

美容护理

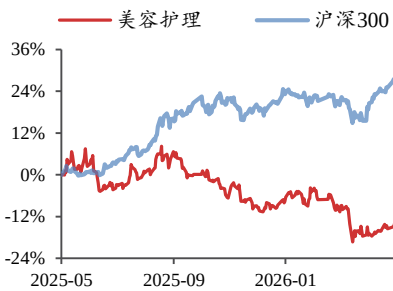
2026 年 05 月 09 日

投资评级：看好（维持）

医美化妆品 4 月月报：2025 年及 2026Q1 化妆品整体业绩较医美表现更优，部分国货美妆品牌增长亮眼

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《医美化妆品 2 月月报：锦波生物、华熙生物、上美股份发布年度业绩快报，38 大促国货美妆表现亮眼——行业点评报告》-2026.3.19

《医美化妆品 1 月月报：美丽田园发布盈喜公告，美护迎来上市潮，半亩花田与 HBN 母公司均递表港交所——行业点评报告》-2026.2.5

《医美化妆品 12 月月报：山茶花专家林清轩港交所上市，新增重点推荐美丽田园医疗健康——行业点评报告》-2026.1.10

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

李昕恬（分析师）

lixintian@kysec.cn

证书编号：S0790526030002

● 板块行情回顾

医美（选取 13 家上市公司）：4 月个股涨幅靠前为雍禾医疗（+19.3%）、锦波生物（+17.2%）；**化妆品**（选取 20 家上市公司）：4 月个股涨幅靠前为敷尔佳（+29.5%）、水羊股份（+25.4%）、润本股份（+16.8%）。

● 医美：2025 年医美板块整体略承压，2026Q1 边际改善

A 股上市公司 2025 年年报、2026 年一季报已全部披露完毕，我们选取 3 家代表性上市公司作为样本，对医美行业企业经营业绩做梳理分析。样本公司 2025 年整体实现营收 100.5 亿元（同比-1.1%，下同）、扣非归母净利润 20.0 亿元（-28.5%），2026Q1 实现营收 26.2 亿元（+7.8%）、扣非归母净利润 5.0 亿元（-21.5%）。2025 年医美板块有所承压，2026Q1 边际改善，差异化产品厂商和头部连锁机构表现较优。分市场来看，港股标的表现相对较好，2025 年 3 家港股医美上市公司通过差异化布局，利润端均实现大幅高增，而受市场竞争加剧影响，A 股医美标的中，上游龙头厂商利润端出现下滑，下游医美机构朗姿股份扣非净利润同比正增，整体来看机构端表现优于上游厂商。

● 化妆品：2025 年化妆品板块利润高增，2026Q1 延续增长

同上，我们选取 10 家代表性上市公司作为样本，对化妆品行业企业经营业绩做梳理分析，样本公司 2025 年整体实现营收 440.0 亿元（同比+5.2%，下同）、扣非归母净利润 33.7 亿元（+33.3%），2026Q1 实现营收 104.2 亿元（+9.0%）、扣非归母净利润 10.8 亿元（+12.0%）。可以看到，2025 年化妆品板块利润端实现高增，2026Q1 业绩持续提升，部分布局高景气赛道且具备科研创新能力的国货美妆品牌增长亮眼。分结构来看，逐步以自有品牌为核心的水羊股份及若羽臣利润端均实现大幅高增，布局高景气赛道如高端彩妆、高端护肤及个护家清等的标的公司利润端也表现亮眼，如毛戈平利润端增速达 37%，林清轩和上海家化均实现接近翻倍增长。分市场来看，港股市场标的普遍表现优于 A 股标的。

● 投资建议：看好“情绪消费”下的高景气赛道优质公司

（1）**医美**：看好布局差异化增量赛道的上游医美产品厂商和规模与版图扩张并进的连锁医美机构，重点推荐美丽田园医疗健康、爱美客、朗姿股份、科笛-B 等，受益标的锦波生物、四环医药（医美业务超预期高增）等；（2）**化妆品**：看好满足情绪价值和成分创新的国货品牌，重点推荐毛戈平（线上线下渠道双发力，品牌势能维持高位）、珀莱雅、上美股份、贝泰妮（主品牌及子品牌协同发力，2026Q1 业绩高增）、巨子生物（新品超透棒首发亮眼）、丸美生物、润本股份（蚊虫及防晒需求旺季放量可期）等，受益标的林清轩、若羽臣等。

● **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：2025 年医美板块整体略承压，2026Q1 边际改善	6
3、化妆品：2025 年化妆品板块利润高增，2026Q1 延续增长	7
4、投资观点：关注“情绪消费”下的高景气赛道优质公司	9
5、风险提示	10

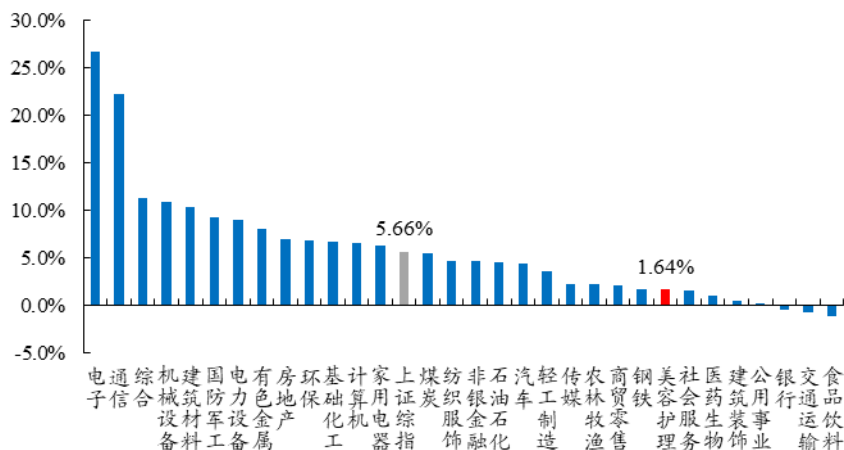
图表目录

图 1：4 月美容护理指数表现位列第 24 位	3
图 2：2026 年 4 月美容护理指数上涨 1.64%	3
图 3：2026 年 1-4 月美容护理指数累计下跌 7.44%	3
图 4：4 月雍禾医疗、锦波生物、普门科技在医美板块涨幅居前	4
图 5：2026 年 1-4 月，雍禾医疗、四环医药、科笛-B 在医美板块涨幅居前	4
图 6：4 月敷尔佳、水羊股份、润本股份在化妆品板块涨幅居前	5
图 7：2026 年 1-4 月，壹网壹创、敷尔佳、青松股份在化妆品板块涨幅居前	5
图 8：2025 年、2026Q1 医美板块收入端逐步改善	6
图 9：2026Q1 医美板块利润端降幅边际收窄	6
图 10：美丽田园与资生堂达成合作推出新护理系列	6
图 11：爱美客橙毒获批实现产品矩阵扩容	6
图 12：2025 年、2026Q1 化妆品板块收入端持续提升	7
图 13：2025 年化妆品板块利润端表现强劲	7
图 14：巨子生物旗下可复美超透棒上新	7
图 15：林清轩上新光白伞美白防晒	7
图 16：薇诺娜持续强化妆械联合心智上新 311 屏障系列	8
图 17：若羽臣收购奥伦纳素所属标的公司	8
表 1：重点推荐润本股份、贝泰妮、巨子生物、毛戈平、美丽田园医疗健康、上美股份等	9

1、行情回顾

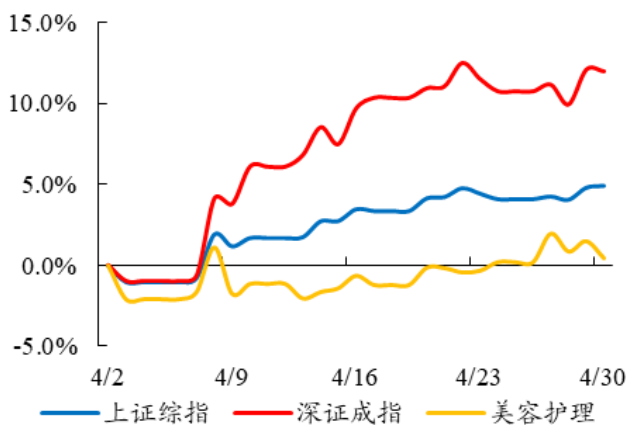
4月美容护理指数上涨1.64%，位列第24位。美容护理指数4月报收4050.16点，涨幅为1.64%，在所有一级行业中位列第24位，表现弱于大盘（4月上证综指上涨5.66%）。

图1：4月美容护理指数表现位列第



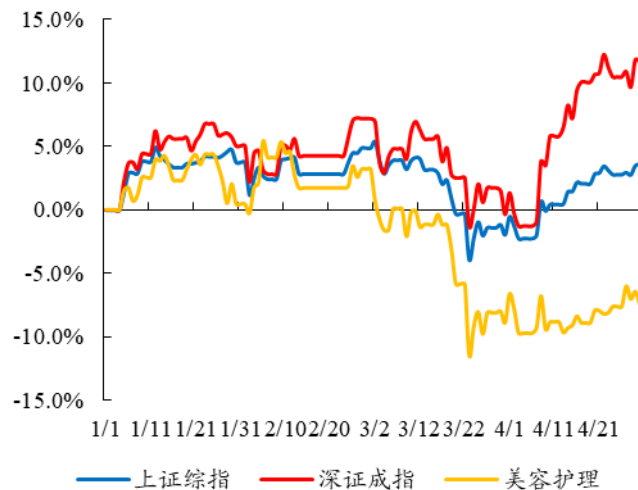
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2026年4月美容护理指数上涨1.64%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2026年1-4月美容护理指数累计下跌7.44%

