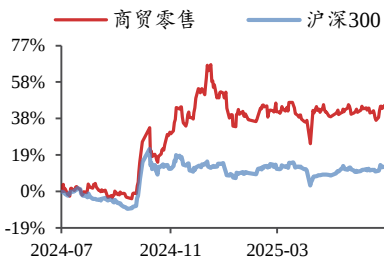


商贸零售

2025 年 07 月 01 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《老铺黄金新店双开，国内外高端渠道布局再突破—行业周报》-2025.6.29

《618 电商高质增长，强品牌龙头及新锐功效品牌突围—行业周报》-2025.6.22

《泡泡玛特跨界珠宝圈，旗下品牌 POPOP 首店开业—行业点评报告》-2025.6.16

医美化妆品 5 月月报：美丽田园股东 CPE 退出主要股东，618 强品牌美妆龙头和新锐功效品牌脱颖而出

——行业点评报告

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

陈思（联系人）

chensi@kysec.cn

证书编号：S0790124070031

● 板块行情回顾

医美（选取 13 家上市公司）：5 月个股涨幅靠前为科笛-B（+61.3%）、四环医药（+36.1%）、华东医药（+15.1%）；**化妆品**（选取 19 家上市公司）：5 月个股涨幅靠前为拉芳家化（+28.0%）、水羊股份（+24.5%）、芭薇股份（+19.1%）。

● 医美：迈诺威医药首款溶脂针获批，美丽田园股东 CPE 退出主要股东

（1）2025 年 6 月，迈诺威医药研发的去氧胆酸注射液“纤塑®”正式获国家药监局批准上市，成为国内首款合规溶脂针产品，产品适用于双下巴、腹部等顽固脂肪堆积区域。随着监管通道的打开，该赛道有望逐步释放市场潜力。（2）美丽田园医疗健康股东 CPE 拟减持约 5133 万股（约 21.77%）并退出主要股东行列，长远看有助于优化公司治理结构。此外，5 月公司公告增持奈瑞儿 20% 股权，持股比例升至 90%，强化内生外延战略。公司“生美+医美+亚健康”高质量转化的优质商业模式持续验证，中长期有望同步实现市占提升与盈利改善。

● 化妆品：618 大促电商高质增长，强品牌力美妆龙头和新锐功效品牌脱颖而出

本月 618 大促收官，根据星图数据，此次 618 购物节综合电商销售总额为 8556 亿元（同比+15.2%）。各电商平台以“官方立减”替代“复杂满减”，保障价格力的同时回归消费者真实需求，提高大促增长质量。美妆大盘方面，根据青眼情报数据，618 全周期四大平台美妆类目总 GMV 达 659.09 亿元（同比增长超 10%）。具体品牌而言，国际高端大牌有所回暖，兰蔻、欧莱雅、雅诗兰黛、赫莲娜等均在天猫、抖音平台稳居前列，TOP10 榜单国际品牌份额提升，国际大牌的增长得益于强大的品牌效应和对达播的加大投入，在平台以质量考核为核心下，国际高端美妆展现较强增长韧性。国货品牌方面，珀莱雅和韩束分别稳居天猫及抖音美妆第一，天猫平台毛戈平增长超 70%，双妹增长超 300%，功效护肤新锐绽媵娅同比增长超 900%；抖音平台毛戈平彩妆、彩棠排名大幅提升。整体而言，强品牌力的美妆龙头和新锐功效品牌在此次 618 大促中脱颖而出。

● 投资建议：看好头部国货美妆品牌份额持续提升

（1）**医美**：新品问世有望带来增长新动力，关注差异化布局的上游厂商，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的锦波生物等；（2）**化妆品**：看好综合实力强劲的国货龙头以及受益细分赛道高景气的品牌方，重点推荐上美股份（团队组织高效与供应链强，韩束 6 大 BU 协同发展，一页卡位高端婴童表现亮眼）、毛戈平（稀缺的国货高端美妆品牌，“品类+渠道+客群”拓展打开成长空间）、珀莱雅、润本股份、丸美生物、巨子生物等，受益标的若羽臣、上海家化等。618 收官步入淡季，建议关注各美妆品牌推新思路及营销打法。

● **风险提示**：消费复苏不及预期；竞争加剧；政策风险。

目 录

1、 行情回顾	3
2、 医美：美丽田园股东 CPE 大幅减持退出主要股东	6
3、 化妆品：618 高质增长，强品牌龙头及新锐功效品牌突围	7
4、 投资观点：关注深耕景气赛道、能力持续迭代的国货美妆	9
5、 风险提示	10

