孩子王	Outperform
贝泰妮	Outperform	华熙生物	Outperform
珀莱雅	Outperform	富森美	Outperform
稳健医疗	Outperform	安克创新	Outperform
王府井	Outperform	重庆百货	Outperform
永辉超市	Outperform	中青旅	Outperform
小商品城	Outperform	奈雪的茶	Outperform
中国黄金	Outperform	家家悦	Outperform
力量钻石	Outperform	天虹股份	Outperform
迪阿股份	Outperform	红旗连锁	Outperform
老凤祥	Outperform	步步高	Outperform
泡泡玛特	Outperform	雍禾医疗	Outperform
丸美股份	Outperform	爱婴室	Outperform
周大生	Outperform		
良品铺子	Outperform		
海伦司	Outperform		



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

巨子生物: 立足研发及锋而试, 重组胶原龙头迎广阔空间 (Giant Biogene: Armed with R&D, the Recombinant Collagen Giant is Marching Ahead) (4 Nov 2022)

Presentation: 高频数据跟踪专题: 海口国际免税城火热开业, 东方甄选美丽生活 GMV 创新高 (Haikou International Duty Free Shopping Complex Opened, The GMV of Oriental Selection's Beauty Life Hit New High) (2 Nov 2022)

Presentation: 高频数据跟踪专题: 东方甄选转化率 3% 环比增加, 怂火锅等座数有所回升 (The Conversion Rate of Oriental Selection Increased by 3% Month-on-month, The Number of People Waiting for Seats in Song Hotpot has Recovered) (25 Oct 2022)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

行业: 3Q 淡季整体平淡, 新流量平台保持高增长。 ①**社零:** 2022 年 1-9 月社会消费品零售总额 32.03 万亿元, 同比增长 0.71%, 自 6 月起连续 4 个月实现正增长, 其中 3Q22 总额为 10.99 万亿元, 同比增长 3.50%。生活必需品增速稳定, 化妆品大促之后整体平淡, 7-9 月限额以上化妆品零售额各变动 0.7%、-6.4%、-3.1%。②**天猫:** 2022 年以来行业大盘呈现负增长趋势, 大促之后三季度大盘降幅逐月收窄, 护肤品类表现相对略优。2022 年 1-9 月差异化定位的优质国货品牌销售额取得较高增长, 如米蓓尔、肌活、彩棠等, 而外资品牌均出现不同程度下滑。③**抖音:** 2022 年 1-9 月护肤、彩妆品类销售额同比大幅增长, 月度增速高位下趋缓, 各品牌积极把握流量红利实现高速发展, 如珀莱雅、彩棠、肌活、薇诺娜等。

板块: 医美疫后业绩反弹, 化妆品研发投入增加。 ①**医美: 收入利润增速回暖, 盈利能力略有下滑。** ①**收入:** 样本企业 3Q22 收入同比增长 37.9%, 增速环比提升; ②**毛利率与费用率:** 3Q22 板块毛利率同比下降 0.6pct 至 79.5%, 期间费用率同比下降 3.3pct; ③**净利润与净利率:** 3Q22 医美板块归母净利润同比增长 24.8%, 净利率同比下降 2.8pct, 板块盈利能力略微下降, 但利润恢复增长趋势。②**化妆品: 3Q 收入增长利润下滑, 研发费率提升。** ①**收入:** 样本企业 3Q22 收入增速转正, 同比增长 8.5%, 其中线上为主的公司大促后增速回落; ②**毛利率与费用率:** 3Q22 板块毛利率同比下降 1.0pct, 期间费用率同比下降 2.1pct, 其中研发费用率今年以来逐季提升, 3Q22 达 2.9% 同比增加 0.5pct; ③**净利润和净利率:** 3Q22 板块归母净利润同比下降 71.3%。板块净利率同比减少 5.2pct; 考虑到青松股份三季度出现大额亏损, 剔除青松股份后板块归母净利润同比上升 14.7%, 板块净利率同比增加 0.4pct 至 9.2%; ④**经营性现金流:** 3Q22 板块经营性现金流净额 2.3 亿元, 同比减少 154.2%, 我们判断主因备战双十一大促增加备货所致。

个股: 龙头彰显经营韧性, 业绩持续占优。 **爱美客:** 3Q22 收入 6.05 亿元, 同比增长 55.15%, 归母净利 4.01 亿元, 同比增长 41.55%, 疫后增速显著恢复; **华熙生物:** 3Q22 收入 13.85 亿元, 同比增长 28.76%, 主因公司功能性护肤品取得较快增长, 归母净利润 2.04 亿元, 同比增长 4.86%, 扣非归母净利润增长 33.64%, 差异主因政府补助季度波动; **贝泰妮:** 3Q22 收入 8.46 亿元, 同比增长 20.65%, 归母净利润 1.22 亿元, 同比增长 35.49%, 大促后淡季增速有所回落; **珀莱雅:** 3Q22 收入 13.36 亿元, 同比增长 22.07%, 归母净利润 1.98 亿元, 同比增速 43.55%, 业绩靓丽、盈利提升主因线上渠道营收同比增长, 第二成长曲线品牌较快增长, 子品牌彩棠在 3Q22 实现扭亏为盈; **上海家化:** 3Q22 收入 16.39 亿元, 同比上升 1.17%, 归母净利润 1.56 亿元, 同比上升 15.55%, 公司业绩疫后迎来拐点逐季恢复; **水羊股份:** 3Q22 收入 11.4 亿元, 同比下降

汪立亭 Litng Wang
liting.wang@htisec.com

李宏科 Hongke Li
hongke.li@htisec.com

高瑜 Yu Gao
y.gao@htisec.com

4.4%，归母净利润 0.36 亿元，同比下降 37.4%，公司战略升级蓄力新品，研发布局强化长期竞争力。

市场表现：3Q 板块略有回落，机构持续加仓。 ①**板块指数：**2022 年初至 10 月 28 日，医美/化妆品板块各下跌 27.6%/20.8%，低于上证指数 12.7pct/5.9pct，医美/化妆品样本指数动态市盈率（未来 12 个月，下同）均从高位回落至 26x。②**主要个股：**医美板块主要个股均有不同程度的下跌，如新氧（-83.31%）、时代天使（-81.00%）、医思健康（-63.18%）等；化妆品板块中，除科思股份（+28.51%）、珀莱雅（+12.34%）录得增幅外，其他个股亦均出现下跌。③**基金持仓比例：**三季度“美丽经济”板块机构持仓比例持续提升，其中爱美客（29.07%）、贝泰妮（11.22%）、珀莱雅（5.38%）。**投资建议：**我们认为，化妆品医美板块长期仍有望保持高成长，景气度具备显著稀缺性；短期建议重点关注品牌双 11 销售情况及美护板块成长标的的业绩弹性。结合基本面与估值，继续建议重点关注龙头：[爱美客](#)、[珀莱雅](#)、[华熙生物](#)、[贝泰妮](#)等。

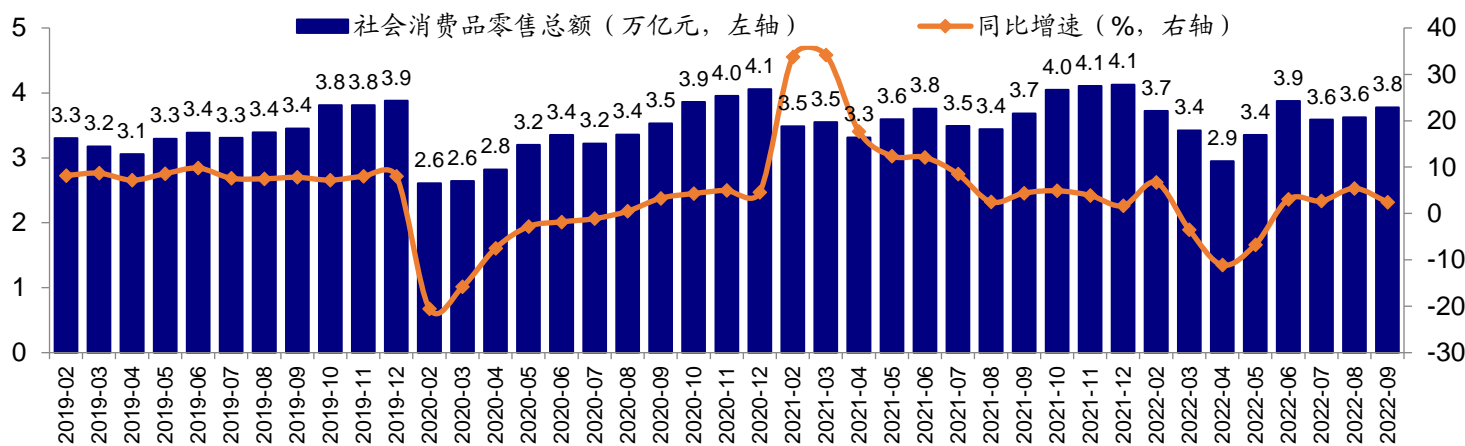
风险提示：行业竞争加剧、获客成本快速增长、品牌营销模式无法顺应市场变化。

1. 行业：淡季表现平淡，新流量平台保持高增长

消费市场整体稳定，疫情等因素导致月度波动。2022年1-9月社会消费品零售总额32.03万亿元，同比增长0.71%，其中3Q22总额为10.99万亿元，同比增长3.50%。1-9月限额以上单位商品零售额同比增长6.57%至11.71万亿元，其中3Q22为4.01万亿元，同比增长11.07%，社零总额自6月起连续4个月实现正增长。

7月以来，全国多地疫情反复并实施静态管控，叠加极端高温天气等多重压力；同时政府为促进消费回补和潜力释放多措并举，鼓励汽车、家电等大宗消费；为餐饮、零售等市场主体提供房租减免、平台佣金减免、金融支持等纾困举措；全国多地纷纷发放餐饮、零售等消费券，消费市场总体稳定恢复。

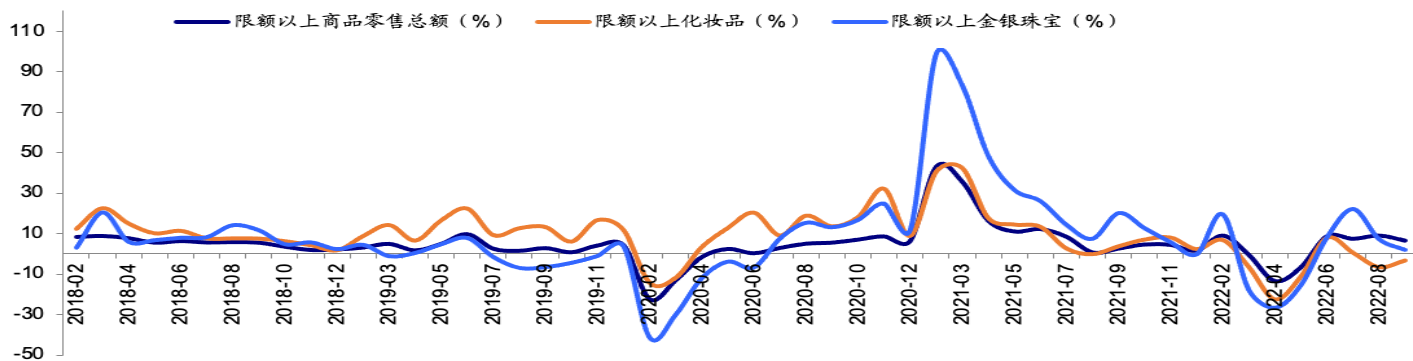
图1 社会消费品零售总额月度情况（2M2019-9M2022）



资料来源：Wind，国家统计局，HTI

分品类看，生活必需品增速稳定，化妆品消费大促之后整体平淡。2022年1-9月粮油食品、文化办公、饮料、烟酒、金银珠宝、化妆品限额以上单位商品零售额同比各增长9.1%、6.9%、6.8%、4.7%、2.2%、-2.7%，其中7-9月限额以上化妆品零售额各变动0.7%、-6.4%、-3.1%，我们判断，消费弱复苏环境下，化妆品大促效应尤为显著，6月在618大促拉动下疫后需求实现集中爆发，疫后3Q整体表现平淡，多点疫情之下出现小幅波动，预计4Q在双11大促拉动下有望出现回暖态势。

