

商贸零售

行业深度分析

既然时光留不住，何不美颜逆青春

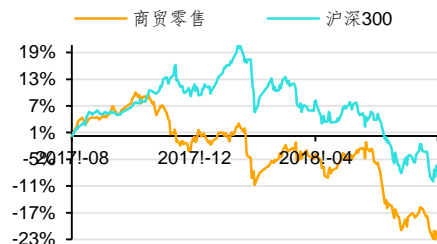
投资要点

- ◆ **行业规模稳步发展，本土品牌正在崛起：**全球化妆品市场规模增速自 2011 年起走低，近两年有所反弹，2017 年达到 4648.35 亿美元/+5.25%；国内市场增速与全球市场基本一致，2017 年达到 3615.7 亿元/+9.64%；从国内不同品牌市场份额看，前十名合计市占率 39.40%，集中度较 2008 年下降 5.9pct；但 TOP10 品牌中已有上海上美、百雀羚、伽蓝集团三家本土品牌入选，相比 2008 年已有明显突破，本土品牌影响力逐渐提升。
- ◆ **研发投入仍需加大、优质产品是打动消费者的根本动力：**从研发费用率上看，本土化妆品公司在 2%-4%，与国际巨头差别不大（2017 年欧莱雅研发费用率 3.77%、雅诗兰黛 1.51%）；但从绝对额上看，2017 年上海家化研发费用 1.61 亿，是 A 股化妆品上市公司中最高，相比欧莱雅的约 75 亿还有很大差距。本土品牌还应在产品研发、基础研究上加大投入，优质的产品是打动消费者的根本动力。
- ◆ **营销策划是化妆品公司取得成功的关键因素：**无论是白药牙膏的成功突围，还是韩国化妆品的快速崛起，均离不开品牌商在营销上的创新。品牌商在营销策划上，要抓住不同产品定位的群体消费特征，精准式、创意式营销，提升品牌在消费者心中的影响力。以杨幂代言的雅诗兰黛彩妆为例，直接带动该品牌销售额增长 500%，因此品牌代言人的选择极为重要，年轻化、知名度、曝光量是考量的重要因素。
- ◆ **消费者对品牌归属地认知淡化，国产品牌有望借此机会突出重围：**根据麦肯锡的研究报告，本土消费者对品牌归属地的认知逐渐淡化，而更加关注性价比、产品品质和售后服务，这也基本验证了以网易严选、小米有品之类的新型电商得到快速崛起；此外，国内消费者对很多本土化的商品（如个人护理、纸巾和卫生用品等），认可度是明显高于外资品牌，本土品牌的影响力在多个品类上均有所提升。我们认为本土化妆品品牌通过加大研发、重视营销，未来进一步提高市占率值得期待。
- ◆ **投资建议：**化妆品行业增速自 2017/05 来延续两位数增长，行业维持较高景气度。建议关注板块投资性机会：1、上海家化：百年品牌、新管理层带来新机遇；2、珀莱雅：单品牌店迅速扩张、电商高增长；3、拉芳家化：护发领域老品牌、期待彩妆业务放量；4、御家汇：电商面膜龙头、收购阿芙精油补线下短板；5、毛戈平：布局美容产业链、本土高端彩妆创新者；6、诺斯贝尔：ODM/OEM 龙头、研发强劲保障优质客户。
- ◆ **风险提示：**宏观经济下行影响消费、线下渠道发展不达预期、电商增速放缓等。

投资评级

领先大市-B 首次

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.22	-5.20	-14.79
绝对收益	-1.29	-17.28	-21.43

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsc.cn
 021-20377089

分析师

齐莉娜

 SAC 执业证书编号：S0910518070001
 qilina@huajinsc.cn
 021-20377037

相关报告

内容目录

一、美容文化源远流长、技术进步推动行业向美发展.....	6
二、行业空间和格局.....	7
2.1、国内市场增速高于全球市场增速，彩妆快速增长.....	7
2.1.1、全球市场增速放缓，发展中国家增速高于成熟国家.....	7
2.1.2、国内化妆品市场 2017 年增速反弹，彩妆快速增长.....	8
2.2、商业模式分析.....	9
2.2.1、采购：直采与代理并存，原料价格波动对毛利影响较弱.....	9
2.2.2、研发：行业立足之本、研发成就品牌.....	10
2.2.3、生产：自主、外协各有利弊，国内 OEM 市场快速发展.....	11
2.2.4、营销：概念与品牌营销并行，主打年轻化消费.....	13
2.2.5、渠道：线下多渠道并重，线上快速发展.....	14
2.3、竞争格局：行业集中度降低，本土品牌正在崛起.....	16
2.4、行业趋势：高端化、男性化、两端化.....	18
2.4.1、行业趋势之一：消费升级、高端化发展是长久主题.....	18
2.4.2、行业趋势之二：男性化妆品市场快速崛起.....	18
2.4.3、行业趋势之三：受众群体两端延伸.....	20
2.5、行业空间：国内化妆品人均消费提升空间大.....	21
三、消费者对品牌归属地认知淡化为国产化妆品突围带来可能.....	22
四、看云南白药牙膏如何走向口腔护理前三？.....	23
4.1、白药牙膏是云南白药公司在日化领域延伸的经典产品.....	23
4.2、产品创新+营销创新，助力白药牙膏成功崛起.....	24
五、韩国化妆品发展对国产化妆品启示.....	28
5.1、政策支持+企业创新，促使韩国化妆品快速发展.....	28
5.2、重研发、强营销，成就韩国化妆品巨头爱茉莉太平洋.....	30
六、相关公司.....	33
6.1、上海家化：百年品牌，新管理层带来新机遇.....	33
6.2、珀莱雅：单品牌店迅速扩张、电商高增长.....	34
6.3、拉芳家化：护发领域老品牌，期待彩妆业务放量.....	35
6.4、御家汇：电商面膜龙头，收购阿芙精油补线下短板.....	36
6.5、毛戈平：布局美容产业链，本土高端彩妆创新者.....	37
6.6、诺斯贝尔：ODM/OEM 龙头，研发强劲保障优质客户.....	38

图表目录

图 1：化妆品按用途分类.....	6
图 2：国内化妆品的发展历史源远流长.....	7
图 3：全球化妆品市场规模(亿美元).....	7
图 4：2008-2016 年各国化妆品规模 CAGR 对比.....	7
图 5：2017 年全球化妆品分品类市场规模情况.....	8
图 6：2017 年全球化妆品市场规模占比情况.....	8
图 7：国内化妆品市场规模(亿元)及增速.....	8
图 8：2000 年以来国内化妆品零售额累计情况(亿元).....	8
图 9：2010 年以来国内化妆品零售额当月同比增速(%).....	9

图 10: 2017 年国内化妆品不同品类占比情况	9
图 11: 近五年我国护肤品市市场规模情况 (亿元)	9
图 12: 近五年我国彩妆市市场规模情况 (亿元)	9
图 13: 珀莱雅原料占比情况	10
图 14: 化妆品原材料采购情况	10
图 15: 化妆品研发两条主线	11
图 16: 2017 年上市公司研发费用情况	11
图 17: 2011-2017 年全球化妆品 OEM 市场规模(亿美元)	12
图 18: 2012-2017 年国内外化妆品 OEM 市场对比(亿美元)	12
图 19: 2017 年全球化妆品 OEM 市场区域分布	12
图 20: 2017 年全球化妆品 OEM 产品格局	12
图 21: 化妆品 ODM/OEM 厂商诺斯贝尔合作客户情况	13
图 22: 御家汇自主生产与外协生产占比	13
图 23: 上海家化产能情况	13
图 24: 2017 年化妆品行业产业链盈利能力情况	13
图 25: 《三生三世十里桃花》中白浅一角使用的 ENVY 唇膏	14
图 26: TFboys 为自然堂代言	14
图 27: 化妆品公司的销售费用率情况(%)	14
图 28: 2010-2017 年我国化妆品渠道分布情况 (%)	15
图 29: A 股化妆品公司 2017 年线上收入情况	15
图 30: 美妆线上消费渗透率	16
图 31: 美妆消费渠道调查	16
图 32: 入住天猫美妆的化妆品品牌	16
图 33: 国内化妆品集中度逐年降低	17
图 34: 我国化妆品行业前十大公司市占率	17
图 35: 我国基础日化前十大公司市占率	17
图 36: 我国高阶日化前十大公司市占率	18
图 37: 高端化妆品的关注度越来越高	18
图 38: 从大众产品向高端产品升级	18
图 39: 男士对化妆的态度	19
图 40: 人均日护肤时长 (分钟)	19
图 41: 男性使用护肤品比例	19
图 42: 男女人化妆品人均消费差额(元)	19
图 43: 2010-2017 年我国男士护肤品市场规模走势	20
图 44: 男士护肤品品牌关注度	20
图 45: 欧洲女性年人均面部护肤品消费金额(欧元)	20
图 46: 国内化妆品消费人群年龄调查	20
图 47: 2016 年国内购买彩妆女性年龄分布情况	21
图 48: 国内化妆品消费人群学历调查	21
图 49: 2017 年各国人均化妆品零售额 (美元)	21
图 50: 2017 年各国人均彩妆零售额 (美元)	21
图 51: 国内消费者对部分品牌的归属地认知 /%	22
图 52: 个人数码产品、护理品在 2012 和 2017 年国产品牌占比	22
图 53: 中国消费者对品牌的认知更为细致	23
图 54: 造就 00 后的六大背景	23

图 55: 00 后对国内品牌的认可度较高.....	23
图 56: 2017 年云南白药收入结构	24
图 57: 2017 年我国牙膏消费市场顾客推荐品牌排名情况.....	24
图 58: 2008 年国内口腔护理市占率情况.....	24
图 59: 2017 年国内口腔护理市占率情况.....	24
图 60: 云南白药的差异化打法.....	25
图 61: 云南白药牙膏推出标志牙膏行业进入口腔护理时代.....	25
图 62: 云南白药牙膏三大卖点.....	26
图 63: 云南白药牙膏非传统运作方式	26
图 64: 云南白药牙膏全面升级战略	26
图 65: 云南白药品牌升级.....	26
图 66: 云南白药儿童牙膏.....	27
图 67: 云南白药儿童牙膏四大卖点	27
图 68: 云南白药牙膏濮存昕代言	27
图 69: 云南白药牙膏黄晓明、井柏然代言.....	27
图 70: 韩国化妆品主要品牌	28
图 71: 2017 年韩国本土的化妆品品牌 TOP5 市占率约 65%.....	28
图 72: 韩国化妆品发展八大阶段	29
图 73: 韩国化妆品发展之快离不开政策支持	29
图 74: 韩国化妆品产值情况(亿韩元).....	30
图 75: 韩国化妆品产业占 GDP、制造业的比例不断上升	30
图 76: 近五年韩国化妆品进口情况(亿美元)	30
图 77: 2017 年韩国化妆品出口国家情况(亿美元).....	30
图 78: 爱茉莉太平洋发展史	31
图 79: 爱茉莉太平洋研发领域及上海研究所目标	31
图 80: 公司全球领先的革新技术	31
图 81: 韩剧《来自星星的你》代言化妆品.....	32
图 82: 爱茉莉太平洋全球足迹.....	32
图 83: 公司近五年的收入情况.....	32
图 84: 公司近五年净利润情况.....	32
图 85: 公司近五年毛利率和净利率水平	32
图 86: 上海家化收入和利润情况（亿元）	33
图 87: 上海家化收入构成（亿元）	33
图 88: 上海家化毛利率和净利率（%）	33
图 89: 股权激励业绩解锁条件所达到收入和利润最低目标.....	33
图 90: 珀莱雅收入和利润情况（亿元）	34
图 91: 2017 年珀莱雅各项业务毛利率（%）	34
图 92: 珀莱雅毛利率和净利率.....	34
图 93: 股权激励业绩解锁条件所达到收入和利润最低目标.....	34
图 94: 拉芳家化收入和利润情况（亿元）	35
图 95: 拉芳家化收入构成（亿元）	35
图 96: 拉芳家化各项业务毛利率（%）	35
图 97: 拉芳家化毛利率和净利率	35
图 98: 御家汇收入和利润情况（亿元）	36
图 99: 御家汇收入构成（亿元）	36

图 100: 御家汇各项业务毛利率 (%)	36
图 101: 御家汇毛利率和净利率	36
图 102: 毛戈平收入和利润情况 (亿元)	37
图 103: 毛戈平收入构成 (亿元)	37
图 104: 毛戈平毛利率和净利率 (%)	37
图 105: 毛戈平培训学校布局	37
图 106: 诺斯贝尔收入和利润情况 (亿元)	38
图 107: 诺斯贝尔收入构成 (亿元)	38
图 108: 诺斯贝尔毛利率和净利率	38
图 109: 诺斯贝尔研发费用 (亿元) 及占比 (%)	38
表 1: 化妆品的功效与作用	6
表 2: 原料波动对毛利影响不大	10
表 3: 2017 年主要化妆品上市公司研发成果一览表	11
表 4: 国内化妆品主要渠道情况	15
表 5: 云南白药牙膏产品升级	26
表 6: 云南白药 VS 国产化妆品对比	28
表 7: 公司对传统植物提取物的研究时间追溯上世纪 30 年代	31
表 8: 主要公司估值情况	38

一、美容文化源远流长、技术进步推动行业向美发展

根据《化妆品卫生监督条例》规定，化妆品是指以涂擦、喷洒或者其他类似的方法，散布于人体表面任何部位（皮肤、毛发、指甲、口唇等），以达到清洁、消除不良气味、护肤、美容和修饰目的的日用化学工业产品。

表 1：化妆品的功效与作用

功效与作用	具体释义	举例
清洁作用	对皮肤、毛发、指甲、口唇等部位的污垢、彩妆进行清洁	洁面霜、沐浴液、洗发香波、睫毛膏卸妆液等
消除不良气味	通过抑汗或掩盖方法，达到减轻和消除体臭的作用	抑汗剂、祛臭剂等
护肤、护发作用	保护皮肤，使皮肤滋润、光滑和富有弹性，以抵御寒风、烈日和紫外线等的损害，达到保持皮肤水分、延缓皮肤衰老的目的；保护毛发，使毛发柔顺，达到防止毛发枯断的目的	润肤霜、防晒霜、润发油、护发素等
美容和修饰作用	对皮肤、毛发、指甲、口唇等进行美化和修饰，达到美化容颜、赋予人体香气的目的	香粉、胭脂、唇膏、发胶、染发剂、烫发剂和香水等

资料来源：《化妆品卫生监督条例》；华金证券研究所

化妆品的分类标准有很多，按**效果**分类有清洁型、护肤型、基础型、美容型、疗效性；按**剂型**分类有液体、乳液、膏霜类、粉类、块状、油状；按**使用对象**分类有婴儿用、少年用、男用、孕妇用等，按**用途**分类最常见。下图是欧睿国际对化妆品按用途进行分类，其中包括了口腔护理产品，与《化妆品卫生监督条例》定义有所区别。化妆品可以分为基础日化和高阶日化，前者包括大众消费者最常使用的护发产品、沐浴产品、防晒产品等；高阶日化包括护肤品(面膜、面霜之类)、彩妆(唇膏、眉粉之类)和香水三大类。

图 1：化妆品按用途分类

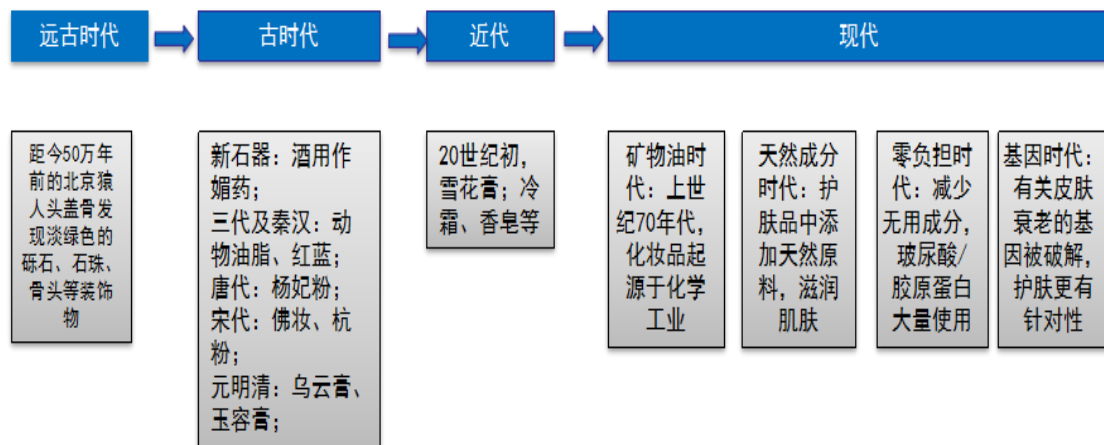
基础日化	高阶日化
<ul style="list-style-type: none"> • 护肤产品 • 口腔护理 • 沐浴产品 • 婴幼儿用品 • 男士护理 • 防晒用品 • 除臭剂 • 脱毛用品 	<ul style="list-style-type: none"> • 护肤品 • 彩妆 • 香水

资料来源：华金证券研究所整理

美容文化源远流长、技术进步推动行业向美发展。中国化妆品的发展历史源远流长，最远可以追溯到 50 万年前的远古时代，在北京猿人头盖骨上发现有装饰品，如砾石、石珠、海蚶壳、青鱼眼上骨、鹿的犬齿等，“爱美之心，远古有之”；到古时代，化妆品呈现多元化发展，能改变人外部面容的东西多被用作化妆品，比如酒被称为媚药，期间诸如胭脂、膏、粉之类的修饰物陆续问世；到了近代，工业的初步发展使得雪花膏、香皂之类的初级化妆品得到规模化生产；再到现代，化妆品从上世纪 70 年代开始先后经历了矿物油时代、天然成分时代、零负担时代和基因

时代。总之，化妆品发展离不开技术的进步，比如萃取分离技术、纯化技术、生物技术、基因技术等。未来化妆品会更有针对性，每个人的肤质有所区别，化妆品也会因人而异，伴随基因技术的应用，化妆品行业将向定制化方向发展。

