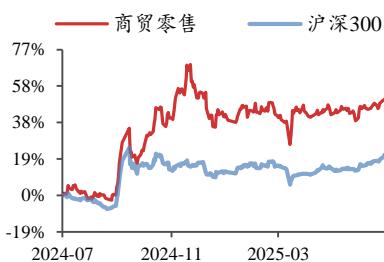


## 商贸零售

2025年07月25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

- 《豫园积极推进老字号焕新，IP联动释放商圈活力—行业周报》-2025.7.20
- 《6月社零同比+4.8%，618线上渠道表现强劲—行业点评报告》-2025.7.16
- 《闪购业务订单数创新高，即时零售行业竞争持续升级—行业周报》-2025.7.13

## 医美化妆品 6 月月报：锦波生物发布 HiveCOL 蜂巢胶原新品，2025H1 美妆温和复苏、洗护彩妆亮眼

### ——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 14 家上市公司）：6 月个股涨幅靠前为美丽田园医疗健康（+64.4%）、雍禾医疗（+50.0%）、四环医药（+13.3%）；化妆品（选取 22 家上市公司）：6 月个股涨幅靠前为若羽臣（+29.3%）、上美股份（+25.0%）、嘉亨家化（+9.6%）。

**● 医美：锦波生物发布 HiveCOL 蜂巢胶原新品，科笛、四环医药新品陆续发布**

（1）2025 年 7 月 21 日，锦波生物发布全球首个重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶 HiveCOL，该产品具备“即刻支撑+持续新生”的协同效应，能够更好的融入人体组织实现组织新生，此次新品发布开启了组织新生的新纪元，实现了抗衰从“表面改善”到“组织新生”的跨越。（2）2025 年 7 月 19 日，四环医药旗下渼颜空间上市新品童颜针“斯弗妍”、“回颜臻”（双规格）、PCL 少女针“倾研”，覆盖肤质提升、轮廓塑形、容量补充全维度需求，成为目前国内唯一合规双再生针剂持有者。（3）2025 年 6 月 30 日，科笛“外用非那雄胺喷雾剂”获 NMPA 批准上市，成为全球首个且唯一获批用于男性雄激素性脱发的外用非那雄胺产品。随着脱发人群规模持续扩张，叠加脱发人群对脱发问题重视程度提升，雄脱治疗药物渗透率有望持续提升。

**● 化妆品：2025H1 美妆温和复苏，洗护表现突出、彩妆量价齐升**

根据国家统计局，2025 上半年限额以上化妆品零售额为 2291 亿元（+2.9%），行业呈温和复苏态势，各月增速分化显著，大促前置重塑消费节奏，需求集中释放后或阶段性遇冷。分品类看，洗护强势逆袭，彩妆高客单品类支撑市场稳中有升。分渠道看，2025H1 线上渠道化妆品销售额达 2678.30 亿元（+11.1%），线上份额持续扩大；线下渠道销售额为 2284.36 亿元（-4.1%）。抖音平台方面，护肤类目韩束、珀莱雅稳居前二，性价比国货占据主要地位，彩妆香水类目国货占据主要地位；同时品牌自播由于自主性强、利润空间大，正逐渐成为品牌核心增长引擎。天猫平台中，护肤品类头部阵营稳定，头部国际品牌韧性较强；彩妆格局分散，圣罗兰稳居头部，毛戈平排名提升迅速。

**● 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，受益标的美丽田园医疗健康、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）、巨子生物、珀莱雅、润本股份、丸美生物等，受益标的若羽臣、上海家化等。美妆行业步入淡季，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：锦波生物发布重源®新生 HiveCOL 蜂巢胶原新品 .....	6
3、 化妆品：2025H1 美妆温和复苏，洗护突出、彩妆量价齐升 .....	7
4、 投资观点：关注深耕细分高景气赛道的国货美妆龙头 .....	9
5、 风险提示 .....	10

