

巴黎欧莱雅，你值得拥有

—— 欧莱雅成长启示录及上海家化比较研究

研究结论

- L'Oreal 欧莱雅公司全球最大的化妆品公司，公司 2010 年销售额 195 亿欧元，净利率达 11.5%，领先于全球化妆品行业平均水平，2010 年底市值达 498 亿欧元。欧莱雅业务结构主要分为化妆品（发廊专用产品、大众化妆品、高档化妆品和活性化妆品）、BodyShop 和皮肤病学产品三大块。
- 1963 年，欧莱雅在巴黎证券交易所上市。从 1990 年到 2010 年，欧莱雅的销售增长了 4 倍，而股价增长了近 13 倍，而同期巴黎 SBF250 Index 只增长了 2.8 倍。欧莱雅的股价表现证明了品牌消费品领域是诞生持续高复合收益率牛股的摇篮，也是产生千亿以上大市值股票的摇篮。作为价值投资者，在品牌消费品公司增长的黄金时期投资，不仅能收获公司盈利增长所带来的超预期增长，还能从估值水平不断提升中获得双重收益。
- 欧莱雅的百年历史就是一部总裁传承史，也是一部品牌版图扩张史，更是最新技术不断推广应用引领时尚的美丽传奇。欧莱雅 100 多年的历史，包括创始人内在只有 5 任总裁，而且全部都是公司自身培育成长的。每一任总裁都能最大程度地得到信任，施展才能，既是职业经理人又是企业家，企业领导者和管理团队平稳更替的背后是长期的事业心保证，也是企业和品牌文化获得持续传承和发扬光大的良好保证。
- 我们认为欧莱雅的核心竞争能力来源于四个方面：(1) 科研和创新是欧莱雅 DNA；(2) 品牌金字塔布局与管理是欧莱雅的竞争壁垒；(3) 并购后的高效整合是欧莱雅的扩张利器；(4) 稳定的领导团队、一流的人才梯队是欧莱雅持续发展的基础。
- 我们认为欧莱雅的成功为国内化妆品企业可以提供以下借鉴：(1) 美丽事业空间无限，无限的核心是专注。对于欧莱雅而言没有天花板一说，只有不断地创造需求、突破自身。尽管销售已达到很大规模，但每个阶段总有新的品牌、新的增长点涌现，延续增长的传奇。(2) 科研驱动产品升级与创新。国内日化企业只有继续加大在科研和创新方面的投入，才能在激烈的市场环境中站稳脚跟，提升实力，否则只有陷入衰败的结局。(3) 收购不是目的，整合才是关键。整合需要企业强大的科研、创新与一流的品牌运营团队做支撑，本土日化企业更了解本土消费者、更易结合本土智慧实施整合并购整合(4) 品牌金字塔布局和品牌经营参照。欧莱雅成功的关键因素之一在于其品牌金字塔布局，而上海家化目前的品牌梯度结构与之最为神似，也最具备成功的潜质，从单品的容量空间看，通过对比 BodyShop 和佰草集，可以发现佰草集还有很大发展空间。
- 结论：欧莱雅的成功和众多本土日化品牌的衰亡给了我们充分的启示，而上海家化是理念最为契合、科研投入最为充足、本土智慧与全球化视野结合最为充分的本土日化公司，我们坚定看好上海家化作为本土日化消费品品牌领军企业所具有持续快速增长前景，维持其“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施红梅

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

联系人

朱元

8621-63325888 × 3207

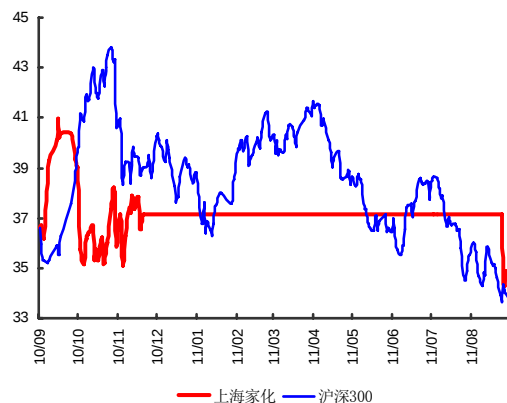
zhuyuan@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 9 月 14 日)	33.37 元
目标价格	47.00 元
总股本/流通 A 股 (百万股)	423/419
A 股市值 (亿元)	140
国家/地区	中国
行业	日常消费
报告发布日期	2011 年 9 月 15 日

公司表现(WIND)



相关研究报告

《上海家化动态跟踪报告 —— 改制在即 未来战略更加明晰》	2011 年 9 月 7 日
《上海家化首次报告 —— 百年品牌演绎新增长传奇》	2011 年 8 月 8 日

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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

目录

一、走近欧莱雅.....	4
1、公司简介.....	4
2、业务结构.....	4
3、经营分析.....	5
4、股市表现.....	7
二、欧莱雅百年传奇：一部总裁传承史.....	8
1、第一阶段（1919-1957 年）：传奇的开始--欧仁·舒莱尔时代.....	8
2、第二阶段（1957-1988）品牌扩充与并购-- 弗朗索瓦·达勒时代.....	10
3、第三阶段（1988-2006）带领欧莱雅走向世界--林赛·欧文中时代.....	11
4、第四阶段（2006-今） 新兴市场扩张-- 让·保罗·安巩时代.....	12
三、欧莱雅的核心竞争力解析.....	13
1、科研和创新是欧莱雅的 DNA.....	13
2、品牌金字塔布局与管理是欧莱雅的竞争壁垒.....	14
3、并购后的高效整合是欧莱雅的扩张利器.....	15
4、稳定的领导团队、一流的人才梯队是欧莱雅持续发展的基础.....	16
四、欧莱雅的成功对中国日化企业的借鉴与思考.....	17
1、美丽事业空间无限，无限的核心是专注.....	17
2、科研驱动产品升级与创新.....	17
3、收购不是目的，整合才是关键.....	18
4、品牌金字塔布局和品牌经营参照.....	18

图表目录

图 1 欧莱雅股东构成图	4
图 2 欧莱雅业务结构图	5
图 3 欧莱雅品牌展示（销售超过 5000 万欧元的国际品牌）	5
图 4 欧莱雅销售增长图	6
图 5 欧莱雅各业务单元 2010 年销售额同比	6
图 6 欧莱雅股价与 SBF250Index 变动图（1990-2010）	7
图 7 公司估值水平的变化趋势图（1990-2010 年）	8
图 8 欧莱雅创始人欧仁·舒莱尔	9
图 9 兰蔻专柜（意大利）和碧欧泉专柜（日本）	11
图 10 公司产品类型结构图（2010 年）	11
图 11 欧莱雅全球区域业务占比（2010 年）	12
图 12 全球主要化妆品公司研发投入占销售收入比重（2010 年）	13
图 13 薇姿专柜（波兰）	15
图 14 纽约美宝莲品牌广告	16

