

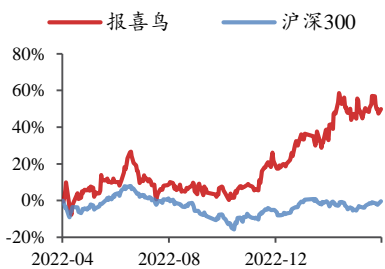
## 报喜鸟 (002154.SZ)

2023年04月17日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2023/4/17
当前股价(元)	5.14
一年最高最低(元)	5.50/3.34
总市值(亿元)	75.01
流通市值(亿元)	55.65
总股本(亿股)	14.59
流通股本(亿股)	10.83
近3个月换手率(%)	101.64

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《中高端男装领军者, 多品牌运营打开成长空间—公司首次覆盖报告》  
-2023.4.10

## 2022年业绩承压, 哈吉斯品牌运营展现韧性

——公司信息更新报告

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

### ● 2022年业绩承压, 哈吉斯品牌运营展现韧性, 维持“买入”评级

2022年实现收入43.13亿元(-3.1%), 归母净利润4.6亿元(-1.2%), 扣非归母净利润3.74亿元(-10%) 其中政府补助增加0.57亿元。2022Q1-Q4收入yoy+16.3%/-14.5%/+4.5%/-13.8%, 归母净利润yoy+13.7%/-27.2%/+13.8%/-23.6%, 2022Q2及Q4业绩因疫情承压。我们维持2023-2024年并新增2025年盈利预测, 预计2023-2025年归母净利润分别为6.1/7.3/8.6亿元, 对应EPS为0.4/0.5/0.6元, 当前股价对应PE 12.3/10.3/8.7倍, 看好主品牌运动西服销售提升及薄弱渠道突破, 哈吉斯品牌多品类多系列发展、品牌势能不断提升, 维持“买入”评级。

### ● 报喜鸟弱势区域突破, 哈吉斯收入稳健&线下大店推进, 宝鸟加速客户覆盖

(1)报喜鸟:2022年收入14.76亿元(-8.4%), 占比35%, 门店+16家至417(+4%), 其中直营+12加盟+4, 直营门店占比略下降至27%。强势区域持续推进大店策略并突破弱势区域, 2022年平均门店面积基本持平, 公司中南区域门店从2021年的门店数量184提升16家至200。(2)哈吉斯:2022年收入14.16亿元(-2.5%), 占比33%, 门店+8家至804, 其中直营-8加盟+16, 直营门店占比75%基本持平, 强势区域推进大店策略实施, 2022年单店面积进一步提升至125平, 预计2023年将进一步推进大店、加快渠道下沉并主动关闭低效店铺。(3)宝鸟:2022年收入5.86亿元(+22.2%), 占比21%, 客户覆盖从金融系统进一步延伸至通信、交通、能源等行业。(4)恺米切&乐飞叶&TB:2022年收入3.23亿元(-15%), 占比8%。

### ● 分渠道: 直营及批发承压, 团购及电商保持高增长

2022年直营收入14.5亿元(-17.5%), 占比34%(-5.9pct), 直营同店店效增长-31%; 加盟收入7.7亿元(-4.4%), 占比18%(-0.25pct); 团购收入10.1亿元(+17.1%), 占比24%(+4pct); 电商收入7.98亿元(+17.2%), 占比19%(+3pct), 逐年提升。

### ● 团购业务占比提升致毛利率略下降, 净利率提升, 计提减值轻装上阵

2022年毛利率62.7%(-1.2pct), 主要系毛利率较低的团购业务收入增长较好, 销售/管理/财务/研发费用率分别+0.04pct/-0.92pct/+0.23pct/-0.71pct, 管理费用率进一步下降, 财务费用率下降较多主要系利息收入增加。2022年资产减值损失1.34亿元, yoy+77%, 主要系存货/投资性房地产减值损失, 分别为0.74/0.57亿元(+0.32/+0.27亿元)。2022年净利率10.6%(+0.2pct)。公司存货规模为11.79亿元, 同比+16.57%, 存货/应收周转天数分别为268天(+28)、49天(+4天)。

