

## 技术赋能+强化营销 构筑高端品牌溢价

2025年08月10日

➤ **事件:** 公司投资 50 亿元打造全球首批全地形专业赛车场, 并于郑州赛车场组织腾势汽车尊享体验活动, 为投资者提供深度的试乘试驾体验。

➤ **高端车型展示越野、涉水、沙坡、赛道能力, 直观呈现技术价值。腾势 N9:** **越野场地和越野场地测试:** 绕桩场地内, 腾势 N9 操控灵活性与动力性能兼具, 直线加速时, 腾势 N9 百公里加速最快 3.9 秒; 转弯半径仅 4.65 米, 比 A0 级小车灵活, 展现出较强的操控性能。越野场地测试时, 云辇-P 智能液压车身控制系统, 可主动调节悬架阻尼与高度, 展示其复杂路面的车身稳定性。**腾势 Z9GT:** **冰面漂移、赛车场地测试:** 实现 3.4 秒的零百加速, 连续弯道中精准控制车身姿态, 配合云辇-A 智能空气悬架对垂向运动的实时调节, 优化高速过弯时的侧向支撑与轮胎附着力, 展现了“易三方”平台动力输出与极致操控的完美平衡。**仰望 U8:** **沙坡冲沙、涉水展示:** 易四方技术平台通过四电机独立驱动与毫秒级扭矩矢量控制, 感知沙地、水面附着力变化并精准分配四轮动力, 实现沙地、水平行驶。我们认为当前市场对比亚迪高端车型产品缺少深度体验, 郑州赛车场通过专业赛事和试驾活动, 将技术参数转化为可感知的驾驶乐趣与安全感, 有助于让消费者直观感受技术价值, 提升品牌溢价认知、加速决策, 助力品牌高端化。

➤ **腾势换帅 强化品牌体系化建设。** 比亚迪腾势品牌于 2025 年 7 月初完成管理层调整, 原总经理赵长江与方程豹直营事业部总经理李慧岗位对调。此次换帅旨在强化品牌体系化建设, 突破高端化瓶颈。李慧作为比亚迪 20 年老将, 以战略统筹与直营体系搭建见长, 其接任后将聚焦服务升级与用户体验优化, 弥补腾势在高端服务生态的短板。

➤ **高端化逻辑重申: 技术驱动高端腾势、方程豹、仰望三箭齐发。** 公司针对高端市场形成云辇技术、易四方技术、Dm-o (面向越野的混动平台) 等底盘、智能化控制技术, 通过技术赋能高端品牌, 构筑品牌溢价。我们看好公司技术驱动产品力与品牌力向上, 同时强化营销赋能, 腾势、方程豹、仰望三箭齐发。

➤ **投资建议:** 我们预计 2025-2027 年营收为 9,908.1/11,889.7/13,970.4 亿元, 归母净利润 552.0/658.1/753.3 亿元, EPS 6.05/7.22/8.26 元 (A 股送转股后 EPS 发生变化), 对应 2025 年 8 月 8 日 103.93 元/股收盘价, PE 分别为 17/14/13 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 汽车行业销量不及预期, 新车型销量不及预期, 欧盟关税影响出海销量利润。

推荐

维持评级

当前价格:

103.93 元



分析师 崔琰

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

分析师 马天韵

执业证书: S0100524070008

邮箱: matianyun@mszq.com

### 相关研究

1. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评三十一: 巴西工厂投产 出海稳步推进-2025/08/03
2. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评三十: 海外销量再创新高 全球化稳步推进-2025/07/09
3. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评二十九: 海外销量再创新高 全球化加速推进-2025/06/02
4. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评二十八: 出海再创新高 智驾、高端化多重成长-2025/05/05
5. 比亚迪 (002594.SZ) 系列深度四: 高阶智驾全面落地 引领智驾平权加速-2025/04/29