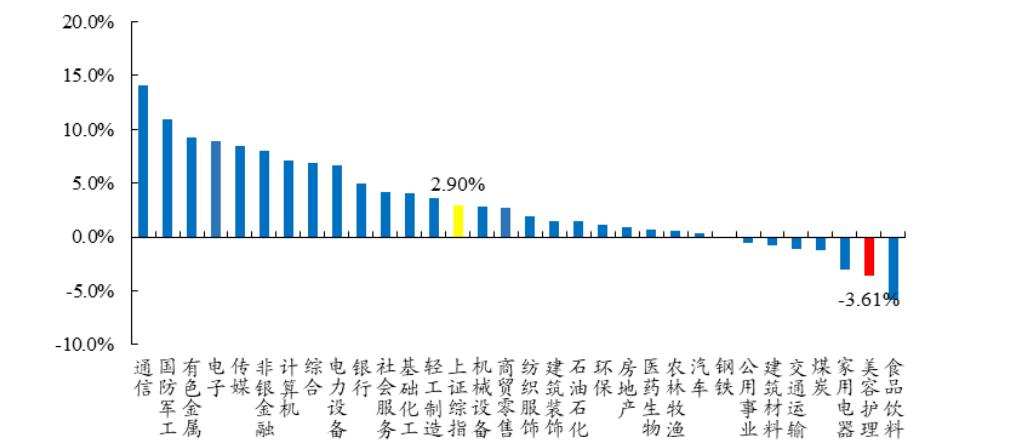
## 图表目录

图 1： 6 月美容护理指数表现位列第 31 位 .....	3
图 2： 2025 年 6 月美容护理指数下跌 3.61% .....	3
图 3： 2025 年上半年美容护理指数累计上涨 6.90% .....	3
图 4： 6 月美丽田园医疗健康、雍禾医疗、四环医药在医美板块涨幅居前 .....	4
图 5： 2025 年上半年，锦波生物、雍禾医疗、美丽田园医疗健康在医美板块涨幅居前 .....	4
图 6： 6 月若羽臣、上美股份、嘉亨家化在化妆品板块涨幅居前 .....	5
图 7： 2025 年上半年，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： 锦波生物发布首个重组 III 型人源化胶原蛋白 .....	6
图 9： 产品 HiveCOL 功能区实现 100%人源化 .....	6
图 10： 四环医药发上市童颜针、少女针新品 .....	6
图 11： 科笛“外用非那雄胺喷雾剂”获 NMPA 批准 .....	6
图 12： 2025 上半年化妆品销售额实现增长，大促前置致需求提前释放 .....	7
图 13： 美容护肤占比 64%为第一大品类 .....	7
图 14： 化妆品线上渠道份额持续扩大 .....	7
图 15： 抖音平台美妆格局稳定 .....	8
图 16： 抖音平台彩妆香品类国货占比高 .....	8
图 17： 天猫护肤头部阵营相对稳定 .....	8
图 18： 天猫彩妆品类中毛戈平排名提升迅速 .....	8
表 1： 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

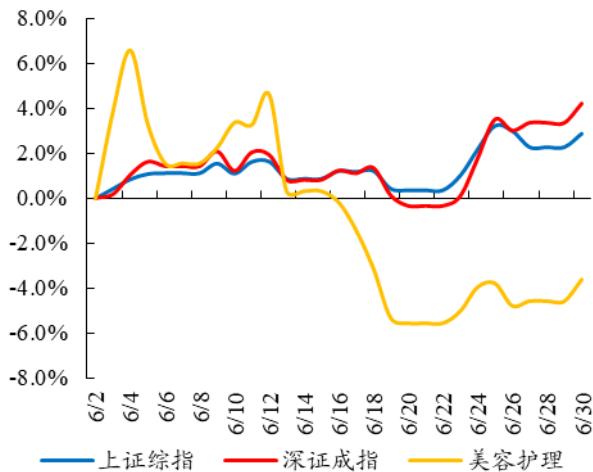
6月美容护理指数下跌3.61%，位列第31位。美容护理指数6月报收4659.39点，跌幅为3.61%，在所有一级行业中位列第31位，表现弱于大盘（6月上证综指上升2.90%）。

图1: 6月美容护理指数表现位列第31位



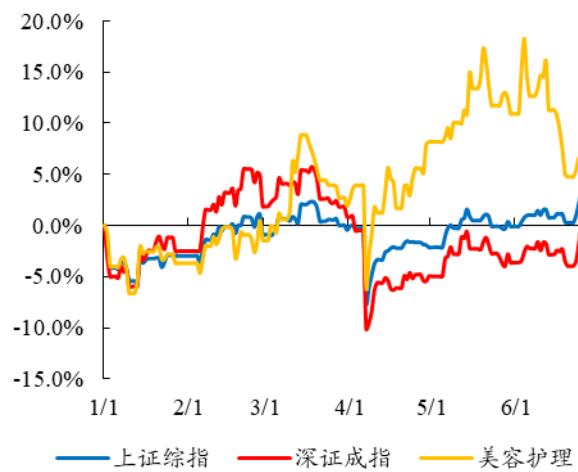
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2: 2025年6月美容护理指数下跌3.61%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3: 2025年上半年美容护理指数累计上涨 6.90%

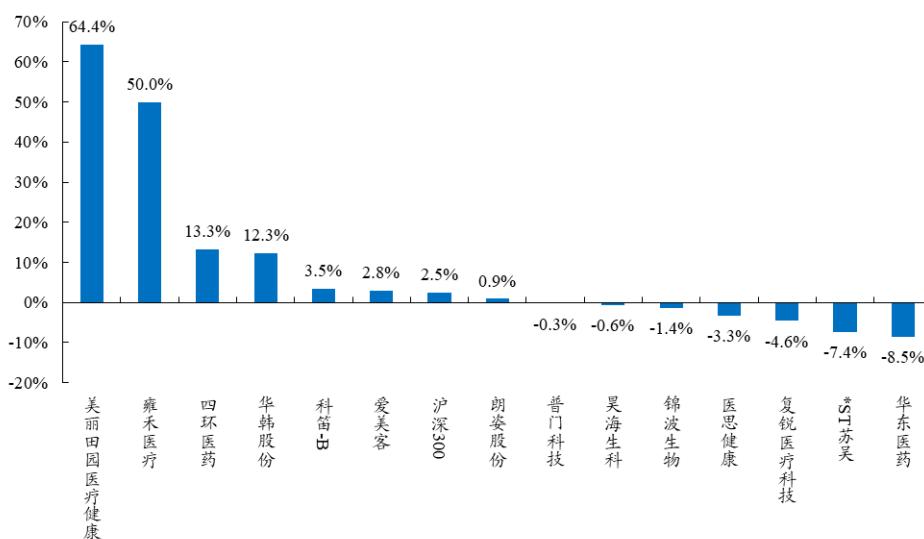


数据来源：Wind、开源证券研究所

6月，美丽田园医疗健康、雍禾医疗、四环医药在医美板块涨幅居前。我们选取的14家医美上市公司（含新三板挂牌公司）中6月共计7家上涨、7家下跌。其中，月涨幅靠前的为美丽田园医疗健康、雍禾医疗、四环医药，月涨幅分别为64.4%、50.0%、13.3%；月表现靠后的为华东医药、\*ST苏吴、复锐医疗科技。

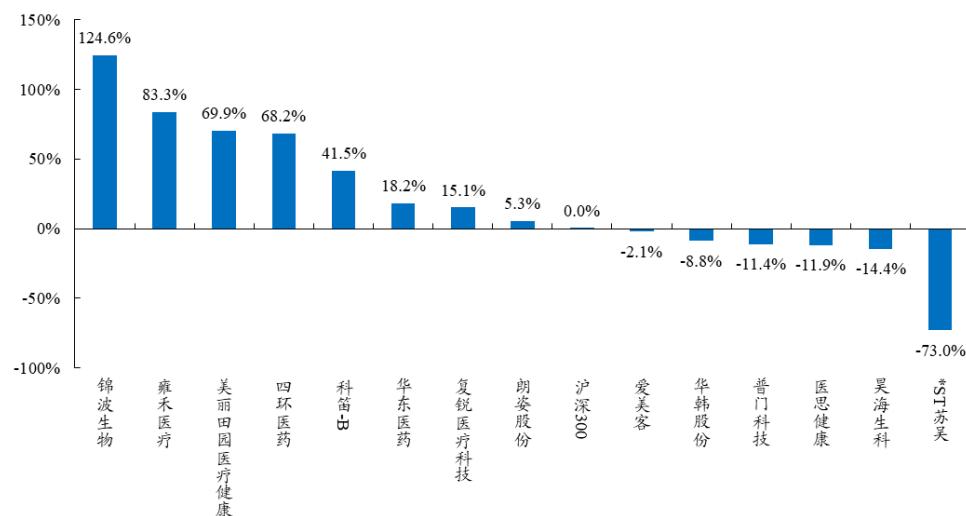
2025年上半年，锦波生物、雍禾医疗、美丽田园医疗健康在医美板块涨幅居前。2025年上半年，医美板块所选公司中共计8家上涨、6家下跌。其中，锦波生物、雍禾医疗、美丽田园医疗健康在医美板块中涨幅居前，累计涨幅分别为124.6%、83.3%、69.9%；2025年上半年跌幅靠前的分别为ST苏吴、昊海生科、医思健康。

**图4：6月美丽田园医疗健康、雍禾医疗、四环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年上半年，锦波生物、雍禾医疗、美丽田园医疗健康在医美板块涨幅居前**

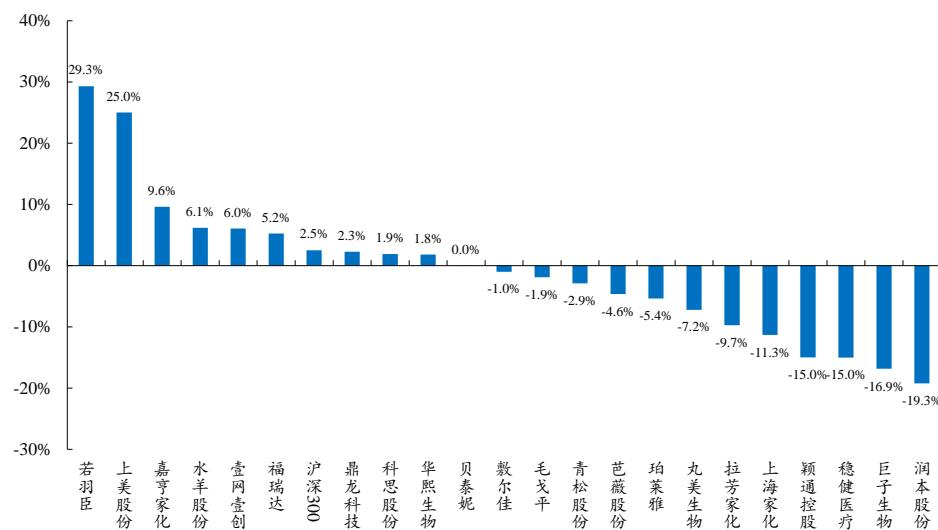


数据来源：Wind、开源证券研究所

6月，若羽臣、上美股份、嘉亨家化在化妆品板块涨幅靠前。在我们选取的22家化妆品上市公司中，6月共计10家上涨、12家下跌。其中，5月涨幅靠前的为若羽臣、上美股份、嘉亨家化，月涨幅分别为29.3%、25.0%、9.6%；月跌幅靠前的分别为润本股份、巨子生物、稳健医疗。

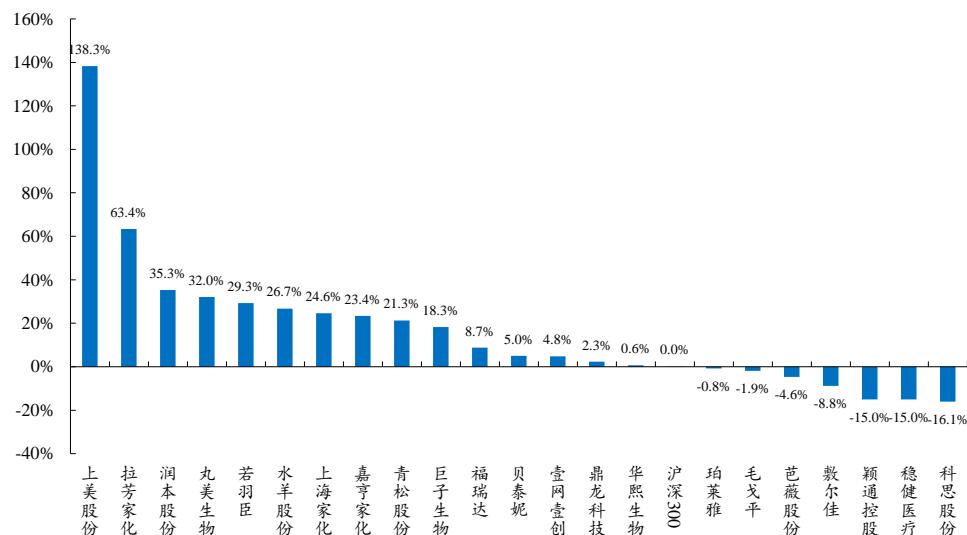
2025年上半年，上美股份、拉芳家化、润本股份在化妆品板块中涨幅居前。2025年上半年，化妆品板块所选公司中共15家上涨、7家下跌。其中，上美股份、拉芳家化、润本股份在化妆品板块中涨幅居前，累计涨幅分别为138.3%、63.4%、35.3%；2025年上半年跌幅靠前的分别为敷尔佳、芭薇股份、毛戈平。

**图6：6月若羽臣、上美股份、嘉亨家化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年上半年，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：锦波生物发布重源®新生 HiveCOL 蜂巢胶原新品

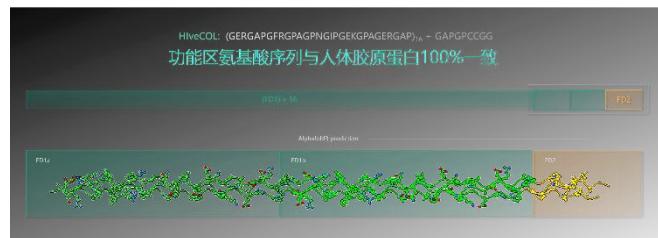
锦波生物发布全球首个重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶 HiveCOL。2025 年 7 月 21 日，锦波生物发布全球首个重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶 HiveCOL，开辟“组织新生”赛道。产品应用于面部抗衰，解决因皮下脂肪蜂巢结构老化、胶原流失导致的脂肪位移、松弛等问题。新产品具备传统材料 3 倍细胞粘附力和 75%以上的 6 个月新生胶原留存率，具备“即刻支撑+持续新生”的协同效应，且通过自交联技术消除了交联剂毒性隐患，能够更好的融入人体组织实现组织新生。据 Verified Market Research 数据，中国胶原蛋白市场 2024 年达 19 亿美元，预计 2032 年增至 38 亿美元，行业具备持续扩容潜力。我们认为，锦波生物新品 HiveCOL 蜂巢胶原的发布为重组胶原蛋白领域的技术转折，有望为全球胶原产业树立“从 0 到 1”的新标杆。

图8：锦波生物发布首个重组 III 型人源化胶原蛋白



资料来源：锦波生物公众号

图9：产品 HiveCOL 功能区实现 100%人源化



资料来源：医与美前沿公众号

四环医药发上市童颜针、少女针新品，科笛“外用非那雄胺喷雾剂”获批上市。2025 年 7 月 19 日，四环医药旗下渼颜空间上市新品童颜针“斯弗妍”、“回颜臻”（双规格）、PCL 少女针“倾研”，覆盖肤质提升、轮廓塑形、容量补充全维度需求，成为目前国内唯一合规双再生针剂持有者。我们认为，渼颜空间新品上市实现了“自研+BD”的运营模式，有助于拓宽公司产品布局、构建多元化矩阵。2025 年 6 月 30 日，科笛“外用非那雄胺喷雾剂”获 NMPA 批准上市，成为全球首个且唯一获批用于男性雄激素性脱发的外用非那雄胺产品。相比传统药物，外用非那雄胺喷雾可减少药物的全身暴露，疗效好、副作用小。我们认为，随着脱发人群规模持续扩张，叠加脱发人群对脱发问题重视程度提升，雄脱治疗药物渗透率有望持续提升。

图10：四环医药发上市童颜针、少女针新品



资料来源：美塑研究所公众号

图11：科笛“外用非那雄胺喷雾剂”获 NMPA 批准



2025年06月30日药品批准证明文件送达信息

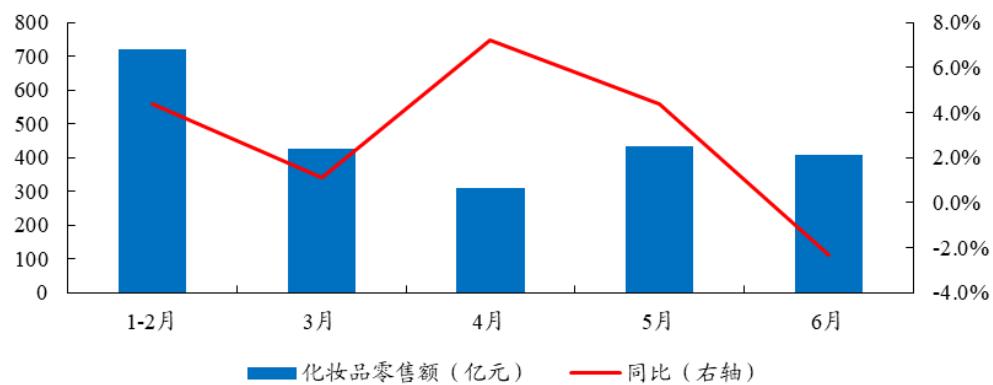
受理号	药品名称	申请人	批准文号	批准日期
JXHS2400010	非那雄胺喷雾剂	科笛生物医药（无锡）有限公司	国药准字 HJ20250079	2025年06月24日

资料来源：国家药监局

### 3、化妆品：2025H1 美妆温和复苏，洗护突出、彩妆量价齐升

2025上半年化妆品零售额实现稳健增长。根据国家统计局，2025上半年限额以上化妆品零售额为2291亿元，同比增长2.9%；根据青眼情报数据，2025上半年中国化妆品市场规模为4962.67亿元，同比增长3.6%。综合不同口径的数据，可看出化妆品行业整体呈现温和复苏态势。从单月数据看，各月增速分化显著，大促前置重塑消费节奏，需求集中释放后或阶段性遇冷。

图12：2025上半年化妆品销售额实现增长，大促前置致需求提前释放

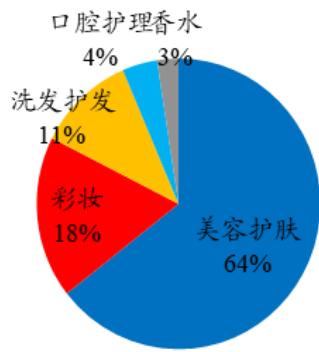


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

**分品类：**洗护强势逆袭，彩妆高客单品类支撑市场稳中有升。据未来迹数据，2025年上半年，美容护肤类目线上渠道GMV达1971.82亿元(+8.2%)，占比64.4%成为第一大品类；洗发护发品类表现突出，GMV达340.37亿元(+20.7%)成为第三大品类；彩妆类GMV为551.81亿元稳居第二，量价齐升延续稳健增长。

**分渠道：**化妆品线上渠道份额持续扩大。据青眼情报数据，2025上半年线上渠道的化妆品销售额达2678.30亿元(同比+11.1%，下同)，占比54.0%，其中2025上半年淘天+京东+抖音+快手四大平台的美妆类目GMV达2494.08亿元(+2.7%)，线上份额整体呈扩大态势。线下渠道销售额为2284.36亿元(-4.1%)，占比46.0%。

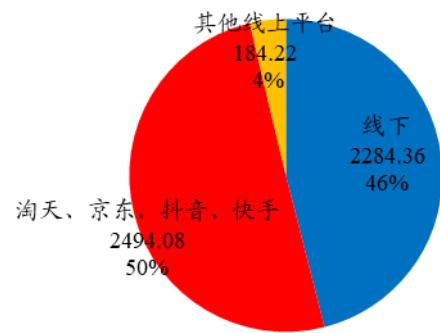
图13：美容护肤占比64%为第一大品类



■美容护肤 ■彩妆 ■洗发护发 ■口腔护理 ■香水

数据来源：FBeauty 未来迹公众号、开源证券研究所

图14：化妆品线上渠道份额持续扩大



■线下 ■淘天、京东、抖音、快手 ■其他线上平台

数据来源：青眼情报公众号、开源证券研究所

**抖音分品牌：**抖音护肤品格局稳定，彩妆香品种类国货占比高。据美妆网数据，2025上半年抖音护肤品类TOP10中有8席排名未变动，格局稳定，谷雨、自然堂、可复美、百雀羚、HBN、MEICHIC等实现排位跃升，性价比国货占据主要地位。2025上半年抖音彩妆香品种类TOP20中19席为国货，其中eLL、蒂洛薇、毛戈平成为榜单前三，抖音国货彩妆表现突出。品牌自播由于自主性强、利润空间大，正逐渐成为品牌核心增长引擎，抖音护肤品类TOP20中13席自营销售超过达播，彩妆香水类为15席，多数品牌正逐步摆脱对达人带货的依赖。

**图15：抖音平台美妆格局稳定**

排名	品牌名	排名	品牌名
1	韩束	11	可复美
2	珀莱雅	12	后
3	欧莱雅	13	百雀羚
4	谷雨	14	HBN
5	赫莲娜	15	科兰黎
6	雅诗兰黛	16	欧诗漫
7	自然堂	17	MEICHIC
8	海蓝之谜	18	SK-II
9	丸美	19	玉兰油
10	兰蔻	20	C咖

数据来源：美妆网公众号、开源证券研究所（红色为国货）

**图16：抖音平台彩妆香品种类国货占比高**

排名	品牌名	排名	品牌名
1	eLL	11	修可芙
2	蒂洛薇	12	PUCO
3	毛戈平	13	橘朵
4	圣罗兰	14	方里
5	花西子	15	花知晓
6	柏瑞美	16	彩棠
7	恋火	17	烙色
8	三资堂	18	BABI
9	卡姿兰	19	DPDP
10	珂拉琪	20	罗娜女神

数据来源：美妆网公众号、开源证券研究所（红色为国货）

**天猫分品牌：**护肤品类头部阵营稳定，彩妆品类国货增加。据美妆头条数据，2025上半年天猫护肤品类TOP20中有国货品牌占据5席，欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛等头部国际品牌韧性较强，头部阵营稳定。2025上半年天猫彩妆香品种类TOP20中7席为国货，圣罗兰稳居头部，毛戈平排名提升迅速，尔木萄首次上榜。青眼数据显示，天猫护肤TOP20品牌GMV占比46.2% (+0.8pct)，呈现头部集中趋势，而天猫彩妆格局则相对分散，TOP20品牌GMV占比39.5% (-1.9pct)。

**图17：天猫护肤头部阵营相对稳定**

排名	2024H1	2025H1	排名	2024H1	2025H1
1	珀莱雅	欧莱雅	11	娇韵诗	赫莲娜
2	欧莱雅	珀莱雅	12	资生堂	科颜氏
3	兰蔻	兰蔻	13	科颜氏	理肤泉
4	雅诗兰黛	SK-II	14	自然堂	可复美
5	海蓝之谜	雅诗兰黛	15	可复美	资生堂
6	Olay	海蓝之谜	16	理肤泉	娇兰
7	修丽可	修丽可	17	娇兰	肌肤之钥
8	赫莲娜	薇诺娜	18	HBN	自然堂
9	SK-II	娇韵诗	19	至本	HBN
10	薇诺娜	Olay	20	肌肤之钥	后

数据来源：i美妆头条公众号、开源证券研究所（红色为国货）

**图18：天猫彩妆品类中毛戈平排名提升迅速**

排名	2024H1	2025H1	排名	2024H1	2025H1
1	圣罗兰	圣罗兰	11	迪奥	3CE
2	彩棠	彩棠	12	兰蔻	兰蔻
3	肌肤之钥	毛戈平	13	阿玛尼	阿玛尼
4	卡姿兰	肌肤之钥	14	魅可	魅可
5	香奈儿	香奈儿	15	花知晓	汤姆福特
6	3CE	花西子	16	欧莱雅	欧莱雅
7	花西子	NARS	17	橘朵	橘朵
8	NARS	雅诗兰黛	18	蜜丝婷	植村秀
9	毛戈平	迪奥	19	纪梵希	尔木萄
10	雅诗兰黛	卡姿兰	20	汤姆福特	花知晓

数据来源：i美妆头条公众号、开源证券研究所（红色为国货）

## 4、投资观点：关注深耕细分高景气赛道的国货美妆龙头

**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（收购REGEN落地贡献业绩弹性，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、新氧、锦波生物等。

**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（自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）、巨子生物、珀莱雅、丸美生物等，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1：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	总市值	EPS			PE		
			(元)	(亿元)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1318.HK	毛戈平	买入	92.31	452	2.41	3.13	3.95	38	29	23
2145.HK	上美股份	买入	68.34	272	2.53	3.16	3.85	27	22	18
003010.SZ	若羽臣	买入	49.19	108	0.79	1.08	1.47	62	45	33
603605.SH	珀莱雅	买入	85.24	338	4.70	5.47	6.19	18	16	14
603193.SH	润本股份	买入	34.46	139	0.97	1.23	1.54	36	28	22
603983.SH	丸美生物	买入	41.47	166	1.14	1.49	1.90	36	28	22
2367.HK	巨子生物	买入	53.84	577	2.50	3.10	3.70	22	17	15
600315.SH	上海家化	买入	23.97	161	0.51	0.67	0.79	47	36	30
688363.SH	华熙生物	买入	54.78	264	0.91	1.21	1.54	60	45	36
300957.SZ	贝泰妮	买入	46.84	198	1.59	1.90	2.19	29	25	21
600223.SH	福瑞达	买入	8.55	87	0.29	0.33	0.38	29	26	23
300740.SZ	水羊股份	买入	17.46	68	0.68	0.82	1.02	26	21	17
300896.SZ	爱美客	买入	196.20	594	7.31	8.25	9.09	27	24	22
2487.HK	科笛-B	买入	8.22	26	-1.00	-0.42	0.06	-	-	-
002612.SZ	朗姿股份	买入	18.29	81	0.71	0.64	0.72	26	29	25

数据来源：Wind、开源证券研究所（注1：收盘价日期为2025/7/24；注2：港股收盘价、市值换算取1港元=0.91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，开源证券不对其实内容负责。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形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