

禾赛科技 (HSAI. O)

单二季度收入同比增长 54%，激光雷达产品在手订单充沛

优于大市

核心观点

2025Q2 公司营收同比增长 54%，实现净利润 0.44 亿元。2025Q2，公司实现收入为 7.06 亿元，同比增长 53.9%，环比增长 34.5%，净利润为 0.44 亿元（2024Q2 为 -0.72 亿元，2025Q1 为 -0.18 亿元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为 0.73 亿元（2024Q2 为 -0.44 亿元，2025Q1 为 860 万元）。**分业务来看，1) 2025Q2，公司产品收入为 7.0 亿元，同比增长 71.1%，环比增长 37.1%，同比增长主要得益于中国市场需求强劲，ADAS 激光雷达产品出货量及销售收入增加；2) 2025Q2，公司服务收入为 700 万元，同比减少 86.1%，环比减少 52.1%，同比下降主要是由于非经常性工程服务收入减少所致。2025Q2，公司激光雷达总出货量为 35.21 万台，同比增长 306.9%，环比增长 79.8%。**

2025Q2，公司毛利率环比提升，费用率下降。2025Q2，公司毛利率/净利率分别为 42.5%/6.2%，分别同比变动 -2.5/+21.9pct，分别环比变动 +0.8/+9.6pct。2025Q2，公司三费率为 43.2%，同比 -26.6pct，环比 -11.6pct。

ADAS 业务，受益于下游市场需求增长，公司在手订单充沛。在 ADAS 领域，2025Q2 及近期，公司再获 9 家头部车企的 20 款车型定点，计划于 2025-2026 年陆续交付，核心客户包括禾赛 Top 2 客户之一、吉利、长城汽车、长安汽车等。**在国内 ADAS 市场，一款来自国内科技生态巨头旗下的高性能豪华 SUV 全系标配禾赛激光雷达。在国际 ADAS 市场，禾赛与一家欧洲顶级车企项目进入 C 样阶段，为 2026 年新车型的规模化量产和商业落地奠定坚实基础。**同时，禾赛斩获丰田汽车旗下合资品牌的新定点车型，计划于 2026 年量产。

机器人领域业务，稳居头部 Robotaxi 首选供应商，加速渗透机器人市场。根据 GII 数据，禾赛科技在 2025 年上半年中国机器人激光雷达出货量排名第一。截至二季度末，禾赛 JT 系列发布不到 5 个月累计交付就突破 10 万台，创全球最快记录，成为全球头部割草机器人厂商的首选。公司近期与 Vbot 维他动力、星动纪元宣布达成合作。

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。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 31.38/43.47/60.37 亿元，归母净利润分别为 2.21/4.98/8.68 亿元，维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,877	2,077	3,138	4,347	6,037
(+/-%)	56.1%	10.7%	51.1%	38.5%	38.9%
归母净利润(百万元)	-476	-102	221	498	868
(+/-%)	--	--	--	125.8%	74.2%
每股收益(元)	-3.63	-0.78	1.68	3.80	6.62
EBIT Margin	-32.3%	-23.9%	1.6%	7.2%	10.9%
净资产收益率(ROE)	-12.3%	-2.6%	5.3%	10.7%	15.7%
市盈率(PE)	-52.9	-246.1	114.1	50.5	29.0
EV/EBITDA	-10.1	-15.2	29.2	13.3	8.6
市净率(PB)	6.52	6.41	6.07	5.42	4.56

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 · 汽车零部件

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

证券分析师：杨杉
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	
总市值/流通市值	
52周最高价/最低价	
近3个月日均成交额	

