

# 小鹏汽车-W (09868.HK)

## 大众合作深化，望获可观变现

事件：7月22日公司公告显示，小鹏汽车与大众汽车集团签订电子电气架构技术战略合作联合开发协议。

双方联合开发的范围从此前的CMP平台拓展为在华生产的CMP和MEB平台，未来有望拓展至海外市场。面向全球市场，大众汽车的平台包括MQB、MLB、MSB等燃油车平台，也包括MEB（面向中低端纯电车型）、PPE（面向高端电动车型）、J1（面向高性能跑车）等电动车平台，未来将推出可拓展系统平台SSP进行一些整合。面向中国市场，除了以上平台外，大众还推出了CMP平台。我们认为，此次合作除CMP平台增加MEB平台，具有重大意义，1）表明双方合作覆盖了更广泛的车型范围；2）MEB是面向全球市场的战略性平台，该平台的联合开发也为双方未来可能的海外市场合作奠定基础，正如小鹏公众号中所述“双方将积极探索进一步合作的机会，以扩大双方联合开发的电子电气架构的应用范围”。

我们仅考虑中国的合作，预计2026年大众合作有望为公司带来数十亿利润。公告显示，第一个搭载双方联合开发的EEA的车型预计将在24个月内量产。根据此前的公开业绩会，公司预计今年下半年就会开始确认EEA合作相关的收入，这类似于此前软件平台的合作，在车型量产前支付服务费、量产后会挂钩销量。1）平台软件合作方面，我们假设2024Q1公司确认3亿收入左右，逐季小幅增长，2026年车型量产后该笔服务费下降至2亿、2款G9的姐妹车型单月单车销量为3000辆，则2026年公司软件平台合作相关的收入可以达到13亿左右。2）EEA联合开发方面，我们假设从2024Q3开始每季度确认2亿服务费，2025Q3开始量产第一款车型后该笔费用下降至1亿、单车型单月销量为2000辆、上车的车型数量逐步增长到2026Q4的20款、单车价值量估计为3000元，则测算得到EEA联合开发在2026年可为公司带来14亿左右的收入。3）盈利性：这两种合作基于公司现有产品和技术能力，所需的新增投入有限，我们假设平台软件相关业务的毛利率为90%、EEA联合开发相关业务的毛利率为80%，以公司整体的费用率、其他各项收益占收入比重来估计其他各类费用和收益，我们估算得到2024-2026年由大众合作带来的税前利润分别为9/13/18亿元。

除此之外，我们看好小鹏和大众联合采购降本。公司与大众联合采购已经全面展开，有望大幅改善汽车BOM成本。叠加自身的技术降本，我们认为公司在后续的P7+车型上有望兑现此前“新车BOM成本降低25%”、“XNGP硬件成本降低50%”等目标。

投资建议：考虑大众合作持续深化，我们适当调高了服务及其他收入。我们预计公司2024-2026年销量约17/36/42万辆，总收入达400/736/851亿元、non-GAAP净利润率为-14%/-5%/0.4%。考虑到大众合作持续深化，我们拆分了业务预测，预计2024年主业收入为384亿，2024年大众合作带来的净利润为8亿元。对于大众合作业务，考虑到高毛利和成长性，我们给予32亿美元估值，对应30x 2024e大众合作分部P/E；即使我们给予主业保守估值79亿美元，对应1.5x 2024e主业P/S，目标价仍然可达到(09868.HK)46.1港元、(XPEV.N)11.8美元，维持“买入”评级。

风险提示：新车型销量不及预期风险、自动驾驶能力提升和功能落地不及预期风险、毛利率提升不及预期风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,855	30,677	40,037	73,568	85,087
增长率YoY(%)	28.0	14.2	30.5	83.8	15.7
归母净利润(百万元)	-9,139	-10,376	-6,152	-4,047	-166
归母净利润率(%)	-34%	-34%	-15%	-6%	0%
Non-GAAP净利润(百万元)	-8,428	-9,415	-5,614	-3,508	373
Non-GAAP净利润率(%)	-31.4%	-30.7%	-14.0%	-4.8%	0.4%
P/S(倍)	1.8	1.6	1.2	0.7	0.6
P/B(倍)	1.5	1.5	2.0	2.3	2.3

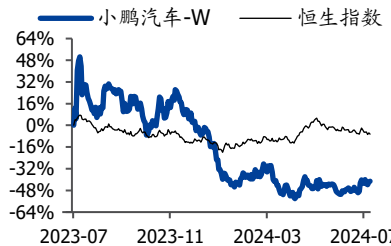
资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为2024年7月23日收盘价（取2024年7月22日港元兑人民币汇率，美元兑人民币汇率）

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	智能驾驶及制造
前次评级	买入
7月23日收盘价(港元)	33.95
总市值(百万港元)	64,250.78
总股本(百万股)	1,892.51
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	12.13

#### 股价走势



#### 作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

#### 相关研究

- 《小鹏汽车-W (09868.HK)：即将迎来强势产品周期》2024-05-31
- 《小鹏汽车-W (09868.HK)：H2 望迎车型周期，成本望大幅改善》2024-04-09
- 《小鹏汽车-W (09868.HK)：智驾加速开城，新车型推动销量大幅上行》2023-11-20

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	43527	54522	44402	62315	48717
现金及现金等价物	14608	21127	14094	18904	14739
短期投资净额	1262	781	781	781	781
应收账款	3873	2716	2844	7373	4444
存货	4521	5526	2259	10820	4307
其他流动资产	19263	24371	24423	24436	24446
<b>非流动资产</b>	27964	29641	28827	27725	26828
固定资产	10607	10954	11266	11070	10901
资产使用权	1955	1456	1250	1074	922
无形资产	1043	4949	4029	3301	2724
长期投资	2295	2085	2085	2085	2085
其他非流动资产	12064	10197	10197	10197	10197
<b>资产总计</b>	71491	84163	73229	90040	75546
<b>流动负债</b>	24115	36112	32493	54513	41347
短期借款	2419	3889	3889	3889	3889
应付账款	14223	22210	18592	40612	27446
应计负债	619	400	400	400	400
其他流动负债	6854	9612	9612	9612	9612
<b>非流动负债</b>	10465	11722	10560	9398	8236
长期借款	4613	5651	4489	3326	2164
其他非流动负债	5852	6072	6072	6072	6072
<b>负债合计</b>	34580	47834	43053	63911	49583
资本公积	60691	70198	70198	70198	70198
未分配利润	-25331	-35760	-41913	-45960	-46126
累计其他综合损益	1544	1831	1831	1831	1831
归属母公司股东权益	36911	36329	30176	26129	25963
少数股东权益	0	0	0	0	0
可赎回非控股股东权益	0	0	0	0	0
<b>可赎回及权益总额</b>	36911	36329	30176	26129	25963
<b>负债和权益总额</b>	71491	84163	73229	90040	75546

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-8232	956	-3746	7597	-1378
净利润	-9139	-10376	-6152	-4047	-166
固定资产折旧	915	1646	1688	1697	1669
无形资产摊销	66	231	1045	853	701
内容及版权摊销	430	231	206	177	152
营运资金变动	-1858	6771	-532	8917	-3734
其他经营现金流	1354	2453	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	4846	631	-2125	-1625	-1625
资本开支	-4374	-2221	-2125	-1625	-1625
其他投资现金流	9220	2852	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	6004	8015	-1162	-1162	-1162
短期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	6004	8015	-1162	-1162	-1162
<b>现金净增加额</b>	3079	9588	-7033	4810	-4165

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	26855	30677	40037	73568	85087
营业成本	23767	30225	33845	60895	68058
毛利润	3088	452	6192	12672	17029
研发费用	6688	6559	6462	7520	7086
销售及管理费用	5215	5277	6908	9367	9881
其他经营性损益	109	466	448	437	502
<b>营业利润(亏损)</b>	-8706	-10889	-6955	-4486	-789
财务收入	1059	639	1003	722	914
财务支出	132	162	148	134	120
联营公司亏损	59	-410	0	0	0
其他非经营性收益	-1424	139	-35	-35	-35
<b>利润总额</b>	-9118	-10394	-6113	-4011	-108
所得税	25	37	15	12	33
<b>净利润</b>	-9143	-10431	-6128	-4023	-141
可赎回少数股东权益的增益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	-9139	-10376	-6152	-4047	-166
<b>调整后归属普通股股东净利</b>	-8428	-9415	-5614	-3508	373

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	28.0	14.2	30.5	83.8	15.7
营业利润(%)	32.3	25.1	-36.1	-35.5	-82.4
归属于母公司净利润(%)	88.0	11.7	-40.4	-37.5	-110.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.5	1.5	15.5	17.2	20.0
净利率(%)	-31.4	-30.7	-14.0	-4.8	0.4
ROE(%)	-24.8	-28.6	-20.4	-15.5	-0.6
ROIC(%)	-22.4	-35.2	-44.5	-48.2	-26.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.4	56.8	58.8	71.0	65.6
净负债比率(%)	-33.0	-47.5	-33.8	-57.5	-41.8
流动比率	1.8	1.5	1.4	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.4	0.3	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.9	1.0
应收账款周转率	8.2	9.3	14.4	14.4	14.4
应付账款周转率	1.8	1.7	1.7	2.1	2.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-4.9	-5.4	-3.0	-1.9	0.2
每股经营现金流(最新摊薄)	-5.0	0.6	-2.2	4.0	-0.7
每股净资产(最新摊薄)	21.6	20.9	16.0	13.9	13.8
<b>估值比率</b>					
P/S	1.8	1.6	1.2	0.7	0.6
P/B	1.5	1.5	2.0	2.3	2.3

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 7 月 23 日收盘价 (取 2024 年 7 月 22 日港元兑人民币汇率、美元兑人民币汇率)

图表 1: 大众集团新能源汽车平台

平台名称	开发主体	面向车型	备注
MEB	大众独自打造	供大众旗下主流家用车型使用。	对应燃油车的 MQB 平台。轴距、轮距、底盘高度可以按照车型需求调整。
J1	奥迪与保时捷联合开发	供高性能纯电车型使用。	源自于大众集团顶级车型的 MSB 燃油平台。
PPE	奥迪与保时捷合作开发	供奥迪、保时捷和宾利等豪华品牌使用，支持轿车和 SUV。	对应燃油车的 MLB 平台。
SSP (未来平台)	-	适用于集团旗下所有品牌和所有级别车型的机电一体化平台架构。	未来可能将在 MQB、MSB、MLB 等三个燃油车平台，和 MEB、PPE 两个纯电动汽车平台基础上，整合成一个全新的可扩展系统平台。
CMP (面向中国) MEB (面向中国)	大众和小鹏联合开发	面向大众汽车品牌在中国市场推出的所有纯电动车型。	预计第一个搭载双方联合开发的电子电气架构的车型预计将在 24 个月内量产。

资料来源: 搜狐网、公司公告、大众官网、小鹏汽车公众号、国盛证券研究所

图表 2: 大众软件平台合作和 EEA 合作给小鹏带来的收入预测: 季度

	2024Q1E	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	2025Q1E	2025Q2E	2025Q3E	2025Q4E
<b>平台与软件战略技术合作有关的技术研发服务: 百万元</b>	<b>304</b>	<b>307</b>	<b>310</b>	<b>313</b>	<b>316</b>	<b>319</b>	<b>322</b>	<b>326</b>
<b>1) license fee</b>	<b>304</b>	<b>307</b>	<b>310</b>	<b>313</b>	<b>316</b>	<b>319</b>	<b>322</b>	<b>326</b>
<b>2) 挂钩销量部分</b>	-	-	-	-	-	-	-	-
单车型销量假设: 辆	-	-	-	-	-	-	-	-
车型数量	-	-	-	-	-	-	-	-
单车价值量假设: 万	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>EEA 联合开发收入: 百万元</b>	-	-	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>118</b>	<b>190</b>
<b>1) license fee</b>	-	-	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>2) 挂钩销量部分</b>	-	-	-	-	-	-	<b>18</b>	<b>90</b>
单车型销量假设: 辆	-	-	-	-	-	-	6000	6000
车型数量	-	-	-	-	-	-	1	5
单车价值量假设: 万	-	-	-	-	-	-	0.3	0.3
毛利率假设-平台软件	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
毛利率假设-EEA	-	-	80%	80%	80%	80%	80%	80%
<b>毛利润: 百万元</b>	<b>273</b>	<b>276.063</b>	<b>439</b>	<b>442</b>	<b>444</b>	<b>447</b>	<b>385</b>	<b>445</b>
其他各类费用和收益占收入比重: 以公司整体的费用率、其他各项收益占收入比重来估计	-36%	-36%	-30%	-26%	-25%	-23%	-21%	-20%
<b>税前利润: 百万元</b>	<b>163</b>	<b>167</b>	<b>286</b>	<b>310</b>	<b>317</b>	<b>327</b>	<b>290</b>	<b>344</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表 3: 大众软件平台合作和 EEA 合作给小鹏带来的收入预测: 年度

	2024E	2025E	2026E
<b>平台与软件战略技术合作有关的技术研发服务: 百万元</b>	<b>1233</b>	<b>1283</b>	<b>1304</b>
<b>1) license fee</b>	<b>1233</b>	<b>1283</b>	<b>800</b>
<b>2) 挂钩销量部分</b>	-	-	<b>504</b>
单车型销量假设: 辆/季度	-	-	9000
车型数量	-	-	2
单车价值量假设: 万	-	-	-
<b>EEA 联合开发收入: 百万元</b>	<b>400</b>	<b>708</b>	<b>1354</b>
<b>1) license fee</b>	<b>400</b>	<b>600</b>	<b>400</b>
<b>2) 挂钩销量部分</b>	-	<b>108</b>	<b>954</b>
单车型销量假设: 辆/季度	-	6,000	6000
车型数量	-	5	20
单车价值量假设: 万	-	-	-
毛利率假设-平台软件	90%	90%	90%
毛利率假设-EEA	80%	80%	80%
<b>毛利润: 百万元</b>	<b>1430</b>	<b>1721</b>	<b>2257</b>
其他各类费用和收益占收入比重: 以公司整体的费用率、			
其他各项收益占收入比重来估计	-30%	-22%	-19%
<b>税前利润: 百万元</b>	<b>926</b>	<b>1278</b>	<b>1756</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表4: 小鹏汽车核心财务预测: 年度

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总销量 (台)	27,041	98,155	120,757	141,601	166,300	362,064	418,478
G3	11,979	29,721	17,520	5,105	302	-	-
P7	15,062	60,569	59,066	45,371	18,882	17,205	15,485
P5	-	7,865	37,982	20,089	2,687	-	-
G9	-	-	6,189	25,790	33,129	40,434	36,391
G6	-	-	-	44,545	33,357	36,364	34,946
X9	-	-	-	701	27,943	28,060	26,657
MONA 车型	-	-	-	-	40,000	120,000	120,000
P7+	-	-	-	-	10,000	70,000	70,000
扶摇平台后续车型	-	-	-	-	-	50,000	115,000
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>5,844</b>	<b>20,988</b>	<b>26,855</b>	<b>30,677</b>	<b>40,037</b>	<b>73,568</b>	<b>85,087</b>
车辆销售	5,547	20,042	24,840	28,012	35,587	68,277	77,667
服务及其他	298	946	2,015	2,665	4,450	5,291	7,421
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>266</b>	<b>2,623</b>	<b>3,088</b>	<b>452</b>	<b>6,192</b>	<b>12,672</b>	<b>17,029</b>
车辆销售	196	2,309	2,347	-446	3,277	8,796	10,874
服务及其他	70	314	742	898	2,515	3,168	4,801
<b>毛利率</b>	<b>5%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>1%</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>	<b>20%</b>
车辆销售	4%	12%	9%	-2%	9%	13%	14%
服务及其他	23%	33%	37%	34%	57%	60%	65%
销售及管理费用率	-50%	-25%	-25%	-21%	-16%	-10%	-8%
研发费用率	-30%	-20%	-19%	-17%	-17%	-13%	-12%
归属普通股股东净利润(百万元)	-4,890	-4,863	-9,139	-10,376	-6,152	-4,047	-166
净利润率	-84%	-23%	-34%	-34%	-15%	-6%	0%
<b>Non-GAAP 净利润 (百万元)</b>	<b>-2,992</b>	<b>-4,483</b>	<b>-8,428</b>	<b>-9,415</b>	<b>-5,614</b>	<b>-3,508</b>	<b>373</b>
<b>Non-GAAP 净利润率</b>	<b>-51.2%</b>	<b>-21.4%</b>	<b>-31.4%</b>	<b>-30.7%</b>	<b>-14.0%</b>	<b>-4.8%</b>	<b>0.4%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 小鹏汽车核心财务预测: 季度

	24Q1E	24Q2E	24Q3E	24Q4E	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E
总销量 (台)	21,821	30,207	40,286	73,986	66,649	90,456	96,120	108,839
G3	132	170	-	-	-	-	-	-
P7	4,224	4,886	4,886	4,886	4,013	4,397	4,397	4,397
P5	1,165	1,522	-	-	-	-	-	-
G9	3,991	5,438	7,400	8,000	3,791	5,166	7,030	7,600
G6	4,437	10,420	7,000	8,000	4,215	9,899	6,650	7,600
X9	7,872	5,271	7,000	7,800	7,000	7,000	6,650	7,410
MONA 车型	-	-	10,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
P7+	-	-	-	10,000	10,000	20,000	20,000	20,000
扶摇平台后续车型	-	-	-	-	2,000	8,000	15,000	25,000
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>6548</b>	<b>7948</b>	<b>9841</b>	<b>15300</b>	<b>13539</b>	<b>18163</b>	<b>19304</b>	<b>21855</b>
车辆销售	5544	6942	8831	14270	12478	17056	18136	20606
服务及其他	1,004	1,007	1,010	1,030	1,060	1,106	1,168	1,249
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>844</b>	<b>1229</b>	<b>1565</b>	<b>2154</b>	<b>2085</b>	<b>2969</b>	<b>3152</b>	<b>3758</b>
车辆销售	302	685	858	1432	1339	2188	2390	2878
服务及其他	541	544	707	723	746	781	762	881
<b>毛利率</b>	<b>13%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>
车辆销售	5%	10%	10%	10%	11%	13%	13%	14%
服务及其他	54%	54%	70%	70%	70%	71%	65%	71%
销售及管理费用率	-21%	-19%	-16%	-13%	-12%	-11%	-10%	-9%
研发费用率	-21%	-20%	-17%	-15%	-14%	-13%	-13%	-12%
归属普通股股东净利润 (百万元)	-1,368	-1,606	-1,396	-1,782	-1,272	-1,245	-985	-545
净利润率	-21%	-20%	-14%	-12%	-9%	-7%	-5%	-2%
<b>Non-GAAP 净利润 (百万元)</b>	<b>-1,408</b>	<b>-1,471</b>	<b>-1,261</b>	<b>-1,648</b>	<b>-1,137</b>	<b>-1,110</b>	<b>-850</b>	<b>-411</b>
<b>Non-GAAP 净利润率</b>	<b>-21.5%</b>	<b>-18.5%</b>	<b>-12.8%</b>	<b>-10.8%</b>	<b>-8.4%</b>	<b>-6.1%</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-1.9%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
邮编：100077  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
邮编：200120  
电话：021-38124100  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com