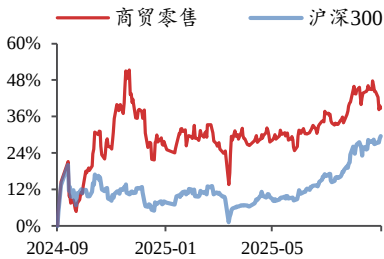


商贸零售

2025 年 09 月 27 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

- 《潮宏基订货会火热举办，优质新品受加盟商欢迎—行业周报》-2025.9.21
- 《8月社零同比+3.4%，金银珠宝表现亮眼—行业点评报告》-2025.9.15
- 《高德扫街榜上线，真实数据重构线下信任格局—行业周报》-2025.9.14

医美化妆品 8 月月报：锦波生物胶原蛋白冻干纤维获药用辅料登记，珀莱雅拟赴港上市

——行业点评报告

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

● 板块行情回顾

医美（选取 14 家上市公司）：8 月个股涨幅靠前为美丽田园医疗健康（+32.4%）、科笛（+31.7%）、医思健康（+22.7%）；**化妆品**（选取 22 家上市公司）：8 月个股涨幅靠前为嘉亨家化（+55.4%）、水羊股份（+36.3%）、若羽臣（+29.0%）。

● 医美：锦波生物胶原冻干纤维获药用辅料登记，朗姿拟收购重庆米兰柏羽

（1）2025 年 9 月 3 日，锦波生物“重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维”完成药用辅料登记并公示，成为全球首个进入药用辅料领域的注射级重组人源化胶原蛋白。材料可作为药物载体应用于药物递送领域，拓展了重组胶原蛋白在医药产业的应用边界，为公司打开增长空间。（2）朗姿股份子公司北京朗姿医管拟以现金方式收购博恒二号所持有的重庆米兰柏羽 67.5% 股权，转让价 9247.5 万元，交易完成后重庆米兰柏羽将纳入合并报表。博恒二号作出业绩承诺，保证重庆米兰柏羽 2025 至 2027 年净利润分别不低于 929 万元、989 万元和 1183 万元。本次收购将带来业绩承诺下的利润增长，未来公司有望持续扩张医美板块布局。

● 化妆品：珀莱雅拟赴港上市，上美股份新品牌 NAN beauty 上市

（1）珀莱雅拟赴港上市：2025 年 8 月 26 日珀莱雅发布公告，拟发行境外上市股份（H 股）并在香港主板挂牌上市。若登陆成功，珀莱雅或将成为首个 A+H 股上市的美妆企业，将拓宽公司融资渠道，加快公司海外业务发展。（2）珀莱雅投资花知晓：2025 年 9 月 1 日花知晓宣布完成珀莱雅独家投资的 B 轮融资，将强化珀莱雅在彩妆与年轻客群的布局，借助花知晓内容运营与出海渠道加速国际化推进。（3）上美股份彩妆品牌 NAN beauty 上市：2025 年 8 月 14 日上美股份化妆师彩妆品牌 NAN beauty 举办品牌发布会，首批产品于 9 月 9 日在抖音平台正式上线，品牌推出为上美推进“多品牌、全品类”战略中的重要进展。（4）花西子布局护肤领域：2025 年 9 月 8 日花西子举办护肤系列新品发布会，首次进军护肤领域，推出全新“气色双生”护肤产品线，赋予皮肤好气色。公司布局护肤完成了从“东方彩妆”到“综合美妆”的战略升级，有望增强与彩妆的协同效应。

● 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）、珀莱雅、润本股份、丸美生物、巨子生物等，受益标的若羽臣、上海家化等。抖音中秋+双 11 活动已开启，关注大促期间美妆品牌表现。

● **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III型胶原蛋白冻干纤维完成药用辅料登记.....	6
3、化妆品：珀莱雅拟赴港上市，上美新品牌 NAN beauty 上市	7
4、投资观点：关注深耕景气赛道、能力持续迭代的国货美妆.....	9
5、风险提示	10

