

## 商贸零售

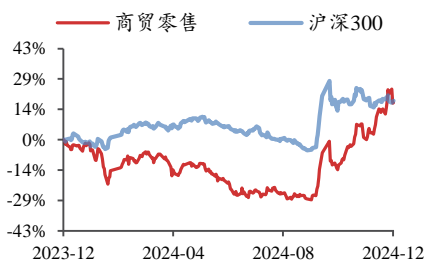
2024年12月18日

投资评级：看好（维持）

## 医美化妆品 11 月月报：巨子生物医美管线获优先审批，高端国货美妆毛戈平熠熠生辉

——行业点评报告

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《11月社零同比+3.0%，政策预期升温利好消费多板块——行业点评报告》

-2024.12.16

《关注“首发经济”为消费板块吹来新风——行业周报》

-2024.12.15

《情绪价值创新消费场景，流量回归线下带来机会——行业投资策略》

-2024.12.13

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）：11 月个股涨幅靠前为华东医药（+18.1%）；**化妆品**（选取 18 家上市公司）：11 月个股涨幅靠前为鼎龙科技（+20.6%）、拉芳家化（+16.3%）、芭薇股份（+13.3%）。

### ● 医美：巨子生物胶原针剂获优先审批，坚定看好胶原蛋白赛道

（1）12月5日，巨子生物自主研发的三类医疗器械“注射用重组胶原蛋白填充剂”获相关部门优先审批待遇，医美领域巨子生物在研产品共有4款，医美矩阵有望丰富。重组胶原蛋白产业具备较高天花板，坚定看好高景气度的重组胶原赛道。（2）11月21日，普丽妍“聚乳酸面部填充剂”正式获批，为国产首款全流程无菌灌装工艺制备的“童颜针”，产品适应症为纠正中重度鼻唇沟皱纹，具备长效作用以及高安全性的特点。2024年来国内多款再生针剂获批，有望进一步丰富消费者选择并强化市场教育。

### ● 化妆品：高端国货美妆毛戈平熠熠生辉

（1）**高端定位**：高端彩妆长期被国际品牌占据，而平价彩妆壁垒较低，是国货彩妆品牌主攻的方向；根据弗若斯特沙利文，高端美妆市场增速略高于大众美妆市场，同时具备格局更稳、头部加速集中的特征。毛戈平以其独特的东方美学定位和专业创始人背书，为彩妆行业中少有能立住高端美学定位的国货品牌。（2）**彩妆基因**：底妆品类具备高客单/高壁垒/强粘性的属性，品类易守难攻，生意模式更优；毛戈平妆造理念以强调光影美学、刻画“骨相美”为主，目前已构建起“鱼子气垫”为核心的底妆系列。（3）**线下壁垒**：公司深耕线下专柜，专柜数量和盈利能力均强于国际美妆品牌，成为“品质”与“豪门”的代表；服务优势构筑线下护城河，由低门槛获赠体验次数、高待遇柜姐的优质服务，叠加“毛戈平出品”的试妆效果作为背书，积累了庞大且高复购&高连带的高端会员资产。

### ● 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（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（管线推进叠加外延拓展有望打开成长空间）；（2）**化妆品**：行业承压下各品牌持续分化，看好综合实力强劲的国货龙头，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）、珀莱雅（产品+品牌+渠道全面发力，“系列品牌化”持续完善）、上美股份（主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维持续成长）、巨子生物（妆品业务亮眼，医美管线进程有望加速）。建议关注兼顾价盘&投放效率的基础上，实现销售持续增长、份额不断提升、排名稳居前排的国货美妆品牌。

● **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：巨子生物胶原针剂获优先审批，坚定看好胶原赛道.....	6
3、化妆品：高端国货美妆毛戈平熠熠生辉.....	7
4、资金动态.....	8
5、投资观点：关注深耕景气赛道、能力持续迭代的国货美妆.....	9
6、风险提示.....	10

