美容护理

2026 年 11 月 09 日

投资评级：看好（维持）

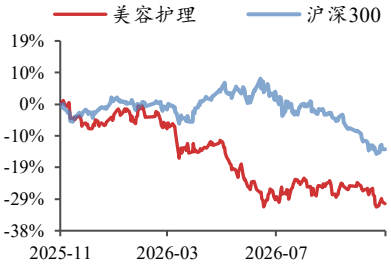
医美化妆品 10 月月报：2026Q3 化妆品收入增长提速，医美上下游分化，聚焦盈利改善

——行业点评报告

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

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《医美化妆品 8 月月报：2026H1 化妆品收入稳健增长、医美利润仍承压，板块结构性分化加剧—行业点评报告》-2026.9.10

《医美化妆品 7 月月报：医美产品端获批加速，机构端景气度回暖，业绩预告医美机构增长亮眼—行业点评报告》-2026.8.8

《医美化妆品 6 月月报：巨子生物医美矩阵加速扩张，高端线及功效护肤双轮驱动助力 618 美妆稳健增长—行业点评报告》-2026.7.3

● **板块行情回顾**

医美（选取 13 家上市公司）：10 月个股涨幅靠前的为朗姿股份（+2.6%）、雍禾医疗（+1.9%）、普门科技（+0.3%）；**化妆品**（选取 20 家上市公司）：8 月个股涨幅靠前为毛戈平（+7.3%）、上美股份（+4.9%）。

● **医美：2026 Q3 上游业绩仍承压，下游头部机构盈利改善趋势延续**

A 股上市公司 2026 年三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 2026Q3 医美板块 3 家样本公司整体实现营收 23.2 亿元（同比-8.6%，下同）、扣非归母净利润 3.0 亿元（-34.8%）。整体来看，2026Q3 医美板块收入及利润均有所下滑，上下游经营表现持续分化。上游爱美客、锦波生物受产品竞争加剧、价格调整及费用投入影响，业绩阶段性承压；下游朗姿股份 2026Q3 扣非利润同比+114%，主营盈利改善趋势延续。随着上游产品供给持续扩容，头部连锁机构采购议价能力提升，叠加精细化运营，盈利改善逻辑逐步兑现。

● **化妆品：2026Q3 收入增长提速，利润端仍承压、品牌分化进一步加剧**

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 2026Q3 整体实现营收 103.5 亿元（同比+14.7%，下同）、扣非归母净利润 3.7 亿元（-33.4%）。整体来看，2026Q3 化妆品板块收入增长提速，但利润端有所承压，品牌间分化进一步加剧。从个股表现看，若羽臣受益于自有品牌放量及运营提效，收入利润延续高增；水羊股份收入增长提速、扣非利润改善，福瑞达化妆品业务保持较快增长；珀莱雅受益于成长品牌扩张及花知晓并表，收入增长明显提速，但主品牌调整及营销投入增加影响短期盈利；部分公司仍处于品牌及渠道调整阶段，业绩表现相对偏弱。此外，港股毛戈平 2026Q3 收入、净利润均同比增长 22%-24%，高端国货品牌成长韧性凸显。整体来看，行业增长进一步向优势品牌及细分赛道集中，但收入增长向利润端的传导存在差异，具备产品创新、品牌运营及费用管控能力的国货美妆公司表现相对更优。

● **投资建议：看好“产品创新+运营提效”主线下的高景气赛道优质公司**

（1）医美：看好具备差异化产品与商业化优势的上游厂商及整合提效、盈利改善的下游合规连锁机构，重点推荐朗姿股份（医美机构降本提效、盈利改善持续兑现）、美丽田园医疗健康、爱美客等，受益标的锦波生物、四环医药等；**（2）化妆品：**看好深化功效布局、推动高端扩品及拓展个护新场景的国货品牌，重点推荐毛戈平（妆前产品家族扩容、芍药新品打开高端护肤空间）、若羽臣（绽家香氛品类拓展、斐萃新品矩阵扩容）、珀莱雅（大单品迭代，成长品牌持续放量）、巨子生物、贝泰妮、润本股份、福瑞达等，受益标的敷尔佳、林清轩等。

● **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：2026Q3 上游仍承压，下游机构盈利改善趋势延续 6
3、 化妆品：2026Q3 收入增长提速，利润承压，品牌分化加剧 7
4、 投资观点：关注“产品创新+运营提效”主线下的优质公司 9
5、 风险提示 10

图表目录

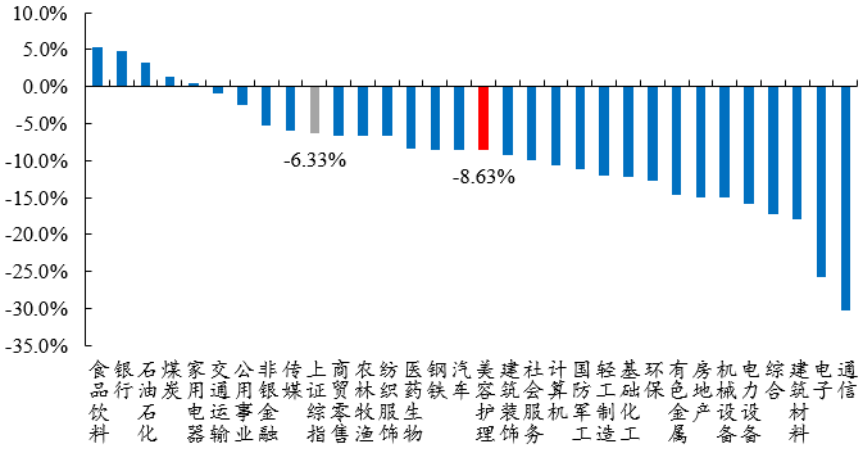
图 1： 10 月美容护理指数表现位列第 16 位 3
图 2： 2026 年 10 月美容护理指数下跌 8.63% 3
图 3： 2026 年 1-10 月美容护理指数累计下跌 27.18% 3
图 4： 10 月朗姿股份、雍禾医疗、普门科技在医美板块涨幅居前 4
图 5： 2026 年 1-10 月，雍禾医疗在医美板块涨幅居前 4
图 6： 10 月毛戈平、上美股份在化妆品板块涨幅居前 5
图 7： 2026 年 1-10 月，林清轩在化妆品板块中表现相对较好 5
图 8： 2026Q3 医美板块收入端持续下行 6
图 9： 2026Q3 医美板块利润端承压明显 6
图 10： 朗姿 LANCY 举办“她向無限·启元“品牌大秀 6
图 11： 锦波生物合成生物技术造出人源化胶原蛋白 6
图 12： 2026Q3 化妆品板块收入端增长提速 7
图 13： 2026Q3 化妆品板块利润端有所承压 7
图 14： 毛戈平上新御能芍妍金曜护肤系列 7
图 15： 毛戈平发布闻道东方慕绒浮香香氛系列新品 7
图 16： 珀莱雅旗下品牌彩棠发布“草木染秋”限定系列 8
图 17： 若羽臣旗下斐萃 S-雌马酚斩获绿橄榄奖 8

表 1： 重点推荐朗姿股份、毛戈平、若羽臣、珀莱雅、巨子生物、润本股份等 9

1、 行情回顾

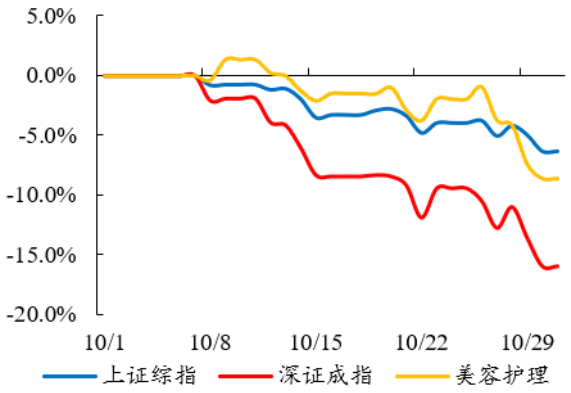
10 月美容护理指数下跌 8.63%，位列第 16 位。美容护理指数 10 月报收 3186.47 点，跌幅为 8.63%，在所有一级行业中位列第 16 位，表现弱于大盘（10 月上证综指下跌 6.33%）。

图1：10 月美容护理指数表现位列第 16 位



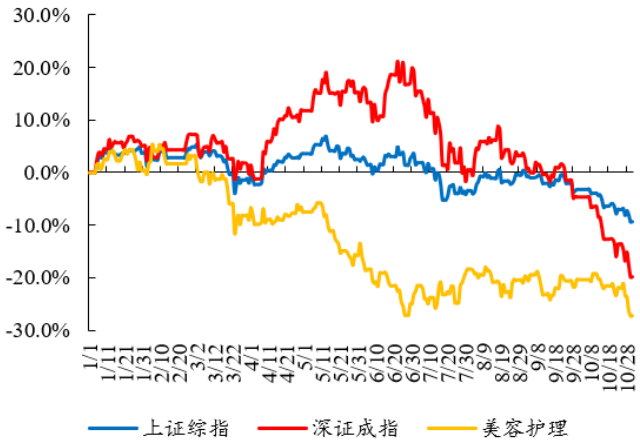
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2026 年 10 月美容护理指数下跌 8.63%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2026 年 1-10 月美容护理指数累计下跌 27.18%

