仅供内部参考，请勿外传！

高端改善、个护亮眼，看好估值修复弹性

化妆品

■ 美护板块 2026 半年报总结

评级： 增持

姓名	电话	邮箱	登记编号
訾猛(分析师)	021-38676442	zimeng@gtht.com	S0880513120002
闫清徽(分析师)	021-38031651	yanqinghui@gtht.com	S0880522120004
杨柳(分析师)	021-38038323	yangliu3@gtht.com	S0880521120001

本报告导读：

美护大盘 26H1 化妆品社零同比+6.3%、持续跑赢整体社零，高端表现较好。板块调整后 26H1 收入/归母同比+7%/-10%，细分板块中个护高增、化妆品及医美整体承压，板块估值及持仓均处底位、看好成长型标的的修复弹性。

投资要点：

- 板块长期仍具成长属性、当前估值及持仓均处低位，推荐：1）基本面强劲的高成长标的：毛戈平、朗姿股份、林清轩、登康口腔、润本股份；2）改善预期明确的龙头珀莱雅、巨子生物、上海家化、诺斯贝尔；3）预期低位、后续边际有望改善的贝泰妮、四环医药、上美股份、福瑞达、华熙生物、爱美客。相关标的：敷尔佳。
- **26H1 美妆温和复苏、高端表现更优，各渠道增速收敛，Q2 品类结构再分化。**2026H1 化妆品社零同比+6.3%（1-7 月累计仍约+6.3%），持续跑赢社零大盘。分品类看，26Q2 彩妆香水、个护、护肤、保健品、婴童护理线上平台合计 GMV 分别约+3%、+2%、+3%、+5%、+14%，婴童护理低基数回暖。分渠道看，货架与社交电商增速继续收敛，线上线下更均衡。高端美奢 26H1 线上高增，雅诗兰黛、SK-II、赫莲娜、YSL、修丽可等护肤/美妆 TOP 品牌双位数增长，中国所在区域美奢可比增速延续回暖。
- **美护板块调整后 26H1 收入/归母同比+7%/-10%，26Q2 收入/归母同比+5%/-8%，细分板块表现个护>化妆品、医美。**26H1 年美护板块（含港股）营收同比增长 7%，归母净利同比-3%，剔除珀莱雅投资收益影响、调整口径归母利润同比-10%明显承压，26Q2（不含港股）板块收入、归母、调整后归母分别同比+5%、+12%、-8%，主要因流量红利消退后行业销售费用率持续上行，多公司毛销差收窄。分板块看，个护板块受益产品创新及渠道拓展、表现持续亮眼，Q2 个护板块营收、归母同比+34%、+42%，多标的实现双位数增长。化妆品板块整体承压，26Q2 板块营收同比基本持平、调整后利润同比下滑，林清轩、毛戈平维持高增，家化、贝泰妮盈利改善。医美板块营收增长稳健、利润压力明显，上游产品厂商因产品供给增加、利润率同比下滑，下游机构端朗姿、美丽田园等受益客流复苏及产业链价值重分配，收入修复同时盈利能力改善。
- **26Q2 板块仓位整体处于低位、小幅边际回升，估值回落后成长性配置价值凸显。**样本内资机构持股比例均值由 25Q4 约 5.79%降至 26Q1 约 2.31%，26Q2 回升至约 4.71%，同比仍明显低于 25Q2；沪（深）股通均值约 0.94%，外资仓位持续偏低。26Q2 毛戈平、贝泰妮、珀莱雅、敷尔佳、若羽臣等获机构加仓。参照一致预期，板块多标的 2026 年 PE 多在 10-25x、PEG 多在 1 以内，关注强势能成长与底部修复弹性标的。
- 风险提示：行业景气度下行，品牌竞争加剧，新品孵化不及预期。

相关报告

化妆品《高端美奢延续复苏，板块弹性有望显现》2026.08.02
化妆品《从专业彩妆、高奢美妆看中国品牌高端化机会》2026.07.09
化妆品《大盘稳健，外资高端强劲，国货龙头改善》2026.06.24
化妆品《618 预售开启，头部国货回暖》2026.05.24
化妆品《渠道再均衡，个护持续亮眼》2026.05.05

仅供内部参考，请勿外传！

目录

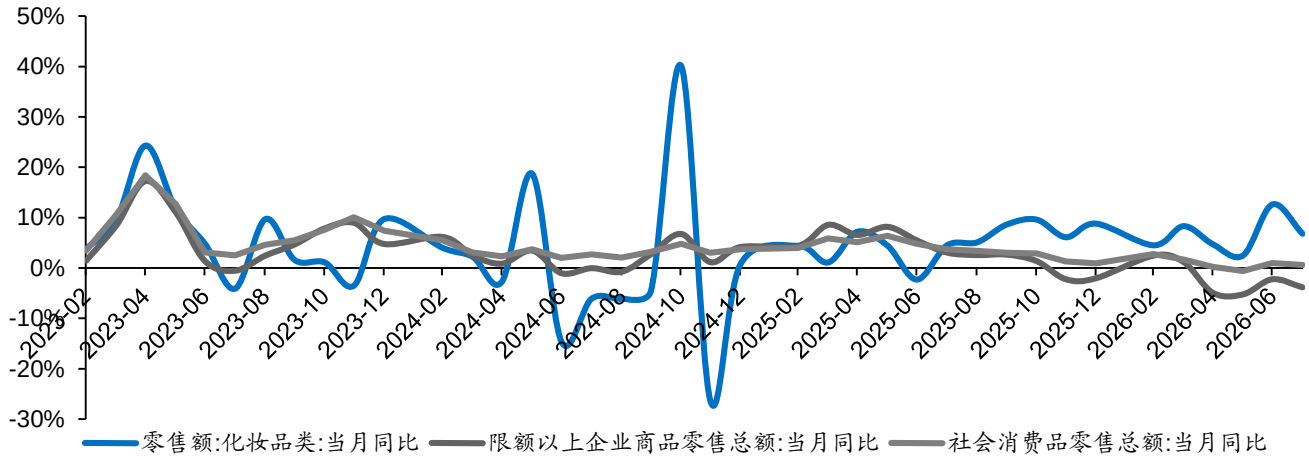
1. 大盘：26H1 美妆温和复苏、高端更优，渠道再均衡.....3
2. 财报总结：个护高增、美妆承压，医美下游改善.....5
2.1. 个护：Q2 收入利润持续增长亮眼，毛销差扩大.....6
2.2. 化妆品：整体承压，销售费用率提升明显.....8
2.3. 医美：下游改善，上游竞争激烈下仍承压.....10
3. 基金持仓：26Q2 板块持仓低位企稳、结构分化.....12
4. 板块估值：估值回落，关注边际改善&龙头性价比.....13
5. 投资建议.....14
6. 风险提示.....14

仅供内部参考，请勿外传！

1. 大盘：26H1 美妆温和复苏、高端更优，渠道再均衡

美妆大盘 26H1 维持良好表现，化妆品社零同比增长 6.3%跑赢社零大盘 5pct。据国家统计局，2026 年 1-6 月限额以上化妆品类零售额累计同比+6.3%，显著高于同期社零总额累计同比（1-6 月约+1.3%），行业仍具增长韧性。单月维度，3 月、6 月、7 月化妆品社零同比分别+8.3%、+12.6%、+6.8%，4-5 月分别为+4.7%、+2.5%，呈现波动回升的复苏节奏。据品观数据，2026H1 主流电商美妆 2709 亿元，同比增长 5.5%，表现稳健。分平台看，结合社零与电商节奏，我们判断线上线下增速继续收敛，行业由脉冲式流量驱动切换为更均衡的高质量增长阶段。

