

2023年04月20日

23Q1 盈利符合预期 智能化加速落地

特斯拉系列报告二十八

事件概述:

北京时间23年4月20日早5:30, 特斯拉公布23Q1财报:

销量:

23Q1 生产 44.1 万辆, 同比/环比分别为+44.3%/+0.3%;

23Q1 交付 42.3 万辆, 同比/环比分别为+36.4%/+4.3%。

收入:

23Q1 汽车收入为 199.6 亿美元, 同比/环比分别为+18.4%/-6.3%;

23Q1 总收入为 233.3 亿美元, 同比/环比分别为+24.4%/-4.1%。

毛利:

23Q1 汽车业务毛利为 42.1 亿美元, 同比/环比分别为-24.0%/-23.8%;

23Q1 汽车业务毛利率为 21.1%, 同比/环比分别为-11.8pts/-4.8pts; 剔除新能源汽车积分收入后毛利率为18.5%;

23Q1 总毛利为 45.1 亿美元, 同比/环比分别为-17.4%/-21.9%;

23Q1 总毛利率为 19.3%, 同比/环比分别为-9.8pts/-4.4pts。

EPS:

23Q1 non-GAAP EPS 为 0.85 美元, 符合华尔街此前预期。

分析与判断:

► 营收小幅下降 盈利符合预期

营收端: 23Q1总收入为 233.3 亿美元, 同比/环比分别为+24.4%/-4.1%; 其中,

23Q1 汽车业务毛利为 42.1 亿美元, 同比/环比分别为-24.0%/-23.8%。单车 ASP 方面, 由于全球范围价格下

评级及分析师信息

行业评级: 推荐

行业走势图



分析师: 崔琰

邮箱: cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

调，23Q1 较 22Q4 出现下滑；剔除新能源积分收入后，由 5.1 万美元降低至 4.6 万美元。

23Q1 能源业务收入为 15.3 亿美元，同比/环比分别为 +148.2%/+16.7%；收入提升主要得益于储能设备装机量的大幅增长（23Q1 为 3,889MWh，同比+359.7%）。

23Q1 服务和其他业务收入为 18.4 亿美元，同比/环比分别为 +43.6%/+8.0%；主要变化原因为车队保有量的增长。

利润端：23Q1 在 GAAP 准则下归母净利润为 25.1 亿美元，同比/环比分别为 -24.3%/-31.8%；净利率为 10.8%，环比下滑 4.4pts。单车净利润方面，23Q1 为 5,900 美元，较 22Q4 下降 3,200 美元。23Q1 non-GAAP EPS 为 \$0.85，符合华尔街此前一致预期。

毛利方面，23Q1 汽车业务毛利率为 21.1%，同比/环比分别为 -11.8pts/-4.8pts。23Q1 总体毛利率为 19.3%，同比/环比分别为 -9.8pts/-4.4pts。盈利能力的下滑主要受到以下因素影响：1) 23Q1 产品价格大幅下调；2) 4680 电池的爬产成本；经营性收入方面，在剔除股权激励支出后，23Q1 经营性利润率为 13.2%，同比/环比分别为 -8.2pts/-4.6pts。

► 费用率保持稳定 产能持续爬升

费用端：23Q1 公司研发费用为 7.7 亿美元，同比/环比分别为 -10.9%/-4.8%；研发费用率为 3.3%，同比/环比分别为 -1.3pts/0.0pts；较 22 年全年研发费用率下降 0.5pts

22Q1 销售管理费用为 10.8 亿美元，同比/环比分别为 +8.5%/+4.3%；销管费用率为 4.6%，同比/环比分别为 -0.7pts/+0.4pts；较 22 年全年销管费用率下降 0.2pts。

销量预期：公司表示，降价后需求良好，订单超过产能；长期年化增长率目标维持 50%。23 年销量目标仍然维持前期 180 万辆的指引。新车型方面，公司表示 Cybertruck 将于 23Q3 开启交付。

产能端：据公司公告，柏林工厂产能超过 35 万辆/年；德州工厂产能超过 25 万辆/年；上海工厂产能大于 75 万辆/年；加州工厂则具有 55 万 Model 3/Y 和 10 万 S/X 的产能。据公司表示，目前仍在继续爬产，下半年将有更多产能释放。

FSD 进展：FSD 方面，特斯拉表示目前已经累积了超过 1.5 亿英里的数据，在行业中具有无可比拟的地位。通过 AI 模型训练，有望实现可以量产的自动驾驶。

► 成本持续优化 销量增长为重

原材料价格下行优化成本。23 年初以来，碳酸锂等电池原材料价格持续下行。公司表示，由于存在前期已签订的合约，23Q1 的利润中还未完全体现；在 23Q2 以及下半年成本端将有更好的展现。

价格动态调整，销量增长优先。据公司表示，在自动驾驶技术完善之前，公司仍然优先考虑销量。公司当前策略为通过价格的动态调整，匹配产能和订单，追求产能利用率。对于上海工厂，我们认为特斯拉将考虑利

用上海工厂的产能满足除当前供应的欧洲和亚太市场以外的需求，以保证整体工厂出货量。

投资建议：

特斯拉将通过技术升级和供应链优化追求极致的生产效率和规模优势。短期看，特斯拉通过成本优势以价换量驱动需求增长；中期看，特斯拉布局新车型+新工厂，拓宽产品矩阵，进入下沉市场。国内供应商响应快速，成本优化能力强，产业链相关标的有望持续受益，跟随特斯拉到墨西哥建厂布局，从中国到全球，从单品到总成。推荐：

1、智能电动增量：1) 智能化主线：优选智能驾驶-【伯特利、经纬恒润-W、德赛西威】+智能座舱-【上声电子、光峰科技、继峰股份】；2) 轻量化【文灿股份、多利科技】，受益标的【旭升股份】；

2、新势力产业链：优选【拓普集团、新泉股份、多利科技、双环传动、上声电子、爱柯迪、文灿股份、上海沿浦】。

风险提示

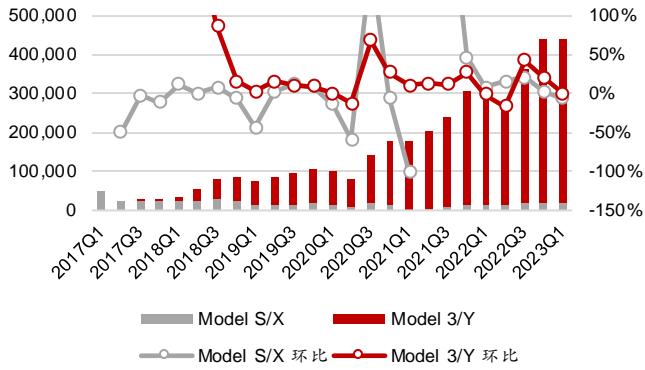
新车型销量不及预期；车企新车型投放进度不达预期。

盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000625.SZ	长安汽车	11.65	买入	0.47	0.81	0.80	0.92	24.8	14.4	14.6	12.7
601633.SH	长城汽车	28.17	买入	0.73	1.05	0.81	1.31	38.6	26.8	34.8	21.5
0175.HK	吉利汽车	9.99	买入	0.48	0.51	0.73	1.05	20.8	19.6	13.7	9.5
002594.SZ	比亚迪	245.02	买入	1.06	5.54	8.61	11.20	231.2	44.2	28.5	21.9
603596.SH	伯特利	64.64	买入	1.24	1.75	2.45	3.49	52.1	36.9	26.4	18.5
688326.SH	经纬恒润-W	145.60	买入	1.62	1.97	3.41	5.29	89.9	73.9	42.7	27.5
688007.SH	光峰科技	25.54	买入	0.52	0.26	0.35	0.82	49.1	98.2	73.0	31.1
002920.SZ	德赛西威	111.43	买入	1.51	2.10	3.03	4.20	73.8	53.1	36.8	26.5
688533.SH	上声电子	39.33	买入	0.41	0.82	1.57	2.59	95.9	48.0	25.1	15.2
603997.SH	继峰股份	12.61	买入	0.12	-1.09	0.43	0.63	105.1	-11.6	29.3	20.0
603348.SH	文灿股份	44.94	买入	0.38	0.98	2.28	3.16	118.3	45.9	19.7	14.2
001311.SZ	多利科技	77.61	买入	3.64	4.20	3.86	5.06	21.3	18.5	20.1	15.3
605128.SH	上海沿浦	36.89	买入	0.88	1.18	2.92	4.84	41.9	31.3	12.6	7.6
600933.SH	爱柯迪	21.05	买入	0.36	0.73	0.92	1.31	58.5	28.8	22.9	16.1
601689.SH	拓普集团	54.43	买入	0.93	1.55	2.11	3.06	58.5	35.1	25.8	17.8
603179.SH	新泉股份	37.84	买入	0.75	0.97	1.60	2.45	50.5	39.0	23.7	15.4
002472.SZ	双环传动	23.98	买入	0.46	0.68	1.00	1.41	52.1	35.3	24.0	17.0
603786.SH	科博达	56.42	买入	0.97	1.28	1.70	2.26	58.0	44.1	33.2	25.0
600660.SH	福耀玻璃	33.83	买入	1.23	2.15	2.03	2.46	27.5	15.7	16.7	13.8
601799.SH	星宇股份	116.65	买入	3.41	4.20	4.72	6.32	34.2	27.8	24.7	18.5
300258.SZ	精锻科技	10.20	买入	0.36	0.51	0.67	0.88	28.1	20.0	15.1	11.5

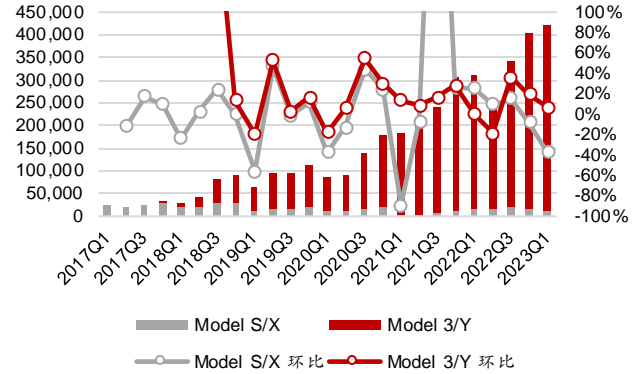
资料来源：Wind，华西证券研究所（收盘价截至 2023/4/20），德赛西威、福耀分别与计算机组、建材组联合覆盖

图 1 特斯拉分季度产量 (辆)



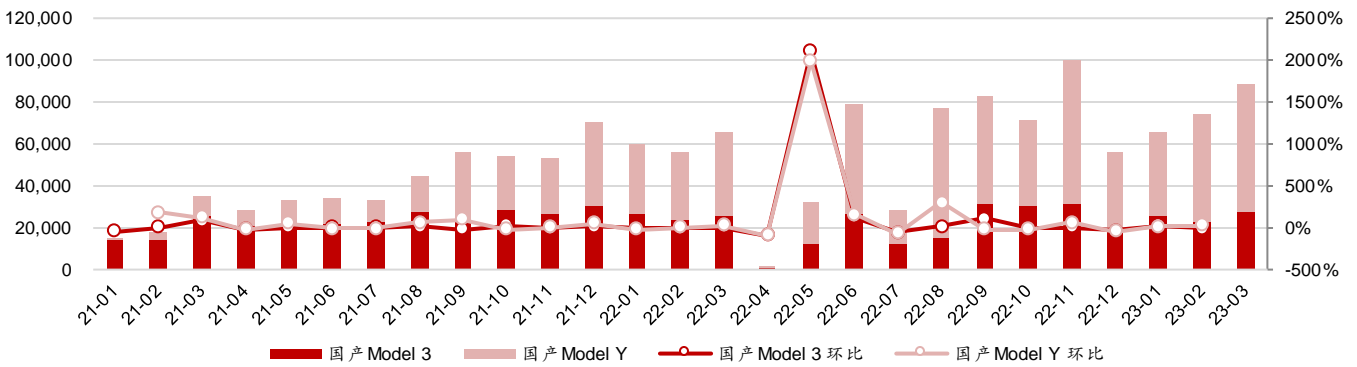
资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所
注：特斯拉 Model Y 于 2020 年 1 月开始生产

图 2 特斯拉分季度交付量 (辆)



资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所
注：特斯拉 Model Y 于 2020 年 3 月开始交付

图 3 国产 Model 3 和 Model Y 月度销量 (辆)



资料来源：中汽协，特斯拉官网，华西证券研究所
注：国产特斯拉 Model Y 于 2021 年 1 月开始交付

表 1 特斯拉中国区调价历史梳理

调价时间	23.02.17	23.01.06	22.10.24	22.03.15	22.03.10	21.12.31	21.11.24	21.11.19	21.07.30	21.05.08
Model 3	22.99	22.99	26.59	27.99	26.57	26.57	25.57	25.09	23.59	25.09
后轮驱动	持平	降价	降价	涨价	持平	涨价	涨价	涨价	降价	涨价
Model 3	32.99	32.99	34.99	36.79	34.99	33.99	33.99	33.99	33.99	33.99
高性能版	持平	降价	降价	涨价	涨价	持平	持平	持平	持平	持平
调价时间	23.02.17	23.01.06	22.10.24	22.06.17	22.03.17	22.03.15	22.03.10	21.12.31	21.11.24	21.09.11
Model Y	26.19	25.99	28.89	31.69	31.69	30.18	30.18	30.18	28.08	27.60
后轮驱动	涨价	降价	降价	持平	涨价	持平	持平	涨价	涨价	持平
Model Y	36.19	35.99	39.79	41.79	41.79	41.79	39.79	38.79	38.79	38.79
高性能版	涨价	降价	降价	持平	持平	涨价	涨价	持平	持平	涨价
Model Y	31.19	30.99	35.79	39.49	37.59	37.59	35.79	34.79	34.79	34.79
长续航版	涨价	降价	降价	涨价	持平	涨价	涨价	持平	持平	持平

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

表 2 特斯拉全球核心国家调价历史梳理

车型	2022. 12	2023. 01	2023. 04	较 1 月降价幅度
美国				
Model 3 (后轮驱动)	46,990	43,990	39,990	-9.1%
Model 3 (性能版)	62,990	53,990	52,990	-1.9%
Model Y (双电机标续)			46,990	/
Model Y (长续航版)	65,990	52,990	49,990	-5.7%
Model Y (性能版)	69,990	56,990	53,990	-5.3%
加拿大				
Model 3 (后轮驱动)	59,990	54,900	54,990	0.2%
Model 3 (性能版)	82,000	72,900	72,990	0.1%
Model Y (长续航版)	85,000	69,990	69,990	0.0%
Model Y (性能版)	90,000	75,990	75,990	0.0%
德国				
Model 3 (后轮驱动)	49,990	43,990	43,990	0.0%
Model 3 (长续航版)	59,490	53,990	50,990	-5.6%
Model 3 (性能版)	63,490	60,990	57,990	-4.9%
Model Y (后轮驱动)	53,990	44,890	44,890	0.0%
Model Y (长续航版)	56,990	54,990	54,990	0.0%
Model Y (性能版)	65,490	64,990	60,990	-6.2%
英国				
Model 3 (后轮驱动)	48,490	42,990	42,990	0.0%
Model 3 (长续航版)	57,490	50,990	50,990	0.0%
Model 3 (性能版)	61,490	57,990	57,990	0.0%
Model Y (后轮驱动)	51,990	44,990	44,990	0.0%
Model Y (长续航版)	57,990	52,990	52,990	0.0%
Model Y (性能版)	67,990	59,990	59,990	0.0%
法国				
Model 3 (后轮驱动)	53,490	44,990	41,990	-6.7%
Model 3 (长续航版)	62,490	52,990	49,990	-5.7%
Model 3 (性能版)	66,490	59,990	53,990	-10.0%
Model Y (后轮驱动)	49,990	46,990	44,990	-4.3%
Model Y (长续航版)	64,990	53,990	51,990	-3.7%
Model Y (性能版)	69,990	63,990	59,990	-6.3%
西班牙				
Model 3 (后轮驱动)	51,990	46,200	39,990	-13.4%
Model 3 (长续航版)	57,990	52,400	49,990	-4.6%
Model 3 (性能版)	64,990	59,990	53,990	-10.0%
Model Y (后轮驱动)	51,200	48,200	45,990	-4.6%
Model Y (长续航版)	65,990	53,400	53,400	0.0%
Model Y (性能版)	70,000	63,990	59,990	-6.3%
意大利				
Model 3 (后轮驱动)	57,490	44,990	41,990	-6.7%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

Model 3 (长续航版)	64,490	52,990	48,990	-7.5%
Model 3 (性能版)	67,490	59,990	53,990	-10.0%
Model Y (后轮驱动)	49,990	46,990	46,990	0.0%
Model Y (长续航版)	65,990	53,990	53,990	0.0%
Model Y (性能版)	71,990	63,990	59,990	-6.3%
挪威				
Model 3 (后轮驱动)	409,990	369,990	369,990	0.0%
Model 3 (长续航版)	494,990	459,990	459,990	0.0%
Model 3 (性能版)	534,990	524,990	503,990	-4.0%
Model Y (后轮驱动)	519,990	399,990	399,990	0.0%
Model Y (长续航版)	559,990	469,990	484,990	3.2%
Model Y (性能版)	599,990	544,990	520,240	-4.5%
韩国				
Model 3 (后轮驱动)	70,340,000	64,340,000	59,990,000	-6.8%
Model 3 (性能版)	94,175,000	88,175,000	75,590,000	-14.3%
Model Y (长续航版)	96,649,000	84,999,000	78,390,000	-7.8%
Model Y (性能版)	104,731,000	94,731,000	84,990,000	-10.3%
澳大利亚				
Model 3 (后轮驱动)	65,500	63,900	60,900	-4.7%
Model 3 (长续航版)	80,000	76,900	73,900	-3.9%
Model 3 (性能版)	91,600	89,900	86,900	-3.3%
Model Y (后轮驱动)	72,300	68,900	68,900	0.0%
Model Y (长续航版)			81,900	/
Model Y (性能版)	96,700	94,900	94,900	0.0%
新西兰				
Model 3 (后轮驱动)	74,900	70,900	65,900	-7.1%
Model 3 (性能版)	103,900	100,900	95,900	-5.0%
Model Y (后轮驱动)	76,200	75,900	70,900	-6.6%
Model Y (性能版)	108,900	105,900	100,900	-4.7%
日本				
Model 3 (后轮驱动)	5,964,000	5,369,000	5,369,000	0.0%
Model 3 (长续航版)	7,091,000	6,389,000	6,424,600	0.6%
Model 3 (性能版)	7,939,000	7,149,000	7,184,600	0.5%
Model Y (后轮驱动)	6,438,000	5,799,000	5,834,600	0.6%
Model Y (长续航版)			6,760,600	/
Model Y (性能版)	8,333,000	7,509,000	7,544,600	0.5%

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

表 3 特斯拉核心财务数据

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
总交付量 (万辆)	31.0	25.5	34.4	40.5	42.3
同比 (%)	67.7%	26.5%	42.5%	31.3%	36.4%
环比 (%)	0.5%	-17.9%	35.0%	17.9%	4.3%
Model S/X (万辆)	1.5	1.6	1.9	1.7	1.1

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

同比 (%)	626.3%	751.9%	101.2%	45.8%	-27.4%
环比 (%)	25.2%	9.8%	15.5%	-8.2%	-37.6%
Model 3/Y (万辆)	29.5	23.9	32.5	38.8	41.2
同比 (%)	61.5%	19.6%	40.1%	30.7%	39.6%
环比 (%)	-0.5%	-19.2%	36.3%	19.4%	6.2%
营业总收入 (百万美元)	18,756.0	16,934.0	21,454.0	24,318.0	23,329.0
同比 (%)	80.5%	41.6%	55.9%	37.2%	24.4%
环比 (%)	5.9%	-9.7%	26.7%	13.3%	-4.1%
汽车业务收入 (百万美元)	16,861.0	14,602.0	18,692.0	21,307.0	19,963.0
同比 (%)	87.3%	43.1%	55.0%	33.4%	18.4%
环比 (%)	5.6%	-13.4%	28.0%	14.0%	-6.3%
其中:					
汽车销售收入 (百万美元)	15514.0	13670.0	17785.0	20241.0	18878.0
新能源积分收入 (百万美元)	679.0	344.0	286.0	467.0	521.0
租赁收入 (百万美元)	668.0	588.0	621.0	599.0	564.0
能源业务收入 (百万美元)	616.0	866.0	1117.0	1310.0	1529.0
服务和其他业务收入 (百万美元)	1279.0	1466.0	1645.0	1701.0	1837.0
营业成本 (百万美元)	13296.0	12700.0	16072.0	18541.0	18818.0
毛利 (百万美元)	5460.0	4234.0	5382.0	5777.0	4511.0
毛利率 (%)	29.1%	25.0%	25.1%	23.8%	19.3%
汽车业务毛利率 (%)	32.9%	27.9%	27.9%	25.9%	21.1%
运营费用 (百万美元)	1857.0	1770.0	1694.0	1876.0	1847.0
研发费用 (百万美元)	865.0	667.0	733.0	810.0	771.0
SGA (百万美元)	992.0	961.0	961.0	1032.0	1076.0
重组及其他费用 (百万美元)	0.0	142.0	0.0	34.0	0.0
经营性利润 (百万美元)	3603.0	2464.0	3688.0	3901.0	2664.0
同比 (%)	506.6%	87.8%	84.0%	49.3%	-26.1%
环比 (%)	37.9%	-31.6%	49.7%	5.8%	-31.7%
经营性利润率 (%)	19.2%	14.6%	17.2%	16.0%	11.4%
净利润 (百万美元)	3280.0	2269.0	3331.0	3707.0	2539.0
少数股东利润 (百万美元)	-38.0	10.0	39.0	20.0	26.0
归母净利润 (百万美元)	3318.0	2259.0	3292.0	3687.0	2513.0
归母净利率 (%)	17.7%	13.3%	15.3%	15.2%	10.8%
non-GAAP 净利润 (百万美元)	3736.0	2620.0	3654.0	4106.0	2931.0
同比 (%)	255.1%	62.1%	74.6%	42.6%	-21.5%
环比 (%)	29.8%	-29.9%	39.5%	12.4%	-28.6%
non-GAAP 净利率 (%)	19.9%	15.5%	17.0%	16.9%	12.6%

单车指标					
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
剔除积分后单车 ASP (万美元)	5.22	5.60	5.35	5.14	4.60
单车成本 (万美元)	3.65	4.13	3.92	3.89	3.73
单车毛利 (万美元)	1.79	1.60	1.52	1.36	1.00
单车研发 (万美元)	0.28	0.26	0.21	0.20	0.18
单车 SGA (万美元)	0.32	0.38	0.28	0.25	0.25
单车净利润 (万美元)	1.07	0.89	0.96	0.91	0.59
单车 non-GAAP 净利 (万美元)	1.20	1.03	1.06	1.01	0.69

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

表 4 特斯拉季度产销数据

交付量：辆	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
Model S/X	9,289	11,766	14,724	16,162	18,672	17,147	10,695
环比	390.2%	26.7%	25.1%	9.8%	15.5%	-8.2%	-37.6%
同比	-39.2%	-38.0%	625.3%	755.1%	101.0%	45.9%	-27.4%
Model 3/Y	232,102	296,884	295,324	238,533	325,158	388,131	412,180
环比	16.4%	27.9%	-0.5%	-19.2%	36.3%	19.4%	6.2%
同比	86.7%	83.6%	61.5%	19.6%	40.1%	30.7%	39.6%
交付量合计	241,391	308,650	310,048	254,695	343,830	405,278	422,875
环比	19.9%	27.9%	0.5%	-17.9%	35.0%	17.9%	4.3%
同比	72.9%	70.8%	67.7%	26.6%	42.4%	31.3%	36.4%
产量：辆	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
Model S/X	8,941	13,109	14,218	16,411	19,935	20,613	19,437
环比	282.1%	46.6%	8.5%	15.4%	21.5%	3.4%	-5.7%
同比	-47.4%	-18.6%	-	601.3%	123.0%	57.2%	36.7%
Model 3/Y	228,882	292,731	291,189	242,169	345,988	419,088	421,371
环比	12.2%	27.9%	-0.5%	-16.8%	42.9%	21.1%	0.5%
同比	78.8%	78.9%	61.5%	18.7%	51.2%	43.2%	44.7%
产量合计	237,823	305,840	305,407	258,580	365,923	439,701	440,808
环比	15.2%	28.6%	-0.1%	-15.3%	41.5%	20.2%	0.3%
同比	64.0%	70.1%	69.4%	25.3%	53.9%	43.8%	44.3%

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

表 5 特斯拉现有产能及产能规划

工厂	产品	产能 (辆)	状态
美国 弗里蒙特	Model S/X	100,000	批产
	Model 3/Y	550,000	批产
中国 上海	Model 3/Y	>750,000	批产
德国 柏林	Model Y	>350,000	批产
美国 德克萨斯	Model Y	>250,000	批产
	Cybertruck	-	规划
待定新工厂	Tesla Semi	-	规划
	Roadster	-	规划

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	未来车型	-	规划
--	------	---	----

资料来源：特斯拉官网，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。