

特斯拉系列之二十三

特斯拉发布 2022 年三季报，交付量与营业利润再创新高

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 汽车

◆ 投资评级: 超配(维持评级)

证券分析师: 唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

执证编码: S0980519080002

事项:

2022 年 10 月 19 日, 特斯拉发布三季度财报, 22Q3 营收 214.54 亿美元, 同/环比分别+56%/+27%, 其中 2.9 亿美元来自出售碳排放额度(同/环比+3%/-17%), 约占整体营收 1.3%; **利润端来看**, 22Q3 营业利润(GAAP 下) 36.88 亿美元, 同比+84%, 营业利润率 17.2%, 同比+2.6pct; 22Q3 实现净利润(GAAP 下) 32.92 亿美元, 同/环比分别+103%/+46%, 与 Q1 基本持平, 连续第 13 个季度实现盈利, 调整后 EBITDA 为 49.68 亿美元, 同比+55%; 在原材料涨价+产效受影响(柏林、德克萨斯工厂及 4680 电池爬坡)+美元升值(预估造成 2.5 亿美元负向影响)等影响下, 盈利能力依旧亮眼; **现金流来看**, 22Q3 经营活动现金流 51.0 亿美元, 同/环比分别+62%/+117%, 短期无需担忧营运资金问题; 现金及现金等价物 211.1 亿美元, 同比+31%; **汽车板块来看**, 特斯拉 22 年前三季度全球累计交付 91 万辆, 同比+45%, Q3 交付 34.38 万台, 同/环比分别+42%/+32%, 助力汽车板块实现收入 186.92 亿元, 同/环比分别+55%/+28%, 营收占比 87.1%; Q3 汽车板块毛利率 27.9%, 环比持平(若剔除碳积分影响, Q3 汽车销售毛利率 26.3%, 环比有所改善, 同比略有下滑) 我们测算 22Q3 特斯拉汽车销售单车均价 5.17 万美元、单车毛利 1.36 万美元、单车营业利润 0.95 万美元。

国信汽车观点: 关注特斯拉全球放量及智能驾驶技术和盈利模式创新两条主线。特斯拉放量降本及强劲费用管控能力持续驱动业绩, 凭借细分领域优势车型 Model 3/Model Y 产销量持续突破, 特斯拉已实现连续十三个季度盈利, 22 年前三季度全球累计交付 90.9 万辆, 同比+45%, 2022 年产销规模有望持续向上突破。未来随 Model 3/Y 产销量持续突破, 供应链瓶颈缓解, 产能不断提升(特斯拉预计每年增长产能 50%), 放量降本+平滑交付曲线等方案不断优化成本, 同时能源业务(Q3 储能装机 2.1Gwh; Megapack 工厂规划产能 40Gwh) 及智能驾驶业务(北美 FSD Beta 用户超 16 万)持续发力, 叠加前不久 AI Day 亮相的特斯拉机器人的顺利推进(3-5 年内有望交付, 售价低于 2 万美元), 特斯拉盈利水平及全球竞争力有望持续上行。

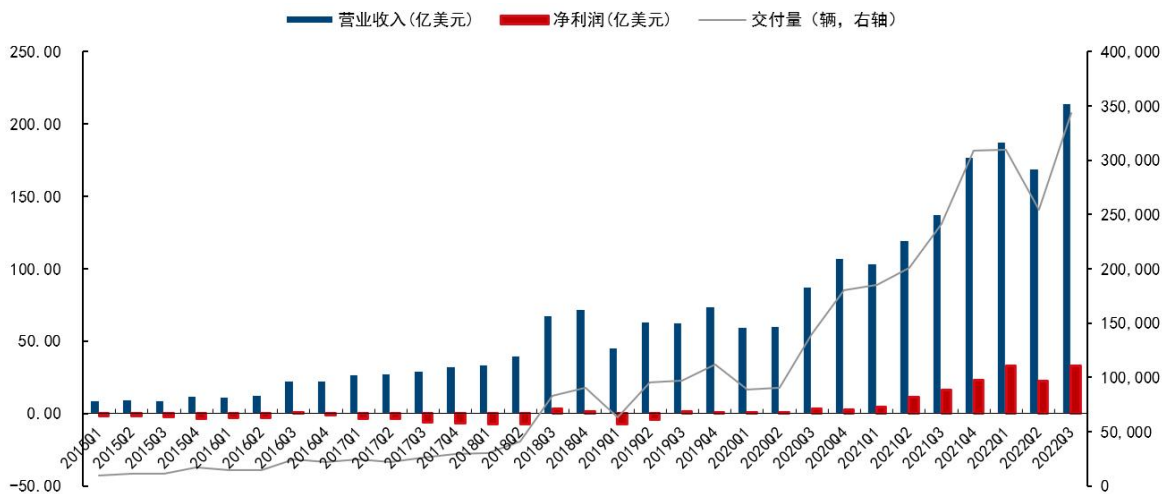
长期看, 特斯拉有望打造一系列人工智能的终端载体(智能驾驶汽车、机器人等), 通过“硬件降本+软件加成+Robotaxi 共享出行”赋能新盈利模式。软件上以 FSD 软件、软件商城及订阅服务组合拳提高附加值, 以共享出行打开智能驾驶运用场景。持续看好特斯拉后续在智能驾驶技术及盈利模式的创新。

评论:

◆ 第三季度营收同比+56%, 净利润同比+104%

特斯拉 22Q3 实现营收 214.54 亿美元, 同/环比分别+55.9%/+26.7%, 其中 2.86 亿美元来自于出售碳排放额度(同/环比分别+2.5%/-16.9%), 约占整体营收的 1.3%; **利润端来看**, 22Q3 营业利润(GAAP 下) 为 36.88 亿美元, 同比+84%, 创季度新高, 营业利润率 17.2%, 同比+2.6pct; 22Q3 实现净利润(GAAP 下) 32.92 亿美元, 同/环比分别+103.5%/+45.7%, 与 Q1 的 33.18 亿美元基本持平, 已连续第十三个季度实现盈利, 调整后 EBITDA 为 49.68 亿美元, 同比+55.1%; 在原材料成本上涨+生产效率受到影响(柏林、德克萨斯工厂、4680 电池爬坡)+美元升值(预估造成 2.5 亿美元负向影响)等条件下, 盈利能力依旧亮眼; **现金流来看**, 特斯拉 22Q3 经营活动现金流为 51.0 亿美元, 同/环比分别+62.1%/+116.9%, 短期无需担忧营运资金问题; 现金及现金等价物 211.1 亿美元, 同比+31.1%; **汽车业务来看**, 22Q3 特斯拉全球汽车交付 34.38 万台, 同/环比分别+42.4%/+32.0%, 助力汽车板块实现收入 186.92 亿元, 同/环比分别+55.0%/+28.0%, 营收占比 87.1%; Q3 汽车板块毛利率为 27.9%, 略低于市场预期, 环比持平(若剔除碳积分影响, Q3 汽车销售毛利率为 26.3%, 环比有所改善), 同比略有下滑。

图1：2015Q1-2022Q3 特斯拉季度营收、净利润及车型销量图

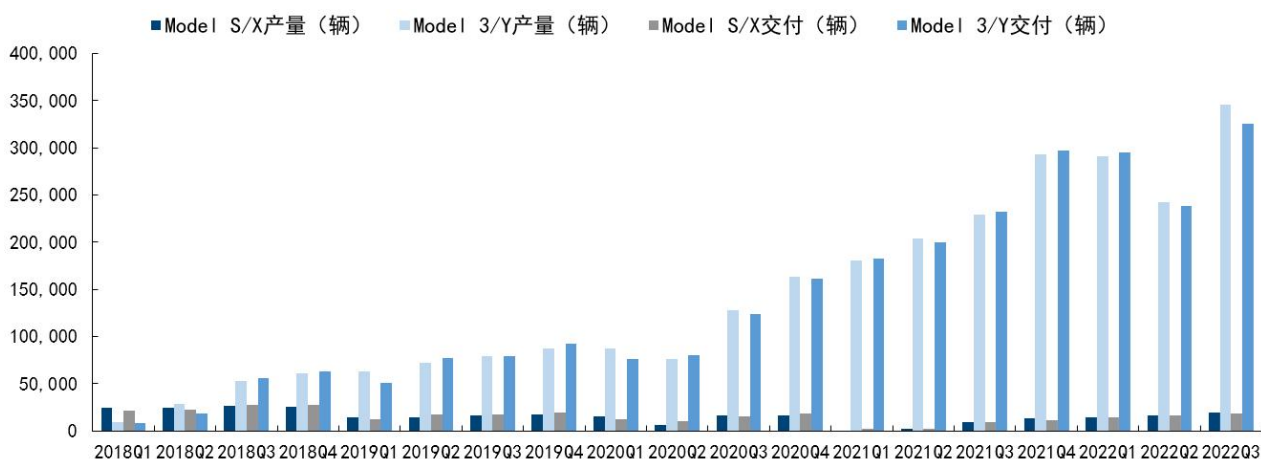


资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

◆ 平滑交付曲线保证爬坡利润率，放量降本驱动业绩持续上行

详细来看汽车业务，产销方面，22Q3 特斯拉实现产量 36.6 万辆，同环比分别+53.9%/+41.5%，其中 Model 3/Y 产量 34.6 万辆，Model S/X 产量 2.0 万辆；22Q3 特斯拉全球交付 34.4 万辆，同环比分别+42.4%/+35.0%，22 年前三季度全球累计交付 90.9 万辆，同比+45%，若按去年 Q4 交付增速（70.8%）粗略推算，得出特斯拉全年有望交付超 140 万辆汽车，接近年初 150 万辆目标；交付结构方面，Model 3/Y 交付 32.5 万辆，同比+40%，Model S/X 交付 1.9 万辆，同比+101%；产销缺口方面，22Q3 产销缺口为 2.2 万辆，同环比有所拉大（21Q1 为-0.36 万辆，22Q2 为 0.39 万辆）；车辆库存周期为 8 天（21Q1 为 6 天）。新车型方面，预计 Semi 预计于今年 12 月实现第一批交付，Cybertruck 预计 24 年初进入预生产阶段并有望年内交付。

图2：特斯拉不同车型季度产销数据（辆）

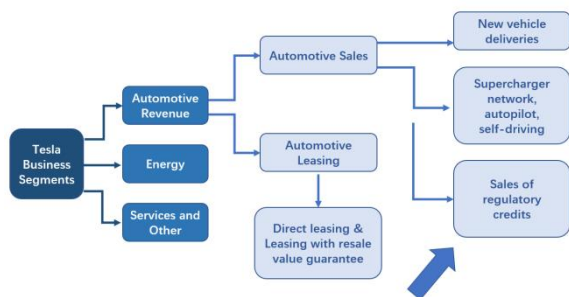


资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

从收入端来看，汽车销售仍是特斯拉利润的最主要来源。特斯拉收入主要由汽车、能源和服务及其他构成，其中能源业务主要包括太阳能及储能产品，汽车业务主要包括汽车销售、汽车租赁以及汽车碳排放积分，22Q3 汽车实现营收 186.9 亿美元，同比+55%，其中通过交易碳排放积分实现 2.86 亿美元收入，同环比分别+3%/-17%，汽车销售业务实现收入 177.9 亿元，同环比分别+56%/+30%，在美元升值的情况下依旧实现稳定增长，主要系 1) 量增：汽车交付同环比提升；2) 价升：ASP 同比提升（粗略测算 22Q3 单车均价同

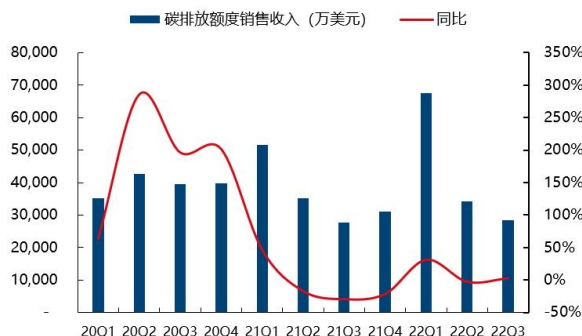
比+9.6pct)，环比略降（主要系二季度上海工厂产能紧张拉高 Q2 的 ASP）。

图3: 特斯拉收入结构（按业务）



资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

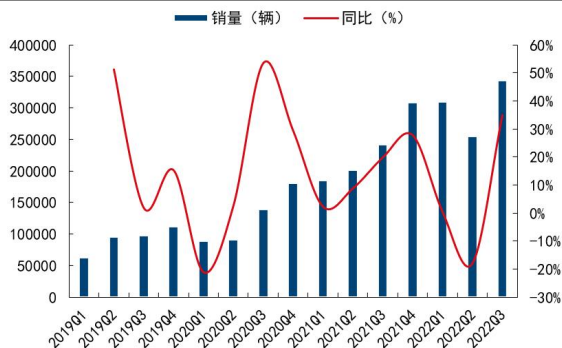
图4: 特斯拉碳排放额度销售收入及增速



资料来源：特斯拉公告，采用中信轮胎指数

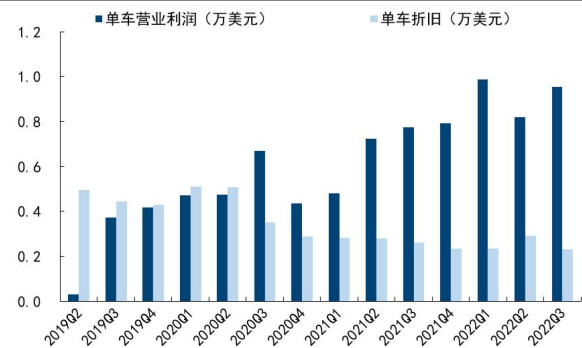
单车毛利率环比增长，平滑交付曲线有望提振爬坡利润率。22Q3 汽车销售营收占比 82.9%，同比基本持平，环比略有上升，以此为比例依据计算对应费用成本（以尽量剔除其他业务影响），测算出 22Q3 单车运营费用率约 8%，同环比下降展现特斯拉强劲费用管控能力；22Q3 单车毛利率 26.3%，环比+0.6pct，同比-2.2pct，单车毛利约 1.4 万美元，连续两季度降低（预计主要系市场竞争激烈导致终端售价有所松动及供应链紧张的影响）；折旧摊销方面，随上海、欧洲工厂持续放量，驱动单车折旧&摊销持续下降；22Q3 面临原材料成本上涨、柏林与德克萨斯工厂爬坡影响效率（年初开始在德州工厂使用前后车身铸件/结构电池组）的背景下，在全球交付回暖+强劲费用管控能力催化下，特斯拉单车营业利润依旧环比有所回暖。未来随特斯拉通过平滑交付曲线的方案对成本的优化，叠加各产地顺利爬坡生产，特斯拉盈利能力有望持续上行。

图5: 特斯拉交付量及增速



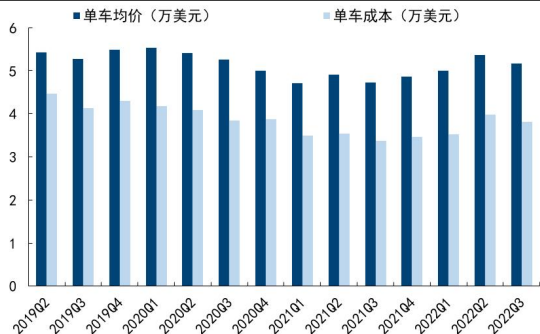
资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

图6: 特斯拉单车营业利润与单车折旧对比



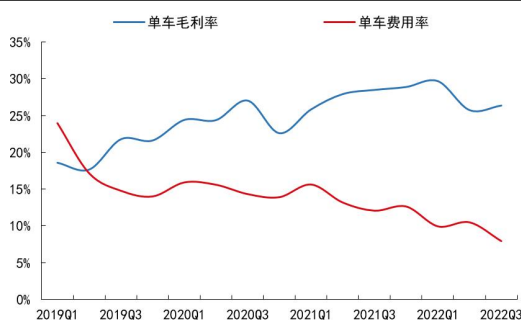
资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

图7: 特斯拉单车均价与单车成本对比



资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

图8: 特斯拉单车毛利率与单车费用率对比



资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

产能端持续提升。目前特斯拉有五个汽车生产工厂，截至 2022Q3 全球产能超 190 万辆。按投产时间顺序依次是美国加州的弗里蒙特工厂（Fremont 2012 年下线首台特斯拉 Model S）、中国的上海工厂（2019 年投建）、欧洲的柏林工厂（2020 年启动建设）、美国德克萨斯州的超级工厂（2020 年启动建设）。其中美国弗里蒙特工厂主要生产 Model S/X/3/Y，中国和欧洲新工厂主要生产 Model 3/Y（特斯拉于 2021 年 1 月推出具价格优势、车型竞争力不俗的国产版 Model Y；指引中国工厂在 3/Y 以外仍会引入新的生产车型），未来美国有望新扩建工厂产能用于特斯拉皮卡等其他车型的生产。据 22Q3 财报，特斯拉专注于 1) 提升弗里蒙特、上海工厂的周度产量以及 2) 推进柏林（当下每周生产超 2000 辆搭载 2170 电池的 Model Y）、德克萨斯工厂的产能爬坡，来提升生产能力满足终端需求。

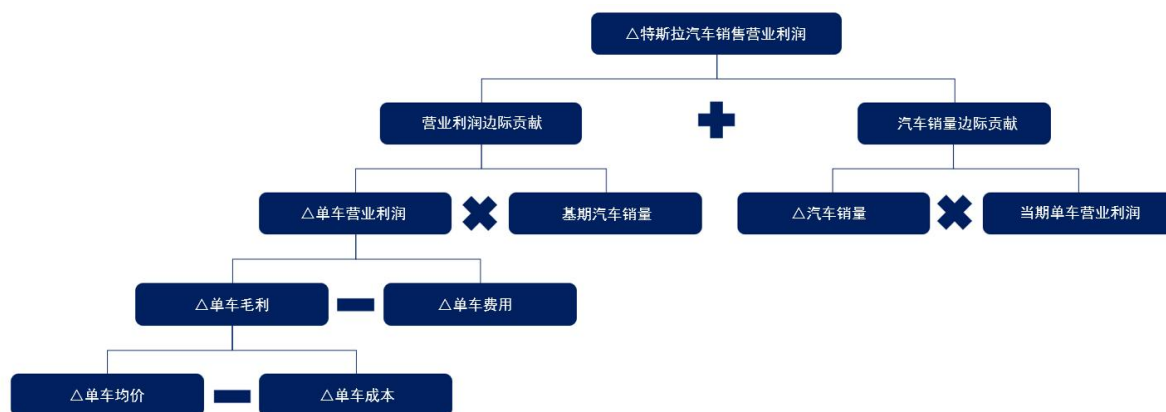
表 1：特斯拉全球产能持续扩张

工厂名称	生产车型	截至 2022Q3 报告期		截至 2022Q2 报告期	
		已有产能（辆）	产能状态	已有产能（辆）	产能状态
中国-Shanghai	Model 3/Y	>750,000	Production	>450,000	Production
美国-Fremont	Model S/X	100,000	Production	100,000	Production
	Model 3/Y	550,000	Production	500,000	Production
美国-Texas	Model Y	>250,000	Production	-	Construction
	Cybertruck	-	Tooling	-	In development
德国-Berlin	Model Y	>250,000	Production	-	Production
Nevada	Tesla Semi	-	Early production	-	In development
TBD	Roadster	-	In development	-	In development
	Robotaxi&Others	-	In development	-	In development

资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

放量降本保障盈利能力稳步上行。特斯拉汽车销售的营业利润可以拆解为单车营业利润与汽车销量乘积，单车营业利润即扣除单车成本和单车费用后的单车均价。通过拆解营业利润的边际变动可知，特斯拉在首次盈利年份（2020 年）的业绩主要靠单车营业利润驱动（贡献率为 82%），而 2021 年业绩转由销量作为主要驱动（贡献率为 54%）。进一步拆分单车营业利润，2020-2021 年特斯拉单车成本和费用的减少对单车营业利润的合计贡献均能完全覆盖降价影响，规模效应下盈利能力显著提高。

图 9：特斯拉汽车销售营业利润边际贡献拆解（2021 年相较于 2020 年的增量）



资料来源：国信证券经济研究所整理 注：“Δ”符号表示变化量

表 2：2020-2021 年特斯拉汽车销售营业利润边际贡献拆解（2021 年相较于 2020 年的增量）

年份	Δ单车营业利润 (万美元)	Δ单车营业利润贡献 (万美元)	Δ单车营业利润贡献率	Δ销量（辆）	Δ销量贡献 (万美元)	Δ销量贡献率	Δ营业利润 (万美元)
2020 年	0.2	88,292	82%	131,894	19,297	18%	107,589
2021 年	0.5	228,119	46%	436,672	263,293	54%	491,412

资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理 注：“Δ”符号表示变化量

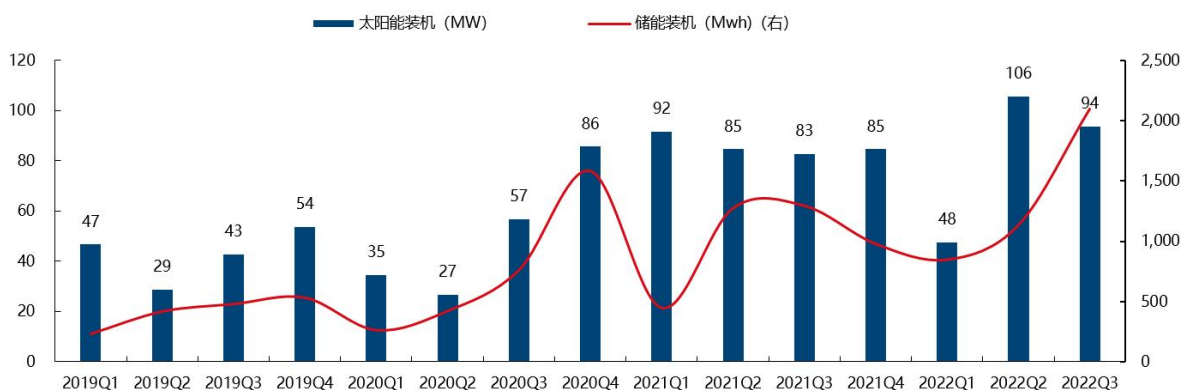
表3：2020-2021年特斯拉汽车单车营业利润边际贡献拆解（2021年相较于2020年的增量）

年份	△单车均价（万美元）	△单车均价贡献率	△单车成本（万美元）	△单车成本贡献率	△单车费用（万美元）	△单车费用贡献率
2020年	-0.3	-142%	-0.4	163%	-0.2	78%
2021年	-0.2	-46%	-0.5	105%	-0.2	41%

资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理 注：“△”符号表示变化量

能源业务稳定成长，单Q3储能装机达2.1Gwh，同/环比分别+62%/+85%。特斯拉重视能源业务发展，22Q3公司能源及储能业务实现收入11.17亿元，同比+39%；22Q3储能装机达2100MWH，创季度新高，同比/环比+62.2%/+85.4%，并向更加平稳的交付和产品结构过渡，同时特斯拉加利福尼亚州40GWh Megapack工厂正在爬升产能，以满足下游对储能产品高涨的需求；22Q3太阳能装机94MW，同比+13%（其中商业项目装机量同比略降，户用项目装机量同比增长），达近年来季度峰值，随公司太阳能安装效率持续提升，装机量及经济效益有望持续增长；另外超级充电业务实现收入同比增长超3倍；截至Q3底特斯拉全球已建设开放超38800个超充电桩（同比+33%），其中在中国拥有超9300个超级充电桩+超1300座超级充电站。

图10：特斯拉太阳能装机（MW）及储能装机数据（MWh）

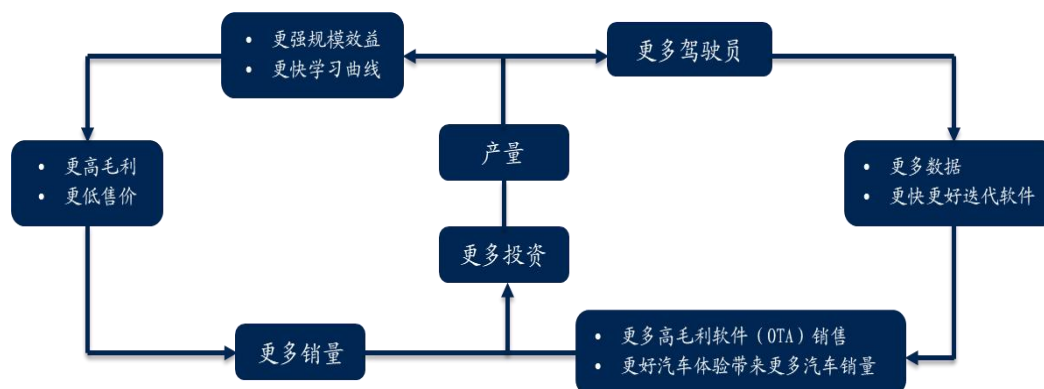


资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

◆ 终极盈利目标：硬件为基，软件生态和服务打开盈利空间

类似苹果围绕 iOS 从芯片到系统、再到硬件设计打造的软硬一体化体系，特斯拉亦从 Autopilot、电池、造车统一调控，打破传统主机厂商仅依靠前端销售获利的方式，通过“硬件降本+软件加成+Robotaxi 共享出行”不断赋能新商业模式，以售出的硬件为基凭借平台服务加成，向具更广阔盈利空间的软件业务扩展。

图11：特斯拉构筑软硬一体化新商业模式



资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

硬件发展具天花板效应，软件和服务体系持续赋予车型新附加值。以经过 15 年发展的手机产业链为例，硬件体系随处理器性能持续提升、摄像头像素及摄像头个数持续增加、屏幕材质与大小升级，其产业增速趋缓，硬件盈利模式逐渐固化。而随苹果 iPhone 产品横空出世定义软件附加值新模式，小米做低手机硬件利润并将其定位于功能载体，至此软件与服务成为手机产业链盈利模式的重要来源。对标至汽车，偏向制造业逻辑的大部分汽车硬件由于堆桥数量将受到限制，终将会进入产业稳态阶段，往接口及功能上的标准化发展，维持较稳定的利润率水平；软件和服务体系由于迭代周期快且行业特性带来的标准化程度低，赋予汽车新盈利模式。

硅谷出身的特斯拉已证实一条软件大规模变现的可行性路径，分为 FSD 付费、软件应用商城及订阅服务三种模式：

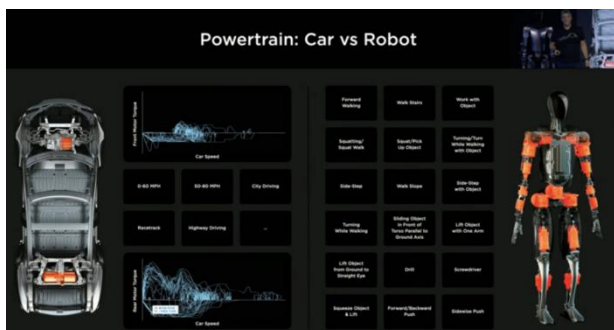
图12: 特斯拉三大软件创收模式



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

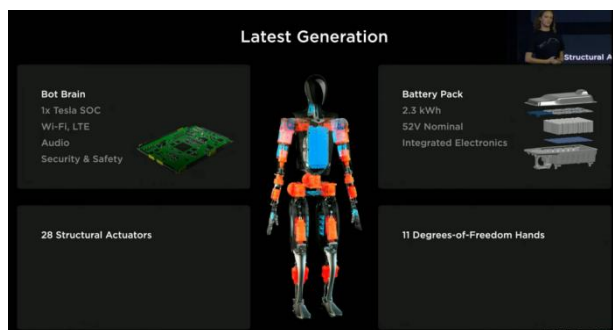
特斯拉 AI Day 发布人形机器人 Optimus。特斯拉在 10 月 1 日 AI Day 发布机器人 Optimus。其使用内部设计的组件，包括装在机器人躯干上的 2.3kwh 电池组、芯片系统和驱动机器人四肢的执行器。特斯拉正在为 Optimus 研发一种特殊的电池和执行器，以将功耗保持在最低水平，这样 Optimus 一次充电就可工作一整天。Optimus 还使用了一些特斯拉汽车上的技术，例如电池组和冷却系统。预计在未来 3-5 年内，Optimus 有望实现交付，售价不到 2 万美元，不及 Model Y 价格 1/3，具体搭载配置如下：身体执行器 28 个+手部自由度 11 个+电池组 2.3Kwh+完全自动驾驶（FSD 电脑）+Autopilot 神经网络技术。

图13: 特斯拉汽车 VS 机器人



资料来源：特斯拉 AI DAY，国信证券经济研究所整理

图14: 特斯拉机器人配置



资料来源：特斯拉 AI DAY，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：持续推荐特斯拉产业链

2022年10月19日，特斯拉发布三季度财报，22Q3实现营收214.54亿美元，同/环比分别+56%/+27%，其中2.9亿美元来自于出售碳排放额度（同/环比+3%/-17%），约占整体营收1.3%；**利润端来看**，22Q3营业利润（GAAP下）为36.88亿美元，同比+84%，营业利润率17.2%，同比+2.6pct；22Q3实现净利润（GAAP下）32.92亿美元，同/环比分别+103%/+46%，与Q1基本持平，连续第十三个季度实现盈利，调整后EBITDA为49.68亿美元，同比+55.1%；在原材料涨价+产效受影响（柏林、德克萨斯工厂、4680电池爬坡）+美元升值（预估造成2.5亿美元负向影响）等背景下，盈利能力依旧亮眼；**现金流来看**，特斯拉22Q3经营活动现金流51.0亿美元，同/环比分别+62%/+117%，短期无需担忧营运资金问题；现金及现金等价物211.1亿美元，同比+31%；**汽车业务来看**，22Q3特斯拉全球汽车交付34.38万台，同/环比分别+42%/+32%，助力汽车板块实现收入186.92亿元，同/环比分别+55%/+28%，营收占比87.1%；Q3汽车板块毛利率为27.9%，环比持平（若剔除碳积分影响，Q3汽车销售毛利率为26.3%，环比有所改善），同比略有下滑；22Q3我们测算特斯拉汽车销售业务单车均价5.17万美元、单车毛利1.36万美元、单车营业利润0.95万美元。

关注特斯拉全球放量及智能驾驶技术和盈利模式创新两条主线。特斯拉放量降本及强劲费用管控能力持续驱动业绩，凭借细分领域优势车型Model 3/Model Y产销量持续突破，特斯拉已实现连续十三个季度盈利，22Q1-3全球累计交付91万辆，同比+45%，2022年产销规模有望持续向上突破。未来随Model 3/Y产销量持续突破，供应链瓶颈缓解，产能不断提升（特斯拉预计每年增长产能50%），放量降本+平滑交付曲线方案不断优化成本，同时能源业务（Q3储能装机2.1Gwh；Megapack工厂规划产能40Gwh）及智能驾驶业务（北美FSD Beta用户超16万）持续发力，叠加前不久AI Day亮相的特斯拉机器人的顺利推进（3-5年内有望交付，售价低于2万美元），特斯拉盈利水平及全球竞争力有望持续上行。

长期看，特斯拉有望打造一系列人工智能的终端载体（智能驾驶汽车、机器人等），通过“硬件降本+软件加成+Robotaxi共享出行”赋能新盈利模式。软件上以FSD软件、软件商城及订阅服务组合拳提高附加值，以共享出行打开智能驾驶运用场景，持续看好特斯拉后续在智能驾驶技术及盈利模式的创新。我们长期看好特斯拉汽车、储能及机器人业务的发展前景，推荐特斯拉产业链核心标的拓普集团、旭升股份、三花智控、新泉股份、精锻科技等。

表4：重点公司估值及盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	20221020收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601689.SH	拓普集团	增持	68.10	750	0.92	1.59	2.15	74	43	32
603305.SH	旭升股份	增持	35.99	240	0.66	1.01	1.45	55	36	25
002050.SZ	三花智控	增持	20.60	740	0.47	0.64	0.83	44	32	25
603179.SH	新泉股份	买入	37.09	181	0.76	0.92	1.45	49	40	26
300258.SZ	精锻科技	买入	11.95	58	0.36	0.47	0.63	33	25	19

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示：

疫情风险、特斯拉工厂产能建设与爬坡不达预期、经济波动风险，中美政治风险。

相关研究报告：

- 《汽车行业周报（2022 年第 42 周）-9 月乘用车销量同比增长 32.7%，看好三季报行情》——2022-10-16
- 《汽车行业 10 月投资策略-10 月新车型密集交付，看好三季报行情》——2022-10-09
- 《造车新势力系列十四-埃安哪吒销量领先，L9 上市助力理想销量反弹》——2022-10-09
- 《汽车行业周报(2022 年第 39 周)-小鹏 G9 发布, 英伟达推出 2000T 高算力车载芯片 Thor》——2022-09-25
- 《汽车行业周报（2022 年第 37 周）-8 月汽车销量同比增长 32%，蔚来 ET5 即将开启交付》——2022-09-13

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032