2026 年 11 月 26 日

若羽臣（003010.SZ）

买入（维持评级）

公司深度研究

证券研究报告

保健品将迎拐点，新收购再拓空间

投资逻辑

保健品 Q3 迎来拐点，26 年实现盈利确定性较高，26-28 年业绩高弹性。26H1 受保健品行业监管收紧影响，斐萃收入环比 25H2 下降 25%。618 后运营策略调整见效叠加新品雌马酚放量，在去年同期麦角硫因爆发式放量形成高基数下仍实现高个位数正增长。目前产品结构持续优化，雌马酚销售占比快速提升。预计 26-28 年保健品板块收入同比+45%/+25%/+25%，利润率有望进一步提升。

收购高端护肤品牌奥伦纳素打开成长空间。2026 年 4 月 10 日公司收购高端院线护肤品牌奥伦纳素全部股权，收购对价 4382 万美元，奥伦纳素 2025 年营收 5996 万美元、净利润-333 万美元，收购 PS 仅约 0.73 倍。奥伦纳素品牌资产优秀，单一品牌空间较保健品和高端家清更大、利润率更高，进一步打开公司成长天花板。

高利润自有品牌带动盈利水平稳步上行，长期利润增速快于收入增速，显著增厚 EPS。公司自有品牌营收占比持续提升，同时品牌管理业务稳健增长，低效代运营渠道收缩，带动 26H1 毛利率由 2025 年 60%快速提升至 66%。展望收入结构优化下公司整体净利率有望由 25 年 5.7%提升至 28 年 7.7%，预计 26-28 年归母净利润达 3.7/5.0/6.7 亿元，同比+90%/+35%/+34%。

盈利预测、估值和评级

公司自有品牌矩阵成型，绽家、斐萃双引擎驱动业绩高增，品牌管理业务验证公司强大的运营能力，收购奥伦纳素打开长期想象空间。我们预测 26-28 年公司归母净利润分别为 3.7/5.0/6.7 亿元，同比+90%/+35%/+34%，对应 PE 为 22/17/12 倍，维持"买入"评级.

风险提示

跨境保健品监管与合规存在不确定性、行业竞争加剧致斐萃销售不达预期、奥伦纳素海外整合效果不及预期

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

联系人：张宝晨

zhangbaochen@gjzq.com.cn

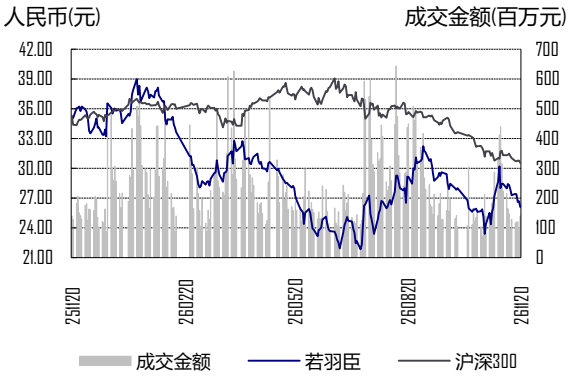
市价（人民币）：27.43 元

相关报告：

1.《若羽臣点评：多品牌效能释放，保健品恢复超预期》，2026.10.30

2.《若羽臣点评：双轮驱动高增，高端护肤再添空间》，2026.8.30

3.《自有品牌延续高增，保健品释放利润》，2026.5.3



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,766	3,432	5,338	6,959	8,677
营业收入增长率	29.26%	94.35%	55.54%	30.37%	24.69%
归母净利润(百万元)	106	194	370	500	668
归母净利润增长率	94.58%	84.03%	90.38%	35.08%	33.54%
摊薄每股收益(元)	0.644	0.625	1.190	1.607	2.146
每股经营性现金流净额	2.03	0.49	0.93	1.25	1.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.57%	27.03%	50.41%	53.38%	67.30%
P/E	43.32	55.96	22.42	16.59	12.43
P/B	4.14	15.13	11.30	8.86	8.36

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、绽家细分赛道拓空间，品牌管理筑底稳增长 4
1.1 绽家高端家清心智稳固，拓细分赛道收入稳增长 4
1.2 品牌管理客户纵深拓展，提升规模与粘性 6
二、保健品 Q3 迎拐点，中期利润稳步释放 7
2.1 26 年保健品监管加码，营销端严控达人投放行业阶段性承压 7
2.2 新成分雌马酚放量，自营端销售企稳 Q3 超预期恢复 8
2.3 斐萃毛利率行业领先，利润率抬升路径清晰 10
三、收购高端护肤，重开成长空间叙事 10
3.1 百年院线背书品牌资产具备强稀缺性，本土运营焕活 10
3.2 聚焦涂抹式面膜赛道，拓展油类等高潜力细分赛道 11
3.3 维持小众高端调性，稳增长同时守住高利润率 13
四、盈利预测与投资建议 13
五、风险提示 15

图表目录

图表 1： 绽家高端家清心智稳固，主价格带 100 元+显著高于其他头部竞对品牌 4
图表 2： 绽家收入增速、毛利率显著高于蓝月亮 4
图表 3： 绽家线上渠道结构 5
图表 4： 绽家产品结构 5
图表 5： 绽家洗衣凝珠快速增长，后续有望深度挖掘内衣洗等细分品类潜力 5
图表 6： 电商运营板块收入对比 6
图表 7： 电商运营板块毛利率、净利率对比 6
图表 8： 保健品监管趋严，营销端强约束、跨境端补短板、生产端强溯源、原料端严准入 7
图表 9： 线上 26 年保健品同比增速明显降低 7
图表 10： 26H1 保健品头部收入明显放缓 7
图表 11： 斐萃 Q3 企稳，双十一恢复迅速 8
图表 12： 雌马酚收入占比迅速提升，有望接力下一超级成分 9
图表 13： 保健品行业集中度较为分散，白牌占比高 9
图表 14： 斐萃毛利率远超行业平均 10
图表 15： 奥伦纳素抖音占比较高，推测为国内主要亏损渠道 11
图表 16： 奥伦纳素单品线上收入占比 11
图表 17： 抗衰修护、提亮紧致等高功效诉求下高端面膜高增长 11

图表 18： 奥伦纳素重整后主推涂抹式面膜、眼油，Q3 新品 pdrn 晚安冻膜占比快速提升，面霜占比迅速收缩 12
图表 19： 贴片型面膜稳居主流，涂抹型面膜开辟新增长极 12
图表 20： 中国面膜市场规模前 10 品牌市占率 12
图表 21： 参考毛戈平、林清轩，奥伦纳素利润率仍具备较大提升空间 13
图表 22： 分板块盈利预测 14
图表 23： 相对估值分析（截至 2026 年 11 月 23 日） 15

一、绽家细分赛道拓空间，品牌管理筑底稳增长

1.1 绽家高端家清心智稳固，拓细分赛道收入稳增长

绽家高端家清心智稳固，品牌仍具备强稀缺性。绽家在抖音家清赛道排名稳定居前，核心价格带为 100 元+，竞品以公仔牌、活力 28 等低客单价品牌为主，公司所处价格带无直接竞对，新玩家进入门槛较高。绽家毛利率稳定在 68%，较大众品牌蓝月亮约 60%明显更高。大促多平台榜单持续领跑，26 年 618/双十一绽家全渠道 GMV 同比增长超 70%/80%，品牌在多个平台家清类榜单排名均位于前三，明星单品香氛洗衣液、香氛洗衣凝珠、地板清洁剂、洗手慕斯等均稳居天猫细分品类榜单 TOP1。我们认为绽家利润率后续仍有提升空间，主要来自渠道优化：

① 破圈效应+高复购：2026 年 4 月签约首位品牌代言人后品牌破圈效应明显，进一步传递品牌香氛美学理念，新品无需大额投放即可实现销售。抖音渠道结构健康，复购率超行业平均。
② 渠道结构改善：高利润率的天猫、京东及线下渠道占比提升。目前绽家仍以线上为主，2026 年截至 10 月抖音/天猫/京东分别占比 55%/37%/8%，品牌破圈后淘天 Q2、Q3 同比大幅增长 123%、66%，后续可进一步外溢至淘天京东及线下零售渠道。

③平台政策扶持：绽家目前抖音仍处于高速成长期，有望持续受益于平台流量扶持，在健康 ROI 前提下放量，通过广告返利等增厚利润。

图表1：绽家高端家清心智稳固，主价格带 100 元+显著高于其他头部竞对品牌

GMV（亿元）	绽家	公仔牌	活力 28	立白	蓝月亮
抖音均价	100 元+	10-20 元	20-30 元	40-50 元	80-90 元（囤货装拉动）
2025	8.68	1.67	17.95	40.7	34.1
2026M1-10	11.97	8.28	15.73	31.37	20.41
yoy	85%	-	11%	-3.9%	-22%
2026 抖音 M1-10	6.6	7.92	10.43	10.59	6.62
yoy	100%	-	4%	6.4%	-39%

来源：久谦，国金证券研究所

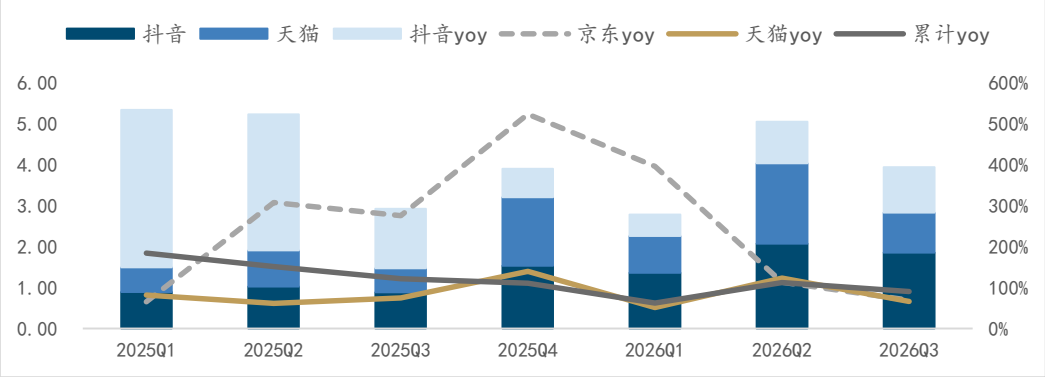
图表2：绽家收入增速、毛利率显著高于蓝月亮

绽家	2023	2024	2025	2026H1
销售收入（亿元）	2.55	4.84	10.69	7.40
yoy	66%	90.09%	120.80%	66.87%
毛利率	62.16%	66.92%	68.40%	67.78%
对比：蓝月亮集团				
销售收入（亿元）	73.24	85.56	84.09	28.83
yoy	-8%	17%	-2%	-66%
毛利率	62%	61%	60%	57%

来源：公司财报，wind，国金证券研究所

绽家拓展细分赛道，增设专属直播间带动收入稳增长。绽家收入维持稳健增长，2026H1 同比增长 67%至 7.4 亿元，若 2026 年整体维持 60%以上增速则规模可超 17 亿元。我们认为未来收入规模仍存在较大增长空间，增量主要来自于：

图表3：绽家线上渠道结构



来源：久谦，国金证券研究所

①绽家 2026H1 新品香水油洗衣凝珠超预期放量，带动品牌收入同比大幅增长，26 年截至 10 月洗衣凝珠占比已提至 27%且同比增长 233%，协同双十一大促，香水油获抖音洗衣凝珠好评榜 TOP1，未来随着品牌破圈有望持续贡献增量；

②深挖衣物清洁品类增长潜力，增设专衣专洗直播间，直接拉动销售，可进一步布局内衣洗、柔顺剂等细分品类直播间；

③品牌破圈后线下新零售渠道放量。绽家持续深化与山姆的战略合作，夯实渠道布局，并稳步推进永辉 Bravo 渠道拓展；以定制化产品线及大单品模式深耕 KA 商超，并将该模式逐步延伸至其他 KA 渠道。同时，绽家拓展名创优品闪电仓、三福等新零售渠道，并在朴朴超市等即时零售渠道以小规格引流品强化品类渗透与转化。

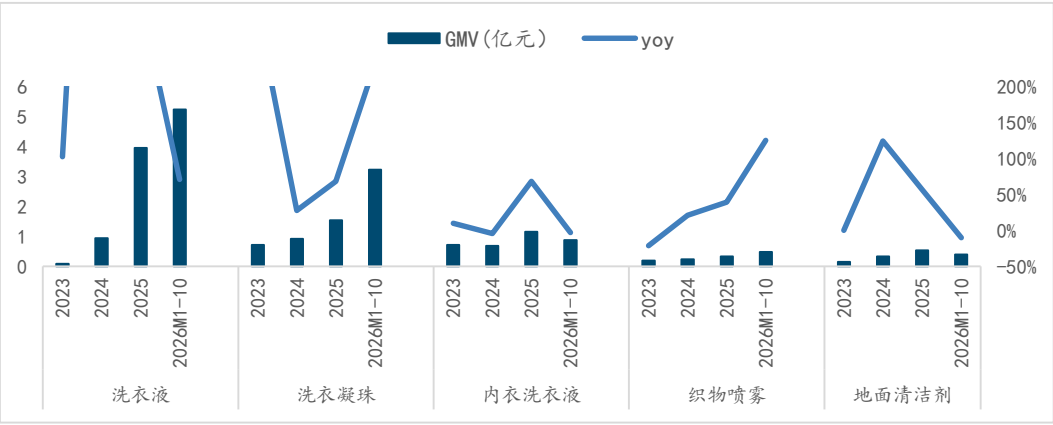
若参照衣护赛道打法，向地面清洁、身体护理等细分品类延伸，参考立白、蓝月亮线上 GMV 可达 20—30 亿元；若绽家线下发展良好、线下收入占比进一步提升提升，收入规模仍具备较为充分的提升空间。

图表4：绽家产品结构

占比	2022	2023	2024	2025	2026M1-10
洗衣液	3%	4%	25%	46%	44%
洗衣凝珠	13%	33%	24%	18%	27%
内衣洗衣液	48%	33%	18%	13%	7%
织物喷雾	18%	9%	6%	4%	4%
地面清洁剂	0%	7%	9%	6%	3%
总计	82%	87%	83%	87%	85%

来源：久谦，国金证券研究所

图表5：绽家洗衣凝珠快速增长，后续有望深度挖掘内衣洗等细分品类潜力



来源：久谦，国金证券研究所

1.2 品牌管理客户纵深拓展，提升规模与粘性

品牌管理业务已成为公司第二增长极，收入与利润同步提升，同时持续收缩低效代运营业务。公司优先绑定国际头部集团，合作模式由单品牌延伸至集团多品牌，例如在拜耳集团内由康王拓展至贝乐欣，客户合作纵深提升，规模与粘性增强。业务快速放量，2024 年收入 5.01 亿元，同比增长 212%，2025 年增至 8.95 亿元，同比增长 78%，2026H1 实现收入 7.85 亿元，同比增长 134%，占公司收入比重提升至 34.35%。同时低效代运营持续收缩，2026H1 收入同比减少 32%。2026H1 康王去屑品线 GMV 同比增长超 160%，腺苷品线 GMV 破亿、同比增长超 50%，618 全渠道 GMV 同比上涨超 120%，登顶天猫无硅油洗发水、天猫头皮精华及抖音无硅油洗发水热销榜 TOP1；贝乐欣冰沙霜上线 2 日售罄，小冰盾上线当日 GMV 突破 20 万元，2026 年上半年抖音渠道 GMV 破亿，618 位列抖音婴童面霜品牌榜 TOP4，护臀膏登顶天猫婴童护臀膏热卖榜 TOP1；艾惟诺稳居天猫婴童沐浴乳和沐浴露店铺榜、抖音婴儿洗发水爆款榜 TOP1；美斯蒂克专场单场 GMV 破千万，直播当日位列抖音保健食品带货榜 TOP1；DHC 全渠道 GMV 同比增长超 300%，包揽抖音品牌维生素 C 人气榜、天猫国际自营 B 族维生素回购榜及复合 B 族维生素好评榜 TOP1。

图表6：电商运营板块收入对比

收入（亿元）	2023	2024	2025	2026H1
代运营	9.42	7.64	7.23	2.58
yoy		-19%	-5%	-32%
品牌管理	1.6	5.01	8.95	7.85
yoy		213%	79%	134%
合计	11.02	12.65	16.18	10.43
yoy	-9%	15%	28%	46%
对比：				
青木科技	9.67	11.53	14.15	7.29
yoy	14%	19%	23%	9%
壹网壹创	12.88	12.36	10.73	4.30
yoy	-16%	-4%	-13%	-19%
南极电商	26.92	33.58	26.00	10.05
yoy	-19%	25%	-23%	-26%
丽人丽妆	27.62	17.28	16.92	8.94
yoy	-15%	-37%	-2%	8%

来源：wind，国金证券研究所

品牌管理业务毛利率由 2025 年的 46.2%提升至 2026H1 的 58.59%，明显高于代运营毛利率 41%，结构优化后将显著改善公司整体毛利率。利润提升主要来自全链路精细化运营、复制自有品牌打法、抖音为核心的全渠道承接及数智化赋能。中期新增品牌与集团内多品牌拓展有望维持高增，利润率稳定的同时进一步贡献利润增量。

图表7：电商运营板块毛利率、净利率对比

毛利率	2023	2024	2025	2026H1
代运营	34%	39%	37%	41%
品牌管理	38%	30%	46%	59%
对比：				
青木科技	42%	50%	55%	58%
壹网壹创	29%	25%	29%	33%
南极电商	16%	15%	13%	14%
丽人丽妆	35%	36%	40%	41%

毛利率	2023	2024	2025	2026H1
净利率	2023	2024	2025	2026H1
青木科技	5%	8%	8%	12%
壹网壹创	8%	6%	10%	15%
南极电商	4%	-7%	-11%	5%
丽人丽妆	1%	-2%	-5%	2%

来源：wind，国金证券研究所

二、保健品 Q3 迎拐点，中期利润稳步释放

2.1 26 年保健品监管加码，营销端严控达人投放行业阶段性承压

26 年保健品迎来强监管，对直播电商和跨境电商形成阶段性冲击。达播限流、素材与话术卡审严格，跨境资质核验与清关材料要求上升，行业 Q2 投流趋于谨慎且流量承压，收入环比降速阶段性承压。斐萃跨境占比高受政策影响较大，广告素材卡审导致 H1 销售承压业绩不及预期，收入环比 25H2 下降 25%，618 后逐步验证新的内容运营逻辑。

图表8：保健品监管趋严，营销端强约束、跨境端补短板、生产端强溯源、原料端严准入

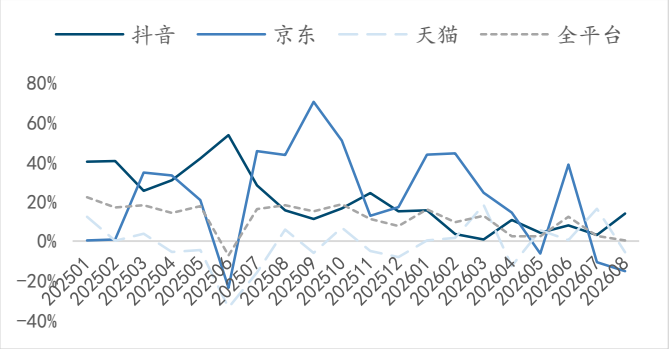
政策	核心要求	主要影响
营销端：总局牵头，针对平台责任与内容合规		
2026/3/20 施行 总局规定	直播电商食品安全责任	平台/主播/MCN 全纳管；13 类禁售；虚假宣传严禁
2026/4/29 总局	半年专项整治	打击虚假宣传/违法广告
2026/4/2 三部门	约谈头部平台、优思益	平台强化核验、原产地/报关核查
电商端：平台入驻收紧+溯源必备+重点成分清单		
2026/01 抖音全球购	跨境膳食补充剂专项治理	整治伪造进口属性、虚构品牌背景、夸大商品功效等现象
2026/2/10 小红书	三品一械禁达人推广	禁止达人/买手推广保健食品等
2026/2/13 公告	跨境零售进口食品召回监管	召回责任境内化、平台/商家责任强化
生产端：单资质到全流程穿透式监管		
2026/9/2（年内）	新版 GMP（GB17405-2025）	全流程留痕/批次可溯、穿透监管
2026/12/1（年内）	委托生产管理办法	禁止备案保健食品分段委托
支付端：保健品药店渠道支付受限		
2026/5 医保+财政	药店个人账户白名单	保健品排除在外

达播合规收紧、违规成本上升，短期流量承压，跨境供给收紧；长期出清不合规品牌，利好头部合规品牌

生产端合规门槛抬升，品牌选择集中，长期利好具备全流程能力和体系的企业

来源：国家市场监督管理局，抖音，小红书，国金证券研究所

图表9：线上 26 年保健品同比增速明显降低



图表10：26H1 保健品头部收入明显放缓

收入yoy	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
汤臣倍健	-32%	-12%	24%	22%	4%	4%
民生健康	16%	17%	31%	31%	17%	15%
仙乐健康	0%	5%	18%	-16%	5%	-4%
金达威	11%	16%	7%	-15%	-2%	6%
H&H国际控股	25H1		25H2		26H1	
	4.89%		15.33%		23.89%	
斐萃	收入1.6亿		收入5.34亿		收入4.04亿	

