

石头科技 (688169.SH) Q2 内销高增、美亚逆势增长，费用投放效率提升

2022年09月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

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

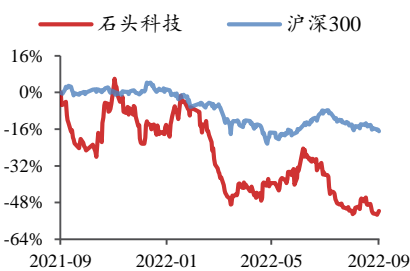
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2022/9/1
当前股价(元)	325.81
一年最高最低(元)	1,030.00/308.02
总市值(亿元)	304.73
流通市值(亿元)	234.04
总股本(亿股)	0.94
流通股本(亿股)	0.72
近3个月换手率(%)	70.49

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《美国通胀改善、海外消费或迎复苏，外销改善弹性大——公司信息更新报告》-2022.8.12

《亚马逊收购 iRobot 影响有限，看好公司内销高增延续、外销稳健增长——公司信息更新报告》-2022.8.6

《投资自建制造中心，看好自主可控能力提升——公司信息更新报告》-2022.6.27

● Q2 内销延续高增、美亚逆势增长，费用投放提效，维持“买入”评级

2022H1 公司实现营业收入 29.2 亿元 (+24.5%)，归母净利润 6.2 亿元 (-5.4%)。2022Q2 营收 6.2 亿元 (-5.4%)，归母净利润 2.7 亿元 (-18.7%)，主系 2022H1 远期外汇合同公允价值变动损失 5691 万元，存货跌价及合同履约成本减值损失 2465 万元拖累。考虑海外需求波动，下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 14.5/17.0/20.7 亿元（2022-2024 年原值 17.8/23.8/30.4 亿元），对应 EPS 为 15.5/18.1/22.2 元（2022-2024 年原值 19.1/25.5/32.5 元），当前股价对应 PE 为 21.1/18.0/14.7 倍，考虑公司产品研发端壁垒明显，维持“买入”评级不变。

● 内销自清洁红利释放下延续高增，看好外销需求改善、迎来修复机遇

分品牌看，2022Q2 自有品牌 15.6 亿元 (+27%)，米家代工收入 710 万。分区域看，我们测算 2022Q2 公司内销同比增长 100% 以上，美亚同比增长约 20%，海外其他渠道（自建海外+其他分销）同比低个位数下滑。内销方面，我们看好在新品 G10 PLUS 对产品线补全下，自清洁红利持续释放、拉动内销延续高增长。外销方面，公司 2022 年布局有中高端的 S7 MaxV 系列和性价比款 Q 系列，其中高端全能基站产品 S7 MaxV Ultra 定价 1399 美金、在销量导向的美亚 Best Seller 排行榜仍位列 Top20，考虑到海运趋于缓解，看好公司在需求恢复下外销修复。

● Q2 毛利率环比改善，看好产品结构提升+原材料降价作用下净利率迎来修复

产品结构提升带动 Q2 毛利率 48.8%，环比+1.3pcts。考虑 2022 年以来运费从销售费用计入到成本科目，同口径下 Q2 毛利率-1.3pcts，主系原材料仍处高位、内销大促赠品拖累。Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+5.6/-0.5/-1.3/-1.4pcts，销售费用率提升主系内销直销模式下费用投放较多。Q2 销售费用率较 2021Q4 下降 0.8pct，主系内销口碑效应逐步形成，费用投放效率有望提升。Q2 净利率 17.5% (-9.7pcts)，考虑到塑料粒子等原材料价格趋于下降，高毛利新品持续热销带动产品结构提升，费用投放效率持续改善，净利率有望迎来拐点。

● 风险提示：行业竞争加剧；原材料供应短缺；新品销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,530	5,837	7,075	8,921	10,908
YOY(%)	7.7	28.8	21.2	26.1	22.3
归母净利润(百万元)	1,369	1,402	1,447	1,696	2,074
YOY(%)	74.9	2.4	3.2	17.2	22.3
毛利率(%)	50.0	48.1	48.5	48.6	48.7
净利率(%)	30.2	24.0	20.5	19.0	19.0
ROE(%)	19.2	16.5	14.8	15.0	15.7
EPS(摊薄/元)	14.64	15.00	15.47	18.13	22.17
P/E(倍)	22.3	21.7	21.1	18.0	14.7
P/B(倍)	4.3	3.6	3.1	2.7	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 Q2 内销延续高增、美亚逆势增长，费用投放提效.....	3
2、 2022Q2 毛利率环比改善，产品结构拉动下净利率有望修复.....	4
3、 自清洁新品红利持续释放，看好内销延续高增趋势.....	5
4、 2021 年以来供求两端冲击下外销承压拖累业绩，有望在 2022 年下半年迎来拐点.....	6
5、 盈利预测与投资建议.....	7
6、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

图表目录

图 1： 2022H1 公司实现营业收入 29.2 亿元 (+24.5%)	3
图 2： 2022Q2 实现营业收入 15.6 亿元 (+26.5%)	3
图 3： 2022H1 公司实现归母净利润 6.2 亿元 (-5.4%)	3
图 4： 2022Q2 实现归母净利润 2.7 亿元 (-18.7%)	3
图 5： 2022H1 公司毛利率 48.2% (-2.5pcts)	4
图 6： 2022Q2 公司毛利率为 48.8% (-2.9pcts)	4
图 7： 2022H1 公司期间费用率为 25.1% (+2.7pcts)	4
图 8： 2022Q2 公司期间费用率为 27.1% (+2.4pcts)	4
图 9： 2022H1 公司销售净利率 21.1% (-6.7pcts)	5
图 10： 2022Q2 公司销售净利率 17.5% (-9.7pcts)	5
图 11： 截止 2022 年 6 月 30 日，公司存货周转天数为 89.3 天 (+18.1 天)	5
图 12： 截止 2022 年 6 月 30 日，公司应收账款和应收票据周转天数为 24.4 天 (-0.9 天)	5
图 13： 2022 年上半年公司扫地机产品持续热销.....	6
图 14： 石头外销增速逐渐回暖	7

1、Q2 内销延续高增、美亚逆势增长，费用投放提效

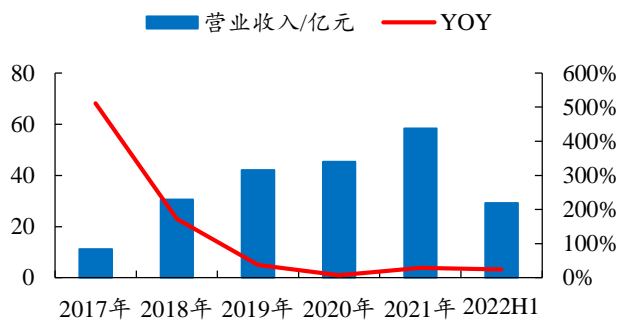
2022H1 公司实现营业收入 29.2 亿元 (+24.5%)。单季度来看，2022Q2 实现营业收入 15.6 亿元 (+26.5%)，收入保持较快增长主系公司内销市场在新品 G10S 系列和 T8 系列拉动下预计延续翻倍增长，自清洁红利持续释放，在欧洲区域受宏观环境波动影响下，美国、日本等市场在新品拉动下仍延续较快增长。

分品牌看，2022H1 公司自有品牌收入 29.1 亿 (+26%)，米家代工收入 1294 万，其中 2022Q2 自有品牌 15.6 亿元 (+27%)，米家代工收入 710 万，自有品牌收入占比持续提升。

分区域看，我们测算 2022Q2 公司内销同比增长 100%以上，美亚同比增长约 20%，海外其他渠道（自建海外+其他分销）同比低个位数下滑。其中外销主系欧洲区域拖累导致增速放缓。

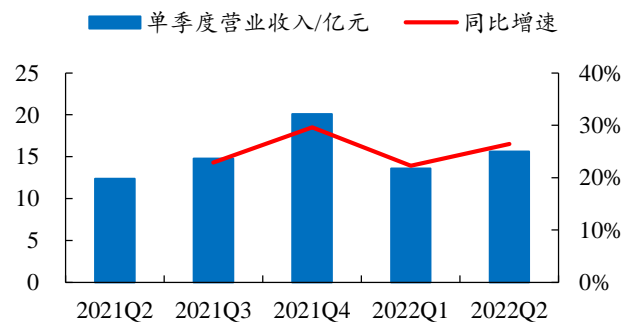
我们预计在 G10 PLUS 等新品持续完善内销产品价格带布局，叠加外销需求边际改善、新品销售拉动，公司收入增速有望进一步恢复。

图1：2022H1 公司实现营业收入 29.2 亿元 (+24.5%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

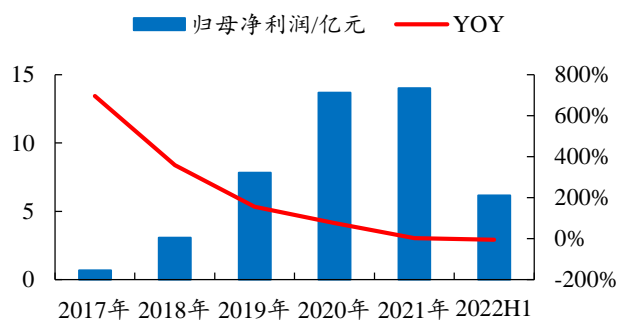
图2：2022Q2 实现营业收入 15.6 亿元 (+26.5%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

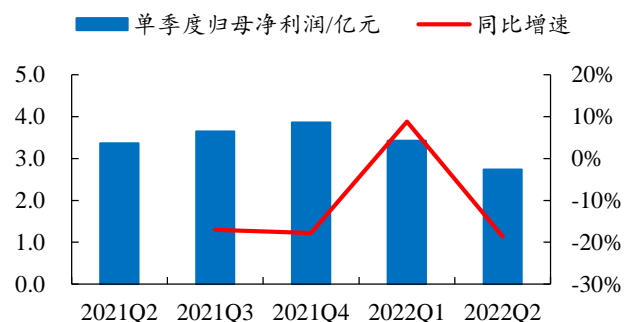
2022H1 公司实现归母净利润 6.2 亿元 (-5.4%)，扣非净利润 5.9 亿元 (+2.4%)。单季度来看，2022Q2 公司实现归母净利润 2.7 亿元 (-18.7%)，主系 2022H1 在人民币贬值下，公司远期外汇合同公允价值变动损失 5690.5 万元，存货跌价损失及合同履行成本减值损失 2464.9 万元，主要来源于年初电子料（芯片等）备货较多，伴随价格下降带来减值损失。单季度看，2022Q2 扣非净利润 2.9 亿元 (-2.1%)，符合市场预期。

图3：2022H1 公司实现归母净利润 6.2 亿元 (-5.4%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q2 实现归母净利润 2.7 亿元 (-18.7%)

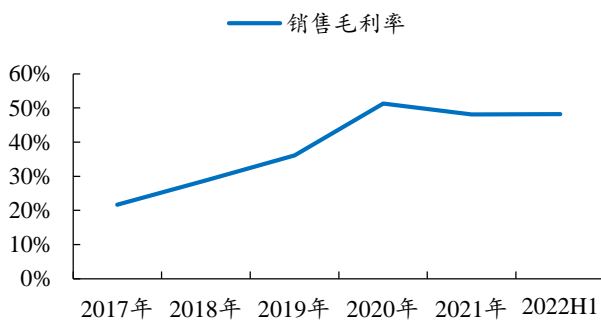


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、2022Q2 毛利率环比改善，产品结构拉动下净利率有望修复

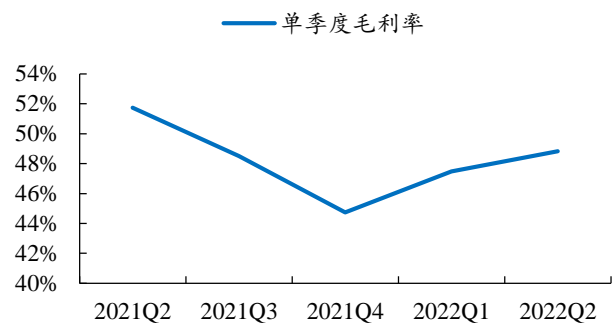
(1) 毛利率：2022Q2 公司毛利率 48.8%，环比 2022Q1 提升 1.3pcts。按照运费从销售费用计入到成本的科目调整，2021Q2 公司毛利率还原后为 50.1%，2022Q2 公司毛利率下降 1.3pcts，主系原材料价格仍处高位、内销大促赠品构成毛利率拖累，G10S、S7 Maxv 系列等新品热销拉动产品结构提升对冲部分影响。考虑到塑料粒子等原材料价格趋于下降，以及高毛利新品持续热销带动产品结构提升，公司毛利率有望迎来提升。

图5：2022H1 公司毛利率 48.2% (-2.5pcts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

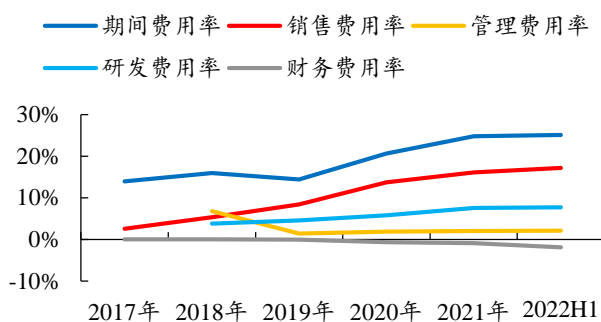
图6：2022Q2 公司毛利率为 48.8% (-2.9pcts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

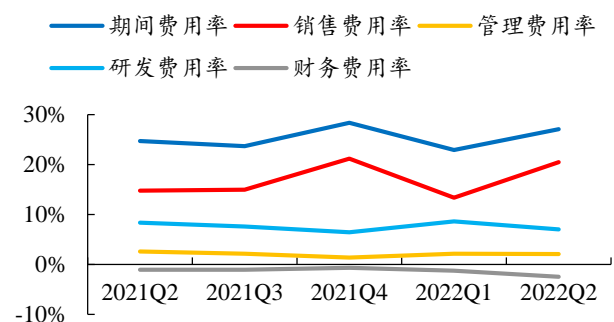
(2) 费用率：2022H1 公司期间费用率为 25.1% (+2.7pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.1%/2.1%/7.7%/-1.9%，同比分别+4.7/-0.4/-0.7/-0.9pcts。单季度看，2022Q2 公司期间费用率为 27.1% (+2.4pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.4%/2.1%/7.0%/-2.5%，同比分别+5.6/-0.5/-1.3/-1.4pcts，销售费用率提升较多，主系公司内销占比持续提升，直营模式下费用投放较多影响。2022Q2 销售费用率较 2021Q4 下降 0.8pct，我们认为公司内销的销量累计、口碑效应逐步形成，有望持续提升费用投放效率。

图7：2022H1 公司期间费用率为 25.1% (+2.7pcts)



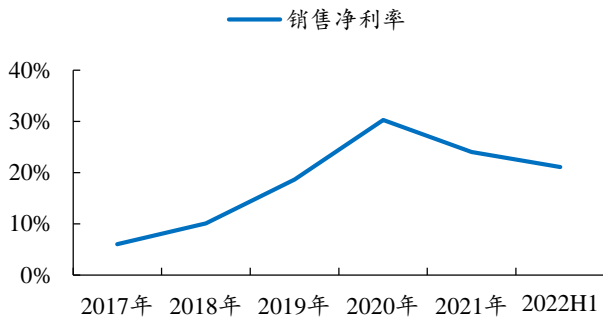
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022Q2 公司期间费用率为 27.1% (+2.4pcts)

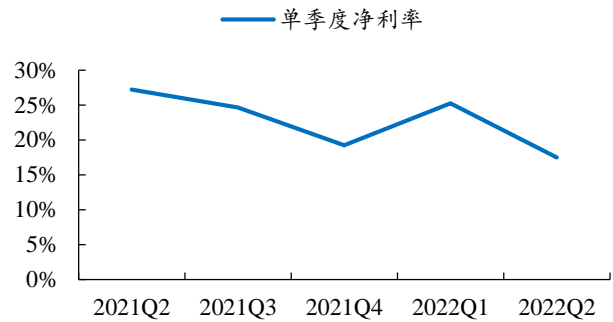


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 净利率：2022H1 公司销售净利率 21.1% (-6.7pcts)，单季度看，2022Q2 公司销售净利率 17.5% (-9.7pcts)，除毛利率受原材料影响、内销大促销售费用投放增加外，还包括外汇套保损失以及资产减值损失所致。我们认为，考虑到公司毛利率在原材料价格下降和新品热销拉动下，有望保持稳增；销售费用率有望在投放效率提升下企稳，看好 2022 年下半年公司净利率迎来修复。

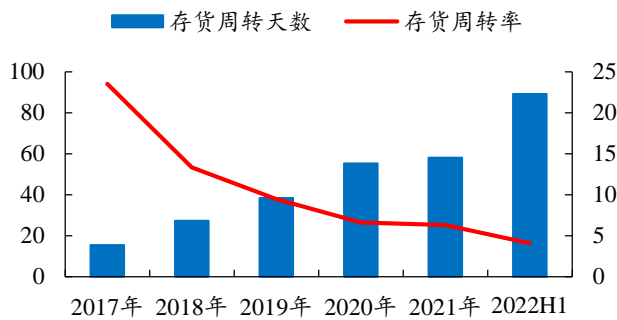
图9：2022H1 公司销售净利率 21.1% (-6.7pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

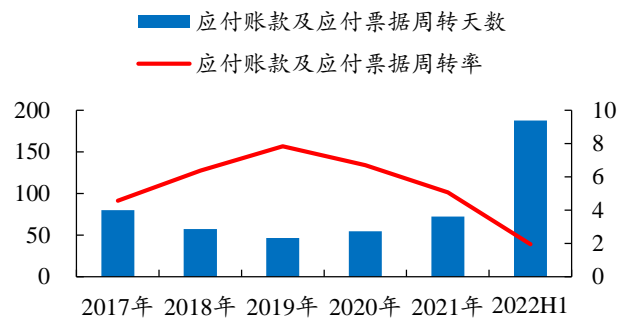
图10：2022Q2 公司销售净利率 17.5% (-9.7pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

营运能力方面，公司 2021 年存货周转率略有下降，应收账款周转率持续提升。截止 2022 年 6 月 30 日，公司存货为 9.1 亿元 (+69.9%)，主要系报告期期末公司新品上市整机备货增加所致，存货周转天数为 89.3 天 (+18.1 天)，存货周转率从 5.1 次下降到 4.1 次。截止 2022 年 6 月 30 日，公司应收账款和应收票据周转天数为 24.4 天 (-0.9 天)，应收账款和应收票据周转率从 14.4 次上升到 15.0 次。

图11：截止 2022 年 6 月 30 日，公司存货周转天数为 89.3 天 (+18.1 天)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：截止 2022 年 6 月 30 日，公司应收账款和应收票据周转天数为 24.4 天 (-0.9 天)


数据来源：Wind、开源证券研究所

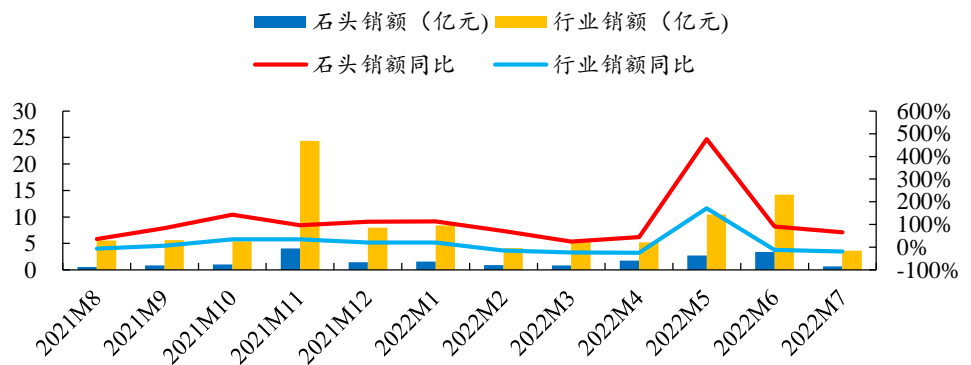
3、自清洁新品红利持续释放，看好内销延续高增趋势

新品 G10 PLUS 补足 4000 元价格带，有望带动内销超预期增长。8 月 15 日，公司推出新品自清洁扫拖机器人 G10 Plus，定价 3999 元。与到手价 3499 元的 G10 相比，G10Plus 增加了 AI 结构光避障功能、吸力升级至 5100pa，与到手价 4799 元的 G10S 相比仅减配了自动集尘及银离子除菌模块。我们认为公司推出的 G10Plus 在 3000-4000 元价格带性价比十足，更加适配于注重产品清洁性能，而对自集尘需求较少的客群，有效拓宽了公司客户人群，预计将继续释放受自清洁产品高价压制的消费需求，继续带动公司份额实现增长。

上半年公司产品持续热销。2022H1 公司陆续推出新品智能自清洁扫拖机器人产品 G10S、G10S Pro，智能扫拖机器人产品 T8、T8Plus，获得了良好的口碑。据奥维数据显示，2022H1 公司扫地机产品线上销售额达 11.24 亿元，同比增长 107.7%，高出行业 4.7% 的增速。同时 2022H1 公司线上销售额市占率达 23.6% (+11.7pcts)，其中高端旗舰产品 G10S 及 G10 位列于奥维云网线上扫地机器人累计销量 TOP50 机型榜单第 4 及第 5 名。我们预计在公司持续推新补全产品价格序列的驱动下，内销

有望保持高增趋势，市占率持续提升。

图13：2022年上半年公司扫地机产品持续热销



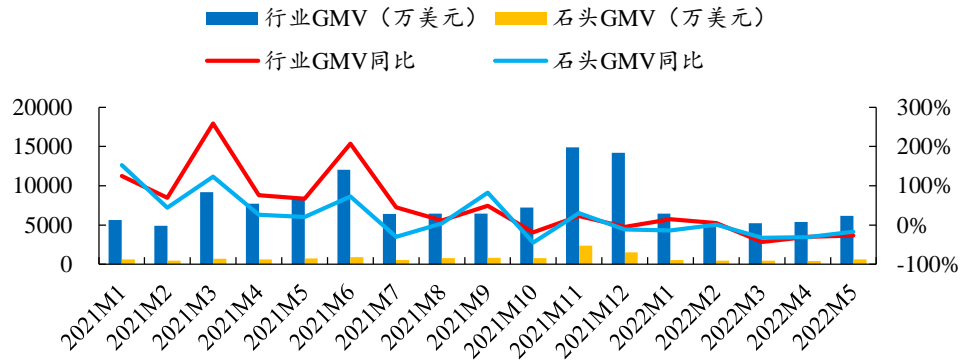
数据来源：AVC、开源证券研究所

4、2021年以来供求两端冲击下外销承压拖累业绩，有望在2022年下半年迎来拐点

2021年以来公司外销业务增速放缓，主系供给端盐田港疫情影响下外销发货受阻、海外推新节奏延迟所致，我们测算2021年公司自有品牌业务实际外销增速+33%，明显低于实际内销增速+71%。2022年以来公司外销受需求端影响明显，在海外高通胀对消费抑制下，公司面临行业整体需求回落冲击，我们测算2022Q1公司自有品牌业务实际外销增速+6%，明显低于实际内销增速+115%。2022Q2外销发布新品S7 MaxV系列及性价比Q系列，5月公司销额增速明显优于大盘。2022H1公司在欧洲地区收入端增速整体由于消费行业下滑幅度；2022Q2美国地区营收实现增长，预计大型促销活动“亚马逊会员日”错期举办下部分大促活动周期相应调整，公司外销需求有望在下半年得到回补。

2022年外销高端新品产品力亮眼，销量稳步提升。2022年公司针对外销市场，推出了中高端定位的S7 MaxV系列及性价比款Q系列等多款新品，补全海外产品线，其中全能基站产品S7 MaxV Ultra定价1399美金，在以性价比款为主、销量领先排序的美亚Best Seller榜单中排名Top20，充分收获市场认可；在德国亚马逊的扫地机Best Seller榜单中，石头品牌扫地机有5款产品名列Top20，我们认为公司中高端品牌形象在海外逐步占据消费者心智。

线上渠道多元化发展，线下拓店进展顺利，预计外销稳健回暖。美国市场的线上渠道方面，除了亚马逊渠道外，公司已进驻沃尔玛、Costco、Target、Bestbuy、Home depot的线上渠道，以及有美国独立站，渠道多元化进展较为顺利，预计对收入占比10%的亚马逊渠道依赖较小。目前公司已在美国、日本、荷兰、波兰、德国、韩国等地设立了海外公司，且通过持续的品牌投入获得了广泛的消费者认可，积极推进线下自营及KA渠道合作。同时根据美联储数据，美国6月份消费贷款大幅增加401.54亿美元，为有史以来第二高的单月增幅，反映消费者需求恢复，我们预计2022年下半年外销有望迎来需求端拐点，看好公司外销收入增速迎来提升。

图14：石头外销增速逐渐回暖


数据来源：美亚、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

内销方面，我们看好在新品 G10 PLUS 对产品线补全下，自清洁红利持续释放、拉动内销延续高增长。外销方面，考虑到海运趋于缓解，看好公司在需求恢复下外销修复。

考虑海外需求影响，下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 14.5/17.0/20.7 亿元(2022-2024 年原值 17.8/23.8/30.4 亿元)，对应 EPS 为 15.5/18.1/22.2 元(2022-2024 年原值 19.1/25.5/32.5 元)，当前股价对应 PE 为 21.1/18.0/14.7 倍，考虑公司产品研发壁垒明显，维持“买入”评级不变。

6、风险提示

行业竞争加剧；原材料供应短缺；新品销售不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6033	6520	6996	8563	10495
现金	1424	1321	2031	3121	5130
应收票据及应收账款	148	129	0	0	0
其他应收款	22	147	58	200	116
预付账款	14	29	23	43	38
存货	381	596	579	899	905
其他流动资产	4043	4298	4304	4300	4306
非流动资产	1849	3287	3295	3283	3237
长期投资	12	12	12	12	11
固定资产	61	102	298	407	436
无形资产	6	6	6	7	8
其他非流动资产	1770	3168	2978	2857	2782
资产总计	7881	9807	10290	11845	13732
流动负债	735	1298	474	528	536
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	377	820	0	0	0
其他流动负债	358	478	474	528	536
非流动负债	32	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	32	17	17	17	17
负债合计	767	1315	491	545	553
少数股东权益	0	1	1	1	1
股本	67	67	94	94	94
资本公积	4941	5058	5032	5032	5032
留存收益	2114	3380	4682	6208	8074
归属母公司股东权益	7114	8492	9798	11300	13178
负债和股东权益	7881	9807	10290	11845	13732

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1518	1519	752	1194	2114
净利润	1369	1402	1447	1696	2074
折旧摊销	41	37	64	132	194
财务费用	-32	-52	23	14	-12
投资损失	-49	-191	-114	-150	-147
营运资金变动	229	266	-582	-424	86
其他经营现金流	-41	56	-86	-74	-80
投资活动现金流	-5543	-1461	128	104	79
资本支出	989	439	72	120	149
长期投资	-4608	-1252	0	0	0
其他投资现金流	54	230	200	224	227
筹资活动现金流	4234	-155	-171	-209	-183
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	17	0	27	0	0
资本公积增加	4388	118	-27	0	0
其他筹资现金流	-170	-272	-171	-209	-183
现金净增加额	202	-103	710	1089	2010

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4530	5837	7075	8921	10908
营业成本	2266	3029	3644	4585	5596
营业税金及附加	30	26	42	54	65
营业费用	559	938	1273	1632	1985
管理费用	83	119	177	268	327
研发费用	263	441	566	758	927
财务费用	-32	-52	23	14	-12
资产减值损失	-31	-30	43	50	63
其他收益	67	42	54	48	51
公允价值变动收益	110	62	86	74	80
投资净收益	49	191	114	150	147
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1557	1598	1646	1931	2361
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	1
利润总额	1556	1598	1647	1931	2360
所得税	187	196	200	235	287
净利润	1369	1402	1447	1696	2074
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1369	1402	1447	1696	2074
EBITDA	1555	1596	1663	1988	2433
EPS(元)	14.64	15.00	15.47	18.13	22.17

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	7.7	28.8	21.2	26.1	22.3
营业利润(%)	68.3	2.7	3.0	17.3	22.3
归属于母公司净利润(%)	74.9	2.4	3.2	17.2	22.3
获利能力					
毛利率(%)	50.0	48.1	48.5	48.6	48.7
净利率(%)	30.2	24.0	20.5	19.0	19.0
ROE(%)	19.2	16.5	14.8	15.0	15.7
ROIC(%)	257.5	69.6	55.0	54.9	69.3
偿债能力					
资产负债率(%)	9.7	13.4	4.8	4.6	4.0
净负债比率(%)	-19.8	-15.4	-20.7	-27.6	-38.9
流动比率	8.2	5.0	14.8	16.2	19.6
速动比率	7.4	4.4	13.0	14.0	17.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	27.1	44.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.9	5.1	8.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	14.64	15.00	15.47	18.13	22.17
每股经营现金流(最新摊薄)	16.23	16.24	8.04	12.77	22.61
每股净资产(最新摊薄)	76.06	90.79	104.76	120.82	140.90
估值比率					
P/E	22.3	21.7	21.1	18.0	14.7
P/B	4.3	3.6	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	16.3	15.7	14.7	11.7	8.8

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