综合

2026 年 11 月 08 日

投资评级：看好（维持）

港股消费&应用：阜博紧抓 AI 短剧红利进入业绩加速期，美护三季报盈利延续分化

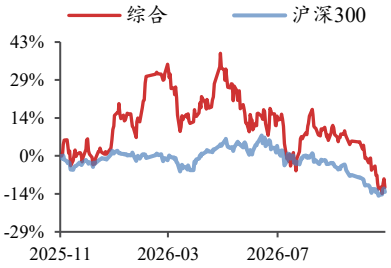
——行业周报

初敏（分析师）
chumin@kysec.cn
证书编号：S0790522080008

李睿娴（分析师）
liruixian@kysec.cn
证书编号：S0790525020004

程婧雅（分析师）
chengjingya@kysec.cn
证书编号：S0790525070010

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《海外科技：CSP 资本开支韧性延续，CPO 产业化提速—行业周报》-2026.11.1

《AI 应用企业业绩持续兑现，双十一美妆经营表现稳健—行业周报》-2026.10.25

《海外科技：Agent 能力向长程专业任务延伸，SpaceX 与 Meta 业绩均超预期—行业周报》-2026.10.25

● **AI 应用：阜博、金蝶 2026Q3 业绩增速亮眼，AI 应用进入加速兑现期**

阜博集团：2026Q3 收入同比+32%、较上半年明显加速，平台算力服务开始放量。公司 AI 相关资产占比较 2024Q4 的 3%一路提升至 2026Q3 的 26%；AI 短剧平台军备竞赛下确权与分账监测成为刚需，阜博作为红果独家版权服务商，AI 短剧版权监测服务季度数量环比+106%，作为“卖水人”率先受益。第二曲线成型，AI 影视工厂与版权大模型双线推进，文莱算力中心计划 2027 年落地首个 25 兆瓦、2028 年再落地 25 兆瓦，锁定 AI 内容时代的算力卡位。**金蝶国际：**2026Q3 单季净新增 ARR 同增 46.9%，订阅 ARR 约 46.04 亿元（同比+19.3%）；灵基定位企业智能体操作系统，推动产品价值“由信息查询向流程处理延伸”，费用审核智能体可释放 20%-30%的审单人力，前三季度 AI 原生产品累计签约合同金额达 10.02 亿元。两家公司业绩共同印证 AI 应用进入加速兑现期。

● **小米集团：汽车月交付破 5 万创新高，手机 ASP 走高覆盖部分存储涨价**

汽车：10 月交付超 5 万辆创年内新高，出海窗口在 2027 年下半年。澎程系列 9 月上市首月交付超 1 万辆，SU7、YU7 及澎程三线矩阵逐步成型；出海方面，公司已明确 2027 年进入欧洲（德国首站）、2028 年上半年进入右舵市场。**手机：量跌价升，涨价覆盖部分成本端压力。**2026Q2 出货 3,120 万台、同比-26.5%，ASP 升至 1,351.0 元(+25.9%)创历史新高，量价相抵后手机收入 421 亿元(-7.5%)，毛利率 8.5%（-3.0pct）；ASP 上行并非需求改善所致，背后是存储成本上行，存储占手机 BOM 成本已升至 30%-40%，TrendForce 周度数据显示 DDR4 现货价格有所降温，传导至采购成本仍需合约价重新谈判。

● **美护：行业增速放缓，美护三季报盈利延续分化**

2026Q1-Q3 美护线上呈低速稳健增长，主流电商美妆 GMV 合计 3822 亿元、同比+3.8%，抖音增速放缓至 11.6%，天猫恢复低增，渠道增速趋近。品牌端头部集中强化，TOP20 GMV 793 亿元、同比+11.7%，高于大盘；外资高端表现亮眼，雅诗兰黛、修丽可等双位数以上增长，国货在部分细分品类表现突出。财报端，Q1-Q3 美容护理板块收入 493.6 亿元、同比+8.3%，归母净利 57.3 亿元、同比-9.6%，Q3 利润压力加大；销售费用率 41.7%、同比+2.2pct，美妆销售费用率 44.4%、同比+2.2pct，平台红利弱化与国际大牌促销加码侵蚀本土品牌利润。个护板块收入/归母净利同比+37%/+57%，产品升级与矩阵拓展驱动高增；医美上游供给增加、竞争加剧，盈利承压。毛戈平 Q3 营收、净利同比+22%-24%，高端品牌韧性凸显。后续关注新品放量、费用投放效率与盈利修复。

● **本周行情：商贸零售、消费者服务、电力设备及新能源均跑赢大盘**

本周（2026.11.2-2026.11.6）港股商贸零售/消费者服务/电力设备及新能源指数+7.88%/+8.86%/+10.23%，较恒生指数涨跌幅+2.79/+3.76/+5.13pct，在 30 个一级行业中排名第 4/3/1。

推荐标的：(1)AI 应用：阜博集团、美图公司；**(2)零售:**万物新生、西普尼。

受益标的：(1)IP:泡泡玛特、布鲁可、阅文集团；**(2)美护:**毛戈平、林清轩、若羽臣、巨子生物、雅诗兰黛；**(3)零售:**东方甄选、华润万象生活、太古地产；**(4)牙科:**时代天使、现代牙科、爱迪特、先临三维；**(5)AI 电力:**BloomEnergy、壹连科技、威胜控股；**(6)制造:**津上机床中国；**(7)AI 应用:**赤子城科技、迈富时、salesforce、servicenow。

● **风险提示：**项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

目　录

1、 阜博集团：2026Q3 收入同比+32%较上半年加速，紧抓 AI 短剧蓬勃发展机遇 3
2、 金蝶国际：2026Q3 单季净新增 ARR 同增 46.9%，灵基驱动 AI 迈向业务执行 4
3、 小米集团：汽车月交付突破 5 万，手机 ASP 走高但盈利承压 6
2.1 小米汽车：10 月交付创年内新高，出海窗口在 2027 年下半年 6
2.2 小米手机：ASP 创历史新高，出货与收入承压 7
4、 美护：行业增速放缓，美妆盈利能力承压 8
4.1、 美妆板块：抖音增速放缓，外资高端表现亮眼 8
4.2、 2026Q3 美护财报总结：收入稳健增长，整体销售费用率增长，利润承压 9
5、 行业行情回顾：本周商贸零售、消费者服务、电力设备及新能源均跑赢大盘 11
5.1、 港股行业跟踪：本周电力设备及新能源涨幅较前 11
5.2、 港股制造消费标的表现：本周（2026.11.2-2026.11.6）心动公司、彩虹新能源、东方甄选领涨 12
6、 风险提示 14

图表目录

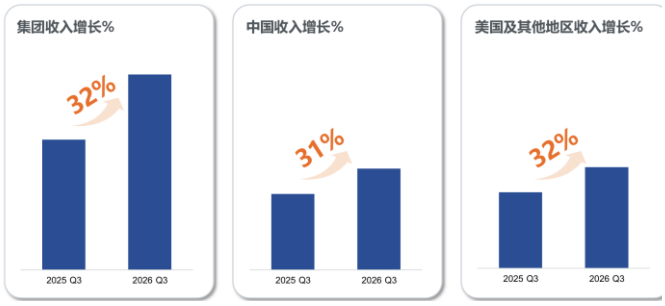
图 1： 2026Q3 阜博集团收入同比增长 32% 3
图 2： 2026 年前三季度阜博集团平台算力服务收入达到 1.4 亿港元 3
图 3： 截至 2026Q3 末，公司平台活跃资产达 633 万个，环比+9.8% 3
图 4： 截至 2026Q3 末，AI 创作内容（AI 短剧、AI 音乐等）达 164 万个 3
图 5： 红果短剧 2026 年 9 月 MAU 达 4.30 亿 4
图 6： 字节平台 2026 年 9 月 AI 短剧上新 5.18 万部 4
图 7： 截至 2026Q3，金蝶订阅服务 ARR 达 46.04 亿元，同比增长 19.3%（单位：百万人民币） 5
图 8： 金蝶 2026 年 Q3 净新增 ARR 为 1.91 亿元，同比增长 46.92%（单位：百万人民币） 5
图 9： 金蝶 NDR：AI 星瀚高处企稳，AI 星空与 AI 星辰逐年稳步上升 5
图 10： DDR5/DDR4 现货价格周度变动（美元，10 月 28 日和 11 月 3 日) 7
图 11： 2026 年美妆板块线上低速稳健增长，抖音渠道增速放缓 8
图 12： 2026 年 1-9 月彩妆香水、美发护发等板块增速好于护肤、美容仪器类 8
图 13： 头部品牌整体增速优于大盘，外资高端表现较为亮眼 9
图 14： 2026Q1-Q3 美容护理板块收入稳健增长，利润承压 10
图 15： 2026Q1-Q3 板块销售费用率呈上行趋势 10
图 16： 本周（2026.11.2-2026.11.6）港股商贸零售、消费者服务、电力设备及新能源均跑赢恒生指数（%） 11
图 17： 2026 年初至今三大板块走势均弱于恒生指数（截至 11 月 6 日，%） 11
图 18： 本周（2026.11.2-2026.11.6）电力设备及新能源、传媒、消费者服务表现较强（%） 11
图 19： 2026 年初至今港股银行、石油石化、综合金融板块涨幅靠前（截至 11 月 6 日，%） 12
图 20： 本周（2026.11.2-2026.11.6）心动公司、彩虹新能源、东方甄选领涨（%） 12
图 21： 本周（2026.11.2-2026.11.6）伟能集团、鑫达投资控股、同景新能源跌幅较大（%） 13

表 1： 灵基智能体已在财务、采购及应用开发等场景落地 6
表 2： 盈利预测与估值 13

1、 阜博集团：2026Q3 收入同比+32%较上半年加速，紧抓 AI 短剧蓬勃发展机遇

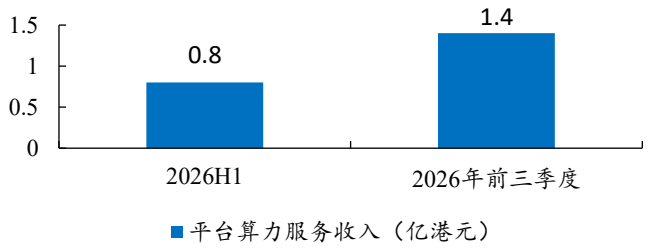
事件：公司发布 2026 年第三季度业绩，收入较上半年明显加速，平台算力服务开始放量。2026Q3 公司实现总收入同比+32%（2026H1 增速为 24%），其中中国同比+31%、美国及其他同比+32%；MRR 同比+29%，客户留存率 99%。前三季度平台算力服务收入累计达 1.4 亿港元（2026H1 约 8,000 万港元，单 Q3 约 6,000 万港元），呈大幅提速态势。

图1：2026Q3 阜博集团收入同比增长 32%



资料来源：阜博集团业绩会 PPT

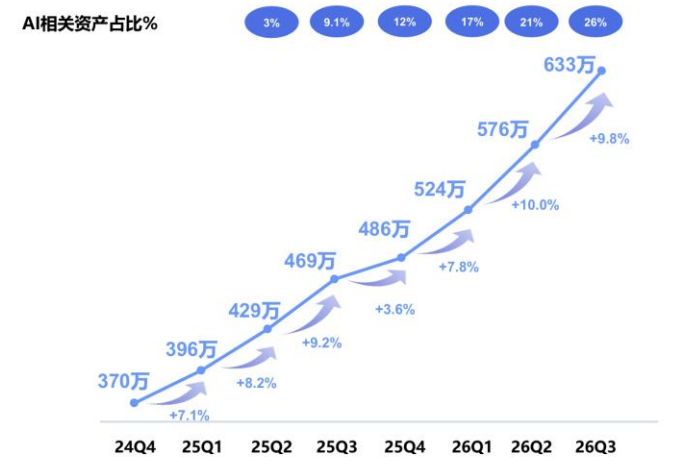
图2：2026 年前三季度阜博集团平台算力服务收入达到 1.4 亿港元



数据来源：阜博集团业绩会 PPT、开源证券研究所

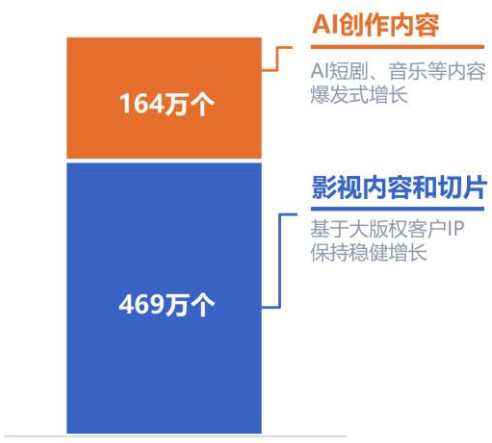
2026Q3 经营数据全面提速，管理的内容资产池正被 AI 内容快速重塑，构成阜博确权监测能力的新增量来源。截至 2026Q3 末，公司平台活跃资产达 633 万个，环比+9.8%；其中 AI 创作内容（AI 短剧、AI 音乐等）达 164 万个，AI 相关资产占比较 2024Q4 的 3%一路提升至 26%。内容资产结构的 AI 化，直接决定了版权确权与监测业务的成长空间。

图3：截至 2026Q3 末，公司平台活跃资产达 633 万个，环比+9.8%



资料来源：阜博集团业绩会 PPT

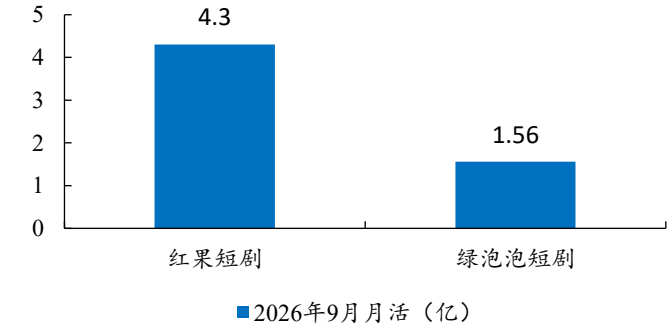
图4：截至 2026Q3 末，AI 创作内容（AI 短剧、AI 音乐等）达 164 万个



资料来源：阜博集团业绩会 PPT

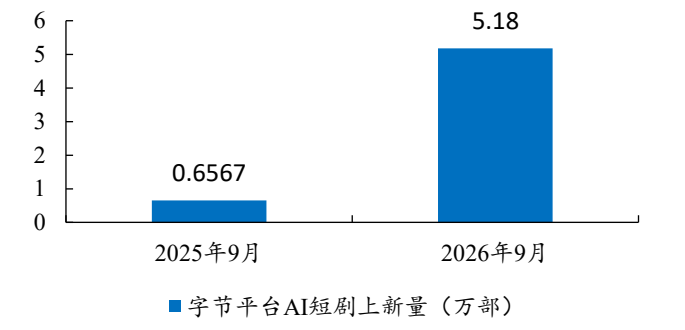
AI 短剧平台军备竞赛愈演愈烈，确权与分账监测成为刚需，阅博作为“卖水人”率先受益。行业端，红果短剧 2026 年 9 月 MAU 达 4.30 亿（同比+81.8%），绿泡泡短剧（腾讯微信官方小程序）2026 年 9 月 MAU 达 1.56 亿、10 月首周周活较 9 月首周+44.1%；快手喜番、爱奇艺、优酷、芒果、小红书全面加码，ReelShort、DramaBox 等出海平台矩阵成型。供给端增长更为直接：字节平台 2026 年 9 月 AI 短剧上新 5.18 万部（2025 年同期仅 6,567 部，接近 8 倍），新剧播放量超 2,000 亿次。落到公司层面，阅博作为红果独家版权服务商，AI 短剧版权监测服务季度数量环比+106%。确权效率即产品力，平台竞争越白热化，版权确权和流量分账监测越是刚需。

图5：红果短剧 2026 年 9 月 MAU 达 4.30 亿



数据来源：阅博集团业绩会 PPT、开源证券研究所

图6：字节平台 2026 年 9 月 AI 短剧上新 5.18 万部



数据来源：阅博集团业绩会 PPT、开源证券研究所

第二曲线成型：AI 影视工厂与版权大模型双线推进，向外收购合作、向内搭建全生态。产品端，一站式 AI 创作+IP 产业化平台 SeeBay 于 9 月 17 日上线，**两个月用户从 0 增长至 13 万+，用户创作作品 9.2 万件**，超创 300+成为核心 Token 付费用户，30 城合伙人计划铺开。资本与合作端，公司以 7,500 万港元对价收购安晴国际，完善创作者平台布局，并与蚂蚁数科（上海）签署协议联合共建版权大模型。生态端，公司搭建 AI 影视工厂三层架构：应用层（DreamMaker/Vobile MAX/SeeBay，覆盖剧本到成片的全流程创作、确权与全球分发变现）、模型层（开源私有化+渠道 API 双供给）、算力层（自有英伟达集群，并已与文莱签订 50MW 算力合作，锁定数据中心及电力资源）。

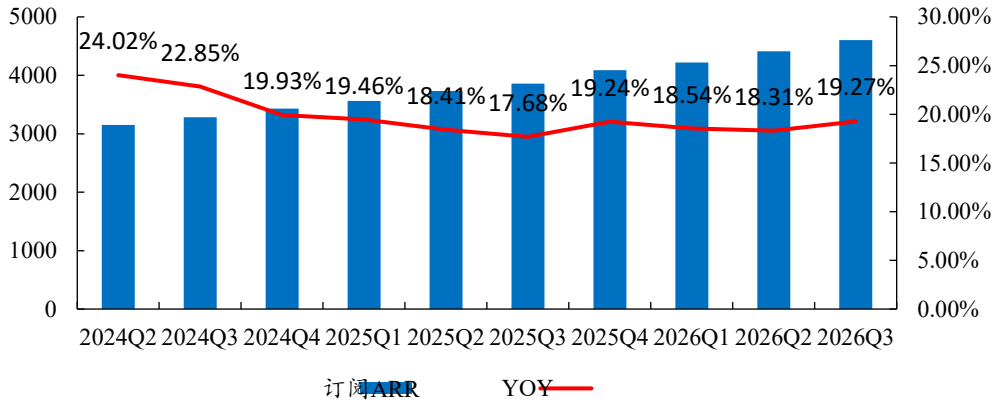
文莱算力中心按进度正常推进，政府支持力度大，锁定 AI 内容时代的算力卡位。文莱将该项目视为重要的国家数字工程，并提供土地、电力和金融服务支持。机房建设及供电配套仍需时间，计划于 2027 年落地首个 25 兆瓦，2028 年落地第二个 25 兆瓦，两年合计 50 兆瓦。

2、 金蝶国际：2026Q3 单季净新增 ARR 同增 46.9%，灵基驱动 AI 迈向业务执行

订阅业务稳步增长，AI 需求带动单季净新增 ARR 提速。根据公司第三季度业务发展公告，截至 2026 年 9 月 30 日，金蝶订阅服务年经常性收入（ARR）约 46.04 亿元，同比增长 19.3%；第三季度单季净新增 ARR 同比增长 46.9%，主要受益于 AI

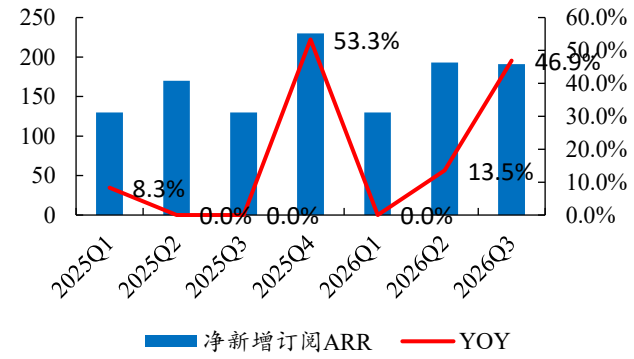
在企业管理场景的应用深化，带动客户对金蝶 AI 套件及灵基的需求增长。

图7：截至 2026Q3，金蝶订阅服务 ARR 达 46.04 亿元，同比增长 19.3%（单位：百万人民币）



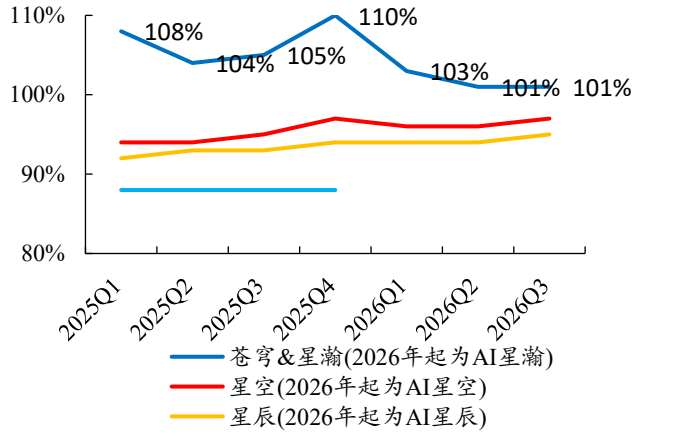
数据来源：金蝶国际公司公告、开源证券研究所

图8：金蝶 2026 年 Q3 净新增 ARR 为 1.91 亿元，同比增长 46.92%（单位：百万人民币）



数据来源：金蝶国际公司公告、开源证券研究所

图9：金蝶 NDR：AI 星瀚高处企稳，AI 星空与 AI 星辰逐年稳步上升



数据来源：金蝶国际公司公告、开源证券研究所

公司 AI 产品矩阵按企业规模形成清晰分层：大型及集团企业对应金蝶 AI 星瀚，成长型及中大型企业对应金蝶 AI 套件，小微企业对应金蝶 AI 星辰，实现全规模客户覆盖。同时，公司布局金蝶灵基智能体操作系统，并推出财务分析、合同审查等 30+场景智能体应用。围绕大中型企业 AI 转型、AI 原生 ERP 及全球化需求，公司产品与解决方案覆盖汽车及零配件、装备制造、电子高科技等八大行业。

灵基定位企业智能体操作系统，将业务数据与管理规则转化为可执行的企业上下文。企业 AI 进入核心业务流程，需要理解企业内部数据、组织关系及业务规则，并具备跨系统调用与执行能力。金蝶打造的灵基以企业级 AI 统一入口为定位，将业务数据、管理知识、组织记忆及业务规则转化为可治理、可复用的企业级上下文，

在人、业、财数据打通的基础上支持跨模块分析与执行。公司已有 ERP 及企业管理软件布局，有望为智能体提供业务场景、数据基础与执行入口，推动产品价值由信息查询向流程处理延伸。

表1：灵基智能体已在财务、采购及应用开发等场景落地

场景	主要功能	公司披露的应用效果
费用审核	自动审核费用单据	可释放 20%-30%的审单人力
银企对账	自动对账及差异调节	支持 7×24 小时运行
采购付款审核	三单匹配	处理时间由小时级缩短至分钟级
结账	自动化处理关账任务	关账效率提升 30%
应用开发	自然语言调用智能体开发系统	益客案例研发效率提升 65%以上，交付周期由数周缩短至数天

资料来源：金蝶公司公告

财务及供应链场景率先落地，应用开发进一步拓展企业 AI 使用范围。据公司披露，费用审核智能体可释放 20%-30%的审单人力；银企对账智能体支持 7×24 小时自动对账与差异调节；采购付款审核智能体将三单匹配处理时间由小时级缩短至分钟级；结账智能体推动关账效率提升 30%。上述场景具有规则明确、重复频次高、业务结果可衡量等特点，有利于企业验证 AI 投入效果。应用开发侧，益客集团基于灵基 Build，以自然语言调用多个智能体开发设备管理系统，研发效率提升 65%以上，交付周期由数周缩短至数天，灵基的应用范围正由标准业务流程向企业个性化应用开发延伸。

AI 原生产品签约规模扩大，后续关注合同转化及存量客户增购。2026 年前三季度，**公司 AI 原生产品累计签约合同金额达 10.02 亿元，**第三季度中标签约中国中车、长安汽车、中国光大集团、华住集团等客户。存量客户方面，截至 9 月末，**金蝶 AI 星瀚、金蝶 AI 星空及金蝶 AI 星辰净金额续费率分别为 101%/97%/95%**，大型企业产品存量客户收入保持小幅扩张，中小企业产品续费及增购仍有提升空间。随着智能体嵌入财务、采购及制造等核心流程，公司有望在既有订阅客户基础上拓展 AI 产品增购，扩大单客户服务价值。后续重点关注 AI 签约合同向收入及 ARR 的转化、智能体上线后的持续使用情况，以及交付与运算成本对盈利能力的影响。

3、 小米集团：汽车月交付突破 5 万，手机 ASP 走高但盈利承压

2.1 小米汽车：10 月交付创年内新高，出海窗口在 2027 年下半年

小米汽车 10 月交付超 5 万辆创年内新高，关注新品放量及四季度盈利改善。产品端，澎程系列 9 月正式上市，首月交付超 1 万辆，SU7、YU7 及澎程三线产品矩阵逐步成型，为后续交付增长提供支撑。三季度整体交付预计超 10 万辆，随着澎程交付放量、规模效应释放及主业边际改善，公司业绩有望迎来改善。

小米出海的节奏已经明确。公司于 9 月 3 日宣布将于 2027 年进入欧洲市场，德国为首站，2028 年上半年进入右舵车市场。渠道方面，公司在 IFA 期间与八家德国

头部经销商集团签署合作备忘录，并依托慕尼黑研发中心推进本地化.

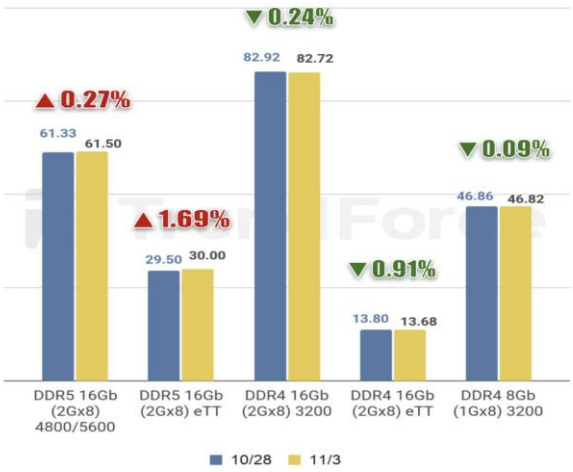
2.2 小米手机：ASP 创历史新高，出货与收入承压

行业层面，量价背离已成趋势。Counterpoint 数据显示，3Q26 全球智能手机 ASP 为 442 美元，同比增长 27%，创单季历史新高；出货量同比下降 19%，营收同比仅增长 3%。

小米同样呈现量跌价升，营收与毛利率承压。2Q26 小米智能手机出货量 3,120 万台，同比下降 26.4%，仍排名全球第三（连续多个季度位列前三）。公司将下滑归因于产品矩阵优化、中低端出货减少，以及核心零部件涨价导致的全球需求疲软。同期 ASP 由 1,074 元升至 1,351.0 元，同比增长 25.9%，国内 3,000 元及以上机型销量占比升至 32.1%，创历史新高。量价相抵后，手机收入 421 亿元，同比下降 7.5%。ASP 上行并非需求改善所致，背后是存储成本上行。 2Q26 公司手机业务毛利率为 8.5%，同比下降 2.9 个百分点，公司归因于核心零部件价格上涨；手机×AIoT 分部毛利率为 20%，同比下降 1.6 个百分点。

手机厂商的采购成本则主要由合约价决定，仍未回落，但现货价格已有松动。TrendForce 9 月 30 日预计 4Q26 通用 DRAM 合约价环比上涨 10%—15%，涨幅较前一季度放缓。移动 DRAM 方面，涨势收敛，但手机端配额依旧吃紧。存储占手机 BOM 成本的比例，已从原来的 10%-15%攀升至 30%-40%。现货降温要传导到手机厂商的采购成本，仍需合约价重新谈判。根据 TrendForce，2026/11/3 当周 DDR4 现货价格出现小幅下跌。

图10：DDR5/DDR4 现货价格周度变动（美元，10 月 28 日和 11 月 3 日）



资料来源：TrendForce

4、 美护：行业增速放缓，美妆盈利能力承压

4.1、 美妆板块：抖音增速放缓，外资高端表现亮眼

2026 年美妆板块线上低速稳健增长，抖音渠道增速放缓。2026Q1-Q3 美护线上渠道微增，线上主流电商平台（淘天、抖音、京东）GMV 合计 3822 亿元，yoy+3.8%，抖音平台增速进一步放缓至 11.6%，天猫平台 GMV 同比增长 3.7%，相较 2025 年 10%左右负增长目前有所恢复。**分品类看：2026Q1-Q3** 彩妆香水、美发护发销售额增长 9.6%/14.9%，好于护肤、美容仪器类销售额 yoy-0.18%/-1.6%，主要受益抖音渠道相关细分类目增长红利以及产品升级。

图11：2026 年美妆板块线上低速稳健增长，抖音渠道增速放缓

2026年1-9月主流电商美妆GMV

平台	销售额	商品均价	销售额同比
淘宝+天猫+京东+抖音	3822.13亿	82.2	3.80%
抖音	2180.33亿	73.56	11.63%
天猫	977.47亿	114.6	3.74%
京东	350.08亿	111.95	-14.71%
淘宝	314.26亿	60.45	-16.53%

资料来源：化妆品观察 品观公众号、开源证券研究所

图12：2026 年 1-9 月彩妆香水、美发护发等板块增速好于护肤、美容仪器类

2026年1-9月主流电商美妆各二级类目GMV

类目	销售额	商品均价	市场份额	销售额同比
美容护肤/美体/精油	2251.50亿	106.45	58.91%	-0.18%
彩妆/香水/美妆工具	931.25亿	54.88	24.36%	9.57%
美发护发/假发	499.24亿	66.71	13.06%	14.91%
美容美体仪器	140.13亿	157.25	3.67%	-1.55%

资料来源：化妆品观察 品观公众号、开源证券研究所

从品牌端看，头部品牌整体增速优于大盘，外资高端表现较为亮眼。从整体美妆赛道看：据化妆品观察 品观公众号数据，2026Q1-Q3 主流电商美妆 TOP20 整体 GMV793 亿元，yoy+11.7%，高于大盘 3.8%增速，前三名均为外资，TOP10 除欧莱雅、珀莱雅、韩束外均为高端外资，且均为双位数以上增长，如雅诗兰黛 yoy+30.2%，兰蔻 yoy+12.75%，海蓝之谜 yoy+14.15%，SK-II yoy+24.88%，YSL yoy+34.19%，赫莲娜 yoy+18.97%，修丽可 yoy+56%。护肤赛道也呈现一致趋势，是高端外资心智占领最坚实的赛道。**彩妆赛道：**圣罗兰龙头地位稳固，部分国货表现较为亮眼，2026 年 1-9 月毛戈平、卡姿兰、蒂洛薇、花知晓分别同比增长 48.6%/19.5%/63.6%/55.1%，位列 TOP2-5。**美发护发赛道：**赛道升级趋势明显，高端品牌卡诗销售额位列第一，中高端品牌 off&relax、薇姿也保持较高增速。

图13：头部品牌整体增速优于大盘，外资高端表现较为亮眼



2026年1-9月主流电商美妆TOP20

排名	品牌名称	销售额	商品均价	销售额同比
1	l'oreal/欧莱雅	72.37亿	116.68	-1.86%
2	estee lauder/雅诗兰黛	68.15亿	477.38	30.24%
3	lancome/兰蔻	61.59亿	356.01	12.75%
4	proya/珀莱雅	54.37亿	186.54	-7.57%
5	la mer/海蓝之谜	48.53亿	1082.03	14.15%
6	kans/韩束	48.22亿	82.78	-26.82%
7	sk-ii	44.59亿	857.90	24.88%
8	ysl/圣罗兰	43.28亿	392.42	31.49%
9	hr/赫莲娜	41.52亿	899.94	18.97%
10	skinceuticals/修丽可	34.82亿	466.28	56.00%
11	chando/自然堂	33.61亿	111.18	15.01%
12	maogeping/毛戈平	32.49亿	221.65	40.73%
13	谷雨/GUYU	31.27亿	167.13	27.01%
14	clarins/娇韵诗	29.09亿	515.27	16.48%
15	mistine/蜜丝婷	26.38亿	89.16	47.20%
16	olay/玉兰油	26.27亿	194.70	-17.35%
17	cpb/肌肤之钥	25.69亿	383.36	15.63%
18	winona/薇诺娜	24.99亿	118.23	12.52%
19	pechoin/百雀羚	24.43亿	113.32	12.41%
20	kerastase/卡诗	21.62亿	216.06	17.02%

数据来自第三方，仅供参考　化妆品观察

2026年1-9月主流电商彩妆/香水/美妆工具TOP20

排名	品牌名称	销售额	商品均价	销售额同比
1	ysl/圣罗兰	34.22亿	359.22	24.94%
2	maogeping/毛戈平	24.55亿	213.35	48.59%
3	carslan/卡姿兰	18.50亿	92.64	19.52%
4	蒂洛薇	17.82亿	134.98	63.61%
5	花知晓	15.53亿	142.89	55.13%
6	pramy/柏瑞美	14.42亿	56.75	59.37%
7	dior/迪奥	14.08亿	308.08	7.11%
8	chanel/香奈儿	13.47亿	337.92	2.56%
9	cpb/肌肤之钥	12.50亿	406.65	7.86%
10	babi	12.14亿	81.15	63.68%
11	nars/娜斯	12.01亿	179.65	14.01%
12	estee lauder/雅诗兰黛	11.87亿	218.96	8.66%
13	lancome/兰蔻	10.94亿	213.87	0.31%
14	花西子	10.79亿	157.88	-22.95%
15	三资堂	10.73亿	53.72	29.10%
16	dpdp	10.56亿	53.91	115.31%
17	giorgio armani/阿玛尼	10.49亿	130.34	3.49%
18	mac/魅可	9.88亿	166.09	5.63%
19	judydoll/橘朵	9.46亿	48.74	-0.75%
20	3ce/三熹玉	9.43亿	107.50	-2.88%

数据来自第三方，仅供参考　化妆品观察

2026年1-9月主流电商美容护肤/美体/精油TOP20

排名	品牌名称	销售额	商品均价	销售额同比
1	estee lauder/雅诗兰黛	56.28亿	635.86	35.91%
2	l'oreal/欧莱雅	55.32亿	139.45	-1.79%
3	proya/珀莱雅	54.17亿	187.12	-7.51%
4	lancome/兰蔻	50.65亿	415.73	15.85%
5	la mer/海蓝之谜	48.00亿	1098.51	13.86%
6	sk-ii	44.57亿	860.70	24.84%
7	kans/韩束	42.81亿	85.23	-33.03%
8	hr/赫莲娜	41.49亿	902.25	19.13%
9	skinceuticals/修丽可	34.81亿	466.70	56.01%
10	chando/自然堂	31.40亿	119.56	11.39%
11	谷雨/GUYU	31.23亿	167.55	26.84%
12	clarins/娇韵诗	28.13亿	527.97	14.77%
13	olay/玉兰油	26.26亿	194.82	-17.33%
14	winona/薇诺娜	24.98亿	118.27	12.89%
15	pechoin/百雀羚	23.08亿	114.42	6.91%
16	可复美	21.30亿	172.16	-2.19%
17	shiseido/资生堂	19.77亿	234.22	-4.38%
18	mistine/蜜丝婷	18.33亿	90.94	49.62%
19	kiehl's/科颜氏	18.25亿	177.63	4.51%
20	hbn	17.99亿	209.94	-2.92%

数据来自第三方，仅供参考　化妆品观察

2026年1-9月主流电商美发护发/假发TOP20

排名	品牌名称	销售额	商品均价	销售额同比
1	kerastase/卡诗	21.57亿	217.42	17.09%
2	l'oreal/欧莱雅	12.34亿	64.03	6.81%
3	潘婷/Pantene	12.08亿	54.33	12.70%
4	海飞丝	10.03亿	70.69	-3.00%
5	schwarzkopf/施华蔻	9.09亿	64.82	4.41%
6	spes/诗蒂丝	8.04亿	69.46	63.56%
7	off&relax	7.51亿	120.58	61.21%
8	okcs	6.34亿	54.72	55.76%
9	逸针	6.24亿	437.55	29.36%
10	clear/清扬	5.77亿	53.34	9.24%
11	康王	5.22亿	134.79	119.57%
12	kans/韩束	4.61亿	70.12	199.29%
13	little dream garden/半亩花田	4.19亿	66.19	6.17%
14	vichy/薇姿	3.93亿	93.30	40.30%
15	维特丝	3.92亿	45.02	-11.71%
16	rene furterer/馥绿德雅	3.91亿	167.17	-2.38%
17	理然	3.90亿	65.15	62.03%
18	长发小寨	3.63亿	112.57	37.46%
19	VS/沙宣	3.46亿	60.85	0.50%
20	白云山	3.36亿	50.67	109.29%

数据来自第三方，仅供参考　化妆品观察

资料来源：化妆品观察 品观公众号

4.2、 2026Q3 美护财报总结：收入稳健增长，整体销售费用率增长，利润承压

2026Q1-Q3 美容护理板块收入稳健增长，利润承压，个护板块保持高增。2026Q1-Q3 美容护理板块整体收入 493.6 亿元/yoy+8.3%，归母净利润 57.3 亿元/yoy-9.6%，扣非归母净利 43.8 亿元/yoy-9%。2026Q3 美容护理板块收入/归母净利/扣非归母净利 yoy+10%/-35%/-27%。个护板块整体收入利润表现较好，2026Q1-Q3 收入/归母净利/扣非归母净利 yoy+37%/+57%/+69%，主要系个护板块产品升级和创新，积极拓展产品矩阵带动收入增长，毛利率提升明显。如若羽臣、拉芳家化利润增长超过收入，登康口腔收入利润均稳步增长。美妆板块珀莱雅并表花知晓对收入提振较大，美妆板块扣非表现弱于归母净利，主要系珀莱雅、上海家化投资收益等非经损益增厚利润。医美板块上游受供给增加，竞争加剧影响，盈利能力有所承压，朗姿股份作为下游医美机构端受益于上游产品降价带来的利润空间改善。此外港股毛戈平发布 Q3 经营公告，公司 2026Q3 营业收入、净利润同比均+22%-24%，在行业整体承压背景下，高端品牌全渠道布局经营韧性凸显。**受益标的：毛戈平。**

美妆板块整体销售费用率上行，盈利能力明显承压，高端品牌经营韧性凸显。2026Q1-Q3 整体美容护理板块毛利率端保持稳健，销售费用率 41.7%/yoy+2.2%。美妆板块销售费用率 44.4%/yoy+2.2%，珀莱雅、丸美生物、水羊股份、福瑞达销售费用率均出现明显上行，扣非净利率有所承压。我们认为平台渠道红利弱化，以及国际大牌加大促销和渠道资源投入，对本土品牌形成竞争压力，国货费用投放基准提升，持续侵蚀品牌利润。上海家化、华熙生物在低基数下实现改善。

图14：2026Q1-Q3 美容护理板块收入稳健增长，利润承压

	2026Q1-Q3						2026Q3					
	收入（亿元）	收入yoy	归母净利润（亿元）	归母净利yoy	扣非归母净利（亿元）	扣非归母净利yoy	收入（亿元）	收入yoy	归母净利润（亿元）	归母净利yoy	扣非归母净利（亿元）	扣非归母净利yoy
美妆合计	**348.4**	**5%**	**38.6**	**15%**	**26.1**	**-7%**	**106.1**	**11%**	**8.8**	**5%**	**3.9**	**-33%**
珀莱雅	76.3	7%	12.6	22%	7.4	-26%	22.5	34%	0.9	-61%	0.8	-65%
上海家化	53.6	8%	8.1	99%	3.8	63%	15.7	6%	4.3	205%	0.2	157%
水羊股份	36.7	8%	1.0	-26%	1.0	-25%	11.6	27%	0.1	9%	0.2	49%
贝泰妮	36.4	5%	3.1	14%	2.2	21%	10.5	-4%	0.2	-29%	-0.2	-2119%
福瑞达	27.7	7%	1.1	-22%	1.1	-19%	8.7	7%	0.3	-13%	0.3	14%
华熙生物	26.0	-18%	1.9	-26%	1.6	-13%	8.4	-7%	0.3	6%	0.3	165%
敷尔佳	17.7	36%	3.6	11%	2.6	1%	6.1	41%	1.1	11%	0.9	2%
丸美生物	22.3	-9%	1.4	-44%	0.7	-66%	5.7	-18%	-0.2	-126%	-0.4	-184%
润本股份	14.1	14%	3.0	13%	2.9	16%	3.5	3%	0.7	-4%	0.7	-0%
科思股份	13.5	21%	0.9	18%	0.8	30%	4.6	16%	0.3	164%	0.3	275%
诺斯贝尔	18.2	17%	1.1	-3%	1.1	44%	7.1	16%	0.5	-39%	0.5	4%
壹网壹创	6.0	-22%	0.9	-6%	0.9	-6%	1.7	-27%	0.3	-7%	0.3	-5%
医美合计	**75.2**	**1%**	**13.5**	**-49%**	**12.9**	**-25%**	**23.4**	**-8%**	**3.6**	**-70%**	**3.0**	**-35%**
锦波生物	10.7	-18%	3.5	-38%	3.2	-42%	3.1	-28%	0.7	-59%	0.5	-69%
爱美客	17.4	-6%	7.9	-28%	7.0	-26%	5.3	-5%	2.0	-35%	1.7	-33%
朗姿股份	47.1	9%	2.0	-79%	2.6	52%	15.0	-3%	0.9	-87%	0.8	114%
个护合计	**70.0**	**37%**	**5.2**	**57%**	**4.9**	**69%**	**24.4**	**34%**	**1.6**	**33%**	**1.5**	**43%**
若羽臣	35.2	65%	2.3	121%	2.2	121%	12.3	52%	0.6	97%	0.7	105%
拉芳家化	6.9	11%	0.5	290%	0.4	869%	2.5	17%	0.1	91%	0.1	169%
倍加洁	13.6	22%	0.8	-2%	0.7	3%	4.9	21%	0.3	-17%	0.3	-13%
登康口腔	14.3	16%	1.6	18%	1.5	32%	4.6	20%	0.6	17%	0.5	33%
美容护理合计	**493.6**	**8.3%**	**57.3**	**-9.6%**	**43.8**	**-9%**	**153.8**	**10%**	**14.1**	**-35%**	**8.4**	**-27%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2026Q1-Q3 板块销售费用率呈上行趋势

	销售费用率			毛利率			净利率			扣非净利率		
	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	YOY	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	YOY	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	YOY	2025Q1-Q3	2026Q1-Q3	YOY
美妆合计	**42.2%**	**44.4%**	**2.2%**	**64.0%**	**64.2%**	**0.2%**	**10.3%**	**11.3%**	**1.0%**	**8.5%**	**7.5%**	**-1.0%**
珀莱雅	50.1%	53.2%	**3.1%**	73.5%	73.0%	**-0.5%**	15.0%	17.2%	**2.2%**	14.2%	9.7%	**-4.4%**
上海家化	45.7%	48.3%	**2.7%**	62.8%	65.3%	**2.5%**	8.2%	15.0%	**6.9%**	4.7%	7.0%	**2.4%**
水羊股份	50.5%	54.3%	**3.9%**	66.0%	68.3%	**2.2%**	4.0%	2.8%	**-1.2%**	3.8%	2.7%	**-1.1%**
贝泰妮	53.1%	53.6%	**0.5%**	74.3%	74.6%	**0.3%**	8.0%	8.3%	**0.3%**	5.3%	6.1%	**0.8%**
福瑞达	36.4%	42.2%	**5.8%**	51.5%	56.0%	**4.5%**	6.9%	5.1%	**-1.7%**	5.0%	3.8%	**-1.2%**
华熙生物	35.3%	33.4%	**-2.0%**	70.7%	66.5%	**-4.2%**	8.0%	7.2%	**-0.8%**	5.9%	6.2%	**0.3%**
敷尔佳	47.9%	50.2%	**2.3%**	81.1%	76.9%	**-4.2%**	25.1%	20.5%	**-4.6%**	19.6%	14.5%	**-5.1%**
丸美生物	57.7%	61.6%	**3.8%**	74.8%	73.3%	**-1.5%**	10.1%	6.5%	**-3.6%**	8.7%	3.2%	**-5.5%**
润本股份	29.9%	32.1%	**2.1%**	58.3%	60.6%	**2.4%**	21.5%	21.3%	**-0.2%**	20.3%	20.7%	**0.4%**
科思股份	2.0%	1.8%	**-0.2%**	29.6%	28.4%	**-1.2%**	6.6%	6.3%	**-0.3%**	5.7%	6.1%	**0.4%**
诺斯贝尔	2.1%	2.7%	**0.6%**	19.2%	19.7%	**0.5%**	6.9%	5.7%	**-1.2%**	4.9%	6.0%	**1.1%**
壹网壹创	10.4%	8.6%	**-1.7%**	30.0%	33.5%	**3.5%**	12.9%	15.4%	**2.5%**	12.6%	15.1%	**2.5%**
医美合计	**30.7%**	**33.3%**	**2.6%**	**73.1%**	**72.0%**	**-1.1%**	**36.1%**	**18.8%**	**-17.4%**	**23.0%**	**17.1%**	**-5.9%**
锦波生物	22.7%	26.1%	**3.4%**	90.6%	83.7%	**-6.9%**	44.3%	33.1%	**-11.2%**	43.9%	30.3%	**-13.7%**
爱美客	12.6%	19.6%	**7.0%**	93.3%	92.2%	**-1.1%**	60.1%	45.9%	**-14.2%**	53.0%	40.2%	**-12.8%**
朗姿股份	40.8%	40.1%	**-0.7%**	59.3%	61.9%	**2.5%**	23.5%	5.4%	**-18.1%**	4.0%	5.5%	**1.6%**
个护合计	**34.7%**	**37.3%**	**2.6%**	**48.2%**	**53.5%**	**5.3%**	**6.6%**	**7.5%**	**1.0%**	**5.7%**	**7.0%**	**1.3%**
若羽臣	49.0%	51.5%	**2.5%**	58.4%	65.7%	**7.3%**	4.9%	6.6%	**1.7%**	4.8%	6.4%	**1.6%**
拉芳家化	36.0%	31.9%	**-4.1%**	48.5%	50.4%	**1.9%**	2.0%	7.1%	**5.1%**	0.7%	6.0%	**5.3%**
倍加洁	8.7%	7.5%	**-1.2%**	26.3%	24.6%	**0.1%**	7.4%	6.3%	**-2.2%**	6.4%	5.4%	**-1.0%**
登康口腔	33.0%	33.5%	**0.4%**	50.5%	52.6%	**0.0%**	11.1%	11.3%	**0.0%**	9.0%	10.3%	**1.3%**
美容护理合计	**39.5%**	**41.7%**	**2.2%**	**63.7%**	**63.9%**	**0.1%**	**14.1%**	**11.9%**	**1.5%**	**10.5%**	**8.9%**	**-1.7%**

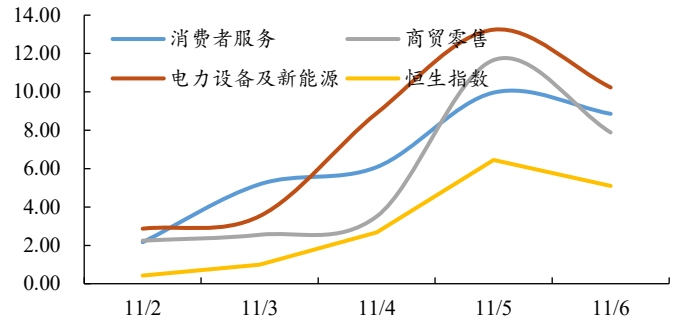
数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 行业行情回顾：本周商贸零售、消费者服务、电力设备及新能源均跑赢大盘

5.1、 港股行业跟踪：本周电力设备及新能源涨幅较前

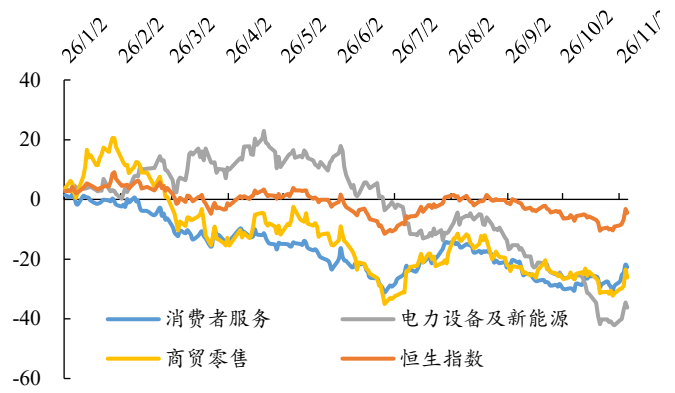
本周（2026.11.2-2026.11.6）港股商贸零售/消费者服务/电力设备及新能源指数+7.88%/+8.86%/+10.23%，较恒生指数涨跌幅+2.79/+3.76/+5.13pct，在 30 个一级行业中排名第 4/3/1；2026 年初至今（截至 11 月 6 日）商贸零售/消费者服务/电力设备及新能源行业指数-26.11%/-22.67%/-36.25%，均弱于恒生指数（-4.48%），在 30 个一级行业中排名第 24/20/30。

图16：本周（2026.11.2-2026.11.6）港股商贸零售、消费者服务、电力设备及新能源均跑赢恒生指数（%）



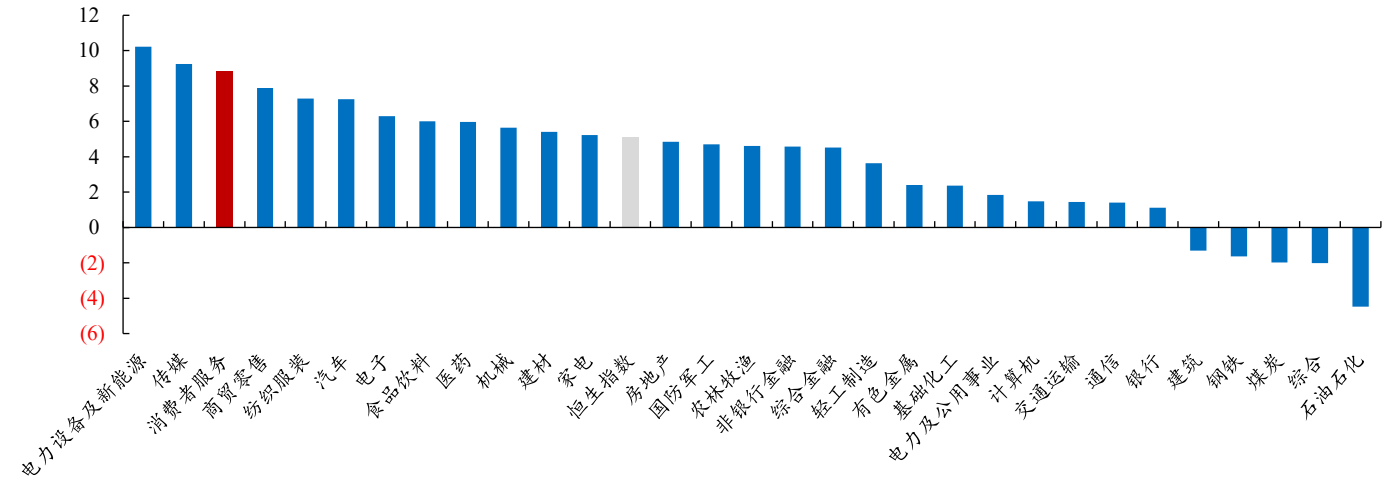
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2026 年初至今三大板块走势均弱于恒生指数（截至 11 月 6 日，%）



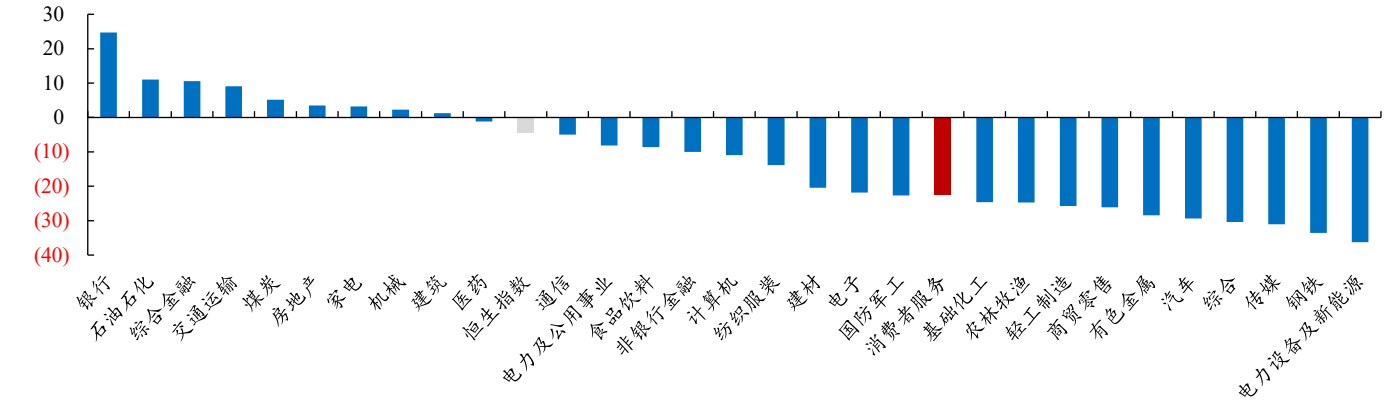
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：本周（2026.11.2-2026.11.6）电力设备及新能源、传媒、消费者服务表现较强（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2026 年初至今港股银行、石油石化、综合金融板块涨幅靠前（截至 11 月 6 日，%）

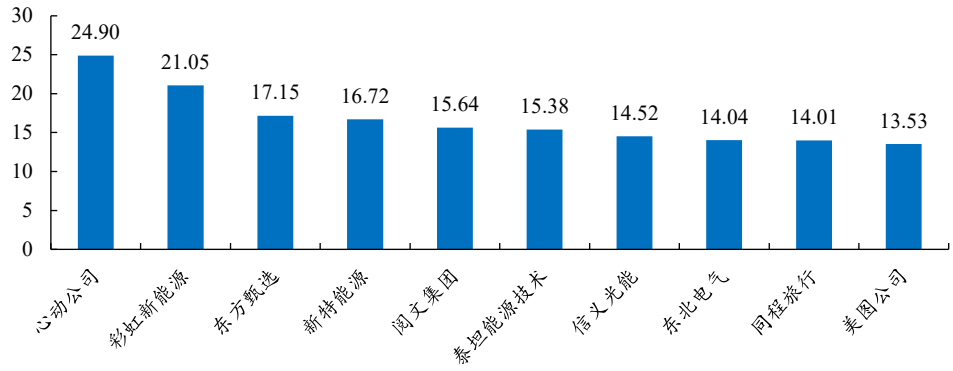


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、 港股制造消费标的表现：本周（2026.11.2-2026.11.6）心动公司、彩虹新能源、东方甄选领涨

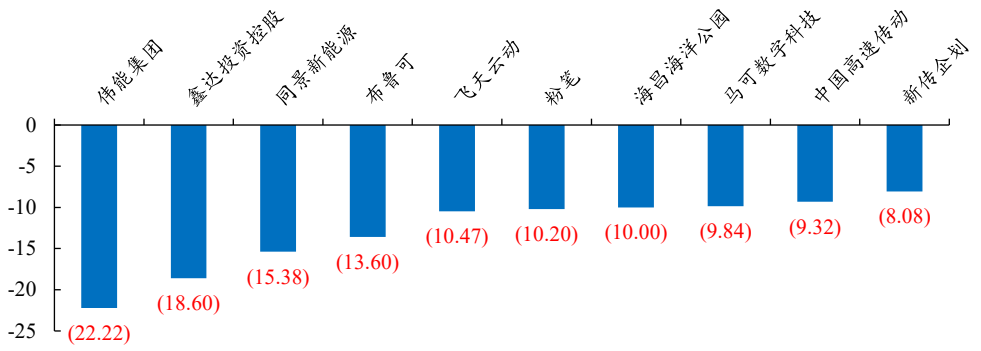
本周（2026.11.2-2026.11.6）港股制造消费标的中，涨幅前三名分别为心动公司、彩虹新能源、东方甄选，分别上涨 24.90%、21.05%、17.15%；跌幅前三名分别为伟能集团、鑫达投资控股、同景新能源，分别下跌 22.22%、18.60%、15.38%。

图20：本周（2026.11.2-2026.11.6）心动公司、彩虹新能源、东方甄选领涨（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：本周（2026.11.2-2026.11.6）伟能集团、鑫达投资控股、同景新能源跌幅较大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：盈利预测与估值

代码	公司名称	2026/11/6	EPS			PE			评级
		收盘价	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
1318.HK	毛戈平	53.65	3.24		5.01	14.2	11.4	9.2	买入
2367.HK	巨子生物	20.66	1.83	2.04	2.28	9.7	8.7	7.8	买入
2145.HK	上美股份	24.08	3.44	4.08	4.80	6.0	5.1	4.3	买入
2097.HK	蜜雪集团	181.80	17.17	20.01	22.49	9.1	7.8	6.9	增持
1364.HK	古茗	23.74	1.37	1.64	1.91	14.8	12.4	10.7	未评级
0325.HK	布鲁可	49.42	6.09	7.99	——	7.0	5.3	——	买入
300896.SZ	爱美客	90.33	5.01	5.64	6.17	18.0	16.0	14.7	买入
920982.BJ	锦波生物	150.59	10.02	12.58	——	15.0	12.0	——	买入
601888.SH	中国中免	54.22	2.26	2.63	3.01	24.0	20.6	18.0	未评级
0780.HK	同程旅行	11.27	1.29	1.48	1.68	7.5	6.5	5.8	未评级
603099.SH	长白山	37.76	0.59	0.72	0.79	63.5	52.3	47.9	买入
001308.SZ	康冠科技	20.94	1.06	1.34	1.61	19.7	15.7	13.0	买入
300856.SZ	科思股份	10.61	0.34	0.46	0.61	31.5	23.0	17.4	买入
300740.SZ	水羊股份	16.19	0.72	0.97	——	22.4	16.6	——	买入
603081.SH	大丰实业	10.71	0.50	0.65	——	21.4	16.5	——	买入
603059.SH	倍加洁	22.21	1.40	1.77	2.23	15.9	12.5	9.9	未评级
9961.HK	携程集团-S	350.40	12.06	22.01	25.03	24.9	13.6	12.0	未评级
0667.HK	中国东方教育	4.17	0.42	0.50	0.58	9.9	8.4	7.2	未评级
9699.HK	顺丰同城	8.04	0.58	0.75	0.99	11.9	9.2	7.0	未评级
3690.HK	美团	80.40	-0.95	3.37	5.78	-72.8	20.4	11.9	未评级
EDU.N	新东方	54.99	0.00	0.40	0.47	——	20.7	17.3	未评级
TAL.N	好未来	10.16	0.25	0.40	0.55	41.3	25.7	18.5	买入
0999.HK	小菜园	7.80	0.51	0.60	0.70	13.2	11.1	9.6	未评级
9992.HK	泡泡玛特	141.90	11.20	12.98	14.55	10.9	9.4	8.4	买入
6831.HK	绿茶集团	3.87	0.90	1.13	1.38	3.7	2.9	2.4	未评级
2517.HK	锅圈	1.25	0.23	0.30	0.38	4.7	3.6	2.8	买入
0669.HK	创科实业	142.60	0.78	0.91	1.02	157.1	134.8	119.5	买入

1209.HK	华润万象生活	41.64	1.91	2.08	2.26	18.7	17.1	15.8	买入
1972.HK	太古地产	26.36	0.75	0.95	1.10	30.2	23.7	20.5	买入
0016.HK	新鸿基地产	117.70	0.00	8.24	8.64	——	12.2	11.7	未评级
RERE.N	万物新生	29.89	4.17	5.76	7.51	10.8	7.8	6.0	买入
3393.HK	威胜控股	10.84	1.24	1.55	1.84	7.5	6.0	5.0	未评级
1651.HK	津上机床中国	34.52	2.97	3.74	4.35	10.0	7.9	6.8	未评级

资料来源：开源证券研究所数据来源：Wind、Bloomberg、开源证券研究所（除长白山、康冠科技、科思股份、康冠科技、华熙生物、大丰实业、水羊股份、好未来、爱美客、锦波生物、美团、泡泡玛特、布鲁可、蜜雪集团、锅圈、创科实业、华润万象生活为开源证券研究所预测，其余公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期。以上港股上市公司计价货币为港元，EPS 为人民币，2026 年 11 月 6 日港币兑人民币收盘价 0.85712；美股上市公司收盘价和 EPS 计价货币为美元，2026 年 11 月 6 日美元兑人民币收盘价 6.71680）
本表按所提供 Excel 的盈利预测页同步，PE 沿用原表口径；原表除零错误以“——”列示。

6、 风险提示

项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

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。

分析师声明

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A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 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。		

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

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