



投资评级:增持(维持)

化妆品专题报告之一

化妆品消费东风已至,“国妆”踏上复兴之路

最近一年行业指数走势



联系信息

陶冶

分析师

SAC 证书编号: S016051711002

taoye@ctsec.com

陈俊希

联系人

chenjunxi@ctsec.com

021-68592286

相关报告

投资要点:

● 本土化妆品发展走过曲折之路,新时代再获新动力

化妆品并不是“舶来品”,我国古代就有妆粉、胭脂等化妆用品,近代谢馥春、孔凤春等化妆品都在国际舞台崭露头角,建国后百雀羚、大宝等产品也深受国人喜爱。国际品牌大举进军中国市场是在上世纪 90 年代,通过收购等方式,挤压国货化妆品发展空间,占据了绝大多数的市场份额。到 2010 年之后,线上消费受到越来越多人关注,年轻本土品牌立足网店销售,同时借消费升级深耕三线以下城市,取得了不错的业绩;老品牌专注形象升级,同样依托新媒体渠道,再次步入消费者视野。在大众化妆品市场,近五年前 20 名中“国妆”市占率从 2012 年的 10.8% 快速增至 2017 年的 20.9%,新时代造就的新动力引导“国妆”踏上复兴之路。

● 我国化妆品市场空间广阔,“国妆”依托国人消费特点发展机遇较大

中国在 2011 年超越日本成为世界第二大化妆品消费国,市场规模占到全球市场的 11.5%。作为化妆品新兴市场,化妆品消费处于快速增长阶段,2017 年化妆品市场规模达到 3,616 亿元,同比增速达到 9.6%,6 年 CAGR 高达 7.7%。而在消费特征上,由于收入水平原因,国人主要选购大众化妆品,同时和日韩消费者相似,国人更偏爱护肤产品,消费人群集中于 35 岁以下消费者。从化妆品消费特点来看,布局大众消费,主打护肤品,同时借助新晋明星艺人塑造年轻品牌形象的“国妆”获得了更大的发展机遇。

● 精准营销、渠道拓展和民族文化成为“国妆”复兴方向

通过中外化妆品品牌对比,我们发现在营销和研发投入上,本土品牌已经在奋力追赶国际大牌。相比之下,“国妆”更注重精准营销,针对年轻消费群体,运用微博等新媒体宣传品牌产品,依托新零售,线上线下联动,借力联名合作、“快闪店”等方式打造爆款,提高产品销量和品牌知名度。同时,本土化妆品注重渠道拓展,重视网店运营管理,深耕三线以下城市销售渠道。此外,以“草本”、“汉方”、“珍珠”等民族传统护肤方式为核心亮点,走不同于欧美、日韩化妆品的产品研发方向,通过差异化发展使“国妆”更适合国人使用。

● 建议关注

上海家化、珀莱雅、御家汇、青岛金王

● 风险提示:竞争风险,化妆品安全风险,新产品研发进度不及预期。

表 1:重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (08.16)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
603605	珀莱雅	82.62	41.31	1.00	1.36	1.85	41.31	30.38	22.33	增持

数据来源:Wind,财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财,财通天下

内容目录

1、 我们的观点	4
2、 化妆品发展简史：集团化为大势所趋，“国妆”新世纪再获新机遇	5
2.1 集团化运营是国际化妆品品牌的发展方向	5
2.2 国妆历经沉浮，新世纪再迎新机遇	8
3、 三维度解析我国化妆品市场：“刚需”空间大，“国妆”发展动力足	11
3.1 市场概况：中国化妆品市场增速快，国际品牌占据主要市场份额	11
3.2 消费特征：大众化妆品占比高，高端化妆品增速较快	13
3.3 消费偏好：护肤品占据半壁江山，彩妆关注度快速提升	14
3.4 消费人群：消费渐趋年轻化，人均消费额提升空间大	16
3.5 国妆消费方向：三四线城市消费力提升，电商渠道红利催生新兴品牌	17
4、 中外化妆品品牌对标：“国妆”有望后来居上	20
4.1 品牌形象：国际品牌产品线丰富，本土品牌专注差异化竞争	20
4.2 研发：国际品牌资金优势明显，本土品牌研发投入有所上升	22
4.3 营销：中外品牌营销手段类似，流量时代数字营销为王	23
5、 民族文化定位、精准营销、渠道拓展：“国妆”踏上复兴之路	26
5.1 民族文化注入本土化妆品，追本溯源是主要卖点	26
5.2 精准营销打开国货销量，线上线下联动重塑品牌形象	27
5.3 化妆品消费仍处于大众阶段，渠道下沉+重视网店助力本土品牌异军突起	32
6、 建议关注	35
7、 风险提示	37

图表目录

图 1：欧美化妆品产业历经本土单品孵化→品牌创立+营销推广→集团并购三阶段	6
图 2：日本化妆品产业经历本土品牌创立→欧美品牌抢占市场→本土品牌崛起三阶段	7
图 3：韩国化妆品产业经历小作坊生产→产品规范化→加速海外拓展+集团格局成型三阶段	7
图 4：国产化妆品产业经历本土品牌繁荣→外来品牌快速占据市场→本土品牌逐渐复苏	8
图 5：上世纪 80 年代到 20 世纪末我国人均化妆品消费迅速提升（单位：元）	9
图 6：21 世纪初至 2010 年我国人均化妆品消费逐渐攀升（单位：元）	9
图 7：2010 年至今我国人均化妆品消费增速趋缓（单位：元）	10
图 8：近几年我国排名前 20 的国产化妆品公司市占率显著提升	10
图 9：全球化妆品市场呈现出一定的波动性	11
图 10：中国化妆品市场持续快速增长	11
图 11：中国化妆品消费额/可支配收入比例稳定，表明化妆品趋近刚性需求	12
图 12：中国化妆品市场增速高于世界平均水平	12
图 13：中国为世界第二大化妆品消费国	12
图 14：我国大众化妆品占比高，高端化妆品增速较快（单位：亿元）	14
图 15：2017 年全球化妆品行业品类分布	15
图 16：2017 年中国化妆品市场护肤品占比高达 52%	15
图 17：2005-2017 年我国化妆品品类结构有所变化	15
图 18：2017 年我国化妆品行业主要增长动力来自护肤品和彩妆	16

图 19: 80 后与 90 后为主要网购化妆品消费者.....	17
图 20: 微博关注化妆品用户 66.6%为 1990 年后出生 (2017 年统计数据) ..	17
图 21: 中国化妆品人均消费额偏低 (2017 年, 单位: 美元)	17
图 22: 我国化妆品消费占人均可支配收入比例较低.....	17
图 23: 全国重点大型零售企业化妆品零售额同比变动率二三线城市高于一线	18
图 24: 2016 年三线以下城市消费额增长指数高于一二线城市	18
图 25: 我国线上化妆品销售占比增长迅速.....	19
图 26: 中国化妆品公司线上销售占比增长迅速.....	19
图 27: 国际集团研发费用率在 1.5%-3.5%之间	22
图 28: 中国公司研发费用率逐渐接近世界平均水平.....	22
图 29: 中外公司 2017 年研发费用净额差距大 (单位: 百万美元)	23
图 30: 中外公司销售与管理费用率在 40%-70%的区间	23
图 31: 国际集团营销费用率差异较大	24
图 32: 中国公司营销费用率与国际集团持平.....	24
图 33: 雅诗兰黛邀请杨幂做亚太地区代言人.....	24
图 34: 美宝莲邀请陈伟霆代言新品口红	24
图 35: 部分优质“国妆”产品均有深厚的历史积淀与良好的口碑.....	26
图 36: 化妆品营销全产业链	28
图 37: 微博和美妆 App 等新媒体成为用户了解化妆品的首选渠道.....	28
图 38: 2018Q1 微博月活用户超 4 亿	29
图 39: 2017 年含有化妆品的博文在 40 亿以上.....	29
图 40: 2017 年微博关注大众化妆品的用户中 74.1%为 1990 年后出生	30
图 41: 移动端看剧人群中 70%在 30 岁以下 (2017 年)	30
图 42: 超过 45%的古代近代电视剧植入化妆品广告 (2017 年)	30
图 43: 线下肯德基门店运用玛丽黛佳口红主题装饰风格.....	31
图 44: 玛丽黛佳定期举办艺术展.....	32
图 45: 玛丽黛佳在上海龙之梦设置快闪店.....	32
图 46: 2017 年化妆品线上消费渗透率达 43%.....	32
图 47: 消费人群中 50%来自高校师生和小城镇居民 (2017 年)	32
图 48: 护肤品和彩妆年消费额集中在 3000 元以下 (2017 年)	33
图 49: 日本与韩国人均化妆品支出占可支配收入的比例均增长缓慢	33
图 50: 单支护肤品消费额在 250 元以下的消费者占比近 70% (2017 年) ...	34
表 1: 集团化是国际化妆品公司的发展方向.....	5
表 2: 中国化妆品市场集中度低, 且主要市场份额由国外公司占据 (2017 年)	12
表 3: 中国化妆品市占率提升明显 (2017 年)	13
表 4: 2017 年中国前 20 大众化妆品品牌市场中本土公司市场份额合计达到 20.9%	14
表 5: 国产品牌在天猫双十一日销量居前	19
表 6: 宝洁、联合利华、花王主营基础日化, 欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等主营	20
高阶日化.....	20
表 7: 雅诗兰黛旗下主要品牌形象鲜明	21
表 8: 御家汇旗下品牌主要以本土文化为主.....	22
表 9: 国产化妆品品牌形象多与天然、草本、植物相关.....	27
表 10: 部分国产化妆品包装将现代设计与传统文化结合, 造就高颜值国货 ..	27
表 11: 本土品牌自然堂与 TFBOYS 合作收获了极高微博关注度.....	29
表 12: 微博 KOL 本土口红品牌首推玛丽黛佳 (2017 年)	31

1、我们的观点

1、化妆品自古以来就是国人日常生活“标配”，具有刚需属性

化妆品并不是“舶来品”，我国古代就有妆粉、胭脂等化妆用品，近代谢馥春、孔凤春等化妆品都在国际舞台崭露头角，建国后百雀羚、大宝等产品也深受国人喜爱。国际品牌大举进军中国市场是在上世纪 90 年代，通过收购等方式，挤压国货化妆品发展空间，占据了绝大多数的市场份额。到 2010 年之后，线上消费受到越来越多人群的关注，年轻本土品牌立足网店销售，同时借消费升级深耕三线以下城市，取得了不错的业绩；老品牌专注形象升级，同样依托新媒体渠道，再次步入消费者视野。我们认为，化妆品在本土市场拥有天时地利人和的良好条件，自古以来就是国人，尤其是女性的必需用品，消费驱动力较强。

2、国内化妆品市场空间广阔，远未及行业天花板

中国在 2011 年超越日本成为世界第二大化妆品消费国，市场规模占到全球市场的 11.5%。作为化妆品新兴市场，化妆品消费处于快速增长阶段，2017 年化妆品市场规模达到 3,616 亿元，同比增速达到 9.6%，6 年 CAGR 高达 7.7%。在大众化妆品市场，近五年前 20 名中“国妆”市占率从 2012 年的 10.8%快速增至 2017 年的 20.9%，新时代造就的新动力引导“国妆”快速成长。我们认为，国内化妆品市场远未及行业天花板，“国妆”通过差异化优势有望继续扩大市场份额。

3、依托民族文化、精准营销和渠道拓展，“国妆”走上复兴之路

本土化妆品以“草本”、“汉方”、“珍珠”等民族传统护肤方式为核心亮点，走不同于欧美、日韩化妆品配方方向，通过差异化发展使“国妆”更适合国人使用。通过中外化妆品品牌对比，我们发现在营销和研发投入上，本土品牌已经在奋力追赶国际大牌。相比之下，“国妆”更注重精准营销，针对年轻消费群体，运用微博等新媒体宣传品牌产品，依托新零售，线上线下联动，借力联名合作、“快闪店”等方式打造爆款，提高产品销量和品牌知名度。同时，本土化妆品注重渠道拓展，重视网店运营管理，深耕三线以下城市销售渠道。多项产品和销售战略的合理运用，助力“国妆”走上复兴之路。

推荐珀莱雅(603605)：1) 股权激励彰显管理层信心；2) 线上新晋拓展、线下传统强势，渠道优势明显；3) 珀莱雅品牌+全品类布局+单品牌店，几乎涵盖全部化妆品类别，未来新产品依托已有渠道空间较大。

另外建议关注：上海家化、御家汇、青岛金王

2、化妆品发展简史：集团化为大势所趋，“国妆”新世纪再获新机遇

近现代化妆品产业起源于欧洲，从18世纪法国药剂师Guerlain开设的香水小铺，到如今标准化生产，化妆品已成为一个受众群体广、品牌驱动性强、集团化运营优势显著的行业。

2.1 集团化运营是国际化妆品品牌的发展方向

纵观全球化妆品产业发展，欧美与日韩等化妆品巨头均经历了“品牌创立→多元化发展→频繁并购建立化妆品集团”的路径，目前已形成包括法国欧莱雅、美国雅诗兰黛、法国LVMH、日本资生堂、韩国爱茉莉太平洋等化妆品巨头。之所以集团化发展成为主流，主要由于日化用品行业进入壁垒较低，产品同质化导致用户粘度较低，单一化妆品品牌难以在全品类竞争中拔得头筹，因此各大公司倾向于通过并购来丰富产品品类，布局更多目标人群与细分市场，进而形成了集团化竞争格局。

