

## 汽车行业：23 年数据点评系列二十

### 乘用车：8 月终端销量环比表现符合正常季节性

#### 核心观点：

- 截至 23 年 8 月底年化后的乘用车需求修复至全年小幅正增长，符合我们年度策略报告中“需求易上难下”的判断。根据交强险，23 年 8 月国内乘用车交强险销量（不含进口，下同）为 187.5 万辆，同比+2.5%，环比+7.9%。历史上无政策刺激的年份（06-07、12-14 年）、政策退出年份（11 年、18 年）乘用车 8 月终端销量环比增速均值分别为+2.9%、+6.6%，乘用车 8 月终端销量环比表现基本符合正常季节性。从累计销量来看，23 年 M1-M8 乘用车交强险累计销量为 1291.0 万，累计同比增速为+3.6%。参考历史上同样有政策退出的 11 年、18 年其 M1-M8 累计销量占全年比例分别为 62.4%、63.2%，以此为参考计算得到 23 年年化销量同比增速分别为+3.8%、+2.5%。从周度交强险数据来看，9 月 1-2 周交强险累计销量年度同比增速表现不错。根据历史上乘用车行业的正常季节性规律和去年同期基数往后去展望，我们维持 23 年 9-11 月的交强险销量同比增速或表现亮眼的观点。
- 8 月乘用车行业库存增加 1.0 万辆。根据中汽协和交强险数据，截至 23 年 8 月底乘用车行业库存为 413.1 万辆，行业动态库销比（绝对库存/近 12 个月平均终端销量）约为 2.4，相比 23 年 3 月去化 0.3 个月。从乘用车行业加库存能力角度来看，23 年 M1-M8 乘用车行业库存累计增加 5.0 万辆（22 年同期行业库存累计增加 65.3 万辆）。分动力类型来看，21 年以来新能源乘用车渠道库存累计增长 98.7 万辆。考虑到新能源车终端销量的上行趋势，当前新能源乘用车渠道库存整体处于相对正常的位置。
- 新能源拉动中国品牌份额继续提升。根据交强险数据，8 月新能源乘用车交强险销量 67.8 万辆，同比+41.6%，环比+11.5%。新能源乘用车 8 月批发口径、交强险口径渗透率分别为 35.5/36.2%，同比分别+5.6/+10.0pct。其中纯电动和插电式混合动力交强险销量分别为 48.4/19.2 万辆，同比分别+31.3/+73.6%。根据交强险，23 年 M1-M8 中国品牌乘用车终端份额为 49.8%，较 22 年全年增加 3.8pct，新能源拉动中国品牌份额提升 15.6%，拉动力度较 22 年全年增加 2.1pct。
- 投资建议：结合行业的需求周期以及企业所处的库存周期及转型周期位置，整车我们推荐：吉利汽车、长安汽车、长城汽车（H/A）、广汽集团（H/A）、上汽集团。零部件我们推荐：银轮股份、耐世特、郑煤机（A/H）、华域汽车、旭升股份、爱柯迪、伯特利、敏实集团、拓普集团、科博达、福耀玻璃（A/H）；建议关注富奥股份。
- 风险提示：行业景气度下降；核心零部件供给受限；行业竞争加剧。

#### 行业评级

买入

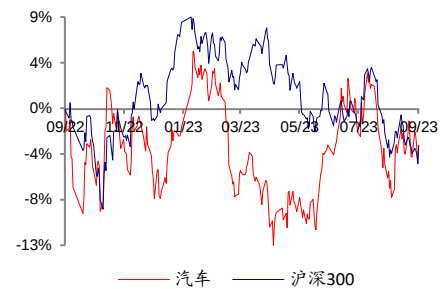
前次评级

买入

报告日期

2023-09-22

#### 相对市场表现



分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010



021-38003686



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

分析师：

周伟



SAC 执证号：S0260522090001



021-38003684



gfzhwei@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、周伟并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

汽车行业：23 年数据点评系列二十 2023-08-23

乘用车：23 年 9-11

月的交强险销量同比增速值

得期待

## 重点公司估值和财务分析表

| 股票简称 | 股票代码      | 货币  | 最新<br>收盘价 | 最近<br>报告日期 | 评级 | 合理价值<br>(元/股) | EPS(元) |       | PE(x) |       | EV/EBITDA(x) |       | ROE(%) |       |
|------|-----------|-----|-----------|------------|----|---------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
|      |           |     |           |            |    |               | 2023E  | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E        | 2024E | 2023E  | 2024E |
| 吉利汽车 | 00175.HK  | HKD | 9.52      | 2023/08/24 | 买入 | 15.51         | 0.62   | 0.89  | 15.35 | 10.70 | 4.25         | 3.21  | 7.70   | 9.90  |
| 长城汽车 | 601633.SH | CNY | 26.43     | 2023/08/31 | 买入 | 37.49         | 0.71   | 1.07  | 37.23 | 24.70 | 17.78        | 12.80 | 8.30   | 11.10 |
| 长城汽车 | 02333.HK  | HKD | 9.61      | 2023/8/31  | 买入 | 18.34         | 0.71   | 1.07  | 12.20 | 8.10  | 17.10        | 12.32 | 8.30   | 11.10 |
| 长安汽车 | 000625.SZ | CNY | 12.93     | 2023/05/15 | 买入 | 16.98         | 1.07   | 0.96  | 12.08 | 13.47 | -            | -     | 14.50  | 11.50 |
| 上汽集团 | 600104.SH | CNY | 15.06     | 2023/02/17 | 买入 | 23.98         | 1.70   | 1.82  | 8.86  | 8.27  | 6.60         | 6.25  | 7.20   | 7.80  |
| 广汽集团 | 02238.HK  | HKD | 3.90      | 2023/2/26  | 买入 | 11.67         | 1.3    | 1.63  | 2.79  | 2.23  | 23.58        | 20.57 | 11.46  | 12.45 |
| 广汽集团 | 601238.SH | CNY | 10.05     | 2023/02/26 | 买入 | 20.30         | 1.30   | 1.63  | 7.73  | 6.17  | 22.54        | 19.66 | 11.46  | 12.45 |
| 银轮股份 | 002126.SZ | CNY | 18.20     | 2023/08/31 | 买入 | 26.75         | 0.74   | 1.07  | 24.59 | 17.01 | 12.56        | 9.56  | 10.80  | 12.80 |
| 耐世特  | 01316.HK  | HKD | 4.52      | 2023/08/20 | 买入 | 8.08          | 0.37   | 0.47  | 11.36 | 8.97  | 4.52         | 4.04  | 6.30   | 7.40  |
| 郑煤机  | 601717.SH | CNY | 12.75     | 2023/09/05 | 买入 | 26.40         | 1.76   | 2.18  | 7.24  | 5.85  | 4.92         | 4.18  | 14.70  | 15.20 |
| 郑煤机  | 00564.HK  | HKD | 7.35      | 2023/9/5   | 买入 | 22.80         | 1.76   | 2.18  | 3.85  | 3.11  | 6.43         | 5.47  | 14.70  | 15.20 |
| 华域汽车 | 600741.SH | CNY | 18.66     | 2023/08/31 | 买入 | 32.54         | 2.41   | 2.65  | 7.74  | 7.04  | 4.14         | 4.09  | 13.10  | 13.30 |
| 中国汽研 | 601965.SH | CNY | 20.06     | 2023/08/27 | 买入 | 26.86         | 0.79   | 0.90  | 25.39 | 22.29 | 17.25        | 15.48 | 11.80  | 11.90 |
| 爱柯迪  | 600933.SH | CNY | 23.90     | 2023/08/29 | 买入 | 28.21         | 0.91   | 1.13  | 26.26 | 21.15 | 16.32        | 13.45 | 12.90  | 13.50 |
| 伯特利  | 603596.SH | CNY | 77.30     | 2023/08/29 | 买入 | 93.31         | 2.33   | 3.02  | 33.18 | 25.60 | 24.28        | 17.96 | 19.10  | 19.80 |
| 敏实集团 | 00425.HK  | HKD | 20.65     | 2023/08/25 | 买入 | 48.56         | 1.69   | 2.11  | 12.22 | 9.79  | 6.90         | 5.90  | 10.40  | 11.50 |
| 旭升集团 | 603305.SH | CNY | 23.43     | 2023/04/28 | 买入 | 31.59         | 1.05   | 1.44  | 22.31 | 16.27 | 14.28        | 10.54 | 15.10  | 17.10 |
| 拓普集团 | 601689.SH | CNY | 72.36     | 2023/08/29 | 买入 | 81.12         | 2.03   | 2.70  | 35.65 | 26.80 | 21.96        | 16.89 | 13.40  | 13.30 |
| 科博达  | 603786.SH | CNY | 72.20     | 2023/08/21 | 买入 | 89.60         | 1.59   | 2.08  | 45.41 | 34.71 | 40.68        | 32.09 | 13.30  | 14.60 |
| 福耀玻璃 | 600660.SH | CNY | 38.41     | 2023/08/20 | 买入 | 46.94         | 2.19   | 2.47  | 17.54 | 15.55 | 12.32        | 10.45 | 16.50  | 15.70 |
| 福耀玻璃 | 03606.HK  | HKD | 37.25     | 2023/8/20  | 买入 | 48.11         | 2.19   | 2.47  | 15.84 | 14.05 | 13.47        | 11.67 | 16.50  | 15.70 |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算，港股收盘价及合理价值单位为港币，EPS 单位为人民币

## 目录索引

|                                                                 |    |
|-----------------------------------------------------------------|----|
| 一、乘用车 8 月终端环比表现基本符合正常季节性，预计 23 年 9-11 月乘用车终端销量<br>同比增速表现亮眼..... | 6  |
| 二、继续关注新能源乘用车在 10-20 万区间内的渗透率提升趋势 .....                          | 15 |
| 三、重点结构/车型跟踪 .....                                               | 24 |
| 四、投资建议.....                                                     | 28 |
| 五、风险提示 .....                                                    | 28 |

## 图表索引

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图 1: 乘用车终端销量 (万辆) 及同比增速 .....               | 6  |
| 图 2: 乘用车年度累计终端销量 (万辆) 及累计同比增速 .....         | 7  |
| 图 3: 乘用车 23 年以来周度交强险销量 (万辆) .....           | 8  |
| 图 4: 狭义乘用车行业库存情况 (万辆) .....                 | 9  |
| 图 5: 乘用车渠道库存变化 (万辆) .....                   | 10 |
| 图 6: 乘用车行业库存动态库销比 .....                     | 10 |
| 图 7: 乘用车出口月度销量 (万辆) 和同比增速 .....             | 11 |
| 图 8: 乘用车出口年度累计销量 (万辆) 和同比增速 .....           | 11 |
| 图 9: 乘用车月度批发销量 (万辆) 和同比增速 .....             | 11 |
| 图 10: 乘用车年度累计批发销量 (万辆) 和同比增速 .....          | 11 |
| 图 11: 乘用车交强险分国别月度市场份额 .....                 | 12 |
| 图 12: 中国品牌年度份额变化情况 .....                    | 12 |
| 图 13: 新能源对中国品牌份额拉动力度变化情况 .....              | 13 |
| 图 14: 新能源市场分系列市场份额 .....                    | 13 |
| 图 15: 新能源乘用车交强险销量 (万辆) 和同比增速 .....          | 15 |
| 图 16: 新能源乘用车交强险累计销量 (万辆) 和同比 .....          | 15 |
| 图 17: 新能源乘用车终端销量分车型 (辆) 及同比增速 .....         | 15 |
| 图 18: 新能源乘用车批发和终端口径月度渗透率 .....              | 16 |
| 图 19: 新能源乘用车批发和终端口径年度累计渗透率 .....            | 16 |
| 图 20: 新能源乘用车分动力类型渗透率 .....                  | 17 |
| 图 21: 新能源乘用车渠道库存 21 年以来累计变化情况 (万辆) .....    | 17 |
| 图 22: 新能源乘用车动态库销比变化情况 .....                 | 18 |
| 图 23: 新能源乘用车月度出口销量 (万辆) 和同比增速 .....         | 18 |
| 图 24: 新能源乘用车年度累计出口 (万辆) 和同比增速 .....         | 18 |
| 图 25: 新能源乘用车月度批发销量 (万辆) 和同比增速 .....         | 18 |
| 图 26: 新能源乘用车年度累计批发销量 (万辆) 和同比 .....         | 18 |
| 图 27: 新能源乘用车分价格区间月度渗透率 .....                | 19 |
| 图 28: 新能源乘用车分价格区间季度渗透率 .....                | 19 |
| 图 29: 新能源乘用车分系列月度渗透率 .....                  | 20 |
| 图 30: 新能源乘用车分系列季度渗透率 .....                  | 20 |
| 图 31: 吉利汽车、长城汽车、长安汽车月度新能源乘用车渗透率 .....       | 21 |
| 图 32: 吉利、长城、长安季度新能源乘用车渗透率 .....             | 21 |
| 图 33: 新能源乘用车分区域月度渗透率 .....                  | 22 |
| 图 34: 新能源乘用车分区域季度渗透率 .....                  | 22 |
| 图 35: 新能源乘用车分线城市渗透率月度变化情况 .....             | 23 |
| 图 36: 主流乘用车企业 23 年 8 月终端实销 (万辆) 及同比增速 ..... | 24 |
| 图 37: 国产特斯拉及造车新势力终端销量 (辆) .....             | 24 |
| 图 38: 主流自主高端品牌终端销量 (辆) .....                | 25 |
| 图 39: 奥迪、奔驰、宝马终端销量 (辆) .....                | 25 |

图 40: 比亚迪 PHEV 车型终端销量 (辆) .....26

图 41: 中国品牌核心关注的 PHEV 车型销量 (辆) .....26

表 1: 参考历史上不同年份季节性规律将 23 年乘用车销量年化后的同比增速表现  
情况.....7

表 2: 06-22 年乘用车月度交强险销量占比 (%) .....8

表 3: 主流乘用车企业终端实销份额变化情况.....14

表 4: 分省份乘用车终端实销 (万辆) .....27

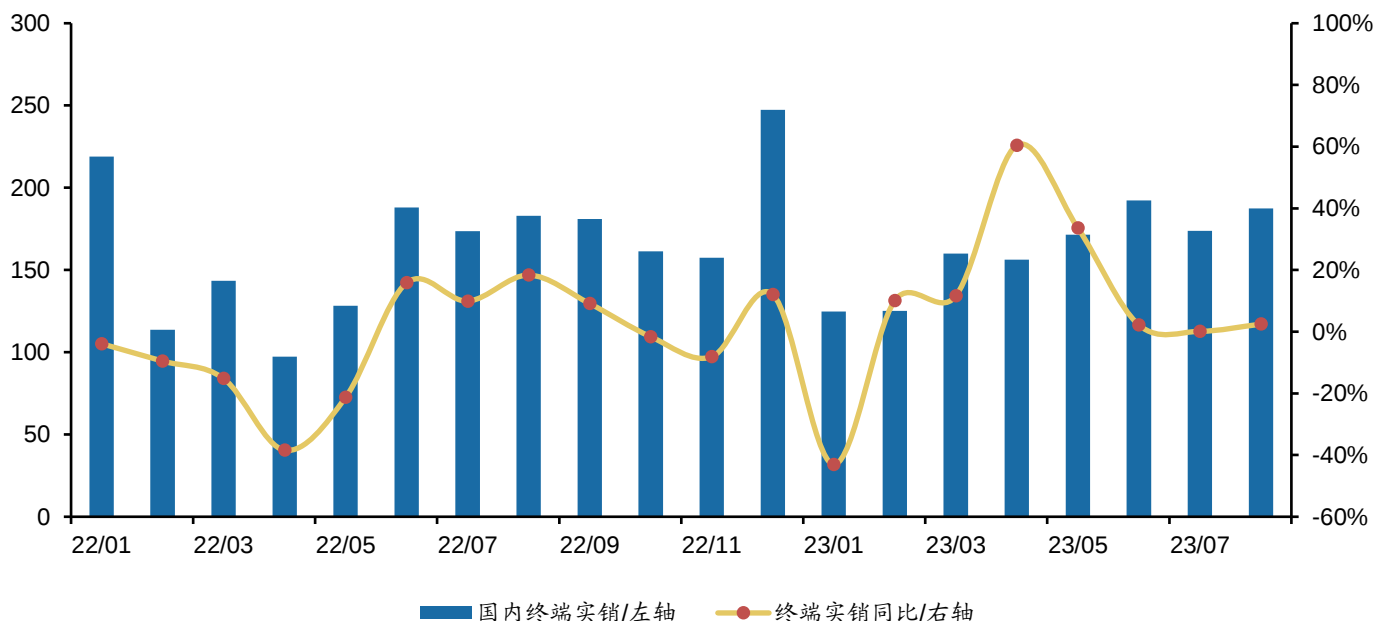
## 一、乘用车 8 月终端环比表现基本符合正常季节性，预计 23 年 9-11 月乘用车终端销量同比增速表现亮眼