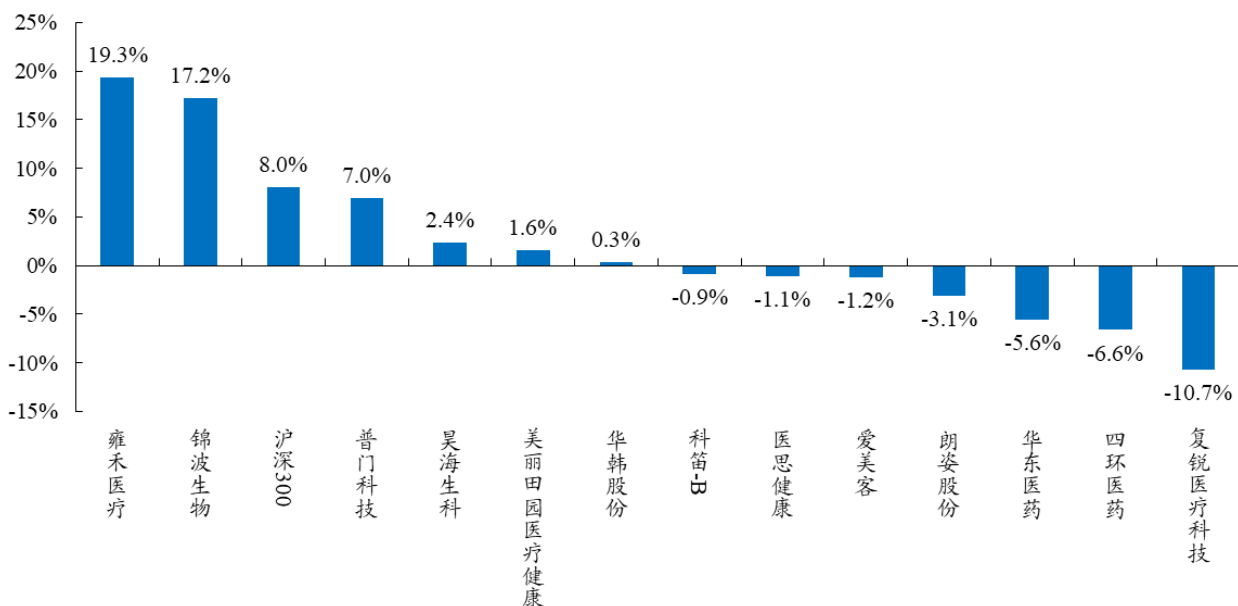


数据来源：Wind、开源证券研究所

4月，雍禾医疗、锦波生物、普门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4月共计6家上涨、7家下跌。其中，月涨幅靠前的为雍禾医疗、锦波生物、普门科技，月涨幅分别为19.3%、17.2%、7.0%；月表现靠后的为华东医药、四环医药、复锐医疗健康。

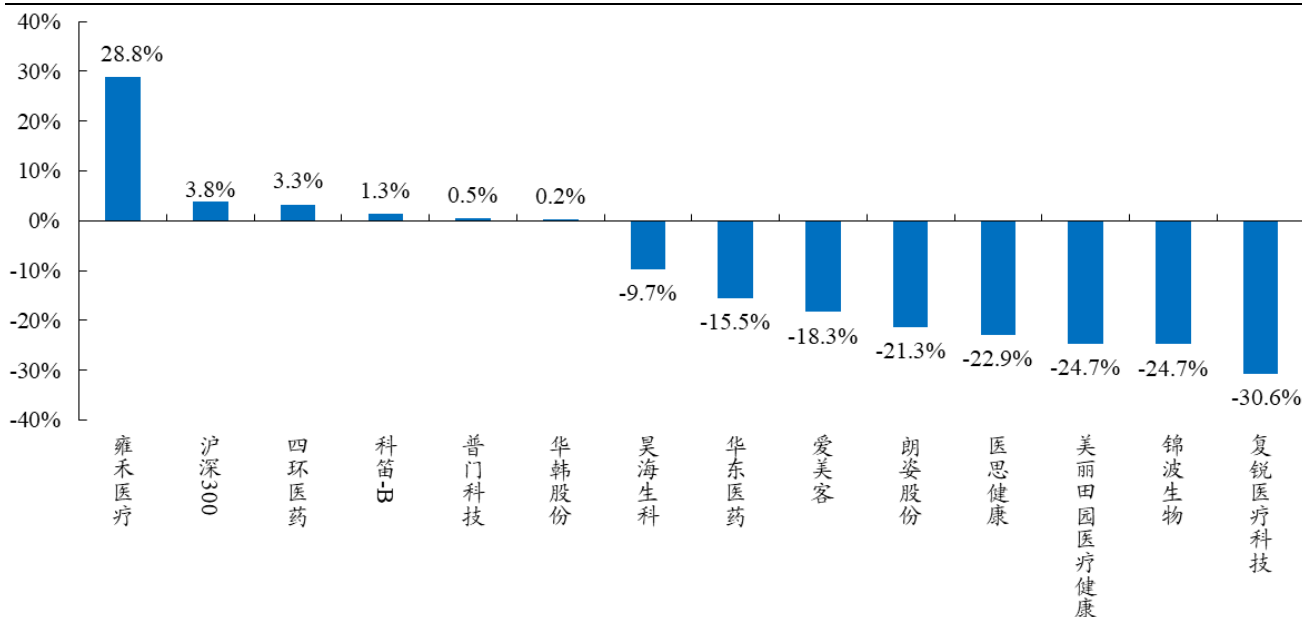
2026年1-4月，雍禾医疗、四环医药、科笛-B在医美板块涨幅居前。2026年1-4月，医美板块所选公司中共计5家上涨、8家下跌。其中，雍禾医疗、四环医药、科笛-B在医美板块中涨幅居前，累计涨幅分别为28.8%、3.3%、1.3%；2026年1-4月跌幅靠前的分别为美丽田园医疗健康、锦波生物、复锐医疗健康。

