开源证券

石头科技（688169.SH）

2020 年 08 月 31 日

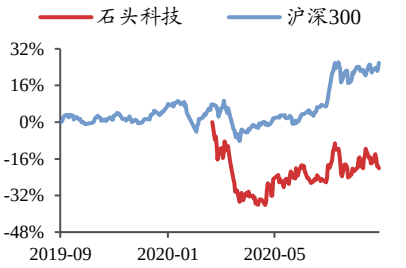
自有品牌 Q2 恢复高增长，带动 H1 业绩超市场预期

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/28
当前股价(元)	398.02
一年最高最低(元)	538.88/315.11
总市值(亿元)	265.35
流通市值(亿元)	64.87
总股本(亿股)	0.67
流通股本(亿股)	0.16
近 3 个月换手率(%)	193.63

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-股权激励草案出台，绑定核心员工利益》-2020.8.1

《公司信息更新报告-核心痛点“避障”能力大幅提升，盈利能力有望再升》-2020.5.21

《公司信息更新报告-一季度疫情主要影响米家品牌，自有品牌受影响较小》-2020.4.29

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

● **自有品牌 Q2 恢复高增长，带动 H1 业绩超预期，维持“买入”评级**

2020H1 公司实现营收 17.76 亿元（-16.42%），2020Q2 公司实现营收 11.66 亿元（-7.44%），环比提升 90.83%，主要系米家品牌收入占比减少，自有品牌 Q2 重回高增长所致。由于低利润率的米家品牌收入占比持续下滑，尽管公司营收出现下滑，但利润端重回高增长 2020H1 归母净利润 4.60 亿（+19.42%），2020Q2 归母净利润 3.35 亿（+34.42%），环比提升 165.87%，考虑到公司持续加大自有品牌宣传与推广、推进自有渠道建设、储备丰富的研发项目，其中商用扫地机器人产品线的拓展，有望为公司可持续发展创造新的利润增长点。维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润 9.01/11.34/14.51 亿元，对应 EPS 为 14/17/22 元，当前股价对应 PE 为 30/23/18 倍，长期投资逻辑不变，维持“买入”评级。

● **自有品牌扫地机器人量价齐升，推动自有品牌收入占比整体提升**

分品牌来看，据我们测算米家品牌 2020H1、2020Q2 收入同比下滑均超 70%，自有品牌 2020H1、2020Q2 收入增长分别约 22%、36%。从收入占比角度来看，2020H1 自有品牌收入占比较 2019H1 提升 26.68%至 85.12%。分产品来看，2020H1 公司销售扫地机器人 96.57 万台，实现收入 17.02 亿元，其中自有品牌扫地机器人实现销售 75.30 万台，实现收入 14.85 亿，我们进一步拆分可以看出，2020H1 自有品牌扫地机器人的销量、均价分别较 2019H1 提升 12%、6.71%。

● **展望：积极扩张新品类、加大自有品牌宣传，持续推进海外自有渠道建设**

产品端，公司持续丰富产品类型，目前公司在研项目存量丰富，其中商用扫地机器人的拓展，有望为公司可持续发展创造新的利润增长点。品牌端，利用在售产品、新品持续扩大市场影响力，不断加大自有品牌宣传推广，与国内知名综艺节目进行合作；在市场推广方面，公司继续与各电商平台进行深度合作，布局产品并充分挖掘平台的流量。渠道端，公司利用潜在的市场规模及高性价比产品，持续推进全球分销网络建设，重点发展美国、欧洲及东南亚市场。

● **风险提示：**疫情影响终端零售数据，行业渗透不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,051	4,205	4,642	5,788	7,274
YOY(%)	172.7	37.8	10.4	24.7	25.7
归母净利润(百万元)	308	783	901	1,134	1,451
YOY(%)	359.1	154.5	15.1	25.9	27.9
毛利率(%)	28.8	36.1	38.2	39.0	39.1
净利率(%)	10.1	18.6	19.4	19.6	19.9
ROE(%)	44.0	52.7	39.4	33.5	30.3
EPS(摊薄/元)	4.61	11.74	13.51	17.01	21.76
P/E(倍)	86.3	33.9	29.5	23.4	18.3
P/B(倍)	37.9	17.9	11.6	7.8	5.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 收入端：2020Q2 自有品牌收入重回高增长 3
2、 盈利能力：毛净利率大幅提升，费用管控良好 4
3、 运营能力：存货、应收账款周转良性，经营性活动现金流净额大幅提升 5
4、 未来展望：自有渠道持续推进，新品类商业扫地机呼之欲出 6
4.1、 持续加大自有品牌宣传与推广，提升产品知名度 6
4.2、 扩渠道：自有渠道建设持续推进 7
4.3、 扩品类：商用扫地机器人呼之欲出 7
5、 盈利预测 9
6、 风险提示 9
附：财务预测摘要 10

图表目录

图 1： 2020H1 自有品牌收入占比持续提升 3
图 2： 2020H1 公司毛利率提升至 48.88% 4
图 3： 2020Q2 公司毛利率提升至 50.63% 4
图 4： 2020H1 公司期间费用率较 2019H1 提升 8.71pct 至 19.66% 4
图 5： 2020H1 净利率较 2019H1 提升 7.78pct 至 25.92% 5
图 6： 2020H1 实现归母净利润 4.60 亿元 5
图 7： 2020H1 公司存货周转天数增加至 61.85 天 6
图 8： 2020H1 公司应收账款周转天数减小至 18.46 天 6
图 9： 2020H1 公司经营性活动产生的现金流同比提升 62.82% 6

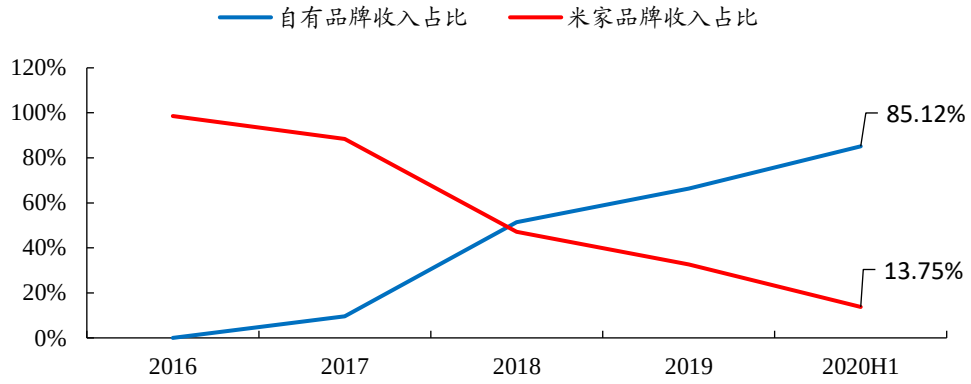
表 1： 2020H1 自有品牌扫地机器人较 2019H1 实现量价齐升 3
表 2： 还原后 2020H1 归母净利润同比提升 12.67% 5
表 3： 石头科技在研项目存量丰富 7

1、 收入端：2020Q2 自有品牌收入重回高增长

2020H1 公司实现营收 17.76 亿元（-16.42%），主要系米家品牌收入减少所致。2020Q2 公司实现营收 11.66 亿元（-7.44%），环比提升 90.83%，主要系自有品牌二季度重回高增长所致。

2020H1 自有品牌收入占比持续提升。根据我们测算，假设 2020H1 配件收入与 2019H1 保持一致（0.2 亿元），则米家品牌 2020H1、2020Q2 收入同比下滑均超 70%，自有品牌 2020H1、2020Q2 收入增长分别约 22%、36%。从收入占比角度来看，2020H1 自有品牌收入占比较 2019H1 提升 26.68%至 85.12%。

图1：2020H1 自有品牌收入占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020H1 自有品牌扫地机器人实现量价齐升。2020H1 公司销售扫地机器人 965660 台，实现销售收入 170186.39 万元，其中自有品牌扫地机器人实现销售 752980 台，实现收入 14.85 亿，收入占比提升至 83.62%。我们进一步拆分可以看出，2020H1 自有品牌扫地机器人的销量、均价分别较 2019H1 提升 12%、6.71%。

表1：2020H1 自有品牌扫地机器人较 2019H1 实现量价齐升

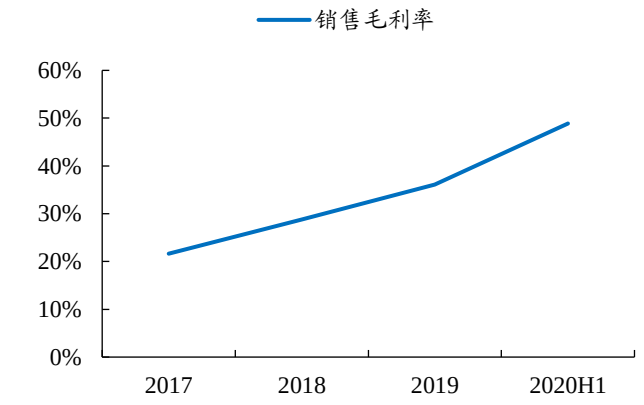
	2019H1	2020H1
自有品牌扫地机器人收入（单位：亿元）	12.43	14.85
YoY		19.52%
销量（单位：台）	672312	752980
YoY		12.00%
均价（单位：元）	1848.54	1972.62
YoY		6.71%
米家品牌扫地机器人收入（单位：亿元）	7.40	2.17
YoY		-70.74%
销量（单位：台）	657086	308574
YoY		-53.04%
均价（单位：元）	1126.28	701.67
YoY		-37.70%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 盈利能力：毛净利率大幅提升，费用管控良好

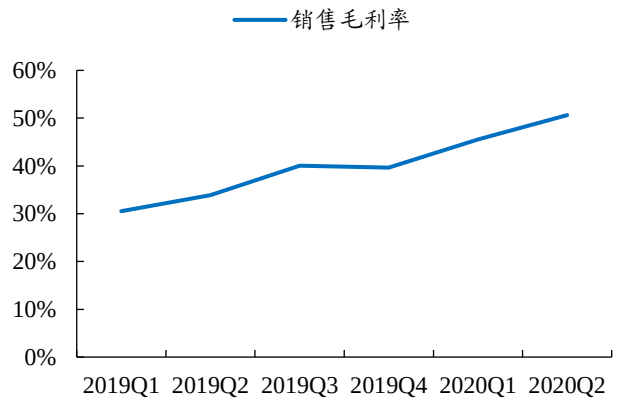
公司销售毛利率稳步提升。2020H1 年公司销售毛利率为 48.88%，较 2019H1 提升 16.38pct，其中 2020Q2 公司销售毛利率为 50.63%，环比 2020Q1 提升 5.10%。主要系高毛利率的石头品牌占比提升所致。

图2：2020H1 公司毛利率提升至 48.88%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020Q2 公司毛利率提升至 50.63%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020H1 公司期间费用率较 2019H1 提升 8.71pct 至 19.66%，主要系公司业务量提升，公司加大费用投入所致。

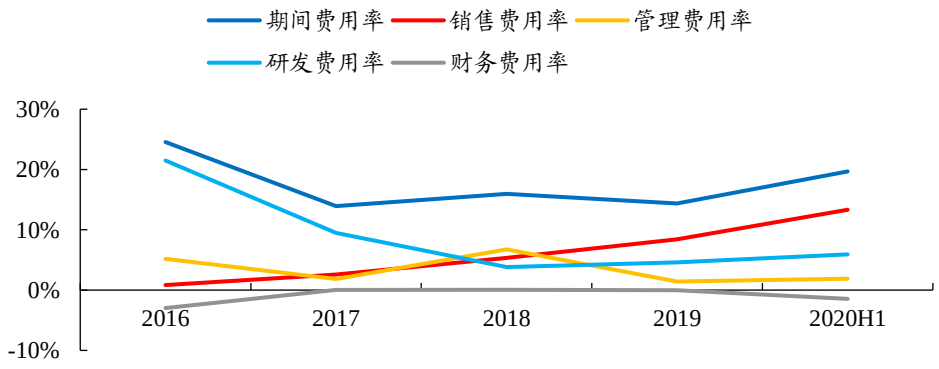
（1） 销售费用率较 2019 年同期提升 7.52pct 至 13.32%，主要系公司为进一步拓展海内外市场，导致相应推广费和平台费以及相应的人工费用增加所致。

（2） 管理费用率较 2019 年同期下降 0.64pct 至 1.90%。

（3） 研发费用率较 2019 年同期提升 2.10pct 至 5.90%，主要系加大新技术和新产品的研发投入，研发人员人数与薪酬增加所致。

（4） 财务费用率较上年同期降低 1.54pct 至-1.46%，主要系期新增募集资金和自有资金增加带来的存款利息增加所致。

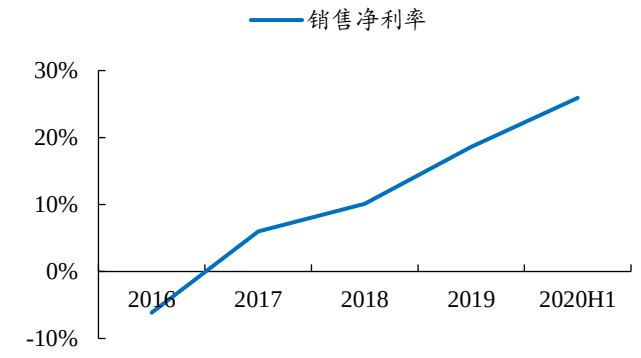
图4：2020H1 公司期间费用率较 2019H1 提升 8.71pct 至 19.66%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

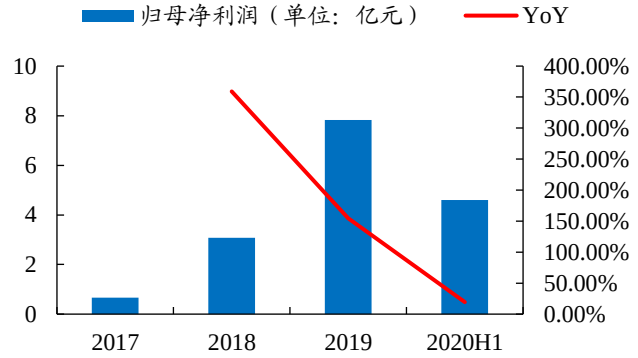
由于低利润率的米家品牌收入占比持续下滑，尽管公司营收出现下滑，但利润端实现增长。公司净利率较 2019 年同比提升 7.78pct 至 25.92%，归母净利润为 4.60 亿元（+19.42%）。

图5：2020H1 净利率较 2019H1 提升 7.78pct 至 25.92%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020H1 实现归母净利润 4.60 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

将利息收入进行还原后，2020H1 归母净利润同比增长 12.67%。考虑到公司购买结构性存款带来交易性金融资产同比提升 393.39%，我们对财务费用中的利息收入进行还原，还原后 2020H1 归母净利润同比提升 12.67%。

表2：还原后 2020H1 归母净利润同比提升 12.67%

	2019H1	2020H1
归母净利润（亿元）	3.86	4.60
财务费用-利息收入（亿元）	-0.0066	-0.2675
还原后归母净利润（亿元）	3.85	4.34
还原后归母净利润 YoY		12.67%

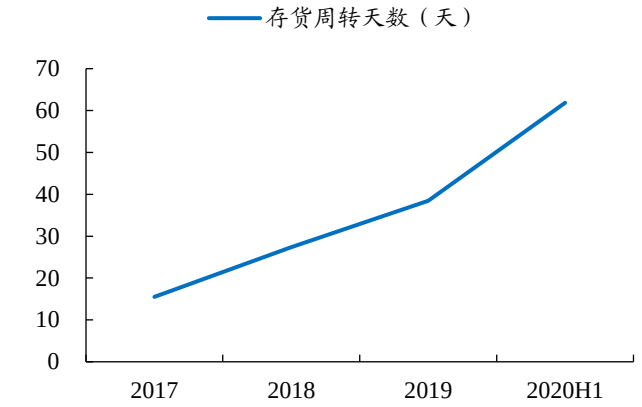
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 运营能力：存货、应收账款周转良性，经营性活动现金流净额大幅提升

米家品牌占比下降，致使公司存货周转天数增加。2020H1 公司存货周转天数为 61.85 天，较 2019H1 增加 24.97 天，主要系“以销定产”模式的米家品牌占比下降所致。

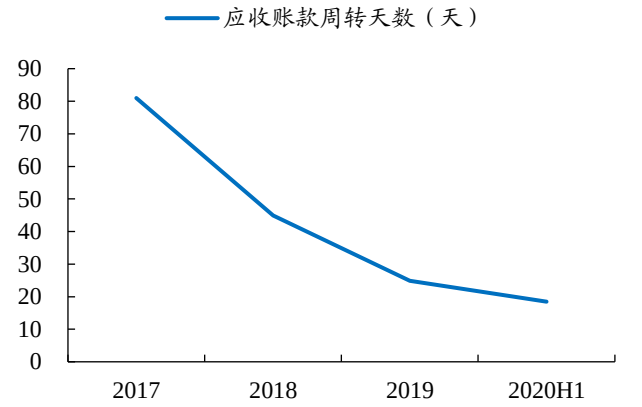
应收账款周转天数减小，结构合理。2020H1 公司应收账款周转天数 18.46 天，较 2019H1 减少 16.53 天，主要系对小米的应收账款减少所致。

图7：2020H1 公司存货周转天数增加至 61.85 天



数据来源：公司公告、开源证券研究所

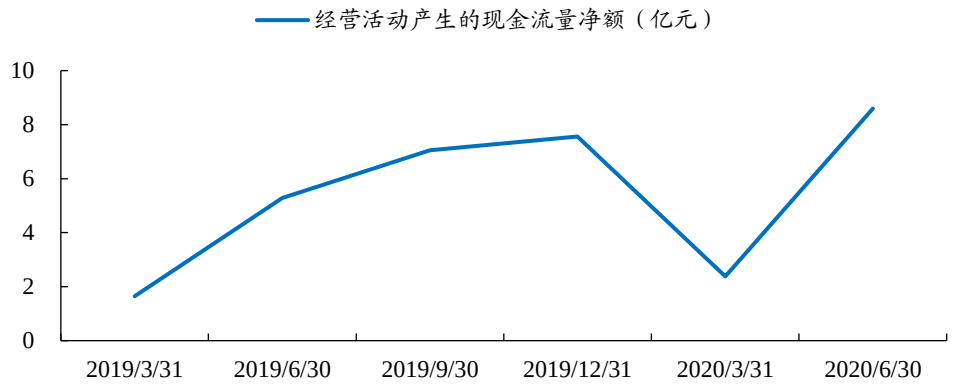
图8：2020H1 公司应收账款周转天数减小至 18.46 天



数据来源：公司公告、开源证券研究所

经营性活动现金流净额大幅提升。受益于期销售毛利增加，以及预收账款余额增加，2020H1 公司经营性活动产生的现金流净额为 8.60 亿元，同比提升 62.82%。

图9：2020H1 公司经营性活动产生的现金流同比提升 62.82%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 未来展望：自有渠道持续推进，新品类商业扫地机呼之欲出

4.1、 持续加大自有品牌宣传与推广，提升产品知名度

在国内市场，公司继续丰富产品类型，做到产品覆盖各价位段。在品牌方面，一方面，公司充分利用已经在售产品的知名度，并通过新产品继续扩大市场影响力，另一方面，公司不断加大自有品牌的宣传与推广,尝试与国内知名度较高的综艺节目进行了合作；在市场推广方面，公司继续与各电商平台进行深度合作，布局产品并充分挖掘平台的流量。

在海外市场方面，公司利用潜在的市场规模及高性价比产品，重点发展美国、欧洲及东南亚市场。

4.2、 扩渠道：自有渠道建设持续推进

自建全球分销网络初见成效。2020H1 公司境外收入 5.60 亿，同比提升 210.64%。根据招股书中公司对于境内、境外收入的定义，我们认为主要系公司在海外自建全球分销渠道网络初见成效，未来仍将重点发展美国、欧洲、东南亚等地市场，逐步在海外市场设立当地分公司、办事处。目前公司已在美国、日本、荷兰、波兰等地设立海外分公司。

4.3、 扩品类：商用扫地机器人呼之欲出

根据 2020 半年报，公司在商用清洁机器人、自清洁扫拖机器人、IOT 平台等项目均有所突破：

1）目前商用扫地机器人已完成高精度激光雷达建图和定位技术、视觉方案障碍物监测、智能导航及路径规划等核心技术研发，正与合作客户进行前期产品测试。未来产品有望应用于商城、大型超市、办公楼等。我们认为，商用扫地机器人产品线的拓展，有望为公司可持续发展创造新的利润增长点。

2）目前“自动回收垃圾扫拖机器人”已完成立项，开始架构方案设计。自清洁扫拖一体机有望解决扫地机器人清扫后的尘盒中的垃圾处理问题，并提高扫地机尘盒滤网耗材的单次使用时长。

3）石头 IOT 平台系统已完成一期功能开发并发布上线，目前已有 2 款扫地机器人接入了该平台系统。

表3：石头科技在研项目存量丰富

项目名称	预计总投资规模（亿元）	本期投入金额（亿元）	累计投入金额（亿元）	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
三维感知扫拖机器人	0.60	0.20	0.48	首款产品已上市，后续持续优化软件算法，提高识别率，提高障碍物测量精度，并优化避障动作。同时后续产品也进入市场调研及设计阶段	完成多种视觉识别系统开发，该系统可以辅助激光在导航与路径规划中识别障碍物并精准地避开障碍物	1、实现了物体识别避障、实时障碍物展示、实景照片展示、实时视频等功能。2、双目 AI 识别避障物体种类，智能评估避让距离	智能家居
电控水箱扫拖机器人	0.80	0.20	0.62	迭代产品也已进入试产爬坡阶段， 后续继续清洁组件的材料改进工作，优化软件算法，提高扫拖效率及清洁性能	解决扫地机器人拖地模块出水无法控制， 拖地压力无法固定，水箱泵体易损坏，拖地组件人工拆卸复杂等问题	1、首次在扫地机上采用蜗杆传动+医疗级软管的蠕动泵，降低噪音、提升泵体寿命。2、托板采用压簧及导轨结构，方便拆装，无需翻动机器拆卸水箱拖地组件。3、针对电控水箱进行创新，具有出桩后快速打湿抹布、关闭水量区域优先清扫、不同房间水量定制等功能。4、通过结构优化与关键器件选型明显提升噪音性能	智能家居
商用清洁	1.30	0.19	0.35	产品已完成高精度激	在传统洗地机的基	1、多种传感器与清洁组件融	产品主要

项目名称	预计总投资规模（亿元）	本期投入金额（亿元）	累计投入金额（亿元）	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
机器人产品开发项目				光雷达建图和定位技术、视觉方案障碍物检测、智能导航及路径规划等核心技术研发，正在与合作客户进行前期产品测试，提高清扫性能与安全稳定性	础上，增加摄像头、激光雷达、超声雷达等多种传感器，实现商用场景下无人驾驶方式的清洁作业	合设计；2、基于机器人控制算法的路径规划、安全避障等设计。3、融合多线 LDS， 双目摄像头，3DTOF，毫米波以及超声等传感器数据，辅助机器人避障。4、将双目结合到直接法视觉里程计中， 从而完成实时性高、能应对弱纹理、鲁棒性高的视觉里程计，帮助机器人在停车库、 商场等大型开放性环境进行定位	应用于商场、大型超市、办公楼等
石头 IOT 平台系统	0.75	0.05	0.35	石头 IOT 已完成一期功能开发并发布上线，目前已有 2 款扫地机器人接入了该平台系统	研发一款自主 IOT 平台系统，解决用户特定需求(比如区 域性不同需求)，建立与用户沟通桥梁，更好地为用户服务	1、整体架构通过解耦、分离出基础组件、业务组件、应用启动组件，通过不同的组件组合成新的应用。2、符合国际主流隐私安全政策	智能家居
激光导航扫地机迭代升级	0.90	0.15	0.48	激光导航扫地机首批迭代 产品进入量产交付状态，产品质量及交付能力符合预期。后续迭代升级持续进行中	持续优化多款扫地机器人清扫方案持续进行降噪改进设计、大风量风机设计以及电控水箱持续升级设计	1、定制化清扫功能,更加智能。2、通过结构优化与关键器件选型明显提升噪音性能	智能家居
石头手持吸尘器	0.30	0.70	0.22	首款高性能手持吸尘器 H6 已上市，目前在全球各主要市场均有销售。第二代产品目前已进入设计实现阶段	研发多款高性能无线吸尘器，满足消费 者在日常生活中的吸尘需求	1、首次在该品类使用聚合物锂电池。2、通过优化风道结构，实现能效最大化。3、研发空气夹层降噪腔来解决吸尘器噪音问题	智能家居
手持吸尘器升级维护	0.10	0.02	0.05	针对适合国外用户及准入标准的配件已完成研发及产品化，目前已随整机上市。升级维护项目已完成	为石头手持吸尘器开发海外版本配件	1、通过齿轮箱增加 EMC 抑制小板来使电动刷头符合 CE 标准。2、设计可更换插头，实现适配器更换 PIN 板即可满足欧标、英标、美标等多区域要求	智能家居
技术预研	0.90	0.10	0.27	相关技术正在研究过程中，已有自主研发 LDS 及机器视觉技术应用于公司产品中	稳固技术领先地位，针对行业前沿技术预研，进行技术储备	1、自主研发的新一代 ToF(TimeofFlight)激光雷达，覆盖直径扩大到 18 米，测量精度为±2cm。2、可通过双目摄像头发现大于 3cm 高	智能家居

项目名称	预计总投资规模（亿元）	本期投入金额（亿元）	累计投入金额（亿元）	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
						*5cm 宽的具有纹理的障碍物	
自动回收垃圾扫拖机器 人	0.40	0.07	0.07	已完成立项，开始架构方案设计	产品希望解决扫地机器人清扫后的尘盒中的垃圾处理问题；提高扫地机尘盒滤网耗材的单次使用时长	1、高精度扫地机器人寻桩充电方案。2、全新的清扫及反向集尘风道设计。3、优化的扫拖清洁方案	智能家居

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、 盈利预测

石头科技是国内扫地机器人行业的龙头之一，公司自有品牌国内市占率持续提升，海外渠道全球分销网络建设初显成效。考虑到公司持续加大自有品牌宣传与推广、推进自有渠道建设、储备丰富的研发项目，其中商用扫地机器人产品线的拓展，有望为公司可持续发展创造新的利润增长点。

维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润 9.01/11.34/14.51 亿元，对应 EPS 为 14/17/22 元，当前股价对应 PE 为 30/23/18 倍，长期投资逻辑不变，维持“买入”评级。

6、 风险提示

疫情影响终端零售数据，行业渗透率不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1195	1828	3086	3836	5833
现金	26	248	1345	2275	3665
应收票据及应收账款	390	199	637	275	948
其他应收款	55	104	22	161	52
预付账款	2	10	7	20	10
存货	278	297	391	298	402
其他流动资产	445	971	685	807	756
非流动资产	82	135	88	107	118
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	49	67	56	67	71
无形资产	0	6	7	8	9
其他非流动资产	33	62	25	31	38
资产总计	1277	1963	3175	3943	5952
流动负债	578	478	873	540	1139
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	404	282	782	387	994
其他流动负债	174	197	90	154	145
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	578	479	873	540	1139
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	50	50	67	67	67
资本公积	553	553	553	553	553
留存收益	96	878	1750	2839	4218
归属母公司股东权益	699	1485	2302	3403	4812
负债和股东权益	1277	1963	3175	3943	5952

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	425	755	878	1040	1297
净利润	308	783	901	1134	1451
折旧摊销	18	30	12	14	18
财务费用	1	-2	-22	-54	-88
投资损失	-4	-16	-11	-16	-14
营运资金变动	-62	-29	-1	-35	-67
其他经营现金流	164	-11	-1	-3	-4
投资活动现金流	-459	-514	280	-130	47
资本支出	61	50	-10	12	5
长期投资	-408	-483	0	0	0
其他投资现金流	-806	-947	269	-118	52
筹资活动现金流	-33	-20	-61	20	46
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	49	0	17	0	0
资本公积增加	316	0	0	0	0
其他筹资现金流	-398	-20	-78	20	46
现金净增加额	-67	222	1097	931	1390

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3051	4205	4642	5788	7274
营业成本	2173	2686	2869	3532	4426
营业税金及附加	20	20	19	28	37
营业费用	163	354	396	504	635
管理费用	206	60	136	187	215
研发费用	117	193	195	277	362
财务费用	1	-2	-22	-54	-88
资产减值损失	0	0	0	2	1
其他收益	4	6	3	3	4
公允价值变动收益	2	7	2	3	4
投资净收益	4	16	11	16	14
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	382	925	1064	1334	1707
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	382	925	1064	1334	1707
所得税	74	142	164	200	256
净利润	308	783	901	1134	1451
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	308	783	901	1134	1451
EBITDA	399	948	1052	1294	1636
EPS(元)	4.61	11.74	13.51	17.01	21.76

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	172.7	37.8	10.4	24.7	25.7
营业利润(%)	373.8	142.2	15.1	25.4	27.9
归属于母公司净利润(%)	359.1	154.5	15.1	25.9	27.9
获利能力					
毛利率(%)	28.8	36.1	38.2	39.0	39.1
净利率(%)	10.1	18.6	19.4	19.6	19.9
ROE(%)	44.0	52.7	39.4	33.5	30.3
ROIC(%)	43.9	52.3	38.5	32.1	28.7
偿债能力					
资产负债率(%)	45.2	24.4	27.5	13.7	19.1
净负债比率(%)	-3.7	-16.7	-58.8	-67.2	-76.4
流动比率	2.1	3.8	3.5	7.1	5.1
速动比率	1.6	3.0	3.1	6.5	4.7
营运能力					
总资产周转率	3.2	2.6	1.8	1.6	1.5
应收账款周转率	7.9	14.3	11.1	12.7	11.9
应付账款周转率	6.4	7.8	5.4	6.0	6.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.61	11.74	13.51	17.01	21.76
每股经营现金流(最新摊薄)	6.37	11.33	13.17	15.61	19.45
每股净资产(最新摊薄)	10.49	22.27	34.28	50.79	71.93
估值比率					
P/E	86.3	33.9	29.5	23.4	18.3
P/B	37.9	17.9	11.6	7.8	5.5
EV/EBITDA	65.4	26.8	23.3	18.1	13.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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	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	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，属于机密材料，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10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16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