丸美推出小红笔眼霜，上海家化发布 2020 品牌计划

——化妆品行业三月数据跟踪

推荐|维持

报告要点：

- **行业数据跟踪**

2020 年 03 月淘系平台化妆品类（美容护肤+彩妆）成交额合计为 220.35 亿元，同比增长 43.06%。其中美容护肤类成交额 165.16 亿元，同比增长 51.38%；彩妆类成交额为 55.19 亿元，同比增长 22.85%。

- **重点上市公司数据&重要事件跟踪**

重点品牌天猫旗舰店数据跟踪：珀莱雅店铺销售额 1.09 亿元，同比增长 85.40%，新品红宝石精华月销超 2 万件。**丸美**店铺销售额 2623 万元，同比增长 16.68%，完成 TP 更换+4 月小红笔眼霜上线后有望继续发力线上。**上海家化**旗下佰草集店铺成交额 3525 万元，同比增速 105.40%，其中电商直播爆品贡献主要增量；功效性护肤品牌玉泽店铺成交额 8746 万元，同比大增 661.26%，继续受益于直播电商；但高夫、美加净增速依然为负，销售额下滑较严重。

重要事件跟踪：1）上海家化 3 月 23 日发布各品牌发展战略与新品计划，总体看 2020 年公司将重点聚焦成长性较强的美容护肤领域，集中资源打造佰草集与玉泽两大品牌。同时，其他品牌也均有新的战略规划与新品计划，开启智能升级模式。2）丸美 3 月 27 日推出新品“小红笔眼霜”，产品创新性的将“美容仪+护肤品”的概念结合，定位高效抗老眼部护肤，主要针对有眼部抗初老需求的年轻群体。目前天猫旗舰店预售价为 338 元/30g，截至 4 月 11 日，天猫预定量达到 9000+。3）珀莱雅推出又一高功效、高颜值、高成本大单品“双抗精华”，主打“抗氧+抗糖”功效，定位新一代年轻人的“初老”需求，成分上添加麦角硫因、虾青素、肌肽及 BASF 专利成分 Collrepair。目前天猫旗舰店预售价为 209 元/30ml。

重点上市公司线下门店跟踪：截至 2020 年 4 月 5 日，**珀莱雅：**主品牌共有专柜 894 个，华东地区占比 45.2%，优资莱单品牌店数量保持不变，569 家，单品牌模式扩张仍有难度。**丸美：**主品牌共有百货专柜 1705 个，日化精品店 10201 个，整体分布均衡。**佰草集：**共有百货专柜 1175 个，主要分布在华东、华中与华北等地；专营门店 82 家，主要分布在相对繁华的大中型城市；养美空间门店数量共有 185 家，在经历 2019 年 12 月显著减少后保持稳定。

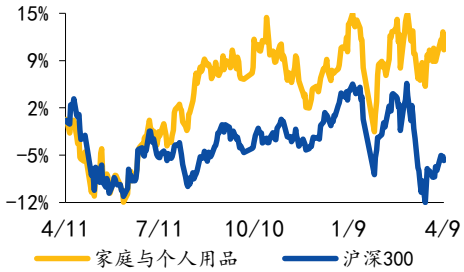
- **投资建议**

2019 年限额以上批发和零售业化妆品类增速高达 12.6%，行业景气度较高，近期受疫情影响品牌销售端或出现短期承压，但长期成长逻辑不改，维持行业“推荐”评级。继续关注定位中高端并差异化主打眼霜+抗衰的**丸美股份**、对行业趋势把握精准的大众化妆品龙头**珀莱雅**、以及多品牌多渠道+重点品牌焕活的**上海家化**。

- **风险提示**

行业景气度下滑、品牌竞争加剧、渠道拓展不及预期、疫情影响加剧。

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-化妆品行业二月数据跟踪：珀莱雅推出大单品红宝石精华，丸美尝试无界零售》2020.03.10

《国元证券行业研究-化妆品行业点评报告：疫情对化妆品行业影响及对上市公司业绩影响测算》2020.02.13

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳
邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS			PE		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603983	丸美股份	买入	65.81	26389.81	1.19	1.36	1.56	55.32	48.38	42.11
603605	珀莱雅	买入	118.05	23759.87	1.96	2.38	3.13	60.23	49.56	37.74
600315	上海家化	买入	25.03	16801.35	0.83	0.72	0.86	30.16	34.86	28.98

资料来源：Wind，国元证券研究中心

目 录

1、行业数据追踪 5
1.1 行业销售情况追踪 5
1.2 行业营销情况追踪 10
2、重点上市公司数据跟踪 11
2.1 上市公司旗下品牌淘宝线上数据跟踪 11
2.1.1 主要上市公司淘系销售数据 11
2.1.2 重要事件跟踪：上海家化发布 2020 新品计划；珀莱雅持续推出重磅新品“双抗精华”；丸美上线高科技导入仪眼霜“小红笔眼霜” 12
2.2 重点品牌天猫旗舰店数据跟踪 14
2.2.1 珀莱雅 14
2.2.2 丸美 15
2.2.3 佰草集 16
2.2.4 御泥坊 17
2.3 重点上市公司线下店铺数跟踪 19
3、风险提示 20

图表目录

图 1：淘系平台美容护肤类与彩妆类销售额及增速 5
图 2：2020 年 03 月淘系平台护肤细分品类销售额占比 5
图 3：2020 年 03 月淘系平台护肤细分品类同比增速 5
图 4：2020 年 02 月淘系平台彩妆细分品类销售额占比 6
图 5：2020 年 02 月淘系平台彩妆细分品类环比增速 6
图 6：丸美小红笔眼霜 13
图 7：丸美小红笔按摩头 13
图 8：珀莱雅双抗精华 14
图 9：包装双重锁鲜技术 14
图 10：2020 年 03 月珀莱雅天猫旗舰店品类销售额占比 15
图 11：2020 年 03 月丸美天猫旗舰店品类销售额占比 16
图 12：2020 年 03 月佰草集天猫旗舰店品类销售额占比 17
图 13：2020 年 03 月御泥坊天猫旗舰店品类销售额占比 18

表 1：销量前 10 的美容护肤品牌及其零售额（单位：元） 6
表 2：护肤品按定价划分梯队及各梯队样本品牌的销售额与增速（此处为淘宝+天猫销售额合计） 7
表 3：销量前 10 的彩妆品牌及其零售额（单位：元） 8
表 4：彩妆按定价划分梯队及各梯队样本品牌的销售额与增速 9
表 5：小红书护肤品牌投放榜单前十名 10
表 6：小红书美妆品牌投放榜单前十名 10

