

➤ **大促启动时间进一步提前，不强调低价但价格力竞争仍旧激烈。** 1) **活动战线**：24年“双11”，各平台进一步提前抢跑，10月中上旬开启活动，且均拉长整体活动周期时长，多数平台活动开始时间较去年提前10天及以上；24年“双11”，天猫/抖音/京东大促开始时间分别为10月14日/8日/12日，较23年提前10/11/12天，活动持续时间分别为29/35/33天；2) **活动力度**：各大平台满减折扣力度基本同比持平，主要通过消费券、红包等优惠方案增加消费者福利，多种优惠政策叠加下，平台优惠力度不减，平台间价格竞争仍旧存在。

➤ **全网销售额同比+27%，三大主流平台美妆销售均实现双位数增长，天猫美妆增长超预期。** 根据星图数据，24年“双11”全网（综合电商+直播电商）销售额达14418亿元，同比+26.6%；其中综合电商平台销售额11093亿元，同比+20.1%，增速同比+21.2pct，天猫、京东、拼多多位列销售额前三；直播电商平台销售额3325亿元，同比+54.6%，增速同比+36.0pct，抖音、快手、点淘位列销售额前三。分品类看，政府补贴提振下家用电器及手机数码品类展现高速增长，个护美妆销售额同比+22.5%；个护美妆中，1) **护肤品类**：淘天平台GMV同比+27%，抖音GMV同比+31.7%，京东GMV同比+14.9%；2) **彩妆品类**：淘天平台GMV同比+38.6%，抖音GMV同比+12.9%，京东GMV同比+11.3%。

➤ **美妆品牌活动参与度分化，外资头部品牌仍具备较强竞争力，国货头部马太效应凸显。** 1) **参与度方面**，24年“双11”，美妆品牌对大促的参与度分化，薇诺娜、彩棠等品牌在李佳琦直播间预售首日的上架商品SKU数量均大于23年“双11”，珀莱雅、OLAY、自然堂、娇韵诗、馥蕾诗等品牌的链接数量均小幅度减少。2) **折扣方面**，国货品牌产品的到手价格与23年“双11”大促基本持平；外资大牌略有提升，主要通过加大赠品价值量进行变相降价，包括赠送等量/超量小样等。3) **竞争格局方面**，根据天猫大美妆数据，24年“双11”天猫美妆销售额TOP20榜单中，外资品牌/国货品牌各占15/5席，较23年“双11”全周期榜单增加1/-1席，较22年“双11”全周期榜单持平；整体看，外资头部品牌仍具备较强的竞争力。从国货品牌内部看，国货品牌表现分化，马太效应凸显，根据天猫大美妆数据，24年“双11”进入天猫美妆销售额TOP20榜单的国货品牌分别为珀莱雅、薇诺娜、可复美、自然堂，分别位于第1、第9、第13、第19；对比22年和23年的榜单，珀莱雅品牌排名提升且蝉联首位；可复美排名从22年的20名后跃升至24年的13名；薇诺娜24年仍排前十名，但较22年和23年均均有小幅下滑；自然堂24年排名同比下滑6名。

➤ **投资建议**：24年“双11”国货表现分化，龙头品牌在稳价基础上仍获得较为优秀的销售表现，推荐**巨子生物、丸美股份、珀莱雅、水羊股份、上美股份、润本股份**，建议关注**上海家化、福瑞达、华熙生物**。

➤ **风险提示**：行业竞争加剧风险，终端需求不及预期。

**重点公司盈利预测、估值与评级**

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
2367.HK	巨子生物	48.90	1.92	2.56	3.33	24	18	14	推荐
603983.SH	丸美股份	29.69	0.90	1.17	1.43	33	25	21	推荐
603605.SH	珀莱雅	92.71	3.94	4.85	5.96	24	19	16	推荐
300740.SZ	水羊股份	13.00	0.49	0.66	0.81	26	20	16	推荐
2145.HK	上美股份	31.25	2.25	2.92	3.44	13	10	8	推荐
603193.SH	润本股份	24.51	0.82	1.05	1.32	30	23	19	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年11月20日收盘价，汇率1HKD=0.93RMB，巨子生物EPS基于经调整净利润计算，巨子生物、上美股份的股价与EPS的数据单位为港元)

**推荐**

维持评级



**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

**分析师 解慧新**

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

**研究助理 杨颖**

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

**相关研究**

- 零售周观点：10月社零总额同比+4.8%，FY24Q1-3高丝集团中国市场业绩增长承压-2024/11/18
- 智能眼镜行业专题：AI眼镜拐点已至，品牌方群雄逐鹿，优质线下渠道成兵家必争之地-2024/11/14
- 零售周观点：化债新政落地有望修复消费信心，线下零售积极调改门店-2024/11/11
- 商贸零售行业2024年三季报业绩综述：零售行业需求承压影响盈利能力，期待消费信心改善带来拐点-2024/11/05
- 母婴行业事件点评：国新办发布一系列生育支持措施，建议关注母婴赛道标的-2024/10/28

# 目录

<b>1 活动概况：大促启动时间进一步提前，不强调低价但价格力竞争仍旧激烈，三大主流平台美妆销售均双位数增长</b>	<b>3</b>
<b>2 趋势分析：美妆品牌活动参与度分化，外资头部品牌仍具备较强竞争力，国货头部马太效应凸显</b>	<b>8</b>
<b>3 重点公司“战报”</b>	<b>14</b>
3.1 巨子生物	14
3.2 珀莱雅	14
3.3 上美股份	15
3.4 丸美股份	16
<b>4 投资建议</b>	<b>18</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>19</b>
<b>插图目录</b>	<b>20</b>
<b>表格目录</b>	<b>20</b>

## 1 活动概况：大促启动时间进一步提前，不强调低价但价格力竞争仍旧激烈，三大主流平台美妆销售均双位数增长

各大平台拉长大促周期，提前预热提振消费需求。24年“双11”，各平台进一步提前抢跑，10月中上旬开启活动；且均拉长整体活动周期时长，多数平台活动开始时间较去年提前10天及以上。

1) **淘天**：保持预售期，10月14日晚8点开启预售，相较23年“双11”活动提前10天，并新增第二轮预售活动；淘天整体活动分为四轮，第一轮10.14-10.21为预售定金支付期，第二轮10.21晚8点-10.24零点为预售尾款支付与第一轮现货期，第三轮10.25晚8点-11.3零点为新增的第二波预售定金支付期，第二波预售尾款期安排在10.31晚8点-11.3零点，第四轮10.31-11.11是第二波现货期活动。

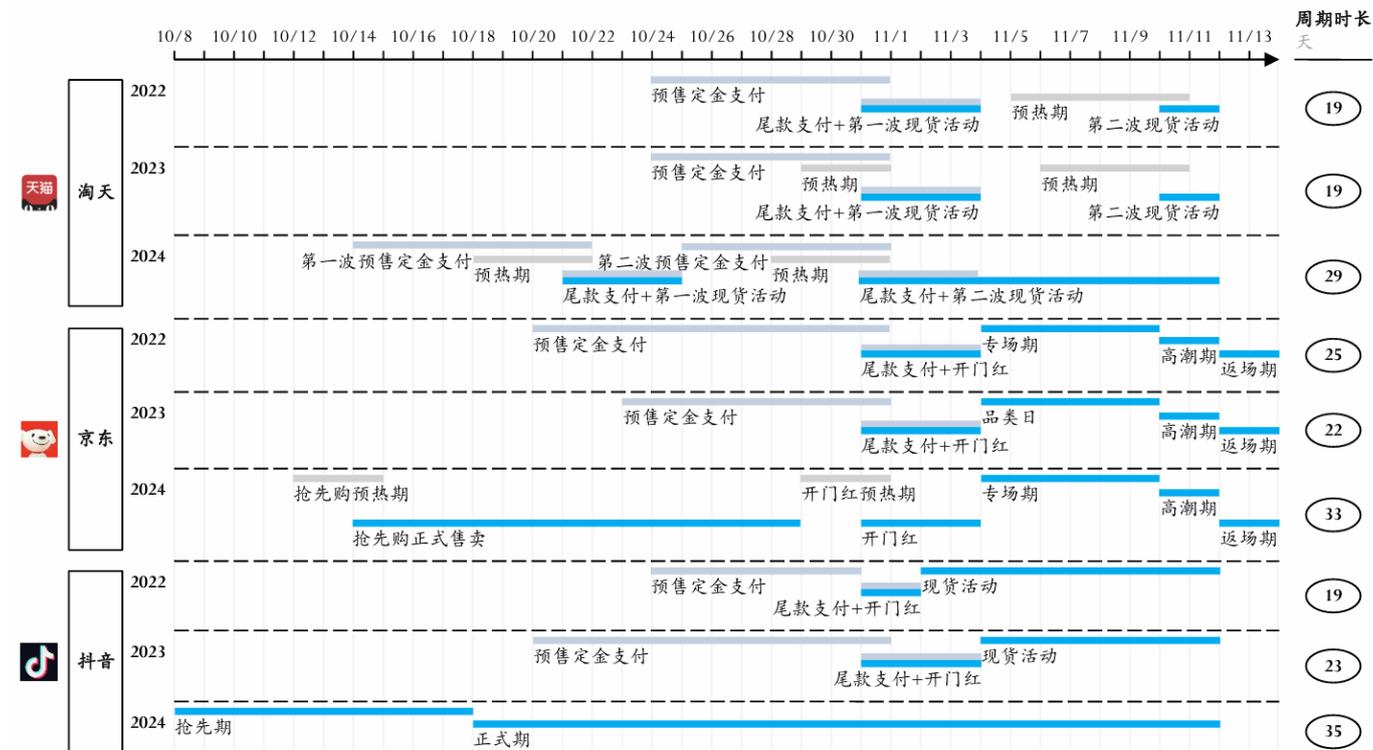
2) **京东**：取消预售期，10月12日0点开启抢先购预热，整体活动周期相较23年提前11天开始；正式活动周期分为三轮，10.14晚8点正式开启为期15天的抢先购活动，第二轮10.31-11.9为开门红与品类专场活动，第三轮11.10-11.13为正式活动高潮与返场期。

3) **抖音**：活动周期时长最长，取消预售活动，新增10天抢先期，相较23年提前12天开始；活动周期共分为两轮，第一轮10.8-10.17为抢先期，第二轮10.18-11.11为正式售卖期。

4) **小红书**：活动从10月12日正式开启，持续至11月11日，相较23年“双11”活动整体提前8天。

5) **快手**：保持预售期，10月10日晚8点开启预售，相较23年提前8天开始；活动周期分为两轮，第一轮10.10-10.18为预售期，第二轮10.19-11.11为正式期。

图1：22-24年“双11”各平台活动周期对比



资料来源：久谦中台，民生证券研究院

**弱化“全网最低价”概念，但优惠力度不减，平台间价格力竞争依然激烈。**各大平台满减折扣力度基本同比持平，主要通过消费券、红包等优惠方案增加消费者福利，多种优惠政策叠加下平台间价格竞争仍旧存在。

**1) 天猫：**在跨店每满 300 减 50 的基础之上，提供 300 亿大额消费券补贴及 10 亿红包；通过与政府合作在电器和数码产品上首次叠加以旧换新补贴，相关品类的优惠额度可达 15-20%。

**2) 京东：**将“又便宜又好”作为核心卖点，提供跨店每满 300 元减 50 元福利，且可叠加 20 元补贴，并提供“买贵双倍赔”服务。

**3) 拼多多：**首次推出“百亿消费券”，并将“加倍补”活动升级为“超级加倍补”。

**4) 抖音：**推出官方立减与一件直降，单品价格直降 15%起；同时活动期间平台陆续发放小额券和大额券双重补贴，商家和平台共同出资提供超值惊喜券。

**5) 快手：**投入 200 亿的流量扶持和 10 亿元的商品补贴以及 20 亿元的红包补贴。

**6) 小红书：**在跨店每满 300 元减 50 元的基础上，提供至少 15%官方立减优惠；新用户可领取新人专属优惠券，享受最低一元购。

图2：各平台 24 年“双 11”活动机制对比

优惠类型	天猫	京东	抖音
跨店满减	<ul style="list-style-type: none"> <li>满300减50元</li> <li>折扣率：8.33折</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>满300减50元</li> <li>折扣率：8.33折</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>n/a</li> </ul>
官方立减	<ul style="list-style-type: none"> <li>官方立减：无需凑单，分品类按1%、5%、10%、15%四档比例立减，该活动与跨店满减玩法互斥</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>n/a</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>推出“官方立减”和“一件直降”两大玩法，均与终端售价直接挂钩，所有品类按15%比例直减</li> </ul>
消费券	<ul style="list-style-type: none"> <li>大额消费券补贴加码88vip：满3,000元减240元、满7,000元减560元，按最终实付价格满减</li> <li>折扣率：9.20折（按最高满减金额计算）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>京东Plus消费券：满500减40元、满1,500减120元、满3,000减240元、满5,000减400元，按商品优惠前原价满减</li> <li>折扣率：9.20折（按最高满减金额计算）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小额券和小额券双重补贴：随机触发满80减10元、满120减15元、满200减25元、满300减40元、满3,000减300元、满4,000减400元、满7,000减560元等平台券</li> <li>折扣率：9.20折（按最高满减金额计算）</li> </ul>
平台补贴	<ul style="list-style-type: none"> <li>淘宝百亿补贴：开启“超级补贴”，满300减50元、满800减200元、1,500减500元，可叠加直降使用，不可与跨店满减叠加</li> <li>折扣率：6.67折（按最高满减金额计算）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>京东百亿补贴：大牌爆款低至11元开团</li> <li>额外补贴：满200减20元平台补贴券，每天可领3张，可与跨店满减叠加</li> <li>折扣率：9.0折</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>百亿补贴：推出“超值购”频道，5折抢大牌，每日限时抢购5折“超值全家桶”与1元桶</li> <li>折扣率：5.0折</li> </ul>
红包活动	<ul style="list-style-type: none"> <li>10亿红包翻翻乐：百大直播间同时开启发放10亿红包，单个直播间每个消费者每天最高可领30个红包，单个红包金额最高888元，每人每天最高可领1,500元</li> <li>超级红包：全周期每日领红包，最高24,888元</li> <li>其他：组队抢红包、攒能量领红包、惊喜红包等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>超级惊喜红包：满600减50元、满3,000减150元、满5,000减300元等，首个红包直领，大额需分阶段解锁</li> <li>京享红包：每日可领，可加码裂变，最高可领11,111元</li> <li>其他：猜拳红包、猜大小红包、火力红包、红包雨、组队红包、答题红包、福气值红包、东东心动乐园抽奖等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>直播红包：看直播天团，整点抽1,111元红包</li> <li>免单红包：直播间抽免单红包</li> <li>多人团红包：新增“互助免拼”功能，升级多人团成团抽免单玩法，消费者最高可中888元红包</li> </ul>
品类优惠	<ul style="list-style-type: none"> <li>家电：1) 满1,200减100元、满3,000减240元、满5,000减400元88vip家电惊喜券；2) 家电官方立减15%；3) 国家补贴一级能效补贴20%、二级能效补贴15%；以上3种活动折扣叠加后折扣率最低达6.26折</li> <li>美妆：限量发放美妆惊喜券满1,000减120元、美妆超级券满2,000减280元；折扣率最低达8.6折</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>家电：1) 大家电满3,000元打95折；2) 国家补贴一级能效补贴20%、二级能效补贴15%；以上两种活动折扣叠加后折扣率最低达7.6折</li> <li>美妆：满200减20元、满800减80元、满1000减120元、满1500减200元、满2000减280元；折扣率最低达8.6折</li> <li>其他品类折扣活动：服饰、家居、厨具、3C数码、母婴玩具品类发放京东支付5折优惠券</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>家电：国家补贴一级能效补贴20%、二级能效补贴15%，至高减2,000元；折扣率最低为8折</li> </ul>

资料来源：久谦中台，民生证券研究院

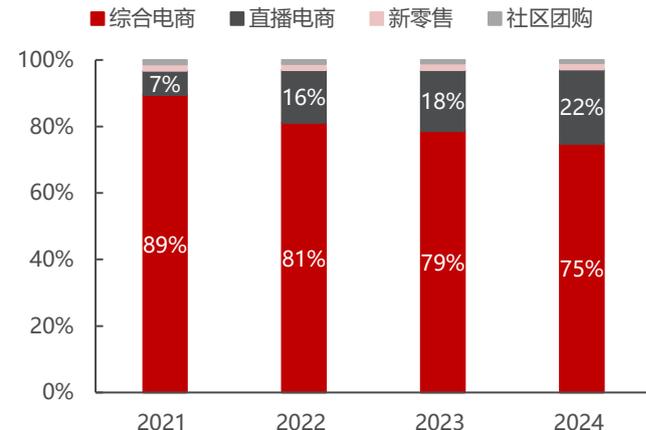
全网销售额同比+27%，综合电商同比增速回升，直播电商持续高增。根据星图数据，24年“双11”全网（综合电商+直播电商）销售额达14418亿元，同比+26.6%；其中综合电商平台销售额11093亿元，同比+20.1%，增速同比+21.2pct，天猫、京东、拼多多位列销售额前三；直播电商平台销售额3325亿元，同比+54.6%，增速同比+36.0pct，抖音、快手、点淘位列销售额前三。

图3：17-24 年全网“双 11” 销售额 (亿元) 及增速



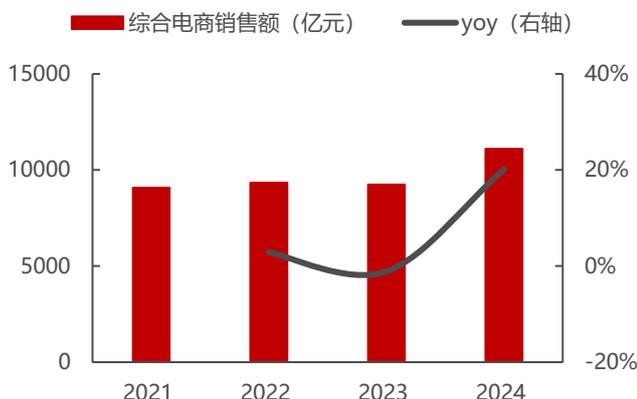
资料来源：星图数据，民生证券研究院  
注：统计仅包含综合电商和直播电商平台

图4：21-24 年“双 11” 各类型平台 GMV 分布



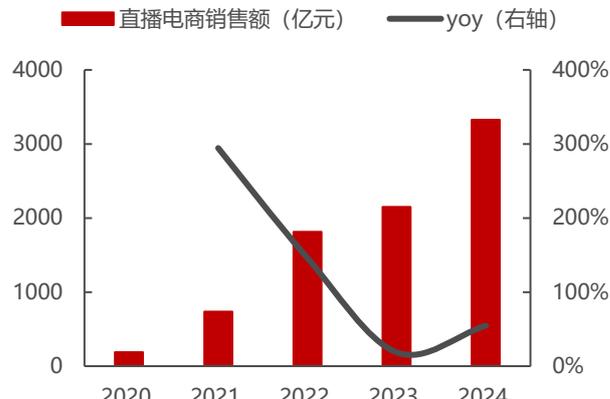
资料来源：星图数据，民生证券研究院

图5：21-24年综合电商销售额（亿元）及增速



资料来源：星图数据，民生证券研究院  
注：数据涵盖综合电商各平台，天猫不含点淘

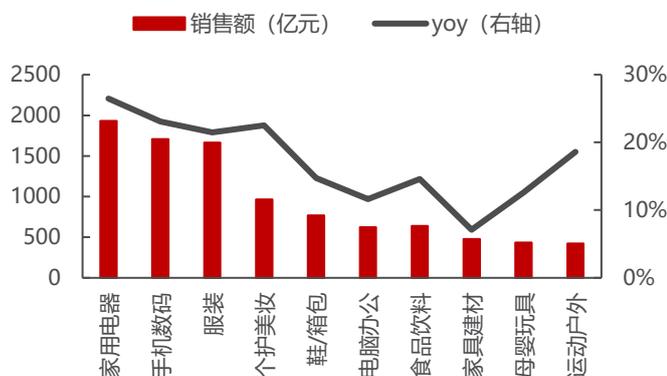
图6：20-24年直播电商销售额（亿元）及增速



资料来源：星图数据，民生证券研究院  
注：数据涵盖直播电商各平台，抖音、快手、点淘等

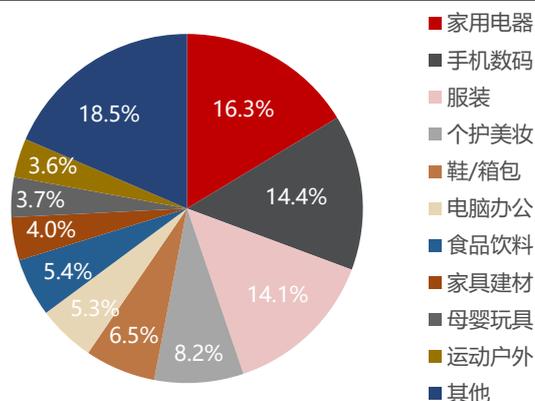
**分品类看，政府补贴提振下家用电器及手机数码品类展现高增速，个护美妆销售额同比+22.5%。**根据星图数据，24年“双11”家用电器、手机数码、个护美妆为增速较高品类，分别实现销售额1930/1706/963亿元，对应同比增速分别为+26.5%/+23.1%/+22.5%，占综合电商整体销售额的16.3%/14.4%/8.2%，其中家用电器和手机数码类目增速领先主要系以旧换新等政府补贴提振。

图7：2024年综合电商平台（含点淘）销售额TOP10品类销售额（亿元）及增速



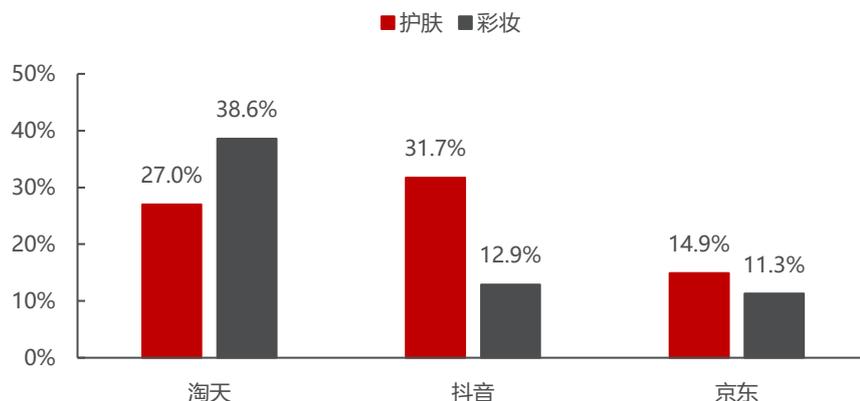
资料来源：星图数据，民生证券研究院

图8：2024年综合电商平台（含点淘）销售额TOP10品类销售额占比



资料来源：星图数据，民生证券研究院

**三大主流平台美妆销售均实现双位数增长，天猫美护增长超预期。**据星图数据，个护美妆品类综合电商平台（含点淘）销售额为963亿元，同比+22.5%。具体到细分品类，1) 护肤品类：淘天平台GMV同比+27%，抖音GMV同比+31.7%，京东GMV同比+14.9%；2) 彩妆品类：淘天平台GMV同比+38.6%，抖音GMV同比+12.9%，京东GMV同比+11.3%。

**图9：2024年“双11”三大主流电商平台护肤和彩妆品类 GMV 同比增速**


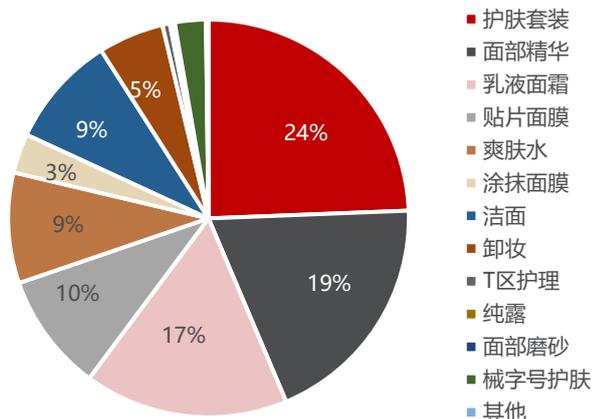
资料来源：星图数据，青眼，民生证券研究院

**淘宝达人直播间整体实现增长，其中李佳琦为预售首日当晚销售额率先破亿的主播。**根据一点财经数据，24年“双11”淘宝直播整体业绩实现较大突破，其中达人直播间成交额同比增长超40%。对于头部主播李佳琦，根据易简财经数据，10月14日晚8点天猫开始预售，李佳琦直播间众多美妆品牌上架即售罄，如可复美、丝塔芙、欧莱雅等，李佳琦成为当晚销售额率先破亿的主播。美ONE披露的李佳琦直播间“双11战报”数据显示，24年“双11”李佳琦直播间预售加购金额同比增长超20%，其中GMV超过千万的产品数量达259件，同比增长21.6%，GMV过亿品牌数共计21个，同比增长16.7%。

## 2 趋势分析：美妆品牌活动参与度分化，外资头部品牌仍具备较强竞争力，国货头部马太效应凸显

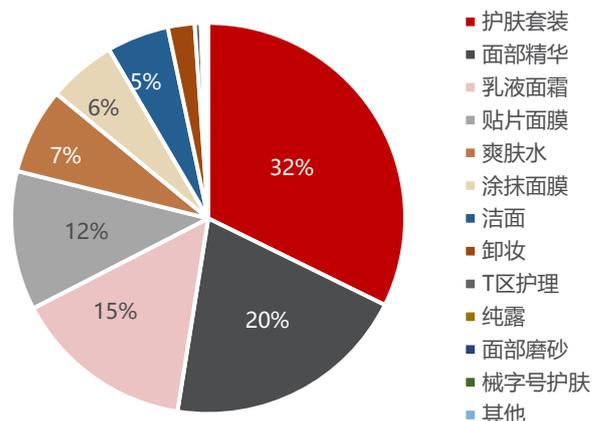
不同平台的用户特征不同，优势品类分化。抖音与天猫的用户结构不同，抖音平台更多聚集下沉用户流量，客单价相对较低，优势品类为高性价比的套组产品及低价单品；天猫平台的中高端用户更多，消费者在天猫更侧重于购买精华、乳液等护肤单品或单价较高的产品。根据久谦数据，24年1-10月，天猫/抖音的护肤套组销售额分别占面部护肤类目整体的24%/32%，抖音平台中护肤套组对面部护肤类目销售额的贡献度更高，且天猫平台的多数面部护肤及彩妆产品的客单价均高于抖音。此外，根据婵妈妈数据，24年“双11”，抖音平台护肤类目销售额TOP20产品链接中，套组产品链接数占70%，消费者在抖音购买护肤套组的意愿较高。

图10：24年1-10月天猫面部护肤分产品销售额占比



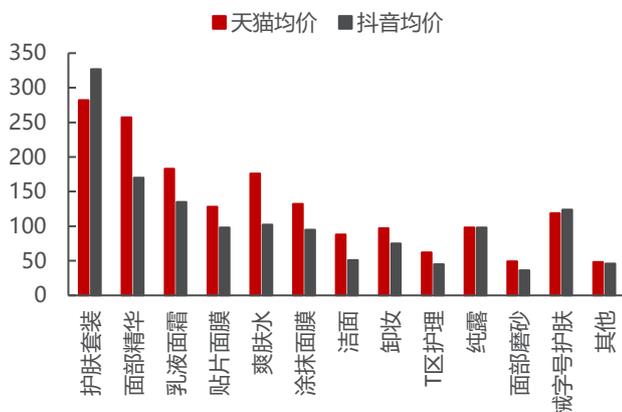
资料来源：久谦中台，民生证券研究院

图11：24年1-10月抖音面部护肤分产品销售额占比



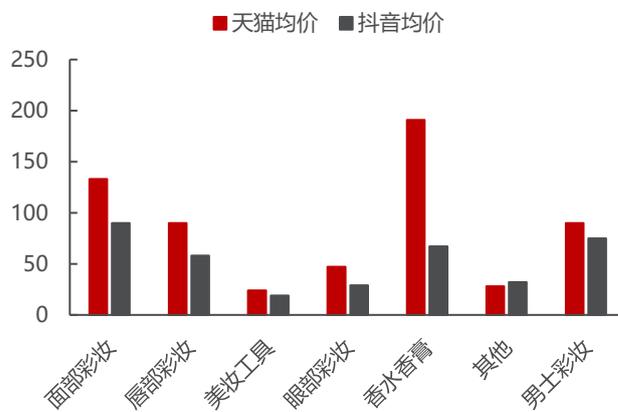
资料来源：久谦中台，民生证券研究院

图12：24年1-10月天猫和抖音面部护肤产品均价(元)



资料来源：久谦中台，民生证券研究院

图13：24年1-10月天猫和抖音彩妆产品均价(元)



资料来源：久谦中台，民生证券研究院

表1: 24年“双11”抖音平台销售额 TOP20 护肤产品

排名	商品	成交价	“双11”销量 (件)	“双11”销售额 (元)	近1年销量 (件)
1	韩束红蛮腰环六肽 2.0 礼盒贾乃亮赵今麦同款抗皱紧致 (水 100ml+乳 100ml+精华 30ml+霜 50g+洁面 100g)	¥398.99	50~75w	1亿+	100w+
2	后天气丹光耀焕活紧颜系列礼盒套组	¥1,412.92	10~25w	1亿+	10~25w
3	可复美胶原棒含赠共 146 支+吨吨次抛 16 支+水润贴 54 片+ 专属礼盒*2	¥923.87	10~25w	1亿+	10~25w
4	后天气丹光耀焕活紧颜系列礼盒套组 2	¥1,453.86	10~25w	1亿+	10~25w
5	韩束红蛮腰 2.0 环六肽尊享礼盒	¥899.00	10~25w	1亿+	10~25w
6	HR 赫莲娜黑绷带玻色因面霜紧致抗皱修护晚霜	¥3,950.02	2.5~5w	1亿+	10~25w
7	丸美第三代胜肽小口红眼霜紧致淡纹提亮护肤按摩补水	¥290.36	25~50w	7500w~1亿	25~50w
8	雅诗兰黛紧致小棕瓶精华眼霜舒缓护肤礼盒修护精华	¥1,541.64	5~7.5w	7500w~1亿	25~50w
9	自然堂美白淡斑护肤礼盒-洁面/爽肤水/乳液/精华	¥323.27	25~50w	7500w~1亿	100w+
10	欧莱雅小蜜罐第二代水霜套装 A1-	¥551.18	10~25w	7500w~1亿	10~25w
11	欧莱雅小蜜罐第二代水霜套装 C1-	¥549.65	10~25w	7500w~1亿	10~25w
12	SK-II 神仙水 230ml+小灯泡 30ml+大红瓶 50 护肤品礼物	¥3,348.02	1~2.5w	7500w~1亿	1~2.5w
13	欧莱雅黑精华玻色因水乳套装保湿紧致抗皱全明星护肤	¥658.89	10~25w	7500w~1亿	10~25w
14	雅诗兰黛镇店护肤套小棕瓶精华+眼霜+樱花水+胶原霜	¥3,710.00	1~2.5w	7500w~1亿	2.5~5w
15	英国 HERBMODA 赫珀德水晶番茄熬夜提亮 K 氧 K 糖面膜	¥168.09	25~50w	5000~7500w	50~75w
16	颐莲玻尿酸保湿补水喷雾 1.0 护肤温和爽肤水湿敷	¥229.26	25~50w	5000~7500w	25~50w
17	WHOO 后天气丹 PRO 光耀焕活水乳组合抗皱紧致保湿舒缓	¥1,475.89	2.5~5w	5000~7500w	2.5~5w
18	Yestar/艺星水光沁润功效型面膜 K 皱紧致 5 片/盒	¥202.49	25~50w	5000~7500w	50~75w
19	韩束红蛮腰环六肽 2.0 贾乃亮赵今麦同款抗皱紧致套组	¥297.33	10~25w	5000~7500w	75~100w
20	自然堂紧致抗皱焕活淡纹礼盒-洁面/爽肤水/乳/霜/精华	¥399.00	10~25w	5000~7500w	50~75w

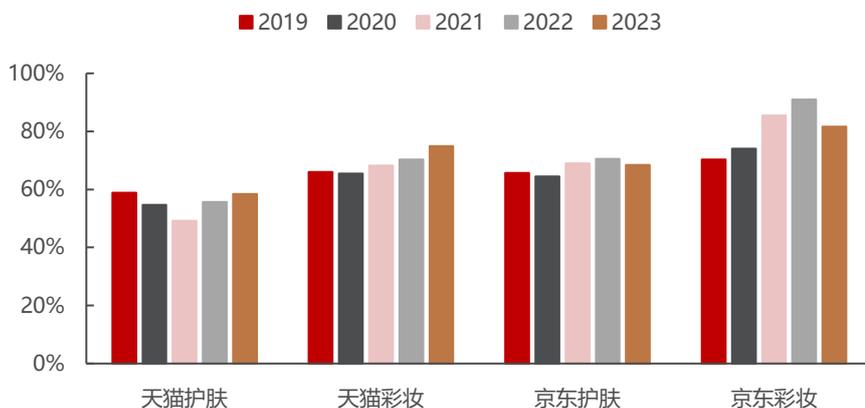
资料来源: 蝉妈妈, 民生证券研究院; 注: “双11”数据周期为10月8日-11月11日, 红色字体对应为套盒产品

**抖音新品成功率高, 成为美妆品牌新品宣发的重要平台。** 抖音为内容分享平台, 能够帮助品牌和产品通过内容迅速积累热度、关注度, 且抖音电商的场域能够丝滑承接由内容为品牌带来的兴趣人群, 实现品效合一, 转流量为销量, 提升产品成功率; 根据 DoMarketing-营销智库数据, 抖音电商 23 年美妆行业 GMV 同比增速 80%+, 其中千万级爆品 300+、GMV 增长 167%, 百万级爆品 3300+、GMV 增长 121%; 根据巨量云图的《2024 抖音新品打爆通关指南》, 23 年抖音新品首发营销成功率为 72%, 每十分钟即诞生一个百万级爆品, 由此较多美妆品牌将抖音作为新品宣发的重要平台。

**各平台大促活动增加, 大促折扣的稀缺性下降, 平销期重要性提升。** 23 年来, 除传统的“38”、“618”、“双11”大促外, 电商平台还针对情人节、换季、国庆等节点进行打折销售, 促销活动增加导致折扣的稀缺性下降, “618”、“双11”大促对美妆类目销售额的贡献度逐渐降低, 平销期销售重要性提升。我们将美妆类目在 8-9 月无传统大促的月份与 10-11 月进行“双11”大促的月份的销售额进行对比, 根据久谦数据, 2019-2023 年天猫和京东平台的彩妆和护肤类目在 8-9 月合计销售额与 10-11 月销售额的比例整体呈上升趋势, 天猫护肤/彩妆的比例从 19

年的 58.85%/66.03%变动至 23 年的 58.44%/74.90%，京东护肤/彩妆的比例分别从 19 年的 65.66%/70.27%提升至 23 年的 68.38%/81.63%，平销月的销售额水平逐步接近大促月销售额水平。

图14：天猫和京东的护肤和彩妆类目 8-9 月销售额与 10-11 月销售额的比重



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

**大促战线拉长，消费者更加理智。**24 年“双 11”，活动启动时间进一步提前，活动战线进一步拉长，天猫平台启动时间从 23 年的 10 月 24 日提前至 10 月 14 日，活动时长增加 10 天；抖音从 23 年的 10 月 20 日提前至 10 月 8 日，活动时长增加 12 天；大促时长的拉长在一定程度上带来整体销售额的增长，同时也为消费者提供更多的比价和考虑时间，导致用户冷静期变长、对不同产品的对比更加细节，叠加日常促销活动增加，消费行为更加理性，进而导致退货率的提升。根据新熵数据，2021 年-24H1，品牌店铺的退货率从 24%涨至 35%；根据物流指闻数据，“双 11”大促期间的退货率显著高于平时，大促期间退货率特别高的品类主要包括女装和美妆，韩都衣舍和杰克琼斯在 24 年“双 11”期间的退款率分别高达 64%和 48%。

**品牌端，美妆品牌赠品力度及参与情况均有所分化，到手价格与 23 年“双 11”大促基本持平。**从美妆品牌与李佳琦的合作情况看，24 年“双 11”，**1) 在参与度方面**，部分品牌加大合作力度，如薇诺娜、彩棠等品牌在李佳琦直播间预售首日的上架商品 SKU 数量均大于 23 年“双 11”，珀莱雅、OLAY、自然堂、娇韵诗、馥蕾诗等品牌的链接数量均小幅度减少。**2) 折扣方面**，国货品牌的到手价多维持不变；外资大牌的到手价同比提升，主要通过加大赠品价值量进行变相降价，包括赠送等量/超量小样等。

**表2：2023年和2024年李佳琦直播间“双11”预售首日上架商品5个及以上的品牌**

2023年		2024年		
品牌	链接数(个)	品牌	链接数(个)	链接数同比变化
珀莱雅	16	欧莱雅	23	增加
欧莱雅	16	雅诗兰黛	16	增加
兰蔻	12	珀莱雅	15	减少
雅诗兰黛	11	兰蔻	13	增加
OLAY	11	OLAY	10	减少
自然堂	9	修丽可	10	增加
薇诺娜	8	薇诺娜	9	增加
修丽可	7	卡诗	6	持平
娇韵诗	6	彩棠	6	增加
卡诗	6	自然堂	5	减少
韩束	6	娇兰	5	持平
娇兰	5	海蓝之谜	5	持平
海蓝之谜	5	赫莲娜	5	增加
夸迪	5	科颜氏	5	增加
馥蕾诗	5	理肤泉	5	增加
润百颜	5	资生堂	5	增加
MAC	5	肌肤之钥	5	增加

资料来源：青眼，民生证券研究院

**表3：2024年天猫“双11”预售阶段前10的美妆品牌的核心单品在李佳琦“双11”首场直播的机制情况**

品牌	产品	售价对比		正装量：赠品量		每 ml/g/片单价对比	
		(2024VS2023, 元)		(2024VS2023)		(2024VS2023, 元)	
珀莱雅	早C晚A (双抗精华 30ml + 红宝石精华 30ml)	持平	463	减少	1:1VS1:1.12	提高	2.57VS2.47
	红宝石面霜 (50g*2)	持平	558	减少	1:1.12VS1:1.29	提高	2.54VS2.44
	双抗精华 (50ml*2)	持平	638	减少	1:1 VS1:1.08	提高	3.19VS3.07
欧莱雅	安瓶面膜 (20片)	持平	369	持平	1:1.5VS1:1.5	持平	7.38VS7.38
	小蜜罐 (60ml)	提高	309VS299	提高	1:1.25VS1:1	降低	2.29VS2.49
	欧莱雅全明星套装 (精华蜜 130ml + 小蜜罐面霜 60g + 黑精华 50ml)	持平	799	-	-	-	-
兰蔻	菁纯眼霜 (20ml*2)	提高	2400VS2300	提高	1:1.4VS1:1	降低	25VS29.13
	小黑瓶 (50ml)	提高	1120VS1100	提高	1:1.6VS1:1.2	降低	8.62VS10
	持妆粉底液 (30ml)	提高	470VS460	提高	1:1.43VS1:1.33	降低	6.44VS6.57
雅诗兰黛	小棕瓶精华 (30ml)	提高	720VS695	提高	1:1.33VS1:1	降低	10.29VS11.58
	小棕瓶眼霜 (15ml*2)	提高	1030VS1000	降低	1:1.5VS1:1.53	提高	13.73VS13.16
	DW 粉底液 (30ml)	提高	470VS430	持平	1:1.43VS1:1.33	提高	4.95VS4.52
修丽可	色修精华 (30ml*2)	提高	1120VS1100	提高	1:1.5VS1:1.25	降低	7.47VS8.15
	日夜修护精华组合 (30ml+30ml)	提高	2920VS2900	持平	24.33VS24.17	提高	24.33VS24.17
	紫米精华 (30ml)	持平	820	持平	1:1VS1:1	持平	27.33VS27.33
赫莲娜	黑绷带白绷带套组 (50ml+50ml)	提高	7600VS7460	提高	1:0.65VS1:0.55	降低	46.06VS49.73
	黑绷带 (100ml)	提高	6350VS6280	提高	1:0.65VS1:0.55	降低	38.48VS41.87

	绿宝瓶精华 (50ml)	提高	1760VS1680	持平	1:1VS1:1	提高	17.6VS16.8
	精粹水 (150ml*2)	提高	3040VS2820	持平	1:1VS1:1	提高	5.07VS4.7
海蓝之谜	经典面霜 (60ml)	提高	3340VS3080	提高	1:1.08VS1:1	提高	26.72VS25.57
	浓缩精华 (30ml)	持平	3370	提高	1:0.83VS1:0.7	降低	61.27VS66.08
	小白瓶精华 (100ml)	持平	499	持平	1:1VS1:1	持平	2.5VS2.5
OLAY	美白水乳 (美白水 150ml + 美白乳 100ml)	持平	399	持平	1:1.02VS1:1.02	持平	0.79VS0.79
	大红瓶水乳 (大红瓶水 150ml + 乳液 100ml)	持平	399	持平	1:1.02VS1:1.02	持平	0.79VS0.79
	胶原棒 (100 支)	持平	699	持平	-	持平	6.9VS6.9
可复美	修护贴 (5 片 * 2 盒)	持平	276	持平	1:0.8VS1:0.8	持平	15.33VS15.33
	柔肤水 (500ml)	提高	128VS118	-	-	提高	128VS118
	特护霜	持平	399	持平	-	持平	2VS2
薇诺娜	修屏水乳 (特护霜 50g + 保湿水 120ml)	持平	357	-	-	-	-
	清透防晒乳 (50g*2)	持平	168	持平	1:0.3VS1:0.3	持平	1.29VS1.29

资料来源：青眼，民生证券研究院

**外资头部品牌依然具有较强的竞争优势。**根据天猫大美妆数据，24 年“双 11”天猫美妆销售额 TOP 20 榜单中，外资品牌/国货品牌各占 15/5 席，较 23 年“双 11”全周期榜单增加 1/-1 席，较 22 年“双 11”全周期榜单持平；此外，根据天猫官方发布信息，截至 11 月 11 日 24:00，天猫“双 11”已有 79 个美妆品牌销售额破亿，其中海蓝之谜、赫莲娜、CPB 等同比增长超 50%，华伦天奴美妆同比增幅超 100%；整体看，外资头部品牌仍具备较强的竞争力。

**国货品牌表现分化，马太效应凸显。**根据天猫大美妆数据，24 年“双 11”进入天猫美妆销售额 TOP 20 榜单的国货品牌分别为珀莱雅、薇诺娜、可复美、自然堂，分别位于第 1、第 9、第 13、第 19。对比 22 年和 23 年的榜单，珀莱雅品牌排名提升且蝉联首位；可复美排名从 22 年的 20 名后跃升至 24 年的 13 名；薇诺娜 24 年仍排前十名，但较 22 年和 23 年均小幅下滑；自然堂 24 年排名同比下滑 6 名。

表4: 2020-2024年“618”和“双11”大促全周期美妆品牌销售额排行榜

排名	20年 “双11”	21年 “618”	21年 “双11”	22年 “618”	22年 “双11”	23年 “618”	23年 “双11”	24年 “618”	24年 “双11”
1	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	WHOO后	OLAY	WHOO后	OLAY	OLAY	珀莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	OLAY	海蓝之谜	资生堂	Ulike	珀莱雅	OLAY	薇诺娜	海蓝之谜	海蓝之谜
6	SK-II	资生堂	薇诺娜	珀莱雅	薇诺娜	海蓝之谜	海蓝之谜	修丽可	赫莲娜
7	雪花秀	WHOO后	OLAY	海蓝之谜	海蓝之谜	赫莲娜	OLAY	赫莲娜	修丽可
8	资生堂	赫莲娜	SK-II	薇诺娜	SK-II	SK-II	修丽可	SK-II	SK-II
9	薇诺娜	修丽可	海蓝之谜	雅萌	赫莲娜	修丽可	赫莲娜	OLAY	薇诺娜
10	海蓝之谜	薇诺娜	赫莲娜	赫莲娜	资生堂	薇诺娜	娇兰	薇诺娜	OLAY
11	科颜氏	SK-II	科颜氏	修丽可	修丽可	资生堂	SK-II	CPB	肌肤之钥
12	修丽可	科颜氏	雅萌	资生堂	科颜氏	雅萌	娇韵诗	可复美	娇兰
13	完美日记	花西子	珀莱雅	科颜氏	娇兰	肌肤之钥	自然堂	娇韵诗	可复美
14	赫莲娜	黛珂	娇兰	SK-II	雅萌	娇韵诗	资生堂	资生堂	娇韵诗
15	花西子	珀莱雅	雪花秀	初普	肌肤之钥	娇兰	理肤泉	娇兰	圣罗兰
16	伊丽莎白雅顿	3CE	肌肤之钥	娇兰	夸迪	理肤泉	科颜氏	科颜氏	科颜氏
17	娇兰	雪花秀	修丽可	娇韵诗	娇韵诗	觅光	可复美	理肤泉	资生堂
18	肌肤之钥	完美日记	娇韵诗	理肤泉	希思黎	科颜氏	夸迪	自然堂	理肤泉
19	美丽芳丝	美丽芳丝	黛珂	黛珂	自然堂	黛珂	希思黎	YSL	自然堂
20	自然堂	YSL	希思黎	希思黎	黛珂	YSL	伊丽莎白雅顿	HBN	伊丽莎白雅顿
TOP10 国货品牌数	1	1	1	3	2	2	2	2	2
TOP20 国货品牌数	4	4	2	3	4	3	5	5	4

资料来源: 天猫大美妆, 天下网商, 化妆品观察, 化妆品资讯, 聚美丽, 民生证券研究院; 注: 黄底色为国货品牌

## 3 重点公司“战报”

### 3.1 巨子生物

➤ **可复美品牌：线上全渠道全周期 GMV 同比增长超 80%**

品牌端，**1) 天猫**：全周期 GMV 同比增长超 50%，位列美妆国货类目 TOP3，蝉联伤口敷料类目 TOP1；**2) 京东**：全周期 GMV 同比增长超 200%，位列面部精华国货 TOP2，蝉联医用美护类目 TOP1；**3) 抖音**：全周期 GMV 同比增长超 100%，位列国货美妆 TOP3、液态精华 TOP1；**4) 唯品会**：全周期 GMV 同比增长超 100%。

产品端，**1) 可复美重组胶原蛋白敷料**：蝉联天猫伤口敷料类目 TOP1、天猫医用敷料热卖榜 TOP1、京东医用美护单品 TOP1；**2) 可复美胶原棒**：蝉联天猫面部精华类目 TOP1、天猫液态精华类目 TOP1、天猫修复精华热卖目 TOP1，位列抖音液态精华类目 TOP1；**3) 可复美焦点面霜**：位列天猫修复面霜热卖榜国货 TOP2、抖音品牌胶原蛋白霜好评榜 TOP1、抖音品牌胶原蛋白霜人气榜 TOP2。

➤ **可丽金品牌：线上全渠道全周期 GMV 同比增长超 150%**

品牌端，**1) 天猫**：全周期 GMV 同比增长超 100%；**2) 京东**：全周期 GMV 同比增长超 200%；**3) 抖音**：全周期 GMV 同比增长超 500%；**4) 唯品会**：全周期 GMV 同比增长超 100%。

产品端，**1) 胶卷面霜**：位列天猫抗皱面霜热销榜国货 TOP2；**2) 胶原大膜王**：位列天猫涂抹面膜热卖榜 TOP1、抖音免洗面膜人气榜 TOP1；**3) 嘭嘭次抛**：位列抖音赋能精华液好评榜 TOP3。

### 3.2 珀莱雅

➤ **珀莱雅品牌：销售额在抖音/天猫/京东三平台均位于美妆品牌首位**

**1) 抖音**：全周期 GMV 同比增长超 60%，位列美妆成交金额榜 TOP1；**2) 天猫**：全周期 GMV 同比增长超 10%，位列美妆成交金额榜 TOP1；**3) 京东**：全周期 GMV 同比增长超 30%，位列国货美妆成交金额榜 TOP1。

➤ **彩棠品牌：天猫/京东 GMV 同比增长 30%/190%+**

品牌端，**1) 天猫**：全周期 GMV 同比增加超 30%，位列国货彩妆行业品牌榜 TOP2；**2) 京东**：全周期 GMV 同比增加超 190%，位列国货彩妆行业品牌榜 TOP2；

3) **抖音**: 全周期 GMV 同比减少 30%, 位列国货彩妆行业品牌榜 TOP4。

产品端, 1) 彩棠三色修容盘: 位列抖音修容类目排名 TOP1, 天猫高光类目排名 TOP1, 京东高光类目排名 TOP1; 2) 彩棠三色遮瑕盘: 位列天猫遮瑕类目排名 TOP1, 京东遮瑕类目排名 TOP1; 3) 彩棠三色腮红盘: 位列天猫腮红/胭脂类目排名 TOP2, 京东腮红类目排名 TOP1。

➤ **Off&Relax : 双店天猫 / 抖音 / 京东 GMV 同比增长 150%+/450%+/200%+**

品牌端, 1) **天猫**: 双店全周期 GMV 同比增长超 150%, 双店首日成交额超去年“双 11”全时段, 品牌双店排名位列 TOP8; 2) **抖音**: 双店全周期 GMV 同比增长超 450%, 品牌双店排名位列洗发护发类目 TOP9; 3) **京东**: 双店全周期 GMV 同比增长超 200%。

产品端, 1) OR 蓬松洗发水: 销售数量超 40w, 位列天猫“双 11”个护超级必买榜 TOP2; 2) OR 护发精油: 位列天猫“双 11”亮泽护发油热卖榜 TOP2; 3) OR 防脱育发精华液: 位列天猫“双 11”头皮精华热卖榜 TOP3。

➤ **悦芙媿品牌: 天猫/京东全周期 GMV 同比增长 20%+/80%+**

品牌端, 1) **抖音**: 全周期 GMV 同比持平; 2) **天猫**: 全周期 GMV 同比增长超 20%; 3) **京东**: 全周期 GMV 同比增长超 80%; 4) **拼多多**: 全周期 GMV 同比增长超 100%

产品端, 1) 多酸泥膜: 位列抖音去黑头泥膜好评榜 TOP1、抖音去黑头泥膜人气榜 TOP1、天猫涂抹面膜回购榜 TOP1; 2) 洁颜蜜: 位列抖音清爽洗面奶好评榜 TOP1、抖音清爽洗面奶人气榜 TOP1、京东水状洁面热卖榜 TOP2; 3) 修红精华: 位列抖音品牌控油精华水好评榜 TOP1、抖音品牌控油精华水人气榜 TOP2。

### 3.3 上美股份

➤ **韩束品牌: 全渠道全周期 GMV 同比增长超 44%, 成交人数同比增长超 42%**

品牌端, 1) **抖音**: 全周期 GMV 同超 11.07 亿, “双 11”当天总销售额超 1.8 亿, 位列品牌自播榜 TOP1; 2) **天猫**: 全周期 GMV 同比增长 57%; 3) **京东**: 全周期 GMV 同比增长 115%。

产品端, 1) X 肽超频霜: 新品天猫爆卖 12.5w 件, 位列天猫面霜新品榜 TOP2; 2) 红蛮腰系列: 位列天猫礼盒装面部护理套装热销榜 TOP3、拼多多品牌面部护

理套装新品榜 TOP1 (红蛮腰水乳 80ML 小组套)。

➤ **一页品牌：线上全渠道全周期 GMV 超 1 亿，同比增长超 238%**

品牌端，**1) 抖音**：全周期 GMV 同比增长 293%，成交人数同比增长 338%，店铺会员同比增长 430%，位列婴童用品回购店铺榜 TOP2，婴童护肤行业 TOP5；**2) 天猫**：全周期 GMV 同比增长超 211%，成交人数同比增长 186%，店铺会员同比增长 238%，位列天猫婴童护肤行业榜 TOP2，天猫婴童洗护行业 TOP2；**3) 京东**：全周期 GMV 同比增长 200%，成交人数同比增长 242%，位列婴童护肤行业竞速榜 TOP2，婴童洗护行业新锐品牌榜 TOP3。

明星单品方面，一页蛋黄油面霜“双 11”销售 38w+ 瓶，位列天猫婴童面霜 TOP1、抖音婴童面霜人气榜 TOP2。

➤ **安敏优品牌**

品牌多渠道全周期 GMV 同比增长超 154%，多渠道成交人数同比增长超 153%。绿白精华组合+特护小白管在多渠道的销售件数同比增长超 156%，位列天猫敏感肌液态精华热卖榜 TOP1。

### 3.4 丸美股份

➤ **丸美品牌**

品牌端，**1) 天猫**：全周期 GMV 同比增长 140%，天猫国货眼霜排名 TOP1；**2) 抖音**：全周期 GMV 同比增长 122%，抖音眼霜总榜排名断层 TOP1；**3) 唯品会**：全周期 GMV 同比增长 44%，唯品会国货眼霜排名 TOP1。

产品端，**1) 小红笔眼霜**：全周期 GMV 同比+251%，位列天猫眼霜新品榜 TOP1、天猫舒缓眼霜热销榜 TOP1、天猫眼霜好评榜国货 TOP1、抖音紧致眼霜好价榜 TOP1；**2) 小金针精华**：全周期 GMV 同比+138%，位列天猫紧致液态精华热销榜国货 TOP1、抖音胶原精华水好价榜 TOP1；**3) 小金针面霜**：位列天猫面霜新品榜国货 TOP1、抖音提亮面霜好价 TOP2。

➤ **恋火品牌**

品牌端，全渠道全周期 GMV 超 2.86 亿元，同比增长 37.32%；“双 11”期间包裹出库量超 139 万件。

产品端，**1) 蹭不掉粉底液 3.0**：销售超 44 万件，位列拼多多美妆个护类排行

榜 TOP1、京东粉底液热卖榜 TOP1; 2) 看不见粉底液: 销售超 37 万件, 位列天猫粉底液热销榜 TOP1; 3) 蹭不掉气垫: 销售超 10 万件, 位列抖音保湿气垫人气榜 TOP1; 4) 看不见气垫: 销售超 9 万件, 位列抖音保湿气垫人气榜 TOP4。

## 4 投资建议

24年“双11”国货表现分化，龙头品牌在稳价基础上仍获得较为优秀的销售表现，推荐**巨子生物、丸美股份、珀莱雅、水羊股份、上美股份、润本股份**，建议关注**上海家化、福瑞达、华熙生物**。

表5：重点公司盈利预测及估值

代码	股票简称	总市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			PE		
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
2367.HK	巨子生物	502.80	48.90	19.75	26.36	34.19	34.47%	33.46%	29.74%	24	18	14
603983.SH	丸美股份	119.06	29.69	3.63	4.70	5.75	39.79%	29.70%	22.21%	33	25	21
603605.SH	珀莱雅	367.36	92.71	15.60	19.21	23.61	30.71%	23.09%	22.91%	24	19	16
300740.SZ	水羊股份	50.48	13.00	1.91	2.56	3.13	-35.02%	33.97%	22.13%	26	20	16
2145.HK	上美股份	124.38	31.25	8.96	11.61	13.68	94.41%	29.51%	17.86%	13	10	8
603193.SH	润本股份	99.17	24.51	3.30	4.27	5.35	46.12%	29.18%	25.49%	30	23	19

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为2024年11月20日收盘价，汇率1HKD=0.93RMB，巨子生物净利润数据为经调整净利润，巨子生物、上美股份的市值与收盘价单位为港元)

## 5 风险提示

**1) 行业竞争加剧风险。**在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，功效性护肤品市场竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

**2) 终端需求不及预期。**若消费者的消费信心低迷，对于产品的购买力下降，将影响到产品的销售情况，对企业的经营造成不利影响。

## 插图目录

图 1: 22-24 年“双 11”各平台活动周期对比	4
图 2: 各平台 24 年“双 11”活动机制对比	5
图 3: 17-24 年全网“双 11”销售额 (亿元) 及增速	5
图 4: 21-24 年“双 11”各类型平台 GMV 分布	5
图 5: 21-24 年综合电商销售额 (亿元) 及增速	6
图 6: 20-24 年直播电商销售额 (亿元) 及增速	6
图 7: 2024 年综合电商平台 (含点淘) 销售额 TOP10 品类销售额 (亿元) 及增速	6
图 8: 2024 年综合电商平台 (含点淘) 销售额 TOP10 品类销售额占比	6
图 9: 2024 年“双 11”三大主流电商平台护肤和彩妆品类 GMV 同比增速	7
图 10: 24 年 1-10 月天猫面部护肤分产品销售额占比	8
图 11: 24 年 1-10 月抖音面部护肤分产品销售额占比	8
图 12: 24 年 1-10 月天猫和抖音面部护肤产品均价 (元)	8
图 13: 24 年 1-10 月天猫和抖音彩妆产品均价 (元)	8
图 14: 天猫和京东的护肤和彩妆类目 8-9 月销售额与 10-11 月销售额的比重	10

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 24 年“双 11”抖音平台销售额 TOP20 护肤产品	9
表 2: 2023 年和 2024 年李佳琦直播间“双 11”预售首日上架商品 5 个及以上的品牌	11
表 3: 2024 年天猫“双 11”预售阶段前 10 的美妆品牌的核心单品在李佳琦“双 11”首场直播的机制情况	11
表 4: 2020-2024 年“618”和“双 11”大促全周期美妆品牌销售额排行榜	13
表 5: 重点公司盈利预测及估值	18

## 分析师承诺

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

## 评级说明

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

## 免责声明

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

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

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

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

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

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

## 民生证券研究院：

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

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

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026