

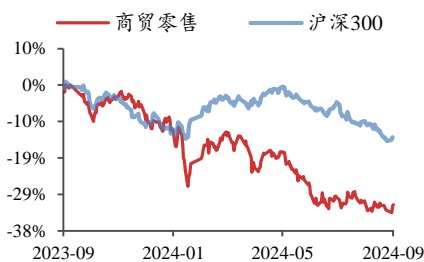
商贸零售

2024年09月20日

投资评级：看好（维持）

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《社会消费整体稳健，关注黄金珠宝秋季订货会情况—行业周报》-2024.9.17

《8月社零同比+2.1%，关注中秋、国庆消费表现—行业点评报告》-2024.9.14

《巨子生物 XVII 型胶原新专利贡献差异化价值，看好重组胶原行业未来发展—行业周报》-2024.9.8

医美化妆品 8 月月报：重组胶原医美市场蓝海待拓，关注香水品牌管理公司颖通控股拟 IPO

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

杨柏炜（分析师）

yangbowei@kysec.cn
证书编号：S0790524050001

陈思（联系人）

chensi@kysec.cn
证书编号：S0790124070031

● 板块行情回顾

医美（选取 14 家上市公司）：8 月个股涨幅靠前为科笛-B（+24.5%）、复锐医疗科技（+7.0%）、医美国际（+6.4%）；化妆品（选取 18 家上市公司）：8 月个股涨幅靠前为上美股份（+8.6%）、青松股份（+7.3%）、润本股份（+6.1%）。

● 医美：重组胶原医美市场蓝海待拓，坚定看好行业发展

锦波生物旗下重组胶原蛋白医美产品“薇旖美”上半年表现亮眼，展望后续，我们认为一方面其眼周抗衰、改善面部细纹等差异化功效有望抢占消费者心智，另一方面消费者教育仍有深化空间，未来渗透率有望对标普通水光针项目提升至较高水平。根据我们测算，2030 年重组胶原医美市场规模（出厂价）有望达 56.5 亿元（2024-2030 年 CAGR 约 33%），当前行业仍处发展早期。此外，近期巨子生物宣布独家专利《重组人 XVII 型胶原蛋白、其制备方法及应用》获得国家知识产权局正式授权，该发明打破了传统认知，开创了 XVII 型胶原蛋白截短蛋白应用的新局面。我们认为，天然胶原足有 29 种，不同型别，甚至同一型别的不同片段都有可能对人体中发挥出不同功能，重组胶原蛋白产业具备较高天花板。

● 化妆品：美妆品牌纷纷加码香水赛道，蓝海市场增长正当时

(1) 行业动态：近期，国内最大的香水品牌管理公司颖通控股申请港股 IPO，若成功上市将成为“中国香水第一股”，同时也标志着国内香水赛道资本化进程的推进。中国香水市场规模预计 2028 年规模有望突破 440 亿元，市场空间大且增长快，但目前市场主要由外资品牌主导，国产替代之路漫漫。香水香氛市场顺应悦己消费与国潮文化趋势，成长潜力可观，建议密切关注这一细分潜力赛道及国货美妆品牌布局进程。**(2) 行业观点：**2024 年 1-8 月化妆品类零售额同比-0.5%，且连续 3 月单月同比增速下滑，化妆品淡季大盘表现承压，但头部公司业绩普遍优于大盘仍值得关注。长期看，国货崛起主线清晰，看好品牌势能持续向上、业绩确定性较高的优质国货美妆品牌。

● 投资建议：看好头部国货美妆品牌持续提升份额

(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（看好差异化单品表现，未来平台化有望实现长期增长）、科笛-B（管线推进叠加外延拓展有望打开成长空间）；**(2) 化妆品：**行业承压下各品牌持续分化，看好综合实力强劲的国货龙头，重点推荐巨子生物（妆品业务亮眼，期待后续医美管线落地）、润本股份（“驱蚊+婴童护理”细分龙头，拓品类、拓渠道持续成长）。展望后续，双十一大促在即，建议关注头部国货美妆品牌推新节奏与大促动态，期待国货美妆龙头品牌持续放量增长。

● **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：重组胶原医美市场蓝海待拓，坚定看好行业发展..... | 6 |
| 3、化妆品：国际美妆中国区增长乏力，看好国货份额提升..... | 7 |
| 3.1、行业大盘：美妆线上大盘整体稳健，天猫略有下滑、抖音增速提升..... | 7 |
| 3.2、行业动态：香水品牌管理公司颖通控股拟 IPO，看好香水蓝海市场..... | 8 |
| 4、资金动态..... | 9 |
| 5、投资观点：看好头部国货美妆品牌持续提升份额..... | 10 |
| 6、风险提示..... | 11 |

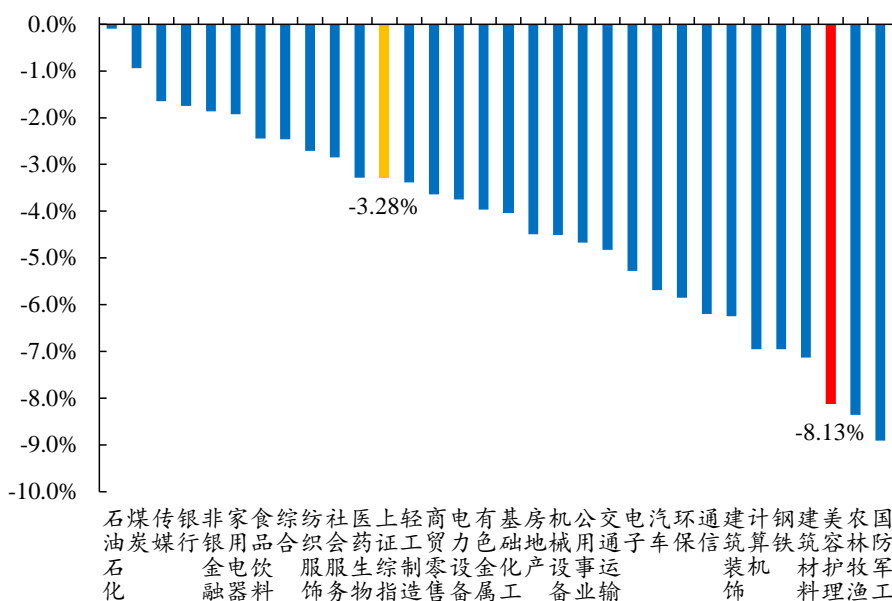
图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：8 月美容护理指数表现位列第 29 位..... | 3 |
| 图 2：2024 年 8 月美容护理指数下跌 8.13%..... | 3 |
| 图 3：2024 年 1-8 月美容护理指数累计下跌 23.25%..... | 3 |
| 图 4：8 月科笛-B、复锐医疗科技、医美国际在医美板块涨幅居前..... | 4 |
| 图 5：2024 年 1-8 月，美丽田园医疗健康、科笛-B、江苏吴中在医美板块涨幅居前..... | 4 |
| 图 6：8 月上美股份、青松股份、润本股份在化妆品板块涨幅靠前..... | 5 |
| 图 7：2024 年 1-8 月，上美股份、巨子生物、润本股份在化妆品板块涨幅居前..... | 5 |
| 图 8：锦波生物薇旻美上市 1000 天销量已破百万支..... | 6 |
| 图 9：巨子生物获重组人 XVII 型胶原发明专利授权..... | 6 |
| 图 10：巨子生物布局多种型别重组胶原探索差异化..... | 6 |
| 图 11：8 月天猫美妆大盘同比略有下滑..... | 7 |
| 图 12：8 月抖音美妆大盘增速提升..... | 7 |
| 图 13：颖通控股管理多个全球知名品牌的香水产品..... | 8 |
| 图 14：颖通控股是前五大香水集团中唯一的国内企业..... | 8 |
| 图 15：珀莱雅 8 月 15 日备案“珀莱雅启时集致香水”..... | 8 |
| 图 16：情感化用香是核心消费驱动，符合悦己消费趋势..... | 8 |
| 表 1：2024Q2 润本股份、丸美股份、珀莱雅得到较多加仓配置..... | 9 |
| 表 2：7 月陆股通持股比例看，珀莱雅维持较高水平，福瑞达环比提升幅度较大..... | 9 |
| 表 3：重点推荐润本股份、巨子生物、爱美客、科笛-B 等..... | 10 |

1、行情回顾

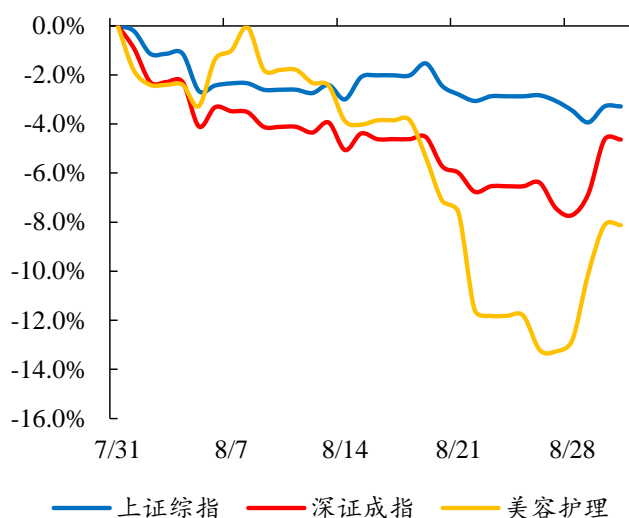
8月美容护理指数下跌8.13%，位列第29位。美容护理指数8月报收3731.08点，月跌幅为8.13%，在所有一级行业中位列第29位，表现弱于大盘（8月上证综指累计下跌3.28%）。此外，2024年1-8月，美容护理行业指数累计下跌23.25%，表现弱于大盘（2024年1-8月上证综指累计下跌1.22%）。

图1：8月美容护理指数表现位列第29位



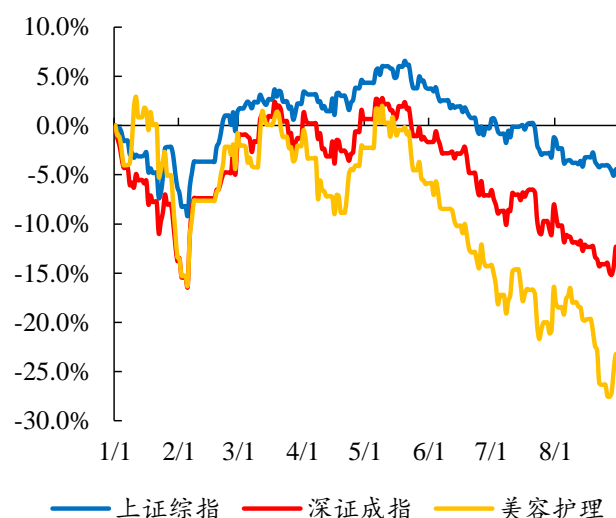
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024年8月美容护理指数下跌8.13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024年1-8月美容护理指数累计下跌23.25%

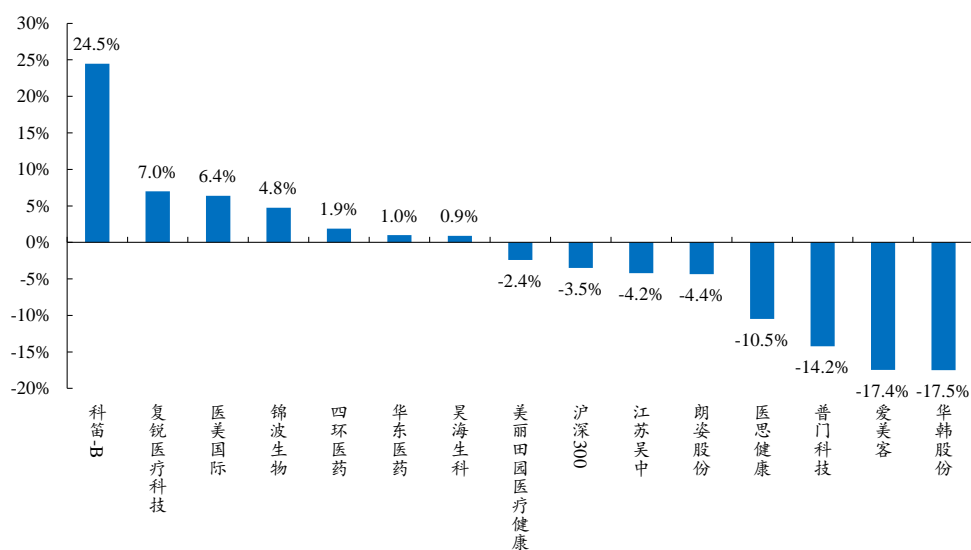


数据来源：Wind、开源证券研究所

8月，科笛-B、复锐医疗科技、医美国际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7家上涨、7家下跌。其中，月涨幅靠前的为科笛-B、复锐医疗科技、医美国际，月涨幅分别为24.5%、7.0%、6.4%；月跌幅靠前的为华韩股份、爱美客、普门科技。

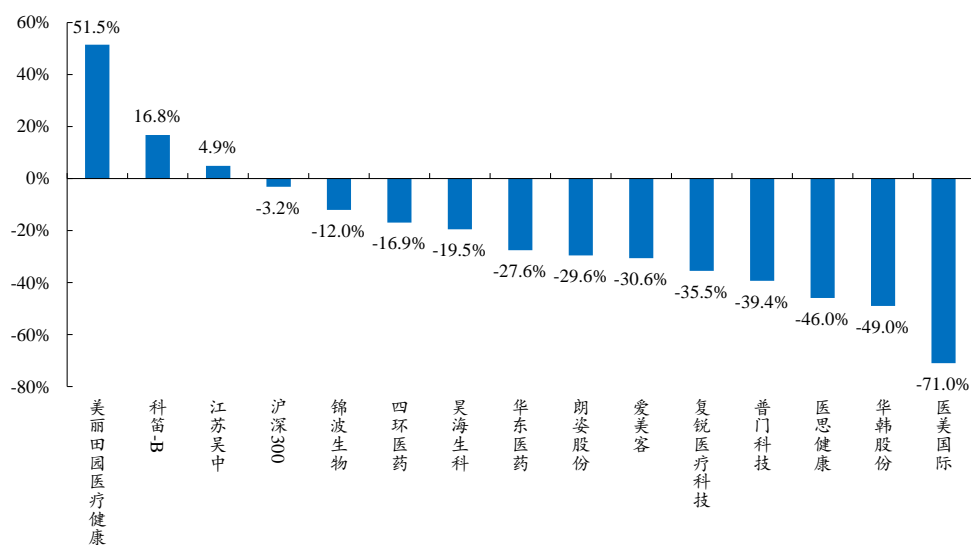
2024年1-8月，美丽田园医疗健康、科笛-B、江苏吴中在医美板块涨幅居前。2024年1-8月，医美板块所选公司中共计3家上涨、11家下跌。其中，美丽田园医疗健康、科笛-B、江苏吴中在医美板块中涨幅居前，累计涨幅分别为51.5%、16.8%、4.9%；2024年1-8月跌幅靠前的分别为医美国际、华韩股份、医思健康。

图4：8月科笛-B、复锐医疗科技、医美国际在医美板块涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年1-8月，美丽田园医疗健康、科笛-B、江苏吴中在医美板块涨幅居前

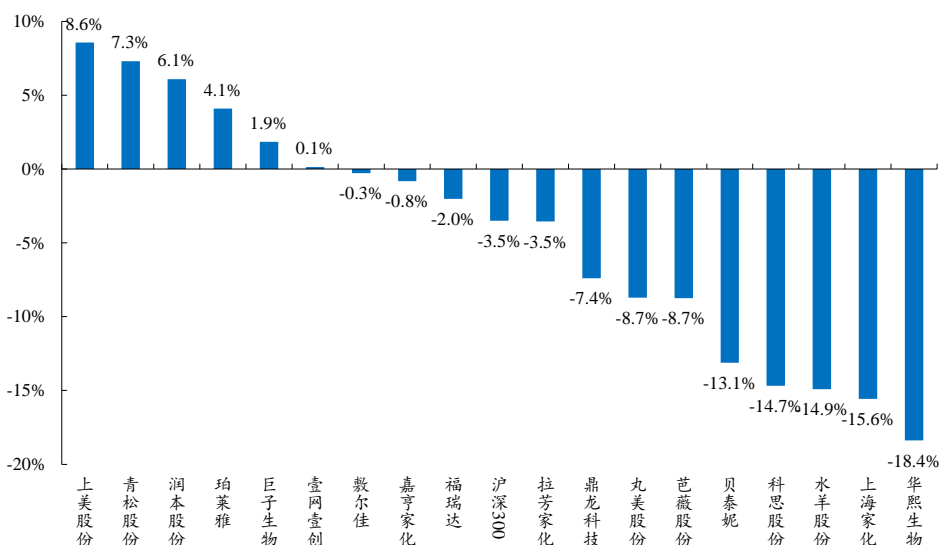


数据来源：Wind、开源证券研究所

8月，上美股份、青松股份、润本股份在化妆品板块涨幅靠前。在我们选取的18家化妆品上市公司中，8月共计6家上涨，12家下跌。其中，月涨幅靠前的为上美股份、青松股份、润本股份，月涨幅分别为8.6%、7.3%、6.1%；月跌幅靠前的分别为华熙生物、上海家化、水羊股份。

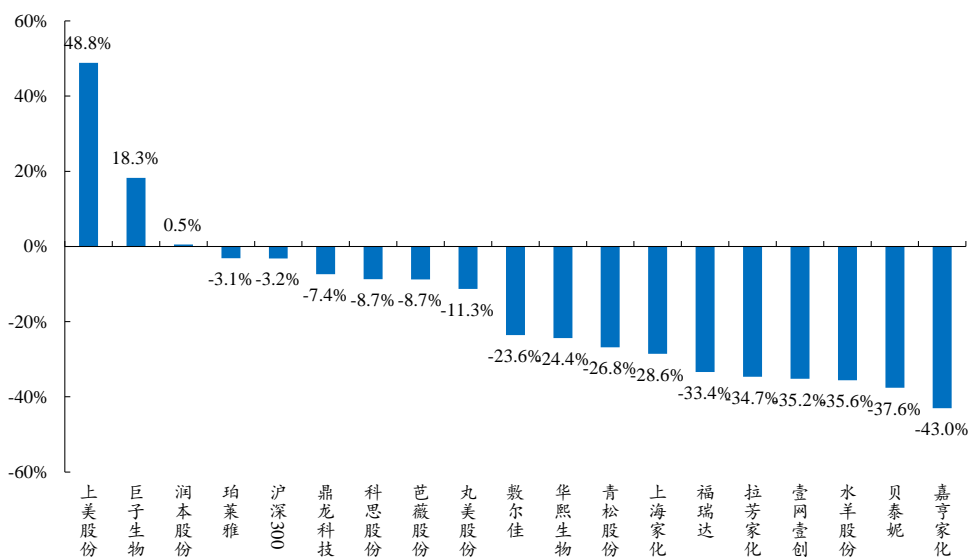
2024年1-8月，上美股份、巨子生物、润本股份在化妆品板块中涨幅居前。2024年1-8月，化妆品板块所选公司中共3家上涨15家下跌。其中，上美股份、巨子生物、润本股份在化妆品板块中涨幅居前，累计涨幅分别为48.8%、18.3%、0.5%；2024年1-8月跌幅靠前的分别为嘉亨家化、贝泰妮、水羊股份。

图6：8月上美股份、青松股份、润本股份在化妆品板块涨幅靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024年1-8月，上美股份、巨子生物、润本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：重组胶原医美市场蓝海待拓，坚定看好行业发展

薇旖美上半年表现亮眼，重组胶原医美市场蓝海待拓。2024H1 锦波生物的单一材料医疗器械（主要为重组胶原蛋白植入剂薇旖美）实现营收 4.79 亿元（+105.0%），凭借差异化卖点录得亮眼增速。展望后续，我们认为一方面重组胶原蛋白医美产品的眼周抗衰、改善面部细纹等差异化功效有望抢占消费者心智，另一方面消费者教育仍有深化空间，未来渗透率有望对标普通水光针项目提升至较高水平。根据我们测算，“足剂量、足疗程”治疗方案在高端人群中渗透将驱动行业增长，2030 年重组胶原医美市场规模（出厂价）有望达 56.5 亿元（2024-2030 年 CAGR 约 33%），足以容纳 3-4 个年体量 10-20 亿元的大单品，当前行业仍处发展早期，短期无需过多担忧未来新品获批带来的市场竞争格局恶化。

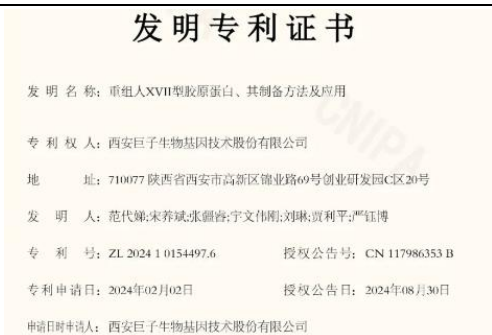
图8：锦波生物薇旖美上市 1000 天销量已破百万支



资料来源：薇旖美公众号（注：薇旖美 2021.09.16 上市）

巨子生物 XVII 型胶原新专利贡献差异化价值，坚定看好重组胶原行业未来发展。近期巨子生物宣布独家专利《重组人 XVII 型胶原蛋白、其制备方法及应用》获得国家知识产权局正式授权。该发明选取了一段来自 XVII 型胶原蛋白、非 G-X-Y 结构区的截短蛋白（p978-p1084），打破了传统认知，开创了 XVII 型胶原蛋白截短蛋白应用的新局面，也为相关领域的研究与应用开辟了一条新道路。正如我们在《胶原蛋白行业深度（二）》中所提到的：“差异化战略是重组胶原蛋白企业脱颖而出关键”。本次巨子生物在 XVII 型胶原领域取得的专利成果，正是对“多元布局”的印证。展望未来，天然胶原足有 29 种，不同型别，甚至同一型别的不同片段都有可能人体中发挥出不同功能，重组胶原蛋白产业具备较高天花板，我们坚定看好重组胶原行业未来发展。

图9：巨子生物获重组人 XVII 型胶原发明专利授权



资料来源：巨子生物官方公众号

图10：巨子生物布局多种型别重组胶原探索差异化



资料来源：巨子生物官网

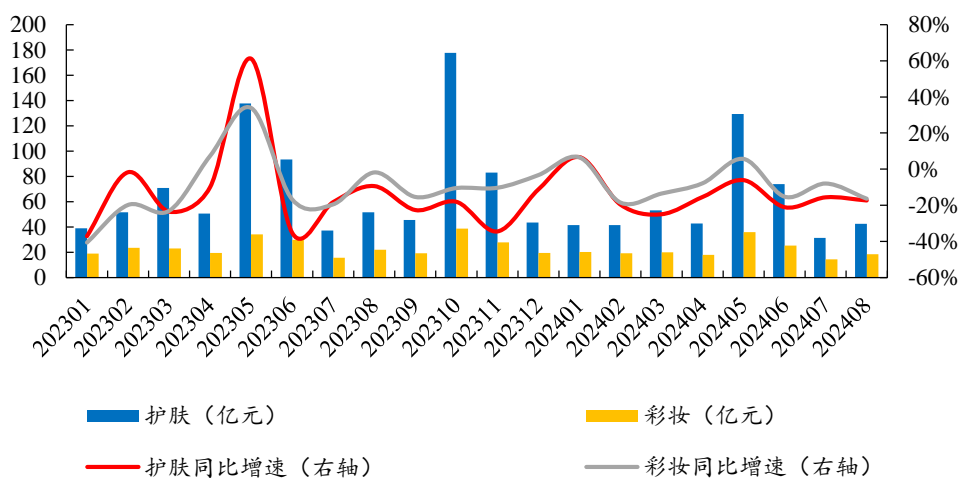
3、化妆品：国际美妆中国区增长乏力，看好国货份额提升

3.1、行业大盘：美妆线上大盘整体稳健，天猫略有下滑、抖音增速提升

2024年8月美妆线上大盘整体表现稳健。我们使用久谦咨询天猫、抖音渠道电商数据进行统计分析（下同）。整体看，2024年8月美妆线上大盘（天猫+抖音口径）护肤/彩妆销售额分别为121.28亿元（+5.0%）/52.73亿元（+4.7%）。

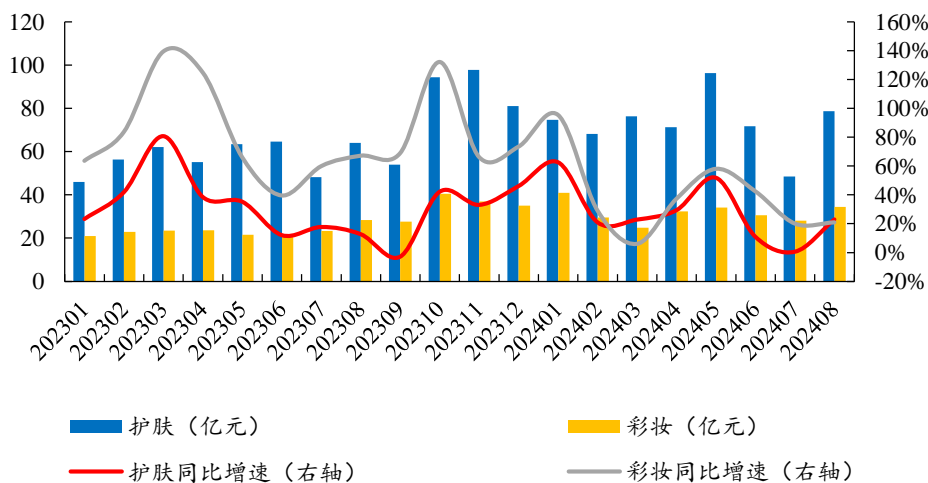
分渠道看，天猫略有下滑、抖音增速略有回升。（1）天猫渠道：2024年8月护肤/彩妆销售额分别为42.56亿元（-17.3%）/18.37亿元（-16.3%），同比略有下滑。（2）抖音渠道：2024年8月护肤/彩妆销售额分别为78.72亿元（+23.0%）/34.36亿元（+21.0%），8月美妆数据略有回升，护肤同比增长提高。

图11：8月天猫美妆大盘同比略有下滑



数据来源：久谦咨询、开源证券研究所

图12：8月抖音美妆大盘增速提升



数据来源：久谦咨询、开源证券研究所

3.2、行业动态：香水品牌管理公司颖通控股拟 IPO，看好香水蓝海市场

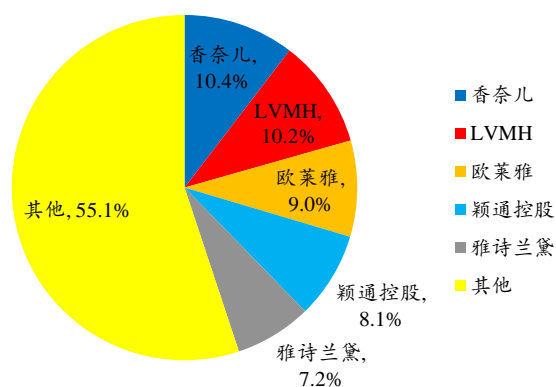
国内最大的香水品牌管理公司颖通控股拟申请港股上市。近期，国内最大的香水品牌管理公司颖通控股申请港股 IPO。颖通控股共管理 63 个品牌，其中有 48 个香水类品牌，包括爱马仕、梵克雅宝等；同时还管理彩妆、护肤品、个人护理、香氛、眼镜等品牌。截至 2024 年 7 月 11 日，2023 年公司在香水市场中市占率为 8.1%，是前五大集团中唯一的中国企业，也是其中唯一的品牌管理商。渠道端，颖通控股在中国内地、香港和澳门的超 400 个城市拥有超 7500 个线下销售点，同时亦通过中国内地、香港及澳门的知名电商平台及社交媒体平台线上销售产品。若颖通控股此次成功上市，将成为“中国香水第一股”。

图13：颖通控股管理多个全球知名品牌的香水产品



资料来源：颖通控股招股书

图14：颖通控股是前五大香水集团中唯一的国内企业



数据来源：弗若斯特沙利文、颖通控股招股书、开源证券研究所

头部美妆品牌纷纷加码香水香氛赛道，蓝海市场增长正当时。欧莱雅集团自 2023 年陆续投资了香氛品牌闻献 DOCUMENTS 与本土高端香氛品牌观夏，表明其对中国香水香氛市场潜力的认可；珀莱雅于 8 月 15 日备案了一款 100ml 的“珀莱雅启时集致香水”，隶属于品牌旗下高端“能量”系列，可以看到国际美妆集团和头部国货品牌纷纷开始布局香水香氛赛道。作为重情绪价值的品类，香水香氛不仅可以通过嗅觉给消费者带来愉悦体验，满足“悦己”需求，也能帮助消费者表达情绪彰显自我。我们认为，头部品牌通过品牌收购或新推香水产品入局该赛道，这一表达多元、符合情绪消费和国潮文化趋势的品类潜力可观，未来有望为集团贡献多元增长曲线。

图15：珀莱雅 8 月 15 日备案“珀莱雅启时集致香水”



资料来源：美妆浪潮公众号

图16：情感化用香是核心消费驱动，符合悦己消费趋势



资料来源：蝉魔方

4、资金动态

2024Q2 美容护理行业持仓环比增配。我们根据一级行业分类将各基金重仓标的持股市值占基金股票投资市值比求和, 计算得 2024Q2 美容护理行业基金重仓占比为 0.15% (环比 2024Q1-0.03pct, 下同), 在 31 个一级行业中排名第 28 位。分个股看: (1) 珀莱雅基金重仓持股总数量为 1263 万股 (+105%)、总市值为 14.0 亿元 (+137%)、持股占流通股比例为 3.2% (+1.6pct); (2) 润本股份基金重仓持股总数量为 517 万股 (+274%)、总市值为 1.0 亿元 (+333%)、持股占流通股比例为 8.5% (+6.2pct);

表1: 2024Q2 润本股份、丸美股份、珀莱雅得到较多加仓配置

| 板块 | 公司 | 基金重仓持股数量 (万股) | | | 基金重仓市值 (亿元) | | | 基金重仓持股占流通股比例 | | |
|-----|------|---------------|--------|-------|-------------|--------|-------|--------------|--------|-------|
| | | 2024Q1 | 2024Q2 | 环比 | 2024Q1 | 2024Q2 | 环比 | 2024Q1 | 2024Q2 | 环比 |
| 医美 | 爱美客 | 1465 | 1459 | 0% | 50.6 | 25.1 | -50% | 9.8% | 7.0% | -2.8% |
| | 锦波生物 | 171 | 243 | 42% | 3.8 | 3.6 | -4% | 7.2% | 7.9% | 0.7% |
| | 朗姿股份 | 180 | 5 | -97% | 0.3 | 0.0 | -98% | 0.7% | 0.0% | -0.7% |
| 化妆品 | 珀莱雅 | 617 | 1263 | 105% | 5.9 | 14.0 | 137% | 1.6% | 3.2% | 1.6% |
| | 贝泰妮 | 376 | 1 | -100% | 2.3 | 0.0 | -100% | 0.9% | 0.0% | -0.9% |
| | 华熙生物 | 17 | 7 | -58% | 0.1 | 0.0 | -58% | 0.1% | 0.0% | 0.0% |
| | 上海家化 | 16 | 5 | -67% | 0.0 | 0.0 | -68% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 水羊股份 | 2736 | 2742 | 0% | 5.4 | 4.0 | -26% | 7.7% | 7.7% | 0.0% |
| | 丸美股份 | 16 | 41 | 160% | 0.0 | 0.1 | 145% | 0.0% | 0.1% | 0.1% |
| | 福瑞达 | 610 | 300 | -51% | 0.5 | 0.2 | -59% | 0.6% | 0.3% | -0.3% |
| | 科思股份 | 1162 | 1549 | 33% | 9.1 | 5.0 | -45% | 7.1% | 4.8% | -2.4% |
| | 巨子生物 | 4908 | 4670 | -5% | 18.9 | 19.5 | 3% | 4.9% | 4.5% | -0.4% |
| | 润本股份 | 138 | 517 | 274% | 0.2 | 1.0 | 333% | 2.3% | 8.5% | 6.2% |

数据来源: Wind、开源证券研究所

7 月陆股通持股比例看, 珀莱雅维持较高水平, 福瑞达环比提升幅度较大。截至 2024 年 7 月底, 样本标的中珀莱雅 (占比 38.8%, 环比-2.2pct), 沪 (深) 股通持股数量占自由流通股比例较高, 福瑞达 (占比 2.2%, 环比+1.0pct) 则提升幅度较大。

表2: 7 月陆股通持股比例看, 珀莱雅维持较高水平, 福瑞达环比提升幅度较大

| 公司 | 沪 (深) 股通持股数量 (万股) | | | | | 沪 (深) 股通持股数量占自由流通股比例 | | | | |
|------|-------------------|--------|--------|--------|------|----------------------|--------|--------|--------|-------|
| | 202404 | 202405 | 202406 | 202407 | 环比 | 202404 | 202405 | 202406 | 202407 | 环比 |
| 爱美客 | 777 | 711 | 691 | 697 | 1% | 5.9% | 5.4% | 5.2% | 5.3% | 0.0% |
| 朗姿股份 | 773 | 515 | 399 | 393 | -2% | 4.0% | 2.7% | 2.1% | 2.0% | 0.0% |
| 珀莱雅 | 7602 | 7800 | 8137 | 7705 | -5% | 38.3% | 39.3% | 41.0% | 38.8% | -2.2% |
| 贝泰妮 | 1323 | 1338 | 1446 | 1466 | 1% | 10.3% | 10.5% | 11.3% | 11.5% | 0.2% |
| 华熙生物 | 923 | 712 | 694 | 782 | 13% | 5.6% | 4.4% | 4.2% | 4.8% | 0.5% |
| 上海家化 | 661 | 1109 | 1021 | 835 | -18% | 2.0% | 3.4% | 3.2% | 2.6% | -0.6% |
| 水羊股份 | 255 | 66 | 91 | 229 | 150% | 1.2% | 0.3% | 0.4% | 1.1% | 0.7% |
| 丸美股份 | 238 | 408 | 405 | 318 | -21% | 3.1% | 5.3% | 5.3% | 4.1% | -1.1% |
| 福瑞达 | 572 | 425 | 531 | 1007 | 90% | 1.2% | 0.9% | 1.1% | 2.2% | 1.0% |
| 科思股份 | 180 | 398 | 507 | 477 | -6% | 3.1% | 3.4% | 4.4% | 4.1% | -0.3% |
| 敷尔佳 | 25 | 50 | 46 | 34 | -25% | 0.6% | 1.2% | 1.2% | 0.9% | -0.3% |

数据来源: Wind、开源证券研究所

5、投资观点：看好头部国货美妆品牌持续提升份额

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 2024 年下半年基数恢复相对正常化，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&盈利能力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，未来平台化有望实现长期增长）、科笛-B（管线推进叠加外延拓展有望打开成长空间）、朗姿股份，受益标的锦波生物、江苏吴中等。

化妆品：行业承压下各品牌持续分化，看好综合实力强劲的国货龙头。2024 年 1-8 月化妆品社零同比下滑 0.5%，行业增长承压背景下机会与挑战并存，单一优势抢占市场难以为继，美妆公司综合竞争力建设迫在眉睫，把握细分结构性机会且具备强产品力、运营力、营销力、品牌力的公司，更有望在变化中抢占市场。重点推荐巨子生物（妆品业务亮眼，期待后续医美管线落地）、润本股份（“驱蚊+婴童护理”细分龙头，拓品类、拓渠道持续成长），及后续有望持续修复的丸美股份、福瑞达、水羊股份、贝泰妮、华熙生物，受益标的上美股份等。

展望后续，双十一大促在即，建议关注头部国货美妆品牌推新节奏与大促动态，期待国货美妆龙头品牌持续放量增长。

表3：重点推荐润本股份、巨子生物、爱美客、科笛-B 等

| 证券代码 | 股票简称 | 评级 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|----|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 300896.SZ | 爱美客 | 买入 | 134.05 | 405 | 7.60 | 9.84 | 12.10 | 18 | 14 | 11 |
| 2487.HK | 科笛-B | 买入 | 12.94 | 39 | -1.63 | -1.12 | -0.56 | - | - | - |
| 002612.SZ | 朗姿股份 | 买入 | 12.33 | 55 | 0.71 | 0.88 | 1.05 | 17 | 14 | 12 |
| 300957.SZ | 贝泰妮 | 买入 | 40.84 | 173 | 2.36 | 2.99 | 3.71 | 17 | 14 | 11 |
| 300740.SZ | 水羊股份 | 买入 | 9.76 | 38 | 0.88 | 1.06 | 1.28 | 11 | 9 | 8 |
| 603193.SH | 润本股份 | 买入 | 17.28 | 70 | 0.78 | 0.96 | 1.18 | 22 | 18 | 15 |
| 600223.SH | 福瑞达 | 买入 | 5.89 | 60 | 0.37 | 0.47 | 0.58 | 16 | 13 | 10 |
| 603983.SH | 丸美股份 | 买入 | 21.16 | 85 | 0.94 | 1.21 | 1.51 | 23 | 17 | 14 |
| 2367.HK | 巨子生物 | 买入 | 32.80 | 337 | 1.96 | 2.46 | 2.95 | 17 | 13 | 11 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注 1：收盘价日期为 2024/9/18；注 2：港股收盘价、市值换算取 1 元=1.09 港元；注 3：EPS 均采用开源证券研究所预测数据）

6、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。

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