

小鹏汽车-W (09868.HK)

单三季度毛利率同环比双升，新品周期持续向上

优于大市

核心观点

2024Q3 小鹏汽车实现营业收入 101 亿元，同比增长 18%。2024Q3 小鹏汽车的销量为 46,533 辆，同比增长 16.3%，环比增长 54.0%；总收入为 101.0 亿元，同比增长 18.4%，环比增长 24.5%；净利润为-18.1 亿元，去年同期为-38.9 亿元，今年单二季度为-12.8 亿元。拆分来看，1) 2024Q3 汽车销售收入为 88.0 亿元，同比增长 12%，环比增长 29%，同环比增长主要由于交付量增加所致。2) 2024Q3 服务及其他收入为 13.1 亿元，同比增长 90.7%，环比增长 1.1%，同比增长主要由于与大众进行平台与软件战略以及电子电气架构技术合作有关的技术研发服务收入增加所致。

研发与经营活动降本增效，毛利率与净利率同比提升。2024Q3，小鹏汽车的毛利率/净利率分别为 15.3%/-17.9%，分别同比+17.9%/+27.7pct，分别环比+1.3%/-2.1pct；研发费用率/销售、行政及一般费用率分别为 16.2%/16.2%，分别同比-3.7%/+0.9pct，分别环比-1.9%/-3.2pct。1) 2024Q3 汽车业务毛利率 8.6%，同比+14.7pct，环比+2.2pct，汽车毛利率同比增长主要由于成本降低及车型产品组合改善所致，环比增长主要是成本降低所致；2) 2024Q3 服务及其他利润率为 60.1%，同比+24pct，环比+5.8pct，同环比增长主要由于来自技术研发服务的较高毛利率。

2024Q3 销量同比增长 16%，销售网络持续优化。2024Q3，小鹏汽车的总销量为 46533 辆，同比增长 16.3%，公司第四季度指引，2024 年第四季度的交付量预计 87,000-91,000 辆，按年增加约 44.6%至 51.3%。

小鹏汽车举办 2024 年 AI 科技日活动，P7+上市当天订单超 3 万辆。11 月 6 日，小鹏汽车在广州举办了 2024 年度 AI 科技日活动，展示了公司尖端的技术与创新，包括小鹏鲲鹏超级电动体系、图灵 AI 智驾体系、AI 机器人等。11 月 7 日，小鹏 P7+正式上市，共推出三款车型，包括小鹏 P7+长续航 Max、超长续航 Max 以及限定版 Max，售价区间为 18.68-21.88 万元，上市即交付。据官方数据，小鹏 P7+上市 12 分钟大定突破 1 万台，截止 11 月 7 日 24 点，小鹏 P7+大定 31528 台。

风险提示：原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。公司下半年以 Mona M03、P7+为代表的新车型走量，公司纯视觉方案的落地，将高阶智驾车型渗透至 20 万以内的市场，加速实现高阶智驾平权，叠加后续更多新车型的推出，公司经营周期持续向上，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年收入为 469/885/1181 亿元，净利润为-60/-16/27 亿元，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,855	30,676	46,935	88,453	118,093
(+/-%)	28.0%	14.2%	53.0%	88.5%	33.5%
净利润(百万元)	-9143	-10431	-5977	-1582	2659
(+/-%)	--	--	--	--	--
每股收益(元)	-4.81	-5.49	-3.15	-0.83	1.40
EBIT Margin	-24.6%	-37.3%	-12.0%	-1.5%	2.4%
净资产收益率 (ROE)	-24.8%	-28.7%	-19.7%	-5.5%	8.5%
市盈率 (PE)	-9.2	-8.0	-14.0	-52.9	31.5
EV/EBITDA	-21.6	-12.0	-49.1	105.9	31.9
市净率 (PB)	2.27	2.30	2.76	2.91	2.66

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,855	30,676	46,935	88,453	118,093
(+/-%)	28.0%	14.2%	53.0%	88.5%	33.5%
净利润(百万元)	-9143	-10431	-5977	-1582	2659
(+/-%)	--	--	--	--	--
每股收益(元)	-4.81	-5.49	-3.15	-0.83	1.40
EBIT Margin	-24.6%	-37.3%	-12.0%	-1.5%	2.4%
净资产收益率 (ROE)	-24.8%	-28.7%	-19.7%	-5.5%	8.5%
市盈率 (PE)	-9.2	-8.0	-14.0	-52.9	31.5
EV/EBITDA	-21.6	-12.0	-49.1	105.9	31.9
市净率 (PB)	2.27	2.30	2.76	2.91	2.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

汽车·乘用车

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：杨彬

0755-81982771

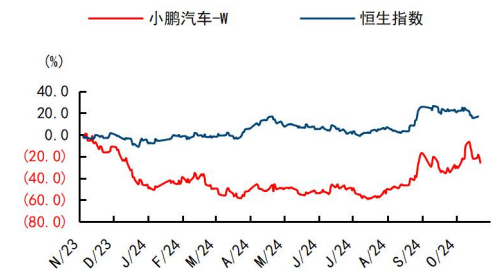
yangshan@guosen.com.cn

S0980523110001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	47.35 港元
总市值/流通市值	89927/73415 百万港元
52 周最高价/最低价	74.30/25.50 港元
近 3 个月日均成交额	899.51 百万港元

市场走势



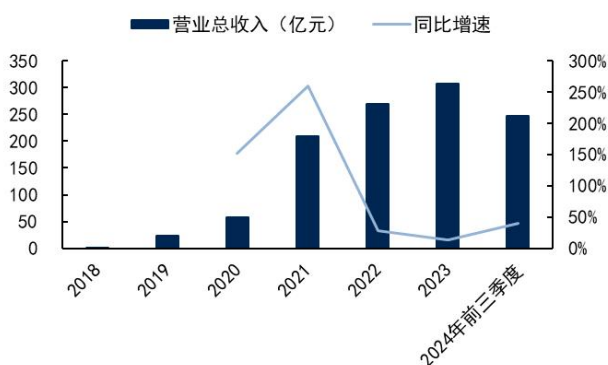
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -小鹏新车型 P7+上市当天订单超 3 万辆，新品周期持续向上》——2024-11-11
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -一季度毛利率环比提升，期待智能化软件和新产品周期迭代》——2024-05-31
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -营业收入同比增长 25%，城区高阶智能驾驶赋能新车型发力》——2023-11-20
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -产品周期过渡影响短期利润，看好未来技术车型全面发力》——2023-08-21
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -一季度业绩承压，重磅车型 G6 值得期待》——2023-05-26

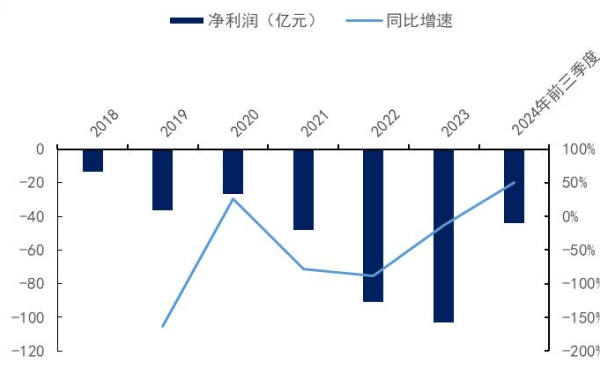
2024Q3 小鹏汽车实现营业收入 101 亿元，同比增长 18%。2024 年前三季度，小鹏汽车的销量为 98,561 辆，同比增长 21%；总收入为 247.6 亿元，同比增长 40.5%；净利润为-44.6 亿元，去年同期为-90.3 亿元。拆单季度看，2024Q3，小鹏汽车的销量为 46,533 辆，同比增长 16.3%，环比增长 54.0%；总收入为 101.0 亿元，同比增长 18.4%，环比增长 24.5%；净利润为-18.1 亿元，去年同期为-38.9 亿元，今年单二季度为-12.8 亿元。拆分来看，1) 2024Q3 汽车销售收入为 88.0 亿元，同比增长 12.1%，环比增长 29.0%，同环比增长主要由于交付量增加所致。2) 2024Q3 服务及其他收入为 13.1 亿元，同比增长 90.7%，环比增长 1.1%，同比增长主要由于与大众汽车集团进行平台与软件战略以及电子电气架构技术战略合作有关的技术研发服务的收入增加所致，环比增长主要由于来自与大众汽车集团的电子电气架构技术战略合作有关的技术研发服务收入所致，部分被零件及配件销售下降所抵销。

