

# 蔚来-SW (09866.HK)

## 预计 Q4 扭亏、2026 年全年目标盈利

**Q3 毛利率超预期，Q4 收入指引相对保守、季度维持扭亏为盈目标。**公司 25Q3 交付了 87071 台车，同比增长 40.8%、环比增长 20.8%，其中蔚来/乐道/萤火虫品牌分别交付 36928/37656/12487 辆车。销量的增长带动 Q3 收入同比/环比增长 16.7%/14.7%至 218 亿元，其中汽车销售同比/环比增长 15%/19%至 192 亿元。公司 Q3 毛利率 13.9%，同比/环比提升 3.2pct/3.9pct。其中，汽车毛利率同比/环比分别提升 1.6pct/4.4pct 至 14.7%，改善主要来自公司全面降本措施及规模经济。服务及其他毛利率同比提升 16.5pct 至 7.8%，主要来自降本增效带来的零部件、配件销售及车辆售后服务毛利率提升。由于有效的组织优化、新产品及新技术不同开发阶段带来的设计及开发费用下降，公司 Q3 研发费用降低至 24 亿元；由于新产品推出相关的销售及营销活动，公司销售费用环比有所增加。Q3 归母净亏损 36.6 亿元人民币，non-GAAP 归母净亏损 27.6 亿元，non-GAAP 归母净亏损率为 12.7%，亏损率同比/环比收窄 10.9pct/9.0pct。

展望 Q4，公司指引交付量 12.0-12.5 万辆，同比增长 65.1%-72.0%，收入 327.6-340.4 亿元，同比增长 66.3-72.8%，车辆毛利率预计约 18%，研发费用指引 20 亿元、SG&A 费用指引 40 亿元，预计实现季度的扭亏为盈。公司预计在 2026 年上半年突破月销 5 万辆汽车，**2026 年全年目标扭亏为盈。**

**乐道 L90 在 Q3 放量，蔚来 ES8 订单持续强劲，预计 2026 年陆续推出 3 款新车。**

1) **车型方面**，乐道 L90 自 7 月底上市三个月交付超 3.3 万台，连续 3 个月领跑大型纯电 SUV 市场；全新 ES8 于 9 月 20 日上市交付，稳居高端大型 SUV 销量前列，41 天内交付破万。展望 2026 年，公司预计 Q2 上市两款车型、Q3 上市一款车型，包括豪华旗舰车蔚来 ES9、大五座 SUV 乐道 L80、大五座的蔚来 ES7 等车型，助力销量进一步增长。2) **销售与服务网络方面**，公司现有 172 家蔚来中心、395 家蔚来空间、422 家 ONVO 门店、405 家服务中心及 70 家交付中心。

**发布世界模型 NWM，自研芯片探索外供。**5 月 30 日，蔚来世界模型 NWM 首个版本正式开启推送。接下来公司将为搭载 NX9031 及 NVIDIA Orin X 芯片的车型分批推送 NWM 升级，进一步提升城市/高速 NOP+、泊车及智能安全性能。此外，年底即将推送的 COCONUT 2.1.0，将采用面向城市/高速 NOA 及泊车的端到端模型方案，带来更流畅的驾驶体验。公司自研的神玑 NX9031 芯片不仅自用，还通过合资公司向其他车企或非汽车行业客户推广芯片，且蔚来与合资公司的合作不具有排他性，公司保留了和其他伙伴在芯片上的合作可能性。

**投资建议：**我们预计 2025-2027 年销量约 33/52/63 万辆，总收入达 862/1412/1654 亿元。得益于规模经济，公司未来几年亏损率有望逐步收窄并逐步扭亏为盈，预计 non-GAAP 归母净利润为-137/6/84 亿元，non-GAAP 归母净利润率约-16%/0%/5%。我们给予其目标市值约 180 亿美元（1396 亿港元），对应约 0.9X 2026e P/S，目标价港股（9866.HK）57.2 港元、美股（NIO.N）7.4 美元，维持“买入”评级。