一、走近欧莱雅

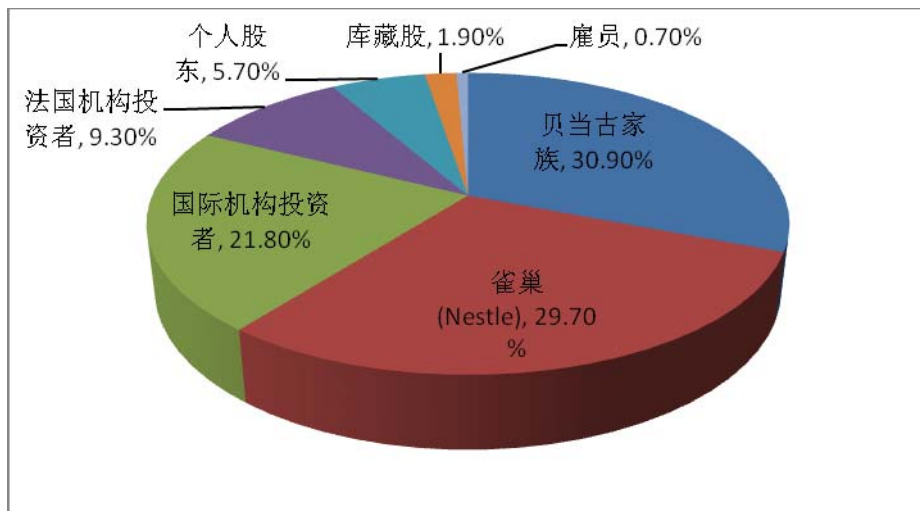
1、公司简介

L'Oreal 欧莱雅公司诞生于 1909 年，是《财富》世界 500 强之一；经历百年风雨的洗礼，欧莱雅已经从塞纳河畔的一间小公寓里的“法国无害染发剂公司”跃居世界化妆品行业龙头。欧莱雅的事业已遍及 130 多个国家和地区，66,600 名员工、40 多家工厂和 500 多个优质品牌，其中 23 个国际品牌销售超过 5000 万欧元。公司 2010 年销售额达 195 亿欧元，税后净利润 22 亿欧元，新注册专利数达 612 个。

作为全球最大的化妆品公司，欧莱雅在一个世纪的历程里，融合浪漫之都的典雅和流行时尚的特色，结合美丽与科技，不断研发出真正引领时尚和品质超群的产品。公司专注于化妆品行业，产品有染发护发用品，护肤品，防晒用品，彩妆，香水，皮肤病研究及药品等。

现在欧莱雅最大的两大股东是欧莱雅品牌创始人欧仁·舒莱尔的独生女利利亚娜·贝当古夫人和雀巢公司(Nestle)，三者形成了稳定的三角结构。欧莱雅于 1997 年正式来到中国。

图 1 欧莱雅股东构成图

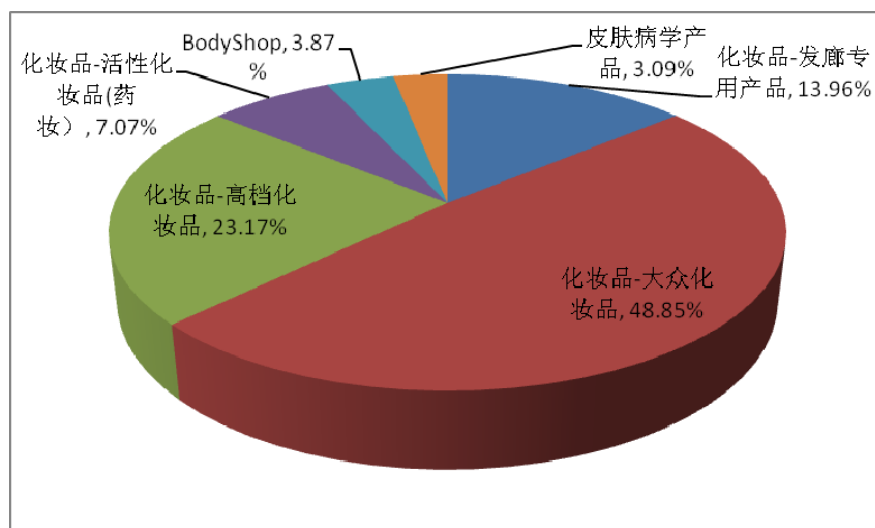


资料来源：公司 2010 年年报，东方证券研究所整理

2、业务结构

欧莱雅业务结构分为三大块：化妆品，Bodyshop，皮肤病学产品（Galderma 高德美），其中化妆品业务又划分为发廊专用产品事业部，大众化妆品事业部，高档化妆品事业部和活性产品（药妆）事业部。各大品牌分属各个事业部管理。

图 2 欧莱雅业务结构图



资料来源：公司 2010 年年报，东方证券研究所整理

欧莱雅在百年发展中，创建和并购整合了诸多优秀品牌，其中 23 个国际品牌销售超过 5000 万欧元。

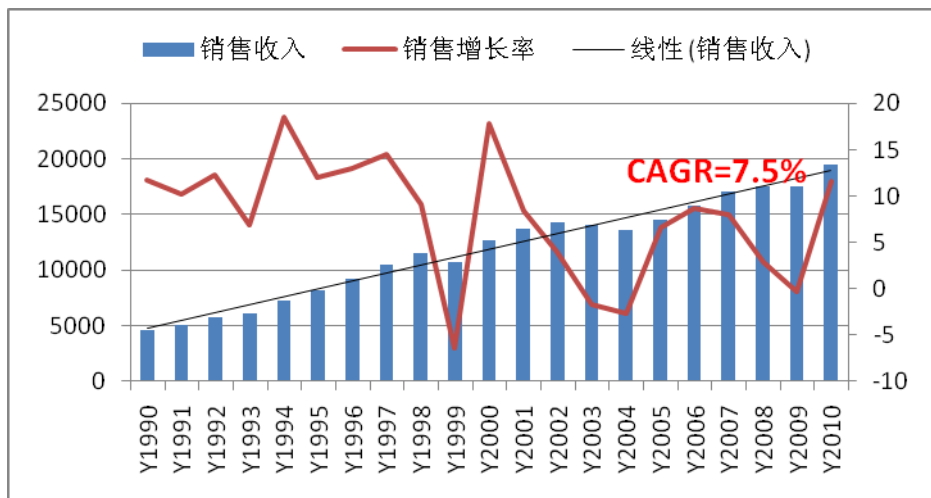
图 3 欧莱雅品牌展示（销售超过 5000 万欧元的国际品牌）



资料来源：公司 2010 年年报，东方证券研究所整理

3. 经营分析

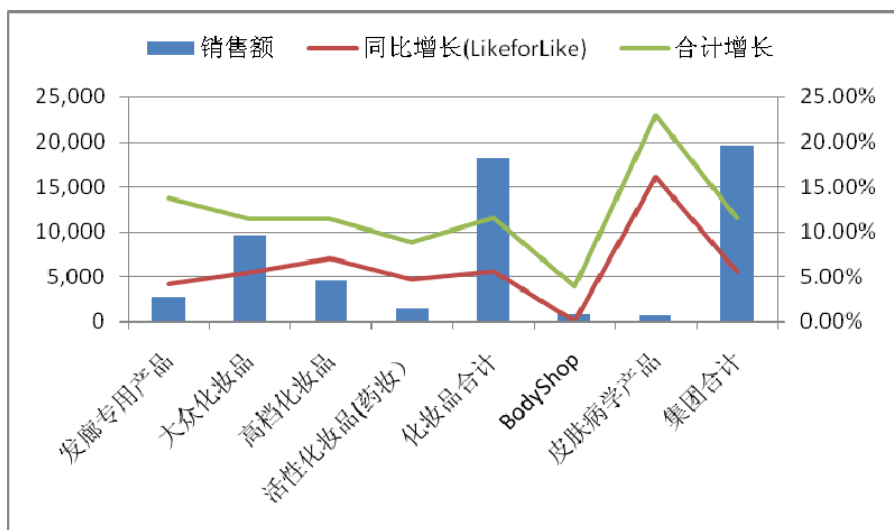
欧莱雅在 1990 年开始的 20 年内销售收入的年复合增长率为 7.5%，销售额从 46.28 亿欧元增长到 2010 年的 195 亿欧元，非常扎实而稳健。

