

2025 年 01 月 16 日

化妆品国产替代发展快，轻医美快速崛起抗老需求高

北交所研究团队

——北交所行业主题报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 化妆品抗衰需求增加，新兴化妆品品牌推动化妆品代工快速发展

化妆品行业内品牌端参与者众多，市场发展相对成熟，已存在不少具有广泛知名度的品牌商。品牌商掌握化妆品的定价权，盈利水平在产业链中最高。2023 年国产品牌化妆品规模占比超过一半，增速较快，达到 21.20%。品牌商对化妆品制造商，特别是具备新品研发、规模化生产、功效检测等系统服务的化妆品制造商，存在更高的偏好及一定程度的依赖性。知名代工厂商有科丝美诗、诺斯贝尔、嘉亨家化、芭薇股份等。生产上，化妆品备案监管政策趋严，代工生产行业壁垒提升。消费时，中国消费者更加注重化妆品的实用性以及安全性，化妆品的具体功效上，抗衰产品的市场份额占比最高。在我国经济升级的大背景下，我国消费者对化妆品的需求提高拉动上游化妆品生产企业数量的增加。新兴化妆品品牌的涌现推动代工行业市场规模扩大。从人均水平上看，目前我国消费者在护肤品领域人均支出仍处于较低的水平。男性愈发注重个人护理和仪容仪表，未来中国男性化妆品市场或存在较大的发展空间。根据灼识咨询数据，2022-2025 年我国化妆品代工行业规模有望从 434.1 亿元增长至 622.9 亿元，实现 12.79% 的年均复合增长率，行业发展空间广阔。

● 轻医美快速崛起，2023 年中国医美器械行业市场规模 775 亿元，同比+20.5%

医美市场呈现五大特点：轻医美快速崛起、技术进步与数字化整合、抗老需求增加、多样化与个性化需求、新兴市场强劲增长等。根据 ISAPS 数据，2023 年全球美容手术和非手术项目数量增长 3.4%，共计 3490 万例。美国美容手术数量位居全球第一，其次为巴西。2023 年中国美容行业市场规模已达 2804 亿元，预计 2025 年市场规模有望达到 3816.0 亿元。2023 年中国医美器械行业市场规模为 774.8 亿元，同比增长 20.5%。推动这一增长的主要因素包括非手术类项目的普及、消费者群体的年轻化、以及国内外品牌的技术创新，未来十年内医美市场有望继续扩大，随着行业兼并重组，市场集中度将有所提升。目前国际品牌在中国市场占据仍然重要份额，但近年来国产品牌迅速崛起，尤其是在光电设备和注射类材料领域，未来有望在国内市场中占据更大份额。

● 北交所相关标的

【锦波生物】主营重组胶原蛋白等产品，深耕生命健康新材料和抗病毒领域的专精特新“小巨人”企业，产品用于医疗、美容下游广阔，业绩表现优异。2023 年，营收 7.80 亿元，同比+99.97%；归母净利润 3.00 亿元，同比+174.60%。2024Q1-Q3，营收 9.88 亿元，同比+91.16%；归母净利润 5.20 亿元，同比+170.42%。

【芭薇股份】化妆品代工龙头企业，服务联合利华、仁和匠心、HBN、SKINTIFIC、丸美、凌博士、纽西之谜、谷雨、红之等国内外知名化妆品品牌商。2023 年营收 4.69 亿元，同比+2.02%；归母净利润 4115.92 万元，同比+8.20%。2024Q1-Q3 营收 4.71 亿元，同比+49.50%；归母净利润 2905.17 万元。

● 风险提示：原料价格波动风险、宏观经济环境变动风险、市场竞争风险。

相关研究报告

《魔芋热潮：健康食品新宠，晶球与零食潜力逐渐释放——北交所行业主题报告》-2025.1.15

《AI 服务器高增长+高性能产品放量，预告 2024 年归母净利润同比翻番——北交所信息更新》-2025.1.15

《国补扩围+CES 催化消费电子，雷神科技推出三款智能眼镜——北交所策略专题报告》-2025.1.12

目 录

1、 化妆品	4
1.1、 行业解析：品牌商掌握化妆品定价权盈利水平更高	4
1.2、 生产端：化妆品备案监管政策趋严，代工生产行业壁垒提升	5
1.3、 消费端：重点关注产品功效、成分、包装等，国产品牌发展较快	8
1.4、 抗衰功效赛道升温，2023 年中国抗衰市场 740 亿元	12
1.5、 男颜经济空间大，2023 年中国男性护肤品市场 165 亿元，同比+30%	14
1.6、 行业规模：2023 年我国化妆品市场规模达 1.04 万亿	15
2、 医疗美容	17
2.1、 行业解析：轻医美快速崛起，新兴市场增长强劲	17
2.2、 全球市场：美国美容手术数量全球第一，各国美容需求有所不同	18
2.3、 中国市场：2023 年中美容市场规模 2804 亿元，非手术类推动较大	20
3、 相关公司	21
3.1、 锦波生物：重组胶原蛋白专精特新“小巨人”，业绩成长性表现优异	21
3.2、 芭薇股份：化妆品代工龙头企业，2024H1 护肤系列同比增长 25.64%	22
4、 风险提示	25

图表目录

图 1： 化妆品品牌商掌握化妆品定价权，盈利水平更高	5
图 2： 我国化妆品生产企业数量呈上升趋势，2023 年已经达到 5722 家（单位：家）	7
图 3： 2022-2025 年我国化妆品代工行业规模有望从 434.1 亿元增长至 622.9 亿元	7
图 4： 美养合一、自我宠爱、自我拓展、文化共鸣、平衡效率等多个底层需求	8
图 5： 抗皱抗衰、美白祛斑、保湿锁水为较多消费者关注的护肤品功效	9
图 6： 2024 年中国消费者最关注的因素是产品成分、产品功效以及品牌	9
图 7： 41%的消费者每周化妆 3-5 次	10
图 8： 我国美妆及个护市场人均消费额仍处于较低水平（2021 年）	10
图 9： 消费者更趋于通过线上渠道购买化妆品	11
图 10： 2023 年线上渠道购买化妆品增速更高	11
图 11： 2023 年淘系市场份额占比最高，达到 22.60%	11
图 12： 2023 年抖音、快手渠道 GMV 增长较快	11
图 13： 2023 年 CS、百货渠道销售额基本维持平稳	11
图 14： 国产品牌销售额占比过半	12
图 15： 国产和其他外资品牌的销售额增速较快	12
图 16： 2023 年功效化妆品销售中抗衰的占比最高	12
图 17： 2023 年功效化妆品销售中抗衰的增速最快	12
图 18： 60.40%中国消费者 26-35 岁开始关注抗衰老信息	13
图 19： 2023 年中国抗衰老市场规模达 739.8 亿元	13
图 20： 银发族更加重视购买面部、唇部的化妆品	13
图 21： 《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》鼓励发展抗衰老产业	14
图 22： 2023 年中国男性护肤品市场规模为 165.3 亿元，同比增长 30.0%	14
图 23： 2028 年全球美妆及个护市场规模将有望达到 6888 亿美元	15
图 24： 预计 2028 年全球护肤类产品市场规模将增长至 1,862 亿美元	15

图 25: 2023 年中国化妆品市场规模为世界第一大市场.....	16
图 26: 2023 年, 我国限额以上企业化妆品零售总额达到 4,141.70 亿元, 同比增长 5.24%.....	16
图 27: 2025 年我国护肤品市场规模有望达到 3186 亿元.....	17
图 28: 医疗美容主要涉及 9 个大类	17
图 29: 医疗美容产业链	18
图 30: 医美市场呈现五大特点	18
图 31: 2023 年全球手术项目吸脂术数量最多 (万例)	19
图 32: 唇部增强及口周、眼睑、隆鼻术增速较快.....	19
图 33: 肉毒素注射数量占比最高, 达到 12% (万例)	19
图 34: 透明质酸填充数量增速最快, 达到 29.1%.....	19
图 35: 2023 年美国美容手术数量位居全球第一.....	20
图 36: 注射类、光电类等轻医美项目在中国市场占据主导地位.....	20
图 37: 公司主营重组胶原蛋白产品、抗 HPV 生物蛋白等产品.....	21
图 38: 2023 年公司营收 7.80 亿元, 同比+100%; 归母净利润 3 亿元, 同比+175%.....	22
图 39: 2023 年医疗企业产品占比达到 87.14%.....	22
图 40: 2024H1 原料及其他产品增速最快.....	22
图 41: 芭薇股份主营产品种类丰富, 涵盖护肤、面膜、洗护、彩妆等多个类别.....	23
图 42: 芭薇股份累计为 1000 多个化妆品品牌提供产品及服务.....	23
图 43: 2023 年芭薇股份营收 4.69 亿元, 同比+2%; 归母净利润 4116 万元, 同比+8%.....	24
图 44: 护肤系列营收占比不断提升	24
图 45: 2024H1 公司护肤系列营收占比超过九成.....	24
图 46: 2024H1 护肤系列同比增长 25.64%.....	25
表 1: 化妆品分成护肤品、洗护产品、彩妆、香氛香水及其他这五大类别.....	4
表 2: 近年来化妆品行业监管政策逐渐规范.....	6

1、化妆品

1.1、行业解析：品牌商掌握化妆品定价权盈利水平更高

根据《化妆品标识管理规定》定义，化妆品是指作用于人体面部、皮肤、毛发、口腔等人体部位起到清洁、保护、保养和美化作用的日用化学工业品，通常以涂覆、揉擦或喷洒等方式施于人体不同部位，有令人愉快的香气，使容貌整洁，增加魅力。由于化妆品的范围很广，产品丰富多样，化妆品分类方法众多。按照功能不同，行业内通常将化妆品分成护肤品、洗护产品、彩妆、香氛香水及其他这五大类别。

表1：化妆品分成护肤品、洗护产品、彩妆、香氛香水及其他这五大类别

化妆品类别	简介	代表产品
护肤品	用于面部皮肤清洁、保养、护理所使用的日用化学产品，起到皮肤清理、防护、滋养的作用。	爽肤水、护肤精华、乳液、防晒霜、美白精华、面霜、眼霜、面膜等
洗护用品	身体清洁和保养，头发的清洁、保养、护理、造型等所使用的日用化学用品。	沐浴露、牙膏、洗发水、护发素、护发膜等
彩妆	化妆使用的日用化学产品，用于涂抹、遮盖、修饰妆容，需要后续卸妆和清洁，对皮肤有一定的损害。	BB霜、粉底、粉饼、腮红、眼影、睫毛膏、口红等
香氛香水	喷洒或涂抹于耳后、颈部、手腕等身体局部或衣领袖子等服饰部位，使身体发出香味的日用化学用品。	香水、香体液等
其他	除上述以外的日用化学产品或化妆品工具（非化学产品）。	脱毛剂、双眼皮贴、粉刷等

资料来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

化妆品产业链中，上游主要为化工企业等原材料提供商、包装设计与生产企业，下游为品牌商与渠道商。

（1）上游：原材料供应商和包材供应商

化妆品原材料供应商多为化工企业，提供化妆品生产所需的有效成分、表面活性剂、香料香精等基础原料。

化妆品的包装材料多为塑料、玻璃等，高品质的包装设计可有效增加化妆品产品销售附加价值，利于产品市场推广。

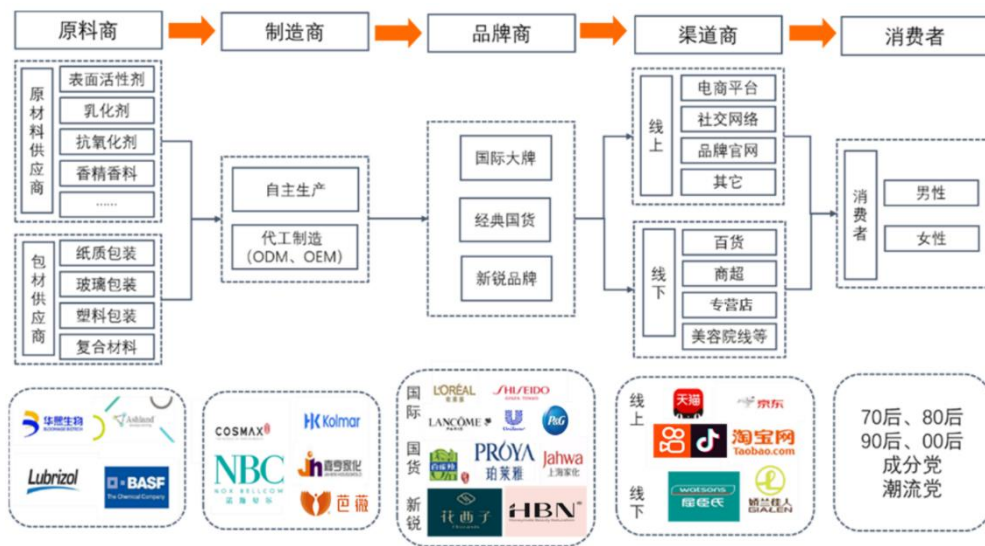
（2）中游：化妆品制造商

化妆品制造商是整个产业链体系运营的基础，根据化妆品生产模式不同，化妆品制造商可分为专业的 OEM/ODM 代工厂商和品牌自主生产商。现阶段，因自建工厂前期投资成本高、设备和研发投入较多，大部分的化妆品品牌企业都选择代工生产厂商完成产品生产制造，知名代工厂商有科丝美诗、诺斯贝尔、嘉亨家化、芭薇股份等。

(3) 下游：品牌商及渠道商

化妆品行业内品牌端参与者众多，市场发展相对成熟，已存在不少具有广泛知名度的品牌商。由于品牌商掌握化妆品的定价权，盈利水平在产业链中最高。化妆品的销售渠道包括电商、百货、商超、化妆品专营店等。近年来，电子商务发展迅速，消费者逐渐养成线上购买化妆品的习惯。

图1：化妆品品牌商掌握化妆品定价权，盈利水平更高



资料来源：芭薇股份招股说明书

品牌商对制造商存在偏好以及一定依赖性。随着消费者对化妆品安全性、功效性的需求不断迭代升级，打造长盛不衰的“爆款”难度不断提高。对于化妆品品牌商，特别是新兴品牌及初创品牌而言，弱化研发、生产及检测环节的投入，转而以市场营销、品类选择、消费者引流及流量转化为核心的“品牌运营”正逐渐成为化妆品品牌商的经营核心。品牌商对化妆品制造商，特别是具备新品研发、规模化生产、功效检测等系统服务的化妆品制造商，存在更高的偏好及一定程度的依赖性。

1.2、生产端：化妆品备案监管政策趋严，代工生产行业壁垒提升

化妆品生产通常可分为自主生产和代工生产两种模式，其中，代工生产是由制造方负责生产、提供人力及场地，采购方负责销售的生产方式。化妆品代工企业的发展与下游化妆品消费需求的变化息息相关，20世纪90年代，我国洗护用品市场率先发展起来，带动一批本土洗护用品代工企业的设立；2000年以后，随着我国国民经济的高速发展，我国消费者对护肤品的需求日益提升，诸多本土护肤品代工企业迎来蓬勃发展期；近年来，我国彩妆消费逐步流行，成为推动我国化妆品行业增长的重要品类之一，本土彩妆代工企业逐渐出现。

随着我国化妆品行业迅速发展，行业监管力度也持续加强，近年来国家相关部门颁布的一系列化妆品行业相关的法律法规和政策，不断弥补化妆品行业生产、经营过程中的漏洞。其中，《化妆品监督管理条例》及其配套的《化妆品功效宣称评价规范》《化妆品注册备案资料管理规定》《化妆品生产质量管理规范》等新规通过对原料供应、品牌生产/代工、产品注册/备案、销售及上市后监督等环节进行规范化要求，防控风险、落实责任，为化妆品行业的高质量发展提供良好的环境。作为化妆品生产企业，上述法规政策的出台及变动对公司原材料采购、产品研发、生产和销

售等环节均提出了更高的要求。

表2：近年来化妆品行业监管政策逐渐规范

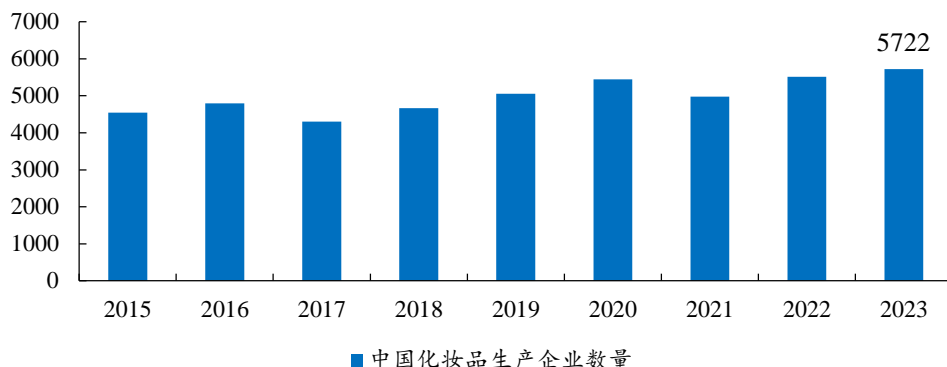
法规/政策名称	颁布机构及时间	主要内容
《2023 年度中小企业特色产业集群公示名单》	工业和信息化部中小企业局 2023 年 9 月	认定“广东省广州市白云区化妆品产业集群”为中小企业特色产业集群，从提升集群主导产业优势、激发集群创新活力、推进集群数字化升级、加快集群绿色低碳转型、深化集群开放合作等方面，开展重点集群培育工作。
《轻工业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	工业和信息化部、国家发展改革委、商务部 2023 年 7 月	加强特色植物原料开发创新，加大在食品、化妆品等行业的应用。支持化妆品等行业培育一批中小企业特色产业集群。鼓励现有轻工集群加快发展和优化升级，发展协同制造、精益制造和服务型制造。
《广州市人民政府办公厅关于推动化妆品产业高质量发展的实施意见》	广州市人民政府办公厅 2023 年 2 月	构建“4+6+4”（4 个基地、6 个商圈、4 个关键〔研发、检测、智造、品牌〕）化妆品全产业链高质量发展格局，到 2025 年，化妆品产值规模达到 1500 亿元左右，培育年销售收入超过 100 亿元的领军企业 2—3 家、超过 50 亿元的企业 5 家以上，拥有 5 个以上知名民族品牌。到 2035 年，把广州建设成为全球化妆品制造中心、消费中心，成为享誉全球的“国际美湾”。
《化妆品生产质量管理规范检查要点及判定原则》	国家药品监督管理局 2022 年 10 月	规范化妆品生产许可和监督检查工作，指导化妆品注册人、备案人、受托生产企业贯彻执行《化妆品生产质量管理规范》。
《关于正式实施化妆品电子注册证的公告》	国家药品监督管理局 2022 年 8 月	按照《化妆品注册备案管理办法》获准注册的特殊化妆品和化妆品新原料，及获准注册证变更、延续的特殊化妆品，发放电子注册证。
《化妆品生产质量管理规范》	国家药品监督管理局 2022 年 1 月	进一步落实注册人、备案人制度，明确委托方应当建立质量管理体系，设置质量安全负责人，确定对受托生产企业的遴选标准，并对受托生产企业的生产活动进行监督。
《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》	国家药品监督管理局 2022 年 1 月	支持产业高质量发展的监管环境更加优化，审评审批制度改革持续深化，制修订药品医疗器械化妆品标准 2650 项（个），新增指导原则 480 个。
《中国化妆品行业“十四五”发展规划》	中国香化协会 2021 年 12 月	“十四五”期间行业将凝聚面向化妆品高端制造的化学化工、生命科学、皮肤医学、生物技术、医药工程等多学科、高水平研究队伍进行研发。坚持科技创新，紧盯最新前沿科学技术发展及其在化妆品行业的推广应用，着力强化高质量发展。
《化妆品生产经营监督管理办法》	国家市场监督管理总局 2021 年 8 月	对化妆品生产许可、生产管理、经营管理、监督管理、法律责任等方面均作出明确规定；细化监管制度，创新监管。
《已使用化妆品原料目录（2021 年版）》	国家药品监督管理局 2021 年 4 月	《目录》共收录了 8965 种化妆品原料，未收录的原料成分将不能用于化妆品生产。
《化妆品功效宣称评价规范》	国家药品监督管理局 2021 年 4 月	自 2021 年 5 月 1 日起，化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案的，应当对化妆品的功效宣称进行评价，并在国家药监局指定的专门网站上传产品功效宣称依据的摘要。
《化妆品注册备案管理办法》	国家市场监督管理总局 2021 年 1 月	对化妆品、化妆品新原料注册和备案的程序、时限和要求进行了明确，细化了注册人、备案人和境内责任人的责任。

资料来源：芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

根据药监局统计数据，2015-2023 年，我国化妆品生产企业数量整体保持上涨趋势，2015 年我国化妆品生产企业为 4,542 家，2023 年已增长至 5,722 家。目前，我国化妆品生产环节已经出现一批初具规模的代工企业。在我国经济升级的大背景下，

我国消费者对化妆品的需求将不断提高，拉动上游化妆品生产企业数量的增加。

图2：我国化妆品生产企业数量呈上升趋势，2023 年已经达到 5722 家（单位：家）

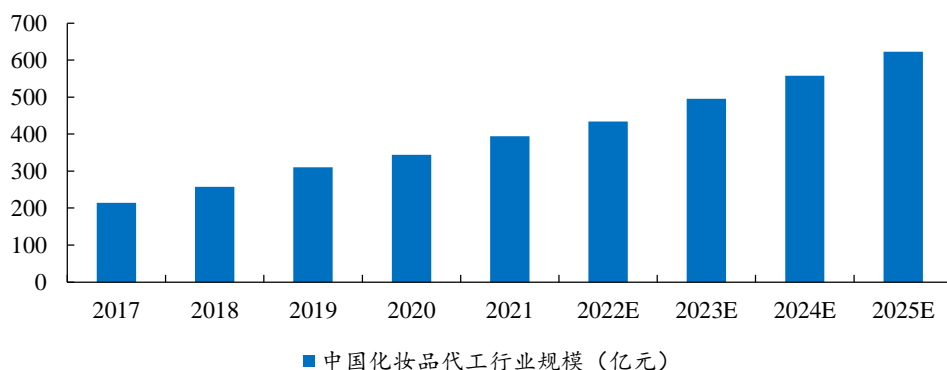


数据来源：药监局、芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

新兴化妆品牌的涌现推动代工行业市场规模扩大。伴随消费者消费能力的提升，以及近年来社交媒体对化妆品赛道的助力、年轻消费者对国货品牌认可度的提升均使得我国化妆品品牌赛道参与者不断增加。新兴化妆品品牌商若选择自建工厂生产将不得不承担庞大的资金投入，但若选择代工厂生产，品牌方可以将有限的精力集中在其具有比较优势的环节，包括品牌建设、渠道营销等方面，助力品牌方实现利润最大化，由此带来化妆品代工行业市场规模的扩大。

根据灼识咨询统计数据，2017-2021 年我国化妆品代工行业规模由 214.1 亿元增长至 394.2 亿元，年均复合增长率为 16.49%。未来，随着新兴化妆品牌产品放量，此类品牌商需要依托化妆品代工厂生产线进行大规模快速生产，以满足消费者的需求，拉动我国化妆品代工行业市场规模的扩大。灼识咨询预计，2022-2025 年我国化妆品代工行业规模有望从 434.1 亿元增长至 622.9 亿元，实现 12.79% 的年均复合增长率，行业发展空间广阔。

图3：2022-2025 年我国化妆品代工行业规模有望从 434.1 亿元增长至 622.9 亿元



数据来源：灼识咨询、芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

1.3、消费端：重点关注产品功效、成分、包装等，国产品牌发展较快

在中国化妆品市场迅速发展、升级的情况下，化妆品经营主体科技水平持续提高、市场竞争持续加大、消费者个性化、多样化需求持续升级。

根据 2024 年小红书《中国美妆行业白皮书》，人对美丽的追求从本质上是源于人们对个人建设和发展的需求，即追求在社会关系中“被赋能”，个体更加看重“变美”对哪一层社会关系的赋能，成为“变美”驱动的核心拆解逻辑。由此，《中国美妆行业白皮书》提出了“我与我”、“我与亲密他人”“我与社会关系”以及“我与泛社会网络”的人群拆解逻辑，由此延伸出了美养合一、自我宠爱、自我拓展、文化共鸣、平衡效率等多个基于驱动的底层需求。

图4：美养合一、自我宠爱、自我拓展、文化共鸣、平衡效率等多个底层需求



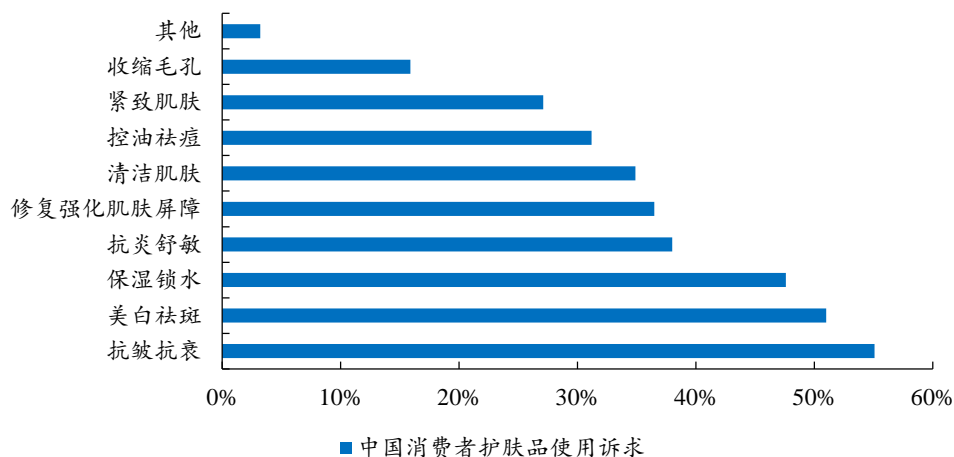
资料来源：青眼公众号、小红书《中国美妆行业白皮书》

《2024 年中国化妆品市场功效宣称调研报告》显示，年轻消费群体护肤品消费习惯不断改变，**细分产品功效、成分、包装等成为关注焦点**。在功效宣称上新名词不断出现、更加多样，对国货品牌功效护肤的认可度不断提高。消费者购买护肤品时呈现关注功效新趋势，“成分”科学护肤需求不断增强，功效护肤观念深入人心，消费者更加追求独特性、性价比。

《2024 年中国化妆品市场功效宣称调研报告》显示，越来越多消费者认可“功效护肤”理念，72%消费者认为化妆品功效非常重要，65%消费者在选择化妆品时重视功效数据验证。

护肤品功效上，艾媒咨询 2024 年 5 月的调研结果显示，抗皱抗衰老成为较多消费者选择护肤品的重要考虑功效，占比达到 55.1%。其次，51%的消费者在护肤品选择上重视美白祛斑功效。功效型化妆品对特有成分、专利配方、研发实力、功效验证等要求更高。

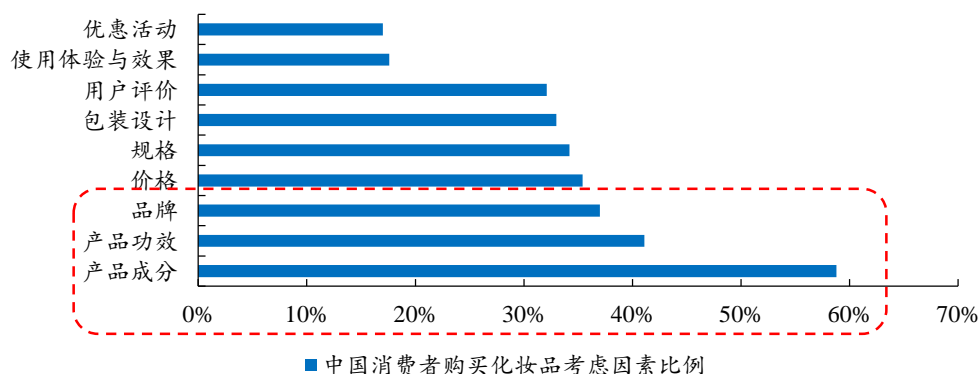
图5：抗皱抗衰、美白祛斑、保湿锁水为较多消费者关注的护肤品功效



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

艾媒咨询 2024 年 5 月的调研结果显示，中国消费者在购买化妆品时，最关注的因素是产品成分（58.8%）、产品功效（41.4%）以及品牌（37.0%）。中国消费者在购买化妆品时，更加注重化妆品的实用性以及安全性，在此基础上，品牌的知名度更能刺激消费者的购买意愿。

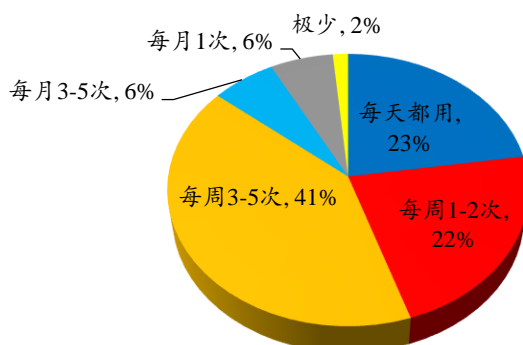
图6：2024 年中国消费者最关注的因素是产品成分、产品功效以及品牌



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

彩妆方面，艾媒咨询 2024 年 5 月的调研结果显示，超过八成消费者每周至少化妆一次，仅 1.5%消费者平常极少化妆。随着自拍、短视频、直播等社交平台的使用普及，彩妆快速提升外在形象方面的功能性被强化，化妆逐渐融入到愈来愈多消费者的日常生活。

图7：41%的消费者每周化妆 3-5 次



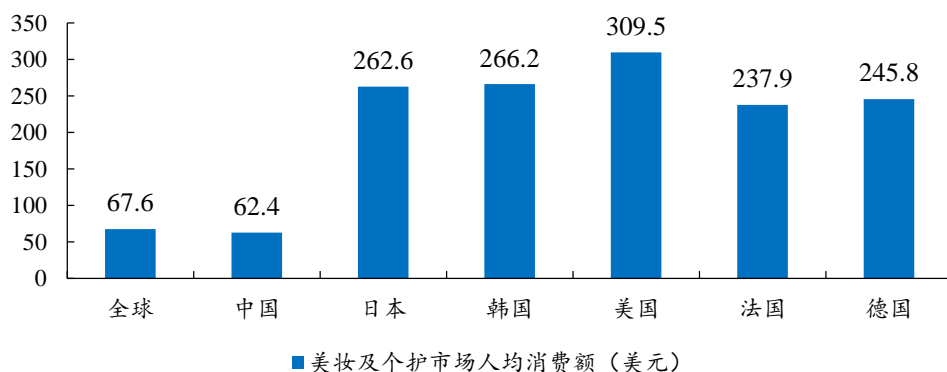
数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

化妆品消费上，2023 年消费者购买化妆品花费整体处于中位水平。《2024 年中国化妆品市场功效宣称调研报告》显示，32.54%消费者消费金额为 1000 元至 3000 元，38.59%消费者消费金额为 3000 元至 5000 元，仅 5%消费者消费金额超过万元。

从人均水平上看，目前我国消费者在护肤品领域人均支出仍处于较低的水平。与发达国家相比，我国人均护肤品消费不仅远低于美国、德国等护肤品市场较为成熟的欧美发达国家，也远低于日本、韩国等亚洲邻国。未来随着消费升级以及护肤消费习惯、理念的培育，差距有望不断缩小，市场发展潜力大。

据 Euromonitor 数据，2021 年我国美妆及个护人均消费支出为 62.4 美元，日、韩消费者同为亚洲肤质，人均美妆及个护类消费支出分别是 262.6 美元和 266.2 美元，超过我国的 4 倍。总体看来，我国护肤品行业还有较大提升空间，随着国内化妆品适用人群、消费频次、消费金额的提升，市场增长潜力较大。

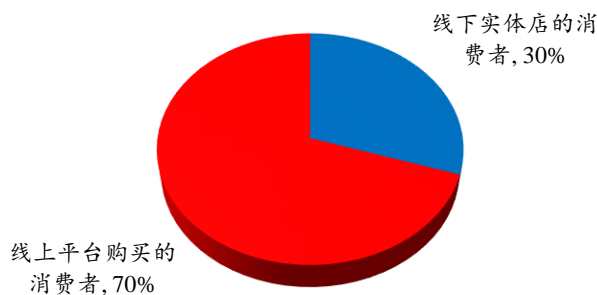
图8：我国美妆及个护市场人均消费额仍处于较低水平（2021 年）



数据来源：Euromonitor、芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

从购买渠道看，消费者更趋于通过线上渠道购买化妆品。选择通过抖音、京东、小红书、天猫等线上平台购买化妆品的消费者群体占比达 70%，选择线下实体店购买化妆品的消费者群体占比 30%。

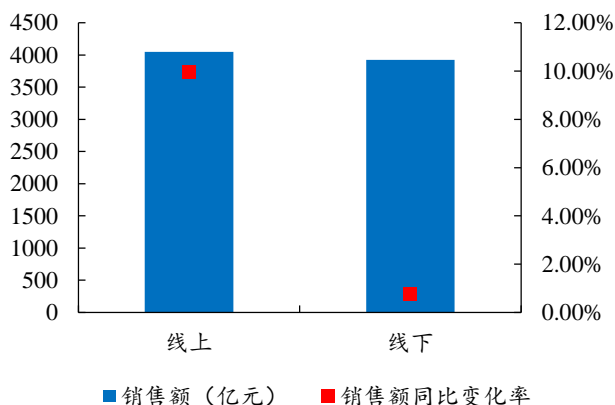
图9：消费者更趋于通过线上渠道购买化妆品



数据来源：央广网、《2024 年中国化妆品市场功效宣称调研报告》、开源证券研究所

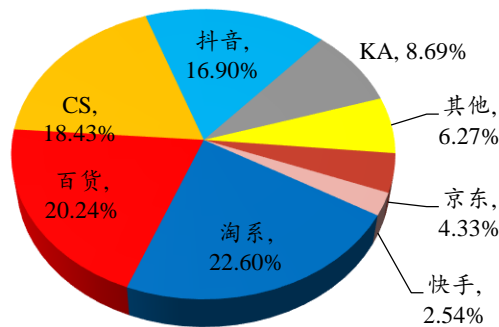
从销售规模来看，2023 年线上渠道凭借抖音和快手的高速增长，市场规模反超线下渠道。细分渠道上来看，淘系 2023 年仍然为市场份额占比最高的，达到 22.60%。

图10：2023 年线上渠道购买化妆品增速更高



数据来源：青眼情报、开源证券研究所

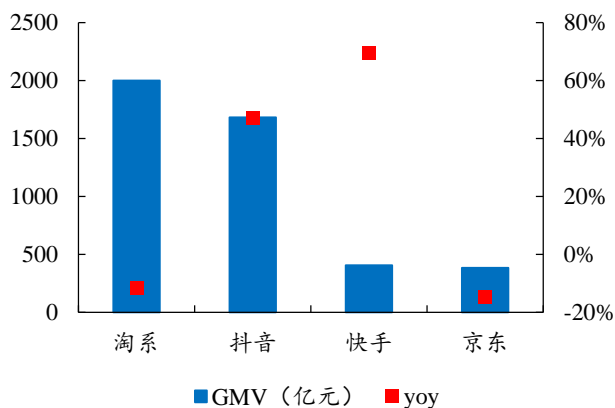
图11：2023 年淘系市场份额占比最高，达到 22.60%



数据来源：青眼情报、开源证券研究所

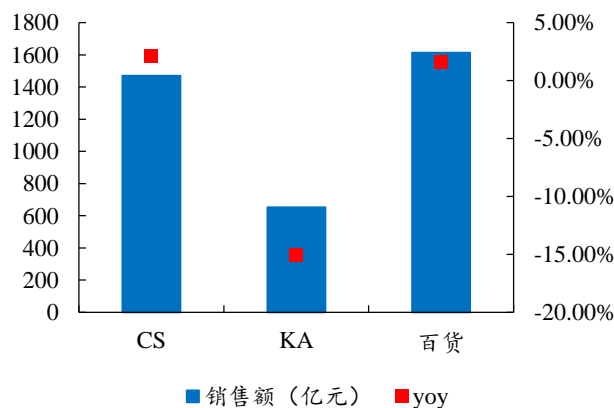
2023 年，线上渠道中，淘系、京东 2023 年 GMV 有所下滑，抖音、快手等兴趣电商 GMV 增速相对较快，2023 年 GMV 分别同比增加 47%、70%。线下渠道中，CS、百货销售额基本维持平稳，KA 渠道有所下滑。

图12：2023 年抖音、快手渠道 GMV 增长较快



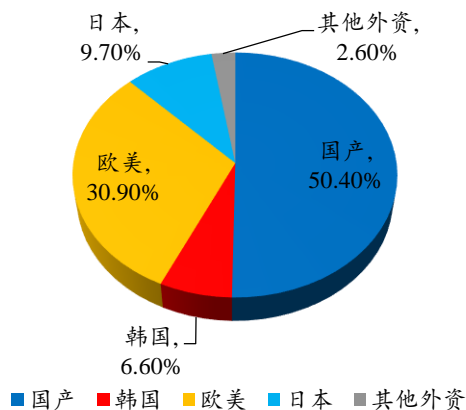
数据来源：青眼情报、开源证券研究所

图13：2023 年 CS、百货渠道销售额基本维持平稳

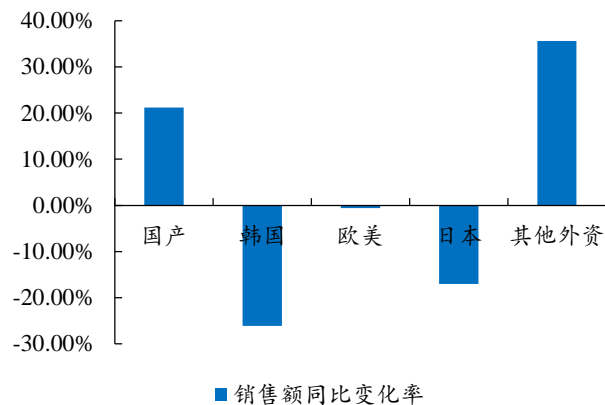


数据来源：青眼情报、开源证券研究所

分品牌地域来看，2023 年在中国市场国产品牌化妆品市场规模超过一半，在外资品牌中欧美品牌占比最大，占中国化妆品市场总规模的 30.9%。增速上，国产与其他外资品牌（除韩国、日本、欧美外）的增速较快，分别达到 21.20%、35.60%。

图14：国产品牌销售额占比过半


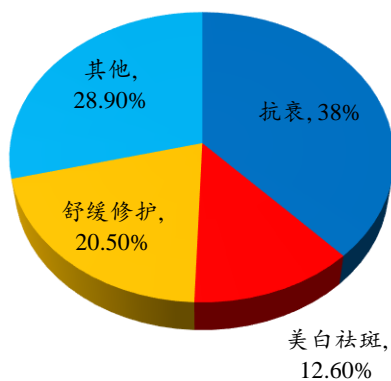
数据来源：青眼情报、开源证券研究所

图15：国产和其他外资品牌的销售额增速较快


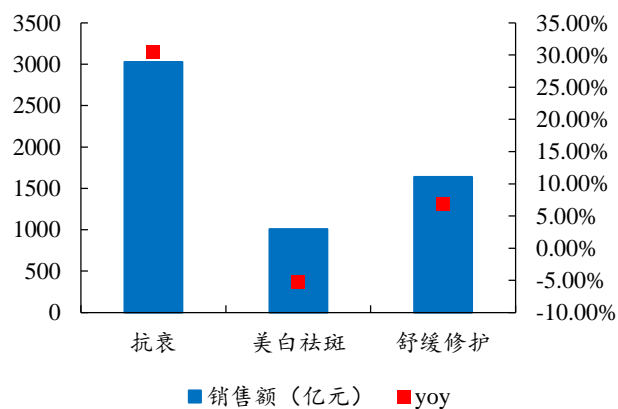
数据来源：青眼情报、开源证券研究所

1.4、 抗衰功效赛道升温，2023 年中国抗衰市场 740 亿元

根据青眼情报数据，化妆品的具体功效上，抗衰产品的市场份额占比最高，2023 年的比例达到 38%，其次为舒缓修护的 20.50%、美白淡斑 12.60%。销售额的增长上，抗衰产品也位列第一，2023 年同比增长率达到 30.50%。

图16：2023 年功效化妆品销售中抗衰的占比最高


数据来源：青眼情报、开源证券研究所

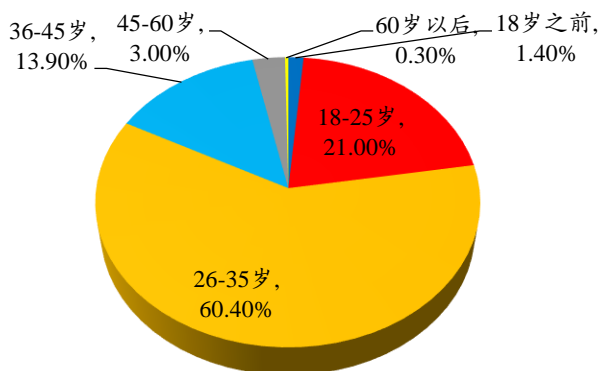
图17：2023 年功效化妆品销售中抗衰的增速最快


数据来源：青眼情报、开源证券研究所

艾媒咨询数据显示，六成中国消费者在 26-35 岁的年龄段开始关注抗衰老信息，其次占比最高的为 18-25 岁开始关注抗衰老信息的消费者，占比 21%。

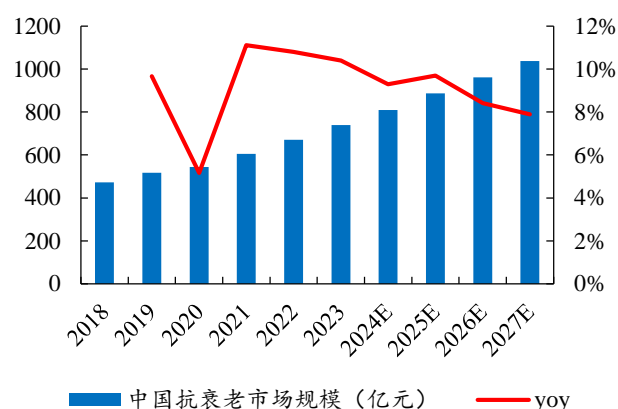
2023 年中国抗衰老市场规模达 739.8 亿元，同比增长 10.4%。随着居民收入水平提升，抗衰老理念深度渗透，抗衰老消费需求得以进一步释放，中国抗衰老行业规模有望稳步增长，2027 年或将突破 1000 亿元。

图18: 60.40%中国消费者 26-35 岁开始关注抗衰老信息



数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

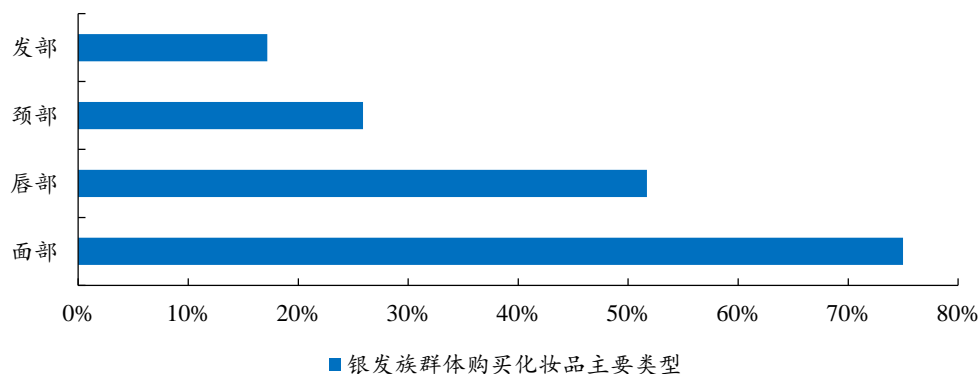
图19: 2023 年中国抗衰老市场规模达 739.8 亿元



数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

艾媒咨询数据显示, 75%的银发族首选购买的产品是面部化妆品, 其次是唇部化妆品, 占比 51.7%, 银发族群体“年轻化”、“时尚化”的发展趋势愈加明显。

图20: 银发族更加重视购买面部、唇部的化妆品



数据来源: 艾媒咨询、开源证券研究所

2024 年, 国务院印发《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》指出, 银发经济有望成为推动国内经济高质量发展的新支柱, 并鼓励发展抗衰老产业, 深化皮肤衰老机理、人体老化模型、人体毛发健康等研究, 加强基因技术、再生医学、激光射频等在抗衰老领域的研发应用。推动基因检测、分子诊断等生物技术与延缓老年病深度融合, 开发老年病早期筛查产品和服务。推进化妆品原料研发、配方和生产工艺设计开发。

图21: 《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》鼓励发展抗衰老产业

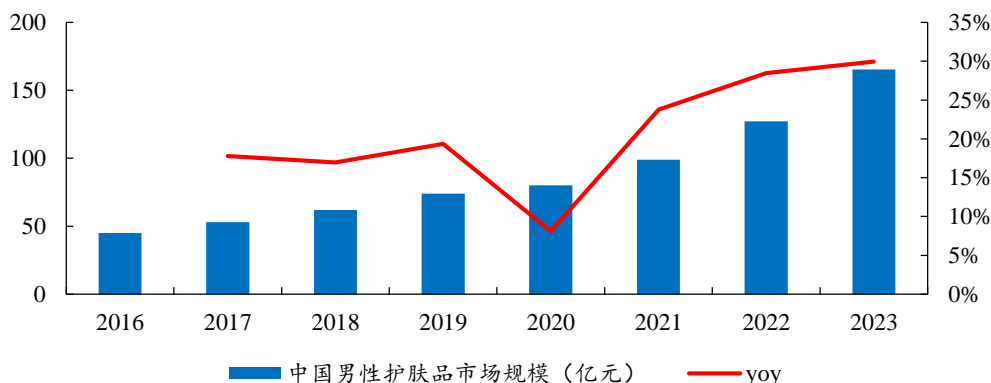
发展民生事业 解决急难愁盼	扩大产品供给 提升质量水平	聚焦多样化需求 培育潜力产业	强化要素保障 优化发展环境
扩大老年助餐服务	培育银发经济经营主体	强化老年用品创新	加强科技创新应用
拓展居家助老服务	推进产业集群发展	打造智慧健康养老新业态	完善用地用房保障
发展社区便民服务	提升行业组织效能	大力发展康复辅助器具产业	强化财政金融支持
优化老年健康服务	推动品牌化发展	发展抗衰老产业	推进人才队伍建设
完善养老照护服务	开展高标准领航行动	丰富发展养老金融产品	健全数据要素支撑
丰富老年文体服务	拓宽消费供给渠道	拓展旅游服务业态	打击涉老诈骗行为
提升农村养老服务		推进适老化改造	
		拓展旅游服务业态	

资料来源：中国中央人民政府官网、开源证券研究所

1.5、男颜经济空间大, 2023 年中国男性护肤品市场 165 亿元, 同比+30%

根据艾媒咨询数据显示, 2023 年中国男性护肤品市场规模为 165.3 亿元, 同比增长 30.0%, 整体呈较快发展态势; 2023 年 1-6 月, 男士护肤品类销售额指数高达 54050, 其中男士洁面护肤品类占比为 56.3%。男性愈发注重个人护理和仪容仪表, 未来中国男性化妆品市场或存在较大的发展空间。

图22: 2023 年中国男性护肤品市场规模为 165.3 亿元, 同比增长 30.0%



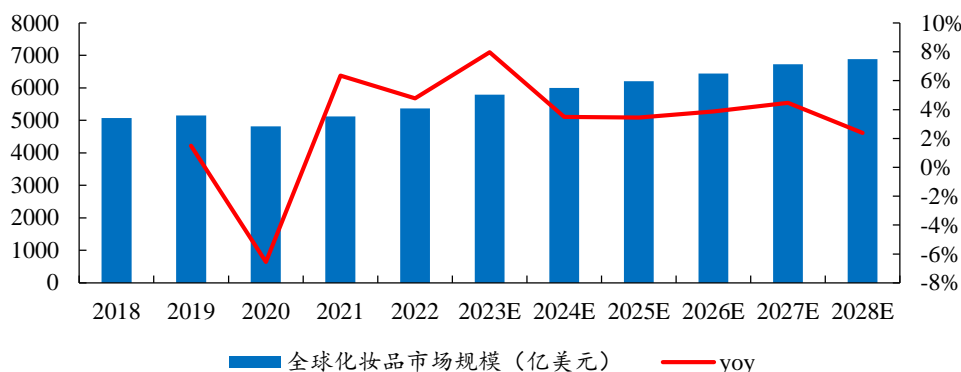
数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

1.6、行业规模：2023 年我国化妆品市场规模达 1.04 万亿

伴随经济环境上行以及消费信心提升，全球化妆品市场有望恢复持续增长态势。随着全球经济的快速发展，居民收入水平提高，个人容貌的重视程度不断提升，护肤、彩妆等类别化妆品在消费者群体间的渗透力提升，带动了化妆品行业的发展。如今化妆品行业已经发展成为消费领域的重要组成部分。

根据 Statista 的统计数据，2022 年全球美妆及个护市场规模达到 5365 亿美元。尽管 2020 年行业受疫情等宏观环境不利影响，化妆品市场表现较为低迷，但随着全球经济上行，市场消费信心恢复，行业恢复持续增长态势，预计 **2028 年全球美妆及个护市场规模将有望达到 6888 亿美元**，市场发展空间广阔。

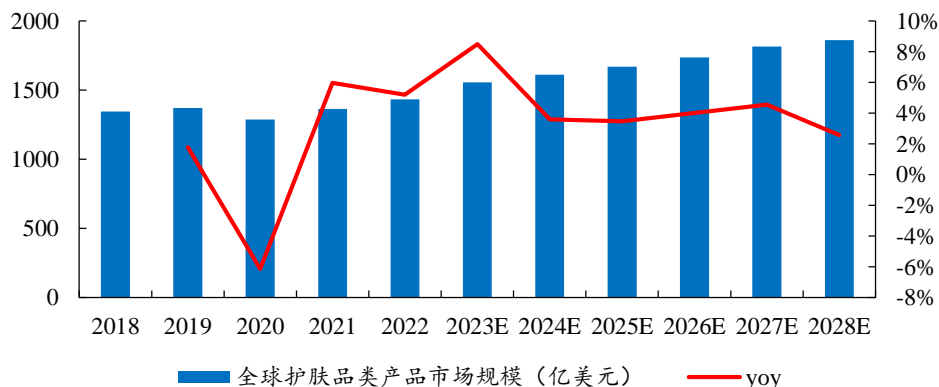
图23：2028 年全球美妆及个护市场规模将有望达到 6888 亿美元



数据来源：Statista、芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

护肤类产品市场方面，根据 Statista 的统计数据，2022 年全球护肤产品市场规模为 1,435 亿美元，主要参与品牌包括欧莱雅、宝洁、联合利华和资生堂等。近年来，护肤品占比不断增加，根据 Statista 预测，2028 年全球护肤类产品市场规模将增长至 1,862 亿美元，2022-2028 年年均复合增长率实现 4.44%，市场发展空间广阔。

图24：预计 2028 年全球护肤类产品市场规模将增长至 1,862 亿美元

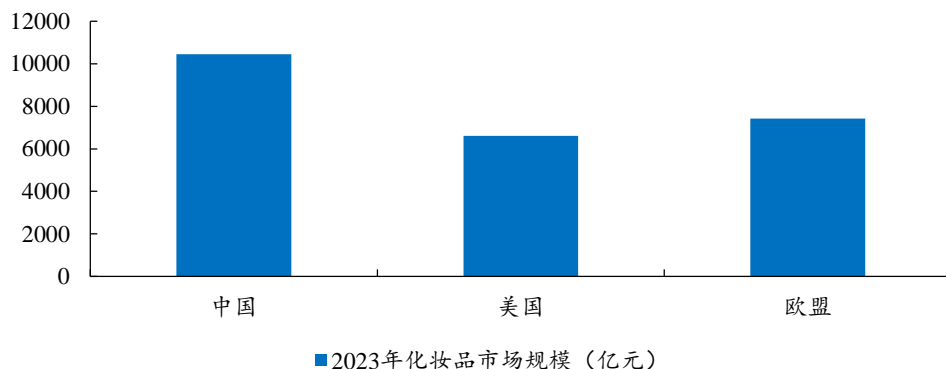


数据来源：Statista、芭薇股份招股说明书、开源证券研究所

根据中国香料香精化妆品工业协会产业研究中心分析统计，2023 年中国化妆品市场规模 10445.45 亿元人民币，中国为全球第一大化妆品消费市场。根据 Mordor Intelligence 的报告显示，2023 年美国美妆市场(护肤、彩妆、香水、个人护理用品、

口腔护理用品)的整体规模约为 912.7 亿美元,约合 6615.07 亿元人民币。欧盟化妆品协会统计 2023 年美国化妆品整体规模为 960 亿欧元,约为 7421.94 亿人民币。Euromonitor 的数据显示,中国化妆品市场规模已经在 2018 年超越美国成为世界第一大市场。

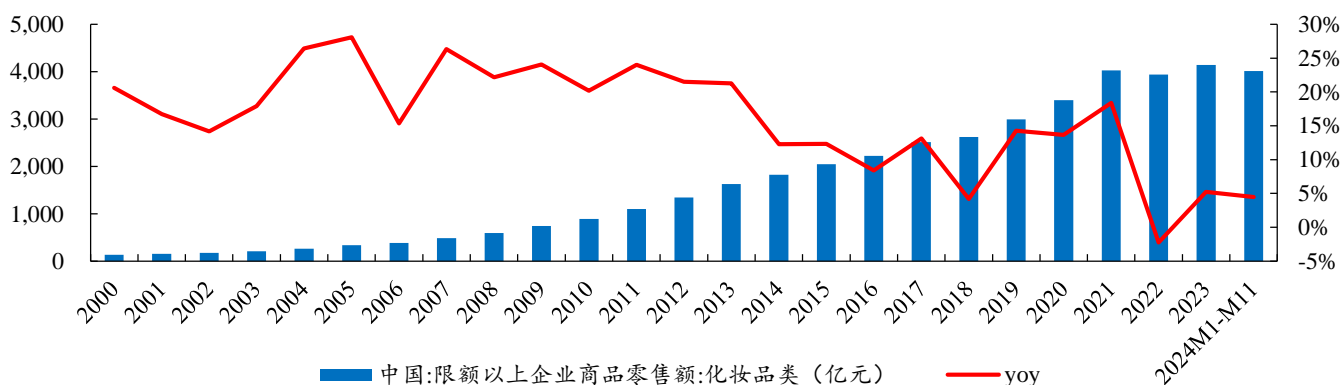
图25：2023 年中国化妆品市场规模为世界第一大市场



数据来源：中国美妆公众号、Mordor Intelligence 等、开源证券研究所

近年来,我国国民经济不断发展,人均可支配收入增加,对外在形象要求与认知的提高以及核心消费人群结构变化等一系列因素驱动下,国内化妆品行业近几年来一直保持着稳健的增长。即使在 2020 年宏观环境不利影响冲击下我国限额以上企业化妆品零售总额规模仍然达到 3,400.20 亿元。2023 年,我国限额以上企业化妆品零售总额达到 4,141.70 亿元,同比增长 5.24%; 2024M1-M11 我国限额以上企业化妆品零售总额为 4015 亿元,相比 2023M1-M11 的 3843.10 亿元同比增长 4.47%。

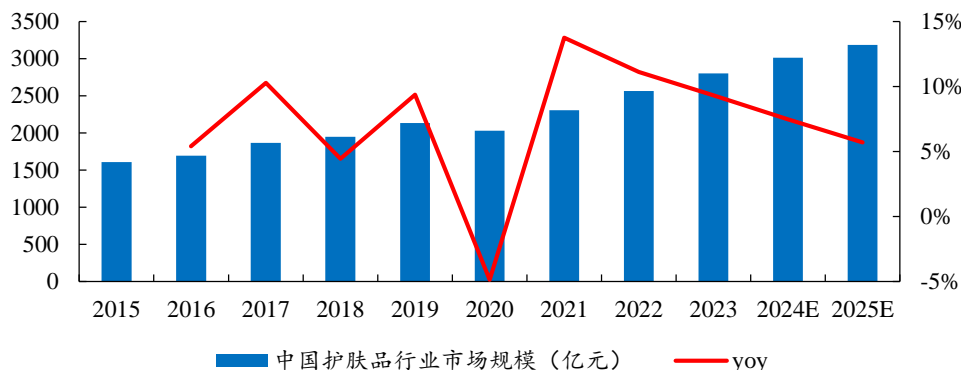
图26：2023 年,我国限额以上企业化妆品零售总额达到 4,141.70 亿元,同比增长 5.24%



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

艾媒咨询数据显示, 2023 年我国护肤类化妆品市场规模为 2804 亿元, 预计 2025 年市场规模将有望发展到 3186 亿元。

图27：2025 年我国护肤品市场规模有望达到 3186 亿元



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

2、医疗美容

2.1、行业解析：轻医美快速崛起，新兴市场增长强劲

医疗美容主要涉及面部整形类、注射类项目、激光与光电类项目、皮肤管理类、身体塑形类、私密整形与产后修复、毛发移植、牙齿美容、中医美容等。

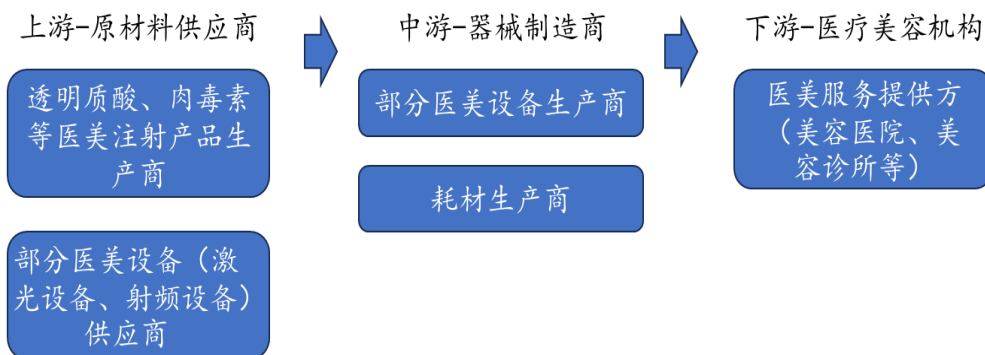
图28：医疗美容主要涉及 9 个大类

面部整形类	注射类	激光与光电类	皮肤管理类	身体塑形类	私密整形与产后修复	毛发移植	牙齿美容	中医美容
双眼皮手术	玻尿酸填充	激光嫩肤	水光针	吸脂手术	阴道紧缩术	头发移植	牙齿美白	针灸美容
隆鼻手术	肉毒素注射	激光祛斑	果酸换肤	溶脂针	私密激光美容	眉毛移植	牙齿矫正	中药调理
下颌角整形	胶原蛋白注射	光子嫩肤	微针治疗	冷冻溶脂	产后修复		瓷贴面	
面部提升术	PLLA注射（再生针剂）	射频除皱	祛痘治疗	超声波溶脂	阴唇整形			
吸脂手术	PCL注射（再生针剂）	超声刀	疤痕修复	电磁塑形				
线雕提升	CaHA注射（再生针剂）	激光脱毛		隆臀手术				
		腋臭治疗						

资料来源：《2024 医疗美容行业白皮书》、开源证券研究所

医疗美容的产业链包括上游原材料供应商、中游器械制造商和下游医疗美容机构。

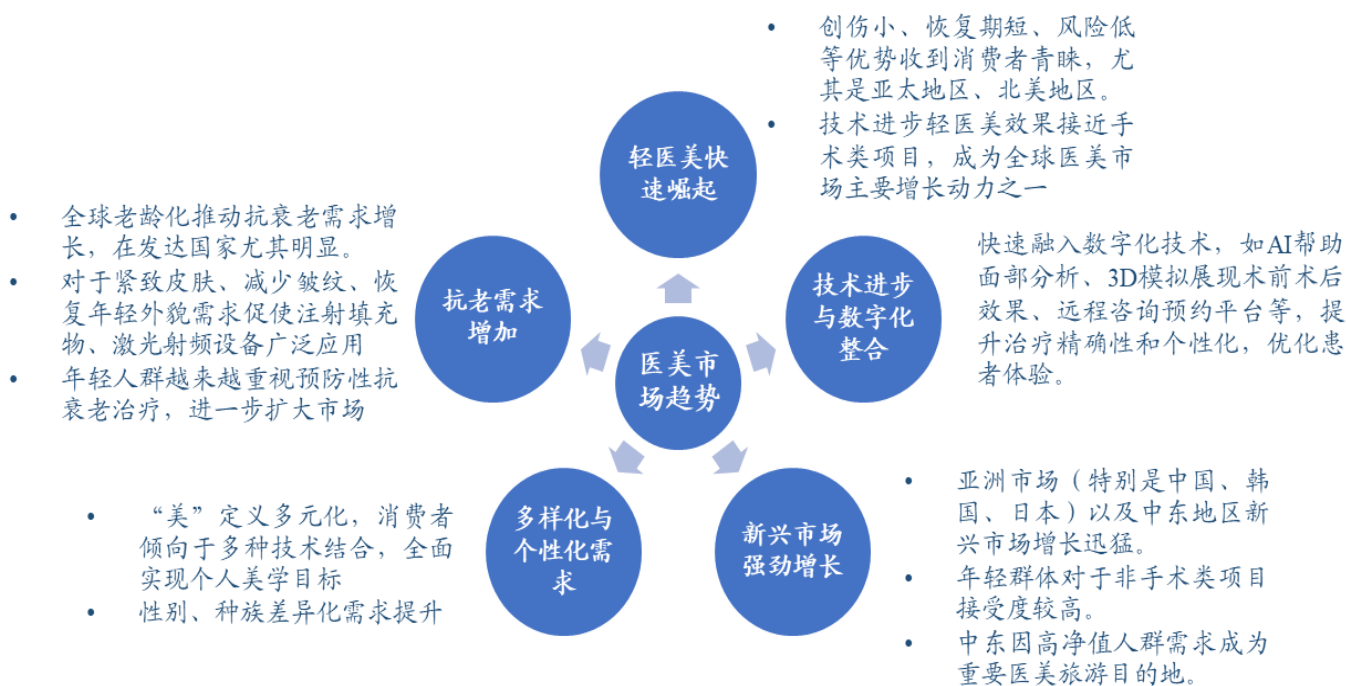
图29：医疗美容产业链



资料来源：《2024 医疗美容行业白皮书》、开源证券研究所

现阶段，医美市场呈现五大特点：轻医美快速崛起、技术进步与数字化整合、抗老需求增加、多样化与个性化需求、新兴市场强劲增长等。

图30：医美市场呈现五大特点



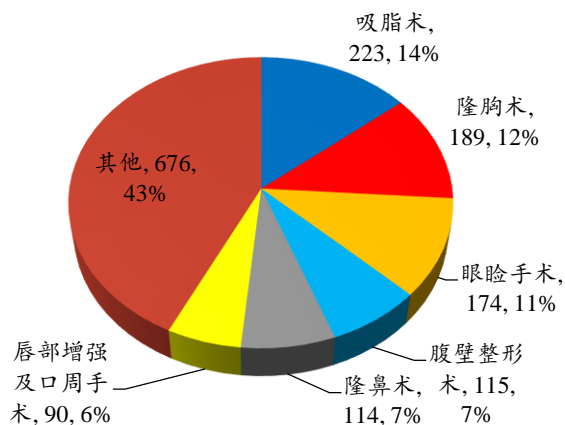
数据来源：《2024 医疗美容行业白皮书》、开源证券研究所

2.2、全球市场：美国美容手术数量全球第一，各国美容需求有所不同

根据国际美容整形外科学会（ISAPS）在 2024 年 6 月发布的年度全球美容/整形手术调查结果显示，2023 年全球美容手术和非手术项目数量增长 3.4%，共计 3490 万例。

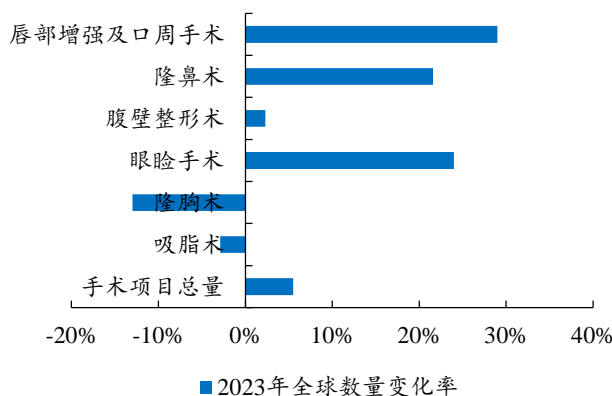
2023 年，全球美容手术项目 1581 万例，同比增长 5.5%。2023 年，面部和头部的所有手术项目增长较快，手术量达到 650 万例，增长 19.6%。手术项目中，吸脂术、隆胸术、眼睑手术数量 Top3，分别占比达到 14%、12%、11%。增速上来看，唇部增强及口周手术、眼睑手术、隆鼻术的增速较快，分别达到 29%、24%、21.6%。

图31：2023 年全球手术项目吸脂术数量最多（万例）



数据来源：《2024 医疗美容行业白皮书》、ISAPS、开源证券研究所

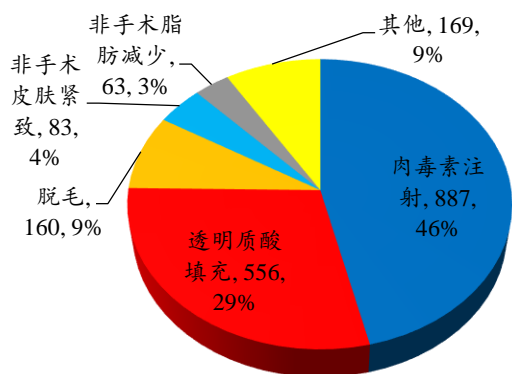
图32：唇部增强及口周、眼睑、隆鼻术增速较快



数据来源：《2024 医疗美容行业白皮书》、ISAPS、开源证券研究所

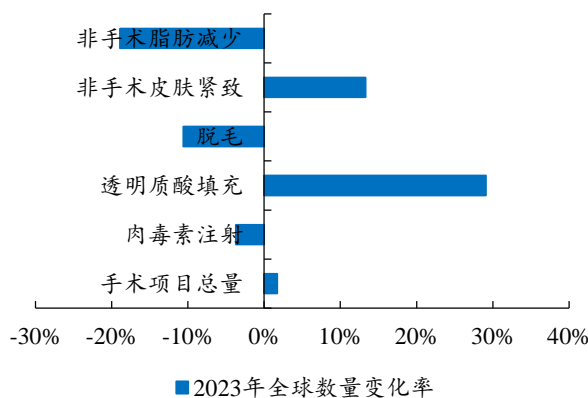
2023 年，全球美容非手术项目 1918 万例，同比增长 1.7%。其中数量 Top3 为肉毒素注射、透明质酸填充与脱毛项目，分别占比 46%、29%、9%。增速上，透明质酸填充、非手术皮肤紧致增速较快，分别达到 29.1%、13.3%。

图33：肉毒素注射数量占比最高，达到 12%（万例）



数据来源：《2024 医疗美容行业白皮书》、ISAPS、开源证券研究所

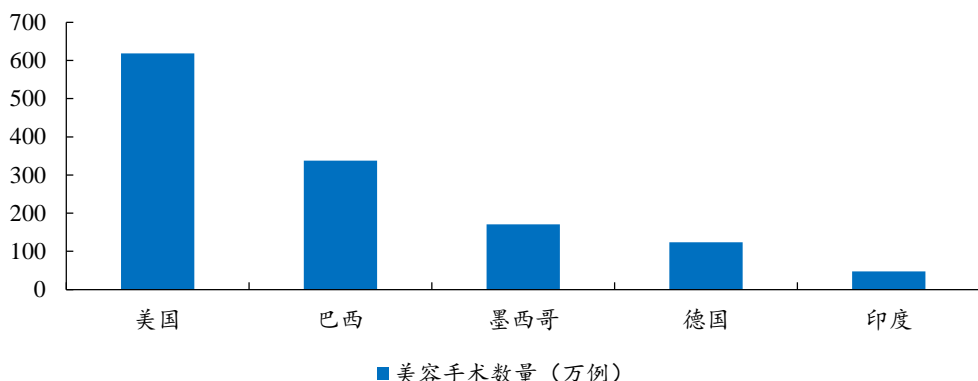
图34：透明质酸填充数量增速最快，达到 29.1%



数据来源：《2024 医疗美容行业白皮书》、ISAPS、开源证券研究所

按照国家来看，美国美容手术数量位居全球第一，其次为巴西。美国和巴西也拥有最多的整形外科医生，接下来是日本、中国、印度和韩国。各国手术需求也有所不同，美国、巴西等国家的隆胸术、吸脂术较为流行，而在亚洲国家，面部手术（如隆鼻、眼睑手术）更加受到青睐。

图35：2023年美国美容手术数量位居全球第一



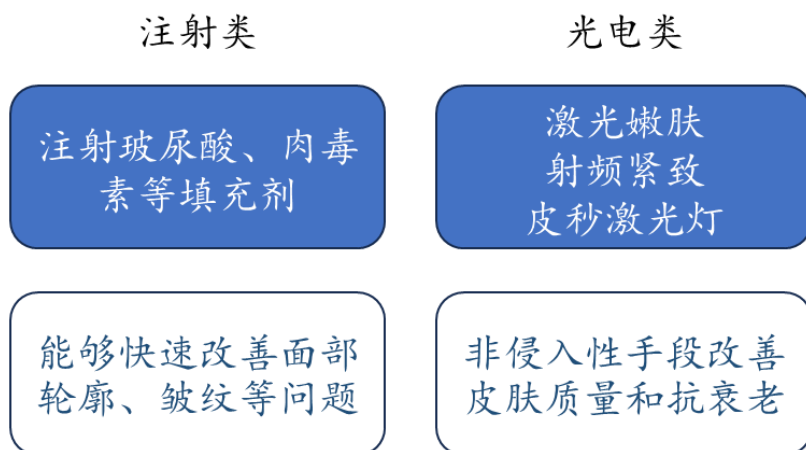
数据来源：《2024 医疗美容行业白皮书》、ISAPS、开源证券研究所

2.3、中国市场：2023 年中美容市场规模 2804 亿元，非手术类推动较大

据《2024 医疗美容行业白皮书》数据，2023 年中国美容行业市场规模已达 2804 亿元，预计 2025 年市场规模有望达到 3816.0 亿元。2023 年中国医美器械行业市场规模为 774.8 亿元，同比增长 20.5%。推动这一增长的主要因素包括非手术类项目的普及、消费者群体的年轻化、以及国内外品牌的技术创新，未来十年内医美市场有望继续扩大，随着行业兼并重组，市场集中度将有所提升。

细分类上，轻医美由于创伤小、恢复期短、风险低等原因，在中国市场占据主导地位。主要的轻医美项目包括注射类、光电类等。

图36：注射类、光电类等轻医美项目在中国市场占据主导地位



资料来源：《2024 医疗美容行业白皮书》、开源证券研究所

目前，20-35 岁年轻女性是中国医美市场主力军，随着年轻消费者更加注重外貌管理，对皮肤保养、抗衰老的需求日益增强。特别是 90 后 00 后群体，对非侵入性美容项目的需求较强，使得轻医美项目如祛痘、激光嫩肤、透明质酸填充等成为热门选择。

虽然女性消费者占据主导地位，但男性医美市场也在逐步扩大。男性更注重皮

肤健康、轮廓塑形等，推动了面部提升、脂肪减少等项目的需求增长。

中国的一线城市如北京、上海、广州、深圳是医美消费的主要市场，这些城市的医美机构数量庞大，服务种类丰富，技术水平较为先进。随着中小城市的消费能力提升，三四线城市的医美需求呈现强劲的增长势头。这些地区的消费者正在逐步接受轻医美项目，尤其是在皮肤管理和基础美容方面。

技术进步是推动中国医美市场升级的关键力量。新型注射材料（如可降解生物材料）、先进的光电设备（如超声刀、皮秒激光）广泛应用于皮肤抗衰老和面部提升等项目中。与此同时，数字化工具的普及极大地提高了行业运营效率。通过在线预约平台、患者管理系统，医美机构能够更有效地管理客户，并提供个性化服务。AI（人工智能）技术也被用于面部分析和治疗方案设计，使得医美项目的效果更加精准。

目前国际品牌在中国市场占据仍然重要份额，但近年来国产品牌迅速崛起，尤其是在光电设备和注射类材料领域。国产品牌凭借性价比优势和技术创新，逐渐缩小与国际品牌的差距，未来有望在国内市场中占据更大份额。

3、 相关公司

3.1、 锦波生物：重组胶原蛋白专精特新“小巨人”，业绩成长性表现优异

锦波生物于 2023 年 7 月 20 日在北交所上市，主营重组胶原蛋白等产品，医疗+美容下游广阔。

锦波生物应用结构生物学、蛋白质理性设计等前沿技术，围绕生命健康新材料和抗病毒领域，解析功能蛋白结构、功能发现等，运用合成生物学等方法实现功能蛋白规模化生产，是立足生命健康新材料和人类重大传染病两大领域的专精特新“小巨人”企业。

图37：公司主营重组胶原蛋白产品、抗 HPV 生物蛋白等产品

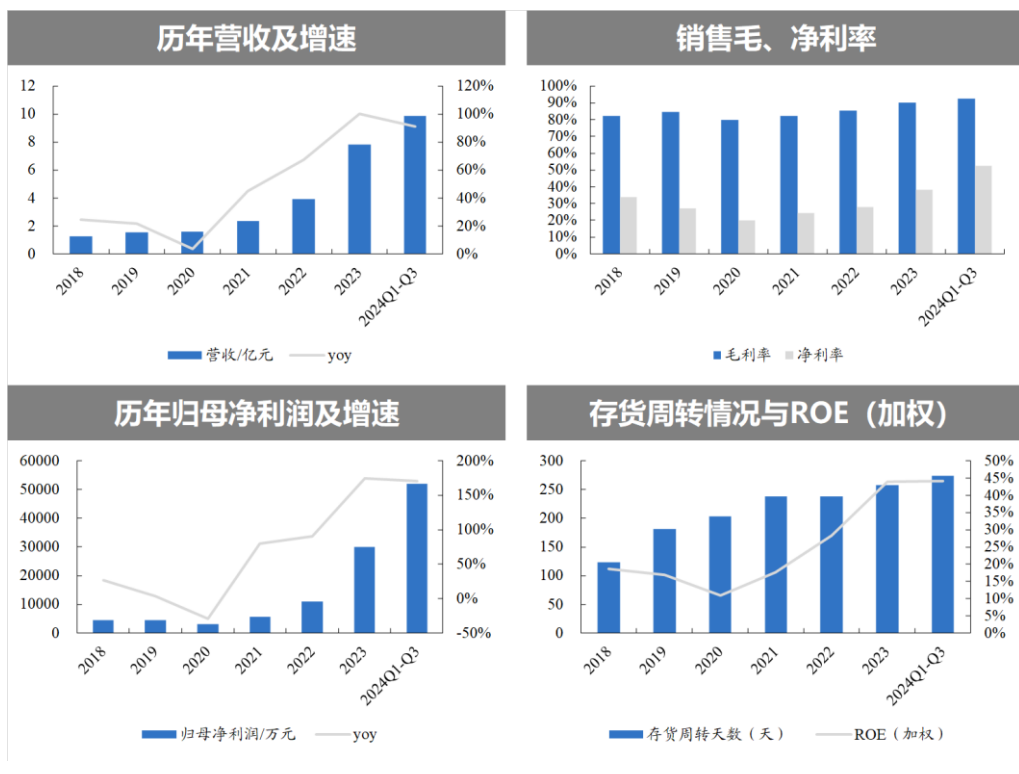


资料来源：公司官网

2021 年以来，锦波生物业绩维持较快增长。2023 年，锦波生物实现营收 7.80 亿元，同比+99.97%；归母净利润 3.00 亿元，同比+174.60%。2024Q1-Q3，公司实

现营收 9.88 亿元，同比增长 91.16%；归母净利润 5.20 亿元，同比增长 170.42%。

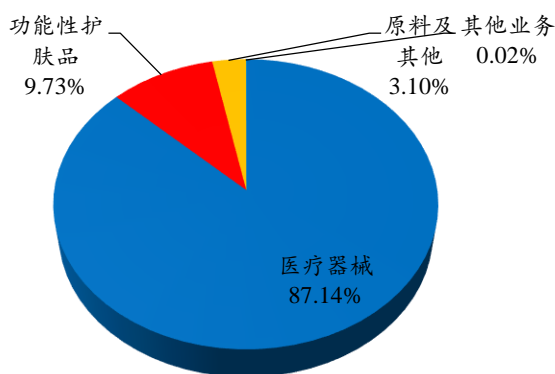
图38：2023 年公司营收 7.80 亿元，同比+100%；归母净利润 3 亿元，同比+175%



数据来源：Wind、开源证券研究所

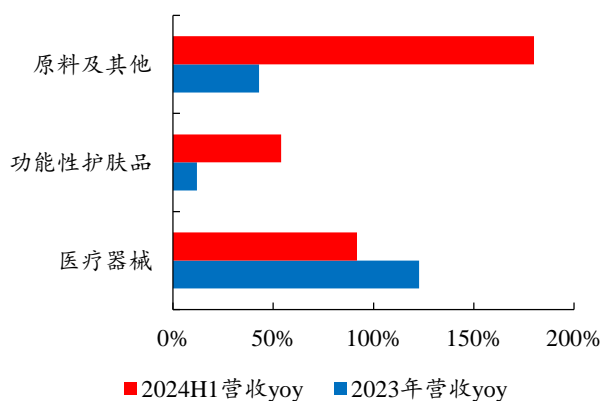
产品分类上，医疗器械类产品 2023 年占比达到 87.14%，其次为功能性护肤品。增速表现上，医疗器械产品 2023 年增速最快，达到 122.66%；2024H1，原料及其他产品的增速最快，达到 180.07%。

图39：2023 年医疗企业产品占比达到 87.14%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2024H1 原料及其他产品增速最快



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、芭薇股份:化妆品代工龙头企业, 2024H1 护肤系列同比增长 25.64%

芭薇股份近二十年来从研发技术、智能制造、产品质量认证等多维度提升化妆品代工实力，已经形成领先的研发能力、卓越的检测实力、先进的智能化制造模式，

成为国内化妆品品牌客户服务龙头企业，公司主营产品种类丰富，涵盖护肤、面膜、洗护、彩妆等多个类别。

图41：芭薇股份主营产品种类丰富，涵盖护肤、面膜、洗护、彩妆等多个类别



资料来源：芭薇股份官网

累计为 1000 多个化妆品品牌提供产品及服务，与联合利华、仁和匠心、HBN、SKINTIFIC、丸美、凌博士、纽西之谜、谷雨、红之等国内外知名化妆品品牌商建立了稳定的合作关系。

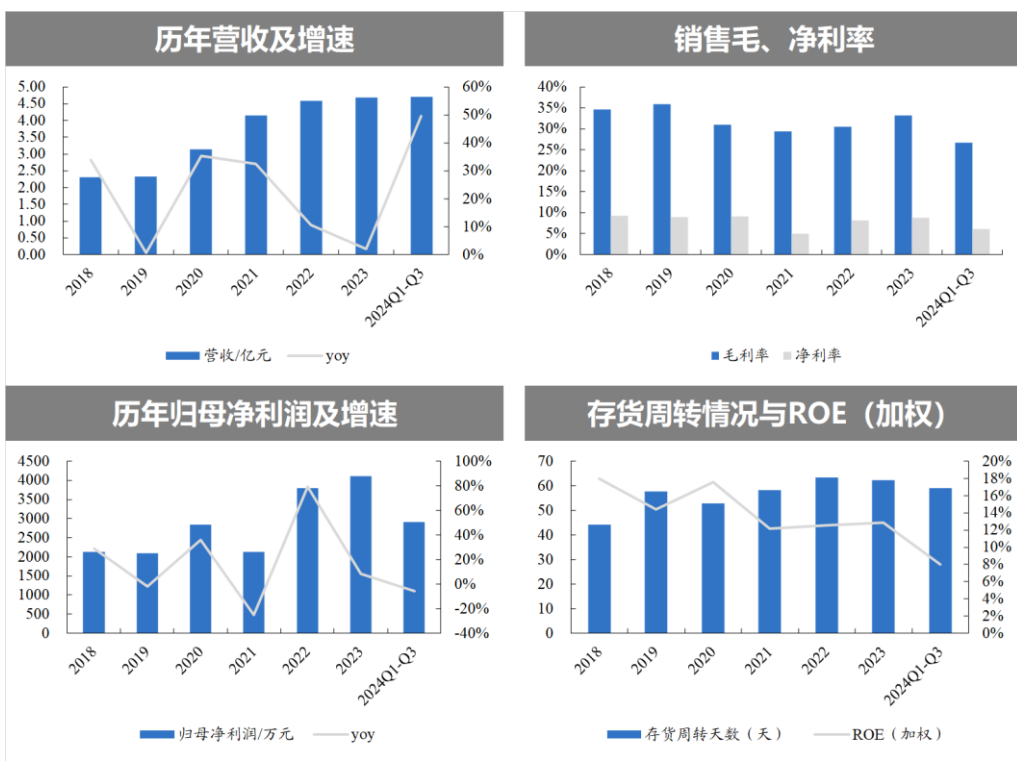
图42：芭薇股份累计为 1000 多个化妆品品牌提供产品及服务



资料来源：芭薇股份官网

2023 年芭薇股份实现营收 4.69 亿元，同比增长 2.02%；归母净利润 4115.92 万元，同比增长 8.20%。2024Q1-Q3 公司实现营收 4.71 亿元，同比增长 49.50%；归母净利润 2905.17 万元，同比小幅下滑 5.70%。

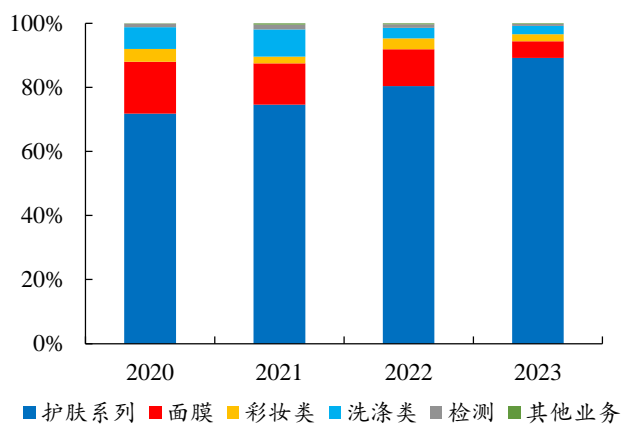
图43：2023 年芭薇股份营收 4.69 亿元，同比+2%；归母净利润 4116 万元，同比+8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

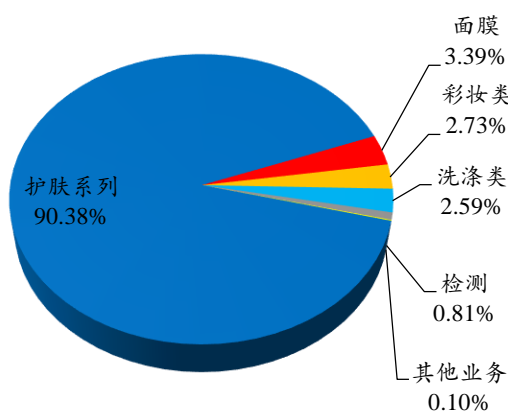
细分来看，2024H1 公司护肤系列产品营收占比达到 90.38%，面膜、彩妆、洗涤类等营收占比相对较小。

图44：护肤系列营收占比不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

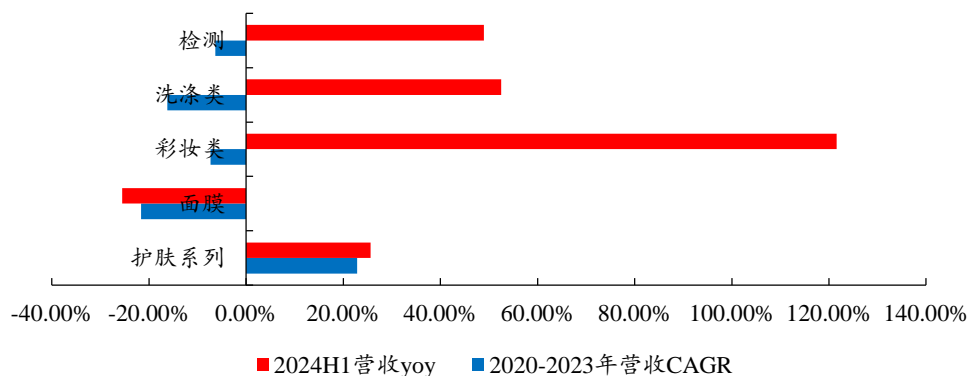
图45：2024H1 公司护肤系列营收占比超过九成



数据来源：Wind、开源证券研究所

增长情况上来看，2020-2023 年营收 CAGR 最高的为护肤系列，达到 22.86%。2024H1，彩妆类、洗涤类、检测收入同比增速为 Top3，分别达到 121.55%、52.53%、48.95%，护肤系列实现 25.64% 的同比增速。

图46：2024H1 护肤系列同比增长 25.64%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

原料价格波动风险、宏观经济环境变动风险、市场竞争风险。

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