根据交强险，23年8月国内乘用车交强险销量（不含进口，下同）为187.5万辆，同比+2.5%，环比+7.9%。历史上无政策刺激的年份（06-07、12-14年）、政策退出年份（11年、18年）乘用车8月终端销量环比增速均值分别为+2.9%、+6.6%，乘用车8月终端环比表现基本符合正常季节性。在22年同期购置税优惠政策刺激下的较高基数下，乘用车交强险同比增速实现了正增长，乘用车需求继续呈现持续修复的特征。

从累计销量来看，23年M1-M8乘用车交强险累计销量为1291.0万，累计同比增速为+3.6%。参考历史上同样有政策退出的11年、18年其M1-M8累计销量占全年比例分别为62.4%、63.2%，以此为参考计算得到23年年化销量同比增速分别为+3.8%、+2.5%。

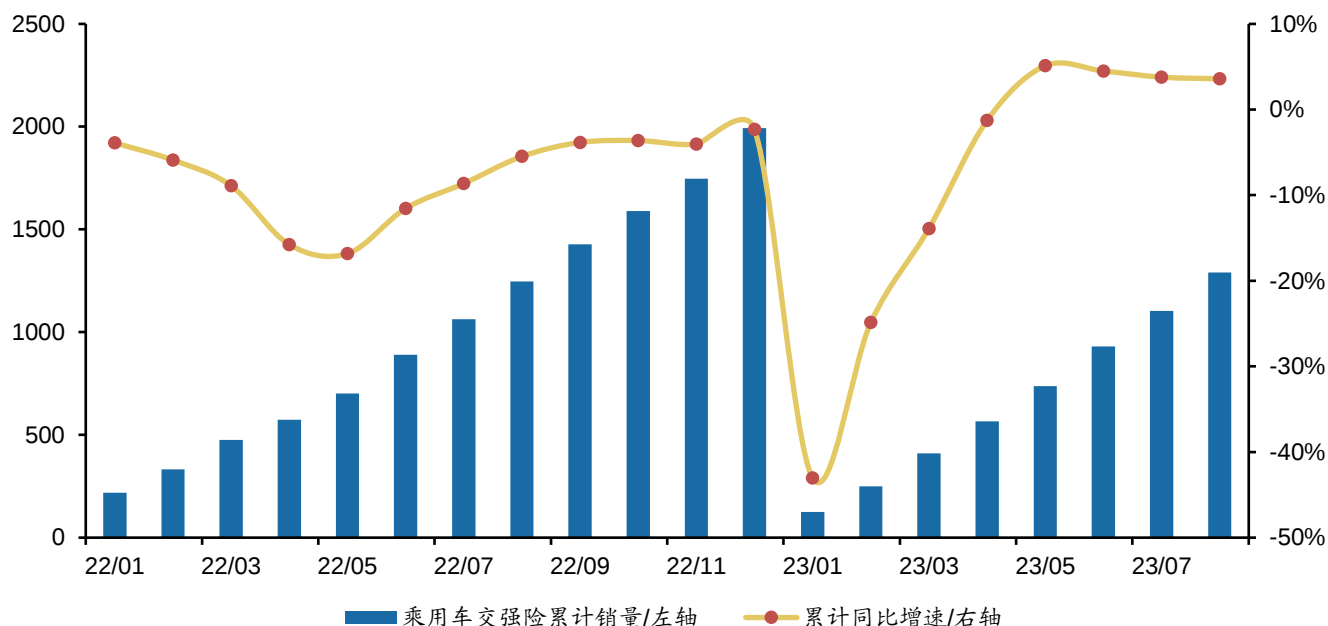
需求回补是拉动乘用车5月以来终端销量上行的核心原因。（1）整体来看，23年1月至今乘用车终端需求呈现逐月修复的特征；（2）若参考有政策退出的11年和18年的季节性占比，截至23年4月底和6月底乘用车年化后的销量分别修复至22年销量中枢的90%和100%左右；（3）截至23年8月对应的年化销量同比增速为小幅正增长。乘用车终端需求回补主要由于前期“价格战”影响下的消费者从“买涨不买跌”的观望情绪逐步转为实际购买。

图1：乘用车终端销量（万辆）及同比增速



数据来源：交强险，广发证券发展研究中心

图2: 乘用车年度累计终端销量(万辆)及累计同比增速



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

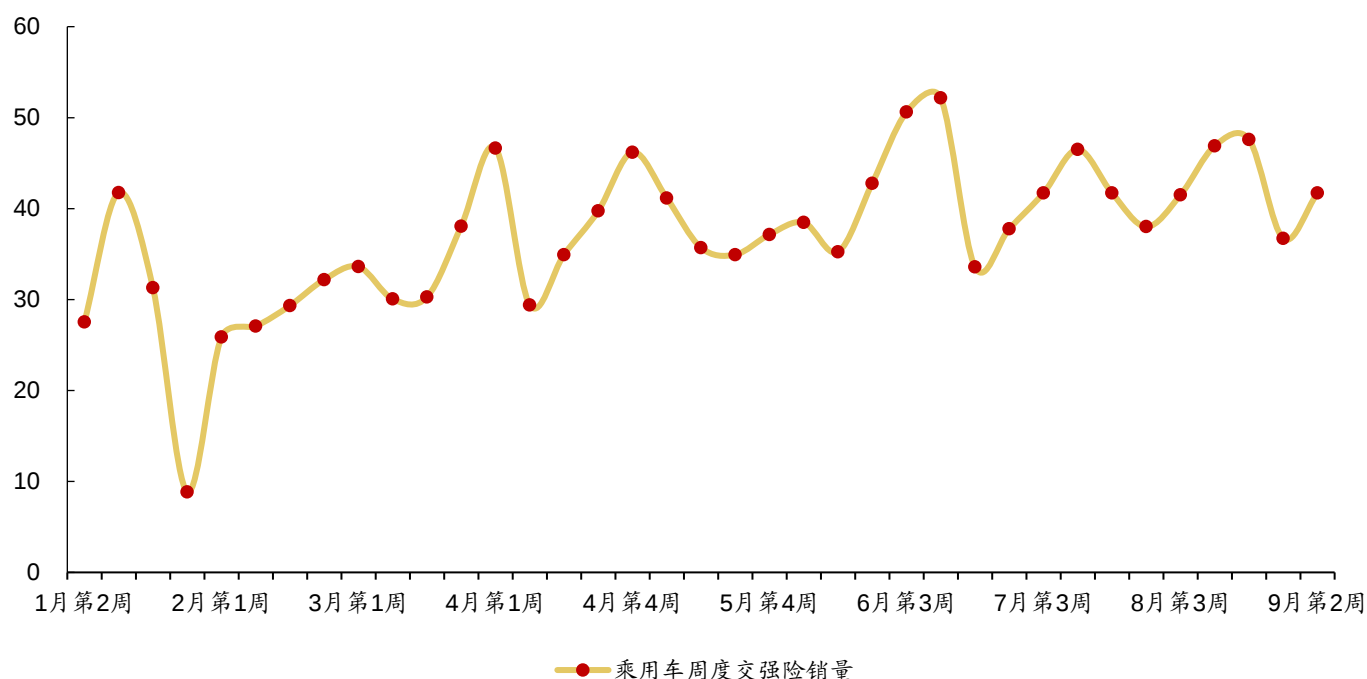
表1: 参考历史上不同年份季节性规律将23年乘用车销量年化后的同比增速表现情况

|      | 1-2月累计 | 1-3月累计 | 1-4月累计 | 1-5月累计 | 1-6月累计 | 1-7月累计 | 1-8月累计 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2006 | -23.0% | -19.0% | -18.4% | -12.1% | -7.0%  | -3.0%  | -0.5%  |
| 2007 | -30.3% | -20.7% | -19.6% | -13.1% | -7.0%  | -4.9%  | -2.8%  |
| 2008 | -36.0% | -28.1% | -25.1% | -20.2% | -15.2% | -11.3% | -6.5%  |
| 2009 | -11.2% | -4.0%  | -2.3%  | 2.2%   | 5.8%   | 6.1%   | 8.1%   |
| 2010 | -11.3% | -4.7%  | -4.2%  | -0.2%  | 6.3%   | 8.1%   | 9.2%   |
| 2011 | -17.9% | -13.4% | -9.1%  | -5.4%  | 0.6%   | 3.0%   | 3.8%   |
| 2012 | -28.2% | -18.9% | -11.8% | -8.8%  | -1.7%  | 0.2%   | 1.6%   |
| 2013 | -33.7% | -20.7% | -14.8% | -11.2% | -3.3%  | -1.4%  | 1.2%   |
| 2014 | -33.0% | -20.6% | -16.0% | -12.0% | -4.9%  | -2.8%  | 1.1%   |
| 2015 | -32.9% | -18.8% | -12.6% | -6.9%  | 0.9%   | 3.9%   | 6.8%   |
| 2016 | -21.2% | -10.5% | -3.8%  | 0.7%   | 7.5%   | 9.5%   | 10.6%  |
| 2017 | -2.7%  | 2.5%   | 5.6%   | 7.8%   | 12.3%  | 12.7%  | 12.3%  |
| 2018 | -27.1% | -17.2% | -11.7% | -7.8%  | -1.2%  | 0.8%   | 2.5%   |
| 2019 | -27.5% | -16.1% | -10.3% | -6.8%  | -6.7%  | -2.3%  | 1.6%   |

数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

预计23年9-11月的乘用车终端销量同比增速表现亮眼。从周度交强险数据来看，9月第2周乘用车交强险销量为41.7万，同比+9.9%。从累计数据来看，9月1-2周乘用车交强险销量为78.4万，累计同比+8.6%。往后展望，我们维持23年9-11月的交强险销量同比增速表现亮眼的观点。

图3：乘用车23年以来周度交强险销量（万辆）



数据来源：交强险，广发证券发展研究中心

表2：06-22年乘用车月度交强险销量占比（%）

| 月度终端销量全年占比 | 1月    | 2月   | 3月   | 4月   | 5月   | 6月    | 7月   | 8月   | 9月    | 10月  | 11月   | 12月   |
|------------|-------|------|------|------|------|-------|------|------|-------|------|-------|-------|
| 2006       | 10.4% | 5.9% | 9.1% | 9.4% | 7.3% | 8.0%  | 6.9% | 8.0% | 9.3%  | 7.4% | 8.9%  | 9.4%  |
| 2007       | 10.6% | 7.4% | 7.9% | 9.4% | 7.3% | 7.6%  | 8.0% | 8.4% | 9.1%  | 7.5% | 8.5%  | 8.3%  |
| 2008       | 13.0% | 6.6% | 9.0% | 9.3% | 8.5% | 8.6%  | 7.5% | 6.9% | 7.6%  | 8.5% | 6.9%  | 7.7%  |
| 2009       | 7.1%  | 7.0% | 7.3% | 7.6% | 7.1% | 7.9%  | 8.1% | 7.7% | 9.7%  | 8.0% | 9.4%  | 13.0% |
| 2010       | 8.5%  | 5.6% | 7.5% | 8.1% | 7.4% | 6.8%  | 7.3% | 8.1% | 9.0%  | 8.2% | 10.0% | 13.5% |
| 2011       | 10.5% | 4.8% | 8.5% | 7.5% | 7.9% | 7.2%  | 7.4% | 8.6% | 11.3% | 7.2% | 9.0%  | 10.2% |
| 2012       | 9.7%  | 7.7% | 7.9% | 6.8% | 8.4% | 6.9%  | 7.8% | 8.5% | 9.0%  | 8.5% | 9.3%  | 9.4%  |
| 2013       | 13.0% | 5.9% | 7.0% | 7.4% | 8.3% | 6.5%  | 8.0% | 7.8% | 9.1%  | 8.6% | 9.0%  | 9.3%  |
| 2014       | 13.1% | 5.6% | 7.2% | 7.9% | 8.2% | 7.0%  | 7.9% | 7.1% | 9.6%  | 8.6% | 8.3%  | 9.5%  |
| 2015       | 10.9% | 7.8% | 6.7% | 7.1% | 7.3% | 6.5%  | 7.1% | 7.3% | 8.5%  | 8.8% | 9.2%  | 12.9% |
| 2016       | 10.7% | 5.2% | 7.1% | 6.6% | 7.2% | 6.7%  | 7.1% | 8.0% | 9.0%  | 8.5% | 9.9%  | 13.9% |
| 2017       | 8.1%  | 4.8% | 7.2% | 6.8% | 7.4% | 7.2%  | 7.6% | 8.6% | 9.3%  | 9.0% | 10.2% | 13.8% |
| 2018       | 9.9%  | 7.3% | 7.7% | 7.3% | 8.0% | 7.0%  | 7.8% | 8.2% | 8.5%  | 8.3% | 8.4%  | 11.6% |
| 2019       | 12.9% | 4.4% | 7.2% | 7.1% | 8.0% | 10.2% | 6.7% | 7.1% | 8.2%  | 8.1% | 8.5%  | 11.5% |

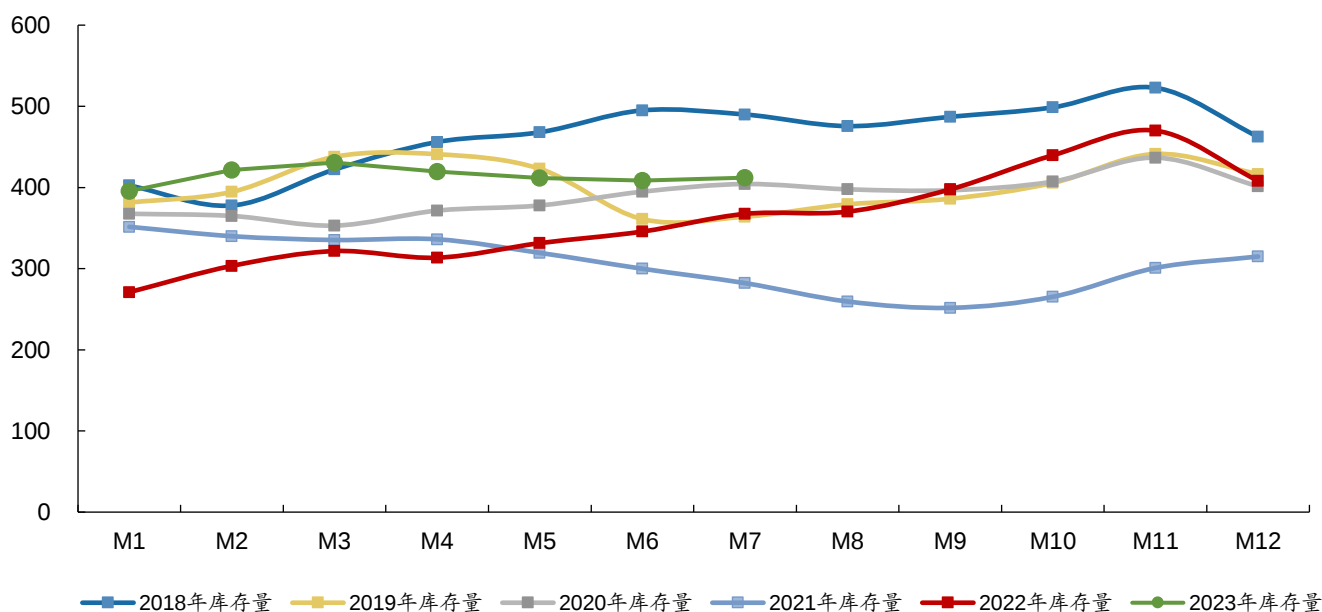
|          |       |      |      |      |      |      |      |      |       |      |       |       |
|----------|-------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|-------|
| 2020     | 9.7%  | 1.0% | 5.3% | 7.0% | 7.9% | 8.3% | 8.3% | 8.8% | 10.1% | 9.9% | 10.2% | 13.5% |
| 2021     | 11.2% | 6.2% | 8.3% | 7.8% | 8.0% | 8.0% | 7.7% | 7.5% | 8.1%  | 8.0% | 8.4%  | 10.8% |
| 2022     | 11.0% | 5.7% | 7.2% | 4.9% | 6.4% | 9.4% | 8.7% | 9.2% | 9.1%  | 8.1% | 7.9%  | 12.4% |
| 正常年份均值   | 11.4% | 6.5% | 7.8% | 8.2% | 7.9% | 7.2% | 7.7% | 8.0% | 9.2%  | 8.1% | 8.8%  | 9.2%  |
| 政策刺激完整年份 | 9.1%  | 6.1% | 7.1% | 7.2% | 7.3% | 7.0% | 7.5% | 7.9% | 9.1%  | 8.5% | 9.7%  | 13.4% |
| 政策延续年份均值 | 8.3%  | 5.2% | 7.3% | 7.4% | 7.4% | 7.0% | 7.5% | 8.3% | 9.2%  | 8.6% | 10.1% | 13.6% |
| 政策退出年份均值 | 9.9%  | 7.3% | 7.7% | 7.3% | 8.0% | 7.0% | 7.8% | 8.2% | 8.5%  | 8.3% | 8.4%  | 11.6% |

