

小鹏汽车-W (09868.HK)

优于大市

发布第二代 VLA、Robotaxi、全新一代 IRON、汇天飞行体系，打造物理 AI 未来出行全新范式

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 汽车 · 乘用车

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：唐旭霞 0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

执证编码：S0980519080002

证券分析师：杨杉 0755-81982771

yangshan@guosen.com.cn

执证编码：S0980523110001

事项：

公司公告：2025年11月5日，以“涌现 Emergence”为主题的2025小鹏科技日在广州成功举办。活动现场，小鹏汽车围绕“物理AI”发布了四项重要应用，包括小鹏第二代VLA、小鹏Robotaxi、全新一代IRON，以及汇天两套飞行体系，并且这四项AI应用已有明确的量产计划。小鹏汽车董事长CEO何小鹏宣布，小鹏汽车定位升级为“物理AI世界的出行探索者，面向全球的具身智能公司”。1) **小鹏汽车第二代VLA：**全称为Vision-Language-Action（视觉-语言-动作）融合系统，探索物理世界模型新范式，一套模型，同时应用于汽车、Robotaxi、机器人、飞行汽车。基于第二代VLA，小鹏汽车即将上线“小路NGP”功能，行业首发“无导航自动辅助驾驶”Super LCC+人机共驾，2026年第一季度将面向小鹏Ultra车型全量推送第二代VLA。2) **小鹏Robotaxi：**小鹏汽车将在2026年推出三款Robotaxi车型，同时还将启动Robotaxi试运营。此外2026年小鹏汽车将同步推出全新智驾版本Robo，与Robotaxi同源，满足用户的多样化需求。3) **小鹏全新一代IRON：**小鹏全新一代IRON定位“最拟人的人形机器人”，将优先进入商业的场景提供服务如导览、导购、导巡。2026年年底，小鹏目标实现规模量产高阶人形机器人。4) **小鹏汇天两套飞行体系：**第一套体系是全倾转固定翼飞行汽车A868，定位于中长途多人飞行需求，第二套体系是分体式飞行汽车“陆地航母”，2026年规模量产交付。

国信汽车观点：小鹏2025科技日围绕“物理AI”发布了四项重要应用，包括小鹏第二代VLA、小鹏Robotaxi、全新一代IRON，以及汇天两套飞行体系，勾勒出物理AI未来出行的清晰图景，公司定位升级为“物理AI世界的出行探索者，面向全球的具身智能公司”。短期维度，公司以Mona M03、P7+、G7为代表的新车型走量，公司纯视觉方案的落地，将高阶智驾车型渗透至20万以内的市场，加速实现高阶智驾平权，小鹏鲲鹏超级电动系统基于全域800V高压碳化硅平台打造，搭载了5C超充AI电池、混合碳化硅同轴电驱和静音增程器三大核心技术，明年“鲲鹏超级电动系统”车型放量，公司经营周期持续向上。中长期维度，公司以小鹏智能驾驶新车型、小鹏Robotaxi、全新一代IRON，以及汇天飞行汽车为代表的组合拳产品矩阵，打造物理AI未来出行的全新范式，打开未来出行想象空间。考虑到公司新车型持续走量，我们上调营收预测，维持利润预测，预计25/26/27年营收885/1280/1472亿元（原25/26/27年预计885/1181/1303亿元），预计25/26/27年归母净利润16/27/47亿元，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 小鹏科技日发布第二代VLA大模型、小鹏Robotaxi、全新一代IRON，汇天两套飞行体系，小鹏汽车定位为“物理AI世界的出行探索者，面向全球的具身智能公司”

2025年11月5日，以“涌现 Emergence”为主题的2025小鹏科技日在广州成功举办。活动现场，小鹏汽车围绕“物理AI”发布了四项重要应用，包括小鹏第二代VLA、小鹏Robotaxi、全新一代IRON，以及汇天两套飞行体系，并且这四项AI应用已有明确的量产计划。小鹏汽车董事长CEO何小鹏宣布，小鹏汽车定位升级为“物理AI世界的出行探索者，面向全球的具身智能公司”。

