

# 18年12月进口环比提速，19年1月线上仍景气，春节数据靓丽

## ——化妆品行业半月报（20190212）

行业半月报

### ◆行情回顾

近两周（2019.01.21~2.01）沪深300涨2.50%，化妆品板块跌4.23%，板块表现弱于大盘；板块对比来看，化妆品板块表现弱于大部分板块。个股方面，上海家化等涨幅居前，御家汇、广州浪奇、青岛金王等跌幅居前。

### ◆重点数据跟踪及点评

**总体：我国化妆品处成长期、总体景气，短期受零售大环境影响，礼品属性强 19年春节数据靓丽：**我国化妆品零售额增速2014年（含）以前维持在双位数，2015年始因宏观经济增速放缓、终端零售疲软等下降至个位数，2017年获零售回暖恢复双位数增长，18年以来消费大环境走弱至5月传导至化妆品，增速同比降幅持续扩大、“口红效应”不显著，但横向对比其他消费品类景气仍较高；因礼品属性强，19年春节百家重点零售企业化妆品零售额同增8.7%、提速4.2PCT、高出总体10.0PCT。展望未来，宏观经济预期较悲观，化妆品零售短期预计继续承压。

**线上：阿里全网化妆品零售额快速增长、近月有所波动，本土品牌表现分化：**据淘数据，阿里全网化妆品零售额获益行业景气及电商渗透等快速增长，18年11、12月及19年1月增速分别为44.87%、50.54%、39.55%，19年1月环比12月放缓或受春节较前一年提前影响；国际品牌与本土新锐品牌总体表现亮眼，传统国产品牌业绩表现分化。

**进口：高端化趋势凸显、我国进口美妆高速增长，11月首现增速大幅放缓、12月改善：**获益国内化妆品消费高端化趋势，2008~17年我国美妆进口额年均复合增长30%；18年1-9月各月增速总体在50%以上，11、12月增速收窄到16.84%、37.98%。其中，11月增速大幅放缓主要因：1）量：新《电商法》发布，跨境电商卖家持观望态度、短期减少进货、以消化库存为主，此外国内终端零售持续疲软传导、前一年同期单月高基数等亦有影响；2）价：化妆品进口关税多次下调、国内需求变化大众进口化妆品占比提升等；12月增速环比改善，主要为电商法落地、部分跨境电商卖家恢复进货。

### ◆行业公司动态

**行业新闻：**雅诗兰黛18Q4亚太区销售额首超10亿美元；SK-II、Olay表现亮眼，宝洁18H2业绩超预期；联合利华18年净利大涨51.2%；爱茉莉太平洋18年营利降25%；18年新入驻天猫的海外品牌销售增119%。

**重点公告：**御家汇预计2018年归母净利润同减0%~30%，6921.3万股限制性股票2月11日解锁上市，占总股份比重25.45%。

### ◆行业估值与投资建议

当前美妆、个护公司及渠道商19年平均估值分别为22倍、14倍、7倍，均低于历史平均水平。

近期我们发布化妆品行业2019年策略报告《美妆、个护景气分化，精选优质个股标的》，重点解答国际品牌竞争/高端化趋势下本土品牌发展机遇、未来增长动力、公司胜出要素等，欢迎交流。

展望未来两周，受零售大环境影响预计化妆品零售增速继续放缓、但总体景气度仍较高；线上总体景气、线下预计受终端零售疲软影响较大；集中度提升、格局雏形初现，中短期看美妆仍处成长期、竞争集中于营销及渠道，建议关注在电商/细分景气品类中已构建一定地位、营销及渠道拓展力强的本土头部品牌，同时结合各公司当前估值水平，关注珀莱雅、上海家化等。

**◆风险分析：**终端消费疲软；进口关税下调/国际品牌降价加剧行业竞争。

### 分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

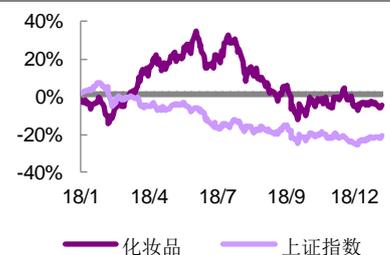
[lijie\\_yjs@ebsec.com](mailto:lijie_yjs@ebsec.com)

罗晓婷 (执业证书编号：S0930519010001)

021-52523673

[luoxt@ebsec.com](mailto:luoxt@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

美妆、个护景气分化，精选优质个股标的——化妆品行业2019年度投资策略

2018-06-16

化妆品行业蓬勃发展，本土品牌初露锋芒——化妆品行业深度报告

2018-06-16

百年家化铸民族骄傲，日新月异焕华美彩妆——上海家化（600315.SH）动态跟踪报告

2018-11-12

线上渠道强势发力，管理效率稳步提升——珀莱雅（603605.SH）2018半年报点评

2018-08-17

多品类全渠道运营，卡位护肤彩妆主赛道——珀莱雅（603605.SH）跟踪报告

2018-08-13

国货崛起大势所趋，高效运营开疆扩土——御家汇（300740.SH）跟踪报告

2018-06-28

运营能力突出，上半年利润保持稳健增长——御家汇（300740.SH）2018H1业绩预告点评

2018-07-10

## 目 录

1、 行情回顾 .....	3
2、 重点数据跟踪及点评 .....	4
2.1、 零售数据：消费疲软、18H2 化妆品零售增速放缓幅度扩大，礼品性强、19 年春节化妆品零售增长提速 .....	4
2.2、 线上数据：阿里全网化妆品销售额快速增长，本土传统品牌表现分化 .....	5
2.3、 进口数据：高端需求推动下我国美妆进口高速增长，18 年 11 月增速首次放缓、12 月环比回升 .....	9
3、 行业公司动态 .....	12
3.1、 行业新闻 .....	12
3.2、 公司动态 .....	15
4、 行业估值与投资建议 .....	16
4.1、 行业估值 .....	16
4.2、 投资建议 .....	17
5、 风险分析 .....	18

## 1、行情回顾

近两周（2019.01.21~02.01）上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 0.86%、1.35%、2.50%，化妆品板块<sup>①</sup>跌 4.23%，跑输沪深 300 6.73PCT，板块表现弱于大盘，主要为个股御家汇、广州浪奇、青岛金王等表现弱于大盘。

板块对比来看，化妆品板块表现弱于大部分板块，在消费板块中弱于家电、食品饮料、商贸零售、轻工制造、纺织服装等。

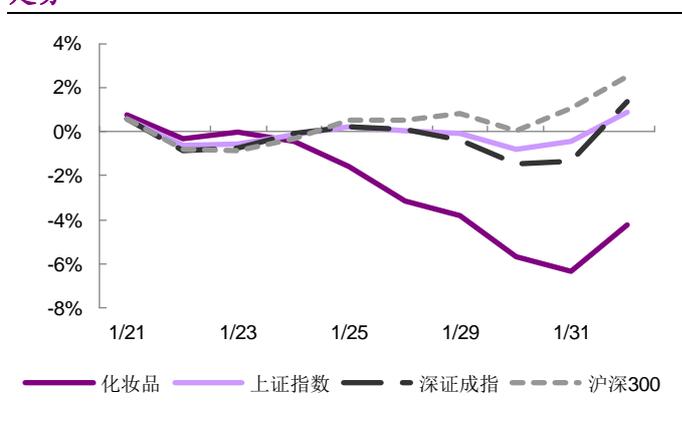
个股方面，上海家化等涨幅居前，御家汇、广州浪奇、青岛金王等跌幅居前。

图 1：近两周（2019.01.21~02.01）化妆品板块涨跌幅

板块名称	近两周涨跌幅 (%)
上证综合指数成份	0.86
深证成份指数成份	1.35
沪深300	2.50
化妆品指数	(4.23)