图 2：国内化妆品的发展历史源远流长



资料来源：艾尚（中国）彩妆营销中心；华金证券研究所

二、行业空间和格局

2.1、国内市场增速高于全球市场增速，彩妆快速增长

2.1.1、全球市场增速放缓，发展中国家增速高于成熟国家

2017 年全球化妆品市场规模 4648.35 亿美元，同比增长 5.25%。自 2010 年以来，全球化妆品市场规模增速明显走低，跟经济放缓有关；2015 年出现下滑主要是欧元区需求不振以及主要消费国之一巴西出现经济下滑（巴西地理统计局公布 2015 年巴西经济萎缩 3.8%），导致 2015 年全球市场走低。分国家看，2008-2016 年新兴国家的化妆品市场规模复合增速明显高于成熟国家，TOP3 分别是印度、巴西和中国，期间 CAGR 分别为 13.4%、9.1%、9.1%，高于同期全球 4.6%的复合增速。

图 3：全球化妆品市场规模(亿美元)

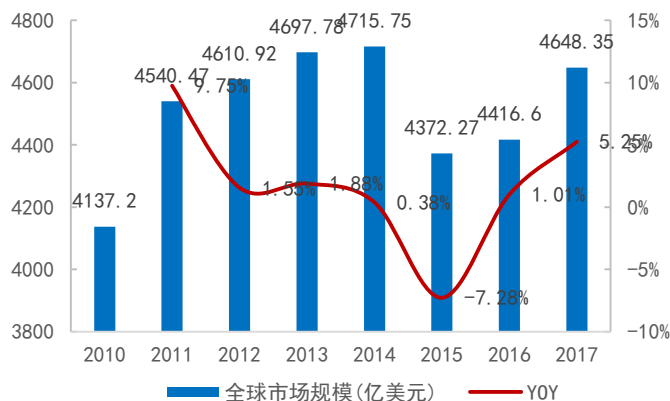
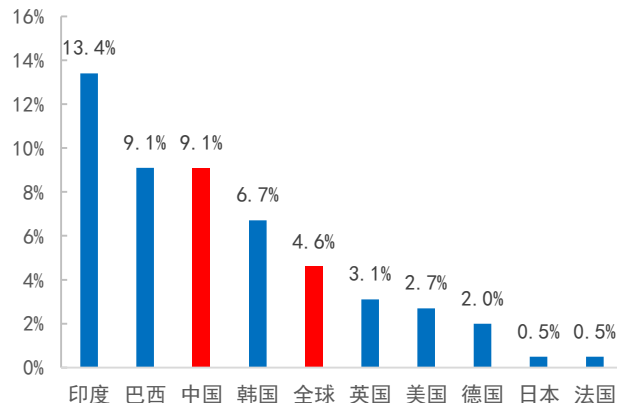


图 4：2008-2016 年各国化妆品规模 CAGR 对比

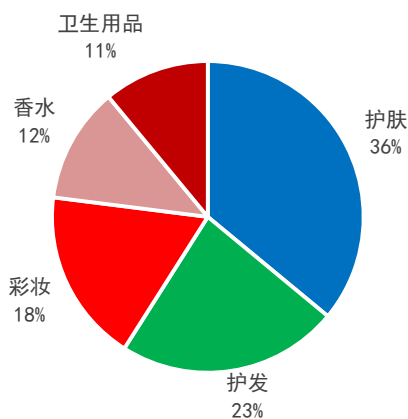


资料来源: EMIS From Euromonitor; 华金证券研究所

资料来源: 中国产业信息网; 华金证券研究所

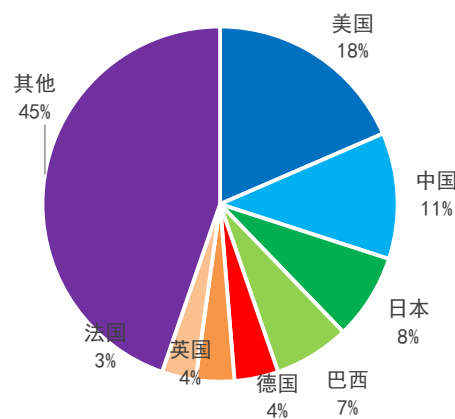
分品类看, 肤护品占全球市场份额的 36%, 为化妆品第一大品类, 其次是护发产品, 占比 23%; 分消费地区看, 美国是第一大消费国, 占比 18%, 中国仅次于美国, 占比 11%, 前五名消费地区合计占比接近 50%。

图 5: 2017 年全球化妆品分品类市场规模情况



资料来源: EMIS From Euromonitor; 华金证券研究所

图 6: 2017 年全球化妆品市场规模占比情况

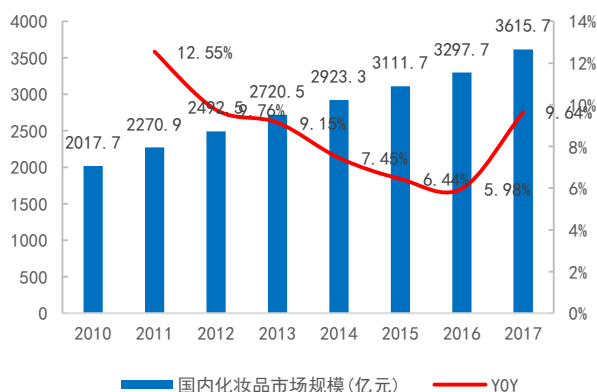


资料来源: EMIS From Euromonitor; 华金证券研究所

2.1.2、国内化妆品市场 2017 年增速反弹, 彩妆快速增长

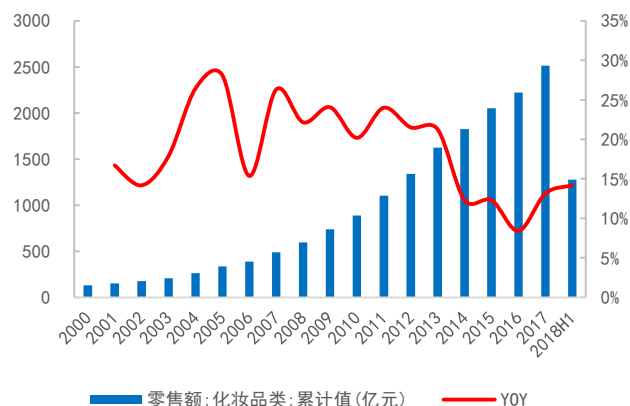
国内化妆品市场规模走势跟全球市场基本一致, 增速自 2011 年起持续走低, 2016 年增速触及历史底部 6.44%, 2017 年国内市场以白酒、食品饮料为主的大众消费板块均表现亮眼, 化妆品同期增速反弹至 9.64%, 规模达到 3615 亿元; 零售额方面, 2017 年、2018H1 国内增速也有明显反弹, 分别+13.5%、+14.2%。(注: 市场规模与零售额在于统计口径的区别)

图 7: 国内化妆品市场规模(亿元)及增速



资料来源: EMIS From Euromonitor; 华金证券研究所

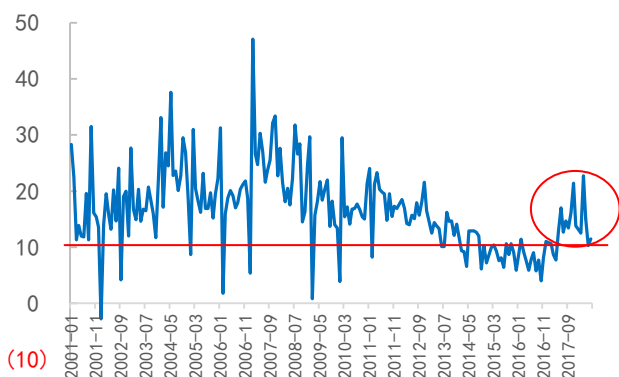
图 8: 2000 年以来国内化妆品零售额累计情况(亿元)



资料来源: wind; 华金证券研究所

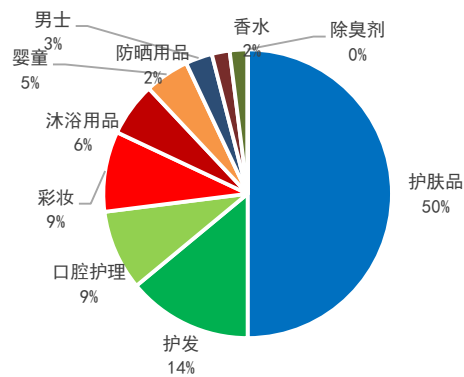
从单月数据看, 化妆品零售额在 2015 年以前, 增速维持两位数以上; 2015-2017Q4 这段期间, 零售额增速低于 10%, 主要受宏观经济以及线下渠道结构调整影响; 从 2017 年 5 月份起, 零售额增速重回两位数, 今年 3 月份甚至达到 22.7%, 行业回暖趋势预计可以持续。

图 9：2010 年以来国内化妆品零售额当月同比增速(%)



资料来源：wind；华金证券研究所

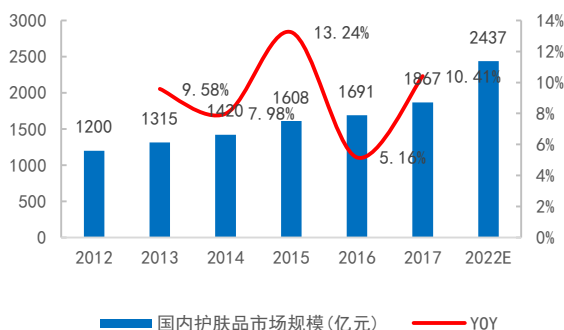
图 10：2017 年国内化妆品不同品类占比情况



资料来源：EMIS From Euromonitor；华金证券研究所

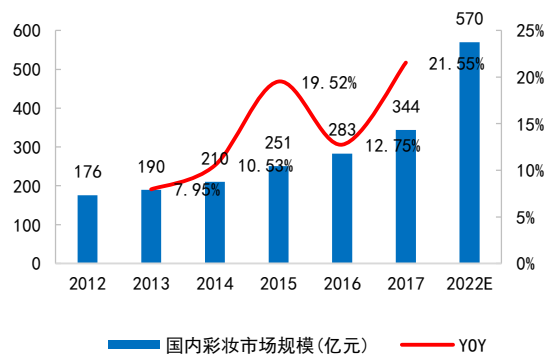
分品类看，国内化妆品市场中护肤品占 50%，为第一大品类；其次是护发产品，占比 14%；国内护肤品市场规模增速在 2017 年重回两位数增长，带动整体化妆品增速走高，2017 年市场规模达到 1867 亿元，预计到 2022 年增长至 2437 亿元；彩妆增速高于护肤增速，2017 年市场规模 344 亿，同比增长 21.55%，预计到 2022 年国内彩妆市场规模达到 570 亿。

图 11：近五年我国护肤品市市场规模情况（亿元）



资料来源：EMIS From Euromonitor；华金证券研究所

图 12：近五年我国彩妆市市场规模情况（亿元）



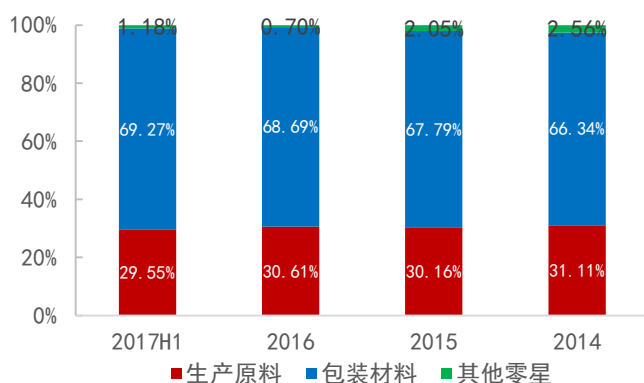
资料来源：EMIS From Euromonitor；华金证券研究所

2.2、商业模式分析

2.2.1、采购：直采与代理并存，原料价格波动对毛利影响较弱

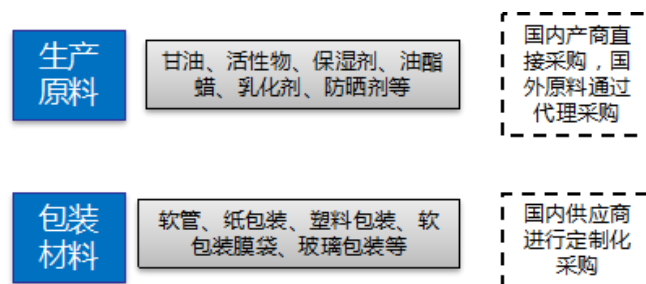
化妆品的原料主要包括生产原料和包装材料。根据珀莱雅招股书披露，生产原料：包装材料成本比例近似 3:7；其中生产原料主要是甘油、活性物、保湿剂等大宗工业原料，上游供应比较充分，不存在依赖某个大客户情况。一般品牌商通过供应商直接采购，部分工业原料国内品质较差，品牌商会通过中间代理商从海外采购；包装材料包括软管、包装纸、瓶子等，一般通过国内供应商进行定制化采购。

图 13：珀莱雅原料占比情况



资料来源：珀莱雅招股说明书；华金证券研究所

图 14：化妆品原材料采购情况



资料来源：华金证券研究所整理

原料价格波动对毛利影响较小。化妆品行业整体毛利率较高（60%-80%），当原材料价格波动时，传导到毛利端变化并不剧烈。以珀莱雅为例，成本端每+1%，其他条件保持不变情况下，毛利的降幅基本小于 0.5pct。

表 2：原料波动对毛利影响不大

年度	成本类别	金额(万)	成本变动	毛利变动(万)	毛利影响
2017H1	原料	8250.22	+1%	82.5	-0.16%
	包装物	19338.36	+1%	193.38	-0.37%
2016	原料	16878.37	+1%	168.78	-0.17%
	包装物	37880.61	+1%	378.81	-0.38%
2015	原料	16177.81	+1%	161.77	-0.15%
	包装物	36361.34	+1%	363.61	-0.34%
2014	原料	17634.95	+1%	176.35	-0.16%
	包装物	37609.71	+1%	376.09	-0.34%

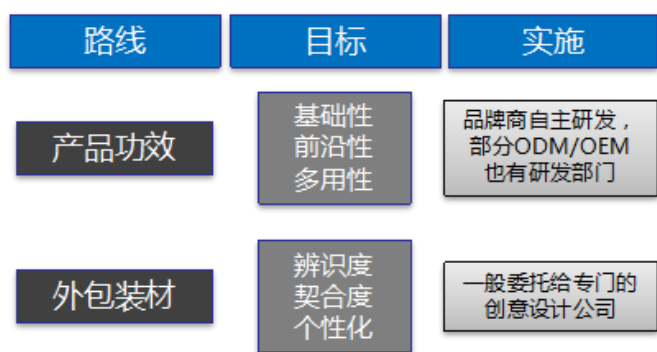
资料来源：珀莱雅招股说明书；华金证券研究所

2.2.2、研发：行业立足之本、研发成就品牌

化妆品的研发是行业立足之本，无论是国际巨头欧莱雅还是国内品牌商，都在研发上加大投入。研发包括**功效研发**和**包装研发**，其中功效研发涉及皮肤的基础性研究、化妆品前沿性技术研究、新产品的性能研究等，不仅品牌商在研发上下苦工，另外 ODM 贴牌商也要求有足够的研发实力；包装研发又称包装创意设计，即根据产品的定位创作出符合产品特色的包装物，以此在消费者心中留下较高的辨识度。比如国货品牌百雀羚主打植物提取精华，包装上选用绿色，给消费者清新自然的视觉感，从外观上即能初步感受到产品的特质。

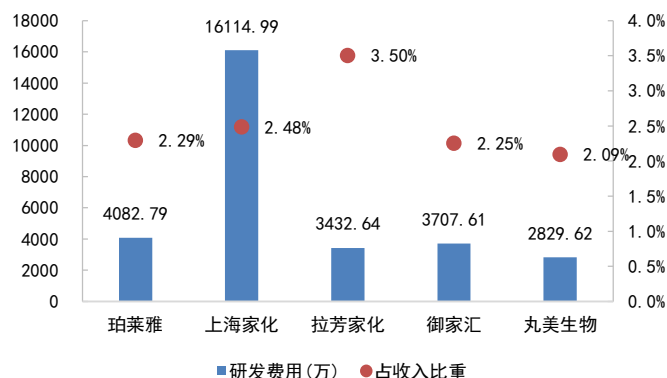
研发费用方面，上海家化绝对额最高，2017 年达到 1.61 亿元，其余几家上市公司普遍在 2000-5000 万；研发费用率一般在 2%-4%，与国际一线品牌商基本一致，欧莱雅 2017 年研发费用率 3.77%、雅诗兰黛为 1.51%。

图 15：化妆品研发两条主线



资料来源：华金证券研究所整理

图 16：2017 年上市公司研发费用情况



资料来源：公司年报；华金证券研究所

化妆品公司注重研发，积极申请专利保护，从 2017 年四家上市公司申报专利数量看，上海家化的研发实力位于业内龙头；几家公司都参与行业标准的制定，也说明这些企业在国内化妆品的相关领域具有一定的话语权。

表 3：2017 年主要化妆品上市公司研发成果一览表

公司	2017 年研发成果	参与行业标准制定
珀莱雅	新获 7 项发明专利授权，同时新提交 15 项发明专利申请	GB/T18670《化妆品分类》、GB/T35889《眼线液(膏)》、QB/T2872《面膜》
上海家化	申请专利 33 件，其中发明专利 15 件，获得授权专利 6 件	《沐浴剂》GB/T34857-2017、《化妆品检验规则》、《抑汗(香体)液、乳、喷雾、膏》、《化妆品中抑汗活性成分的测定》
拉芳家化	新增发明专利 7 项，外观专利 16 项	《洗发沐浴露》、《润发液》
御家汇	6 项发明专利、2 项实用新型专利、27 项外观设计专利	《面膜》QB/T 2872-2017

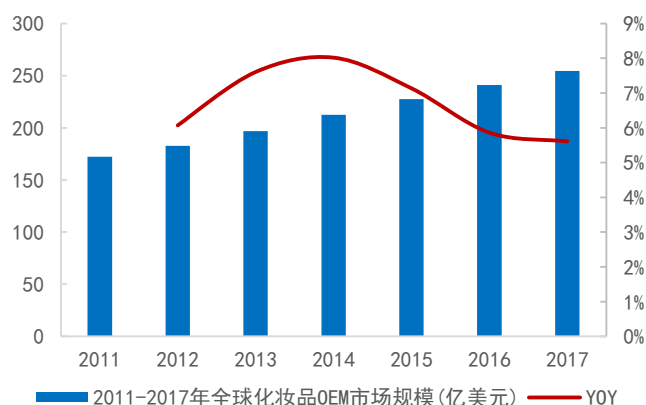
资料来源：公司年报；华金证券研究所

其中御家汇专利情况为 2017 年底拥有数量

2.2.3、生产：自主、外协各有利弊，国内 OEM 市场快速发展

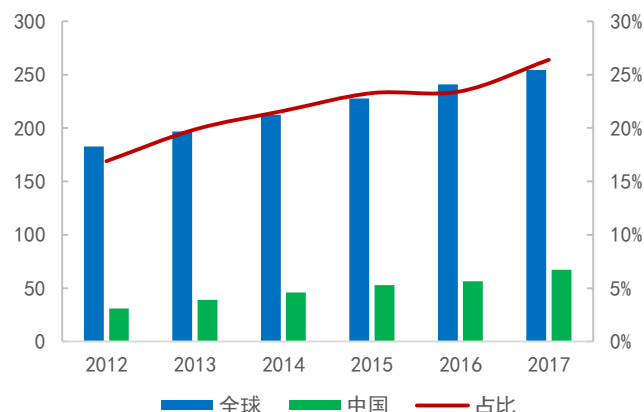
化妆品的生产有自主生产和 ODM/OEM 两种模式。自主生产即品牌商自行投资建设厂房，完成原料采购到研发生产，自主生产有利于把控产品品质，但投入相对较大，周期较长；OEM 是指客户提供配方，厂商按客户要求完成原材料采购与生产，试制样品达到要求后客户下单；ODM 是指根据客户的品牌策划，对产品要求进行配方研发、试产，产品贴牌，以研发能力为核心竞争力。品牌商通过 ODM/OEM 将生产外包出去，可以专注研发和品牌运营，但产品质量难以把控。

图 17: 2011-2017 年全球化妆品 OEM 市场规模(亿美元)



资料来源: 智研咨询; 华金证券研究所

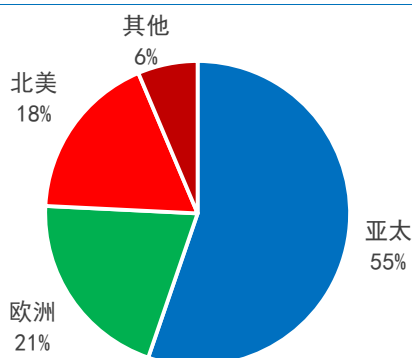
图 18: 2012-2017 年国内外化妆品 OEM 市场对比(亿美元)



资料来源: 智研咨询; 华金证券研究所

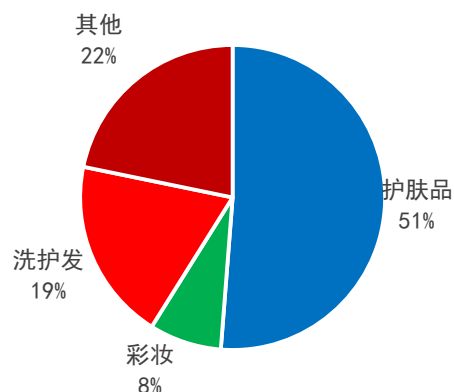
2017 年全球化妆品 OEM 市场规模达到 254.47 亿美元, 同比增长 5.6%, 增速也有所趋缓, 与品牌商自主新建产能有一定关系; 中国 OEM 市场份额占全球的比重上升至 26.4%。分地区看, 亚太地区占据全球化妆品 OEM 市场份额的 55% 左右, 欧洲占 21%; 分品类看, 护肤品仍是 OEM 的第一大产品, 占比 51%。

图 19: 2017 年全球化妆品 OEM 市场区域分布



资料来源: 智研咨询; 华金证券研究所

图 20: 2017 年全球化妆品 OEM 产品格局



资料来源: 智研咨询; 华金证券研究所

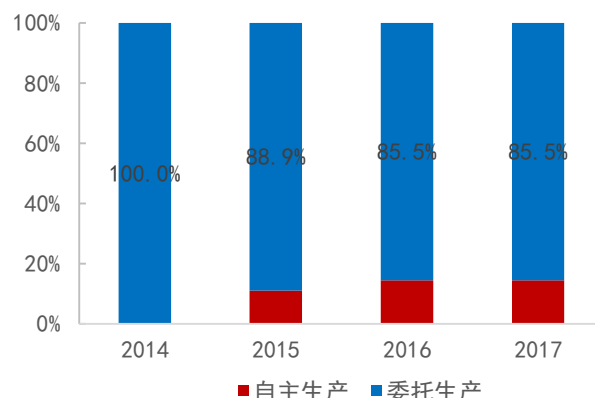
根据国家食品药品监督管理总局统计数据, 国内具有生产化妆品资质的企业数量超过 4500 家, 可见市场杂牌、OEM/ODM 厂商之多。新三板公司诺斯贝尔创立于 2004 年, 是一家集研发、设计、制造于一体的专业化妆品 OEM / ODM 生产企业, 主营面膜、护肤品及湿巾业务; 主要客户涵盖国内知名化妆品品牌商, 如佰草集、韩后、珀莱雅等, 另外公司还与乐购、华润万家等大卖场合作, 供应部分面膜产品。

图 21：化妆品 ODM/OEM 厂商诺斯贝尔合作客户情况



资料来源：公司官网；华金证券研究所

图 22：御家汇自主生产与外协生产占比



资料来源：公司公告；华金证券研究所

上市公司方面大多拥有自己产能，以保障产品质量。御家汇始于线上销售，2015 年前公司全部采取委托生产模式，2015 年开始自己投资建厂，自主生产的占比不断提高，公司还计划投资 8 亿元在长沙高新技术产业开发区建设全球面膜智能生产基地，完善公司战略布局和产能布局，提高公司智能化生产水平；上海家化的产能分布在六个工厂（含国外两个），其中青浦工厂目前正在调试生产中，投产后生产能力达到 6 亿件/年，是原有中央工厂产能的 5 倍。

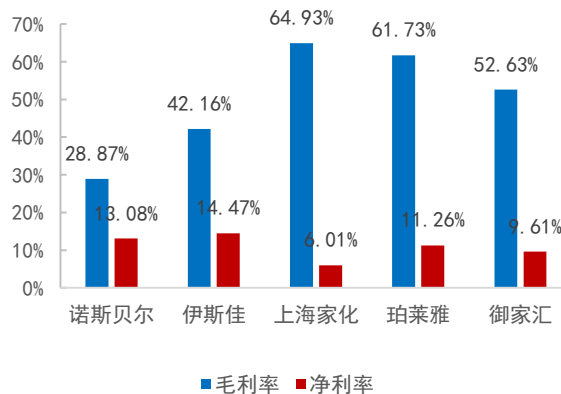
从产业链盈利角度看，ODM/OEM 厂商的毛利率在 30%-40%，虽然比品牌商低 10-20pct，但品牌商的销售费用率高达 30%-45%，最终 ODM/OEM 厂商净利率（13%-14%）略高于品牌商的 6%-10%。

图 23：上海家化产能情况

主要厂区	设计产能	利用率/%
中央工厂	1.2亿件/年	80
海南工厂	6500万件/年	75
青浦工厂(在建)	6亿件/年	未投产
东莞工厂	3000万件/年(多品类)	93
英国工厂	1400万件/年(尿布压缩塑料膜)或80万件/年(尿布处理桶)	84
摩洛哥工厂	1300万件/年(奶瓶)	80

资料来源：公司 2017 年年报；华金证券研究所

图 24：2017 年化妆品行业产业链盈利能力情况



资料来源：wind；华金证券研究所

诺斯贝尔为 2017 年中报数据

2.2.4、营销：概念与品牌营销并行，主打年轻化消费

化妆品营销有概念营销和品牌营销。概念营销注重宣传产品功效和特色，比如霸王洗发水有“中药世家”之称，相宜本草主打“本草养肤”，但概念营销不能过分夸大产品的功效，宣传上应遵循产品本身的特性。

品牌营销一般是请形象代言人，或者在电视、新媒体上投放广告。杨幂曾拿下雅诗兰黛的中国区彩妆形象大使，代言资源总在线，并穿插热播剧《三生三世十里桃花》打造明星爆款，雅诗兰黛副总裁 Tricia Nichols 和 Jon Roman 曾对媒体表示，杨幂直接拉动品牌销售额增长 500%；国内当红明星 TFboys 也给国产品牌自然堂代言，其中在微博上的一条互动转发量就超过百万，假设有 5% 的购买转化率，客单价 100 元，将对品牌收入贡献超过 500 万。由此可知，营销对化妆品的销量有着直接的影响，形象代言人的选择要注重年轻化、知名度以及曝光量。

图 25: 《三生三世十里桃花》中白浅一角使用的 ENVY 唇膏



资料来源: 2017 美妆行业年终盘点; 华金证券研究所

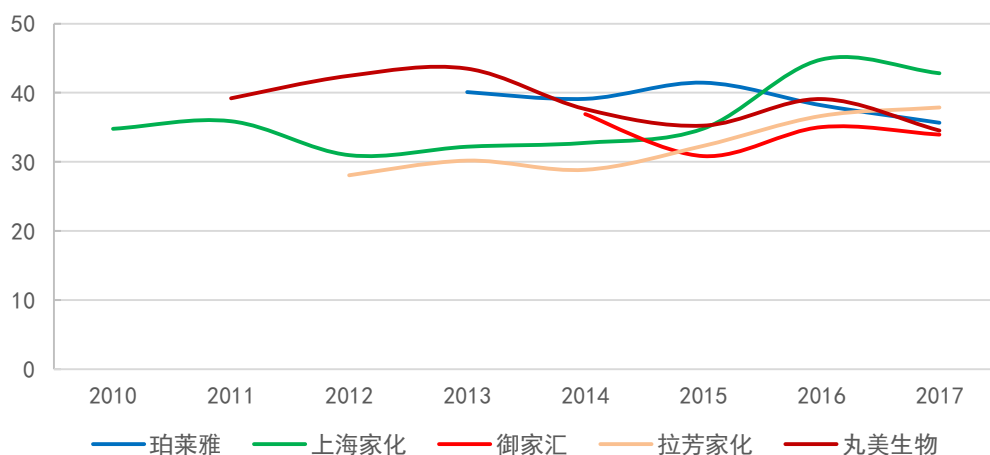
图 26: TFboys 为自然堂代言



资料来源: 微博; 华金证券研究所

营销对化妆品的销量影响大，这也导致品牌商不得不在营销上投入巨大。从上市公司的销售费用率看，基本维持在 30%-45% 之间，制约了净利率水平。

图 27: 化妆品公司的销售费用率情况(%)



资料来源: wind; 华金证券研究所

2.2.5、渠道：线下多渠道并重，线上快速发展

化妆品的销售始于线下，品牌商布局百货商店、超市大卖场、日化专营店、单品牌店等多种渠道。百货商场主要定位中高端，以国际一线品牌为主，本土品牌佰草集也开始进入；超市大卖场以大众化妆品为主，国货品牌纷纷选择该渠道作为销售途径；日化专营店具有品牌多、渠道下沉的特点，以屈臣氏为代表的日化专营店快速扩张，门店数量由 2012 年的 1500 家增长至 2017

年底的 3271 家；电商渠道几乎涵盖所有高中低品牌，且线上经常有折扣活动，吸引力强；消费者线上购买化妆品的渗透率提升。

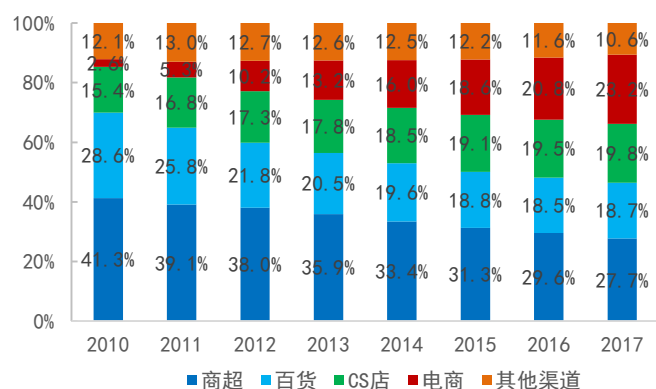
表 4：国内化妆品主要渠道情况

	百货商店	超市及大卖场	日化专营店	电商
品牌数量	20~30 个	10~60 个	小于 10 个	几乎所有品牌
产品定位	中高端	中低端	中端	高中低
产品价格区间	200 至 2,000 元	40 至 300 元	40 至 300 元	通常有较大折扣
主要品牌	欧莱雅、资生堂、娇韵诗、雅诗兰黛、迪奥等外资品牌，本土品牌如佰草集等	妮维雅、旁氏、卡尼尔等外资品牌，相宜本草、丁家宜、大宝等本土品牌	珀莱雅、自然堂、丸美、美肤宝等本土品牌	几乎覆盖所有外资和本土品牌
服务	商场品牌专柜的美容导购提供美容咨询服务	简单的产品咨询	简单的产品咨询	产品以文字介绍为主
终端设计装修	品牌分隔较为明显，每个柜台代表一个品牌	品牌陈列无明显分隔	品牌分隔较为明显	-
终端特点	通过设立专柜树立品牌形象，竞争激烈，知名度、销量较低品牌易被淘汰	中低端产品的重要销售渠道，众多高端国际化妆品品牌逐渐进入该渠道；进入门槛逐年上升，一些低档本土品牌面临巨大挑战	二三线城市及乡镇日化专营店数量众多，本土品牌占据主导	B2C 平台，如天猫、草莓网、京东等；C2C 平台，如淘宝、Panli 等；品牌直营网店，如兰蔻、碧欧泉等；特卖、团购网站，如聚美优品、高朋等

资料来源：珀莱雅招股说明书；华金证券研究所

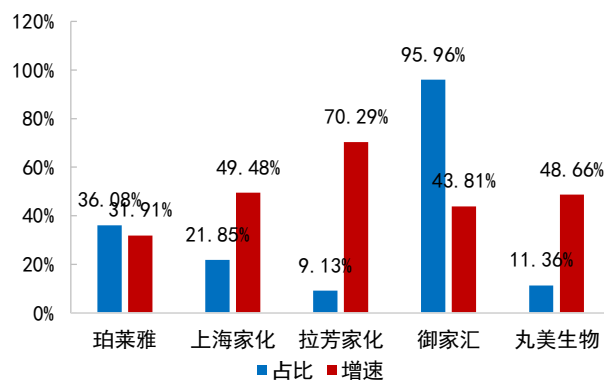
从渠道分布看，传统线下渠道的销售占比逐年降低，商超+百货二者份额由 2010 年的 69.9% 降低至 2017 年的 46.4%，CS 店的市场份额则小幅提升 4.4pct 至 19.8%。借助于互联网的兴起，电商表现亮眼，渗透率由 2010 年的 2.6% 提升到 2017 年的 23.2%。上市公司层面，御家汇起家于电商，2017 年收入占比达到 95.96%，其余几家公司的电商占比均在 40% 以下；但电商增速较快，2017 年的销售增速均处在 30% 以上。

图 28：2010-2017 年我国化妆品渠道分布情况（%）



资料来源：EMIS From Euromonitor；华金证券研究所

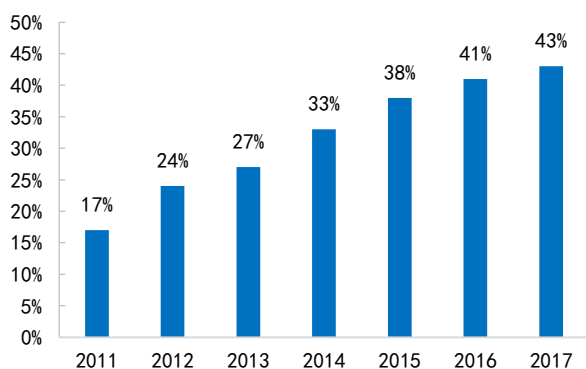
图 29：A 股化妆品公司 2017 年线上收入情况



资料来源：wind；华金证券研究所

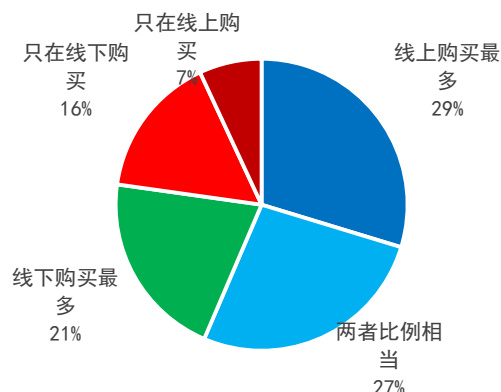
美妆的线上渗透率更高，2017 年线上购买人数占比达到 43%，呈逐年增加态势。根据《2017 年美妆消费报告》调查显示，“只在线上购买”+“线上购买最多”+“二者比例相当”的人群占比 63%，线上购买化妆品还是消费者比较青睐的方式。

图 30：美妆线上消费渗透率



资料来源：《2017 美妆消费报告》；华金证券研究所

图 31：美妆消费渠道调查



资料来源：《2017 美妆消费报告》；华金证券研究所

无论是国际大牌雅诗兰黛、兰蔻还是国货百雀羚、韩束，都纷纷入驻天猫、京东等电商平台，一方面品牌商开旗舰店可以保障产品的正品性，让消费者放心购买；另一方面线上渠道作为线下渠道的补充，其收入占比也逐年提高。

图 32：入住天猫美妆的化妆品品牌



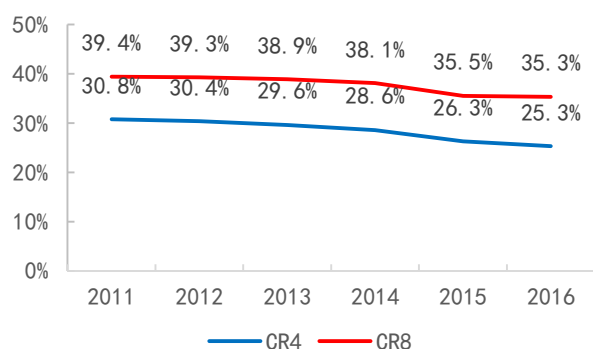
资料来源：天猫美妆；华金证券研究所

2.3、竞争格局：行业集中度降低，本土品牌正在崛起

国内化妆品的市场集中度在走低，CR4 由 2011 年 39.4%降低至 2016 年 35.3%。1、消费者对品牌的粘性不强，可选化妆品品牌太多，消费者愿意尝试新的品牌；2、正因为消费者对品牌粘性不强，这给其他小品牌有了快速成长、弯道超车的机会。

2017 年国内化妆品市场规模 TOP10 中，有三个国产品牌入围：上海上美、百雀羚和伽蓝集团，三者市占率合计 7.1%，与第一名宝洁 10.1%的份额仍有较大差距。但从 2008 年、2012 年、2017 年这三年市场份额 TOP10 品牌变迁看，国产品牌已经取得较大进步，