图1: 2025 小鹏科技日



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图2: 2025 小鹏科技日



资料来源：小鹏汽车，国信证券经济研究所整理

1、小鹏第二代 VLA 重磅发布，探索物理世界模型新范式

小鹏汽车第二代 VLA，全称为 Vision-Language-Action（视觉-语言-动作）融合系统，探索物理世界模型新范式，一套模型，同时应用于汽车、Robotaxi、机器人、飞行汽车。相较于传统辅助驾驶系统，第二代 VLA 创新性地将 VISION（视觉）与 Language（语言）深度融合，省去了中间复杂的决策转换环节，让辅助驾驶动作能够直接由“视觉感知+语言理解”驱动。传统辅助驾驶系统往往需要经过“视觉采集-特征提取-决策判断-动作执行”等多个步骤，每个环节的信息传递都可能存在延迟与误差，而第二代 VLA 通过端到端的融合模式，大幅降低信息损耗，推理效率更高，反应更快。

图3: 小鹏第二代 VLA

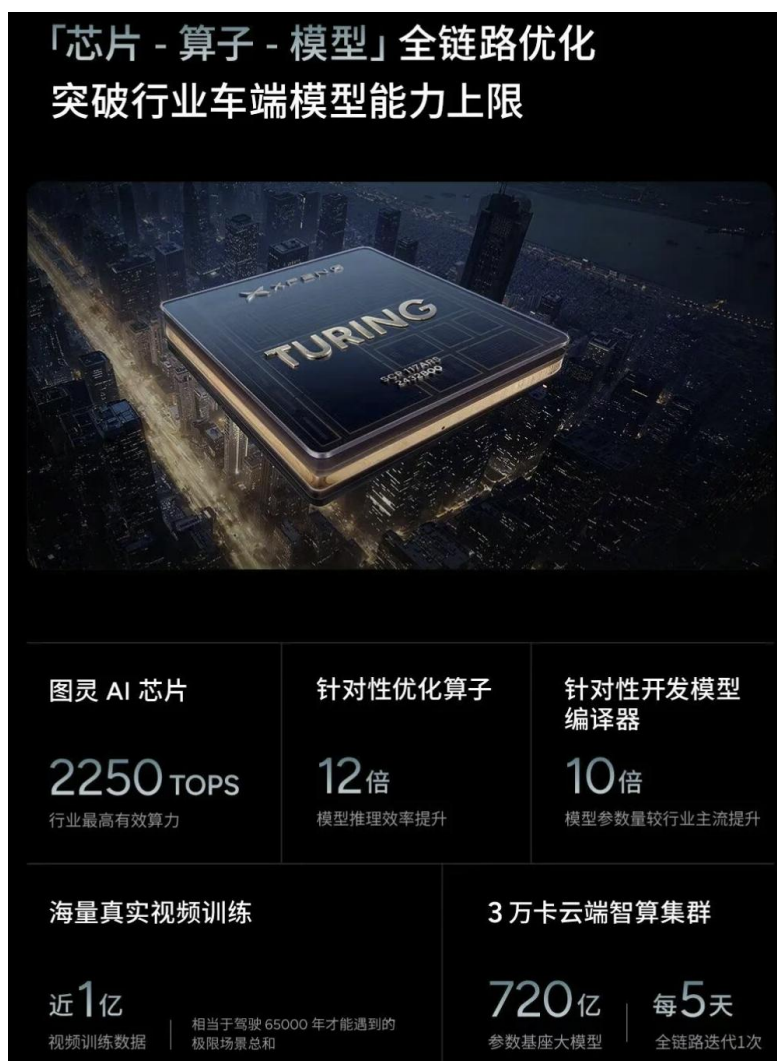


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

为支撑这一先进模式的高效运行，小鹏构建了强大的技术支撑体系。首先是算力与模型迭代能力的突破：依托由 3 万卡高性能计算单元组成的自动驾驶云端智算集群，以及具备 720 亿参数的云端基座大模型，第

二代 VLA 实现了每五天一次的全链路迭代。**其次是全链路的优化与创新：**从底层的芯片设计，到中间层的算子开发，再到上层的模型构建，小鹏实现了全链条的自主研发与协同优化，成功突破了行业车端模型能力的上限，具体来看，在硬件层面，搭载第二代 VLA 的 Ultra 车型将实现行业车端最高有效算力 2250TOPS，这一算力水平足以支撑复杂场景下的多任务并行处理，比如同时完成高精度地图匹配、多目标检测、路径规划等；在算法层面，通过针对性的算子优化，模型推理效率较行业平均水平提升 12 倍，意味着同样的算力下，第二代 VLA 能处理更多的信息、做出更快的判断；在软件层面，基于软硬件协同优化理念，小鹏专门开发了适配第二代 VLA 的模型编译器与软件栈，让模型参数较行业主流水平提升 10 倍，进一步增强了模型对复杂场景的理解与应对能力。

图4：小鹏第二代 VLA



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

基于第二代 VLA，小鹏汽车即将上线“小路 NGP”功能，显著提升复杂小路与混行环境下的智驾表现，复杂小路的平均接管里程（MPI）提升了 13 倍。在测试过程中，小鹏第二代 VLA 智能涌现出全新能力，如可识别交警手势、可提前应对红绿灯通行等。此外，小鹏汽车行业首发“无导航自动辅助驾驶”Super LCC+ 人机共驾，不依赖导航全球范围均可开启，在漫游的过程中轻转方向盘，车辆即可协同完成变道和转向。2025 年 12 月底，小鹏汽车将邀请先锋用户共创体验第二代 VLA，2026 年第一季度将面向小鹏 Ultra 车型**全量推送第二代 VLA**。“为了加速物理 AI 的全球化应用与生态共建，小鹏第二代 VLA 将面向全球商业伙伴开源。”在活动现场，何小鹏宣布大众成为小鹏第二代 VLA 首发客户。同时，小鹏图灵 AI 芯片已获得大众定点。

图5: 小鹏第二代 VLA



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图6: 小鹏第二代 VLA



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

2、2026 年小鹏将推出 3 款 robotaxi 车型，无人驾驶时代加速到来

小鹏汽车将在 2026 年推出三款 Robotaxi 车型，同时还将启动 Robotaxi 试运营。自动驾驶硬软件层面，小鹏 Robotaxi 搭载 4 颗图灵 AI 芯片，车端算力高达 3,000TOPS。技术路线方面，小鹏 Robotaxi 不依赖激光雷达与高精地图，依托纯视觉方案即可应对全球不同道路类型及交通环境。依托小鹏第二代 VLA+VLM 的能力，能够在本地端支持超低时延与自动驾驶系统交互。在第二代 VLA 的赋能下，小鹏 Robotaxi 支持泛化学习，可实现更高的通用性和全球快速部署效率。为确保行驶安全，小鹏 Robotaxi 预埋了双冗余硬件架构，两套硬件可互为备份。在 VLM 大模型赋能下，小鹏 Robotaxi 构建了全新车外交互体系，如行业首发遮阳板车外显示，为整车赋予“沟通表达”能力，在低速行车、驻车等场景进行可视化提示与行人交互，增强人车交互信任感、提升安全性。未来该系统将与车外语音协同，带来视觉和听觉融合的多维交互体验。

图7: 小鹏 Robotaxi



图8: 小鹏 Robotaxi



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图9：小鹏 Robotaxi



图10：小鹏 Robotaxi



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

对于未来无人驾驶的发展方向，小鹏汽车提出全新的构想：一种是全共享模式的无人驾驶汽车（Robotaxi），另一种是私享模式即有人开的L4级体验汽车。2026年小鹏汽车将同步推出全新智驾版本Robo，与Robotaxi同源，拥有相同的硬件配置、安全冗余和智驾能力，配备2套智驾模式，满足用户的多样化需求。

图11：小鹏汽车全新智驾版本 Robo



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

小鹏 Robotaxi 将开放 SDK，与全球伙伴共建 Robotaxi 生态。高德成为小鹏 Robotaxi 的首个全球生态合作伙伴，未来双方将共同面向全球提供 Robotaxi 服务。

图12: 小鹏 Robotaxi 开放 SDK



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

3、小鹏全新一代 IRON，中国首个量产高阶人形机器人

小鹏全新一代 IRON 的设计理念是“由内而生”，定位“最拟人的人形机器人”，它拥有仿人的脊椎、仿生肌肉、全包覆柔性皮肤，可支持不同身材体型定制。全身拥有 82 个自由度，动作自然流畅、灵活自如，可实现如“猫步行走”的高难度拟人动作；采用行业最小的谐波关节才能拥有 1:1 人手尺寸，且手有 22 个自由度。

图13: 小鹏全新一代 IRON 定位“最拟人的人形机器人”

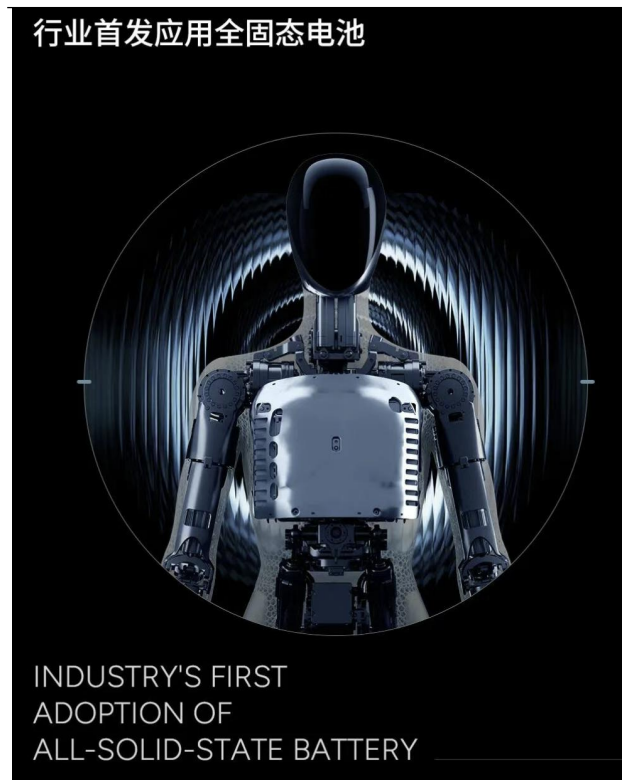


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

在核心能力层面，IRON 搭载 3 颗小鹏自研的图灵 AI 芯片，构建起“VLT（视觉-语言-任务）+VLA+VLM”的高阶大小脑能力组合。这一组合让 IRON 能够实现多维度的智能交互：VLT 系统负责理解视觉信息与语言指令，并将其转化为具体的任务目标；VLA 系统则驱动动作执行，确保任务能够精准完成；VLM（视觉-语言模型）则进一步增强了机器人对复杂场景的理解能力，比如能够识别不同物体的属性、理解人类的自然语言指令并做出相应回应。

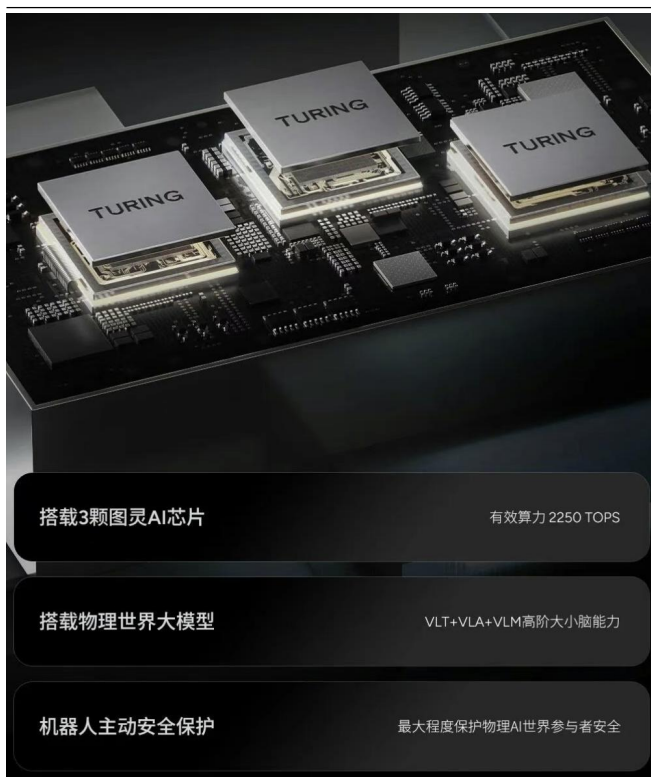
在安全与体验层面，IRON 同样展现出了行业领先的优势。首先是能源系统的创新：IRON 行业首发应用全固态电池，这一电池技术相较于传统锂电池，具有极致轻量化、超高能量密度与极致安全的多重优势。轻量化设计让 IRON 的动作更灵活，能够适应更多复杂场景的移动需求；超高能量密度则大幅提升了续航能力，让 IRON 能够长时间连续工作，减少充电频率；而极致的安全性能则避免了传统电池可能存在的起火、爆炸等风险，为机器人的使用提供了可靠保障。其次是安全保护机制的升级：小鹏为 IRON 推出了“机器人主动安全保护”功能，当机器人感知到周围存在碰撞风险、人员靠近等情况时，会自动调整动作或暂停操作，最大程度保护物理 AI 世界中参与者的安全。同时，IRON 还扩展了“第四安全法则”——“隐私数据不出机器人”，通过本地数据处理与加密技术，确保机器人在交互过程中收集的用户隐私信息不会被上传至云端或泄露，彻底解决了用户对数据安全的担忧。

图14：小鹏全新一代 IRON 行业首发应用全固态电池



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图15：小鹏全新一代 IRON 搭载 3 颗小鹏自研的图灵 AI 芯片



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

在商业化计划层面，小鹏全新一代 IRON 将优先进入商业的场景提供服务如导览、导购、导巡。2026 年年底，小鹏目标实现规模量产高阶人形机器人。宝钢将成为小鹏机器人 IRON 项目的生态合作伙伴，小鹏 IRON 将入驻宝钢，在巡检等复杂的工业领域探索应用场景并迭代进化，为宝钢股份的智慧制造赋能。何小鹏表示：“为了加速人形机器人的应用落地，小鹏 IRON 将开放 SDK，与全球开发者共建人形机器人应用生态。”

图16: 小鹏全新一代 IRON 优先进入商业的场景提供服务如导览、导购、导巡



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

4、小鹏发布汇天两套飞行体系，完善“短途通勤-多人出行”的立体飞行交通布局

在低空经济领域，小鹏科技日发布两套差异化的飞行体系，进一步完善了“短途通勤-多人出行”的立体飞行交通布局，为未来“天空出行”的实现提供了切实可行的解决方案。

第一套体系是全倾转固定翼飞行汽车 A868，定位于中长途多人飞行需求。首先是续航能力：搭载小鹏自主研发的航空级增程系统，A868 的最高续航突破 500km+，最高航速可达 360km+/h，支持最高 6 人乘坐，采用全倾转固定翼设计，让飞行汽车能够像直升机一样垂直起降，无需专门的跑道，适配更多起降场景；同时，固定翼结构又能在巡航阶段提供强大的升力，降低能耗，兼顾了起降灵活性与飞行效率。

图17: 全倾转固定翼飞行汽车 A868



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

第二套体系是分体式飞行汽车“陆地航母”，2026年规模量产交付。作为汇天的明星产品，“陆地航母”已正式进入量产前夜，目前全球订单累计突破7000台。陆地航母颠覆传统飞行器操作逻辑，行业首发智能飞行座舱和全球首创“四轴合一”单杆操纵，让新手通过培训也能轻松上手。在安全方面，其采用全域安全冗余设计，涵盖动力推进、动力能源、高低压供电、飞控导航、飞行操控、总线通信等关键系统，并创新采用六轴六桨双涵道构型，即便对桨失效仍可安全着陆。

图18: 分体式飞行汽车“陆地航母”



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图19: 分体式飞行汽车“陆地航母”



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

量产方面，汇天飞行汽车量产工厂已于 11 月 3 日试产并顺利下线首台陆地航母飞行器。这座全球首座采用现代化流水线进行飞行汽车批量生产的工厂，实现了航空级质量标准与汽车级效率的深度融合，规划年产能 10,000 辆，初期年产能 5,000 辆，满产状态下，生产线每 30 分钟可下线一台飞行器，将加速 2026 年陆地航母实现大规模量产。汇天将携手敦煌市政府，于 2026 年推出西北首条低空自驾旅游线路，打造自驾飞三维立体出游体验，让飞行汽车走向文旅应用。

图20: 汇天飞行汽车智造基地正式启用



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图21: 汇天携手敦煌市政府推出西北低空自驾旅游线路



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：打造物理 AI 未来出行的全新范式，定位“物理 AI 世界的出行探索者，面向全球的具身智能公司”，上调盈利预测，维持“优于大市”评级

小鹏 2025 科技日围绕“物理 AI”发布了四项重要应用，包括小鹏第二代 VLA、小鹏 Robotaxi、全新一代 IRON，以及汇天两套飞行体系，勾勒出物理 AI 未来出行的清晰图景，公司定位升级为“物理 AI 世界的出行探索者，面向全球的具身智能公司”。短期维度，公司以 Mona M03、P7+、G7 为代表的新车型走量，公司纯视觉方案的落地，将高阶智驾车型渗透至 20 万以内的市场，加速实现高阶智驾平权，小鹏鲲鹏超级电动系统基于全域 800V 高压碳化硅平台打造，搭载了 5C 超充 AI 电池、混合碳化硅同轴电驱和静音增程器三大核心技术，明年“鲲鹏超级电动系统”车型放量，公司经营周期持续向上。中长期维度，公司以小鹏智能驾驶新车型、小鹏 Robotaxi、全新一代 IRON，以及汇天飞行汽车为代表的组合拳产品矩阵，打造物理 AI 未来出行的全新范式，打开未来出行想象空间。考虑到公司新车型持续走量，我们上调营收预测，维持利润预测，预计 25/26/27 年营收 885/1280/1472 亿元（原 25/26/27 年预计 885/1181/1303 亿元），预计 25/26/27 年归母净利润-16/27/47 亿元，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

相关研究报告：

《小鹏汽车-W (09868.HK) -单二季度销量同比增长 242%，小鹏 G7、全新 P7 搭载图灵芯片上市》——2025-09-08

《小鹏汽车-W (09868.HK) -一季度销量同比增长 331%，MONA M03 新版本上市 1 小时大定破万台》——2025-06-05

《小鹏汽车-W (09868.HK) -单四季度销量环比增长 97%，新品周期持续向上》——2025-03-21

《小鹏汽车-W（09868.HK）-单三季度毛利率同环比双升，新品周期持续向上》——2024-11-22

《小鹏汽车-W（09868.HK）-小鹏新车型 P7+上市当天订单超 3 万辆，新品周期持续向上》——2024-11-11

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	21127	18586	25471	40966	52740	营业收入	30676	40866	88453	128001	147200
应收款项	7100	8187	21810	31562	36296	营业成本	30225	35021	72279	104644	119299
存货净额	5526	5563	9723	14152	16155	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	10230	3716	1769	2560	2944	销售、行政及一般费用	5305	6688	8845	9901	11187
流动资产合计	54522	49736	72456	102923	121817	研发费用	4379	5215	8544	10428	11698
固定资产	10954	11522	10753	9949	9112	财务费用	688	927	443	369	314
无形资产及其他	6405	5872	4404	2936	1468	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	7161	9124	9124	9124	9124	资产减值及公允价值变动	0	0	30	30	30
长期股权投资	5120	6452	8452	9952	10952	其他收入	(502)	919	0	0	0
资产总计	84163	82706	105190	134884	152473	营业利润	(10423)	(6065)	(1628)	2690	4730
短期借款及交易性金融负债	5287	6510	5035	5611	5719	营业外净收支	29	234	30	30	30
应付款项	22216	23095	38893	56608	64620	利润总额	(10394)	(5831)	(1598)	2720	4760
其他流动负债	8608	10260	19002	26714	30470	所得税费用	37	(70)	(16)	27	48
流动负债合计	36112	39865	62930	88932	100809	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	6428	6442	6442	6442	6442	归属于母公司净利润	(10431)	(5761)	(1582)	2692	4713
其他长期负债	5294	5124	6124	7124	8124						
长期负债合计	11722	11566	12566	13566	14566	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	47834	51431	75497	102499	115375	净利润	(10431)	(5761)	(1582)	2692	4713
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	36329	31275	29693	32385	37098	折旧摊销	838	0	2767	2802	2835
负债和股东权益总计	84163	82706	105190	134884	152473	公允价值变动损失	0	0	(30)	(30)	(30)
						财务费用	688	927	443	369	314
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1886)	5788	9704	11456	5648
每股收益	(5.46)	(3.02)	(0.83)	1.41	2.47	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	(11479)	27	10859	16920	13166
每股净资产	19.02	16.38	15.55	16.96	19.43	资本开支	0	(567)	(500)	(500)	(500)
ROIC	-32%	-28%	2%	262%	-70%	其它投资现金流	5646	(3145)	0	0	0
ROE	-29%	-18%	-5%	8%	13%	投资活动现金流	9747	(5044)	(2500)	(2000)	(1500)
毛利率	1%	14%	18%	18%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-30%	-15%	-1%	2%	3%	负债净变化	1018	14	0	0	0
EBITDA Margin	-27%	-15%	2%	5%	5%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	14%	33%	116%	45%	15%	其它融资现金流	6216	2449	(1474)	575	108
净利润增长率	—	—	—	—	75%	融资活动现金流	8251	2476	(1474)	575	108
资产负债率	57%	62%	72%	76%	76%	现金净变动	6519	(2541)	6884	15495	11774
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	14608	21127	18586	25471	40966
P/E	(15.0)	(27.1)	(98.7)	58.0	33.1	货币资金的期末余额	21127	18586	25471	40966	52740
P/B	4.3	5.0	5.3	4.8	4.2	企业自由现金流	0	(764)	10768	16756	12948
EV/EBITDA	(26)	(36)	157	46	36	权益自由现金流	0	783	8855	16966	12744

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