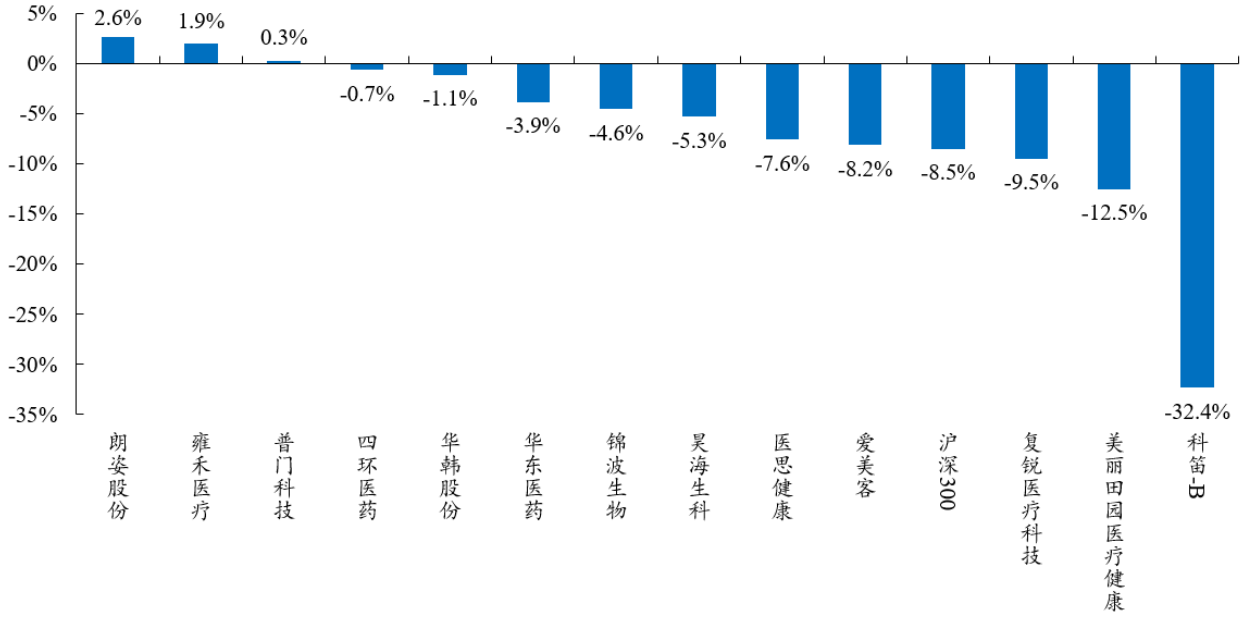


数据来源：Wind、开源证券研究所

10 月，朗姿股份、雍禾医疗、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 10 月共计 3 家上涨、10 家下跌。其中，月涨幅靠前的为朗姿股份、雍禾医疗、普门科技，月涨幅分别为 2.6%、1.9%、0.3%；月表现靠后的为复锐医疗科技、美丽田园医疗健康、科笛-B。

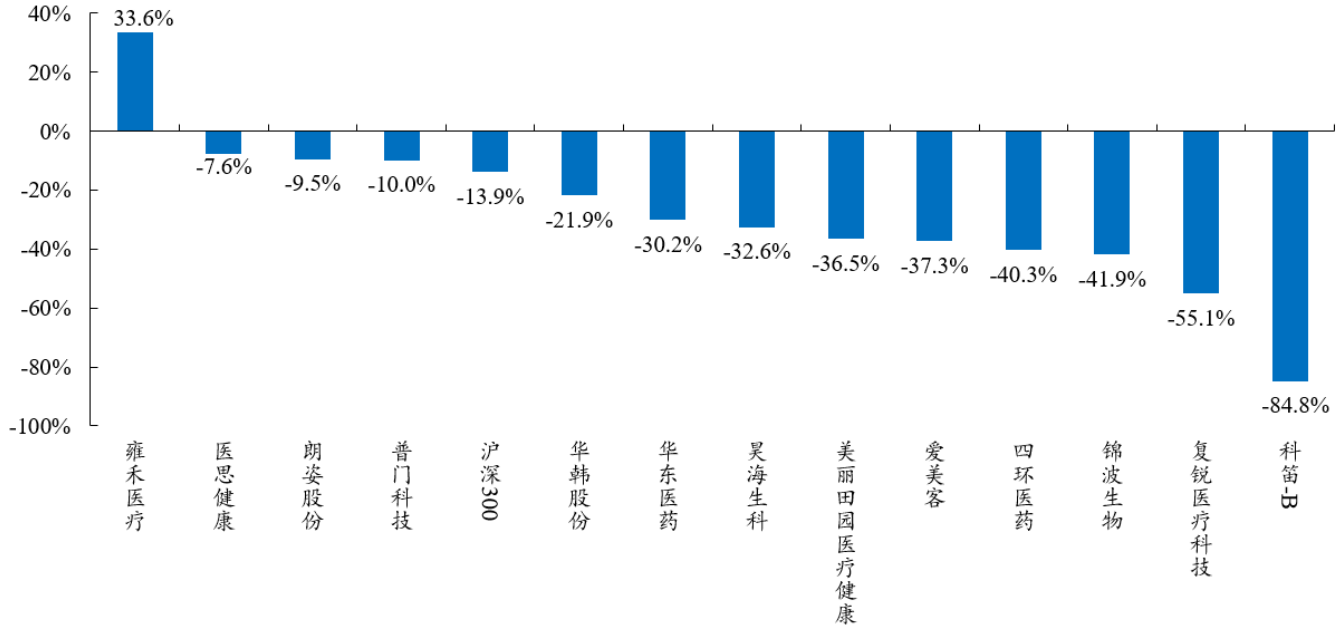
2026 年 1-10 月，雍禾医疗在医美板块涨幅居前。2026 年 1-10 月，医美板块所选公司中共计 1 家上涨、12 家下跌。其中，雍禾医疗在医美板块中涨幅居前，累计涨幅为 33.6%；2026 年 1-10 月跌幅靠前的分别为锦波生物、复锐医疗科技、科笛-B。

图4：10 月朗姿股份、雍禾医疗、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 1-10 月，雍禾医疗在医美板块涨幅居前

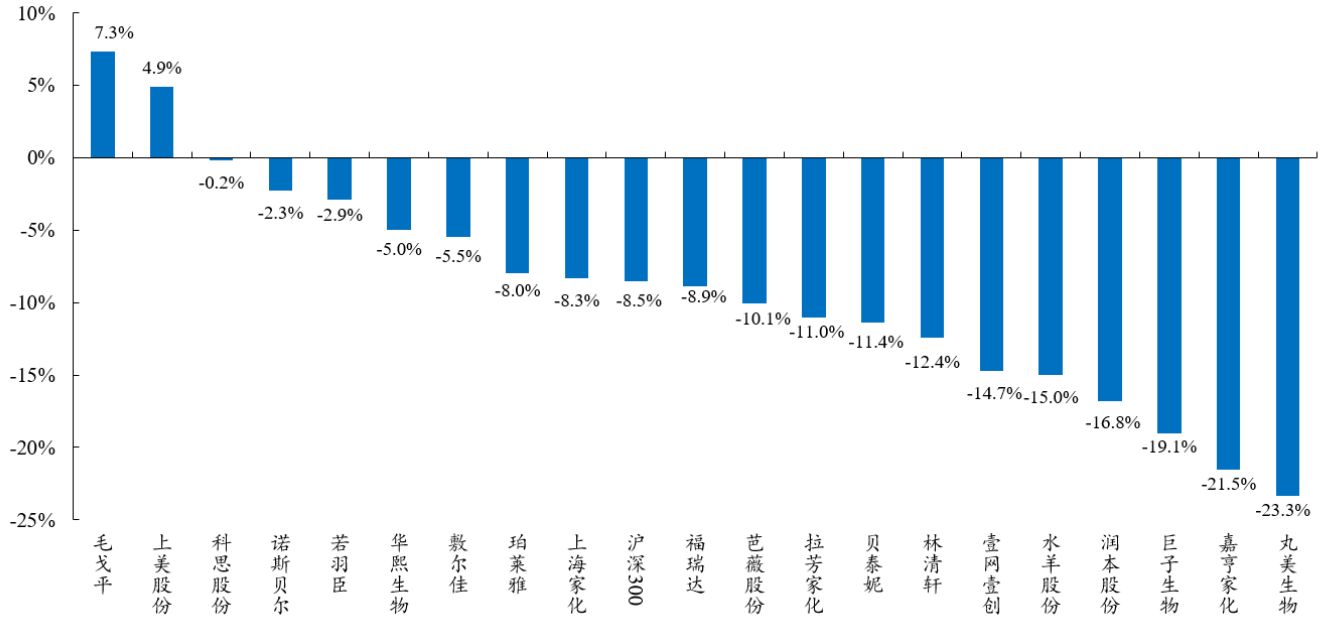


数据来源：Wind、开源证券研究所

10 月，毛戈平、上美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，10 月共计 2 家上涨、18 家下跌。其中，10 月涨幅靠前的为毛戈平、上美股份，月涨幅分别为 7.3%、4.9%；月跌幅靠前的分别为巨子生物、嘉亨家化、丸美生物。

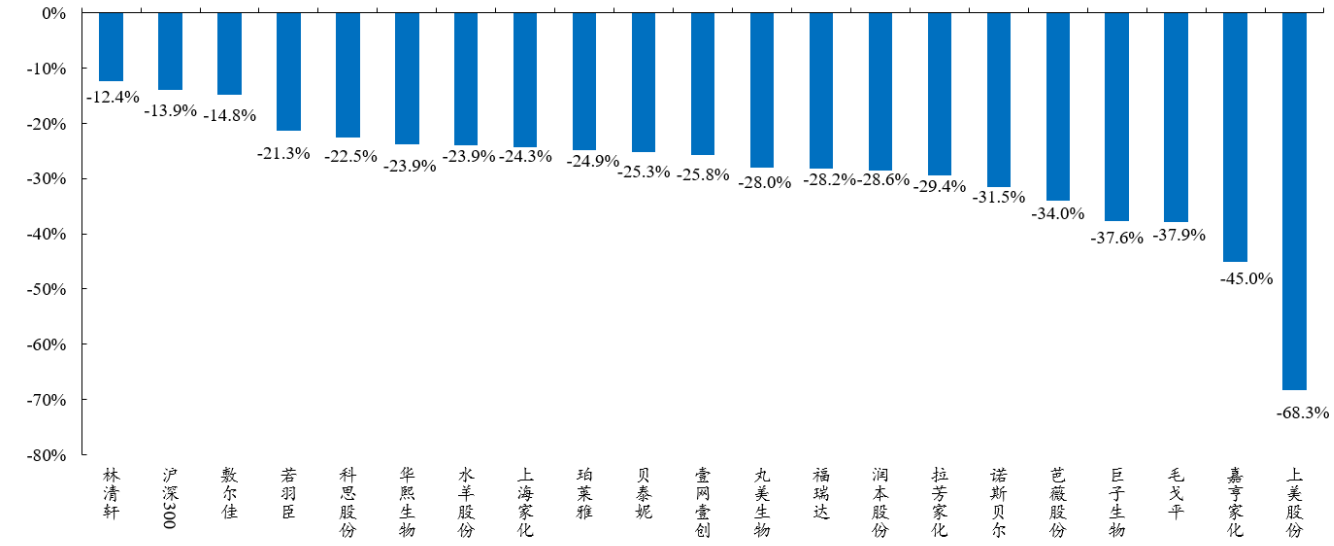
2026 年 1-10 月，林清轩在化妆品板块中表现相对较好。2026 年 1-10 月，化妆品板块所选公司中共 0 家上涨、20 家下跌。其中，林清轩在化妆品板块中表现相对较好，累计跌幅为 12.4%；2026 年 1-10 月跌幅靠前的分别为毛戈平、嘉亨家化、上美股份。

图6：10 月毛戈平、上美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 1-10 月，林清轩在化妆品板块中表现相对较好

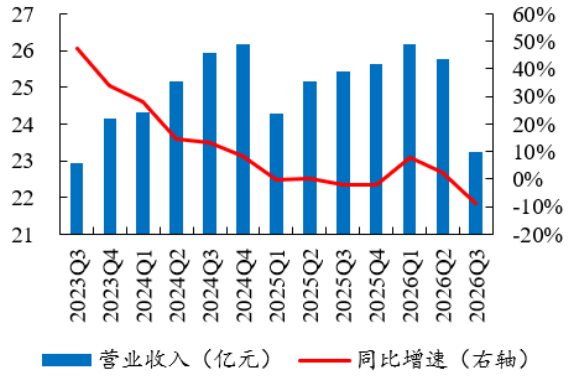


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 医美：2026Q3 上游仍承压，下游机构盈利改善趋势延续

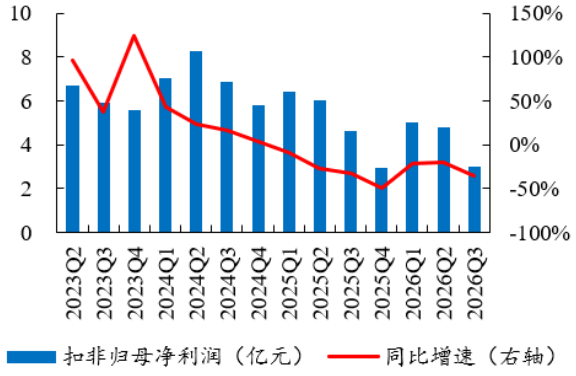
医美板块:2026Q3 上游业绩仍承压，下游机构盈利改善趋势延续。2026Q3 医美板块 3 家样本公司整体实现营收 23.2 亿元（同比-8.6%，下同）、扣非归母净利润 3.0 亿元（-34.8%）。2026Q3 上游厂商受产品竞争加剧、价格调整及费用投入影响，业绩仍有所承压；下游头部连锁机构扣非利润实现较快增长，受益于上游产品供给扩容、采购议价能力提升及精细化运营，盈利改善逻辑逐步兑现。后续关注上游差异化新品商业化进展，以及下游机构采购成本优化与盈利能力持续提升。

图8：2026Q3 医美板块收入端持续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2026Q3 医美板块利润端承压明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

从个股来看，板块分化持续，上游厂商承压，下游机构表现更优。（1）爱美客:2026Q1-Q3 实现营收 17.44 亿元(-6.5%)、归母净利润 7.91 亿元(-27.6%)；2026Q3 营收 5.28 亿元（-6.6%）、归母净利润 1.98 亿元（-34.9%），新产品事业部组建、新品推广及人员费用投入增加，销售研发费用加大致利润有所承压；肉毒等新品陆续落地，研发与渠道协同完善年轻化产品矩阵，有望驱动业绩修复。**（2）锦波生物:**2026Q1-Q3 实现营收 10.65 亿元（-17.8%）、归母净利润 3.54 亿元（-37.7%）；2026Q3 营收 2.94 亿元（-32.7%）、归母净利润 0.72 亿元（-58.9%），核心胶原蛋白植入剂价格及收入下降，生产车间转固带动折旧摊销增加，III类械临床研发与人源化胶原蛋白 FAST 平台建设持续推进。**（3）朗姿股份:**2026Q1-Q3 实现营收 47.09 亿元(+8.8%)、扣非归母净利润 2.61 亿元(+51.7%)；2026Q3 营收 15.01 亿元(+2.5%)、扣非归母净利润 0.77 亿元（+113.7%），女装业务前三季度保持两位数增长，医美业务围绕投入产出优化渠道及项目布局，持续开展获客与客户运营，各事业部净利率均有所提升。

图10：朗姿 LANCY 举办“她向無限·启元“品牌大秀



资料来源：朗姿医美公众号

图11：锦波生物合成生物技术造出人源化胶原蛋白

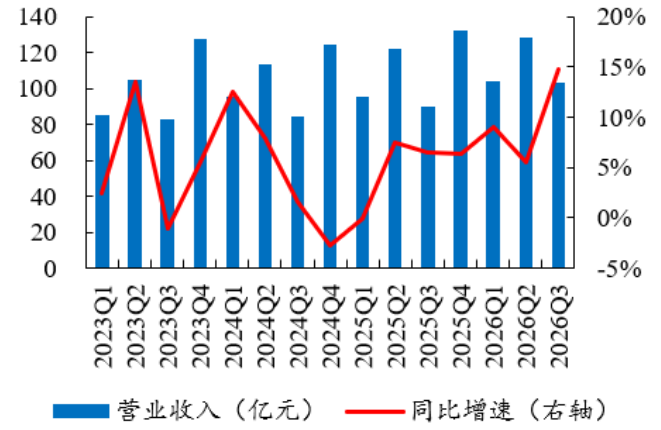


资料来源：锦波生物公众号

3、 化妆品：2026Q3 收入增长提速，利润承压，品牌分化加剧

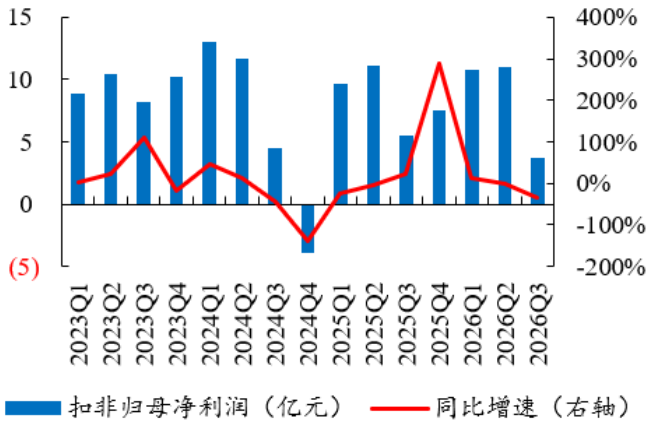
化妆品板块：2026Q3 收入增长提速，利润端仍承压，品牌分化进一步加剧。2026Q3 化妆品板块 10 家样本公司整体实现营收 103.5 亿元（同比+14.7%，下同）、扣非归母净利润 3.7 亿元（-33.4%）。整体来看，2026Q3 板块收入保持较快增长，但品牌推广及渠道投放增加影响短期盈利，增长与利润表现有所分化。部分公司受益于自有品牌放量、多品牌矩阵扩张及新品贡献，业绩延续较快增长；部分公司受主品牌调整及营销投入增加影响，盈利能力阶段性走弱。后续关注核心大单品迭代、新品放量及投放效率改善，具备品牌运营能力与盈利兑现能力的优势企业有望持续受益。

图12：2026Q3 化妆品板块收入端增长提速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2026Q3 化妆品板块利润端有所承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

