

石头科技 (688169.SH) 2024Q1 收入、利润均超预期，海外市场持续高增长

2024 年 04 月 27 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）

陈怡仲（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

chenyizhong@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S07905202030002

证书编号：S0790123070024

日期	2024/4/26
当前股价(元)	382.30
一年最高最低(元)	391.63/238.00
总市值(亿元)	502.64
流通市值(亿元)	502.64
总股本(亿股)	1.31
流通股本(亿股)	1.31
近3个月换手率(%)	65.22

● **2024Q1 收入、利润均超预期，海外市场持续高增长，维持“买入”评级**
2024Q1 实现营收 18.4 亿(同比+58.7%，下同)，归母净利润 4.0 亿(+95.2%)，扣非归母净利润 3.4 亿元(+110.0%)。公司内销新品产品力强、预售良好，外销精细化运营下品牌力稳步打造、收入持续高增，盈利能力稳中有升，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 26.0/31.2/37.7 亿（原值 24.1/28.5/33.8 亿），对应 EPS 为 19.8/23.8/28.7 元，对应 PE 为 16.5/13.8/11.4 倍，维持“买入”评级。

● **属国化精细运营、亚马逊收归自营以及口碑积累下，外销收入持续超预期**
2023 年公司国内/海外收入占比预计分别约 25%/75%，外销中欧洲/亚太/北美占比约 50%/30%/20%，国内/外销收入同比分别约+20%/+80%，其中欧洲/亚太/北美同比分别约+80%/+60%/+100%。**内销端看**，2024Q1 处于预售阶段，石头内销线上渠道实现销额 4.2 亿元（+30.0%），在 2000-3000/3000-4000 价格段销额市占率分别达 21.8%/27.2%，分别位列第一/第二。2024W14-16（2024 年 4 月 1 日-4 月 24 日）石头扫地机品类线上渠道销额市占率达 30.7%，位列第一，其中新品 P10S Pro/G20S/V20 分别占比 14.8%/6.3%/2.5%，看好新品口碑积累下 618 大促表现良好，拉动 2024Q2 收入持续高增。**外销端看**，（1）欧洲：增长预计主系属国化精细运营+欧亚收归自营所致，其中西南欧地区自建经销商和线上自营增长较好，2024Q1 公司在法亚渠道吸尘器品类销额+291%，英亚渠道吸尘器品类+199%。（2）亚太：属国化运营调整后，预计韩国、中国台湾、东南亚、土耳其和澳洲等国家与地区均实现快速增长，2024Q1 公司在日亚电动工具零件品类渠道销额同比+104%。（3）北美：收入预计仍以线上为主，2024Q1 美亚销额同比+161%，市占率达 26.5%（+14.7pcts）、超过 iRobot 登顶。线下渠道持续突破，2024 年预计 Target 进店数拓展至 1000 多家，SKU 拓展为 2 个，仍有较大收入增量。

● **推高卖新、持续降本及渠道结构变化带动毛利率高增，盈利能力保持提升**
2024Q1 毛利率为 56.5%(+6.6pct)，同比高增预计主系：（1）从产品端看，旗舰新品随品牌口碑积累、持续推高卖新；持续进行降本下，性价比产品毛利保持稳定。（2）从渠道端看，美亚和欧亚等高毛利渠道占比有所提升。**费用端看**，2024Q1 期间费用率为 33.3%(-1.5pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.2/-1.7/-0.8/+1.1pct，亚马逊渠道占比提升下费用率稳中有降，预计主系收入提升下费用摊薄、费用投放效率提升所致。综合影响下**归母净利率**为 21.7%(+4.1pct)，扣非净利率为 18.6%(+4.5pct)，预计主系高净利率的经销模式收入占比提升所致。

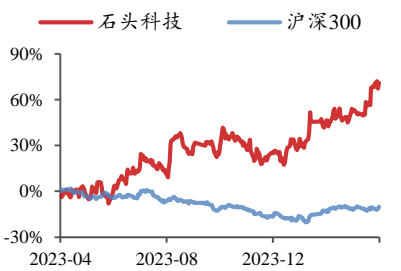
● **风险提示**：新品销售不及预期；原材料价格风险；海外高通胀下需求不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,629	8,654	11,279	14,120	17,416
YOY(%)	13.6	30.5	30.3	25.2	23.3
归母净利润(百万元)	1,183	2,051	2,601	3,124	3,774
YOY(%)	-15.6	73.3	26.8	20.1	20.8
毛利率(%)	49.3	55.1	55.0	55.0	55.0
净利率(%)	17.9	23.7	23.1	22.1	21.7
ROE(%)	12.4	18.0	18.6	18.6	18.6
EPS(摊薄/元)	9.00	15.60	19.78	23.76	28.70
P/E(倍)	36.4	21.0	16.5	13.8	11.4
P/B(倍)	4.5	3.8	3.1	2.6	2.1

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

《发布扫地机新品 V20 和 G20S，产品力保持引领—公司信息更新报告》
-2024.4.1

《2023 年业绩完美收官，大幅提高分红比例—公司信息更新报告》
-2024.3.29

《2023Q4 盈利能力超预期，国内外新品产品力亮眼—公司信息更新报告》
-2024.2.27

目 录

1、 2024Q1 收入和利润持续超预期，欧洲和北美地区快速增长	3
1.1、 内销端石头以价换量成效显著，2000-4000 价位段竞争力保持引领	3
1.2、 外销：属国化精细运营、亚马逊收归自营以及口碑积累下，收入持续超预期	5
2、 盈利能力：推高卖新、持续降本及渠道结构变化带动毛利率高增，盈利能力保持提升	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： 2024Q1 公司实现营业收入 18.4 亿元(+58.7%)	3
图 2： 2024Q1 公司实现归母净利润 4.0 亿元(+95.2%)	3
图 3： 2024Q1 石头实现销额 4.2 亿元 (+30.0%)	3
图 4： 2024Q1 石头销量为 10.98 万台，同比+32.0%	3
图 5： 2024Q1 石头在 2000-3000 价格段销额市占率分别达 21.8%位列第一	4
图 6： 2024Q1 石头在 3000-4000 价格段销额市占率达 27.2%，位列第二	4
图 7： 石头产品力持续保持引领，看好 2024Q2 内销端大促表现	4
图 8： 2024Q1/2024M3 石头扫地机品类美亚销额市占率分别达 26.53% (+14.7pcts) /32.92% (+17.51pcts)	5
图 9： 2024Q1 石头品牌扫地机品类美亚销额同比+161%	5
图 10： 2024Q1 石头法亚渠道吸尘器品类渠道销额达 703 万美元，同比+291%	5
图 11： 2024Q1 石头英亚渠道吸尘器品类渠道销额达 190 万美元，同比+199%	5
图 12： 2024Q1 石头日亚渠道电动工具品类渠道销额达 123 万美元，同比+104%	6
图 13： 2024Q1 毛利率为 56.5%(+6.6pct)	6
图 14： 2024Q1 期间费用率 33.3%(-1.5pct)	7
图 15： 2024Q1 公司净利率为 21.7%(+4.1pct)	7
图 16： 2024Q1 公司扣非净利率为 18.6%(+4.5pct)	7

1、2024Q1 收入和利润持续超预期，欧洲和北美地区快速增长

2024Q1 公司实现营业收入 18.4 亿元(+58.7%)，归母净利润 4 亿元(+95.2%)，扣非归母净利润 3.4 亿元(+110.0%)。

图1：2024Q1 公司实现营业收入 18.4 亿元(+58.7%)

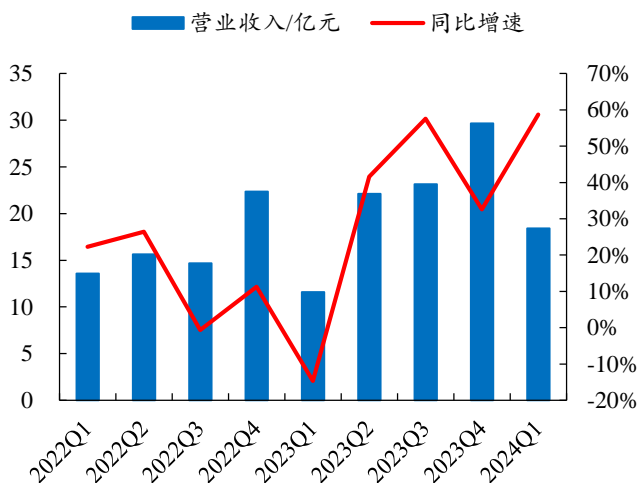
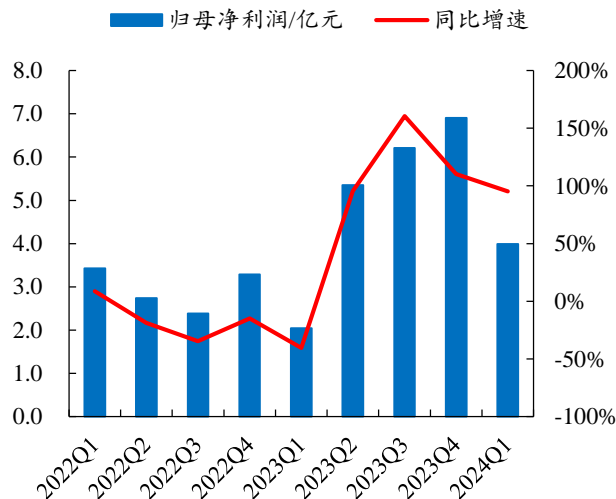


图2：2024Q1 公司实现归母净利润 4.0 亿元(+95.2%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、内销端石头以价换量成效显著，2000-4000 价位段竞争力保持引领

以价换量成效显著，石头一季度实现较快增长。根据奥维云网数据，2024Q1 石头内销线上渠道扫地机品类实现销额 4.2 亿元 (+30.0%)，其中销量/均价分别为 10.98 万台/3852 元，同比分别+32.0%/-1.6%。

石头在内销市场 2000-3000、3000-4000 价位段竞争力保持引领。2024Q1 石头扫地机品类在 2000-3000、3000-4000 价格段销额市占率分别达 21.8%/27.2%，分别位列第一/第二。

图3：2024Q1 石头实现销额 4.2 亿元 (+30.0%)

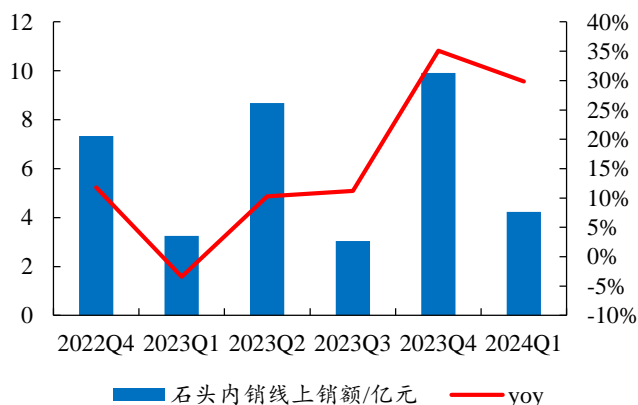
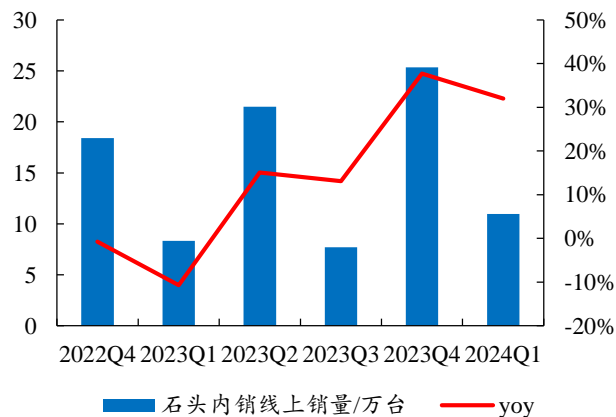


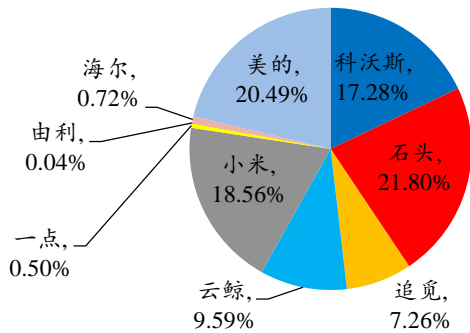
图4：2024Q1 石头销量为 10.98 万台，同比+32.0%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

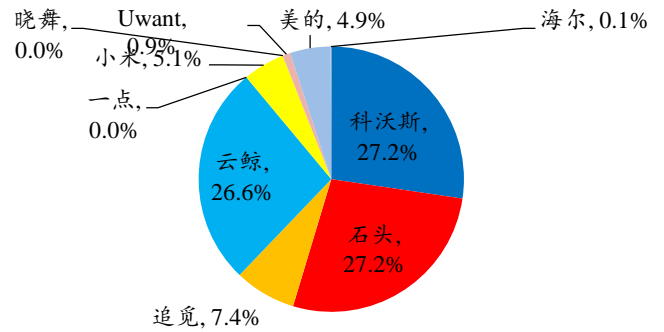
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图5：2024Q1 石头在 2000-3000 价格段销额市占率分别达 21.8%位列第一



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图6：2024Q1 石头在 3000-4000 价格段销额市占率达 27.2%，位列第二



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

石头产品力持续保持引领，看好 2024Q2 内销端大促表现。石头在各个价位段竞争力较强，从与同类产品的产品对比上看，石头 P10S Pro 是定价最低、机身和基站最薄的扫拖双机械臂产品。石头 V20 具有更薄的机身厚度、更强的导航避障能力，更低的基站高度，以及更高的越障高度；石头 G20S 具有更强的地面清洁和自清洁能力、更高的拖布抬升高度以及更低的定价，产品力持续引领。

2024W14-16（2024 年 4 月 1 日-4 月 24 日）石头销额市占率达 30.7%，位列第一，其中新品 P10S Pro/G20S/V20 分别占比 14.8%/6.3%/2.5%，高端旗舰 G20S 和超薄 V20 发货周（2024W16）市占率分别达 14.0%/5.4%，我们持续看好公司新品口碑持续积累、618 大促热销，拉动 2024Q2 收入高增。

图7：石头产品力持续保持引领，看好 2024Q2 内销端大促表现

扫地机头部厂家主流产品对比																	
参数	3500左右			4000左右			4500左右			5000+							
	石头P10S	云鲸J4 LITE	追觅S10 PRO ULTRA机械臂	科沃斯T30 Pro	石头P10S Pro	云鲸J4	追觅S30 PRO Ultra	科沃斯X2S	石头V20	云鲸逍遥001	追觅X40 Pro Ultra	石头G20S	追觅X30 Pro Ultra	追觅X40 Pro Ultra			
基本信息	上市时间	2024年2月	2023年9月	2023年8月	2024年3月	2024年2月	2023年8月	2024年2月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年4月	2024年3月	2023年8月	2024年2月		
	单机售价/元	3299	3299	3699	3999	3999	3999	4299	4799	4799	5399	6299	5399	5599	6399		
	上下水组件价格/元	600	500	700	600	600	500	700	600	600	600	700	600	700	700		
基站能力	自动集尘天数	65天	30天轻集尘	100天	90天	65天	30天轻集尘	100天	90天	65天	120天	100天	60天	100天	100天		
	拖布自清洁	✓	✓	热水洗	热水洗	✓	热水洗	热水洗	热水洗	热水洗	热水洗	热水洗	热水洗	热水洗	75°C动态洗		
	热风烘干拖布	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	银离子除菌	✓	选配	选配	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	基站自清洁	底座可拆卸	✓	✓	可拆卸	✓	✓	✓	✓	✓	主动式双刮洗臂	自动洗刷刮	主动式双刮洗臂	主动式双刮洗臂	主动式双刮洗臂		
	基站高度	405mm	434mm	591mm	480mm	405mm	434mm	591mm	527mm	405mm	462mm（斜斜坡延长垫）	388mm（不装斜坡延长垫）	590.5mm	300mm（上下水版）	470mm（水箱版）	591mm	591mm
清洁能力	吸尘能力	7000Pa、全胶主刷	6800Pa	7300Pa、割毛防缠绕滚刷	11000Pa+双胶齿刷防缠绕滚刷	11000Pa、双胶刷+毛发自维护	7800Pa、气旋倒流式胶刷	11000Pa+主动式割毛防缠绕滚刷	11500Pa+双胶齿刷防缠绕滚刷	11000Pa、割毛防缠绕滚刷	12000Pa、气旋导流式零缠绕滚刷	13000Pa、动态热水洗拖	11000Pa、割毛防缠绕滚刷	8300Pa、割毛防缠绕滚刷	12000Pa、双胶刷		
	拖地方式	双圆盘	双圆盘	双圆盘	双圆盘	双圆盘	双圆盘	双圆盘	双圆盘	双圆盘	双圆盘高悬动态加压	双圆盘动态复洗	双圆盘+四区双胶	4000次/min	双圆盘	双圆盘	
	最大清洁面积	500㎡	150㎡	600㎡	400㎡	300㎡	150㎡	600㎡	200㎡	500㎡	180㎡	600㎡	500㎡	600㎡	600㎡		
	边角清洁	动态机械臂	贴边扭动	机械臂	机械臂带悬外扩+避障收缩	扫拖双机械臂	贴边扭动	扫拖双机械臂	拖布机械臂	扫拖双机械臂	智能踢脚线贴边清洁	扫拖双机械臂	扫拖双机械臂	机械臂	扫拖双机械臂		
智能性	导航技术	LDS	DTof	LDS	Dtof	LDS	DTof	LDS	LDS	3Dtof	AI双芯双目	Dtof	LDS	LDS	自升降激光雷达		
	避障技术	结构光融合式避障	优于J3但劣于J4	摄像头+结构光+AI	结构光+LDS	结构光+AI识别	双向双线结构光	结构光+AI+夜视补充	3D结构光+AI+夜视摄像头	3Dtof+AI	3D结构光+AI+导航雷达	3D结构光+AI	3D结构光+AI+夜视补充	动态，结构光+AI+夜视补充	动态，结构光+AI+夜视补充		
	障碍物种类识别	×	×	65种物体类型	×	×	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	实时视频通话	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×		
	拖布智能升降	✓	✓	✓	20mm抬升	✓	✓	边刷也支持	15mm	20mm抬升	10mm抬升	10.5mm抬升	20mm抬升	10.5mm	10.5mm		
	APP外控方式	语音、Apple Watch、小程序	蓝牙	语音	语音、Apple Watch、桌面小程序、脚踢	语音、Apple Watch、小程序	蓝牙	语音	语音	语音、Apple Watch、小程序、桌面小程序	语音	语音	语音、Apple Watch、小程序、桌面小程序	语音	语音		
	机身厚度	96.5mm	107mm	103.8mm	104mm	103mm	107mm	103.8mm	95mm机身	超薄82mm机身	109mm	88mm	103mm	103.8mm	88mm		

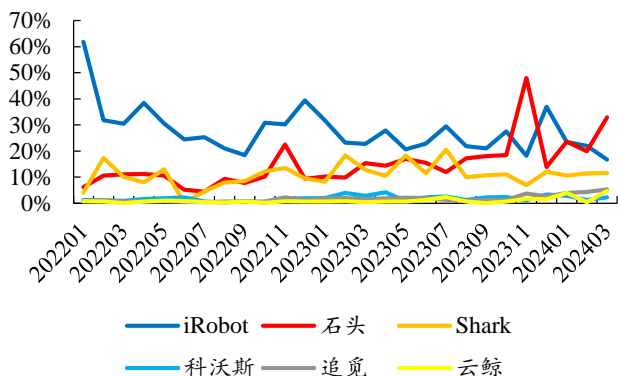
资料来源：京东网、开源证券研究所

1.2、外销：属国化精细运营、亚马逊收归自营以及口碑积累下，收入持续超预期

石头在北美市场预计仍以线上渠道为主，2024Q1 石头美亚渠道扫地机品类销额达 4869 万美元，同比+161%，2024Q1/2024M3 市占率分别达 26.53% (+14.7pcts) / 32.92% (+17.51pcts)、超过 iRobot 登顶，线上渠道市占率逐渐稳固、口碑持续打造。

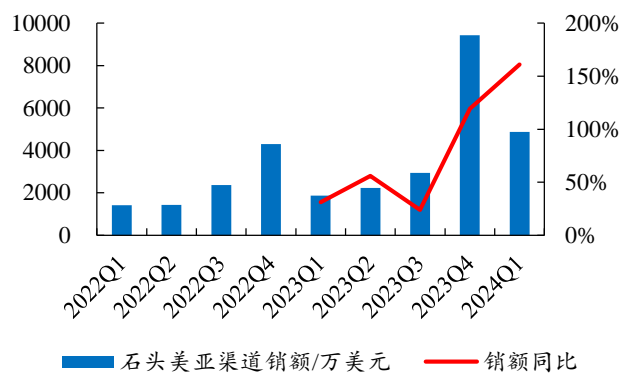
北美线下渠道持续突破。2024 年预计 Target 进店数由 180 多家拓展至超 1000 家，SKU 拓展为 2 个。线下渠道难以借助经销商资源开拓、壁垒较深，我们预计石头在美国突破了 Target 渠道后，竞争对手短期较难追赶。

图8：2024Q1/2024M3 石头扫地机品类美亚销额市占率分别达 26.53% (+14.7pcts) / 32.92% (+17.51pcts)



数据来源：久谦、开源证券研究所

图9：2024Q1 石头品牌扫地机品类美亚销额同比+161%

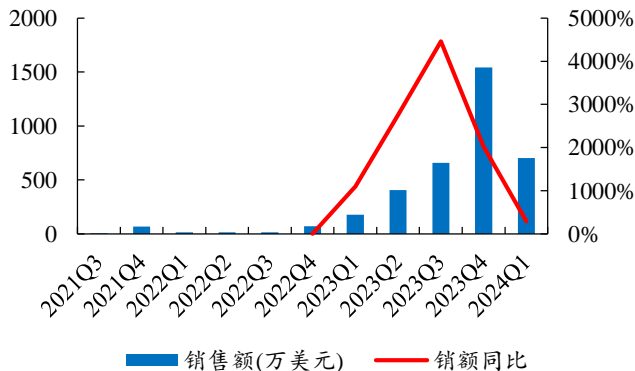


数据来源：久谦、开源证券研究所

2023 年底德法意西英等市场的亚马逊渠道收回公司直营后实现快速增长，2024Q1 石头法亚渠道吸尘器品类渠道销额达 703 万美元，同比+291%，英亚渠道吸尘器品类销额达 190 万美元，同比+199%。

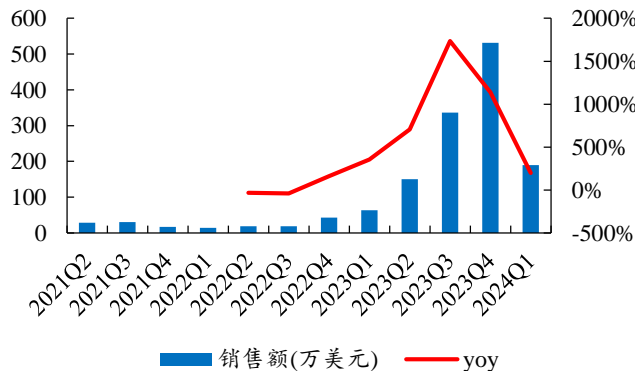
2024 年公司新进入法国市场的线下渠道，预计下半年进入意大利、西班牙等石头低市占率国家的线下渠道，欧洲地区仍有较大提升空间。此外，在德语区/北欧等石头优势市场中，仍然有产品结构升级的提价逻辑，有望实现价增。

图10：2024Q1 石头法亚渠道吸尘器品类渠道销额达 703 万美元，同比+291%



数据来源：久谦、开源证券研究所

图11：2024Q1 石头英亚渠道吸尘器品类渠道销额达 190 万美元，同比+199%

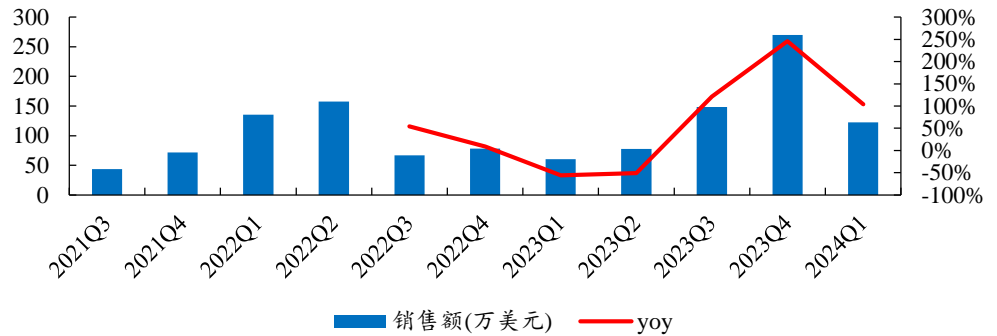


数据来源：久谦、开源证券研究所

2024Q1 亚太渠道中公司同步开启属国化运营，预计韩国、中国台湾、东南亚、土耳其和澳洲等国家与地区均实现快速增长，2024Q1 公司在日亚渠道电动工具品类

销额达 123 万美元，同比+104%。

图12：2024Q1 石头日亚渠道电动工具品类渠道销额达 123 万美元，同比+104%

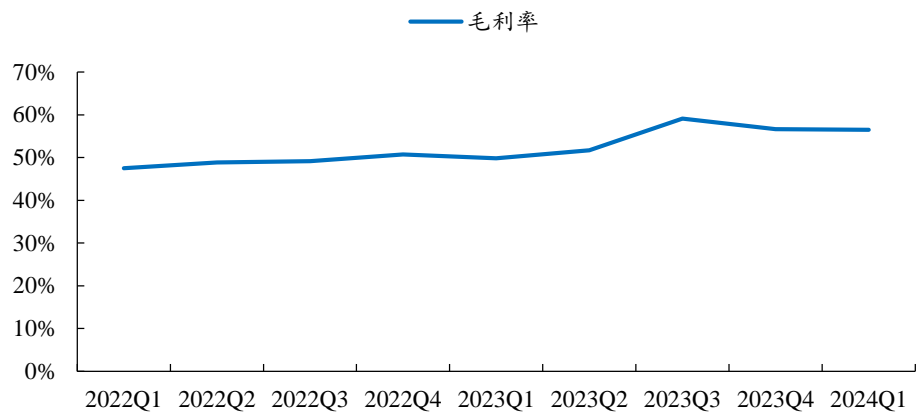


数据来源：久谦、开源证券研究所

2、盈利能力：推高卖新、持续降本及渠道结构变化带动毛利率高增，盈利能力保持提升

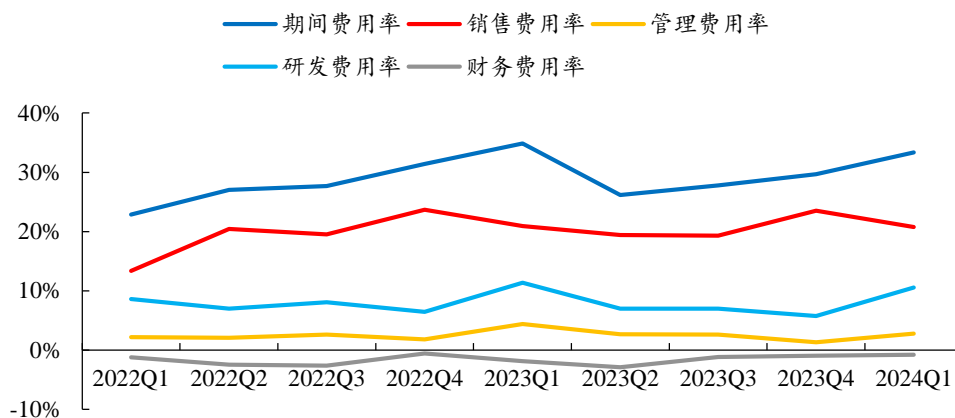
毛利率：2024Q1 毛利率为 56.5%(+6.6pct)，同比高增预计主系：（1）从产品端看，旗舰新品随品牌口碑积累、持续推高卖新；持续进行降本下，性价比产品毛利保持稳定。（2）从渠道看，美亚和欧亚等高毛利渠道占比有所提升。

图13：2024Q1 毛利率为 56.5%(+6.6pct)



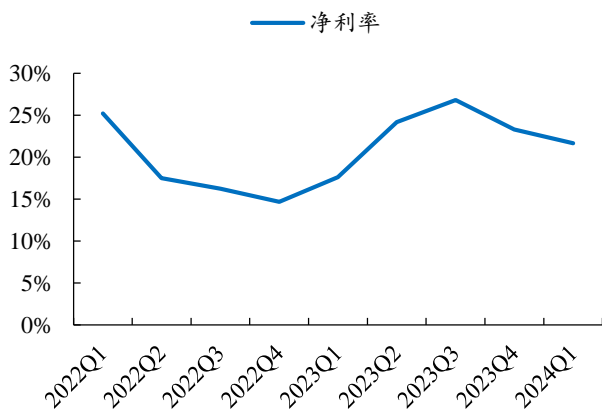
资料来源：开源证券研究所

费用率：2024Q1 期间费用率 33.3%(-1.5pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.8%/2.8%/10.6%/-0.8%，同比分别-0.2/-1.7/-0.8/+1.1pct，亚马逊渠道占比提升下费用率稳中有降，预计主系收入提升下费用摊薄、费用投放效率提升所致。

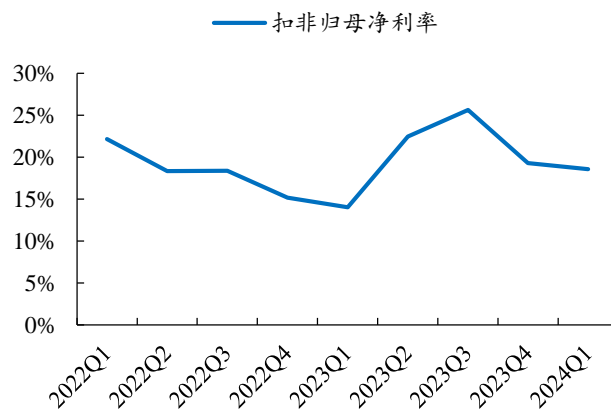
图14：2024Q1 期间费用率 33.3%(-1.5pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

净利率：综合影响下 2024Q1 净利率为 21.7%(+4.1pct)，归母净利率为 21.7%(+4.1pct)，扣非净利率为 18.6%(+4.5pct)。公司采取成本加成法定价，同时费率管控较严，各区域净利率预计变动较少，2024Q1 盈利能力同比提升较多预计主系高净利率的经销模式收入占比提升所致。

图15：2024Q1 公司净利率为 21.7%(+4.1pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024Q1 公司扣非净利率为 18.6%(+4.5pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

公司内销新品产品力强、预售良好，外销精细化运营下品牌力稳步打造、收入持续高增，盈利能力稳中有升，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 26.0/31.2/37.7 亿（原值 24.1/28.5/33.8 亿），对应 EPS 为 19.8/23.8/28.7 元，对应 PE 为 16.5/13.8/11.4 倍，维持“买入”评级。

4、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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7286	8897	9817	12609	15820
现金	1804	893	2215	4063	7272
应收票据及应收账款	328	275	0	0	0
其他应收款	61	693	290	941	577
预付账款	43	63	75	97	115
存货	694	928	1192	1462	1812
其他流动资产	4356	6045	6045	6045	6045
非流动资产	3547	5480	5615	5799	6082
长期投资	21	20	20	20	19
固定资产	1315	1286	1336	1427	1594
无形资产	7	18	19	20	20
其他非流动资产	2205	4155	4239	4332	4448
资产总计	10833	14377	15432	18407	21902
流动负债	1204	2879	1333	1458	1454
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	702	1499	0	0	0
其他流动负债	502	1380	1333	1458	1454
非流动负债	72	116	116	116	116
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	72	116	116	116	116
负债合计	1276	2995	1449	1574	1570
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	94	131	131	131	131
资本公积	5096	5162	5162	5162	5162
留存收益	4423	6234	8575	11386	14783
归属母公司股东权益	9556	11381	13981	16832	20332
负债和股东权益	10833	14377	15432	18407	21902

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1120	2186	1414	2234	3693
净利润	1183	2051	2601	3124	3774
折旧摊销	96	116	184	219	267
财务费用	-106	-139	-99	-194	-297
投资损失	-33	-62	-154	-96	-43
营运资金变动	-216	74	-1101	-790	23
其他经营现金流	195	146	-17	-29	-31
投资活动现金流	-505	-2348	-166	-307	-507
资本支出	255	248	320	404	550
长期投资	-384	-2258	0	0	0
其他投资现金流	134	157	154	96	43
筹资活动现金流	-202	199	74	-79	23
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	27	38	0	0	0
资本公积增加	38	65	0	0	0
其他筹资现金流	-267	96	74	-79	23
现金净增加额	433	48	1322	1848	3208

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6629	8654	11279	14120	17416
营业成本	3363	3883	5076	6354	7837
营业税金及附加	33	75	69	86	113
营业费用	1318	1817	2369	2965	3657
管理费用	141	211	226	282	348
研发费用	489	619	801	1045	1306
财务费用	-106	-139	-99	-194	-297
资产减值损失	-66	-148	-153	-216	-251
其他收益	61	121	120	120	80
公允价值变动收益	-64	114	0	0	0
投资净收益	33	62	154	96	43
资产处置收益	-6	1	0	0	0
营业利润	1344	2317	2942	3554	4293
营业外收入	6	3	4	4	4
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	1349	2320	2946	3557	4296
所得税	166	269	345	433	522
净利润	1183	2051	2601	3124	3774
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1183	2051	2601	3124	3774
EBITDA	1391	2409	3147	3747	4457
EPS(元)	9.00	15.60	19.78	23.76	28.70

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.6	30.5	30.3	25.2	23.3
营业利润(%)	-15.9	72.4	27.0	20.8	20.8
归属于母公司净利润(%)	-15.6	73.3	26.8	20.1	20.8
获利能力					
毛利率(%)	49.3	55.1	55.0	55.0	55.0
净利率(%)	17.9	23.7	23.1	22.1	21.7
ROE(%)	12.4	18.0	18.6	18.6	18.6
ROIC(%)	56.6	102.1	80.8	73.0	81.2
偿债能力					
资产负债率(%)	11.8	20.8	9.4	8.6	7.2
净负债比率(%)	-18.7	-7.6	-15.8	-24.1	-35.7
流动比率	6.1	3.1	7.4	8.6	10.9
速动比率	5.0	2.4	5.6	6.9	8.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	29.3	28.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.4	3.5	6.8	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	9.00	15.60	19.78	23.76	28.70
每股经营现金流(最新摊薄)	8.52	16.63	10.76	16.99	28.09
每股净资产(最新摊薄)	72.68	86.56	106.34	128.02	154.64
估值比率					
P/E	36.4	21.0	16.5	13.8	11.4
P/B	4.5	3.8	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA	26.9	15.4	11.4	9.1	6.9

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