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	777,102	990,806	1,188,967	1,397,036
增长率 (%)	29.0	27.5	20.0	17.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	40,254	55,204	65,813	75,334
增长率 (%)	34.0	37.1	19.2	14.5
每股收益 (元)	4.42	6.05	7.22	8.26
PE	24	17	14	13
PB	5.1	3.5	3.1	2.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 8 日收盘价)

# 目录

1 郑州赛车场公开体验 展现高端车技术实力 .....	3
2 高端化逻辑重申：技术赋能高端强化营销打造品牌 .....	6
3 风险提示 .....	10
插图目录 .....	12
表格目录 .....	12

## 1 郑州赛车场公开体验 展现高端车技术实力

郑州比亚迪赛车场位于郑州市航空港区，是河南省首个国际级赛车场，也是目前中原地区规模最大、设施最先进的赛车运动基地。该赛道由比亚迪全资打造，已获得国际汽联（FIA）三级认证，具备承办国内外专业汽车赛事的能力。赛道总长约 3.3 公里，融合高速弯道、复合弯道与长直道设计，可满足方程式、房车、摩托车、新能源车等多种赛事需求，同时配套建设了测试中心、品牌体验馆及多功能活动场地，未来将成为比亚迪研发测试、用户互动与品牌展示的重要枢纽。

**公司多款高端品牌车型（腾势 N9、腾势 Z9GT、仰望 U8）在不同类型的场地内（绕桩、越野、低摩擦、赛道、涉水、沙坡等）进行了试乘/试驾，展示出强产品力及操控能力：**

**腾势 Z9GT：漂移地和赛车场地测试，实现动力输出与极致操控的完美平衡。**  
**漂移场景中**，腾势 Z9GT 展现了其“易三方”技术平台的颠覆性实力，通过后轴双电机独立控制架构，结合分布式牵引力控制系统与毫秒级扭矩矢量分配技术，系统可精准调节后轮独立扭矩输出与滑移率，实现车尾滑移角度与车身姿态的智能协同控制；同时，专属漂移模式赋予车辆稳定的持续漂移能力，大幅降低专业漂移的操作门槛，让普通驾驶者也能在安全环境下体验精准可控的甩尾乐趣。  
**在赛道测试中**，腾势 Z9GT 凭借“易三方”整车智能控制技术平台展现了颠覆性的性能实力：其三电机独立驱动系统赋能车辆实现 3.43 秒的零百加速，动力响应迅猛且持续，同时，在连续弯道中精准控制车身姿态，灵活性与循迹性远超同级德系豪华车型，配合云辇-A 智能空气悬架对垂向运动的实时调节，进一步优化高速过弯时的侧向支撑与轮胎附着力，实现动力输出与极致操控的完美平衡。

图1：腾势 Z9GT 漂移



资料来源：比亚迪投资官方视频号，民生证券研究院

图2：腾势 Z9GT 赛道测试



资料来源：比亚迪投资官方视频号，民生证券研究院

**腾势 N9：越野场地和越野场地测试，操控灵活性、动力性、越野性能兼具。**绕桩场地内，腾势 N9 操控灵活性与动力性能兼具，直线加速时，腾势 N9 百公里加速最快 3.9 秒，动力堪比传统 V8 发动机；转弯时，超过 5.2 米的车长，转弯半径仅 4.65 米，比 A0 级小车灵活，展现出较强的操控性能。**越野场地测试时**，腾势 N9 搭载云辇-P 智能液压车身控制系统，可主动调节悬架阻尼与高度（最大升降行程达 80mm），轻松应对陡坡攀爬、炮弹坑、交叉轴、陡坡缓降等高难度路况，即使在单轮悬空状态下也能瞬时分配扭矩高效脱困，大幅提升复杂路面的车身稳定性。

图3：腾势 N9 绕桩测试



资料来源：比亚迪投资官方视频号，民生证券研究院

图4：腾势 N9 越野性能测试



资料来源：比亚迪投资官方视频号，民生证券研究院

**仰望 U8：沙坡冲沙、涉水展示越野实力。**冲沙场景中，仰望 U8 展现了多项突破性技术实力：其搭载的易四方技术平台通过四电机独立驱动与毫秒级扭矩矢量控制，实时感知沙地附着力变化并精准分配四轮动力，有效避免陷沙或翻车风险，同时 880kW 最大功率与 1280N·m 峰值扭矩提供强劲冲坡动力；云辇-P 智能液压车身控制系统则提供 150mm 悬架调节行程，显著提升通过性；**涉水场景中**，仰望 U8 其应急浮水系统通过 38 个高精度传感器实时监测水深与车身姿态，当水深超 1 米时车辆切换为漂浮模式，以 3km/h 速度在水中稳定转向。易四方技术平台则赋予四轮独立扭矩控制能力，通过四电机差动输出模拟“螺旋桨”效应，即使漂浮状态下仍能精准调整方向脱困，彰显了其军工级密封技术与智能控制系统的深度融合。

图5：仰望 U8 冲沙展示



资料来源：比亚迪投资官方视频号，民生证券研究院

图6：仰望 U8 涉水展示



资料来源：比亚迪投资官方视频号，民生证券研究院

我们认为，郑州赛车场是比亚迪技术自信的实体化表达，通过专业赛事和试驾活动，吸引媒体、车迷深度体验，将抽象技术参数转化为可感知的驾驶乐趣与安全感，提升品牌溢价认知、培育本土汽车文化；同时，赛道活动结合智驾功能演示（如天神之眼系统自动泊车、高速领航），让消费者直观感受技术价值，加速决策，助力品牌高端化。

## 2 高端化逻辑重申：技术赋能高端强化营销打造品牌

**电动化领航者，技术赋能高端品牌。**燃油车时代，豪华品牌通过发动机、底盘技术构筑技术领先性、产品力，且历史悠久的汽车品牌积累了良好的口碑和忠诚度，消费者对这些品牌有较高的信任度和认同感，构筑品牌溢价。新能源时代，公司通过不断研发在电动化技术方面取得突破，在电动化方面具有 Dm-i5.0、e4.0 平台、刀片电池等技术，应用于全品牌车型；并针对高端市场形成云辇技术、易四方技术、易三方技术、Dm-o（面向越野的混动平台）等底盘、智能化控制技术，通过技术赋能高端品牌，构筑品牌溢价。

图7：比亚迪高端技术及应用车型

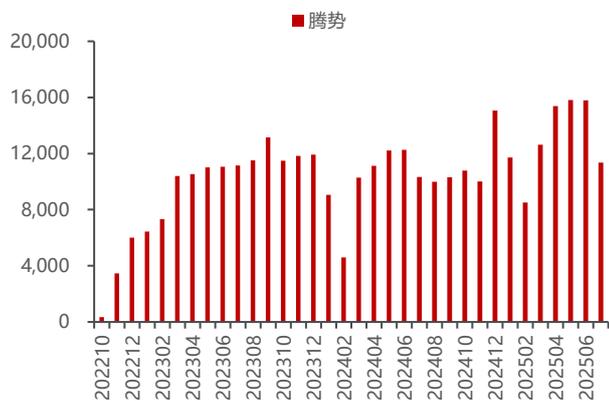
技术类别	技术名称	核心技术细节	应用车型
动力与电驱	易四方平台	四电机独立驱动，扭矩矢量控制，支持蟹行、浮水、原地掉头	仰望 U8（全系）、仰望 U9、仰望 U7
	易三方混动系统	三电机独立驱动技术、VMC 整车运动控制技术，增加了车辆的操控性和灵活性	海豚 DM-i、元 UPDM-i
	DMO 越野混动平台	纵置发动机+双电机+非承载车身，电四驱+三把锁（电子差速锁），支持低速增扭（轮端扭矩 8000N·m）	方程豹豹 5、豹 8
电池与充电	兆瓦快充系统	1000V 超高压平台，10C 倍率快充，5 分钟补能 400km	汉 L、唐 L（需配套超充站）
智能驾驶	天神之眼 DiPilot	分层架构：DiPilot100（纯视觉）→ DiPilot600（激光雷达+Orin-X）	-DiPilot100：秦 LEV、元 UP -DiPilot300：汉 DM-i 激光雷达版 -DiPilot600：仰望 U7
底盘与车身	云辇智能车身	全栈自研液压/空气悬架系统： -云辇-C：CDC 电控阻尼 -云辇-A：空气弹簧 -云辇-P：液压主动控制 -云辇-Z：智能悬浮	-云辇-C：汉 DM-p、宋 L -云辇-A：腾势 N7 -云辇-P：仰望 U8、方程豹豹 5 -云辇-Z：仰望 U7