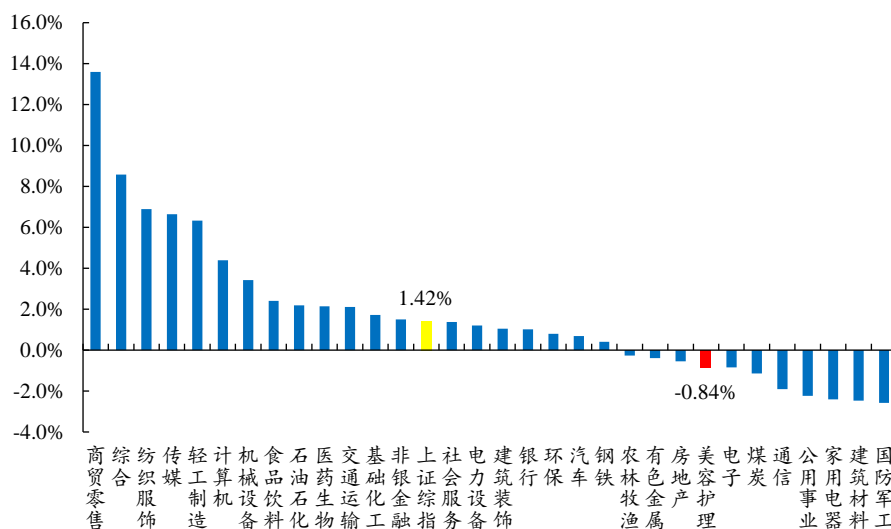
## 图表目录

图 1： 11 月美容护理指数表现位列第 24 位.....	3
图 2： 2024 年 11 月美容护理指数下跌 0.84%.....	3
图 3： 2024 年 1-11 月美容护理指数累计下跌 3.96%.....	3
图 4： 11 月华东医药在医美板块涨幅居前.....	4
图 5： 2024 年 1-11 月，美丽田园医疗健康、江苏吴中在医美板块涨幅居前.....	4
图 6： 11 月鼎龙科技、拉芳家化、芭薇股份在化妆品板块涨幅居前.....	5
图 7： 2024 年 1-11 月，巨子生物、润本股份、上美股份在化妆品板块涨幅居前.....	5
图 8： 巨子生物旗下三类器械产品获优先审批.....	6
图 9： 目前仅有锦波生物旗下两款胶原蛋白植入剂.....	6
图 10： 普丽妍旗下聚乳酸面部填充剂获医疗器械注册证.....	6
图 11： 普丽妍童颜针适用于纠正中重度鼻唇沟皱纹.....	6
图 12： 毛戈平构建了“纵横相通”的独特商业模式.....	7
表 1： 2024Q3 贝泰妮、华熙生物、润本股份得到较多加仓配置.....	8
表 2： 9 月陆股通持股比例看，珀莱雅维持较高水平，福瑞达环比提升幅度较大.....	8
表 3： 重点推荐润本股份、珀莱雅、上美股份、巨子生物、丸美生物、爱美容、科笛-B 等.....	9

### 1、行情回顾

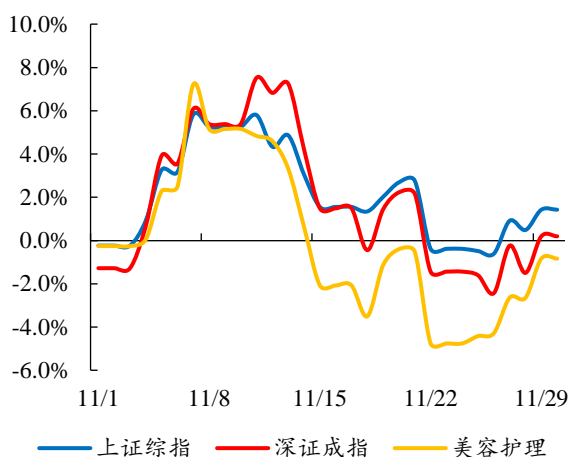
11月美容护理指数下跌0.84%，位列第24位。美容护理指数11月报收4668.58点，月跌幅为0.84%，在所有一级行业中位列第24位，表现弱于大盘（11月上证综指累计上涨1.42%）。此外，2024年1-11月，美容护理行业指数累计下跌3.96%，表现弱于大盘（2024年1-11月上证综指累计上涨11.82%）。

图1：11月美容护理指数表现位列第24位



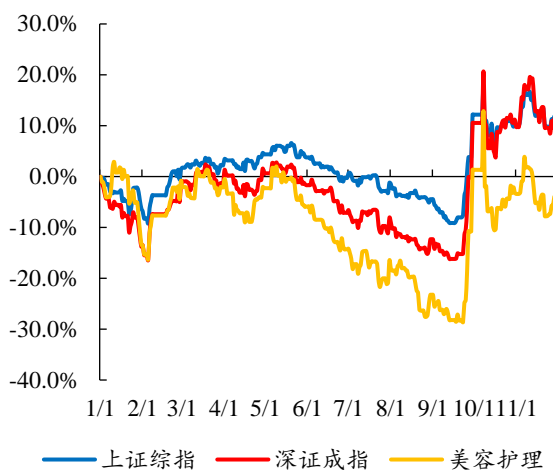
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024年11月美容护理指数下跌0.84%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024年1-11月美容护理指数累计下跌3.96%

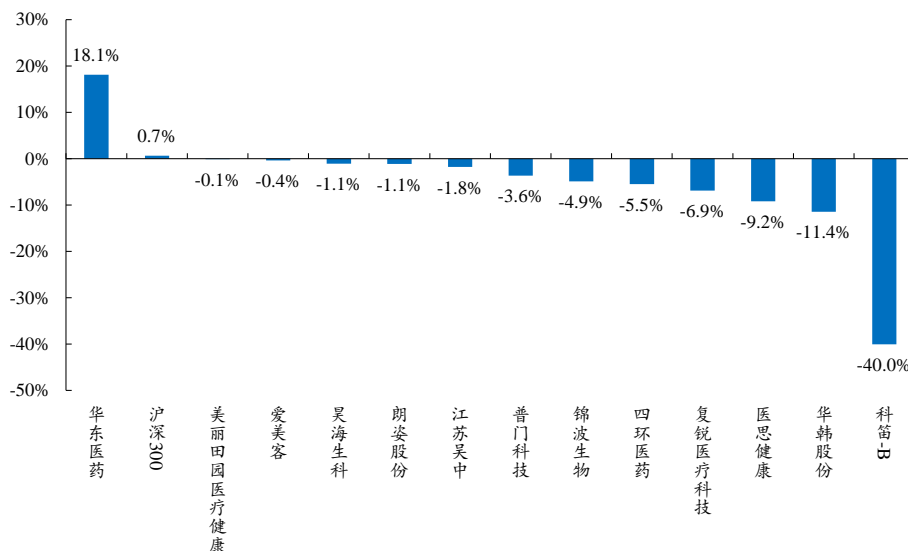


数据来源：Wind、开源证券研究所

11月，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11月共计1家上涨、12家下跌。其中，月涨幅靠前的为华东医药，月涨幅为18.1%；月表现靠后的为科笛-B、华韩股份、医思健康。