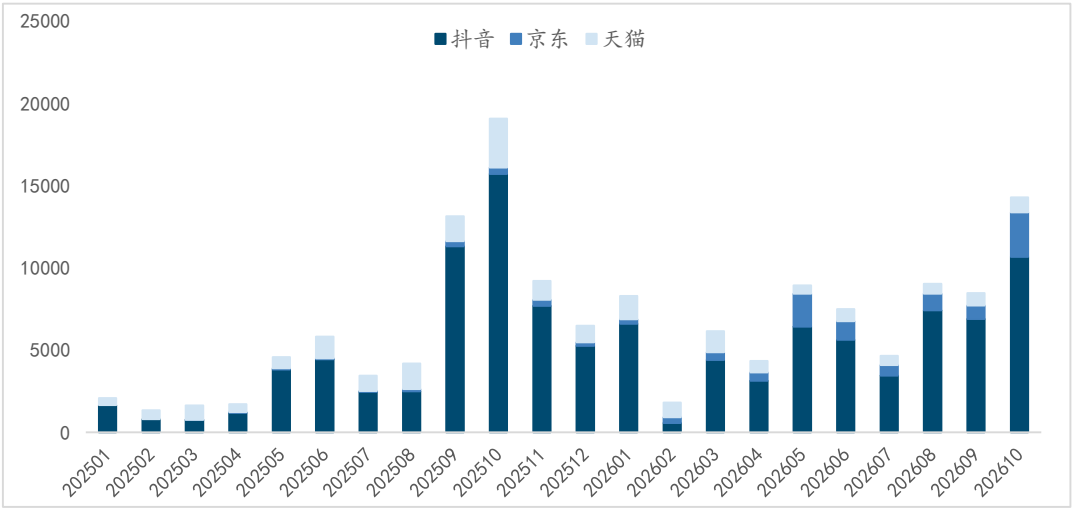
来源：久谦，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

2.2 新成分雌马酚放量，自营端销售企稳 Q3 超预期恢复

新内容投放逻辑已验证，自营端销售企稳。Q2 监管最严时期素材消耗到一定体量转人工审核，多数保健品被卡，单一直播间天花板下降；618 后逐步验证新的内容运营逻辑，Q3 高基数下同比超预期高个位数增长。双十一需求升温势能延续，虽然相较去年存在错期高基数，10 月销售环比 9 月仍高速增长，京东销售占比大幅提升。斐萃双十一获天猫麦角硫因胶囊热销品牌榜 top1，京东更年期抗衰雌马酚店铺榜 top1，抖音细胞营养补充剂品牌销售/自营榜 top1。

图表11：斐萃 Q3 企稳，双十一恢复迅速



来源：久谦，国金证券研究所

雌马酚超预期放量，有望接力下一超级成分。雌马酚针对 40 岁+更年期女性，可改善盗汗、潮热、失眠等症状，临床试验中最快在四周见效。雌马酚在日本已有约十余年的商业化销售历史，大塚 EQUELLE 于 2014 年上市，小林制药于 2015 年跟进在日本已具备十余年商业化销售历史。雌马酚内容素材符合监管要求，可顺利投放；目前已跑通专家科普+成分科学传播的内容转化闭环，7 月开始销量快速攀升目前稳定占比 30%+，10 月单品 GMV 分别达 5600 万，具备超级成分潜力。双十一紫瓶金瓶持续发力，新品雌马酚表现亮眼，其中小紫瓶获天猫国际口服麦角硫因销量榜/回购榜/好评榜 top1，新紫瓶 plus 升级版获天猫胶原蛋白肽热卖榜 top2，鎏金瓶获京东 PQQ 热卖榜 top1，雌马酚获京东更年期抗衰热卖榜 top1、抖音营养保健/特医食品榜 top3。

图表12：雌马酚收入占比迅速提升，有望接力下一超级成分

占比	鏊金瓶	小紫瓶	红宝石鱼油	雌马酚	AKK	麦角硫因-雌马酚联合	小蓝瓶	第一梯队	第二梯队	第三梯队
202409		100%								
202410		6%								
202411		25%	6%							
202412		14%	2%							
202501		72%	0%							
202502		71%	0%							
202503		56%	0%							
202504		54%	1%							
202505		60%	5%							
202506		66%	8%							
202507		55%	14%							
202508		54%	17%				3%	小紫瓶（麦角硫因）	鱼油	
202509	1%	76%	9%				1%			
202510	2%	76%	12%				4%			
202511	23%	48%	15%				1%			
202512	24%	43%	20%				1%	↓小紫瓶（麦角硫因）	↑↑鏊金瓶（PQQ）、↑鱼油	
202601	42%	35%	15%		1%		1%			
202602	10%	11%	37%	7%	7%		4%			
202603	37%	27%	13%	4%	4%		1%	↓小紫瓶（麦角硫因）、↑鏊金瓶（PQQ）	↓鱼油、AKK	↑↑雌马酚
202604	28%	24%	10%	8%	16%		1%			
202605	30%	33%	8%	9%	5%		6%			
202606	27%	22%	7%	15%	2%	1%	2%			
202607	28%	24%	6%	29%	2%	3%	1%	↑↑雌马酚、↓鏊金瓶（PQQ）	↑小紫瓶（麦角硫因）	鱼油、AKK
202608	16%	24%	3%	30%	0%	6%	1%			
202609	14%	19%	2%	34%	1%	12%	12%			
202610	20%	19%	2%	39%	1%	1%	1%			

来源：久谦，国金证券研究所

美容抗衰尤其是跨境电商保健品增长迅速，斐萃抗衰头部心智稳固，在细分赛道中集中度较高，较 Swisse 更容易在细分领域实现快速高位占领。叠加跨境严监管下白牌受冲击，斐萃有望实现单成分高市场份额。斐萃抗衰品牌力稳固，2025 年以来稳居海外保健品类目头部。品牌定位女性全生命周期、全场景抗衰，核心客群锁定高消费力资深中产女性。核心单品雌马酚在京东、抖音榜单均领先，产品功效突出强化品牌心智，作为新增量单品与存量抗衰产品形成连带效应。对标 H&H 中国 ANC，其 2026H1 收入已接近 29 亿元，同比+20.5%，对应增量近 5 亿元，增长主要来自心脏健康、新陈代谢等高端创新品类及跨境电商渠道，印证赛道高成长潜力。

白牌出清利好斐萃等合规品牌长期格局，跨境保健品市场空间广阔。当前监管最严时点已过，平台以细化考核与规则替代一刀切，长期政策导向并非限制行业发展，合规头部有望持续受益。过去几年保健品行业集中度较为分散，跨境电商白牌占比较高；据欧睿，2025 年 H&H 国际市场份额达 5.0%，位列行业前三，CR10 仅 33.7%。据中国医药保健品进出口商会，其中保健食品进口额达 82.82 亿美元，若以 5%份额测算，对应规模近 30 亿元，较斐萃当前约 10 亿年收入规模具备显著提升空间。

图表13：保健品行业集中度较为分散，白牌占比高

排名	2020		2021		2022		2023		2024		2025	
1	汤臣倍健	9.30%	汤臣倍健	9.20%	汤臣倍健	9.10%	汤臣倍健	9.40%	汤臣倍健	7.50%	安利	6.80%
2	安利	5.60%	安利	5.60%	安利	6.50%	安利	6.50%	安利	6.90%	汤臣倍健	6.40%
3	无限极	4.40%	H&H 国际控股	3.90%	H&H 国际控股	4.30%	H&H 国际控股	4.80%	H&H 国际控股	4.70%	H&H 国际控股	5.00%
4	H&H 国际控股	4.00%	无限极	3.70%	无限极	3.60%	无限极	3.30%	华润	3.40%	华润	3.60%
5	康宝莱	3.00%	华润	2.90%	华润	3.10%	华润	3.10%	无限极	3.20%	无限极	3.10%
6	完美	2.60%	GSK	2.50%	赫力昂	2.40%	赫力昂	2.20%	赫力昂	2.20%	赫力昂	2.30%
7	华润	2.60%	完美	2.40%	完美	2.20%	完美	2.10%	完美	2.10%	完美	2.00%
8	GSK	2.50%	康宝莱	2.00%	康宝莱	1.40%	哈药集团	1.50%	哈药集团	2.00%	哈药集团	2.00%
9	优莎纳	1.50%	山西振东	1.60%	优莎纳	1.40%	雀巢	1.30%	雀巢	1.30%	雀巢	1.30%
10	山西振东	0.50%	优莎纳	1.50%	雀巢	1.30%	优莎纳	1.20%	厦门燕之屋	1.20%	厦门燕之屋	1.20%

来源：欧睿，国金证券研究所

2.3 斐萃毛利率行业领先，利润率抬升路径清晰

斐萃 2026 年 5%利润率目标可期。2026Q2 达人侧受限转自播后费用率压力有所降低；下半年在监管趋严、白牌出清背景下，头部达人坑位费有望进一步下降，达播端有望实现盈亏平衡，费用压力进一步减轻。中期看，2028 年利润率有望进一步，核心驱动为规模效应摊薄种草及投流费用、自播占比回升。斐萃毛利率达 87%，显著高于行业平均及 H&H 国际 65%、汤臣倍健 70%的毛利率水平；若公司持续优化抖音费用结构，并借助品牌力拓展天猫/京东国际、线下及私域等高利润率渠道，利润率仍有较大提升空间。

图表 14：斐萃毛利率远超行业平均

	2023	2024	2025	2026H1
毛利率:斐萃		82.5%	87%	87%
对比：				
H&H 国际控股	60%	61%	62%	65%
汤臣倍健	69%	67%	68%	70%
民生健康	62%	56%	51%	55%
仙乐健康	30%	31%	31%	34%
金达威	37%	39%	39%	40%
净利率对比				
H&H 国际控股	4%	0%	1%	7%
汤臣倍健	19%	9%	13%	17%
民生健康	15%	14%	15%	16%
仙乐健康	7%	7%	0%	7%
金达威	9%	11%	10%	11%

来源：wind，公司财报，国金证券研究所

三、收购高端护肤，重开成长空间叙事

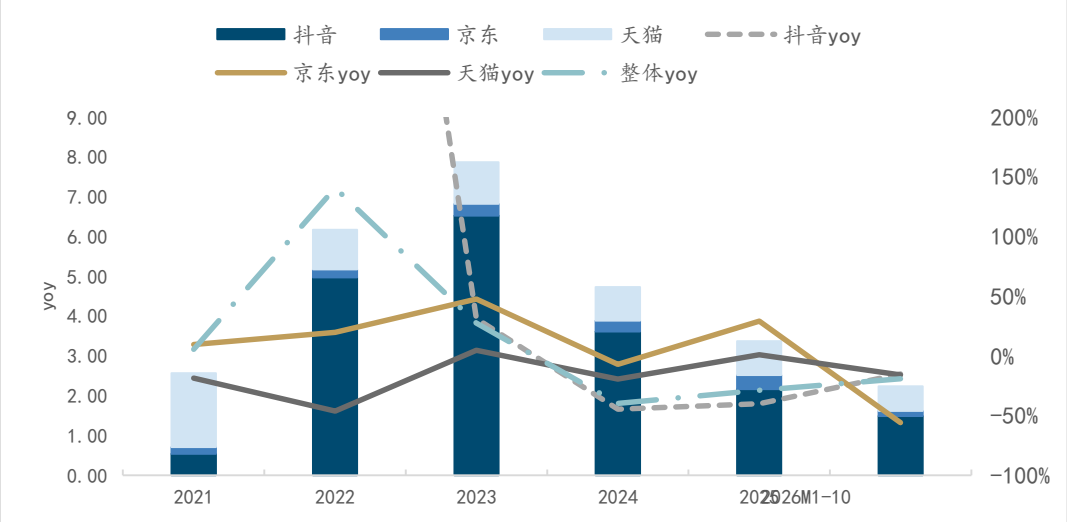
3.1 百年院线背书品牌资产具备强稀缺性，本土运营焕活

2026 年 4 月 10 日公司公告全资孙公司拟以 4382 万美元，约 2.99 亿元人民币收购奥伦纳素全球 100%股权，交易完成后标的纳入合并报表。奥伦纳素 2025 年营收 5996.16 万美元、净利润-332.60 万美元，经营现金流净额 240.34 万美元，其中美国运营实体收入 0.19 亿美元但亏损达 367 万美元。本次收购 PS 仅约 0.73 倍，虽然 25 年现金流已转正但品牌仍面临增长乏力问题。2026H1 公司完成团队组织重组、全品类 SKU 梳理，H1 并表收入计入自有品牌其他项约 0.98 亿元。

奥伦纳素品牌资产具备强稀缺性，但经营效率低、增长乏力。品牌由匈牙利皮肤科医生于 1927 年创立，拥有“医生创立+百年历史+专注护肤”三重属性，且为全球少数仍可独立收购的百年护肤资产之一，核心产品包括冰白面膜、豆腐霜等。我们认为公司业绩下滑、增长乏力主要为控制权和经营权分离导致的经营低效问题：

① 国内亏损主要来源于抖音，对比行业来看，抖音是品牌潜力最大、同时也是目前最为乏力的渠道。据久谦，奥伦纳素 25 年在天猫、抖音、京东三大平台上共实现 GMV3.37 亿元，由此可见国内渠道几乎均为线上主导。抖音渠道在 22、23 年高速发展，推动奥伦纳素 GMV 翻倍增长的同时，占比由 20%迅速提升至 80%，但在投流费增加、竞争加剧的背景下，24 年开始抖音渠道收入持续受挫，2024 年标的公司全年营收 8264 万美元，净亏损 1670 万美元。随着抖音渠道的收缩，2025 年全年营收降至 5996 万美元，同比下降约 27%，但净亏损大幅收窄至 333 万美元。

图表15：奥伦纳素抖音占比较高，推测为国内主要亏损渠道



来源：久谦，国金证券研究所

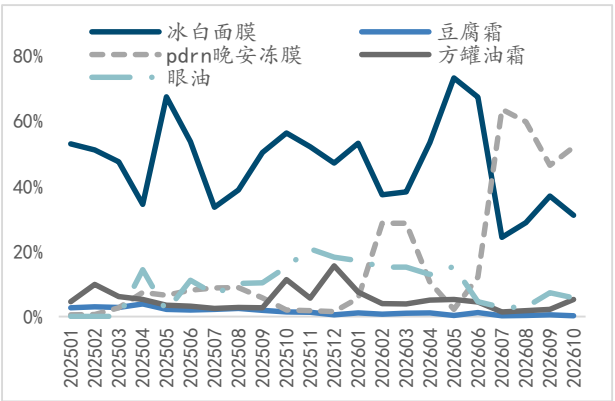
② 单一产品依赖，品牌高度集中于面膜品类，且产品迭代偏慢。心智单品冰白面膜增速已趋近成长天花板、进入稳定期，其他品类大单品线上表现偏弱；尽管新品晚安冻膜面膜逐步接棒，但尚不足以改变单一产品依赖格局。冰白面膜、豆腐霜初代均于 1988 年问世，而豆腐霜直至 2024 年才完成首次重大更新至豆腐霜 PRO，间隔近 40 年，迭代速度远慢于国际品牌平均水平，亦慢于国货品牌。

配方老化一定程度上导致部分新品表现不及预期。作为百年老牌，奥伦纳素创立初期即借助名人背书确立院线级叙事，将高端定位与强功效深度绑定，专业标签深植品牌叙事；但早期科学故事如今已成为行业普遍认知，叠加新成分功效持续验证与推广，仅靠叙事已难以支撑高端功效品牌发展，直至近年新品配方中才引入六胜肽、PDRN 等热门成分。

3.2 聚焦涂抹式面膜赛道，拓展油类等高潜力细分赛道

奥伦纳素核心发力涂抹式面膜赛道，高端面膜心智已获验证。冰白面膜长期位居天猫国际高端面膜销量榜首，官方售价约 100 元/片，同价格带高端品牌如莱伯妮尚未形成心智垄断。奥伦纳素面膜均为涂抹式，该赛道尤其是高价格带具备高成长潜力；新品升级版 PDRN 晚安冻膜简化使用流程，更符合国人使用习惯，Q3 销售额同比增长 596%，销售额占比迅速提升至 57%。双十一晚安冻膜获抖音涂抹面膜爆款榜 top1，冰白面膜同登抖音焕亮面膜爆款榜。冰白系列后续可拓展贴片式、次抛式、眼部专护式等高附加值品类。

图表16：奥伦纳素单品线上收入占比



来源：久谦，国金证券研究所

图表17：抗衰修护、提亮紧致等高功效诉求下高端面膜高增长

贴片				
yoy（%）	<200	200-500	500-1000	>1000
2025Q3	8.2	7.8	43.9	53.1
2025Q4	-0.7	-2.1	33.6	29.1
2026Q1	10.9	-13.4	6.4	39.2
2026Q2	9.6	1.6	70.9	0.9
2026M1-8	14.1	-0.8	-50.2	118.2
占比	<200	200-500	500-1000	>1000
2024	57%	34%	5%	4%
2025	57%	33%	6%	4%
2026M1-8	61%	27%	6%	6%
代表品牌	韩束	功效型如薇尔佳、可复美、理肤泉	国际大牌抗衰	院线级高奢抗衰

涂抹				
yoy（%）	<200	200-500	500-1000	>1000
2025Q3	20.3	55.3	6.1	79.5
2025Q4	26	-1.3	2.9	2.5
2026Q1	20.7	24.8	-17.2	97.1
2026Q2	-8.6	0	-24.3	10.4
2026M1-8	-13.4	-36.8	-29.8	38.7
	<200	200-500	500-1000	>1000
2024	53%	27%	8%	12%
2025	52%	27%	8%	13%
2026M1-8	51%	24%	7%	19%
代表品牌	白牌居多	毛戈平、PA	法尔曼	莱珀妮、奥伦纳素

来源：久谦，国金证券研究所

图表18：奥伦纳素重整后主推涂抹式面膜、眼油，Q3 新品 pdrn 晚安冻膜占比快速提升，面霜占比迅速收缩

	品类	品类占比 2025	大单品	单品占比 26Q1	单品占比 26Q2	单品占比 26Q3	yoy 26Q1	yoy 26Q2	yoy 26Q3
1	面膜	59%	冰白面膜	42%	67%	30%	10%	-36%	-31%
			晚安冻膜（含PDRN）	22%	6%	57%	135%	-52%	596%
2	眼部系列（眼膜+眼油）	18%	眼部精华油	6%	10%	12%	16%	7%	-59%
			3D眼膜（青春明眸眼膜）	4%	4%	2%	-52%	-68%	-71%
3	面霜	9%	方罐油霜	5%	5%	2%	-1%	-27%	-36%
			豆腐霜	1%	1%	0%	-55%	-84%	-83%
	总计						32%	-46%	-5%

来源：久谦，国金证券研究所

以 2025 年中国面膜市场规模 770 亿元测算，奥伦纳素 2025 年中国实体收入约 3.73 亿元，假设其中 60%来自面膜品类，对应面膜收入约 2.24 亿元，市占率约 0.3%。若价盘修复、SKU 扩张及渠道效率改善顺利推进，中期面膜品类市占率提升至约 1%，对应收入约 8 亿元。参考毛戈平鱼子酱面膜收入突破 10 亿元、可丽金面膜品类市占率 3.5%，且冰白系列定价显著高于鱼子酱面膜，若公司对冰白系列进行焕新重做并依托抖音渠道培育，有望打造 10 亿元级大单品，对应面膜品类市占率约 1.3%，较当前仍有显著提升空间。

图表19：贴片型面膜稳居主流，涂抹型面膜开辟新增长极

中国面膜市场规模	2025 年	770 亿元	2030E	1460 亿元
渠道拆分（2025）	**GMV**	**yoy**	**份额**	
线上	近 484 亿元	12%	抖音、淘宝、京东共占 88%	
其中：抖音	260 亿元+	33%	54%	
贴片型面膜	210 亿元	23%	89%	
涂抹型面膜	26 亿元	175%	11%	
其中：天猫	124 亿元	45%	26%	
贴片型面膜	90 亿元	23%	73%	
涂抹型面膜	34 亿元	175%	27%	
品类拆分（2025）	**2025**		**2030E**	
	GMV	份额	GMV	份额
贴片型面膜	约 530 亿	约 70%	约 950 亿	约 65%
涂抹型面膜	约 230 亿	约 30%	约 500 亿	约 35%

来源：久谦，国金证券研究所

图表20：中国面膜市场规模前 10 品牌市占率

品牌	2020	2021	2022	2023	2024	2025
敷尔佳	6.6	6.7	7.2	9.3	10.2	7.6
可复美	0.8	1.7	2.9	4.9	7.4	7.5
百雀羚	6.7	6.5	6.1	6.1	6.2	6.9
薇诺娜	2.2	2.7	3.8	4.5	5.0	4.6
毛戈平	0.4	1.1	1.7	3.0	3.9	4.5
巴黎欧莱雅	3.4	3.9	4.4	4.8	4.7	4.3
FanBeauty	0.7	0.9	1.1	2.3	2.5	3.7
AHC	3.8	3.9	4.0	3.7	3.9	3.6
理肤泉	0.5	0.6	1.5	1.9	2.3	3.6
可丽金	1.6	1.4	1.7	1.9	2.8	3.5
CR10	26.7	29.4	34.4	42.4	48.9	49.8

来源：欧睿，国金证券研究所

奥伦纳苏同步拓展油类等高潜力、国际品牌尚未形成心智垄断的细分赛道。目前精华油行

业表现与该战略高度匹配：①油类精华较传统液态精华更强调抗衰修护属性，具备高客单潜力；②国际品牌并未垄断，国内市场由国货主导，尤其眼部赛道，国际品牌主要为眼霜尚无强势眼油品牌；③体验感与品牌并重，强调肤感、香型、仪式感和修护体验。据青眼预测，眼部精华油规模 2023 年 5.3 亿元，2024 年 17.1 亿元，预计 2025 年达 23.7 亿元，增速快于面部精华油。

3.3 维持小众高端调性，稳增长同时守住高利润率

在强运营能力赋能下，公司有望在实现高增长的同时守住高端定位及高利润率。公司维持小众高端调性，在低基数下追求稳定高增长而非爆发式增长。绽家、斐萃均能在达人推广等成熟流量打法下维持高端定位且快速实现盈利。在不追求爆发式增长的前提下，公司不会大量投流，奥伦纳素有望于 2026 年止亏、2027 年实现盈利，长期若进一步拓展线下渠道，参考成熟品牌毛戈平净利率 24%、林清轩净利率 15%，奥伦纳素利润率仍具显著提升空间。

图表21：参考毛戈平、林清轩，奥伦纳素利润率仍具备较大提升空间

毛利率	2023	2024	2025	2026H1
毛戈平	85%	84%	84%	85%
林清轩	81%	83%	82%	82%
上美股份	72%	75%	76%	77%
珀莱雅	70%	71%	75%	74%
水羊股份	58%	63%	63%	67%
逸仙电商	74%	77%	78%	77%
净利率	**2023**	**2024**	**2025**	**2026H1**
毛戈平	23%	23%	24%	25%
林清轩	11%	15%	15%	17%
上美股份	11%	12%	12%	3%
珀莱雅	14%	14%	13%	21.73%
水羊股份	7%	3%	3%	3%
逸仙电商	-22%	-21%	-2%	-7%

来源：公司财报，wind，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

分产品：

1） 电商业务板块：品牌管理业务稳健增长，低效代运营持续收缩。2026H1 代运营/品牌管理分别同比-32%/+134%，预计 26-28 年代运营收入同比-35%/-10%/0%，品牌管理业务收入同比+120%/35%/20%，毛利率代运营/品牌管理业务分别稳定在 41%/59%。

自有品牌业务

① 绽家：洗衣凝珠、洗衣液支撑绽家规模基本盘，内衣洗、地板清洁剂、柔顺剂等新潜力爆品提供新增量。26H1 绽家收入同比+65%，双十一全渠道同比增长 80%，预计 26-28 年绽家收入同比+50%/+30%/+30%，毛利率维持 68%。

② 斐萃：雌马酚带动品牌恢复增长，鎏金瓶、小紫瓶势能仍在。26H1 斐萃收入同比+153%，Q3 超预期恢复高个位数增长，预计稳定放量下高毛利率维持，预计 26-28 年斐萃收入同比+45%/+25%/+25%，毛利率维持 87%。

③ 奥伦纳素：2026 年 4 月 10 日公司收购高端院线护肤品牌奥伦纳素全部股权，收购对价 4382 万美元；奥伦纳素 2025 年实现营收 5996 万美元，净利润-333 万美元。奥伦纳素品牌资产优质，单一品牌成长空间较保健品及高端家清更大、利润率更高。2026H1 公司完成团队组织重组及全品类 SKU 梳理，H1 并表收入计入自有品牌其他项约 0.98 亿元。预计 2026 年调整期收入小幅波动，2027 年新品正式上线后恢复增长；预计 2026-2028 年奥伦纳素收入同比分别-20%/+50%/+50%。参考毛戈平，预计 2026-2028 年奥伦纳素毛利率维持 85%。

图表22：分板块盈利预测

	2023	2024	2025	26H1	2026E	2027E	2028E
营收	1366	1766	3432	2286	5338	6959	8677
yoy	12.25%	29.26%	94.35%	73.29%	55.53%	30.37%	24.69%
毛利	550	787	2052	1497	3555	4695	5914
毛利率	40.24%	44.57%	59.80%	65.47%	73%	32%	26%
代运营							
营收	942	764	723	258	470	423	423
yoy	-11%	-19%	-5%	-32%	-35%	-10%	0%
毛利	325	300	265	106	193	173	173
毛利率	34.54%	39.26%	36.70%	41%	41%	41%	41%
品牌管理							
营收	160	501	895	785	1969	2658	3190
yoy		212%	79%	134%	120%	35%	20%
毛利	61	153	413	460	1154	1557	1869
毛利率	37.77%	30.47%	46.20%	58.59%	58.59%	58.59%	58.59%
自有品牌							
营收	263	501	1813	1164	2899	3878	5064
yoy	64%	90%	262%	93%	60%	34%	31%
毛利	164	335	1374	931	54%	56%	58%
毛利率	62%	67%	76%	80%	2208	2964	3872
绽家							
营收	255	484	1069	740	1604	2085	2710
yoy		90%	121%	67%	50%	30%	30%
毛利	158	324	731	502	30%	30%	31%
毛利率	62.16%	66.92%	68.40%	67.78%	1090	1417	1843
斐萃							
营收		12	696	404	1010	1262	1578
yoy			5645%	153%	45%	25%	25%
毛利		8	606	350	18%	18%	18%
毛利率			87%	86.68%	879	1098	1373
纽益倍							
营收	9	5	48	20	40	40	40
yoy		-46%	929%		-16%	0%	0%
毛利	5	3	37	79	31	31	31
毛利率	62%	62%	77%	81%	77%	77%	77%
奥伦纳素							
营收			409		327	491	736
yoy					-20%	50%	50%
毛利					278	417	626
毛利率					85%	85%	85%

来源：公司财报，国金证券研究所

费用端：

1）销售费用率：自有品牌建设需营销持续投入，销售费用率提高。2026H1 销售费用率达 51.36%，双十一期间达人侧费用压力增加，预计 26-28 年销售费用率 52.8%/53.5%/54%。

2）管理费用率：公司管理层结构稳定，预计 26-28 年管理费用率 3.0%/3.0%/3.0%。

3）研发费用率：轻研发策略持续，投入集中在平台数字化技术，预计 26-28 年研发费用率稳定 1%。

图表23：相对估值分析（截至 2026 年 11 月 23 日）

证券代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）					PE			25-27年CAGR%
			24A	25A	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
	保健品板块										
1112.HK	H&H国际控股	162	-0.54	1.96	10.17	12.62	14.62	16	13	11	20%
300146.SZ	汤臣倍健	169	6.53	7.82	6.99	7.81	8.72	24	22	19	12%
300791.SZ	仙乐健康	48	3.25	1.37	3.14	3.93	4.78	15	12	10	23%
301507.SZ	民生健康	37	0.92	1.19	0.86	1.43	2.35	43	26	16	66%
002626.SZ	金达威	94	3.42	3.40	3.77	5.85	7.50	25	16	13	41%
	均值	-	-	-	-	-	-	25	18	14	-
	化妆品板块										
1318.HK	毛戈平	253	8.81	12.04	15.19	18.83	22.97	17	13	11	23%
300740.SZ	水羊股份	58	1.10	1.48	1.69	2.26	2.71	35	26	22	39%
301371.SZ	敷尔佳	99	6.61	4.33	4.77	5.43	6.22	21	18	16	14%
300957.SZ	贝泰妮	111	5.03	5.06	6.02	7.07	8.05	18	16	14	16%
	均值	-	-	-	-	-	-	23	18	16	-
003010.SZ	若羽臣	82	1.06	1.94	3.70	5.00	6.68	22	16	12	34%

来源：wind，国金证券研究所；除毛戈平使用国金预测外均使用 wind 一致预测

五、风险提示

1. 跨境保健品监管与合规不确定性。监管最严时期虽已过，但平台已出台更细化标准，品牌需持续调整素材以适配合规尺度，可能对斐萃收入造成阶段性影响；同时，严监管下新品投放与运营策略测试周期延长，新品放量速度或有所放缓。

2. 行业竞争加剧致斐萃销售不达预期。斐萃目前稳居抖音、京东等公域平台头部，但仅三生物、营养工厂等私域渠道品牌构成跨渠道竞争。私域因投流压力小、单价更低且复购率更高，可能对斐萃高价格带产品形成冲击。

3. 奥伦纳素海外整合效果不及预期。2025 年奥伦纳素中国运营实体收入 3.73 亿元，净利润-766 万元，净利率-2%；美国运营实体收入 0.19 亿美元，亏损 367 万美元，净利率-19%。海外线下运营与国内电商差异较大，且消费者偏好存在差异，若整合进度偏慢或效果不达预期，可能持续拖累公司业绩。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**1,366**	**1,766**	**3,432**	**5,338**	**6,959**	**8,677**
增长率	-5.5%	29.3%	94.3%	55.5%	30.4%	24.7%
主营业务成本	-816	-979	-1,380	-1,783	-2,264	-2,762
%销售收入	59.8%	55.4%	40.2%	33.4%	32.5%	31.8%
毛利	550	787	2,052	3,555	4,695	5,914
%销售收入	40.2%	44.6%	59.8%	66.6%	67.5%	68.2%
营业税金及附加	-4	-8	-11	-19	-24	-30
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-380	-526	-1,647	-2,818	-3,723	-4,685
%销售收入	27.8%	29.8%	48.0%	52.8%	53.5%	54.0%
管理费用	-93	-98	-115	-160	-209	-260
%销售收入	6.8%	5.6%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-24	-26	-33	-53	-70	-87
%销售收入	1.8%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润（EBIT）	49	130	246	504	669	852
%销售收入	3.6%	7.3%	7.2%	9.4%	9.6%	9.8%
财务费用	13	11	-30	-15	-18	-20
%销售收入	-0.9%	-0.6%	0.9%	0.3%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-6	-14	3	-22	-34	-12
公允价值变动收益	0	-5	-1	-15	-15	-15
投资收益	2	2	4	0	0	0
%税前利润	4.2%	1.4%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	59	131	227	452	602	804
营业利润率	4.3%	7.4%	6.6%	8.5%	8.7%	9.3%
营业外收支	-3	-3	-1	-6	0	0
税前利润	57	128	226	446	602	804
利润率	4.2%	7.3%	6.6%	8.4%	8.7%	9.3%
所得税	-2	-22	-31	-76	-102	-137
所得税率	4.3%	17.5%	13.9%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	54	106	194	370	500	668
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**54**	**106**	**194**	**370**	**500**	**668**
净利率	4.0%	6.0%	5.7%	6.9%	7.2%	7.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	54	106	194	370	500	668
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	28	37	24	39	51	30
非经营收益	-4	7	9	91	52	60
营运资金变动	-170	184	-76	-213	-214	-220
经营活动现金净流	**-92**	**334**	**152**	**288**	**389**	**538**
资本开支	-4	-14	-11	-11	-16	-9
投资	-12	-41	24	-15	-15	-15
其他	1	0	3	0	0	0
投资活动现金净流	**-15**	**-55**	**17**	**-26**	**-31**	**-24**
股权募资	8	17	22	-44	169	10
债权募资	124	104	740	488	347	535
其他	-66	-146	-650	-340	-503	-667
筹资活动现金净流	**66**	**-25**	**112**	**104**	**12**	**-122**
现金净流量	**-32**	**264**	**256**	**365**	**371**	**392**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	345	607	859	1,224	1,595	1,987
应收款项	217	244	215	409	534	666
存货	319	226	462	418	502	613
其他流动资产	158	112	288	222	280	339
流动资产	1,039	1,189	1,824	2,273	2,911	3,605
%总资产	77.2%	76.6%	83.5%	88.1%	90.5%	92.4%
长期投资	87	122	96	96	96	96
固定资产	177	171	168	158	158	150
%总资产	13.2%	11.0%	7.7%	6.1%	4.9%	3.8%
无形资产	19	15	13	16	18	20
非流动资产	306	362	360	307	305	297
%总资产	22.8%	23.4%	16.5%	11.9%	9.5%	7.6%
资产总计	**1,346**	**1,551**	**2,184**	**2,580**	**3,216**	**3,902**
短期借款	176	283	710	1,198	1,545	2,080
应付款项	40	77	219	185	237	291
其他流动负债	28	46	180	115	151	191
流动负债	243	407	1,109	1,498	1,932	2,562
长期贷款	0	0	315	315	315	315
其他长期负债	5	40	41	32	32	32
负债	249	447	1,464	1,846	2,280	2,910
普通股股东权益	1,097	1,104	719	734	937	992
其中：股本	122	164	311	311	311	311
未分配利润	350	414	444	503	536	581
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**1,346**	**1,551**	**2,184**	**2,580**	**3,216**	**3,902**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.444	0.644	0.625	1.190	1.607	2.146
每股净资产	8.968	6.732	2.312	2.360	3.011	3.189
每股经营现金净流	-0.750	2.034	0.488	0.925	1.251	1.729
每股股利	0.300	0.500	0.600	1.000	1.500	2.000
回报率						
净资产收益率	4.95%	9.57%	27.03%	50.41%	53.38%	67.30%
总资产收益率	4.03%	6.81%	8.90%	14.35%	15.54%	17.11%
投入资本收益率	3.66%	7.71%	12.12%	18.62%	19.85%	20.87%
增长率						
主营业务收入增长率	12.25%	29.26%	94.35%	55.54%	30.37%	24.69%
EBIT 增长率	367.14%	166.42%	89.45%	105.30%	32.67%	27.31%
净利润增长率	60.83%	94.58%	84.03%	90.38%	35.08%	33.54%
总资产增长率	11.86%	15.25%	40.80%	18.15%	24.67%	21.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.5	38.1	18.9	19.0	19.0	19.0
存货周转天数	114.5	101.5	90.9	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	8.0	12.5	29.6	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	47.4	35.3	17.8	10.8	8.3	6.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.48%	-29.31%	23.16%	39.37%	28.33%	41.17%
EBIT 利息保障倍数	-3.8	-11.3	8.2	33.0	37.8	42.7
资产负债率	18.47%	28.80%	67.07%	71.54%	70.88%	74.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	17	21	35	45
增持	0	4	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.19**	**1.16**	**1.17**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究