

商贸零售行业 9 月投资策略暨美护财报总结 业绩分化仍延续，产品驱动显差异

优于大市

核心观点

美容护理行业细分板块及个股表现分化，行情震荡机构关注度有所提升。受到宏观经济疲软以及行业竞争加剧的影响，美护行业 2025 年整体行业增速表现较为平稳。从社零数据来看，2025 年 1-6 月社零化妆品销售额 2290.8 亿元，同比增长 2.9%，低于社零总额 1-6 月的 5% 增速。从上市板块整体来看，2025Q2 美护板块整体收入同比增加 5.19%，较 Q1 环比有所放缓，基本面因素下板块行情整体也相对大盘较为平淡，2025 年 1-8 月期间美容护理行业指数上涨 15.92%，跑赢大盘 0.82pct，但板块机构持仓关注度正在逐步提升，行业基金重仓持股配置比达 2.5%，环比提升 0.34pct。

特征一：板块间差异明显，个护异军突起，美妆呈现分化，医美继续承压。一方面板块间分化明显，二季度呈现个护（收入 yoy+14.0%）>美妆（收入 yoy+3.13%）>医美（收入 yoy-13.1%），其中个护板块国产替代趋势明显，行业电商渗透率仍相对较低，通过积极的产品创新，打造出了一批适配于当前电商模式的升级品类，实现份额的快速获取。

特征二：品牌力及产品力拉开企业差距。我们认为，本轮消费变革是从需求侧引发而非供给侧驱动，因此企业在应对过程中能力差异较为明显。整体来看，企业当前能力重要性排序：品牌>产品>渠道：具备强品牌力以及强产品迭代能力的个股，仍然实现了远好于行业的业绩增长。而仅依赖于渠道扩张和营销投流的企业，在线上流量成本仍高企背景下，业绩波动也较大。

特征三：基本面底部标的逐步呈现反转趋势。中报业绩超市场预期主要集中在困境反转主线标的。一方面，底部标的前期市场关注度相对不高，机构对于业绩的预期也不充分；另一方面，这些企业本身有着较为扎实的品牌和产品基础，此前由于管理层变动，以及自身品牌转型等因素，业绩出现阵痛，但随着管理机制和经营改善，业绩呈现一定筑底反转。

投资建议：维持板块“优于大市”评级。近期板块行情波动仍相对较大，但整体关注度正在提升。整体来看，美护板块中报业绩在消费中仍有稀缺性，且作为较早回调的新消费板块，在大盘整体水位走高下，位置已进入合理区间。而下半年基本面趋势来看，预计分化依旧加剧，具备强品牌和产品推新能力的公司，中长期仍有驱动业绩加速或拐点驱动。重点推荐加速成长标的：上美股份、毛戈平、登康口腔等；同时关注业绩有望筑底改善标的：上海家化、水羊股份、贝泰妮、珀莱雅等。

风险提示：消费复苏不及预期；行业竞争加剧；企业管理层变化等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
001328.SZ	登康口腔	优于大市	39.87	69	1.30	1.66	30.63	24.03
600315.SH	上海家化	优于大市	27.36	184	0.64	0.75	42.46	36.48
1318.HK	毛戈平	优于大市	100.60	493	2.36	3.01	39.71	31.17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测，注：巨子生物股价为港元

行业研究 · 行业月报

商贸零售

优于大市 · 维持

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

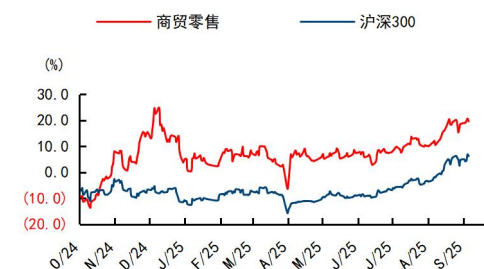
证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海外 IP 潮玩跟踪系列——乐高-产品组合创新推动需求增长双位数，持续扩张全球产能》——2025-08-29

《2025 年 7 月社零数据点评-社零同比增长 3.7%，主要可选消费品类增长稳健》——2025-08-17

《商贸零售行业 8 月投资策略-政策引导反内卷与谋增量，短期聚焦中报绩优龙头》——2025-08-06

《商贸零售行业 2025 年中期投资策略-产品驱动叠加调改创新，新质消费彰显增长韧性》——2025-07-16

《商贸零售行业 7 月投资策略暨二季报前瞻-积极把握兼具业绩确定性 & 成长性的新消费标的》——2025-07-07

内容目录

美容护理：行业整体低位成长，个股表现分化	4
板块行情及持仓分析：行情表现与机构关注度稳步提升	4
行业趋势：分化与改善的共振	6
个护行业：整体增长强劲，龙头公司表现亮眼	7
化妆品行业：行业整体好转，分化持续	9
医美行业：整体承压分化，新材料为王	10
投资建议	11