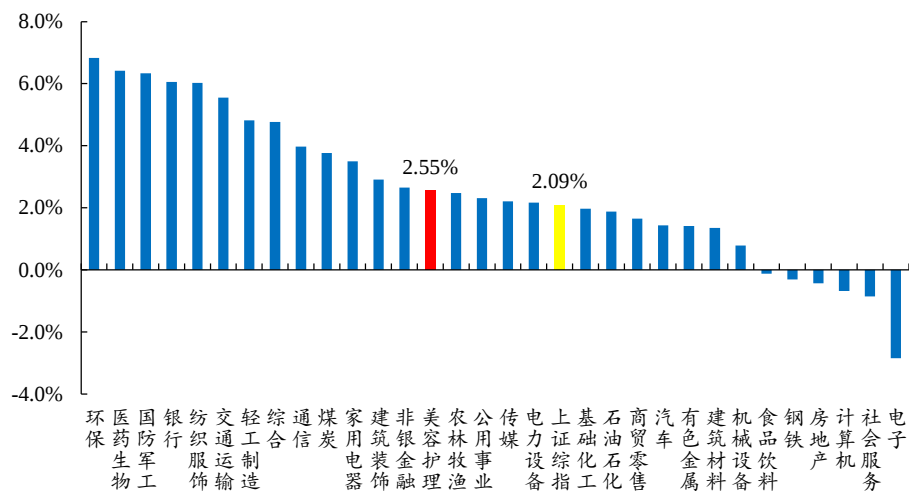
图表目录

图 1： 5 月美容护理指数表现位列第 14 位	3
图 2： 2025 年 5 月美容护理指数上涨 2.55%	3
图 3： 2025 年 1-5 月美容护理指数累计上涨 10.91%	3
图 4： 5 月科笛-B、四环医药、华东医药在医美板块涨幅居前	4
图 5： 2025 年 1-5 月，锦波生物、四环医药、科笛-B 在医美板块涨幅居前	4
图 6： 5 月拉芳家化、水羊股份、芭薇股份在化妆品板块涨幅居前	5
图 7： 2025 年 1-5 月，上美股份、拉芳家化、润本股份在化妆品板块涨幅居前	5
图 8： 迈诺威医药“纤塑®”获批国内上市	6
图 9： 韩国溶脂针 V-OLET®效果良好且已合规引入国内	6
图 10： 美丽田园股东 CPE 拟出约 5133 万股（约 21.77%）	6
图 11： 美丽田园增持智能美养龙头奈瑞儿 20%股权	6
图 12： 618 大促抖音电商增长幅度较快	7
图 13： 618 大促中淘宝天猫成交额稳居第一	7
图 14： 618 大促美容护肤/彩妆香水/洗护清洁增长较好	8
图 15： 淘系以 41.3%的份额位居线上第一渠道	8
图 16： 珀莱雅稳居天猫第一，国际高端美妆回暖	8
图 17： 韩束稳居抖音第一，头部格局较稳定	8
表 1： 综合判断 2025 年 618 大促全网 GMV 同比稳健增长	7
表 2： 重点推荐上美股份、毛戈平、珀莱雅、润本股份、丸美生物、巨子生物、爱美客等	9

1、行情回顾

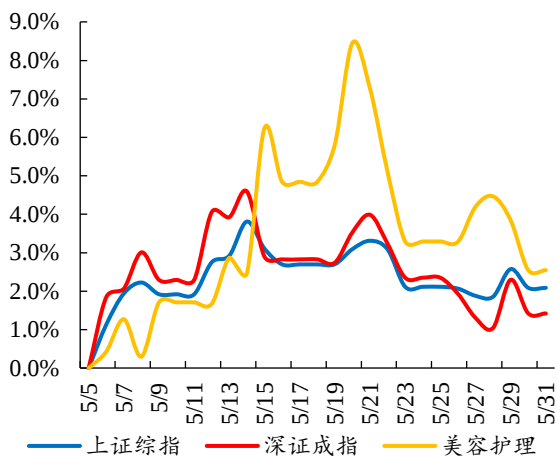
5月美容护理指数上涨2.55%，位列第14位。美容护理指数5月报收4833.94点，涨幅为2.55%，在所有一级行业中位列第14位，表现弱于大盘（5月上证综指上升2.09%）。

