

➤ **活动概况：活动“战线”拉长，优惠力度提升，加码内容化建设。**2022年12月以来，我国宏观经济回暖，消费者信心恢复及意愿回弹，化妆品行业边际回暖，23年1-5月我国化妆品零售额同比增9.9%，高于社零总额增速。在经济环境逐渐复苏的背景下，各平台通过拉长活动“战线”（抖音、快手预售分别提前7/2天）、提升优惠力度（在满减的基础上增加补贴）、加码内容化建设（淘宝等货架平台发力直播夺取客流、抖音等内容平台完善销售体系以提升内容转化率）争夺存量市场，拉动业绩增长。

➤ **渠道端：直播电商强势增长，综合电商仍为基本盘。**星图数据显示，23年“618”，1)综合电商实现销售总额6143亿元，同比增长5.44%，占全网（综合电商+直播平台+新零售+社区团购）销售额的73%，贡献电商渠道主要GMV；2)直播电商实现销售总额1844亿元，同比增长28%，增速远高于综合电商、新零售等平台，其中，抖音平台强势增长，23年抖音电商“618”总销售额同比增长超72%，活动期间销售额破千万品牌达到1463个。

➤ **品类端：可选消费品展现较大弹性，彩妆品类增速回正。**星图数据显示，23年“618”，洗护清洁、粮油调味等生活必需品类GMV同比增速分别-28/-5pct，香水彩妆、美容护肤等可选消费品类GMV同比增速分别+25/+17pct，其中香水彩妆品类GMV增速在消费者出行需求增加等因素的驱动下实现回正，从22年的-22.1%提升至+2.9%。

➤ **品牌端：国际大牌占据主要位置，国货龙头加速崛起。**根据飞瓜、星图数据，23年“618”大促中，1)美容护肤市场基本由国际大牌主导，天猫护肤TOP5国货仅有珀莱雅，抖音护肤TOP10国货仅有珀莱雅、韩束；2)彩妆市场呈现“高端化”趋势，国货龙头增长韧性强劲，天猫彩妆TOP5国货仅有花西子，前两年出现在榜单中珂拉琪、完美日记落榜，雅诗兰黛、阿玛尼等国际大牌跃至前列；抖音彩妆TOP10国货占据70%，花西子、卡姿兰、彩棠等品牌连续两年挤进榜单，毛戈平强势崛起跃至榜单第五。

➤ **投资建议：**美妆行业边际回暖，2023Q2重点公司加速推出新品爆品投入和多渠道布局，在“618”大促催化下，国货龙头加速崛起，业绩显著复苏，推荐业绩有望持续上行，销售表现亮眼的**珀莱雅、巨子生物**；推荐具备估值性价比与边际改善的**福瑞达、水羊股份**；建议关注**丸美股份、华熙生物、上海家化、上美股份、嘉亨家化、青松股份**等。

➤ **风险提示：**宏观经济低迷，新品推广不及预期，行业竞争格局恶化。

#### 重点公司盈利预测、估值与评级

| 代码        | 简称   | 股价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       | 评级 |
|-----------|------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----|
|           |      |           | 2022A   | 2023E | 2024E | 2022A  | 2023E | 2024E |    |
| 603605.SH | 珀莱雅  | 114.42    | 2.88    | 3.41  | 4.32  | 58     | 34    | 26    | 推荐 |
| 2367.HK   | 巨子生物 | 34.95     | 1.01    | 1.35  | 1.75  | 32     | 26    | 20    | 推荐 |
| 300856.SZ | 科思股份 | 80.09     | 2.29    | 2.89  | 3.46  | 34     | 28    | 23    | 推荐 |
| 300957.SZ | 贝泰妮  | 91.85     | 2.48    | 3.21  | 4.06  | 44     | 29    | 23    | 推荐 |
| 688363.SH | 华熙生物 | 91.91     | 2.02    | 2.56  | 3.22  | 49     | 36    | 29    | 推荐 |
| 300740.SZ | 水羊股份 | 16.01     | 0.32    | 0.58  | 0.81  | 45     | 27    | 20    | 推荐 |
| 600315.SH | 上海家化 | 29.02     | 0.70    | 1.07  | 1.34  | 43     | 27    | 22    | 推荐 |
| 600223.SH | 福瑞达  | 10.43     | 0.04    | 0.29  | 0.39  | 245    | 36    | 27    | 推荐 |
| 300132.SZ | 青松股份 | 5.61      | -1.44   | 0.05  | 0.14  | -      | 112   | 40    | 推荐 |
| 300955.SZ | 嘉亨家化 | 21.12     | 0.69    | 1.11  | 1.55  | 31     | 19    | 14    | 推荐 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年7月3日收盘价）

## 推荐

## 维持评级



### 分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

### 分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

## 相关研究

- 零售周观点：湃肽生物递交招股书，亚马逊FBA调整物流价格等级-2023/07/02
- 商贸零售行业2023年中期投资策略：把握消费新浪潮，变革拥抱新成长-2023/06/27
- 商贸零售23Q2业绩前瞻：医美及黄金珠宝龙头加速增长，美妆龙头稳健成长-2023/06/26
- 零售周观点：5月社零数据同比+12.7%，奇致激光北交所上市申请获受理-2023/06/18
- 零售周观点：周大福发布2023财年年报，家家悦发布激励计划-2023/06/12

# 目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 电商“618”综述：行业竞争步入“白热化”阶段，电商平台多方位“内卷”争夺公域流量</b> | <b>3</b>  |
| 1.1 概况：活动“战线”拉长，促销力度加大，加码内容运营                      | 3         |
| 1.2 电商“618”GMV 拆析                                  | 7         |
| <b>2 美妆“618”：消费边际回暖，国货龙头加速崛起</b>                   | <b>10</b> |
| 2.1 美妆概况：消费持续复苏，美妆消费边际改善                           | 10        |
| 2.2 美妆“618”GMV 拆析                                  | 11        |
| <b>3 重点公司</b>                                      | <b>17</b> |
| <b>4 投资建议</b>                                      | <b>19</b> |
| <b>5 风险提示</b>                                      | <b>20</b> |
| <b>插图目录</b>  | <b>21</b> |
| <b>表格目录</b>  | <b>21</b> |

# 1 电商“618”综述：行业竞争步入“白热化”阶段，电商平台多方位“内卷”争夺公域流量

## 1.1 概况：活动“战线”拉长，促销力度加大，加码内容运营

### 1.1.1 活动节奏：与 22 年基本一致，快手、抖音等平台提前开启预售期，活动“战线”进一步拉长

5 月下旬，各平台 23 年“618”大促活动逐渐拉开序幕，快手、京东、拼多多、抖音抢跑天猫，分别于 5 月 18 日、23 日、23 日、25 日开始“618”预售，天猫于 5 月 26 日开启预售期。与 22 年相比，传统电商平台“618”大促活动时间基本一致，快手、抖音等内容电商进一步拉长“战线”，不断抢跑。

**1) 天猫：23 年“618”活动时间为 5 月 26 日至 6 月 20 日，全程长达 26 天，与 22 年一致。**23 年活动具体可分为预售预热期（5 月 26 日 20:00-5 月 31 日 18:00）、开门红（5 月 31 日 20:00-6 月 3 日 23:59）、品类日（6 月 4 日-6 月 13 日）、狂欢日预售（6 月 14 日 20:00-6 月 15 日 19:59）、狂欢日售卖（6 月 15 日 20:00-6 月 20 日）五个阶段。

**2) 京东：23 年“618”活动时间为 5 月 23 日-6 月 20 日，全程长达 29 天，与 22 年一致。**23 年活动具体可分为预售期（5 月 23 日 20:00-5 月 31 日 19:59）、开门红（5 月 31 日 20:00-6 月 3 日 23:59）、专场期（6 月 4 日-6 月 15 日 19:59）、高潮期（6 月 15 日 20:00-6 月 18 日 23:59）、返场期（6 月 19 日至 20 日）五个阶段。

**3) 抖音：23 年“618”活动时间为 5 月 25 日-6 月 18 日，全程长达 25 天，预售较 22 年提前 7 天。**23 年活动具体可分为预售期（5 月 25 日-5 月 31 日）、开门红（6 月 1 日-6 月 3 日）、“618”好物节（6 月 4 日-6 月 18 日）三个阶段。

**4) 快手：23 年“618”活动时间为 5 月 18 日-6 月 18 日，全程长达 32 天，预售较 22 年提前 2 天。**23 年活动具体可分为活动预售期（5 月 18 日-5 月 31 日）、“618”好物节（6 月 1 日-6 月 18 日）两个阶段。

**5) 拼多多：23 年“618”活动时间为 5 月 23 日-6 月 20 日，全程长达 28 天，与 22 年一致。**

图1：主流电商平台 23 年“618”大促时间一览



资料来源：星图数据，民生证券研究院

### 1.1.2 活动规则：玩法持续升级，消费者端加大优惠力度，商家端提供流量补贴

电商平台步入存量竞争时代，各平台加大优惠力度争夺用户和流量。根据 QuestMobile 数据，22 年“双 11”第一波尾款日下单时，淘宝、拼多多、京东三者重合用户达 3621 万，同比增长 6.1%，其中拼多多和淘宝的重合用户达到 1.26 亿，拼多多与京东重合用户规模达到 5574 万，用户的高度重合使得电商平台之间的竞争加剧，增长空间越来越少。同时，电商促销的日常化使得消费者对大促的敏感度降低，通过低价和补贴来争夺用户和流量成为最直接且有效的争夺存量用户的方式之一。在 23 年“618”大促中，各平台打出“远超之前投入”、“历史级的巨大投入”等诸多口号，在宣传物料凸显“低价”、“便宜”等字眼，竭力向消费者和商家表明自己的投入力度之大。

**淘宝&天猫：**1) 消费者方面：延续 22 年“618”的满减力度，淘宝跨店每满 200 减 30，天猫跨店每满 300 减 50。此外，今年淘宝天猫首次设立“聚划算直降专场”，会场商品单价 5 折起，消费者无需凑单；2) 商家方面：扶持中小商家，中小商家完成店铺经营任务可获得最高 1000 元流量券，内容型商家在此基础上完成内容激励任务可额外获得最高 1000 元流量券。

**京东：**1) 消费者方面：除了往年的满减优惠外，消费者每天领取三张“满 200 减 20”的消费券。大促节点上，商家想要打上“618”标签，商品到手价必须低于过去 30 天的成交价。2) 商家方面：面向所有商家投入增加 20%，帮助商家平均降低 30% 的运营成本。






