

零跑汽车（09863.HK）

2024Q4 单季度扭亏为盈，新车型 B10 开启预售

优于大市

核心观点

零跑汽车发布 2024 年年报，全年收入高速增长，其中 2024 年第四季度单季度扭亏为盈。零跑汽车 2024 全年实现营收 321.64 亿元（+92.06%），归母净利润-28.21 亿元，大幅收窄。其中四季度单季度净利润转正，盈利 0.8 亿元，系公司成立来首次单季度实现盈利。毛利率大幅改善，2024 全年毛利率 8.38%，2024 年第四季度，公司毛利率高达 13.3%，创下公司成立以来的单季毛利率新高。2024 年全年销量超 29 万辆；2024 年平均单车营收 10.95 万元，较以往有所下降，单车成本 10.03 万元，规模效应带来显著的降本。

发布 Leap3.5 架构，更加智能化、更高集成度。从 LEAP 3.0 到 LEAP 3.5，实现了以中央域控为底座，对智驾、智能、电驱、电池、热管理和底盘等技术进行了全新升级。LEAP3.5 首次搭载于 B10 之上，带来了同级领先的端到端高阶智驾、大模型旗舰智能、更长的纯电续航以及更智能的动态操控体验。LEAP3.5 下的全新四叶草中央域控架构，将“四域合一”更进一步，满足高阶智驾的舱驾一体集成。零跑推出的高阶智驾系统，采用高通 8650 智驾芯片，搭载激光雷达；新一代智能座舱系统，AI 语音交互可以兼容 Deepseek 和通义千问。同时发布了最新的自研 7 合 1 油冷电驱、CTC 2.0 PLUS 电池底盘一体化、27 合 1 热管理模块；电驱系统进一步集成化、轻量化，更加经济可靠；电池系统更加安全；新一代热管理系统使得车辆适应极端温度的环境。

B10 开启预售，激光雷达版本车型最低预售价仅为 12.98 万元。B10 首发为纯电版车型，主要以有无激光雷达和续航里程区分各个车款，预售价格分别为：510km 舒享智驾版 10.98 万元，510km 悦享智驾版 11.98 万元，510km 激光雷达智驾版 12.98 万元，600km 悦享智驾版 12.98 万元，以及 600km 激光雷达智驾版 13.98 万元。B10 具备业内领先的性价比，尤其是激光雷达智驾版本，在同级别车型中竞争力强。激光雷达智驾版本的 B10，搭载了高通 8650 智驾芯片和 8295 智能座舱芯片；智驾上，搭载了端到端大模型，可以实现高速智能领航辅助、通勤智能领航辅助、停车场记忆泊车等功能。

风险提示：新品销量不及预期、成本管控不及预期、市场竞争加剧、海外业务拓展不及预期等。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 583/840/1163 亿元（原 2025/2026 预测为 561/814 亿元）；2025-2027 年归母净利润分别为 -0.72/24.88/50.81 亿元（原 2025/2026 预测为 -5.78/23.72 亿元）；预计 2025-2027 年 EPS 分别为 -0.05/1.86/3.80 元。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,747	32,164	58,302	84,036	116,348
(+/-%)	35.2%	92.1%	81.3%	44.1%	38.5%
归母净利润(百万元)	-4216	-2821	-72	2488	5081
(+/-%)	—	—	—	-3560.9%	104.2%
每股收益(元)	-3.15	-2.11	-0.05	1.86	3.80
EBIT Margin	-26.8%	-10.8%	-2.1%	1.6%	3.0%
净资产收益率(ROE)	-33.7%	-28.0%	-0.7%	19.9%	28.9%
市盈率(PE)	-14.0	-20.9	-818.6	23.7	11.6
EV/EBITDA	-20.1	-26.0	-392.5	52.5	31.4
市净率(PB)	4.71	5.84	5.89	4.71	3.35

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

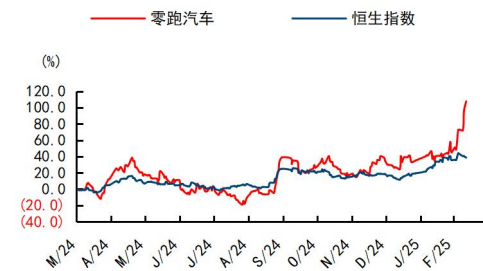
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：贾济恺
021-61761026
jiajikai@guosen.com.cn
S0980524090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	56.16 - 60.84 港元
收盘价	50.10 港元
总市值/流通市值	66982/55932 百万港元
52 周最高价/最低价	50.40/18.64 港元
近 3 个月日均成交额	270.36 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

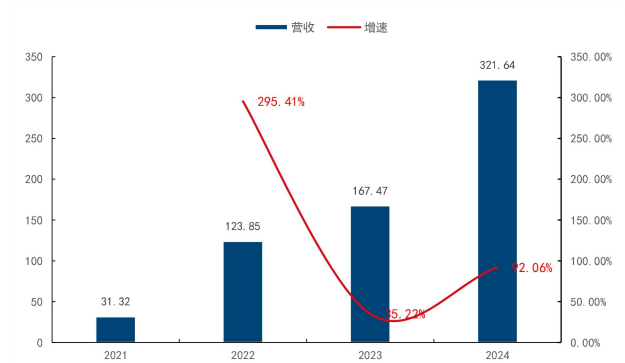
相关研究报告

《零跑汽车（09863.HK）-深度报告：新品周期叠加渠道扩容，国际合作护航全球战略》——2024-12-13
《零跑汽车（09863.HK）-与 Stellantis 达成深度合作，三季报及 10 月销量表现优秀》——2023-11-05
《零跑汽车（09863.HK）-聚焦高性价比市场，核心技术全域自研》——2023-08-31

2024 年报点评：全年毛利率 8.4%，2024 第四季度单季扭亏为赢

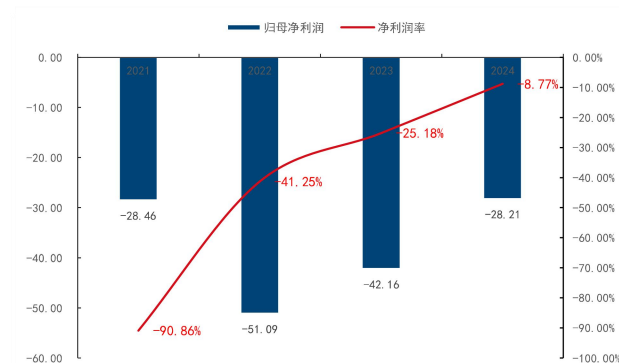
零跑汽车 2024 全年收入高速增长，亏损大幅收窄，其中 2024 年第四季度单季度扭亏为盈。零跑汽车 2024 全年实现营收 321.64 亿元(+92.06%)，归母净利润-28.21 亿元，大幅收窄。其中四季度单季度净利润转正，盈利 0.8 亿元，系公司成立以来首次单季度实现盈利。

图1：零跑汽车营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

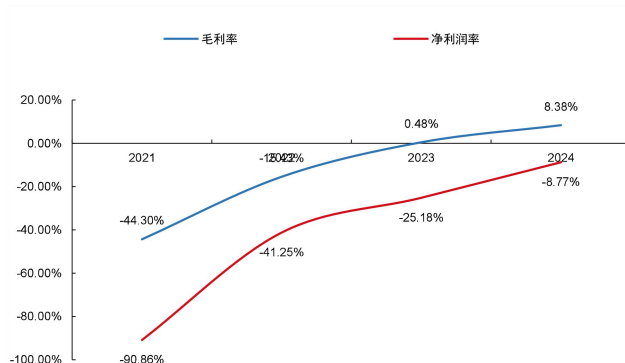
图2：零跑汽车归母净利润及净利润率（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

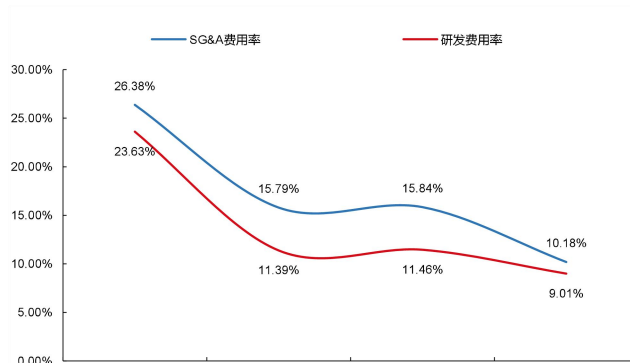
毛利率大幅改善，2024 全年毛利率 8.38%。零跑汽车 2024 年全年毛利率 8.38%，在 2023 年全年毛利率回正之后，公司毛利率在 2024 年进一步提升。2024 年第四季度，公司毛利率高达 13.3%，创下公司成立以来的单季毛利率新高。2024 年，公司的期间费用率进一步降低，销售、行政及一般费用率为 10.18%，研发费用率为 9.01%。

图3：零跑汽车毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

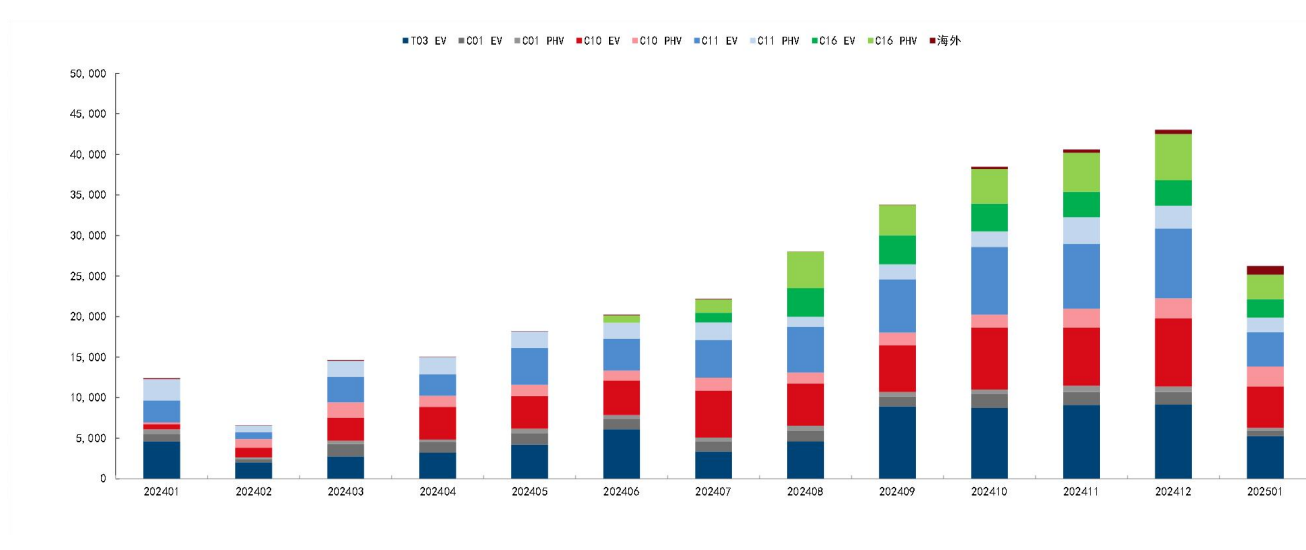
图4：零跑汽车期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2024 年全年销量超 29 万辆。Marklines 口径下，公司车型 2024 年全球销量 29.33 万辆，其中 2024 年第四季度单季度销量 12.21 万辆，月均超 4 万销量。公司 C 系列车型 C10/C11/C16 持续热销，T03 车型在以旧换新刺激下，第四季度也有不俗的销量。

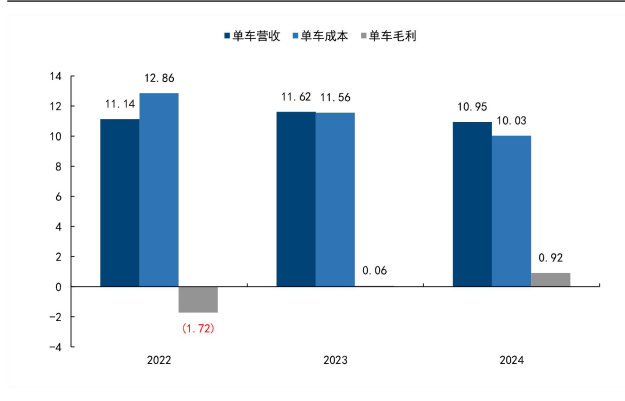
图5：零跑各车型月度销量（单位：辆）



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

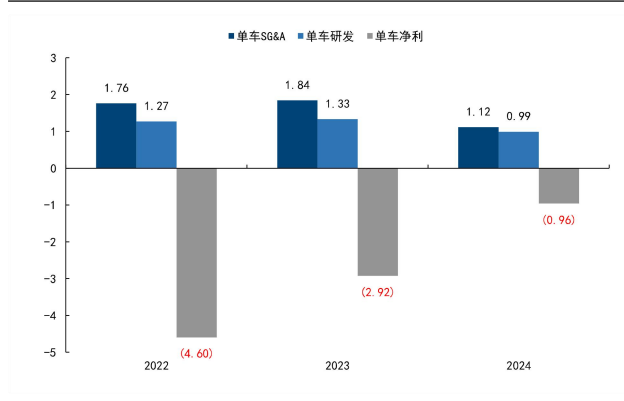
公司 2024 年平均单车营收 10.95 万元，较以往有所下降，单车成本 10.03 万元，规模效应带来显著的降本。公司 2024 年单车营收 10.95 万元，主要由于 C10 热销，以及以旧换新政策刺激下，T03 车型销量较多，单车营收有所下降。单车成本 10.03 万元，公司规模效应持续显现。公司 2024 年单车毛利 0.92 万元，单车净亏损 0.96 万元。参考公司 2024 年第四季度，月均 4 万销量情况下，单季度扭亏为盈，预计公司全年业绩的盈亏平衡点，将在年销 50 万的情况下达到。

图6：零跑汽车单车营收、成本、毛利（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：零跑汽车单车费用、净利（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

Leap3.5 架构发布：更智能、更高集成度的新一代架构

公司发布 Leap3.5 架构，更加智能化、更高集成度。从 LEAP 3.0 到 LEAP 3.5，实现了以中央域控为底座，对智驾、智能、电驱、电池、热管理和底盘等技术进行了全新升级。LEAP3.5 首次搭载 B10，带来了同级领先的端到端高阶智驾、大模型旗舰智能、更长的纯电续航以及更智能的动态操控体验。LEAP3.5 下的全新四叶草中央域控架构，将“四域合一”更进一步，满足高阶智驾的舱驾一体集成。三大区域控制器融合为一个总区域控制器，通过创新融合，斩获汽车工业巅峰奖。

图8: Leap3.5 在 3.0 基础上迭代



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

图9: Leap3.5 具有更高集成度



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

零跑推出端到端高阶智驾系统，并推出全新的智能座舱系统。零跑汽车搭载了高通 SA8650 智驾芯片，采用 4nm 制程，提供 200TOPS 等效算力，能耗较同级优 50%，实现了算得快、能耗低的目标。感知系统配备了禾赛超高清远距激光雷达，探测距离可达 300 米，视野更广，采样率高达 246 亿次/秒，过滤精度达到 99.9%。零跑自研的端到端智驾系统具备持续升级能力，能够根据路况随机应变，丝滑应对突发状况。零跑智驾系统将在 A/B/C/D 四个系列车型上普及，并提供终身免费 OTA。智能座舱系统兼容 DeepSeekR1 和通义千问模型，支持沉浸式 3D 体验和车内车外的有机统一，提供丝滑的车机画面和分屏多任务操作。

图10: Leap3.5 的端到端高阶智驾



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

图11: Leap3.5 的智能座舱系统



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

公司发布了最新的自研 7 合 1 油冷电驱、CTC 2.0 PLUS 电池底盘一体化、27 合 1 热管理模块。自研 27 合 1 热管理模块，实现了车内冷热分区，能耗再降 10%，并在 25+种场景下进行预测测试，超广温度覆盖范围从零下 35° C 到 55° C。公司深度集成了 7 合 1 电驱系统，提升轻量化水平，提升续航，同时减少响应时间。新一代 CTC 电池底盘一体化系统经过了各种极端情况的全面排查，配备了六重安全组件，经过了千项安全测试，确保安全可靠；采用了 9 台 1 电池控制系统和超级电池集成架构，提升了整车的续航能力和表显精准度。

图12: Leap3.5 下全新的 7 合一电驱、CTC 2.0 PLUS 电池底盘一体化、27 合一热管理模块



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

B10 开启预售：激光雷达版本车型最低预售价仅为 12.98 万元

B 系列首发车型 B10 发布并开启预售，预售价格 10.98 万-13.98 万，其中激光雷达版最低预售为 12.98 万元。B10 首发为纯电版车型，主要以有无激光雷达和续航里程区分各个车款，预售价格分别为：510km 舒享智驾版 10.98 万元，510km 悦享智驾版 11.98 万元，510km 激光雷达智驾版 12.98 万元，600km 悦享智驾版 12.98 万元，以及 600km 激光雷达智驾版 13.98 万元。

图13: B10 的预售价格



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

图14: B10 外观与颜色



资料来源：零跑公众号、国信证券经济研究所整理

B10 具备业内领先的性价比，尤其是激光雷达智驾版本，在同级别车型中竞争力很强。激光雷达智驾版本的 B10，搭载了高通 8650 智驾芯片和 8295 智能座舱芯片；智驾上，搭载了端到端大模型，可以实现高速智能领航辅助、通勤智能领航辅助、停车场记忆泊车等功能；智能座舱领域，AI 智能语音系统兼容 Deepseek 和通义千问两套模型。

表1: B10 与竞品参数对比

	零跑 B10	元 PLUS	银河 E5	深蓝 S05
	2025 款 510 激光雷达智驾版	2025 款智驾版 510KM 超越型	2024 款 530km 探索+版	2024 款 510Max 纯电版
官方指导价 (万元)	12.98	13.58	13.38	13.59
经销商参考价 (万元)	12.98	13.58	13.38	13.09
上市时间	2025.3	2025.3	2024.8	2024.1
	尺寸 (mm)			
长度	4515	4455	4615	4620
宽度	1885	1875	1901	1900
高度	1655	1615	1670	1600
轴距	2735	2720	2750	2880
	动力&续航			
动力类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
纯电续航 (WLTC)	510	510	530	510
电池快充时间 (小时)	0.32	0.5	0.33	0.25
最大功率 (kW)	160	150	160	175
最大扭矩 (N·m)	240	310	320	320
百公里加速 (s)	6.8	7.3	6.9	7.3
	智能驾驶			
记忆泊车	√	—	—	—
自动驾驶辅助路段	城市+高速	高速	—	—
前/后驻车雷达	前+后	前+后	后	前+后
驾驶辅助影像	360+车侧盲区	360 度全景影像	360 度全景影像	360 度全景影像
辅助驾驶芯片	高通 8650	—	—	—
前方感知摄像头	双目	三目	单目	单目
摄像头数量	11	12	5	5
前方感知摄像头像素	800 万	—	—	800 万
环境感知摄像头像素	300 万	—	—	—
环视摄像头像素	300 万	—	—	—
超声波雷达数量	12	12	3	12
毫米波雷达数量	3	5	—	5
激光雷达数量	1	—	—	—
	智能座舱			
车机智能芯片	高通骁龙 8295P	—	龍鷹一号	高通骁龙 8155
天窗	分段式不可开启天窗	可开启全景天窗	可开启全景天窗	不可开启全景天窗
座椅功能	前排加热+驾驶位通风	前排加热+通风	前排加热+通风	前排加热+通风+驾驶位记忆
液晶仪表尺寸 (英寸)	8.8	8.8	10.2	—
中控屏尺寸 (英寸)	14.6	12.8	15.4	15.4

资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

投资建议：预计未来三年的持续高速发展，维持“优于大市”评级

营收与销量上：B10 的发布，展现了公司产品超越同级的产品力，预计会有较好的市场端表现。B 系列将有多款车型发布，同时 C 系列将有中期改款，2025 年将形成 B、C 两大系列双轮驱动的产品线；2026 年，A/D 两大系列有望发布，届时公司将形成 A/B/C/D 四大产品线。预计公司销量、营收将持续高增长，2025 年预计销量达到 50 万辆以上，中长期有望冲击 100 万年销。

相比前期预测，我们上调了 2025 年的销量预期，从前值约 48 万辆，上调至 50 万辆以上。激光雷达的应用，有望引导消费者选择价值较高的车款，我们调整了销量结构的预测。以上推动了 2025/2026 年营收预测的上调。

毛利率上：2024 年四季度单季毛利率 13.3%，展现了盈利潜力；LEAP3.5 高度集成化，有助于新品车型增配情况下，保持成本可控。预计公司在月均销量 4 万辆及以上的情况下，可以保持 10%以上的毛利率；规模效应、产品结构优化、新架构

的应用等因素，将推动公司释放盈利能力，中长期年度毛利率有望达到 13%以上。

基于公司优秀的成本管控能力和高集成化的新架构，我们认为，B 系列依然有不错的毛利率表现；较前期预测，我们上调 B 系列的毛利率预测，进而引起整体毛利率的微幅上调。

期间费用与投资收益上：研发费用持续提升，但费用率进一步下降；预计公司年销量达到 50-100 万量级时，期间费用率控制在 10%左右。投资收益主要来源于零跑国际利润并表，由于近期地缘与关税因素，预计海外业务的利润兑现将延期。

公司营收端预测上调，进而降低了期间费用率的预测；公司高质量发展下，我们微幅下调了销售费用的预测，从而进一步降低期间费用率的假设。地缘因素影响下，我们下调了公司中短期出海的单车盈利预测。利润端，国内业务盈利能力上调预测，海外投资收益并表下调预测；综合来看，上调整体净利润预测。

较前期预测，上调公司合理估值。原因：1、当前乘用车行业整体估值上行，智驾平权、具身智能赋能浪潮下，具备研发能力的主机厂估值都在提升；2、公司产品主打高性价比、高智能化，是当前智驾平权趋势的重要推动者；3、公司 2024 年第四季度毛利率 13.3%，展现了盈利的潜力，打开后续盈利的想象空间，进而在 PS 估值法下，合理估值提升。

可比公司，选取新势力代表公司理想汽车、小鹏汽车、蔚来，以及新能源车代表比亚迪。公司新品周期强势，产品、渠道都处于积极扩张状态，和国际大厂有战略合作，且自主研发能力强，财务方面处于扭亏为盈的重要节点。公司成长性应当高于可比公司的平均水准。参考可比公司 2025 年 PS 的平均值 1.2 倍，给予公司 2025 年合理估值 1.2-1.3 倍 PS。

上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 583/840/1163 亿元（原 2025/2026 预测为 561/814 亿元，上调幅度 4/3%，新增 2027 年营收预测 1163 亿元），同比增速 81.3/44.1/38.5%；2025-2027 年归母净利润分别为 -0.72/24.88/50.81 亿元（原 2025/2026 预测为 -5.78/23.72 亿元，上调幅度 -/5%，新增 2027 年归母净利润预测 50.81 亿元）；预计 2025-2027 年 EPS 分别为 -0.05/1.86/3.80 元。公司自研自产电子电气架构和智能驾驶，受益于智驾平权浪潮下的估值提升。给予公司 1.2-1.3 倍 PS，参考股价为 56.16-60.84 港元，对应当前股价涨幅 12.1%-21.4%，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司	市值 (亿元)	2025E 营收 (亿元)	2026E 营收 (亿元)	2025E 利润 (亿元)	2026E 利润 (亿元)	2025 年 PS	2026 年 PS	2025 年 PE	2026 年 PE
9866.HK	蔚来-SW	749.5	1,052.8	1,319.8	-157.08	-111.61	0.7	0.6	-4.8	-6.7
2015.HK	理想汽车-W	2,166.8	1,979.3	2,480.8	130.84	188.41	1.1	0.9	16.6	11.5
9868.HK	小鹏汽车-W	1,675.6	831.5	1,143.8	-15.19	24.83	2.0	1.5	-110.3	67.5
002594.SZ	比亚迪	10,510.8	9,453.0	11,067.9	520.95	637.59	1.1	0.9	20.2	16.5
中位值							1.1	0.9	5.9	14.0
平均值							1.2	1.0	-19.6	22.2
9863.HK	零跑汽车	618.4	583.02	840.36	-0.72	24.88	1.1	0.7	-858.9	24.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除零跑汽车外，均为 Wind 一致预测，估值日期 3 月 13 日。

风险提示：新品销量不及预期、成本管控不及预期、市场竞争加剧、海外业务拓展不及预期等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2019	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2019	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11731	6378	12436	20626	33243	营业收入	16747	32164	58302	84036	116348
应收款项	1348	1981	5271	7598	10519	营业成本	16666	29470	52216	73650	100914
存货净额	1719	2023	5177	6708	8711	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2814	1730	3148	4538	6283	销售费用	1795	2138	3790	4874	6399
流动资产合计	22470	26453	40374	56679	79407	管理费用	2777	4033	3503	4162	5532
固定资产	3868	5537	6554	7592	8668	财务费用	229	348	112	79	(25)
无形资产及其他	735	1187	890	593	297	投资收益	0	0	312	502	1050
投资性房地产	543	131	131	131	131	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	838	4339	5786	7358	9532	其他收入	373	1005	935	991	1067
资产总计	28453	37647	53733	72353	98033	营业利润	(4348)	(2821)	(72)	2764	5645
短期借款及交易性金融负债	1581	1266	3916	1378	1311	营业外净收支	132	0	0	0	0
应付款项	9936	19139	29209	44576	60980	利润总额	(4216)	(2821)	(72)	2764	5645
其他流动负债	2436	4570	7511	10476	14334	所得税费用	0	0	0	276	565
流动负债合计	13954	24975	40636	56431	76624	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	892	1108	1108	1108	1108	归属于母公司净利润	(4216)	(2821)	(72)	2488	5081
其他长期负债	1110	1493	1990	2327	2733						
长期负债合计	2002	2601	3098	3436	3841	现金流量表(百万元)	2019	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	15955	27576	43735	59866	80466	净利润	(4216)	(2821)	(72)	2488	5081
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	12498	10071	9999	12487	17567	折旧摊销	569	0	935	991	1067
负债和股东权益总计	28453	37647	53733	72353	98033	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	229	348	112	79	(25)
关键财务与估值指标	2019	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	4005	12280	5646	13422	13998
每股收益	(3.15)	(2.11)	(0.05)	1.86	3.80	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	357	9459	6509	16901	20145
每股净资产	9.35	7.53	7.48	9.34	13.14	资本开支	0	(1669)	(1654)	(1733)	(1846)
ROIC	-25%	-123%	10%	-14%	-15%	其它投资现金流	(3846)	(9484)	0	(2868)	(3442)
ROE	-34%	-28%	-1%	20%	29%	投资活动现金流	(3616)	(14655)	(3101)	(6174)	(7461)
毛利率	0%	8%	10%	12%	13%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-27%	-11%	-2%	2%	3%	负债净变化	119	217	0	0	0
EBITDA Margin	-23%	-11%	-0%	3%	4%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	35%	92%	81%	44%	38%	其它融资现金流	7803	(591)	2650	(2537)	(68)
净利润增长率	--	--	--	-3561%	104%	融资活动现金流	8041	(158)	2650	(2537)	(68)
资产负债率	56%	73%	81%	83%	82%	现金净变动	4782	(5353)	6058	8190	12616
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	6949	11731	6378	12436	20626
P/E	(14.0)	(20.9)	(818.6)	23.7	11.6	货币资金的期末余额	11731	6378	12436	20626	33243
P/B	4.7	5.8	5.9	4.7	3.3	企业自由现金流	0	7133	3719	13895	16371
EV/EBITDA	(20)	(26)	(392)	52	31	权益自由现金流	0	6411	6257	11287	16326

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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