

# 【广发汽车 & 海外】吉利汽车 (00175.HK)

## 创变新生，科技 4.0 时代再次腾飞

### 核心观点:

- 长周期的跟踪让我们再次敏锐的发现公司已经发生了巨大的变化: 增长逻辑理顺了, 实现路径找到了, 管理层完成了调整, 已迎来科技 4.0 时代的强产品周期, 必将逐步带动其国内份额、ASP、以及海外份额的提升, 平台化的储备与加速落地又将有力支撑其毛利率相对快速上行。
- **当前处于下一轮成长的拐点期。** 公司从 2018 年开始, 经历了 3 年有余的蛰伏调整期后, 我们已经清晰的看到: 终端销量开始稳步回升, 库存水平进一步优化, 主力车型迎来换代。预计公司即将进入下一轮增长。
- **中期展望:** 在我们新格局系列报告八的逻辑框架下, 未来中国品牌向上的确定性在加大。在此宏观背景下, 公司的“两个蓝色吉利行动计划”叠加“大单品”战略或将推动公司销量及 ASP(品牌)持续上移。往后看三年, 根据新格局系列报告七的方法论, 吉利与领克品牌将聚焦资源, 在核心增量区间打造具备强竞争力的“大单品”车型; 几何与极氪品牌将形成差异化合力, 以新的形象, 全面发力电动车市场。
- **长期视角下, 我们试图把未来 10 年划分为三个不同成长阶段, 并理清各个阶段的核心关注变量。** 即在 21 年-23 年、24 年-27 年和 28 年-30 年的三个成长阶段, 我们倾向于分别把“大单品”战略带来的市场份额提升、品牌向上带来的 ASP 提升和吉利体系赋能下海外市场份额的提升视为各个阶段的核心观察变量, 从而稳步推进公司的增长战略。
- **盈利预测和投资建议:** 公司以优秀的不断进化的合规的企业治理能力为底层支撑, 依托定位清晰的增长战略和方法论, 销量、ASP 及毛利率均有望迎来快速增长。考虑公司在行业变迁下的巨大机遇及其自身综合实力的稳健提升, 预计 21-23 年 EPS 分别为 0.71/1.04/1.33 元/股, 我们认为公司合理价值 31.16 港元/股, 对应 21、22 年 PE 估值分别约 37 倍、25 倍, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 销量不及预期; 战略转型不及预期; 消费者需求快速变化。

### 盈利预测:

单位: 人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	97,712	92,374	101,930	142,123	170,365
增长率 (%)	-8.5	-5.5	10.3	39.4	19.9
归母净利润 (百万元)	8,190	5,397	6,963	10,205	13,078
增长率 (%)	-34.8	-34.1	29.0	46.6	28.2
EPS (元/股)	0.89	0.55	0.71	1.04	1.33
市盈率 (P/E)	17.06	48.20	26.71	18.23	14.22
ROE (%)	15.0	8.5	9.9	12.6	14.0

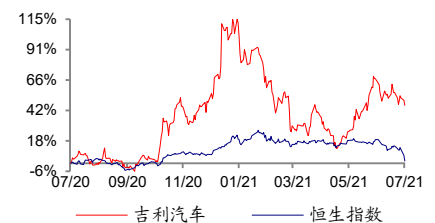
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 注: 港元/人民币汇率=1.20

公司评级	买入
当前价格	22.75 港元
合理价值	31.16 港元
报告日期	2021-07-27

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	9821/9821
总市值/流通市值 (百万港元)	223421/223421
一年内最高/最低 (港元)	36.45/14.72
30 日日均成交量/成交额 (百万)	93.0/2239.9
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	6.90/-27.50

### 相对市场表现



### 分析师:



闫俊刚

SAC 执证号: S0260516010001

021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

### 分析师:



李爽

SAC 执证号: S0260519070003

021-38003684



fzlishuang@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:



张乐

SAC 执证号: S0260512030010

021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

请注意, 闫俊刚, 李爽, 张乐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。

## 目录索引

一、拐点：当前处于下一轮成长的拐点期.....	5
（一）公司终端销量开始稳步回升.....	5
（二）库存水平进一步优化.....	6
（三）复盘：上一轮周期变化的启示.....	6
二、方法论：多品牌战略+“大单品”方法助力公司销量中枢上移.....	7
（一）吉利品牌：聚焦资源，强竞争力“大单品”车型覆盖核心增量区间.....	7
（二）几何品牌：定位高性价比电动车，B端+C端驱动销量触底反转.....	13
（三）领克品牌：沃尔沃技术加持，车型矩阵完善推动品牌持续向上.....	14
（四）极氪品牌：蓝色吉利行动计划二的重要载体，开拓高端智能电动车新局面..	16
三、增长逻辑：品牌定位清晰，体系赋能向上，公司加速走向全球.....	18
（一）品牌：定位清晰，聚焦电气化和智能化.....	18
（二）体系：赋能向上，拥有创新文化和完备的正向研发能力.....	19
（三）组织：底层支撑，具备优秀的不断进化的组织和治理架构.....	20
四、盈利预测和投资建议.....	22
五、风险提示.....	23

## 图表索引

图 1: 吉利汽车终端销量 (万辆) 和环比增速 (%)	5
图 2: 吉利主要车型月度终端销量 (万辆)	5
图 3: 吉利汽车库存变化情况 (万辆)	6
图 4: 吉利汽车销量 (万辆) 和乘用车市场占有率 (%) 变化情况	6
图 5: 吉利汽车销量 (万辆) 和同比增速 (%)	7
图 6: 吉利品牌分车型销量预测 (万辆)	8
图 7: 吉利品牌产品路线图	8
图 8: 轿车车长 4.6-4.8m、价格 10-15 万区间批发销量 (万辆)	9
图 9: 星瑞销量 (万辆) 及在车长 4.6-4.8m, 价格 10-15 万元的轿车市场区间市占率预测 (%)	9
图 10: 轿车车长 4.6-4.8m、价格 5-10 万区间批发销量 (万辆)	10
图 11: 帝豪家族销量 (万辆) 和在车长 4.6-4.8m, 价格 10-15 万元的轿车市场区间市占率预测 (%)	10
图 12: SUV 车长 4.5-4.9m、价格 15-20 万区间批发销量 (万辆)	11
图 13: 星越 L 销量 (万辆) 和在车长 4.5-4.9m, 价格 15-20 万元的 SUV 市场区间市占率预测 (%)	11
图 14: SUV 车长 4.5-4.7m、价格 10-15 万区间批发销量 (万辆)	12
图 15: 博越销量 (万辆) 和在车长 4.5-4.7m, 价格 10-15 万元的 SUV 市场区间市占率预测 (%)	12
图 16: 纯电动车销量分级别占比 (%)	13
图 17: 几何品牌销量 (万辆) 和同比增速 (%) 预测	14
图 18: 领克品牌销量 (万辆) 和同比增速 (%) 预测	14
图 19: 领克品牌产品路线图	15
图 20: 领克 03 销量 (万辆) 和在 4.6-4.8m、价格 10-15 万元轿车市场区间市占率 (%) 预测	16
图 21: 领克 05 销量 (万辆) 和在 4.5-4.7m, 15-20 万元 SUV 市场区间市占率 (%) 预测	16
图 22: 领克 01 销量 (万辆) 和在 4.5-4.7m、价格 15-20 万元 SUV 市场区间市占率 (%) 预测	16
图 23: 领克 09 销量 (万辆) 和在 4.9m 以上, 30 万元以上市场 SUV 区间市占率 (%) 预测	16
图 24: 极氪品牌销量 (万辆) 预测	17
图 25: 中国品牌高端电动车终端销量情况 (辆)	17
图 26: 吉利分品牌汽车销量 (万辆) 和占比 (%) 预测	18
图 27: 吉利汽车品牌定位和产品战略	19
图 28: 新格局下更易胜出的企业特征	20

图 29: 公司职位调整情况.....21  
图 30: 公司产品平台化战略.....22  
图 31: 公司平台化车型销量占比和毛利率预测 (%) .....22

表 1: 星瑞竞品车型分析.....9  
表 2: 星越 L 竞品车型分析..... 11  
表 3: 公司盈利预测 (百万元) .....22  
表 4: 可比公司估值表 .....23

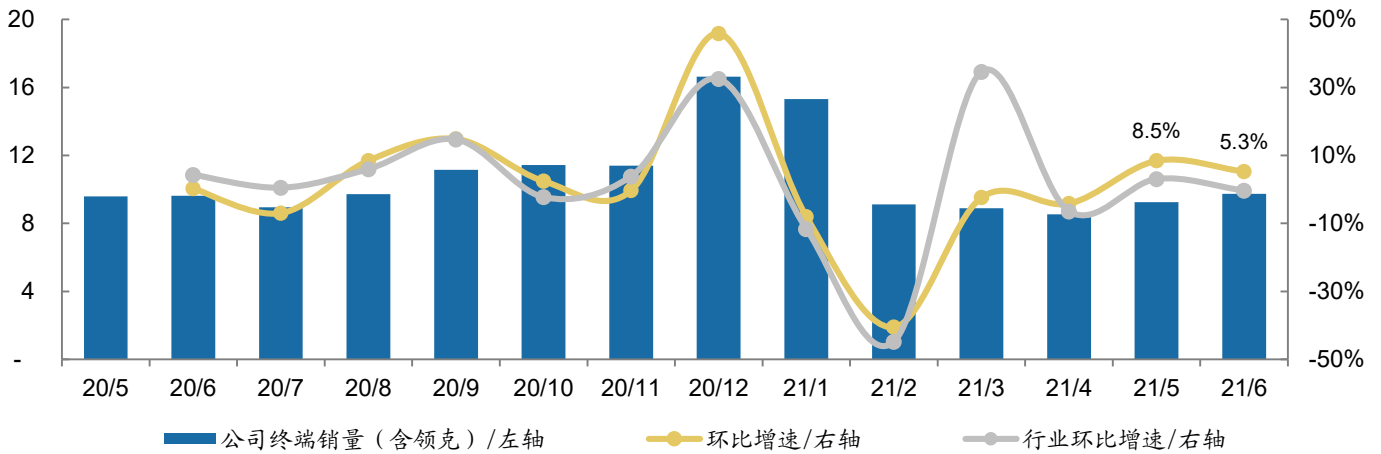
## 一、拐点：当前处于下一轮成长的拐点期

当前处于下一轮成长的拐点期。公司从2018年开始，经历了3年有余的蛰伏调整期后，我们已经清晰的看到：终端销量开始稳步回升，库存水平进一步优化，主力车型迎来换代。预计公司即将进入下一轮增长。

### （一）公司终端销量开始稳步回升

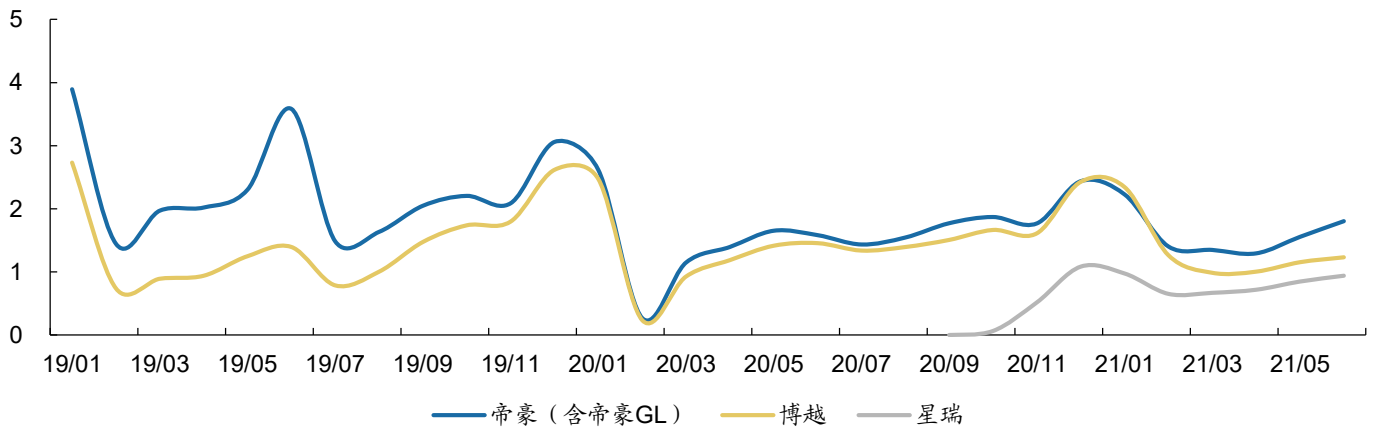
根据中机中心，公司2021年6月终端销售9.7万辆，环比增长5.3%，终端销量开始稳步回升。分车型来看，其中帝豪（含帝豪GL）、博越和星瑞21年6月终端销量分别为1.8万辆、1.2万辆和0.9万辆，主力车型销量整体呈现回升趋势。预计随2021年下半年吉利帝豪的换代，具有爆款潜质的星越L等大单品车型的上市以及2022年博越CMA平台的换代，公司销量中枢有望进一步上移。

图1：吉利汽车终端销量（万辆）和环比增速（%）



数据来源：中机中心，广发证券发展研究中心

图2：吉利主要车型月度终端销量（万辆）

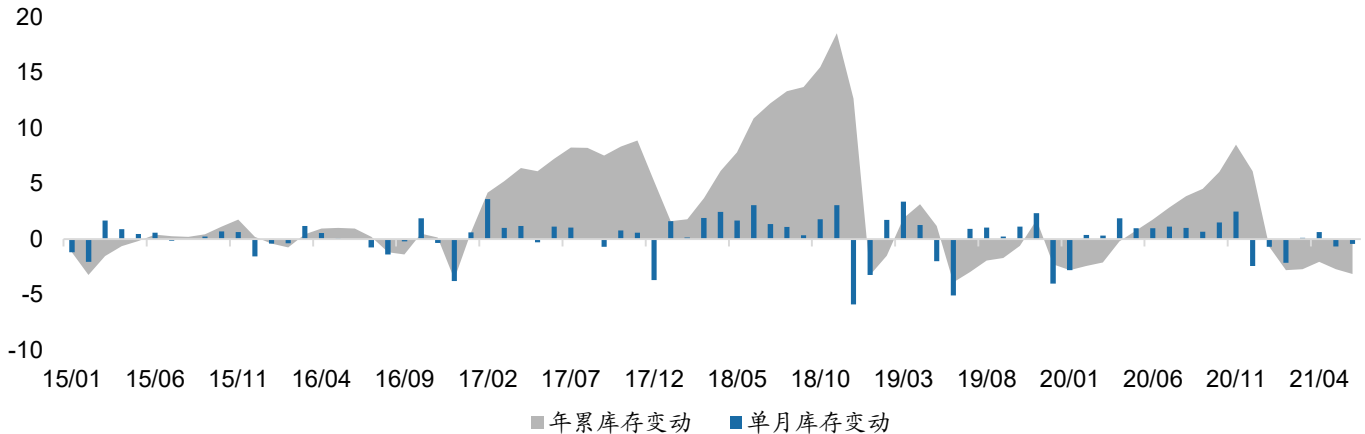


数据来源：中机中心，广发证券发展研究中心

## （二）库存水平进一步优化

公司库存管理进一步优化。根据中汽协批发销量和中机中心终端销量数据，从剔除出口后的库存变动情况来看，21年6月吉利汽车单月库存下降0.4万辆，21年1-6月公司累计库存下降3.1万辆，库存管理进一步得到优化。

图3: 吉利汽车库存变化情况 (万辆)



数据来源：中汽协，中机中心，广发证券发展研究中心

## （三）复盘：上一轮周期变化的启示

历史上看，公司具备优秀的与时俱进的战略调整能力。2014年重塑品牌形象，吉利发布新的品牌架构，回归单一吉利品牌：将原有的三大子品牌帝豪、全球鹰和英伦汇聚为统一的吉利品牌，收缩战线进行品牌整合，聚焦资源去主打一个品牌，完成了渠道端的“三网合一”；同时，为提高研发效率，对原来相对比较分散的研发资源也进行了有力的整合，为后续的新一代产品高效研发铺平了道路。14年公司战略的调整为其上一轮的腾飞奠定了基础。随公司当前增长战略和方法论定位的逐步清晰以及管理层的调整完成，我们认为当前公司已经完成了新一轮的战略调整，叠加迎来科技4.0时代的强产品周期，预计公司即将进入下一轮增长。

图4: 吉利汽车销量 (万辆) 和乘用车市场占有率 (%) 变化情况



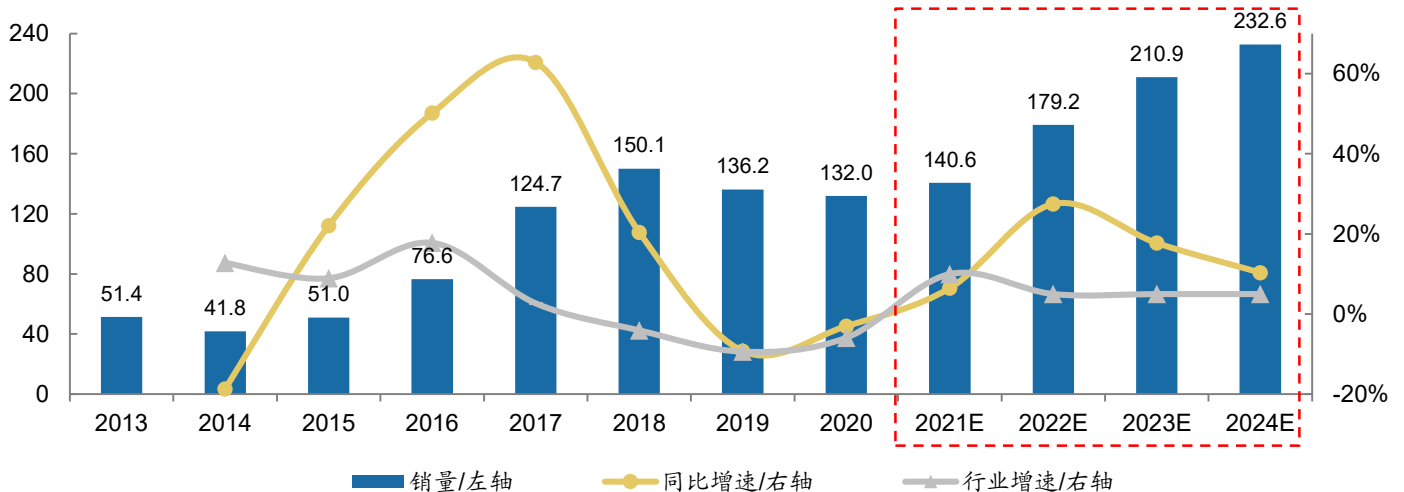
数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

## 二、方法论：多品牌战略+“大单品”方法助力公司销量中枢上移

**中期展望：**在我们新格局系列报告八的逻辑框架下，未来中国品牌向上的确定性在加大。在此宏观背景下，公司的“两个蓝色吉利行动计划”叠加“大单品”战略或将推动公司销量及ASP(品牌)持续上移。

往后看三年，根据新格局系列报告七的方法论，吉利与领克品牌将聚焦资源，在核心增量区间打造具备强竞争力的“大单品”车型；几何与极氪品牌将形成差异化合力，以新的形象，全面发力电动车市场。考虑吉利现有车型和平台化换代后竞争力的提升和新上市车型高性价比下的爆款潜质，我们预计吉利汽车（含吉利、几何、领克和极氪品牌）的销量在2021年、2022年和2023年分别为140.6万辆、179.2万辆和210.9万辆，同比增速分别为6.5%、27.5%和17.7%。

图5：吉利汽车销量（万辆）和同比增速（%）



数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

注：销量包含吉利、几何、领克和极氪四个品牌

### （一）吉利品牌：聚焦资源，强竞争力“大单品”车型覆盖核心增量区间

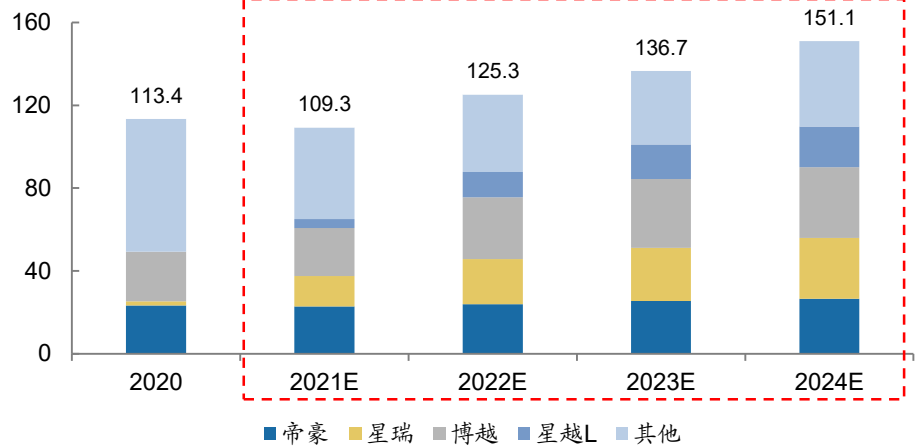
我们在2021年5月发布的报告《新格局下乘用车行业系列报告之七：探索“新坐标系”下需求趋势》中提到：当前乘用车市场进入阶段性存量博弈阶段，研究需求结构的重要性愈发凸显。

通过构建“车长定基准，价格定竞品”的二维新坐标系，我们发现轿车市场中：车长4.6-4.8m、价格10-15万元为销量占比最大且近三年份额提升最多的细分市场，同时车长4.6-4.8m、价格5-10万元的细分市场近三年份额提升较快。SUV市场中：车长4.5-4.7m中，价格10-15万元销量占比最大，15-20万元细分市场份额提升最为明显。

吉利品牌聚焦资源，在核心增量区间打造具备强竞争力的“大单品”车型，有

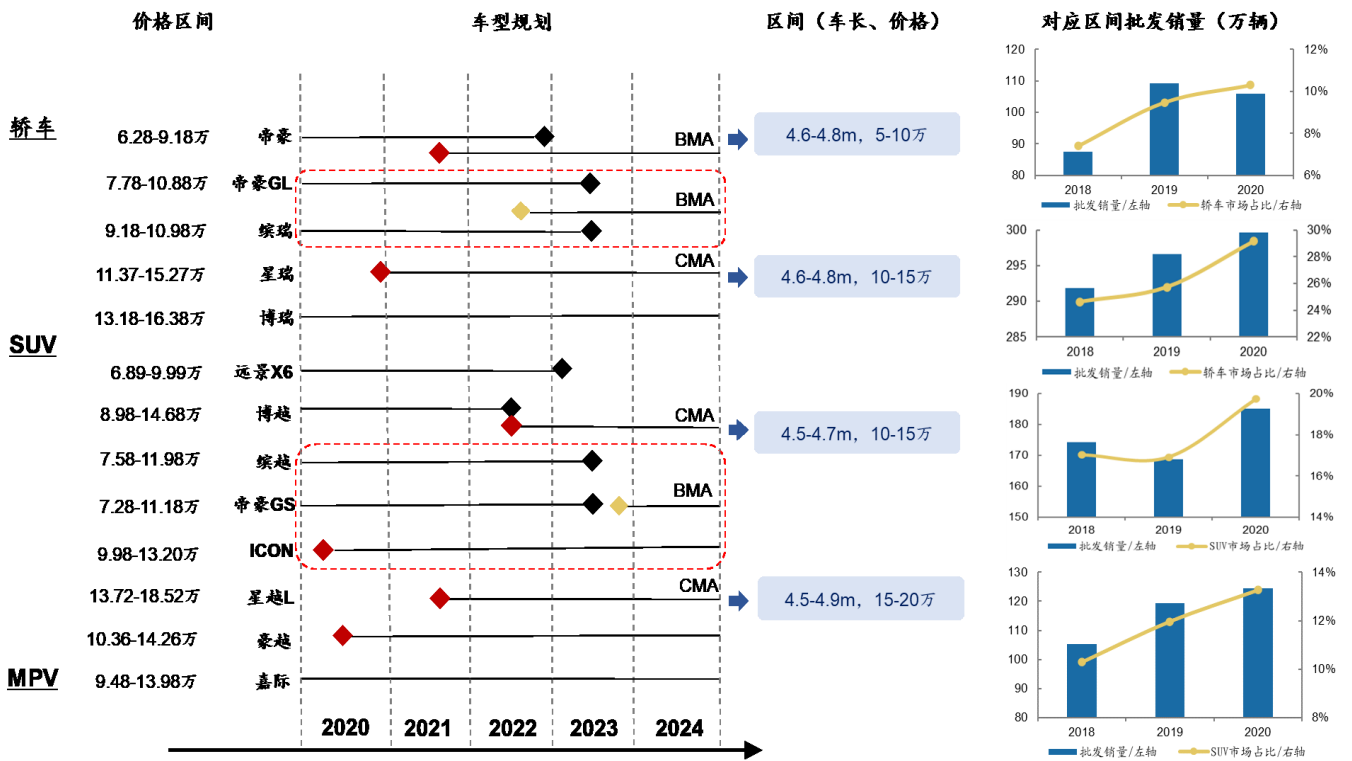
望实现加速成长。在轿车市场中，帝豪、星瑞覆盖了4.6-4.8m, 5-15万元的核心增量区间，同时在帝豪和星瑞之间的价格带亦存在推出大单品车型的机会区间；在SUV市场中，博越、星越L覆盖了4.5-4.9m, 10-20万元的主要增长区间。考虑星瑞和星越L采用性价比战略打造的强竞争力，以及帝豪和博越换代后竞争力的提升，我们预计2021年、2022年和2023年吉利品牌的销量分别为109.3万辆、125.3万辆和136.7万辆，同比增速分别为-3.7%、14.6%和9.1%。

图6: 吉利品牌分车型销量预测 (万辆)



数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图7: 吉利品牌产品路线图



数据来源: 中汽协, 汽车之家, 专家交流, 广发证券发展研究中心

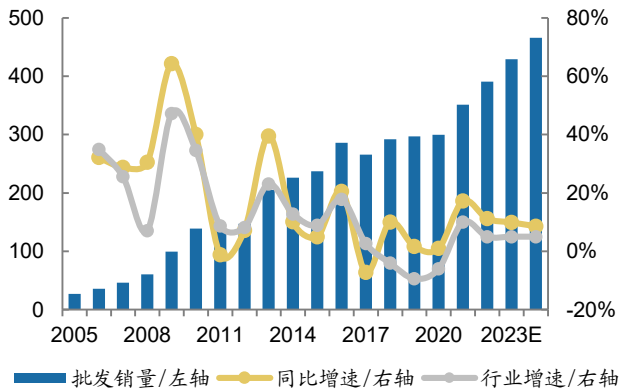
注: 红色为车型上市时间, 黑色为车型停产时间, 黄色为预计的批产和换代时间

### 1. 轿车市场：星瑞、帝豪覆盖4.6-4.8m，5-15万元的核心增量区间

星瑞空间、动力性能和智能化配置显著强于合资竞品车型，销量或持续攀升。星瑞作为一款成功突破到合资品牌阵地的自主车型，其车身尺寸更长，内部空间更大，动力性能上显著优于合资车型，同时其搭载的智能化配置也更加丰富，包括车道保持辅助系统、道路交通标志识别以及自动泊车入位等。

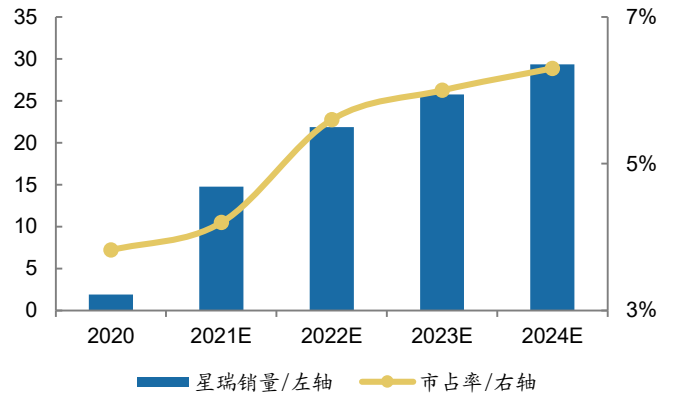
从细分区间市场规模来看，车长4.6-4.8m、价格10-15万的轿车市场规模较大，2020年该区间批发销量为299.7万辆，占轿车市场的比重为32.3%，近三年市场空间持续扩容，预计该细分市场2023年的批发销量有望达到429.2万辆。星瑞作为支撑公司拐点向上的强竞争力车型，综合考虑其极致的性价比和所在细分区间市场需求的持续扩容，同时结合其上市后的销量表现，我们预计星瑞在该细分区间内的市占率将分别达到4.2%、5.6%和6.0%，在2021年、2022年和2023年的销量将分别为14.8万辆、21.9万辆和25.8万辆，同比增速分别为672.5%、48.3%和17.8%。

图 8：轿车车长4.6-4.8m、价格10-15万区间批发销量（万辆）



数据来源：汽车之家，中汽协，广发证券发展研究中心

图 9：星瑞销量（万辆）及在车长4.6-4.8m，价格10-15万元的轿车市场区间市占率预测（%）



数据来源：汽车之家，中汽协，广发证券发展研究中心

注：星瑞 2020 年 11 月 1 日上市，2020 年拟合市占率=实际市占率\*6

表1：星瑞竞品车型分析

车型		星瑞	轩逸	朗逸	卡罗拉	宝来
价格区间（万元）		11.37-15.27	9.98-14.30	9.99-16.19	10.98-15.98	9.88-15.70
车身尺寸	轴距（mm）	2800	2700	2688	2700	2688
	长宽高（mm）	4785*1869*1469	4641*1815*1450	4670*1806*1474	4635*1780*1455	4663*1815*1462
动力性能	最大马力（Ps）	190	122/135	113/150	98/116/121	112/113/116/150
	最大扭矩（N·m）	300	155/159	145/250	142/148/185	145/200/250
智能驾驶	车道保持辅助系统	●	-	-	●	-
	道路交通标志识别	●	-	-	-	-
	巡航系统	定速巡航/全速自适应	-	-	-	全速自适应巡航

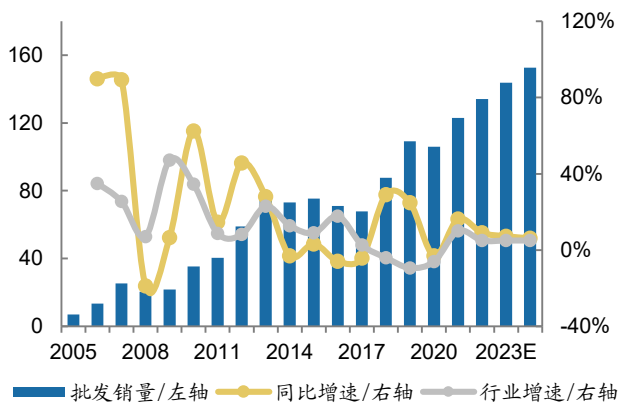
		巡航				
	自动泊车入位	●	-	-	-	-
智能座舱等	中控屏幕尺寸 (英寸)	10.25/12.3	7/8	8	8/9/12.1	6.5/8/9.2
	语音识别控制系统	●	●	●	●	●
	手机互联/映射	-	-	●	●	●
	车联网	●	●	-	●	●
	OTA 升级	●	●	-	-	-

数据来源：汽车之家，广发证券发展研究中心

**帝豪21年换代后竞争力提升，销量有望回升。**帝豪新的定位为吉利品牌的“大漏斗”，即通过帝豪扩大对首次购车用户的覆盖，进而吸引其在吉利内部进行升级。换代后的帝豪兼顾高性价比和实用性，在造型、内饰设计布局等方面进行了升级优化，同时在配置方面或将有所提升。

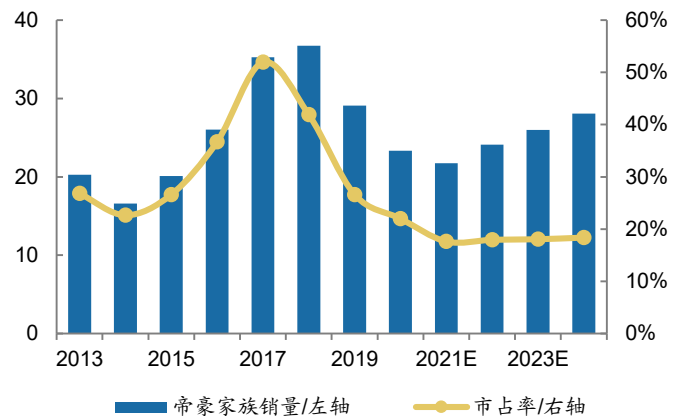
从细分区间市场规模来看，车长4.6-4.8m，价格5-10万区间2020年批发销量为105.9万辆，同比增速连续三年跑赢行业，预计该细分市场区间2023年的市场规模将达到143.8万辆。考虑第四代帝豪BMA平台换代后市场竞争力的提升和所在细分市场区间的扩容，我们预计帝豪家族在车长4.6-4.8m，价格5-10万区间内的市占率将分别为17.7%、18.0%和18.1%，销量将分别为21.7万辆、24.1万辆和26.0万辆，同比增速分别为-6.8%、11.0%和7.8%。

图 10: 轿车车长4.6-4.8m、价格5-10万区间批发销量 (万辆)



数据来源：汽车之家，中汽协，广发证券发展研究中心

图 11: 帝豪家族销量 (万辆) 和在车长4.6-4.8m，价格10-15万元的轿车市场区间市占率预测 (%)



数据来源：汽车之家，中汽协，广发证券发展研究中心

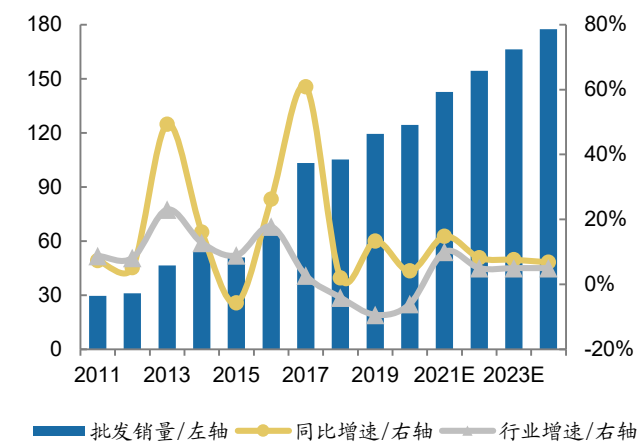
考虑吉利品牌轿车市场的车型定位，我们认为在新帝豪和星瑞之间的价格带仍存在推出大单品车型的机会区间。从定价区间来看，帝豪的车企指导价为6.28-9.18万元，星瑞的指导价为11.37-15.27万元，两款车型之间存在着推出新款车型以覆盖的这个空白的价格区间。我们认为若吉利后续在该区间推出大单品车型，有助于其对该核心增量区间实现更好的覆盖，进而推动销量中枢的进一步上移。

## 2. SUV市场：星越L、博越覆盖4.5-4.9m，10-20万元的核心增量区间

星越L采用高配低价战略，空间、动力性能和智能化配置较强，具备爆款潜质。从中汽协历史销量来看，车长4.5-4.9m，价格15-20万的SUV市场内合资品牌占据显著优势。星越L凭借高性价比，包括但不限于其车身尺寸和内部空间更大，动力性能显著强于合资竞品车型，以及智能化配置较为丰富，有望成为爆款车型。

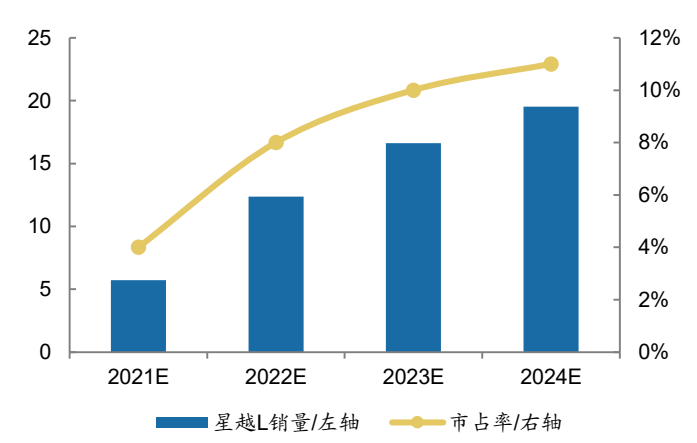
从细分区间市场规模来看，车长4.5-4.9m、价格15-20万的SUV市场规模较大，2020年该区间批发销量为124.4万辆，除18年外同比增速均跑赢行业增速，预计该细分市场2023年的批发销量有望达到166.2万辆。星越L作为吉利“中国星”系列下的新款车型，综合考虑其较强的竞争力和所在细分区间市场需求空间的持续扩容，我们预计其在该细分区间内的市占率将分别达到4.0%、8.0%和10.0%，在2021年、2022年和2023年的销量将分别为5.7万辆、12.4万辆和16.6万辆。

图 12: SUV车长4.5-4.9m、价格15-20万区间批发销量（万辆）



数据来源：汽车之家，中汽协，广发证券发展研究中心

图 13: 星越L销量（万辆）和在车长4.5-4.9m，价格15-20万元的SUV市场区间市占率预测（%）



数据来源：汽车之家，中汽协，广发证券发展研究中心

表2: 星越L竞品车型分析

车型	星越L	本田 CRV	RAV4 荣放	三菱欧蓝德	日产途达	长安 UNI-K	长城摩卡	
价格区间	13.72-18.52	16.98-24.98	17.58-22.58	15.98-22.58	16.98-24.83	15.39-18.49	17.58-21.88	
车身尺寸	轴距 (mm)	2845	2661	2690	2670	2850	2890	2915
	长宽高 (mm)	4770*1895*1689	4621*1855*1679	4600*1855*1680	4705*1810*1710	4882*1850*1835	4865*1948*1690	4875*1960*1690
动力性能	最大马力 (Ps)	218/238	193	171	166/192	193	233	214
	最大扭矩 (N·m)	325/350	243	209	201/235	245	390	328
智能驾驶	车道保持辅助系统	●			-	-	●	●

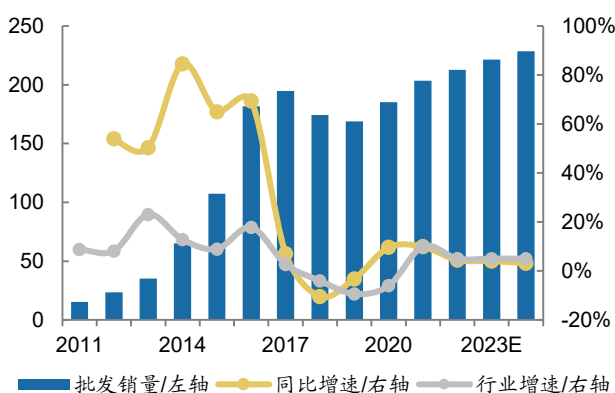
	道路交通标志识别	●		-	-	-	●	●
	巡航系统	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	定速巡航	定速巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航
	自动泊车入位	●	-	-	-	-		●
智能座舱等	中控屏幕尺寸	12.3 英寸	7 英寸	10.1 英寸	8 英寸	7/9 英寸	12.3 英寸	9/14.6 英寸
	语音识别控制系统	●		●	●	●	●	●
	手机互联/映射	-		●	●	●		
	车联网	●	●	●	●	●	●	●
	OTA 升级	●	-		-	-	●	●

数据来源：汽车之家，广发证券发展研究中心

**博越22年实现CMA平台换代后，竞争力将大幅提升，销量中枢有望大幅上移。** CMA架构是吉利汽车和沃尔沃汽车联合开发的中级车基础模块架构，在电子电气、底盘和动力总成以及安全架构等核心技术方面具备全球领先优势。此外，CMA平台结合中国用户驾驶偏好和中国路况，对架构动力模块进行了针对性的匹配调校，预计博越在CMA平台换代后产品力将显著增强。

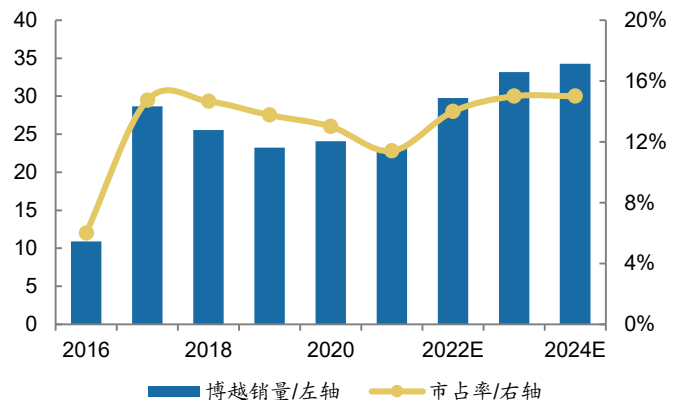
从细分区间市场规模来看，2020年车长4.5-4.7m，价格10-15万的SUV市场批发销量为185.1万辆，同比增长9.7%，结合该区间历史同比增速和行业增速，预计该细分市场区间23年的市场规模将达到221.3万辆。考虑博越CMA平台2022年换代后竞争力的提升和所在市场需求空间的提升，我们预计博越在车长4.5-4.7m，价格10-15万区间内的市占率将分别为11.4%、14.0%和15.0%。预计其2021年、2022年和2023年的销量将分别为23.2万辆、29.8万辆和33.2万辆，同比增速分别为-3.7%、28.3%和11.5%。

图 14: SUV车长4.5-4.7m、价格10-15万区间批发销量 (万辆)



数据来源：汽车之家，中汽协，广发证券发展研究中心

图 15: 博越销量 (万辆) 和在车长4.5-4.7m，价格10-15万元的SUV市场区间市占率预测 (%)



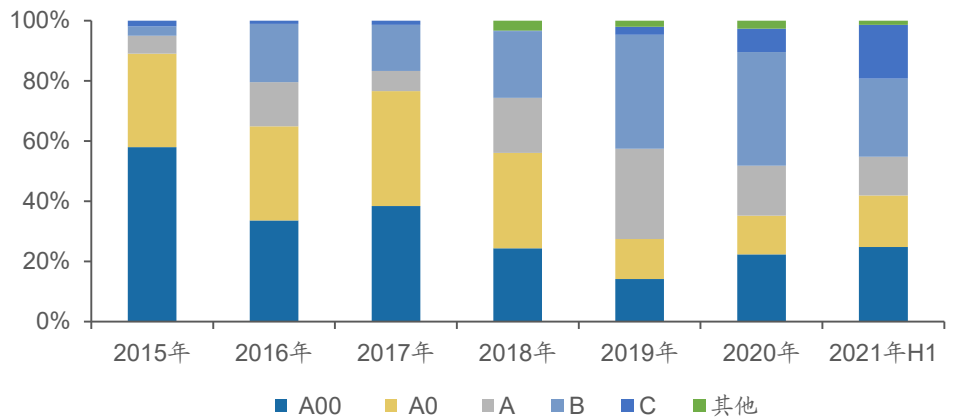
数据来源：汽车之家，中汽协，广发证券发展研究中心

## （二）几何品牌：定位高性价比电动车，B端+C端驱动销量触底反转

综合考虑法规约束、公司纯电动品牌区隔和市场消费需求，我们认为几何品牌定位高性价比的电动车或有望实现销量的快速提升。从法规约束来看，新版乘用车双积分政策下，新能源积分比例要求逐年提升，积分价值提升显著。从品牌区隔来看，极氪品牌定位高端智能电动车，几何定位高性价比电动车，将与极氪品牌将形成差异化合力，全面发力电动车市场。

从市场需求来看，A00级/A0级已跨越经济性拐点率先实现市场化。根据中机中心，2020年A00级和A0级纯电动车的销量占比分别为22.3%和12.9%，2021年H1进一步提升至24.7%和17.2%。我们预计随几何品牌A00级/A0级车型的推出，有望实现其纯电动车销量的快速突破。

图16：纯电动车销量分级别占比（%）



数据来源：中机中心，广发证券发展研究中心

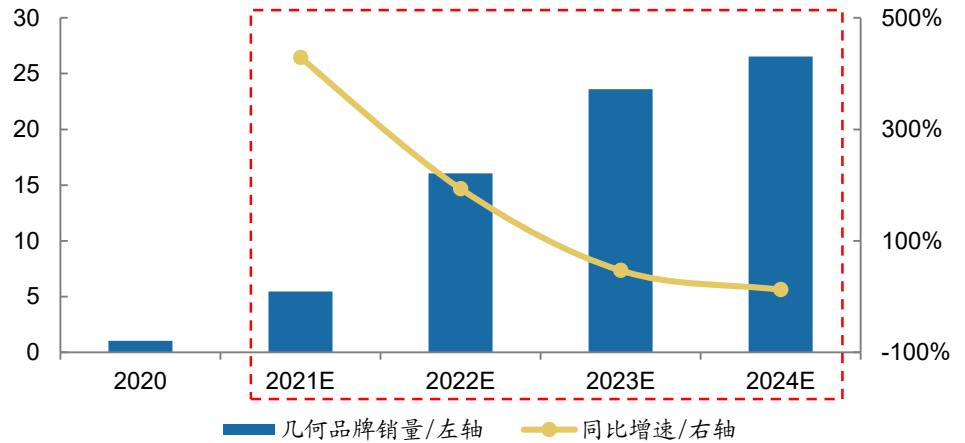
几何品牌是承载公司满足双积分战略的重要载体。根据我们测算，使用结转后的2017-2019年产生的CAFC正积分抵偿后，公司2020年CAFC积分结余31.3万；使用结转后的2019年产生的NEV正积分抵偿后，公司2020年NEV积分结余1.7万。公司2020年不需要额外购买积分，对当期利润不会产生影响。

此外，2020年公司结余的CAFC正积分、NEV正积分结转至2021年分别可使用19.1万、0.9万。我们预计2021年随几何品牌新车型的推出及我们给出的销量预测下，2021年双积分考核完成基本无忧。几何品牌未来亦通过在细分市场打造“大单品”车型，不仅可以实现其双积分的要求，同时也符合“几何”品牌发布的初心。

考虑到几何品牌战略的定位，C端市场或将通过推出高性价比的“大单品”车型，同时考虑B端客户的助力，几何品牌的销量有望快速提升。我们预计几何品牌2021年、2022年和2023年的销量将分别为5.5万辆、16.1万辆和23.6万辆，同比增速分别

为429.2%、193.7%和47.1%。

图17: 几何品牌销量(万辆)和同比增速(%)预测

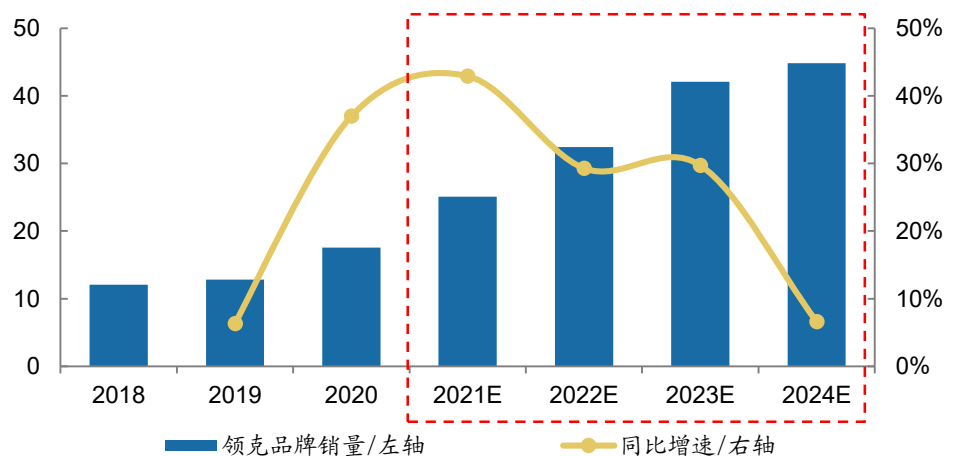


数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

### (三) 领克品牌: 沃尔沃技术加持, 车型矩阵完善推动品牌持续向上

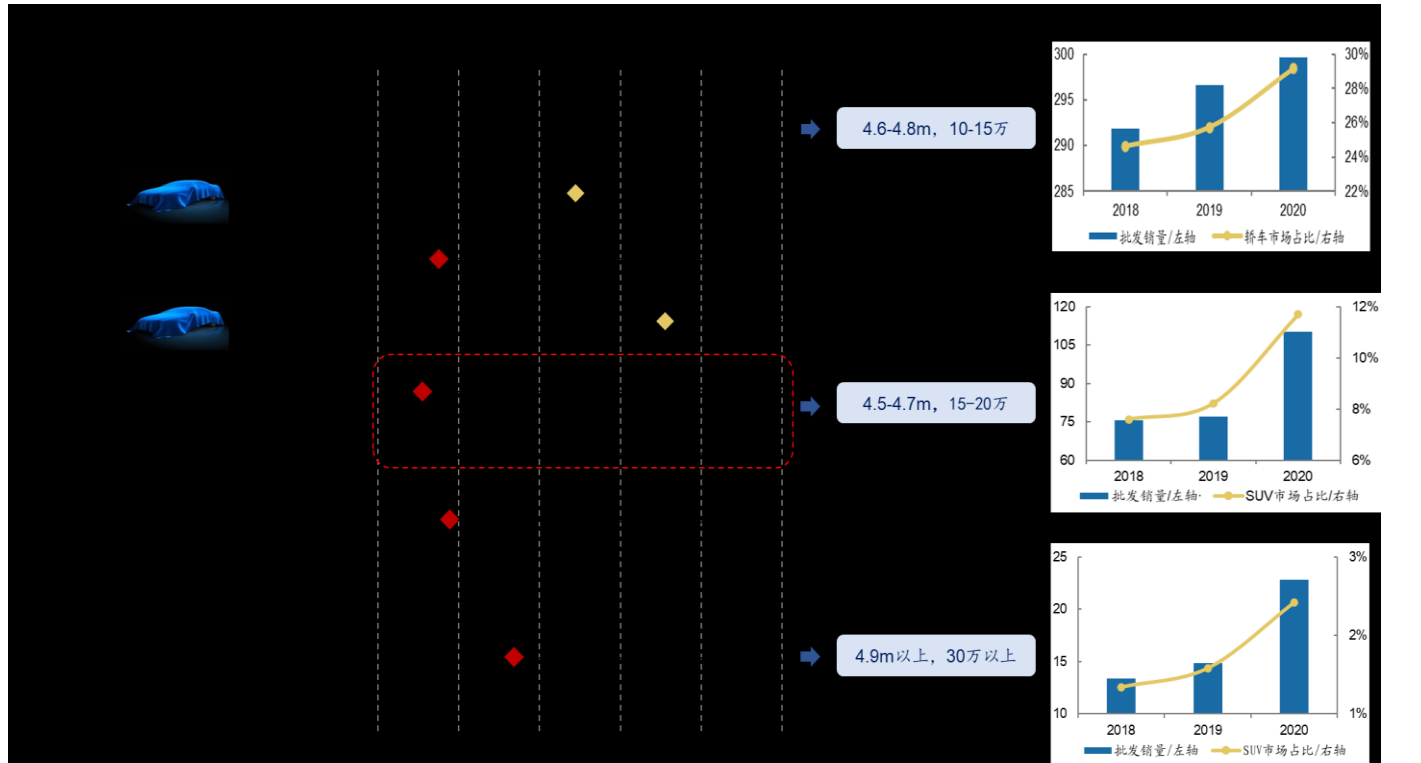
领克品牌作为沃尔沃技术加持下的自主高端品牌, 预计随车型矩阵的进一步完善, 有望实现销量的进一步提升和品牌的稳健向上。领克品牌以高颜值、高价值、高科技、高性能、高安全等优势作为其核心竞争力, 用“豪华级”的产品力去打“合资级”的市场。根据中汽协, 领克品牌2018年、2019年和2020年的销量分别为12.0万辆、12.8万辆和17.5万辆, 销量中枢持续上移。考虑其在核心增量区间车型矩阵的进一步完善, 我们预计领克品牌2021年、2022年和2023年的销量将分别为25.1万辆、32.4万辆和42.1万辆, 同比增速分别为42.9%、29.3%和29.7%。

图18: 领克品牌销量(万辆)和同比增速(%)预测



数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图19: 领克品牌产品路线图



数据来源: 中汽协, 汽车之家、专家交流, 广发证券发展研究中心

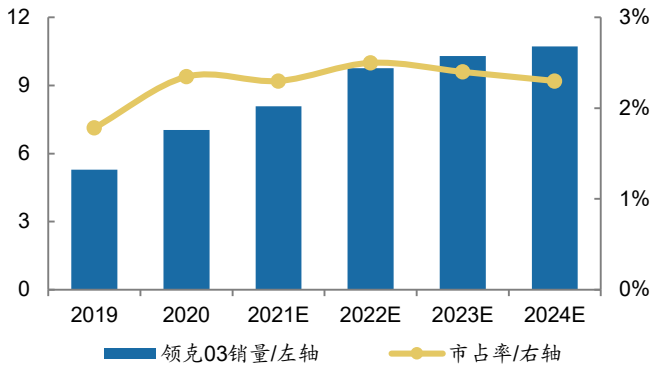
注: 红色为车型上市时间, 黑色为车型停产时间, 黄色为预计的批产和换代时间

分车型来看, 综合考虑领克品牌下的“大单品”车型所在细分市场区间的变化趋势、竞品车型竞争力对比和产品自身生命周期内的改款换代等因素, 在4.6-4.8m、价格10-15万增量细分市场区间内, 预计领克03的市占率在21-23年将分别为2.3%、2.5%和2.4%, 销量分别为8.1万辆、9.8万辆和10.3万辆, 同比增速分别为14.8%、20.9%和5.5%。

在4.5-4.7m、价格15-20万的增量细分市场区间内, 预计领克05的市占率在21-23年将分别为2.4%、2.8%和3.0%, 销量将分别为3.1万辆、4.0万辆和4.7万辆, 同比增速分别为-4.2%、28.7%和17.1%; 预计领克01的市占率在21-23年将分别为4.6%、5.5%和6.0%, 销量分别为6.0万辆、7.9万辆和9.4万辆, 同比增速分别为88.8%、31.9%和19.2%。

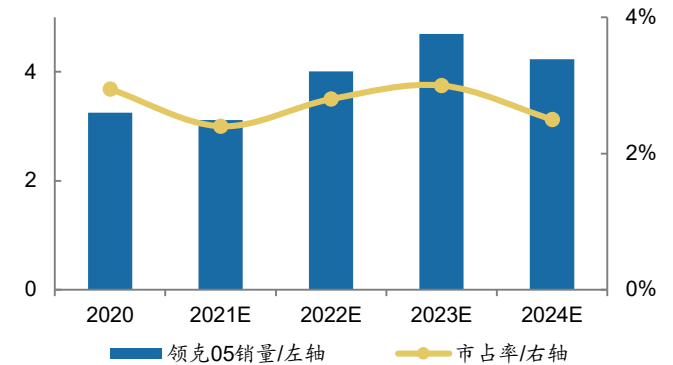
在4.9m以上、价格30万以上的增量细分市场区间内, 领克09作为基于SPA架构打造的车型, 凭借其在动力性能和智能化配置方面的较强竞争力, 我们预计领克09的市占率在21-23年将分别为5.0%、7.0%和8.0%, 销量将分别为1.4万辆、2.2万辆和2.8万辆。

图20: 领克03销量(万辆)和在4.6-4.8m、价格10-15万元轿车市场区间市占率(%)预测



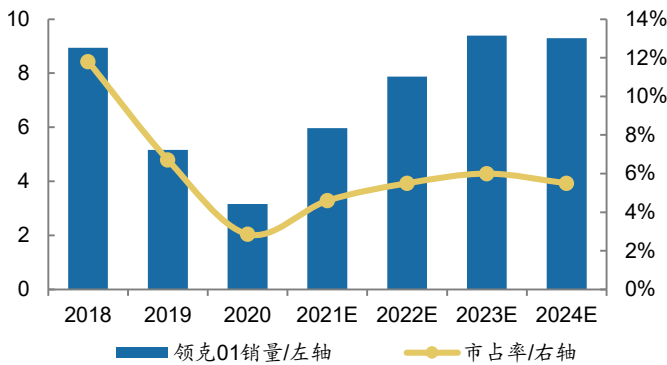
数据来源: 中汽协, 汽车之家, 广发证券发展研究中心

图21: 领克05销量(万辆)和在4.5-4.7m, 15-20万元SUV市场区间市占率(%)预测



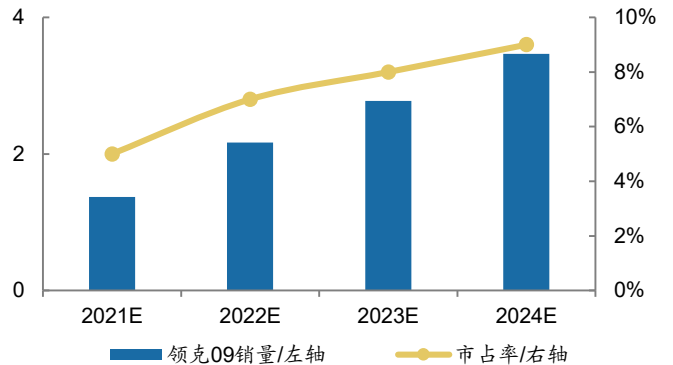
数据来源: 中汽协, 汽车之家, 广发证券发展研究中心

图22: 领克01销量(万辆)和在4.5-4.7m、价格15-20万元SUV市场区间市占率(%)预测



数据来源: 中汽协, 汽车之家, 广发证券发展研究中心

图23: 领克09销量(万辆)和在4.9m以上, 30万元以上市场SUV区间市占率(%)预测



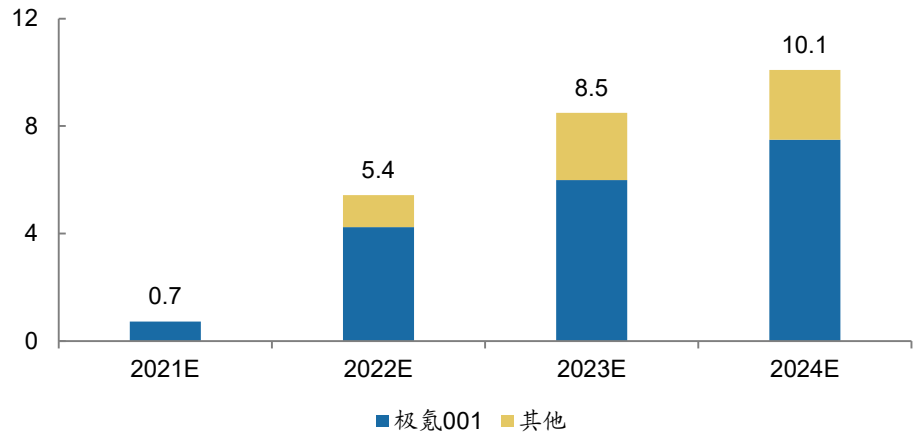
数据来源: 中汽协, 汽车之家, 广发证券发展研究中心

#### (四) 极氪品牌: 蓝色吉利行动计划二的重要载体, 开拓高端智能电动车新局面

极氪品牌定位高端智能电动车, 是实现蓝色吉利行动计划二的重要战略。极氪品牌将充分发挥公司长期积累的专业能力和体系化优势, 同时叠加SEA浩瀚架构的赋能去实现品牌的向上突破。考虑到已确定的极氪品牌车型节奏、以及消费者对其品牌认知的逐步培养, 我们预计极氪品牌2021年、2022年和2023年的销量将分别为0.7万辆、5.4万辆和8.5万辆。后续我们将持续跟踪新车发布节奏及市场反馈, 对极氪品牌的销量预测进行动态调整。

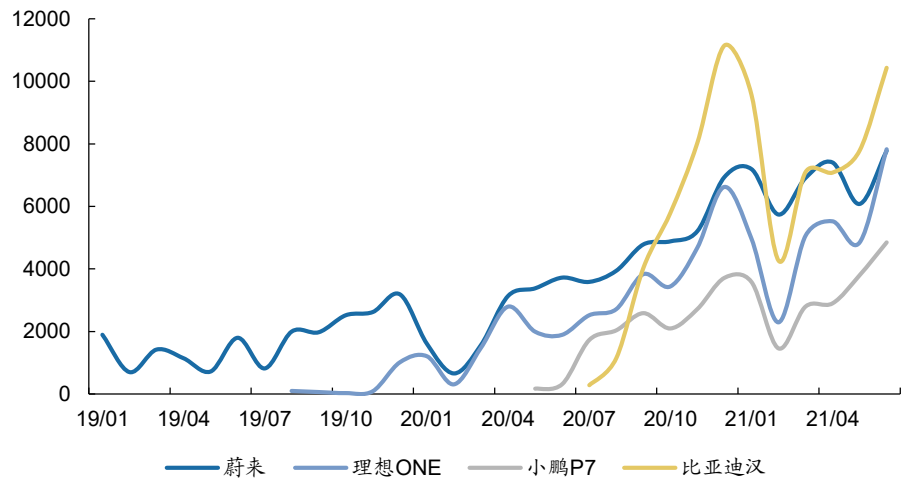
长期视角下, 我们认为极氪品牌有望开拓高端智能电动车新局面。从国内新势力和比亚迪汉等高端电动车的终端销量变化趋势来看, 中国品牌凭借强产品力和智能化的赋能突破到高端市场是可以成功的。考虑极氪品牌拥有较强的比较优势以及其打造的开放进化的新架构, 我们看好极氪品牌的长期发展。

图24: 极氪品牌销量(万辆)预测



数据来源: 广发证券发展研究中心

图25: 中国品牌高端电动车终端销量情况(辆)



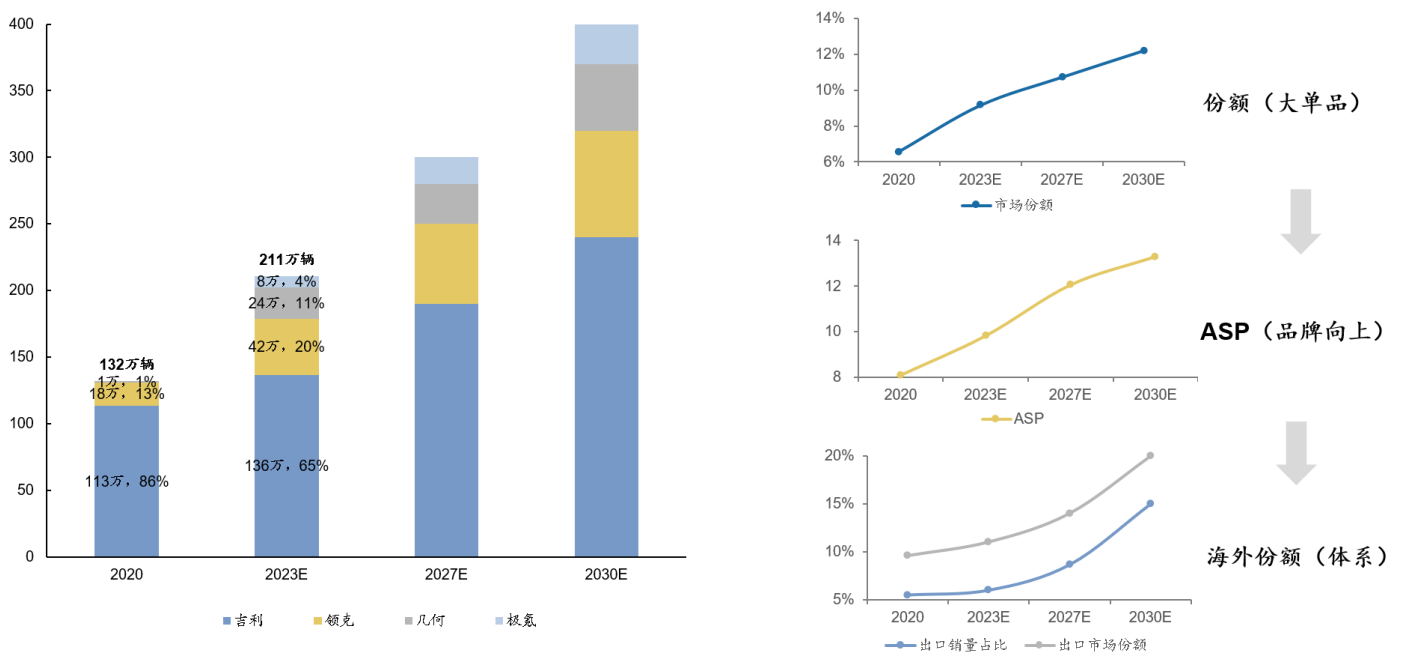
数据来源: 中机中心, 广发证券发展研究中心

注: 蔚来终端销量中包含 EC6、ES6 和 ES8 三款车型, 比亚迪汉终端销量含 DMi

### 三、增长逻辑：品牌定位清晰，体系赋能向上，公司加速走向全球

长期视角下，我们试图把未来10年划分为三个不同成长阶段，并理清各个阶段的核心关注变量。即在21年-23年、24年-27年和28年-30年的三个成长阶段，我们倾向于分别把“大单品”战略带来的市场份额提升、品牌向上带来的ASP提升和吉利体系赋能下海外市场份额的提升视为各个阶段的核心观察变量，从而稳步推进公司的增长战略。

图26: 吉利分品牌汽车销量(万辆)和占比(%)预测



数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

#### (一) 品牌：定位清晰，聚焦电气化和智能化

公司品牌定位清晰，聚焦电气化和智能化加速转型。根据公司制定的“两个蓝色吉利行动计划方案”，其中蓝色吉利行动计划一主攻节能与新能源汽车，承载品牌包括吉利品牌、领克品牌和几何品牌。分品牌来看产品战略，吉利品牌产品定位为智能混合动力；领克品牌将逐步发力长续航增程式PHEV；几何品牌定位高性价比电动车，B端和C端将共同发力。蓝色吉利行动计划二则主攻高端智能纯电动车，通过打造全球高端潮流科技品牌极氪，正面参与智能纯电动汽车市场的竞争，典型车型为将于2021年底交付的极氪001。

在智能化布局方面，吉利打造的SEA浩瀚架构，覆盖软件层、系统层和生态层，从底盘到座舱、再到驾驶都有相应的研发投入。智能驾驶方面，考虑技术路径的快速迭代和格局的尚未清晰，吉利采用多元化布局战略，后续我们将对此做进一步的深入研究，在此不再赘述。

图 27: 吉利汽车品牌定位和产品战略



资料来源：盖世汽车，汽车之家等，广发证券发展研究中心

注：\*吉利汽车持有领克品牌50%股权，\*\*吉利汽车持有极氪品牌51%股权。

## （二）体系：赋能向上，拥有创新文化和完备的正向研发能力

我们在2021年7月发布的报告《新格局下乘用车行业系列报告之八：新机遇、新路径下的中国品牌向上》中提到：我们认为未来中国品牌大有可为，并总结分析了具备何种特征的企业更易胜出？我们从治理结构、经营策略和理念文化方面分别总结如下图所示。经过总结分析，我们认为吉利的增长方法论更符合逻辑和更具确定性，有望带来戴维斯双击。

吉利汽车重视自身体系的培育，已拥有创新文化和完备的正向研发能力，体系的完善有望助力其成为加速走向全球的中国品牌。在创新方面，公司研发支出持续增加，努力打造世界一流技术研发体系和技术原创能力，同时培养高素质研发和技术人才队伍。吉利坚持“自主突破创新，融合全球智慧，掌控核心技术”研发战略，包括模块化架构战略、安全第一战略、能源多元化战略、智能化技术战略，不断实现转型升级与突破。

在正向研发能力方面，公司多年的创新打造了完备的正向研发能力。同时，正向研发的红利已经开始反哺品牌壮大，带动吉利走入良性循环：以正向研发提升产品实力，综合实力的快速增长为研发实力注入更多活力，进一步推动品牌持续向上突破。

图28: 新格局下更易胜出的企业特征



数据来源：广发证券发展研究中心

注：以上企业均按照中文拼音首字母排序，排序不分先后

### （三）组织：底层支撑，具备优秀的不断进化的组织和治理架构

公司内部人才培养体系完善，管理层迭代完成，将助力新格局下公司战略转型的成功突破。在吉利控股集团层面，2020年12月董事长李书福主动卸任，不再兼任CEO一职，聘请李东辉（原集团常务副总裁兼首席财务官CFO）出任CEO，并由CEO出任企业法人代表，进一步推进现代企业制度建设，以期更加依法合规地构建企业现代治理体系，让现代企业制度能够在吉利控股集团落地生根，并发挥关键性作用。

在吉利汽车集团层面，2021年3月原吉利汽车集团CEO兼总裁安聪慧接棒李书福，升任吉利汽车集团董事长。同时，安聪慧担任极氪汽车公司的CEO。原吉利汽车集团副总裁兼采购公司总经理淦家阅接任吉利汽车集团CEO，从其履历来，淦家阅和安聪慧都是吉利内部培养出来的高级管理人才，充分体现了吉利汽车人才培养体系的完善。公司秉承“充分授权、依法合规、考核清晰、公平透明”的企业治理核心思想，管理层迭代完成后，将为公司的转型突破提供底层支撑。

公司具备优秀的不断进化的合规的组织和治理架构，是应对未来挑战的有效法宝。面对日益复杂的产业变化，吉利在2020年结合自身发展情况，通过“断-聚-合”，针对“采购-研发-制造-营销”产业链各个环节，进行了系统性的组织变革。其中“断”，即去官僚化，放弃与业务发展相冲突的冗余组织；“聚”，是指聚集专业化和区域化资源，进行业务整合与重组，优化并精简重复职能的冗余组织；“合”，则是组织精简与扁平化，打造平台化、体系化，强化平台赋能，顺应环境变化。通过梳理每一个业务板块的架构，吉利打造出一一个个高效率、高行动力的团队，为将来的可持续发展奠定了组织和团队基础。

图29: 公司职位调整情况

	职位	调整前	调整后
吉利控股集团	董事长	李书福	李书福
	CEO	李书福	李东辉
	总裁	安聪慧	安聪慧
吉利汽车集团*	董事长	李书福	安聪慧
	CEO	安聪慧	淦家阅
	总裁	安聪慧	
极氪汽车	董事长		李书福
	CEO		安聪慧

数据来源: 公司官网, 汽车之家, 广发证券发展研究中心

注: \*吉利汽车集团包括吉利、领克、几何、宝腾、力帆和 Smart 品牌等

## 四、盈利预测和投资建议

公司是国内自主乘用车龙头企业，在行业处于深刻变革期的背景下，以优秀的不断进化的合规的企业治理能力为底层支撑，依托定位清晰的增长战略和方法论，销量、ASP均有望迎来快速增长。

通过复盘上一轮周期吉利汽车的表现，并综合考虑当前公司现有车型平台化换代后竞争力的提升、具备爆款潜质的新车型带来的结构改善和销量提升后规模效应的凸显，我们预计公司主营业务收入2021-2023年分别为1042.9亿、1419.4和1718.0亿，同比分别增长12.9%、36.1%和21.0%。其中2022年公司主营业务收入同比增速较高，主要是由于：吉利品牌下具备强竞争力的星越L和星瑞、平台化换代后的博越和帝豪贡献较大增量；几何品牌高性价比小型车和极氪品牌智能高端电动车的上量。

此外，公司平台化的储备与加速落地将有力支撑其毛利率的相对快速上行。随公司产品平台化战略持续推进，预计毛利率的提升速度将与平台化车型销量占比的增速显著正相关。预计平台化车型销量占比(吉利和极氪品牌基于BMA、CMA和PMA平台生产的车型销量/吉利和极氪品牌合计销量)在2021-2023年分别为22.3%、56.7%和72.2%，毛利率在2021-2023年将分别提升至16.2%、18.0%和18.6%。

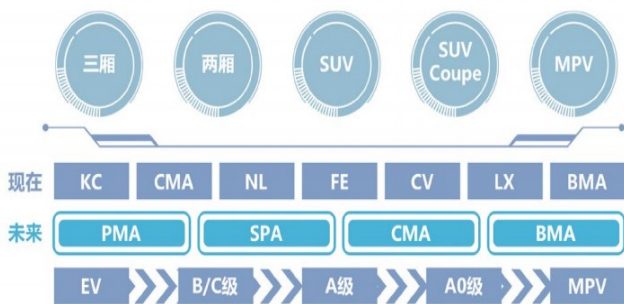
表3: 公司盈利预测 (百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	106,595.1	97,401.3	92,113.9	101,930.4	142,122.5	170,364.8
其中: 整车营收	102,651.4	91,842.8	83,814.4	95,560.7	136,745.8	162,440.5
销量 (万辆)	138.0	123.3	114.5	115.5	146.8	168.8
ASP (万元)	7.44	7.45	7.32	8.27	9.32	9.62
YoY	14.9%	-8.6%	-5.4%	10.3%	39.4%	19.9%
主营业务成本	85,081.7	80,484.6	77,376.9	85,191.4	116,319.1	138,457.2
毛利润	21,513.4	16,916.6	14,737.0	16,469.0	25,533.5	31,637.6
毛利率	20.2%	17.4%	16.0%	16.2%	18.0%	18.6%

数据来源: 公司财报, 中汽协, 汽车之家, 广发证券发展研究中心

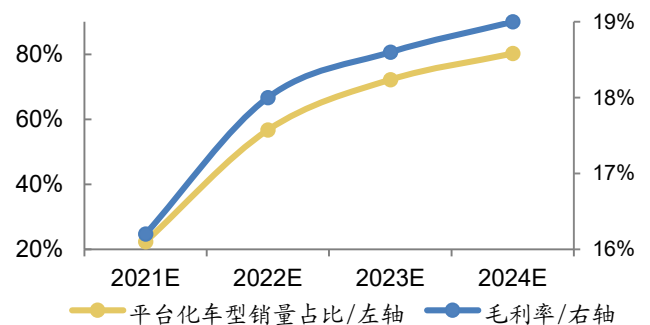
注: 表格中销量和 ASP 均包括吉利品牌、几何品牌和极氪品牌, 不含领克品牌

图30: 公司产品平台化战略



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图31: 公司平台化车型销量占比和毛利率预测 (%)



数据来源: 中汽协, 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 平台化车型销量占比=BMA、CMA 和 PMA 平台生产的车型销量 (包含吉利和极氪品牌) / 吉利和极氪品牌合计销量

考虑公司在行业变迁下的巨大机遇及其自身综合实力的稳健提升，预计 21-23年 EPS分别为0.71/1.04/1.33元/股，我们认为公司合理价值31.16港元/股，对应21、22年PE估值分别约37倍、25倍，给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值表

代码	公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元, Wind一致预期)			PE		
		2021/7/27	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
01211.HK	比亚迪	5836.7	40.18	52.18	68.03	116.13	93.09	71.40
000625.SZ	长安汽车	1363.2	33.24	49.25	58.84	35.30	27.68	23.17
601633.SH	长城汽车	4800.2	53.62	88.79	119.79	64.70	54.06	40.07

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

销量不及预期。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，汽车供应链安全等风险显现，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。

战略转型不及预期。随着全球汽车产业电动化、智能网联化等的不断发展，汽车行业正面临颠覆性变革，给企业未来发展带来更多的机遇和挑战，企业必须准确把握汽车产业未来变革趋势，加快产品结构调整和技术创新，找准适合自身的转型创新发展道路。

新生代消费者需求快速变化风险。伴随新生代消费者需求的不断发展变化以及“数字决定体验、软件定义汽车”的趋势不断显现，企业需要紧密跟踪消费者需求变化。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	49,515	50,935	60,043	82,450	103,525
现金	20,174	18,977	28,139	40,652	57,585
应收账款	19,961	24,817	22,591	28,657	31,267
存货	4,232	3,691	4,374	6,107	6,983
其他	5,147	3,450	4,938	7,033	7,689
<b>非流动资产</b>	58,701	59,881	62,036	64,238	66,726
固定资产	26,509	26,574	25,736	26,693	28,541
无形资产	18,134	18,653	21,188	21,938	22,108
租金按金					
使用权资产					
其他	14,057	14,654	15,112	15,606	16,077
<b>资产总计</b>	108,215	110,816	122,079	146,688	170,251
<b>流动负债</b>	42,252	41,887	45,983	60,044	70,061
短期借款	0	0	1,000	1,500	1,800
应付账款	27,499	30,229	30,755	38,773	45,247
其他	14,753	11,658	14,228	19,771	23,013
非流动负债	4,841	4,716	4,916	5,216	5,616
长期借款	4,233	3,909	4,109	4,409	4,809
租赁负债					
其他	608	806	806	806	806
<b>负债合计</b>	47,093	46,602	50,899	65,260	75,676
少数股东权益	565	582	634	720	831
股本	180	180	180	180	180
留存收益和资本公积	60,378	63,451	70,367	80,529	93,564
归属母公司股东权益	60,557	63,631	70,547	80,708	93,744
<b>负债和股东权益</b>	108,215	110,816	122,079	146,688	170,251

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	97,712	92,374	101,930	142,123	170,365
营业成本	80,485	77,377	85,191	116,31	138,45
销售费用	4,332	5,053	4,778	7,093	8,505
管理费用	5,122	5,745	5,185	7,291	8,505
财务费用	-166	-208	-128	-248	-194
营业利润	7,773	4,190	5,861	9,802	12,687
利润总额	9,636	6,441	8,114	11,986	15,353
所得税	1,375	866	1,099	1,695	2,165
<b>净利润</b>	8,261	5,575	7,015	10,291	13,188
少数股东损益	72	41	51	86	111
<b>归属母公司净利润</b>	8,190	5,397	6,963	10,205	13,078
EBITDA	10,656	9,093	11,364	15,595	18,669
EPS (元)	0.89	0.55	0.71	1.04	1.33

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	12,538	1,597	13,761	18,072	22,562
净利润	8,190	5,397	6,963	10,205	13,078
折旧摊销	3,733	5,491	5,503	5,793	5,982
少数股东权益	72	41	51	86	111
营运资金变动及其他	543	-9,332	1,243	1,988	3,391
<b>投资活动现金流</b>	-10,791	-5,430	-5,533	-6,059	-5,998
资本支出	-7,575	-7,042	-7,200	-7,500	-8,000
其他投资	-3,216	1,612	1,667	1,441	2,002
<b>筹资活动现金流</b>	1,763	3,761	934	500	370
借款增加	814	-240	1,200	800	700
普通股增加	639	6,135	0	0	0
已付股利	0	-2,121	-266	-300	-330
其他	310	-13	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	3,544	-304	9,162	12,513	16,933

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-8.54%	-5.46%	10.35%	39.43%	19.87%
营业利润	-61.43%	-46.09%	39.88%	67.24%	29.43%
归属母公司净利润	-34.76%	-34.10%	29.03%	46.55%	28.15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.37%	16.00%	16.20%	18.00%	18.60%
净利率	8.45%	6.03%	6.88%	7.24%	7.74%
ROE	15.04%	8.48%	9.87%	12.64%	13.95%
ROIC	0.10	0.05	0.07	0.10	0.11
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.11%	42.05%	41.69%	44.49%	44.45%
净负债比率	-0.28	-0.23	-0.32	-0.43	-0.54
流动比率	1.03	1.22	1.31	1.37	1.48
速动比率	0.93	1.12	1.21	1.26	1.37
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.91	0.83	0.83	0.97	1.00
应收账款周转率	1.84	3.71	4.50	4.95	5.44
应付账款周转率	1.11	2.56	2.77	3.00	3.06
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.89	0.55	0.71	1.04	1.33
每股经营现金	1.28	0.16	1.40	1.84	2.30
每股净资产	5.59	6.54	7.25	8.29	9.63
<b>估值比率</b>					
P/E	17.06	48.20	26.71	18.23	14.22
P/B	2.54	4.05	2.61	2.28	1.97
EV/EBITDA	11.69	26.95	14.34	13.70	10.58

## 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，5年半汽车产业工作经历，11年卖方研究经验，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，13年汽车产业工作经历，7年卖方研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 徐鸣爽：研究助理，波士顿大学经济学硕士，复旦大学文学学士，2020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26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30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。