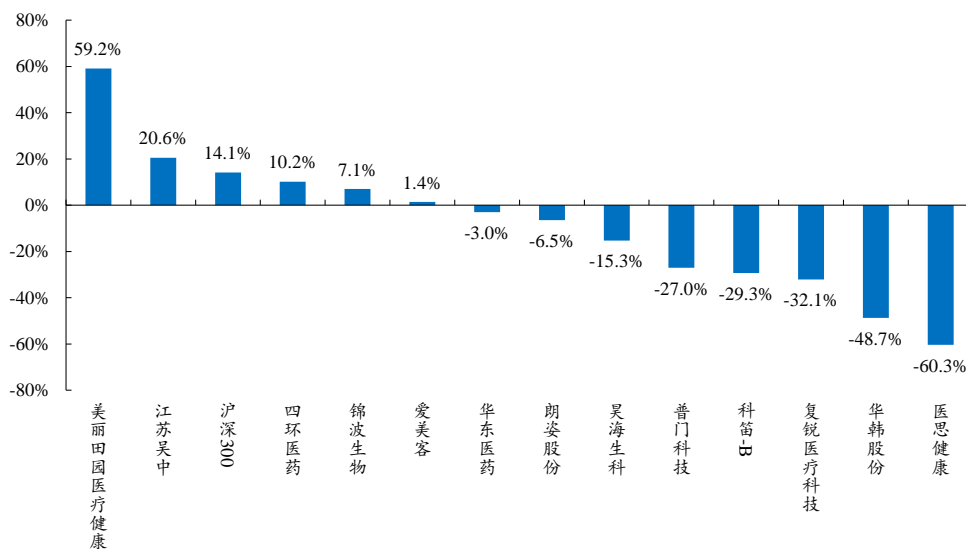
2024年1-11月，美丽田园医疗健康、江苏吴中、四环医药在医美板块涨幅居前。2024年1-11月，医美板块所选公司中共计5家上涨、8家下跌。其中，美丽田园医疗健康、江苏吴中、四环医药在医美板块中涨幅居前，累计涨幅分别为59.2%、20.6%、10.2%；2024年1-11月跌幅靠前的分别为医思健康、华韩股份、复锐医疗科技。

图4：11月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5：2024年1-11月，美丽田园医疗健康、江苏吴中在医美板块涨幅居前

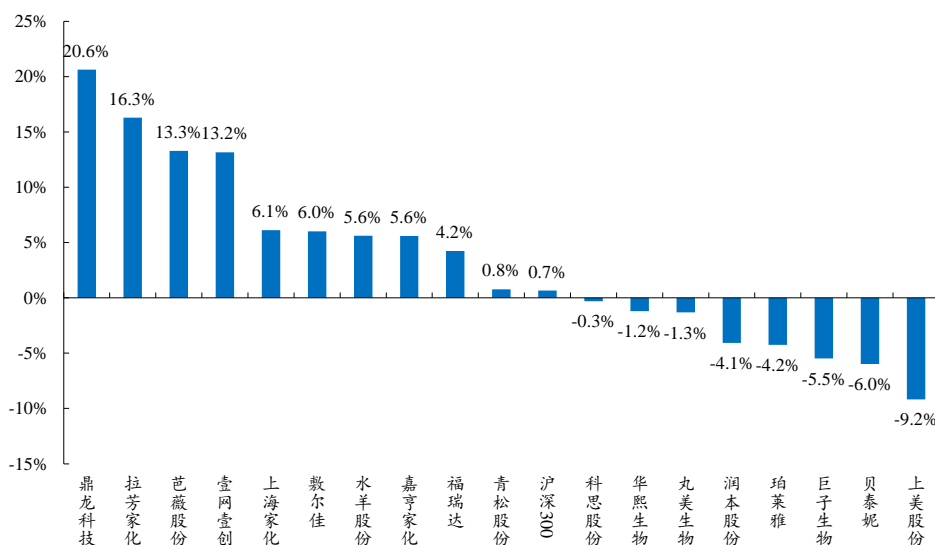


数据来源：Wind、开源证券研究所

11月，鼎龙科技、拉芳家化、芭薇股份在化妆品板块涨幅靠前。在我们选取的18家化妆品上市公司中，11月共计10家上涨、8家下跌。其中，11月涨幅靠前的为鼎龙科技、拉芳家化、芭薇股份，月涨幅分别为20.6%、16.3%、13.3%；月跌幅靠前的分别为上美股份、贝泰妮、巨子生物。

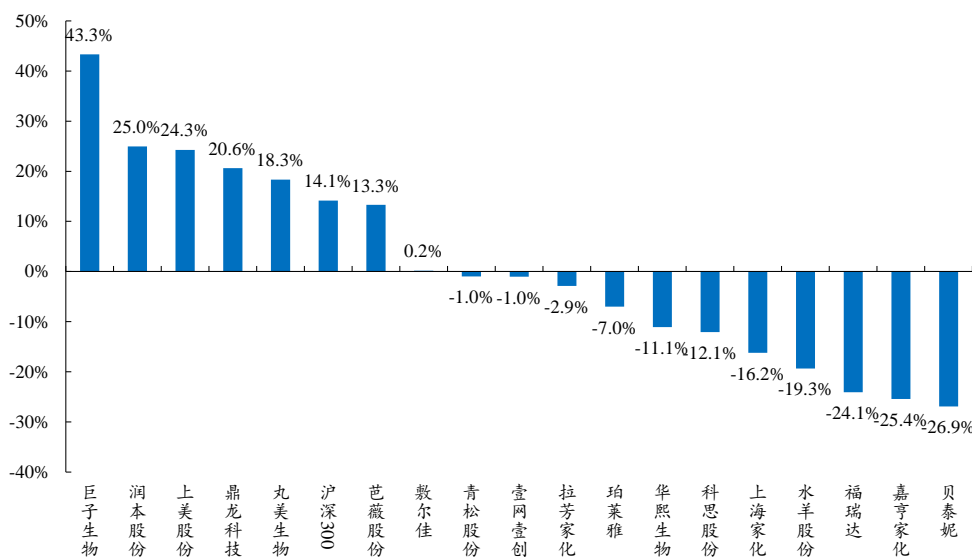
2024年1-11月，巨子生物、润本股份、上美股份在化妆品板块中涨幅居前。2024年1-11月，化妆品板块所选公司中共7家上涨、11家下跌。其中，巨子生物、润本股份、上美股份在化妆品板块中涨幅居前，累计涨幅分别为43.3%、25.0%、24.3%；2024年1-11月跌幅靠前的分别为贝泰妮、嘉亨家化、福瑞达。

图6：11月鼎龙科技、拉芳家化、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7：2024年1-11月，巨子生物、润本股份、上美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：巨子生物胶原针剂获优先审批，坚定看好胶原赛道

巨子生物胶原蛋白填充剂获优先审批，坚定看好重组胶原行业未来发展。12月5日，巨子生物自主研发的三类医疗器械“注射用重组胶原蛋白填充剂”被“列入国家重点研发计划的医疗器械”项目，获相关部门优先审批待遇。此外，公司另有重组胶原蛋白冻干纤维（改善眼部细纹）、重组胶原蛋白溶液（改善面部状态）、重组胶原蛋白凝胶（针对颈纹）和交联重组胶原蛋白凝胶（针对法令纹）4款产品在研。当前我国重组胶原蛋白针剂市场仅有锦波生物旗下两款（薇旖美和铂研针），根据我们此前在《胶原蛋白行业深度（二）》中的测算，重组胶原蛋白产业具备较高天花板，短期无需过多担忧未来新品获批带来的市场竞争格局恶化。多型别、不同适应症的差异化产品若获批有望丰富消费者选择，坚定看好重组胶原行业未来发展。

图8：巨子生物旗下三类器械产品获优先审批



资料来源：国家药监局医疗器械技术审评中心

图9：目前仅有锦波生物旗下两款胶原蛋白植入剂



资料来源：医美部落公众号、修丽可 SkinCeuticals 公众号

普丽妍童颜针获批上市，消费者选择进一步丰富。11月21日，普丽妍“聚乳酸面部填充剂”正式获批，为国产首款全流程无菌灌装工艺制备的“童颜针”，产品适应症为纠正中重度鼻唇沟皱纹，具备长效作用以及高安全性的特点。2024年以来多款再生针剂获批，包括艾塑菲（江苏吴中）、塑妍真（谷雨春）、塑妍萃（高德美），加上较早获批的艾维岚（圣博玛）、濡白天使（爱美客）、伊妍仕（华东医药），市面再生材料已有7款，消费者选择进一步丰富。

图10：普丽妍旗下聚乳酸面部填充剂获医疗器械注册证



资料来源：医美部落公众号

图11：普丽妍童颜针适用于纠正中重度鼻唇沟皱纹



资料来源：医美部落公众号

### 3、化妆品：高端国货美妆毛戈平熠熠生辉

毛戈平是稀缺的高端国货美妆，此前我们已在《毛戈平通过港交所聆讯，关注稀缺高端国货美妆龙头》报告中论述过公司核心壁垒，它的独特性在于以下几个方面：

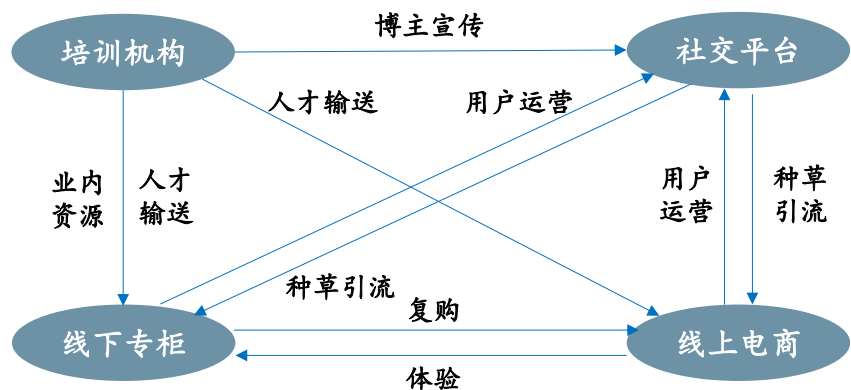
**(1) 高端定位：**高端彩妆长期被国际品牌占据（YSL、兰蔻等），而平价彩妆壁垒较低，是国货彩妆品牌主攻的方向（例如前几年的完美日记、花西子、橘朵等）；根据弗若斯特沙利文数据，高端美妆市场增速略高于大众美妆市场，同时具备格局更稳、头部品牌加速集中的特征。毛戈平以其独特的东方美学定位和专业创始人背书，为彩妆行业中少有能立住高端美学定位的国货品牌。

**(2) 彩妆基因：**国内彩妆行业的客单价较海外市场存在较大提升空间，其中底妆品类具备高客单/高壁垒/强粘性的属性，品类易守难攻，生意模式更优，毛戈平妆造理念以强调“光影美学”、刻画“骨相美”为主，面部底妆是妆容最重要的一步，目前品牌已构建起“鱼子气垫”为核心的底妆系列，底妆在彩妆收入中占绝大部分。

**(3) 线下壁垒：**毛戈平深耕线下专柜，专柜数量和盈利能力均强于国际美妆品牌，成为“品质”与“豪门”的代表。品牌服务优势构筑线下护城河，由低门槛获赠体验次数、高待遇柜姐的优质服务，叠加“毛戈平出品”的试妆效果作为背书，积累了庞大且高复购&高连带的高端会员资产。

**独特商业模式：**公司创始之初以线下为基本盘，一方面符合其高端化的品牌认知，另一方面符合美学彩妆的体验式营销属性。2018年开辟线上业务，联合美垂达人打造妆容对比视频，赋能线上流量；创始人业内美誉度高，天然具备线上带货能力。此外，公司创立毛戈平化妆艺术培训学校，为少有的开创教育学校的美妆品牌，学员构成多元化且具备较强的资源禀赋，包括博主（线上自发安利毛戈平学校培训成果）、彩妆师（美妆业内资源）、柜哥柜姐（部分学员进入专柜成为美妆顾问）等，公司“线上线下协同+培训机构赋能”的商业模式在业内非常稀缺。

图12：毛戈平构建了“纵横相通”的独特商业模式



资料来源：开源证券研究所

**“品类+渠道”拓展打开想象空间。**（1）**品类拓展：**彩妆聚焦易守难攻的底妆系列，色彩类拓展有望打开天花板，新品类正筹划加速布局；护肤体量尚小，大单品鱼子面膜产品力强且较竞品具备性价比。（2）**渠道拓展：**线上与线下客群有差，公司线下门店近400家，而2023年全国百货和购物中心合计万家左右；单店平均盈利能力较头部门店仍有较大差距。（3）**高增的底气：**受益国货美妆崛起和东方美学文化盛行趋势，强产品力的国货美妆有望持续抢占市场份额。

## 4、资金动态

**2024Q3 美容护理行业持仓环比增配。**我们根据一级行业分类将各基金重仓标的持股市值占基金股票投资市值比求和, 计算得 2024Q3 美容护理行业基金重仓占比为 0.13% (环比 2024Q2-0.02pct, 下同), 在 31 个一级行业中排名第 28 位。分个股看: (1) 珀莱雅基金重仓持股总数量为 1417 万股 (+12%)、总市值为 15.6 亿元 (+11%)、持股占流通股比例为 3.6% (+0.4pct); (2) 润本股份基金重仓持股总数量为 841 万股 (+63%)、总市值为 2.0 亿元 (+107%)、持股占流通股比例为 13.9% (+5.3pct);

**表1: 2024Q3 贝泰妮、华熙生物、润本股份得到较多加仓配置**

板块	公司	基金重仓持股数量 (万股)			基金重仓市值 (亿元)			基金重仓持股占流通股比例		
		2024Q2	2024Q3	环比	2024Q2	2024Q3	环比	2024Q2	2024Q3	环比
医美	爱美客	1459	1147	-21%	25.1	27.0	8%	7.0%	5.5%	-1.5%
	锦波生物	243	289	19%	3.6	6.6	82%	7.9%	9.4%	1.5%
	朗姿股份	5	3	-29%	0.0	0.0	-14%	0.0%	0.0%	0.0%
化妆品	珀莱雅	1263	1417	12%	14.0	15.6	11%	3.2%	3.6%	0.4%
	润本股份	517	841	63%	1.0	2.0	107%	8.5%	13.9%	5.3%
	贝泰妮	1	90	5950%	0.0	0.6	7715%	0.0%	0.2%	0.2%
	华熙生物	7	48	589%	0.0	0.3	758%	0.0%	0.2%	0.2%
	上海家化	5	5	0%	0.0	0.0	5%	0.0%	0.0%	0.0%
	水羊股份	2742	2074	-24%	4.0	2.8	-30%	7.7%	5.8%	-1.9%
	丸美生物	41	13	-69%	0.1	0.0	-67%	0.1%	0.0%	-0.1%
	福瑞达	300	240	-20%	0.2	0.2	-13%	0.3%	0.2%	-0.1%
	科思股份	1549	610	-61%	5.0	2.1	-58%	4.8%	1.9%	-2.9%
	巨子生物	4670	4669	0%	19.5	21.5	10%	4.5%	4.5%	0.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所

9 月陆股通持股比例看, 珀莱雅维持较高水平, 福瑞达环比提升幅度较大。截至 2024 年 9 月底, 样本标的中珀莱雅 (占比 41.2%, 较 6 月+0.2pct), 沪 (深) 股通持股数量占自由流通股比例较高, 福瑞达 (占比 2.9%, 较 6 月+1.8pct) 提升幅度较大。

**表2: 9 月陆股通持股比例看, 珀莱雅维持较高水平, 福瑞达环比提升幅度较大**

公司	沪 (深) 股通持股数量 (万股)				沪 (深) 股通持股数量占自由流通股比例			
	202403	202406	202409	环比	202403	202406	202409	环比
爱美客	507	691	715	3%	5.3%	5.2%	5.4%	0.2%
朗姿股份	822	399	495	24%	4.3%	2.1%	2.6%	0.5%
珀莱雅	7444	8137	8183	1%	37.5%	41.0%	41.2%	0.2%
贝泰妮	1389	1446	1273	-12%	10.9%	11.3%	9.9%	-1.4%
华熙生物	698	694	816	18%	4.3%	4.2%	5.0%	0.7%
上海家化	570	1021	743	-27%	1.8%	3.2%	2.3%	-0.9%
水羊股份	97	91	194	113%	0.5%	0.4%	0.9%	0.5%
丸美生物	167	405	339	-16%	2.2%	5.3%	4.4%	-0.9%
福瑞达	680	531	1357	156%	1.5%	1.1%	2.9%	1.8%
科思股份	173	507	440	-13%	3.0%	4.4%	3.7%	-0.6%
敷尔佳	41	46	77	68%	1.0%	1.2%	1.3%	0.2%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 8 月起实施季度披露)



## 5、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 2024 年下半年基数恢复相对正常化，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&盈利能力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（管线推进叠加外延拓展有望打开成长空间）、朗姿股份，受益标的锦波生物、江苏吴中、昊海生科等。

**化妆品：美妆品牌持续分化，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。**2024 年化妆品行业进入存量竞争时代，国货美妆品牌积极寻求多元成长曲线，主品牌推出含自研“中国成分”的产品强化品牌心智，子品牌则布局防晒/头皮洗护/婴童护理/彩妆等细分高潜赛道贡献收入增量。此外，行业面临渠道红利递减、大促效应减弱等变化，跟踪指标上留意推新节奏、平销期表现及复购、投流策略及费比等，建议关注能够兼顾价盘&投放效率基础上，实现销售持续增长、份额提升的国货美妆品牌。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）、珀莱雅（国货美妆龙头地位稳固，“系列品牌化”持续完善）、上美股份（主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维曲线持续验证）、巨子生物（妆品业务亮眼，医美管线进程有望加速）、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），及后续有望修复反转的福瑞达、水羊股份、贝泰妮、华熙生物等，受益标的毛戈平、登康口腔、若羽臣、青木科技等。

展望后续，建议关注头部国货美妆品牌推新节奏和战略规划，期待国货美妆龙头品牌持续放量增长。

表3：重点推荐润本股份、珀莱雅、上美股份、巨子生物、丸美生物、爱美客、科笛-B 等

证券代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603605.SH	珀莱雅	买入	90.37	358	3.95	4.94	5.98	23	18	15
603193.SH	润本股份	买入	23.80	96	0.78	0.96	1.18	31	25	20
603983.SH	丸美生物	买入	32.02	128	0.94	1.21	1.51	34	26	21
300957.SZ	贝泰妮	买入	46.48	197	1.97	2.44	2.99	24	19	16
300740.SZ	水羊股份	买入	12.89	50	0.50	0.75	0.95	26	17	14
600223.SH	福瑞达	买入	7.18	73	0.27	0.32	0.37	27	22	19
688363.SH	华熙生物	买入	55.80	269	1.17	1.50	1.87	48	37	30
2367.HK	巨子生物	买入	48.04	494	2.00	2.50	3.00	24	19	16
2145.HK	上美股份	买入	30.80	127	2.26	2.97	3.63	14	10	8
300896.SZ	爱美客	买入	206.06	624	6.86	8.25	9.77	30	25	21
2487.HK	科笛-B	买入	6.45	21	-1.63	-1.12	-0.56	-	-	-
002612.SZ	朗姿股份	买入	17.96	79	0.71	0.88	1.05	25	20	17

数据来源：Wind、开源证券研究所（注 1：收盘价日期为 2024/12/18；注 2：港股收盘价、市值换算取 1 港元=0.92 元；注 3：EPS 均采用开源证券研究所预测数据）

## 6、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。

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