

石头科技 (688169.SH) 收入延迟贡献+费用前置致 2023Q1 业绩下滑, 看好底部反弹

2023年04月27日

投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2023/4/26
当前股价(元)	299.06
一年最高最低(元)	725.88/220.00
总市值(亿元)	280.19
流通市值(亿元)	280.19
总股本(亿股)	0.94
流通股本(亿股)	0.94
近3个月换手率(%)	60.14

吕明 (分析师)	周嘉乐 (分析师)	陆帅坤 (联系人)
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	lushuaikun@kysec.cn
证书编号: S0790520030002	证书编号: S0790522030002	证书编号: S0790121060033

● 收入延迟贡献+费用前置致 2023Q1 业绩下滑, 看好底部反弹
2023Q1 实现营业收入 11.6 亿元(-14.7%), 归母净利润 2.0 亿元(-40.4%)。2023Q1 公司对国内多款新品预热进行了前置费用投放, 但除 G10S PURE 外, 其余新品预售收入贡献在 Q2, 且密集推新对老品销售产生了抑制。外销方面新品 S8 系列预计将在 Q2 贡献收入, Q1 欧洲、亚太区域阶段性下滑; 美国延续高举高打、推新卖贵的战略, Q1 表现较为亮眼。我们维持 2023-2024 年盈利预测, 新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 15.0/17.7/20.7 亿元, 对应 EPS 为 16.0/18.9/22.1 元, 当前股价对应 PE 为 18.6/15.8/13.5 倍, 维持“买入”评级不变。

● 看好 Q2 内销在新品拉动下恢复高增, 低基数+新品拉动欧洲、亚太增速转正
2022 年扫地机销售 224.6 万台 (-20%); 均价 2825 元 (+42%)。根据 AVC 数据, 2023Q1 石头扫地机销量/销额市占率分别+1.4/+3.0pct, 延续提升趋势。展望 Q2, 考虑到 4 月新品收入贡献, 叠加 618 大促集中效应下需求释放, Q2 内销有望恢复高增。考虑到 4 月以来新品 S8 系列在德国等主销市场贡献收入, 叠加 4 月进入低基数, 预计 4 月欧洲和亚太收入增速有望由负转正; Q2 在新品 S8 系列热销的拉动下, 美国高增趋势有望延续, 后续伴随渠道突破, 有望打开成长空间。

● 2023Q1 毛利率+2.4pcts, 看好 Q2 净利率迎来拐点
2023Q1 毛利率 49.8% (+2.4pcts), 销售费用率+7.6pct, 主系新品营销投放增加, 2023Q1 内销连发四款新品, 同期仅 G10S 一款新品; 行业流量竞争持续放缓下, 2023Q2 销售费用率有望持平。受人民币贬值影响, 2022 年公司远期外汇合同投资损失 0.7 亿元、远期外汇合同公允价值变动-0.44 亿元, 汇率贬值影响合计 1.14 亿, 共影响净利率约 2 个百分点, 预计 2023Q2 库存影响将有望消除。2023Q1 净利率 17.6%(-7.6pct), 产品结构提升、竞争缓解, 净利率有望在 Q2 迎来拐点。

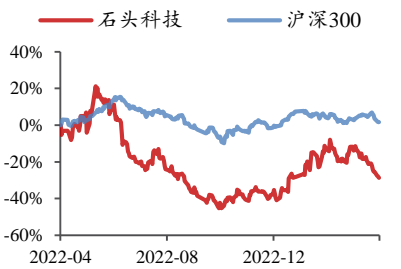
● 风险提示: 新品销售不及预期; 原材料价格风险; 海外高通胀下需求不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,837	6,629	7,987	9,522	11,260
YOY(%)	28.8	13.6	20.5	19.2	18.2
归母净利润(百万元)	1,402	1,183	1,503	1,771	2,072
YOY(%)	2.4	-15.6	27.0	17.8	17.0
毛利率(%)	48.1	49.3	50.0	51.0	52.0
净利率(%)	24.0	17.9	18.8	18.6	18.4
ROE(%)	16.5	12.4	13.6	14.0	14.3
EPS(摊薄/元)	14.97	12.63	16.04	18.90	22.11
P/E(倍)	20.0	23.7	18.6	15.8	13.5
P/B(倍)	3.3	2.9	2.5	2.2	1.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《洗烘一体机 H1 表现亮眼, 新品拉动扫地机份额稳增—公司信息更新报告》-2023.4.2

《再推两款扫地机新品拓宽价格带, 看好份额继续提升—公司信息更新报告》-2023.3.22

《2022Q4 扣非净利率逆势提升, 看好需求企稳回升—公司信息更新报告》-2023.2.28

目 录

1、收入延迟贡献+费用前置致 2023Q1 业绩下滑，看好底部反弹.....	3
2、2022 年基站类扫地机热销，拉动毛利率、均价持续提升.....	4
2.1、2022 年扫地机均价+42%，产品结构提升有望延续.....	4
2.2、2022 年经销模式占比为主、直营模式占比持续提升.....	6
3、2023Q1 毛利率+2.4pcts，看好 Q2 净利率迎来拐点.....	6
4、盈利预测与投资建议.....	7
5、风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

图表目录

图 1：2022 年营业收入 66.3 亿元 (+13.6%)	3
图 2：2023Q1 实现营业收入 11.6 亿元 (-14.7%)	3
图 3：2022 年归母净利润 11.8 亿元 (-15.6%)	4
图 4：2023Q1 归母净利润 2.0 亿元 (-40.4%)	4
图 5：2022 年扣非净利润 12.0 亿元 (+0.6%)	4
图 6：2023Q1 扣非净利润 1.6 亿元 (-46.0%)	4
图 7：2022 年公司智能扫地机及配件实现收入 63.5 亿元 (+13.2%)，保持稳健增长	5
图 8：2022 年公司扫地机销额/销量/均价分别+13%/-20%/+42%.....	5
图 9：2022 年智能扫地机及配件毛利率为 54.6%，同比+1.4pct	5
图 10：2022 年直销模式实现收入 22.5 亿元 (+54.1%)，占营收比例 34.0% (+9.0pct)	6
图 11：2022 年直营/经销模式毛利率分别为 54.6%/46.6%，同比分别-2.1/+1.4pct.....	6
图 12：2022 年公司毛利率/净利率分别+2.4/-6.2pcts	7
图 13：2023Q1 公司毛利率/净利率分别+2.4/-7.6pcts	7
图 14：2019 年以来公司销售费用率持续提升.....	7
图 15：2023Q1 公司销售费用率 20.9% (+7.6pcts)	7

1、收入延迟贡献+费用前置致 2023Q1 业绩下滑，看好底部反弹

2022 年营业收入 66.3 亿元 (+13.6%)，归母净利润 11.8 亿元 (-15.6%)，扣非净利润 12.0 亿元 (+0.6%)。

在国内疫情影响、海外宏观环境波动冲击下，2022 年公司收入仍维持稳健增长。

2022 年业绩端有所下滑，主系公司高举高打，加大国内、北美等直营区域的费用投放力度；且净利率较高的经销模式下欧洲、亚太区域增速放缓；受人民币贬值影响，2022 年公司远期外汇合同投资损失 0.7 亿元（2021 年同期收益 0.7 亿元）、远期外汇合同公允价值变动-0.44 亿元（2021 年同期变动-0.05 亿元），汇率贬值影响合计 1.14 亿，影响净利率约 2pcts。

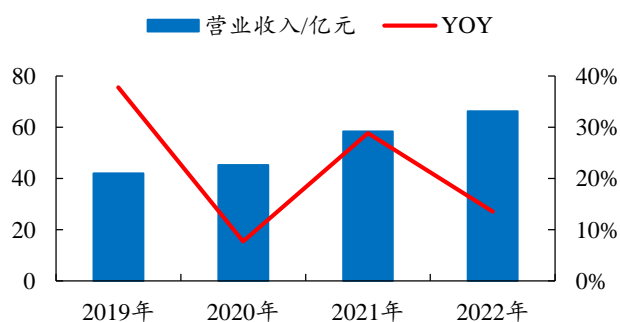
单季度来看，2022Q4 实现营业收入 22.4 亿元 (+11.3%)，归母净利润 3.3 亿元 (-15.0%)，扣非净利润 3.4 亿元(+14.4%)。2023Q1 实现营业收入 11.6 亿元(-14.7%)，归母净利润 2.0 亿元 (-40.4%)，扣非净利润 1.6 亿元 (-46.0%)。

2023Q1 公司对国内多款新品预热进行了前置费用投放，但除 G10S PURE 外，其余新品预售收入贡献在 Q2，且密集推新对老品销售产生了抑制。外销方面新品 S8 系列预计将在 Q2 贡献收入，Q1 欧洲、亚太区域阶段性下滑；美国延续高举高打、推新卖贵的战略，Q1 表现较为亮眼。

内销方面，公司聚焦资源，夯实中高端品牌形象，布局多价格段产品，做到产品覆盖各价位段。根据 AVC，2022 年石头扫地机线上行业销额市占率达 21.4% (+7.5pcts)。2023Q1 石头扫地机线上销量/销额市占率分别为 16.7%/21.9%，同比分别+1.4/+3.0pct，延续提升趋势。展望 Q2，考虑到 4 月新品收入贡献，叠加 618 大促销集中效应下需求释放，Q2 内销有望恢复高增。

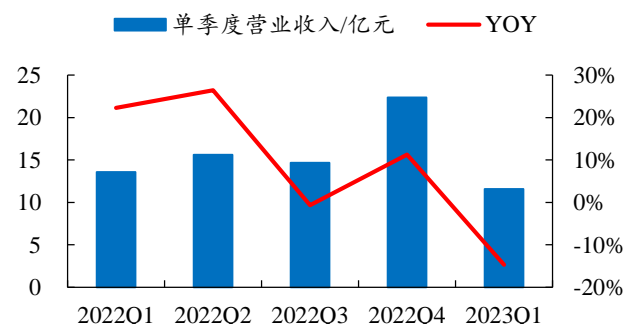
考虑到 4 月以来新品 S8 系列在德国等主销市场贡献收入，叠加 4 月进入低基数，预计 4 月欧洲和亚太收入增速有望由负转正；Q2 在新品 S8 系列热销的拉动下，美国高增趋势有望延续，后续伴随渠道突破，有望打开成长空间。

图1：2022 年营业收入 66.3 亿元 (+13.6%)

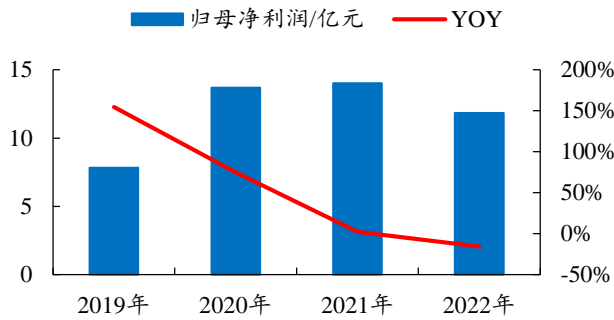


数据来源：Wind、开源证券研究所

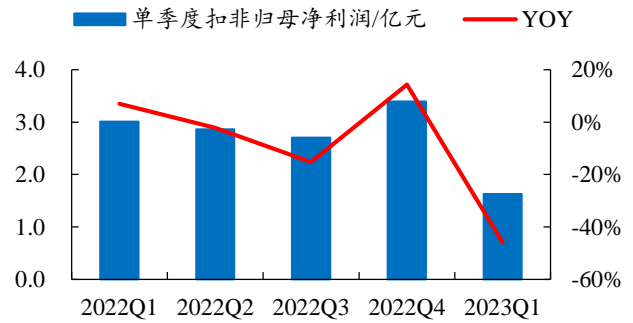
图2：2023Q1 实现营业收入 11.6 亿元 (-14.7%)



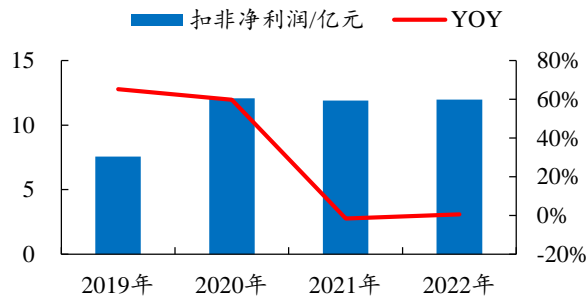
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022 年归母净利润 11.8 亿元 (-15.6%)


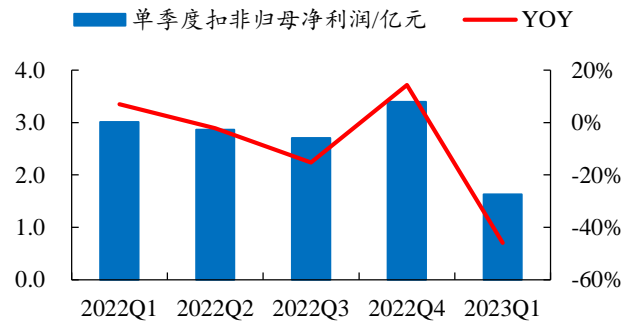
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1 归母净利润 2.0 亿元 (-40.4%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2022 年扣非净利润 12.0 亿元 (+0.6%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023Q1 扣非净利润 1.6 亿元 (-46.0%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

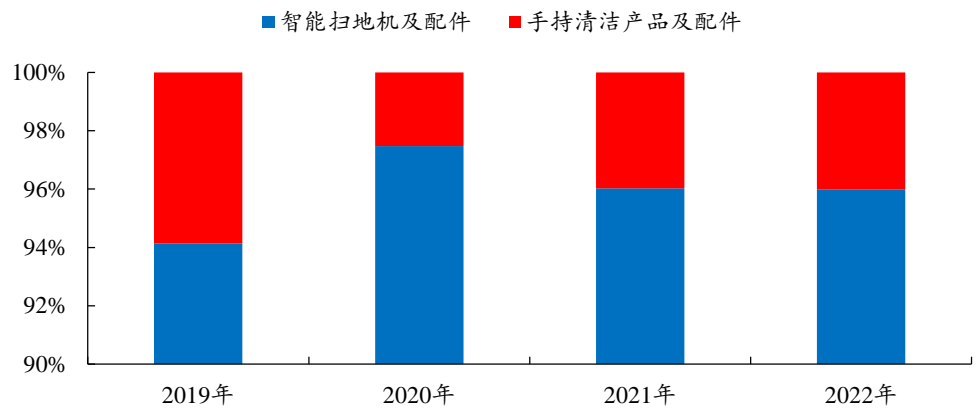
2、2022 年基站类扫地机热销，拉动毛利率、均价持续提升

2.1、2022 年扫地机均价+42%，产品结构提升有望延续

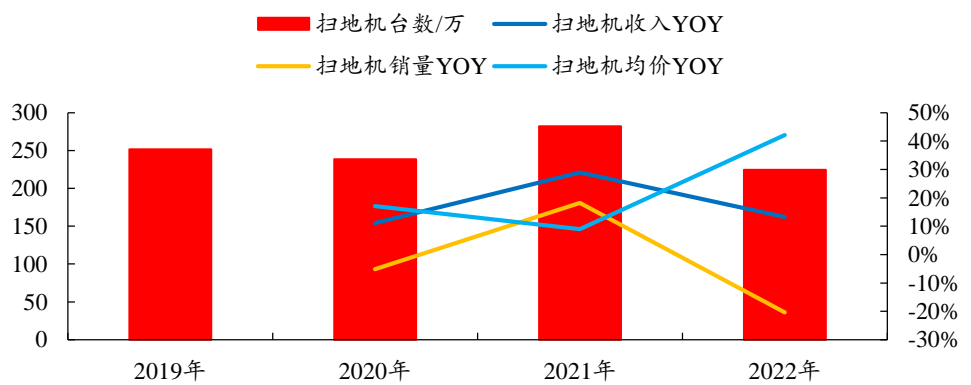
收入分产品看，2022 年公司智能扫地机及配件实现收入 63.5 亿元 (+13.2%)，占公司营业收入比例 96.0%。2022 年公司手持清洁产品及配件实现收入 2.6 亿元 (+14.1%)，占公司营业收入比例 4.0%。公司 2023 年推出洗烘一体机新品类、主打分子筛黑科技，有望构筑新的收入增长点。

从扫地机量价拆分看，2022 年公司扫地机销售 224.6 万台，同比下滑 20%；扫地机均价 2825 元，同比增长 42%。基站类扫地机热销下，拉动公司产品结构持续提升，同时公司持续推新拓宽产品价格带、丰富产品矩阵，销量下滑幅度有望收窄。

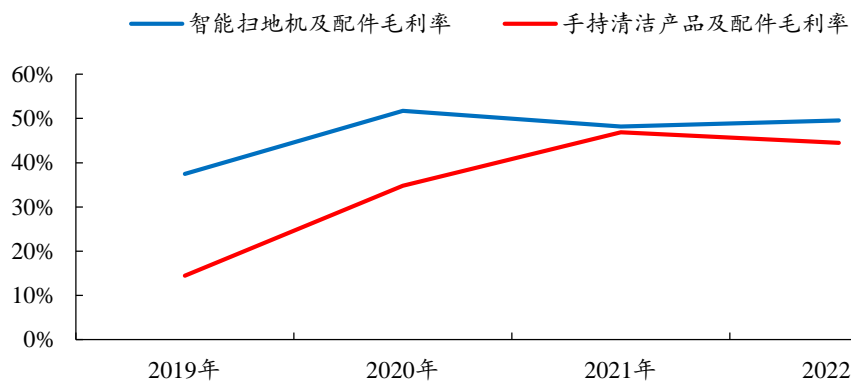
毛利率分产品看，2022 年智能扫地机及配件/手持清洁产品及配件毛利率分别为 49.5%/44.5%，同比分别+1.4/-2.4pct。

图7：2022年公司智能扫地机及配件实现收入63.5亿元（+13.2%），保持稳健增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022年公司扫地机销额/销量/均价分别+13%/-20%/+42%


数据来源：Wind、开源证券研究所

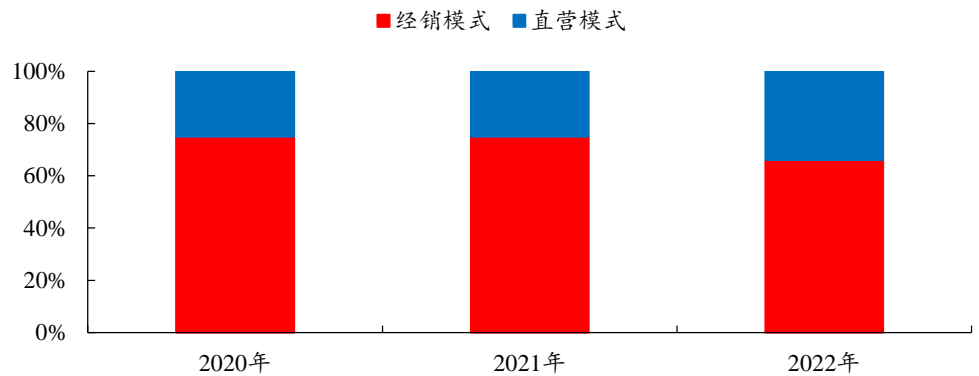
图9：2022年智能扫地机及配件毛利率为54.6%，同比+1.4pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、2022 年经销模式占比为主、直营模式占比持续提升

收入分销售模式看，2022 年公司经销模式实现收入 43.6 亿元 (-0.4%)，占公司营业收入比例 66.0% (-9.0pct)。2022 年公司直销模式实现收入 22.5 亿元 (+54.1%)，占公司营业收入比例 34.0% (+9.0pct)。主系以直营为主的国内和北美地区增速较快拉动。

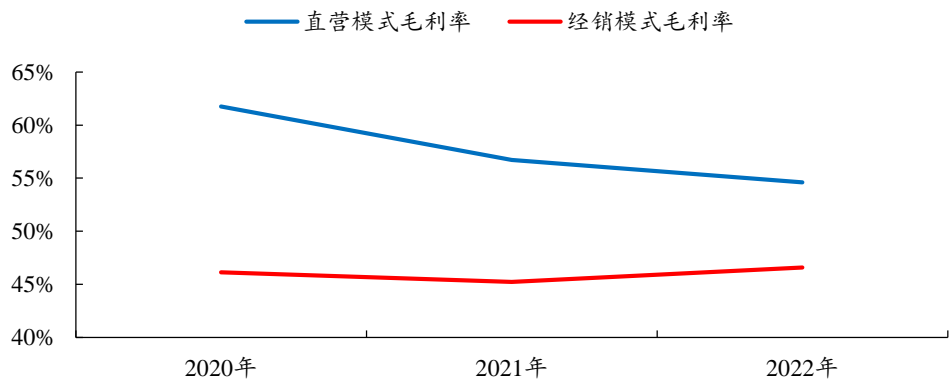
图10：2022 年直销模式实现收入 22.5 亿元 (+54.1%)，占营收比例 34.0% (+9.0pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率分销售模式看，2022 年直营/经销模式毛利率分别为 54.6%/46.6%，同比分别-2.1/+1.4pct。

图11：2022 年直营/经销模式毛利率分别为 54.6%/46.6%，同比分别-2.1/+1.4pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、2023Q1 毛利率+2.4pcts，看好 Q2 净利率迎来拐点

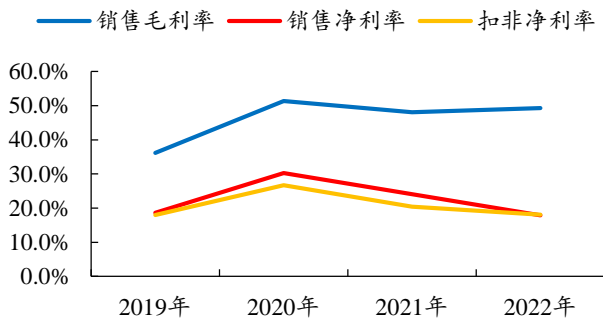
2022 年公司毛利率 49.8% (+2.4pcts)，主系公司产品侧推出全能基站智能扫拖机器人 G10S 系列等，不断推新卖高，同时直营占比提升拉动。

单季度看，2022Q4/2023Q1 公司毛利率分别为 50.7%/49.8%，同比分别+6.0/+2.4pcts。2023Q1 毛利率环比略有下降，主系行业进入以价换量阶段，公司推新后对老品 G10S 降价影响。G10S Pure、P10 预计后续在定价、毛利率更高的新品 G20 拉动下，2023Q2 产品结构有望继续提升。

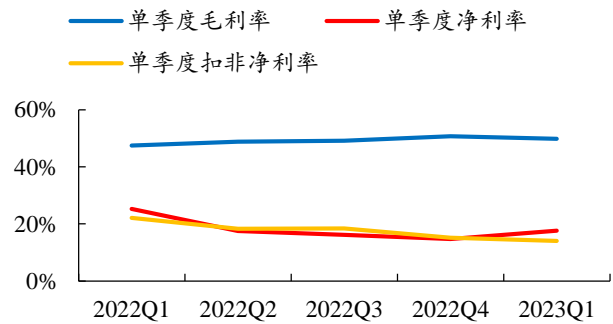
2022 年净利率为 17.9%(-6.2pct)，扣非净利率为 18.1%(-2.3pct)。

单季度来看,2022Q4 公司净利率为 14.7%(-4.5pct),扣非净利率为 15.2%(+0.4pct); 2023Q1 净利率为 17.6%(-7.6pct),扣非净利率为 14.0%(-8.1pct)。

考虑到全能基站扫地机形态功能成熟,公司 2023 年新品矩阵丰富,有望在 618 大促拉动下释放被压制的消费需求。考虑到新品带动产品结构提升,叠加部分针对新品的营销费用在 2023Q1 投放,净利率有望在 2023Q2 迎来拐点。

图12: 2022 年公司毛利率/净利率分别+2.4/-6.2pcts


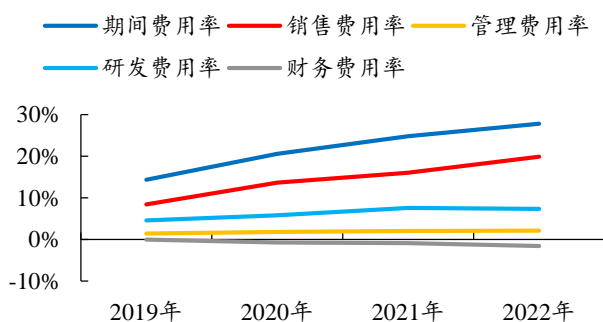
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2023Q1 公司毛利率/净利率分别+2.4/-7.6pcts


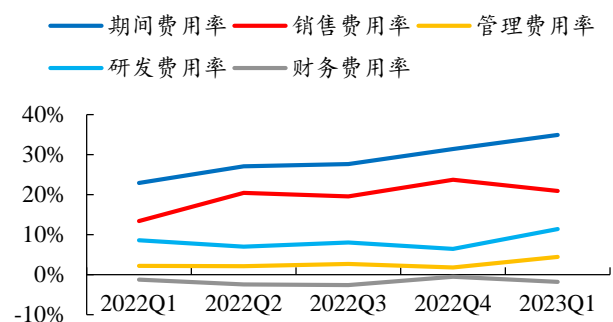
数据来源: Wind、开源证券研究所

费用端看,2022 年公司期间费用率为 27.8% (+3.0pct),其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.9%/2.1%/7.4%/-1.6%,同比分别+3.8/+0.1/-0.2/-0.7pct,销售费用率增加主系直营模式占比提升。

单季度看,2022Q4 公司期间费用率为 31.4%(+3.1pct),其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.7%/1.8%/6.4%-0.6%,同比分别+2.5/+0.5/+0.0/+0.1pct; 2023Q1 期间费用率为 34.9%(+12.0pct),其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.9%/4.4%/11.4%/-1.8%,同比分别+7.6/+2.3/+2.8/-0.6pct。考虑到 2023Q1 国内市场连发四款新品,2022Q1 仅 G10S 一款新品; 2023Q1 销售费用 2.4 亿,较 2022Q1 销售费用 1.8 亿,仅提升了 33.8%,行业流量竞争预计将持续放缓,我们预计 2023Q2 销售费用率有望持平。

图14: 2019 年以来公司销售费用率持续提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2023Q1 公司销售费用率 20.9% (+7.6pcts)


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

展望 Q2,考虑到 4 月新品收入贡献,叠加 618 大促集中效应下需求释放, Q2 内销有望恢复高增。考虑到 4 月以来新品 S8 系列在德国等主销市场贡献收入,叠加 4 月进入低基数,预计 4 月欧洲和亚太收入增速有望由负转正; Q2 在新品 S8 系列热

销的拉动下，美国高增趋势有望延续，后续伴随渠道突破，有望打开成长空间。

我们维持 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 15.0/17.7/20.7 亿元，对应 EPS 为 16.0/18.9/22.1 元，当前股价对应 PE 为 18.6/15.8/13.5 倍，维持“买入”评级不变。

5、风险提示

新品销售不及预期；原材料价格风险；海外高通胀下需求不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6520	7286	8212	9850	11820
现金	1321	1804	2785	4374	6036
应收票据及应收账款	129	328	0	0	0
其他应收款	147	61	189	109	244
预付账款	29	43	44	59	62
存货	596	694	837	951	1120
其他流动资产	4298	4356	4357	4356	4357
非流动资产	3287	3547	3454	3384	3344
长期投资	12	21	29	38	47
固定资产	102	1315	1170	1040	930
无形资产	6	7	7	8	8
其他非流动资产	3168	2205	2248	2298	2359
资产总计	9807	10833	11666	13234	15164
流动负债	1298	1204	534	526	580
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	820	702	0	0	0
其他流动负债	478	502	534	526	580
非流动负债	17	72	72	72	72
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	72	72	72	72
负债合计	1315	1276	606	598	652
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	67	94	94	94	94
资本公积	5058	5096	5096	5096	5096
留存收益	3380	4423	5775	7369	9233
归属母公司股东权益	8492	9556	11059	12635	14511
负债和股东权益	9807	10833	11666	13234	15164

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1519	1120	893	1679	1773
净利润	1402	1183	1503	1771	2072
折旧摊销	37	96	229	246	269
财务费用	-52	-106	-210	-251	-284
投资损失	-191	-33	-30	-30	-30
营运资金变动	266	-216	-595	-52	-248
其他经营现金流	56	195	-4	-5	-6
投资活动现金流	-1461	-505	-106	-146	-199
资本支出	439	255	127	167	220
长期投资	-1252	-384	-9	-9	-9
其他投资现金流	230	134	30	30	30
筹资活动现金流	-155	-202	193	56	88
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	27	0	0	0
资本公积增加	118	38	0	0	0
其他筹资现金流	-272	-267	193	56	88
现金净增加额	-103	433	981	1589	1663

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5837	6629	7987	9522	11260
营业成本	3029	3363	3993	4666	5405
营业税金及附加	26	33	38	47	54
营业费用	938	1318	1597	2000	2477
管理费用	119	141	240	286	338
研发费用	441	489	639	762	901
财务费用	-52	-106	-210	-251	-284
资产减值损失	-30	-66	-60	-83	-92
其他收益	42	61	52	56	52
公允价值变动收益	62	-64	0	0	0
投资净收益	191	33	30	30	30
资产处置收益	0	-6	0	0	0
营业利润	1598	1344	1707	2011	2353
营业外收入	0	6	6	6	6
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	1598	1349	1712	2016	2358
所得税	196	166	209	246	287
净利润	1402	1183	1503	1771	2072
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1402	1183	1503	1771	2072
EBITDA	1596	1391	1891	2173	2490
EPS(元)	14.97	12.63	16.04	18.90	22.11

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.8	13.6	20.5	19.2	18.2
营业利润(%)	2.7	-15.9	27.0	17.8	17.0
归属于母公司净利润(%)	2.4	-15.6	27.0	17.8	17.0
获利能力					
毛利率(%)	48.1	49.3	50.0	51.0	52.0
净利率(%)	24.0	17.9	18.8	18.6	18.4
ROE(%)	16.5	12.4	13.6	14.0	14.3
ROIC(%)	69.6	56.6	58.2	68.2	72.6
偿债能力					
资产负债率(%)	13.4	11.8	5.2	4.5	4.3
净负债比率(%)	-15.4	-18.7	-25.2	-34.6	-41.6
流动比率	5.0	6.1	15.4	18.7	20.4
速动比率	4.4	5.0	12.7	15.7	17.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	44.7	29.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	4.4	11.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	14.97	12.63	16.04	18.90	22.11
每股经营现金流(最新摊薄)	16.21	11.96	9.54	17.92	18.92
每股净资产(最新摊薄)	90.63	102.00	118.04	134.86	154.88
估值比率					
P/E	20.0	23.7	18.6	15.8	13.5
P/B	3.3	2.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	14.2	16.1	11.3	9.1	7.3

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R4（中高风险），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