

证券研究报告—深度报告

纺织服装及日化

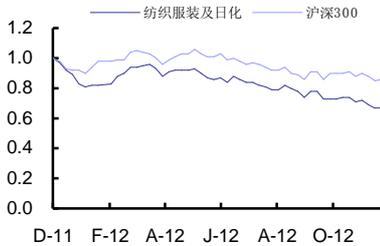
中国化妆品行业专题研究之二

谨慎推荐

(维持评级)

2012年11月28日

一年该行业与沪深300走势比较



行业专题

护肤品及相关细分市场研究

● 本文区别于市场的观点

在本系列第一篇对中国日化行业的综述和大日化、美容及个人护理用品、护肤品市场进行概念定义和梳理之后，本文对中国护肤品市场的行业格局进行了详细剖析，按照价位和目标消费群细分为：大众（Mass）、中档（Masstige）、高档（Prestige）三大类。其中高档市场（Prestige）基数相对较小，份额目前大致在 25-30% 左右；而中档市场（Masstige）和大众高端市场（High Mass）两块大致占了近 50% 的份额；大众中端（Mid Mass）和大众低端（Low Mass）两块，价位在 40 元以下，大致在 20%+ 左右的份额，但份额仍在下降。

● 护肤品市场细分

护肤品可细分为面部护理产品、身体护理产品、手部护理产品三个细分子品类。面部护理占护肤品的 95.1%，2011 年市场容量近 700 亿元，包括：祛痘产品、面膜、面部清洁、面霜、唇膏、抗衰老产品、爽肤水/化妆水七大类。抗衰老和美白是护肤品最大的两大功能诉求，保持了较快的增速。

● 面膜市场：渗透率提升和使用频次提升的双轮驱动

面膜品类 2011 年市场容量达 59 亿元，近 5 年复合增长率达 21.9%，是护肤品各子品类中增速最快的。未来几年面膜市场的发展逻辑将由“单一渗透率提升的驱动”向“渗透率提升和使用频次提升的双轮驱动”，消费者使用面膜的频次也显著提高，对面膜的认识也越来越成熟。未来 2-3 年面膜市场也面临洗牌，目前还不是太稳定的格局。

● 手部护理市场：细分市场，未来机会在于渗透率提升与高端化

手部护理品类 2011 年的市场容量接近 10 亿，近 5 年的复合增长率达 14.1%。从行业格局而言，大致可分为大流通渠道产品和商场专柜/专卖店渠道产品。

● 儿童产品市场：成长性强，运作差异化

儿童品类 2011 年的市场容量接近 50 亿，近 5 年的复合增长率为 15.1%。儿童产品市场可以分为婴童产品（3 岁以下）和幼童产品（3 岁以上）两类。一方面儿童产品的增速很快，成长性好，另一方面从儿童产品的渠道结构和决策诉求来看，呈现了和成人产品差异化的特征，网购的比重高达 13.7%。

● 男士产品市场：高成长性，目前核心驱动力在于提升渗透率

男士品类 2011 年的市场容量达 55 亿，近 5 年的复合增长率为 24.4%，是所有子品类中增速最快的。男士产品的增速很快，成长性好，而推动男士品类增长的核心驱动力为渗透率的提升，男士对品牌关注度高，目前仍以关注洁面清洁为主，但同时多元化的诉求趋势也在逐步形成。

相关研究报告：

《中国化妆品行业专题研究之一：这是最差的时代，也是最好的时代》——2012-11-22
《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

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号：S0980510120053

联系人：朱元

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

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	46.80	20983	1.34	1.72	34.9	27.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

护肤品市场.....	4
护肤品行业格局	4
高端护肤品	6
护肤品市场细分	8
功能细分	10
抗衰老产品	11
美白产品	13
面膜市场.....	14
手部护理市场.....	18
儿童产品市场.....	20
男士用品市场.....	24
作者介绍.....	32
国信证券投资评级.....	33
分析师承诺.....	33
风险提示.....	33
证券投资咨询业务的说明	33

图表目录

图 1: 护肤品市场按照价位与目标消费群细分	4
图 2: 护肤品前十名品牌市场份额	5
图 3: 2011 年大众护肤品与高端护肤品占比图	6
图 4: 高端护肤品市场容量图	7
图 5: 高端品牌前十名市场份额	7
图 6: 2011 年中国护肤品市场细分	8
图 7: 护肤品各品类 2006-2011 年复合增长率	10
图 8: 三大功能占面部护理产品比例	10
图 9: 抗衰老细分市场容量及增速	11
图 10: 抗衰老市场前十名品牌市场份额	11
图 11: 抗衰老产品占面部护理产品比重	12
图 12: 2011 年各品类美白产品占比	13
图 13: 美白产品占面部护理产品的比重	14
图 14: 面膜市场容量及增速	16
图 15: 手部护理品类容量及增速	18
图 16: 2011 年手部护理产品高端产品占比	19
图 17: 儿童产品市场容量及增速	20
图 18: 儿童产品大众及高端占比	22
图 19: 儿童产品渠道格局	24
图 20: 男士产品行业容量及增速	26
图 21: 男士产品渠道格局	28
图 22: 男士化妆品与行业搜索词特征对比	28
图 23: 男士化妆品产品大类关注度	29
图 24: 男士化妆品用途关注度排行	30
表 1: 面膜市场细分	16
表 2: 面膜市场按价格细分	17
表 3: 面膜行业领军品牌	17
表 4: 手部护理产品行业格局	18
表 5: 儿童产品行业格局	22
表 6: 男士产品行业格局	26

护肤品市场

2011 年护肤品类市场容量达 732 亿元，是美容及个人护理用品中最大的子行业。2006-2011 年的复合增长率达 15.4%，远快于美容及个人护理用品 11.7% 的增速。根据 Euromonitor 的预测，未来 5 年护肤品类将继续保持 10% 以上的增速，预计到 2016 年达到近 1200 亿元的市场容量。

护肤品行业格局

按照价位和目标消费群，护肤品大致可分为：大众 (Mass)、中档 (Masstige)、高档 (Prestige) 三大类。其中大众市场按照价格分类，低于 20 元的为大众低端市场，包括美加净、隆力奇、大宝等品牌，20-40 元的为大众中端市场，包括丁家宜、佳雪等品牌，而 40-100 元的为大众高端市场，包括玉兰油二代，旁氏等品牌，近些年迅速崛起的本土品牌相宜本草则主要是横跨大众中端和大众高端两个细分市场。中档市场 (Masstige) 价位大致在 100-200 元，包括玉兰油一代，欧珀莱，巴黎欧莱雅等品牌。高档市场 (Prestige) 又可细分为高档高端 (High Prestige) 和高档中低端 (Mid-to-Low Prestige)，例如兰芝等品牌就定位于高档中低端，而 SKII、雅诗兰黛，兰蔻等品牌则定位于高档高端。

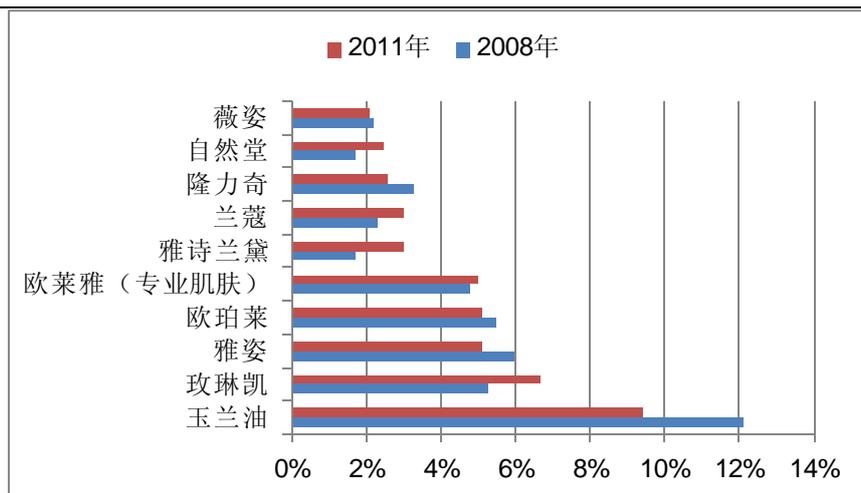
图 1: 护肤品市场按照价位与目标消费群细分



资料来源：国信证券经济研究所

其中高档市场 (Prestige) 基数相对较小，份额目前大致在 25-30%左右；而中档市场 (Masstige) 和大众高端市场 (High Mass) 两块大致占了近 50% 的份额；大众中端 (Mid Mass) 和大众低端 (Low Mass) 两块，价位在 40 元以下，大致在 20%+左右的份额，但份额仍在下降。

图 2: 护肤品前十名品牌市场份额

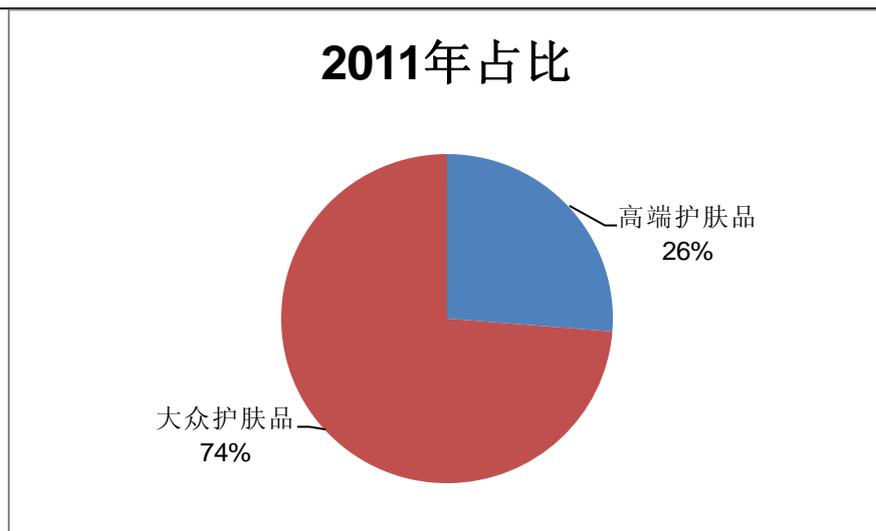


资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

高端护肤品

如果我们把 Masstige 产品也计入大众护肤品，2011 年大众护肤品占护肤品整体的 74%，而高端护肤品的占比则由 2006 年的不到 20% 提升到 2011 年的 26%。

图 3：2011 年大众护肤品与高端护肤品占比图

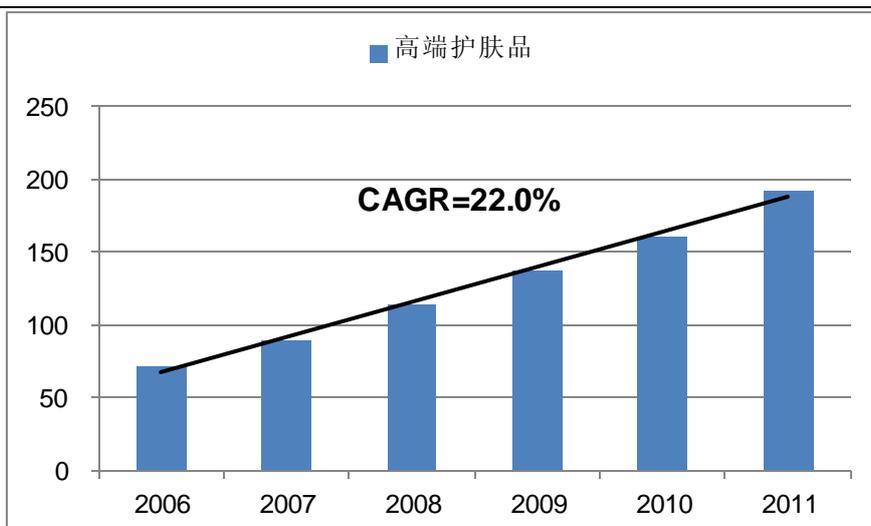


资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

根据 Euromonitor 的统计，2011 年高端护肤品的市场容量大致为 192 亿元，

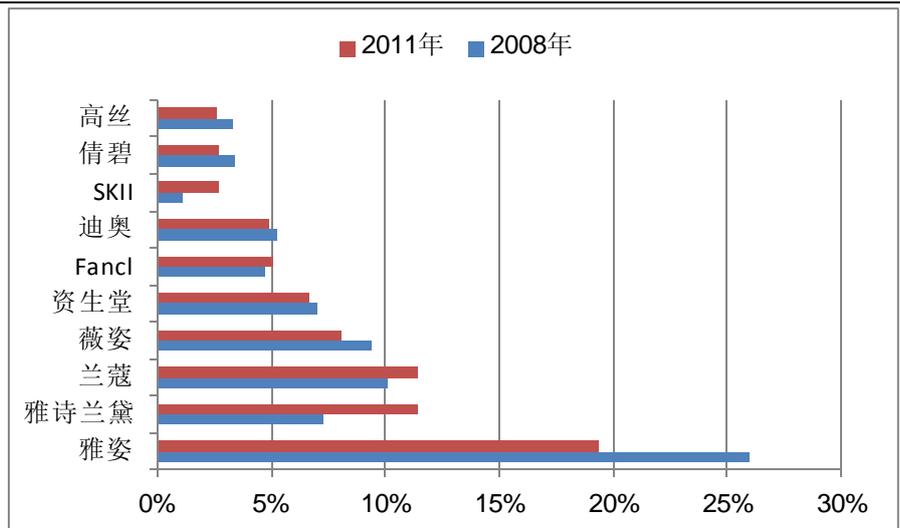
几乎是 2006 年的 3 倍，2006-2011 年的年复合增长率达 22%，远高于护肤品类 15.4% 的增长。充分反映了居民收入提升后消费升级对高端产品的巨大需求。预计到 2016 年，高端护肤品市场将达近 400 亿元，未来 5 年仍将保持年均近 15% 的速度成长。

图 4: 高端护肤品市场容量图



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

图 5: 高端品牌前十名市场份额



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

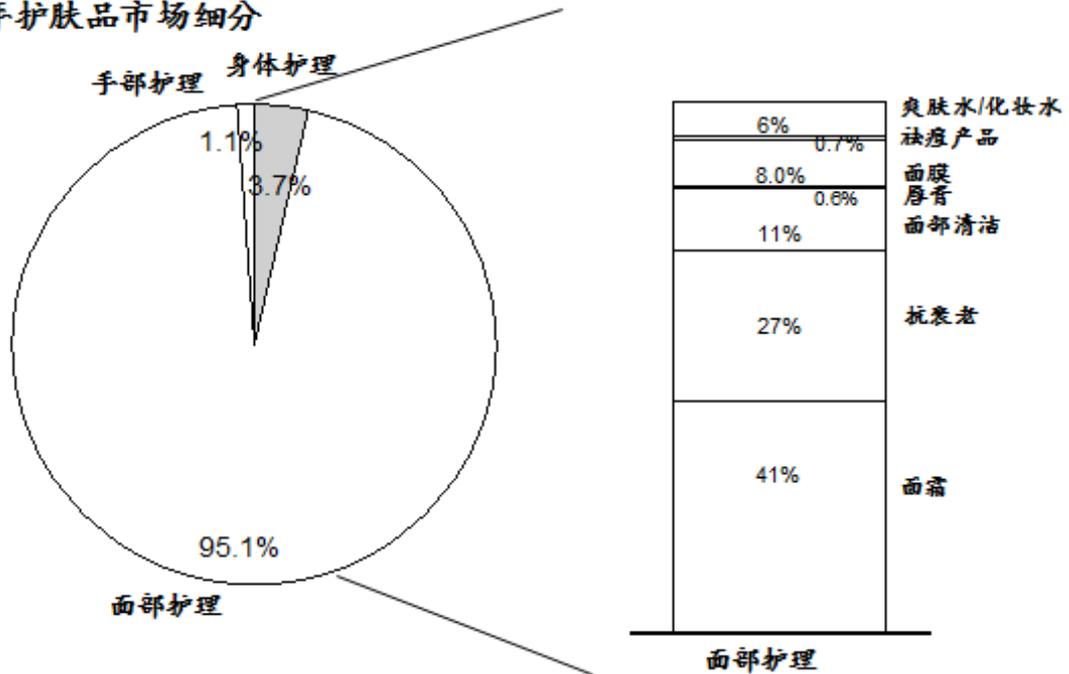
护肤品市场细分

护肤品可细分为面部护理产品、身体护理产品、手部护理产品三个细分子品类。

面部护理占护肤品的 95.1%，2011 年市场容量近 700 亿元，包括：祛痘产品、面膜、面部清洁、面霜、唇膏、抗衰老产品、爽肤水/化妆水七大类。身体护理产品可分为紧致去脂体霜与一般用途体霜两大类。

图 6: 2011 年中国护肤品市场细分

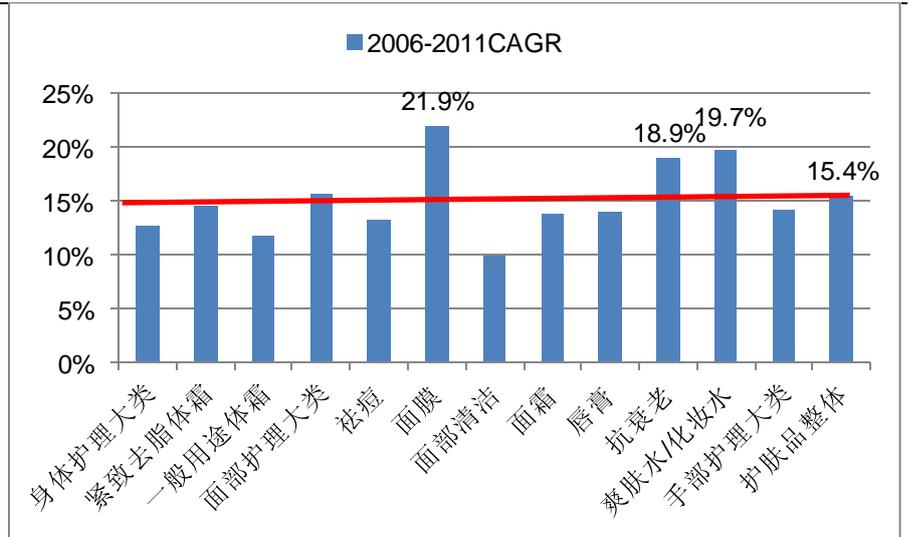
2011年护肤品市场细分



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

从各细分品类来看，过去5年面膜、爽肤水/化妆水和抗衰老产品引领护肤品行业增速，5年的复合增长率分别达到21.9%，19.7%和18.9%。

图 7: 护肤品各品类 2006-2011 年复合增长率

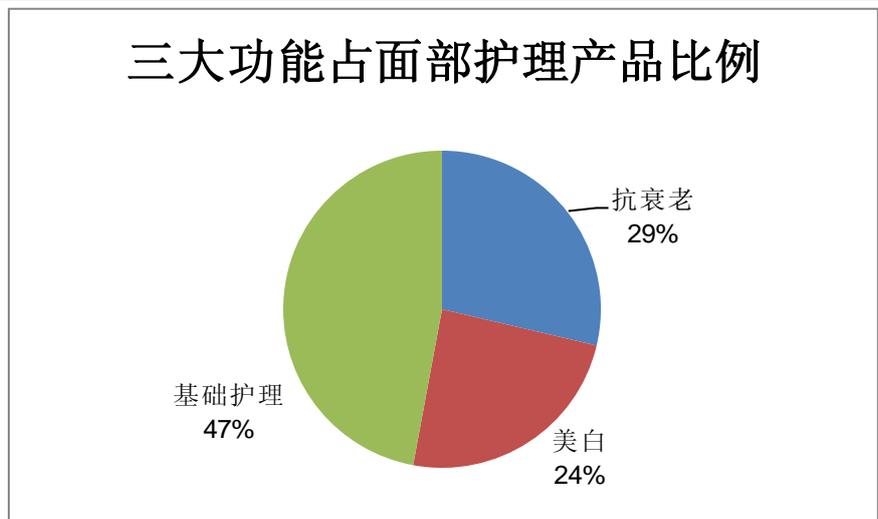


资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所

功能细分

抗衰老和美白是护肤品最大的两大功能诉求，保持了较快的增速。如果把其他功能合并成基础护理功能，大致可以得出面部护理大类，抗衰老、美白和基础护理三大功能的占比。

图 8: 三大功能占面部护理产品比例

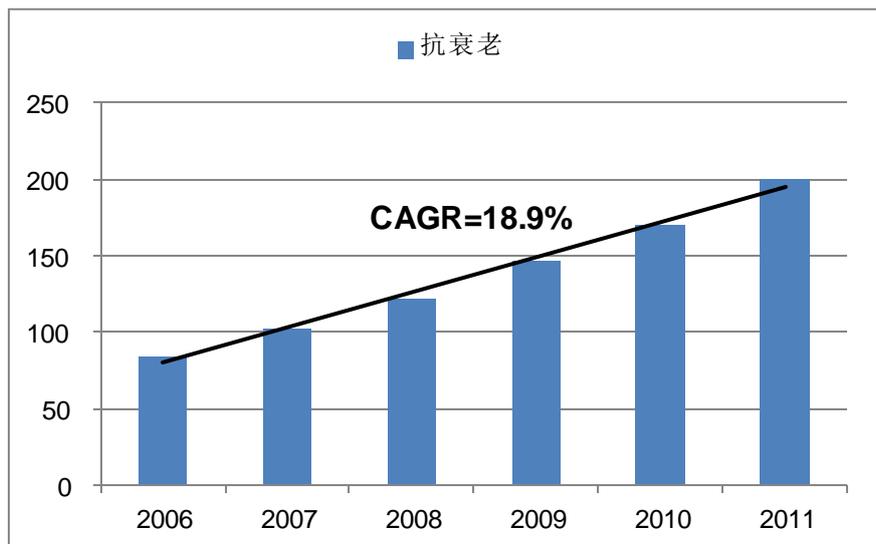


资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

抗衰老产品

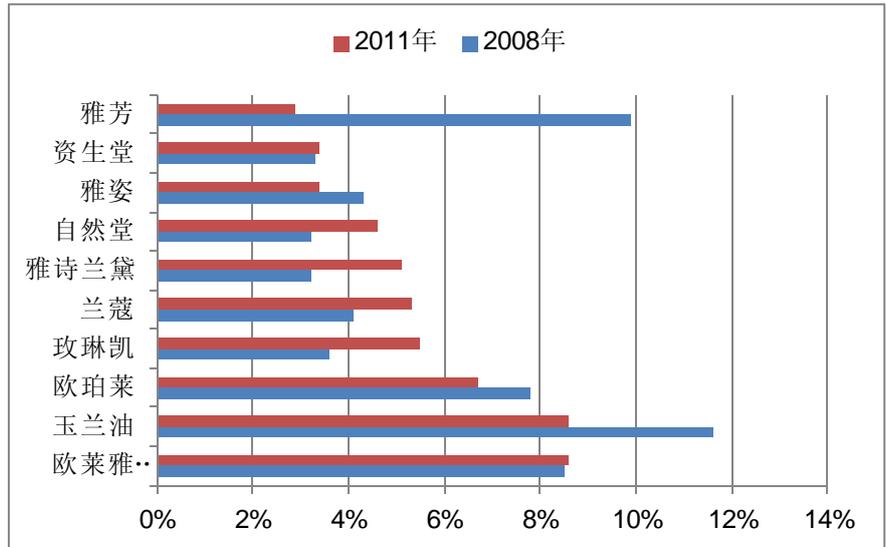
抗衰老产品 2011 年市场容量接近 200 亿元，在过去 5 年内增长了 2.4 倍，2006-2011 年的年复合增长率达 18.9%。2011 年抗衰老产品占面部护理产品的 28.7%，是面部护理的核心功能诉求。

图 9: 抗衰老细分市场容量及增速



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

图 10: 抗衰老市场前十名品牌市场份额



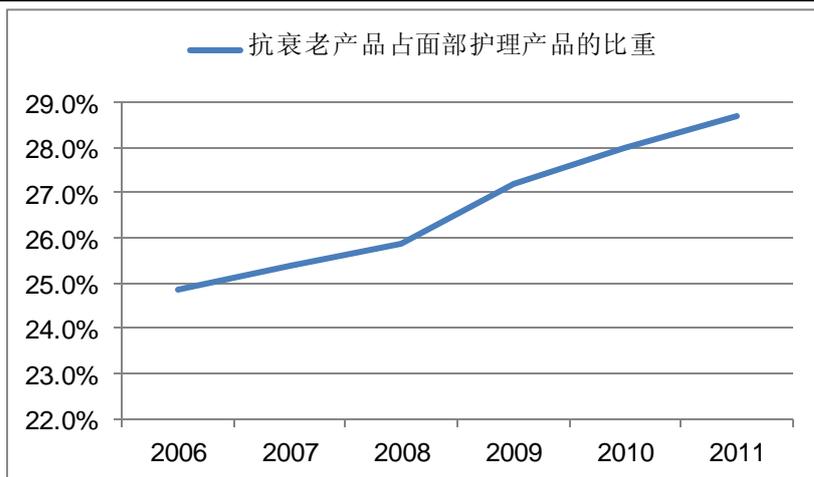
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

我们分析来看，抗衰老产品市场有着自身的特点：

- 人口结构的变换带动抗衰老产品的提升：多种人口分布趋势带动了抗衰老产品的增长，包括人口老龄化，预期寿命增长等因素。
- 消费者在趋向在较年轻时使用抗衰老产品，如抚平面部皱纹的面霜。包括大众护肤品类龙头品牌玉兰油提出“Hold住25岁”的定位，通过吸引轻熟年龄的消费者（25-34岁）开始使用大众抗衰老产品，从而提升抗衰老产品的市场渗透率。

因此，我们可以清晰地看到抗衰老产品在面部护理产品中比重提升的趋势明显，而且还将继续持续。

图 11：抗衰老产品占面部护理产品比重



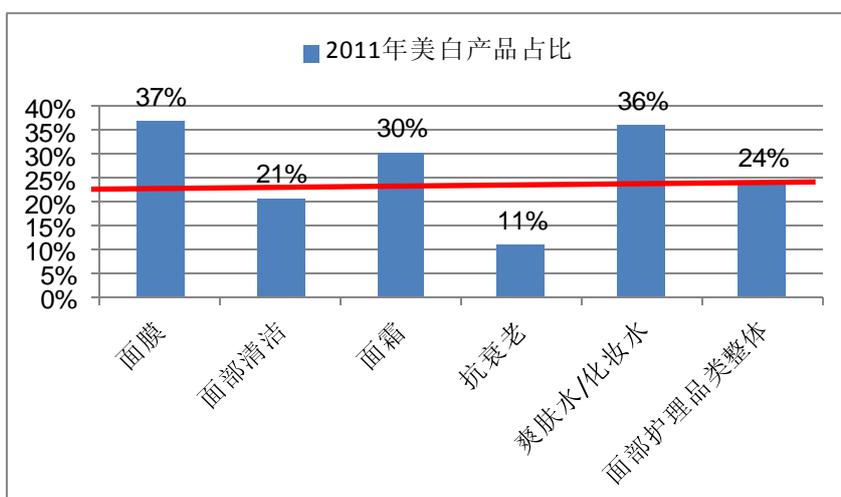
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

美白产品

美白是亚洲东方女性的特有需求。美白产品是面部护理产品中的第二大具体功能诉求，2011年美白产品占面部护理产品比重为24.2%。

而且美白产品分布在面部护理产品的各个子类别中，其中面膜、爽肤水/化妆水和面霜的美白产品比例最高，达到30%以上。

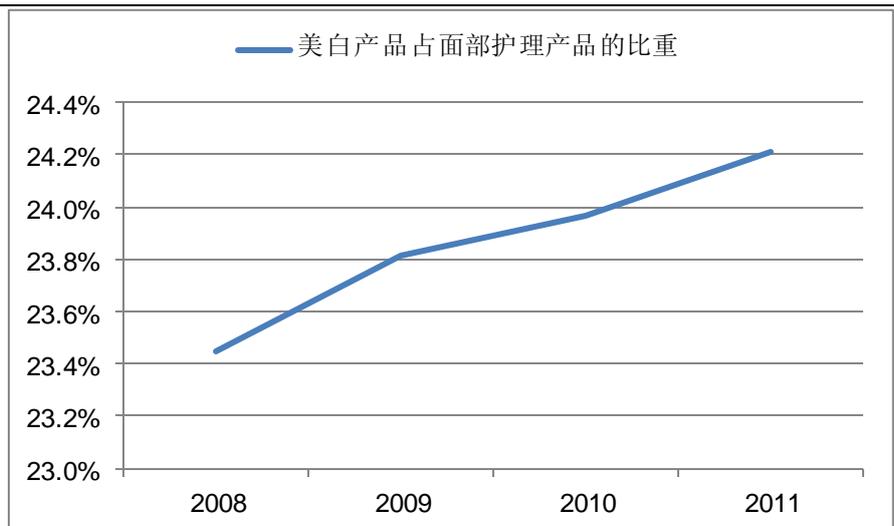
图 12: 2011年各品类美白产品占比



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

美白作为中国女性最核心的功能诉求，美白产品占面部护理产品的比重逐年缓步提升，而且提升趋势还将持续。

图 13: 美白产品占面部护理产品的比重



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

面膜市场

根据 Euromonitor 的统计，面膜品类 2011 年市场容量达 59 亿元，2006-2011 年的年复合增长率达 21.9%，是护肤品各子品类中增速最快的。

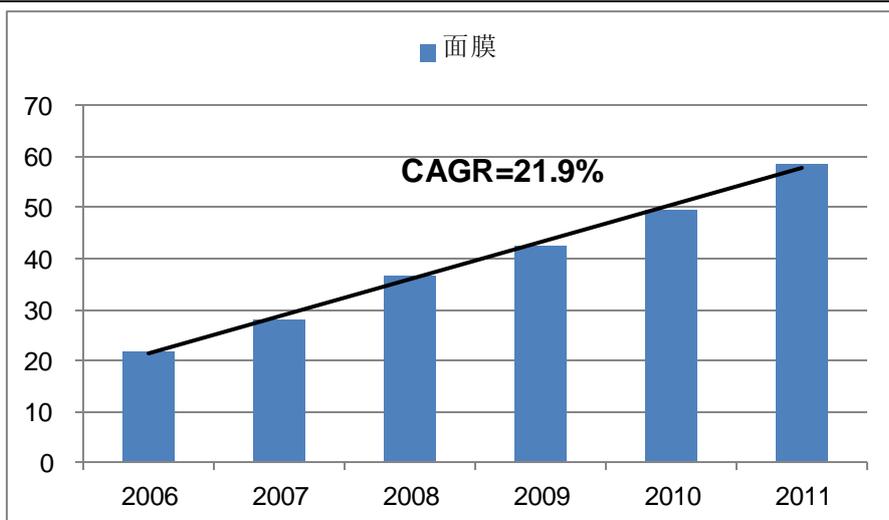
中国消费者对于面膜的认知已经从高档奢侈品转为快速消费品，面膜“大众快消化”，渗透率迅速提升是近几年面膜市场发展的主线，面膜已经逐步成为护肤品行业的一个独立类别。截至 2011 年底，中国面膜的渗透率增长至 29.7%。

未来几年面膜市场的发展逻辑将由“单一渗透率提升的驱动”向“渗透率提升和使用频次提升的双轮驱动”，消费者使用面膜的频次也显著提高，对面膜的认识也越来越成熟。

随着消费者对面膜认识逐步深化，对品类的认同度在加强，**护肤品面膜化也成为一种潮流**。比如深层清洁面膜的推出，是洗面奶向面膜的衍化；兰芝的睡眠面膜，本质上也是一种晚霜。

基于以上考虑，面膜品类仍将继续保持较快成长速度，Euromonitor 预计到2016年，面膜市场将增长近1倍到113亿元，年复合增长率预计达13.6%。

图 14: 面膜市场容量及增速



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所

面膜市场目前参与的主体，主要有两大类，一类是全系列的化妆品品牌，比如玉兰油，欧莱雅，Fand 等，本土的有佰草集，相宜本草等品牌；另一类是专业面膜品牌，比如美即、我的美丽日记、维肌泉、可采等品牌。

表 1: 面膜市场细分

全系列化妆品				
专业面膜品牌				

资料来源: 国信证券经济研究所

面膜行业的格局，如果以单片计价，可分为五类：奢侈品、高质品、标准品、物美价廉品和低价品。不同的品牌根据自身的定位和目标人群，选择在不同的细分市场上进行角逐。比如行业龙头品牌美即，目标人群 25-30 岁，以青

年女性为主，选择在高质品和标准品市场；而近些年风风火火的我的美丽日记，定位人群大致在 18-24 岁，年轻偏女孩，比较清爽，不会强调精华液，价格带反映则有所不同，属于物美价廉型。

表 2: 面膜市场按价格细分

类别	每片价格	说明
奢侈品	50-100 元+	一般非专业面膜品牌做，全系列大牌做
高质品	20-50 元	类似碧欧泉、资生堂等品牌
标准品	10-20 元	市场主流，如美即
物美价廉品	4-8 元	我的美丽日记
低价品	<4 元	

资料来源：国信证券经济研究所

从行业品牌排名来看，2009 年前玉兰油是行业第一名，随后大致是美即和相宜本草；2011 年美即品牌跃居第一名，随后大致是相宜本草和玉兰油；2012 年格局基本一致，而我的美丽日记发展迅速，跃居行业前三。

表 3: 面膜行业领军品牌

时间	行业领先品牌
2009 年	  
2011 年	  
2012 年	   

资料来源：国信证券经济研究所

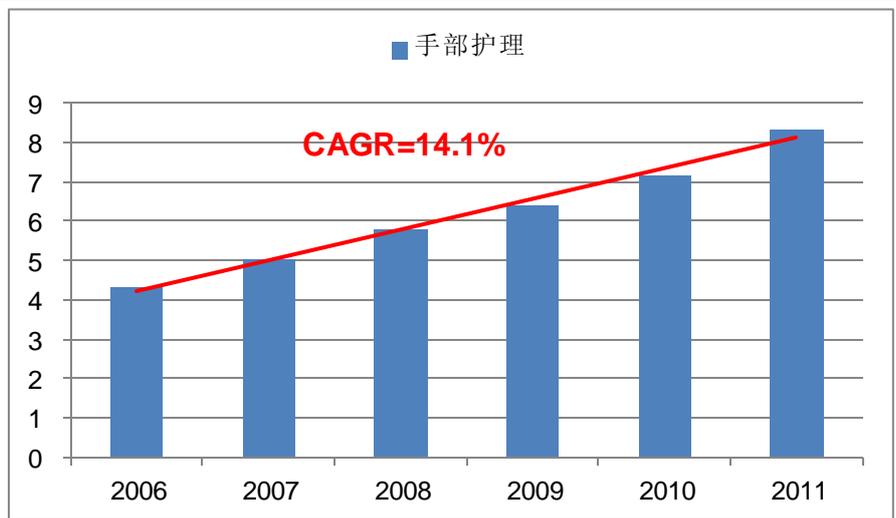
我们对于面膜行业的判断是：行业仍将保持较快增速成长，从行业趋势来看是参与者越来越正规军化，杂牌会越来越少；但同时未来 2-3 年面膜市场也面临洗牌，目前还不是太稳定的格局，这 2-3 年将决定品类里谁是老大，而

后行业格局将趋于稳定化。

手部护理市场

根据 Euromonitor 统计，手部护理品类 2011 年的市场容量接近 10 亿，2006-2011 年的复合增长率为 14.1%。

图 15: 手部护理品类容量及增速



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

从行业格局而言，大致可分为大流通渠道产品和商场专柜/专卖店渠道产品。

其中大流通渠道包括大众 (Mass) 定位和中档定位 (Masstige) 两类。

表 4: 手部护理产品行业格局

渠道	档次	品牌
大流通渠道	大众	美加净 maxam, Longrich, NIVEA, 東洋の花, 相宜本草
	中档	Neutrogena
商场专柜及专卖店渠道	高档	L'OCCITANE EN PROVENCE, Jurlique

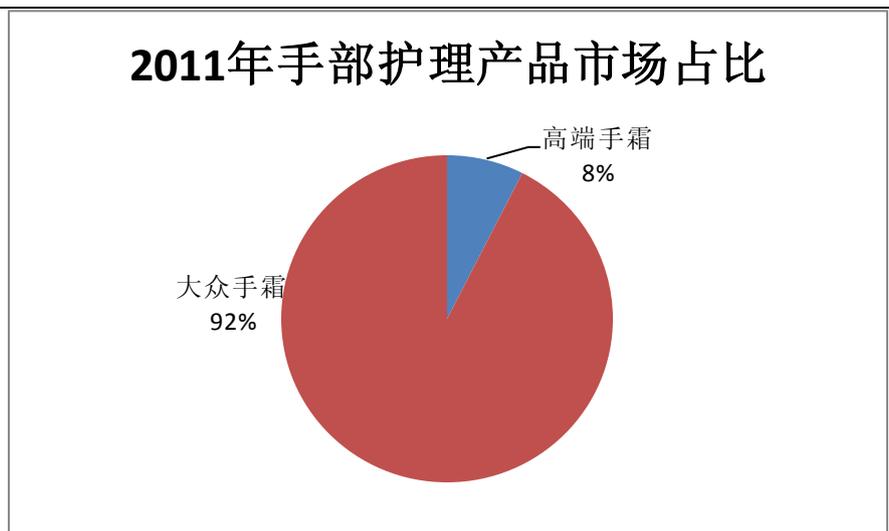
资料来源：国信证券经济研究所

大流通渠道而言，行业前三名都是大众定位的品牌，美加净是行业龙头，市场占有率大致在 16%左右，隆力奇和妮维雅为行业第二、第三名，隆力奇市场份额大致在 10%左右，妮维雅大致在 8-9%左右。其他如东洋之花、相宜本草、大宝等品牌近年来在手霜领域提升较快。

商场专柜及专卖店渠道是高档产品的领域，目前欧舒丹和 Julique 等品牌表现不错。

根据 Euromonitor 的统计，2011 年高端手霜占比提升至 8%，过去 5 年的复合增长率达 22.3%，远快于大众手霜的 13.6%的增速。

图 16: 2011 年手部护理产品高端产品占比



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

我们分析来看，手霜市场有着自身的特点：

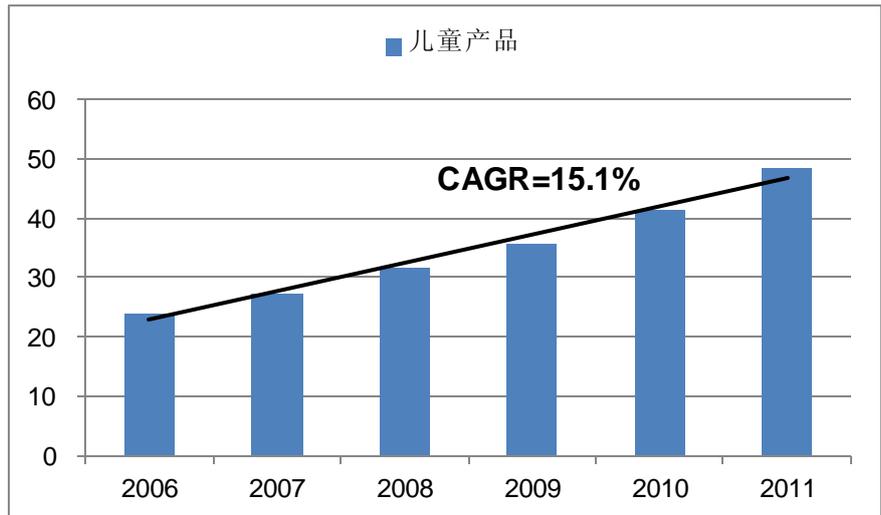
- 手霜市场相对类别较小，在护肤品种属于较小的细分市场。功能诉求主要可分为滋润补水、软化角质、修复活肤等基本诉求，消费者以解决基本问题为主。
- 手霜市场目前的渗透率相对较低，大致在 30-40%左右。主要原因是很多消费者仍然在使用面霜涂手，因此无论从渗透率还是市场容量，相比面霜、洁面乳是一个小容量。但随着消费习惯的改变，手霜市场的增长可期。
- 从发展趋势而言，手霜市场从量而言预计不会有两位数的增长，但是有消费升级的趋势，会相对往高端发展，价值额的增速可观。

根据 Euromonitor 的预计，手霜市场仍将保持较快增长，到 2016 年，手霜市场容量将近 15 亿元，年复合增长率约为 11.4%。

儿童产品市场

根据 Euromonitor 统计，儿童品类 2011 年的市场容量接近 50 亿，2006-2011 年的复合增长率为 15.1%，远快于美容和个人护理用品市场 11.7% 的增速。

图 17: 儿童产品市场容量及增速



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

行业格局

儿童产品市场可以分为婴童产品(3岁以下)和幼童产品(3岁以上)两类。

其中婴童市场主要以美国强生和日韩系品牌为主，而幼童市场的领军品牌包

括：郁美净，可蒙孩儿面，青蛙王子，嘎呵等品牌。

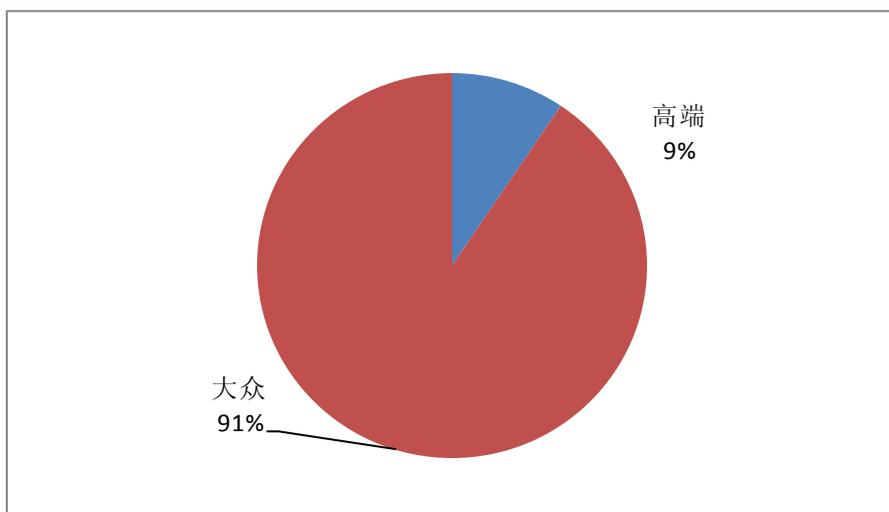
表 5: 儿童产品行业格局

细分	年龄	强势品牌
婴童	3岁以下	  
幼童	3岁以上	   

资料来源：国信证券经济研究所

从价格定位来看，2011 年高端儿童产品占比约 9%，但增速非常快，2006-2011 年的年复合增长率达 31.4%，远快于大众产品的 13.9% 的增速。

图 18: 儿童产品大众及高端占比



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所

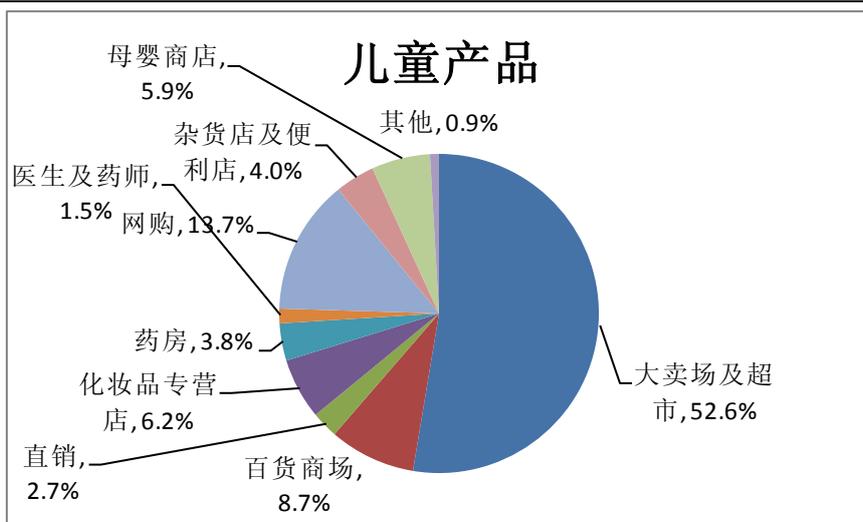
我们分析来看，儿童产品市场呈现了自身的一些特征：

- 儿童产品的增速很快，成长性好：特别是随着人口高峰的到来，迎来儿童产品的需求快速提升。同时，随着消费升级，儿童产品的渗透率提升

迅速，目前的渗透率预计在 50%左右。

- 从儿童产品的渠道结构来看，呈现了和成人产品差异化的特征：网购的比重达 13.7%，是美容和个人护理用品各品类中占比最高的，儿童产品特有的母婴商店渠道占比也较高，达 5.9%，而传统渠道中的百货商场占比较小。渠道结构也反映了儿童产品独特的消费习惯。

图 19: 儿童产品渠道格局



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所

- 儿童产品对于安全性的要求极高:这是由于儿童产品的独特人群所决定的,因此安全性是消费购买决策中的第一位因素,任何品牌若在这点上存在疏漏,不仅仅是对销售的影响,更是对品牌有致命性的伤害。

根据 Euromonitor 的预计,儿童产品市场仍将保持较快增长,到 2016 年,儿童产品市场容量将近百亿元,年复合增长率约为 14%。

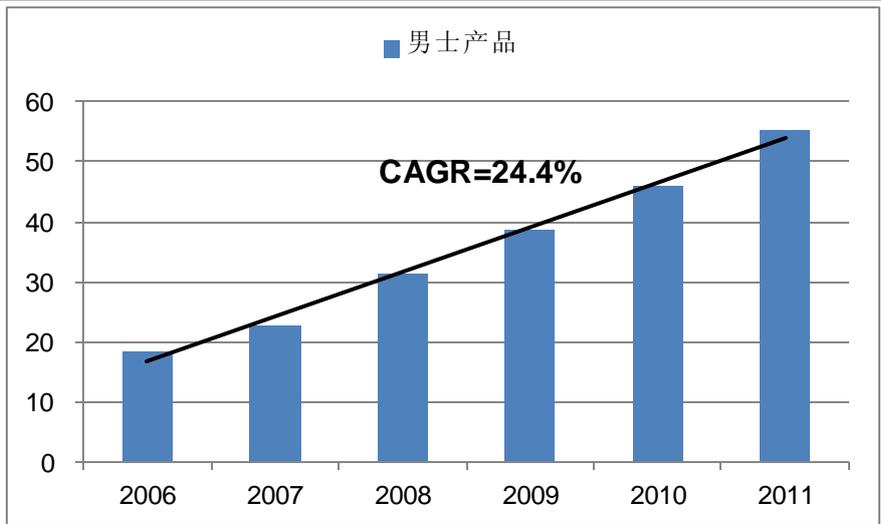
男士用品市场

在宝洁收购吉列,欧莱雅,玉兰油等品牌纷纷推出男士系列化妆品后,男士化妆品领域的市场竞争逐步加剧,但是反过来各大品牌的竞争实际上推动了该领域的发展,对于男士化妆品消费者而言也得到了前所未有的教育和接触,

导致整个市场逐步成型。近几年男士化妆品行业一直保持着 20%以上的快速发展，近乎所有男士化妆品品牌都在享受行业快速扩张带来的快乐。

根据 Euromonitor 统计，男士品类 2011 年的市场容量达 55 亿，2006-2011 年的复合增长率为 24.4%，远快于美容和个人护理用品市场 11.7%的增速，是所有子品类中增速最快的。

图 20: 男士产品行业容量及增速



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所

行业格局

目前男士产品按照销售规模划分,第一集团军是欧莱雅、妮维雅和曼秀雷敦,规模大致在 5 亿以上。第二集团军包括:高夫、碧欧泉、卡尼尔、玉兰油男士。其中上海家化旗下的高夫是专业男士品牌。男士产品市场处于快速扩张期,某种程度上,第一集团的品牌承担着行业培育和消费者教育的功能。

表 6: 男士产品行业格局

梯度	品牌
第一集团	L'ORÉAL PARIS, NIVEA, MENTHOLATUM
第二集团	高夫 (Gao Fu), BIOTHERM, GARNIER, Olay MEN

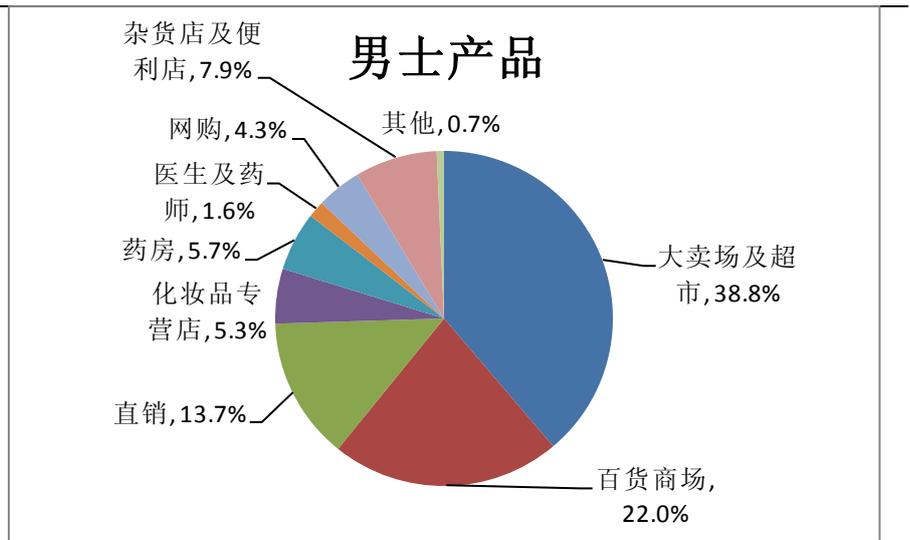
资料来源: 国信证券经济研究所

渠道特征

男士产品目前的核心渠道为传统的大流通渠道和百货商场渠道,渠道结构间

于护肤品（更倚重百货商场）和大流通产品（如洗发水、沐浴露等更侧重大卖场和超市）之间。这也是由男士品类目前的产品结构所决定的。

图 21: 男士产品渠道格局

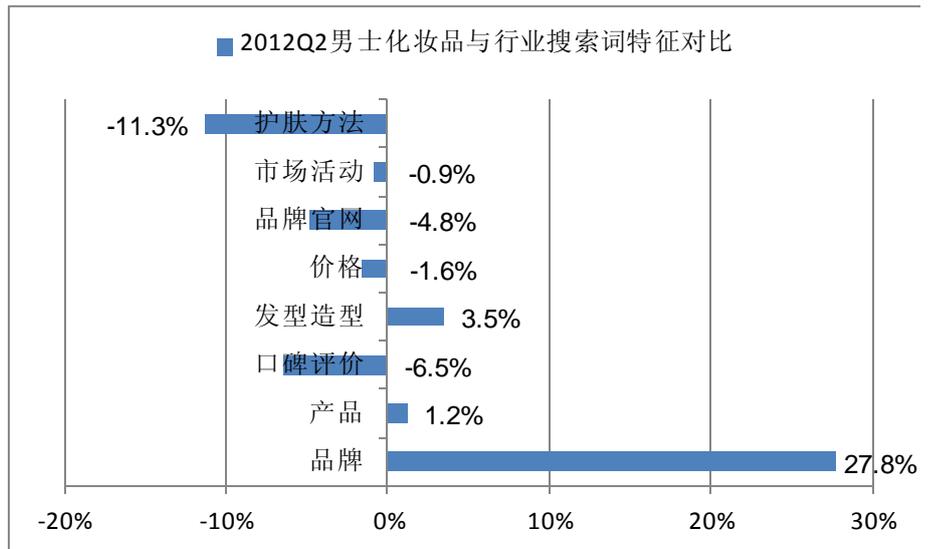


资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所

我们分析来看，男士产品市场呈现了自身的一些特征：

- 男士产品的增速很快，成长性好：目前男士护肤品占女士品类的比重很小，尚未个位数，而从成熟市场来看男士护肤品一般占女士的 20%左右。因此行业成长的空间巨大。而推动男士品类增长的核心驱动力为渗透率的提升，目前的渗透率非常低，我们预计不到 15%。
- 从消费习惯而言，男士化妆品对品牌的关注度在诸多特征中遥遥领先，而护肤产品、价格、市场活动等因素对男士化妆品影响不大。因此，在目前的阶段，男士护肤品的业绩与品牌记忆度成强烈的正向相关性。

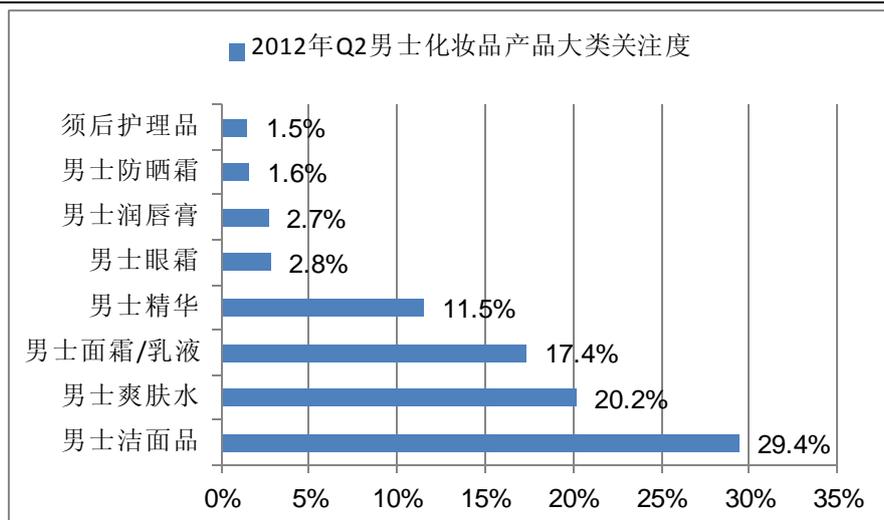
图 22: 男士化妆品与行业搜索词特征对比



资料来源：百度数据研究中心，国信证券经济研究所

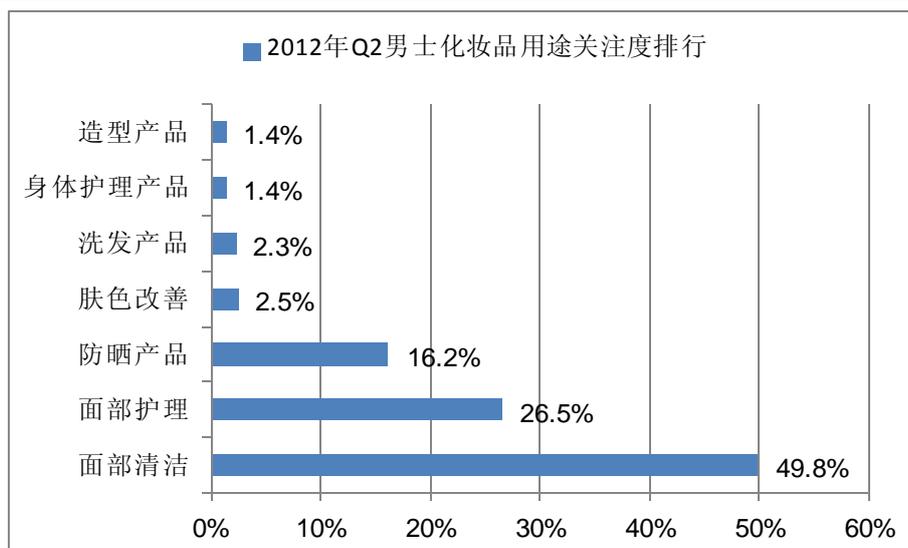
- 通过男士化妆品用途关注度调查，我们注意到男士护肤产品仍以关注洁面清洁为主，但同时多元化的诉求趋势也在逐步形成。对于护肤意识刚刚觉醒的广大中国男性而言，护肤意识目前仍主要停留在“把脸洗干净”的阶段，但中国男性对于化妆品的意识正在不断发展及提升中，“面部护理”的意识关注度提高明显。因此产品升级或将是男士产品下一波的驱动因素。

图 23: 男士化妆品产品大类关注度



资料来源：百度数据研究中心，国信证券经济研究所

图 24：男士化妆品用途关注度排行



资料来源：百度数据研究中心，国信证券经济研究所

男士产品市场仍将保持较快增长，到 2016 年，预计男士产品市场容量将近百亿元。

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	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011
600315	上海家化	推荐	46.80	0.81	1.34	1.72	58.1	34.9	27.2	11.3

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

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	赵婧	021-60875168	黄学军	021-60933142
崔嵘	021-60933159			林丽梅	021-60933157
张嫻	0755-82133259			技术分析	
李智能	0755-22940456			闫莉	010-88005316
沈瑞	0755-82132998-3171				
交通运输		机械		商业贸易	
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				
汽车及零配件		钢铁及新材料		房地产	
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
基础化工及石化		医药		计算机及电子	
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		
		刘勍	0755-82133400		
传媒		有色金属		电力及公共事业	
陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909	谢达成	021-60933161
刘明	010-88005319	徐张红	0755-22940289		
金融		轻工		建筑工程及建材	
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				
家电及通信		电力设备及新能源		食品饮料	
王念春	0755-82130407	杨敬梅	021-60933160	黄茂	0755-82138922
程成	0755-22940300	张弢	010-88005311	龙飞	0755-82133920
旅游		农业		电子	
曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165	刘翔	021-60875160
钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163		
纺织服装及日化		基金评价与研究		金融工程	
朱元	021-60933162	康亢	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 duanlj@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
原祎	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 liusu@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	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	梁丹	15107552991
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		