

美妆行业系列报告（一）：欧莱雅百年美业，多品牌集团成长史

2024年05月17日

【投资要点】

- ◆ **全球最大的化妆品公司，业绩和估值的双重验证。**欧莱雅创立于1909年，1963年在巴黎证券交易所上市，是全球最大的化妆品公司。从2000-2023年销售收入从126.7亿上升至411.8亿欧元，CAGR为5.3%；期间股价涨幅518%，CAGR为8.24%，同期CAC40、SBF120指数分别上涨36%和51%。欧莱雅的成长不仅验证全球消费品牛股辈出潜力，也彰显出美业的长坡厚雪及公司优秀的多品牌运营能力。
- ◆ **4大维度构筑公司护城河。**①**品牌资产稀缺性：**旗下赫莲娜、卡尼尔、科颜氏、美宝莲纽约已有百余年历史，兰蔻、薇姿等向百年靠近，品牌精神及口碑积淀深厚，难以复刻。②**多品牌运营能力验证：**四大事业部共37个品牌，覆盖高端至大众市场的护肤、彩妆、香水及护发需求。产品、配方及渠道研判优化本土运营策略，在北美、非洲、亚洲等多方验证。③**研发能力有效承接生命周期：**创始人舒莱尔及多任经理人具备科研背景，研发费率长期保持3-4%。除早期染发护发专利外，麦色滤、玻色因等当家成分为旗下品牌构建坚实壁垒。④**组织架构和培养机制：**财权和经营权分立，除创始人外5名经理人均均为内部提拔。阿米巴式架构保证各事业部和品牌单元的高效运转，完备的招聘机制、相对透明的升职及激励路径有助于激发员工潜力。
- ◆ **4大品牌运营方法论。**①**并购前瞻：**上市次年收购高端品牌兰蔻，以赫莲娜为契机进军超高端，三轮开拓后战略空位基本补齐。近十年着力开发皮肤科学及天然成分护肤、布局小众香水、奢侈品等情绪价值消费，向科技美妆转型。②**因地制宜：**品牌收购后先进行本地化整合，将自有研发及领先护肤概念嫁接，并注入国际化色彩。如美宝莲纽约、Soft Sheen/Carson、小护士等渠道网整合案例。③**单品打造：**锚定当家成分，带领核心单品配方升级和品线延伸。如兰蔻小黑瓶在与小棕瓶亦步亦趋中找到定位突破点；玻色因家族成员不断扩充。④**渠道转型：**欧洲及北美沙龙、百货专柜起家，2014年开始进行数字化转型，至2021年电商收入占比提升至29%，中国市场占比可达到80%。

【配置建议】

- ◆ 欧莱雅等国际美妆企业为国货树立了良好的品牌运营和资产培育典范。建议持续关注品牌培育已进入收获期的珀莱雅、巨子生物等；大众市场关注放量提速的上美股份、丸美股份；高端护肤关注水羊股份；多品牌运营关注上海家化等。

【风险提示】

- ◆ 消费力恢复不及预期；品牌竞争加剧等。

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

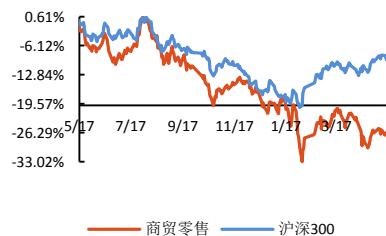
证券分析师：陈子怡

证书编号：S1160522070002

联系人：班红敏

电话：021-23586475

相对指数表现



相关研究

《1-2月社零同比+5.5%，2月CPI同比重回正增长》

2024.03.20

《黄金珠宝行业专题：进击的逆周期品类，大众与奢侈品的过渡》

2024.03.01

《创健医疗成功研发III型重组人胶原蛋白，关注功效型护肤及针剂商业化进程》

2024.02.22

《春节假期正式收官，黄金珠宝表现靓丽》

2024.02.19

《宠物行业深度报告：我国宠物食品赛道梳理》

2024.01.03

正文目录

| | |
|------------------------------------------|----|
| 1.基本情况：全球美护龙头欧莱雅，百年深耕成就美业典范 | 4 |
| 1.1.发展历程：除创始人外共 5 位经理人，持续并购打开成长天花板 | 4 |
| 1.2.组织架构：职业经理制保驾护航，人才培养机制全球领衔 | 5 |
| 2.战略探讨：并购路、本土化、数字化 | 7 |
| 2.1.矩阵化：单品牌有天花板，矩阵运营无上限 | 7 |
| 2.2.本地化：从生产、销售到履约全链路因地制宜 | 10 |
| 2.3.数字化：电商业务锋芒毕露，美妆科技战略转型 | 11 |
| 3.执行探讨：以中国市场为例，灵活变通+精耕细作 | 13 |
| 3.1.产品：研发能力为坚实壁垒，产品方法论穿越周期 | 13 |
| 3.2.渠道：电商转型的中国经验，全球渠道转换的微缩 | 17 |
| 3.3.营销：低中高端差异化矩阵，公私域营销双向突破 | 21 |
| 4.财务分析：中国内地销售减速，高档化妆品延续韧性 | 23 |
| 5.投资建议：国内美业初见分化，长期主义任重而道远 | 25 |
| 6.风险提示 | 27 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1：欧莱雅发展阶段、历任 CEO 成就及工作背景 | 5 |
| 图表 2：欧莱雅股权结构（截至 23 年末） | 6 |
| 图表 3：欧莱雅集团 4 大事业部 | 6 |
| 图表 4：欧莱雅集团 Meyers 家族持股 34%以上 | 7 |
| 图表 5：欧莱雅全球招聘计划及人才体系 | 7 |
| 图表 6：欧莱雅重点品牌收购进程 | 8 |
| 图表 7：品牌收购系扩品类、拓市场、纳新人群的重要途径 | 8 |
| 图表 8：2023 年新收购品牌伊索业绩情况 | 10 |
| 图表 9：观夏国子监街 23 号北京二店 | 10 |
| 图表 10：欧莱雅布局电商 10 余年占比提升 25pct+ | 12 |
| 图表 11：欧莱雅亚太供应链体系打造 | 12 |
| 图表 12：欧莱雅第六届进博会展出的部分美妆黑科技 | 12 |
| 图表 13：欧莱雅全球研发部门分支 | 13 |
| 图表 14：欧莱雅研发费率长期稳定在 3-4% | 13 |
| 图表 15：2022 年国际美妆巨头研发费率对比 | 13 |
| 图表 16：2022 年国际美妆巨头研发中心及人员数 | 14 |
| 图表 17：欧莱雅化妆品技术专利数遥遥领先 | 14 |
| 图表 18：欧莱雅化妆品专利技术功效分布 | 14 |
| 图表 19：欧莱雅 4 项当家化妆品专利及功效 | 14 |
| 图表 20：欧莱雅旗下主要品牌玻色因产品价格（元） | 15 |
| 图表 21：兰蔻小黑瓶及雅诗兰黛小棕瓶升级路径 | 16 |
| 图表 22：巴黎欧莱雅系列梳理 | 16 |
| 图表 23：兰蔻系列矩阵丰富度再获提升 | 16 |
| 图表 24：欧莱雅赋能奢侈品牌跨界香化 | 17 |
| 图表 25：各事业部产品的分销渠道差异 | 18 |
| 图表 26：中国区 vs 欧莱雅全球主营业务增速对比 | 18 |
| 图表 27：“人”决定“货”及“场” | 19 |

| | |
|---------------------------------------------------|----|
| 图表 28: 2023 年国内 51 个城市百货及购物中心各品牌档次销售额及同比 | 19 |
| 图表 29: 2023 年中国各渠道美妆榜单前 10 品牌 | 20 |
| 图表 30: 欧莱雅海南免税午夜快闪店 | 20 |
| 图表 31: 全球旅游零售市场中香化业务表现突出 (百万美元) | 20 |
| 图表 32: 1921 年欧莱雅第一个“彗星广告” | 21 |
| 图表 33: 1936 年欧莱雅太阳琥珀防晒油广告 | 21 |
| 图表 34: 巩俐巴黎欧莱雅“我值得拥有”广告 | 22 |
| 图表 35: 章子怡美宝莲纽约代言海报 | 22 |
| 图表 36: 2022 年巴黎欧莱雅达人矩阵 | 22 |
| 图表 37: 2022 年巴黎欧莱雅头部达人销售情况 | 22 |
| 图表 38: 2018-2023 年公司销售收入 | 23 |
| 图表 39: 2018-2023 年公司营业利润 | 23 |
| 图表 40: 2018-2023 年公司净利润 | 23 |
| 图表 41: 2023 年公司分品类收入占比 | 23 |
| 图表 42: 2023 年大众产品部营收占比再次超越高档化妆品线 | 24 |
| 图表 43: 2023 年公司分地区收入占比 | 24 |
| 图表 44: 国内外美护龙头毛利率对比 (%) | 24 |
| 图表 45: 国内外美护龙头销售净利率对比 (%) | 24 |
| 图表 46: 国内外美护龙头 ROE 对比 (%) | 25 |
| 图表 47: 欧莱雅存货、应收账款周转率 | 25 |
| 图表 48: L'Oreal SA (LRLCY) 股价与巴黎 CAC40、SBF120 指数对比 | 25 |
| 图表 49: 欧莱雅 PE Ratio | 26 |
| 图表 50: 国内美妆行业上市公司 PE 对比 | 26 |
| 图表 51: 行业重点关注公司 | 27 |

1.基本情况：全球美护龙头欧莱雅，百年深耕成就美业典范

1.1.发展历程：除创始人外共 5 位经理人，持续并购打开成长天花板

欧莱雅创立于 1909 年，逐步发展为全球第一大化妆品集团。公司以染发产品起家，百余年共收购 50 余个品牌，形成了大众美妆(Consumer Products)、高端美妆(L'Oréal Luxe)、专业美发(Professional Products)、皮肤医学美容部(Active Cosmetics) 4 大业务部门，横跨护肤、彩妆、香水、护发等多个领域，从高档到平价的所有梯度。除精准把控行业发展机遇外，公司采用家族控股和职业经理人的内部制度保障财权和经营权分离，除创始人外，发展至今共 5 位 CEO 参与集团决策管理。

1909-1956，欧莱雅品牌创立时期。1909 年化学家欧仁·舒莱尔(Eugène Schueller) 研制并生产出第一款无毒染发剂，克服了染发药水因含铅易损伤头皮而无法大面积推广的难题，欧莱雅前身法国纯净染发公司正式成立。1934 年，公司发布第一款无皂洗发露多普(Dop)；1939 年，正式更名欧莱雅，产品线逐步扩充至日化全领域。

1957-1983，开启“Le Grand L'Oréal”并购。舒莱尔的得力助手弗朗索瓦·达勒(François Dalle) 担任董事会主席，开启“职业经理人制度+继承人培养计划”的同时，“buy and grow”模式逐渐成形，带动集团实现螺旋式上升。1963 年欧莱雅在巴黎证券交易所上市，1964 年收购专注高端香水的兰蔻，1965 年收购卡尼尔扩充辅助护发品类，1970 年收购碧欧泉进军营养和男士护肤。Dalle 任职 27 年里，年营收额从 1.5 亿欧元上涨到 30 亿欧元。

1984-2005：持续并购，领衔全球化妆品企业。1985 年公司收购拉夫·劳伦进入美国高档化妆品市场，1988 年通过法国赫莲娜补全超高端品牌矩阵，北美市场正式打开。欧文中时期，公司以植村秀、小护士等品牌拓展新兴市场，巴西、俄罗斯、印度等地区贡献非凡增长，同时优化全球招聘和培养机制。

2006-2020：普及化、数字化转型时期。安巩(Jean-Paul Agon) 上任后，明确提出“美丽，与众共享”使命宣言，坚定走普及化道路。全球范围内实施数字化战略，在工作指标管理和供应链订单安排等方面高效协同提质。另一方面，继续补充功能性细分品类和价格带，潮流美妆及香氛品牌日渐丰富。1997 年公司开始接触中国市场，后续逐步收购小护士、羽西、美即等，北亚区成为收入和利润的增长极，至 2018 年 6 大品牌在中国跻身 10 亿元俱乐部。

2021 至今：“多品牌+多渠道+多品类”美妆科技集团。叶鸿慕(Nicolas Hieronimus) 担任 CEO，其于 1987 年加入欧莱雅，历任卡尼尔、美宝莲、巴黎欧莱雅区域总经理，2008 年升任专业产品部负责人，后职权范围扩大至高档、活性及专业美发等精选部门，2017 年担任副 CEO。2021 年恰逢北亚市场最后一个高双位数增长财年，三大区域性优先要务分别为保持中国发展势头、促进在美国的增长、加速新兴市场发展。

