

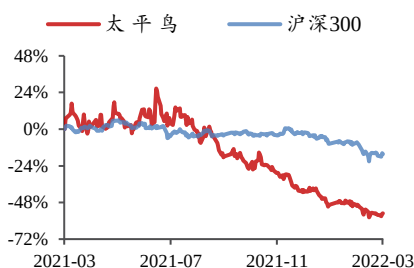
太平鸟 (603877.SH)

2022 年 03 月 31 日

投资评级：买入（维持）

日期	2022/3/31
当前股价(元)	21.18
一年最高最低(元)	59.80/19.32
总市值(亿元)	100.97
流通市值(亿元)	99.80
总股本(亿股)	4.77
流通股本(亿股)	4.71
近 3 个月换手率(%)	43.92

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-疫情、天气及费用投入拖累 Q4 业绩，全年业绩低于预期》-2022.1.25

《公司首次覆盖报告-品牌渠道双变革释放红利，数字化巩固时尚龙头地位》-2021.10.25

费用端拖累全年业绩，看好加盟拓店&运营提效改善盈利

——公司信息更新报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

● 全年收入增速受 2021Q4 零售下滑及费用端影响放缓，维持“买入”评级

2021 年公司实现收入 109.21 亿元（+16.34%），归母净利润 6.77 亿元（-4.99%），扣非净利润为 5.2 亿元（-7.26%），业绩基本符合预期，利润下滑主要系 2021Q4 零售业绩下滑及费用大幅增长（总部大楼摊销/品宣广告/数字化转型）导致。考虑 2022 年疫情对零售环境的影响，我们下调 2022-2023 年并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 8.1/9.7/11.2 亿元（此前 2022-2023 年为 8.2/9.8 亿元），对应 EPS 分别为 1.7/2.0/2.3 元，当前股价对应 PE 分别为 12.4/10.5/9.1 倍，预计盈利在加盟拓店、运营提效下将有所改善，继续维持“买入”评级。

● 品牌端：主要品牌支撑全年增长，2022 年将继续拓展国潮时尚产品线

2021 年女装/男装/乐町/Mini Peace 分别收入 44.8/33.7/13.98/12.7 亿元，同增 18.6%/19.0%/5.2%/29.5%，占比 41.4%/31.1%/12.9%/11.8%。2021 年男装/女装拓展国潮时尚产品线太平青年/Super China，目前太平青年已在深圳/宁波等地进行独立直营店试点，预计 2022 年将加大对太平青年设计资源和零售等方面投入。

● 渠道端：线上增速略有放缓，直营渠道有明显提效，加盟拓店创新高

2021 年线上收入 33.64 亿元（+19.9%），2020 年线上增速为 21.28%，占比 31.1%，线上增速略有放缓主要系阿里渠道管控折扣导致同比下降，但抖音渠道 2021 年取得显著突破，阿里：抖音：唯品会：京东：得物等各渠道线上零售额占比=5：2：2：1；线下收入 74.67 亿元（+17%），其中直营/加盟收入 46.14/28.53 亿元，同增 13.2%/23.6%，占比 61.8%/38.2%（+2.2pct），直营同店增长 6%-8%。门店数量，2021 年净拓店 598 家至 5214 家，直营/加盟分别净拓 62/536 家，加盟净拓店创新高，公司 2022 年加盟渠道规划净拓店 300-500 家。

● 费用端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：2021 年毛利率 52.9%（+0.4pct），线上/直营/加盟毛利率分别同比 +1.9/+0.1/-2.4pct，加盟毛利率下降主要系折扣较低的老货占比提升、拓店补贴增加；2021 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 36.2%/6.5%/0.6%/1.4%，同比 +1.3/+0.36/+0.15/+0.42pct，净利率 6.2%（-1.4pct）下降主要系一次性费用增加。

营运能力：2021 年底存货 25.4 亿元（+12.6%），存货周转天数 168 天（+2 天）；应收账款 6.3 亿元（-18.8%），应收账款周转天数 23 天（-4 天）。

● 风险提示：疫情反复影响零售、渠道调整不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,387	10,921	12,412	14,237	15,795
YOY(%)	18.4	16.3	13.7	14.7	10.9
归母净利润(百万元)	713	677	814	966	1,115
YOY(%)	29.2	-5.0	20.2	18.7	15.4
毛利率(%)	52.5	52.9	52.0	52.2	52.4
净利率(%)	7.6	6.2	6.6	6.8	7.1
ROE(%)	18.1	15.8	17.0	17.8	17.9
EPS(摊薄/元)	1.50	1.42	1.71	2.03	2.34
P/E(倍)	14.2	14.9	12.4	10.5	9.1
P/B(倍)	2.6	2.4	2.1	1.9	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 受 Q4 零售下滑影响全年增长放缓，业绩基本符合预期.....	3
1.1、 分品牌看：PB 女装、PB 男装、Mini Peace 童装带动公司收入增长.....	3
1.1、 分渠道看：线上增速略有放缓，直营有明显提效，加盟拓店创新高.....	4
2、 费用端拖累盈利能力，营运能力良好.....	6
2.1、 盈利能力：毛利率小幅提升，费用支出增加压缩净利率.....	6
2.2、 营运能力：受 2021 夏季产销率影响存货上升，应收账款有所下降.....	7
3、 产品&渠道继续发力，看好加盟拓店、运营提效改善盈利.....	8
4、 盈利预测与投资建议.....	8
5、 风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

图表目录

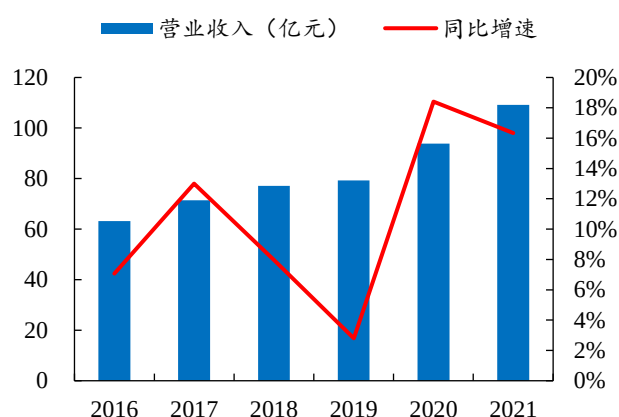
图 1： 2021 年公司实现收入 109.21 亿元（+16.34%）.....	3
图 2： 2021Q4 收入为 35.12 亿元，同比下滑 9.16%.....	3
图 3： 2021 年公司归母净利润为 6.77 亿元（-4.99%）.....	3
图 4： 2021Q4 归母净利润 1.23 亿元，同比下降 69.33%.....	3
图 5： 2021 年女装及男装收入增速稳健，童装增速较快.....	4
图 6： 2021 年乐町收入占比略有下降.....	4
图 7： 2021 年直营、加盟收入增速稳健.....	5
图 8： 2021 年加盟收入提升 2.2pct，为近五年来首次增加.....	5
图 9： 2021 年加盟净拓 536 家，创上市以来年度最佳.....	5
图 10： 加盟店数近年来不断提升，2021 年为 3598 家.....	5
图 11： 2021 年 PB 男装毛利率下降.....	6
图 12： 2021 年加盟毛利率下降.....	6
图 13： 2021 年公司销售费用率提升 1.3pct.....	7
图 14： 公司 2021 年毛利率略有提升、净利率有所下滑.....	7
图 15： 受 2021 夏季产销率较低影响，年末存货有所增加.....	7
图 16： 2021 年应收账款及应收账款天数均下降.....	7
表 1： 2021 年主力品牌（PB 女装、PB 男装、Mini Peace）支撑公司收入增长（单位：亿元）.....	4
表 2： 2021 年总门店数为 5214 家，全年净拓店 598 家（Q4 净增加 136 家）（单位：家）.....	5

1、受 Q4 零售下滑影响全年增长放缓，业绩基本符合预期

2021 年公司实现收入 109.21 亿元(+16.34%)，归母净利润 6.77 亿元(-4.99%)，扣非净利润 5.2 亿元(-7.26%)，业绩基本符合预期，利润端同比下降主要系 2021Q4 零售业绩下滑以及费用端支出大幅增长(总部大楼摊销/品宣广告/数字化转型)导致。

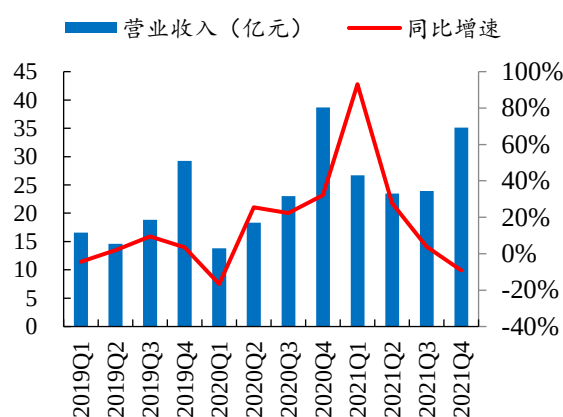
分季度看，2021Q1-Q4 收入及增速分别为 26.7 亿元(+93.10%)、23.45 亿元(+27.82%)、23.94 亿元(+3.92%)、35.12 亿元(-9.16%)；2021Q1-Q4 归母净利润及增速分别为 2.03/2.08/1.43/1.23 亿元，同比+2222.25%/+85.52%/-24.66%/-69.33%。

图1：2021 年公司实现收入 109.21 亿元(+16.34%)



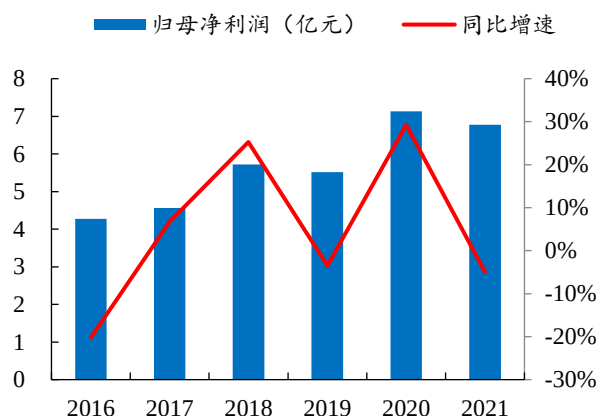
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2021Q4 收入为 35.12 亿元，同比下滑 9.16%



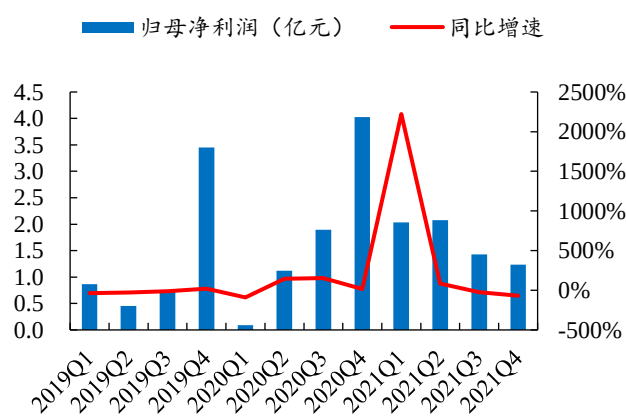
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2021 年公司归母净利润为 6.77 亿元(-4.99%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2021Q4 归母净利润 1.23 亿元，同比下降 69.33%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、分品牌看：PB 女装、PB 男装、Mini Peace 童装带动公司收入增长

PB 女装 2021 年营收 44.8 亿元，同比+18.6%，收入占比为 41.4% (+0.25pct)；

PB 男装 2021 年营收 33.7 亿元，同比+19.0%，收入占比为 31.1% (+0.29pct)；

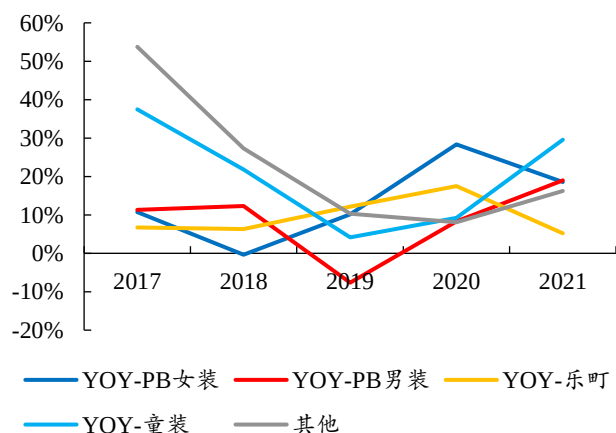
乐町少女装 2021 年营收 13.98 亿元，同比+5.2%，收入占比为 12.9% (-1.56pct)；

Mini Peace 童装 2021 年营收 12.74 亿元，同比+29.5%，收入占比为 11.8% (+1.06pct)。

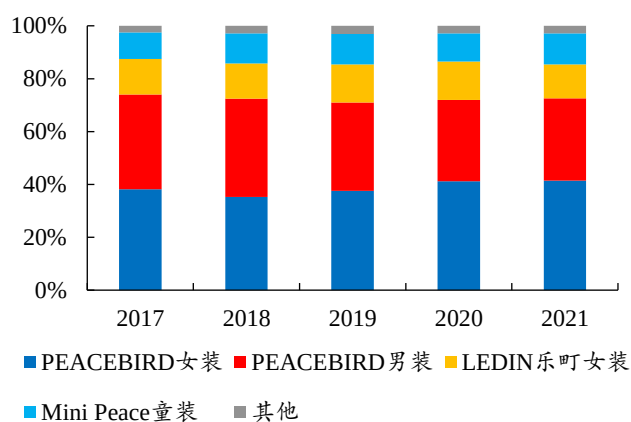
表1：2021 年主力品牌（PB 女装、PB 男装、Mini Peace）支撑公司收入增长（单位：亿元）

	2019		2020		2021		VS2020 变动		VS2019 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	29.46	37.60%	37.81	41.15%	44.84	41.40%	18.60%	+0.25pct	52.24%	+3.8pct
PB 男装	26.14	33.37%	28.32	30.82%	33.70	31.11%	18.99%	+0.29pct	28.93%	-2.25pct
乐町少女装	11.31	14.44%	13.29	14.46%	13.98	12.91%	5.20%	-1.56pct	23.62%	-1.53pct
Mini Peace	9.00	11.49%	9.83	10.70%	12.74	11.76%	29.53%	+1.06pct	41.51%	+0.27pct
其它	2.43	3.11%	2.63	2.86%	3.06	2.82%	16.20%	-0.04pct	25.60%	-0.28pct
总计	78.33	100%	91.88	100%	108.31	100%	17.88%	-	38.27%	-
	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	15.89	53.96%	20.98	55.50%	25.05	55.87%	19.39%	+0.37pct	73.20%	+1.91pct
PB 男装	14.57	55.74%	15.41	54.42%	17.97	53.32%	16.58%	-1.1pct	67.60%	-2.42pct
乐町少女装	5.70	50.45%	6.62	49.82%	6.82	48.81%	3.07%	-1.01pct	145.30%	-1.64pct
Mini Peace	4.75	52.73%	5.03	51.15%	6.53	51.27%	29.83%	+0.12pct	245.30%	-1.46pct
其它	1.10	45.10%	1.17	44.36%	1.25	40.98%	7.36%	-3.37pct	14.14%	-4.12pct
总计	42.01	53.63%	49.21	53.56%	57.63	53.21%	17.10%	-0.36pct	73.20%	-0.43pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2021 年女装及男装收入增速稳健，童装增速较快


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2021 年乐町收入占比略有下降


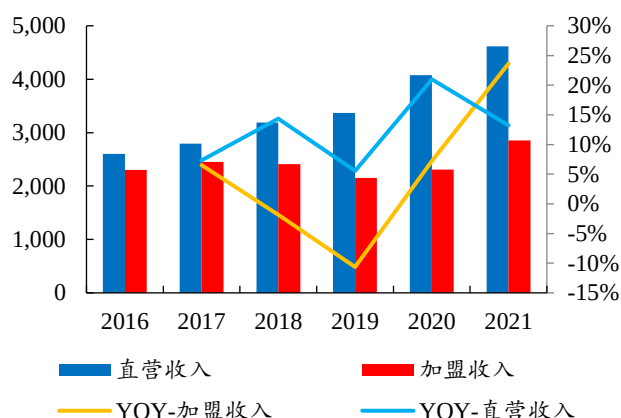
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、分渠道看：线上增速略有放缓，直营有明显提效，加盟拓店创新高

线下渠道：2021 年线下渠道共实现收入 74.67 亿元 (+17.0%)，其中直营收入 46.14 亿元 (+13.2%)，占比为 61.8% (-2.2pct)，直营同店增长 6%-8%；加盟收入 28.53 亿元 (+23.6%)，占比为 38.2% (+2.2pct)。

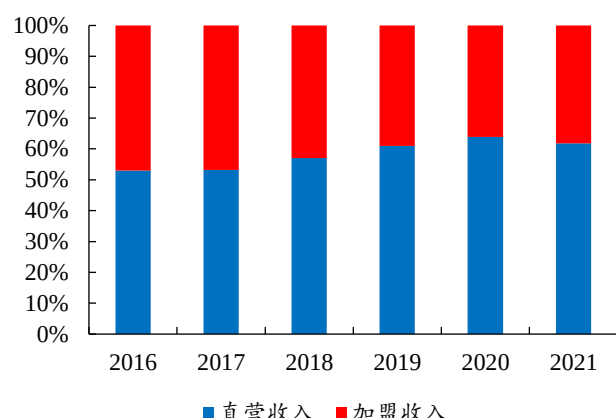
线上渠道：2021 年线上渠道实现收入 33.64 亿元 (占总收入 31.1%)，同增 19.9%。2021 年公司继续多元化布局电商渠道，以线上零售额口径看，目前电商中阿里渠道占比约为 50%，抖音占比约为 20%，唯品会占比约为 20%，京东、得物等正在培育的渠道约占 10%，抖音渠道取得显著突破。

图7：2021 年直营、加盟收入增速稳健



数据来源：公司公告、开源证券研究所

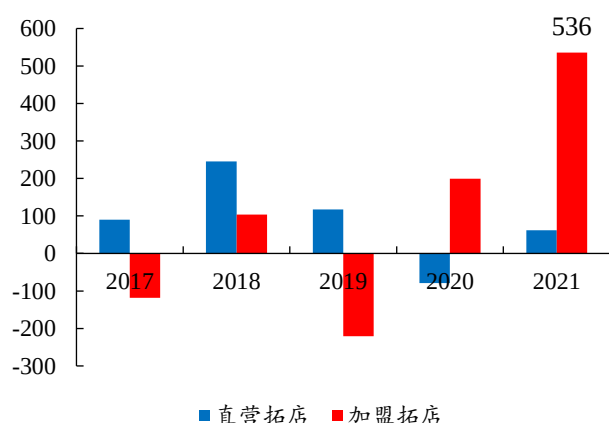
图8：2021 年加盟收入提升 2.2pct，为近五年来首次增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

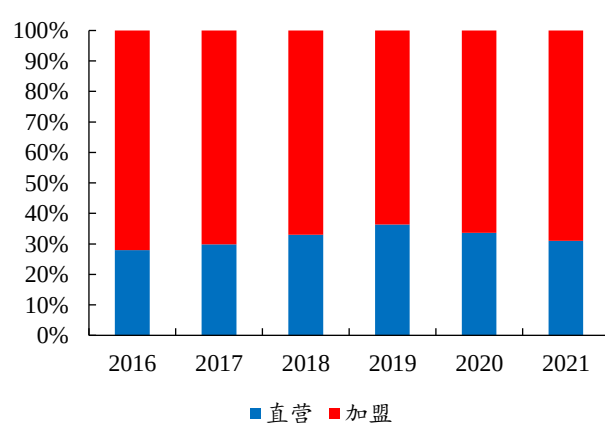
门店数量：2021 年整体净拓店 598 家达到 5214 家，其中直营净拓 62 家（Q4 净减少 37 家）达到 1616 家；加盟净拓 536 家（Q4 净增加 173 家）达到 3598 家，加盟净拓店创上市以来年度最佳。

图9：2021 年加盟净拓 536 家，创上市以来年度最佳



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：加盟店数近年来不断提升，2021 年为 3598 家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

分品牌看，2021 年全年 PB 女装门店净增加 322 家达到 2028 家；PB 男装门店净增加 224 家达到 1573 家；乐町少女装门店净减少 8 家达到 690 家；Mini Peace 童装门店净增加 90 家达到 811 家。

表2：2021 年总门店数为 5214 家，全年净拓店 598 家（Q4 净增加 136 家）（单位：家）

	2020		2021		2021Q3		2021 净拓店		2021Q4 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	526	1180	579	1449	579	1331	53	269	0	118
PB 男装	484	865	523	1050	539	979	39	185	-16	71
乐町少女装	228	470	207	483	215	513	-21	13	-8	-30
Mini Peace	287	434	296	515	304	487	9	81	-8	28
其它	29	113	11	101	16	115	-18	-12	-5	-14
合计	1554	3062	1616	3598	1653	3425	62	536	-37	173
总计	4616		5214		5078		598		136	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、费用端拖累盈利能力，营运能力良好

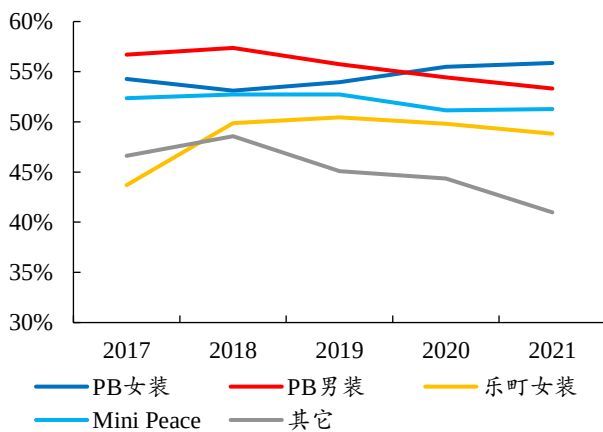
2.1、盈利能力：毛利率小幅提升，费用支出增加压缩净利率

(1) 毛利率：2021 年公司整体毛利率为 52.9% (+0.4pct)，同比略有提升主要系线上销售毛利率上升在一定程度上抵消了加盟渠道的毛利率下滑。

分渠道看：线上毛利率为 45.0% (+1.9pct)；线下毛利率为 56.92% (-1.27pct)，直营渠道毛利率为 65.7% (+0.1pct)，加盟渠道毛利率为 42.7% (-2.4pct)，加盟毛利率下降主要系加盟发货中折扣较低的老货占比有所提升、拓店的一次性补贴增加所致。

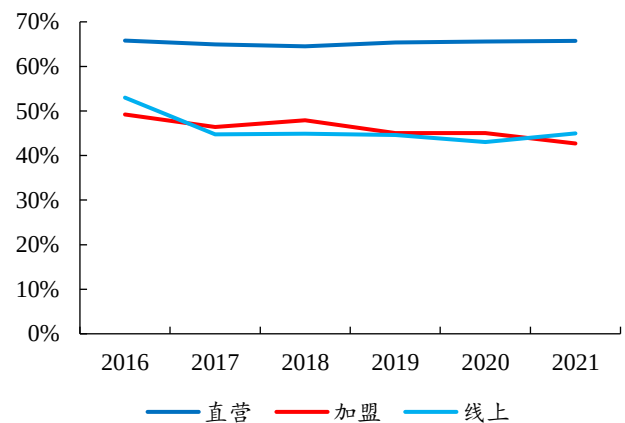
分品牌看：PB 女装 2021 年毛利率为 55.9% (+0.4pct)，较 2019 年提升 1.9pct；PB 男装为 53.3% (-1.1pct)，较 2019 年下降 2.4pct，主要系老货处理力度加大；乐町少女装 2021 年毛利率为 48.8% (-1.0pct)，较 2019 年下降 1.6pct；Mini Peace 童装 2021 年毛利率为 51.3% (+0.1pct)，较 2019 年下降 1.5pct。

图11：2021 年 PB 男装毛利率下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2021 年加盟毛利率下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 费用端：2021 年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 36.2%/6.5%/0.6%/1.4%，同比+1.3/+0.36/+0.15/+0.42pct。

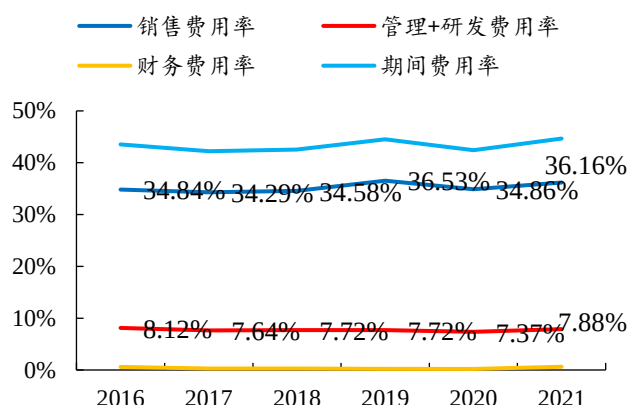
销售费用 39.5 亿元，同比增加 20.7%，主要是销售规模增长带来薪酬、店铺费用的增长，及公司加大品牌宣传投入带来广告宣传费用增加。

管理费用 7.1 亿元，同比增加 23.2%，主要是职工薪酬、管理咨询费及总部大楼折旧费用增加。

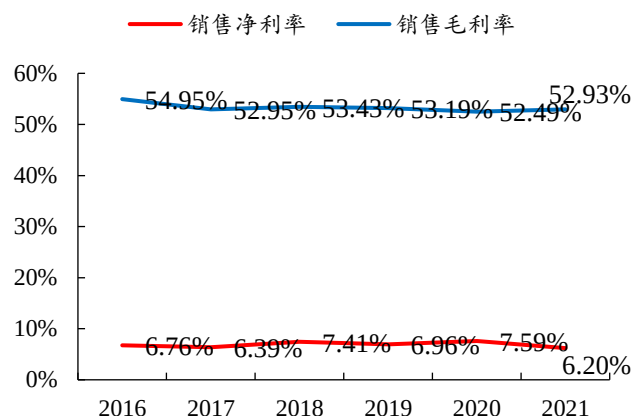
财务费用 0.7 亿元，同比增加 260.9%，主要是首次执行新租赁准则，确认租赁负债利息支出，及本期可转债利息支出增加。

研发费用 1.5 亿元，同比增加 30.7%，主要是报告期内加大设计投入，设计开发费等相应增加。

(3) 净利率：2021 年公司净利率 6.2%，同比下降 1.4pct，较 2019 年下降 0.8pct，2021Q4 净利率为 3.5% (-6.9pct)。利润同比下滑主要系 Q4 零售低于预期及费用支出增加等。

图13：2021 年公司销售费用率提升 1.3pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

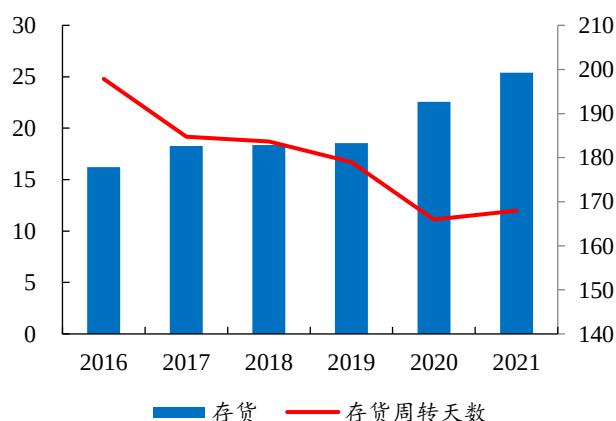
图14：公司 2021 年毛利率略有提升、净利率有所下滑


数据来源：公司公告、开源证券研究所

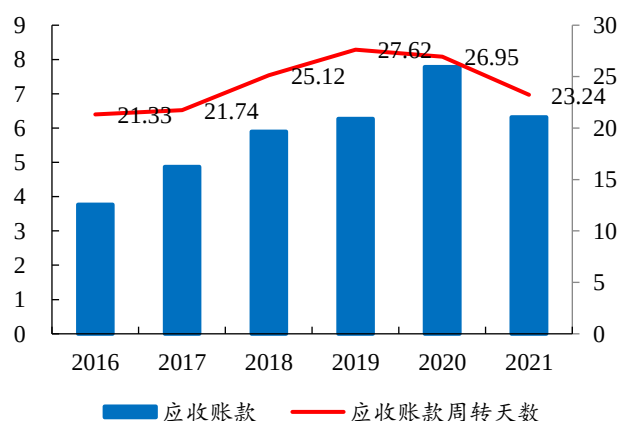
2.2、营运能力：受 2021 夏季产销率影响存货上升，应收账款有所下降

(1) 存货：截至 2021 年底，公司存货净值为 25.4 亿元，同比上升 12.6%，主要系 2021 年夏季产销率未及预期，但 2021 年冬季库存有所下降且 6 季以上的老货数量有所下降。从存货结构看，期末库存商品以账面价值计，库龄 1 年以内商品占比 73.1% (-0.1pct)，与 2020 年底基本持平。2021 年存货周转天数为 168 天，同比增加 2 天，2022 年公司预计将通过强化产销率、积极的快反措施、严格控制 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 2021 年底，应收账款为 6.3 亿元，同比减少 18.8%，应收账款周转天数为 23 天，同比缩短 4 天。

图15：受 2021 夏季产销率较低影响，年末存货有所增加


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：2021 年应收账款及应收账款天数均下降


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：2021 年经营活动产生的现金流量净额为 13.0 亿元，同比增长 12.6%，主要系首次执行新租赁准则，租赁负债对应的租金支付从经营活动调整至筹资活动。截至 2021 年底，货币资金为 6.2 亿元，同比增加 150.3%，现金充沛。

3、产品&渠道继续发力，看好加盟拓店、运营提效改善盈利

(1) 产品端：2022 年将继续拓展国潮时尚产品线，培育下阶段经营增量

随着年轻消费者的需求发生变迁，公司 2021 年分别在 PB 男装、PB 女装原有产品基础上拓展国潮时尚产品线太平青年、Super China，2022 年将继续以青年潮流趋势为导向调整系列风格，加大对太平青年产品线设计资源、零售等方面的支持力度，目前太平青年已在深圳、宁波等地进行独立直营店试点。

(2) 渠道端：2022 年将继续优化线下结构和店效，线上调整有望重回高增长

线下方面，2021 年公司聚焦直营店效提升和渠道结构优化，直营同店增长 6%-8%，加盟净拓店创新高。2022 年公司在直营渠道将继续秉持重店效和消费者体验的策略，在加盟渠道规划净拓店 300-500 家，预计随着直营控费提效、加盟占比提升，整体盈利能力将有所改善。

线上方面，2022 年线上目标恢复到 30%以上的增长，并根据此目标重点进行电商渠道布局的调整发力，拆分渠道看，阿里渠道 2021 年有所下滑，2022 年规划目标为重回正增长轨道；抖音渠道 2021 年 GMV 相较于 2020 年提升了 7 倍以上，未来公司将进一步稳固夯实销售和运营能力，在以抖音为代表的 content 电商方面探索新模式、新打法，以支持电商业务的长期可持续发展。

4、盈利预测与投资建议

考虑 2022 年疫情影响零售表现的可能性较大，我们下调 2022-2023 年并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 8.1/9.7/11.2 亿元（此前 2022-2023 年为 8.2/9.8 亿元），对应 EPS 分别为 1.7/2.0/2.3 元，当前股价对应 PE 分别为 12.4/10.5/9.1 倍，预计盈利在加盟拓店、运营提效下将有所改善，继续维持“买入”评级。

5、风险提示

疫情反复影响零售、渠道优化不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6308	7133	8539	8782	10530
现金	665	1148	1602	1969	2410
应收票据及应收账款	778	632	1146	849	1319
其他应收款	151	171	218	218	263
预付账款	272	261	472	315	538
存货	2257	2540	3117	3248	3817
其他流动资产	2186	2381	1984	2184	2183
非流动资产	2234	3062	2444	2657	2834
长期投资	0	9	7	8	10
固定资产	1387	1360	1463	1594	1676
无形资产	180	176	156	135	115
其他非流动资产	666	1517	819	920	1032
资产总计	8541	10194	10983	11440	13364
流动负债	4546	4656	5529	5404	6573
短期借款	493	198	359	350	302
应付票据及应付账款	2391	2468	3289	3270	3938
其他流动负债	1662	1991	1882	1785	2333
非流动负债	95	1268	657	606	557
长期借款	0	721	411	310	194
其他非流动负债	95	548	245	296	363
负债合计	4641	5924	6186	6010	7130
少数股东权益	3	2	2	1	-0
股本	477	477	477	477	477
资本公积	1348	1323	1323	1323	1323
留存收益	2173	2473	2897	3428	4024
归属母公司股东权益	3897	4268	4796	5428	6234
负债和股东权益	8541	10194	10983	11440	13364

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1154	1300	699	1208	1127
净利润	707	677	814	965	1114
折旧摊销	225	233	229	127	134
财务费用	19	68	25	25	7
投资损失	-34	-38	-34	-35	-36
营运资金变动	190	-261	-309	146	-93
其他经营现金流	48	621	-25	-19	2
投资活动现金流	-850	-484	750	-431	-279
资本支出	391	366	-23	98	52
长期投资	-495	-194	2	-0	-2
其他投资现金流	-954	-311	730	-333	-229
筹资活动现金流	-334	-293	-995	-410	-407
短期借款	107	-295	161	-9	-48
长期借款	-59	721	-309	-101	-116
普通股增加	-2	0	0	0	0
资本公积增加	-28	-24	0	0	0
其他筹资现金流	-351	-695	-847	-300	-243
现金净增加额	-30	523	454	367	441

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9387	10921	12412	14237	15795
营业成本	4459	5140	5962	6812	7526
营业税金及附加	61	59	74	81	92
营业费用	3273	3949	4484	5125	5655
管理费用	575	709	807	925	1027
研发费用	116	152	168	192	213
财务费用	19	68	25	25	7
资产减值损失	-118	-120	-124	-157	-169
其他收益	133	204	100	100	100
公允价值变动收益	2	5	5	5	5
投资净收益	34	38	34	35	36
资产处置收益	-0	5	5	5	5
营业利润	926	988	1160	1379	1590
营业外收入	3	6	6	6	6
营业外支出	22	44	25	31	33
利润总额	906	949	1141	1354	1563
所得税	200	273	328	389	449
净利润	707	677	814	965	1114
少数股东损益	-6	-1	-1	-1	-1
归母净利润	713	677	814	966	1115
EBITDA	1142	1207	1364	1461	1659
EPS(元)	1.50	1.42	1.71	2.03	2.34

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	18.4	16.3	13.7	14.7	10.9
营业利润(%)	30.2	6.7	17.4	18.9	15.3
归属于母公司净利润(%)	29.2	-5.0	20.2	18.7	15.4
获利能力					
毛利率(%)	52.5	52.9	52.0	52.2	52.4
净利率(%)	7.6	6.2	6.6	6.8	7.1
ROE(%)	18.1	15.8	17.0	17.8	17.9
ROIC(%)	15.9	11.4	13.6	14.6	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	54.3	58.1	56.3	52.5	53.4
净负债比率(%)	-2.0	16.1	-9.4	-16.0	-22.4
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	13.4	15.5	14.0	14.3	14.6
应付账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.50	1.42	1.71	2.03	2.34
每股经营现金流(最新摊薄)	2.42	2.73	1.47	2.53	2.36
每股净资产(最新摊薄)	8.18	8.82	9.93	11.25	12.94
估值比率					
P/E	14.2	14.9	12.4	10.5	9.1
P/B	2.6	2.4	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	7.1	7.2	5.8	5.0	4.1

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