图 33：国内化妆品集中度逐年降低



资料来源：EMIS From Euromonitor；华金证券研究所

图 34：我国化妆品行业前十大公司市占率

市场排名	2008		2012		2017	
	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
1	宝洁	16%	宝洁	14.20%	宝洁	10.10%
2	欧莱雅	7.40%	欧莱雅	9.10%	欧莱雅	8.50%
3	联合利华	3.60%	联合利华	3.70%	资生堂	3.10%
4	资生堂	3.50%	资生堂	3.40%	高露洁	2.80%
5	安利集团	3.30%	高露洁	2.80%	联合利华	2.80%
6	高露洁	2.80%	安利集团	2.80%	上海上美	2.60%
7	拜尔斯道夫	2.60%	玫琳凯	2.70%	雅诗兰黛	2.50%
8	强生	2.40%	拜尔斯道夫	2.40%	爱茉莉太平洋	2.50%
9	玫琳凯	1.90%	强生	1.80%	百雀羚	2.30%
10	完美	1.80%	雅诗兰黛	1.70%	伽蓝集团	2.20%
CR5	33.80%		33.20%		27.30%	
CR10	45.30%		44.60%		39.40%	

资料来源：EMIS From Euromonitor；华金证券研究所

基础日化方面，护发领域国产品牌霸王 2017 年已经跌出 TOP10 份额；拉芳的市占率由 2008 年的 3.4% 降低至 2017 年的 2.5%；隆力奇进入 TOP10 榜单，市占率 1.3%。口腔护理领域云南白药牙膏成功突围，市占率由 2008 年的 2.3% 提升至 2017 年 12.6%，得益于公司在牙膏领域的研发创新、营销创新。沐浴领域，上海家化的市占率略有降低，但仍处于行业前三。

图 35：我国基础日化前十大公司市占率

排名	护发				口腔护理				沐浴			
	2008		2017		2008		2017		2008		2017	
1	强生	39.30%	强生	35.30%	高露洁	26.10%	高露洁	29%	宝洁	24.70%	宝洁	20.50%
2	联合利华	8.40%	联合利华	10.40%	强生	20.30%	强生	14.90%	联合利华	6.50%	联合利华	7%
3	拜尔斯道夫	6.80%	汉高	6.10%	联合利华	7.80%	云南白药	12.60%	上海家化	5.50%	上海家化	4.60%
4	霸王	5.70%	欧莱雅	4.60%	安利	4.30%	薇姿	7.30%	安利	4%	安利	3.50%
5	拉芳	3.40%	拜尔斯道夫	3.70%	冷酸灵	2.60%	联合利华	5.80%	美日国际	3%	蓝月亮	2.80%
6	汉高	1.90%	环亚集团	2.70%	LG 生活与健康	2.40%	冷酸灵	3%	仁和药业	2.10%	美日国际	2.40%
7	DeColour	1.50%	拉芳	2.50%	云南白药	2.30%	LG 生活与健康	2.60%	蓝月亮	1.60%	仁和药业	2.30%
8	资生堂	1.30%	资生堂	2%	美晨	2.10%	纳爱斯	2.20%	澳雪国际	1.30%	Lohmann	1.50%
9	安利	1.30%	拜耳	1.80%	立白	2%	茵兰素史克	2.20%	纳爱斯	1.20%	澳雪国际	1.40%
10	欧莱雅	1.20%	隆力奇	1.30%	奥奇丽	2%	安利	1.90%	Jiuxin	1%	纳爱斯	1.20%
CR5	63.60%		60.10%		61.10%		69.60%		43.70%		38.40%	
CR10	70.80%		70.40%		71.90%		81.50%		50.90%		47.20%	

资料来源：EMIS From Euromonitor；华金证券研究所

高阶日化方面，护肤品领域上海上美、百雀羚、伽蓝集团、上海家化等国产品牌处于快速崛起中，市场份额相比 2008 年已有明显提升；彩妆领域，卡姿兰、玛丽黛佳也进入 TOP10 榜单，且市占率都在提升。

图 36：我国高阶日化前十大公司市占率

排名	护肤品						彩妆					
	2008		2012		2017		2008		2012		2017	
1	欧莱雅	9.60%	欧莱雅	11.30%	欧莱雅	9.60%	欧莱雅	30.30%	欧莱雅	34.60%	欧莱雅	27.80%
2	宝洁	8%	宝洁	6.30%	上海上美	4.70%	资生堂	4.80%	LVMH	5.50%	LVMH	6.80%
3	资生堂	5.60%	资生堂	5.10%	百雀羚	4.50%	LVMH	3.60%	资生堂	4.80%	爱茉莉太平洋	6.10%
4	安利	4.30%	玫琳凯	4.50%	资生堂	4.30%	玫琳凯	2.40%	卡姿兰	4.20%	雅诗兰黛	5.70%
5	玫琳凯	3.40%	安利	3.30%	宝洁	3.90%	安利	2.20%	雅诗兰黛	3.60%	卡姿兰	5%
6	完美	2.90%	雅诗兰黛	2.80%	伽蓝集团	3.90%	雅诗兰黛	2.10%	玫琳凯	2.90%	资生堂	3.50%
7	拜尔斯道夫	2.30%	伽蓝集团	2.50%	雅诗兰黛	3.70%	完美	1.40%	香奈儿	2.20%	科蒂	3.40%
8	强生	2.10%	上海家化	2.50%	玫琳凯	3.60%	卡姿兰	1.30%	安利	2%	香奈儿	2.50%
9	上海家化	1.70%	拜尔斯道夫	2.20%	爱茉莉太平洋	3.40%	香奈儿	1.30%	爱茉莉太平洋	1.90%	玛丽黛佳	2.50%
10	雅诗兰黛	1.60%	完美	2.20%	上海家化	2.50%	花王	1%	玛丽黛佳	1.50%	上海上美	2.40%
CR5	30.90%		30.50%		27%		43.30%		52.70%		51.40%	
CR10	41.50%		42.70%		44.10%		50.40%		63.20%		65.70%	

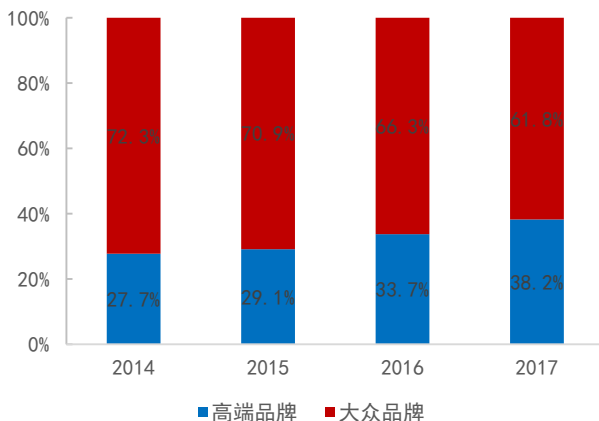
资料来源：EMIS From Euromonitor；华金证券研究所

2.4、行业趋势：高端化、男性化、两端化

2.4.1、行业趋势之一：消费升级、高端化发展是长久主题

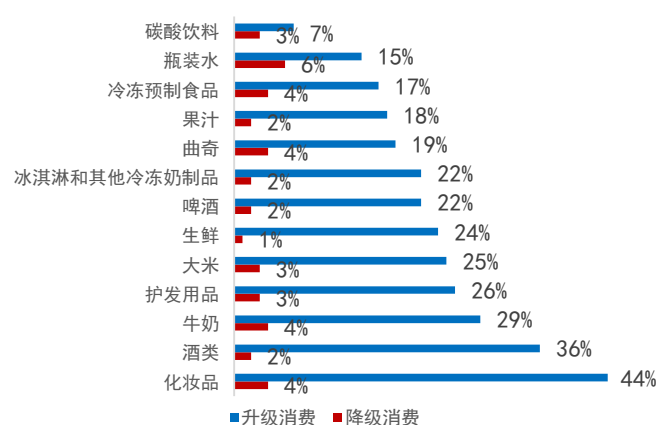
化妆品的消费升级是长久主题。根据 360 监测数据，消费者对高端化妆品的关注度越来越高，由 2014 年的 27.7% 提升到 2017 年的 38.2%，三年间提升了近 10pct；另外根据麦肯锡的研究报告，国内消费者从大众产品向高端产品升级的过程中，化妆品板块选择消费升级的人群占比最高，达到 44%。化妆品作为可选消费在日常消费中的地位越来越受重视，追求功效好的产品符合消费升级的大趋势。

图 37：高端化妆品的关注度越来越高



资料来源：360 大数据；华金证券研究所

图 38：从大众产品向高端产品升级



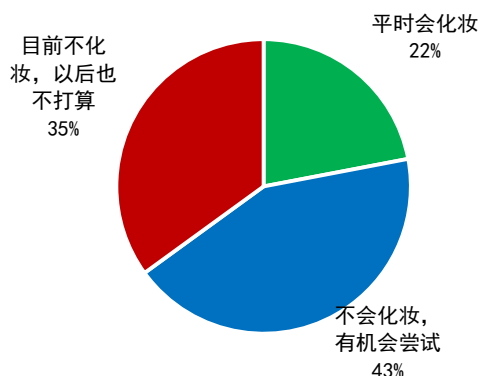
资料来源：麦肯锡 2016 全球消费者信心调查；华金证券研究所

2.4.2、行业趋势之二：男性化妆品市场快速崛起

男性使用化妆品的占比有望提高。2015 年 10 月，屈臣氏与尼尔森联合发布的一份覆盖 21 城市，针对 18-35 岁消费者的调研数据显示，22% 受访男性表示自己平时有化妆，43% 受访男性

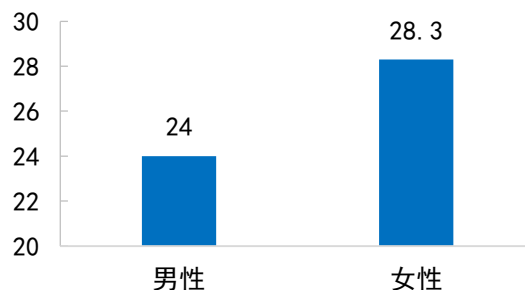
表示自己日常不会化妆，但是想尝试。随着自媒体的发展，男性群体受到明星、网红、KOL 等人的影响，对化妆品的认可度也在走高。

图 39：男士对化妆的态度



资料来源：《屈臣氏&尼尔森：2015 男性对化妆的态度及行为分析》；华金证券研究所

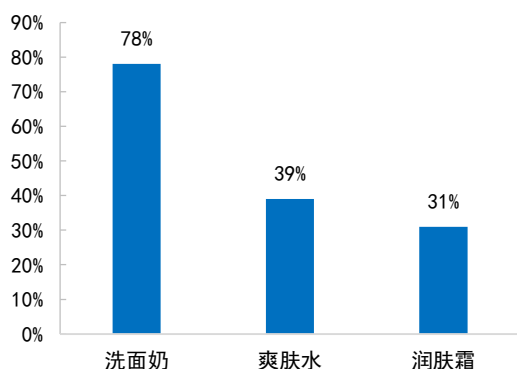
图 40：人均日护肤时长（分钟）



资料来源：《屈臣氏&尼尔森：2015 男性对化妆的态度及行为分析》；华金证券研究所

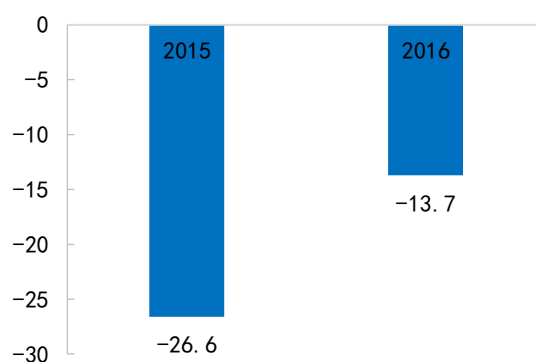
83%受访男性认为护肤十分必要，男性人均日护肤时长为 24 分钟，与女性人均 28.3 分钟护肤时间对比差别不大；洗面奶、爽肤水和润肤霜是男性最常使用的护肤产品；男女在化妆品领域的人均消费差额也在缩小，由 2015 年的 26.6 元降至 2016 年的 12.3 元。

图 41：男性使用护肤品比例



资料来源：《屈臣氏&尼尔森：2015 男性对化妆的态度及行为分析》；华金证券研究所

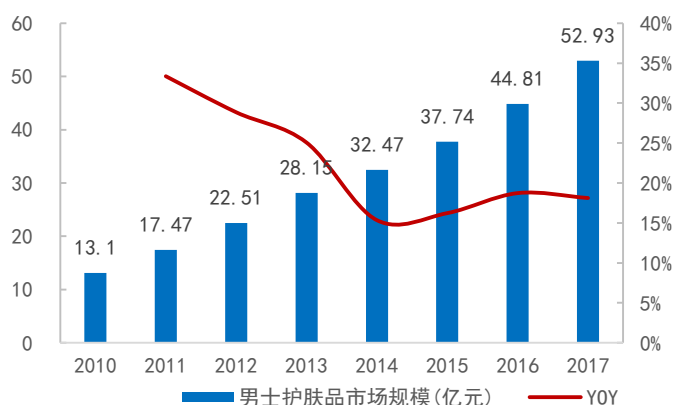
图 42：男女人化妆品人均消费差额(元)



资料来源：《2017 美妆消费报告》；华金证券研究所

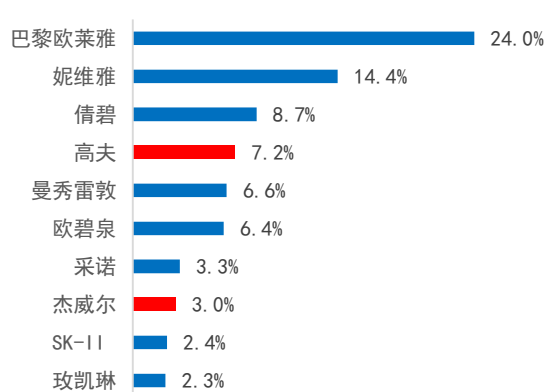
国内男性护肤品市场规模增速高于化妆品行业整体增速。2017 年男士护肤品市场规模 52.93 亿，同比增长 18.12%，2010-2017 年复合增速高达 22.06%，远高于国内化妆品整体市场复合增速 8.69%。男士关注的肤护品品牌中，本土品牌高夫（上海家化旗下）、杰威尔入选 TOP10 榜单。

图 43：2010-2017 年我国男士护肤品市场规模走势



资料来源：智研咨询；华金证券研究所

图 44：男士护肤品品牌关注度



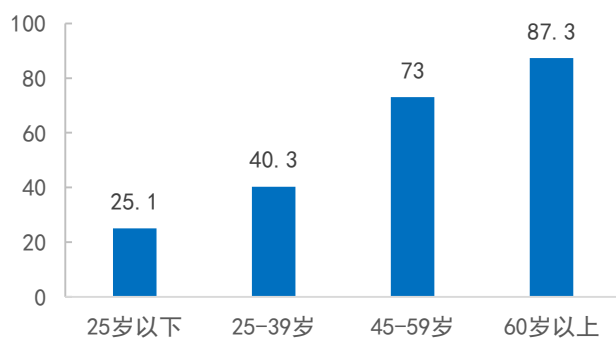
资料来源：智研咨询；华金证券研究所

2.4.3、行业趋势之三：受众群体两端延伸

欧洲女性随年龄增长在面部护肤领域的消费支出有所增加。根据 TNS Worldpanel Europe 调查数据，欧洲 40-59 岁女性每年在面部护肤品的消费金额约 73 欧元，大约是 25-39 岁女性的两倍，而 60 岁以上的女性几乎占了 34% 的面部护肤品市场。国内化妆品的消费群体以年轻人为主，根据《2017 中国化妆品行业数据报告》，国内化妆品的消费人群中，35 岁以上占比仅有 12%，88% 的消费者都是 35 岁以下群体。

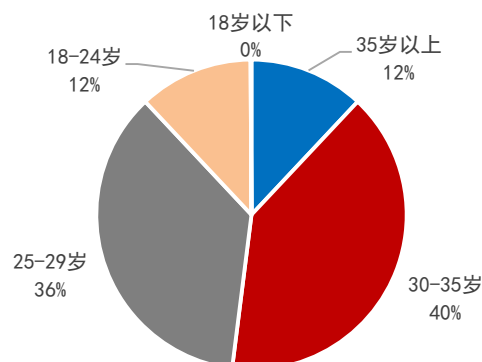
行业发展历程影响不同年代人对化妆品的认可度。相比欧洲这些化妆品发展成熟的国家，国内中老年消费者未经历完整的化妆品教育，对化妆品的认可度低；而国内 80、90 后正是在化妆品快速崛起、品牌营销蔓延式扩散的背景下成长，认可度高。参考成熟国家的消费群体结构，国内化妆品的消费者将向低龄化、高龄化两端延伸。

图 45：欧洲女性年人均面部护肤品消费金额(欧元)



资料来源：TNS Worldpanel Europe；华金证券研究所

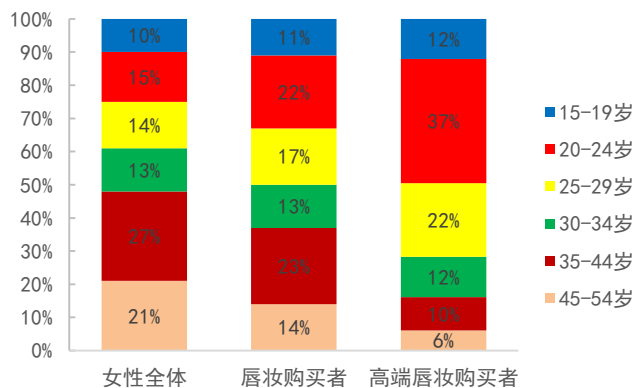
图 46：国内化妆品消费人群年龄调查



资料来源：2017 中国化妆品行业数据报告；华金证券研究所

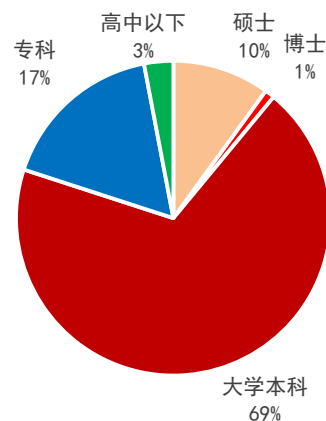
此外，国内女性消费者在购买彩妆上，越年轻购买高端彩妆的比例就越高，显示出年轻群体的消费力更强；国内化妆品的消费者结构中，80%拥有本科及以上学历，知识分子对化妆品的接受度较高。