图1：5月美容护理指数表现位列第14位



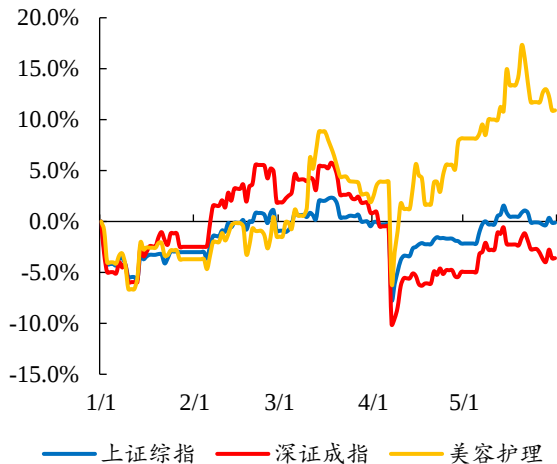
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025年5月美容护理指数上涨2.55%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025年1-5月美容护理指数累计上涨10.91%

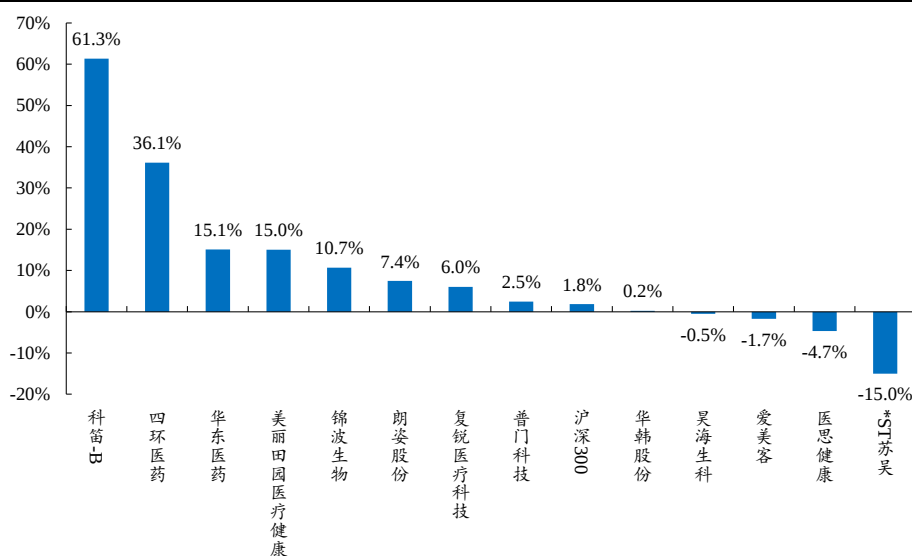


数据来源：Wind、开源证券研究所

5月，科笛-B、四环医药、华东医药在医美板块涨幅居前。我们选取的13家医美上市公司（含新三板挂牌公司）中5月共计9家上涨、4家下跌。其中，月涨幅靠前的为科笛-B、四环医药、华东医药，月涨幅分别为61.3%、36.1%、15.1%；月表现靠后的为*ST苏吴、医思健康、爱美客。

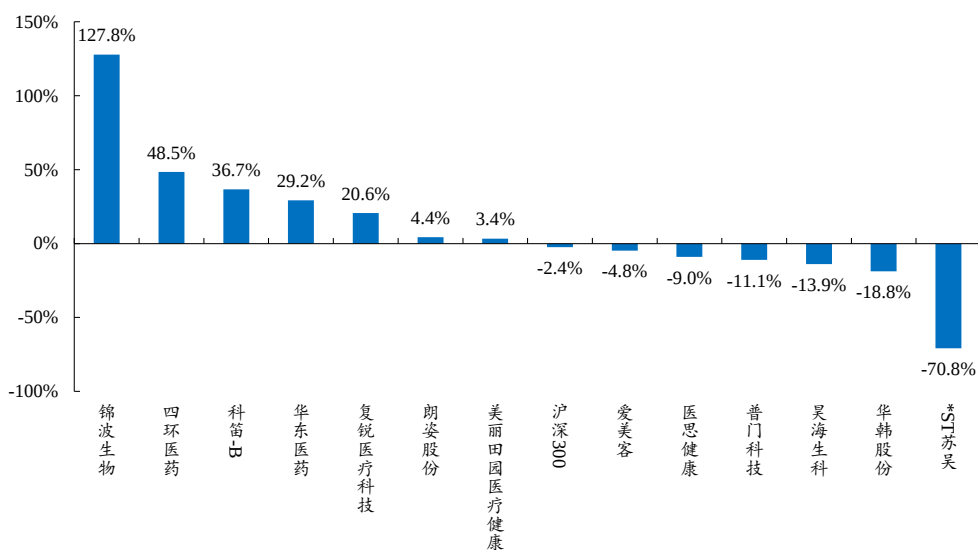
2025年1-5月，锦波生物、四环医药、科笛-B在医美板块涨幅居前。2025年1-5月，医美板块所选公司中共计7家上涨、6家下跌。其中，锦波生物、四环医药、科笛-B在医美板块中涨幅居前，累计涨幅分别为127.8%、48.5%、36.7%；2025年5月跌幅靠前的分别为华韩股份、昊海生科、普门科技。