表1：集团化是国际化妆品公司的发展方向

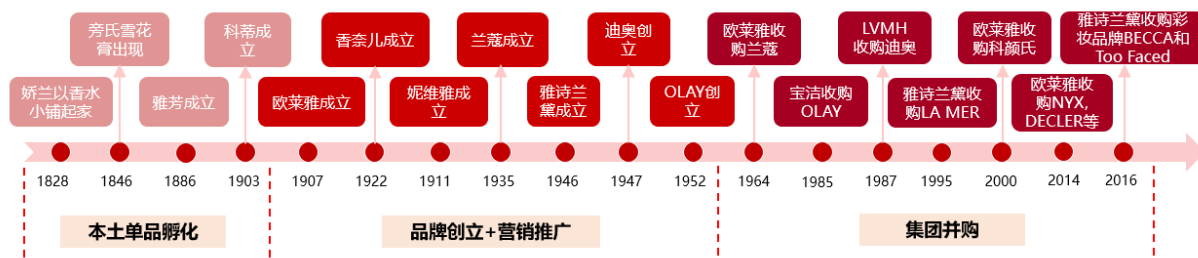
集团名称	美妆品类	细分品类	品牌
欧莱雅 L'ORÉAL PARIS	护肤品类	一线品牌	HR(赫莲娜)
		二线品牌	Lancome(兰蔻)、Biotherm(碧欧泉)
		三线及以下	L'oreal Paris(巴黎欧莱雅)、Kiehl's(科颜氏)、Yue-sai(羽西)、美爵士、小护士、美即、Garnier(卡尼尔)、Baxter of California
	其他品类	药妆	LaRoche-Posay(理肤泉)、Vichy(薇姿)、Skin Ceuticals(修丽可)
		彩妆	Giorgio Armani(阿玛尼)、Lancome(兰蔻)、Maybelline(美宝莲)、YSL(圣罗兰)、Shu Uemura(植村秀)、L'oreal Paris(巴黎欧莱雅)、NYX、Urban Decay、Dermablend、Essie
		香水	Giorgio Armani(阿玛尼)、Ralph Lauren(拉尔夫劳伦)、Cacharel、VIKTOR&ROLF、Maison Martin Margiela、Diesel(迪塞尔)
		美发	L'Oreal Professionnal(欧莱雅专业美发)、Kerastase(卡诗)、Matrix(美奇丝)、Mizani、Carol's Daughter、Softsheen Carson、Redken、Pureology
		美容仪器	Clarisonic(科莱丽)
雅诗兰黛 ESTÉE LAUDER	护肤品类	一线品牌	LA MER(海蓝之谜)
		二线品牌	Estee Lauder(雅诗兰黛)、Clinique(倩碧)、Origins(悦木之源)
		三线及以下	Lab Series(男士护肤)、RODIN olio lusso、Glam Glow
	其他品类	药妆	Darphin(迪梵)
		彩妆	Tom Ford Beauty、Bobbi Brown、Smashbox、Becca、M.A.C、Too Faced
		香水	Jo Malone(祖马龙)、Tommy Hilfiger、DKNY、Aramis、BeautyBank、Tory Burch、Aerin、Donna Karan、Frédéric Malle、Ermenegildo Zegna、Kilian、Kiton、LeLabo、Michael Kors
		美发	Aveda、Bumble and bumble
资生堂 SHISEIDO KINZA TOKYO	护肤品类	一线品牌	CPB(肌肤之钥)、IPSA(茵芙莎)、The Ginza
		二线品牌	Shiseido(资生堂)、Dicila(蒂思岚)
		三线及以下	Aqualabel(水之印)、Aupres(欧珀莱)、ANESSA(安耐晒)、dprogram、Elixir(怡丽丝尔)、Ettusais(艾杜莎)、HAKU、Prior、Pure&Mild(泊美)、Revital Granas、Urara(悠莱)、Senka(洗颜专科)
	其他品类	药妆	Avene(雅漾)
		彩妆	Laura Mercier、Bare Minerals、Benefique、NARS、Integrate、Majolica Majorca、

爱茉莉太平洋 AMOREPACIFIC			Maquillage(心机彩妆)、ZA
		香水	ELIE SAAB、ISSEYMIYAKE(三宅一生)、Narciso Rodriguez、SergeLutens
		个人洗护	AG Deo 24、Aqualine(水之密语)、Ma Cherie、Sea Breeze、TSUBAKI(丝蓓绮)、UNO(男士品牌)
	护肤品类	一线品牌	Sulwhasoo(雪花秀)、AmorePacific(爱茉莉太平洋)
		二线品牌	Lirikos、IOPE、Verite、LANEIGE(兰芝)
		三线及以下	Mamonde(梦妆)、Innisfree(悦诗风吟)、Primera、HANYUL、MIREPA(男士护肤)、ILLI(一理)、AESTURA(医疗美容)
	其他品类	彩妆	Innisfree(悦诗风吟)、Espoir(艾丝珀)、Hera(赫拉)、Etude House(伊蒂之屋)、ARITAUM
		香水	LolitaLempicka、ANNICKGOUTAL、ODYSSEY(男士香水)
		内服美容	VITALBEAUTY
		个人洗护	AYUNCHE、吕、Mise-en-scene、Happy Bath、MEDIAN、Songyum、Dantrol、AMOSPROFESSIONAL
		美容仪器	Makeon

数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

- 欧美化妆品的产业化历经了“本土单品孵化→品牌创立+营销推广→集团并购”三个阶段。欧洲自十九世纪起，在法国国王路易十四的推动下，化妆品市场有香水、雪花膏、洗发乳等单品出现。进入到二十世纪，欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛、妮维雅等品牌陆续创立。在此期间，美国化妆品市场因幸免于二战与二战的战火而发展迅速，成为化妆品行业的后起之秀。自上世纪 80 年代起，欧莱雅、雅诗兰黛等公司陆续开始进入快速扩张阶段，大举并购多品类化妆品公司，通过收购与公司互补的品牌快速丰富、完善集团的品牌体系。目前，欧美化妆品已呈现出以欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁、LVMH 等巨头为核心的版图，这些巨头占据了绝大部分高端化妆品市场。

图1：欧美化妆品产业历经本土单品孵化→品牌创立+营销推广→集团并购三阶段

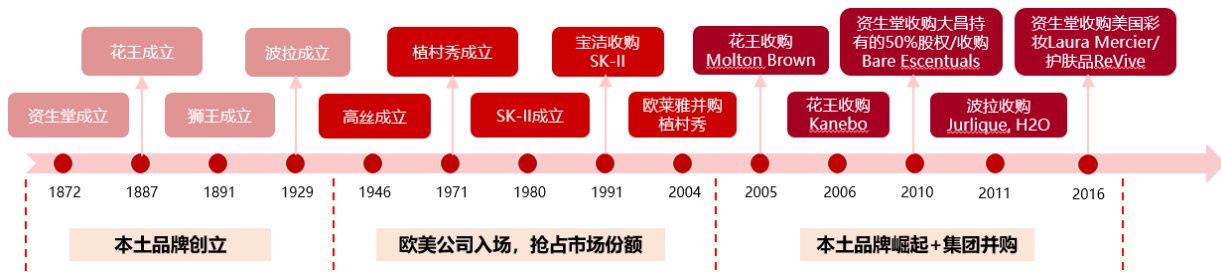


数据来源：财通证券研究所根据行业信息整理

- 日本化妆品市场的发展经历了“本土品牌创立→欧美品牌抢占市场→本土品牌崛起+集团并购”三大阶段。尽管几大巨头资生堂、花王、狮王等集团在 19 世纪末已经成立，但直到二战后的 50 年代，日本化妆品品牌才开始迅速崛起。此后海外几大品牌陆续入场，抢占部分市场份额，并收购 SK-II、植村秀等著名品牌。进入到 21 世纪，日本本土化妆品集团开始大举进行本土

与跨境并购，在借鉴西方优势的同时精准定位本土市场，使得本土品牌市场份额有所回升，市场格局也渐趋稳定，最终形成花王、资生堂、宝丽三大化妆品集团。

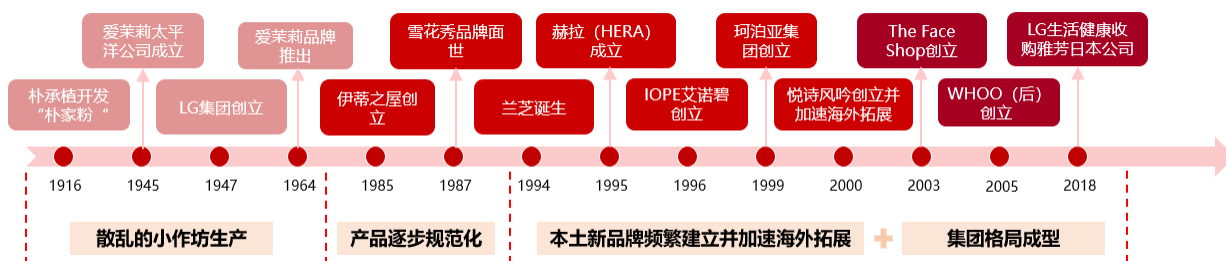
图2：日本化妆品产业经历本土品牌创立→欧美品牌抢占市场→本土品牌崛起三阶段



数据来源：财通证券研究所根据行业信息整理

- 韩国化妆品产业经历了“散乱的小作坊生产→产品逐步规范化→加速海外拓展→集团格局成型”的发展历程。韩国化妆品始于日本占领时期的1916年，由朴承植开发出“朴家粉”开始。在50-60年代韩国化妆品呈现“小、散、乱”的局面。随后70-90年代，随着政策逐步规范和经济的快速发展，韩国化妆品驶入发展快车道，并于90年代起加速海外拓展，在此期间也出现了爱茉莉、LG生活健康等优质企业，为后续集团巨头的诞生奠定了基础。

图3：韩国化妆品产业经历小作坊生产→产品规范化→加速海外拓展+集团格局成型三阶段



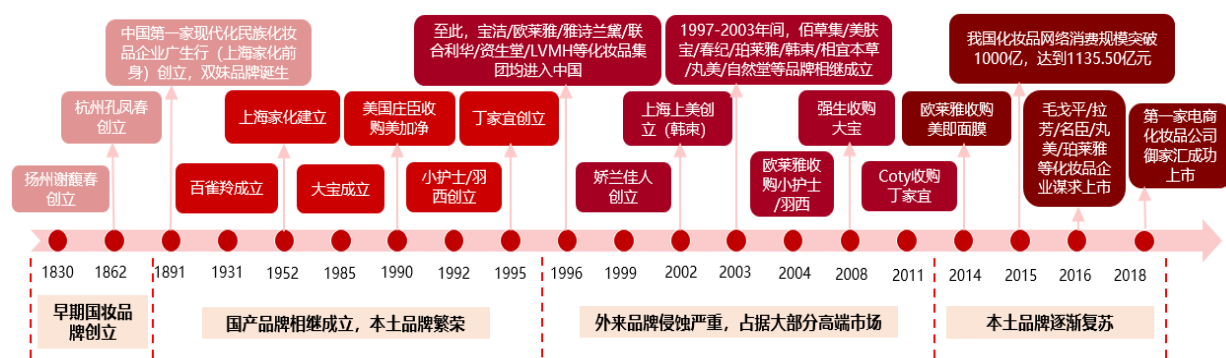
数据来源：财通证券研究所根据行业信息整理

综合来看，各国化妆品产业虽然发展历程各异，但最终殊途同归，形成了几大化妆品集团的竞争格局。主要原因有三点：一是化妆品单品用户粘度低且行业门槛普遍不高，单品牌在市场上较难保持竞争优势，集团化运营可保证集团内各品牌形成定位、客户群体间的互补，保证集团长期的竞争优势；二是集团的全品类、多品牌有利于分散单品牌销售额短期波动，可使集团在应对经济危机或消费习惯变化等行业趋势时有更多缓冲空间；三是集团化运营在销售渠道、市场营销等方面具有更多优势，单一品牌可借助集团的渠道优势迅速布局市场，也可借集团的知名度提升自身品牌价值。

2.2 国妆历经沉浮，新世纪再迎新机遇

我国化妆品市场发展过程较为曲折，经历了本土品牌繁荣→外来品牌快速占据市场→本土品牌逐渐复苏三个阶段。中国人自古以来就有追求美的传统，因此我国化妆品产业也历史悠久，1829 年就产生了著名的“扬州谢馥春”香粉铺，1864 年“孔凤春”诞生，1898 年“广生行”化妆品公司在香港创立——这是中国第一家现代化民族化妆品企业，上海家化的前身。“谢馥春、孔凤春”等品牌都曾在国际舞台上崭露头角。然而不同于欧美和日本早期品牌的发展历程，我国早期的“国妆”在近现代的战火与制度改革中遭到灭顶之灾，大多未能幸存。改革开放后，国妆重新启航，曾有短暂的风光，但在随后外来品牌的侵蚀下，又渐渐偃旗息鼓。近几年，随着人民生活水平的提高与消费升级的驱动，国人对化妆品的需求明显提升，叠加电商这一新渠道的普及，国产化妆品重新崭露头角，呈现复苏迹象。

图4：国产化妆品产业经历本土品牌繁荣→外来品牌快速占据市场→本土品牌逐渐复苏



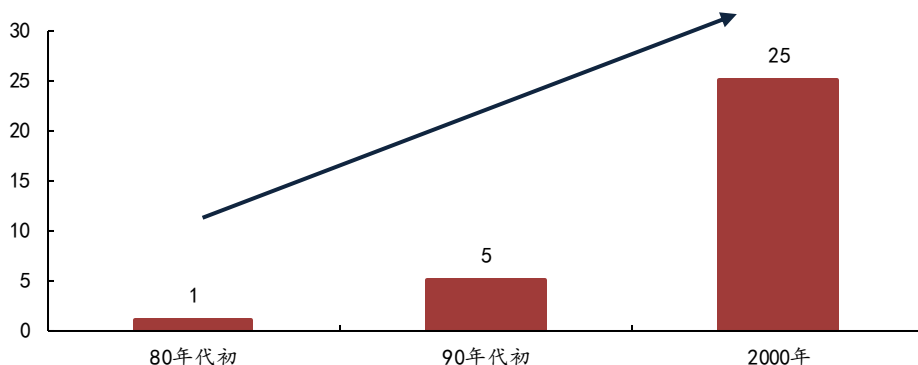
数据来源：财通证券研究所根据行业信息整理

总结近现代以来我国化妆品的发展历程，我们发现，从第一家现代民族化妆品企业广生行（上海家化）的建立到现在，国内化妆品行业大致经历了三个阶段：

第一阶段（19 世纪末-20 世纪末）：国产品牌相继建立，本土品牌步入繁荣期

1931 年到 1998 年间，百雀羚、大宝、小护士、羽西、佰草集等国产品牌相继成立。在这一阶段，大众开始对护肤化妆有了概念，叠加 30 年代上海滩名媛与大明星阮玲玉、胡蝶等的推崇，国产品牌风靡一时。在新中国成立后，工业化生产促进了化妆品行业发展，行业进入快速成长期，中国人均化妆品消费由 80 年代初的 1 元提升至 90 年代初的 5 元，在 2000 年达到约 25 元。

图5：上世纪80年代到20世纪末我国人均化妆品消费迅速提升（单位：元）



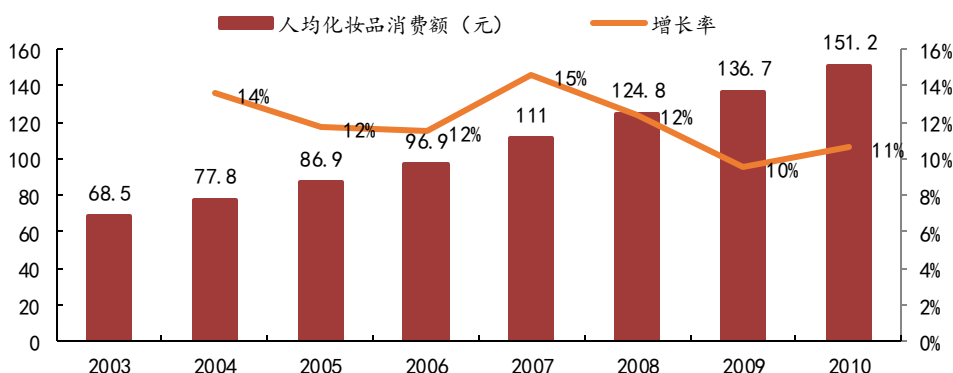
数据来源：中国产经新闻，财通证券研究所

第二阶段（20 世纪末-21 世纪初）：国际巨头入场，国产品牌陷入低迷

改革开放后不久，国际巨头陆续进入中国市场，这一阶段我国化妆品市场仍保持着快速增长，人均化妆品消费从 2003 年的 68.5 元增长至 2010 年的 151.2 元。但当时国内真正有自主研发配方的日化企业，几乎不会有价格虚高的现象出现，也缺乏大力营销，以至于许多优质的化妆品都停留在了开架品的状态，多年紧缩的利润空间和亲民的产品定位使国产品牌难以在物价飞涨的背景下良性发展。

随着国际巨头并购战略的实施，我国众多知名品牌被兼并或收购，包括小护士、大宝、丁家宜、美即等，然而这些国产品牌在被收购后却因不受集团重视，而迅速衰落。到 1996 年，雅诗兰黛、欧莱雅宝洁、联合利华、资生堂等国际品牌均已进入中国；2004 年，欧莱雅收购小护士、羽西；2008 年，强生收购大宝；2011 年，Coty 收购丁家宜；2014 年，欧莱雅收购美即面膜，风靡一时的国产护肤品市场迅速衰落，国际巨头开始占据中国化妆品较大的市场份额。

图6：21世纪初至2010年我国人均化妆品消费逐渐攀升（单位：元）

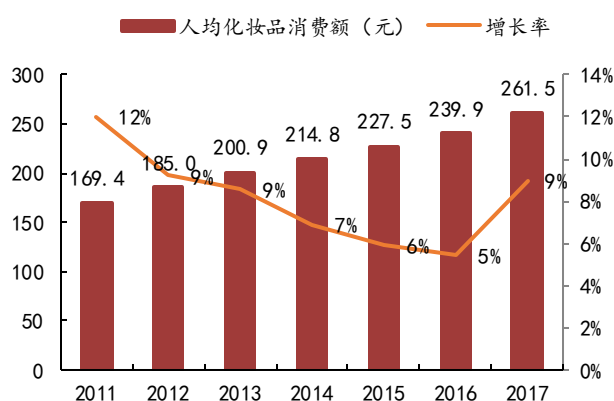


数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

第三阶段（2010 年至今）：乘电商与消费升级之风，国产品牌强势复苏

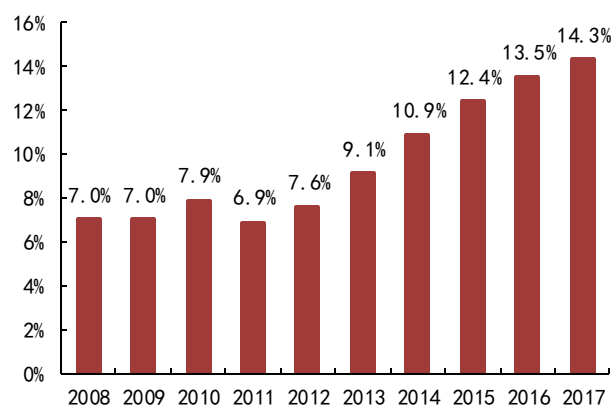
随着电子商务的普及，国人的消费模式与消费习惯开始发生改变，叠加居民收入水平提高，三四线城市居民对化妆品的需求显著提升，我国人均化妆品消费由2011年的169.4元增长至2017年的261.5元。国产化妆品公司抓住这一契机，大举布局网络营销，并借助电商这一新兴渠道大力拓展市场，国产品牌的市占率开始逐步回升。2011年到2017年，我国跻身市场份额前20名的国产化妆品公司由6家增加至8家，合计市场份额由6.9%增长至14.3%。在此期间，不仅百雀羚、美加净、自然堂等老牌化妆品公司重新进入大众视野，还催生了御家汇、一叶子、玛丽黛佳等依靠电商茁壮成长的品牌。随着销售渠道的多元化与消费升级带来的需求增长，国产品牌市占率有望进一步提升。

图7: 2010年至今我国人均化妆品消费增速趋缓(单位: 元)



数据来源: Euromonitor, 财通证券研究所

图8: 近几年我国排名前20的国产化妆品公司市占率显著提升



数据来源: Euromonitor, 财通证券研究所

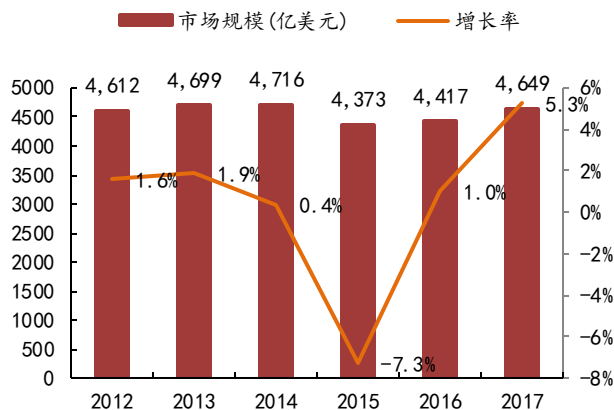
3、三维度解析我国化妆品市场：“刚需”空间大，“国妆”发展动力足

本部分我们聚焦我国化妆品市场，在对市场概况进行梳理后，从消费特征、消费偏好、消费人群三个角度解析我国市场特点。我们认为，我国化妆品市场仍处于发展阶段，作为刚性需求，未来增长空间广阔。目前我国消费者仍主要以大众化妆品消费为主，偏好购买护肤品，同时新增消费额主要来自三线以下城市。在线上渠道的驱动下，本土品牌结合市场特点，有足够的动能继续提升市场份额。

3.1 市场概况：中国化妆品市场增速快，国际品牌占据主要市场份额

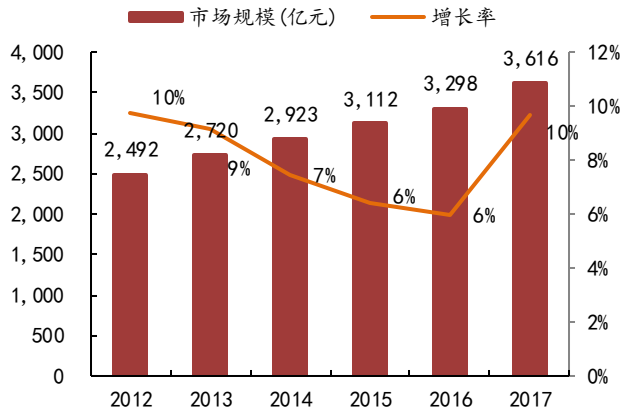
最近六年间，全球化妆品市场呈现出一定的波动性，2012-2014 年间全球经济复苏乏力，化妆品行业整体增速较低，2015 年由于欧元区需求持续不振及主要化妆品市场之一巴西出现大幅经济衰退，全球化妆品规模同比下滑，降幅达到 7.3%。近两年全球经济有所回暖，带动化妆品消费反弹，2017 年全球市场规模达到 4649.42 亿美元，同比增速达到 5.3%。同一时期，中国化妆品市场增速始终高于世界平均水平，2017 年化妆品市场规模达到 3,616 亿元，同比增速达到 9.6%。

图9：全球化妆品市场呈现出一定的波动性



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

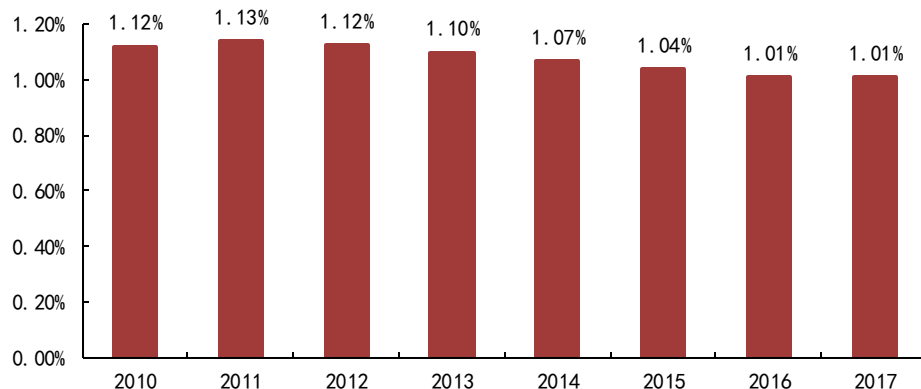
图10：中国化妆品市场持续快速增长



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

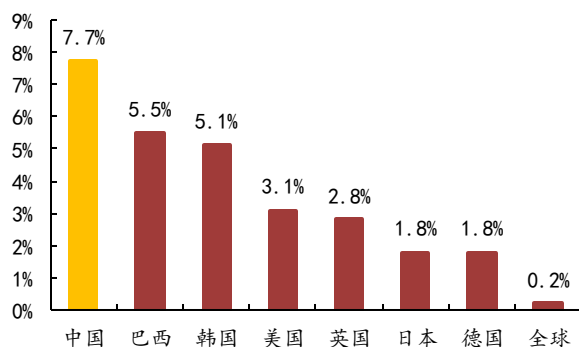
在人们越来越注重自身形象与颜值的时代，化妆品越来越成为一种刚性需求。作为化妆品新兴市场，中国化妆品消费处于快速增长阶段，2012-2017 年我国化妆品市场 CAGR 高达 7.7%，显著高于其他化妆品消费大国。在 2013 年，中国超越日本成为世界第二大化妆品消费国，2017 年我国化妆品的市场规模已占到全球市场的 11.5%，仅次于美国的 18.5%。

图11：中国化妆品消费额/可支配收入比例稳定，表明化妆品趋近刚性需求



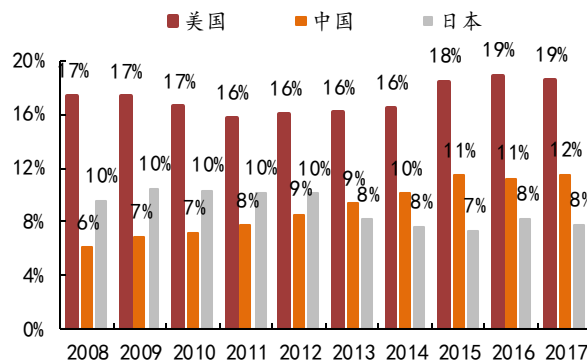
数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

图12：中国化妆品市场增速高于世界平均水平



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所 *以2012-2017CAGR对比

图13：中国为世界第二大化妆品消费国



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

相比于世界其他化妆品大国，我国化妆品市场集中度较低，且主要市场份额由国际化妆品品牌占据。美国、日本、韩国等化妆品大国中市场份额前三的公司均以本土品牌为主，前三大公司所占市场份额均高于30%，韩国前三大公司的市场份额甚至超过了50%。而我国市场份额前三的公司分别由美国宝洁、法国欧莱雅与日本资生堂占据，三者市场份额共计21.8%，市场较为分散且本土品牌处于弱势。

表2：中国化妆品市场集中度低，且主要市场份额由国外公司占据（2017年）

国家	市场份额排名	公司名称	公司所属地	市场份额	前三名市场份额占比
美国	1	欧莱雅	法国	12.8%	31.4%
	2	宝洁	美国	10.7%	
	3	雅诗兰黛	美国	7.9%	
日本	1	花王	日本	13.7%	32.4%
	2	资生堂	日本	12.2%	
	3	高丝	日本	6.5%	
韩国	1	爱茉莉太平洋	韩国	24.6%	51.5%
	2	LG 生活健康	韩国	23.3%	
	3	宝洁	美国	3.6%	
中国	1	宝洁	美国	10.2%	21.8%

2	欧莱雅	法国	8.5%
3	资生堂	日本	3.1%

数据来源: Euromonitor, 财通证券研究所

中国化妆品市场市占率前十的公司中,本土公司仅有上海上美、百雀羚与珈蓝集团三家,且均位于6-10名之间。但近几年,随着部分化妆品品牌的精准营销,叠加电商的普及与三四线城市消费升级,一些国产化妆品品牌的市场份额有明显提升。其中百雀羚市场份额由2014年的1.4%增长至2017年的2.3%,位列品牌市场份额第二位,自然堂市场份额由2014年的1.3%提升至2017年的1.7%,位列品牌市场份额第5位,国产化妆品品牌崛起趋势明显。

表 3: 中国化妆品市占率提升明显 (2017 年)

排名	公司名称	市场份额	排名	品牌名称	市场份额
1	宝洁	10.2%	1	巴黎欧莱雅	3.0%
2	欧莱雅	8.5%	2	百雀羚	2.3%
3	资生堂	3.1%	3	玫琳凯	2.2%
4	高露洁	2.8%	4	海飞丝	2.0%
5	联合利华	2.8%	5	自然堂	1.7%
6	上海上美	2.6%	6	Olay	1.7%
7	雅诗兰黛	2.5%	7	韩束	1.6%
8	爱茉莉太平洋	2.5%	8	飘柔	1.5%
9	百雀羚	2.3%	9	兰蔻	1.5%
10	珈蓝集团	2.2%	10	雅诗兰黛	1.4%

数据来源: Euromonitor, 财通证券研究所

*左三列为化妆品公司市场份额排名,右三列单品化妆品品牌市场份额排名

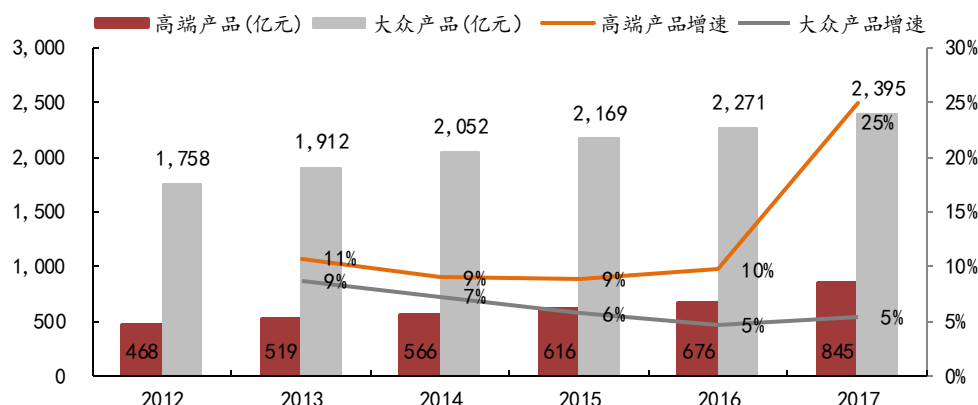
3.2 消费特征: 大众化妆品占比高, 高端化妆品增速较快

从不同档次的化妆品来看,我国化妆品市场中大众消费类产品占据约3/4的市场份额,但近年来高端产品增速较快,占比逐渐提升。2012-2017年间国内大众市场规模由1,758亿增长到2,395亿,CAGR为6.4%;高端市场规模由468.47亿增长至845.13亿,CAGR为12.53%。2017年大众市场增速有所放缓,增速仅为5.46%,但高端化妆品上升趋势迅猛,增速高达24.95%。

消费升级是我国高端化妆品加速增长的根本原因。根据麦肯锡预测,2020年我国中产阶级家庭将达到76%。中产阶级拥有稳定的收入与较为宽裕的经济生活条件,有一定的高端支付能力与意愿,对国内外知名品牌更为信任,也愿意为优质的产品与服务支付溢价。这一群体规模的增大,成为消费升级的主要驱动力之一。同时,品质化、个性化、追求享受是我国居民消费升级呈现的三大特征,CBNDATA的《2017中国美妆个护消费趋势报告》显示,从2013至2016年期间,天猫美妆个护销量前100的品牌中,高端线和日韩线数量占比越来越高,尽管在双十一

期间高端品牌折扣力度低，但销量增长依然强劲。

图14：我国大众化妆品占比高，高端化妆品增速较快(单位：亿元)



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

竞争格局方面，本土品牌大多定位大众市场，着力开拓三四线城市，而高端市场主要被国际大牌占据。2017 年高端市场市占率前 20 的品牌中国际品牌份额共计 64.8%，国内品牌仅有 7.5%。但 2012-2017 年间，本土品牌不断挤压国际品牌在国内大众化妆品市场前二十位的市场份额，本土品牌市占率从 2012 年的 10.8% 快速增至 2017 年的 20.9%。而国际品牌市占率则由 2012 年的 49.6% 下降至 2017 年的 37.0%。相较于品牌壁垒与技术壁垒较高的高端市场而言，本土品牌在对价格敏感的的大众市场更具有竞争力。

表 4：2017 年中国前 20 大众化妆品品牌市场中本土公司市场份额合计达到 20.9%

排名	品牌名称	市场份额	排名	品牌名称	市场份额	国内品牌市 场份额合计	国际品牌市 场份额合计
1	宝洁	11.7%	11	完美	1.8%	20.9%	37.0%
2	欧莱雅	7.3%	12	妮维雅	1.7%		
3	上海上美	4.0%	13	汉高	1.6%		
4	百雀羚	3.5%	14	珀莱雅	1.5%		
5	伽蓝集团	3.3%	15	韩后	1.4%		
6	玫琳凯	3.3%	16	强生	1.4%		
7	联合利华	3.1%	17	广州环亚	1.3%		
8	上海家化	2.8%	18	相宜本草	1.1%		
9	资生堂	2.8%	19	隆力奇	1.1%		
10	爱茉莉太平洋	2.3%	20	丹姿	0.9%		

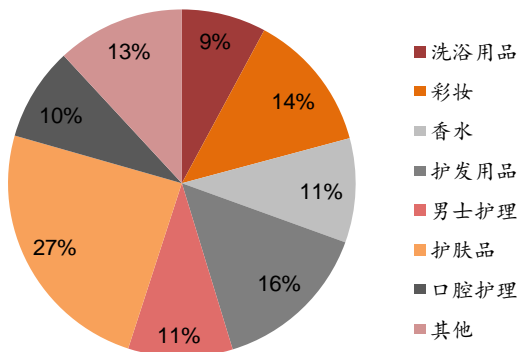
数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

3.3 消费偏好：护肤品占据半壁江山，彩妆关注度快速提升

从化妆品品类上看，我国化妆品市场表现出鲜明的地域特色。全球日化用品市场中，护肤品所占比例最大，达到 26.75%，其次是彩妆、护发用品、香水等。亚洲消费者对于护肤品类需求更为显著，尤其是美白类产品。在我国，护肤品市场

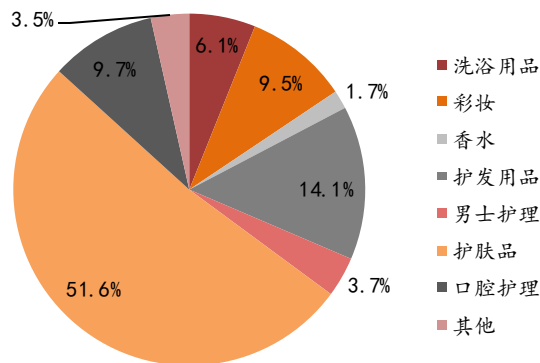
规模占整个日化用品的 51.62%，约为世界平均水平的两倍。而我国消费者对彩妆、香水类产品需求则显著低于世界平均水平，全球彩妆品类占比为 14%，我国仅为 9.5%，全球香水品类约占比为 10.62%，而我国仅为 1.70%。

图15：2017年全球化妆品行业品类分布



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

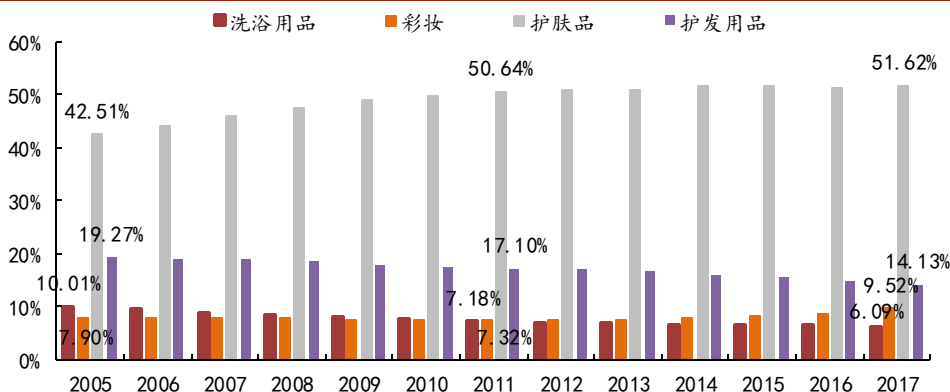
图16：2017年中国化妆品市场护肤品占比高达52%



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

近年来，随着中国消费者经济实力与消费观念的改变，国人对各品类化妆品需求呈现出明显变化。虽然大部分品类的销售额均呈上升趋势，但品类占比结构变化显著：一方面，洗浴、护发等基础日化用品占比逐渐下降，如护发产品与洗浴用品占比从 2005 年的 19.27%与 10.01%分别降至 2017 年的 14.13%与 6.09%；另一方面，护肤品、彩妆等高阶日化产品占比逐年提升，二者占比分别从 2005 年的 42.51%与 7.90%提升至 2017 年的 51.62%与 9.52%。这反应出大众在满足洗浴、护发等日常清洁需求外，对护理保养、打扮修饰等高阶需求更为强烈。

图17：2005-2017年我国化妆品品类结构有所变化



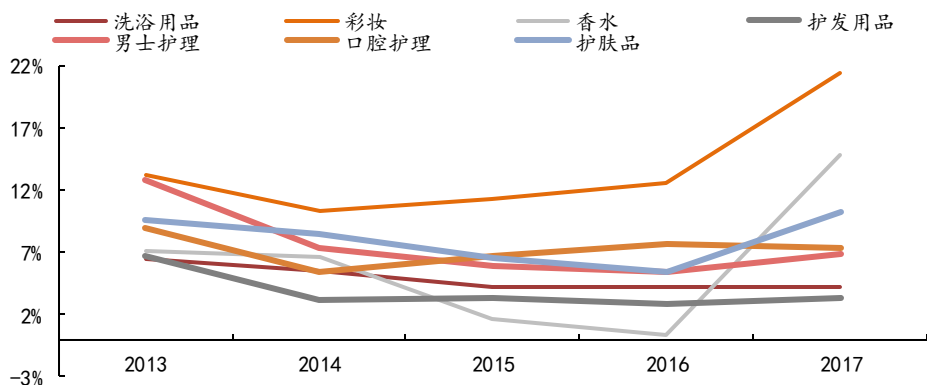
数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

2017 年我国各化妆品细分领域销售规模均有不同程度提升，但主要增长动力来自占比靠前的护肤品和彩妆。2017 年彩妆规模同比增长 21.3%，遥遥领先其他品类，增速同比提升 8.8pct；护肤品销售规模同比增长 10.3%，增速同比提升 4.9pct；

此外，香水销售规模也大幅提升，增速达到 14.7%。

究其原因，一方面是消费升级驱动消费者从基础护肤向彩妆等多样化产品进阶。CBNDdata 与天猫美妆发布的《2017 中国美妆个护消费趋势报告》通过锁定三年连续购买美妆产品的人群，发现有明显的从基础护肤到基础彩妆到美妆多样化产品的升级趋势。另一方面，电商的普及助力品牌更快铺设销售渠道，优质产品得以迅速推广与销售至各线城市。此外，网络时代营销方式也渐趋多样化，数字营销、KOL 推荐等方式深入人心，推动国内“颜值时代”的到来，大众对护肤品、彩妆等需求迅速提升。

图18：2017年我国化妆品行业主要增长动力来自护肤品和彩妆



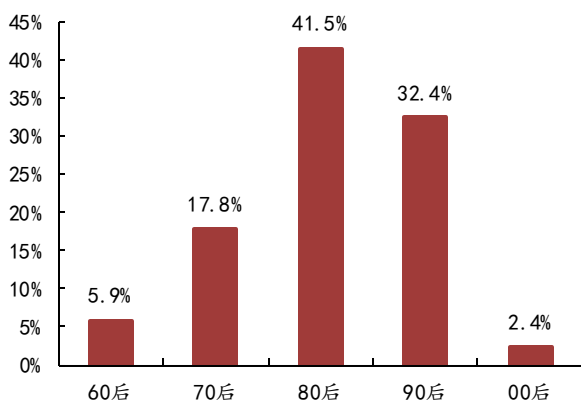
数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

3.4 消费人群：消费渐趋年轻化，人均消费额提升空间大

我国化妆品消费人群渐趋年轻化，彩妆等个性化、时尚化产品受年轻用户带动增长迅速。代际切换是推动化妆品行业发展的重要因素之一，当前超过 7 成线上化妆品市场由 80 后与 90 后撑起。根据远卓管理顾问的研究，中国的年轻消费者更具品牌意识，18-35 岁中国消费者平均知道 20 个护肤品品牌，而美国的同龄消费者仅知道 14 个；同时，中国年轻消费者与品牌的情感联系更强，18-25 岁的消费者在购买相关产品和服务时，更看重品牌是否符合其个性、是否年轻且有活力。彩妆作为近几年兴起的个性化、时尚化品类，更加吸引年轻人群，中国彩妆品类的迅速增长很大程度上是受益于年轻人群的购买力提升。

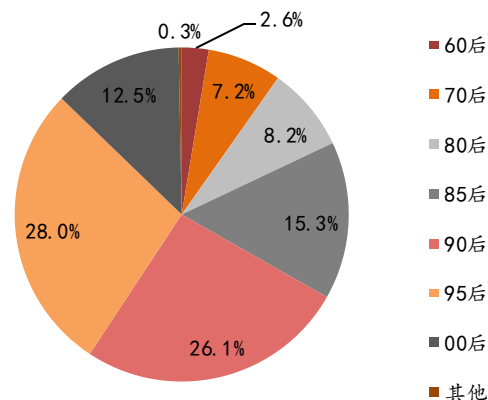
此外，90 后、95 后对化妆品的关注度提高，有望进一步转换为购买力。据微博数据中心发布的 2017 年化妆品报告显示，其用户中关注化妆品占比最大的人群为 90 后和 95 后，占比高达 54.1%，1990 年后出生人群合计占比达到 66.6%。此外，80 后、90 后的在社交网络上对化妆品的高关注度同时意味着这类人群更易受到线上数字营销的影响。

图19：80后与90后为主要网购化妆品消费者（2016年统计数据）



数据来源：星图数据，财通证券研究所

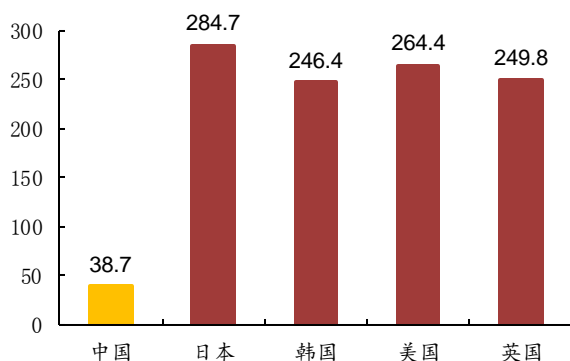
图20：微博关注化妆品用户66.6%为1990年后出生（2017年统计数据）



数据来源：微博数据中心，财通证券研究所

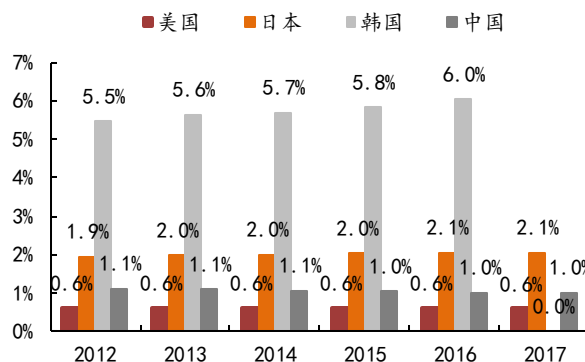
中国人均化妆品消费额偏低，对比欧美日韩，提升空间巨大。2017年，中国人均化妆品消费额仅为38.7美元，美国、日本和韩国的这一数额分别为264.4、284.7与246.4美元，分别是中国的6.8x、7.4x和6.4x，中国化妆品消费提升空间巨大。从化妆品消费额占人均可支配收入比例的角度看，中国与日韩等亚洲国家这一比例均高于美国，表明亚洲人在日常护理、美妆方面的支出意愿一直较强。但中国化妆品消费额占人均可支配收入的比例仅为1%左右，相较日韩两国2%与6%左右的比例仍然较低，未来仍有显著提升空间。

图21：中国化妆品人均消费额偏低（2017年，单位：美元）



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

图22：我国化妆品消费占人均可支配收入比例较低



数据来源：Euromonitor，Wind，财通证券研究所
*2017年韩国暂无统一口径的数据

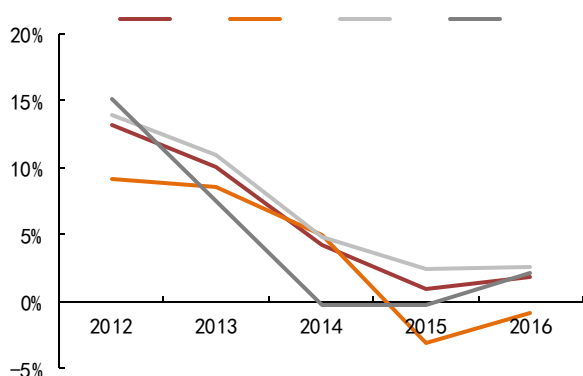
3.5 国妆消费方向：三四线城市消费力提升，电商渠道红利催生新兴品牌

消费升级在驱动我国高端化妆品市场增长的同时，也拉动了三四线城市对化妆品的购买力。对于三四线城市消费者而言，受到一二线城市消费观念与消费能力的传导，除了提高对一些必需品消费档次外，也会尝试更多非必需品，增加个人护

理的花费。但三四线城市居民收入和消费水平较一二线居民仍有差距，对消费品价格更为敏感，更追求高性价比商品，因此定位于大众消费的国产化妆品有望受益于低线城市消费升级带来的大众化妆品红利。

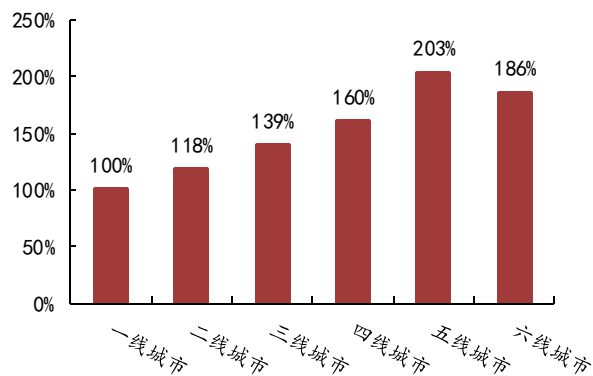
当前我国化妆品市场增速主要由二三线及以下低线城市的增长贡献。2016 年全国重点大型零售企业化妆品零售额同比增长 1.9%，而一线城市则同比下降 0.8%，二三线城市同比增长 2.6%与 2.1%，贡献主要增长率。其综合增长率较低的主要原因为部分消费转移至线上，线下零售企业销售额增速略有收窄。此外，据京东消费研究所等数据显示，三四线以下的低线城市消费额增长指数显著高于一二线城市，2016 年三四五线城市这一增长指数分别为 139%、160%与 203%，远高于一线城市的 100%与二线城市的 118%，叠加低线城市物流服务覆盖逐步完善，供应能力加强，目前低线城市化妆品消费力正处于释放期。

图23：全国重点大型零售企业化妆品零售额同比变动率二三线城市高于一线



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

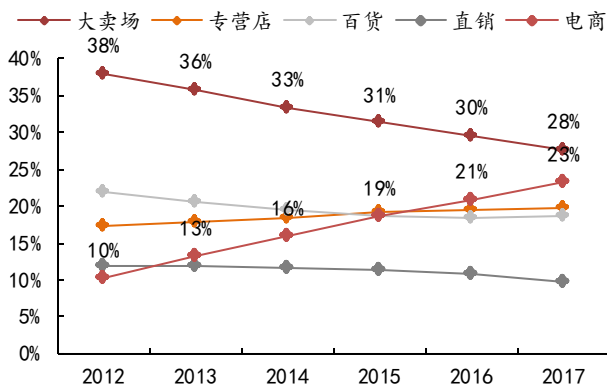
图24：2016年三线以下城市消费额增长指数高于一二线城市



数据来源：京东消费研究所，财通证券研究所

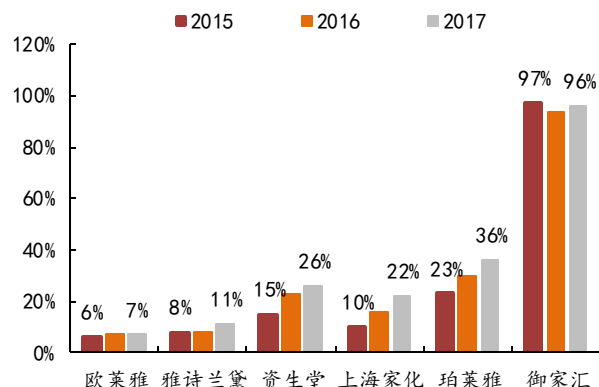
电商普及为企业渠道布局提供便利，线上销售成为美妆个护行业发展的核心驱动力。近年来随着电商逐渐渗透人们的生活，化妆品线上消费额迅速提升，远超线下百货、商超、专营店等渠道，2012-2017 年电商渠道占比由 10.2%增长至 23.3%，实际销售额 CAGR 高达 27%，而线下除化妆品专营店增长较快外（五年 CAGR10.7%），其余渠道均占比均增长缓慢或呈下降趋势。在电商兴起之前，本土品牌多在二三线及以下城市的超市、大卖场销售，而国际品牌则通过一二线百货渠道销售，二者较少构成正面竞争。电商逐渐兴起后，本土品牌率先把握住这一渠道变迁红利，抢先布局并迅速发展。近几年本土化妆品品牌如百雀羚、自然堂、御泥坊、韩束等在双十一美妆品类销售额中名列前茅。

图25：我国线上化妆品销售占比增长迅速



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

图26：中国化妆品公司线上销售占比增长迅速



数据来源：Wind，Bloomberg，财通证券研究所

线上销售同时可以为品牌提供更多大数据，精准营销催生新兴品牌。由于线上数字营销不受地域限制，可触及更广泛的人群，更有利于各品牌在低线人群的布局。据360大数据统计，化妆品行业中，四线及以下城市用户更依赖移动端获取信息，移动端已成为化妆品品牌渠道下沉的重要推广媒介。诸多国产新兴品牌抓住这一窗口期，依靠电商渠道与精准营销迅速崛起，单从天猫双十一销量来看，本土品牌百雀羚连续三年问鼎榜首。

表5：国产品牌在天猫双十一日销量居前

排名	2015	2016	2017
1	百雀羚	百雀羚	百雀羚
2	韩束	欧莱雅	自然堂
3	自然堂	SK-II	兰蔻
4	玉兰油	一叶子	雅诗兰黛
5	欧莱雅	自然堂	SK-II
6	阿芙精油	雅诗兰黛	玉兰油
7	兰蔻	韩束	欧莱雅
8	御泥坊	佰草集	一叶子
9	雅诗兰黛	玉兰油	悦诗风吟
10	膜法世家	兰蔻	资生堂

数据来源：新闻整理，财通证券研究所

4、中外化妆品牌对标：“国妆”有望后来居上

本部分我们从品牌形象、研发和营销三个方面对标中外化妆品的特点，我们发现，“国妆”依托民族文化走差异化竞争道路，提升研发投入，开拓更多营销渠道，有望后来者居上。

4.1 品牌形象：国际品牌产品线丰富，本土品牌专注差异化竞争

国际上知名日化品牌大部分属于宝洁、联合利华、欧莱雅、雅诗兰黛、花王、资生堂以及爱茉莉太平洋等化妆品巨头。其中宝洁、联合利华、花王旗下主要为基础日化品牌，通常定位大众端；欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂与爱茉莉太平洋等旗下多为高阶日化品牌，集团内不同品牌定位通常涵盖高端类与大众类，可满足不同细分市场的需求。

国内化妆品公司规模与国际集团差异较大，除上海家化、上海上美、珈蓝等公司初具集团规模外，多数公司旗下仅有一两个知名品牌，还未形成全品类的集团化管理。同时，国内品牌出于差异化竞争的考量，大多避免与国际高端化妆品牌直接竞争，主要定位于大众化市场，目标市场为国际大牌较难触及的三四线城市。

表6：宝洁、联合利华、花王主营基础日化，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等主营高阶日化

基础日化		高阶日化	
		高端品牌	大众品牌
宝洁	舒肤佳、佳洁士、沙宣、飘柔、潘婷、海飞丝、欧乐B等	SK-II	OLAY
联合利华	力士、夏士莲、中华、多芬、凡士林、清扬、奥妙、Axe、舒耐	-	旁氏
欧莱雅	美奇丝 (Matrix)	HR、兰蔻、碧欧泉、修丽可等	欧莱雅、科颜氏、理肤泉、薇姿等
雅诗兰黛	-	LA MER、雅诗兰黛、祖马龙、Tom Ford Beauty、Bobbi Brown、MAC等	倩碧、悦木之源等
花王	碧柔、妙而舒、乐而雅、洁霸、美舒律、花王等	Sofina	珂润
资生堂	资生堂、洗颜专科 (Senka)、水之密语等	CPB、IPSA、TheGinza、资生堂、Laura Mercier等	欧珀莱、雅漾、安耐晒、Elixir、泊美、Benefique等
爱茉莉太平洋	吕	雪花秀、爱茉莉太平洋、赫拉、Lirikos等	兰芝、梦妆、悦诗风吟、伊蒂之屋、Primera等

数据来源：财通证券研究所根据公开资料整理

● 国际品牌：高端品牌优势突出，有鲜明的品牌形象与优质的口碑

国际上大型化妆品集团旗下虽涵盖多个层级的品牌，但在集团定位上也具有一定差异化：如欧莱雅集团致力于满足任何消费层级的需求，而雅诗兰黛集团则坚持主打高端化妆品市场，但二者均在各自定位的基础上形成了较为完备的品牌格局。

以雅诗兰黛集团为例，其旗下品牌有各自鲜明的特色，品牌形象深入人心：雅诗兰黛是一个经典的欧美品牌，注重高贵典雅；魅可是时尚先锋，突出个性张扬；海蓝之谜则象征顶级奢华；倩碧侧重于皮肤护理；芭比波朗是彩妆皇后；悦木之源主打天然植物护肤等等。虽然集团整体定位高端市场，但其各个品牌突出的等级价位也有不同：高档化妆品品牌的入门级品牌有魅可和倩碧，价格相对较低；雅诗兰黛则属于中高档的级别，价格相对适中；而强调极致奢华的海蓝之谜属于贵妇级品牌，价位偏高。

表7：雅诗兰黛旗下主要品牌形象鲜明

品牌名称	品牌LOGO	品牌形象
雅诗兰黛	 ESTÉE LAUDER	经典欧美品牌，高贵典雅
M. A. C (魅可)		时尚先锋，个性张扬
LAMER (海蓝之谜)		贵妇级品牌，顶级奢华
Bobbi Brown (芭比布朗)		彩妆皇后
Clinique (倩碧)		皮肤护理
Origins (悦木之源)		天然植物护肤

数据来源：财通证券研究所根据公开资料整理

● 国产品牌：主要定位大众市场，以民族文化为突破口

国产化妆品品牌发展初期，我国消费者对化妆品诉求较低，以基础护肤为主，因此大多早期国产品牌的定位即侧重于大众化的基础护肤，如百雀羚、大宝等。后受到国际品牌冲击，国产品牌因缺乏历史积淀与大众信任基础而较难打开高端市场。而三四线城市消费者收入相对较低，对价格敏感度高，且国际大牌受制于利润与经销商限制，较难实施渠道下沉，因此目前国产品牌仍主要定位于三四线城市，并以此为突破口向中高端市场延伸。

与此同时，国产品牌立足中国传统文化，建立天然、草本、植物相关的品牌形象，以迎合本土消费者对化妆品天然、无害的需求。例如百雀羚定位天然草本护肤，佰草集定位复方草本养肤，珀莱雅定位海洋护肤等，均为国产品牌在国际大牌压力下选择的差异化定位。

表8：御家汇旗下品牌主要以本土文化为主

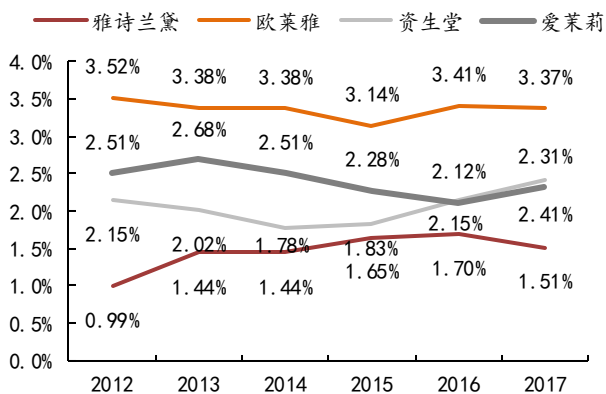
品牌名称	品牌LOGO	品牌形象
御泥坊		传承古法护肤，融合现代技术，御美有方
师夷家		秉承“师夷长技以制夷”，强调敢于探索
花瑶花		萃百花精粹，养花颜之美
小迷糊		定位年轻人，塑造卡通品牌形象

数据来源：财通证券研究所根据公开资料整理

4.2 研发：国际品牌资金优势明显，本土品牌研发投入有所上升

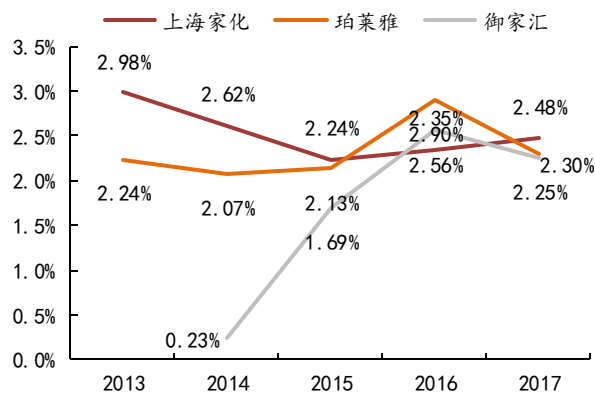
国际品牌具备明显的规模优势与资金优势，研发投入净额大幅领先国内公司，技术壁垒使得强者恒强。持续的研发投入是保证高质量化妆品不断产出的重要因素，高端国际品牌之所以维持良好的口碑，主要因为持续研发出市场领先的化妆品配方。反映在产品上，不少国外高端化妆品品牌均有难以被模仿的明星产品，如LAMER的精华面霜、SK-II的神仙水、雅诗兰黛的小棕瓶等，这类爆款都与公司的研发能力密切相关，且对品牌地位与销售额均可带来强有力的支撑。

图27：国际集团研发费用率在1.5%-3.5%之间



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图28：中国公司研发费用率逐渐接近世界平均水平

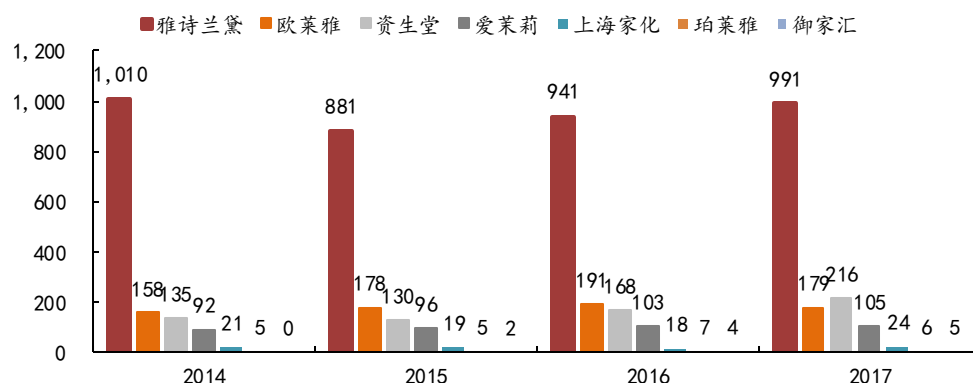


数据来源：Wind，财通证券研究所

中国化妆品品牌在经历了早期模仿、重视营销阶段后，现已进入到重视科研技术阶段，多数企业近两年研发支出呈波动上升态势，目前平均研发费用率已基本与国际大牌持平。但受制于企业规模限制，研发投入净额仍较少。国际化妆品巨头欧莱雅近6年来的研发费用均在9亿美元以上，研发费用率维持在3.5%左右，资生堂与雅诗兰黛的研发支出也呈上升趋势，2017年分别达到2.2亿美元与1.8

亿美元。本土品牌中上海家化研发投入规模最大，2017 年达到 1.6 亿元，但仍与国际大牌差距明显，珀莱雅和御家汇分别仅为 4,082.79 万元和 3,767.01 万元。

图29：中外公司2017年研发费用净额差距大（单位：百万美元）



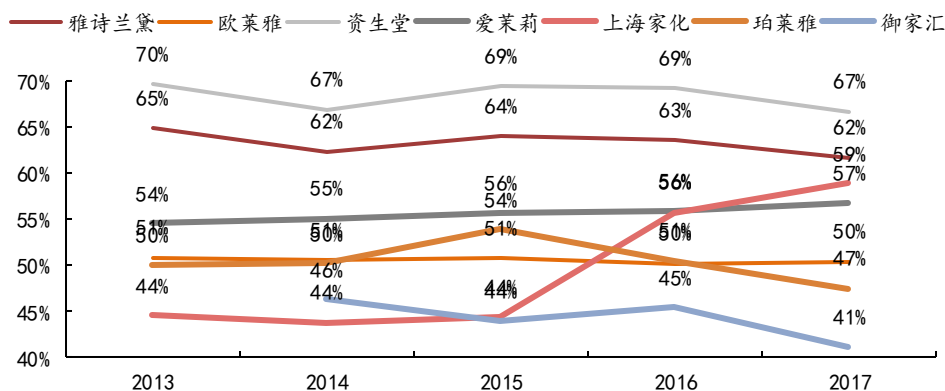
数据来源：Bloomberg, Wind, 财通证券研究所

4.3 营销：中外品牌营销手段类似，流量时代数字营销为王

化妆品行业是典型的高毛利、高费用率的行业。作为可选消费品，消费者的购买倾向受品牌、广告、他人推荐等因素影响较大，进而营销成为化妆品行业中的重要环节。近年来，随着化妆品市场规模的增大、电商的普及、以及 KOL 效应的增强，化妆品市场的销售渠道与营销模式正在发生着重大的变革，营销对国内外化妆品公司而言是机遇也是挑战。

中外化妆品公司的销售与管理费用率基本在 40%-70%，国外公司的费用率相对更高，过去五年中，资生堂的费用率一直维持在 67%以上，雅诗兰黛的费用率高于 62%，欧莱雅与爱茉莉太平洋也维持在 50%以上。而国内品牌费用率则波动较大，上海家化费用率呈显著上升态势，由 2013 年的 44%增长至 2017 年的 59%，珀莱雅与御家汇的费用率则有所下降，2017 年分别为 47%与 41%。

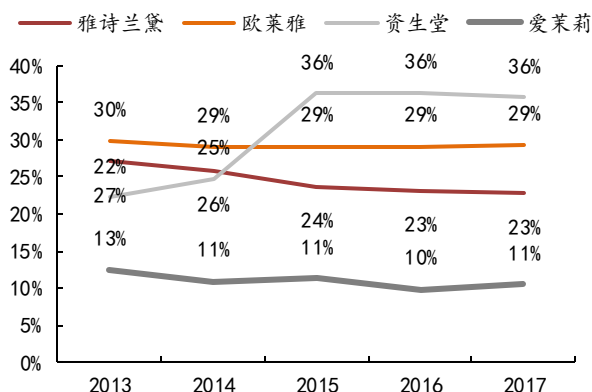
图30：中外公司销售与管理费用率在40%-70%的区间



数据来源：Bloomberg, Wind, 财通证券研究所

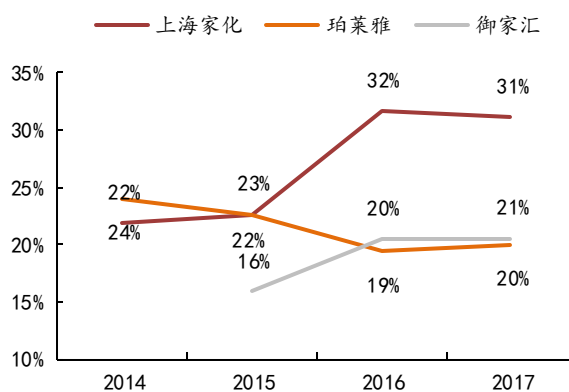
营销费用方面，国际巨头每年都会在广告宣传上有大笔投入。欧莱雅集团 2017 年营销费用高达 86.43 亿美元，远远高于同行业其他公司，营销费用率维持在 29% 左右。资生堂自 2015 年来营销费用大幅增加，现营销费用率稳定在 36% 左右，为几大巨头中最高，而韩国巨头爱茉莉太平洋在营销方面相对保守，营销支出仅为 10% 左右，其品牌知名度与影响力也与其他大牌有明显差距。中国公司近年来也逐步拓展营销渠道，上海家化的营销费用率由 2014 年的 24% 增长至 2017 年的 31%，高于欧莱雅与雅诗兰黛等国际大牌；主要依托线上销售的御家汇在品牌宣传与线上平台推广方面的支出增长明显，营销费用率达到 21%。

图31：国际集团营销费用率差异较大



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图32：中国公司营销费用率与国际集团持平



数据来源：Wind，财通证券研究所

营销渠道方面，2010 年以前纸媒、电视媒体等占据绝对优势地位，因而国际大牌凭借着雄厚的资金实力，以大手笔的广告支出占据大众视野，得以迅速发展。2010 年后，随着社交网络与电商的兴起，营销模式也更加多样化，线上宣传的低成本化为国产新兴品牌崛起提供了机会。

当前国际大牌在中国的宣传仍多采用明星代言人、投放电视、网络媒体广告的方式。为了拓宽中国市场，品牌通常会合作中国流量明星，邀其担任区域品牌代言人或形象大使，如杨幂为雅诗兰黛亚太区代言人，王凯为其中国区品牌大使。流量明星与广告投放有助于品牌为维持曝光度，同时吸引更多年轻购买力。

图33：雅诗兰黛邀请杨幂做亚太地区代言人



数据来源：搜狐新闻，财通证券研究所

图34：美宝莲邀请陈伟霆代言新品口红



数据来源：搜狐新闻，财通证券研究所

相比之下，本土品牌则更多利用新兴媒体，将更多资金投入数字营销。在电视综艺、网络综艺、网剧、短视频遍地开花的大背景下，本土新兴品牌不再局限于明星代言人，单体电视广告等传统方式，而转向数字化营销，选择在热门电视剧、综艺中进行植入或冠名，提高产品在消费者视野中的曝光度与话题度，同时邀请业内 KOL 进行协同宣传推荐。这类新兴方式一方面有助于品牌降低宣传成本，另一方面对二三四线城市的渗透效果显著，为新兴品牌的普及与兴起提供了良好的机遇。

5、民族文化定位、精准营销、渠道拓展：“国妆”踏上复兴之路

本部分内容我们聚焦本土品牌如何借助营销模式、销售布局以及产品特色踏上复兴之路。我们认为，线上线下的精准营销，销售渠道下沉同时加强网店建设，以及主打中草药等民族特色的产品是国货化妆品突围的关键所在。

5.1 民族文化注入本土化妆品，追本溯源是主要卖点

产品仍为本质，优质产品的差异化定位催生优质“国妆”。作为消费品，产品质量仍是各品牌吸引消费者的关键，如我国历史积淀深厚百雀羚小蓝罐、大宝 SOD 蜜等产品，均经过历史与广大消费者的检验，积累了良好的口碑，得以流传至今。但在如今产品趋同、竞争激烈的市场环境下，优质产品若想脱颖而出，必须要配合差异化定位与精准的营销手段。

图35：部分优质“国妆”产品均有深厚的历史积淀与良好的口碑



数据来源：财通证券研究所根据公开资料整理

本土化妆品牌注重将民族文化注入产品中，草本、珍珠、汉方等传统养颜护肤概念成为“国妆”重要卖点。例如百雀羚、佰草集、相宜本草等品牌强调“草本”、御泥坊强调天然矿物、美肤宝强调“汉方”。我们看好本土品牌的差异化发展路径，在历史中“国妆”曾长期引领国内化妆品市场，通过追本溯源，国货有望走出符合自身特点的道路，从而打造具有民族特色的明星产品，为销量提供持久保证。

表9：国产化妆品品牌形象多与天然、草本、植物相关

品牌					
品牌形象	天然草本养肤	复方草本养肤	海洋护肤	雪绒精华养肤	矿物泥浆护肤
品牌					
品牌形象	天然植物护肤	中草药护肤	植物养肤	汉方养肤	珍珠护肤

数据来源：财通证券研究所根据公开资料整理

此外，随着 90 后“颜值经济”时代的到来，产品外包装的重要性渐渐凸显。为打破国内消费者无意识地将国产品牌和包装老土、设计古板划等号的偏见，国产品牌在包装设计上也不断突破自我，将现代化设计与东方传统文化结合，靓丽且具有文化底蕴的外包装成为促使消费者购买的关键因素之一。如百雀羚在 2017 年 10 月和故宫文化珠宝首席设计顾问联合推出了限量礼盒“燕来百宝奁”，在其天猫旗舰店上架 35 秒后即售罄。

表10：部分国产化妆品包装将现代设计与传统文化结合，造就高颜值国货

品牌	产品名称	推出时间	设计理念	图片
百雀羚	燕来百宝奁	2017年10月	设计来源于中国古代富贵人家存放梳妆用品的镜箱，黛绿底色，清雅至极。花纹源于宫廷传统仿螺钿工艺，双燕翱翔，玉兰飘香。	
佰草集	十二美人版太极丹	2017年1月	外包装采用故宫博物院院藏的雍正十二美人绢画，是由清初宫廷画家创作的工笔重彩人物画。	
自然堂	喜马拉雅膜法面膜	2016年9月	身穿特色服饰的藏族少女，手持喜马拉雅秘境的珍稀雪域植物，身边拥簇的喜马拉雅独有的藏羚羊，传递着喜马拉雅馈赠予肌肤的强大雪域生命力	

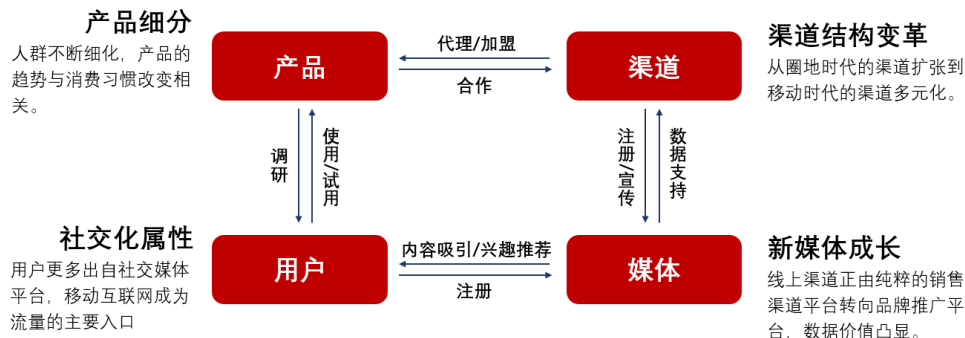
数据来源：财通证券研究所根据公开资料整理

5.2 精准营销打开国货销量，线上线下联动重塑品牌形象

营销方式的变革创新是本土品牌化妆品快速提高市占率和知名度的重要手段。从化妆品营销全产业链来看，新媒体从传统线上销售平台转型为品牌推广平台，社交属性凸显，移动互联网成为流量的主要入口。产品既可以在线上直接和用户产

生交集，也可以通过渠道商实行线上线下多元化营销。尤其是在国货化妆品线下渠道弱势的情况下，通过新媒体进行的线上营销成为本土品牌突围的最佳选项。

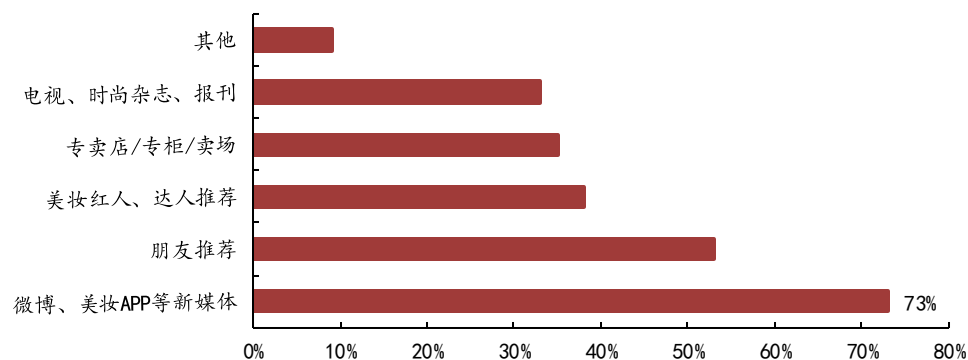
图36：化妆品营销全产业链



数据来源：微博数据中心，财通证券研究所

在线上营销的方式中，微博和美妆 App 是用户了解化妆品的首选渠道，也成为了营销的最优选择。这其中，明星推荐、微博热搜、美妆博主安利或者短视频广告都可能促使消费者购买相关产品，从而使流量直接变现。

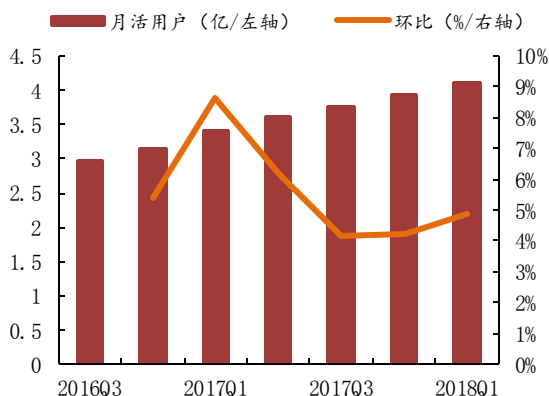
图37：微博和美妆App等新媒体成为用户了解化妆品的首选渠道



数据来源：微博数据中心，财通证券研究所

单从微博渠道来看，截止 2018Q1 微博月活用户数 4.11 亿，较上季度环比提高 4.85%，较 2017Q1 同比上涨 20%以上，超高的用户基数为营销打下了坚实基础。截止 2017 年 10 月，当年含有化妆品的博文量达 43 亿篇，其中评论超 22 亿，转发超 44 亿，互动数高达 141 亿次，总曝光数 28,643 亿，800 个以上的化妆品牌在微博被提及。微博的新媒体属性使得其成为化妆品线上宣传的最佳渠道。

图38：2018Q1微博月活用户超4亿



数据来源：微博数据中心，财通证券研究所

图39：2017年含有化妆品的博文在40亿以上



数据来源：微博数据中心，财通证券研究所

进一步从微博的营销手段上来看，携手明星、大V制造热搜话题，提升话题互动用户数，从而提高关注度，促进粉丝经济成为新媒体营销的重要方式。这其中的前提是与拥有足够粉丝基数的知名博主合作。从2017年微博化妆品互动量排名靠前的事件来看，本土品牌自然堂为TFBOYS三位成员庆生收获了极高的关注度，进而使自然堂树立了更加年轻化的品牌形象。

表11：本土品牌自然堂与TFBOYS合作收获了极高微博关注度

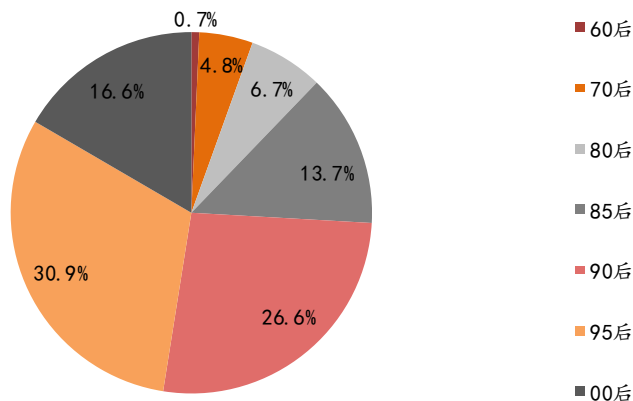
事件	微博大V	涉及产品	涉及品牌	总互动量
自然堂为易烊千玺庆生	易烊千玺	面膜	自然堂	229万
雅诗兰黛 ENVY 唇膏	杨幂	口红	雅诗兰黛	149万
杨洋代言娇兰帝王之水	杨洋	香水	法国娇兰	112万
聚水之能向光而生	TFBOYS	面膜	自然堂	97万
自然堂为王俊凯庆生	王俊凯	面膜	自然堂	95万
明星宣传小迷糊玻尿酸黑面膜	盛一伦、沈月等	面膜	小迷糊	84万
自然堂为王源庆生	王源	面膜	自然堂	48万
刘诗诗宣传香奈儿气垫水粉底	刘诗诗	粉底	香奈儿	35万

数据来源：Datastory，财通证券研究所

*本土品牌加粗标示

通过分析使用微博关注化妆品的各年龄层用户，90后、95后、00后占比达66.6%，而细分至大众化妆品，该比例就提高至74.1%。化妆品的消费者本来就具有年轻化特点，而微博用户则以更年轻的90年后出生人群为主，因此，我们发现主要布局大众化妆品市场的自然堂和御家汇在微博宣传旗下产品时，邀请TFBOYS、盛一伦、沈月等新晋明星艺人，更加契合微博和自身品牌受众，精准营销助力本土品牌在国际大牌的先发优势下逐渐占据一席之地。

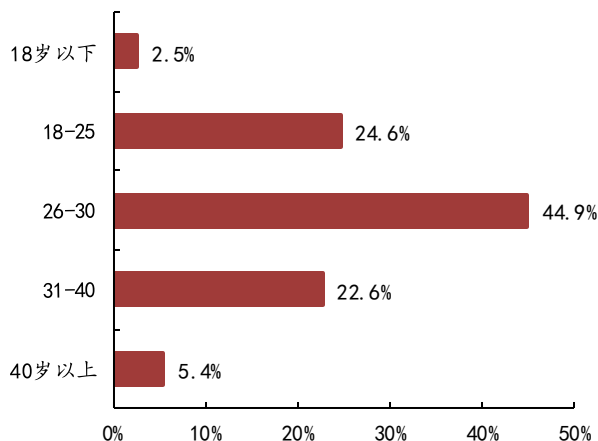
图40：2017年微博关注大众化妆品的用户中74.1%为1990年后出生



数据来源：微博数据中心，财通证券研究所

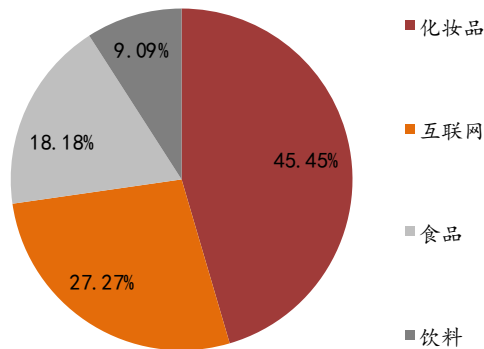
除了微博和美妆 App 等平台的线上营销外，主打中国风的本土品牌还将营销重点放在古装剧中的广告植入。2017 年使用移动端看剧的主要人群集中在 30 岁以下，这也与本土化妆品的消费人群更加契合，尤其是“大女主 IP”的古装热播剧更是备受青睐。以御泥坊为例，在《那年花开月正圆》、《烈火如歌》、《楚乔传》、《扶摇》等多部热播古装剧中，均有御泥坊的植入广告，通过增加品牌的曝光度从而收获更多关注度。首都影视发展智库统计数据表明，2017 年超过 45% 的古代和近代电视剧植入了化妆品广告，广告植入已成为本土化妆品发展的重要方式。

图41：移动端看剧人群中70%在30岁以下（2017年）



数据来源：首都影视发展智库，财通证券研究所

图42：超过45%的古代近代电视剧植入化妆品广告（2017年）



数据来源：首都影视发展智库，财通证券研究所

同时我们也注意到，不仅线上精准营销是本土品牌提升知名度的重要手段，线上线下联动，配合限量销售等措施，更能造就爆款单品。以本土品牌玛丽黛佳为例，2017 年 5 月，玛丽黛佳联合 KFC，线下在肯德基门店运用玛丽黛佳口红主题的装

饰风格，打造“网红店”，线上在天猫限量推出 4.9 万套跨界礼盒，售价 149 元/套。3 天内天猫店铺访客量高达 141 万，销售额突破 1,200 万，超过 2016 年 5 月单月销售额，日均收入暴涨近 600%。

图43：线下肯德基门店运用玛丽黛佳口红主题装饰风格



数据来源：品观，财通证券研究所

玛丽黛佳诞生于 2006 年，最初是以睫毛膏为主打产品，近几年力推旗下口红系列，并在 2017 年登顶微博 KOL 本土口红推荐榜首，在 2017 稳居淘宝口红销量前十。我们探究玛丽黛佳的营销模式，认为“跨界联名+新零售”是其在短时间内实现“逆袭”的重要方式。

表 12：微博 KOL 本土口红品牌首推玛丽黛佳（2017 年）

排名	本土品牌	国际品牌
1	玛丽黛佳	圣罗兰
2	草木之心	魅可
3	火烈鸟	迪奥
4	卡姿兰	阿玛尼
5	水密码	香奈儿
6	俏美人	纳斯
7	悠珂思	兰蔻
8	自然堂	纪梵希
9	植美村	汤姆福特
10	韩后	雅诗兰黛

数据来源：微博数据中心，财通证券研究所

在跨界合作方面，除了 KFC 外，玛丽黛佳还广泛与百雀羚、太阳马戏团、裂帛、风暴音乐节等品牌合作，同时每年定期会举办艺术展，意在赋予品牌更多元化的内涵。在新零售方面，玛丽黛佳与本土品牌均存在线下渠道布局的不足，尤其是在一线城市流量较大的购物中心，本土品牌往往少有门店布局。对此，玛丽黛佳在业内首先采用了“快闪店”的营销模式，2015 年率先试水，今年联合天猫在上海中山公园龙之梦、陆家嘴正大广场先后设置“快闪店”，存在时长均在一个月以内。

其中龙之梦快闪店一周内日均口红（唇膏）销量在千支以上，现场设置的 AR 试妆、互动直播吸引了众多消费者的注意。

图44：玛丽黛佳定期举办艺术展



数据来源：玛丽黛佳官网，财通证券研究所

图45：玛丽黛佳在上海龙之梦设置快闪店



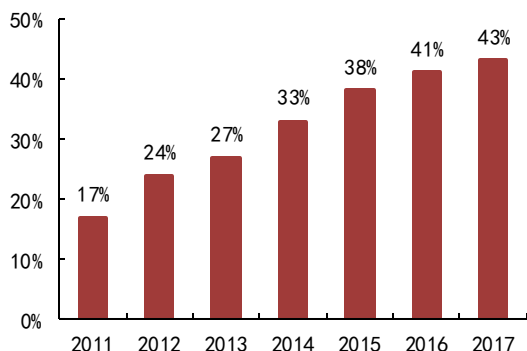
数据来源：公开资料，财通证券研究所

综上，我们总结出本土品牌化妆品主要的营销模式：一是依托微博、美妆 App 等平台，邀请年轻化偶像通过多种形式推介旗下单品，同时通过热播剧广告植入，扩大品牌影响力；二是线上线下联动，通过新零售弥补线下渠道的不足，推出联名爆款限量线上销售，从而达到快速提高营业额的效果。

5.3 化妆品消费仍处于大众阶段，渠道下沉+重视网店助力本土品牌异军突起

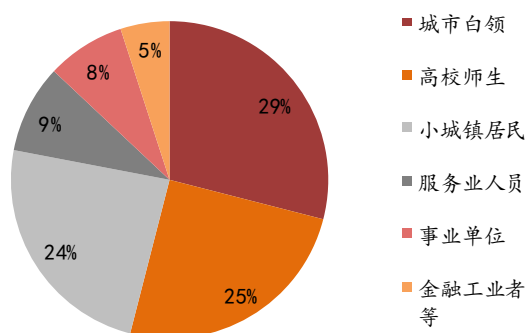
我们认为，本土化妆品的主要销售模式一是布局线上，二是渠道下沉至三线以下城市。据京东&南都传媒统计数据，2017 年美妆线上消费渗透率达到 43%，较 2011 年提高 26pct，同时从消费人群来看，白领、高校师生及小城镇居民占比高达 78%。从这个角度来看，以高校师生、小城镇居民为主要消费群体，同时积极拓展线上销售渠道成为国货化妆品提升销量的重要举措。

图46：2017年化妆品线上消费渗透率达43%



数据来源：京东，南都传媒，财通证券研究所

图47：消费人群中50%来自高校师生和小城镇居民（2017年）



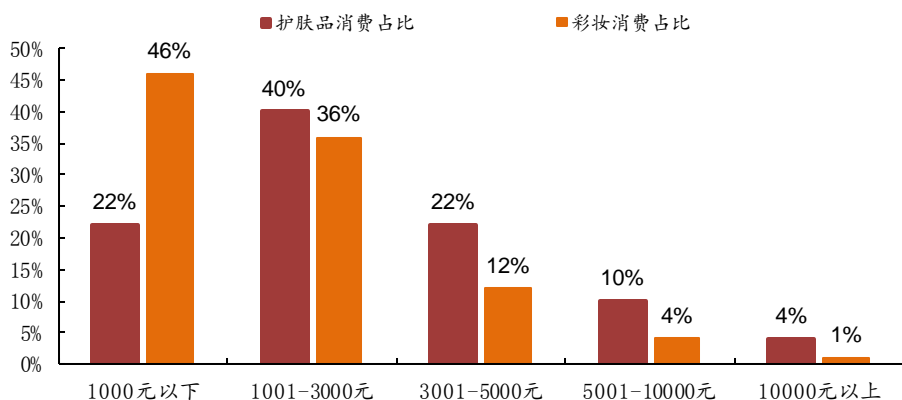
数据来源：京东，南都传媒，财通证券研究所

之所以我们将网店和三线以下城市定位为本土品牌化妆品的销售终端，主要是和国货的高性价比相关联。我们发现，我国消费者在选购化妆品时，具有两个重要

特征：1) 化妆是套流程，需要多种不同类型的化妆品，每种类型的化妆品功能、价格等方面有很大的差异化，从而造就出更大的市场；2) 我国消费者在选购化妆品的时候平均消费水平仍旧处于大众消费阶段，与国货的契合度更高。

根据微博数据中心的统计，化妆品购买者中，62%的护肤品年消费额和 82%的彩妆年消费额在 3000 元以下，而集中于大学生群体，上述两比例则为 84%和 90%。如果考虑化妆需要多种类型的产品，并且化妆品消耗量较大，那么平均单支化妆品的消费额大约在 500 元以下。

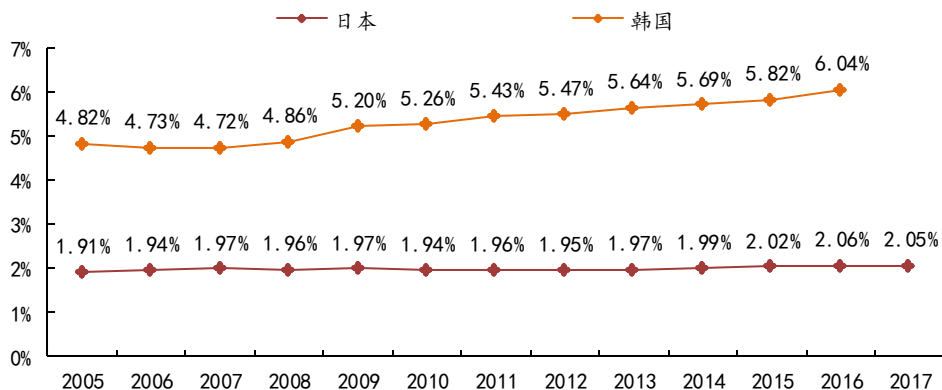
图48：护肤品和彩妆年消费额集中在3000元以下（2017年）



数据来源：微博数据中心，财通证券研究所

从化妆品支出占可支配收入的比例来看，亚洲邻国日本与韩国这一比例均变化缓慢，日本在过去十余年的时间中从 2005 年的 1.91%增长至 2017 年的 2.05%，韩国则从 2005 年的 4.82%增长至 2016 年的 6.04%（2017 年暂无统计数据）。中国这一比例目前维持在 1%左右，相较日韩两国仍有较大上升空间，但按照增长趋势来看，短时间内也较难实现大幅提升，因此中国消费者对化妆品的需求模式在短期内仍将保持稳定。

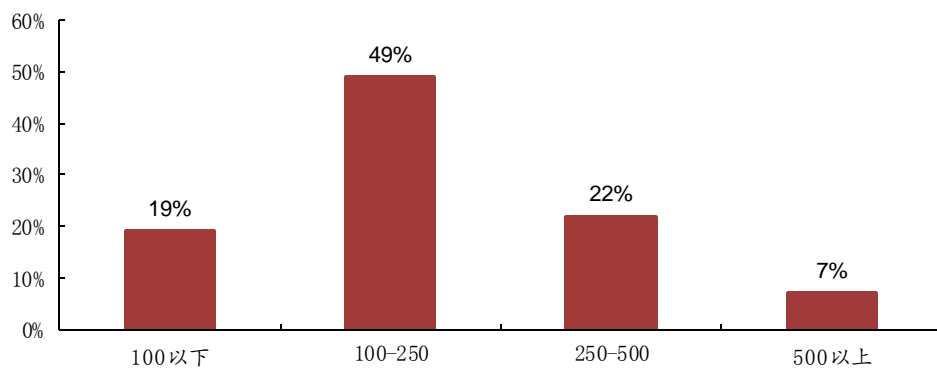
图49：日本与韩国人均化妆品支出占可支配收入的比例均增长缓慢



数据来源：Euromonitor，Wind，财通证券研究所

从单支护肤品价格消费区间来看，近 70%的消费者单支护肤品消费额在 250 元以下，大众消费特征仍旧是化妆品行业的主流推动力。从这个角度来看，我们看好瞄准大众消费市场的本土品牌化妆品，通过在电商和三线以下城市实体店的布局，有望进一步拓展市场份额，开拓全新发展道路。

图50：单支护肤品消费额在250元以下的消费者占比近70%（2017年）



数据来源：微博数据中心，财通证券研究所

6、建议关注

珀莱雅：受益于低线城市消费升级，线上线下双轮驱动

珀莱雅是国内侧重于大众护肤品的知名企业，成立于 2006 年，公司主营业务为护肤品类，近年来逐渐向彩妆领域拓展，旗下拥有珀莱雅、优资莱、韩雅、悠雅、猫语玫瑰、悦芙媿等品牌。公司产品主要定位与二三线及以下低线城市，在线下有较为广泛的日化专营店、商超渠道布局。2012 年以来，公司积极寻求转型，抓住电商红利，迅速建立起电商渠道并实现快速增长。2018 年公司发布限制性股票激励计划，拟授予限制性股票不超过 146.72 万股，授予价格为每股 17.95 元。公司的主要优势在于三点：1) 股权激励彰显管理层信心；2) 线上新晋拓展、线下传统强势，渠道优势明显；3) 珀莱雅品牌+全品类布局+单品牌店，几乎涵盖全部化妆品类别，未来新产品依托已有渠道空间较大。预计 18-20 年 EPS 分别为 1.36/1.85/2.46 元，对应 PE 为 30.4/22.3/16.8X，给予 36 倍 PE，目标价 49.0 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

上海家化：布局品类丰富，集团化运营雏形初现，股票期权激励彰显集团信心

上海家化是中国历史最悠久的日化企业之一，前身为成立于 1898 年的广生行，公司业务涵盖化妆品、个人护理、家居护理用品等多品类，主要品牌包括佰草集、高夫、美加净、启初、六神、家安等，2017 年收购英国市占率第一的婴幼儿产品品牌汤美星，业务布局更趋全面。2018 年 3 月公司公告股票期权激励方案，拟向激励对象授予 425 万份期权，行权价格 35.75 元/股，行权条件为公司 2018-2020 年度营业收入增速分别为 23%、25%、25%，净利润增速为 41%、36%、33%。此次股票期权激励将有利于充分调动公司董事、高管的积极性，为公司未来业绩增长带来更多确定性。

御家汇：深耕面膜细分品类，电商基因助力品牌迅速崛起，拟收购阿芙精油拓展线下渠道

御家汇成立于 2012 年，是国内新兴起的以面膜为核心的“互联网+护肤品”企业，公司主营业务为面膜及水乳膏霜等护肤产品，其中面膜收入占比高达 76.27% (2017 年)，旗下拥有御泥坊、小迷糊、花瑶花、师夷家等护肤品品牌。公司产品主要通过线上渠道销售，线上营收占比高达 95.96% (2017 年)，近年来配合精准的数字营销实现较高的内生增长。同时，公司多品牌运作能力凸显，主品牌知名度高、发展快速，特色小品牌、海外代理品牌拓展迅速。2018 年 6 月，公司公告拟收购北京茂思商贸有限公司，该公司旗下品牌阿芙拥有较广泛的线下渠道布局，有助于与公司迅速拓展线下渠道，与原有业务实现协同发展。

青岛金王：布局化妆品全产业链，渠道优势明显，有望充分受益于化妆品行业高速增长红利

青岛金王成立于 1993 年，成立之初主要从事新材料蜡烛及相关工艺制品的生产及销售，2013 年以来公司通过投资、并购等方式整合优势资源，加速向化妆品领域拓展，确定了围绕化妆品研发、生产、线上线下营销渠道、品牌运营的整体产业规划和布局。2017 年公司化妆品业务实现营收 25.63 亿元，占总营收比例已达 55%。公司致力于布局化妆品全产业链：上游入股广州栋方（OEM/ODM），收购广州韩亚（彩护一体），布局品牌和生产端，培育自有品牌植萃集，掌握国内少数彩护一体的稀缺资源。下游收购第二大国际化妆品国内线上运营商杭州悠可，同时收购专业的线下直营渠道运营商上海月沅，此外还借助敦煌网跨境电商平台资源开拓海外新市场。随着公司化妆品产业链布局渐趋完善，渠道资源逐渐丰富，有望充分受益于我国化妆品产业发展与电商高速增长红利。

7、风险提示

1、竞争风险

目前国内品牌数目众多，行业不断细分，且外资企业在市场份额上处于明显优势。本土品牌既面临国际大品牌的竞争压力，本土品牌之间尤其是新兴品牌之间亦形成激烈的竞争态势。行业内企业如果不能及时调整经营策略并形成核心竞争优势，将会面临较为激烈的竞争风险，对本土品牌进一步提高市场份额及盈利能力构成影响。

2、化妆品安全风险

国内化妆品有较为严格的监管制度，但不排除出现化妆品安全风险事件，将会对整个行业造成一定程度影响。

3、新产品研发进度不及预期

化妆品公司都会主打明星产品，但同时也会积极研发新产品以进一步占据市场，本土品牌研发进度可能不及国际品牌，从而无法快速对消费趋势做出回应。

信息披露**分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。