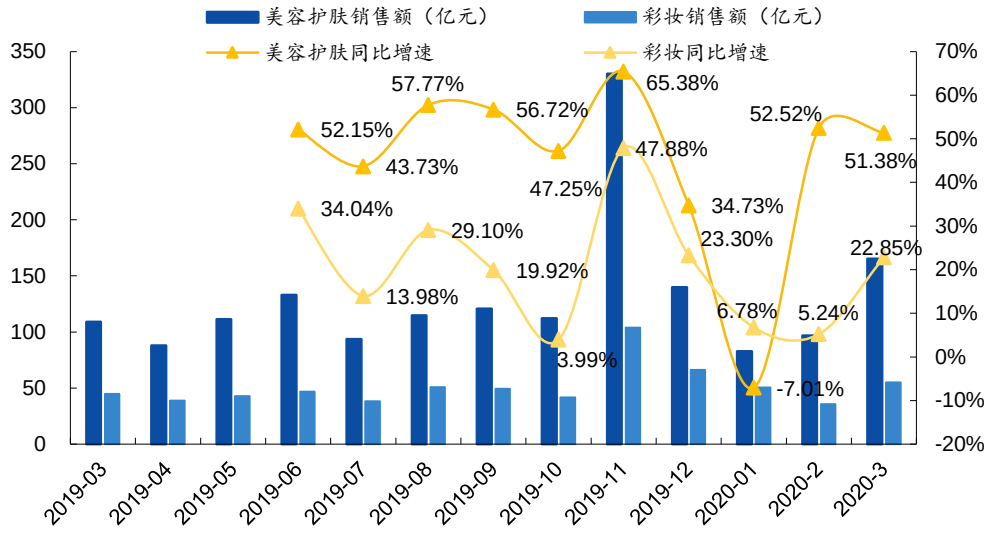
表 7：主要上市公司及旗下品牌 2020 年 03 月淘系平台销售情况（其中启初仅包含旗舰店数据）.....11
表 8：上海家化各品牌往期成果及未来规划 12
表 6：2020 年 03 月珀莱雅天猫旗舰店销量排名前 10 产品（单位：元）..... 15
表 7：2020 年 03 月丸美天猫旗舰店销量排名前 10 产品（单位：元）..... 16
表 8：2020 年 03 月佰草集天猫旗舰店销量排名前 10 产品（单位：元）..... 17
表 9：2020 年 03 月御泥坊天猫旗舰店销量排名前 10 产品（单位：元）..... 18
表 10：丸美、珀莱雅、上海家化旗下品牌门店数量及地域分布（截至 2020 年 4 月 5 日）..... 19
表 11：丸美、珀莱雅、上海家化旗下品牌门店地域占比分布（截至 2020 年 4 月 5 日）..... 19

1、行业数据追踪

1.1 行业销售情况追踪

2020 年 03 月淘系平台化妆品类（美容护肤+彩妆）成交额合计为 220.35 亿元，同比增长 43.06%。其中美容护肤类成交额 165.16 亿元，同比增长 51.38%；彩妆类成交额为 55.19 亿元，同比增长 22.85%。随着复工复产的推进，叠加三八女王节促销的催化，行业增速逐渐回暖。

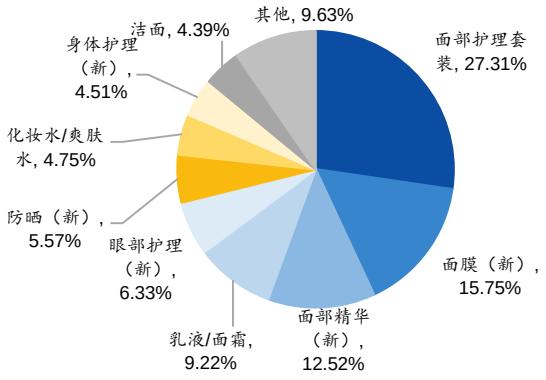
图 1：淘系平台美容护肤类与彩妆类销售额及增速



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

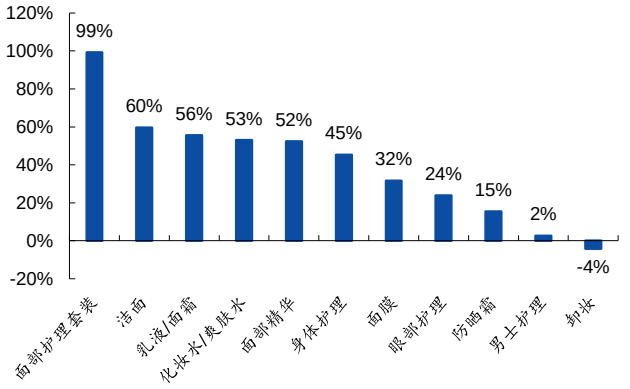
2020 年 3 月淘系平台美容护肤细分品类中，销售额占比最高的依然是面部护理套装（27.31%）、面膜(15.75%)、面部精华(12.52%)。从增速上看，面部护理套装(+99%)、洁面（+60%）、乳液/面霜（+56%）增速前三。

图 2：2020 年 03 月淘系平台护肤细分品类销售额占比



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

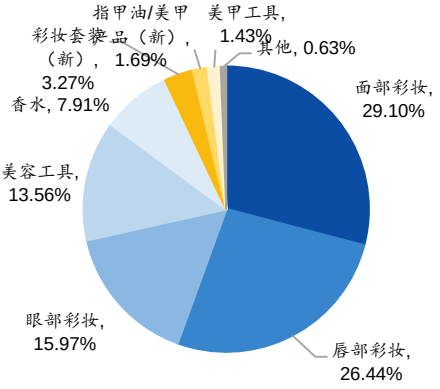
图 3：2020 年 03 月淘系平台护肤细分品类同比增速



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

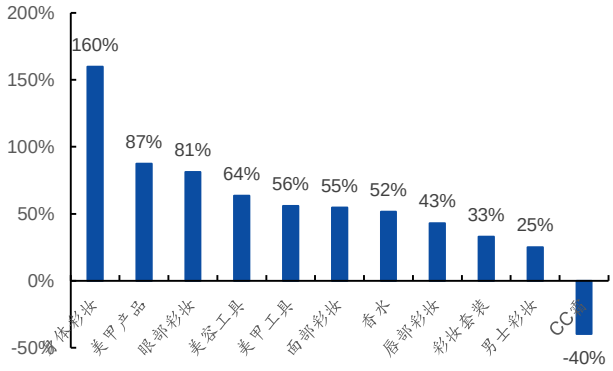
彩妆细分品类中，面部彩妆销售额仍是最高，占比 29.10%，其次的为唇部彩妆（26.44%），眼部彩妆（15.97%）。由于 2019 年 8 月起彩妆细分品类统计口径大幅调整，暂无同比增速数据，从环比情况来看，随着复工复产的推进，3 月彩妆销售显著好于 2 月，在戴口罩出行的影响下，身体彩妆（环比+160%）、美甲彩妆（+87%）、眼部彩妆（+81%）增幅较快，唇部彩妆（+33%）增幅相对较弱。

图 4：2020 年 03 月淘系平台彩妆细分品类销售额占比



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

图 5：2020 年 03 月淘系平台彩妆细分品类环比增速



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

美容护肤品牌：2020 年 3 月排名前五的均为国际品牌，依次是欧莱雅、whoo、雅诗兰黛、兰蔻和 sk-ii，成交额分别达到 4.14、3.36、3.31、3.19 与 2.94 亿元。销售额排名进入前十的国产品牌有自然婷、植贝、自然堂，销售额为 2.16、1.99、1.99 亿元。趋势上，一方面国际品牌积极加码线上营销与产品促销，依托其强大的品牌力与产品力收割了大量消费者，另一方面，国产平价品牌植贝等，凭借以淘宝直播、快手直播、抖音直播为代表的直播带货模式，迅速实现放量。

表 1：销量前 10 的美容护肤品牌及其零售额（单位：元）

排名	2020-03			2020-02		2019-03	
	品牌	零售额	增速	品牌	零售额	品牌	零售额
1	欧莱雅	414,360,910	64.43%	植贝	399,083,476	倾肤	286,983,997
2	whoo	336,256,152	217.64%	阿古丽娅	262,009,155	欧丽源	282,372,008
3	雅诗兰黛	331,440,399	132.21%	欧莱雅	198,588,030	欧莱雅	251,992,082
4	兰蔻	319,660,680	182.42%	兰蔻	175,297,899	形象美	198,660,088
5	sk-ii	294,658,908	123.23%	雅诗兰黛	148,229,398	玉兰油	173,682,771
6	雅顿	254,143,667	-	玉兰油	147,435,592	莱贝	160,503,352
7	玉兰油	225,241,475	29.69%	SK-II	142,217,071	一枝春	147,774,579
8	自然婷	216,903,562	-	蓝尼芳可	126,824,309	雅诗兰黛	142,732,017
9	植贝	199,472,723	569921964.29%	修丽可	122,449,111	sk-ii	132,000,620
10	自然堂	199,401,728	14.81%	半亩花田	117,698,586	wis	130,419,546

资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心（标为黄色的是国产品牌）

聚焦样本品牌：随着疫情逐渐控制，3 月护肤品类消费回暖明显，整体看高端品牌增速突出，优于大众品牌。高档品牌（单价>500 元）增速较快，其中 whoo 增速突出，

高达 217.64%，兰蔻、LA MER 、HR 增速也均超 160%。大众高端品牌（单价 250-500 元）平均增速为 103.74%，其中华熙生物旗下的润百颜增速 248.96%，科颜氏、欧珀莱增速超过 100%。大众中端品牌（单价 100-250 元）表现分化：其中韩束增速超 160%，主要因其近期积极在抖音、淘宝直播等渠道进行营销投放；薇诺娜增速接近 90%，自然堂、home facial pro、欧莱雅、玉兰油、珀莱雅增长良好，增速均在 60-80%；御泥坊、百雀羚、悦诗风吟增速由负转正；但高夫、春纪仍同比下滑。大众低端品牌（单价<100 元）整体同比微跌，除片仔癀和完美外均呈下跌状态。功效性护肤品品类依然表现亮眼，玉泽同比增长超 5 倍，修丽可增长超 2 倍。

表 2：护肤品按定价划分梯队及各梯队样本品牌的销售额与增速（此处为淘宝+天猫销售额合计）

品牌分类	品牌名称	销售额（万元）	同比增速	板块整体增速情况
高档高端（>1000 元）	LA MER	15,872	165.81%	平均增速为 100.18%，增速较快，其中 LA MER 和 HR 增速均超 160%。
	HR	5,548	160.89%	
	CPB	3,827	64.94%	
	la prairie	1,617	9.08%	
高档中端（500-1000 元）	兰蔻	31,966	182.42%	平均增速为 145.99%，近 1.5 倍，其中 whoo 增速破 200%，兰蔻增速 182.42%，SK-II、雅诗兰黛增速均超 120%。
	SK-II	29,466	123.23%	
	whoo	33,626	217.64%	
	雅诗兰黛	33,144	132.21%	
	资生堂	15,777	74.44%	
	雪花秀	6,653	48.58%	
大众高端（250-500 元）	科颜氏	12,547	129.55%	平均增速为 103.74%，其中润百颜增速高达 248.96%，科颜氏、欧珀莱增速超过 100%。
	芙丽芳丝	11,212	83.80%	
	理肤泉	8,862	92.25%	
	丸美	7,178	37.36%	
	欧珀莱	5,027	104.19%	
	佰草集	3,965	67.78%	
	欧舒丹	3,632	66.04%	
	润百颜	3,555	248.96%	
大众中端（100-250 元）	玉兰油	22,524	29.69%	平均增速为 46.52%，品牌表现分化。韩束增速超 160%；薇诺娜增速近 90%，自然堂、home facial pro、欧莱雅、珀莱雅增长良好，增速在 60-80%，御泥坊、百雀羚、悦诗风吟增速转正；高夫、春纪仍然同比下降。
	欧莱雅	41,436	64.43%	
	自然堂	19,940	76.96%	
	home facial pro	17,439	74.54%	
	珀莱雅	14,254	64.01%	
	百雀羚	13,968	9.93%	
	薇诺娜	13,050	88.43%	
	韩束	11,695	163.59%	
	御泥坊	7,994	38.00%	
	悦诗风吟	7,148	1.15%	
	高夫	1,284	-26.40%	
	春纪	590	-42.95%	
大众低端	片仔癀	2,300	20.70%	平均增速为-3.55%，除片仔癀、完美外，其余品牌增

（0-100 元）	大宝	2,255	-0.76%	速均为负
	完美	1,427	2.92%	
	美加净	686	-29.56%	
	郁美净	273	-11.06%	
功效性护肤品牌	薇诺娜	13,050	88.43%	平均增速达到 147.73%，其中玉泽仍维持高速增长，同比增长超 5 倍；修丽可增速超 2 倍，科颜氏同比翻倍
	科颜氏	12,547	129.55%	
	修丽可	11,237	244.76%	
	理肤泉	8,862	92.25%	
	玉泽	8,696	544.77%	
	雅漾	6,305	53.39%	
	dr.ci:labo	4,309	39.87%	

资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

彩妆品牌：2020 年 3 月销售额排名前列的仍是完美日记（3.01 亿）与花西子（1.66 亿）两大新兴国产品牌，其中完美日记以 3.01 亿月销售额蝉联多月榜首。国际彩妆品牌 YSL、雅诗兰黛、阿玛尼、3CE 等也表现较高，均实现超 1 亿元的销售额。增速方面，国产新锐品牌花西子（+234.7%）延续直播带货与社交媒体营销打造爆款产品模式，持续倍数式增长，完美日记（+50.87%）在上年高基数下增速有所放缓；国际品牌方面，除 MAC(-17.19%)有所下降，其余品牌本月均增长良好，其中欧莱雅收购的韩国新锐彩妆品牌 3CE（+202.44%）增长超 2 倍。

表 3：销量前 10 的彩妆品牌及其零售额（单位：元）

排名	2020-03			2020-02		2019-03	
	品牌	零售额	增速	品牌	零售额	品牌	零售额
1	完美日记	301,718,347	50.87%	完美日记	169,304,708	完美日记	199,984,602
2	自然堂	172,337,305	-	花西子	135,637,250	美宝莲	96,213,117
3	花西子	166,131,695	234.70%	YSL	130,115,513	MAC	95,342,272
4	真绣文	160,201,305	-	阿玛尼	119,145,175	YSL	92,783,492
5	YSL	124,121,633	33.78%	MAC	95,756,662	稚优泉	84,683,557
6	雅诗兰黛	118,594,512	66.31%	纪梵希	94,951,482	卡姿兰	80,692,383
7	阿玛尼	116,470,275	79.75%	迪奥	65,560,409	迪奥	72,581,046
8	3ce	109,779,952	202.44%	color key	64,145,665	雅诗兰黛	71,308,505
9	淮树	82,266,500	-	3ce	63,928,399	欧丽源	71,188,483
10	MAC	78,951,960	-17.19%	淮树	60,071,511	zeesea	69,561,915

资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心（*标为黄色的是国产品牌，标为灰色的为数据不真实品牌，主要由于实际售价与标价误差较大，统计数据被严重夸大。）

聚焦样本品牌：彩妆消费持续受疫情影响，品牌方营销节奏的调整导致不同品牌销售情况出现严重分化。高档彩妆品牌中，Tom Ford（+121.42%）、阿玛尼（+79.75%）、雅诗兰黛（+66.31%）增速较快，但 CPB、迪奥、SUQQU 出现小幅下滑。中档品牌表现相对稳定，除 MAC 外其余增速均为正。大众品牌在激烈的竞争下表现分化，一方面新锐彩妆品牌花西子（+234.70%）、3CE（+202.44%）、健美创研（+114.97%）、完美日记（+50.87%）连续高增长；另一方面，传统彩妆品牌如欧莱雅（-57.45%）、美康粉黛（-63.77%）、悦诗风吟（-43.11%）等出现严重下滑。

