

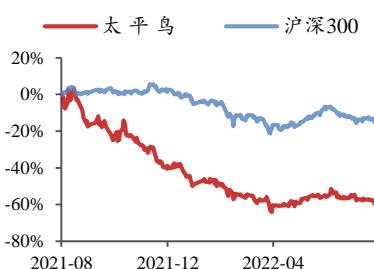
太平鸟 (603877.SH)

2022 年 09 月 02 日

投资评级：买入（维持）

日期	2022/9/2
当前股价(元)	17.86
一年最高最低(元)	48.20/16.10
总市值(亿元)	85.14
流通市值(亿元)	84.16
总股本(亿股)	4.77
流通股本(亿股)	4.71
近 3 个月换手率(%)	31.84

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《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

《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》-2022.3.31

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

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

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

● 业绩如期承压，下半年控费持续及加盟拓店提速，维持“买入”评级

2022H1 公司实现收入 41.97 亿元 (-16.31%) 主要系疫情下零售业绩欠佳，扣非净利润 0.05 亿元 (-98.2%) 主要系直营店铺租金、员工薪酬等固定性费用较大以及计提存货跌价准备 8930 万元，归母净利润 1.33 亿元 (-67.57%)，扣非好于净利润主要系上半年政府补助 1.5 亿元。2022H1 业绩受弱零售环境和老货出清压制，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 4.8/7.2/8.2 亿元（此前为 7.9/9.3/10.5 亿元），对应 EPS 分别为 1.0/1.5/1.7 元，当前股价对应 PE 分别为 17.8/11.9/10.4 倍，预计积极控费、女装&乐町产品调整仍是全年主旋律女装，期待下半年加盟拓店、双十一及冬装表现，继续维持“买入”评级。

● 品牌端：男装及童装韧性好，降幅好于集团整体，女装及乐町处产品调整期

2022H1 PB 女装/男装/乐町/童装/其它品牌收入 161.6/13.4/5.3/5.4/1.1 亿元，同比 -22.5%/-8.3%/-18.8%/-10.5%/-22.1%，毛利率为 53.2% (-5.5pct)、53.5% (-1.6pct)、47.0% (-4.9pct)、52.97% (+0.36pct)、40.1% (-2.5pct)，男装及童装韧性好。

● 渠道端：直营受疫情影响最深，H1 加盟净闭店预计 H2 将净拓店

2022H1 线上收入 13.82 亿元 (-10.74%)，其中男装及童装在天猫和抖音渠道中仍有正增长、女装和乐町由于产品风格调整在天猫和抖音的收入承压，线上占比 33.16%，同比提升 2.1pct，预计下半年双十一及冬装调整将对线上有所拉动；2022H1 线下收入 27.86 亿元 (-18.96%)，其中直营、加盟分别收入 18.76 亿元 (-21.33%)、9.09 亿元 (-13.59%)。截至 2022H1 门店净关 293 家至 4921 家，其中直营 1503 家（较 2021 年底净关 113 家）、加盟 3418 家（较 2021 年底净关 180 家），直营闭店符合预期、加盟闭店不及预期，预计下半年将加速男女装加盟拓店进程。

● 2022H1 毛/净利率下滑 3.4/5.0pct，存货周转天数上升系收入下滑

盈利能力：2022H1 毛利率 51.9% (-3.4pct)，线上/直营/加盟毛利率分别同比 -0.13/-2.92/-6.65pct，加盟毛利率下降主要系折扣较低的老货占比提升；2022H1 期间费用为 20.62 亿元 (-10.37%)，控费措施成效初显主要系销售人员薪酬及店铺费用、联名设计费下降，但由于收入下滑导致期间费用率提升 3.26pct，净利率 3.2% (-5.0pct)。营运能力：2022H1 存货 21.2 亿元 (+12.6%)，存货周转天数 208 天 (+23 天)；应收账款 3.5 亿元 (-26.74%)，应收账款周转天数 21 天 (-2 天)，经营活动净现金为 -2.08 亿元（2021H1 为 0.45 亿元）主要系收入下降。

● 风险提示：疫情反复影响零售、加盟拓店、产品调整不及预期。

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	10,416	12,149	13,298
YOY(%)	18.4	16.3	-4.6	16.6	9.5
归母净利润(百万元)	713	677	479	716	817
YOY(%)	29.2	-5.0	-29.3	49.5	14.2
毛利率(%)	52.5	52.9	49.3	50.6	51.2
净利率(%)	7.6	6.2	4.6	5.9	6.1
ROE(%)	18.1	15.8	10.7	14.8	15.3
EPS(摊薄/元)	1.50	1.42	1.00	1.50	1.71
P/E(倍)	11.9	12.6	17.8	11.9	10.4
P/B(倍)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 业绩如期承压，H2 控费持续&加盟拓店提速.....	3
1.1、 分品牌看：男装及童装韧性强，降幅好于集团整体.....	3
1.2、 分渠道看：直营受疫情影响最深，H1 加盟净闭店预计 H2 将净拓店	4
2、 弱零售环境及老货出清影响盈利能力，控费措施成效初显	6
2.1、 盈利能力：老货出清影响加盟毛利率，费用率提升主要系收入下滑	6
2.2、 营运能力：存货净值下降库存结构有待进一步提升，应收账款有所下降	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

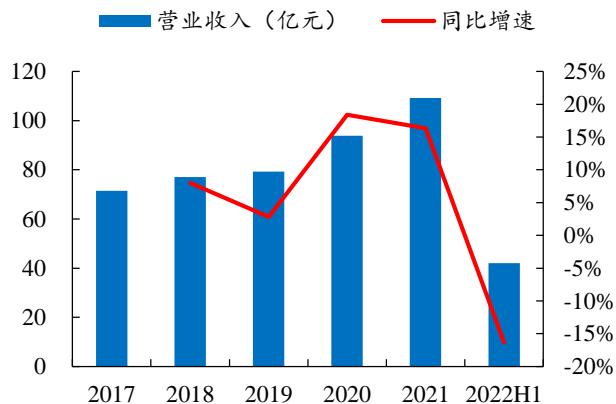
图 1： 2022H1 公司实现收入 41.97 亿元 (-16.31%)	3
图 2： 2022Q2 公司实现收入 17.33 亿元 (-26.08%)	3
图 3： 2022H1 公司实现归母净利润 1.33 亿元 (-67.57%)	3
图 4： 2022Q2 公司实现归母净利润-0.57 亿元 (-127.41%)	3
图 5： 2022H1 男装及童装收入增速降幅好于集团整体	4
图 6： 2022H1PB 男装收入占比有所提升	4
图 7： 2022H1 加盟收入降幅好于直营	5
图 8： 2022H1 加盟收入占比提升 2.03pct	5
图 9： 2022H1 加盟净闭店 180 家	5
图 10： 2022H1 直营与加盟店为 1503/3418 家	5
图 11： 2022H1 童装毛利率为 52.97% (+0.36pct)	6
图 12： 2022H1 加盟渠道毛利率因老货消化下降较多	6
图 13： 2022H1 期间费用率提升主要系收入下滑	7
图 14： 2022H1 公司净利率为 3.18%	7
图 15： 2022H1 存货净值有所下降	8
图 16： 2022H1 应收账款及应收账款天数均下降	8
表 1： 2022H1 收入下滑-16.31%主要系女装、乐町、其他品牌下滑，男装及童装韧性强 (单位：亿元)	4
表 2： 2022H1 收入下滑-16.31%主要系直营收入下滑拖累	5
表 3： 2022H1 年总门店数为 4921 家，全年净减少 293 家 (单位：家)	6

1、业绩如期承压，H2控费持续&加盟拓店提速

2022H1 公司实现收入 41.97 亿元 (-16.31%) 主要系疫情下零售业绩欠佳，扣非净利润 0.05 亿元 (-98.2%) 主要系直营店铺租金、员工薪酬等固定性费用较大以及计提存货跌价准备 8930 万元，归母净利润 1.33 亿元 (-67.57%)，扣非好于净利润主要系上半年政府补助 1.5 亿元。

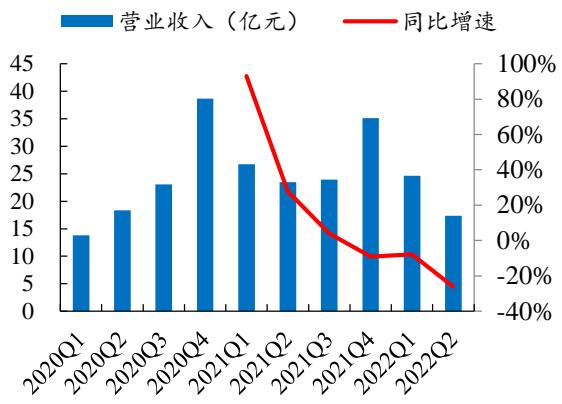
分季度看，2022Q1、Q2 收入及增速分别为 24.64 亿元 (-7.74%)、17.33 亿元 (-26.08%)，2022Q1、Q2 归母净利润及增速分别为 1.9 亿元 (-6.44%)、-0.57 亿元 (-127.41%)。

图1：2022H1 公司实现收入 41.97 亿元 (-16.31%)



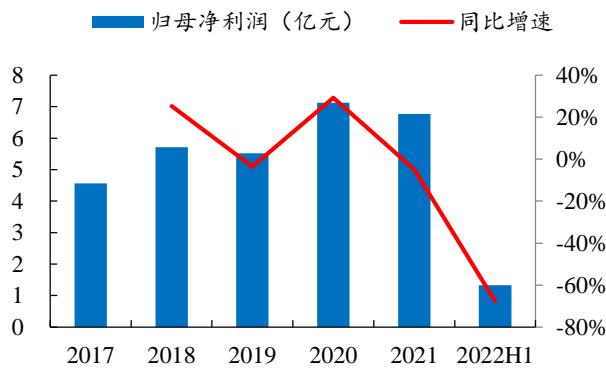
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022Q2 公司实现收入 17.33 亿元 (-26.08%)



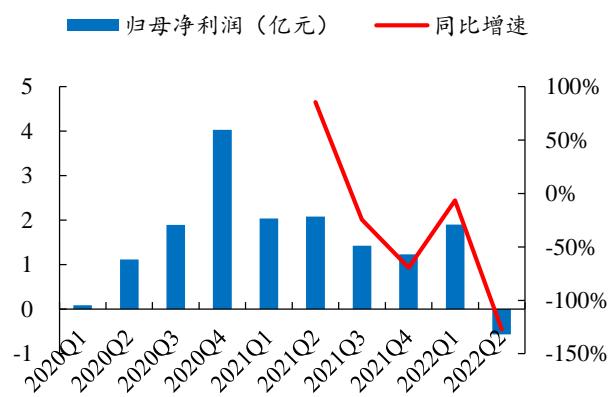
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2022H1 公司实现归母净利润 1.33 亿元 (-67.57%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022Q2 公司实现归母净利润-0.57 亿元 (-127.41%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、分品牌看：男装及童装韧性好，降幅好于集团整体

PB 女装 2022H1 营收 16.56 亿元，同比-22.51%，收入占比为 39.7% (-3.13pct)；

PB 男装 2022H1 营收 13.37 亿元，同比-8.25%，收入占比为 32.1% (+2.85pct)；

乐町少女装 2022H1 营收 5.27 亿元，同比-18.83%，收入占比为 12.7% (-0.38pct)；

Mini Peace 童装 2022H1 营收 5.37 亿元，同比-10.5%，收入占比为 12.9% (+0.85pct)；

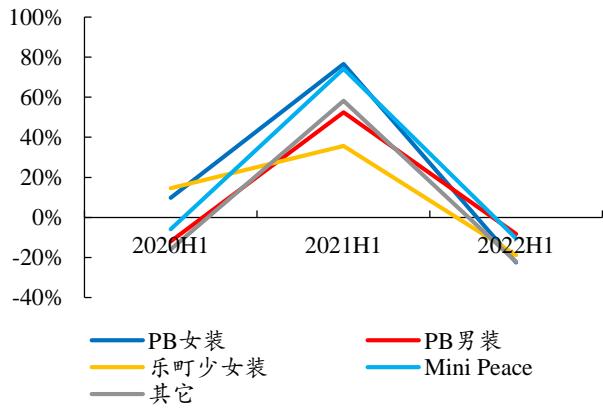
其他品牌 2022H1 营收 1.1 亿元, 同比-22.16%, 收入占比为 2.64% (-0.2pct)。

表1: 2022H1 收入下滑-16.31%主要系女装、乐町、其他品牌下滑, 男装及童装韧性好 (单位: 亿元)

2020H1		2021H1		2022H1		VS2020 变动	
收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动
PB 女装	12.10	39.31%	21.38	42.87%	16.56	39.74%	-22.51% -3.13%
PB 男装	9.55	31.03%	14.57	29.22%	13.37	32.07%	-8.25% 2.85%
乐町少女装	4.79	15.56%	6.50	13.03%	5.27	12.66%	-18.83% -0.38%
Mini Peace	3.45	11.19%	6.00	12.04%	5.37	12.89%	-10.50% 0.85%
其它	0.89	2.90%	1.41	2.84%	1.10	2.64%	-22.16% -0.20%
总计	30.79	100.00%	49.86	100.00%	41.68	100.00%	-16.41% 0.00%
毛利		毛利率		毛利		毛利率	
PB 女装	6.86	56.71%	12.55	58.72%	8.82	53.22%	-29.76% -5.50%
PB 男装	5.21	54.58%	8.03	55.10%	7.15	53.47%	-10.96% -1.63%
乐町少女装	2.54	53.09%	3.38	51.96%	2.48	47.04%	-26.51% -4.92%
Mini Peace	1.64	47.51%	3.16	52.61%	2.85	52.97%	-9.88% 0.36%
其它	0.43	47.91%	0.60	42.61%	0.44	40.09%	-26.77% -2.52%
总计	16.69	54.20%	27.71	55.59%	21.73	52.14%	-21.59% -3.45%

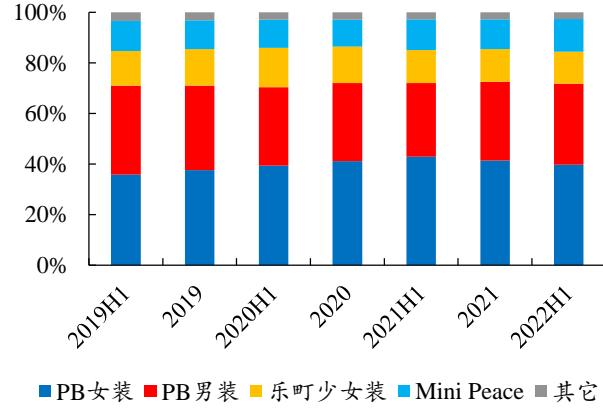
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 2022H1 男装及童装收入增速降幅好于集团整体



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2022H1 PB 男装收入占比有所提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、分渠道看: 直营受疫情影响最深, H1 加盟净闭店预计 H2 将净拓店

线上渠道: 2022H1 线上渠道实现收入 13.82 亿元 (-10.74%), 占总收入 33.16%, 线上渠道及产品结构仍处于调整期。

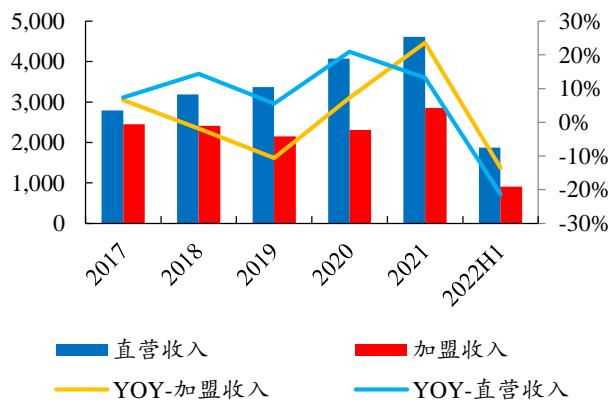
线下渠道: 2022H1 线下渠道共实现收入 27.86 亿元 (-18.96%), 其中直营收入 18.76 亿元 (-21.33%), 占比为 67.35% (-2.03pct); 加盟收入 9.09 亿元 (-13.59%), 占比为 32.65% (+2.03pct)。

零售额及同店增长 (SSSG): 预计直营/加盟/线上零售额下滑 15-20%, 预计同店下滑 15-20%。

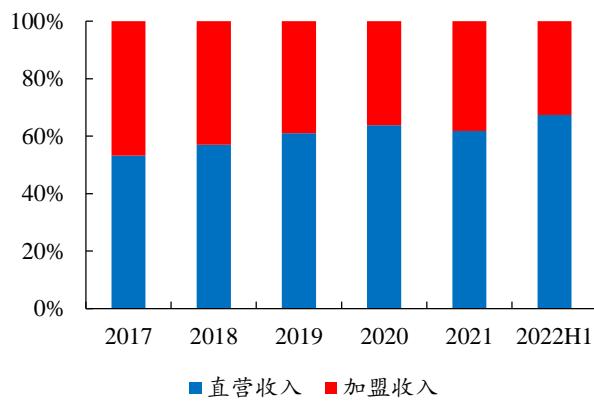
表2：2022H1 收入下滑-16.31%主要系直营收入下滑拖累

2020H1		2021H1		2022H1		VS2021H1 变动	
收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动
线上	11.24	36.52%	15.48	31.05%	13.82	33.16%	-10.74%
线下	19.54	63.48%	34.38	68.95%	27.86	66.84%	-18.96%
直营	14.06	71.96%	23.85	69.38%	18.76	67.35%	-21.33%
加盟	5.48	28.03%	10.52	30.62%	9.09	32.65%	-13.59%
总计	30.79		49.86		41.68		
毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动
线上	5.24	46.57%	6.82	44.02%	6.06	43.89%	-11.01%
线下	11.45	58.59%	20.90	60.80%	15.67	56.24%	-25.04%
直营	8.78	62.44%	16.02	67.16%	12.05	64.24%	-24.75%
加盟	2.67	48.71%	4.88	46.38%	3.61	39.73%	-25.99%
总计	16.69	54.20%	27.71	55.59%	21.73	52.14%	-21.59%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

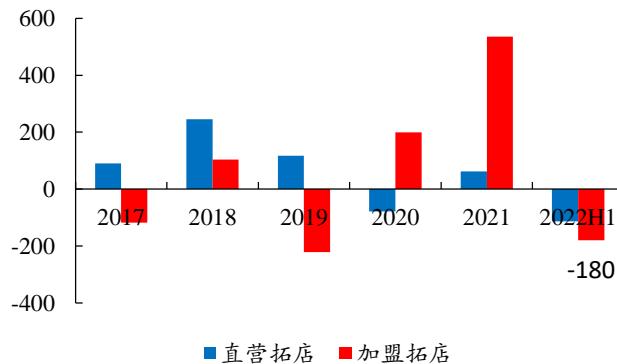
图7：2022H1 加盟收入降幅好于直营


数据来源：公司公告、开源证券研究所

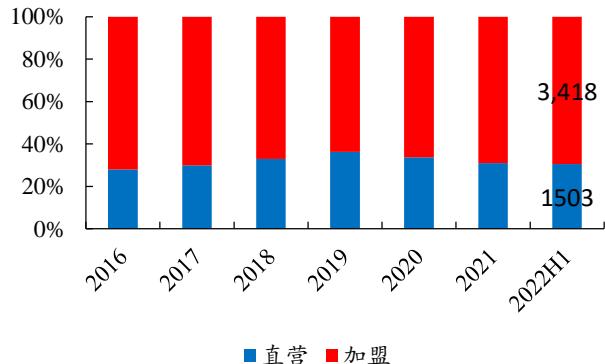
图8：2022H1 加盟收入占比提升 2.03pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

门店数量:2022H1 整体净关店 293 家达到 4921 家, 其中直营净关 113 家至 1503 家; 加盟净关 180 家至 3418 家, 加盟占比环比 2021 年底提升 0.45pct 至 69.46%。2022H1 直营闭店符合预期、加盟闭店不及预期, 预计下半年将加速加盟拓店进程。

图9：2022H1 加盟净关店 180 家


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2022H1 直营与加盟店为 1503/3418 家


数据来源：公司公告、开源证券研究所

分品牌看,2022H1 PB 女装门店净减少 99 家达到 2028 家,以加盟闭店为主; PB 男装门店净减少 91 家达到 1573 家,直营与加盟闭店比例约 1: 1; 乐町少女装门店净减少 47 家达到 690 家,以加盟闭店为主; Mini Peace 童装门店净减少 5 家达到 811 家,全部为直营闭店,其他品牌净减少 51 家,以加盟闭店为主。

表3: 2022H1 年总门店数为 4921 家, 全年净减少 293 家 (单位: 家)

	2020		2021		2021Q3		2022H1 净拓店	
	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟
PB 女装	526	1180	579	1449	532	1,397	-47	-52
PB 男装	484	865	523	1050	478	1,004	-45	-46
乐町少女装	228	470	207	483	196	447	-11	-36
Mini Peace	287	434	296	515	291	515	-5	0
其它	29	113	11	101	6	55	-5	-46
合计	1554	3062	1616	3598	1,503	3,418	-113	-180
总计		4616		5214		4921		-293

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、弱零售环境及老货出清影响盈利能力, 控费措施成效初显

2.1、盈利能力: 老货出清影响加盟毛利率, 费用率提升主要系收入下滑

(1) 毛利率: 2022H1 公司整体毛利率为 51.9% (-3.4pct)。

分渠道看: 线上 2022H1 毛利率为 43.89% (-0.13pct); 线下 2022H1 毛利率为 56.24% (-4.56pct), 其中直营渠道毛利率为 64.24% (-2.92pct)、加盟渠道毛利率为 39.73% (-6.65pct), 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所致。

分品牌看:

PB 女装 2022H1 毛利率为 53.22% (-5.5pct); PB 男装 2022H1 毛利率为 53.47% (-1.63pct); 乐町少女装 2022H1 毛利率为 47.04% (-4.92pct); Mini Peace 童装 2022H1 毛利率为 52.97% (+0.36pct); 其他品牌 2022H1 毛利率为 40.09% (-2.52pct)。

图11: 2022H1 童装毛利率为 52.97% (+0.36pct)

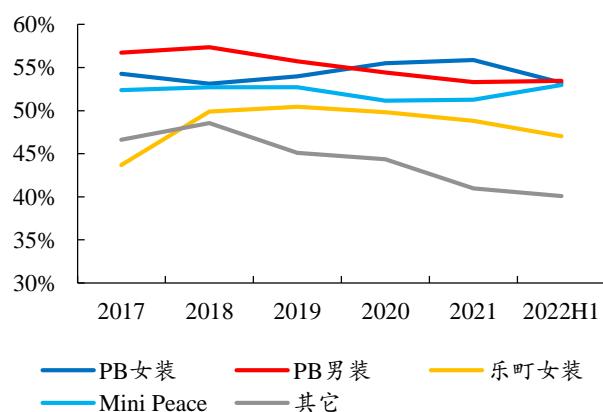
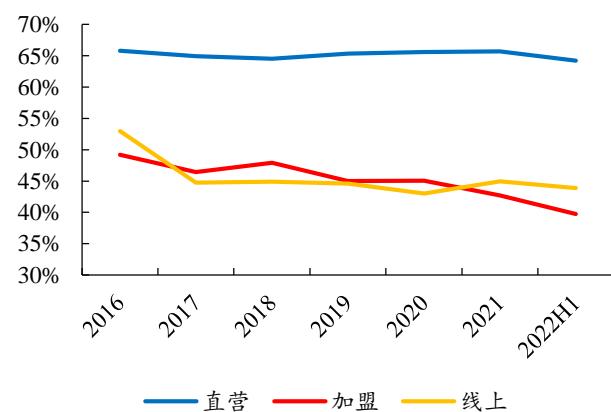


图12: 2022H1 加盟渠道毛利率因老货消化下降较多



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

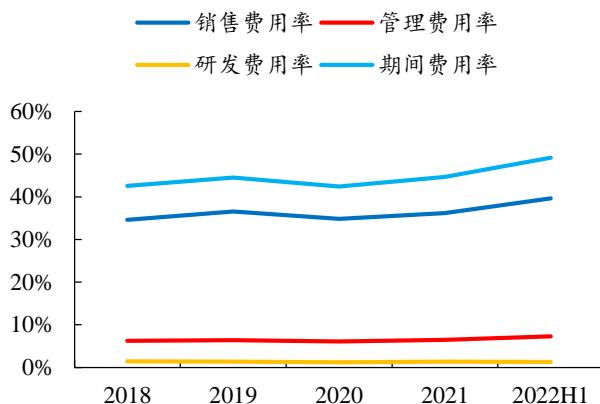
(2) 费用端: 2022H1 公司期间费用为 20.62 亿元 (-10.37%)，2022Q1、Q2 期间费用为 11.36 亿元 (-4.99%)、9.23 亿元 (-16.2%)，2022Q2 销售/管理/研发/财务费用分别同比-17.65%/-8.71%/-22.17%/+6.14%。

控费仍是 2022 年全年的主旋律，费用端拆分看：2022H1 销售费用 16.64 亿元，同比减少 11.8%，其中 Q2 销售费用同比下降 17.65%，主要系销售人员薪酬及店铺费用随收入下降而下降。2022H1 管理费用 3.06 亿元，同比减少 0.8%。2022H1 研发费用 0.56 亿元，同比减少 18.7%，主要是薪酬及联名设计费有所下降。2022H1 财务费用 0.36 亿元，同比减少 1.9%。

2022H1 期间费用率为 49.13% (+3.26pct)，其中 2022Q1、Q2 期间费用率分别为 46.11%(+1.34pct)、53.42%(+6.3pct)，Q2 费用率大幅上升主要系收入下滑。2022H1 销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 39.65%/7.29%/1.33%/0.86%，同比+2.03/+1.14/-0.04/+0.13pct。

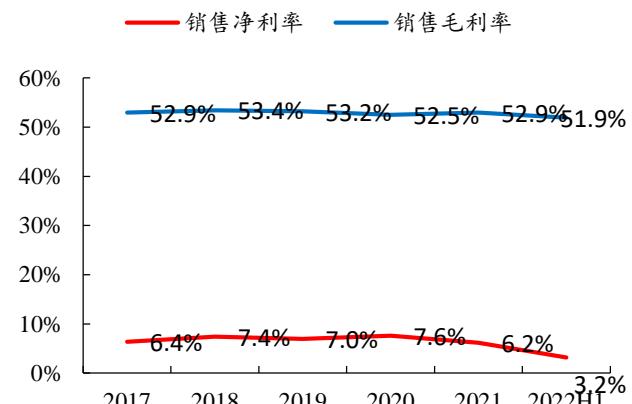
(3) 净利率: 2022H1 公司净利率 3.18%，同比下降 5.02pct，2022Q2 净利率为-3.28% (-12.14pct)，利润同比下滑较多主要系受疫情下收入下滑导致较大负经营杠杆、存货跌价准备计提 8930 万元。

图13：2022H1 期间费用率提升主要系收入下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：2022H1公司净利率为 3.18%

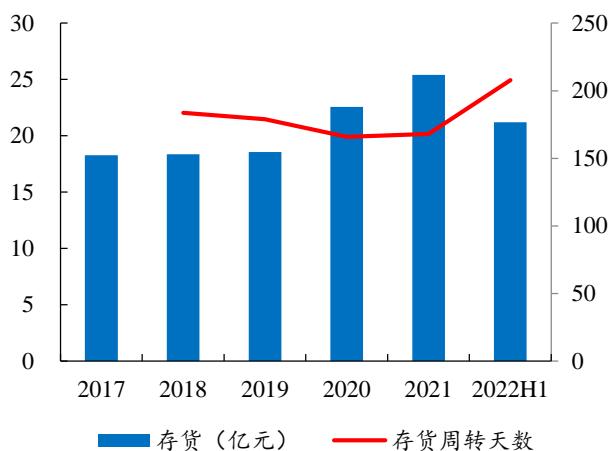


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、营运能力：存货净值下降库存结构有待进一步提升，应收账款有所下降

(1) 存货: 截至 2022H1，公司存货净值为 21.2 亿元，同比下降 10.32%，计提 2.2 亿元的存货跌价准备，其中产成品为 1.7 亿元。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 64%，预计随着各季度产销率明显提升以及老货消化力度加大，库存结构将改善。2022H1 年存货周转天数为 208 天，同比增加 23 天，2022H2 预计仍将通过强化产销率、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 2022H1，应收账款为 3.5 亿元，同比减少 26.74%，应收账款周转天数为 21 天，同比缩短 2 天。

图15：2022H1 存货净值有所下降


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：2022H1 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：2022H1 经营活动产生的现金流量净额为-2.08亿元（2021H1 为 0.45 亿元），主要系销售收入下降。截至 2022H1，货币资金为 5.55 亿元，较 2021 年末降低 51.61% 主要系股利及经营活动现金流减少。

3、盈利预测与投资建议

2022H1 公司实现收入 41.97 亿元 (-16.31%) 主要系疫情下零售业绩欠佳，扣非净利润 0.05 亿元 (-98.2%) 主要系直营店铺租金、员工薪酬等固定性费用较大以及计提存货跌价准备 8930 万元，归母净利润 1.33 亿元 (-67.57%)，扣非好于净利润主要系上半年政府补助 1.5 亿元。2022H1 业绩受弱零售环境和老货出清压制，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 4.8/7.2/8.2 亿元（此前为 7.9/9.3/10.5 亿元），对应 EPS 分别为 1.0/1.5/1.7 元，当前股价对应 PE 分别为 17.8/11.9/10.4 倍，预计积极控费、女装&乐町产品调整仍是全年主旋律女装，期待下半年加盟拓店、双十一及冬装表现，继续维持“买入”评级。

4、风险提示

疫情反复影响零售、加盟拓店、产品调整不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6308	7133	7661	8254	8870	营业收入	9387	10921	10416	12149	13298
现金	665	1148	1838	1554	2158	营业成本	4459	5140	5279	6003	6495
应收票据及应收账款	778	632	860	842	983	营业税金及附加	61	59	62	69	77
其他应收款	151	171	155	217	189	营业费用	3273	3949	3763	4380	4761
预付账款	272	261	354	317	401	管理费用	575	709	669	765	824
存货	2257	2540	2469	3141	2956	研发费用	116	152	135	164	184
其他流动资产	2186	2381	1984	2184	2183	财务费用	19	68	15	19	7
非流动资产	2234	3062	2193	2406	2578	资产减值损失	-118	-120	47	-134	-78
长期投资	0	9	7	8	10	其他收益	133	204	200	100	100
固定资产	1387	1360	1219	1350	1430	公允价值变动收益	2	5	5	5	5
无形资产	180	176	156	135	115	投资净收益	34	38	34	35	36
其他非流动资产	666	1517	811	912	1023	资产处置收益	-0	5	5	5	5
资产总计	8541	10194	9854	10660	11413	营业利润	926	988	690	1028	1173
流动负债	4546	4656	4802	5278	5581	营业外收入	3	6	6	6	6
短期借款	493	198	359	350	302	营业外支出	22	44	25	31	33
应付票据及应付账款	2391	2468	2629	3152	3069	利润总额	906	949	671	1003	1146
其他流动负债	1662	1991	1815	1777	2210	所得税	200	273	193	288	329
非流动负债	95	1268	589	539	482	净利润	707	677	478	715	817
长期借款	0	721	344	243	119	少数股东损益	-6	-1	-0	-1	-1
其他非流动负债	95	548	245	296	363	归属母公司净利润	713	677	479	716	817
负债合计	4641	5924	5392	5816	6062	EBITDA	1142	1207	883	1096	1234
少数股东权益	3	2	2	1	1	EPS(元)	1.50	1.42	1.00	1.50	1.71
股本	477	477	477	477	477						
资本公积	1348	1323	1323	1323	1323	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	2173	2473	2723	3115	3553	成长能力					
归属母公司股东权益	3897	4268	4460	4842	5350	营业收入(%)	18.4	16.3	-4.6	16.6	9.5
负债和股东权益	8541	10194	9854	10660	11413	营业利润(%)	30.2	6.7	-30.2	49.0	14.2
						归属于母公司净利润(%)	29.2	-5.0	-29.3	49.5	14.2
						获利能力					
						毛利率(%)	52.5	52.9	49.3	50.6	51.2
						净利率(%)	7.6	6.2	4.6	5.9	6.1
						ROE(%)	18.1	15.8	10.7	14.8	15.3
						ROIC(%)	15.9	11.4	8.5	11.9	12.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	54.3	58.1	54.7	54.6	53.1
						净负债比率(%)	-2.0	16.1	-16.9	-10.7	-22.9
						流动比率	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
						速动比率	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.2	1.0	1.2	1.2
						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	1.00	1.50	1.71
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.42	2.73	1.54	1.13	2.62
						每股净资产(最新摊薄)	8.18	8.82	9.22	10.02	11.09
						估值比率					
						P/E	11.9	12.6	17.8	11.9	10.4
						P/B	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6
						EV/EBITDA	5.8	5.9	6.8	5.6	4.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

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