

汽车整车行业

悲观时刻已过，把握配置时点

——行业深度报告

✍️ : 王敬 执业证书编号: S1230520080009
 ☎️ : 王敬、刘文婷
 ✉️ : wangjing02@stocke.com.cn

行业评级

汽车整车

看好

报告导读

4月乘用车终端零售同比增长17%，新能源车增长160%，下游需求较好。受缺芯和原材料价格上涨影响，市场对二季度板块盈利担忧，我们预计芯片供给问题Q3有望缓解，行业需求将得到释放，21H2销量有望超预期，建议增配汽车板块。

投资要点

□ 4月零售同比增长17.1%，较19年4月增长7.1%

4月狭义乘用车终端零售155.6万辆，同比增长17.1%，较2019年4月增长7.1%，4月零售销量同比稳定增长，下游需求较好。与19年4月相比，一线到五线城市销量增速分别为12.6%、8%、4.6%、2.6%、9.7%，其中一线城市主要是受益于新能源车销量的高增长。从行业整体来看，新能源车销量高增长拉动了行业销量双位数增长，若剔除新能源之后，传统车销量增速为7.8%。

□ 新能源车增长160%，特斯拉短期承压

4月新能源乘用车终端零售销量21万辆，同比增长160%，较2019年4月增长119%，延续高增长趋势。其中纯电动乘用车销量13.5万辆，较2019年4月分别增长245%/225%；混动销量7.5万辆，较2019年4月分别增长80.5%/38.3%。一二线城市是新能源车主要消费市场，占比达到69.4%，但三四五线城市销量也大幅增长，同比增速分别为203%/188%/213%，消费者对电动车接受度提高，行业步入快速普及阶段。分企业看，特斯拉受刹车事件负面舆论影响，4月Model 3/Y销量分别为0.64/0.55万辆，环比分别下降73.8%/45.5%，短期销量承压；造车新势力蔚来、小鹏和理想汽车4月销量分别为7426、4990、5516辆，较去年均有一定的增长。

□ 关于行业的思考和投资策略

2021年上半年，对汽车板块市场情绪形成压制的因素主要有两点：芯片供应不足和原材料价格上涨。5-6月芯片供应仍然不足，但下半年有望缓解，同时，原材料价格趋缓，企业成本端压力将减小。上半年零售销量增速较高，说明下游需求旺盛，但生产和批发受限，我们认为21H2销量增速有望超预期，建议增配汽车板块。

新能源：美国对新能源车行业的补贴政策逐渐明朗，相关措施年内有望陆续落地；欧洲在补贴政策的刺激下，新能源车销量高增长；国内在补贴退坡后，供给端改善驱动需求释放，新能源车月度增速维持在100%以上，我们预计2021-2023年板块都将维持高景气。重点推荐宁德时代，建议关注比亚迪、亿纬锂能和国轩高科；

乘用车：国内自主品牌在电动智能化时代的崛起势不可挡，新车周期+电动化+智能化将成为整车企业投资的主要逻辑，推荐强产品周期的吉利汽车、长城汽车，关注华为产业链的长安汽车。

零部件：零部件领域我们看好具有长期成长逻辑的投资机会，从产业发展趋势看，2021年将是智能驾驶加速商业化的元年，我们认为未来5-10年智能驾驶将孕育巨大的投资机会，建议关注德赛西威、中科创达，以及即将上市的相关

相关报告

- 1《汽车周报：新能源车引领销量高增长》2021.05.23
- 2《浙商证券汽车周报：4月零售增长17%，关注华为产业链》2021.05.16
- 3《汽车销量数据点评：销量符合预期，新能源高增长》2021.05.12
- 4《浙商证券汽车周报：景气度向上，Q2配置时点》2021.05.05
- 5《汽车周报：从上海车展看自主品牌的崛起》2021.04.25

报告撰写人：王敬

联系人：王敬

初创公司。传统零部件，我们看好客户拓展顺利和产品升级逻辑的标的，重点关注拓普集团、新泉股份、精锻科技，星宇股份、福耀玻璃等。

□ **风险提示**

乘用车销量不及预期；宏观经济不及预期；芯片供应不及预期。

正文目录

1. 4月乘用车零售销量稳定增长.....	4
2. 头部自主市场份额有望持续提升.....	6
3. 新能源车渗透率有望快速提高.....	9
3.1. 4月国产特斯拉销量短期承压.....	9
3.2. 自主和新势力电动车发力.....	12
4. 投资策略.....	15
5. 风险提示.....	15

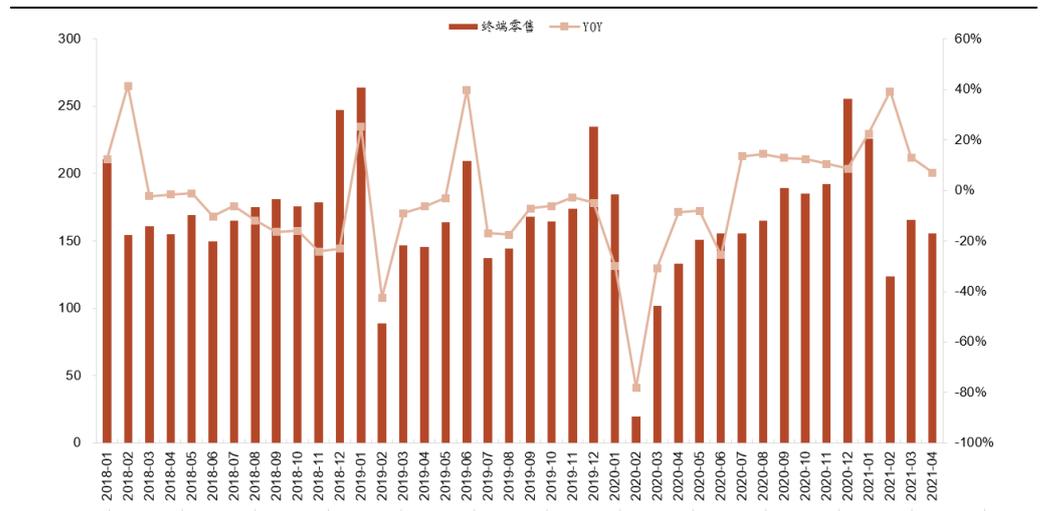
图表目录

图 1: 2018-2021.4 乘用车终端零售销量及增速(万辆).....	4
图 2: 2019-2021.4 各类城市销量增速.....	4
图 3: 2021.4 月纯电动和混动乘用车销量(万辆).....	5
图 4: 2021 年 4 月各系狭义乘用车零售销量及增速(万辆).....	6
图 5: 德系主要车企乘用车零售销量及增速(万辆).....	6
图 6: 日系主要车企乘用车零售销量及增速(万辆).....	7
图 7: 美系主要车企乘用车零售销量及增速(万辆).....	7
图 8: 自主主要车企乘用车零售销量及增速(万辆).....	8
图 9: 韩系主要车企乘用车零售销量及增速(万辆).....	8
图 10: 2021 年 4 月豪华品牌销量及增速(万辆).....	9
图 11: 2021 年 1-4 月国产 Model 3 和 Model Y 销量(辆).....	9
图 12: 2021 年 1-4 月国产 Model 3 各线城市销量(辆).....	10
图 13: 2021 年 1-4 月国产 Model Y 各线城市销量(辆).....	11
图 14: 2019-2021 年 4 月新能源乘用车销量及增速(万辆).....	13
图 15: 2019-2021 年 4 月 BEV 销量及增速(万辆).....	13
图 16: 2019-2021 年 4 月 PHEV 销量及增速(万辆).....	13
图 17: 2021 年 4 月新能源乘用车销量前十企业(辆).....	14
图 18: 2020.8-2021.4 月宏光 Mini EV 销量(辆).....	14
图 19: 2021 年 4 月宏光 Mini EV 各线城市销量占比.....	14
图 20: 2020.8-2021.4 月比亚迪汉销量(辆).....	14
表 1: 2021 年 4 月新能源汽车对终端销量影响(万辆).....	5
表 2: 2021.1-4 月各一线城市国产 Model 3 销量(辆).....	10
表 3: 2021.1-4 月主要二线城市国产 Model 3 销量(辆).....	10
表 4: 2021.1-4 月各一线城市国产 Model Y 销量(辆).....	11
表 5: 2021.1-4 月主要二线城市国产 Model Y 销量(辆).....	12

1. 4月乘用车零售销量稳定增长

4月狭义乘用车终端零售同比增长17.1%。4月狭义乘用车零售零售销量155.6万辆，同比增速达到17.1%，环比下降6.2%；较2019年4月增长7.1%。1-4月累计销量671.6万辆，同比20年1-4月增长53.1%，较19年1-4月增长4.2%，从终端零售可以看出下游消费需求旺盛，行业处于向上通道。我们预计21年全年销量同比增长10%-12%。

图 1：2018-2021.4 乘用车终端零售销量及增速(万辆)

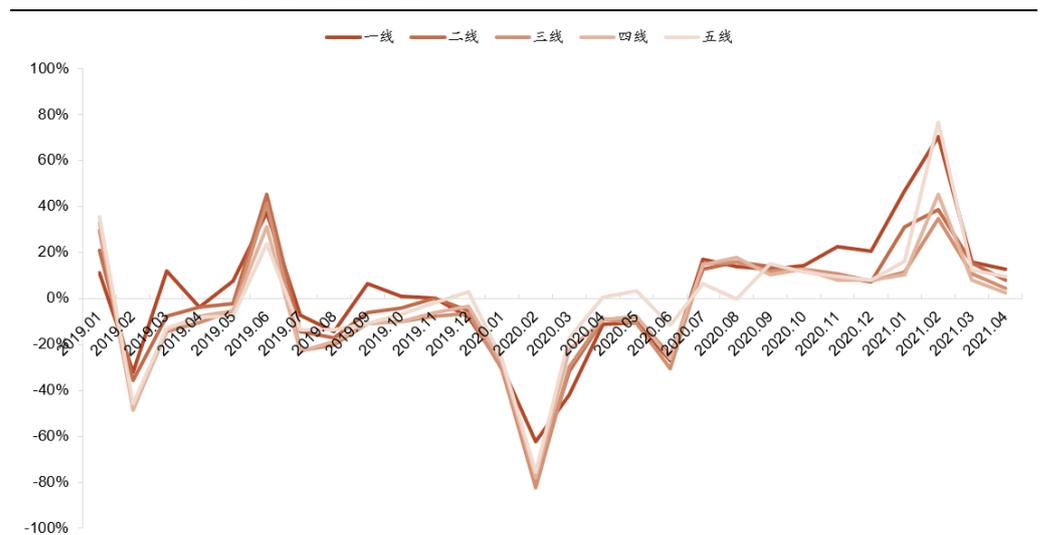


资料来源：浙商证券研究所整理

注：2021-04 增速为相较于 2019-04 的数据

一线城市增速较高，新能源车贡献主要增量。从4月数据来看，一线城市较2019年4月增长12.6%，二至五线城市较2019年4月分别增长8%、4.6%、2.6%和9.7%。一线城市增速高于二至五线城市，主要是由于一线城市新能源车销量高增长，在供给端改善后，高性价比的新能源车上市，驱动了下游需求的释放，限牌限行的一线城市新能源车需求释放。

图 2：2019-2021.4 各类城市销量增速



资料来源：浙商证券研究所整理

注：2021.04 增速为相较于 2019.04 的数据

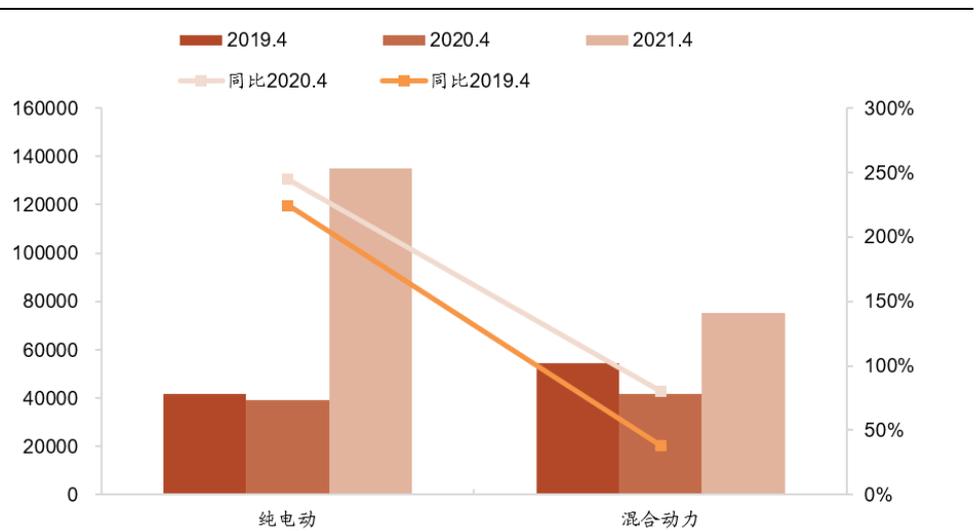
4月新能源车同比增长160%。4月新能源乘用车终端零售销量21万辆，同比增长160%，较2019年4月增长119.2%，新能源车销量高增长提升了乘用车整体销量增速。其中纯电动销量13.5万辆，较2019年4月增长224.6%，混动销量7.5万辆，较2019年4月增长38.3%。可以看出，一二线城市是新能源车主要消费市场，但三四五线城市销量也大幅增长，消费者对新能源车接受度提高，行业步入快速普及阶段。相比之下，传统燃油车销量增速缓慢，二、五线城市分别增长0.6%、3.6%，一三四线城市出现不同程度的下降。

表 1：2021 年 4 月新能源汽车对终端销量影响(万辆)

	一线	二线	三线	四线	五线	合计
2019.4	14.50	66.79	31.07	21.47	11.53	145.36
2021.4	16.33	72.14	32.49	22.04	12.65	155.64
YOY	12.62%	8.01%	4.55%	2.63%	9.72%	7.07%
2019.4 新能源	2.89	4.67	1.18	0.60	0.24	9.58
2021.4 新能源	4.94	9.65	3.58	1.88	0.96	21.01
YOY	70.93%	106.40%	203.39%	213.54%	298.47%	119.18%
2019.4 剔除新能源	11.61	62.11	29.89	20.87	11.29	135.78
2021.4 剔除新能源	11.39	62.49	28.91	20.16	11.69	134.63
YOY	-1.90%	0.61%	-3.30%	-3.43%	3.55%	-0.84%

资料来源：浙商证券研究所整理

图 3：2021.4 月纯电动和混动乘用车销量(万辆)



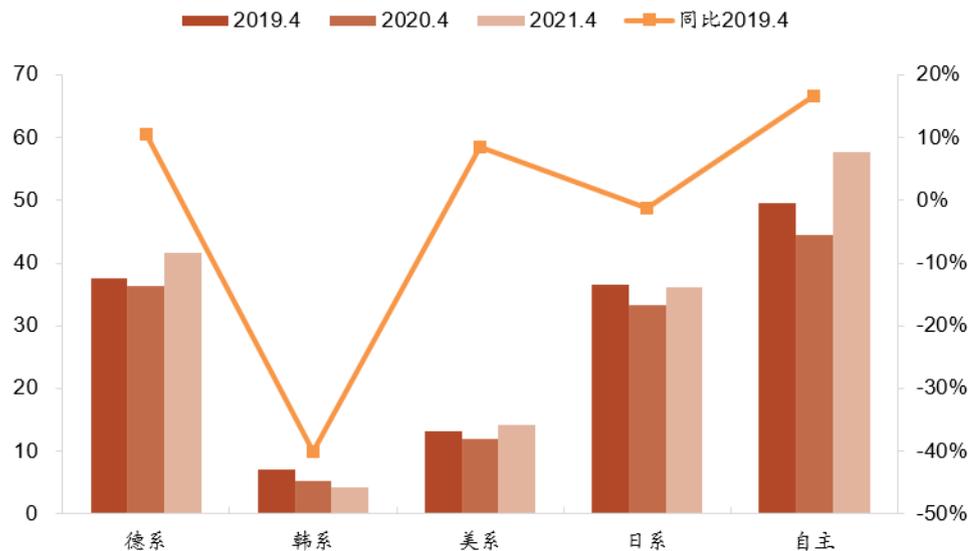
资料来源：浙商证券研究所整理

4月传统燃油车销量同比增长7.8%，保持稳定的增速，与19年4月相比，下滑0.8%，在整体行业需求增速中枢下降的情况下，新能源车对燃油车体现出一定的替代效应。4月纯电动车渗透率达到8.7%，接近新兴技术在10%-50%渗透率快速提升的区间，我们认为未来5年新能源车将处于快速增长的阶段，预计到2025年渗透率可以达到20%-25%。

2. 头部自主品牌份额有望持续提升

4月乘用车销量稳定增长，但各系别销量分化，其中自主、德系、美系乘用车销量较2019年4月分别增长16.6%、10.4%、8.4%，韩系、日系销量分别下降40%、1.3%。我们认为未来二线合资品牌将逐渐出现，韩系、法系市场份额将被合资和自主瓜分。美系福特和通用产品力下降，未来市场前景不容乐观。

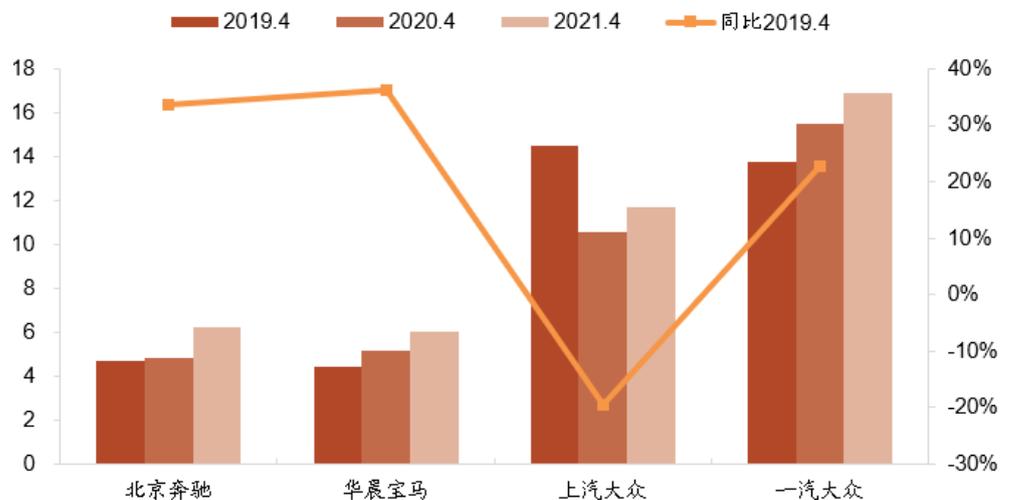
图 4：2021 年 4 月各系狭义乘用车零售销量及增速(万辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

德系：4月终端销量41.5万辆，较2019年4月增长10.4%。分车企看，一汽大众销量16.9万辆，较19年4月增长22.8%；上汽大众销量11.7万辆，较19年4月下滑19.5%；华晨宝马、北京奔驰销量6、6.2万辆，较19年4月分别增长36.3%、33.7%。可以看出，上汽大众销量下滑明显，我们认为主要原因是19年中保研碰撞实验成绩较差导致帕萨特销量遇冷。豪华品牌保持20%以上的增速，主要是消费升级下更新需求释放。

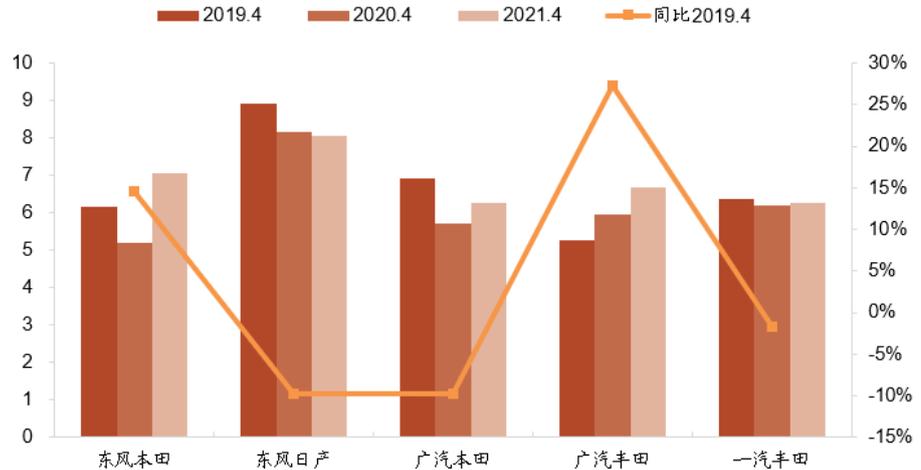
图 5：德系主要车企乘用车零售销量及增速(万辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

日系：4月终端销量36.1万辆，较2019年4月下降1.3%。其中一汽丰田、广汽丰田销量分别为6.3、6.7万辆，增速分别为-1.7%、27.3%；广汽本田、东风本田、东风日产销量分别为6.2、7.1万和8.1万辆，增速分别为-9.7%、14.6%和-9.7%。其中，广汽丰田、东风本田销量增速高于行业平均。东风日产、广汽本田4月销量表现欠佳，主要原因在于日产奇骏、本田飞度等主打车型竞争力减弱，销量下滑明显。

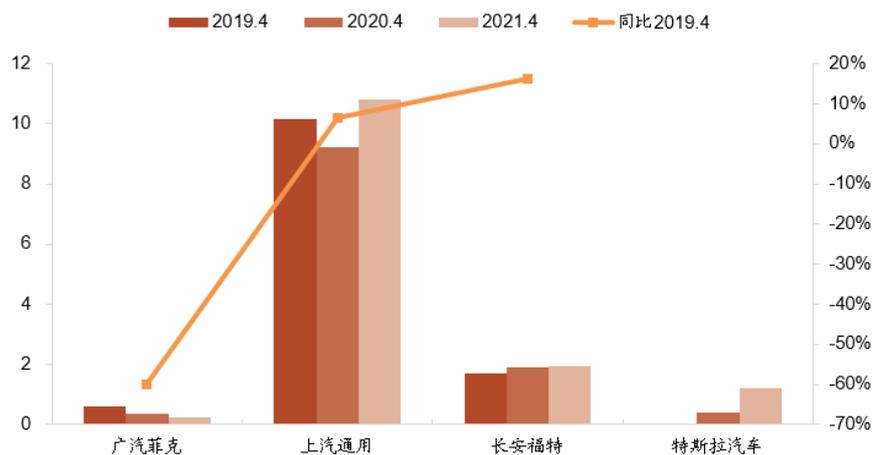
图 6：日系主要车企乘用车零售销量及增速(万辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

美系：4月美系零售14.2万辆，较2019年4月增长8.4%。上汽通用销量10.8万辆，较2019年4月增长6.5%；长安福特销量2万辆，增长16.1%；广汽菲克销量仅0.2万辆，下滑60.1%；受刹车事件负面舆论影响，特斯拉4月销量大幅下滑，Model 3销量0.64万辆，Model Y销量0.55万辆。

图 7：美系主要车企乘用车零售销量及增速(万辆)

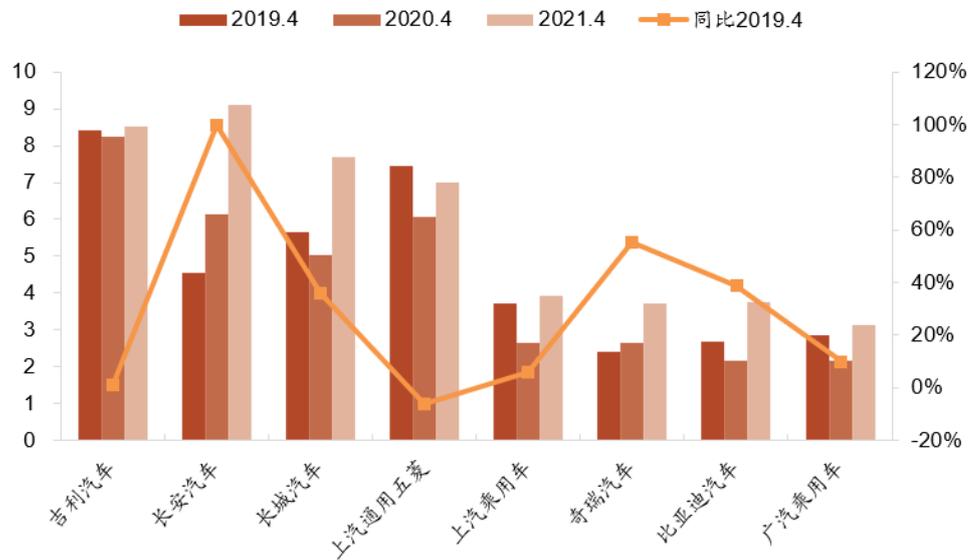


资料来源：浙商证券研究所整理

自主品牌：4月自主品牌乘用车零售销量57.7万辆，较2019年4月增长16.6%，龙头企业销量表现强劲。长安汽车销量9.1万辆，较2019年4月增长100%，主要受益于蓝鲸NE系列发动机的全面使用以及CS75、逸动、欧尚、UNI-T等主打车型的持续畅销；长城汽车7.7万辆，增长36%；吉利销量8.5万辆，增长1.2%；奇瑞汽车、比亚迪、广汽乘用车、上汽乘用车销量分别增长55.4%、38.9%、10.1%、6.1%、6.1%。从自主品牌销

量表现可以看出自主乘用车竞争力逐渐提高，我们认为一线自主品牌在电动智能化时代市场份额有望持续提升，具备长期成长价值。

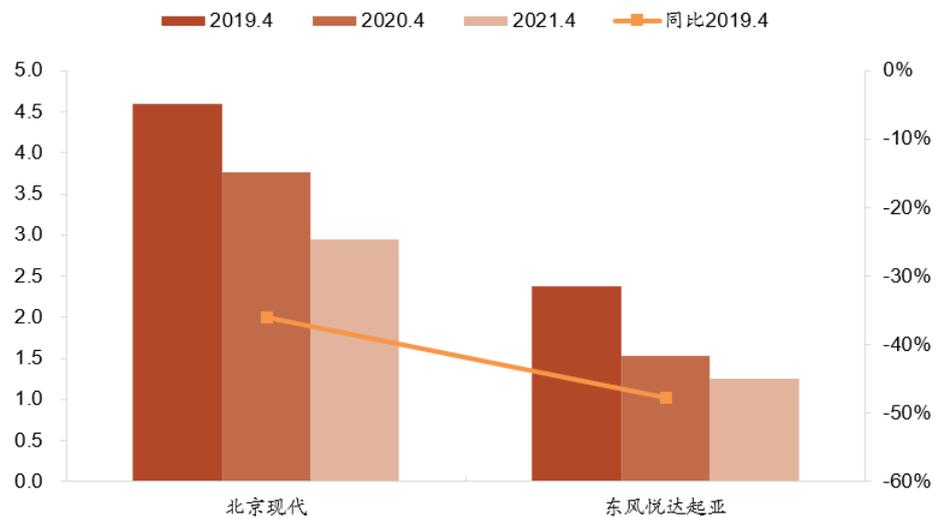
图 8：自主主要车企乘用车零售销量及增速(万辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

韩系：4月韩系乘用车零售销量4.2万辆，较2019年4月下滑40%，其中北京现代销量2.9万辆，较2019年4月下滑36%；东风悦达起亚销量1.2万辆，下滑47.7%，我们认为韩系品牌在国内竞争力下降。

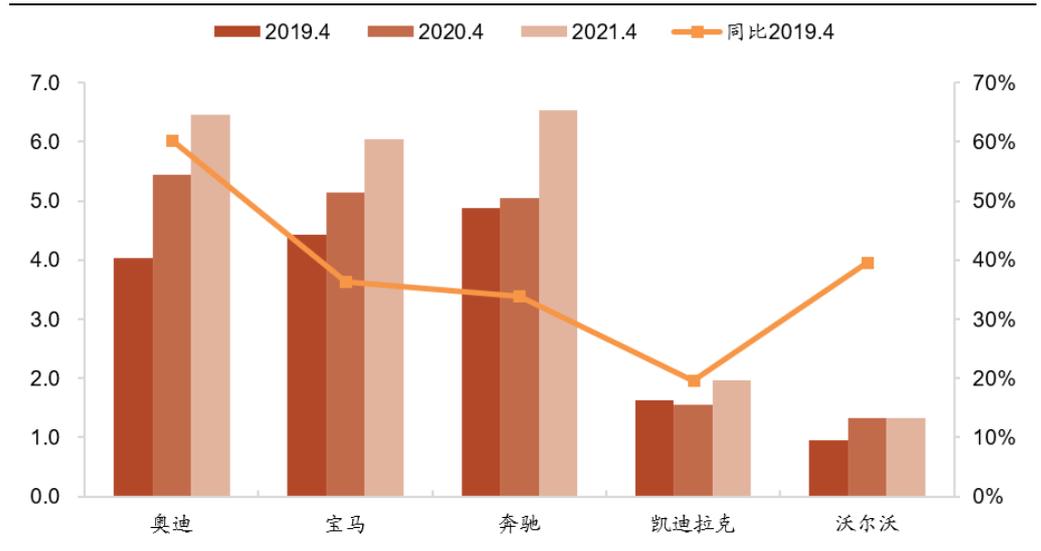
图 9：韩系主要车企乘用车零售销量及增速(万辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

豪华品牌保持高增长。4月豪华品牌零售销量22.3万辆，较2019年4月增长40.1%。分品牌看，奥迪、宝马、奔驰、凯迪拉克、沃尔沃销量分别为6.5、6、6.5、2、1.3万辆，增速分别为60.3%、36.3%、33.9%、19.6%、39.6%。近年来国内乘用车换购和增购比例提升，消费升级推动豪华车销量增长。我们认为豪华车销量有望继续保持正增长。其竞争对手特斯拉目前受刹车事件影响，短期利好豪华品牌乘用车。

图 10：2021 年 4 月豪华品牌销量及增速(万辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

3. 新能源车渗透率有望快速提高

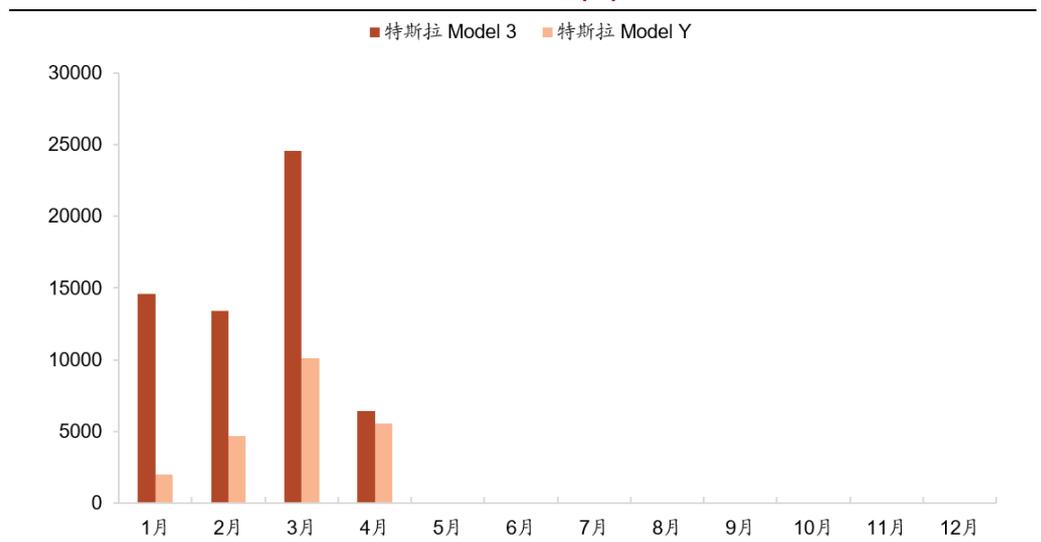
3.1. 4 月国产特斯拉销量短期承压

4 月份国产特斯拉 Model 3 销量 0.64 万辆，环比下降 73.8%；国产 Model Y 销量 0.55 万辆，环比下降 45.5%。特斯拉 4 月在华销量大幅下滑的主要原因有两方面：

- ◆ 上海车展维权事件之后，特斯拉“刹车失灵”负面舆论愈演愈烈；
- ◆ 特斯拉后续公关处理方式强硬，和车主沟通不到位，品牌形象受损。

2021 年 1-4 月国产 Model 3 零售销量 5.9 万辆，国产 Model Y 销量 2.2 万辆。短期特斯拉销量受到一定的影响，对产业链相关公司股价形成压制。

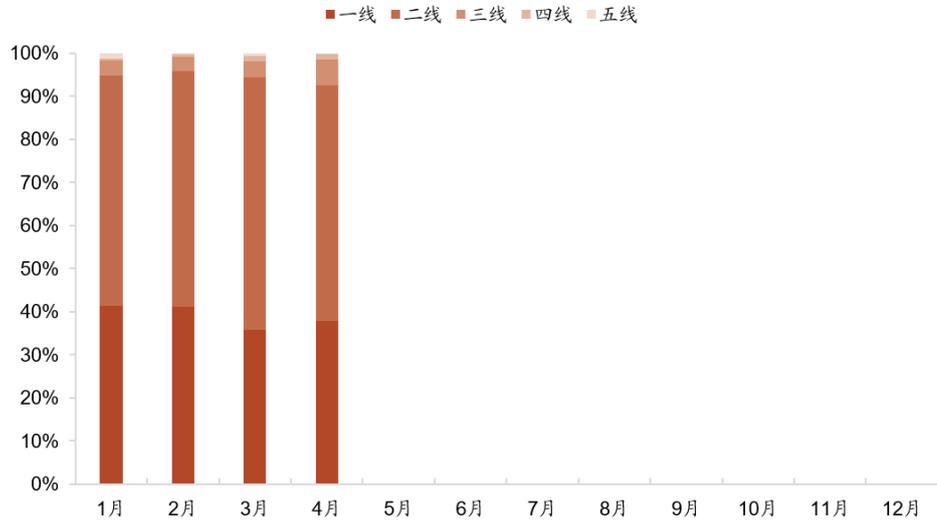
图 11：2021 年 1-4 月国产 Model 3 和 Model Y 销量(辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

国产 Model 3、Model Y 销量集中于一二线城市。分析 1-4 月国产 Model 3、Model Y 销量,可以发现其主要消费群体位于一线和二线城市,一二线城市销量占比在 90%以上,三四五线城市销量占比相对较低。

图 12: 2021 年 1-4 月国产 Model 3 各线城市销量(辆)



资料来源: 浙商证券研究所整理

表 2: 2021.1-4 月各一线城市国产 Model 3 销量(辆)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
北京市	1126	825	977	468								
广州市	624	565	1056	209								
上海市	3002	2809	4619	1234								
深圳市	1301	1306	2148	530								
合计	6053	5505	8800	2441								

资料来源: 浙商证券研究所整理

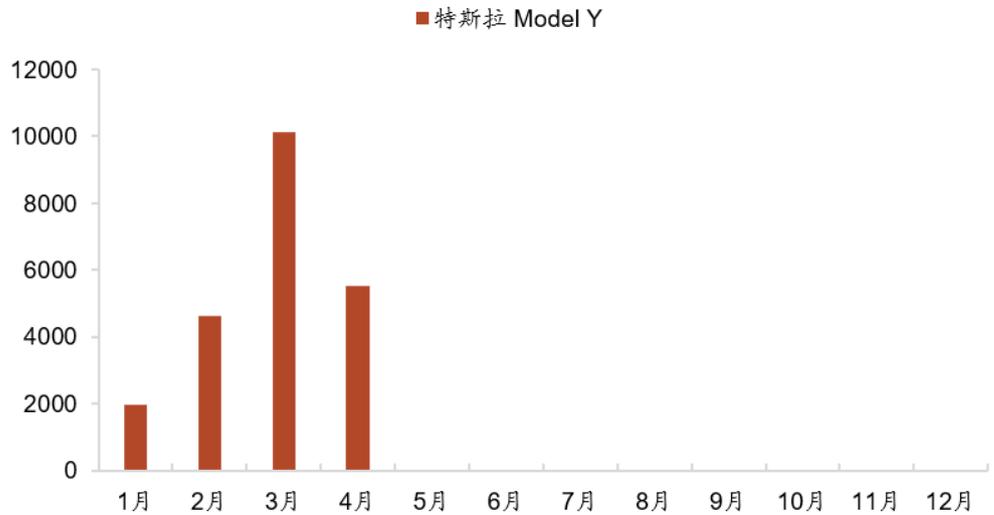
表 3: 2021.1-4 月主要二线城市国产 Model 3 销量(辆)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
杭州市	887	1238	2226	403								
成都市	517	548	1106	223								
苏州市	394	393	744	140								
重庆市	393	393	760	164								
郑州市	331	307	495	90								
天津市	265	238	439	112								
厦门市	243	189	387	97								

武汉市	298	334	575	111
南京市	302	245	518	127
宁波市	260	268	539	134
青岛市	89	91	201	47
西安市	292	374	594	126
温州市	286	319	573	116
长沙市	298	215	378	136
东莞市	178	194	307	96
常州市	127	106	254	74
台州市	148	102	279	68
佛山市	198	186	370	99
沈阳市	37	37	132	45
二线合计	7762	7330	14377	3518

资料来源：浙商证券研究所整理

图 13：2021 年 1-4 月国产 Model Y 各线城市销量(辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

表 4：2021.1-4 月各一线城市国产 Model Y 销量(辆)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
北京市	284	680	1028	324								
广州市	77	199	461	248								
上海市	308	845	2154	1038								
深圳市	114	324	743	452								
合计	783	2048	4386	2062								

资料来源：浙商证券研究所整理

表 5：2021.1-4 月主要二线城市国产 Model Y 销量(辆)

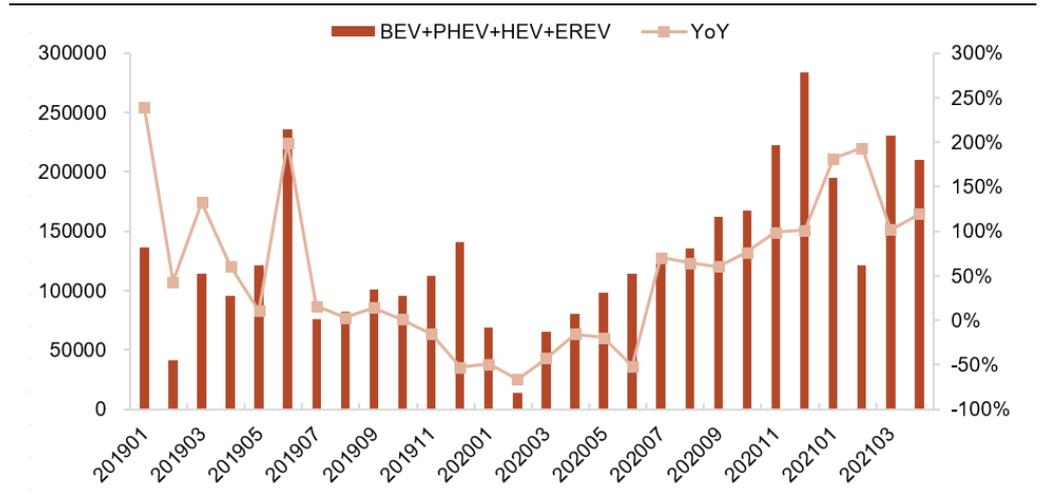
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
杭州市	117	297	810	509								
成都市	60	167	397	189								
重庆市	34	106	269	199								
武汉市	33	125	266	114								
西安市	30	134	254	149								
苏州市	38	117	217	131								
南京市	32	101	206	108								
郑州市	28	122	205	166								
温州市	21	85	204	121								
宁波市	21	79	187	91								
东莞市	23	65	181	64								
天津市	59	81	172	55								
长沙市	19	108	171	91								
厦门市	24	74	167	128								
佛山市	23	58	130	109								
常州市	11	30	121	47								
青岛市	20	61	113	77								
二线合计	1101	2426	5310	3225								

资料来源：浙商证券研究所整理

3.2. 自主和新势力电动车发力

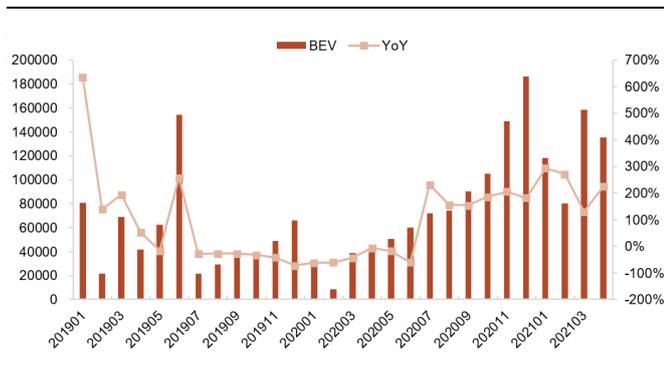
2021 年供给端持续改善，特斯拉、自主品牌等高性价比车型上市使得需求大幅增长，21 年 1-4 月新能源乘用车销量增速分别为 181.5%、193.6%、101.8%、119.2%，其中 BEV 销量增速分别为 293.8%、270.8%、129.3%、224.6%，PHEV 增速分别为 102.6%、151.9%、-15%、60.1%，可以看出纯电动增速高于插电混动，消费者对电动车需求增加。一方面是纯电动车使用成本较低，特斯拉国产后促使国内车企推出高性价比的电动车，消费者对电动车接受度提高；另一方面是由于电动车更易实现高级别辅助驾驶和智能驾驶，智能化功能对年轻消费者吸引力更强。

图 14：2019-2021 年 4 月新能源乘用车销量及增速(万辆)



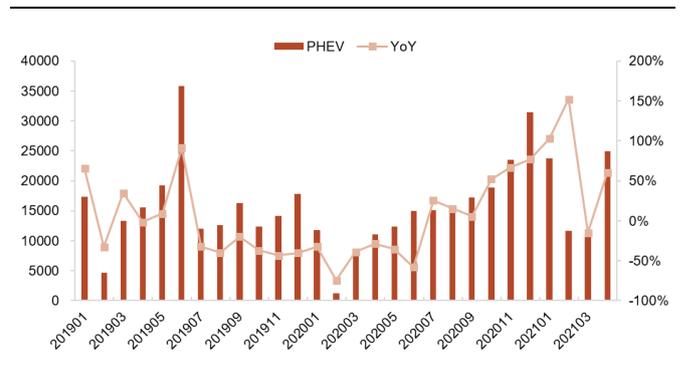
资料来源：浙商证券研究所整理

图 15：2019-2021 年 4 月 BEV 销量及增速(万辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

图 16：2019-2021 年 4 月 PHEV 销量及增速(万辆)

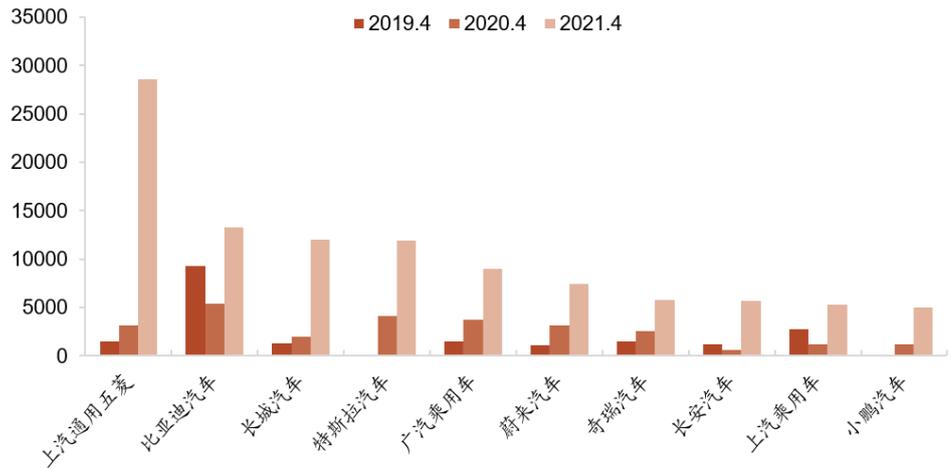


资料来源：浙商证券研究所整理

4 月 BEV 销量前十名企业中除特斯拉以外，其他车企均为自主品牌。相比于 2019 年 4 月，上汽通用五菱、比亚迪、长城、广汽销量增速分别为 1818.1%、42.1%、831.6%、485.7%，其中上通五菱增量来自宏光 Mini EV，4 月销量达到 2.6 万辆，分析其在各城市销量，可以看出宏光 Mini EV 在一线城市销量占比仅为 2.4%，二线城市占比为 36.7%，三四五线城市占比 60.9%，二三线城市宏光 Mini EV 销量占比最高。比亚迪汉近月以来销量逐渐回升，4 月销量 7059 辆；广汽 AION S 销量火爆，4 月销量 7020 辆，公司电动车销量大幅增长。造车新势力蔚来、小鹏和理想汽车 4 月销量分别为 7426、4990、5516 辆，较去年均有一定的增长。

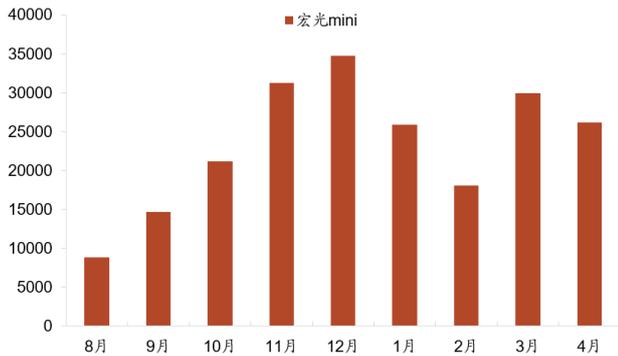
目前国内电动车市场竞争格局比较分散，结合智能驾驶水平，第一梯队为特斯拉，未来华为、苹果有望加入；第二梯队为造车新势力小鹏、蔚来、理想等；第三梯队为自主品牌吉利、比亚迪和长城等；第四梯队为合资品牌大众等。我们认为合资品牌在电动化和智能化进程相对较慢，自主、造车新势力有望在市场竞争中脱颖而出，挤占合资品牌市场份额。

图 17：2021 年 4 月新能源乘用车销量前十企业(辆)



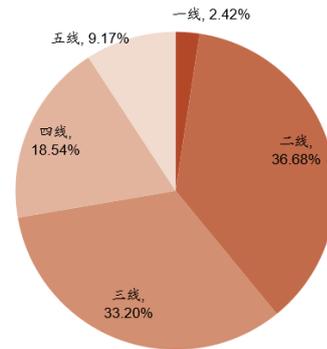
资料来源：浙商证券研究所整理

图 18：2020.8-2021.4 月宏光 Mini EV 销量(辆)



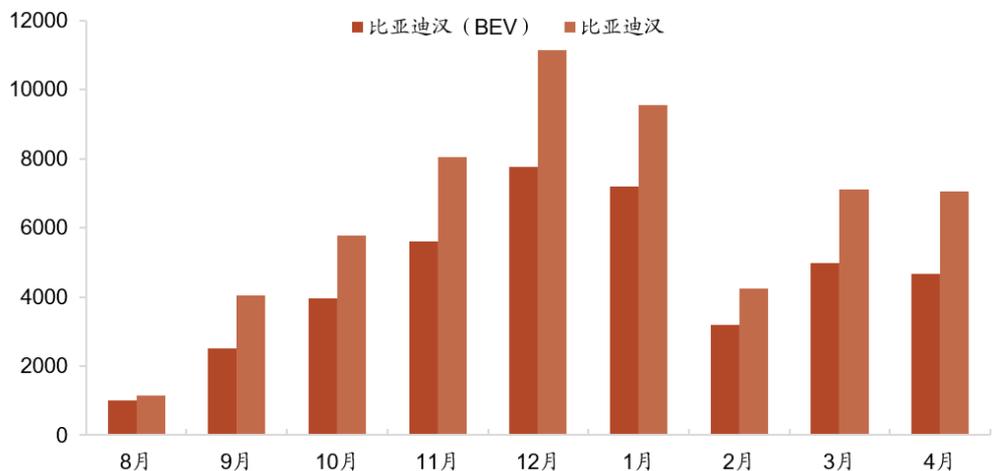
资料来源：浙商证券研究所整理

图 19：2021 年 4 月宏光 Mini EV 各线城市销量占比



资料来源：浙商证券研究所整理

图 20：2020.8-2021.4 月比亚迪汉销量(辆)



资料来源：浙商证券研究所整理

4. 投资策略

通过对终端零售数据和批发数据分析，可以看出 2021 年 1-4 月下游需求旺盛，短期车企供给受限，乘用车产量和批发数据弱于零售数据；同时，原材料价格大幅上涨，行业成本承压，市场对板块 Q2 盈利担忧，两方面原因导致年初至今申万汽车板块指数下滑近 2%。根据各车企的排产情况，可以看出 5-6 月芯片供应问题仍是制约各车企产量的主要原因，但根据台积电公告，预计 21 年下半年芯片供给问题将会有较大的改善。因此我们认为 2021 年二季度末将是增配汽车板块的时点。

乘用车：推荐强产品周期的吉利汽车、长城汽车，关注华为产业链的长安汽车；

新能源：板块高景气度，基本面向好，重点推荐宁德时代；建议关注国轩高科、亿纬锂能、国轩高科和克来机电；

零部件：重点关注拓普集团，新泉股份、精锻科技、星宇股份，福耀玻璃、科博达等；

智能化：2021 年将是智能化爆发的元年，建议关注中科创达、德赛西威，以及有望 1-2 年内上市的初创公司禾赛科技、地平线等。

5. 风险提示

乘用车销量不及预期；宏观经济不及预期；芯片供应不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>