

电力设备行业深度报告

特斯拉及造车新势力年报：特斯拉稳健增长，新势力增速分化

增持（维持）

2024年03月26日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 孙瀚博

执业证书：S0600123040064
sunhb@dwzq.com.cn

投资要点

- 特斯拉 Q4 单车毛利趋稳，24 年销量增速预期下调。** 特斯拉 23Q4 营收 252 亿美元，同环比+3%/+8%，毛利率 17.63%，同环比-6.3pct/-0.3pct；非 GAAP 净利润 24.9 亿美元，同环比-40%/+7%，非 GAAP 净利率 9.87%；此外 23Q4 确认 59 亿美元一次性税收收益。23 年全年看，公司营收 968 亿美元，同比+15%，非 GAAP 净利润 108.9 亿美元，同比-23%，主要系降价影响利润水平。公司预计 24 年销量增速将明显低于 23 年，并致力于在德州超级工厂推出下一代汽车，Model 2 预计将于 25H2 开始生产。
- 蔚来 Q4 营收符合预期，新品牌阿尔卑斯对标 Model Y。** 蔚来 23Q4 营收 171 亿元，同环比+6%/-10%，毛利率为 7.48%，同环比+3.6pct/-0.5pct。归母净利润为-53.7 亿元，同环比+7%/-18%。23 年全年看，公司营收 556 亿元，同比+13%，毛利率 5.49%，同比-5.0pct。归母净利润-207.1 亿元，同比-44%。阿尔卑斯品牌公司预计于 24Q2 推出，24Q4 交付，第一款车型对应竞争 Model Y；新品牌将拥有独立的销售网络，售后服务方面将部分利用现有的体系。
- 理想 Q4 业绩大超预期，24 年新车型将密集发布。** 理想 23Q4 营收 417 亿元，同环比+136%/+20%，毛利率 23.45%，同环比+1.4pct/+3.3pct。归母净利润 56.6 亿元，同环比+2102%/+100%，其中税费返还贡献约 15 亿元利润。23 年全年营收 1239 亿元，同比+173%，毛利率 22.20%，同比+2.8pct，归母净利润 117 亿元，同比+682%。公司预计 24Q1 营收 312.5-321.9 亿元，同比+66-71%，环比-23%-25%。24 年底将形成共计 8 款车型的理想产品矩阵，4 款增程式+4 款高压纯电。
- 小鹏全年营收涨幅稳定，XNGP 剑指全国普及。** 小鹏 23Q4 营收 131 亿元，同环比+154%/+53%，毛利率 6.20%，同环比-2.5pct/+8.9pct；归母净利润-13.5 亿元，同环比+43%/+65%。全年看，公司营收 307 亿元，同比+14%，毛利率 1.47%，同比-10.0pct；归母净利润-103.8 亿元，同比-13.5pct。24-26 年预计推出 10 余款全新车型，涵盖左舵右舵，届时将形成近 30 款 SOP 车型矩阵。24H2 预计推出全新一代 XNGP 车型，届时硬件成本大幅下降 50%，高阶智能化大范围普及成为可能。
- 投资建议：** 横向对比锂电估值历史低位，当前 24 年不足 15-20x，25 年 10-15x，PB1.8-4.5 倍，基本面和股价双重底部，开始全面看好龙头，我们首推 Q1 业绩确定性高的标的，包括宁德时代、亿纬锂能、科达利、璞泰来、中伟股份、天奈科技、威迈斯等；同时看好盈利触底的龙头，如天赐材料、湖南裕能、华友钴业、容百科技、尚太科技、恩捷股份、星源材质等；以及短期价格反弹的锂相关标的，包括永兴材料、中矿资源、天齐锂业、赣锋锂业等。
- 风险提示：** 价格竞争加剧，原材料价格不稳定影响利润空间，投资增速下滑等。

行业走势



相关研究

《锂电排产持续向好、英伟达大模型赋能机器人》

2024-03-24

《3 月需求和排产超预期，锂电拐点确立》

2024-03-19

内容目录

1. 特斯拉：Q4 单车毛利趋稳，24 年销量增速预期下调	4
2. 蔚来：Q4 营收符合预期，新品牌阿尔卑斯即将发布	15
3. 理想汽车：Q4 业绩大超预期，24 年新车型密集发布	20
4. 小鹏汽车：全年营收涨幅稳定，XNGP 剑指全国普及	24
5. 投资建议	28
6. 风险提示	28

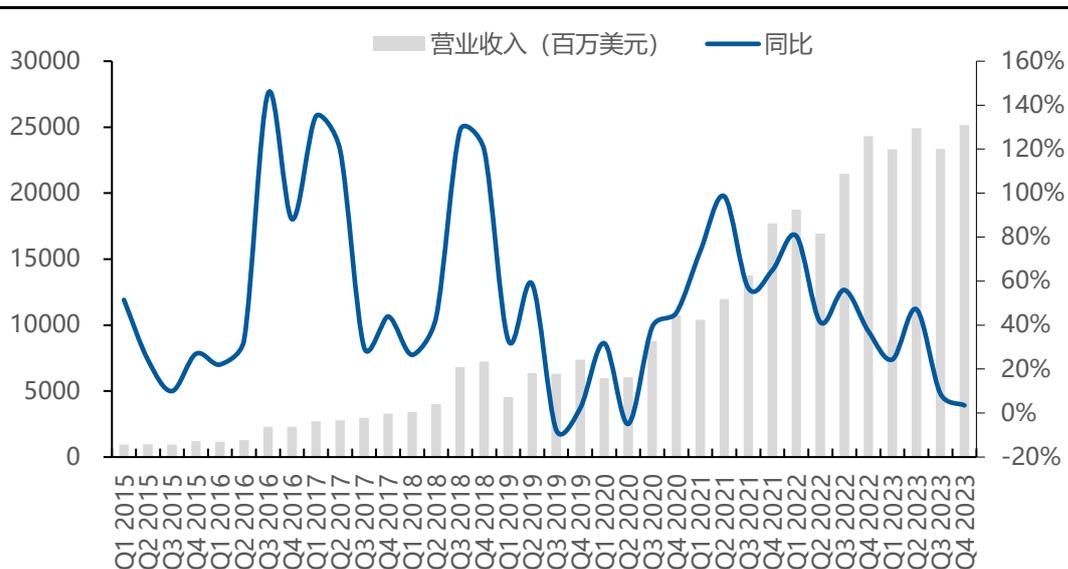
图表目录

图 1: 特斯拉季度营收 (百万美元)	4
图 2: 特斯拉季度净利润和净利率 (百万美元)	4
图 3: 特斯拉季度 Non-GAAP 净利润和净利率 (百万美元)	5
图 4: 特斯拉季度经营现金流 (百万美元)	5
图 5: 特斯拉季度自由现金流 (百万美元)	6
图 6: 特斯拉季度资本开支 (百万美元)	6
图 7: 特斯拉分业务收入及毛利 (亿美元, 万辆)	7
图 8: 特斯拉分业务毛利率 (%)	8
图 9: 特斯拉单车售价 (万美元, 除去租赁和积分收入影响)	9
图 10: 特斯拉单车成本 (万美元, 除去租赁和积分影响)	10
图 11: 特斯拉单车毛利 (万美元, 除去租赁和积分影响)	10
图 12: 特斯拉费用及折旧 (百万美元)	11
图 13: 特斯拉费用率 (%)	11
图 14: 特斯拉单车指标 (万美元/辆)	11
图 15: 特斯拉分季度销量 (辆)	12
图 16: 特斯拉累计库存 (辆)	13
图 17: 蔚来季度营收 (亿元)	15
图 18: 蔚来季度归母净利润 (亿元)	15
图 19: 蔚来分业务收入及毛利 (亿元, 辆)	16
图 20: 蔚来季度单车收入与成本 (万元/辆)	17
图 21: 蔚来季度单车毛利 (万元/辆)	17
图 22: 蔚来季度费用 (亿元)	18
图 23: 蔚来季度费用率 (%)	18
图 24: 理想季度营收 (亿元)	20
图 25: 理想季度归母净利润 (亿元)	20
图 26: 理想分业务收入及毛利 (亿元, 辆)	21
图 27: 理想单车季度收入及成本 (万元/辆)	22
图 28: 理想季度费用 (亿元)	22
图 29: 理想季度费用率 (%)	23
图 30: 小鹏汽车季度营收 (亿元)	24
图 31: 小鹏汽车季度归母净利润 (亿元)	24
图 32: 小鹏汽车分业务收入及毛利 (亿元, 辆)	25
图 33: 小鹏汽车单车收入及成本 (万元/辆)	26
图 34: 小鹏汽车单车毛利 (万元/辆)	26
图 35: 小鹏汽车季度费用 (亿元)	27
图 36: 小鹏汽车季度费用率 (%)	27

1. 特斯拉：Q4 单车毛利趋稳，24 年销量增速预期下调

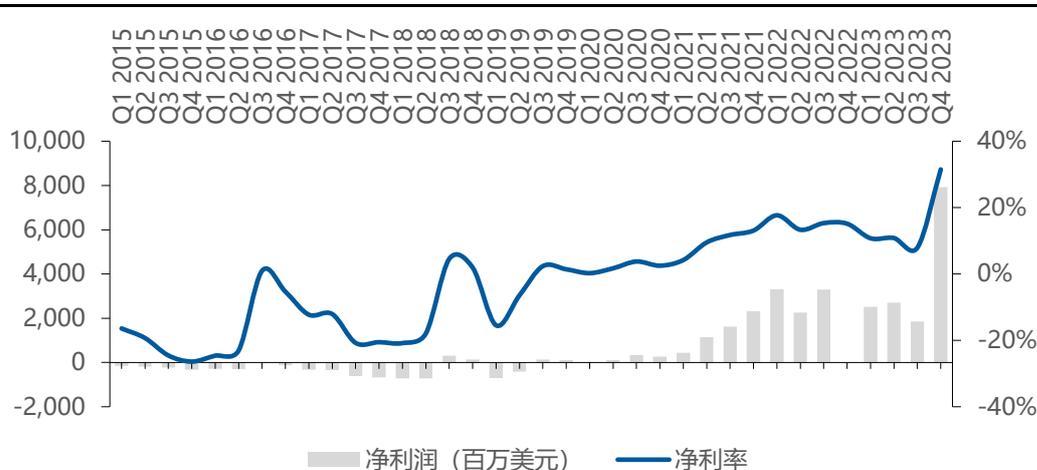
Q4 业绩环比增加，全年利润受降价影响承压下行。公司 23Q4 营收 251.67 亿美元，同环比+3%/+8%，毛利率 17.63%，同环比-6.3pct/-0.3pct；非 GAAP 净利润 24.85 亿美元，同环比-40%/+7%，非 GAAP 净利率 9.87%；此外 Q4 确认 59 亿美元一次性税收收益。全年看，公司营收 967.73 亿美元，同比+15%，毛利率 18.28%，同比-7.4pct，非 GAAP 净利润 108.85 亿美元，同比-23%，主要系降价影响利润水平。

图1：特斯拉季度营收（百万美元）



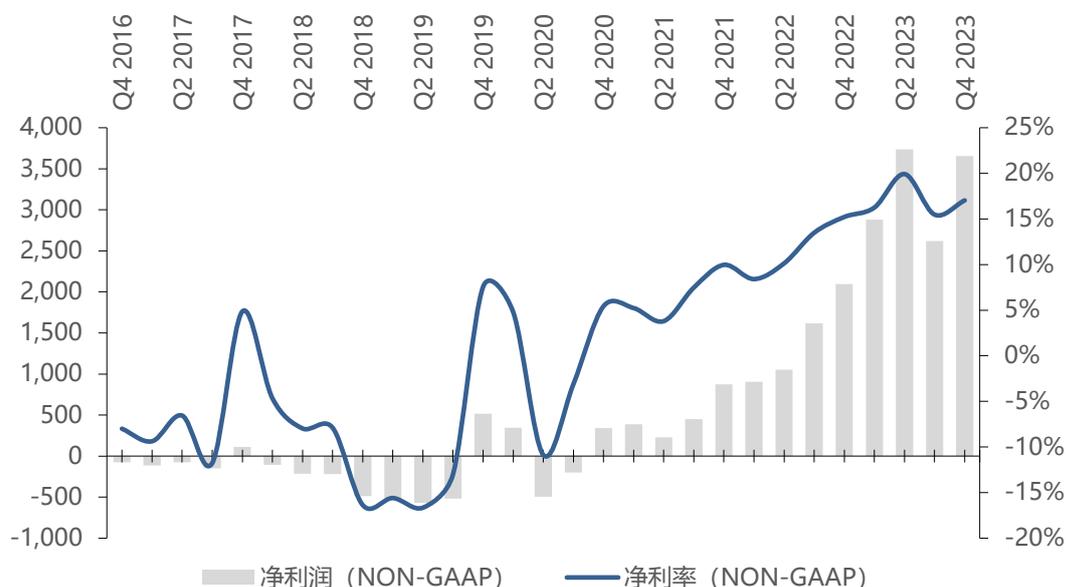
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：特斯拉季度净利润和净利率（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

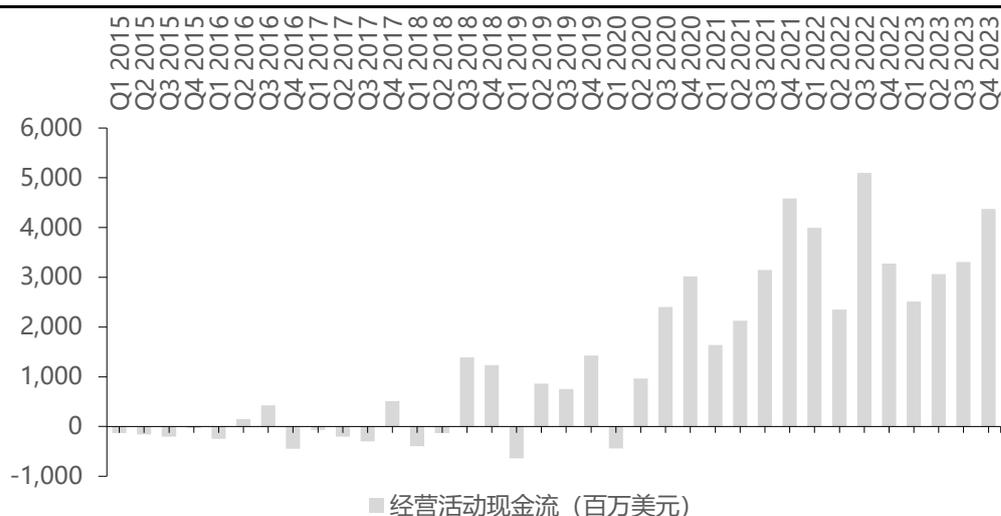
图3：特斯拉季度 Non-GAAP 净利润和净利率（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

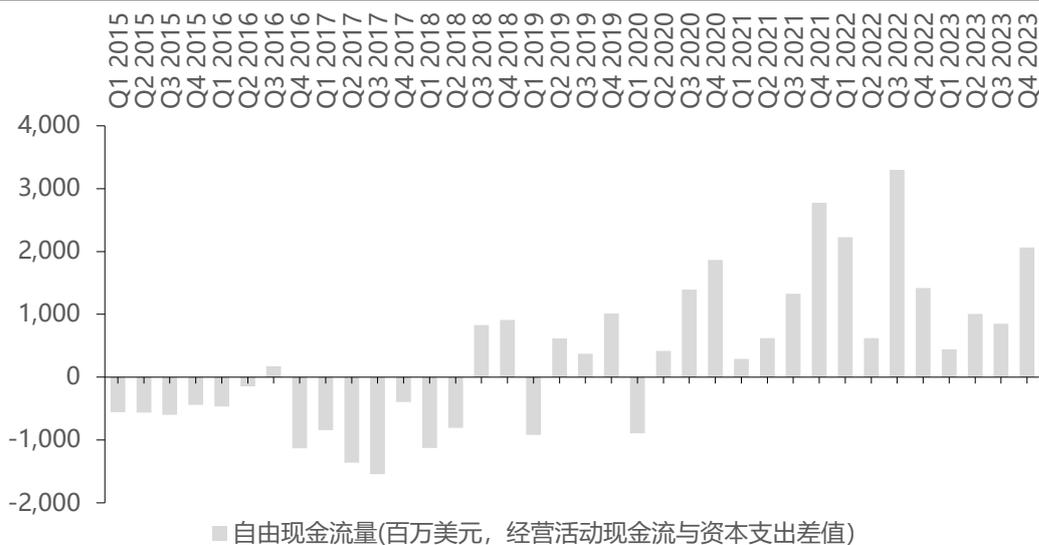
Q4 经营性现金流提升明显，资本开支略微收缩。23Q4 经营性现金流 43.70 亿美元，同环比+33%/+32%；资本开支为 23.06 亿美元，同环比+24%/-6%。23Q4 自由现金流 20.64 亿美元，同环比+45%/+143%。2023 年全年经营性现金流 132.56 亿美元，同比-10%，资本开支 88.98 亿美元，同增 24%，自由现金流 43.58 亿美元，同比-42%。

图4：特斯拉季度经营现金流（百万美元）



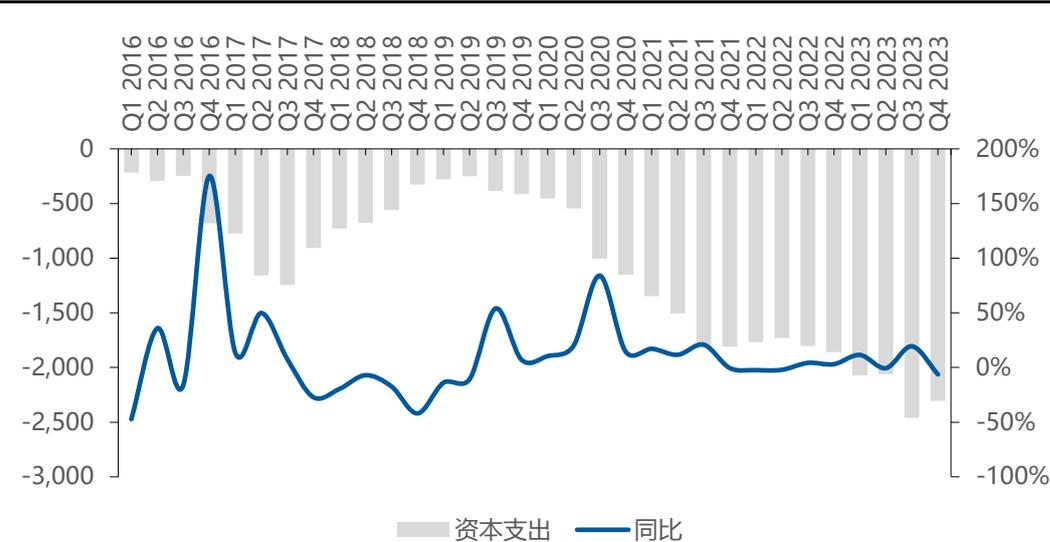
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：特斯拉季度自由现金流（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：特斯拉季度资本开支（百万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

汽车业务毛利下滑，储能业务带来增长新动能。汽车业务 23Q4 收入 215.6 亿美元，同环比+1%/10%。其中汽车销售收入 206.3 亿美元，同环比+2%/+11%，毛利率 16.62%，同环比-7.0pct/+0.9pct。扣除积分收入影响后（积分收入 4.3 亿美元，同环比 -7%/-22%），毛利率 17.19%，同环比+7.1pct/-0.9pct；汽车租赁业务收入 5.0 亿美元，同环比-17%/+2%，毛利率 40.8%。储能业务收入 14.4 亿美元，同环比+10/-8%，储能业务毛利率 21.8%，同环比+9.6pct/-2.6pct。Q4 光伏装机 41mw，环比-16%，主要受高利率影响。服务相关业务收入（售后车辆服务等业务）21.7 亿美元，同环比+27%/+0%，毛利率

2.7%。2023 年全年汽车业务收入 824.2 亿美元，同增 15%。其中汽车销售 785.1 亿美元，同增 17%，毛利率 14.35%，同比-8.2pct，扣除积分收入影响后（积分收入 17.9 亿美元，同增 0.8%），毛利率 17.66%，同比-9.0pct。汽车租赁业务收入 21.2 亿美元，同增 55.9%，毛利率 40.2%，同比+1.0pct；储能业务收入 60.4 亿美元，同增 54%，毛利率 18.91%，同比+11.5pct。23 年累计装机 14.7GWh，同增 125%，加州 40GWh 产能公司预计 24 年达产，24 年出货有望进一步增长；服务相关业务收入 83.2 亿美元，同增 37%，毛利率 5.9%，同比+2.4pct。

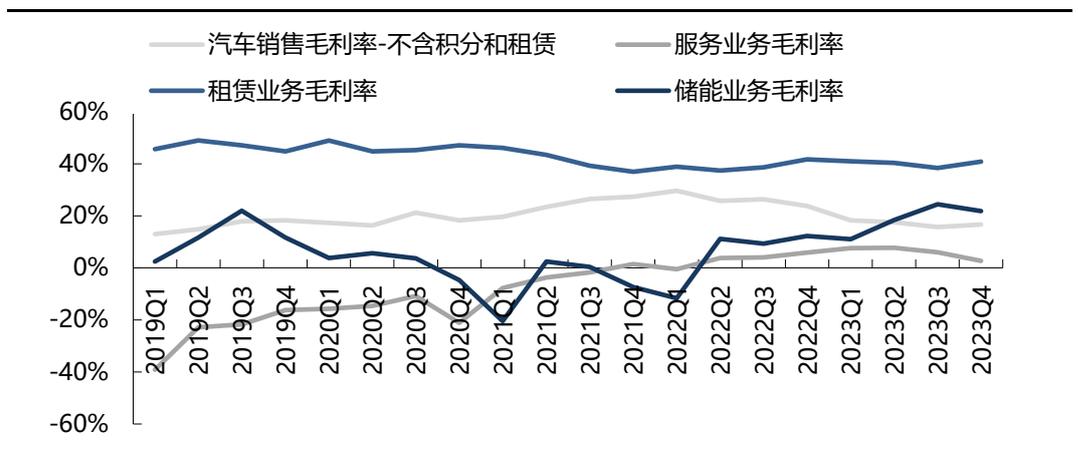
图7：特斯拉分业务收入及毛利（亿美元，万辆）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	
汽车 销 售	总收入 (亿美元)	168.6	146.0	186.9	213.1	199.6	212.7	196.3	215.6
	-同比	87%	43%	55%	33%	18%	46%	5%	1%
	-环比	6%	-13%	28%	14%	-6%	7%	-8%	10%
	收入占比	90%	86%	87%	88%	86%	85%	84%	86%
	成本 (亿美元)	113.2	105.2	134.8	157.9	157.6	171.8	159.6	175.0
	毛利 (亿美元)	55.4	40.8	52.1	55.2	42.1	40.9	36.7	40.7
	毛利率	32.85%	27.95%	27.88%	25.92%	21.08%	19.23%	18.69%	18.85%
	积分收入 (亿美元)	6.79	3.44	2.86	4.67	5.21	2.82	5.54	4.33
	租赁收入 (亿美元)	6.7	5.9	6.2	6.0	5.6	5.7	4.9	5.0
	租赁成本 (亿美元)	4.1	3.7	3.8	3.5	3.3	3.4	3.0	3.0
	租赁毛利率	38.9%	37.4%	38.6%	41.7%	41.0%	40.4%	38.4%	40.8%
	汽车收入 (亿美元) - 不含积分和租赁	155.1	136.7	177.9	202.4	188.8	204.2	185.8	206.3
	-同比	89%	44%	56%	35%	22%	49%	4%	2%
	产量合计 (万辆)	30.5	25.9	36.6	44.0	44.1	48.0	43.0	49.5
	销量合计 (万辆)	31.0	25.5	34.4	40.5	42.3	46.6	43.5	48.5
	-同比	68%	27%	42%	31%	36%	83%	27%	20%
	-环比	0%	-18%	35%	18%	4%	10%	-7%	11%
	租赁销量 (万辆)	1.2	0.9	1.1	1.5	2.2	2.2	1.7	1.1
	销量合计 (万辆) - 去除租赁	29.8	24.5	33.3	39.0	40.1	44.4	41.8	47.4
	毛利 (亿美元) - 不含积分和租赁	46.0	35.2	46.9	48.1	34.6	35.8	29.3	34.3
	毛利率-不含积分和租赁	29.65%	25.73%	26.35%	23.74%	18.31%	17.52%	15.75%	16.62%
	均价 (万美元/辆) - 不含积分和租赁	5.2	5.6	5.3	5.2	4.7	4.6	4.4	4.4
	-环比	1.4%	6.9%	-4.0%	-2.9%	-9.3%	-2.4%	-3.2%	-2.2%
	单车毛利 (万美元/辆) - 不含积分和租赁	1.5	1.4	1.4	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
	单车成本- 去除租赁 (万美元/辆)	3.7	4.1	3.9	4.0	3.8	3.8	3.7	3.6

服务及其他收入	收入 (亿美元)	12.8	14.7	16.5	17.0	18.4	21.5	21.7	21.7
	-同比	43%	54%	84%	60%	44%	47%	32%	27%
	收入占比	7%	9%	8%	7%	8%	9%	9%	9%
	成本 (亿美元)	12.9	14.1	15.8	16.0	17.0	19.8	20.4	21.1
	毛利率	-0.5%	3.8%	4.0%	5.9%	7.6%	7.7%	6.0%	2.7%
储能	收入 (亿美元)	6.2	8.7	11.2	13.1	15.3	15.1	15.6	14.4
	-同比	25%	8%	39%	90%	148%	74%	40%	10%
	收入占比	3%	5%	5%	5%	7%	6%	7%	6%
	成本 (亿美元)	6.9	7.7	10.1	11.5	13.6	12.3	11.8	11.2
	毛利率	-11.7%	11.2%	9.3%	12.2%	11.0%	18.4%	24.4%	21.8%
	太阳能装机 (MW)	48	106	94	100	67	66	49	41
	储能装机 (MWh)	846	1133	2100	2462	3889	3653	3980	3202
合计	收入 (亿美元)	187.6	169.3	214.5	243.2	233.3	249.3	233.5	251.7
	-同比	81%	42%	56%	37%	24%	47%	9%	3%
	成本 (亿美元)	133	127	161	185	188	204	192	207
	利润 (亿美元)	55	42	54	58	45	45	42	44
	毛利率	29.11%	25.00%	25.07%	23.93%	19.34%	18.19%	17.89%	17.63%
	净利润 (Non-GAAP, 亿美元)	37.4	26.2	36.5	41.4	29.4	31.5	23.2	24.9
	-同比	255%	62%	75%	44%	-21%	20%	-37%	-40%
	-环比	30%	-30%	39%	13%	-29%	7%	-26%	7%
	净利率	20%	15%	17%	17%	13%	13%	10%	10%
	单车净利 (万美元/辆)	1.20	1.03	1.06	1.02	0.69	0.68	0.53	0.51
	自由现金流 (亿美元)	22.3	6.2	33.0	14.2	4.4	10.1	8.5	20.6

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

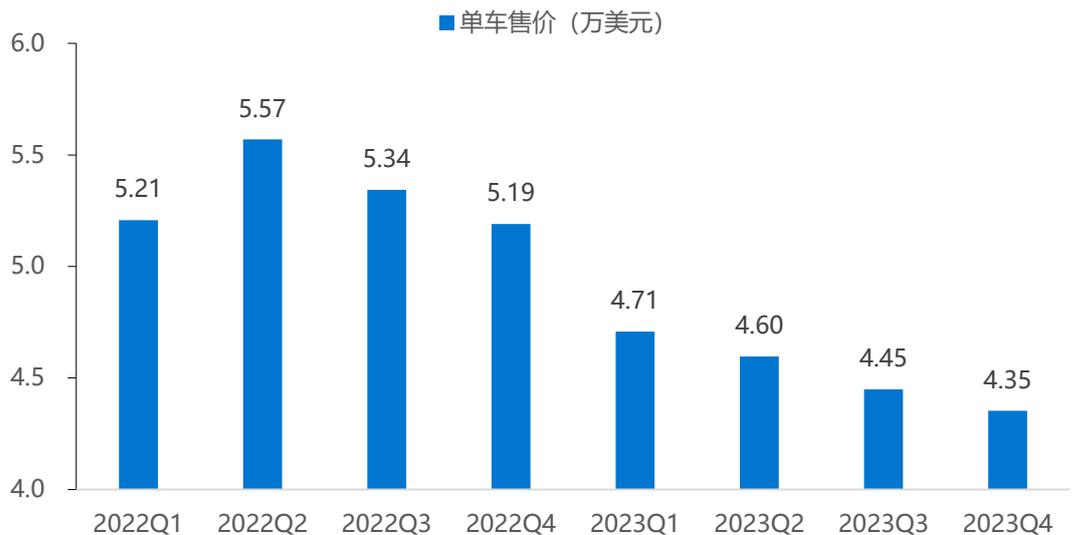
图8：特斯拉分业务毛利率 (%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

23 全年大幅降价影响单车售价。23Q4 单车售价（除去租赁和积分收入影响）4.35 万美元/辆，同环比-16%/-2.2%。23 全年单车售价 4.56 万美元/辆，同比-16%。国内 23 年 1 月 6 日特斯拉开启 23 年首降，Model 3 起售价降至 22.99 万元，Model Y 起售价降至 25.99 万元，降幅 2 万元-4.8 万元；23 年 2 月 Model Y 和 Model 3 略涨 2000 元，到 8 月 14 日 Model Y 长续航版和高性能版的价格再下调 1.4 万元，分别降至 29.99 万元和 34.99 万元。Model 3 上线 8000 元限时保险补贴。

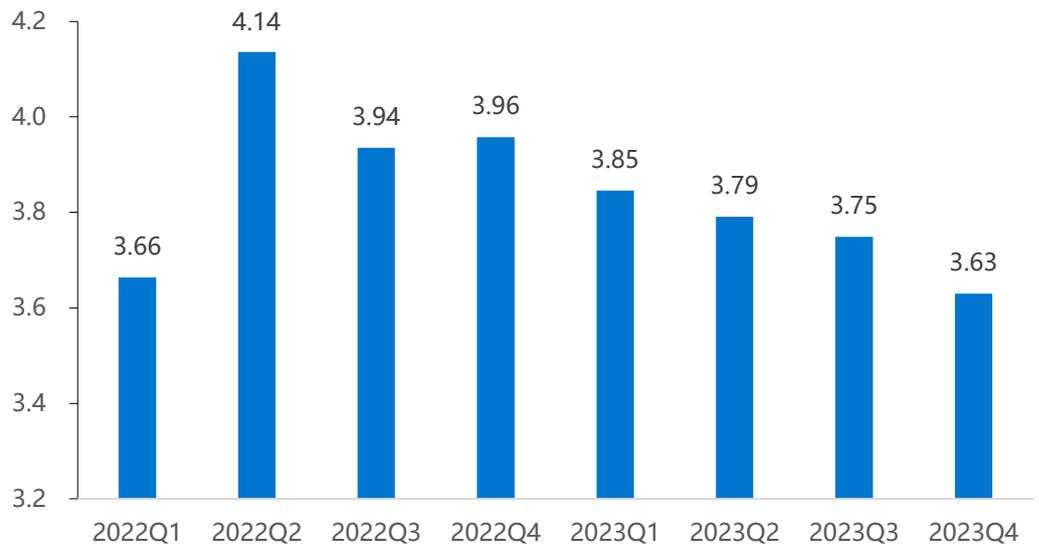
图9：特斯拉单车售价（万美元，除去租赁和积分收入影响）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

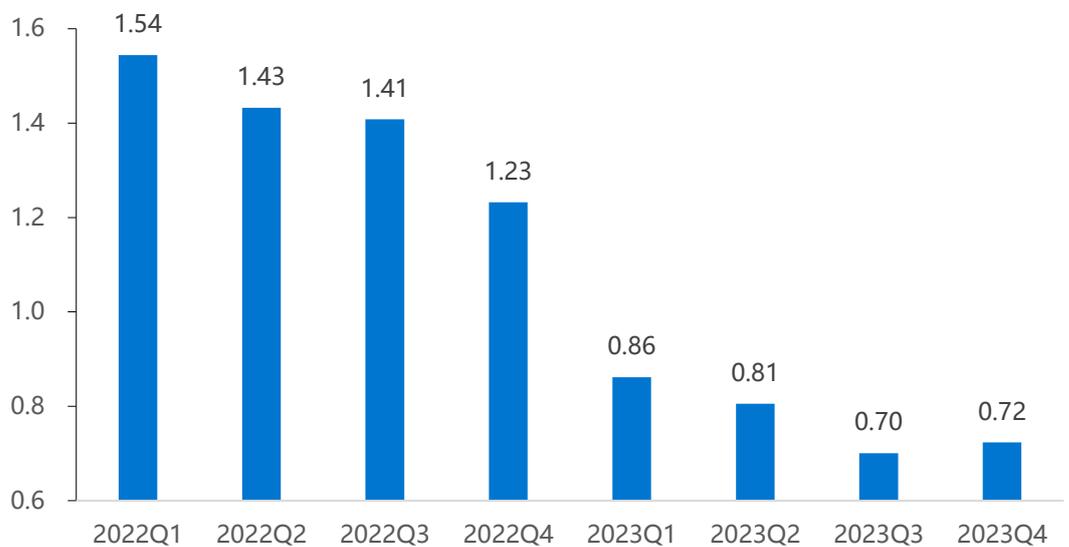
降本措施持续发力，全年单车毛利维持稳定。23Q4 单车成本 3.63 万美元/辆，同环比-8%/-3%，单车成本连续 5-6 个季度持续下降，运输成本下降主要系包装成本及运输路线得到优化，供应链端持续对二级/三级/四级供应商谈价，持续在锂镍等原材料降本方面发力。Q4 单车毛利为 0.84 万美元/辆，同环比-39%/-1%，单车毛利率 18.85%，同环比-7.1pct/+0.2pct。若扣除积分影响，单车毛利为 0.72 万美元/辆，同环比-41%/+3%，单车毛利 16.62%，同环比-7.1pct/+0.9pct。全年来看，23 年单车成本延续下降趋势，毛利率保持稳定。23 年单车成本 3.67 万美元/辆，同比-6%，23 年单车毛利率 19.44%，同比-5.3pct。

图10: 特斯拉单车成本 (万美元, 除去租赁和积分影响)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

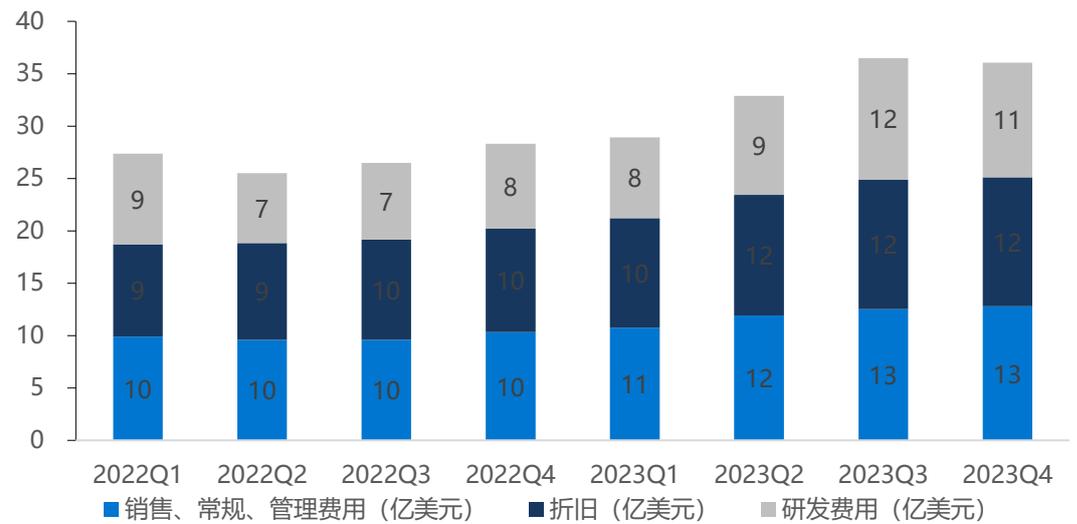
图11: 特斯拉单车毛利 (万美元, 除去租赁和积分影响)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

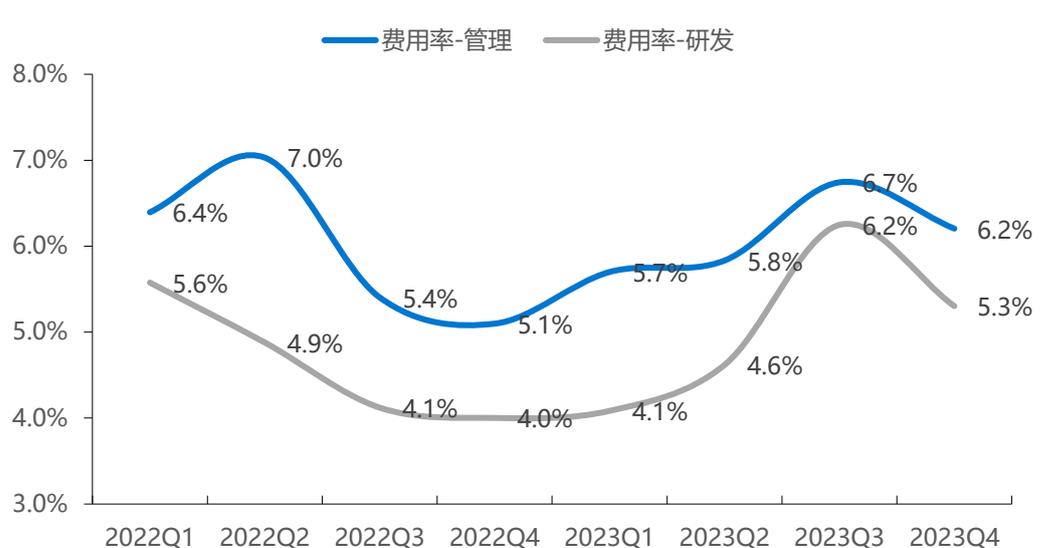
Q4 费用端略有涨幅, 折旧费用环比持平。23Q4 单季度研发费用 10.94 亿美元, 同环比+35%/-6%, 研发费用率 5.3%, 同环比+1.3pct/-0.9pct。Q4 销售、管理等常规费用合计 12.80 亿美元, 同环比+24%/+2%, 管理费用率 6.2%, 同环比+1.1pct/-0.5pct。折旧费用 12.32 亿美元, 同环比+25%/-0%。

图12: 特斯拉费用及折旧 (百万美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

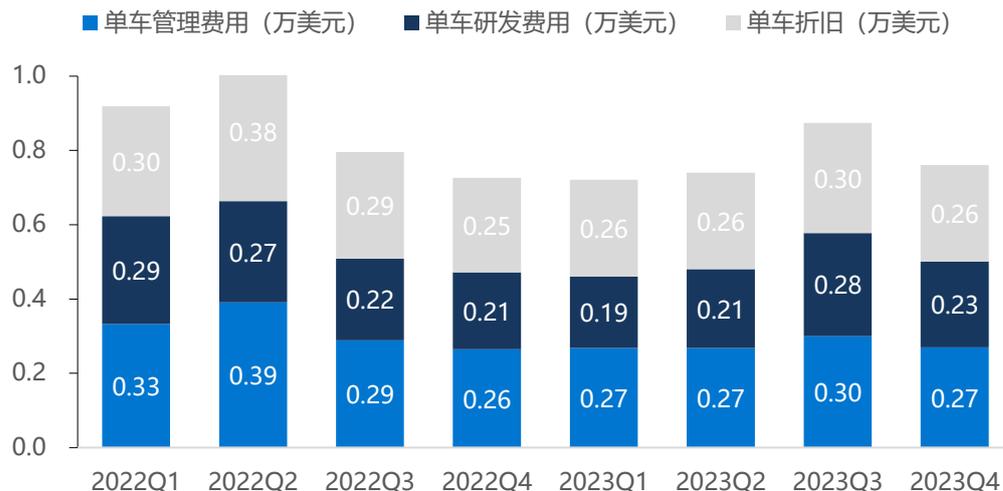
图13: 特斯拉费用率 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

摊薄后单车费用及折旧趋稳。23Q4 单车研发 0.23 万美元/辆, 同环比+11%/-17%; 单车折旧 0.26 万美元/辆, 同环比+3%/-12%; 单车销售、管理等费用 0.27 万美元/辆, 同环比+2%/-10%。全年来看, 单车费用有所下降。23 年单车研发 0.23 万美元/辆, 同比-5.9%; 单车折旧 0.27 万美元/辆, 同比-9.2%; 单车销售、管理等费用 0.28 万美元/辆, 同比-11%。

图14: 特斯拉单车指标 (万美元/辆)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

特斯拉 23Q4 交付 48.5 万辆，完成全年 180 万辆销量目标。23Q4 特斯拉全球共交付 30.86 万辆，同环比+20%/+11%；其中，Model 3/Y 交付 46.2 万辆，同环比+19%/+10%；Model S/X 合计销 2.3 万辆，同环比+34%/+44%。2023 年全年特斯拉交付 180.9 万辆，同比+38%，其中 Model 3/Y 交付 174.0 万辆，同比+40%，Model S/X 交付 6.9 万辆，同比+3%。Q4 产量 49.5 万辆，同环比+13%/+15%，累计库存 11.0 万辆，同环比+51%/+11%。2023 年全年特斯拉产量 184.6 万辆，同比+35%，其中 Model 3/Y 产量 177.5 万辆，同比+37%，Model S/X 产量 7.1 万辆，同比-1%。

24 年交付量增速预计明显低于 23 年，为推出下一代车做准备。产能方面，弗里蒙特工厂年产能 65 万辆，其中 M3/Y 年产能 55 万辆，MS/X 年产能 10 万辆；上海工厂年产能超 95 万辆；德州工厂、柏林工厂 MY 产能分别超 37.5/37.5 万辆，其中德州 Cybertruck 产能超 12.5 万辆，在手订单预计 24 年排产完成，25 年实现年产量 25 万辆目标。墨西哥新建工厂处于前期准备阶段，总投资超 50 亿美元，建成后或承接 Model 2 量产。内华达工厂 100GWh 产能扩建计划已开工，总投资 36 亿美元，建成后将用于生产新 4680 电池+semi-trucks 装配线。公司预计 24 年销量增速明显低于 23 年，并致力于在德州超级工厂推出下一代汽车，Model 2 预计在生产系统上有革命进展，25H2 开始生产。4680 第二代电池能量密度提升 10%，已开一条产线，2 条产线正在做改进实验，另有 4 条产线预计 24Q3 投产。

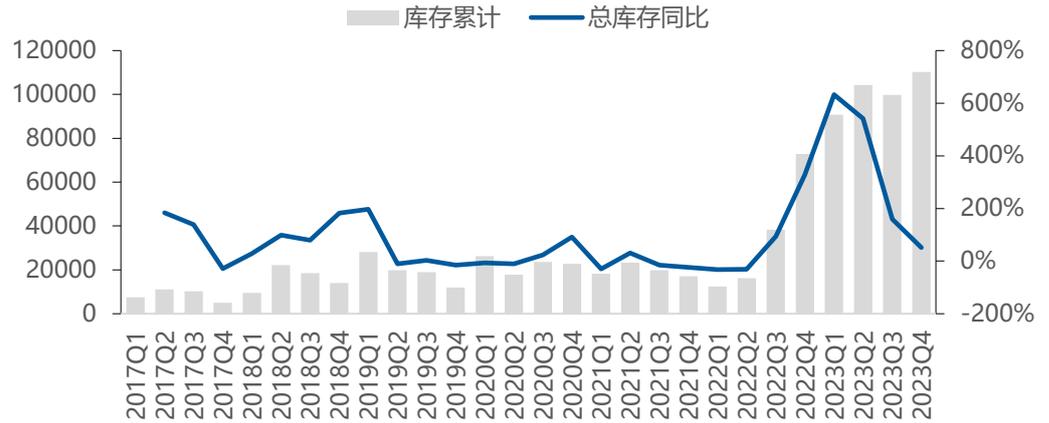
图15: 特斯拉分季度销量 (辆)

销量: 辆	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023 年	2022 年
Model 3/Y	295,324	238,533	325,158	388,131	412,180	446,915	419,074	461,538	1,739,707	1,247,146
-环比	-0.5%	-19.2%	36.3%	19.4%	6.2%	8.4%	-6.2%	10.1%	-	-
-同比	61.5%	19.6%	40.1%	30.7%	39.6%	87.4%	28.9%	18.9%	39.5%	36.9%
Model S/X	14,724	16,162	18,672	17,147	10,695	19,225	15,985	22,969	68,874	66,705

-环比	25.1%	9.8%	15.5%	-8.2%	-37.6%	79.8%	-16.9%	43.7%	-	-
-同比	625.3%	752.9%	101.0%	45.7%	-27.4%	19.0%	-14.4%	34.0%	3.3%	167.0%
销量总计	310,048	254,695	343,830	405,278	422,875	466,140	435,059	484,507	1,808,581	1,313,851
总销量环比	0.5%	-17.9%	35.0%	17.9%	4.3%	10.2%	-6.7%	11.4%	-	-
总销量同比	67.7%	26.5%	42.4%	31.3%	36.4%	83.0%	26.5%	19.5%	37.7%	40.3%
产量：辆	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年	2022年
Model 3/Y	291,189	242,169	345,988	419,088	421,371	460,211	416,800	476,777	1,775,159	1,298,434
-环比	-0.5%	-16.8%	42.9%	21.1%	0.5%	9.2%	-9.4%	14.4%	-	-
-同比	61.5%	18.7%	51.2%	43.2%	44.7%	90.0%	20.5%	13.8%	36.7%	43.3%
Model S/X	14,218	16,411	19,935	20,613	19,437	19,489	13,688	18,212	70,826	71,177
-环比	8.5%	15.4%	21.5%	3.4%	-5.7%	0.3%	-29.8%	33.1%	-	-
-同比	-	601.3%	123.0%	57.2%	36.7%	18.8%	-31.3%	-11.6%	-0.5%	191.8%
产量总计	305,407	258,580	365,923	439,701	440,808	479,700	430,488	494,989	1,845,985	1,369,611
总产量环比	-0.1%	-15.3%	41.5%	20.2%	0.3%	8.8%	-10.3%	15.0%	-	-
总产量同比	69.4%	25.3%	53.9%	43.8%	44.3%	85.5%	17.6%	12.6%	34.8%	47.2%
库存：辆	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年	2022年
Model 3/Y	-4,135	3,636	20,830	30,957	9,191	13,296	-2,274	15,239	35,452	51,288
-环比	0.4%	187.9%	472.9%	48.6%	-70.3%	44.7%	-117.1%	-770.1%	-	-
-同比	-69.3%	-22.2%	746.9%	845.4%	322.3%	-265.7%	110.9%	50.8%	-30.9%	1097.2%
Model S/X	-506	249	1,263	3,466	8,742	264	-2,297	-4,757	1,952	4,472
-环比	-137.7%	149.2%	407.2%	174.4%	152.2%	-97.0%	-970.1%	107.1%	-	-
-同比	75.0%	-44.0%	462.9%	-158.1%	1827.7%	-6.0%	281.9%	237.2%	-56.4%	871.0%
库存总计	-4,641	3,885	22,093	34,423	17,933	13,560	-4,571	10,482	37,404	55,760
库存累计	12,383	16,268	38,361	72,784	90,717	104,277	99,706	110,188	110,188	72,784
总库存环比	-27.3%	31.4%	135.8%	89.7%	24.6%	14.9%	-4.4%	10.5%	-	-
总库存同比	-32.3%	-30.5%	93.4%	327.5%	632.6%	541.0%	159.9%	51.4%	51.4%	327.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图16：特斯拉累计库存（辆）



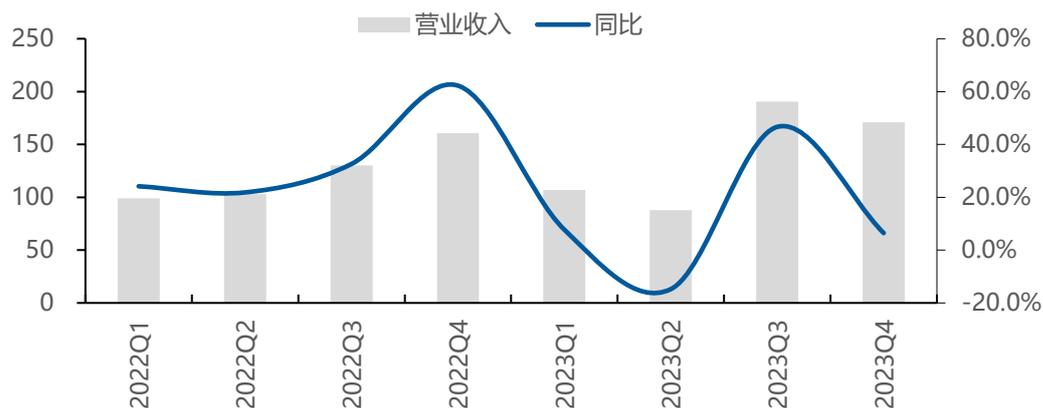
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

FSD Beta V12 发布，推出第二代 Optimus 机器人。Q4 特斯拉发布了最新的 FSD Beta V12，向特斯拉员工及客户逐步发布，还推出了第二代 Optimus 机器人，它使用特斯拉设计的执行器和传感器，并改进了 AI 功能，预计 25 年可实现部分交付。芯片方面，计划走英伟达合作和自研 Dojo 超算 双重路径，后者研究进展较慢，目前已开始运行并进行训练。公司预计，随着时间的推移，其硬件相关利润将伴随着人工智能、软件以及汽车销量相关利润加速增长。

2. 蔚来：Q4 营收符合预期，新品牌阿尔卑斯即将发布

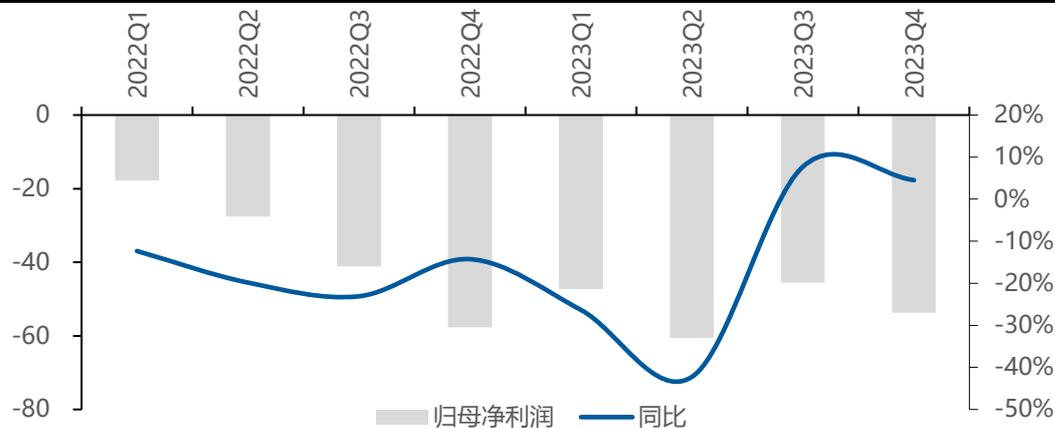
Q4 营收符合预期，全年毛利率有所下滑。蔚来 23Q4 营收 171.03 亿元，同环比+6%/-10%，毛利率为 7.48%，同环比+3.6pct/-0.5pct。归母净利润为-53.68 亿元，同环比+7%/-18%。全年看，公司实现营收 556.17 亿元，同比+13%，毛利率 5.49%，同比-5.0pct。归母净利润-207.12 亿元，同比-44%。

图17：蔚来季度营收（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：蔚来季度归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

汽车收入增加，24 年目标毛利率高增，其中汽车销售业务 23Q4 收入 154.39 亿元，同环比+5%/-11%，毛利率 11.91%，同环比+5.1pct/-0.9pct。新旧产品的过渡期间老款车型会有更多的促销活动，导致 24Q1 毛利率下降；24Q2 随着 2024 版本的销量上升以及成本优化，汽车业务毛利率可以回到上升趋势。维持 2024 年车辆毛利率 15%到 18%的目标，长远来看新品牌的毛利率目标 20%+。Q4 服务及其他业务收入 16.64 亿元，同环比

+28%/+0%，毛利率-33.59%，同环比-3.8pct/-9.8pct。全年汽车收入 492.57 亿元，同比+8.2%，毛利率 9.48%，同比-4.2pct；服务及其他业务收入 63.61 亿元，同比+69%，毛利率-25.44%，同比+3.6pct。

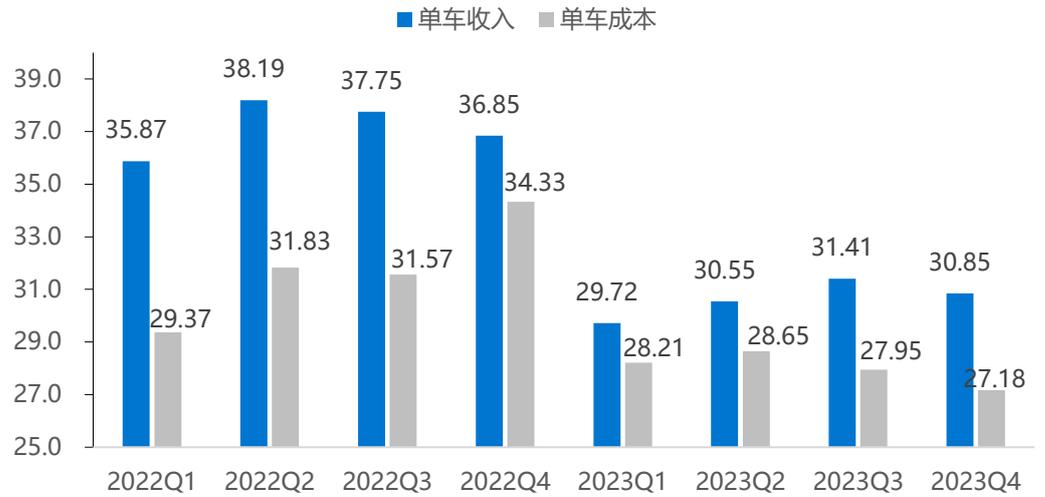
图19：蔚来分业务收入及毛利（亿元，辆）

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
汽车 销售	收入 (亿元)	92	96	119	148	92	72	174	154
	收入占比	93%	93%	92%	92%	86%	82%	91%	90%
	成本 (亿元)	76	80	100	137	88	67	155	136
	毛利率	18%	17%	16%	7%	5%	6%	11%	12%
	毛利 (亿元)	16.76	15.94	20	10	5	4	19	18
	销量合计 (辆)	25,768	25,059	31,607	40,052	31,041	23,520	55,432	50,045
	环比		-3%	26%	27%	-22%	-24%	136%	-10%
	单车收入 (万元/辆)	36	38	38	37	30	31	31	31
	单车成本 (万元/辆)	29	32	32	34	28	29	28	27
	单车毛利 (万元/辆)	7	6	6	3	2	2	3	4
	研发费用 (万元/辆)	6.38	7.98	8.55	9.13	9.91	14.22	5.48	7.94
	销售管理费用 (万元/辆)	7.29	8.47	7.88	8.09	7.88	12.15	6.51	7.94
单车归母净利 (万元/辆)	(7)	(11)	(13)	(14)	(15)	(26)	(8)	(11)	
服 务 及 其 他 业 务	收入 (亿元)	7	7	11	13	15	16	17	17
	收入占比	7%	7%	8%	8%	14%	18%	9%	10%
	成本 (亿元)	9.0	9.8	12.9	16.9	17.6	19.5	20.5	22.2
	毛利率	-34%	-35%	-21%	-30%	-21%	-23%	-24%	-34%
	毛利 (亿元)	(2)	(3)	(2)	(4)	(3)	(4)	(4)	(6)
合 计	收入 (亿元)	99	103	130	161	107	88	191	171
	成本 (亿元)	85	90	113	154	105	87	175	158
	毛利率	15%	13%	13%	4%	2%	1%	8%	7%
	归母净利润 (亿元)	(17.83)	(27.58)	(41.11)	(57.69)	(47.32)	(60.56)	(45.57)	(53.68)

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

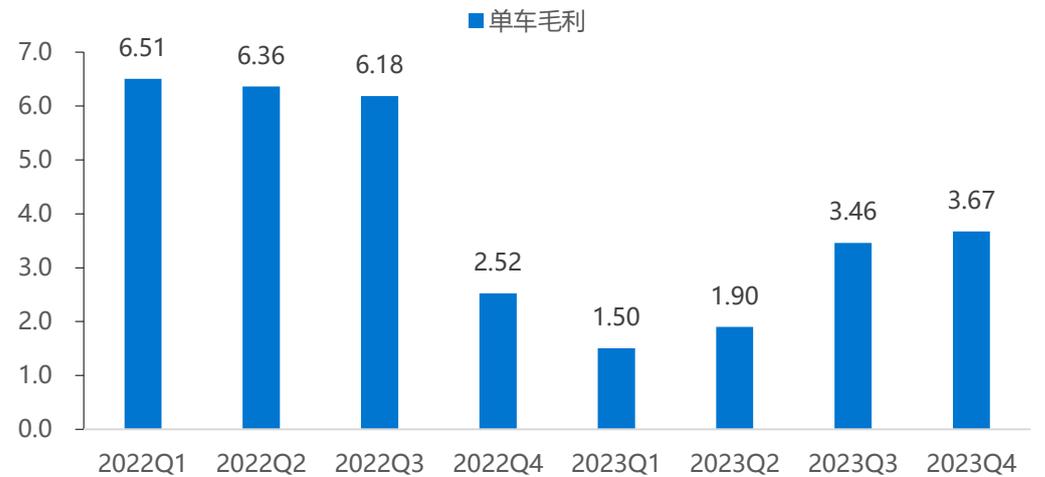
单车收入持稳，单车毛利回暖。23Q4 单车平均收入为 30.85 万元/辆，同环比-16%/-2%；单车成本为 27.18 万元/辆，同环比-21%/-3%；单车研发费用 7.94 万元/辆，同环比-20%/+45%；单车销售管理费用 7.94 万元/辆，同环比-10%/+22%；Q4 单车毛利为 3.67 万元/辆，同环比+46%/+6%。全年来看，2023 年单车平均收入为 30.78 万元/辆，同比-17%；单车成本 27.86 万元/辆，同比-13%；单车研发费用 8.39 万元/辆，同比 3%；单车销售管理费用 8.05 万元/辆，同比+1%；单车毛利 2.92 万元/辆，同比-43%。

图20：蔚来季度单车收入与成本（万元/辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

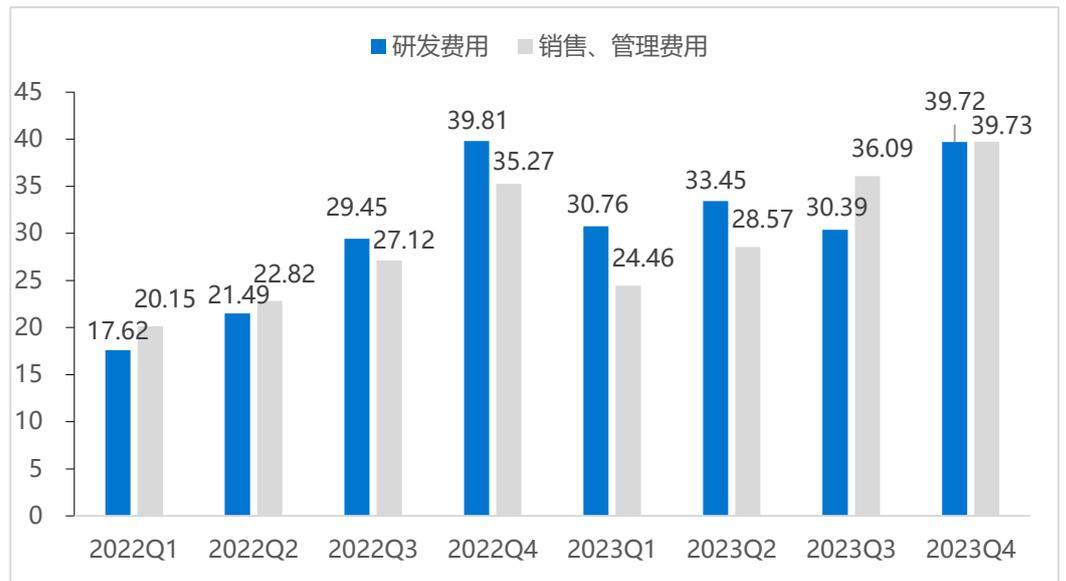
图21：蔚来季度单车毛利（万元/辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

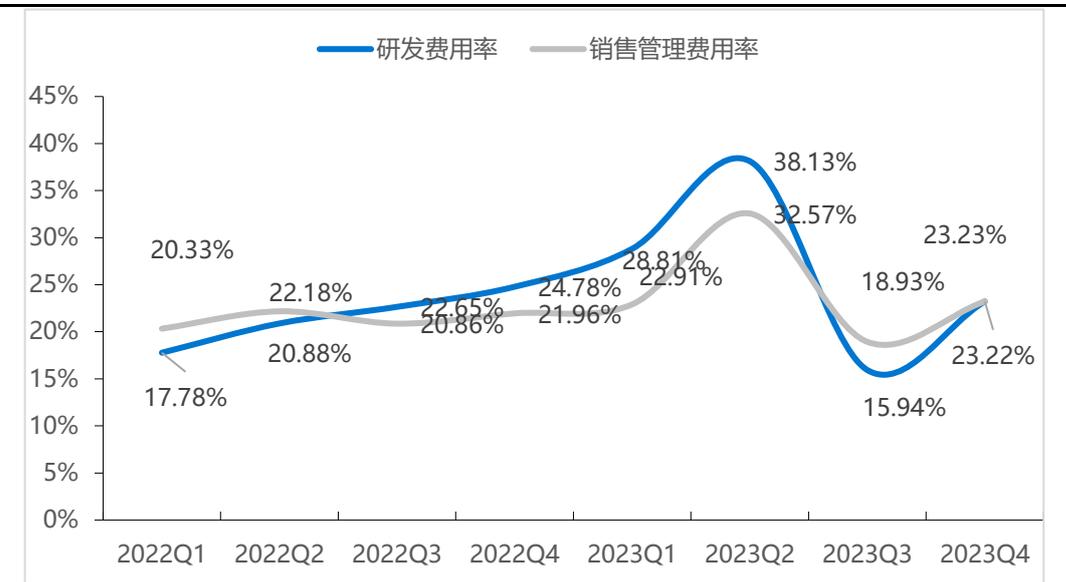
研发投入持续加码，销售管理费用环比上行。23Q4 研发费用 39.72 亿元，同环比 +0%/+30%，研发费用率为 23.22%，同环比-1.6pct/+7.3pct。销售管理费用 39.73 亿元，同环比+13%/+10%，销售管理费用率 23.23%，销售管理费用同环比+1.3pct/+4.3pct。全年看，研发费用 134.32 亿元，同比+24%，研发费用率 24.15%，同比-0.4pct；销售管理费用 128.85 亿元，同比+22%，销售管理费用率 23.17%，同比-0.7pct。

图22：蔚来季度费用（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23：蔚来季度费用率（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q1 销量 3.1-3.3 万辆目标，24 年新车型较少，推出阿尔卑斯品牌。 Q1 销量 3.1-3.3 万辆指引，3 月所有车型升级至 NT2 平台，3 月后有信心单月能回到 2 万台的水平。

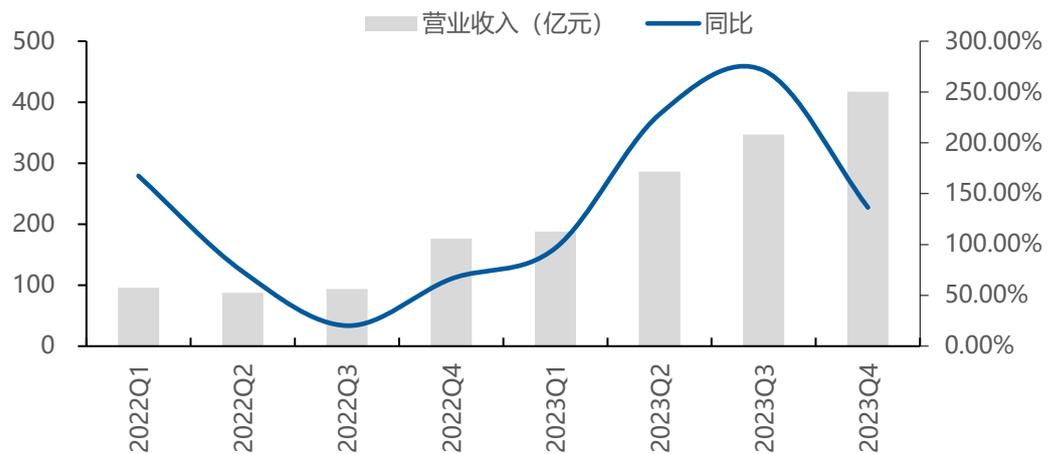
新车型方面，ET923 年底上市，25Q1 开始交付；公司预计阿尔卑斯品牌 24Q2 推出，24Q4 交付，第一款车型对应竞争 Model Y，23 年完成下线；新品牌将拥有独立的销售网络，售后服务方面将部分利用现有的体系。

深入布局充换电网络，多方合作共享技术优势。截止目前蔚来全球拥有 2419 个换电站，1 万+超充桩和 11600 根目的地充电桩，提供了超过 3950 万次的换电服务。在和长安、吉利签订电池交换协议后，也于 24 年 1 月与江淮汽车、奇瑞汽车签署了《换电战略合作框架协议》，从而就合作伙伴电池更换展开深入合作，此外还与安徽省能源集团和中国南方电网等多家能源公司合作以建设换电站，使得全面、可承担的充换电方案成为蔚来的核心优势。24 年蔚来计划建造 1000 个换电站以及 2 万个充电桩，并在年底存量达 3310 个换电站以及 41000 个充电桩。

3. 理想汽车：Q4 业绩大超预期，24 年新车型密集发布

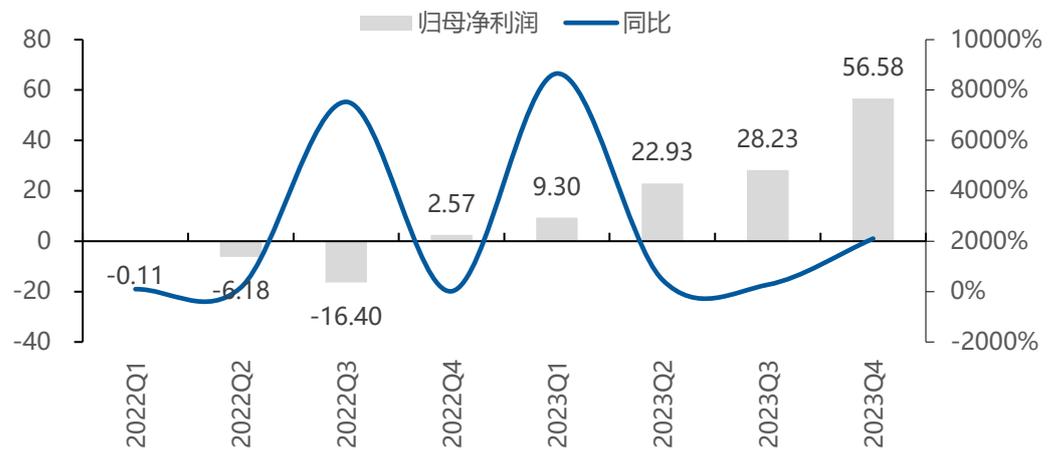
23Q4 营收及利润涨势强劲。23Q4 营收 417.32 亿元，同环比+136%/+20%，毛利率 23.45%，同环比+1.4pct/+3.3pct。归母净利润 56.58 亿元，同环比+2102%/+100%，其中税费返还贡献约 15 亿元利润。23 全年营收 1238.51 亿元，同比+173%，毛利率 22.20%，同比+2.8pct，归母净利润 117.04 亿元，同比+682%。公司预计 24Q1 营收 312.5-321.9 亿元，同比+66-71%，环比-23%-25%。

图24：理想季度营收（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：理想季度归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q4 汽车销售收入环增 20%，服务收入维持高增。23Q4 汽车销售收入 403.79 亿元，同环比+134%/+20%，毛利率 22.73%，同环比+2.8pct/1.5pct。Q4 服务及其他业务收入 13.53 亿元，同环比+255%/+27%，毛利率为 45.06%，同环比+14.6pct/-3.8pct。全年汽

车销售收入 1202.95 亿元，同比+173%，毛利率 21.46%，同比+2.4pct。服务及其他业务收入共 35.57 亿元，同比+201%，毛利率 47.36%，同比+1.58pct。

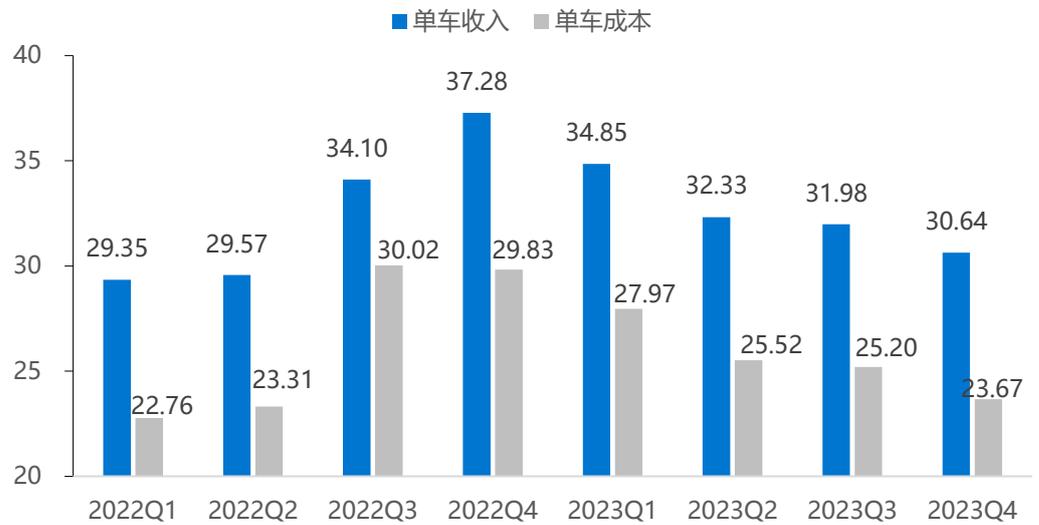
图26：理想分业务收入及毛利（亿元，辆）

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
汽车 销售	收入(亿元)	93.09	84.84	90	173	183	280	336	404
	收入占比	97.35%	97.15%	96.8%	97.8%	97.6%	97.6%	96.9%	96.8%
	成本(亿元)	72.20	66.87	80	138	147	221	265	312
	毛利率	22.44%	21.17%	12.0%	20.0%	19.8%	21.0%	21.2%	22.7%
	毛利(亿元)	20.89	17.96	11	35	36	59	71	92
	销量合计(辆)	31,716	28,687	26,524	46,319	52,584	86,533	105,108	131,805
	环比	-9.95%	-9.55%	-8%	75%	14%	65%	21%	25%
	单车收入(万元/辆)	29.35	29.57	34.1	37.3	34.9	32.3	32.0	30.6
	单车成本(万元/辆)	22.76	23.31	30.0	29.8	28.0	25.5	25.2	23.7
	单车毛利(万元/辆)	6.59	6.26	4.1	7.4	6.9	6.8	6.8	7.0
	研发费用(万元/辆)	4.22	5.19	6.59	4.37	3.44	2.74	2.60	2.56
	销售管理费用(万元/辆)	3.69	4.49	5.50	3.44	3.05	2.61	2.35	2.40
单车归母净利(万元/辆)	(0.03)	(2.15)	(6.2)	0.6	1.8	2.7	2.7	4.3	
服 务 及 其 他 业 务	收入(亿元)	2.53	2.49	3.0	3.8	4.6	6.8	10.6	13.5
	收入占比	2.65%	2.85%	3.2%	2.2%	2.4%	2.4%	3.1%	3.2%
	成本(亿元)	1.78	1.67	2.0	2.7	2.5	3.3	5.4	7.4
	毛利率	29.66%	32.91%	33.4%	30.5%	45.2%	51.0%	48.9%	45.1%
	毛利(亿元)	0.75	0.82	1.0	1.2	2.1	3.5	5.2	6.1
	净利润(亿元)	0.00	0.00	(0.1)	0.4	1.2	2.3	3.6	3.9
合 计	收入(亿元)	95.62	87.33	93	176	188	287	347	417
	成本(亿元)	73.98	68.54	82	141	150	224	270	319
	毛利率	22.63%	21.51%	12.7%	20.2%	20.4%	21.8%	22.0%	23.5%
	归母净利润(亿元)	(0.11)	(6.18)	(16)	3	9	23	28	57

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

成本控制突出，23Q4 单车毛利环比提升。23Q4 单车收入 30.64 万元/辆，同环比-18%/-4%；单车成本为 23.67 万元/辆，同环比-21%/-6%；单车研发费用 2.56 万元/辆，同环比-41%/-1%；单车销售管理费用 2.40 万元/辆，同环比-30%/+2%；单车毛利为 6.96 万元/辆，同环比-7%/+3%。23 年全年单车收入 31.99 万元/辆，同比-3%；单车成本为 25.13 万元/辆，同比-3.64%；单车研发费用 2.73 万元/辆，同比-45%；单车销售管理费用 2.52 万元/辆，同比-39%；单车毛利为 6.86 万元/辆，同比+9%。

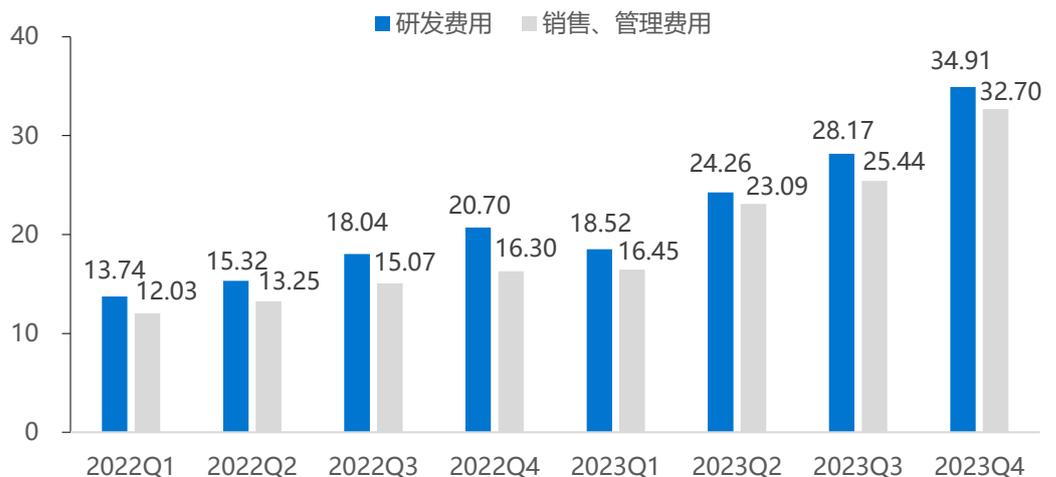
图27：理想单车季度收入及成本（万元/辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

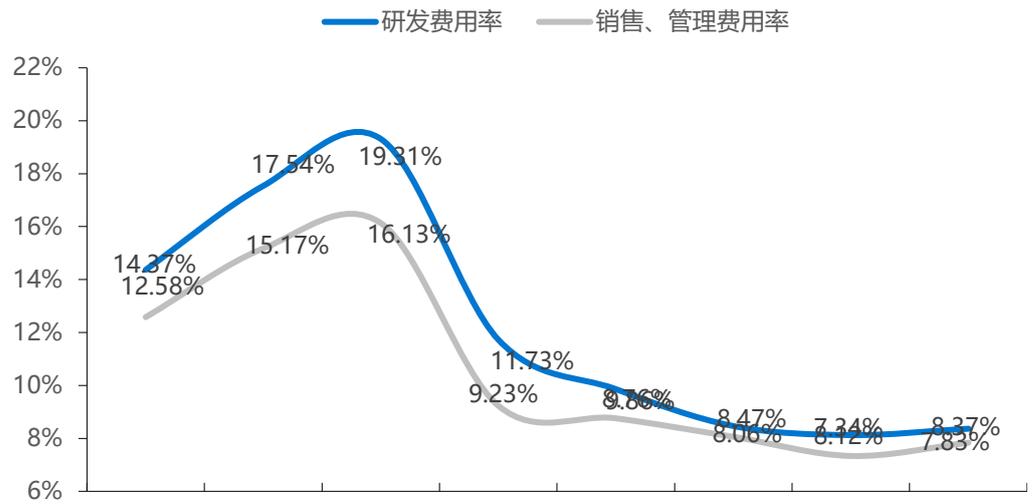
费用率环比降低，研发投入持续增加。23Q4 研发费用 34.91 亿元，同环比+69%/+24%，研发费用率 8.37%，同环比-3.4pct/+0.2pct。销售管理费用 32.70 亿元，同环比+100%/+29%，销售管理费用率 7.83%，同环比-1.4pct/+0.5pct。全年研发费用 105.86 亿元，同比+56%，研发费用率 8.55%，同比-6.4pct。销售管理费用 97.68 亿元，同比+72%，销售管理费用率 7.89%，同比-4.6pct。

图28：理想季度费用（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29：理想季度费用率（%）



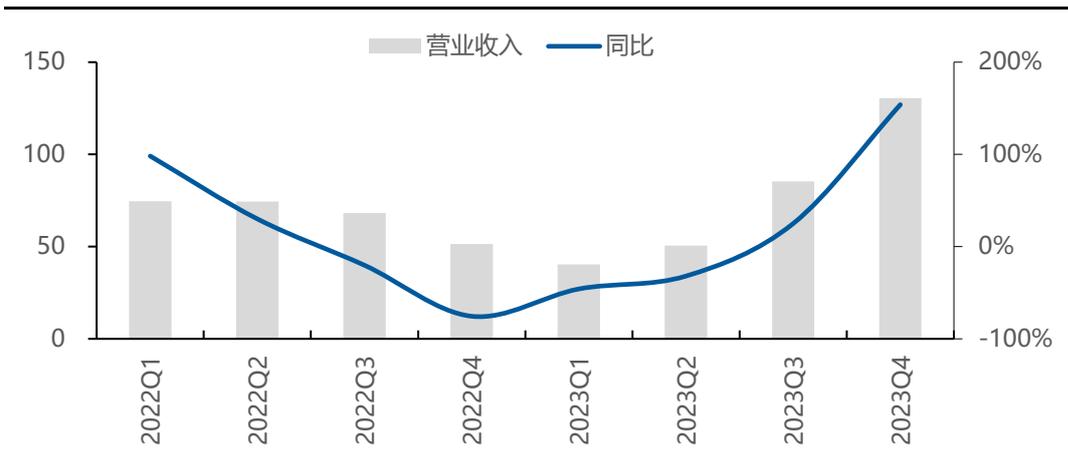
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

构建多层次产品矩阵，交付预期高歌猛进。24 年底将形成共计 8 款车型的理想产品矩阵，其中包含 4 款增程式+4 款高压纯电。首款 5C 纯电旗舰车型 MEGA 已于 24 年 3 月 1 日发布，将配备高压纯电架构+5C 充电智能空间+最新智驾技术。理想 L7/8/9 2024 款已于 24 年 3 月起批量交付。理想 L6 定位于家庭智能豪华五座中型 SUV，价格在 20-30 万元之间，公司预计 24 年 Q2 上市。三款新纯电动 SUV 公司预计 24H2 上市，均为四轮驱动，将标配 5C 充电智能空间。交付方面 24Q1 公司预计总交付量 7.6-7.8 万辆，24 年维持 80 万辆交付目标，同增 113%，公司预计 24 年全年毛利率可维持 20%+。

4. 小鹏汽车：全年营收涨幅稳定，XNGP 剑指全国普及

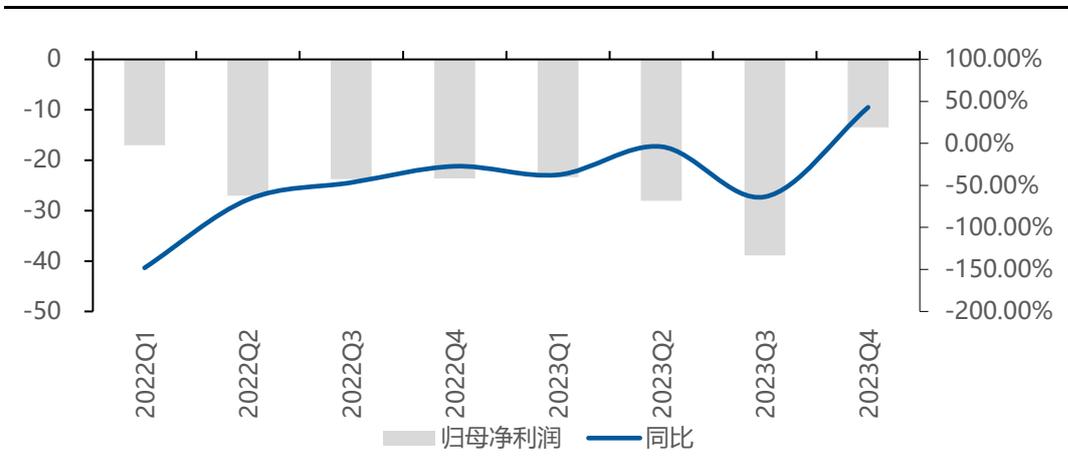
Q4 业绩大幅上涨,毛利率环比修复明显。23Q4 营收 130.50 亿元,同环比+154%/+53%,毛利率 6.20%,同环比-2.5pct/+8.9pct。归母净利润-13.48 亿元,同环比+43%/+65%。全年看营收 306.76 亿元,同比+14%,毛利率 1.47%,同比-10.0pct。归母净利润-103.76 亿元,同比-13.5pct。

图30：小鹏汽车季度营收（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：小鹏汽车季度归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

汽车及其他业务齐头并进创新高。Q4 汽车销售收入 122.28 亿元,同环比+162%/+56%,毛利率 4.05%,同环比-1.6pct/+10.0pct。服务及其他业务收入 8.22 亿元,同环比+72%/+20%,毛利率 38.21%,同环比+0.4pct/+2.1pct。全年汽车销售收入 280.12 亿元,同比+13%,毛利率-1.60%,同比-11.0pct。服务及其他业务收入 26.65 亿元,同比+32%,毛利率 33.70%,同比-3.1pct。

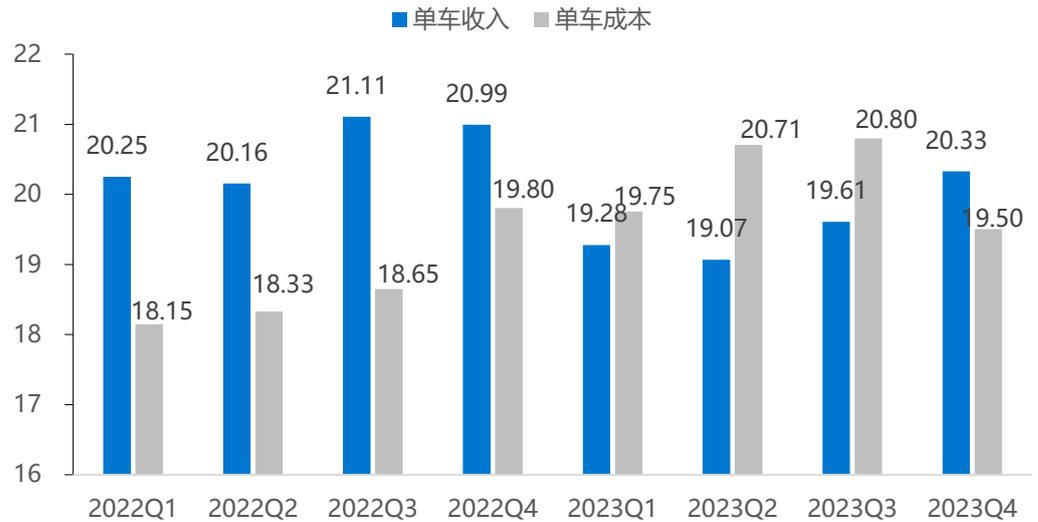
图32：小鹏汽车分业务收入及毛利（亿元，辆）

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
汽车 销售	收入（亿元）	69.99	69.38	62	47	35	44	78	122
	-同比	149%	94%	-24%	-77%	-50%	-36%	26%	162%
	收入占比	94%	93%	91%	91%	87%	87%	92%	94%
	成本（亿元）	62.71	63.10	55	44	36	48	83	117
	毛利率	10.4%	9.1%	11.6%	5.7%	-2.5%	-8.6%	-6.1%	4.1%
	毛利（亿元）	7.27	6.29	7.3	2.6	-0.9	-3.8	-4.8	5.0
	销量合计（辆）	34,561	34,422	29,570	22,204	18,230	23,205	40,008	60,158
	单车收入（万元/辆）	20.25	20.16	21.1	21.0	19.3	19.1	19.6	20.3
	单车成本（万元/辆）	18.15	18.33	18.6	19.8	19.8	20.7	20.8	19.5
	单车毛利（万元/辆）	2.10	1.83	2.5	1.2	(0.5)	(1.6)	(1.2)	0.8
	销售管理费用（万元/辆）	4.5	4.5	5.0	7.2	6.6	5.8	3.9	3.0
	研发费用（万元/辆）	3.3	3.4	4.6	5.0	6.2	5.1	3.0	2.0
	单车归母净利润（万元/辆）	28.1	18.7	-8.0	(10.6)	(12.8)	(12.1)	(9.7)	(2.2)
服务 及其他 收入	收入（亿元）	4.561	4.978	5.8	4.8	5.2	6.4	6.9	8.2
	-同比	224%	181%	58%	-49%	14%	28%	18%	72%
	收入占比	6%	7%	9%	9%	13%	13%	8%	6%
	成本（亿元）	2.73	3.17	3.9	3.0	3.7	4.6	4.4	5.1
	毛利（亿元）	1.83	1.81	2.0	1.8	1.5	1.8	2.5	3.1
	毛利率	40.2%	36.3%	33.8%	37.8%	29.6%	28.6%	36.1%	38.2%
合计	净利润（亿元）	(0.11)	(0.70)	(0.9)	(0.1)	(0.8)	(0.6)	(0.2)	(0.6)
	收入（亿元）	74.55	74.36	68	51	40	51	85	131
	成本（亿元）	65.44	66.27	59	47	40	53	88	122
	毛利率	12.2%	10.9%	13.5%	8.7%	1.7%	-3.9%	-2.7%	6.2%
	归母净利润（亿元）	(17.01)	(27.01)	(23.8)	(23.6)	(23.4)	(28.1)	(38.9)	(13.5)

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

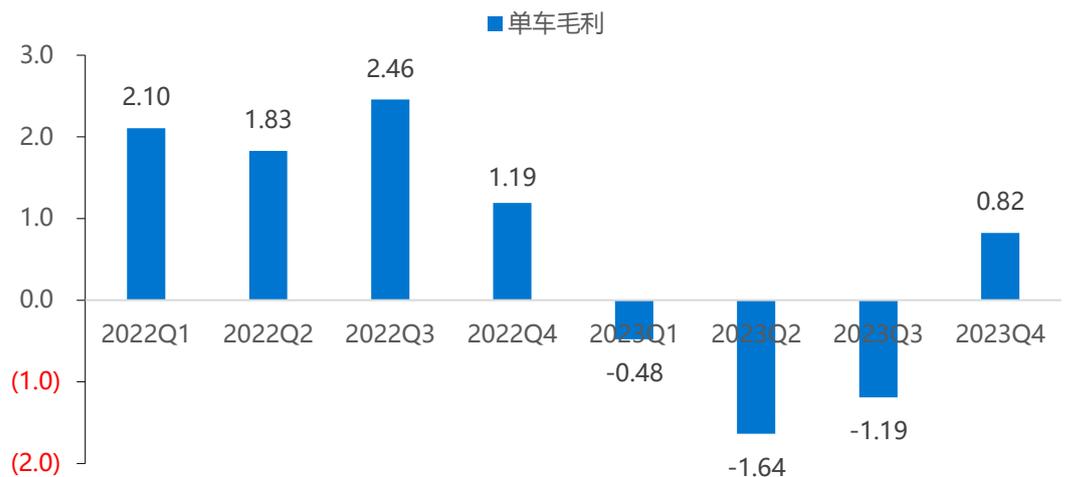
销量高增摊薄单车费用，单车毛利环比转正。23Q4 单车收入 20.33 万元/辆，同环比-3%/+4%，单车成本 19.50 万元/辆，同环比-2%/-6%，单车研发费用 3.02 万元/辆，同环比-58%/-23%，单车销售管理费用 2.04 万元/辆，同环比-59%/-32%。单车毛利 0.82 万元/辆，同环比-31%/+169%。全年看，单车收入 19.78 万元/辆，同比-4%，单车成本 20.10 万元/辆，同比+8%，单车研发费用 4.19 万元/辆，同比-18%，单车销售管理费用 3.35 万元/辆，同比-16%，单车毛利-0.32 万元/辆，同比-116%。

图33: 小鹏汽车单车收入及成本 (万元/辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

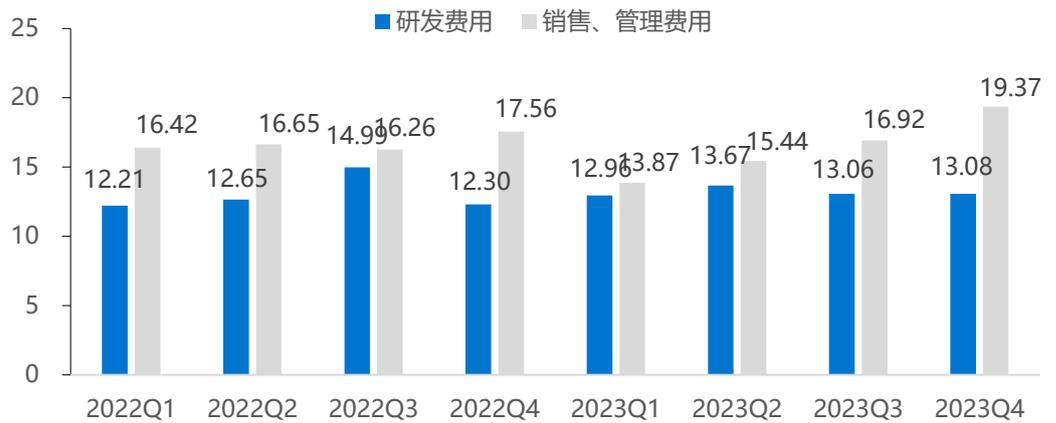
图34: 小鹏汽车单车毛利 (万元/辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

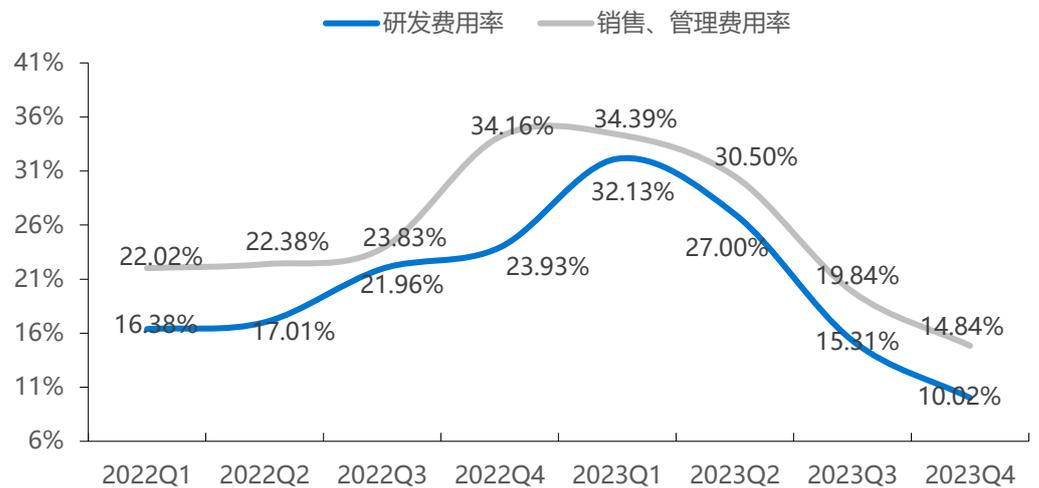
Q4研发投入环比持平,费用控制良好。23Q4研发费用13.08亿元,同环比+6%/+0.1%,研发费用率10.02%,同环比-13.9pct/-5.3pct。销售管理费用19.37亿元,同环比+10%/+14%,销售管理费用率14.84%,同环比-19.3pct/-5.0pct。全年研发费用52.77亿元,同比+1.2%,研发费用率17.20%,同比-2.2pct。销售管理费用65.60亿元,同比-1.9%,销售管理费用率21.38%,同比-3.5pct。

图35：小鹏汽车季度费用（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图36：小鹏汽车季度费用率（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经销网络尾部汰换，智能驾驶进展亮眼。23 年公司共淘汰 130 家经营不善的销售门店，并通过木星计划引入 160 家优秀经销商，新增覆盖 40 个三线以下城市，24 年目标继续下沉市场至三/四/五线城市，24Q3 公司预计扩展门店数量至 600 家；24Q2 将引入新的经销商模式，建立半个月的短期渠道库存，加快终端交付速度。24 年初 MAX 版本已推送全国 200 城，2 月用户活跃渗透率 83%；目前 XNGP 累计里程 7000 万公里，日均使用率 67%，城区日均使用率 49%；24Q2 公司预计 AI 大模型量产上车，迭代能力进一步增强；24H2 公司预计推出全新一代 XNGP 车型，届时硬件成本大幅下降 50%，高阶智能化大范围普及成为可能。

新车提上日程，深入优化产品结构。24 年 H2 公司预计发布 3 款新车型，24-26 年公司预计推出 10 余款全新车型，涵盖左舵右舵，届时将形成近 30 款 SOP 车型矩阵。第

二品牌 MONA 聚焦于 10-15 万元价格带，定位 A 级纯电爆款，4 月北京车展亮相，公司预计 24Q3 上市并交付，公司预计配备智驾能力并目标实现盈利；渠道方面将在现有渠道门店设置独立展厅销售，并期望 25 年后建成数百家独立经销门店。24H2 起三款主品牌全新车型陆续上市。

5. 投资建议

横向对比锂电估值历史低位，当前 24 年不足 15-20x，25 年 10-15x，PB1.8-4.5 倍，基本面最差的时候即将过去，基本面和股价双重底部，开始全面看好龙头，我们首推 Q1 业绩确定性高的标的，包括宁德时代、亿纬锂能、科达利、璞泰来、中伟股份、天奈科技、威迈斯等；同时看好盈利触底的龙头，如天赐材料、湖南裕能、华友钴业、容百科技、尚太科技、恩捷股份、星源材质等；以及短期价格反弹的锂相关标的，包括永兴材料、中矿资源、天齐锂业、赣锋锂业等。

6. 风险提示

价格竞争超预期：新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。

原材料价格不稳定，影响利润空间：原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。

投资增速下滑：各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>