

后疫情时代，看好国货龙头竞争力持续进阶

---2022 年化妆品行业深度报告

核心观点

- **2021 年化妆品行业维持高景气，龙头市占率持续提升。**根据前瞻产业研究院数据，2021 年中国化妆品行业整体市场规模为 5,726 亿元，同比增长 9.8%。细分赛道彩妆、皮肤学级护肤品、防晒、香水表现更好，有望继续驱动未来增长。2021 年护肤品类 TOP10 品牌市占率较 2020 年提升 1.5pct，海外高端品牌和国货龙头表现优异。
- **我们认为行业未来有 4 大核心变化值得关注。1) 渠道：2021-2022 年将进入线上渠道变革的尾声，行业红利逐步消退，但是结构性机会仍然明显存在。**2021 年以来，受天猫渠道整体体量已经较大、年末超头主播受到强监管等因素影响，淘系增速明显放缓（全年美妆护肤口径持平或小幅下降）；与此同时，抖音、快手等新兴渠道贡献重要增量，2021 年抖音美妆 GMV 增速达 4 倍；国内龙头品牌在抖音渠道表现优异，海外龙头加大布局力度。2) **监管：《化妆品监督管理条例》2021 年 1 月 1 日正式实施，推动行业回归研发本源，龙头受益。**从行业整体看，短期检测成本上升、推新周期延长，长期看促进行业规范化发展；从品牌方角度看，龙头品牌生产研发能力强、产品合规、推新频率稳定，有望长期受益并获得市占率提升。新条例也加快了本土品牌从原先渠道驱动向产品研发驱动的发展模式转型。3) **产品：细分赛道明星大单品重要性日益凸显。**在小红书等社媒渠道驱动下，消费者消费习惯从购买护肤品套盒向细分赛道明星单品转变。细分赛道明星单品是品牌方研发实力和产品力的重要体现，也从侧面验证品牌方的渠道和营销推广能力。在行业变革之下，大单品有助于品牌树立形象、贡献稳定的现金流，并且未来有望实现从单品向系列的有效延伸。以贝泰妮、珀莱雅为代表的国货品牌均在大单品领域积极布局并初显成效。4) **价格带：高端化是国内护肤品未来发展主旋律。**需求端年轻消费者消费升级；成分党风起，消费者更注重产品品质，愿意支付溢价获得高质量产品，推动行业高端化发展。我国高端和超高端化妆品占行业整体比重在 2021 年分别达 37.8%和 10.2%，较 2015 年分别提升 17.5pcts 和 6.2pcts，而参照日韩，我国高端和超高端化妆品占比仍有较大提升空间，我们认为未来高端化趋势仍将延续。
- **2022 年投资策略：疫情背景下，优选基本面更具确定性和可持续增长能力的龙头标的。**一季度受上海等核心城市疫情影响，行业增速相对放缓，22Q1 限额以上化妆品增速为 1.8%。在行业承压的背景下，品牌表现出现分化，以贝泰妮、珀莱雅、华熙生物为代表的国内化妆品龙头 Q1 收入端仍取得 35%以上的高增速。展望下半年，我们对化妆品行业在可选消费中率先复苏、龙头持续跑赢消费大盘持有坚定信心，（2020 年疫情后行业及龙头均率先复苏），优选基本面更具确定性和可持续增长能力的龙头。

投资建议与投资标的

- 后疫情时代，我们坚定看好龙头企业超越大盘的表现，特别是那些在新兴渠道布局前瞻、大单品打造卓有成效和多品牌初步成型的头部企业，在国潮和消费者代际变化背景下，有望逐步与海外龙头展开正面竞争。我们推荐珀莱雅(603605，买入)、贝泰妮(300957，增持)，建议关注华熙生物(688363，增持)、上海家化(600315，增持)和巨子生物。

风险提示：疫情持续反复、行业竞争加剧、行业监管政策风险等

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

纺织服装行业

报告发布日期

2022 年 05 月 27 日



证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070006

联系人

杨妍

yangyan3@orientsec.com.cn

相关报告

从巨子生物看重重组胶原蛋白行业 2022-05-25

4 月社零受疫情冲击较大，二季度消费有望筑底 2022-05-22

出口制造龙头继续看好，国内消费等待疫情缓解后的复苏 2022-05-15

目 录

化妆品行业 2021 年回顾：景气度高，龙头市占率持续提升	4
重点关注行业未来核心变化	6
渠道：线上仍占据主导，淘外渠道成为重要增量	6
监管：化妆品新规实施，推动行业规范化发展，回归研发本源	9
产品：细分赛道明星单品重要性日益凸显	10
价格带：高端化是国内护肤品未来发展主旋律	13
2022 年行业投资策略：疫情背景下，优选龙头标的	14
投资建议和重点公司	17
珀莱雅	17
贝泰妮	17
华熙生物	18
上海家化	19
风险提示	19

图表目录

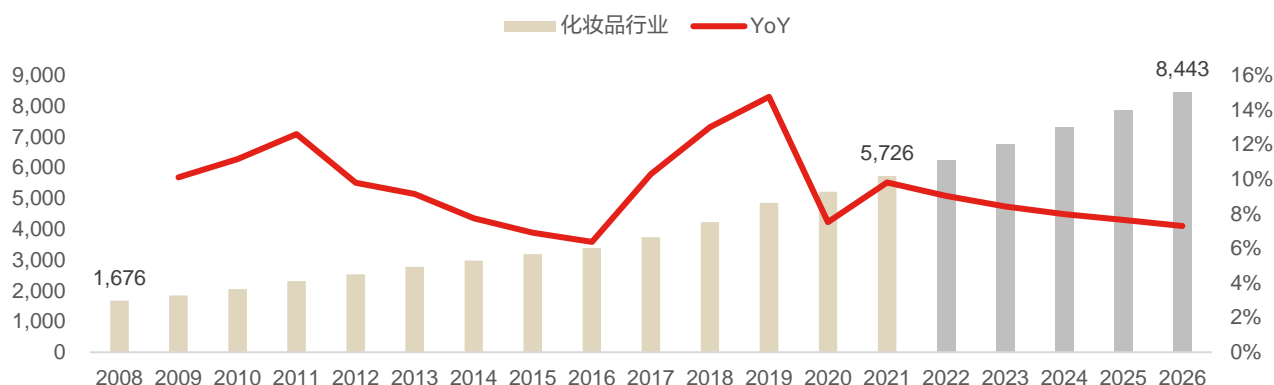
图 1：化妆品行业整体规模（亿元）及增速	4
图 2：中国与海外化妆品人均支出（美元）	5
图 3：化妆品渠道流量变革（亿元）	7
图 4：化妆品线上渠道销售占比进一步提升	7
图 5：国内重点化妆品公司线上占比	7
图 6：抖音电商贡献重要增量（2021.3-2021.12）	7
图 7：公司打造了舒敏保湿系列明星产品	12
图 8：珀莱雅双抗精华产品展示	12
图 9：珀莱雅红宝石精华产品展示	12
图 10：我国各价格带化妆品增速	13
图 11：2021 年我国高端化妆品占比相较日韩仍然较低	13
图 12：欧莱雅集团各事业部增速	13
图 13：资生堂各品牌 2021 年收入增速	13
图 14：珀莱雅天猫旗舰店历史客单价（元）	14
图 15：珀莱雅毛利率持续上升	14
图 16：限额以上商品和化妆品月度增速	15
图 17：国内化妆品及海外化妆品巨头大中华区 22Q1 收入增速	15
图 18：国内化妆品公司 22Q1 归母净利润增速	15
图 19：国内化妆品公司分季度收入占比	16
图 20：国内化妆品公司分季度归母净利润占比	16
表 1：化妆品行业细分赛道规模及增速（亿元）	4
表 2：2021 年护肤品类前十品牌市占率变化	5
表 3：化妆品渠道流量变革	6
表 4：抖音小店护肤品类销售额排名（万元）	8
表 5：部分功效检测价格及检测成本	9
表 6：化妆品品牌方/代工厂与原料商合作	10
表 7：护肤品各细分赛道明星单品（数据采用 2021 年 11 月）	11
表 8：22Q1 海外巨头在中国区销售表现	15