图4：5月科笛-B、四环医药、华东医药在医美板块涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025年1-5月，锦波生物、四环医药、科笛-B在医美板块涨幅居前

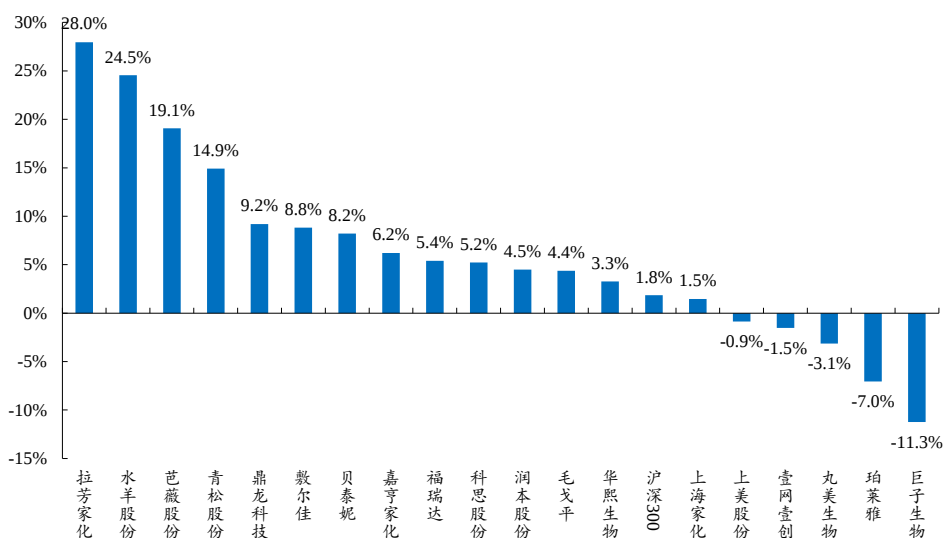


数据来源：Wind、开源证券研究所

5月，拉芳家化、水羊股份、芭薇股份在化妆品板块涨幅靠前。在我们选取的19家化妆品上市公司中，5月共计14家上涨、5家下跌。其中，4月涨幅靠前的为拉芳家化、水羊股份、芭薇股份，月涨幅分别为28.0%、24.5%、19.1%；月跌幅靠前的分别为巨子生物、珀莱雅、丸美生物。

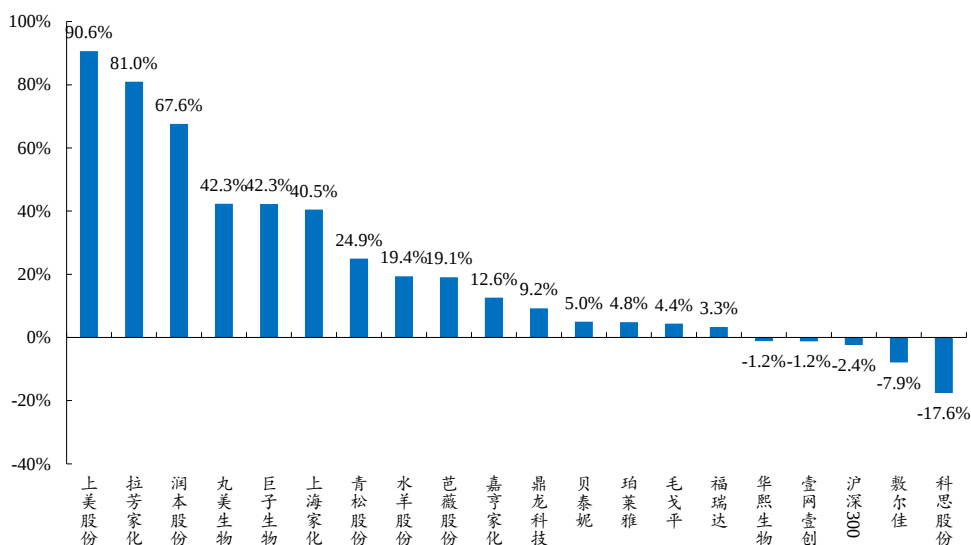
2025年1-5月，上美股份、拉芳家化、润本股份在化妆品板块中涨幅居前。2025年1-5月，化妆品板块所选公司中共15家上涨、4家下跌。其中，上美股份、拉芳家化、润本股份在化妆品板块中涨幅居前，累计涨幅分别为90.6%、81.0%、67.6%；2025年1-5月跌幅靠前的分别为敷尔佳、壹网壹创、华熙生物。

