

石头科技 (688169.SH) 2025 全年收入高增, 2026Q1 净利润略超预期

2026 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)

蒋奕峰 (联系人)

lvming@kysec.cn

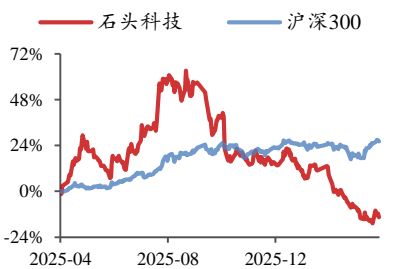
jiangyifeng@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790124070039

日期	2026/4/24
当前股价(元)	115.43
一年最高最低(元)	243.50/110.00
总市值(亿元)	299.09
流通市值(亿元)	299.09
总股本(亿股)	2.59
流通股本(亿股)	2.59
近3个月换手率(%)	86.31

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《2025Q4 收入延续高增, 期待盈利能力企稳改善—公司信息更新报告》-2026.3.3
- 《新业务大幅减亏+扫地机行业竞争缓和, 2026 年净利率迎来拐点—公司深度报告》-2026.2.4
- 《2025Q3 收入延续高增, 扣非净利率环比改善—公司信息更新报告》-2025.10.31

● 2025 全年收入高增, 2026Q1 净利率略超预期, 维持“买入”评级

公司发布 2025 年年度报告及 2026 年一季度报告, 公司 2025 年实现营业收入 186.9 亿元 (同比+56.5%, 下同), 归母净利润 13.6 亿元 (-31.2%), 扣非归母净利润 10.9 亿元 (-32.9%), 单季度看, 2026Q1 公司实现公司实现营收 42.3 亿元 (+23.3%), 归母净利润 3.2 亿元 (+20.8%), 扣非净利润 2.6 亿元 (+7.1%), 考虑到人民币升值产生汇兑负向影响及海外行业竞争加剧, 我们下调 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测, 预计 2026-2028 年归母净利润为 16.9/25.0/30.3 亿元 (2026-2027 年原值为 24.1/32.0 亿元), 对应 EPS 为 6.51/9.65/11.71 元, 当前股价对应 PE 为 17.9/12.1/10.0 倍, 公司估值处于底部, 扫地机业务中国、美国市场净利率已至较低水平, 市场对欧洲市场净利率预期已经充分下调, 扫地机业务开始盈利, 割草机实现盈亏平衡, 公司有望迎来调整后的复苏, 维持“买入”评级。

● 盈利能力: 降本增效及优惠减少下销售费率优化, 负向汇兑影响利润

2025 年公司毛利率 42.4% (-7.8pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.2%/2.3%/7.6%/-0.8%, 同比+1.3/-0.6/-0.5/+0.5pct, 综合影响下, 2025 年销售净利率为 7.3% (-9.3pct)。单季度看, 2026Q1 公司毛利率 43.3% (-2.2pct), 毛利率在存储及原材料价格上涨压力下仍环比改善, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.3%/2.5%/6.8%/1.8%, 同比-3.5/-0.1/-1.0/+3.9pct, 规模效应及促销减少提价下销售费用率显著优化, 财务费用率大幅上涨主系人民币升值产生较大汇兑损失所致, 综合影响下 2026Q1 销售净利率为 7.6% (-0.2pct)。展望未来, 我们认为在人民币汇率企稳、成本优化调整及终端提价对冲下盈利能力有望边际改善。

● 收入拆分: 2025&2026Q1 海外维持高增, 扫地机品类海外入驻顺利

2025 年分品类看, 2025 年智能扫地机及配件收入 151.7 亿元 (+39.9%), 其他智能电器产品收入 35.1 亿元 (+227.8%), 占比提升至 18.8%, 扫地机业务已成为公司第二成长曲线。2026 年分地区看, 我们预计 2026Q1 内销扫地机在 2025 年国内补高基数下表现稳健, 扫地机实现翻倍增长, 根据奥维云网, 2026Q1 扫地机国内线上销售额市占率达 22.3% (+8.5pct), 扫地机品类市占率持续提升; 2026Q1 外销整体预计实现约 20% 增长, 拆分地区来看, 北美增速高于亚太及欧洲 (1) 欧洲方面, 德国及北欧地区扫地机保持市占率领先地位, 西南欧及东欧市场持续开拓, 线下渠道入驻顺利。(2) 北美方面, 2026Q1 中美贸易及关税政策影响进一步减弱, 我们预计北美实现约 30% 增长, 2026Q1 扫地机亚马逊市占率为 27.5 (+4.4pct), 线下渠道占比进一步提升, 但受到汇率波动影响利润率仍保持较低水平。(3) 亚太方面, 预计实现持续稳健增长, 韩国/新加坡/土耳其等地区优势稳固, 中东地区收入占比较低, 地缘政治对公司收入负向影响有限。展望 2026 全年, 扫地机品类有望维持稳健增长态势, 内销方面下半年即将迎来低基数增长可期, 盈利能力有望逐季改善, 外销方面北美有望维持较高增长, 欧洲及亚太维持稳定, 其中欧洲区在价格竞争加剧下盈利能力或出现一定压力, 对利润影响整体仍可控; 扫地机品类已成为公司第二成长曲线, 内销高增态势有望维持, 外销渠道入驻顺利下预计持续贡献新增量; 割草机品类受双反政策影响订单交付、发货节奏放缓, 部分收入预计于 Q2 确认。

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	11,945	18,695	23,628	28,447	33,738
YOY(%)	38.0	56.5	26.4	20.4	18.6
归母净利润(百万元)	1,977	1,363	1,686	2,501	3,034
YOY(%)	-3.6	-31.0	23.7	48.3	21.3
毛利率(%)	50.1	42.3	44.0	44.2	44.4
净利率(%)	16.5	7.3	7.1	8.8	9.0
ROE(%)	15.4	9.7	10.7	14.1	15.0
EPS(摊薄/元)	7.63	5.26	6.51	9.65	11.71
P/E(倍)	15.3	22.2	17.9	12.1	10.0
P/B(倍)	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2025&2026Q1 海外维持高增，洗地机品类海外入驻顺利.....	3
2、 盈利能力：降本增效及优惠减少下销售费率优化，负向汇兑影响利润.....	4
3、 盈利预测与投资建议.....	6
4、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

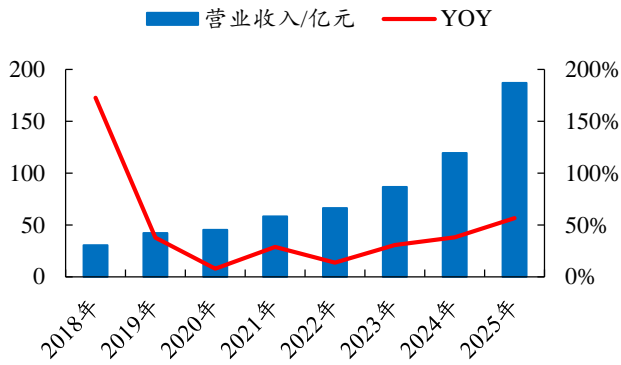
图表目录

图 1： 2024 年公司实现营业收入 119.4 亿元（+38.0%）.....	3
图 2： 2024 年公司实现归母净利润 19.8 亿元（-3.6%）.....	3
图 3： 2024Q4 公司实现营业收入 49.4 亿元（+66.5%）.....	3
图 4： 2024Q4 公司实现归母净利润 5 亿元（-27.0%）.....	3
图 5： 2024 年毛利率 50.1%，归母净利率 16.5%（-7.2pct）.....	5
图 6： 2024 年期间费用率 34.5%（+5.5pct）.....	5
图 7： 2024Q4 毛利率 44.9%，归母净利率 10.2%.....	5
图 8： 2024Q4 期间费用率 36.5%（+6.8pct）.....	5
图 9： 截止 2024 年底，公司净营业周期为-37.8 天（-45.8 天）.....	6
图 10： 2024 年公司经营性现金流净额为 17.3 亿元（-20.7%）.....	6

1、2025&2026Q1 海外维持高增，洗地机品类海外入驻顺利

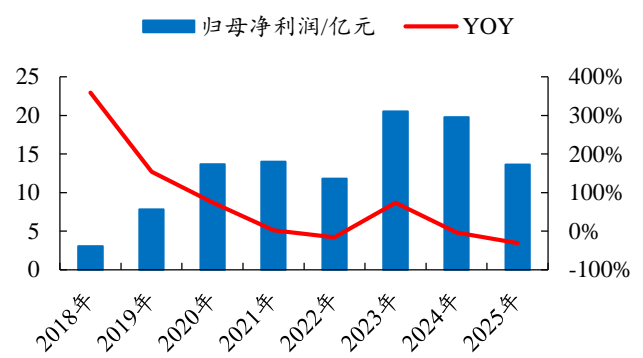
公司 2025 年实现营业收入 186.9 亿元（同比+56.5%），归母净利润 13.6 亿元（-31.2%），扣非归母净利润 10.9 亿元（-32.9%），单季度看，2026Q1 公司实现公司实现营收 42.3 亿元（+23.3%），归母净利润 3.2 亿元（+20.8%），扣非净利润 2.6 亿元（+7.1%）

图1：2025 年公司实现营业收入 186.2 亿元（+55.9%）



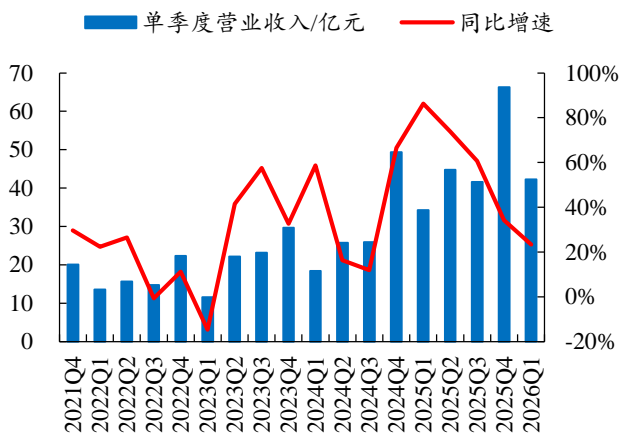
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025 年公司实现归母净利润 13.6 亿元（-31.2%）



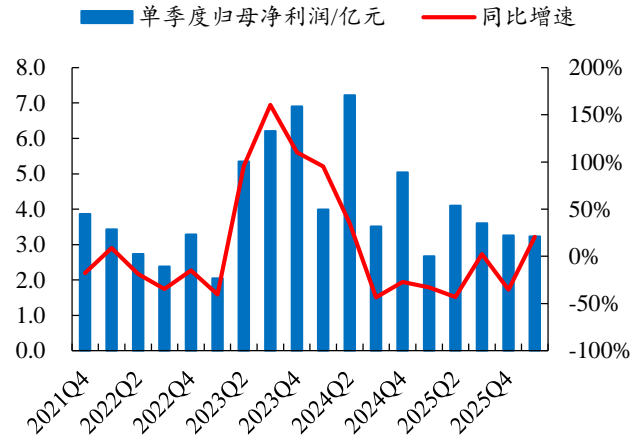
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2026Q1 公司实现营业收入 42.3 亿元（+23.3%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2026Q1 公司实现归母净利润 3.2 亿元（+20.8%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2025Q4 来看：

分地区看，我们预计 2025Q4 内销扫地机/洗地机预计分别同比增长低个位数/300%，根据奥维云网，2025Q4 扫地机/洗地机国内线上销额市占率达 35.4%/27.6%，分别同比+10.3/19.2pct，核心品类品类市占率持续提升；**2025Q4 外销整体预计实现约 30% 增长**，拆分地区来看，欧洲增速高于北美高于亚太 **(1) 欧洲方面**，德国及北欧地区保持市占率领先地位，其中德国亚马逊 2025Q4 市占率 39%；西南欧地区市场份额显著提升，其中西班牙/意大利亚马逊 2025Q4 市占率分别为 21.6%/22.3%，黑五期间法西市占第一、英意市占第二。**(2) 北美方面**，中美贸易及关税政策影响减弱，北美地区增速企稳；线下布局持续深化，目前公司已突破线下 Costco 渠道，Target 陈列 SKU 有所增长。**(3) 亚太方面**，黑五期间澳洲扫地机销量+96%，洗地机

GMV+113%，日本扫地机销量+55%，洗地机销量+500%，中东扫地机销量+154%，土耳其扫地机品类市占率保持第一。

分品类看，2025 年智能扫地机及配件收入 151.7 亿元 (+39.9%)，其他智能电器产品收入 35.1 亿元 (+227.8%)，占比提升至 18.8%，洗地机业务已成为公司第二成长曲线。国内份额持续提升，2025Q4 以来进驻海外，海外线下渠道进驻顺利。

2025 年公司推出多款高性能智能清洁产品，涵盖智能扫地机器人 P20 Ultra Plus、G30 Space 探索版、G-Rover 轮足式机器人、P20 活水版，洗地机 A30 Pro Steam 5 合 1 版、A30 Pro，洗烘一体机 Z1 Ultra、M1S Pure，以及智能割草机 RockMow & RockNeo 系列等，产品矩阵进一步丰富，其中 G-Rover 轮足式机器人是公司在具身智能领域的重要突破，产品采用创新双轮足架构，每条轮足具备独立伸缩与调高能力，通过 AI 算法实时感知环境变化，实现在楼梯、斜坡、门槛等复杂地形下的稳定移动与同步清洁，大幅拓展了智能扫地机器人的可覆盖空间范围，推动清洁场景从二维平面向三维空间延伸，标志着公司产品技术能力迈上新台阶。

2026Q1 来看：

分地区看，我们预计 2026Q1 内销扫地机在 2025 年国补高基数下表现稳健，洗地机实现高双位数增长，根据奥维云网，2026Q1 洗地机国内线上销额市占率达 22.3% (+8.5pct)，洗地机品类市占率持续提升；**2026Q1 外销整体预计实现约 20% 增长**，拆分地区来看，北美增速高于亚太及欧洲 **(1) 欧洲方面**，德国及北欧地区扫地机保持市占率领先地位，西南欧及东欧市场持续开拓，线下渠道入驻顺利，但在渠道囤货影响下增长承压。**(2) 北美方面**，2026Q1 中美贸易及关税政策影响进一步减弱，我们预计北美实现约 30% 增长，2026Q1 扫地机亚马逊市占率为 27.5 (+4.4pct)，线下渠道占比进一步提升，但受到汇率波动影响利润率仍保持较低水平。**(3) 亚太方面**，预计实现持续稳健增长，韩国/新加坡/土耳其等地区优势稳固，中东地区收入占比较低，地缘政治对公司收入负向影响有限。分品类来看，扫地机实现稳健增长态势，国内表现稳健，海外方面西南欧、东欧、北美线下渠道入驻顺利；洗地机国内实现高双位数增长，海外渠道入住顺利，**线上方面**，根据魔镜数据，石头 2026Q1 洗地机美亚/德亚/法亚/意亚/英亚市占率分别为 6.8%/12.0%/5.5%/2.1%/7.8%，市场突破顺利，线下方面新品 F25 ACE 已经入住北美、意大利、瑞典、法国、德国及丹麦等线下渠道，渠道铺货顺利；割草机 2026Q1 在欧洲反垄断扰动节奏下整体出货符合预期，预计 2026Q1 收入超 1 亿元，一代产品毛利率超 40%，有望实现盈亏平衡。

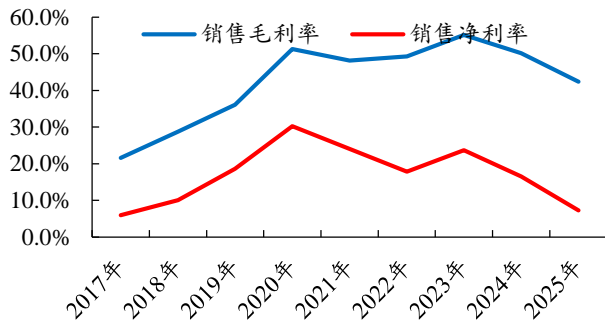
2、盈利能力：降本增效及优惠减少下销售费率优化，负向汇

兑影响利润

2025 年公司毛利率 43.4% (-7.8pct)，分品类看，智能扫地机及配件毛利率 43.3% (-8.8pcts)，其他智能电器产品 38.5% (+5.5pcts)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.2%/2.3%/7.6%/-0.8%，同比+1.3/-0.6/ -0.5/+0.5pct，综合影响下，2025 年销售净利率为 7.3% (-9.3pct)。

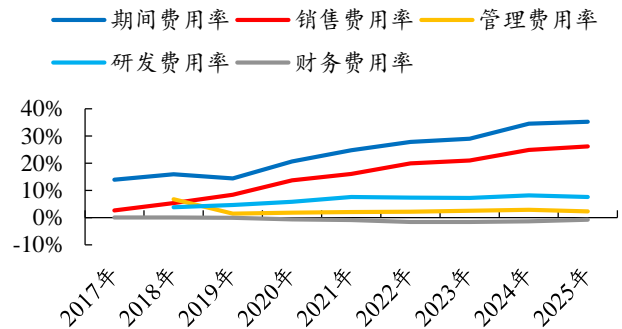
公司研发投入持续，公司研发投入达 14.20 亿元 (+46.1%)，研发人员达 1481 名 (+42.0%)；新增获得境内外授权专利 1975 项，技术储备持续扩充。

图5: 2025年 43.4% (-7.8pct), 销售净利率为 7.3% (-9.3pct)



数据来源: Wind、开源证券研究所

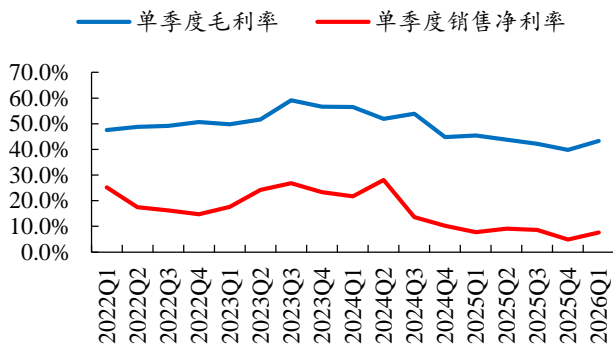
图6: 2024年期间费用率 35.3% (+0.8pct)



数据来源: Wind、开源证券研究所

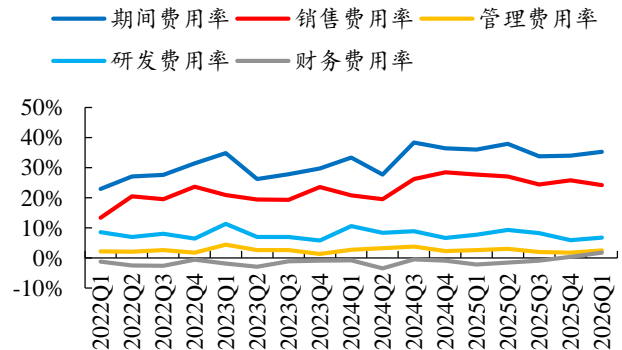
单季度看, 2026Q1 公司毛利率 43.3% (-2.2pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.3%/2.5%/6.8%/1.8%, 同比-3.5/-0.1/-1.0/+3.9pct, 规模效应及促销减少提价下销售费用率显著优化, 财务费用率大幅上涨主系人民币升值产生较大汇兑损失所致, 综合影响下 2026Q1 销售净利率为 7.6% (-0.2pct)。

图7: 2026Q1 毛利率 43.3% (-2.2pct), 销售净利率为 7.6% (-0.2pct)



数据来源: Wind、开源证券研究所

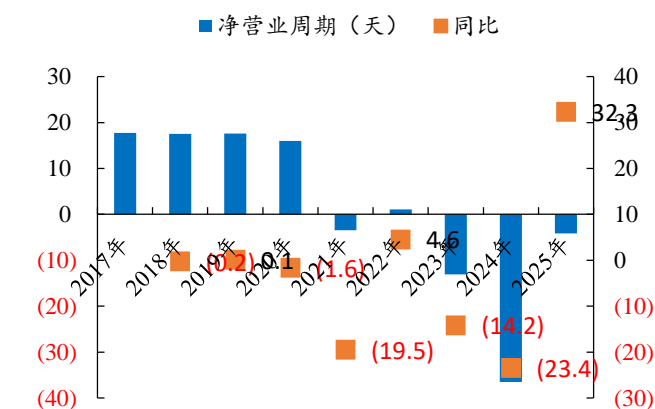
图8: 2026Q1 期间费用率 35.3% (-0.7pct)



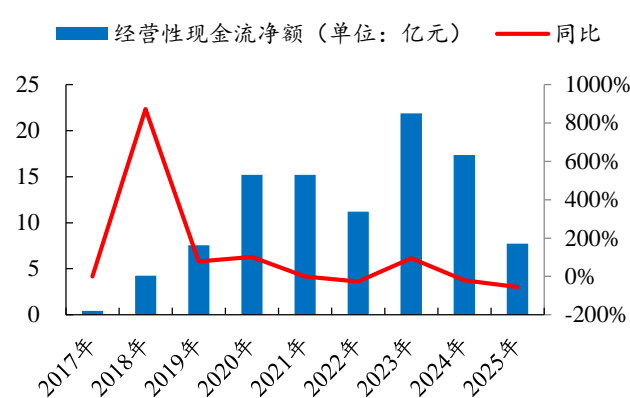
数据来源: Wind、开源证券研究所

截至 2025 年 12 月 31 日, 公司存货为 26.6 亿元 (+78.2%), 存货周转天数为 69.2 天 (-3.9 天); 应收账款及应收票据为 11.2 亿元 (+7.7%), 应收账款及应收票据周转天数为 21.0 天 (+1.0 天); 应付账款及应付票据为 29.2 亿元 (+3.4%), 应付账款及应付票据周转天数为 97.3 天 (-35.2 天), 净营业周期为 -4.2 天 (+32.3 天)。

2025 年经营性现金流净额为 7.7 亿元 (-55.4%), 经营性现金流下滑主系公司受到 2025Q4 大促影响, 销售自营渠道扩张同时带动存货备货增加。

图9：截止 2025 年底，净营业周期为-4.2 天（+32.3 天）
图10：2025 年公司经营性现金流净额为 7.7 亿元（-55.4%）


数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

公司 2025 年实现营业收入 186.9 亿元（同比+56.5%），归母净利润 13.6 亿元（-31.2%），扣非归母净利润 10.9 亿元（-32.9%），单季度看，2026Q1 公司实现公司实现营收 42.3 亿元（+23.3%），归母净利润 3.2 亿元（+20.8%），扣非净利润 2.6 亿元（+7.1%）。

展望 2026 全年，扫地机品类有望维持稳健增长态势，内销方面下半年即将迎来低基数增长可期，盈利能力有望逐季改善，外销方面北美有望维持较高增长，欧洲及亚太维持稳定，其中欧洲区在价格竞争加剧下盈利能力或出现一定压力，对利润影响整体仍可控；洗地机品类已成为公司第二成长曲线，内销高增态势有望维持，外销渠道入驻顺利下预计持续贡献新增量；割草机品类受双反政策影响订单交付、发货节奏放缓，部分收入预计于 Q2 确认。

考虑到人民币升值产生汇兑负向影响及海外行业竞争加剧，我们下调 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润为 17.2/24.8/30.7 亿元（2026-2027 年原值为 24.1/32.0 亿元），对应 EPS 为 6.62/9.56/11.87 元，当前股价对应 PE 为 17.6/12.2/倍，公司估值处于底部，扫地机业务中国、美国市场净利率已至较低水平，市场对欧洲市场净利率预期已经充分下调，洗地机业务开始盈利，割草机实现盈亏平衡，公司有望迎来调整后的复苏，维持“买入”评级。

4、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)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	11752	15078	18408	18943	24511
现金	1464	2319	4638	4193	8619
应收票据及应收账款	1038	1118	1542	1699	2121
其他应收款	868	421	1209	753	1574
预付账款	98	141	161	202	228
存货	1490	2655	2434	3671	3544
其他流动资产	6794	8425	8425	8425	8425
非流动资产	5732	4592	5163	5597	5974
长期投资	20	11	1	-9	-18
固定资产	1373	1489	1916	2364	2743
无形资产	22	20	19	18	18
其他非流动资产	4317	3072	3226	3224	3231
资产总计	17485	19669	23571	24540	30484
流动负债	4427	5473	7999	6611	10006
短期借款	0	900	1211	900	900
应付票据及应付账款	2825	2921	5214	3851	7256
其他流动负债	1603	1652	1574	1859	1850
非流动负债	187	185	185	185	185
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	187	185	185	185	185
负债合计	4615	5658	8184	6795	10191
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	185	259	259	259	259
资本公积	5219	5168	5168	5168	5168
留存收益	7596	8762	10238	12411	15174
归属母公司股东权益	12869	14011	15386	17744	20292
负债和股东权益	17485	19669	23571	24540	30484

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1734	774	2842	267	5471
净利润	1977	1363	1686	2501	3034
折旧摊销	127	234	174	233	296
财务费用	-162	-153	-138	-239	55
投资损失	-151	-112	-90	-104	-114
营运资金变动	-114	-558	1234	-2077	2232
其他经营现金流	57	-2	-25		
投资活动现金流	-352	-159	-616	-498	-504
资本支出	293	481	755	678	682
长期投资	-309	80	10	10	10
其他投资现金流	250	242	129	170	168
筹资活动现金流	-800	230	94	-216	-540
短期借款	0	900	311	-311	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	53	74	0	0	0
资本公积增加	58	-51	0	0	0
其他筹资现金流	-911	-693	-217	95	-540
现金净增加额	618	855	2320	-446	4427

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	11945	18695	23628	28447	33738
营业成本	5956	10778	13232	15873	18758
营业税金及附加	80	76	144	181	196
营业费用	2967	4894	6398	7327	8477
管理费用	346	431	512	626	675
研发费用	971	1420	1890	2276	2632
财务费用	-162	-153	-138	-239	55
资产减值损失	-95	-162	0	0	0
其他收益	193	190	141	161	171
公允价值变动收益	45	67	41	67	55
投资净收益	151	112	90	104	114
资产处置收益	-1	1	-1	-0	-0
营业利润	2090	1447	1846	2715	3262
营业外收入	12	6	6	7	8
营业外支出	4	6	3	3	4
利润总额	2098	1447	1850	2718	3266
所得税	121	84	164	217	232
净利润	1977	1363	1686	2501	3034
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1977	1363	1686	2501	3034
EBITDA	2181	1666	2075	2974	3516
EPS(元)	7.63	5.26	6.51	9.65	11.71

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	38.0	56.5	26.4	20.4	18.6
营业利润(%)	-9.8	-30.8	27.6	47.0	20.2
归属于母公司净利润(%)	-3.6	-31.0	23.7	48.3	21.3
获利能力					
毛利率(%)	50.1	42.3	44.0	44.2	44.4
净利率(%)	16.5	7.3	7.1	8.8	9.0
ROE(%)	15.4	9.7	10.7	14.1	15.0
ROIC(%)	15.0	9.0	10.2	13.5	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	26.4	28.8	34.7	27.7	33.4
净负债比率(%)	-11.0	-9.7	-21.7	-18.5	-37.9
流动比率	2.7	2.8	2.3	2.9	2.4
速动比率	1.9	1.7	1.6	1.8	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	18.2	17.3	17.8	17.6	17.7
应付账款周转率	2.8	3.8	3.3	3.5	3.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	7.63	5.26	6.51	9.65	11.71
每股经营现金流(最新摊薄)	6.69	2.99	10.97	1.03	21.11
每股净资产(最新摊薄)	49.67	54.07	60.58	68.48	78.32
估值比率					
P/E	15.3	22.2	17.9	12.1	10.0
P/B	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.9	14.1	10.3	7.2	4.9

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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。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