

海澜之家 (600398.SH) 2020 年多品牌战略优势显现, 2021Q1 业绩回升

2021 年 05 月 06 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

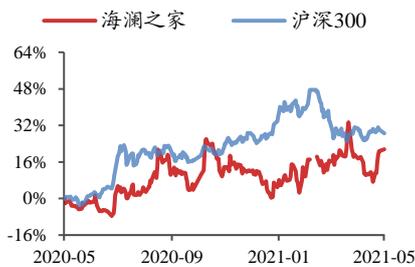
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/5/6
当前股价(元)	7.29
一年最高最低(元)	8.45/5.77
总市值(亿元)	314.90
流通市值(亿元)	314.90
总股本(亿股)	43.20
流通股本(亿股)	43.20
近 3 个月换手率(%)	16.54

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-深度解读海澜之家三季报: 拐点与突破》-2020.10.28
 《公司首次覆盖报告-线上渠道与新老品牌联动发力, 服装龙头再起航》-2020.10.13

● 2020 年业绩符合预期, 2021 收入及净利润增速转正, 维持“买入”评级

2020 年实现收入 179.6 亿元 (-18.3%), 归母净利润 17.9 亿元 (-44.4%), 2021Q1 收入实现 54.9 亿元 (+42.77%), 净利润 8.4 亿元 (+185.33%), 收入及净利润增速转正。长期看, 公司利用平台优势不断推进“多品牌、多品类、集团化”的战略布局、渠道结构持续优化、供应链效率不断提高, 同时公司作为优质国牌, 在国潮消费兴起背景下有望进一步提升市占率; 短期看, 一季度高质量经营表现为后续业绩持续提升打下良好基础。我们上调 2021-2022 年盈利预测及新增 2023 年盈利预测: 预计 2021-2023 年公司净利润分别为 30.3 (+11.2)、36.7 (+6.5)、41.0 (+3.4) 亿元, 对应 EPS 分别为 0.7 (+0.26)、0.85 (+0.15)、0.95 (+0.14) 元, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 10.4、8.6、7.7 倍, 维持“买入”评级。

● 主品牌店效持续提升, 新品牌运营良好, 线上业务表现亮眼

(1) 分品牌: 2020 年主品牌/圣凯诺/其他品牌分别实现收入 137.7/20.7/16.1 亿元, 同比增速为-20.97%/-4.47%/+45.54%, 其他品牌中海澜优选/OVV/英氏/男生女生同比增速为+71%/+65%/+7%/+28%, 多品牌战略优势显现; 2021Q1 主品牌/圣凯诺/其他品牌收入分别+45.45%/+20.45%/+33.24%。(2) 分渠道: 2020 年线上收入为 20.5 亿元 (+54.7%), 占比提至 11.8%, 线下收入为 153.95 亿元 (-23.28%)。2021Q1 线上业务收入为 5.74 亿元 (+88.2%), 持续高增长趋势。随着公司加速推进数字化的新零售渠道布局, 线上业务增长可期。

● 2020 年盈利端短期承压, 2021Q1 盈利能力显著改善、存货周转效率提升

盈利能力: 2020 年毛利率为 37.42% (-2.02pct), 主要受线上渠道结构影响, 净利率为 9.56% (-4.86pct); 2021Q1 毛利率为 42.91% (+8.43pct), 净利率为 15.33% (+7.66pct), 盈利能力显著提升。**营运能力:** 2020 年末公司存货为 74.16 亿元 (-18%), 经营活动净现金流为 28.30 亿元 (-18.26%); 2021Q1 存货为 72.78 亿元 (-17.66%), 存货周转天数为 211 天 (-108 天), 经营活动净现金流为 12.00 亿元 (+25.59%), 现金流明显改善, 存货周转效率提升。

● **风险提示:** 疫情的不确定性; 线上增长不及预期; 其他品牌培育进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,970	17,959	22,089	25,535	28,599
YOY(%)	15.1	-18.3	23.0	15.6	12.0
归母净利润(百万元)	3,211	1,785	3,025	3,665	4,100
YOY(%)	-7.1	-44.4	69.5	21.2	11.9
毛利率(%)	39.5	37.4	37.7	38.0	38.0
净利率(%)	14.6	9.9	13.7	14.4	14.3
ROE(%)	22.9	12.4	17.9	19.0	18.4
EPS(摊薄/元)	0.74	0.41	0.70	0.85	0.95
P/E(倍)	9.6	17.2	10.4	8.6	7.7
P/B(倍)	2.4	2.3	1.9	1.7	1.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020 年业绩符合预期，2021Q1 业绩回升	3
1.1、 分品牌看：2020 年其他品牌逆势增长，2021Q1 各品牌增速转正	3
1.2、 分渠道看：加速推进新零售渠道布局，线上销售表现亮眼	4
1.3、 线下门店：主品牌海澜之家门店基本稳定、开店主要来自其他品牌	4
2、 2020 年盈利端短期承压，2020Q1 盈利能力大幅改善，存货周转效率持续提升	5
2.1、 盈利能力：2020 年盈利能力承压，2021Q1 终端盈利能力大幅改善	5
2.2、 营运能力：2020 年存货管理卓有成效，2021Q1 现金流明显改善	6
3、 未来看点：坚持“多品牌、多品类、集团化”战略布局	7
4、 盈利预测与投资建议	7
5、 风险提示	7
附：财务预测摘要	8

图表目录

图 1： 2020Q4 收入同比增速为-15.11%，	3
图 2： 2020Q4 归母净利润同比增速为-16.80%	3
图 3： 公司 2020 年毛利率同比下降 2.02pct	5
图 4： 公司 2021Q1 毛利率同比增长 8.43pct	5
图 5： 2020 年期间费用率同比增长 2.53pct	6
图 6： 2021Q1 销售期间费用率同比增长 0.45pct	6
图 7： 公司 2020 年净利率同比下降 4.86pct	6
图 8： 公司 2021Q1 毛利率同比增长 7.66pct	6
表 1： 公司 2020 年线上渠道收入同比增长 54.68%	4
表 2： 2020 年公司线下门店扩张，海澜之家/其他品牌直营门店净增加 129/182 家	4

1、2020 年业绩符合预期，2021Q1 业绩回升

公司 2020 年实现收入 179.6 亿元 (-18.3%)，归母净利润 17.9 亿元 (-44.4%)。分季度看，2020Q1-2021Q1 单季度收入分别为 38.48 亿元 (-36.80%)、42.54 亿元 (-8.18%)、36.76 亿元 (-7.35%)、61.80 亿元 (-15.11%)、54.94 亿元 (+42.77%)；归母净利润分别为 2.95 亿元 (-75.59%)、6.52 亿元 (-28.78%)、3.43 亿元 (-30.20%)、4.94 亿元 (-16.80%)、8.42 亿元 (+185.33%)，其中 2021Q1 收入及净利润同比增速由负转正，相比 2019 同期分别下降 9.76%、30.35%。

图1: 2020Q4 收入同比增速为-15.11%，

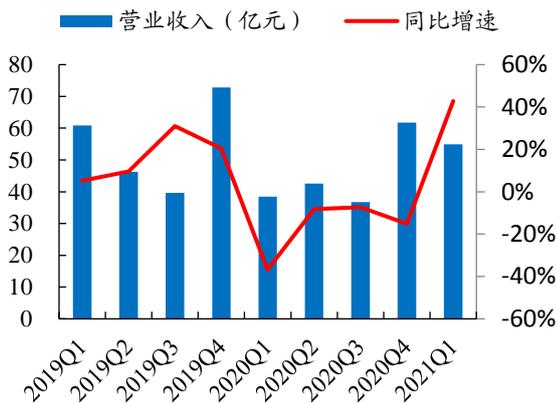
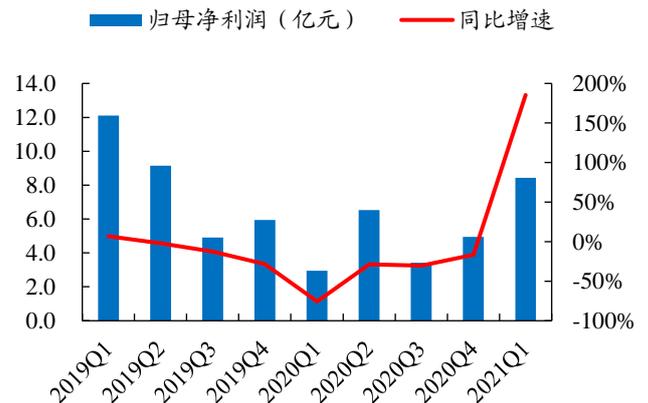


图2: 2020Q4 归母净利润同比增速为-16.80%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、分品牌看：2020 年其他品牌逆势增长，2021Q1 各品牌增速转正

(1) 海澜之家：2020 年主品牌实现收入 137.7 亿元(-20.97%)，收入占比为 77%；2021Q1 收入为 45.98 亿元 (+45.45%)，较 2019Q1 下降 7.9%。海澜之家主品牌注重开发高品质、高性价比的功能性产品，推出众多 IP 联名合作款以满足消费者需求，同时持续优化供应商结构、打造特色柔性供应链，提升供应链效率。在品牌宣传上加大大广告投放力度，不断提升品牌的影响力，2020 年合作国民偶像周杰伦，使海澜之家“国民品牌”形象更深入人心。

(2) 圣凯诺：2020 年实现收入亿元 20.71 亿元 (-4.47%)，收入占比为 12%；2021Q1 收入为 3.19 亿元 (+20.45%)，较 2019Q1 下降 35.3%。圣凯诺以打造时尚感强烈的职业装为理念，不断推出时尚与功能性兼备的产品(免熨烫衬、抗菌裤等)，同时积极推进智能化制造，不断提高产品生产效率、降低工艺损耗。

(3) 其他品牌：2020 年实现收入 16.06 亿元 (+45.54%)，收入占比为 11%。

海澜优选：收入同比增长 71%，以服装自营+杂货联营为经营模式，通过与知名 IP 联名推出创新单品、合作戴森和摩飞等知名品牌，丰富产品线的同时优化了产品结构，凭借品类优势助推销售增长。

OVV 收入同比增长 65%，2020 年借助热播剧《30 而已》强势破圈，在产品的设计，渠道拓展、营销推广方面都取得了较大的突破，2020 年已经实现盈利。

童装板块，英氏/男生女生 2020 年收入为 6.29/4.48 亿元，同比+57%/+28%，疫情下逆势增长，未来有望借助海澜之家的品牌、供应链、管理体系成为公司新的业务增长点。2021Q1 收入为 4.16 亿元 (+42.66%)，较 2019Q1 下降 14.2%，剔除 2019Q3

出表的爱居兔后其他品牌增长 191%。

1.2、分渠道看：加速推进新零售渠道布局，线上销售表现亮眼

2020 年公司线上渠道增长迅速，实现收入 20.5 亿元（+54.7%），收入占比同比提升 5.6pct 至 11.8%，其中天猫、唯品会、京东、内容电商的收入占比为 40%、20%、20%、20%；线下收入为 153.95 亿元，同比下降 23.28%。2020 年公司在“达人带货+品牌自播”的双轮驱动下，持续发力天猫、京东、抖音、快手等平台，促进多渠道流量转化，线上销售实现快速增长。

2021Q1 线上业务持续高速增长趋势，实现收入 5.74 亿元（+88.2%），收入占比同比提升 2.6pct 至 10.76%，随着公司加速推进数字化、多样化的新零售渠道布局，线上业务增长可期。

表1：公司 2020 年线上渠道收入同比增长 54.68%

单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q4	2020	2021Q1
线上渠道	5.85	8.54	10.54	11.51	13.25	7.24	20.50	5.74
YOY	3517	45.92%	23.35%	9.25%	15.12%	53.13%	54.68%	88.20%
占比	3.80%	5.17%	5.91%	6.14%	6.19%	11.11%	11.75%	10.76%
线下渠道	148.20	156.67	167.78	175.88	200.67	57.90	153.95	47.60
YOY		5.72%	7.09%	4.83%	14.09%	-11.48%	-23.28%	-27.85%
占比	96.20%	94.83%	94.09%	93.86%	93.81%	88.89%	88.25%	89.24%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、线下门店：主品牌海澜之家门店基本稳定，开店主要来自其他品牌

分品牌：截至 2020 年末，公司总门店数 7381 家、较 2020 年初净增 1.75%，其中海澜之家系列、其他品牌门店各为 5543 家（-0.98%）、1838 家（+10.99%），其中海澜之家品牌直营店净增 129 家、加盟店及其他净关 184 家。截至 2021Q1，线下总门店数为 7371 家，较 2021 年初略减少 0.14%，其中海澜之家系列、其他品牌门店分别为 5531 家（-0.22%）、1840 家（+0.11%），其中海澜之家直营店、加盟店分别净增加 33 家、净减少 45 家。

从线下门店分类型来看，2020 年直营店、加盟店及其他在线下收入（不含圣凯诺）中占比分别为 11%、89%，直营店占比提升 4.21pct、收入同比增 28.54%；加盟店及其他收入同比降 23.64%。2021Q1 直营店、加盟店及其他收入分别同比增 35.04%、45.27%。2020 年公司重点发展购物中心，未来将优化线下渠道结构，维稳街边店，继续提高购物中心门店的密度。

表2：2020 年公司线下门店扩张，海澜之家/其他品牌直营门店净增加 129/182 家

单位：家	2017	2018	2019	2020	净增加	2021Q1	净增加
门店总数	5792	7545	7254	7381	127	7371	-10
YOY	10.47%	30.27%	-3.86%	1.75%		-0.14%	
海澜之家	4503	5097	5598	5543	-55	5531	-12
YOY	6.28%	13.19%	9.83%	-0.98%		-0.22%	
直营	31	181	357	486	129	519	33
加盟	4472	5116	5241	5057	-184	5012	-45
其他品牌	1289	967	1656	1838	182	1840	2
YOY	28.13%	-24.98%	71.25%	10.99%		0.11%	

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

单位: 家	2017	2018	2019	2020	净增加	2021Q1	净增加
直营	10	78	302	319	17	315	-4
加盟	229	889	1354	1519	165	1525	6

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、2020 年盈利端短期承压，2020Q1 盈利能力大幅改善，存货周转效率持续提升

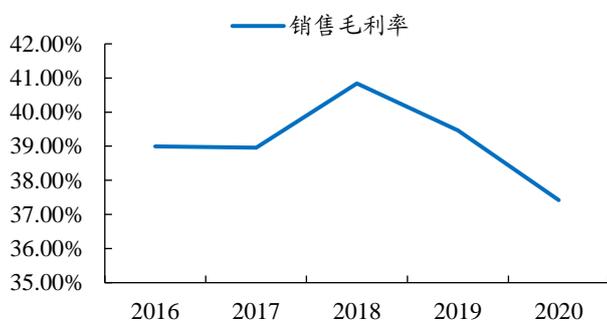
2.1、盈利能力: 2020 年盈利能力承压，2021Q1 终端盈利能力大幅改善

(1) 毛利率: 2020 年毛利率为 37.42% (-2.02pct)，主要受线上渠道结构影响；分季度看，2020Q1-2021Q1 毛利率分别为 34.48%/45.10%/40.08%/32.39%/42.91%，分别同比-9.11/+5.94/-1.94/-2.43/+8.43pct，其中 2021Q1 相较 2019Q1 下降 0.68pct，基本持平。

分品牌看，海澜之家主品牌毛利率为 35.99%(-4.35pct)，圣凯诺/其他品牌毛利率为 52.71%/38.48%，同比上升 2.81pct/1.48pct。

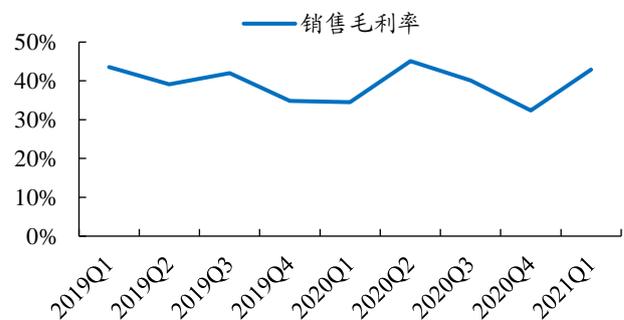
分渠道看，2020 年线上、线下毛利率为 38.47%、38.17%、同比下降 12pct、1.5pct，其中线下加盟/直营毛利率为 33.75%/56.16%，同比下降 4.06/2.79pct，线上毛利率同比降幅较大主要系公司为去库存举办线上奥莱、直播销售等集中性促销活动销售费用较高所致。

图3: 公司 2020 年毛利率同比下降 2.02pct



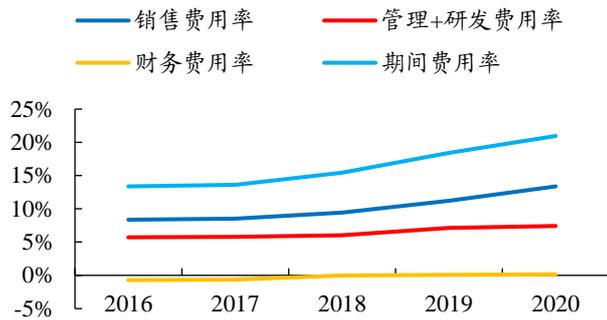
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 公司 2021Q1 毛利率同比增长 8.43pct

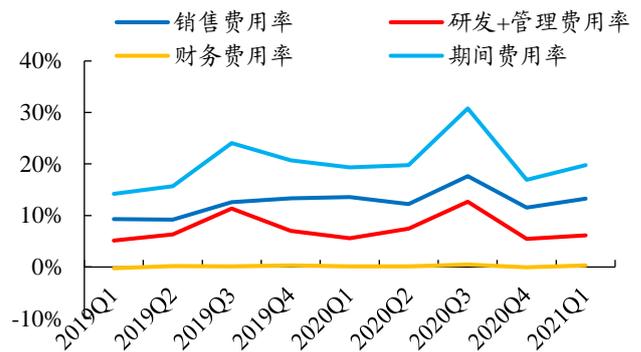


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

(2) 费用端: 2020 年期间费用率为 20.97%(+2.53pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.38%/6.96%/0.46%/0.15%，分别同比+2.16/+0.14/+0.16/+0.07pct，销售费用率大幅提高主要系公司加速拓展线上渠道支付网店服务费用增加、直营门店数增加导致线下门店费用及租赁物管费增加。**分季度看，**2020Q1-2021Q1 期间费用率分别为 19.31%/19.8%/30.79%/16.95%/19.76%，分别同比+5.11/+4.14/+6.72/-3.73/+0.45pct。

图5：2020年期间费用率同比增长2.53pct


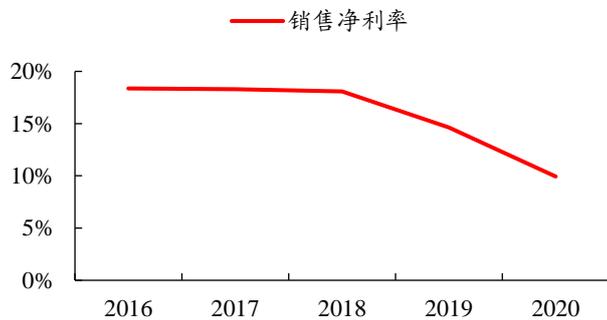
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2021Q1销售期间费用率同比增长0.45pct


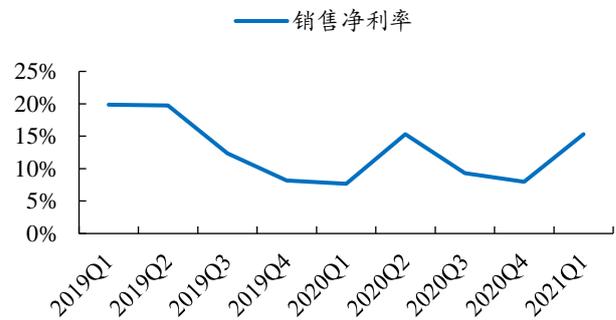
数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 净利率：净利率为 9.56% (-4.86pct)，扣非净利率为 9.64% (-4.07pct)，净利率同比略有下降主要系毛利率下降以及费用率提升。**分季度看**，2020Q1-2021Q1 净利率分别为 7.67%/15.33%/9.33%/8.00%/15.33%，分别同比 -12.19/-4.43/-3.05/-0.16/+7.66pct，其中 2021Q1 相较 2019Q1 下降 4.53pct。

2020 年扣非净利率为 9.64% (-4.07pct)，净利率同比略有下降主要系毛利率下降以及费用率提升。

图7：公司 2020 年净利率同比下降 4.86pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司 2021Q1 毛利率同比增长 7.66pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、营运能力：2020 年存货管理卓有成效，2021Q1 现金流明显改善

(1) 存货：截至 2020 年末，公司存货为 74.16 亿元，较 2020 年初下降 18%；存货周转天数为 264 天，同比增加 13 天。截至 2021Q1，公司存货为 72.78 亿元 (-17.66%)，相较 2020 年末减少 1.87%；存货周转天数为 211 天，同比减少 108 天、相较 2019Q1 减少 39 天，存货周转有所加快。

(2) 应收账款：截至 2020 年末，公司应收账款为 9.72 亿元 (+20.57%)；应收账款周转天数为 18 天，同比增加 6 天。截至 2021Q1，公司应收账款为 10.87 亿元 (+11.80%)，同比 20Q1 增加 22.25%；应收账款周转天数 17 天、同比 2020Q1 减少 3 天、相较 2019Q1 增加 7 天，应收账款逐步恢复健康状态。

(3) 经营性现金流：2020 年经营活动净现金流为 28.30 亿元，同比减少 18.26%；截至 2020 年底，公司持有货币资金 105.16 亿元 (+5%)；2021Q1 同比增长 25.59%

至 12.00 亿元，现金流明显改善。公司现金储备充足，资产质量良好，具有较强抗风险能力，为公司推进服饰生活零售集团的战略目标奠定了坚实的基础。

3、未来看点：坚持“多品牌、多品类、集团化”战略布局

公司未来将以服装为起点，做到多品牌、平台化管理，使公司运作更加扁平高效，同时公司将更加重视人才和战略的差异化。

(1) 多品牌建设：海澜之家主品牌将持续深化“国民品牌”的品牌定位，并从加大 IP 资源开发和功能性产品的研发，打造更多爆款和满足消费者更加个性化的需求。**OVV 女装**将围绕品牌定位和核心客群，持续提升品牌形象，保持品牌高质量的增长。**英氏**将开拓包括母婴垂直平台等新渠道，提升品牌影响力及市场占有率。**男生女生**将进一步提升货品销售动态检测及快速补单跟进效率。**海澜优选**将加强与优质品牌的合作，加强产品创新，继续保持高增长态势。**圣凯诺**将继续夯实创新，寻求突破的同时继续巩固职业装龙头地位。

(2) 双百亿计划：公司将在海澜之家主品牌稳定增长的基础上，于电商渠道以及收购的品牌各实现 100 亿的营收。未来消费趋势逐渐偏向独立女性及儿童，公司将在原有品牌上的专业化和垂直化方面持续深耕，新品牌将围绕女性生活方式布局。

4、盈利预测与投资建议

公司致力于品牌重塑，主品牌的品牌力不断提升、新品牌孵化顺利。长期看，公司利用平台优势推进“多品牌、多品类、集团化”的战略布局，持续优化渠道结构、提高供应链效率，持续强化竞争优势，同时公司作为优质国货品牌，在国潮消费兴起背景下有望进一步提升市占率；短期看，2021Q1 高质量经营表现为后续业绩持续提升打下良好基础。我们上调 2021-2022 年盈利预测及新增 2023 年盈利预测：预计 2021-2023 年公司净利润分别为 30.3 (+11.2)、36.7 (+6.5)、41 (+3.4) 亿元，对应 EPS 分别为 0.7 (+0.26)、0.85 (+0.15)、0.95 (+0.14) 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 10.4、8.6、7.7 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

疫情的不确定性；线上增长不及预期；其他品牌培育进展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20920	20206	31762	30527	38501
现金	10022	10516	18123	18120	19369
应收票据及应收账款	773	972	497	1081	1053
其他应收款	370	617	597	806	765
预付账款	450	333	630	483	763
存货	9044	7416	11565	9686	16200
其他流动资产	260	351	351	351	351
非流动资产	7996	7462	7974	8409	8726
长期投资	1	0	-36	-85	-113
固定资产	4000	3661	4198	4584	4868
无形资产	948	857	902	944	992
其他非流动资产	3047	2944	2909	2966	2980
资产总计	28916	27668	39735	38936	47227
流动负债	12029	10835	17235	14571	20536
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	7720	7032	11031	9750	13525
其他流动负债	4309	3803	6203	4821	7010
非流动负债	3025	2939	2564	2165	1710
长期借款	2373	2490	2115	1717	1261
其他非流动负债	652	449	449	449	449
负债合计	15054	13774	19799	16736	22245
少数股东权益	260	193	141	57	-49
股本	1095	995	4320	4320	4320
资本公积	1452	887	887	887	887
留存收益	10747	11317	13927	17078	20559
归属母公司股东权益	13602	13701	19796	22142	25030
负债和股东权益	28916	27668	39735	38936	47227

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3462	2830	5533	2252	3393
净利润	3168	1718	2973	3582	3994
折旧摊销	581	648	529	435	494
财务费用	18	28	-162	-243	-256
投资损失	-71	-9	-80	-53	-48
营运资金变动	-690	-148	2279	-1464	-787
其他经营现金流	456	595	-6	-5	-4
投资活动现金流	-271	-440	-954	-812	-759
资本支出	632	239	547	484	346
长期投资	504	-234	36	38	29
其他投资现金流	865	-436	-371	-290	-385
筹资活动现金流	-3203	-1676	3027	-1442	-1385
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-406	117	-375	-398	-456
普通股增加	-73	-100	3325	0	0
资本公积增加	-581	-565	0	0	0
其他筹资现金流	-2144	-1128	78	-1044	-929
现金净增加额	-8	704	7606	-2	1249

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21970	17959	22089	25535	28599
营业成本	13300	11238	13761	15832	17731
营业税金及附加	120	118	143	157	183
营业费用	2467	2403	3236	3703	4147
管理费用	1499	1251	1791	2056	2231
研发费用	68	83	85	109	123
财务费用	18	28	-162	-243	-256
资产减值损失	-422	-569	-562	-729	-772
其他收益	35	38	50	41	43
公允价值变动收益	0	8	8	8	8
投资净收益	71	9	80	53	48
资产处置收益	0	-7	-2	-3	-4
营业利润	4179	2282	3933	4750	5307
营业外收入	55	38	43	45	42
营业外支出	10	20	15	15	17
利润总额	4224	2299	3961	4781	5332
所得税	1057	581	988	1199	1339
净利润	3168	1718	2973	3582	3994
少数股东损益	-43	-67	-52	-84	-106
归母净利润	3211	1785	3025	3665	4100
EBITDA	4662	2796	4137	4735	5313
EPS(元)	0.74	0.41	0.70	0.85	0.95

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	15.1	-18.3	23.0	15.6	12.0
营业利润(%)	-8.3	-45.4	72.4	20.8	11.7
归属于母公司净利润(%)	-7.1	-44.4	69.5	21.2	11.9
获利能力					
毛利率(%)	39.5	37.4	37.7	38.0	38.0
净利率(%)	14.6	9.9	13.7	14.4	14.3
ROE(%)	22.9	12.4	17.9	19.0	18.4
ROIC(%)	18.4	9.6	14.0	15.1	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	52.1	49.8	49.8	43.0	47.1
净负债比率(%)	-50.6	-53.6	-91.9	-82.8	-79.9
流动比率	1.7	1.9	1.8	2.1	1.9
速动比率	0.9	1.1	1.1	1.4	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.6	0.7
应收账款周转率	30.1	20.6	30.1	32.4	26.8
应付账款周转率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.41	0.70	0.85	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.66	1.28	0.52	0.79
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.05	3.69	4.23	4.90
估值比率					
P/E	9.6	17.2	10.2	8.4	7.5
P/B	2.4	2.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	5.1	8.3	3.7	3.2	2.5

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的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	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	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，属于机密材料，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16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