

新消费系列之三：寻觅中国的欧莱雅

推荐 (维持)

2017年04月20日

相关报告

《兴业证券兴消费新视野系列之二：目光聚焦化妆品渠道》
2017-03-21

分析师：

李跃博

liyb@xyzq.com.cn

S0190512070003

研究助理：

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

投资要点

- **独家观点：**国内化妆品市场长年被外资品牌割据，近年国产品牌份额虽已接近 50%，然而 2015 年前十大仍由宝洁以及欧莱雅等知名品牌占据，国内仅有上海家化以及伽蓝集团排名达 7 以及 10 紧追在后。我们通过行业巨头欧莱雅的发展历史透析核心关键进而寻找弯道超车的潜在标的。
- **从欧莱雅集团的崛起之路谈起：**从单一产品蜕变为化妆品行业领导者，2016 年净利润 36.47 亿欧元，30 年增长 27 倍，全球市场份额 12.6%。公司首先专注打磨核心染发剂产品构筑核心竞争力，在十年享誉全球形成品牌效应。而后持续专注研发，过去 10 年研发费用总计 72 亿欧元，仅次于强生、宝洁、以及联合利华。最后通过收购拓展业务版图，过去 50 年收购 30 余个国际知名品牌，尤其在几次金融危机中更是展现积极并购决心。
- **国内化妆品企业赶超“大品牌”最好的时代：**市场规模全球第二，2015 年 3156 亿，CAGR 达 9.1%。城镇居民人均可支配收入过去十年翻了三倍于去年达到 3.36 万元，15 年中产阶级成年人口 2.04 亿，掌握总财富 28.3 万亿美元。产业链日趋成熟，内资品牌市占提升接近 5 成。基于此背景，**独创提出“品牌树”概念（详阅 3.2）：**核心产品-企业品牌-新产品品牌环环相扣的品牌战略将有机会实现弯道超车。
- **投资建议：**我们看好在品牌资产+研发创新方面占据领先地位的上海家化和拉芳家化。**上海家化**——百年老店，拥有六神（花露水市占率第一）、美加净（女性大众护手霜市占率第一）、高夫、佰草集等家喻户晓的品牌资产，且市占率均名列前茅。2016 年为业务调整年，新掌门接任带领战略结构转型升级，业绩拐点将至，预测 17~19 年 EPS 分别为 0.57/0.72/0.83 元，对应 PE 51.1/40.5/35.1，维持“增持”评级。**拉芳家化**——洗护发市场唯一挤入前五的本土品牌。以拉芳品牌为核心建立雨洁、美多丝多层次品牌结构，布局中高端产品，以科技创新为引领，业绩可期，预测 17~19 年 EPS 分别为 0.91/1.05/1.19 元，对应 PE 47.0/40.8/36.0，建议积极关注。另建议关注拟 IPO 上市的“高端彩妆第一股”毛戈平以及从渠道入手，布局化妆品全产业链的**青岛金王**，其余相关标的列于表 10 供参考。
- **风险提示：**国内消费增速下滑，品牌发展不及预期

目 录

1 他山之石：从全球美妆领导者欧莱雅集团的百年崛起之路谈起.....	4
1.1 高速增长——世界美容行业的领导者.....	4
1.2 从染发剂出发，打造全球化、多品牌以化妆品为主的轻奢集团.....	6
发展初期：从核心产品到品牌建设——利用研发提升美丽.....	6
集团扩张：多样化布局——外延收购拓展版图.....	7
创新发展：夯实产品基础、研发至上——成为化妆品行业翘楚.....	8
全球布局：搭上世界经济增长快车.....	9
2 行业背景：这是国内化妆品企业赶超“大品牌”最好的时代.....	10
2.1 居民生活水平提高叠加消费结构升级，市场潜力巨大.....	11
2.2 产业链成熟，本土品牌市场份额不断提升.....	13
3 弯道超车：拥有核心产品的企业将迎来春天.....	15
3.1 核心产品是品牌的生命力所在.....	15
3.2“品牌树”——围绕核心产品构筑多层次企业品牌建设的根基.....	17
3.3 消费税政策调整，研发优势+核心产品筑构风险防御壁垒.....	18
3.4 毛戈平——挺进高端彩妆领域的本土品牌.....	19
3.5 丸美——以眼部护理构建核心产品的东方轻奢品牌.....	21
4. 投资建议与受益上市公司.....	22
4.1 上海家化——百年传承，民族瑰宝，业务调整，拐点将至.....	22
源远流长的品牌资产，有效运用中国文化元素.....	23
四大核心竞争力保障公司长久发展.....	24
业务调整年，期待业绩回暖.....	25
4.2 拉芳家化——十七年的匠心耕耘，民族品牌逐步成长.....	26
品牌“拉芳”打造核心竞争力，技术创新铸就长远之路.....	26
多层次品牌结构，打造富有竞争力的产品组合.....	28
外资品牌在洗护行业占优，拉芳是唯一挤入前五的本土品牌.....	29
4.3 青岛金王——渠道+产品双头并进，布局化妆品全产业链.....	29
布局研发端，整合品牌，打造核心竞争力.....	30
杭州悠可+上海月泮，“线上+线下”双线驱动.....	31
签约韩国第三大化妆品集团 Tonymoly，渠道优势已显现.....	32
图 1：过去 30 年欧莱雅集团净利润增长情况（百万欧元）.....	5
图 2：欧莱雅集团各市场可比销售额同比增长情况与美妆行业整体对比.....	5
图 3：欧莱雅集团的产品与销售渠道.....	5
图 4：欧莱雅集团的跨国品牌组合.....	6
图 5：欧莱雅集团初期产品发展史.....	7
图 6：欧莱雅集团并购路径与集团营收（百万欧元）.....	8
图 7：欧莱雅集团过去十年研发费用（亿欧）.....	9
图 8：2016 年集团全球各地区营收占比.....	9
图 9：2016 年欧莱雅集团全球各市场市占率.....	9
图 10：国内化妆品市场规模大，并持续攀升.....	10
图 11：过去十年人均 GDP 增长情况（元）.....	11
图 12：过去十年社会消费品零售总额（亿元）.....	11
图 13：过去十年城镇居民人均可支配收入（元）.....	12
图 14：国内中产阶级概况.....	12
图 15：国内化妆品年零售额（亿）.....	12
图 16：我国核心化妆品消费人群（万）.....	12
图 17、化妆品人均支出占人均可支配收入比重处于较低水平.....	13

图 18: 化妆品完整产业链	- 14 -
图 19: 韩国化妆品市场各品牌市场份额	- 14 -
图 20: 国内化妆品市场 Top20 品牌中, 国内品牌市占率逐年上升.....	- 14 -
图 21: 品牌生命力的三个要素	- 16 -
图 22: “品牌树”——围绕核心产品打造企业品牌.....	- 17 -
图 23: 产品、培训、研发共同互补促进, 提升公司整体品牌价值.....	- 20 -
图 24: 丸美眼部肌肤护理研究中心——5C 中心.....	- 22 -
图 25: 上海家化品牌矩阵	- 22 -
图 26: 上海家化主要品牌市场份额	- 23 -
图 27: 上海家化四大核心竞争力.....	- 24 -
图 28: 拉芳家化 14—16 年分品牌业务收入及占比 (万元)	- 27 -
图 29: 拉芳家化所获荣誉	- 27 -
图 30: 拉芳国际日化研发中心	- 27 -
图 31: 拉芳家化主要产品	- 28 -
图 32: 洗护产品市场拉芳市占率跻身前五.....	- 29 -
图 33: 内地屈臣氏线下专营店数目增长迅速	- 32 -
图 34: 线上、线下渠道与生产研发协同, 形成化妆品全产业链	- 33 -
表 1: 2015 年国内化妆品市场 Top20 企业名单.....	- 15 -
表 2: 国际知名化妆上市公司发展初期核心产品及现状.....	- 16 -
表 3: 2016 财年知名上市化妆品集团研发投入排行.....	- 18 -
表 4: 毛戈平旗下主要产品.....	- 19 -
表 5: 2015 年, 我国通过百货商场渠道销售的高端彩妆品牌 Top15.....	- 20 -
表 6: 丸美旗下主要产品	- 21 -
表 7: 拉芳家化 14—16 年公司主要产品毛利率及营收.....	- 26 -
表 8: 青岛金王拥有的品牌资源.....	- 30 -
表 9: 与杭州悠可合作的主要品牌	- 31 -
表 10: A 股&港股的化妆品 (日化) 概念股	- 34 -

1 他山之石：从全球美妆领导者欧莱雅集团的百年崛起之路谈起

法国美妆巨头欧莱雅集团创立于 1909 年，由发明无害合成染发剂配方的法国化学家欧仁·舒莱尔创立于 1907 年。经过近一个世纪的努力，欧莱雅已从一个小型家庭企业成长为世界著名的化妆品生产厂商，《财富》全球 500 强之一和《财富》“全球 50 家最受赞赏公司”之一。

集团拥有数百个品牌，其中 30 多个是国际知名品牌，代表了多样化的品牌文化渊源，覆盖了各种销售渠道。产品极为丰富多彩，主要涉及五大专业领域：护发、染发、护肤、彩妆及香水，除化妆品以外，还经营高档消费品，并从事制药和皮肤病研究。全球市场市占率遥遥领先，在美国、中国、德国和法国市场，欧莱雅集团旗下品牌至少占有各市场排名前五位美妆品牌中的两个席位。

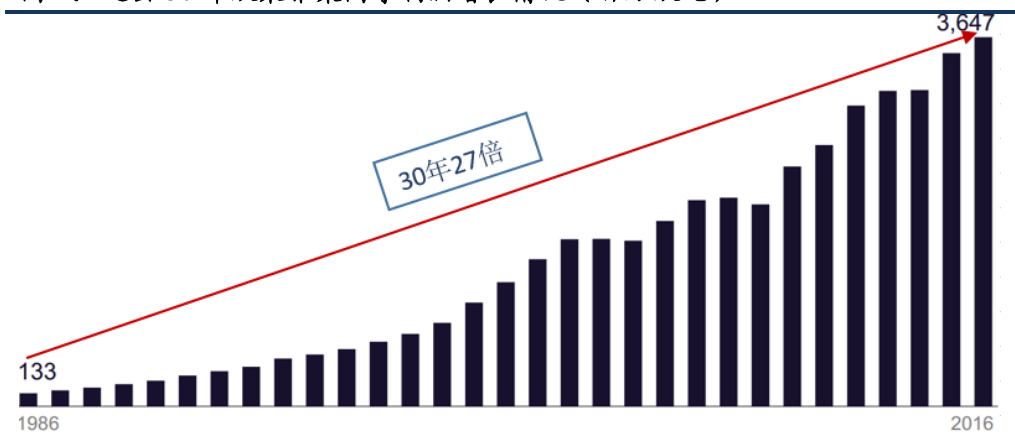
欧莱雅集团缘何发展如此迅速和庞大？通过对欧莱雅集团百年崛起的深入剖析，我们得到如下启示：

- 1) 经典产品构筑核心竞争力：**欧莱雅集团最初只有一种染发剂产品，但是精耕细作，迎合消费趋势，打造经典爆款，深受市场喜爱。依托染发剂明星产品创下产品品牌，在短短的十年之内就获得国际影响力。由此可见，专注于一款或几款经典产品，进而打下品牌效应，是构筑核心竞争力的不二法门。
- 2) 研发铸就美丽：**集团在百年发展中始终从未停息研发和创新，过去 10 年研发费用总计 72 亿欧元，高于所有的竞争对手。推陈出新专心打造好产品，在美的领域里不断改造和引领着全世界女性的方式和观念。在大量研发投资的推动下，欧莱雅集团迎来了巨大的增长。
- 3) 围绕核心产品优势，收购拓展业务版图：**通过核心产品优势打下一定影响力和资金实力之后，为在快速发展的市场中保持竞争力，公司采取积极的外延并购战略，并快速渗透化妆品的各个门类和层级，收购战略性品牌标志着集团令人惊叹的增长的开始。
- 4) 国内化妆品企业正走在由小变大，由点入面的关键转折点，拥有核心产品及研发优势将是企业发展壮大的突破点。**

1.1 高速增长——世界美容行业的领导者

1986 年净利润 1.33 亿欧元，2016 年净利润 36.47 亿欧元，30 年里增长了 27 倍。2016 财年，欧莱雅集团营收达到 258.4 亿欧元，同比增长 2.3%，按不变汇率计增长 5.1%，可比营收同比增长 4.7%。全球市场份额 12.6%，销售网络覆盖 140 个国家，售出产品总件数 70 亿，员工总数 8.9 万人。

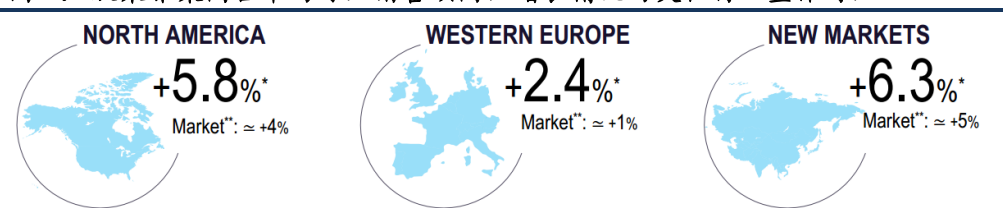
图 1: 过去 30 年欧莱雅集团净利润增长情况 (百万欧元)



数据来源: 欧莱雅集团、兴业证券研究所

2016 年集团三大主要地区不断赢得市场份额, 从而再次巩固了欧莱雅全球美妆领导者的地位。**北美:** 集团同比增长 5.8%、美妆行业整体 (除皂类、牙膏和剃须品类) 同比增长约 4%。**西欧:** 集团同比增长 2.4%、美妆行业整体 (除皂类、牙膏和剃须品类) 同比增长约 1%。**新兴市场:** 集团同比增长 6.3%、美妆行业整体 (除皂类、牙膏和剃须品类) 同比增长约 5%。

图 2: 欧莱雅集团各市场可比销售额同比增长情况与美妆行业整体对比



数据来源: 欧莱雅集团、兴业证券研究所

集团拥有巴黎欧莱雅、美宝莲、卡尼尔、兰蔻、赫莲娜、碧欧泉、植村秀、欧莱雅专业美发、卡诗、美奇丝、薇姿、理肤泉、阿玛尼香水和拉夫劳伦香水等 30 多个国际知名品牌, 代表了多样化的品牌文化渊源, 覆盖了大型百货商店、超市、药房、高档专业发廊和免税店等各种销售渠道。产品极为丰富多彩, 包括护肤、防晒、护发、染发、彩妆、香水、卫浴、药房专销化妆品和皮肤科疾病辅疗护肤品等。主要涉及五大专业领域: 护发、染发、护肤、彩妆及香水, 除化妆品以外, 还经营高档消费品, 并从事制药和皮肤病研究。

图 3: 欧莱雅集团的产品与销售渠道



数据来源: 欧莱雅集团、兴业证券研究所

差异化营销策略，针对不同的受众人群，集团下产品主要分为四类：大众、奢华、活性以及专业产品，不同收入、教育、地域背景的消费者都能够在欧莱雅集团的产品中，找到适合自己文化与审美习惯的产品。2016 财年分产品来看，**大众消费品**：占营收 48.1%，同比增长 4.4%、美妆行业整体（除皂类、牙膏和剃须品类）同比增长约 4%。**奢华产品**：占营收 30.8%，同比增长 6.9%、美妆行业整体（除皂类、牙膏和剃须品类）同比增长约 5.5%。**活性产品**：占营收 7.5%，集团同比增长 5.7%、美妆行业整体（除皂类、牙膏和剃须品类）同比增长约 4.5%。**专业产品**：占营收 13.6%，同比增长 1.8%、美妆行业整体（除皂类、牙膏和剃须品类）同比增长约 2%。

图 4：欧莱雅集团的跨国品牌组合



数据来源：欧莱雅集团、兴业证券研究所

横轴依次代表：专业产品、大众消费品、奢华产品、活性产品及 The Body Shop 五大部门。纵轴依次对应各个品牌的原产国：法国、其他欧盟国家、美国、中国（包括“美即”，“羽西”）和日本（植村秀），巴西。

1.2 从染发剂出发，打造全球化、多品牌以化妆品为主的轻奢集团

1909 年，年轻的化学家与天生的企业家欧仁·舒莱尔成立了一家公司，该公司逐步演变为现在的欧莱雅集团。一切开始于世上最早的一款染发剂，由他自己设计、生产并销售给巴黎的美发师们。这个尝试打开了第一个环节并最终形成欧莱雅 "DNA"：运用研究和创新来提升美丽。

发展初期：从核心产品到品牌建设——利用研发提升美丽

1909-1956：初期，构建经营模式——专注产品与创新。1909 年，年轻的化学家和天生的企业家欧仁·舒莱尔创立了这家后来被称为欧莱雅的公司。欧莱雅的一切都源自于舒莱尔设计、制造和销售给巴黎的美发师的染发剂。这款最初的染发剂由无害的化合物混合配制而成，在当时是一项突破性创新，与市场上其他产品相

比能为使用者提供一系列变化细微的色彩，且染后效果明亮精致。

舒莱尔的行动成为了欧莱雅的基因：利用研发提升美丽。第一次世界大战结束后，一个新的时代开启。世界各地的女性开始参加工作，赚取薪水，开始更加注重外表，并想方设法预防灰白头发暴露她们的年龄。染发剂大获成功，影响力超出法国，1910年进入意大利，1911年进入奥地利，1913年进入荷兰，甚至抵达了遥远的美国、加拿大、英国和巴西。舒莱尔继续在美国的行业进行创新，他认为研发是增长和成功的基石。随后发布了能为头发染上看起来自然的金色的亮发产品。产品大获成功，甚至引导了时尚潮流，在顶级美发师中极受欢迎，金色被视为当时最具诱惑力的色彩。

回眸集团初期产品史，不啻是一部研发创新引导下的美学进化史。1929年，推出世界上第一款超快速染发剂“Imédia”，结束了当时女性冗长的染发过程，甚至彻底影响了整个20世纪的染发工艺；1934年，推出第一款无皂香波；1945年，推出第一款冷烫发产品 Oréal；1952年，推出世界上第一款家用染发剂“Rege Color”；1954年，推出有史以来第一款一次性剂量装的香波 Berlingot Dop，彻底改变了法国人的卫生习惯；1966年，推出第一款家用染发套装 Récital，染发剂、中剂和、染发香波、护理油加手套的组合，深刻影响了现代女性的美发方式。

图 5：欧莱雅集团初期产品发展史



数据来源：欧莱雅集团官网、兴业证券研究所

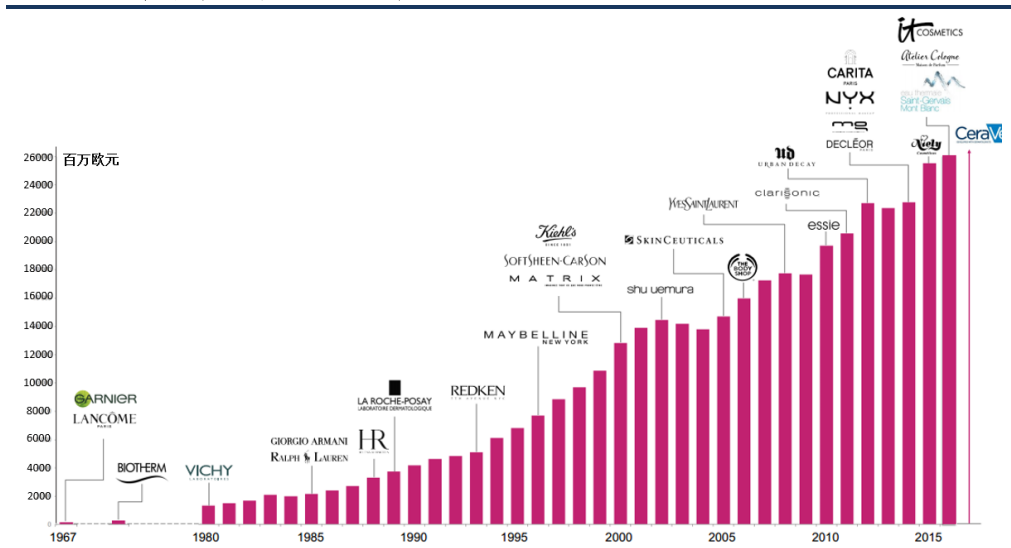
集团扩张：多样化布局——外延收购拓展版图

在初期发展通过核心产品优势打下一定影响力和资金实力之后，为在快速发展的市场中保持竞争力，公司采取积极的外延并购战略，并快速渗透化妆品的各个门类和层级，收购战略性品牌标志着集团令人惊叹的增长的开始。

1967年~2017年收购大事记：1967-1969年，收购 Garnier（卡尼尔），Lancôme（兰蔻）；1971年，收购 Biotherm（碧欧泉）；1980年，收购 Vichy（薇姿）；1985年，收购 Giorgio Armani 和 Ralph Lauren 的美妆产品线；1988年，收购 HR（赫

莲娜); 1989 年, 收购 La Roche-Posay (理肤泉); 1993 年, 收购 Redken; 1996 年, 收购 Maybelline (美宝莲); 2000 年, 收购 Matrix, Kiehl's (科颜氏), SoftSheen-Carson; 2002 年, 收购 Shu Uemura (植村秀); 2005 年, 收购 SkinCeuticals; 2006 年, 收购 The Body Shop; 2008 年, 收购 Yves Saint Laurent (美妆); 2010 年, 收购 essie; 2011 年, 收购 Clarisonic (科莱丽); 2013 年, 收购 Urban Decay; 2014 年, 收购 Decl or (思妍丽), Carita, 中国美即 (MG), NYX; 2015 年, 收购 Niely Cosmetics; 2016 年, 收购 IT Cosmetics, Saint-Gervais Mont-Blanc, Atelier Cologne; 2017 年, 收购 Valeant 旗下 CeraVe, AcneFree 和 Ambi 三个活性护肤品牌。

图 6: 欧莱雅集团并购路径与集团营收 (百万欧元)



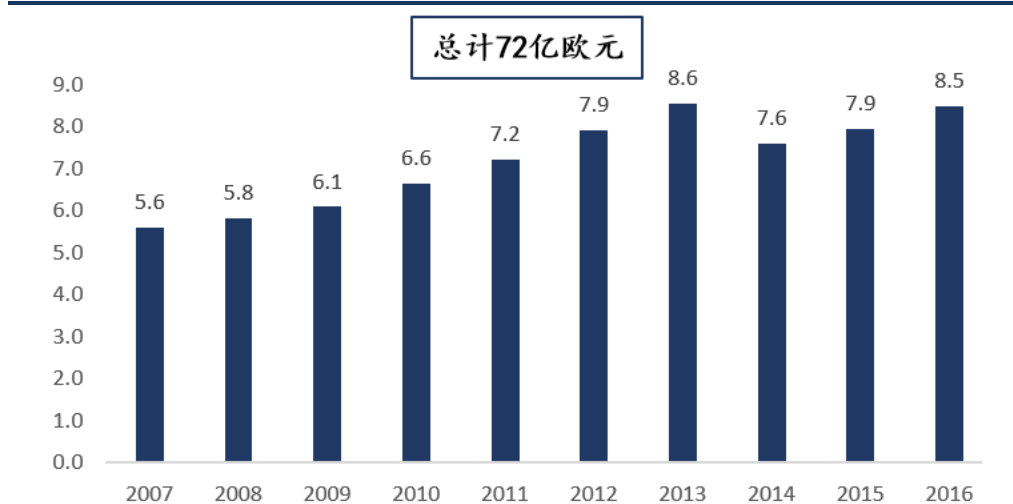
数据来源: 欧莱雅集团、兴业证券研究所

创新发展: 夯实产品基础、研发至上——成为化妆品行业翘楚

对于欧莱雅来说, 技术平台就是撬动市场的阿基米德支点, 而创新则被赋予创造杠杆效应的核心功能。欧莱雅的每一项技术创新都从最高级的市场品牌开始, 逐渐渗透不同价位、不同市场的各种品牌。过去 10 年里, 欧莱雅用于研究和发展的费用达 72 亿欧元, 仅次于强生、宝洁、以及联合利华。

2016 年集团产品研发创新经费 8.5 亿欧元, 新注册专利 473 项, 研发部门专家人数 3862 人, 40 年共推出 130 项研发成果。

图 7：欧莱雅集团过去十年研发费用（亿欧元）

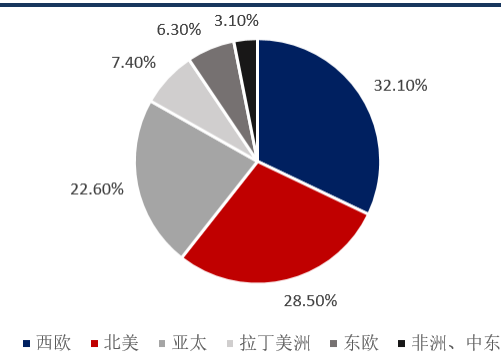


数据来源：Wind、兴业证券研究所

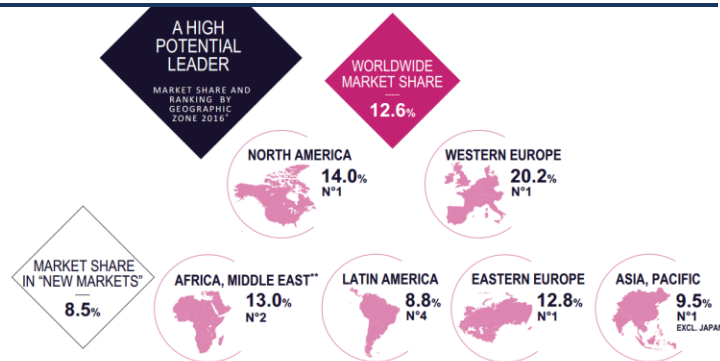
全球布局：搭上世界经济增长快车

集团高瞻远瞩在全球进行多元化布局，并把眼光瞄向新兴市场。凭借着独一无二的国际品牌组合，通过多元化的产品主张，搭上了全球增长的快车。2016年西欧、北美以及新兴市场营收占比分别达到 32.10%，28.50%，39.40%；市场份额占西欧 20.2%，市场份额第一；占北美 14.0%，市场份额第一；占东欧 12.8%，市场份额第一；占亚太（除日本）9.5%，市场份额第一；占拉美 8.8%，市场份额第四；占非洲、中东 13.0%，市场份额第二。（除皂类、牙膏和剃须品类）

图 8：2016 年集团全球各地区营收占比 图 9：2016 年欧莱雅集团全球各市场市占率



数据来源：公司年报、兴业证券研究所



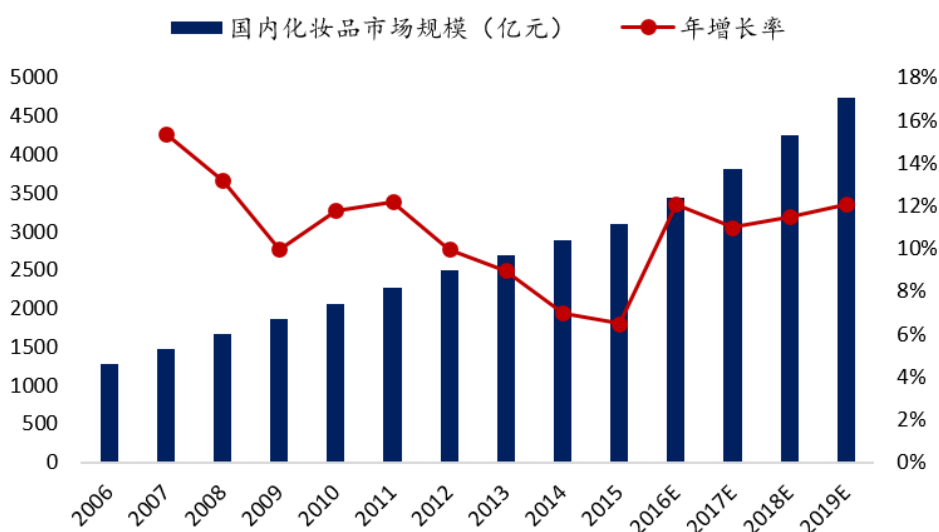
数据来源：公司年报、兴业证券研究所

2 行业背景：这是国内化妆品企业赶超“大品牌”最好的时代

在我们此前发布的报告《兴消费 新价值系列之二：目光聚焦化妆品渠道》中提到几个化妆品行业背景的要点，现重申如下：（详细内容参考上篇报告）

1) 我国化妆品市场为全球第二大，规模已经超过 3000 亿，行业 CAGR 高达 9.1%。根据 Euromonitor 统计，2015 年我国化妆品市场规模为 3156 亿元，我国成为仅次于美国的全球第二大化妆品消费国。过去五年我国化妆品行业 CAGR（年复合增长率）为 9.1%，远高于全球平均 CAGR 的 4.1%，预计 2019 年，我国化妆品行业市场规模可达 4906 亿元。

图 10：国内化妆品市场规模大，并持续攀升



数据来源：Euromonitor、兴业证券研究所

2) 对比海外化妆品市场，我国化妆品市场的发展有很大潜力。我国化妆品市场近五年复合增速（9.1%）远高于全球第一大市场美国（CAGR<3%）和全球第三大市场日本（CAGR<-5%）。五年来，我国人均化妆品消费额从 169.8 元上升到 352.4 元，实现翻倍，但仍远不及日、美、韩等海外市场（2015 年的人均化妆品消费额分别是我国的 4.7 倍、4.5 倍和 4 倍）。

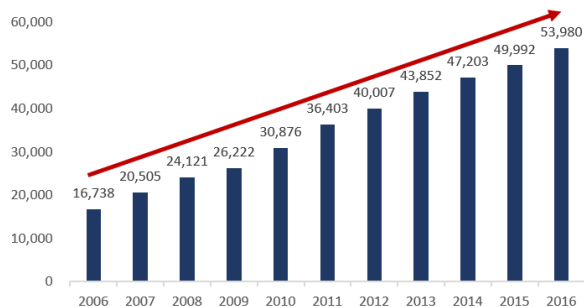
3) 竞争激烈，行业集中度低，护肤品市场份额最大的品牌市场份额仅为 5%。曾占主导地位的外资品牌逐步走下神坛，市占率逐年下滑。随着本土品牌的品质提升以及对新兴销售渠道的把控，内资品牌的化妆品市场份额从 2010 年的 39% 升至 2014 年的 46%，外资品牌的市占率则开始下滑，甚至一些知名海外品牌都被迫退出中国市场。

2.1 居民生活水平提高叠加消费结构升级，市场潜力巨大

国外日化产品市场发展的经验表明，人均 GDP 超过 3000 美元时，个体消费已基本超越温饱需求，转而追求更高的生活品质，日化产品消费将实现快速增长；当人均 GDP 超过 2 万美元时，消费增速将进入稳定期。以日本为例，日本从人均 GDP 超过 3000 美元起的 20 多年间（1973 年-1995 年），洗发水、护肤品等日化产品的市场规模增长了约 7 倍。根据国家统计局数据，自 2008 年我国人均 GDP 已经超过 3000 美元，进入消费升级阶段，这将带动日化产品消费进入相对较快的增长时期。2008-2016 年，GDP 从 31.95 万亿元增长到 74.41 万亿元。GDP 增速放缓但总量尤佳，成为日化行业发展的基本保障。

2016 年社会消费品零售总额 33.23 万亿元，同比增长 10.43%，虽近两年有所下滑，但仍然十分可观，化妆品作为社会消费品零售重要组成部分，伴随着社会消费品零售总额的持续增长，我国化妆品市场前景广阔。

图 11：过去十年人均 GDP 增长情况（元）



数据来源：Wind、兴业证券研究所

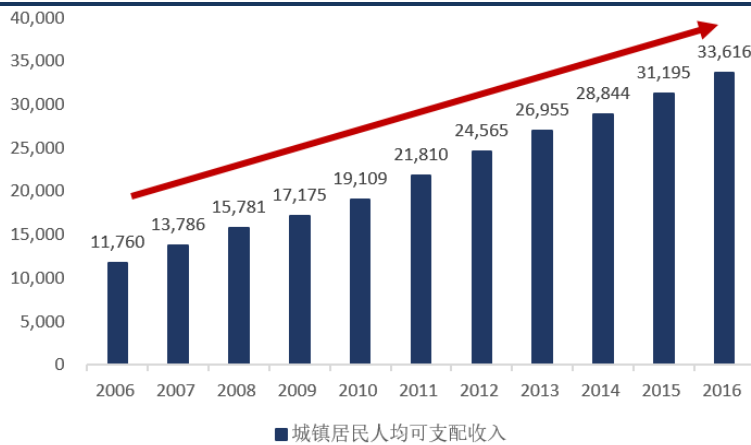
图 12：过去十年社会消费品零售总额（亿元）



数据来源：Wind、兴业证券研究所

城乡居民生活水平不断提高，中产阶级数量增长，消费结构逐步升级，是促进化妆品消费的重要原因。根据国家统计局数据，2016 年我国城镇居民人均可支配收入为 33,616 元，同比增长率 7.8%，过去十年间翻了三倍。中产阶级正在逐步扩大，根据 CHFS 最新的 2015 年调查数据显示，中国中产阶级成年人口占成年人口比例为 20.1%；中产阶级成年人平均财富约为 13.9 万美元。中产阶级成年人口数量为 2.04 亿人，所掌握的总财富为 28.3 万亿美元，远超美国和日本同期的 16.8 万亿美元和 9.7 万亿美元。因此，无论是以中产阶级人口规模，还是中产阶级总财富来看，中国都跃居世界榜首。随着城乡居民购买力水平的提高，快速成长的中产阶级消费群体将成为推动中高端消费品市场增长的重要力量，中产阶级数量的增长及居民消费的升级将带动化妆品产业的进一步发展。

图 13: 过去十年城镇居民人均可支配收入 (元)



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 14: 国内中产阶级概况



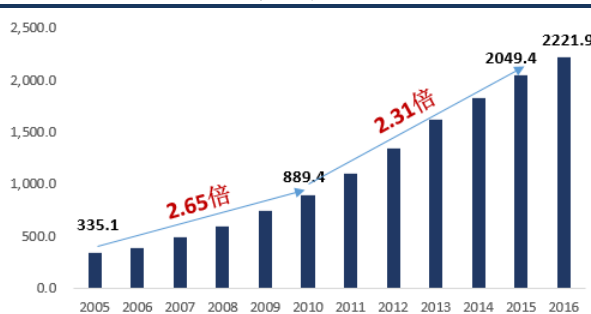
数据来源: CHFS, 兴业证券研究所

化妆品作为一种日用消费品, 已经被越来越多的消费者所接受。特别是近十年来欧美化妆品大牌对于国内市场的持续投入和培育, 国内消费者已经逐步形成正确的使用习惯和消费理念, 为化妆品市场带来了更多的市场机会。庞大的消费群体中, 成年女性成为化妆品消费的主力军。此外, 护肤意识的增强促进行业快速发展。随着生活水平的提高, 消费者对自身健康及肌肤护理的需求日益关注, 周期性合理重复购买已经成为日常生活的必需, 并随着年龄的增长, 不断加大护肤品的尝试和选择, 肌肤护理意识不断增强, 促进了化妆品行业的快速健康发展。

“她经济”将成为化妆品行业快速发展的基础。根据国家统计局统计数据测算, 我国 25-45 岁女性人口已接近 3 亿, 随着经济收入和社会、家庭地位的提升, 女性逐渐成为时尚消费品市场的主导力量。女性庞大的人口基数、经济独立性及消费特点 (“追求美”、“感性消费”、“个性化”) 造就了“她经济”时代的旺盛消费需求。

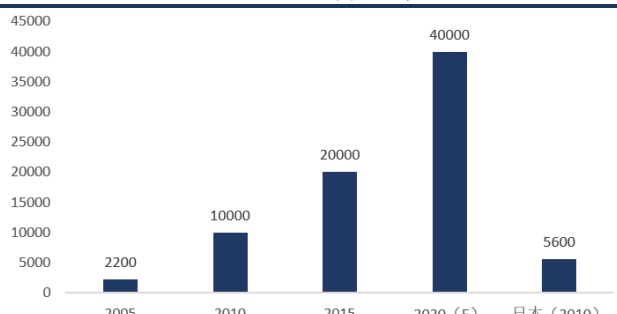
资生堂在中国提出核心“化妆品人口”概念: 1) 居住在城镇; 2) 年龄大于 20 岁的女性; 3) 年收入不低于 30,000 元人民币。国内核心“化妆品人口”从 2005 年的 2,200 万人已增长到 2010 年的 1 亿人, 预计 2015 年达到 2 亿人, 2020 年将达到 4 亿人, 远超日本 2010 年的 5,600 万人。2016 年国内化妆品零售总额已达 2221.9 亿元, 过去十年表现与核心“化妆品人口”增长情况呈现高度一致性。

图 15: 国内化妆品年零售额 (亿)



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 16: 我国核心化妆品消费人群 (万)

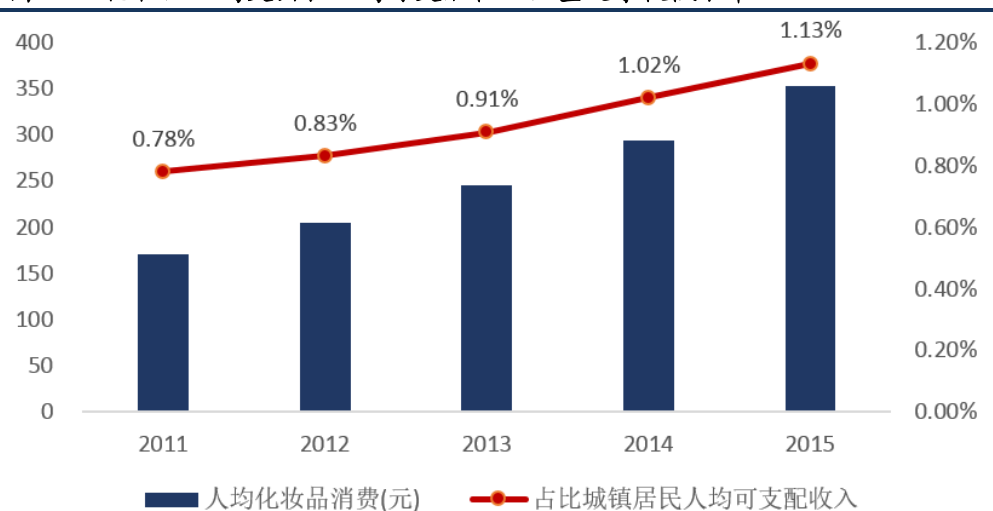


数据来源: 资生堂, 兴业证券研究所

目前我国消费者在化妆品领域人均支出占其可支配收入的比重仍处于较低的水平，发展潜力大。以 2015 年分析，相较于国家统计局统计的 2015 年城镇居民人均可支配收入 31195 元，我国消费者在化妆品领域人均支出 352.4 元仅占人均可支配收入的 1.13%。

从地域性来看，日本、韩国与中国同属于东亚地区，民族文化、外观体型、皮肤类型等方面类似，因此东亚地区护肤品消费特点具有一定的相似性。特别地，在针对肤质特质而提出同质化护肤需求和效果的护肤产品消费方面，日本人均护肤品消费量 103.75 美元和韩国人均护肤品消费量 89.53 美元，分别是中国的 6.18、5.33 倍，充分显示了中国护肤品消费市场潜在空间巨大。

图 17、化妆品人均支出占人均可支配收入比重处于较低水平



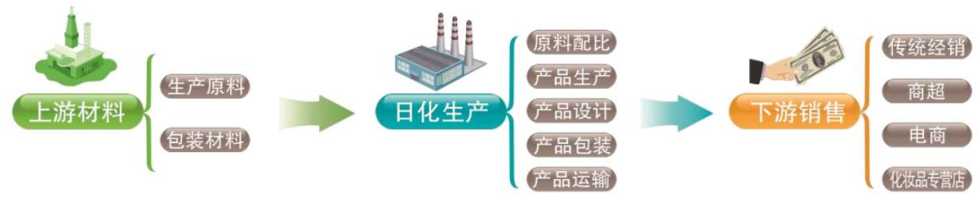
数据来源：丽人丽妆招股说明书，兴业证券研究所

2.2 产业链成熟，本土品牌市场份额不断提升

近十年来欧美大牌对于国内市场持续投入和培育，国内化妆品产业链日趋成熟，为本土企业的发展培育了先天的土壤。成熟的产业链带来巨大优势，企业可以专注于产品研发和品牌建设。中国零售业的发展亦提供了良好的平台和坚实的渠道支持，为行业的快速发展提供了有力支撑。

产业链上游主要是原料及包装材料制造行业，上游成本相对于营收占比不高，对毛利率影响较小。产业链下游主要是消费者和渠道商。渠道价值是化妆品品牌快速发展的核心之一，我们很欣喜的发现目前我国零售行业呈现出高速发展的态势，旗舰店、精品店、超市及大卖场、百货商场、药妆店、便利店中设立的销售专柜、美容院、网络专卖店等销售场所大规模拓展，为中国化妆品零售业提供了快速发展的渠道。渠道的多元化发展路径有效的促进了化妆品市场的发展，提供了渠道支撑。

图 18: 化妆品完整产业链

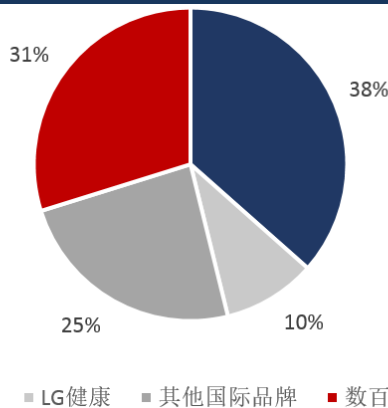


数据来源: 公开资料, 兴业证券研究所整理

现代化妆品产品起源于欧洲, 行业发展早期, 欧美品牌占据全球主要市场。然而, 国际化妆品巨头一般拥有全球架构体系, 品牌决策流程的复杂性在一定程度上使其面对区域性市场时, 存在灵活性不足的问题。随着行业的不断发展, 本土品牌将逐步崛起, 在行业竞争的过程中不断成长, 市场份额呈现逐年上升的态势。相比于国际品牌, 本土品牌基于区域性的文化背景及审美标准, 对本地消费者的需求理解更透彻, 产品研发更加具有针对性。

中国本土品牌市场份额呈现出稳步提升的趋势, 不断抢占国际品牌所占有的市场份额。对比同属东亚地区的日本、韩国本土化妆品品牌发展历程, 两国均经历了初期欧美国际品牌占据大块份额, 而后本土品牌持续发力不断蚕食国际品牌份额, 最终超过国际品牌份额的过程。以韩国化妆品市场为例, 本土品牌现在已经占据了主导地位, 根据韩国化妆品协会的数据, 2013 年爱茉莉占有 38% 的市场份额, LG 健康生活占 10%, 其他国际品牌占 25%, 其余 31% 的份额由 600-700 家小公司瓜分。尽管外资品牌在传统化妆品领域占据优势, 但由于化妆品行业整体容量大, 消费者需求呈现多样性且不断变化, 国内品牌立足于东方美学理念, 对东方女性审美持续研究, 更能理解国内消费者消费习惯。我们判断, 国内化妆品市场的发展已初步呈现了韩日化妆品市场的发展特征。

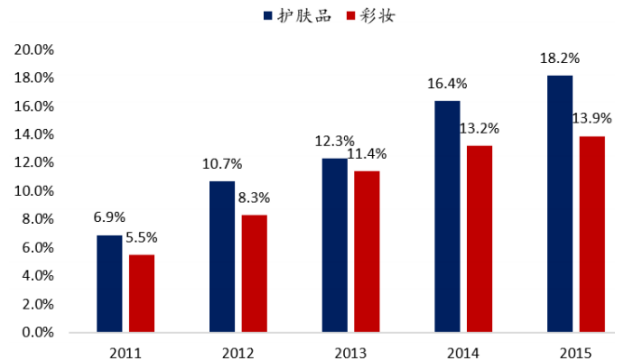
图 19: 韩国化妆品市场各品牌市场份额



■ 爱茉莉 ■ LG健康 ■ 其他国际品牌 ■ 数百家小公司

数据来源: 韩国化妆品协会, 兴业证券研究所

图 20: 国内化妆品市场 Top20 品牌中, 国内品牌市占率逐年上升



数据来源: Euromonitor, 兴业证券研究所

表 1: 2015 年国内化妆品市场 Top20 企业名单

跨国企业	本土企业
1、宝洁（广州）有限公司	7、上海家化联合股份有限公司
2、欧莱雅（中国）有限公司	10、伽蓝集团
3、杭州玫琳凯化妆品公司	11、上海百雀羚日用化学有限公司
4、资生堂（中国）有限公司	14、上海韩束化妆品有限公司
5、联合利华（中国）有限公司	17、珀莱雅化妆品股份有限公司
6、安利（中国）有限公司	19、云南白药集团
8、雅诗兰黛（上海）商贸有限公司	
9、爱茉莉太平洋化妆品（上海）有限公司	
12、完美（中国）有限公司	
13、高露洁（广州）有限公司	
15、强生（中国）有限公司	
16、好来化工（中山）有限公司	
18、妮维雅（上海）有限公司	
20、汉高（中国）有限公司	

来源：Euromonitor，兴业证券研究所

知名度高的大品牌已经不足以成为产品大卖的保证。随着消费者的基本需求得到满足以及市场的蓬勃发展导致商品和服务琳琅满目，新生代消费者需要足够独特的、能够让自己显得与众不同的品牌。最近，小众品牌增长势头迅猛。这些小品牌通常都有自己主打的创新产品，能够近乎完美地满足一些特定消费群的独特需求。更重要的是，它们的小众标签有助于帮助它们的消费者实现标新立异的梦想。

3 弯道超车：拥有核心产品的企业将迎来春天

新进入的企业无法在短时间内迅速形成自主品牌优势，难以与业内领先品牌抗衡，因此企业品牌成为限制新进入者进入美妆行业的壁垒之一。通过对欧莱雅集团的发展历程来看，产品的属性与卖点吸引消费者的力度较大，集中于产品层面，功能性价值及产品层面的品牌识别，是日化行业消费者认同其品牌的捷径与消费驱动力所在。许多中小企业的成功，往往是将某一个产品运作到极致而获得成功的，产品的成功帮助企业赢在了市场中赢得了良好的口碑，形成了品牌影响力，消费者由于认可了产品品牌，进而认可运作产品品牌的企业，这样，企业品牌就会在强势产品品牌的驱动下，逐步地走向成功。

3.1 核心产品是品牌生命力所在

品牌的生命力是品牌能够为消费者提供的最具差异性的、独一无二的利益点，是一个品牌区别于其他竞争品牌最为显著的特征。品牌的生命力主要包含三个要素：理性价值、感性价值及象征性价值。

品牌生命力的理性层面是以产品为基础，带给消费者的实际利益。从商品中获得预期的物质利益，就会产生对品牌理性层面的认同，是一个品牌构成的物质基础。

图 21: 品牌生命力的三个要素



数据来源：兴业证券研究所

有关品牌资产的提升与培育，在对诸如质量和消费者需求方面予以优先关注而获得的口碑是持久的。化妆品受众广泛，品牌价值及渠道价值是品牌快速发展的核心，产品直接应用于消费者肌肤，品质及性能受到消费者的高度关注，因此品牌、渠道及产品的综合竞争成为市场竞争的主流。由此企业或以广泛、强有力的品牌和渠道运营取得竞争优势，或以通过自主生产严格控制产品品质及产品开发赢得客户的信任及消费黏度而取得竞争优势的。

通过对欧莱雅集团的发展历程进而对日化行业分析而言，产品的属性与卖点吸引消费者的力度较大。集中于产品层面，功能性价值及产品层面的品牌识别，是日化行业消费者认同其品牌的捷径与消费驱动力所在。当然，并不是说企业层面的品牌识别及情感性诉求不需要，只是针对中小日化企业资源与市场之现状，及对品牌建设的微观研究，从企业战略的高度，制定切合中小日化企业发展的品牌战略规划。中小日化企业应集中有限的企业资源，触摸日化品牌管理的实质，抓住功能性利益，消费驱动力这根主线，重点培养产品品牌的深度及品牌的纵向深入，不应大而全的造就与模仿所谓的大品牌概念。

表 2: 国际知名化妆上市公司发展初期核心产品及现状

品牌	初期核心产品	现有品牌
宝洁	肥皂和蜡烛	帮宝适、汰渍、碧浪、护舒宝、潘婷、飘柔、海飞丝、佳洁士、舒肤佳、玉兰油、SK-II、欧乐-B、吉列、博朗等
联合利华	肥皂和黄油	中华、凡士林、力士、路雪、四季宝、夏士莲、多芬、奥妙、家乐、旁氏、洁诺、立顿等
雅诗兰黛	护肤霜	倩碧、雅诗兰黛、格莱魅、祖马龙、Kilian、Kiton、海蓝之谜、MAC、魅惑丛林等
欧莱雅	染发剂	巴黎欧莱雅、美宝莲、卡尼尔、兰蔻、赫莲娜、碧欧泉、植村秀、卡诗、美奇丝、薇姿、理肤泉、阿玛尼香水和拉夫劳伦香水等
资生堂	红色蜜露精华 化妆液	高端系列——资生堂银座系列肌肤之钥、蒂思岚、茵芙莎、资生堂、卢丹氏、水之印、欧珀莱、姬芮、SENKA、碧丽妃、贝茗、NARS、心机彩妆

		等
科蒂	香水	全球最大的香水公司，ASTOR、妙巴黎、MANHATTAN、纽约色彩、OPI、Rimmel、莎莉汉森、兰嘉斯汀、自然哲理等
爱茉莉	山茶油为原料的化妆品	雪花秀、innisfree、HERA、Primera、爱茉莉太平洋、兰芝、梦妆、HANYUL、MIREPA、洛丽塔、ANNICK GOUTAL、ODYSSEY、ARITAUM、伊蒂之屋等
拜尔斯道夫	润肤露	妮维雅、优色林、莱珀妮、Labello、芙蕾蓉娜、atrix 等

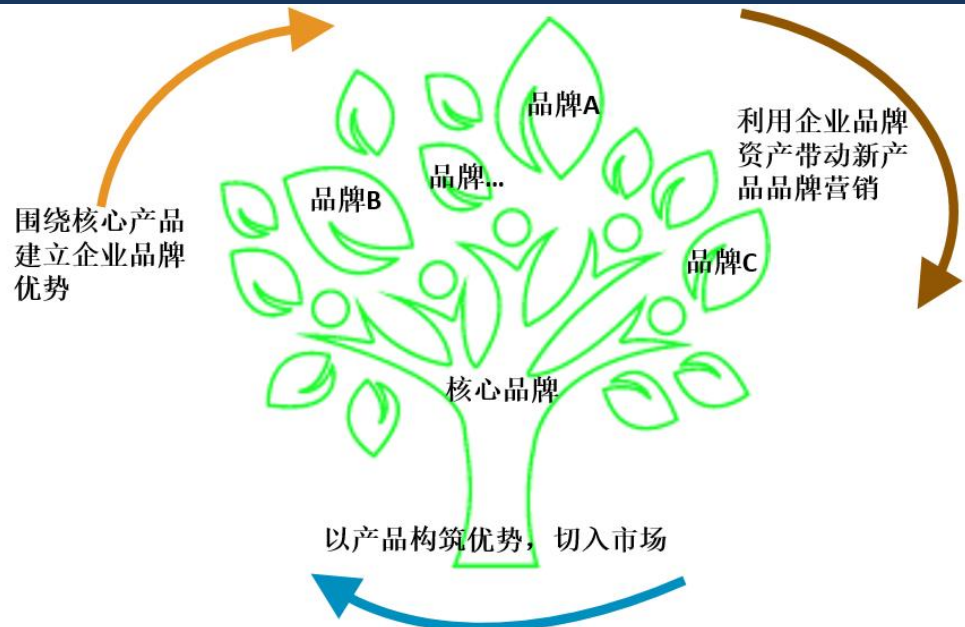
数据来源：公开资料，兴业证券研究所整理

3.2“品牌树”——围绕核心产品构筑多层次企业品牌建设的根基

我们提出“品牌树”概念：作为中小日化企业培养可信赖的，适合自己的，有功能深度的品牌联想是产品品牌培养的捷径目标。品牌建设中，存在着“品牌树”概念，即消费者相信：如果在一棵果树上摘下的一颗果子（品牌）是甜的，那么就会相信在这棵果树上的其余的果子（品牌）也都会是甜的。集中资源打造自己的产品品牌，实行营销顺序为先产品品牌，后企业品牌，再产品品牌的特殊的一对一（多）牌的品牌化战略架构。

即最初的营销资源集中打造产品品牌，迅速切入市场，提升知名度。其次，逆向依靠产品品牌的知名度提升企业品牌，再次利用企业品牌资产带动新产品品牌营销。这种逆向，环环相扣的品牌战略能最大限度的整合营销链资源，迅速地完成品牌资产的提升及品牌架构的组成。

图 22：“品牌树”——围绕核心产品打造企业品牌



数据来源：兴业证券研究所

从产品品牌到企业品牌。当企业通过产品的成功，具有了一定的产品价值、良好的口碑关系和忠诚度以后，在此基础之上，着眼于企业品牌的打造，确保企业实

现可持续性发展。企业品牌的好处之一，就是为消费者建立可信度，如果说产品品牌代表着消费者使用功能和情感价值，而企业品牌则是让消费者品牌的诉求建立信心，也就是说，当产品品牌提出自己的某种优点时，能够被消费者接受和相信。这种信赖的效果，也能延伸到产品品牌的理性价值之上，为品牌和消费者之间建立更为牢固的关系基础。

如果说核心产品是“品牌树”的根基，那么研发投入就是哺育根基的营养物质。首先，有优秀的研发才能生产出质量过硬、功效够好、让消费者放心的产品。其次，化妆品市场产品琳琅满目，消费者需求变化快，想要做到及时捕捉市场前沿、迎合消费趋势打造热点产品，研发投入必不可少。无论是国际巨头还是本土企业都极其重视研发，通过分析我们发现本土品牌在研发投入上处于行业中上游水平：拉芳家化 16 年研发投入占销售比重甚至超过了欧莱雅集团。

表 3：2016 财年知名上市化妆品集团研发投入排行

2016 研发投入占销售额比重		2016 财年研发投入（人民币）	
1、强生	12.7%	1、强生	627 亿
2、花王	3.74%	2、宝洁	130.4 亿
3、拉芳家化	3.4%	3、联合利华	72.9 亿
4、欧莱雅	3.3%	4、欧莱雅	61.9 亿
5、宝洁	2.88%	5、汉高	33.5 亿
6、拜尔斯道夫	2.78%	6、花王	33.1 亿
7、汉高	2.5%	7、拜尔斯道夫	13.74 亿
8、上海家化	2.34%	8、雅诗兰黛	13.1 亿
9、资生堂	2.1%	9、资生堂	11.1 亿
10、联合利华	1.89%	10、爱茉莉太平洋	7.2 亿
11、爱茉莉太平洋	1.79%	11、科蒂	3.3 亿
12、雅诗兰黛	1.7%	12、上海家化	1.25 亿
13、科蒂	1.1%	13、拉芳家化	0.36 亿

来源：彭博，Wind，兴业证券研究所

另外三家暂未上市本土化妆品企业 2015 年研发投入占销售额比重为：名臣健康（2.9%）、珀莱雅（2.09%）、丸美（1.94%）。2016 财报暂未披露。

3.3 消费税政策调整，研发优势+核心产品筑构风险防御壁垒

我国出台政策，降低化妆品消费税税率。2016 年 9 月 30 日，国家财政部、国家税务总局联合下发了通知，决定从 2016 年 10 月 1 日起，取消对普通美容、修饰类化妆品征收消费税，将“化妆品”税目名称更名为“高档化妆品”。征收范围包括高档美容、修饰类化妆品、高档护肤类化妆品和成套化妆品。税率调整为 15%，进口环节消费税税率由原先的 30% 也同时下调为 15%。

海外品牌纷纷降价，使得国内品牌的价格优势降低。自财政部、税务局宣布取消化妆品消费税3个月后，2017年初，从低端到高端的大部分海外化妆品品牌都纷纷落实了产品降价：1、雅诗兰黛公司旗下品牌包括雅诗兰黛、倩碧、魅可、芭比波朗等将下调部分彩妆和香氛产品的建议零售价格，倩碧持久遮瑕粉底液30ml，调整后建议零售价为295元，降价幅度达16%；2、Dior、阿玛尼、YSL等品牌也纷纷加入降价大军；3、本身就以低价取胜的韩国品牌降价幅度更大，个别单品降价幅度高达30%。

政策风险是难以规避的，正是因为如此，拥有自主研发优势和核心产品的企业才能在行业洗牌中生存下去，核心产品拥有较高的辨识度和客户忠诚度，在变幻的市场环境中能够建立较高的防御性壁垒。

3.4 毛戈平——挺进高端彩妆领域的本土品牌

产品、培训、研发共同互补促进，提升公司整体品牌价值。“MGPIN”是公司的核心品牌，定位为高端品牌，以中高端百货专柜直营模式为主；“至爱终生”品牌以经销模式为主，定位于二、三线城市的女性消费者。除了经营自主研发的品牌外，从2000年开始，公司在北京、上海等七个城市设立了学校等培训机构，为学员提供化妆造型、形象设计等专业培训。

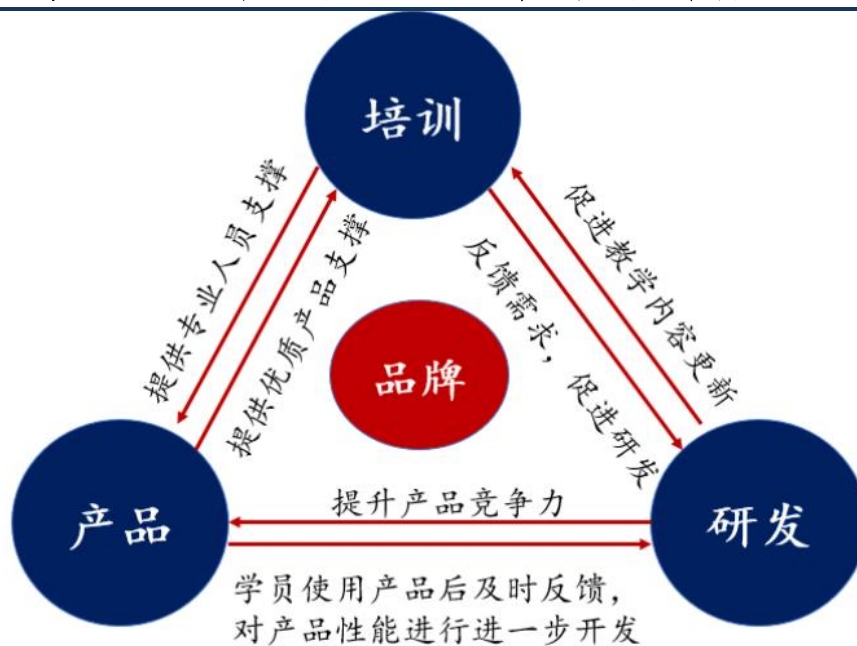
表 4: 毛戈平旗下主要产品

品牌	MGPIN	至爱终生
创立时间	2000年	2008年
品牌定位	轻奢、高端	大众、流行
价格定位	均价 300-450 元	均价 150-260 元
渠道类型	百货专柜直营	经销
目标客群	25-40 岁	18-35 岁

数据来源：毛戈平招股说明书，兴业证券研究所

培训业务为公司的产品销售提供了专业人才为支撑，大量从培训机构毕业的优秀学员成为了公司的一线销售顾问；公司的产品为化妆培训业务提供了专业、稳定的产品支持，提升了培训教学的质量水平；学员使用产品后及时反馈，为公司产品研发提供了前沿的研发方向。

图 23: 产品、培训、研发共同互补促进, 提升公司整体品牌价值



数据来源: 毛戈平招股说明书, 兴业证券研究所

布局百货渠道, 进行体验式营销, 在海外竞争对手云集的彩妆领域夺得一席之地。公司自 2003 年设立第一家百货专柜以来, 就以毕业于毛戈平化妆培训学校或其他专业学校的彩妆师为美妆顾问, 以体验式服务为顾客打造专属妆容, 通过体验式营销满足并挖掘顾客的潜在产品需求, 使顾客短时间挑选适合自己的产品, 进而提高消费者的消费水平、购买率及重复购买率; 同时, 帮助顾客发现自己的美妆方式, 培养顾客的彩妆消费习惯, 增加顾客黏性, 形成公司的竞争优势。根据数据可以看出, 我国高端彩妆目前以国际品牌为主导, 通过百货商场渠道销售的高端彩妆品牌 Top15 几乎都是海外品牌, 国内品牌只有毛戈平一家, 排在第 11 位。

表 5: 2015 年, 我国通过百货商场渠道销售的高端彩妆品牌 Top15

排名	彩妆品牌	所属企业	所属国家
1	香奈儿	香奈儿集团	法国
2	迪奥	LVMH 集团	法国
3	兰芝	爱茉莉太平洋集团	韩国
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛集团	美国
5	兰蔻	欧莱雅集团	法国
6	贝玲妃	LVMH 集团	法国
7	羽西	欧莱雅集团	法国
8	芭比波朗	雅诗兰黛集团	美国
9	娇兰	LVMH 集团	法国
10	魅可	雅诗兰黛集团	美国
11	MGPIN	毛戈平股份	中国
12	资生堂	株式会社资生堂	日本
13	玫珂菲	LVMH 集团	法国
14	肌肤之钥	株式会社资生堂	日本
15	植村秀	欧莱雅集团	法国

来源: MGPIN 招股书, 兴业证券研究所整理

3.5 丸美——以眼部护理构建核心产品的东方轻奢品牌

十年如一日专注眼部护理，铸就眼部护理专家。公司选择护理难度较高的眼部作为产品品质和品牌形象的突破口，研发出多款眼部护理产品。经过数十年的耕耘，现在以眼部护理为基础，向护肤各领域全面延展，形成了以“丸美弹力蛋白日夜眼精华”为代表的 417 项非特殊用途化妆品的产品系列以及以“丸美激白精华隔离霜 SPF20/PA+++”防晒乳为代表的 26 项特殊用途化妆品产品系列。

旗下品牌有丸美和春纪，丸美定位为高端护肤品品牌，春纪则是针对年轻人推出的大众品牌。覆盖不同生活习惯、年龄层次的消费者，广泛在二三线城市市场与国际品牌展开竞争。目前来看，丸美系列产品仍然是公司的主力军，占总营收 80% 以上。

表 6: 丸美旗下主要产品

品牌	丸美	春纪
价格区间	200-500	50-200
品牌定位	中高档	大众、中档
主要代表产品	弹力蛋白凝时紧致系列 巧克力青春丝滑系列 弹力蛋白精华系列 丸美雪绒花纯净保湿系列 丸美 BB 新肌系列	杨梅水漾保湿系列 弹力娇嫩系列 五谷菁纯系列

数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

苛求细节、直至完美，不断进行创新和研发。从美的灵感到美的产品，每一款产品的成功推出，背后都经历了漫长的科研过程，在丸美实验室反复测试、苛求细节、直至完美。全力打造的研究中心，配置先进的研发设备，严格按照 10 万级 GMP 净化标准设计，彻底实行严苛的卫生管理。生产技术上采用 4M 管理生产过程，实现高品质生产、精益化管理。始终与国际一流的原料供应商合作，日本精化、日本日光\德国巴斯夫、德之馨、瑞典科林、美国亚什兰、英国国民淀粉、法国 SILBA、法国路博润、荷兰 DSM、成为长期战略伙伴。深入到原料供给的全产业链，关注种植、采摘、提取、运输关键流程管理，保证原料的安全与活性。

2014 年，丸美建成眼部肌肤研究中心——丸美 5C 中心。总建筑面积高达 5 万平方米，包括研发中心、制造中心、物流中心、信息中心以及培训中心等 5 大功能。公司持续投入产品开发，在对市场需求进行准确分析和判断的前提下，公司结合季节因素和日益发展的护肤品生产技术和质量要求，不断推出新产品系列。

图 24: 丸美眼部肌肤护理研究中心——5C 中心



数据来源：公司官网，兴业证券研究所

4. 投资建议与受益上市公司

4.1 上海家化——百年传承，民族瑰宝，业务调整，拐点将至

上海家化诞生于 1898 年，发展至今已经跨越了三个世纪，是名副其实的“百年老店”。百年历程中，传承工匠精神，运用中国元素，拓展文化底蕴，大力研发创新，创造了许多家喻户晓的品牌。品牌矩阵丰富而完善，覆盖美容护肤品、个人护理用品、家居护理用品三大领域。公司以差异化的品牌定位覆盖不同年龄和消费层次消费需求，采用线上与线下相结合的销售模式发展各类渠道，借助持续不断的产品创新，成为国内拥有一定影响力的本土品牌公司。

图 25: 上海家化品牌矩阵



来源：公司官网，兴业证券研究所

旗下的双妹曾广受各国名媛的欢迎，代表中国赢得了国际至高的荣誉；美加净首

创了中国的发蜡、摩丝、护手霜，是三代人的集体记忆；六神在花露水中创新的加入了中草药元素，是花露水品类绝对的主导者；高夫作为中国男士化妆品的先驱，牢牢占据了行业前三的份额；佰草集则充分运用平衡之道，将中华文化融于现代科技，让东方美闪耀世界的梦想变成了现实。

源远流长的品牌资产，有效运用中国文化元素

旗下各大品牌，包括佰草集、六神、美加净、高夫、启初均是其细分市场的领导者。根据中怡康市场研究数据，佰草集品牌在护肤彩妆百货渠道主要品牌市场份额排名第 11 位，市场份额为 2.7%，略有下滑，主要系市场彩妆部分增长较快，而佰草集品牌主攻护肤品类。根据尼尔森市场研究数据，六神品牌在多个品类占据市场领先地位：是花露水品类的绝对市场领导者，市场份额为 73.4%；是沐浴露品类唯一进入前五的国产品牌，市场份额为 7.2%，位列第 4 位；洗手液品类第 5 位，市场份额为 2.2%；香皂品类唯一进入前三的国产品牌，市场份额为 4.6%。美加净品牌是女性大众手霜品类的领导者，市场份额达到 13.4%，位居第一。高夫品牌是男性护肤市场的领导者，在洁面和面霜品类分别占据第 4 和第 3 位，市场份额分别为 5.2%、6.3%。启初虽然是公司的新兴品牌，但已在婴儿护肤市场占据重要地位，分别在婴儿面霜和婴儿沐浴露中占据第 2 和第 5 位，市场份额分别为 8.2% 和 2.6%。同时，在婴儿沐浴露线下零售渠道中，六神品牌和启初品牌合计占有市场份额 5.1%，厂家排名跃至第二位。

图 26: 上海家化主要品牌市场份额



来源：中怡康，尼尔森，兴业证券研究所

作为一家拥有悠久历史的本土化妆品公司，旗下众多品牌均具有源远流长的品牌资产，公司以中医中草药研究为基础，结合品牌定位、产品研发、包装设计，将中国文化元素贯彻始终，多年来一直位居国内领先水平。品牌是公司发展的核心，公司持续大力度进行品牌建设，并根据不同的品牌做出不同的战略战术，以驱动渠道布局，加强与消费者的有效沟通，不断提升品牌资产和价值。

四大核心竞争力保障公司长久发展

上海家化除了拥有源远流长的品牌资产优势之外，在研发、渠道、生产及供应链管理的能力同样具有相当的优势，共同铸就公司四大核心竞争力。

图 27：上海家化四大核心竞争力



来源：公司官网、兴业证券研究所

国内首家自带基础与应用研发的行业领先的公司，拥有完善的研发系统和实力。致力打造 3 个中心、3 个基础平台、3 个关键点、1 个开放技术合作和开发平台。公司将持续基于消费者洞察和技术能力的提升，做好产品的研发储备，提高研发效果。

- **3 个中心：** 国家级的高新技术企业、国家级工业设计中心、博士后科研工作站；
- **3 个基础平台：** 安全定价平台、功效筛选平台、中医药研究开发平台；
- **3 个关键点包括：** 消费技术研究、多平台技术研究、全流程管理；
- **1 个开放技术合作和开发平台。**

做深做透原有渠道，发力新兴渠道。 通过多品牌基本完成全国全渠道的全覆盖，覆盖全国 4 个直辖市、291 个地级市（含省会城市）、361 个县级市，控制 1500 家专柜及品牌专卖店和近 4000 家母婴店系统，1.2 万家大型卖场、30 万家网点有组织分销。

一流的生产能力和供应链管理的能力。 新的生产基地总占地面积约 209.5 亩，一期建筑面积约 10 万平方米，预计于 2017 年底投产运营，通过引进国际领先的生产技术、设备、自动控制系统及生产信息化管理系统，将在技术和管理上大幅提高生产综合效益。持续推行供应链运营体系的全方位优化，快速响应市场变化，打造柔性化供应体系，提高计划的精准度与灵活性；提升供应链对公司新品开发的支持力度，确保公司新品开发准时完成，帮助公司新产品快速进入市场；还进一步

优化了供应商管理体系，有效实现了降本增效。

业务调整年，期待业绩回暖

2016 年为公司业务调整年。实现 53.21 亿元营收，同比下降 8.98%。收入下降的原因主要是受累于整体经济环境和行业增速的放缓的影响、传统销售渠道商超和百货增速明显放缓、以及大型外资品牌和许多本土品牌持续加大市场营销投入，再加上 2016 年代理花王业务接近尾声的影响。归母净利润 2.16 亿元，同比下降 90.23%，扣非后归母净利润同比减少 74.94%，大幅下降主要是由于销售费用和管理费用上升所致。

女掌门接任，三大领先战略重整家化。张东方拥有丰富的国际与国内企业管理经验，具有二十多年快消品行业经验，熟悉家居护理、个人护理以及化妆品行业。此前曾经担任生活用纸生产商维达国际董事兼首席执行官六年。2010 年至 2015 年，维达在张东方的带领下销售收入增长数倍。尤其在 2015 年上半年，维达大力发展电商渠道，期间电商收入同比大增 2.5 倍，占销售额比重 9.8%，维达在中国电商平台市占率已经位居第一。据了解，家化将在三个方面做到行业领先——创新领先、增长领先、品质领先，继续保持行业百年龙头企业的地位。展望未来家化将在如下几个方面持续发力：

- 持续开展全方位的优化创新，更加注重消费者的洞察，持续提升消费者体验度和价值感受；
- 顺应日化行业消费升级的大趋势，在渠道结构上与时俱进，与消费者进行更加直接高效的沟通；
- 更加关注产品研发，持续保持在行业中的科研领先地位；
- 对供应链进行技术改造和升级，加快市场响应速率。

结束毛利较低的代理花王业务，获 Tommee Tippee 在中国的独家代理权。2016 年，上海家化代理花王营收 9.45 亿元，净利 0.33 亿元。在结束代理花王后，上海家化已经获得了英伦喂哺品牌 Tommee Tippee 在中国的独家代理权。Tommee Tippee 在英国占据超过 50% 的市场份额，是英国市场份额第一的全球性婴幼儿喂哺高端品牌。家化的自主品牌启初主打婴幼儿的个人护理，加入了 Tommee Tippee 后，家化在婴童领域的品类布局将变得更加充实。两者之间具有较强的互补性，有望形成“1+1>2”的效果。

- **投资建议：**作为知名的百年老店，旗下拥有多个家喻户晓的品牌，且市占率均名列前茅。品牌、研发、渠道、生产及供应链管理四大核心竞争力形成公司发展的基础。2016 年为公司业务调整年，相信新的掌门接任以及战略结构的调整能够引领家化转型升级，迎来业绩回暖。预测公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.57、0.72、0.83 元，对应 PE 分别为 51.1/40.5/35.1，业务升级与业绩调整期，建议积极关注，维持增持建议。

4.2 拉芳家化——十七年的匠心耕耘，民族品牌逐步成长

2001 年拉芳家化在汕头诞生，经过 17 年的砥砺前行，公司已经发展成为主要从事日化用品生产、研发和销售的跻身国内个人护理用品行业前列的 A 股主板第一支专注洗护沐的个人护理用品企业。2016 年度公司营收 10.48 亿元，同比增长 6.53%，归母净利润 1.49 亿，同比增长 4.65%。14 到 16 年度，公司主营业务毛利率分别为 50.35%、55.96% 和 59.23%，毛利率水平逐年提升。主营产品分为三大类：洗护类（液态或膏态）、香皂（固态）、口腔清洁等其他品类。公司的洗护类产品是收入重头，2016 年占其营业收入 89.61%，香皂和其他产品分别占营业收入的 5.34% 和 5.05%。

公司秉承“爱生活、爱拉芳”的理念，在保持“拉芳”和“雨洁”等大众定位品牌的营收稳定增长的前提下，积极开拓中高端市场，逐渐发展中高端定位的“美多丝”洗护品牌。拉芳在洗发水市场占有率常年居民族品牌前列，根据尼尔森和其他市场调研机构统计，2014 和 2015 年，拉芳的洗发水市场占有率在国产品牌中分别位居第一和第二。

表 7：拉芳家化 14—16 年公司主要产品毛利率及营收

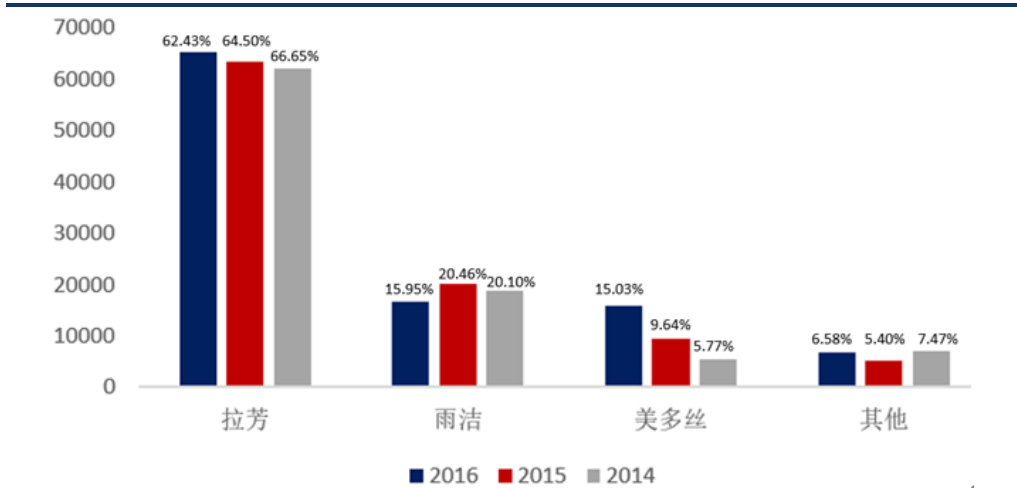
产品分类	2016		2015		2014	
	毛利率	营收(万元)	毛利率	营收(万元)	毛利率	营收(万元)
洗护类	60.29%	93886.23	57.24%	89027.25	52.83%	78919.88
香皂	42.88%	5591.98	41.60%	5378.57	34.97%	9042.65
其他	57.77%	5299.20	46.61%	3951.01	39.20%	5085.17
合计	59.23%	104777.41	55.96%	98356.83	50.35%	93047.70

数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

品牌“拉芳”打造核心竞争力，技术创新铸就长远之路

“拉芳”品牌是公司早期“打天下”时创下的核心品牌。定位为营养柔顺系列产品，品牌知名度高，收入贡献稳定，旗下品类较多，涵盖洗发露、护发素、沐浴露、香皂等产品。公司致力于“拉芳”品牌细分产品系列的研发和市场开拓，且为迎合消费者消费升级和多样化消费的需求，不断细分“拉芳”品牌产品功能、丰富产品系列，强化市场开拓力度，14—16 年度“拉芳”品牌销售收入占比分别达到 66.65%、64.50%、62.43%，是公司收入来源的中坚力量。

图 28：拉芳家化 14—16 年分品牌业务收入及占比（万元）



数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

以“科技、创新、时尚”为企业战略，重视科研开发与投入。与国际顶级科研机构合作，先后成立了拉芳日化研究中心、中科院拉芳发质研究所、拉芳生活时尚研发中心，2010 年，公司技术中心认定为广东省化妆品工程技术研发中心，同年开发了让中国人发质更健康、更营养的全新高科技营养载体技术——“活性营养包裹体”。公司与全球最大化工企业 BASF 建立战略合作关系，计划在未来三五年内预计将追加近亿元的科研经费，用于针对中国人发质的研究，更好的中国满足消费者的需求，更好地将国际性的创新技术与中国的市场实际相结合，实现国际日化领先科技的应用，满足消费者对环保、安全、绿色产品的需求。

自成立以来，企业和品牌相继荣获“国家免检产品”、“中国驰名商标”、“中国消费者最喜爱商标”、“中国化工 500 强企业”、“国家高新技术企业”、“广东省著名商标”、“广东省名牌产品”、“广东省知识产权示范企业”等众多荣誉。

图 29：拉芳家化所获荣誉



数据来源：公司官网，兴业证券研究所

图 30：拉芳国际日化研发中心



数据来源：公司官网，兴业证券研究所

多层次品牌结构，打造富有竞争力的产品组合

以“拉芳”为依托的多层次品牌结构。“拉芳”具有较高的市场知名度和品牌影响力，代表公司的整体形象，为其他品牌的推广提供质量和信誉保证，逐步打造“雨洁”、“美多丝”等多个品牌，形成多层次品牌结构。“雨洁”品牌定位为头皮护理及去屑系列产品，产品主要包括洗发露和护发素。“美多丝”为头发受损修复系列产品，立足于修复细分市场、定位中高端市场、快速发展。2016年“拉芳”品牌营收6.54亿元，占比62.43%，“雨洁”品牌营收1.67亿元，占比15.95%，“美多丝”品牌营收1.58亿元，占比15.03%。值得关注的是，高端护发素品牌“美多丝”营收同比增长率远超另外两个品牌，14、15和16年增长率分别为315.59%、76.50%和66.15%，有望成为拉芳旗下未来另一个支柱型品牌。

图 31：拉芳家化主要产品



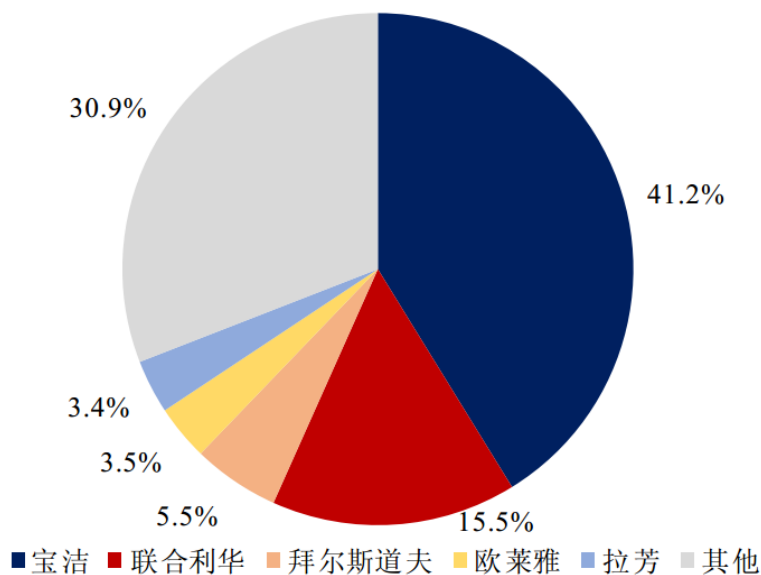
数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

其他品牌包括“圣峰”、“缤纯”、“威爽”、“陶然”、“娇草堂”、“曼丝娜”、“依媚”等，“圣峰”品牌主要定位牙膏、牙刷产品，“缤纯”品牌主要定位膏霜产品，“威爽”主要定位洗涤产品，“圣峰”、“缤纯”、“威爽”主要是为实现多品类覆盖而创立的品牌；近年来，国内洗护发市场中植物本草、无硅油等产品概念层出不穷，为满足消费需求及产品升级的需要，公司顺势推出“陶然”、“娇草堂”、“曼丝娜”、“依媚”等新品牌，主打绿色、健康的洗护发产品，进一步丰富了公司的产品结构。现阶段公司主要发展“拉芳”、“雨洁”、“美多丝”三大品牌，“圣峰”、“缤纯”、“威爽”等其他品牌销售收入占比较小。

外资品牌在洗护行业占优，拉芳是唯一挤入前五的本土品牌

目前外资品牌在国内洗护产品市场有主导地位，拉芳是唯一挤入前五的本土品牌。市场占有率前四的公司皆为外国品牌，根据 2015 年洗护产品行业排名，前五位的公司分别是宝洁、联合利华、拜尔斯道夫、欧莱雅和拉芳，占有率分别为 41.2%、15.5%、5.5%、3.5% 和 3.4%。

图 32：洗护产品市场拉芳市占率跻身前五



数据来源：智研咨询，兴业证券研究所

拉芳的市场占有率位列民族品牌首位。2015 年洗护类用品市场份额仅次于前 4 大在华外资日化品牌，达到 3.4%。同时，拉芳的品牌知名度为目前优势和日后的长远发展奠定了基础，是国内少有的专注洗护类日化产品研发和生产的企业。与其构成对等竞争关系的国内品牌，目前仅有名臣健康旗下的“蒂花之秀”、“美王”品牌，以及上海家化旗下的“六神”品牌。

- **投资建议：**作为国内洗发护发领头羊，重视科技和创新，市场占有率位列民族品牌首位，以“拉芳”品牌产品为核心，在保持“拉芳”和“雨洁”等大众定位品牌的营收稳定增长的前提下，开拓中高端定位的“美多丝”洗护品牌。层次鲜明结构合理，业绩可期。按发行后的股本计算，我们预测公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.91、1.05、1.19 元，对应 PE 47.0/40.8/36.0，新股上市，建议积极关注。

4.3 青岛金王——渠道+产品双头并进，布局化妆品全产业链

蜡烛巨头转型化妆品产业，逐步建设形成完整的化妆品全产业链。青岛金王原是一家以生产各式蜡烛及其相关产品为主营业务的亚洲最大的蜡烛生产企业，在蜡烛市场逐渐饱和后，公司 2007 年开始拓展油品贸易；油品贸易业务规模有限，公

司自 2013 年以来拓展化妆品行业，陆续投资了杭州悠可、广州栋方、上海月津等化妆品公司，涵盖了化妆品线上渠道、线下渠道和研发生产各个方面。公司确立了打造“颜值经济产业圈”平台的发展战略，战略包括日化，护肤，彩妆，香薰，专业美容，医美等各个方面。

布局研发端，整合品牌，打造核心竞争力

投资收购广州栋方，提高化妆品研发生产能力。广州栋方拥有专业的科研人才团队，并与国内一流大学成立了化妆品联合研究中心，公司成立至今，已经完成输出约 2.8 万个配方品类，实施生产并上市约 7 千多个产品或品类，获得了多项研发成果及国家专利。通过对新材料、新技术、新产品的持续研究与开发，特别是发挥在天然有机植物化妆品方面的优势，2016 年上半年，广州栋方通过收购广州乐创品牌管理有限公司以及原设立的广州植萃集化妆品有限公司，实现了从 OEM（原始设备制造商）到 ODM（原始设计制造商）再到 OBM（原始品牌制造商）的升级和发展。青岛金王 2014 年 4 月收购了广州栋方 45% 的股权，依托广州栋方不俗的研发实力，未来公司研发前景可期。

收购广州韩亚，持续整合“研发+品牌+渠道”。广州韩亚是国内为数不多的彩妆为主、护肤一体的化妆品企业，拥有“蓝秀”、“LC”品牌资源。“蓝秀”在韩国具有合作合作的研发中心和工厂；“LC”品牌产品与韩国企业共同研发设计，定位年轻群体。广州韩亚旗下有 30 多个省级经销商和 5000 家销售网点终端，实现了覆盖全国的营销渠道布局。2016 年 4 月，青岛金王取得广州韩亚 100% 的股权，此举不仅可以使青岛金王在彩妆及彩护一体化产品的研发方面具有一定的技术优势，还可进一步拓展线下网店，为其他品牌的发展带来优势。

通过对广州韩亚、广州栋方、上海月津的投资，截止 2016 年底，青岛金王已经拥有较丰富的品牌资源。

表 8: 青岛金王拥有的品牌资源

品牌名称	品牌商标	品牌来源	品牌特色与定位
蓝秀		收购广州韩亚所得	中档彩妆，年轻群体，紧追韩流趋势。
LC		收购广州韩亚所得	中低档彩妆，紧追韩流
肌养晶		上海月津自有品牌，拥有 50% 商标权	中档护肤品，主打天然
美津植秀		上海月津拥有其在屈臣氏万宁渠道的总代理权	中低档定位，屈臣氏热卖护肤产品
植萃集		来自广州栋方，上海月津拥有其在屈臣氏总代理权	中档定位，主打天然萃取，植物护肤

来源：公开资料，兴业证券研究所整理

杭州悠可+上海月泮，“线上+线下”双线驱动

杭州悠可是电商代运营龙头，与多家知名品牌合作，未来发展前景广阔。杭州悠可成立于 2012 年 7 月，是专注于化妆品领域的品牌电商服务企业，目前拥有包括雅诗兰黛、娇韵诗、薇姿、倩碧、欧舒丹等在内的 30 余个品牌的线上独家代理权和经销权，覆盖天猫、淘宝、京东、唯品会、聚美优品等电商平台，日均发货量 5000 单，最高超过 10 万单（如双十一当天），日均稳定访客数超过 20 万人次，拥有超过 500 万名付费顾客，在行业处于龙头位置。

青岛金王是杭州悠可的最大股东，后者超额完成业绩承诺。青岛金王于 2013 年 12 月收购杭州悠可 37% 的股权，2016 年 10 月 20 日发布公告拟以非公开发行收购股权的方式收购杭州悠可剩余 63% 的股权，若顺利完成，公司将拥有杭州悠可 100% 股权。杭州悠可在首次被收购时，承诺 2015 年实现 3000 万利润，2016 年实现 6000 万利润，而实际中杭州悠可的表现比承诺的更好，2015 年实现了 3580 万的利润，根据 2016 年公布的《青岛金王应用化学股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书》公布的数据，2016 年承诺利润增加为 6700 万元，比 2013 年 12 月份承诺利润增加 11%。

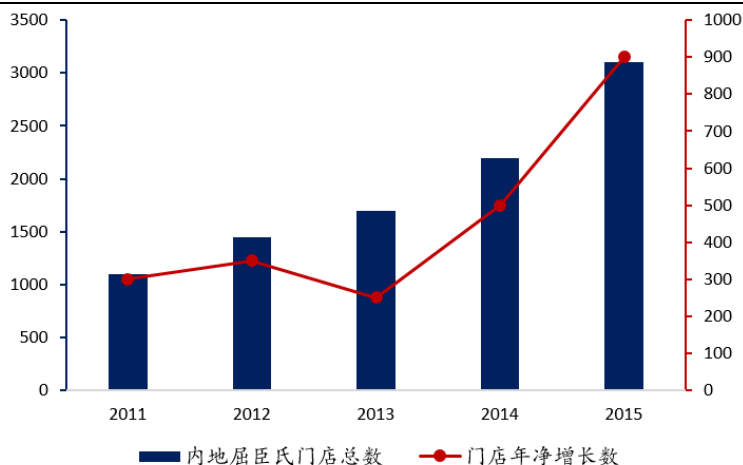
表 9: 与杭州悠可合作的主要品牌

开始合作时间	品牌名称	品牌国家
2012 年	娇韵诗	法国
2013 年	薇姿	法国
2013 年	理肤泉	法国
2013 年	修丽可	法国
2013 年	安婕妤	台湾
2013 年	思亲肤	韩国
2013 年	伊夫黎雪	法国
2013 年	倩碧	美国
2014 年	雅诗兰黛	美国
2014 年	谜尚	韩国
2014 年	菲诗小铺	韩国
2014 年	欧舒丹	法国
2015 年	OPI	美国
2015 年	森田药妆	台湾
2015 年	蜜葳特	法国
2016 年	苏秘 37°	韩国
2016 年	HABA	日本

来源：公开资料，兴业证券研究所整理

全额控股与屈臣氏合作密切的上海月泮，布局线下渠道。青岛金王于 2014 年 12 月收购上海月泮 60% 股权，2016 年 4 月完成对上海月泮剩余 40% 股权收购。截至 2015 年底，上海月泮在屈臣氏、万宁及欧利芙洋等渠道共开设及运营化妆品直营终端超过 700 个，遍布全国 30 多个省级行政单位，主要合作品牌有肌养晶、美津植秀及植萃集等。上海月泮与屈臣氏有长期合作关系，目前产品经营状况良好，单个直营终端的平均周零售额为 6000 元，远高于屈臣氏 4000 元的准入门槛，过去 6 年，上海月泮每平方米销售额一直居屈臣氏首位，业绩考核也保持第一。

图 33: 内地屈臣氏线下专营店数目增长迅速



来源: 中国产业信息网, 兴业证券研究所

上海月沔业务模式成熟, 品牌运营能力突出。上海月沔作为化妆品品牌代理商及运营商, 靠获得品牌经销权和产品代理权经营。作为品牌总代理, 上游直接面向生产方, 再将产品导入到终端渠道, 下游直接与优质的连锁渠道商开展合作通过线下连锁专营渠道销售化妆品产品, 采用直销模式, 在店铺和每个专柜均会配备固定导购人员, 并根据需要配备更具经验的流动促销人员, 采用主动营销的方式向客户进行化妆品的销售。

签约韩国第三大化妆品集团 Tonymoly, 渠道优势已显现

Tonymoly 是韩国第三大化妆品集团, 营收成绩出色, 产品在韩国家喻户晓。Tonymoly 2015/2016 年营收折合人民币分别约为 12.8/13.9 亿元; 归母净利折合人民币分别约为 7800/7700 万元; 净利率 6.11%/5.53%。Tonymoly 拥有产品设计、研发、生产、物流和容器研发生产全产业链资源, 在韩国、中国拥有生产基地和物流园区。销售网络方面, Tonymoly 在韩国拥有 700 余家单品牌店和百货网点, 在海外有 260 余家单品牌店, 并入驻欧洲 15 个国家 825 家丝芙兰, 全球总销售网点超 12000 家。目前, Tonymoly 有 1200 多个 SKU, labiotte 有 400 多个 SKU。

青岛金王与 Tonymoly 签约, 助其进军中国市场。2月24日, 青岛金王与 Tonymoly 集团签署了战略合作协议, 宣布成为该集团旗下 Tonymoly 与 Labiotte 两个品牌中国市场全渠道总代理, Tonymoly 将借助青岛金王线上线下布局完善的渠道进军中国市场。与 Tonymoly 的签约说明青岛金王已经得到了海外大化妆品集团的认可, 再次证明了渠道的重要性, 我们预期未来将有越来越多品牌与青岛金王合作, 借助其布局广泛的渠道增厚业绩, 金王发展前景可期。

持续布局全国线下渠道, 进一步增强实力。青岛金王设立了产业链管理公司, 未来化妆品为主的日化领域集中采购和线下经销商渠道的合作平台将以全资子公司产业链管理公司为主体来开展。于 2016 年 1 月起开始整合全国线下各省级代理商

优质资源，为公司补全了 CS, KA 等渠道。

综上，青岛金王收购杭州悠可切入化妆品垂直电商领域，收购上海月泮扩展渠道运营，打通屈臣氏、万宁等线下渠道，通过“线上+线下”双线驱动的渠道结构，完成全渠道布局。同时，通过外延式并购布局产品研发：收购广州栋方打通研发生产；收购广州韩亚通过旗下蓝秀品牌拓展彩妆领域。借助公司研发生产、线上线下载渠道等方面的整体业务布局产生优势互补和协同效应，实现多渠道营销，实现跨越式发展。

图 34：线上、线下渠道与生产研发协同，形成化妆品全产业链



来源：公司公告，兴业证券研究所

- **投资建议：**青岛金王拥有完整的渠道铺设，线上收购杭州悠可切入化妆品电商领域，线下收购上海月泮扩展渠道运营，打通屈臣氏、万宁等，并且积极布局全国各省运营商，完成全渠道布局。同时，通过外延式并购 2013 年收购广州栋方 45% 股权打通研发生产；2015 年收购广州韩亚 100% 股权发展品牌运营。17 年 2 月，金王签约韩国第三大化妆品集团 Tonymoly，成为其中国市场渠道总代理，此番合作再次证明渠道的重要性，我们预期未来将有更多品牌与金王合作，借助其布局广泛的渠道增厚业绩，金王发展前景可期。预期 2016-18 年 EPS 分别为 0.52/1.21/1.01（2017 年将出现约 0.43 元 EPS 的一次性利润），PE 分别为 43.1/18.5/22.2，维持增持建议。
- **风险提示：**国内消费增速下滑，品牌发展不及预期

表 10: A 股&港股的化妆品 (日化) 概念股

细分领域	上市公司	收盘价	市值 (亿)	EPS			PE		
				2016	2017	2018	2016	2017	2018
化妆品渠道	青岛金王	22.40	84.50	0.52	1.12	1.14	43.08	20.05	19.73
	怡亚通	9.99	209.73	0.27	0.53	0.68	37.00	18.81	14.75
	莎莎国际 (HK)	3.08	92.23	0.11	0.15	0.18	28.25	19.91	17.27
	卓悦控股 (HK)	0.40	13.48	(0.02)	0.00	0.00	(16.35)	-	-
化妆品研发生产及 品牌运营	上海家化	29.14	196.23	0.32	0.57	0.72	91.06	50.79	40.20
	拉芳家化	42.81	74.66	1.14	0.92	1.02	37.55	46.78	41.83
	中国儿童护理 (HK)	0.45	4.55	(0.11)	-	-	(4.09)	-	-
	霸王集团 (HK)	0.39	12.33	0.01	-	-	27.29	-	-
	欧舒丹 (HK)	15.40	227.45	0.08	0.09	0.10	194.53	172.65	154.15
	自然美 (HK)	0.83	16.62	0.07	0.08	0.09	12.54	10.65	9.55
发制品	瑞贝卡	7.21	68.01	0.18	0.21	0.23	39.64	34.73	31.17
口腔清洁	两面针	9.41	51.76	0.05	-	-	188.20	-	-
肥皂洗涤剂	广州浪奇	10.84	56.69	0.04	-	-	241.32	-	-
药企 (日化产品占 比 12%左右)	益盛药业	12.40	41.04	0.04	-	-	310.78	-	-
	片仔癀	56.08	338.34	0.89	1.18	1.48	63.01	47.71	37.82

来源: Wind, 兴业证券研究所整理

截止 2017/04/19, 估值来自 Wind 一致预期, 其中港股以港币计

行业深度研究报告
投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyanjq@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948	caojt@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
陈殊宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857	caimzh@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施孜琪	021-20370837	shzq@xyzq.com.cn
王磊	021-20370658	wanglei1@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树		
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。