图 4 欧莱雅销售增长图


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

在规模快速扩张的同时，欧莱雅的盈利能力也稳步提升，2010年公司毛利率达到70.8%，净利率达11.5%，高于化妆品行业平均水平，高于以化妆品为主营业务的雅诗兰黛（7.95%）和资生堂（1.91%）

从各业务单元而言，化妆品业务2010年销售额181亿欧元，占比达93.04%，增速达11.6%，其中发廊专用产品、大众化妆品、高档化妆品增速都在10%以上；皮肤病学产品业务单元增长速度最快，同比增长和合计增长分别达到16.1%和23.0%，销售额达6亿欧元；诞生于英国的Bodyshop在2006年被欧莱雅收购后，2009年开始进行战略性整合，截止2010年已有2605家店，销售额达7.55亿欧元，合计增长3.9%。

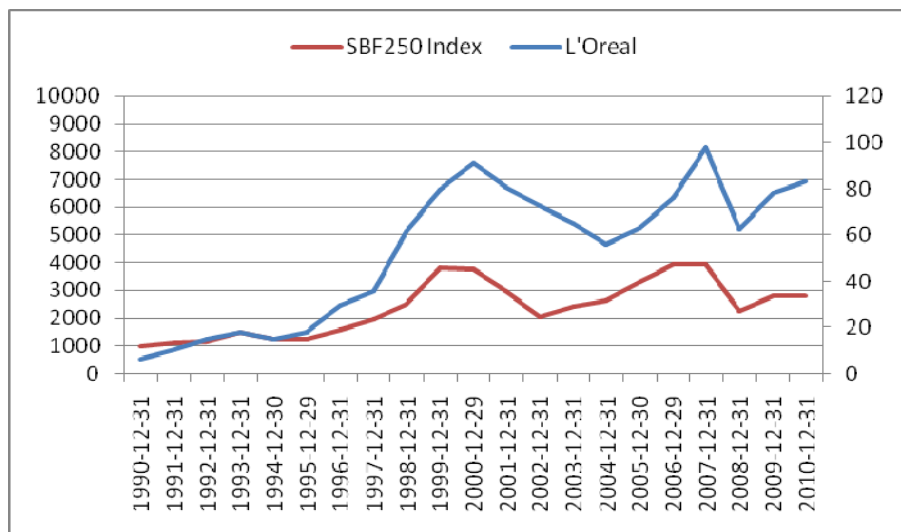
图 5 欧莱雅各业务单元 2010 年销售额同比


资料来源：公司2010年年报，东方证券研究所整理

4、股市表现

1963 年，欧莱雅在巴黎证券交易所上市。从 1990 年到 2010 年，欧莱雅的销售额增长了 4 倍，而股价从 6.53 欧元增长到 83.08 元，增长了近 13 倍，而同期巴黎 SBF250 Index 只增长了 2.8 倍。截止 2010 年 12 月 31 日，欧莱雅的市值高达 497.8 亿欧元。欧莱雅的股价表现再次证明了品牌消费品领域是诞生持续高复合收益率牛股的摇篮，也是产生千亿以上大市值股票的摇篮。

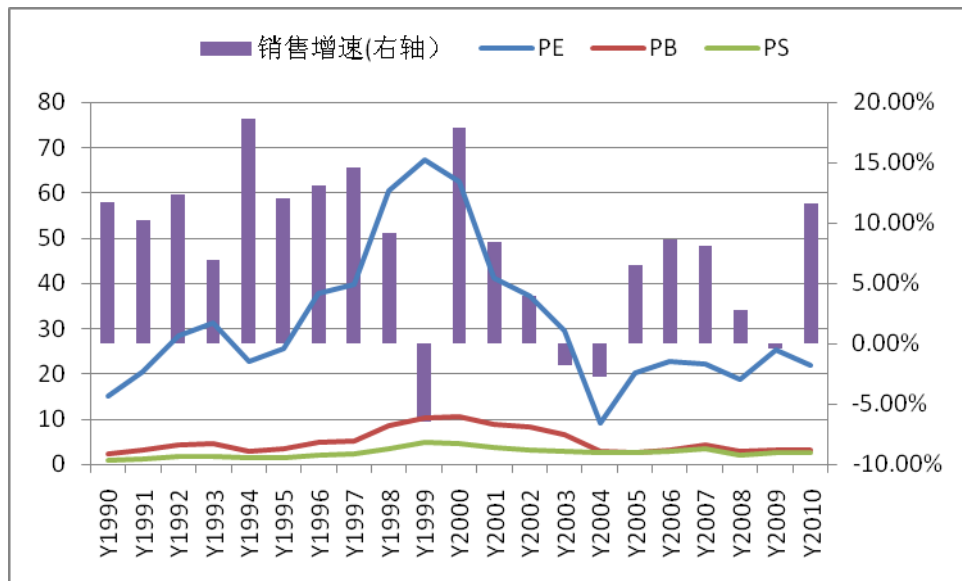
图 6 欧莱雅股价与 SBF250Index 变动图（1990-2010）



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

从公司股价和经营业绩的相关性上看，我们可以发现在 1990-2010 年期间，公司营业收入和净利润的复合增长率分别为 7.45% 和 11.02%，相应的公司股价的年复合增长率高达 13.6%，超过业绩增速。

从公司上市以来股票历年的估值变化趋势看，从 1990 年到 2000 年，随着公司业绩增长的不提提速，估值水平不断提高，在 1999 年 PE 值达到 67.2 倍。随后伴随着公司盈利增速的放缓，其估值水平也逐渐回落到稳定水平，其中 2003 年-2004 年业务出现负增长，其估值也达到历史最低点。随着后续公司业绩的改善，公司估值 PE 值恢复到 20 倍以上。公司历史业绩和股价、估值的变化再次验证了我们之前的观点：在品牌消费品企业盈利高增长的黄金阶段，因为资本市场愿意给予更高的估值溢价，因此投资收益率远高于公司经营业绩的增速。作为价值投资者，在品牌消费品公司增长的黄金时期投资，不仅能收获公司盈利增长所带来的超预期增长，还能从估值水平不断提升中获得双重收益。

图 7 公司估值水平的变化趋势图（1990-2010 年）


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

二、欧莱雅百年传奇：一部总裁传承史

欧莱雅 100 多年的历史，包括创始人在内只有 5 任总裁，而且全部都是公司自身培育成长的，这在世界 500 强中极其罕见。每一任总裁都在企业里完成了他们的职业生涯，在不同的阶段带领欧莱雅登上一个又一个新的台阶。同时利利亚娜·贝当古、雀巢公司与欧莱雅之间形成了稳定的三角结构，每一任总裁都能最大程度地得到信任，施展才能，既是职业经理人又是企业家，同时他们都顺利地选好了继任者，完成了权利的交替。企业领导者和团队稳定更替的背后是长期的事业心保证，也是企业和品牌文化获得持续传承和发扬光大的良好保证。