图4：4月雍禾医疗、锦波生物、普门科技在医美板块涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2026年1-4月，雍禾医疗、四环医药、科笛-B在医美板块涨幅居前

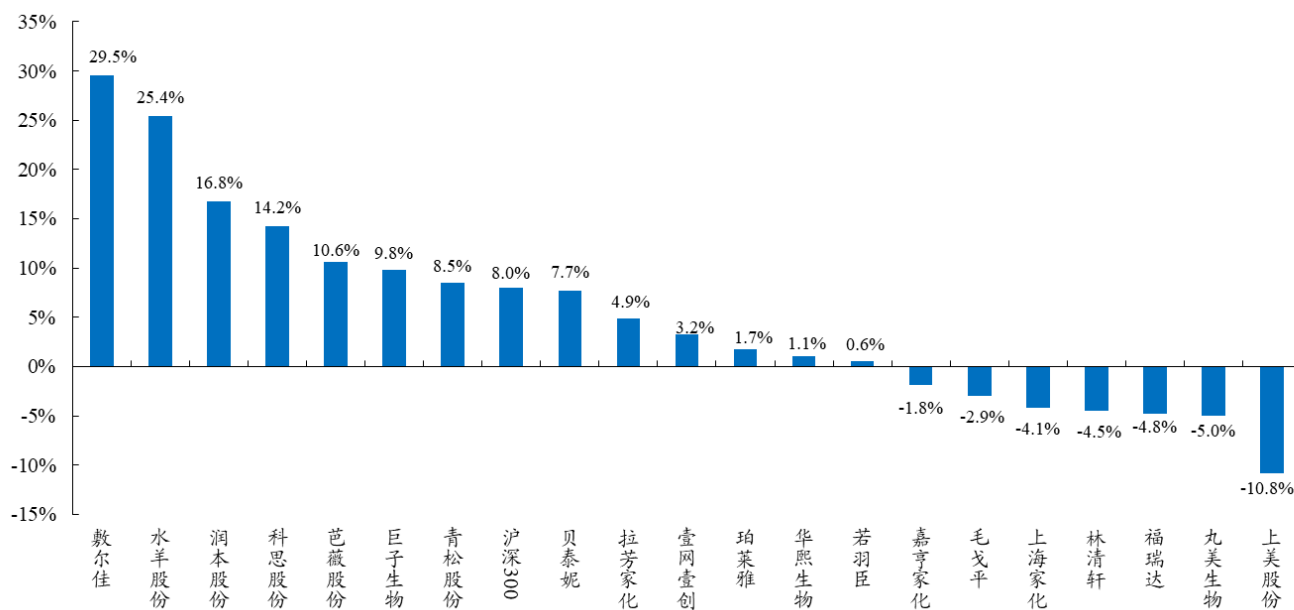


数据来源：Wind、开源证券研究所

4月，敷尔佳、水羊股份、润本股份在化妆品板块涨幅靠前。在我们选取的20家化妆品上市公司中，4月共计13家上涨、7家下跌。其中，4月涨幅靠前的为敷尔佳、水羊股份、润本股份，月涨幅分别为29.5%、25.4%、16.8%；月跌幅靠前的分别为福瑞达、丸美生物、上美股份。

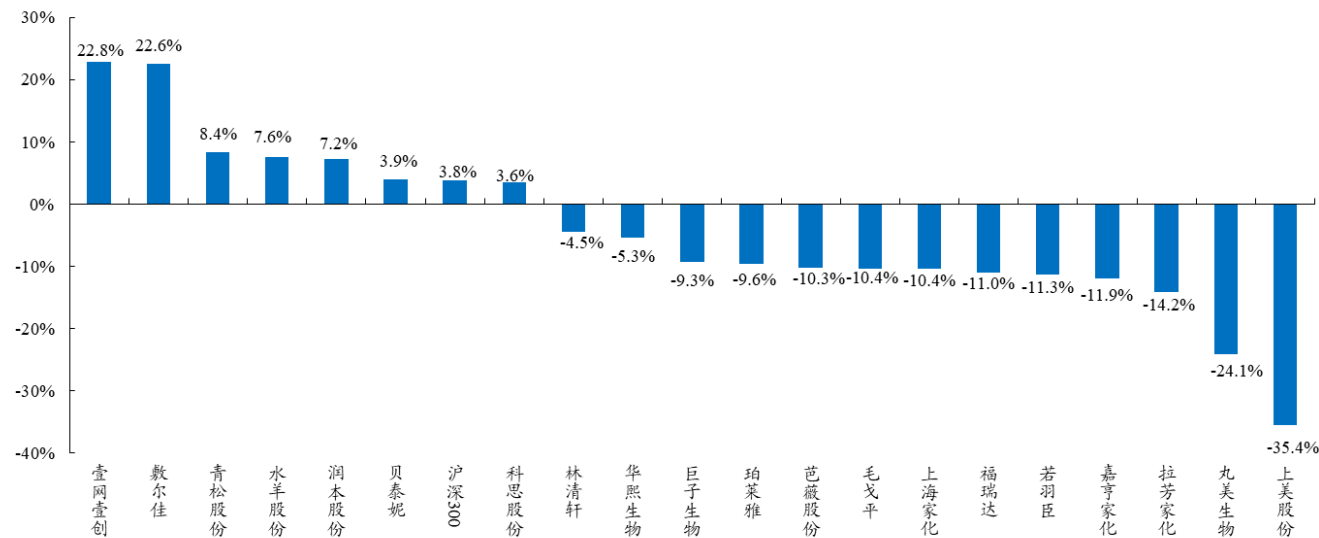
2026年1-4月，壹网壹创、敷尔佳、青松股份在化妆品板块中涨幅居前。2026年1-4月，化妆品板块所选公司中共7家上涨、13家下跌。其中，壹网壹创、敷尔佳、青松股份在化妆品板块中涨幅居前，累计涨幅分别为22.8%、22.6%、8.4%；2026年1-4月跌幅靠前的分别为拉芳家化、丸美生物、上美股份。

图6：4月敷尔佳、水羊股份、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

图7：2026年1-4月，壹网壹创、敷尔佳、青松股份在化妆品板块涨幅居前

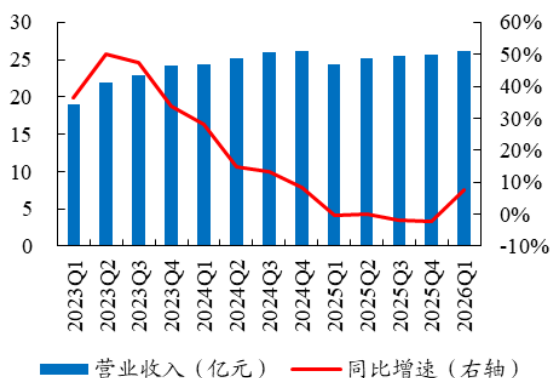


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、医美：2025 年医美板块整体略承压，2026Q1 边际改善

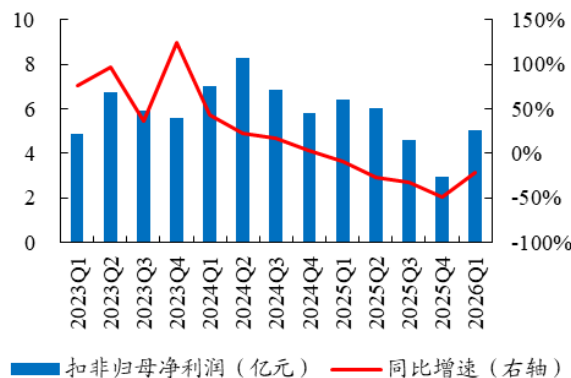
医美板块：2025 年整体承压，2026Q1 边际改善。2025 年 3 家样本公司整体实现营收 100.5 亿元（同比-1.1%，下同）、扣非归母净利润 20.0 亿元（-28.5%），2026Q1 医美板块实现营收 26.2 亿元（+7.8%）、扣非归母净利润 5.0 亿元（-21.5%）。2025 年医美板块有所承压，2026Q1 边际改善，差异化产品厂商和头部连锁机构表现较优。

图8：2025 年、2026Q1 医美板块收入端逐步改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2026Q1 医美板块利润端降幅边际收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

从个股来看，港股表现相对较好。（1）**爱美客**：2025 年实现营收 24.53 亿元（-18.9%）、归母净利润 12.91 亿元（-34.1%）；2026Q1 营收 6.34 亿元（-4.5%）、归母净利润 2.98 亿元（-32.8%），溶剂类和凝胶类注射两大核心产品收入下降、费用扩张导致盈利承压，多维布局有望助力业绩增长。（2）**锦波生物**：2025 年实现营收 15.95 亿元（+10.6%）、归母净利润 6.52 亿元（-11.0%）；2026Q1 营收 3.75 亿元（+2.4%）、归母净利润 1.40 亿元（-16.7%），医疗器械及功能性护肤品持续放量，增值税政策调整、低毛利率功能性护肤品占比提升导致利润端承压。（3）**四环医药**：2025 年实现营收 26.18 亿元（+37.7%）、净利润 1.80 亿元（+182.9%），医美与创新药双驱动，新品放量营收高速增长。（4）**科笛**：2025 年营收 3.36 亿元（+20.2%）、净利润-3.40 亿元（亏损收窄），核心单品商业化进程顺利，在研管线种类丰富，后续管线储备丰富具备成长空间。（5）**朗姿股份**：2025 年实现营收 60.03 亿元（+2.9%）、扣非归母净利润 2.69 亿元（+23.8%）；2026Q1 营收 16.09 亿元（+15.0%）、扣非归母净利润 0.74 亿元（+1.7%），医美版图外延扩展持续发力，女装及婴童业务稳健增长。（6）**美丽田园医疗健康**：2025 年营收 30.01 亿元（+16.7%）、经调净利润 3.81 亿元（+41.0%），三大业务协同发力，内生外延双轮驱动，整合能力成效显著。

图10：美丽田园与资生堂达成合作推出新护理系列



资料来源：美丽田园投资者关系公众号

图11：爱美客橙毒获批实现产品矩阵扩容

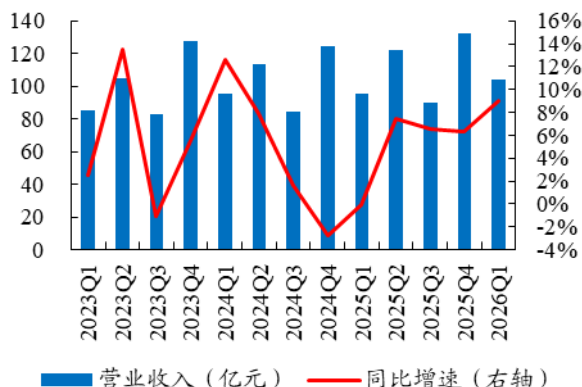


资料来源：Medactive 公众号

3、化妆品：2025 年化妆品板块利润高增，2026Q1 延续增长

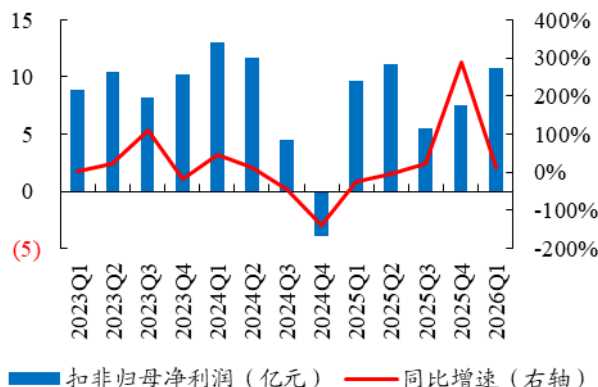
化妆品板块：2025 年利润端表现强劲，2026Q1 业绩持续提升。2025 年化妆品板块 10 家样本公司整体实现营收 440.0 亿元(同比+5.2%，下同)、扣非归母净利润 33.7 亿元(+33.3%)，2026Q1 化妆品板块实现营收 104.2 亿元(+9.0%)、扣非归母净利润 10.8 亿元(+12.0%)。可以看到，2025 年化妆品板块利润端实现高增，2026Q1 业绩持续提升，部分布局高景气赛道且具备科研创新能力的国货美妆品牌增长亮眼。

图12：2025 年、2026Q1 化妆品板块收入端持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2025 年化妆品板块利润端表现强劲



数据来源：Wind、开源证券研究所

港股公司：（1）毛戈平：2025 年营收 50.50 亿元（+30.0%），归母净利润 12.05 亿元（+36.8%），彩妆护肤香氛协同发展，高端渠道稳步深化，海外布局打开新空间。

（2）上美股份：2025 年营收 91.78 亿元（+35.1%）、归母净利润 11.03 亿元（+41.1%），主品牌韩束稳健增长并强化多品类布局，Newpage 一页快速放量，新品牌持续孵化。

（3）巨子生物：2025 年营收 55.19 亿元（-0.4%），归母净利润 19.15 亿元（-7.1%），两款重组胶原蛋白 III 类医疗器械先后获批构建差异化技术壁垒，产品与渠道协同发力，可复美超透棒新品首发业绩亮眼，有望持续贡献增量。**（4）林清轩：**2025 年营收 24.50 亿元（+102.5%），归母净利润 3.60 亿元（+92.9%），营收翻倍，高毛利率表现亮眼，持续夯实山茶花大单品矩阵，叠加新品持续放量助力业绩高速增长。

图14：巨子生物旗下可复美超透棒上新



资料来源：化妆品观察公众号

图15：林清轩上新光白伞美白防晒



资料来源：林清轩山茶花护肤公众号

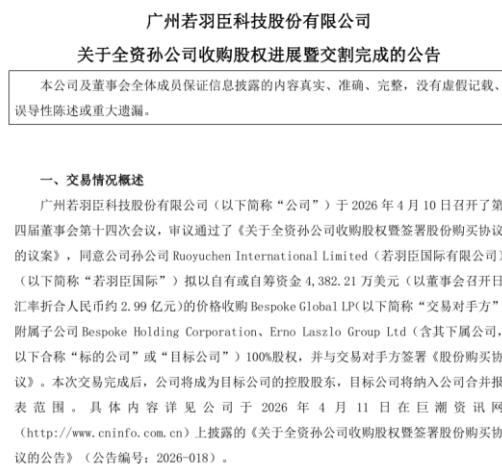
A 股公司：（1）**珀莱雅：**2025 年实现营收 105.97 亿元（-1.7%）、归母净利润 14.98 亿元（-3.5%）；2026Q1 实现营收 23.05 亿元（-2.3%）、归母净利润 3.67 亿（-6.1%），第三梯队品牌业绩高增，洗护品类增势强劲，公司产品、品牌与渠道齐发力稳龙头地位，发布员工持股计划激发动能。（2）**贝泰妮：**2025 年实现营收 53.59 亿元（-6.6%）、归母净利润 5.06 亿元（+0.5%）；2026Q1 实现营收 11.18 亿元（+17.8%）、归母净利润 0.66 亿元（+132.8%），主品牌薇诺娜持续升级，薇诺娜宝贝/瑗科缙增长亮眼，核心敏感肌赛道壁垒稳固，子品牌多点开花，全渠道协同赋能增长。（3）**丸美生物：**2025 年实现营收 34.59 亿元（+16.5%）、归母净利润 2.47 亿元（-27.6%）；2026Q1 实现营收 8.81 亿元（+4.1%）、归母净利润 0.11 亿元（-25.2%），眼部与护肤类产品营收稳健，产品矩阵与全域渠道协同升级，品牌投放加大致销售费用增加影响利润。（4）**福瑞达：**2025 年实现营收 36.51 亿元（-8.3%）、归母净利润 1.88 亿元（-22.9%）；2026Q1 实现营收 9.00 亿元（+2.8%）、归母净利润 0.32 亿元（-37.1%），瑗尔博士主动调整、销售费用增加导致业绩承压，珂谧高速增长，静待品牌矩阵优化迎来拐点。（5）**华熙生物：**2025 年实现营收 41.99 亿元（-21.8%）、归母净利润 2.92 亿元（+67.6%）；2026Q1 实现营收 8.29 亿元（-23.1%）、归母净利润 0.65 亿元（-36.6%），护肤业务主动收缩，战略转型使短期业绩波动，全链布局生物科技，三大业务齐驱并进修复盈利韧性。（6）**水羊股份：**2025 年实现营收 49.77 亿元（+17.5%）、归母净利润 1.48 亿元（+34.9%）；2026Q1 实现营收 11.98 亿元（+10.3%）、归母净利润 0.35 亿元（-17.1%），高端品牌放量带动收入增速加快，加大研发、销售费用投入赋能长期发展，自有品牌与代理品牌双轮驱动长期成长。（7）**润本股份：**2025 年实现营收 15.45 亿元（+17.2%）、归母净利润 3.15 亿元（+4.8%）；2026Q1 实现营收 2.67 亿元（+11.3%）、归母净利润 0.53 亿元（+19.1%），整体业绩亮眼，驱蚊品类受疫情影响高增，费用优化助力盈利能力提升，驱蚊及防晒旺季放量可期。（8）**上海家化：**2025 年实现营收 63.17 亿元（+11.3%）、归母净利润 2.68 亿元（+132.1%）；2026Q1 实现营收 17.95 亿元（+5.4%）、归母净利润 2.22 亿元（+2.3%），三大亿元单品销量稳健，毛利率提升，线上渠道建设速度加快，整体经营质量稳步向好。（9）**若羽臣：**2025 年实现营收 34.32 亿元（+94.4%）、归母净利润 1.94 亿元（+84.0%）；2026Q1 实现营收 9.95 亿元（+73.3%）、归母净利润 0.72 亿元（+163.8%），自有品牌持续高增，近期收购品牌奥伦纳素，完善高端护肤产品矩阵，实现家清、保健品及护肤三大品类协同发展。

图16：薇诺娜持续强化妆械联合心智上新 311 屏障系列



资料来源：HZPB 公众号

图17：若羽臣收购奥伦纳素所属标的公司



资料来源：若羽臣公司公告

4、投资观点：关注“情绪消费”下的高景气赛道优质公司

医美：看好布局差异化增量赛道的上游医美产品厂商和规模与版图扩张并进的连锁**医美机构**。高端医美消费人群仍具韧性，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：（1）上游厂商差异化定位产品和海外投资布局，重点推荐爱美客、科笛-B（差异化优势显著，新品商业化进程超预期），受益标的锦波生物、四环医药（核心产品乐提葆及新品亮眼，自研产品占比提升有望提高利润率水平）等；（2）下游医美机构并购整合，推进“内生+外延”增长，重点推荐朗姿股份、美丽田园医疗健康（“三强齐聚”龙头地位稳固，整合成效显著）等。

化妆品：从心智到“芯智”，看好满足情绪价值和**安全成分创新**的美妆/个护/彩妆/香水品牌。2025 年以来，国内化妆品零售市场整体呈现“波动中温和复苏”态势，情感链接构筑新壁垒，本土品牌乘势而起，“技术成分 IP 化”与“文化自信”重塑产品创新，建议关注满足情绪价值和**安全成分创新**的国货美妆品牌，（1）**主线一：拥有卓越的平台化多品牌综合运营能力的品牌**，重点推荐珀莱雅（国货美妆龙头，持续夯实“大单品策略”）、上美股份（主品牌韩束稳固心智，子品牌细分赛道持续放量）、贝泰妮（主品牌团队调整后净利率有望提升，子品牌重点孵化有望持续放量）、丸美生物、巨子生物（两款重组胶原蛋白 III 类医疗器械产品获批上市，打开医美新空间，新品超透棒首发表现亮眼）等。（2）**主线二：高端美妆打造稀缺、国货势能向上**，重点推荐毛戈平（线上线下渠道双发力，品牌势能维持高位），受益标的林清轩（围绕核心大单品山茶花精华油打造“1+4”产品矩阵，渠道端持续“做强线下，做大线上”）等。（3）**主线三：个护家清全面开花，嗅觉经济打开全域用香场景**，重点推荐润本股份（蚊虫及防晒需求旺季，产品放量可期），受益标的若羽臣（保健品业务持续高增，家清线联名强 IP 拓宽客群）、上海家化等。

表1：重点推荐润本股份、贝泰妮、巨子生物、毛戈平、美丽田园医疗健康、上美股份等

证券代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
1318.HK	毛戈平	买入	63.24	310	3.24	4.04	5.01	19.5	15.7	12.6
2145.HK	上美股份	买入	41.89	167	3.44	4.08	4.80	12.2	10.3	8.7
2367.HK	巨子生物	买入	27.20	289	1.83	2.04	2.28	14.9	13.3	11.9
2487.HK	科笛-B	买入	4.01	15	-0.03	0.09	0.28	-	44.5	14.3
2373.HK	美丽田园医疗健康	买入	17.12	43	1.76	2.19	2.67	9.7	7.8	6.4
003010.SZ	若羽臣	未评级	29.95	93	1.25	1.80	2.40	24.0	16.7	12.5
603605.SH	珀莱雅	买入	61.42	243	4.03	4.36	4.79	15.2	14.1	12.8
603193.SH	润本股份	买入	25.69	104	0.93	1.11	1.32	27.6	23.1	19.5
603983.SH	丸美生物	买入	25.62	103	0.87	1.11	1.31	29.4	23.1	19.6
600315.SH	上海家化	未评级	20.35	137	0.59	0.74	0.86	34.8	27.6	23.6
688363.SH	华熙生物	买入	41.83	201	0.81	1.04	1.26	51.6	40.2	33.2
300957.SZ	贝泰妮	买入	42.07	178	1.58	1.82	2.07	26.6	23.1	20.3
600223.SH	福瑞达	买入	6.86	70	0.25	0.30	0.35	27.4	22.9	19.6
688363.SH	华熙生物	买入	41.83	201	0.81	1.04	1.26	51.6	40.2	33.2
300896.SZ	爱美客	买入	118.00	357	5.01	5.64	6.16	23.6	20.9	19.2
002612.SZ	朗姿股份	买入	16.26	72	0.77	0.87	0.99	21.1	18.7	16.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注 1：收盘价日期为 2026/5/8；注 2：港股收盘价、市值换算取 1 港元=0.87 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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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

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

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

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