**风险提示：**车型研发及销售不及预期风险、新品牌推进不及预期风险、盈利性改善不及预期的风险、现金消耗较快风险、上游零部件供应波动风险、产能爬坡不及预期风险。

| 财务指标                | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）           | 55,618  | 65,732  | 86,233  | 141,225 | 165,365 |
| 增长率 YoY (%)         | 12.9    | 18.2    | 31.2    | 63.8    | 17.1    |
| 归母净利润（百万元）          | -21,317 | -22,658 | -16,050 | -1,310  | 6,399   |
| 归母净利润率 (%)          | -38%    | -34%    | -19%    | -1%     | 4%      |
| Non-GAAP 归母净利润（百万元） | -18,645 | -20,305 | -13,689 | 598     | 8,373   |
| Non-GAAP 归母净利润率 (%) | -34%    | -31%    | -16%    | 0%      | 5%      |
| P/S (倍)             | 1.7     | 1.4     | 1.1     | 0.7     | 0.6     |
| P/B (倍)             | 3.1     | 13.6    | 19.2    | 22.9    | 7.7     |

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 11 月 27 日收盘价

### 买入（维持）

#### 股票信息

|                  |            |
|------------------|------------|
| 行业               | 海外         |
| 前次评级             | 买入         |
| 11 月 27 日收盘价（港元） | 43.22      |
| 总市值（百万港元）        | 106,912.97 |
| 总股本（百万股）         | 2,473.69   |
| 其中自由流通股 (%)      | 99.62      |
| 30 日日均成交量（百万股）   | 8.72       |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

#### 相关研究

- 《蔚来-SW (09866.HK)：新车强劲，预计 Q4 扭亏为盈》 2025-09-08
- 《蔚来-SW (09866.HK)：产品矩阵快速完善，2025 年销量指引强劲》 2024-11-25
- 《蔚来-SW (09866.HK)：乐道即将上市，产品矩阵逐步完善》 2024-09-09

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

| 会计年度            | 2023A  | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>流动资产</b>     | 70380  | 61886   | 77920   | 97214   | 112407  |
| 现金及现金等价物        | 32935  | 19329   | 30838   | 41371   | 59710   |
| 短期投资净额          | 16810  | 14138   | 14138   | 14138   | 14138   |
| 应收账款            | 4658   | 1676    | 7905    | 7787    | 10587   |
| 存货              | 5278   | 7087    | 5382    | 14263   | 8316    |
| 其他流动资产          | 10700  | 19656   | 19656   | 19656   | 19656   |
| <b>非流动资产</b>    | 47003  | 45719   | 42352   | 39389   | 37167   |
| 固定资产            | 24847  | 25893   | 22526   | 19563   | 17341   |
| 资产使用权           | 11404  | 12797   | 12797   | 12797   | 12797   |
| 无形资产            | 30     | 30      | 30      | 30      | 30      |
| 长期投资            | 5487   | 3126    | 3126    | 3126    | 3126    |
| 其他非流动资产         | 5235   | 3873    | 3873    | 3873    | 3873    |
| <b>资产总计</b>     | 117383 | 107605  | 120271  | 136602  | 149574  |
| <b>流动负债</b>     | 57798  | 62311   | 73679   | 87600   | 90450   |
| 短期借款            | 5085   | 5730    | 5730    | 5730    | 5730    |
| 应付账款            | 29766  | 34387   | 44586   | 47090   | 54512   |
| 应付负债            | 15556  | 16041   | 17211   | 28627   | 24055   |
| 其他流动负债          | 7390   | 6153    | 6153    | 6153    | 6153    |
| <b>非流动负债</b>    | 29989  | 31787   | 34787   | 37787   | 40787   |
| 长期借款            | 13043  | 11441   | 14441   | 17441   | 20441   |
| 其他非流动负债         | 16946  | 20346   | 20346   | 20346   | 20346   |
| <b>负债合计</b>     | 87787  | 94098   | 108466  | 125387  | 131237  |
| 资本公积            | 117717 | 118688  | 132388  | 132388  | 132388  |
| 未分配利润           | -90758 | -113068 | -128515 | -129203 | -122182 |
| 累计其他综合损益        | 433    | 583     | 583     | 583     | 583     |
| 归属母公司股东权益       | 25546  | 5967    | 4221    | 3532    | 10553   |
| 少数股东权益          | 189    | 98      | 142     | 242     | 341     |
| 可赎回非控股股东权益      | 3860   | 7442    | 7442    | 7442    | 7442    |
| <b>可赎回及权益总额</b> | 29596  | 13507   | 11805   | 11216   | 18336   |
| <b>负债和权益总额</b>  | 117383 | 107605  | 120271  | 136602  | 149574  |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -1382  | -7849  | -1640  | 10582 | 18389 |
| 净利润            | -20720 | -22402 | -15402 | -589  | 7120  |
| 折旧与摊销          | 5747   | 7804   | 6917   | 6013  | 5272  |
| 营运资金变动         | 13085  | 3612   | 6844   | 5159  | 5997  |
| 其他经营现金流        | 506    | 3137   | 0      | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -10885 | -4958  | -3550  | -3050 | -3050 |
| 资本开支           | -14341 | -9142  | -3550  | -3050 | -3050 |
| 其他投资现金流        | 3455   | 4184   | 0      | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 27663  | 1772   | 16700  | 3000  | 3000  |
| 短期借款           | 0      | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0      | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 27663  | 1772   | 16700  | 3000  | 3000  |
| <b>现金净增加额</b>  | 15466  | -10874 | 11510  | 10532 | 18339 |

利润表 (百万元)

| 会计年度                | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>         | 55618  | 65732  | 86233  | 141225 | 165365 |
| 营业成本                | 52566  | 59239  | 74817  | 117869 | 135469 |
| 毛利润                 | 3052   | 6493   | 11416  | 23356  | 29896  |
| 研发费用                | 13431  | 13037  | 10583  | 9751   | 8879   |
| 销售及管理费用             | 12885  | 15741  | 16558  | 14637  | 14221  |
| 其他经营性损益             | 609    | 412    | 468    | 117    | 117    |
| <b>营业利润 (亏损)</b>    | -22655 | -21874 | -15256 | -915   | 6912   |
| 财务收入                | 2210   | 854    | 1047   | 1335   | 1047   |
| 财务支出                | 404    | 798    | 869    | 940    | 869    |
| 联营公司亏损              | -64    | 503    | 703    | 560    | 560    |
| 其他非经营性收益            | 2026   | -546   | -26    | 428    | 211    |
| <b>利润总额</b>         | -20629 | -22425 | -15297 | -588   | 7123   |
| 所得税                 | 261    | -23    | 105    | 1      | 3      |
| <b>净利润</b>          | -20890 | -22402 | -15402 | -589   | 7120   |
| 可赎回少数股东权益的增益        | -303   | -348   | -604   | -621   | -621   |
| 少数股东损益              | 124    | -92    | 44     | 100    | 100    |
| <b>归属普通股股东净利润</b>   | -21317 | -22658 | -16050 | -1310  | 6399   |
| <b>调整后归属普通股股东净利</b> | -18645 | -20305 | -13689 | 598    | 8373   |

主要财务比率

| 会计年度            | 2023A  | 2024A  | 2025E   | 2026E   | 2027E  |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |         |         |        |
| 营业收入 (%)        | 12.9   | 18.2   | 31.2    | 63.8    | 17.1   |
| 营业利润 (%)        | 44.8   | -3.4   | -30.3   | -94.0   | -855.3 |
| 归属于母公司净利润 (%)   | 55.6   | 8.9    | -32.6   | -104.4  | 1299.9 |
| <b>获利能力</b>     |        |        |         |         |        |
| 毛利率 (%)         | 5.5    | 9.9    | 13.2    | 16.5    | 18.1   |
| 净利率 (%)         | -33.5  | -30.9  | -15.9   | 0.4     | 5.1    |
| ROE (%)         | -73.0  | -340.3 | -324.3  | 16.9    | 79.3   |
| ROIC (%)        | -105.8 | -199.6 | -1924.6 | 218.4   | 6.0    |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |         |         |        |
| 资产负债率 (%)       | 74.8   | 87.4   | 90.2    | 91.8    | 87.7   |
| 净负债比率 (%)       | -109.0 | -227.9 | -594.9  | -1009.1 | -511.5 |
| 流动比率            | 1.2    | 1.0    | 1.1     | 1.1     | 1.2    |
| 速动比率            | 1.2    | 1.0    | 1.1     | 1.1     | 1.2    |
| <b>营运能力</b>     |        |        |         |         |        |
| 总资产周转率          | 0.5    | 0.6    | 0.8     | 1.1     | 1.2    |
| 应收账款周转率         | 11.4   | 20.8   | 18.0    | 18.0    | 18.0   |
| 应付账款周转率         | 1.9    | 1.8    | 1.9     | 2.6     | 2.7    |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |         |         |        |
| 每股收益 (最新摊薄)     | -9.0   | -9.7   | -6.5    | 0.3     | 4.0    |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | -0.9   | -3.8   | -0.8    | 5.1     | 8.8    |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 12.3   | 2.8    | 2.0     | 1.7     | 5.0    |
| <b>估值比率</b>     |        |        |         |         |        |
| P/S             | 1.7    | 1.4    | 1.1     | 0.7     | 0.6    |
| P/B             | 3.1    | 13.6   | 19.2    | 22.9    | 7.7    |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 27 日收盘价

图表 1: 蔚来核心预测: 年度

|                           | 2021          | 2022           | 2023           | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|---------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>总销量 (台)</b>            |               | <b>122486</b>  | <b>160038</b>  | <b>221970</b>  | <b>325881</b>  | <b>519317</b>  | <b>627566</b>  |
| ES8                       | 20050         | 14380          | 14138          | 9238           | 33071          | 84000          | 63000          |
| ES6                       | 41474         | 42012          | 56539          | 75083          | 46998          | 43708          | 41523          |
| EC6                       | 29905         | 17076          | 11324          | 27326          | 18681          | 17373          | 16505          |
| ET7                       | -             | 23046          | 5643           | 7244           | 3035           | 1100           | 1200           |
| ET5                       | -             | 11814          | 40848          | 26610          | 17688          | 16450          | 15627          |
| ES7                       | -             | 14158          | 6524           | 1874           | 676            | 33000          | 92000          |
| EC7                       | -             | -              | 3661           | 2865           | 1245           | 200            | 200            |
| ET5T                      | -             | -              | 21361          | 50969          | 50209          | 46694          | 44360          |
| ET9                       | -             | -              | -              | -              | 2547           | 1220           | 1159           |
| 乐道 L60                    | -             | -              | -              | 20761          | 66926          | 61571          | 58493          |
| 乐道 L90                    | -             | -              | -              | -              | 43572          | 93000          | 100000         |
| 萤火虫                       | -             | -              | -              | -              | 41233          | 65000          | 76000          |
| 其他新车                      | -             | -              | -              | -              | -              | 56000          | 117500         |
| <b>总收入 (百万元)</b>          | <b>36,136</b> | <b>49,269</b>  | <b>55,618</b>  | <b>65,732</b>  | <b>86,233</b>  | <b>141,225</b> | <b>165,365</b> |
| 车辆销售                      | 33170         | 45507          | 49257          | 58234          | 75367          | 127875         | 150642         |
| 服务及其他                     | 2967          | 3762           | 6361           | 7497           | 10866          | 13350          | 14723          |
| <b>毛利 (百万元)</b>           | <b>6,821</b>  | <b>5,144</b>   | <b>3,052</b>   | <b>6,493</b>   | <b>11,416</b>  | <b>23,356</b>  | <b>29,896</b>  |
| 车辆销售                      | 6653          | 6235           | 4670           | 7139           | 10777          | 22288          | 28718          |
| 服务及其他                     | 168           | -1091          | -1618          | -647           | 639            | 1068           | 1178           |
| <b>毛利率</b>                | <b>19%</b>    | <b>10%</b>     | <b>5%</b>      | <b>10%</b>     | <b>13%</b>     | <b>17%</b>     | <b>18%</b>     |
| 车辆销售                      | 20%           | 14%            | 9%             | 12%            | 14%            | 17%            | 19%            |
| 服务及其他                     | 6%            | -29%           | -25%           | -9%            | 6%             | 8%             | 8%             |
| 销售及管理费用率                  | -19%          | -21%           | -23%           | -24%           | -19%           | -10%           | -9%            |
| 研发费用率                     | -13%          | -22%           | -24%           | -20%           | -12%           | -7%            | -5%            |
| <b>净利润 (百万元)</b>          | <b>-4,017</b> | <b>-14,437</b> | <b>-20,890</b> | <b>-22,402</b> | <b>-15,402</b> | <b>-589</b>    | <b>7,120</b>   |
| 净利润率                      | -29%          | -30%           | -38%           | -34%           | -19%           | -1%            | 4%             |
| <b>Non-GAAP 净利润 (百万元)</b> | <b>-2,976</b> | <b>-11,984</b> | <b>-18,645</b> | <b>-20,305</b> | <b>-13,689</b> | <b>598</b>     | <b>8,373</b>   |
| <b>Non-GAAP 净利润率</b>      | <b>-8%</b>    | <b>-24%</b>    | <b>-34%</b>    | <b>-31%</b>    | <b>-16%</b>    | <b>0%</b>      | <b>5%</b>      |

