

珀莱雅 603605

美容护理行业

消费行业研究组

分析师：周彪

执业证书编号：

S1410523110001

投资评级： 买入（首次）

当前价格： 96.15 元

目标价格： 132.90 元

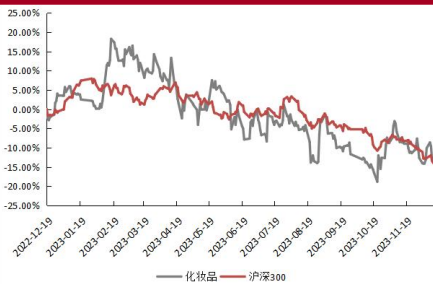
目标期限： 12 个月

市场数据

总股本(百万股)	396.86
A 股股本(百万股)	396.86
B/H 股股本(百万股)	0
A 股流通比例(%)	99.51%
12 个月最高/最低(元)	138.53/92.13
第一大股东	侯军呈
第一大股东持股比例(%)	34.46%
上证综指/沪深 300	2932.39/3334.04

数据来源：同花顺 iFinD，截至 2023 年 12 月 19 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-1.22	3.64	-1.73
绝对收益	-7.99	-6.75	-16.09

注：相对收益与沪深 300 相比

数据来源：同花顺 iFinD，截至 2023 年 12 月 19 日数据

相关研究报告

多元化品牌矩阵叠加大单品策略，美妆龙头涅槃增长（首次覆盖）

投资要点：

- ◆ **护肤品市场空间大，且增速比整体化妆品市场快。**根据艾媒智库数据，2021 年我国化妆品行业市场空间人民币 4553 亿元，其中护肤品市场空间 2308 亿元，占整体化妆品市场规模的 50.7%。预计到 2025 年我国化妆品市场规模是 5791 亿元左右，2021-2025 年化妆品行业市场空间 CAGR 为 6.2%。预计 2025 年护肤品市场规模达 3186 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 8.4%，预计增速比整体化妆品市场快一些；预计 2025 年彩妆市场规模达 703 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 11.9%，预计增速比护肤品行业及整体化妆品行业均快。
- ◆ **珀莱雅目前市占率不高，提升空间广阔。**2021 年市场前七大品牌均为外资，排名前三的企业为欧莱雅、宝洁和雅诗兰黛，市占率分别为 12.2%、9.0%和 5.4%。2021 年珀莱雅市占率 1%，提升空间广阔。
- ◆ **打造多元化品牌矩阵，提升公司市场竞争力。**珀莱雅在品牌策略上始终秉持多品牌战略，目前其旗下的彩棠、OR、悦芙媿三个子品牌均呈现出良好的发展势头。从 2022 年至 2023 年上半年的数据来看，这三个子品牌的增速均超越了主品牌，同时它们在整体业务中的占比也在稳步上升。
- ◆ **珀莱雅的大单品以精华、面霜、眼霜为主，正是竞争壁垒比较强的产品类别。**从产品的价格和竞争壁垒来看，眼霜>精华>乳液、面霜>爽肤水>洁面产品，洗面奶、水和乳液这些产品类别存在同质化竞争，而眼霜、精华和面霜这些品类的单价较高，这些品类对于提高品牌的客单价以及促进消费者的复购起到了关键作用。2023 年上半年，公司大单品合计占天猫平台 75%+，其中双抗系列占天猫平台 40%左右，红宝石系列占天猫平台 25%+，大单品系列收入占比高保证了业绩的可持续性。
- ◆ **估值和投资建议：**选取同样为化妆品行业的上海家化、贝泰妮、丸美股份、水羊股份作为可比公司。采用同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2024 年 PE 均值为 19.72 倍，最高值为 26.90 倍，最低值为 16.04 倍。考虑到珀莱雅是国产护肤品龙头企业，公司护肤品核心竞争力强，仍有较大成长空间，我们给予 2024 年珀莱雅 PE 为 38 倍，目标价格 132.90 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观经济进一步下行；线上竞争激烈，流量成本上升；彩棠等多品牌打造进度不及预期；国际局势的不确定性给供应链带来的不确定性影响。

财务预测	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,633	6,385	8,379	10,756	13,548
增长率 (%)	23.47%	37.82%	31.22%	28.37%	25.95%
归母净利润(百万元)	576.12	817.40	1,155.02	1,444.30	1,776.85
增长率 (%)	21.0%	41.9%	41.30%	25.05%	23.02%
EPS (元/股)	2.87	2.90	2.91	3.64	4.48
P/E (倍)	72.68	58.09	34.39	27.51	22.36
P/B (倍)	14.82	13.67	9.16	6.87	5.26

正文目录

1	公司介绍	1
1.1	产品多品牌矩阵，核心大单品策略持续奏效	1
1.1.1	打造多元化品牌矩阵，提升市场竞争力	1
1.1.2	由爆品策略转向大单品策略，产品实现市场领先	2
1.2	管理层行业经验丰富，团队稳定	3
1.3	自主研发为主，产学研相结合为辅	4
1.4	线上渠道为主，线下渠道并行	5
1.5	财务分析：近5年营收和利润快速增长	6
1.6	股权激励：充分激励公司业务发展	8
2	化妆品行业概况	9
2.1	行业空间广阔，发展潜力值得期待	9
2.2	国际品牌主导化妆品市场，国产品牌破茧而出	13
2.3	眼霜、精华与面霜：品牌的代表性产品类别与消费者认知的关键	14
2.4	打造明星大单品与实现集团化发展	16
2.4.1	明星大单品 VS 爆品	16
2.4.2	单一品牌 VS 集团化	17
2.5	渠道红利消退，化妆品迈向产品驱动新阶段	20
3	盈利预测及估值	23
3.1	假设条件及盈利预测	23
3.2	估值及建议	24
4	风险提示	25

图表目录

图 1	珀莱雅按品牌划分的收入结构	1
图 2	珀莱雅渠道结构 (%)	5
图 3	公司营收及归母净利润情况	7
图 4	公司毛利率及净利率情况	7
图 5	公司产品销售均价 (元/支)	7
图 6	公司销售费用率及管理费用率情况	8
图 7	2015-2025 年中国化妆品行业市场规模及预测	9
图 8	2009-2018 年全球化妆品行业市场复合增长率前十国家	9
图 9	2015-2025 年中国护肤品行业市场规模及预测	10
图 10	2015-2025 年中国彩妆行业市场规模及预测	10
图 11	雅诗兰黛各品类收入占比	12
图 12	欧莱雅各品类收入占比	12
图 13	2021 年中国各大品牌市占率	13
图 14	中国彩妆市场集中度	13
图 15	护肤步骤图	14
图 16	除了基础保湿以外，抗衰老是消费者最关注的护肤功效	15
图 17	精华液、面膜和防晒霜是消费者最关注的抗衰护肤品类 TOP3	15

图 18、化妆品中微生物指标限值.....	16
图 19、雅诗兰黛小棕瓶进化史.....	17
图 20、欧莱雅品牌矩阵.....	17
图 21、雅诗兰黛品牌矩阵.....	18
图 22、资生堂品牌矩阵.....	18
图 23、近年海外头部企业收并购情况.....	19
图 24、化妆品与 GDP、居民人均可支配收入增速的关系.....	20
图 25、2014 及 2019 年我国化妆品市场销售渠道分布情况.....	21
图 26、2013-2018 年中国化妆品各渠道年复合增速情况.....	21
图 27、2021 年中国护肤品行业按销售渠道划分的市场占比情况.....	21
图 28、各渠道在城镇快速消费品零售市场销售额占比.....	22
图 29、日本药妆店渠道售卖的产品结构.....	23
表 1、珀莱雅第一梯队和第二梯队品牌矩阵及定位.....	1
表 2、珀莱雅精华系列更新迭代历程.....	3
表 3、珀莱雅管理层履历.....	4
表 5、珀莱雅 2022 年限制性股票激励计划业绩考核.....	9
表 6、化妆品重要子品类的情况.....	11
表 7、不同品类单位价格（元/毫升,面膜单位为元/片）.....	14
表 8、海外护肤品集团核心品牌收入占比.....	17
表 9、销售收入结构预测.....	24
表 10、可比公司估值.....	25

Relax	护的洗护品牌					
悦芙媿	专为年轻肌肤定制（油皮）	低端	大学生等年轻女性群体	50-150	洁颜蜜、油橄榄面膜、多酸泥膜	线上

资料来源：公司公告，淘宝网，江海证券研究发展部

1.1.2 由爆品策略转向大单品策略，产品实现市场领先

2020年，珀莱雅由爆品策略转向大单品策略，行业由渠道和营销驱动过渡到产品和品牌驱动。2019年，随着直播电商的崛起和李佳琦等主播的爆红，珀莱雅推出了第一款爆品——“黑海盐泡泡面膜”。通过与明星、顶级主播合作带货，并充分利用平台红利期，泡泡面膜迅速走红。2019年7月，该产品的单月销量突破100万盒，随后在抖音美容护肤榜和天猫面膜月销量排行榜等多个榜单中荣登榜首。由于缺少品牌力以及产品本身缺少技术护城河，“爆款”的出现使得市场上同类产品的竞争快速加剧。珀莱雅联合创始人兼CEO方玉友表示：“不是突破性的成功就是失败。珀莱雅要创造自己的产品，做大品牌想做但没做的单品。”。渠道营销并非长久之计，因此公司在2020年迅速将渠道驱动策略升级为产品驱动策略，实施大单品策略，将大部分资源集中在更具有持久性和生命力的产品上。

从特性来看，大单品通常具备刚性需求、长期消费、高利润率以及高复购率等特点。从品类来看，众多产品如精华、面霜等均有潜力成为大单品。而从功效维度考量，具有抗衰老、修护等功效的产品同样有可能脱颖而出，成为市场中的大单品。

大单品在公司销售中起到了重要的推动作用，其中双抗系列、红宝石系列和源力系列在2022年至2023年上半年都展现出卓越的销售表现，其中双抗系列今年上半年同比增长100%+。2023年上半年，大单品合计占天猫平台75%+，其中双抗系列占天猫平台40%左右，红宝石系列占天猫平台25%+，源力系列占天猫平台10%左右。未来公司将对这三个系列进行持续升级和迭代，以确保产品竞争力始终保持在行业的前沿。

在推行大单品策略方面，公司具体的举措是升级现有大单品、拓展现有系列品类以及推出全新产品系列。

1) 升级现有大单品

2020年2月，珀莱雅推出首款大单品红宝石精华，其核心卖点在于含有1%超分子维A醇和20%六胜肽两大有效成分，具有极高的性价比。2020年4月，公司又推出了第二款大单品双抗精华，主打抗糖化和抗氧化功能。

该产品采用雅诗兰黛小棕瓶同款原料-麦角硫因，且添加浓度高达 2%，同样以性价比为卖点。此后，公司不断升级现有大单品，陆续推出双抗精华 2.0 和 3.0 版本，红宝石精华推出 2.0 版本。

表 2、珀莱雅精华系列更新迭代历程

精华类目	版本	上市时间
双抗精华	1.0	2020 年 4 月
	2.0	2021 年 4 月
	3.0	2023 年 4 月
红宝石精华	1.0	2020 年 2 月
	2.0	2021 年 5 月
源力精华	1.0	2021 年 2 月
	2.0	2022 年 9 月

资料来源：珀莱雅官方微博，珀莱雅淘宝网，江海证券研究发展部

2) 拓展现有系列品类

继公司推出双抗精华 1.0、红宝石精华 1.0 和源力精华 1.0 之后，公司持续拓展现有系列的品类，双抗系列推出了双抗小夜灯眼霜、双抗粉底液等，红宝石系列相继推出红宝石面霜、红宝石水、红宝石小陀螺眼霜和红宝石面膜等，源力系列推出了源力面霜。2023 年上半年珀莱雅品牌推出了红宝石面膜 2.0 和红宝石眼霜 2.0。

3) 推出全新产品系列

2023 年 9 月公司推出了新的系列-能量系列，定位高端，定价在 400 元以上，代表产品有能量眼霜、能量面霜、能量水乳和能量精华油。能量系列搭载专研 Cellergy™ 充能科技，通过提高线粒体效能，有效延缓肌肤老化。该系列具备抗皱和抗松垮下垂功效，适用于干性和油性皮肤。该系列产品体现了珀莱雅在科技护肤领域的科研实力。公司期望通过推出这一系列，进一步向公众传递其科技护肤的理念。此外，能量系列在线下实体店的销售潜力可观，公司计划在未来加大对这一系列的推广力度，通过多种方式提高公众对产品的认知度和接受度。

1.2 管理层行业经验丰富，团队稳定

20 世纪 90 年代，在创立珀莱雅品牌之前，侯军呈曾在浙江义乌小商品市场代理销售过小护士、羽西、大宝、兰贵人等化妆品品牌，并且在短时间内将营业额做到了义乌前三。2003 年方玉友先生与侯军呈先生共同创立并运营品牌珀莱雅，方玉友主管市场营销，彼时石家庄燎原成为“珀莱雅”品牌河北总代理。目前公司其他核心管理人员也大多加入公司多年，团队整体相对稳定。

表 3、珀莱雅管理层履历

姓名	职位	出生年份	学历	履历
侯军呈	创始人、董事长	1964 年	高中学历，清华大学化妆品行业渠道建设高级研修班结业	公司控股股东、实控人。 曾就职于义乌市燎原日化有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司 2007 年至今，担任公司董事长。
方玉友	联合创始人、董事、总经理	1969 年	高中学历，清华大学化妆品行业总裁高级研修班结业	侯军呈之妻弟。 曾就职于石家庄燎原化妆品有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司 2007 年至今，担任公司董事、总经理。
侯亚孟	董事、副总经理	1988 年	大专学历	侯军呈之子。 曾就职于珀莱雅化妆品股份有限公司电商部 2021 年至今，担任公司董事、副总经理。
金衍华	副总经理	1962 年	-	曾就职于浙江三门化肥厂、浙江英博雁荡山啤酒有限公司、浙江英博金华啤酒有限公司、杭州珀莱雅化妆品有限公司、杭州珀莱雅控股股份有限公司 2007 年-2012 年 8 月，担任珀莱雅湖州工厂总经理； 2012 年 8 月-2018 年 12 月，担任珀莱雅供应链管理中心总经理； 2018 年 4 月至今，担任珀莱雅化妆品股份有限公司副总经理。
王莉	副总经理、董事会秘书、财务负责人	1978 年	本科学历	高级会计师、美国注册管理会计师（CMA），香港注册会计师（HKICPA），澳大利亚资深公共会计师（FIPA）、英国资深注册财务会计师（FFA）

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.3 自主研发为主，产学研相结合为辅

2022 年珀莱雅研发费用达 1.28 亿元，同比增长 66.23%；2023 年前三季度公司研发费用 1.29 亿元，超过了 2022 年全年，预计未来仍将维持增长态势。同时，在专利数量方面，截至 2023 年上半年，珀莱雅累计获得国家授权专利数 234 项，其中国家授权发明专利 111 项、实用新型专利 24 项和外观设计专利 99 项。

公司的研发以自主研发为主、产学研相结合为辅的研发模式，国外合作机构包括德国 BASF、美国 Ashland、荷兰帝斯曼和西班牙 LIPOTRUE，国内合作机构包括中科院微生物研究所、浙江工业大学和深圳中科欣扬等。

公司的研发体系主要分为几个模块：

（1）应用开发

即珀莱雅历来侧重的部分，包括配方研发等，配方研究是确定各类原料

和成分如何配比才能达到一定功效等。

(2) 基础研究

基础研究主要是对各类原料和成分的作用研究，比如抗衰产品的添加成分等，基础研究难度高、人力与资金需求大、回报时间长。在过去，消费者追求产品外观包装和颜值，然而现在消费者更加看重产品的品质、内涵和功效，因此公司更加注重研发投入。

针对年龄更大的人群，公司目前还没有针对性的品牌。公司的基础研发刚刚起步，公司近三年开始布局基础研究，组建基础研发团队，期待 5-10 年后能够推出更好的抗衰产品。

(3) 对外合作

在对外合作方面，公司持续与西班牙 LIPOTRUE、中科欣扬、浙江湃肽等国际、国内优秀的原料供应商深度合作，公司甄选优质原料供应商，其原料产地分布 20 多个国家、100 多个品牌，珀莱雅将以此为推手，进行有效性、协同性和前瞻性研发，进而打造全球创新研发体系。

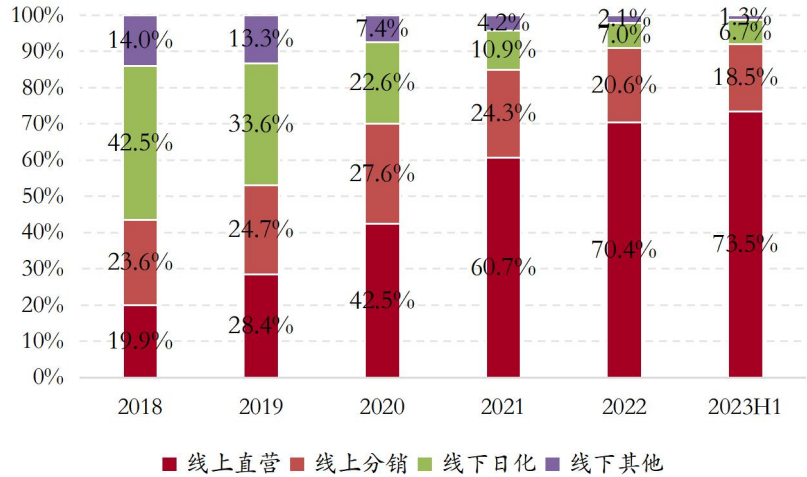
(4) 研发实验室建设

公司以研发创新中心及国际科学研究院为创新引擎，上海研发中心已于今年 9 月开业，杭州龙坞研发中心预计将于今年年底建设完成。

1.4 线上渠道为主，线下渠道并行

从 2017 年到 2022 年，公司线上销售占比从 36% 激增至 91%。线上渠道主要通过直营、分销模式运营，直营以天猫、抖音、京东、快手、拼多多等平台为主，分销包括淘宝、京东、唯品会等平台。线下渠道主要通过经销商模式运营，渠道包括化妆品专营店、商超、单品牌店等。

图 2、珀莱雅渠道结构 (%)



数据来源：公司公告，江海证券研究发展部

分拆平台来看，2021年公司天猫平台占线上营收45%+，抖音占线上营收15%+，京东占线上营收10%+，其中天猫平台一二线城市消费者占比50%+，以90后人群为主。

天猫平台体量大，抖音平台增速快。公司的主品牌珀莱雅、子品牌彩棠、Off&Relax、悦芙媿等，同时兼顾两个平台的发展。在天猫平台上公司注重塑造品牌形象和提升品牌知名度，而在抖音平台上主要通过引流和销售来提升业绩。珀莱雅品牌今年对抖音矩阵号进行了调整，目前抖音平台共有五个自播号，分别对应红宝石系列、双抗系列、源力系列、面膜号和福利社，通过对自播矩阵号的优化，公司能够更精准地触达目标消费人群。公司不断扩大与品牌合作的关键意见领袖（KOL）的圈层和范围，通过与他们进行深度内容共创，借助丰富多样的优质内容形式，如短视频等，有效地传递品牌的核心价值和理念，从而持续提升品牌的市场影响力。同时，公司做好自播与达播的平衡，提高店铺自播占比，以提升公司整体的利润率。

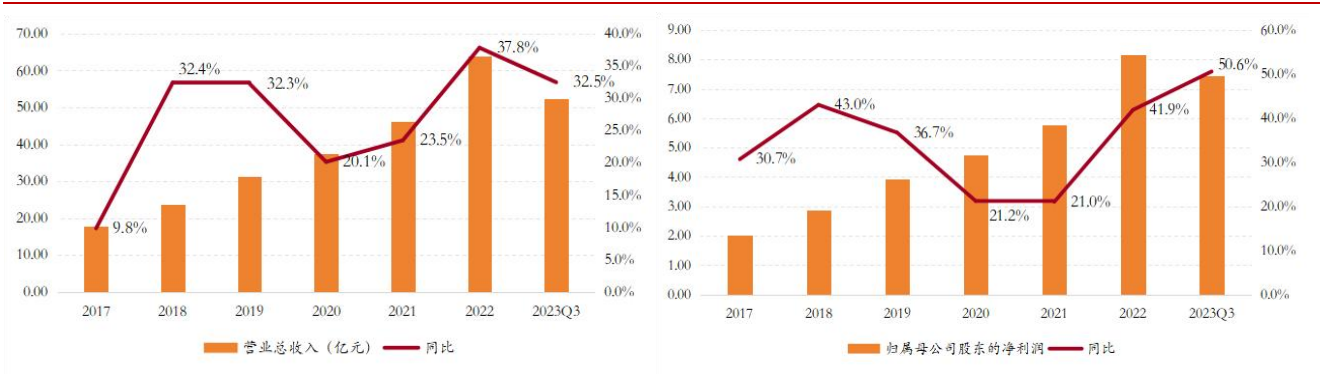
线下渠道方面，2023年是公司线下渠道重启元年。一方面，日化渠道持续深化网点结构，提高优质网点生意占比；调整渠道产品结构，主打基础保湿、抗衰等方向；加强数字化能力为线下销售赋能，提高产品周转率，提升渠道客户满意度。另一方面，百货渠道聚焦有影响力的商圈、大型百货集团，探索线上+线下新销售模式，提高客单价和复购率。线下百货渠道形象升级，树立品牌形象，配合线下营销推广，持续“早C晚A酒咖”快闪活动。

1.5 财务分析：近5年营收和利润快速增长

2017-2022年营业收入和归母净利润 CAGR 分别实现 29.1%和 32.4%

的增速。2022 年实现营业收入 63.85 亿元，同比增长 37.8%，2020 及 2021 年在疫情影响下依然取得了 20% 以上的营收增长。2022 年归母净利润为 8.17 亿元，同比增长 41.9%。2023Q3，公司营收+32.5%至 52.49 亿元，归母净利润+50.6%至 7.46 亿元。

图 3、公司营收及归母净利润情况



数据来源：同花顺 iFind，江海证券研究发展部

大单品打造带来公司毛利率持续提升。2017 年至 2023 年三季度，公司毛利率由 35.7% 提升至 43.3%。主要有两方面原因：1) 线上营收占比进一步提升，而线上毛利率高于线下。根据 2021-2022 年数据，线上毛利率为 68.3% 和 70.9%，线下毛利率为 56.9% 和 59.5%；2) 随着大单品战略的实行，高价值产品销售提升，带来公司产品销售均价的提升。

公司近年净利率保持稳定。2020 年至 2023 年三季度，公司净利率维持在 5%-5.5% 水平，净利率没有随毛利率提升的主要原因在于公司销售费用率的提升。

图 4、公司毛利率及净利率情况



数据来源：同花顺 iFind，江海证券研究发展部

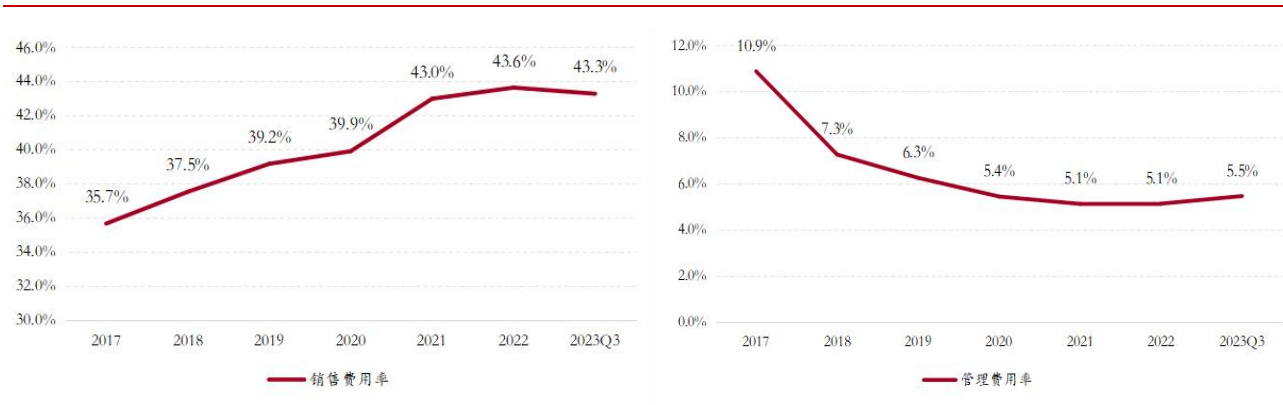
图 5、公司产品销售均价 (元/支)



数据来源：公司公告，江海证券研究发展部

销售费用逐年增长，销售费用率高，管理费用率管控良好。2021、2022年，珀莱雅销售费用分别为 19.92、27.86 亿元，分别同比增长 33%、40%。公司销售费用率持续创新高，主要原因在于公司的形象宣传推广费用的持续增加，2020 年至 2022 年公司形象宣传推广费用分别为 12.3 亿元和 16.7 亿元和 24.2 亿元，形象推广费用主要用于新品牌孵化（如彩棠、OR）与品牌重塑（如悦芙媿）等。2017 年至 2022 年三季度，公司管理费用率由 10.9% 降至 5.5%，运营效率持续优化。

图 6、公司销售费用率及管理费用率情况

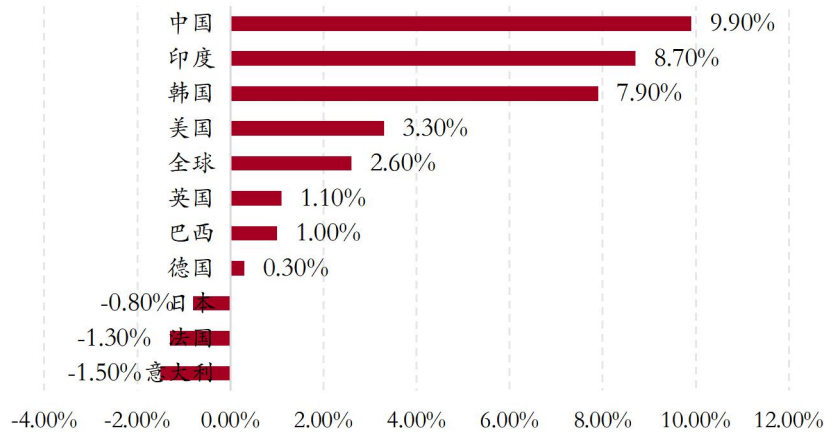


数据来源：同花顺 iFind，江海证券研究发展部

1.6 股权激励：充分激励公司业务发展

2022 年 7 月 9 日，公司发布股权激励计划，计划涉及的激励对象共 101 人，包括公司高级管理人员、中层管理人员和核心骨干。计划拟授予限制性股票数量为 210 万股，约占公司股本总额的 0.75%，授予价格为 78.56 元/股。

该计划授予限制性股票的解除限售考核年度为 2022-2024 年三个会计



数据来源：前瞻产业研究院，江海证券研究发展部

化妆品可细分为护肤品、彩妆、洗发、护发、沐浴和香水等产品，其中护肤品是化妆品大行业中最重要子品类，其次是彩妆子品类。

2021年我国护肤品行业市场空间2308亿元，占整体化妆品市场规模的50.7%。2015-2021年我国护肤品市场行业年均复合增长率约6.2%，预计到2025年我国护肤品市场规模将达到3186亿元，2021-2025年CAGR为8.4%，护肤品类增速将超过化妆品市场整体增速。

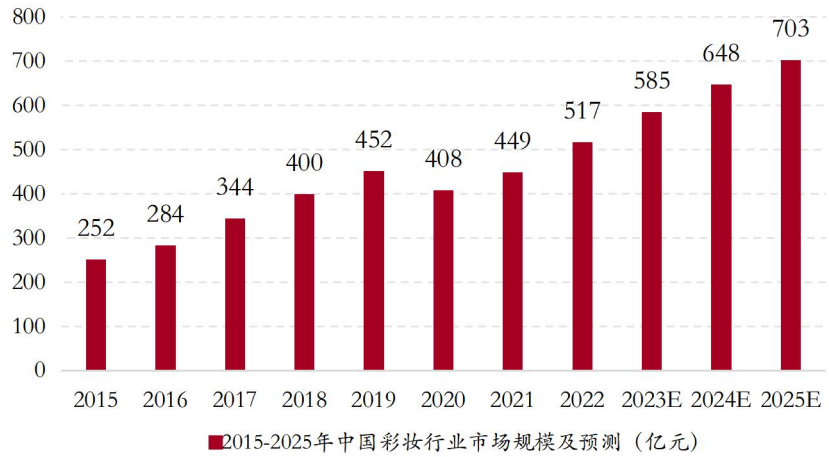
图 9、2015-2025 年中国护肤品行业市场规模及预测



数据来源：艾媒咨询，江海证券研究发展部

2021年我国彩妆行业市场空间449亿元，占整体化妆品市场规模的9.9%。2015-2021年我国彩妆行业年均复合增长率约10.1%，预计到2025年我国彩妆市场规模将达到703亿元，2021-2025年CAGR为11.9%，增速快于护肤品行业及整体化妆品行业。

图 10、2015-2025 年中国彩妆行业市场规模及预测



数据来源：艾媒咨询，江海证券研究发展部

护肤品可分为基础护肤品和功能性护肤品。功能性护肤品是一种专门针对某些皮肤问题而设计的化妆品（妆字号）或医疗器械（械字号），具有一定的药理作用，旨在缓解或辅助治疗皮肤问题。功能性护肤品可分为皮肤学级护肤品、强功效性护肤品和医美级护肤品。

基础护肤品和功能性护肤品的竞争壁垒较高，龙头企业有资本壁垒和技术研发壁垒，且产品用户粘性较高，因此毛利率较高，普遍在 70-85% 水平；底妆的配方和成分壁垒较高，营销端需要长期进行口碑打造和投入，且客户看重产品肤感，客户粘性高；面部彩妆品类的研发和生产壁垒较低，由于流量成本越来越高，彩妆品类对于企业资金实力的要求比较高，且彩妆产品同质化程度高且客户粘性弱，消费者转换品牌的成本并不高，因此其毛利率相对较低。

表 6、化妆品重要子品类的情况

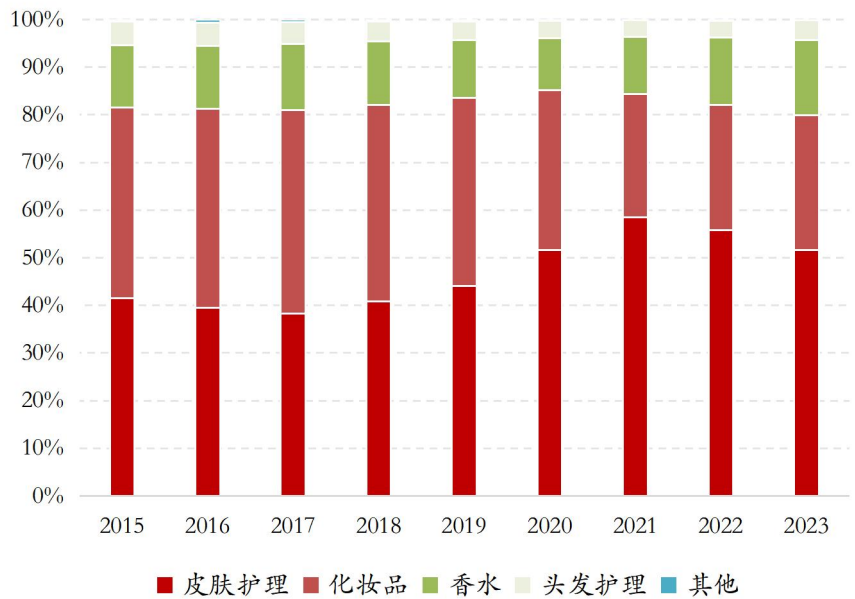
	基础护肤品	底妆	面部彩妆	功能性护肤品
竞争壁垒	较高，龙头企业有资本壁垒和技术研发壁垒	1) 研发层面，配方和成分壁垒较高； 2) 营销层面，需注重口碑打造和长期投入	1) 研发和生产壁垒均相对较低； 2) 流量成本日渐高企，对资金实力要求高	较高，龙头企业有规模优势（其相对上下游议价能力较高）、资本壁垒和强产品研发壁垒
用户粘性	较高，对发展时间长的品牌，用户对其信任度较高，粘性更强	对于粉底等产品，客户看重产品肤感，客户粘性高	产品同质化程度高，转化成本低，用户粘性弱	较高，消费者对成分的认可会产生高频复购
毛利率	70-85%，新锐本土品牌由于终端价格折扣高，毛利率较低，在 30-40% 区间	60-70%	60-80%	70-85%，新兴品牌由于终端价格折扣高，毛利率较低，在 30-40% 区间

资料来源：艾瑞咨询，江海证券研究发展部

海外公司以基础护肤和化妆品收入为主。以海外上市公司雅诗兰黛为例，

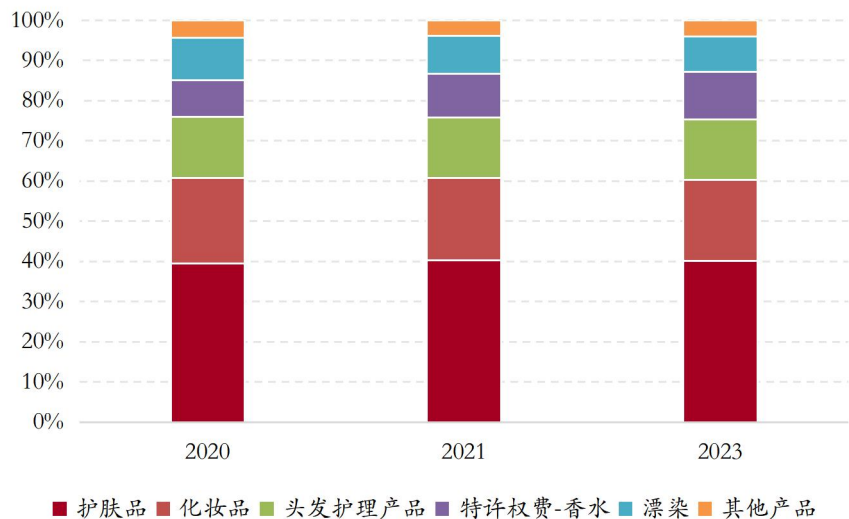
公司定位高端化妆品，其产品线覆盖了多个领域，主要包括护肤品、彩妆、香水和头发护理等。在这些产品中，雅诗兰黛以护肤品和化妆品作为其核心主打产品，护肤品品类在其总收入中的占比呈现出持续增长的趋势，目前已经超过了 50%。此外，欧莱雅公司护肤品和化妆品品类收入占比近几年稳定在 60%左右。

图 11、雅诗兰黛各品类收入占比



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 12、欧莱雅各品类收入占比

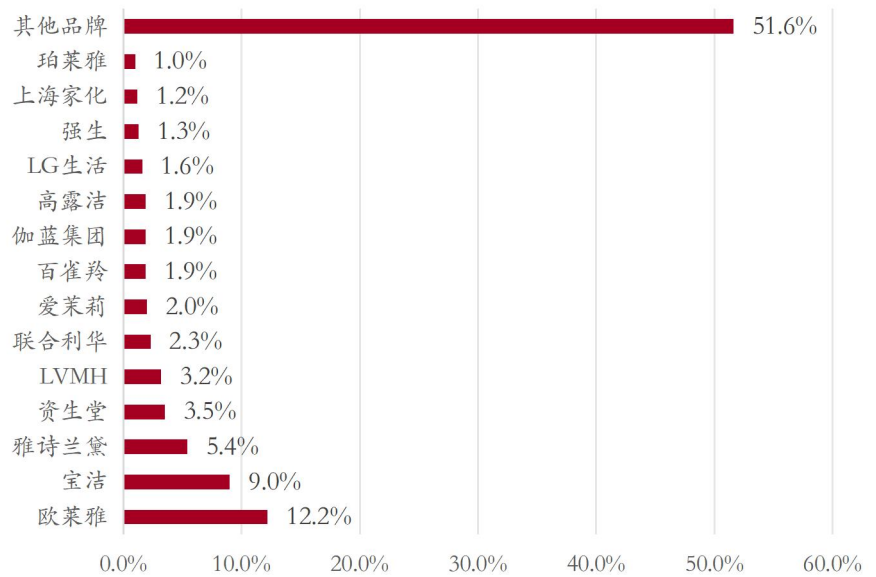


数据来源：Wind，江海证券研究发展部

2.2 国际品牌主导化妆品市场，国产品牌破茧而出

从护肤品品类竞争格局来看，中国护肤品市场分散化特征明显，头部又以国际知名化妆品品牌为主。市场前七大品牌均为外资，排名前三的企业为欧莱雅、宝洁和雅诗兰黛，市占率分别为 12.2%、9.0%和 5.4%，市占率排名前十品牌的国产企业仅有上海百雀羚和伽蓝集团，分别排名第八和第九，市占率均为 1.9%，上海家化、珀莱雅等国产公司正在积极追赶。

图 13、2021 年中国各大品牌市占率

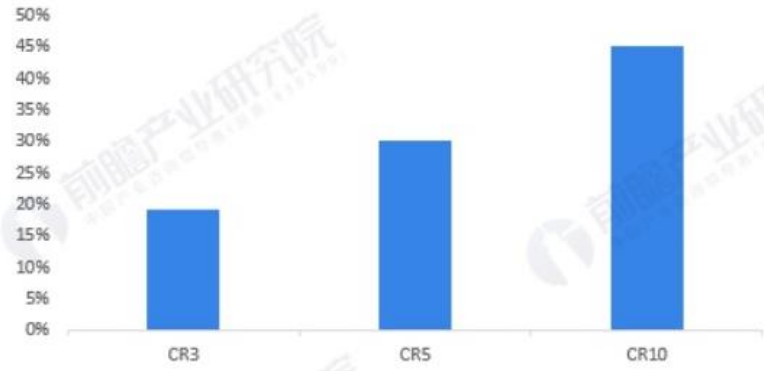


数据来源：智研咨询，江海证券研究发展部

从彩妆品类的竞争格局来看，行业集中度较低，竞争较为激烈。根据前瞻产业研究院数据，中国彩妆行业 CR3、CR5、CR10 市占率分别约为 19%、30%、45%。

彩妆产业上游主要是甘油、乳化剂、包装材料等原料供应商，这些产品同质化现象严重，上游议价能力相对较低。彩妆下游消费者对价格较为敏感，且市场上彩妆品牌众多，因此消费者议价能力较强。彩妆行业进入壁垒相对较低，潜在进入者威胁较大。彩妆主要通过赋予皮肤色彩、修整肤色或加强眼、鼻部位的阴影来增加立体感，从而使之更具魅力。同时，彩妆也可用于遮盖雀斑、伤痕、痣等皮肤缺陷，替代品较少。

图 14、中国彩妆市场集中度



数据来源：前瞻产业研究院，江海证券研究发展部

2.3 眼霜、精华与面霜：品牌的代表性产品类别与消费者认知的关键

图 15、护肤步骤图



资料来源：百度百科，江海证券研究发展部

眼霜、精华和面霜是品牌的代表性产品类别，同时也是消费者对品牌形成初步认知的关键产品类别。从价格角度来看，眼霜>精华>乳液、面霜>爽肤水>洁面产品。洗面奶、水和乳液这些产品类别存在同质化竞争，尤其是洁面乳和化妆水，其单价在所有品类中处于最低水平。然而，眼霜、精华和面霜这些品类的单价较高，这些品类对于提高品牌的客单价以及促进消费者的复购起到了关键作用。

国际品牌通常将重点放在高价值的品类，如眼霜和精华等。而国内品牌的产品则主要集中在技术含量相对较低的品类，如水、面膜、乳液和洗面奶等。

表 7、不同品类单位价格（元/毫升,面膜单位为元/片）

品牌	眼霜	精华	面霜	面膜	乳液	洁面乳	化妆水
兰蔻	37.7	26.0	52.7	-	10.9	2.1	1.2
资生堂	46.0	17.2	21.6	170	7.6	2.9	4.5
雅诗兰黛	36.7	19.2	17.6	173.8	6.5	2.6	4.6
珀莱雅	13.0	7.6	6.2	22.6	1.1	0.8	0.8

资料来源：淘宝网，江海证券研究发展部

除了基础保湿外，抗衰是消费者较为关注的护肤功效。而抗衰类产品目前以国外品牌领先。具有抗衰功效的护肤品包括精华、面霜、眼霜、面膜和防晒，其中精华的功效性最强。

图 16、除了基础保湿以外，抗衰老是消费者最关注的护肤功效



数据来源：微热点研究院，江海证券研究发展部

图 17、精华液、面膜和防晒霜是消费者最关注的抗衰护肤品类 TOP3



数据来源：微热点研究院，江海证券研究发展部

眼霜价格通常单价最高是因为眼部护肤的技术要求高，相对于面部肌肤，眼部肌肤更易衰老。相对于面霜，眼霜的技术要求更严格：虽然眼霜和面霜都是采用乳霜的配方体系，从工艺来讲没有本质区别。但由于眼部肌肤的特点，相对于面霜，眼霜更需要兼顾温和+功效，没有眼刺激性是眼霜的必要

条件。

根据《化妆品安全技术规范》，相对于面部肌肤，眼部肌肤更易衰老：

(1) 眼部肌肤是人体皮肤最薄的部位。眼部表皮与真皮的厚度只有0.25~0.55毫米，所以更容易受到外界的伤害；

(2) 眼部皮下几乎没有皮脂腺与汗腺分布，眼睛周围的细薄皮肤极易干燥；

(3) 眼部周围的肌肤敏感脆弱，微血管特别微细。同时其中胶原蛋白和弹性纤维分布很少，缺少肌肉支撑；

(4) 我们每天用眼12h以上，平均眨眼2.4~2.8万次，使眼部肌肉及其周围细致的皮肤受到较大的压力。

图 18、化妆品中微生物指标限值

微生物指标	限值	备注
菌落总数 (CFU/g 或 CFU/mL)	≤500	眼部化妆品、口唇化妆品和儿童化妆品
	≤1000	其他化妆品
霉菌和酵母菌总数 (CFU/g 或 CFU/mL)	≤100	
耐热大肠菌群/g (或 mL)	不得检出	
金黄色葡萄球菌/g (或 mL)	不得检出	
铜绿假单胞菌/g (或 mL)	不得检出	

资料来源：2022年版化妆品安全技术规范，江海证券研究发展部

2.4 打造明星大单品与实现集团化发展

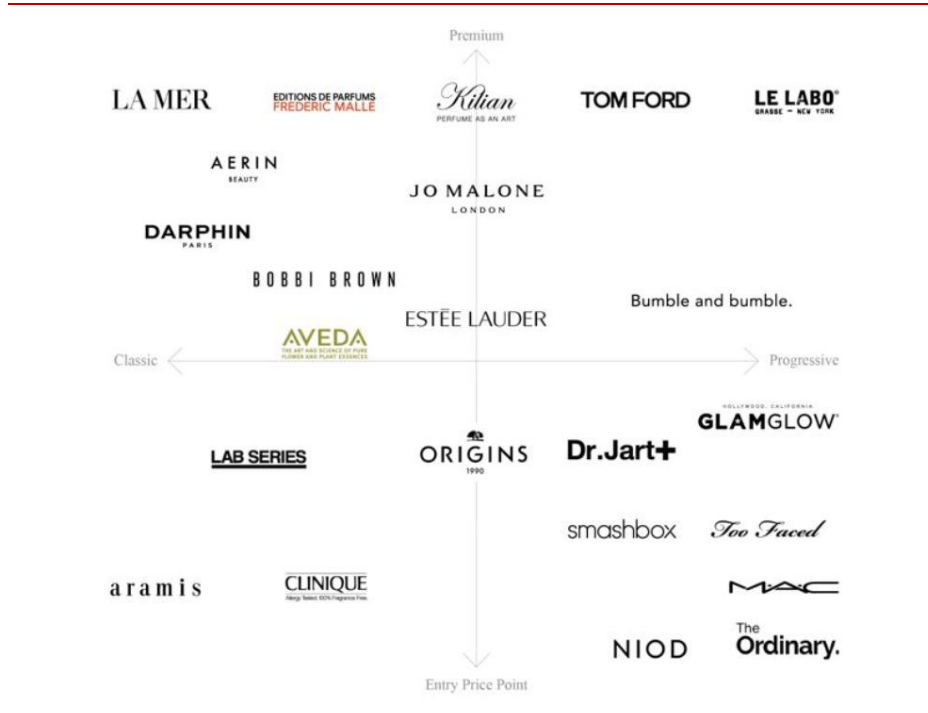
2.4.1 明星大单品 VS 爆品

从企业生存角度来看，具备“大单品”特性的产品由于其独特的刚需、长期、高毛利、高复购等特点，对品牌的中长期业绩有较强的支撑作用。大单品在化妆品品牌中具有流量和利润双重优势，是支撑品牌长期稳健增长的重要支柱。大单品通常源于爆款产品，但随着时间的推移，它们逐渐成为兼具流量和利润的“现金牛”产品，为品牌的长期稳定增长提供有力支持。

大单品包含了品牌研发的最核心功效成分，既是宣传的重点，也是区别于同质化竞争的壁垒。例如，雅诗兰黛的小棕瓶、SKII 的神仙水和兰蔻的小黑瓶等都是具有独特功效和核心成分的大单品。从国际品牌的经验来看，核心大单品靠迭代存续了几十年以上，其中兰蔻小黑瓶从2009年推出至今已有14年、雅诗兰黛小棕瓶41年、OLAY小白瓶14年，且雅诗兰黛小棕瓶复购率保持一定水准。

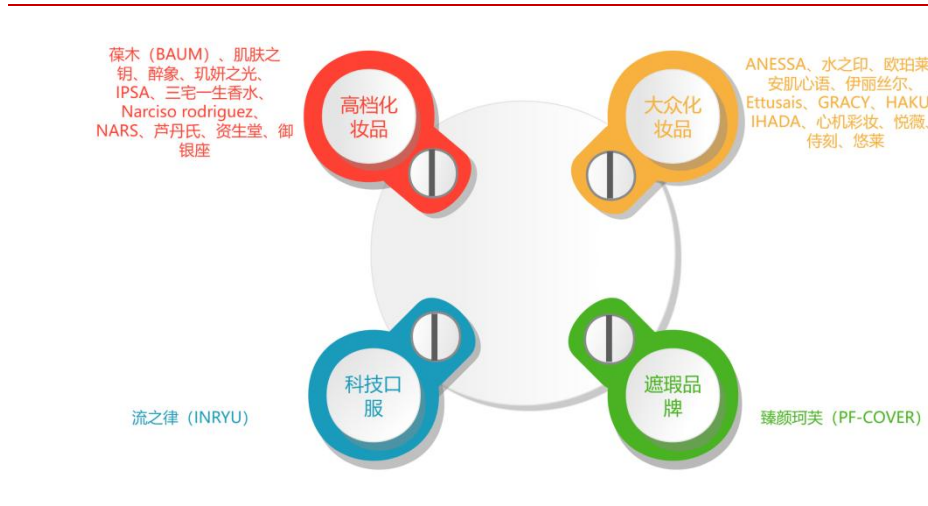
资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

图 21、雅诗兰黛品牌矩阵



资料来源：公司年报，江海证券研究发展部

图 22、资生堂品牌矩阵



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

我们认为，三大国际集团构建多品牌矩阵是因为单一品牌天花板效应突出，平台化的公司优势明显。化妆品市场中，单一品牌发展天花板较低，因此，构建具有差异化定位的多品牌矩阵是公司实现规模化、强化竞争力的关键所在。鉴于消费者对化妆品的需求日益展现出多元化和个性化的特征，单一品牌所能覆盖的化妆品品类、目标人群和消费档次均有限，从而使得品牌的发展空间受限。单一品牌在经历一段时间的高速增长后，往往容易面临发

展瓶颈，因此，建立具有差异化特点的多品牌矩阵已成为企业在市场上拓展的普遍趋势。

投资或收购一直是美妆巨头们拓展市场和丰富品牌矩阵的重要手段。通过青眼数据梳理国际美妆头部企业的收购动向，发现近三年内至少有 17 家企业进行了 30 笔交易。其中，重金收购已经成为常态。从数量分布来看，2021 年和 2022 年是美妆行业收购的高发期，这两年内共发生了 20 起收购事件，占据了全部收购量的 67%。自 2020 年以来，欧莱雅集团收购的 5 个品牌中有 3 个品牌定位偏向高端。

图 23、近年海外头部企业收并购情况

收购公布时间	收购方	被收购方	收购金额/企业估值	定位
2023年8月	花王	邦迪沙Bondi Sands	4.5亿美元	美黑和护肤品牌
2023年8月	Elf Beauty	Naturium	3.55亿美元	纯素功效护肤品牌
2023年7月	TPG	Samhwa	2.3亿美元	韩国化妆品包材商
2023年7月	开云集团	Creed	35亿欧元	高端香氛品牌
2023年7月		华伦天奴Valentino 30%股份	17亿欧元	奢侈品品牌
2023年5月	欧莱雅	Aesop伊索	25.8亿美元	澳大利亚护肤品牌
2022年12月		TAKAMI	未公开	日式护肤品牌
2022年9月		Skinbetter Science	未公开	高端皮肤科学美容品牌
2021年12月		Youth to the People	未公开	天然美妆独立品牌，主打健康、纯素、高效配方
2020年6月		Thayers Natural Remedies 津尔氏	未公开	美国老牌天然有机护肤品牌（主打特色爽肤水）
2023年1月	宝洁	Mielle Organics	未公开	黑人护发品牌
2022年1月		TULA Skincare	未公开	益生菌护肤品牌
2021年12月		Ouai	未公开	生活方式品牌（美国增长最快的品牌之一）
2021年11月		Farmacy	未公开	高端小众护肤品牌
2022年11月	雅诗兰黛	Tom Ford	28亿美元	美国设计师品牌
2021年2月		The Ordinary	追加金额10亿美元，估值22亿美元	加拿大小众护肤品牌
2022年11月	欧力士（Orix）	DHC	3000亿日元	化妆品电商和健康食品企业
2022年6月	联合利华	Nutrafol	未公开	口服护发保健品牌
2021年6月		宝拉珍选	收购额未公布，估值约20亿美元	受Z世代欢迎的DTC品牌
2022年5月	Puig	Byredo	收购额未公布，估值约10亿欧元	高端小众香水品牌
2020年6月		Charlotte Tilbury	13亿英镑	英国化妆师彩妆品牌
2022年9月	资生堂	Gallinée	未公开	微生态护肤品牌
2022年9月	爱茉莉太平洋	Tata Harper	1680亿韩元	美国奢侈美容品牌，主打纯净美容、天然、环保
2022年4月	LG生活健康	The Crème Shop	1.2亿美元	针对Z世代的韩国彩妆品牌
2022年3月	欧舒丹	Grown Alchemist	未公开	澳大利亚实验室护肤品牌
2021年12月	拜尔斯道夫	香缇卡	收购额未公布，估值最高6.9亿美元	高端花研草本护肤品牌
2020年12月		STOP THE WATER WHILE USING ME!	未公布	提倡节水观念的天然个护品牌
2021年10月	LVMH	Officine Universelle Buly	未公开	法式、小众、高端香氛美妆品牌
2020年4月		ETVOS	未公开	日本小众纯矿物护肤品牌
2021年1月	亚什兰	舒美个护业务	2.63亿欧元	原料供应商

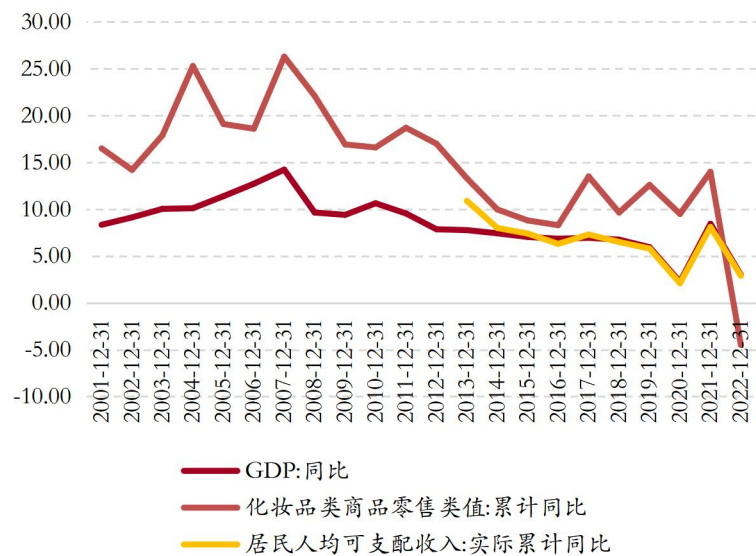
资料来源：青眼，江海证券研究发展部

LVMH 集团最初以酒类业务为主，经过三十多年的并购历程，逐渐发展成为拥有 70 多个品牌的奢侈品巨头。该集团形成了酒类、香水与化妆品、腕表和珠宝、时装与皮具、精品零售五大业务线。除了路易威登、酩悦香槟和轩尼诗干邑之外，该集团旗下的所有品牌都是通过并购获得的。在 2021 年的集团营收结构中，时装与皮具业务占比最高，达到 48%。各业务条线均涵盖多个独立知名品牌，发展稳健。LVMH 集团的多品类、多品牌运营策略使其在 1998 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机之后，通过兼并收购突破了单品牌/品类的收入瓶颈，提升了业绩韧性，并实现了较快的复苏。

2.5 渠道红利消退，化妆品迈向产品驱动新阶段

化妆品属于日常消费品，其销售规模与经济的发展和居民的可支配收入之间呈现出一定的正相关关系。

图 24、化妆品与 GDP、居民人均可支配收入增速的关系

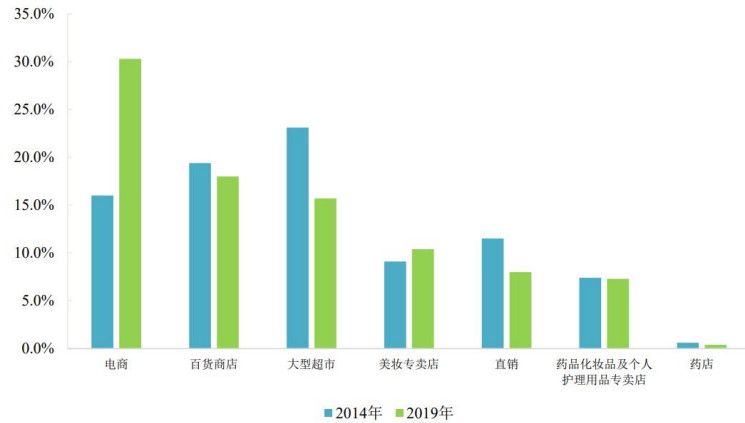


数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

由于我国区域经济发展不均衡，导致不同地区消费者对于化妆品的消费能力和品牌认知度存在较大差异。国际品牌凭借雄厚的资金实力和强大的市场营销能力，主要集中在一二线城市，市场竞争尤为激烈。相对而言，国内化妆品品牌起步较晚，早期主要集中在三四线城市。然而，随着居民可支配收入的提高、消费升级的趋势，以及电商渠道的快速崛起，化妆品企业通过线上渠道实现的销售占比逐年提升，国内化妆品品牌逐渐在一二线城市获得了一定的市场竞争优势。

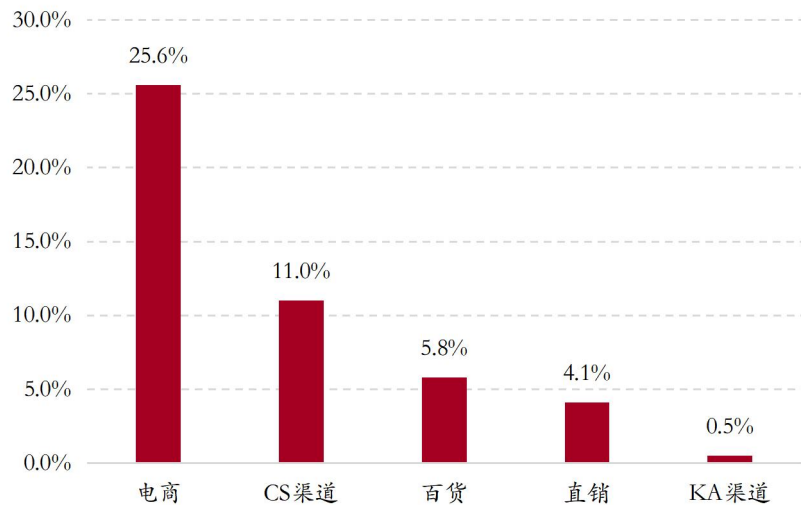
根据 Euromonitor 的分类，化妆品销售的主要渠道包括电商、百货商店、大型超市、美妆专卖店、直销、药品化妆品及个人护理用品专卖店以及药店等。随着电子商务的迅速发展，电商渠道已经逐渐成为化妆品销售的重要途径之一。

图 25、2014 及 2019 年我国化妆品市场销售渠道分布情况



数据来源：Euromonitor，贝泰妮招股说明书，江海证券研究发展部

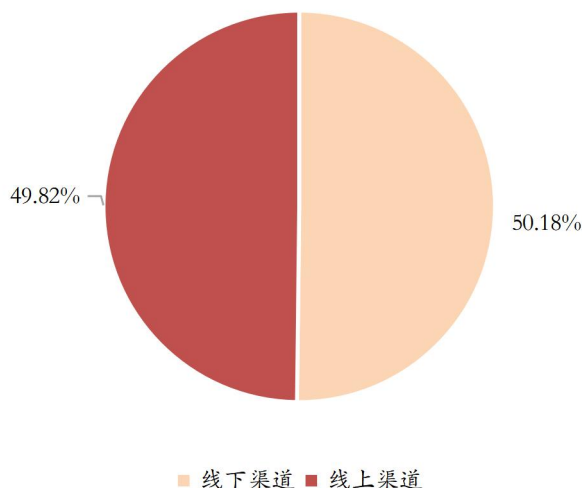
图 26、2013-2018 年中国化妆品各渠道年复合增速情况



数据来源：前瞻产业研究院，江海证券研究发展部

根据中商情报网数据，2021 年中国护肤品线上渠道市场占比已达 49.82%，线下渠道市场占比 50.18%。

图 27、2021 年中国护肤品行业按销售渠道划分的市场占比情况



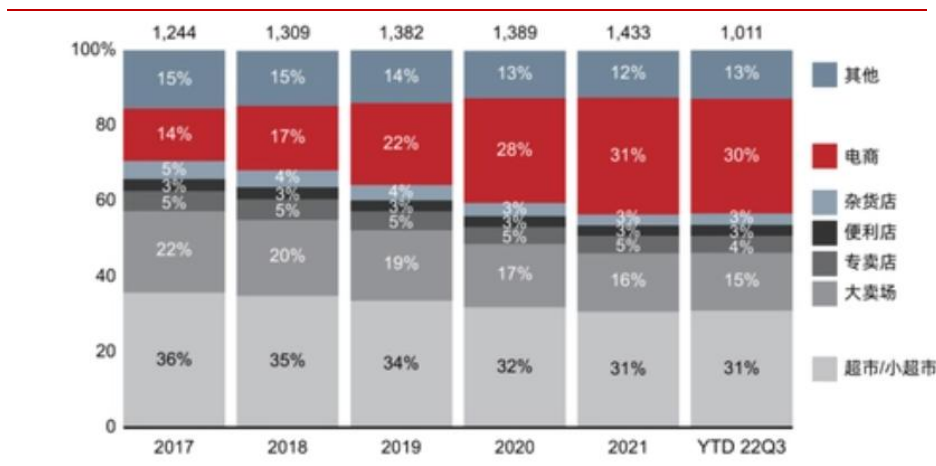
数据来源：中商情报网，江海证券研究发展部

国内品牌在成长过程中，敏锐地抓住了不同时期的渠道红利。例如，百雀羚成功地利用了商超渠道的优势，珀莱雅和自然堂则精准地把握了日化产品专营店（CS）渠道的机遇，而新兴品牌则借助电商平台的力量。

然而，目前渠道红利逐渐消退，使得同质化的渠道竞争日益激烈，企业不仅需要大幅提高成本费用，而且也难以实现相应的增长。因此，企业之间的竞争更多地转向提供优质的产品和更加丰富的服务，以提升产品的附加值。我国化妆品市场已经逐步从渠道驱动向产品驱动的阶段转变。

根据贝恩公司携手凯度消费者指数联合发布的《2022年中国购物者报告，系列二》，2022年前三季度，电商渠道的增速与快速消费品市场整体增速基本保持一致，而小型线下门店业态和O2O商业则在疫情的影响下迅速崛起。电商渠道在中国快速消费品市场总销售额中的占比稳定在30%，电商渠道增速放缓，复合年增长率从2020至2021年间的15%跌至5%。

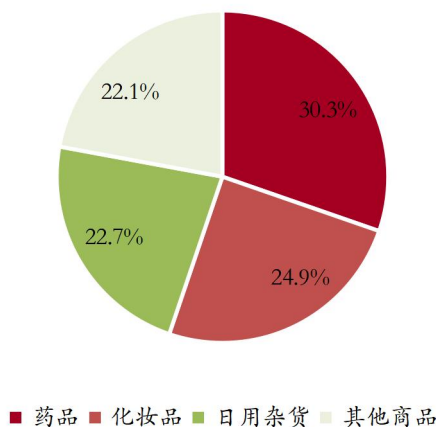
图 28、各渠道在城镇快速消费品零售市场销售额占比



数据来源：《2022年中国购物者报告，系列二》，江海证券研究发展部

日本医药零售机构分为处方调剂药房和药妆店。前者主要销售处方药和医保药品，而后者不仅销售药品，还销售其他非药品，并且以非药品为主要营收来源。药品在其总营收中通常仅占 20-30% 的比例，根据中国药店网数据，日本药妆店售卖化妆品占其收入结构的 25% 左右。这种业务模式为我国连锁药店企业在未来发展提供了潜在的扩展路径，目前我国连锁药店企业仍以销售药品为主。

图 29、日本药妆店渠道售卖的产品结构



数据来源：中国药店网，江海证券研究发展部

3 盈利预测及估值

3.1 假设条件及盈利预测

我们对公司分产品类别进行营业收入预测：

护肤类：公司 2023 年前三季度护肤类营业收入 44.26 亿元，同比增长 28.4%。公司持续升级现有大单品、拓展现有系列品类以及推出全新产品系列。我们预计 2023-2025 年护肤类营业收入分别为 70.19 亿元、88.44 亿元和 110.55 亿元，预计 2023-2025 年毛利率分别为 70.7%/70.9%/71.1%。

美容类：美容类营收基数小，增速相对护肤类快，今年前三季度美容类彩棠品牌取得 50% 以上高增长，公司未来将加快粉底液、气垫、粉饼和粉霜等底妆产品的升级和上新，我们预计 2023-2025 年美容类收入分别为 11.29 亿元、15.80 亿元和 20.54 亿元。美容类平均售价近期同比和环比均有提升，主要原因在于平均售价较高的彩棠品牌收入占比提升。2023-2025 年毛利率将稳步提升，预计毛利率分别为 66.6%/66.8%/67.0%。

洗护类：Off & Relax 品牌今年前三季度取得了 50% 以上的增长，公司未来将进一步整合研发和供应链资源，开发品牌独有原料，升级产品配方，持

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,385	8,379	10,756	13,548
%增长率	37.8%	31.22%	28.37%	25.95%
营业成本	1,935	2,539	3,252	4,078
%增长率	24.5%	31.2%	28.1%	25.4%
毛利	4,451	5,840	7,504	9,470
%营业收入	69.7%	69.7%	69.8%	69.9%
税金及附加	56	74	95	119
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	2,786	3,770	4,873	6,178
%营业收入	43.6%	45.0%	45.3%	45.6%
管理费用	327	438	555	700
%营业收入	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%
研发费用	128	209	285	379
%营业收入	2.0%	2.5%	2.7%	2.8%
财务费用	-41	0	0	0
%营业收入	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
加: 资产减值损失	-165	0	0	0
信用减值损失	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-6	-6	-11	-12
营业利润	1,058	1,380	1,737	2,150
%营业收入	16.6%	16.5%	16.1%	15.9%
营业外收支	-3	-5	-4	-4
利润总额	1,054	1,375	1,733	2,146
%营业收入	16.5%	16.4%	16.1%	15.8%
所得税费用	223	289	364	451
净利润	831	1,086	1,369	1,696
归属于母公司所有者的净利润	817	1,112	1,388	1,707
少数股东损益	14	-26	-19	-12

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	1,111	1,107	1,611	1,925
取得投资收益收回现金	0	-6	-11	-12
长期股权投资	31	-41	-41	-17
资本性支出	-167	-163	-191	-188
其他	-162	-33	-1	-1
投资活动现金流净额	-298	-243	-244	-218
债券融资	29	0	0	0
股权融资	166	53	0	0
银行贷款增加(减少)	0	24	-25	0
筹资成本	-183	-397	0	0
其他	-77	-49	0	0
筹资活动现金流净额	-65	-369	-25	0
现金净流量(不含汇率变动影响)	747	494	1,342	1,706

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,161	3,655	4,997	6,703
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	102	128	149	169
存货	669	827	1,040	1,347
预付账款	91	123	145	191
其他流动资产	123	164	194	224
流动资产合计	4,147	4,897	6,525	8,634
长期股权投资	139	180	220	237
投资性房地产	69	68	66	65
固定资产	570	567	558	551
无形资产	420	451	496	529
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	48	73	73	73
其他非流动资产	385	477	553	633
资产总计	5,778	6,712	8,491	10,722
短期贷款	200	224	199	198
应付账款	475	564	678	793
预收账款	0	0	1	1
应付职工薪酬	125	141	185	241
应交税费	153	180	240	306
其他流动负债	474	555	773	1,072
流动负债合计	1,428	1,665	2,076	2,611
长期借款	0	0	0	0
应付债券	724	724	724	724
递延所得税负债	19	24	24	24
其他非流动负债	69	19	19	19
负债合计	2,241	2,432	2,843	3,378
归母于母公司所有者权益	3,524	4,293	5,680	7,388
少数股东权益	13	-13	-32	-44
股东权益	3,537	4,280	5,648	7,344
负债及股东权益	5,778	6,712	8,491	10,722

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产收益率	14.1%	16.6%	16.3%	15.9%
净资产收益率	23.2%	25.9%	24.4%	23.1%
净利率	12.8%	13.3%	12.9%	12.6%
资产负债率	38.8%	36.2%	33.5%	31.5%
总资产周转率	1.23	1.34	1.42	1.41
每股收益	2.90	2.80	3.50	4.30
每股经营现金流	3.92	2.79	4.06	4.85
市盈率	57.75	35.72	28.63	23.27
市净率	13.47	9.25	6.99	5.38
市销率	7.44	4.74	3.69	2.93
EV/EBITDA	38.32	25.56	19.70	15.24

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%到15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%到5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%到10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：周彪

从业经历：金融硕士研究生、通过法律职业资格考试，多年证券从业经历，2020年加入江海证券。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。