**抖音：**对于消费者，预售专区上线“满 100 减 10”、“300 减 30”、“1000 减 100”等多种面额的消费券。

**快手：**投入 100 亿平台流量和 10 亿商品补贴。

**拼多多：**“618 开门红”将陆续发放 50 亿优惠券，消费者每人最高可领取 500 元。“618 专项活动”陆续发放 100 亿优惠券，消费者每人最高可领取 290 元。重点补贴手机及数码类产品。

**小红书：**1) 消费者方面：全平台跨店每满 300 减 50，同时推出膨胀红包、搜索奖励、定金预售、爆品秒杀、跨店满减等玩法，膨胀红包最高可膨胀到 100 元；2) 商家方面：商家关联报名活动的商品，发布商品笔记，将在小红书首页获得流量倾斜，单篇商品笔记最高可获得 20 万曝光激励，单个商家活动期间最高可以享受投流 200 万曝光。

图2：主流电商平台 23 年“618”大促活动规则

|   | 时间长度  | 满减力度  | 补贴力度                            | 其他议价能力   | 流量机制   | Slogan               | 商品商家规模                                    |
|---|---|---|---------------------------------|--|--|----------------------|---|
|   | <b>预售：</b><br>5月26日晚8时开始<br><b>第一轮：</b><br>5月31日晚8时至<br>6月3日晚24时<br><b>第二轮：</b><br>6月15日晚8时至20日晚24时 | 满300元减50元<br>聚划算直降场八折                       | 百亿补贴全网<br>比价买贵必赔                | 首个中小商家营销IP<br>“淘宝好价节”  | 全周期预计<br>实现超600亿流量曝光   | 好货好价烟火气              | 6000万商品参与打折<br>300万新品在“618”首发<br>145万参与商家 |
|  | <b>预售：</b><br>5月23日晚8点开启<br><b>开卖：</b><br>5月31日晚8点全   | 全场价格直降基<br>础上用户每天最<br>多领取三张“满<br>200减20”补贴券 | 买贵双倍赔                           | /  | 超10亿优质流量红利<br>千万量级的广告红包  | 沸腾烟火气<br>回归多快好省      | 200多款超级爆款<br>近万款百亿补贴商品，<br>商品规模达到3月10倍以上  |
|  | <b>预售：</b><br>5月18日至31日<br><b>开卖：</b><br>6月1日至18日   | 满200减30<br>预售期付定金尾款<br>立减至高30%              | 大牌商品提供<br>最高15%的平台补贴<br>10亿商品补贴 | /  | 100亿平台流量（川流计划加码）   | 低价好物<br>优质内容<br>贴心服务 | 去年：3万品牌商家，<br>售卖商品超828万，<br>直播观看人数达268亿   |
|  | <b>预售：</b><br>5月24日晚8点至31日<br><b>正式：</b><br>6月1日至12日<br><b>冲刺：</b><br>6月12日至18日                     | 满300减50                                     | /                               | <b>王牌秒杀</b><br>爆款单品限时购<br><b>单品直降</b><br>好物立减15%起，<br>享有内容场域<br>流量倾斜 | 预售期参与定金预售的商品预<br>计享受2亿流量曝光；<br>参与活动商品预计GMV大于<br>3000元享受额外9万笔记曝光推<br>流，至高获得单篇20万曝光奖<br>励，瓜分30亿曝光流量池 | 买买节<br>全域狂欢          | /   |
|  | <b>预热：</b><br>5月25日至30日<br><b>活动：</b><br>5月31日至6月18日  | 满150减25                                     | /                               | /  | /  | 好物节                  | /   |

资料来源：Topklout 克劳锐公众号，民生证券研究院

### 1.1.3 营销方式：电商行业竞争日趋激烈，货架与内容加速融合

内容电商高速发展，货架平台与社交平台加速融合，“内容+直播+电商”成为电商平台主要转型方向。近年来，随着需求端消费者互动和社交需求增加、供给端



流量获取竞争加剧、技术端互联网建设日趋成熟，内容电商高速发展，“内容+直播+电商”的产业链持续完善。内容电商的发展模式可分为电商内容化和内容电商化两类，其中电商内容化主要体现为淘宝、京东等货架电商借直播、图文等构筑内容营销场景，内容电商化主要体现为小红书、抖音和快手等内容平台自建电商实现商业化变现。23年“618”大促电商中主流电商平台内容方面的营销措施如下：

**1) 淘宝天猫：以远超之前的投入推进全面内容化，聚焦短视频和直播方面进一步发力。**①推出“5万名新主播首秀入淘计划”：汤唯、蔡徐坤、朱一龙、李现、杨紫等明星亮相直播间；扶持纯内容达人，例如“618”前夕请“椰树模特团”进行非带货直播；与优酷IP联动，邀请《这！就是街舞》选手入淘尝试首场街舞battle式带货；②上线4大专题栏目：生活新百科、兴趣新文化、特色新场景及新生活方式；③优质内容流量扶持：对优质达人内容，在信息流、逛逛、会场和站外等提供流量扶持。

**2) 京东：合作头部直播机构“交个朋友”，全力攻克直播领域。**23年“618”，京东邀请头部直播机构“交个朋友”和罗永浩入驻京东，填补京东头部主播矩阵的空白，5月31日直播首秀实现销售额超1.5亿元，直播间访问人次超1700万。

**3) 抖音：通过多项直播、品类玩法等打通“内容→兴趣→消费”链路，提高消费者转化。**在23年“618”大促中，抖音搭建含有“好物直播间”、“精选联盟品类日”和“抖客万单计划”等的内容营销矩阵，其中“好物直播间”通过运营扶持、货品补贴与千万流量奖励帮助商家直播间在大促周期内冲击更高交易水位；“精选联盟品类日”通过精选联盟选品广场多重资源位，实现商达高效撮合；“抖客万单计划”通过站内外大体量曝光，催化商家爆品的诞生。

**4) 快手：情感链接大众，制造品牌强感知。**①推出短片视频：快手推出短片《快手人生货架》，通过熬夜加班的职场新人吴小姐、照顾宝宝的采购主妇夏女士、忙里偷闲的游戏达人齐先生、与老友聚会的乐呵大爷王师傅等生动的角色形象，传达今年快手“618”购物节“好的生活，可以不贵”的理念，缩短与消费者的沟通路径，带给消费者更多感情溢价；②推出重磅IP“万事大集”：快手通过直播间物料营造出“万事大吉”的热闹气氛，让消费者在逛直播的时候能产生逛大集、买好物的感觉。同时快手在6月5日上线《万事大集·求吉许愿池》，允许用户在许愿池许下自己的心愿，并将抽取66位用户助力实现心愿，让“吉事”发生。

**5) 小红书：开放“笔记带货”，打通带货和种草链路。**“618”前夜，小红书全面开放“笔记带货”，商家可以与KOL合作笔记带动电商交易，拥有“笔记带货”权限的商家可以在平台内挑选达人进行挂链合作。对于达人而言，平台设立独立的笔记带货选品中心，达人可以在发布笔记时直接关联商品，目前单篇笔记支持多品挂链接。

**表1：2023 年“618”大促各平台内容化发展措施**

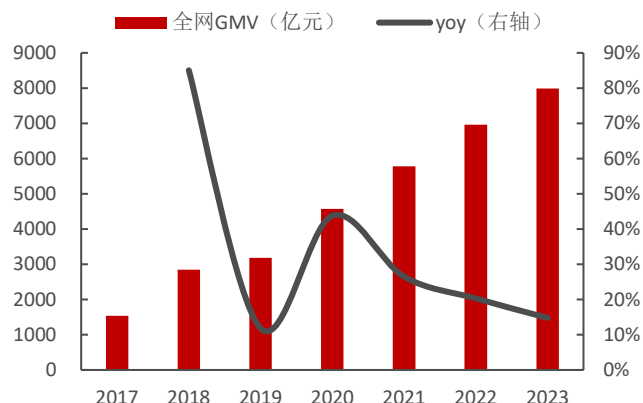
| 平台  | 2023 年“618”大促内容化发展措施   |
|-----|--|
| 天猫  | 1) 全面内容化成为淘宝天猫“618”的关键词，而承载这一预期的是短视频和直播。<br>2) 超 5 万名新主播的首次开播，上线生活新百科、兴趣新文化、特色新场景及新生活方式 4 大专题栏目，并对优质达人内容，在信息流、逛逛、会场和站外等，提供流量扶持。  |
| 京东  | 1) 合作头部直播机构“交个朋友”；<br>2) “618”直播全线升级：圈层多元化、内容 IP 化、直播专业化。<br>3) “1+10+100” IP 矩阵：“1”代表京东直播王牌 IP“超级直播间”；“100”代表 100+场垂类达人视频号联动直播。<br>4) “登陆 Z 星球”：有国潮空间站、萌趣空间站、吃货空间站、黑科技空间站、潮店空间站、酷玩空间站、养生空间站等 14 个空间站，共打造以超级直播间为核心的 6 场直播活动，以及 400 多场品类专场直播，点燃 Z 世代的拔草热情。<br>5) 联动线下直播，包括老字号珠宝店、药企工厂溯源、家电超级体验店、京东之家等，让消费者足不出户就能“逛”遍全国好店。 |
| 抖音  | 1) 货架场景将通过全域标签、平台补贴、流量奖励等组合玩法，帮助商家打通“人找货”链路，打造生意增长新引擎，开始步入“FACT+S”全域一体的升级阶段，S 则是指搜索（search）、抖音商城（shopping center）与商家店铺（shop）。<br>2) 内容场景将通过「好物直播间」的内容诱发兴趣、兴趣激发消费的顺畅链路，通过多项直播、品类玩法，从种草蓄水到深度激发消费意愿，再到最终完成交易，助力实现高效种草与转化。   |
| 小红书 | 通过达人直播、店铺直播、商品笔记、笔记带货、商品搜索和商城等多个交易场域全面参与今年的“618”活动。重要的销售方式是通过笔记场域实现，包括商品笔记和笔记带货。   |