化妆品行业 2021 年回顾：景气度高，龙头市占率持续提升

2021 年，化妆品行业维持高景气。根据前瞻产业研究院数据，2021 年中国化妆品行业整体市场规模为 5,726 亿元，同比增长 9.8%。逐季来看，根据国家统计局数据，21Q1-Q4 化妆品品类增速分别为 41.4%/15.0%/2.2%/6.3%，逐季增速下滑主要受 2020 年疫情基数影响。22Q1 限额以上化妆品增速为 1.8%，其中 3 月和 4 月分别同比下降 6.3%和 22.3%，主要系上海等部分核心城市疫情影响所致。

分结构来看，彩妆、皮肤学级护肤品、防晒、香水等细分赛道增速更快，2015-2021 年 CAGR 分别达 18.4%、29.6%、11.9%、17.3%。

图 1：化妆品行业整体规模（亿元）及增速



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

表 1：化妆品行业细分赛道规模及增速（亿元）

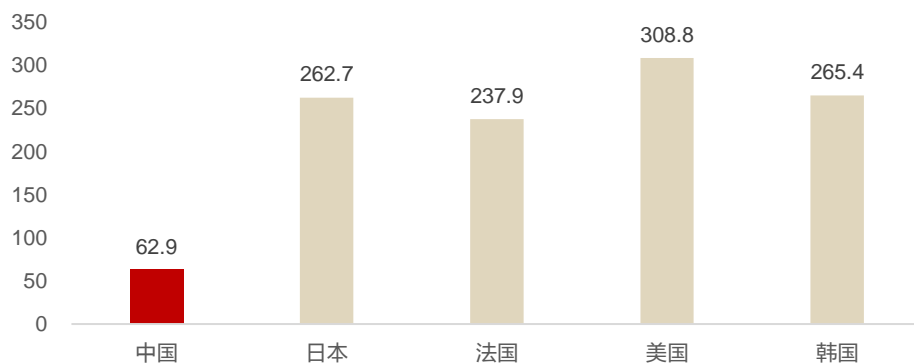
	2021 年 品类规模	2021 年 品类占比	2014-2019 CAGR	2019-2021 CAGR	2021-2026 CAGR	2021 年 YoY
化妆品	5726	-	10.2%	8.7%	8.1%	9.8%
细分赛道						
护肤	2938	51.3%	10.2%	9.5%	7.3%	8.8%
彩妆	697	12.2%	21.1%	8.4%	12.0%	16.8%
洗发护发	650	11.4%	4.3%	6.7%	5.3%	9.1%
口腔	522	9.1%	10.2%	4.8%	5.4%	4.6%
婴童用品	323	5.6%	13.6%	11.7%	10.0%	14.4%
皮肤学级	283	4.9%	31.2%	23.9%	-	18.2%
洗浴	252	4.4%	3.8%	3.7%	4.3%	0.0%
防晒	167	2.9%	11.6%	11.1%	9.6%	15.8%
男士	165	2.9%	6.9%	2.7%	6.5%	6.9%
香水	141	2.5%	13.2%	19.7%	21.4%	29.7%
除臭	11	0.2%	5.9%	-0.2%	2.7%	2.1%
脱毛	6	0.1%	7.6%	4.0%	7.1%	8.7%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

中国人均化妆品消费支出仍然较低。根据前瞻产业研究院数据，2021 年我国人均化妆品消费支出仅为 62.9 美元，相较日、韩、美国仍有较大差距，长期看市场空间大。我们认为彩妆、皮肤学级护肤品、防晒、香水、婴童用品等高景气细分赛道将贡献重要增量。

图 2：中国与海外化妆品人均支出（美元）



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

竞争格局加速改善，龙头公司强者恒强。根据中研网数据，2021 年护肤品类 TOP10 品牌市占率为 32.9%，较 2020 年继续提升 1.5 pct（2020 年提升 2.8pct）。定位高端的兰蔻、雅诗兰黛、La Mer 市占率提升明显；除此之外，以珀莱雅、薇诺娜为代表的国货龙头品牌方凭借优质产品和强渠道运营能力，亦取得优异表现。2022 年 3 月受上海等地区疫情影响，Q1 限额以上化妆品承压（+1.8%），但贝泰妮、珀莱雅 22Q1 收入增速均超 35%，远超行业整体水平，表现优异。

表 2：2021 年护肤品类前十品牌历史市占率变化

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021YoY
欧莱雅	5.6%	5.1%	4.6%	4.1%	4.1%	4.5%	5.1%	5.3%	0.2pct
兰蔻	2.2%	2.1%	2.1%	2.5%	3.0%	3.7%	4.7%	5.1%	0.4 pct
雅诗兰黛	2.0%	2.1%	2.0%	2.4%	2.9%	3.6%	4.4%	4.8%	0.4 pct
百雀羚	2.6%	3.4%	4.0%	4.4%	4.5%	4.5%	4.1%	3.8%	-0.3 pct
自然堂	4.7%	4.0%	3.2%	2.9%	3.1%	3.4%	3.2%	3.0%	-0.2 pct
Olay	2.3%	2.5%	2.8%	3.3%	3.4%	3.4%	3.1%	3.0%	-0.1 pct
SK-II	0.7%	0.7%	0.8%	1.1%	1.6%	1.9%	2.3%	2.4%	0.1 pct
La Mer	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.2%	1.7%	2.1%	0.4 pct
珀莱雅	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	0.3 pct
薇诺娜	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%	0.3 pct
合计	21.9%	21.8%	21.6%	23.0%	25.4%	28.6%	31.4%	32.9%	1.5 pct

数据来源：中研网，东方证券研究所，注：标灰为国货品牌

重点关注行业未来核心变化

渠道：线上仍占据主导，淘外渠道成为重要增量

我们认为，在每轮渠道变革中都会涌现出众多代表性品牌，抓住历史性的发展机遇，具体复盘如下：

1) 商超渠道（1990-2000）：以宝洁、六神、百雀羚为代表的海内外大众日化品牌进入消费者视线，行业开始萌芽。

2) 百货、购物中心、CS 渠道（2000-2009）：百货和购物中心购物环境、购物体验更好，快速发展；以雅诗兰黛、兰蔻、欧莱雅等为代表的外资品牌入驻专柜渠道。与此同时，CS 渠道兴起，珀莱雅、自然堂等国货品牌依托于线下渠道快速崛起。在这一阶段，行业规模迅速增长。

3) 电商渠道（2009-2018）：淘系、京东、唯品会快速发展。电商发展初期，以御泥坊、膜法世家为代表的淘品牌快速崛起，线上布局较晚的头部品牌则受到一定冲击。欧莱雅、兰蔻、Olay 等头部品牌在 2012-2016 年市占率出现不同程度的下滑，后随着国际大牌注重线上布局，市占率逐步回升，在这一过程中，淘系渠道实现了从淘 C 向品牌旗舰店的过渡，品牌也赋予线上渠道更丰富的职能，包括产品推新、数字营销、触达新消费群体等。