图表 1：欧莱雅发展阶段、历任 CEO 成就及工作背景



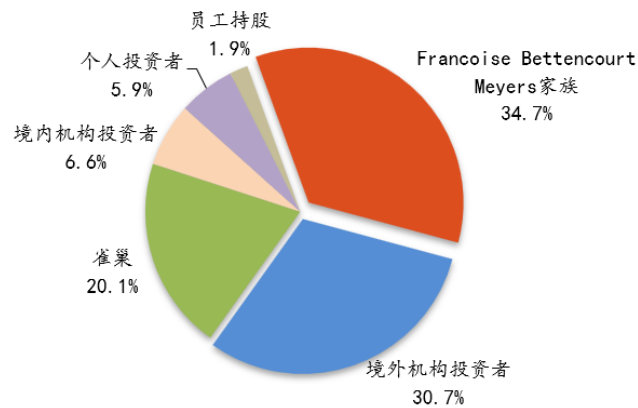
资料来源：公司公告、品观公众号、36氪、福布斯网站、百度百科、华丽志、商承世代、C2CC 新传媒公众号，东方财富证券研究所

1.2.组织架构：职业经理制保驾护航，人才培养机制全球领先

►组织架构

财权和经营权分立，职业经理人均均为内部提拔，运营及治理经验丰富。截至2023年末，贝当古·梅耶尔家族持有欧莱雅集团超过34%的股份，主要关注整体战略和重要决策，在董事会任职。公司高层管理则由职业经理人担任，负责制定和执行公司战略计划、运营决策和市场营销等，发展至今共5任经理人均均为内部提拔。

图表 2：欧莱雅股权结构（截至 23 年末）



资料来源：欧莱雅官网，东方财富证券研究所

前中后台职责明晰，阿米巴式架构赋能组织提效。覆盖 4 大事业部，依赖于其全球研发和创新中心，整合工业生产，由统一职能部门提供支持：运营、行政与财务、数字化、人力资源、企业传播和社会责任部门。除此之外，旅游零售部门覆盖旗下 30 个品牌，凭借迈阿密、新加坡和巴黎 3 家子公司激发全球范围内机场等零售专柜销售，配有快闪店、零售娱乐、专属礼品、旅行套件、旅途造型、彩妆台、专家建议、一键取货等场景组件。

图表 3：欧莱雅集团 4 大事业部



资料来源：欧莱雅官网，东方财富证券研究所

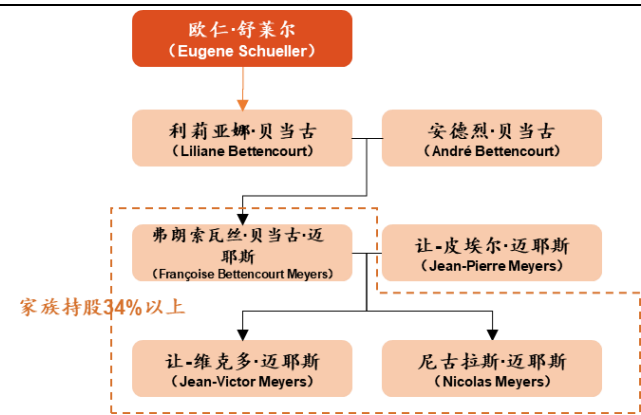
► 人才培养机制及激励计划

相对透明的升职和培养路径，重视年轻及女性职场从业者。①历史基因：从历任 CEO 履职经历看，欧莱雅十分重视年轻一代的业务培养和职位遍历。2008 年安珉时期，欧莱雅在法国总部开展大学招聘计划 L’Oreal Brandstorm”全球总决赛，来自全球 38 个国家的大学生代表队围绕薇姿品牌制定营销方案，把纯粹单向的招聘变为双向互动。优秀大学生以管培生身份进入公司后，一般

经过“部门业务主管——国家总经理——更大国家总经理”的职业阶梯，20-30年发展为管理层乃至 CEO，安珂和欧文中都曾是集团管培生。

②**偏爱年轻一代**：作为全球培养机制最成熟的快消集团之一，欧莱雅更青睐 Z 世代对各类社交媒体平台敏锐度、捕捉各类数字化及营销机会的能力，赋能全球潮流内容和渠道适配。③**女性职业关怀**：扶持旗下品牌开展赋能女性就业发展项目，如兰蔻“谱写你未来”、圣罗兰美妆“亲密有界、爱无界”公益项目、欧莱雅集团推出的“FACE A WOMAN”战略行动等。

图表 4：欧莱雅集团 Meyers 家族持股 34%以上



资料来源：温颜如花公众号，东方财富证券研究所

图表 5：欧莱雅全球招聘计划及人才体系



资料来源：巴黎HEC公众号、中欧商业评论，东方财富证券研究所

遍及全球员工的股权激励计划，彰显集团发展信心。集团于 2018 年 6 月推出第一个员工持股计划，约 35% 的员工执行认购。2020 年，集团推出第二个员工持股计划，覆盖 63 个国家和地区的 2 万余名员工，可供购买的股票数量约占集团总股份的 0.09%（按 21 年底股数），员工可通过直接持股或公司持股基金认购，锁定期 5 年，提振员工发展信心和工作热情。

2. 战略探讨：并购路、本土化、数字化

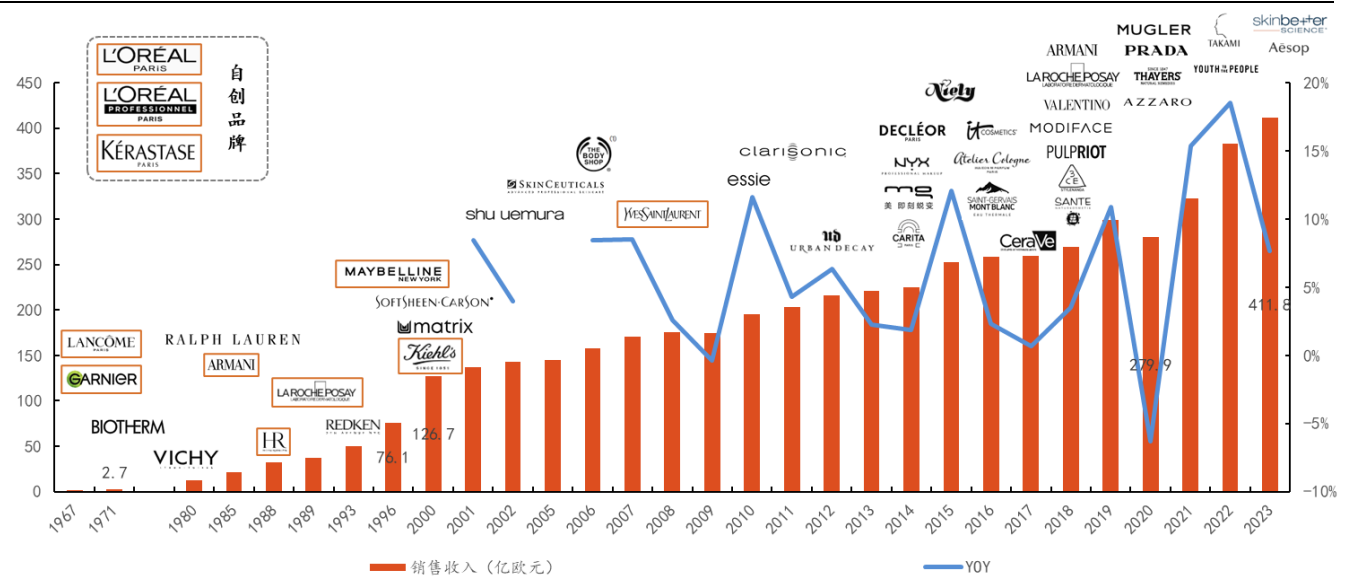
2.1. 矩阵化：单品牌有天花板，矩阵运营无上限

专业美发业务奠定运营基础，自培欧莱雅 Pro、卡诗互为补充。20 世纪初舒莱尔研发出第一款新型无毒染发剂，陆续推出 L’Oréal d’Or 亮发产品，O’Cap 非水起泡洗发水，Dopal 无皂洗发香波，Oréol 冷烫发产品等，均业界领衔，后续逐渐演化为“专注科学与发艺探索”的欧莱雅 Pro。此外，欧莱雅孵化自有品牌卡诗，1964 年开始前瞻性研究头皮科学，首创护发洗发水、头皮精华液、发膜等新产品，并提出精细化“头皮护理”概念。目前专业美发事业部还包括 Redken、Matrix、Biolage、Pureology、Shu Uemura、Mizani 和 Pulp Riot 等在内的品牌，涵盖各级价位的各类头发需求。2019 年事业部着力重塑转变与消费者、发型师的关系，利用美发沙龙网络和专业发型师扩大专业零售分销力度，目前电商和专卖零售占总销售额的 30%。

上市次年收购高端品牌兰蔻，以赫莲娜为契机进军超高端，三轮开拓后战略空位基本补齐。①**阶段一：巩固法国本土市场**。1964 年收购当时面临存贷和信贷危机的法国兰蔻，正式进军高端彩妆和香水领域；次年收购法国大众品

牌卡尼尔。1964-1980 年兰蔻、欧莱雅、卡尼尔构成 3 大品牌核心矩阵，覆盖高端、中高端及大众市场。②阶段二：拓展北美第二市场。1988 年收购开创美国本土奢华美容市场的赫莲娜，补齐品牌金字塔超高端空缺；1996 年将美国彩妆第一的美宝莲纽约纳入麾下，彩妆实现高端和大众人群全覆盖。③阶段三：亚洲及新兴市场开拓。亚洲市场着力渠道型品牌，如 2018 年 4 月公司收购知名韩国彩妆品牌 3CE 母公司 70% 股权，借助韩流拓展亚洲市场，并收入其线上营销团队。印度护肤品牌 Cheryl's Cosmeceuticals、肯尼亚美发美容产品公司 Interconsumer Products Limited 和哥伦比亚彩妆品牌 Vogue 等均为公司通过收购进入当地市场以及扩充品牌矩阵。

图表 6：欧莱雅重点品牌收购进程



资料来源：公司公告、各品牌官网、华丽志公众号、无时尚中文网、CBO 公众号，东方财富证券研究所

注：橙色框共 11 个品牌销售额破 10 亿欧元。

图表 7：品牌收购系扩品类、拓市场、纳新人群的重要途径

| 品牌 | 收购时间 | 创立时间 | 国家 | 品类 | 品牌理念 | 战略意义 |
|--------|------|------|-----|------------------|-------------------------------------------------------|----------------------------|
| 兰蔻 | 1964 | 1935 | 法国 | 高端护肤、彩妆、香水 | 浪漫优雅、秉持守护和传递，长茎玫瑰是品牌标志 | 进入高端护肤彩妆领域 |
| 卡尼尔 | 1965 | 1903 | 法国 | 大众护发、护肤、婴童 | 天然、健康 | 有效补充护发产品线，确立市场地位，补充大众线 |
| 碧欧泉 | 1970 | 1952 | 法国 | 高端护肤 | 修复都市男女因忙碌生活导致的肌肤损伤，经典成分为比利牛斯山的温泉水 Life Plankton™ 活源精粹 | 进入男性护肤领域，忠诚度较高 |
| 薇姿 | 1980 | 1931 | 法国 | 活性护肤、清洁、彩妆、防晒和护发 | 美容工业家和温泉治疗医师创立，主打温泉水舒缓、提升抵抗力的特殊功效 | 欧洲药房护肤品销售第一，进入活性健康和功效性护肤领域 |
| 拉夫劳伦香水 | 1985 | 1967 | 美国 | 高端香水 | 创始人美国标志性设计师，定义奢华生活方式，彰显个性 | 巩固美国奢侈品市场和男性奢侈香水市场地位 |
| 阿玛尼美妆 | 1988 | 1975 | 意大利 | 高端彩妆、香水、护肤 | 展现自然本真的优雅，黑钥匙核心护肤系列 | - |