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所预测

图表 2: 蔚来核心预测: 季度

|                           | 25Q1          | 25Q2          | 25Q3          | 25Q4E         | 26Q1E         | 26Q2E         | 26Q3E         | 26Q4E         |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>总销量 (台)</b>            | <b>42094</b>  | <b>72056</b>  |               | <b>124660</b> | <b>92800</b>  | <b>128225</b> | <b>131090</b> | <b>167202</b> |
| ES8                       | 1439          | 1662          | 3970          | 26000         | 30000         | 18000         | 18000         | 18000         |
| ES6                       | 9150          | 16682         | 9166          | 12000         | 8510          | 15514         | 8524          | 11160         |
| EC6                       | 4326          | 6365          | 3990          | 4000          | 4023          | 5919          | 3711          | 3720          |
| ET7                       | 847           | 896           | 1092          | 200           | 200           | 300           | 300           | 300           |
| ET5                       | 3269          | 5197          | 4222          | 5000          | 3040.17       | 4833.21       | 3926.46       | 4650          |
| ES7                       | 335           | 341           | 0             | 0             | 0             | 0             | 8000          | 25000         |
| EC7                       | 405           | 340           | 440           | 60            | 50            | 50            | 50            | 50            |
| ET5T                      | 7453          | 13975         | 13781         | 15000         | 6931          | 12997         | 12816         | 13950         |
| ET9                       | 89            | 1791          | 267           | 400           | 300           | 300           | 248           | 372           |
| 乐道 L60                    | 14781         | 17001         | 16144         | 19000         | 13746         | 15811         | 15014         | 17000         |
| 乐道 L90                    | -             | -             | 21572         | 22000         | 18000         | 25000         | 25000         | 25000         |
| 萤火虫                       | -             | 7806          | 12427         | 21000         | 8000          | 19000         | 19000         | 19000         |
| 其他新车                      | -             | -             | -             | -             | -             | 10,500        | 16,500        | 29,000        |
| <b>总收入 (百万元)</b>          | <b>12,035</b> | <b>19,009</b> | <b>21,794</b> | <b>33,395</b> | <b>27,657</b> | <b>34,184</b> | <b>34,700</b> | <b>44,684</b> |
| 车辆销售                      | 9939          | 16136         | 19202         | 30089         | 24735         | 30967         | 31537         | 40636         |
| 服务及其他                     | 2095          | 2873          | 2592          | 3306          | 2922          | 3217          | 3163          | 4048          |
| <b>毛利 (百万元)</b>           | <b>920</b>    | <b>1,898</b>  | <b>3,025</b>  | <b>5,574</b>  | <b>4,490</b>  | <b>5,519</b>  | <b>5,717</b>  | <b>7,631</b>  |
| 车辆销售                      | 1014          | 1663          | 2824          | 5277          | 4256          | 5262          | 5463          | 7307          |
| 服务及其他                     | -94           | 235           | 201           | 298           | 234           | 257           | 253           | 324           |
| <b>毛利率</b>                | <b>8%</b>     | <b>10%</b>    | <b>14%</b>    | <b>17%</b>    | <b>16%</b>    | <b>16%</b>    | <b>16%</b>    | <b>17%</b>    |
| 车辆销售                      | 10%           | 10%           | 15%           | 18%           | 17%           | 17%           | 17%           | 18%           |
| 服务及其他                     | -4%           | 8%            | 8%            | 9%            | 8%            | 8%            | 8%            | 8%            |
| 销售及管理费用率                  | -37%          | -21%          | -19%          | -12%          | -15%          | -10%          | -9%           | -9%           |
| 研发费用率                     | -26%          | -16%          | -11%          | -6%           | -11%          | -7%           | -6%           | -5%           |
| <b>净利润 (百万元)</b>          | <b>-6,750</b> | <b>-4,995</b> | <b>-3,480</b> | <b>-177</b>   | <b>-2,619</b> | <b>-210</b>   | <b>489</b>    | <b>1,635</b>  |
| 净利润率                      | -57%          | -27%          | -17%          | -1%           | -10%          | -1%           | 1%            | 3%            |
| <b>Non-GAAP 净利润 (百万元)</b> | <b>-6,276</b> | <b>-4,125</b> | <b>-2,760</b> | <b>210</b>    | <b>-2,152</b> | <b>162</b>    | <b>827</b>    | <b>2,026</b>  |
| <b>Non-GAAP 净利润率</b>      | <b>-52%</b>   | <b>-22%</b>   | <b>-13%</b>   | <b>1%</b>     | <b>-8%</b>    | <b>0%</b>     | <b>2%</b>     | <b>5%</b>     |

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所预测

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com