

石头科技 (688169.SH) 石头 2024CES 展实录：新旗舰扫地机保持行业引领

2024 年 01 月 11 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）

lvming@kysec.cn

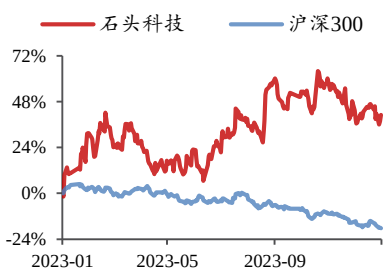
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2024/1/10
当前股价(元)	272.07
一年最高最低(元)	395.00/238.00
总市值(亿元)	357.71
流通市值(亿元)	357.71
总股本(亿股)	1.31
流通股本(亿股)	1.31
近 3 个月换手率(%)	49.77

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《扫地机海外市场新视角：Bestseller、APP 下载分析—公司深度报告》-2023.12.11

《内销以价换量成效显著，外销持续抢夺中高端份额—公司信息更新报告》-2023.10.28

《洗烘一体机推新 H1 Neo，看好性价比优势抢夺份额—公司信息更新报告》-2023.9.6

● 石头 2024CES 展扫地机新品继续引领行业，维持“买入”评级

2024 年美国 CES 消费电子展（CES2024）于北京时间 1 月 9 日至 1 月 13 日在美国内华达州拉斯维加斯市举行，石头科技携 3 个品类、8 个产品参会。我们发现其中 3 个扫地机新品为世界范围内首发，且旗舰扫地机新品针对海外用户使用习惯，主要针对清洁能力和智能化方向进行迭代升级，产品力持续引领行业，友商没有在展会发布新旗舰产品。我们认为本次 CES2024 展新品有望助力石头保持线上市占率引领，同时扩大品牌声量、加速线下渠道扩展，我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润 19.3/22.1/26.5 亿元，对应 EPS 为 14.6/16.8/20.2 元，当前股价对应 PE 为 18.6/16.2/13.5 倍，维持“买入”评级。

● 扫地机旗舰新品针对海外用户进行了清洁能力和智能化方向的迭代升级

本次展会中，石头科技推出了国内未曾上市的年度旗舰新品 S8 MaxV Ultra 及 S8 Max Ultra，分别定价 1799.99/1599.99 美金，预计在 2024 年 4 月上市；在性价比价格带，公司推出了全基站产品 Q Revo MaxV（国内 P10 Pro）以及 Q Revo Pro（P10 Pro 减配版，未在国内上市）。与历代产品以及行业旗舰机型相比，石头本次旗舰顶配新品 S8 MaxV Ultra（1）采用机械臂“边刷”外扩+额外的边角拖地系统（边角新增小圆形拖布）方案解决海外用户的边角清扫问题；（2）吸力升级为 1 万帕；（3）拖地系统升级到 VibraRise Mopping 3.0，拖布抬升高度升级到 2 厘米；（4）首次在海外产品线上配备动态热水复洗复拖，且 4 个新品都支持；（5）Helo Rocky 内置语音可直接呼叫操作，不再依赖 Alexa 或 Siri 间接唤醒；（6）支持 Matter 协议，可接入 Google Home 智能家居。S8 Max Ultra 减配 AI 识别、脏污检测、吸力及内置语音功能，扩宽高端产品价格带的同时，产品性能依然强劲。

● 洗地机/洗衣机新品为国内产品外移，有望承接品牌力、拓展第二收入曲线

本次展会中，石头科技洗地机品类推出了 Flexi Lite/Pro 系列（国内 A20 系列），相比历代产品具备平躺功能。洗衣机品类推出了 Zeo one 系列（对应国内 H1、Mini 系列），加入了 Eco、20℃ 模式以适应海外市场，目前已在德国销售。石头有望通过扫地机完成品牌力打造，并对其他品类进行赋能，打造第二收入曲线。

● 风险提示：新品销售不及预期；原材料和海运成本回升；行业竞争加剧等。

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	8,750	10,509	12,615
YOY(%)	28.8	13.6	32.0	20.1	20.0
归母净利润(百万元)	1,402	1,183	1,925	2,207	2,649
YOY(%)	2.4	-15.6	62.7	14.6	20.0
毛利率(%)	48.1	49.3	54.0	54.0	54.0
净利率(%)	24.0	17.9	22.0	21.0	21.0
ROE(%)	16.5	12.4	16.9	16.6	16.9
EPS(摊薄/元)	10.67	9.00	14.64	16.79	20.15
P/E(倍)	25.5	30.2	18.6	16.2	13.5
P/B(倍)	4.2	3.7	3.1	2.7	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、石头 2024 年 CES 展实录，新旗舰扫地机继续引领行业	3
2、扫地机旗舰新品针对海外用户进行了清洁能力和智能化方向的迭代升级	4
3、洗地机和洗衣机新品为国内产品外移，有望承接扫地机品牌力、拓展第二收入曲线	6
3.1、洗地机发布两款具有平躺功能的新品，有望随品类认知度变高而收获更多关注	6
3.2、洗衣机发布 Zeo one 系列海外新品对应国内 H1、Mini 系列产品，已在德国销售	6
4、盈利预测与投资建议	7
5、风险提示	7
附：财务预测摘要	8

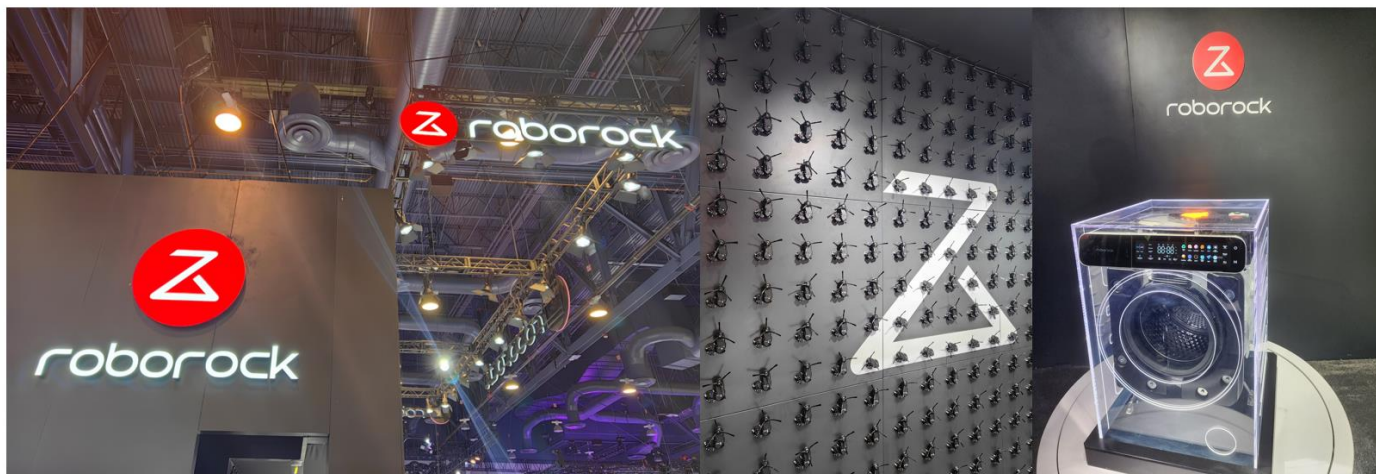
图表目录

图 1：石头的展厅布置风格以科技风为主，扫地机边刷墙和透明分子筛洗衣机展厅科技感十足	3
图 2：友商没有在展会发布新旗舰产品，参展产品主要是国内旗舰海外版	3
图 3：本次展会推出了 S8 MaxV Ultra、S8 Max Ultra、Q Revo MaxV 以及 Q Revo Pro 四款新品	4
图 4：石头 S8 旗舰系列新品持续引领行业	5
图 5：石头 S8 旗舰新品的边角清洁采用机械臂“边刷”外扩+额外的边角拖地系统	5
图 6：本次 CES 展会发布了两款具有平躺功能的洗地机新品	6
图 7：洗衣机发布产品 Zeo one 系列产品（共两款）对应国内 H1、Mini 系列产品	7

1、石头 2024 年 CES 展实录，新旗舰扫地机继续引领行业

2024 年美国 CES 消费电子展（CES2024）于北京时间 1 月 9 日至 1 月 13 日在美国内华达州拉斯维加斯市举行，石头科技携 3 个品类、8 个产品参会。我们发现其中 3 个扫地机新品为世界范围内首发，且旗舰扫地机新品针对海外用户使用习惯，主要针对清洁能力和智能化方向进行迭代升级，产品力持续引领，充分展现公司创新基因。

图1：石头的展厅布置风格以科技风为主，扫地机边刷墙和透明分子筛洗衣机展厅科技感十足



资料来源：开源证券研究所

其他参展的扫地机厂商包括追觅及其 X30 Ultra 产品，科沃斯及其 DEEBOT X2 清洁套装，云鲸及其 Freo X Ultra/Freo X Plus，主要是国内旗舰的海外版，没有在展会发布新旗舰产品。

图2：友商没有在展会发布新旗舰产品，参展产品主要是国内旗舰海外版



Dreamech X30 Ultra

DEEBOT X2 清洁套装

Narwal Freo X Ultra

Narwal Freo X Plus

资料来源：开源证券研究所

我们认为石头本次 CES2024 参展新品产品力持续引领行业，有望助力石头海外市场保持线上渠道市占率引领，同时扩大品牌声量、加速线下渠道扩展。

2、扫地机旗舰新品针对海外用户进行了清洁能力和智能化方向的迭代升级

本次展会中，石头科技推出了国内未曾上市的年度旗舰新品 S8 MaxV Ultra 及 S8 Max Ultra，分别定价 1799.99/1599.99 美金，预计在 2024 年 4 月上市；在性价比价格带，公司推出了全基站产品 Q Revo MaxV（国内 P10 Pro）以及 Q Revo Pro（国内 P10 Pro 减配版，尚未在国内上市），目前价格和上线时间未知。

图3：本次展会推出了 S8 MaxV Ultra、S8 Max Ultra、Q Revo MaxV 以及 Q Revo Pro 四款新品



资料来源：开源证券研究所

此次年度旗舰顶配新品 S8 MaxV Ultra 的主要升级方向着眼于清洁能力和智能性的提高。与历代产品以及行业旗舰机型相比，石头本次新品（1）采用机械臂“边刷”外扩+额外的边角拖地系统(边角新增小圆形拖布)方案解决海外用户的边角清扫问题；（2）S8 MaxV Ultra 升级为 1 万帕吸力；（3）拖地系统升级到 VibraRise Mopping 3.0，拖布抬升高度升级到 2 厘米；（4）首次在海外产品线上配备动态热水复洗复拖，且本次 4 个新品都支持；（5）Helo Rocky 内置语音可直接呼叫操作，不再依赖 Alexa 或 Siri 间接唤醒；（6）支持 Matter 协议，可接入 Google Home 智能家居；（7）双胶刷以及胶刷抬升功能。

S8 Max Ultra 减配 AI 识别、脏污检测、吸力及内置语音助手功能，扩宽高端产品价格带的同时，产品性能依然强劲。

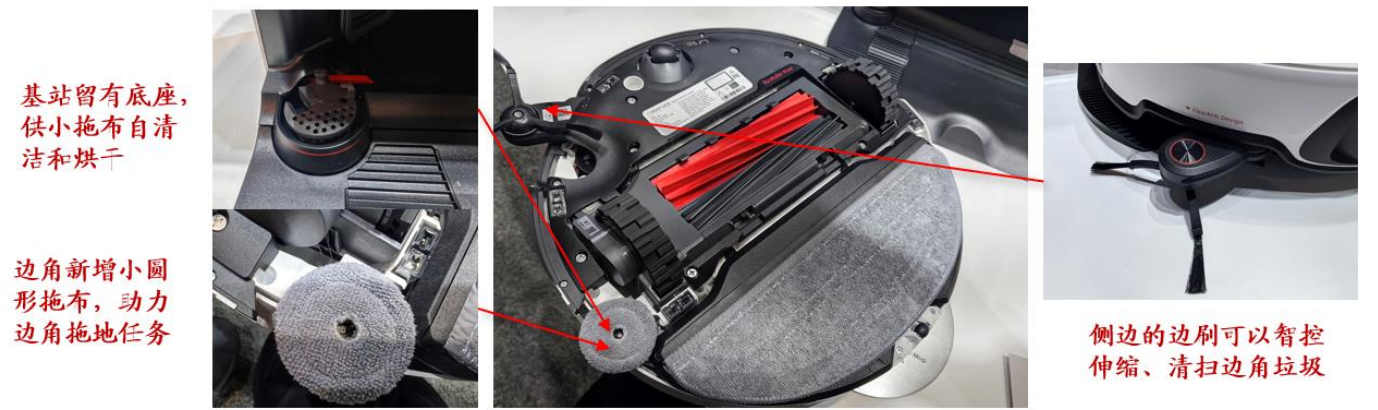
图4：石头 S8 旗舰系列新品持续引领行业

扫地机海外主流全基站产品对比																				
品牌	Roborock							Ecovacs			Dreame				Narwal			iRobot	Eufy	
型号	S8 MaxV Ultra	S8 Max Ultra	Q Revo MaxV	Q Revo Pro	Q Revo	S7 Max Ultra	S8 Pro Ultra	X2 Omni	X1 Omni	T20 Omni	L30 Ultra	L10s Ultra	L20 Ultra	L30 Ultra	Narwal Freo	Narwal Freo X Ultra	Narwal Freo X Plus	Roomba Combo j9+	X9 PRO	
上架时间	2024年4月	2024年4月	/	/	2023年6月	2023年6月	2023年6月	/	/	/	2024年3月	2023年2月	2023年7月	2023年7月	2022年6月	2024年3月	2024年3月	2023年9月	2023年5月	
售价	\$1,800	\$1,600	/	/	\$900	\$950	\$1,600	\$1,150	\$699	\$1,100	/	\$900	\$1,500	\$1,700	\$1,200	\$1,499	\$469	\$867	\$900	
产品类型	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	
导航方式	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	半固态激光雷达	Dtof	Dtof	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	LDS	视觉导航	Dtof	
避障方式	结构光+RGB摄像头+AI	结构光	动态, 结构光+摄像头+AI+夜视补光	激光避障	结构光+LDS+陀螺仪多传感器融合	激光避障	结构光	动态, 结构光+摄像头+AI+夜视补光	AI+结构光	结构光+摄像头+AI	结构光+摄像头+AI	结构光+摄像头+AI	结构光+摄像头+AI	结构光+摄像头+AI	结构光+摄像头+AI	激光避障	激光避障	激光避障	视觉+AI	AI+摄像头
吸力	10000Pa	8000Pa	7000Pa	7000Pa	5500Pa	5500Pa	5500Pa	8000pa	5000pa	6200Pa	8300Pa	5300Pa	7000Pa	7300Pa	7800Pa	8200 Pa	7800Pa	600系列的2倍	5500 Pa	
热水洗拖布	✓	✓	✓	✓	×	×	×	✓	×	✓	✓	×	×	✓	×	×	×	×	×	
边角清洁	动态机械臂“边刷”+额外的边角拖地系统	动态机械臂“边刷”+额外的边角拖地系统	机械臂	机械臂	/	/	/	沿边扭动	/	沿边扭动	机械臂	/	机械臂	机械臂	沿边扭动	沿边扭动	沿边扭动	/	/	
集尘桶容积	/	/	65天	/	50天	50天	50天	90天	75天	75天	75天	60天	75天	75天	30天	7周	7周	60天	60天	
水箱容积/拖地面积	/	/	500ml	/	5L,400ml	300ml	300ml	4L	4L	/	4.5L	2.5L	4.5L	4.5L	480ml	480ml	480ml	30天	410 ml	
脏污检测	✓	×	/	/	×	×	×	×	×	×	✓	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
视频通话	✓	✓	/	/	×	×	×	✓	✓	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	
内置语音控制	✓	×	✓	×	×	×	×	✓	✓	✓	×	×	×	×	×	×	×	✓	✓	
接入Google Home进行智能家居全屋管理	✓	✓	/	/	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	
拖布智控升降	✓	✓	✓	/	✓	✓	✓	✓	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	

资料来源：亚马逊、公司官网、开源证券研究所

石头 S8 旗舰新品针对海外用户进行了国内机械臂方案改造，更好完成大面积家庭的清扫任务。由于海外用户地毯面积大，扫地机采用平板振动拖布的拖地效率更高。为了兼顾解决边角清扫问题，石头 S8 新旗舰系列把国内的机械臂“旋转加压拖布”外扩方案改为机械臂“边刷”外扩+额外的边角拖地系统(边角新增小圆形拖布)，完美解决地毯和边角清扫问题。

图5：石头 S8 旗舰新品的边角清洁采用机械臂“边刷”外扩+额外的边角拖地系统



资料来源：开源证券研究所

与智能家居的联动进一步加深。作为大厂背景深厚、软硬件实力兼具的创新型企业，石头一直坚持在做好产品硬件的同时，打造以消费者为中心的软件生态。本次石头 S8 新旗舰系列支持 Matter 协议，公司也成为首批支持 Google Home 应用的公司之一，可以通过扫地机产品完成日程安排、自动化和 Siri 控制等指令。搭配产品的内置 Hello Rocky 语音助手、Apple Watch 控制等方式，石头扫地机有望成为智能家庭解决方案的又一智慧触点。

3、洗地机和洗衣机新品为国内产品外移，有望承接扫地机品牌力、拓展第二收入曲线

3.1、洗地机发布两款具有平躺功能的新品，有望随品类认知度变高而收获更多关注

本次展会中，石头科技推出了 Flexi Lite/Pro 系列（国内 A20 系列），相比历代产品具备平躺功能。

（1）Flexi Pro 款：吸力达到 17000Pa，Roborock RevoBrush 2.0 现在增强了 60°C 热水自清洁、热风烘干功能，30 分钟内烘干后除菌率达 99.99%。DirTect 可以在检测到滚筒刷在第一次清洗后仍然很脏时触发更深层次的自清洁，还可用于提供智能自适应地板清洁。配备 SlideTech 的自动自适应轮可响应滚筒的速度并反向旋转，内置大灯不留污垢。具备平躺功能，可以深入 15cm 以下低矮区域清洁。清水箱容积 730ML，污水箱容积 450ML，电池续航 50 分钟，重 5kg，可覆盖 420 平方米的清洁区域。支持通过配套的应用程序和语音提示进行定制。

（2）Flexi Lite 款：吸力达到 17000Pa，单面边缘清洁，有热风自干但无热水自洗，60 分钟烘干，具备平躺功能，可以深入 15cm 以下低矮区域清洁。没有自适应车轮和内置大灯以及应用兼容性。清水箱容积 620ML，污水箱容积 400ML，电池续航 40 分钟，重 4kg。

图6：本次 CES 展会发布了两款具有平躺功能的洗地机新品



资料来源：公司官网

3.2、洗衣机发布 Zeo one 系列海外新品对应国内 H1、Mini 系列产品，已在德国销售

本次展会推出了 Zeo one 系列洗衣机（共两款，对应国内 H1、Mini 系列）。加入了 Eco、20°C 模式以适应海外市场，目前已在德国销售。

石头的“Zeo-cycle”分子筛干燥技术温和强力，适用于不同衣物类型，拥有 LintCleaner 自清洁系统，维护更简单，自动加洗衣液可以 30 天免维护。10 公斤洗衣，6 公斤干衣，可以做到 1 小时快速洗涤和烘干，更加节省时间。除此之外还可去除细菌、螨虫、宠物皮屑、花粉和过敏原，非常适合养宠家庭。采用沸石干燥技术，可中温烘干羊毛服装，减少缩小率。收集棉绒并通过单独的水管自动从过滤器取出，无需手动清洁。安排非高峰电力时间清洁，节省用电成本，有多种模式可以定制化

清洁。

图7：洗衣机发布产品 Zeo one 系列产品（共两款）对应国内 H1、Mini 系列产品



资料来源：开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

本次 CES2024 展会中，我们通过第一时间到访，发现石头 8 个参展产品中的 3 个扫地机新品为世界范围内首发，且旗舰扫地机新品针对海外用户使用习惯，主要针对清洁能力和智能化方向进行迭代升级，产品力持续引领行业。

友商没有在展会发布新旗舰产品，主要是国内旗舰的海外版。我们认为本次 CES2024 展新品有望助力石头保持线上市占率引领，同时扩大品牌声量、加速线下渠道扩展，我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润 19.3/22.1/26.5 亿元，对应 EPS 为 14.6/16.8/20.2 元，当前股价对应 PE 为 18.6/16.2/13.5 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

新品销售不及预期；原材料和海运成本回升；行业竞争加剧等。

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	8452	10440	12885
现金	1321	1804	2980	4902	6953
应收票据及应收账款	129	328	0	0	0
其他应收款	147	61	213	116	279
预付账款	29	43	52	62	75
存货	596	694	849	1004	1221
其他流动资产	4298	4356	4357	4356	4357
非流动资产	3287	3547	3520	3465	3456
长期投资	12	21	29	38	47
固定资产	102	1315	1212	1093	1004
无形资产	6	7	7	8	8
其他非流动资产	3168	2205	2272	2326	2398
资产总计	9807	10833	11972	13905	16341
流动负债	1298	1204	536	535	596
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	536	535	596
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	608	606	668
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	67	94	131	131	131
资本公积	5058	5096	5059	5059	5059
留存收益	3380	4423	6156	8142	10525
归属母公司股东权益	8492	9556	11363	13297	15672
负债和股东权益	9807	10833	11972	13905	16341

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1519	1120	1259	2085	2245
净利润	1402	1183	1925	2207	2649
折旧摊销	37	96	233	255	283
财务费用	-52	-106	-228	-278	-323
投资损失	-191	-33	-30	-31	-31
营运资金变动	266	-216	-637	-63	-326
其他经营现金流	56	195	-4	-5	-6
投资活动现金流	-1461	-505	-176	-169	-243
资本支出	439	255	197	191	266
长期投资	-1252	-384	-9	-9	-9
其他投资现金流	230	134	30	31	31
筹资活动现金流	-155	-202	92	6	49
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	37	0	0
资本公积增加	118	38	-37	0	0
其他筹资现金流	-272	-267	92	6	49
现金净增加额	-103	433	1176	1922	2051

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5837	6629	8750	10509	12615
营业成本	3029	3363	4025	4834	5803
营业税金及附加	26	33	41	51	61
营业费用	938	1318	1767	2228	2649
管理费用	119	141	262	315	378
研发费用	441	489	700	841	1009
财务费用	-52	-106	-228	-278	-323
资产减值损失	-30	-66	-66	-92	-103
其他收益	42	61	47	57	51
公允价值变动收益	62	-64	0	0	0
投资净收益	191	33	30	31	31
资产处置收益	0	-6	0	0	0
营业利润	1598	1344	2188	2508	3010
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	2193	2513	3015
所得税	196	166	268	306	366
净利润	1402	1183	1925	2207	2649
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1402	1183	1925	2207	2649
EBITDA	1596	1391	2373	2669	3139
EPS(元)	10.67	9.00	14.64	16.79	20.15

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.8	13.6	32.0	20.1	20.0
营业利润(%)	2.7	-15.9	62.8	14.6	20.0
归属于母公司净利润(%)	2.4	-15.6	62.7	14.6	20.0
获利能力					
毛利率(%)	48.1	49.3	54.0	54.0	54.0
净利率(%)	24.0	17.9	22.0	21.0	21.0
ROE(%)	16.5	12.4	16.9	16.6	16.9
ROIC(%)	69.6	56.6	71.9	81.0	85.6
偿债能力					
资产负债率(%)	13.4	11.8	5.1	4.4	4.1
净负债比率(%)	-15.4	-18.7	-26.2	-36.8	-44.4
流动比率	5.0	6.1	15.8	19.5	21.6
速动比率	4.4	5.0	13.0	16.5	18.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	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	11.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	10.67	9.00	14.64	16.79	20.15
每股经营现金流(最新摊薄)	11.55	8.52	9.58	15.86	17.08
每股净资产(最新摊薄)	64.59	72.68	86.42	101.14	119.20
估值比率					
P/E	25.5	30.2	18.6	16.2	13.5
P/B	4.2	3.7	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	19.0	21.6	12.2	10.1	7.9

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