

石头科技 (688169.SH) 自有品牌表现亮眼, 内外销增长可期

2021年05月08日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/5/7
当前股价(元)	1,248.00
一年最高最低(元)	1,438.30/349.00
总市值(亿元)	832.00
流通市值(亿元)	434.99
总股本(亿股)	0.67
流通股本(亿股)	0.41
近3个月换手率(%)	45.76

● 2021Q1 收入、利润端超市场预期, 维持“买入”评级

公司 2021Q1 收入、利润端双双超市场预期, 2021 年 3 月顶流明星代言后, 标志着公司加大国内市场投入。此外我们继续看好公司新品类扩张、产品升级、海外渠道扩张的核心逻辑。上调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润为 18.58/24.54/30.50 亿元 (2021-2022 年归母净利润原值为 17.68/22.55 亿元), 以最新股本计算, 对应 EPS 为 27.87/36.81/45.76 元 (2021-2022 年 EPS 原值为 26.52/33.83 元), 当前股价对应 PE 为 38.3/29.0/23.3 倍, 维持“买入”评级。

● 收入拆分: 2021Q1 自有品牌占比提升至 97.39%, 海外自建渠道增速显著

分品类看 2020 年智能扫地机器人及配件收入 44.16 亿元 (+11.56%), 手持吸尘器及配件收入 1.14 亿元 (-53.55%), 主要系米家订单下滑。分品牌看 2020 年自有品牌收入占比 90.72%, 2021Q1 提升至 97.39%。分渠道看预计 2020&2021Q1 美国亚马逊渠道收入同比增长超 100%, 海外自建渠道收入同比增长接近 300%。

● 毛利率稳步提升, 盈利能力稳步提升

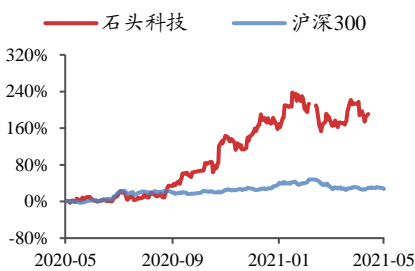
2020 年公司毛利率同比提升 15.86pct 至 51.32%。2021Q1 毛利率同比提升 4.11pct 至 49.64%, 环比 2020Q4 下滑 1.82pct, 环比下滑主要与淡季老品促销有关, 预计 2021Q2 新品量价环比提升较为显著。费用端, 2020/2021Q1 期间费用率同比变动+6.24pct/-2.66pct 至 20.61%/19.95%, 2020 年费用率提升主要系海外市场扩张带来销售费用率提升, 2021Q1 研发费用率受股权激励影响有所提升, 销售费用率由于淡季广告投放费用较低及海外自建渠道快速扩张有所下滑。2020 年净利率同比提升 11.61pct 至 30.23%, 归母净利润同比提升 74.92% 至 13.69 亿元。

● 扩渠道、扩品类, 有望持续推动公司业绩增长

渠道端, 国内市场通过顶流明星代言取得较好效果, 根据魔镜数据, 2021 年 4 月公司在淘系销额同比提升 151.2%, 北美市场相继布局沃尔玛线上及家得宝。预计 2021 年下半年公司将会推出自清洁扫地机器人、洗地机产品, 推动业绩增长。

● 风险提示: 行业竞争加剧、海外疫情加剧、海外拓张带来销售费用提升。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-顶流代言新品, 天猫渠道预售订光》-2021.3.29

《公司信息更新报告-海运影响微弱, 大宗持续进行, 预计 Q1 继续高增》-2021.3.25

《公司信息更新报告-业绩快报接近预告上限, 期待年度旗舰推动产品升级》-2021.2.9

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,205	4,530	6,432	8,583	10,747
YOY(%)	37.8	7.7	42.0	33.4	25.2
归母净利润(百万元)	783	1,369	1,858	2,454	3,050
YOY(%)	154.5	74.9	35.7	32.1	24.3
毛利率(%)	36.1	51.3	55.1	56.2	56.6
净利率(%)	18.6	30.2	28.9	28.6	28.4
ROE(%)	52.7	19.2	21.0	21.9	21.5
EPS(摊薄/元)	11.74	20.54	27.87	36.81	45.76
P/E(倍)	90.9	52.0	38.3	29.0	23.3
P/B(倍)	47.9	10.0	8.1	6.3	5.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 收入拆分：海外自建渠道保持快速增长	3
1.1、 按品类拆分：预计 2020 年自有品牌扫地机器人销量超 200 万台	3
1.2、 按品牌拆分：2020 年自有品牌占比超 90%，2021Q1 自有品牌占比持续提升	4
1.3、 按渠道拆分：海外自建渠道增速显著	4
2、 毛利率：自有品牌占比提升推动公司毛利率提升	4
3、 费用率：2021Q1 研发投入持续加大	5
4、 净利率：2020 年公司净利率持续提升至 30.23%	6
5、 大宗交易持续进行，减持影响逐步减弱	7
6、 扩渠道：顶流代言加大国内市场投入，美国线上市场持续扩张	7
7、 扩品类：新品储备丰富，有望持续拉动收入增长	8
8、 投资建议	9
9、 风险提示	9
附：财务预测摘要	10

图表目录

图 1： 2021Q1 公司自有品牌占比达 97.39%	4
图 2： 自有品牌占比提升推动 2020 年毛利率提升	5
图 3： 受降价促销影响，2021Q1 毛利率环比略有下滑	5
图 4： 2020 年销售费用率提升推动期间费用率提升	5
图 5： 2021Q1 公司加大研发投入带来研发费用率提升	6
图 6： 2020 年公司净利率提升至 30.23%	6
图 7： 2020 年公司归母净利润同比增长 74.92%	6
图 8： 2021Q1 净利率较 2020Q1 同比提升 7.78pct	7
图 9： 2021Q1 公司归母净利润同比提升 150.81%	7
图 10： 肖战代言石头科技，预计国内电商 Q2 增速显著	8
图 11： 2021Q1 公司产品上架美国沃尔玛线上商城	8
图 12： 2021Q1 公司产品上架 home depot 线上商城	8
表 1： 预计 2020 年自有品牌扫地机器人销量超 200 万台	3
表 2： 2021 年 3-4 月，大宗交易成交量达 145.95 万股	7
表 3： 减持计划时间过半，影响逐步减弱	7

1、收入拆分：海外自建渠道保持快速增长

2021Q1 收入端超预期。2020 年公司实现收入 45.30 亿元 (+7.74%)，其中自有品牌收入 2021Q1 实现收入 11.12 亿元 (+82.01%)。

1.1、按品类拆分：预计 2020 年自有品牌扫地机器人销量超 200 万台

2020 年公司智能扫地机器人及配件收入 44.16 亿元 (+11.56%)，手持吸尘器及配件业务收入 1.14 亿元 (-53.55%)，手持吸尘器及配件收入同比下滑主要系米家品牌手持吸尘器收入减少所致。

按品类拆分，我们估算：

(1) 2020 年扫地机器人收入中，米家扫地机器人收入约 3.72 亿元 (-67%)，石头扫地机器人收入约 35.74 亿元 (+39%)，小瓦扫地机主要在美亚市场销售，预计收入约 4.03 亿元 (+88%)。

(2) 2020 年手持吸尘器收入中，米家手持吸尘器约 0.38 亿元 (-84%)，石头手持吸尘器约 0.76 亿元。

表1: 预计 2020 年自有品牌扫地机器人销量超 200 万台

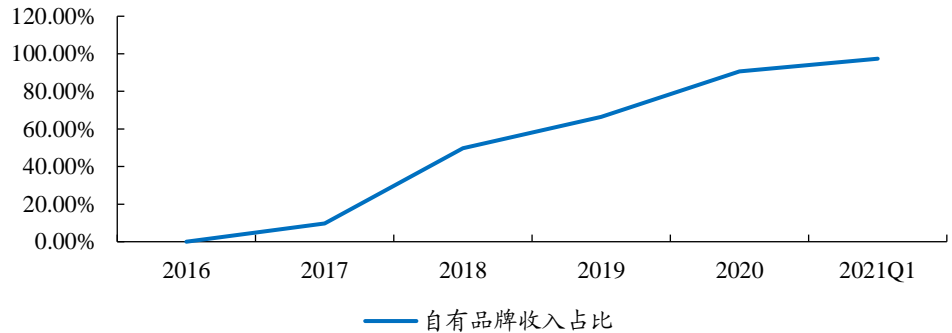
	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31
智能扫地机器人及配件 (单位: 万元)	18,051.99	109,626.22	300,947.76	395,834.86	441,591.29
YoY		507.28%	174.52%	31.53%	11.56%
米家品牌	18051.99	98855.11	143892.62	112299.00	37155.27
YoY		447.61%	45.56%	-21.96%	-66.91%
平均单价	1181.83	1207.95	1159.92	1117.02	1100.00
YoY		2.21%	-3.98%	-3.70%	-1.52%
销售台数	152746	818373	1240543	1005342	337775
YoY		435.77%	51.59%	-18.96%	-66.40%
石头品牌	-	10,771.11	147,807.84	257,836.20	357,426.97
YoY			1272.26%	74.44%	38.63%
平均单价		1928.27	1866.05	2000.00	2150.00
YoY			-3.23%	7.18%	7.50%
销售台数		55859	792090	1289181	1662451
YoY			1318.02%	62.76%	28.95%
小瓦品牌	-	-	9,247.31	21,429.62	40,367.82
YoY				131.74%	88.37%
平均单价	0.00	0.00	965.05	975.00	1050.00
YoY				1.03%	7.69%
销售台数	0.00	0.00	95822	219791	384455
YoY				129.37%	74.92%
配件				4270.04	6641.23
YoY					55.53%

数据来源：Wind、开源证券研究所（红色数字为估算所得）

1.2、按品牌拆分：2020 年自有品牌占比超 90%，2021Q1 自有品牌占比持续提升

根据关联交易公告，2020 年自有品牌收入 41.07 亿元，占比提升至 90.72%。2021Q1 公司自有品牌收入 10.82 亿元，占比提升至 97.39%。

图1：2021Q1 公司自有品牌占比达 97.39%



数据来源：公司年报、关联交易公告、开源证券研究所

1.3、按渠道拆分：海外自建渠道增速显著

2020 年公司收入按渠道拆分，我们预计：

- (1) 国内电商、国内经销商渠道收入超 22 亿元，同比个位数增长；
- (2) 美国亚马逊渠道收入超 7 亿元，同比增长超过 100%；
- (3) 海外自建渠道收入超 11 亿元，同比增长超过 300%。

2021Q1 公司收入按渠道拆分，我们预计：

- (1) 国内电商、国内经销商渠道收入接近 5 亿，同比增长超 40%；
- (2) 美国亚马逊渠道收入约 1.5 亿元，同比增长超过 100%；
- (3) 海外自建渠道收入约 4 亿元，同比增长接近 300%。

2、毛利率：自有品牌占比提升推动公司毛利率提升

美国亚马逊渠道、自有品牌销售占比提升，推动毛利率持续提升。2020 年公司毛利率达 51.32%，较 2019 年同期提升 15.86pct，主要系高毛利率的自有品牌占比持续提升。此外自有品牌分渠道来看，美国亚马逊渠道占比提升也推动公司毛利率提升（预计美国亚马逊渠道毛利率超过 60%）。

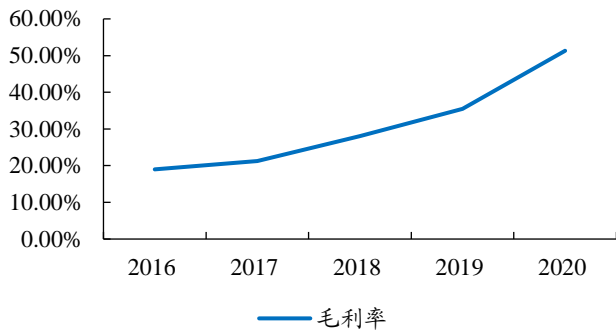
2021Q1 毛利率同比提升 4.11pct。 2021Q1 公司毛利率为 49.64%，同比 2020Q1 提升 4.11pct，环比 2020Q4 下滑 1.82pct。我们认为 2021Q1 毛利率环比下滑主要系：

- (1) **新品上市老品降价促销。** 海外市场 S7 在 2021 年 1 月发布，2021 年 3 月份正式开始售卖，在上市前期会影响老品销售，同时为了促进新品销售，对老品进行小幅降价所致。
- (2) **一季度作为淡季，对产品进行降价促销。** 一季度作为全年销售淡季，更

多采用降价销售模式。

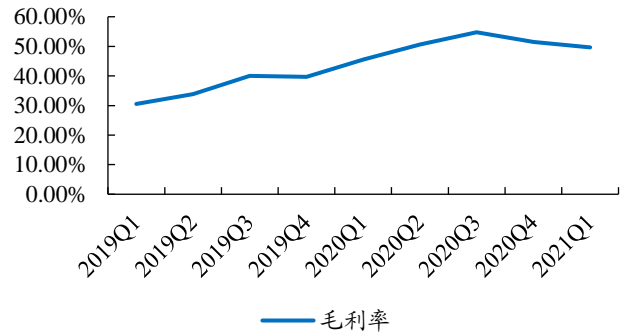
预计 2021Q2 毛利率将会有所提升。公司在 3 月 29 日发布国内新品 T7S 系列，价格较高的新品对收入端的贡献更多体现在二季度，此外我们预计 2021Q2 公司将会在国内市场推广方面做更多动作，预计 2021Q2 量价环比提升较为显著。

图2：自有品牌占比提升推动 2020 年毛利率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：受降价促销影响，2021Q1 毛利率环比略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、费用率：2021Q1 研发投入持续加大

销售费用提升推动 2020 年公司期间费用率提升 6.24pct 至 20.61%：

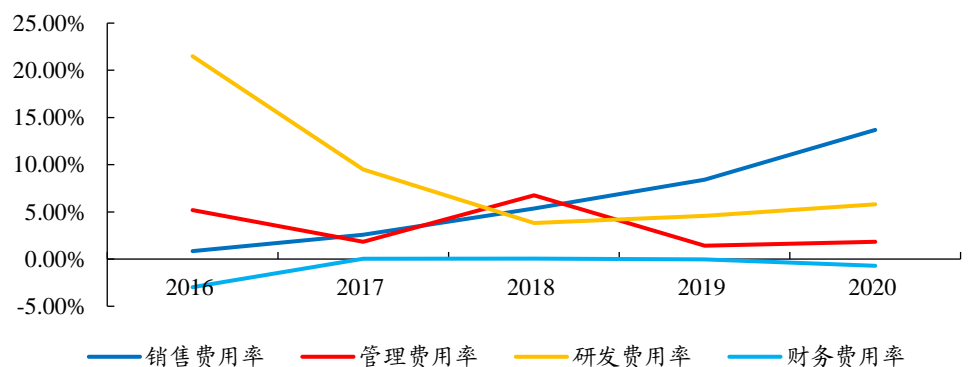
2020 年公司销售费用为 6.20 亿元 (+75.24%)，主要系公司扩张海外市场，导致推广费、平台费及相应人工费用增加，销售费用率较 2019 年提升 5.27pct 至 13.69%；

2020 年公司管理费用为 0.83 亿元 (+39.53%)，主要系新增股份支付及职能部门人员增加所致，管理费用率较 2019 年提升 0.42pct 至 1.84%；

2020 年公司研发费用为 2.63 亿元 (+36.30%)，主要系股份支付费用及研发部门人员增加所致，其中股份支付费用 2133 万元，占收入比重接近 0.5%，研发人员数量提升 40%至 382 人。研发费用率较 2019 年提升 1.22pct 至 5.80%；

2020 年公司财务费用为-0.32 亿元，财务费用率较 2019 年降低 0.67pct 至-0.71%。

图4：2020 年销售费用率提升推动期间费用率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

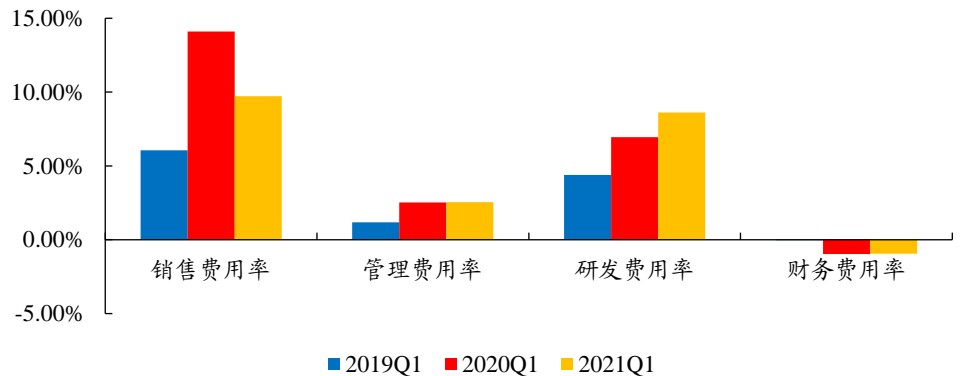
2021Q1 公司期间费用率较 2020Q1 降低 2.66pct 至 19.95%:

2021Q1 销售费用为 1.08 亿元 (+25.54%)，销售费用率较 2020Q1 降低 4.37pct 至 9.73%，一方面是一季度属于淡季，公司广告投放费用偏低，另一方面我们预计海外自建渠道占比提升，拉低整体销售费用率；

2021Q1 管理费用为 0.28 亿元 (+83.73%)，主要系新增股份支付及职能部门人员增加所致，管理费用率较 2020Q1 提升 0.02pct 至 2.54%；

2021Q1 公司研发费用为 0.96 亿元 (+125.88%)，主要系股份支付费用及研发部门人员增加所致。研发费用率较 2020Q1 提升 1.67pct 至 8.62%，我们预计股权激励摊销影响超过 1pct；

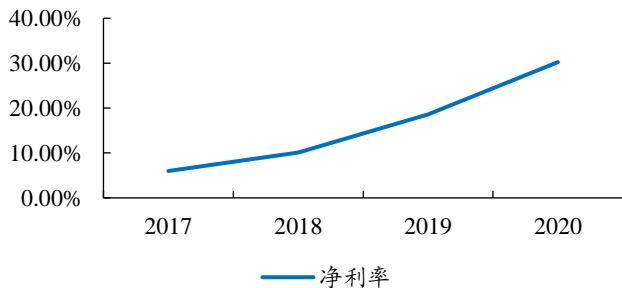
2021Q1 公司财务费用为-0.1 亿元，主要系利息收入提升所致。财务费用率较 2020Q1 年提升 0.02pct 至-0.94%。

图5：2021Q1 公司加大研发投入带来研发费用率提升


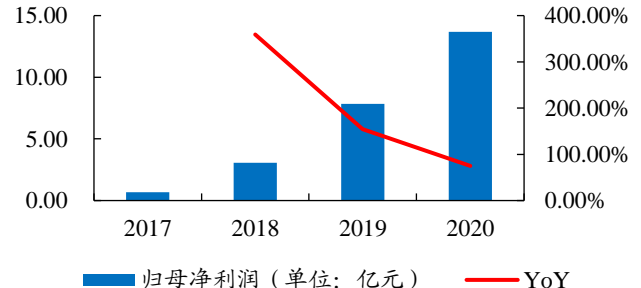
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、净利率：2020 年公司净利率持续提升至 30.23%

2020 年净利率稳步提升，归母净利润同比提升 74.92%。2020 年公司费用率提升幅度小于毛利率提升幅度，净利率同比提升 11.61pct 至 30.23%，对应归母净利润同比提升 74.92%至 13.69 亿元。

图6：2020 年公司净利率提升至 30.23%


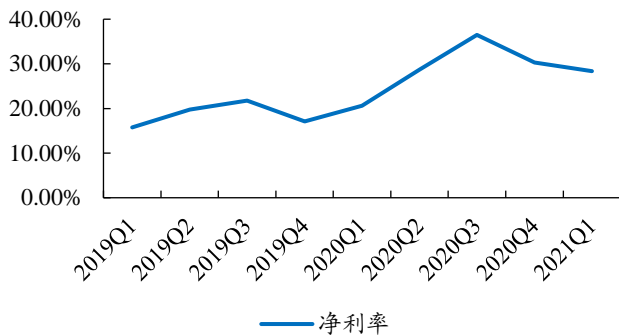
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年公司归母净利润同比增长 74.92%


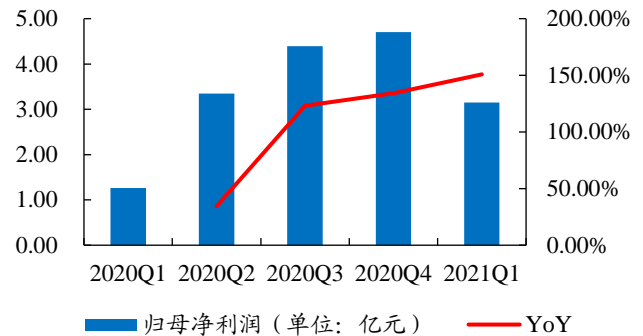
数据来源：Wind、开源证券研究所

2021Q1 净利率较 2020Q1 提升 7.78pct 至 28.36%。回顾过去几个季度的净利率，

2020Q3 由于即征即退税收、投资收益影响，造成季度净利率高点。2021Q1 公司净利率同比提升 7.78pct 至 28.36%，对应归母净利润同比提升 150.81% 至 3.15 亿元。

图8: 2021Q1 净利率较 2020Q1 同比提升 7.78pct


数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2021Q1 公司归母净利润同比提升 150.81%


数据来源: Wind、开源证券研究所

5、大宗交易持续进行，减持影响逐步减弱

大宗交易持续进行，减持计划时间过半。2021 年 3-4 月，公司合计大宗成交 145.95 万股，成交额 14.18 亿元，成交均价 971.67 元/股。根据 2021 年 2 月公司披露的减持公告，10 名股东拟减持计划上限为 739.75 万股（包括大宗、集合竞价等），目前大宗成交量占减持上限比重约为 20%。

表2: 2021 年 3-4 月，大宗交易成交量达 145.95 万股

大宗交易日期	大宗成交量 (万股)	大宗成交金额 (万元)	大宗成交均价
2021 年 3 月	124.13	118421.32	954.01
2021 年 4 月	21.82	23394.23	1072.15
合计	145.95	141815.55	971.67

数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 减持计划时间过半，影响逐步减弱

股东名称	减持比例	减持方式	当前持股比例
天津石头时代企业管理咨询合伙企业 (有限合伙)	1.41%	集中竞价交易、大宗交易	6.09%
丁迪	0.12%	大宗交易	5.80%
Banyan Consulting Limited	0.59%	集中竞价交易	4.47%
QM27 Limited	0.22%	大宗交易	4.17%
毛国华	0.17%	大宗交易	3.52%
吴震	0.17%	大宗交易	2.21%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所（截至 2021 年 4 月 30 日）

6、扩渠道: 顶流代言加大国内市场投入，美国线上市场持续扩张

顶流代言加大国内市场推广，效果显著。2021 年 3 月 29 日公司携手顶流明星肖战推出年度新品 T7S 系列，标志着公司加大国内市场品牌化投入，后续或有望在抖

音、快手等渠道投放更多内容营销。根据魔镜数据，顶流代言后公司 4 月销量显著提升。根据魔镜数据，2021 年 4 月公司在淘系销售额同比提升 151.2%，销量同比提升 74.9%，预计 2021Q2 国内电商渠道将继续保持快速增长。

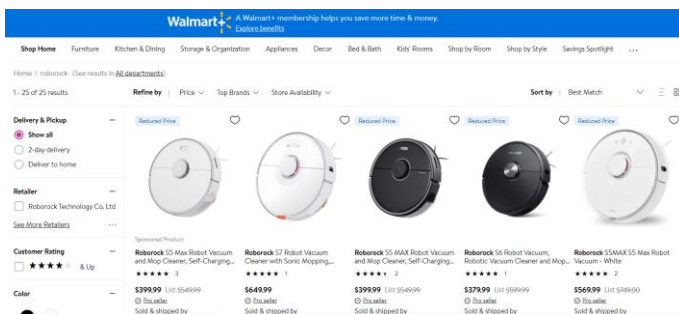
图10: 肖战代言石头科技, 预计国内电商 Q2 增速显著



资料来源: 石头科技天猫旗舰店

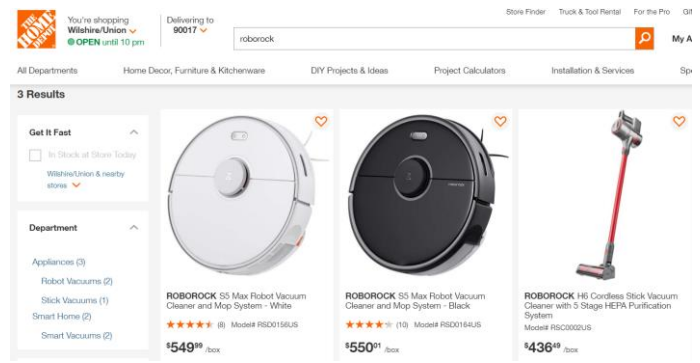
2021Q1 公司加大美国线上渠道布局。在北美区域, 公司仍主要发力线上市场, 2021Q1, 公司拓展了沃尔玛线上平台及知名家装平台家得宝 (Home Depot), 此外预计公司会将石头科技美国官网作为销售渠道, 持续扩大美国线上市场优势。

图11: 2021Q1 公司产品上架美国沃尔玛线上商城



资料来源: Walmart 线上商城

图12: 2021Q1 公司产品上架 home depot 线上商城



资料来源: Home Depot 官网

7、扩品类: 新品储备丰富, 有望持续拉动收入增长

预计 2021H1 商用扫地机器人产品将正式落地。根据公司年报信息, 商用扫地机器人目前已在多个合作客户进行小批量现场测试, 完成意向客户现场测试, 主要应用于商场、大型超市、办公楼等。

预计 2021H2 将会推出自清洁类扫地机器人、洗地机。2021 年上半年, 在顶流明星推广下, 公司新品 T7S 系列取得较好的销售表现, 考虑产品投放节奏, 我们预计 618 之前公司仍将主打 T7S 系列产品。2021 年下半年, 公司有望上市自清洁类扫地机器人及洗地机等新品, 加快新品投放进度。

8、投资建议

公司 2021Q1 收入、利润端双双超市场预期，2021 年 3 月顶流明星代言后，标志着公司加大国内市场投入。此外我们继续看好公司新品类扩张、产品升级、海外渠道扩张的核心逻辑。上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 18.58/24.54/30.50 亿元(2021-2022 年归母净利润原值为 17.68/22.55 亿元)，以最新股本计算，对应 EPS 为 27.87/36.81/45.76 元(2021-2022 年 EPS 原值为 26.52/33.83 元)，当前股价对应 PE 为 38.3/29.0/23.3 倍，维持“买入”评级。

9、风险提示

行业竞争加剧，海外疫情加剧，海外拓张带来销售费用提升。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1828	6037	8950	11344	14326
现金	248	1424	5793	7050	10331
应收票据及应收账款	199	148	489	699	692
其他应收款	104	22	184	72	261
预付账款	10	18	7	33	12
存货	297	381	47	371	269
其他流动资产	971	4043	2431	3119	2761
非流动资产	135	1811	576	711	861
长期投资	0	12	15	19	23
固定资产	67	61	93	109	120
无形资产	6	6	7	8	9
其他非流动资产	62	1732	462	575	710
资产总计	1963	7848	9526	12055	15187
流动负债	478	719	687	828	994
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	282	377	530	573	772
其他流动负债	197	341	157	255	221
非流动负债	0	15	4	5	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	15	4	5	6
负债合计	479	734	691	833	1000
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	50	67	67	67	67
资本公积	553	4941	4941	4941	4941
留存收益	878	2114	3866	6146	8925
归属母公司股东权益	1485	7114	8835	11222	14188
负债和股东权益	1963	7848	9526	12055	15187

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	755	1518	1735	1992	2894
净利润	783	1369	1858	2454	3050
折旧摊销	30	0	15	22	29
财务费用	-2	-32	-102	-206	-281
投资损失	-16	-49	-4	-3	-3
营运资金变动	-29	0	-27	-271	102
其他经营现金流	-11	229	-5	-4	-3
投资活动现金流	-514	-5543	2670	-874	190
资本支出	50	989	44	17	11
长期投资	-483	-4608	-3	-6	-5
其他投资现金流	-947	-9162	2711	-863	196
筹资活动现金流	-20	4234	-36	138	197
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	17	0	0	0
资本公积增加	0	4388	0	0	0
其他筹资现金流	-20	-170	-36	138	197
现金净增加额	222	202	4369	1257	3281

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4205	4530	6432	8583	10747
营业成本	2686	2205	2889	3760	4659
营业税金及附加	20	30	39	51	64
营业费用	354	620	1007	1650	2229
管理费用	60	83	115	112	114
研发费用	193	263	350	379	421
财务费用	-2	-32	-102	-206	-281
资产减值损失	0	-31	13	26	43
其他收益	6	67	5	4	3
公允价值变动收益	7	110	5	3	3
投资净收益	16	49	4	3	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	925	1557	2136	2821	3507
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	1	0	1
利润总额	925	1556	2136	2821	3506
所得税	142	187	278	367	456
净利润	783	1369	1858	2454	3050
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	783	1369	1858	2454	3050
EBITDA	948	1514	2042	2650	3274
EPS(元)	11.74	20.54	27.87	36.81	45.76

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	37.8	7.7	42.0	33.4	25.2
营业利润(%)	142.2	68.3	37.2	32.0	24.3
归属于母公司净利润(%)	154.5	74.9	35.7	32.1	24.3
获利能力					
毛利率(%)	36.1	51.3	55.1	56.2	56.6
净利率(%)	18.6	30.2	28.9	28.6	28.4
ROE(%)	52.7	19.2	21.0	21.9	21.5
ROIC(%)	52.3	18.7	20.0	20.4	19.9
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	9.4	7.3	6.9	6.6
净负债比率(%)	-16.7	-20.0	-65.6	-62.8	-72.8
流动比率	3.8	8.4	13.0	13.7	14.4
速动比率	3.0	7.5	12.8	13.2	14.1
营运能力					
总资产周转率	2.6	0.9	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	14.3	26.1	20.2	14.4	15.4
应付账款周转率	7.8	6.7	6.4	6.8	6.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	11.74	20.54	27.87	36.81	45.76
每股经营现金流(最新摊薄)	11.33	22.77	26.02	29.88	43.41
每股净资产(最新摊薄)	22.27	106.71	132.53	168.33	212.81
估值比率					
P/E	90.9	52.0	38.3	29.0	23.3
P/B	47.9	10.0	8.1	6.3	5.0
EV/EBITDA	73.8	43.6	30.9	23.0	17.7

数据来源：贝格数据、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	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	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