图6：5月拉芳家化、水羊股份、芭薇股份在化妆品板块涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2025年1-5月，上美股份、拉芳家化、润本股份在化妆品板块涨幅居前

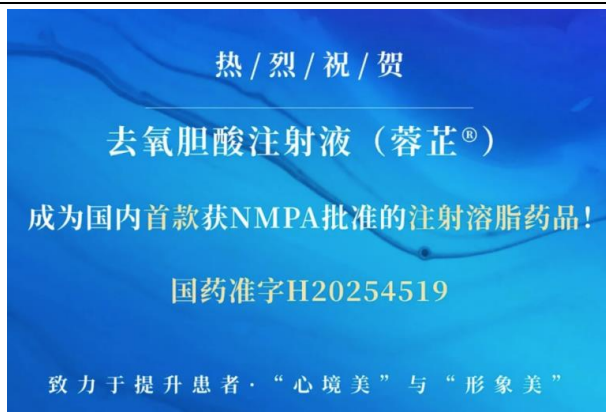


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、医美：美丽田园股东 CPE 大幅减持退出主要股东

迈诺威医药研发的“纤塑®获批成为国内首款合规溶脂针产品。2025 年 6 月 10 日，南京迈诺威医药旗下自主研发的首款注射溶脂药品——去氧胆酸注射液正式获得国家药监局批准上市（国药准字 H20254519），用于改善成人因颊下脂肪堆积导致的中至重度轮廓凸出或过度丰满（俗称“双下巴”）。此次获批标志着迈诺威打破合规壁垒，实现国产溶脂针实现从 0 到 1 的突破。在此之前，全球注射溶脂市场主要由两款产品主导——艾尔建旗下的 Kybella（ATX-101）和大熊制药 V-OLET®，后者于 2025 年 4 月通过海南博鳌乐城“特许药械”政策进入中国市场。迈诺威医药溶脂针的正式获批为消费者提供了新的选择，据众智研究院预测，2023 年中国溶脂针市场规模约 1.35 亿元，预计 2025 年增至 8.05 亿元，2030 年突破 39 亿元，随着监管通道的打开，该赛道有望逐步释放市场潜力。

图8：迈诺威医药“纤塑®”获批国内上市



资料来源：迈诺威医药公众号

图9：韩国溶脂针V-OLET®效果良好且已合规引入国内



资料来源：医美时间公众号

美丽田园股东 CPE 大幅减持退出主要股东。美丽田园医疗健康 6 月 25 日发布公告，CPE 拟出售其所持有的约 5133 万股（约 21.77%）公司股份后将不再作为公司主要股东，意味着公司股权结构将发生重大变化，新投资者的引入可能为公司带来更分散的股权结构，从长远看有助于优化公司治理结构。此外，公司 5 月 28 日增持奈瑞儿 20%股权，交易完成后持股比例升至 90%。公司业务聚焦于美容与保健、医疗美容、亚健康管理三大服务板块，2025H1 重磅女神节大促集团权益金实现 5.1 亿元（同比+14.5%）、销售额 5.5 亿元（同比+9.7%）、客流同比+10.5%，“生美+医美+亚健康”高质量转化的优质商业模式持续验证，中长期看伴随下游长尾出清和消费者选择丰富的趋势下，龙头机构有望实现市占率提升与盈利改善。

图10：美丽田园股东 CPE 拟出约 5133 万股(约 21.77%)