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

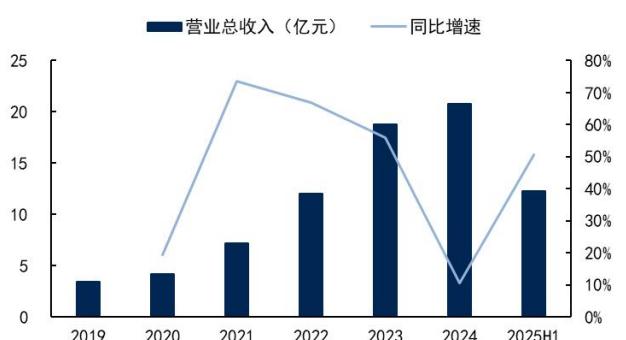
- 《禾赛科技 (HSAI. O) —— 季度收入同比增长 46%，激光雷达新产品、新客户持续突破》——2025-06-05
《禾赛科技 (HSAI. O) - 受益于激光雷达行业渗透率加速上行，技术及规模构建护城河》——2025-04-15

2025Q2 公司营收同比增长 54%，实现净利润 0.44 亿元。2025H1，公司实现收入为 12.32 亿元，同比增长 50.6%，净利润为 0.27 亿元（2024H1 为 -1.79 亿元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为 0.82 亿元（2024H1 为 -1.13 亿元）。拆单季度看，2025Q2，公司实现收入为 7.06 亿元，同比增长 53.9%，环比增长 34.5%，净利润为 0.44 亿元（2024Q2 为 -0.72 亿元，2025Q1 为 -0.18 亿元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为 0.73 亿元（2024Q2 为 -0.44 亿元，2025Q1 为 860 万元）。

分业务来看，1) 2025Q2，公司产品收入为 7.0 亿元，同比增长 71.1%，环比增长 37.1%，同比增长主要得益于中国市场需求强劲，ADAS 激光雷达产品出货量及销售收入增加；2) 2025Q2，公司服务收入为 700 万元，同比减少 86.1%，环比减少 52.1%，同比下降主要是由于非经常性工程服务收入减少所致。

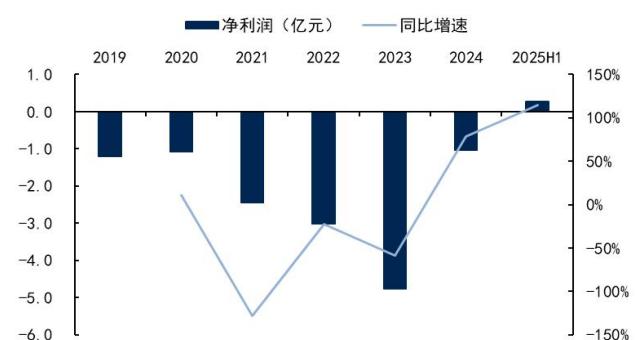
从激光雷达出货量来看，2025Q2，公司激光雷达总出货量为 35.21 万台，同比增长 306.9%，环比增长 79.8%。1) 2025Q2，公司 ADAS 激光雷达出货量为 30.36 万台，同比增长 275.8%，环比增长 107.8%。2) 2025Q2，公司机器人领域激光雷达出货量为 4.85 万台，同比增长 743.6%。

图1: 禾赛科技营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 禾赛科技净利润及同比增速



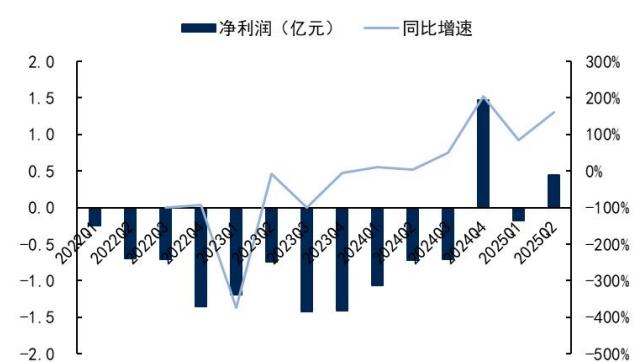
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 禾赛科技单季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 禾赛科技单季度净利润及同比增速

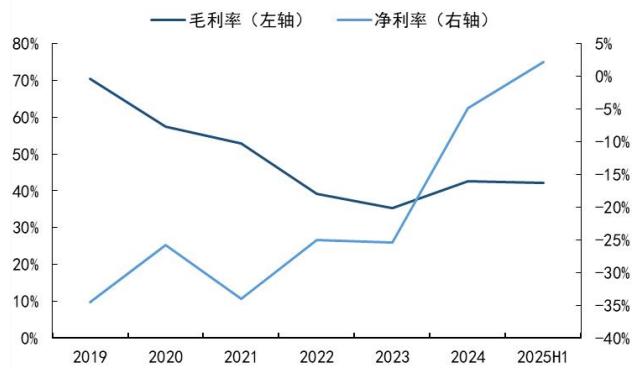


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2025Q2，公司毛利率环比+0.8pct。2025H1，禾赛科技的毛利率/净利率分别为 42.2%/2.2%，分别同比变动-0.1/+24.0pct。拆单季度看，2025Q2，禾赛科技的毛利率/净利率分别为 42.5%/6.2%，分别同比变动-2.5/+21.9pct，分别环比变动

+0.8/+9.6pct。2025Q2，公司毛利率同比下降，主要是由于高毛利的非经常性工程服务收入减少，但部分被ADAS和机器人激光雷达的成本和规模优化所抵消。

图5: 禾赛科技毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

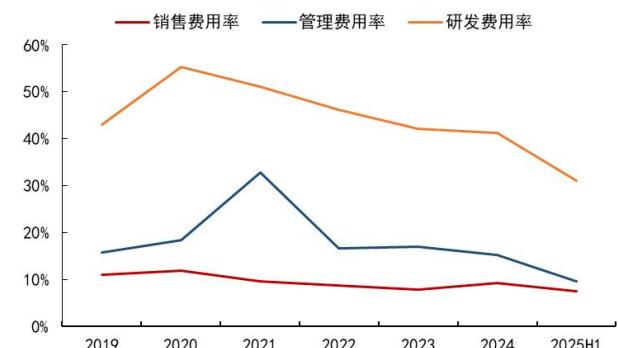
图6: 禾赛科技单季度毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2025Q2，公司费用率下降。2025H1，公司三费率为48.2%，同比-28.3pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为7.5%/9.6%/31.1%，分别同比变动-4.4/-6.9/-17.0pct。拆单季度看，2025Q2，公司三费率为43.2%，同比-26.6pct，环比-11.6pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为6.0%/9.0%/28.2%，分别同比变动-6.2/-5.4/-15.1pct，分别环比变动-3.6/-1.3/-6.7pct。

图7: 禾赛科技三费率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 禾赛科技单季度三费率

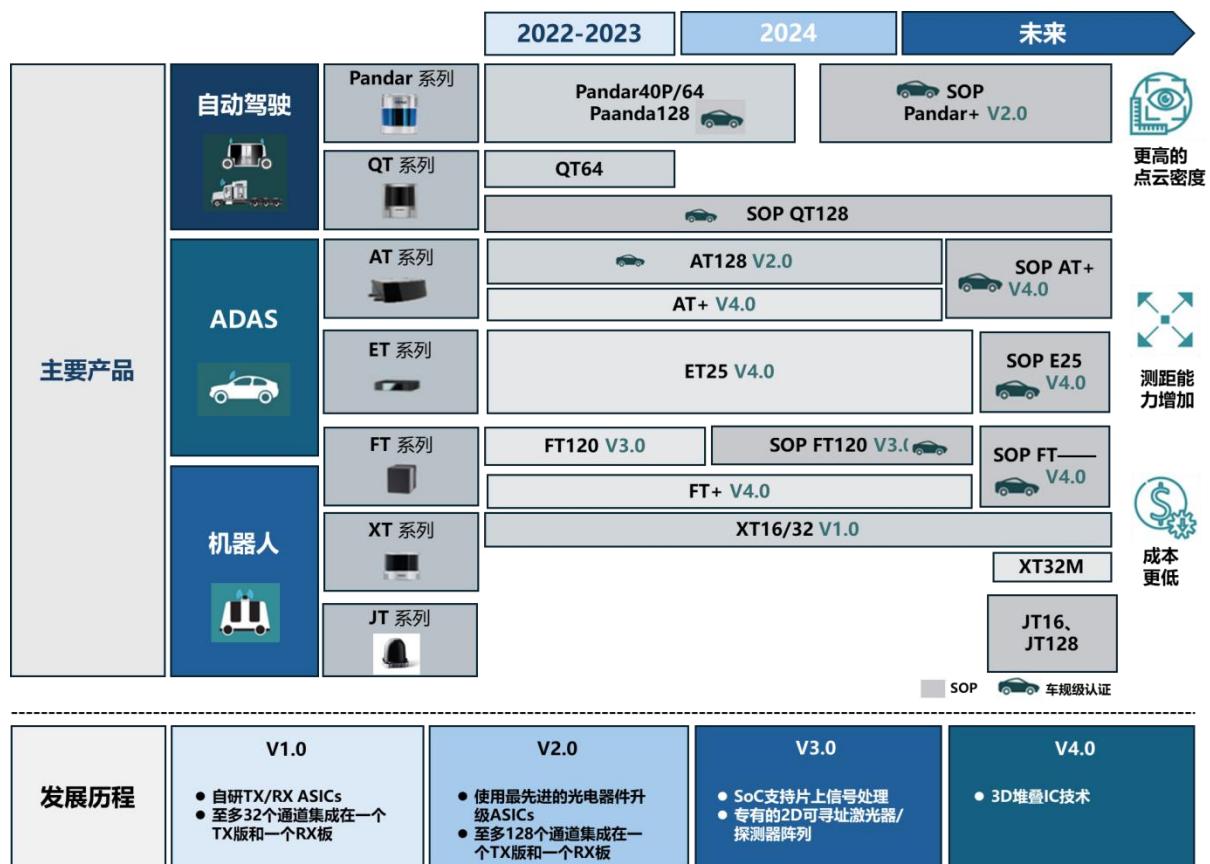


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

- 禾赛科技是全球领先的激光雷达企业，产品应用于ADAS、自动驾驶、机器人等场景

禾赛科技是全球领先的激光雷达解决方案供应商，激光雷达产品广泛应用于配备高级驾驶辅助系统（ADAS）的乘用车和商用车，以及提供客运和货运服务的自动驾驶车队、机器人及其他非汽车行业，例如自动导引车/自主移动机器人、送货机器人、港口自动化等广泛机器人领域的工业应用场景。

图9: 禾赛科技主要产品



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

● ADAS 业务

在 ADAS 领域，禾赛激光雷达已成为辅助驾驶的安全标配，助力多款爆款车型上市。2025Q2 及近期，公司再获 9 家头部车企的 20 款车型定点，计划于 2025-2026 年陆续交付，核心客户包括禾赛 Top 2 客户之一、吉利、长城汽车、长安汽车等头部车企。

➤ 产品端，公司上半年发布面向 L2 到 L4 的激光雷达全家桶“千厘眼”

2025Q1，禾赛科技正式发布新一代车规级激光雷达产品 AT1440 车规级超高清激光雷达、ETX 车规级超远距激光雷达和 FTX 车规级纯固态补盲激光雷达。

1) AT1440 是全球最高线数的车规级超高清激光雷达，点频超过 3400 万点每秒，是当前主流车载激光雷达的 45 倍以上，引领激光雷达进入千线超高清时代。

2) ETX 是全球测距最远的车规级激光雷达，是专为 L3 而生的超远距产品，可实现 400 米的超远测距 (@10% 反射率)。

3) FTX 是全球视野最广的下一代纯固态车规级激光雷达，拥有最大 180° × 140° 的超广视场角，分辨率较上一代提升超 2 倍，同时外露视窗面积大幅缩减 40%。

基于此，禾赛重磅发布面向 L2 到 L4 的激光雷达感知方案“千厘眼”：

1) Infinity Eye A：专为高级 L4 自动驾驶系统打造，由 4 个 AT1440 主激光雷达和 4 个 FTX 激光雷达提供支持，可实现 360 度覆盖。

- 2) Infinity Eye B: 专为 L3 条件自主性而设计, 由 1 个 ETX 主激光雷达和 2 个 FTX 激光雷达提供支持。
- 3) Infinity Eye C: 专为 L2 ADAS 应用量身定制, 使用一个紧凑而强大的 ATX 主激光雷达。

图10: 禾赛科技发布面向 L2 到 L4 的激光雷达全家桶 “千厘眼”



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

➤ 海内外市场捷报频传，加速推进全球布局

在国际 ADAS 市场, 禾赛再度实现重大突破, 与一家欧洲顶级车企的项目进入 C 样阶段, 这标志着量产项目的稳步推进, 禾赛产品成熟度获其高度认可, 为 2026 年新车型的规模化量产和商业落地奠定坚实基础。同时, 禾赛斩获丰田汽车旗下合资品牌的新定点车型, 计划于 2026 年量产。

在 2025 上海国际车展上, 禾赛激光雷达首次亮相豪华汽车品牌上汽奥迪纯电轿跑上; 同时, 上汽通用凯迪拉克 VISTIQ 车型率先搭载禾赛激光雷达, 创新性地实现了业内首个舱内隐藏式车规级激光雷达感知方案, 引发行业关注。

➤ 助力多款爆款车型上市，再获头部客户平台级合作

在国内 ADAS 市场, 禾赛激光雷达已成为辅助驾驶的安全标配, 助力多款爆款车型上市。其中包括一款来自国内科技生态巨头旗下的高性能豪华 SUV ——该车在发布仅一小时内就斩获 28.9 万辆订单, 全系标配禾赛激光雷达。此外, 禾赛还与该重要客户达成 2026 年多款车型的平台级合作, 这将进一步巩固禾赛激光雷达在其全系车型上的标配地位。

图11: 凯迪拉克 VISTIQ 与禾赛合作打造行业首款舱内隐藏式激光雷达



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图12: 小米 SU7 Ultra 和小米 SU7 Max、Pro 版本搭载禾赛 128 线的超高清激光雷达



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

截至目前，禾赛已与 24 家国内外汽车厂商达成量产定点合作关系。2025Q2 及近期，再获 9 家头部车企的 20 款车型定点，计划于 2025-2026 年陆续交付，核心客户包括禾赛 T0p2 客户之一、吉利长城汽车、长安汽车等头部车企。

➤ 禾赛牵头编制的全国首部车载激光雷达国标正式落地

禾赛牵头编制的全国首部车载激光雷达国标正式落地。2025 年 4 月 25 日，由国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会批准，禾赛作为牵头单位及第一起草单位主持编制的《车载激光雷达国家标准 GB/T 45500-2025》正式发布并实施。该标准的发布，不仅填补了国内车载激光雷达技术标准的空白，更为禾赛主导制定的 ISO 国际标准打下了坚实的技术基础。这一里程碑标志着我国在智能驾驶传感器标准化领域取得重大突破。

图13: 禾赛牵头编制的全国首部车载激光雷达国标正式落地



The screenshot displays the 'National Standard Information Public Service Platform' (全国标准信息公共服务平台) website. The search bar contains 'GB/T45500-2025'. The results page for the standard GB/T 45500-2025 'Automotive LiDAR performance requirements and test methods' (车载激光雷达性能要求及试验方法) is shown. Key details include:

- 国家** 标准 (National Standard)
- 标准名称**: GB/T 45500-2025 车载激光雷达性能要求及试验方法
- 发布日期**: 2025-04-25
- 实施日期**: 2025-04-25
- 状态**: 现行 (Current)
- 分类**: 43_道路车辆工程
- 性质**: 推荐性 (Recommending)
- 状态**: 现行 (Current)
- ICS 分类**: 43.040.10
- CCS 分类号**: T 36
- 英文标题**: Automotive LiDAR performance requirements and test methods
- 归口单位**: 全国汽车标准化技术委员会

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

2025年6月14日，禾赛科技旗下产品——车规级小巧型超高清远距激光雷达ATX，正式通过了国际权威检测认证机构SGS-TÜV颁发的ISO 26262 ASIL B功能安全产品认证，能够为驾驶辅助功能的大规模量产落地提供更坚实且高规格的安全保障。禾赛ATX是继Pandar128、QT128、AT128之后，第四款通过该认证的激光雷达产品，强化了禾赛在功能安全、网络安全和预期功能安全流程的“安全铁三角”布局，并进一步巩固了在行业内的领先地位。至此，禾赛已成为行业内获得ISO 26262功能安全产品认证数量最多的企业。

● 机器人领域业务

➢ L4（Robotaxi、Robovan等）规模化加速，禾赛获多家厂商定点

2025年7月，小马智行宣布搭载其第七代自动驾驶系统的北汽极狐阿尔法T5 Robotaxi在深圳开启道路测试，该车型搭载4颗禾赛AT128作为感知主雷达，为其规模化部署提供行业领先的感知能力支撑。2025年9月，禾赛科技宣布，公司已连续两年作为Motional全电动IONIQ 5 Robotaxi的近距激光雷达独家供应商，持续为其自动驾驶车队提供核心感知支持，该车型单车搭载4颗禾赛激光雷达，这一合作不仅印证了双方长期、稳定的战略伙伴关系，更凸显出禾赛科技在Robotaxi领域持续领先的市场地位与技术优势。

图14: 小马智行第七代 Robotaxi 搭载 4 颗禾赛 AT128



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图15: Motional Robotaxi



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

2025年9月2日，德赛西威旗下品牌——“川行致远”在上海正式发布。现场，川行致远S6飞翼款、S6侧拉门款低速无人车首次公开亮相，开启了低速无人车行业的车规级时代，该系列车型搭载2颗禾赛AT系列激光雷达，为其提供行业领先的感知能力，进一步强化了无人车在复杂场景下的安全性与可靠性。

图16: 德赛西威车规级低速无人车 S6 搭载 2 颗禾赛 AT 系列激光雷达



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

➤ 开启第二增长引擎，禾赛领跑机器人激光雷达赛道

根据GGII数据，禾赛科技在2025年上半年中国机器人激光雷达出货量排名第一。作为赋能机器人移动的最佳传感器，激光雷达在机器人领域正在迅速规模放量，已成为禾赛的第二增长引擎。截至二季度末，禾赛JT系列发布不到5个月累计交付就突破10万台，创全球最快记录，成为全球头部割草机器人厂商的首选。

图17: 禾赛 JT 系列激光雷达累计交付突破 10 万台



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

2025年8月6日，禾赛科技与国内首家消费级具身智能公司Vbot维他动力正式宣布达成深度合作。此次合作旨在推动机器人感知系统实现突破性进展，双方通过激光雷达与AI的深度协同，让机器人不仅能精准感知世界，更能灵活互动，为具身智能的商业化落地按下“加速键”，打造行业首个智能伴随机器人。

2025年8月7日，禾赛科技与清华系具身智能创企星动纪元宣布达成合作。双方

将以智能服务机器人的协同感知技术为核心，共同探索服务领域机器人的新场景、新应用与新体验，满足消费者多样化需求。

图18: 禾赛科技与维他动力正式达成机器人业务深度合作



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图19: 禾赛科技与星动纪元共拓服务机器人感知智能新边界



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

投资建议：全球激光雷达领先企业，维持优于大市评级。持续看好公司在ADAS、自动驾驶、机器人激光雷达领域核心布局，后续激光雷达丰富订单量产，有望持续超越行业。预计公司2025-2027年营业收入分别为31.38/43.47/60.37亿元，分别同比增长51.1%/38.5%/38.9%，归母净利润分别为2.21/4.98/8.68亿元，维持优于大市评级。

表1: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘(元人民币) 2025/09/05	总市值 (亿元人民币)	收入(亿元人民币)			PS		
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
2498.HK	速腾聚创	优于大市	36.00	174.40	16.49	24.89	36.17	10.58	7.01	4.82
MBLY.O	Mobileye	无评级	106.56	865.30	119.90	134.69	143.97	7.22	6.42	6.01
9880.HK	优必选	无评级	99.79	470.93	13.05	18.81	26.32	36.09	25.04	17.89
003021.SZ	兆威机电	无评级	116.48	279.78	15.25	18.80	23.52	18.35	14.88	11.90
平均					41.17	49.30	57.50	18.06	13.34	10.16
HSAI.O	禾赛科技	优于大市	192.03	251.87	20.77	31.38	43.47	12.13	8.03	5.79

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测（注：1、禾赛科技、Mobileye、优必选、兆威机电取Wind一致预期数据；2、汇率：1美元≈7.2493人民币，1港币≈0.9326人民币）

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E 利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1555	2839	3000	3338	3972 营业收入	1877	2077	3138	4347	6037
应收款项	738	986	1462	2024	2812 营业成本	1216	1193	1820	2565	3622
存货净额	496	482	704	1009	1443 营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	23	14	20	28	39 销售费用	149	193	164	194	232
流动资产合计	4398	4683	5548	6400	8266 管理费用	1119	1187	1103	1277	1522
固定资产	872	944	797	714	629 财务费用	197	196	(14)	(25)	(41)
无形资产及其他	231	191	144	97	51 投资收益 资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
投资性房地产	131	140	140	140	140 变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	32	32	32	32	32 其他收入	328	591	154	156	158
资产总计	5663	5990	6661	7383	9118 营业利润	(475)	(101)	218	493	859
短期借款及交易性金融负债	112	345	391	1	1 营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	277	355	563	807	1155 利润总额	(475)	(101)	218	493	859
其他流动负债	947	929	1116	1475	1985 所得税费用	1	1	(2)	(6)	(10)
流动负债合计	1335	1629	2070	2284	3141 少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	286	269	269	269	269 归属于母公司净利润	(476)	(102)	221	498	868
其他长期负债	179	160	170	180	190					
长期负债合计	465	429	439	449	459 现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1800	2058	2509	2733	3600 净利润	(476)	(102)	221	498	868
少数股东权益	0	0	0	0	0 资产减值准备	0	0	61	(5)	(6)
股东权益	3862	3932	4152	4651	5519 折旧摊销	86	132	154	156	158
负债和股东权益总计	5663	5990	6661	7383	9118 公允价值变动损失	0	0	0	0	0
					财务费用	197	196	(14)	(25)	(41)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E 营运资本变动	410	(193)	(238)	(268)	(371)
每股收益	(3.63)	(0.78)	1.68	3.80	6.62 其它	0	0	(61)	5	6
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00 经营活动现金流	21	(164)	136	387	655
每股净资产	29.45	29.98	31.66	35.46	42.08 资本开支	0	(190)	(21)	(21)	(21)
ROIC	-17%	-11%	2%	8%	15% 其它投资现金流	(640)	1224	0	362	0
ROE	-12%	-3%	5%	11%	16% 投资活动现金流	(640)	1034	(21)	341	(21)
毛利率	35%	43%	42%	41%	40% 权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-32%	-24%	2%	7%	11% 债务净变化	267	(16)	0	0	0
EBITDA Margin	-28%	-18%	7%	11%	14% 支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	56%	11%	51%	39%	39% 其它融资现金流	726	447	46	(390)	0
净利润增长率	--	--	-316%	126%	74% 融资活动现金流	1261	414	46	(390)	0
资产负债率	32%	34%	38%	37%	39% 现金净变动	641	1284	161	338	634
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0% 货币资金的期初余额	913	1555	2839	3000	3338
P/E	(52.9)	(246.1)	114.1	50.5	29.0 货币资金的期末余额	1555	2839	3000	3338	3972
P/B	6.5	6.4	6.1	5.4	4.6 企业自由现金流	0	(752)	(54)	183	433
EV/EBITDA	(10)	(15)	29	13	9 权益自由现金流	0	(520)	5	(182)	474

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

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