数据来源：交强险，广发证券发展研究中心

**8月乘用车行业库存增加1.0万辆。**根据中汽协、交强险数据，截至23年8月底乘用车行业库存为413.1万辆，其中8月乘用车行业库存增加1.0万辆；中汽协口径下8月乘用车厂家库存和渠道库存分别增加0.2万辆和5.0万辆。

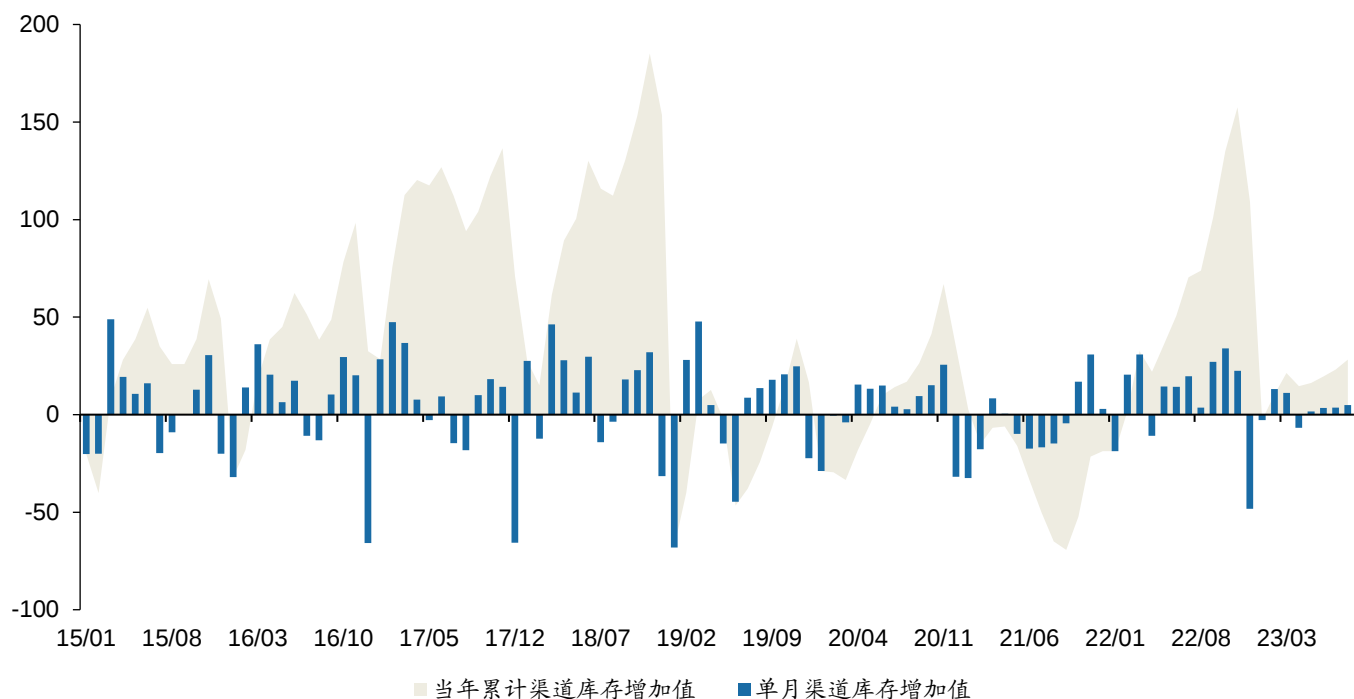
从乘用车行业加库存能力角度来看，23年M1-M8乘用车行业库存累计增加5.0万辆（22年同期行业库存累计增加65.3万辆）。从动态库销比（绝对库存/近12个月平均终端销量）来看，截至23年8月底乘用车行业动态库销比约为2.4，相比23年3月已去化0.3个月。

图4：狭义乘用车行业库存情况（万辆）



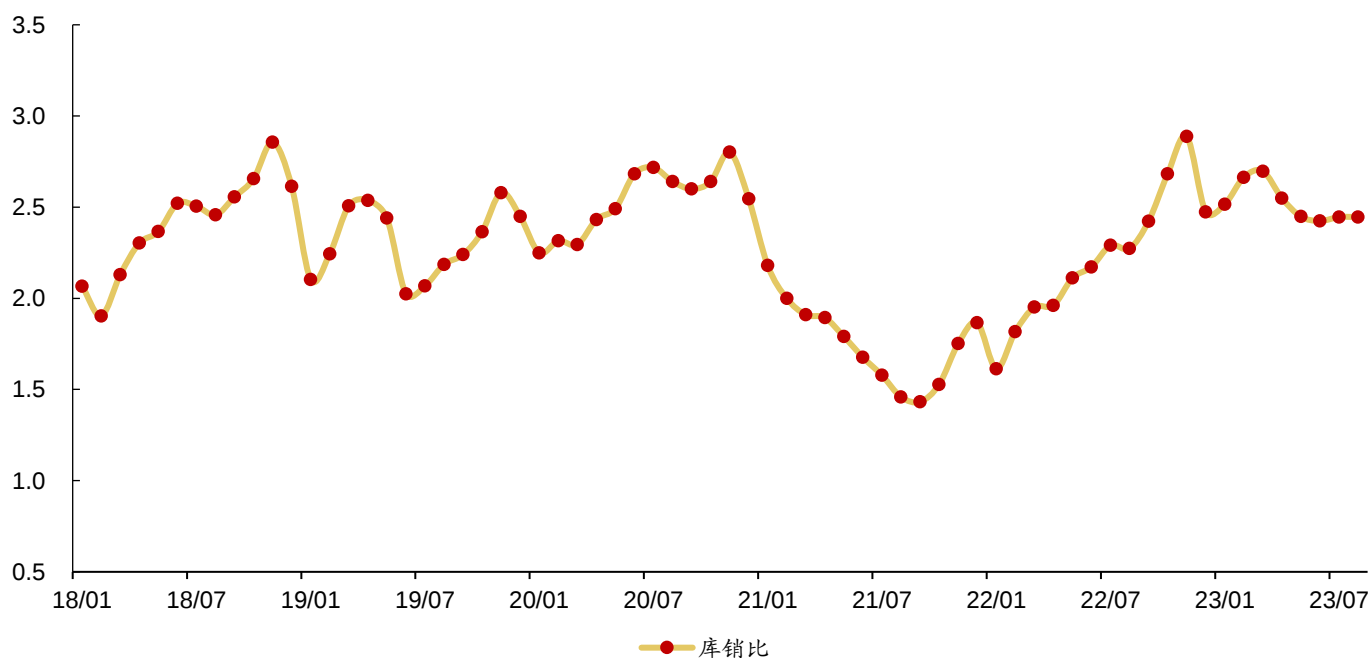
数据来源：中汽协，交强险，广发证券发展研究中心

图5: 乘用车渠道库存变化 (万辆)



数据来源: 中汽协, 交强险, 广发证券发展研究中心

图6: 乘用车行业库存动态库销比

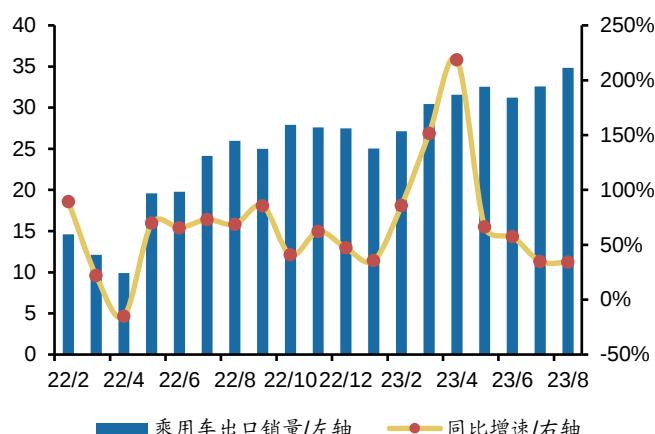


数据来源: 中汽协, 交强险, 广发证券发展研究中心

注: 库销比=乘用车行业库存/近12个月交强险销量平均值

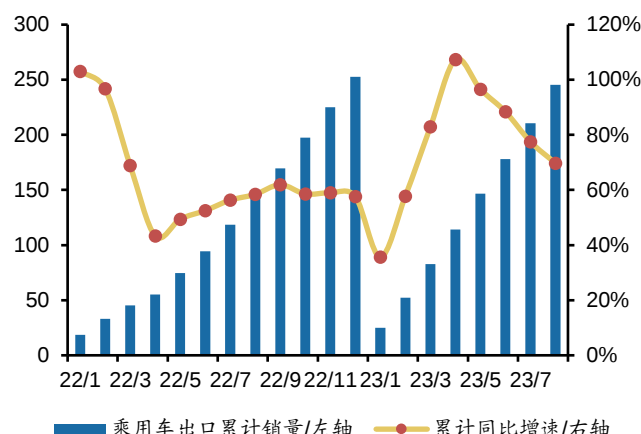
**23年8月乘用车出口表现依然亮眼。**根据中汽协，23年8月乘用车出口34.9万辆，同比+34.2%。8月乘用车批发销量为227.3万辆，同比+6.9%，环比+8.2%。从累计销量来看，23年M1-M8乘用车累计出口245.4万辆，同比+69.7%；23年M1-M8乘用车累计批发销量为1564.1万辆，同比+6.8%。

图7：乘用车出口月度销量（万辆）和同比增速



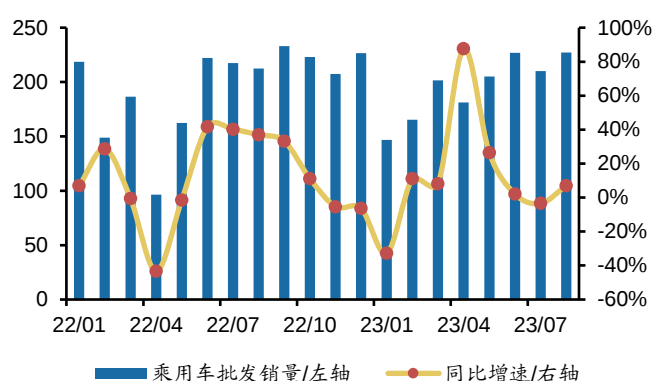
数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

图8：乘用车出口年度累计销量（万辆）和同比增速



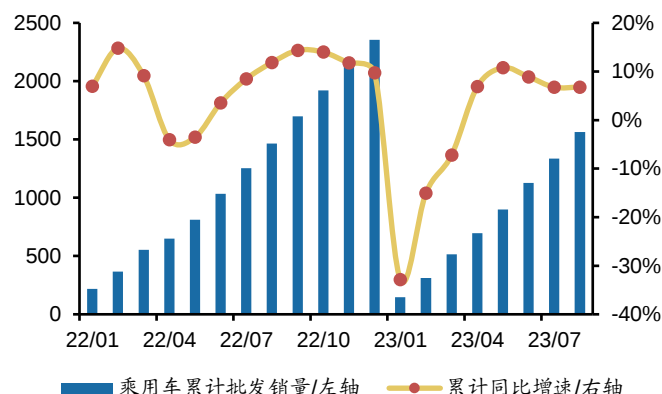
数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

图9：乘用车月度批发销量（万辆）和同比增速



数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

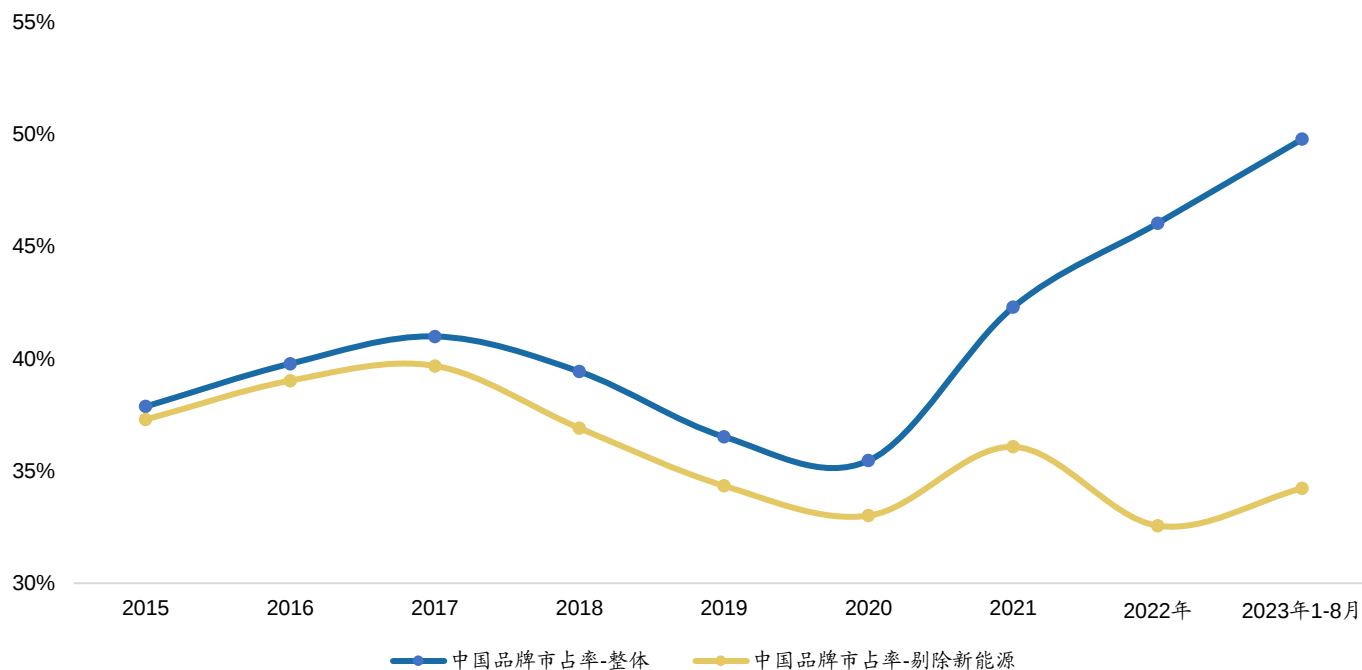
图10：乘用车年度累计批发销量（万辆）和同比增速



数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

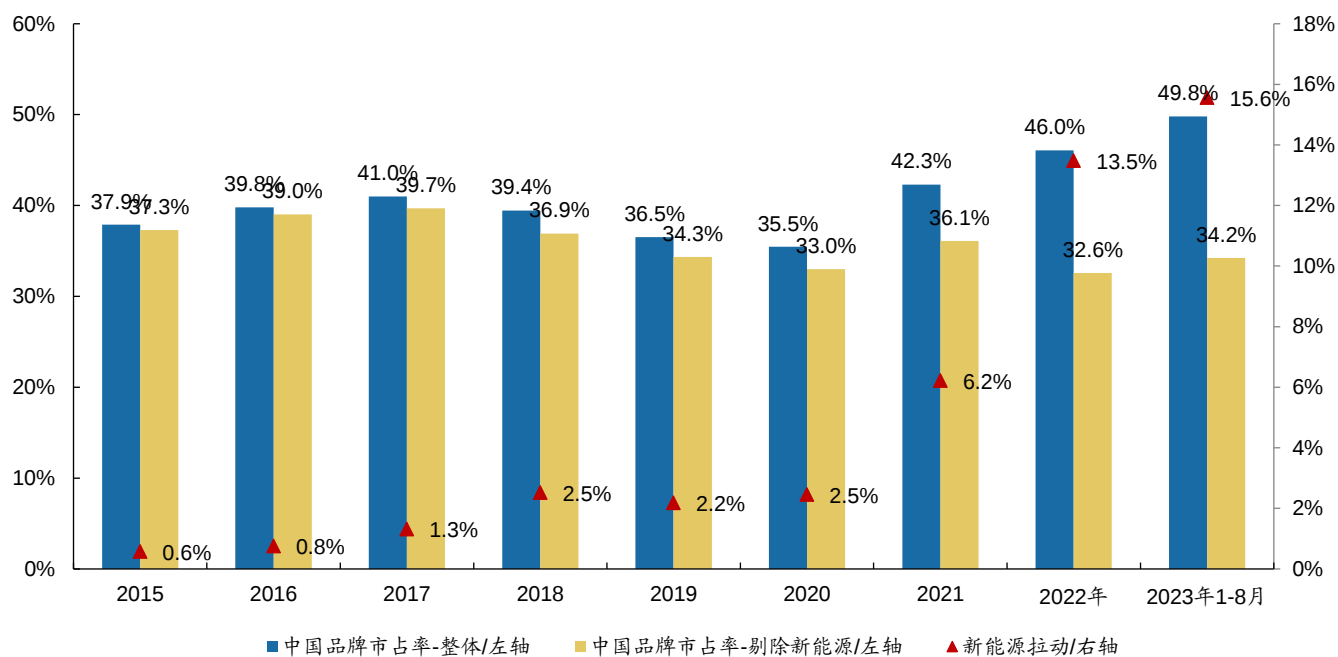
**新能源拉动中国品牌份额继续提升。**根据交强险，8月中国品牌终端销量份额为51.0%，同比+6.7pct；美系、欧系、日系、韩系份额同比分别+0.0pct、-1.6pct、-4.6pct、-0.5pct。23年M1-M8中国品牌乘用车终端份额为49.8%，较22年全年增加3.8pct，新能源拉动中国品牌份额提升15.6%，拉动力度较22年全年增加2.1pct。

图11: 乘用车交强险分国别月度市场份额



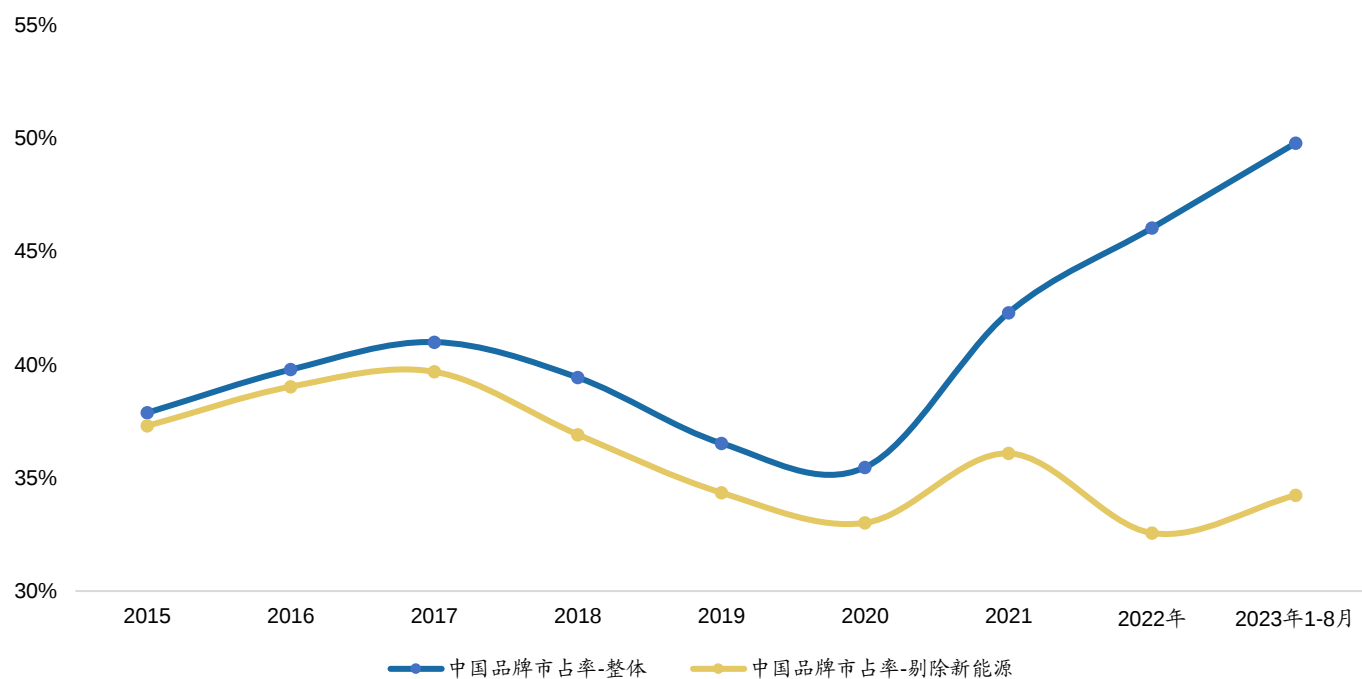
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图12: 中国品牌年度份额变化情况



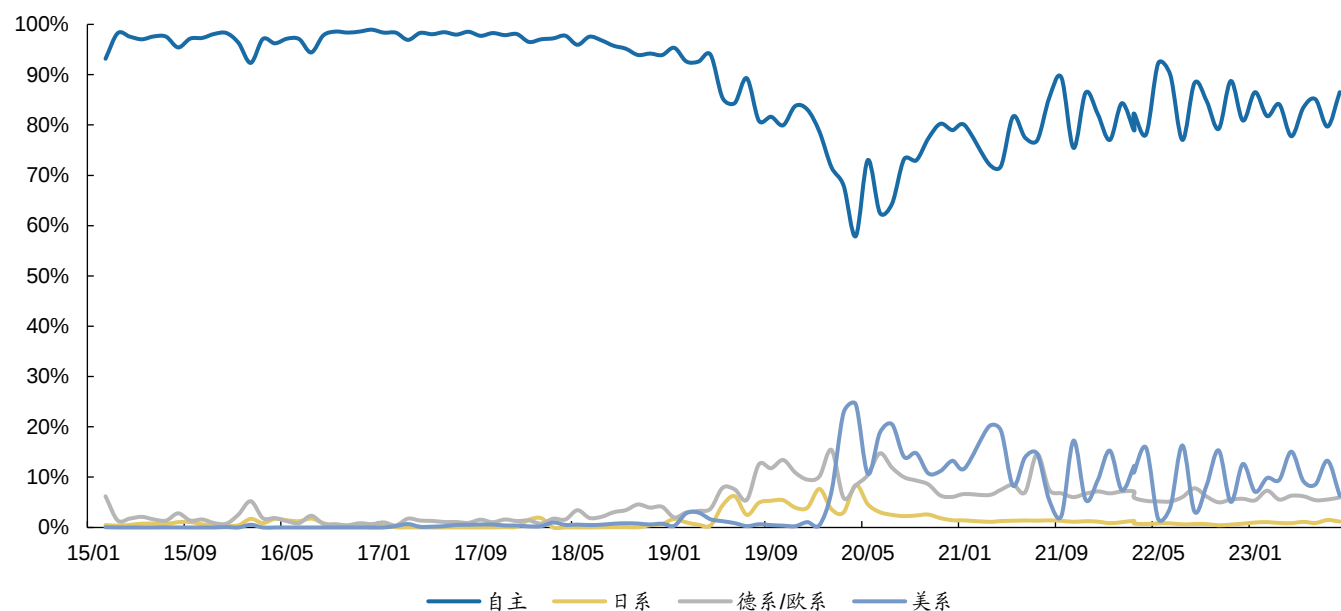
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图13: 新能源对中国品牌份额拉动力度变化情况



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图14: 新能源市场分系别市场份额



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

表3：主流乘用车企业终端实销份额变化情况

|        | 22/01 | 22/02 | 22/03 | 22/04 | 22/05 | 22/06 | 22/07 | 22/08 | 22/09 | 22/10 | 22/11 | 22/12 | 23/01 | 23/02 | 23/03 | 23/04 | 23/05 | 23/06 | 23/07 | 23/08 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一汽大众   | 8.6%  | 8.9%  | 8.3%  | 7.9%  | 9.3%  | 9.5%  | 8.9%  | 9.4%  | 8.8%  | 8.3%  | 7.9%  | 8.7%  | 8.7%  | 8.6%  | 8.9%  | 9.0%  | 8.9%  | 9.3%  | 9.4%  | 8.3%  |
| 上汽大众   | 6.3%  | 6.8%  | 5.5%  | 5.5%  | 5.4%  | 6.0%  | 6.6%  | 6.4%  | 6.5%  | 6.6%  | 6.1%  | 6.5%  | 6.0%  | 5.8%  | 5.3%  | 6.1%  | 5.3%  | 5.2%  | 5.6%  | 5.8%  |
| 上汽通用   | 5.8%  | 4.9%  | 4.7%  | 4.4%  | 4.4%  | 4.9%  | 5.7%  | 5.5%  | 5.8%  | 5.0%  | 4.5%  | 4.2%  | 3.8%  | 3.9%  | 4.3%  | 5.1%  | 4.6%  | 4.3%  | 4.2%  | 3.8%  |
| 上汽通用五菱 | 4.6%  | 7.0%  | 6.2%  | 5.4%  | 5.0%  | 4.6%  | 4.7%  | 4.2%  | 4.3%  | 5.0%  | 4.1%  | 3.5%  | 4.4%  | 5.8%  | 3.9%  | 3.8%  | 3.8%  | 3.1%  | 3.7%  | 3.7%  |
| 东风日产   | 4.4%  | 4.1%  | 3.5%  | 3.9%  | 4.0%  | 4.2%  | 4.1%  | 4.3%  | 3.7%  | 3.9%  | 2.9%  | 3.5%  | 3.5%  | 2.7%  | 3.0%  | 2.7%  | 3.0%  | 2.9%  | 2.6%  | 2.6%  |
| 吉利汽车   | 7.1%  | 6.3%  | 5.0%  | 5.3%  | 5.5%  | 5.4%  | 5.2%  | 5.8%  | 5.4%  | 5.9%  | 6.7%  | 7.0%  | 6.6%  | 5.9%  | 4.6%  | 5.7%  | 6.2%  | 6.1%  | 6.4%  | 6.4%  |
| 长城汽车   | 5.1%  | 4.5%  | 3.8%  | 3.6%  | 3.6%  | 3.3%  | 3.6%  | 3.2%  | 3.0%  | 3.5%  | 3.2%  | 4.0%  | 4.2%  | 3.4%  | 3.1%  | 3.5%  | 3.5%  | 3.6%  | 3.6%  | 3.3%  |
| 长安汽车   | 6.7%  | 5.4%  | 4.5%  | 5.4%  | 5.7%  | 5.2%  | 5.9%  | 6.0%  | 5.5%  | 6.6%  | 6.2%  | 7.1%  | 8.1%  | 6.2%  | 6.3%  | 6.3%  | 6.4%  | 6.2%  | 6.9%  | 6.6%  |
| 奇瑞汽车   | 3.4%  | 2.9%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.2%  | 2.9%  | 2.9%  | 2.7%  | 2.8%  | 3.2%  | 3.0%  | 3.3%  | 3.5%  | 2.7%  | 2.6%  | 2.8%  | 3.1%  | 3.1%  | 3.3%  | 3.5%  |
| 比亚迪    | 3.9%  | 6.2%  | 7.5%  | 9.3%  | 8.0%  | 7.0%  | 8.0%  | 8.6%  | 9.2%  | 9.9%  | 11.3% | 8.9%  | 9.9%  | 11.7% | 12.0% | 11.4% | 12.6% | 12.2% | 12.2% | 11.9% |
| 东风本田   | 3.6%  | 3.9%  | 3.8%  | 4.0%  | 3.6%  | 3.4%  | 3.9%  | 3.6%  | 2.4%  | 2.7%  | 2.3%  | 2.8%  | 2.4%  | 2.5%  | 2.9%  | 2.4%  | 2.5%  | 2.7%  | 2.7%  | 3.3%  |
| 广汽本田   | 3.7%  | 3.6%  | 3.8%  | 4.3%  | 4.0%  | 3.8%  | 3.9%  | 3.8%  | 3.2%  | 3.5%  | 3.1%  | 3.4%  | 2.3%  | 2.8%  | 3.0%  | 3.0%  | 2.9%  | 3.4%  | 2.6%  | 2.4%  |
| 一汽丰田   | 3.2%  | 4.0%  | 4.2%  | 3.8%  | 4.0%  | 4.3%  | 4.9%  | 4.4%  | 4.1%  | 4.0%  | 3.9%  | 3.9%  | 3.2%  | 3.7%  | 3.8%  | 4.0%  | 3.8%  | 4.1%  | 3.7%  | 3.7%  |
| 广汽丰田   | 4.3%  | 4.2%  | 4.9%  | 6.1%  | 6.1%  | 6.0%  | 4.9%  | 4.9%  | 4.7%  | 5.4%  | 5.0%  | 4.8%  | 4.2%  | 4.7%  | 4.0%  | 4.7%  | 4.6%  | 4.7%  | 4.2%  | 4.2%  |
| 北京奔驰   | 3.2%  | 2.7%  | 3.2%  | 3.5%  | 2.9%  | 2.9%  | 3.2%  | 2.9%  | 2.9%  | 2.9%  | 3.0%  | 2.2%  | 3.6%  | 3.5%  | 3.2%  | 3.3%  | 3.0%  | 2.9%  | 3.1%  | 3.0%  |
| 华晨宝马   | 4.1%  | 2.9%  | 2.9%  | 3.2%  | 4.1%  | 3.2%  | 3.3%  | 3.1%  | 3.6%  | 3.2%  | 3.4%  | 2.7%  | 4.2%  | 3.7%  | 3.9%  | 3.5%  | 3.3%  | 3.1%  | 3.2%  | 3.2%  |
| 北京现代   | 1.7%  | 1.3%  | 0.9%  | 1.0%  | 1.0%  | 1.1%  | 1.3%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.5%  | 1.2%  | 1.4%  | 1.6%  | 1.1%  | 1.1%  | 1.2%  | 1.3%  | 1.1%  | 1.1%  | 1.0%  |
| 上汽乘用车  | 3.1%  | 2.6%  | 2.0%  | 1.5%  | 1.7%  | 1.7%  | 1.6%  | 1.6%  | 1.6%  | 1.7%  | 1.5%  | 1.8%  | 2.1%  | 1.6%  | 1.1%  | 1.2%  | 1.3%  | 1.0%  | 1.1%  | 1.1%  |
| 广汽乘用车  | 2.2%  | 2.2%  | 2.7%  | 2.9%  | 2.6%  | 2.6%  | 2.8%  | 2.7%  | 2.7%  | 2.5%  | 2.6%  | 2.7%  | 2.5%  | 4.0%  | 4.3%  | 4.1%  | 4.2%  | 3.9%  | 3.7%  | 4.3%  |
| 长安福特   | 1.4%  | 1.2%  | 1.1%  | 1.5%  | 1.3%  | 1.3%  | 1.2%  | 1.2%  | 1.3%  | 1.3%  | 1.1%  | 1.0%  | 1.1%  | 1.0%  | 0.9%  | 1.0%  | 0.9%  | 1.0%  | 1.1%  | 1.0%  |
| 沃尔沃    | 0.6%  | 0.6%  | 0.8%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.9%  | 0.8%  | 0.8%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.6%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.7%  |
| 特斯拉中国  | 0.9%  | 2.1%  | 4.5%  | 0.2%  | 0.8%  | 4.1%  | 0.5%  | 1.9%  | 4.2%  | 1.1%  | 3.9%  | 1.7%  | 2.2%  | 2.7%  | 4.7%  | 2.6%  | 2.6%  | 3.8%  | 1.9%  | 3.5%  |
| 小鹏汽车   | 0.5%  | 0.5%  | 0.9%  | 0.7%  | 0.6%  | 0.7%  | 0.6%  | 0.5%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.5%  | 0.6%  | 0.7%  |
| 理想汽车   | 0.6%  | 0.7%  | 0.8%  | 0.4%  | 0.9%  | 0.7%  | 0.6%  | 0.3%  | 0.6%  | 0.6%  | 1.0%  | 0.9%  | 1.2%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.7%  | 1.7%  | 1.7%  | 1.9%  | 1.8%  |
| 蔚来汽车   | 0.5%  | 0.5%  | 0.7%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.6%  | 0.6%  | 0.6%  | 0.7%  | 0.6%  | 1.0%  | 0.6%  | 0.8%  | 1.0%  | 0.6%  | 0.7%  | 1.1%  | 0.6%  | 1.1%  | 0.9%  |