资料来源：汽车之家，民生证券研究院

**腾势：定位科技豪华，强化品牌体系化建设。**腾势定位“豪华智慧新能源领导者”，主打“科技豪华”与“场景化体验”，聚焦 30-50 万元市场，依托比亚迪三电技术与奔驰豪华基因，核心车型腾势 D9 连续两年蝉联新能源 MPV 销冠，以“商务+家庭”双场景重塑新能源豪华市场格局。比亚迪腾势品牌于 2025 年 7 月初完成管理层调整，原总经理赵长江与方程豹直营事业部总经理李慧岗位对调。此次换帅旨在强化品牌体系化建设，突破高端化瓶颈。李慧作为比亚迪 20 年老将，以战略统筹与直营体系搭建见长，其接任后将聚焦服务升级与用户体验优化，弥补腾势

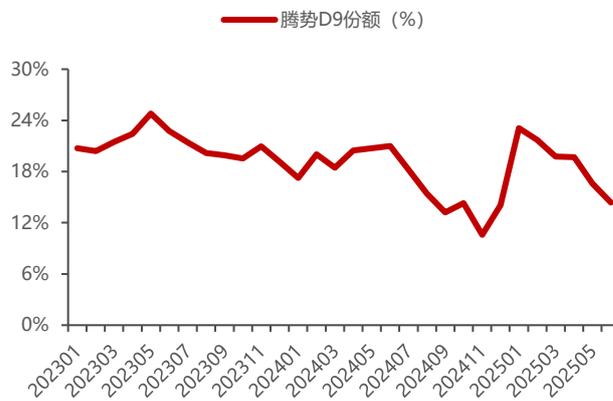
在高端服务生态的短板。

图8：腾势品牌销量（辆）



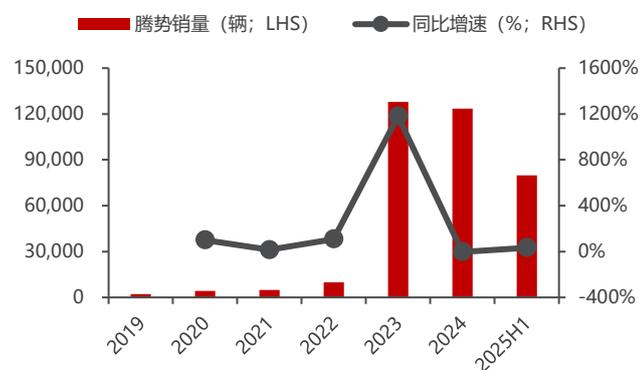
资料来源：腾势汽车，民生证券研究院

图9：腾势 D9 在 30 万元以上 MPV 市场份额（%）



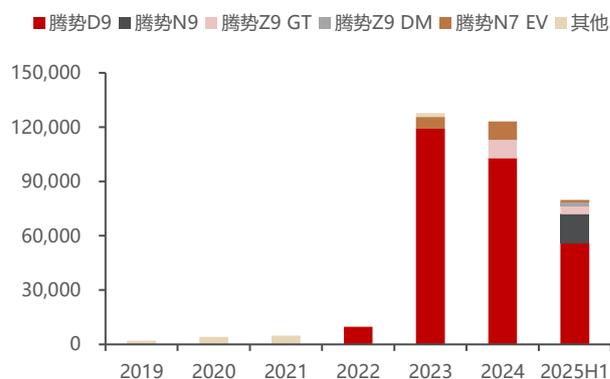
资料来源：中汽协，民生证券研究院

图10：腾势品牌年度销量及同比增速（辆；%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图11：腾势品牌分车型销量（辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

**仰望：百万级高端品牌，主打前沿技术。**仰望品牌是比亚迪旗下的高端新能源汽车品牌。品牌名称“仰望”代表着勇敢无畏的探索精神，寓意着不断追求卓越和领先。仰望品牌以颠覆性技术与前瞻性设计打造品牌与产品，致力于为用户带来前所未有的极致性能新体验。仰望 U8 采用比亚迪的“易四方”动力系统，配备四个独立电机，能够实现“原地掉头”、应急浮水、“露营调平”等功能，涉水深度高达 1,000mm，对标奔驰 G 级、路虎卫士、兰德酷路泽等车型；仰望 U9 定位豪华超跑，实现 2 秒级加速，拥有强大动力和操控性能，兼顾娱乐与智能性，后续将持续采用前沿技术，打造技术颠覆性产品，承担比亚迪打造超豪华品牌的责任。

图12: 仰望 U8 浮水



资料来源: 懂车帝, 民生证券研究院

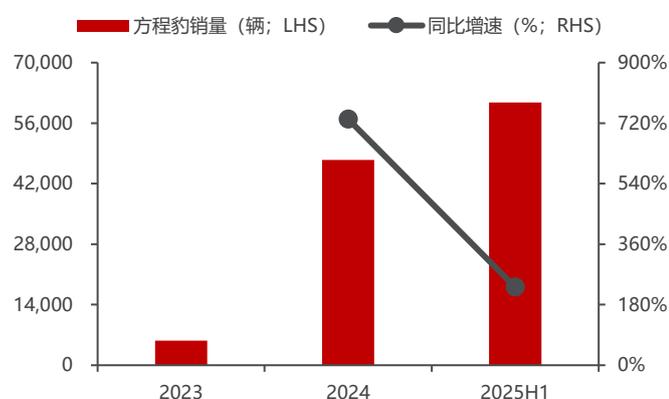
图13: 仰望 U8 原地掉头



资料来源: 仰望汽车, 民生证券研究院

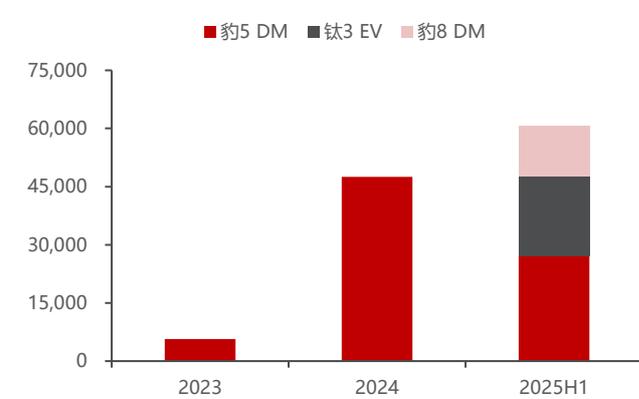
**方程豹: 定位“专业个性化”, 技术赋能下实现“性能平权”。**方程豹定位“专业个性化”, 聚焦硬派越野与科技潮品市场, 填补了比亚迪在 30-50 万元级高端个性化车型的空白。其核心优势在于 DMO 超级混动越野平台和云辇-P 智能车身控制系统, 技术赋能下实现“性能平权”。车型布局以“583 硬派家族”为主力: 1) 豹 5 (23.98 万起): 中型越野 SUV, 销量主力; 2) 豹 8 (37.98 万起): 中大型 6/7 座 SUV, 搭载华为高阶智驾; 3) 钛 3 (13.38 万起): 紧凑型纯电 SUV, 主打科技潮流。后续方程豹一方面要进行品类拓展, 从硬派越野延伸至跑车、城市 SUV 及皮卡, 覆盖多元场景; 另一方面要加强全球化布局, 重点开拓中亚、中东市场。

图14: 方程豹年度销量及同比增速 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: 方程豹分车型销量 (辆)



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

**图16：方程豹车型及应用技术**

车型	技术平台	核心性能技术
豹 5 (中型 SUV, 23.98-32.98 万)	DMO 超级混动越野平台	纵置 EHS 三电机布局 (综合功率 505kW, 扭矩 760N·m) 云辇-P 液压底盘 (自适应悬架调节) 豹式掉头 (转弯半径 3.4 米) 轮端扭矩 8000N·m (极限脱困)
豹 8 (中大型 SUV, 37.98-42.38 万)	DMO 2.0T 混动平台	2.0T 纵置高功率引擎+双电机 (综合功率 550kW) 云辇-P 全功能版 (悬架行程 200mm) 非承载式车身+三把差速锁
钛 3 (紧凑型 SUV, 13.38-19.38 万)	纯电平台	双电机四驱 (310kW 功率, 零百 4.9 秒) 云辇-C 悬架+iTAC 扭矩控制 CLTC 续航 501km (四驱版)

资料来源：仰望汽车，民生证券研究院

**技术+营销齐发力，腾势、方程豹、仰望三箭齐发。**公司针对高端市场形成云辇技术、易四方技术、Dm-o（面向越野的混动平台）等底盘、智能化控制技术，通过技术赋能高端品牌，构筑品牌溢价，后续品牌建设聚焦将强化营销赋能：1) 仰望通过“沙漠冲坡”极限实测建立技术信任，巩固百万级旗舰地位；腾势打造“总裁移动会客厅”体验活动，深耕商务与家庭场景；方程豹联合 Discovery 频道推出《越野中国》纪录片，强化硬派越野形象，以技术可视化（实测）+场景共鸣（纪录片/体验）+用户参与（共创）三位一体，驱动品牌溢价与全球化渗透。

### 3 风险提示

**1) 汽车行业销量不及预期:** 汽车行业存在周期性, 经济持续下行可能导致汽车市场消费疲软, 同时汽车行业的竞争预计将更加激烈, 带来风险;

**2) 新车型销量不及预期:** 消费者的需求随着时间和市场环境的变化而不断变化。如果公司未能准确预测消费者需求的变化, 或者未能及时调整产品策略以满足市场需求, 可能导致新车型销量不及预期, 带来风险;

**3) 欧盟关税影响出海销量利润:** 出口存在关税、海运费波动风险, 可能会增加公司汽车在海外市场的成本, 从而影响其竞争力。此外, 随着全球贸易形势的变化, 部分国家可能对中国汽车出台反倾销、反补贴政策, 导致出海进度不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	777,102	990,806	1,188,967	1,397,036
营业成本	626,047	799,996	957,204	1,128,493
营业税金及附加	14,752	16,646	20,212	23,750
销售费用	24,085	29,229	35,669	42,610
管理费用	18,645	20,312	23,779	28,639
研发费用	53,195	60,439	74,905	83,822
EBIT	49,978	67,537	80,031	90,956
财务费用	1,216	-1,934	-1,508	-2,433
资产减值损失	-3,872	-4,142	-3,671	-4,328
投资收益	2,291	1,982	2,378	2,794
营业利润	50,486	67,310	80,245	91,854
营业外收支	-805	0	0	0
利润总额	49,681	67,310	80,245	91,854
所得税	8,093	9,625	11,475	13,135
净利润	41,588	57,684	68,770	78,719
归属于母公司净利润	40,254	55,204	65,813	75,334
EBITDA	116,884	135,102	158,101	180,110

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	102,739	226,409	307,968	420,702
应收账款及票据	62,299	85,996	103,196	121,255
预付款项	3,974	4,590	5,687	6,628
存货	116,036	149,281	179,902	212,095
其他流动资产	85,524	87,997	97,086	104,844
流动资产合计	370,572	554,275	693,839	865,525
长期股权投资	19,082	21,064	23,442	26,236
固定资产	262,287	286,839	302,752	318,289
无形资产	38,424	41,472	41,680	41,813
非流动资产合计	412,784	444,670	461,944	479,054
资产合计	783,356	998,944	1,155,782	1,344,578
短期借款	12,103	13,145	13,145	13,145
应付账款及票据	244,027	311,231	372,392	439,030
其他流动负债	239,854	301,580	358,550	420,733
流动负债合计	495,985	625,956	744,086	872,908
长期借款	8,258	6,339	7,839	8,839
其他长期负债	80,425	82,462	82,462	82,462
非流动负债合计	88,682	88,801	90,301	91,301
负债合计	584,668	714,757	834,387	964,209
股本	2,909	9,117	9,117	9,117
少数股东权益	13,437	15,918	18,875	22,260
股东权益合计	198,688	284,187	321,395	380,369
负债和股东权益合计	783,356	998,944	1,155,782	1,344,578

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	29.02	27.50	20.00	17.50
EBIT 增长率	44.49	35.13	18.50	13.65
净利润增长率	34.00	37.14	19.22	14.47
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	19.44	19.26	19.49	19.22
净利润率	5.18	5.57	5.54	5.39
总资产收益率 ROA	5.14	5.53	5.69	5.60
净资产收益率 ROE	21.73	20.58	21.75	21.04
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.75	0.89	0.93	0.99
速动比率	0.44	0.58	0.63	0.69
现金比率	0.21	0.36	0.41	0.48
资产负债率 (%)	74.64	71.55	72.19	71.71
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	29.26	33.00	33.00	33.00
存货周转天数	67.65	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	1.06	1.11	1.10	1.12
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	4.42	6.05	7.22	8.26
每股净资产	20.32	29.42	33.18	39.28
每股经营现金流	14.64	20.23	22.68	26.07
每股股利	3.97	1.82	2.17	2.48
<b>估值分析</b>				
PE	24	17	14	13
PB	5.1	3.5	3.1	2.6
EV/EBITDA	7.49	6.48	5.54	4.86
股息收益率 (%)	3.82	1.75	2.08	2.39

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	41,588	57,684	68,770	78,719
折旧和摊销	66,906	67,566	78,070	89,154
营运资金变动	21,878	53,320	53,114	61,960
经营活动现金流	133,454	184,476	206,756	237,682
资本开支	-96,292	-91,385	-89,922	-100,426
投资	-3,655	5,400	-1,400	-1,900
投资活动现金流	-129,082	-88,104	-91,322	-102,326
股权募资	98	40,028	0	0
债务募资	-9,480	1,001	1,540	1,030
筹资活动现金流	-10,268	27,298	-33,875	-22,622
现金净流量	-6,255	123,670	81,559	112,734

## 插图目录

图 1: 腾势 Z9GT 漂移.....	3
图 2: 腾势 Z9GT 赛道测试.....	3
图 3: 腾势 N9 绕桩测试.....	4
图 4: 腾势 N9 越野性能测试.....	4
图 5: 仰望 U8 冲沙展示.....	5
图 6: 仰望 U8 涉水展示.....	5
图 7: 比亚迪高端技术及应用车型.....	6
图 8: 腾势品牌销量 (辆).....	7
图 9: 腾势 D9 在 30 万元以上 MPV 市场份额 (%).....	7
图 10: 腾势品牌年度销量及同比增速 (辆; %).....	7
图 11: 腾势品牌分车型销量 (辆).....	7
图 12: 仰望 U8 浮水.....	8
图 13: 仰望 U8 原地掉头.....	8
图 14: 方程豹年度销量及同比增速 (辆; %).....	8
图 15: 方程豹分车型销量 (辆).....	8
图 16: 方程豹车型及应用技术.....	9

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
公司财务报表数据预测汇总.....	11

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048