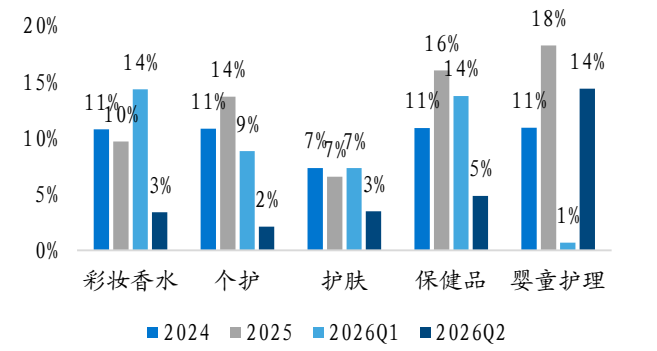
图1：26M1-6 限额以上企业化妆品类零售额同比+6.3%



数据来源：wind，国泰海通证券研究

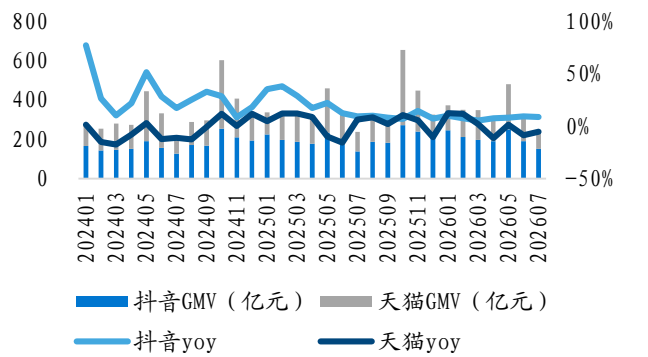
分品类及渠道看，26Q2 彩妆、护肤、个护降速至低单增长，婴童护理显著回暖。据久谦数据，美护保健相关品类平台合计（天猫、京东、抖音）GMV 同比：26Q1 彩妆香水、个护、护肤、保健品、婴童护理分别约+14%、+14%、+7%、+14%、+1%；26Q2 则分别约+3%、+2%、+3%、+5%、+14%。Q2 彩妆/个护/护肤/保健品同步放缓，反映流量红利消退后的总量压力；婴童护理有所回升。护肤维持低个位数稳健，产品和渠道结构相对成熟、波动小于其他品类。分平台看，伴随社交电商体量成长、货架电商通过集团资源整合引入增量流量，天猫、抖音 GMV 增速趋于收敛，渠道“再均衡”特征延续。

图2：26Q2 美护品类多降速，婴童护理回暖



数据来源：久谦，国泰海通证券研究。平台包含天猫、京东、抖音

图3：天猫、抖音 GMV 增速趋于收敛



数据来源：久谦，国泰海通证券研究。测算品类包括彩妆、个护、护肤、保健品及婴童护理。

竞争格局上，26H1 外资美奢集团财报中国区低基数下有所回暖。从头部美奢集团分区可比营收看，中国所在区域回暖延续：LVMH 亚太（除日本）

仅供内部参考，请勿外传！

26Q2 同比约+4%（26Q1 约+7%）、欧莱雅北亚连续两季约+5%、雅诗兰黛亚太 26Q2 约+9%、中国大陆约+7%，资生堂中国及旅游零售由负转正至约+1%。我们认为主因：1）高端消费修复背景，从奢侈品集团财报看，2026Q2 爱马仕、LVMH、开云集团亚太除日本地区可比营收同比约+3%、+2%、-1%，延续 25H2 起的边际改善趋势，欧莱雅中国 26H1 高端部门实现双位数增长；2）平台持续补贴、渠道发展中后期高客单及强品牌力相对受益，且外资高端品牌客群基本盘稳固、在多年下滑后通过渠道和产品结构调整陆续实现边际改善。

表1：从头部美奢分地区可比营收增速看，中国所在区域回暖明显

公司	地区	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
LVMH	**亚洲(除日本)**	**-6%**	**-14%**	**-16%**	**-10%**	**-11%**	**-6%**	**2%**	**1%**	**7%**	**4%**
	日本	32%	57%	20%	8%	-1%	-28%	-13%	-5%	-3%	14%
	美国	2%	2%	0%	3%	-3%	0%	3%	1%	3%	6%
	欧洲	2%	4%	2%	4%	2%	-1%	-2%	-2%	-3%	0%
欧莱雅	**北亚**	**-1%**	**-2%**	**-7%**	**-4%**	**7%**	**-9%**	**5%**	**1%**	**5%**	**5%**
	欧洲	13%	10%	6%	5%	4%	2%	4%	7%	6%	7%
	北美	12%	3%	5%	1%	-4%	8%	1%	9%	8%	6%
	SAPMENA-SSA	16%	14%	8%	11%	10%	11%	12%	11%	15%	12%
	拉美	16%	12%	9%	8%	8%	12%	4%	8%	5%	5%
雅诗兰黛	亚太	**3%**	**-4%**	**-11%**	**-11%**	**-1%**	**-4%**	9%	2%	-1%	9%
	中国大陆							**9%**	**13%**	**6%**	**7%**
	美洲	1%	-5%	-1%	0%	-5%	-5%	-2%	0%	0%	5%
	欧洲/中东/非洲	12%	32%	-4%	-6%	-16%	-24%	0%	2%	3%	1%
资生堂	中国及旅游零售	**-14%**	**-11%**	**-23%**	**2%**	**-14%**	**-7%**	**8%**	**2%**	**-1%**	**1%**
	日本	20%	7%	5%	7%	-2%	2%	2%	2%	-4%	3%
	亚太其他	5%	7%	2%	-3%	-1%	0%	-2%	9%	-1%	5%
	美洲	9%	-20%	-9%	-7%	-19%	4%	-9%	-10%	5%	-8%
	中东/欧洲/非洲	17%	6%	-7%	16%	-9%	2%	22%	1%	-10%	9%

资料来源：公司财报，国泰海通证券研究。采用固定汇率营收增速或 like-for-like 营收增速。

高端美妆线上多品牌实现高增，洗护品类部分国货细分品牌表现亮眼。据品观数据，26H1 线上美妆 TOP20 中雅诗兰黛 GMV 同比约+37%、兰蔻约+15%、SK-II 约+28%、赫莲娜约+23%、YSL 约+38%、修丽可约+61%；护肤 TOP20 中雅诗兰黛约+44%、兰蔻约+17%、SK-II 约+28%、赫莲娜约+23%、修丽可约+61%，高端护肤复苏最为清晰。彩妆端 YSL、毛戈平（约+52%）、卡姿兰、花知晓等中外品牌增长较好；洗护发中卡诗稳健增长，部分国货细分品牌（如 off&relax、SPES、长发小寨等）录得较高增速，高端与平价、外资与国货呈现结构性共振。

表2：26H1 线上 TOP20 美妆品牌中，外资高端护肤整体增速较快

	美妆 TOP20				护肤 TOP20			
	品牌	GMV（亿元）	GMV 同比	商品均价	品牌	GMV（亿元）	GMV 同比	商品均价
1	欧莱雅	55	-3%	127	雅诗兰黛	45	44%	679
2	雅诗兰黛	54	37%	506	欧莱雅	43	-3%	151
3	兰蔻	48	15%	387	珀莱雅	42	-9%	201
4	珀莱雅	42	-9%	201	兰蔻	40	17%	454
5	海蓝之谜	39	26%	1097	海蓝之谜	38	26%	1113
6	SKII	33	28%	926	SKII	33	28%	930
7	赫莲娜	32	23%	959	赫莲娜	32	23%	962
8	YSL	32	38%	412	修丽可	29	61%	494
9	韩束	31	-29%	90	韩束	29	-34%	93
10	修丽可	29	61%	494	娇韵诗	23	17%	555
11	毛戈平	24	45%	230	谷雨	22	27%	171

仅供内部参考，请勿外传！

12	娇韵诗	24	19%	541	自然堂	21	3%	134
13	自然堂	22	6%	123	OLAY	20	-8%	204
14	谷雨	22	27%	171	薇诺娜	19	14%	124
15	CPB	21	21%	413	百雀羚	17	12%	123
16	OLAY	20	-9%	204	可复美	16	-5%	204
17	薇诺娜	19	14%	124	资生堂	15	2%	245
18	蜜丝婷	19	41%	93	科颜氏	14	5%	189
19	百雀羚	18	15%	121	HBN	13	-3%	209
20	资生堂	16	0%	219	蜜丝婷	13	40%	96

资料来源：品观，国泰海通证券研究

表3：26H1 高端/平价彩妆、洗护品牌均有较好增长

	彩妆 TOP20				洗护发 TOP20			
	品牌	GMV（亿元）	GMV 同比	商品均价	品牌	GMV（亿元）	GMV 同比	商品均价
1	YSL	25	31%	375	卡诗	16	12%	224
2	毛戈平	18	52%	217	欧莱雅	8	4%	66
3	卡姿兰	13	29%	95	潘婷	8	7%	56
4	蒂洛薇	12	82%	133	海飞丝	7	-2%	73
5	花知晓	11	67%	144	施华蔻	6	5%	64
6	CPB	10	16%	433	off&relax	6	95%	127
7	柏瑞美	10	71%	57	SPES	5	53%	69
8	DIOR	10	8%	313	clear/清扬	4	22%	56
9	CHANEL	9	10%	334	okcs	4	54%	54
10	NARS	9	18%	186	逐针	4	23%	476
11	雅诗兰黛	9	10%	223	康王	4	121%	135
12	babi	8	91%	81	理然	3	87%	66
13	兰蔻	8	3%	219	薇姿	3	45%	105
14	阿玛尼	8	5%	117	维特丝	3	-1%	44
15	花西子	8	-23%	159	长发小寨	3	138%	118
16	dpdp	8	171%	54	lorealpro	3	41%	226
17	MAC	7	3%	167	馥绿德雅	2	-9%	168
18	三资堂	7	33%	52	半亩花田	2	-7%	66
19	3CE	7	-1%	111	沙宣	2	-1%	62
20	橘朵	6	6%	49	白云山	2	95%	52

资料来源：品观，国泰海通证券研究

2. 财报总结：个护高增、美妆承压，医美下游改善

调整后美护板块 26H1 收入/归母同比+7%/-10%，26Q2 调整后收入/归母同比+5%/-8%，细分板块个护好于化妆品、医美。2026H1 年美护板块（含港股）总营收合计 464 亿元，同比增长 7%，归母净利润 66 亿元，同比-3%，若剔除珀莱雅一次性投资收益影响利润端-10%明显承压，26Q2（不含港股）板块收入、归母净利润分别同比+5%、+12%，若剔除珀莱雅一次性投资收益后板块利润端-8%，主要因流量红利消退后行业销售费用率持续上行，多公司毛销差收窄。分板块看，个护板块本身规模较小，受益产品创新及渠道拓展，若羽臣、润本、登康等均能保持较快的双位数增长，拉芳家化也同比扭亏。化妆品板块个股表现分化，港股林清轩、毛戈平高增，同时珀莱雅、上海家化、诺斯贝尔等收入相对稳定，盈利有所改善，部分因非经常性损益增厚。医美板块上游产品厂商因产品供给增加、利润率多有承压，下游机构端朗姿、美丽田园等受益客流复苏及产业链价值重分配，带动盈利能力改善。

表4：2026H1 及 26Q2 美妆、个护、医美板块公司营收、利润情况汇总

	2026H1				2026Q2			
	营业收入（亿元）	营业收入 YOY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YOY	营业收入（亿元）	营业收入 YOY	归母净利润（亿元）	归母净利润 YOY
个护	56.17	34%	5.79	47%	32.17	34%	3.61	42%

仅供内部参考，请勿外传！

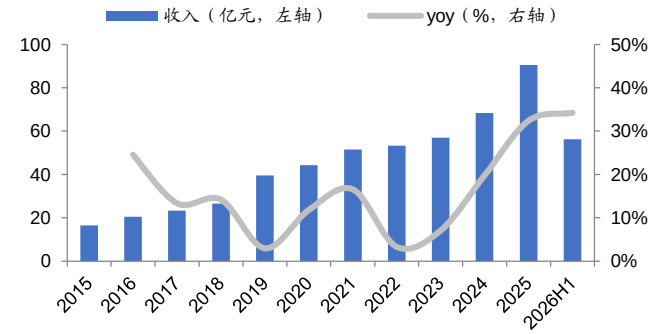
若羽臣	22.86	73%	1.67	132%	12.91	73%	0.95	112%
登康口腔	9.61	14%	1.01	19%	4.66	13%	0.50	18%
润本股份	10.54	18%	2.25	20%	7.87	20%	1.72	20%
拉芳家化	4.40	7%	0.37	484%	2.16	8%	0.16	扭亏
倍加洁	8.76	22%	0.48	11%	4.57	16%	0.29	-8%
化妆品	**337.30**	**3%**	**48.06**	**0%**	**120.20**	**0%**	**15.84**	**34%**
化妆品-调整	**337.30**	**3%**	**43.61**	**-10%**	**120.20**	**0%**	**11.39**	**-3%**
林清轩	15.00	43%	2.56	41%	-	-	-	-
毛戈平	32.67	26%	8.05	20%	-	-	-	-
巨子生物	29.18	-6%	9.40	-21%	-	-	-	-
上美股份	37.56	-9%	1.08	-79%	-	-	-	-
珀莱雅	53.75	0%	11.68	46%	30.69	2%	8.01	96%
丸美生物	16.63	-6%	1.55	-11%	7.82	-15%	0.54	38%
贝泰妮	25.92	9%	2.92	18%	14.74	4%	2.26	3%
上海家化	37.91	9%	3.81	43%	19.96	12%	1.59	227%
华熙生物	17.56	-22%	1.53	-31%	9.27	-22%	0.88	-26%
敷尔佳	11.56	34%	2.56	11%	6.08	8%	0.84	-39%
福瑞达	19.09	7%	0.82	-24%	10.09	10%	0.50	-13%
水羊股份	25.10	0%	0.87	-29%	13.12	-7%	0.52	-36%
诺斯贝尔	11.07	18%	0.56	106%	6.27	21%	0.34	35%
壹网壹创	4.30	-19%	0.66	-6%	2.17	-24%	0.35	-22%
医美	**70.77**	**10%**	**12.08**	**-25%**	**25.78**	**2%**	**4.98**	**-33%**
锦波生物	7.71	-10%	2.81	-28%	3.96	-20%	1.41	-37%
爱美客	12.16	-6%	5.93	-25%	5.82	-8%	2.95	-15%
朗姿股份	32.08	15%	1.11	-59%	16.00	15%	0.62	-65%
美丽田园医疗健康	18.82	29%	2.22	43%	-	-	-	-
化妆品+个护+医美	**464.24**	**7%**	**65.93**	**-3%**	**178.15**	**5%**	**24.44**	**12%**
化妆品+个护+医美-调整	**464.24**	**7%**	**61.48**	**-10%**	**178.15**	**5%**	**19.99**	**-8%**

数据来源：Wind，国泰海通证券研究。注：调整口径为剔除珀莱雅一次性投资收益 4.45 亿；考虑四环医药包含仿制药、创新药等多业务，暂不纳入测算。

2.1. 个护：Q2 收入利润持续增长亮眼，毛销差扩大

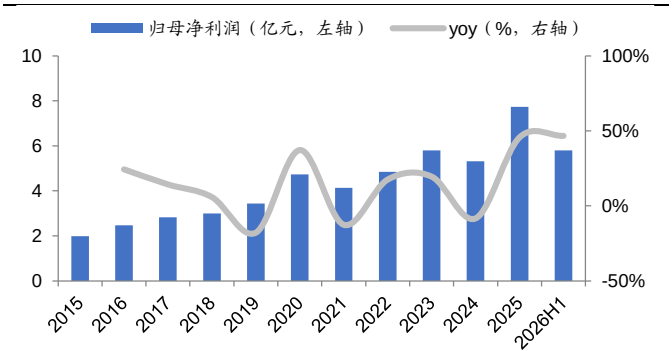
2026H1 及 Q2 个护板块延续高速增长，盈利能力稳中提升。2026H1 个护板块收入、利润同比+34%、47%，Q2 板块营收、利润同比+34%、+42%延续高速增长，利润持续快于收入。我们认为，个护品类需求相对稳定，头部上市公司积极进行产品创新和品类扩张，如绽家拓展凝珠品类、润本拓展户外驱蚊产品，同时渠道维度、个护品类渠道广度更高，在新兴渠道流量红利趋缓下头部品牌积极进行多渠道拓展、盈利能力韧性更强。

图4：26H1 板块收入 56 亿同比+34%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

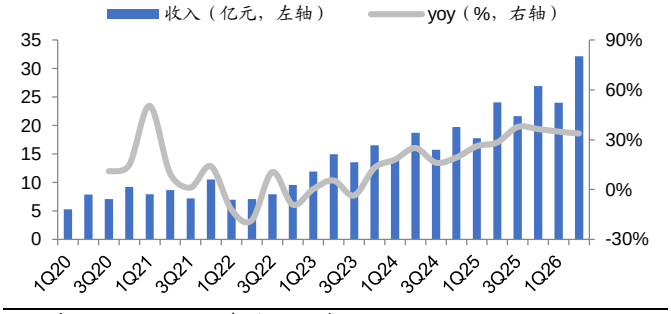
图5：26H1 板块归母净利润 5.8 亿同比+47%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

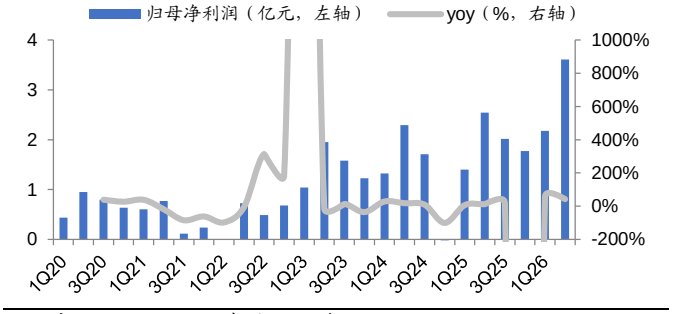
仅供内部参考，请勿外传！

图6：26Q2 板块营收 32 亿同比+34%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

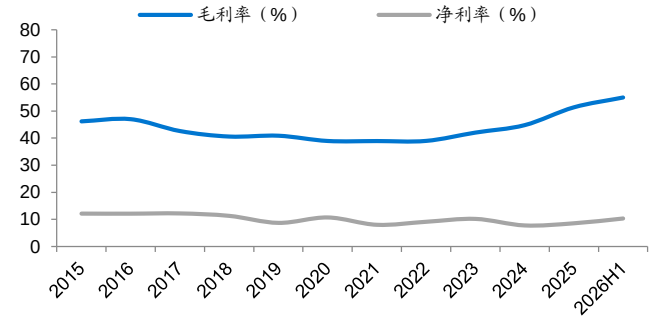
图7：26Q2 板块归母净利润 3.6 亿同比+42%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

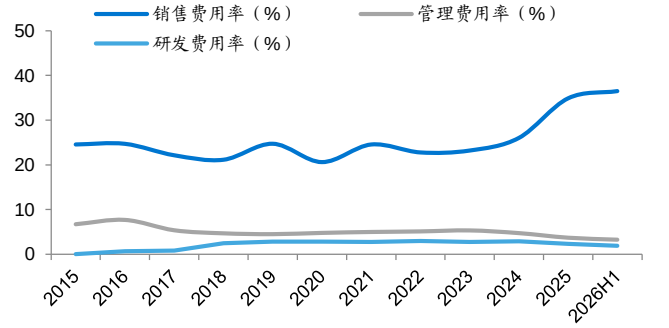
个护板块毛利率&销售费用率提升，26Q2 毛销差提升。26H1、Q2 个护板块毛利率 55%、10.3%同比+4.7、+4.4pct，产品结构优化及规模效应助力板块毛利率提升明显。26H1、Q2 板块销售费用率同比+3.4、3.2pct，线上流量费用持续上涨下销售费用率提升，但毛利率提升助力毛销差扩大；26H1、Q2 板块管理费用率同比-0.2、+0.2pct，研发费用率同比-0.4、-0.5pct，相对平稳。毛销差扩大下 26H1、Q2 板块净利率 10.3%、11.2%同比+0.9、+0.6pct。

图8：26H1 板块毛利率、净利率同比+4.7、0.9pct



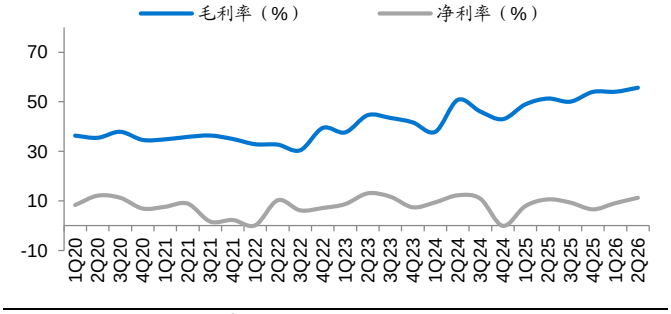
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图9：26H1 板块销售、管理费率同比+3.4、-0.2pct



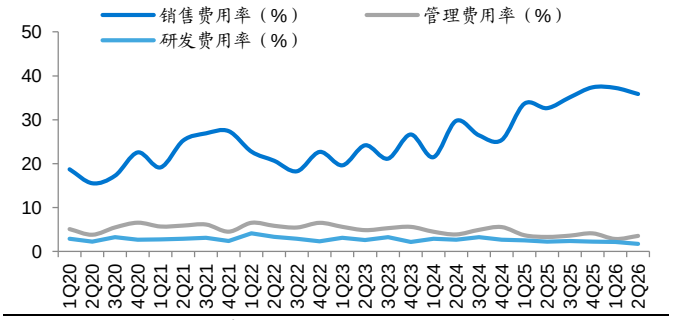
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图10：26Q2 板块毛利率、净利率同比+4.4、+0.6pct



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图11：26Q2 板块销售、管理费率同比+3.2、+0.2pct



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

个股：产品及渠道拓展下头部品牌整体趋势向好。2026H1 及 Q2 润本股份、登康口腔实现稳健双位数增长，得益于产品及渠道拓展，盈利能力稳中有升，拉芳家化低基数下盈利能力有所改善，倍加洁牙刷湿巾及益生菌业务营收增长稳健、但均价下行及低毛利率产品占比提升下盈利能力略有下降，此外绽家、康王品牌 H1 实现快速增长。

表5：2026H1 板块公司相关财务指标

	营业收入 YOY（%）	扣非后净利 YOY（%）	毛利率（%）	毛利率变动（pct）	扣非净利率（%）	扣非净利率变动（pct）	期间费用率（%）	期间费用率变动（pct）
倍加洁	22%	15%	25.5%	-1.0	5.2%	-0.3	16.5%	0.2
若羽臣	73%	129%	65.5%	8.6	7.0%	1.7	56.4%	5.4
拉芳家化	7%	1474%	51.1%	1.8	8.2%	7.7	40.6%	-5.1

仅供内部参考，请勿外传！

登康口腔	14%	32%	52.7%	0.1	9.6%	1.3	40.9%	-1.4
润本股份	18%	23%	60.5%	2.5	20.6%	0.8	35.2%	1.8
合计	**34%**	**54%**	**55.0%**	**4.7**	**9.8%**	**1.2**	**42.3%**	**3.3**

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

表6：26Q2 板块公司相关财务指标

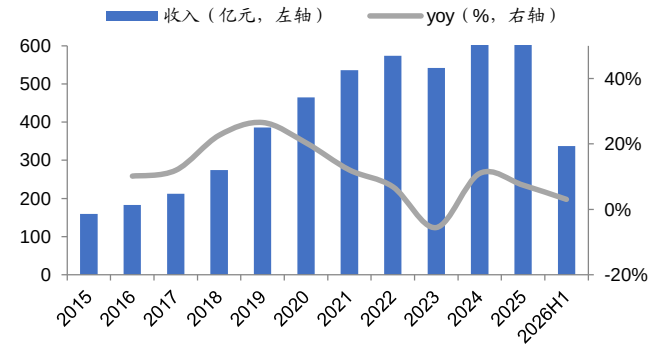
	营业收入 YOY（%）	扣非后净利 YOY（%）	毛利率（%）	毛利率变动（pct）	扣非净利率（%）	扣非净利率变动（pct）	期间费用率（%）	期间费用率变动（pct）
倍加洁	16%	-5%	22.8%	-4.4	5.9%	-1.3	15.5%	-0.1
若羽臣	73%	107%	66.1%	6.9	7.1%	1.2	56.1%	4.2
拉芳家化	8%	-248%	50.0%	-0.7	6.5%	11.3	42.9%	-9.0
登康口腔	13%	33%	52.8%	3.3	9.6%	1.4	40.9%	0.4
润本股份	20%	22%	61.0%	2.9	21.4%	0.3	34.4%	2.4
合计	**34%**	**47%**	**55.7%**	**4.4**	**10.8%**	**1.0**	**41.9%**	**3.4**

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

2.2. 化妆品：整体承压，销售费用率提升明显

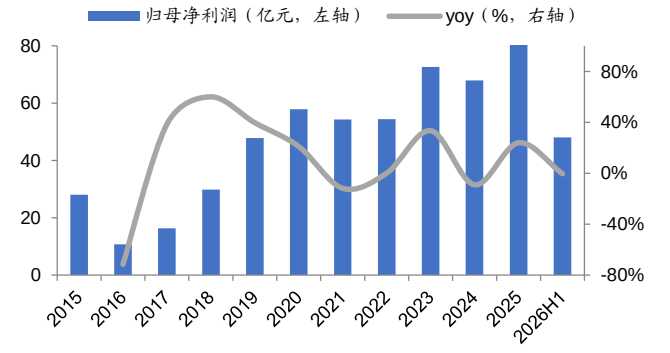
化妆品板块调整口径 26Q2 营收同比基本持平、利润转为下滑。26H1 化妆品板块收入、利润（含港股）同比+3%、-0.4%，剔除珀莱雅一次性投资收益 4.45 亿后测算调整口径板块 H1 利润同比-10%，其中表现较好的品牌商为林清轩、毛戈平、上海家化，归母利润同比+41%、+20%、+43%，此外诺斯贝尔 H1 归母利润同比+106%；26Q2 板块收入、利润（不含港股）同比+0.2%、+34%，剔除珀莱雅投资收益后调整口径板块 Q2 利润同比-8%，收入整体表现平稳、板块利润压力明显，Q2 贝泰妮、上海家化、诺斯贝尔表现较好，扣非利润同比+27%、196%、45%。

图12：26H1 化妆品板块收入 337 亿同比+3%



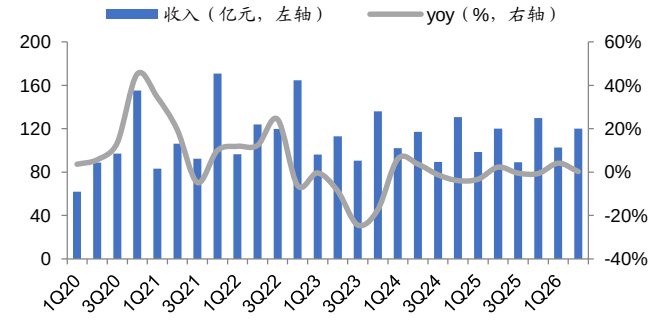
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图13：26H1 化妆品板块归母净利润 48 亿同比-0.4%



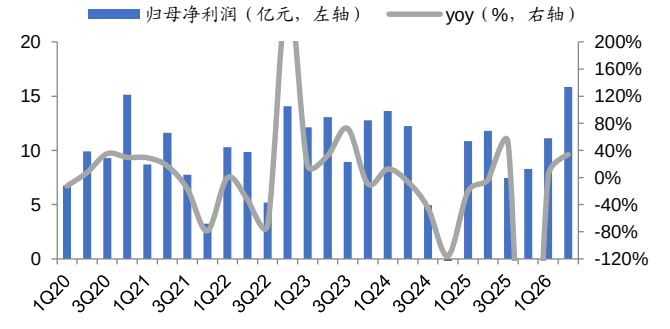
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图14：26Q2 板块收入 120 亿比+0.2%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图15：26Q2 板块归母净利润 16 亿同比+34%

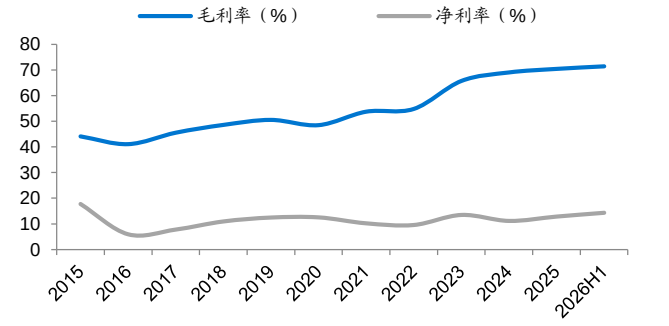


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

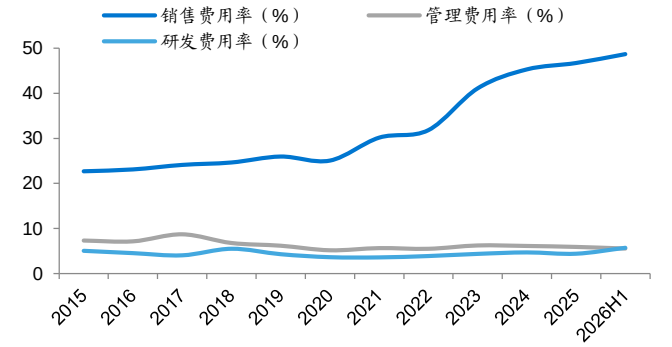
板块毛利率持续提升、销售费用率上行，毛销差收窄。26H1 板块毛利率、净利率（含港股）71.4%、14.2%同比+0.7、-0.5pct，Q2（不含港股）板块毛利率、净利率 67.3%、13.2%同比+0.9、+3.3pct，剔除珀莱雅投资收益后 H1（含港股）、Q2（不含港股）板块净利率 12.9%、9.5%同比-1.8、-0.4pct，盈利能力承压主因线上竞争加剧、流量成本上行导致销售费用率提升，26H1、Q2 板块销售费用率 48.7%、48.1%同比+3.5、+2.6pct，H1 板块管理、研发费用率同比+0.05、-0.02pct 相对平稳。

图16：26H1 板块毛利率、净利率同比+0.7、-0.5pct



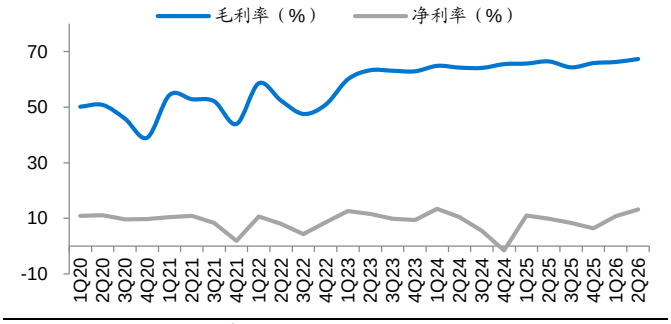
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图17：26H1 板块销售、管理费用率同比+3.5、+0.05pct



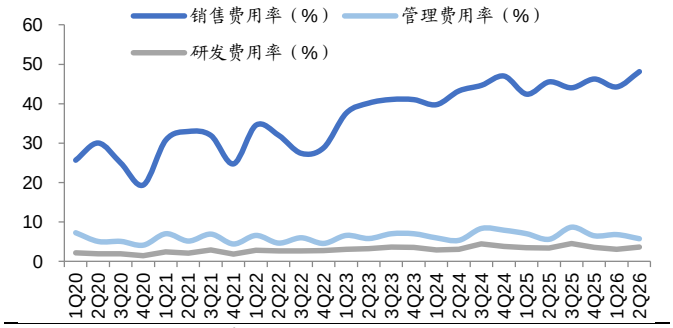
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图18：26Q2 板块毛利率、净利率同比+0.9、+3.3pct



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图19：26Q2 板块销售、管理费用率同比+2.6、+0.1pct



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

个股：整体盈利压力明显，林清轩、毛戈平维持高增，家化、贝泰妮盈利改善。从营收看，林清轩受益以油养肤趋势叠加品类拓展实现 40%+高增，高端定位毛戈平线上线下持续扩张、收入同比增长 26%，敷尔佳线下调整结束、线上新品发力收入改善明显。利润维度，板块个股整体盈利能力压力明显，因线上渠道竞争加剧、期间费用率多有提升，盈利能力改善较为明显的为贝泰妮、上海家化、诺斯贝尔，其中贝泰妮、上海家化经历调整后逐步优化投放策略、期间费用率明显改善，诺斯贝尔受益收入修复带来的利润改善弹性。

表7：2026H1 板块公司相关财务指标

	营业收入 YOY（%）	扣非后净利 YOY（%）	毛利率（%）	毛利率变动（pct）	扣非净利率（%）	扣非净利率变动（pct）	期间费用率（%）	期间费用率变动（pct）
林清轩	43%	41%	81.6%	-0.7	17.1%	-0.2	60.8%	-1.7
毛戈平	26%	20%	84.8%	0.6	24.7%	-1.2	52.4%	1.4
巨子生物	-6%	-22%	79.5%	-2.2	31.4%	-6.6	47.7%	9.7
上美股份	-9%	-79%	76.7%	1.2	2.9%	-9.9	74.4%	11.3
敷尔佳	34%	0%	76.9%	-4.6	14.4%	-4.8	55.4%	0.8
贝泰妮	9%	35%	74.6%	-1.4	9.5%	1.8	62.9%	-4.5
华熙生物	-22%	-25%	67.9%	-3.0	7.4%	-0.3	60.0%	2.6
珀莱雅	0%	-14%	74.3%	0.9	12.4%	-2.0	59.4%	5.1
上海家化	9%	59%	66.3%	3.0	9.3%	2.9	56.7%	2.1

仅供内部参考，请勿外传！

福瑞达	7%	-27%	57.2%	4.8	4.0%	-1.8	51.1%	6.9
水羊股份	0%	-31%	67.3%	2.7	3.3%	-1.5	62.0%	4.5
丸美生物	-6%	-32%	73.6%	-1.0	6.8%	-2.6	65.4%	3.7
诺斯贝尔	18%	120%	19.0%	1.5	5.2%	2.4	13.0%	-1.3
壹网壹创	-19%	-6%	33.4%	3.6	15.1%	2.1	15.9%	0.8
合计	**3%**	**-11%**	**71.4%**	**0.70**	**12.0%**	**-2.0**	**57.2%**	**3.9**

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

表8：26Q2 板块公司相关财务指标

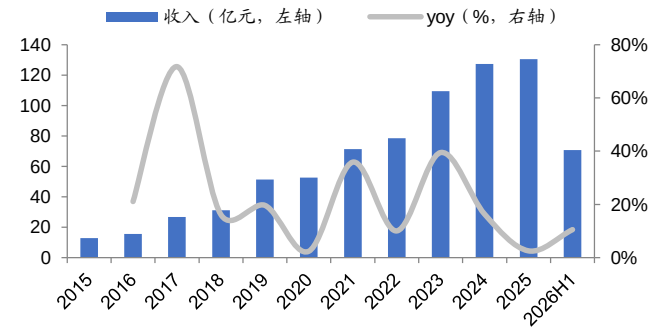
	营业收入 YOY（%）	扣非后净利 YOY（%）	毛利率（%）	毛利率变动（pct）	扣非净利率（%）	扣非净利率变动（pct）	期间费用率（%）	期间费用率变动（pct）
敷尔佳	8%	-46%	76.6%	-4.04	10.1%	-10.09	59.4%	8.5
贝泰妮	4%	27%	75.6%	0.55	13.9%	2.58	60.5%	-2.7
华熙生物	-22%	-22%	68.0%	-1.89	7.8%	0.00	61.9%	5.4
珀莱雅	2%	-18%	74.2%	0.32	10.5%	-2.52	60.7%	4.9
上海家化	12%	196%	66.8%	3.41	4.3%	2.67	61.3%	2.7
福瑞达	10%	-19%	58.3%	4.90	4.6%	-1.68	51.2%	7.0
水羊股份	-7%	-40%	69.3%	4.08	3.7%	-1.96	63.0%	7.4
丸美生物	-15%	-60%	73.5%	0.19	1.6%	-1.84	72.3%	6.6
诺斯贝尔	21%	45%	19.3%	-0.75	5.7%	0.93	12.0%	-2.0
壹网壹创	-24%	-22%	34.3%	3.53	15.8%	0.41	14.6%	2.4
合计	**0%**	**-10%**	**67.3%**	**0.87**	**7.7%**	**-0.85**	**57.6%**	**3.7**

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

2.3. 医美：下游改善，上游竞争激烈下仍承压

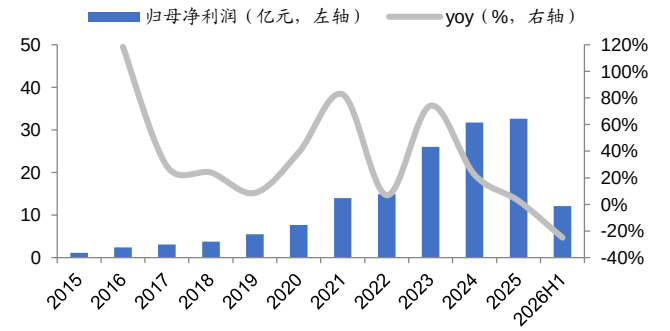
2026H1 及 Q2 板块收入稳健增长、受下游拉动，盈利仍承压。26H1 医美板块（含港股）整体营收、利润同比+10%、-25%，Q2（不含港股）板块营收、利润同比+2%、-33%，收入实现稳健增长、主要受下游标的朗姿股份、美丽田园医疗健康拉动，下游机构收入表现好于上游材料，上游厂商爱美客、锦波营收下滑、同时盈利能力压力较大。

图20：26H1 板块收入 71 亿同比+10%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。考虑四环医药包含仿制药、创新药等多业务，暂不纳入测算。

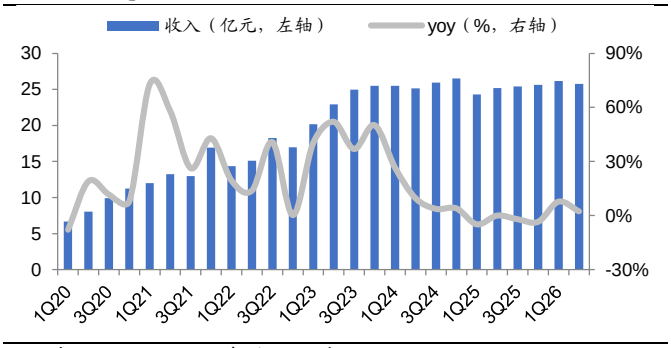
图21：26H1 板块归母净利润 12 亿同比-25%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。考虑四环医药包含仿制药、创新药等多业务，暂不纳入测算。

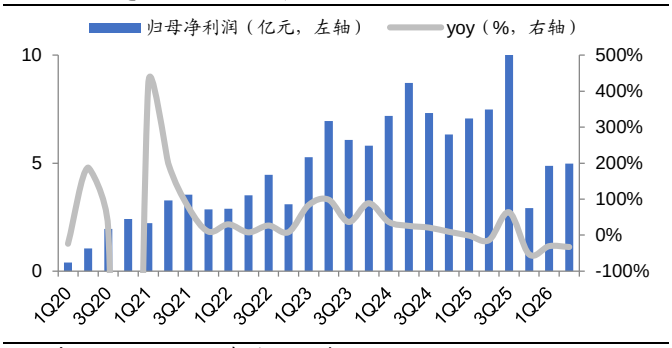
仅供内部参考，请勿外传！

图22：26Q2 板块收入 26 亿同比+2%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

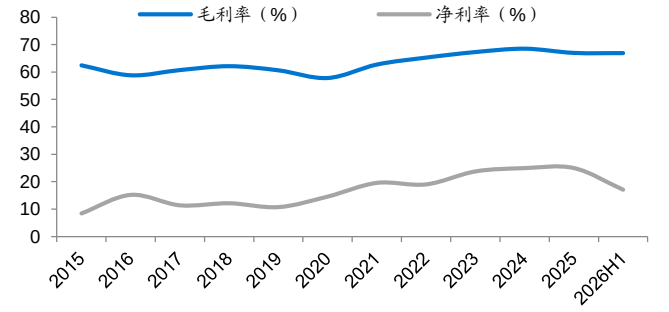
图23：26Q2 板块归母净利润 5 亿同比-33%



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

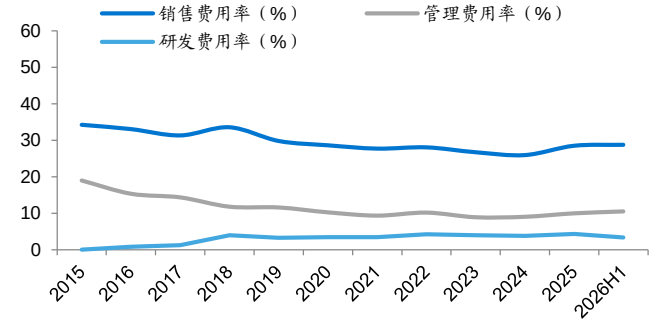
受上游竞争加剧影响，板块毛利率下降、费用率提升，净利率持续承压。26H1（含港股）、Q2（不含港股）板块毛利率同比-1.4、-1.8pct，主要源于上游厂商竞争加剧导致毛利率下降，下游毛利率提升、产业链价值逐步重构。上游竞争加剧导致板块费用率提升，26H1、Q2 板块销售费用率同比+2.3、+3.6pct，同时上游厂商收入下降导致管理费用率被动提升，毛利率下降、费用率提升下，26H1、Q2 板块净利率同比-8.1、-10.5pct。

图24：26H1 板块毛利率、净利率同比-1.4、-8.1pct



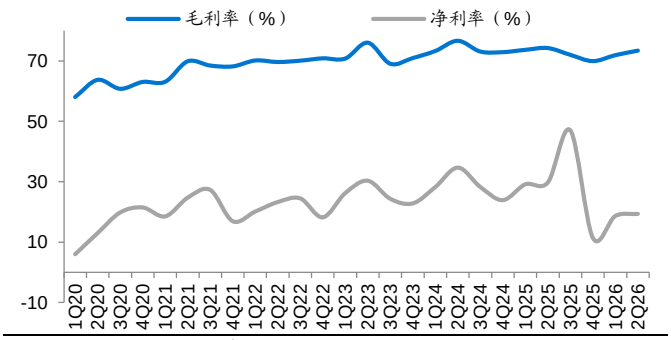
数据来源：Wind，国泰海通证券研究。考虑四环医药包含仿制药、创新药等多业务，暂不纳入测算。

图25：26H1 板块销售、管理费率同比+2.3、+1pct



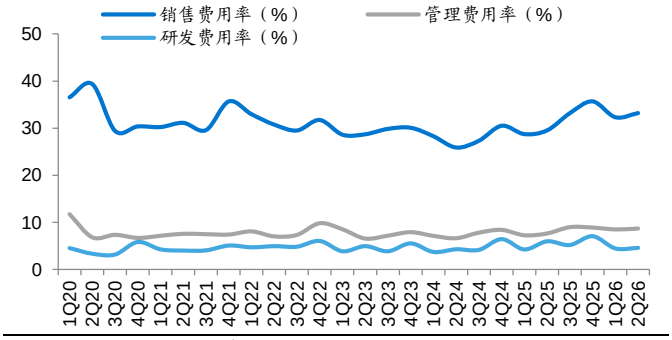
数据来源：Wind，国泰海通证券研究。考虑四环医药包含仿制药、创新药等多业务，暂不纳入测算。

图26：26Q2 板块毛利率、净利率同比-1.8、-10.5pct



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图27：26Q1 板块销售、管理费率同比+3.6、+1.2pct



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

个股：下游改善明显，上游平台化为趋势。上游材料环节竞争加剧，锦波、爱美客 2026H1 及 2026Q2 收入、利润下滑，关注锦波凝胶、爱美客臻爱塑菲及肉毒等新品表现，产品矩阵丰富的四环医药表现相对较好，2026H1 四环医美板块营收 6.9 亿同比+19%、分部利润 3.4 亿元同比+11%。机构端朗姿股份收入及盈利改善明显，26H1 营收同比增长 12%、其中医美业务营收同比+15.0%、医美毛利率 59.5%同比+4.8pct，受益上游供给丰富下公司强化集中采购、降本增效，公司整体扣非净利润同比增长 35%。美丽田园医疗健康收入、利润同比增长 29%、34%，内生优化及外延收购助力持续高增。我们认为，行业上游材料供给不断丰富导致上游厂商竞争加剧、多产品矩阵运营为趋势，而下游头部企业凭借集团化经营模式加速行业整合，长期看有望

仅供内部参考，请勿外传！

通过高效运营释放利润弹性。

表9：26H1 板块公司相关财务指标

	营业收入 YOY（%）	扣非后净利 YOY（%）	毛利率（%）	毛利率变动（pct）	扣非净利率（%）	扣非净利率变动（pct）	期间费用率（%）	期间费用率变动（pct）
锦波生物	-10%	-31%	84.7%	-6.0	34.8%	-10.3	40.8%	5.9
爱美客	-6%	-24%	92.5%	-0.9	43.7%	-11.9	38.9%	10.0
朗姿股份	12%	35%	62.2%	2.5	5.7%	0.9	51.3%	-0.3
美丽田园医疗健康	29%	34%	51.4%	2.0	11.1%	0.4	33.7%	-0.9
合计	**10%**	**-14%**	**67.0%**	**-1.4**	**17.0%**	**-4.8**	**43.4%**	**2.5**

数据来源：Wind，国泰海通证券研究. 考虑四环医药包含仿制药、创新药等多业务，暂不纳入整体板块测算。

表10：26Q2 板块公司相关财务指标

	营业收入 YOY（%）	扣非后净利 YOY（%）	毛利率（%）	毛利率变动（pct）	扣非净利率（%）	扣非净利率变动（pct）	期间费用率（%）	期间费用率变动（pct）
锦波生物	-10%	-31%	84.7%	-6.0	34.8%	-10.3	40.4%	5.9
爱美客	-6%	-24%	92.5%	-0.9	43.7%	-11.9	42.7%	6.6
朗姿股份	12%	35%	62.2%	2.5	5.7%	0.9	51.1%	-1.0
合计	**2%**	**-21%**	**73.4%**	**-0.9**	**18.6%**	**-5.4**	**47.5%**	**2.9**

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

3. 基金持仓：26Q2 板块持仓低位企稳、结构分化

26Q2 板块持仓低位环比企稳，同比降幅较大。据 Wind，美护公司内资机构持股比例均值由 25Q4 约 5.79%降至 26Q1 约 2.31%，26Q2 回升至约 4.71%，但同比仍远低于 25Q2 约 7.87%的水平。我们判断：25 年末至 26Q1 主要因新消费行情走弱、2025 年双十一后线上流量红利消退及头部美护景气回落，机构阶段性减配；进入 26Q2，部分基本面改善与估值性价比标的获得回流，板块仓位低位企稳、结构分化加剧。沪（深）股通持股比例维持低位，样本均值由 26Q1 约 0.98%小幅降至 26Q2 约 0.94%，外资整体仍偏谨慎。

个股方面：26Q2 内资机构持股比例较高的包括敷尔佳约 17.83%（流通盘较小）、锦波生物约 15.15%（流通盘较小）、若羽臣约 12.80%、毛戈平约 10.70%、爱美客约 9.31%、珀莱雅约 8.38%、登康口腔约 7.37%等。环比改善较明显的有：贝泰妮由约 1.59%升至约 4.96%、珀莱雅由约 3.42%升至约 8.38%、毛戈平由约 5.42%升至约 10.70%、敷尔佳由接近 0%提升至约 17.83%。外资持股方面，贝泰妮沪（深）股通持股约 2.17%（1Q26 约 1.36%）明显提升；珀莱雅约 2.30%，较 1Q26 有所回落。

表11：26Q2 板块公司持仓情况

	内资机构持股比例（%）						沪(深)股通持股占比（%）					
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
贝泰妮	1.18	4.09	2.33	4.48	1.59	4.96	1.27	1.58	1.37	1.28	1.36	2.17
珀莱雅	3.71	9.33	3.92	6.40	3.42	8.38	17.73	12.01	6.84	2.68	3.44	2.30
华熙生物	5.05	8.90	5.09	5.23	2.43	5.20	1.59	1.20	0.55	0.69	0.42	0.37
上海家化	0.69	5.18	2.56	6.23	1.25	2.19	0.96	4.87	5.43	4.27	3.36	2.57
福瑞达	0.03	1.54	0.46	1.32	0.00	0.35	0.50	0.47	0.43	0.49	0.55	0.67
水羊股份	4.97	5.36	1.82	0.23	0.00	1.18	0.48	0.64	2.09	1.24	1.31	1.12
丸美生物	3.26	5.74	2.40	2.16	0.11	0.11	0.48	1.20	0.27	0.38	0.56	0.61
敷尔佳	3.94	7.69	5.24	2.44	0.00	17.83	0.10	0.05	0.08	0.19	0.09	0.16
诺斯贝尔	0.00	0.42	0.00	1.93	0.33	1.96	0.07	0.07	0.07	0.02	0.02	0.02

仅供内部参考，请勿外传！

壹网壹创	0.04	0.28	1.36	1.30	3.31	3.05	0.62	0.71	0.89	0.57	1.84	0.84
巨子生物	6.27	7.27	3.26	1.97	0.15	1.82						
上美股份	1.35	8.48	1.88	6.71	1.09	1.57						
毛戈平	4.21	10.85	5.46	13.86	5.42	10.70						
林清轩	0.00	0.00	0.00	0.11	0.00	0.01						
若羽臣	15.02	28.83	13.51	25.78	8.78	12.80	0.00	0.22	1.03	0.78	0.22	1.05
拉芳家化	0.87	6.14	0.44	0.64	0.00	0.92	0.00	0.00	0.00	0.23	2.32	1.60
润本股份	13.95	21.68	2.65	4.48	0.29	1.35	0.81	2.07	0.27	1.20	0.35	0.57
登康口腔	8.64	13.86	5.67	12.86	5.55	7.37	0.85	1.32	0.42	0.11	0.16	0.53
倍加洁	0.00	2.07	0.03	1.72	2.40	2.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
爱美客	6.77	15.46	7.32	12.97	5.62	9.31	2.35	2.30	2.25	1.53	1.45	1.72
锦波生物	10.73	21.14	15.50	17.28	13.15	15.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
朗姿股份	0.65	1.91	1.27	5.45	0.09	0.58	0.91	0.54	0.54	1.80	1.22	1.52
美丽田园医疗健康	0.04	0.57	0.02	0.48	0.00	0.00						
四环医药	0.00	2.03	0.04	2.90	0.18	3.61						
平均	3.81	7.87	3.43	5.79	2.31	4.71	1.51	1.54	1.19	0.92	0.98	0.94

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

4. 板块估值：估值回落，关注边际改善&龙头性价比

板块估值回落，26PE 多在 10-25 之间、考虑成长性具备配置价值。受市场风格影响，美护板块估值回落，参照 wind 一致预期，当前板块多标的对应 2026 年 PE 在 10-25x 之间、PEG 多在 1 以内。分板块看，美妆整体估值分化明显，小市值标的展现估值溢价，龙头毛戈平、珀莱雅、巨子生物对应 26 年 PE 回落至 15x 及以内，当前板块配置价值显著；个护整体 PE 在 20-25x 之间相对稳定，个护标的在多业务/多渠道拓展下增长预期相对稳定、业绩韧性较强；医美估值分化较大、A 股 PE 估值在 20x 左右，港股标的受流动性影响估值压缩。

表12：化妆品板块估值回落、PEG 多在 1 以内

2026/9/4	预测 PE（2026E，倍）	预测 PE（2027E，倍）	预测 PEG（2026E，倍）	预测 PEG（2027E，倍）	预测 PS（2026E，倍）	预测 PS（2027E，倍）
贝泰妮	22	19	0.8	1.2	2.4	2.1
珀莱雅	14	14	0.7	-	2.1	1.9
华熙生物	45	38	1.6	2.0	4.2	3.9
上海家化	30	24	0.5	1.1	1.8	1.6
水羊股份	49	37	1.3	1.2	1.8	1.6
丸美生物	41	34	1.3	1.5	3.4	3.0
福瑞达	26	22	1.6	1.0	1.4	1.3
敷尔佳	22	19	1.4	1.3	4.8	4.1
巨子生物	13	11	6.5	1.0	4.0	3.6
上美股份	8	6	-	0.2	0.8	0.6
毛戈平	14	11	0.5	0.5	3.3	2.7
林清轩	12	9	0.2	0.2	2.0	1.5
壹网壹创	44	35	1.4	1.4	5.4	4.9
诺斯贝尔	18	15	1.0	0.6	1.3	1.1
若羽臣	25	18	0.3	0.4	1.7	1.3
润本股份	23	20	1.2	1.1	4.7	4.0
登康口腔	24	20	1.2	1.0	2.6	2.3

仅供内部参考，请勿外传！

倍加洁	17	13	0.6	0.5	1.4	1.2
爱美客	21	19	9.2	1.7	10.7	9.6
锦波生物	19	16	1.7	0.9	7.8	6.7
朗姿股份	22	16	-0.3	0.5	1.1	1.0
四环医药	11	8	0.1	0.2	1.8	1.4
美丽田园医疗健康	9	7	0.2	0.3	1.0	0.8

数据来源：Wind，国泰海通证券研究。注：为保证可比性均采用万得一致预测

5. 投资建议

投资建议：2026 年大盘整体稳健增长、高端持续修复，渠道呈现再均衡趋势，板块因产品创新较多且国货组织效率较高、长期成长属性依旧明显，当前板块估值及持仓均处低位，建议自下而上优选产品及品牌势能较强下高速成长，以及具备修复弹性的标的。推荐：1）基本面强劲的高成长标的：毛戈平、朗姿股份、林清轩、登康口腔、润本股份；2）改善预期明确的龙头标的：珀莱雅、巨子生物、上海家化、诺斯贝尔；3）预期低位、后续边际有望改善的贝泰妮、四环医药、上美股份、福瑞达、华熙生物、爱美客。相关标的：敷尔佳。

表13：重点公司盈利预测

股票代码	公司名称	市值(亿元)	评级	归母净利（亿元）			PE			PS		
				25A	26E	27E	25A	26E	27E	25A	26E	27E
001328.SZ	登康口腔	52	增持	1.81	2.15	2.56	29	24	20	3.0	2.6	2.3
603193.SH	润本股份	88	增持	3.15	3.79	4.4	28	23	20	5.7	4.8	4.0
603630.SH	拉芳家化	33	增持	-0.31	1.00	1.33	-	33	25	4.0	2.7	2.2
603059.SH	倍加洁	25	增持	1.15	1.53	2	22	16	13	1.6	1.4	1.2
1318.HK	毛戈平	215	增持	12.04	14.65	17.42	18	15	12	4.3	3.4	2.8
2367.HK	巨子生物	246	增持	19.15	19.14	21.47	13	13	11	4.5	4.1	3.6
2145.HK	上美股份	77	增持	11.03	4.26	7.26	7	18	11	0.8	0.9	0.8
2657.HK	林清轩	69	增持	3.60	5.34	7.39	19	13	9	2.8	2.0	1.5
603605.SH	珀莱雅	250	增持	14.98	20.26	17.63	17	12	14	2.4	2.1	1.7
300957.SZ	贝泰妮	142	增持	5.06	6.62	8.04	28	22	18	2.7	2.4	2.2
600315.SH	上海家化	125	增持	2.68	4.37	5.75	47	29	22	2.0	1.8	1.6
688363.SH	华熙生物	169	增持	2.92	4.18	5.44	58	41	31	4.0	4.5	4.2
600223.SH	福瑞达	58	增持	1.88	1.86	2.17	31	31	27	1.6	1.5	1.4
300740.SZ	水羊股份	99	增持	1.48	2.04	2.68	67	49	37	2.0	1.8	1.6
300132.SZ	诺斯贝尔	33	增持	1.53	1.88	2.37	21	17	14	1.5	1.3	1.2
920982.BJ	锦波生物	139	增持	6.52	5.99	7.41	21	23	19	8.7	9.3	7.7
300896.SZ	爱美客	283	增持	12.91	12.76	13.87	22	22	20	11.5	11.1	10.3
002612.SZ	朗姿股份	74	增持	9.99	3.89	4.99	7	19	15	1.2	1.1	1.0
0460.HK	四环医药	64	增持	1.80	7.08	9.8	35	9	7	2.4	1.8	1.6
2373.HK	美丽田园医疗健康	38	增持	3.18	4.50	5.75	12	8	7	1.3	1.0	0.8

数据来源：Wind，国泰海通证券研究
注：均为人民币，收盘价截至 2026 年 9 月 4 日，汇率为 1 港币=0.87 人民币

6. 风险提示

1、 行业景气度持续下行；

仅供内部参考，请勿外传！

2、 品牌端竞争加剧，国货品牌受外资品牌挤压；

3、 公司新品及新品牌孵化效果不及预期；

仅供内部参考，请勿外传！

本公司是本报告所述华熙生物(688363)的做市券商。本报告系本公司分析师根据华熙生物(688363)公开信息所做的独立判断。

仅供内部参考，请勿外传！

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666