图 47：2016 年国内购买彩妆女性年龄分布情况



资料来源：凯度消费者指数；华金证券研究所

图 48：国内化妆品消费人群学历调查

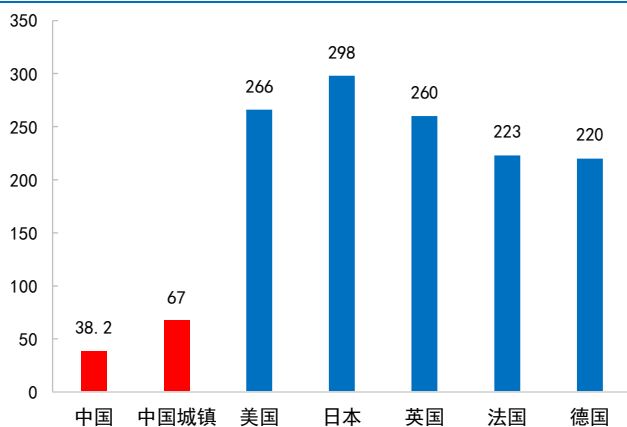


资料来源：2017 中国化妆品行业数据报告；华金证券研究所

2.5、行业空间：国内化妆品人均消费提升空间大

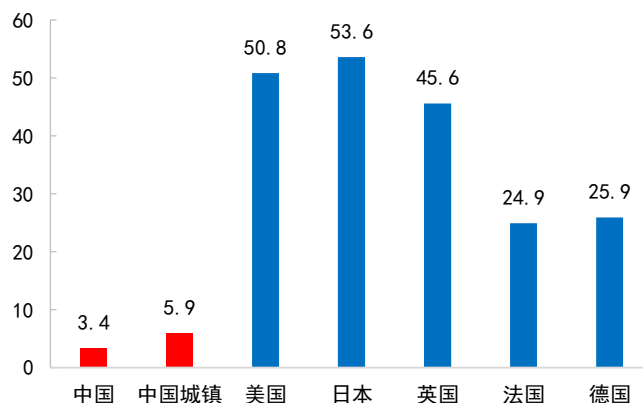
国内化妆品/彩妆人均零售额与成熟国家相比提升空间大。中国产业信息网统计数据，2017 年中国人均化妆品的零售额仅有 38.2 美元，远远低于美国、日本等成熟国家；中国城镇年人均化妆品零售额 64 美元，仅为日本/美国/英国的 22%/25%/26%；城镇人均彩妆零售额 5.9 美元，仅为日本/美国/英国的 11%/12%/13%。随着居民收入的增加，以及对美的不懈追求，国内化妆品人均消费额有望逐步提升。

图 49：2017 年各国人均化妆品零售额（美元）



资料来源：中国产业信息网；华金证券研究所

图 50：2017 年各国人均彩妆零售额（美元）



资料来源：中国产业信息网；华金证券研究所

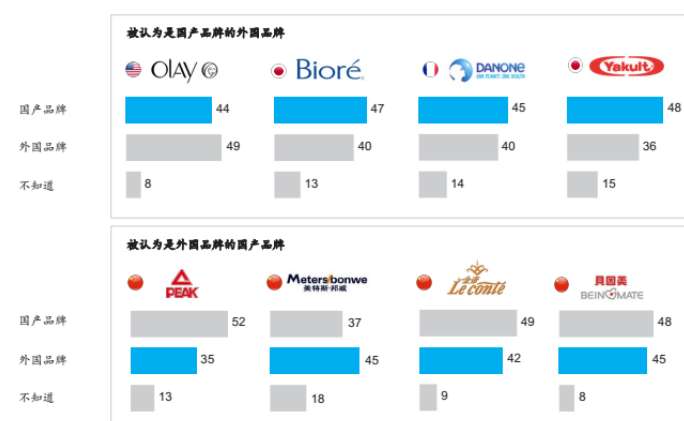
三、消费者对品牌归属地认知淡化为国产化妆品突围带来可能

国内消费者对品牌归属地意识淡化。2017 年麦肯锡对中国消费者调查发现，人们的视线由以往的外国品牌转向了本土品牌，消费者购物时重点考虑三个因素：物有所值、好品质、售后服务好，而不再纠结于产品的归属地。

不少消费者认为很早进入国内市场的国际品牌，如玉兰油(Olay)、碧柔(Biore)和旁氏(Ponds)源自本土；45%的消费者以为法国的达能(Danone)是国产品牌，48%的消费者则把日本的养乐多(Yakult)当成国产品牌。另一方面，一些国产品牌把自己包装成国际范儿，往往被消费者误认为是外国品牌，如 45%的受访者以为贝因美(Beingmate)奶粉是进口品牌；45%的消费者认为美特斯邦威是外国品牌。消费者对品牌归属地意识的淡化，也给本土品牌商的崛起提供了可能。

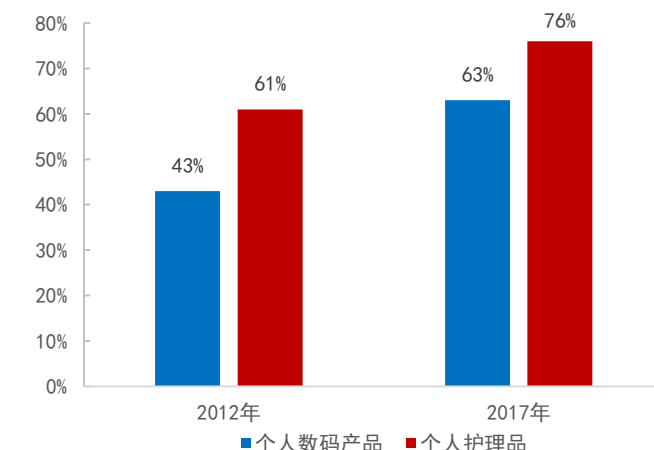
国货品牌崛起正当时。2012 年个人数码产品中本土品牌占 43%的市场份额，而 2017 年则升至 63%；在个人护理品市场，2012 年国产品牌为 61%，2017 年则提高到 76%。随着本土品牌在产品上的创新突破、营销上的精准式投放，国内消费者的认可度有望进一步提高。

图 51：国内消费者对部分品牌的归属地认知 /%



资料来源：麦肯锡 2017 年中国消费者调查；华金证券研究所

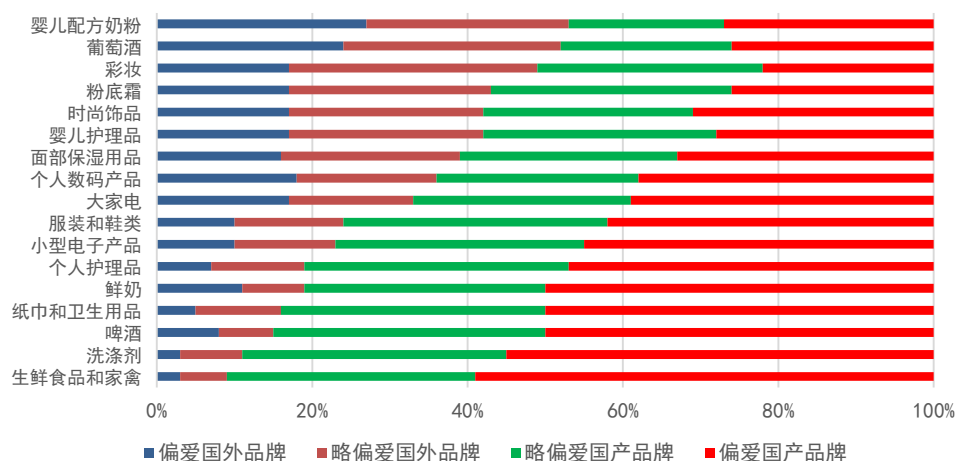
图 52：个人数码产品、护理品在 2012 和 2017 年国产品牌占比



资料来源：麦肯锡 2017 年中国消费者调查；华金证券研究所

国内消费者对本土品牌关注度提升。在麦肯锡调查的 17 个品类中，有 8 个品类的受访者明确表示偏爱本土品牌，因为能满足高性价比、高品质、售后好三方面的要求。国产品牌主导的生鲜食品和家禽、鲜奶因为国外品牌没有竞争力，除此以外，个人护理产品、纸巾和卫生用品、洗涤剂等家居日用品，消费者对本土品牌的认可度明显高于国外品牌。

图 53：中国消费者对品牌的认知更为细致



资料来源：麦肯锡 2017 年中国消费者调查；华金证券研究所

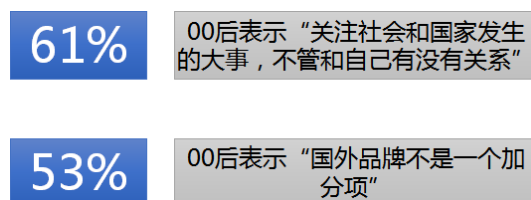
00 后对国货品牌的认可度较高。根据腾讯 00 后研究报告，00 后的成长环境与 80、90 后差别较大，社会、科技及家校三个方面共同影响他们的消费观和价值观。其中有 61% 的 00 后会“关注社会和国家发生的大事”，53% 的 00 后表示“国外品牌不是一个加分项”。00 后对国产品牌的认可度较高，随着本土化妆品品牌商在产品上提高品质、营销上提升效率，国产品牌市占率提升值得期待。

图 54：造就 00 后的六大背景



资料来源：腾讯 00 后研究；华金证券研究所

图 55：00 后对国内品牌的认可度较高



资料来源：腾讯 00 后研究；华金证券研究所

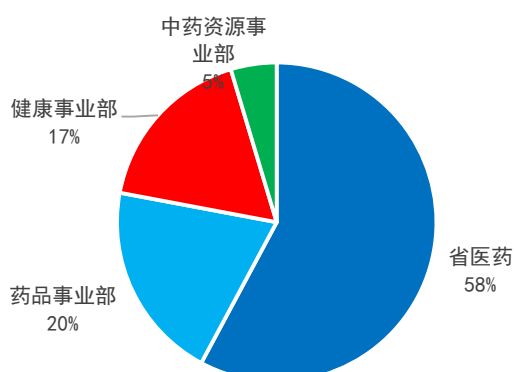
四、看云南白药牙膏如何走向口腔护理前三？

4.1、白药牙膏是云南白药公司在日化领域延伸的经典产品

白药牙膏是云南白药公司向日化领域延伸的经典产品，以牙膏为载体，引入云南白药活性成分并借鉴国际先进的口腔护理、保健技术而研发的口腔护理保健产品。2004 年白药牙膏上市，2017 年销售收入突破 40 亿元，收入占比约 16%。白药牙膏的畅销也使得公司成为跨界型药企

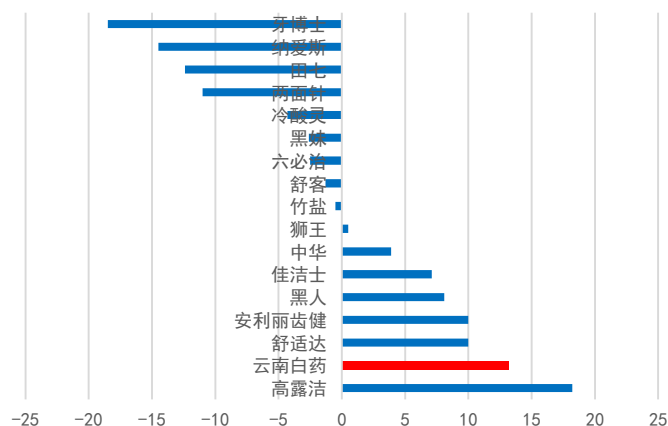
的新标杆。根据工信部统计数据，2017 年国内牙膏市场顾客推荐品牌排名中，云南白药牙膏仅次于高露洁，位列第二。

图 56：2017 年云南白药收入结构



资料来源：云南白药 2017 年年报；华金证券研究所

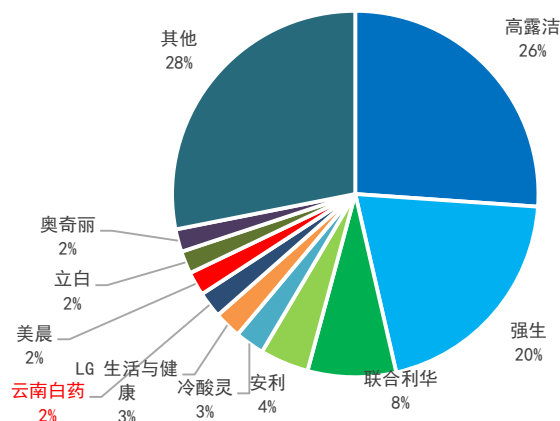
图 57：2017 年我国牙膏消费市场顾客推荐品牌排名情况



资料来源：工信部，Chnbrand；华金证券研究所

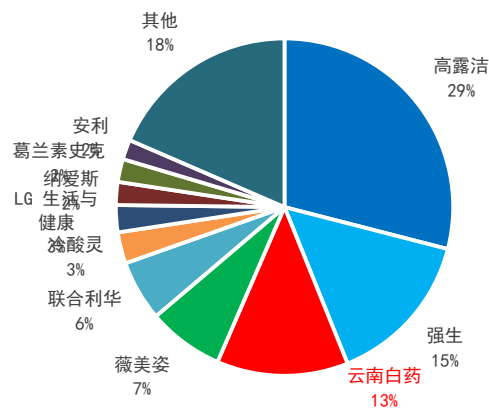
白药牙膏通过产品、营销领域的创新，在国内口腔护理市场的占有率由 2008 年的 2% 提升到 2017 年的 13%，稳居市场份额第三，本土品牌第一。白药牙膏在国内消费者心中已形成较强的品牌影响力。

图 58：2008 年国内口腔护理市占率情况



资料来源：EMIS From Euromonitor；华金证券研究所

图 59：2017 年国内口腔护理市占率情况



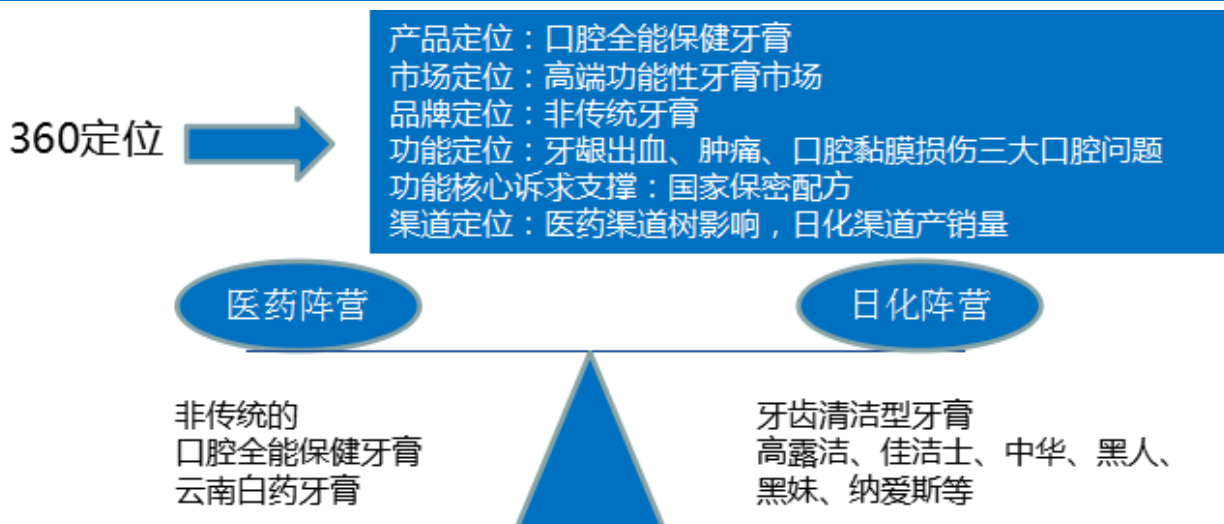
资料来源：EMIS From Euromonitor；华金证券研究所

4.2、产品创新+营销创新，助力白药牙膏成功崛起

白药牙膏刚推出时，市场有所质疑：1、医药企业做牙膏，技术上有难度；2、当时国内牙膏市场基本被高露洁、佳洁士等外资品牌垄断，本土品牌市场占有率很低；3、白药牙膏定价远高于其他品牌，市场认可度低。

云南白药深入牙膏行业痛点、创造性的将中药与牙膏有机结合，打造出非传统的牙膏，并采用非传统运作模式，从而取得成功。首先在产品定位上，由传统的功能型牙膏升级为口腔全能保健牙膏，通过在牙膏里引入云南白药，解决牙龈出血、肿痛、口腔黏膜损伤三大口腔问题；其次在市场定位上，走高端功能型牙膏路线，符合消费升级的趋势；最后，渠道上利用医药渠道树立白药的影响力，日化渠道增加销量。

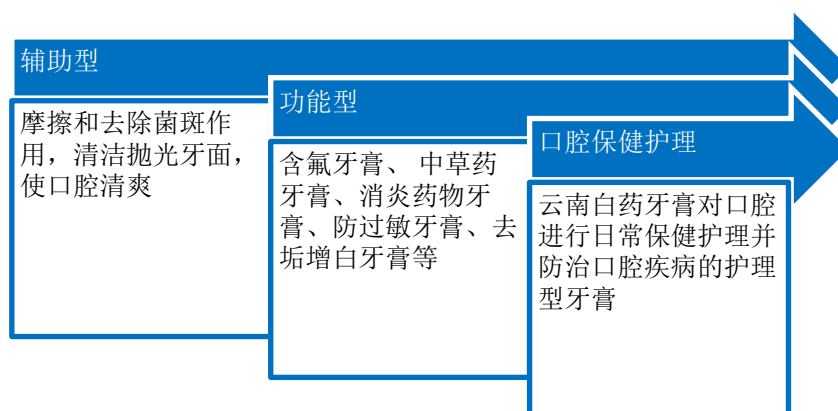
图 60：云南白药的差异化打法



资料来源：CNKI；凯纳营销策划集团；华金证券研究所

白药牙膏引领行业全面升级。国内牙膏市场可以分为三个阶段：1、辅助型。牙膏是刷牙的辅助用品，起到摩擦和除菌的作用，使口腔保持清爽；2、功能型。由单一的清洁型牙膏发展为品种齐全、功能多样的多功能牙膏(含氟牙膏、中草药牙膏、消炎药物牙膏、防过敏牙膏、去垢增白牙膏等)；3、口腔保健护理型。以白药牙膏为代表的、对口腔进行日常保健护理并防治口腔疾病的护理型牙膏，在保健护理的基础上美白洁齿，标本兼顾。白药牙膏的推出使得牙膏行业的发展进入全新阶段。

图 61：云南白药牙膏推出标志牙膏行业进入口腔护理时代



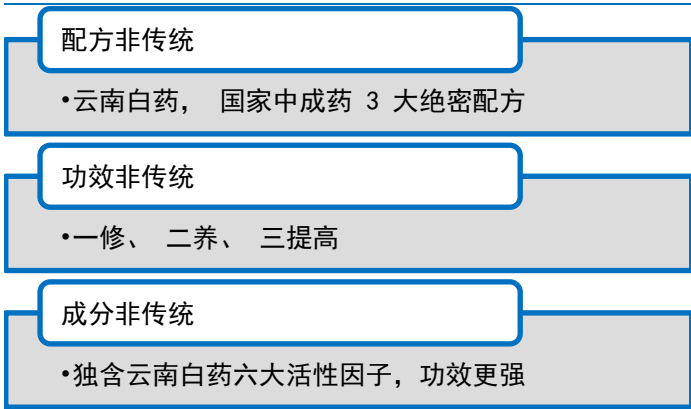
资料来源：华金证券研究所整理

白药牙膏的卖点在于对传统功能型牙膏的再升级：配方非传统(引入云南白药，国家中成药 3 大绝密配方)、功效非传统(一休指帮助修复和改善口腔损伤和炎症；二养指养护牙龈、牙齿和

口腔软组织；三提高指坚持使用，能全面提高口腔健康指数，增强口腔抗病能力)、成分非传统(独含云南白药六大活性因子，功效更强)。

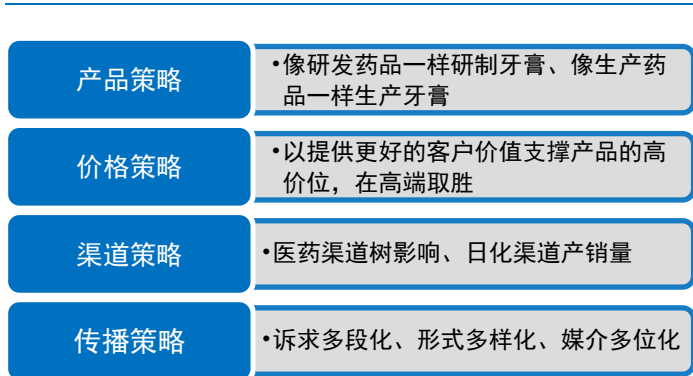
白药牙膏在运作模式上多处创新。产品策略上：像药品一样研发、生产牙膏，保证产品的安全性，让消费者买的放心；价格策略：白药牙膏可以解决口腔溃疡等一系列问题，以提供更好的客户价值支撑产品的高价位，走高端路线；渠道策略：医药渠道树影响、日化渠道产销量；传播策略：诉求多段化、形式多样化、媒介多位化，明星流量打造爆款。

图 62：云南白药牙膏三大卖点



资料来源：云南白药官网；华金证券研究所

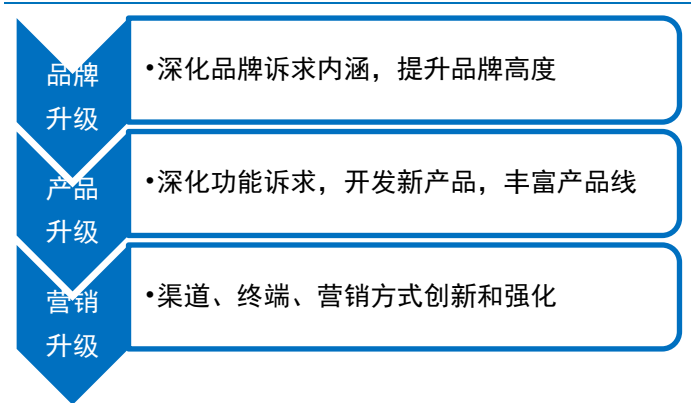
图 63：云南白药牙膏非传统运作方式



资料来源：凯纳营销策划集团；华金证券研究所

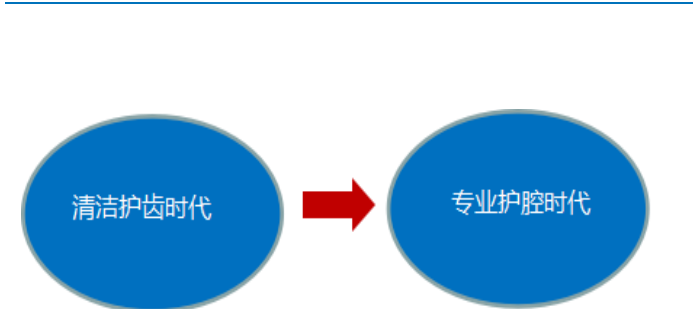
全面升级战略提升白药牙膏品牌新高度。白药牙膏发展到一定阶段后，提出全面升级战略，首先是品牌升级，提升品牌在消费者心中的影响力。白药牙膏推动行业的变迁，使得牙膏行业从清洁护齿时代上升到专业护腔时代，因此白药牙膏是行业的引领者、创新者；云南白药又是百年历史品牌，加深消费者对白药牙膏的认可度。

图 64：云南白药牙膏全面升级战略



资料来源：凯纳营销策划集团；华金证券研究所

图 65：云南白药品牌升级



资料来源：华金证券研究所整理

产品多品类布局，覆盖不同人群：从一开始专注口腔溃疡人群，到吸烟人群、年轻化人群、孕妇和儿童特殊人群，白药牙膏系列推陈出新，以满足不同的消费人群，做到对症下药。

表 5：云南白药牙膏产品升级

品类	市场定位
益优清新牙膏	战略明星产品，爆款打造，专注年轻化人群
溃清牙膏	战略标杆产品，功能聚焦，专注口腔溃疡人群
朗健牙膏	战略形象产品，高端树标杆，专注中高端吸烟人群

品类	市场定位
抗过敏牙膏	终端战术产品，终端跟进，捕获口腔敏感人群
孕妇及儿童牙膏	终端战术产品，终端跟进，瞄准特殊人群

资料来源：凯纳营销策划集团；华金证券研究所

2018/4/12，云南白药儿童牙膏全球上市，主打利用益生菌生物技术来护理儿童口腔健康。云南白药牙膏代言人黄晓明现身上海首站发布会现场，分享自己口腔护理体验；发布会还邀请马伊琍参与，为儿童口腔健康发声。白药儿童牙膏无论是功效、包装设计、口味还是价格方面，都具有竞争优势。

图 66：云南白药儿童牙膏



资料来源：云南白药官网；华金证券研究所

图 67：云南白药儿童牙膏四大卖点

功效	•富含益生菌，能有效抑制99%蛀牙有害菌
外观	•卡通形象，对孩子具有吸引力
口味	•草莓味、葡萄香、香橙香、桃子香、薄荷香
定价	•58元/60g，价格较竞品高出2倍左右

资料来源：云南白药官网；华金证券研究所

形象代言人年轻化，迎合消费者心理。白药牙膏的形象代言人由濮存昕换挡到黄晓明和井柏然，年轻化趋势迎合消费者心理。终端方面，白药牙膏已经进入超市大卖场、日化专营店、电商等多种渠道。

图 68：云南白药牙膏濮存昕代言



资料来源：百度图片；华金证券研究所

图 69：云南白药牙膏黄晓明、井柏然代言



资料来源：百度图片；华金证券研究所

复盘白药牙膏的成功运作，离不开产品本身过硬、品牌塑造营销策划的成功以及定位高端市场，符合消费升级大趋势。对比白药牙膏和国产化妆品，有诸多类似：1、市场格局方面，均是外资品牌占主导地位；2、产品卖点上，白药牙膏将牙膏的定位由基础清洁、防蛀提升到口腔综合护理，牙膏赋予药性；本土化妆品百雀羚主打中草药护理，佰草集、自然堂主打植物提取精华，产品药妆化；3、品牌塑造上，均是迎合中国本土市场的消费者需求，国民性强；4、历史文化上，

云南白药和上海家化均有百年历史，文化底蕴丰厚；5、营销策划上，注重明星代言打造爆款；6、产品策略上，均开发多款产品满足不同消费者需求；7、市场定位上，白药牙膏走高端市场，国产化妆品品牌佰草集、百雀羚也是走中高端路线，符合消费升级大趋势。基于以上因素，我们认为白药牙膏的成功运作对国产化妆品品牌有很好的借鉴意义，本土品牌在研发上加大投入、品牌营销上加大创新，从而提升市场份额。

表 6：云南白药 VS 国产化妆品对比

	云南白药牙膏	国产化妆品
市场格局		都是外资品牌占主导地位
产品卖点	将牙膏的定位由基础清洁、防蛀提升到口腔综合护理，牙膏赋予药性。	中草药护理（百雀羚）、植物提取精华（佰草集、自然堂等），产品药妆化。
品牌塑造	打造最适合中国人饮食习惯的牙膏	佰草集迎合中国人追求自然和平衡的巨美境界、伽蓝集团志在创造中国人自己的世界级品牌
历史文化	云南白药，百年品牌	百年家化品牌、百雀羚也有 80 多年历史沉淀
营销策划	明星代言趋向年轻化	打造明星爆款、新媒体广告投放
产品策略	从专注口腔溃疡人群到吸烟人群、年轻群体、儿童群体	多品类（护肤、彩妆、洗发）、多品牌（高端如佰草集、大众如珀莱雅、御泥坊）
市场定位	走中高端路线，售价高于竞品价格	佰草集、百雀羚等走中高端路线，与国产同品类差异化作战；但与国际一线品牌价格仍有差距

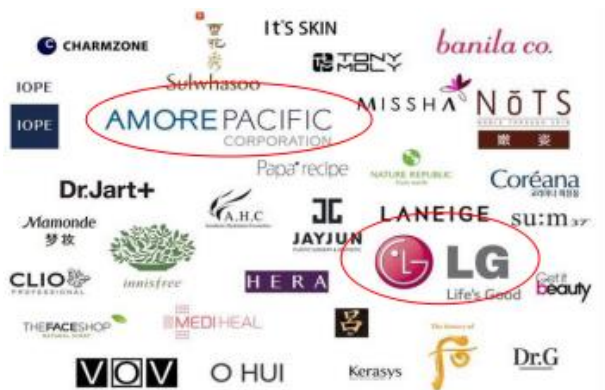
资料来源：华金证券研究所整理

五、韩国化妆品发展对国产化妆品启示

5.1、政策支持+企业创新，促使韩国化妆品快速发展

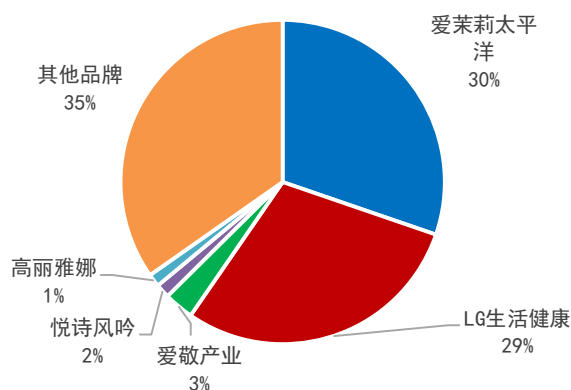
韩国化妆品的品牌很多，比如国人耳熟能详的高端奢侈品牌雪花秀、大众品牌悦诗风吟，产品涵盖奢侈、高端、大众三条路线。韩国有两大化妆品巨头，爱茉莉太平洋和 LG 生活健康，二者占韩国本土的化妆品市占份额接近 60%。

图 70：韩国化妆品主要品牌



资料来源：华金证券研究所

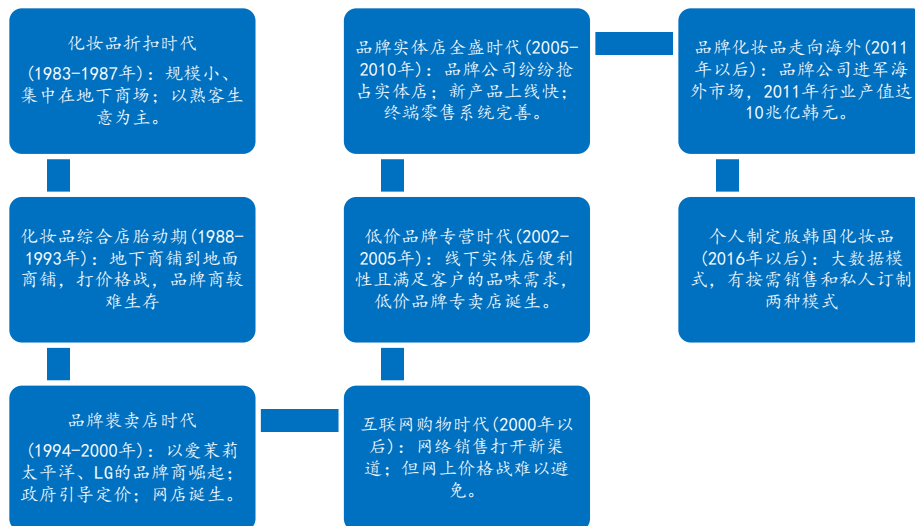
图 71：2017 年韩国本土的化妆品品牌 TOP5 市占率约 65%



资料来源：韩国保健产业振兴院；华金证券研究所整理

韩国化妆品的发展先后经历了八个阶段：化妆品折扣时代(1983-1987 年)→化妆品综合店胎动期(1988-1993 年)→品牌专卖店时代(1994-2000 年)→互联网购物时代(2000 年以后)→低价品牌专营时代(2002-2005 年)→品牌实体店全盛时代(2005-2010 年)→韩国品牌化妆品走向海外(2011 年以后)→个人定制版韩国化妆品(2016 年以后)。韩国化妆品的现代发展史也不过四十年，之所以快速崛起离不开政策的支持和企业自身的进步。

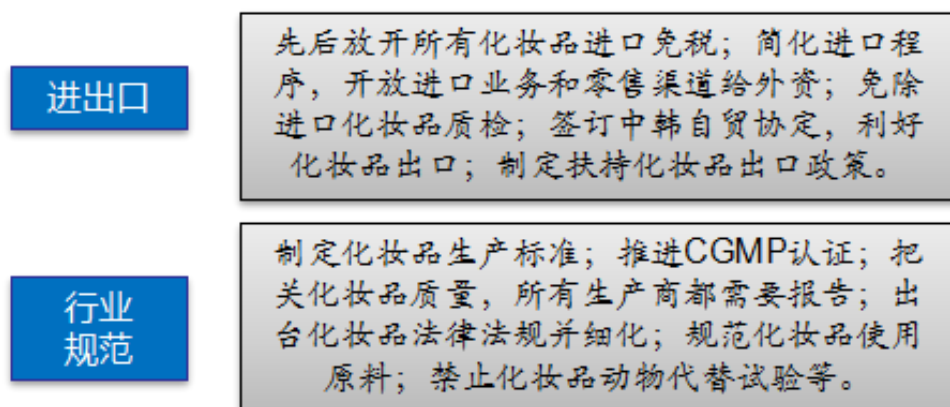
图 72：韩国化妆品发展八大阶段



资料来源：韩国《美容经济新闻》；华金证券研究所

放开进出口、提高行业标准，为本土企业创造良好环境。韩国对化妆品的政策引导体现在两个方面：1、先后放开所有化妆品进口免税，鼓励外资品牌走进来、本土品牌走出去，使得国内企业学习海外先进研发技术、营销模式；2、制定高标准的行业规范，推进 CGMP 认证，保障产品的安全性，让消费者购买放心。

图 73：韩国化妆品发展之快离不开政策支持



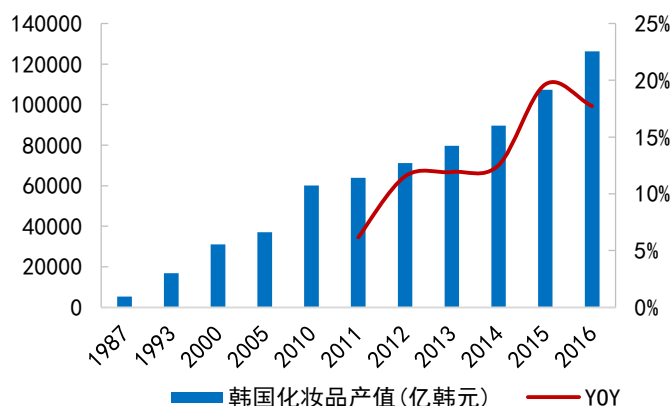
资料来源：富体美丽；华金证券研究所

企业自身方面加强研发，提高产品的功效。韩国化妆品有几大特色：1、天然性：有中草药、果蔬等植物提取物以及本土高丽参、海藻、火山灰等特产资源；2、高科技：韩国生物科技发展快，比如从蜗牛粘液里提取蜗牛霜；3、安全性：产品立法和标准方面要求高，产品安全性甚至

超过欧美及日系产品；4、适应性：亚洲与欧洲人皮肤有所区别，依托韩方进行产品研发；5、亲民性：韩国化妆品以大众消费作为主线，涵盖高中低三个档次；6、时尚性：化妆品的外观、标志、颜色都做的比较出色，对消费者吸引力强。

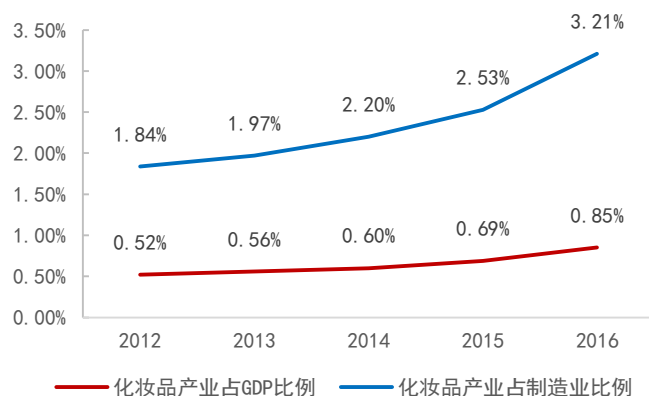
基于政策的支持，加上企业自身的进步，韩国化妆品产值得到快速发展，2016 年达到 12.63 万亿韩元，2010-2016 年的产值 CAGR 达到 16%；另外化妆品产业占 GDP、制造业的比重不断上升，显示景气度持续向好。

图 74：韩国化妆品产值情况(亿韩元)



资料来源：韩国《美容经济新闻》；华金证券研究所

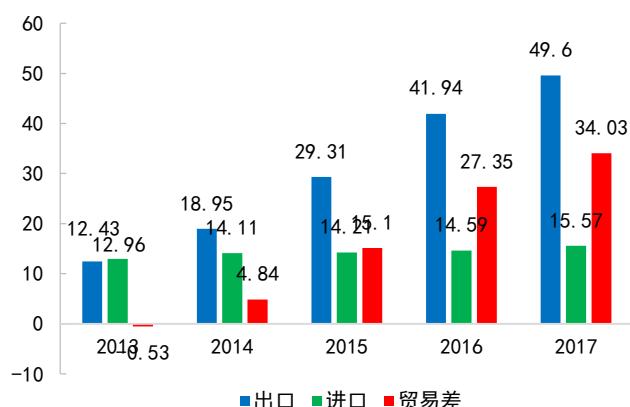
图 75：韩国化妆品产业占 GDP、制造业的比例不断上升



资料来源：韩国统计局；华金证券研究所

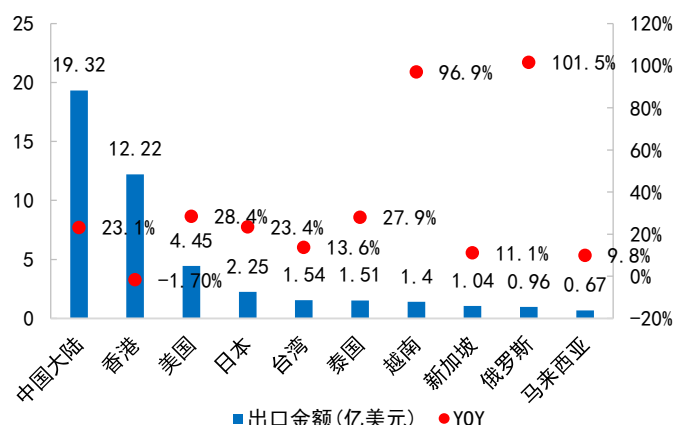
产品竞争力强，出口额连续四年实现贸易顺差。从出口额看，2017 年韩国化妆品出口额 50 亿美元，同比增长 18.3%，进口额 16 亿美元，同比增长 6.7%，贸易顺差 34.03 亿美元，连续四年实现贸易顺差；从出口对象看，2017 年韩国化妆品出口中国大陆 19.32 亿美元，同比增长 23.1%，位列第一，出口香港金额达到 12.22 亿美元，同比下滑 1.7%。总体上看，近四年韩国化妆品出口额 CAGR 达到 41.33%，显示出韩国化妆品品牌在国际影响力提升。

图 76：近五年韩国化妆品进口情况(亿美元)



资料来源：韩国保健产业振兴院；华金证券研究所

图 77：2017 年韩国化妆品出口国家情况(亿美元)

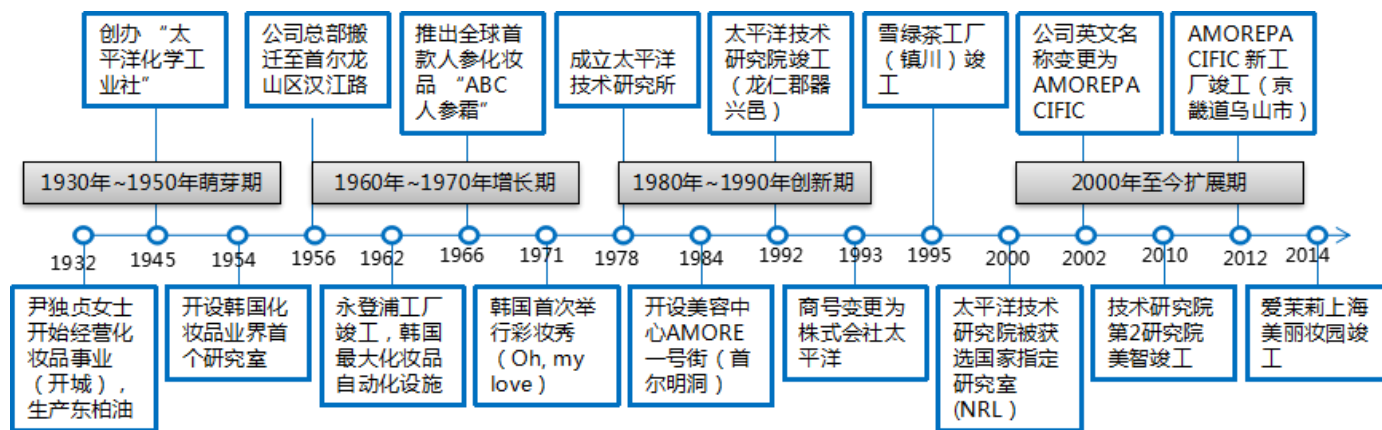


资料来源：韩国保健产业振兴院；华金证券研究所

5.2、重研发、强营销，成就韩国化妆品巨头爱茉莉太平洋

爱茉莉太平洋发展史可以分为四个阶段：1、1930-1950 年萌芽期，公司前身的创办；2、1960-1970 年增长期，成立研究所、并研发出多款全球领先的产品；3、1980-1990 年创新期，开设美容中心、创办研究院；4、2000 年至今的扩展期，完善技术研发，投资扩产并积极布局海外市场。

图 78：爱茉莉太平洋发展史



资料来源：公司官网；华金证券研究所

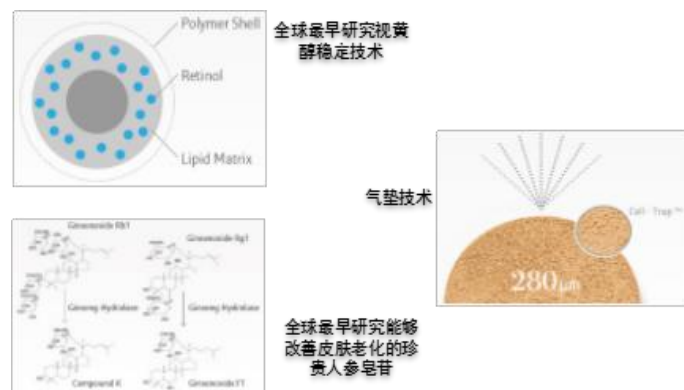
爱茉莉太平洋在研发上加强投入，涉及范围既包括像护肤、彩妆、个人护理之类的产品研究，还有皮肤科学、生物科技等基础性研究。公司对传统植物提取物的研究时间最早追溯上世纪 30 年代，先后对绿茶、人参、大豆和山茶进行研发提纯，分离出有效成分；近年来，公司还拥有全球领先的革新技术，比如公司是最早研究视黄醇稳定技术、最早研究能够改善皮肤老化的珍贵人参皂苷，强劲的研发水平保障公司的产品品质。

图 79：爱茉莉太平洋研发领域及上海研究所目标



资料来源：公司官网；华金证券研究所

图 80：公司全球领先的革新技术



资料来源：公司官网；华金证券研究所

表 7：公司对传统植物提取物的研究时间追溯上世纪 30 年代

传统原料	开始研发时间	核心功能
绿茶	上世纪 70 年代	抗老化，抗氧化，抗炎症，减肥
人参	上世纪 60 年代	抗老化，抗氧化，美白，提高免疫力
大豆	上世纪 80 年代	抗老化，美白，皮肤保湿，减肥
山茶	上世纪 30 年代	抗老化，抗氧化，肌肤保湿，滋润头皮、头发

资料来源：公司官网；华金证券研究所

除了重视研发外，在营销宣传上爱茉莉太平洋同样取得成功：2014 年热播韩剧《来自星星的你》进入大陆，剧中女主角使用多款公司产品，这也带动其收入在 2014 年同比增长 20.96%。公司的销售网络基本覆盖全球主要化妆品消费区域，如日韩、中国、东南亚和欧洲。

图 81：韩剧《来自星星的你》代言化妆品



资料来源：百度图片；华金证券研究所

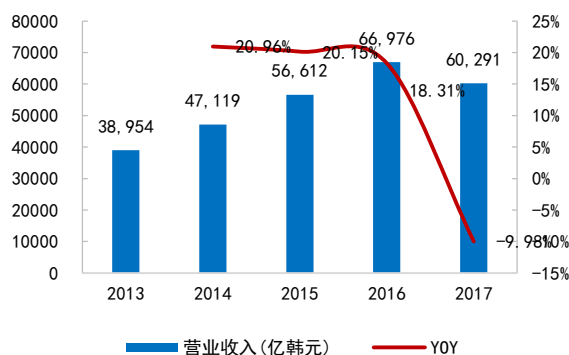
图 82：爱茉莉太平洋全球足迹



资料来源：公司官网；华金证券研究所

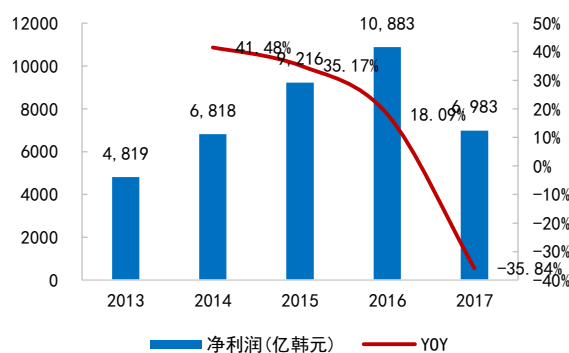
2017 年受韩国萨德事件影响，公司业绩有明显下滑，收入 60291 亿韩元，同比-9.98%，净利润 6983 亿韩元，同比下滑 35.84%，但毛利率依然维持相对高位，为 73.23%。

图 83：公司近五年的收入情况



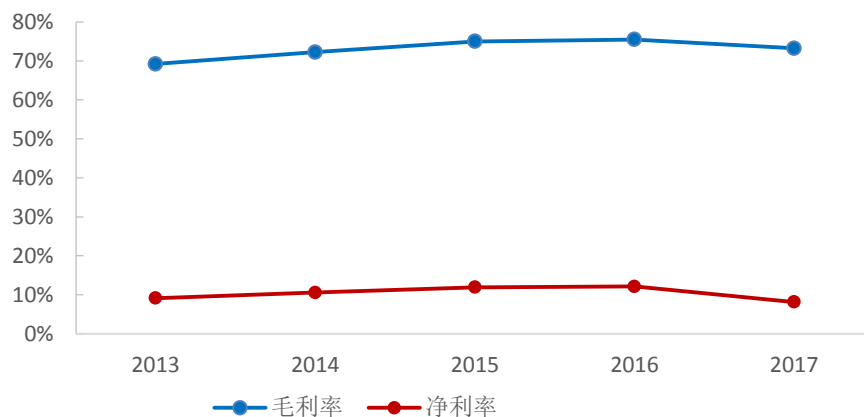
资料来源：公司年报；华金证券研究所

图 84：公司近五年净利润情况



资料来源：公司年报；华金证券研究所

图 85：公司近五年毛利率和净利率水平



资料来源：公司年报；华金证券研究所

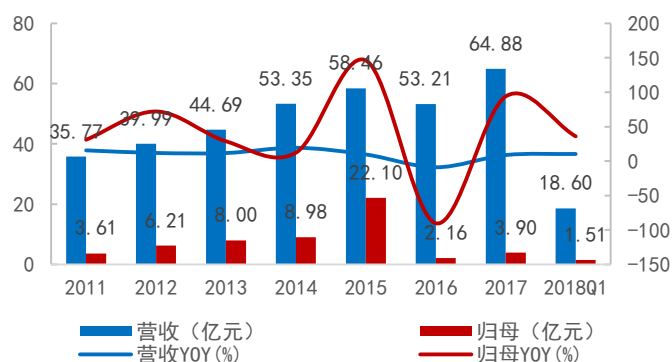
六、相关公司

6.1、上海家化：百年品牌，新管理层带来新机遇

- 品牌覆盖对象范围广：有大众品牌(如六神、美加净)，并顺应市场推出新品牌，如玉泽、一花一木；中高端品牌佰草集市占率稳步提升；整体品牌布局覆盖大众和中高端，满足不同消费者需求；
- 平安集团看好公司发展，要约收购公司 20%股权，且集团有协同效应，提供资本、客户、渠道优势；
- 股权激励业绩解锁条件高：未来 3 年考核营收、净利润复合增速不低于 24.28%和 36.8%。有望充分调动核心中层管理人员积极性，释放增长潜力，提振市场信心；
- 新管理层张东方：快消品领域经营丰富，五年带领维达业绩翻三倍。

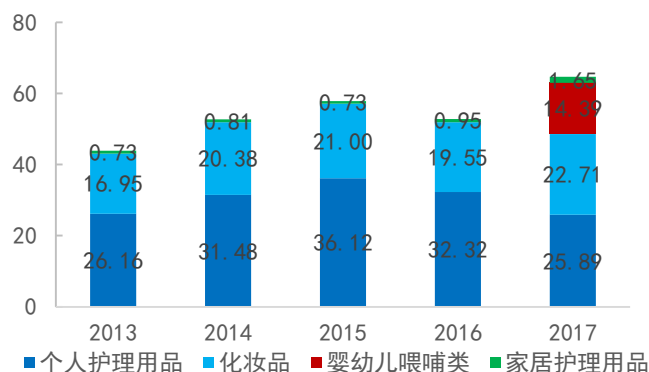
风险提示：行业竞争加剧，线下渠道扩张不及预期，新品推广不及预期。

图 86：上海家化收入和利润情况（亿元）



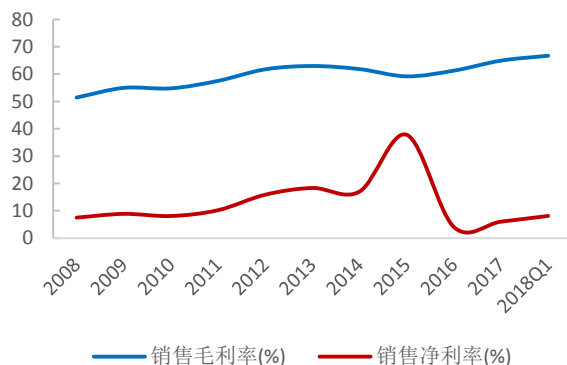
资料来源：wind；华金证券研究所

图 87：上海家化收入构成（亿元）



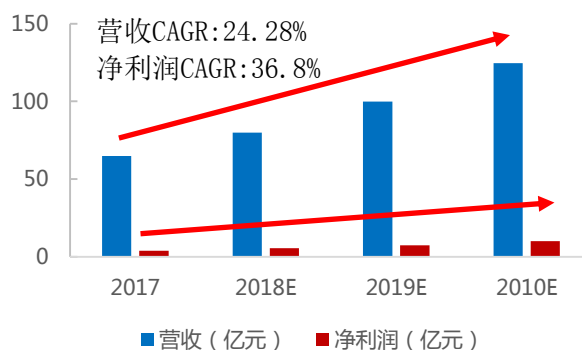
资料来源：wind；华金证券研究所

图 88：上海家化毛利率和净利率（%）



资料来源：wind；华金证券研究所

图 89：股权激励业绩解锁条件所达到收入和利润最低目标



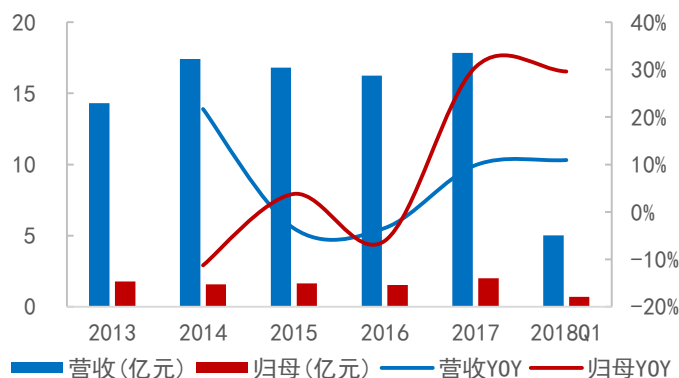
资料来源：wind；华金证券研究所

6.2、珀莱雅：单品牌店迅速扩张、电商高增长

- 多品牌覆盖护肤+彩妆。深耕大众护肤领域，主品牌“珀莱雅”定位于海洋护肤，其他品牌优资莱、悦芙媥、韩雅定位差异化，覆盖不同消费人群；
- 线下拓展商业综合体和单品牌店(优资莱计划 18、19 年底分别达到 500 家、1500 家)，线上电商渠道快速发展，三四线城市渠道下沉能力强，支持公司业绩高增长；
- 股权激励方案解锁条件高：未来 3 年考核营收、净利润复合增速不低于 32.5%和 32.4%，彰显管理层对公司发展的信心；
- 公司拥有较强的自主生产能力，90%以上产品由自己生产；公司拥有强劲的科研实力，建立了以创新为核心的专业研发体系。

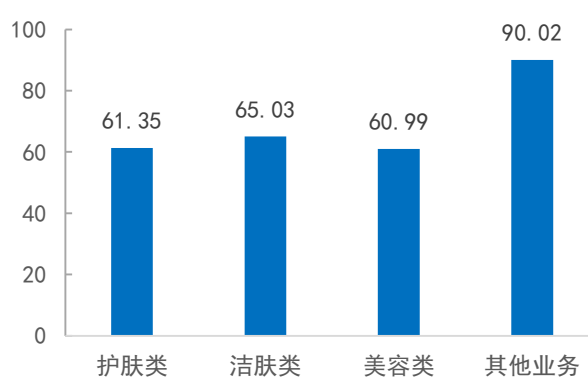
风险提示：行业竞争加剧，单品牌店拓展不及预期，新品推广不及预期。

图 90：珀莱雅收入和利润情况（亿元）



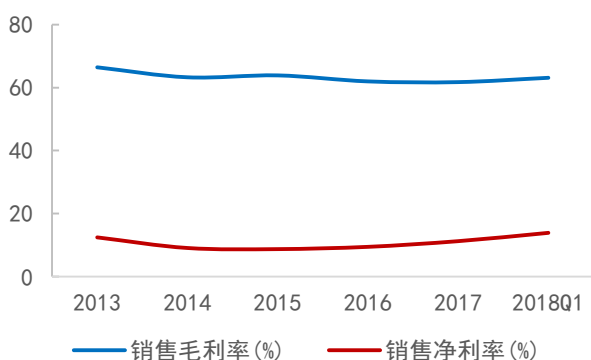
资料来源：wind；华金证券研究所

图 91：2017 年珀莱雅各项业务毛利率（%）



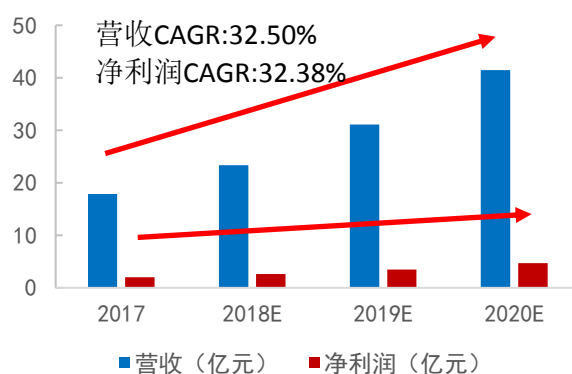
资料来源：wind；华金证券研究所

图 92：珀莱雅毛利率和净利率



资料来源：wind；华金证券研究所

图 93：股权激励业绩解锁条件所达到收入和利润最低目标



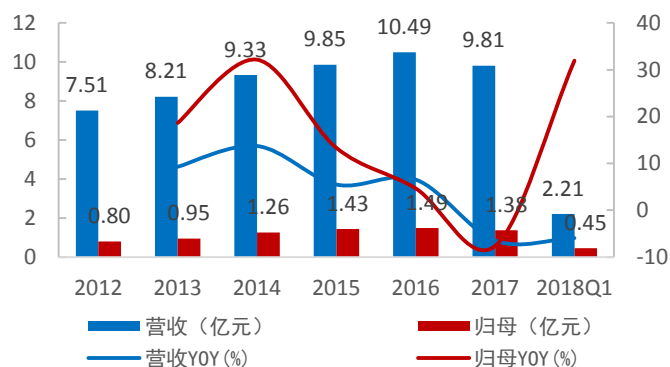
资料来源：wind；华金证券研究所

6.3、拉芳家化：护发领域老品牌，期待彩妆业务放量

- 根据目标消费群体的特点设计鲜明的品牌形象，拉芳、雨洁、美多丝分别定位为营养柔顺、头皮护理及去屑、修复受损头发，打造好用不贵的国货品牌；
- 持有宿迁百宝 20%股权，涉足社交内容电商，母婴流量精准变现；
- 设立美妆产业基金+收购蜜妆信息 26.8%股权，步入美妆领域值得期待；
- 采取因地制宜的“双渠驱动”营销策略，已进入沃尔玛、家乐福、易初莲花等知名商超。

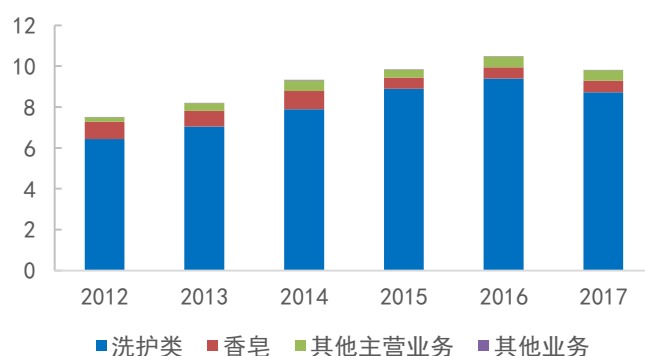
风险提示：销售品类单一；募投项目建成及达产进度或不及预期等风险；商超渠道有待扩大和完善。

图 94：拉芳家化收入和利润情况（亿元）



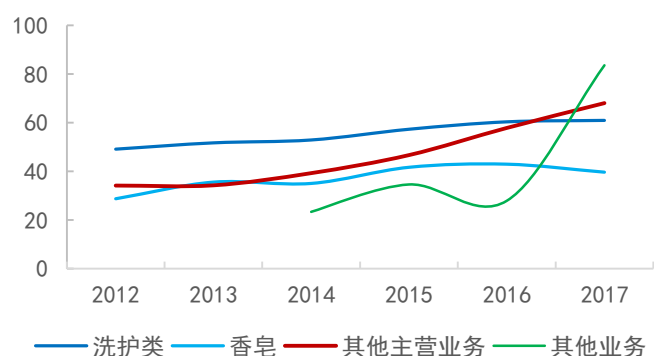
资料来源：wind；华金证券研究所

图 95：拉芳家化收入构成（亿元）



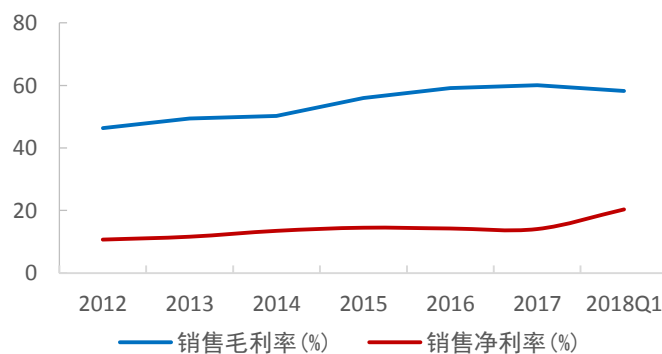
资料来源：wind；华金证券研究所

图 96：拉芳家化各项业务毛利率（%）



资料来源：wind；华金证券研究所

图 97：拉芳家化毛利率和净利率



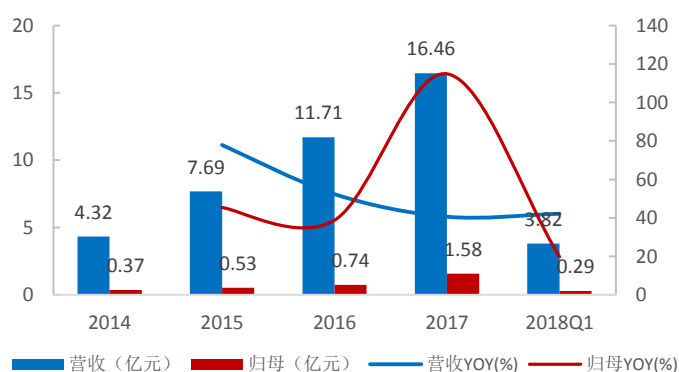
资料来源：wind；华金证券研究所

6.4、御家汇：电商面膜龙头，收购阿芙精油补线下短板

- 互联网销售起家的淘品牌，线上渠道优势明显，与天猫、淘宝网、唯品会、京东、小红书等国内外多家主流网上商城建立了深度合作关系；顺应线上/线下全渠道互通的趋势，线下布局进展顺利，入驻了屈臣氏、沃尔玛等；
- 培育丰富品牌线：公司品牌矩阵和品牌梯队建设已见成效，拥有御泥坊、小迷糊、花瑶花、师夷家、薇风等自主品牌；代理城野医生、丽得姿、OGX 国际品牌；
- 收购阿芙精油母公司北京茂思商贸有限公司 55% 股权，借阿芙精油 400 多家专柜补线下渠道短板，同时进军精油领域，改善营收过度依赖面膜局面；
- 拟投资 8 亿元在长沙高新技术产业开发区建设全球面膜智能生产基地，完善公司战略布局和产能布局，提高公司智能化生产水平。

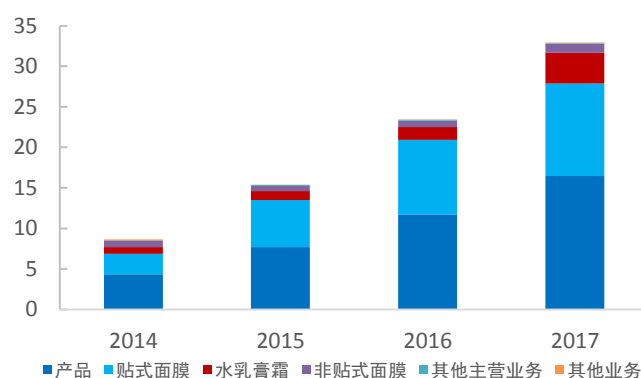
风险提示： 市场需求波动风险，市场竞争加剧风险，新品推广不达预期。

图 98：御家汇收入和利润情况（亿元）



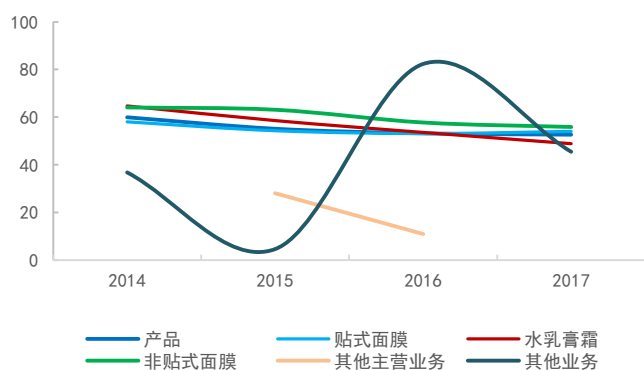
资料来源：wind；华金证券研究所

图 99：御家汇收入构成（亿元）



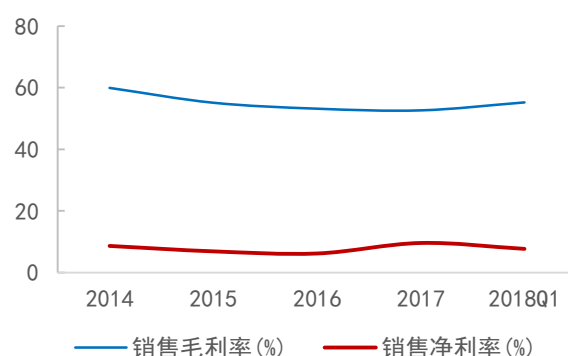
资料来源：wind；华金证券研究所

图 100：御家汇各项业务毛利率（%）



资料来源：wind；华金证券研究所

图 101：御家汇毛利率和净利率



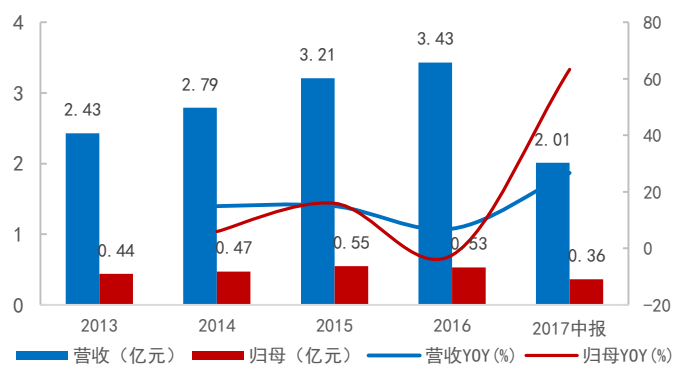
资料来源：wind；华金证券研究所

6.5、毛戈平：布局美容产业链，本土高端彩妆创新者

- 公司以著名化妆师毛戈平命名，毛戈平曾为多部电影、电视和舞台剧进行化妆造型设计；
- 彩妆为主护肤为辅，彩妆“MGPIN”定位高端，“至爱终生”定位大众，覆盖不同人群；
- 高端品牌“MGPIN”国内百货商场渠道销售业绩良好，2015 年销量位列 11，百货商场 TOP15 高端彩妆中唯一中国品牌；
- 开设化妆培训公司和学校，业务营收占比 10%。同时形成美容产业链，增加客户粘性；
- 定位国内中高端化妆品，产品毛利率保持 83%，高于国际大牌欧莱雅、资生堂等。

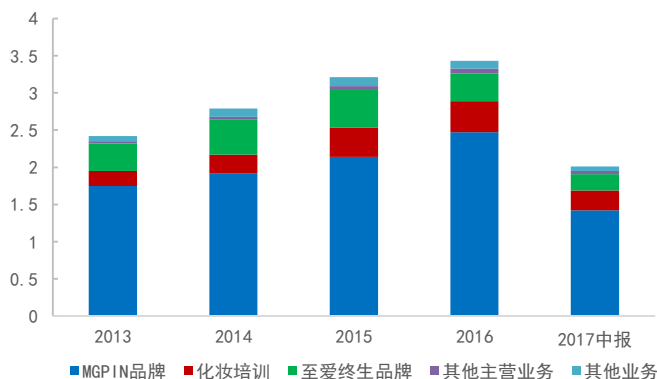
风险提示：研发费用率不足 1%，产品缺乏技术竞争力；“至爱终生”品牌采用买断式经销，渠道管控难度大。

图 102: 毛戈平收入和利润情况 (亿元)



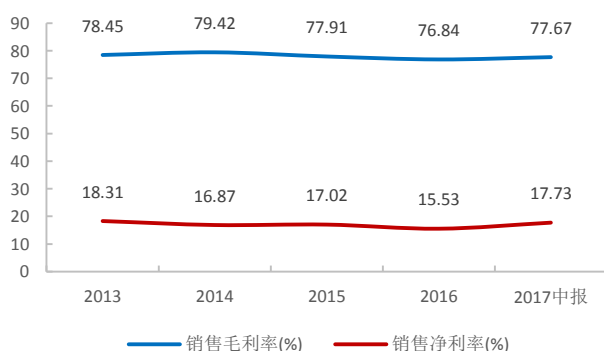
资料来源: wind; 华金证券研究所

图 103: 毛戈平收入构成 (亿元)



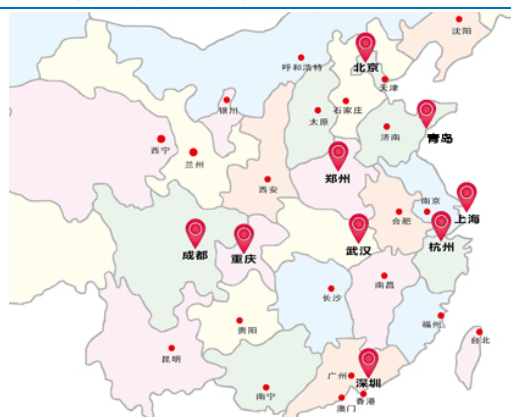
资料来源: wind; 华金证券研究所

图 104: 毛戈平毛利率和净利率 (%)



资料来源: wind; 华金证券研究所

图 105: 毛戈平培训学校布局



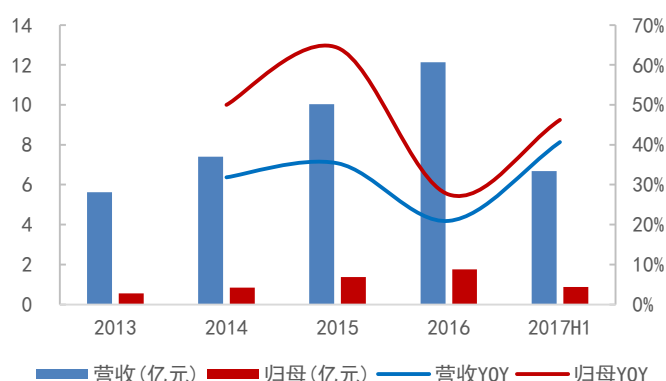
资料来源：招股说明书；华金证券研究所

6.6、诺斯贝尔：ODM/OEM 龙头，研发强劲保障优质客户

- 拥有大批无纺布及化妆品研发人才，研发实力雄厚，建立了完整的质量、环保、安全管理体系；
- 建立韩国研究所，与韩国知名研究人员和专家、著名高校以及相关国家研究所开展合作，获得创新型技术支持、最新韩国市场信息和化妆品趋势；
- 与全球知名品牌建立 ODM、OEM 合作关系，如屈臣氏、妮维雅、佰草集、曼秀雷敦等。

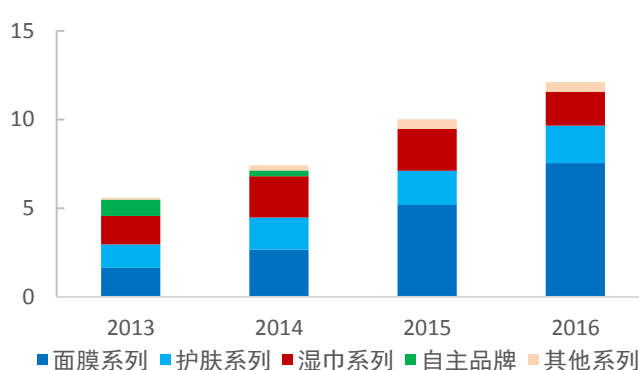
风险提示：市场需求波动风险，客户集中度较高的风险，核心技术更新换代的风险。

图 106：诺斯贝尔收入和利润情况（亿元）



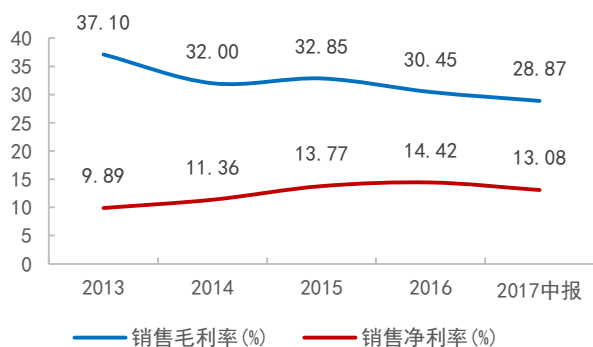
资料来源：wind；华金证券研究所

图 107：诺斯贝尔收入构成（亿元）



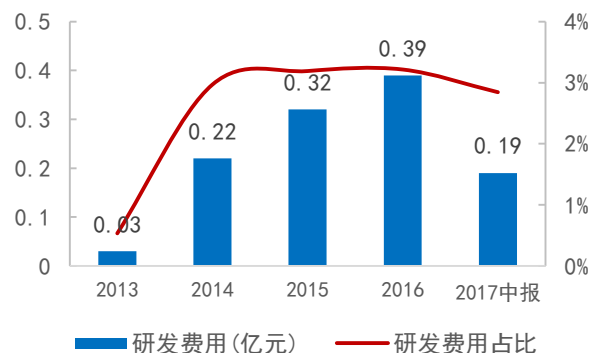
资料来源：wind；华金证券研究所

图 108：诺斯贝尔毛利率和净利率



资料来源：wind；华金证券研究所

图 109：诺斯贝尔研发费用（亿元）及占比（%）



资料来源：wind；华金证券研究所

表 8：主要公司估值情况

代码	名称	EPS(元)				PE			
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600315.SH	上海家化	0.58	0.80	1.07	1.40	63.73	43.45	32.61	24.78
603605.SH	珀莱雅	1.00	1.32	1.70	2.22	28.61	31.47	24.43	18.73
300740.SZ	御家汇	1.32	0.80	1.09	1.42		37.34	27.48	21.08
603630.SH	拉芳家化	0.79	0.82	0.95	1.10	34.69	19.59	16.75	14.51

资料来源：wind 一致预期；华金证券研究所；最新 2018/08/10

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、齐莉娜声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn