

石头科技 (688169.SH) 更积极的产品和营销策略下, 2024Q4 收入超预期

2025 年 02 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)

日期	2025/2/27
当前股价(元)	254.28
一年最高最低(元)	469.99/193.00
总市值(亿元)	469.71
流通市值(亿元)	469.71
总股本(亿股)	1.85
流通股本(亿股)	1.85
近 3 个月换手率(%)	113.01

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

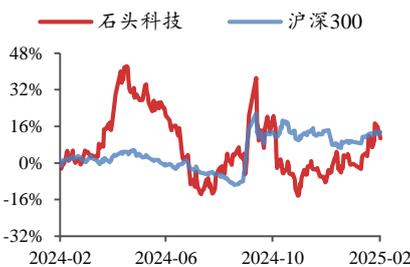
chenyizhong@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790123070024

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《AI 机器人+消费 (1): 石头机械手臂新品开启预约, 公司有望成为 AI 机器人技术下游应用的标杆企业——公司深度报告》-2025.2.17

《CES 展发布 Saros 系列新品, 开启扫地机创新纪元——公司信息更新报告》-2025.1.9

《收入错期、费用前置下业绩阶段性承压, 看好 2024Q4 内外销实现高增——公司信息更新报告》-2024.10.31

● 更积极的产品和营销策略下, 2024Q4 收入超预期, 维持“买入”评级

公司发布业绩快报, 2024 年公司实现营收 119.3 亿 (+37.8%), 归母净利润 19.8 亿元 (-3.4%), 扣非归母净利润 16.3 亿元 (-11.0%)。单 2024Q4 看, 公司实现营业收入 49.2 亿元 (+65.9%), 归母净利润 5.1 亿元 (-26.3%), 扣非归母净利润 4.4 亿元 (-23.3%)。受缺货及关税影响, 我们下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 19.8/23.0/29.0 亿元 (原值 21.8/24.9/30.6 亿元), 对应 EPS 为 10.72/12.45/15.70 元, 当前股价对应 PE 为 23.7/20.4/16.2 倍。公司执行更加积极的产品和销售策略后收入如期高增, 发布全球首款机械手臂扫地机新品, 有望成为 AI 机器人技术应用至下游的标杆企业, 估值有望提升, 维持“买入”评级。

● 2024Q4 各区域保持良好增长, 2025 内销国补延续、海外消费有望重回景气
根据奥维云网及久谦数据, 2024Q4 石头各地区表现看: (1) 内销: 线上渠道销额同比+104%, 销额市占率达 25.1% (+2.2pcts)、保持第一梯队, 其中 2000-3000、3000-4000、4000-5000 价位段销量市占率分别达 31%/24%/36%, 分列第一/第二/第一名。(2) 北美: 美亚销额+38%, 线下渠道进驻顺利。(3) 欧洲: 德亚销额同比+38%, 线下渠道预计恢复良好。(4) 亚太: 日亚电动工具零件销额同比+63%。展望 2025 年, 内销国补延续、外销消费景气度有望回升, 看好公司在更积极的产品/销售策略下持续保持收入高增。内销看, 2025 年扫地机线上渠道累计 (截至 2 月 23 日) 量/价同比分别+57%/+9%, 其中石头同比分别+91%/+3%; 外销方面, 石头 2025M1 美亚/德亚销额同比分别+30%/+78%, 积极策略逐渐开始展露成效。

● 断货、关税及饱和营销等多重因素下盈利能力阶段性承压, 预计见底趋稳
2024Q4 公司归母净利率 10.3% (-13.0pct), 扣非净利率 8.9% (-10.4pct), 承压预计主系: (1) 国补热销下公司产品自 10 月底开始持续缺货, 发货时间超 1 个月。叠加收货确认需要时间, 大部分收入计入 2025Q1; (2) 四季度对美销售产品大多受到加征关税影响; (3) 饱和营销下, 公司策划了多起出圈的品牌营销事件, 如“扫地机上太空”、“烘干一座城”、合作瑞典乒乓球明星莫雷高德等, 叠加海内外大促投流 & 抖音/欧亚等高费率渠道占比有所提升, 预计销售费率有结构性提升; (4) 公司持续加强海内外全价格带布局、多品类加速研发及推新, 预计研发 & 管理费率有所提升。我们认为公司主动放弃高净利率是为了更好的收入及份额增长 & 压缩竞对空间, 当前已逐步收获成效, 净利率有望见底趋稳。

● 加快多品类推新, 创新力和产品力保持引领, 有望持续拓宽护城河
2025 年以来公司陆续发布多个品类新品, 扫地机 G30 Space 探索版搭载全球首创机械手臂, 可实现物体夹取和移动, 进一步拓展能力边界、靠近家庭服务机器人形态; 洗地机 A30 Pro Steam 延续 A30 系列备受好评的 0 缠毛、0 死角、0 负担功能, 并全球首创双洗地模式, 其中 150°C 蒸汽洗可高温溶解污渍、高效灭杀细菌病毒; 86°C 热水洗适合厨房等重油污场景清洁。公司新品保持产品力引领, 有望随算法积累不断拓宽护城河, 作为 AI 机器人下游应用标杆拉动估值提升。

● 风险提示: 新品销售不及预期; 竞争加剧风险; 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	11,926	17,886	23,083
YOY(%)	13.6	30.5	37.8	50.0	29.1
归母净利润(百万元)	1,183	2,051	1,981	2,300	2,900
YOY(%)	-15.6	73.3	-3.4	16.1	26.1
毛利率(%)	49.3	55.1	53.0	52.0	52.0
净利率(%)	17.9	23.7	16.6	12.9	12.6
ROE(%)	12.4	18.0	15.5	15.7	16.9
EPS(摊薄/元)	6.41	11.10	10.72	12.45	15.70
P/E(倍)	39.7	22.9	23.7	20.4	16.2
P/B(倍)	4.9	4.1	3.7	3.2	2.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、更积极的产品和营销策略下，2024Q4 收入如期高增	3
2、断货、关税及饱和营销等多重因素下盈利能力阶段性承压，预计见底趋稳	4
3、加快多品类推新，创新力和产品力保持引领，有望持续拓宽护城河	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

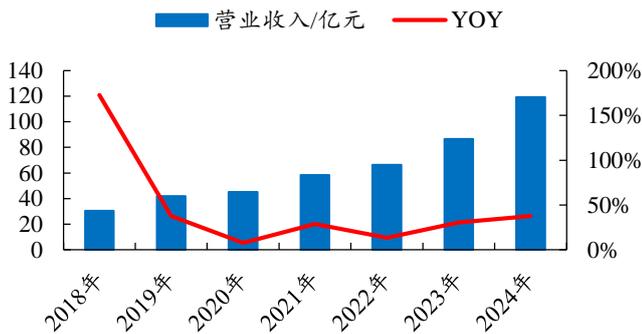
图表目录

图 1：2024 年公司实现营收 119.3 亿元（同比+37.8%）	3
图 2：2024 年公司实现归母净利润 19.8 亿元（-3.4%）	3
图 3：2024Q4 公司实现营收 49.2 亿元（+65.9%）	3
图 4：2024Q4 公司实现归母净利润 5.1 亿元（-26.3%）	3
图 5：2024Q4 石头线上渠道销额同比+104%	4
图 6：石头在 2000-3000、3000-4000、4000-5000 价位段销量市占率分列第一/第二/第一名	4
图 7：2024Q4 石头扫地机品类美亚销额+38%	4
图 8：2024Q4 石头扫地机品类德亚销额同比+38%	4
图 9：公司近期加大费用投放下，有较多出圈的营销动作	5
图 10：G30 Space 探索版抓取物体的额定负载 300g，关闭超重保护开关在一些姿态下能夹取超 1000g 物体	6
图 11：G30 Space 探索版能实现大块垃圾清理、物品归位等功能	6
图 12：2 月 25 日发布新品 A30 Pro Steam，首创蒸汽洗+热水洗模式	7

1、更积极的产品和营销策略下，2024Q4 收入如期高增

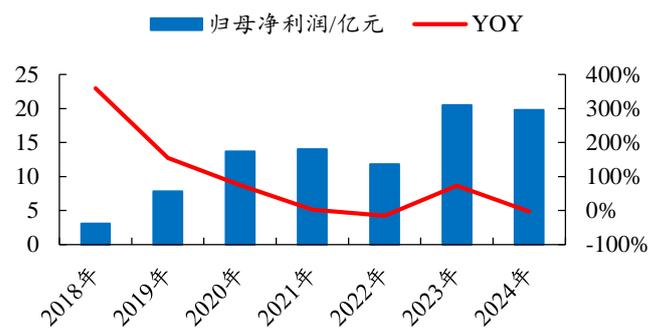
公司发布业绩快报,2024 年公司实现营业收入 119.3 亿元(同比+37.8%,下同),归母净利润 19.8 亿元(-3.4%),扣非归母净利润 16.3 亿元(-11.0%)。单 2024Q4 看,公司实现营业收入 49.2 亿元(+65.9%),归母净利润 5.1 亿元(-26.3%),扣非归母净利润 4.4 亿元(-23.3%)。公司利润受缺货及关税影响,但组织架构调整后开始执行更加积极的产品和销售策略,收入保持快速增长。

图1：2024 年公司实现营收 119.3 亿元（同比+37.8%）



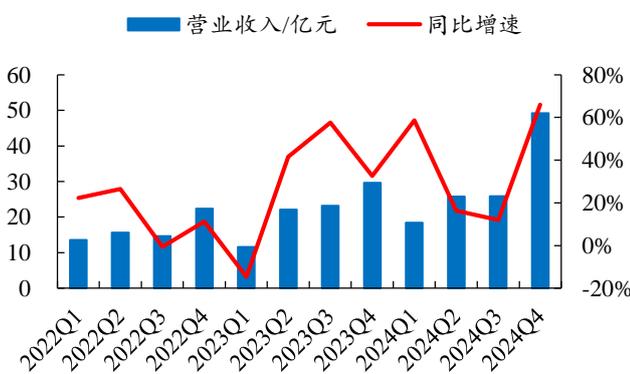
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024 年公司实现归母净利润 19.8 亿元（-3.4%）



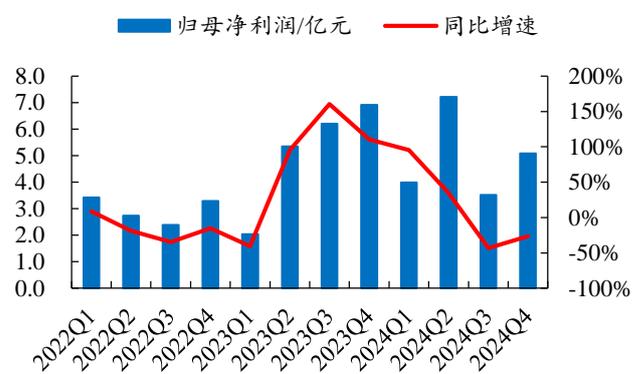
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024Q4 公司实现营收 49.2 亿元（+65.9%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q4 公司实现归母净利润 5.1 亿元（-26.3%）

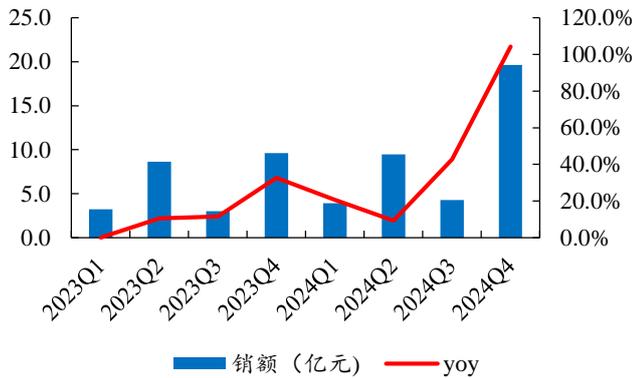


数据来源：Wind、开源证券研究所

石头各区域表现良好，终端动销实现较快增长。根据奥维云网及久谦数据，各地区表现看：

- 内销：2024Q4 石头线上渠道销额同比+104%，销额市占率达 25.1%（+2.2pcts）、份额保持第一梯队。分价格带看，石头在 2000-3000、3000-4000、4000-5000 价位段销量市占率分别达 31%/24%/36%，分列第一/第二/第一名。

图5：2024Q4 石头线上渠道销额同比+104%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图6：石头在 2000-3000、3000-4000、4000-5000 价位段销量市占率分列第一/第二/第一名

价位段	销量/台	份额	销量/台	份额	销量/台	份额		
4000元~5000元	531906	24.84%	3000元~4000元	756569	35.34%	2000元~3000元	315878	14.75%
行业整体			行业整体			行业整体		
科沃斯	141034	26.51%	科沃斯	178458	23.59%	科沃斯	41788	13.23%
石头	190925	35.89%	石头	182664	24.14%	石头	98589	31.21%
追觅	100012	18.80%	追觅	99165	13.11%	追觅	35413	11.21%
云鲸	92537	17.40%	云鲸	235219	31.09%	小米	98515	31.19%

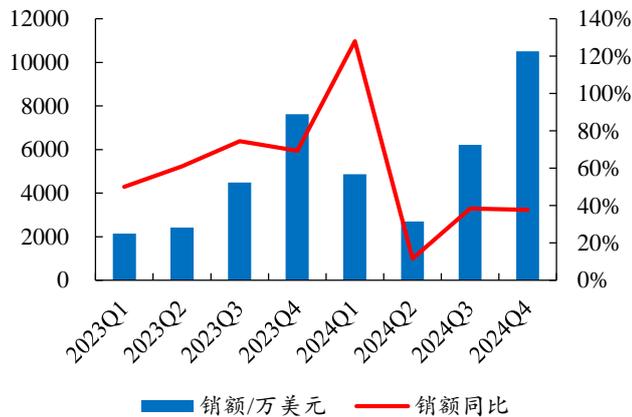
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

(2) 北美: 2024Q4 石头扫地机品类美亚销额+38%，线下渠道进驻顺利。

(3) 欧洲: 2024Q4 石头扫地机品类德亚销额同比+38%，线下渠道恢复良好，同比预计实现转正。

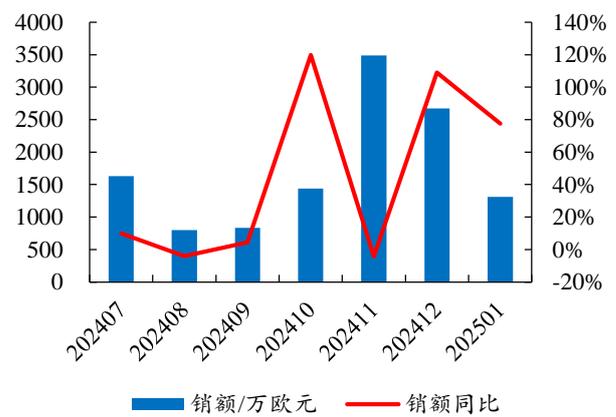
(4) 亚太: 2024Q4 石头扫地机品类日亚电动工具零件销额同比+63%。

图7：2024Q4 石头扫地机品类美亚销额+38%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

图8：2024Q4 石头扫地机品类德亚销额同比+38%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

展望 2025 年，内销国补延续、外销消费景气度有望回升，看好公司在更积极的产品/销售策略下持续保持收入高增。内销看，2025 年扫地机线上渠道累计（截至 2 月 23 日）量/价同比分别+57%/+9%，其中石头同比分别+91%/+3%；外销方面，石头 2025M1 美亚/德亚销额同比分别+30%/+78%，积极策略逐渐开始展露成效。

2、断货、关税及饱和营销等多重因素下盈利能力阶段性承压，预计见底趋稳

2024Q4 公司归母净利率 10.3% (-13.0pct)，扣非净利率 8.9% (-10.4pct)，原因主系：

(1) 国补热销下公司产品自 10 月底开始持续缺货，发货时间超 1 个月。叠加收货确认时间，大部分收入计入 2025Q1；

(2) 四季度对美销售产品大多受关税影响；

(3) 饱和营销叠加海内外大促投流&抖音/欧亚等高费率渠道占比增加，预计销售费率有结构性提升，带来了收入的更快增长；

在费用投放方面，我们预计渠道销售费用的投放的主要区域包括高毛利率的美亚、占比逐步提升的欧亚，以及欧洲线下渠道。品牌端的投放方面，近期石头策划了多起较为出圈的营销事件，例如“扫地机上太空”、“烘干一座城”等，同时也与瑞典乒乓球明星莫雷高德代言，巩固海外优势市场。我们认为石头在费用投放上有的放矢，韩国和北欧等高市占率的地方投放较少，但在德国等竞争激烈的地方花的多，力求达到较高的费用投放效率。

在拓宽价格带方面，石头没有采取老品降价的方式覆盖更多的人群，而是通过推出更宽价格带的新品，当前的价格覆盖 140-1800 美金区间。低端新品多复用老品模具后增删功能，不需要重新开模，因此毛利率也能维持在较高的水平。推出低价格段产品能够更好覆盖北美线下、西南欧等地区，以美亚为例，2025 年 1 月 8 日下午，我们观察到以销量为排名依据的美亚 bestseller 排行榜中，前十名产品均价为 252 美金，最低价格的产品为石头 Q5 Pro，售价仅为 139.99 美金。此外，石头 Q5 Max+ 售价 409.99 美金，排名第 11。又如，黑五期间北欧核心渠道市占率已经超过 90%，我们认为主要原因就是代言人效应+低价格带产品的推出覆盖了更多消费人群。

图9：公司近期加大费用投放下，有较多出圈的营销动作



石头与瑞典乒乓球国手莫雷高德合作拍摄宣传短片



石头扫地机在太空中演示功能



石头联动北京千灯夜举办跨年活动



石头联动苏州丝绸博物馆宣传洗烘一体机



石头在上海举办“烘动上海滩”活动

资料来源：公司官网、开源证券研究所

(4) 加强海内外全价格带布局、多品类加速研发及推新，预计研发&管理费率有所提升。

我们认为公司主动放弃高净利率是为了更好的收入及份额增长&压缩竞对空间，当前已逐步收获成效，净利率有望见底趋稳。2024Q3-Q4 公司采取了两个季度的饱和营销动作，我们预计主系业务人员摸索高效的投放方式&渠道所致。随着业务人员逐渐掌握投放节奏并优选出高效的投放渠道后，我们预计 2025 年的费用投放效率会更高，在投放节奏和强度持平下，即净利率会企稳至 15%左右。

3、加快多品类推新，创新力和产品力保持引领，有望持续拓宽护城河

2025 年以来，公司陆续发布包括扫地机、洗地机在内多个品类新品。

在扫地机方面，G30 Space 探索版的机械手臂能够抓取物品，实现大块垃圾清理、物品归位等功能。在清扫过程中，G30 Space 探索版会首先检测并标记它可以举起的物体（额定负载 300g，关闭超重保护开关在一些姿态下能夹取超 1000g 物体），然后第二次返回遗漏的区域，举起物体后进行盲区打扫，随后完成物品归位。除了可以识别预编程的 108 个对象外，G30 Space 探索版 还可以通过定制的人工智能驱动识别技术，使用户能够在应用程序中定义和标记多达 50 个新对象，以实现个性化交互和增强功能。例如，通过预设制脏衣篓、鞋架和垃圾桶的位置，并标记诸如拖鞋、纸团、毛巾等物品，实现大块垃圾清理、物品归位等功能。

图10: G30 Space 探索版抓取物体的额定负载 300g，关闭超重保护开关在一些姿态下能夹取超 1000g 物体



资料来源：公司官网

图11: G30 Space 探索版能实现大块垃圾清理、物品归位等功能



资料来源：公司官网

在洗地机方面，2月25日发布新品 A30 Pro Steam，首创蒸汽洗+热水洗模式。在延续 A30 系列备受好评的 0 缠毛、0 死角、0 负担功能基础上，全球首创 150°C 蒸汽洗+86°C 热水洗双洗地模式，蒸汽洗可以高温溶解污渍、高效灭杀细菌病毒；热水洗适合厨房等重油污场景，通过高温热水直接冲刷地面和滚刷上的油污，实现真正意义上的 0 残留。不仅如此，石头 A30 Pro Steam 还升级 1L 大清水箱、6300mAh 软包电池以及 2A 快充，续航长达 80 分钟，蒸汽洗模式也能做到 30 分钟，轻松满足全屋清洁需求。

图12：2月25日发布新品 A30 Pro Steam，首创蒸汽洗+热水洗模式


资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司新品保持创新力和产品力引领，有望随算法积累下不断拓宽护城河，助力份额持续提升。

4、盈利预测与投资建议

受缺货及关税影响，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 19.8/23.0/29.0 亿元（原值 21.8/24.9/30.6 亿元），对应 EPS 为 10.72/12.45/15.70 元，当前股价对应 PE 为 23.7/20.4/16.2 倍。公司执行更加积极的产品和销售策略后收入如期高增，发布全球首款机械手臂扫地机新品，有望成为 AI 机器人技术应用至下游的标杆企业，估值有望提升，维持“买入”评级。

5、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
流动资产	7286	8897	9876	13358	14552
现金	1804	893	1438	3102	4197
应收票据及应收账款	328	275	551	690	910
其他应收款	61	693	346	1212	799
预付账款	43	63	83	135	146
存货	694	928	1413	2173	2455
其他流动资产	4356	6045	6045	6045	6045
非流动资产	3547	5480	5687	6276	6807
长期投资	21	20	20	20	19
固定资产	1315	1286	1388	1771	2126
无形资产	7	18	19	20	20
其他非流动资产	2205	4155	4260	4466	4642
资产总计	10833	14377	15564	19634	21359
流动负债	1204	2879	2699	4852	4061
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	702	1499	1323	3256	2483
其他流动负债	502	1380	1376	1596	1578
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	2815	4968	4177
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	8017	10087	12697
归属母公司股东权益	9556	11381	12748	14665	17181
负债和股东权益	10833	14377	15564	19634	21359

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1120	2186	1411	2569	1933
净利润	1183	2051	1981	2300	2900
折旧摊销	96	116	188	247	330
财务费用	-106	-139	-94	-212	-299
投资损失	-33	-62	-30	-37	-50
营运资金变动	-216	74	-562	360	-853
其他经营现金流	195	146	-72	-88	-95
投资活动现金流	-505	-2348	-321	-735	-752
资本支出	255	248	396	836	861
长期投资	-384	-2258	0	0	0
其他投资现金流	134	157	75	101	109
筹资活动现金流	-202	199	-545	-170	-85
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	-545	-170	-85
现金净增加额	433	48	545	1664	1095

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6629	8654	11926	17886	23083
营业成本	3363	3883	5605	8585	11080
营业税金及附加	33	75	73	108	149
营业费用	1318	1817	2743	4650	6002
管理费用	141	211	304	465	612
研发费用	489	619	1014	1610	2077
财务费用	-106	-139	-94	-212	-299
资产减值损失	-66	-148	-143	-260	-306
其他收益	61	121	54	120	70
公允价值变动收益	-64	114	45	64	59
投资净收益	33	62	30	37	50
资产处置收益	-6	1	0	0	0
营业利润	1344	2317	2240	2615	3298
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	2244	2619	3301
所得税	166	269	263	319	401
净利润	1183	2051	1981	2300	2900
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1183	2051	1981	2300	2900
EBITDA	1391	2409	2461	2862	3586
EPS(元)	6.41	11.10	10.72	12.45	15.70

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.6	30.5	37.8	50.0	29.1
营业利润(%)	-15.9	72.4	-3.3	16.8	26.1
归属于母公司净利润(%)	-15.6	73.3	-3.4	16.1	26.1
获利能力					
毛利率(%)	49.3	55.1	53.0	52.0	52.0
净利率(%)	17.9	23.7	16.6	12.9	12.6
ROE(%)	12.4	18.0	15.5	15.7	16.9
ROIC(%)	56.6	102.1	72.1	75.6	64.2
偿债能力					
资产负债率(%)	11.8	20.8	18.1	25.3	19.6
净负债比率(%)	-18.7	-7.6	-11.2	-21.1	-24.4
流动比率	6.1	3.1	3.7	2.8	3.6
速动比率	5.0	2.4	2.7	2.1	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1
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	7.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.41	11.10	10.72	12.45	15.70
每股经营现金流(最新摊薄)	6.07	11.83	7.64	13.91	10.46
每股净资产(最新摊薄)	51.73	61.61	69.01	79.39	93.01
估值比率					
P/E	39.7	22.9	23.7	20.4	16.2
P/B	4.9	4.1	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	29.6	17.0	16.4	13.5	10.5

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