港股公司毛戈平：（1）经营业绩：2026 年前三季度营收同比增长 24%-26%，净利润同比增长 20%-22%，2026Q3 营收及净利润同比均为+22%-24%，主品牌客群持续扩容，各主品类及渠道表现良好，据青眼情报，2026 年前三季度线上渠道彩妆香水榜中以 26.6 亿元 GMV 位列第二，表现亮眼。**（2）双十一开局表现：**毛戈平在 2026 年天猫双十一开门红化妆品成交榜中位列第 19 名，2026 年天猫双十一开门红彩妆香水成交榜中位列第 3 名，2026 年天猫双十一开门红亿级品牌增长榜单位列第 5 名，双十一开局表现良好。**（3）芍药系列新品发布：**10 月 28 日，毛戈平于杭州发布“气蕴东方，芍华芳境”系列新品，推出御能芍妍金曜护肤系列及闻道东方慕绒浮香香氛系列，深化东方美学的文化赋能，强化品牌调性。

图14：毛戈平上新御能芍妍金曜护肤系列



资料来源：毛戈平 MGP 公众号

图15：毛戈平发布闻道东方慕绒浮香香氛系列新品



资料来源：毛戈平 MGP 公众号

A 股公司：（1）珀莱雅：2026 前三季度实现营收 76.27 亿元（+7.5%）、归母净利润 12.56 亿元（+22.5%）；2026Q3 实现营收 22.53 亿元（+29.8%）、归母净利润 0.88 亿（-61.2%），主品牌核心大单品持续迭代，品牌矩阵协同发力，收入增速较快，品牌处于上新密集期，推广投入增加，影响短期利润。**（2）贝泰妮：**2026 前三季度实现营收 36.37 亿元（+5.0%）、归母净利润 3.10 亿元（+13.9%）；2026Q3 实现营收 10.46 亿元（-4.3%）、归母净利润 0.18 亿元（-28.5%），销售费用较高影响利润表现，主品牌薇诺娜敏感肌修护竞争优势稳固，研发与渠道拓展协同推进。**（3）丸美生物：**2026 前三季度实现营收 22.35 亿元(-8.8%)、归母净利润 1.37 亿元(-43.7%)；2026Q3 实现营收 5.72 亿元（-16.6%）、归母净利润-0.18 亿元（-126.2%），品牌及渠道经营仍处调整阶段，业绩阶段性承压。**（4）福瑞达：**2026 前三季度实现营收 27.74 亿元(+6.8%)、归母净利润 1.11 亿元（-21.7%）；2026Q3 实现营收 8.65 亿元（+7.2%）、归母净利润 0.29 亿元（-13.4%），化妆品业务表现亮眼，产品结构持续优化推动毛利率提升。**(5)华熙生物：**2026 前三季度实现营收 25.96 亿元(-17.9%)、归母净利润 1.86 亿元（-26.3%）；2026Q3 实现营收 8.40 亿元（-7.0%）、归母净利润 0.33 亿元（+5.6%），皮肤科学创新转化业务收入仍有下滑，业务结构与资源配置持续优化，费用支出收缩，三季度扣非归母净利润同比增长。**（6）敷尔佳：**2026 前三季度实现营收 17.70 亿元（+36.4%）、归母净利润 3.62 亿元（+11.4%）；2026Q3 实现营收 6.14 亿元（+41.4%）、归母净利润 1.06 亿元（+11.1%），业务拓展、渠道优化及推广投入带动收入增长，产品结构变化使综合毛利率下降，产线建设同步推进。**（7）水羊股份：**2026 前三季度实现营收 36.68 亿元（+7.6%）、归母净利润 1.01 亿元(-25.8%)；2026Q3 实现营收 11.58 亿元(+27.3%)、归母净利润 0.14 亿元(+9.4%)，持续聚焦高端品牌建设与全球化布局，高端品牌收入占比提升。**（8）润本股份：**2026 前三季度实现营收 14.06 亿元（+13.6%）、归母净利润 3.00 亿元（+12.8%）；2026Q3 实现营收 3.52 亿元（+2.9%）、归母净利润 0.75 亿元（-4.5%），婴童护理产品矩阵完善，推新导致费用投入增加影响利润表现，期待双十一大促带动新品放量转化销售。**（9）上海家化：**2026 前三季度实现营收 53.61 亿元（+8.1%）、归母净利润 8.06 亿元(+98.9%)；2026Q3 实现营收 15.70 亿元(+5.9%)、归母净利润 4.25 亿元(+204.8%)，线上销售增长、高毛利美妆品类占比提升，采购及生产端持续优化，出售丝芙兰股权形成投资收益。**（10）若羽臣：**2026 前三季度实现营收 35.19 亿元（+64.6%）、归母净利润 2.31 亿元（+120.9%）；2026Q3 实现营收 12.34 亿元（+50.6%）、归母净利润 0.64 亿元（+96.9%），品牌矩阵协同品牌管理驱动业绩持续高增，绽家持续放量，斐萃产品矩阵持续完善，奥伦纳素阶段性整合成效逐步释放。

图16：珀莱雅旗下品牌彩棠发布“草木染秋”限定系列



资料来源：珀莱雅投资者关系公众号

图17：若羽臣旗下斐萃 S-雌马酚斩获绿橄榄奖



资料来源：若羽臣情报局公众号

4、 投资观点：关注“产品创新+运营提效”主线下的优质公司

医美：差异化新品加速落地，合规连锁整合提效。上游供给持续扩容，竞争重心转向产品力与商业化能力；下游合规连锁承接行业份额，采购条件改善与经营提效推动盈利提升，建议关注：**（1）合规连锁承接份额，采购、运营及整合优势释放利润弹性，**重点推荐朗姿股份（2026Q3 扣非利润同比+114%，医美机构采购成本优化、盈利改善逻辑持续兑现）、美丽田园医疗健康（思妍丽整合提效与连锁协同持续推进）等；**（2）上游产品矩阵扩容，优选具备研发与商业化能力的厂商，**重点推荐爱美客（解索橙、嗨塑等新品陆续落地）、科笛-B，受益标的锦波生物、四环医药等。

化妆品：细分需求与体验升级并进，看好护肤升级、高端扩品与个护新场景。国内化妆品消费保持韧性，行业机会更多来自精准功效、体验升级及细分场景拓展。高端品牌依托既有品牌认知向多品类延伸，专业护肤强化科研与功效验证，头皮护理、空间香氛及婴童分龄护理持续培育增量。**（1）主线一：国货护肤深化功效布局，研发积累与核心单品升级支撑成长，**重点推荐珀莱雅（2026Q3 收入同比+30%，OR、原色波塔及花知晓等成长品牌贡献增量，关注主品牌修复及投放提效）、贝泰妮（2026Q3 业绩阶段性承压，薇诺娜核心大单品迭代，主品牌修复及费用效率改善可期）、巨子生物（护肤线恢复增长叠加进入低基数区间，医美端获批加速，可丽金芯生 753 胶原针发布）、福瑞达、上美股份等，受益标的上海家化、敷尔佳等。**（2）主线二：高端美妆品牌势能向多品类复制，新品放量与渠道产出提升并进，**重点推荐毛戈平（妆前产品家族扩容叠加芍药护肤新品，驱动多品类成长），受益标的林清轩等。**（3）主线三：个护家清围绕细分人群与生活场景拓品，分龄护理及家庭用香培育增量，**重点推荐若羽臣（2026Q3 归母净利润同比+97%，绽家香氛品类拓展、斐萃新品矩阵扩容，奥伦纳素整合持续推进）、润本股份等。

表1：重点推荐朗姿股份、毛戈平、若羽臣、珀莱雅、巨子生物、润本股份等

证券代码	股票简称	评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（摊薄/元）			PE		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
1318.HK	毛戈平	买入	44.57	218	2.98	3.61	4.26	15	12	10
2145.HK	上美股份	买入	20.14	80	1.52	2.09	2.54	13	10	8
2367.HK	巨子生物	买入	17.47	185	1.84	2.06	2.30	9	8	8
2487.HK	科笛-B	买入	0.59	2	-0.03	0.08	0.27	-	7	2
2373.HK	美丽田园医疗健康	买入	15.73	40	1.76	2.19	2.67	9	7	6
003010.SZ	若羽臣	买入	27.96	87	1.25	1.78	2.36	22	16	12
603605.SH	珀莱雅	买入	49.35	195	4.85	4.56	5.09	10	11	10
603193.SH	润本股份	买入	17.08	69	0.93	1.11	1.32	18	15	13
603983.SH	丸美生物	买入		96	0.87	1.11	1.31	27	22	18
600315.SH	上海家化	未评级	17.30	116	1.10	0.79	0.94	16	22	18
688363.SH	华熙生物	买入	34.56	166	0.61	0.71	0.77	57	49	45
300957.SZ	贝泰妮	买入	28.88	122	1.58	1.82	2.07	18	16	14
600223.SH	福瑞达	买入	5.29	54	0.19	0.26	0.33	28	20	16
300740.SZ	水羊股份	买入	16.40	72	0.41	0.56	0.71	40	29	23
300896.SZ	爱美客	买入	88.64	268	4.31	5.12	6.09	21	17	15
002612.SZ	朗姿股份	买入	17.46	77	0.77	0.87	0.99	23	20	18

数据来源：Wind、开源证券研究所（注 1：收盘价日期为 2026/11/9；注 2：港股收盘价、市值换算取 1 港元=0.86 元；注 3：除上海家化采用 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

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