

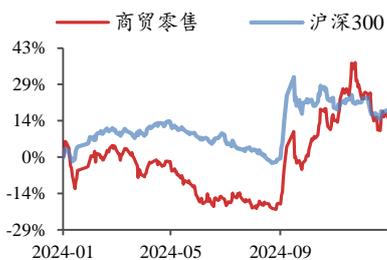
商贸零售

2025年01月23日

投资评级：看好（维持）

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024年社零同比+3.5%，期待政策带动消费复苏—行业点评报告》

-2025.1.19

《2024年社零同比+3.5%，关注2025年消费复苏进程—行业周报》

-2025.1.19

《胖东来2024年增长亮眼，新增重点推荐老铺黄金—行业周报》

-2025.1.12

医美化妆品12月月报：重组胶原蛋白赛道全球化进程加速，化妆品行业进入结构化竞争阶段

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）：12月个股涨幅靠前为复锐医疗科技（+11.8%）、美丽田园医疗健康（+4.0%）；**化妆品**（选取18家上市公司）：12月个股涨幅靠前为上美股份（+11.7%）、丸美生物（+10.7%）、福瑞达（+5.9%）。

● 医美：上美股份入局胶原赛道，重组胶原出海进程加速

上美股份正式进军重组胶原蛋白市场，与聚源生物合资成立江苏聚源上美生物科技有限公司，新品牌“胶原丽”将于2月面世，其专注“V型”胶原，旨在构建全域胶原仿生生态。国内外知名美妆品牌均积极布局重组胶原蛋白赛道，成分热度不减反增，其热度攀升的背后，本质上是美妆市场对于能够带来新卖点、新故事成分的渴望。此外，重组胶原蛋白的国际化步伐加快，锦波生物和创健医疗等企业的产品相继获得国际认证，标志着“中国成分”在国际市场上的认可度和影响力不断提升，预示着国内医美企业在全产业链中的新机遇。

● 化妆品：行业进入结构化竞争时代，优质国货崛起趋势不变

2024年中国化妆品市场规模约7746.45亿元，同比减少2.83%，行业整体进入结构化竞争时代。受大促时间普遍提前且周期拉长的影响，行业呈现了较强的“周期性”与“虹吸效应”，大促后的淡季则明显回落。（1）分渠道看，线上渠道美妆类目保持稳健，份额持续扩大，而线下美妆则有所下滑；其中淘天仍是美妆销售体量最大的平台，抖音份额快速提升。（2）分品牌来看，国货美妆崛起旋律持续，进口美妆品牌则普遍销售额下滑。具体而言，韩束、可复美、毛戈平、珀莱雅等优质国货品牌展现了较强的韧性，在淘系和抖音平台均取得较快增速和排名表现。展望未来，淘系头部效应显著，单品策略为品牌带来稳定的市场份额和增长；抖音渠道则凭借流量红利和算法推荐机制，成为国货品牌增长的重要渠道，后续品牌在抖音渠道的合理投放及效率成为衡量其市场表现的关键指标。

● 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）；（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）、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）、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）、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：上美股份入局胶原赛道，重组胶原出海进程提速	6
3、 化妆品：行业进入存量竞争时代，优质国货崛起趋势不变	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

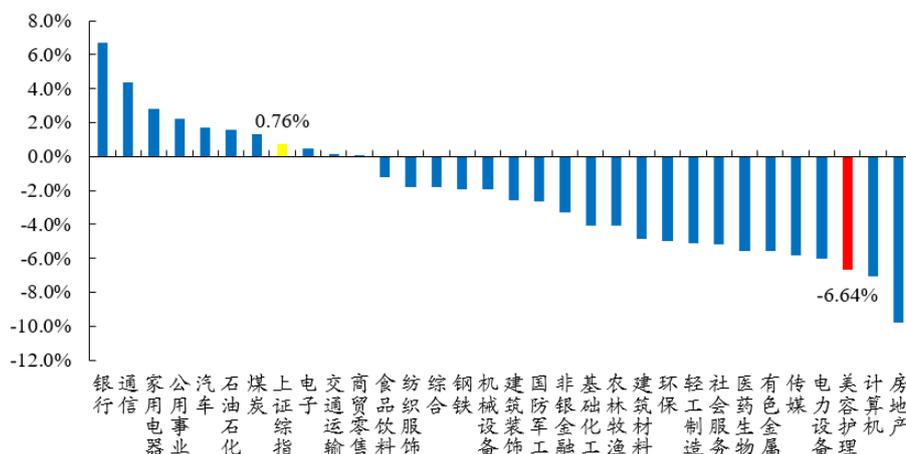
图表目录

图 1： 12 月美容护理指数表现位列第 30 位	3
图 2： 2024 年 12 月美容护理指数下跌 6.64%	3
图 3： 2024 年全年美容护理指数累计下跌 10.34%	3
图 4： 12 月复锐医疗科技、美丽田园医疗健康在医美板块涨幅居前	4
图 5： 2024 年全年，美丽田园医疗健康、江苏吴中在医美板块涨幅居前	4
图 6： 12 月上美股份、丸美生物、福瑞达在化妆品板块涨幅居前	5
图 7： 2024 年全年，巨子生物、上美股份、丸美生物在化妆品板块涨幅居前	5
图 8： 聚源生物和上美股份合作成立新公司	6
图 9： 雅诗兰黛旗下倩碧发布“妆械联合”全新理念	6
图 10： 锦波生物重组胶原蛋白获巴西专利证书	6
图 11： 创健医疗重组胶原蛋白获 GRAS 认证	6
图 12： 2024 年化妆品零售额表现稳健，在大促前期爆发力较强	7
图 13： 2024 年淘系美妆类目份额第一，抖音快速崛起	7
图 14： 2024 年美容化妆品进口额有所下滑	7
表 1： 珀莱雅、YSL 分别稳坐淘系护肤和彩妆类目第一，可复美、毛戈平增势强劲	8
表 2： 韩束登顶抖音护肤第一，腰尾部品牌快速崛起	8
表 3： 重点推荐润本股份、上美股份、丸美生物、巨子生物、爱美客等	9

1、行情回顾

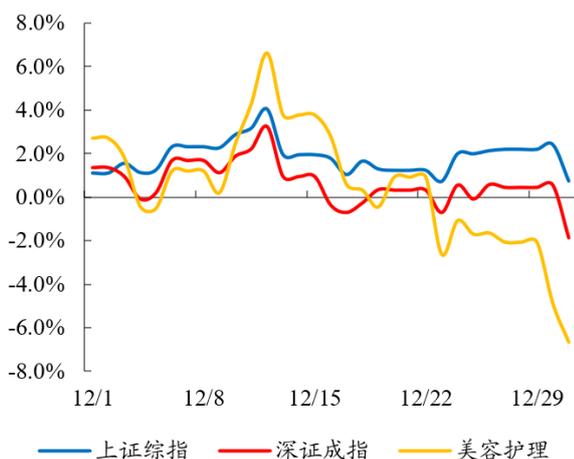
12月美容护理指数下跌6.64%，位列第30位。美容护理指数12月报收4358.50点，月跌幅为6.64%，在所有一级行业中位列第29位，表现弱于大盘（12月上证综指累计上涨0.76%）。此外，2024年全年，美容护理行业指数累计下跌10.34%，表现弱于大盘（2024年全年上证综指累计上涨12.67%）。

图1：12月美容护理指数表现位列第30位



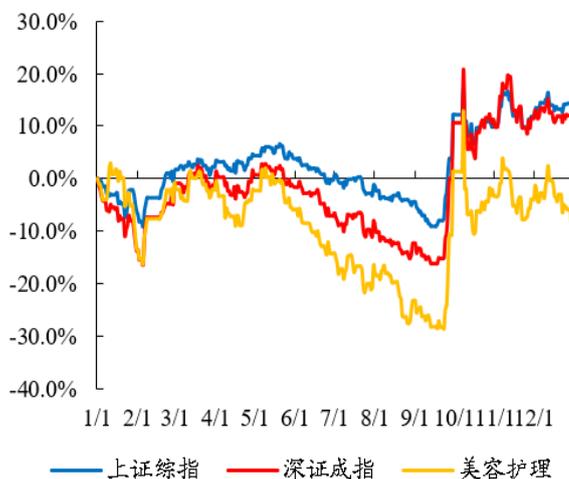
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024年12月美容护理指数下跌6.64%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024年全年美容护理指数累计下跌10.34%

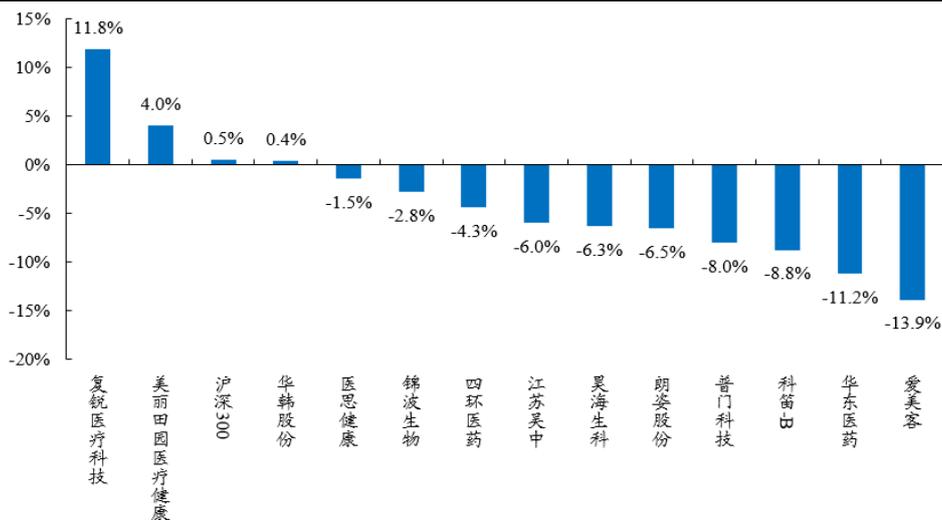


数据来源：Wind、开源证券研究所

12月，复锐医疗科技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12月共计3家上涨、10家下跌。其中，月涨幅靠前的为复锐医疗科技，月涨幅为11.8%；月表现靠后的为爱美容、华东医药、科笛-B。

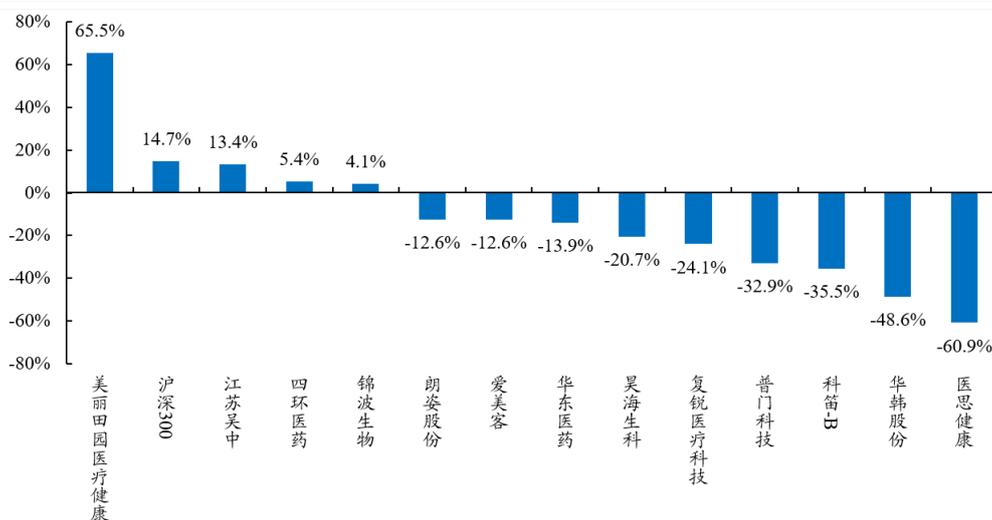
2024年全年，美丽田园医疗健康、江苏吴中、四环医药在医美板块涨幅居前。2024年1-12月，医美板块所选公司中共计4家上涨、9家下跌。其中，美丽田园医疗健康、江苏吴中、四环医药在医美板块中涨幅居前，累计涨幅分别为65.5%、13.4%、5.4%；2024年1-12月跌幅靠前的分别为医思健康、华韩股份、科笛-B。

图4：12月复锐医疗科技、美丽田园医疗健康在医美板块涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年全年，美丽田园医疗健康、江苏吴中在医美板块涨幅居前

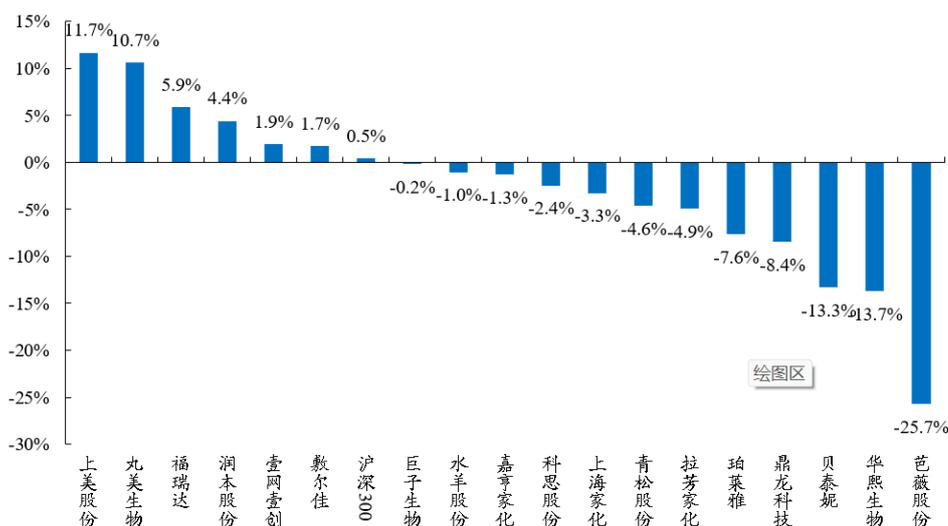


数据来源：Wind、开源证券研究所

12月，上美股份、丸美生物、福瑞达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，12月共计6家上涨、12家下跌。其中，12月涨幅靠前的为上美股份、丸美生物、福瑞达，月涨幅分别为11.7%、10.7%、5.9%；月跌幅靠前的分别为芭薇股份、华熙生物、贝泰妮。

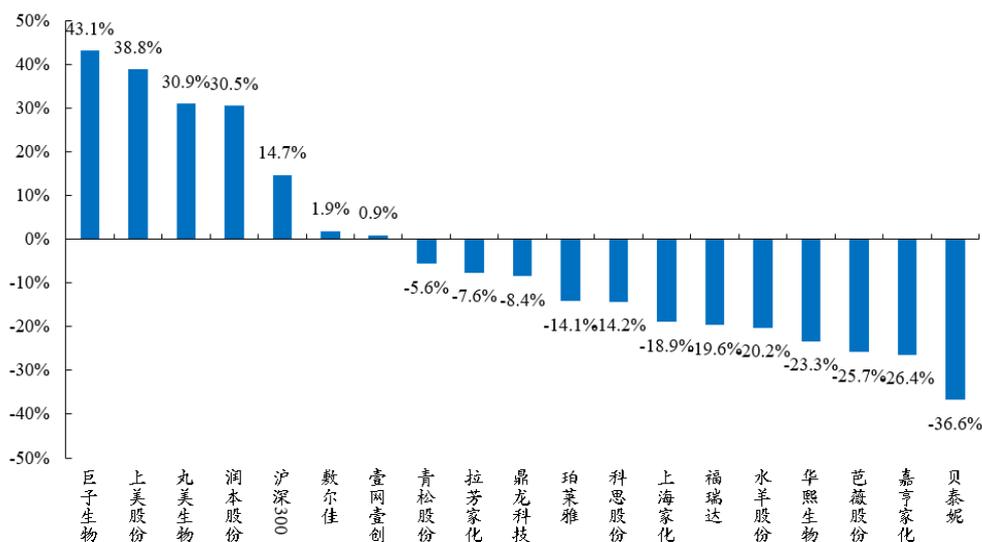
2024年全年，巨子生物、上美股份、丸美生物在化妆品板块中涨幅居前。2024年1-12月，化妆品板块所选公司中共6家上涨、12家下跌。其中，巨子生物、上美股份、丸美生物在化妆品板块中涨幅居前，累计涨幅分别为43.1%、38.8%、30.9%；2024年1-12月跌幅靠前的分别为贝泰妮、嘉亨家化、芭薇股份。

图6：12月上美股份、丸美生物、福瑞达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年全年，巨子生物、上美股份、丸美生物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：上美股份入局胶原赛道，重组胶原出海进程提速

上美股份入局重组胶原蛋白赛道，重组胶原蛋白在品牌端热潮不减。12月3日，上美股份与聚源生物成立合资公司江苏聚源上美生物科技有限公司，宣布进军重组胶原蛋白领域。股权结构方面，上美股份认缴出资1860万元，聚源生物认缴出资1050万元，双方持股比例分别为62%、35%。品牌规划方面，上美股份将于2月推出“胶原丽”品牌，聚焦V型胶原，构建全域胶原仿生生态，重塑肌肤胶原网。除上美股份外，2024年珀莱雅、丸美生物、雅诗兰黛、曼秀雷敦等国内外知名美妆品牌也积极深入推进布局，重组胶原蛋白热度不减反增，其热度攀升的背后，本质上是美妆市场对于能够带来新卖点、新故事成分的渴望。

图8：聚源生物和上美股份合作成立新公司



资料来源：国家企业信用信息公示系统

图9：雅诗兰黛旗下倩碧发布“妆械联合”全新理念



资料来源：青眼公众号

重组胶原蛋白出海加速，国际认可度不断提升。近期，胶原蛋白赛道出海进程加速。1月14日，锦波生物重组III型人源化胶原蛋白获巴西发明专利授权；1月16日，锦波生物旗下品牌ProtYouth的3款胶原蛋白产品获美国FDA认证；1月21日，ProtYouth又有2款产品三重胶原蛋白面霜和胶原多肽精华液再获美国FDA认证。锦波生物的专利布局逐步全球化，已覆盖了中国、美国、巴西、日本、越南等多个国家和地区。除护肤领域外，1月20日，创健医疗的食品级重组人源化III型胶原蛋白获得美国市场准入许可。我们认为，重组胶原蛋白这一“中国成分”走向海外，表明成分和技术已逐步获得国际市场的认可，有望持续拓宽全球版图，最终推动国内医美企业在全产业链中迈向更高层次。

图10：锦波生物重组胶原蛋白获巴西专利证书



资料来源：医美行业观察公众号

图11：创健医疗重组胶原蛋白获GRAS认证

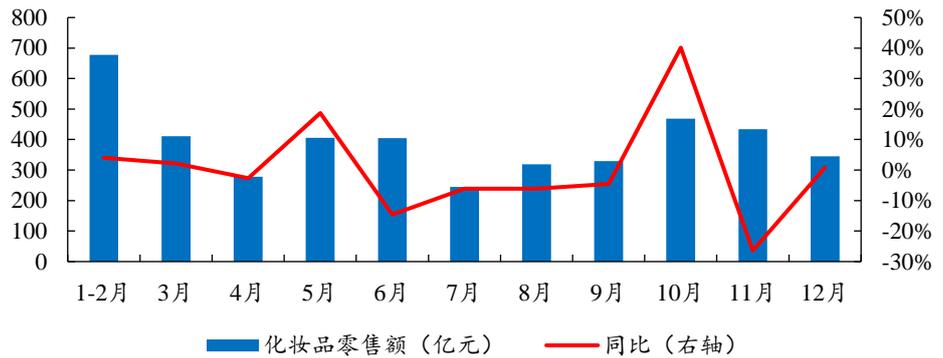


资料来源：创健医疗公众号

3、化妆品：行业进入存量竞争时代，优质国货崛起趋势不变

2024年化妆品社零总额表现稳健，行业进入结构化竞争时代。根据国家统计局，2024年化妆品零售额为4357亿元，同比下滑1.1%；根据青眼情报数据，2024年中国化妆品市场规模为7746.45亿元，同比下降2.83%。综合不同口径的数据，均可以看出化妆品行业大盘已逐步进入存量竞争的时代。观察单月趋势，行业依旧呈现了比较强的“周期性”与“虹吸效应”，尤其近年来大促时间普遍有所提前且周期拉长，在大促当月及前月的化妆品零售额通常较高，而在大促后的淡季则明显回落。

图12：2024年化妆品零售额表现稳健，在大促前期爆发力较强

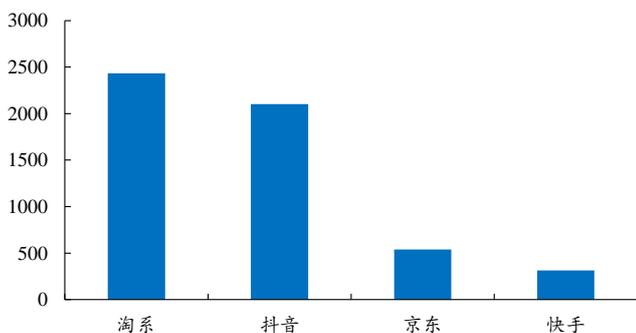


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

分渠道：化妆品线上渠道份额持续扩大，淘天位居第一、抖音奋起直追。据青眼情报数据，线上渠道的化妆品销售额同比增长0.4%；线下渠道同比下降6.1%。线上份额整体仍呈扩大趋势。根据化妆品观察统计，2024年淘天+京东+抖音+快手四大平台的美妆类目GMV近5400亿，其中，淘天仍是美妆销售体量最大的平台，GMV达2431亿元，同比下滑10%；抖音提升至2103亿元，同比增长25%，市场份额进一步提升；京东GMV达538亿元，增速为9%；快手GMV为313.68亿元，与2023年基本持平。

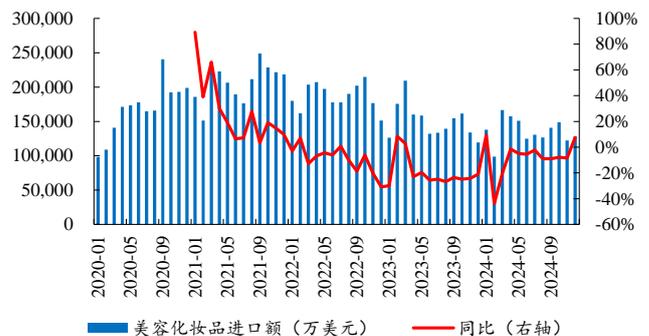
分品牌：国货崛起旋律持续，外资品牌格局洗牌。2024年国货美妆崛起旋律持续，相较之下，进口美妆则呈现下滑趋势，2024年全国进口化妆品金额创近5年新低，其中日韩品牌在中国市场销售额普遍有所下滑，欧美品牌在中国市场也遇冷，部分小众国际品牌凭借院线级定位、差异化渠道打法等破圈，整体格局有所洗牌。

图13：2024年淘系美妆类目份额第一，抖音快速崛起



数据来源：化妆品观察公众号、开源证券研究所

图14：2024年美容化妆品进口额有所下滑



数据来源：海关总署、Wind、开源证券研究所

头部效应显著，优质国货美妆品牌增长强劲。从整体表现来看，头部国货美妆品牌，如珀莱雅、韩束、可复美、毛戈平，呈现了较强的韧性，在淘系和抖音平台均有增长。(1)从淘系平台看，各品牌表现普遍承压，其中珀莱雅以56.83亿元(+8.6%)稳居第一，可复美(+42.4%)、毛戈平(+43.5%)表现较好，可复美胶原棒在李佳琦的带动下，单链接突破6亿GMV。对于淘系平台而言，大单品策略成为天猫渠道取得成功的关键。(2)从抖音平台看，整体抖音美妆大盘增速较2023年有所下滑，但各品牌势头依旧强劲，国货在抖音平台表现突出。韩束(+97.9%)和珀莱雅(+63.4%)分别问鼎抖音前二，体量分别达65.81亿元和37.09亿元，可复美增速更是超100%。从彩妆表现看，YSL(+80.9%)超花西子拿下抖音彩妆第一，方里、毛戈平增速均超过80%。此外，抖音的算法推荐机制为腰尾部品牌提供了快速崛起的机会，后续品牌在抖音渠道的合理投放及投放效率成为衡量其市场表现的重要指标。

表1：珀莱雅、YSL 分别稳坐淘系护肤和彩妆类目第一，可复美、毛戈平增势强劲

序号	淘天-美容护肤/美体/精油 TOP15 品牌			淘天-彩妆/香水/美妆工具 TOP15 品牌		
	品牌	销售额 (亿元)	销售额同比	品牌	销售额 (亿元)	销售额同比
1	珀莱雅	56.83	8.63%	YSL	19.42	4.11%
2	欧莱雅	47.29	-9.50%	香奈儿	12.83	3.80%
3	兰蔻	34.71	-14.68%	肌肤之钥	11.81	17.89%
4	海蓝之谜	29.94	19.09%	NARS	11.39	-5.54%
5	雅诗兰黛	29.18	-23.81%	卡姿兰	10.41	4.49%
6	玉兰油	27.54	-10.01%	雅诗兰黛	9.76	-4.96%
7	薇诺娜	23.77	-1.28%	毛戈平	9.70	43.49%
8	SK-II	23.11	-5.20%	三熹玉	9.55	-21.60%
9	修丽可	22.24	-10.06%	迪奥	9.37	-3.16%
10	娇韵诗	21.07	1.15%	彩棠	9.09	-0.47%

数据来源：化妆品观察、开源证券研究所

表2：韩束登顶抖音护肤第一，腰尾部品牌快速崛起

序号	抖音-美容护肤 TOP15 品牌			抖音-彩妆/香水/美妆工具 TOP15 品牌		
	品牌	GMV (亿元)	同比增速	品牌	GMV (亿元)	同比增速
1	韩束	65.81	97.87%	YSL	12.21	80.89%
2	珀莱雅	37.09	63.43%	花西子	12.18	-3.34%
3	欧莱雅	28.31	22.40%	方里	9.1	86.46%
4	雅诗兰黛	24.16	29.20%	毛戈平	8.97	81.16%
5	赫莲娜	22.41	34.77%	柏瑞美	8.95	24.30%
6	海蓝之谜	21.41	18.54%	卡姿兰	8.65	2.28%
7	谷雨	19.57	63.30%	AKF	8.44	-27.89%
8	自然堂	19.06	110.08%	橘朵	7.48	25.57%
9	后	18.8	58.91%	恋火	7.26	44.34%
10	可复美	18.21	102.19%	三资堂	6.83	331.52%

数据来源：化妆品观察、开源证券研究所

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 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），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）、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）、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）、巨子生物（妆品业务亮眼，医美管线进程有望加速），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、上美股份、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		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603193.SH	润本股份	买入	25.90	105	0.78	0.96	1.18	33	27	22
603983.SH	丸美生物	买入	31.89	128	0.94	1.21	1.51	34	26	21
2367.HK	巨子生物	买入	49.91	517	2.00	2.50	3.00	25	20	17
2145.HK	上美股份	买入	33.19	132	2.26	2.97	3.63	15	11	9
300957.SZ	贝泰妮	买入	39.86	169	1.97	2.44	2.99	20	16	13
300740.SZ	水羊股份	买入	11.52	45	0.50	0.75	0.95	23	15	12
600223.SH	福瑞达	买入	7.05	72	0.27	0.32	0.37	26	22	19
688363.SH	华熙生物	买入	49.03	236	1.17	1.50	1.87	42	33	26
300896.SZ	爱美客	买入	172.12	521	6.86	8.25	9.77	25	21	18
2487.HK	科笛-B	买入	3.66	12	-1.63	-1.12	-0.56	-	-	-
002612.SZ	朗姿股份	买入	15.13	67	0.71	0.88	1.05	21	17	14

数据来源：Wind、开源证券研究所（注1：收盘价日期为 2025/1/23；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）

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。

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