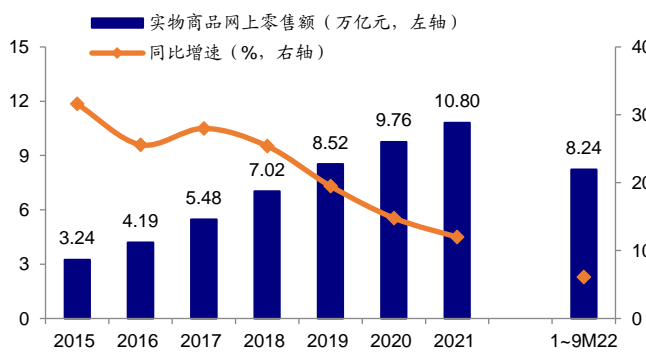
图2 限额以上零售额分品类当月同比增速 (2M2018-9M2022)



资料来源: Wind, 国家统计局, HTI

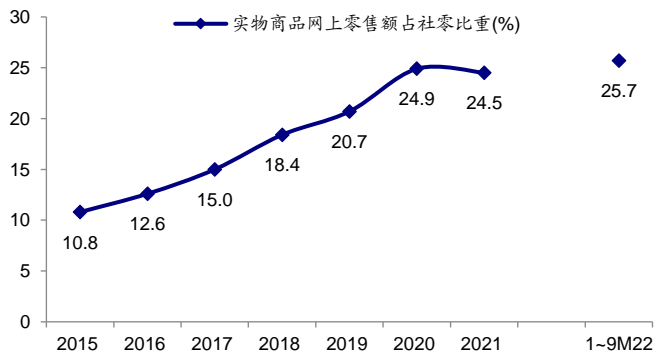
网络零售市场呈增长态势，实物商品零售额保持较高增速，2022年1-9月，全国网上零售额9.59万亿元，同比增长4.0%，其中实物商品网上零售额8.24万亿元增长6.1%，占比社零总额25.7%，较2021年同期提高1.2pct。从与网购密切相关的邮政快递业发展情况看，在线上消费快速增长带动下，2022年1-9月全国邮政快递业务量同比增长4.2%，快递业务收入同比增长3.5%。

图3 网上零售额增长情况 (2015-1~9M2022)



资料来源: Wind, 国家统计局, HTI

图4 实物商品网上零售额占社零总额比重 (2015-1~9M2022)



资料来源: Wind, 国家统计局, HTI

天猫平台: (1) 三季度大盘整体呈现降幅逐月收窄趋势，护肤品类表现更优。根据久谦数据，2022年1-9月天猫化妆品销售额1438亿元，同比下降12.1%；其中美容护肤/美体/精油、彩妆/香水/美妆工具、个护仪器/个护清洁/个护用具各754/234/450亿元，同比各下降10.1%/22.0%/9.6%。其中3Q22天猫化妆品销售额393亿元，同比下降15.1%；其中美容护肤/美体/精油、彩妆/香水/美妆工具、个护仪器/个护清洁/个护用具类目各197/66/130亿元，同比各下降12.8%/26.5%/11.8%。

表 1 天猫化妆品护肤、彩妆、美发品类月度大盘数据

(单位: 亿元/亿件)		2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06	2022.07	2022.08	2022.09	年初累计
美容护肤 美妆 精油	销售额	75.8	379.1	85.4	72.3	63.3	105	70.2	77.5	169.4	54.3	68.7	73.5	754.1
	同比 (%)	-2.6	27.6	15.2	4.4	-12.7	-4.1	-6.5	2.5	-19.9	-19.8	-16.8	-2.0	-10.1
	销量	0.8	2.2	0.8	0.6	0.6	0.8	0.6	0.7	1.2	0.6	0.7	0.7	6.5
	同比 (%)	-23.6	1.9	-1.1	-15	-1.2	-15	-22.0	-18.8	-17.8	-18.8	-14.3	-5.4	-14.9
彩妆 香水 美妆工具	销售额	23.6	72.4	35.5	31.8	29.3	28.5	18.6	22.2	37.5	19.4	23.0	23.3	233.6
	同比 (%)	-10.5	-2.7	-4.9	0.2	-8.6	-20.3	-31.2	-28.0	-28.8	-25.7	-35.0	-16.2	-22.0
	销量	0.4	0.9	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5	0.3	0.3	0.4	3.4
	同比 (%)	-31.2	-12.9	-10.3	-4.3	-10.3	-28.5	-37.6	-30.7	-24.4	-29.5	-28.3	-21.3	-23.8
个护仪器 个护清洁 个护用具	销售额	51.3	116.6	56.3	48.7	45.1	54.8	43.5	46.1	81.2	37.0	47.2	46.2	450.0
	同比 (%)	-6.2	4.9	-0.1	2.9	-5.6	-12.1	-11.9	-5.2	-14.2	-16.2	-11.6	-8.1	-9.6
	销量	0.6	1.1	0.6	0.6	0.5	0.6	2.5	0.5	0.7	0.5	0.5	0.6	6.9
	同比 (%)	-16.6	-4.3	-1.6	-3.6	5.5	-17.6	310.1	-15.4	-13.1	-17.1	-12.8	1.7	24.6

资料来源: 久谦数据, HTI

(2) 差异化国货品牌表现优异, 外资品牌大促后持续承压。根据久谦数据, 2022 年 1-9 月, 差异化定位的国货品牌取得较高增长, 如肌活 (+255.3%)、米蓓尔 (+133.6%)、彩棠 (+44.8%)。而外资高端品牌整体呈现下滑趋势, 如资生堂 (-28.6%)、雅诗兰黛 (-22.9%)、SK-II (-21.7%)、修丽可 (-15.8%), 欧莱雅 (-14.3%), 仅 Olay (+18.3%) 一家逆势增长。

2Q22 受 618 购物节大促带动有所增长后, 头部外资品牌 3Q 呈现回落趋势, 如理肤泉 (-89.6%)、欧莱雅 (-76.3%)、资生堂 (-41.7%)、雅诗兰黛 (-36.2%)、Olay (-11.4%), 仅兰蔻 (+51.6%)、修丽可 (+18.5%) 实现正增长。差异化国货品牌继续保持增速领先, 如肌活 (+1523.0%)、彩棠 (+111.8%)、米蓓尔 (+46.5%)。

表 2 主要美妆品牌天猫旗舰店销售数据（单月销售额同比增速，%）

品牌	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06	2022.07	2022.08	2022.09	年初累计
外资品牌													
雅诗兰黛	-15.1	14.8	-7.5	-11.2	-49.6	-33.6	-42.0	-27.6	-14.2	-12.5	-23.0	-0.7	-22.9
欧莱雅	-75.4	65.5	-25.4	-21.0	-55.9	-7.4	-9.5	178.2	-23.5	-17.0	-31.0	-28.3	-14.3
兰蔻	-34.2	12.0	2.8	-3.4	-11.3	-21.3	-7.0	100.0	-28.7	68.6	-16.3	-0.7	-7.3
资生堂	8.7	61.7	-8.4	-10.2	-61.6	-46.9	-55.7	-7.9	-13.6	3.8	-32.6	-12.9	-28.6
SK-II	-48.3	-10.3	-11.1	-8.2	-9.5	-37.0	-48.0	16.0	-20.9	28.8	-47.9	-13.0	-21.7
OLAY	178.5	-39.6	69.9	16.9	-0.2	9.6	8.9	43.3	34.2	-20.0	-14.0	22.6	18.3
修丽可	-72.4	7.2	12.7	-6.8	-48.2	16.1	13.7	278.7	-37.3	21.2	-53.1	50.5	-15.8
理肤泉	-9.6	142.3	12.1	36.8	2.5	-7.8	-22.4	336.5	-40.9	-31.2	-28.3	-30.0	-6.1
国货品牌													
薇诺娜	211.3	218.8	53.1	87.0	48.3	118.9	22.8	-3.7	-3.3	-29.9	1.8	17.3	17.4
珀莱雅	35.8	121.3	75.8	74.1	49.5	129.6	27.5	57.2	-74.9	-25.5	-1.5	10.2	15.8
彩棠	-67.1	186.7	81.9	8.5	-33.7	68.1	-5.6	99.3	168.5	4.7	41.8	65.3	44.8
润百颜	-32.8	8.0	-1.5	-16.9	-12.0	-49.9	-47.1	-41.0	-28.5	-24.3	-19.0	-15.0	-31.4
夸迪	-54.1	306.4	21.8	-42.6	10.6	76.9	-14.5	-69.3	47.3	-84.4	-45.7	139.3	7.5
肌活	-93.7	-48.8	-13.4	-59.0	-76.4	385.6	132.1	555.1	285.6	396.9	549.1	577.0	255.3
米蓓尔	-52.8	352.4	-4.8	-27.5	76.7	475.7	152.4	-19.7	361.4	-44.8	44.1	47.3	133.6
玉泽	-32.0	73.0	-35.2	-8.8	-51.2	-55.6	-51.9	-50.5	-81.5	-67.4	-53.2		-63.7
佰草集	23.9	44.9	81.9	49.8	47.1	60.5	-49.3	-47.7	-55.5	-5.1	-28.1		-29.6
瑛尔博士	28.6	104.2	108.7	48.3	53.7	35.1	67.9	17.3	13.0	-11.1	-26.5	-8.4	16.4
颐莲	-21.1	3.6	15.3	2.4	-3.4	3.5	9.0	0.6	-9.0	-60.7	-39.0	-40.5	-18.5
韩束	-8.0	28.1	18.9	-35.5	-77.3	-7.6	15.9	-21.0	-35.3	-27.4	-35.8	-71.2	-34.5
丸美	-10.7	-38.1	-42.3	-61.7	-39.6	3.5	-50.6	-51.8	-21.0	-23.4	-29.3	-21.1	-31.8
御泥坊	-83.0	-75.4	-52.7	-59.4	-59.8	-55.5	-71.5	-69.9	-73.4	-78.9	-79.6	-70.5	-70.0
自然堂	-63.8	19.7	4.2	-18.5	-9.9	3.1	-28.9	38.2	-31.1	-56.7	-27.6	-20.9	-22.2
药都仁和	15.2	-25.4	-4.1	51.3	126.0	112.2	137.4	50.4	22.7	-20.7	67.4	17.9	49.9
毛戈平	-27.6	147.9	12.0	72.6	41.9	37.2	9.1	19.9	-8.4	-27.6	10.8	-29.3	8.0
完美日记	-71.6	-53.9	-51.0	-66.7	-72.8	-71.6	-74.4	-62.3	-60.5	-51.1	-65.5	-71.3	-66.9
花西子	-49.9	-42.5	-41.8	-37.9	-58.8	-53.6	-55.6	-68.7	-48.4	-52.1	-65.8	-16.3	-52.4
COLORKEY	34.6	24.1	-47.4	-17.0	-35.6	-54.4	-28.5	5.0	-43.4	-51.3	-52.0	-59.7	-39.5
橘朵	-41.8	-26.5	-45.0	-18.2	-1.7	-34.6	-34.8	-32.1	-9.7	-34.3	12.2	-0.4	-16.0

资料来源：久谦数据，HTI

抖音平台：（1）随着基数逐步抬升，护肤、彩妆月度增速高位下趋缓。根据飞瓜数据，2022年7-8月，抖音平台护肤、彩妆品类销售额分别为65.4亿元、83.5亿元，同比增长58.5%、33.4%，9月护肤品类预估销售额50-75亿元，彩妆品类预估销售额10-25亿元，预计增速或仍有趋缓。我们认为，抖音等新流量平台越来越为消费者认同，成为很多商家下一个布局的重点，美妆和珠宝品类在抖音电商尚有较大空间。同时，平台的配套服务及工具日益丰富和完善，有利于品牌在渠道上的建设。

表 3 抖音大盘护肤和彩妆品类数据

(单位: 亿元/千万件)		2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06	2022.07	2022.08	年初累计
护肤	销售额	48.9	63.9	64.1	46.8	39.2	40	45.8	45.1	57.0	58.8	47.5	64.2	397.6
	同比 (%)	-	-	-	-	117.5	166.9	90.8	100.8	99.5	74.7	47.2	30.4	91.0
	销量	5.6	7.1	6.2	5.5	4	4.1	4.8	5.5	7.8	9.4	9.8	8.7	54.0
彩妆	销售额	13.2	14.9	13.7	14	12.9	12.9	11.8	11.3	16.5	16.7	18.0	19.3	119.3
	同比 (%)	-	-	-	-	157.2	223	68	56.1	102.8	110.3	98.5	44.7	107.6
	销量	4.3	4.9	3.7	3.9	3.5	3.3	3.2	3.1	4.3	4.5	5.0	5.1	32.0

资料来源: 飞瓜数据, HTI

(2) 本土品牌销售居前, 雅诗兰黛、海蓝之谜等外资高端品牌加速追赶。我们分析, 未来电商流量将呈现多平台联动并行趋势, 淘系流量增长放缓, 以快手、抖音为代表的依托内容和兴趣形成的电商平台将成为流量新机会点。据飞瓜数据, 以雅诗兰黛、后、兰蔻、SK-II、欧莱雅为代表的外资高端品牌, 以及以花西子、珀莱雅、韩束、肌活、薇诺娜为代表的国货品牌均积极布局抖音电商, 2022年1-9月销售额均出现明显放量, 9月美容护肤类目3个品牌预估销售额超1亿元, 分别是珀莱雅、欧莱雅、雅诗兰黛; SK-II、薇诺娜、HBN以0.75-1亿元的预估销售额位于第二梯队。

表 4 主要美妆品牌抖音平台销售数据（单月销售额，百万元）

品牌	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06	2022.07	2022.08	2022.09	年初累计
外资品牌													
欧莱雅	54	44	39	35	69	71	96	119	108	74	161	100-250	832-982
雅诗兰黛	145	191	119	155	113	123	141	217	214	39	75	100-250	1175-1325
资生堂	11	10	11	10	15	17	19	17	34	4	9	10-25	136-151
兰蔻	54	100	48	61	79	67	59	71	92	67	86	25-50	607-632
SKII	133	122	88	72	57	70	97	101	142	104	109	75-100	827-852
OLAY	43	24	20	37	32	52	45	68	77	33	81	50-75	473-1173
美宝莲	9	9	7	8	9	11	8	15	15	18	19	10-25	112-127
后	136	465	64	173	88	49	55	56	213	49	94	50-75	827-852
海蓝之谜	53	55	49	72	46	47	76	62	47	40	50	50-75	489-514
雪花秀	218	141	77	56	64	56	28	81	39	17	32	25-50	398-423
理肤泉	14	14	8	10	22	19	18	25	30	16	21	10-25	171-186
3CE	7	3	2	4	2	4	6	13	17	17	26	25-50	115-140
YSL	4	10	9	7	6	4	3	7	7	8	10	10-25	62-77
迪奥	12	7	19	6	10	5	4	5	4	12	26	10-25	82-97
国货品牌													
薇诺娜	94	93	21	43	35	58	33	69	49	55	30	75-100	447-472
珀莱雅	130	96	80	51	74	107	99	108	112	111	116	100-250	879-1029
彩棠	11	8	7	10	11	23	18	38	31	17	21	25-50	194-219
润百颜	30	21	14	13	19	39	32	33	87	28	62	50-75	363-388
夸迪	41	41	3	35	35	35	11	32	40	10	44	25-50	266-291
肌活	60	40	48	52	50	66	40	70	70	43	60	25-50	476-501
米蓓尔	23	12	11	7	7	19	15	19	32	13	65	25-50	202-227
玉泽	10	8	5	7	6	7	4	5	6	3	7	5-7.5	48-51
佰草集	2	5	1	3	4	3	1	2	5	2	5	2.5-5	27-30
丸美	21	32	26	20	18	28	19	33	36	20	30	25-50	230-255
御泥坊	40	14	7	10	8	6	7	9	8	20	26	25-50	119-144
完美日记	38	59	37	37	29	26	24	54	26	45	55	25-50	321-346
小奥汀	4	4	6	8	6	6	8	11	10	9	9	10-25	76-91
相宜本草	12	5	5	14	14	19	6	16	29	18	16	10-25	141-156
自然堂	111	86	37	38	43	60	34	59	57	45	90	50-75	478-503
韩束	163	94	69	51	69	65	36	46	70	46	40	25-50	449-474
HFP	7	4	3	4	5	5	6	8	13	20	26	25-50	111-136

百雀羚	38	40	54	26	23	26	10	6	4	3	5	5-7.5	109-111
花西子	128	134	123	136	126	123	95	118	143	110	117	75-100	1043-1068
COLORKEY	23	15	13	17	13	15	15	34	35	26	30	25-50	209-234
橘朵	13	9	11	16	16	11	7	11	13	27	35	25-50	162-187
瓊尔博士	20	11	14	13	28	26	35	25	16	16	33	25-50	218-243
颐莲	19	16	18	16	26	32	26	23	32	19	21	10-25	206-221

资料来源：飞瓜数据，HTI

2. 板块：医美疫后业绩反弹，化妆品研发投入增加

1、医美：收入利润增速回暖，盈利能力略有下滑

我们选取爱美客、华熙生物、昊海生科3家医美公司作为样本，进行2022年三季度业绩分析：

(A) 收入：2022年前三季度3家医美企业营业总收入同比增长39.2%，其中3Q22总收入同比增长37.9%。行业内头部企业多实现收入利润双增长的良好表现，如爱美客、华熙生物前三季度收入各增长45.58%、43.43%，扣非归母净利润各增长44.06%、34.51%，体现龙头疫后业绩弹性。我们分析，2Q2022受疫情反复影响，大量线下医美机构门店关闭、客流大幅下滑，上游的产品生产商和下游的医美服务机构受到一定影响；3Q虽然部分地区仍存在临时静态管控情况，但受2Q疫情影响较大的一线主力市场开始回暖，同时行业迎来暑期旺季，机构为十一小长假提前投放助力等也会拉动新客增长，从而带动整体销售改善。

(B) 毛利率与费用率：2022年前三季度医美板块毛利率同比下降0.8pct至79.2%，盈利水平略微下降，其中3Q22板块毛利率79.5%，同比下降0.6pct。1-3Q22板块期间费用率同比上升0.9pct至51.9%，其中销售费用率同比下降0.1pct至36.0%；管理费用率同比增长0.9pct至8.9%；研发费用率6.9%同比基本持平。

3Q22板块期间费用率同比下降3.3pct至48.2%，整体稳中有降，其中销售费用率33.6%，同比下降3.6pct；管理费用率8.9%，较同期上升0.2pct；研发费用率7.4%，同比下降0.2pct；财务费用率-1.6%，同比提升0.3pct。

(C) 净利润与净利率：2022年前三季度医美板块归母净利润同比增长16.3%，净利率同比下降4.9pct至24.8%；其中3Q22板块归母净利润同比增长24.8%，净利率同比下降2.8pct至26.7%，板块盈利能力略微下降，但利润恢复增长趋势。

(D) 经营性现金流净额：2022年前三季度医美板块经营性现金流净额12.5亿元，同比下降12.5%；其中3Q22板块经营性现金流净额3.3亿元，同比下降31.3%，增速较上半年回落。

表 5 3 家企业主要经营指标 (分季度)

项目	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
营业总收入 (亿元)	12.68	17.21	14.19	20.03	18.89	28.53	21.59	26.29	26.04
同比增长 (%)	27.6	41.2	136.2	84.7	49.0	65.7	52.2	31.3	37.9
营业成本 (亿元)	2.23	3.30	2.81	4.06	3.76	6.06	4.67	5.37	5.34
毛利 (亿元)	10.45	13.92	11.37	15.97	15.13	22.46	16.92	20.92	20.70
毛利率 (%)	82.4	80.8	80.2	79.7	80.1	78.8	78.4	79.6	79.5
毛利率变动 (pct)	1.6	-0.3	1.7	-1.9	-2.3	-2.1	-1.8	-0.2	-0.6
销售费用 (亿元)	4.41	5.84	4.88	7.23	7.03	12.91	7.68	10.18	8.75
销售费用率 (%)	34.8	33.9	34.4	36.1	37.2	45.2	35.6	38.7	33.6
管理费用 (亿元)	1.08	1.39	1.04	1.58	1.64	2.24	1.76	2.53	2.31
管理费用率 (%)	8.5	8.1	7.3	7.9	8.7	7.9	8.1	9.6	8.9
研发费用 (亿元)	0.76	1.17	0.99	1.26	1.43	1.87	1.56	1.65	1.93
研发费用率 (%)	6.0	6.8	7.0	6.3	7.6	6.5	7.2	6.3	7.4
财务费用 (亿元)	-0.14	-0.20	-0.37	-0.31	-0.37	-0.33	-0.37	-0.64	-0.42
财务费用率 (%)	-1.1	-1.2	-2.6	-1.5	-1.9	-1.2	-1.7	-2.4	-1.6
期间费用率 (%)	48.2	47.6	46.1	48.7	51.5	58.5	49.2	52.2	48.2
毛利-期间费用 (亿元)	4.33	5.72	4.83	6.21	5.39	5.78	6.29	7.20	8.15
毛利率-期间费用率	34.2	33.2	34.1	31.0	28.5	20.3	29.1	27.4	31.3
归属净利润 (亿元)	3.99	4.75	4.20	5.97	5.58	5.18	5.41	5.94	6.96
同比增长 (%)	28.0	26.9	232.8	89.1	39.8	9.0	28.7	-0.4	24.8
净利率 (%)	31.5	27.6	29.6	29.8	29.5	18.2	25.1	22.6	26.7
净利率变动 (pct)	0.1	-3.1	8.6	0.7	-1.9	-9.4	-4.6	-7.2	-2.8
经营活动现金流量净额 (亿元)	2.96	6.43	1.94	7.49	4.82	11.36	0.28	8.88	3.31
同比增长 (%)	212.0	60.4	-	61.9	63.0	76.7	-85.8	18.5	-31.3
经营现金流/归属净利润 (%)	0.7	1.4	0.5	1.3	0.9	2.2	0.1	1.5	0.5