资料来源：搜狐网、蓝鲸财经、若一文章网、DoNews、央广网，民生证券研究院

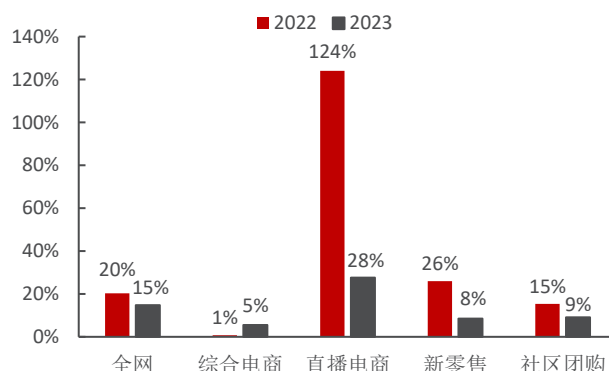
## 1.2 电商“618”GMV 拆析

### 1.2.1 大盘：综合电商稳健增长，直播电商增速放缓

23 年“618”整体销售额同比增速放缓，但仍维持正增长，展现较强消费韧性。根据星图数据，2023 年“618”大促期间全网交易总额（不含新零售和社区团购）为 7987 亿元人民币，同比增 14.77%，增速较 22 年降 5.52pct。

**图 1：17-23 年全网“618”销售额（亿元）及增速**


资料来源：星图数据，民生证券研究院

**图 2：22 年和 23 年“618”各类平台销售额增速**


资料来源：星图数据，民生证券研究院

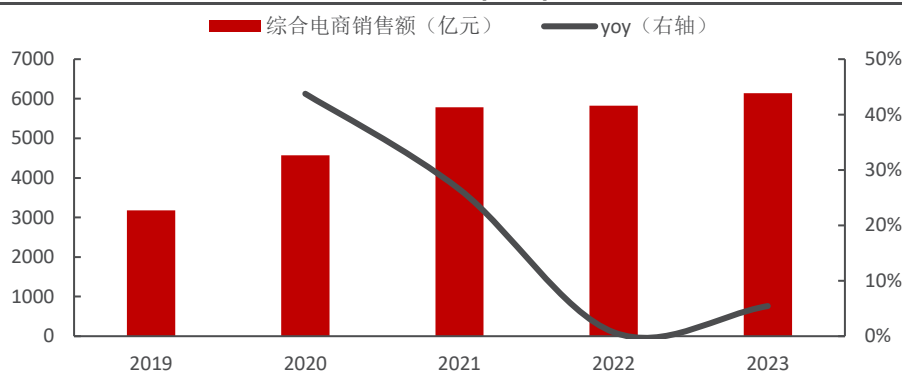
分平台看，综合平台销售额增速回升，直播电商表现亮眼，新零售、社区团购增速放缓：

综合平台销售额持平，前三平台保持去年位次。根据星图数据，23 年“618”

综合电商平台实现销售总额 6143 亿元，同比增长 5.44%，增速同比+4.74pct。在综合电商中，前三甲与往年并无差别，天猫依旧稳居首位，京东紧随其后，拼多多位列第三。

- **京东：**据公司战报，今年增速超预期，线上品牌商家与线下实体门店数量都再创新高，3C 数码全程累计成交用户数突破 7000 万，新增趋势品类 1200+，新品对整体销售的拉动超 30%，参与百亿补贴的商品数量超 3 月的十倍，在持续多年的“618”中，京东首次未公布销售额。
- **拼多多：**未披露具体销售额数据，本次大促加码 3C 产品，“618”期间家电全品类销售额规模增长 113%，荣耀手机同比增长 100%+。
- **阿里（天猫+淘宝）：**据淘天集团，有 305 个品牌成交额过亿，有 256 万+的中小商家成交额超去年同期，今年在直播方面发力，在淘宝发布短视频的商家数增长 55%，淘宝上短视频日均观看用户数增长 113%。

**图3：19-23 年综合电商“618”销售额（亿元）及增速**



资料来源：星图数据，民生证券研究院

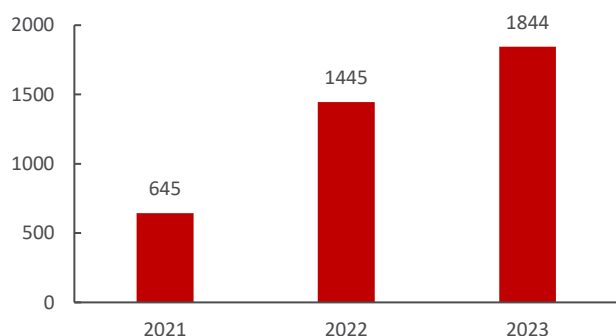
**平台发力大促，消费者回归理性，流量成本增加，直播电商增速放缓。**2023 年直播电商“618”销售额为 1844 亿元，同比增 27.61%，其中抖音以一定优势排名直播电商平台榜首，点淘销售额超过快手重回第二，快手排名第三。

- **抖音：**发挥全域兴趣电商优势，“内容场景+货架场景”协同发力，激发消费活力。据抖音“618”数据，今年“618”抖音的直播累计时长为 4202 万小时，挂购物车链接的短视频播放量 1309 亿次，整体销量同比增 66%，货架场景抖音商城销量同比增 177%。
- **快手：**品牌商家 GMV 同比增长超 5 倍。据快手 616 购物节数据，在 6 月 1 日-6 月 18 日大促活动期间，快手电商订单量同比去年增长近四成，买家数同比去年增长近三成。品牌商品 GMV 同比去年增长超 200%，短视频挂车下单订单量同比去年增长近 210%，搜索支付 GMV 同比去年增长近 130%。

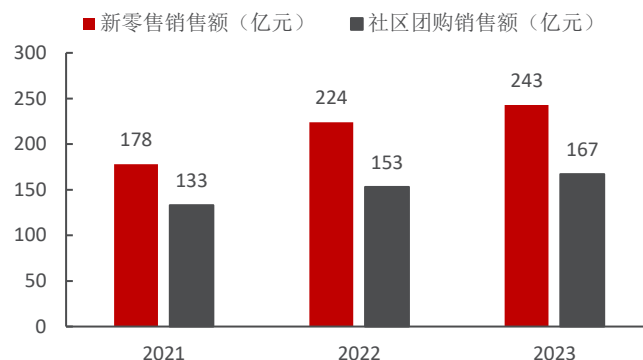
**消费者消费习惯延续，新零售&社区团购维持增长。**疫情全面放开之后，消费者线上购物和团购的购买方式偏好得以保留，23 年“618”，新零售平台和社区团



购渠道销售额维持增长态势，分别同比增 8.48%/9.15%至 243/167 亿元。新零售平台中，销售额前 3 名分别为美团闪购、京东到家、饿了么，其中美团闪购超越京东到家成第一名，饿了么以微小差距位列第三。社区团购平台中，多多买菜、美团优选和兴盛优选位居前三。

**图4：21-23 年直播电商“618”销售额（亿元）**


资料来源：星图数据，民生证券研究院

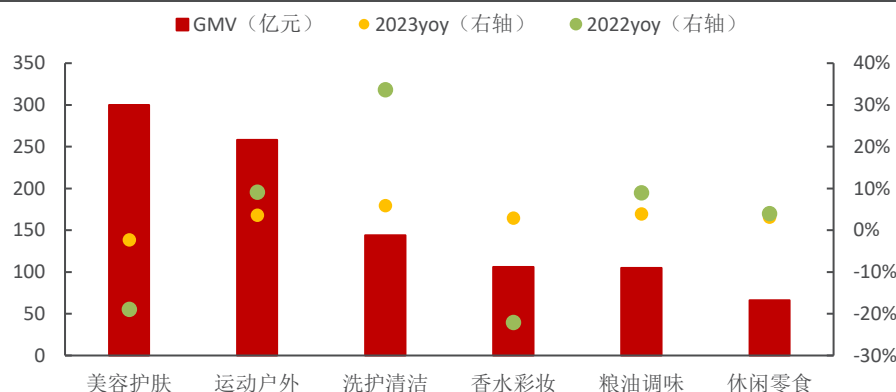
**图5：21-23 年新零售&社区团购“618”销售额（亿元）**


资料来源：星图数据，民生证券研究院

## 1.2.2 分品类：必需品增速放缓，可选消费品展现较大弹性

从综合热门销售品类来看，多项品类均保持正增长，必需品增速放缓，可选消费品展现较大弹性。星图数据显示，23 年“618”洗护清洁、运动户外、香水彩妆、粮油调味、休闲零食等品类均同比正增长，同比增速分别为 +6%/+4%/+3%/+4%/+3%；美容护肤品类表现欠佳，23 年“618”期间销售额为 300 亿元，同比-2%。对比各品类在 22 年“618”中的表现，23 年“618”洗护清洁、粮油调味等生活必需品类同比增速下滑明显，这或与消费者囤货行为减少相关；与此同时，随着疫后消费者出行频次提升，化妆需求增加，香水彩妆等可选消费品类的同比增速快速回正，从 22 年的-22.1%提升至+2.9%。

此外，在消费者健康意识提升的驱动下，大促期间营养保健品类整体销售额达 88 亿元；“空巢青年”催生宠物经济，大促期间宠物食品线上销售额突破 50 亿元。

**图6：2023 年“618”细分品类销售额（亿元）及同比增速**


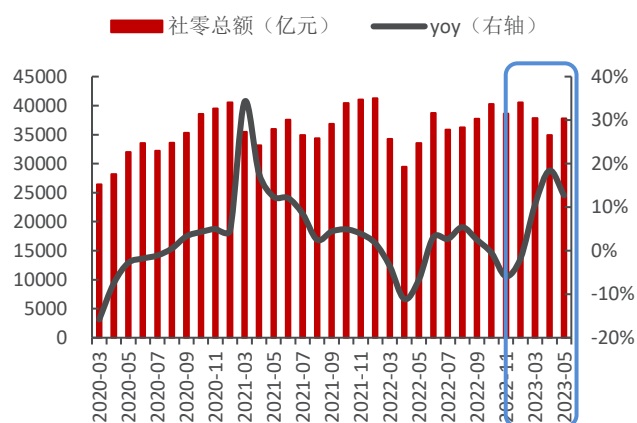
资料来源：星图数据，民生证券研究院

## 2 美妆“618”：消费边际回暖，国货龙头加速崛起

### 2.1 美妆概况：消费持续复苏，美妆消费边际改善

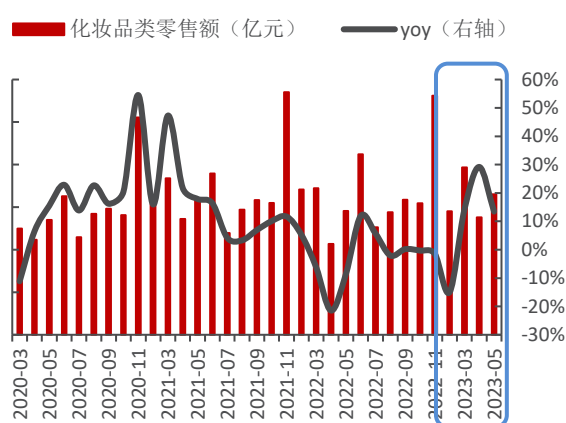
消费市场持续复苏，美妆行业规模维持增长态势。2022年12月以来，我国宏观经济回暖，消费者信心恢复及意愿逐步回弹，社会零售额同步增速稳步回升，2023年1-5月，我国社零总额累计同比增长9.3%，限额以上零售总额累计同比增长8.7%，化妆品零售额同比增长9.7%，化妆品零售额增速高于社零总体，呈现复苏态势。