部分新锐国产彩妆品牌在疫情期间维持良好表现，得益于其迅速的反应能力。一方面，完美日记、花西子、colorkey 等品牌在疫情发生后迅速反应，积极调整营销投放策略，如完美日记借助京东自营旗舰店（有物流）打出“春节不打烊”与“每满 199 减 100”的大力促销活动，收获颇丰；colorkey 在第一季度战术性调整放大线上投放，积极把握疫情初期线上投放性价比较高的时段，实现更高的投放效能。新锐品牌迅速的反应能力帮助他们转为危机，有望创造出弯道超车的机会。但同时，新锐品牌创立时间较短，品牌力积淀仍有不足，如何建立差异化的品牌定位、塑造强大品牌力、实现客户留存，是国产新锐彩妆品牌需要进一步探索和学习的地方。

表 4：彩妆按定价划分梯队及各梯队样本品牌的销售额与增速

品牌分类	品牌名称	销售额（万元）	同比增速	板块整体增速情况
高档高端	cpb	2,769	-1.74%	平均增速 38.55%，tom ford 同比增长迅速，增速为 121.42%，cpb 和 SUQQU 略有下滑。
	tom ford	5,713	121.42%	
	SUQQU	1,052	-4.03%	
高档中端	YSL	12,412	33.78%	平均增速 38.54%，其中阿玛尼增速 79.75%，雅诗兰黛 66.31%，其余除迪奥略有下降外增速平稳。
	雅诗兰黛	11,859	66.31%	
	阿玛尼	11,647	79.75%	
	迪奥	7,169	-1.23%	
	兰蔻	5,083	14.12%	
中档	MAC	7,895	-17.19%	平均增速 23.60%，增速平稳，除 MAC 外其余增速均为正。
	兰芝	3,032	6.85%	
	Make up forever	1,954	64.99%	
	benefit	732	39.75%	
大众高端	花西子	16,613	234.70%	品牌表现分化：国产新锐品牌花西子和 3CE 增幅均超两倍；美宝莲、canmake、欧莱雅、悦诗风吟下降明显，降幅在 5-60%不等。
	3CE	10,978	202.44%	
	美宝莲	7,781	-19.13%	
	canmake	2,502	-5.05%	
	欧莱雅	2,015	-57.45%	
	悦诗风吟	1,617	-43.11%	
大众中端	完美日记	30,172	50.87%	品牌表现分化：健美创研高达 114.97%，完美日记增长 50.87%；zeesea、橘朵由负变正；美康粉黛、玛丽黛佳、稚优泉、卡姿兰下滑明显。
	zeesea	7,378	6.06%	
	稚优泉	5,665	-33.11%	
	橘朵	5,561	16.84%	
	卡姿兰	5,396	-33.13%	
	健美创研	3,989	114.97%	
	玛丽黛佳	3,054	-29.91%	
	美康粉黛	2,181	-63.77%	

资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

1.2 行业营销情况追踪

护肤类：三月小红书护肤品类投放榜单中，品牌笔记投放数量前三位依然是自然堂、科颜氏、谷雨，与上月相比，前三位的品牌在本月均大幅提高了笔记投放量，品牌广告投放意愿有所回升。其中自然堂在本月投放笔记 153 篇，已连续两个月排在榜首位置，科颜氏与谷雨本月投放量也均超过 120 篇。投放量排名前 10 的国产品牌还包括韩束、HFP 与奢思雅。国际品牌中，OLAY、兰蔻、兰芝、Sisley 在小红书的投放也相对积极。对比 2019 年全年的数据，以自然堂、谷雨为代表的国产品牌的投放热度有所提升，但投放带来的曝光量仍显著低于品牌力更强的国际大牌。

表 5：小红书护肤品牌投放榜单前十名

	2020 年 3 月			2020 年 2 月			2019 年全年		
排名	品牌	总曝光量(万)	投放笔记数	品牌	总曝光量(万)	投放笔记数	品牌	总曝光量(万)	投放笔记数
1	自然堂	603	153	自然堂	536	121	科颜氏	16793	1609
2	科颜氏	474	132	谷雨	1430	78	兰蔻	82052	1143
3	谷雨	1385	125	科颜氏	140	65	自然堂	13473	1038
4	OLAY	3345	98	OLAY	2841	64	OLAY	51503	822
5	韩束	272	80	兰蔻	5489	48	碧欧泉	5655	626
6	兰蔻	5546	79	Sisley	233	46	Sisley	6612	590
7	兰芝	393	79	倩碧	564	46	谷雨	14422	488
8	Sisley	286	62	兰芝	286	40	LA MER	19600	463
9	HFP	596	58	修丽可	876	38	HFP	9836	419
10	奢思雅	817	49	梦妆	562	38	资生堂	11915	405

资料来源：爱点击创新院，国元证券研究中心

彩妆类：三月小红书美妆品类投放榜单中，品牌笔记投放数量前十的均为国际品牌，其中欧美品牌 7 个，韩国品牌 3 个，未有国产品牌上榜。投放量排名前三位的分别是香奈儿、欧莱雅与 KATE，投放笔记数分别为 139、127、83 篇。对比 2019 年全年数据，去年投放量较大的完美日记近期小红书平台投放有所减少。

表 6：小红书美妆品牌投放榜单前十名

	2020 年 3 月			2020 年 2 月			2019 年全年		
排名	品牌	总曝光量(万)	投放笔记数	品牌	总曝光量(万)	投放笔记数	品牌	总曝光量(万)	投放笔记数
1	香奈儿	2936	139	欧莱雅	2366	174	雅诗兰黛	104844	2,031
2	欧莱雅	1776	127	香奈儿	1340	61	欧莱雅	28399	989
3	KATE	150	83	植村秀	868	55	阿玛尼	36064	608
4	纪梵希	278	60	雅诗兰黛	1036	51	悦诗风吟	7406	525
5	芭妮兰	349	52	阿玛尼	497	33	美宝莲	9922	395
6	MAC	4180	45	悦诗风吟	164	18	芭比波朗	17692	385
7	艾诺碧	47	43	YSL	2039	16	完美日记	20322	377
8	YSL	2936	37	3CE	356	12	YSL	39673	369
9	芭比波朗	815	25	DIOR	79	10	Tom Ford	8243	294
10	悦诗风吟	161	21	美宝莲	88	6	MAC	30857	286

资料来源：爱点击创新院，国元证券研究中心

2、重点上市公司数据跟踪

2.1 上市公司旗下品牌淘宝线上数据跟踪

2.1.1 主要上市公司淘系销售数据

珀莱雅：公司旗下主品牌珀莱雅 3 月淘系平台销售额 1.43 亿元，其中天猫旗舰店销售额 1.09 亿元，店铺同比增长 85.40%。三八节期间（3.5-3.8）珀莱雅天猫旗舰店销售额 6372 万元，同比增长高达 140.27%。2 月下旬上市的新品红宝石精华 3 月开始销售，三八节后月销达到 1.5 万+，3 月 14 日现身李佳琦直播间后月销增至 2.5 万+，热度逐渐提升。