资料来源: Wind, HTI

表 6 3 家医美企业主要经营指标

项目	2018	2019	2020	2021	1-3Q20	1-3Q21	1-3Q22
营业总收入 (亿元)	61.14	76.34	85.85	136.01	29.53	53.10	73.92
同比增长 (%)	47.7	24.9	12.5	58.4	-15.0	79.8	39.2
营业成本 (亿元)	17.72	21.76	23.23	37.43	5.52	10.63	15.38
毛利 (亿元)	43.42	54.57	62.62	98.57	24.01	42.47	58.54
毛利率 (%)	71.0	71.5	72.9	72.5	81.3	80.0	79.2
毛利率变动 (pct)	2.0	0.5	1.5	-0.5	5.6	-1.3	-0.8
销售费用 (亿元)	17.75	23.61	30.23	50.61	11.42	19.14	26.61
销售费用率 (%)	29.0	30.9	35.2	37.2	38.7	36.1	36.0
管理费用 (亿元)	8.06	9.21	8.76	12.42	2.81	4.26	6.59
管理费用率 (%)	13.2	12.1	10.2	9.1	9.5	8.0	8.9
研发费用 (亿元)	2.80	3.60	4.42	6.97	2.13	3.68	5.14
研发费用率 (%)	4.6	4.7	5.1	5.1	7.2	6.9	6.9
三项费用率 (%)	46.8	47.7	50.6	51.5	55.4	51.0	51.9
毛利-三项费用 (亿元)	14.81	18.15	19.22	28.57	7.66	15.39	20.21
毛利率-三项费用率 (%)	24.2	23.8	22.4	21.0	25.9	29.0	27.3
归母净利润 (亿元)	12.31	15.73	17.11	25.45	8.41	15.75	18.31
同比增长 (%)	48.3	27.7	8.8	48.8	-11.7	87.3	16.3
净利率 (%)	20.1	20.6	19.9	18.7	28.5	29.7	24.8
净利率变动 (pct)	0.1	0.5	-0.7	-1.2	1.1	1.2	-4.9
经营活动现金流量净额 (亿元)	12.73	13.82	18.18	30.60	7.50	14.26	12.47
同比增长 (%)	31.4	8.6	31.5	68.3	5.8	90.0	-12.5
经营活动现金流/归母净利润 (%)	1.0	0.9	1.1	1.2	0.9	0.9	0.7

资料来源: Wind, HTI

2、化妆品：3Q 收入增长利润下滑，研发投入逐步加大

我们选取贝泰妮、珀莱雅、上海家化、丸美股份、水羊股份、壹网壹创、丽人丽妆、青松股份、科思股份、嘉亨家化 10 家化妆品公司作为板块样本进行分析：

(A) 收入：2022 年前三季度 10 家化妆品企业营业收入同比增长 4.8%，其中 3Q22 收入同比增长 8.5%。从重点公司表现来看，渠道结构不同带来差异化表现，珀莱雅、贝泰妮等线上占比高的公司在 618 大促之后增速均有回落，上海家化等线下占比高的公司则体现出疫后的恢复态势。

展望 4Q22，我们分析，“强监管+高流量成本”推动品牌由单纯的低价促销和社媒营销手段转向产品力&差异化定位的深层思考，且这一战略调整逐渐显现成效，三季度虽为淡季，却是美妆品牌推新拓客的重要时间窗口，逐月向好的数据表现和超头的复播均将强化市场对双 11 的信心，或将在大促迎来销售的集中爆发。

(B) 毛利率与费用率：2022 年前三季度化妆品板块毛利率同比下降 1.0pct 至 51.6%，其中 3Q22 板块毛利率 50.4%，同比下降 1.0pct。1-3Q22 板块期间费用率同比上升 0.2pct，主因研发费用率上升，其中销售费用率 32.6%，同比下降 0.1pct；管理费用率 6.9%，同比提高 0.2pct；研发费用率 2.7%，同比提高 0.5pct；财务费用率-0.4%，同比下降 0.5pct。

3Q22 板块期间费用率同比下降 2.1pct 至 41.4%，整体稳中有降，其中销售费用率 31.2%，同比下降 2.0pct；管理费用率 8.2%，较同期上升 0.2pct；研发费用率 2.9%，同比提升 0.5pct；财务费用率-0.9%，同比下降 0.9pct。

由此可见，化妆品板块研发费用率水平明显提高。如上文所述，2022年以来天猫护肤和彩妆类目大盘销售额增长趋缓，部分月份出现大幅度下滑。我们分析，随着线上流量的竞争日益激烈，各个平台的营销推广成本都在增加，企业一方面通过渠道多样化布局来应对线上渠道不断提升的流量成本，另一方面强化底层研发，为品牌力提升打好基础。

(C) 净利润和净利率：2022年前三季度化妆品板块归母净利润同比下降39.8%，板块净利率5.5%，同比下降4.1pct；其中3Q22板块归母净利润同比下降71.3%。板块净利率同比减少5.2pct至1.9%。在流量等成本上行压力下，化妆品板块净利率呈现明显的下滑趋势。由于3Q22青松股份出现大额亏损，我们测算，剔除青松股份后，3Q22化妆品板块归母净利润同比上升14.7%，板块净利率同比增加0.4pct至9.2%。

(D) 经营性现金流净额：2022年前三季度化妆品板块经营性现金流净额16.5亿元，同比增长27.4%，其中3Q22经营性现金流净额2.3亿元，同比减少154.2%，我们判断主因备战双十一大促增加备货所致。

表7 10家化妆品企业主要经营指标（分季度）

项目	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
营业总收入(亿元)	66.83	106.02	70.92	87.16	70.68	114.58	79.42	83.53	76.70
同比增长(%)	8.9	12.0	29.2	11.1	5.8	8.1	12.0	-4.2	8.5
营业成本(亿元)	32.07	55.10	32.77	41.24	34.38	60.12	37.45	40.41	38.05
毛利(亿元)	34.76	50.92	38.15	45.92	36.30	54.46	41.97	43.11	38.66
毛利率(%)	52.0	48.0	53.8	52.7	51.4	47.5	52.8	51.6	50.4
毛利率变动(pct)	0.5	-5.1	2.6	1.0	-0.7	-0.5	-0.9	-1.1	-1.0
销售费用(亿元)	21.08	25.91	22.08	29.26	23.46	29.08	25.62	28.57	23.95
销售费用率(%)	31.5	24.4	31.1	33.6	33.2	25.4	32.3	34.2	31.2
管理费用(亿元)	4.55	5.31	5.31	4.44	5.62	6.19	5.54	4.83	6.27
管理费用率(%)	6.8	5.0	7.5	5.1	7.9	5.4	7.0	5.8	8.2
研发费用(亿元)	1.53	1.74	1.60	1.52	1.72	2.12	1.85	2.27	2.23
研发费用率(%)	2.3	1.6	2.2	1.7	2.4	1.9	2.3	2.7	2.9
财务费用(亿元)	0.26	0.29	0.11	0.02	-0.06	0.18	0.04	-0.34	-0.73
财务费用率(%)	0.4	0.3	0.2	0.0	-0.1	0.2	0.0	-0.4	-0.9
期间费用率(%)	41.0	31.4	41.0	40.4	43.5	32.8	41.6	42.3	41.4
毛利-期间费用(亿元)	7.34	17.66	9.05	10.68	5.56	16.90	8.92	7.79	6.93
毛利率-期间费用率	11.0	16.7	12.8	12.3	7.9	14.8	11.2	9.3	9.0
归属净利润(亿元)	6.79	13.00	7.46	9.45	4.97	4.40	6.89	4.87	1.43
同比增长(%)	28.7	28.6	24.6	12.0	-26.7	-66.2	-7.6	-48.5	-71.3
净利率(%)	10.16	12.26	10.52	10.85	7.04	3.84	8.67	5.82	1.86
净利率变动(pct)	1.6	1.4	-0.4	0.1	-3.1	-8.4	-1.8	-5.0	-5.2
经营活动现金流量净额(亿元)	5.64	14.89	4.04	13.11	-4.18	20.60	1.75	12.50	2.27
同比增长(%)	58.4	-4.1	-28.5	132.5	-174.1	38.4	-56.6	-4.7	-154.2
经营现金流/归属净利润(%)	0.8	1.1	0.5	1.4	-0.8	4.7	0.3	2.6	1.6

资料来源：Wind, HTI

表 8 10 家化妆品企业主要经营指标

项目	2018	2019	2020	2021	1-3Q20	1-3Q21	1-3Q22
营业总收入 (亿元)	223.00	269.97	306.22	343.34	200.19	228.76	239.65
同比增长 (%)	22.2	21.1	13.4	12.1	84.1	14.3	4.8
营业成本 (亿元)	103.01	128.03	151.85	168.51	96.75	108.39	115.91
毛利 (亿元)	119.99	141.94	154.37	174.83	103.45	120.36	123.75
毛利率 (%)	53.8	52.6	50.4	50.9	51.7	52.6	51.6
毛利率变动 (pct)	0.0	-1.2	-2.2	0.5	-0.4	0.9	-1.0
销售费用 (亿元)	69.15	82.82	87.61	103.88	61.69	74.81	78.14
销售费用率 (%)	31.0	30.7	28.6	30.3	30.8	32.7	32.6
管理费用 (亿元)	16.15	18.48	17.99	21.55	12.68	15.36	16.63
管理费用率 (%)	7.2	6.8	5.9	6.3	6.3	6.7	6.9
研发费用 (亿元)	4.39	5.61	5.84	6.96	4.11	4.84	6.36
研发费用率 (%)	2.0	2.1	1.9	2.0	2.1	2.1	2.7
财务费用 (亿元)	0.56	0.43	0.61	0.24	0.3	0.1	-1.0
财务费用率 (%)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.0	-0.4
期间费用率 (%)	40.5	39.8	36.6	38.6	39.4	41.6	41.8
毛利-期间费用 (亿元)	29.74	34.60	42.31	42.19	24.64	25.28	23.64
毛利率-期间费用率	13.3	12.8	13.8	12.3	12.3	11.1	9.9
归母净利润 (亿元)	25.79	30.79	34.22	26.29	21.2	21.9	13.2
同比增长 (%)	48.6	19.4	11.1	-23.2	53.1	3.2	-39.8
净利率 (%)	11.6	11.4	11.2	7.7	10.6	9.6	5.5
净利率变动 (pct)	2.1	-0.2	-0.2	-3.5	-2.1	-1.0	-4.1
经营活动现金流量净额 (亿元)	21.36	31.25	35.60	33.57	20.7	13.0	16.5
同比增长 (%)	-13.1	46.3	13.9	-5.7	98.6	-37.4	27.4
经营活动现金流/归母净利润 (%)	0.8	1.0	1.0	1.3	1.0	0.6	1.3

资料来源: Wind, HTI

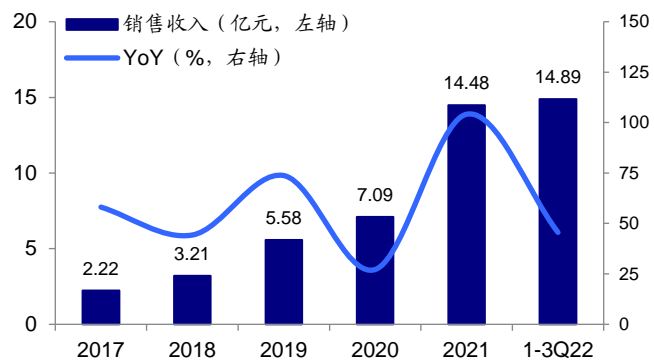
3. 个股: 龙头彰显经营韧性, 业绩持续占优

(A) 爱美客: 3Q22 收入利润双高增, 疫后快速恢复凸显龙头韧性

2022 年前三季度实现收入 14.89 亿元, 同比增长 45.58%; 归母净利润 9.92 亿元, 同比增长 39.96%, 扣非归母净利润 9.65 亿元, 同比增长 44.06%。1-3Q22 毛利率提高 1.07pct 至 94.61%, 我们判断主要受益于高毛利产品占比提升, 且品牌力不断强化。1-3Q22 销售费用率同比下降 0.83pct 至 8.98%; 管理费用率同比增加 0.06pct 至 4.16%, 主因管理人员人工成本增加所致; 研发费用率同比增加 1.7pct 至 7.73%; 财务费用率同比增加 1.07pct 至 -2.79%, 最终 1-3Q22 整体期间费用率同比增加 2pct 至 18.07%,

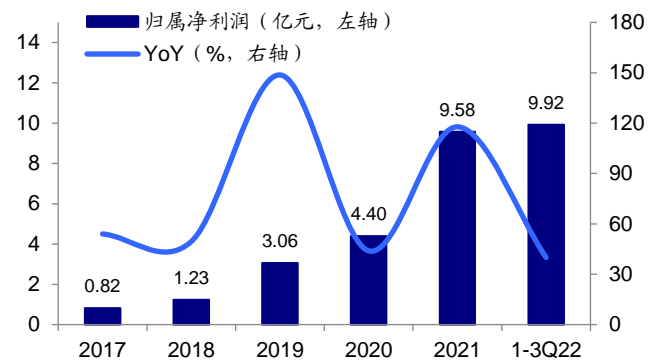
公司 3Q22 收入 6.05 亿元, 同比增长 55.15%, 归母净利润 4.01 亿元, 同比增长 41.55%, 扣非归母 3.95 亿元, 同比增长 52.26%, 3Q 毛利率同比提高 0.92pct 至 94.94%, 延续上半年提升趋势。3Q 销售费率同比下降 2.07pct 至 7.88%; 管理费率同比降低 0.11pct 至 3.94%; 研发费率同比增加 3.84pct 至 8.34%, 主因研发投入增加所致; 财务费用率同比增加 0.72pct 至 -2.54%。最终 3Q 整体期间费用率同比增加 2.39pct 至 17.63%。

图5 爱美客收入及增长情况



资料来源: Wind, HTI

图6 爱美客归母净利润及增长情况



资料来源: Wind, HTI

经营回顾: ①公司是国内医美注射龙头, 凭借全方位且具有差异化的产品矩阵, 清晰的产品定位, 产品组合优势以及从客户需求出发的深度运营, 满足市场需要, 产品竞争力、品牌影响力日益增强。②濡白天使推广顺利, 公司采取医生注射牌照授权制度, 将医生培训与授权制度结合, 高效稳定的渠道建设与完善的学习平台制度为新品的推广带来先发优势, 目前濡白天使已经在全国一线、二线城市, 不同类型机构之间实现快速渗透, 医生、求美者的使用反馈良好。③公司持续推进信息化建设与数字化管理, 以信息化技术全方位支持业务数字化管理。信息化已覆盖采购、仓储、生产等关键业务链, 多项业务系统进入试运行阶段, 逐渐实现业务闭环。

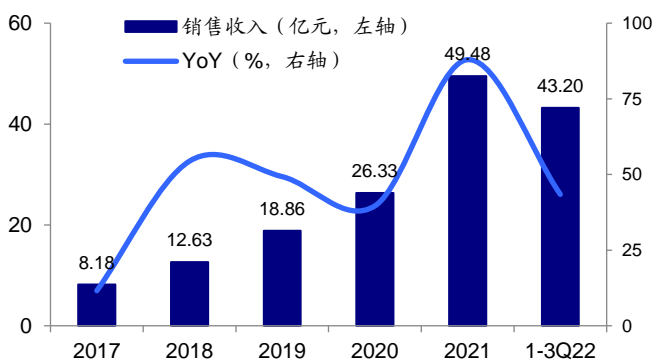
风险提示: 研发和创新不及预期、新产品开发和注册风险、产品结构相对单一、市场竞争加剧。

(B) 华熙生物: 3Q扣非利润增35%表现靓丽, 盈利能力提升

2022年前三季度实现收入43.20亿元, 同比增长43.43%, 主因公司功能性护肤品收入同比取得较快增长; 归母净利润6.77亿元, 同比增长21.99%, 扣非归母净利润6.01亿元, 同比增长34.51%。1-3Q毛利率同比下降0.56pct至77.23%。1-3Q22销售费用率同比提高0.59pct至46.98%; 管理费用率同比下降0.38pct至6.31%; 研发费用率同比提高0.04pct至6.42%, 主因公司在研项目数量同比增速较快, 研发团队人员成本支出增加, 且研发项目的推进导致临床试验费、检验检测等费用支出增加; 财务费用率同比下降1.10pct至-1.00%。最终1-3Q22整体期间费用率同比下降0.84pct至58.70%。

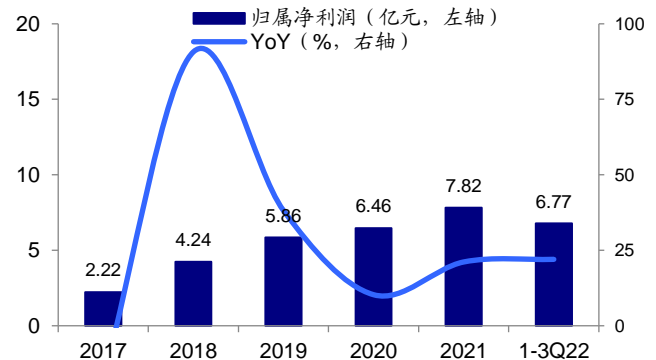
公司3Q22收入13.85亿元同比增长28.76%, 归母净利2.04亿元同比增长4.86%, 扣非归母净利1.88亿元同比增长33.64%, 增速差异主因报告期内来源于政府补助的非经常性损益金额减少, 3Q毛利率同比下降0.78pct至76.80%。3Q销售费用率同比下降0.13pct至46.40%; 管理费用率同比提高0.14pct至7.07%; 研发费用率同比下降0.87pct至7.06%; 财务费用率同比下降0.76pct至-0.87%。最终3Q整体期间费用率同比下降1.61pct至59.66%。

图7 华熙生物收入及增长情况



资料来源: Wind, HTI

图8 华熙生物归母净利润及增长情况



资料来源: Wind, HTI

经营回顾：强化研发优势，稳固科技护城河。公司新增认定 13 位核心技术人员充实六大研发平台，成员涵盖微生物、生物活性物转化、中试成果转化等技术背景，并拥有丰富的行业经验。其中原料板块 2 位博士负责合成生物学关键技术研究，多人集中于功能性护肤品原料/配方/产品等技术路线开发，实现公司“物质发现-成果转化-产业壮大”全产业链持续创新。

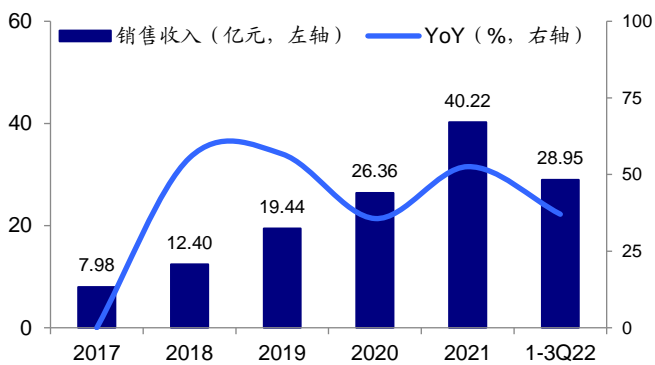
风险提示：线上营销成本激增、行业竞争格局恶化、新品推出不及预期。

(c) 贝泰妮：3Q22 淡季增长放缓，关注大促爆发潜力

2022 年前三季度实现收入 28.95 亿元，同比增长 37.05%；归母净利润 5.17 亿元，同比增长 45.62%，扣非归母净利润 4.51 亿元，同比增长 35.48%，毛利率同比下降 0.11pct 至 76.79%。1-3Q22 公司销售费用率同比下降 0.08pct 至 46.20%；管理费用率同比上升 0.2pct 至 7.00%；研发费用率同比上升 1.13pct 至 4.37%，公司的研发活动开展顺利，研发投入与研究方向、研究进度基本匹配；财务费用率维持-0.39%，主要系公司银行活期存款利息收入较上年同期增加较多所致。最终 1-3Q22 整体期间费用率同比上升 1.25pct 至 57.18%。

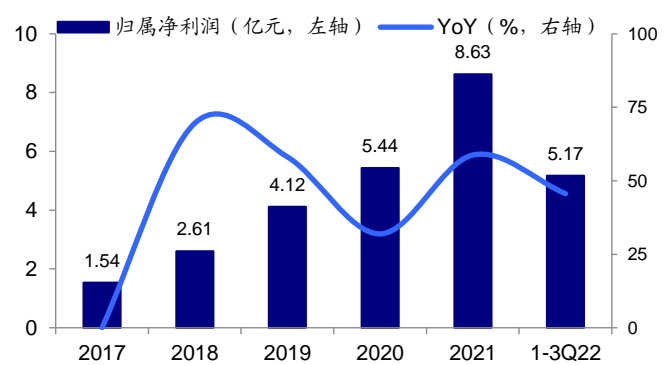
公司 3Q22 收入 8.46 亿元，同比增长 20.65%，归母净利 1.22 亿元，同比增长 35.49%，毛利率同比提高 0.18pct 至 76.51%。3Q 销售费用率同比下降 0.54pct 至 48.03%；1-3Q22，单 3Q 管理费用率同比下降 0.04pct 至 8.47%；1-3Q22，单 3Q 研发费用率同比上升 1.81pct 至 5.31%；财务费用率同比下降 0.32pct 至-0.44%。最终 3Q22 整体期间费用率同比增加 0.91pct 至 61.37%。

图9 贝泰妮收入及增长情况



资料来源: Wind, HTI

图10 贝泰妮归母净利润及增长情况



资料来源: Wind, HTI

经营回顾：坚持大单品战略。9月，公司推出继特护霜之后又一大单品“舒缓保湿特护精华”，此次新品立足皮肤学界的最新研究成果，创新提出“点、线、面立体修护”的护肤理念，同时进行基于科学传播体系构建新品营销打法，全域传播的“组合拳”让新品营销活动传播声量更立体，触达率更高。

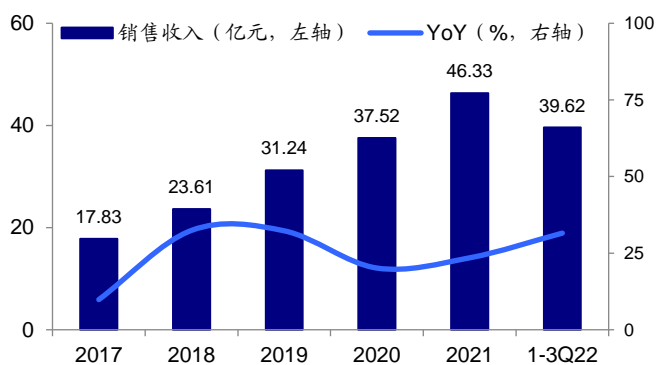
风险提示：获客成本快速增长，产品系列集中，多品牌拓展不及预期。

(D) 珀莱雅：3Q22 业绩近预告上限，多品牌矩阵初现，成长&确定性兼备

2022 年前三季度收入 39.62 亿元，同比增长 31.53%，归母净利润 4.95 亿元，同比增长 35.96%，扣非归母净利润 4.77 亿元，同比增长 33.84%。毛利率增加 4.84pct 至 69.43%，业绩亮眼主因线上渠道营收同比增长，以及公司第二成长曲线品牌较快增长，子品牌彩棠在 3Q22 实现扭亏为盈。1-3Q22 公司销售费用率同比上升 1.03pct 至 42.93%；管理费用率同比上升 0.46pct 至 5.95%；1-3Q22 研发费用率同比上升 0.67pct 至 2.41%；财务费用率同比降低 0.71pct 至 -0.81%。最终 1-3Q22 整体期间费用率同比增加 1.44pct 至 50.47%。

公司 3Q22 收入 13.36 亿元，同比增长 22.07%；归母净利润 1.98 亿元，同比增长 43.55%，毛利率增加 5.89pct 至 71.99%。3Q 销售费用率同比增加 2.14pct 点至 43.71%；管理费用率同比增加 3.62pct 至 8.13%；研发费用率同比增加 0.64pct 至 2.57%；1-3Q22，财务费用率同比下降 1.20pct 至 -1.31%。最终 3Q22 整体期间费用率同比增加 5.21pct 至 53.09%。

图11 珀莱雅收入及增长情况



资料来源: Wind, HTI

图12 珀莱雅归母净利润及增长情况



资料来源: Wind, HTI

分产品: 护肤类产品(含洁肤)收入 11.83 亿元, 同比增长 24.50%, 占总收入比重为 88.55%, 产品平均售价 41.24 元/支, 同比增加 27.72%, 主要系单价较高的大单品(精华、面霜类)同比销量增加, 收入占比上升所致; 美容彩妆类产品收入 1.44 亿元, 同比增长 6.65%, 占总收入比重为 10.8%, 产品平均售价 73.83 元/支, 同比增加 91.37%, 主因美容彩妆类产品中平均售价较高的彩棠品牌较上年同期收入占比上升, 跨境代理品牌 2022 年第三季度营收占比进一步减少。

经营回顾: 升级品牌 logo。 由原来的“珀莱雅”变为“海洋珀莱雅”, 字体的设计变得更年轻, 也更直观地体现了珀莱雅的海洋属性和对年轻感的珍视。设计了全新的 icon, 寓意着珀莱雅将升级成一个更年轻更时尚的 ta, 更专业地为消费者的美丽加分。

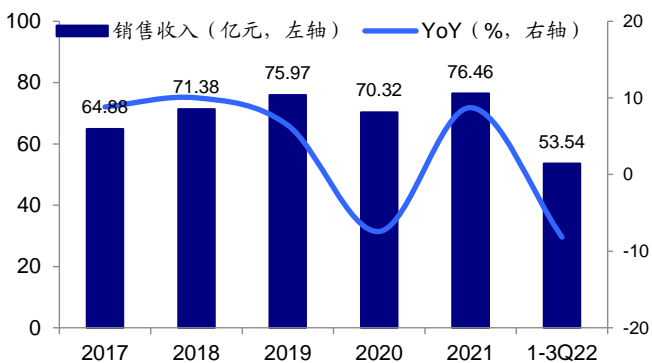
风险提示: 获客成本快速增长, 产品系列集中, 多品牌拓展不及预期。

(E) 上海家化: 3Q 收入增 1.2%扣非净利增 18%, 疫后迎来拐点逐季恢复, Q4 目标双位数增长

2022 年前三季度收入 53.54 亿元, 同比下降 8.17%, 归母净利润 3.13 亿元, 同比下降 25.52%。1-3Q22 毛利率 54.28%, 同比下降 4.59%。1-3Q22 公司销售费用率同比下降 4.84pct 至 39.66%; 管理费用率同比下降 0.49pct 至 9.52%; 研发费用率同比上升 0.14pct 至 1.97%; 财务费用率同比下降 0.32pct 至 -0.17%。最终 1-3Q22 整体期间费用率同比下降 5.50pct 至 50.96%。

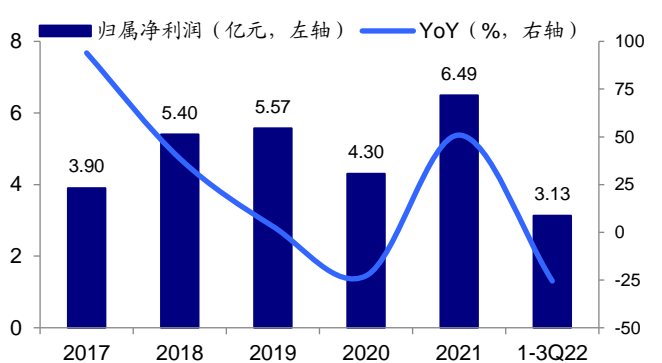
3Q22 收入 16 亿元, 同比上升 1.2%, 归母净利 1.6 亿元, 同比上升 16%, 扣非归母净利 1.7 亿元, 同比上升 18%。毛利率 54.3%, 同比下降 4.7pct, 我们判断主因低毛利的个护家清品类旺销致产品结构变动影响。销售费用率 31.5%, 同比下降 3.6pct; 管理费用率 11.6%, 同比下降 2.0pct; 研发费用率 2.4%, 同比基本持平; 财务费用率 -0.5%, 同比下降 0.58%。最终 1-3Q22 整体期间费用率 45.0%, 同比下降 8.17pct。

图13 上海家化收入及增长情况



资料来源: Wind, HTI

图14 上海家化归母净利润及增长情况



资料来源: Wind, HTI

经营回顾: ①个护家清品类表现突出, 自有外延双赛道发力。根据上海家化官网, 公司个护家清品类业绩表现突出, 其中六神增长超 30%, 表现最为亮眼, 沐浴露更在高端化、年轻化和全季化上做出重大突破, 通过重磅代言人和六神 IP 大牌日及首个六神 IP 清凉节等方式在营销创新上不断突破; 美妆护肤品类各有亮点表现, 佰草集在京东平台快速拓展, 实现同比 57% 增长, 在抖音平台实现超过 1000% 增长, 带动品牌在电商渠道实现正增长。品牌按计划升级布局 4 大功能线, 第三季度新太极抗初老延展品类, 新七白美白系列升级和双石斛的修护级高保湿线全新上市; 母婴品类中, 启初除了爆品胚米系列面霜, 进一步升级 0-1 岁的核心布局, 启初与儿童皮肤领域的权威马琳医生及老爸评测等一系列专业权威 KOL 深度合作, 重点推出新品启初青蒿舒缓系列, 通过大量种草活动, 品牌实现天猫访客及客单量大幅提升, 新品复购率为老品 3 倍, 目前成为拼多多宝宝护肤品类 TOP2 品牌; 公司还官宣将切入香氛品类赛道并正式投资了中国香氛香薰品牌“节气盒子”。②线下业绩恢复增长, 线上拓展运营模式。公司线下渠道整体销售收入同比增长超 7%, 实现了高于线下市场整体的增长, 在拥有强势、优质的线下渠道的基础上, 持续通过新零售赋能, 新零售业务线下占比超 16%, 并进一步优化效率, 实现了商超、百货、CS 等渠道之间的协同与升级; 线上渠道方面, 家化继续坚持多平台布局、达人矩阵建设、精细化运营、产品差异化等既定策略, 与各大电商平台的合作不断深入, 第三季度国内电商渠道收入如剔除超头因素同比增长近 9%, 回升趋势明显。③研发科技驱动创新, 引领行业前沿发展。公司研发费用增长 46%, 截至 9 月末, 公司专利总数共计 397 项, 在国内美妆企业中名列前茅。其中国家授权发明专利 96 项, 全球 PCT 授权专利 22 项, 拓展了全球化技术的领先布局。

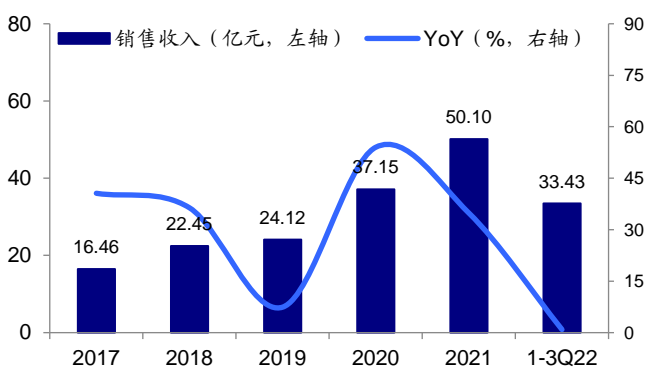
风险提示: 获客成本快速增长, 产品系列集中, 组织变革不及预期。

(F) 水羊股份: 3Q 收入降 4% 净利降 37%, 战略升级蓄力新品, 研发布局强化长期竞争力

2022 年前三季度收入 33.43 亿元, 同比上升 0.91%, 归母净利润 1.19 亿元, 同比下降 18.88%, 毛利率 4.28%, 同比上升 18.59%。1-3Q22 公司销售费用率 43.54%, 同比上升 1.49pct; 管理费用率 4.60%, 同比下降 0.43pct; 研发费用率 1.32%, 同比上升 0.70pct; 财务费用率 0.72%, 同比下降 0.71pct。最终 1-3Q22 整体期间费用率 50.43%, 同比上升 1.06pct。经营现金流净额 -1.6 亿元, 同比下降 236.4%, 主因疫情影响账期变长以及存货储备增加占用资金较大。

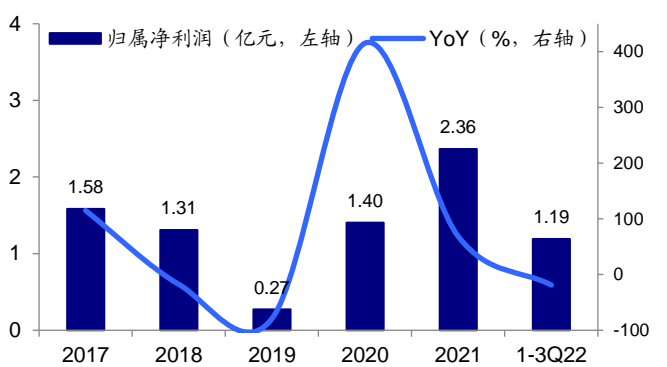
3Q22 收入 11.4 亿元，同比下降 4.4%，降幅环比缩小 6.8pct，归母净利润 0.36 亿元，同比下降 37.4%。毛利率 55.6%，同比下降 2pct。3Q22 销售费率 44.4%，同比略有下降；管理费率 4.8%，同比下降 0.8pct；研发费率 2.6%，同比上升 1.1pct，主因研发投入加大；财务费用率-0.8%，同比下降 1.3pct。最终 3Q22 整体期间费用率 51.0%，同比下降 1.1pct。

图15 水羊股份收入及增长情况



资料来源：Wind, HTI

图16 水羊股份归母净利润及增长情况



资料来源：Wind, HTI

经营回顾：深耕小分子原料研发，科技赋能产品。根据水羊股份官网、官方公众号，公司抢先布局合成生物学赛道，并在业内首先聘请院士为首席科学家。8月水羊智造正式投产，标志着水羊全面进入智能化、数字化、个性化时代，科技能力迈入发展快车道。9月宣布实现超小分子量透明质酸的落地生产，800Da&400Da 原料在全球领域均处于领先水平，在透皮吸收率、损伤修护、抗衰等方面有优异特质，推动透明质酸护肤进入微纳米时代。目前公司最新超小分子 400Da 透明质酸已实现量产并可向旗下御泥坊等品牌供应，我们相信，公司持续加大研发投入，能够通过不断升级底层产品力，更好地配合自有品牌焕新。

风险提示：获客成本快速增长，新品表现不及预期，新渠道拓展不及预期。

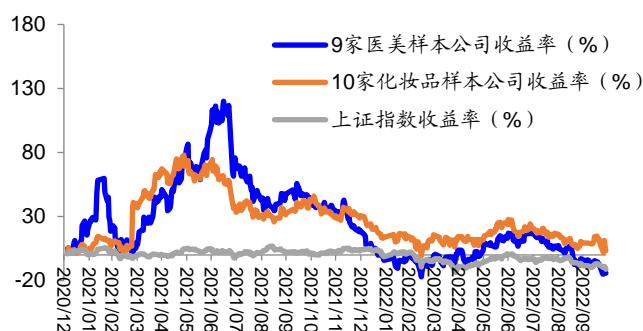
4. 市场表现：3Q 板块略有回落，机构持续加仓

(A) 板块指数

医美：我们选取 9 家重点医美公司（爱美客、华熙生物、昊海生科、锦波生物、华韩股份、瑞丽医美、复锐医疗科技、雍禾医疗、医思健康）按市值加权构建板块指数，**(1) 涨跌幅：**以 2020 年 12 月 31 日收盘价为基数（下同），2021 年 7 月板块涨幅达到最高点 120%，随后呈现持续下跌趋势，在 2022 年 3 月达最低点-17.1%，随后逐步企稳回升，8 月略有回落，三季度受大盘影响，叠加行业监管趋严，板块收益率持续走低，最终 2022 年初至 10 月 28 日，样本指数收益率-27.6%，低于上证指数 12.7 个百分点。**(2) 估值水平：**2021 年初至 2022 年 10 月 28 日，样本指数动态市盈率（未来 12 个月，下同）走势与收益率走势相似，板块动态市盈率在 2021 年 7 月达到最高值 114.3 倍，2022 年 3 月达到最低值 23.6 倍，随后回升至 7 月最高值 36.2 倍，三季度板块动态市盈率有所回落，最终 10 月 28 日板块动态市盈率为 26.3 倍。

化妆品：我们选取 10 家重点化妆品公司（贝泰妮、珀莱雅、上海家化、丸美股份、水羊股份、壹网壹创、丽人丽妆、青松股份、嘉亨家化、科思股份）按市值加权构建板块指数，**(1) 涨跌幅：**2021 年初至 5 月，板块呈现出持续稳步上涨的趋势，涨幅在 5 月份最高达到 78%，随后回落至 22 年 4 月的 14%，4-7 月整体稳中有升，8 月至 10 月整体呈现波动下降的趋势，10 月 28 日涨幅为 3.4%；**2022 年初至 10 月 28 日，样本指数收益率-20.8%，低于上证指数 5.9 个百分点，表现略优于医美板块。****(2) 估值水平：**2021 年初至 2022 年 10 月 28 日，样本指数动态市盈率水平先升后降，板块动态市盈率在 2021 年 5 月达最高值 46.5 倍后缓慢下降，2022 年 4 月最低达到 22.8 倍，随后快速回升至接近 30 倍的水平，三季度板块动态市盈率小幅下降，10 月 28 日为 25.7 倍。

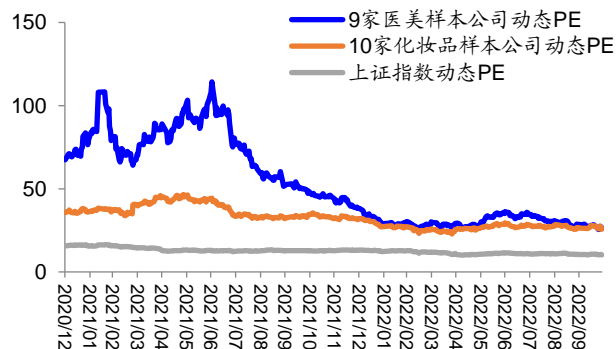
图17 2020 年底至 2022 年 10 月底各板块涨跌幅水平



备注：图中数据截止日期为 2022 年 10 月 28 日

资料来源：Wind, HTI

图18 2020 年底至 2022 年 10 月底各板块动态 PE 水平 (倍)



注：图中数据截止日期为 2022 年 10 月 28 日

资料来源：Wind, HTI

(B) 主要个股

医美板块的主要个股中，仅华东医药年初以来实现正收益：2021 年末至 2022 年 10 月 28 日，除华东医药外，板块其余个股均有所下跌，按下跌幅度由低到高排序，新氧以 83.31% 的跌幅居首，时代天使以 81.00% 的跌幅次之，医思健康以 63.18% 的跌幅位居第三，医美国际 (-62.07%)、瑞丽医美 (-61.36%)、奥元美谷 (-51.67%)、雍禾医疗 (-49.36%)、华熙生物 (-26.86%)、爱美客 (-19.34%)、锦波生物 (-13.27%) 等亦录得跌幅。

表 9 医美板块主要个股涨跌幅及估值情况

名称	2021/12/31 收盘价 (交易货币单位/点)	2022/10/28 收盘价 (交易货币单位/点)	区间涨跌幅 (%)	2022/10/28 总市值 (亿, 交易货币单 位)	2022/10/28 动态市盈率(倍)
上游医美产品生产商					
时代天使	400.00	76.00	-81.00	128	51.7
四环医药	1.26	0.67	-46.80	63	80.5
昊海生科	124.86	74.55	-40.29	130	35.9
复锐医疗科技	9.36	5.87	-37.25	27	-
华熙生物	154.70	113.15	-26.86	544	53.0
爱美客	533.83	430.60	-19.34	932	65.4
锦波生物	129.83	112.60	-13.27	70	-
华东医药	39.92	42.00	5.22	735	27.4
下游医美服务机构					
新氧	3.19	0.53	-83.31	0.0	-2.9
医思健康	11.05	4.07	-63.18	48	16.3
医美国际	3.48	1.32	-62.07	0.3	-
瑞丽医美	0.30	0.11	-61.36	2	-
奥园美谷	10.78	5.21	-51.67	41	32.8
雍禾医疗	15.80	8.00	-49.36	42.2	36.0
朗姿股份	31.62	19.20	-39.29	85	70.8
苏宁环球	4.68	2.87	-38.71	87	0.0
华韩股份	29.21	18.10	-38.04	15	0.0
板块指数					
上证指数	3640	2916	-14.9	-	10.3
医美样本指数	-	-	-27.6	-	26.3

注: 1) 动态市盈率选取 Wind 一致预期;

2) 货币单位为各交易货币, A 股公司为人民币、港股公司为港元、美股公司为美元;

资料来源: Wind, HTI

化妆品板块的主要个股中, 科思股份、珀莱雅区间涨跌幅为正: 2021 年末至 2022 年 10 月 28 日, 科思股份以 28.51% 的涨幅居首, 珀莱雅以 12.34% 的涨幅次之, 丸美股份 (-9.71%)、贝泰妮 (-15.55%)、水羊股份 (-29.77%)、上海家化 (-31.26%) 等为负值。

表 10 化妆品板块主要个股涨跌幅及估值情况

名称	2021/12/31 收盘价 (交易货币单位/点)	2022/10/28 收盘价 (交易货币单位/点)	区间涨跌幅 (%)	2022/10/28 总市值 (亿, 交易货币单位)	2022/10/28 动态市盈率(倍)
科思股份	41.90	53.85	28.51	91.2	29.0
珀莱雅	148.18	166.46	12.34	472	63.6
丸美股份	31.63	28.56	-9.71	115	43.0
贝泰妮	175.82	148.48	-15.55	629	52.7
水羊股份	15.89	11.16	-29.77	43	14.7
上海家化	40.06	27.54	-31.26	187	32.5
嘉亨家化	32.33	22.02	-31.90	22	22.8
壹网壹创	48.64	27.45	-43.56	66	21.1
鲁商发展	13.09	6.57	-49.80	67	15.2
丽人丽妆	24.04	11.20	-53.41	45	17.7
板块指数					
上证指数	3640	2916	-14.9	-	10.3
化妆品样本指数	-	-	-20.8	-	25.7

注: 1) 动态市盈率选取 Wind 一致预期;

2) 货币单位为各交易货币, A 股公司为人民币、美股公司为美元;

资料来源: Wind, HTI

(C) 机构持仓

以下为医美化妆品板块重点个股各季度基金持仓总市值变化情况:

·**爱美客**: 1Q21-2Q21 由 7.42 亿元提升至 38.5 亿元, 3Q21 短暂回落至 30.2 亿元, 4Q21-2Q22 由 56.7 亿元持续上升至 137.4 亿元, 3Q22 降至 126.2 亿元, 1Q21-3Q22 持股占流通股比例持续上升, 由 3.7%增至 29.1%。

·**华熙生物**: 1Q21-2Q21 由 4.6 亿元激增至 21.3 亿元, 3Q21-4Q21 持续下降, 逐步降至 0.7 亿元, 1Q22 起略有回升, 3Q22 增至 4.0 亿元, 1Q21-3Q22 持股占流通股比例持续上升, 由 0.64%增至 3.19%。

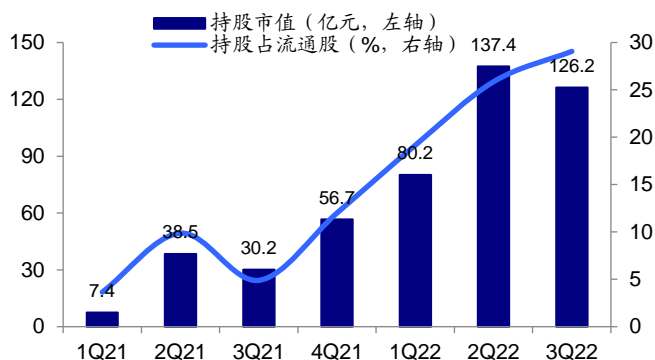
·**华东医药**: 1Q21-2Q21 持仓市值增至 7.0 亿元, 3Q21 又快速下降至 0.04 亿元, 4Q21-3Q22 由 8.5 亿元持续增至 34.2 亿元, 1Q21-3Q22 持股占流通股比例持续上升, 由 2.40%增至 4.87%。

·**贝泰妮**: 1Q21-2Q21 基金持仓市值由 1.7 亿元激增至 32.1 亿元, 持股占流通股比例提升至 22.0%; 3Q21-4Q21 基金持仓市值短暂回落, 由 29.2 亿元降至 23.7 亿元, 1Q22-3Q22 基金持仓市值由 26.6 亿元增至 41.9 亿元, 1Q21-3Q22 持股占流通股比例持续上升, 由 6.53%增至 11.22%。

·**珀莱雅**: 1Q21-2Q21 由 4.7 亿元增至 7.1 亿元, 3Q21 略降至 6.9 亿元, 4Q21 增至 9.2 亿元, 1Q22-3Q22 由 6.8 亿元增至 24.7 亿元, 远超历史同期水平, 1Q21-3Q22 持股占流通股比例持续上升, 由 1.8%增至 5.38%。

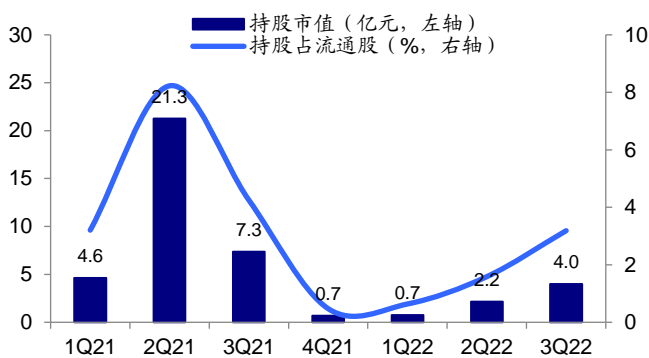
·**上海家化**: 1Q21-2Q21 由 3.6 亿元增至 16.3 亿元, 3Q21-1Q22 由 13.8 亿元持续降至 1.1 亿元, 2Q22 小幅增至 3.2 亿元, 3Q22 回落至 0.81 亿元, 1Q21-3Q22 持股占流通股比例微幅提升, 由 0.42%增至 0.49%。

图19 爱美客基金重仓持股变化情况(%, 1Q21-3Q22)



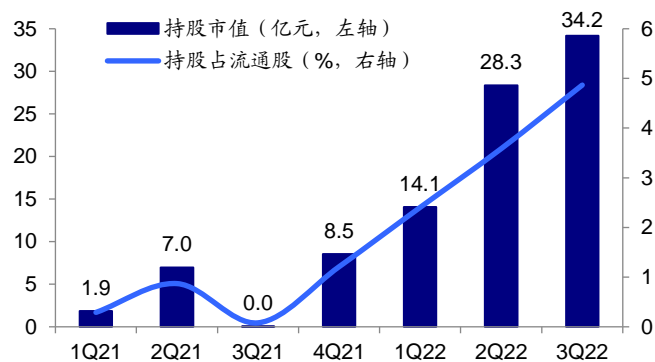
资料来源: Wind, HTI

图20 华熙生物基金重仓持股变化情况(%, 1Q21-3Q22)



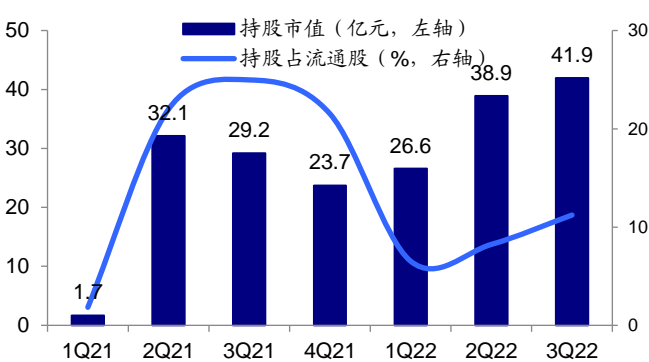
资料来源: Wind, HTI

图21 华东医药基金重仓持股变化情况(%, 1Q21-3Q22)



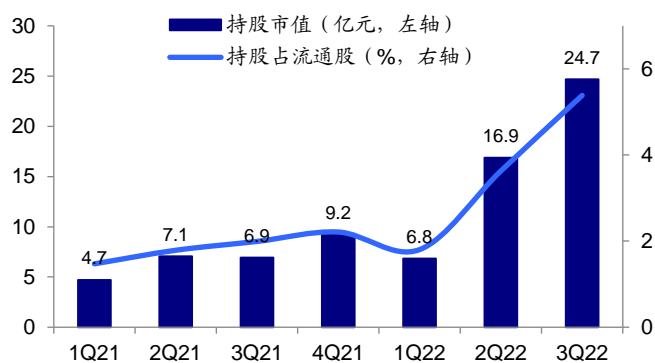
资料来源: Wind, HTI

图22 贝泰妮基金重仓持股变化情况(%, 1Q21-3Q22)



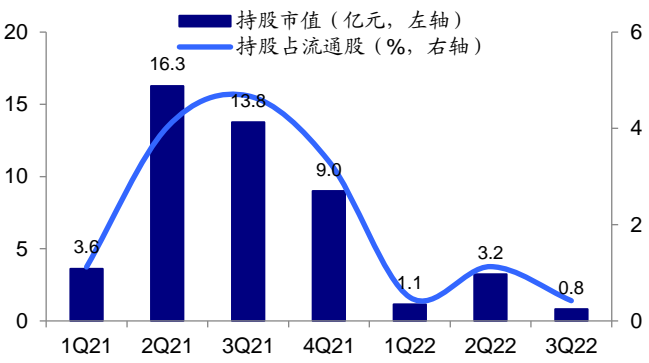
资料来源: Wind, HTI

图23 珀莱雅基金重仓持股变化情况(%, 1Q21-3Q22)



资料来源: Wind, HTI

图24 上海家化基金重仓持股变化情况(%, 1Q21-3Q22)



资料来源: Wind, HTI

5. 风险提示

(1) 行业竞争加剧。近年来，化妆品企业通过线上渠道实现的销售占比逐年提升，国际知名化妆品品牌也开始重视线上渠道的建设，并逐步加大了线上渠道的营销力度。相较于本土化妆品品牌，国际知名化妆品品牌依托强势的品牌地位及强大的资金实力，在市场竞争中占据一定优势。国际化妆品品牌在线上渠道持续的营销投入，将会挤压本土化妆品品牌在线上渠道的销售份额。

(2) 获客成本快速增长。随着潜在的网购用户增量趋于稳定，互联网流量红利效应逐渐减弱，主要头部电商平台的商家竞争日趋激烈，公域流量的获客边际效益有所下滑，导致品牌获客成本快速增长。如果品牌未来不能及时开拓低成本的获客渠道，制定高效的获客策略，不断开拓品牌私域流量池并提升客户的长期价值，同时各主要头部平台的营销推广收费标准出现较大不利调整，则可能导致品牌的获客成本进一步提高，获客效率下降，进而对经营业绩带来不利影响。

(3) 品牌营销模式无法顺应市场变化。化妆品企业的竞争一定程度上是营销模式的竞争，对时尚的敏锐度和对热点的把握能力，决定了企业能否灵活运用营销方式，进而拥有先发优势。而互联网的高效性也对响应的速度提出了更高的要求。近年来，市场营销方式发生了巨大变化，小红书、抖音、微博等新兴媒体流量呈现爆发式增长，网络流量入口呈现碎片化的趋势，营销渠道更为多元化。如若未来品牌不能及时把握市场营销模式的变化，迅速捕捉符合市场偏好的营销模式，则可能出现营销决策失误，进而影响经营业绩。

APPENDIX 1

Summary

- **Industry:** 3Q off-season overall flat, new traffic platform to maintain high growth. **Segment:** performance rebound after the medical epidemic and increased investment in cosmetics R&D. ①**Medical beauty:** revenue profit growth rebounded, profitability declined slightly. ②**Cosmetics:** 3Q revenue growth profit decline, R & D expense rate increase. **Individual stocks:** the leader shows business resilience, performance continues to dominate. **Market performance:** 3Q sector fell slightly, institutions continue to increase positions.
- **Investment advice:** we believe that the cosmetic medical beauty sector is still expected to maintain high growth in the long term, the boom has significant scarcity; short-term recommendations focus on brand double 11 sales and the performance elasticity of the beauty care sector growth targets. Combined with the fundamentals and valuation, we continue to suggest paying attention to the leading companies: Imeik Technology Development, Proya Cosmetics, Bloomage Biotechnology Corp, Botanee Bio-Technology, etc.
- **Risks:** Industry competition has intensified, customer acquisition costs are growing rapidly, and the brand marketing model is unable to respond to market changes.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，汪立亭，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Liting Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，李宏科，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Hongke Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，高瑜，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Yu Gao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htsec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htsec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 600415.CH, AIH.US and 000615.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 600415.CH, AIH.US and 000615.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 600415.CH, AIH.US and 000615.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

600415.CH, AIH.US 及 000615.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

600415.CH, AIH.US and 000615.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

中国国旅集团有限公司, 002251.CH 及 000615.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

中国国旅集团有限公司, 002251.CH and 000615.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

山东银座商城股份有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

山东银座商城股份有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 601888.CH, 002251.CH, 300896.CH 及 AIH.US 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 601888.CH, 002251.CH, 300896.CH and AIH.US.

海通在过去的 12 个月中从 002251.CH 及 山东银座商城股份有限公司 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

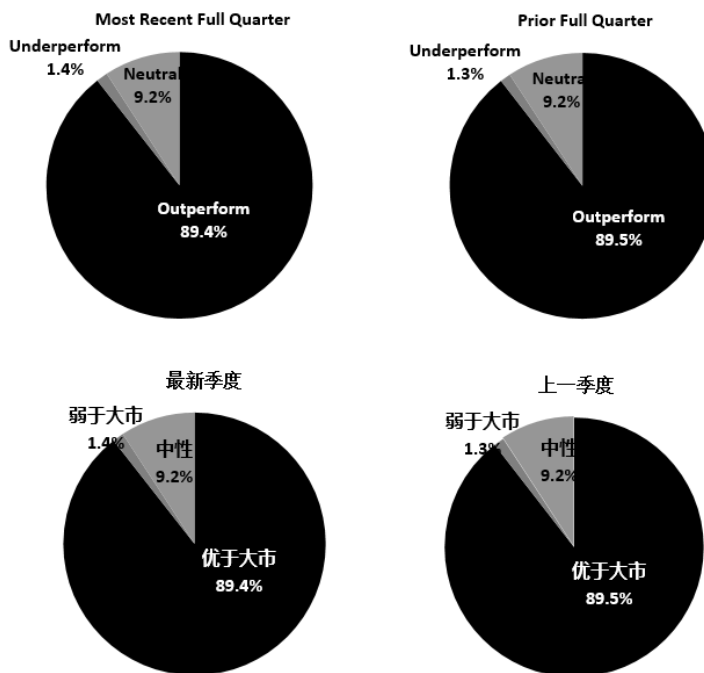
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2022 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.2%	1.4%
投资银行客户*	5.5%	6.8%	4.5%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Sep 30, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.4%
IB clients*	5.5%	6.8%	4.5%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」)，ESG 方均不担保或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other

members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL")) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (统称为「印度交易所」) 研究报告。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and

only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