图7：中国社会消费品零售总额（亿元）及增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

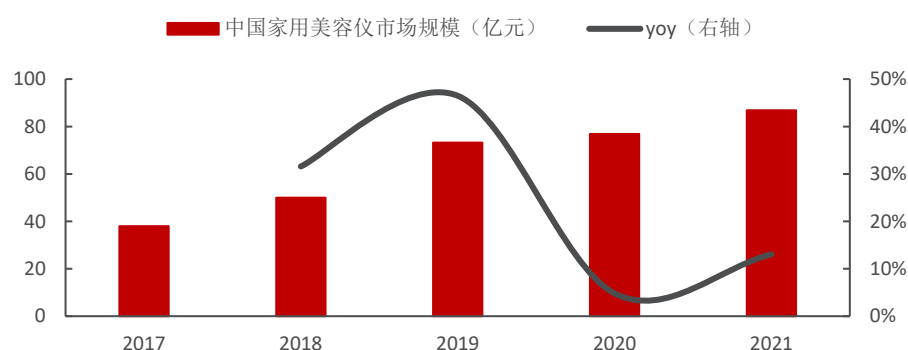
图8：中国化妆品类零售总额（亿元）及增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

“科技护肤”理念兴起，美容仪器赛道升温。随着“她经济”和“颜值经济”的蓬勃发展，女性对自身外在形象的重视程度持续提升，皮肤管理需求逐步从皮肤表层升华至皮肤质量本身。同时，在社交平台对于医美的技术科普和明星背书宣传的推动下，消费者对医美以及医美产品的认知度提升，消费者护肤产品开始从涂抹式产品进化到射频美容仪、微电流美容仪等能深入表皮甚至作用真皮层的美容仪，美容仪器市场规模高速增长。

图9：2017-2021年中国家用美容仪市场规模（亿元）及增速



资料来源：观研天下，民生证券研究院

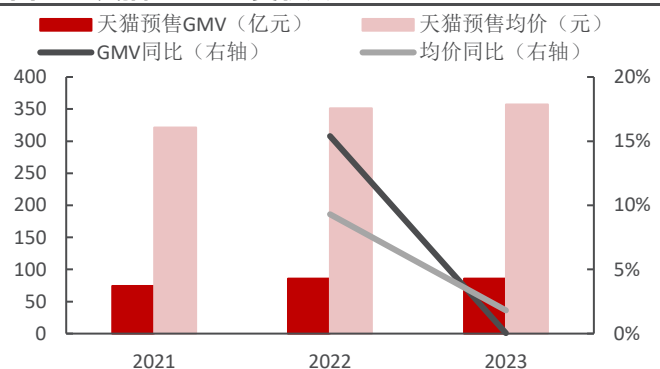
**消费分级趋势明显，不同层级消费者追求各自领域的“精消费”。**消费分级主要分为两个方面，一方面体现为“追求性价比”：后疫情时代公众消费更加谨慎和理性，在商品和服务的质量差距不大时，消费者更多地追求“平替”商品，即功能高度可替代的商品，致力于找到最具性价比的生活方式，数字一百 DATA100 数据显示，63%的受访者表示自己的消费变得更加理性，具体特征为购物选择货比三家、更看重性价比、更看重产品的实用性等。在此趋势下，高性价比且更贴合国人使用需求的国货品牌市场竞争力快速提升，知萌咨询机构数据显示，23 年“618”大促中，72.2%的消费者主要购买中国品牌；另一方面体现为“消费升级”：部分消费者更加注重“悦己”的情绪消费，愿意为品牌历史、品牌声誉、精美包装等支付溢价，追求有品质的生活方式。

## 2.2 美妆“618”GMV 拆析

### 2.2.1 大盘：天猫整体同比微增，抖音实现高速增长

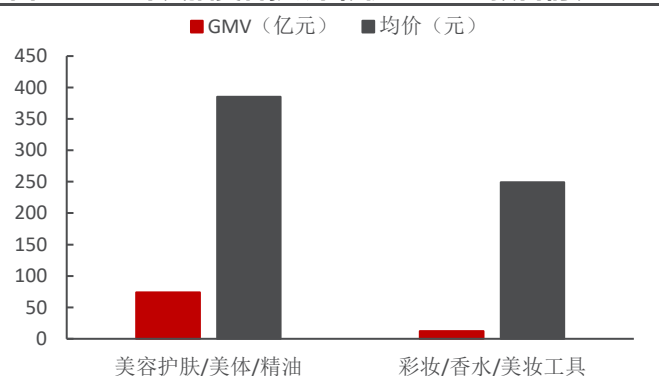
**天猫：实现预售 GMV 85.87 亿元，彩妆类目增速较快。**根据青眼情报数据，2023 年 5 月 26 日-5 月 30 日，天猫美妆品类实现 GMV 85.87 亿元，同比微增 0.03%，成交均价 357 元，同比+1.81%。分类目看，美容护肤/美体/精油类目实现 GMV 73.71 亿元，同比-3.63%；成交均价 385 元，同比+0.61%；彩妆/香水/美妆工具类目实现 GMV 12.16 亿元，同比+29.98%，成交均价 249.34 元，同比+18.87%。

图10：天猫“618”美妆大盘



资料来源：青眼情报，民生证券研究院

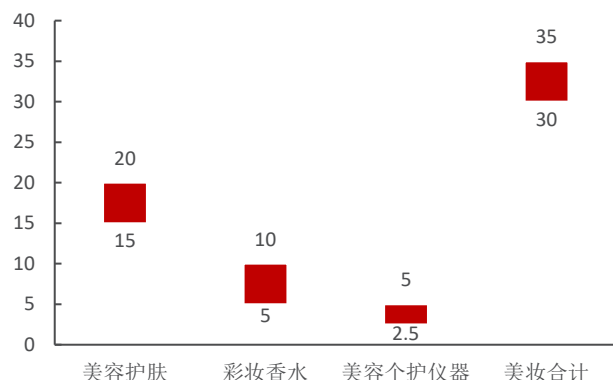
图11：23 年天猫美容护肤/彩妆“618”预售情况



资料来源：青眼情报，民生证券研究院

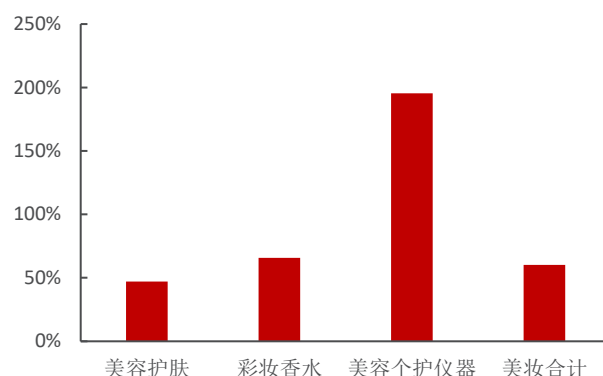
**抖音：预售 GMV 同比增 60%，全周期 GMV 同比增 70%，美容个护仪器类目表现亮眼。**根据青眼情报数据，2023 年 5 月 26 日-5 月 30 日，抖音美妆品类实现预售 GMV 约 30.21 亿元，同比+60.3%，成交均价为 75.8 元；2023 年 5 月 25 日-6 月 18 日，美妆品类 GMV 同比+70%。分类目看，1) 美容护肤实现预售 GMV 15-20 亿元，同比+47.2%，全周期 GMV 同比+61.68%；2) 彩妆香水实现预售 GMV 5-10 亿元，同比+65.7%，全周期 GMV 同比+78.02%；3) 美容个护仪器实现预售 GMV 2.5-5 亿元，同比+195.3%，全周期 GMV 同比+120.24%。

图12：23 年抖音“618”美妆各类目预售 GMV (亿元)



资料来源：青眼情报，民生证券研究院

图13：23 年抖音“618”美妆各类目 GMV 同比增速



资料来源：青眼情报，民生证券研究院

**快手全周期：**根据青眼情报数据，2023 年 5 月 22 日-6 月 18 日，快手美妆品类 GMV 为 48.16 亿元，同比增长 14.8%。分类目看，护肤类目贡献主要 GMV，5 月 22 日至 6 月 18 日期间护肤类目/个护类目/彩妆类目分别实现 GMV 29.61/11.24/4.87 亿元。

## 2.2.2 品牌：国际龙头表现坚挺，国货龙头加速崛起

**国际大牌占据主导地位，国货品牌强势崛起。**2023 年“618”大促中，各平台美容护肤基本由国际大牌主导，分平台看，1) 天猫平台：护肤 TOP5 国货仅有珀莱雅入席，持续占据国货第一；彩妆领域国货仅有花西子占据 TOP4，较前年略有掉队。2) 抖音平台：护肤前十榜单中，高端国际大牌占据前四，国货仅占两席（珀莱雅和韩束分别位居第 5、第 7）；彩妆领域国货表现强劲，前十榜单中国产占比达 70%。

图14：2023 年“618”天猫和抖音平台美妆品牌榜单

| 天猫     |       |       |          |       |       | 抖音     |        |        |        |          |       |
|--------|-------|-------|----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|----------|-------|
| 护肤TOP5 |       |       | 彩妆香水TOP5 |       |       | 护肤TOP5 |        |        | 彩妆TOP5 |          |       |
| 排名     | 2023年 | 2022年 | 排名       | 2023年 | 2022年 | 排名     | 2023年  | 2022年  | 排名     | 2023年    | 2022年 |
| 1      | 欧莱雅   | 欧莱雅   | 1        | 三熹玉   | 圣罗兰   | 1      | 赫莲娜    | 雅诗兰黛   | 1      | 花西子      | 花西子   |
| 2      | 兰蔻    | 雅诗兰黛  | 2        | 雅诗兰黛  | 花西子   | 2      | 雅诗兰黛   | 后/WHOO | 2      | VC美妆     | FV    |
| 3      | 雅诗兰黛  | 兰蔻    | 3        | 圣罗兰   | 珂拉琪   | 3      | 海蓝之谜   | SK-II  | 3      | AKF      | 朱莉欧   |
| 4      | 珀莱雅   | SK-II | 4        | 花西子   | 魅可    | 4      | 兰蔻     | 珀莱雅    | 4      | 柏瑞美      | 彩棠    |
| 5      | 玉兰油   | 珀莱雅   | 5        | 阿玛尼   | 完美日记  | 5      | 珀莱雅    | 巴黎欧莱雅  | 5      | 毛戈平      | 珂拉琪   |
|        |       |       |          |       |       | 6      | 后/WHOO | 兰蔻     | 6      | 卡姿兰      | 肌先知   |
|        |       |       |          |       |       | 7      | 韩束     | 赫莲娜    | 7      | 圣罗兰      | 卡姿兰   |
|        |       |       |          |       |       | 8      | SK-II  | 玉兰油    | 8      | 彩棠       | 柏瑞美   |
|        |       |       |          |       |       | 9      | 巴黎欧莱雅  | 润百颜    | 9      | 朱莉欧      | 尔木萄   |
|        |       |       |          |       |       | 10     | 玉兰油    | 欧诗漫    | 10     | INTO YOU | 完美日记  |

资料来源：品观，民生证券研究院

### ➤ 天猫（数据统计时间为 5 月 26 日-5 月 31 日预售期）：

#### 1) 彩妆：前 30 名品牌中共有 6 个国产品牌，其中上市公司品牌彩棠位列国

**产品牌第一。**根据魔镜市场情报数据，预售额位居“618”彩妆预售额 TOP30 的国产品牌分别为①彩棠：位居第 6，预售额 0.64 亿元/yoy+138.40%，预售量 36.39 万件/yoy+154.62%，均价 177 元/ yoy-6.35%；②花西子：位居第 11，预售额 0.45 亿元/yoy+42.05%，预售量 25.00 万件/yoy+18.34%，均价 181 元/ yoy+19.87%；③毛戈平：位居第 13，预售额 0.30 亿元/yoy+252.03%，预售量 9.04 万件/yoy+159.52%，均价 334 元/ yoy+35.22%；④Colorkey：位居第 18，预售额 0.23 亿元/yoy-2.08%，预售量 31.61 万件/yoy-7.46%，均价 71 元/ yoy+5.97%；⑤Blankme：位居第 19，预售额 0.22 亿元/yoy-38.51%，预售量 8.08 万件/yoy-24.83%，均价 269 元/ yoy-18.24%；⑥酵色：位居第 28，预售额 0.15 亿元/yoy-5.75%，预售量 15.95 万件/yoy-18.79%，均价 91 元/ yoy+15.19%。

图15：2023 年“618”天猫渠道彩妆品牌预售数据跟踪

| 品牌                   | 预售额 (亿元) |       |          | 预售量 (万件) |       |          | 均价 (元/件) |       |         | 销售额排名 |       |     |
|----------------------|----------|-------|----------|----------|-------|----------|----------|-------|---------|-------|-------|-----|
|                      | 2023年    | 2022年 | yoy      | 2023年    | 2022年 | yoy      | 2023年    | 2022年 | yoy     | 2023年 | 2022年 | yoy |
| Nars/娜斯              | 1.11     | 0.57  | 93.69%   | 26.04    | 14.35 | 81.48%   | 424      | 398   | 6.53%   | 1     | 5     | +4  |
| MAC/魅可               | 1.06     | 0.76  | 40.19%   | 32.53    | 26.99 | 20.54%   | 326      | 280   | 16.43%  | 2     | 1     | +1  |
| MAKE UP FOR EVER/玫珂菲 | 0.91     | 0.72  | 25.61%   | 22.38    | 20.28 | 10.39%   | 406      | 356   | 14.04%  | 3     | 2     | +1  |
| CPB/肌肤之钥             | 0.80     | 0.31  | 158.61%  | 8.80     | 5.62  | 56.64%   | 912      | 552   | 65.22%  | 4     | 11    | +7  |
| 圣罗兰/YSL              | 0.79     | 0.62  | 27.56%   | 13.87    | 12.66 | 9.59%    | 566      | 486   | 16.46%  | 5     | 3     | +2  |
| TIMAGE/彩棠            | 0.64     | 0.27  | 138.40%  | 36.39    | 14.29 | 154.62%  | 177      | 189   | -6.35%  | 6     | 12    | +6  |
| 3CE/三熹玉              | 0.55     | 0.59  | -7.56%   | 40.83    | 37.22 | 9.70%    | 135      | 160   | -15.63% | 7     | 4     | +3  |
| 纪梵希/givenchy         | 0.55     | 0.25  | 117.19%  | 12.64    | 5.31  | 137.98%  | 433      | 475   | -8.84%  | 8     | 13    | +5  |
| Estee Lauder/雅诗兰黛    | 0.51     | 0.45  | 14.14%   | 11.31    | 10.34 | 9.43%    | 454      | 435   | 4.37%   | 9     | 6     | +3  |
| Lancome/兰蔻           | 0.47     | 0.39  | 19.62%   | 9.88     | 8.91  | 10.90%   | 474      | 440   | 7.73%   | 10    | 7     | +3  |
| 花西子                  | 0.45     | 0.32  | 42.05%   | 25.00    | 21.13 | 18.34%   | 181      | 151   | 19.87%  | 11    | 10    | +1  |
| TOM MARK/唐魅可         | 0.33     | -     | -        | 15.73    | -     | -        | 207      | -     | -       | 12    | -     | -   |
| 毛戈平                  | 0.30     | 0.09  | 252.03%  | 9.04     | 3.48  | 159.52%  | 334      | 247   | 35.22%  | 13    | 30    | +17 |
| Shu-uemura/植村秀       | 0.28     | 0.14  | 100.81%  | 6.65     | 4.35  | 53.00%   | 427      | 325   | 31.38%  | 14    | 22    | +8  |
| Maybelline/美宝莲       | 0.28     | 0.07  | 306.71%  | 20.23    | 6.12  | 230.72%  | 140      | 114   | 22.81%  | 15    | 32    | +17 |
| DERMAFIRM+/德妃        | 0.26     | 0.02  | 986.57%  | 8.39     | 2.46  | 240.61%  | 306      | 96    | 218.75% | 16    | 39    | +23 |
| GIORGIO ARMANI/阿玛尼   | 0.25     | 0.37  | -32.04%  | 4.16     | 7.64  | -45.49%  | 599      | 480   | 24.79%  | 17    | 8     | +9  |
| Colorkey/珂拉琪         | 0.23     | 0.23  | -2.08%   | 31.61    | 34.15 | -7.46%   | 71       | 67    | 5.97%   | 18    | 14    | +4  |
| blankme/半分子          | 0.22     | 0.35  | -38.51%  | 8.08     | 10.75 | -24.83%  | 269      | 329   | -18.24% | 19    | 9     | +10 |
| BOBBI BROWN/芭比波朗     | 0.21     | 0.22  | -7.11%   | 4.18     | 4.45  | -6.13%   | 494      | 499   | -1.00%  | 20    | 15    | +5  |
| Guerlain/娇兰          | 0.20     | 0.19  | 6.31%    | 2.67     | 2.49  | 6.96%    | 742      | 747   | -0.67%  | 21    | 18    | +3  |
| L'OREAL/欧莱雅          | 0.20     | 0.19  | 0.85%    | 8.92     | 11.46 | -22.17%  | 219      | 169   | 29.59%  | 22    | 16    | +6  |
| Ettusais/艾杜纱         | 0.19     | 0.12  | 61.04%   | 17.24    | 12.90 | 33.60%   | 110      | 91    | 20.88%  | 23    | 26    | +3  |
| Tom Ford/汤姆福特        | 0.17     | 0.06  | 186.74%  | 3.06     | 0.96  | 218.68%  | 541      | 601   | -9.98%  | 24    | 34    | +10 |
| Hourglass            | 0.16     | 0.01  | 1313.84% | 5.01     | 0.34  | 1368.07% | 323      | 336   | -3.87%  | 25    | 57    | +32 |
| Laneige/兰芝           | 0.16     | 0.04  | 308.89%  | 8.28     | 1.74  | 375.97%  | 188      | 219   | -14.16% | 26    | 38    | +12 |
| DAMAH                | 0.15     | 0.19  | -22.01%  | 15.90    | 20.52 | -22.52%  | 92       | 91    | 1.10%   | 27    | 17    | +10 |
| Joocyee/酵色           | 0.15     | 0.15  | -5.75%   | 15.95    | 19.64 | -18.79%  | 91       | 79    | 15.19%  | 28    | 20    | +8  |
| PRAMY/柏瑞美            | 0.11     | 0.01  | 1679.09% | 11.83    | 0.57  | 1978.85% | 95       | 111   | -14.41% | 29    | 84    | +55 |
| Urban Decay          | 0.10     | 0.11  | -11.37%  | 4.06     | 5.57  | -27.01%  | 249      | 205   | 21.46%  | 30    | 27    | +3  |

资料来源：魔镜市场情报，民生证券研究院

注：预售额数据统计时间维度为 5 月 26 日-5 月 31 日，标黄的为国货品牌

## 2) 美容护肤：前 30 名品牌中共有 7 个国产品牌，其中 3 个为上市公司品牌。

根据魔镜市场情报数据，位居“618”美容护肤预售额 TOP30 的上市公司国产品牌分别为①珀莱雅：珀莱雅公司主品牌，首次超过雅诗兰黛和兰蔻，位列榜单第二，预售额 5.37 亿元/yoy+73.84%，预售量 158.78 万件/yoy+104.09%，均价 339 元/ yoy-14.61%；②可复美：巨子生物旗下品牌，22 年预售额排名未进入前 100，23 年跃至榜单第 8，实现预售额 2.47 亿元，预售量 60.48 万件，成交均价为 409 元；③夸迪：华熙生物旗下品牌，位居第 18，预售额 1.21 亿元/yoy-46.24%，预售量 36.50 万件/yoy-27.95%，均价 331 元/ yoy-25.28%。



**图16：2023年“618”天猫渠道美容护肤品牌预售数据跟踪**

| 品牌                 | 预售额 (亿元) |       |         | 预售量 (万件) |        |         | 均价 (元/件) |       |         | 销售额排名 |       |     |
|--------------------|----------|-------|---------|----------|--------|---------|----------|-------|---------|-------|-------|-----|
|                    | 2023年    | 2022年 | yoy     | 2023年    | 2022年  | yoy     | 2023年    | 2022年 | yoy     | 2023年 | 2022年 | yoy |
| L'OREAL/欧莱雅        | 5.81     | 6.80  | -14.48% | 163.88   | 186.53 | -12.14% | 355      | 364   | -2.47%  | 1     | 1     | 持平  |
| PROYA/珀莱雅          | 5.37     | 3.09  | 73.84%  | 158.78   | 77.80  | 104.09% | 339      | 397   | -14.61% | 2     | 5     | +3  |
| Lancome/兰蔻         | 4.53     | 4.60  | -1.54%  | 52.24    | 47.71  | 9.49%   | 868      | 965   | -10.05% | 3     | 3     | 持平  |
| Estee Lauder/雅诗兰黛  | 3.94     | 4.94  | -20.36% | 46.82    | 64.44  | -27.34% | 841      | 767   | 9.65%   | 4     | 2     | +2  |
| Olay/玉兰油           | 3.92     | 4.44  | -11.78% | 118.57   | 120.89 | -1.92%  | 330      | 367   | -10.08% | 5     | 4     | +1  |
| SKINCEUTICALS/修丽可  | 2.88     | 1.84  | 56.70%  | 30.57    | 18.76  | 62.99%  | 941      | 978   | -3.78%  | 6     | 12    | +6  |
| SHISEIDO           | 2.50     | 2.17  | 15.19%  | 34.32    | 23.99  | 43.09%  | 728      | 904   | -19.47% | 7     | 8     | +1  |
| 可复美                | 2.47     | -     | -       | 60.48    | -      | -       | 409      | -     | -       | 8     | -     | -   |
| SK-II              | 2.31     | 1.20  | 91.55%  | 11.09    | 7.59   | 46.18%  | 2080     | 1,587 | 31.06%  | 9     | 18    | +9  |
| Winona/薇诺娜         | 2.15     | 1.98  | 8.38%   | 66.90    | 57.25  | 16.86%  | 321      | 346   | -7.23%  | 10    | 10    | 持平  |
| HR/赫莲娜             | 1.86     | 2.09  | -10.96% | 7.48     | 6.56   | 13.99%  | 2490     | 3,188 | -21.89% | 11    | 9     | +2  |
| Cosme Decorte/黛珂   | 1.85     | 1.39  | 33.85%  | 37.60    | 27.96  | 34.48%  | 493      | 496   | -0.60%  | 12    | 14    | +2  |
| Clarins/娇韵诗        | 1.76     | 1.34  | 31.54%  | 17.67    | 14.72  | 20.03%  | 998      | 911   | 9.55%   | 13    | 16    | +3  |
| Laroche Posay/理肤泉  | 1.60     | 1.59  | 0.52%   | 69.48    | 73.29  | -5.21%  | 230      | 217   | 5.99%   | 14    | 13    | +1  |
| Guerlain/娇兰        | 1.50     | 1.36  | 10.82%  | 11.04    | 9.86   | 11.94%  | 1363     | 1,377 | -1.02%  | 15    | 15    | 持平  |
| LA MER/海蓝之谜        | 1.50     | 2.70  | -44.28% | 7.78     | 11.54  | -32.57% | 1930     | 2,336 | -17.38% | 16    | 6     | +10 |
| CPB/肌肤之钥           | 1.34     | 0.90  | 48.45%  | 9.86     | 11.29  | -12.69% | 1360     | 800   | 70.00%  | 17    | 24    | +7  |
| QuadHA/夸迪          | 1.21     | 2.25  | -46.24% | 36.50    | 50.66  | -27.95% | 331      | 443   | -25.28% | 18    | 7     | +11 |
| Curel/珂润           | 1.15     | 0.56  | 107.29% | 38.08    | 17.43  | 118.46% | 302      | 318   | -5.03%  | 19    | 36    | +17 |
| Kiehl's/科颜氏        | 1.14     | 1.97  | -42.26% | 29.21    | 45.02  | -35.13% | 389      | 437   | -10.98% | 20    | 11    | +9  |
| Sisley/希思黎         | 1.12     | 1.04  | 8.41%   | 5.35     | 6.82   | -21.47% | 2099     | 1,520 | 38.09%  | 21    | 21    | 持平  |
| Mistine            | 0.95     | 0.77  | 22.80%  | 73.01    | 26.63  | 174.15% | 130      | 291   | -55.33% | 22    | 27    | +5  |
| 优时颜                | 0.95     | 1.07  | -11.77% | 40.39    | 26.23  | 54.00%  | 234      | 408   | -42.65% | 23    | 20    | +3  |
| CHANDO/自然堂         | 0.83     | 0.58  | 42.75%  | 44.16    | 80.32  | -45.02% | 187      | 72    | 159.72% | 24    | 33    | +9  |
| Elizabeth Arden/雅顿 | 0.81     | 0.81  | -0.76%  | 13.17    | 14.47  | -9.00%  | 612      | 562   | 8.90%   | 25    | 26    | +1  |
| ANESSA/安热沙         | 0.76     | 0.64  | 18.31%  | 39.56    | 25.47  | 55.33%  | 191      | 251   | -23.90% | 26    | 32    | +6  |
| 怡丽丝尔               | 0.75     | 0.76  | -1.78%  | 15.25    | 13.81  | 10.43%  | 489      | 550   | -11.09% | 27    | 28    | +1  |
| IPSA/茵美莎           | 0.72     | 0.95  | -24.28% | 14.72    | 12.82  | 14.80%  | 488      | 740   | -34.05% | 28    | 23    | +5  |
| Cetaphil/丝塔芙       | 0.68     | 0.11  | 489.19% | 16.26    | 7.30   | 122.60% | 416      | 157   | 164.97% | 29    | 88    | +59 |
| 相宜本草               | 0.53     | 0.72  | -26.41% | 24.33    | 12.85  | 89.38%  | 217      | 557   | -61.04% | 30    | 30    | 持平  |

资料来源：魔镜市场情报，民生证券研究院

注：预售额数据统计时间维度为5月26日-5月31日，标黄的为国货品牌

## ➤ 抖音（数据统计时间为5月25日-6月18日）：

**1) 护肤：前20品牌中有8个国货品牌，珀莱雅位居国产品牌第1。**根据飞瓜数据，位居抖音“618”护肤GMV TOP20的上市公司国产品牌分别为①珀莱雅：位列榜单第5，销售额2-3亿元/yoy+133%，销量70-80万件；②薇诺娜：位列榜单第12，销售额1-2亿元/yoy+126%，销量40-50万件；③可复美：位列榜单第13，销售额1-2亿元/yoy+229%，销量20-30万件。

**2) 彩妆：前20品牌中有15个国货品牌，花西子为唯一销售额破亿品牌。**根据飞瓜数据，花西子为抖音彩妆中唯一“618”销售额破亿元的品牌，GMV同比增速为55%；“618”GMV TOP20的品牌中，上市公司国产品牌分别为①彩棠：位列榜单第6，销售额0.5-0.75亿元/yoy+52%，销量30-40万件；②恋火：位列榜单第8，销售额0.4-0.5亿元/yoy+598%，销量20-30万件。

**图17：2023 年“618”抖音渠道美妆品牌销售数据跟踪**

| 护肤    |       |         |       |         | 彩妆    |         |           |        |         |
|-------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-----------|--------|---------|
| GMV排名 | 品牌    | GMV     | GMV同比 | 销量 (万件) | GMV排名 | 品牌      | GMV规模     | GMV同比  | 销量 (万件) |
| 1     | 赫莲娜   | 3亿+     | 574%  | 30-40   | 1     | 花西子     | 1亿+       | 55%    | 70-80   |
| 2     | 雅诗兰黛  | 2-3亿    | 239%  | 30-40   | 2     | AKF     | 0.75-1亿   | 415%   | 130-140 |
| 3     | 海蓝之谜  | 2-3亿    | 1501% | 10-20   | 3     | 毛戈平     | 0.5-0.75亿 | 163%   | 20-30   |
| 4     | 兰蔻    | 2-3亿    | 3358% | 30-40   | 4     | 卡姿兰     | 0.5-0.75亿 | 88%    | 60-70   |
| 5     | 珀莱雅   | 2-3亿    | 133%  | 70-80   | 5     | 柏瑞美     | 0.5-0.75亿 | 114%   | 70-80   |
| 6     | 后     | 2-3亿    | 30%   | 30-40   | 6     | 彩棠      | 0.5-0.75亿 | 52%    | 30-40   |
| 7     | 韩束    | 1-2亿    | 280%  | 60-70   | 7     | INTOYOU | 0.4-0.5亿  | 334%   | 100-110 |
| 8     | SK-II | 1-2亿    | 240%  | 10-20   | 8     | 恋火      | 0.4-0.5亿  | 598%   | 20-30   |
| 9     | 欧莱雅   | 1-2亿    | 324%  | 80-90   | 9     | VC      | 0.4-0.5亿  | -      | 20-30   |
| 10    | 玉兰油   | 1-2亿    | 90%   | 30-40   | 10    | 肌肤之钥    | 0.4-0.5亿  | 865%   | 5-10    |
| 11    | 资生堂   | 1-2亿    | 277%  | 30-40   | 11    | 圣罗兰     | 0.4-0.5亿  | 30818% | 5-10    |
| 12    | 薇诺娜   | 1-2亿    | 126%  | 40-50   | 12    | FV      | 0.4-0.5亿  | 135%   | 50-60   |
| 13    | 可复美   | 1-2亿    | 229%  | 20-30   | 13    | 橘朵      | 0.3-0.4亿  | 243%   | 60-70   |
| 14    | 奥伦纳素  | 0.75-1亿 | 63%   | 10-20   | 14    | Joocyee | 0.3-0.4亿  | 166%   | 40-50   |
| 15    | 谷雨    | 0.75-1亿 | 133%  | 30-40   | 15    | 魅可      | 0.3-0.4亿  | 9268%  | 10-20   |
| 16    | HBN   | 0.75-1亿 | 126%  | 30-40   | 16    | 玛丽黛佳    | 0.3-0.4亿  | 1049%  | 20-30   |
| 17    | 妍韵诗   | 0.75-1亿 | 2035% | 5-10    | 17    | 悠宜      | 0.3-0.4亿  | 2632%  | 80-90   |
| 18    | 科颜氏   | 0.75-1亿 | 331%  | 20-30   | 18    | 悦瞳      | 0.3-0.4亿  | 207%   | 20-30   |
| 19    | 欧诗漫   | 0.75-1亿 | 17%   | 50-60   | 19    | KATO    | 0.3-0.4亿  | 94%    | 50-60   |
| 20    | 肌肤未来  | 0.75-1亿 | 2893% | 50-60   | 20    | 珂拉琪     | 0.3-0.4亿  | 12%    | 50-60   |

资料来源：飞瓜数据，青眼情报，民生证券研究院

注：数据统计时间维度为 5 月 25 日-6 月 18 日，标黄的为国货品牌

### ➤ 快手（数据统计时间：5 月 22 日-6 月 18 日）：

#### 1) 护肤：前 20 品牌中有 14 个国产品牌，GMV 占该类目 GMV 的 39%。

根据青眼情报数据，5 月 22 日-6 月 18 日期间累计销售额前 20 的品牌中，共有 14 个国产品牌，非上市公司品牌数量占比为 86%，上市公司品牌仅薇诺娜和珀莱雅，薇诺娜实现 GMV 0.4 亿元，销量 15 万件，均价 244 元/件；珀莱雅实现 GMV 0.3 亿元，销量 18 万件，均价 168 元/件。

#### 2) 彩妆：前 20 品牌中有 11 个国产品牌，GMV 占该类目 GMV 的 29%。

根据青眼情报数据，5 月 22 日-6 月 18 日期间累计销售额前 20 的品牌中，共有 11 个国产品牌，非上市公司品牌数量占比为 91%，上市公司品牌仅有恋火，实现 GMV 567.5 亿元，销量 3 万件，均价 182 元/件。

**图18：2023 年“618”快手渠道美容护肤品牌销售数据跟踪**

| 护肤    |           |          |          |         | 彩妆    |         |          |          |         |
|-------|-----------|----------|----------|---------|-------|---------|----------|----------|---------|
| GMV排名 | 品牌        | GMV (亿元) | 均价 (元/件) | 销量 (万件) | GMV排名 | 品牌      | GMV (万元) | 均价 (元/件) | 销量 (万件) |
| 1     | Dr Doctor | 3.7      | 290      | 129     | 1     | SHEMAO  | 7477.6   | 52       | 145     |
| 2     | 婷美美肌      | 1.2      | 342      | 36      | 2     | 花西子     | 1467.5   | 147      | 10      |
| 3     | 黛莱皙       | 1.2      | 94       | 126     | 3     | 滋色      | 1370.1   | 65       | 21      |
| 4     | 欧诗漫       | 1.0      | 173      | 60      | 4     | 爱敬二十之   | 1272.6   | 135      | 9       |
| 5     | 朵拉朵尚      | 0.7      | 71       | 92      | 5     | 均皮膏     | 783.6    | 49       | 16      |
| 6     | 春之映       | 0.6      | 58       | 110     | 6     | 雅诗兰黛    | 772.3    | 251      | 3       |
| 7     | 韩束        | 0.6      | 102      | 63      | 7     | 焰色      | 663.7    | 24       | 28      |
| 8     | 谷雨        | 0.6      | 266      | 22      | 8     | 兰蔻      | 648.1    | 230      | 3       |
| 9     | 欧莱雅       | 0.6      | 202      | 28      | 9     | 黛莱皙     | 622.7    | 128      | 5       |
| 10    | GRACEDAME | 0.5      | 336      | 13      | 10    | 圣罗兰     | 606.0    | 314      | 2       |
| 11    | 后         | 0.4      | 353      | 12      | 11    | 恋火      | 567.5    | 182      | 3       |
| 12    | 薇诺娜       | 0.4      | 155      | 25      | 12    | 半亩      | 463.5    | 41       | 11      |
| 13    | 雪花秀       | 0.4      | 261      | 15      | 13    | 美诺      | 461.9    | 38       | 12      |
| 14    | 卡诗迪曼      | 0.4      | 134      | 28      | 14    | 肌肤之钥    | 419.8    | 277      | 2       |
| 15    | 薇诺娜       | 0.4      | 244      | 15      | 15    | 3CE     | 415.5    | 129      | 3       |
| 16    | 雅诗兰黛      | 0.4      | 480      | 7       | 16    | 纪梵希     | 411.3    | 439      | 1       |
| 17    | 韩熙贞       | 0.3      | 14       | 229     | 17    | NARS    | 388.5    | 191      | 2       |
| 18    | 珀莱雅       | 0.3      | 168      | 18      | 18    | FEOTZNW | 382.3    | 71       | 5       |
| 19    | 凌博士       | 0.2      | 277      | 9       | 19    | INTOYOU | 370.9    | 50       | 7       |
| 20    | 美丽伞       | 0.2      | 76       | 30      | 20    | DDK     | 358.2    | 49       | 7       |

资料来源：青眼情报，民生证券研究院

注：数据统计时间维度为 5 月 22 日-6 月 18 日，标黄的为国货品牌

综合来看，国际大牌和头部国货品牌在天猫、抖音、京东具有较大竞争优势，快手平台中位居榜单前列的多为“播品牌”。具体看，珀莱雅为唯一上榜天猫、京东美容护肤类目 TOP5 的国货品牌，花西子为唯一上榜天猫、京东香彩妆类目 TOP5 的国货品牌，同时为“618”抖音彩妆类目 TOP20 品牌榜排名第一的品牌；由快手主播赵梦澈于 2018 年创立的 SHEMAO 为快手彩妆 TOP20 品牌榜第一。

### 3 重点公司

**珀莱雅：**1) 珀莱雅主品牌：深耕大单品策略，横向延伸打造多元产品矩阵，纵向进行产品迭代提升产品竞争力，多款产品销量破亿，驱动公司业绩稳健增长。2023 年“618”，珀莱雅主品牌实现天猫旗舰店 GMV 同比增长 80%+，抖音旗舰店 GMV 同比增长 80%+，京东渠道 GMV 同比增长 70%+。2) 彩棠：依托修容高光大单品率先破局，陆续布局三色遮瑕盘、妆前隔离乳等面部彩妆产品线，推动品牌成功转型。2023 年“618”，彩棠实现天猫旗舰店 GMV 同比增长 50%+，抖音旗舰店 GMV 同比增长 70%+。3) Off&Relax：实现天猫官方旗舰店和海外旗舰店双店合计 GMV 同比增长 300%+，抖音整体 GMV 同比增长 60%+，抖音自播 GMV 同比增长 200%+。4) 悦芙媞：实现天猫旗舰店 GMV 同比增长 30%+，抖音旗舰店 GMV 同比增长 130%+。

**巨子生物：**1) 可复美：2023 年“618”，可复美线上全渠道全周期 GMV 同比增长 165%+，其中天猫旗舰店全周期 GMV 同比增长 180%+，抖音官方旗舰店全周期 GMV 同比增长 165%+（自播 GMV 同比增长 245%+），京东自营旗舰店全周期 GMV 同比增长 80%+，唯品会全周期 GMV 同比增长 75%+。2) 可丽金：可丽金为公司旗下定位抗衰的中高端品牌，嘭嘭次抛、胶原大魔王等明星单品使用了公司专研重组胶原蛋白 C5HA 仿生组合，促使肌肤弹润、平滑，自推出起备受市场认可。2023 年“618”，可丽金线上全渠道全周期 GMV 同比增长 70%+，其中天猫旗舰店全周期 GMV 同比增长 135%+，京东旗舰店全周期 GMV 同比增长 50%+，唯品会全周期 GMV 同比增长 60%+，拼多多全周期 GMV 同比增长 170%+。

**上海家化：**2023 “618”，公司全渠道全品牌 GMV 同比增 34%。分类目看，美妆同比增长 51%，个护家清同比增长 29%。分平台看，全品牌天猫平台同比增 31%，抖音平台同比增 270%，快手平台同比增 275%，拼多多个护家清同比增 100%。分品牌看，玉泽全渠道同比增 73%，佰草集全渠道同比增 46%，六神全渠道同比增 29%，典萃全渠道同比增 144%。

**贝泰妮：**1) 薇诺娜：全渠道业绩表现，天猫“618”期间（5 月 31 日 20 时至 6 月 20 日 24 时），薇诺娜累计销售额位居天猫美妆行业 TOP9，抖快事业部同比增长 98%，专柜销售同比增长 98%。2) 薇诺娜宝贝：品牌以婴童皮肤问题需求为导向，从婴童皮肤学机制和作用靶点入手，已成功在婴童护肤品类突围，23 年“618”销售额排名天猫婴童护肤类目 TOP4，有望成为贝泰妮的第二增长曲线。

**表2：重点上市公司 23 年“618”销售情况**

| 公司   | 品牌        | 战绩   |
|------|-----------|--|
| 上海家化 | 全集团       | 全品牌全渠道同比+34%；分品类看，美妆同比+51%，个护家清同比+29%；分渠道看，天猫平台同比+31%，抖音平台同比+270%，快手平台同比+275%，拼多多个护家清同比+100%。  |
|      | 玉泽        | 1) 销售情况：全渠道+73%；玉泽油敏霜（新品）全渠道销售 24 万+件，玉泽干敏霜全渠道销售 19 万+件。<br>2) 拉新：天猫新客率+9.9pp，抖音新会员招募+281%。<br>3) 营销：抖音玉泽官方旗舰店直播场观人次+500%，斩获抖音匠心美妆榜 TOP6，天猫玉泽自播国货之光总榜 TOP4。  |
|      | 六神        | 1) 销售情况：全渠道+29%；六神驱蚊蛋%清凉蛋（新品）全渠道销售 22 万+件。<br>2) 拉新：天猫新客率+3.7pp。<br>3) 营销：六神抖音官方旗舰店稳居一周带货榜 TOP1，抖音官方直播间场观人次增长 20 倍。  |
|      | 佰草集       | 1) 销售情况：全渠道+76%；佰草集太极破晓水全渠道销售 10 万+件，佰草集新七白大白泥全渠道销售 9 万+件。<br>2) 拉新：新客率+15.5pp，抖音新会员招募+214%。   |
|      | 典萃        | 全渠道+144%。  |
|      | 启初        | 1) 销售情况：启初婴儿保湿面霜全渠道销售 16 万+件，启初水润防晒露全渠道销售 16 万+件。<br>2) 拉新：天猫新客率+8.6pp。  |
|      | 高夫        | 1) 拉新：天猫新客率+6.4pp，抖音新会员招募+3085%。<br>2) 营销：王者荣耀战队 eStarPro 空降天猫高夫直播间。   |
| 巨子生物 | 可丽金       | 1) 销售数据：线上全渠道全周期 GMV 同比+70%+。分平台看，天猫全周期 GMV 同比+135%+；京东全周期 GMV 同比+50%+；唯品会全周期 GMV 同比+60%+；拼多多全周期 GMV 同比+170%+。<br>2) 产品：可丽金胶原大膜王天猫平台销售 210w+，GMV 同比+120%+；可丽金嘭嘭次抛线上全渠道销售 170w+。  |
|      | 可复美       | 1) 销售情况：线上全渠道 GMV 同比+165%+，其中天猫官方旗舰店同比+180%+；抖音官方旗舰店同比+165%+，抖音自播间同比+245%+；京东自营旗舰店同比+80%+；唯品会官方旗舰店同比+75%+。<br>2) 排名：天猫伤口敷料类目 TOP1，天猫美妆国货 TOP3；京东医用美护类目 TOP1，京东家庭护理类目 TOP1；抖音成分功效护肤店铺榜 TOP1，抖音美妆国货 TOP3；<br>3) 产品：可复美重组胶原蛋白敷料蝉联天猫伤口敷料类目 TOP1，蝉联京东医用美护类目 TOP1；可复美胶原棒全渠道销售 3500w+支，GMV 同比+700%+，抖音年度精华金榜 TOP1，京东家庭护理类目 TOP1；可复美胶原贴全渠道销售 200w+片，GMV 同比+130%+；可复美胶原乳天猫修护乳液热卖榜 TOP4，京东家庭护理品榜 TOP4。 |
|      | 珀莱雅       | 1) 销售情况：天猫同比+80%+；抖音同比+80%+；京东同比+70%+。<br>2) 产品：红宝石面霜累计销售 50 万+件，GMV 同比+333%；双抗面膜累计销售 500 万+盒，GMV 同比+317%；源力精华 2.0 累计销售 30 万+件，GMV 同比+56%；王牌套组早 C 晚 A 累计销售 40 万+件，GMV 同比+43%；双抗精华 3.0（新品）累计销售 100 万+件，GMV 同比+39%；红宝石精华 2.0 累计销售 50 万+件，GMV 同比+21%。   |
| 珀莱雅  | 彩棠        | 1) 销售情况：天猫彩妆行业国货品牌排名第二，GMV 同比+50%+；抖音彩妆行业品牌排名第四，GMV 同比+70%+。<br>2) 产品：彩棠三色修容盘位居天猫高光类目排名 NO.1；彩棠三色遮瑕盘位居天猫遮瑕类目排名 NO.1；彩棠大师妆前乳位居天猫隔离/妆前类目 NO.2；彩棠双拼高光位居天猫高光类目排名 NO.2；彩棠修颜套装位居天猫彩妆套装类目排名 NO.3；彩棠三色胭脂盘位居天猫腮红/胭脂类目排名第二。<br>3) 营销：天猫淄博建位居天猫国货彩妆自播榜第一；抖音自播间位居抖音彩妆品牌自播账号榜第八。  |
|      | Off&Relax | 天猫双店总销售额同比+300%+；天猫头发清洁&美发护发双类目店铺排名第 15，海外旗舰店国际店铺排名第 5。抖音头发护理类目品牌排名第 16，同比+60%+；抖音头发护理类目自播排名第 16，同比+200%+。   |
|      | 悦芙媞       | 天猫旗舰店 GMV 同比+30%+；抖音旗舰店 GMV 同比+130%+。<br>多酸泥膜抖音涂抹式泥膜榜 TOP1，天猫涂抹面膜行业 TOP7；洁颜蜜抖音洁面产品年度金榜 TOP4。   |
| 贝泰妮  | 薇诺娜       | 天猫美妆行业排名 TOP9；抖快事业部同比+98%；京东国货美妆品牌排行榜 TOP3；唯品会国货美妆排名 TOP1；专柜销售同比+98%，转化效能超行业 6 倍。<br>舒缓修护冻干面膜全渠道爆卖 1200 万片；清透防晒乳全渠道爆卖 110 万支；舒敏保湿特护霜全渠道爆卖 62 万支。薇诺娜宝贝获天猫婴童护肤类目 TOP4。   |

资料来源：各品牌微信公众号，民生证券研究院



## 4 投资建议

美妆行业边际回暖,2023Q2 重点公司加速推出新品爆品投入和多渠道布局,在“618”大促催化下,国货龙头加速崛起,业绩显著复苏,推荐业绩有望持续上行,销售表现亮眼的**珀莱雅**、**巨子生物**;推荐具备估值性价比与边际改善的**福瑞达**、**水羊股份**,建议关注**丸美股份**、**华熙生物**、**上海家化**、**上美股份**、**嘉亨家化**、**青松股份**等。

**表3：重点公司盈利预测及估值（截至 2023.7.3）**

| 代码        | 股票简称 | 总市值<br>(亿元) | 最新收<br>盘价 | 归母净利润(亿元) |       |       | 归母净利润增速 |         |        | PE  |     |     |
|-----------|------|-------------|-----------|-----------|-------|-------|---------|---------|--------|-----|-----|-----|
|           |      |             |           | 23E       | 24E   | 25E   | 23E     | 24E     | 25E    | 23E | 24E | 25E |
| 603605.SH | 珀莱雅  | 454.17      | 114.42    | 9.67      | 12.25 | 16.36 | 18.35%  | 26.67%  | 33.53% | 34  | 26  | 20  |
| 2367.HK   | 巨子生物 | 340.79      | 34.95     | 13.4      | 17.37 | 21.72 | 34.00%  | 30.00%  | 25.00% | 26  | 20  | 16  |
| 300856.SZ | 科思股份 | 135.61      | 80.09     | 4.90      | 5.85  | 7.61  | 26.26%  | 19.38%  | 30.10% | 28  | 23  | 18  |
| 300957.SZ | 贝泰妮  | 389.08      | 91.85     | 13.58     | 17.21 | 21.57 | 29.20%  | 26.70%  | 25.30% | 29  | 23  | 18  |
| 688363.SH | 华熙生物 | 442.71      | 91.91     | 12.35     | 15.51 | 19.94 | 27.18%  | 25.64%  | 28.55% | 36  | 29  | 22  |
| 300740.SZ | 水羊股份 | 62.35       | 16.01     | 2.27      | 3.14  | 4.06  | 81.91%  | 38.39%  | 29.30% | 27  | 20  | 15  |
| 600315.SH | 上海家化 | 197.01      | 29.02     | 7.26      | 9.21  | 10.63 | 53.78%  | 26.93%  | 15.42% | 27  | 22  | 18  |
| 600223.SH | 福瑞达  | 106.03      | 10.43     | 2.99      | 3.96  | 4.54  | 558.20% | 32.40%  | 14.60% | 36  | 27  | 23  |
| 300132.SZ | 青松股份 | 28.98       | 5.61      | 0.28      | 0.70  | 1.23  | 103.80% | 147.80% | 75.70% | 112 | 40  | 24  |
| 300955.SZ | 嘉亨家化 | 21.29       | 21.12     | 1.12      | 1.56  | 1.97  | 60.19%  | 39.79%  | 26.55% | 19  | 14  | 11  |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 3 日收盘价）

## 5 风险提示

**1) 宏观经济低迷。**若宏观经济增速放缓，居民的消费信心下滑，将会影响到可选消费属性较强的美妆医美等企业的经营，影响公司整体的盈利能力。

**2) 新品推广不及预期。**若消费者的市场需求不及预期，公司的品牌推广受到一定限制，将会影响到公司新品牌的培育，进而阻碍公司盈利能力的提升。

**3) 行业竞争格局恶化。**化妆品行业的参与者不断增多，若竞争加剧或将影响行业竞争格局与市场供需情况，对企业的盈利能力造成一定影响。

## 插图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 主流电商平台 23 年“618”大促时间一览.....        | 4  |
| 图 2: 主流电商平台 23 年“618”大促活动规则.....        | 5  |
| 图 3: 19-23 年综合电商“618”销售额（亿元）及增速.....    | 8  |
| 图 4: 21-23 年直播电商“618”销售额（亿元）.....       | 9  |
| 图 5: 21-23 年新零售&社区团购“618”销售额（亿元）.....   | 9  |
| 图 6: 2023 年“618”细分品类销售额（亿元）及同比增速.....   | 9  |
| 图 7: 中国社会消费品零售总额（亿元）及增速.....            | 10 |
| 图 8: 中国化妆品类零售总额（亿元）及增速.....             | 10 |
| 图 9: 2017-2021 年中国家用美容仪市场规模（亿元）及增速..... | 10 |
| 图 10: 天猫“618”美妆大盘.....                  | 11 |
| 图 11: 23 年天猫美容护肤/彩妆“618”预售情况.....       | 11 |
| 图 12: 23 年抖音“618”美妆各类目预售 GMV（亿元）.....   | 12 |
| 图 13: 23 年抖音“618”美妆各类目 GMV 同比增速.....    | 12 |
| 图 14: 2023 年“618”天猫和抖音平台美妆品牌榜单.....     | 12 |
| 图 15: 2023 年“618”天猫渠道彩妆品牌预售数据跟踪.....    | 13 |
| 图 16: 2023 年“618”天猫渠道美容护肤品牌预售数据跟踪.....  | 14 |
| 图 17: 2023 年“618”抖音渠道美妆品牌销售数据跟踪.....    | 15 |
| 图 18: 2023 年“618”快手渠道美容护肤品牌销售数据跟踪.....  | 15 |

## 表格目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 重点公司盈利预测、估值与评级.....                | 1  |
| 表 1: 2023 年“618”大促各平台内容化发展措施.....  | 7  |
| 表 2: 重点上市公司 23 年“618”销售情况.....     | 18 |
| 表 3: 重点公司盈利预测及估值（截至 2023.7.3）..... | 19 |

## 分析师承诺

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

## 评级说明

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

## 免责声明

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

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

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

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

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

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

## 民生证券研究院：

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

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

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