

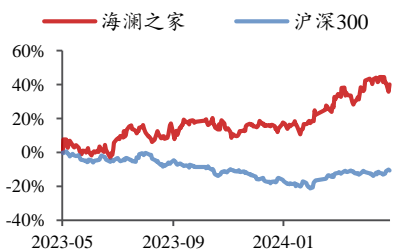
海澜之家 (600398.SH)

2024年05月04日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/4/30
当前股价(元)	9.11
一年最高最低(元)	9.55/6.22
总市值(亿元)	437.53
流通市值(亿元)	437.53
总股本(亿股)	48.03
流通股本(亿股)	48.03
近3个月换手率(%)	36.47

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《Q3 男生女生剥离增厚利润, 主品牌稳健&团购高增—公司信息更新报告》-2023.11.15
- 《2023Q2 业绩亮眼, 团购定制&直营表现突出—公司信息更新报告》-2023.9.4
- 《2022 年业绩承压, 2023Q1 业绩如期复苏—公司信息更新报告》-2023.5.3

2023 年业绩亮眼且延续高分红, 2024Q1 稳健增长

—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

张霜凝 (联系人)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790122070037

● 2023 年业绩亮眼且延续高分红, 2024Q1 稳健增长, 维持“买入”评级

公司 2023 年收入 215.3 亿元 (+16%), 归母净利润 29.5 亿元 (+37%), 2023 年分红率 91.1%, 2023Q4 收入 59.6 亿元 (+21.9%), 归母净利润 5.0 亿元 (+23.3%)。2024Q1 收入 61.77 亿元 (+8.7%), 归母净利润 8.87 亿元 (+10.4%)。考虑消费信心仍在恢复中以及 2023Q3 男生女生剥离的 1.6 亿元一次性收益, 我们略下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 31.5/35.3/38.8 亿元 (原为 31.9/36.1 亿元), EPS 为 0.7/0.7/0.8 元, 当前股价对应 PE 为 13.9/12.4/11.3 倍, 预计主品牌线下稳健、电商高增、海外稳步推进, 运动板块持续增长, 预计 2024H1 分红比例不低于 70%, 维持“买入”评级。

● 2023 年主品牌亮眼, 线上毛利率大幅提升, 2024Q1 线上高增且毛利率稳健

(1) 分品牌: 2023 年海澜之家收入 164.6 亿元 (+19.7%), 占比 79.3%, 毛利率 45.2% (+2.96pct) 提升主要系直营占比及电商毛利率提升; 团购收入 22.8 亿元 (+1.48%), 占比 11%, 毛利率 46.8% (-1.78pct); 其他品牌收入 20.2 亿元 (+5.85%), 占比 9.7%, 毛利率 50.2% (-2.0pct)。2024Q1 海澜之家/团购/其他品牌收入同比+6.46%/+54.2%/-25.07%, 团购高增主要系出货与客户确认时差导致, 其他品牌下降主要系男生女生 2023Q3 剥离, 毛利率分别同比+0.6/-0.65/+3.25pct。(2) 分渠道: 2023 年线上收入 32.6 亿元 (+14.1%), 占比 15.7% (-0.25pct), 毛利率+8.2pct 至 48.15%, 海外收入 2.7 亿元 (+24%), 占比 1.3%, 毛利率 68.9% (+2.6pct), 高于国内主要系海外产品定价包含运费; 2023 年直营/加盟收入+49.3%/+10.5%, 毛利率分别-0.55pct/+1.55pct 至 62.6%/40.3%。2024Q1 线上收入+34%至 8.47 亿元, 毛利率-0.04pct 至 47.6%, 直营/加盟收入+13.9%/+0.38%, 直营/加盟毛利率分别+2.3/-0.65pct 至 63.2%/41.7%。

● 门店: 2023 年主品牌净增/男生女生剥离, 2024Q1 主品牌直营占比持续提升截至 2023 年线下总门店 6877 (-16.33%), 净关 1342 家, 其中海澜之家 5976 家 (+34) 其中直营净拓 198 家, 其他品牌 901 家 (-1376) 其中直营净闭 93 家。截至 2024Q1 末海澜之家 5954 家 (-22) 直营净开 15 家, 直营占比较 2022 年提升 3.2pct 至 21.3%, 2023Q1 末其他品牌 892 家 (-9) 其中加盟净开 1 家。

● 2023 年男生女生剥离及联营企业增厚利润, 存货周转及现金流状况良好

(1) 盈利能力: 2023 年毛利率+1.6pct 至 44.5%, 期间费用率 25.8% (+1.5pct), 净利率为 13.7% (+2.1pct), 提升显著主要系联营公司斯搏兹 (控股 40%) 贡献投资收益 3402 万元以及男生女生剥离带来一次性收益 1.6 亿元。2024Q1 毛利率+2.1pct 至 46.7%, 期间费用率 24.0% (+1.3pct) 带动净利率为 14.4% (+0.2pct), 斯搏兹贡献投资收益 994 万元。(2) 营运能力: 截至 2024Q1 存货规模为 82.2 亿元 (+6%), 存货周转天数 240 天 (-6), 2023 年末品牌可退货存货占比 84.8% (+13pct), 经营性现金流净额为 13.8 亿元 (-3.9%)。

● 风险提示: 线上增长、线下店效恢复、其他品牌进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,562	21,528	23,451	25,702	27,937
YOY(%)	-8.1	16.0	8.9	9.6	8.7
归母净利润(百万元)	2,155	2,952	3,154	3,526	3,875
YOY(%)	-13.5	37.0	6.9	11.8	9.9
毛利率(%)	42.9	44.5	44.7	44.9	45.0
净利率(%)	11.6	13.7	13.5	13.7	13.9
ROE(%)	14.2	18.2	16.3	16.2	15.4
EPS(摊薄/元)	0.45	0.61	0.66	0.73	0.81
P/E(倍)	20.3	14.8	13.9	12.4	11.3
P/B(倍)	3.1	2.8	2.3	2.1	1.8

数据来源: 聚源、开源证券研究

目 录

1、 2023 年业绩亮眼且延续高分红，2024Q1 稳健增长.....	3
1.1、 按品牌：2023 年各品牌收入增长，主品牌增速明显.....	4
1.2、 按渠道：线下增长好于线上，直营增长明显.....	4
1.3、 门店：直营店占比持续提升，其他品牌受男生女生剥离影响.....	5
2、 2023 年主品牌盈利能力改善，存货周转及现金流状况良好.....	5
2.1、 盈利能力：直营占比提升及线上毛利率提升驱动主品牌毛利率.....	5
2.2、 营运能力：2023 年存货周转良好，现金储备充足.....	6
3、 盈利预测与投资建议.....	7
4、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

图表目录

图 1： 2023 年公司实现收入 215.28 亿元（+15.98%）.....	3
图 2： 2023 年公司实现归母净利润 29.52 亿元（+36.96%）.....	3
图 3： 2024Q1 收入 61.77 亿元（+8.7%）.....	3
图 4： 2024Q1 归母净利润 8.87 亿元（+10.4%）.....	3
图 5： 2023 年毛利率+1.6pct，归母净利率+2.1pct.....	6
图 6： 2024Q1 毛利率+2.1pct，归母净利率+0.22pct.....	6
图 7： 2023 年期间费用率为 25.8%（+1.5pct）.....	6
图 8： 2024Q1 期间费用率为 24.0%（+1.3pct）.....	6
图 9： 2023 存货周转天数同比减少 16 天.....	7
图 10： 公司 2023 应收账款周转天数提升.....	7
表 1： 公司 2023 主营业务 HLA/海澜团购定制系列/其他品牌分别同比上升 19.66%/1.48%/5.85%.....	4
表 2： 公司 2023 年线上收入+14.06%，线下收入+16.26%.....	4
表 2： 2023 门店为 6877 家（-1342 家），海澜之家/其他品牌门店较 2022 分别净增 34/-1376 家.....	5

1、2023 年业绩亮眼且延续高分红，2024Q1 稳健增长

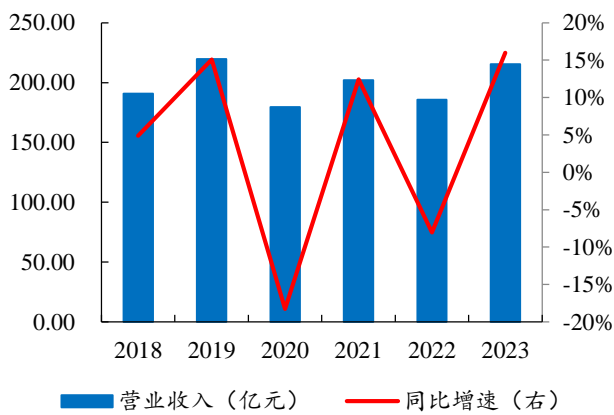
2023 年公司收入高增长，实现营收 215.28 亿元 (+15.98%)，归母净利润 29.52 亿元 (+36.96%)，扣非归母净利润亿元 27.1 亿元 (+30.61%)。

2024 Q1 收入为 61.77 亿元 (+8.72%)，归母净利润为 8.87 亿元 (+10.41%)，扣非归母净利润 8.77 亿元 (+10.84%)。

分季度看，2023Q1-2023Q4 单季度收入分别为 56.82 亿元 (+9%)、55.17 亿元 (+28.2%)、43.7 亿元 (+5.1%)、59.58 亿元 (+21.9%)；归母净利润分别为 8.03 亿元 (+11.1%)、8.76 亿元 (+58.5%)、7.73 亿元 (+63.1%)、5 亿元 (+23.3%)。

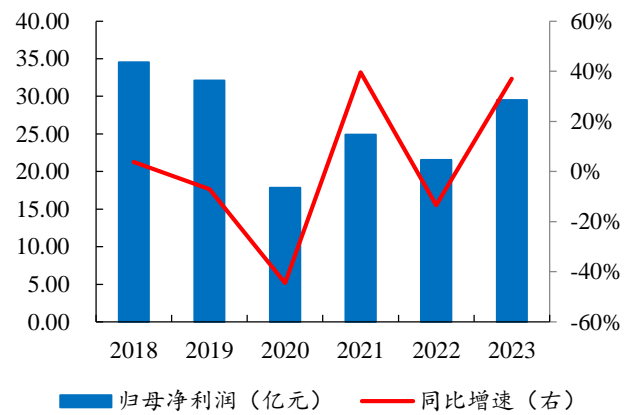
分地区看，2023 年境内实现收入 204.83 亿元，同比+15.81%，占比 98.69%；境外实现收入 2.71 亿元，同比+23.98%，占比 1.31%。

图1：2023 年公司实现收入 215.28 亿元 (+15.98%)



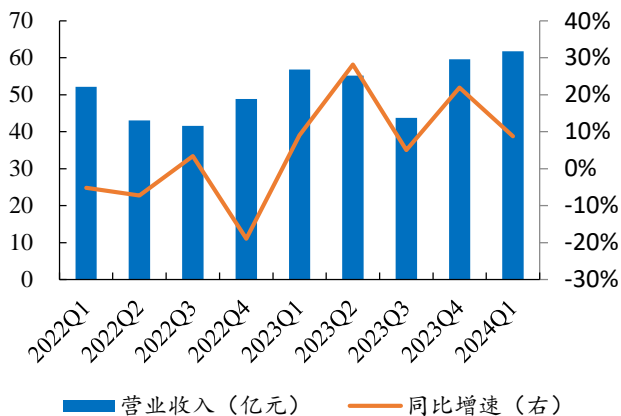
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023 年公司实现归母净利润 29.52 亿元 (+36.96%)



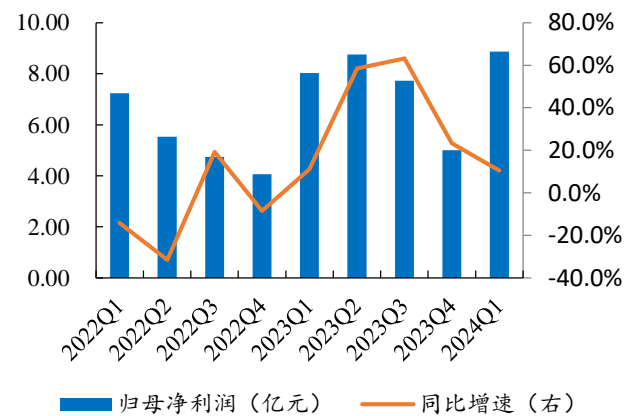
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024Q1 收入 61.77 亿元 (+8.7%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q1 归母净利润 8.87 亿元 (+10.4%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、按品牌：2023 年各品牌收入增长，主品牌增速明显

(1) 海澜之家：2023 年海澜之家系列实现收入 164.58 亿元，同比+19.66%，收入占比为 79.30%，2024Q1 收入 51.30 亿元 (+6.46%)。

(2) 海澜团购定制系列：2023 年海澜团购定制系列实现收入 22.81 亿元，同比+1.48%，收入占比为 10.99%，2024Q1 收入 5.50 亿元 (+54.21%)，主要受 2023Q4 出货节奏影响，收入确认延后至 2024Q1。

(3) 其他品牌：2023 年其他品牌实现收入 20.16 亿元，同比+5.85%，收入占比为 9.71%。2024Q1 收入 3.71 亿元 (-25.07%)，主要系男生女生 2023Q3 剥离。

表1：公司 2023 主营业务 HLA/海澜团购定制系列/其他品牌分别同比上升 19.66%/1.48%/5.85%

单位：亿元	2021		2022		2023		VS2022 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动
HLA	151.33	77.86%	137.53	76.81%	164.58	79.30%	+19.66%	+2.49pct
圣凯诺	22.60	11.63%	22.47	12.55%	22.81	10.99%	+1.48%	-1.56pct
其他品牌	20.42	10.51%	19.04	10.64%	20.16	9.71%	+5.85%	-0.92pct
服装行业总计	194.35	100.00%	179.05	100.00%	207.54	100.00%	+15.9%	-
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动
HLA	60.55	40.01%	58.1	42.24%	74.4	45.20%	28.06%	+2.96pct
圣凯诺	11.66	51.57%	10.92	48.60%	10.7	46.82%	-2.01%	-1.78pct
其他品牌	9.01	44.14%	9.94	52.20%	10.1	50.19%	1.61%	-2.01pct
服装行业总计	81.22	41.79%	78.96	44.10%	95.2	45.87%	20.57%	+1.77pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、按渠道：线下增长好于线上，直营增长明显

按照线上/线下拆分：(1) 2023 年线上渠道高增长，实现收入 32.58 亿元，同比增长 14.06%，收入占比 15.70%(-0.25pct)；线下渠道收入为 174.96 亿元，同比+16.26%，收入占比为 84.30% (+0.25pct)。(2) 2024Q1 线上收入为 8.47 亿元 (+34%)，占比 14%；线下收入为 52.04 亿元 (+3.28%)，占比 86%。

按直营/加盟拆分（不含海澜团购定制系列）：(1) 2023 年直营收入 45.33 亿元，同比增长 49.26%，占比 21.84%；加盟及其他收入 139.41 亿元，同比增长 10.46%，占比 67.17%。(2) 2024Q1 直营、加盟及其他分别收入 14.07/40.94 亿元，分别 +13.91%/+0.38%。

表 2：公司 2023 年线上收入+14.06%，线下收入+16.26%

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
线上渠道	8.54	10.54	11.51	13.25	20.5	27.26	28.56	32.58
YOY	45.92%	23.35%	9.25%	15.12%	54.68%	32.98%	4.80%	14.06%
占比	5.17%	5.91%	6.14%	6.19%	11.75%	14.02%	15.95%	15.70%
线下渠道	156.67	167.78	175.88	200.67	153.95	167.09	150.49	174.96
YOY	5.72%	7.09%	4.83%	14.09%	-23.28%	8.54%	-9.94%	16.26%
占比	94.83%	94.09%	93.86%	93.81%	88.25%	85.98%	84.05%	84.30%
合计	165.21	178.32	187.39	213.92	174.45	194.35	179.05	207.54

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、门店：直营店占比持续提升，其他品牌受男生女生剥离影响

2023 年底总门店数 6877 家 (-16.33%)，较 2023 年初净关 1342 家。线下门店遍布全国 31 个省（自治区、直辖市），覆盖 80% 以上的县、市。主品牌海澜之家继续推进购物中心门店拓展，提升购物中心直营门店占比；其他品牌立足品牌客群特点，坚持以门店质量为中心，稳步推进门店拓展；海外市场继续深耕马来西亚、越南、新加坡等海外市场，扎稳品牌基础，同时积极探索菲律宾、印尼等新市场。

(1) 海澜之家：门店 5976 家 (+34 家)，开店主要系直营店净增 198 家驱动，直营占比自 2022 年的 17.74% 提升 3.21pct 至 20.95%。

(2) 其他品牌：门店 901 家 (-1376 家)，直营店净关 93 家、加盟净关 1283 家。

(3) 海外：门店 60 家，预计 2024 年净开 30 家。

2024Q1 总门店 6846 家，较 2023 年底净关 31 家主要系海澜之家系列加盟店与其他品牌直营店净关。海澜之家系列门店 5954 家（净关 22 家，直营净增 15 家），其他品牌门店 892 家（净关 9 家，直营店净关 10 家）。

表2：2023 门店为 6877 家 (-1342 家)，海澜之家/其他品牌门店较 2022 分别净增 34/-1376 家

单位：家	2019	2020	2021	2022	2023	直营占比	直营占比提升
门店总数	7254	7381	7652	8219	6877	24.47%	5.27pct
海澜之家	5598	5543	5672	5942	5976		
直营	357	486	727	1054	1252	20.95%	3.21 pct
加盟及联营	5241	5057	4945	4888	4274	79.05%	
其他品牌	1656	1838	1980	2277	901		
直营	302	319	388	524	431	47.84%	24.82 pct
加盟及联营	1354	1519	1592	1753	470	52.16%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2023 年主品牌盈利能力改善，存货周转及现金流状况良好

2.1、盈利能力：直营占比提升及线上毛利率提升驱动主品牌毛利率

2023 年毛利率 44.47% (+1.6pct)，分季度看，2023Q1-2023Q4 毛利率分别 44.6%/45.6%/43.9%/43.7%，同比-0.7/+3.4/+1.9/+2.0pct，2024Q1 毛利率 46.7% (+2.1pct)。

分品牌看，海澜之家主品牌 2023 年毛利率 45.20% (+2.96pct)，2024Q1 毛利率 46.40% (+0.6pct)。海澜团购定制系列/其他品牌 2023 年毛利率为 46.82%/50.19%，同比-1.78/-2.01pct，2024Q1 毛利率为 48.25%/58.7%，同比-0.65pct/+3.25pct。

分渠道看：2023 年线上毛利率大幅改善。

2023 年线上毛利率为 48.15% (+8.17pct)，2024Q1 毛利率 47.64% (-0.04pct)。

2023 年直营毛利率为 62.61% (-0.55 pct)，2024Q1 为 63.20% (+2.27pct)。

2023 年加盟毛利率分别为 40.26% (+1.55 pct)，2024Q1 为 41.74% (-0.65pct)。

图5：2023年毛利率+1.6pct，归母净利率+2.1pct

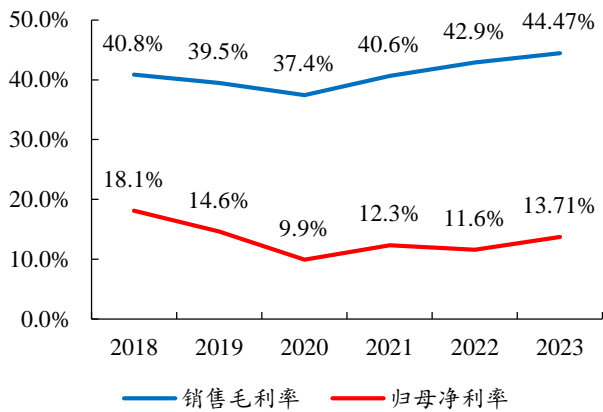
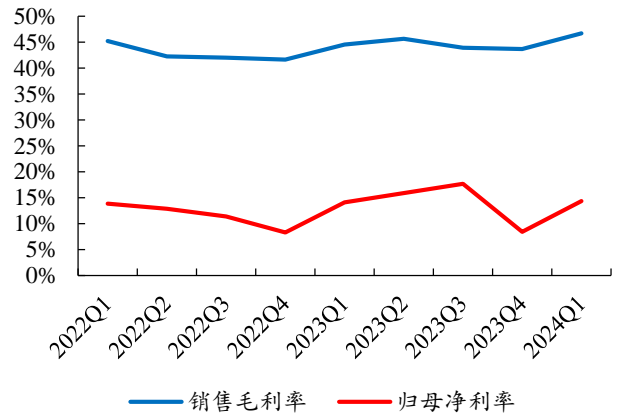


图6：2024Q1毛利率+2.1pct，归母净利率+0.22pct



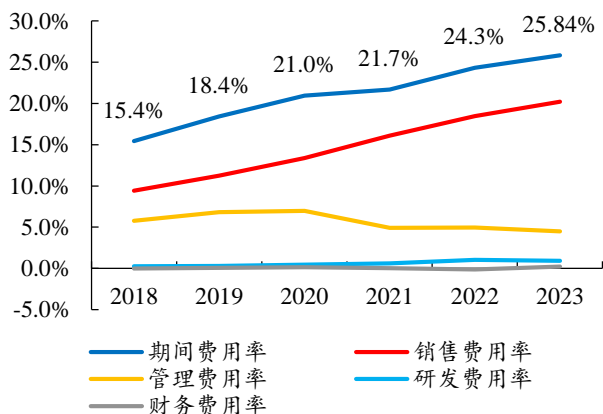
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 费用端：2023年期间费用率为25.8% (+1.5pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别20.2%/4.5%/0.9%/0.2% (+1.8/-0.5/-0.1/+0.3pct)，财务费用变动主要为利息收入减少所致。

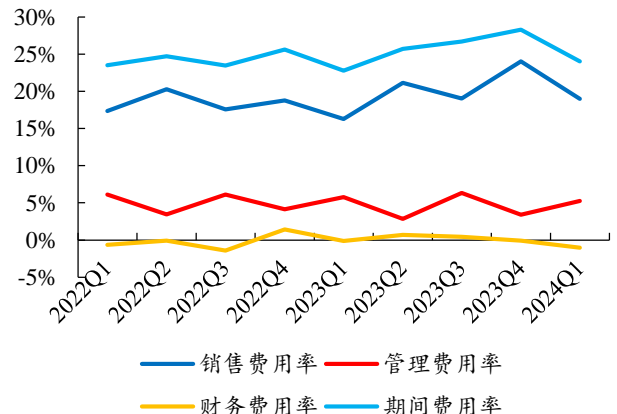
2024Q1期间费用率为24.0% (+1.3pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为19.0%/5.2%/0.8%/-1.0% (+2.7/-0.5/+0.01/-0.9pct)，财务费用变动主要为可转债转股利息支出减少所致。

图7：2023年期间费用率为25.8% (+1.5pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024Q1期间费用率为24.0% (+1.3pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 净利率：2023年归母净利率13.71% (+2.1pct)。分季度看，2023Q1-Q4净利率分别为14.14%/15.88%/17.68%/8.40%，分别同比+0.26/+3.03/+6.29/+0.09pct。2024Q1归母净利率14.36% (+0.22pct)。

2.2、营运能力：2023年存货周转良好，现金储备充足

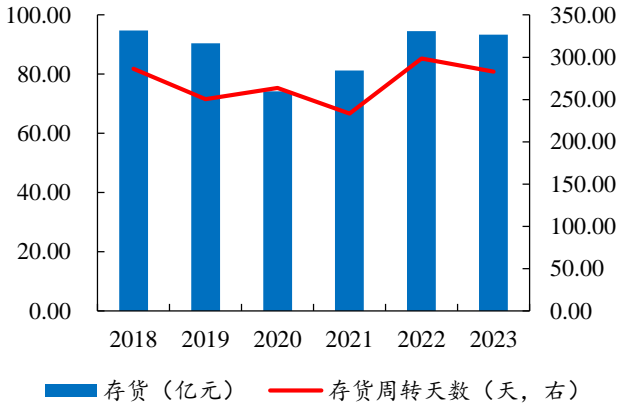
(1) 存货：截至2023年末，存货规模为93.37亿元，同比降低1.3%，存货周转天数283天，同比减少15天；2024Q1存货规模为82.2亿元，同比增加5.7%，存货周转天数240天，同比减少6天。

(2) 应收账款：截至2023年底，公司应收账款为10.05亿元 (-11.11%)，应收账款周转天数18天，同比减少3天。2024Q1应收账款为9.12亿元 (-22.3%)，应

账款周转天数 14 天，同比减少 4 天。

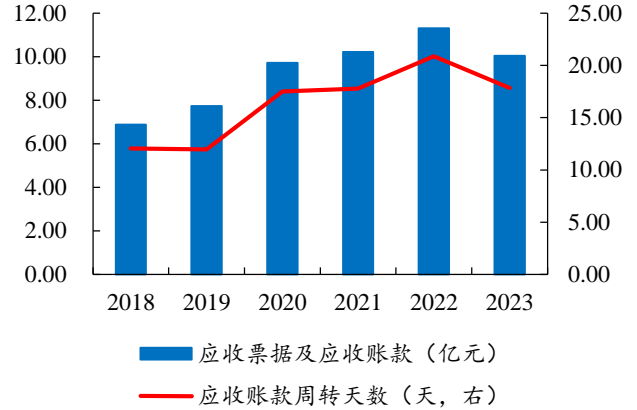
(3)经营性现金流:截至 2023 年底,经营活动现金流净额 52.30 亿元(+66.71%),主要为销售收入增加所致; 2024Q1 经营活动现金流净额为 13.81 亿元 (-3.9%)。

图9: 2023 存货周转天数同比减少 16 天



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 公司 2023 应收账款周转天数提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

考虑消费信心仍在恢复中以及 2023Q3 男生女生剥离的 1.6 亿元一次性收益, 我们略下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 31.5/35.3/38.8 亿元 (原为 31.9/36.1 亿元), EPS 为 0.7/0.7/0.8 元, 当前股价对应 PE 为 13.9/12.4/11.3 倍, 预计主品牌线下稳健、电商高增、海外稳步推进, 运动板块持续增长, 叠加 2024H1 男生女生减亏, 维持“买入”评级。

4、风险提示

线上增长、线下店效恢复、其他品牌进展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24563	25005	30205	36596	38632
现金	12505	11901	16311	21051	22560
应收票据及应收账款	1131	1005	1436	1288	1590
其他应收款	485	393	795	451	841
预付账款	564	230	686	371	717
存货	9455	9337	9996	12255	11491
其他流动资产	423	2138	981	1181	1433
非流动资产	8185	8708	7498	7043	6505
长期投资	0	194	293	413	562
固定资产	3131	2943	2399	1819	1149
无形资产	908	688	652	538	434
其他非流动资产	4146	4883	4154	4273	4361
资产总计	32749	33713	37703	43638	45137
流动负债	14186	16768	13691	17174	15394
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9536	10085	9450	13286	11053
其他流动负债	4649	6683	4241	3888	4341
非流动负债	4041	907	1104	1092	1034
长期借款	2777	0	0	0	0
其他非流动负债	1264	907	1104	1092	1034
负债合计	18227	17675	14795	18266	16428
少数股东权益	-79	-12	-43	-71	-94
股本	995	1056	4803	4803	4803
资本公积	563	941	941	941	941
留存收益	12655	13709	16522	19846	23412
归属母公司股东权益	14601	16050	22951	25444	28803
负债和股东权益	32749	33713	37703	43638	45137

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3137	5230	3530	6294	2606
净利润	2062	2918	3123	3498	3852
折旧摊销	1361	1476	1175	1012	1097
财务费用	-23	47	46	62	67
投资损失	0	-186	-86	-98	-112
营运资金变动	-1044	405	-686	1851	-2276
其他经营现金流	782	570	-42	-30	-22
投资活动现金流	-543	-777	342	-465	-461
资本支出	391	630	-856	-686	-764
长期投资	-153	-432	-99	-123	-149
其他投资现金流	-306	-578	-613	-1273	-1374
筹资活动现金流	-2979	-3198	537	-1089	-636
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	151	-2777	0	0	0
普通股增加	0	61	3746	0	0
资本公积增加	-350	378	0	0	0
其他筹资现金流	-2781	-860	-3209	-1089	-636
现金净增加额	-379	1250	4409	4740	1509

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18562	21528	23451	25702	27937
营业成本	10600	11954	12957	14162	15378
营业税金及附加	131	150	163	179	194
营业费用	3425	4353	4772	5230	5713
管理费用	922	963	1032	1118	1201
研发费用	194	200	218	239	260
财务费用	-23	47	46	62	67
资产减值损失	-504	-452	-492	-488	-475
其他收益	32	22	24	27	29
公允价值变动收益	-19	-3	23	26	28
投资净收益	-0	186	86	98	112
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	2806	3611	3906	4376	4820
营业外收入	122	30	30	30	30
营业外支出	31	17	17	17	17
利润总额	2897	3624	3919	4389	4833
所得税	835	705	796	891	981
净利润	2062	2918	3123	3498	3852
少数股东损益	-93	-34	-31	-28	-23
归属母公司净利润	2155	2952	3154	3526	3875
EBITDA	4065	4743	4671	4840	5276
EPS(元)	0.45	0.61	0.66	0.73	0.81

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-8.1	16.0	8.9	9.6	8.7
营业利润(%)	-13.7	28.7	8.2	12.0	10.2
归属于母公司净利润(%)	-13.5	37.0	6.9	11.8	9.9
获利能力					
毛利率(%)	42.9	44.5	44.7	44.9	45.0
净利率(%)	11.6	13.7	13.5	13.7	13.9
ROE(%)	14.2	18.2	16.3	16.2	15.4
ROIC(%)	10.0	13.0	13.8	13.5	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	55.7	52.4	39.2	41.9	36.4
净负债比率(%)	-54.7	-48.4	-80.1	-92.8	-86.7
流动比率	1.7	1.5	2.2	2.1	2.5
速动比率	1.0	0.8	1.4	1.3	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	17.2	20.2	19.2	18.9	19.4
应付账款周转率	1.2	1.2	1.3	1.2	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.61	0.66	0.73	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.09	0.74	1.31	0.54
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.24	3.90	4.42	5.12
估值比率					
P/E	20.3	14.8	13.9	12.4	11.3
P/B	3.1	2.8	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	8.7	7.5	6.0	4.8	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