

石头科技 (688169.SH) 2024Q2 业绩超预告中枢，盈利能力保持提升

2024年08月30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

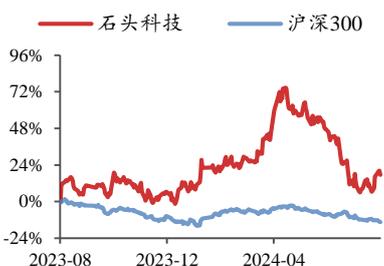
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790123070024

日期	2024/8/29
当前股价(元)	219.98
一年最高最低(元)	469.99/193.00
总市值(亿元)	405.77
流通市值(亿元)	405.77
总股本(亿股)	1.84
流通股本(亿股)	1.84
近3个月换手率(%)	56.7

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《P系列新品直击消费者痛点，产品力持续保持引领——公司信息更新报告》
-2024.8.27

《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

● 2024Q2 业绩超预告中枢，盈利能力保持提升，维持“买入”评级

2024H1 公司实现营收 44.2 亿(同比+30.9%，下同)，归母净利润 11.2 亿(+51.6%)，扣非归母净利润 8.6 亿(+30.4%，剔除退税影响后+42.9%)，业绩超预告中枢。单 2024Q2 看，公司实现营收 25.8 亿(+16.3%)，归母净利润 7.2 亿(+34.9%)，扣非归母净利润 5.2 亿(+4.4%，剔除退税影响后+18.1%)。内销景气度阶段性承压，我们略微下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 25.8/30.0/36.1 亿（原值 26.0/31.2/37.7 亿），对应 EPS 为 13.98/16.26/19.56 元，对应 PE 为 15.7/13.5/11.2 倍。公司新品产品力强，外销精细化运营下渠道拓展顺利，我们看好公司组织架构调整后，更主动积极开拓和维护市场，维持“买入”评级。

● **内销线上渠道登顶，外销精细化运营下渠道拓展顺利，Primeday 实现高增**
扫地机分地区看 2024Q2：(1) **内销**：预计高个位数增长。根据奥维云网，2024Q2 公司石头线上渠道销额同比+9.4%，销额市占率达 27.0%（环比+5.6pcts）、份额登顶第一。分价格带看，石头在 4000-5000、5000+价格段保持引领，销量市占率分别达 34%/30%，分列第一/第二名。8 月石头发布新品 P20 pro/P10S Pure，产品力/性价比持续保持引领，预计继续拉动下半年大促实现热销。(2) **北美**：预计增长超 50%。根据久谦数据，2024Q2 石头美亚销额+68%，份额 31.8%、保持第一。线下渠道进驻顺利，公司在 Target/Bestbuy 入驻门店数分别达 1400/700 家。(3) **欧洲**：预计维持双位数增长。2024H1 公司在瑞士/挪威/瑞典/罗马尼亚等地区实现销额第一。线上渠道看，根据久谦数据，2024Q2 法亚销额同比+138%，Primeday 期间德亚市占率第一、销量同比+100%。我们看好公司复制德国和亚马逊市场成功经验，稳步开拓意大利、西班牙等南欧地区空白市场。(4) **亚太**：2024H1 韩国/土耳其实现销额/销量双第一，2024Q2 预计亚太地区保持较快增长。

● **产品持续推高买新，研发加速投入筑牢竞争壁垒，盈利能力保持提升**
2024Q2 毛利率为 51.9% (+0.2pct)，同比提升预计主系：(1) 品牌力打造下持续推高卖新，2024Q2 内销/美亚/法亚均价同比分别+4%/+29%/+32%；(2) 技术降本和物料降本收获成效；(3) 高毛利率的外销线上渠道更快增长下结构性拉动。**费用端**：期间费用率 27.7% (+1.5pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.1/+0.6/+1.4/-0.6pct，研发费率加速提升主系研发人员数量大幅增长（截至 2024H1 已 786 人，同比+58%），持续助力公司产品力引领。净利率为 28.0% (+3.9pct)，从对收入的影响比例同比来看，税负降低正向影响 3.2pct、资产减值损失减少正向影响 2.3pct、投资净收益增加正向影响 1.3pct。非经主系子公司重软认定退税，扣非归母净利率为 20.2% (-2.3pct)，同期计入考虑后同比+0.3pct。

● **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	11,059	13,720	16,936
YOY(%)	13.6	30.5	27.8	24.1	23.4
归母净利润(百万元)	1,183	2,051	2,578	2,998	3,608
YOY(%)	-15.6	73.3	25.7	16.3	20.3
毛利率(%)	49.3	55.1	55.0	54.5	54.0
净利率(%)	17.9	23.7	23.3	21.9	21.3
ROE(%)	12.4	18.0	19.3	18.8	18.8
EPS(摊薄/元)	6.42	11.12	13.98	16.26	19.56
P/E(倍)	34.3	19.8	15.7	13.5	11.2
P/B(倍)	4.2	3.6	3.0	2.5	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

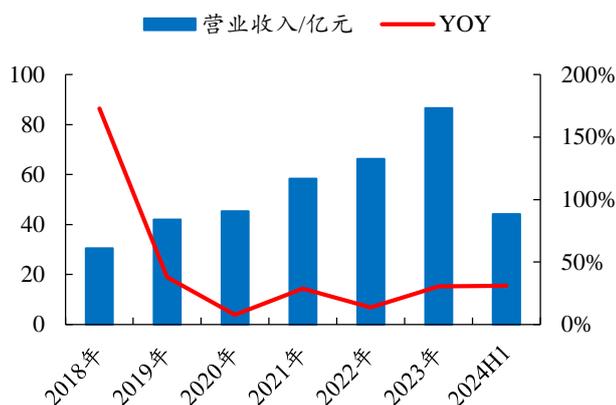
1、 2024Q2 业绩符合预期，盈利能力保持提升.....	3
1.1、 内销端份额升至第一， 4000-5000、5000+价位段竞争力保持引领.....	3
1.2、 外销：亚马逊渠道保持引领，属国化精细运营下线下仍有增量空间.....	5
2、 盈利能力：推高卖新、持续降本及渠道结构变化带动毛利率高增，盈利能力保持提升.....	6
3、 盈利预测与投资建议.....	7
4、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

图表目录

图 1： 2024H1 公司实现营收 44.2 亿元（同比+30.9%）.....	3
图 2： 2024H1 公司实现归母净利润 11.2 亿元（+51.6%）.....	3
图 3： 2024Q2 公司实现营收 25.8 亿元（+16.3%）.....	3
图 4： 2024Q2 公司实现归母净利润 7.2 亿元（+34.9%）.....	3
图 5： 2024Q2 石头实现销额 9.5 亿元（+9.4%）.....	4
图 6： 2024Q2 石头均价为 4184 元，同比+3.6%.....	4
图 7： 2024Q2 石头在 4000-5000 价格段销量市占率达 34.3%位列第一.....	4
图 8： 2024Q2 石头在 5000+价格段销量市占率达 29.5%、位列第二.....	4
图 9： 石头产品力持续保持引领，看好 2024Q2 内销端大促表现.....	5
图 10： 2024Q2 石头美亚份额 31.8%、持续引领.....	5
图 11： 2024Q2 石头品牌扫地机品类美亚销额同比+68%.....	5
图 12： 2024Q2 石头法亚渠道吸尘器品类渠道销额达 1127 万美元，同比+138%.....	6
图 13： 2024Q2 毛利率为 51.9%（+0.2pct）.....	6
图 14： 2024Q2 期间费用率 27.7%（+1.5pct）.....	7
图 15： 2024Q2 净利率为 28.0%（+3.9pct）.....	7
图 16： 2024Q2 扣非归母净利率为 20.2%（-2.3pct）.....	7

1、2024Q2 业绩符合预期，盈利能力保持提升

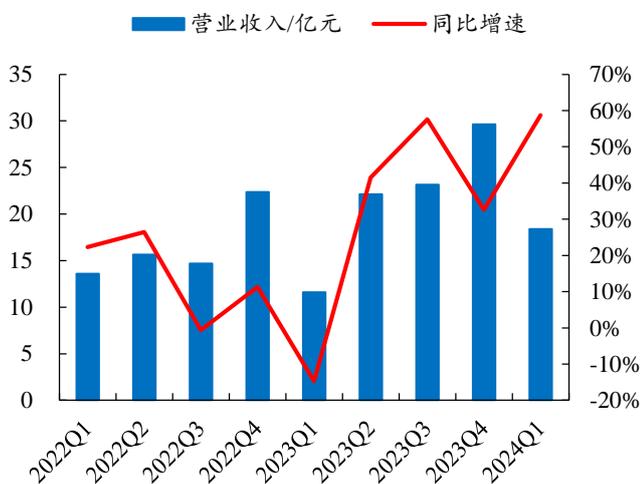
2024H1 公司实现营收 44.2 亿元（同比+30.9%，下同），归母净利润 11.2 亿元（+51.6%），扣非归母净利润 8.6 亿元（+30.4%，剔除退税影响后+42.9%），业绩符合预期。单 2024Q2 看，公司实现营收 25.8 亿元（+16.3%），归母净利润 7.2 亿元（+34.9%），扣非归母净利润 5.2 亿元（+4.4%，剔除退税影响后+18.1%）。

图1：2024H1 公司实现营收 44.2 亿元（同比+30.9%）


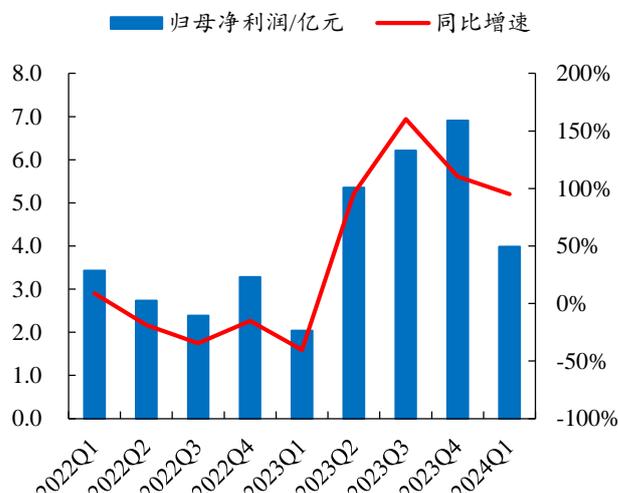
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024H1 公司实现归母净利润 11.2 亿元（+51.6%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024Q2 公司实现营收 25.8 亿元（+16.3%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q2 公司实现归母净利润 7.2 亿元（+34.9%）


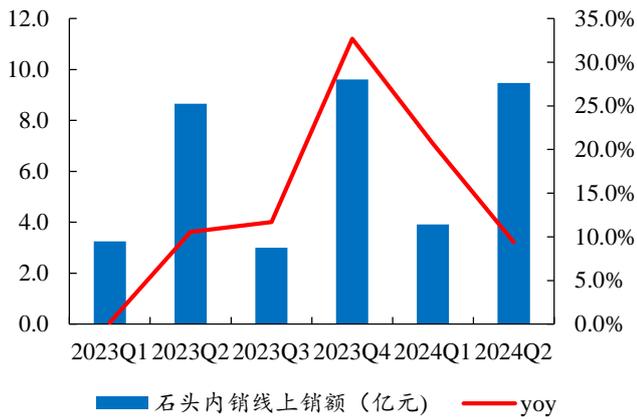
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、内销端份额升至第一，4000-5000、5000+价位段竞争力保持引领

根据奥维云网，2024Q2 公司石头线上渠道销额同比+9.4%，销额市占率达 27.0%（环比+5.6pcts）、份额登顶第一。

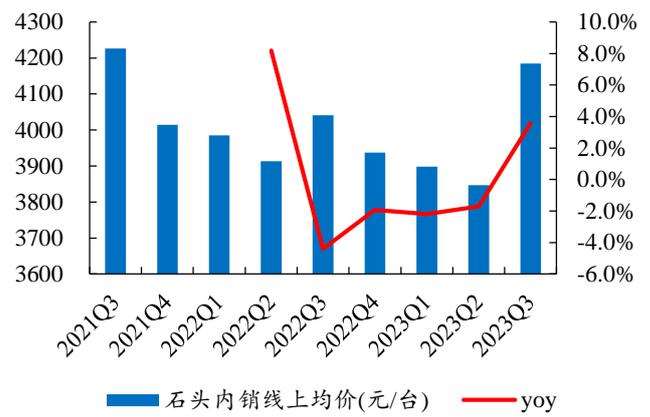
分价格带看，石头在 4000-5000、5000+价格段保持引领，2024Q2 销量市占率分别达 34%/30%，分列第一/第二名。8 月石头发布新品 P20 pro/P10S Pure，产品力/性价比持续保持引领，预计继续拉动下半年大促实现热销。

图5：2024Q2 石头实现销额 9.5 亿元（+9.4%）



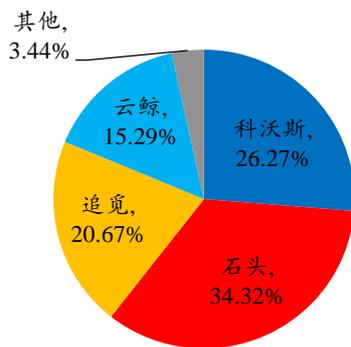
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图6：2024Q2 石头均价为 4184 元，同比+3.6%



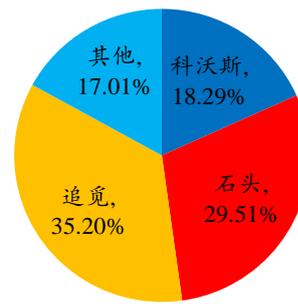
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图7：2024Q2 石头在 4000-5000 价格段销量市占率达 34.3%位列第一



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图8：2024Q2 石头在 5000+价格段销量市占率达 29.5%、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，看好下半年内销端表现。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）。

(1) 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。

(2) 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比较高。

图9：石头产品力持续保持引领，看好 2024Q2 内销端大促表现

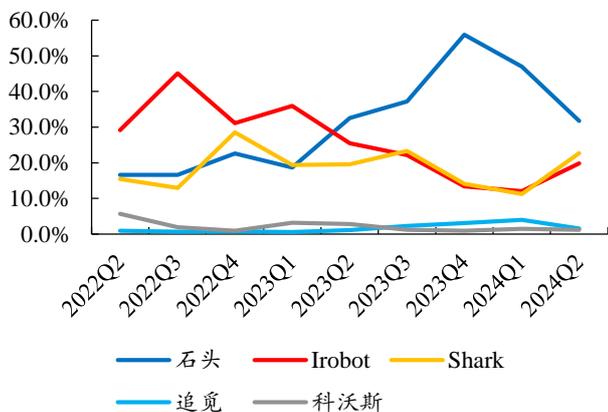
2024M8国内扫地机新品对比									
参数	追觅 MOVA P10S Ultra	云鲸 J5	科沃斯 T50 Pro	石头 P20 Pro	美的灵犀 V15 Pro	追觅 S30 PRO Ultra 增强版	科沃斯 X5 Pro Ultra	追觅 X40 增强版	
上市时间	2024年2月	2024年8月	2024年8月	2024年8月	2024年8月	2024年8月	2024年8月	2024年8月	
早期到手价/元	3799	3799	3999	3999	3999	4299	4999	5299	
上下水组件价格/元	600	500	600	600	599	600	600	700	
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°C 热水洗	热水洗	热水洗	75°C 热水洗	√	热水洗	70°C 热水洗	75°C 四档水温热水洗	
热风烘干拖布	√	√	√	√	√	√	√	√	
银离子除菌	选配	√	√	√	√	√	√	√	
基站自清洁	√	√	√	√	√	√	√	√	
基站高度	590.5mm	461mm	533mm (水箱版) / 390mm (上下水版)	321mm (上下水版)	468mm	590.5mm (超薄版+400元, 249mm)	527.5mm	590.5mm (超薄版+400元, 249mm)	
吸尘能力	11000Pa, 主动式刮毛滚刷2.0+ 边刷防缠绕	15000Pa, 气旋刷流式滚刷	15800Pa, 气旋梳齿防缠绕滚刷	18500Pa	16200Pa, 三刃切刮防缠滚刷	17000Pa+主动式刮毛防缠绕滚刷	15000Pa, 双梳齿防缠绕滚刷	17500Pa, 胶刷+胶毛一体刷	
防缠绕	√	√	√	0缠主刷边刷	√	√	√	√	
拖地方式	双圆盘	双胶条三角形拖布	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㎡	
边刷清洁	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	LDS	LDS+视觉	
避障技术	结构光+AI+夜视补光	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+夜视补光	3D结构光+AI	3D结构光+AI	
越障能力	2.2cm	2cm	2cm	底盘升降, 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)	
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：各品牌京东自营官方旗舰店、开源证券研究所

1.2、外销：亚马逊渠道保持引领，属国化精细运营下线下仍有增量空间

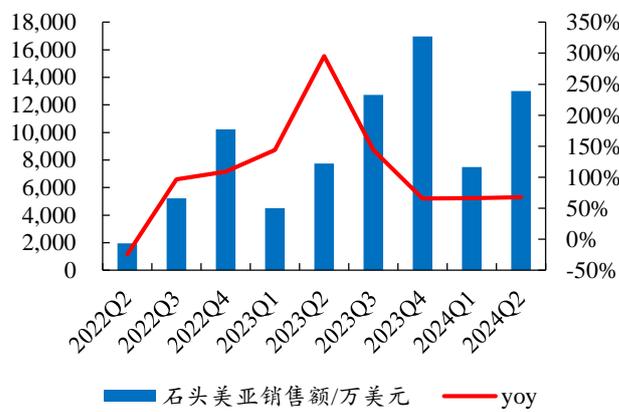
美亚保持引领地位，线下渠道持续突破。线上渠道看，根据久谦数据，2024Q2 石头美亚销额+68%，份额 31.8%、连续五个季度保持第一，美亚口碑持续打造。7月 Primeday 期间石头在美亚销量 4.7 万台，同比增长 20%，产品延续热销。线下渠道看，2024H1 公司在 Target/Bestbuy 入驻门店数分别达 1400/700 家，渠道拓展顺利。

图10：2024Q2 石头美亚份额 31.8%、持续引领



数据来源：久谦、开源证券研究所

图11：2024Q2 石头品牌扫地机品类美亚销额同比+68%



数据来源：久谦、开源证券研究所

欧亚收归自营后实现较好增长，属国化精细化运营下，线下仍有较大增长空间。

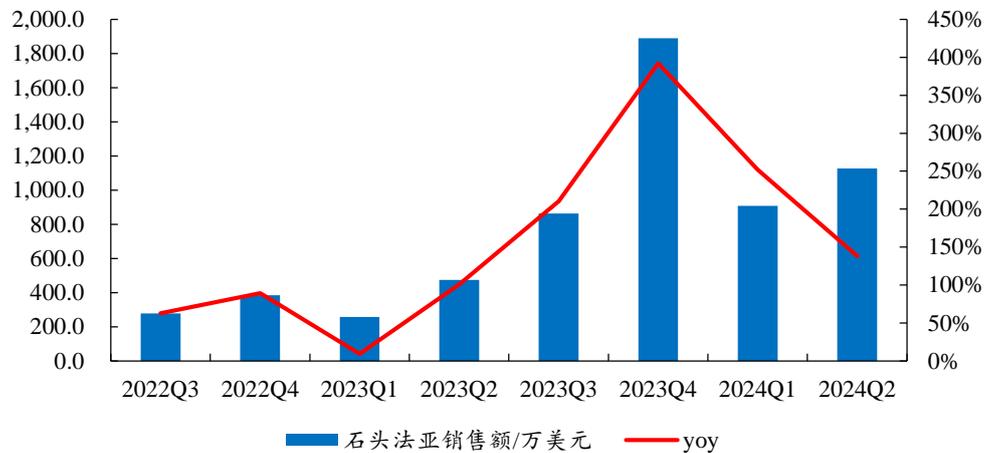
线上渠道看，2023 年底欧亚收回公司直营后实现快速增长，2024Q2 石头法亚渠道吸尘器品类渠道销额达 1127 万美元，同比+138%。根据公司战报，7月 Primeday 期间石头在德亚市占率第一、销量 2.6 万台，同比+100%，Qrevo Pro 销量第一，多款产品进入 TOP 2。

线下渠道看，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，欧洲地区预计随属国化、精细化运营下，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。

根据公司战报，2024H1 公司在瑞士/挪威/瑞典/罗马尼亚等地区实现全渠道销额第一。

图12：2024Q2 石头法亚渠道吸尘器品类渠道销额达 1127 万美元，同比+138%



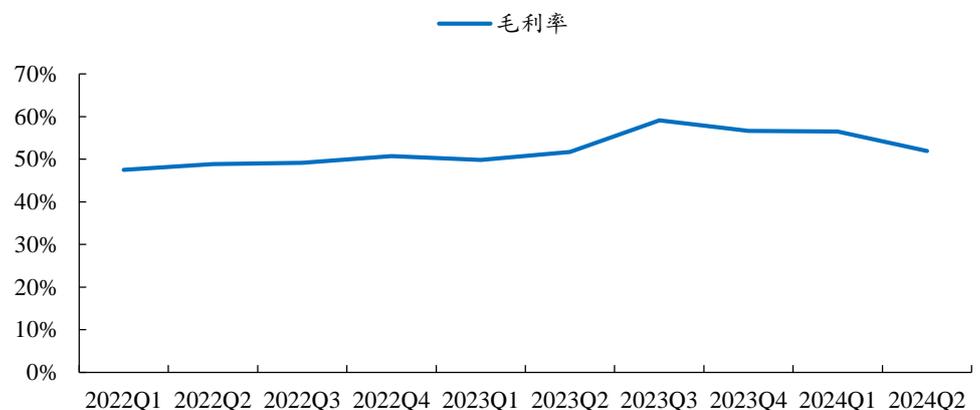
数据来源：久谦、开源证券研究所

亚太渠道有望复制韩国成功。根据公司战报，2024H1 韩国/土耳其实现销额/销量双第一，2024Q2 预计亚太地区保持较快增长。我们看好公司将韩国地区成功经验不断复制拓展至日本、中国台湾和新加坡等地区，持续扩展亚太地区收入增量。

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：2024Q2 毛利率为 51.9% (+0.2pct)，同比提升预计主系：（1）品牌力打造下持续推高卖新，2024Q2 内销/美亚/法亚均价同比分别+4%/+29%/+32%；（2）技术降本和物料降本收获成效；（3）高毛利率的外销线上渠道更快增长下结构性拉动。

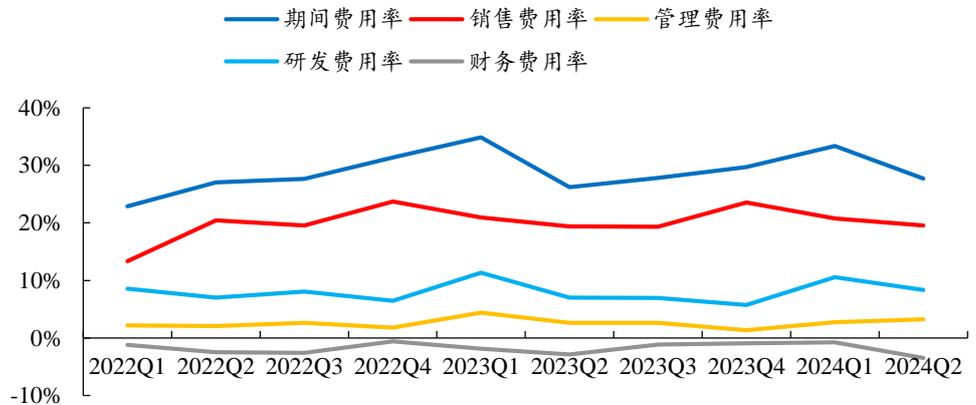
图13：2024Q2 毛利率为 51.9% (+0.2pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

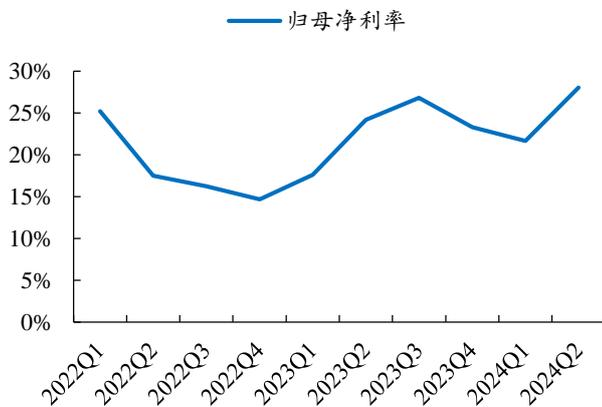
费用率：2024Q2 期间费用率 27.7% (+1.5pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率

同比分别+0.1/+0.6/+1.4/-0.6pct，研发费率加速提升主系研发人员数量大幅增长（截至2024H1已786人，同比+58%），预计持续助力公司产品力引领。

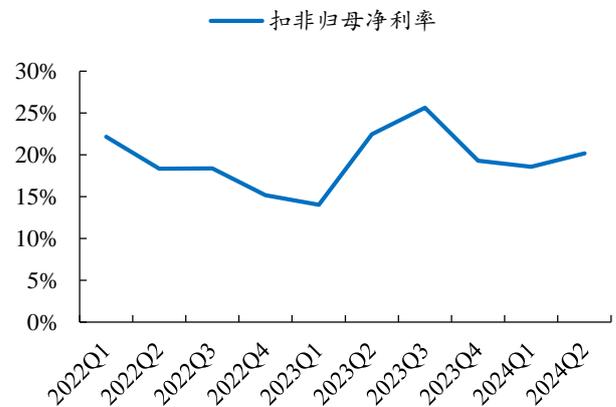
图14：2024Q2 期间费用率 27.7% (+1.5pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

净利率：2024Q2 净利率为 28.0% (+3.9pct)，从对收入的影响比例同比来看，税负降低正向影响 3.2pct、资产减值损失减少正向影响 2.3pct、投资净收益增加正向影响 1.3pct、公允价值变动净收益减少负向影响收入 1.4pct。扣非归母净利率为 20.2% (-2.3pct)，非经主系退税影响，同期计入考虑后同比+0.3pct。

图15：2024Q2 净利率为 28.0% (+3.9pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2024Q2 扣非归母净利率为 20.2% (-2.3pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

内销景气度阶段性承压，我们略微下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 25.8/30.0/36.1 亿（原值 26.0/31.2/37.7 亿），对应 EPS 为 13.98/16.26/19.56 元，对应 PE 为 15.7/13.5/11.2 倍。公司新品产品力强，外销精细化运营下渠道拓展顺利，我们看好公司组织架构调整后更主动积极开拓和维护市场，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	10203	14106	16436
现金	1804	893	2174	5122	7219
应收票据及应收账款	328	275	491	461	713
其他应收款	61	693	270	925	551
预付账款	43	63	72	95	111
存货	694	928	1151	1457	1797
其他流动资产	4356	6045	6045	6045	6045
非流动资产	3547	5480	5590	5752	6028
长期投资	21	20	20	20	19
固定资产	1315	1286	1318	1393	1554
无形资产	7	18	19	20	20
其他非流动资产	2205	4155	4232	4320	4435
资产总计	10833	14377	15793	19858	22464
流动负债	1204	2879	2331	3780	3163
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	702	1499	1006	2323	1712
其他流动负债	502	1380	1325	1457	1451
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	2447	3896	3279
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	8555	11253	14500
归属母公司股东权益	9556	11381	13345	15961	19185
负债和股东权益	10833	14377	15793	19858	22464

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1120	2186	1966	3435	2580
净利润	1183	2051	2578	2998	3608
折旧摊销	96	116	183	216	261
财务费用	-106	-139	-96	-205	-307
投资损失	-33	-62	-72	-33	-62
营运资金变动	-216	74	-523	513	-824
其他经营现金流	195	146	-105	-55	-96
投资活动现金流	-505	-2348	-141	-309	-406
资本支出	255	248	293	379	537
长期投资	-384	-2258	0	0	0
其他投资现金流	134	157	152	69	131
筹资活动现金流	-202	199	-543	-177	-77
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	-543	-177	-77
现金净增加额	433	48	1281	2948	2097

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6629	8654	11059	13720	16936
营业成本	3363	3883	4976	6243	7791
营业税金及附加	33	75	68	83	110
营业费用	1318	1817	2344	2936	3658
管理费用	141	211	221	274	339
研发费用	489	619	792	988	1226
财务费用	-106	-139	-96	-205	-307
资产减值损失	-66	-148	-84	-161	-220
其他收益	61	121	120	120	100
公允价值变动收益	-64	114	80	36	69
投资净收益	33	62	72	33	62
资产处置收益	-6	1	0	0	0
营业利润	1344	2317	2916	3411	4104
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	2920	3414	4108
所得税	166	269	342	416	499
净利润	1183	2051	2578	2998	3608
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1183	2051	2578	2998	3608
EBITDA	1391	2409	3121	3585	4248
EPS(元)	6.42	11.12	13.98	16.26	19.56

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.6	30.5	27.8	24.1	23.4
营业利润(%)	-15.9	72.4	25.9	17.0	20.3
归属于母公司净利润(%)	-15.6	73.3	25.7	16.3	20.3
获利能力					
毛利率(%)	49.3	55.1	55.0	54.5	54.0
净利率(%)	17.9	23.7	23.3	21.9	21.3
ROE(%)	12.4	18.0	19.3	18.8	18.8
ROIC(%)	56.6	102.1	98.1	127.9	101.8
偿债能力					
资产负债率(%)	11.8	20.8	15.5	19.6	14.6
净负债比率(%)	-18.7	-7.6	-16.3	-32.1	-37.6
流动比率	6.1	3.1	4.4	3.7	5.2
速动比率	5.0	2.4	3.4	3.1	4.3
营运能力					
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	6.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.42	11.12	13.98	16.26	19.56
每股经营现金流(最新摊薄)	6.07	11.85	10.66	18.62	13.99
每股净资产(最新摊薄)	51.81	61.70	72.35	86.53	104.01
估值比率					
P/E	34.3	19.8	15.7	13.5	11.2
P/B	4.2	3.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	25.1	14.4	10.7	8.5	6.7

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