

# 小马智行 (PONY. 0/2026. HK)

优于大市

## 一季度 Robotaxi 收入同比增长 395%，Robotaxi 规模化运营加速推进

### 核心观点

**2026Q1 公司实现营收 3425 万美元，同比增长 145%。**2026Q1，公司实现收入为 3425 万美元，同比增长 145.0%，环比增长 17.6%，净利润为-5041 万美元（2025Q1 为-4299 万美元，2025Q4 为 2343 万美元），调整后净利润为-4086 万美元（2025Q1 为-2945 万美元，2025Q4 为-4864 万美元）。**分业务来看**，1) 2026Q1，公司 Robotaxi 服务收入为 857.0 万美元，同比增长 395.4%，其中，乘客车费收入同比增加 456.5%，主要得益于第七代车队投入运营。此外，共建车队模式为公司带来增量收入。2026 年 5 月周均付费订单量较 1 月增长 119%。2) 2026Q1，Robotruck 服务收入 1019.5 万美元，同比增长 31.0%。3) 2026Q1，公司智能解决方案收入 1548.5 万美元，同比增加 246.5%，主要得益于低速无人配送、无人清扫车、物流及人形机器人市场 ADC 出货量增长。

**2026Q1，公司净利率同比+111pct，费用率下降。**2026Q1，公司毛利率/净利率 16.2%/-156.2%，分别同比 -0.3/+111pct，分别环比 +3.5/-415pct，公司费用率 186.6%，同比-231pct，环比-79.8pct。

**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**，公司的 Robotaxi 车队规模已突破 1,700 台。在中国，公司拓展至广州核心市区；在全球范围内，公司在克罗地亚与当地的合作伙伴一起启动 Robotaxi 的部署，标志著欧洲首个 Robotaxi 商业化服务的落地。公司将 2026 年自动驾驶出行服务收入目标由此前预计达到的 2025 年水平的 3 倍，上调至超过 3.5 倍，并将年底自动驾驶出租车车队规模目标由 3,000 台上调至超过 3,500 台。北京车展亮相升级版第七代 Robotaxi，公司计划于 2027 年中之前，将面向国内市场的整车 BOM 成本（包括自动驾驶套件及基础车辆）降至人民币 23 万元以下。2) **Robotruck 业务稳步增长**，干线长途运输业务持续推动第一季度自动驾驶卡车业务增长。公司计划于今年下半年推进第四代自动驾驶卡车量产，首批量产车辆已陆续下线。公司于 2026 年 4 月推出全无人驾驶轻型卡车，将自动驾驶能力延伸至轻型商用车领域。

**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。我们维持盈利预测，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1.39/2.41/5.69 亿美元，归母净利润分别为-2.15/-1.88/-1.14 亿美元，维持优于大市评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	75	90	139	241	569
(+/-%)	4.3%	20.0%	54.9%	72.6%	136.6%
归母净利润(百万元)	-274	-134	-215	-188	-114
(+/-%)	--	--	--	--	--
每股收益(元)	-0.63	-0.31	-0.50	-0.43	-0.26
EBIT Margin	-391.7%	-299.1%	-182.7%	-91.4%	-23.0%
净资产收益率 (ROE)	-28.8%	-8.1%	-14.9%	-15.1%	-10.1%
市盈率 (PE)	-111.7	-228.5	-142.6	-162.6	-267.4
EV/EBITDA	-15.1	-16.6	-18.7	-21.4	-39.4
市净率 (PB)	32.18	18.53	21.29	24.50	26.97

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

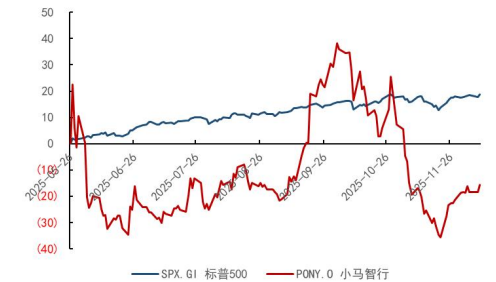
yangshan@guosen.com.cn

S0980523110001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	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. 0/2026. HK) - 单四季度 Robotaxi 收入同比增长 160%，Robotaxi 商业化运营加速推进》——2026-04-16
- 《小马智行 (PONY. 0) - 2025 年公司亏损净额约 0.69~0.86 亿美元，Robotaxi 商业化运营持续推进》——2026-02-09
- 《小马智行 (PONY. 0/2026. HK) - 单三季度收入同比增长 72%，Robotaxi 商业化运营持续推进》——2025-12-07
- 《小马智行 (PONY. 0) - 单二季度收入同比增长 76%，Robotaxi 规模化运营持续推进》——2025-09-08
- 《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

● 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

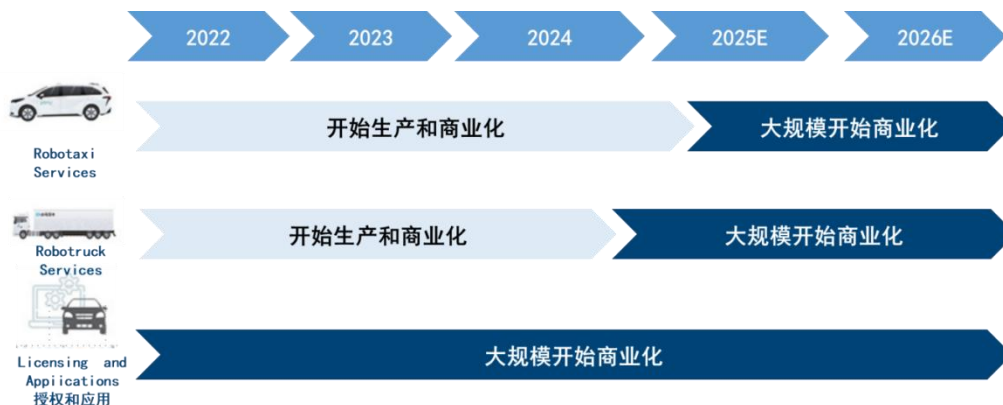
小马智行是自动驾驶出行大规模商业化领域的全球领先企业，主营业务包括 Robotaxi 自动驾驶出行服务、Robotruck 自动驾驶卡车服务和授权与应用三部分。

图1: 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2: 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

- **小马智行 2026Q1 Robotaxi 收入持续增长，车队规模不断扩大**
  - **自动驾驶出行服务收入增长：**2026Q1 自动驾驶出行服务收入同比增长 395.4%，其中乘客车费收入同比增长 456.5%。
  - **更新 2026 年增长目标：**公司将 2026 年自动驾驶出行服务收入目标由此前预计达到的 2025 年水平的 3 倍，上调至超过 3.5 倍，并将年底自动驾驶出租车车队规模目标由 3,000 台上调至超过 3,500 台。
  - **用户需求与订单量持续增长：**今年以来用户数与付费订单量逐月增长，展现出抵御行业季节性波动的韧性。值得一提的是，2026 年 5 月周均付费订单量较 1 月增长 119%，注册用户数增长至去年同期的三倍以上。
  - **国内外运营版图持续拓展：**公司的 Robotaxi 车队规模已突破 1,700 台。在中国，公司拓展至广州核心市区；在全球范围内，公司在克罗地亚与当地的合作伙伴一起启动 Robotaxi 的部署，标志着欧洲首个 Robotaxi 商业化服务的落地。
- **通过规模化车队部署、技术与运营能力及优质用户体验，加速 Robotaxi 服务商业化进程**
  - **收入增长与运营进展。**1) 今年以来，公司的 Robotaxi 业务在车队规模、用户数及付费订单量等关键商业化指标上逐月增长，展现出抵御出行需求季节性波动的韧性。2) 中国区注册用户数增长至去年同期的三倍以上。3) 2026 年 5 月周均付费订单量较 1 月增长 119%，反映出用户使用率及乘车频次增加。

图3：小马智行发布 2026Q1 财报

..... 需求井喷，订单暴增 .....

5月周均付费订单量

119%

较2026年1月增长

五一假期  
日均付费订单量

544%

较2025年五一假期增长

Robotaxi中国注册用户

增至去年同期

3倍以上

\*数据截至2026年5月

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

- **规模化车队部署与成本效益持续提升。**1) Robotaxi 车队规模已突破 1,700 台。

公司持续推进北汽集团、广汽集团及丰田三大平台第七代车型的部署，并上调年初设定的 3,000 台年底车队规模目标，预计年底将突破 3,500 台。2) 于北京车展亮相的升级版第七代 Robotaxi，进一步展现了公司的成本优化路径。公司计划于 2027 年中之前，将面向国内市场的整车 BOM 成本（包括自动驾驶套件（“ADK”）及基础车辆）降至人民币 23 万元以下，以支持未来的大规模部署。3) 在技术进步、规模扩张及运营效率优化的推动下，公司持续降低单车日均运营成本。

图4: 小马智行发布 2026Q1 财报

单位: 人民币

总营收	2.36亿元
同比增长	145.0% ↑
环比增长	17.6% ↑
Robotaxi业务收入	5912万元
同比增长	395.4% ↑
环比增长	28.7% ↑
乘客车费收入	
同比增长	456.5% ↑

资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图5: 小马智行发布 2026Q1 财报

单位: 人民币

成本向下, 规模向上	
Robotaxi车队规模	超1700辆
*数据截至2026年5月24日	
2026年Robotaxi车队规模目标上调至	超3500辆
2027版Robotaxi整车国内成本	低于23万元
*包含车辆、电池、套件等全部	

资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

• **通过双引擎战略及共建车队模式扩大运营覆盖。** 1) 在中国，公司持续拓展运营版图，进入广州核心城区（包括海珠区），覆盖范围延伸至广州塔及琶洲总部集聚区等高客流区域。2) 在全球范围内，公司在克罗地亚与当地的合作伙伴一起启动 Robotaxi 的部署，标志着欧洲首个 Robotaxi 商业化服务的落地。同时，公司也在迪拜推进全无人驾驶的部署。公司已在 9 个国家部署了 Robotaxi，并已于克罗地亚、卡塔尔、新加坡及韩国等四个海外市场开始向公众提供服务。3) 2026 年第一季度，公司与如祺出行、Verne 等合作伙伴推进的共建车队模式开始产生收入，进一步补充核心的自 Robotaxi 车费收入来源，并使车队部署的资金使用更具效率。4) 公司仍按计划于年底前将自动驾驶出租车运营版图拓展至全球超过 20 座城市，并依托双引擎战略及共建车队模式，在不同的监管及运营环境下推动业务落地。

图6: 小马智行“中国+海外”双引擎战略加速

## “中国+海外”双引擎战略加速

### 广州

开通海珠区Robotaxi服务  
覆盖广州塔和广交会展馆等地标



### 克罗地亚·萨格勒布

欧洲首个开通Robotaxi商业化服务



### 阿联酋·迪拜

开通无人化Robotaxi测试



Robotaxi业务覆盖

9个国家

Robotaxi公开载客

中国、克罗地亚  
卡塔尔、新加坡、韩国

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

• **持续强化运营与服务能力，构建可持续商业化核心优势。** 1) 公司在极端复杂场景下的运营能力，使 Robotaxi 得以服务高峰时段需求及高客流城市区域，支持更高频次的使用场景及日常出行需求。2) 尽管折后车费高于入门级网约车费用，公司 PonyPilot 移动应用程序上的用户需求依然保持强劲。3) 为支持可持续规模化发展，公司持续优化地勤运营（涵盖从充电效率到调度算法等环节），使车队保持良好运行状态，提升使用率、降低运营成本，并提供更平稳、更可靠的出行体验。

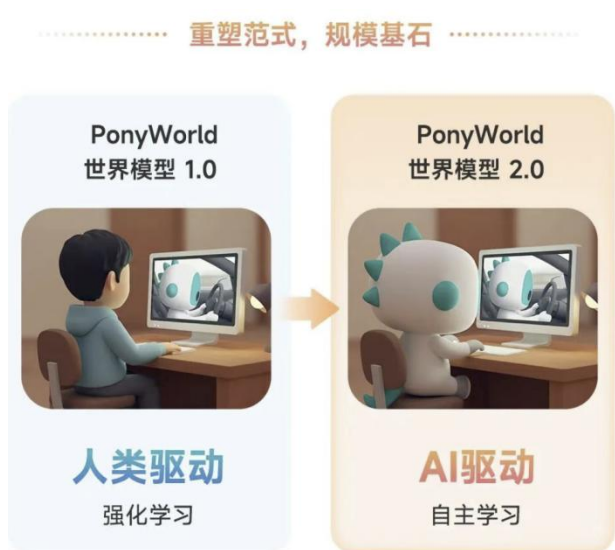
• **通过世界模型、故障可运行冗余设计及智能车队管理，强化规模化 L4 自动驾驶能力**

• **自我演进的世界模型。** 1) L4 全无人驾驶系统必须达到显著高于人类驾驶员的安全水平，才能支持大规模部署，这无法单纯依靠模仿人类驾驶行为或累积 L2 辅助驾驶数据实现。2) 随着虚拟司机能力持续提升，单纯依赖人工评估已不足以支撑模型迭代，后续优化将越来越依赖人工智能驱动的评估与自我迭代机制。3) 公司的世界模型用于大规模生成、验证及评估复杂的安全关键场景，并通过 AI

驱动的闭环体系，使虚拟司机持续学习、优化与演进。

- **故障可运行安全设计。**1) 公司的车辆采用多层冗余设计，以实现故障可运行能力，使系统即使部分软硬件组件失效，仍可保持运行。2) 公司的车辆可在无网络或 GPS 的情况下安全运行；即使出现软硬件故障，仍可持续安全行驶并自主选择合适位置靠边停车，不会在车道内停滞。
- **端到端车队管理能力。**1) 专职的安全治理团队将安全机制融入日常运营流程，防范营运风险于未然。2) 高标准运营保障及高效地面支援能力，使公司能够对突发情况作出快速且有序的响应。

图7: 小马智行世界模型



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图8: 小马智行多机制守护 L4 安全底线



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

- **Robotruck 业务稳步增长，并拓展至相邻自动驾驶应用机会**
- **Robotruck 在收入、运力及生态方面表现稳健。**1) 干线长途运输业务持续推动第一季度自动驾驶卡车业务增长。2) 公司计划于今年下半年推进第四代自动驾驶卡车量产，首批量产车辆已陆续下线。

图9: 小马智行第四代自动驾驶重卡下线



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

• 拓展至相邻自动驾驶应用机会。

1) 公司于 2026 年 4 月推出全无人驾驶轻型卡车, 基于与 Robotaxi 相同的安全架构及故障可运行冗余设计, 将自动驾驶能力延伸至轻型商用车领域。

图10: 小马智行发布全车规、全冗余无人轻卡





资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

2) 自动驾驶域控制器（“ADC”）第一季度出货量同比增长超五倍，主要由低速配送解决方案驱动，反映出公司的自动驾驶技术在相邻场景中更广泛的应用。

图11: 小马智行域控制器放量



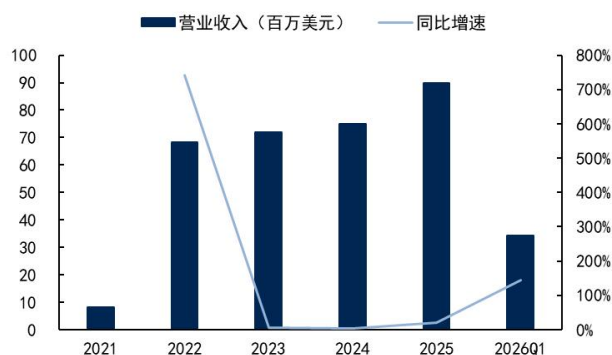
资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

**2026Q1 公司实现营收 3425 万美元，同比增长 145%。**2026Q1，公司实现收入为 3425 万美元，同比增长 145.0%，环比增长 17.6%，净利润为-5041 万美元（2025Q1 为 -4299 万美元，2025Q4 为 2343 万美元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为-4086 万美元（2025Q1 为-2945 万美元，2025Q4 为-4864 万美元）。2026Q1，公司收入同比增长 145.0%，该增加主要得益于自动驾驶出行服务和智能解决方案收入的增长。

**分业务来看，**1) 2026Q1，公司 Robotaxi 服务收入为 857.0 万美元，同比增长 395.4%，其中，乘客车费收入同比增加 456.5%，主要得益于第七代车队投入运营。此外，共建车队模式为公司带来增量收入。这一增长势头已延续至第二季度，2026 年 5 月周均付费订单量较 1 月增长 119%。公司的双引擎战略不断推动自动驾驶出行服务于国内外市场的收入增长。2) 2026Q1，公司 Robotruck 服务收入为 1019.5 万美元，同比增长 31.0%，该增长主要得益于自动驾驶卡车的运营规模扩张，伴随营收的增长，公司与中国外运的深化合作持续为车队运营优化提供支持。展望未来，公司将如期在 2026 年下半年实现第四代自动驾驶卡车的量产。3) 2026Q1，

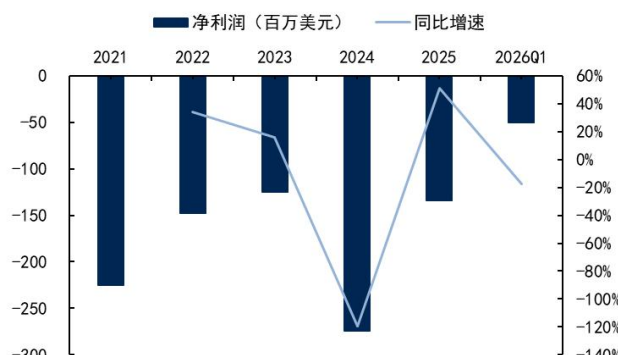
公司智能解决方案收入为 1548.5 万美元，同比增加 246.5%，该增加主要得益于低速无人配送、无人清扫车、物流及人形机器人市场的 ADC 出货量增长。

图12: 小马智行营业收入及同比增速



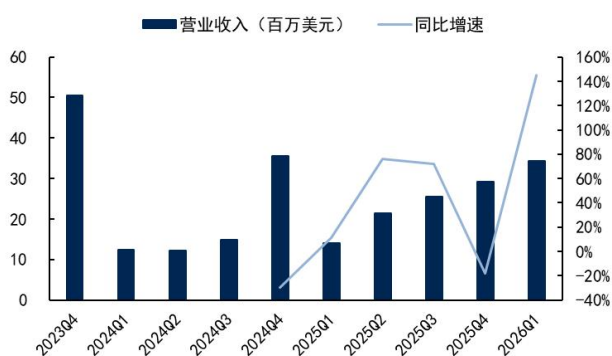
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 小马智行净利润及同比增速



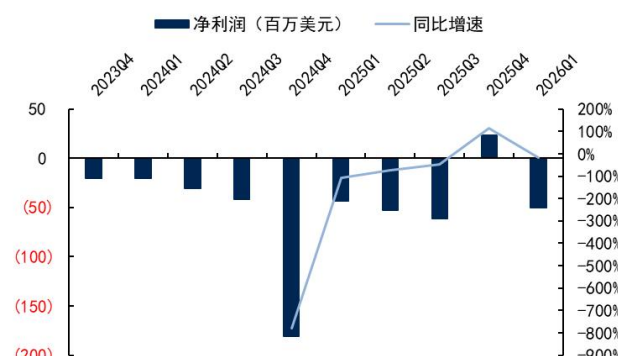
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 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15: 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

2026Q1, 公司净利率同比+111pct。2026Q1, 公司的毛利率/净利率分别为 16.2%/-156.2%, 分别同比变动-0.3/+111.1pct, 分别环比变动+3.5/-415.3pct。

图16: 小马智行毛利率与净利率

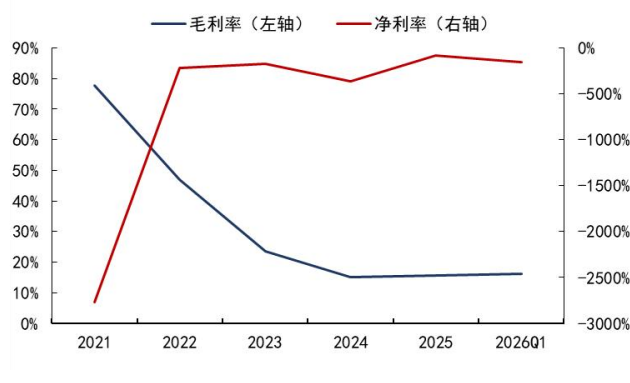
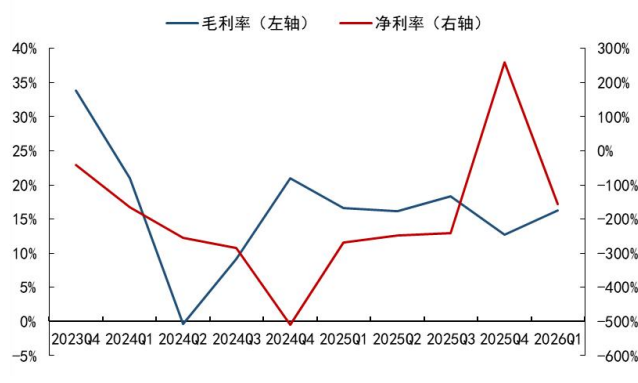


图17: 小马智行单季度毛利率与净利率

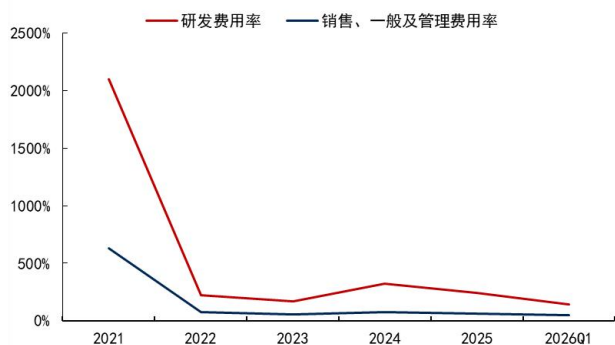


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

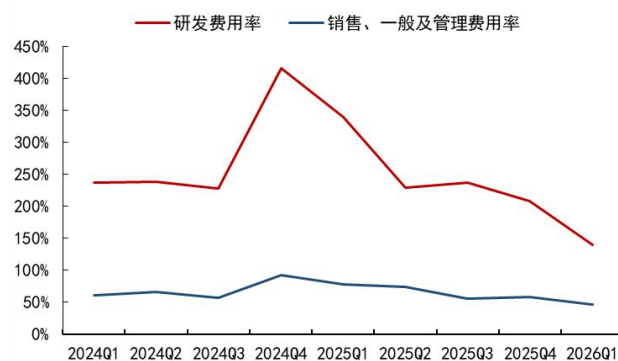
**2026Q1，公司费用率下降。**2026Q1，公司费用率为 186.6%，同比-230.9pct，环比-79.8pct，其中研发费用率、销售一般及管理费用率分别为 139.8%/46.8%，分别同比变动-199.9/-31.0pct，分别环比变动-68.0/-11.8pct。

图18：小马智行费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：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

**投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。**

全球无人驾驶领先企业，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 2026-2028 年营业收入分别为 1.39/2.41/5.69 亿美元，归母净利润分别为 -2.15/-1.88/-1.14 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	收入(亿元人民币)			PS		
			20260527	(亿元人民币)	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
TSLA.O	特斯拉	无评级	3192.3	119894.0	6874.3	7769.9	9130.6	17.44	15.43	13.13
AUR.O	AURORA	无评级	49.4	968.2	0.2	1.1	5.6	4451.93	890.39	173.45
XPEV.N	小鹏汽车	优于大市	119.3	1113.2	767.2	1000.2	1300.2	1.45	1.11	0.86
WRD.O	文远知行	优于大市	52.8	189.1	6.9	10.0	18.7	27.61	18.91	10.14
2498.HK	速腾聚创	优于大市	30.0	145.2	19.4	34.1	45.2	7.48	4.26	3.21
MBLY.O	Mobileye	无评级	73.7	869.9	137.30	140.56	151.66	6.34	6.19	5.74
HSAI.O	禾赛科技	优于大市	149.6	239.4	30.28	43.47	60.37	7.91	5.51	3.97
平均					1119.36	1285.62	1530.32	645.74	134.54	30.07
PONY.O/2026.HK	小马智行	优于大市	70.6	305.8	6.5	10.1	17.4	46.87	30.26	17.53

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测（注：1、特斯拉、AURORA、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)					利润表(百万元)						
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	536	296	300	831	676	营业收入	75	90	139	241	569
应收款项	90	83	115	198	468	营业成本	64	76	112	176	387
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	2	3	5	12	销售费用	57	58	58	58	64
<b>流动资产合计</b>	<b>835</b>	<b>1251</b>	<b>1288</b>	<b>1034</b>	<b>1156</b>	管理费用	249	226	224	226	249
固定资产	17	60	59	62	65	财务费用	5	56	(1)	(5)	(11)
无形资产及其他	13	15	12	9	7	投资收益	0	0	44	30	0
投资性房地产	2	7	7	7	7	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	184	480	480	480	480	其他收入	18	121	11	11	11
<b>资产总计</b>	<b>1051</b>	<b>1813</b>	<b>1846</b>	<b>1593</b>	<b>1715</b>	营业利润	(281)	(205)	(199)	(174)	(108)
短期借款及交易性金融负债	0	0	157	1	1	营业外净收支	6	128	3	6	6
应付款项	67	25	86	138	312	<b>利润总额</b>	<b>(275)</b>	<b>(77)</b>	<b>(196)</b>	<b>(168)</b>	<b>(102)</b>
其他流动负债	4	67	73	86	131	所得税费用	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>71</b>	<b>91</b>	<b>316</b>	<b>225</b>	<b>444</b>	少数股东损益	(1)	57	19	20	12
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(274)</b>	<b>(134)</b>	<b>(215)</b>	<b>(188)</b>	<b>(114)</b>
其他长期负债	11	12	17	22	27						
<b>长期负债合计</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>27 现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>82</b>	<b>104</b>	<b>333</b>	<b>247</b>	<b>471</b>	净利润	(274)	(134)	(215)	(188)	(114)
少数股东权益	18	57	75	96	108	资产减值准备	0	0	4	(0)	(0)
股东权益	951	1652	1438	1249	1135	折旧摊销	8	8	11	11	11
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1051</b>	<b>1813</b>	<b>1846</b>	<b>1593</b>	<b>1715</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	5	56	(1)	(5)	(11)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	23	21	44	(15)	(53)
每股收益	(0.63)	(0.31)	(0.50)	(0.43)	(0.26)	其它	(1)	57	15	21	12
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>(244)</b>	<b>(47)</b>	<b>(141)</b>	<b>(172)</b>	<b>(144)</b>
每股净资产	2.19	3.81	3.32	2.88	2.62	资本开支	0	(43)	(11)	(11)	(11)
ROIC	-40%	-26%	-33%	-66%	-35%	其它投资现金流	(45)	(661)	0	870	0
ROE	-29%	-8%	-15%	-15%	-10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(177)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(11)</b>	<b>859</b>	<b>(11)</b>
毛利率	15%	16%	20%	27%	32%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-392%	-299%	-183%	-91%	-23%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-381%	-290%	-175%	-87%	-21%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	4%	20%	55%	73%	137%	其它融资现金流	531	807	157	(156)	0
净利润增长率	--	--	--	--	--	<b>融资活动现金流</b>	<b>531</b>	<b>807</b>	<b>157</b>	<b>(156)</b>	<b>0</b>
资产负债率	9%	9%	22%	22%	34%	<b>现金净变动</b>	<b>110</b>	<b>(240)</b>	<b>4</b>	<b>531</b>	<b>(155)</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	426	536	296	300	831
P/E	(111.7)	(228.5)	(142.6)	(162.6)	(267.4)	货币资金的期末余额	536	296	300	831	676
P/B	32.2	18.5	21.3	24.5	27.0	企业自由现金流	0	(283)	(211)	(235)	(184)
EV/EBITDA	(15)	(17)	(19)	(21)	(39)	权益自由现金流	0	468	(53)	(386)	(172)

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