丸美股份：公司旗下主品牌丸美 3 月淘系全平台实现销售额 7178 万元，同比增长 37.36%，其中天猫旗舰店销售额 2623 万元，同比增速 16.68%。三八节期间（3.5-3.8）丸美天猫旗舰店销售额 1975 万元，同比增长近 50%。受疫情与营销节奏影响，品牌增速有所放缓。3 月起品牌旗舰店 TP 更换为壹网壹创，4 月上新针对年轻消费群体的小红笔眼霜，辅以社媒营销投放，电商渠道有望在 Q2 继续发力。

上海家化：公司旗下主要品牌 3 月淘系全平台合计实现销售额 1.5 亿元，各品牌表现分化，其中美容护肤品牌表现较好：佰草集天猫旗舰店成交额约 3525 万元，同比增长 105.40%，主要因为直播带货模式下冻干精华销售情况良好；玉泽天猫旗舰店成交额 8746 万元，同比大增 661.26%，高景气功效性护肤品类+积极加码直播带货使玉泽口碑销量双丰收。但高夫、美加净增速依然为负，同比下滑情况严重。

御家汇：公司旗下主品牌御泥坊淘系平台销售额 7944 万元，同比+38.00%。其中御泥坊天猫旗舰店销售额 5456 万元，同比增速 101.81%，主要由于品牌持续在抖音等社媒平台进行营销投放，打造月销 10 万+的爆款产品“氨基酸泥浆面膜”。同时品牌植入热剧《家安》，增强品牌热度与大众普及度，在 3 月收获了不错的成效。

表 7：主要上市公司及旗下品牌 2020 年 03 月淘系平台销售情况（其中启初仅包含旗舰店数据）

上市公司	品牌名称	天猫旗舰店销售额（万元）	天猫旗舰店销售额增速	淘系全平台零售额（万元）	淘系全平台同比增速
珀莱雅	珀莱雅	10,902	85.40%	14,254	64.01%
丸美	丸美	2,623	16.68%	7178	37.36%
上海家化	佰草集	3,525	105.40%	3965	67.78%
	高夫	918	-20.22%	1,284	-26.40%
	玉泽	8,746	661.26%	8696	544.77%
	美加净	478	-36.99%	686	-29.56%
	启初	612	5.64%	612	5.64%
御家汇	御泥坊	5,456	101.81%	7,994	38.00%

资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心（*由于爬虫数据无法统计品牌旗舰店使用津贴、退货等情况，故此处数据不可直接代表直接销售数据）

2.1.2 重要事件跟踪：上海家化发布 2020 新品计划；珀莱雅持续推出重磅新品“双抗精华”；丸美上线高科技导入仪眼霜“小红笔眼霜”

上海家化发布 2020 年各品牌新品计划，今年将重点聚焦美容护肤品牌佰草集与玉泽。2020 年 3 月 23 日，上海家化举办“2020 上海家化品牌云盛典”，发布会上介绍了各品牌未来一年的发展战略和新品规划。总体来看，2020 年公司将聚焦成长性较强的美容护肤领域，重点打造佰草集与玉泽两大品牌。同时，其他品牌也均有新的战略规划与新品计划，开启智能升级模式。

分品牌看：佰草集将采取“一个明星系列+两个明星渠道”策略，重点打造高端太极系列产品，同时重点聚焦百货与电商两大渠道。具体节奏上，3 月底推出太极水、5 月推出太极面霜、6-9 月推出一系列敦煌跨界合作产品、9 月推出太极丹、太极眼霜。渠道上，百货和电商渠道相结合，线上口碑种草+内容营销+硬广投放，线下售点媒体、跨界 CRM 打通等，实现更聚焦、更精准、更有效的触达。**佰草集典萃**将新品重点放在安瓶类目，计划推出三款集冻干科技、珍贵植萃、安瓶于一体的冻干安瓶精华液，分别主打美白、保湿、抗衰功效。**玉泽**延续医研共创理念，推出果酸焕肤安瓶修护精华液、烟酰胺净颜冻干面膜两大新品，满足油痘消费者对于不同功效和品类的细分需求。**雙妹**维持高端定位，计划打造以玉容霜为代表的护肤明星产品，同时推出全新彩妆系列，渠道端将拓展百货渠道，改变终端形象。**美加净**将聚焦品牌年轻化，对银耳珍珠霜进行全面创新，并推出酵米焕活保湿系列和 24 小时保湿的轻香氛润手霜系列。**六神**花露水将以标语瓶的创新形式，推出 30 周年限量版花露水；洗护端将升级艾叶健肤系列新产品，同时推出以四季为概念的茗茶植萃沐浴露系列。**高夫**将推出针对男士特有问题研发的净源控油点痘啫喱、去黑头洁面泡、水感酷白系列三大新品。**启初**计划在人群上完成孕妇、婴儿、儿童全覆盖，产品上，新推出孕产妇专用系列的孕安瓶、水活育润系列，婴儿的免洗净手消毒凝露+启初智能洗手机，儿童的自信柔亮二合一洗发水。**汤美星**将三大核心品类“仿若亲哺奶瓶系列”、“乳喂养系列产品”、“巧星成长系列水杯”全面焕新。**家安**顺应疫情形势推出空气净化香氛系列、空气净味除菌喷雾、多功能除菌去渍泡等产品。

表 8：上海家化各品牌往期成果及未来规划

品牌	2019 年成果	新品及未来规划
佰草集	2019 年成功打造冻干面膜和日月精华，百货渠道招新 40 万名新会员，电商两位数增长，双十一单日单店销量破一亿元。	1）战略：一个明星系列（太极系列）+两个明星渠道（百货和电商）； 2）新品：3 月推出太极水，5 月太极面霜；6-9 月推出敦煌合作产品：22 周年的限量礼盒、太极精华限量版、御五行精华限量版；9 月推出太极丹、太极眼霜。
佰草集-典萃	2019 年门店数过万，全品牌零售高速增长。7 年来，从 CS 渠道到入驻屈臣氏，SKU 超 100 个。	推出冻干安瓶精华液（冻干科技+珍贵植萃+安瓶）系列：烟酰氨焕亮 33 瓶，玻尿酸水润 55 瓶，多肽抗老化 77 瓶，CS 渠道和屈臣氏渠道各三款，总计 6 款。
玉泽	皮肤屏障修护系列被誉为 5G 护肤；玉泽积雪草安心修复面膜上市一年多成为天猫美容护肤行业 Top1 单品。	1)打造防痘（清痘调护平衡乳/滤豆乳）+治痘（清痘修护精华液）系列产品； 2)三个全新系列产品：玉泽净颜的冻干面膜和果酸安瓶的修复精华液等。
雙妹	2019 年（延续 5 年高增长）全渠道销售增长 100%；线上双十一 200%的增长率。	1)打造护肤明星产品：精华霜/贵妇玉容霜、夜上海凝时奢养系列、传奇焕颜防晒霜和玲珑系列；2)三季度推出全新彩妆系列；3)拓展百货渠道，改变终端形象。
美加净	2019 年面部和手部的市场的份额保持第一，手部份额增长 0.4pct。	1)未来规划：品牌年轻化，聚焦主销的面部和手部的品类； 2)新品：全新银耳珍珠霜，酵米焕活保湿系列下半年上市，轻香氛润手霜系列。