### ● 风险提示: 主品牌年轻化、渠道突破不及预期, 哈吉斯渠道拓展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,451	4,313	5,300	6,113	6,984
YOY(%)	17.5	-3.1	22.9	15.3	14.2
归母净利润(百万元)	464	459	608	726	862
YOY(%)	26.7	-1.2	32.5	19.5	18.7
毛利率(%)	63.9	62.7	63.9	64.1	64.4
净利率(%)	10.4	10.6	11.5	11.9	12.3
ROE(%)	11.2	11.8	14.4	15.7	16.6
EPS(摊薄/元)	0.32	0.31	0.42	0.50	0.59
P/E(倍)	16.2	16.4	12.3	10.3	8.7
P/B(倍)	1.8	1.9	1.8	1.6	1.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022 年业绩受疫情影响，哈吉斯体现韧性.....	3
1.1、 分品牌：哈吉斯稳健，宝鸟加强销售力加速客户覆盖实现较快增长.....	3
1.2、 分渠道：直营及批发承压，团购及电商保持高增长.....	4
2、 渠道：疫情催化电商亮眼，线下渠道持续优化.....	4
2.1、 线下门店：全年略净开，大店策略持续推进.....	4
2.2、 电商业务：保持高增速，占比进一步提升.....	5
3、 盈利能力稳健，计提减值后轻装上阵.....	5
3.1、 盈利能力：团购业务占比提升致毛利率略下降，净利率提升.....	5
3.2、 营运能力：存货水平提升，计提存货减值轻装上阵.....	6
4、 未来展望.....	7
4.1、 报喜鸟：品牌年轻化、产品时尚化.....	7
4.2、 哈吉斯：多系列多品类均衡发展，加快三四线市场渠道拓展.....	7
4.3、 其他品牌：乐飞叶、CA、HG 重点提升产品力，TB 仍处培育阶段.....	7
4.4、 电商业务：多元化发展，传统平台提升盈利能力.....	8
5、 盈利预测及投资建议.....	8
6、 风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

## 图表目录

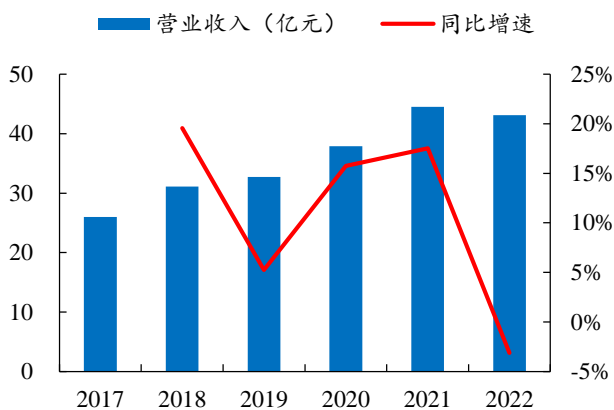
图 1： 2022 年公司实现收入 43.13 亿元（-3.1%）.....	3
图 2： 2022 年公司实现归母净利润 4.6 亿元（-1.2%）.....	3
图 3： 报喜鸟强势区域推进大店策略，2022 年平均门店面积进一步提升.....	5
图 4： 公司整体线下渠道布局中，中南区域门店从 2021 年的门店数量 184 提升 16 家至 200.....	5
图 5： 2022 年哈吉斯单店面积进一步提升至 125 平.....	5
图 6： 2022 年哈吉斯直营门店数量占比 75%，基本持平.....	5
图 7： 公司 2022 年毛利率下降主要因原材料价格上涨和终端折扣加大所致.....	6
图 8： 2022 年期间费用率下降 1.36pct，其中管理费用率进一步下降.....	6
图 9： 2022 年存货周转天数 268 天，同比+28 天.....	7
图 10： 2022 年平均应收账款周转天数 49 天，同比+4 天.....	7

## 1、2022 年业绩受疫情影响，哈吉斯体现韧性

2022 年收入 43.13 亿元 (-3.1%)，归母净利润 4.6 亿元 (-1.2%)，净利率 10.6% (+0.2pct)，扣非归母净利润 3.74 亿元 (-10%) 增速低于归母系主要系政府补助约 0.57 亿元影响。

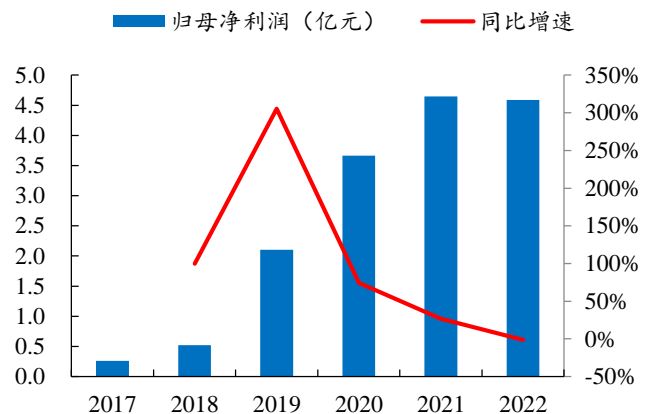
2022Q1-4 收入分别为 11.57/8.38/10.42/12.75 亿元，yoy+16.3%/-14.5%/+4.5%/-13.8%，归母净利润分别为 2.06/0.59/1.2/0.74 亿元，yoy+13.7%/-27.2%/+13.8%/-23.6%，2022Q2 及 Q4 业绩因疫情承压。

图1：2022 年公司实现收入 43.13 亿元 (-3.1%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022 年公司实现归母净利润 4.6 亿元 (-1.2%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.1、分品牌：哈吉斯稳健，宝鸟加强销售力加速客户覆盖实现较快增长

(1) 报喜鸟：2022 年收入 14.76 亿元，yoy-8.4%，收入占比 35%。

产品方面，以西服为核心品类，携手高校及产业链共同研发，创新推出运动西服等系列产品，运动西服市场反应良好，销量同比增长，同时“单层双面穿上衣”、“轻正装系列运动西服”等 10 项产品被登记为浙江省科学技术成果，多场合功能型西服项目获得第九届中国十大纺织科技新锐科技奖。

渠道拓展方面，线下提升渠道质量，在强势区域推进大店策略，在弱势区域重点挖掘优质加盟商拓展空白市场，并重点加强战略店铺发展，树立标杆店铺示范作用。线上积极开展抖音和视频直播，线上线下相互融合发展。

定制业务方面，部分量体师线下巡店活动受疫情影响，定制业务团队重点加强内部组织建设和业务技能提升；互联网定制业务通过线上引流，集中资源重点开发优质城市，实现稳定发展。

(2) 哈吉斯：2022 年收入 14.16 亿元，yoy-2.5%，收入占比 33%。

产品方面，坚持品牌定位和品牌调性，持续加强产品研发，推出 Mark Wigan 联名系列、Pointer 年轻系列、天然染色环保系列、HRC 运动系列产品、新年胶囊系列等，并新增配饰产品研发，打造新的增长点。

渠道方面，线下持续优化渠道结构，第一，在强势区域推进大店策略的实施，重点加强形象战略店、业绩战略店在货品配置及品牌推广资源的投入，严格控制终端折扣，其次，加快渠道下沉，主动关闭低效店铺。线上销售规模进一步提升，传

统电商渠道稳健，抖音直播业务快速发展，其中哈吉斯天猫官方旗舰店获得天猫男装类目 618GMV TOP10 店铺和天猫金麦品质奖，哈吉斯京东官方旗舰店获得京东 618 男装成交排名第三名。

(3) **宝鸟**：2022 年收入 5.86 亿元，yoy+22.2%，收入占比 21%，主要系 elite 品牌调至其他收入中，收入实现较快增长主要系加强员工职业技能培训和团队建设实现大额订单数量增长，客户覆盖从占比较高的金融系统进一步延伸至通信、交通、能源等行业。

(4) **恺米切、乐飞叶&TB**：2022 年收入 3.23 亿元，yoy-15%，收入占比 8%。

收购恺米切（上海）贸易有限公司 100% 股权、品牌相关商标在大中华地区未注册类别上的商标使用权、注册权。重点调整货品结构和渠道升级优化：聚焦核心品类衬衫的研发，开发意式专版、婚庆专属系列；快速关闭低效店铺、拓展优质新店。

乐飞叶实现稳健增长，作为户外休闲服饰品牌，受益于户外活动场景需求的提升，通过线下新开 12 家形象店升级终端品牌形象并加强 KOL 品牌曝光，开发功能性产品提升毛利率、通过标准化培训、建立竞争与激励机制等方式提升运营效率。

## 1.2、分渠道：直营及批发承压，团购及电商保持高增长

(1) **直营**：2022 年收入 14.5 亿元，yoy-17.5%，收入占比 34% (-5.9pct)，直营店净闭店 6 家直营同店净闭店 17 家主要系渠道优化，直营同店店效增长为-31%，直营同店坪效增长为-33%。

(2) **加盟**：2022 年收入 7.71 亿元，yoy-4.4%，收入占比 18% (-0.25pct)。

(3) **团购**：2022 年收入 10.08 亿元，yoy+17.1%，收入占比 24% (+4pct)。

(4) **电商**：2022 年收入 7.98 亿元，yoy+17.2%，收入占比 19% (+3pct)，其中淘系收入占比-13pct 至 48%。

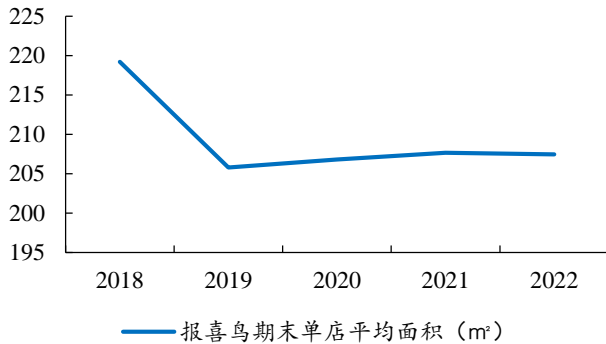
## 2、渠道：疫情催化电商亮眼，线下渠道持续优化

### 2.1、线下门店：全年略净开，大店策略持续推进

截至 2022 年底公司已在全国各省、自治区、直辖市的核心商圈、商场、购物中心及部分机场高铁交通枢纽建立了 1,684 家线下门店(+8)，其中直营店-6 至 746 家，加盟店+8 家 938 家，直营占比 44.3%，基本持平。

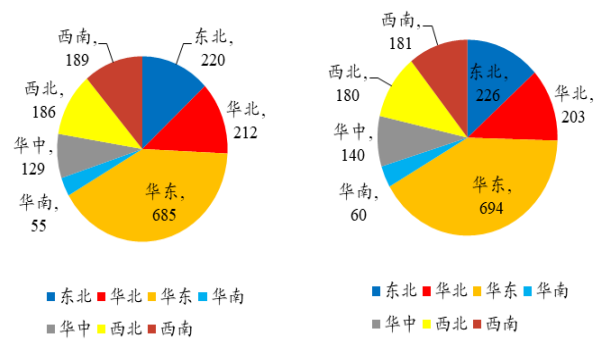
**报喜鸟**：截至 2022 年底，门店+8 家至 804，其中直营-8、加盟+16，直营门店数量占比略下降至 27%。强势区域持续推进大店策略并优化渠道门店，2022 年平均门店面积基本持平，弱势区域突破，公司整体线下渠道布局中，中南区域门店从 2021 年的门店数量 184 提升 16 家至 200。

图3: 报喜鸟强势区域推进大店策略, 2022 年平均门店面积进一步提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

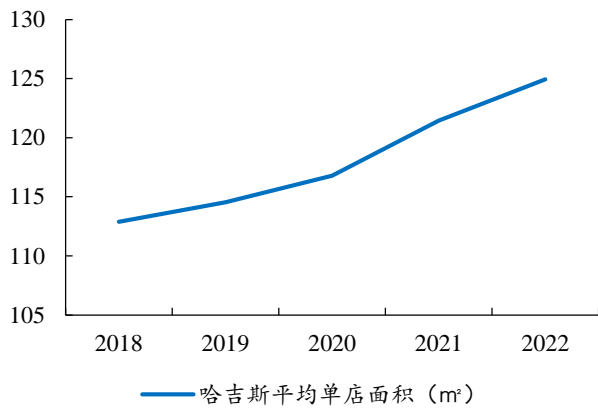
图4: 公司整体线下渠道布局中, 中南区域门店从 2021 年的门店数量 184 提升 16 家至 200



数据来源: 公司公告、开源证券研究所, 注: 左图为 2021 年数据

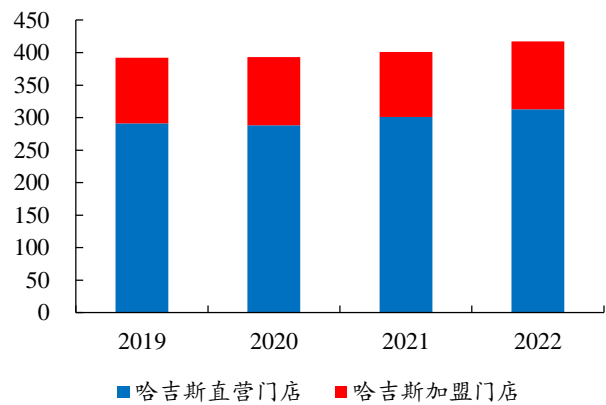
**哈吉斯:** 截至 2022 年底, 门店+16 家至 417 (+4%), 其中直营+12、加盟+4, 直营门店数量占比 75%, 基本持平。哈吉斯同样在强势区域推进大店策略的实施, 2022 年单店面积进一步提升至 125 平, 预计 2023 年将进一步推进大店、加快渠道下沉并主动关闭低效店铺。

图5: 2022 年哈吉斯单店面积进一步提升至 125 平



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2022 年哈吉斯直营门店数量占比 75%, 基本持平



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

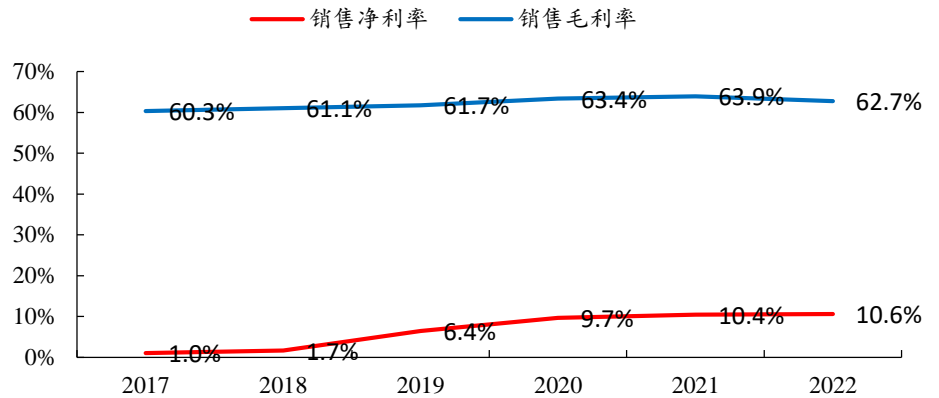
## 2.2、电商业务: 保持高增速, 占比进一步提升

2022 年电商收入 7.98 亿元, yoy+17.2%, 收入占比 19% (+3pct), 其中淘系收入占比-13pct 至 48%。公司积极拓展线上渠道, 在天猫、京东、唯品会等第三方平台设立各品牌官方旗舰店, 通过抖音、视频号等直播平台进行带货, 推进微商城小程序“凤凰尚品”进行线上社群营销。

## 3、盈利能力稳健, 计提减值后轻装上阵

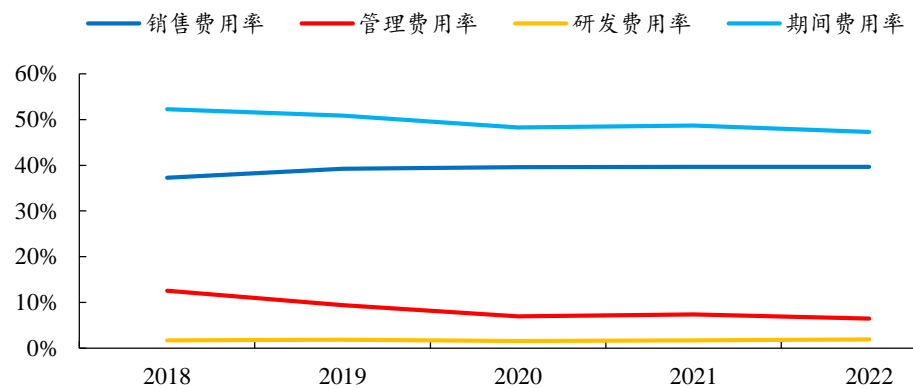
### 3.1、盈利能力: 团购业务占比提升致毛利率略下降, 净利率提升

(1) **毛利率:** 2022 年毛利率 62.7%, yoy-1.2pct, 主要系毛利率较低的团购业务收入增长 17.1%, 分渠道看: 直营毛利率 75%, 同比-3pct。加盟毛利率 67%, 同比+1.9pct。团购毛利率 46%, 同比+0.5pct。电商毛利率 68%, 同比+2.4pct。

**图7：公司 2022 年毛利率下降主要因原材料价格上涨和终端折扣加大所致**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(2) 费用端：**2022 年期间费用率 47.3% (-1.36pct)，销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.04pct/-0.92pct/+0.23pct/-0.71pct，管理费用率进一步下降，财务费用率下降较多主要系利息收入增加。

**图8：2022 年期间费用率下降 1.36pct，其中管理费用率进一步下降**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(3) 资产减值损失：**2022 年资产减值损失 1.34 亿元，yoy+77%，其中计提存货减值损失 0.74 亿元(+0.32 亿元)，计提投资性房地产减值 0.57 亿元(+0.27 亿元)。

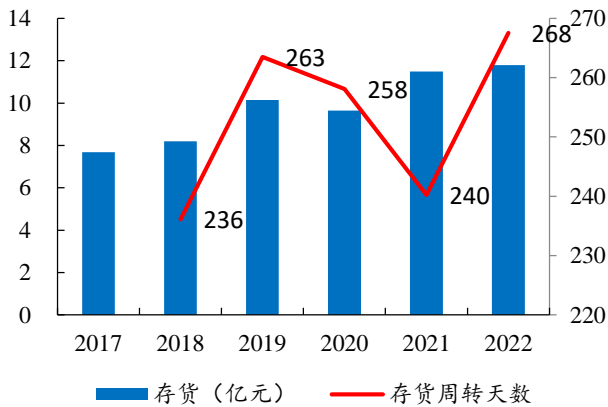
**(4) 净利率：**2022 年净利率 10.6%，yoy+0.2pct。

### 3.2、营运能力：存货水平提升，计提存货减值轻装上阵

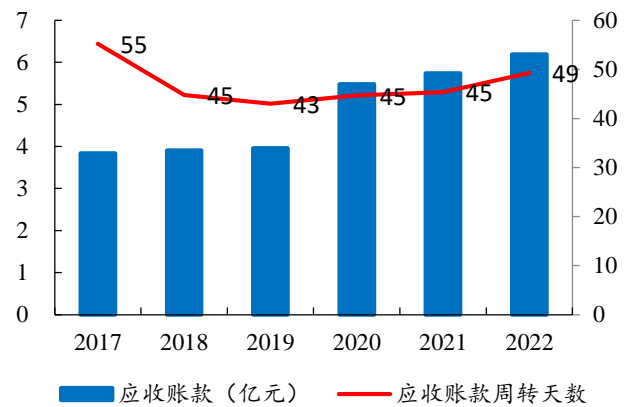
**(1) 存货：**截至 2022 年底，公司存货规模为 11.79 亿元，同比+16.57%，计提存货跌价及履约损失 0.74 亿元（增加 0.32 亿元），存货周转天数 268 天，同比+28 天。

**(2) 应收账款：**截至 2022 年底，应收账款为 6.19 亿元（+8%），平均应收账款周转天数+4 天至 49 天。

**(3) 经营性现金流和净现金：**2022 年经营性现金流量净额-16.8%至 5.15 亿元，主要系收入下降，贷款回笼下降程度>采购货品及其他经营活动支出，支付薪酬增加。净现金 13.9 亿元，同比减少 5 亿元。

**图9：2022年存货周转天数268天，同比+28天**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图10：2022年平均应收账款周转天数49天，同比+4天**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、未来展望

### 4.1、报喜鸟：品牌年轻化、产品时尚化

坚持“西服做全做宽，休闲做准做精”原则，产品：持续加强核心品类西服的优化升级，提升运动西服销售占比。渠道：继续大店战略、升级终端店铺形象、重点突出运动西服陈列展示以提升店效，渠道结构优化方面预计将提高奥莱渠道占比、提高优质加盟商占比。品牌：重点推进运动西服产品发布会、会员日线上直播、代言人品牌巡展等活动，强化消费者对报喜鸟西服专家、更适合中国体型的认知。

### 4.2、哈吉斯：多系列多品类均衡发展，加快三四线市场渠道拓展

产品：聚焦通勤、假日、运动三大场景，促进通勤、休闲和运动三大系列均衡发展，提高运动系列（HRC）销售占比；进一步丰富产品品类，加快鞋包等配饰品类的开发和推广；开发优质供应商合作，挖掘品类快反潜力；针对不同客群和场景，在面料、色彩、图案、版型方面加大创新，提高产品品质。

渠道：推进实施大店计划，坚持在一二线城市市场开设战略店、形象店，深入三四线城市市场加快加盟店拓展并优化加盟商扶持政策

品牌：加强社交媒体投放、明星合作，巡展、会员活动等。

### 4.3、其他品牌：乐飞叶、CA、HG 重点提升产品力，TB 仍处培育阶段

亨利·格兰：重点提升产品力，适当提速独立店的开设。

乐飞叶：产品方面，聚焦休闲旅行和户外运动两大系列，精简 SKU，提升户外品类占比和功能性面料的使用，强化品牌户外基因。渠道方面，以提升单店业绩为增量目标，开拓优质奥莱渠道，电商业务控制折扣，加快货品消化，并提升毛利率。品牌方面，统一店铺形象，强化场景化陈列，加强小红书品牌推广和内容输出，和户外机构达成战略合作，提升品牌影响力。运营方面，重点加强供应链的稳定性，优化库存结构，提高运营效率。

CA&TB：恺米切坚持国际品牌定位和调性，通过品牌形象提升、优质新店快速拓展、核心产品研发推广等方式提升品牌势能及业绩。TB 品牌坚持低成本试错，小步快走，提高产品开发的适销性，同时加快奥莱渠道拓展，保证库存的良性。

#### 4.4、电商业务：多元化发展，传统平台提升盈利能力

坚持渠道多元化发展：保持传统电商稳定增长的情况下，通过控制销售折扣、提高转化率、降低退货率等运营管理手段提升利润率。直播业务方面，坚持品牌定位、严控折扣的基础上，创新内容输出和运营方法，提升运营效率。新零售继续聚焦私域运营，提高存量会员的激活率、转化率和复购率，赋能线下实现销售增量。

#### 5、盈利预测及投资建议

2022Q2 及 Q4 业绩因疫情承压。我们维持 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.1/7.3/8.6 亿元，对应 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元，当前股价对应 PE 12.3/10.3/8.7 倍，看好主品牌运动西服销售提升及薄弱渠道突破，哈吉斯品牌多品类多系列发展、品牌势能不断提升，维持“买入”评级。

#### 6、风险提示

主品牌年轻化、渠道突破不及预期，哈吉斯渠道拓展不及预期。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3877	3667	4534	5179	6214
现金	1907	1443	1808	2388	2727
应收票据及应收账款	574	619	753	850	1005
其他应收款	60	66	101	83	129
预付账款	74	47	94	72	119
存货	1149	1179	1490	1548	1954
其他流动资产	111	314	287	237	279
<b>非流动资产</b>	2241	2323	1800	1638	1413
长期投资	248	237	258	282	310
固定资产	446	418	454	446	422
无形资产	214	224	197	176	158
其他非流动资产	1332	1444	890	733	523
<b>资产总计</b>	6118	5990	6333	6816	7628
<b>流动负债</b>	1773	1832	1849	1925	2172
短期借款	80	278	154	170	201
应付票据及应付账款	507	530	629	691	843
其他流动负债	1186	1024	1066	1063	1128
<b>非流动负债</b>	78	110	96	93	80
长期借款	0	46	34	25	15
其他非流动负债	78	64	62	68	65
<b>负债合计</b>	1851	1942	1946	2018	2252
少数股东权益	105	114	137	164	197
股本	1459	1459	1459	1459	1459
资本公积	769	769	769	769	769
留存收益	1933	1706	1869	2103	2357
<b>归属母公司股东权益</b>	4161	3935	4251	4634	5179
<b>负债和股东权益</b>	6118	5990	6333	6816	7628

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	619	515	436	721	490
净利润	479	476	631	754	895
折旧摊销	152	150	148	101	110
财务费用	-3	-33	-41	-47	-54
投资损失	-19	-13	-21	-24	-28
营运资金变动	-142	-335	-300	-67	-441
其他经营现金流	152	271	19	4	9
<b>投资活动现金流</b>	235	-488	382	138	95
资本支出	146	199	-123	-35	-48
长期投资	310	-266	-21	-28	-28
其他投资现金流	691	-556	237	74	19
<b>筹资活动现金流</b>	344	-532	-452	-278	-247
短期借款	-23	198	-124	17	30
长期借款	0	46	-12	-9	-10
普通股增加	242	0	0	0	0
资本公积增加	483	1	0	0	0
其他筹资现金流	-357	-776	-317	-286	-266
<b>现金净增加额</b>	1198	-503	365	580	338

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4451	4313	5300	6113	6984
营业成本	1606	1607	1913	2194	2486
营业税金及附加	44	37	53	61	70
营业费用	1765	1711	2083	2396	2731
管理费用	329	279	366	416	468
研发费用	76	83	90	104	119
财务费用	-3	-33	-41	-47	-54
资产减值损失	-75	-134	-147	-147	-147
其他收益	65	126	100	100	100
公允价值变动收益	-8	-19	-10	-10	-10
投资净收益	19	13	21	24	28
资产处置收益	1	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	625	604	802	958	1137
营业外收入	13	14	13	13	13
营业外支出	22	11	11	11	11
<b>利润总额</b>	616	607	804	961	1140
所得税	136	131	173	207	246
<b>净利润</b>	479	476	631	754	895
少数股东损益	15	17	23	27	32
<b>归属母公司净利润</b>	464	459	608	726	862
EBITDA	716	733	917	1010	1185
EPS(元)	0.32	0.31	0.42	0.50	0.59

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	17.5	-3.1	22.9	15.3	14.2
营业利润(%)	21.2	-3.5	32.8	19.5	18.8
归属于母公司净利润(%)	26.7	-1.2	32.5	19.5	18.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	63.9	62.7	63.9	64.1	64.4
净利率(%)	10.4	10.6	11.5	11.9	12.3
ROE(%)	11.2	11.8	14.4	15.7	16.6
ROIC(%)	10.0	10.4	13.4	14.6	15.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.3	32.4	30.7	29.6	29.5
净负债比率(%)	-39.7	-24.6	-35.6	-44.3	-45.5
流动比率	2.2	2.0	2.5	2.7	2.9
速动比率	1.4	1.3	1.5	1.8	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	7.9	7.2	7.7	7.6	7.5
应付账款周转率	3.6	3.1	3.3	3.3	3.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.31	0.42	0.50	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.35	0.30	0.49	0.34
每股净资产(最新摊薄)	2.85	2.70	2.91	3.18	3.55
<b>估值比率</b>					
P/E	16.2	16.4	12.3	10.3	8.7
P/B	1.8	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.2	8.8	6.4	5.3	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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10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