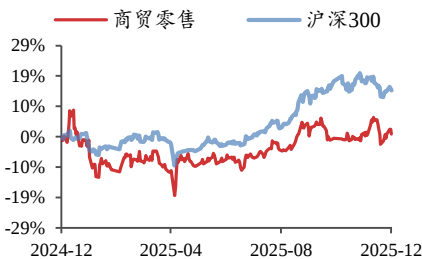


商贸零售

2025 年 12 月 03 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

《从保值得颜值，再到情绪价值——行业投资策略》-2025.12.3

《品牌建设+科技美学，谱写国货美妆增长答案——行业周报》-2025.11.30

《六福集团业绩预告高增，美丽田园战略升级——行业周报》-2025.11.22

医美化妆品 11 月月报：美丽田园收购思妍丽 100% 股权，双十一大促落幕美妆表现亮眼

——行业点评报告

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

李昕恬（联系人）

lixintian@kysec.cn

证书编号：S0790125100021

● 板块行情回顾

医美（选取 14 家上市公司）：11 月个股涨幅靠前为*ST 苏吴（+25.3%）、朗姿股份（+3.8%）、华东医药（+1.0%）；**化妆品**（选取 20 家上市公司）：11 月个股涨幅靠前为科思股份（+18.9%）、嘉亨家化（+13.0%）、敷尔佳（+11.2%）。

● 医美：美丽田园收购思妍丽 100% 股权，实现“三强联合”

（1）2025 年 10 月 15 日，美丽田园宣布以 12.5 亿元人民币战略收购思妍丽 100% 股份，本次收购后中国美容服务行业市占率前三品牌（美丽田园、奈瑞儿、思妍丽）将齐聚一家，抢占高端品牌黄金战场。此外，2025 年 11 月 19 日，美丽田园举行了战略升级发布会，宣布面向未来的三大超级战略，“超级品牌+超级连锁+超级数字化”。（2）2025 年 10 月科笛集团两大核心大单品重磅上市，科笛集团外用非那雄胺喷雾剂纷永维®Finjuve®、4% 盐酸米诺环素泡沫剂安佐清®在中国正式开启销售，公司两大核心单品产品力强劲叠加多元化管线储备，后续有望打开销售市场空间。

● 化妆品：双十一大促落幕，美妆表现亮眼

2025 年双十一电商大促告一段落：10 月 7 日-11 月 11 日双十一全网电商销售总额为 16950 亿元，较 2024 年增长 14.2%。其中，美妆品类全网 GMV 高达 1325 亿元，美容护肤和香水彩妆细分板块的销售总额分别为 991 亿元和 334 亿元。分渠道看，天猫与抖音双十一美妆榜首分别为国货品牌珀莱雅与韩束，国货龙头地位彰显。分品牌看，（1）珀莱雅整体表现亮眼，主品牌在天猫美妆全周期成交榜、京东、拼多多和唯品会美护国货榜均为榜首；（2）上美股份主品牌韩束在抖音稳居美护榜 TOP1，其他渠道也均为细分品类热卖榜 TOP1；（3）若羽臣品类破圈，气味正超越香水瓶的边界，打开“全域用香”时代。消费趋势方面，功效护肤及高价格带为本次双十一的增长核心，高端美妆景气度趋势延续，高价格带 GMV 环比增速亮眼，自播地位深化夯实品牌心智。最后，即时零售作为“新战场”，珀莱雅、自然堂、薇诺娜、毛戈平等多家品牌已入驻美团“品牌官旗闪电仓”，据双十一开门红首日战报，美团闪电仓美妆护肤等品类 GMV 翻倍增长。

● 投资建议：看好“情绪消费”下的高景气赛道优质公司

（1）**医美**：看好布局差异化增量赛道的上游医美产品厂商和规模与版图扩张并进的连锁医美机构，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的美丽田园医疗健康等；

（2）**化妆品**：看好满足情绪价值和成分创新的国货品牌，重点推荐毛戈平（线上线下渠道双发力，品牌势能维持高位）、珀莱雅（国货美妆龙头，持续夯实“大单品策略”，双十一表现亮眼）、上美股份（主品牌韩束稳固心智，子品牌细分赛道持续放量，业绩有望持续增长）、巨子生物、丸美生物、润本股份等。

● **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：美丽田园收购思妍丽 100%股权，实现“三强联合”	6
3、化妆品：双十一大促落幕，美妆表现亮眼	7
4、投资观点：关注“情绪消费”下的高景气赛道优质公司	10
5、风险提示	11

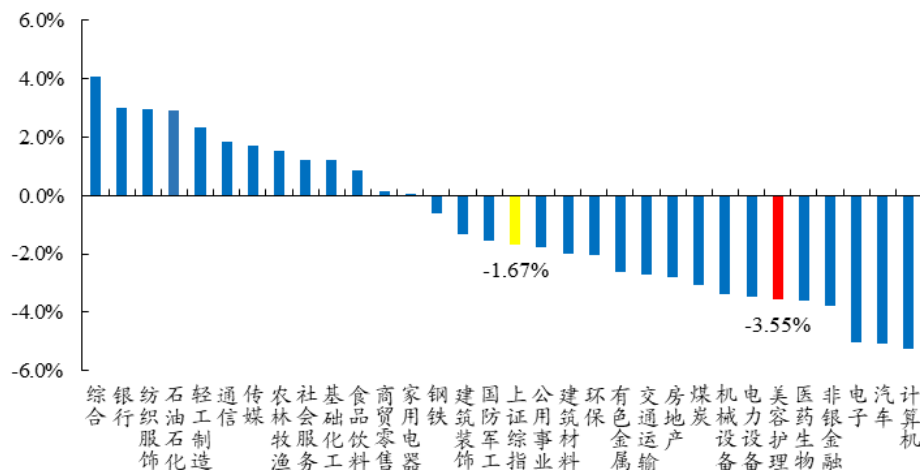
图表目录

图 1： 11 月美容护理指数表现位列第 26 位	3
图 2： 2025 年 11 月美容护理指数下跌 3.55%	3
图 3： 2025 年 1-11 月美容护理指数累计上涨 2.13%	3
图 4： 11 月*ST 苏吴、朗姿股份、华东医药在医美板块涨幅居前	4
图 5： 2025 年 1-11 月，四环医药、雍禾医疗、美丽田园医疗健康在医美板块涨幅居前	4
图 6： 11 月科思股份、嘉亨家化、敷尔佳在化妆品板块涨幅居前	5
图 7： 2025 年 1-11 月，嘉亨家化、若羽臣、上美股份在化妆品板块涨幅居前	5
图 8： 美丽田园以 12.5 亿元收购思妍丽 100%股权	6
图 9： 超级品牌战略重塑美业价值新空间	6
图 10： 科笛新品外用非那雄胺喷雾剂在中国开启销售	6
图 11： 科笛新品外用米诺环素泡沫剂在中国开启销售	6
图 12： 2025 年双十一 GMV 维持韧性增长趋势	7
图 13： 双十一大促提前开启，促销周期显著拉长	7
图 14： 韩束连续霸榜抖音双十一美妆品牌榜首	7
图 15： 抖音美容护肤及彩妆榜单 Top5 中国货占 4 席	7
图 16： 2025 天猫双十一美妆 Top20 国货品牌新增一席	8
图 17： 若羽臣八大单品在天猫榜单排名亮眼	8
图 18： 珀莱雅双十一霸榜各渠道美妆榜单	8
图 19： 韩束明星大单品红蛮腰系列热卖	8
图 20： 复合功效型产品成为新增长点	9
图 21： 李佳琦直播间预售首日毛戈平多款产品售罄	9
图 22： 多品牌已入驻美团闪购“品牌官旗闪电仓”	9
图 23： AI 技术全面融入天猫电商生态	9
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	10

1、行情回顾

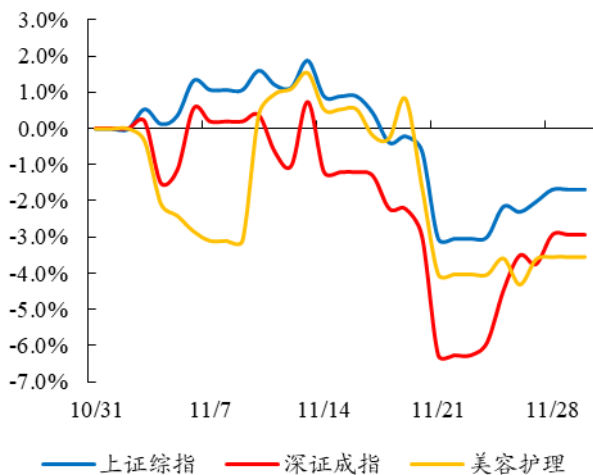
11月美容护理指数下跌3.55%，位列第26位。美容护理指数11月报收4451.46点，跌幅为3.55%，在所有一级行业中位列第26位，表现弱于大盘（11月上证综指下跌1.67%）。

图1：11月美容护理指数表现位列第26位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025年11月美容护理指数下跌3.55%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025年1-11月美容护理指数累计上涨2.13%

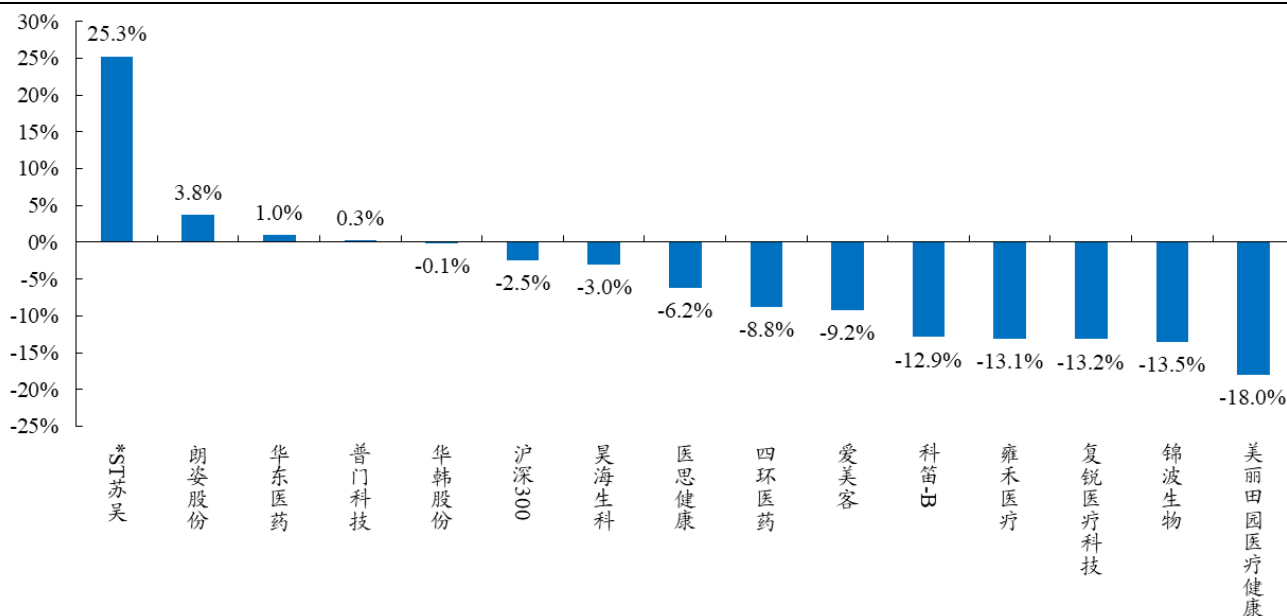


数据来源：Wind、开源证券研究所

11月，*ST苏吴、朗姿股份、华东医药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11月共计4家上涨、10家下跌。其中，月涨幅靠前的为*ST苏吴、朗姿股份、华东医药，月涨幅分别为25.3%、3.8%、1.0%；月表现靠后的为复锐医疗科技、锦波生物、美丽田园医疗健康。

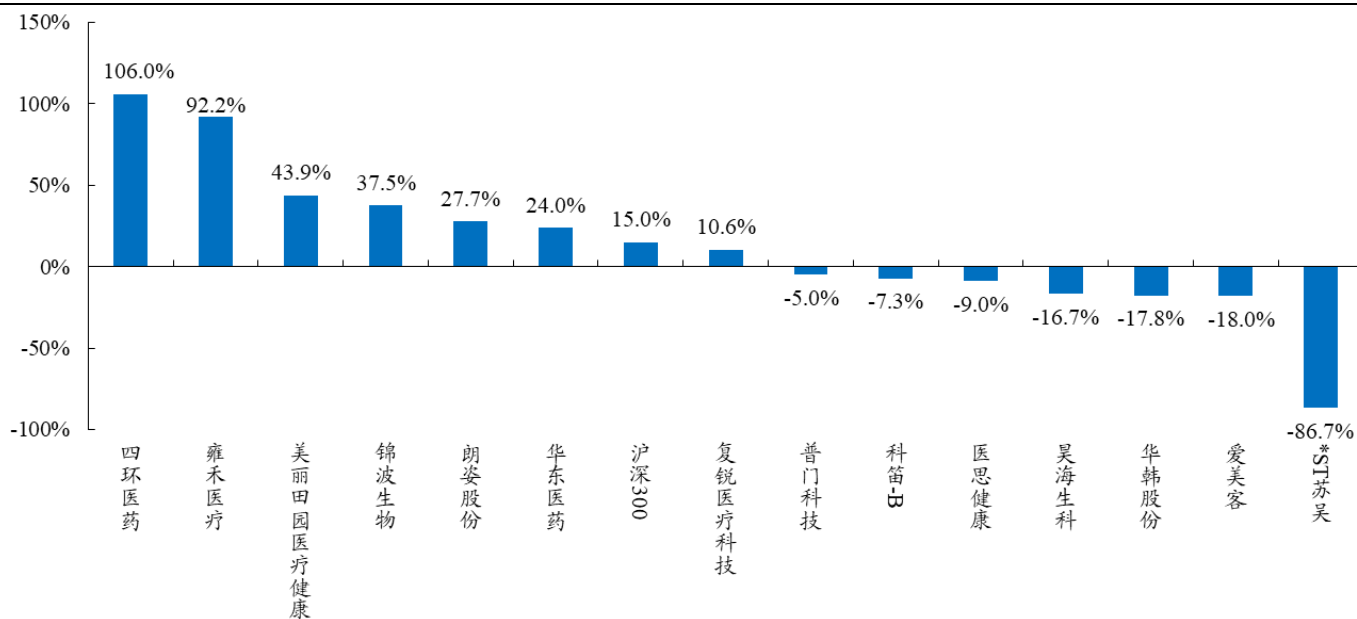
2025年1-11月，四环医药、雍禾医疗、美丽田园医疗健康在医美板块涨幅居前。2025年1-11月，医美板块所选公司中共计7家上涨、7家下跌。其中，四环医药、雍禾医疗、美丽田园医疗健康在医美板块中涨幅居前，累计涨幅分别为106.0%、92.2%、43.9%；2025年1-11月跌幅靠前的分别为华韩股份、爱美客、*ST苏吴。

图4：11月*ST苏吴、朗姿股份、华东医药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1-11月，四环医药、雍禾医疗、美丽田园医疗健康在医美板块涨幅居前

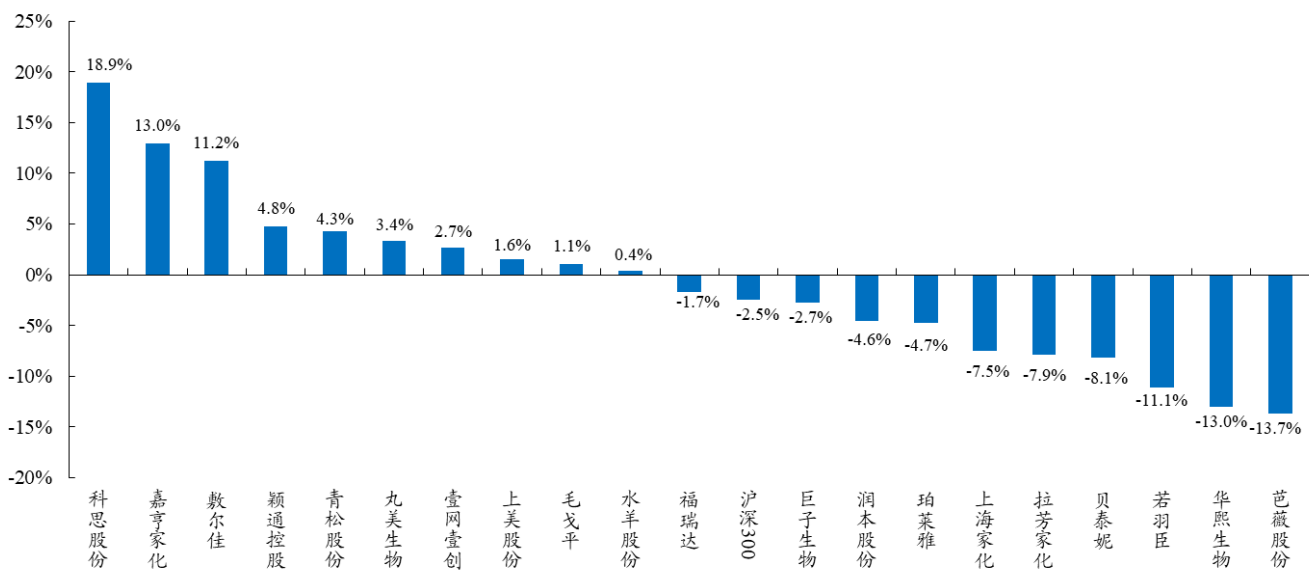


数据来源：Wind、开源证券研究所

11月，科思股份、嘉亨家化、敷尔佳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，11月共计10家上涨、10家下跌。其中，11月涨幅靠前的为科思股份、嘉亨家化、敷尔佳，月涨幅分别为18.9%、13.0%、11.2%；月跌幅靠前的分别为若羽臣、华熙生物、芭薇股份。

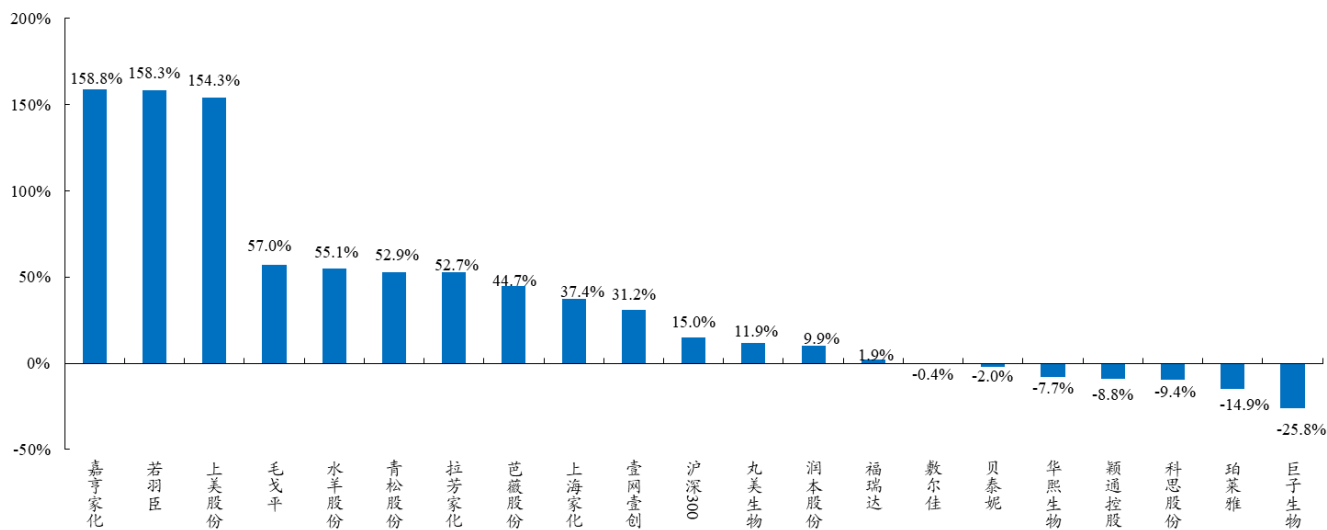
2025年1-11月，嘉亨家化、若羽臣、上美股份在化妆品板块中涨幅居前。2025年1-11月，化妆品板块所选公司中共13家上涨、7家下跌。其中，嘉亨家化、若羽臣、上美股份在化妆品板块中涨幅居前，累计涨幅分别为158.8%、158.3%、154.3%；2025年1-11月跌幅靠前的分别为科思股份、珀莱雅、巨子生物。

图6：11月科思股份、嘉亨家化、敷尔佳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1-11月，嘉亨家化、若羽臣、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

2、医美：美丽田园收购思妍丽 100%股权，实现“三强联合”

美丽田园以 12.5 亿元收购思妍丽 100%股份，实现“三强联合”。2025 年 10 月 15 日，美丽田园宣布以 12.5 亿元人民币战略收购思妍丽 100%股份，本次收购后中国美容服务行业市占率前三品牌（美丽田园、奈瑞儿、思妍丽）将齐聚一家，抢占高端品牌黄金战场，20 大核心城市中约 456 个高端商业覆盖率将达 42%，市场份额及核心商圈壁垒有望提升，进一步巩固和升级“双美+双保健”的商业模式。此外，2025 年 11 月 19 日，美丽田园举行了战略升级发布会，宣布面向未来的三大超级战略，“超级品牌+超级连锁+超级数字化”。我们认为，公司坚定“内生+外延”双轮驱动战略，通过清晰的战略路径和优秀的资本整合能力，有望实现“强强联合”穿越周期，重塑美业价值新空间。

图8：美丽田园以 12.5 亿元收购思妍丽 100%股权



资料来源：美丽田园投资者关系公众号

图9：超级品牌战略重塑美业价值新空间



资料来源：美丽田园投资者关系公众号

科笛集团两大核心大单品重磅上市。2025 年 10 月科笛集团外用非那雄胺喷雾剂纷永维®Finjuve®、4%盐酸米诺环素泡沫剂安佐清®在中国正式开启销售，分别为全球首个且唯一用于雄激素性脱发治疗的外用非那雄胺产品、全球首款且唯一的外用 4%盐酸米诺环素泡沫剂。外用非那雄胺临床验证其疗效与口服剂型基本一致，外用米诺环素实现精准靶向递送，均降低全身性不良反应风险。我们认为，公司两大核心单品产品力强劲叠加多元化管线储备，后续有望打开销售市场空间。

图10：科笛新品外用非那雄胺喷雾剂在中国开启销售



资料来源：科笛集团公众号

图11：科笛新品外用米诺环素泡沫剂在中国开启销售

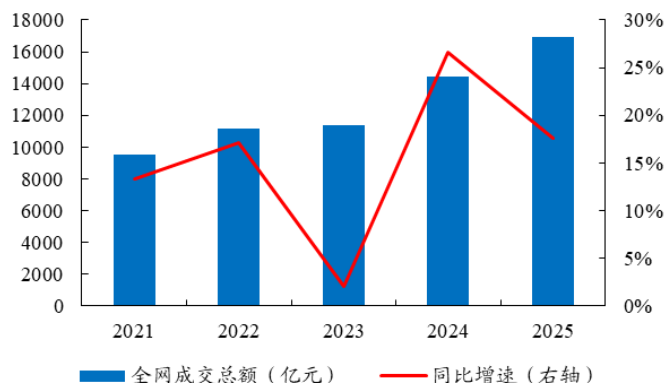


资料来源：科笛集团公众号

3、化妆品：双十一大促落幕，美妆表现亮眼

双十一电商大促落幕，全网成交总额突破 1.6 万亿元，整体维持韧性增长趋势。2025 年双十一电商大促告一段落：星图数据统计显示，10 月 7 日-11 月 11 日双十一全网电商销售总额为 16950 亿元，较 2024 年增长 14.2%。其中，综合电商销售总额为 16191 亿元（同比+12.3%，下同），即时零售销售额为 670 亿元（+138.4%）。整体来看，2025 年双十一电商平台促销周期显著拉长，大促走向新常态。

图12：2025 年双十一 GMV 维持韧性增长趋势



数据来源：星图数据公众号、开源证券研究所

图13：双十一大促提前开启，促销周期显著拉长



资料来源：京东微信公众号

美妆品类全网 GMV 高达 1325 亿元，国货品牌持续崛起。星图数据显示，2025 年双十一全周期（10.7-11.11）个护美妆类 GMV 高达 1325 亿元，依然位列综合电商平台的第四，其中美容护肤和香彩妆细分板块的销售总额分别为 991 亿元和 334 亿元。从天猫渠道来看，2023-2025 年天猫双十一美妆 TOP20 前五宝座较为稳固，呈现“强者恒强”的竞争格局，珀莱雅、欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛连续三年位列前五，其中珀莱雅稳居榜首，国货龙头地位彰显。同时，TOP20 榜单中国货品牌占 5 席，较 2024 年新增了毛戈平，国货势头凶猛。从抖音渠道来看，2024-2025 年抖音双十一美妆品牌榜首同为韩束，珀莱雅位列第二；细分护肤/彩妆（包含彩妆/香水/美妆）榜单中国货品牌崛起，双榜 Top5 中国货品牌均占据 4 席，国货持续发力。

图14：韩束连续霸榜抖音双十一美妆品牌榜榜首

排名	2024 年 (10 月 18 日-11 月 11 日)	2025 年 (10 月 9 日-11 月 11 日)
1	韩束	韩束
2	珀莱雅	珀莱雅
3	欧莱雅	赫莲娜
4	雅诗兰黛	欧莱雅
5	可复美	雅诗兰黛
6	赫莲娜	谷雨
7	海蓝之谜	自然堂
8	自然堂	兰蔻
9	兰蔻	百雀羚
10	薇诺娜	后

资料来源：青眼号外公众号、开源证券研究所（注：红色为国货，取数时间为 11.12 12:00）

图15：抖音美容护肤及彩妆榜单 Top5 中国货占 4 席

排名	美容护肤 TOP5 品牌榜	彩妆/香水/美妆工具 TOP5 品牌榜
1	韩束	YSL
2	珀莱雅	蒂洛薇
3	赫莲娜	毛戈平
4	谷雨	卡姿兰
5	自然堂	花西子

资料来源：青眼号外公众号、开源证券研究所（注：红色为国货，统计时间 2025.10.9-11.11，取数时间为 11.12 12:00）

分品牌来看，（1）**珀莱雅**：主品牌珀莱雅在天猫美妆全周期成交榜、京东、拼多多和唯品会美妆国货榜均为榜首，抖音美妆品牌榜位居第二；彩妆线彩棠为天猫国货彩妆品牌榜 TOP2，其中修容、妆前乳、遮瑕均为细分赛道 TOP1；洗护线 Off&Relax 全渠道 GMV 同比+80%，整体表现亮眼。（2）**上美股份**：主品牌韩束在抖音稳居美妆护榜 TOP1，其他渠道也均为细分品类热卖榜 TOP1，明星大单品红蛮腰及 X 肽系列大卖，子品牌婴童护理线一页 newpage 全渠道 GMV 同比增长 145%，天猫开售 2 小时销售额超过 2024 年双十一首日全天。安敏优双十一全渠道 GMV 同比 208%，中国特色植物成分青蒿崛起，文化自信赋能一条差异化路径。（3）**若羽臣**：品类破圈，气味正超越香水瓶的边界，打开“全域用香”时代，旗下纹家全渠道 GMV 同比增长 80%，均迈入各平台家清细分赛道 Top5，其中在小红书家清店铺红榜中拿下榜首，多数大单品也在天猫各单品销量/热卖榜拿下亮眼成绩。

图16：2025 天猫双十一美妆 Top20 国货品牌新增一席

排名	2023	2024	2025
1	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	雅诗兰黛
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	巴黎欧莱雅
5	薇诺娜	海蓝之谜	修丽可
6	海蓝之谜	赫莲娜	海蓝之谜
7	OLAY	修丽可	SK-II
8	修丽可	SK-II	薇诺娜
9	赫莲娜	薇诺娜	OLAY
10	娇兰	OLAY	CPB
11	SK-II	CPB	YSL
12	娇韵诗	娇兰	娇韵诗
13	CPB	可复美	赫莲娜
14	资生堂	娇韵诗	娇兰
15	自然堂	YSL	资生堂
16	科颜氏	科颜氏	科颜氏
17	YSL	资生堂	理肤泉
18	理肤泉	理肤泉	可复美
19	觅光	自然堂	自然堂
20	可复美	伊丽莎白雅顿	毛戈平

资料来源：青眼情报公众号、开源证券研究所（注：红色为国货，注：取数时间为 2025.10.15-11.11；2024.10.21 20:00-11.11 24:00；2023.10.31 20:00-11.11 24:00）

图17：若羽臣八大单品在天猫榜单排名亮眼



资料来源：若羽臣情报局公众号

图18：珀莱雅双十一霸榜各渠道美妆榜单



资料来源：珀莱雅投资者关系公众号

图19：韩束明星大单品红蛮腰系列热卖



资料来源：CCM 上美股份公众号

功效护肤及高价格带为本次双十一的增长核心，自播地位深化夯实品牌心智。（1）复合功效型产品成为新增长点：天猫 2025 年双十一期间 GMV 前 50 的热销护肤品中，复合功效护肤品 GMV 占比高达 47%，据经济观察报数据，近六成（59%）人在购买美妆护肤产品时会主要看功效，其中补水保湿、抗老淡纹成为两大核心诉求，消费需求从基础护肤转向复合型功效的趋势得以验证。（2）高价格带领涨：天猫 2025 年双十一期间，高价格带 GMV 环比增速亮眼，预售首日 4 小时李佳琦直播间毛戈平多款产品快速售罄，美妆量价齐升领涨双十一，高端美妆景气度趋势延续。（3）自播地位凸显：2025 年双十一抖音美妆品牌直播榜中自播榜 Top10 品牌与美妆榜 Top10 品牌重合度较高，自播已成为品牌增长的核心驱动力。

图20：复合功效型产品成为新增长点



资料来源：经济观察报公众号（注：《2025 双 11 服饰美妆消费趋势调研报告》基于对 2000 位消费者的问卷调查）

图21：李佳琦直播间预售首日毛戈平多款产品售罄



资料来源：天猫李佳琦直播间

即时零售“新战场”叠加 AI 技术落地，推动消费体验全面升级。各大品牌持续加码布局即时零售，京东上线“自营秒送”，淘宝闪购推出“淘宝便利店”，美团作为市场的先行者，推出“品牌官旗闪电仓”，珀莱雅、自然堂、薇诺娜、毛戈平等多家品牌已入驻。根据美团闪购双十一开门红首日战报，美团闪电仓美妆护肤等品类 GMV 翻倍增长，毛戈平、可复美等品牌官旗闪电仓 GMV 较平日增长超 10 倍。与此同时，各平台部署丰富的 AI 工具矩阵，构建起一套贯通供应链、商家运营和消费体验的全链路智能解决方案，提升供给侧资源调配效率，通过个性化服务和交互优化消费者购物体验。2025 年天猫双十一也成为 AI 技术全面融入电商生态的关键节点，仅预售期间 AI 助力商家 ROI 同比增长超 15%，形成了“好产品+准流量+高效率”的良性循环，实现消费者、商家与平台的三方共赢。

图22：多品牌已入驻美团闪购“品牌官旗闪电仓”



资料来源：i 美妆头条公众号

图23：AI 技术全面融入天猫电商生态



资料来源：凤凰网财经公众号

4、投资观点：关注“情绪消费”下的高景气赛道优质公司

医美：看好布局差异化增量赛道的上游医美产品厂商和规模与版图扩张并进的连锁**医美机构**。高端医美消费人群仍具韧性，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：（1）上游厂商差异化定位产品和海外投资布局，重点推荐爱美客（持续整合全球资源，依托区位优势加快产品线拓展）、科笛-B（差异化优势显著，期待新品放量打开市场空间），受益标的锦波生物等；（2）下游**医美机构并购整合，推进“内生+外延”增长**，重点推荐朗姿股份（医美业务的区域化布局加快，看好内生+外延双重驱动业绩增长），受益标的美丽田园医疗健康（龙头地位稳固，建议关注后续并购整合节奏）等。

化妆品：从心智到“芯智”，看好满足情绪价值和**安全成分创新**的美妆/个护/彩妆/香水品牌。2025 年以来，国内化妆品零售市场整体呈现“波动中温和复苏”态势，情感链接构筑新壁垒，本土品牌乘势而起，“技术成分 IP 化”与“文化自信”重塑产品创新，建议关注满足情绪价值和**安全成分创新**的国货美妆品牌，（1）**主线一：拥有卓越的平台化多品牌综合运营能力的品牌**，重点推荐珀莱雅（国货美妆龙头，持续夯实“大单品策略”，双十一表现亮眼）、上美股份（主品牌韩束稳固心智，子品牌细分赛道持续放量，业绩有望持续增长）、丸美生物（以重组胶原蛋白加码医美领域的布局，进一步打开想象空间）、巨子生物（中国首款“重组胶原蛋白冻干纤维”三类医疗器械产品获批上市，打开医美新空间）、贝泰妮等。（2）**主线二：高端美妆打造稀缺、国货势能向上**，重点推荐毛戈平（线上线下渠道双发力，品牌势能维持高位）。（3）**主线三：个护家清全面开花，嗅觉经济打开全域用香场景**，重点推荐润本股份（后续新品推出叠加线下渠道 SKU 拓展的空间值得期待），受益标的若羽臣（实现从家清到大健康等多个核心场景的覆盖，有望持续为业绩贡献增量）、上海家化（六神、玉泽强势领跑韧性凸显，创新品牌品类成功破局）等。

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	80.43	394	2.4	3.1	4.0	33.5	25.9	20.1
2145.HK	上美股份	买入	76.25	304	2.53	3.16	3.85	30.1	24.1	19.8
2367.HK	巨子生物	买入	34.79	373	2.5	3.1	3.7	13.9	11.2	9.4
2487.HK	科笛-B	买入	5.61	20	-1.00	-0.42	0.06	-	-	-
003010.SZ	若羽臣	买入	35.45	110	0.58	0.95	1.32	61.3	37.2	26.8
603605.SH	珀莱雅	买入	70.20	278	4.29	5.01	5.79	16.4	14.0	12.1
603193.SH	润本股份	买入	24.82	100	0.82	1.05	1.32	30.3	23.6	18.8
603983.SH	丸美生物	买入	34.69	139	1.00	1.30	1.66	34.7	26.7	20.9
600315.SH	上海家化	买入	23.27	156	0.59	0.74	0.90	39.4	31.3	25.9
688363.SH	华熙生物	买入	46.20	223	0.77	1.02	1.31	60.0	45.3	35.3
300957.SZ	贝泰妮	买入	40.72	172	1.15	1.40	1.62	35.4	29.1	25.1
600223.SH	福瑞达	买入	7.50	76	0.24	0.28	0.32	31.3	26.8	23.4
688363.SH	华熙生物	买入	46.20	223	0.77	1.02	1.31	60.0	45.3	35.3
300896.SZ	爱美客	买入	143.70	435	4.89	5.93	6.94	29.4	24.2	20.7
002612.SZ	朗姿股份	买入	19.80	88	2.31	0.77	0.88	8.6	25.7	22.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（注 1：收盘价日期为 2025/12/3；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

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

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

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