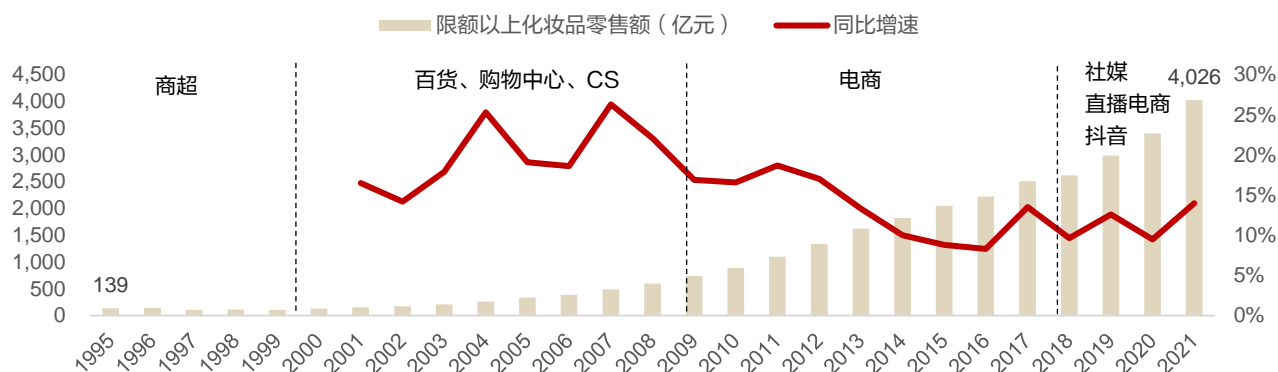
4) 网红经济、直播电商（2018-2021）：2018 年起，网红经济崛起，小红书、抖音等社媒成为重要流量入口。以完美日记、花西子、HFP 为代表的国货新锐品牌抓住流量红利迅速崛起；与此同时，2019 年以李佳琦、薇娅为代表的超头直播达到巅峰，薇诺娜、润百颜、夸迪、珀莱雅等国货品牌也积极加码布局，通过与超头主播联合以加大品牌知名度。

表 3：化妆品渠道流量变革

	商超	百货 购物中心	CS	电商	社媒 直播电商	抖音等兴趣电商
兴起/快速发展	1990	2000	2000	2009	2018	2021
特点/事件	便利 海内外日化品 牌迅速入驻	消费升级，消费者对购物环境提出要求，海外中高端品牌纷纷布局	专业、便捷、选址贴近消费者、多品牌集合和体验式服务	淘品牌抓住线上红利崛起	小红书等 APP 成为流量入口，完美日记等新锐品牌崛起 直播电商 2019 年达到巅峰	6 月字节跳动将电商作为战略方向布局；8 月举办抖音奇妙好物节；10 月开始禁止外链，打造内部完整购买链路闭环
代表品牌	  	  	 	  	  	 

数据来源：各品牌官网、东方证券研究所

图 3：化妆品渠道流量变革（亿元）



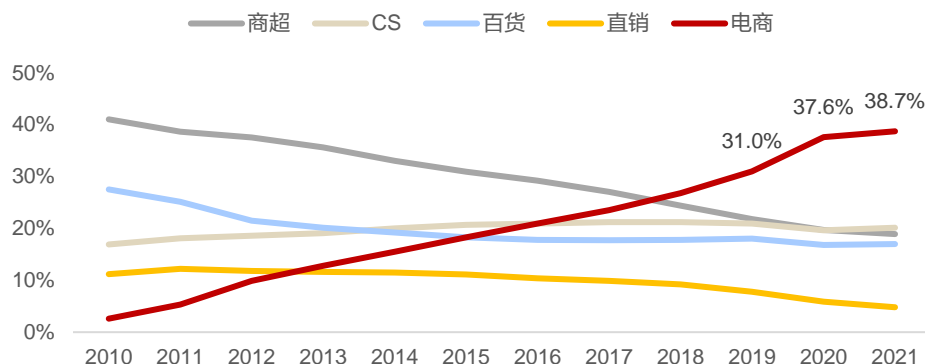
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

我们判断 2021-2022 年将进入线上渠道变革的尾声，行业红利逐步消退，但是结构性机会仍然明显存在，具体观察如下：

1) 线上渠道收入占比提升幅度已明显放缓。根据前瞻产业研究院数据，2021 年化妆品电商销售渠道占比进一步提升，较 2020 年提升 1.1pct 至 38.7%，但提升速度较 2020 年的 6.6pct 有所降低，我们认为主要受淘系渠道增速放缓拖累，另一方面，2021 年 12 月，国家对天猫超头主播监管力度加大，也在一定程度上对阿里平台流量造成影响，根据淘数据，2021 年阿里护肤/彩妆行业整体口径持平或小幅下降。

2) 以抖音为代表的海外渠道增长迅速，贡献重要增量。抖音渠道作为兴趣电商，在需求端可以满足年轻消费者碎片化浏览，迎合消费需求；在供给端，2021 年初抖音官方开始扶植品牌自播，给予入驻品牌流量扶植。根据抖音电商新锐美妆白皮书，2021 年 3 月-2021 年 12 月抖音电商美妆 GMV 同比增加四倍。

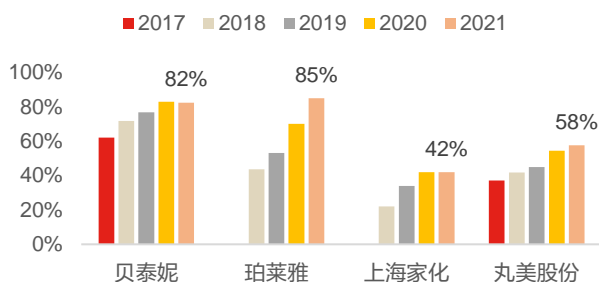
图 4：化妆品线上渠道销售占比进一步提升



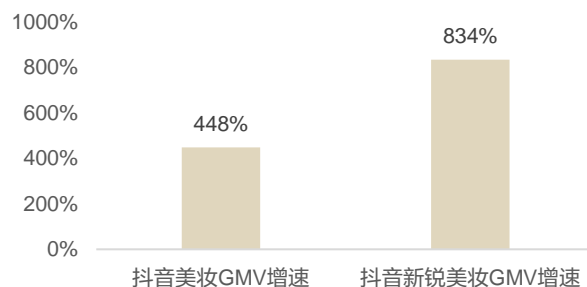
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 5：国内重点化妆品公司线上占比

图 6：抖音电商贡献重要增量（2021.3-2021.12）



数据来源: Wind, 东方证券研究所



数据来源: 抖音电商新锐美妆白皮书, 东方证券研究所

国内龙头品牌在抖音渠道表现更好，海外龙头开始加大布局力度，正在逐步缩小差距。国内品牌组织架构上多采用灵活的事业部制，能够较早捕捉到渠道流量变迁和用户画像变化，因此布局兴趣电商较早，抖音小店 GMV 靠前的店铺也以国内品牌为主。根据飞瓜数据，珀莱雅、欧诗漫、薇诺娜等国货品牌连续多月位居抖音小店销售额 TOP10。从结果看，抖音渠道也在 2021 年为国货品牌贡献重要增量，2021 年抖音渠道在珀莱雅线上销售收入占比中超 15%。2022 年以来，以欧莱雅为代表的海外品牌也开始加大对抖音渠道的布局，加码自播，雅诗兰黛则更多采用达人播。

表 4：抖音小店护肤品类销售额排名（万元）

	2021.7	销售	2021.8	销售	2021.9	销售	2021.10	销售	2021.11	销售
1	珀莱雅	8,945	后	10,312	欧诗漫	7,447	珀莱雅	11,138	后	33,204
2	御泥坊	3,327	珀莱雅	7,785	珀莱雅	6,525	欧诗漫	9,859	薇诺娜	9,257
3	欧诗漫	3,072	欧诗漫	6,043	薇诺娜	4,800	自然堂	9,858	珀莱雅	8,083
4	凌博士	2,457	自然堂	5,153	OSM 欧诗漫	4,275	薇诺娜	9,304	自然堂	8,039
5	AOEO	2,433	薇诺娜	4,707	韩束美妆	4,026	雪花秀	8,741	欧诗漫	6,005
6	雅漾	2,388	夸迪	4,227	奥诗莱	4,022	韩后	7,958	雪花秀	5,139
7	韩束美妆	2,328	OSM 欧诗漫	4,072	高姿美妆	3,622	韩束美妆	6,327	TST 庭秘密	4,492
8	水密码	2,223	AOEO	3,635	AOEO	3,093	TST 庭秘密	4,842	夸迪	3,938
9	OSM 欧诗漫	2,082	欧莱雅	3,236	Kans 韩束	2,851	Olay	4,165	凌博士	3,309
10	膜法世家	2,009	COGI 高姿	2,753	TST 庭秘密	2,753	凌博士	4,054	AOEO	2,930
	2021.12	销售	2022.1	销售	2022.2	销售	2022.3	销售	2022.4	销售
1	珀莱雅	7,384	后	9,784	珀莱雅	7,108	珀莱雅	9,074	肌先知官方	11,907
2	珂莱妮	6,038	珀莱雅	4,725	欧莱雅	5,333	安热沙	6,247	欧莱雅	7,225
3	百雀羚	4,438	薇诺娜	4,320	欧诗漫	4,151	薇诺娜	5,778	珀莱雅	6,822
4	TST 庭秘密	3,480	奥伦纳素	3,968	夸迪	4,069	阿芙品牌	5,725	欧诗漫	6,310
5	自然堂	3,319	珂莱妮	3,700	阿芙品牌	3,886	自然堂	5,421	肌先知旗舰	6,050
6	阿芙品牌	3,190	Olay	3,626	自然堂	3,861	肌先知	5,206	肌先知护肤	5,377
7	欧诗漫	2,864	自然堂	3,564	谷雨	3,789	Olay	5,084	阿芙品牌	4,519
8	凌博士	2,447	夸迪	3,473	薇诺娜	3,695	欧诗漫	4,750	Olay	4,412
9	花西子	2,406	韩束	3,173	韩束	3,290	欧莱雅	4,571	奥伦纳素	4,356
10	joajota	2,382	肌先知	2,798	Olay	3,138	植美馥予	4,268	谷雨	4,192

数据来源: 飞瓜数据, 东方证券研究所

监管：化妆品新规实施，推动行业规范化发展，回归研发本源

化妆品新规于 2021 年正式实施，主要变化包括注册备案人权责统一、原料报送码和产品功效宣称三方面。2020 年 6 月国务院颁布《化妆品监督管理条例》，并于 2021 年 1 月 1 日正式实施。随后国家市场监督管理总局、国家药品监督管理局对应部门规章、规范性文件也相应出台。新条例变化主要包括三方面：

- **注册备案人权责统一：**化妆品生产企业需设立安全责任人；化妆品注册人、备案人需对化妆品的质量和功效宣称负责。
- **原料报送码制度：**化妆品原料生产商在原料安全信息登记平台上报原料安全信息，随后会生成原料报送码，化妆品在注册备案过程中可以填报原料商出具的安全信息文件，也可以通过原料报送码直接关联，更换原料供应商时需对资料进行修改完善。
- **产品功效宣称：**《化妆品功效宣称评价规范》于 2021 年 5 月 1 日开始实施，将化妆品功效宣称分为 26 个类别，并对各功效类别的产品提出了明确的功效宣称评价要求。其中具有祛斑美白、防晒、防脱发、祛痘、滋养和修护功效的化妆品，应当通过人体功效评价试验方式进行功效宣称评价。

我们认为，化妆品新规将对行业带来深远影响。

- 1) **短期来看：检测成本上升、推新周期加长。**根据青眼，祛斑美白、防晒、祛痘、修护、抗皱功效所需检测成本较高，部分检测成本可达 20 万以上，能否通过检测也具有一定不确定性；从检测时长看，平均检测时长在一个月及以上，推新周期延长。
- 2) **长期来看：避免了虚假营销，规范行业发展。**注册备案人权责统一制度下，要求注册备案人对功效宣称负责，若虚假宣传则面临罚款等处罚，情节严重企业还会被禁业，长期看利于行业规范发展。

表 5：部分功效检测价格及检测成本

序号	功效宣称	参考价格	受试者人数	试验周期
1	防脱发	25-30 万	60-70 人	12 周
2	祛斑美白	12-30 万	35-70 人	4-8 周
3	修护	3-23 万	35 人	3-4 周
4	抗皱	5-23 万	35 人	12 周
5	去屑	10-18 万	35 人	4 周
6	祛痘	5-16 万	35 人	4 周
7	防晒	5-10 万	35-70 人	4-12 周
8	去角质	5-12 万	35 人	4 周
9	滋养	3-13 万	35 人	4 周
10	紧致	3-18 万	35 人	8 周
11	舒缓	3-18 万	35 人	4 周
12	控油	3-11 万	30-35 人	4-5 周
13	保湿	3-11 万	30-35 人	4-5 周

数据来源：中国化妆品网、青眼、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

从品牌方角度看，龙头品牌有望中长期受益，中小品牌或受到较大影响。龙头品牌具备以下优势：1）生产流程规范性强，具有安全责任人，可以独立完成注册备案；2）产品合规性强，可以完成功效宣称评价；3）推新频率稳定。对于中小品牌而言，一方面可能面临无法独立完成产品注册备案、功效检测的压力，另一方面若过去推新频率较高，在新品布局上也将受到较大影响。

展望未来，我们认为新规的出台，叠加消费者功效理念的日益深化，加快了本土品牌从原先的渠道驱动，向产品研发驱动的发展模式转型：我们认为，龙头品牌将在以下方面加大投入力度：1）加强基础研究和研发团队的建设。2）在原料端与上游深度绑定，如珀莱雅与巴斯夫签订战略合作协议，就原料领域联合开发；在产品端与重点院校、医院进行产学研合作，加快产业研究向产品的转化。3）打通研发与销售跨部门沟通协同，用需求来引导和赋能研发，提升产品开发效率。

表 6：化妆品品牌方/代工厂与原料商合作

品牌方	原料商	合作内容	合作时间
珀莱雅	亚什兰	签订战略合作协议	2021 年 1 月 22 日
	巴斯夫	签订战略合作协议	2021 年 3 月
优时颜	路博润	签订战略合作协议	2021 年 9 月
卡姿兰	陶氏化学	签订战略合作协议	2021 年 11 月 8 日
诺斯贝尔	巴斯夫	签订战略合作协议	2021 年 5 月 12 日
透真	帝斯曼	签订战略合作协议	2020 年 6 月

数据来源：各公司公告，东方证券研究所

产品：细分赛道明星单品重要性日益凸显

在渠道、流量变革背景下，消费者更倾向于购买细分赛道头部明星单品，大单品效应明显。随着小红书等社媒渠道兴起、产品信息和有效性更为透明化，细分赛道明星单品获得笔记种草、KOL 推荐更多，曝光频次更高，消费者消费习惯也从购买护肤品套盒逐渐转为购买细分赛道明星单品。

细分赛道明星单品是品牌方研发实力和产品力的重要体现，也从侧面验证品牌方的渠道和营销推广能力。大单品形成了“研发/产品——渠道/营销——市场认可/复购”闭环，能够充分考验公司综合实力。复盘海外护肤品集团，通过对大单品的打造到周边系列的延伸，是行业龙头发展的普遍路径。以雅诗兰黛小棕瓶为例，产品自 1982 年推出已历经接近 40 年，通过成分、配方升级打造至第七代，产品功效性、有效性已经受到市场充分认可；兰蔻打造了明星单品粉水、菁纯系列（包括眼霜、面霜、精华、粉底液多品类产品）。

我们认为大单品对品牌的重要性体现在以下三方面：







- **复购相对稳定，可以形成稳定的现金流。**大单品产品功效有效性强，消费者通常会在使用后复购，因此可以为公司提供稳定的现金流。龙头品牌方大单品系列在收入中占比通常在 40% 以上（雅诗兰黛小棕瓶系列在品牌收入占比超过 50%；珀莱雅双抗和红宝石系列在天猫旗舰店收入占比约 60%）。
- **有助于树立品牌形象，且有望形成先发优势。**通过社媒渠道推广，明星单品被潜在用户发现概率大，消费者基数有望持续扩大，形成正向循环。一旦成为细分赛道明星大单品，头部地位将较难撼动，形成先发优势。

- 有望实现从单品到系列的有效延伸。**在完成细分品类大单品打造后，品牌口碑提升，消费者尝试公司其他产品意愿增强，品牌方可以从单品延伸到整个系列，打造出多条增长曲线。小棕瓶系列、兰蔻菁纯系列、珀莱雅的双抗和红宝石系列、薇诺娜的舒敏保湿系列均是优秀的案例代表。

表 7：护肤品各细分赛道明星单品（数据采用 2021 年 11 月）

	面部精华		乳液面霜		贴片面膜		爽肤水		防晒		眼部护理	
	产品图	销售额/均价	产品图	销售额/均价	产品图	销售额/均价	产品图	销售额/均价	产品图	销售额/均价	产品图	销售额/均价
1		3.0 亿 755 元		3.1 亿 268 元		4.6 亿 302 元		1.6 亿 435 元		1.3 亿 80 元		4.2 亿 530 元
2		3.0 亿 1520 元		2.2 亿 780 元		2.2 亿 110 元		0.8 亿 1540 元		0.4 亿 231 元		3.0 亿 271 元
3		1.9 亿 498 元		1.9 亿 3580 元		1.6 亿 85 元		0.6 亿 400 元		0.3 亿 228 元		2.0 亿 350 元
4		1.6 亿 995 元		1.7 亿 1461 元		1.3 亿 168 元		0.6 亿 340 元		0.6 亿 210 元		1.8 亿 1080 元
5		1.6 亿 635 元		1.5 亿 115 元		1.0 亿 349 元		0.6 亿 860 元		0.3 亿 112 元		1.4 亿 1120 元
6		1.1 亿 480 元		1.3 亿 1380 元		0.7 亿 62 元		0.5 亿 99 元		0.2 亿 220 元		0.8 亿 420 元
7		1.0 亿 233 元		1.3 亿 255 元		0.5 亿 61 元		0.5 亿 150 元		0.2 亿 480 元		0.6 亿 980 元
8		0.9 亿 364 元		1.2 亿 315 元		0.4 亿 86 元		0.4 亿 108 元		0.2 亿 152 元		0.6 亿 820 元
9		0.8 亿 279 元		1.2 亿 820 元		0.3 亿 50 元		0.4 亿 1540 元		0.2 亿 380 元		0.6 亿 359 元

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

10		0.7 亿		0.7 亿		0.3 亿		0.3 亿		0.1 亿		0.3 亿
	雅顿粉时 A 醇抗衰	870 元	欧莱雅金致面霜	350 元	韩束金刚侠面膜	159 元	米蓓尔粉水	81 元	珀莱雅羽感防晒	117 元	海蓝之谜浓缩眼霜	1900 元

数据来源：淘数据，东方证券研究所

我们认为，部分国内龙头品牌对于大单品的打造已初见雏形：

贝泰妮：基于敏感肌，先后打造了舒敏保湿特护霜、清透防晒乳、动感面膜等明星单品。1) **舒敏保湿特护霜**：薇诺娜舒敏保湿特护霜是公司第一款明星单品，产品有效性得到消费者充分认可，凭借舒敏保湿特护霜，公司敏感肌品牌形象深入人心。公司舒敏保湿特护霜在敏感肌修护乳液领域已经构筑竞争优势，短期内其他品牌难以撼动，2021 年双十一公司舒敏保湿特护霜全网销售量超过 400 万瓶。2) **清透防晒喷雾**：公司 2019 年推出清透防晒乳，随着产品推广市场影响力持续增强，受到消费者认可，2021 年多月位居防晒品类 NO.1。3) **冻干面膜**：2021 年公司黑马产品，双十一全网销售量达 200 万盒。2021 年全年公司舒敏保湿系列在产品收入占比中约为 40%，防晒品类在收入占比中约为 20%。

图 7：公司打造了舒敏保湿系列明星产品

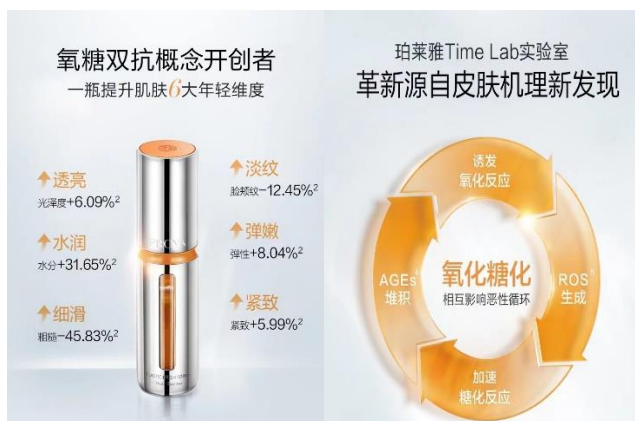


数据来源：公司官网，东方证券研究所

珀莱雅：大单品带动公司品牌形象升级，受年轻消费者认可。公司 2020 年初相继推出珀莱雅红宝石、双抗精华系列，较公司早期 CS 渠道产品定位全面升级、价格也有明显提升；公司又在 2021 年初对红宝石和双抗精华进行产品成分升级，推出 2.0 系列，随着产品推广和品牌形象定位更为明确，公司产品受到消费者认可，2022 年女王节公司早 C 晚 A 套餐销售件数超 7.8 万支，品牌位居天猫国货美妆 TOP1。2021 年公司大单品在其天猫平台销售额占比达 60%左右。

图 8：珀莱雅双抗精华产品展示

图 9：珀莱雅红宝石精华产品展示



数据来源：珀莱雅官方旗舰店，东方证券研究所



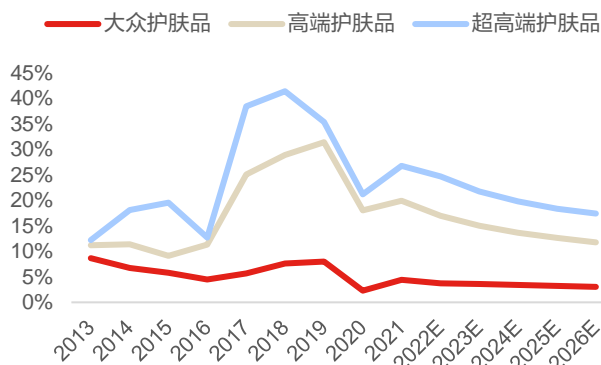
数据来源：珀莱雅官方旗舰店，东方证券研究所

价格带：高端化是国内护肤品未来发展主旋律

我国化妆品行业呈现出明显的高端化趋势。从价格带角度讲，过去我国超高端、高端化妆品增速远高于大众化妆品增速，根据前瞻产业研究院，2015-2021 年前三者复合增速分别为 28.9%、22.3%、5.4%，高端和超高端化妆品占行业整体比重在 2021 年分别达 37.8%和 10.2%，较 2015 年分别提升 17.5pcts 和 6.2pcts。参照日韩等亚洲国家，我国高端、超高端化妆品占比仍有较大提升空间。

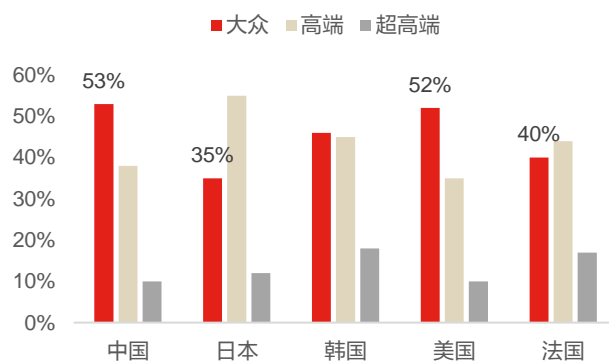
我们认为，未来需求端变化将继续助推行业高端化趋势：1）2018 年起，在社媒渠道及供给端助推下，成分党成为护肤品消费风口，消费者选购商品时更注重产品安全性和成分有效性，愿意支付高溢价来购买高品质产品；2）90 后、95 后逐步成为消费主力，消费者对产品品质的追求明显提升。

图 10：我国各价格带化妆品增速



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 11：2021 年我国高端化妆品占比相较于日韩仍然较低



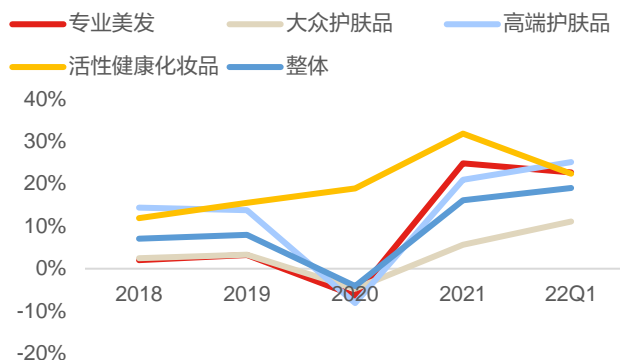
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

海外龙头的高端系列产品的表现也更好。参照海外化妆品集团：1）欧莱雅集团：22Q1 欧莱雅高端化妆品事业部同比增速达 25.1%（集团业务整体收入增速为 19.0%），带动业绩增长；近五年数据看，高端化妆品事业部也始终引领公司业绩增长。2）资生堂集团：公司宣布将聚焦高端，已出售定位大众价格带的 Za 姬芮和泊美品牌；从分品牌增速看，其高端品牌 NARS、Cle De Peau Beauté 表现优异。3）爱茉莉太平洋：FY2021 公司韩国区奢侈/高端产品收入分别提升 22%、13%，而大众及其他产品收入同比下滑。

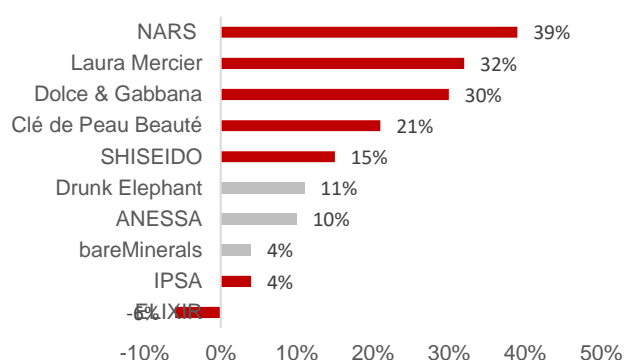
图 12：欧莱雅集团各事业部增速

图 13：资生堂各品牌 2021 年收入增速

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



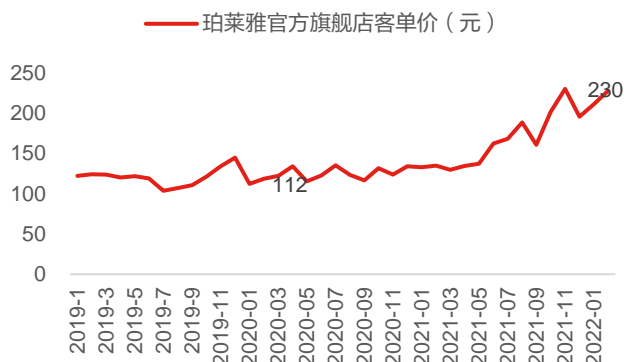
数据来源：欧莱雅公司公告，东方证券研究所



数据来源：资生堂公司公告（标红为相对高端品牌），东方证券研究所

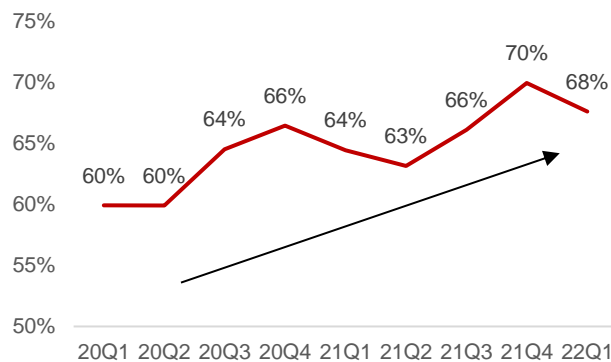
国内：龙头公司积极促进旗下品牌产品升级，带动客单价和毛利率提升。在大单品策略带动下，近年来珀莱雅客单价也明显提升，公司线上天猫旗舰店数据显示：公司客单价从 2020 年初的 110 元左右提升至 2021 年 11 月的 230 元。公司毛利率水平也持续上升，从 2019 年的 63.96% 提升 2.5pct 至 2021 年的 66.46%。

图 14：珀莱雅天猫旗舰店历史客单价（元）



数据来源：淘数据，东方证券研究所

图 15：珀莱雅毛利率持续上升



数据来源：Wind，东方证券研究所

2022 年行业投资策略：疫情背景下，优选龙头标的

22Q1 受上海等地疫情影响，行业增速有所放缓。从社零增速看，根据国家统计局数据，21Q1-Q4 化妆品品类增速分别为 41.4%/15.0%/2.2%/6.3%，随着疫情恢复增速有所回落，22Q1 限额以上化妆品增速为 1.8%，横向对比看弱于其他品类；单月来看，3 月限额以上化妆品同比下降 6.3%，4 月同比下降 22.3%，受上海等地区疫情影响行业承压，表现弱于限额以上消费品整体。

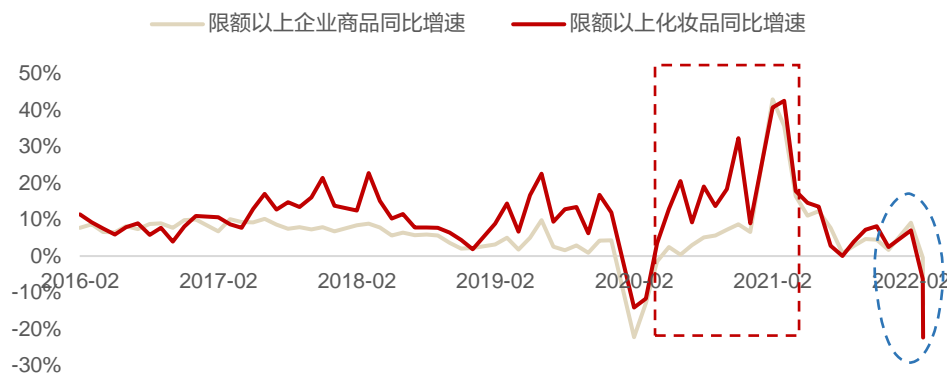
从公司角度看，22Q1 以贝泰妮、珀莱雅、华熙生物为代表的国内化妆品龙头收入端取得 35% 以上的增速，验证我们行业集中度提升的判断。我们认为国货龙头品牌方 22Q1 取得高增长主要得益于 22Q1 女王节线上大促取得优异表现（得益于多渠道运营能力+明星单品带动），女王节是 Q1 线上重要销售节点，2021 年贝泰妮、珀莱雅线上占比均超过 80%，相关国货龙头公司女王节期间线上销售优异。

珀莱雅女王节期间跻身美妆行业 TOP5，位居天猫美妆行业 TOP1、京东国货护肤 TOP1：**1）分渠道看**，公司天猫同比+200%，抖音同比+100%，多渠道运营成果凸显；**2）分产品看**，早 C 晚

A 套装销售亮眼；3）分品牌看，除主品牌珀莱雅外，彩棠亦取得优秀成绩，GMV 同比 400%+ 增长。

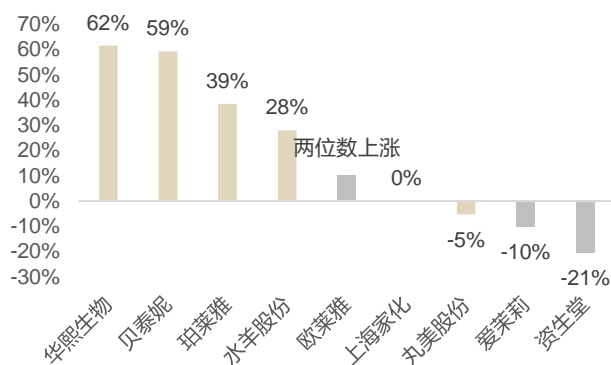
海外巨头在我国线下占比高，受 3 月疫情影响较大，收入端小幅增长或出现下滑。欧莱雅集团 22Q1 总体仍实现正增长。雅诗兰黛、爱茉莉太平洋大中华区（-10%）、资生堂中国区（-20.6%）出现下降。

图 16：限额以上商品和化妆品月度增速



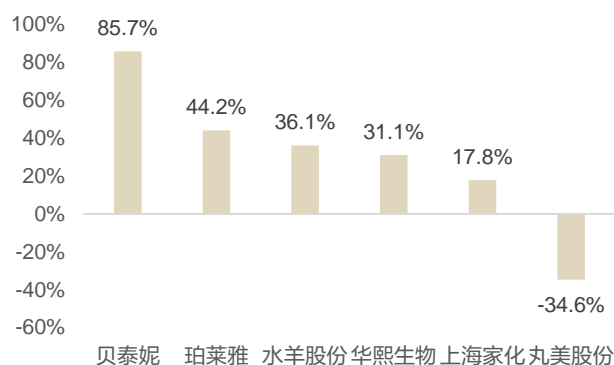
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 17：国内化妆品及海外化妆品巨头大中华区 22Q1 收入增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：国内化妆品公司 22Q1 归母净利润增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

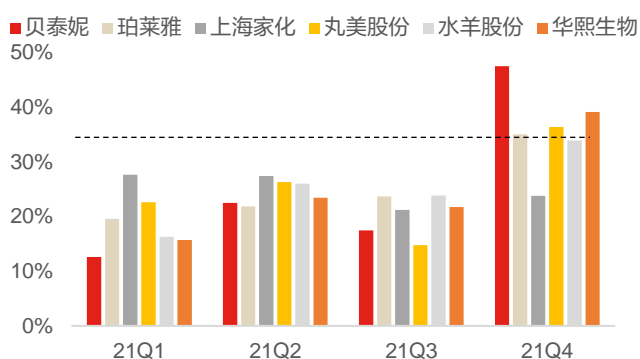
表 8：22Q1 海外巨头在中国区销售表现

公司	表现及原因
欧莱雅	两位数上涨；1）春节、情人节、女王节销售较好；2）线上较快增长；3）海南免税回暖；
雅诗兰黛	下滑；大中华地区受疫情封控影响，线上 25% 的增长被线下实体零售大幅下降抵消，线上部分物流配送受限。
爱茉莉太平洋	-10%；多个城市门店因新冠疫情而暂时关闭
资生堂	-20.6%；1）上海疫情线下顾客减少，部分店铺关闭；2）上海仓发货暂停。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

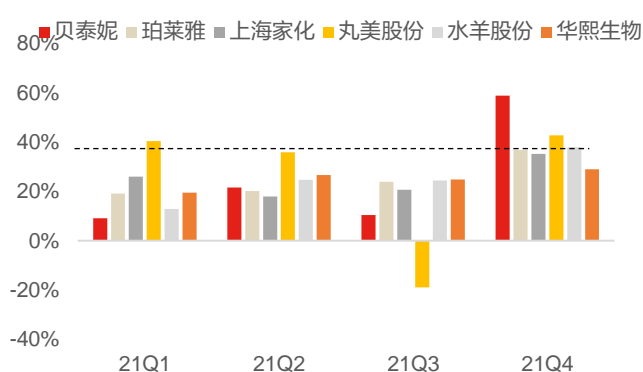
展望未来：疫情反复背景下，可选消费整体面临挑战，我们判断化妆品行业龙头有望持续跑赢消费大盘。短期看，疫情虽然逐步恢复，但预计对 618 大促仍会造成一定影响（我们观察到本次 618 大促品牌力度较大）；中期看，展望下半年，我们对行业在可选消费中率先复苏、龙头持续跑赢消费大盘持有坚定信心。从 2020 年疫情稳定后（5 月开始）的消费数据看（见图 16），化妆品是消费中 fastest 复苏的品类之一（属性相对更偏刚性），相关龙头销售数据更是表现亮眼。从数据看，建议重点跟踪四季度销售旺季（在全年利润占比通常超过 35%）的指标。尽管俄乌冲突对原料价格造成的不确定性影响、化妆品新《条例》的实施，均对品牌方运营提出更多挑战，但我们认为：具备大单品、多渠道和多品牌运营能力的龙头公司竞争优势将更为突出，其基本面的确定性和可持续增长能力更强，中长期市场份额将进一步提升。

图 19：国内化妆品公司分季度收入占比



数据来源：Wind，东方证券研究所（虚线为 35% 比例）

图 20：国内化妆品公司分季度归母净利润占比



数据来源：Wind，东方证券研究所（虚线为 35% 比例）

投资建议和重点公司

后疫情时代，我们坚定看好龙头企业超越大盘的表现，特别是那些在新兴渠道布局前瞻、大单品打造卓有成效和多品牌初步成型的头部企业，在国潮和消费者代际变化背景下，有望逐步与海外龙头展开正面竞争。我们推荐珀莱雅(603605，买入)、贝泰妮(300957，增持)，建议关注华熙生物(688363，增持)、上海家化(600315，增持)和巨子生物。

珀莱雅

珀莱雅是国货护肤品龙头之一，基于公司灵活的组织架构，公司具备强产品打造能力和多渠道运营能力，主品牌珀莱雅仍具备较大市场空间，彩棠有望成为第二增长曲线。前期公司发布 2021 年年报/一季报，2021 年实现收入和归母净利润 46.3 亿和 5.8 亿，同比增长 23.5%和 21.0%，22Q1 收入和归母净利润分别同比增长 38.5%和 44.2%，年报拟每 10 股转增 4 股派 8.6 元。

线上直营渠道高增，线下受疫情和渠道主动调整影响而下降。1) 线上：2021 年实现收入 39.2 亿元，同比增长 49.5%，其中直营/分销分别实现收入 28/11.2 亿元，分别同比增长 76.2%/8.6%，从收入占比来看，天猫/抖音/京东分别为 45%+/15%+/10%+；2) 线下：2021 年实现收入 6.96 亿元，同比下降 38.03%，下滑主要系疫情影响+公司主动进行网点调整优化。

主品牌保持快速增长，彩棠高速放量。1) 主品牌：珀莱雅实现收入 38.3 亿元，同比增长 28.3%，表现稳健，大单品占珀莱雅品牌的 25%+，占天猫平台 60%左右，其中红宝石精华占比 18%+，双抗精华占比 16%+。2) 彩棠：实现收入 2.46 亿元 (+103.5%)，快速放量。3) 跨境代理品牌：实现收入 1.36 亿元，同比下滑 34%，未来预计将继续收缩。

22Q1 表现亮眼，收入利润加速增长。1) 收入：21Q4/22Q1 公司收入同比增长 10.9%/38.5%，疫情逆势背景下业绩加速增长，2) 盈利能力：21Q4/22Q1 毛利率分别为 69.9%/67.6%，同比增长 3.5/3.2 pcts，保持在较高水平，主要系公司大单品策略获得成功，受毛利率高增驱动，21Q4/22Q1 净利率分别为 13.0%/13.5%，环比改善。

我们认为，未来公司主品牌珀莱雅将继续聚焦大单品策略，彩棠将发力细分品类有望保持较高增长；同时其他新品牌也将接棒增长。渠道方面，天猫旗舰店有望保持快速增长，淘外渠道也将贡献重要增量。中长期看，在行业监管趋严、渠道流量变革的背景下，将更考验相关产品力和渠道运营能力，而公司“长期重视基础研究+灵活高效的营销体系+内部激励机制”将助推其未来市占率持续提升。

我们维持对公司2022-2024年每股收益分别为3.59、4.61和5.79元的预测，维持“买入”评级。

贝泰妮

贝泰妮是国内敏感肌龙头之一，行业景气度高，看好公司在功能性护肤赛道的长期积累和布局，未来市场空间广阔。前期公司发布2022一季报，2022Q1实现营业收入8.1亿元，同比增长59.3%，扣非归母净利润1.2亿元，同比增长61.8%。22Q1收入、扣非利润增速超预期，大单品持续增长，未来新品看点多。

公司营收高速增长超预期，得益于线上渠道稳健增长，线下OTC渠道快速放量。1) 线上：天猫稳健，抖音渠道快速放量，私域亦取得较快增长；2) 线下：OTC渠道高速增长、屈臣氏也表现

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

较好，主要受益于老店销售带动。

毛利率保持在较高水平，费用管控合理，净利率提升。1) 毛利率：22Q1公司毛利率为77.8%保持在较高水平。2) 销售/管理/研发费用率为48.0%/7.6%/3.8%，同比提升2.1/-0.4/-0.7pcts，公司Q1销售费用增长与营收增长匹配，对品牌形象推广持续投入。3) 22Q1公司净利率为18.0%（同比提升2.4pct），扣非归母净利率15.4%（同比提升0.2pct）基本持平。4) 22Q1公司投资收益2156.1万元（较21Q1增加2083.9万元），公司利用闲置募集资金和闲置自委托理财投资，带来委托理财收益增加；公允价值变动收益187.1万元（21Q1为0），公司持有交易性金融资产的公允价值增加。

大单品表现亮眼，新品看点多；关注新品牌贡献增量。1) 大单品：Q1公司明星单品舒敏保湿特护霜、清透防晒乳持续优异，我们预计公司舒敏保湿系列和防晒系列在收入中合计占比超60%。2) 新品：2022年公司主推三大新品，敏感肌抗老精华轻颜瓶升级上市；光透皙白淡斑精华升级上市，产品具备国家美白淡斑特证和4项专利硬核背书；光透皙白淡斑精华次抛对原瓶装升级，便携淡斑。3) 品牌：在主品牌薇诺娜保持稳健的基础上，关注新品牌带来的增量。我们预计Winona Baby Q1表现较好，全年有望贡献重要增量；同时公司2022年将重点布局高端抗衰品牌AOXMED，皮肤大健康版图持续拓展。

公司坚持以“打造中国皮肤健康生态”为使命，以“聚焦主品牌、拓展子品牌”的发展策略推动公司可持续增长。我们维持对公司2022-2024年每股收益分别为2.81、3.86和5.12元的预测，维持“增持”评级。

华熙生物

华熙生物是以透明质酸为核心的国内生物活性材料平台型企业，近年来发力化妆品终端业务带来收入、业绩较快增长。前期公司发布2022一季报，2022Q1实现营业收入12.6亿元，同比增长61.6%，归母净利润2.0亿元，同比增长31.1%。

3月收入增长环比提速，主要动力来自功能性护肤品放量。根据之前公告，公司1-2月实现营业收入6.4亿元（+55%），推算3月收入同比增长69%，我们认为主要受功能性护肤品业务驱动，其中肌活品牌成为新亮点，其糙米精华水3.8期间荣获爽肤水热卖榜国货NO.1，夸迪和米蓓尔预计继续高增。另一方面，原料业务预计保持稳健增长，主要系佛思特和天津工厂新产能逐步释放，医疗终端业务或受疫情影响，增速预计有所放缓。

净利率环比改善，功能性护肤品业务或呈现盈利拐点。公司22Q1净利率为15.9%，同比下降3.7pcts，主要系净利率较低的功能性护肤品业务占比快速提升（从2020年的51%提升至2021年的67%），另一方面，净利率相较21Q4改善4.2pcts，自2019年以来实现首次环比改善。拆分来看，销售费用率环比改善8.6pcts，经营杠杆逐步体现。公司22Q1管理费用率为6.3%，环比上升1.0pcts；研发费用率为6.5%，环比上升1.7pcts，公司通过持续高研发投入，夯实竞争优势。

4月收购北京益而康生物，正式进军胶原蛋白产业。2022年4月15日，公司以2.33亿元收购北京益而康生物51%股权实现控股。益而康生物除了拥有胶原蛋白海绵和人工骨等终端产品之外，目前还掌握了国内领先的胶原蛋白提取技术，并拥有多项专利，我们认为华熙通过收购控股成功切入胶原蛋白赛道，进一步打开未来成长的天花板。

综合来看，公司22Q1业绩优异，领先于同行表现。22Q2疫情预计对公司业绩有短期影响，但我

们仍看好公司全年表现，尤其是化妆品板块多品牌梯度成长的格局。

我们维持对公司2022-2024年每股收益分别为2.07元、2.99元、4.09元的盈利预测，维持“增持”评级。

上海家化

国内最老牌的多品牌日化龙头，重点关注三、四季度线下门店恢复带来的业绩改善。前期公司发布2022一季报，2022Q1实现营业收入21.2亿元（+0.11%）；实现归母净利润2.0亿元（+17.8%）；扣非归母净利润2.12亿元（+6.55%），创5年以来新高。

个护家清品类同比上升，母婴品类持平，护肤受到疫情影响下滑。1）个护家清品类实现营业收入11.0亿元（+11.3%），其中六神实现双位数增长（量价齐升），家安受特渠影响两位数下降。2）母婴品类实现营业收入4.9亿元（+0.8%）基本持平，其中启初下降约15%，海外Maybourn同比持平略有增长，剔除汇率同比增长约6%。3）护肤品类实现营业收入4.5亿元（-18.2%），受到疫情影响物流、线下门店关闭影响下滑，同时公司电商打法优化，Q1停止超头直播，也对收入造成一定影响。分品牌看，玉泽基本持平（若剔除超头影响，同比+23%）；佰草集约-10%；典萃、高夫、美加净下滑15%-30%不等。

公司盈利能力改善，扣非净利润和扣非净利率创5年新高。1）毛利率：22Q1公司毛利率为62.66%，追溯调整后同比+1.57pct，我们认为主要得益于公司聚焦头部SKU，与此同时六神产品提价也在一定程度上拉动毛利率。2）销售/管理/研发费用率分别为39.8%/9.7%/1.5%，同比分别+0.08pcts/-1.66pcts/-0.48pcts，管理费用优化主要缘于线下差旅减少和折旧摊销减少。3）净利率方面，公司22Q1净利率9.4%，同比+1.4pct。扣非归母净利润2.12亿元（同比+6.55%），扣非净利率10.02%，其中扣非净利润和净利率创5年以来单季新高。

品牌方面多品牌产品看点多，渠道方面积极推动多元化。1）品牌创新：佰草集焕新升级新七百系列；玉泽打造了明星新品大分子白金盾防晒乳，4月小黑盒发布当日位居防晒品类第一名。2）渠道进阶：公司疫情背景下线下仍保持增长，其中新零售业务同比增长接近30%表现优异；线上渠道也进行了多元化布局，京东、拼多多、抖音、快手等渠道较快提升；同时公司重视自播运营（自播GMV占电商比例达16%），并初步建成达播体系。

公司在疫情背景下积极克服不利因素，收入稳定，盈利能力改善。未来随着疫情影响减弱、经营节奏恢复，特渠调整和电商打法优化完成，公司运营能力有望进一步改善，我们维持公司2022年业绩前低后高预测，重点关注Q3、Q4线下恢复带来的业绩改善。

我们维持对公司2022-2024年每股收益为1.17元、1.44元和1.74元的盈利预测，维持“增持”评级。

风险提示

1) 疫情反复

若疫情持续反复，会对可选消费造成较大冲击，影响化妆品行业短期的终端需求。

2) 行业竞争加剧

化妆品行业竞争加剧，渠道、流量发生持续发生变革和分化，对行业竞争格局和相关公司都会产生影响。

3) 行业监管政策风险

化妆品新规实施，对化妆品生产企业、注册备案人、功效宣称等均提出更严格要求，若相关企业不能较好适应新规变化，则会面临监管处罚等风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn