

九号公司-WD (689009.SH)

优于大市

2025 年第三季度利润同比较快增长，电动两轮车、割草机等持续放量

核心观点

2025Q1-Q3 营业收入及净利润高增长。九号公司 2025Q1-Q3 营业收入 183.9 亿元，同比增长 68.6%，2025Q3 营业收入 66.5 亿元，同比增长 56.8%，环比增长 0.3%；2025Q1-Q3 净利润 17.9 亿元，同比增长 84.3%，2025Q3 净利润 5.5 亿元，同比增长 45.9%，环比下降 30.6%，受益于电动两轮车、割草机、全地形车等较快放量，收入及净利润持续改善。

2025Q3 净利率同环比下降，受汇兑、产品结构变化等影响。电动两轮车、全地形车、机器人业务快速放量产生规模效应，2025Q1-Q3 公司综合毛利率 29.9%，同比增长 0.2pct，净利率 9.5%，同比增长 0.6pct。2025Q3 综合毛利率 29.0%，同比增长 0.5pct，环比下降 2.0pct，净利率 7.5%，环比下降 1.3pct，环比下降 4.5pct，2025Q3 净利率同环比下降受汇兑、产品结构变化影响。2025Q1-Q3 综合费用率 16.6%，同比下降 2.4pct，其中销售费用率 7.9%，同比下降 1.4pct，财务费用率-1.5%，同比下降 0.9pct，研发费用率 4.7%，同比下降 0.3pct。

电动两轮车智能化迭代升级，有望迎来高增长。九号电动两轮车搭载 RideyGo! 3.0 智能车机系统，为用户带来可升级可更新的智能化功能。根据艾瑞咨询，用户认知中九号是最先想到的智能电动车品牌。2025H1 公司推出机械师迭代款 MMAX 110 Mk2、全新 Q3 电自款 Qz3 MIX、Q3 与 LINE FRIENDS 及蛋仔派对联名款等，丰富产品矩阵，截止 2025H1，公司在中国区电动两轮车专卖店数量超过 8700 家，持续巩固智能电动两轮车领域地位，销量及收入有望保持较快增长。

割草机、全地形车等领域有望打开成长空间。公司持续对割草机进行产品升级与拓展产品矩阵，2024 年公司发布 Navimow 智能割草机器人 X3 系列，X3 作为新一代旗舰产品，割草面积与充电时间的比率达到行业平均水平 2 倍，割草面积最高覆盖 1 万平方米，割草机器人中 i 系列的推出让消费者能够轻松使用割草机器人，获得较好割草体验，定价方面相较于原本 H、X3 系列实现下沉，公司凭借 i、H、X3 系列产品实现不同价格带的全面布局，有望在割草机器人市场上获得更多销量及份额。全地形车领域，2025H1 公司发布新品 AT10 泥炭版等，强化复杂地形的通过能力，割草机、全地形车等有望成为新增增长点。

盈利预测与估值：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。公司全地形车、割草机等新业务逐步起量，有望带来较大收入及利润增长弹性，维持盈利预测，预期 25/26/27 年归母净利润为 20.77/27.72/35.55 亿元，每股收益分别为 2.90/3.87/4.96 元，对应 PE 分别 21/16/12 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策推进节奏不及预期，行业价格战，消费能力疲软，新品发布及销售不及预期，库存水平过高，原材料价格波动，政策监管变化。

公司研究·财报点评

汽车·摩托车及其他

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：唐英韬

021-61761044

tangyingtao@guosen.com.cn

S0980524080002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	60.14 元
总市值/流通市值	4314/3324 百万元
52 周最高价/最低价	77.00/42.48 元
近 3 个月日均成交额	1060.47 百万元

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

- 《九号公司-WD (689009.SH) - 2025 年上半年利润高增长，电动两轮车、割草机等业务打开成长空间》——2025-08-07
- 《九号公司-WD (689009.SH) - 智能短交通及服务类机器人领军企业，多元新业务持续成长》——2025-07-03
- 《九号公司-WD (689009.SH) - 2024 年利润高增长，电动两轮车、割草机等业务有望快速放量》——2025-04-17

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,222	14,196	20,064	25,075	31,709
(+/-%)	1.0%	38.9%	41.3%	25.0%	26.5%
净利润(百万元)	598	1084	2077	2772	3555
(+/-%)	32.7%	81.3%	91.6%	33.5%	28.2%
每股收益(元)	0.84	1.53	2.90	3.87	4.96
EBIT Margin	3.7%	8.3%	11.4%	12.2%	12.3%
净资产收益率 (ROE)	11.0%	17.6%	26.4%	27.3%	27.1%
市盈率 (PE)	73.0	40.3	21.3	16.0	12.4
EV/EBITDA	90.9	39.0	23.0	18.4	15.5
市净率 (PB)	8.00	7.09	5.61	4.35	3.38

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

营业收入及净利润高成长。随着电动两轮车、割草机器人等新品推出并持续放量，营业收入快速增长，2025Q1-Q3 公司营业收入 183.9 亿元，同比增长 68.6%，2025Q3 营业收入 66.5 亿元，同比增长 56.8%，环比增长 0.3%；2020 年公司扭亏为盈，当年实现盈利，至 2025Q1-Q3 净利润为 17.9 亿元，同比增长 84.3%，2025Q3 净利润 5.5 亿元，同比增长 45.9%，环比下降 30.6%，收入及净利润持续改善。分业务看，2025Q3 电动两轮车销量 148.67 万台，收入 44.54 亿元；自主品牌零售滑板车销量 41.83 万台，收入 9.57 亿元；全地形车销量 0.75 万台，收入 3.30 亿元；ToB 产品直营收入 2.44 亿元；配件及其他收入合计 6.63 亿元。

图1：公司营业收入及同比增速

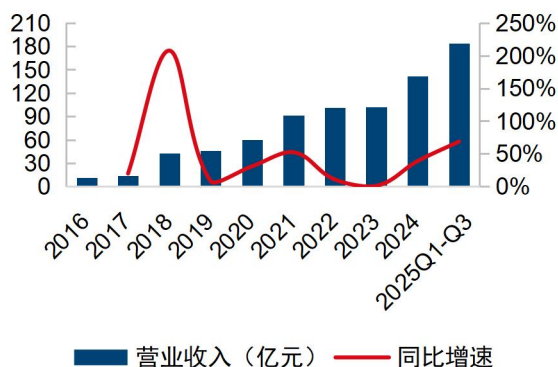
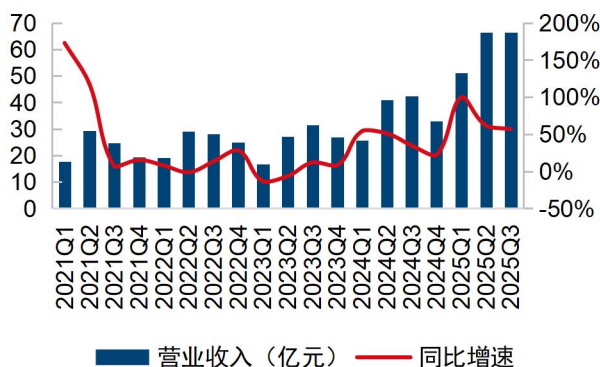


图2：公司季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司净利润及同比增速

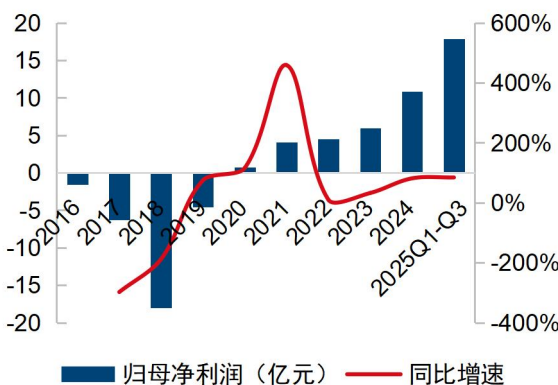
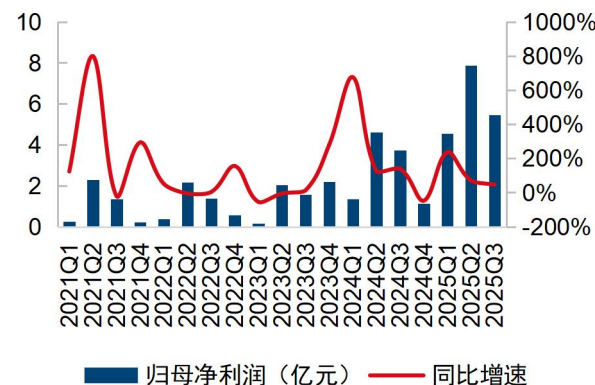


图4：公司季度净利润及同比增速



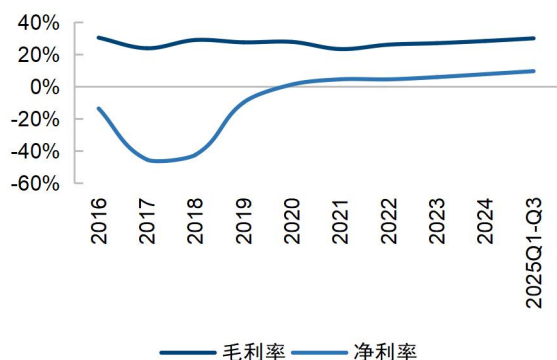
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

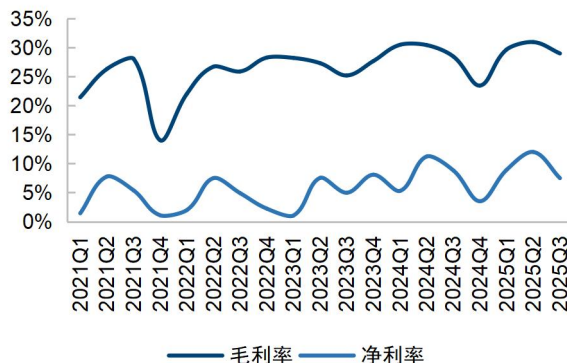
2025Q3 净利率同环比下降，受汇兑、产品结构变化等影响。随着销量及收入提升，产生规模效应，促进利润率改善，2020 年公司净利率由负转正，净利率提升至 1.22%，并在后续几年持续提升。2025Q1-Q3 公司综合毛利率 29.9%，同比增长 0.2pct，净利率 9.5%，同比增长 0.6pct。2025Q3 公司综合毛利率 29.0%，同比增长 0.5pct，环比下降 2.0pct，净利率 7.5%，同比下降 1.3pct，环比下降 4.5pct，2025Q3 净利率同比下降，主要由于汇兑损失等增加，净利率环比下降，主要由于割草机等高毛利业务进入淡季，产品结构变化导致。

图5：公司毛利率和净利率

图6：公司季度毛利率和净利率



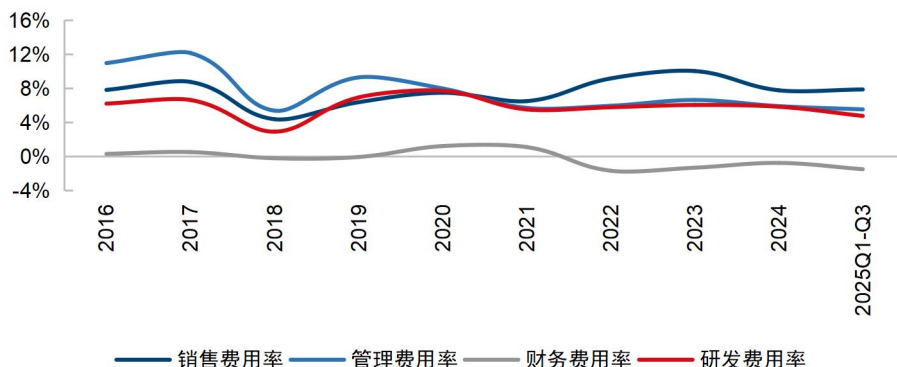
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2025Q1-Q3 综合费用率同比下降。销量提升产生规模效应，促进费用率下降，2025Q1-Q3 销售费用率 7.9%，同比下降 1.4pct，管理费用率 5.5%，同比增长 0.1pct，研发费用率 4.7%，同比下降 0.3pct，财务费用率-1.5%，同比下降 0.9pct，销售、研发及财务费用率同比下降，主要由于收入提升产生规模效应，公司综合费用率 16.6%，同比下降 2.4pct。

图7：公司各项费用率

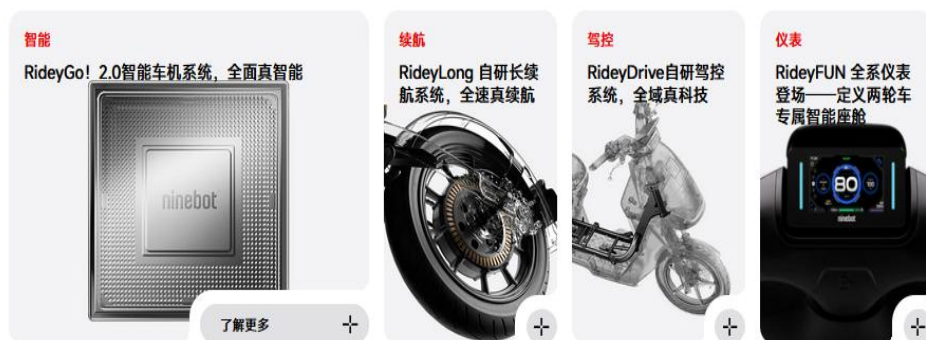


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司在智能化领域持续迭代升级。2019 年九号发布真智能 1.0 系统，主要包含感应解锁、RideyGo! 即停即走系统、驻车感应及座椅检测系统、三重定位系统、自主研发锂电智能 BMS、OTA 升级等功能；2021 年公司发布真智能 2.0 系统，实现功能及技术升级，相较于真智能 1.0，真智能 2.0 包含 RideyGo!2.0 系统、RideyFun 智控系统、鼯鼠控 MoleDrive 全新自研控制器等，新增家庭账号等功能；2025 年九号发布真智能 3.0 系统，3.0 时代新增 Ninebot SIGHT 视觉辅助系统、Ninebot ESP 车身稳定系统，推出全新升级的鼯鼠控 MoleDrive 2.0 等，进一步打造行业领先的智能出行解决方案。

通过真智能系统持续升级，九号智能化功能包含更多方面的体验，逐步构建完善的智能化矩阵，给消费者带来更强感知。

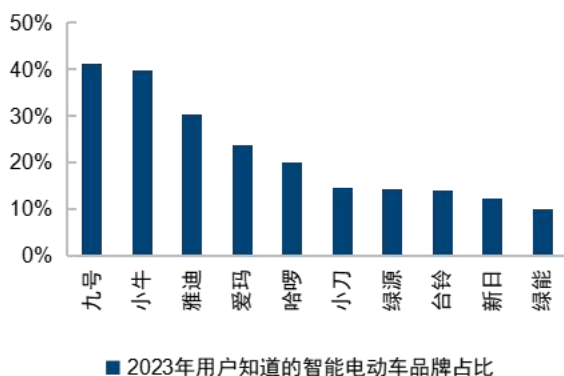
图8：九号电动两轮车在智能化领域的部分功能介绍



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

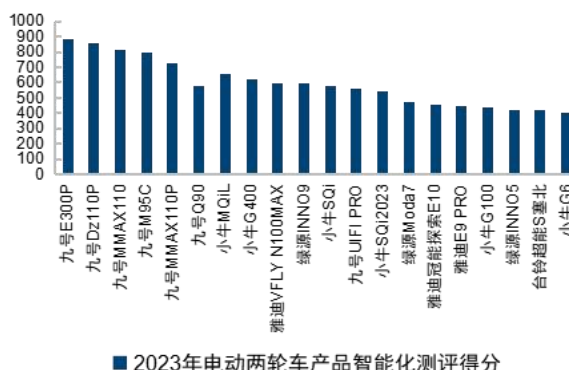
九号在消费者心中树立智能化、高端的品牌形象。凭借九号公司专利、技术等方面的储备及产品布局，公司多款车型在智能化测评中居于前列，例如 E300P、Dz110P、MMA110 等，领先于行业中其他电动两轮车品牌；根据艾瑞咨询，消费者对九号的智能化特点也有更强的认知度，用户认知中九号、小牛是最先想到的智能电动车品牌，九号的认知比例达 41.2%，居于电动两轮车行业各品牌首位。

图9：2023 年用户知道的智能电动两轮车品牌



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

图10：2023 年电动两轮车产品智能化测评得分排名

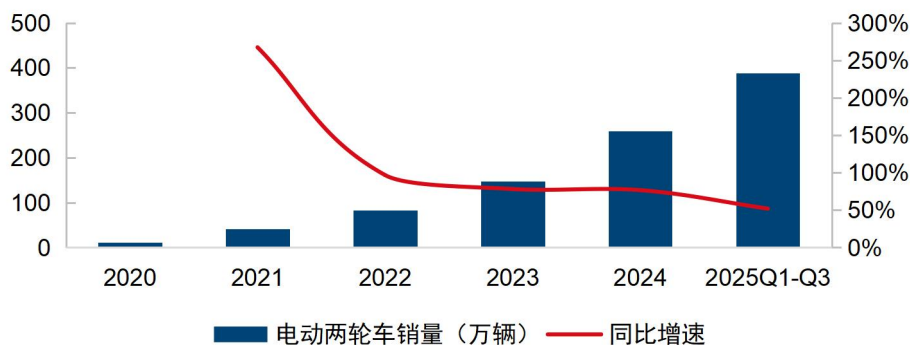


资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

电动两轮车销量有望持续提升。九号公司 2019 年首次发布电动摩托车 E 系列、电动自行车 C 系列及 B 系列，进入电动两轮车行业，公司电动两轮车销量实现快速提升，2020 年时电动两轮车销售 11.4 万辆，至 2024 年销量提升至 259.9 万辆，年销量复合增速达到 118.4%，2024 年销量同比增长 76.6%，2025Q1-Q3 公司电动两轮车销量 387.9 万辆，同比增长 51.9%。

2025H1 公司在中国区的电动两轮车专卖店超 8700 家，上半年推出的新品包括机械师迭代款 MMA110 Mk2、全新 Q3 电自款 Qz3 MIX、Q3 与 LINE FRIENDS 及蛋仔派对 IP 联名款等，公司在高端市场品牌、智能化认可度较高，随着公司进一步完善细分领域、细分价格带产品布局，销量有望提升。

图11：九号公司电动两轮车销量及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

九号割草机产品矩阵不断丰富，对原有产品进行技术升级。2021 年 9 月公司正式发布赛格威割草机器人 Navimow，2022 年实现批量交付，并在 2022 年进驻经销商 300 多家，2023 年公司推出新一代无边界割草机 Navimow i 系列新品，2024 年公司再次对产品进行升级，发布 Navimow X3 系列新品。

Navimow X3 新增极速充电、大尺寸刀盘等，将割草面积和充电时间的比率达到行业平均水平的 2 倍，提升割草效率；X3 的最大割草面积 1 万平方米，适应更多场景需求；此外在传感器、视觉方面也做了升级，配备三摄系统、全局快门、超广角等功能。

图12：九号公司智能割草机器人的产品迭代过程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

高端市场上九号的割草机器人在割草能力、充电能力及防护性方面有领先优势，具备较强竞争力。对比九号及其他竞争对手的割草机器人相关参数，九号割草机器人领先优势体现在：1）**割草能力较强**：九号割草机器人的切割高度 5-10 厘米，切割宽度 23.6 厘米，其他竞品割草机器人的切割高度在 3-6 厘米左右，切割宽度基本小于九号，因此九号在切割宽度、高度选择方面更灵活；九号采用 6 刀片，行业中普遍为 3 刀片配置，割草能力较强；2）**电池容量更大**：九号 X315 型号电池容量为 6Ah，竞品割草机器人的电池容量一般在 5.2Ah 以内，九号割草机器人的电池容量更大；3）**保护级别较高**：九号割草机器人的保护级别为 IP66，防尘性及防水性较强，竞品防护等级为 IPX6 或者 IPX5，仅在防水性方面有一定等级

要求；4) 相较于部分头部割草机器人公司有价格优势：九号割草机器人相较于富世华、宝时得等头部企业，定价上便宜 12%-23%左右范围，具备一定价格优势。

表1: 高端市场不同品牌的割草机器人产品参数对比

公司名称	九号公司	富世华	宝时得	科沃斯	追觅
具体型号	X315	410iQ	KR172E	Goat G1	A1 Dreame
价格	2299 美元	3000 美元	2622 美元	1915 美元	1700 美元
型号尺寸					
割草范围	0.5 英亩	0.5 英亩	0.49 英亩	0.4 英亩	0.5 英亩
长 x 宽 x 高	69.9x55.1x30.7 厘米	75.2x54.4x28.2 厘米	64.7x47x29 厘米	65x43.2x42 厘米	63.8x42.9x25.4 厘米
重量	19.6 千克	-	12 千克	23.4 千克	12 千克
割草能力					
切割高度	5-10 厘米	2.5-10 厘米	3-6 厘米	3-6 厘米	3-7 厘米
切割宽度	23.6 厘米	23.9 厘米	20 厘米	22 厘米	22 厘米
刀片数	6	3	3	3	3
运行能力					
最大坡度能力	50%	50%	40%	45%	45%
电池容量	6Ah	5Ah	4Ah	5.2Ah	5Ah
充电时间	60 分钟	-	-	-	-
最大割草速度	30.5 厘米/秒	-	-	-	-
完全充电割草时间	120 分钟	-	-	-	-
其他特点					
噪音水平	60dB	-	59dB	59dB	-
保护级别	IP66	IPX5	IPX5	IPX6	IPX6
显示屏	点阵显示	彩色显示	LCD	-	彩色显示
防盗追踪	✓	✓	✓	-	-
OTA 更新	✓	FOTA	✓	✓	-

资料来源：公司官网，亚马逊，搜狐汽车，新浪汽车，国信证券经济研究所整理

针对中低端市场九号推出 i 系列产品，对比 i110 及其他竞品，i110 优势主要体现在：1) 较低的噪音水平：i 系列的噪音水平在 58dB，相对行业中其他竞品较低，2) 较高的保护级别：i 系列的保护级别在 IP66，防尘性及防水性较强，科沃斯、松灵、宝时得产品的保护性较弱，3) 边缘切割能力较强：i 系列利用人工智能技术识别草坪边缘，用户能够轻松进行修改和微调，以最大程度地适用花园场景和自身割草需求；新增割草模式、跨骑模式等能够解决草坪边缘割不到草的问题，提高割草效率。从定价层面看，i 系列定价 1299 美元，定价相较于国内其他竞品接近。

i 系列的推出让消费者能够轻松使用割草机器人，获得较好割草体验，定价方面相较于原本 H、X3 系列实现下沉，九号公司凭借 i、H、X3 系列产品实现不同价格带的全面布局，有望在割草机器人市场上获得更多销量及份额。截至 2025 年 3 月底，公司已成为全球首个拥有 17 万家庭用户的无边界割草机器人品牌，引领行业技术升级与市场开拓。

表2: 中低端市场不同品牌的割草机器人产品参数对比

公司名称	九号公司	宝时得	科沃斯	松灵
具体型号	i110	KR101E	GOAT 01000	YUKA mini 800H
价格	1299 美元	673 美元	1000 美元	1299 美元
型号尺寸				
割草范围	0.25 英亩	0.15 英亩	0.25 英亩	0.2 英亩
长 x 宽 x 高	54.4x38.4x28.2 厘米	54.2x40.1x23.6 厘米	70.6x28.4x42.9 厘米	52.6x41.4x28.2 厘米
重量	10.89 千克	8.95 千克	11 千克	10.43 千克
割草能力				
切割高度	5-9 厘米	3-6 厘米	3-8 厘米	5-8.9 厘米
切割宽度	18 厘米	18 厘米	22 厘米	19 厘米
运行能力				
最大坡度能力	30%	35%	45%	50%
电池容量	-	2.5Ah	4Ah	6.1Ah
充电时间	120 分钟	-	100 分钟	230 分钟
完全充电割草时间	120 分钟	-	65 分钟	150 分钟
其他特点				
噪音水平	58dB	67dB	57dB	-
保护级别	IP66	IPX4	IPX6	IPX6

显示屏	-	LED	-	-
OTA 更新	-	✓	-	-

资料来源：公司官网，亚马逊，搜狐汽车，新浪汽车，国信证券经济研究所整理

持续完善全地形车领域产品布局。公司全地形车涵盖 ATV-Snarler、UTV-Fugleman 及 SSV-Villain 三大系列，满足多种应用场景。2023 年公司推出 AT5、UT10 Crew、SX20T Hybrid 等新品，2024 年又发布新品 AT10、UT6，进一步补齐产品线，AT10 的马力高达 97HP，爬坡角度 38 度，最高时速 125km/h，0-100km 的加速时间仅需 8 秒，动力输出强劲；UT6 能够胜任日常农业作业场景，方向盘调节角度达 23 度，腿部活动空间较大，此外还推出配备雨刮器的全包围座舱，给消费者带来舒适体验。2025H1 公司全地形车新品 AT10 泥浆版上市，进一步强化复杂地形的通过能力。公司在 ATV、UTV 及 SSV 领域拥有更加完善的产品矩阵，全地形车业务将成为新增长点。

图13：九号推出的部分全地形车新品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测及投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司电动两轮车持续扩展终端门店，有望进一步提升销量；此外，公司还有多项业务正处于成长期，全地形车、割草机器人等新兴业务逐步起量，有望带来较大收入及利润增长弹性，我们维持盈利预测，预期 25/26/27 年归母净利润为 20.77/27.72/35.55 亿元，每股收益分别为 2.90/3.87/4.96 元，对应 PE 分别为 21/16/12 倍，维持“优于大市”评级。

表3：可比公司估值表（20251029）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
603529.SH	爱玛科技	优于大市	32.3	280.3	2.31	2.71	3.35	14	12	10
603129.SH	春风动力	优于大市	256.9	392.0	9.72	12.12	15.64	26	21	16
	平均				6.02	7.42	9.50	20	17	13
689009.SH	九号公司-WD	优于大市	61.7	442.3	1.53	2.90	3.87	40	21	16

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示：政策推进节奏不及预期，行业价格战，消费能力疲软，新品发布及销售不及预期，库存水平过高，原材料价格波动，政策监管变化。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4974	7473	11319	15251	20382	营业收入	10222	14196	20064	25075	31709
应收款项	995	1193	1687	2108	2666	营业成本	7472	10188	14145	17552	22196
存货净额	1108	1839	2562	3177	4020	营业税金及附加	57	72	101	126	160
其他流动资产	401	635	898	1122	1419	销售费用	1023	1101	1405	1755	2251
流动资产合计	7706	12401	17190	22396	29394	管理费用	676	837	1073	1303	1572
固定资产	1214	1535	2192	2511	2794	研发费用	616	826	1043	1279	1617
无形资产及其他	847	894	844	795	745	财务费用	(136)	(109)	(185)	(262)	(352)
投资性房地产	1083	848	848	848	848	投资收益	(42)	20	20	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	251	13	13	13	13
资产总计	10850	15678	21075	26550	33780	其他收入	(776)	(812)	(1043)	(1279)	(1617)
短期借款及交易性金融负债	51	61	70	80	100	营业利润	564	1329	2515	3353	4297
应付款项	3669	6187	8617	10689	13523	营业外净收支	77	(10)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	1427	2880	3965	4917	6214	利润总额	641	1319	2505	3344	4288
流动负债合计	5147	9128	12652	15686	19837	所得税费用	45	234	426	568	729
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	1	2	3	4
其他长期负债	169	316	462	609	755	归属于母公司净利润	598	1084	2077	2772	3555
长期负债合计	169	316	462	609	755	现金流量表（百万元）					
负债合计	5316	9443	13114	16295	20592	净利润	598	1084	2077	2772	3555
少数股东权益	77	78	80	83	87	资产减值准备	(48)	(77)	12	9	8
股东权益	5457	6156	7880	10172	13101	折旧摊销	161	188	193	234	272
负债和股东权益总计	10850	15678	21075	26550	33780	公允价值变动损失	(251)	(13)	(13)	(13)	(13)
关键财务与估值指标						财务费用	(136)	(109)	(185)	(262)	(352)
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1471	3112	2195	1919	2588
每股收益	0.84	1.53	2.90	3.87	4.96	其它	46	78	(10)	(6)	(4)
每股红利	0.00	0.28	0.53	0.71	0.91	经营活动现金流	1977	4372	4454	4916	6406
每股净资产	7.71	8.70	10.99	14.18	18.27	资本开支	(493)	(390)	(800)	(500)	(500)
ROIC	11%	21%	49%	98%	349%	其它投资现金流	457	(1032)	536	(13)	(170)
ROE	11%	18%	26%	27%	27%	投资活动现金流	(21)	(1422)	(264)	(513)	(670)
毛利率	27%	28%	30%	30%	30%	权益性融资	23	19	30	30	30
EBIT Margin	4%	8%	11%	12%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	10%	12%	13%	13%	支付股利、利息	0	(200)	(383)	(511)	(655)
收入增长	1%	39%	41%	25%	26%	其它融资现金流	(85)	(71)	9	10	20
净利润增长率	33%	81%	92%	33%	28%	融资活动现金流	(62)	(451)	(343)	(471)	(605)
资产负债率	50%	61%	63%	62%	61%	现金净变动	1893	2499	3846	3932	5131
股息率	0.0%	0.5%	0.9%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	3081	4974	7473	11319	15251
P/E	73	40	21	16	12	货币资金的期末余额	4974	7473	11319	15251	20382
P/B	8.0	7.1	5.6	4.3	3.4	企业自由现金流	1491	3875	3494	4192	5607
EV/EBITDA	90.9	39.0	23.0	18.4	15.5	权益自由现金流	1406	3804	3657	4419	5919

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