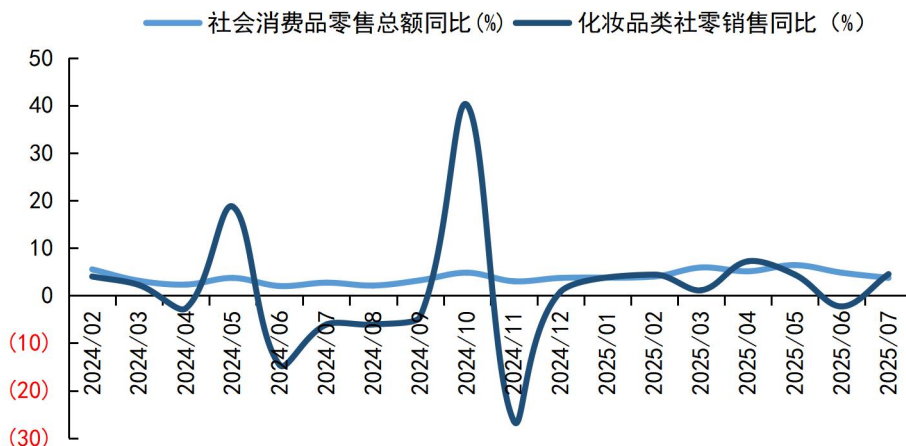
图表目录

图 1: 限额以上社零化妆品销售总额增速 (%)	4
图 2: 2023 年以来美护指数行情走势	4
图 3: 美容护理及二级子行业营收增速表现 (%)	6
图 4: 美容护理及二级子行业归母净利润增速表现 (%)	6
图 5: 个护板块的营收增速变化	7
图 6: 个护板块的归母净利润增速变化	7
图 7: 个护板块毛利率水平变化	8
图 8: 个护板块净利率水平变化	8
图 9: 2025 年 Q2 个护公司收入增速	8
图 10: 2025Q2 个护公司归母净利润增速	8
图 11: 2025 年 Q2 化妆品板块营收增速	9
图 12: 2025 年 Q2 化妆品板块归母净利润增速	9
图 13: 2024 年毛销差变动	9
图 14: 2025Q1 毛销差变动	9
图 15: 化妆品板块 2025Q2 营收增速	10
图 16: 化妆品板块 2025Q2 归母净利润增速	10
图 17: 爱美客单季度营业收入及增速 (亿元、%)	10
图 18: 爱美客单季度归母净利润及增速 (亿元、%)	10
图 19: 锦波生物单季度营业收入及增速 (亿元、%)	11
图 20: 锦波生物单季度归母净利润及增速 (亿元、%)	11
图 21: 爱美客单季度营业收入及增速 (亿元、%)	11
图 22: 爱美客单季度归母净利润及增速 (亿元、%)	11
表 1: 今年以来表现突出的美护个情况及归因分析	5
表 2: 美容护理个股机构持仓情况分析	5
表 3: 可比公司估值表	12

美容护理：行业整体低位成长，个股表现分化

受到宏观经济疲软以及行业竞争加剧的影响，美护行业 2025 年整体行业增速表现较为平稳。从社零数据来看，2025 年 1-6 月社零化妆品销售额 2290.8 亿元，同比增长 2.9%，低于社零总额 1-6 月 5% 的增速。

图1：限额以上社零化妆品销售总额增速（%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

板块行情及持仓分析：行情表现与机构关注度稳步提升

从板块行情表现来看：整体上，2025 年 1-8 月期间美容护理行业指数累计上涨 15.92%，位居申万一级行业涨幅第 16，二级子行业中个护用品/化妆品上涨 24.57%/17.65%，医美上涨 8.64%，本轮行情由 3 月初启动，4 月头部品牌业绩兑现+关税反制政策预期，以及新消费主题的扩散下，美护为内需布局的重要方向。但随着部分标的财报出炉后的业绩兑现度相对不高，同时资金在 TMT 等板块中轮动，导致后续美护板块走势相对平淡。

图2：2023 年以来美护指数行情走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

个股表现特点：整体来看，股价表现突出的个股均有较强的基本面特征，上美股份在主品牌渠道多元化，以及多品牌矩阵搭建下实现优异表现；毛戈平依托强劲的品牌势能，在线上线下均有亮眼增长。此外锦波生物依托稀缺的重组胶原蛋白三资质，实现稳步放量增长；同时具备经营改善业绩反转的水羊股份和上海家化也均有积极表现。