资料来源：公司公告

图11：美丽田园增持智能美养龙头奈瑞儿 20%股权



资料来源：医美部落公众号

3、化妆品：618 高质增长，强品牌龙头及新锐功效品牌突围

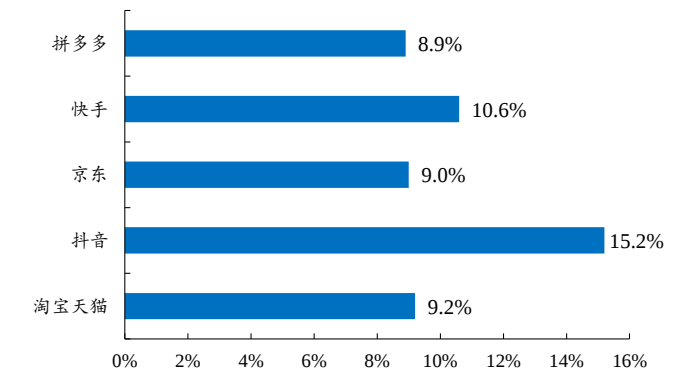
2025 年 618 大促全网 GMV 实现高质量增长。618 大促收官，整体周期达到历年最长，即从 2024 年的 5 月 20 日至 6 月 18 日延长至 2025 年的 5 月 13 日至 6 月 20 日（以天猫为例，各平台周期略有差异）。根据星图数据，2025 年 618 购物节综合电商销售总额为 8556 亿元，同比增长 15.2%。分平台看，618 全周期天猫剔除退款后的 GMV 同比增长 10%，为三年来最大幅度的增长，共有 453 个品牌成交破亿，同比增长 24%，且平台购买用户数实现双位数增长。抖音电商超 6 万个品牌成交额同比翻倍，超 2000 个单品成交额破千万。此次 618 大促各电商平台以官方立减替代复杂满减，保障价格力的同时，有助于回归消费者真实需求，提高大促增长质量。

表1：综合判断 2025 年 618 大促全网 GMV 同比稳健增长

来源	同比口径	数据及增长情况
星图数据	2025 年 5 月 13 日-6 月 18 日 VS 2024 年 5 月 20 日-2024 年 6 月 18 日	综合电商销售总额为 8556 亿元，同比增长 15.2%。
青眼情报	5 月 13 日-6 月 18 日	四大平台（淘系、抖音、京东、快手）的总 GMV 达 659.09 亿元，同比增长超 10%；其中淘系以 41.3% 的份额稳居线上第一渠道，GMV 同比增长 11.1%。
易观数据	5 月 13 日-6 月 18 日	主要平台成交额同比+10.4%，其中抖音+15.2%、快手+10.6%、淘宝天猫+9.2%、京东+9.0%、拼多多+8.9%，全周期快递包裹揽收数量同比增长 16.5%。
天猫官方数据	5 月 13 日-6 月 20 日	618 全周期天猫剔除退款后的 GMV 同比增长 10%，且平台购买用户数实现双位数增长；共有 453 个品牌成交破亿，同比增长 24%；成交破亿直播间达 81 个。
抖音官方数据	5 月 13 日-6 月 20 日	超 6 万个品牌成交额同比翻倍，超 2000 个单品成交额破千万，超 6.7 万中小商家成交额破百万元。
京东官方数据	5 月 30 日 20:00-6 月 18 日 23:59	下单用户数同比增长超 100%领跑行业，服饰美妆、日百品类增速领跑行业。

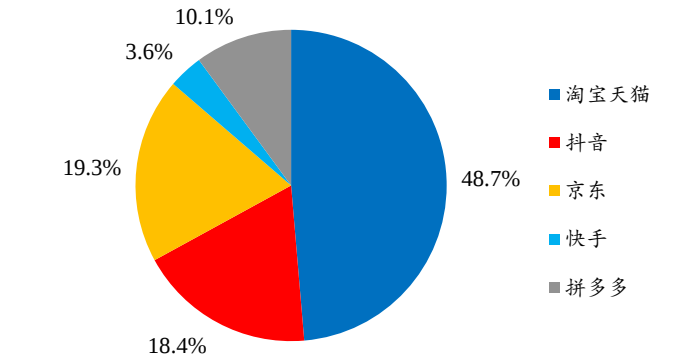
资料来源：星图数据公众号、青眼情报公众号、易观数字商业公众号、晚点 LatePost 公众号、天猫发言人公众号、抖音电商公众号、京东公众号、开源证券研究所

