

规模继续明显扩张，费用控制在推进中

2025 年 10 月 30 日

核心观点

- 公司公告：**2025 年前三季度，公司实现营收 120.7 亿元，同比+72.2%，归母净利润 10.4 亿元，同比-29.5%。其中，2025Q1/Q2/Q3 分别实现收入 34.3/44.8/41.6 亿元，分别同比+86.2%/+73.8%/+60.7%，归母净利润 2.7/4.1/3.6 亿元，分别同比-32.9%/-43.2%/+2.5%；归母净利率分别为 7.8%/9.2%/8.7%。25Q3 收入继续快速增长，净利率率依然维持低位。公司收入超我们预期，利润符合预期。
- 25Q3 经营策略开始变化：**1) 相比上半年，25Q3 扫地机、洗衣机业务亏损明显缩小，且销售费用投放力度明显减弱。2) 25Q3 扫地机内销自补大幅增加，弥补国补退坡，导致扫地机内销毛利率下降，净利率下降，但换来收入的高速增长。扫地机海外业务保持快速增长，除美国受关税影响外，欧洲与新兴市场国家保持良好的盈利能力。3) 由于扫地机内销毛利率下降以及低毛利率的扫地机占比提升，25Q3 毛利率为 42.1%，同比-11.8 pct，环比-1.7 pct。4) 销售费用投放力度已开始下降，25Q3 销售费用率 24.4%，环比下降 2.7pct。公司 25Q3 开始转向经营质量与规模并重，销售费用投入力度开始减弱。规模快速扩张对费用起到摊薄作用，25Q3 管理/研发/财务费用率分别为 2.0%/8.2%/-0.9%，分别同比-1.8/-0.7/-0.4 pct。
- 海外市场快速增长，发布智能割草机新品：**1) 扫地机海外继续提升份额。根据 Sensor Tower 数据，石头科技海外 APP 下载量 2025 年 9 月同比+50%，1~9 月累计同比+53%。美国市场受关税影响，盈利能力有所减弱，但是欧洲、新兴市场国家趋势良好。2) 25Q3，扫地机产品开始出海，产品已导入主要的海外市场，外销盈利能力优于内销。3) 公司推出三款智能割草机新品，实现高端到入门的全价位布局，切入高景气赛道，主要拓展欧洲市场。
- 国补退坡，后续如何展望：**1) 2024Q4 国补导致清洁电器爆发式增长。2025Q4 公司将继续延续自补策略，扩大市场份额，国内扫地机的盈利能力将依然偏低；国内扫地机业务市场第二的位置稳固，亏损可控。2) 展望 2026 年，我们预计扫地机、扫地机消费者的正面示范效应下，渗透率将快速提升，整体市场有望保持增长。
- 我们预计公司明年将出现利润率修复：**1) 24Q3 开始，公司规模导向，导致利润率明显下降，处于低位。新业务的亏损，以及销售费用率大幅提升是主要原因。2) 我们预计 2026 年起，公司利润率将修复。公司销售费用的投放将被控制；新业务的亏损规模也将明显减小；目前扫地机内销自补的力度也将逐步减弱。
- 投资建议：**我们维持 2025 年盈利预测，但上调 2026、2027 年盈利预测。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 181.2/222.7/278.7 亿元，分别同比+51.7%/+22.9%/+25.1%，归母净利润 16.1/26.0/36.3 亿元，分别同比-18.7%/+62.0%/+39.5%，EPS 分别为 6.20/10.05/14.01 元每股，当前股价对应 30.0/18.5/13.3 P/E，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**国补政策持续性风险；美国关税风险；市场竞争加剧风险。

石头科技（股票代码：688169）

推荐 维持评级

分析师

何伟

✉: hewei_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130525010001

刘立思

✉: liulisi_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130524070002

杨策

✉: yangce_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130520050005

陆思源

✉: lusiyan_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130525060001

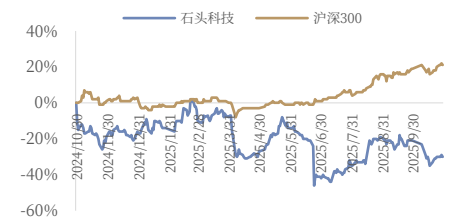
市场数据

2025 年 10 月 30 日

股票代码	688169
A 股收盘价(元)	185.77
上证指数	3,986.90
总股本(万股)	25,911
实际流通 A 股(万股)	25,911
流通 A 股市值(亿元)	481

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 30 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河家电】公司点评_石头科技：转向经营质量与规模并重
- 【银河家电】公司点评_家电行业_石头科技：筹划 H 股上市，有助企业国际化
- 【银河家电】公司点评_家电行业_石头科技：继续坚定实施规模领先战略

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,945	18,124	22,272	27,872
收入增长率%	38.03	51.74	22.88	25.15
归母净利润(百万元)	1,977	1,607	2,603	3,631
利润增长率%	-3.64	-18.72	62.04	39.48
摊薄 EPS(元)	7.63	6.20	10.05	14.01
PE	24.35	29.96	18.49	13.26

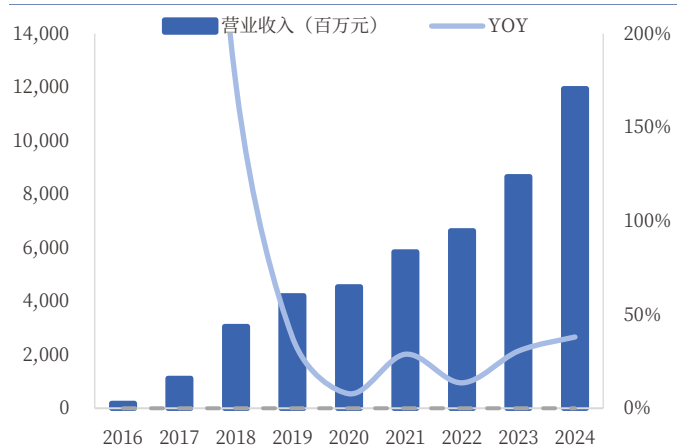
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、公司经营情况

公司目前专注于提升产业优势：1) 2020 年公司上市，当年归母净利润率达到 30.2%，但因缺乏必要销售投入，收入规模处于二线水平。2) 2021 年~2023 年，随着销售费用投入增加，利润率有所下降，但市场份额持续上升，规模上升至一线。2023 年，iRobot、科沃斯、石头扫地机销量分别 303 万台、284 万台、260 万台。3) 到了 2024 年第三季度，石头的竞争策略更加注重市场份额提升。具体措施包括，在中国加大营销投入；在美国承担关税成本而不提高产品价格；在欧洲一方面降价，另一方面显著提升线上直销的比例，这些因素共同导致了利润率的下降。

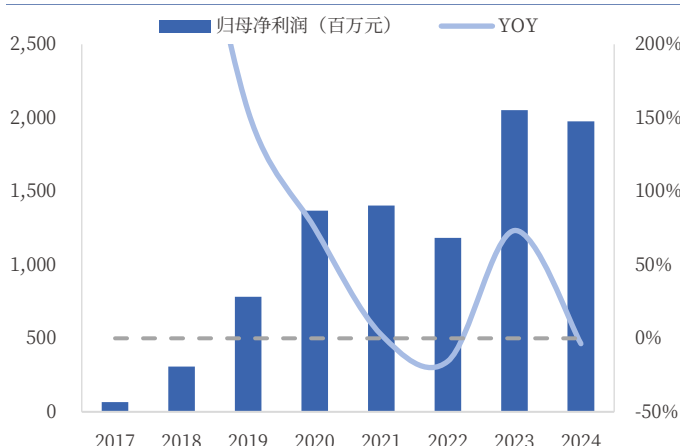
2024 年，石头的营收达到 119.4 亿元，同比+38.0%。2024 年石头的扫地机收入和销量已经位居全球首位。

图1：公司营业收入（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

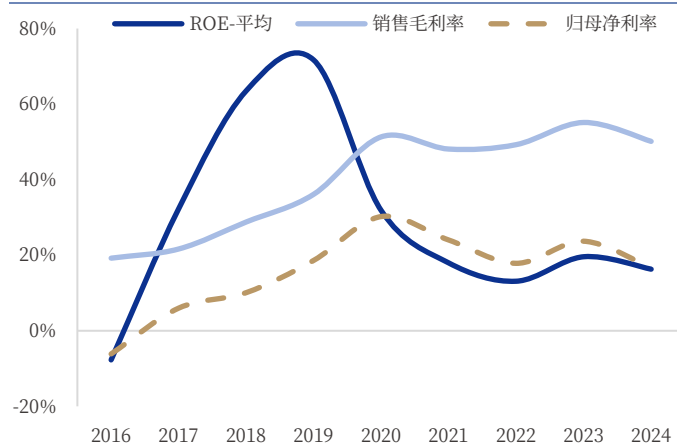
图2：公司归母净利润（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

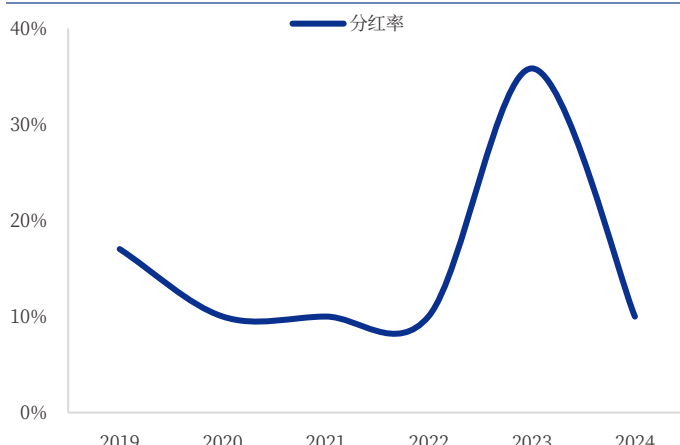
2024 年，公司 ROE-平均为 16.3%，毛利率为 50.1%，归母净利率为 16.5%，分红率为 10%。2024 年会计准则变化，部分销售费用归入生产成本，导致毛利率下降。但剔除该影响，公司的产品竞争策略也导致综合毛利率下降。

图3：公司年度 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

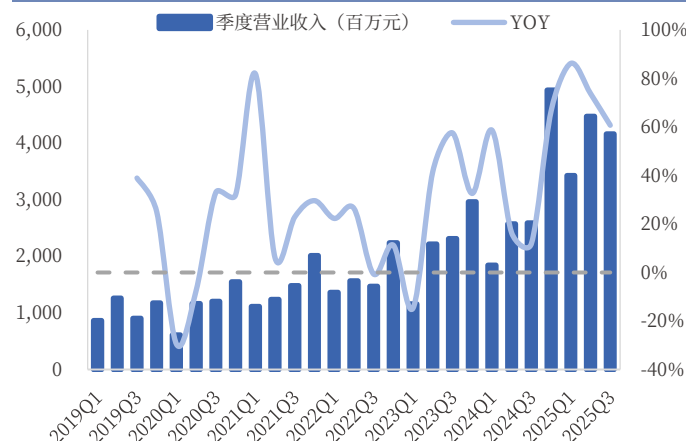
图4：公司年度分红率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

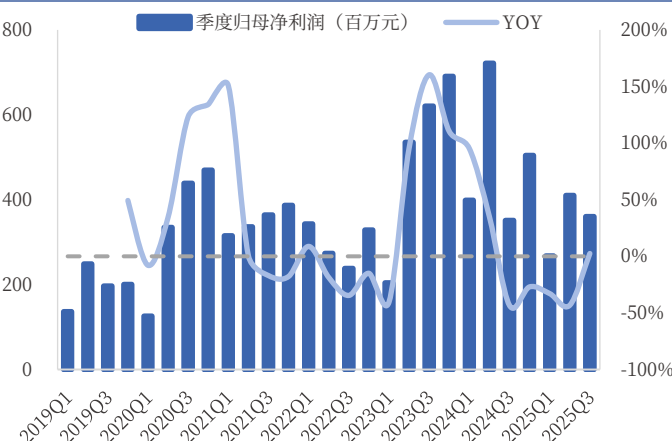
2025Q1/Q2/Q3, 公司分别实现收入 34.3/44.8/41.6 亿元, 分别同比+86.2%/+73.8%/+60.7%, 归母净利润 2.7/4.1/3.6 亿元, 分别同比-32.9%/-43.2%/+2.5%。

图5: 公司营业收入 (季度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图6: 公司归母净利润 (季度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

表1: 石头科技业务分拆

	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入 (百万元)	4530	5837	6629	8654	11945
主营业务收入 (百万元)	4530	5837	6611	8639	11918
按产品					
——扫地机器人	4416	5605	6346	8085	10848
——其他智能电器产品	115	232	265	554	1070
按地区(年报口径)					
——境内收入	2662	2473	3128	4411	5531
——境外收入	1868	3364	3483	4229	6388
按销售模式					
——直营	1117	1459	2249	3625	5241
——经销	3413	4378	4362	5014	6677
营业收入 YoY	7.7%	28.8%	13.6%	30.5%	38.0%
主营业务收入 YoY	7.7%	28.8%	13.3%	30.7%	38.0%
按产品					
——扫地机器人	11.6%	26.9%	13.2%	27.4%	34.2%
——其他智能电器产品	-53.5%	102.4%	14.1%	109.4%	93.1%
按地区(年报口径)					
——境内收入	-26.5%	-7.1%	26.5%	41.0%	25.4%
——境外收入	221.3%	80.1%	3.5%	21.4%	51.1%
按销售模式					
——直营		30.6%	54.1%	61.2%	44.6%
——经销		28.3%	-0.4%	15.0%	33.2%
毛利率	51.3%	48.1%	49.3%	55.1%	50.1%
按产品					

——扫地机器人	51.8%	48.2%	49.5%	56.2%	52.1%
——其他智能电器产品	34.8%	46.9%	44.5%	43.3%	33.0%
按地区(年报口径)					
——境内收入	46.4%	47.8%	45.1%	49.3%	46.5%
——境外收入	58.3%	48.4%	53.1%	61.7%	53.7%
按销售模式					
——直营	61.8%	56.7%	54.6%	58.4%	52.2%
——经销	46.1%	45.2%	46.6%	53.1%	48.9%
销量(万台)					
扫地机器人	238	282	225	260	345
其他智能电器产品	9	12	12	26	62
均价(元/台)					
扫地机器人	1852	1988	2825	3116	3145
其他智能电器产品	1285	1865	2166	2162	1729

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

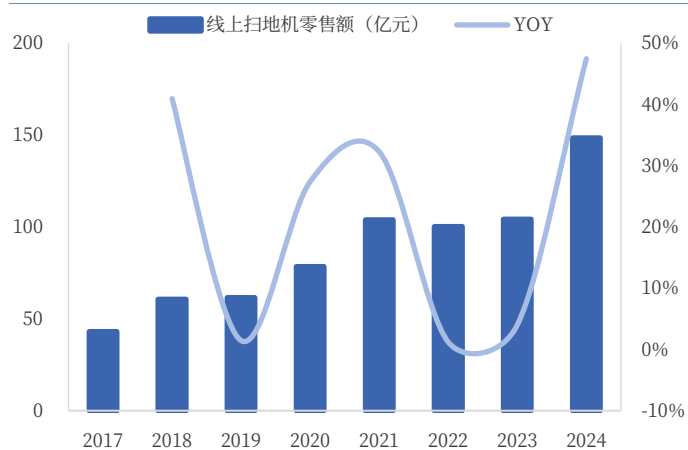
二、清洁电器：四季度面临高基数

（一）清洁电器内销市场受益于国补，但 10 月开始基数明显提升

奥维云网数据，2024 年我国清洁电器全年推总零售量 3035 万台，同比+22.8%；零售额 423 亿元，同比+24.4%，其中 1-8 月零售额同比+10.5%，9-12 月零售额同比+41.8%，显著受益于国补政策拉动。2025 年 1-9 月，我国清洁电器线上零售量 1577 万台，同比+33.3%，线上零售额监测为 218 亿元，同比+39.8%，在以旧换新政策的持续加持下，行业销售热度较高。

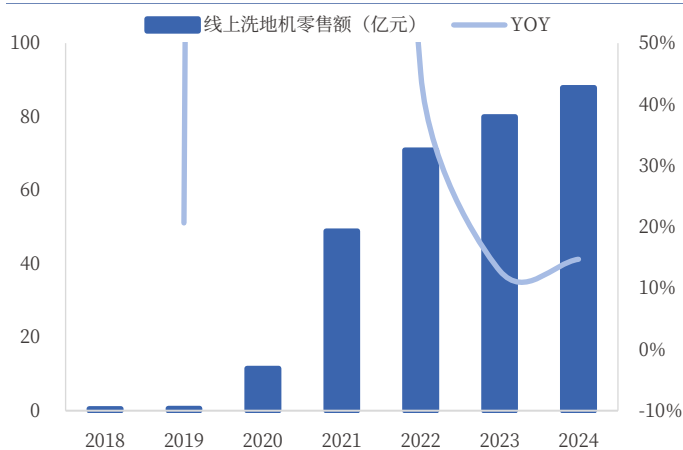
去年 9 月国补晚于大家电，2024 年 9 / 10 / 11 / 12 月清洁电器线上零售额分别同比+8.7% / +75.6% / +22.7% / +77.1%，从 10 月开始基数明显提升。

图7：扫地机器人线上零售额（年度）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

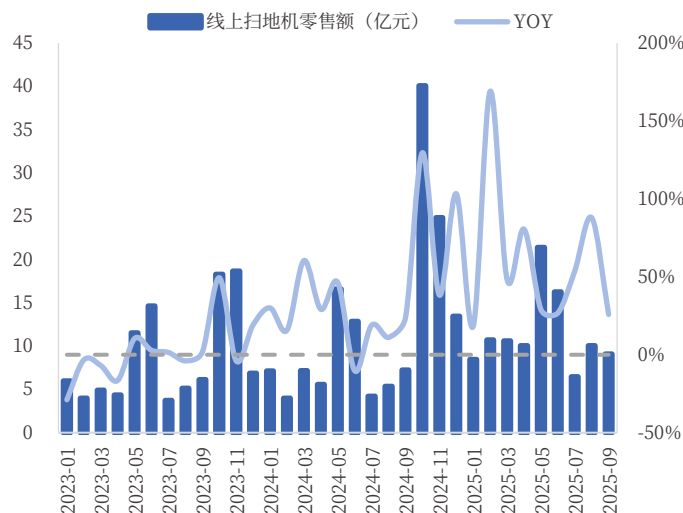
图8：洗地机线上零售额（年度）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

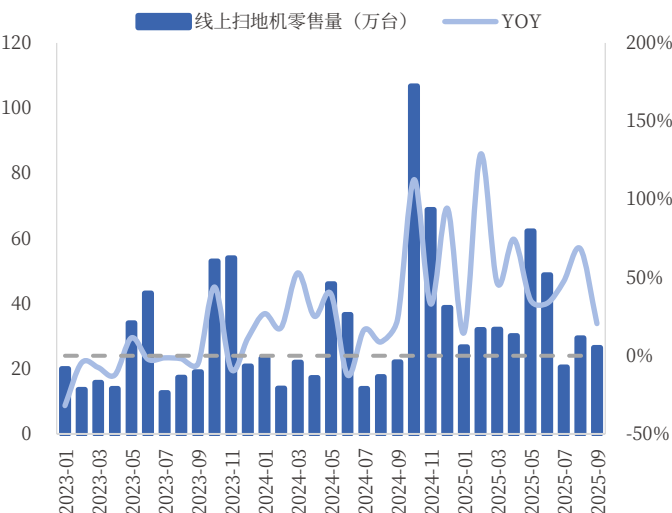
扫地机是天然受益于 AI 升级赋能的品类，叠加政策拉动（扫地机是受地方国补政策覆盖度最高的清洁电器品类），高客单价消费释放充分，高景气有望延续。AVC 零售监测，9 月扫地机线上零售额同比+25.8%，零售均价同比+4.4%，环比+0.3%。2024 年 9/10/11/12 月线上零售额分别同比+23.7%/+129.6%/+38.3%/+103.3%，从 10 月开始基数明显提升。25W40（9.29-10.5）\25W41（10.6-10.12）\25W42（10.13-10.19），扫地机线上零售额分别同比+48.7%/-11.4%/-61.1%，三周合计同比-40.4%，主因去年同比基数较高，三周合计隔年比为+348.6%。

图9：扫地机器人线上零售额（月度）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图10：扫地机器人线上零售量（月度）

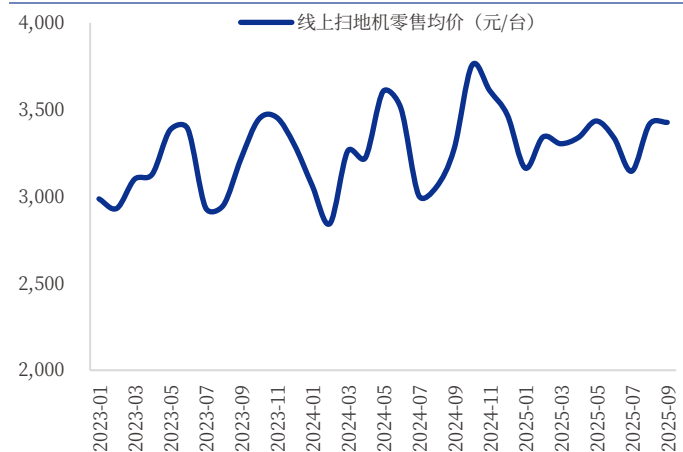


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

扫地机进入门槛高，新进入者不易。目前市场有竞争力的龙头有石头、科沃斯、追觅，此外云鲸有一定竞争力；海外市场，iRobot 缺乏竞争力，市场份额长期下降；Shark 在美国有渠道品牌优势，产品善于运用中国供应链，美国份额较高。

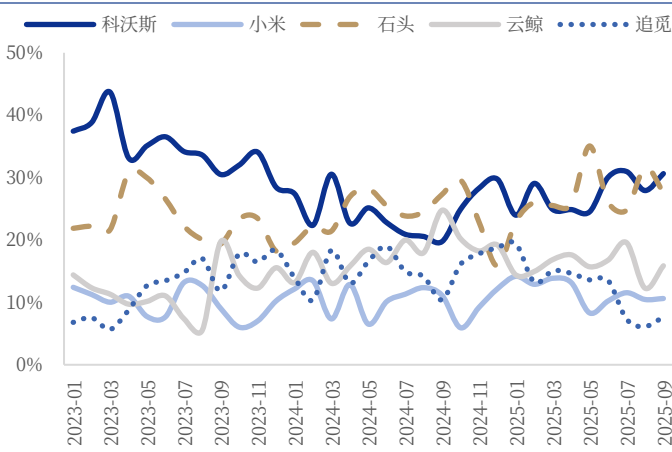
大疆近期产品大幅降价，主要是无人机、运动相机，但扫地机新品也降价，25W41 零售均价达到 5022 元，环比上月-14.6%，市场份额没有明显改善。

图11：扫地机线上均价变化



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

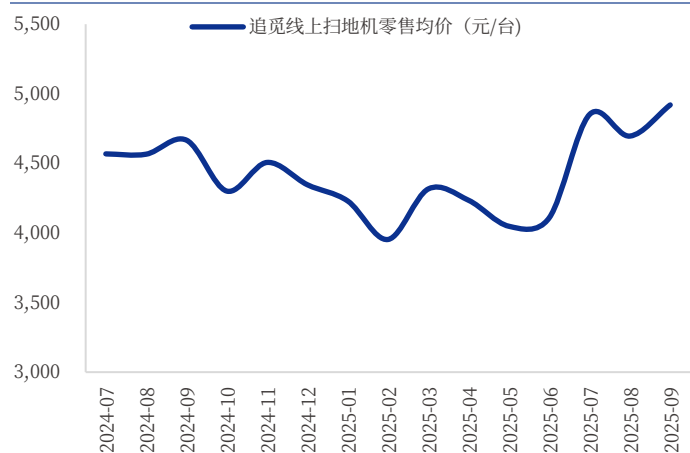
图12：扫地机线上主要品牌份额变化（销售额口径）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

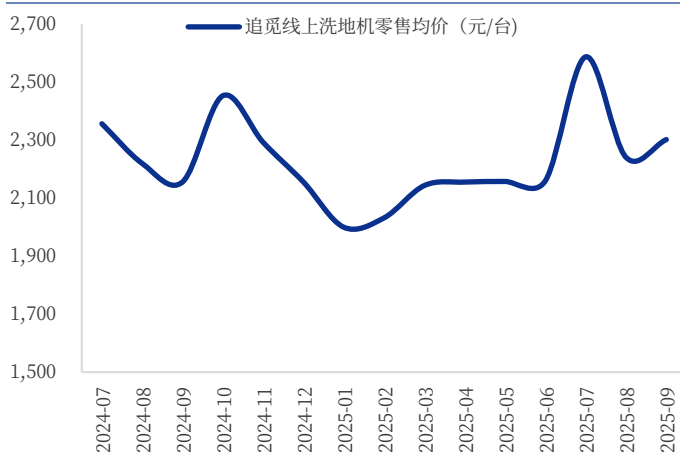
追觅中国市场注重提升盈利能力。追觅 618 后改变竞争策略，并开始提价，减轻了市场竞争压力。2025 年 9 月，追觅线上扫地机零售均价为 4920 元/台，进一步向上攀升；洗地机零售均价达到 2302 元/台。

图13: 追觅品牌扫地机线上零售均价



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图14: 追觅品牌洗地机线上零售均价



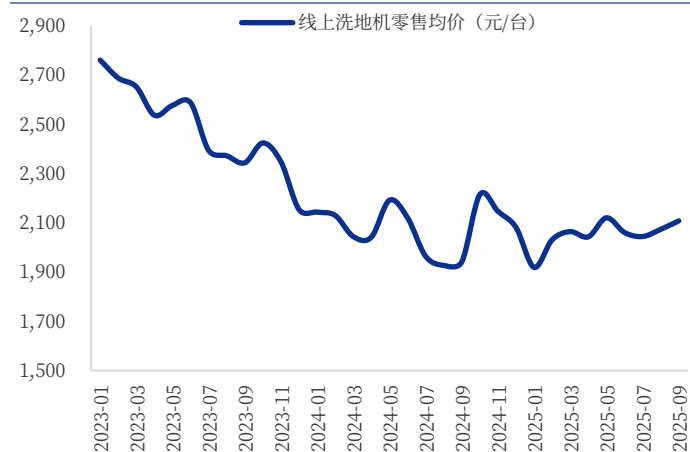
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

洗地机品类方面, 价格战持续, 行业洗牌加剧。短期受益于国补政策拉动, 长期受益于 AI 升级赋能、功能集成化、以及渗透率提升等 (奥维云网测算, 2024 年我国洗地机品类渗透率约 3.1%, 仍有较大提升空间)。

AVC 零售监测, 9 月洗地机线上零售额同比+53.5%, 零售均价同比+8.3%, 环比+1.7%。25W40 (9.29-10.5) \25W41 (10.6-10.12) \25W42 (10.13-10.19), 洗地机线上零售额分别同比+5.2%/+26.8%/-50%, 三周合计同比-21.5%, 主因去年同比基数较高, 三周合计隔年比为+112.4%。

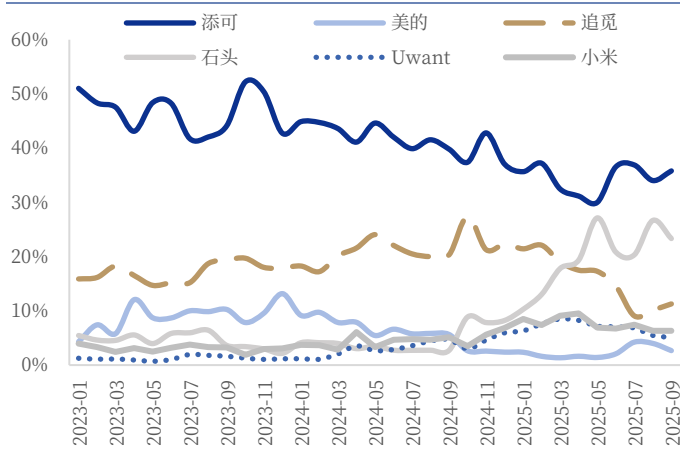
分品牌看, 10 月以来石头线上份额提升, 9 月/W40/W41/W42 分别为 23.3%/24.6%/24.6%/31.7%; 添可份额维持高位, 但有所波动, 9 月/W40/W41/W42 分别为 35.8%/36.6%/40.8%/33.7%。

图15: 洗地机线上月度零售均价



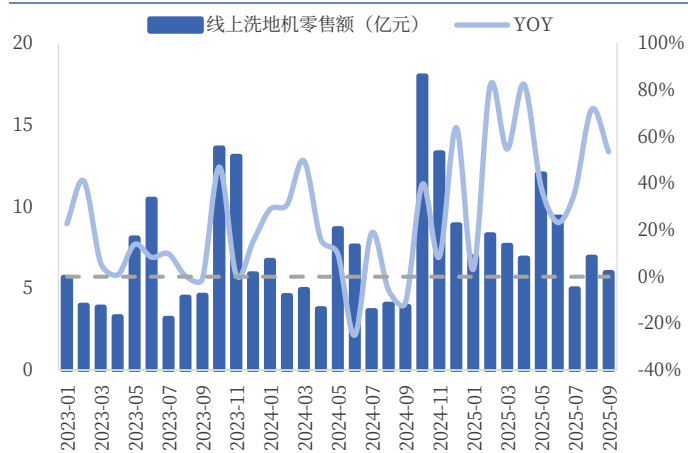
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图16: 洗地机线上主要品牌月度份额 (零售额)



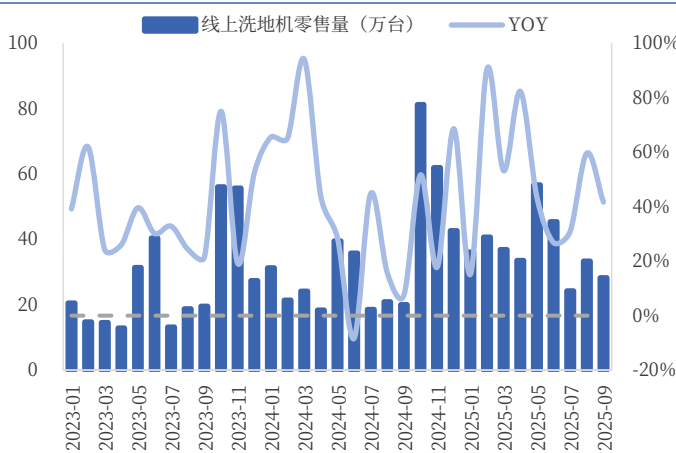
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图17: 洗地机线上零售额 (月度)



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图18: 洗地机线上零售量 (月度)



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

(二) 全球扫地机市场中, 中国企业份额快速增长

IDC 数据显示, 2024 年全球智能扫地机市场全年出货量 2060 万台, 同比增长 11.2%; 中国出货量达 539 万台, 同比增长 6.7%, 其中 Q4 受到“国补”政策刺激, 出货 175 万台, 同比增长 28.2%; 海外出货量测算达 1521 万台, 同比增长 9.4%。

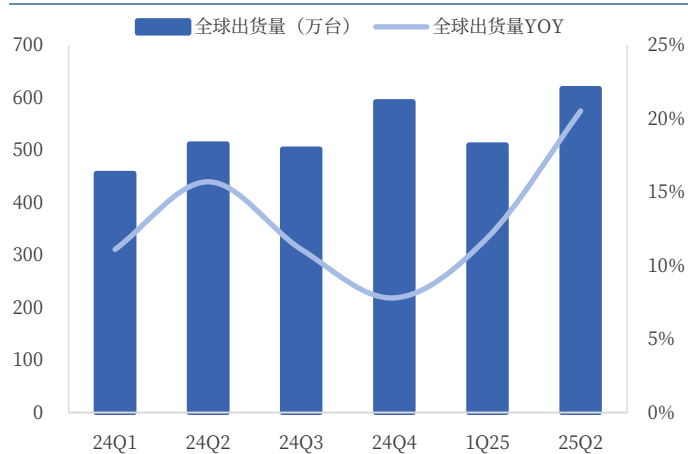
2025 年继续增长, 2025H1 全球出货量 1126 万台, 同比+16.5%。其中, 2025Q1/Q2 分别出货 510/617 万台, 分别同比+11.9%/+20.5%。

从市场竞争格局来看, 2025H1 石头科技、irobot、科沃斯、小米、追觅在全球市场份额中分别占比 20.7%、7.9%、13.9%、10.1%、12.3%。

石头科技全球量额双第一, 已超过 irobot。其出海优先布局对智能家居产品需求较高的发达国家市场, 线上线下并重, 研发销售同步发力。

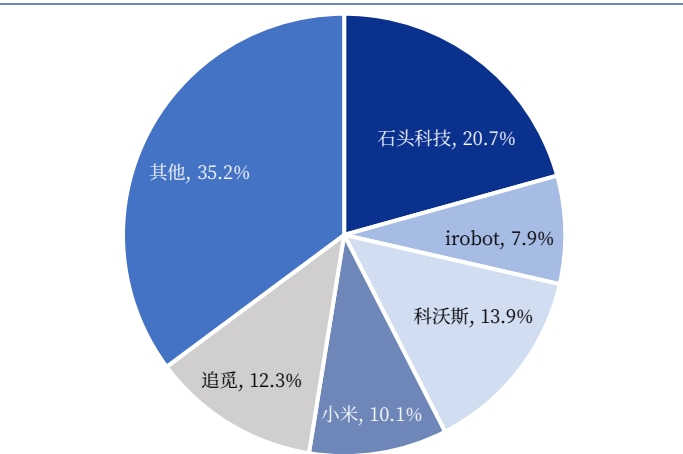
Irobot 2024 年全球出货量下滑 6.7%, 25H1 下滑 35.7%, 产品在西欧、亚太市场受到中国厂商冲击, 市场空间遭挤压。其在新兴国家市场的本土化布局较为乏力, 产品线相对单一, 可能对长期增长构成一定制约。

图19: 扫地机器人全球出货量



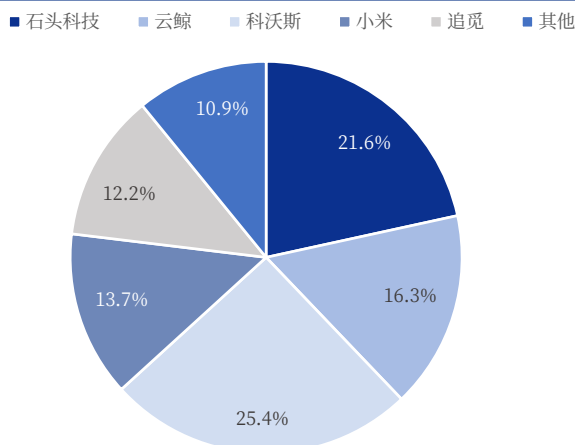
资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

图20: 2025H1 扫地机器人全球市场品牌份额 (按台数)



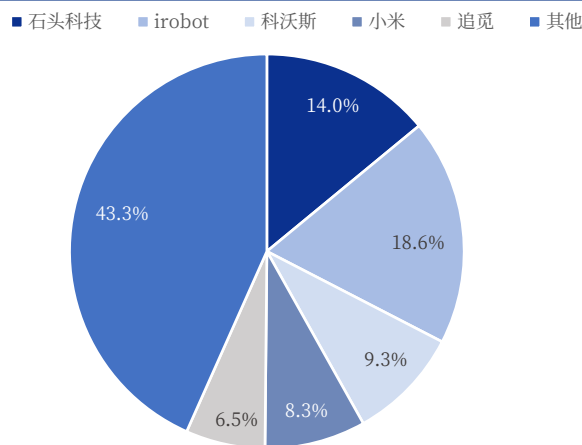
资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

图21：2024 年扫地机中国市场品牌份额（按台数）



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图22：2024 年扫地机海外市场品牌份额（按台数）



资料来源：IDC，中国银河证券研究院（注：中国扫地机品牌海外市场份额以其全球出货量*全球份额-中国出货量*中国份额后差值除以全球出货量-中国出货量方法测算。irobot 全球份额即为其海外市场份额）

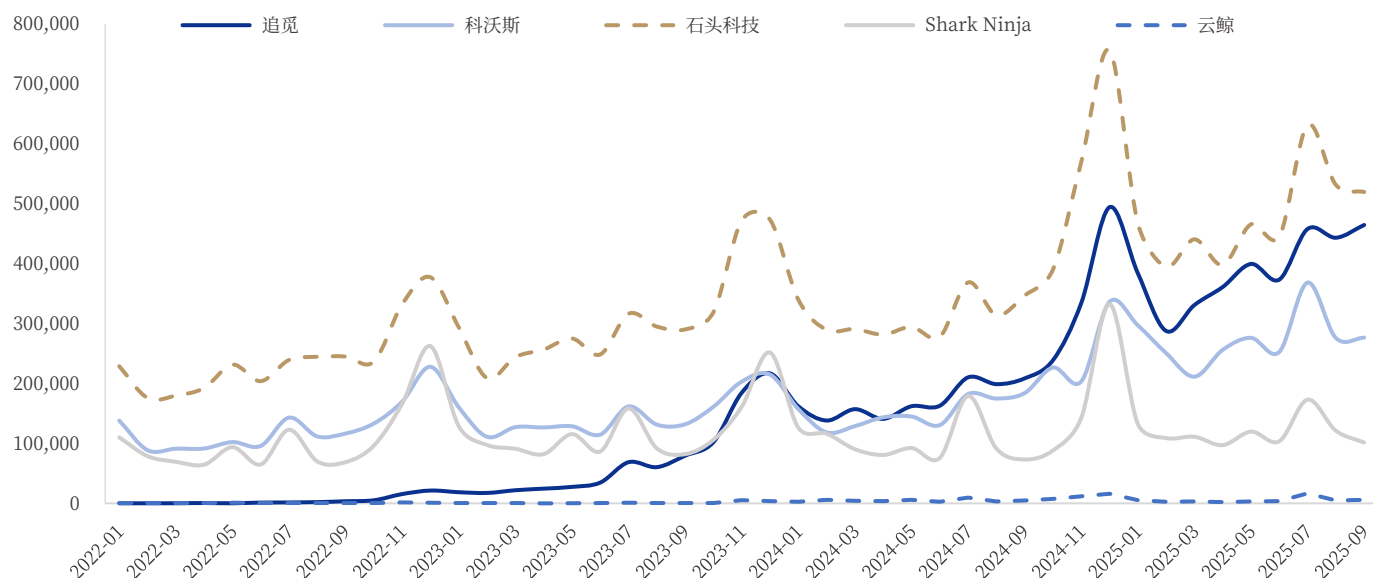
根据 Sensor Tower 数据，从海外 APP 下载量角度看，追觅、石头、科沃斯的 APP 下载量快速增长，Shark Ninja 的下载量增长缓慢，表明中国扫地机品牌海外的市场份额在快速增加。

追觅目前重点在开拓海外市场，欧洲表现最好，海外 APP 下载量 2025 年 9 月同比+123%，1~9 月累计同比+127%。近期沙利文发布，追觅洗地机在欧洲、东南亚、中东等多个核心市场稳居市占率榜首，部分区域市占率超 50%。

科沃斯海外 APP 下载量同比增速明显改善，2023、2024 年仅同比+17%、+20%，2025 年 1~9 月同比+81%，9 月单月同比+50%。

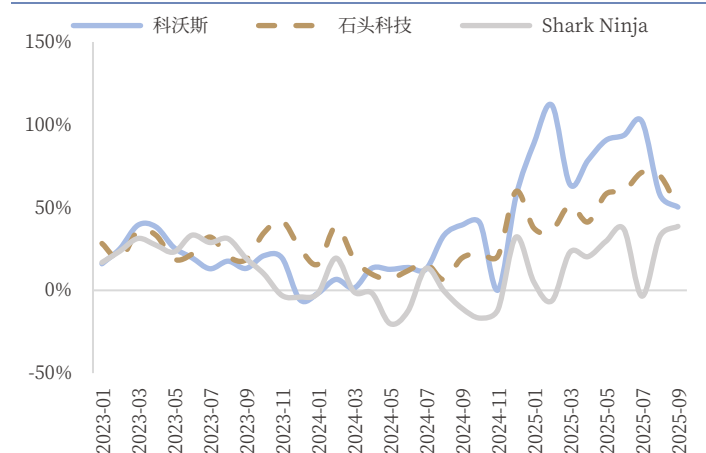
石头科技海外 APP 下载量 2025 年 9 月同比+50%，1~9 月累计同比+53%。

图23：科沃斯、石头科技、Shark Ninja、追觅 app 海外月度下载量



资料来源：Sensor Tower，中国银河证券研究院（注：海外指全球下载量与中国大陆下载量轧差值）

图24: 科沃斯、石头科技、Shark Ninja 海外 app 下载量月度 YOY



资料来源: Sensor Tower, 中国银河证券研究院

图25: 追觅 app 海外下载量月度 YOY



资料来源: Sensor Tower, 中国银河证券研究院 (注: 基数原因致 2023 年 1 月至 11 月追觅下载量月增速超过 1000%, 为便于后续观测增速变化, 未在图表中完全展示)

三、投资建议

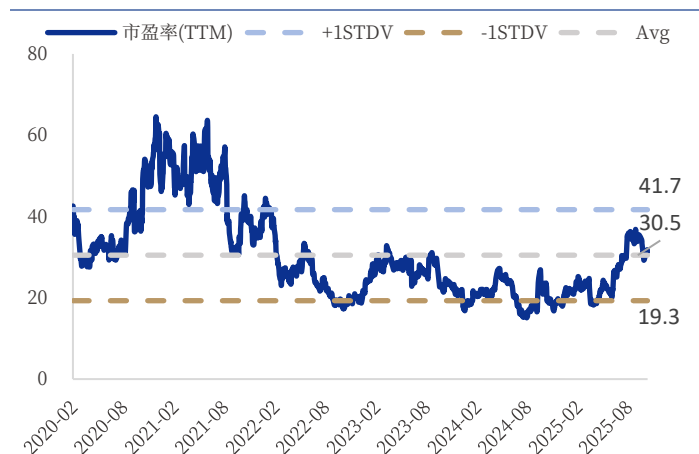
我们维持 2025 年盈利预测，但上调 2026、2027 年盈利预测。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 181.2/222.7/278.7 亿元，分别同比+51.7%/+22.9%/+25.1%，归母净利润 16.1/26.0/36.3 亿元，分别同比-18.7%/+62.0%/+39.5%，EPS 分别为 6.20/10.05/14.01 元每股，当前股价对应 30.0/18.5/13.3 P/E，维持“推荐”评级。

表2：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,945	18,124	22,272	27,872
收入增长率%	38.03	51.74	22.88	25.15
归母净利润（百万元）	1,977	1,607	2,603	3,631
利润增速%	-3.64	-18.72	62.04	39.48
完全摊薄 EPS(元)	7.63	6.20	10.05	14.01
PE	24.35	29.96	18.49	13.26

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图26：公司历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图27：公司历史估值区间（市盈率 预测）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

四、风险提示

国补政策持续性风险；美国关税风险；市场竞争加剧风险。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,752	14,020	17,446	22,037
现金	1,464	2,894	5,302	8,459
应收账款	1,038	1,015	1,297	1,869
其它应收款	868	940	1,226	1,469
预付账款	98	147	175	211
存货	1,490	2,228	2,652	3,233
其他	6,794	6,795	6,795	6,796
非流动资产	5,732	5,755	5,789	5,766
长期投资	373	373	373	373
固定资产	1,373	1,379	1,405	1,391
无形资产	22	25	27	28
其他	3,964	3,979	3,984	3,974
资产总计	17,485	19,775	23,235	27,803
流动负债	4,427	5,309	6,326	7,524
短期借款	0	0	0	0
应付账款	2,825	3,230	3,907	4,685
其他	1,603	2,079	2,419	2,838
非流动负债	187	187	187	187
长期借款	0	0	0	0
其他	187	187	187	187
负债总计	4,615	5,496	6,513	7,711
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权益	12,869	14,278	16,721	20,091
负债和股东权益	17,485	19,775	23,235	27,803

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,734	1,753	2,724	3,504
净利润	1,977	1,606	2,603	3,631
折旧摊销	162	198	235	269
财务费用	-184	3	3	3
投资损失	-151	-127	-156	-195
营运资金变动	-114	-23	127	-162
其他	46	96	-88	-41
投资活动现金流	-352	-123	-153	-83
资本支出	-293	-249	-309	-278
长期投资	-309	0	0	0
其他	250	127	156	195
筹资活动现金流	-800	-201	-164	-263
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-800	-201	-164	-263
现金净增加额	618	1,430	2,407	3,158

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,945	18,124	22,272	27,872
营业成本	5,956	10,185	12,007	14,657
税金及附加	80	156	192	240
销售费用	2,967	4,567	5,345	6,689
管理费用	346	417	490	585
研发费用	971	1,450	1,782	2,230
财务费用	-162	-196	-225	-273
资产减值损失	-95	-95	-108	-100
公允价值变动收益	45	0	0	0
投资收益及其他	354	310	381	477
营业利润	2,090	1,760	2,953	4,120
营业外收入	12	7	7	8
营业外支出	4	1	2	3
利润总额	2,098	1,765	2,958	4,126
所得税	121	159	355	495
净利润	1,977	1,606	2,603	3,631
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,977	1,607	2,603	3,631
EBITDA	2,097	1,767	2,968	4,122
EPS（元）	7.63	6.20	10.05	14.01

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	38.0%	51.7%	22.9%	25.1%
营业利润增长率	-9.8%	-15.8%	67.8%	39.5%
归母净利润增长率	-3.6%	-18.7%	62.0%	39.5%
毛利率	50.1%	43.8%	46.1%	47.4%
净利率	16.5%	8.9%	11.7%	13.0%
ROE	15.4%	11.3%	15.6%	18.1%
ROIC	14.0%	9.9%	14.2%	16.7%
资产负债率	26.4%	27.8%	28.0%	27.7%
净资产负债率	35.9%	38.5%	39.0%	38.4%
流动比率	2.65	2.64	2.76	2.93
速动比率	1.89	1.85	2.03	2.23
总资产周转率	0.75	0.97	1.04	1.09
应收账款周转率	18.20	17.65	19.26	17.61
应付账款周转率	2.75	3.36	3.36	3.41
每股收益	7.63	6.20	10.05	14.01
每股经营现金流	6.69	6.77	10.51	13.52
每股净资产	49.67	55.11	64.53	77.54
P/E	24.35	29.96	18.49	13.26
P/B	3.74	3.37	2.88	2.40
EV/EBITDA	22.35	25.71	14.50	9.67
PS	4.03	2.66	2.16	1.73

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费组组长。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者-财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

刘立思，家电行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn