

罗莱生活 (002293.SZ) 2022 年全年业绩稳健, 2023Q1 利润端超预期

2023 年 04 月 21 日

——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

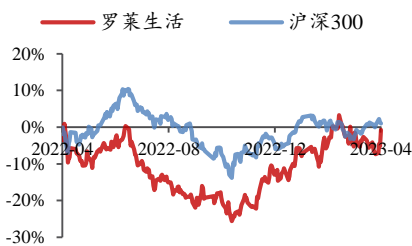
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/4/20
当前股价(元)	12.55
一年最高最低(元)	13.63/9.19
总市值(亿元)	105.41
流通市值(亿元)	103.73
总股本(亿股)	8.40
流通股本(亿股)	8.27
近 3 个月换手率(%)	19.28

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《渠道拓展叠加产能提升, 家纺龙头高质量增长可期——公司首次覆盖报告》-2023.2.23

● 2022 年全年业绩稳健, 2023Q1 利润端超预期, 维持“买入”评级

公司 2022 年实现营收 53.14 亿元 (-7.75%), 实现归母/扣非归母净利润 5.74/5.28 亿元, 同减 19.6%/22.2%; 2023Q1 实现营收 12.40 亿元 (-3.62%), 实现归母/扣非净利润 1.77/1.62 亿元, 同增 11.1%/13.5%。由于 2023 年年初消费复苏不及预期, 我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 7.61/8.96/10.26 亿元 (此前 2023-2024 年 7.77/9.11 亿元), 对应 EPS 分别为 0.9/1.1/1.2 元, 当前股价对应 PE 分别为 13.2/11.2/9.8 倍, 考虑到公司线下积极开店并提升店效, 线上高质量增长; 同时积极布局产能, 维持“买入”评级。

● 产品端: 家纺各类产品收入均下降, 家具产品收入增加

2022 年标准套件类/被芯类/枕芯类/夏令产品/其他分别实现营收 16.05/17.12/2.77/1.62/3.73 亿元, 同减 15.5%/6.3%/2.5%/8.1%/19.3%; 家具实现营收 11.86 亿元, 同比+6.5%, 莱克星顿 2022 年实现收益 0.97 亿元。

● 渠道端: 线下店效承压但拓店仍稳步进行, 看好 2023 年持续拓店与店效恢复

2022 年线上实现收入 14.82 亿元 (-8.06%); 线下实现收入 26.47 亿元 (-13.13%), 其中直营/加盟/其他渠道收入 3.09/18.61/4.76 亿元, 同降 16.58%/8.28%/26.37%, 直营同店店效下降 29.08%; 美国渠道实现收入 11.86 亿元 (占总收入 22.31%), 同增 7.61%。门店数量: 2022 年净增 181 家至 2662 家, 其中直营/加盟分别净拓 46/135 家至 307/2355 家, 稳步拓店下预计 2023 年实现新开 400+家。

● 毛利率稳中有升, 降本增效下 2023Q1 净利率提升, 营运能力良好

盈利能力: 2022 年毛/净利率为 45.96%/10.79%, 分别同比+0.96/-1.59pct, 线上/直营/加盟/其他/美国渠道毛利率分别同比+2.09/+0.11/+1.39/+0.75/+0.04pct。2022 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 21.46%/6.73%/2.12%/-0.44%, 同比+1.84/-0.16/-0.05/+0.24pct。2023Q1 公司毛/净利率为 44.01%/14.29%, 同增 2.17/1.90pct。**营运能力:** 截止 2023Q1 末存货 15.58 亿元, 同比+18.46%, 存货周转天数 207 天 (+49 天); 应收账款周转天数 39 天 (+5 天)。

● 风险提示: 门店拓展不及预期, 电商竞争加剧, 产能落地不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,760	5,314	5,975	6,596	7,256
YOY(%)	17.3	-7.7	12.5	10.4	10.0
归母净利润(百万元)	713	574	761	896	1,026
YOY(%)	21.9	-19.6	32.7	17.8	14.4
毛利率(%)	45.0	46.0	46.5	46.9	47.2
净利率(%)	12.4	10.8	12.7	13.6	14.1
ROE(%)	17.6	13.7	15.5	16.1	15.8
EPS(摊薄/元)	0.85	0.68	0.91	1.07	1.22
P/E(倍)	14.1	17.6	13.2	11.2	9.8
P/B(倍)	2.5	2.4	2.0	1.8	1.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022 全年业绩稳健，2023Q1 利润端超预期.....	3
1.1、 分产品看：家纺各类产品收入均下降，家具产品收入增加.....	3
1.2、 分渠道看：线下经营受疫情扰动承压，但拓店仍稳步进行.....	4
2、 盈利能力稳中有升，营运能力良好.....	5
2.1、 盈利能力：毛利率稳中有升，降本增效下 2023Q1 净利率提升.....	5
2.2、 营运能力：家具业务增长导致存货提升，现金流整体良好.....	7
3、 盈利预测与投资建议.....	7
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 53.14 亿元（-7.75%）.....	3
图 2： 2023Q1 收入为 12.40 亿元（-3.62%）.....	3
图 3： 2022 年公司归母净利润为 5.74 亿元（-19.59%）.....	3
图 4： 2023Q1 归母净利润 1.77 亿元（+11.13%）.....	3
图 5： 2022 年家具产品增速为 6.50%.....	4
图 6： 2022 年家具收入占比持续提升.....	4
图 7： 2022 年直营、其他渠道收入下降幅度较大.....	5
图 8： 2022 年美国收入占比提升.....	5
图 9： 2022 年直营净拓 46 家，加盟净拓 135 家.....	5
图 10： 2022 年直营和加盟店数均上升.....	5
图 11： 2022 年被芯类、家具毛利率均持续提升.....	6
图 12： 2022 年各渠道毛利率均有所提升.....	6
图 13： 2022 年公司期间费用率提升 1.60pct.....	7
图 14： 公司 2022 年与 2023Q1 毛利率稳步提升.....	7
图 15： 2023Q1 存货规模环比改善.....	7
图 16： 2023Q1 应收账款周转天数同比增加 5 天.....	7
表 1： 2022 年家纺各类产品收入均下降，家具产品收入增加（单位：亿元）.....	4
表 2： 2022 年线上和线下各渠道收入均下降（单位：亿元）.....	4
表 3： 2022 年线上和加盟渠道毛利率分别提升 2.09/1.39pct（单位：亿元）.....	6
表 4： 2022 年被芯类、家具毛利率分别提升 1.45/0.04pct（单位：亿元）.....	6

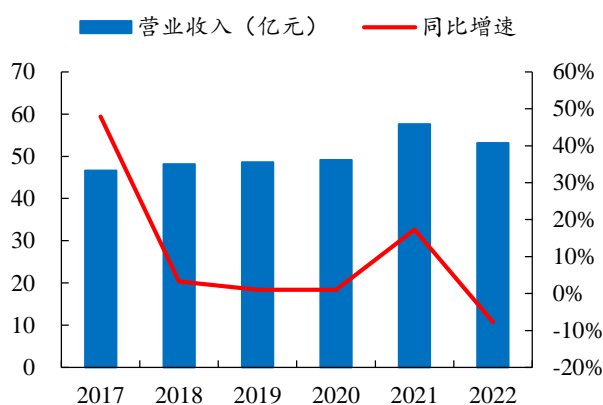
1、2022 全年业绩稳健，2023Q1 利润端超预期

2022 年公司实现收入 53.14 亿元 (-7.75%)，归母净利润 5.74 亿元 (-19.59%)，扣非净利润 5.28 亿元 (-22.22%)，主要系疫情扰动线下客流承压所致。

分季度看，2022Q1-Q4 收入及增速分别为 12.86/10.96/13.36/15.96 亿元，同比 -2.49%/-9.20%/-9.27%/-9.41%；2022Q1-Q4 归母净利润及增速分别为 1.59/0.63/1.69/1.82 亿元，同比 -12.81%/-36.32%/-18.94%/-18.27%。

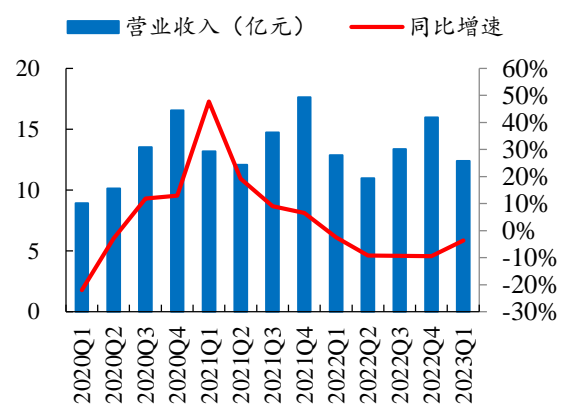
2023Q1 营收端降幅收窄，降本增效下利润端明显增长。公司预计实现收入 12.40 亿元 (-3.62%)，归母净利润 1.77 亿元 (+11.13%)，扣非净利润 1.62 亿元 (+13.47%)。

图1：2022 年公司实现收入 53.14 亿元 (-7.75%)



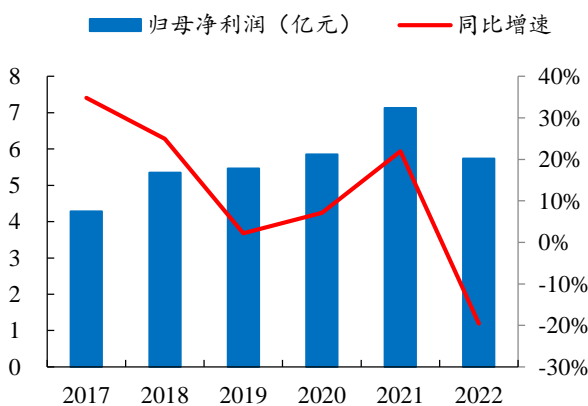
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q1 收入为 12.40 亿元 (-3.62%)



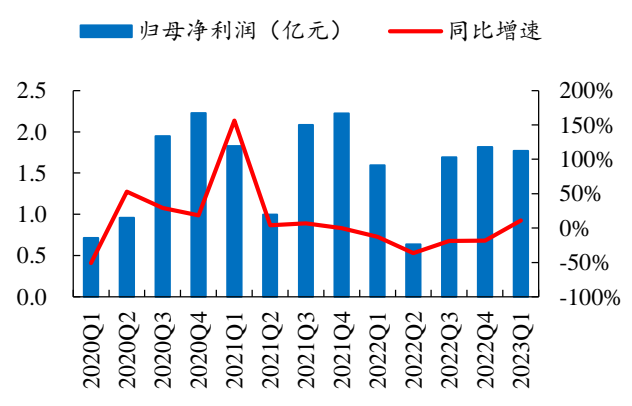
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022 年公司归母净利润为 5.74 亿元 (-19.59%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1 归母净利润 1.77 亿元 (+11.13%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、分产品看：家纺各类产品收入均下降，家具产品收入增加

标准套件类：2022 年营收 16.05 亿元，同比 -15.45%，收入占比为 30.20% (-2.75pct)；

被芯类：2022 年营收 17.12 亿元，同比 -6.28%，收入占比为 32.22% (+0.51pct)；

枕芯类：2022 年营收 2.77 亿元，同比 -2.52%，收入占比为 5.21% (+0.28pct)；

夏令产品: 2022 年营收 1.62 亿元, 同比-8.15%, 收入占比为 3.04% (-0.01pct)。

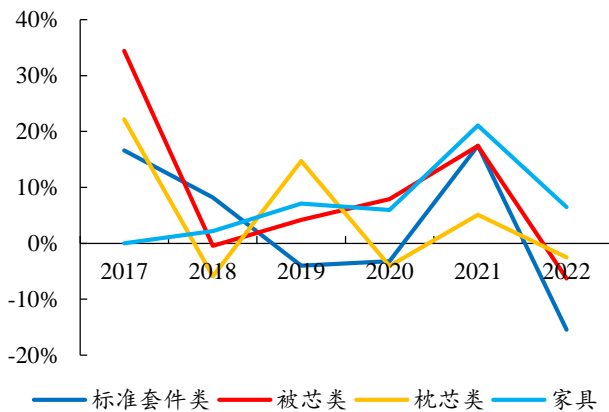
家具产品: 2022 年营收 11.86 亿元, 同比+6.50%, 收入占比为 22.31%(+2.99pct)。

表1: 2022 年家纺各类产品收入均下降, 家具产品收入增加 (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
标准套件类	16.16	32.90%	18.98	32.95%	16.05	30.20%	-15.45%	-2.75pct	-0.66%	-2.70pct
被芯类	15.56	31.68%	18.27	31.71%	17.12	32.22%	-6.28%	+0.51pct	10.04%	+0.54pct
枕芯类	2.70	5.50%	2.84	4.93%	2.77	5.21%	-2.52%	+0.28pct	2.48%	-0.29pct
夏令产品	1.43	2.92%	1.76	3.06%	1.62	3.04%	-8.15%	-0.01pct	12.86%	+0.13pct
其他	4.06	8.27%	4.62	8.02%	3.73	7.01%	-19.32%	-1.01pct	-8.28%	-1.26pct
家具	9.19	18.72%	11.13	19.33%	11.86	22.31%	6.50%	+2.99pct	28.94%	+3.59pct
合计	49.11	100.00%	57.60	100.00%	53.14	100.00%	-7.75%	-	8.21%	-

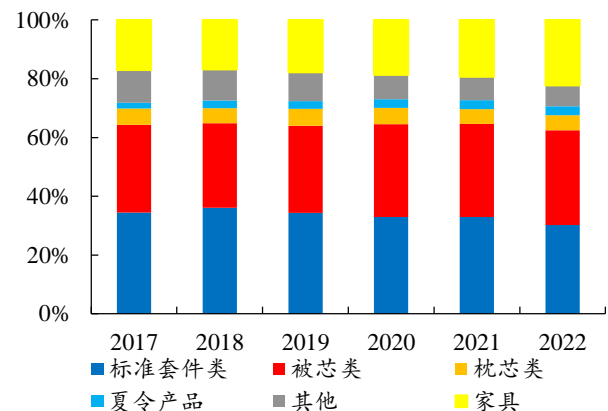
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 2022 年家具产品增速为 6.50%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2022 年家具收入占比持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、分渠道看: 线下经营受疫情扰动承压, 但拓店仍稳步进行

线下渠道: 2022 年线下渠道共实现收入 26.47 亿元 (-13.13%), 其中直营收入 3.09 亿元 (-16.58%), 占比为 5.82% (-0.62pct), 直营同店店效下降 29.08%, 主要系门店多在高线城市受疫情影响较大所致; 加盟收入 18.61 亿元 (-8.28%), 占比为 35.02% (-0.20pct); 其他渠道收入 4.76 亿元 (-26.37%), 占比为 8.96% (-2.27pct)。

线上渠道: 2022 年线上渠道实现收入 14.82 亿元(占总收入 27.88%), 同降 8.06%。

美国渠道: 2022 年美国渠道实现收入 11.86 亿元(占总收入 22.31%), 同增 7.61%, 主要系美国经济复苏所致。

表2: 2022 年线上和线下各渠道收入均下降 (单位: 亿元)

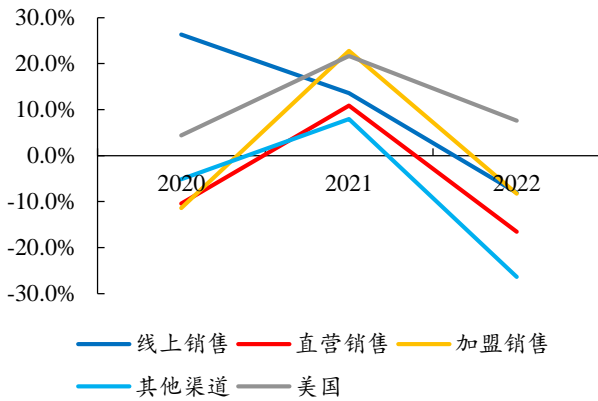
	2020		2021		2022		VS2021 变动		VS2020 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
线上销售	14.19	28.89%	16.12	27.98%	14.82	27.88%	-8.06%	-0.10pct	4.43%	-1.01pct
直营销售	3.34	6.81%	3.71	6.44%	3.09	5.82%	-16.58%	-0.62pct	-7.50%	-0.99pct
加盟销售	16.53	33.65%	20.29	35.23%	18.61	35.02%	-8.28%	-0.20pct	12.61%	+1.37pct

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

其他渠道	5.99	12.20%	6.47	11.23%	4.76	8.96%	-26.37%	-2.27pct	-20.50%	-3.24pct
美国	9.06	18.44%	11.02	19.13%	11.86	22.31%	7.61%	+3.18pct	30.90%	+3.87pct
合计	49.11	100.00%	57.60	100.00%	53.14	100.00%	-7.75%	-	8.21%	-

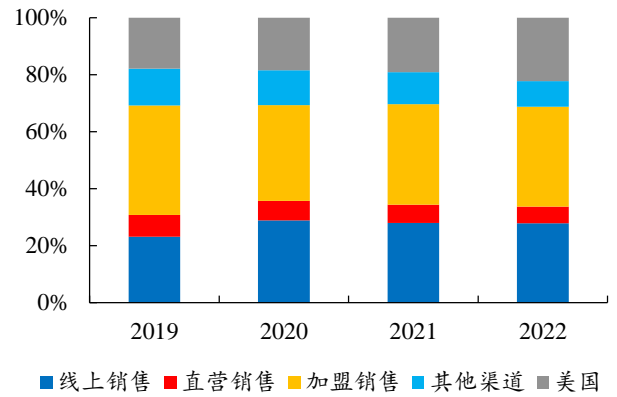
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2022年直营、其他渠道收入下降幅度较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

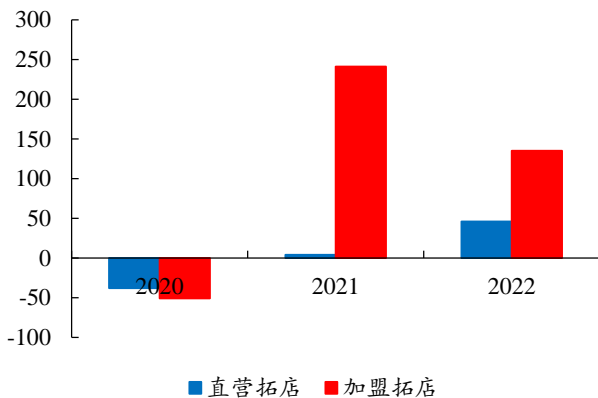
图8：2022年美国收入占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

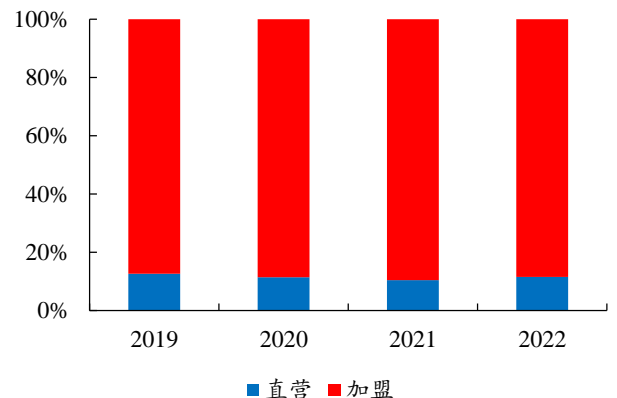
门店数量：2022年整体净增181家至2662家，其中直营净拓46家（2022H2净拓39家）至307家；加盟净拓135家（2022H2净拓105家）至2355家，即使在疫情扰动下，公司仍然稳步推进开店战略。

图9：2022年直营净拓46家，加盟净拓135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上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、盈利能力稳中有升，营运能力良好

2.1、盈利能力：毛利率稳中有升，降本增效下2023Q1净利率提升

(1) 毛利率：2022年公司整体毛利率为45.96% (+0.96pct)，2023Q1公司整体毛利率为44.01% (+2.17pct)。

分渠道看：线上渠道毛利率为50.54% (+2.09pct)，直营渠道毛利率为66.54% (+0.11pct)，加盟渠道毛利率为46.70% (+1.39pct)，其他渠道毛利率为37.15% (+0.75pct)，美国渠道毛利率为37.23% (+0.04pct)。

表3：2022年线上和加盟渠道毛利率分别提升2.09/1.39pct（单位：亿元）

	2020		2021		2022		VS2021 变动		VS2020 变动	
	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
线上销售	6.59	46.43%	7.81	48.45%	7.49	50.54%	-4.10%	+2.09pct	13.67%	+4.11pct
直营销售	2.14	63.90%	2.46	66.43%	2.06	66.54%	-16.44%	+0.11pct	-3.67%	+2.64pct
加盟销售	7.17	43.37%	9.19	45.31%	8.69	46.70%	-5.47%	+1.39pct	21.25%	+3.33pct
其他渠道	2.14	35.77%	2.35	36.40%	1.77	37.15%	-24.85%	+0.75pct	-17.43%	+1.38pct
美国	3.17	35.00%	4.10	37.19%	4.41	37.23%	7.73%	+0.04pct	39.24%	+2.23pct
合计	21.20	43.18%	25.92	45.00%	24.42	45.96%	-5.78%	+0.96pct	15.18%	+2.78pct

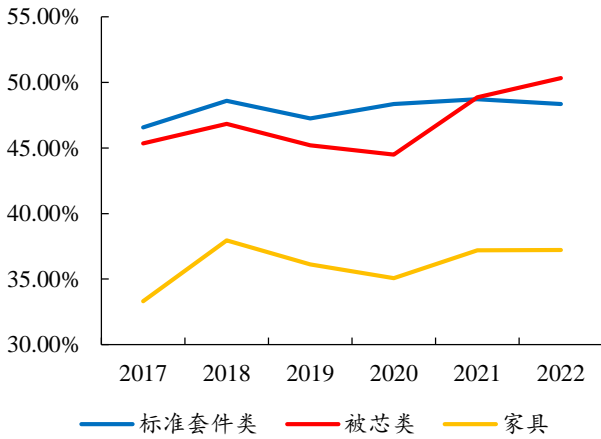
数据来源：公司公告、开源证券研究所

分产品看：标准套件类2022年毛利率为48.34%(-0.37pct)，较2020年下降0.00pct；被芯类2022年毛利率为50.31%(+1.45pct)，较2020年提升5.82pct；家具2022年毛利率为37.23%(+0.04pct)，较2020年提升2.17pct。

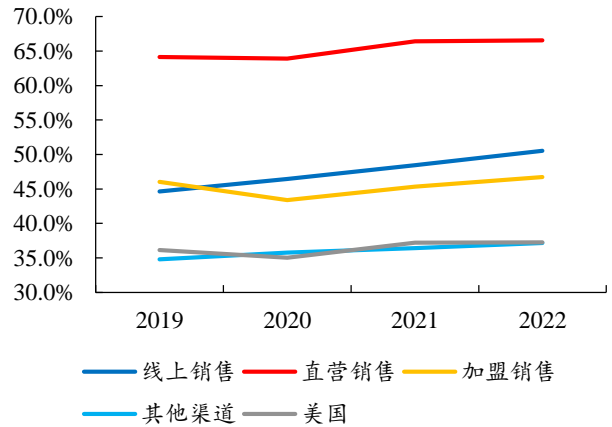
表4：2022年被芯类、家具毛利率分别提升1.45/0.04pct（单位：亿元）

	2020		2021		2022		VS2021 变动		VS2020 变动	
	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
标准套件类	7.81	48.35%	9.25	48.71%	7.76	48.34%	-16.08%	-0.37pct	-0.67%	0.00pct
被芯类	6.92	44.49%	8.93	48.86%	8.61	50.31%	-3.49%	+1.45pct	24.44%	+5.82pct
家具	3.22	35.06%	4.14	37.18%	4.41	37.23%	6.63%	+0.04pct	36.91%	+2.17pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2022年被芯类、家具毛利率均持续提升


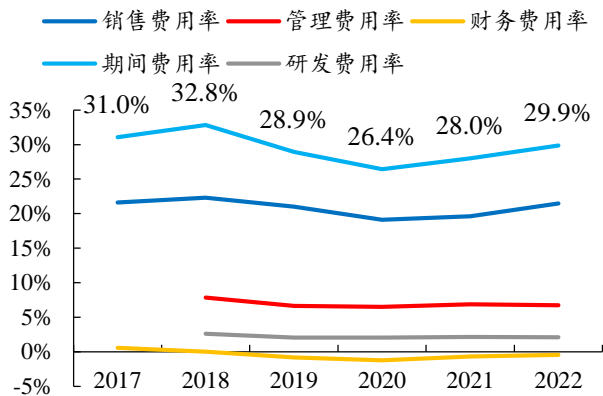
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2022年各渠道毛利率均有所提升


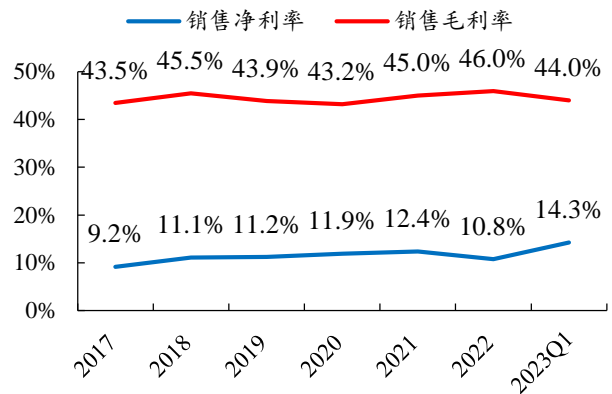
数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) **费用端**：2022年公司期间费用率29.87%，同比+1.88pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为21.46%/6.73%/2.12%/-0.44%，分别同比+1.84/-0.16/-0.05/+0.24pct。2023Q1公司期间费用率为27.17%，同比-0.23pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为17.47%/7.84%/2.05%/-0.19%，分别同比-0.40/+0.65/-0.50/+0.02pct。

(3) **净利率**：2022年公司净利率10.79%，同比下降1.59pct，2023Q1净利率14.29%，同比提升1.90pct。

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

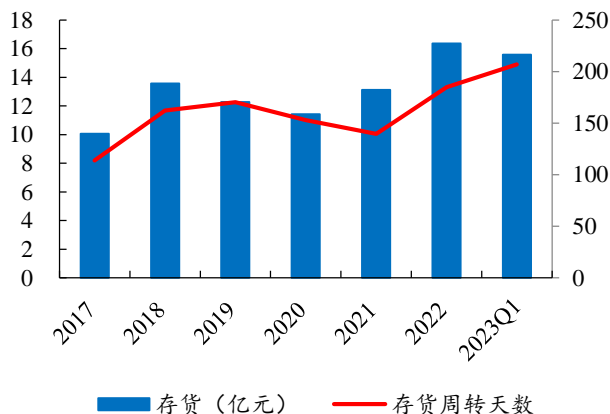
图14：公司2022年与2023Q1毛利率稳步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

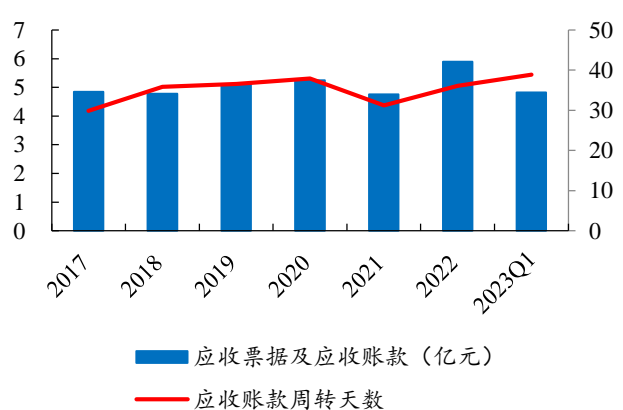
2.2、营运能力：家具业务增长导致存货提升，现金流整体良好

(1) 存货：截至2022年底，公司存货规模为16.37亿元，同比增加24.60%，2022年存货周转天数为185天，同比增加45天，主要系慢周转的家具业务增长所致；截止2023Q1末，公司存货规模为15.58亿元，同比增加18.46%，环比减少4.81%，存货周转天数207天，同比增加49天。

(2) 应收账款：截至2022年底，应收账款为5.89亿元，同比增加23.88%，应收账款周转天数为36天，同比增加5天。截至2023Q1，应收账款为4.82亿元，同比减少1.65%，应收账款周转天数为39天，同比增加5天。

图15：2023Q1存货规模环比改善


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：2023Q1应收账款周转天数同比增加5天


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4.32亿元，同比下降40.7%；2023Q1经营活动现金流净额为1.69亿元，同比增加+725.51%，2022年末及2023Q1波动主要受回款错期影响，整体现金回流情况良好。

3、盈利预测与投资建议

作为国内家纺龙头，罗莱生活持续受益于行业需求提升，由于2023年年初消费复苏不及预期，我们下调2023-2024年并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为7.61/8.96/10.26亿元（此前2023-2024年7.77/9.11亿元），对应EPS分

别为 0.9/1.1/1.2 元，当前股价对应 PE 分别为 13.2/11.2/9.8 倍，考虑到公司线下积极开店并提升店效，线上高质量增长；同时积极布局产能，维持“买入”评级。

4、风险提示

门店拓展不及预期，电商竞争加剧，产能落地不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3813	4387	4594	5142	5743
现金	1133	1204	1354	1495	2002
应收票据及应收账款	476	589	608	713	740
其他应收款	23	32	30	38	37
预付账款	89	78	110	97	130
存货	1313	1637	1646	1951	1987
其他流动资产	779	847	847	847	847
非流动资产	2453	2595	2670	2693	2761
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	982	943	1010	1069	1137
无形资产	251	306	346	354	352
其他非流动资产	1218	1344	1312	1267	1270
资产总计	6266	6982	7264	7835	8504
流动负债	1703	2124	1670	1624	1420
短期借款	203	493	810	751	493
应付票据及应付账款	650	744	0	0	0
其他流动负债	851	887	860	873	927
非流动负债	475	664	630	596	562
长期借款	0	170	136	102	68
其他非流动负债	475	494	494	494	494
负债合计	2178	2787	2300	2219	1981
少数股东权益	28	26	34	42	48
股本	838	840	840	840	840
资本公积	829	791	791	791	791
留存收益	2403	2483	2807	3229	3792
归属母公司股东权益	4060	4169	4929	5574	6474
负债和股东权益	6266	6982	7264	7835	8504

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	728	432	108	641	1069
净利润	719	573	769	904	1033
折旧摊销	110	105	131	150	117
财务费用	-39	-23	4	-3	-25
投资损失	-11	-19	-11	-14	-15
营运资金变动	-257	-470	-778	-386	-30
其他经营现金流	206	267	-8	-10	-11
投资活动现金流	-335	-240	-193	-158	-168
资本支出	149	212	205	173	184
长期投资	-283	-99	0	0	0
其他投资现金流	97	71	12	15	16
筹资活动现金流	-952	-156	-82	-283	-135
短期借款	111	290	317	-59	-258
长期借款	0	170	-34	-34	-34
普通股增加	11	2	0	0	0
资本公积增加	30	-38	0	0	0
其他筹资现金流	-1104	-579	-366	-190	157
现金净增加额	-565	47	-168	200	765

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5760	5314	5975	6596	7256
营业成本	3168	2872	3195	3501	3833
营业税金及附加	36	36	42	44	50
营业费用	1130	1140	1195	1306	1437
管理费用	397	358	400	439	479
研发费用	125	113	127	140	154
财务费用	-39	-23	4	-3	-25
资产减值损失	-124	-198	145	155	166
其他收益	20	40	21	27	27
公允价值变动收益	3	1	1	1	2
投资净收益	11	19	11	14	15
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	843	672	907	1064	1215
营业外收入	24	18	21	20	20
营业外支出	13	24	14	16	17
利润总额	854	667	914	1068	1219
所得税	135	94	145	164	186
净利润	719	573	769	904	1033
少数股东损益	5	-0	8	7	7
归属母公司净利润	713	574	761	896	1026
EBITDA	948	783	1070	1246	1345
EPS(元)	0.85	0.68	0.91	1.07	1.22

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.3	-7.7	12.5	10.4	10.0
营业利润(%)	21.3	-20.2	34.9	17.3	14.2
归属于母公司净利润(%)	21.9	-19.6	32.7	17.8	14.4
获利能力					
毛利率(%)	45.0	46.0	46.5	46.9	47.2
净利率(%)	12.4	10.8	12.7	13.6	14.1
ROE(%)	17.6	13.7	15.5	16.1	15.8
ROIC(%)	16.2	11.9	13.4	14.3	14.7
偿债能力					
资产负债率(%)	34.8	39.9	31.7	28.3	23.3
净负债比率(%)	-20.6	-10.8	-7.4	-10.7	-21.4
流动比率	2.2	2.1	2.8	3.2	4.0
速动比率	1.4	1.2	1.7	1.9	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	11.5	10.0	10.0	10.0	10.0
应付账款周转率	5.7	4.9	10.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.85	0.68	0.91	1.07	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.51	0.13	0.76	1.27
每股净资产(最新摊薄)	4.83	4.96	5.87	6.64	7.71
估值比率					
P/E	14.1	17.6	13.2	11.2	9.8
P/B	2.5	2.4	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.0	11.3	8.4	7.0	5.9

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