图12：618 大促抖音电商增长幅度较快



数据来源：易观数字商业公众号、开源证券研究所

图13：618 大促中淘宝天猫成交额稳居第一



数据来源：易观数字商业公众号、开源证券研究所

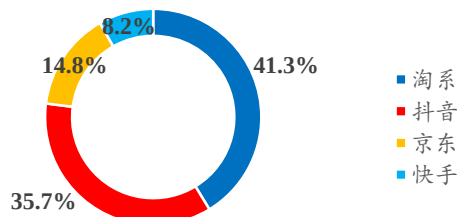
618 大促线上美妆大盘稳健增长，淘系份额位居第一。根据星图数据，618 大促综合电商美容护肤/彩妆香水/洗护清洁类目销售总额分别为 432/143/233 亿元，较 2024 年 618 大促均实现较高幅度增长（粗略比较，大促周期不同不完全可比）；根据青眼情报数据，618 全周期四大平台（淘系、抖音、京东、快手）的美妆类目总 GMV 达 659.09 亿元，同比增长超 10%，其中淘系以 41.3% 的份额稳居线上第一渠道，GMV 同比增长 11.1%。根据抖音官方数据，618 大促抖音电商 297 个美妆单品成交额破千万元，其中涂抹面膜/次抛精华/颈霜分别实现同比增长 105%/354%/246%。

图14：618 大促美容护肤/彩妆香水/洗护清洁增长较好

类目	2025	2024	同比
美容护肤	432	261	66%
彩妆香水	143	91	57%
洗护清洁	233	151	54%

资料来源：星图数据公众号、开源证券研究所（同比仅供参考）

图15：淘系以 41.3% 的份额位居线上第一渠道



资料来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

国际高端美妆回暖，珀莱雅/韩束分别稳居天猫/抖音美妆第一。（1）国际品牌方面，根据青眼情报数据，5 月天猫美妆 TOP20 国际品牌在天猫实现 GMV 超 85 亿元并达成同比正增长，圣罗兰、植村秀、SK-II 分别以 52.9%、49.1%、35.2% 的增速领跑美妆市场，兰蔻、欧莱雅、雅诗兰黛等高端护肤领域的头部品牌均在天猫、抖音平台稳居前列。国际大牌的增长得益于强大的品牌效应和对达播的加大投入，在平台以质量考核为核心下，国际高端美妆显示出稳定的增长韧性。（2）国货品牌方面，韩束稳居抖音美妆第一，飞瓜数据显示，6 月 1 日至 6 月 18 日韩束 GMV 为 5.44 亿元，全周期天猫同比+47%，X 肽系列大单品破亿元；此外，国际高奢护肤品牌在抖音突围，白牌等表现下滑，彩妆类目毛戈平、彩棠排名大幅提升。天猫平台中，珀莱雅稳居第一，毛戈平增长超 70%，双妹增长超 300%，功效护肤新锐绽媵娅同比增长超 900%。综合而言，强品牌力的美妆龙头和新锐功效品牌在大促中脱颖而出。

图16：珀莱雅稳居天猫第一，国际高端美妆回暖

排名	2024	2025	排名	2024	2025
1	珀莱雅	珀莱雅	11	肌肤之钥	圣罗兰
2	欧莱雅	兰蔻	12	可复美	可复美
3	兰蔻	欧莱雅	13	娇韵诗	OLAY
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	14	资生堂	薇诺娜
5	海蓝之谜	修丽可	15	娇兰	资生堂
6	修丽可	海蓝之谜	16	科颜氏	科颜氏
7	赫莲娜	SK-II	17	理肤泉	毛戈平
8	SK-II	赫莲娜	18	自然堂	娇兰
9	OLAY	肌肤之钥	19	圣罗兰	理肤泉
10	薇诺娜	娇韵诗	20	HBN	彩棠

资料来源：天猫大美妆公众号、开源证券研究所（橙色为国货）

图17：韩束稳居抖音第一，头部格局较稳定

排名	2023	2024	2025
1	赫莲娜	韩束	韩束
2	极萌	珀莱雅	赫莲娜
3	雅诗兰黛	赫莲娜	珀莱雅
4	海蓝之谜	极萌	雅诗兰黛
5	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅
6	后	兰蔻	兰蔻
7	珀莱雅	雅诗兰黛	海蓝之谜
8	雅萌	后	后
9	韩束	可复美	SK-II
10	欧莱雅	OLAY	自然堂

