下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 09 月 15 日

需求韧性助力营收稳健，盈利端持续分化

——美容护理行业 26H1 业绩回顾

看好

相关研究

-

证券分析师
王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com
联系人
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com

本期投资提示：

- **26 年 1-7 月化妆品社零跑赢大盘，成为可选消费中增速最高的行业之一，板块需求端回暖。**根据国家统计局数据，26 年 1-7 月社会消费品零售总额合计 28.8 万亿元，同比增长 1.2%，零售市场规模稳步扩大。26 年 1-7 月限额以上化妆品类零售额合计 2723 亿元，同比增长 6.3%，增速跑赢社零整体，其中 7 月增速 6.8%，凸显需求韧性。26Q2 大促 618 期间化妆品销售爆发，成为 Q2 业绩预期差及投资主线之一。

- **化妆品板块业绩表现：营收彰显韧性，利润端分化加剧。在港股方面，毛戈平延续较快增长，上美股份、巨子生物阶段性承压；**1）毛戈平：26H1 营业收入同比增长 26.2%，利润同比增长 20.3%，延续较快增长。2）上美股份：26H1 营业收入同比下降 8.6%，利润同比下降 79.4%，业绩阶段性承压。**在 A 股方面，若羽臣维持高增长，上海家化、贝泰妮、润本股份等表现相对较好，珀莱雅业绩趋稳，润本股份等公司营收利润双高增，华熙生物、丸美生物等业绩仍处调整阶段。**1）珀莱雅：26H1 营业收入同比增长 0.2%，收入端基本企稳；归母净利润同比增长 46.3%，主要受收购花知晓产生约 4.45 亿元股权重估投资收益影响，扣非归母净利润同比下降 13.8%，主业利润端仍有一定压力。2）若羽臣：26H1 营业收入同比增长 73.3%，利润同比增长 131.7%，收入与利润均保持高速增长，利润增速显著快于收入端。3）上海家化：26H1 营业收入同比增长 9.0%，利润同比增长 43.4%，利润端增速明显快于收入端。整体来看，板块由前期普遍增长逐步转向结构性分化，头部公司的品牌、渠道与经营效率差异进一步体现。**在盈利能力方面，化妆品板块毛利率整体提升，但受投流费用高企等因素影响，销售费用率持续攀升，叠加管理效率等因素，板块整体净利率表现分化。**

- **医美需求端整体稳健发展，上游受竞争加剧影响，业绩持续承压，下游预计迎来发展新阶段。**分公司 看，爱美客营业收入同比下降 6.4%、利润同比下降 24.8%，上游产品端仍处调整期；朗姿股份营业收入同比增长 12.1%，但利润同比下降 59.9%，收入增长尚未完全转化为利润改善。华东医药收入、利润分别同比增长 1.8%、2.5%，表现相对稳健；昊海生科收入、利润分别同比下降 9.6%、46.6%，继续承压。四环医药收入同比增长 1.3%，利润端改善较为明显；复锐医疗收入同比增长 3.6%，但利润端仍有较大压力。整体来看，医美板块收入端韧性尚可，但盈利表现分化明显。

- **投资分析意见：**化妆品：1）渠道或品牌矩阵完善的珀莱雅、毛戈平、上美股份、林清轩、上海家化；2)期待业绩增速边际改善的润本股份、巨子生物、贝泰妮、丸美生物、华熙生物。3）母婴板块：圣贝拉、孩子王。医美：把握研发拿证壁垒高、盈利能力强的上游环节公司，重点看好大单品驱动、产品管线布局广泛的标的：爱美客、朗姿股份。电商代运营+个护自有品牌看好：若羽臣、壹网壹创、水羊股份、青木科技。

- **风险提示：**宏观不确定性加剧；市场需求变动；行业竞争加剧；消费复苏不及预期；超头主播流量下行；医美监管趋严；舆情风险。

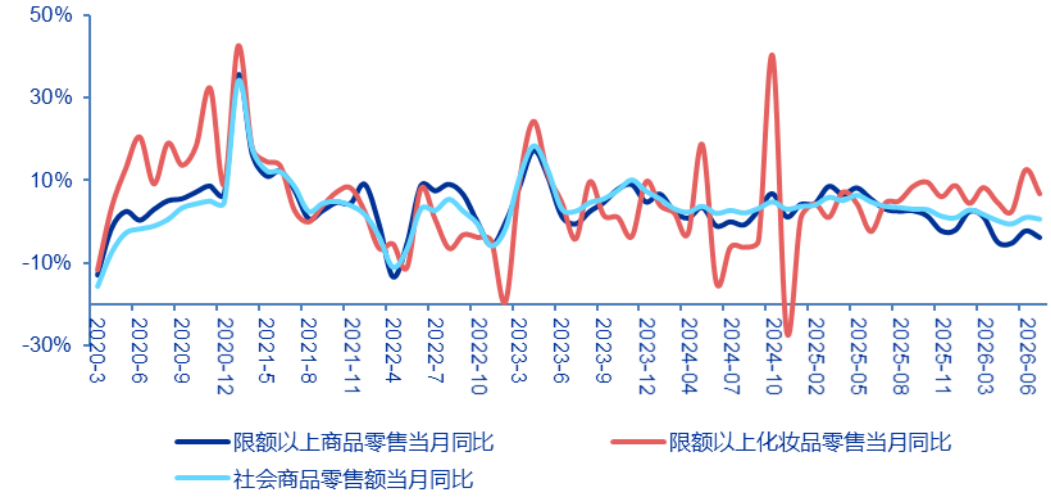
申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

1．行业整体：26 年 1-7 月需求端增速 6.3%，彰显行业韧性

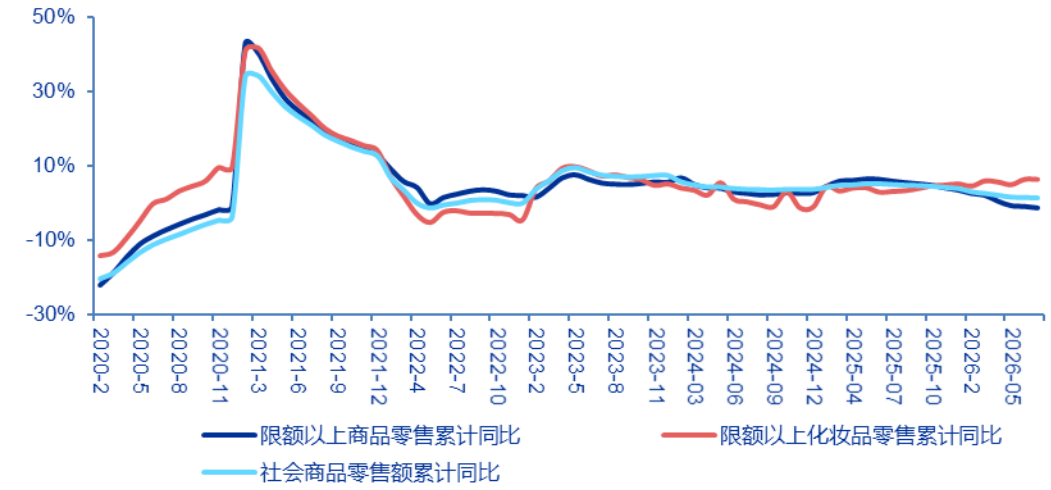
26 年 1-7 月化妆品社零跑赢大盘，成为可选消费中增速最高的行业之一，板块需求端回暖。根据国家统计局数据，26 年 1-7 月社会消费品零售总额合计 28.8 万亿元，同比增长 1.2%，零售市场规模稳步扩大。26 年 1-7 月限额以上化妆品类零售额合计 2723 亿元，同比增长 6.3%，增速跑赢社零整体，其中 7 月增速 6.8%，凸显需求韧性。

图 1：26 年 7 月化妆品社零增速 6.8%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 2：26 年 1-7 月累计化妆品社零增速 6.3%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

投资分析意见：化妆品：1）渠道或品牌矩阵完善的珀莱雅、毛戈平、上美股份、林清轩、上海家化；2)期待业绩增速边际改善的润本股份、巨子生物、贝泰妮、丸美生物、华熙生物。3）母婴板块：圣贝拉、孩子王。**医美：**把握研发拿证壁垒高、盈利能力强的

下载日志已记录，仅供内部参考

上游环节公司，重点看好大单品驱动、产品管线布局广泛的标的：爱美客、朗姿股份。**电商代运营+个护自有品牌看好：**若羽臣、壹网壹创、水羊股份、青木科技。

表 1：化妆品、个护及医美行业 2025 年及 26H1 盈利同比情况

板块细分	证券代码	公司简称	2025 年				26H1			
			收入增速	净利润增速	毛利率变动百分比	净利率变动百分比	收入增速	净利润增速	毛利率变动百分比	净利率变动百分比
化妆品	603605.SH	珀莱雅	-1.7%	-3.5%	1.9%	-0.2%	0.2%	46.3%	0.9%	6.8%
	603983.SH	丸美生物	16.5%	-27.6%	0.6%	-4.4%	-5.8%	-10.9%	-1.0%	-0.5%
	600223.SH	福瑞达	-8.3%	-22.9%	0.1%	-0.9%	6.7%	-24.3%	4.8%	-2.2%
	300957.SZ	贝泰妮	-6.6%	0.5%	0.7%	1.0%	9.3%	18.3%	-1.4%	0.6%
	688363.SH	华熙生物	-21.8%	67.6%	-3.7%	3.8%	-22.3%	-30.8%	-3.0%	-1.0%
	600315.SH	上海家化	11.2%	132.1%	5.0%	18.9%	9.0%	43.4%	3.0%	2.4%
	300740.SZ	水羊股份	17.5%	34.9%	2.5%	0.3%	0.4%	-29.4%	2.7%	-1.5%
	2367.HK	巨子生物	-0.4%	-7.2%	-1.8%	-2.5%	-6.3%	-20.5%	-2.2%	-5.8%
	2145.HK	上美股份	35.1%	41.1%	1.2%	0.7%	-8.6%	-79.4%	1.2%	-10.2%
	1318.HK	毛戈平	30.0%	36.7%	-0.1%	1.2%	26.2%	20.3%	0.6%	-1.2%
	2657.HK	林清轩	102.5%	92.9%	-0.5%	-0.7%	42.6%	40.7%	-0.8%	-0.2%
个护	603193.SH	润本股份	17.2%	4.8%	0.1%	-2.4%	17.7%	20.0%	2.5%	0.4%
	003010.SZ	若羽臣	94.3%	84.0%	15.2%	-0.3%	73.3%	131.7%	8.6%	1.8%
医美	300896.SZ	爱美客	-18.9%	-34.1%	-1.9%	-11.6%	-6.4%	-24.8%	-0.9%	-11.5%
	002612.SZ	朗姿股份	2.8%	283.4%	0.8%	12.2%	12.1%	-59.9%	2.5%	-5.5%
	1696.HK	复锐医疗	4.7%	-24.3%	-3.2%	-1.4%	3.6%	-118.0%	-3.3%	-4.8%
	000963.SZ	华东医药	4.1%	-2.8%	-0.9%	-0.5%	1.8%	2.5%	-1.1%	0.0%
	688366.SH	昊海生科	-8.3%	-40.3%	0.3%	-5.5%	-9.6%	-46.6%	-4.7%	-6.1%
	0460.HK	四环医药	37.7%	182.9%	3.5%	31.9%	1.3%	119.0%	-7.4%	12.5%

