

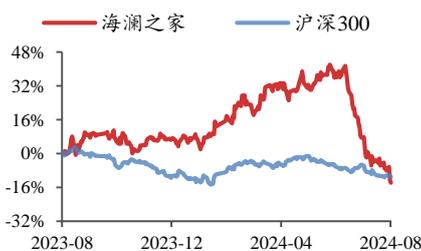
海澜之家 (600398.SH)

2024年08月22日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/8/21
当前股价(元)	5.73
一年最高最低(元)	10.04/5.57
总市值(亿元)	275.20
流通市值(亿元)	275.20
总股本(亿股)	48.03
流通股本(亿股)	48.03
近3个月换手率(%)	41.13

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《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》-2024.5.4

《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

Q2 线下承压线上高增, 斯搏兹并表, 延续高分红

——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 (分析师)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790524070006

● Q2 线下承压线上高增, 斯搏兹并表, 延续高分红, 维持“买入”评级

公司2024H1收入113.70亿元(同比+1.53%,下同),归母净利润16.36亿元(-2.54%),中期派息率67.5%,2024Q2收入51.93亿元(-5.9%),归母净利润7.50亿元(-14.42%),扣非归母净利润6.3亿元(-27.5%),扣非净利润与归母净利润的差异主要系公司全资子公司以自有资金8800万元收购斯搏兹11%股权后持股比例提至51%,投资收益同比增加1.17亿元。考虑线下客流疲软,消费信心仍在恢复,同时团购业务承压,我们下调盈利预测,预计2024-2026年归母净利润27.8/29.4/32.2亿元(原为31.5/35.3/38.8亿元),当前股价对应PE为9.9/9.4/8.6倍,预计主品牌电商高增势头延续、运动板块及海外稳步推进,维持“买入”评级。

● 2024H1 主品牌稳健、团购承压, 2024Q2 线上收入及盈利能力进一步提升

(1) 分品牌: 2024H1 主品牌收入89.2亿元(+3.15%),占比81.7%,毛利率同比+0.86pct; 团购收入10.86亿元(-0.65%),占比约10%,毛利率同比-1.16pct; 其他品牌收入9.06亿元(-14.85%),占比8.3%,毛利率同比+2.9pct。Q2 主品牌/团购/其他品牌收入同比-1%/-27.20%/-5.97%,毛利率同比+1.1/-3.9/+2.6pct,主品牌稳健,团购业务收入及毛利率下降较多,其他品牌下降主要系男生女生2023Q3剥离但斯搏兹并表贡献部分收入。(2) 线上延续高增态势,海外顺利推进: 2024H1 线上收入22.1亿元(+47%),高增带动收入占比20.28%(+6.4pct),毛利率+0.25pct至49.33%,2024Q2 线上收入+56.41%至13.65亿元,毛利率+0.3pct至50.38%。2024H1 海外收入1.61亿元(+25.44%),截至2024H1 海外门店68家,深耕马来、泰国/越南/新加坡等成熟市场的同时进驻马尔代夫/肯尼亚等市场。

● 门店: 年初以来主品牌线下净关而直营净开, 斯搏兹并表致其他品牌净开

截至2024H1 线下总门店6957(-15.28%),同比净关1255家,主要系2023Q3 男生女生剥离导致其他品牌净关1157家,主品牌同比净关98家主要由加盟净关257家,主品牌直营门店同比净增159家带动占比同比+3pct至22.24%。2024H1 直营/加盟收入同比+6.79%/-0.58%,毛利率同比-0.15/+0.82pct至62.68%/42.08%。年初至今,海澜之家净关68家至5908家,直营净增62家/加盟净关130家,其他品牌净开148家至1049家,其中直营净开28家/加盟净开120家,加盟店显著增长主要系2024Q2 斯搏兹并表。Q2 直营/加盟收入-1.3%/-1.76%,毛利率-3/+2.6pct至62%/42.5%。

● 2024Q2 斯搏兹并表增厚利润, 主品牌存货周转良好

盈利能力: 2024H1 毛利率同比+0.1pct至45.2%,期间费用率25.4%(+1.2pct),销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.3/-0.1/+0.1/-1.0pct,广告宣传费及租赁物管理费同比增加致销售费用率提升,财务费用率下降主要系可转债转股利息支出减少所致,归母净利率为14.4%(-0.6pct)。营运能力: 截至2024H1 存货为95.5亿元(+22.1%),存货周转天数273天(+20天),增长主要系斯搏兹并表,主品牌存货周转良好。应收账款周转天数17天(-3天),经营性现金流净额19.97亿元(-27.8%)。

● 风险提示: 线上增长、线下店效恢复、运动板块进展不及预期。

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	21,812	23,522	25,223
YOY(%)	-8.1	16.0	1.3	7.8	7.2
归母净利润(百万元)	2,155	2,952	2,784	2,943	3,219
YOY(%)	-13.5	37.0	-5.7	5.7	9.4
毛利率(%)	42.9	44.5	44.5	44.5	44.6
净利率(%)	11.6	13.7	12.8	12.5	12.8
ROE(%)	14.2	18.2	15.1	15.6	16.5
EPS(摊薄/元)	0.45	0.61	0.58	0.61	0.67
P/E(倍)	12.8	9.3	9.9	9.4	8.6
P/B(倍)	2.0	1.8	1.5	1.5	1.4

数据来源: 聚源、开源证券研究

目 录

1、 Q2 线下承压线上高增，斯搏兹并表，延续高分红.....	3
1.1、 按品牌：2024H1 主品牌稳健、团购承压、斯搏兹并入其他品牌.....	3
1.2、 按渠道：线上增长好于线下，直营增长明显.....	4
1.3、 门店：年初以来主品牌线下净关而直营净开，斯搏兹并表致其他品牌净开.....	4
2、 2024Q2 斯搏兹并表增厚利润，主品牌存货周转良好.....	5
2.1、 盈利能力：2024H1 毛利率基本持平，线上盈利能力进一步提升.....	5
2.2、 营运能力：2024H1 存货提升主要系斯搏兹并表，主品牌存货周转良好.....	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

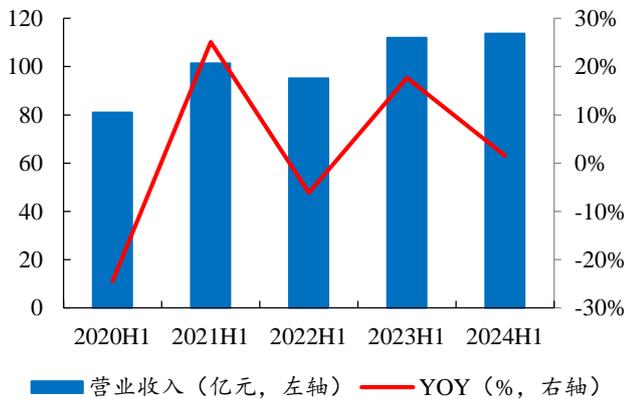
图 1： 2024H1 公司实现收入 113.70 亿元 (+1.53%)	3
图 2： 2024H1 公司实现归母净利润 16.36 亿元 (-2.54%)	3
图 3： 2024Q2 公司实现收入 51.93 亿元 (-5.9%)	3
图 4： 2024Q2 公司实现归母净利润 7.50 亿元 (-14.42%)	3
图 5： 2024H1 毛利率同比+0.1pct，归母净利率同比-0.6pct	6
图 6： 2024Q2 毛利率同比-2.21pct，归母净利率同比-1.4pct	6
图 7： 2024H1 期间费用率为 25.4% (+1.2pct)	6
图 8： 2024Q2 期间费用率为 27.1% (+1.4pct)	6
图 9： 2024H1 存货周转天数同比增加 20 天.....	7
图 10： 公司 2024H1 应收账款周转天数同比下降.....	7
表 1： 公司 2024H1 主营业务 HLA/海澜团购定制系列/其他品牌分别同比+3.15%/-0.65%/-14.85%.....	4
表 2： 公司 2024H1 线上收入同比+47.00%，线下收入同比-6.45%.....	4
表 3： 2024H1 门店为 6957 家 (-1255 家)，海澜之家/其他品牌门店较年初分别净增-68/+148 家.....	5

1、 Q2 线下承压线上高增，斯搏兹并表，延续高分红

2024H1 公司收入 113.70 亿元 (+1.53%)，归母净利润 16.36 亿元 (-2.54%)，扣非归母净利润为 15.09 亿元 (-9.26%)，中期派息率 67.5%。

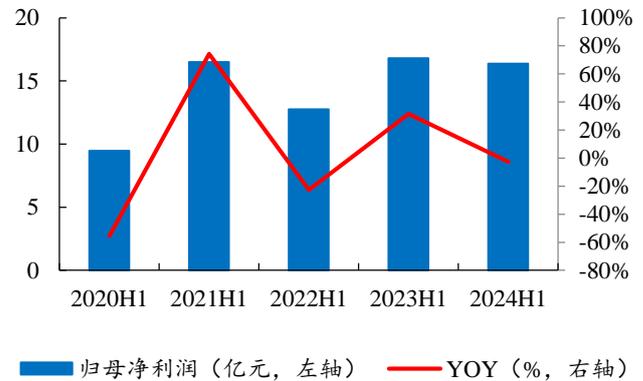
分季度看，2024Q1-2024Q2 单季度收入分别为 61.77 亿元 (+8.7%)、51.93 亿元 (-5.9%)；归母净利润分别为 8.87 亿元 (+10.4%)、7.50 亿元 (-14.42%)；扣非归母净利润分别为 8.8 亿元 (+10.8%)、6.31 亿元 (-27.52%)，2024Q2 扣非净利润与归母净利润的差异主要系公司全资子公司以自有资金 8800 万元收购斯搏兹 11% 股权后持股比例提至 51%，投资收益同比增加 1.17 亿元。

图1：2024H1 公司实现收入 113.70 亿元 (+1.53%)



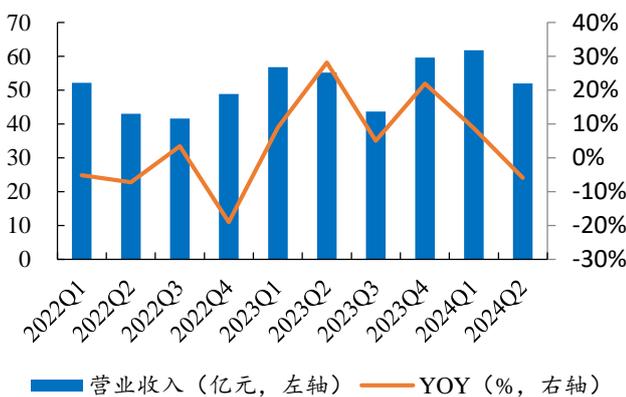
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024H1 公司实现归母净利润 16.36 亿元 (-2.54%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024Q2 公司实现收入 51.93 亿元 (-5.9%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q2 公司实现归母净利润 7.50 亿元 (-14.42%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、按品牌：2024H1 主品牌稳健、团购承压、斯搏兹并入其他品牌

(1) 海澜之家：2024H1 海澜之家系列实现收入 89.17 亿元，同比+3.15%，收入占比为 81.74%，2024Q2 收入 37.87 亿元 (-1.01%)。

(2) 海澜团购定制系列：2024H1 海澜团购定制系列实现收入 10.86 亿元，同比-0.65%，收入占比为 9.95%，2024Q2 收入 5.36 亿元 (-27.20%)。

(3) 其他品牌：2024H1 其他品牌实现收入 9.06 亿元，同比-14.85%，收入占比

为 8.31%，2024Q2 收入 5.35 亿元（-5.97%），主要系男生女生 2023Q3 剥离，斯搏兹并表增加部分收入。

表1：公司 2024H1 主营业务 HLA/海澜团购定制系列/其他品牌分别同比+3.15%/-0.65%/-14.85%

单位：亿元	2023H1			2024H1			VS2023H1 变动		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	绝对值	占比变动	毛利率变动
HLA	86.45	80.03%	45.27%	89.17	81.74%	46.12%	3.15%	1.71pct	0.86pct
圣凯诺	10.93	10.12%	44.76%	10.86	9.95%	43.60%	-0.65%	-0.17pct	-1.16pct
其他品牌	10.64	9.85%	55.74%	9.06	8.31%	58.65%	-14.85%	-1.54pct	2.91pct
总计	108.02	100.00%	46.25%	109.09	100.00%	46.91%	0.99%		0.67pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、按渠道：线上增长好于线下，直营增长明显

按照线上/线下拆分：(1) 2024H1 线上渠道收入 22.12 亿元，同比增长 47.00%，收入占比 20.28% (+6.35pct)；线下渠道收入为 86.97 亿元，同比-6.45%，收入占比为 79.72% (-6.35pct)。(2) 2024Q2 线上收入为 13.65 亿元 (+56.41%)，占比 28.10%；线下收入为 34.93 亿元 (-17.97%)，占比 71.90%。

按直营/加盟拆分（不含海澜团购定制系列）：(1) 2024H1 直营收入 24.77 亿元，同比增长 6.79%，占比 22.71%；加盟及其他收入 73.46 亿元，同比-0.58%，占比 67.34%。(2) 2024Q2 直营、加盟及其他分别收入 10.70/32.52 亿元，分别-1.32%/-1.76%。

表2：公司 2024H1 线上收入同比+47.00%，线下收入同比-6.45%

单位：亿元	2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1
线上渠道	13.25	7.55	20.5	12.95	27.26	13.70	28.56	15.05	32.58	22.12
YOY	15.12%	-	54.68%	71.55%	32.98%	5.79%	4.80%	9.85%	14.06%	47.00%
占比	6.19%	9.54%	11.75%	13.20%	14.02%	14.92%	15.95%	13.93%	15.70%	20.28%
线下渠道	200.67	71.56	153.95	85.14	167.09	78.15	150.49	92.97	174.96	86.97
YOY	14.09%	-	-23.28%	18.98%	8.54%	-8.22%	-9.94%	18.97%	16.26%	-6.45%
占比	93.81%	90.46%	88.25%	86.80%	85.98%	85.08%	84.05%	86.07%	84.30%	79.72%
合计	213.92	79.11	174.45	98.09	194.35	91.84	179.05	108.02	207.54	109.09

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、门店：年初以来主品牌线下净关而直营净开，斯搏兹并表致其他品牌净开

2024H1 总门店数 6957 家 (-15.28%)，较 2023H1 净关 1255 家，主要系 2023Q3 男生女生剥离导致其他品牌净关 1157 家。公司在保持线下门店总数稳定的情况下，坚持以“精布局、高品质、强体验”为指引，重点突出新开门店质量，优化存量门店选址，稳步提升购物中心等直营门店占比，以渠道质量提升门店运营质效；海外市场积极推动品牌“出海”，在深耕马来西亚、泰国、越南、新加坡等成熟市场的同

时，根据品牌海外发展战略布局，扩大海外市场版图，上半年成功进驻马尔代夫、肯尼亚等海外市场。

(1) 海澜之家：年初至今，门店净关 68 家至 5908 家，其中直营净增 62 家/加盟净关 130 家，直营占比自 2023H1 的 19.23% 提升 3.01pct 至 22.24%。

(2) 其他品牌：年初至今，门店净开 148 家至 1049 家，其中直营店净开 28 家/加盟净开 120 家，加盟门店显著增长主要系 2024Q2 斯博兹并表。

(3) 海外：门店 68 家。

2024Q2 总门店 6957 家，较 2024Q1 净开 111 家。海澜之家系列门店 5908 家（净关 46 家，直营净增 47 家），其他品牌门店 1049 家（净开 157 家，直营店净开 38 家）。

表3：2024H1 门店为 6957 家（-1255 家），海澜之家/其他品牌门店较年初分别净增-68/+148 家

单位：家	2019	2020	2021	2022	2023H1	2023	2024H1	直营占比	较 2023H1 直营占比提升
门店总数	7254	7381	7652	8219	8212	6877	6957	25.49%	4.93pct
海澜之家	5598	5543	5672	5942	6006	5976	5908		
直营	357	486	727	1054	1155	1252	1314	22.24%	3.01pct
加盟及联营	5241	5057	4945	4888	4851	4724	4594		
其他品牌	1656	1838	1980	2277	2206	901	1049		
直营	302	319	388	524	533	431	459	43.76%	19.59pct
加盟及联营	1354	1519	1592	1753	1673	470	590		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2024Q2 斯博兹并表增厚利润，主品牌存货周转良好

2.1、盈利能力：2024H1 毛利率基本持平，线上盈利能力进一步提升

2024H1 毛利率 45.2% (+0.1pct)，分季度看，2024Q1-2024Q2 毛利率分别 46.69%/43.43%，同比+2.11/-2.21pct。

分品牌看，海澜之家主品牌 2024H1 毛利率 46.12% (+0.85pct)，2024Q2 毛利率 45.74% (+1.14pct)。海澜团购定制系列/其他品牌 2024H1 毛利率为 43.60%/58.65%，同比-1.16/+2.91pct，2024Q2 毛利率为 38.83%/58.62%，同比-3.92pct/+2.62pct。

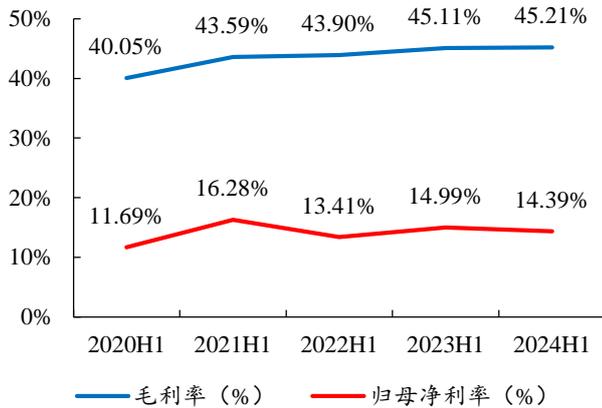
分渠道看：2024H1 线上毛利率进一步改善。

2024H1 线上毛利率为 49.33% (+0.25pct)，2024Q2 毛利率 50.38% (+0.3pct)。

2024H1 直营毛利率为 62.68% (-0.15 pct)，2024Q2 为 62.00% (-3.00pct)。

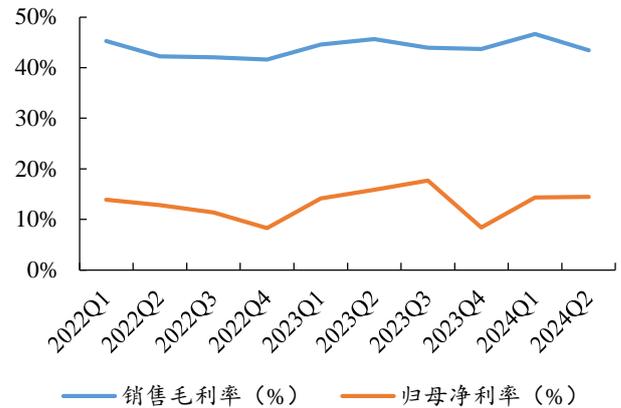
2024H1 加盟毛利率分别为 42.08% (+0.82pct)，2024Q2 为 42.51% (+2.64pct)。

图5：2024H1 毛利率同比+0.1pct，归母净利率同比-0.6pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2024Q2 毛利率同比-2.21pct，归母净利率同比-1.4pct

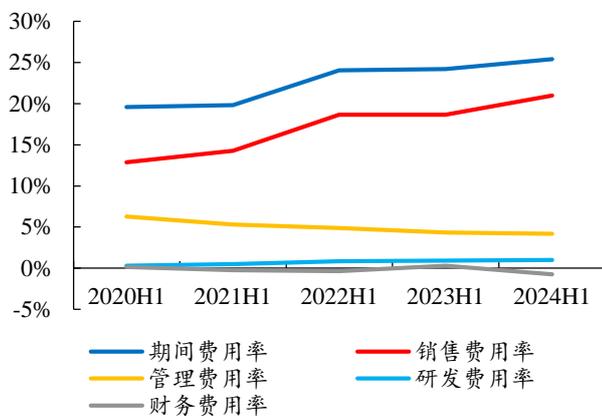


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 费用端：2024H1 期间费用率为 25.4% (+1.2pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别 21.0%/4.2%/1.0%/-0.7% (+2.3/-0.1/+0.1/-1.0pct)，销售费用率提升主要系广告宣传费及租赁物管费同比增加，财务费用变动主要为可转债转股利息支出减少所致。

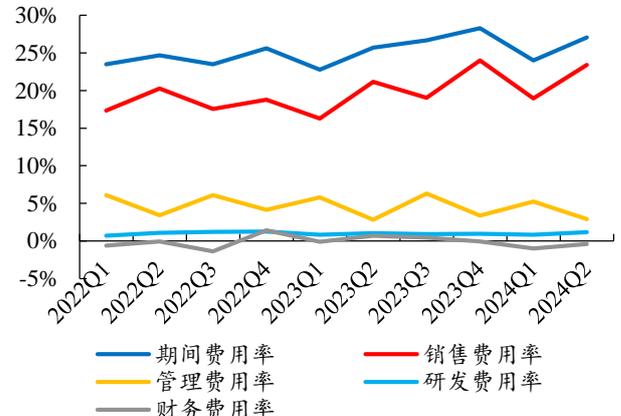
2024Q2 期间费用率为 27.1% (+1.4pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.4%/2.9%/1.2%/-0.4% (+2.3/+0.1/+0.1/-1.1pct)。

图7：2024H1 期间费用率为 25.4% (+1.2pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024Q2 期间费用率为 27.1% (+1.4pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 归母净利率：2024H1 归母净利率 14.4% (-0.6pct)。分季度看，2024Q1-Q2 归母净利率分别为 14.36%/14.44%，分别同比+0.2/-1.4pct。

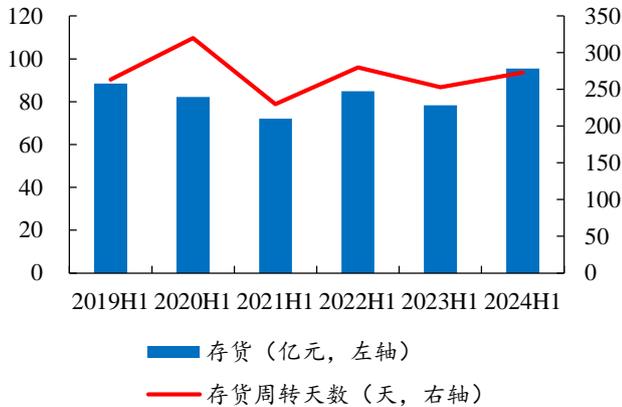
2.2、营运能力：2024H1 存货提升主要系斯搏兹并表，主品牌存货周转良好

(1) 存货：截至 2024H1，存货规模为 95.53 亿元，同比上升 22.1%，存货周转天数 273 天，同比增加 20 天，存货大幅增长主要是斯搏兹并表买货贡献。

(2) 应收账款：截至 2024H1，公司应收账款为 11.06 亿元 (-16.9%)，应收账款周转天数 17 天，同比减少 3 天。

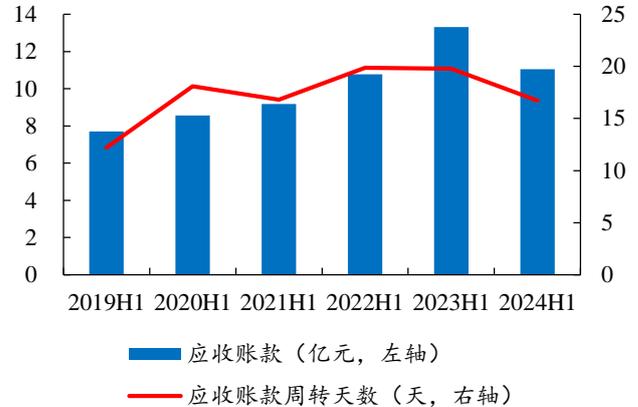
(3) 经营性现金流：截至 2024H1，经营活动现金流净额 19.97 亿元 (-27.8%)，主要为购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。截至 2024H1 现金及现金等价物为 89.81 亿元 (-8.67%)。

图9：2024H1 存货周转天数同比增加 20 天



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司 2024H1 应收账款周转天数同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

考虑线下客流疲软，消费信心仍在恢复，同时团购业务承压，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 27.8/29.4/32.2 亿元（原为 31.5/35.3/38.8 亿元），当前股价对应 PE 为 9.9/9.4/8.6 倍，预计主品牌电商高增势头延续、运动板块及海外稳步推进，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	27977	33335	31309
现金	12505	11901	15659	18395	17314
应收票据及应收账款	1131	1005	1266	1227	1371
其他应收款	485	393	712	428	738
预付账款	564	230	622	346	637
存货	9455	9337	8737	11758	9816
其他流动资产	423	2138	981	1181	1433
非流动资产	8185	8708	7298	6837	6315
长期投资	0	194	293	413	562
固定资产	3131	2943	2204	1618	964
无形资产	908	688	652	538	434
其他非流动资产	4146	4883	4150	4268	4355
资产总计	32749	33713	35275	40172	37624
流动负债	14186	16768	12222	16590	13433
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9536	10085	8178	12764	9349
其他流动负债	4649	6683	4044	3825	4084
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	13326	17681	14467
少数股东权益	-79	-12	-40	-63	-82
股本	995	1056	4803	4803	4803
资本公积	563	941	941	941	941
留存收益	12655	13709	15915	18251	20812
归属母公司股东权益	14601	16050	21988	22554	23239
负债和股东权益	32749	33713	35275	40172	37624

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3137	5230	2988	5527	1935
净利润	2062	2918	2756	2920	3199
折旧摊销	1361	1476	1145	941	1007
财务费用	-23	47	-119	10	9
投资损失	0	-186	-176	-81	-79
营运资金变动	-1044	405	-579	1765	-2182
其他经营现金流	782	570	-40	-28	-19
投资活动现金流	-543	-777	660	-408	-422
资本支出	391	630	-1056	-691	-749
长期投资	-153	-432	-99	-123	-149
其他投资现金流	-306	-578	-494	-1222	-1319
筹资活动现金流	-2979	-3198	111	-2383	-2595
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	-3636	-2383	-2595
现金净增加额	-379	1250	3758	2736	-1082

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18562	21528	21812	23522	25223
营业成本	10600	11954	12113	13045	13971
营业税金及附加	131	150	152	163	175
营业费用	3425	4353	4842	5187	5549
管理费用	922	963	960	976	1009
研发费用	194	200	218	235	252
财务费用	-23	47	-119	10	9
资产减值损失	-504	-452	-436	-400	-404
其他收益	32	22	23	24	26
公允价值变动收益	-19	-3	22	24	25
投资净收益	-0	186	176	81	79
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	2806	3611	3432	3636	3986
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	3445	3650	3999
所得税	835	705	689	730	800
净利润	2062	2918	2756	2920	3199
少数股东损益	-93	-34	-28	-23	-19
归属母公司净利润	2155	2952	2784	2943	3219
EBITDA	4065	4743	4177	4080	4471
EPS(元)	0.45	0.61	0.58	0.61	0.67

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-8.1	16.0	1.3	7.8	7.2
营业利润(%)	-13.7	28.7	-4.9	6.0	9.6
归属于母公司净利润(%)	-13.5	37.0	-5.7	5.7	9.4
获利能力					
毛利率(%)	42.9	44.5	44.5	44.5	44.6
净利率(%)	11.6	13.7	12.8	12.5	12.8
ROE(%)	14.2	18.2	15.1	15.6	16.5
ROIC(%)	10.0	13.0	12.6	12.7	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	55.7	52.4	37.8	44.0	38.5
净负债比率(%)	-54.7	-48.4	-80.7	-92.9	-84.4
流动比率	1.7	1.5	2.3	2.0	2.3
速动比率	1.0	0.8	1.5	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	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	0.58	0.61	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.09	0.62	1.15	0.40
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.24	3.70	3.82	3.96
估值比率					
P/E	12.8	9.3	9.9	9.4	8.6
P/B	2.0	1.8	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	4.8	4.1	3.0	2.4	2.4

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3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