六神	花露水市场份额多年稳居第一；疫情期间，相关产品被上海市经信委定为第 1 批应急征用物资。	1)六神艾叶健肤系列新产品 3 月初上市； 2)推出理念为四季之茶的六神茗茶植萃沐浴露系列；3)30 周年限量版花露水。
高夫	2019 年品牌认知度市场前三名，在高档专为男士定制适合男士肌肤等方面位列男士消费者首选。	1）将发布首次建立的中国男性皮肤数据库《中国男性皮肤特征白皮书》； 2）推出净源控油点痘啫喱，去黑头洁面泡，水感酷白系列。
启初	2019 年感观启蒙系列首次将洗护、玩乐、早教三合一；全国网点 8 万家；开拓新零售渠道。	1）2020 年是启初进入第 2 个 5 年计划的关键年，以产品为核心，通过做强曝光力，做广影响力和做好口碑力的三力配合；2）推出孕安瓶、水活育润系列、免洗净手消毒凝露+启初智能洗手机、自信柔亮二合一洗发水。
汤美星	2019 年汤美星中国实验室正式启动，立足本土独身定制新产品及优化现有产品线。	三大核心品类全面焕新：“closer to nature”仿若亲哺奶瓶系列升级，乳喂养系列产品，Growing Star 巧星成长系列水杯。
家安	在快销网举办的 2019 年的消费精品的评选中，空调消毒剂以及酵素净护洗衣液系列，分别在消毒剂类和洗液类的前 10 名。	推出除菌率 99%的空气净化香氛系列、空气净味除菌喷雾、多功能除菌去渍泡。

资料来源：上海家化品牌云盛典，国元证券研究中心

丸美推出针对年轻群体的重磅新品，高科技导入仪眼霜“小红笔眼霜”。2020 年 3 月 27 日，丸美上市重磅新品“小红笔眼霜”，定位高效抗老眼部护肤，主要针对有眼部抗初老稀缺的年轻群体，符合当代青年熬夜疲劳导致的眼部初老需求。产品创新性的将“美容仪+护肤品”的概念结合，微电流按摩仪配上紧致抗老眼霜，凸显出产品的高功能与高性价比。成分方面，内含三种多肽：眼丝氨肽（抗糖化）、类蛇毒肽（消水肿）、类肉毒素肽（拉紧致）；以及多种植物提取物、24k 纳米金（抗氧化）、角鲨烷（保湿）等，有效解决眼部肌肤问题。目前天猫旗舰店预售价为 338 元/30g 正品+30g 赠品，截止 4 月 11 日，小红笔眼霜在天猫旗舰店预定量达到 8950+。

图 6：丸美小红笔眼霜



资料来源：天猫，国元证券研究中心

图 7：丸美小红笔按摩头



资料来源：天猫，国元证券研究中心

继红宝石精华后，珀莱雅再次推出高功效、高颜值、高成本大单品“双抗精华”。2020 年 4 月 3 日，珀莱雅发布新品双抗精华，定位新一代年轻人的“初老”需求。产品采用抗氧+抗糖，两者结合能作用效力发挥到最大，实现 1+1>2，理论来源于与法国

权威研究机构 CODIF 联合研究，技术背书强大。在抗氧上，采用麦角硫因+虾青素，其中麦角硫因添加量高达 2%，虾青素取自美国 Cyanotech，抗氧能力是 VC 的 6000 倍；在抗糖上，肌肽配合 BASF 专利成分 Collrepair，抑制糖化反应；包装上，采取微脂囊包裹和分舱保存双重锁鲜技术，稳定高效抗氧抗糖。产品目前处在预售阶段，预售价为 229 元/30ml。2019 年公司提出主品牌“守正出奇”的大单品+爆款产品策略，此次推出“双抗精华”是继“红宝石精华”后“守正”大单品策略的再次尝试。

图 8：珀莱雅双抗精华



资料来源：珀莱雅官方微信公众号，国元证券研究中心

图 9：包装双重锁鲜技术



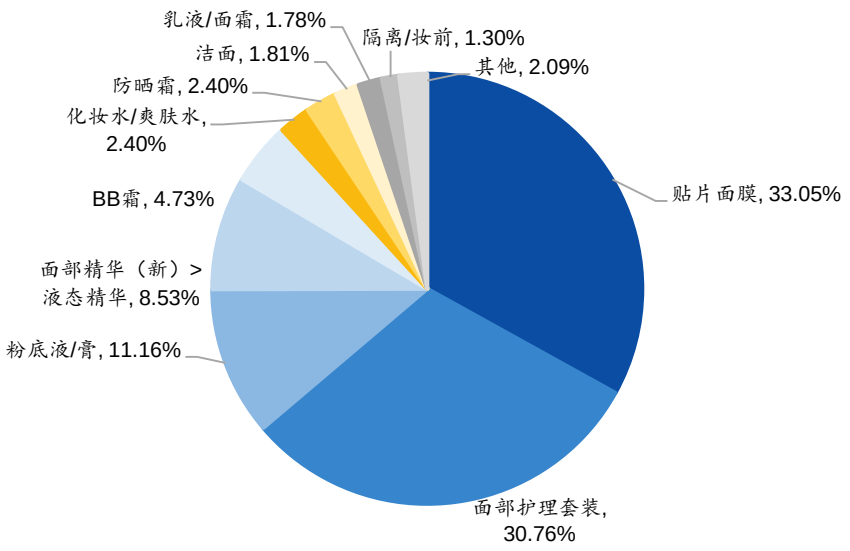
资料来源：珀莱雅官方微信公众号，国元证券研究中心

2.2 重点品牌天猫旗舰店数据跟踪

2.2.1 珀莱雅

三八大促拉动销售增长，新品红宝石精华月销 2 万+。2020 年 03 月珀莱雅天猫旗舰店成交额 1.09 亿元，同比增长 85.40%，三八节促销期间（3.6-3.8）销售额 6372 万元，同比增长 140.27%。从品类看，贴片面膜销售占比最高，达到 33.05%，主要由于神经酰胺面膜与泡泡面膜在三八促销期间销量较高；面部护理套装（30.76%）与粉底液/膏（11.16%）占比相对稳定，位列第二三名。产品方面，高性价比的珀莱雅神经酰胺面膜在三八促销期间销量大增，月销超 26 万件。2019 年通过社媒营销打造的两大爆品“insbaha 粉底液”与“黑海盐泡泡面膜”本月销量位居二、四名，月销分别为 12.6 万+与 6.8 万+；平价护肤套装“珀莱雅水动力护肤品套装”月销达 9 万件，销售额占比位列第二；三月正式开售的新品红宝石精华月销超 2 万件。

图 10：2020 年 03 月珀莱雅天猫旗舰店品类销售额占比



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

表 6：2020 年 03 月珀莱雅天猫旗舰店销量排名前 10 产品（单位：元）

产品名称	最新原价	折扣价	销量	均价	销售额	销售额占比
珀莱雅补水保湿神经酰胺面膜	300	99	264573	100.1	26,483,112	24.29%
珀莱雅 insbaha 粉底液	216	79.9	126028	79.9	10,069,624	9.24%
珀莱雅水动力护肤品套装	477	153.6	92007	175.42	16,139,934	14.80%
珀莱雅黑海盐泡泡面膜清洁面膜	249	99.9	68413	93.92	6,425,017	5.89%
珀莱雅帆船防晒霜隔离乳	158	79	26068	82.04	2,138,712	1.96%
珀莱雅红宝石精华液	299	249	24038	248.91	5,983,302	5.49%
珀莱雅水动力护肤品套装	262	148	20453	142.92	2,923,094	2.68%
珀莱雅水动力活能水爽肤水	86	58	19636	62.45	1,226,178	1.12%
珀莱雅 insbaha 粉底液	216	89.9	19143	89.9	1,720,941	1.58%
珀莱雅烟酰胺精华液	398	169	14735	169	2,490,215	2.28%

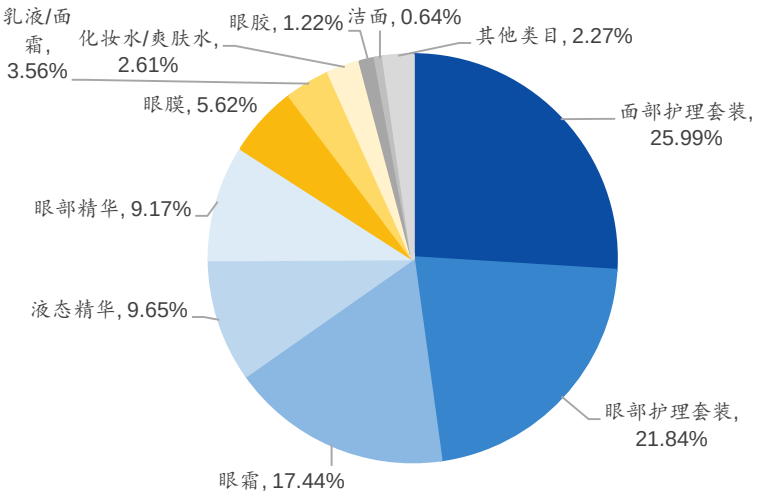
资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心。备注：同名产品分开计算系营销推广渠道不同。

2.2.2 丸美

丸美将线上线下主推产品进行区隔，同时主品牌正式更换 TP 商为壹网壹创，未来电商渠道有望持续发力。2020 年 3 月丸美天猫旗舰店共实现销售额 2623 万元，同比增长 16.68%，三八节促销期间（3.6-3.8）销售额超 1975 万元，同比增长 48.8%。品类方面，面部护理套装占比从第三增至第一（25.99%），眼部护理套装（21.84%）和眼霜（17.44%）分列二三位。产品方面，丸美小棕瓶玻尿酸、丸美黑松露眼膜、丸美眼霜抗皱珍藏礼盒位列前三，月销分别为 1.6 万+、1.3 万+与 1.1 万+。综合来看，销量排名居前的 SKU 多为线上主推，单品售价通常在 80-140 元之间，套组售

价在 500-800 元之间，线上线下产品有明显区隔，一定程度上降低了线上销售对线下的影响。我们认为，2019 年公司加大对电商渠道的重视，并于下半年起加大电商投入，2020 年 3 月品牌店铺 TP 商更换为具有丰富美妆品牌运营经验的壹网壹创，4 月起品牌推出具有科技加成的新品“小红笔眼霜”，并辅以小红书等社媒营销投放，至 4 月 10 日新品预订已超 8800 件，未来电商有望持续驱动公司增长。

图 11：2020 年 03 月丸美天猫旗舰店品类销售额占比



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

表 7：2020 年 03 月丸美天猫旗舰店销量排名前 10 产品（单位：元）

产品名称	最新原价	折扣价	销量	均价	销售额	销售额占比
丸美小棕瓶玻尿酸	368	109	16391	103.1	1,689,839	6.44%
丸美黑松露眼膜	328	89	13013	92.22	1,200,032	4.57%
丸美眼霜抗皱珍藏礼盒	844	348	11386	409.09	4,657,858	17.75%
丸美护肤品套装	584	328	7764	328	2,546,592	9.71%
丸美雪睛眼霜	168	138	6897	138.01	951,855	3.63%
丸美雪睛眼霜	168	118	5333	118.7	633,046	2.41%
丸美眼霜宠爱之谜	286	109	3864	109	421,176	1.61%
丸美眼部精华液	1195	358	3464	389.7	1,349,934	5.15%
丸美小弹簧第五代眼霜（鱼子酱）	1637	548	3306	540.26	1,786,114	6.81%
丸美小弹簧第五代眼霜（弹力蛋白）	296	99	2868	99	283,932	1.08%

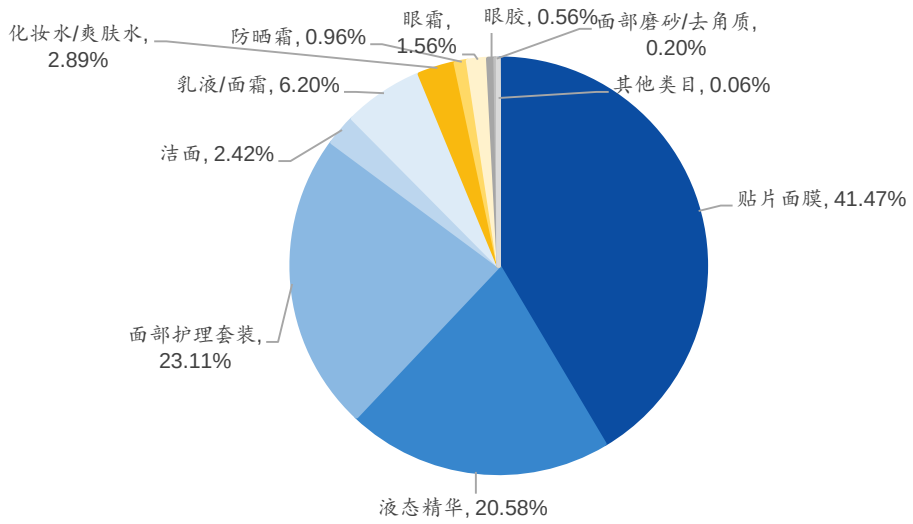
资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

2.2.3 佰草集

冻干类产品销量居前，头部产品销售较为依赖电商直播。2020 年 03 月佰草集天猫旗舰店共实现销售额 3525 万元，同比增长 105.40%，三八节促销期间（3.6-3.8）销售额 2099 万元，同比增长 80.02%。品类方面，贴片面膜占比由上月的 15.60%增至 41.47%，跃居第一，主要由于本月品牌加大对面膜类产品的营销推广；面部护理套

装（23.11%）、面部精华（20.58%）位列二三名。产品方面，公司去年夏天主打的爆款单品冻干粉精华面膜销售额位列第一，月销近 1.9 万；主要通过直播渠道销售的冻干粉面部精华液位列第二，月销 1.6 万+，品牌经典产品新七白大白泥销售额第三名。品牌电商渠道目前在头部产品的销售上较为依赖直播渠道，在其他社媒渠道的营销成功仍不显著，未来公司在线上运营、营销方面仍需继续探索。

图 12：2020 年 03 月佰草集天猫旗舰店品类销售额占比



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

表 8：2020 年 03 月佰草集天猫旗舰店销量排名前 10 产品（单位：元）

产品名称	最新原价	折扣价	销量	均价	销售额	销售额占比
【预售】佰草集冻干粉精华面膜	360	360	18922	357.94	6,772,915	19.22%
【推荐】佰草集冻干粉面部精华液	396	237.6	16247	198.21	3,220,269	9.14%
佰草集新七白大中白泥	420	279	8450	223.7	1,890,252	5.36%
佰草集新冻干精华面膜	360	360	7313	360	2,632,680	7.47%
【预售】佰草集新玉润护肤品套装	640	504	5720	379	2,167,880	6.15%
【预售】佰草集太极日夜精华液	380	380	4654	380	1,768,520	5.02%
佰草集新玉润保湿菁华霜	220	219	4466	186.24	831,734	2.36%
佰草集肌本清源洁面乳	120	69	3730	61.83	230,630	0.65%
佰草集新玉润护肤品套装	540	442.8	3693	443.96	1,639,557	4.65%
佰草集肌本清源护肤品套装	615	285.6	3454	233.91	807,940	2.29%

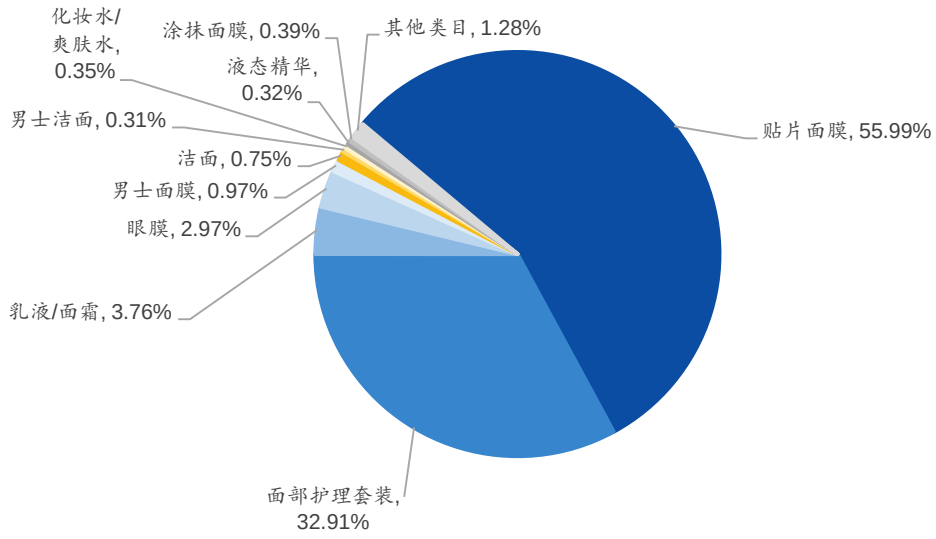
资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心。备注：同名产品分开计算系营销推广渠道不同。

2.2.4 御泥坊

御泥坊持续采用社媒营销爆品打造策略，成功打造月销 10 万+的小爆品“氨基酸泥浆面膜”，同时植入热剧《家安》，增强品牌热度与大众普及度，在 3 月收获了不错的成效。2020 年 03 月御泥坊天猫旗舰店销售额 5456 万元，同比+101.81%。品类方面，品牌依然聚焦主业面膜，贴片面膜销售额占比过半（55.99%）；面部护理套装

占比从 9.55%增至 32.91%，位列第二，乳液/面霜（3.76%）第三。产品方面，公司持续采用爆款打造方式，“御泥坊氨基酸泥浆面膜”月销高达 11 万+，单品销售额占比第一；“御泥坊晶冻黑面膜”保持社交营销热度，月销 4 万+；热播电视剧《安家》同款 “御泥坊美白小红瓶面膜”、“御泥坊 V7 滤镜霜”、“御泥坊果莓面膜”月销均过 2 万。

图 13：2020 年 03 月御泥坊天猫旗舰店品类销售额占比



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

表 9：2020 年 03 月御泥坊天猫旗舰店销量排名前 10 产品（单位：元）

产品名称	最新原价	折扣价	销量	均价	销售额	销售额占比
御泥坊氨基酸泥浆面膜	109	89.9	113324	89.9	10,187,802	18.67%
御泥坊盈透黑面膜	298	119.9	42717	107.88	4,608,518	8.45%
御泥坊美白面膜(《安家》同款)	419	129.9	32134	129.9	4,174,199	7.65%
御泥坊果莓面膜	199	89.9	23745	90.88	2,157,985	3.96%
御泥坊 V7 滤镜霜	199	58.8	20390	82.89	1,690,044	3.10%
御泥坊美白睡眠面膜	119	89	19916	89	1,772,524	3.25%
御泥坊金桂花眼膜贴	129	69.9	19722	72.01	1,420,237	2.60%
御泥坊水乳套装	399	119.88	12101	123.92	1,499,518	2.75%
御泥坊苦橙黑膜	419	129	11112	129	1,433,448	2.63%
御泥坊男士专用面膜	198	39.9	6826	41.63	284,185	0.52%

资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

2.3 重点上市公司线下店铺数跟踪

珀莱雅：截至 2020 年 4 月 5 日，珀莱雅主品牌共有专柜 894 个，华东地区分布较为集中，占比 45.19%，其次为华中与华南地区，未来在华北、东北等地还有较大拓展空间。优资莱单品牌店数量在 9 月近 30%的大幅下降后连续三月维持稳定，目前为 569 家，店铺主要分布地区包括华东、华北与华中，数量占比分别为 31.46%、21.97%、18.45%。

丸美：截至 2020 年 4 月 5 日，丸美品牌共有百货专柜 1705 个，主要分布在华中、华东、华北与西南地区，华中地区占比略高，为 24.3%，其他地区分布较为均衡。日化精品店网点数达到 10201 个，整体分布均衡，华东与华中地区相对集中，门店数占比分别为 24.0%与 19.5%。

佰草集：截至 2020 年 4 月 5 日，佰草集共有百货专柜 1175 个，主要分布在华东、华中与华北等地，3 月多地数量发生变动。专营门店共有 82 家，主要分布在相对繁华的大中型城市，华东地区占比过半，而华北、东北、西北等地则没有分布。“销售+体验”结合的养美空间门店数量共有 185 家，在经历 2019 年 12 月显著减少后保持稳定，3 月在安徽、陕西各减少一家。

表 10：丸美、珀莱雅、上海家化旗下品牌门店数量及地域分布（截至 2020 年 4 月 5 日）

地区	丸美		珀莱雅		佰草集		
	百货专柜	日化精品店	珀莱雅专柜	优资莱单品牌店	百货专柜	专营门店	养美空间
华东地区	266	2451	404	179	407	51	78
华南地区	141	1063	94	17	96	5	7
华中地区	415	1986	130	105	177	16	52
华北地区	260	1221	76	125	171	0	16
西北地区	205	891	80	52	85	0	12
西南地区	249	1614	74	65	143	10	18
东北地区	169	975	36	26	96	0	2
合计	1705	10201	894	569	1175	82	185

资料来源：各品牌官网，国元证券研究中心

表 11：丸美、珀莱雅、上海家化旗下品牌门店地域占比分布（截至 2020 年 4 月 5 日）

地区	丸美		珀莱雅		佰草集		
	百货专柜	日化精品店	珀莱雅专柜	优资莱单品牌店	百货专柜	专营门店	养美空间
华东地区	15.60%	24.03%	45.19%	31.46%	34.64%	62.20%	42.16%
华南地区	8.27%	10.42%	10.51%	2.99%	8.17%	6.10%	3.78%
华中地区	24.34%	19.47%	14.54%	18.45%	15.06%	19.51%	28.11%
华北地区	15.25%	11.97%	8.50%	21.97%	14.55%	0.00%	8.65%
西北地区	12.02%	8.73%	8.95%	9.14%	7.23%	0.00%	6.49%
西南地区	14.60%	15.82%	8.28%	11.42%	12.17%	12.20%	9.73%
东北地区	9.91%	9.56%	4.03%	4.57%	8.17%	0.00%	1.08%

资料来源：各品牌官网，国元证券研究中心

3、风险提示

行业景气度下滑、品牌竞争加剧、渠道拓展不及预期、疫情影响加剧。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188