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：净利润增速采用归母净利润口径；净利率采用 Wind 销售净利率口径。

2.化妆品：26H1 业绩分化，头部公司强者恒强

2.1 高增与稳健发展兼有，边际改善与深化变革并行

26H1 化妆品板块业绩表现进一步分化。港股方面，毛戈平延续较快增长，上美股份、巨子生物阶段性承压；A 股方面，若羽臣维持高增长，上海家化、贝泰妮、润本股份等表现相对较好，珀莱雅业绩趋稳，润本股份等公司营收利润双高增，华熙生物、丸美生物等业绩仍处调整阶段。**整体来看，板块由前期普遍增长逐步转向结构性分化，头部公司的品牌、渠道与经营效率差异进一步体现。**

1）毛戈平：26H1 营业收入同比增长 26.2%，利润同比增长 20.3%，延续较快增长。盈利能力方面，毛利率同比提升 0.6pct，净利率同比下降 1.2pct，利润增速略低于收入端，整体经营韧性仍较强。

下载日志已记录，仅供内部参考

2）上美股份：26H1 营业收入同比下降 8.6%，利润同比下降 79.4%，业绩阶段性承压。毛利率同比提升 1.2pct，但净利率同比下降 10.2pct，收入端调整叠加利润率下行，战略调整期，盈利端承压。

3）林清轩：26H1 实现营收 15.0 亿元，同比增长 42.6%，延续较快增长；归母净利润 2.56 亿元，同比增长 40.7%，利润端与收入端保持同步增长。盈利能力整体保持稳定，毛利率约 81.6%，同比下降 0.8pct，净利率约 17.1%，同比下降 0.2pct。

4）巨子生物：26H1 营业收入同比下降 6.3%，利润同比下降 20.5%，收入与利润端均有所承压；毛利率、净利率分别同比下降 2.2pct、5.8pct，盈利能力较去年同期有所回落。

A 股方面，26H1 公司间业绩表现分化，珀莱雅高基数下稳健增长，若羽臣保持高速增长，上海家化利润端改善明显。

1）珀莱雅：26H1 营业收入同比增长 0.2%，收入端基本企稳；归母净利润同比增长 46.3%，主要受收购花知晓产生约 4.45 亿元股权重估投资收益影响，扣非归母净利润同比下降 13.8%，主业利润端仍有一定压力。同期毛利率同比提升 0.9pct，但销售费用投入有所增加，后续关注核心品牌调整及花知晓并表后的增量贡献。

2）若羽臣：26H1 营业收入同比增长 73.3%，利润同比增长 131.7%，收入与利润均保持高速增长，利润增速显著快于收入端。同期毛利率同比提升 8.6pct、净利率同比提升 1.8pct，盈利能力进一步改善。

3）上海家化：26H1 营业收入同比增长 9.0%，利润同比增长 43.4%，利润端增速明显快于收入端；毛利率和净利率分别同比提升 3.0pct、2.4pct，经营质量较去年同期进一步改善。

4）贝泰妮：26H1 营业收入同比增长 9.3%，利润同比增长 18.3%，延续恢复趋势；毛利率同比下降 1.4pct，但净利率同比提升 0.6pct，利润端改善幅度快于收入端。

5）水羊股份：26H1 营业收入同比增长 0.4%，整体基本持平；利润同比下降 29.4%，盈利端承压。同期毛利率同比提升 2.7pct，但净利率同比下降 1.5pct，毛利改善尚未完全传导至利润端。

其他重点公司中，丸美生物、华熙生物、福瑞达仍处调整阶段。

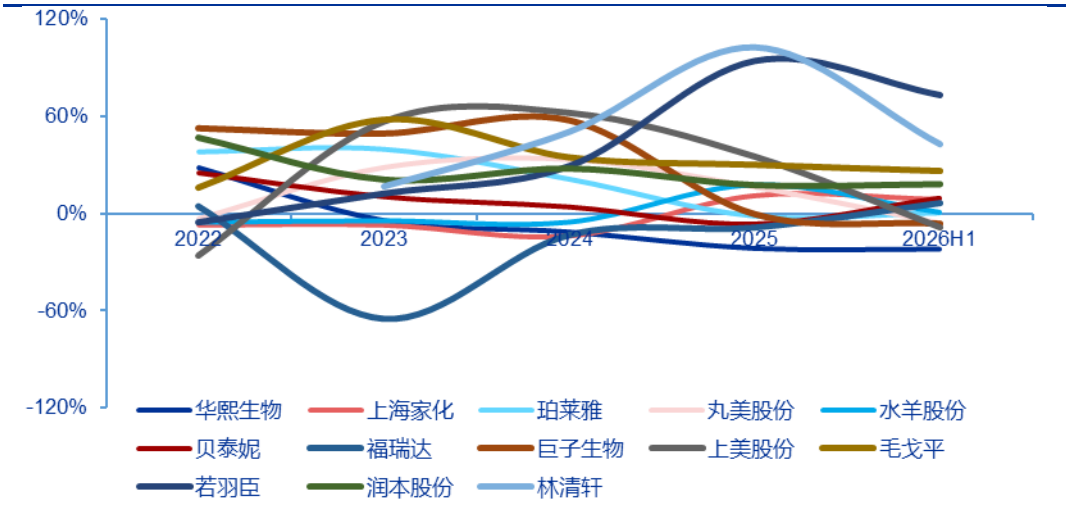
1）丸美生物：26H1 营业收入同比下降 5.8%，利润同比下降 10.9%，收入与利润均有所承压；毛利率、净利率分别同比下降 1.0pct、0.5pct，盈利能力整体小幅回落。

2）华熙生物：26H1 营业收入同比下降 22.3%，利润同比下降 30.8%，仍处业务调整阶段；毛利率、净利率分别同比下降 3.0pct、1.0pct，收入与盈利能力均继续承压。

3）福瑞达：26H1 营业收入同比增长 6.7%，收入端恢复正增长；利润同比下降 24.3%，利润端仍有压力。同期毛利率同比提升 4.8pct，但净利率同比下降 2.2pct，毛利改善尚未完全转化为净利润增长。

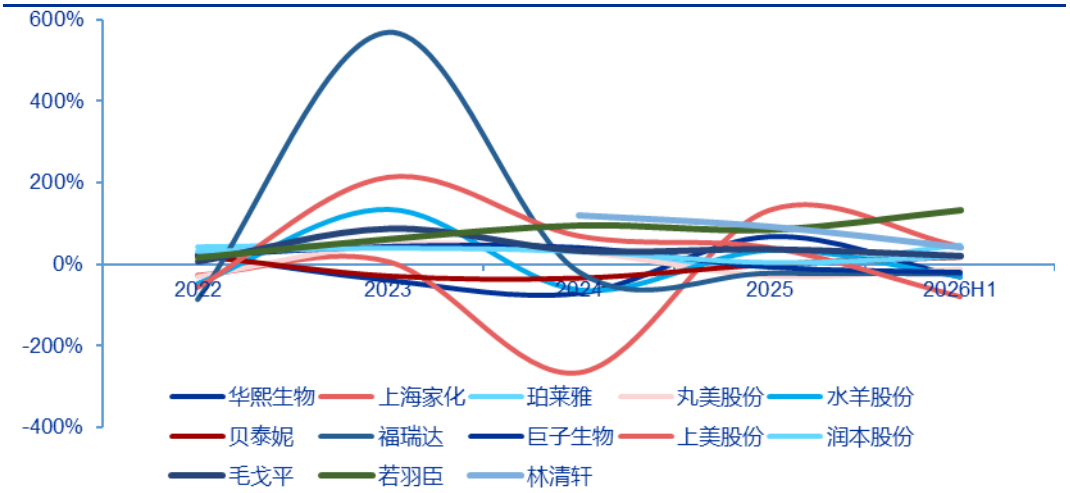
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：26H1 化妆品板块营业收入增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：26H1 化妆品板块利润增速分化



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 26H1 毛利率整体稳中有升，净利率表现分化

港股方面，26H1 毛利率表现分化，毛戈平、上美股份毛利率分别同比提升 0.6pct、1.2pct，巨子生物、林清轩分别同比下降 2.2pct、0.8pct。整体来看，头部港股美妆公司的毛利率仍维持较高水平，但公司间趋势有所分化。

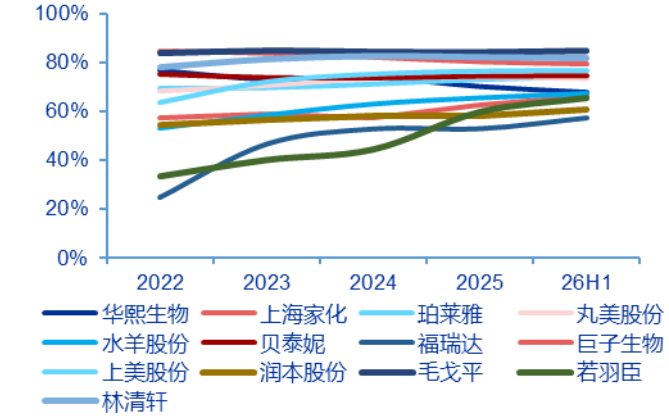
A 股毛利率方面，26H1 多数重点公司保持稳定或有所提升。上海家化、珀莱雅、水羊股份、福瑞达、若羽臣及润本股份毛利率分别同比提升 3.0pct、0.9pct、2.7pct、4.8pct、8.6pct、2.5pct；华熙生物、丸美生物、贝泰妮分别同比下降 3.0pct、1.0pct、1.4pct。整体来看，板块毛利端仍具韧性，但公司间分化较 Q1 进一步显现。

下载日志已记录，仅供内部参考

港股净利率方面，26H1 整体承压程度高于毛利率。毛戈平、林清轩净利率同比下降 1.2pct、0.2pct，巨子生物、上美股份分别同比下降 5.8pct、10.2pct，其中上美股份利润端调整较为明显。

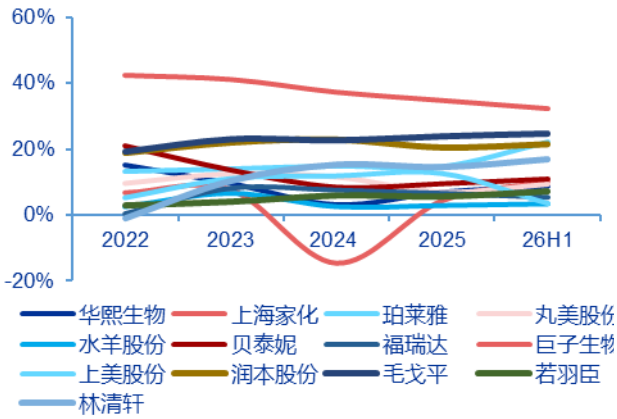
A 股净利率方面，26H1 分化明显。珀莱雅、上海家化、若羽臣、贝泰妮、润本股份净利率分别同比提升 6.8pct、2.4pct、1.8pct、0.6pct、0.4pct；华熙生物、丸美生物、水羊股份、福瑞达分别同比下降 1.0pct、0.5pct、1.5pct、2.2pct。整体来看，部分公司通过产品结构与经营效率改善释放利润弹性，但高营销投入仍对部分品牌利润端形成压力。

图 5：近年来化妆品板块毛利率总体稳中有升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：26H1 净利率表现整体分化



资料来源：Wind，申万宏源研究

港股方面， 26H1 销售费用率整体有所上行。巨子生物、上美股份、毛戈平销售费用率分别同比上升约 9.4pct、9.2pct、2.2pct 至 43.4%、66.1%、47.4%，林清轩销售费用率同比下降约 1.5pct 至 53.7%。其中巨子生物、上美股份销售费用率提升较为明显，营销及品牌投入力度加大。管理费用率方面整体表现分化，巨子生物、上美股份分别同比上升约 0.1pct、1.1pct 至 2.7%、4.8%，林清轩、毛戈平分别同比下降 0.9pct、0.8pct 至 4.9%、4.4%，整体管理费用控制相对稳定。

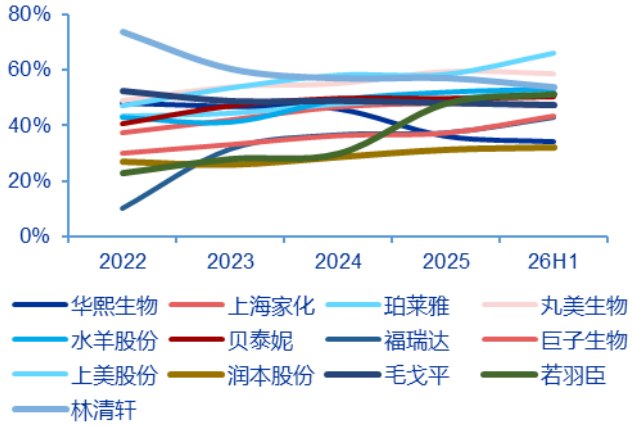
A 股销售费用率方面，26H1 品牌端整体仍维持较高投放水平。与 25 年全年相比，珀莱雅、福瑞达、若羽臣、水羊股份、润本股份等销售费用率有所上升，华熙生物、上海家化有所回落，丸美生物整体较为稳定。板块竞争仍较激烈，营销投入继续成为影响盈利释放的重要因素。

A 股管理费用率方面，26H1 整体相对稳定，控费与组织调整并行。与 25 年全年相比，上海家化、贝泰妮、福瑞达、若羽臣、润本股份管理费用率有所下降，华熙生物、珀莱雅小幅上升，丸美生物、水羊股份基本保持稳定，管理端费用整体波动小于销售费用。

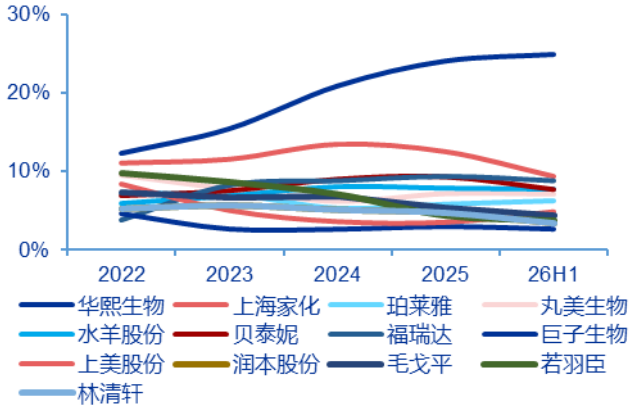
图 7:26H1 化妆品板块企业销售费用率整体维持高位

图 8:26H1 化妆品板块企业管理费用率整体平稳

下载日志已记录，仅供内部参考



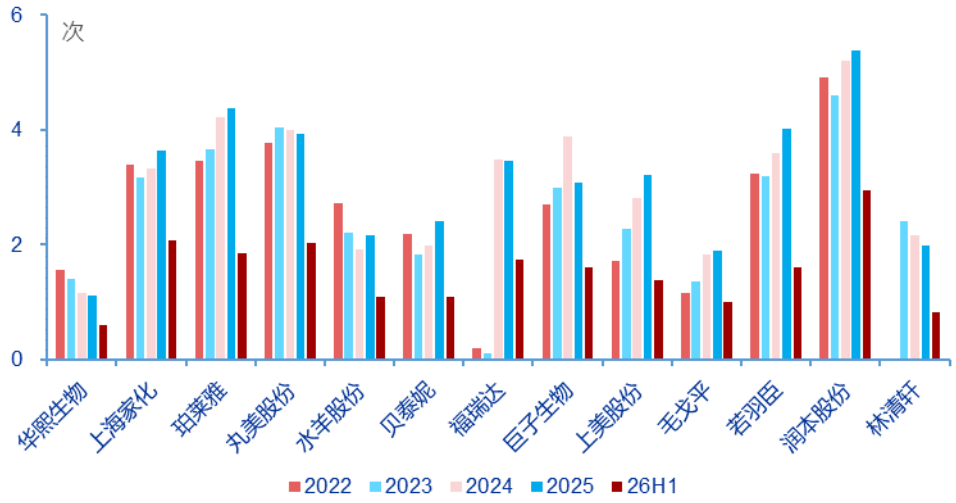
资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

存货情况方面，26H1 板块运营效率整体保持稳定。从半年度横向水平看，润本股份、上海家化、丸美生物、珀莱雅、福瑞达存货周转次数分别约为 2.95 次、2.07 次、2.04 次、1.85 次、1.75 次，处于板块相对较高水平；华熙生物、毛戈平等相对较低。由于 26H1 为半年度口径，与全年周转次数不宜直接比较，主要用于板块横向观察。

图 9：26H1 化妆品板块企业存货周转次数保持平稳



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

3.医美：收入端表现分化，利润端整体承压

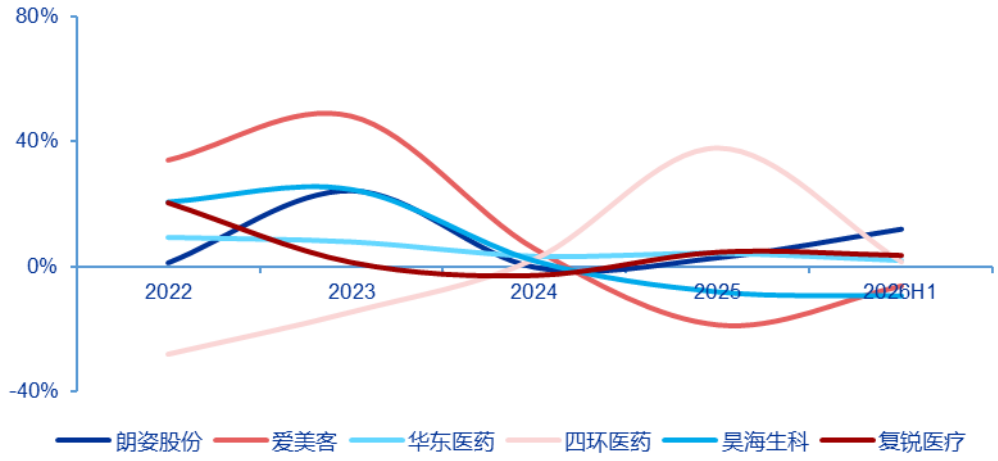
3.1 26H1 收入表现分化，盈利端仍处调整期

26H1 医美板块收入端表现分化，利润端压力仍在。分公司看，爱美客营业收入同比下降 6.4%、利润同比下降 24.8%，上游产品端仍处调整期；朗姿股份营业收入同比增长 12.1%，但利润同比下降 59.9%，收入增长尚未完全转化为利润改善。华东医药收入、利

下载日志已记录，仅供内部参考

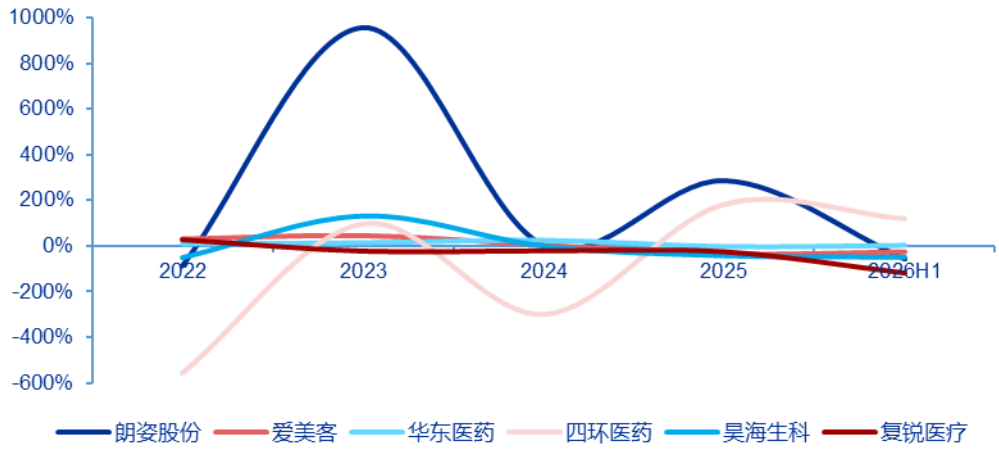
润分别同比增长 1.8%、2.5%，表现相对稳健；昊海生科收入、利润分别同比下降 9.6%、46.6%，继续承压。四环医药收入同比增长 1.3%，利润端改善较为明显；复锐医疗收入同比增长 3.6%，但利润端仍有较大压力。整体来看，医美板块收入端韧性尚可，但盈利表现分化明显。

图 10：26H1 医美板块主要企业营业收入增速分化



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 11：26H1 医美板块主要企业归母净利润增速整体承压



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

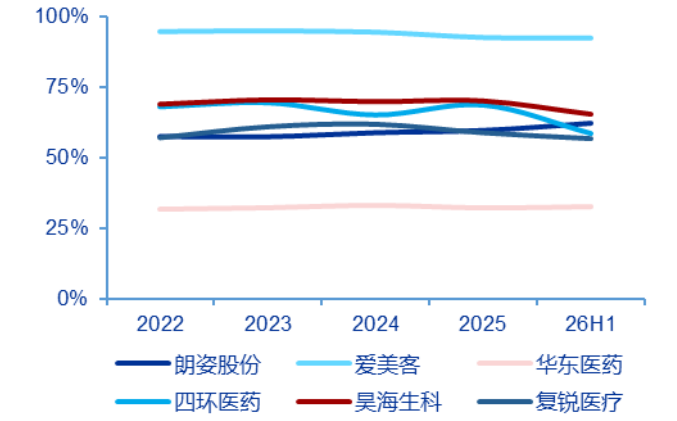
3.2 毛利率整体稳定，净利率下行

毛利率方面，26H1 医美板块整体相对稳定但公司间分化明显。朗姿提升 2.5pct，爱美客、华东医药分别同比下降 0.9pct、1.1pct，昊海生科

下载日志已记录，仅供内部参考

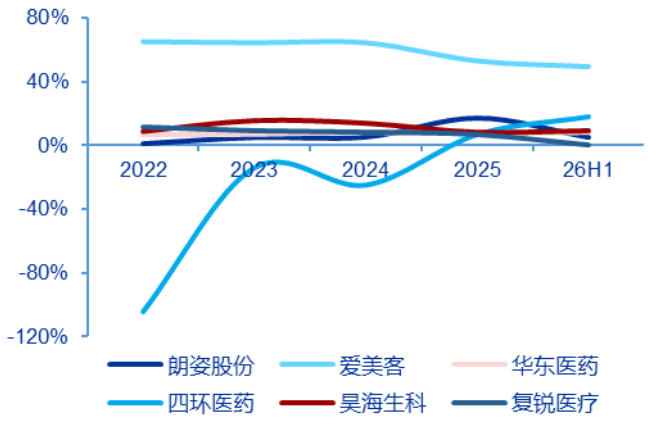
环医药分别同比下降 4.7pct、3.3pct、7.4pct。净利率方面分化进一步加剧，四环医药同比提升 12.5pct，华东医药基本持平；朗姿股份、爱美客、昊海生科、复锐医疗分别同比下降 5.5pct、11.5pct、6.1pct、4.8pct，盈利端整体仍承压。

图 12：25 年至 26H1 医美板块毛利率整体稳定



资料来源：Wind，申万宏源研究

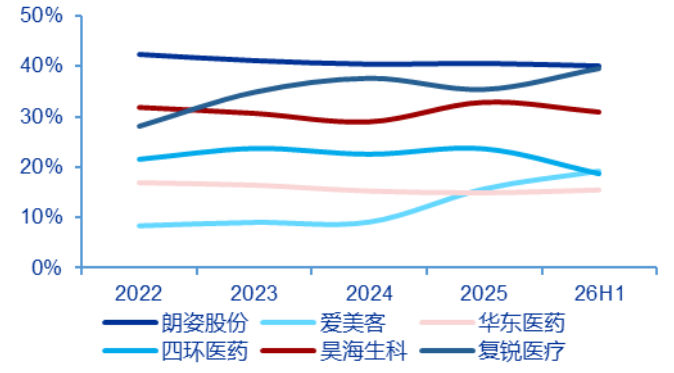
图 13：受竞争加剧影响，医美板块净利率略有下行



资料来源：Wind，申万宏源研究

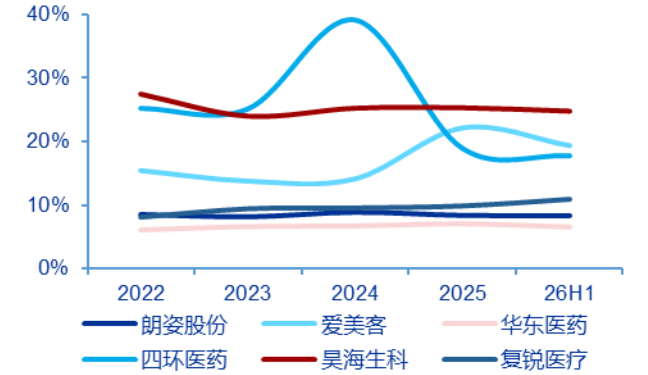
销售费用率方面，26H1 朗姿股份、爱美客、华东医药、昊海生科分别约为 40.1%、19.3%、15.5%、31.0%。与 25H1 相比，爱美客、昊海生科销售费用率有所上升，朗姿股份、华东医药整体较为稳定。管理费用率方面，朗姿股份、爱美客、华东医药、昊海生科分别约为 8.3%、7.8%、3.2%、16.7%，整体较 25H1 略升。

图 14：近年来医美板块企业销售费用率总体平稳



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：医美板块主要管理费用率略升

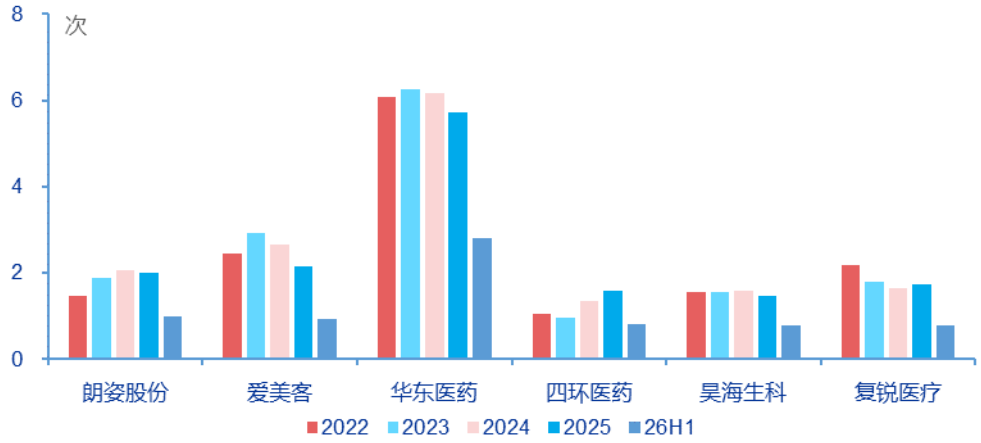


资料来源：Wind，申万宏源研究

存货情况方面，26H1 医美板块周转效率整体平稳。从半年度横向水平看，华东医药存货周转次数约 2.81 次，明显高于其他主要公司；朗姿股份、爱美客、四环医药、昊海生科、复锐医疗大致处于 0.8-1.0 次区间。由于 26H1 为半年度口径，与全年周转次数不宜直接比较，主要用于公司间横向观察。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：26H1 医美板块主要企业存货周转次数整体平稳



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

4. 投资分析意见

投资分析意见：化妆品：1）渠道或品牌矩阵完善的珀莱雅、毛戈平、上美股份、林清轩、上海家化；2)期待业绩增速边际改善的润本股份、巨子生物、贝泰妮、丸美生物、华熙生物。3）母婴板块：圣贝拉、孩子王。医美：把握研发拿证壁垒高、盈利能力强的上游环节公司，重点看好大单品驱动、产品管线布局广泛的标的：爱美客、朗姿股份。电商代运营+个护自有品牌看好：若羽臣、壹网壹创、水羊股份、青木科技。

表 2：美容护理行业估值比较表

行业	证券代码	公司简称	股价(元)	总股本(亿股)	市值(亿元)	盈利预测（亿元）			PE			评级
			2026/9/14			26E	27E	28E	26E	27E	28E	
化妆品	603605.SH	珀莱雅	56.87	4.0	225.2	20.1	20.8	22.9	11	11	10	买入
	2367.HK	巨子生物	25.36	10.6	269.2	19.2	21.7	25.1	13	11	10	买入
	2145.HK	上美股份	22.12	4.0	88.1	5.2	10.2	11.3	15	8	7	买入
	603983.SH	丸美生物	31.45	4.0	126.1	3.1	3.8	4.2	41	33	30	增持
	1318.HK	毛戈平	47.68	4.9	233.7	14.6	17.2	20.1	15	12	11	买入
	2657.HK	林清轩	49.48	1.4	70.1	5.8	8.4	9.4	11	8	7	买入
	603193.SH	润本股份	19.60	4.0	79.3	3.8	4.4	5.1	21	18	16	增持
	300740.SZ	水羊股份	19.54	4.4	86.0	1.8	2.3	2.4	47	37	37	增持
	300957.SZ	贝泰妮	31.24	4.2	132.3	6.7	8.4	9.5	20	16	14	买入
	600223.SH	福瑞达	5.58	10.2	56.7	2.4	2.9	3.5	24	19	16	增持
	688363.SH	华熙生物	34.15	4.8	164.5	4.0	4.6	5.4	41	36	30	增持
	600315.SH	上海家化	17.85	6.7	120.0	5.5	6.5	7.5	22	19	16	买入
	300132.SZ	诺斯贝尔	6.23	5.2	32.2	1.8	2.3	2.5	18	14	13	买入
医美	300896.SZ	爱美客	88.44	3.0	267.6	11.9	13.0	14.3	22	21	19	买入
	002612.SZ	朗姿股份	15.90	4.4	70.3	3.3	4.0	4.4	22	17	16	增持
电商代运营	003010.SZ	若羽臣	29.14	3.1	90.6	4.0	5.7	7.6	23	16	12	买入
	300792.SZ	壹网壹创	23.75	2.4	56.4	1.2	1.5	1.9	47	39	30	增持
	301110.SZ	青木科技	34.22	1.3	44.3	1.9	2.5	3.2	24	18	14	增持

下载日志已记录，仅供内部参考

母婴	2508.HK	圣贝拉集团	3.09	6.2	19.2	2.1	3.2	4.1	8	5	4	买入
	301078.SZ	孩子王	7.00	12.6	88.5	4.2	5.3	6.1	21	17	14	增持

资料来源：wind，申万宏源研究；注：港股股价、市值采用港币，港股盈利预测采用人民币；人民币/港币汇率 1.1；盈利预测来自申万宏源研究。圣贝拉采用经调整利润。

5. 风险提示

宏观不确定性加剧：全球疫情反复和局部地区冲突扰动下，宏观不确定性加剧；

市场需求变动：化妆品医美产品更新迭代周期快，新品推出周期长、投入大。若公司无法准确洞察消费者需求和偏好，将导致产品被市场淘汰，导致收入和市场份额下滑；

行业竞争加剧：化妆品市场品牌众多，虽然新规提高了进入门槛，行业内合规企业之间的竞争将加剧。医美行业下游服务机构数量众多、竞争激烈。若公司无法适应竞争环境，将存在市场份额减少的经营风险；

消费复苏不及预期：26 年消费复苏不及预期将导致公司业绩增速低于预期。

超头主播流量下行：受近期负面舆情影响，超头主播流量有所下滑，如对超头依赖过高，将会影响品牌销售。

医美行业监管趋严：医美行业合规监管整体趋严，如果业内公司无法适应并调整对应产品、营销策略，业绩将面临考验。

舆情风险：化妆品消费或医美服务消费中，如出现舆情将会影响公司业绩表现。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。