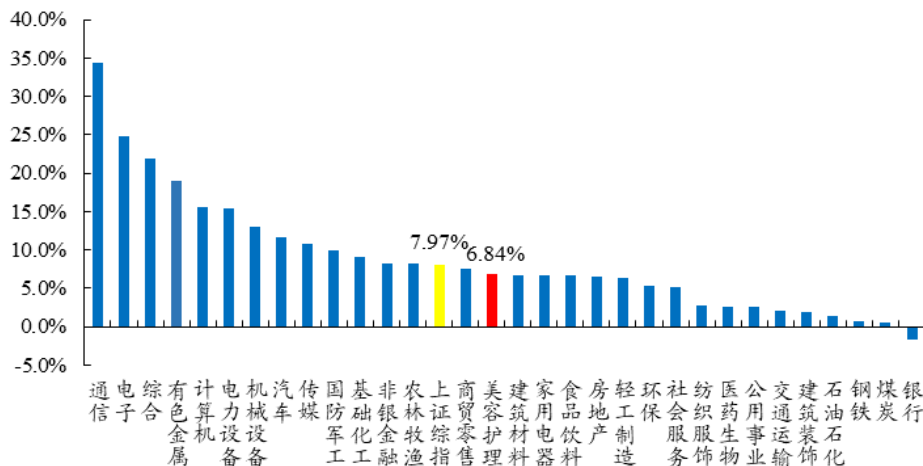
图表目录

图 1： 8 月美容护理指数表现位列第 15 位	3
图 2： 2025 年 8 月美容护理指数上涨 6.84%	3
图 3： 2025 年 1-8 月美容护理指数累计上涨 15.92%.....	3
图 4： 8 月美丽田园医疗健康、科笛、医思健康在医美板块涨幅居前.....	4
图 5： 2025 年 1-8 月，雍禾医疗、四环医药、美丽田园医疗健康在医美板块涨幅居前	4
图 6： 8 月嘉亨家化、水羊股份、若羽臣在化妆品板块涨幅居前	5
图 7： 2025 年 1-8 月，若羽臣、上美股份、嘉亨家化在化妆品板块涨幅居前	5
图 8： 公司III型胶原蛋白冻干纤维完成药用辅料登记.....	6
图 9： 朗姿股份发布拟收购重庆米兰柏羽公告.....	6
图 10： 朗姿股份拟收购重庆米兰柏羽持续加码医美布局.....	6
图 11： 珀莱雅发布拟赴港上市公告.....	7
图 12： 珀莱雅设立欧洲科创中心布局国际化战略.....	7
图 13： 花知晓以东方少女与二次元审美切入彩妆细分	7
图 14： 花知晓海外收获好评	7
图 15： NAN beauty 定位中高端彩妆	8
图 16： NAN beauty 关注用户对妆造的日常场景需求	8
图 17： 花西子举办新品发布会首次进军护肤领域.....	8
图 18： 花西子重磅发布两大创新美妆科技新品.....	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

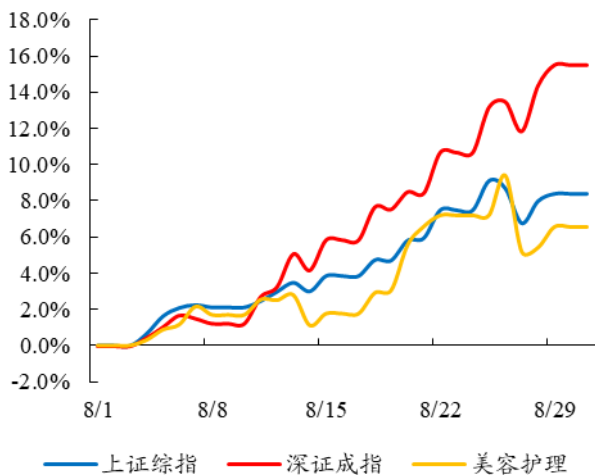
8月美容护理指数上涨6.84%，位列第15位。美容护理指数8月报收5052.44点，涨幅为6.84%，在所有一级行业中位列第15位，表现弱于大盘（8月上证综指上升7.97%）。

图1：8月美容护理指数表现位列第15位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025年8月美容护理指数上涨6.84%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025年1-8月美容护理指数累计上涨15.92%

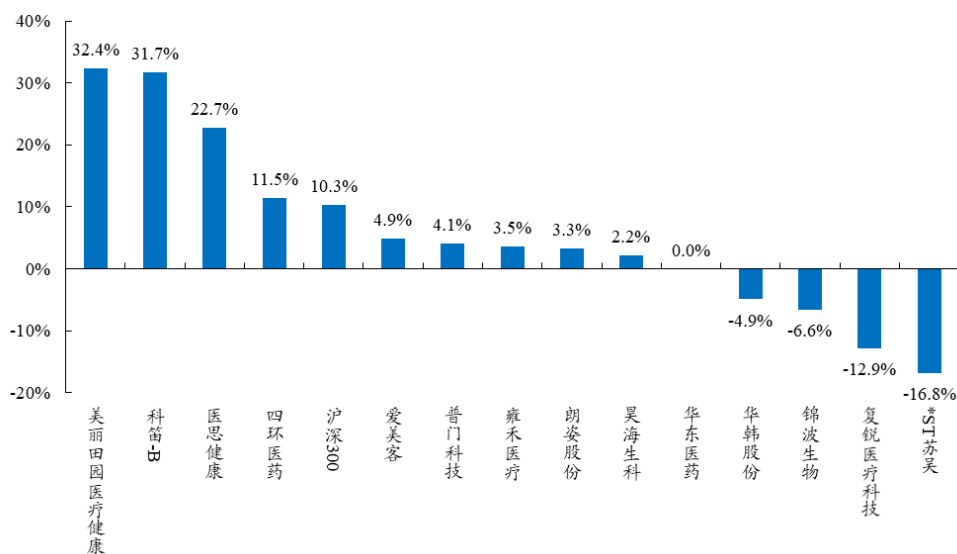


数据来源：Wind、开源证券研究所

8月，美丽田园医疗健康、科笛、医思健康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8月共计9家上涨、1家持平、4家下跌。其中，月涨幅靠前的为美丽田园医疗健康、科笛、医思健康，月涨幅分别为32.4%、31.7%、22.7%；月表现靠后的为锦波生物、复锐医疗科技、*ST苏吴。

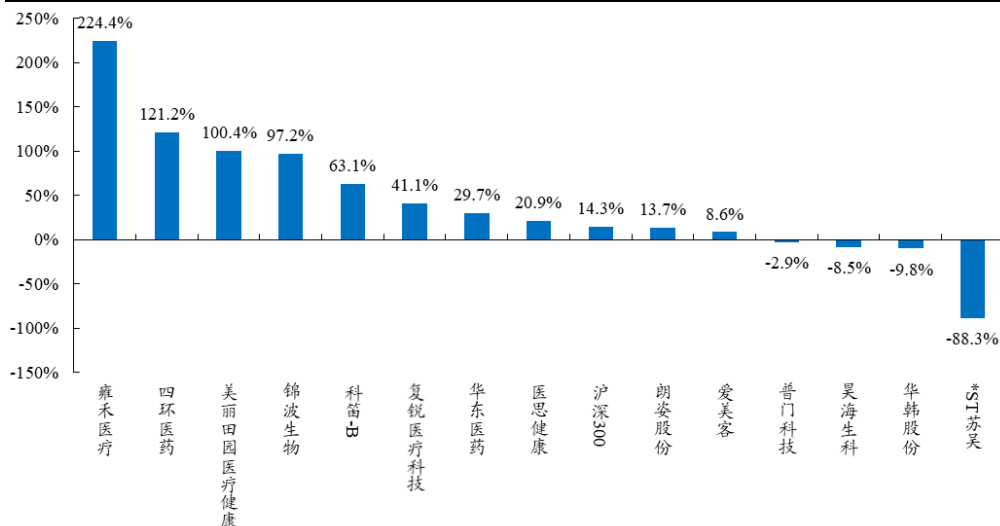
2025年1-8月，雍禾医疗、四环医药、美丽田园医疗健康在医美板块涨幅居前。2025年1-8月，医美板块所选公司中共计10家上涨、4家下跌。其中，雍禾医疗、四环医药、美丽田园医疗健康在医美板块中涨幅居前，累计涨幅分别为224.4%、121.2%、100.4%；2025年1-8月跌幅靠前的分别为昊海生科、华韩股份、*ST苏吴。

图4：8月美丽田园医疗健康、科笛、医思健康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1-8月，雍禾医疗、四环医药、美丽田园医疗健康在医美板块涨幅居前

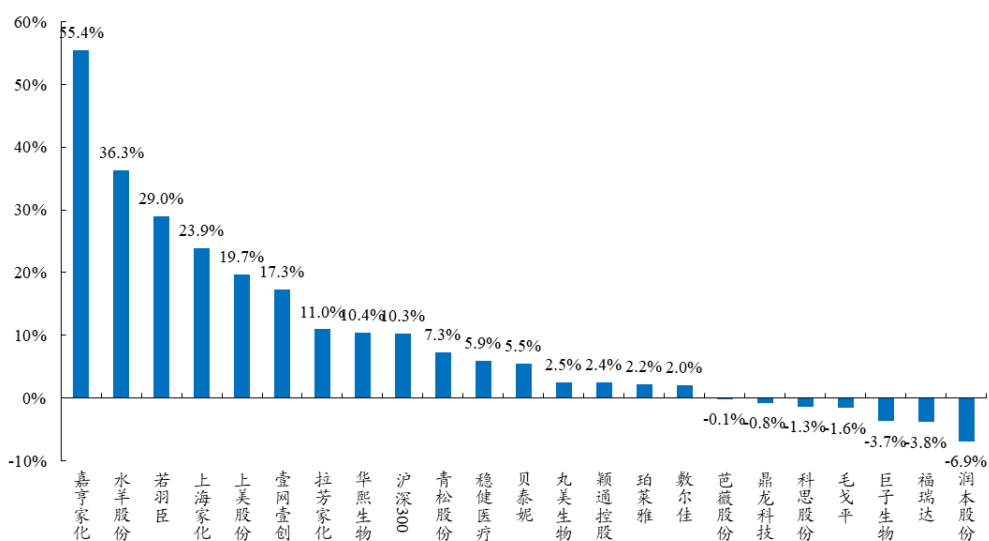


数据来源：Wind、开源证券研究所

8月，嘉亨家化、水羊股份、若羽臣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，8月共计15家上涨、7家下跌。其中，8月涨幅靠前的为嘉亨家化、水羊股份、若羽臣，月涨幅分别为55.4%、36.3%、29.0%；月跌幅靠前的分别为巨子生物、福瑞达、润本股份。

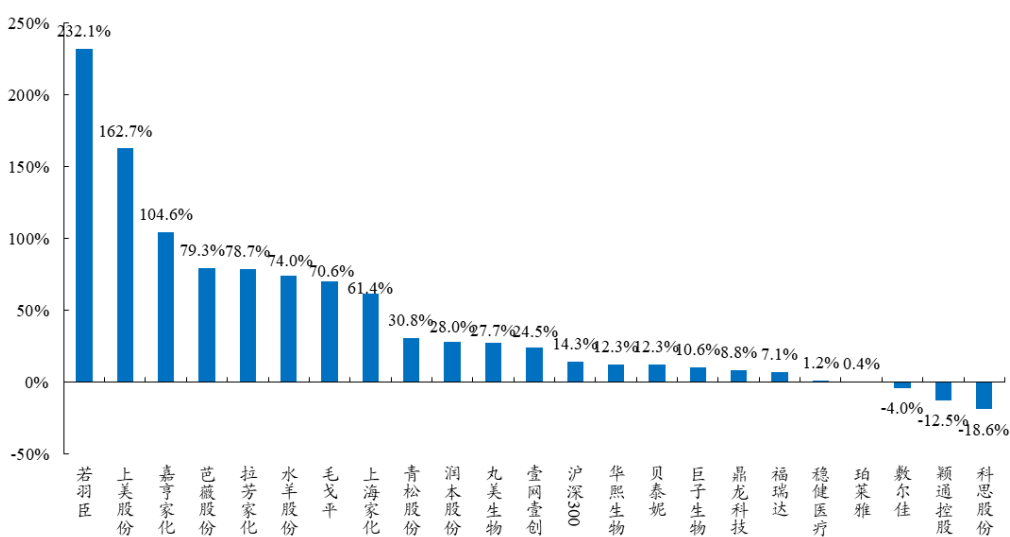
2025年1-8月，若羽臣、上美股份、嘉亨家化在化妆品板块中涨幅居前。2025年1-8月，化妆品板块所选公司中共19家上涨、3家下跌。其中，若羽臣、上美股份、嘉亨家化在化妆品板块中涨幅居前，累计涨幅分别为232.1%、162.7%、104.6%；2025年1-8月跌幅靠前的分别为敷尔佳、颖通控股、科思股份。

图6：8月嘉亨家化、水羊股份、若羽臣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1-8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

2、医美：锦波生物III型胶原蛋白冻干纤维完成药用辅料登记

锦波生物“重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维”完成药用辅料登记。2025年9月3日，锦波生物“重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维”正式获得国家药品监督管理局药品审评中心（CDE）药用辅料登记并公示，登记号为 F20250000360，成为全球首个进入药用辅料领域的注射级重组人源化胶原蛋白，填补了我国在该领域的空白。作为药用辅料，该材料适用于注射剂、生物制剂、皮肤外用制剂等领域，并可作为药物载体应用于药物递送领域。辅助药物通过靶向定位及缓释可与重组人源化胶原蛋白联合使用有助于提高药物的疗效，降低副作用。我们认为，此次登记拓展了重组胶原蛋白在医药产业的应用边界，为公司打开全新的增长空间，同时进一步巩固公司在生物医药材料赛道的领先地位。

图8：公司III型胶原蛋白冻干纤维完成药用辅料登记

原料药登记数据		药用辅料登记数据		药包材登记数据		原辅包登记				
数据范围： ☒ 全部 ☐ 已激活 ☐ 已失效 ☐ 已注销				查询条件： 锦波生物		查询				
登记号	品种名称	企业名称	企业地址	产品来源	包装规格	规格	更新日期	与制剂共同审评审批结果	省份	备注
F20250000360	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	山西锦波生物医药股份有限公司	山西综改示范区太原唐槐园区锦波街18号;山西省太原市小店区化章街8号、山西综改示范区太原唐槐园区锦波街18号	国产			2025-09-03	I	山西省	

资料来源：NMPA 官网、开源证券研究所

朗姿股份拟收购重庆米兰柏羽。2025年9月10日朗姿股份发布公告，子公司北京朗姿医管拟以现金方式收购博恒二号所持有的重庆米兰柏羽 67.5%股权，转让价 9247.5 万元，交易完成后重庆米兰柏羽将纳入合并报表。博恒二号作出业绩承诺，保证重庆米兰柏羽 2025 至 2027 年净利润分别不低于 929 万元、989 万元和 1183 万元，三年累计不低于 3101 万元。此次并购采用“体外培育+成熟后收购”模式，公司通过参与设立医美产业基金先行孵化标的，再在标的实现管理规范与持续盈利后完成收购，降低利润波动风险。朗姿股份先后参与设立了包括博恒二号在内的七支医美并购基金，基金整体规模可达 28.37 亿元。我们认为，本次收购将带来业绩承诺下的利润增长，未来公司有望持续扩大医美版图和业务布局。

