



Research and  
Development Center

# 高景气度带动全产业链繁荣，电商新阶段助力国货品牌追赶

—— 化妆品行业深度报告

2020 年 06 月 13 日

## 证券研究报告

## 行业研究——投资策略

## 化妆品行业

看好	中性	看淡
----	----	----

程远分析师

执业编号：S1500519100002

邮箱：chengyuan1@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 高景气度带动全产业链繁荣，电商新阶段助力国货品牌追赶

2020年6月13日

## 本期内容提要

- **以天猫为核心的电商渠道带动化妆品年轻用户快速渗透，“双高”消费习惯培育，行业十年翻倍以上空间，维持高景气度。** 化妆品行业经历几轮变化：1) 百货渠道助力高端品牌增长，覆盖高端用户群；2) cs 与商超渠道崛起带动本土国货品牌快速成长，满足大众化用户需求；3) 线上渠道滋生年轻化淘品牌，线上化成为趋势，挖掘化妆品增量用户。每一轮变化背后是渠道变革助力品牌方加大化妆品用户触达，创造增量需求并提升 arpu 值。17 年以来化妆品行业重要驱动力在于：以天猫为代表的线上渠道对 用户年轻化及留存率提出更高要求，化妆品类目满足平台诉求，重视程度获得提升。新营销方式及技术手段率先在美妆类目试水，加速美妆年轻化用户渗透，拉高消费频次与消费档次，反哺全渠道增长。根据我们测算，化妆品核心消费人群可达 5 亿以上，分品类拆分下 10 年期人均消费金额提升大有可为，行业翻倍以上空间；考虑线上 20%+复合增速，线上渗透率超过 50%或将再经历 3-4 年时间，线上快速增长具备底层支撑，行业高景气度可持续。
- **电商新阶段为国货品牌提供更友好的竞争环境，新流量新技术助力国货品牌追赶，格局将优化。** 化妆品行业单品牌份额占比低，极少数可突破 3%占比，消费者需求多样化与高消费频次下的低试错成本是底层因素，上游规模壁垒不显著且下游渠道难以广覆盖是客观因素。2016 年以来品牌商格局开始优化，前五大化妆品集团在护肤品领域 2 年份额提升 3.6pct 至 28.4%，主要在于高端外资品牌对电商渠道重视程度提升。而进入线上新阶段，国货品牌有望追击：1) 以短视频为代表的站外媒体带来年轻且大众化流量，用户群与国货品牌较为贴合，助力国货品牌加大用户群争夺；2) 线上新营销 以数据银行为底层支撑，强调品牌与消费者互动，消费者资产运营管理成为趋势，传统国货品牌通过渠道商对接用户，新营销趋势下品牌对消费者变化敏感度提升，缩短与外资品牌差距。
- **高加倍率为全产业链繁荣提供底层基础，品牌商手握消费者资产拥有全产业链高议价权。** 化妆品行业加倍率超过 6 倍（终端销售价格/成本价），高端产品线加倍率更具竞争力。其高加倍率存在合理性在于为满足消费者细分多变需求、品牌调性诉求需全产业加大投入，品类轻奢社交属性及用户由奢入简难为高加倍率提供长期支撑。高加倍率下，为全产业链繁荣提供支撑。从产业链不同环节看，品牌商占据过半产值规模，利润率水平产业链领先，手握消费者资产地位长青；代工厂环节可通过不断增强规模优势及研发实力增强竞争力，提升生产端效率及对客户的议价能力；电商服务商满足品牌方对线上渠道快速增长诉求与平台方对流量精细化运营的诉求，增量空间大有可为；整体看，全产业链兴兴向荣。
- **投资评级：** 化妆品行业具备人口渗透空间与人均消费金额提升空间，长期可实现翻倍。以天猫为首的线上平台是此轮化妆品行业增长重要驱动力，线上新营销方式将加大化妆品用户群触达及增强品牌推广效率，进而反哺全渠道，化妆品高

景气度确定性强。同时，化妆品行业高加倍率为全产业链各个环节繁荣发展提供基础，此轮线上化驱动为国货品牌提供更公平友好的竞争环境，国货品牌更贴合年轻大众化流量，借助新工具提升对消费者变化的敏感度，格局有望优化。总体上，我们看好化妆品行业全产业链投资机会，认为需求将继续保持高景气度，格局有望优化，而高加倍率将长期存在。

➤ **风险因素：**

**需求不达预期：**尽管化妆品类目长线需求空间天花板高，短期挖掘细分需求人群、低龄化人群确定性高，但不排除不可控因素使得需求出现短期波动，比如疫情的恢复进展等，存在不达预期风险。**竞争格局恶化：**外资品牌具备强品牌力及资金实力，获取新营销资源方面存在竞争力，存在占据头部营销资源的风险，从而影响国货品牌市场份额的获取。

## 目 录

核心逻辑	2
有别于市场的认识	3
需求分析	4
1 化妆品行业人口红利十年内不减，增量人群年均 arpu 值更具优势	4
2 渠道变迁助力化妆品用户广触达，电商新阶段助力行业量价提升	11
竞争格局分析	16
1 分层竞争下单品牌集中度低，高端品牌竞争格局更优	16
2 用户需求多样化及上下游未构筑高壁垒是单品牌集中度偏低的重要因素	18
3 电商新阶段提供更友好的竞争环境，助力国货品牌追赶	20
产业链分析	25
1 品牌方手握消费者资产，拥有最高产值规模及利润水平，渠道助力每一轮行业变革	25
2 高加倍率支撑全产业链繁荣，化妆品行业大有可为	27
行业评级	29
风险因素	29

## 表 目 录

表 1: 化妆品重点子类目中护肤品/彩妆/男士护理目标人群测算 (万人)	6
表 2: 中国化妆品十年维度市场空间测算	10
表 3: 中国化妆品 10 年期预期分品类量价市场规模与 18 年美国同等品类量价规模比较	10

## 图 目 录

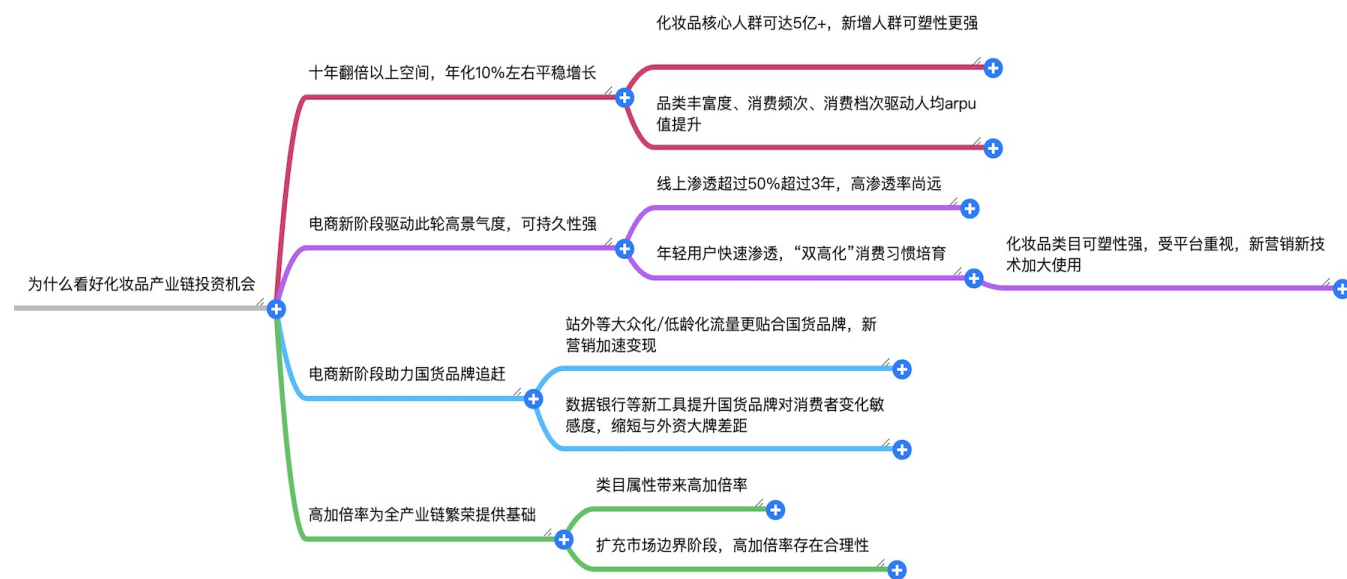
图 1: 本文核心逻辑与框架	2
图 2: 中国化妆品行业市场规模及增速 (单位: 亿)	4
图 3: 2018 年化妆品品类结构	4
图 4: 代表品类限额社零增长情况 (单位: %)	5
图 5: 化妆品行业增长空间分析框架	5
图 6: 中国/日本/美国化妆品人均消费支出 (单位: 美元/年)	8
图 7: 中国/日本/美国人均消费支出占比人均 gdp	8
图 8: 美妆调研消费者群体年均购买次数变化 (次/年)	8
图 9: 化妆品近几年消费 sku 变化 (个/年)	8
图 10: 护肤品基础护理流程图	9
图 11: 全球不同地区化妆品行业增长情况	11
图 12: 化妆品近 20 年行业增速情况 (单位: %)	12
图 13: 化妆品线上渠道 17 年亦加速增长 (单位: 亿元)	13
图 14: 淘系护肤品与近两年增长情况	13
图 15: 代表外资化妆品品牌在中国/亚太地区增长情况	14
图 16: 2017 年以后单价超过 200 元化妆品占比提升	14
图 17: 天猫美妆 18h2-19h1 不同年龄人群与消费占比	14
图 18: 天猫美妆 2019 年用户情况	14
图 19: 阿里巴巴年度活跃用户规模及增速 (单位: 亿)	15
图 20: 化妆品代表品牌流量费用占比线上收入	15
图 21: 不同类目线上渗透率对比	16
图 22: 化妆品类目线上渗透率预期	16
图 23: 18 年国内护肤品类目前 20 大品牌集团份额情况 (%)	16
图 24: 17 年单品牌化妆品类目前 20 大品牌集团份额情况	16
图 25: 以护肤品为例护理水乳套装价格带 (上图) 及淘系 19 年 gmv 规模 (下图)	17
图 26: 化妆品需求多样化表现	19
图 27: 美妆用户调研年均消费次数	19
图 28: 代表品牌单位成本 (单位: 元/g)	19
图 29: 部分国货品牌 cs 网点覆盖率	19
图 30: 16 年以来前 5 大化妆品集团护肤品领域份额提升 (单位: %)	20
图 31: top10 国货品牌集团份额与 top10 外资品牌集团变化 (单位: %)	20
图 32: 国际知名品牌集团 16 年之后基本完成天猫渠道入驻	21
图 33: 欧莱雅集团 17-19 财年电商渠道加速增长	22
图 34: 抖音快手用户年龄结构 (2019 年 12 月)	22
图 35: 抖音快手用户收入结构 (2018 年 1 月)	22
图 36: 代表国货品牌官方旗舰店销售折扣率	23
图 37: 百雀羚官方旗舰店流量推广费用分配	23
图 38: 电商 2.0 阶段线上渠道新品设计及推广链条	24
图 39: 代表国货品牌 20 年线上首发新品天猫旗舰店表现 (单位: 万)	25
图 40: 代表代工企业营业利润率情况	26
图 41: 2017 年化妆品代工行业分品类结构	26
图 42: 以护肤品为例不同产业链环节的情况分析	27

图 43: 高端产品类直营渠道（上图）与大众化产品日化店渠道（下图）价值链拆分 ..... 28

## 核心逻辑

我们看好化妆品行业产业链投资机会，核心逻辑为：1) 化妆品行业成长空间大，十年翻倍以上，消费人群扩张与人均 arpu 值提升共振；2) 此轮化妆品行业高景气度起于平台对类目重视度提升，年轻用户快速渗透，“双高”消费习惯逐渐培育，高景气度具备持久性基础；3) 高加倍率为全产业链繁荣提供基础，电商新阶段国货品牌借助新流量、新工具有望追赶，品牌商格局可优化。

图 1：本文核心逻辑与框架



资料来源：信达证券研发中心

## 有别于市场的认识

1. **化妆品行业高景气度的持久性好于超预期。**市场对化妆品行业次轮需求的底层驱动认识不足，认为是社媒等营销刺激消费，进而引发对行业高景气度持久性信心不足，甚至担忧高景气度是结构性调整。我们认为，16-17年以来化妆品行业的高景气度受益于平台对美妆类目重视，借助新营销新工具化妆品年轻化人群快速渗透，存量用户“双高化”消费习惯逐渐培育，扩宽需求边界而非结构性改善。同时类目本身的强消费粘性<sup>1</sup>及消费层次不可逆的特征驱动需求平稳增长，年轻化用户不断加入十年内不言人口红利天花板，无需担心景气度持久性。
2. **国货品牌份额追赶的力度好于市场预期。**市场对电商新阶段国货品牌份额提升信心不足，认为外资大牌凭借品牌、产品、运营等各方面优势将碾压国货品牌，而忽略国货品牌在此轮行业变化中的竞争力。我们认为，在电商第一阶段，驱动化妆品 gmV 增长的是商家线上化渗透，是流量工具推动用户变现；在电商第二阶段，驱动化妆品 gmV 增长的是挖掘新流量，是存量用户的精细化运营。进一步分析，国货品牌超预期的理由在于：1) 以短视频为代表的站外拥有上亿年轻化的用户群，且用户标签偏大众化，相比于外资品牌的调性，国货品牌是更好的流量抓手，具备用户池优势；2) 消费者资产管理在电商新阶段扮演重要角色，数据银行等新型工具提供底层支撑；对于过去通过代理商对接用户的传统国货品牌而言，增强其对消费者变化的敏感度，进而缩短与国际大牌在消费者端研究洞察的差距。
3. **全产业链景气度好于市场预期。**市场对于产业链各个环节高景气度存在信心不足，对上游代工厂、品牌商、服务商等环节的投资机会存在景气度持久性、竞争格局变化等方面的担忧。我们认为，高景气度的持久性与高加倍率的确定性为全产业链繁荣发展提供基础；高景气度持久性不再赘述，高加倍率是类目属性带来，在扩大增量盘阶段更具合理性。



## 需求分析

### 1 化妆品行业人口红利十年内不减，增量人群年均 arpu 值更具优势

#### 1.1 行业现状：化妆品呈现加速增长态势，成为消费品领域景气度较高的子行业

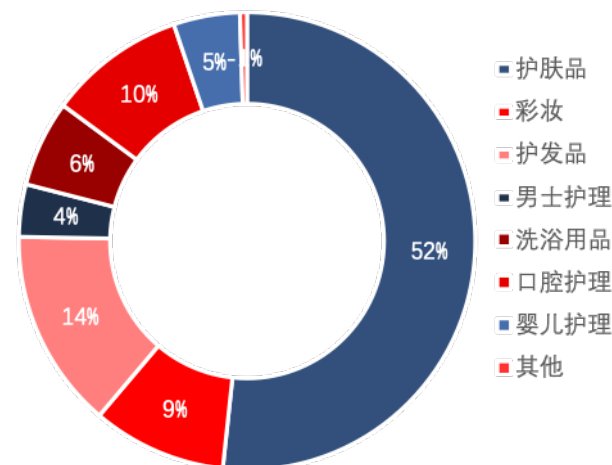
化妆品行业市场规模突破 4000 亿，近十年保持 10%左右的复合增速，成为消费品领域中景气度较高的子行业。根据欧瑞数据，2018 年化妆品行业市场规模 4102 亿，同比增长 12%，cacr（9）为 10.7%，近 5 年呈现加速增长态势，保持较高景气度。根据限额社零数据，化妆品行业 2019 年增长 12.6%，成为消费品领域中少数保持双位数增长的子行业，维持高景气度。

图 2：中国化妆品行业市场规模及增速（单位：亿）



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

图 3：2018 年化妆品品类结构

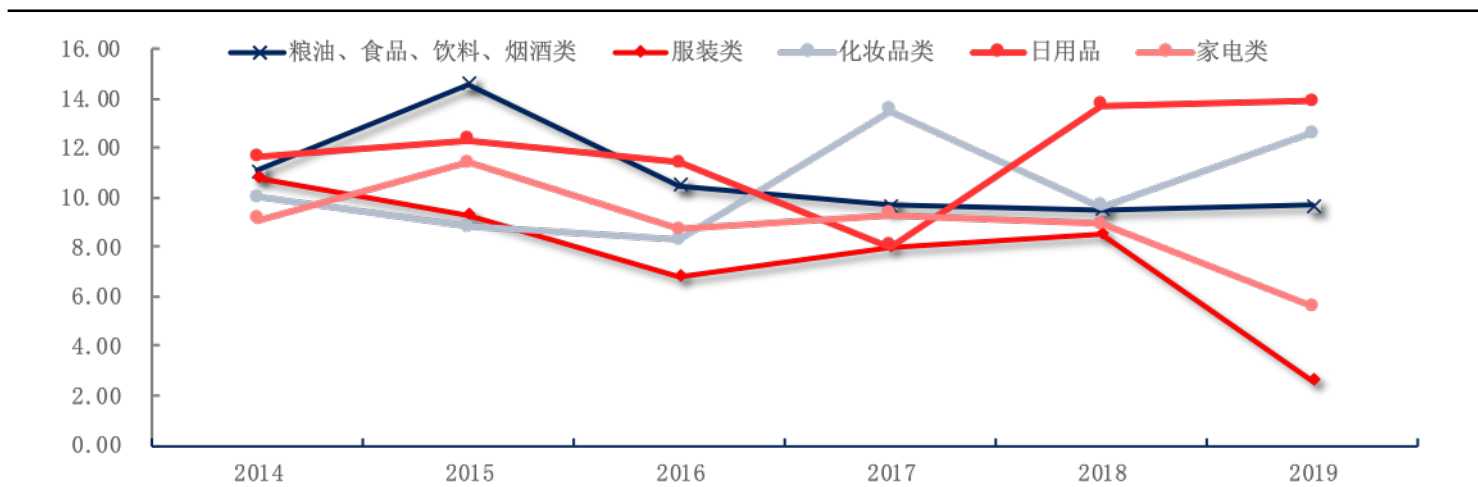


资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

护肤品成为化妆品领域支柱品类，占比超过 50%，彩妆与男士护理预计贡献较高增速。化妆品类目复杂，根据欧瑞咨询可细分为护肤品，护发品，口腔护理，彩妆，洗浴用品，婴儿护理，男士护理等子类目。截止 2018 年，护肤品、护发品、口腔护理成为最大的三个子类目，分别占比 52%/14%/10%，护肤品成为支柱品类；彩妆男士护理等类目预计增速更高。根据欧瑞数据，13-18 年护肤品复合增速为 5.9%，低于化妆品 7.8% 的平均复合增速，而洗护口腔护理等基础护理更为成熟，预计彩妆、男士护理类目贡献更快增长。



图 4：代表品类限额社零增长情况（单位：%）

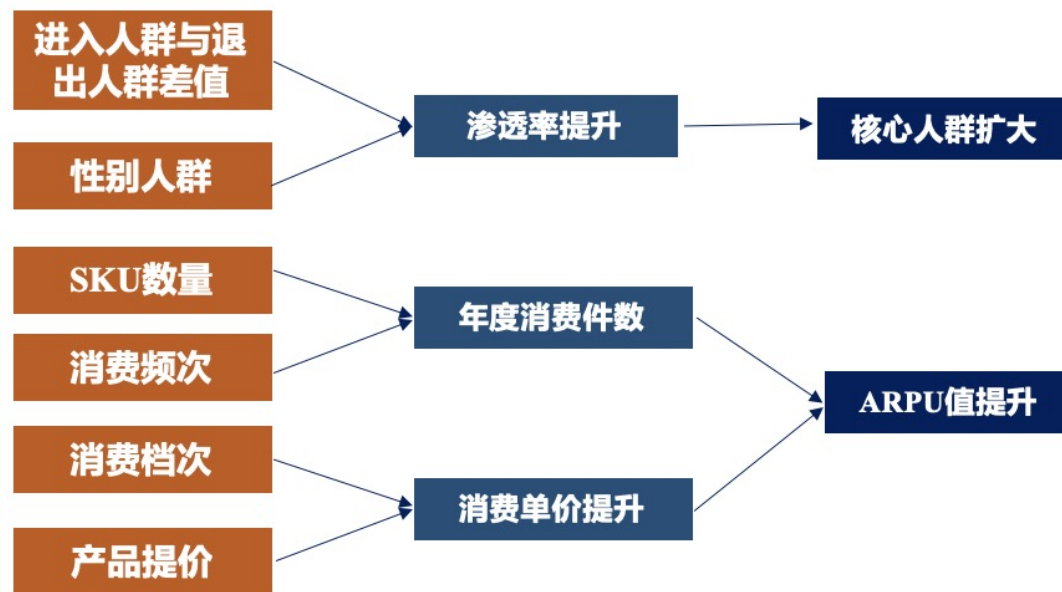


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

## 1.2 量价看成长空间：化妆品人群可突破 5 亿，人均消费支出处于初级阶段，十年成长空间翻倍以上

美妆行业人口红利 10 年内不言天花板，新增人群消费周期及年均消费金额更具竞争力，行业翻倍以上空间。化妆品行业处于平稳成长期，“成长期”在于新进入人群尝新消费意愿及持久性高于退出人群，“平稳性”在于美妆人群消费粘性强，存量规模稳定，且逆向降级消费难。化妆品行业成长空间底层基础是不同品类的核心消费人群扩展与年均消费值增长，进而可细化为：1) 新增人群消费生命周期及年均消费弹性高于退出人群；2) sku 丰富度提升；3) 消费周期内平均消费价格自然增长；综合看空间可翻倍。具体分析如下：

图 5：化妆品行业增长空间分析框架



资料来源：信达证券研发中心

#### ➤ 化妆品消费人群：护肤品消费人群可突破 5 亿，彩妆消费人群可达近 3 亿

以护肤品/彩妆为代表的化妆品类目人口红利未触及天花板，男性用户与彩妆用户贡献更高增量人群。从化妆品细分品类中看，以护发用品、口腔护理、洗浴用品等基础护理人群渗透较为充分，但护肤品、男性护理、彩妆等类目仍享受人口红利。根据不同年龄结构的人口模型，以 10 年维度为基础，化妆品女性护肤品核心消费人群可达到 3.6 亿，女性彩妆核心人群可达 2.9 亿，男性护理核心人群可达 1.7 亿，化妆品非交叉人群可达 5.3 亿。同时，新增人群以年轻用户为主，其消费生命周期粘性及多品类延展的可塑性更高。目前行业存量美妆消费人群并无统计，仅天猫美妆提出 19 年天猫美妆消费人群达 3 亿左右（美妆指护肤品、彩妆、香水、身体护理等），以此为基数最高存在 77% 增长空间（5.3 亿/3 亿=1.77）。同时，根据对应人群渗透率的假设，新生代年轻用户群体（17-27 岁用户）中女性护肤品人群 0.67 亿，女性彩妆人群 0.42 亿，分别带动 18%、24% 增量。

表 1：化妆品重点子类目中护肤品/彩妆/男士护理目标人群测算（万人）

	09-13 后	04-08 后	99-03 后	98-79 后	74-78 后	70-74 后	65-69 后	合计
以 2018 年为基础假设美妆人群渗透情况以测算美妆人口计算								

女性人口	3544	3474	3251	19982	4995	6126	5847	47220
女性护肤品覆盖率	0%	0%	90%	100%	100%	50%	20%	68%
使用护肤品女性人群	0	0	2926	19982	4995	3063	1169	32136
女性彩妆覆盖率	0%	0%	50%	100%	50%	30%	0%	46%
使用彩妆女性人群	0	0	1626	15985	2498	1838	0	21947
男性人口	4172	4116	3851	20987	5191	6349	5972	50638
男性护肤品覆盖率	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	21%
男性护肤品人群	0	0	0	10493	0	0	0	10493
以十年维度美妆人群渗透变化及美妆人口推算								
护肤品覆盖率	90%	100%	100%	100%	100%	25%	0%	77%
女性美妆人群	3190	3474	3251	19982	4995	1531	0	<b>36424</b>
女性美妆人群变化	<b>3190</b>	<b>3474</b>	325	0	0	-1531	-1169	4289
彩妆覆盖率	50%	100%	100%	100%	25%	15%	0%	63%
女性彩妆人群	1772	3474	3251	18997	1249	919	0	<b>29662</b>
彩妆人群变化	<b>1772</b>	<b>3474</b>	1626	3011	-1249	-919	0	7716
男性护肤品覆盖率	0%	50%	50%	100%	25%	25%	0%	34%
男性护肤品人群	0	2058	1926	10493	1298	1587	0	<b>17362</b>
男性人群变化	0	<b>2058</b>	1926	0	1298	1587	0	6869

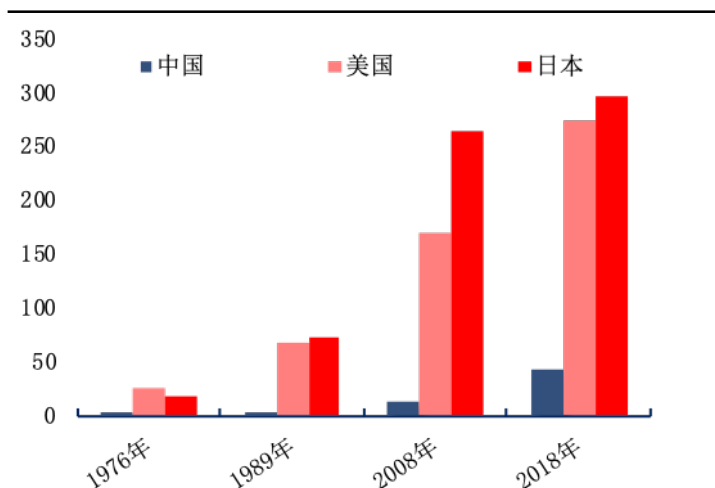
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

#### ➤ 化妆品人均年化消费金额：仍处于初级阶段，提升空间大

我国化妆品人均消费十年期存在翻倍可能，对标化妆品消费旺盛亚洲国家日本，当前消费水平不及其 80 年代，新生代消费群体加入将持续拉高年均消费。截止 2018 年，中国化妆品人均消费金额 44 美元/年，占人均 gdp 比重为 0.46%；对标海外，美国 2018 年化妆品人均消费金额为 273 美元/年，占人均 gdp 比重为 0.43%；日本 2018 年化妆品人均消费金额为 297 美元/年，占比人均 gdp 比重为 0.76%。目前，我国化妆品消费支出处于日本及美国 1989 年之前消费水平，化妆品消费支出占比

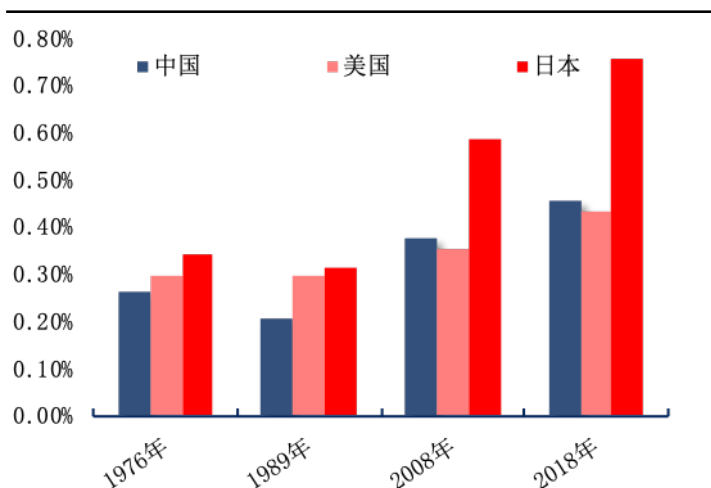
gdp 处于日本 1989-2008 年之间，美妆消费支出占比将进一步提升。按照化妆品消费支出占比 GDP 年化提升 0.015% 比重，十年期化妆品消费支出占比可达 0.61%；考虑到人均 GDP 的增长，美妆消费支出提升大有可为。

图 6：中国/日本/美国化妆品人均消费支出（单位：美元/年）



资料来源：欧瑞咨询，万得，信达证券研发中心

图 7：中国/日本/美国人均消费支出占比人均 gdp

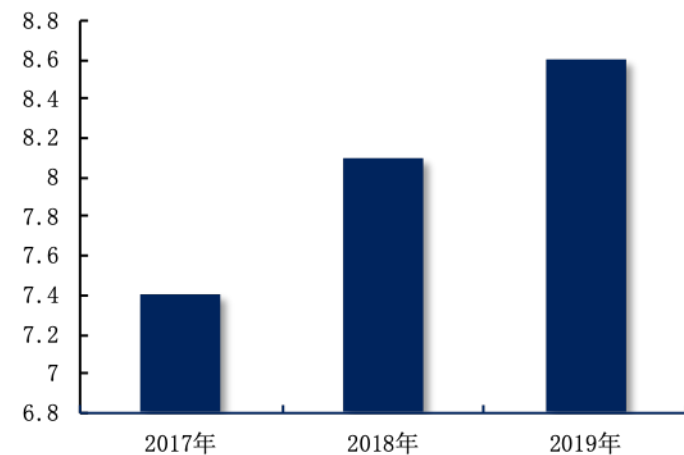


资料来源：欧瑞咨询，万得，信达证券研发中心

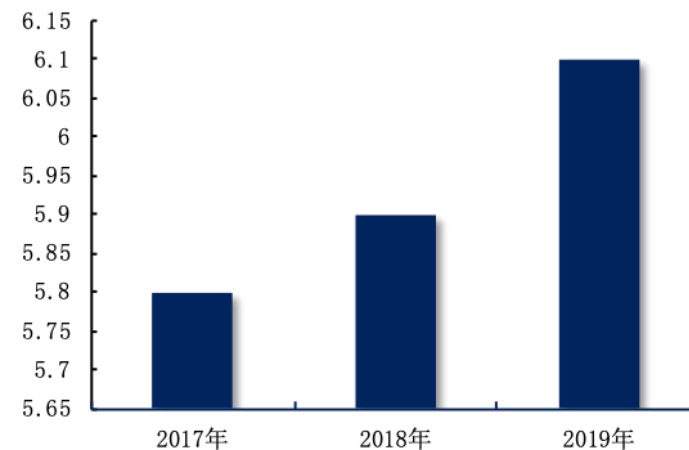
从人均消费支出提升实现路径上看，消费者消费周期内 sku 丰富度提升、消费频次增加、消费档次提升三者共同驱动年均消费支出上升。具体而言：1) 化妆品类目创新不断，供给创造需求，sku 丰富度持续提升。化妆品用户日常使用的品类不断丰富，从冬季面霜到洁面水乳霜基础护理等延展，基础护肤流程可使用的类目 8 种，类目的创新可进一步复杂护肤流程。根据凯度消费，2019 年所调研的消费者日常使用的美妆类目 6.1 种，与实际可承载的护肤品类目+彩妆类目丰富度相比，远不及天花板。2) 客瓶价易伴随消费生命周期提升而提升，尤其是功能型诉求提高后，均价更易提升；以面部护理为例，主打补水/美白/抗皱价格体系存在天然差异，而化妆品用户从接触到退出使用化妆品的过程中往往是诉求增强，伴随用户消费周期延长，存在天然提价趋势。3) 受品牌营销推广力度影响，消费频次有提升趋势，加快动销。根据艾媒咨询，所调研的化妆品消费人群近 3 年消费频次提升，2019 年可达 8.6 次，用户受环境影响冲动消费可操作性强。

图 8：美妆调研消费者群体年均购买次数变化（次/年）

图 9：化妆品近几年消费 sku 变化（个/年）



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心



资料来源：凯度消费，信达证券研发中心

图 10：护肤品基础护理流程图



资料来源：信达证券研发中心

### ➤ 需求模型预测

化妆品行业增长空间翻倍以上，彩妆/男士护理几倍式增长，护肤品可呈现温和式增长。根据我们的预测，护肤品十年维度成长空间翻倍，复合增长 10% 左右，其中护肤品增长复合增速约 10%，彩妆复合增速约 19%，男士复合增速约 13%。从量价维度，以人均消费金额提升驱动为主，人群增长为辅，预计人均消费金额可提升 125% 以上；届时，中国综合人均消费水平与

当前成熟市场相比，仍处于较低水平，例如相比于美国人均消费金额仅相当于其 38%。

**表 2：中国化妆品十年维度市场空间测算**

	18 年市场规模 (亿美元)	预测目标人群 (亿)	预测消费金额 (美元/年)	预测市场规模 (亿美元)	市场规模复合增速 (%)
护肤品	321	3.64	216	786	10.5%
彩妆	59	2.97	91	272	18.5%
男士	23	1.74	39	68	12.8%
其他	218	14	23	323	4.5%
合计	621	14	103	1448	9.9%

资料来源：欧瑞咨询，万得，信达证券研发中心

**表 3：中国化妆品 10 年期预期分品类量价市场规模与 18 年美国同等品类量价规模比较**

	18 年市场规模	消费人群 (亿)	市场规模/假设目标 人群 (美元/年)	中国预测人均消费金额/美国 人均消费金额	中国预测人群渗透率与美国当期假 设人群渗透率差
护肤品	181	0.77	235	92%	-2%
彩妆	166	0.69	241	38%	0%
香水	81	0.69	117	—	—
男士	86	0.43	200	20%	-1%
个护等其他	381	3.27	117	20%	0%
合计	895	3.27	274	38%	0%

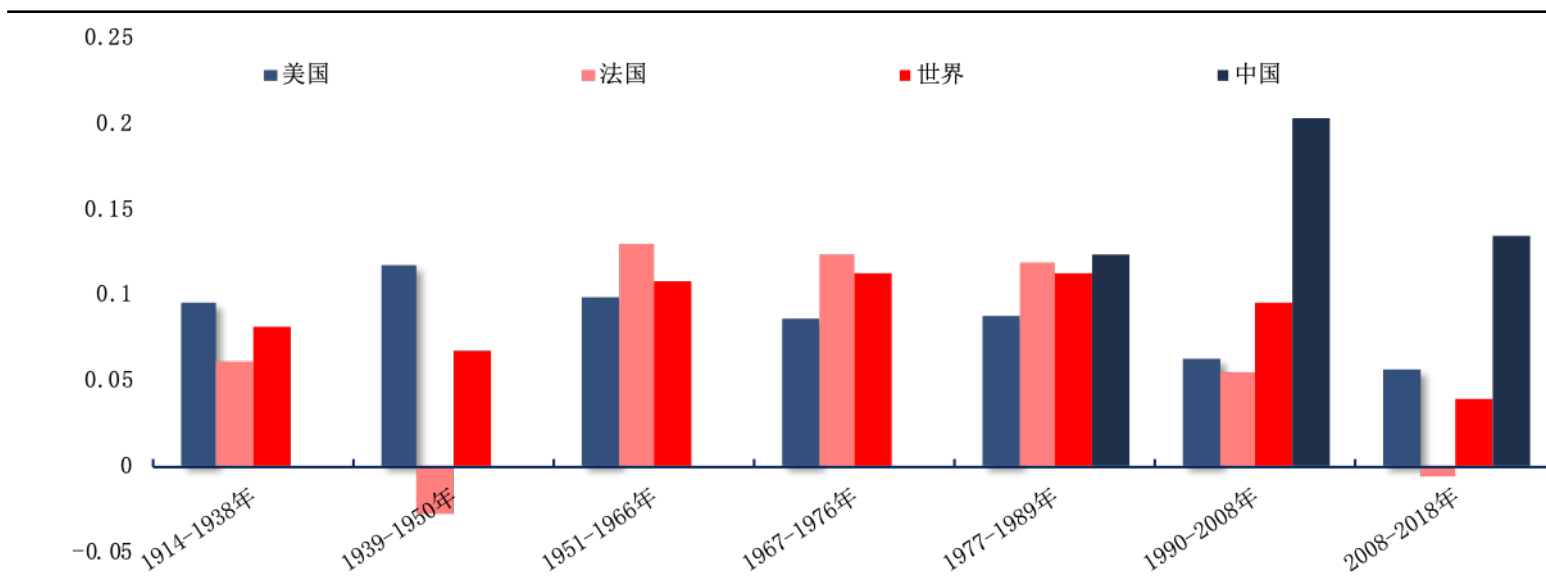
资料来源：欧瑞咨询，万得，信达证券研发中心

备注：美国市场护肤品 0.77 亿消费人群基础假设为 14-17 岁 50% 覆盖率，18-44 岁实现 100% 覆盖率，46-64 岁实现 30% 覆盖率；彩妆 0.69 亿消费人群基础假设为 18-24 岁 75% 覆盖率，25-44 岁实现 100% 覆盖率，45-60 岁实现 30% 覆盖率。

从全球美妆百年发展史看，行业显有负增长，成熟市场美妆行业天花板足够高。从欧美代表国家美妆行业近百年发展史看，

行业显有负增长，美国近十年保持 6% 复合增速，法国近十年基本持平，产业兴兴向荣近百年；从亚洲代表国家日本看，近十年仍保持 1% 行业复合增速。总体看，中国化妆品行业发展不足半百年，行业尚在平稳成长期，成长红利正当时。

图 11：全球不同地区化妆品行业增长情况



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

## 2 渠道变迁助力化妆品用户广触达，电商新阶段助力行业量价提升

### 2.1 历史复盘：渠道变迁助力品牌商扩宽化妆品人群触达，品牌商创造增量需求提升 arpu 值

化妆品行业发展历史看，化妆品人群覆盖未触及天花板及人均消费金额可提升为行业变革提供底层基础，适合不同人群的渠道兴起助力品牌商获取目标用户，并进行增量需求挖掘。我们以护肤品为例，认为化妆品大致经历三大展阶段，每一阶段具有明显的渠道、品牌、产品驱动标签，具体而言：

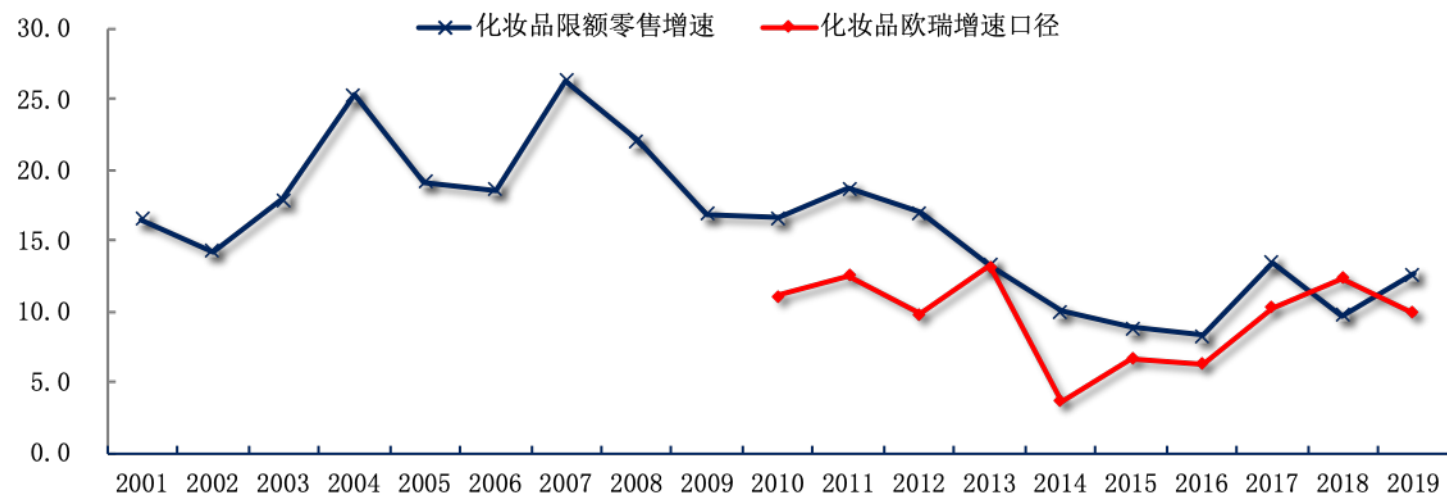
- 1999 年之前，护肤品国内初探，满足高端消费人群为主。护肤品发展初级阶段，行业受益于低基数增长势头良好，以高端需求为主，对应用户群为高端 65 后及 70 后用户群。从品牌角度，1895 年资生堂进入中国市场，打响了外资化妆品进驻中国市场的第一枪，此后海外高端化妆品逐渐入驻中国市场；此时的化妆品市场，以外资化妆品为主，尤其是日系，



国产仅百雀羚等少数品牌可进入大众视野。从渠道角度，化妆品销售业态以百货为主，符合化高端产品类型销售给少数人群特征。从产品形态看，护肤品以基础护理为主。

- 2000 年左右到 2012 年左右，国产品牌借助 cs 渠道与 ka 渠道集体崛起，大众化需求开始得到满足。2000 年-2012 年是护肤品蓬勃发展阶段，以限额社零数据为例，2001-2012 年化妆品行业增速基本在 15-25% 之间，消费人群的不断扩宽，高端消费与大众消费共振，新生代用户群 80 后与 90 后进入化妆品市场。从品牌角度，自然堂、珀莱雅、韩束等国货大众品牌如雨后春笋般出现，培育一大波新生用户，同时外资系化妆品补漏进入大陆市场，行业繁荣发展。从渠道角度，风起于低线级城市的日化店连锁渠道模式为大众化国货助力，一度成为表现最为靓丽的渠道形态；同时商超渠道的下沉普及为相宜本草、百雀羚等品牌助力，线下渠道兴兴向荣。从产品形态看，护肤品类型开始丰富，以面膜为代表的品类得以迅速发展。

图 12：化妆品近 20 年行业增速情况（单位：%）



资料来源：国家统计局，欧瑞咨询，信达证券研发中心

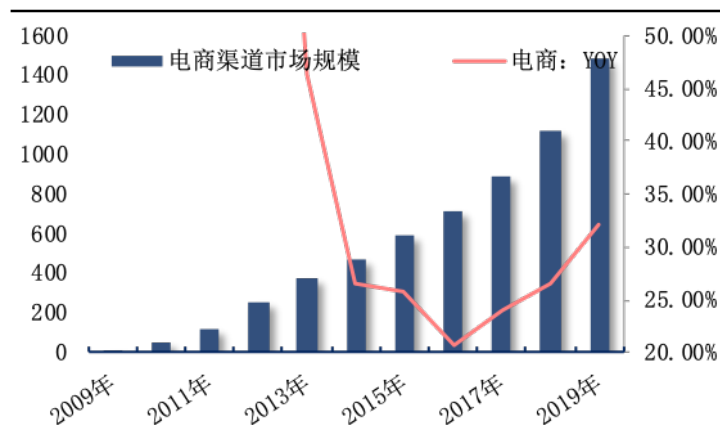
- 2013 年-至今，线上化趋势下品牌商先后入场，淘品牌率先受益快速成长，用户更加低龄化，行业增速放缓。2013 年之后，行业增速放缓，以限额社零化妆品行业数据为例，2013 年之后行业增速低于 15%，新生代用户群为 95 后。从品牌角度，不同品牌类型发力顺序存在差异，淘品牌率先试水，依托线上渠道快速成长；国货品牌随后加大线上布局，抢占

流量红利；国际品牌理清平台定位后开始入局，高速增长。从渠道角度，线下 ka 与百货等第一批渠道增长停滞，cs 渠道依托门店优化缓慢增长，线上经过聚美优品、唯品会等垂直平台与淘系混战，形成以天猫渠道驱动增长为主的形态。

## 2.2 电商新阶段以平台流量精细化运营驱动，低渗透率为线上高速增长提供长线支撑

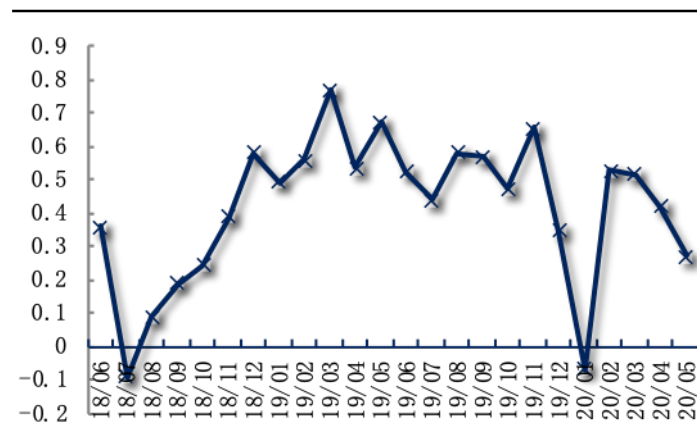
尽管 12 年以后电商渠道增长为第三轮化妆品重要驱动力，但 17 年前后底层基础不一样，是重要分水岭。17 年之前品牌与各类平台之间单向关系占主导，品牌商依靠各类流量工具或推广手段进行全渠道流量粗旷式抢占，线上多平台快速发展，平台更多是获取商家 gmv、推广费用；17 年之后，平台与品牌商关系更偏双向，品牌商在年轻化新用户获取、优质客户复购与留存承担作用。2016 年化妆品线上增速触底之后行业加速增长，以淘系为代表的平台尤为亮眼。同时，这种电商 2.0 阶段反哺线下主流 cs 渠道，cs 渠道以单店增长驱动。

图 13：化妆品线上渠道 17 年亦加速增长（单位：亿元）



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

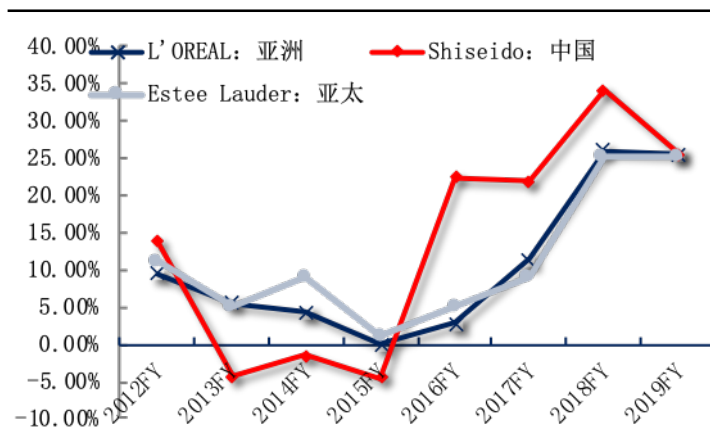
图 14：淘系护肤品与近两年增长情况



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

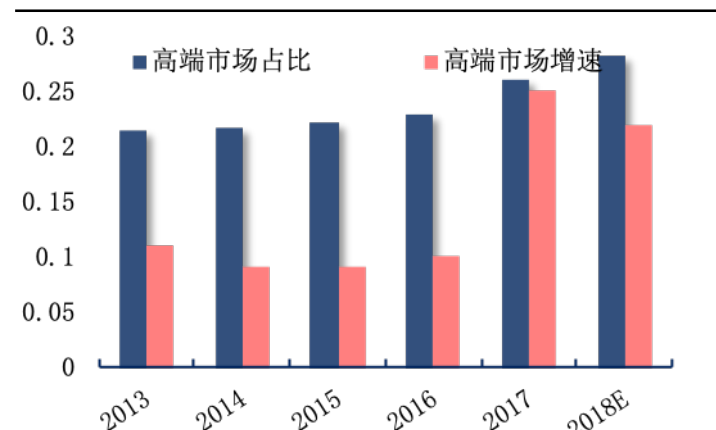
消费高端化与用户年轻化是电商 2.0 阶段重要特征。1) 17 年以来，高端化妆品加速增长，销售占比提升。根据欧瑞咨询，17 年国内客瓶价超过 200 元的产品销售占比提升 3pct 至 26%，预计 18 年将继续提升 2. pct 至 28%，高端化趋势明显。根据以高雅诗兰黛/端为主的外资化妆品在中国（亚太）地区表现，17 财年以来/欧莱雅/资生堂等国际品牌加速增长，至 19 财年保持高速增长势头。

图 15：代表外资化妆品品牌在中国/亚太地区增长情况



资料来源：彭博，信达证券研发中心

图 16：2017 年以后单价超过 200 元化妆品占比提升



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

**2) 美妆新生代人群不断年轻化，00 后成为新生力量。**根据 cbndata，18h2-19h1 期间化妆品 90 后和 95 后消费人群占比线上消费人群比重的 41%，同时 19 年天猫美妆消费人群 3 亿，不考虑时间区间变化，即 90 后+95 后用户 1.2 亿左右；而 90 后女性人口为 0.9 亿左右，即使考虑到男性用户的存在，预计年轻用户线上渗透率较高，00 后用户成为新生力量。而年轻化用户的获取上，新锐品牌借助“站外种草-站内拔草”等一系列新营销方式，起到重要作用。

图 17：天猫美妆 18h2-19h1 不同年龄人群与消费占比

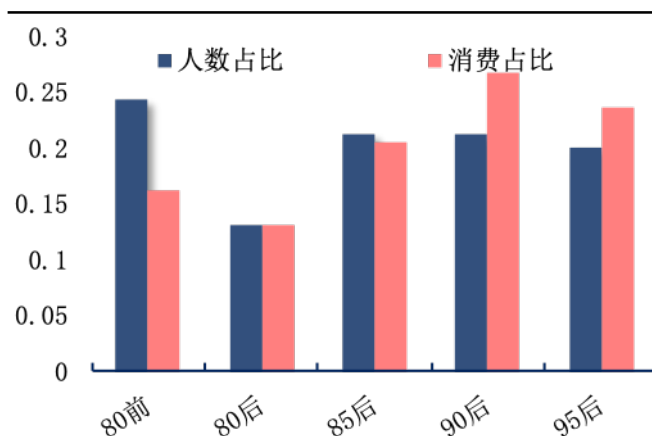
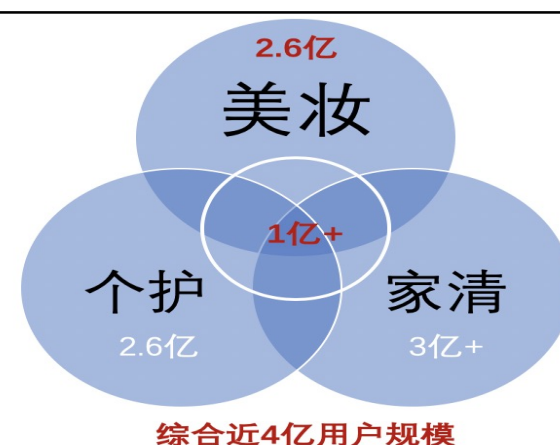


图 18：天猫美妆 2019 年用户情况

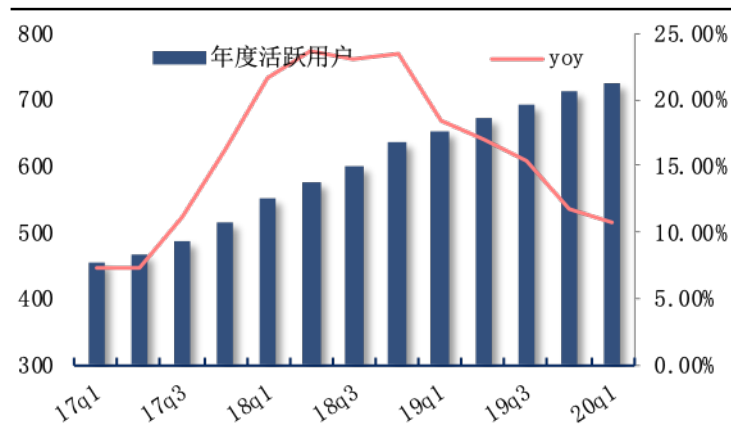


资料来源：cbndate，信达证券研发中心

资料来源：天猫美妆节，信达证券研发中心

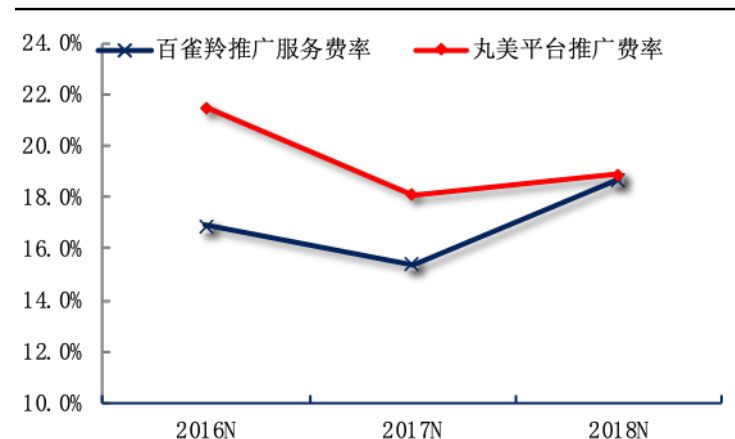
电商平台对美妆类目重视程度提升是最直接的催化剂，新营销方式不断在美妆类目试水，化妆品用户群及消费金额均获得提升。电商行业流量红利放缓背景下，平台对年轻用户渗透率及存量用户 arpu 值提出更高要求。化妆品类目可极好满足电商平台诉求，具体而言：1) 化妆品具备“供给创造需求”属性，可通过有创意的产品获取低龄化用户、下沉市场新用户；2) 化妆品类目本身消费粘性强，消费频次弹性大，满足平台对于 arpu 值提升与用户留存率提升的诉求，比如高端品牌可提升整体用户粘性 & 单次消费水平；3) 化妆品销售费用率高，满足平台盈利性要求的同时，亦有资金实力不断尝试新的营销推广玩法；以百雀羚站内推广费用为例，2018 年含平台佣金综合费率为 19%，加上化妆品品牌商 30-40% 销售费率，不同类目之间优势明显。

图 19：阿里巴巴年度活跃用户规模及增速（单位：亿）



资料来源：阿里巴巴公司公告，信达证券研发中心

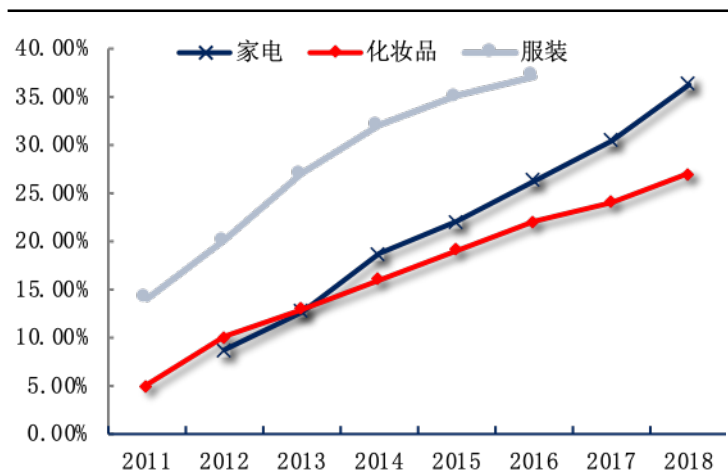
图 20：化妆品代表品牌流量费用占比线上收入



资料来源：壹网壹创公司公告，丸美股份公司公告，信达证券研发中心

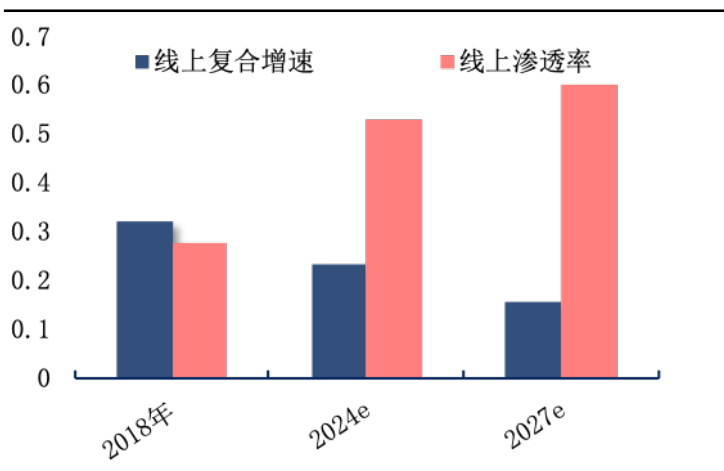
化妆品低渗透率为线上大放异彩提供长期繁荣基础，配合最先进的流量运营工具（如会员管理工具/粉丝运营工具）以及最潮流的粉丝变现工具（直播带货/种草到拔草等），短期增长更快。根据艾瑞咨询，化妆品 2018 年线上渗透率约 27%，结合凯度消费对 19 年线上增速判断，预计 19 年线上渗透率将提升至 33%；与家电 3c/服装等类目线上渗透率相比，化妆品线上渗透率仍处于低位，具备较高成长性。我们假设化妆品行业保持 5 年期保持 10% 左右的复合增速，若线上保持 25% 左右的复合增长，预计线上渗透率突破 50% 再需要 3-4 年时间，线上高速增长具备持久性。

图 21：不同类目线上渗透率对比



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

图 22：化妆品类目线上渗透率预期



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

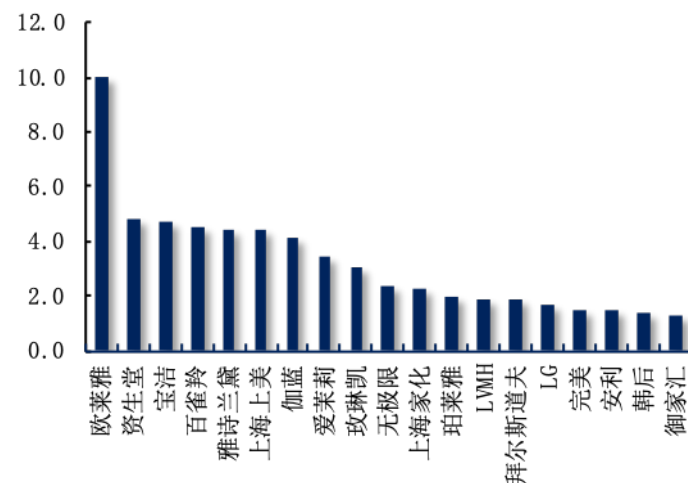
## 竞争格局分析

### 1 分层竞争下单品牌集中度低，高端品牌竞争格局更优

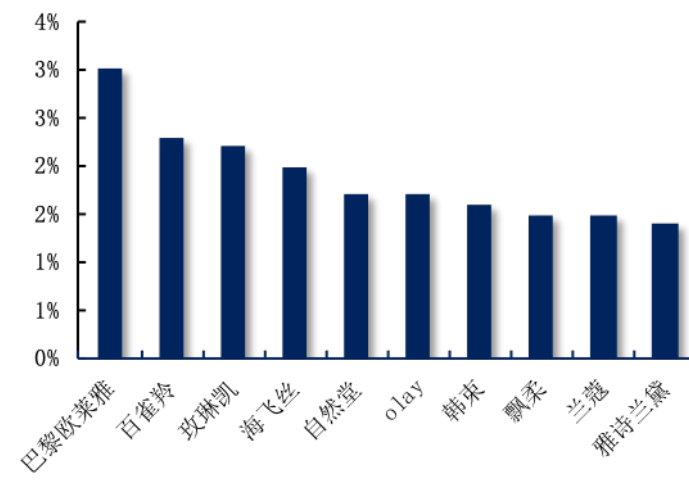
以护肤品为代表的美妆行业集中度较低，单品牌份额瓶颈明显。根据欧瑞数据，国内护肤品类目前 5 大化妆品集团份额为 28.4%，低于美妆成熟市场份额 10pct 以上。同时，以单品牌看，前 5 大品牌占比化妆品全品类 11.2%，化妆品行业单品牌份额瓶颈明显，单品牌份额占比超过 3%即为顶级 top 梯队，份额超过 2%品牌屈指可数。

图 23：18 年国内护肤品类目前 20 大品牌集团份额情况 (%)

图 24：17 年单品牌化妆品类目标额情况



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

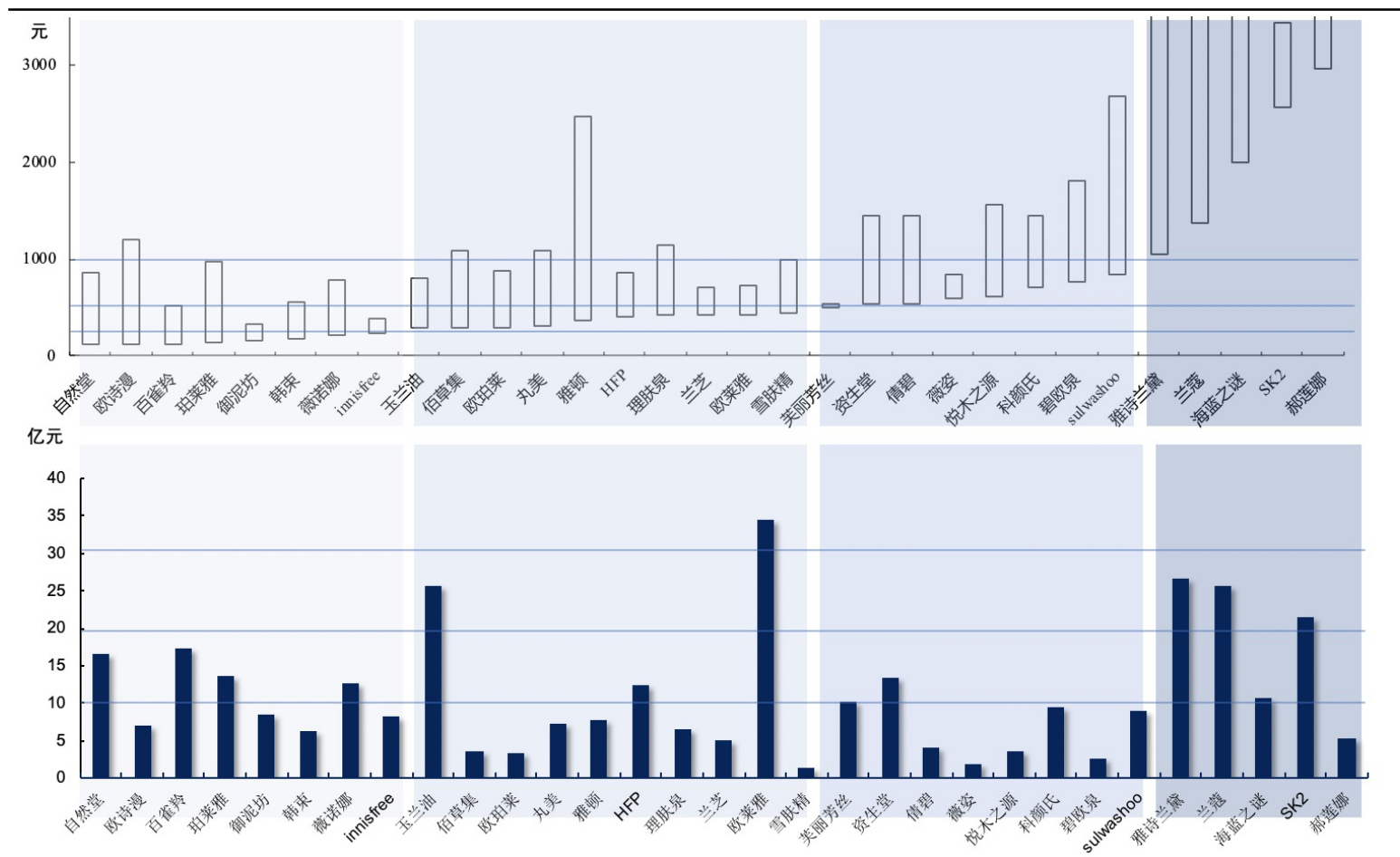


资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

规模以上化妆品品牌分层竞争明显，大众价位的同质化护肤诉求滋生多个大体量品牌。我们以淘系 gmV 体量超过 1.4 亿的 31 个护肤品牌为例，以其天猫旗舰店主推产品系列价格为参考，勾画护肤品行业竞争图谱，数据显示：1) 基础护理套装最低产品价格 300 元以下的品牌有 9 个，其中 5 个 gmV 超过 10 亿；2) 基础护理套装最低价格超过 1000 元的品牌有 5 个，其中 4 个 gmV 超过 10 亿，3 个 gmV 超过 20 亿（资生堂品牌受男性基础护理套装价格拖累，剔除该套装后划分至此行列）；3) 中间价格带品牌有 17 个，其中 4 个品牌 gmV 超过 10 亿。进一步分析：1) 规模以上品牌商价格带分层明显，高端线竞争格局较好；2) 大众线同质化护肤诉求亦可滋养出体量较大多个品牌。

图 25：以护肤品为例护理水乳套装价格带（上图）及淘系 19 年 gmV 规模（下图）





资料来源：淘数据，信达证券研发中心

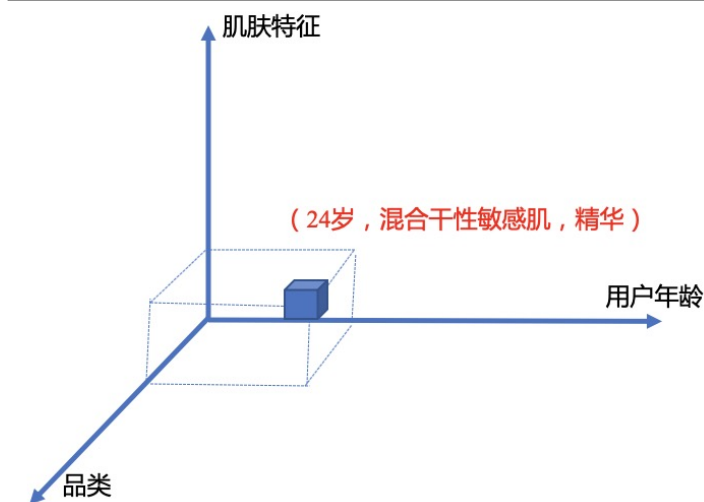
## 2 用户需求多样化及上下游未构筑高壁垒是单品牌集中度偏低的重要因素

消费着需求多样化及高消费频次低试错成本是化妆品行业单品牌集中度偏低的底层原因。化妆品行业集中度偏低底层因素在于品类本身属性：1) 消费周期中不同年龄阶段诞生不同护肤诉求。护肤品消费周期长，从 15-18 岁低龄进入护肤市场后，消费周期超过 30 年，品类粘性强；伴随年龄变化，从清洁补水等基础诉求到美白抗衰等高阶诉求进化，针对肌肤特性（如敏感痘痘等问题肌肤、干性油性混合性肌肤）可不断进行产品成分创新催生出不同组合。2) 细分品类较多，忠诚度与连带率匹配



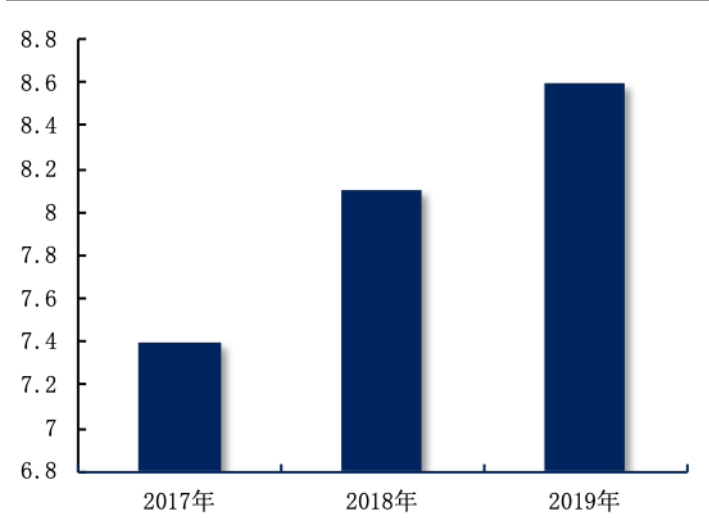
需要磨合。以护肤品为例，洁面、水乳霜、眼霜、面膜、精华等细分类目组合过程中，亦形成多品牌矩阵，单品牌难以可通过某一品类优势提升所有其他品类的连带率。3) 高频消费带来低试错成本为用户多变选择带来便捷性。线上美妆每年平均消费频次超过 3 次，叠加其他渠道消费，核心人群消费次数可达 8 次以上，每年高消费频次降低产品试错成本，丰富多样化选择。

图 26：化妆品需求多样化表现



资料来源：信达证券研发中心

图 27：美妆用户调研年均消费次数

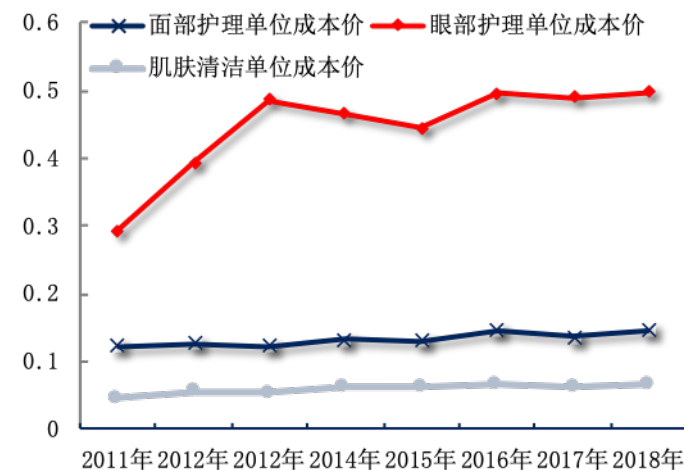


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

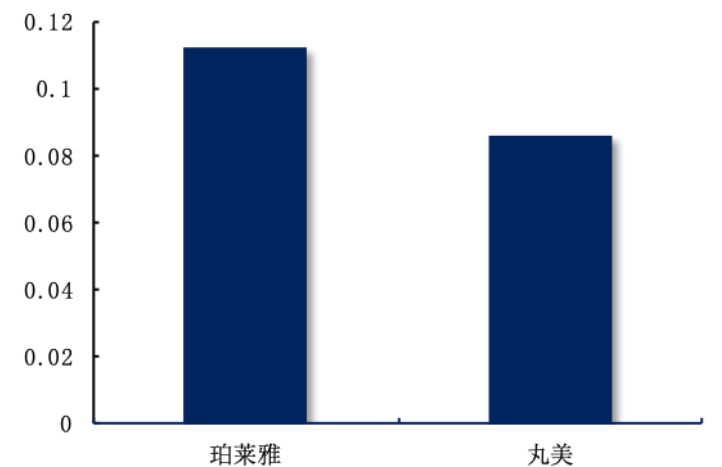
上下游的“垄断”效应难形成是单品牌集中度偏低的外界因素：1) 上游规模效应难以构筑。从化妆品企业成本拆分中，化妆品公司生产成本占比产业链价值低，单品牌集团规模效应壁垒不明显。以代表国货品牌看，面部护理单位成本价约 15 元/100g，而旗舰店均价客单价 200 元左右，成本占据产业链价值低，难以发挥出规模优势。

图 28：代表品牌单位成本（单位：元/g）

图 29：部分国货品牌 cs 网点覆盖率



资料来源: 丸美股份公司公告, 信达证券研发中心



资料来源: 丸美股份公司公告, 珀莱雅公司公告, 信达证券研发中心

**2) 下游渠道未能实现消费者广覆盖。**线下 cs 渠道中, 渠道网点保护下单品牌选择有限的门店进行覆盖, 同时单一渠道体系无法实现与消费者的高饱和程度的触点, 这就形成即使在特定层次消费中消费者流量分散化。以国货品牌为例, 线下 cs 网点 17 万家, 头部品牌覆盖 2 万家左右, 覆盖率 12% 左右, cs 门店内部, 销售品牌数量 20 个以上, 进一步分散品牌对进店人群的获取。百货渠道中, 全球规模以上百货 3000 家左右, top10 品牌可实现 50% 左右的网点覆盖, 单一百货商场专柜数量超过 10 个, 原本有限的细分高端人群进一步打散。

### 3 电商新阶段提供更友好的竞争环境, 助力国货品牌追赶

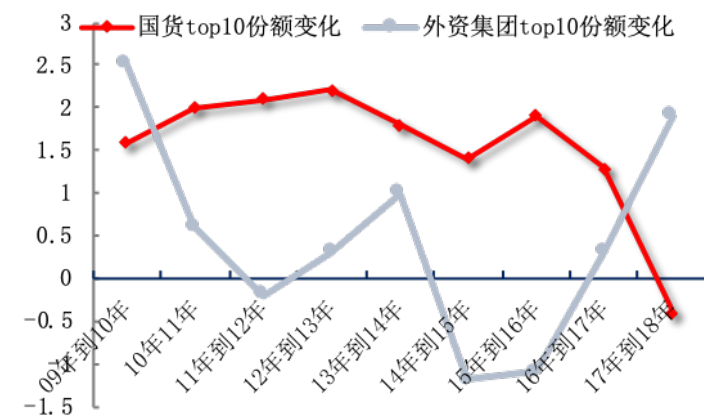
**16 年以来品牌集团护肤品竞争格局优化。**2016 年-2018 年, 五大化妆品集团在国内护肤品市场份额提升 3.6pct 至 28.4%, 具体来看, 前五大化妆品集团欧莱雅/资生堂/宝洁/百雀羚/雅诗兰黛市占率分别提升 0.3pct/0.8pct/0.7 pct /0.5 pct /1.3pct, 前五大化妆品集团份额获得提升。此外, 近 9 年护肤品集团竞争格局看, top10 国货护肤品集团仅在 18 年集中度提升程度弱外资品牌集团, 国货线整体展现出良好的竞争力。

图 30: 16 年以来前 5 大化妆品集团护肤品领域份额提升 (单位: %)

图 31: top10 国货品牌集团份额与 top10 外资品牌集团变化 (单位: %)



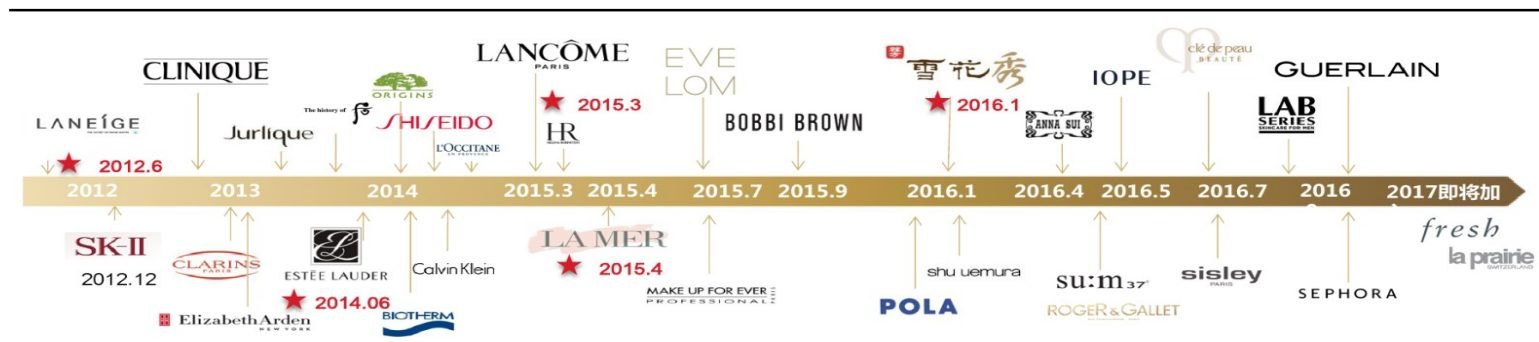
资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

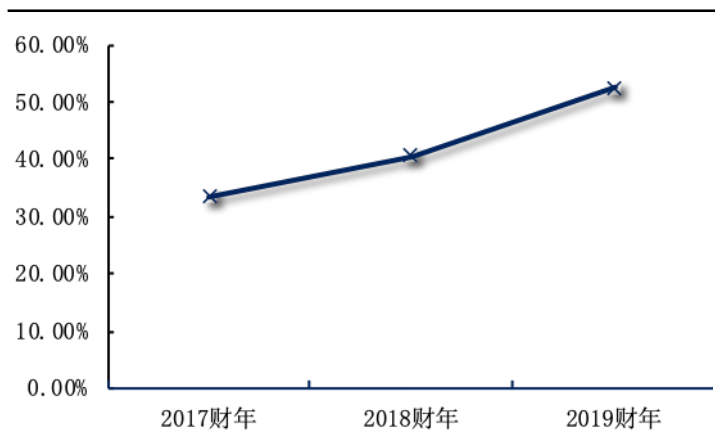
外资品牌集团重视电商，陆续加大对以猫旗为代表的线上渠道投入，是头部化妆品集团份额提升的主要原因。外资化妆品集团将天猫官旗为代表的电商渠道作为重点渠道发展，打破了百货等线下渠道覆盖人群的局限，配合平台的新营销推广模式获得高速增长。截止 2016 年底，除少数超高端品牌集团外，外资品牌集团均实现天猫旗舰店入驻。天猫官旗获得品牌方认可后，获得资源投放倾斜，线上渠道打破流量瓶颈获得加速增长。以最早重视数字化转型的全球美妆集团欧莱雅为例，2017-2019 财年，其电商渠道呈现加速增长态势，增速分别为 34%/41%/52%。

图 32：国际知名品牌集团 16 年之后基本完成天猫渠道入驻



资料来源：天猫美妆奖，信达证券研发中心

图 33：欧莱雅集团 17-19 财年电商渠道加速增长



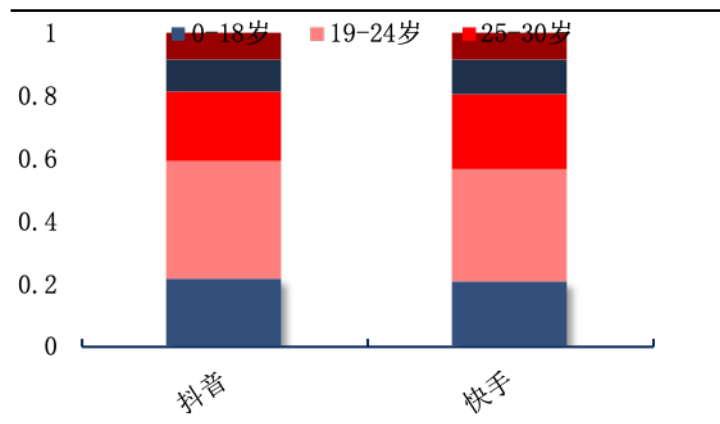
资料来源：欧莱雅集团公司公告，信达证券研发中心

大众年轻化流量更贴合国货品牌，线上平台提供更公平友好的竞争环境，国货品牌有望追击，格局继续优化。具体来说：

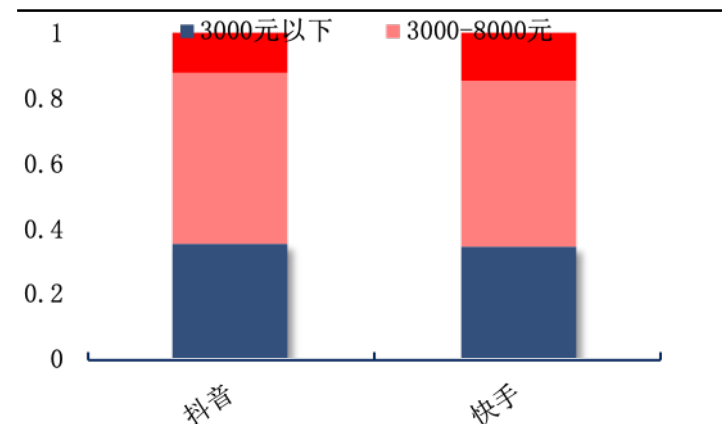
1) 社媒等站外平台带来年轻化/大众化流量，助力国货品牌增大用户群触达。淘系流量红利放缓，对站外流量重视程度提升，尤其是年轻化流量池。以抖音快手为代表的站外平台可提供年轻化流量池，其大众化的用户标签与国货品牌更为贴切，国货线具备获取站外流量优势。根据克劳锐与企鵝智库数据，以抖音快手为代表的头部社媒平台用户呈现低龄化及大众化特征，例如抖音快手 24 岁以下的用户占比均在 60%左右，收入水平低于 8000 元/月的用户占比均超过 85%。大众化有创意的产品更容易获得年轻大众消费用户青睐，相比于高端外资品牌，国货品牌更接地气，拥有更好的站外流量基础。

图 34：抖音快手用户年龄结构（2019 年 12 月）

图 35：抖音快手用户收入结构（2018 年 1 月）



资料来源: 克劳锐, 信达证券研发中心

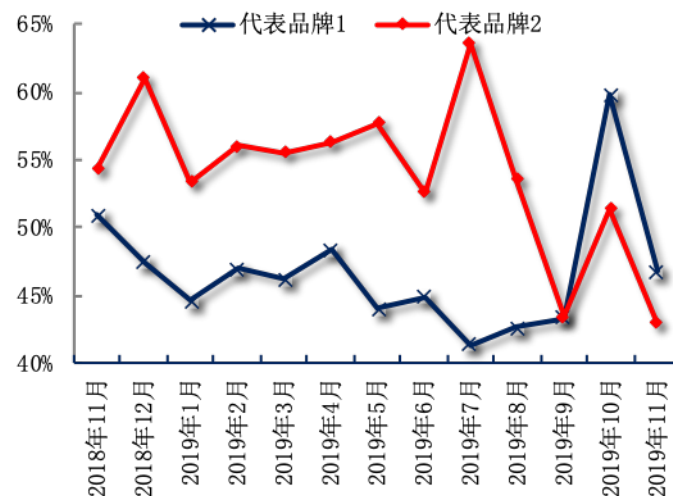


资料来源: 企鹅智库, 信达证券研发中心

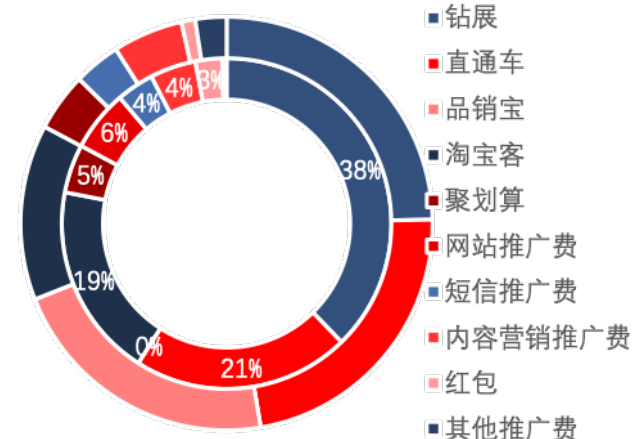
**2) 线上新营销缩短国货品牌与外资大牌差距, 品销合一与数字化将助力国货品牌线上第二次腾飞。**国货品牌早起线上发展过程中较粗略享受流量红利, 线上平台承担的主要是销售职能。其一, 快速抢占流量过程中折扣力度较大, 甚至拉低线下价格。其二, 线上投入集中在聚划算/钻展/品销宝等工具中, 更多是销售结果导向, 以即期 gmv 为中心。以百雀羚官方旗舰店 2018 年流量推广费用投放看, 钻展/直通车/品销宝/淘客/聚划算推广费用占比综合推广费用比重分别为 25%/23%/22%/14%/5%。2017 年, 平台提出“全域营销”等概念, 数据银行是基础, 可回流与沉淀品牌与消费着的互动, 追踪消费者全链路状态, 帮助品牌积累消费者资产, 为后续增值与变现提供良好基础。线上推广不仅对即期销售负责, 也需要对远期销售做铺垫。传统国货品牌线下渠道起家, 通过代理商资源实现与消费者接触, 对终端用户的调研投入弱于国际外资大牌; 线上以数据为支撑的新营销方式为品牌方提供公平的“消费者资产的运营”基础, 补平国货品牌弱于外资品牌的短板。

图 36: 代表国货品牌官方旗舰店销售折扣率

图 37: 百雀羚官方旗舰店流量推广费用分配



资料来源：淘数据，信达证券研发中心



资料来源：壹网壹创公司公告，信达证券研发中心

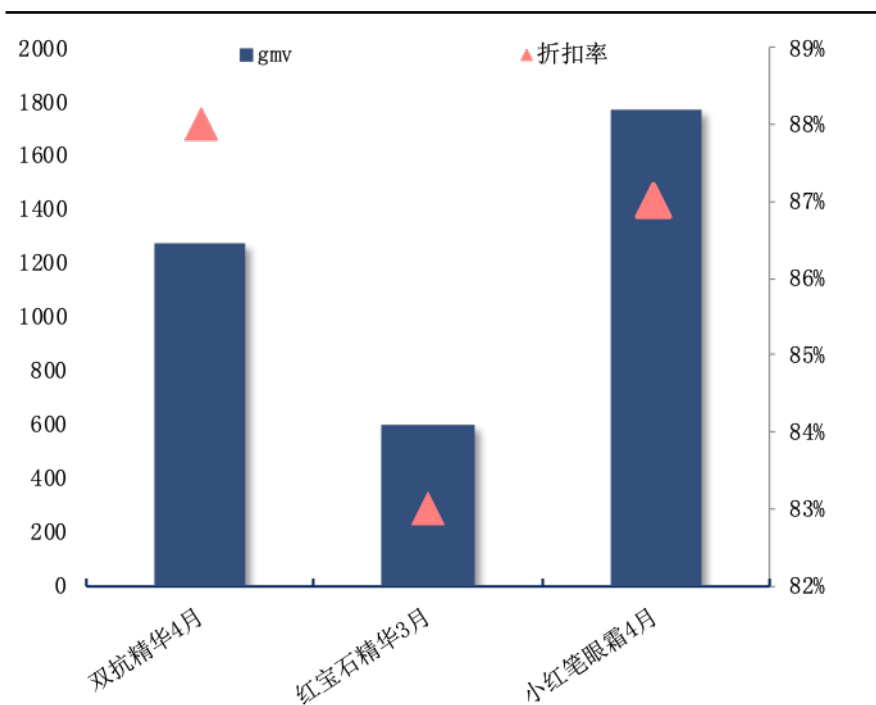
图 38：电商 2.0 阶段线上渠道新品设计及推广链条



资料来源：阿里妈妈，信达证券研发中心

今年以来，各大品牌尝试将天猫官方旗舰店当作新品首发阵地，通过“流量明星代言+站外推广（种草）+直播（拔草）”等链条集中资源投放，以沉淀消费者资产的数据银行为基础，新品设计到推广体现出良好效果。以国货品牌为例，3-4月珀莱雅的两款精华新产品 gmv 近 2000 万，折扣率保持在 80% 以上，丸美小红笔眼霜在推出当月获得近 1800 万 gmv，折扣率超过 85%。整体上，在新营销加码下，传统国货品牌推广效果提升，不再采用低折扣方式，维护品牌调性，值得期待更精彩的表现。

图 39：代表国货品牌 20 年线上首发新品天猫旗舰店表现（单位：万）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

## 产业链分析

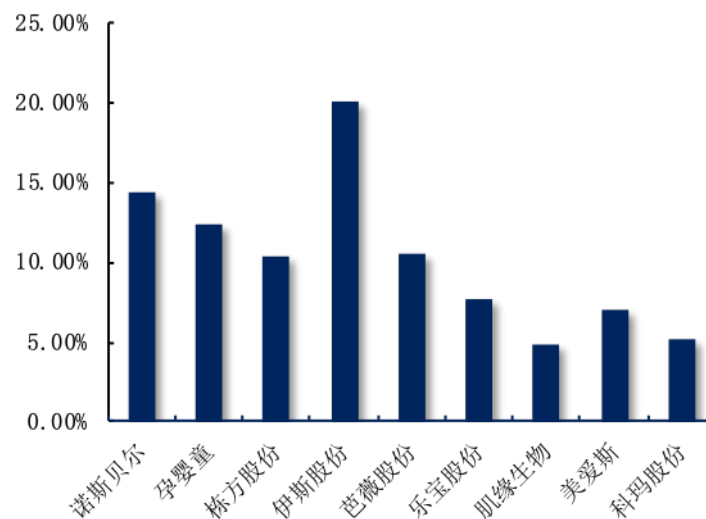
### 1 品牌方手握消费者资产，拥有最高产值规模及利润水平，渠道助力每一轮行业变革



化妆品行业主要分为 4 大环节：供应商、品牌商、销售服务商、渠道商（平台），分环节看：

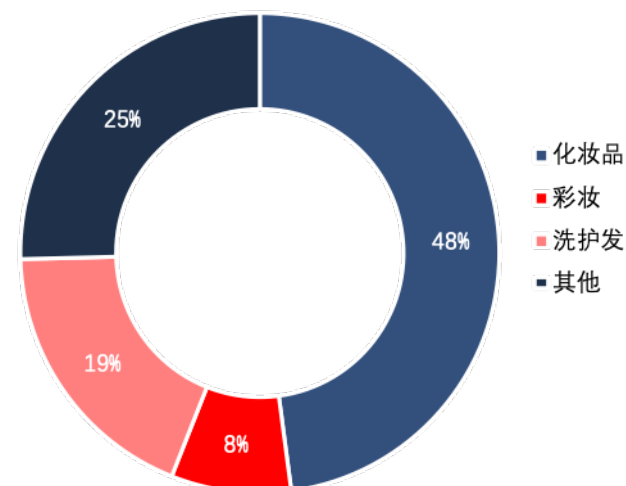
**供应环节：产值占比低，可依托规模效应及配方优势提升集中度。**供应环节分为原材料供应商/代工厂，原材料主要分为包装材料与原料，代表企业有巴斯夫/味之素/sk 等；代工厂主要为品牌方提供加工生产服务，代表企业有莹特丽/科丝美诗/诺斯贝尔等。整个生产供应环节占比产值规模较低，约 10%-15%；行业头部国内代工企业利润率可达 10%左右，小型代工企业盈利性欠佳，通过规模效应及核心配方优势，代工厂盈利性及集中度存在提升弹性。

图 40：代表代工企业营业利润率情况



资料来源：前瞻产业研究，信达证券研发中心

图 41：2017 年化妆品代工行业分品类结构



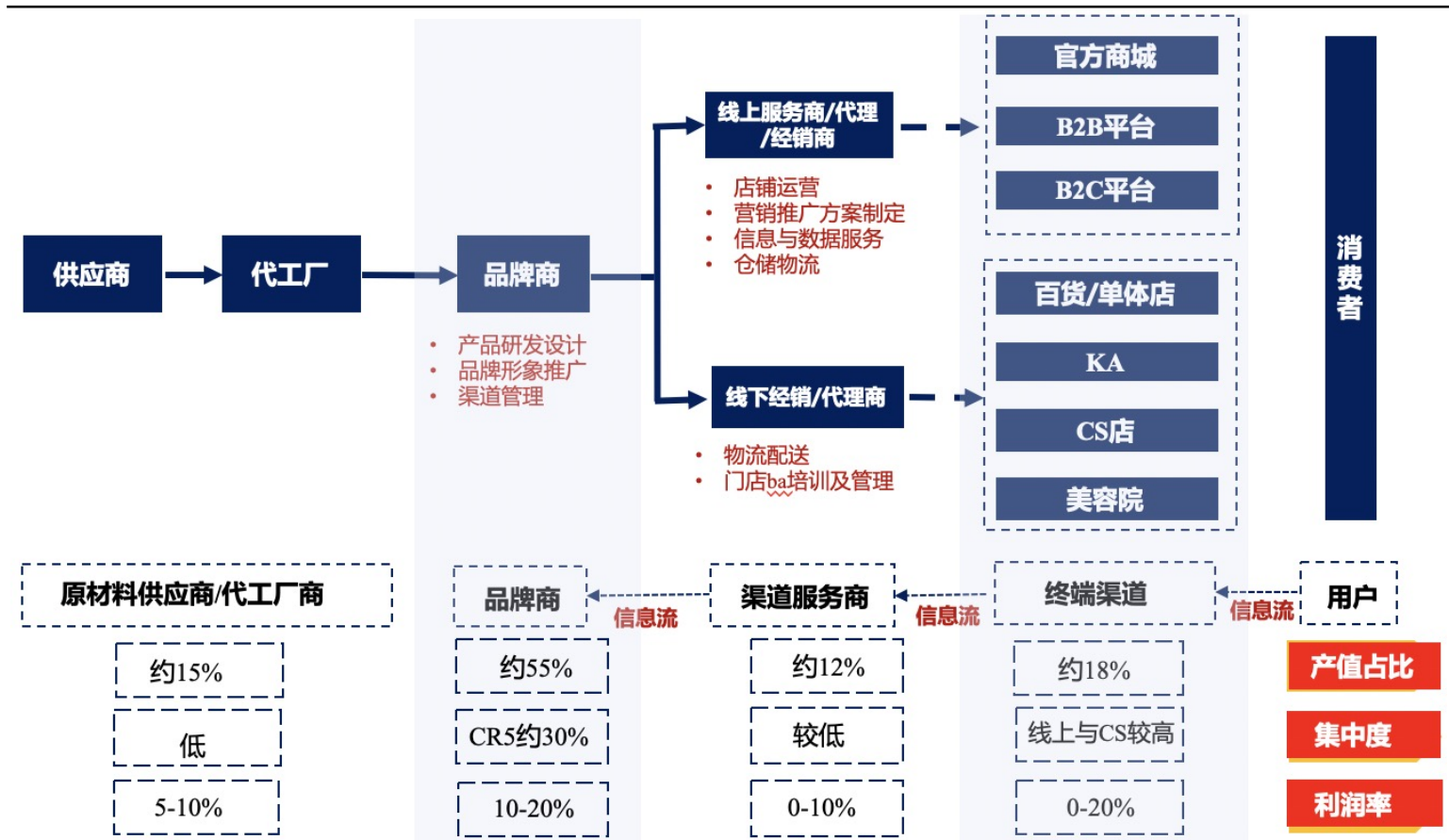
资料来源：前瞻产业研究，信达证券研发中心

**品牌商环节：手握消费者资产，拥有最高产值规模与利润率水平。**品牌商占行业产业链过半产值，拥有全产业链参与者最高产值规模占比，龙头公司拥有 10-20%+利润率水平，具备较强盈利能力。品牌方掌握产品研发设计、品牌形象推广、渠道管理等重点职能，投入高费用进行品牌形象推广，最具消费者资产研究与洞察实力，拥有全产业链高溢价权。

**销售服务商环节：角色多元化，打破地域限制可提升集中度。**将代理商、代运营商等任何辅助销售达成的参与者看作销售服务商，预计其占比产值规模的 10+%，因地域限制及角色多元化，整体集中度较低且利润率水平差异较大。线上渠道打破地域限制，同时可服务多个品牌，集中度获得改善。

**渠道（平台）环节：流量聚集地，每一轮变化的助力者。**与用户近的渠道（平台）几乎成为化妆品行业变革的重要助力者，最早期化妆品的核心渠道为百货渠道，助力外资为代表的高端品牌发展；随后的商超与化妆品专营店渠道，助力大众化国货品牌以农村包围城市的方式快速崛起；近期的线上渠道，为所有品牌提供多样化的流量基础与公平化的数字化工具，助力品牌线上发展。截止 2018 年，化妆品线上渠道、百货渠道、CS 渠道、商超渠道分别占比

图 42：以护肤品为例不同产业链环节的情况分析

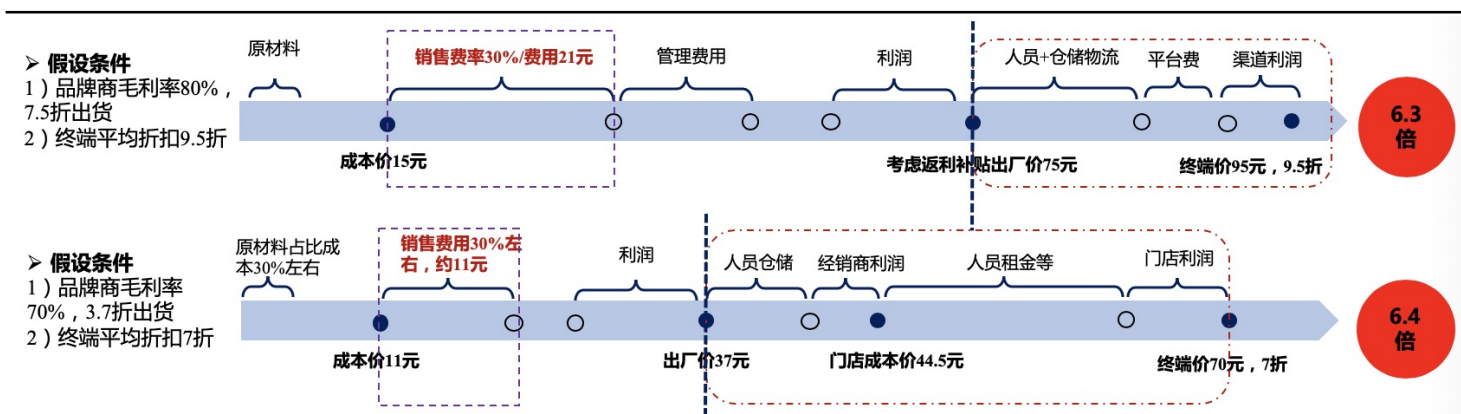


资料来源：信达证券研发中心

## 2 高加倍率支撑全产业链繁荣，化妆品行业大有可为

化妆品主流渠道具备 6 倍左右加倍率。1) 我们以大众化产品在 cs 渠道销售为例，其流通环节包括品牌商-代理商-店主，一般而言，品牌商出货折扣 3-4 折，代理商出货折扣 4.5-5.5 折，门店面向终端折扣 5.5-7.5 折。我们假设品牌商拥有 70% 毛利率水平，其出货折扣为 3.7 折，门店销售折扣为 7 折，即终端价/成本价 6.4 倍；悲观情况下，假设品牌商仅拥有 60% 毛利率水平，其出货折扣为 2.8 折，门店销售折扣为 5.5 折，那么终端价/成本价为 4.9 折。2) 以类偏高端产品百货渠道类直营模式为例，其流通环节包括品牌商-代理商（承担物流职能为主）—百货商城，一般而言，品牌商出货折扣较高，超过 7 折，终端销售折扣力度少，9 折以上。我们假设品牌方毛利率 80%，出货折扣为 7.5 折，终端销售折扣为 9.5 折，则终端价/成本价为 6.3 倍。综合看，化妆品拥有较高的加倍率。

图 43：高端产品类直营渠道（上图）与大众化产品日化店渠道（下图）价值链拆分



资料来源：信达证券研发中心

高加倍率为全产业链繁荣提供基础，品类属性支撑高加倍率存在合理性。从不同消费品看，高端白酒、高端厨电、奢侈品等具备高加倍率，产业链效率及品类附加值是关键支撑：1) 以具备奢侈品属性的消费品为例，其高加倍率合理性在于满足消费高端身份地位象征，具备社交属性与保值性；其高加价率可弥补维持品牌形象长期品牌投入及产量稀缺性带来利润损失。2) 以高端厨电为例，品牌与渠道形成利益联盟维持高端品牌形象，刚需耐用消费属性需求价格弹性低，高加倍率得以支撑。对于化妆品而言，规模以上的品牌商均具备较高加倍率，支撑因素在于：1) 消费者需求多样且多变性需要全产业链不断加强投入，满足各类细分且多变的产品需求及品牌形象诉求；2) 消费者由奢入简难，降级逆向消费概率低，加倍率天然有支撑；3) 轻奢属性，可满足消费者特定场景社交属性。当前化妆品行业处于不断挖掘增量需求阶段，高加倍率更具合理性，为全产业链繁荣提供底层支撑。

## 行业评级

化妆品行业具备人口渗透空间与人均消费金额提升空间，长期可实现翻倍。当前以天猫为首的线上平台是此轮化妆品行业增长重要驱动力，线上新营销方式将加大化妆品用户群触达及增强品牌形象推广效率，进而反哺全渠道，化妆品高景气度确定性强。同时，化妆品行业高加倍率为全产业链环节繁荣发展提供基础，此轮线上化驱动为国货品牌提供更公平的竞争环境，国货品牌更贴合年轻大众化流量，借助线上平台高效营销方式有望追赶，格局将优化。总体上，我们看好化妆品行业全产业链投资机会，认为需求将继续保持高景气度，格局有望优化，而高加倍率将长期存在。

## 风险因素

**需求不达预期：**尽管化妆品类目长线需求空间天花板高，短期挖掘细分需求人群、低龄化人群确定性高，但不排除不可控因素使得需求出现短期波动，比如疫情的恢复进展等，存在不达预期风险。

**竞争格局恶化：**外资品牌具备强品牌力及资金实力，获取新营销资源方面存在竞争力，存在占据头部营销资源的风险，从而影响国货品牌市场份额的获取。

## 研究团队简介

### 机构销售联系人

### 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。