| | | | | | | |
|--------------|------|------|-----|------------|-----------------------------------|---------------------------------|
| 赫莲娜 | 1988 | 1902 | 法国 | 顶级奢华先锋护肤品牌 | 为女性提供“至美力量”，高浓度活性成分与珍贵奢华质感融合 | 进入超高端品类 |
| 理肤泉 | 1989 | 1975 | 法国 | 活性护肤 | 深耕皮肤科学领域研究，秉承“科学与爱” | - |
| 美宝莲纽约 | 1996 | 1917 | 美国 | 大众时尚彩妆 | 始于睫毛膏，独特创新、价格适中、可轻松上妆 | 进入美国彩妆市场 |
| 科颜氏 | 2000 | 1851 | 美国 | 高端护肤 | 传统药店起家，化妆品、制药、草药与医学知识结合 | - |
| 植村秀 | 2002 | 1983 | 日本 | 高端彩妆 | 鼓励亚洲“千禧一代”表达自我 | 进入北亚市场 |
| 修丽可 | 2005 | 1997 | 美国 | 活性护肤 | 以科学为基础，提供卓越的肌肤护理方案，在抗氧化领域取得关键突破 | 巩固专业化形象 |
| 圣罗兰美妆 | 2008 | 1962 | 法国 | 高端彩妆、香水、护肤 | 巴黎高定品牌代表 | - |
| Essie | 2010 | 1981 | 美国 | 大众美甲 | 美国美甲沙龙专家 | 开启美甲品类，巩固沙龙渠道优势 |
| 衰败城市 | 2012 | 1996 | 美国 | 高端彩妆 | 高持久度、高显色度、拒绝进行动物测试，彰显加州洛杉矶风格 | - |
| 美即 | 2014 | 2003 | 中国 | 大众面膜 | 在中国创立单片贩卖模式，研发推出数百种面膜产品 | - |
| NYX | 2014 | 2010 | 美国 | 大众彩妆 | 追随好莱坞潮流，建立美妆社区 | 补充便宜的开架彩妆 |
| IT Cosmetics | 2016 | 2008 | 美国 | 高端彩妆、护肤 | 整形外科专家与皮肤科专家参与研发，解决肌肤问题 | 赋能美妆科技转型，声波护肤设备和技术领域 |
| 欧珑 | 2016 | 2009 | 法国 | 高端香水 | 第一个从传奇古龙水中汲取灵感，专注制造纯香水的香水屋 | 布局个性香氛 |
| 适乐肤 | 2017 | 2005 | 美国 | 大众活性修护 | 高效、安全、服帖质地和实惠价格，有效修护和增强肌肤天然屏障 | 美国专业皮肤科专家第一推荐的保湿产品，全球 35 多个国家有售 |
| 3CE | 2018 | 2009 | 韩国 | 大众彩妆 | 创意彩妆，打造 Nanda 女孩专属妆容 | 布局亚洲彩妆，获取亚洲电商及社媒潮流运营经验 |
| 华伦天奴香水/美妆 | 2018 | 1960 | 意大利 | 高端香水、彩妆 | 融合浪漫主义、色彩与手工艺，罗马文化 | - |
| Prada 香水 | 2020 | 1913 | 意大利 | 高端香水 | 秉持精湛工艺、反叛优雅、纯粹智性和卓越前卫的先锋精神，重释品牌经典 | 利用 Prada 已经建立的高端香水形象，触达各地消费者 |

资料来源：百度百科、欧莱雅官网、各品牌官网，东方财富证券研究所

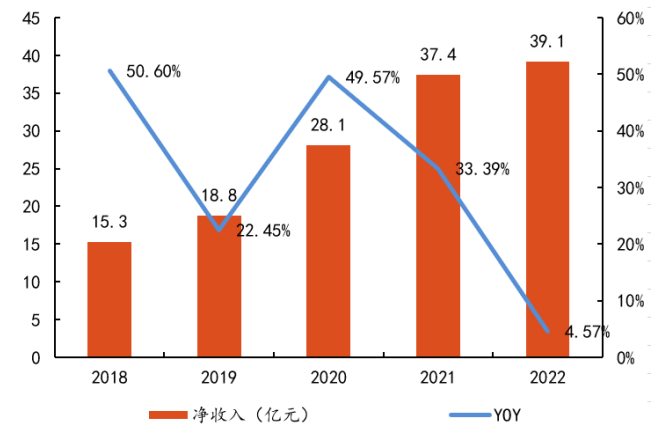
多途径战略合作共创，入局前瞻性垂类赛道。集团采用 50%、30%、20% 的投资策略，即 50% 的投资于熟悉的专业领域；30% 为已知中的未知，与初创合作拓展疆域；20% 为未知中的未知，即全新领域。近些年欧莱雅着重发力于：

①皮肤科学、天然成分：2023 年 3 月，将活性健康化妆品部门 Active

Cosmetics) 更名为皮肤科学美容部门 (Dermatological Beauty)。部门旗下适乐肤 CeraVe 具有药企背景；2017 年收购的 AcneFree、Ambi 以及 2020 年的 Takami (日本皮肤科医生自创品牌) 均由药企或是由皮肤科医生创立。同时，随着 ESG、环保、天然以及纯素等概念兴起，2020-2023 年公司先后收购 Youth to the People、津尔氏 Thayers Natural Remedies 和伊索 Aēsop 三大天然成分品牌。

②**香氛等情绪价值品类**：以高端品牌收购和奢侈品牌代理为主，22 年在高档化妆品部门下设香水部门。叶鸿慕曾于 2023 年 11 月访谈中提到，从全球数据看，欧莱雅香水品类增速约 34.5%，超过世界平均增速 21%。2019 年 1 月收购娇韵诗旗下 Mugler 和 Azzaro，以完善香水品类；22 年将欧珑 Atelier Cologne 等归入管理；继中国市场小护士、美即等收购失利，中国市场亦采用少数股权投资形式，如 2022 和 24 年分别参股高端香氛闻献 DOCUMENTS、观夏 To Summer。

图表 8：2023 年新收购品牌伊索业绩情况



资料来源：聚美丽公众号，东方财富证券研究所自制

图表 9：观夏国子监街 23 号北京二店



资料来源：数英DIGITALING公众号，东方财富证券研究所

2.2.本地化：从生产、销售到履约全链路因地制宜

欧莱雅在多品牌矩阵的运营上，对收购完成的品牌先进行有效整合，将自有研究中心领先的科技与独特自然的科技护肤理念嫁接至新品牌上，在本土化的同时注入国际化色彩。

名称及配方本地化调整，提升目标市场品牌认可感。1966 年公司收购美宝莲主要是看中海外美国市场的机会，圈定时尚、前卫人群，后将其进行彻底改造，把品牌总部从孟菲斯迁到纽约，并在“美宝莲”商标后增加“纽约”二字以突出美国背景，新团队形象实现从沉稳走向时尚的转变。此外，公司专门从宝洁聘请一名印第安裔美籍肯尼亚人担任美宝莲全球推广总经理，大刀阔斧改革后销售额从 3.5 亿美元跃升至 11 亿美元。明星单品水晶唇膏进入日本市场后，着重添加保湿成分兼顾本地化滋润需求；进入中国后目标为大众消费者，将“每个中国妇女都应该拥有一件美宝莲产品”作为营销卖点，精准洞察群体消费心理。

瞄准新兴市场储备人群资产，本地化品牌整合及运营。90 年代欧莱雅开始进军非洲市场，1998 年和 2000 年分别收购美国国内面向非洲裔美国人的洗护用品生产商 Soft Sheen 和虽走进南非市场但正陷入债务危机的 Carson，将两

者整合为一个品牌。同时，欧莱雅在芝加哥设立研究院研究黑人发质，派遣员工去南非培训当地美发师并针对性推广。至 2001 年欧莱雅在非洲的年销售额达到 9000 万美元，Soft Sheen/Carson 占比 41%。

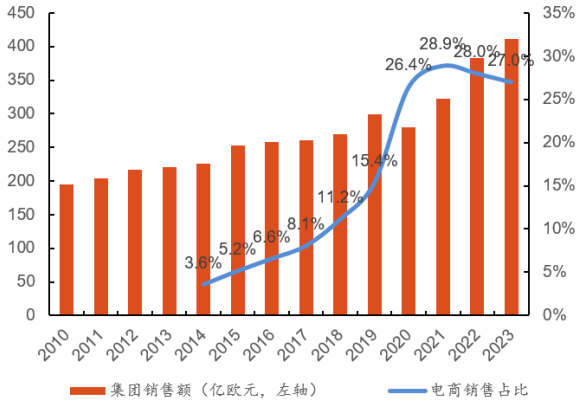
本地化渠道收入麾下，专营分销网再添一翼。2006 年欧莱雅在以 6.52 亿英镑买下英国特色美容美发公司 BodyShop，该公司在收购前已在伦敦证券交易所上市，在 54 个国家和地区拥有 2085 家化妆品零售专卖店。收购小护士同理，主要看中其在中低端市场的人群资产和三四线城市的广阔销售网络。2003 年欧莱雅各个品牌在全中国的分销渠道不超过 1.2 万个，而总部在深圳的小护士凭借 28 万个网点市占率达到 5%，仅次于玉兰油和大宝，在中国女性中的品牌认知度达到 90%，且品牌在湖北宜昌建有一个大型生产基地，收购后可实现华东、华南及华中的生产及区域经营一体化。收购羽西则为欧莱雅带来 240 个城市的柜台销售渠道，两个品牌合计覆盖了三四线的大部分市场盲区。

基础设施、系统流程及人事选择多维提升本地供应链能力。以中国市场为例，生产方面，欧莱雅 1996 年未进入中国前就已着手工厂建设，花费 4 年建设苏州尚美工厂，至今已经成为欧莱雅在亚太区产量最大的工厂，也是苏州首个“零碳工厂”。2013 年，欧莱雅中国宜昌天美工厂竣工投产，主要生产口红等七类彩妆产品，覆盖巴黎欧莱雅、美宝莲、羽西等，产品销往 20 多个国家和地区。物流方面，欧莱雅携手顺丰、菜鸟等国内顶尖物流企业；2014 年建立欧莱雅电子商务运营中心，此外，22 年开始搭建苏州智能运营中心，引进世界领先的自动化仓储物流设备和技术，使用自动导引运输车实现无人搬运，有望在 2025 年实现年 D2C 模式包裹产量“翻三番”的目标，预计今后将在南通搭建全新的高档化妆品智能运营中心，二者互为补充。

2.3. 数字化：电商业务锋芒毕露，美妆科技战略转型

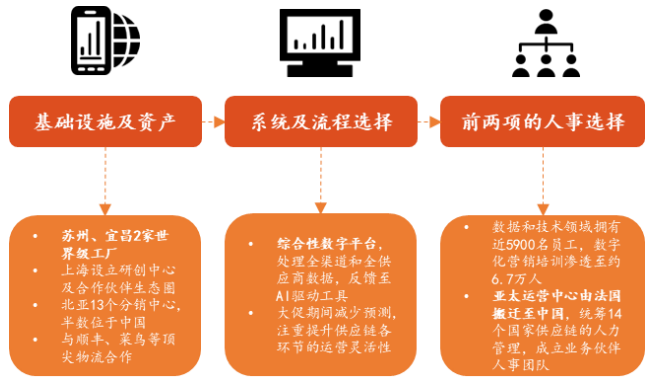
14 年开始数字化建设，配合组织架构变革，电商占比提升 20pct+。2014 年美妆头部集团如宝洁、欧莱雅、雅诗兰黛等均陷入低增速或负增长。以电商发展速度领先的中国为例，2010 年之前，欧莱雅中国 70% 产品铺在百货渠道，上百家经销商出货，未布局电商业务；2010 年之后，中国电商渗透率 10 年增长 10 余倍，至 2020 年中国/全球护肤品电商渗透率分别达到 35.3%/23.3%。2014 年 3 月集团正式任命 36 岁的 Lubomira Rochet 为首席数字官，宣布“Digital Beauty”战略目标，聚焦渠道拓展、数据分析和私域运营 3 大维度，成为最先一批发展数字化和电商渠道的美护公司。2015 年配合进行组织架构变革，总部和分公司设立直属 CDMO 团队，各事业部设立中台 CDO 团队，事业部下各品牌设立数字化团队负责具体营销。从成效看，2014 年开始布局，集团电商营收占比由仅 3.6% 升至 21 年 28.9%（22 年为 28%，23 年为 27%），其中 20 年增幅同比达到 10pct+。

图表 10: 欧莱雅布局电商 10 余年占比提升 25pct+



资料来源: 增长黑盒公众号、公司公告, 东方财富证券研究所

图表 11: 欧莱雅亚太供应链体系打造



资料来源: 欧莱雅招聘、胖鲸头条公众号, 东方财富证券研究所

强化数字化人才培养, 全球范围内测试营销及数字化改革成效, “美妆科技”战略目标应运而生。欧莱雅在数据和技术领域拥有近 5900 名员工, 数字化营销培训已渗透至约 6.7 万人。除增强消费者线上触达和转化, 集团 2018 年首次提出“全球首家美妆科技公司”的战略目标, 启用“Beauty Tech”进行场景赋能, 在虚拟化妆、虚拟染发、肌肤诊断、肤色评估、产品使用等方面提供数据和技术支持。同年首次跨界收购加拿大美妆数字技术公司 ModiFace, 将创新型 AR 技术应用于美妆业务; 截至当年末, 中国市场已经有 14 个欧莱雅旗下品牌提供线下预定服务, 11 个运用虚拟试妆技术, 6 个推出美妆顾问 APP, 12 个推出无人售卖机。2019 年, 公司将“艾菲卡痘痘检测”技术搭载在药妆品牌理肤泉上, 后继续收购丹麦益生菌研究公司 Lactobio、瑞士环保水技术初创公司 Gjosa, 旨在为美妆成分、产品性能等赋能。亚太地区“Big Bang 美妆科技创造营挑战赛”与“美次方”投资基金, 也都紧紧围绕美妆科技进行。

图表 12: 欧莱雅第六届进博会展出的部分美妆黑科技

| 品牌 | 美妆黑科技 | 功能及特点 |
|---------|----------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| 巴黎卡诗 | K-SCAN AI 智能精测仪 | 使用多种光源分析头发和头皮问题的智能检测工具, 了解头发密度、直径、头屑和头皮健康等问题。 |
| 阿玛尼美妆 | Meta Profiler™ 肌能显微镜 | 高精度小型皮肤检测仪。利用 3 种皮肤细节捕捉模式, 10 倍于人眼观察的能力深度解读多达 45 项皮肤问题。 |
| 植村秀 | 3D“shu”专属眉妆 | 手持式眉部彩妆工具, 可根据用户的自然眉毛和面部特征, 在几秒钟内轻松完成个性化眉型设计。 |
| 兰蔻 | 欧莱雅 HAPTA 超精准智能上妆仪 | 全球首款手持式超精准智能上妆仪, 设备采用内置智能运动控制装置, 通过定制的磁性附件锁定唇膏, 实现 360 度旋转和 180 度弯曲辅助上妆。 |
| | Skin Screen 肌肤检测仪 | 提供皮肤检测、评分以及专业建议的一站式服务, 能精确高效地检测 13 项临床老化问题并预测皮肤老化趋势。 |
| 欧莱雅 Pro | iNOA[iD] | AI 试色及个性化色彩推荐的专业色彩诊断工具, 将于 2024 年推出 3D 试色;能从 63 个色号中生成 4000 种高度个性化的色彩配方。 |
| 其他 | 塑颜微晶美容仪 | 全球首发, 是欧莱雅集团首款通过 Big Bang 美妆科技创造营孵化的美妆科技产品。 |
| | 防晒剂效果演示小黑盒“UV BOX” | 让消费者所见即所得地展示不同波段紫外线辐射的穿透力, 以及不同防晒剂的防护效果。 |
| | 体外重建人体皮肤模型实验室 | 通过虚拟现实体验, 可以深入了解人体皮肤及其复杂性, 并近距离观察在无菌实验室的研发人员, 是如何让那些极小的细胞通过体外培养, 最终形成三维重建组织模型的。 |

资料来源: 青眼公众号, 东方财富证券研究所

3.执行探讨：以中国市场为例，灵活变通+精耕细作

3.1.产品：研发能力为坚实壁垒，产品方法论穿越周期

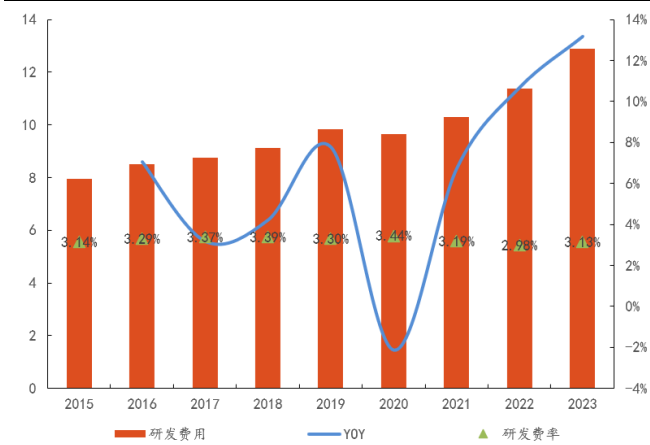
欧莱雅创立伊始具备优秀的研发基因，研发费率于业内名列前茅。全球研发部门架构完善，集团于欧洲设立3大全球中心，6大地区，21个研发中心（欧洲9个，北美3个，南美2个，亚洲6个，南非1个），13个评估中心，58个科学技术监管性部门，全球研发人员数量超4000名。创始人舒莱尔为科学家出身，将大量资源倾斜给研发部推陈出新，Dalle 沿袭高研发投入之风，约3.5%的产品研发费率计划延续至今，相较于雅诗兰黛（1.73%，2022年数据，下同）、资生堂（3.0%）、宝洁（2.49%）、花王（3.91%）等全球头部美护公司，研发投入和产出表现不俗。

图表 13：欧莱雅全球研发部门分支



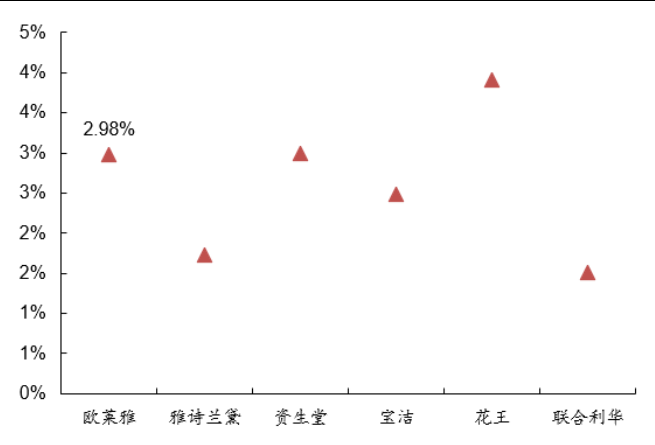
资料来源：欧莱雅官网，东方财富证券研究所

图表 14：欧莱雅研发费率长期稳定在 3-4%



资料来源：金融数据终端公司深度资料，东方财富证券研究所

图表 15：2022 年国际美妆巨头研发费率对比



资料来源：未来迹公众号，东方财富证券研究所

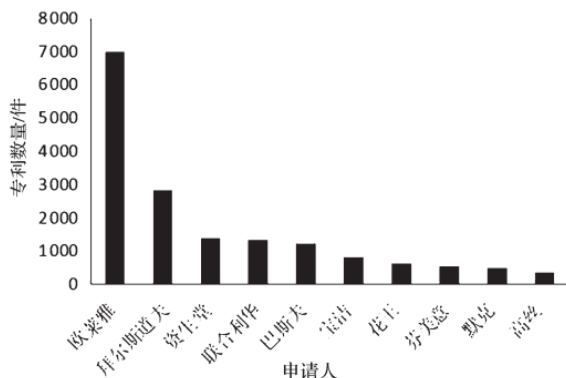
图表 16: 2022 年国际美妆巨头研发中心及人员数

| | 研发中心数量 (个) | 研发人员数量 (人) |
|------|------------------------|------------|
| 欧莱雅 | 33 (含 13 个评价中心) | 4222 |
| 联合利华 | 16 (6 个全球中心, 10 个地方中心) | 5000+ |
| 宝洁 | 28 | 9000+ |
| 资生堂 | 7 | 1500+ |
| 雅诗兰黛 | - | 1250+ |
| 科蒂 | 4 | 600+ |

资料来源: 未来迹 FBeauty 公众号, 东方财富证券研究所

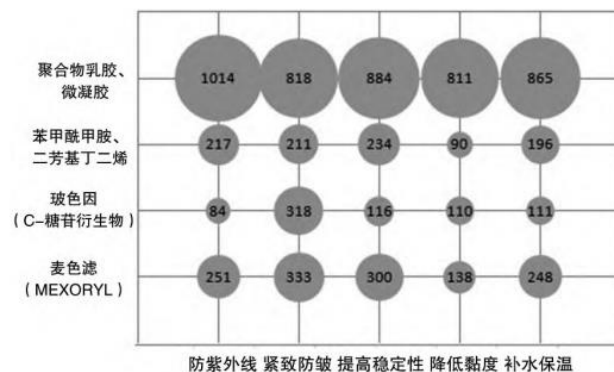
“玻色因+麦色滤”两项当家化妆品专利成分构建坚实的研发壁垒。集团主要专利技术研发方向分布在防紫外线、紧致防皱皮肤再生、提高化妆品组合物稳定性、调整化妆品的黏度以及补水保湿几大方面, 由此研发了麦色滤 (Mexoryl)、玻色因 (Pro-Xylane)、含苯甲酰甲胺与 4,4'-二芳基丁二烯的组合物、聚合物乳胶/乳液以及微凝胶等技术。其中, 前两项均为欧莱雅当家专利成分, 聚焦对抗光老化、抗衰老领域。除核心专利技术外, 相关 20 余项外围专利对玻色因的结构、合成方法、来源、使用方法、用途等进行了一系列布局, 形成专利壁垒和专利池, 有效保证企业的竞争力和长期运营。从全球化妆品领域来看, 日本、欧洲、美国的专利申请量居于前三, 其中欧莱雅以约 7000 件专利数远远领先于其他美妆公司。

图表 17: 欧莱雅化妆品技术专利数遥遥领先



资料来源: 黄红艳《基于专利角度看化妆品行业的技术创新——以欧莱雅集团为例》(上海化工期刊, 2022年4月), 东方财富证券研究所

图表 18: 欧莱雅化妆品专利技术功效分布



资料来源: 黄红艳《基于专利角度看化妆品行业的技术创新——以欧莱雅集团为例》(上海化工期刊, 2022年4月), 东方财富证券研究所
注: 圆圈大小和数值代表专利数量。

图表 19: 欧莱雅 4 项当家化妆品专利及功效

| 专利成分 | 功效 |
|-------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 麦色滤 | 全波长 UV 防晒隔离系统, 其下的两个隔离防晒成分 Mexoryl®SX 与 Mexoryl®XL 的协同使用能够形成强大的紫外线过滤系统, 有效阻挡 UVA 及 UVB |
| 玻色因 | 防止皮肤水分流失, 促进胶原蛋白再生, 从而促进肌肤紧致, 从内部改善皮肤松弛老化 |
| 含苯甲酰甲胺与 4,4'-二芳基丁二烯的组合物 | 有效改善化妆品组合物的光稳定性 |
| 聚合物乳胶/乳液以及微凝胶 | 作为化妆品活性成分载体, 可以使活性成分在一定时间内缓慢释放, 延长有效成分作用时间、降低毒副作用、提高稳定性、改变组合物黏度 (清爽、不油腻) 的效果 |

资料来源: 黄红艳《基于专利角度看化妆品行业的技术创新——以欧莱雅集团为例》(上海化工期刊, 2022 年 4 月), 东方财富证券研究所

►明星产品方法论

明星产品打造法 1：深度锚定成分，而非单品本身。20 世纪 90 年代，公司研发团队发现，除胶原蛋白的流失，糖胺聚糖（GAGs）也是皮肤抗衰老的重要靶标。年轻皮肤中糖胺聚糖、蛋白聚糖等大分子含量高于衰老皮肤，并随年龄增长降低。玻色因可起始糖胺聚糖的合成，由欧莱雅下属原料开发和生产企业 Novéal 公司量产，后推出浓缩型原料玻色因 PRO。同时，欧莱雅中国研发团队专为中国消费者开发了独家配方技术“双渗透微泵技术”，可将皮肤吸收率提升 20.9 倍。据蒋丽刚《羟丙基四氢吡喃三醇理化分析和质量思考》，欧莱雅在玻色因上的核心竞争力还在于量产稳定收率以及原料纯度，为旗下产品创造了极深的护城河。

明星产品打造法 2：配方包材迭代升级，核心单品穿越周期。从产品矩阵看，欧莱雅旗下多个品牌的明星单品均有玻色因成分添加，赫莲娜黑绷带、修丽可 AGE 占据 30%高浓度+高价格定位，其次是羽西鎏金、兰蔻菁纯、科颜氏紫玻 A、理肤泉 B5 等 5-20%浓度不等，焕新成分 20%玻色因 PRO 也应用于大众线巴黎欧莱雅 20 霜，产品价位从 300-4000 元不等。

图表 20：欧莱雅旗下主要品牌玻色因产品价格（元）

| 产品名 | 玻色因浓度 | 规格 | 售价 |
|-----------------|------------|------|------|
| 赫莲娜黑绷带面霜 | 30% | 50ml | 3880 |
| 兰蔻菁纯面霜 | 10% | 60ml | 2870 |
| 修丽可 AGE 面霜 | 30% | 48ml | 1830 |
| 修丽可紫米精华 | 10% | 30ml | 1020 |
| YSL 玻色因精华 | 10% | 30ml | 950 |
| 科颜氏紫玻 A 面霜 | 9% | 50ml | 690 |
| 羽西鎏金面霜 | 21% | 50ml | 660 |
| 巴黎欧莱雅 20 霜 | 20% (Pro) | 50ml | 529 |
| 理肤泉玻尿酸 B5 抗皱精华乳 | 8.6% (Pro) | 40ml | 420 |
| 欧莱雅小蜜罐 | 未披露 (Pro) | 60ml | 359 |
| 欧莱雅复颜紫熨斗眼霜 | 5% | 30ml | 339 |
| 美即补光瓶精华液 | 5% | 30ml | 150 |

资料来源：天猫旗舰店、美丽修行 APP、未来迹 FBeauty 公众号，东方财富证券研究所

摸索中前进，差异化竞争，科研集大成者，核心高贡献。以兰蔻经典单品为例，2009 年小黑瓶精华上市，主要成分为二裂酵母提取物，符合大多数肤质和应用场景的抗老需求，中国内地上架后 3 个月内销量破 10 万瓶。2013、2019 年经过添加益生菌组合和专利成分两次配方升级，依靠二代小黑瓶首发契机开启微生态护肤进程。与 1982 年即诞生的雅诗兰黛小棕瓶相比，二者在核心成分和进阶时点亦步亦趋，但在活性成分添加、功效定位、肤感及护肤场景等方面呈现差异。2019 年小棕瓶系列占天猫官旗总销售额近 40%，占护肤品类近 60%；相比之下，2021 年小黑瓶线上销售额约 9.7 亿元。

图表 21: 兰蔻小黑瓶及雅诗兰黛小棕瓶升级路径



资料来源: 聚美丽、匹肤测评、青眼等公众号, 东方财富证券研究所

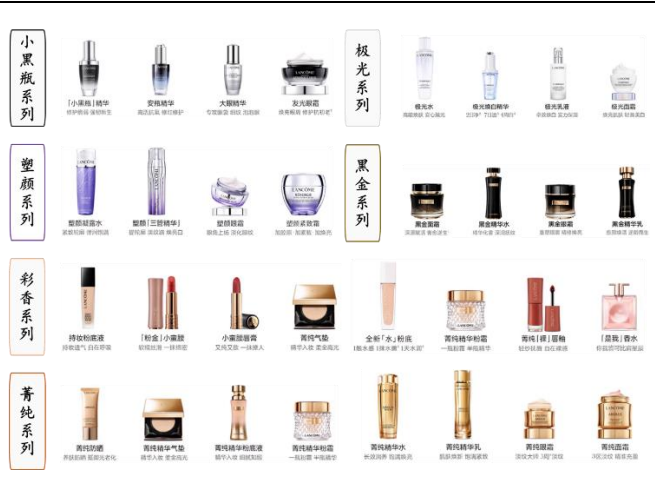
明星产品打造法 3: 大单品, 大系列。不论是巴欧的玻色因、复颜还是小蜜罐系列, 包装及设计均呈现明显区隔, 依靠核心单品延伸销售, 如在中国市场紫熨斗眼霜、安瓶面膜、小蜜罐面霜均为各系列明星产品。我们认为, 国内美妆头部公司如珀莱雅红宝石、双抗、源力等系列命名及品类延伸路径, 均在借鉴海外的基础上注入本土要素, 在彰显品牌态度、配色辨识度、包材手感、精华面霜品类心智方面表现较好。

图表 22: 巴黎欧莱雅系列梳理



资料来源: 天猫旗舰店, 东方财富证券研究所

图表 23: 兰蔻系列矩阵丰富度再获提升



资料来源: 天猫旗舰店, 东方财富证券研究所

明星产品打造法 4：奢侈品自带品牌精神，强运营缩短产品开发周期。兰蔻被收购时已具备 30 年历史，赫莲娜、圣罗兰、华伦天奴等在 50 年以上，科颜氏、普拉达已有百余年。时尚品牌一般依托成熟化妆品集团的研发、供应链和渠道力，将美妆开发、运营权外放。目前欧莱雅高档化妆品事业部下有阿玛尼、圣罗兰、华伦天奴、普拉达等奢侈品牌的香化业务，前三家最初均以女士香水品类涉足美容领域。1982 年阿玛尼推出首款女香“Armani”，1988 年欧莱雅完成授权收购，12 年后首个彩妆产品问世，7 年后推出重磅大单品黑钥匙面霜并扩充系列线。至 2019 年取得 Prada 授权后，公司品类开发能力和研发速度大幅提升，仅 3 年即推出 Luna Rossa Ocean 和 Prada Paradoxe 两款高端女香，为 22 年业绩贡献不俗增量，23 年推出全新彩妆、护肤两大系列以及彩妆工具，推新和铺货周期大大缩短。

图表 24：欧莱雅赋能奢侈品牌跨界香化

| 品牌 | 收购前美护业务 | 合作时间 | 开发进度 | 品牌定位 | 合作范围 |
|-----------------------|------------------------------------------------------|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-----------------------|
| Giorgio Armani Beauty | 1982 年，推出女士香水“Armani” | 1988 | 1988 年，首款女士花香香水； 2000 年，首个彩妆系列问世； 2007 年，推出首款护肤产品 Crema Nera 黑钥匙面霜； 2018 年，更新授权协议，将合作期限延长至 2050 年。 | 以简单、可行的方式 展现独特优雅 | 负责开发 高端香水、护肤品及彩妆系列 |
| YSL Beauty | 1964 年，推出女士香水“Y”； 1978 年，推出彩妆系列； 1992 年，推出护肤线。 | 2008 | 产线与此前无变化，含全线彩妆 | 最具颠覆性的巴黎奢华美容品牌 | |
| Valentino Beauty | 1978 年，推出香水“Valentino di Valentino” | 2018 | 2021 年，推出 Valentino 全线彩妆 | 色彩、酷、高定时装 | |
| Prada Beauty | 2000 年，推出小剂量护肤品； 2004 年，推出香水； 2009 年，关停护肤线。 | 2019 | 2022 年，推出 2 款全新香水 Luna Rossa Ocean 和 Prada Paradoxe； 2023 年，发布全新彩妆、护肤两大系列，以及彩妆工具。 | 精致、前卫、古怪 | |

资料来源：华丽志公众号，东方财富证券研究所

3.2.渠道：电商转型的中国经验，全球渠道转换的微缩

欧莱雅在中国的美妆布局大致分为 3 个阶段，逐步确立内地市场的领导地位。不同档次的品牌间则有明显的线下渠道区隔，如薇姿创立时仅在药房有售，进入中国后开创“药房专销护肤品”模式，高档品牌兰蔻出现在大百货的高级柜台，大众市场的美宝莲则分布在 CS 渠道，即使电商化转型后，线下依旧保留各品牌的专属特点。

图表 25: 各事业部产品的分销渠道差异

| 事业部 | 分销策略 |
|---------|-----------------------------------------------------|
| 大众化妆品部 | 大众零售渠道，在商超零售、品牌零售等多个渠道布局，保证消费者能随时随地购买 |
| 高档化妆品部 | 注重渠道体验性，涵盖经严格筛选的百货专柜、购物中心、旅游零售与电商渠道等 |
| 专业美发部 | 通过世界各地的美发沙龙渠道分销，匹配其专业性定位，减少与专业日化品牌在商超等大众渠道的竞争 |
| 活性健康产品部 | 多在药房、非处方药房等渠道，与护肤专家、皮肤科医生达成紧密合作，利用医生与医院的专业性为产品安全性背书 |

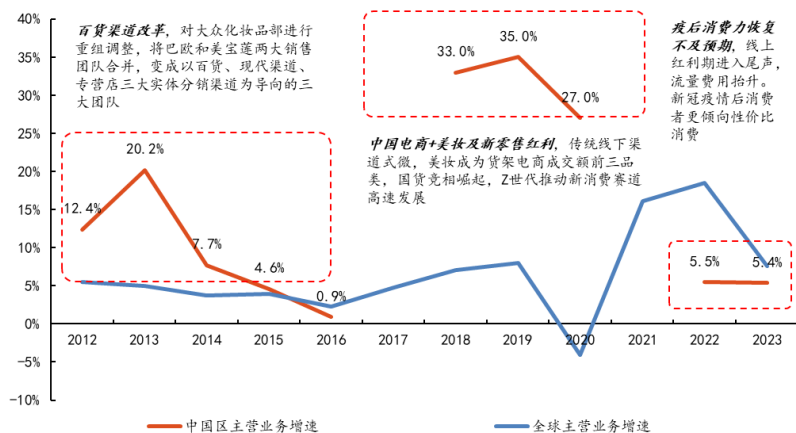
资料来源: M360 咨询智库, 东方财富证券研究所

1997-1999: 97 年正式进入中国, 巴欧、美宝莲及兰蔻为 3 大主力品牌。改革开放后, 欧莱雅于 1997 年在上海设立中国总部, 并在北京和广州设立分公司。欧文中称“要让每一位中国女性拥有一支唇膏”, 盖保罗为欧莱雅中国第一任 CEO, 通过巴黎欧莱雅、美宝莲纽约、兰蔻、欧莱雅 PRO 等率先进入大陆市场; 1998 年薇姿进入大陆, 并开启中国区管培生计划; 1999 年卡诗进入。

2000-2015: 中高端及奢护逐步进场, 市场地位确立。21 世纪初开始, 赫莲娜、碧欧泉、理肤泉、羽西、植村秀、阿玛尼美妆 6 大品牌进入内地。2005 年于上海设立的中国研发和创新中心, 作为全球 6 大研发枢纽之一。2006 年携手吴彦祖推出欧莱雅男士系列, 巴欧品牌家喻户晓。2009 年起, 科颜氏、修丽可、圣罗兰美妆陆续进入。2010 年贝瀚青接任 CEO, 2015 年欧莱雅中国成为全球第二大市场。

2016-2022: 数字化转型全面加速, 个性彩妆、香氛及功效型护肤引领潮流。2016 年, 欧莱雅成为国内市占率第一的化妆品集团。2008 年第一代兰蔻小黑瓶上市, 19 年迭代升级为二代, 引领国货品牌走上大单品战略升级和功效性护道路。20-22 年, 马吉拉香氛、拉夫劳伦香氛、华伦天奴美妆、Prada 香水等香氛类目进军国内高端市场。21 年上海升级为集团北亚区总部, 期间中国区业绩呈现高双位数增长, 成为集团最主要的增长驱动力。同时, 2022 年集团在华成立首家投资公司——上海美次方, 首笔投资为中国本土品牌“闻献”。

图表 26: 中国区 vs 欧莱雅全球主营业务增速对比



资料来源: 未来迹公众号、公司公告, 东方财富证券研究所

注: 2017、2021 年中国区均实现高双位数增长, 但未披露具体数据。

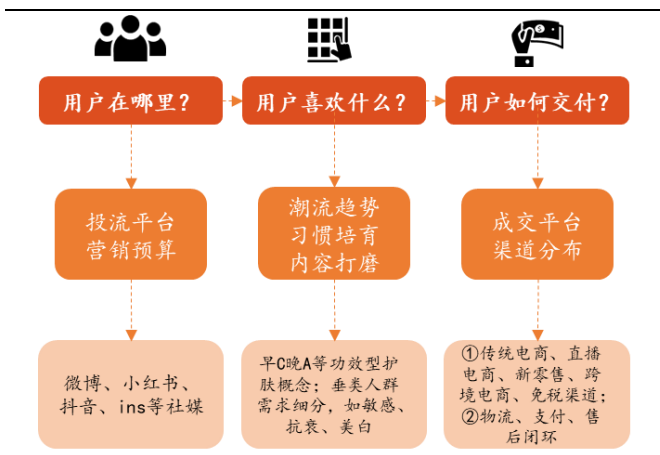
复盘来看, 中国市场是全球渠道转换的微缩, 演化过程快速且剧烈:

①地域辽阔，CS、专营店及专柜乃早期兵家必争之地。2009 年是国内 CS 渠道发展的黄金时期，以屈臣氏、丝芙兰为代表的专业护理形象店是兵家必争之地。同年，欧莱雅启动针对专业店渠道的“魅力联盟”计划，以巴欧、美即、美宝莲三大品牌为主，当年商场销量占比达 50%，专营店 10-15%。至 2015 年，集团旗下巴黎欧莱雅在 CS 终端网点数量达 1.4 万家以上；美即收购伊始便扎根 CS 渠道。针对专营店最关心的“渠道利润需求”“控制窜货”和“线上科技如何带动门店消费”等问题，巴黎欧莱雅最高返点区间 10-20%，给予权重前 80 客户和前 2000 门店最全的形象支持、最大的客户返利和消费者促销，保证“大连锁”策略执行。

②电商在短期内快速爆发，“人货场”的核心是人。用户在哪里，用户喜欢什么，用户如何交付，随之变换营销打法和渠道覆盖策略。1) 百货渠道改革，电商战略地位提升。2014 年年中起，集团对大众化妆品部进行重组调整，将巴欧和美宝莲两大销售团队合并，变成以百货、现代渠道、专营店三大实体分销渠道为导向的三大团队，15 年百货和现代渠道网点占比各 20%，专营店占比 60%，并配有独立的电商团队，电商部的战略意义开始凸显；2) DTC 电商平台的全域布局和增长。据增长黑盒数据，21 年欧莱雅中国电商收入占比 80%，其中淘系 50%，京东 15%，微信私域 8%，抖音等 7%。诸如小红书等线上营销费用占比近 80%，其中数字化媒介营销由 2014 年 16% 的占比提升至 2020 年的 63%。

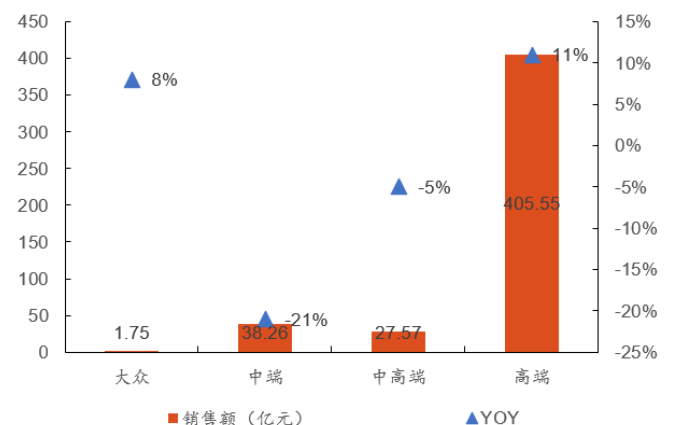
③平台多元化下的分渠分品，线上转化兼顾线下体验服务。北美、中国市场的发力关键渠道是电商，但在拉美等新兴市场实体渠道则更受关注。根据尼尔森数据，品牌档次由低及高线下增速呈现微笑型曲线，基本验证大众及高端品牌对线下专柜、专业渠道及 CS 的刚性需求。如高端品牌兰蔻在 70 年代进入美国，1983 年入驻梅西百货，当年获得 25% 的销售增长；80 年代开始进军亚洲市场，均选择入驻高档百货商场，后不断围绕百货、专卖店等 CS 进行精细化布局。到 2018 年，兰蔻在中国内地 115 个城市拥有 272 家门店，当年拿下百货、专卖店、天猫美妆、官网四大渠道 NO.1，多渠道均衡发展且全面开花。平台间货盘差异上，兰蔻在抖音分别开设护肤号（极光系列、小白管、小黑瓶等）、彩妆号和菁纯账号，挖掘推荐种草转化效率最高的 SKU；天猫倾向于全系列销售；线上下统一定价，专柜优化体验和派样，百货及购物中心折扣度参差不齐的条件下，价格管控相对严格。

图表 27：“人”决定“货”及“场”



资料来源：东方财富证券研究所自制

图表 28：2023 年国内 51 个城市百货及购物中心各品牌档次销售额及同比



资料来源：未来迹公众号、尼尔森，东方财富证券研究所

图表 29：2023 年中国各渠道美妆榜单前 10 品牌

| | CS | 淘系 | 京东 | 抖音 | 快手 |
|----|------|------|------|------|-----------|
| 1 | 自然堂 | 欧莱雅 | 兰蔻 | 韩束 | 欧诗漫 |
| 2 | 资生堂 | 珀莱雅 | SKII | 欧莱雅 | 朵拉朵尚 |
| 3 | 雅诗兰黛 | 兰蔻 | 雅诗兰黛 | 珀莱雅 | 黛莱皙 |
| 4 | 欧莱雅 | 雅诗兰黛 | 欧莱雅 | 雅诗兰黛 | 谷雨 |
| 5 | 兰蔻 | 玉兰油 | 玉兰油 | 海蓝之谜 | Dr Doctor |
| 6 | 养生堂 | 薇诺娜 | 珀莱雅 | 兰蔻 | 韩熙贞 |
| 7 | 卡姿兰 | 修丽可 | 海蓝之谜 | 赫莲娜 | 春之晚 |
| 8 | 丸美 | 海蓝之谜 | 圣罗兰 | 花西子 | 婷美美肌 |
| 9 | 后 | 资生堂 | 赫莲娜 | SKII | 雪花秀 |
| 10 | 珀莱雅 | SKII | 迪奥 | 后 | 美丽伞 |

资料来源：青眼公众号、《2023 年中国化妆品年鉴》，东方财富证券研究所

注：绿色为欧莱雅旗下品牌，橘色为雅诗兰黛，蓝色为宝洁。

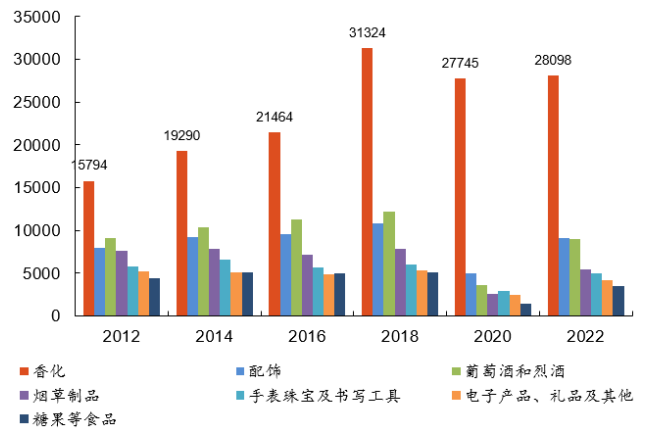
旅游零售渠道控制价差，代购管控拖累业绩表现。欧莱雅的旅游零售包括传统机场业务、离岛免税以及线上平台提前订购商品的免税业务，还有机内免税及游轮和边境商场的免税店等内容。作为旅游零售最大的类目，香化免税对欧莱雅的战略意义深重，公司专门设置 CCCT 工作部门，适当提高海南免税店价格，以确保促销水平不会损害内地日常盈利。此外，欧莱雅美妆旅游零售部门在海南免税店建造午夜快闪店，充分发挥小红书的“打卡”属性，搭建 O2O 联动的沉浸式品牌体验链路，保持旅游零售业务活力。从 23 年表现来看，除韩国市场因运营商调整业务减少代购订单出现业绩下滑外，5 月海南开始对代购贸易严格控制，旅游零售运营商重新关注个人消费者，带来北亚业绩和库存水平的暂时挫伤。

图表 30：欧莱雅海南免税午夜快闪店



资料来源：GroupM 群邑公众号，东方财富证券研究所

图表 31：全球旅游零售市场中香化业务表现突出（百万美元）



资料来源：毕马威《海南自贸港旅游零售白皮书》2024，东方财富证券研究所

3.3.营销：低中高端差异化矩阵，公私域营销双向突破

现代广告业的基石：赞助、街头营销、传统与新媒体结合。1909年创业之初，舒莱尔亲自创办《巴黎发型》杂志，面向美发设计师介绍并推销公司产品，让女性意识到短发的魅力。同时通过雇佣代表在法国各地销售产品，与专业化妆师、宫廷美发师的合作诠释自身理念以提升品牌影响力。1921年，舒莱尔为欧莱雅染发剂定制了第一个“彗星广告”；1931年，在巴黎一栋建筑上覆盖了一块介绍 O'Cap 洗发水的宣传布，并在公车上张贴宣传 Dop 香波的促销广告；1932年，无线电广播兴起，利用歌曲播放公司广告，创造了历史上最早的“广告词”；1947年，赞助具有影响力的表演活动，如 Crochet Dop 表演从1947-1957年巡游全法国，每天超过5万名观众观看，舞台使用 Dop 品牌的色彩装饰，使人们将产品与喜爱的歌手联系起来，并现场分发产品；1953年，舒莱尔以其杰出的广告策划获得“奥斯卡广告奖”，成为现代广告奠基人之一。

图表 32：1921 年欧莱雅第一个“彗星广告”



资料来源：欧莱雅100周年宣传画册，东方财富证券研究所

图表 33：1936 年欧莱雅太阳琥珀防晒油广告



资料来源：欧莱雅100周年宣传画册，东方财富证券研究所

公域：“理念+内容+带货”组合拳，灵活适配各类用户场景。①**明星代言：**以巴黎欧莱雅为例，前期简·方达(Jane Fonda)、伊娃·朗格利亚(Eva Longoria)、朱利安·摩尔(Julianne Moore)、艾丽·范宁(Elle Fanning)、海伦·米伦(Helen Mirren)、巩俐、杨紫琼、李嘉欣、吴彦祖等代言人选择，均完美诠释“你值得拥有”理念，鼓励全球不同肤色、不同年龄、不同背景的女性，追求值得拥有的人生和值得拥有的美。相较全球市场，中国市场近些年流量明星关注度更高，诸如肖战、王嘉尔、龚俊等“品牌形象大使”或“品牌体验官”官宣露出也为品牌带来巨大流量。

图表 34: 巩俐巴黎欧莱雅“我值得拥有”广告



资料来源: 橘子娱乐APP, 东方财富证券研究所

图表 35: 章子怡美宝莲纽约代言海报

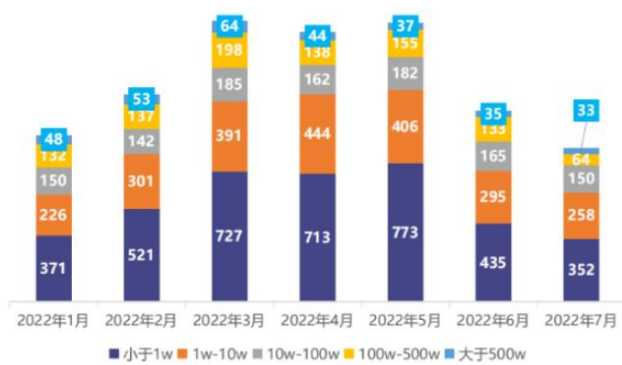


资料来源: 优赛德公众号, 东方财富证券研究所

②内容制作: 2015 年起欧莱雅开启全球化内容战略, 在各个市场设立本地化的内容工厂, 能够完成从本地需求分析、内容生产到分发全流程。多样的内容最终会匹配品牌需求与内容特性分发到社交媒体账号、电商、品牌 app 等多渠道中。针对 Z 世代消费者崛起趋势, 欧莱雅提出娱乐式零售概念, 将产品植入到游戏、综艺等内容形态, 用直播媒介传播。2021 年旗下品牌兰蔻、阿玛尼赞助“KPL 王者荣耀职业联赛”, 一键跳转小程序达成高转化核销。

③达人矩阵: 内部培养有潜力的专柜美容顾问, 放大员工营销效能。欧莱雅中国在 2016 年 10 月与天猫美妆、美 ONE 公司合作推出“BA 网红化”计划, 孵化出极具影响力的超头, 18 年上半年李佳琦成功达成千万级营收。外部则广泛透过头部、中腰部 KOL 及 KOC 的选取, 触达多个不同圈层的细分消费者。21 年 5 月欧莱雅正式入驻抖音电商, 与朱梓骁等 KOL 合作, 形成“自播+达播”循环体系。

图表 36: 2022 年巴黎欧莱雅达人矩阵



资料来源: 解数咨询, 东方财富证券研究所

图表 37: 2022 年巴黎欧莱雅头部达人销售情况

| 品牌/达人 | 达人 | 粉丝数 | 销售额 | 达人 | 粉丝数 | 销售额 | 达人 | 粉丝数 | 销售额 | 达人 | 粉丝数 | 销售额 |
|-------|----------|----------|----------|--------|----------|----------|-----|----------|----------|----------|--------|-----|
| 兰蔻 | 2,713.2w | 1,436.7w | 2,713.2w | 198.3w | 2,713.2w | 1,693.1w | 章子怡 | 2,713.2w | 271.9w | 2,713.2w | 480.2w | |
| 美宝莲 | 1,074.4w | 387.7w | 1,074.4w | 173.1w | 1,074.4w | 470.7w | 李佳琦 | 1,074.4w | 2,970.3w | 2,970.3w | 279.2w | |
| 阿玛尼 | 956.4w | 274.8w | 956.4w | 173.1w | 956.4w | 470.7w | 李佳琦 | 956.4w | 2,970.3w | 2,970.3w | 279.2w | |
| 欧莱雅 | 956.4w | 274.8w | 956.4w | 173.1w | 956.4w | 470.7w | 李佳琦 | 956.4w | 2,970.3w | 2,970.3w | 279.2w | |
| 巴黎欧莱雅 | 956.4w | 274.8w | 956.4w | 173.1w | 956.4w | 470.7w | 李佳琦 | 956.4w | 2,970.3w | 2,970.3w | 279.2w | |
| 兰蔻 | 2,713.2w | 1,436.7w | 2,713.2w | 198.3w | 2,713.2w | 1,693.1w | 章子怡 | 2,713.2w | 271.9w | 2,713.2w | 480.2w | |
| 美宝莲 | 1,074.4w | 387.7w | 1,074.4w | 173.1w | 1,074.4w | 470.7w | 李佳琦 | 1,074.4w | 2,970.3w | 2,970.3w | 279.2w | |
| 阿玛尼 | 956.4w | 274.8w | 956.4w | 173.1w | 956.4w | 470.7w | 李佳琦 | 956.4w | 2,970.3w | 2,970.3w | 279.2w | |
| 欧莱雅 | 956.4w | 274.8w | 956.4w | 173.1w | 956.4w | 470.7w | 李佳琦 | 956.4w | 2,970.3w | 2,970.3w | 279.2w | |
| 巴黎欧莱雅 | 956.4w | 274.8w | 956.4w | 173.1w | 956.4w | 470.7w | 李佳琦 | 956.4w | 2,970.3w | 2,970.3w | 279.2w | |
| 兰蔻 | 2,713.2w | 1,436.7w | 2,713.2w | 198.3w | 2,713.2w | 1,693.1w | 章子怡 | 2,713.2w | 271.9w | 2,713.2w | 480.2w | |
| 美宝莲 | 1,074.4w | 387.7w | 1,074.4w | 173.1w | 1,074.4w | 470.7w | 李佳琦 | 1,074.4w | 2,970.3w | 2,970.3w | 279.2w | |
| 阿玛尼 | 956.4w | 274.8w | 956.4w | 173.1w | 956.4w | 470.7w | 李佳琦 | 956.4w | 2,970.3w | 2,970.3w | 279.2w | |
| 欧莱雅 | 956.4w | 274.8w | 956.4w | 173.1w | 956.4w | 470.7w | 李佳琦 | 956.4w | 2,970.3w | 2,970.3w | 279.2w | |
| 巴黎欧莱雅 | 956.4w | 274.8w | 956.4w | 173.1w | 956.4w | 470.7w | 李佳琦 | 956.4w | 2,970.3w | 2,970.3w | 279.2w | |

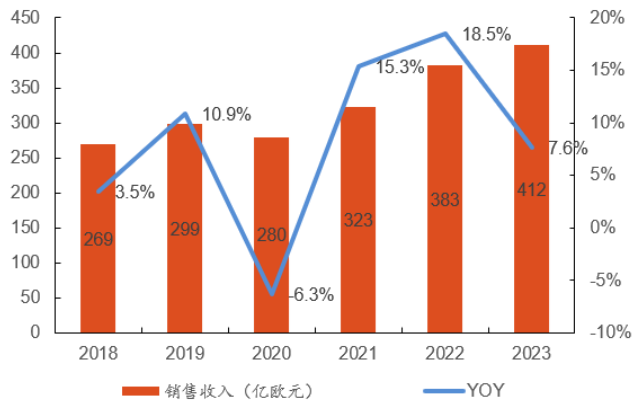
资料来源: 解数咨询, 东方财富证券研究所

私域: 微信生态精耕细作, 直购、加粉和线下体验。较大众品牌而言, 中高端品牌注重用户的购物体验 and 品牌链接, BA 负责引导用户线下店体验, 设置统一私域 IP 等强化用户心智。2021 年巴黎欧莱雅升级私域体系, 将用户数据在加粉渠道和个人属性上细分, 实现千人千面精准化推送, 通过微信群进行“空中沙龙”等营销活动。据增长黑盒 21 年末数据, 整个集团的私域营收占总营收的 8-10%, 而私域相关营销费用在站外投入中仅占 5-6%, 不同品牌线有分化, YSL 高端线私域营收占比可达 12-15%, 巴黎欧莱雅大众线在 6-8%。

4. 财务分析：中国内地销售减速，高档化妆品延续韧性

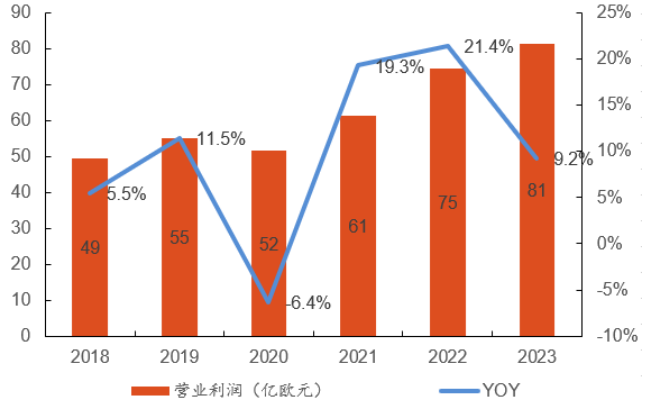
既有品牌可比口径稳健增长，新增品牌贡献业绩增量。2023 年公司实现 411.8 亿欧元(+7.6%，可比口径 LFL+11%)；营业利润 81.4 亿欧元(+9.2%)，经营利润率 19.77%；归母净利润 61.84 亿欧元(+8.4%)，归母净利率 15.02%；EPS 为 12.08 欧元(+7.3%)。截至 23 年末，集团市占率全球第一，共拥有 37 个品牌，超 9 万名员工，业务遍布全球 150 余个国家，610 项专利申请。

图表 38：2018-2023 年公司销售收入



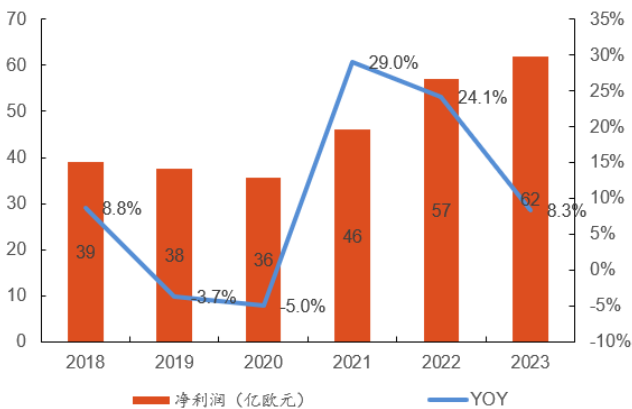
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 39：2018-2023 年公司营业利润



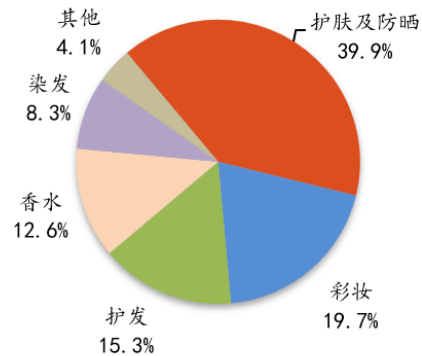
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所
注：2021年地区统计口径发生变化。

图表 40：2018-2023 年公司净利润



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 41：2023 年公司分品类收入占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

大众和皮肤科学部实现双位数增长，高档化妆品部及中国内地收入减速。可比口径下，专业/大众/高档/皮肤科学事业部收入各 46.5/151.7/149.2/64.3 亿欧元，同比各+7.6%/12.6%/4.5%/28.4%。合并口径下，欧洲/北美/北亚/SAPMENA-SSA/拉美收入占比各 31.6%/27.1%/25.9%/8.4%/7.1%，同比各+13.7%/+9.7%/-5.8%/+16.4%/+22.8%，除北亚外均实现双位数增长，中国内地市场因消费疲软、代购政策变化以及旅游零售业重置实现 5.4% 增长。

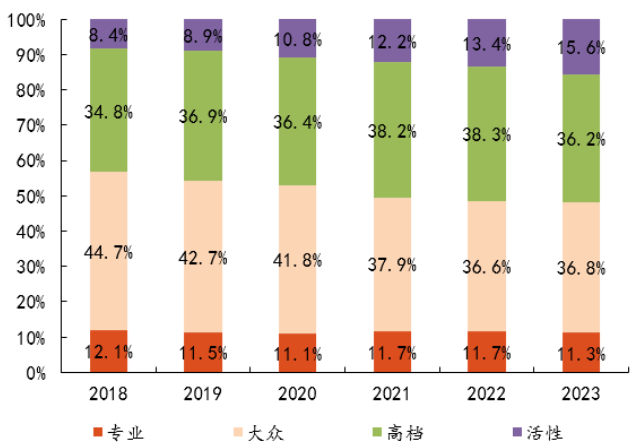
①**大众化妆品部**：旗下巴黎欧莱雅、美宝莲纽约、卡尼尔以及 NYX 均现双位数增长，巴欧销售额首次突破 543 亿元，全部门销售额重新超越高档化妆品事业部。

②**高档化妆品部**：除北亚市场外均实现双位数增长，中国抖音渠道放量明显。从品类来看，香水为主力产品，YSL 新推出的自由之水和男香 MYSLF、华伦天奴 Born in Roma、Prada 的 Paradoxe、阿莎罗 Wanted 等均有不俗表现。高端护肤方面，赫莲娜销售额首次突破 77 亿欧元，2021、2023 年分别收购的日本高端院线品牌 Takami 和澳洲高端护理 Aēsop 持续补充产品矩阵。

③**皮肤科学美容部**：连续 6 年实现双位数增长，在中国大陆尤为明显。理肤泉、适乐肤、薇姿、修丽可等品牌依靠大单品和专营权保持销售贡献，美国高端医用护肤品牌 Skinbetter Science 于 22Q4 纳入事业部。

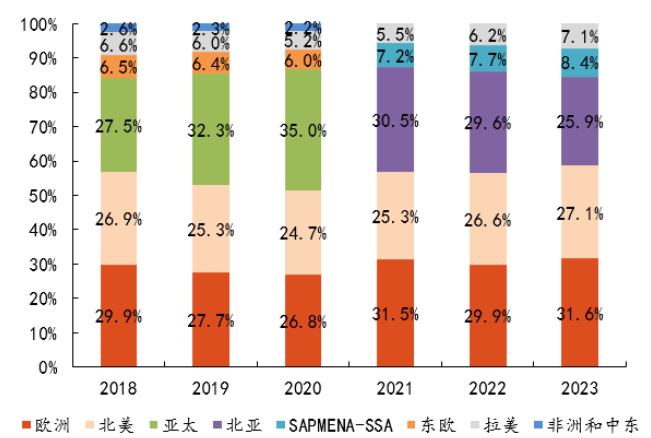
④**专业美发部**：中国大陆、印度及巴西表现较好，2022 年高端护发品牌卡诗破 10 亿欧元大关。

图表 42：2023 年大众产品部营收占比再次超越高档化妆品线



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

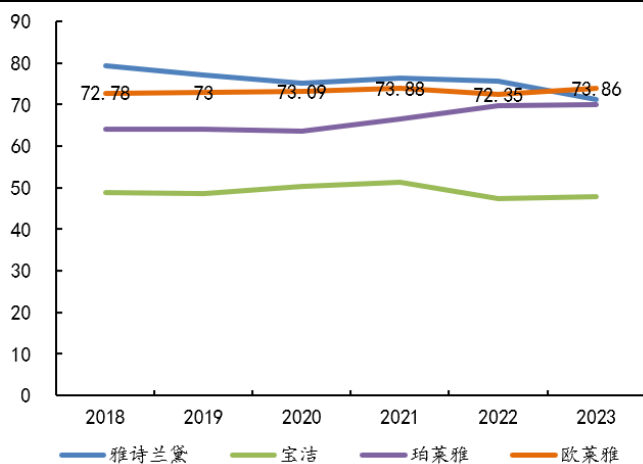
图表 43：2023 年公司分地区收入占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

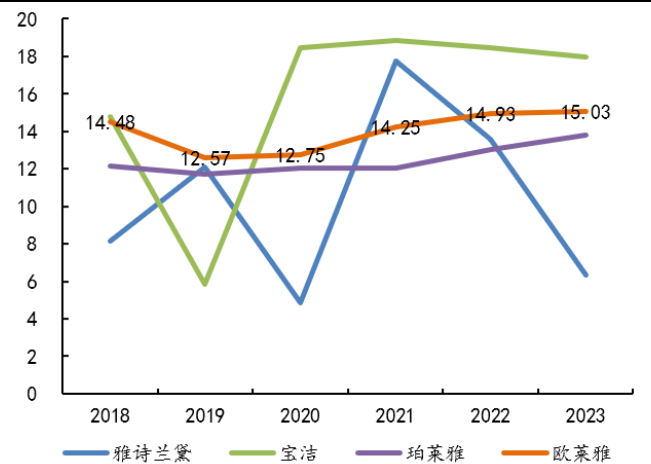
注：2021年地区统计口径发生变化。

图表 44：国内外美护龙头毛利率对比 (%)



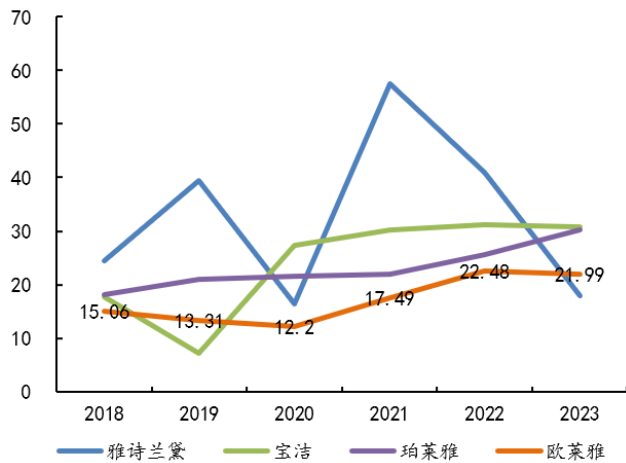
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 45：国内外美护龙头销售净利率对比 (%)



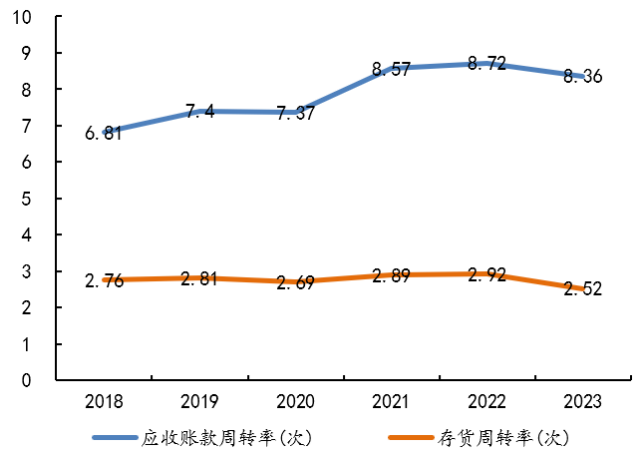
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 46: 国内外美护龙头 ROE 对比 (%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 47: 欧莱雅存货、应收账款周转率

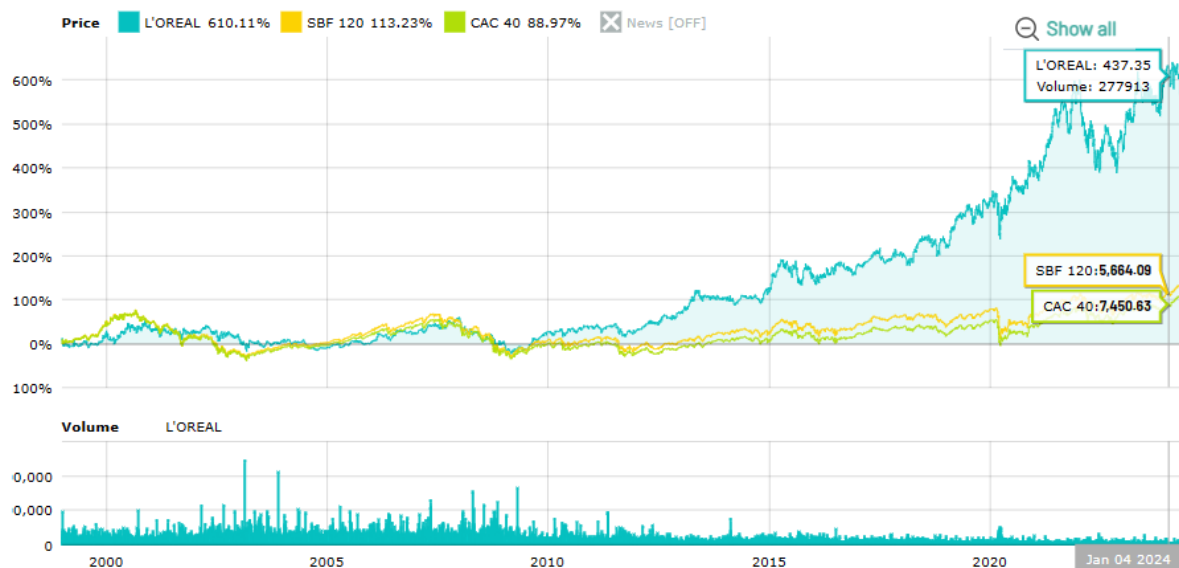


资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

5. 投资建议: 国内美业初见分化, 长期主义任重而道远

剔除宏观环境扰动, 消费品牛股潜质显现。2000 年初到 2023 年底, 欧莱雅股价从 70.8 元增长至 437.4 元, 涨幅为 518%, 年复合增长率 8.24%; 同期巴黎 CAC40、SBF120 指数分别上涨 36%和 51%。从估值水平看, 2006-2016 年 PE 在 20 倍左右, 2017 年开始稳步增长至 50 倍上下, 2022 年又回落至 40 倍, 短期相对稳定。拆分而言, 1967 年到 2000 年, 公司处于并购快速扩张期, 33 年内收入 CAGR 达到 14.6%。2001 年到 2009 年, 受 2001 年互联网泡沫破裂和 2008 年金融危机影响, 收入 CAGR 仅 3.6%, 公司股价呈现震荡趋势。2009 年到 2023 年收入 CAGR 提至 6.3%, 进入稳健增长期, 除 2021-2022 年期间受新冠疫情影响下游需求、股价出现较大变动外, 业绩和市值均保持韧性。

图表 48: L'Oreal SA (LRLCY) 股价与巴黎 CAC40、SBF120 指数对比



资料来源: Paris stock exchange 官网, 东方财富证券研究所

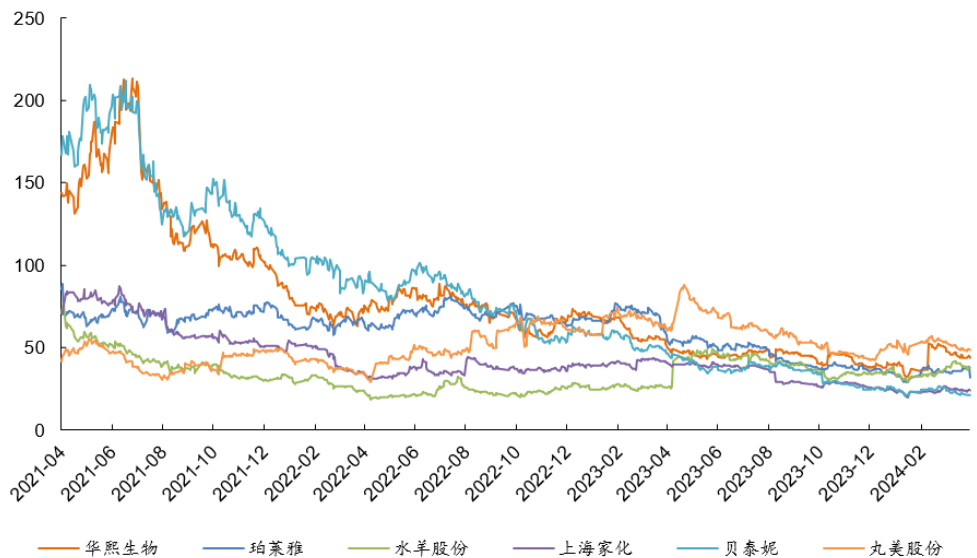
图表 49: 欧莱雅 PE Ratio



资料来源: FinanceCharts 网站, 东方财富证券研究所

国货美妆道阻且长, 品牌耕耘值得希冀。美护是一个“将希望卖给消费者”的行业, 品牌力培育需要紧跟潮流、精耕细作和长期主义, 美妆从业者既是诗人也是农民。欧莱雅等国际美妆企业为国货树立了良好的品牌运营和资产培育典范。我们看到, 很多国内美妆品牌的运营路径多能在欧莱雅中找到缩影, 如护肤、彩妆、香氛等多品类并购打开成长天花板, 差异化大单品、大系列构建品牌忠诚度, 核心成分和研发成果培育 10 亿级大单品, 公私域运营方法论等。至 2024 年 4 月多数公司估值水平大多已调整至 20-45 倍之间, 尚处合理水平, 建议持续关注品牌培育已进入收获期的珀莱雅、巨子生物等; 大众市场关注放量提速的上美股份、丸美股份; 高端护肤关注水羊股份; 多品牌运营关注上海家化等。

图表 50: 国内美妆行业上市公司 PE 对比



资料来源: Choice PE BAND, 东方财富证券研究所

图表 51：行业重点关注公司

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | EPS (元/股) | | | PE (倍) | | | 股价 (元) | 评级 |
|-----------|------|-------------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-----|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | | |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 436.23 | 3.01 | 3.80 | 4.69 | 33.02 | 28.93 | 23.44 | 109.95 | 买入 |
| 688363.SH | 华熙生物 | 297.63 | 1.23 | 2.06 | 2.44 | 54.41 | 2.67 | 3.12 | 61.79 | 增持 |
| 300957.SZ | 贝泰妮 | 242.34 | 1.79 | 2.67 | 3.12 | 38.08 | 21.46 | 18.31 | 57.21 | 买入 |
| 600315.SH | 上海家化 | 143.56 | 0.75 | 0.92 | 1.07 | 28.24 | 23.21 | 19.82 | 21.23 | 未评级 |
| 603983.SH | 丸美股份 | 129.08 | 0.65 | 0.85 | 1.08 | 38.88 | 37.82 | 29.76 | 32.19 | 增持 |
| 600223.SH | 福瑞达 | 85.80 | 0.30 | 0.37 | 0.46 | 32.10 | 23.07 | 18.18 | 8.44 | 增持 |
| 300740.SZ | 水羊股份 | 72.28 | 0.76 | 1.04 | 1.21 | 21.93 | 17.96 | 15.31 | 18.60 | 增持 |
| 02367.HK | 巨子生物 | 526.85 | 1.49 | 1.81 | 2.15 | 23.89 | 29.31 | 24.66 | 52.95 | 增持 |
| 02145.HK | 上美股份 | 201.76 | 1.16 | 2.07 | 2.74 | 22.41 | 24.45 | 18.52 | 50.70 | 未评级 |
| | 均值 | | 1.24 | 1.73 | 2.11 | 32.55 | 23.21 | 19.02 | | |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

注：数据日期截至 2024 年 5 月 16 日，未评级公司参照 Choice 一致预期。港股市场数据单位为港元，财务数据为人民币。

6.风险提示

下游需求不及预期；

竞争加剧及行业增速放缓；

政策变化风险。

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。