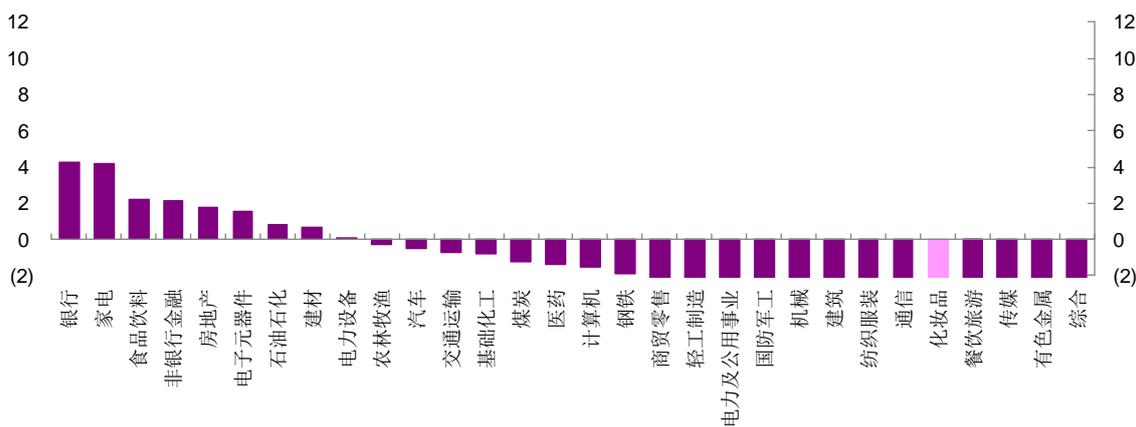
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：近两周（2019.01.21~02.01）化妆品板块涨跌幅走势



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 3：近两周（2019.01.21~02.01）各板块涨跌幅 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

<sup>①</sup>此处的化妆品板块为光大证券选取的主业为个护、彩妆研发、生产、销售等相关的 A 股上市公司，包含有上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化、名臣健康、广州浪奇、青岛金王等个股，不同于 Wind 直接披露的化妆品指数 (8841109.WI)。

表 1：近两周（2019.01.21~02.01）化妆品个股涨跌幅

证券代码	证券简称	近两周收盘价 (元)	近两周涨跌幅 (%)	近两周成交量 (万股)	市值 (亿元)
600315.SH	上海家化	0.00	5.94	2944	195
603630.SH	拉芳家化	13.50	-2.32	968	31
603605.SH	珀莱雅	44.59	-4.74	1290	90
002919.SZ	名臣健康	19.16	-5.94	1015	16
002094.SZ	青岛金王	4.49	-11.96	6940	31
002503.SZ	广州浪奇	2.13	-11.98	18268	66
300740.SZ	御家汇	14.54	-14.52	4198	40

资料来源：Wind

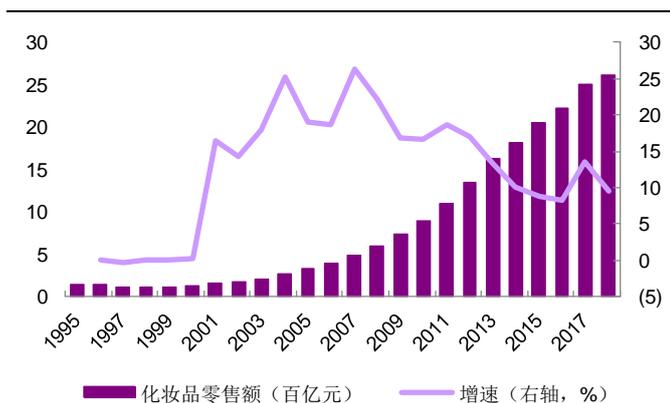
## 2、重点数据跟踪及点评

### 2.1、零售数据：消费疲软、18H2 化妆品零售增速放缓幅度扩大，礼品性强、19 年春节化妆品零售增长提速

我国化妆品行业自 2000 年快速发展，据国家统计局，2000~2014 年我国限额以上零售企业化妆品零售增速均在双位数、年复合增速为 20.22%；2012 年随着宏观经济增速放缓、终端零售增速下降，化妆品零售额增速亦趋缓、至 2015、2016 年我国化妆品零售额出现个位数增长，2017 年终端零售回暖、化妆品零售恢复双位数增长、同比增 13.50%。

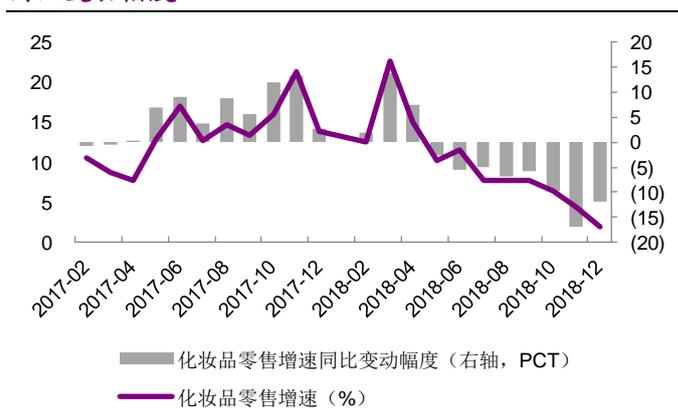
终端零售回暖趋势延续至 18Q1，但进入 18Q2 出现疲软、5 月传导至化妆品、此后各月化妆品零售增速放缓幅度总体持续扩大，2018 年 11、12 月我国限额以上化妆品零售额增速下降至低个位数，分别同比增 4.40%、1.90%，增速分别较前一年同期放缓 17.00PCT、11.90PCT。

图 4：我国限额以上零售企业化妆品零售额及同比增速



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 5：我国限额以上零售企业化妆品当月零售额增速及同比变动幅度



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

虽然终端零售疲软影响化妆品零售，但横向对比看，化妆品相对其他消费品类仍维持较高景气度，2018 年我国限额以上零售企业化妆品零售增速为 9.60%、高出总体 3.90PCT。

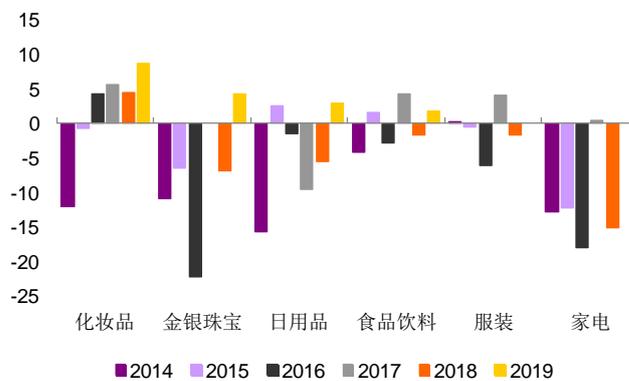
19年春节黄金周（2019年2月4日至10日）全国百家重点零售企业零售额同比降1.3%、降幅较前一年同期扩大0.3PCT，其中化妆品零售额同比增8.7%、较去年同期提速4.2PCT、高出总体零售额增速10.0PCT、表现优于其他品类，主要为化妆品类等礼品型产品在春节假期消费需求旺盛。

图6：春节黄金周我国百家重点零售企业零售额同比增速（%）



资料来源：中华全国商业信息中心、光大证券研究所

图7：春节黄金周我国百家重点零售企业细分品类零售额同比增速（%）



资料来源：中华全国商业信息中心、光大证券研究所

综上，我国化妆品零售因行业处成长期、总体仍较为景气，但短期仍受总体零售大环境影响、“口红效应”（在美国，每当经济不景气时，口红能给消费者提供廉价的安慰、销量不降反升）在我国体现不明显，主要为当前我国化妆品零售增长动力主要来自于四线及以下城市，其消费仍以护肤为主、口红等彩妆渗透率不高。

展望未来，宏观经济增长预期较为悲观，终端零售短期预计将持续疲软，建议持续关注后期化妆品零售走势。

## 2.2、线上数据：阿里全网化妆品销售额快速增长，本土传统品牌表现分化

据淘数据，阿里全网化妆品零售额总体保持快速增长，主要为行业总体景气及电商渗透率提升。2018年12月阿里全网化妆品<sup>②</sup>销售额为160.89亿元，同比增50.54%、环比11月提升5.6PCT。2019年1月阿里全网化妆品销售额为147.70亿元、同比增39.55%、环比12月放缓10.98PCT，或受春节较前一年提前影响。

细分品类看，2018年12月护肤、彩妆、美发护发等销售额分别同比增53.00%、45.92%、50.47%；2019年1月护肤、彩妆、美发护发等销售额分别同比增45.98%、30.38%、29.78%，环比12月均有不同程度放缓。需注意的是，护肤、彩妆线上高速发展的主要原因为行业总体景气及电商渠道持续渗透，而美发护发行业总体发展成熟，其线上高速发展的原因为电商渠道的渗透。

<sup>②</sup> 化妆品品类包含阿里统计的美容护肤美体精油（简称护肤）、彩妆香水美妆工具（简称彩妆）、美发护发等化妆品相关的一级行业。

总体看，近月阿里全网化妆品销售额增速出现波动，但总体仍保持快速增长，是否受终端零售疲软影响，建议跟踪后续数据。

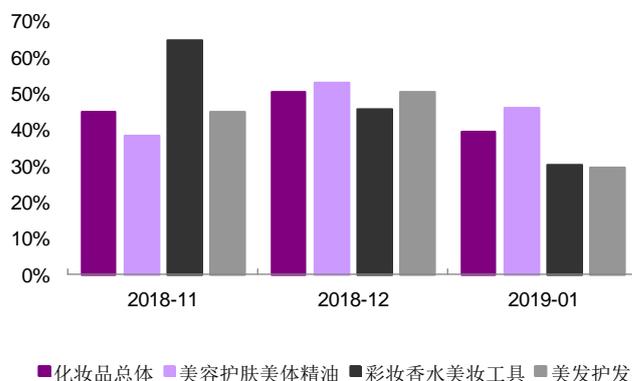
图 8：阿里全网化妆品当月销售额及同比增速



资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：化妆品品类包含阿里统计的美容护肤美体精油（简称护肤）、彩妆香水美妆工具（简称彩妆）、美发护发等化妆品相关的一级行业。

图 9：阿里全网化妆品细分品类当月销售额同比增速

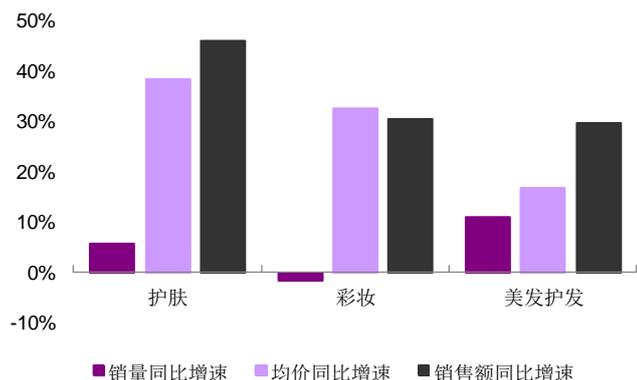


资料来源：淘数据、光大证券研究所

分量价看，2018 年 12 月阿里全网各细分品类量价均继续快速增长，推动总体销售额保持 50% 左右增速增长。2018 年 12 月阿里全网护肤销量、均价分别同比增 30.01%、17.68%，彩妆销量、均价分别同比增 21.71%、20.42%，美发护发销量、均价分别同比增 34.68%、11.73%。

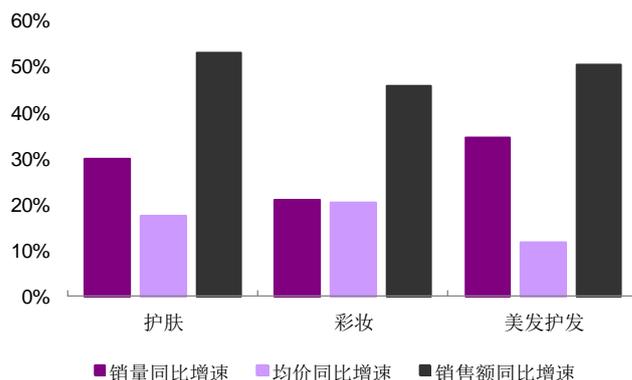
2019 年 1 月阿里全网各细分品类销量增速环比放缓较为显著，拖累销售额增速环比放缓，销售均价仍保持快速增长。2019 年 1 月阿里全网护肤销量、均价分别同比增 5.56%、38.80%，彩妆销量、均价分别同比降 1.62%、增 32.52%，美发护发销量、均价分别同比增 11.08%、16.84%。

图 10：2019 年 1 月阿里全网化妆品细分品类销量、均价、销售额同比增速



资料来源：淘数据、光大证券研究所

图 11：2018 年 12 月阿里全网化妆品细分品类销量、均价、销售额同比增速



资料来源：淘数据、光大证券研究所

细分行业格局及各品牌发展看：

1) 护肤行业：本土品牌现分化，新锐品牌与国际品牌（尤其是高端国际品牌）表现出色

2018 年 12 月、2019 年 1 月护肤品前十大品牌中新锐品牌（如 zuzu、韩瑟、wis、一枝春、韩婵等）与国际品牌表现继续亮眼、占据前十榜单；

2018年11月本土传统品牌如百雀羚、一叶子等本土传统品牌跌出前五榜单，2018年12月跌出前十榜单，显示出电商渠道竞争较为激烈。

表2：阿里全网护肤品行业前十大品牌销售额及在阿里全网护肤品行业市占率

排名	品牌 (2018.11)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2018.12)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.01)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率
1	olay	745.77	3.73%	zuzu	238.93	2.37%	Bauo	315.29	3.46%
2	l'oreal	560.72	2.81%	l'oreal	173.04	1.72%	一枝春	272.01	2.98%
3	自然堂	472.27	2.36%	estee lauder	157.81	1.57%	韩婵	239.09	2.62%
4	百雀羚	468.15	2.34%	sk-ii	154.51	1.53%	Audala	238.3	2.61%
5	薇诺娜	439.2	2.20%	韩瑟	153.32	1.52%	汉萱本草	176.72	1.94%
6	wis	344.79	1.73%	shiseido	126.62	1.26%	lancome	160.04	1.75%
7	sk-ii	343.47	1.72%	wis	123.98	1.23%	l'oreal	147.02	1.61%
8	珀莱雅	322.72	1.62%	miss face	123.61	1.23%	estee lauder	144.35	1.58%
9	佰草集	305.49	1.53%	the history of whoo	120.35	1.19%	senana marina	131.58	1.44%
10	homefacialpro	247.6	1.24%	a.h.c	118.33	1.17%	sk-ii	130.33	1.43%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

重点品牌官方旗舰店销售额情况来看：1) 本土传统品牌现分化：珀莱雅、六神等总体保持高速增长，佰草集、美加净、高夫、御泥坊、小迷糊等增速放缓或出现增速下滑；2) 新锐品牌继续保持快速增长，如HFP等；3) 国际品牌总体保持快速增长，尤其是高端品牌、如兰蔻、雅诗兰黛等。

表3：护肤行业重点国内外品牌官方旗舰店当月销售额同比增速

分类	公司	品牌官方旗舰店	2018-11 销售额同比增速	2018-12 销售额同比增速	2019-01 销售额同比增速
阿里全网护肤行业			<b>38.61%</b>	<b>53.00%</b>	<b>45.98%</b>
本土传统品牌	珀莱雅	珀莱雅	85.68%	201.28%	83.03%
	上海家化	佰草集	-23.76%	-41.30%	-29.13%
		六神	-3.86%	47.27%	103.37%
		美加净	-3.46%	19.79%	-29.09%
		高夫	-28.99%	42.53%	6.70%
	御家汇	御泥坊	15.44%	-34.16%	-39.81%
		小迷糊	14.59%	-11.71%	-39.32%
	百雀羚	百雀羚	-8.65%	22.03%	22.66%
	上海上美	韩束	-25.01%	-45.48%	-41.86%
		一叶子	-10.96%	-30.30%	-26.89%
	伽蓝集团	自然堂	52.58%	23.47%	-6.32%
相宜本草	相宜本草	-6.43%	53.70%	78.10%	
韩后	韩后	-63.88%	7.30%	-9.99%	
本土新锐品牌	蛋壳网络科技	HFP	91.54%	78.24%	28.14%
国际-大众品牌	欧莱雅(法国)	巴黎欧莱雅	145.93%	37.41%	105.88%
		Olay	124.42%	2.27%	-0.76%
	拜尔斯道夫(德)	妮维雅	36.48%	48.30%	32.69%
	资生堂(日)	欧珀莱	2.85%	47.09%	-19.98%
	爱茉莉太平洋(韩)	悦诗风吟	36.33%	21.06%	20.39%
国际-高端品牌	欧莱雅(法国)	兰蔻	93.81%	-31.07%	107.02%
	雅诗兰黛(美)	雅诗兰黛	46.16%	28.52%	104.78%
	资生堂(日)	SKII	38.47%	12.66%	31.68%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：上述品牌销售额实际为品牌天猫官方旗舰店销售额数据，不能等同于该品牌线上总销售额。

## 2) 彩妆：新锐品牌及国际品牌表现继续靓丽

前十榜单中国际品牌继续占据主要席位，完美日记、稚优泉、卡姿兰等本土品牌突围、进入前十榜单，其中完美日记表现靓丽、近三个月名列前茅，而稚优泉、卡姿兰等排名有所下降。

表 4：阿里全网彩妆行业前十大品牌销售额及在阿里全网彩妆行业市占率

排名	品牌 (2018.11)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率	品牌 (2018.12)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率	品牌 (2019.01)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率
1	完美日记	255.43	3.47%	mac	170.75	3.35%	完美日记	139.18	2.94%
2	mac	204.23	2.78%	完美日记	158.58	3.11%	Mac	128.64	2.72%
3	maybelline	181.3	2.46%	ysl	132.87	2.60%	Ysl	113.6	2.40%
4	稚优泉	140.14	1.90%	dior	122.81	2.41%	纯妞	86.16	1.82%
5	ysl	125.36	1.70%	givenchy	97.85	1.92%	Dior	80.54	1.70%
6	卡姿兰	125.25	1.70%	稚优泉	86.95	1.70%	estee lauder	77.63	1.64%
7	玛丽黛佳	124.65	1.69%	giorgio armani	84.43	1.65%	givenchy	77.34	1.63%
8	dior	119.54	1.62%	estee lauder	82.8	1.62%	Zeesea	73.28	1.55%
9	estee lauder	108.5	1.47%	卡姿兰	79.77	1.56%	稚优泉	70.53	1.49%
10	innisfree	108.31	1.47%	zeesea	73.43	1.44%	卡姿兰	70.13	1.48%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

重点品牌官方旗舰店销售额情况来看，近月本土新锐彩妆品牌继续高速增长，2019年1月本土传统品牌卡姿兰旗舰店销售额增速出现下滑、玛丽黛佳环比提速增长。

表 5：彩妆行业重点国内外品牌官方旗舰店当月销售额同比增速

分类	品牌官方旗舰店	2018-11 销售额同比增速	2018-12 销售额同比增速	2019-01 销售额同比增速
阿里全网彩妆行业		65.01%	45.92%	45.92%
本土传统品牌	卡姿兰	33.05%	-23.06%	30.38%
	玛丽黛佳	11.68%	22.61%	-10.46%
本土新锐品牌	完美日记	5786.29%	4304.97%	26.87%
	稚优泉	264.38%	338.43%	2251.87%
	zeesea	-	627.36%	141.85%
国际品牌	美宝莲	-	13.45%	21.23%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

注：上述品牌销售额实际为品牌天猫官方旗舰店销售额数据，不能等同于该品牌线上总销售额。

## 3) 美发护发：国际品牌竞争力强、本土新锐品牌不断涌现

从行业前十榜单来看，近月国际品牌龙头地位稳固，如 schwarzkopf、l'oreal、kerastase 等，本土新锐品牌不断涌现，如 2018 年 12 月佰草世家进入前十榜单，2019 年 1 月钻姿、丽品丝等进入前十榜单。

表 6：阿里全网美发护发行业前十大品牌销售额及在阿里全网美发护发行业市占率

排名	品牌 (2018.11)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率	品牌 (2018.12)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率	品牌 (2019.01)	销售额 (百万元)	阿里全网市占率
1	schwarzkopf	140.87	8.94%	schwarzkopf	53.32	5.83%	schwarzkopf	72.45	7.93%
2	l'oreal	94.05	5.97%	l'oreal	35.63	3.90%	l'oreal	42.93	4.70%
3	kerastase	65.72	4.17%	阿道夫	32.35	3.54%	阿道夫	20.13	2.20%
4	ryo	62.48	3.97%	ryo	21.1	2.31%	Kao	19.46	2.13%

5	植观	40.28	2.56%	kerastase	19.04	2.08%	kerastase	18.1	1.98%
6	Adolph	37.36	2.37%	绿宸	17.53	1.92%	魔香	13.13	1.44%
7	滋源	35.62	2.26%	魔香	16.26	1.78%	Ryo	13.02	1.42%
8	海飞丝	21.56	1.37%	佰草世家	14.41	1.58%	钻姿	12.4	1.36%
9	润丝丹	20.41	1.30%	kao	13.81	1.51%	润丝丹	11.34	1.24%
10	魔香	19.67	1.25%	润丝丹	12.57	1.37%	丽品丝	11.23	1.23%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

重点品牌官方旗舰店销售额情况来看，2019年1月本土传统品牌内部出现分化，美多丝等增长承压，拉芳、蒂花之秀、滋源等持续增长、但增速低于美发护发行业总体；国际品牌与本土新锐品牌表现总体较优、多数品牌增速超越美发护发行业总体销售额增速。

表7：美发护发行业重点国内外品牌官方旗舰店当月销售额同比增速

分类	品牌官方旗舰店	2018-11 销售额同比增速	2018-12 销售额同比增速	2019-01 销售额同比增速
阿里全网美发护发行业		65.01%	45.92%	29.78%
本土传统品牌	拉芳	-38.08%	-13.43%	20.43%
	美多丝	-38.41%	-57.59%	-71.26%
	蒂花之秀	63.02%	31.21%	99.67%
	滋源	-	28.88%	58.37%
本土新锐品牌	魔香	-	119.07%	89.44%
	阿道夫	-	63.21%	28.28%
国际品牌	施华蔻	-	8.93%	90.93%
	RYO	-	99.29%	46.15%
	卡诗	-	31.67%	40.01%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

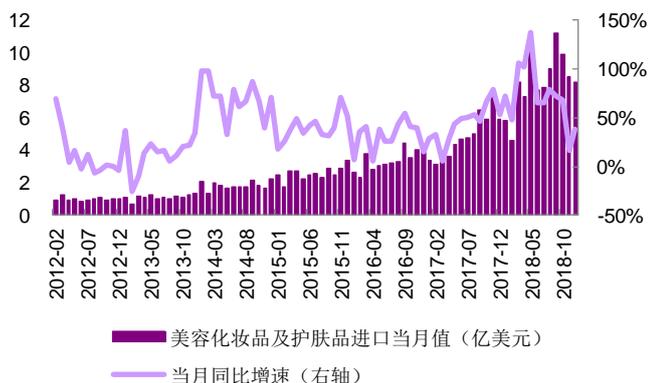
注：品牌销售额实际为品牌天猫官方旗舰店销售额数据，不能等同于该品牌线上总销售额。

## 2.3、进口数据：高端需求推动下我国美妆进口高速增长，18年11月增速首次放缓、12月环比回升

自2008年以来我国化妆品高端化趋势逐步凸显，获益此趋势，我国美妆进口额保持高速增长，2008~2017年复合增速为30%，占我国化妆品总零售额比重由2008年的6.60%提升至2017年的15.78%。

2018年以来美妆进口持续高增长，各月增速总体保持在50%以上、个别月份增速甚至达100%以上，至2018年11月同比增16.84%、增速同比大幅放缓62.88PCT、首次同比大幅放缓，2018年12月同比增37.98%、增速环比提升21.10PCT现改善、同比仍放缓14.66PCT。2018年全年累计进口99.21亿美元，累计同比增70.50%、增速同比提升23.50PCT。

图 12: 我国美容化妆品及护肤品当月进口金额及同比增速



资料来源: 海关总署、光大证券研究所

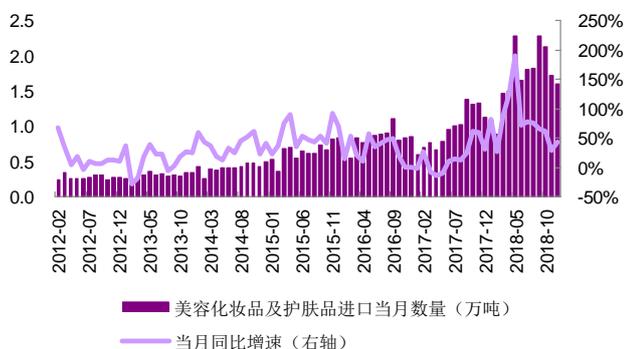
图 13: 我国美容化妆品及护肤品累计进口金额及同比增速、占我国化妆品总零售额比重



资料来源: 海关总署、光大证券研究所

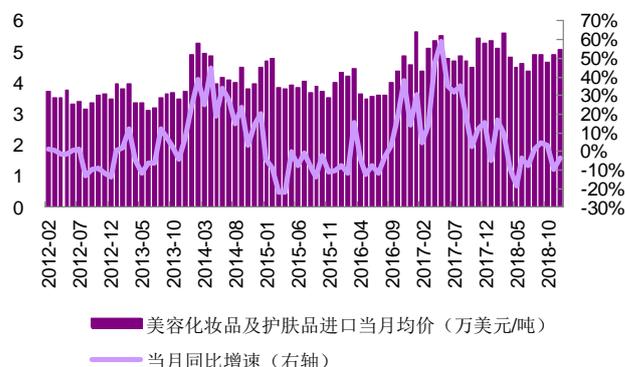
分量价来看,我国化妆品进口量近年来总体持续高速增长,且呈现加速增长态势,2008~2017年进口量年均复合增速为22.88%,进入2018年、前9个月总体同比提速增长、10月增速小幅放缓、11月放缓幅度扩大、12月有所恢复、同比提速;进口均价受化妆品进口关税下调影响较为明显,我国自2015年先后多次调整化妆品进口关税/消费税,且2017年12月1日以来关税调整范围及幅度最大,直接反应在2015、2016、2018年各月我国化妆品进口均价同比下降/增速同比放缓。

图 14: 我国美妆当月进口数量及同比增速



资料来源: 海关总署、光大证券研究所

图 15: 我国美妆当月均价及同比增速



资料来源: 海关总署、光大证券研究所

表 8: 近年我国化妆品进口关税历次调整汇总 (税率单位: %)

税则号列	商品名称	最惠国税率	15年6月1日起暂定税率	16年1月1日起暂定税率	17年1月1日起暂定税率	17年12月1日起暂定税率	18年1月1日起暂定税率	18年7月1日起暂定税率
3304990	护肤品	6.5	2	2	2	2	-	-
33030000	香水及花露水	10	-	-	-	5	5	3
33041000	唇用化妆品	10	-	-	-	5	5	5
33042000	眼用化妆品	10	-	-	-	5	5	5
33043000	指(趾)甲化妆品	15	-	10	10	5	5	5
33049100	香粉,不论是否压紧	10	-	-	-	5	5	5
33049900	护肤品和其他美容品	6.5	-	-	-	-	2	1
33051000	洗发剂(香波)	6.5	-	-	-	2	2	3

33052000	烫发剂	15	-	10	10	5	5	3
33053000	定型剂	15	-	10	10	5	5	3
33059000	其他护发品	10	-	-	-	5	5	3
33061010	牙膏	10	-	-	-	5	5	3
33061090	其他洁齿品	10	-	-	-	5	5	3
33062000	牙线	10	-	-	-	5	5	3
33069000	其他口腔及牙齿清洁剂	10	-	-	-	5	5	
33069010	漱剂	10	-	-	-	-	-	3
33069090	其他口腔清洁剂	10	-	-	-	-	-	3
33071000	剃须用制剂	10	-	-	-	5	5	3
33072000	人体除臭剂及止汗剂	10	-	-	-	5	5	3
33073000	香浴盐及其他沐浴用制剂	10	-	-	-	5	5	3
33074100	神香及其他室内通过燃烧散发香气的制品	10	-	-	-	-	-	3
33074900	室内除臭制品	10	-	-	-	-	-	3
33079000	脱毛剂、其他编号未列名的芳香料制品及化妆盥洗品	10	-	-	-	5	5	3
96033090	化妆用的类似笔	25	-	-	-	-	-	6
算术平均税率		10.81	-	8.00	8.00	4.67	4.67	3.41

资料来源：国务院关税税则委员会、光大证券研究所

表 9：2016 年 10 月 1 日起我国化妆品进口消费税调整

税则号列	商品名称	原进口消费税率	调整后进口消费税率
33030000	香水及花露水	30%	15%
33041000	唇用化妆品	30%	15%
33042000	眼用化妆品	30%	15%
33043000	指（趾）甲化妆品	30%	15%
33049100	粉，不论是否压紧	30%	15%
33049900	其他美容化妆品	30%	15%

资料来源：财政部 国家税务总局、光大证券研究所

注：征收范围非全类目商品，仅对进口完税价格在 10 元/毫升（克）或 15 元/片（张）及以上等高档美容修饰类化妆品，调整后高档护肤类化妆品征收 15% 进口消费税，大众进口化妆品不征收消费税。

近年我国美妆进口保持高速增长，而 2018 年 11 月增速首次大幅放缓，量价均有影响，进口量同比增 29.37%、较去年同期放缓 31.48PCT，进口均价同比降 9.69%、较去年同期放缓 21.42PCT，其中量占主导：

1) 量：2018 年 10 月底国家发布电商法、从 2019 年 1 月 1 日起正式实施、规定电商经营者需办理营业执照并依法纳税等（据中国电子商务研究中心，2017 年我国跨境进口交易额 C2C、B2C 占比分别约为 35%、65%），多数跨境电商卖家持观望态度、减少进口以清理库存为主，致 10、11 月增速出现放缓；此外，国内化妆品终端零售自 2018 年 5 月以来持续疲软传导、去年 11 月单月高基数等亦对我国美妆进口波动造成影响。

2) 价：2017 年底以来我国美妆进口关税税率前后三次调整（税率下降、降税商品范围扩大等）；此外，随着国内消费需求多元化，进口化妆品中大众定位产品占比有所提升亦有一定影响。

2018 年 12 月我国美妆进口额增速环比改善、主要为销量改善、均价增速放缓态势延续，进口量同比增 43.23%、较去年同期提升 11.00PCT，进口均价 5.08 万美元/吨，同比降 3.69%、较去年同期放缓 19.10PCT。其中销

量改善主要为新《电商法》发布、政策明晰、部分跨境电商卖家恢复货品采购，而均价增速仍同比放缓主要为关税下调、大众进口品占比提升等影响因素仍存。

预计未来进口均价在关税下调、大众进口品占比提升等影响下继续呈现下降趋势，而进口量随着新电商实施逐步稳定、国内对国外优质化妆产品巨大需求推动下仍将保持高速增长。

### 3、行业公司动态

#### 3.1、行业新闻

##### 3.1.1、雅诗兰黛最新季报出炉，亚太市场销售额首超 10 亿美元

**据品观网 2019 年 2 月 7 日报道：**日前，美国美妆巨头雅诗兰黛集团 (Estee Lauder Cos.) 表示，受益于中国市场强劲增长，以及消费者对奢华护肤品更高的需求，(截止到 2018 年 12 月 31 日的) 2019 财年第二季度业绩达到预期，且季度销售额首次突破 40 亿美元 (约合人民币 269.7 亿元)。集团还提高了全年利润预期。

集团指出，上季度所有产品品类、地区市场和销售渠道都呈上涨趋势，表现最亮眼的有：护肤品品类；亚太市场；电商和旅游零售渠道。品牌方面，Estée Lauder、La Mer、MAC 和 Origins 等绝大多数品牌都表现良好。此外，香水品牌 Jo Malone London (祖玛珑) 在假日购物季有喜人表现。这些表现均推动集团连续八个季度，净销售额增长达成或超过预设的长期目标。

尤其值得一提的是，亚太市场季度销售额首次超过 10 亿美元 (约合人民币 67.4 亿元)，同比增长高达 17%。集团首席执行官兼总裁 Fabrizio Freda 在电话会议中指出，尽管经济不稳定，但中国消费者对集团奢华美妆产品的需求依旧旺盛。“迄今，我们没有受到任何负面影响，就长期的增长及中国高端美妆市场的抗跌能力持乐观态度。”

雅诗兰黛集团在中国市场推行了多项新战略，包括与杨幂、孙菲菲等明星达成合作，入驻阿里巴巴旗下的天猫，还通过微博、微信等社交媒体渠道吸引中国消费者。摩根士丹利私募基金分析师 Dara Mohsenian 表示：“雅诗兰黛在中国的市场份额持续增长，尤其是电商渠道，该渠道现在为集团贡献三分之一以上的中国市场销售额。”

截至 2018 年 12 月 31 日的 2019 财年第二季度里，雅诗兰黛集团核心财务数据如下：1) 净销售额同比增长 7% 至 40.1 亿美元，高于分析师预期的 39.2 亿美元，剔除汇率因素以及采用新的收入确认会计准则 (ASC 606) 的影响，增幅达 11%；2) 净利润增长三倍至 5.73 亿美元；3) 调整后每股收益 1.74 美元，高于分析师预期的 1.55 美元/股；4) 稀释后每股收益增长至 1.55 美元，剔除汇率因素以及采用新的收入确认会计准则 (ASC 606) 的影响，增幅达 25%。

### 3.1.2、SK-II、Olay 表现亮眼，宝洁 2019 上半财年业绩超预期

据品观网 2019 年 1 月 24 日报道：昨日（北京时间 1 月 23 日）晚间，日化巨头宝洁发布 2019 财年第二季度财报，截至 2018 年 12 月 31 日，公司实现营收 174.4 亿美元（约合人民币 1184.12 亿元），同比有机增长 4%，净利润同比提升 26% 至 32 亿美元（约合人民币 217.27 亿元）。2019 上半财年，宝洁销售额达 341.28 亿美元（约合人民币 2317.19 亿元），净利润为 64.27 亿美元（约合人民币 436.37 亿元）。

由于业绩表现超出华尔街预期，宝洁股价在业绩发布日开盘交易大涨 6.2%。

从各部门表现来看，化妆品业务依旧是表现最亮眼的部门，销售额同比增长 4% 至 33.57 亿美元（约合人民币 227.93 亿元），净利润同比大增 18% 达 7.72 亿美元（约合人民币 52.42 亿元）。其中护肤和个护部分的有机销售实现了两位数增长，这主要有赖于高端产品的创新，以及 SK-II 和 Olay 两大品牌的产品涨价和积极的产品组合策略。目前，SK-II 已连续 17 个季度实现增长，Olay 则是自 2017 年展开品牌重塑后实现的连续 7 个季度增长。海飞丝、潘婷等品牌所属的发用品部门，仅因涨价实现了较小的个位数增长。

业绩连续下滑 5 个季度的男士化妆品部门，这一季度继续下滑 9%，销售额仅 16.17 亿美元（约合人民币 109.79 亿元）。对此宝洁解释称，刨除汇率影响，其有机销售仅下降 3%。吉列所属的剃须部分有机销售额下降，降幅为中位数的个位数，这是多重影响因素所致，包括降价后却出现成交量下降、季度营销活动波动以及市场竞争加剧等。

上周，吉列发布的最新广告引发了争议。这条名为“男人能做到最好的样子（The Best Men Can Be）”的广告是宝洁擅长的价值观营销。虽然广告内容符合政治正确的价值观，但在社交媒体上引发了两极反应，还收到了 60 万差评。

对于陷入困境的吉列，宝洁首席财务管理乔恩·默勒在业绩说明电话会议中声明，局面扭转需要时间，因为剃须产品的复购周期很长，如果消费者购买了 12 连包产品后，一年内不会再次购买。

此外，上一季度表现不佳的 2 个部门本季经营形势逆转。健康护理部门销售额达 22.2 亿美元（约合人民币 150.73 亿元），同比有机增长 5%。得益于高端创新，口腔护理有机销售额增长比例为中等个位数。而个人医疗保健有机销售额增长也达中等个位数，因为创新和涨价；婴儿、女性和家庭护理部门实现营收 45.58 亿美元（约合人民币 309.47 亿元），同比下滑 1%，较上一季度降幅收窄。布料和家居部门则表现一如既往稳定，销售额为 55.57 亿美元（约合人民币 377.3 亿元），同比增长 2%。

连续 2 个季度的增长势头让宝洁对未来发展增添信心，进而上调了 2019 财年有机销售额增长区间上限，预计同比增长将在 2%~4% 之间。但由于汇率影响，总销售额同比增长预计在 -1%~1% 之间。

### 3.1.3、联合利华去年营收 509 亿欧元，净利大涨 51.2%

据华丽志 2019 年 2 月 1 日报道：以各地市场而言，拉美地区出现的恶性通货膨胀对业绩影响明显，特别是阿根廷，对全年（2018 年）销售数量造成了减产 10% 的恶性影响，如剔除这一部分，联合利华的增长将为 3.4%。

而一贯成长良好的亚洲地区再次实现了强劲增长，市场销售额同比增长 6%，销量同比增长对 2.8%。其中，在中国市场，联合利华依托高端产品线的创新和电子商务增长，一定程度上抵销了净化器 blueair 业务对整个市场业绩的负面影响。

而以部门来说，美妆个护依然是业绩贡献最多的部门。去年该部门销售 206.24 亿欧元（约合人民币 1610.11 亿元），有机同比增长 3.1%，成交量增长 2.5%。主力品牌多芬继续实现了新一年的有力增长。凡士林品牌新出的高保湿产品系列，以及联合利华内部孵化的新个护 Love beauty and planet 也助推公司增长，并满足了消费者正在快速增长的、对自然环保产品的需求。

此外，美妆个护对联合利华的利润率贡献也十分可观，就营业利润而言，去年美妆个护部门实现了 20% 的营业利润率，高于家庭护理部门的 11.5%，低于食品部门的 35.8%，但如果剔除汇率影响，实际营业利润率在三个部门中最高，达到了 21.9%。这对于急于提高利润率的联合利华来说十分重要。

2017 年，联合利华拒绝了亨氏的收购提案后，该公司的 CEO Paul Pollman 便提出业绩目标——“到 2020 年实现 20% 以上的利润率”，以稳定投资者及资本市场。近两年，联合利华也是出于对这一目标的考量，加码美妆个护业务。

从去年的业绩表现来看，联合利华正在朝这一目标奋进。

### 3.1.4、销售微增但营利下降 25%，爱茉莉太平洋还能回春吗？

据品观网 2019 年 1 月 31 日报道：自 2017 年业绩被 LG 生活健康超越后，爱茉莉太平洋便陷入了缓慢增长的沼泽，至今仍难以摆脱。

今日，爱茉莉太平洋集团及公司分别发布 2018 年业绩：期内集团销售额同比微增 0.8%，至 6.08 万亿韩元（约合人民币 366.43 亿元），营业利润同比下降 24.9%，跌至 5495 亿韩元（约合人民币 33.13 亿元），净利润同比下降 23.1%，仅 3763 亿韩元（约合人民币 22.69 亿元）。

其中负责美妆板块的公司财报显示，期内公司销售额实现 5.2778 万亿韩元（约合人民币 318.18 亿元），同比增长 3%，但营业利润录得 4820 亿韩元（约合人民币 29.06 亿元），同比下降 19.2%，净利润为 3348 亿韩元（约合人民币 20.18 亿元），同比下降 15.9%。

美妆板块中高端品牌和大众品牌的表现呈两极化。以雪花秀、爱茉莉太平洋、兰芝为代表的高端品牌去年实现销售 1.83 万亿韩元（约合人民币 110.24 亿元），同比增长 3.6%；悦诗风吟和伊蒂之屋组成大众品牌销售仅 7859 亿韩元（约合人民币 47.38 亿元），较去年同期大幅下滑 11.3%，包

括吕在内，日常美容和清洁品牌销售微跌 0.8%，至 5128 亿韩元（约合人民币 30.91 亿元）。

虽然整体业绩不振，但爱茉莉太平洋的海外事业已现起色，销售和营业利润均有增长。销售额上升 8%，达到 1.97 万亿韩元（约合人民币 118.79 亿元），营业利润则上升 6%，达到 2067 亿韩元（约合人民币 12.46 亿元）。

海外市场的成长来自高投入，其开拓全球新市场投资费用扩大。主要是在北美，爱茉莉太平洋以护肤品牌为中心的投资组合得到强化，兰芝和悦诗风吟销售不断增长。亚洲地区则继续以中国为重心，积极拓展雪花秀、兰芝、梦妆等中高端品牌的销售业绩，同时进军东南亚国家。

### 3.1.5、海外品牌入华首选天猫，去年新入驻品牌销售增长 119%

**据品观网 2019 年 1 月 31 日报道：**近日，海关总署新闻发言人李魁文在国新办新闻发布会上表示，2018 年通过海关跨境管理平台零售进口商品总额达 785.8 亿元，同比增长 39.8%。

而天猫国际的数据显示，2018 年新入驻的海外品牌 GMV 整体同比增长 119%，相当于跨境进口整体增速的 3 倍。来自日本的 ALBION，英国 BOOTS，意大利 KIKO、MUKAKO，美国 Elta MD 以及希腊国民品牌 Korres 均在 2018 通过天猫首次入华，并在加入天猫不久就迅速爆红，呈飞跃式增长。

帮助海外品牌在中国市场超速增长，也让天猫得以继续扩大自己的市场领先。1 月 30 日，阿里巴巴集团公布 2019 财年第三季度业绩，集团收入同比增长 41% 达 1172.78 亿元。这是中国首个互联网公司实现单季营收破千亿，淘宝移动月度活跃用户达到 6.99 亿，“人手一辆购物车”背后彰显出中国社会强大的消费信心以及阿里巴巴强劲的“平台效应”。

财报显示，天猫继续扩大在 B2C 领域的领先优势，天猫实物商品成交额增长超 29%，大幅领先国家统计局公布的线上购物 21% 的同期增速。

更为重要的是，天猫为品牌提供了直接触达消费者的机会，天猫国际保税仓模式提供了全程的物流解决办法，成熟的店铺管理系统也为品牌提供了强大的运营支撑。

2018 年，海外品牌加速入华。截至 2018 年底，天猫国际的海外品牌入驻数同比增长 122%，其中，第二季度增速最猛，同比超 150%，截至第二季度，品牌入驻总数已超 2017 年全年。

## 3.2、公司动态

### 上市公司公告

上市公司	公告时间	关键字	公告内容
御家汇	1 月 28 日 1 月 31 日	业绩预告 股票解锁上市	预计 2018 年归母净利润 1.11~1.58 亿元，同减 0%~30%； 6921.3 万股限制性股票 2 月 11 日解锁上市，占总股份比重 25.45%。
拉芳家化	1 月 24 日	获监管关注	因在公司三季报披露前 30 日增持公司股票，公司控股股东、董事长吴桂谦获上交所监管关注。
青岛金王	1 月 31 日	业绩预告	预计 2018 年归母净利润 1.01~1.62 亿元，同减 60~75%。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

## 重点上市公司大事提醒

公司	类型	日期	备注
御家汇	限售股解禁	2月11日	6921.3万股限制性股票解锁上市，占总股份比重25.45%
上海家化	年报预计披露	3月13日	-
珀莱雅	年报预计披露	3月29日	-

资料来源：Wind

## 重点上市公司 2018 年报预告

公司	净利润 (亿元)	净利润 (同比%)	每股收益 (元)	年报披露日期	参考依据
上海家化	-	-	-	2019-03-13	-
珀莱雅	-	-	-	2019-03-29	-
御家汇	1.11~1.58	-30.00-0.00	0.41~0.58	2019-04-26	业绩预告
拉芳家化	3.37~4.60	-45.00~-25.00	0.11~0.15	2019-04-16	业绩预告
名臣健康	0.34~0.44	-30.00~-10.00	0.42~0.54	2019-04-26	业绩预告
广州浪奇	-	-	-	2019-04-27	-
青岛金王	1.01-1.61	-75.00~-60.00	0.15~0.23	2019-04-29	业绩预告

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 4、行业估值与投资建议

### 4.1、行业估值

从估值情况来看，美妆公司历史均值为 42 倍、个护公司历史均值为 40 倍、渠道商历史均值（自 18 年以来，下同）为 19 倍。

而当前美妆、个护公司及渠道商 19 年平均估值分别为 22 倍、14 倍、7 倍，均低于历史平均水平。

表 10：化妆品公司估值表

公司名称	收盘价	EPS (元)				PE				3 年 CAGR	PEG	市值 (亿元 RMB)
	元/股	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E		18 年	
<b>美妆公司</b>												
上海家化	29.05	0.58	0.79	1.08	1.44	50	37	27	20	35.48%	1.04	195
珀莱雅	44.59	1.00	1.35	1.76	2.28	45	33	25	20	31.76%	1.04	90
御家汇	14.54	0.58	0.81	1.06	1.35	25	18	14	11	32.42%	0.55	40
平均	-	-	-	-	-	40	29	22	17	-	-	-
<b>个护公司</b>												
拉芳家化	13.50	0.61	0.82	0.97	1.10	22	16	14	12	21.72%	0.76	31
名臣健康	19.16	0.60	-	-	-	32	-	-	-	-	-	16
平均	-	-	-	-	-	27	16	14	12	-	-	-

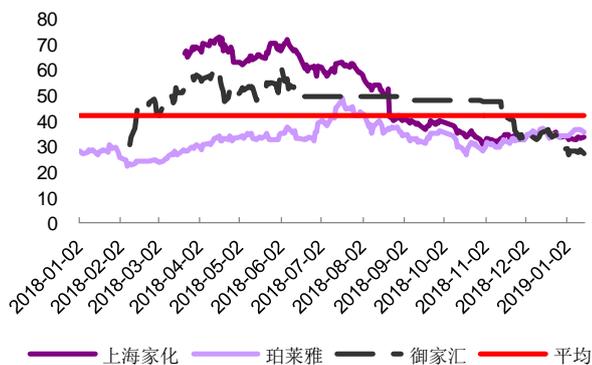
渠道商												
青岛金王	4.49	0.58	0.48	0.61	0.80	8	9	7	6	11.01%	0.85	31

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所

注：1) 本表收盘价日期为 2019 年 2 月 1 日；

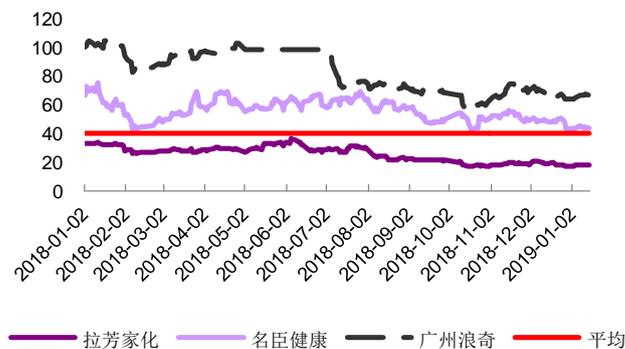
2) 本表中上海家化、珀莱雅、御家汇、拉芳家化等盈利预测为光大证券预测、青岛金王盈利预测为 Wind 一致预期。

图 16: 美妆公司 18 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2019/2/1)



资料来源：Wind

图 17: 个护公司 18 年以来 PE 估值 (TTM, 更新至 2019/2/1)



资料来源：Wind

## 4.2、投资建议

近期我们发布了化妆品行业 2019 年度策略报告《美妆、个护景气分化，精选优质个股标的》，报告主要观点如下：

1) 我国化妆品市场中国外品牌占据主导，2018 年双十一天猫化妆品前十榜单中国际品牌表现靓丽，市场对国际品牌对本土品牌竞争存担忧。为此我们分个护、美妆两大子行业梳理近年在零售波动下本土与国际公司（在中国/亚太区）收入增速表现，发现在行业景气度较高、格局雏形初现的美妆领域，国内外头部品牌收入增长稳健/靓丽、表现出较强的抗周期能力；而在发展成熟、竞争激烈的个护领域，国内外公司业绩表现易受零售波动干扰。

2) 市场对美妆行业景气度较高已认知充分，但美妆未来行业细分机遇以及美妆公司胜出要素认知仍未充分。

首先，细分机遇看，本文通过详实数据研究发现当前一二线美妆渗透基本完成，未来行业动力来自于一二线城市消费升级、人均消费支出增多，四线及以下城市持续渗透，同时高端化趋势或加速，主要来自于 95 后年轻消费群体展现出对高端品牌的偏好以及当前主流消费群体（80、90 后）随着年龄增长、收入提升对化妆品需求升级至功效性更强的高端品牌。

其次，胜出要素看，美妆公司的竞争离不开产品、营销及渠道等，其中大众领域由于当前大众产品差异性不大，竞争主要集中在品牌营销及渠道扩张，近年新锐品牌借力内容营销、分享电商红利在电商渠道迅速打响知名度以及本土大众一叶子护肤品牌通过巨额广告投入及广泛渠道扩张三年时间成长为龙头品牌等均为印证，当前内容营销、电商等新兴的营销/渠道模式均为本土品牌提供弯道超车的潜在机遇。同时需注意未来随着行业竞争加剧、大众品牌竞争将回归至产品端，该时点的到来或比市场想象的快。

3) 高端化趋势愈演愈烈，而本土公司多定位大众端，市场普遍对本土公司未来发展存担忧。我们认为虽然高端化趋势凸显，但仍以渗透为主的四线及以下城市中大众品牌将继续占据主导，且本土公司在三四线及以下城市较国际品牌具有天然的渠道下沉优势。

**展望未来两周**，宏观经济预期较为悲观、终端零售大环境预计持续疲软、预计化妆品品类继续受到拖累、但总体景气度较其他消费品类仍较高；分结构来看，美妆景气度总体高于个护，线上总体景气、线下预计受终端零售疲软影响较大；行业格局来看，行业集中度持续提升、格局雏形初现，中短期看美妆领域仍处成长期、竞争集中于品牌营销及渠道拓展从而抢占市场份额，建议关注在电商/美妆细分景气品类中已构建一定地位、品牌营销力及渠道拓展力强有望持续赢得市场份额的本土头部品牌，同时结合各公司当前估值水平，建议关注珀莱雅、上海家化等。

1) 珀莱雅：珀莱雅为优质本土护肤品公司，精细化营销及渠道拓展，打磨大众化妆品行业主要竞争要素，同时积极探索单品牌店新业态、发展前景乐观，6月底推出股权激励目标高成长、发展信心足，维持 18~20 年 EPS 为预测 1.35/1.76/2.28 元，对应 19 年 PE 为 25 倍。

2) 上海家化：公司为百年本土化妆品龙头，内生+外延成长性优秀，18Q2 受唯品会经销商变更及特渠调整影响增速略不及预期、但 8 月已聘新经销商、预计 18Q4 相关影响消除，维持 18~20 年 EPS 预测为 0.79/1.08/1.44 元，对应 19 年 PE 为 27 倍。

## 5、风险分析

终端消费疲软、影响化妆品公司业绩；进口关税大幅下调或国际品牌降价等加剧本土品牌面临的竞争。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
		王涵洲		18601076781