表1：今年以来表现突出的美妆个情况及归因分析

股票名称	市值（亿元）	股价涨跌幅（%）	归因分析
上美股份	328.0	162.67%	平台化发展下，多品类多品牌迭代增长
锦波生物	359.6	97.15%	重组胶原蛋白的稀缺械三资质壁垒
水羊股份	89.7	73.98%	主业经营改善，高端品牌矩阵化发展
拉芳家化	55.2	78.67%	参投重组胶原蛋白企业，布局新增增长点
毛戈平	440.6	70.60%	稀缺的国货高端美妆标的，线上线下协同增长
上海家化	183.5	61.44%	管理改善，经营底部反转，多品牌能力激活
豪悦护理	86.9	42.91%	外延收购洁婷实现品牌化转型
登康口腔	72.3	34.08%	高端系列快速增长，线上实现突破
中顺洁柔	112.8	28.78%	成本端压力下降，积极推动产品升级
润本股份	120.2	27.95%	适应性性价比需求，生育政策强相关标的
丸美生物	163.4	27.71%	核心大单品放量驱动电商快速增长

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注：日期截止 2025.08.31

从机构持仓情况来看，美容护理基金机构整体持仓比例达到 7.7%，24 年末提升 0.92pct。行业基金重仓持股配置比达 2.5%，环比 25Q1 提升 0.34pct。整体而言机构在美护板块的配置正逐步提升。

表2：美容护理个股机构持仓情况分析

代码	名称	25Q2 末机构 重仓比例	25Q1 末机构 重仓比例	变化比例 (pct)	25Q2 机构持 仓比例	24 年末机构 持仓比例	变化比例 (pct)
003010.SZ	若羽臣	11.4%	7.2%	+4.24	21.1%	19.3%	+1.79
832982.BJ	锦波生物	7.0%	5.6%	+1.40	11.0%	7%	+4.43
003006.SZ	百亚股份	6.5%	7.0%	-0.53	15.9%	17.4%	-1.44
001328.SZ	登康口腔	4.5%	4.4%	+0.05	12.2%	10.9%	+1.27
300896.SZ	爱美客	3.6%	3.5%	+0.08	10.7%	10.8%	-0.16
2367.HK	巨子生物	3.3%	3.9%	-0.61	5.9%	9.1%	-3.14
603983.SH	丸美生物	3.1%	3.3%	-0.15	5.7%	5.9%	-0.16
1318.HK	毛戈平	2.4%	1.1%	+1.34	5.3%	0.0%	+5.29
300888.SZ	稳健医疗	2.4%	3.3%	-0.91	10.3%	9.3%	+1.00
603605.SH	珀莱雅	2.3%	1.1%	+1.15	9.3%	8.0%	+1.34
301108.SZ	洁雅股份	2.0%	2.3%	-0.29	2.0%	2.9%	-0.84
2145.HK	上美股份	1.3%	0.6%	+0.67	4.2%	0.7%	+3.49
600315.SH	上海家化	0.5%	0.0%	+0.52	5.2%	2.4%	+2.74
603193.SH	润本股份	0.9%	3.1%	-2.23	5.5%	6.3%	-0.82
300957.SZ	贝泰妮	0.4%	0.3%	+0.13	4.1%	3.8%	+0.31
300740.SZ	水羊股份	0.1%	4.0%	-3.97	4.9%	6.3%	-1.34
603059.SH	倍加洁	0.2%	0.0%	+0.17	2.1%	0.8%	+1.25
688363.SH	华熙生物	0.0%	0.0%	+0.00	8.9%	7.9%	+1.02
600223.SH	福瑞达	0.0%	0.0%	-0.03	1.5%	1.1%	+0.45
301110.SZ	青木科技	0.8%	0.7%	+0.09	2.8%	2.7%	+0.17
605009.SH	豪悦护理	0.8%	0.1%	+0.72	8.6%	2.5%	+6.12
603630.SH	拉芳家化	0.0%	0.5%	-0.46	6.1%	1.8%	+4.32
300856.SZ	科思股份	0.0%	0.0%	0.00	1.6%	1.5%	+0.11
001206.SZ	依依股份	0.0%	0.1%	-0.08	1.2%	2.6%	-1.40
301371.SZ	敷尔佳	0.0%	0.0%	-0.00	1.1%	1.0%	+0.18

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

个股特征：新消费概念标的持仓比例居前。二季度末机构重仓比例最高为若羽臣，达到 11.4%，环比+4.24pct，机构整体持仓比例也达到 21.1%，作为本轮 A 股美妆护肤板块的新消费概念龙头，机构认可度较高。而一季度末未入通的毛戈平，作为 H 股新消费代表标的之一，Q2 机构持仓比例提升也相对明显。

其次，锦波生物作为医美材料龙头在医美这一细分赛道中具备一定业绩稀缺性，同样重仓比例居前，达到 7%，在其他医美传统龙头如爱美客、贝泰妮等，由于基本面相对一般，持仓比例变化也相对稳定。

此外，个护赛道今年表现突出，且具备长期线上渗透率提升的大逻辑，百亚、登康等机构重仓比例同样居前，但百亚由于舆情事件的影响导致今年以来变化比例相对不大，同时随着个护行情的扩散，豪悦、拉芳等二线标的的持仓比例在上半年同样有显著提升。

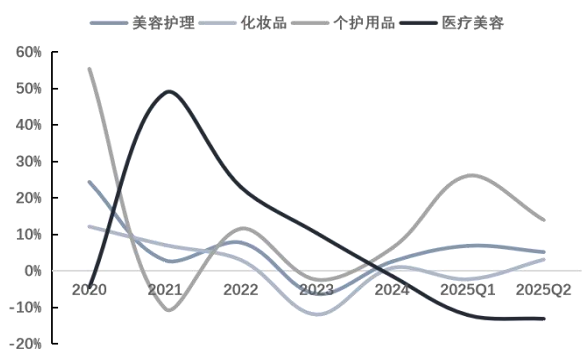
行业趋势：分化与改善的共振

1) 分板块表现持续分化：个护>美妆>医美

整体而言，在消费力继续承压的背景下，医美等高定价产品需求仍有所承压，美妆品牌则继续呈现分化态势，而个护赛道却依托产品创新升级实现逆势增长。

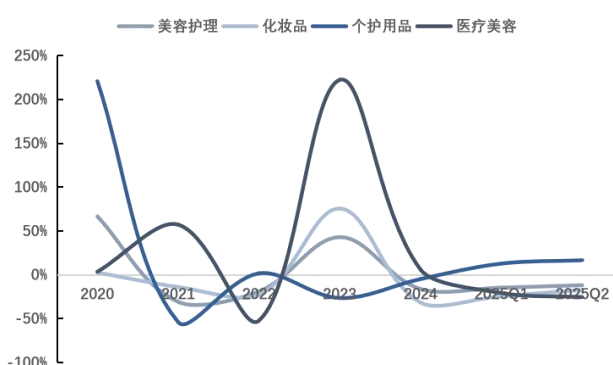
个护板块国产替代趋势明显，并呈现快速爆发之势。个护行业电商渗透率仍相对较低，而电商渗透率较低的原因在于传统个护龙头如国际大型企业宝洁、联合利华等缺乏产品创新升级，导致缺乏与当前新媒体电商所匹配的具备强内容属性的新品，同时较低的产品售价也无法为品牌提供能够覆盖高昂电商成本的毛利水平。但自去年以来，部分国货龙头，通过积极的产品创新，打造出了一批适配于当前电商模式的升级品类，如登康口腔旗下的冷酸灵医研新品、若羽臣旗下的绽家香氛洗衣液等，进而得以通过借助高杠杆的内容电商平台，如抖音等，实现了份额的快速获取。

图3：美容护理及二级子行业营收增速表现（%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：美容护理及二级子行业归母净利润增速表现（%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2) 细分赛道下的分化也极为显著

同一细分赛道下的品牌间分化较为明显。我们认为，本轮消费变革是从需求侧引发而非供给侧驱动，因此企业在应对过程中能力差异较为明显。

整体来看，企业当前能力重要性排序：品牌>产品>渠道：具备强品牌力（如毛戈平等具备较强品牌独特心智的企业），以及具备强产品迭代能力（如上美股份通过平台化的机制保证品类和品牌的持续迭代创新），仍然实现了远好于行业的

30%+以上业绩增长。而仅依赖于渠道扩张和营销投流的企业，在线上红利走弱，成本持续提升的背景下，表现仍较为挣扎。

2) 基本面底部标的逐步呈现反转趋势

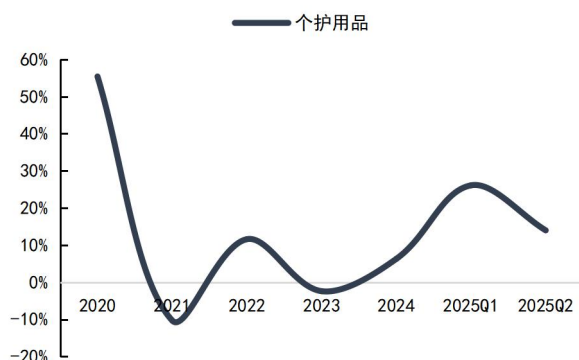
中报业绩超市场预期的主要集中于困境反转主线标的。

如上海家化、水羊股份等盈利呈现明显反弹，此外包括华熙生物以及贝泰妮等虽仍有所承压，但也呈现明显的降幅收窄。我们认为，一方面，这些公司前期市场关注度已经不高，机构对于业绩的预期也不充分；另一方面，这些企业本身有着较为扎实的品牌和产品基础，此前由于管理层变动，以及自身品牌转型等因素，业绩出现阵痛，但随着管理机制的优化，经营改善的持续推进，业绩也当前呈现一定的筑底反转。

个护行业：整体增长强劲，龙头公司表现亮眼

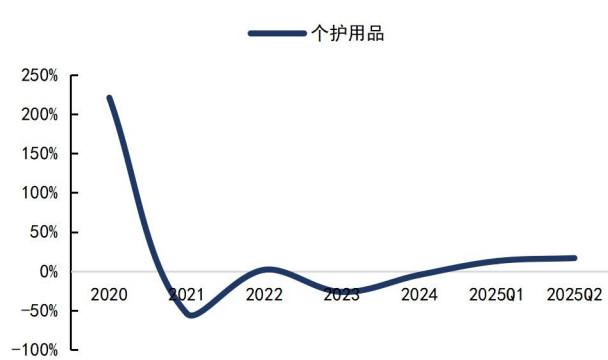
个护板块 2025Q2 营收整体增长 13.98%，较 Q1 环比有所放缓，主要由于去年 Q2 部分个护公司已具有高基数，叠加部分公司遇到偶发事件造成增长低于预期。而从归母净利润情况来看，个护用品板块 2025Q2 归母净利润增速达 16.68%，环比呈现加速态势，主要系产品持续推新以及权重公司的业绩反转改善。

图5：个护板块的营收增速变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

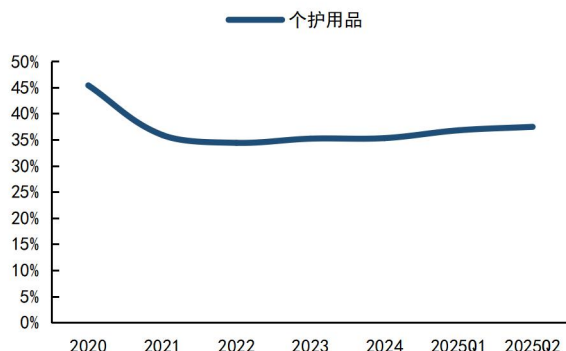
图6：个护板块的归母净利润增速变化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

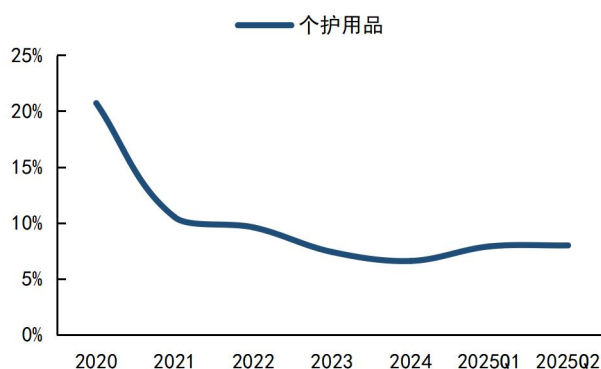
从盈利水平角度来看，个护用品明显提升至 37.46%，主要与企业开启产品创新升级，均价有所提升，以及线上直营占比提升下带动毛利提升。但由于线上渠道费用率持续较高，因此最终净利率改善并不明显，板块 Q2 整体利润率为 7.99%，环比提升 0.1pct。

图7：个护板块毛利率水平变化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：个护板块净利率水平变化

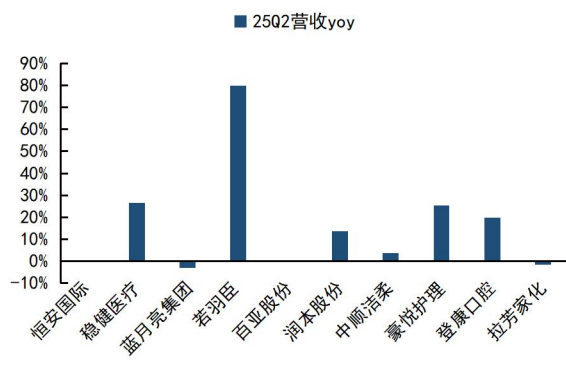


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

个股表现情况来看：个护类之前均以线下渠道为主，随着整体消费者习惯的变迁以及线下渠道增长乏力，近些年个护公司如登康口腔、若羽臣、百亚股份等不断开始进行线上转型，主要依托抖音平台进行营销宣传，在低基数下实现高增长，同时在通过线上平台进行品牌势能释放后，以此带动线下基本盘业绩提升。此外部分公司如豪悦护理等开启外延转型并购，也对收入带来增量加持。

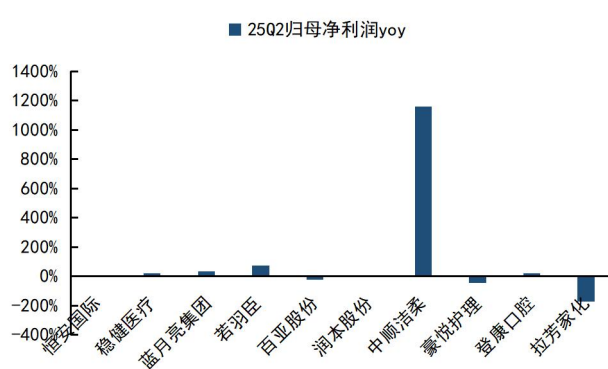
短期来看个护线上新增品牌较多，但对应也更加考验品牌投放策略及爆品打造效率；虽然毛利新品有助于盈利能力优化，但费用端的投放也对短期业绩带来压力，需要平衡投入产出比，实现盈利水平的稳定。

图9：2025 年 Q2 个护公司收入增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：2025Q2 个护公司归母净利润增速

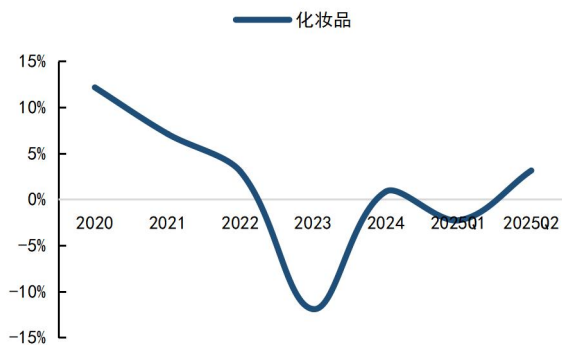


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

化妆品行业：行业整体好转，分化持续

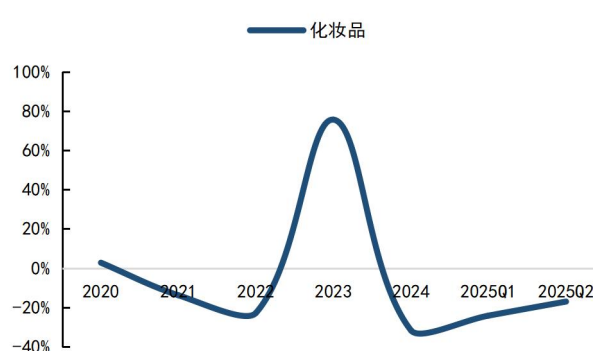
化妆品行业 Q2 整体收入增长 3.13%，扭转 Q1 下滑趋势，在头部品牌强化产品推新以及新品牌孵化培育下呈现积极好转态势。但归母净利润仍有所承压，不过在各公司持续精细化运营中下滑幅度已逐步收窄至 17.04%。

图11：2025 年 Q2 化妆品板块营收增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

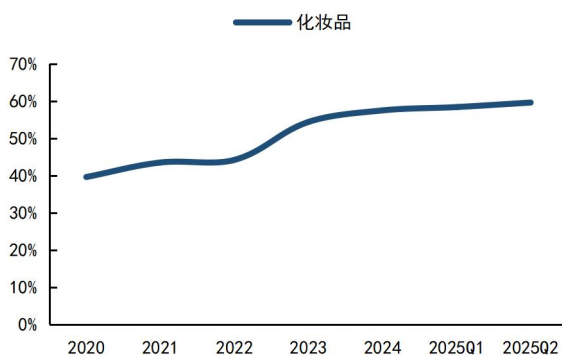
图12：2025 年 Q2 化妆品板块归母净利润增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

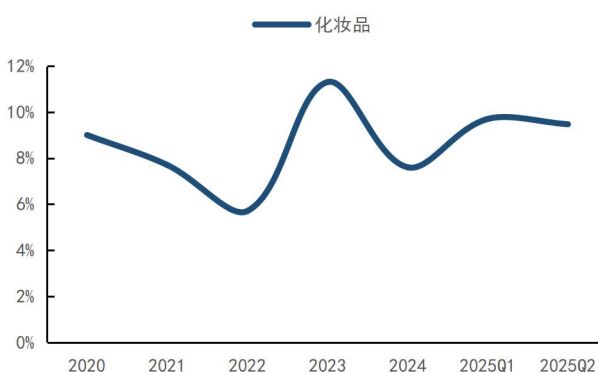
从盈利水平角度来看，随着各大品牌商不断进行产品迭代升级，毛利率呈现上升趋势，化妆品板块毛利率明显提升至 59.61%。但由于新品投放费用率的加大，以及行业整体流量成本仍在持续走高，导致利润率环比仍有所承压。

图13：2024 年毛销差变动



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

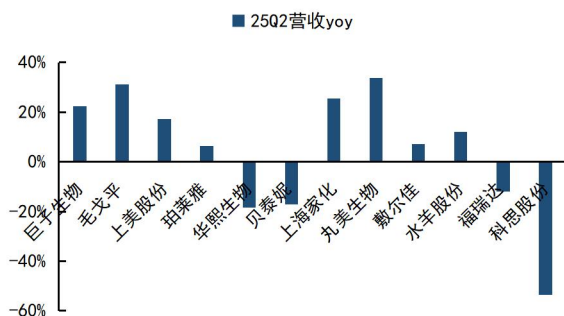
图14：2025Q1 毛销差变动



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

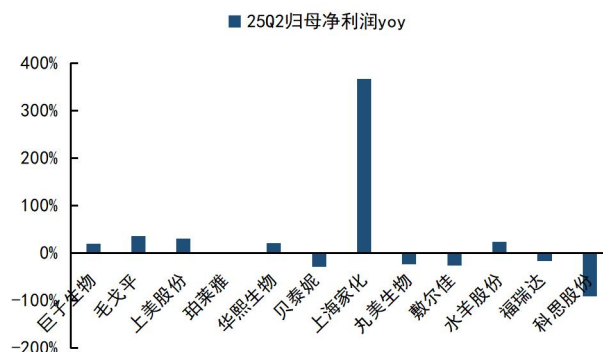
从个股表现来看，化妆品行业格局相对分散，行业弱景气环境下品牌优先聚焦资源放大优势，各公司经营节奏差异较大。上半年具有强品牌力&产品势能的头部品牌如毛戈平、巨子生物、丸美生物、上美股份表现亮眼；2Q 水羊股份受高端美妆品牌驱动及大众品牌增速回暖、费用投入节奏调整等多因素叠加，利润弹性释放；部分公司如敷尔佳、贝泰妮、华熙生物等受业务调整影响利润、压力明显。

图15: 化妆品板块 2025Q2 营收增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图16: 化妆品板块 2025Q2 归母净利润增速

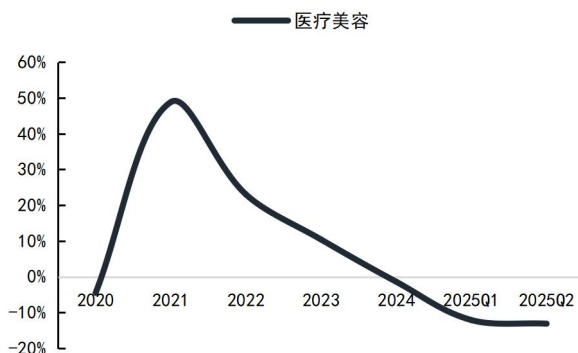


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

医美行业：整体承压分化，新材料为王

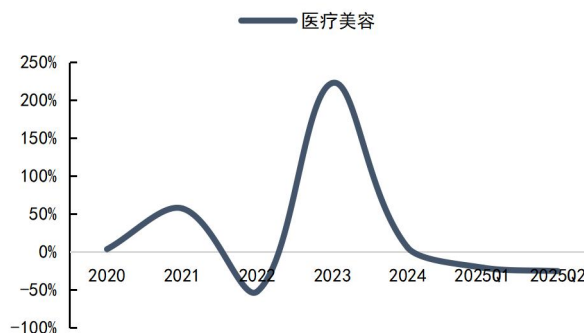
2025Q2 医美板块整体营收仍有压力同比下滑-13.11%，医美作为高价消费品，在消费力整体承压背景下，行业需求增长受到影响，同时部分公司缺乏新管线下的新增长点。同时 2025Q2 医美板块整体归母净利润环比加速下滑 25.29%，主要受库存消化与价格管控压力影响。

图17: 爱美客单季度营业收入及增速（亿元、%）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

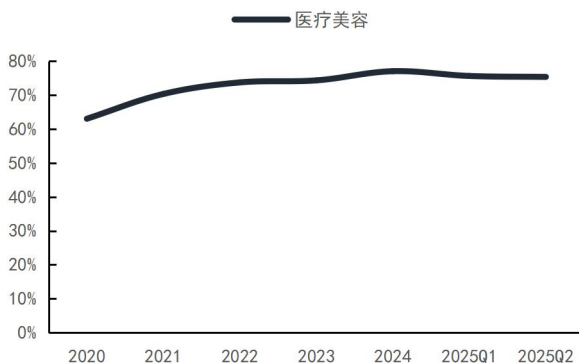
图18: 爱美客单季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

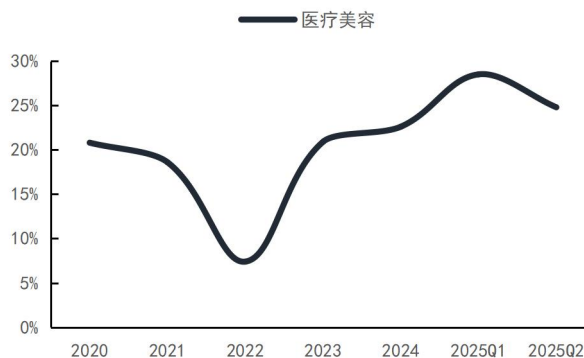
从盈利情况来看，医美毛利率受限于高端品类提升空间首先，以及产品供给逐步丰富后价格战影响基本持平。而推广成本的提升带来营销费用加速抬升，导致利润率环比进一步承压。

图19: 锦波生物单季度营业收入及增速（亿元、%）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

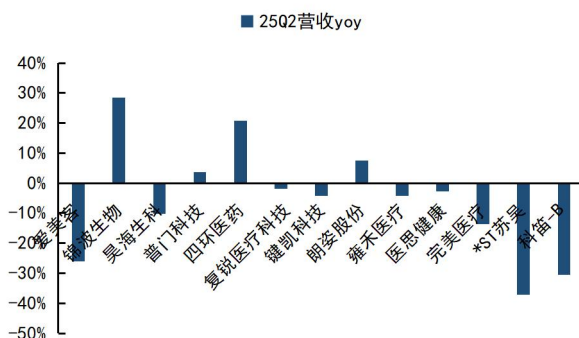
图20: 锦波生物单季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

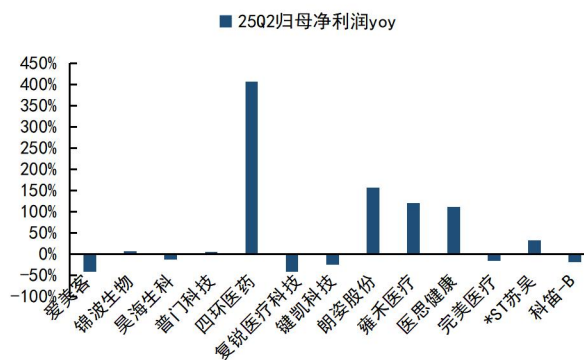
从个股表现来看: 整体行业延续上游竞争加剧, 机构端增长分化趋势, 行业内上游产品不断丰富导致竞争加剧, 在研产品管线和新品的商业化落地效率成为厂商能力的核心变量, 如具备稀缺重组胶原蛋白械三注射证的锦波生物仍有较为积极的增长, 而下游头部企业凭借集团化经营模式加速行业整合, 连锁化经验成熟, 有望通过高效运营释放利润弹性。

图21: 爱美客单季度营业收入及增速（亿元、%）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图22: 爱美客单季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

投资建议

维持板块“优于大市”评级。近期板块行情波动仍相对较大, 但整体关注度正在提升。整体来看, 美护板块中报业绩在消费中仍有稀缺性, 且作为较早回调的新消费板块, 在大盘整体水位走高下, 位置已进入合理区间。

而下半年的基本面趋势来看, 预计分化依旧加剧, 细分赛道个护>美妆>医美。同时分化不仅在不同赛道, 也在同赛道不同企业。核心在于企业应对能力差异, 整体来看, 具备强品牌和产品推新能力的公司, 下半年仍有驱动业绩加速或拐点的可能。此外, 预计困境反转主线标的的走势表现仍强势。一方面, 牛市环境下, 相对于业绩确定性, 市场更重视远期空间; 另一方面, 市场对于此类标的前期业绩的预期也不充分, 从中报来看, 超预期标的也多是改善逻辑下的标的。

重点推荐：积极布局多品牌多品类，呈现平台化布局成长的上美股份，具备稀缺国风设计师 IP 属性的高端彩妆龙头毛戈平，借力高端新品发力线上渠道的登康口腔，以及积极布局自有品牌以及切入口服美容赛道的若羽臣；同时关注：管理机制调整理顺，经营业务逐步改善，主业有望回归成长的上海家化、水羊股份、贝泰妮、珀莱雅等。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-09-12)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)		PEG	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)	(25E)		
300957.SZ	贝泰妮	48.90	207	1.19	1.62	1.94	2.14	35.95	30.14	25.19	22.80	8.32	0.82	0.82	优于大市
603605.SH	珀莱雅	81.73	324	3.92	4.45	4.87	5.20	21.63	18.37	16.78	15.71	28.73	1.35	1.35	优于大市
300740.SZ	水羊股份	22.17	86	0.28	0.59	0.76	0.91	46.69	37.89	29.12	24.49	5.24	0.36	0.36	优于大市
600315.SH	上海家化	27.36	184	-1.24	0.64	0.75	0.86	-13.64	42.46	36.48	31.66	-12.45	0.28	0.28	优于大市
603983.SH	丸美生物	40.50	162	0.85	1.11	1.36	1.66	37.87	36.36	29.70	24.44	10.11	1.18	1.18	优于大市
2367.HK	巨子生物	63.30	678	1.99	2.46	2.98	3.55	23.04	23.97	19.76	16.64	37.78	1.01	1.01	优于大市
003006.SZ	百亚股份	28.72	123	0.67	0.86	1.13	1.46	35.80	33.50	25.52	19.65	19.84	1.20	1.20	优于大市
001328.SZ	登康口腔	39.87	69	0.94	1.30	1.66	2.00	33.93	30.63	24.03	19.97	11.08	0.78	0.78	优于大市
1318.HK	毛戈平	100.60	493	1.80	2.36	3.01	3.65	29.31	39.71	31.17	25.71	25.15	1.27	1.27	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：巨子生物、毛戈平股价为港元

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032