

## 石头科技 (688169.SH) P 系列新品直击消费者痛点，产品力持续保持引领

2024 年 08 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：S0790522030002

证书编号：S0790123070024

日期	2024/8/26
当前股价(元)	222.48
一年最高最低(元)	469.99/193.00
总市值(亿元)	410.38
流通市值(亿元)	410.38
总股本(亿股)	1.84
流通股本(亿股)	1.84
近3个月换手率(%)	56.62

### ● P 系列新品直击消费者痛点，产品力持续保持引领，维持买入评级

2024 年 8 月 26 日，石头科技发布 4000 价位段质价比新品 P20 Pro & 2000-3000 价位段性价比新品 P10S Pure，命名延续了爆款 P 系列，且在功能上直击用户痛点（越障脱困、毛发缠绕、污水箱发臭等）。此外，公司在好产品加持下逐渐于营销端发力，预计助力双十一大促期间公司持续保持竞争领先、份额稳步提升。考虑到公司内销持续提份额、外销属国产化运营下仍有较多增量，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 26.0/31.2/37.7 亿元，对应 EPS 为 14.10/16.94/20.46 元，当前股价对应 PE 为 15.8/13.1/10.9 倍，维持买入评级。

### ● 4000 价位端：新品 P20 Pro 主打越障 & 毛发防缠绕，同价位段没有竞品

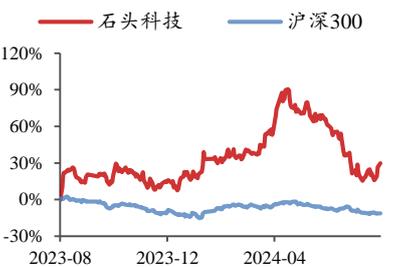
本次发布的质价比新品 P20 Pro 定价 3999/4599 元（上下水版），相比历史 P 系列产品/友商同期新品主要迭代：（1）行业首创底盘升降：越障脱困高度最高 4cm，友商普遍只有 2cm 左右。（2）认证 0 缠清洁系统：首创 SGS、TUV 双重认证的毛发缠绕率认证 0% 的系统，包括①螺旋圆弧设计的【首创 0 缠边刷】、②双锥高速导流，差速设计，实现毛发聚、剥、吸的【0 缠双悬臂螺旋主刷】，友商普遍是实验室认证；（3）吸尘能力：提升至 18500Pa，目前在业内可比产品最高。除了以上差异化亮点，原有功能也进一步迭代补足：（1）双机械臂：升级实现拖布贴边 < 1mm；（2）基站自清洁：新增污水箱除臭模块，祛味更除菌；（3）75°C 热水洗拖布（4）RRmindGPT 大模型：支持模糊/自然指令输入，智能性进一步提高。

### ● 2000-3000 价位端：新品 P10S Pure 主打单机械臂入门，同价位段性价比高

本次发布的入门款单机械臂产品 P10S Pure，定价 2499/3099 元，预计主系补足原先份额较低的 2000-3000 价位段产品线，持续拉动公司全价格带份额提升。对比 5-6 月 2000-3000 价位段销冠小米 M30S，石头本次新品价格更低（300 元价差）、基站高度更低、清洁面积更大、软件生态更佳、算法领先更大，其余参数基本保持一致。作为 P10S 减配性价比款产品，P10S Pure 仅减配热水洗抹布、脏污检测与复洗复拖功能，但价格降低 600 元，同价位段产品中性价比较高。

### ● 风险提示：新品销售不及预期、地缘政治波动、海外宏观经济景气度下行等。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《激励及持股计划推出，利于人才绑定和长期发展——公司信息更新报告》-2024.6.21

《2024Q1 收入、利润均超预期，海外市场持续高增长——公司信息更新报告》-2024.4.27

《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

### 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	19.5	19.4	19.4
EPS(摊薄/元)	6.42	11.12	14.10	16.94	20.46
P/E(倍)	34.7	20.0	15.8	13.1	10.9
P/B(倍)	4.3	3.6	3.1	2.5	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 P 系列新品直击消费者痛点，产品力持续保持引领 .....	3
2、 盈利预测与投资建议 .....	6
3、 风险提示 .....	6
附：财务预测摘要 .....	7

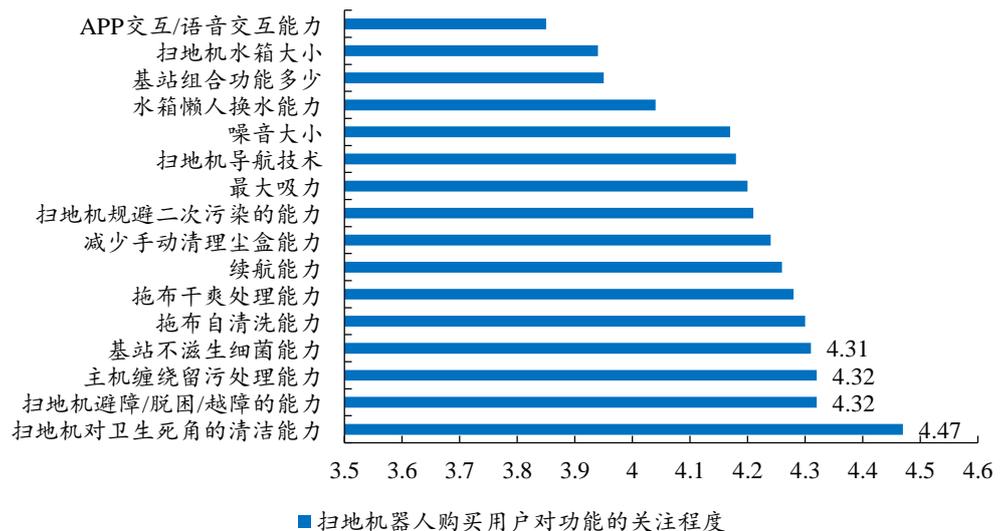
## 图表目录

图 1： 边角清扫、越障脱困、毛发缠绕、污水箱发臭是当前扫地机用户购买产品重点关注的功能 .....	3
图 2： 石头 P20 Pro 当前具有独一档的越障能力、毛发防缠绕能力，且定价较低，质价比十足 .....	4
图 3： P10S Pure 定价 2499 元，预计补足石头在 2000-3000 价位段的产品竞争力，拉动公司全价格带份额提升 .....	5
图 4： 单机械臂新品 P10S Pure 性价比相比友商较高 .....	6

## 1、P 系列新品直击消费者痛点，产品力持续保持引领

2024 年 8 月 6 日，石头发布双机械臂新品 P20 Pro&单机械臂性价比新品 P10S Pure，命名延续了爆款 P 系列，新品功能充分展示了公司洞察用户痛点（越障脱困、毛发缠绕、污水箱发臭、边角清扫等），并依此持续迭代高性价比产品的能力，持续看好双十一大促期间公司持续保持竞争领先、份额稳步提升。

**图1：边角清扫、越障脱困、毛发缠绕、污水箱发臭是当前扫地机用户购买产品重点关注的功能**



数据来源：奥维云网、开源证券研究所（注：图中满分为五分）

### ● 越障质价比新品 P20 Pro，定价 3999 元/ 4599 元（上下水版）

本次新品 P20 Pro 相比历史 P 系列产品/友商同期新品主要迭代：

**(1) 行业首创底盘升降：**行走轮与万向轮自由组合实现多种升降状态，复杂环境下也能轻松越障脱困最高 4cm。目前只有石头的产品有该技术。

**(2) 0 缠清洁系统：**首创 SGS、TUV 双重认证的 0 缠系统（毛发缠绕率认证 0%），系统包括①螺旋圆弧设计的【首创 0 缠边刷】、②双锥高速导流，差速设计，实现毛发聚、剥、吸的【0 缠双悬臂螺旋主刷】；

**(3) 基站高度：**321mm 超薄基站，从容嵌入各类家居空间圆润拱形设计，打造嵌入式美学新选择；

**(4) 吸尘能力澎湃升级：**提升至 18500Pa，目前最高，实现 100%毛发吸入率。

除了以上提到的差异化亮点，公司也在原有功能上进一步迭代与补足：

**(1) 双机械臂：**升级实现拖布贴边 <1mm，墙边死角 100%极限覆盖；

**(2) 母婴级认证：**全链路除菌，全方位降噪设计，安全无害高效清洁；

**(3) 基站自清洁：**冲/刮/洗 一步到位，清洁盘可整体拆卸；新增污水箱除臭模块，祛味更除菌；

**(4) 75°C 热水洗拖布：**三重温控保护，轻松瓦解污渍；

### (5) RRmindGPT 大模型:支持模糊指令和自然指令,老人小孩操作更便捷。

此外,我们也观察到,公司整体营销积极性在管理层更换后有较大幅度提高,预计在产品力凸显下能够较好拉动公司收入实现较快增长。在优惠力度方面,本次石头抖音商城直播间预定即送【清洁礼盒\*1+清洁液\*4+罗莱肩颈按摩仪\*1(限时)+徕芬吹风机\*1(限时)+100 红包】,并开启最大规模以旧换新【旧机最高抵 4000 元,限 1 万台】,公司在更换管理层以后明显加大了渠道营销投放力度,预计将带来更强的份额提升势能。

对比友商 8 月发布的新品,我们认为**石头 P20 Pro 当前具有独一档的越障能力、毛发防缠绕能力**,且在其他维度的功能比较中,在 4000 左右价位段里,对比云鲸 J5、科沃斯 T50 Pro、美的 V15 Pro 和追觅 S30 PRO Ultra 增强版等同价位产品具有更强劲的吸力、更完备的功能(动态双机械臂、更小的基站和拖布边刷双升降等);对比科沃斯 X5 Pro Ultra、追觅 X40 Pro 增强版等 5000 元以上旗舰机型,在热水洗拖布、大模型等功能上也持续配备,真正做到了低价高质,性价比十足。

图2: 石头 P20 Pro 当前具有独一档的越障能力、毛发防缠绕能力,且定价较低,质价比十足

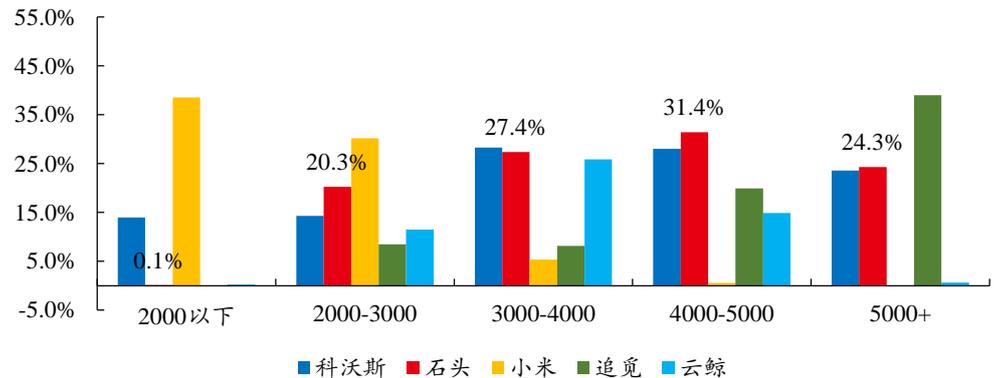
2024M8国内扫地机新品对比,石头新品继续保持产品力引领——开源吕明团队									
参数	追觅MOVA P10S Ultra	云鲸J5	科沃斯T50 Pro	石头P20 Pro	美的灵犀V15 Pro	追觅S30 PRO Ultra 增强版	科沃斯X5 Pro Ultra	追觅X40增强版	
上市时间	2024年2月	2024年8月	2024年8月	2024年8月	2024年8月	2024年8月	2024年8月	2024年8月	
单机到手价/元	3799	3799	3999	3999	3999	4299	4999	5299	
上下水组件价格/元	600	500	600	600	599	600	600	700	
自动集尘天数	100天	90天	75天	60天	75天	100天	90天	100天	
拖布自清洁	70℃热水洗	热水洗	热水洗	75℃热水洗	热水洗	热水洗	70℃热水洗	75℃四档水温热水洗	
热风烘干拖布	√	√	√	√	√	√	√	√	
银离子除菌	选配	√	√	√	选配	√	√	√	
基站自清洁	√	√	√	√	√	√	√	主动式双刷洗臂	
基站高度	590.5mm	461mm	533mm(水箱版)/390mm(上下水版)	321mm/450mm(上下水版)	468mm	590.5mm(超薄版+400元, 249mm)	527.5mm	590.5mm(超薄版+400元, 249mm)	
吸力能力	11000Pa, 主动式割毛滚刷2.0+边刷防缠绕	15000Pa, 气旋涡流式滚刷	15800Pa, 气旋涡流式滚刷	18500Pa	16200Pa, 三刃切割滚刷全滚刷	17000Pa+主动式割毛防缠绕滚刷	15000Pa, 双梳齿防缠绕滚刷	17500Pa, 胶刷+胶毛一体刷	
防缠绕	√	√	√	0解主刷边刷	√	√	√	√	
拖地方式	双圆盘	双圆盘三角拖布	双圆盘	双圆盘	双圆盘	双圆盘	双圆盘智能复洗	双圆盘动态复洗	
最大清洁面积	600㎡	300㎡	300㎡	500㎡	150㎡	600㎡	290㎡	600㎡	
边角清洁	可伸缩扫拖双机械臂	单拖布外扩, 伸+扭+加压	可伸缩扫拖双机械臂	可伸缩扫拖双机械臂	可伸缩双机械臂	可伸缩扫拖双机械臂	单拖布机械臂	可伸缩扫拖双机械臂	
导航技术	LDS+视觉	DTof	DTof	LDS+视觉	LDS+视觉	LDS+视觉	单拖布机械臂	可伸缩扫拖双机械臂	
避障技术	结构光+AI+视觉补光	3D结构光	3D结构光+AI+多传感器	结构光+RGB识别+自动补光	AI+三线激光+多传感器	结构光+AI+视觉补光	3D结构光+AI	3D结构光+AI	
越障能力	2.2cm	2cm	2cm	成盘升降, 4cm	2cm	2.2cm	2.2cm	2.2cm	
障碍物种类识别	√	√	√	√	√	√	√	√	
实时视频通话	√	√	√	√	√	√	√	√	
智控升降	边刷(10mm)、主刷(5mm)和拖布(10.5mm)三重升降	10mm拖布抬升	9mm拖布抬升	主刷、拖布双升降	边刷(6mm)、主刷(6mm)和拖布(12mm)三重升降	边刷(10mm)、主刷(5mm)和拖布(10.5mm)三重升降	15mm拖布抬升	边刷(10mm)、主刷(5mm)和拖布(10.5mm)三重升降	
APP外控制方式	语音	语音	语音、Apple Watch、小程序、桌面小组件	语音、Apple Watch、小程序、桌面小组件	语音	语音(川话、粤语)	语音、Apple Watch、小程序、桌面小组件	语音(川话、粤语)	
机身厚度	103.8mm	107mm	81mm	103mm	115.5mm	103.8mm	95mm	103.8mm	

资料来源: 各品牌京东旗舰店、开源证券研究所(图中均价为京东到手价)

### ● 性价比新品 P10S Pure, 定价 2499/ 3099 元(上下水版), 持续拓宽价格带

本次入门款新品 P10S Pure 定价 2499 元, 充分验证了我们此前的判断。我们预计这款产品主要是在原先份额较低的 2000-3000 价位段进行 SKU 补足, 持续拉动公司全价格带份额提升。

**图3: P10S Pure 定价 2499 元, 预计补足石头在 2000-3000 价位段的产品竞争力, 拉动公司全价格带份额提升**



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所 (注: 图中统计时间段为 2024M1-7)

本次新品主要亮点有:

- (1) **动态机械臂边拖**: 拖布外扩极限贴边, 边角覆盖更全面;
- (2) **AI 省心模式**: 自主匹配清洁策略, 一键开启, 清洁彻底更省心;
- (3) **毛发清扫专家**: 7500Pa 大吸力+螺旋胶刷, 宠物家庭必备;
- (4) **智控升降模组**: 拖布策略性抬升, 地毯不易打湿;
- (5) **全能基站**: 洗布、集尘、烘干、补水等功能全搞定, 彻底解放双手;
- (6) **石头领先算法**: 融合式避障, 地毯个性化策略, 聪明扫拖;
- (7) **基站高度**: 405mm 超薄基站, 从容嵌入各类家居空间。

**性价比新品 P10S Pure 产品力较强, 预计将在 2000-3000 价位段实现畅销。**作为 P10S 减配性价比款新品, P10S Pure 相比 P10S 仅减配热水洗抹布、脏污检测与复洗复拖功能, 但价格降低 600 元, 性价比十足。而对比 2000-3000 价位段销售冠军小米 M30S (单机版, 时间为 5-6 月, 可大致代表 618 大促销情况), 石头 P10S pure 价格更低 (300 元价差)、基站高度更低 (M30S 达 590mm)、清洁面积更大、软件生态更佳、算法领先更大, 其余参数基本保持一致, 预计将在 2000-3000 价位段实现畅销。

**图4：单机械臂新品 P10S Pure 性价比相比友商和前代产品较高**

2024M8国内2000-3000价位段产品对比					
	参数	石头P10S	石头P10S Pure	米家M30S	美的V12
基本信息	上市时间	2024年2月	2024年8月	2024年4月	2023年8月
	单机到手价/元	3099	2499	2799	2699
	上下水组件价格/元	600	600	570	400
基站能力	自动集尘天数	65天	65天	75天	75天
	拖布自清洁	热水洗	√	热水洗	√
	热风烘干拖布	√	√	√	√
	银离子除菌	√	选配	×	×
	基站自清洁	底座可拆卸	可拆卸	√	可拆卸
清洁能力	基站高度	405mm	405mm	590mm	566mm
	吸尘能力	7000Pa、全胶主刷	7500Pa，柔性全胶主刷	7300Pa，实时割毛发主刷	5000Pa，胶毛一体滚刷
	拖地方式	双圆盘	双圆盘	双圆盘	双圆盘
	最大清洁面积	500㎡	500㎡	375㎡	200㎡
智能性	边角清洁	动态机械臂	单机械臂拖布外扩	单机械臂拖布外扩	贴边清洁
	导航技术	LDS	LDS	LDS	LDS
	避障技术	结构光融合式避障	结构光+多传感器融合	结构光+多传感器融合	AI+结构光+3D
	障碍物种类识别	×	×	×	55种
	实时视频通话	×	×	×	×
机身厚度	拖布智控升降	√	7mm	10mm	√
	APP外控制方式	语音、Apple Watch、小程序	语音、Apple Watch、小程序、桌面小组件	语音	天猫精灵/小度音箱

资料来源：各品牌京东旗舰店、开源证券研究所（图中均价为京东到手价）

## 2、盈利预测与投资建议

内销端看，2024M1-7 石头线上渠道销额份额已达 25.0%，年累正式登顶，随着本次新品性价比和性价比持续保持引领，我们看好公司份额持续提升。外销端看，公司线下渠道拓展顺利，黑五销售表现良好，当前美国/南欧等地区线下渠道+欧亚回归自营后均是增量，关税加征和诉讼影响或有限，预计随公司属国化、精细化运营后逐步迎来收获期。

考虑到公司内销持续提份额、外销属国化运营下仍有较多增量空间，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 26.0/31.2/37.7 亿元，对应 EPS 为 14.10/16.94/20.46 元，当前股价对应 PE 为 15.8/13.1/10.9 倍，维持买入评级。

## 3、风险提示

新品销售不及预期、地缘政治波动、海外宏观经济景气度下行风险等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7286	8897	10259	14218	16714
现金	1804	893	2151	5199	7432
应收票据及应收账款	328	275	506	474	733
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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	10833	14377	15874	20017	22796
<b>流动负债</b>	1204	2879	2389	3791	3180
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	702	1499	1056	2333	1727
其他流动负债	502	1380	1333	1458	1454
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	1276	2995	2505	3907	3296
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	94	131	184	184	184
资本公积	5096	5162	5109	5109	5109
留存收益	4423	6234	8575	11387	14783
<b>归属母公司股东权益</b>	9556	11381	13367	16109	19499
<b>负债和股东权益</b>	10833	14377	15874	20017	22796

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1120	2186	1974	3563	2850
净利润	1183	2051	2601	3124	3774
折旧摊销	96	116	184	219	267
财务费用	-106	-139	-98	-210	-317
投资损失	-33	-62	-145	-60	-0
营运资金变动	-216	74	-543	509	-846
其他经营现金流	195	146	-25	-19	-28
<b>投资活动现金流</b>	-505	-2348	-174	-343	-550
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	145	60	0
<b>筹资活动现金流</b>	-202	199	-541	-172	-68
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	53	0	0
资本公积增加	38	65	-53	0	0
其他筹资现金流	-267	96	-541	-172	-68
<b>现金净增加额</b>	433	48	1258	3048	2233

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	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	-98	-210	-317
资产减值损失	-66	-148	-135	-206	-231
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	145	60	0
资产处置收益	-6	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	1349	2320	2946	3557	4296
所得税	166	269	345	433	522
<b>净利润</b>	1183	2051	2601	3124	3774
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	1183	2051	2601	3124	3774
EBITDA	1391	2409	3148	3731	4438
EPS(元)	6.42	11.12	14.10	16.94	20.46

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
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
<b>获利能力</b>					
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	19.5	19.4	19.4
ROIC(%)	56.6	102.1	97.3	129.3	103.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	11.8	20.8	15.8	19.5	14.5
净负债比率(%)	-18.7	-7.6	-16.1	-32.2	-38.1
流动比率	6.1	3.1	4.3	3.8	5.3
速动比率	5.0	2.4	3.3	3.1	4.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	6.42	11.12	14.10	16.94	20.46
每股经营现金流(最新摊薄)	6.07	11.85	10.70	19.32	15.45
每股净资产(最新摊薄)	51.81	61.70	72.47	87.33	105.71
<b>估值比率</b>					
P/E	34.7	20.0	15.8	13.1	10.9
P/B	4.3	3.6	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	25.4	14.6	10.7	8.2	6.4

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3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