资料来源：用户说了公众号、开源证券研究所（橙色为国货）

4、投资观点：关注深耕景气赛道、能力持续迭代的国货美妆

医美：新品问世有望带来增长新动力，关注差异化布局的上游厂商。短期看部分合规/差异化产品仍处红利期值得关注，长期看“渗透率+国产化率+合规化程度”多维提升逻辑未变，建议关注重组胶原蛋白、再生类、毛发类等差异化品类厂商，以及市占率&盈利有望同步提升的机构端龙头。重点推荐爱美客（看好差异化单品表现，未来平台化有望实现长期增长）、科笛-B（泛皮肤病领域新星，管线推进叠加外延拓展打开成长空间）、朗姿股份，受益标的美丽田园医疗健康、锦波生等。

化妆品：看好综合实力强劲的国货龙头及受益细分赛道高景气的成长品牌。近年颜值经济和悦己潮流盛行，消费者通过选购功效护肤品（达到美白/抗老等效果）、国潮彩妆（打造时尚感妆容）、家居香氛（闻香舒缓身心）等达到悦己疗愈的目的，建议关注“情绪消费”下的美妆机遇，（1）**主线一：美妆国货崛起旋律持续，关注把握高景气细分赛道且能力不断迭代的美妆企业**，重点推荐上美股份（主品牌韩束势能持续，团队组织高效与供应链强，公司产品+渠道+品牌多维开花）、丸美生物（“人群资产”验证公司底层思维&能力万象更“芯”，高质量增长可期）、珀莱雅、巨子生物等，及后续有望修复反转的福瑞达、贝泰妮、华熙生物、水羊股份等，受益标的上海家化。（2）**主线二：高端美妆打造稀缺，高端国货美妆势能崛起**，重点推荐毛戈平（稀缺的国货高端美妆集团，“品类+渠道+客群”拓展打开成长空间）。

（3）**主线三：个护家清细分领域多面开花，“需求刚性+体验升级”双轮驱动**，重点推荐润本股份（“驱蚊+婴童护理”细分龙头，拓品类、拓渠道持续成长），受益标的若羽臣、登康口腔、百亚股份、拉芳家化等。

医美迎来暑期旺季，建议关注新管线产品及机构表现；美妆 618 大促落幕渐入淡季，建议关注美妆品牌营销打法和推新情况，期待国货美妆龙头品牌持续放量增长。

表2：重点推荐上美股份、毛戈平、珀莱雅、润本股份、丸美生物、巨子生物、爱美客等

证券代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1318.HK	毛戈平	买入	97.27	477	2.41	3.13	3.95	40	31	25
2145.HK	上美股份	买入	73.00	291	2.53	3.16	3.85	29	23	19
003010.SZ	若羽臣	买入	57.19	130	0.76	1.02	1.40	76	56	41
603605.SH	珀莱雅	买入	82.80	328	4.70	5.47	6.19	18	15	13
603193.SH	润本股份	买入	31.62	128	0.97	1.23	1.54	33	26	21
603983.SH	丸美生物	买入	41.26	165	1.14	1.49	1.90	36	28	22
2367.HK	巨子生物	买入	49.50	530	2.50	3.10	3.70	20	16	13
600315.SH	上海家化	买入	20.50	138	0.51	0.67	0.79	40	30	26
688363.SH	华熙生物	买入	51.11	246	0.91	1.21	1.54	56	42	33
300957.SZ	贝泰妮	买入	43.89	186	1.59	1.90	2.19	28	23	20
600223.SH	福瑞达	买入	8.23	84	0.29	0.33	0.38	28	25	22
300740.SZ	水羊股份	买入	16.75	65	0.68	0.82	1.02	25	20	16
300896.SZ	爱美客	买入	172.21	521	7.31	8.25	9.09	24	21	19
2487.HK	科笛-B	买入	8.58	27	-1.00	-0.42	0.06	-	-	-
002612.SZ	朗姿股份	买入	16.69	74	0.71	0.64	0.72	24	26	23

数据来源：Wind、开源证券研究所（注 1：收盘价日期为 2025/6/30；注 2：港股收盘价、市值换算取 1 港元=0.92 元；注 3：除若羽臣和上海家化采用 Wind 盈利预测一致预期外，其余标的 EPS 均采用开源证券研究所预测数据）

5、风险提示

- (1) **消费复苏不及预期：**社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者购买力、信心下滑，消费需求受到抑制，则零售终端销售也将承压；
- (2) **竞争加剧：**若行业竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利；
- (3) **政策风险：**反垄断等政策出台，监管趋严影响企业部分经营活动等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn