

## 证券研究报告—深度报告

## 纺织服装及日化

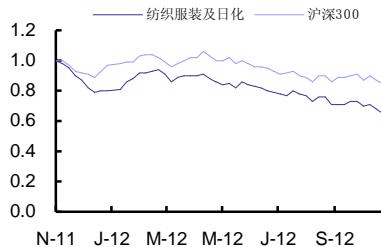
## 中国化妆品行业专题研究之一

谨慎推荐  
(维持评级)

2012年11月22日

## 一年该行业与沪深300走势比较

## 行业专题



## 相关研究报告：

《纺织服装及日化行业三季报前瞻及四季度策略：终端放缓，精选个股》——2012-10-16  
 《纺织服装重点公司业绩前瞻：整体略低预期，估值调整到位》——2012-01-30  
 《纺织服装行业月报：品牌服饰投资时点来临》——2012-01-20  
 《纺织服装行业2012年投资策略：精选持续品牌文化驱动公司》——2011-12-15  
 《纺织服装行业2011年下半年度策略：选择中国优势，布局持续成长》——2011-06-20

## 证券分析师：李世新

电话：0755-82130565  
 E-MAIL：Lisx@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120053

## 联系人：朱元

电话：021-60933162  
 E-MAIL：zhuyuan2@guosen.com.cn

## 这是最差的时代，也是最好的时代

## ●可以说这是外资品牌最好的时代，对国内品牌而言，也是最差的时代

国内的日化品牌遭遇围剿，竞争环境极其残酷：整体而言国际巨头可谓势如破竹，大部分国内品牌在此过程中要不经营不善破产消失，要不被国际巨头收购，要不被合资或者并购后雪藏；国际品牌规模到了很大程度，市场份额到了高点，规模提升带来市场份额以及在话语权和影响力上的优势。

## ●外资巨头而言进一步发展面临瓶颈，最好的时代即将终结

对国际品牌而言，我们的判断是综合竞争能力仍处上风，但与国内品牌间的差距鸿沟在逐渐缩小。国际品牌仍将维持较大的规模，但进一步的发展面临成长上的瓶颈。国际巨头为中国市场量身定制的品牌到目前基本没能成功，同时在中国市场并购品牌进展不如预期；国际品牌进一步增长面临瓶颈，个别品牌甚至出现非健康的增长方式。

## ●国内品牌而言，我们的判断是最差的时代已经过去

留下的国内品牌都是经过腥风血雨的考验，形成了某方面的核心竞争能力，才能生存到今日；国内品牌对于本土市场理解的差异化优势加强，化妆品专营店等渠道的崛起为国内日化品牌发展提供沃土：行业人才的积累和产业链的完善。

## ●行业面临拐点

外资巨头市场份额面临守势，一方面国内品牌崛起，另一方面更多外资品牌进入蚕食，未来整个日化产业的格局将迎来新一轮的洗牌。

## ●大日化、美容及个人护理用品（广义化妆品）、护肤品类定义

大日化包括美容用品及个人清洁用品外，还包括洗涤用品、家居护理用品等子品类，大日化2010年大致行业容量在2260亿元。美容用品及个人护理品类包括11大细分品类。2011年我国美容及个人护理品类市场容量为1816亿元，2006-2011年的复合增长率为11.7%。护肤品包括身体护理、脸部护理、手部护理三大子品类，2011年我国美容用品及个人护理品类市场容量为732亿元，2006-2011年的复合增长率为15.4%。

## ●行业继续保持较快增长，预计到2016年市场容量近2700亿元

中国的美容及个人护理品类将继续保持较快增长，预计到2016年市场容量将近2700亿元。人口结构的变化、收入水平提升带来的消费升级、消费习惯的改变将是决定未来中国化妆品市场容量的核心因素。

## 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2012E	2013E	2012E	2013E
600315	上海家化	推荐	47.73	21400	1.34	1.72	35.6	27.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

这是最差的时代，也是最好的时代——行业面临拐点 .....	4
这是外资最好的时代 .....	5
外资最好的时代即将终结 .....	6
国内品牌最差的时代已经过去 .....	8
行业定义及容量 .....	9
大日化、广义化妆品（美容及个人护理品类）、护肤品的概念及容量 .....	9
市场容量分析 .....	12
国信证券投资评级 .....	17
分析师承诺 .....	17
风险提示 .....	17
证券投资咨询业务的说明 .....	17

## 图表目录

图 1: 美容及个人护理品类行业集中度(CR4,CR8) .....	6
图 2: 护肤品、化妆品、大日化概念 .....	10
图 3: 美容及个人护理品类市场容量图 .....	11
图 4: 美容及个人护理品类占比结构图 .....	11
图 5: 美容及个人护理品类各子行业容量及增速 .....	12
图 6: 2011 年人均化妆品消费额 (美元) .....	13
图 7: 欧洲女性人均面部护肤品消费金额 (年) .....	14
图 8: 中国核心化妆品人口 (万人) .....	14
图 9: 美容及个人护理品类市场容量预测 .....	15
表 1: 部分国际日化巨头进入中国时间表 .....	4
表 2: 国际日化巨头并购中国本土品牌 .....	5
表 3: 主要化妆品公司美容及个人护理品类市场份额 .....	6
表 4: 宝洁公司在美国、中国和新兴市场的不同品类市场份额 .....	8
表 5: 上海家化与国际日化公司合作情况 .....	9
表 6: 欧莱雅公司预测全球化妆品市场排名 .....	14

中国的化妆品行业是中国市场化程度最高的行业之一，在二十多年的高速发展过程中，一方面外资巨头纷纷进入中国，培育了市场、教育了一代消费者，另一方面本土的日化公司也经历了腥风血雨的考验，而大批的本土品牌也在残酷的市场竞争中崛起。行业的大容量、高增速、高毛利率、且穿越周期能力相对较强，一直以来吸引着投资者的高度关注。

我们试图通过中国化妆品行业的专题研究，从行业定义，容量，格局到行业特征，发展趋势，驱动逻辑，以及各个细分子行业详细的竞争情况和要素特征，再通过渠道分析、区域分析、产业链分析、财务分析来揭示探讨中国化妆品行业的现状与未来，结合国际视野的比较研究，对中国化妆品行业形成我们的估值观点和投资观点。

我们策划了本次中国化妆品行业的专题研究，以每周一期的形式力图提炼我们平时的思考与观点，希望能给投资者带来一份逻辑完整、具备前瞻性的系列专题报告，同时我们也期待我们的思考能给大家借鉴和进一步的探讨。

## 这是最差的时代，也是最好的时代——行业面临拐点

中国的日化行业为完全放开的充分竞争市场，通过二十多年的发展，伴随居民收入的增长、城镇化比率的提升、消费升级和消费习惯的改变这个大环境，日化行业市场容量急剧膨胀。在此过程中，我们看到国际日化巨头纷纷进入中国，将有国际影响力的品牌和国际水准的产品带入国内，同时通过大量领先的广告推广和品类管理经验，引领了国内日化行业飞速发展，消费者得到了充分的教育，消费习惯也逐渐培养。国际日化巨头的销售规模不断扩大，市场占有率不断提升，此消彼长，国内日化品牌压力与日俱增。

表 1：部分国际日化巨头进入中国时间表

公司		进入中国时间	中国设厂时间
资生堂		1981	1991
联合利华		1986	1986
高丝		1987	1988
宝洁		1988	1988
嘉娜宝		1992	2000
花王		1993	2004
雅诗兰黛		1993	1996
欧莱雅		1996	1996

资料来源：国信证券经济研究所

## 这是外资最好的时代

可以说这是外资品牌最好的时代，换而言之，对国内品牌而言，也是最差的时代：

### ➤ 国内的日化品牌遭遇围剿，竞争环境极其残酷

国际巨头纷纷杀入中国，国内的日化品牌一夜之间面对的是国际级别最强大的对手：优质的产品品质，强大的品牌影响力，规模巨大的广告投入，丰富的运作经验，丰富的人才储备，规模上的巨头。。。诸如此类的差距有太多。而日化市场又是完全放开的充分竞争市场，因此，国内品牌一上来就是国际级别的竞争，竞争环境极其残酷，整体而言国际巨头可谓势如破竹，大部分国内品牌在此过程中要不经营不善破产消失，要不被国际巨头收购，要不被合资或者并购后雪藏。

**表 2：国际日化巨头并购中国本土品牌**

时间	事件	品牌
1994	联合利华从上海牙膏厂租赁“中华”牙膏	
2003	欧莱雅收购小护士	
2004	欧莱雅收购羽西	
2007	拜尔斯道夫收购丝宝集团	    
2008	强生收购大宝	
2011	科蒂收购丁家宜	

资料来源：国信证券经济研究所

### ➤ 国际品牌规模到了很大程度，市场份额到了高点

国际品牌凭借其强大的综合竞争能力，引领行业发展，规模迅速扩大，而规模的提升进一步强化了其在中国市场的投入。如此循环，国际品牌在日化领域的主要细分品类上都处于明显领先优势，市场份额达到了惊人的高点。行业前 4 (CR4) 的占比 2011 年达到 36.5%，较 2009 年的 35.4% 略有提升，但增速已趋缓。比如宝洁中国在大中华区的年销售额已经超过 300 亿人民币；从细分市场而言，宝洁在洗发水品类的市场占有率已近 50%，在纸尿裤领域也近 50%。

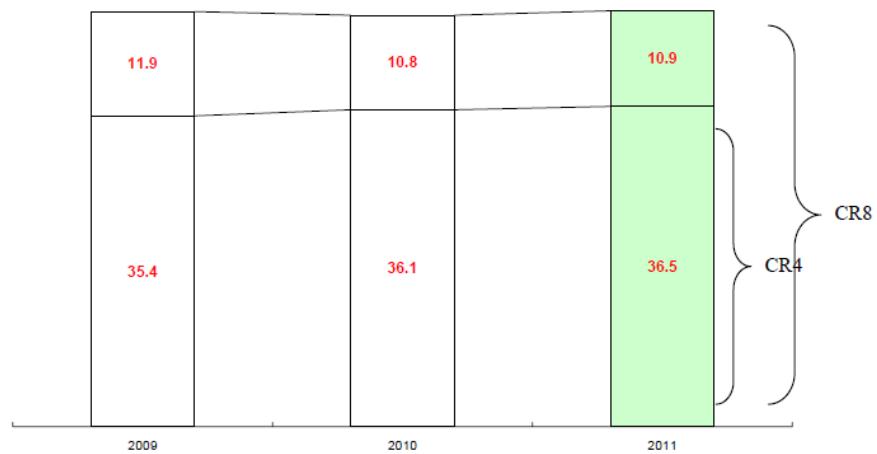
国际日化巨头在中国市场的规模提升带来的不仅仅是销售额和市场份额，同时还因此进一步强化了其在中国市场的投入，从而带来在话语权和影响力上的进一步优势。

表 3: 主要化妆品公司美容及个人护理品类市场份额

公司	2008年	2011年
宝洁	17.2%	15.6%
欧莱雅	9.0%	11.0%
资生堂	4.7%	5.4%
联合利华	4.5%	4.5%
安利	4.1%	3.9%
玫琳凯	2.4%	3.2%
高露洁	2.6%	2.0%
强生	2.1%	1.9%
伽蓝集团	0.8%	1.6%
隆力奇	1.6%	1.6%
上海家化	1.4%	1.5%
雅诗兰黛	1.1%	1.4%
妮维雅	1.3%	1.4%
丝宝	1.6%	1.4%
好来化工	0.9%	1.3%

资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所

图 1: 美容及个人护理品类行业集中度(CR4,CR8)



资料来源: 上海家化年报, 国信证券经济研究所

但在目前的时点, 我们也想说, 对外资巨头而言, 仍将维持较大的规模, 但如之前势如破竹的形势有所不同, 进一步发展面临瓶颈, 最好的时代即将终结。而对于国内的龙头企业而言, 最差的时代已经过去, 黎明的希望就在眼前, 行业面临拐点。外资巨头市场份额面临守势, 一方面国内品牌崛起, 另一方面更多外资品牌进入蚕食, 未来整个日化产业的格局将迎来新一轮的洗牌。

### 外资最好的时代即将终结

对国际品牌而言, 我们的判断是综合竞争能力仍处上风, 但与国内品牌间的差距鸿沟在逐渐缩小。国际品牌仍将维持较大的规模, 但进一步的发展面临成长上的瓶颈。因此, 我们的结论是最好的时代即将终结。具体有几个方面的考虑:

#### ➤ 国际巨头为中国市场量身定制的品牌到目前基本没能成功

国际日化巨头日益重视中国市场的潜力, 也寄予厚望。因此, 从一开始引入国际成熟品牌, 到后来针对中国市场进行针对性地开发和创新。

但是到目前为止, 针对中国市场量身定制的品牌级别的成功案例, 基本还没有看到, 包括宝洁在内的国际巨头, 也做过中国市场的独立品牌, 投资巨大但教训惨痛。国

际巨头本土化的成功案例大部分都还集中在单品定制，抑或渠道创新上面。

究其原因，我们认为这与国际巨头的全球架构体系有着密切的关系，品牌整体策略层面的问题，一般仍由全球总部来进行决策，各大品牌的预算设定、指标设定、产品设计很大程度上也是由各大品牌全球协调统一。虽然，国际巨头纷纷在华设立研发中心和区域总部，某种程度上提升了本土化的程度；但这些公司旗下往往有几十上百个品牌，主导公司能够健康正常运作的核心是系统和体制，而系统的刚性与中国市场的弹性之间的矛盾的调整并非易事。因此，我们认为，国际巨头全球性的决策体制，与中国区域市场的特殊性所要求的效率之间，存在着较大的矛盾和调整的空间。

同时，国际巨头近些年进行了大量的并购和合资合作，我们认为大部分并购的都是基于做大中国市场的考虑，并购后雪藏毕竟为数很少。但并购以后的情况往往不尽人意，与之前的预期有较大的差异，而且在中国并购后的成功率较其在全球的情况也有较大差异。背后的问题各有不同，但很大程度上的共性是由于中国市场的特殊性，本土化运作与其原有的庞大系统和体制之间的矛盾，并购品牌融入体系存在困难。

#### ➤ 进一步增长面临瓶颈，个别品牌甚至出现非健康增长方式

从国际巨头在中国市场的成长路径来看，前期往往是通过引入大容量品类和国际成熟品牌进入中国，通过消费者教育，培养消费习惯，引领行业增长。一方面扩大市场占有率，另一方面分享行业增长红利。

在目前的时点，国际巨头的驱动力来自于两个方面：一方面是目前在国内的已有品牌的进一步成长；另一方面是引入新的品类和品牌。对国际巨头而言，已有品牌的市场份额已经到了较高水平，规模继续扩大，但市场份额进一步增长的压力很大，且不少品牌经过多年的发展，还面临品牌老化的问题，这对于维持或者扩大市场份额形成了较大的挑战。而新品类和新品牌方面，容量最大的品类大部分已经进入中国，目前新品类和新品牌的贡献占比相对较小，这一点通过宝洁公司在中国的品类分布情况也可以观察到。而且市场环境较 20 年前有巨大差异，市场竞争更为激烈，新品牌在国内的成功概率和需要投入的资源也不再是一个数量级。因此，从两方面来看，整体上国际巨头的进一步增长面临瓶颈，市场份额面临守势，进一步成长的驱动力不足。

表 4：宝洁公司在美国、中国和新兴市场的不同品类市场份额

品类	美国	中国	新兴市场 (BRICs)
沐浴清洁品类	8.90%	24.90%	7.30%
彩妆	10.60%	0.70%	1.70%
止汗香体	33.60%	0.00%	2.30%
脱毛美容	40.10%	40.00%	31.00%
香水	9.00%	8.10%	3.00%
头发护理品类	23.70%	34.40%	16.70%
男士产品	42.70%	24.90%	38.50%
口腔护理	34.70%	22.80%	17.30%
护肤品	7.80%	12.40%	7.10%
纸尿裤	38.70%	43.20%	35.60%
妇女护理品类	49.10%	7.10%	12.20%
湿巾	34.60%	5.00%	3.40%
厨房纸巾	44.30%	0.00%	0.00%
面巾纸	24.10%	0.00%	0.00%
厕所用纸	22.80%	0.00%	0.00%
空气护理	12.30%	0.00%	0.00%
洗洁精	53.80%	0.00%	6.10%
洗衣用品	54.90%	9.70%	13.50%
外表护理	17.60%	0.00%	3.10%
宠物食品/护理	7.80%	0.10%	1.10%
感冒治疗	7.90%	0.00%	3.90%
消化治疗	17.90%	0.00%	0.90%
合计	22.30%	12.50%	10.20%

资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

需要特别指出的，随着全球经济增速的放缓，各大国际巨头全球增长的压力与日俱增，对于中国市场的定位也在逐步发生变化，从初期的“培育期”开始向“收获期”转变，各大巨头都在强调新兴市场特别是中国市场对于其全球业绩的重要性。因此，国际巨头在中国市场增长的压力在增长，期望在变高，指标在提升，而同时整体上国际巨头的进一步增长面临瓶颈，进一步成长的驱动力不足，两者合一就会出现矛盾。因此，我们在终端草根调研的过程中，甚至发现个别国际品牌为了冲击销量，出现非健康的增长方式，这是之前很少见到的现象。

### 国内品牌最差的时代已经过去

对国内品牌而言，我们的判断是最差的时代已经过去，黎明的希望就在眼前，行业面临拐点。未来整个日化产业的格局将迎来新一轮的洗牌。Euromonitor的数据也部分反映了这种趋势，从前 30 名中的国内品牌占比来看，已经从 2007 年的 8% 提升到 2011 年的 9.7%。具体有几个方面的考虑：

- 留下的国内品牌都是经过腥风血雨的考验，形成了某方面的核心竞争能力，才能生存到今日

国内日化企业近 20 多年的发展路径，可以说从受国际品牌全面冲击后，在挣扎败退中寻找出路，学习先进经验，培育核心能力，找准差异市场，进而站住脚跟。行业而言，国内日化行业的市场化运作水平处于各行业前列。留到现在的国内品牌无一不经过腥风血雨的考验，经历最充分竞争的市场环境，或者合资合作，学习提升技术能力和营销水平；或者寻找独特优势，在某些细分市场上进行差异化竞争。有一个共通点：留下的这些品牌在某些方面形成了自身的核心优势和突出能力。

以上海家化为例，我们可以看到上海家化的发展史就是向国际巨头的学习提升史，就是通过差异化策略在细分市场上寻找机会避其锋芒，但不忘自身专注于消费者研究和洞察的核心竞争能力的培育的生存发展史。

表 5：上海家化与国际日化公司合作情况

时间	合作事项	合作公司
1985 年	与欧莱雅建立技术合作关系，合作推出“梦巴黎”、“清妃”香水系列产品；	<b>L'ORÉAL</b>
1987 年	与嘉娜宝合作生产系列化妆品；	<b>Kanebo</b> FEEL YOUR BEAUTY
1992 年	与庄臣公司合资成立了露美庄臣有限公司；	<b>SC Johnson</b> A FAMILY COMPANY
1993 年	与日本狮王建立技术合作关系；取得“植物物语”品牌的中国代理；	<b>LION® 狮王®</b> SINCE 1891
1995 年	与嘉娜宝合资创建上海嘉娜宝化妆品有限公司；	<b>Kanebo</b> FEEL YOUR BEAUTY
2004 年	取得法国科蒂旗下阿迪达斯个人护理用品中国生产权和代理经营权 (2011 年中期中止)；	<b>COTY</b>
2004 年	和 LVMH 集团下法国丝芙兰合资设立丝芙兰(上海)和丝芙兰(北京)；	<b>SEPHORA</b>
2011 年	和日本花王合作，成为中国区总代理；	<b>kao</b>

资料来源：国信证券经济研究所

➤ **国内品牌对于本土市场理解的差异化优势加强，化妆品专营店等渠道的崛起为国内日化品牌发展提供沃土**

二十多年行业发展的过程中，中国的日化企业夹缝中求生存，在极其残酷的竞争环境中，寻找自己的立足之地。在无法与国际巨头进行正面对抗的情况下，一批国内品牌通过对本土文化的熟悉、对本土消费者的深刻理解，在一些细分领域形成了进行差异化运作的竞争优势，造就了一批潜力品牌的成长。

而化妆品专营店等本土渠道的崛起也为本土品牌的发展提供了沃土。在三四线市场和化妆品专营店，大批潜力品牌从此冒出，继而渗入甚至反攻主流渠道。我们在之后的专题中将重点来分析探讨化妆品专营店渠道。

➤ **行业人才的积累和产业链的完善**

第一阶段国际巨头和国内品牌的较量是不对称的战争，国际巨头无论在规模、品牌、产品、技术、推广，还是在人才、产业链等各方面都有决定性的优势，不夸张的讲，国际巨头可以说是国内相关行业的教父。

二十多年来，通过国际巨头的扩张和国内日化企业的残酷竞争，中国日化行业培养了大量人才，也为国内日化品牌的崛起奠定了人才基础。

同时，随着国际巨头纷纷把工厂靠近市场，在国内设厂生产，国内相关的产业链也迅速发展。上下游产业链的配套不再成为制约的瓶颈，也为品牌的崛起提供了保障。

## 行业定义及容量

### 大日化、广义化妆品（美容及个人护理品类）、护肤品的概念及容量

目前对化妆品相关行业的定义和口径相当混乱，我们将日化、化妆品以及护肤品的概念做一个系统梳理。

图 2: 护肤品、化妆品、大日化概念

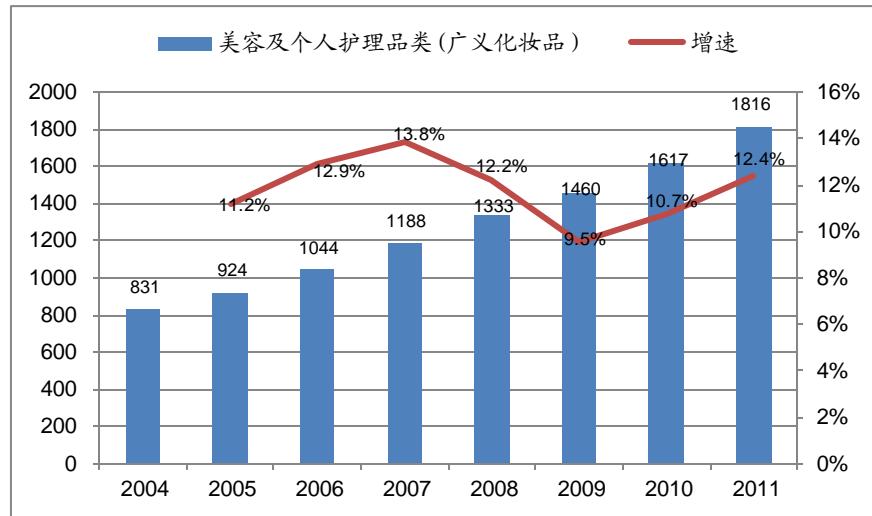


资料来源：国信证券经济研究所

大日化包括美容用品及个人清洁用品外,还包括洗涤用品、家居护理用品等子品类。根据 Euromonitor 的统计,大日化 2010 年大致行业容量在 2260 亿元,2000-2010 年的年复合增长率为 10.4%。

美容用品及个人护理品类包括 11 大细分子品类,按照 2011 年子行业容量大小,依次为:护肤品、头发护理品类、口腔护理品类、沐浴清洁品类、彩妆、男士用品、婴童产品、香水、防晒用品、止汗香体、脱毛美容。我们把美容用品及个人护理品类称为广义上的化妆品,或者称为小日化,以相对于包含洗涤用品等子品类的大日化概念。根据 Euromonitor 的统计,2011 年我国美容用品及个人护理品类市场容量为 1816 亿元,2006-2011 年的复合增长率为 11.7%。

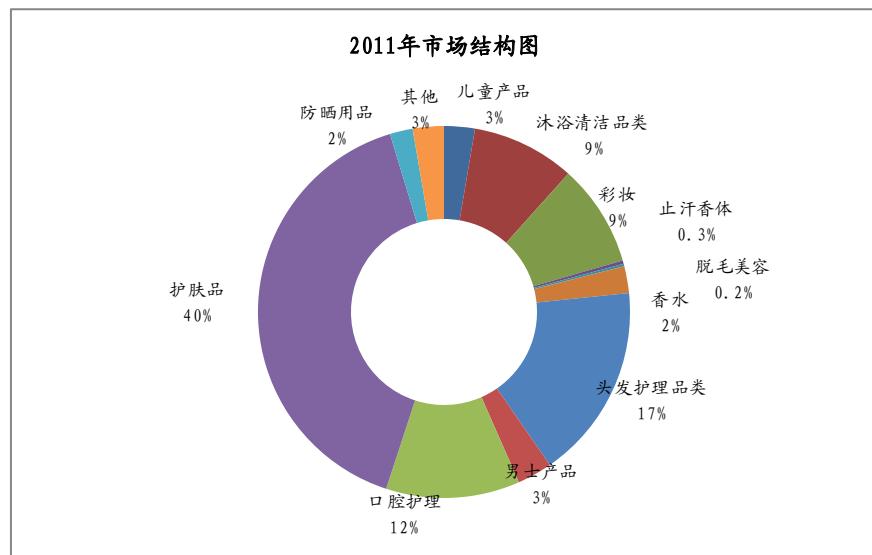
图 3: 美容及个人护理品类市场容量图



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所

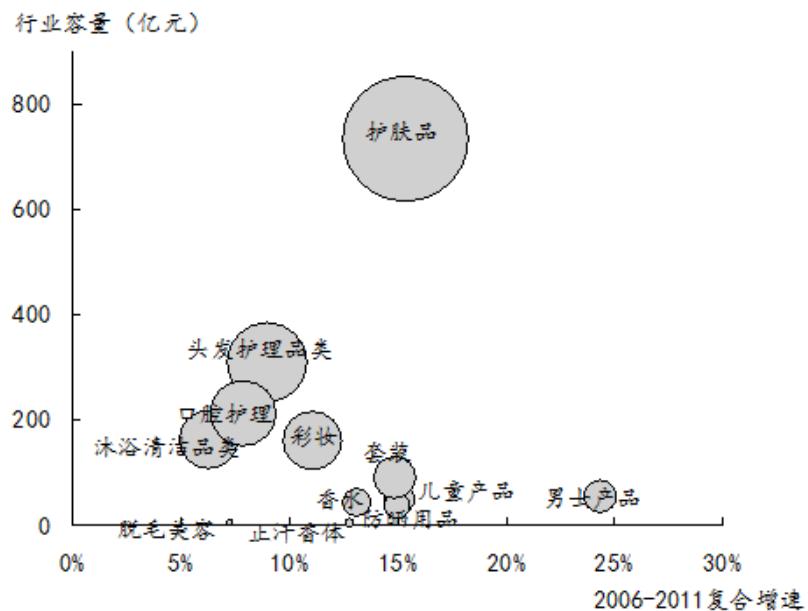
护肤品包括身体护理、脸部护理、手部护理三大子品类,根据 Euromonitor 的统计, 2011 年我国美容用品及个人护理品类市场容量为 732 亿元, 2006-2011 年的复合增长率为 15.4%, 快于美容用品及个人护理品类及大日化的增速。

图 4: 美容及个人护理品类占比结构图



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所

图 5: 美容及个人护理品类各子行业容量及增速

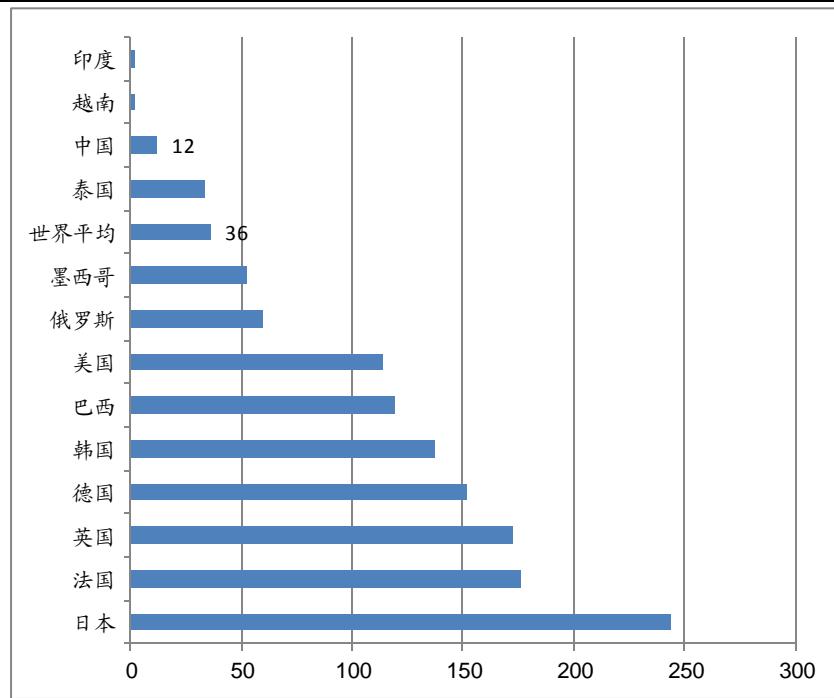


资料来源：Euromonitor, 国信证券经济研究所

### 市场容量分析

2011 年中国的人均化妆品消费额为 12 美元, 仅为日本的 1/20, 美国和巴西的 1/10, 也仅为泰国的 1/3。随着城镇化率的提升和收入水平的不断增长, 消费习惯的变化, 同比周边国家, 我国人均化妆品消费未来提升的潜力巨大。

图 6: 2011 年人均化妆品消费额 (美元)



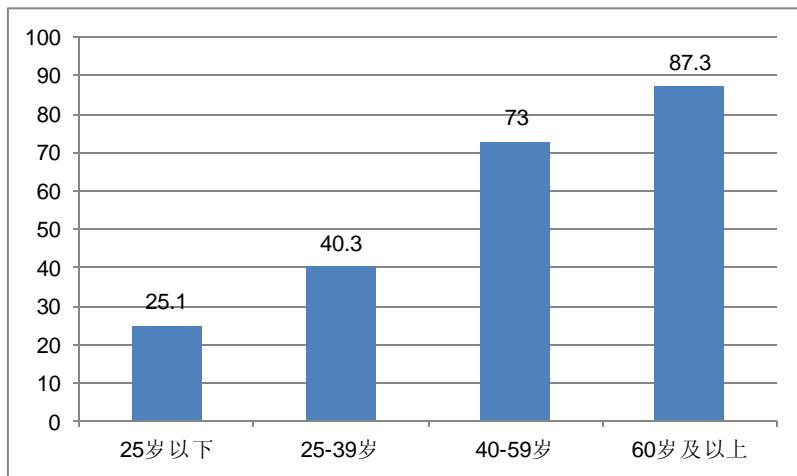
资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所

根据 TNS Worldpanel Europe 的调查, 欧洲 40-59 岁的女性面部护肤品的消费金额近乎是 25-39 岁的两倍, 而 60 岁以上的女性几乎占了 34% 的面部护肤品市场。这些数据反映了发达国家女性的化妆品消费随着年龄增大相应提升, 一方面可支配收入增加, 另一方面对抗衰老等需求也相应增加。

当然成熟市场的经验不可能完全适用于中国, 中国目前的收入结构、消费习惯和人口结构有很大的差异。目前中国年轻女性在化妆品上的消费远高于年老女性, 从曲线上而言是人均化妆品支出随着年龄到中老年而迅速衰减。

中国目前的 25-40 岁的中青年女性是经历了完整的化妆品教育的一代, 消费习惯和老一辈已经发生变化, 而且随着收入的增加, 化妆品消费升级的现象非常显著。而她们将在 2020 年左右开始步入 35-50 岁, 届时成熟女性和年老女性将是护肤品特别是抗衰老护肤品的主力军, 而且更愿意在高端化妆品上进行消费。从这一点而言, 未来的 10-20 年, 我们认为中国的消费者将很有可能复制成熟市场的情况。

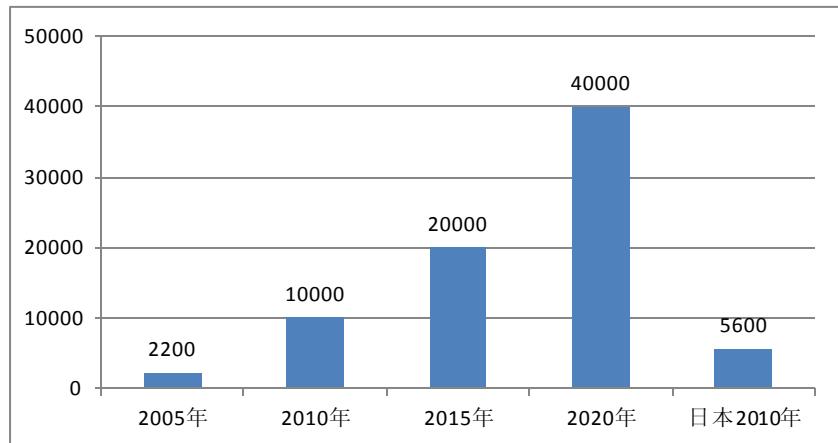
图 7: 欧洲女性人均面部护肤品消费金额 (年)



资料来源: TNS Worldpanel France, 国信证券经济研究所

按照日本资生堂公司的研究,中国的核心“化妆品人口”数量从2005年的2200万增长到2010年的1亿。资生堂的核心化妆品人口按照以下标准来定义:1)居住在城镇;2)年龄大于20岁的女性;3)年收入不低于30000元人民币。资生堂预计中国核心化妆品人口将在2015年达到2亿,2020年达到4亿。远超日本2010年的5600万核心化妆品人口数量。

图 8: 中国核心化妆品人口 (万人)



资料来源: 资生堂公司, 国信证券经济研究所

就市场容量而言,根据欧莱雅公司的预测,2010年中国为全球第3大化妆品市场,有望在2017年超越日本成为第一大市场,在2022-2025年超越美国成为全球第一大市场。

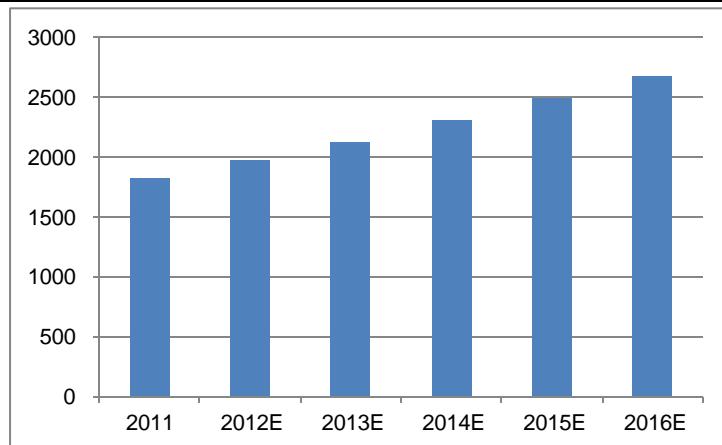
表 6: 欧莱雅公司预测全球化妆品市场排名

排名	1997	2007	2008	2009	2010	2017E	2022-2025F
1	美国	美国	美国	美国	美国	美国	中国
2	日本	日本	日本	日本	日本	中国	美国
3	德国	德国	中国	中国	中国	日本	日本
4	法国	法国	法国	巴西	巴西	-	-
5	英国	中国	德国	德国	俄罗斯	-	-

资料来源: 欧莱雅, 国信证券经济研究所

而根据 Euromonitor 的预计，中国的美容及个人护理品类将继续保持较快增长，预计到 2016 年市场容量将近 2700 亿元。人口结构的变化、收入水平提升带来的消费升级、消费习惯的改变将是决定未来中国化妆品市场容量的核心因素。

图 9：美容及个人护理品类市场容量预测



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB 2011
				2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	
600315	上海家化	推荐	47.73	0.81	1.34	1.72	59.2	35.6	27.8	11.5

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 作者介绍

朱元 2003年毕业于浙江大学。曾在宝洁(中国)有限公司工作多年，熟悉快速消费品、零售与服装行业。2011年7月到2012年9月在东方证券研究所工作；2012年9月加入国信证券经济研究所。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

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。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>	<b>固定收益</b>	<b>策略</b>
周炳林 0755-82130638	赵 婧 021-60875168	黄学军 021-60933142
崔 嵘 021-60933159		林丽梅 021-60933157
张 婷 0755-82133259		<b>技术分析</b>
李智能 0755-22940456		闫 莉 010-88005316
沈 瑞 0755-82132998-3171		
<b>交通运输</b>	<b>机械</b>	<b>商业贸易</b>
郑 武 0755-82130422	郑 武 0755-82130422	孙菲菲 0755-82130722
陈建生 0755-82133766	陈 玲 021-60875162	常 伟 0755-82131528
岳 鑫 0755-82130432	杨 森 0755-82133343	
糜怀清 021-60933167		
<b>汽车及零配件</b>	<b>钢铁及新材料</b>	<b>房地产</b>
左 涛 021-60933164	郑 东 010-66025270	区瑞明 0755-82130678
	陈 健 010-88005308	黄道立 0755-82133397
		刘 宏 0755-22940109
<b>基础化工及石化</b>	<b>医药</b>	<b>计算机及电子</b>
刘旭明 010-88005382	贺平鸽 0755-82133396	段迎晟 0755-82130761
张栋梁 021-60933151	丁 丹 0755-82139908	高耀华 010-88005321
吴琳琳 0755-82130833-1867	杜佐远 0755-82130473	欧阳仕华 0755-82151833
朱振坤 010-88005317	胡博新 0755-82133263	
	刘 劲 0755-82133400	
<b>传媒</b>	<b>有色金属</b>	<b>电力及公共事业</b>
陈财茂 010-88005322	彭 波 0755-82133909	谢达成 021-60933161
刘 明 010-88005319	徐张红 0755-22940289	
<b>金融</b>	<b>轻工</b>	<b>建筑工程及建材</b>
邵子钦 0755-82130468	李世新 0755-82130565	邱 波 0755-82133390
田 良 0755-82130470	邵 达 0755-82130706	刘 萍 0755-82130678
童成墩 0755-82130513		马 彦 010-88005304
王 倩 0755-82130833-706253		
潘小果 0755-82130843		
<b>家电及通信</b>	<b>电力设备及新能源</b>	<b>食品饮料</b>
王念春 0755-82130407	杨敬梅 021-60933160	黄 茂 0755-82138922
程 成 0755-22940300	张 弼 010-88005311	龙 飞 0755-82133920
<b>旅游</b>	<b>农业</b>	<b>电子</b>
曾 光 0755-82150809	杨天明 021-60875165	刘 翔 021-60875160
钟 潘 0755-82132098	赵 钦 021-60933163	
<b>纺织服装及日化</b>	<b>基金评价与研究</b>	<b>金融工程</b>
朱 元 021-60933162	康 灿 010-66026337	戴 军 0755-82133129
	李 腾 010-88005310	林晓明 021-60875168
	刘 洋 0755-82150566	秦国文 0755-82133528
	蔡乐祥 0755-82130833-1368	张璐楠 0755-82130833-1379
	钱 晶 0755-82130833-1367	郑亚斌 021-60933150
		陈志岗 0755-82136165
		马瑛清 0755-22940643
		吴子昱 0755-22940607

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原 禺	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄 艺	010-66020272 18611847166	刘 塑	021-60875177 13817906789 lius@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨 柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	顾小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	李 佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈致謨	18901140709	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	梁 丹	15107552991
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		