

## 太平鸟 (603877.SH)

2023年04月19日

## 2022年库存及库龄改善, 2023Q1 盈利向好

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

lvming@kysec.cn

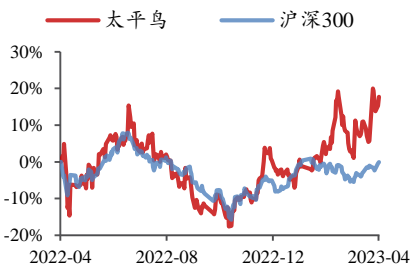
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/4/18
当前股价(元)	22.36
一年最高最低(元)	23.30/15.37
总市值(亿元)	106.53
流通市值(亿元)	105.69
总股本(亿股)	4.76
流通股本(亿股)	4.73
近3个月换手率(%)	29.28

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《业绩持续承压, 渠道&产品结构调整下经营趋于稳健——公司信息更新报告》-2022.10.30

《业绩如期承压, H2 控费持续&加盟拓店提速——公司信息更新报告》-2022.9.2

《疫情及费用端影响业绩, 积极控费提效有望改善盈利——公司信息更新报告》-2022.4.29

### ● 疫情客流下滑导致全年业绩承压, 2023Q1 盈利向好, 维持“买入”评级

2022年公司收入86.02亿元(-21.24%), 归母/扣非净利润1.85亿元(-72.73%)、-0.27亿元(-105.16%), 非经常性项目政府补助2.30亿元、投资收益0.45亿元。2023Q1在控费&调整零售折率下扣非及扣非增速转正, 进入4月后零售流水同比持平, 同店双位数增长, 我们上调2023-2024年并新增2025年盈利预测, 预计2023-2025年归母净利润为7.0/8.7/11.3亿元(此前2023-2024年为5.9/7.4亿元), 对应EPS分别为1.5/1.8/2.4元, 当前股价对应PE分别为15.3/12.3/9.5倍, 2022年12月启动组织变革从事业部制转向职能大部制包括产品&零售&供应链管理三大业务中心, 随着消费复苏, 预计2023年发挥集中管控优势, 渠道优化、库存管控及商品企划改善成效渐显, 同时继续降本控费, 维持“买入”评级。

### ● 品牌端: 男装及童装体现韧性, 期待改革后2023年冬季产品改善

2022年女装/男装/乐町/Mini Peace分别收入32.7/29.2/10.0/11.0亿元, 同减27.0%/13.3%/28.3%/13.9%, 占比38.4%/34.3%/11.8%/12.9%, 男装及童装跌幅弱于较女装及乐町, 体现男装及童装赛道韧性。

### ● 渠道端: 线上销售占比持续提升, 线下经营和拓店承压, 静待2023年回暖

2022年线上收入27.32亿元(-18.8%), 占比32.0%, 占比+0.97pct。线下收入57.96亿元(-22.37%), 其中直营/加盟收入34.19/23.78亿元, 同降25.9%/16.7%, 占比59%/41%(+3pct), 直营同店下降19.3%。门店数量, 2022年净闭543家至4671家, 直营/加盟分别净闭189/354至1427/3244家, 直营: 加盟=1:2.3, 2023年预计继续优化渠道, 直营规划净闭店100-200家, 加盟规划净拓200家。

### ● 折扣加深及负经营杠杆拖累全年净利率下滑1.4pct, 营运能力维持良好状态

**盈利能力:** 2022年毛利率48.2%(-4.7pct), 线上/直营/加盟毛利率分别同比-2.6/-2.3/-7.9pct, 加盟毛利率下降较大主要系加大过季老货库存清理力度。2022年销售/管理/财务/研发费用率分别为36.81%/7.28%/0.80%/1.37%, 同比+0.65/+0.79/+0.18/-0.02pct, 净利率2.15%(-4.1pct)。 **营运能力:** 2022年底存货21.3亿元, 同比-16.4%, 且存货结构改善, 截至2022年底一年以内货品占比+6pct至75%, 存货周转天数189天(+21天); 应收账款周转天数24天(+1天)。

### ● 风险提示: 线下零售复苏不及预期、渠道优化不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,921	8,602	9,162	10,226	11,256
YOY(%)	16.3	-21.2	6.5	11.6	10.1
归母净利润(百万元)	677	185	696	869	1,126
YOY(%)	-5.0	-72.7	276.6	25.0	29.6
毛利率(%)	52.9	48.2	51.0	51.1	51.3
净利率(%)	6.2	2.1	7.6	8.5	10.0
ROE(%)	15.8	4.4	14.5	15.9	17.4
EPS(摊薄/元)	1.42	0.39	1.46	1.82	2.36
P/E(倍)	15.7	57.7	15.3	12.3	9.5
P/B(倍)	2.5	2.6	2.3	2.0	1.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 疫情客流下滑导致全年业绩承压， 2023Q1 盈利向好.....	3
1.1、 分品牌看：PB 女装、PB 男装、Mini Peace 童装收入均下降.....	3
1.2、 分渠道看：线下经营和拓店承压，静待 2023 年逐步回暖.....	4
2、 负经营杠杆拖累盈利能力，库存及结构优化.....	6
2.1、 盈利能力：毛利率小幅下降，积极控费，负经营杠杆压缩净利率.....	6
2.2、 营运能力：受 2022 年强化商品产销计划性管理影响，年末存货减少.....	7
3、 盈利预测与投资建议.....	8
4、 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 86.02 亿元（-21.24%）.....	3
图 2： 2022Q4 收入为 23.78 亿元，同比下滑 32.28%.....	3
图 3： 2022 年公司归母净利润为 1.85 亿元（-72.73%）.....	3
图 4： 2022Q4 归母净利润 0.32 亿元，同比下降 73.94%.....	3
图 5： 2022 年女装、男装及童装增速为负.....	4
图 6： 2022 年女装收入占比略有下降.....	4
图 7： 2022 年线上销售占比持续提升.....	5
图 8： 2022 年直营收入下降幅度较大.....	5
图 9： 2022 年直营净减少 189 家，加盟净减少 354 家.....	5
图 10： 2022 年直营和加盟店数均下降.....	5
图 11： 2022 年各品牌毛利率均下降.....	6
图 12： 2022 年加盟毛利率下降幅度较大.....	6
图 13： 2022 年公司期间费用率提升 1.60pct.....	7
图 14： 公司 2022 年毛利率和净利率均有所下滑.....	7
图 15： 受强化商品产销计划性管理影响，年末存货减少.....	7
图 16： 2022 年应收账款周转天数基本持平.....	7
表 1： 2022 年主力品牌（PB 女装、PB 男装、Mini Peace）收入均下降，男装及童装好于女装及乐町（单位：亿元）..	4
表 2： 2022 年总门店数为 4671 家，全年净减少 543 家（Q4 净减少 193 家）（单位：家）.....	5

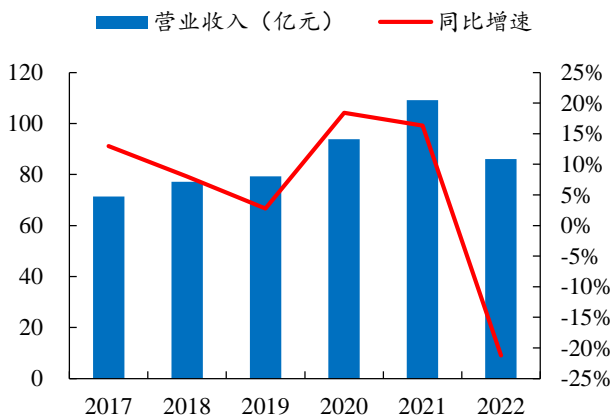
## 1、疫情客流下滑导致全年业绩承压，2023Q1 盈利向好

2022 年公司实现收入 86.02 亿元 (-21.24%)，归母净利润 1.85 亿元 (-72.73%)，扣非净利润-0.27 亿元 (-105.16%)，首次年度收入及扣非净利润出现下滑，主要系疫情扰动线下客流承压、经营策略调整所致。

分季度看，2022Q1-Q4 收入及增速分别为 24.64/17.33/20.27/23.78 亿元，同比 -7.74%/-26.08%/-15.35%/-32.28%；2022Q1-Q4 归母净利润及增速分别为 1.90 /-0.57 /0.19 /0.32 亿元，同比-6.44%/-127.41%/-86.53%/-73.94%。

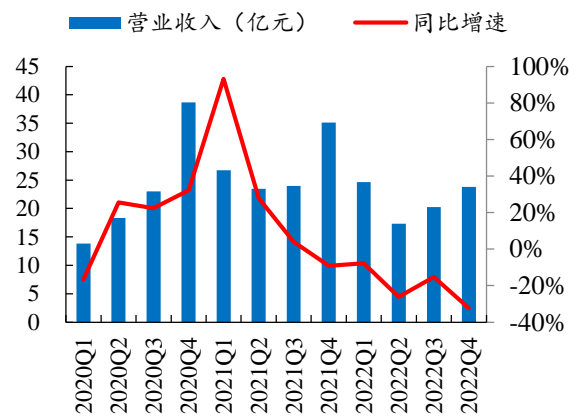
**2023Q1 收入承压但利润表现较好，单季度扣非自 2022Q2 以来转正，增速自 2021Q4 以来转正。**预计实现收入 20.74 亿元(-16%)，归母净利润 2.16 亿元(+14%)，扣非净利润 1.77 亿元 (+58%)，归母净利率 10.4% (+2.9pct)，主要系零售折扣改善带动毛利率提升叠加降本控费效果显著所致。

图1：2022 年公司实现收入 86.02 亿元 (-21.24%)



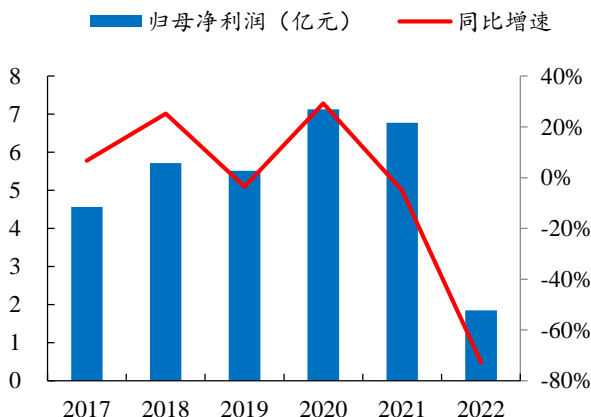
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022Q4 收入为 23.78 亿元，同比下滑 32.28%



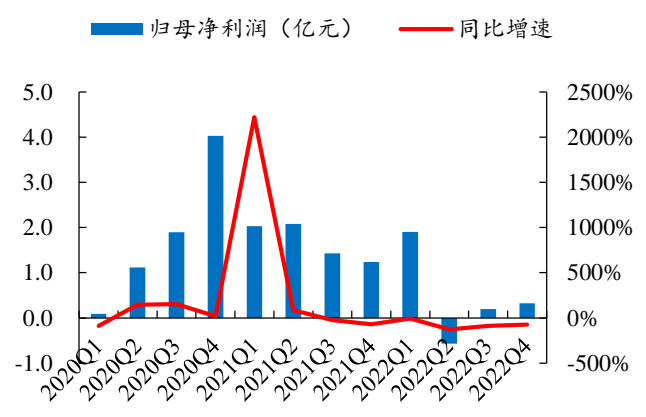
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022 年公司归母净利润为 1.85 亿元 (-72.73%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q4 归母净利润 0.32 亿元，同比下降 73.94%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、分品牌看：PB 女装、PB 男装、Mini Peace 童装收入均下降

**PB 女装：**2022 年营收 32.74 亿元，同比-26.99%，收入占比为 38.39%(-3.02pct)；

**PB 男装:**2022 年营收 29.22 亿元,同比-13.27%,收入占比为 34.27%(+3.16pct);

**乐町少女装:**2022 年营收 10.03 亿元,同比-28.25%,收入占比为 11.76%(-1.14pct);

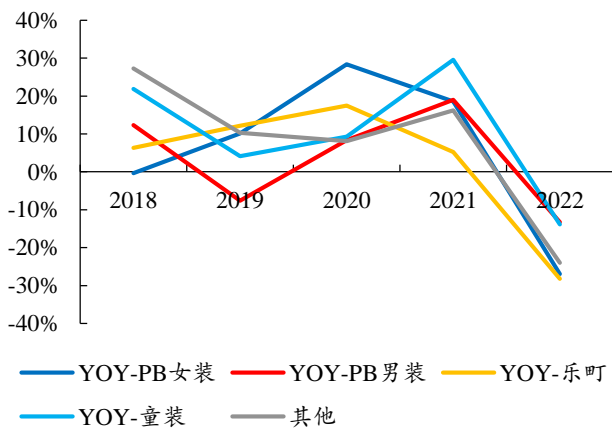
**Mini Peace 童装:** 2022 年营收 10.97 亿元, 同比-13.87%, 收入占比为 12.86% (+1.10pct)。

**表1: 2022 年主力品牌 (PB 女装、PB 男装、Mini Peace) 收入均下降, 男装及童装好于女装及乐町 (单位: 亿元)**

	2020		2021		2022		VS2021 变动		VS2020 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
PB 女装	37.81	41.15%	44.84	41.40%	32.74	38.39%	-26.99%	-3.02pct	-13.41%	-2.76pct
PB 男装	28.32	30.82%	33.70	31.11%	29.22	34.27%	-13.27%	+3.16pct	3.20%	+3.44pct
乐町少女装	13.29	14.46%	13.98	12.91%	10.03	11.76%	-28.25%	-1.14pct	-24.51%	-2.70pct
Mini Peace	9.83	10.70%	12.74	11.76%	10.97	12.86%	-13.87%	+1.10pct	11.56%	+2.16pct
其它	2.63	2.86%	3.06	2.82%	2.32	2.72%	-24.00%	-0.10pct	-11.69%	-0.14pct
总计	91.88	100.00%	108.31	100.00%	85.28	100.00%	-21.26%	-	-7.18%	-
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
PB 女装	20.98	55.50%	25.05	55.87%	16.11	49.21%	-35.70%	-6.66pct	-23.23%	-6.29pct
PB 男装	15.41	54.42%	17.97	53.32%	14.68	50.23%	-18.30%	-3.09pct	-4.75%	-4.19pct
乐町少女装	6.62	49.82%	6.82	48.81%	4.43	44.19%	-35.04%	-4.62pct	-33.04%	-5.63pct
Mini Peace	5.03	51.15%	6.53	51.27%	5.47	49.89%	-16.19%	-1.38pct	8.81%	-1.26pct
其它	1.17	44.36%	1.25	40.98%	0.84	36.01%	-33.22%	-4.97pct	-28.31%	-8.35pct
总计	49.21	53.56%	57.63	53.21%	41.53	48.70%	-27.93%	-4.51pct	-15.61%	-4.86pct

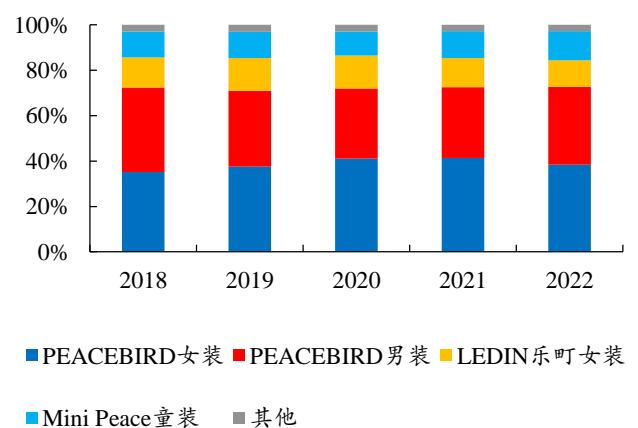
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图5: 2022 年女装、男装及童装增速为负**



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图6: 2022 年女装收入占比略有下降**



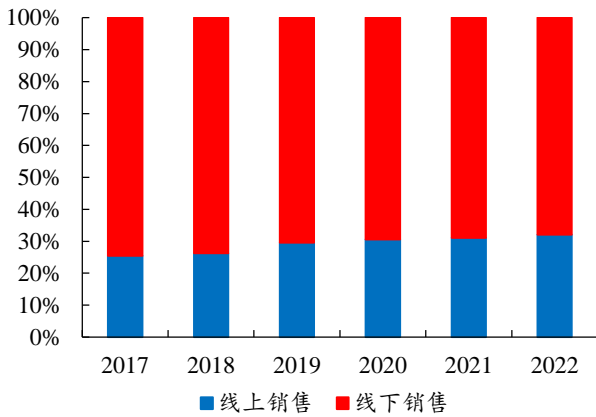
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 1.2、分渠道看: 线下经营和拓店承压, 静待 2023 年逐步回暖

**线下渠道:** 2022 年线下渠道共实现收入 57.96 亿元 (-22.37%), 其中直营收入 34.19 亿元 (-25.91%), 占比为 58.98% (-2.82pct), 直营同店店效下降 19.3%; 加盟收入 23.78 亿元 (-16.65%), 占比为 41.02% (+2.82pct)。

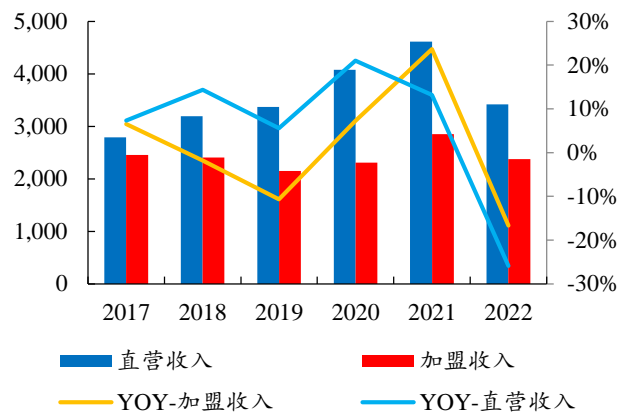
**线上渠道:**2022 年线上渠道实现收入 27.32 亿元(占总收入 32.0%), 同降 18.8%。

图7：2022年线上销售占比持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

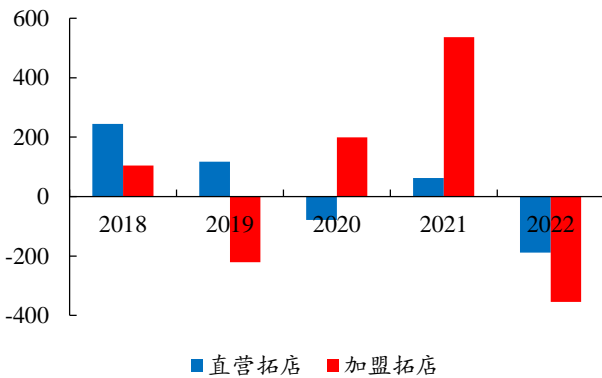
图8：2022年直营收入下降幅度较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

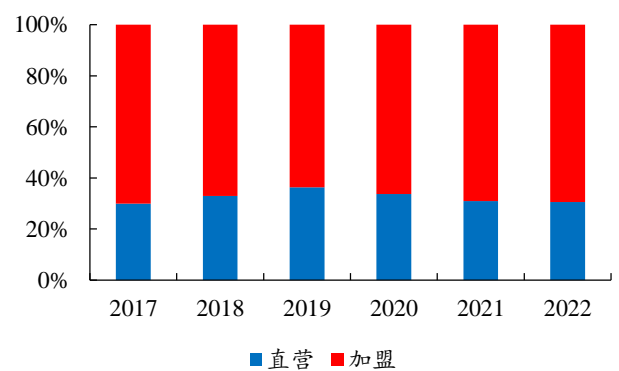
**门店数量：**2022年整体净减少543家至4671家，其中直营净减少189家（Q4净减少15家）至1427家；加盟净减少354家（Q4净减少178家）至3244家，门店数下降主要系公司改变过往渠道规模增长策略，主动关闭低效门店，经营重点转向提升门店坪效和盈利能力。

图9：2022年直营净减少189家，加盟净减少354家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2022年直营和加盟店数均下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**分品牌看，**2022年全年PB女装门店净减少147家至1881家；PB男装门店净减少70家至1503家；乐町少女装门店净减少132家至558家；Mini Peace童装门店净减少114家至697家。

表2：2022年总门店数为4671家，全年净减少543家（Q4净减少193家）（单位：家）

	2021		2022		2022Q3		2022净拓店		2022Q4净拓店	
	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟
PB 女装	579	1449	522	1359	498	1397	-57	-90	24	-38
PB 男装	523	1050	457	1046	466	1055	-66	-4	-9	-9
乐町少女装	207	483	170	388	186	427	-37	-95	-16	-39
Mini Peace	296	515	275	422	288	491	-21	-93	-13	-69
其它	11	101	3	29	4	52	-8	-72	-1	-23
合计	1616	3598	1427	3244	1442	3422	-189	-354	-15	-178
总计	5214		4671		5078		-543		-193	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、负经营杠杆拖累盈利能力，库存及结构优化

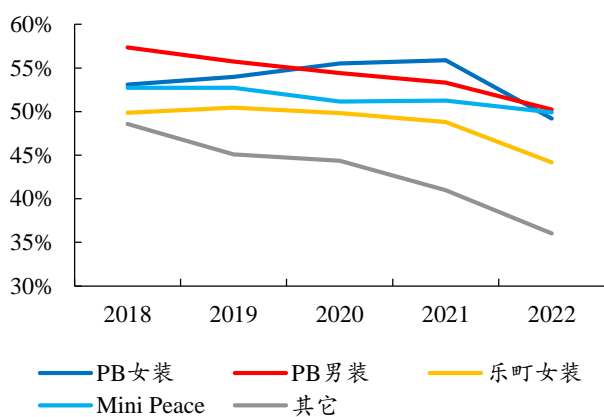
### 2.1、盈利能力：毛利率小幅下降，积极控费，负经营杠杆压缩净利率

(1) 毛利率：2022 年公司整体毛利率为 48.22% (-4.71pct)。

分渠道看：线上毛利率为 42.39% (-2.56pct)；线下毛利率为 51.67% (-5.25pct)，直营渠道毛利率为 63.41% (-2.30pct)，加盟渠道毛利率为 34.78% (-7.94pct)，加盟毛利率下降较大主要系加盟加大了过季老货库存清理力度。

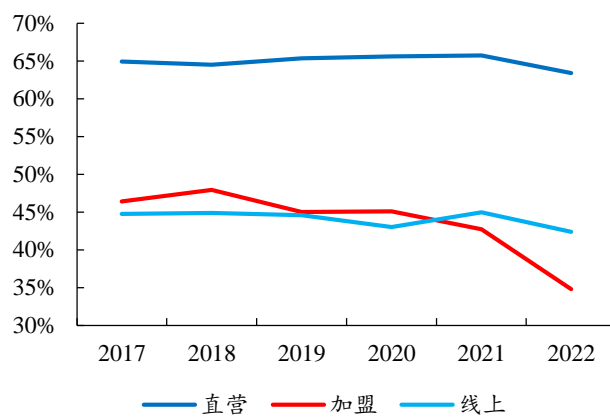
分品牌看：PB 女装 2022 年毛利率为 49.21% (-6.66pct)，较 2020 年下降 6.29pct；PB 男装为 50.23% (-3.09pct)，较 2020 年下降 4.19pct；乐町少女装 2022 年毛利率为 44.19% (-4.62pct)，较 2020 年下降 5.63pct；Mini Peace 童装 2022 年毛利率为 49.89% (-1.38pct)，较 2020 年下降 1.26pct。

图11：2022 年各品牌毛利率均下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2022 年加盟毛利率下降幅度较大

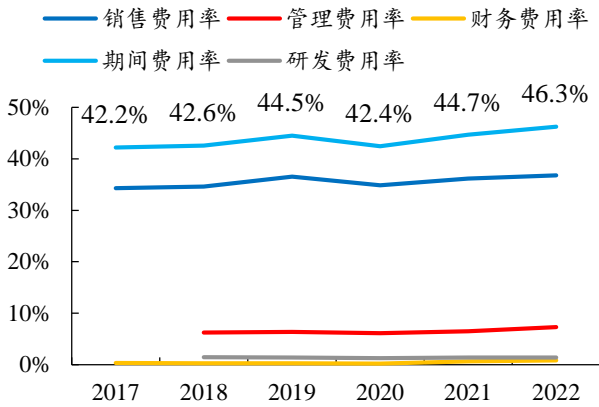


数据来源：公司公告、开源证券研究所

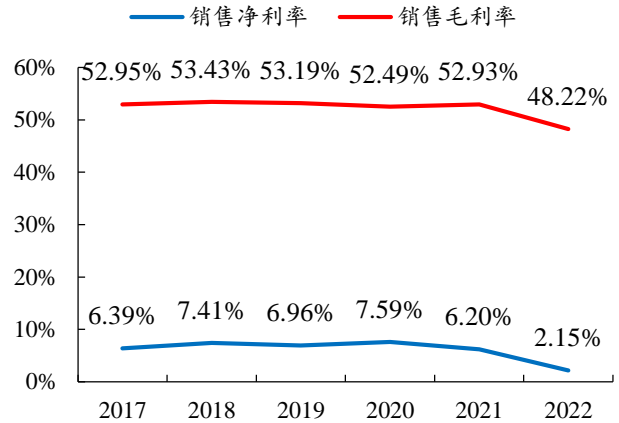
(2) 费用端：2022 年公司期间费用率为 46.26%，同比+1.60pct，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 36.81%/7.28%/0.80%/1.37%，同比+0.65/+0.79/+0.18/-0.02pct。

销售费用 31.66 亿元，同比下降 19.81%，主要系销售收入及门店数量减少下直营薪酬、广告费、商场店铺等费用同比下降所致。管理费用 6.26 亿元，同比下降 11.68%，主要系职工薪酬、咨询费等费用同比下降。财务费用 0.69 亿元，同比增加 1.45%。研发费用 1.18 亿元，同比下降 22.29%，主要系职工薪酬及设计费同比下降所致。

(3) 净利率：2022 年公司净利率 2.15%，同比下降 4.05pct，2022Q4 净利率为 1.35% (-2.16pct)。

**图13：2022 年公司期间费用率提升 1.60pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

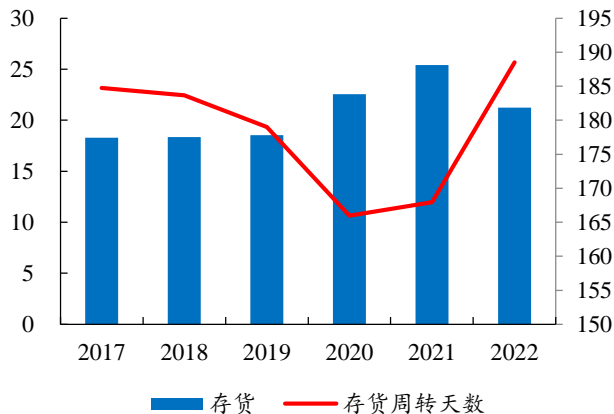
**图14：公司 2022 年毛利率和净利率均有所下滑**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

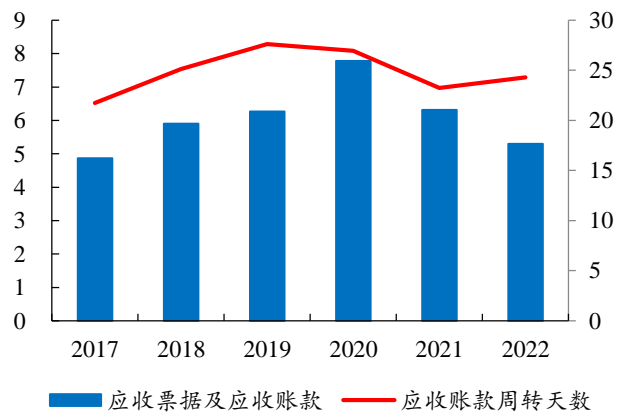
## 2.2、营运能力：受 2022 年强化商品产销计划性管理影响，年末存货减少

**(1) 存货：**截至 2022 年底，公司存货净值为 21.25 亿元，同比下降 16.35%，库存管理改善主要受益于强化商品产销计划性管理，当年新品库存逐渐得到优化；强化过季老品的消化处理，2 年及以上货品库存明显降低，占比由最高时期的 28% 逐渐控制在 2022 年的 3% 左右。2022 年存货周转天数为 189 天，同比增加 21 天，2023 年预计将继续强化产销率、积极的快反措施、严控 6 季以上老货占比 3 种方式对存货进行管理。

**(2) 应收账款：**截至 2022 年底，应收账款为 5.30 亿元，同比减少 16.20%，应收账款周转天数为 24 天，同比增加 1 天。

**图15：受强化商品产销计划性管理影响，年末存货减少**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图16：2022 年应收账款周转天数基本持平**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(3) 经营性现金流和净现金：**2022 年经营活动产生的现金流量净额为 3.99 亿元，同比下降 69.32%，主要系零售收入下降及对供应商付款进度适当加快所致。截至 2022 年底，货币资金为 10.89 亿元，同比下降 5.13%。

### 3、盈利预测与投资建议

2023Q1 在控费&调整零售折率下扣非及扣非增速转正，进入 4 月后零售流水同比持平，同店双位数增长，我们上调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 7.0/8.7/11.3 亿元（此前 2023-2024 年为 5.9/7.4 亿元），对应 EPS 分别为 1.5/1.8/2.4 元，当前股价对应 PE 分别为 15.3/12.3/9.5 倍，2022 年 12 月启动组织变革从事业部制转向职能大部制包括产品&零售&供应链管理三大业务中心，随着消费复苏，预计 2023 年发挥集中管控优势，渠道优化、库存管控及商品企划改善成效渐显，同时继续降本控费，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

线下零售复苏不及预期、渠道优化不及预期。



**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>	7133	5688	7579	8205	9385
现金	1148	1089	2102	2475	3238
应收票据及应收账款	632	530	729	638	886
其他应收款	171	133	158	169	202
预付账款	261	160	316	193	371
存货	2540	2125	2201	2693	2767
其他流动资产	2381	1653	2073	2036	1921
<b>非流动资产</b>	3062	2863	2936	2885	2594
长期投资	9	9	18	28	40
固定资产	1360	1321	1293	1281	1253
无形资产	176	169	150	132	112
其他非流动资产	1517	1364	1474	1444	1189
<b>资产总计</b>	10194	8551	10515	11089	11979
<b>流动负债</b>	4656	3229	4845	4765	4877
短期借款	198	0	230	143	124
应付票据及应付账款	2468	1630	2619	2065	3061
其他流动负债	1991	1599	1996	2558	1692
<b>非流动负债</b>	1268	1168	894	859	638
长期借款	721	750	540	419	234
其他非流动负债	548	419	354	440	404
<b>负债合计</b>	5924	4398	5739	5625	5515
少数股东权益	2	11	9	7	4
股本	477	476	476	476	476
资本公积	1323	1358	1358	1358	1358
留存收益	2473	2374	2788	3312	3986
<b>归属母公司股东权益</b>	4268	4143	4767	5458	6459
负债和股东权益	10194	8551	10515	11089	11979

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1300	399	2185	755	892
净利润	677	184	694	867	1124
折旧摊销	233	255	233	110	114
财务费用	68	69	73	83	92
投资损失	-38	-40	-9	-10	-11
营运资金变动	-261	-661	1174	-297	-411
其他经营现金流	621	592	20	2	-16
<b>投资活动现金流</b>	-484	595	-787	-0	326
资本支出	366	248	-160	-31	-47
长期投资	-194	798	-9	-11	-11
其他投资现金流	-311	1641	-956	-43	267
<b>筹资活动现金流</b>	-293	-1031	-385	-381	-455
短期借款	-295	-198	230	-88	-18
长期借款	721	29	-209	-121	-185
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-24	35	0	0	0
其他筹资现金流	-695	-897	-406	-173	-251
<b>现金净增加额</b>	523	-37	1013	374	763

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	10921	8602	9162	10226	11256
营业成本	5140	4454	4486	4997	5484
营业税金及附加	59	59	63	70	77
营业费用	3949	3166	2950	3221	3377
管理费用	709	626	596	614	619
研发费用	152	118	126	140	155
财务费用	68	69	73	83	92
资产减值损失	-120	-120	-123	-123	-123
其他收益	204	230	200	200	200
公允价值变动收益	5	4	4	4	4
投资净收益	38	40	9	10	11
资产处置收益	5	-5	0	0	0
<b>营业利润</b>	988	257	959	1191	1545
营业外收入	6	23	23	23	23
营业外支出	44	18	18	18	18
<b>利润总额</b>	949	262	964	1196	1550
所得税	273	77	270	329	426
<b>净利润</b>	677	184	694	867	1124
少数股东损益	-1	-0	-2	-2	-3
<b>归属母公司净利润</b>	677	185	696	869	1126
EBITDA	1207	534	1178	1265	1597
EPS(元)	1.42	0.39	1.46	1.82	2.36

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.3	-21.2	6.5	11.6	10.1
营业利润(%)	6.7	-74.0	273.8	24.2	29.7
归属于母公司净利润(%)	-5.0	-72.7	276.6	25.0	29.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	52.9	48.2	51.0	51.1	51.3
净利率(%)	6.2	2.1	7.6	8.5	10.0
ROE(%)	15.8	4.4	14.5	15.9	17.4
ROIC(%)	11.4	3.5	11.3	12.7	14.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	58.1	51.4	54.6	50.7	46.0
净负债比率(%)	16.1	10.0	-17.6	-24.4	-36.1
流动比率	1.5	1.8	1.6	1.7	1.9
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	0.9	1.0	0.9	1.0
应收账款周转率	15.5	14.8	14.6	15.0	14.8
应付账款周转率	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.42	0.39	1.46	1.82	2.36
每股经营现金流(最新摊薄)	2.73	0.84	4.59	1.59	1.87
每股净资产(最新摊薄)	8.82	8.56	9.87	11.32	13.42
<b>估值比率</b>					
P/E	15.7	57.7	15.3	12.3	9.5
P/B	2.5	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	7.7	18.4	6.9	6.0	4.2

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