图9：朗姿股份发布拟收购重庆米兰柏羽公告

图10：朗姿股份拟收购重庆米兰柏羽持续加码医美布局

证券代码：002612

证券简称：朗姿股份

公告编号：2025-055

朗姿股份有限公司

关于现金收购重庆时光控股股权暨关联交易的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

特别提示：

1. 截至本公告披露日，朗姿股份有限公司（以下简称“朗姿股份”或“公司”）下属全资子公司北京朗姿医疗管理有限公司（以下简称“北京朗姿医管”，由公司全资子公司朗姿医疗管理有限公司持有其 100% 股权）已先后完成了原由关联

资料来源：朗姿股份公司公告



资料来源：i 美妆头条公众号

3、化妆品：珀莱雅拟赴港上市，上美新品牌 NAN beauty 上市

珀莱雅拟赴港上市，加快国际化战略推进。2025 年 8 月 26 日珀莱雅发布公告，拟发行境外上市股份（H 股）并在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市。若登陆港交所成功，珀莱雅或将成为首个 A+H 股上市的美妆企业。发行不涉及控股权变动，发行后公司有望加快国际化战略与海外业务发展、增强境外融资能力。我们认为，赴港上市将拓宽公司融资渠道，加快公司海外业务发展，为多品牌与海外业务扩张提供资金与平台支撑，推动品牌中长期成长及国际化。

图11：珀莱雅发布拟赴港上市公告

证券代码：603605 证券简称：珀莱雅 公告编号：2025-048
债券代码：113634 债券简称：珀莱转债

珀莱雅化妆品股份有限公司
关于筹划发行H股股票并在香港联合交易所有限公司
上市的提示性公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

珀莱雅化妆品股份有限公司（以下简称“公司”）第四届董事会第六次会议于2025年8月25日审议通过了《关于筹划发行H股股票并在香港联合交易所有限公司上市的议案》，为加快公司的国际化战略和海外业务发展，增强公司的境外融资能力，进一步提高公司的综合竞争力，根据公司总体发展战略及运营需要，公司拟发行境外上市股份（H 股）并在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市（以下简称“本次发行”）。

资料来源：珀莱雅公司公告

图12：珀莱雅设立欧洲科创中心布局国际化战略



资料来源：珀莱雅投资者关系公众号

珀莱雅独家投资花知晓 B 轮融资。2025 年 9 月 1 日花知晓宣布完成 B 轮融资，由珀莱雅独家投资，资金将用于全球化扩张、供应链整合与内容创新。珀莱雅通过珀莱雅海南投资有限公司入股，持股 38.45%，成为花知晓第二大股东。花知晓成立于 2016 年，以东方少女与二次元审美切入彩妆细分，2019 年以日本为首站开启出海，目前官方海外账号累计粉丝超过 300 万，渠道覆盖十余个国家与地区，是海外影响力领先的中国彩妆品牌之一。我们认为，此次投资将强化珀莱雅在彩妆与年轻客群的布局，借助花知晓成熟的内容运营与出海渠道加速国际化推进，有望为公司彩妆矩阵带来协同增量并提升国际化动能。

图13：花知晓以东方少女与二次元审美切入彩妆细分



资料来源：刀姐 Doris 公众号

图14：花知晓海外收获好评



资料来源：刀姐 Doris 公众号

上美股份彩妆品牌 NAN beauty 重磅上市。2025 年 8 月 14 日上美股份与明星化妆师春楠联手打造的化妆师彩妆品牌 NAN beauty 举办品牌发布会，首批产品于 9 月 9 日在抖音平台正式上线发售，同日春楠老师进行首场直播。NAN beauty 为上美股份旗下首个化妆师彩妆品牌，定位中高端，与知名明星化妆师春楠强强联手打造，借助其专业影响力与内容传播优势，有望加速品牌声量与销售转化。我们认为，NAN beauty 的推出是上美推进“多品牌、全品类”战略过程中的重要进展，有望助力公司强化彩妆矩阵，提升在中高端市场的竞争力与成长空间。

图15: NAN beauty 定位中高端彩妆



资料来源：CCM 上美股份公众号

图16: NAN beauty 关注用户对妆造的日常场景需求



资料来源：CCM 上美股份公众号

花西子布局护肤领域。2025 年 9 月 8 日花西子在杭州举办气色双生护肤系列全球新品发布会，首次进军护肤领域。公司推出全新“气色双生”护肤产品线，涵盖早/晚次抛精华、早/晚面霜、水乳、面膜 6 大核心 SKU，并重磅发布“莲花胶原肽”、“超分子气色丹”两大创新美妆科技新品。首创“遵循东方节律，早晚协同护理”方案，从抗垮修护与焕亮养色两大维度，赋予皮肤好气色。我们认为，花西子此次切入护肤领域完成了从“东方彩妆”到“综合美妆”的战略升级，护肤品类有望增强与彩妆的协同效应，同时凭借东方文化叙事与差异化科技路径，公司有望在护肤市场中实现差异化竞争，打开新的成长空间。

图17: 花西子举办新品发布会首次进军护肤领域



资料来源：青眼公众号

图18: 花西子重磅发布两大创新美妆科技新品



资料来源：青眼公众号

4、投资观点：关注深耕景气赛道、能力持续迭代的国货美妆

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（看好差异化单品表现，未来有望持续研发实现长期增长）、科笛-B（核心新品商业化在即，多元管线储备丰富）、朗姿股份，受益标的美丽田园医疗健康、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（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）、丸美生物（“人群资产”验证公司底层思维&能力万象更“芯”，高质量增长可期）、珀莱雅、巨子生物等，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。

美妆抖音商城中秋&双11活动开启，建议关注头部国货美妆品牌大促表现，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 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1318.HK	毛戈平	买入	98.11	481	2.40	3.10	4.00	41	32	25
2145.HK	上美股份	买入	90.34	360	2.53	3.16	3.85	36	29	23
2367.HK	巨子生物	买入	49.51	530	2.50	3.10	3.70	20	16	13
2487.HK	科笛-B	买入	7.98	28	-1.00	-0.42	0.06	-	-	-
003010.SZ	若羽臣	买入	42.70	133	0.57	0.79	1.06	75	54	40
603605.SH	珀莱雅	买入	81.33	322	4.70	5.47	6.20	17	15	13
603193.SH	润本股份	买入	29.38	119	0.82	1.05	1.32	36	28	22
603983.SH	丸美生物	买入	39.29	158	1.00	1.30	1.66	39	30	24
600315.SH	上海家化	买入	26.20	176	0.52	0.68	0.81	51	39	32
688363.SH	华熙生物	买入	54.55	263	0.91	1.21	1.54	60	45	35
300957.SZ	贝泰妮	买入	45.83	194	1.59	1.90	2.19	29	24	21
600223.SH	福瑞达	买入	7.60	77	0.24	0.28	0.32	32	27	24
688363.SH	华熙生物	买入	54.55	263	0.91	1.21	1.54	60	45	35
300896.SZ	爱美客	买入	182.21	551	5.62	6.63	7.68	32	27	24
002612.SZ	朗姿股份	买入	17.16	76	0.91	0.72	0.82	19	24	21

数据来源：Wind、开源证券研究所（注1：收盘价日期为2025/9/26；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