图1: 小鹏汽车营业收入及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 小鹏汽车净利润及同比



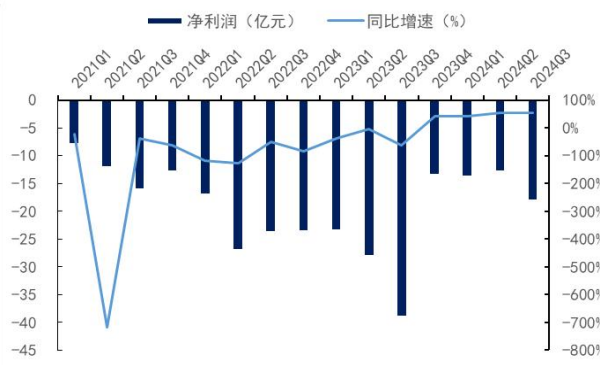
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 小鹏汽车单季度营业收入及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 小鹏汽车单季度净利润及同比

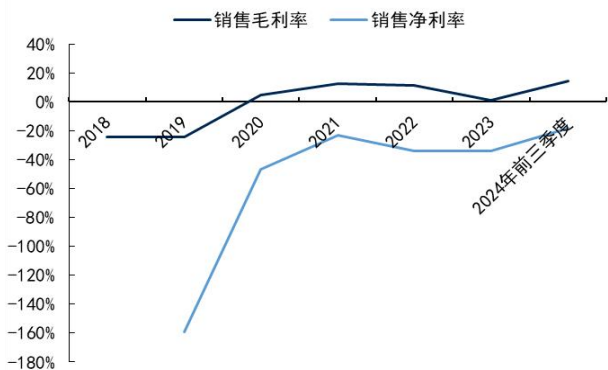


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发与经营活动降本增效，毛利率与净利率同比提升。2024 年前三季度，小鹏汽车的毛利率/净利率分别为 14.22%/-18.01%，分别同比变动+16.3/+33.2pct；研发费用率/销售、行政及一般费用率分别为 18.0%/18.6%，分别同比变动-4.5/-7.7pct。拆单季度看，2024Q3，小鹏汽车的毛利率/净利率分别为 15.26%/-17.90%，分别同比变动+17.9/+27.7pct，分别环比变动+1.3/-2.1pct；研发费用率/销售、行政及一般费用率分别为 16.2%/16.2%，分别同比变动

-3.7/+0.9pct，分别环比变动-1.9/-3.2pct。2024Q3，公司毛利率同环比双升，拆分来看，1) 2024Q3 汽车业务毛利率 8.6%，同比+14.7pct，环比+2.2pct，汽车毛利率同比增长主要由于成本降低及车型产品组合改善所致，环比增长主要是成本降低所致；2) 2024Q3 服务及其他利润率为 60.1%，同比+24.0pct，环比+5.8pct，同环比增长主要由于前述来自技术研发服务的较高毛利率。

图5：小鹏汽车毛利率与净利率



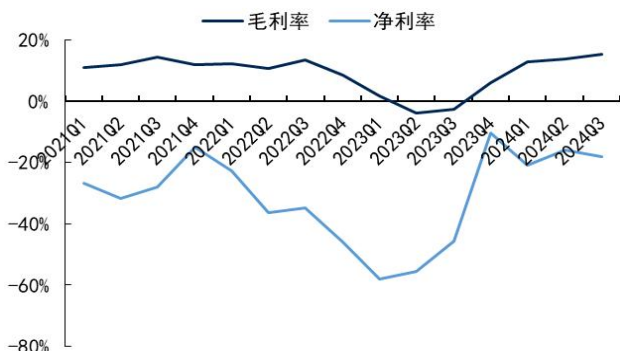
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：小鹏汽车研发费用率与销售管理费用率



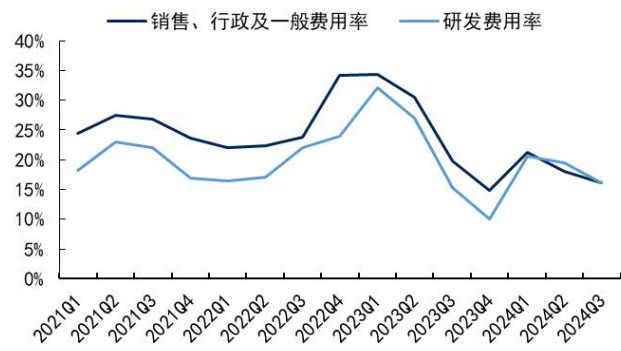
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：小鹏汽车单季度毛利率与净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

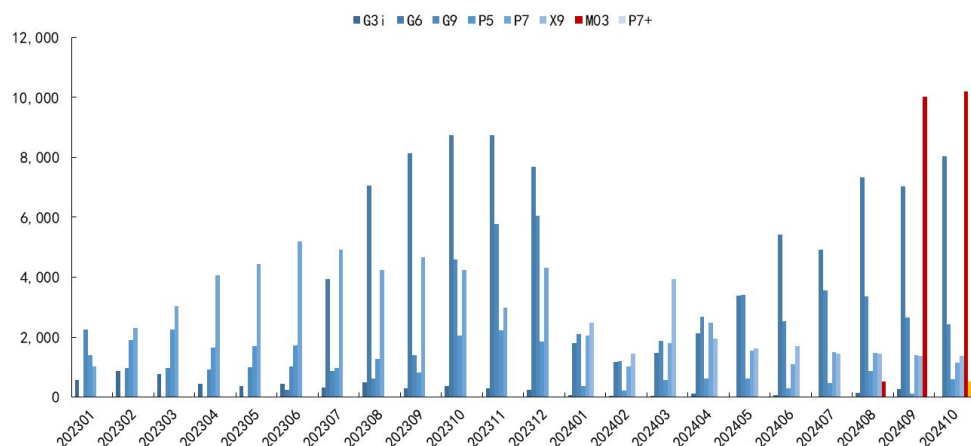
图8：小鹏汽车单季度研发费用率与销售管理费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024Q3 销量同比增长 16%，销售网络持续优化。2024Q3，小鹏汽车的总销量为 46533 辆，同比增长 16.3%，环比增长 54.0%，其中，参考 marklines 数据，G3i/G6/G9/P5/P7/X9/M03 的销量分别为 399/19278/9572/1430/4372/4284/10540 辆。2024 年 10 月，小鹏汽车交付量为 23917 辆，同比增长 20%，环比增长 12%，1-10 月累计总交付量为 122,478 辆，同比增长 21%。公司第四季度指引，2024 年第四季度的交付量预计 87,000-91,000 辆，按年增加约 44.6%至 51.3%。截至 2024 年 9 月 30 日，小鹏汽车的实体销售网络拥有合共 639 间门店，覆盖 206 个城市。截至 2024 年 9 月 30 日，小鹏汽车自营充电站网络达 1,557 座充电站，包括 654 座小鹏 S4 超充站。

图9: 小鹏汽车分车型销量 (辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

2024年11月6日,小鹏汽车在广州举办了2024年度AI科技日活动,展示了公司尖端的技术与创新,包括小鹏鲲鹏超级电动体系、图灵AI智驾体系、AI机器人等。1)小鹏鲲鹏超级电动体系:增程动力系统430km纯电续航,综合1400km续航能力,93.5%电驱CLTC效率。2)AI方面,小鹏的布局是新全栈自研,也就是云端、模型、芯片、硬件全部拥有自研技术。小鹏图灵芯片拥有40个CPU核心,可以最高运行300亿参数量,2个NPU单元,2个独立ISP,这颗芯片的应用场景适用于汽车、飞行汽车、AI机器人。车型布局上,Ultra车型正在研发中,这款车具备最大3000TOPS算力,具备L4自动驾驶能力。3)AI机器人:小鹏最新一代AI机器人Iron亮相。目前,小鹏Iron已经在广州工厂初步实践,小鹏P7+生产中的部分岗位已经是机器人在操作。根据规划,小鹏明年三季度将开放工厂参观,之后会让Iron进入更多工厂岗位,还规划进入门店。4)飞行汽车:小鹏汇天陆地航母飞行体目前已经完成适航合格证申请受理。在珠海航展上,这一飞行体全球公开首飞,到今年12月正式启动预售。

图10: 小鹏汽车鲲鹏超级电动体系

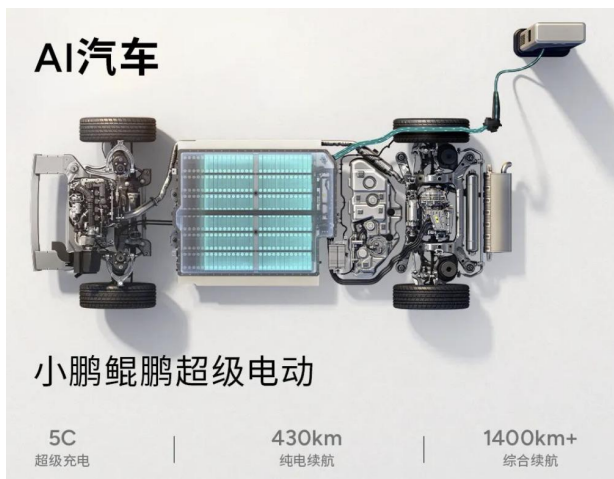


图11: 小鹏汽车图灵AI智驾体系



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图12: 小鹏汇天飞行汽车陆地航母



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图13: 小鹏汽车 AI 机器人 Iron



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

2024年11月7日，小鹏汽车正式发布AI智驾纯电掀背轿跑P7+，并于同月开启规模交付。P7+全系标配端到端AI高阶智能辅助驾驶系统技术，提供行业领先的不依赖高精地图或激光雷达的城市高阶智能辅助驾驶功能。小鹏P7+共推出三款车款，包括小鹏P7+长续航Max、超长续航Max以及限定版Max，售价区间为18.68-21.88万元，上市即交付。据官方数据，小鹏P7+上市12分钟大定突破1万台，截止11月7日24点，小鹏P7+大定31528台。

图14: 小鹏P7+正式上市



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图15: 截止11月7日24点，小鹏P7+大定31528台



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

1) 智能驾驶方面，小鹏P7+为全球首款全系标配AI高阶智驾的汽车，全系标配图灵AI高阶智驾。新车首发搭载小鹏自研的AI天玑5.4.0、端到端大模型以及AI鹰眼智驾方案。其中，AI鹰眼智驾方案应用了行业首个单像素LoFoc架构、双Orin-X智驾芯片以及26个感知硬件，感知距离提升125%，识别速度提升40%。AI天玑5.4.0对比5.3.0版本，整体拟人感提升4倍以上，变道成功率提升53%，绕行成功率提升155%。小鹏P7+图灵AI高阶智驾不用选装以及订阅、付费，做到全国都能开，全国都好用，基于2天迭代一次的端到端大模型，能实现月月OTA，让用户常用常新。

图16: 小鹏 P7+全系标配图灵 AI 高阶智驾



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

2) 智能座舱方面, 小鹏 P7+全面接入自研的 X-GPT 大模型, 标配高通 8295P 座舱芯片, 整体性能提升 50%, 让 AI 智能小 P 不仅能听得懂人话, 做到“理解得更深、想得更全、行动得更准”, 更能一句话完成座舱功能设定。座舱内标配 15.6 英寸中控大屏、10.25 英寸全液晶仪表以及 8 英寸后排娱乐屏, 可实现三屏互联, 并打通了 HUAWEI Hi-Car/Car Link 跨设备的车控以及车机手机互联, 让出行更加便捷、智能。

图17: 小鹏 P7+标配高通 8295P 座舱芯片



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

小鹏 P7+凭借价格、大空间、全系标配高阶智驾、座椅功能等优势，竞争力凸显。
 小鹏 P7+价格 18.68-21.88 万元，全系标配城区和高速驾驶辅助功能，前后排座椅均有加热/通风/按摩功能，竞争优势明显。

表1: 小鹏 P7+和其他车型重点参数对比

	小鹏 P7+	小米 SU7	特斯拉 Model 3	比亚迪汉 2024 款 EV 极氪 007 2025 款 荣耀版 610KM 四驱天 后驱智驾版 神之眼智驾版 72kWh	
厂商指导价 (万元)	18.68/19.99/21.88	21.59/24.59/29.99	23.19/27.19/33.59	24.98	20.99
级别	中大型车	中大型车	中型车	中大型车	中型车
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
长*宽*高 (mm)	5056*1937*1512	4997*1963*1455/4997*1963*1440	4720*1848*1442/4720*1848*1430	4995*1910*1495	4865*1900*1450
轴距 (mm)	3000	3000	2875	2920	2928
最高车速 (km/h)	200	210/210/265	200/200/261	185	210
电动化					
电池类型	磷酸铁锂	磷酸铁锂/磷酸铁锂/三元锂	磷酸铁锂/三元锂/三元锂	磷酸铁锂	-
纯电续航里程 (km) CLTC	602/710/685	700/830/800	606/713/623	610	688
电池快充时间 (h)	0.33	0.42/0.5/0.32	-	0.5	0.175
百公里耗电量 (kWh/100km)	11.6/12.3/12.8	12.3/12.9/13.7	11.3/12.5/14.4	14.9	-
百公里加速时间 (s)	6.9/5.9/5.9	5.28/5.7/2.78	6.1/4.4/3.1	3.9	5.1
智能驾驶					
智能驾驶系统	XNGP	Xiaomi Pilot Pro/Max/Max	Autopilot	DiPilot	ZEEKR AD
智能驾驶辅助路段	标配城市路段、标配高速路段	选配高速/选配高速和城市/选配高速和城市	选配高速和城市	标配高速路段	选配高速和城市
智能驾驶芯片	英伟达 Orin-X *2	英伟达 Orin/英伟达 Orin*2/英伟达 Orin*2	HW4.0*2	-	英伟达 Orin-X *2
摄像头数量 (个)	12	11	7	11	12
毫米波雷达数量 (个)	3	1/3/3	-	5	5
超声波雷达数量 (个)	12	12	-	12	12
激光雷达数量 (个)	0	0/1/1	0	0	1
智能座舱					
智能座舱芯片	高通 8295	高通 8295	AMD Ryzen	D100	高通 8295
中控屏 (尺寸)	15.6	16.1	15.4	15.6	15.05
液晶仪表 (尺寸)	10.25	7.1	-	12.3	13.02
前排座椅功能	加热/通风/按摩	加热/通风	加热/通风	加热/通风/按摩	加热/通风/按摩
后排座椅功能	加热/通风/按摩	加热	加热	加热/通风/按摩	加热/通风/按摩

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

凭借在清洁技术、产品碳足迹和公司治理等方面的卓越表现，小鹏汽车连续第二年获得摩根士丹利资本国际公司 (“MSCI”) ESG 最高的 “AAA” 评级。同时，小鹏汽车也是中国汽车制造行业中唯一连续两年获得标普全球 (S&P Global) “行业最佳进步企业” 殊荣的企业。

图18: 小鹏汽车蝉联 MSCI ESG “AAA” 全球最高评级

XPeng is a **leader** among 72 companies in the **automobiles industry**.

ESG Rating distribution in relation to industry peers

Universe: Automobiles, (72 companies)



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。

公司下半年以 Mona M03、P7+为代表的新车型走量, 公司纯视觉方案的落地, 将高阶智驾车型渗透至 20 万以内的市场, 加速实现高阶智驾平权, 叠加后续更多新车型的推出, 公司经营周期持续向上, 我们维持盈利预测, 预计 2024-2026 年收入为 469/885/1181 亿元, 净利润为-60/-16/27 亿元, 维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(20241121)	总市值	销售收入(亿元)			PS			投资评级
		元	亿元	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
TSLA. 0	特斯拉(TESLA)	2,460.36	79,870	6,854	7,200	8,697	12	11	9	无评级
平均				6,854	7,200	8,697	12	11	9	
9868. HK	小鹏汽车-W	43.76	884	307	469	885	3	2	1	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 无评级公司的盈利预测均采用 wind 一致性预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	14608	21127	19910	31538	43702	营业收入	26855	30676	46935	88453	118093
应收款项	7681	7100	11573	21810	29119	营业成本	23767	30225	40639	74470	98029
存货净额	4521	5526	5398	10027	13250	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	534	10230	939	1769	2362	销售、行政及一般费用	5305	6688	5632	7500	8500
流动资产合计	43527	54522	48358	75683	98971	研发费用	4379	5215	6295	7793	8687
固定资产	10607	10954	10250	9510	8738	财务费用	688	927	382	327	290
无形资产及其他	2998	6405	4804	3202	1601	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	5138	7161	7161	7161	7161	资产减值及公允价值变动	0	0	30	30	30
长期股权投资	9221	5120	7120	8620	9620	其他收入	(1835)	1955	0	0	0
资产总计	71491	84163	77692	104178	126092	营业利润	(9118)	(10423)	(5983)	(1606)	2618
短期借款及交易性金融负债	3309	5287	2866	3821	3991	营业外净收支	0	29	30	30	30
应付款项	14251	22216	21591	40110	53001	利润总额	(9118)	(10394)	(5953)	(1576)	2648
其他流动负债	6555	8608	10161	17755	22949	所得税费用	25	37	24	6	(11)
流动负债合计	24115	36112	34618	61685	79941	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	5411	6428	6428	6428	6428	归属于母公司净利润	(9143)	(10431)	(5977)	(1582)	2659
其他长期负债	5055	5294	6294	7294	8294						
长期负债合计	10465	11722	12722	13722	14722	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	34580	47834	47341	75408	94664	净利润	(9143)	(10431)	(5977)	(1582)	2659
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	36911	36329	30352	28770	31429	折旧摊销	838	0	2836	2871	2903
负债和股东权益总计	71491	84163	77692	104178	126092	公允价值变动损失	0	0	(30)	(30)	(30)
						财务费用	688	927	382	327	290
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(73)	(1886)	6875	11414	7961
每股收益	(4.81)	(5.49)	(3.15)	(0.83)	1.40	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(8378)	(12316)	3705	12673	13493
每股净资产	19.43	19.13	15.98	15.15	16.55	资本开支	0	(348)	(500)	(500)	(500)
ROIC	-28%	-54%	-19%	3%	-244%	其它投资现金流	13395	5646	0	0	0
ROE	-25%	-29%	-20%	-5%	8%	投资活动现金流	7586	9399	(2500)	(2000)	(1500)
毛利率	12%	1%	13%	16%	17%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-25%	-37%	-12%	-1%	2%	负债净变化	3736	1018	0	0	0
EBITDA Margin	-21%	-37%	-6%	2%	5%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	28%	14%	53%	88%	34%	其它融资现金流	(3097)	7401	(2422)	955	170
净利润增长率	--	--	--	--	--	融资活动现金流	4375	9437	(2422)	955	170
资产负债率	48%	57%	61%	72%	75%	现金净变动	3583	6519	(1217)	11628	12164
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	11025	14608	21127	19910	31538
P/E	(9.2)	(8.0)	(14.0)	(52.9)	31.5	货币资金的期末余额	14608	21127	19910	31538	43702
P/B	2.3	2.3	2.8	2.9	2.7	企业自由现金流	0	(13726)	3558	12471	13254
EV/EBITDA	(22)	(12)	(49)	106	32	权益自由现金流	0	(6237)	753	13098	13133

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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