

小马智行 (PONY.0)

优于大市

单二季度收入同比增长 76%，Robotaxi 规模化运营持续推进

核心观点

2025Q2 公司实现营收 2146 万美元，同比增长 76%。2025Q2，公司实现收入为 2146 万美元，同比增长 75.9%，环比增长 53.5%，净利润为-5310 万美元（2024Q2 为-3072 万美元，2025Q1 为-4299 万美元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为-4589 万美元（2024Q2 为-3005 万美元，2025Q1 为-3398 万美元）。**分业务来看，1）2025Q2，公司 Robotaxi 服务收入为 153 万美元，同比增长 157.8%，其中乘客车费收入同比增长超过 300%，强劲的增长主要得益于用户使用量的扩大、一线城市的旺盛需求以及部署车辆数量的增加。2）2025Q2，公司 Robotruck 服务收入为 952 万美元，同比减少 9.9%。3）2025Q2，公司授权和应用收入为 1041 万美元，同比大幅增长 901.8%，主要得益于驾驶域控制器交付量的增加。**

2025Q2，公司毛利率同比提升，费用率下降。2025Q2，公司毛利率/净利率分别 16.1%/-247.5%，分别同比+16.5/+4.3pct，分别环比-0.4/+60pct，公司费用率为 301.7%，同比-1.6pct，环比-115.8pct。

小马智行是自动驾驶出行大规模商业化领域的全球领先企业。1）Robotaxi 规模化运营持续推进，公司分别于 6 月和 7 月启动了与广汽和北汽合作的第七代 Robotaxi 的量产工作，正朝着 2025 年底实现 1000 辆的目标加速迈进。公司在所有四个一线城市北上广深启动 Robotaxi 运营，累计自动驾驶里程已超过 200 万公里。此外，公司在成本效率方面取得了显著进展，公司有信心在 2025 年底实现 1:30 的人车比例。**2）自动驾驶“朋友圈”扩容，**6 月，小马智行与深圳西湖集团战略合作，将在深圳落地千台级规模第七代 Robotaxi 车型。6 月，小马智行与岭南控股战略合作，共同打造“自动驾驶+大旅游”的商业合作。**3）自动驾驶业务在中东、欧洲、亚洲加快落地，**在中东，小马智行 5 月与迪拜道路管理局战略合作，2025 年首批 Robotaxi 开启路测，2026 年推进实现全无人商业化运营；在欧洲，小马智行 6 月在卢森堡启动 Robotaxi 测试；在亚洲，小马智行已取得韩国国家级自动驾驶测试许可。

风险提示：高阶智能驾驶推进不及预期的风险，行业竞争加剧风险。

投资建议： 维持盈利预测，维持优于大市评级。持续看好公司在 Robotaxi 和 Robotruck 领域布局，车队规模铺开，有望持续超越行业。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别 0.80/0.93/1.95 亿美元，归母净利润分别-2.27/-2.20/-1.95 亿美元，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)	72	75	80	93	195
(+/-%)	5.1%	4.3%	7.0%	15.4%	110.3%
归母净利润(百万元)	-125	-274	-227	-220	-195
(+/-%)	—	—	—	—	—
每股收益(元)	-0.35	-0.77	-0.64	-0.62	-0.55
EBIT Margin	-216.9%	-391.7%	-302.1%	-256.4%	-106.7%
净资产收益率 (ROE)	-18.2%	-28.8%	-31.3%	-43.8%	-63.4%
市盈率 (PE)	-282.9	-128.8	-155.6	-160.2	-180.8
EV/EBITDA	-34.8	-17.3	-20.9	-21.4	-25.9
市净率 (PB)	51.62	37.13	48.76	70.11	114.53

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

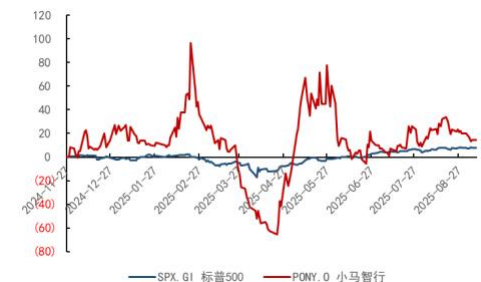
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

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	不适用
总市值/流通市值	不适用
52 周最高价/最低价	不适用
近 3 个月日均成交额	不适用

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

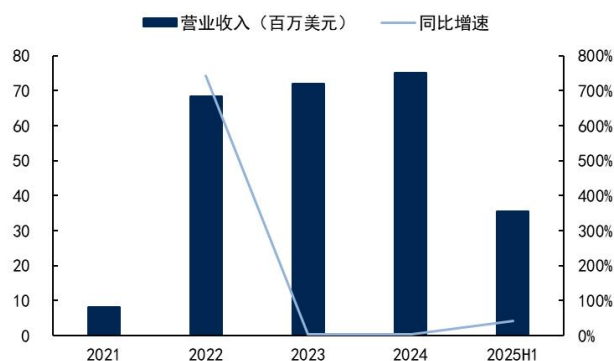
相关研究报告

《小马智行 (PONY.0) - 全球无人驾驶领先企业，Robotaxi 商业化落地加速》——2025-06-28

2025Q2 公司实现营收 2146 万美元，同比增长 76%。2025H1，公司实现收入为 3543 万美元，同比增长 43.3%，净利润为-9609 万美元（2024H1 为-5132 万美元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为-7989 万美元（2024H1 为-5574 万美元）。拆单季度看，2025Q2，公司实现收入为 2146 万美元，同比增长 75.9%，环比增长 53.5%，净利润为-5310 万美元（2024Q2 为-3072 万美元，2025Q1 为-4299 万美元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为-4589 万美元（2024Q2 为-3005 万美元，2025Q1 为-3398 万美元）。2025Q2，公司收入同比增长 76%，主要得益于 Robotaxi 服务以及授权和应用业务的强劲增长。

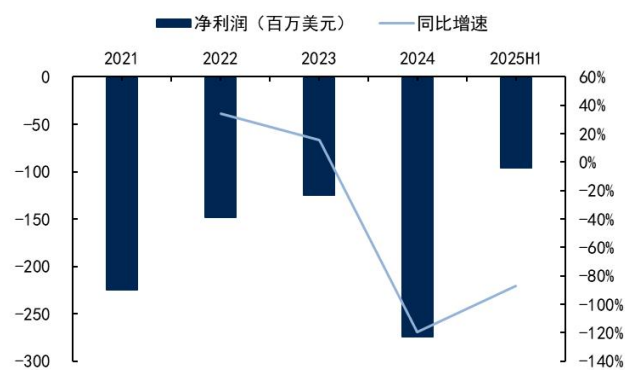
分业务来看，1) 2025Q2，公司 Robotaxi 服务收入为 153 万美元，同比增长 157.8%，乘客车费和基于项目的工程解决方案服务收入均呈现快速增长态势，其中乘客车费收入同比增长超过 300%，强劲的增长主要得益于用户使用量的扩大、一线城市的旺盛需求以及部署车辆数量的增加，公司将继续优化针对不同用户群体的定价和运营策略，从而提高用户参与度和服务效率。2) 2025Q2，公司 Robotruck 服务收入为 952 万美元，同比减少 9.9%，收入减少主要是由于公司主动优化运营，专注于高利润率的收入。3) 2025Q2，公司授权和应用收入为 1041 万美元，同比大幅增长 901.8%，这一增长主要得益于自动驾驶域控制器（“ADC”）产品订单和交付量的增加，这得益于无人配送领域新老客户需求的不断攀升。

图1：小马智行营业收入及同比增速



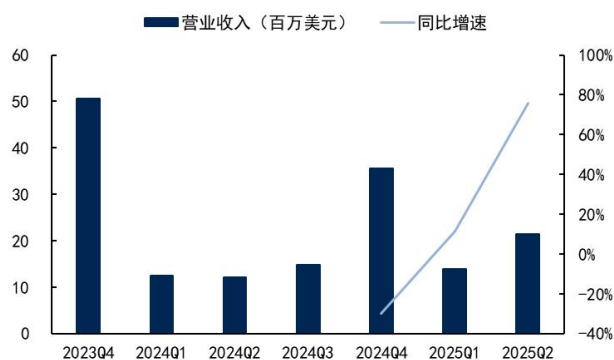
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：小马智行净利润及同比增速



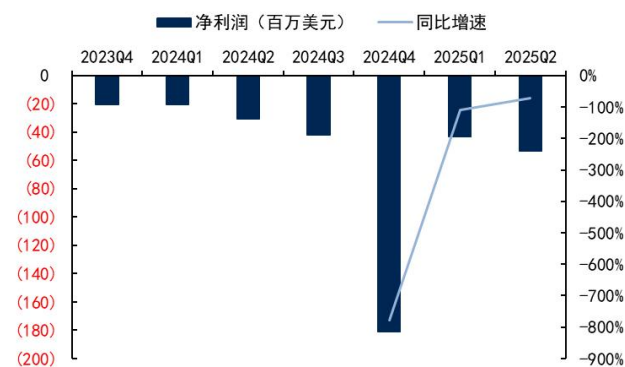
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：小马智行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

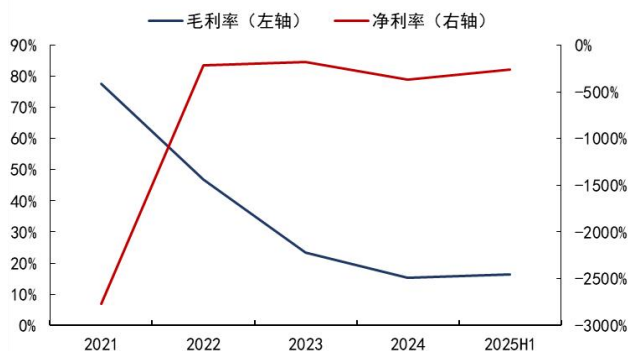
图4：小马智行单季度净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

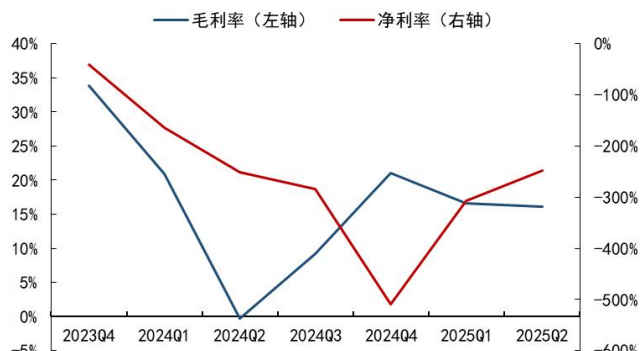
2025Q2，公司毛利率同比+16.5pct。2025H1，公司的毛利率/净利率分别为16.3%/-255.8%，分别同比变动+5.9/-46.4pct。拆单季度看，2025Q2，公司的毛利率/净利率分别为16.1%/-247.5%，分别同比变动+16.5/+4.3pct，分别环比变动-0.4/+60.0pct。2025Q2，公司毛利率同比+16.5pct，主要得益于公司专注于优先发展 Robotaxi 和 Robotruck 服务中的高毛利部分，此外公司在优化 Robotaxi 单位经济效益方面也取得了扎实的进展，特别是在远程协助和车辆保险等关键成本项目上取得重要进展。

图5：小马智行毛利率与净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

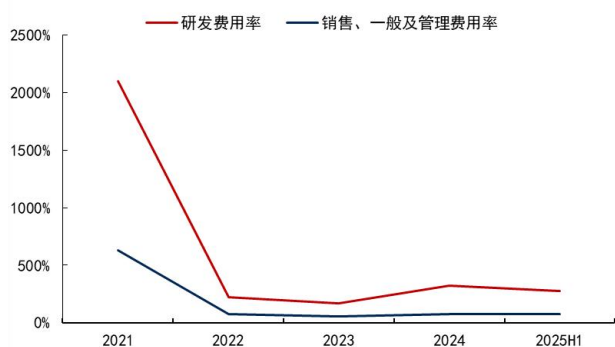
图6：小马智行单季度毛利率与净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

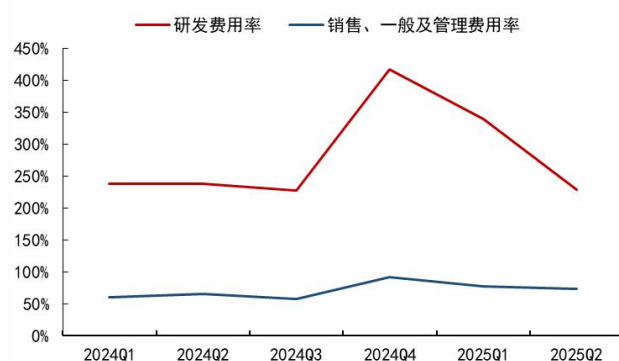
2025Q2，公司费用率下降。2025H1，公司费用率为347.4%，同比+46.8pct，其中研发费用率、销售一般及管理费用率分别为272.4%/75.0%，分别同比变动+34.8/+12.0pct。拆单季度看，2025Q2，公司费用率为301.7%，同比-1.6pct，环比-115.8pct，其中研发费用率、销售一般及管理费用率分别为228.5%/73.2%，分别同比变动-9.4/+7.8pct，分别环比变动-111.2/-4.6pct。2025Q2，公司销售、一般及管理费用率同比有所增加，主要原因是：1）为大规模商业部署做准备而增加的人员费用；2）专业服务费用的增加。

图7：小马智行费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：小马智行单季度费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

● 小马智行是自动驾驶出行大规模商业化领域的全球领先企业

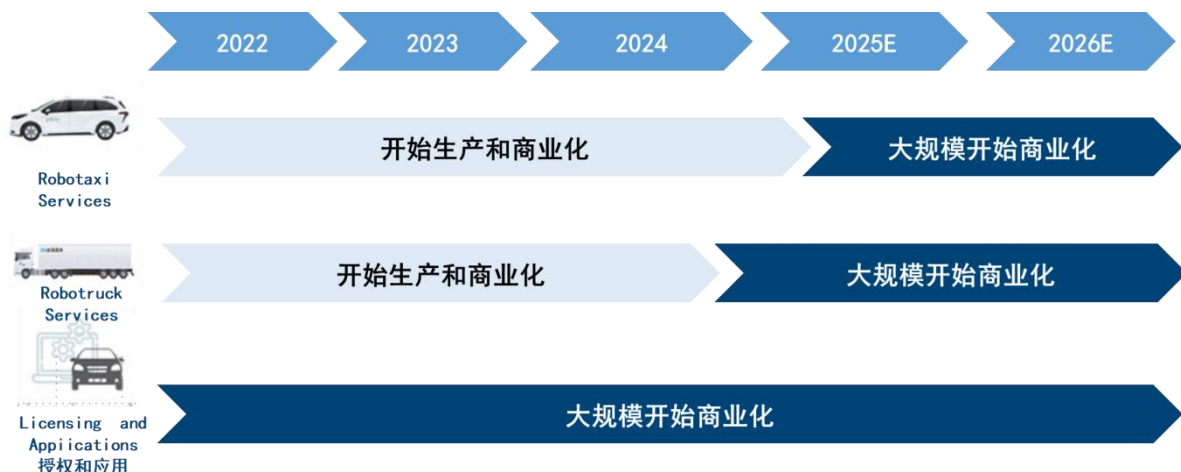
小马智行是自动驾驶出行大规模商业化领域的全球领先企业，主营业务包括 Robotaxi 自动驾驶出行服务、Robotruck 自动驾驶卡车服务和授权与应用三部分。

图9：小马智行主营业务



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图10：小马智行主营业务商业化路线图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

● 开启 Robotaxi 规模化运营，充分验证公司可扩展的全无人驾驶优势

小马智行已大规模量产及运营多款第七代 Robotaxi。1) 公司分别于 6 月和 7 月启动了与广汽和北汽合作的第七代 Robotaxi 的量产工作，目前已生产超过 200 辆，正朝着 2025 年底实现 1000 辆的目标加速迈进。6 月，搭载小马智行第七代自动驾驶系统的广汽埃安霸王龙自动驾驶车辆，正式获得智能网联汽车道路测试牌照，在广州和深圳开启公开道路测试。7 月 23 日，小马智行宣布第七代极狐阿尔法 T5 自动驾驶车辆在北京开启自动驾驶公开道路测试，半个月前该车型已率先在深圳获批开展路测。至此，小马智行第七代自动驾驶车型已同时取得北京、广州、深圳的 L4 级自动驾驶测试许可，为其在下半年实现千台规模自动驾驶车队落地顺利开局，并有助于加快城区、高速及环路的测试累积。2) 公司在所有四个一线城市北上广深启动 Robotaxi 运营，累计自动驾驶里程已超过 200 万公里，这充分展示了公司在复杂现实场景下整个自动驾驶系统的安全性和稳定性。3) 公司在成本效率方面取得了显著进展，得益于远程辅助人员与车辆的比例不断优化以及车辆保险费用的降低，公司有信心在 2025 年底实现 1:30 的人车比例，即一名远程辅助人员可监控 30 辆车。

图11：小马智行第七代自动驾驶车辆



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图12：极狐阿尔法 T5 自动驾驶车辆路测场景



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

技术进步的两大关键支柱：完全无人驾驶和车队规模。1) 通过大规模完全无人驾驶运营，公司已跻身全球领先的 Robotaxi 公司之列。2) 7 月，世界人工智能大会 (WAIC) 期间，小马智行是多家企业中唯一打破固定路线演示、在场馆周边提供全无人驾驶打车服务，并在台风带来极端暴雨中唯一持续运营的 Robotaxi 服务商。随后，小马智行在浦东地区开启了上海首个全无人 Robotaxi 收费服务。8 月 1 日起，上海浦东新区金桥和花木区域的居民迎来了全新的出行选择——打一辆小马智行的全无人 Robotaxi。小马智行作为首批获得上海新一批智能网联示范运营牌照的企业，联合锦江出租率先在浦东金桥和花木地区推出了面向公众常态化运营的 Robotaxi 服务——每周一至周五早 7:30 至晚 9:30，市民通过“小马智行”手机 App 或 打车小程序，均可呼叫 Robotaxi 作为出行交通工具。运营时段充分满足市民包括早晚高峰在内的日常通勤及休闲出行需求，同时运营线路覆盖浦东新区人民政府、啦啦宝都购物中心、世纪公园、浦东足球场地铁站等核心商圈、地标场所及热门地铁站，有效连接区域内工作、生活、休闲三大场景，让自动驾驶技术真正服务于市民的日常出行需求。

图13: 小马智行开放 WAIC 全无人驾驶体验



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图14: 小马智行全无人 Robotaxi 在上海浦东行驶



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

● 通过扩大服务和用户覆盖范围, 加快商业部署

加快商业部署并大规模拓展生态系统。1) 用户 Robotaxi 使用率不断提高。部署的 Robotaxi 车队规模扩大以及运营策略的优化, 共同推动了公司 Robotaxi 乘客车费收入的增长, 建立了可持续的盈利模式。2025Q2, 公司乘客车费收入同比增长超过 300%。2) 6 月, 小马智行与深圳西湖集团战略合作, 探索“轻资产运营+A 赋能”模式, 将在深圳落地千台级规模第七代 Robotaxi 车型。6 月, 小马智行与岭南控股战略合作, 共同打造“自动驾驶+大旅游”的商业合作, 涵盖自动驾驶文旅专线、IP 联名、科普研学。

图15: 小马智行与深圳西湖集团战略合作



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

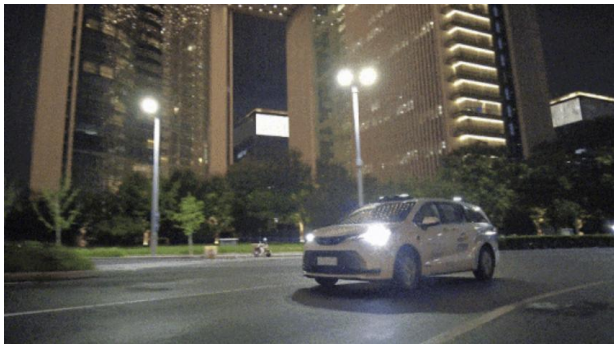
图16: 小马智行与岭南控股战略合作



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

扩大 Robotaxi 服务覆盖范围, 服务更广泛的用户群体。1) 2025Q2, 公司 Robotaxi 平台的注册用户数同比增长 136%。2) 公司在所有四个一线城市北上广深获得了第七代自动驾驶出租车的测试许可, 为面向公众的商业部署打下坚实基础。7 月 25 日, 小马智行宣布已在北京、广州、深圳三城开启 7×24 小时全天候自动驾驶测试, 测试时段从原本早 7 点至晚 23 点扩充至全天 24 小时。全天候开放测试也是北京、广州、深圳在自动驾驶政策上的重要创新和突破。3) 7 月, 公司在上海浦东新区启动了面向公众的全无人驾驶商业 Robotaxi 服务, 浦东新区是上海的金融中心和高端零售区。4) 公司将广州和深圳部分地区的 Robotaxi 服务时间从每天 15 小时延长至全天 24 小时, 以更好地满足不断增长的用户需求。

图17: 小马智行已在北京、广州、深圳三城开启 7×24 小时全天候自动驾驶测试



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图18: 小马智行自动驾驶车辆在北京的深夜大雨中从容穿行

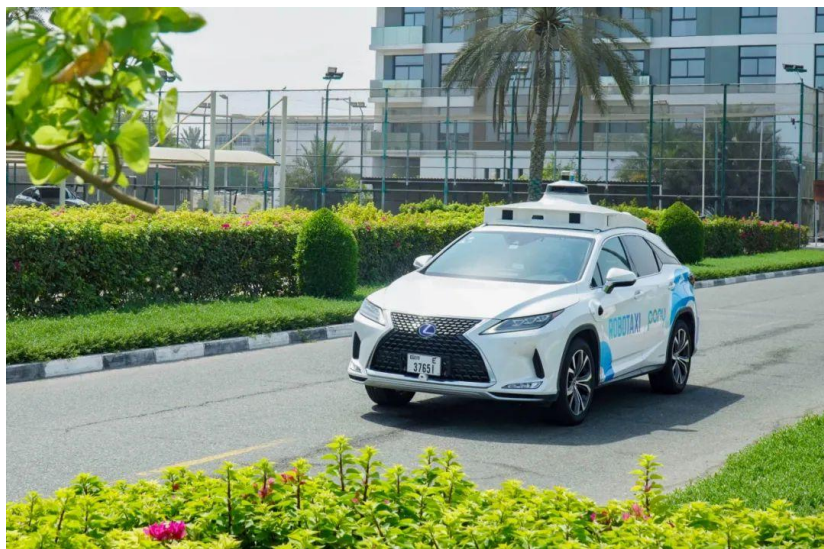


资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

● 通过开拓新市场和巩固现有业务, 扩大全球影响力

与当地合作伙伴的战略合作。2025 年 7 月 4 日, 小马智行与迪拜道路及交通管理局 (RTA) 在迪拜签署战略合作协议, 并举办 Robotaxi 发布仪式。双方将携手推进 Robotaxi 在迪拜的商业化落地, 首批车辆将于 2025 年开启路测, 为 2026 年实现全无人商业化运营奠定基础。根据规划, 小马智行 Robotaxi 将分阶段在迪拜落地运营, 首批车辆预计于 2025 年启动路测, 无缝对接迪拜地铁、有轨电车及海上航线等综合交通网络。作为中东地区的创新枢纽, 迪拜正着力打造具有全球引领性的智慧城市范本, 而自动驾驶更被列为城市数字化转型的关键支柱。

图19: 小马智行与迪拜道路及交通管理局 (RTA) 携手推进 Robotaxi 在迪拜的商业化落地



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

推进 Robotaxi 运营, 覆盖多样环境。在亚洲, 小马智行已取得韩国国家级自动驾驶测试许可, 4 月将首尔江南区的测试拓长至 7×24 小时, 娴熟应对韩国最繁忙复杂的城市路况。在第二季度, 公司进一步推出了夜间和清晨运营服务。

持续进行积极的 Robotaxi 监管和测试进展。在欧洲, 继今年早些时候在卢森堡获得测试许可后, 小马智行 6 月在卢森堡启动 Robotaxi 测试, 率先在伦宁根市

(Lenningen) 开启并扩展至更多区域。

图20: 小马智行取得韩国国家级自动驾驶测试许可



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图21: 小马智行 6 月在卢森堡启动 Robotaxi 测试



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

● 小马智行纳入纳斯达克中国金龙指数

6 月, 纳斯达克中国金龙指数对其成分股进行调整小马智行 (NASDAQ:PONY) 成为首个也是唯纳入指数的 L4 自动驾驶公司, 标志小马智行所代表中国自动驾驶科技受主流投资认可。

投资建议: 全球无人驾驶领先企业, 维持优于大市评级。持续看好公司在 Robotaxi 和 Robotruck 领域核心布局, 后续车队规模铺开, 有望持续超越行业。我们维持盈利预测, 预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 0.80/0.93/1.95 亿美元, 分别同比增长 7.0%/15.4%/110.3%, 归母净利润分别为-2.27/-2.20/-1.95 亿美元, 维持优于大市评级。

表1: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元人民币)	总市值 (亿元人民币)	收入 (亿元人民币)			PS		
			20250905		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
TSLA.O	特斯拉	无评级	2543.3	82034.3	7015.4	7132.7	8725.9	11.69	11.50	9.40
9868.HK	小鹏汽车	优于大市	143.8	1380.2	408.7	884.5	1180.9	3.38	1.56	1.17
WRD.O	文远知行	优于大市	65.8	181.1	3.6	6.1	13.0	50.16	29.73	13.93
2498.HK	速腾聚创	优于大市	36.0	174.4	16.5	24.9	36.2	10.58	7.01	4.82
MBLY.O	Mobileye	无评级	106.6	869.9	119.54	134.69	143.97	7.28	6.46	6.04
HSAI.O	禾赛科技	优于大市	192.0	251.9	20.77	31.38	43.47	12.13	8.03	5.79
平均					1264.08	1369.05	1690.57	15.87	10.71	6.86
PONY.O	小马智行	优于大市	99.4	353.1	5.4	5.8	6.7	64.93	60.69	52.58

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测 (注: 1、特斯拉、Mobileye 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	426	536	320	306	300	营业收入	72	75	80	93	195
应收款项	77	90	66	76	160	营业成本	55	64	67	72	142
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	37	57	52	53	53
流动资产合计	666	835	595	383	460	管理费用	135	249	203	205	207
固定资产	15	17	24	26	29	财务费用	21	5	(6)	(5)	0
无形资产及其他	6	13	11	9	6	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	7	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	52	184	184	184	184	其他收入	54	18	5	6	6
资产总计	747	1051	816	603	681	营业利润	(122)	(281)	(231)	(227)	(202)
短期借款及交易性金融负债	0	0	1	1	211	营业外净收支	(3)	6	3	6	6
应付款项	44	67	54	58	115	利润总额	(125)	(275)	(228)	(221)	(196)
其他流动负债	4	4	4	4	5	所得税费用	(0)	0	0	0	0
流动负债合计	48	71	59	62	331	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(125)	(274)	(227)	(220)	(195)
其他长期负债	4	11	16	21	26	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	4	11	16	21	26	净利润	(125)	(274)	(227)	(220)	(195)
负债合计	52	82	75	84	357	资产减值准备	0	0	1	0	0
少数股东权益	11	18	17	16	16	折旧摊销	14	8	5	6	6
股东权益	684	951	724	504	308	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	747	1051	816	603	681	财务费用	21	5	(6)	(5)	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(8)	23	17	(1)	(21)
每股收益	(0.35)	(0.77)	(0.64)	(0.62)	(0.55)	其它	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(119)	(244)	(206)	(217)	(211)
每股净资产	1.93	2.68	2.04	1.42	0.87	资本开支	0	(2)	(11)	(6)	(6)
ROIC	-22%	-40%	-43%	-71%	-60%	其它投资现金流	98	(45)	0	209	0
ROE	-18%	-29%	-31%	-44%	-63%	投资活动现金流	127	(179)	(11)	203	(6)
毛利率	23%	15%	16%	22%	27%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-217%	-392%	-302%	-256%	-107%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-197%	-381%	-295%	-250%	-104%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	5%	4%	7%	15%	110%	其它融资现金流	101	533	1	0	210
净利润增长率	--	--	--	--	--	融资活动现金流	101	533	1	0	210
资产负债率	8%	9%	11%	17%	55%	现金净变动	110	110	(216)	(14)	(6)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	316	426	536	320	306
P/E	(282.9)	(128.8)	(155.6)	(160.2)	(180.8)	货币资金的期末余额	426	536	320	306	300
P/B	51.6	37.1	48.8	70.1	114.5	企业自由现金流	0	(265)	(232)	(239)	(229)
EV/EBITDA	(35)	(17)	(21)	(21)	(26)	权益自由现金流	0	264	(224)	(234)	(18)

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

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