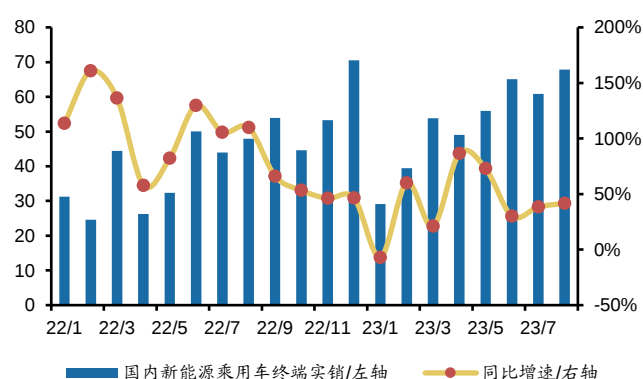
数据来源：交强险，广发证券发展研究中心

注：吉利汽车份额计算包括极氪品牌、睿蓝品牌；比亚迪份额计算包括腾势。

## 二、继续关注新能源乘用车在 10-20 万区间内的渗透率提升趋势

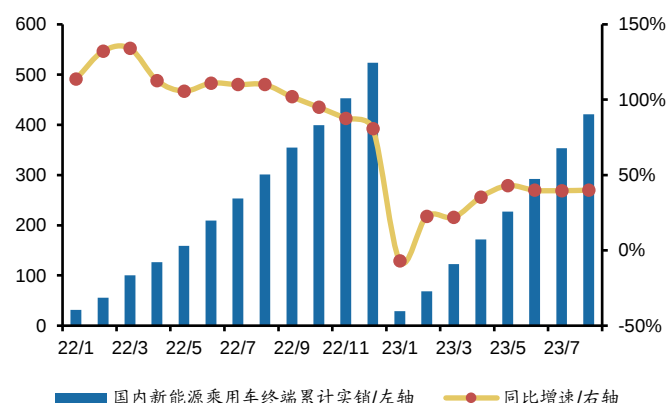
根据交强险数据，8月新能源乘用车交强险销量67.8万辆，同比+41.6%，环比+11.5%。新能源乘用车8月批发口径、交强险口径渗透率分别为35.5%、36.2%，同比分别+5.6pct、+10.0pct。其中纯电动和插电式混合动力交强险销量分别为48.4/19.2万辆，同比分别+31.3%、+73.6%，环比分别+16.0%、+0.3%。

图15: 新能源乘用车交强险销量(万辆)和同比增速



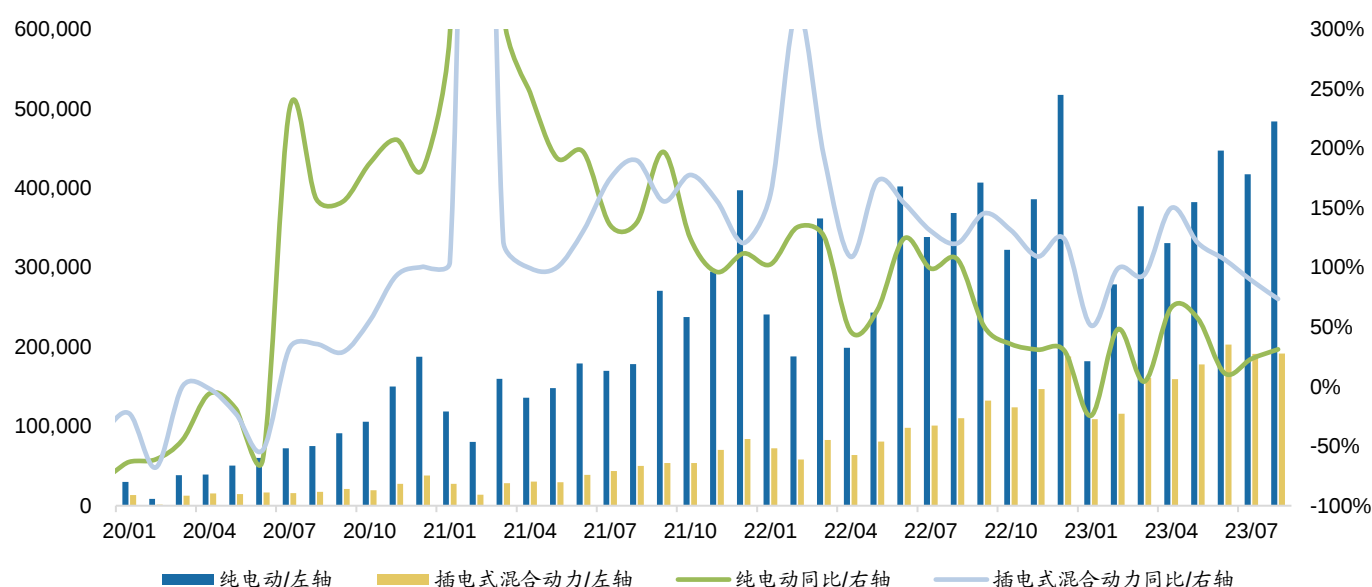
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图16: 新能源乘用车交强险累计销量(万辆)和同比



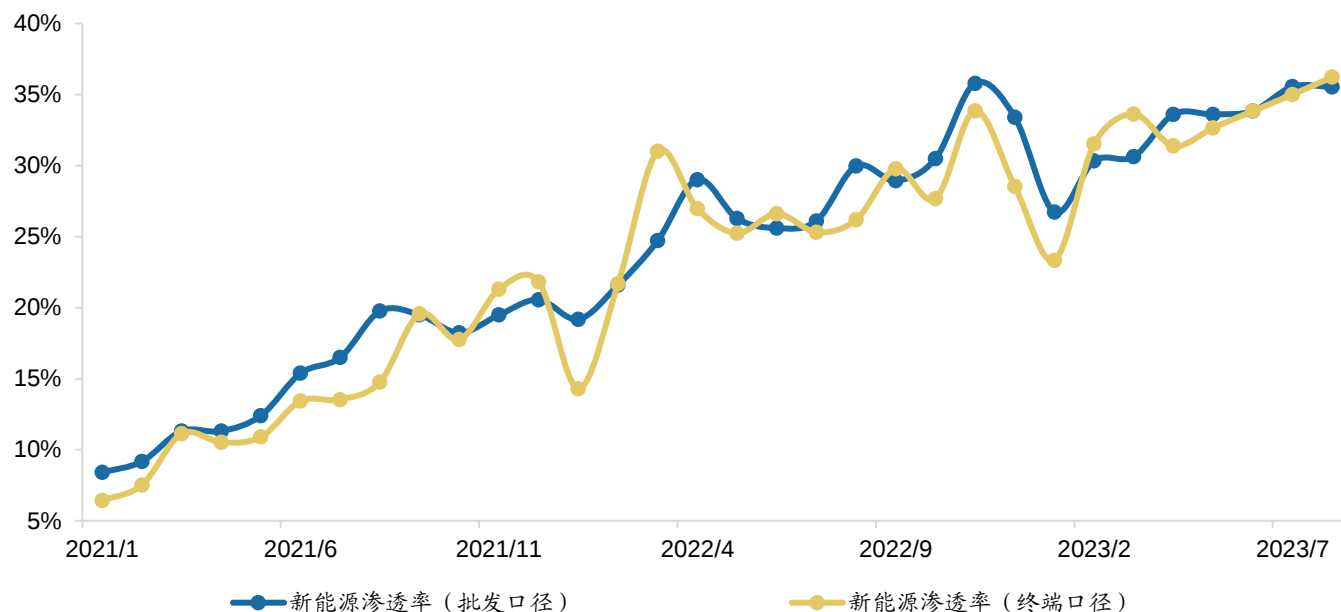
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图17: 新能源乘用车终端销量分车型(辆)及同比增速



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图18: 新能源乘用车批发和终端口径月度渗透率



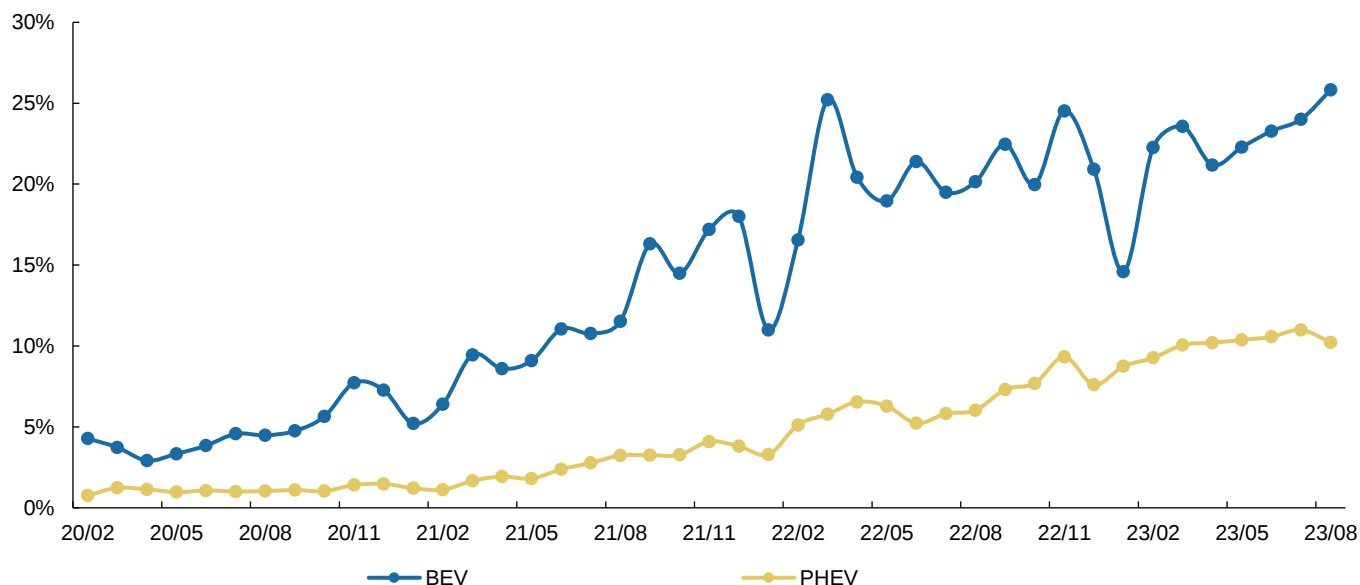
数据来源: 中汽协, 交强险, 广发证券发展研究中心

图19: 新能源乘用车批发和终端口径年度累计渗透率



数据来源: 中汽协, 交强险, 广发证券发展研究中心

图20: 新能源乘用车分动力类型渗透率

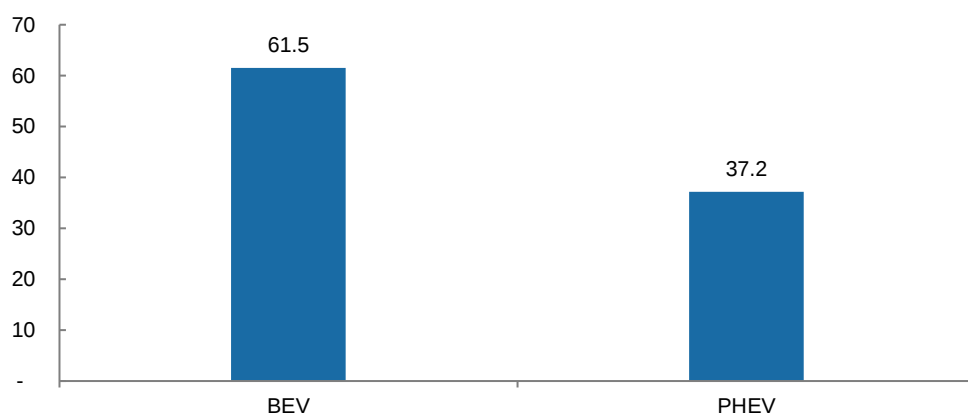


数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

**新能源乘用车渠道库存整体处于相对正常的位置。**考虑到21年之前新能源乘用车库存较少, 21年以来的渠道库存变化基本可以反应新能源乘用车库存的情况。23年8月新能源乘用车渠道库存增加4.4万辆, 21年以来新能源乘用车渠道库存累计增长98.7万辆(其中22年以来增长87.6万辆)。

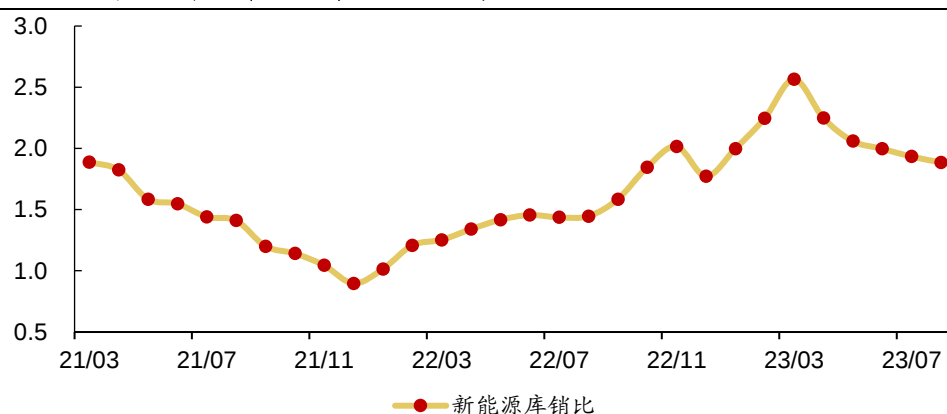
分动力类型来看, EV、PHEV 21年以来的渠道库存分别增长61.5万辆、37.2万辆。考虑到新能源车终端销量的上行趋势, 当前新能源乘用车渠道库存整体处于相对正常的位置。

图21: 新能源乘用车渠道库存21年以来累计变化情况(万辆)



数据来源: 中汽协, 交强险, 广发证券发展研究中心

图22: 新能源乘用车动态库销比变化情况

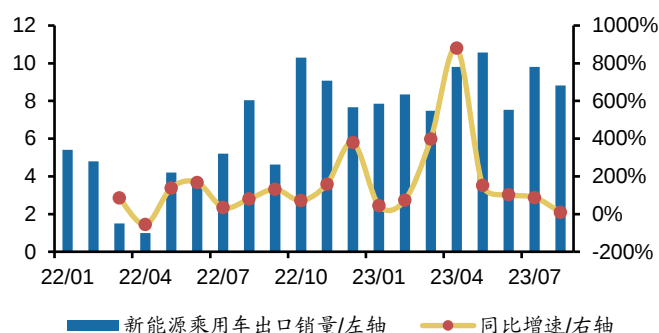


据来源: 中汽协, 交强险, 广发证券发展研究中心

注: 新能源乘用车库销比=截至23年8月渠道库存累计值/近3个月库销比

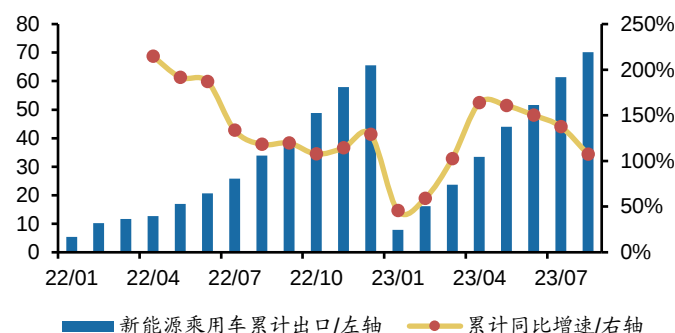
新能源乘用车出口表现依然不错。23年8月新能源乘用车月度出口量为9.8万辆, 同比+9.8%; 新能源乘用车8月批发销量为80.7万辆, 同比+26.8%, 环比+8.2%。

图23: 新能源乘用车月度出口销量(万辆)和同比增速



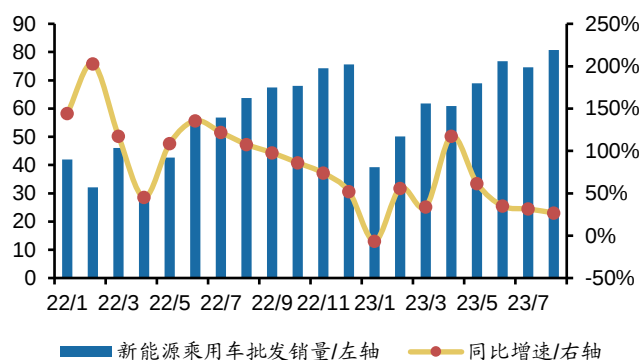
数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图24: 新能源乘用车年度累计出口(万辆)和同比增速



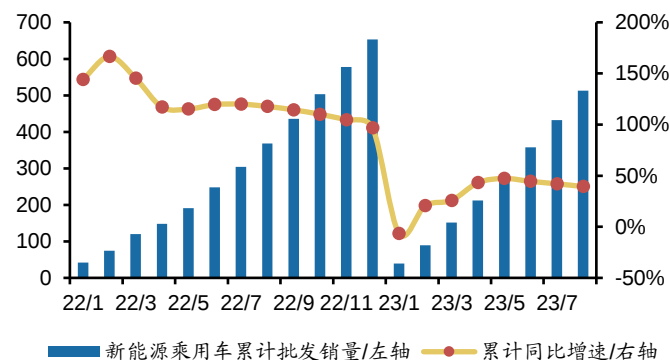
数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图25: 新能源乘用车月度批发销量(万辆)和同比增速



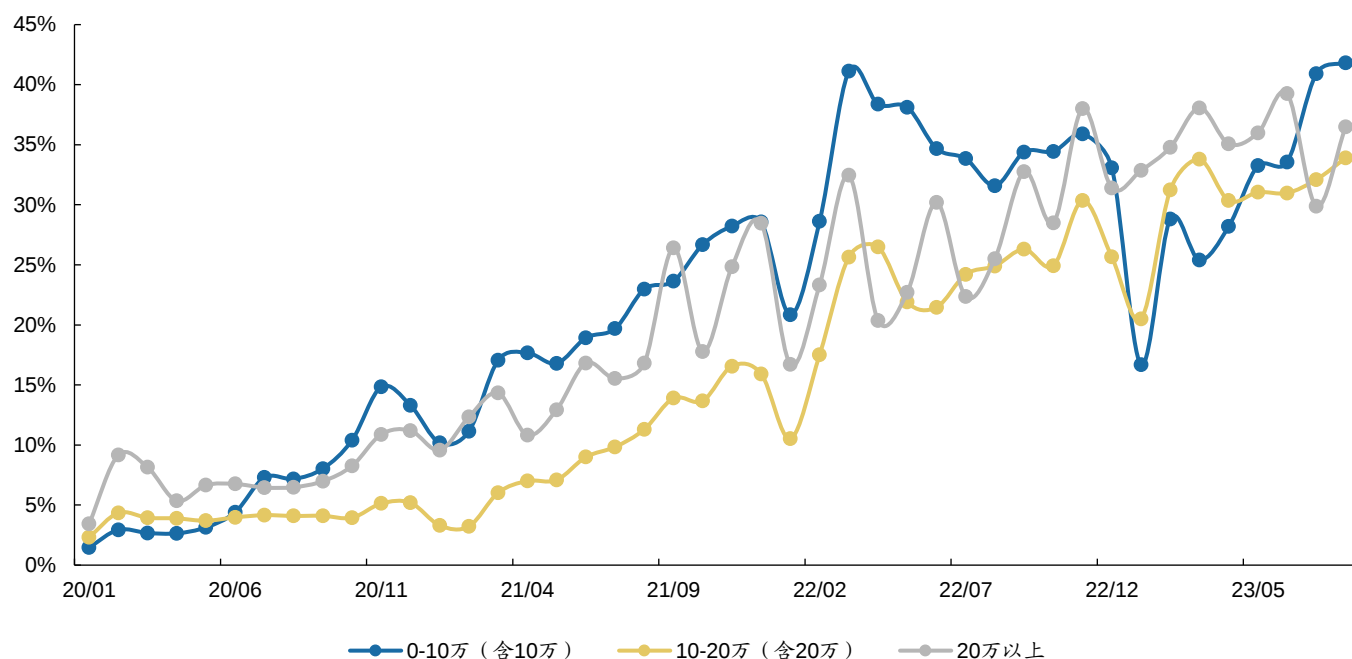
数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图26: 新能源乘用车年度累计批发销量(万辆)和同比



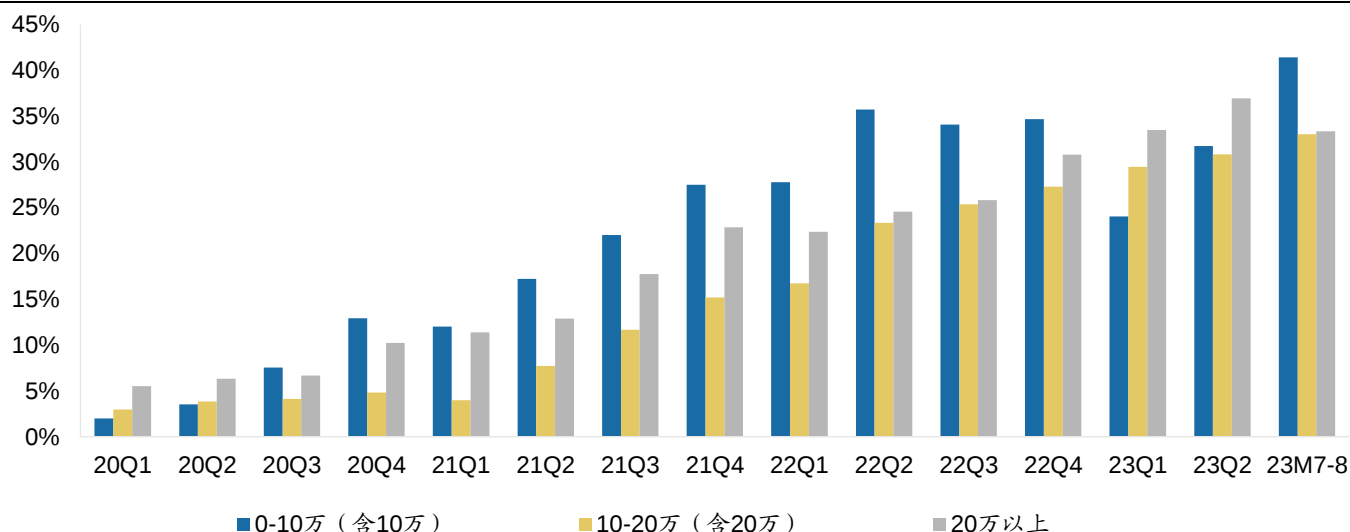
数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图27: 新能源乘用车分价格区间月度渗透率



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图28: 新能源乘用车分价格区间季度渗透率

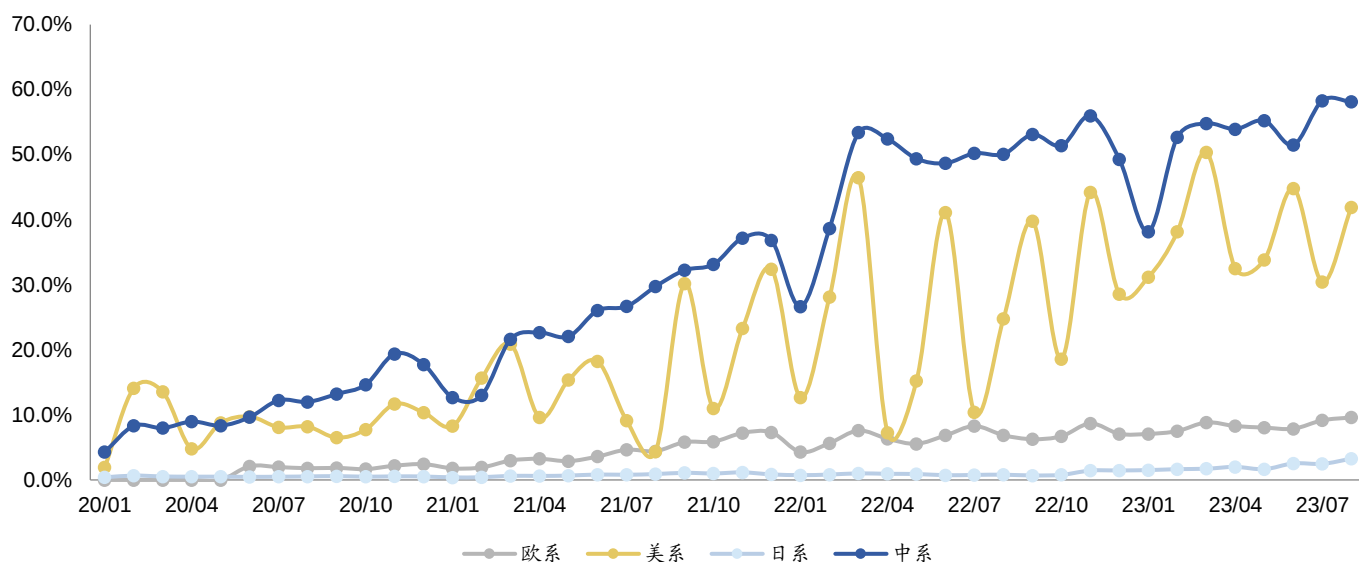


数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

分系别来看, 23年8月中国品牌新能源渗透率 (中国品牌新能源交强险销量/中国品牌乘用车总销量) 为58.1%, 美系、欧系和日系新能源渗透率分别为41.9%、9.6%和3.3%。

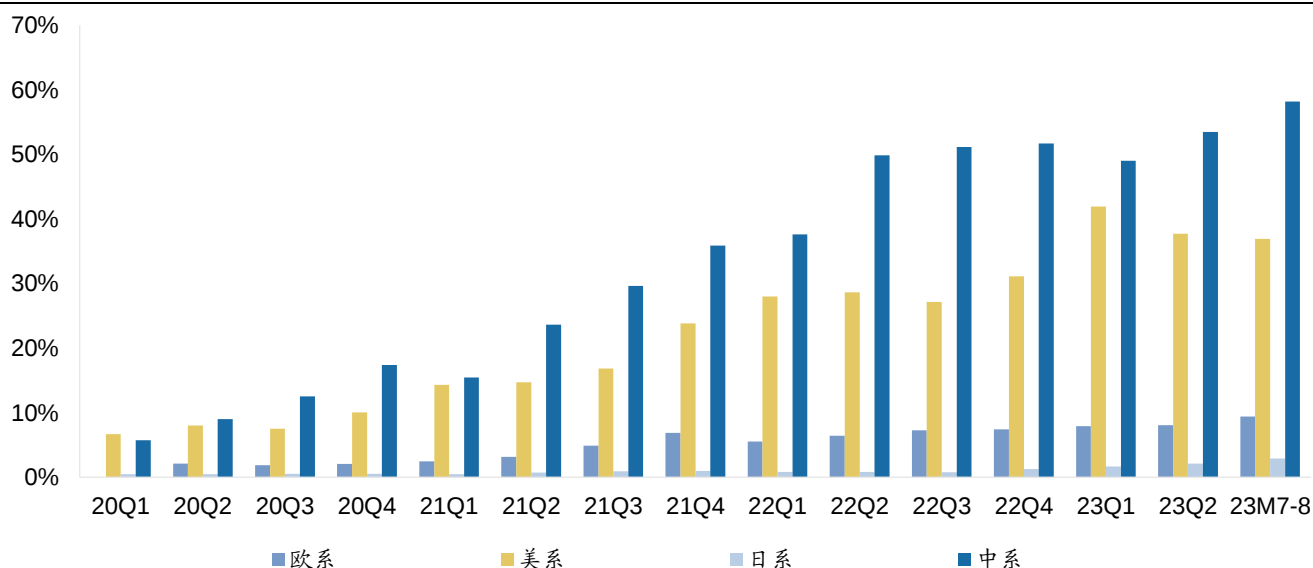
从车企来看，吉利汽车、长城汽车和长安汽车新能源乘用车23年8月渗透率分别为31.5%、31.8%、26.5%。从分区域月度渗透率来看，2023年8月华南地区、华东地区、华北地区、华中地区、西南地区、西北地区和东北地区新能源渗透率分别为43.0%、39.0%、34.2%、34.7%、27.7%、35.5%和25.7%。

图29：新能源乘用车分系列月度渗透率



数据来源：交强险，广发证券发展研究中心

图30：新能源乘用车分系列季度渗透率



数据来源：交强险，广发证券发展研究中心

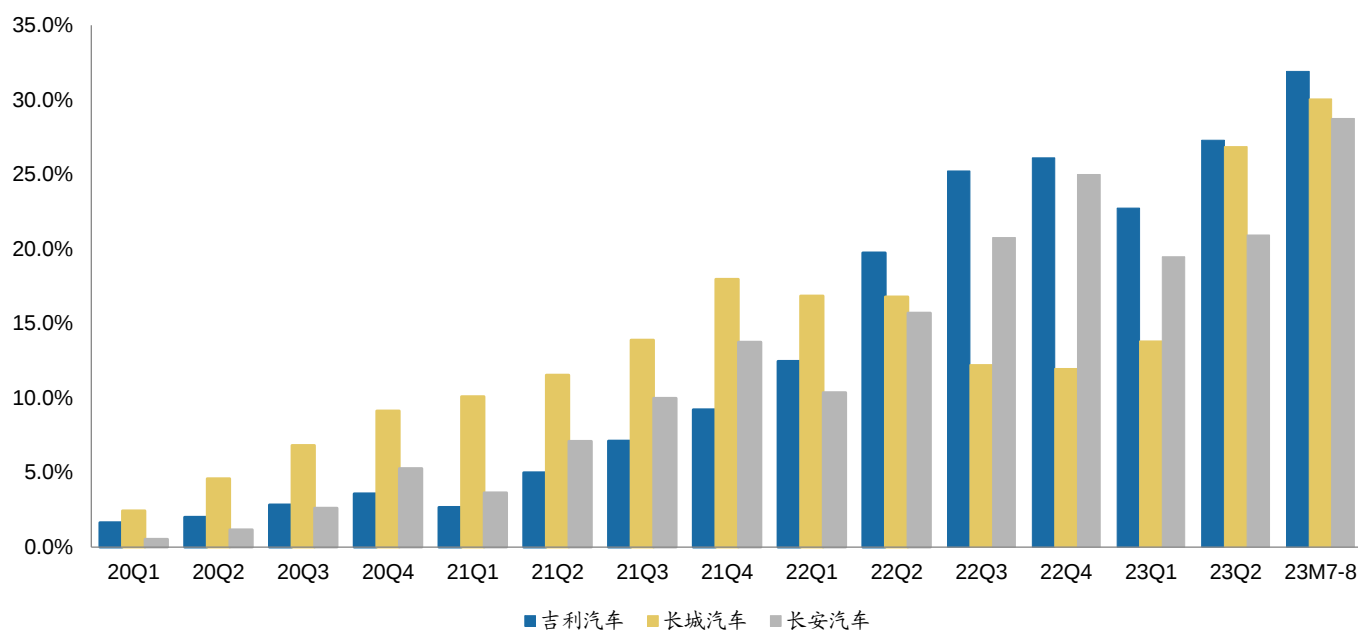
图31: 吉利汽车、长城汽车、长安汽车月度新能源乘用车渗透率



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

注: 吉利汽车包括极氪汽车、睿蓝汽车

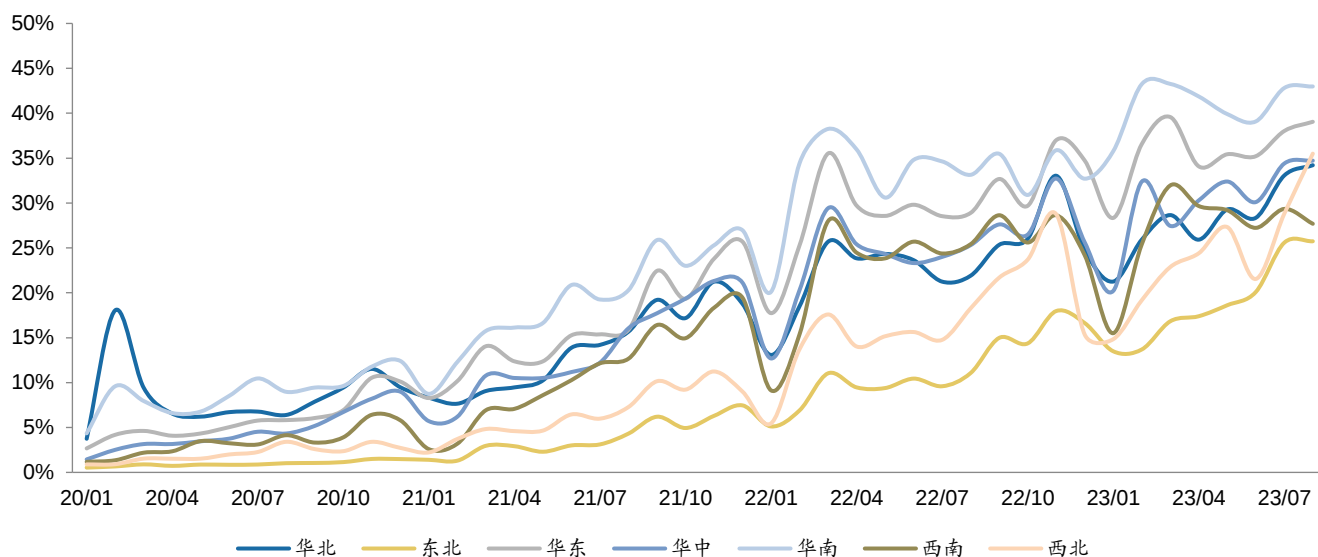
图32: 吉利、长城、长安季度新能源乘用车渗透率



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

注: 吉利汽车包括极氪汽车、睿蓝汽车

图33: 新能源乘用车分区域月度渗透率



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

注: 华北: 北京市、天津市、河北省、山西省、内蒙古

东北: 黑龙江省、吉林省、辽宁省

华东: 上海市、江苏省、浙江省、安徽省、江西省、山东省、福建省, 以及台湾省

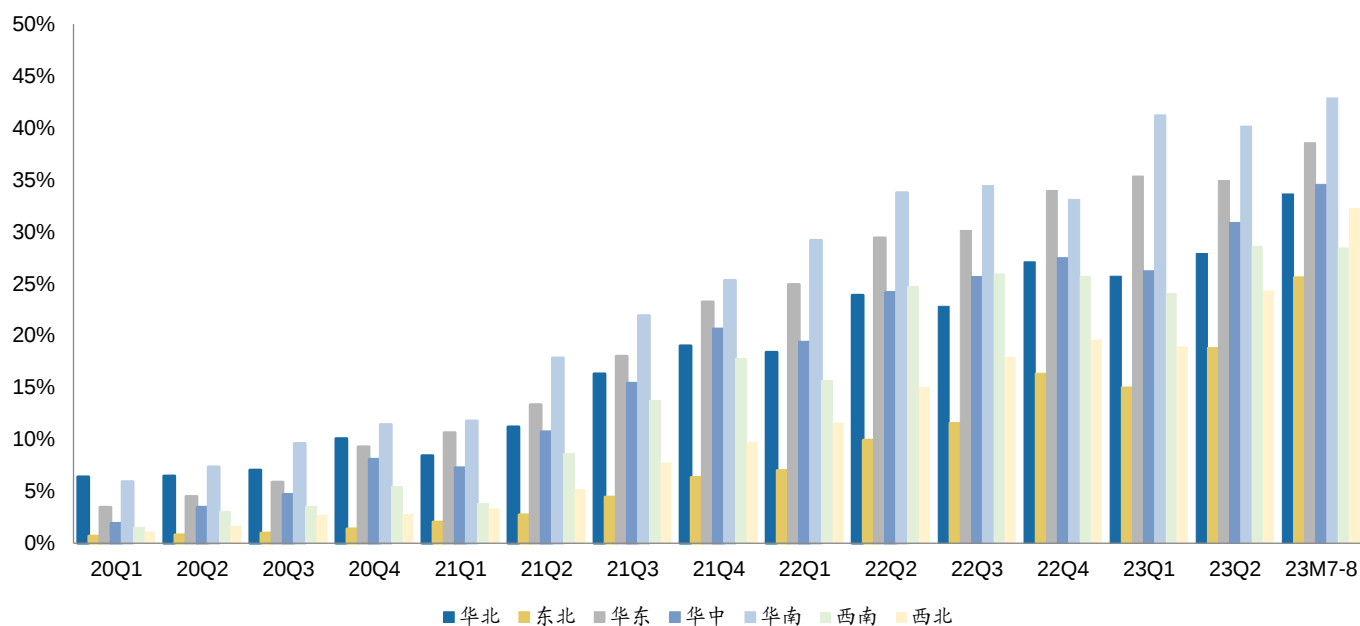
华中: 河南省、湖北省、湖南省

华南: 广东省、广西壮族自治区、海南省, 以及香港特别行政区、澳门特别行政区

西南: 重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区

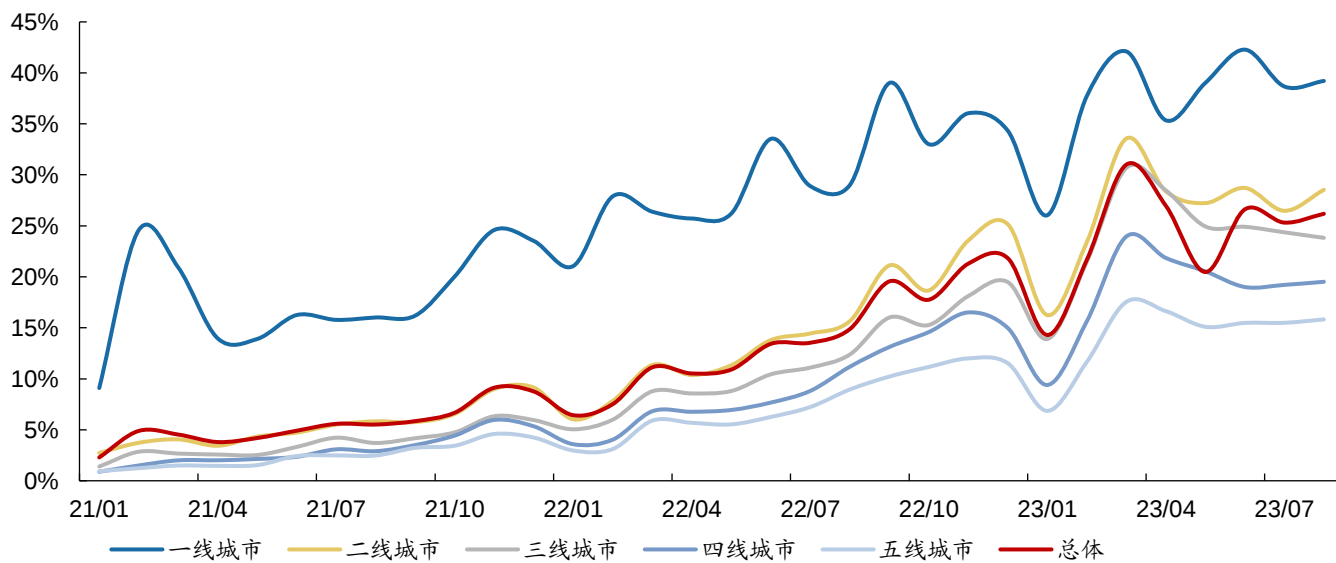
西北: 陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区

图34: 新能源乘用车分区域季度渗透率



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

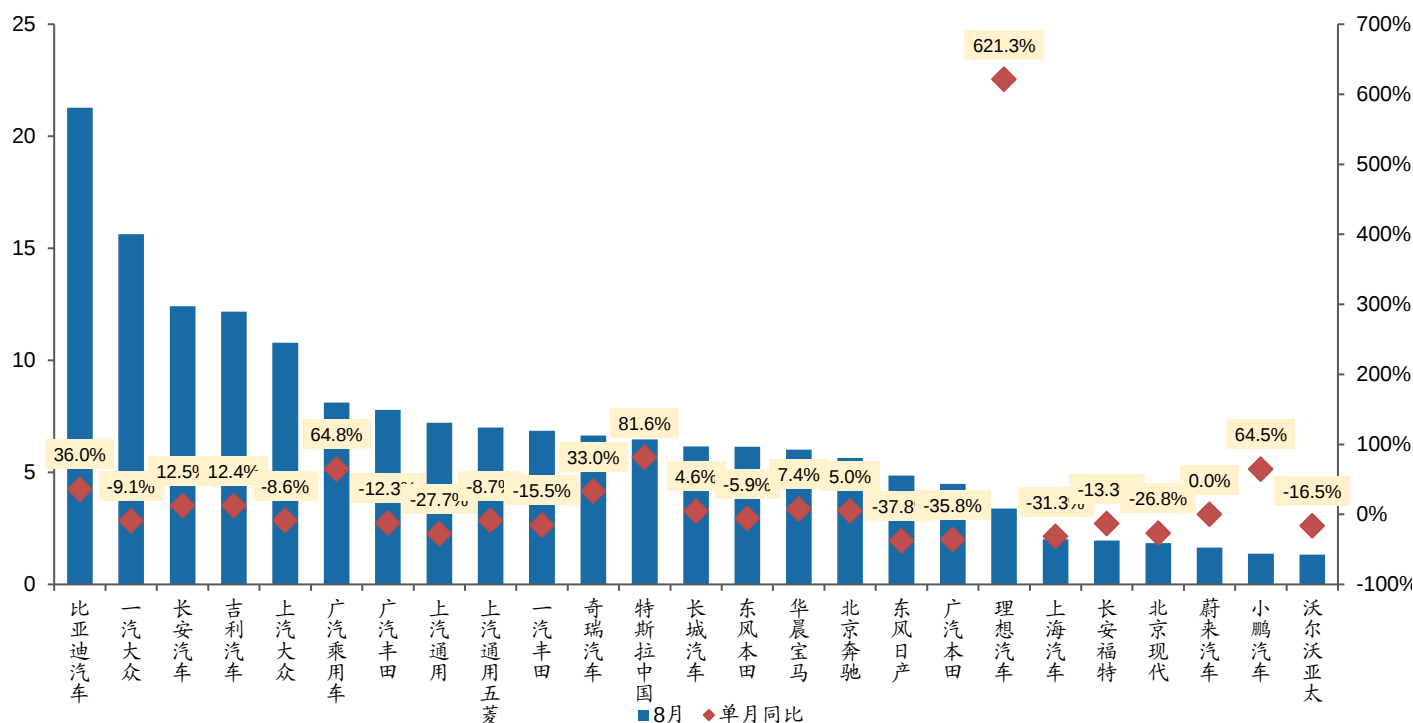
图35: 新能源乘用车分线城市渗透率月度变化情况



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

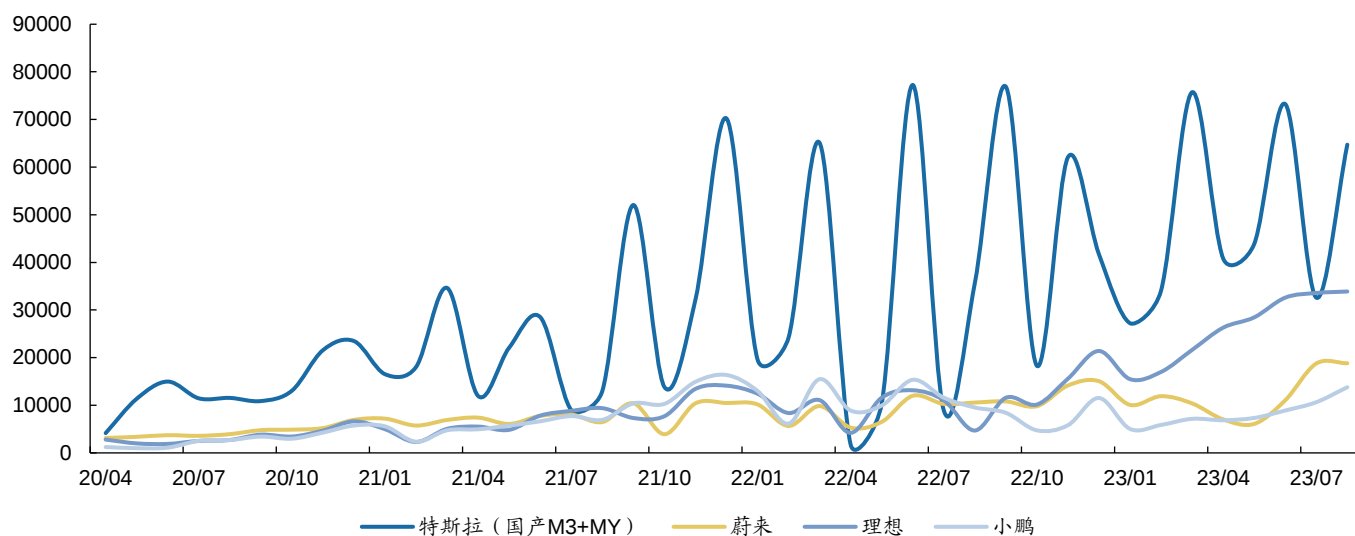
### 三、重点结构/车型跟踪

图36: 主流乘用车企业23年8月终端实销(万辆)及同比增速



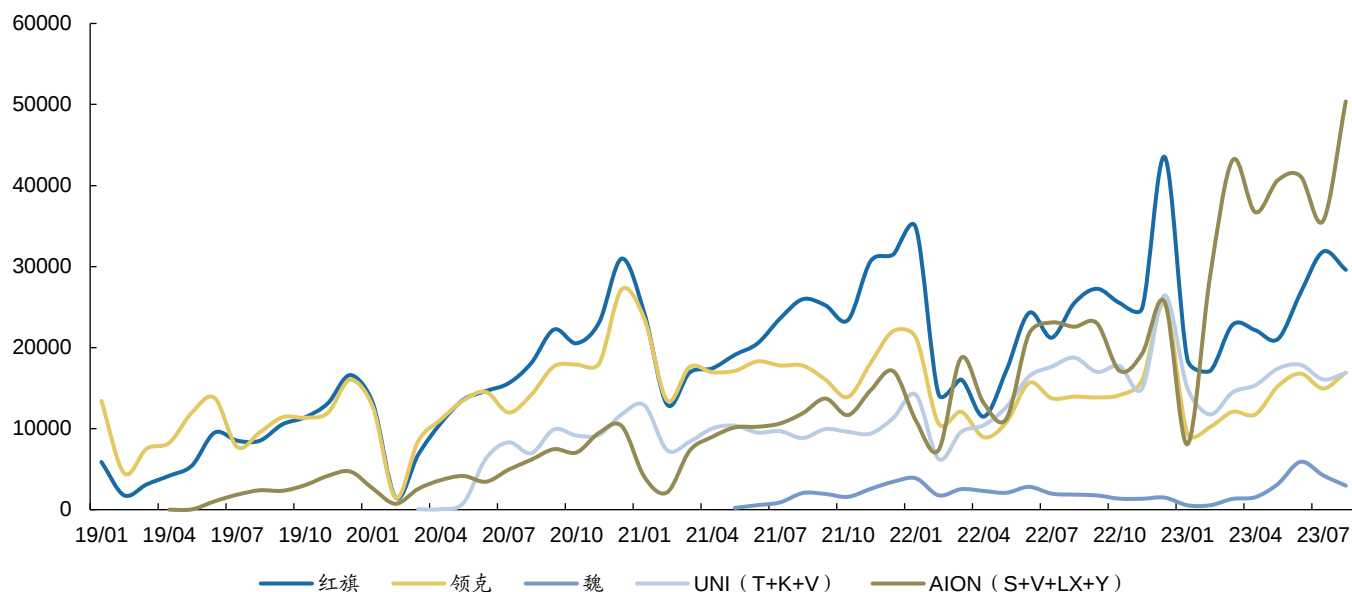
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图37: 国产特斯拉及造车新势力终端销量(辆)



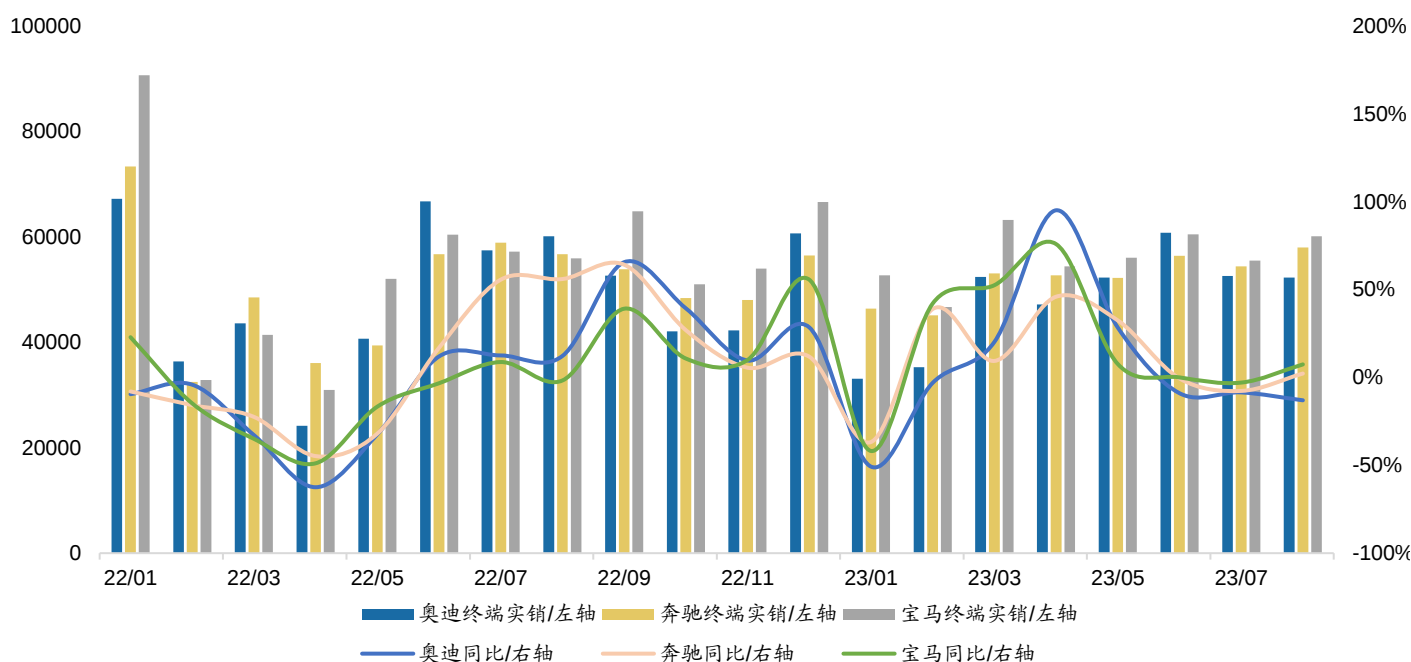
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图38: 主流自主高端品牌终端销量 (辆)



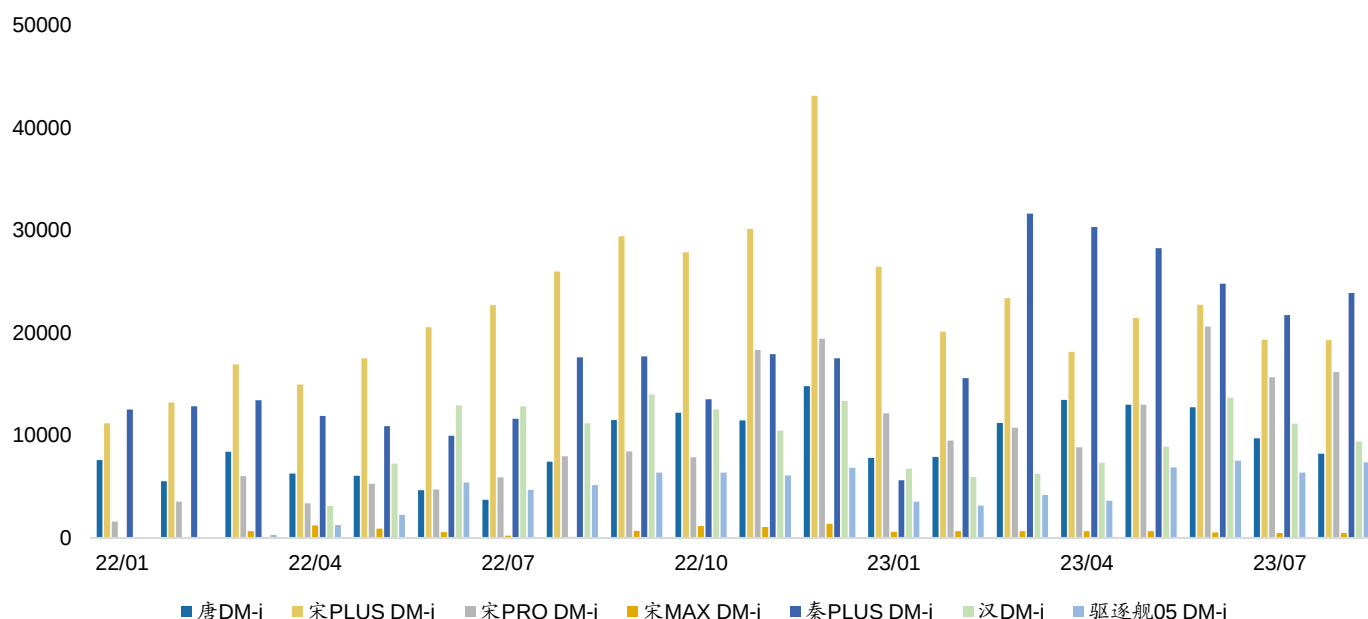
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图39: 奥迪、奔驰、宝马终端销量 (辆)



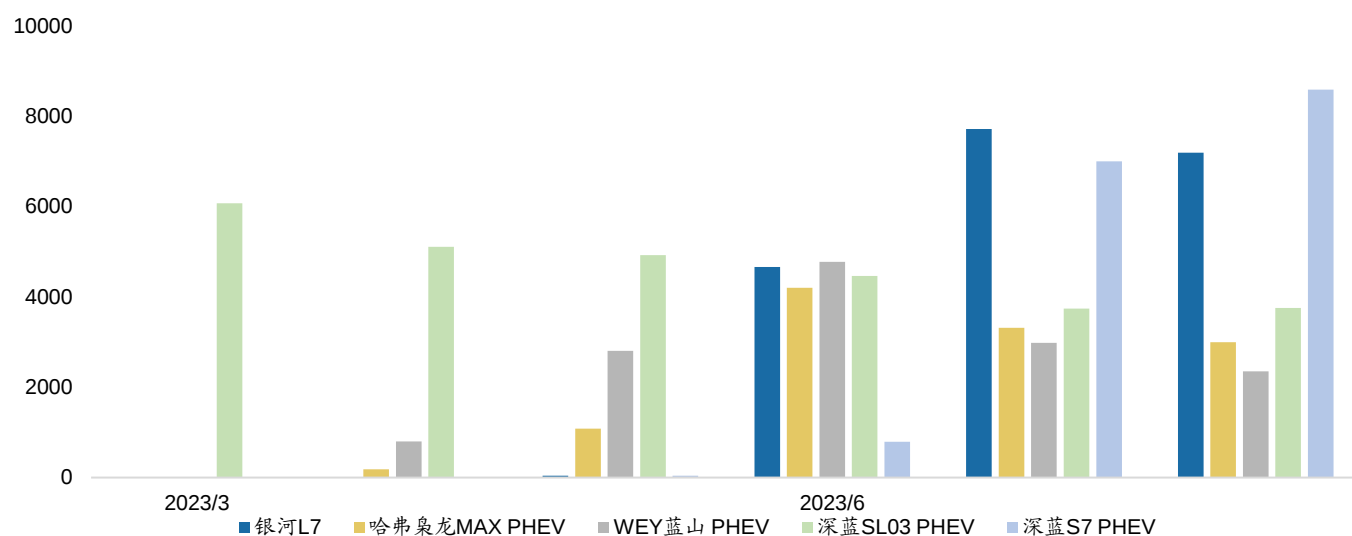
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图40: 比亚迪PHEV车型终端销量(辆)



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图41: 中国品牌核心关注的PHEV车型销量(辆)



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

表4: 分省份乘用车终端实销 (万辆)

|     | 8月     | 单月同比   | 环比     | 23年累计   | 累计同比   |
|-----|--------|--------|--------|---------|--------|
| 安徽  | 6.87   | 4.9%   | 8.0%   | 46.88   | 2.3%   |
| 北京  | 5.57   | 1.4%   | -11.2% | 38.07   | 19.3%  |
| 福建  | 4.94   | -3.5%  | 16.6%  | 32.52   | -3.4%  |
| 甘肃  | 2.24   | 24.6%  | 14.8%  | 15.41   | 12.5%  |
| 广东  | 19.88  | -11.3% | 10.9%  | 134.67  | -8.4%  |
| 广西  | 4.05   | -3.6%  | 7.2%   | 27.79   | -10.3% |
| 贵州  | 3.68   | -0.4%  | 7.8%   | 26.52   | -4.0%  |
| 海南  | 1.38   | 174.8% | -3.4%  | 10.63   | 10.2%  |
| 河北  | 9.74   | 6.5%   | 15.2%  | 63.82   | 6.0%   |
| 河南  | 11.74  | 6.3%   | 6.9%   | 82.07   | 9.8%   |
| 黑龙江 | 2.92   | 6.6%   | 21.5%  | 19.00   | 10.6%  |
| 湖北  | 6.63   | -1.5%  | 2.8%   | 50.09   | 5.8%   |
| 湖南  | 5.91   | -8.9%  | 2.8%   | 41.24   | -8.1%  |
| 吉林  | 2.78   | -3.6%  | -42.1% | 21.71   | 31.2%  |
| 江苏  | 15.33  | -2.5%  | 11.7%  | 106.31  | 5.9%   |
| 江西  | 4.09   | 2.4%   | 10.3%  | 28.41   | -2.0%  |
| 辽宁  | 5.08   | 8.4%   | 17.5%  | 32.32   | 11.1%  |
| 内蒙古 | 3.17   | 18.8%  | 14.9%  | 19.71   | 10.9%  |
| 宁夏  | 0.90   | 7.4%   | 16.0%  | 6.14    | 14.9%  |
| 青海  | 0.61   | 38.4%  | 1.2%   | 4.53    | 26.6%  |
| 山东  | 14.25  | 6.3%   | 9.8%   | 93.81   | -0.4%  |
| 山西  | 4.13   | 1.7%   | 13.4%  | 28.48   | 4.0%   |
| 陕西  | 5.65   | 8.4%   | 8.3%   | 38.90   | 15.0%  |
| 上海  | 6.18   | -16.7% | 17.3%  | 43.11   | 27.9%  |
| 四川  | 9.30   | 13.1%  | 5.9%   | 67.84   | 5.0%   |
| 天津  | 3.42   | 0.8%   | -8.4%  | 24.02   | 18.0%  |
| 西藏  | 0.42   | 247.5% | 26.8%  | 2.64    | 12.6%  |
| 新疆  | 3.46   | 223.4% | 2.2%   | 24.78   | 19.6%  |
| 云南  | 4.28   | -6.6%  | 6.1%   | 31.12   | -4.4%  |
| 浙江  | 15.09  | -1.3%  | 19.2%  | 100.56  | -3.6%  |
| 重庆  | 3.74   | 24.4%  | 2.5%   | 27.85   | 7.5%   |
| 总计  | 187.45 | 2.5%   | 7.9%   | 1290.95 | 3.6%   |

数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

## 四、投资建议

结合行业的需求周期以及企业所处的库存周期及转型周期位置，整车我们推荐：吉利汽车、长安汽车、长城汽车（H/A）、广汽集团（H/A）、上汽集团。

零部件我们推荐：银轮股份、耐世特、郑煤机（A/H）、华域汽车、旭升股份、爱柯迪、伯特利、敏实集团、拓普集团、科博达、福耀玻璃（A/H）；建议关注富奥股份。

## 五、风险提示

**行业景气度下降。**受宏观经济、消费环境、通胀预期、重大突发公共卫生事件等多重因素影响，汽车行业景气度存在下降的可能性。

**核心零部件供给受限。**汽车供应链安全风险仍然存在，国内外汽车市场面临诸多不确定性，整车企业的产销量波动可能加剧，零部件的配套量也将随之产生波动。

**行业竞争加剧。**汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递，同时，零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力。

## 广发汽车行业研究小组

张 乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，2012 年加入广发证券发展研究中心。

闫 俊 刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。

邓 崇 静：资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2014 年加入广发证券发展研究中心。

周 伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈 飞 彤：高级研究员，硕士，毕业于复旦大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

张 力 月：高级研究员，硕士，毕业于香港中文大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                             | 深圳市                                | 北京市                            | 上海市                                  | 香港                                 |
|------|---------------------------------|------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26 号广发证券大厦<br>47 楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001 号太平金融大<br>厦 31 层 | 北京市西城区月坛北<br>街 2 号月坛大厦 18<br>层 | 上海市浦东新区南泉<br>北路 429 号泰康保险<br>大厦 37 楼 | 香港德辅道中 189 号<br>李宝椿大厦 29 及 30<br>楼 |
| 邮政编码 | 510627                          | 518026                             | 100045                         | 200120                               | -                                  |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn                |                                    |                                |                                      |                                    |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。