可以说欧莱雅的百年历史就是一部总裁传承史，是一部品牌版图扩张史，也是最新技术不断推广应用引领时尚的美丽传奇。

1、第一阶段（1919-1957 年）：传奇的开始--欧仁·舒莱尔时代

1907 年，在法国巴黎一间由厨房改造而成的实验室里，酷爱化学研究的欧仁·舒莱尔（Eugène Schueller）凭借天赋和勤奋研制出了世界上第一支合成无害染发剂“奥莱雅”，而当时的染发产品多以散沫花等植物为原料制成的，含有对人体有害的毒素，因此“奥莱雅”一推出便在巴黎的美发界备受推崇。1909 年，在巴黎的卢浮宫大街，一家属于欧仁·舒莱尔自己的“法国无害染发公司”诞生了，公司在 1939 年正式更名为“欧莱雅公司”。

欧仁·舒莱尔从实验室开始，带领团队不断研发和制造出一系列全新产品，在随后的岁月里，欧莱雅以难以比拟的力量不断冲击着全世界女性对于美丽的理解，并改变着人们的生活方式：192

9 年第一款可以遮掩发根的染发剂，迎合了当时的短发时尚；1934 年推出 DOP(多普)作为第一款大众洗发水消费用品（用脂肪酸硫酸盐替代了以肥皂为主的传统）；1935 年在法国实行带薪休假前夕推出了第一款防晒油“太阳琥珀”；1945 年推出了欧洲第一款冷烫产品 Oreol；1952 年研发成功能够直接上色的染发剂 Rege-Color，成为大众染发的开端；1954 年推出 BerlingotBOP 一次用量的洗发水包装大受欢迎。。。

欧仁·舒莱尔不仅仅是通过强大的技术导向引领公司前行，更是通过他对于产品推广的独到见解，不断地创新突破，灵活运用各种广告手段打造品牌知名度和美誉度，欧仁·舒莱尔是大众传播和现代广告的先驱，并于 1953 年获得了奥斯卡广告奖。欧仁·舒莱尔在 1909 年创业初始，亲自创办了《巴黎发型》杂志，让当时的女性充分意识到美发的魅力，杂志成为当时法国美发产业重要的宣传平台。随后，欧仁·舒莱尔又陆续创办了《欧莱雅公报》面向理发师、供货商提供行业内的交流平台，法国第一本女性美容月刊《您的美容》；1931 年他突破性地 在巴黎竖起了一块介绍欧莱雅洗发水的大幅广告牌，开创了户外广告的先河；他开始在公共汽车上投放 DOP 洗发水的促销广告；他创办了自己的广告公司和电台配合产品的广告宣传；他还创造了“企业赞助”的概念，在文艺演出现场布置品牌 LOGO，派发产品小样。

一切辉煌的后续都源于艰辛的开始，欧仁·舒莱尔创造了欧莱雅的传奇，奠定了欧莱雅后续发展壮大的基石，也为其植入了成功的基因，公司一方面勤奋踏实地从事技术创新，新产品源源不断地改变人们的生活，另一方面加大广告的投入，强化了品牌在消费者心目中的形象。两者相辅相成，环环相扣。截止 1957 年，公司销售额已达到 1.5 亿欧元。

图 8 欧莱雅创始人欧仁·舒莱尔



资料来源：百度，东方证券研究所整理

2、第二阶段（1957-1988）品牌扩充与并购-- 弗朗索瓦.达勒时代

1957 年欧仁-舒莱尔去世后，出乎意料地将权力交给了他的助手弗朗索瓦.达勒（Francois D alle），弗朗索瓦.达勒成为欧莱雅的第二代掌门人，而让他的女儿利利亚娜-贝当古以股东的身份给予经营者持续的支持和守护。

弗朗索瓦.达勒在任的 26 年时间里，为欧莱雅走向国际化大公司打下了最为扎实的基础。欧莱雅的销售收入从 1957 年的 1.5 亿欧元攀升到 1988 年的 30 亿欧元。直到今日，在欧莱雅组织内部仍存在达勒当年的变革痕迹。

在弗朗索瓦.达勒在任期间，欧莱雅延伸了品牌和产品线，充分挖掘了可以售卖化妆品的一切渠道，从传统的理发店到当时新兴的大众超市，从奢侈品商店到药房专柜，无一不是当时的创举。在达勒时代，欧莱雅战略性地收购了兰蔻、卡诗、卡尼尔、碧欧泉、薇姿、赫莲娜、Gemey、Cacharel、Warner Cosmetics 等一系列品牌，创办了 Galderma、Darkkar、Anais-Anais 等新品牌，并通过成功的商业运作，使它们成为各自销售渠道内的佼佼者和国际知名品牌。这些品牌丰富了公司的产品系列，成为欧莱雅领先潮流的招牌。用达勒的话讲，欧莱雅已经成为一个千足企业，“从头发护理直到护肤，再到仪表，最后还关注健康”。

1963 年，基于公司出色而稳定的业绩，欧莱雅公司在巴黎证券交易所重组上市，得到了资本市场的支持，为品牌并购增添利器。从那时到现在，欧莱雅的市值增加了 400 多倍。

1974 年，弗朗索瓦.达勒出于对公司长远发展的考虑，在当时法国左倾的政治经济环境下，为避免被巨头兼并而国有化的命运，在公司女主人利利亚娜-贝当古的支持下，欧莱雅和不在化妆品领域发展的非法资食品巨头雀巢签订了合作协议，定时炸弹被排除。雀巢入股欧莱雅公司成为第二大股东，而利利亚娜-贝当古成为雀巢最大的个人股东。

1984 年，达勒在欧莱雅工作近半个世纪后退休，夏尔-兹维亚克(Charles Zviak)接任，成为欧莱雅第三任总裁，在 1984 年-1988 年，兹维亚克萧规曹随，延续了欧莱雅的稳定发展。兹维亚克在任 4 年可以说是一位过渡人物。

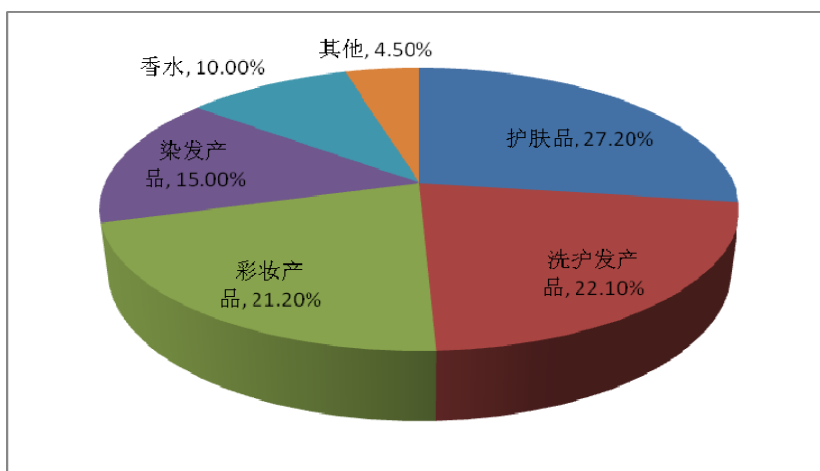
图 9 兰蔻专柜（意大利）和碧欧泉专柜（日本）

资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

3、第三阶段（1988-2006）带领欧莱雅走向世界--林赛·欧文中时代

英国人林赛·欧文中(Sir Lindsay Owen Jones)1969 年加入欧莱雅，1988 年出任总裁，他领导欧莱雅达 18 年之久。在林赛·欧文中的统治下，欧莱雅真正实现了国际化，他把欧莱雅打造成了世界上最大的化妆品公司，**销售收入也从 1988 年的 30 多亿欧元增长到 2006 年的 150 亿欧元，销售收入增长了近 5 倍，而净利润增长了近 10 倍，股价增长了近 80 倍，成为欧洲市场收益率最高的股票之一。**

当时，林赛·欧文中面临着巨大的挑战，公司的销售收入已经到了一定的数量级，但欧莱雅超过 70%收入来自西欧，特别是法国，北美的贡献不足 20%，更妄论其他区域市场。林赛·欧文中明确了专注化妆品业务的原则，带领欧莱雅从法国走向世界。他在欧莱雅的第一个行动就是通过品牌整合，确认了 5 项核心业务：头发染色、头发护理、护肤、彩妆、香水。在确定核心业务的基础上，林赛·欧文中大胆地向五大洲扩张和布局，成为欧洲全球化程度最高的化妆品公司。

图 10 公司产品类型结构图（2010 年）

资料来源：2010 年财报，东方证券研究所整理

在欧莱雅走向世界的征程中，林赛-欧文中的绝密武器就是通过购买当地地方性的化妆品品牌，根据品牌原有特性注入相关的产品和技术，充分利用公司在研发和品牌运营方面的优势将他们进行品牌重塑后再推广到全球各地。通过对这些地方性品牌收购后的有效整合，尝试树立起不同于这些品牌被收购前的形象，开发新的市场并获得市场的认同。以美宝莲为例：1996 年，欧莱雅以 7.6 亿美金收购了美国低档彩妆公司美宝莲，通过品牌重新定位、产品转型、技术注入等手段，成功地将其塑造成了中档的适合全球各种族女性的现代时髦化妆品品牌。而这些整合都是需要欧莱雅强大的科研、创新与一流的品牌团队做支撑的。

就这样，林赛-欧文中通过收购全球各地本土化妆品品牌并重新包装的绝技在承担一定风险的前提下，获得了很大的功效，企业销售规模的天花板也一次次地被打破，欧莱雅也从一家法国企业迅速变成了全球性的化妆品帝国。

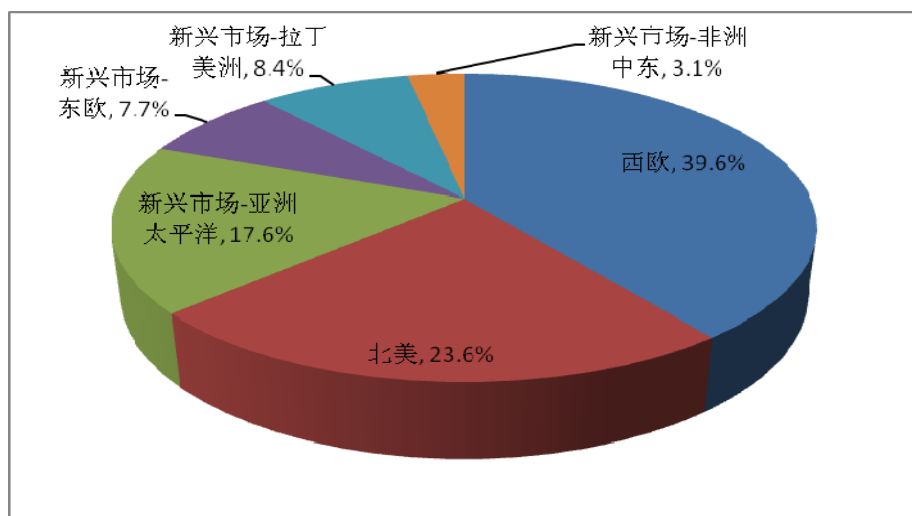
4、第四阶段（2006-今） 新兴市场扩张-- 让·保罗·安巩时代

2006 年，在林赛-欧文中如日中天的时候，通过一年的接班人过渡计划，他将欧莱雅的大权正式交给了让·保罗·安巩(Jean. Paul Agon)，在巨人的肩膀上，开始了让·保罗·安巩时代。

让·保罗·安巩继续了林赛-欧文中的国际扩张战略，并重点拓展了新兴市场，特别是以 BRIMC（巴西、俄罗斯、印度、墨西哥和中国）为代表的亚洲、拉美、东欧市场。相应地在金融危机以后，欧莱雅加大了研发投入，希望开发出更多的新配方，争取在这些潜力巨大、尚待开发的新市场实现突破。

截止 2010 年，从公司化妆品业务的销售区域分布看，西欧市场、北美市场、新兴市场已接近三分天下（上世纪 90 年代的时候西欧占公司销售的 70%）。2010 年三个市场的销售增速则分别达到 2.6%，12.5%和 22.4%；新兴市场成为公司销售增长的最大动力，其销售占比也在不断提升，2010 年达到 36.8%，其中拉美区和亚太区增长最为迅猛。

图 11 欧莱雅全球区域业务占比（2010 年）



资料来源：2010 年财报，东方证券研究所整理

让.保罗.安巩继续了品牌收购和整合的进程，在 2006 年以 6.5 亿英镑收购了英国特色化妆品品牌 BodyShop，与欧莱雅实现在化妆品和个人护理产品上的互补；在 2008 年收购了法国著名设计师品牌圣罗兰(YSL)

从 2006 年到 2010 年，欧莱雅的销售从 150 亿欧元级别增长到 200 亿欧元级别（2010 年 195 亿欧元），继续着美容帝国的传奇故事。

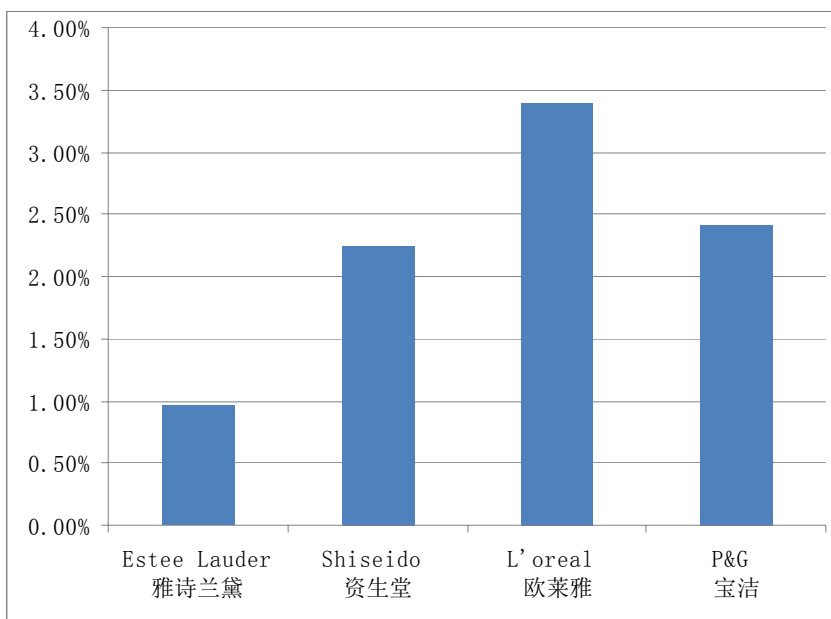
三、欧莱雅的核心竞争力解析

1、科研和创新是欧莱雅 DNA

欧莱雅从诞生之日起，就把科研置于核心位置，可以说科研是欧莱雅 DNA。欧莱雅靠研发起家，数任 CEO 都和实验室有着不解之缘，通过技术创新与应用驱动公司不断发展。欧莱雅旗下的众多标志性研发成果和新产品的诞生，无不深刻影响了现代女性的美容习惯和生活方式，欧莱雅科研方面创造了诸多的世界第一，建立了诸多实验室和研发中心。

欧莱雅对技术的重视超过行业内任何一家化妆品企业，在亚洲、美洲和欧洲均建有研发中心，研发专家人数达到 3400 多名，专门研究全球各地消费者的皮肤、发质以及她们需求。公司每年至少有 600 多项专利诞生。欧莱雅 2010 年的研发投入达到 6.65 亿欧元，研发投入占销售额的 3.41%，而行业的平均水平是 1.5-2%。高额的研发投入充分反映了欧莱雅对于研发的高度重视，为欧莱雅在品牌并购与整合、产品系列拓展、国际时尚引领等战略的展开提供了最强大的后盾，成功塑造了欧莱雅旗下品牌的产品使用安全与功能性。

图 12 全球主要化妆品公司研发投入占销售收入比重（2010 年）



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

在金融危机后，欧莱雅逐步把业务增长点放在新兴市场的拓展上，而在技术方面则提前进行了相应的本土化研发和准备，欧莱雅研发部门的主题也转移到了“满足全世界多样化的化妆品需求，特别是新兴市场新一代消费者的多样化需求”，欧莱雅划定了 63 个不同的肤色区域，在美国芝加哥、日本和中国的上海浦东分别成立了头发与皮肤研究中心，有针对性地研究美洲血统、日本人和中国人的头发与皮肤特征。欧莱雅对美丽的定义从单一到多元，日趋成熟。

正是欧莱雅始终坚持科技与美丽的完美结合，奠定了欧莱雅的百年基业。

2、品牌金字塔布局与管理是欧莱雅的竞争壁垒

欧莱雅作为全球第一大化妆品公司，金字塔式的丰富的品牌布局与高超的品牌管理能力是其成功的核心竞争力，也是欧莱雅区别于其他竞争对手的最大特点。

化妆品是一个以情感性利益和自我表现为产品主要诉求的行业，品牌与品牌之间的最大区隔往往不是功能，而是品牌所代表的不同身份、不同品位、不同生活方式、不同审美风格。欧莱雅就是这样以“品位”来进行品牌定位从而形成鲜明的品牌形象（Brand Equity）。欧莱雅根据消费群体、渠道、价格等因素对市场进行了不断的细分，赋予各个品牌清晰的定位，从而使旗下的每个品牌都有各自针对的区域和市场，因而欧莱雅在任何地方都能够向消费者提供满足其需求并适合其消费能力的产品。

欧莱雅借助销售通路的布局，形成了具有强大整合能力的品牌金字塔布局，进可攻，退可守，用不同的品牌占据了各个价位区间，最大程度上遏制了竞争对手的行动。

塔基-大众化妆品品牌：巴黎欧莱雅、卡尼尔、美宝莲、小护士等大众化妆品品牌位于金字塔的塔基，是整个金字塔最大也是最坚实的基础，通过超市、百货商场、化妆品店等大众消费渠道面向消费者，尽可能便利消费者日常购买，注重与消费者的全方位沟通。

塔身-活性化妆品品牌和发廊专业品牌：薇姿、理肤泉等活性化妆品品牌和巴黎欧莱雅专业美发、卡诗等品牌则是金字塔的塔身。薇姿、理肤泉等通过专业药房进行销售，而巴黎欧莱雅专业美发、卡诗等品牌则需通过发型师的专业服务来推介，其仅在发廊销售。

塔尖-高端奢侈化妆品品牌：赫莲娜、兰蔻、碧欧泉、植村秀、契尔氏等品牌作为类奢侈品则定位在欧莱雅金字塔的塔尖，其中赫莲娜作为旗舰品牌，兰蔻、碧欧泉等作为一线品牌，阿玛尼、拉夫-劳伦作为香水及护肤品牌，他们品牌形象高端，价格昂贵，销售规模不及大众化妆品，但利润贡献则超过销售收入贡献，在大中城市的中高端百货商场通过专柜服务进行销售。

同时，欧莱雅的品牌金字塔针对不同的区域市场又有其特定的定制结构，既有国际化品牌的引入，又有熟悉本土市场的本地化品牌，其灵活的本土战略最大程度地发挥了协同效应。

庞杂的品牌架构需要配套的品牌管理体系。

欧莱雅针对不同品牌定位独特，风格迥异的情况，采取品牌经理负责制，保证品牌定位战略充分执行，延续品牌各自的独特内涵和品牌精神。每个品牌都有自己的品牌经理，每一个品牌就相

当于一个独立公司，它们各自有一套独立的广告、渠道、促销和定价策略，最大程度地激发了内部团队的激情，延续了品牌文化的独特性，灵活而快速地应对激烈的市场竞争。

同时，在品牌推广上，欧莱雅从品牌定位出发，锁定目标顾客群，建立了一整套营销、宣传、推广的体系，用一个词来总结，就是精准推广。

图 13 薇姿专柜（波兰）



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

3. 并购后的高效整合是欧莱雅扩张利器

欧莱雅的全球扩张历史可谓是一部鲜活的品牌并购史，欧莱雅所拥有的 500 多个品牌，只有少数是其自主创立的，包括兰蔻、美宝莲、卡尼尔、薇姿等在内的大部分品牌都是通过并购获得的。**欧莱雅的核心竞争力不仅仅是并购，更关键的是并购以后的高效整合。**

欧莱雅往往通过购买区域性的化妆品品牌，将其进行品牌重塑后推广到世界各地，开发新的市场。欧莱雅在品牌并购完成后进行有效的整合，将自己在研发中心领先的技术与理念嫁接到所并购来的品牌，为一些土生土长的地方性品牌注入国际化的色彩，有的时候甚至是彻底改造。收购品牌在欧莱雅的重新塑造下，形成了鲜明的品牌定位，进入针对性的目标市场，实现品牌的新生，也成为公司持续增长的重要推动力量。

以美宝莲为例，1996 年，欧莱雅以 7.6 亿美金收购了美国中低端彩妆品牌美宝莲，通过品牌重新定位、产品转型、技术注入等手段，品牌名称更新为“纽约美宝莲”，品牌形象从原先的沉稳顺利转变为时尚、性感和国际化，一大批锁在实验室里的项目纷纷被成功推向市场，成功地将其塑造成了中档的适合全球各种族女性的现代时髦化妆品品牌。其销售额三年翻了一番，迄今已成为世界第一彩妆品牌。

而这一切的整合都是需要欧莱雅强大的科研、创新与一流的品牌团队做支撑的。因此一环扣一环，形成了欧莱雅的核心竞争力。

图 14 纽约美宝莲品牌广告

资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

4. 稳定的领导团队、一流的人才梯队是欧莱雅持续发展的基础

化妆品行业是一个充分竞争的行业，人才是构成化妆品企业核心竞争力的最重要因素之一。欧莱雅能够持续稳健增长，离不开强大而稳定的高层领导团队和一流的人才梯队，人才是欧莱雅基业长青的根基。

欧莱雅从创始以来，只有五任 CEO，而且全部都是公司自身培育成长的，这在世界 500 强中极其罕见。每一任 CEO 都是最大程度地得到信任，施展才能，既是职业经理人又是企业家，稳定的背后是长期的事业心保证，少了很多短期行为，更多的是长期的战略、永续的经营和企业文化理念的传承。从欧莱雅在科研上的大额投入，人才上的自我培养等机制都不难看出其长期稳健经营的身影。欧莱雅的统治者对于历任 CEO 的选拔是极其谨慎的（一般都是通过内部选拔，提前一年宣布继任安排），但一旦确定后则是大力扶持，高层权利的交替顺利而自然，避免了企业经营管理的可能波动。

同时，欧莱雅极其重视整个企业人才梯队的建设，从人才的招聘到培训，从晋升渠道到团队激励体制，无一不是按照百年老店的标准在打造。**欧莱雅择人标准很独特：集诗人与农夫于一身。**欧莱雅所需要的人既要像诗人一样富有激情和创造力，又要像农夫一样吃苦耐劳和脚踏实地。**诗人代表创新，农夫代表执行；**诗人与农夫的结合其实就是艺术与技术、智慧与能力、想法与行动的结合。欧莱雅的招聘方式也极其独特和创新，每年都有“欧莱雅全球在线商业策略竞赛”挑选未来企业家和管理人才，“欧莱雅校园企划大赛”发现和培养管理和营销人才，而“欧莱雅校园工业设计大赛”培养供应链和物流人才。企业内部多层次的培训机制成为人才成长的沃土，培养了一大批忠诚的企业骨干，激发了员工的创造潜力，产生的强大创新竞争力确保欧莱雅一直以来弄潮儿向涛头立。

四、欧莱雅的成功对中国日化企业的借鉴与思考

1、美丽事业空间无限，无限的核心是专注

回顾欧莱雅的成长历程，它作为美容界的全方位时尚的探索者，不断刷新和引领着全世界消费者的行为方式和美容观念，帮助她们由内而外焕发魅力，满足每一个人对美发自内心的追求。

从发展阶段而言，80年代末，欧莱雅的销售已经达到近40亿欧元，90年代第一个十年，销售额增长到100亿欧元，而随后的又一个十年，销售额又增长到2010年的近200亿欧元。欧莱雅品牌建设的驱动因素有五大类：产品创新、不断完善丰富的销售渠道、产品定位的多样化、产品线延伸和品牌并购。欧莱雅也是在这一创新与激情的过程中不断成长，对于欧莱雅而言没有天花板一说，只有不断地发现需求创造需求、突破自我。随着公司销售规模的日益扩大，公司增长的挑战进一步提高，但公司每个阶段总有新的品牌、新的增长点涌现，接过下一个增长的接力棒，也带领公司突破了一个又一个市场假想的天花板。我们认为这一棒又一棒接力背后的核心支撑是公司在科研创新和品牌运营方面的超强能力。

美丽事业空间无限，无限的核心是专注。欧莱雅百年历史上只做一件事情，就是化妆品，公司所有的人力、物力、财力等资源都是投入到这个行业。化妆品既是企业的核心业务，也是唯一业务，无论是品牌的多元化、渠道的多元化还是消费者的多元化，归根结底核心业务只有一个，那就是化妆品。企业最可靠而且始终如一的生存法宝就是从核心业务中获得利润。正是这种执着引领欧莱雅走过百年历程，构建其完善的品牌金字塔。

2、科研驱动产品升级与创新

化妆品行业是一个高科技的行业，每一个产品的背后都隐藏着研发的能量，都是不断创新的结晶。通过欧莱雅的成功基因分析，科研是欧莱雅DNA，强大的技术储备保证了其全球扩张、品牌收购、产品系列拓展等战略的展开，这对有意真正做强做精的国内日化企业具有指导意义。

纵观国内日化企业，上海家化虽然目前规模和实力和欧莱雅不在一个数量级上，但其对科研的重视却是英雄所见略同。上海家化每年投入的研发经费占全年销售收入的3%左右，接近于欧莱雅的投入比例，远高于全球同行业1.5-2%的平均水平。公司拥有专业科研人员近200人，每年开发新产品数量超过200个，公司的研发成果与专利申请数量在国内企业中排名前列，特别是公司中草药个人护理用品的研究处于全球领先地位。

我们认为上海家化在新产品研发方面的强大实力和持续投入是公司的核心竞争力之一，也是公司差异化战略实施的基础保证——“六神”和“佰草集”品牌运作的成功也在很大程度上得益于研发的先行支持，而2011年开始美加净的恢复增长和高夫的增长提速也在很大程度来自于品牌梳理后的新产品有效开发。值得一提的是，相比以往完全依托自身研发实力的开发模式，上海家化近年来在新品开发方面已经开始逐步加大对全球化妆品研发资源的整合利用，今年佰草集推出的肌活新颜系列就是一个成功的例子，公司目前已经具备这样的实力和能力对内外部资源进行综合利用，这样将大大缩短新品的开发周期，进一步提高了公司化妆品业务的增长速度和容量空间。

随着规模的不断扩大，国内日化企业只有继续加大在科研和创新方面的投入，才能在激烈的市场环境中站稳脚跟，提升实力，否则只有吃老本、逐步衰败的结局。欧莱雅的成功和众多本土日化品牌的衰亡给了我们充分的启示，而上海家化是理念和发展策略上和欧莱雅最为契合、科研投入

最为充分的本土日化公司。

3、收购不是目的，整合才是关键

通过欧莱雅的扩张路径分析可以看出其较高的品牌并购成功率保证了其高速增长，而欧莱雅的核心竞争力不仅仅是并购，更关键的是并购以后的高效整合。

随着国内日化企业规模的不断扩大，其构建和完善其品牌金字塔是企业发展的内在需要；同时，消费品公司大额现金流的杠杆效应保证了其并购的展开。但并购考虑的出发点并不是因为并购品牌便宜才购买，而是并购以后是否有能力整合好，是否能够产生协同效应。对照欧莱雅的成功路径，我们发现本土日化的龙头企业还是有很大优势和保障来做好整合工作的。

1) 整合需要企业强大的科研、创新与一流的品牌团队做支撑：只有这些条件具备了，整合能力才能真正的提升；或者说，没有科研和品牌团队，并购整合某一个品牌或许可行，但是整合的成功概率不会很高。国内日化的龙头企业在科研、品牌团队方面实力不弱、投入不小、基础不错，只要真正把整合放到战略层面来看、思路统一、方针明确，我们可以期待本土日化品牌收购整合的成功案例。上海家化对于可采的整合尚未完全展开，51%的股权收购比例是一方面，但核心在于科研和品牌团队尚未结合到品牌整合工作中去，原来的团队继续原来的思路运作收购而来的品牌。

2) 本土日化企业更了解本土消费者、更易结合本土智慧实施整合：我们鲜见国际日化巨头收购整合中国本土品牌的成功的案例，宝洁、强生、联合利华诸多日化高手收购本土品牌后不是雪藏就是运营惨淡，哪怕是整合高手欧莱雅在全球有很高的收购整合成功率，23个国际品牌大部分都是收购整合而成的，但在中国，对于小护士和羽西的收购整合都还没有达到其预期的效果，**这是中国市场的特性所决定的：**中国市场消费群体多样化，需求多层次化，一二线市场和三四线市场差异性极大，一刀切或者照搬照用其他地区做法很容易失败；同时东方人的肤质、肤质特点、文化传承和西方有很大差异性，而欧莱雅在一体化的欧洲、北美地区，身体特质、文化传承上更类同，更容易理解和整合。

对于本土品牌而言，外资的挑战就意味着机会。我们认为上海家化具有将本土智慧与全球化视野充分结合的能力，一方面公司积累了超过任何国际大牌对中国本土消费者的理解能力，相比国外竞争对手更了解中国市场和中国人的喜好，在品牌定位、渠道开发等方面充分利用本土智慧和主推东方文化元素之外，另一方面公司在企业管理、品牌建设和组织架构等方面又充分吸收了西方跨国公司的成熟经验。

4、品牌金字塔布局和品牌经营参照

回顾欧莱雅的品牌结构，其金字塔式的丰富的品牌布局与高超的品牌经营管理能力是其成功的核心竞争力，用不同的品牌占据了各个价位区间，攻守兼备，最大程度上遏制了竞争对手的行动。欧莱雅的品牌金字塔布局和整合路径也是诸多品牌企业成长效仿的模范。国内龙头日化企业上海家化经过多年的市场厮杀，已经初步形成了进攻、防守、储备相结合的品牌布局，既有大流通的现金牛品牌，又有高增长高毛利的进攻型品牌，还有储备充足的后续品牌。虽然从规模和丰富性上而言，距离欧莱雅相差还远，但是针对中国本土市场，上海家化的品牌组合已经经过实战考验，而且在不断地完善和提升之中。

同时，从微观品牌的层面来看，我们发现欧莱雅的很多品牌都是业内标杆，可以在相关细分市场作为参照和借鉴。欧莱雅的 BodyShop 和上海家化的佰草集从价位和营销路径等方面有类似之处，佰草集是现代中草药中高档个人护理品牌，而 BodyShop 则是强调纯天然绿色美容美体化妆品，两者都是通过专卖店或专柜形式销售，直营和加盟相结合，价位上佰草集较 BodyShop 略高。

2010 年 BodyShop 在全球 63 个国家销售，实现终端零售收入 12.94 亿欧元，合并报表收入 7.55 亿欧元，平均单店销售额达 49.7 万欧元。BodyShop 的扩张战略主要通过 3 种方式：地域扩张—进入高增长潜力区域；产品扩张—利用技术优势加快新产品扩充；渠道扩张—多渠道战略增加品牌与消费者接触点；截止 2010 年底，BodyShop 已有 2605 家门店，其中直营店 1088 家，加盟店 1517 家，除了新开门店，BodyShop 还不断对加盟门店进行战略收购，转直营以提升终端控制力，直营店的比重从 2005 年被欧莱雅收购之前的 37.5% 提升到 2010 年的 41.8%；除专卖店外，Bodyshop 还配合以直销(The BodyShop At Home)、电子商务、旅行销售（机场和航班销售）等多渠道销售。值得一提的是，BodyShop 的特色礼盒销售在每年年底假日季销售非常惊人。

参看上海家化的佰草集，从门店数量而言，佰草集到目前为止的店铺也只在 1000 家左右，远未与中国市场的广大性和各级城市消费的梯度升级形成良好的匹配，还将继续保持较快速度增长；从单店销售而言，目前 120 万左右的单店零售额，距离 BodyShop 的近 50 万欧元，尚有巨大的差距和空间；从渠道形式而言，佰草集的思路类似于 BodyShop，从最初的街边店到目前的商场专柜、购物中心店中店、海外连锁渠道和电子商务等扩充，渠道形式的日益丰富也将进一步提升其外延增长空间；从产品扩充来看，佰草集品牌目前有 200 个左右 SKU，覆盖护肤品、面膜、精油、洗发水、沐浴露、男士化妆品等子品类。从品牌本身的发展来看，SKU 数目已经相对历史丰富了不少，但是距离 BodyShop 等国际品牌仍存在较大差距，而佰草集始超高的新品开发成功率保证了产品线延伸对于业绩持续增长的贡献。

综上，欧莱雅的成功和众多本土日化品牌的衰亡给我们提供了很好的商业模式借鉴，也为中国本土消费品企业提供了切实可学的榜样。而上海家化是理念最为契合、科研投入最为充足、本土智慧与全球化视野结合最为充分的本土日化公司，我们坚定看好上海家化作为本土日化消费品品牌领军企业，具有业绩增长和估值提升的双重增长潜质。

附表：财务报表预测与比率分析（上海家化（600315））

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1435	1737	2308	3086	营业收入	3094	3526	4154	5046
现金	768	973	1444	2063	营业成本	1399	1531	1683	1959
应收账款	264	300	370	437	营业税金及附加	25	28	33	40
其它应收款	20	20	26	31	营业费用	1076	1234	1433	1716
预付账款	22	16	20	25	管理费用	301	353	407	484
存货	318	375	389	459	财务费用	-5	-10	-16	-24
其他	43	53	59	71	资产减值损失	95	-3	23	28
非流动资产					公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	688	699	639	573	投资净收益	89	83	95	112
固定资产	292	290	290	290	营业利润	292	476	684	954
无形资产	258	279	262	227	营业外收入	11	10	10	10
其他	31	35	34	37	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	106	96	52	19	利润总额	302	486	694	964
流动负债	2122	2436	2947	3659	所得税	53	85	121	169
短期借款	600	618	678	767	净利润	250	401	573	795
应付账款	14	10	10	10	少数股东损益	-26	-3	0	0
其他	302	346	379	439	归属于母公司净利润				
非流动负债	284	262	289	318	EBITDA	276	404	573	795
长期借款	4	5	5	5	EPS（元）	0.65	0.95	1.35	1.88
其他	0	0	0	0					
负债合计	4	5	5	5					
少数股东权益	604	623	683	771					
股本	21	18	18	18					
资本公积	423	423	423	423					
留存收益	371	371	371	371					
归属母公司股东权益	704	1002	1454	2077					
合计	1497	1795	2246	2869					
负债和股东权益	2122	2436	2947	3659					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	成长能力				
经营活动现金流	329	316	559	727	营业收入	14.7%	14.0%	17.8%	21.5%
净利润	250	401	573	795	营业利润	2.2%	63.0%	43.7%	39.4%
折旧摊销	88	89	101	108	净利润	18.1%	46.5%	41.8%	38.9%
财务费用	-5	-10	-16	-24	获利能力				
投资损失	-89	-83	-95	-112	毛利率	54.8%	56.6%	59.5%	61.2%
营运资金变动	-13	-14	-29	-56	净利率	8.9%	8.9%	11.4%	13.8%
其它	98	-67	26	16	ROE	18.4%	22.5%	25.5%	27.7%
投资活动现金流	-144	-14	19	40	ROIC	14.2%	19.3%	22.2%	24.2%
资本支出	-96	-53	-33	-23	偿债能力				
长期投资	-65	-2	0	0	资产负债率	28.5%	25.6%	23.2%	21.1%
其他	17	41	52	63	净负债比率				
筹资活动现金流	-116	-98	-106	-148	流动比率	2.39	2.81	3.41	4.03
短期借款	2	-4	0	0	速动比率	1.78	2.17	2.78	3.37
长期借款	0	0	0	0	营运能力				
普通股增加	97	-0	0	0	总资产周转率	1.55	1.55	1.54	1.53
资本公积增加	16	-0	0	0	应收账款周转率	11	11	11	11
其他	-232	-94	-106	-148	应付账款周转率	4.69	4.73	4.65	4.79
现金净增加额	68	204	472	619	每股指标（元）				
					每股收益	0.65	0.95	1.35	1.88
					每股经营现金流	0.78	0.75	1.32	1.72
					每股净资产	3.54	4.24	5.31	6.78
					估值比率				
					P/E	51.12	34.91	24.61	17.72
					P/B	9.41	7.85	6.27	4.91
					EV/EBITDA	35	24	17	13

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

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

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn