

# 混动和出海有望开启自主品牌新一轮崛起

## ——2023年度汽车行业策略报告

证券分析师：

林子健 执业证书编号：S0210519020001

- **2023年：量价承压，混动和出海有望推动自主品牌进一步崛起。**量：考虑到购置税优惠透支效应、新能源车购车补贴退坡，2023年行业总量承压。价：受扩产、需求走弱、竞品、降价预期综合影响，特斯拉连续降价，产业链跟进；考虑到特斯拉23年国内70-80万辆消纳，终端售价仍有下降空间。
- **混动：有望接力纯电推动自主品牌新一轮崛起。**10-20万价格带乘用车自主、日系、德系“三足鼎立”，比亚迪引领自主车企长城、吉利、长安纷纷入局混动市场，占据混动市场主导地位；自主品牌车企自2022年开始大规模推出15-20万价格带混动新车型，挤占该价格带合资乘用车市场份额。供给与需求共振，高性价比、爆款混动车型持续迭代升级，有望开启自主品牌新一轮成长周期。
- **出海：开启自主崛起的新征程。**我国汽车工业处于出口爆发期（海外供给短缺，新能源需求放量），海外建厂初期。我国出口目的地以亚洲（燃油车和新能车较为均衡）、欧洲（新能车为主）和南美洲（燃油车）为主，建厂目的地以亚洲为主。对比欧洲畅销新能车与比亚迪进入欧洲三款车型，后者性价比较高；对比核心技术、供应链资源、人才水平，自主品牌在智能电动汽车时代优势较大，有望随着新能车加速渗透开启海外崛起征程。
- **投资建议：1) 乘用车：**优选受益于混动和出口爆发标的，建议关注：比亚迪、吉利汽车；**2) 出海产业链：**结合出海公司区域布局、主营业务全球范围内的竞争力、下游客户、海外收入弹性等角度，建议关注爱柯迪、中鼎股份、嵘泰股份、银轮股份；**3) 混动产业链：**建议关注菱电电控、隆盛科技。
- **风险提示：**受宏观经济影响，汽车行业销量及终端价格弱于预期；混动放量不及预期，自主开拓不及预期；自主品牌出海不及预期。

# 目 录

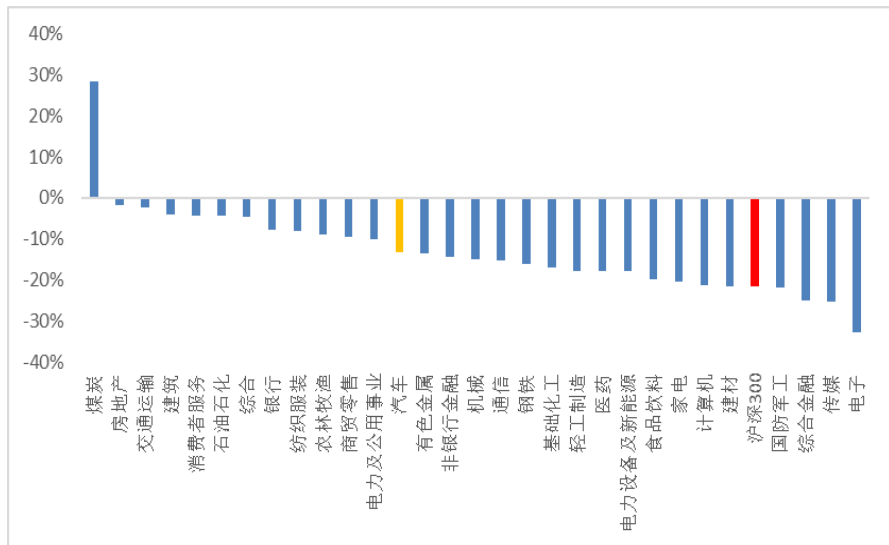
- 2022年回顾：新能源车加速渗透，自主品牌全球崛起
- 2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程
- 投资机会
- 风险提示

# 一、2022年回顾：新能源车加速渗透，自主品牌全球崛起

## 行情回顾：汽车板块走势一波三折，跑赢大盘

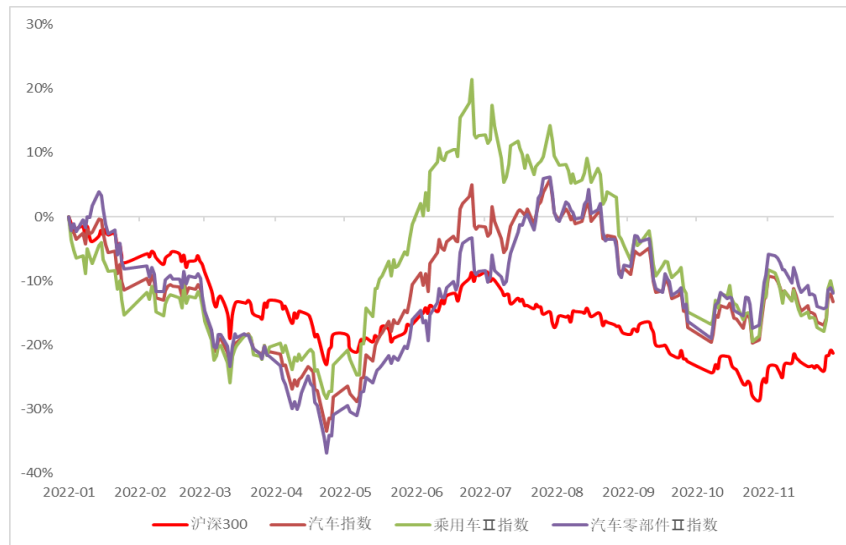
- 疫情、俄乌战争导致年初汽车指数大跌；4月底触底反弹，叠加燃油车购置税优惠政策，大幅上攻；8月之后，对23年总量疑虑渐起，并在9-10月得到部分验证，板块连续回调。
- 总体看，2022年以来汽车板块跌13.3%，位列13/30，跑赢沪深300指数8.3pct；其中，乘用车跌11.3%，汽车零部件跌12.5%。

图表：2022年以来中信行业涨跌幅（截至2022年12月2日）



资料来源：Ifind, 华福证券研究所

图表：汽车指数分板块走势（截至2022年12月2日）



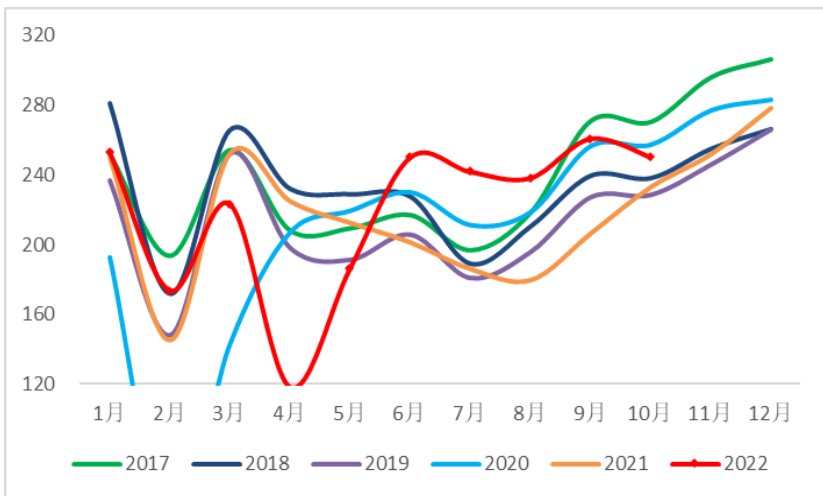
资料来源：Ifind, 华福证券研究所

# 一、2022年回顾：新能源车加速渗透，自主品牌全球崛起

## ➤ 基本面回顾：新能源汽车加速渗透，自主品牌继续崛起

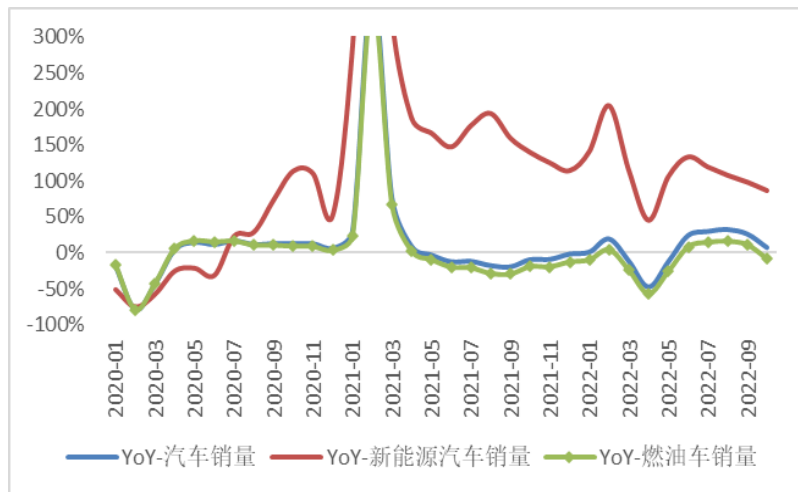
- 受政策刺激，6月以来汽车景气度快速回升：6月1日至12月31日，不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车减半征收购置税
- 10月开始景气度回落：10月汽车批销环比-4.0%（低于2017-2021年均值2.6%），燃油车销量同比增速转负。

图表：中汽协汽车月度批发销量（万辆）



资料来源：中汽协，华福证券研究所

图表：10月燃油车景气度回落



资料来源：中汽协，华福证券研究所

# 一、2022年回顾：新能源车加速渗透，自主品牌全球崛起

## ➤ 基本面回顾：新能源汽车加速渗透，自主品牌继续崛起

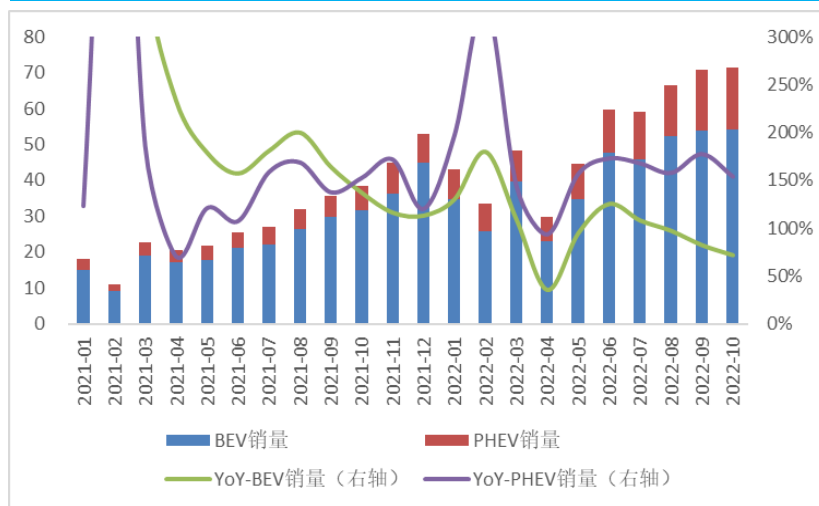
- 2022年1-10月新能源汽车销量527万辆，YoY为107%；渗透率为24%，同比+12pct，渗透加速。
- 2021年10月以来，**插混表现强于纯电**；22年1-10月，纯电批销427万辆（YoY+97.5%），插混121万辆（YoY+180%）。

图表：中国新能源汽车销量及渗透率（万辆）



资料来源：中汽协，华福证券研究所

图表：插混表现亮眼（万辆）



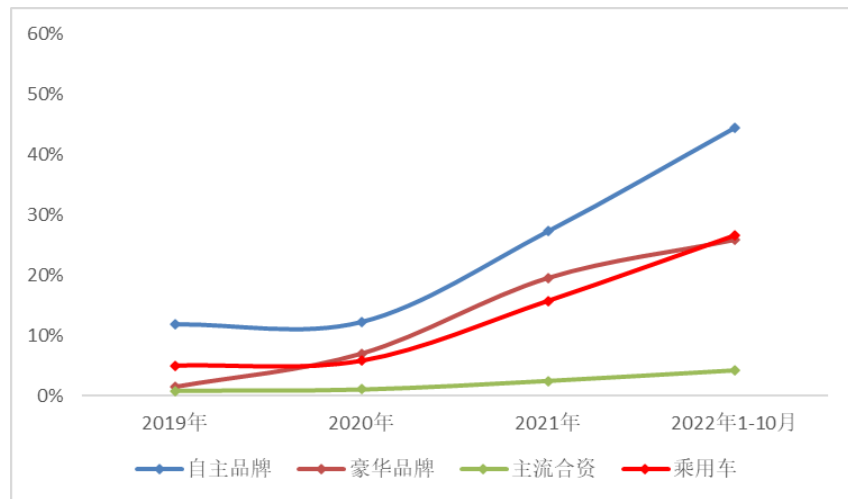
资料来源：中汽协，华福证券研究所

# 一、2022年回顾：新能源车加速渗透，自主品牌全球崛起

## ➤ 基本面回顾：新能源汽车加速渗透，自主品牌继续崛起

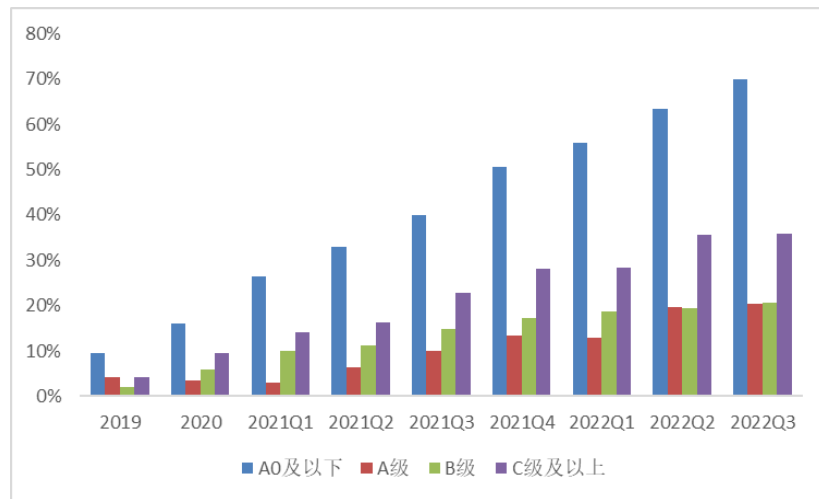
- 主流合资渗透缓慢，2022年1-10月渗透率约为4%；
- A0及以下、C级及以上渗透率为70%、36%，主流合资所在的A-B级车渗透率相对偏低（20%），主流合资所在的A/B级车是新能源车下一步渗透的攻坚区。

图表：自主品牌新能源车渗透率远超主流合资



资料来源：乘联会，华福证券研究所

图表：分级别新能源汽车渗透率



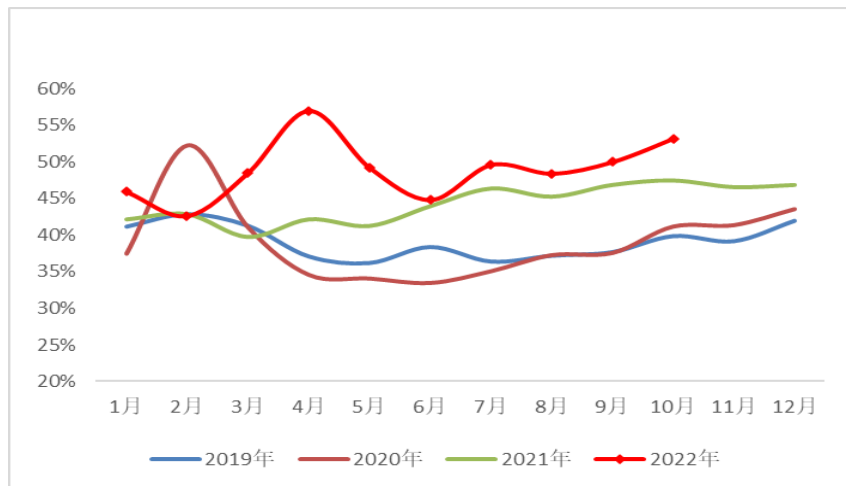
资料来源：乘联会，华福证券研究所

# 一、2022年回顾：新能源车加速渗透，自主品牌全球崛起

## ➤ 基本面回顾：新能源汽车加速渗透，自主品牌继续崛起

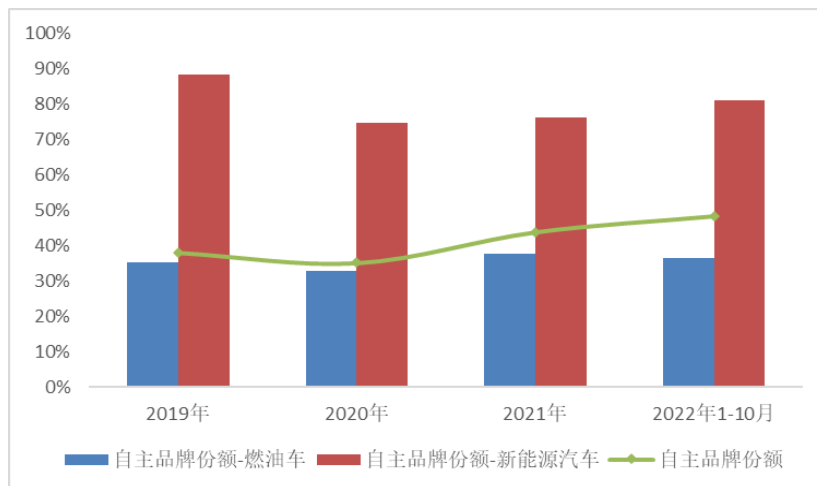
- **中国市场**：2020H2以来自主品牌份额持续提升，由2020年6月33.5%提升至2022年10月53.2%。
- 分动力类型看，得益于自主品牌综合能力提升，燃油车市场自主份额稳中有升；得益于新能源汽车的先发优势，新能源车市场自主份额大幅领先。

图表：2020H2以来自主品牌份额持续提升



资料来源：中汽协，华福证券研究所

图表：燃油车、新能源汽车份额双双提升



资料来源：乘联会，华福证券研究所

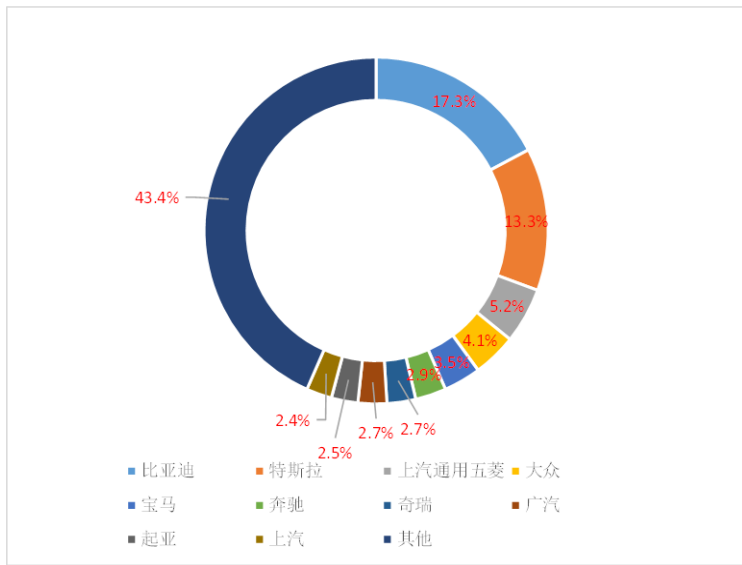


# 一、2022年回顾：新能源车加速渗透，自主品牌全球崛起

## ➤ 基本面回顾：新能源汽车加速渗透，自主品牌继续崛起

- 全球市场：智能电动汽车时代，**自主品牌全球崛起**。1) 销量TOP 10中，比亚迪、上通五菱、奇瑞等自主品牌占据较大市场份额；2) 全球前15款新能源汽车热销车型中，自主品牌占据11款。

图表：2022年1-9月全球TOP10新能源汽车品牌



资料来源：CleanTechnica, 华福证券研究所

图表：2022年1-9月全球TOP15新能源车型

销量TOP15车型	1-9月销量 (万辆)	市占率
特斯拉Model3	52	7.7%
特斯拉ModelY	34	4.9%
五菱宏光MINI	32	4.6%
比亚迪宋PLUS	29	4.2%
比亚迪秦PLUS	23	3.4%
比亚迪汉	18	2.6%
比亚迪海豚	13	1.9%
比亚迪元PLUS	12	1.7%
大众ID.4	12	1.7%
比亚迪唐	9	1.4%
广汽Aion Y	8	1.2%
奇瑞 QQ冰淇淋	8	1.2%
奇瑞 eQ1	8	1.1%
理想ONE	8	1.1%
现代Ioniq 5	8	1.1%

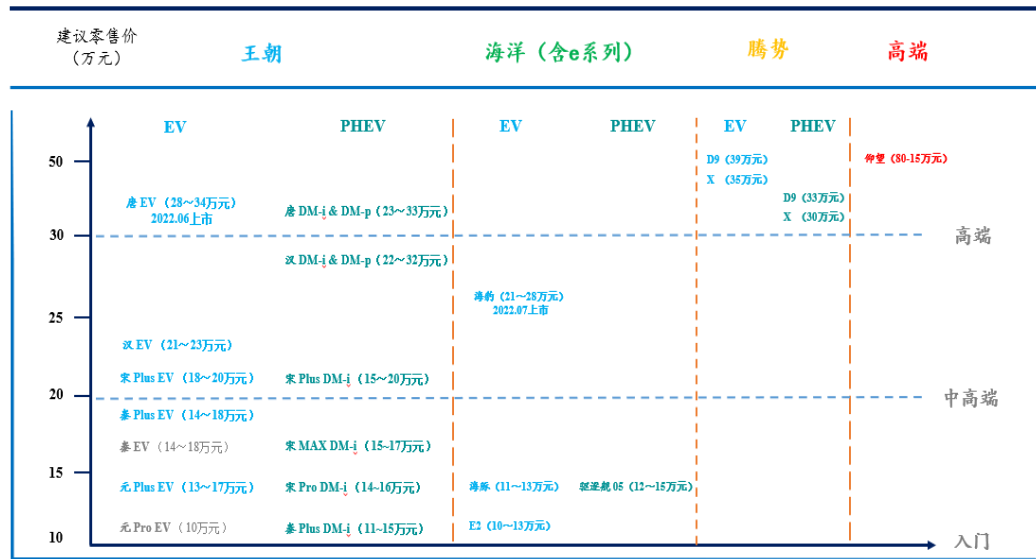
资料来源：CleanTechnica, 华福证券研究所

# 一、2022年回顾：新能源车加速渗透，自主品牌全球崛起

## ➤ 基本面回顾：新能源汽车加速渗透，自主品牌继续崛起

- 换道超车，新能源汽车市场自主品牌先发优势明显，比亚迪厚积薄发，销量引领全球
- 比亚迪：以技术和成本优势实现高性价比和产品矩阵全覆盖

图表：比亚迪产品系列



资料来源：比亚迪官网，华福证券研究所

图表：比亚迪制胜之道

### 技术优势

(DMI、刀片电池、E3.0)

### 成本优势

(产业链垂直整合)

### 高竞争力定价

(同价位段性能最优，插混价格媲美燃油车)

### 产品矩阵全覆盖

(覆盖所有级别/价位，抢占各细分市场)

资料来源：BCG，华福证券研究所

# 目 录

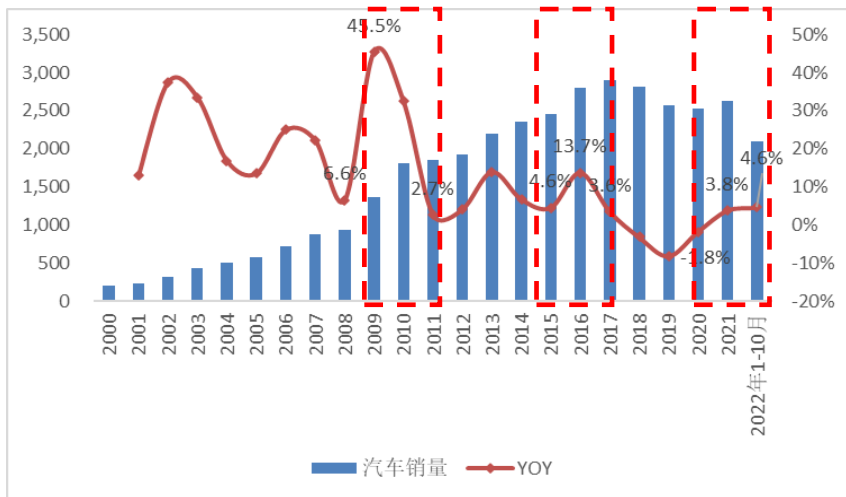
- 2022年回顾：新能源车加速渗透，自主品牌全球崛起
- 2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程
- 投资机会
- 风险提示

## 二、2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程

### 2.1 量价仍承压，混动和出海是亮点

- 总量忧虑犹在。燃油车：2009-2011年、2015-2018年购置税的透支效应与边际效应递减；2020-2022年疫情期间，消费补贴、购置税优惠等政策的透支。新能源汽车：补贴退坡。

图表：关注政策的透支效应



资料来源：中汽协，华福证券研究所

图表：新能源汽车补贴逐步退坡

		2020	2021	2022
纯电动乘用车	300≤R<400	1.62	1.30	0.91
	R≥400	2.25	1.80	1.26
插电式混动乘用车（含增程式）	R≥50	0.85	0.68	0.48

- (1) R为纯电续航里程（工况法、公里），补贴金额单位：万元；
- (2) 对于非私人购买或用于营运的新能源乘用车，按照相应补贴金额的0.7倍给予补贴；
- (3) 补贴前售价应在30万元以下（机动车销售统一发票、企业官方指导价作为参考依据，“换电模式”除外）；
- (4) 2022年插电混动乘用车续航里程R≥50(NEDC)或R≥43(WLTC)。

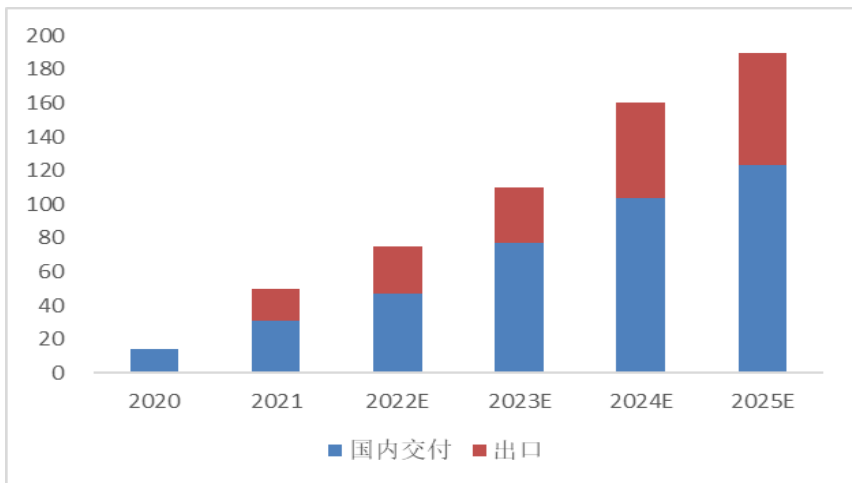
资料来源：乘联会，华福证券研究所

## 二、2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程

### 2.1 量价仍承压，混动和出海是亮点

- 特斯拉降价VS比亚迪涨价：受扩产、需求走弱、竞品、降价预期综合影响，特斯拉连续降价，产业链跟进；比亚迪年底涨价（2000-6000元），变相锁单、催单等。2023年份额重于盈利，**预计大多品牌跟跌不跟涨。**
- 预计2022-2024年上海工厂分别交付75万辆、110万辆、160万辆；其中，预计23年国内交付70-80万辆，对20-35万价格带车型造成较大压力。

图表：特斯拉2023年国内目标交付量大幅增长



资料来源：特斯拉，华福证券研究所

图表：新能源汽车品牌迎来降价潮

时间	品牌	车型	调整前售价	调整后售价	调整额度	降幅	
10月24日	特斯拉	Model 3	后轮驱动版	27.99	26.59	1.4	-5.0%
			高性能版	36.79	34.99	1.8	-4.9%
		Model Y	后轮驱动版	31.69	28.89	2.8	-8.8%
			长续航版	39.49	35.79	3.7	-9.4%
		高性能版	41.79	39.79	2.0	-4.8%	
11月8日		Model 3/Y	11月8日至11月30日，购买现车及合作保险机构车险组合并按期完成提车，尾款可减8000元；12月1日至12月31日，尾款可减4000元				
10月31日	福特Mustang Mach-E	后驱标准续航	27.59	24.99	2.6	-9.4%	
		后驱豪华长续航	31.69	28.89	2.8	-8.8%	
		全驱豪华长续航	36.99	34.99	2.0	-5.4%	
		GT版	38.99	36.99	2.0	-5.1%	

①问界M5/M7部分车型尾款减8000元；②零跑T03、C11退还6000-12000元购车款；③小鹏G3i、P5、P7尾款减免1.4万-2万元

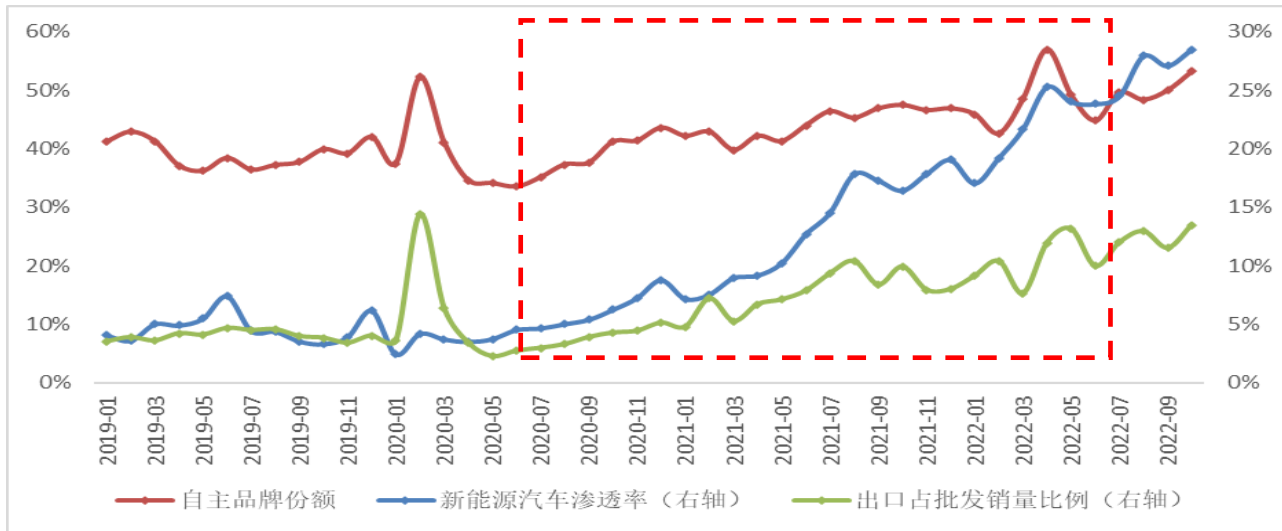
资料来源：各车企官网，华福证券研究所

## 二、2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程

### 2.1 量价仍承压，混动和出海是亮点

- 2020H2以来，自主品牌崛起主要是受新能源汽车加速渗透驱动；新能车渗透率达到30%以后，进一步渗透的潜力和空间边际减少，自主品牌进一步崛起的动力何在？
- 我们认为：对内，混动有望接力纯电推动自主品牌新一轮崛起；对外，出海将打开自主品牌进一步扩张的广袤空间。

图表：新能源汽车渗透率来到30%



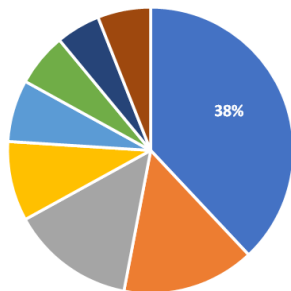
资料来源：中汽协，华福证券研究所

### 2.2 混动：自主引领的新赛道

#### □ 供给与需求共振，混动迎来放量契机

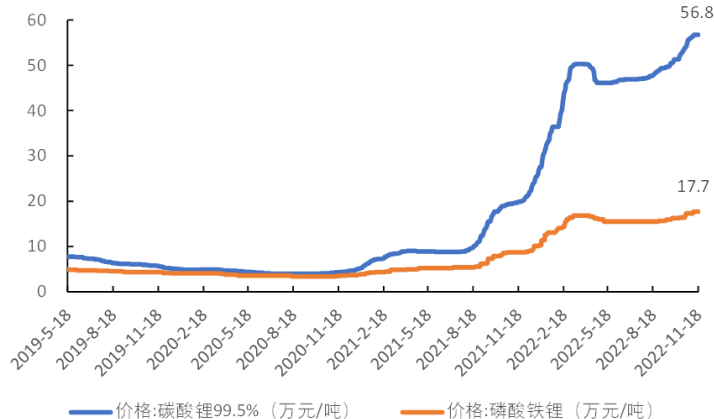
- 供给端：原材料价格上涨纯电车型利润承压使得车企纷纷发力混动新车型；
- 相较纯电车型，混动搭载的动力电池能量较小，电池价格上涨对混动车型成本端影响偏弱。短期来看，新能源汽车市场需求旺盛使得上游原材料供需错配致使碳酸锂等原材料价格始终处于高位，车企纷纷发力混动市场来满足“双积分”考核需求同时保证其利润水平。

图表：新能源纯电车型成本构成



■ 电池 ■ 内饰 ■ 底盘 ■ 汽车电子 ■ 电机 ■ 电控 ■ 车身 ■ 其他

图表：碳酸锂与磷酸铁锂价格走势



— 价格:碳酸锂99.5% (万元/吨) — 价格:磷酸铁锂 (万元/吨)

资料来源：华经情报网，华福证券研究所

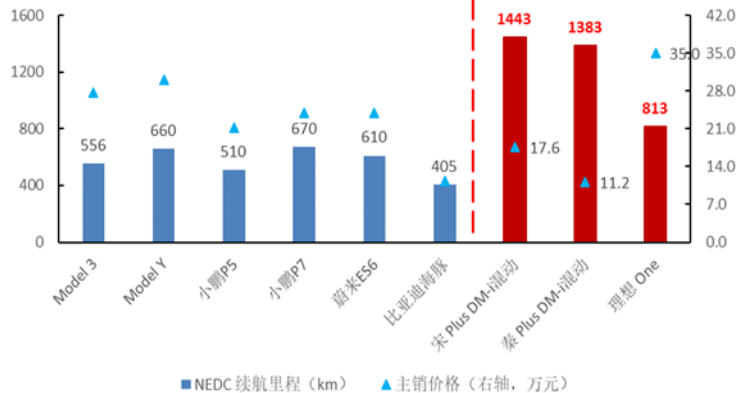
资料来源：Wind，华福证券研究所

### 2.2 混动：自主引领的新赛道

#### □ 供给与需求共振，混动迎来放量契机

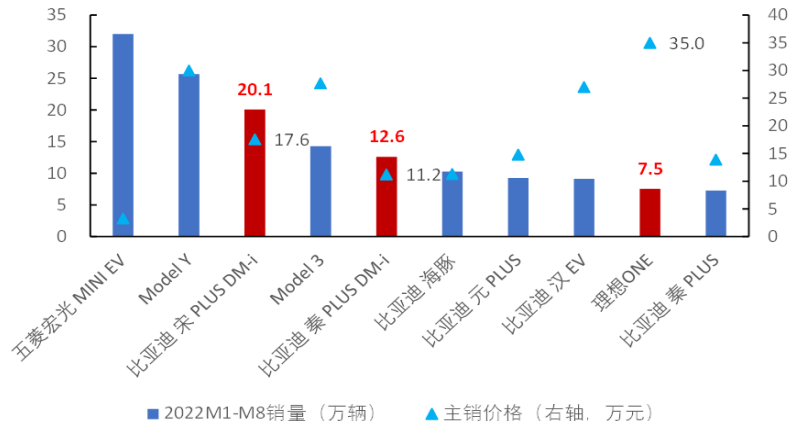
- **需求端：续航及补能焦虑缓解与低油耗、强动力性能新车型的推出驱动混动市场如火如荼**
- **1) 消费者续航与补能焦虑缓解：**相较于纯电车型，混动车型兼具纯电与燃油车两套动力系统，在对续航需求不高的场景时可采用纯电续航，在对续航需求较高的场景中可依靠传统燃油来行驶，满足消费者全场景用车需求，解决了新能源纯电动车型续航焦虑及补能焦虑。

图表：典型纯电车续航与插电混动车续航比较



资料来源：汽车之家，华福证券研究所

图表：22:2022M1-M9新能源汽车销量TOP10



资料来源：汽车之家，华福证券研究所



### 2.2 混动：自主引领的新赛道

#### □ 供给与需求共振，混动迎来放量契机

- **需求端：续航及补能焦虑缓解与低油耗、强动力性能新车型的推出驱动混动市场如火如荼**
- **2) 低油耗与高动力性能兼备的爆款新车型推出迎合市场需求：相较于传统燃油车，混动车型由于采用“油+电”驱动模式，其油耗表现优异；同时由于目前主流车企采用“双电机”混动架构，动力响应更为优秀且平顺性更佳。**

图表：典型混动车型与竞品燃油车性能参数对比

	秦 PLUS DM-i	帝豪L 雷神Hi-P	卡罗拉	思域	速腾	朗逸
款式	2021款 DM-i 120KM 尊贵型	2022款 100KM Super 迅	2021款 1.2T 旗舰版	2023款 240TURBO C位特别版	2023款 280TSI DSG超越Plus版	2023款 280TSI DSG 永逸版
品牌	自主	自主	日系	日系	德系	德系
级别	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车
动力性能	插电混动	插电混动	燃油车	燃油车	燃油车	燃油车
官方指导价（万元）	13.58	13.58	12.78	14.49	13.89	14.59
<b>油耗</b>						
NEDC 油耗（L/100km）	0.7		5.6			
WLTC 油耗（L/100km）		1.4		6.0	5.7	5.8
馈电油耗（L/100km）	3.8	3.8				
<b>动力性能</b>						
<b>发动机</b>						
最大功率（kW）	81	133	85	134	85	85
最大扭矩（N·m）	135	290	185	240	200	200
<b>电动机</b>						
总功率	145	100				
总扭矩	325	320				
零百米加速时间（s）	7.3	6.9			9.2	
<b>续航及质保</b>						
纯电续航里程（km）	101（WLTC）	100（NEDC）				
整车质保	6年或15万公里	6年或15万公里	3年或10万公里	3年或10万公里	3年或10万公里	3年或10万公里

资料来源：汽车之家，华福证券研究所

### 2.2 混动：自主引领的新赛道

#### □ 日系混动发展较早，国产混动平台后来居上

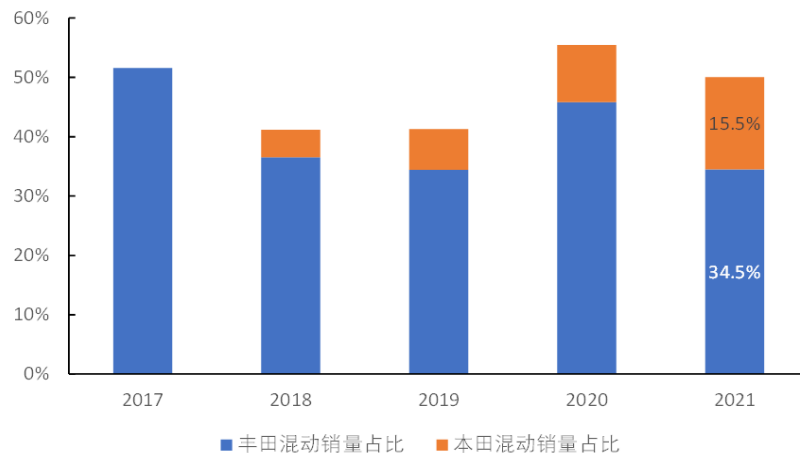
- 丰田、本田长期深耕油电混动市场，技术各有所长，二者市场份额位居前列。1) 丰田THS系统：采用行星齿轮的功率分流架构，能量损失相对本田i-MMD系统偏高，但有利于发动机长期位于最优区间工作；2) 本田i-MMD系统：采用P1+P3双电机混联架构，驱动电机总功率优于丰田THS系统，但其发动机功率相对较弱。

图表：丰田与本田混动架构比较

	丰田THS混动系统	本田i-MMD混动系统
代表车型	凯美瑞	雅阁
混动变速箱类型	PS功率分流架构	P1+P3双电机串并联
发动机		
发动机类型	A25B/A25D	LFB11
发动机功率	131kW	107kW
发动机扭矩	221N·m	175N·m
发动机最大马力	178Ps	146Ps
驱动电机		
驱动电机功率	88kW	135kW
驱动电机扭矩	202N·m	315N·m
油耗		
NEDC	3.8L/100km (凯美瑞)	4.2L/100km (雅阁)

资料来源：汽车之家，华福证券研究所

图表：丰田与本田混动市场份额



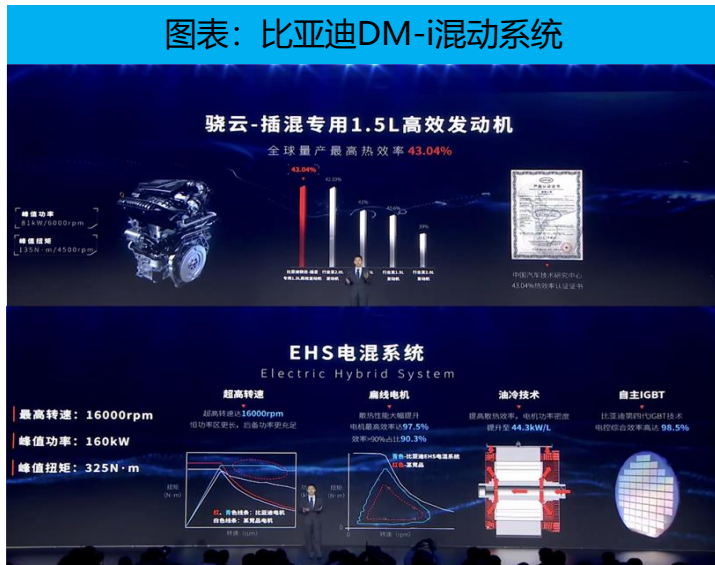
资料来源：Marklines，华福证券研究所

### 2.2 混动：自主引领的新赛道

#### □ 日系混动发展较早，国产混动平台后来居上

- 比亚迪发布DM-i超级混动平台，自主品牌纷纷入局。2021年比亚迪历经三代混动平台技术沉淀优势，重磅推出了DM-i、DM-p混动架构，突破了日系车企混动技术壁垒，率先开始布局PHEV混动市场。国内自主车企长城、吉利、长安后发入局，凭借国内插电混动享有绿牌及新能源补贴优势，快速切入混动市场。

图表：比亚迪DM-i混动系统



图表：自主品牌混动平台参数比较

	比亚迪DM-i混动系统	长城柠檬DHT混动系统	吉利雷神Hi-X混动系统	长安蓝鲸iDD混动系统
代表车型	比亚迪 唐 DHT PHEV	WEY 玛奇朵 DHT PHEV	吉利雷神 Hi-X	长安 UNI-K iDD
混动变速箱类型	<b>双电机单挡串并联（DHT）</b>	<b>双电机两挡串并联（2DHT）</b>	<b>双电机三挡串并联（3DHT）</b>	<b>单电机P2并联（P2-6DCT）</b>
发动机直驱档位数量	1	2	3	6
纯电驱动档位数量	1	1	2	6
发动机类型	骁云-插混专用涡轮增压1.5Ti 高效发动机	E15GH	1.5TD满功率缸内直喷发动机 RHF15	蓝鲸 NE1.5T 混动专用发动机
发动机功率	102kW/5200rpm	115kW	108kW	122kW/5500rpm 最大功率125kW
发动机扭矩	220N·m/1350-4000rpm	230N·m	225N·m	225N·m/1500-4000rpm 最大扭矩260N·m
驱动电机功率	160kW	130kW	100kW	85kW
驱动电机扭矩	325N·m	300N·m	320N·m	330N·m
综合功率 (发动机+驱动电机)	<b>262kW</b>	245kW	233kW	222kW
综合扭矩 (发动机+驱动电机)	545N·m	530N·m	545N·m	<b>585N·m</b>
混动变速器电机数量	2	2	2	1
混动变速器总成重量	136KG	135KG	120KG	112KG
混动变速器总成复杂度	<b>低</b>	<b>较低</b>	高	高
混动变速器总成成本	<b>中</b>	较高	高	较高

资料来源：比亚迪DM-i发布会，华福证券研究所

资料来源：《自主插电混动系统对比分析》，华福证券研究所

## 二、2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程

### 2.2 混动：自主引领的新赛道

#### □ 日系混动发展较早，国产混动平台后来居上

- 自主品牌混动系统后来居上，成本及动力性能全方位赶超日系。1) 成本方面：自主车型纯电续航、综合油耗及馈电工况下均表现优秀，同时车型售价低于日系竞品车型；2) 动力性能：相较于日系混动系统，自主品牌奇瑞鲲鹏DHT混动平台、上汽EDU混动平台、长城柠檬DHT混动平台动力性能优势显著。

图表：自主品牌混动车型与日系车参数比较

	宋Pro DM-i PHEV	荣威RX5 PHEV	瑞虎8 PLUS 鲲鹏e+	WEY 玛奇朵 DHT-PHEV	长安UNI-K	领克01 EM-P	本田CRV	丰田RAV4 荣放
款式	2022款DM-i 110KM旗舰型	2023款eRX5超混 旗舰版	2022款PHEV 1.5T 风花e+	2021款1.5L 特调版	2022款130 KM1.5T 卓越型	2023款1.5TDEM-P AM	2021款锐·混动e+ 2.0L 睿驰版	2022款 双擎E+ 2.5L 两驱精英Pro
品牌	自主	自主	自主	自主	自主	自主	日系	日系
级别	紧凑型SUV	紧凑型SUV	中型SUV	紧凑型SUV	中型SUV	紧凑型SUV	紧凑型SUV	紧凑型SUV
动力性能	插电混动	插电混动	插电混动	插电混动	插电混动	插电混动	插电混动	插电混动
搭载混动平台	比亚迪DM-i混动系统	上汽EDU混动系统	奇瑞鲲鹏DHT混动系统	长城柠檬DHT混动系统	长安蓝鲸iDD混动系统	吉利雷神Hi-X混动系统	本田i-MMD混动系统	丰田THS混动系统
混动平台架构	P1+P3双电机串并联	P2.5 双电机架构	P1+P3双电机串并联	P1+P3双电机串并联	P2单电机并联	P1+P2双电机串并联	P1+P3双电机串并联	PS功率分流
官方指导价（万元）	15.58	15.99	16.88	17.85	17.99	21.58	25.88	25.68
<b>油耗</b>								
NEDC 油耗 (L/100km)	0.9	1.4	1.0	0.8	0.8		1.3	1.1
WLTC 油耗 (L/100km)	2.0	3.3		1.3		1.5	1.8	1.5
馈电油耗 (L/100km)	4.5	6.2	5.0	4.4	5.0	5.1	6.1	5.3
<b>动力性能</b>								
<b>发动机</b>								
最大功率 (kW)	81	138	115	71	125	110	107	131
最大扭矩 (N·m)	135	300	230	125	255	225	175	221
<b>电动机</b>								
总功率	145	245	240	115	85	100	135	88
总扭矩	325	270	565	250	330	320	315	202
零百米加速时间 (s)	7.9	6.9	7	7.2	8.1		10.3	9.1
<b>续航及质保</b>								
NEDC 纯电续航里程 (km)	110	61	100	110	130		84	95
WLTC 纯电续航里程 (km)						70	65	78
整车质保	6年或15万公里	6年或15万公里	6年或15万公里	5年或15万公里	3年或12万公里	4年或10万公里	3年或10万公里	3年或10万公里

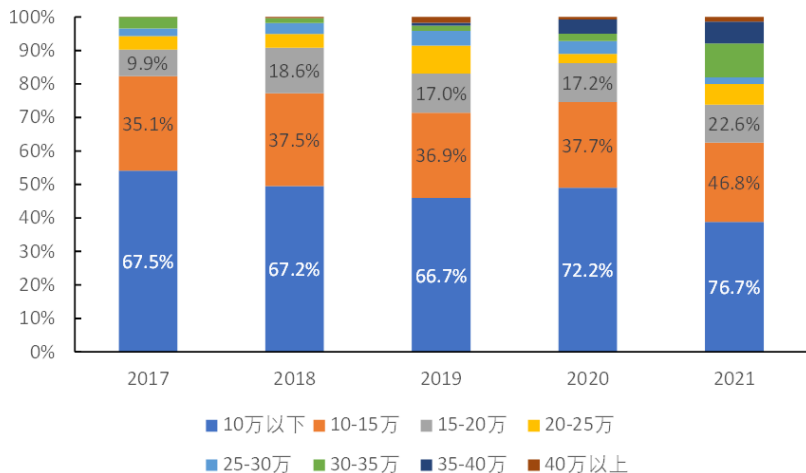
资料来源：中汽协，华福证券研究所

### 2.2 混动：自主引领的新赛道

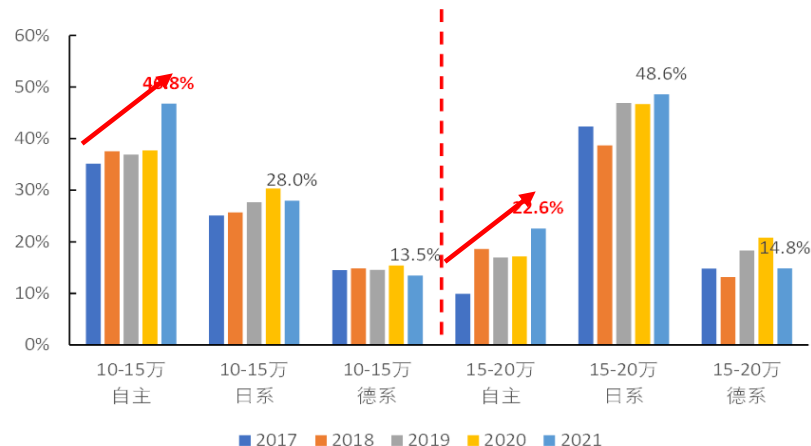
#### □ 自主品牌发力混动市场，有望再塑格局

- 国内乘用车市场份额主要集中在10万以下，10-20万价格区间“三足鼎立”。分价格带来看：2021年国内自主品牌乘用车10万以下/10-15万/15-20万价格区间市场份额分别为76.7%/46.8%/22.6%，相较于2017年市场份额分别提升9.2pct/11.7pct/12.7pct；其中自主品牌15-20万价格区间市场份额有所提升但亟需突破。

图表：分价格带自主品牌乘用车销量占比



图表：自主品牌与日系、德系品牌乘用车销量占比



资料来源：Marklines，华福证券研究所

资料来源：Marklines，福证券研究所

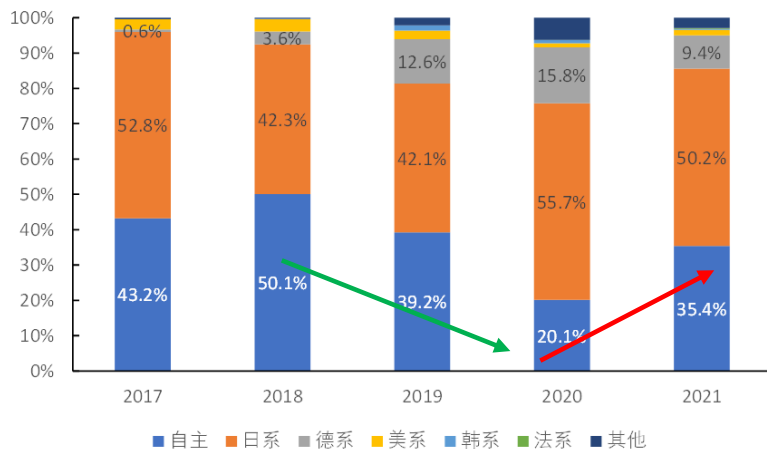
## 二、2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程

### 2.2 混动：自主引领的新赛道

#### □ 自主品牌发力混动市场，有望再塑格局

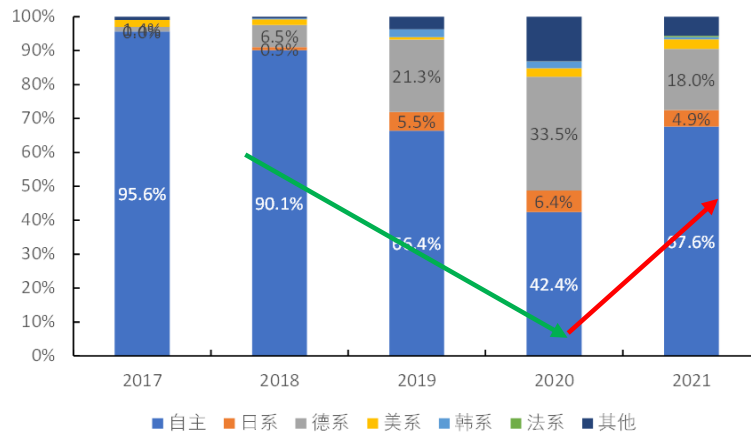
- 国内混动市场发展主要分为两个阶段：1) 政策主导阶段：受益于PHEV车型在国内享受新能源补贴优势，国内自主品牌在2017年及之前保持较高的市场份额；从2018年开始新能源汽车补贴快速退坡，自主车企混动市场份额出现明显下滑，自主品牌混动占比从2018年50.1%下降至2020年20.1%；2) 市场主导阶段：2021年开始比亚迪、长城、吉利等自主品牌纷纷发布新一代混动DHT架构，新车型助力车企市占率快速提升。

图表：分系别混动汽车销量占比



资料来源：Marklines, 华福证券研究所

图表：分系别插电混动汽车销量占比



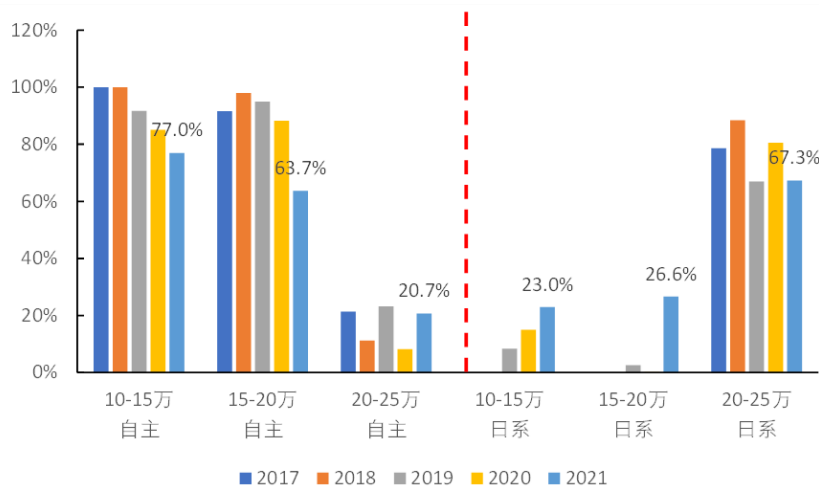
资料来源：Marklines, 华福证券研究所

### 2.2 混动：自主引领的新赛道

#### □ 自主品牌发力混动市场，有望再塑格局

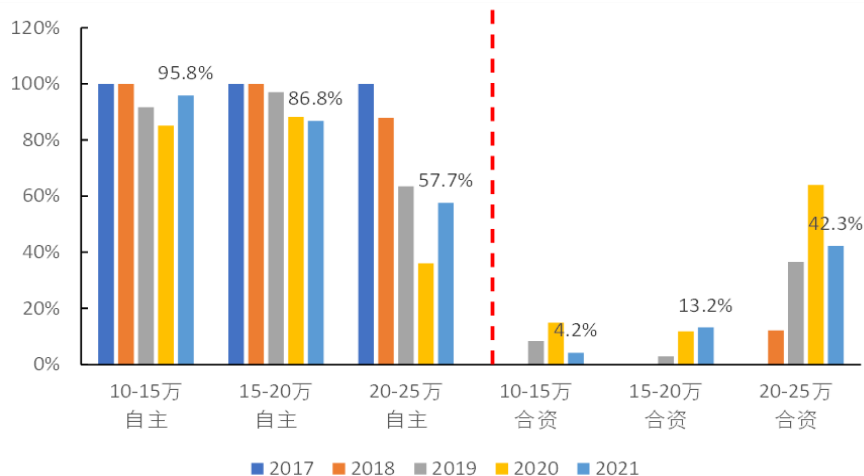
- 国内混动市场竞争格局：1) 混动市场（含HEV车型）：自主品牌牢牢占据10-20万价格带混动市场，对标日系20-25万价格带相关车型，日系品牌主要占据20-30万价格带市场；2) 插电混动市场：自主品牌占据半壁江山，爆款车型售价主要集中在10-20万价格区间，长城、理想等相关车企主要发力25万以上中高端市场。

图表：自主品牌与日系品牌分价格带混动汽车销量占比



资料来源：Marklines, 华福证券研究所

图表：自主品牌与合资品牌分价格带插电混动汽车销量占比



资料来源：Marklines, 华福证券研究所

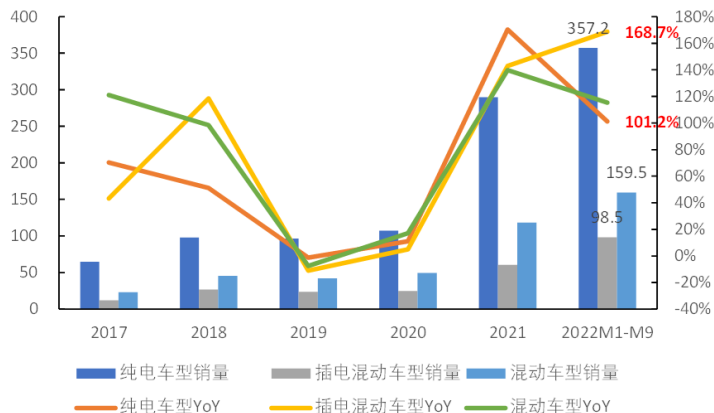
## 二、2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程

### 2.2 混动：自主引领的新赛道

#### 自主品牌发力混动市场，有望再塑格局

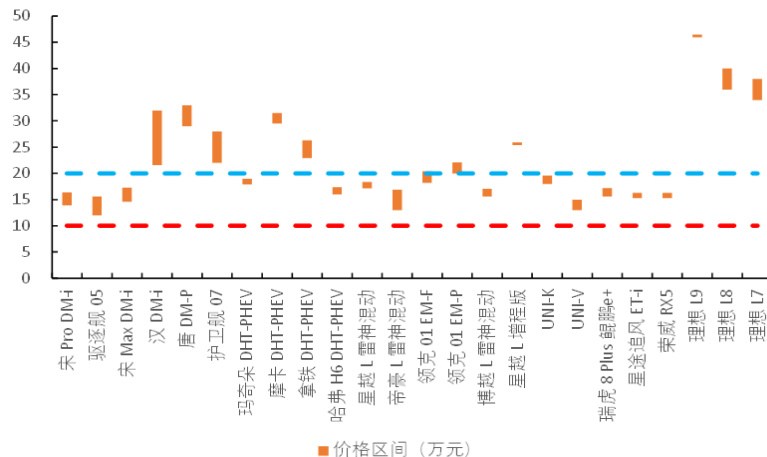
- 混动车型增速强劲，15-20万新车型有望在2023年迅速放量。2022M1-M9纯电车型/插电混动车型同比增速分别为101%/168%，插电混动新能源汽车销量增速表现亮眼。2022年自主品牌整车厂纷纷发布混动全新车型以及传统燃油混动版本，车型售价主要集中在15-20万区间，有望在2023年迎来放量爆发期。

图表：国内纯电、插电混动及混动汽车销量（万辆）



资料来源：中汽协，华福证券研究所

图表：2022自主品牌混动新车型价格区间（万元）



资料来源：汽车之家，华福证券研究所

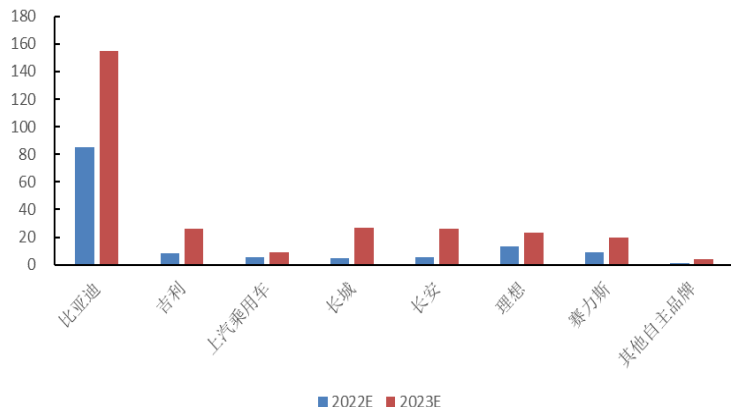


### 2.2 混动：自主引领的新赛道

#### □ 自主品牌发力混动市场，有望再塑格局

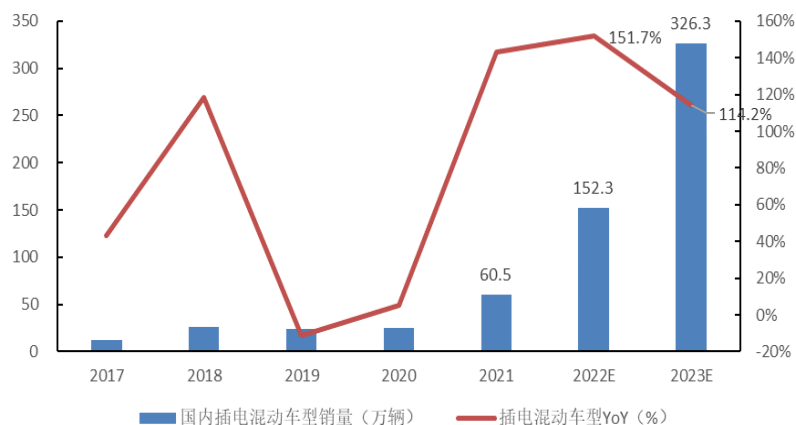
- **自主品牌把握混动拐点，有望开启新一轮成长周期。** 1) 供给与需求共振，高性价比、爆款混动车型持续迭代升级，混动销量有望继续高歌猛进； 2) 格局：自主品牌自2022年开始大规模推出15-20万价格带混动新车型，新车型逐步放量爬坡挤占该价格带合资乘用车市场份额，进而开启自主品牌新一轮成长周期。

图表：主要插电混动车企PHEV销量预测（万辆）



资料来源：中汽协，华福证券研究所

图表：33:2022/2023插电混动销量预测（万辆）



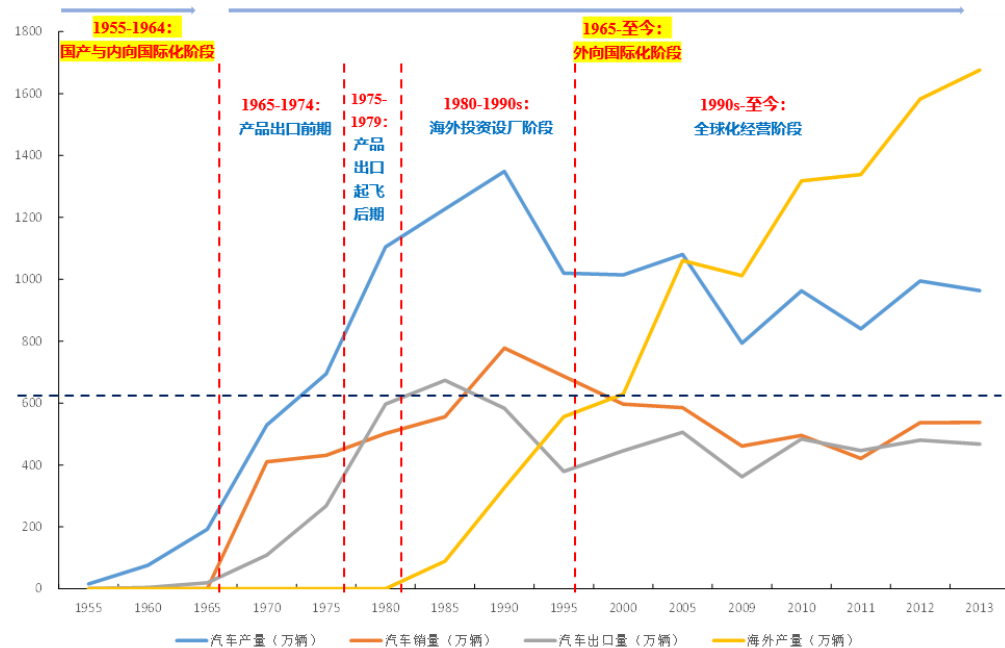
资料来源：中汽协，华福证券研究所

### 2.3 出海：开启自主崛起的新征程

#### 日本汽车产业国际化历程：由出口、海外设厂到全球化经营

- 1965-1974年：产品出口初期阶段，出口占总产量的比重由1965年的10.4%上升至37.7%
- 1975-1979年：产品出口后期阶段，国内产能扩张，全球石油危机，1977年出口超越国内销量
- 1980-90年代中期：投资设厂阶段，日美贸易摩擦，日元急剧升值削弱了日本汽车的低价优势
- 90年代中期-至今：全球化经营阶段，加强国际间合作化分工协作，大量开设海外研发中心、设计工厂

图表：日本汽车产业国际化历程



资料来源：《从日韩汽车产业国际化经验看中国汽车出口》，华福证券研究所

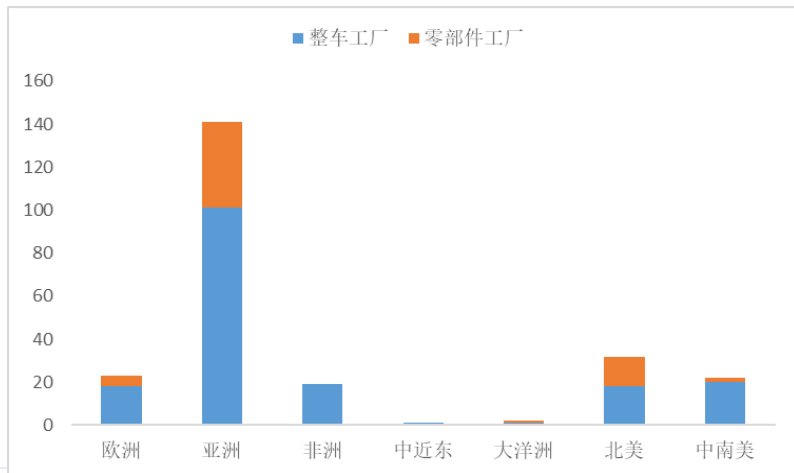
## 二、2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程

### 2.3 出海：开启自主崛起的新征程

#### 日本汽车产业国际化的启示：择机出海，精准布局

- 国内需求日趋饱和、产能持续扩大是汽车**产品出口**的根本动力；国内生产的优势丧失后，由出口向**海外投资设厂、国际化经营转变**
- 有序布局、精准定位**：定位低能耗、安全性高产品率先打开欧美市场（出口），海外建厂先欧美、后发展中国家
- 全产业链布局**：整车企业对外投资的同时，**在上游新设多家零部件及发动机生产企业**，在下游布局众多的售后、汽车金融服务企业

图表：日本海外工厂主要布局在亚洲、北美、欧洲



资料来源：日本汽车工业协会，华福证券研究所

图表：日本在亚洲工厂布局

国家和地区	编号	汽车	摩托车	汽车/摩托车	零部件
亚洲					
孟加拉国	22	2	1	-	-
柬埔寨	23	-	2	-	-
中国	24	23	8	-	17
印度	25	11	4	-	1
印度尼西亚	26	11	4	1	7
老挝	27	-	1	-	-
马来西亚	28	10	3	-	2
缅甸	29	1	-	-	-
巴基斯坦	30	5	1	1	-
菲律宾	31	8	4	-	4
台湾	32	9	2	-	-
泰国	33	14	4	-	8
越南	34	7	1	2	1
亚洲合计		101	35	4	40

资料来源：日本汽车工业协会，华福证券研究所

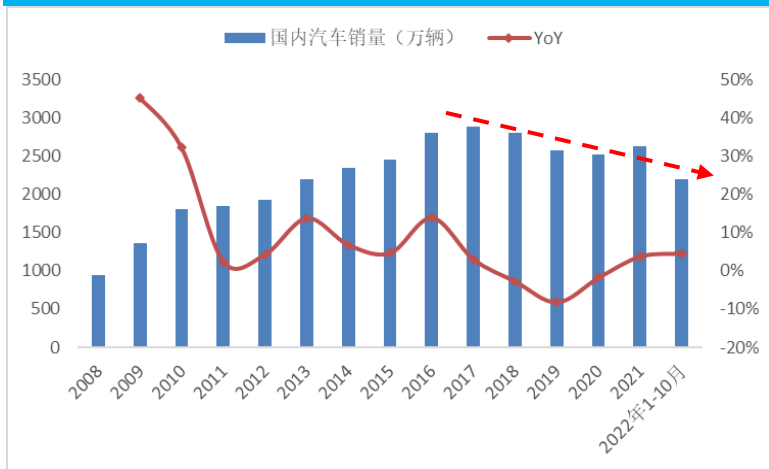
## 二、2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程

### 2.3 出海：开启自主崛起的新征程

#### □ 出海现状：国内需求饱和，出口迎来爆发期

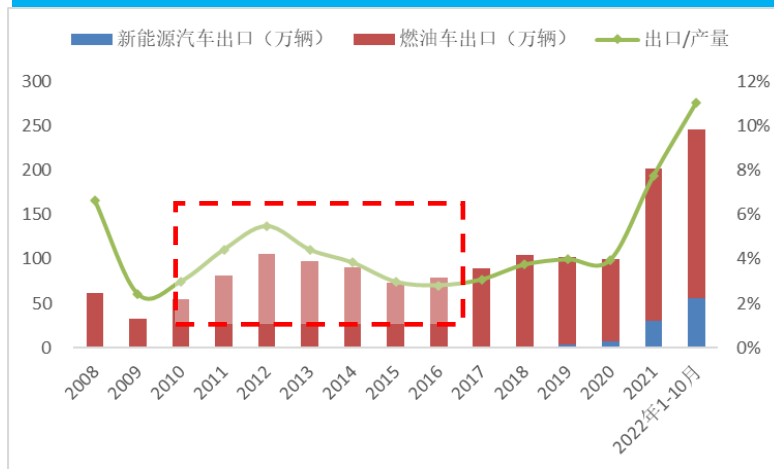
- 我国汽车销量2017年见顶，国内需求总体较弱；2021年以来，疫情影响海外整车和供应链生产节奏，地缘政治导致能源价格大幅攀升，供给短缺；海外新能源汽车需求爆发，共同促使出口爆发
- 2021年我国出口突破200万辆，同比翻倍，突破2011-2020年平台期；2022年1-10月出口245万辆，YoY+54%，出口占产量比重11%，较2020年全年+7pct。

图表：国内汽车销量2017年见顶



资料来源：中汽协，华福证券研究所

图表：2021年出口突破过去十年平台期



资料来源：中汽协，华福证券研究所

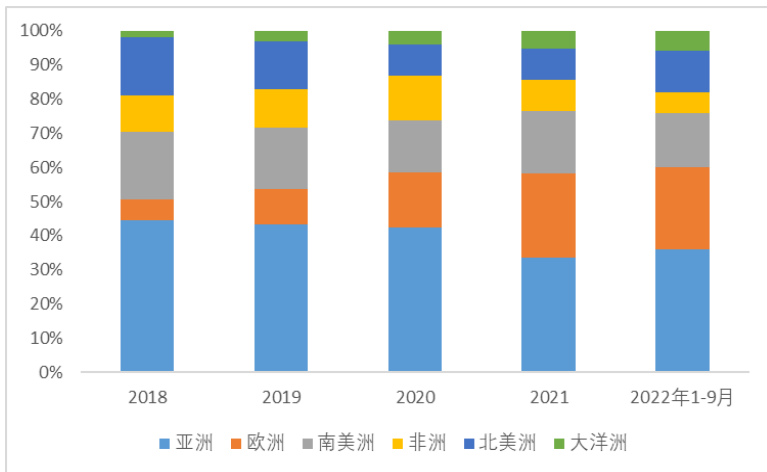
## 二、2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程

### 2.3 出海：开启自主崛起的新征程

#### □ 出海现状：国内需求饱和，出口迎来爆发期

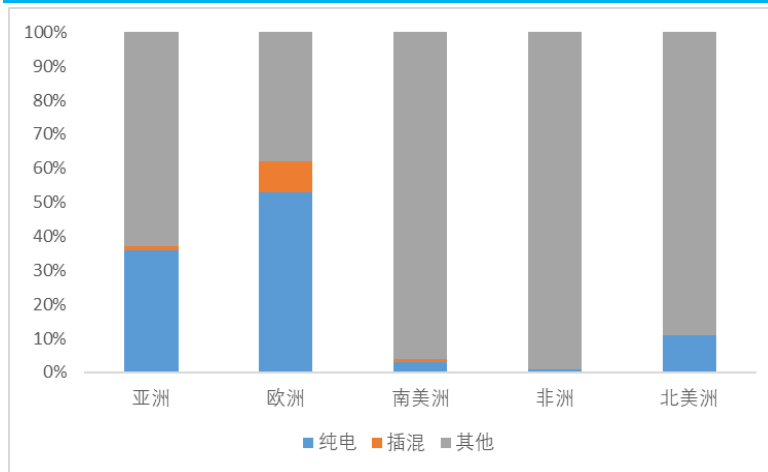
- 我国汽车出口目的地以**亚洲、欧洲、南美洲**为主；受新能源汽车出口大增影响，对欧洲出口由2019年12万辆，快速提升至2021年51万辆，占比由10%提升至24%。
- 对欧洲地区出口中，新能源车占比较高（60%+），是**后期自主出海的核心区域**；亚洲区域出口中，燃油车和新能车占比较为均衡（63%/37%），后期出口潜力亦较大；南美洲、非洲和北美洲出口以燃油车为主。

图表：出口到欧洲占比提升较快



资料来源：乘联会，华福证券研究所

图表：出口欧洲汽车新能源汽车占比较高



资料来源：乘联会，华福证券研究所

## 二、2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程

### 2.3 出海：开启自主崛起的新征程

#### □ 出海现状：整车厂积极布局海外产能，零部件企业海外开拓实现战略协同

- 部分自主品牌在长期出口之后，逐步在当地布局产能实现本地化生产，如长城、上汽、奇瑞、吉利等，产能多布局于亚洲、南美洲、欧洲等地区。
- 部分国产零部件企业也跟随自主品牌积极出海，实现战略协同；为了响应国际客户对全球属地化配套要求，中国头部汽车零部件企业逐步在欧洲、北美、东南亚等地扩充产能。

图表：国产汽车零部件企业积极布局海外

图表：自主品牌海外产能布局

车厂	地址	产品	规划产能	概况
长城	俄罗斯图拉州乌兹洛瓦工业园	哈佛F7x, 哈佛H9, Joloin	15万辆/年	作为特别投资合同（SPIC）项目，已在图拉州现有工厂开展第二期工程。将建设第二条冲压线，将年产能扩充至15万辆。
	泰国罗勇府	皮卡和SUV产品，含NEV车型	8万辆/年	收购通用汽车工厂。2021年6月，泰国工厂正式投产，将销售本地及东南亚、澳大利亚、南非等国家。
	印度中西部马哈拉施特拉邦	SUV、皮卡和纯电	13.8万辆/年	收购通用汽车工厂，包含冲压、焊装、涂装、总装及发动机生产车间。
	巴西伊拉塞玛波利斯工厂	SUV、皮卡和纯电	10万辆/年	收购奔驰汽车工厂，预计2023年下半年投产，未来将辐射整个拉美地区。
上汽集团	泰国春武里府	名爵ZS, 名爵HS、大通T系列	10万辆/年	上汽正大公司泰国新工厂2018年已投产，新工厂占地面积79余万平米，投资逾10亿美元，成为MG右舵车全球生产基地。
	巴基斯坦	名爵HS		该工厂2022年5月落地生产，仅9个月就完成交付，工厂属于KD工厂，即车身整体进口，在工厂只完成部分组装。
	印度古吉拉特邦巴拉达市	名爵Hector\名爵ZS电动车型、名爵Gloster	5.6万辆/年	2017年初投资32.75亿人民币收购并改造印度通用汽车有限公司Halol工厂，2019年正式投产，并推出首款智能网联车型。
	印度尼西亚西爪哇省Bekasi	上汽通用五菱Confero、Cortez、Fomo、Almaz等车型	12万辆/年	2017年7月投产，工厂占地面积为60万平方米，总投资额为7亿美元。2021年3月，发布全球银标首款海外车型Almaz RS。
东风小康	印度尼西亚万登省	Super Cab\Glory 580	5万辆/年	与当地Kaisar Montorindo Industri公司合资建厂，2017年投产，占地面积为8万平方米，具备冲压、焊接、涂装、组装设备。
奇瑞	巴西圣保罗州	瑞虎系列、艾瑞泽系列	5万辆/年	2017年11月，与巴西最大汽车经销商CAOA集团合资公司，产品辐射南共市地区。
吉利	白俄罗斯明斯克州鲍里索夫地区	博越SUV, 帝豪X7、新款库博、帝豪轿车等车型	12万辆/年	与当地国有机构合资建厂，2017年投产，工厂占地面积118公顷，投资额4亿欧元，出口俄罗斯哈萨克斯坦等地区。
	马来西亚中部霹雳州丹戎马林	X70（博越），X50（缤越）等车型	40万辆/年	2017年融入入股宝腾，丹戎马林工厂全面升级。

	美国	墨西哥	加拿大	德国	法国	意大利	欧洲其他国家	亚洲
福耀集团	•	•		•			•	•
敏实集团	•	•	•	•			•	•
均胜电子	•	•		•		•	•	•
延锋国际	•	•	•	•			•	•
继峰股份	•	•		•	•	•	•	•
中鼎股份	•	•	•	•	•	•	•	•
岱美股份	•	•		•	•		•	•
拓普集团	•	•	•	•	•		•	•
保隆科技	•	•		•			•	•
宁波华翔				•				
文灿股份		•			•		•	
爱柯迪		•					•	•
银轮股份	•	•		•				
旭升股份		•		•				
伯特利	•	•						
泉峰汽车							•	
嵘泰股份		•						
上声电子	•	•		•			•	
唐威工业	•		•	•				

资料来源：Wind，爱搜谱汽车，华福证券研究所

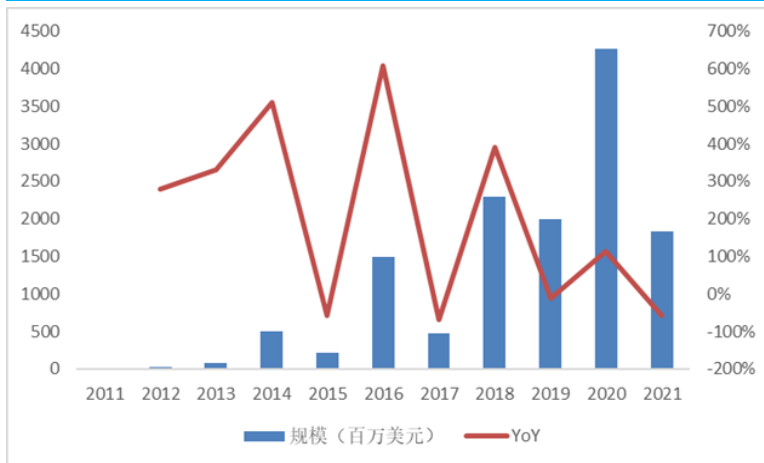
资料来源：CATARC中汽政研，华福证券研究所

### 2.3 出海：开启自主崛起的新征程

#### □ 出海现状：整车厂积极布局海外产能，零部件企业海外开拓实现战略协同

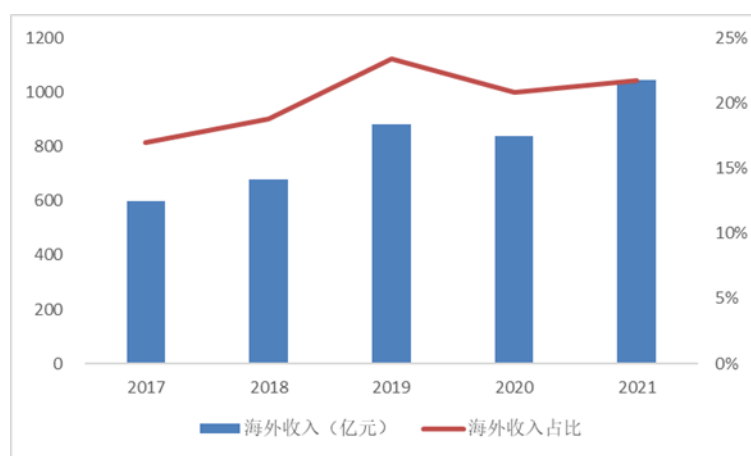
- 国产零部件企业通过并购和海外建厂模式实现了海外扩张。过去10年间，中国头部汽车零部件共发起110起、规模达138亿美金海外并购。
- 国产汽车零部件企业加速海外扩张，2021年中信汽车零部件板块海外收入1043亿元，YoY+25%，收入占比为21.7%，较2017年+4.7pct。

图表：中国头部零部件企业海外并购



资料来源：CATARC中汽政研，华福证券研究所

图表：汽车零部件企业海外收入占比稳步提升



资料来源：Wind，华福证券研究所

## 二、2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程

### 2.3 出海：开启自主崛起的新征程

#### □ 新能源汽车时代，自主品牌出海迎来新机遇

- 当前我国汽车出口仍以燃油车为主，但新能源汽车出口量快速增长；随着新能源汽车全球范围内加速渗透，自主品牌迎来出海新机遇
- 智能电动汽车时代，从**核心技术（电动化/智能化）、供应链资源、人才水平**等角度考察，自主品牌在全球范围内优势明显

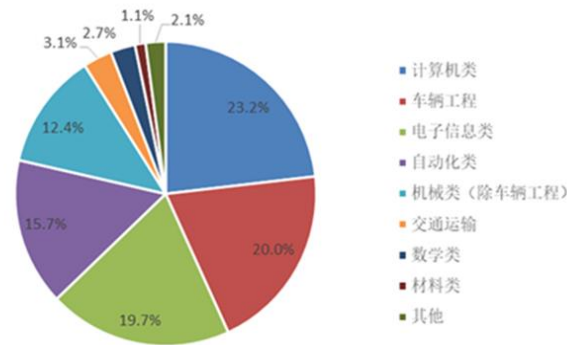
图表：国产动力电池供应商占全球50%以上份额



■ 宁德时代 ■ LG新能源 ■ 松下 ■ 比亚迪 ■ SK on ■ 三星SDI  
■ 国轩高科 ■ 中创新航 ■ 亿纬锂能 ■ 远景动力 ■ 其他

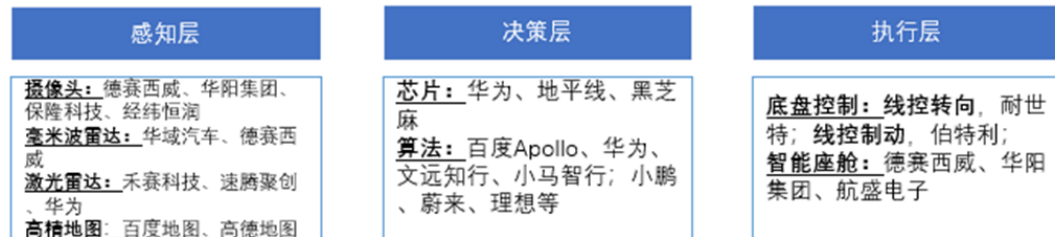
资料来源：起点研究院，华福证券研究所

图表：智能汽车时代我国占据人才优势



资料来源：中汽协，华福证券研究所

图表：中国具备完整的智能驾驶产业链



资料来源：佐思车研，华福证券研究所



## 二、2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程

### 2.3 出海：开启自主崛起的新征程

#### □ 新能源汽车时代，自主品牌出海迎来新机遇

- 当前我国自主品牌新能源汽车出口以欧洲和东南亚为主，其中，欧洲市场规模大、渗透率高，后续增长潜力最大
- 比亚迪作为全球新能源汽车领导品牌，欧洲是其出海的核心地区；2022年9月比亚迪举行欧洲出海战略发布会，推出BYD Tang EV、Han EV、ATTO3（元PLUS）等3款车型
- 欧洲新能源车畅销车型以特斯拉Model 3/Y、大众ID系列等为主，对比BYD 3款车型，唐、汉售价较高，在空间、性能、续航、智能化上表现较强；元PLUS空间略小、续航相当、动力性能较弱，售价较低，总体看三款产品性价比较高。

图表：比亚迪出海车型与欧洲热销车型参数对比

	比亚迪元PLUS	ID. 4	比亚迪唐	Model Y	ID. 5	比亚迪汉	Model 3
官方指导价（起售价）/万欧元	3.8	5.04	7.2	5	4.6	7.2	4.3
车长/mm	4455	4612	4900	4750	4599	4995	4694
车宽/mm	1875	1852	1950	1921	1852	1910	1850
车高/mm	1615	1640	1725	1624	1613	1495	1443
轴距/mm	2720	2765	2820	2890	2766	2920	2875
纯电续航/km	430-510	425-607	600-730	545-660	520	610-715	556-675
百公里加速/s	7.3	6.2	4.4	3.7-6.9	8.4-10.4	3.9-7.9	3.3-6.1
中控尺寸寸	12.8-15.6	12	15.6	15	12	15.6	15
仪表尺寸寸	5	5.3	12.3	-	-	12.3	-
电池容量/kwh	49.92-60.48	57.3-83.4	90.3-108.8	60-78.4	77	85.4	60-78.4
驱动电机数	1	1~2	1~2	1~2	1~2	1~2	1~2
辅助驾驶等级	L2	L2	L2	L2	L2	L2	L2

资料来源：汽车之家，华福证券研究所

# 目 录

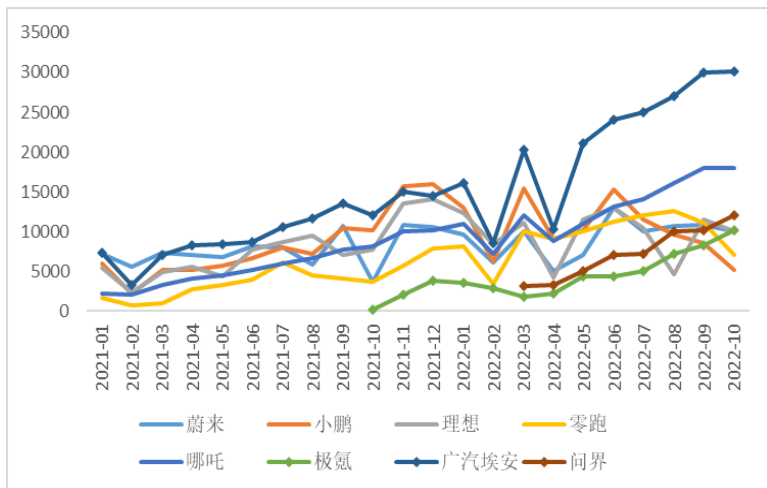
- 2022年回顾：新能源车加速渗透，自主品牌全球崛起
- 2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程
- 投资机会
- 风险提示

### 三、投资机会

#### ➤ 乘用车：2023年将迎来集中度提升，优选受益于混动和出口爆发标的

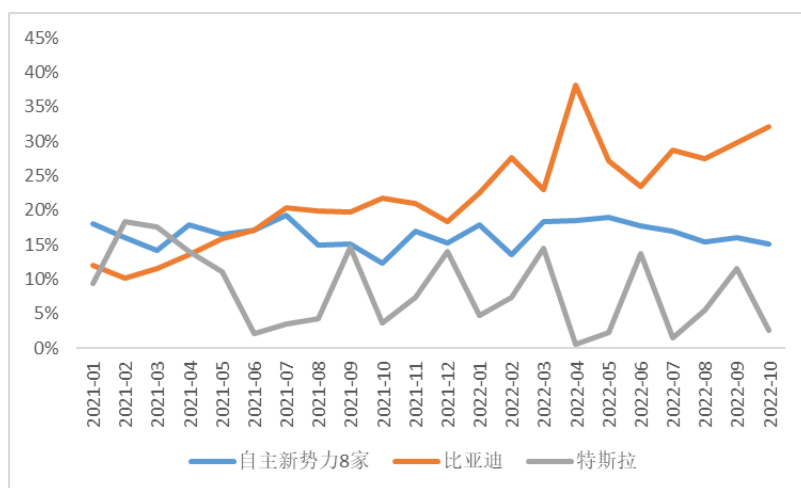
- 2022年以来，自主8家新势力市占率连续下行；量价双压之下，新势力表现分化，出清之后行业有望迎来集中度的进一步提升。

图表：8家自主新势力月度交付（销量，辆）



资料来源：各公司官网，华福证券研究所

图表：新能源汽车品牌市占率



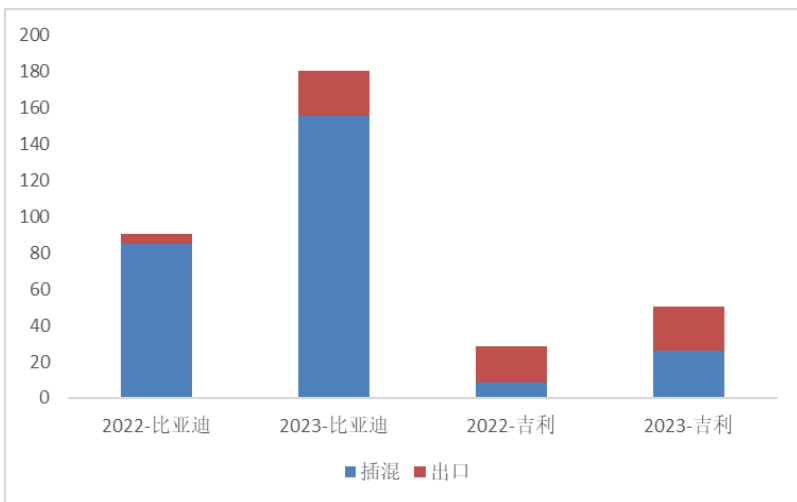
资料来源：公司官网，乘联会，华福证券研究所

### 三、投资机会

#### ➤ 乘用车：2023年将迎来集中度提升，优选受益于混动和出口爆发标的

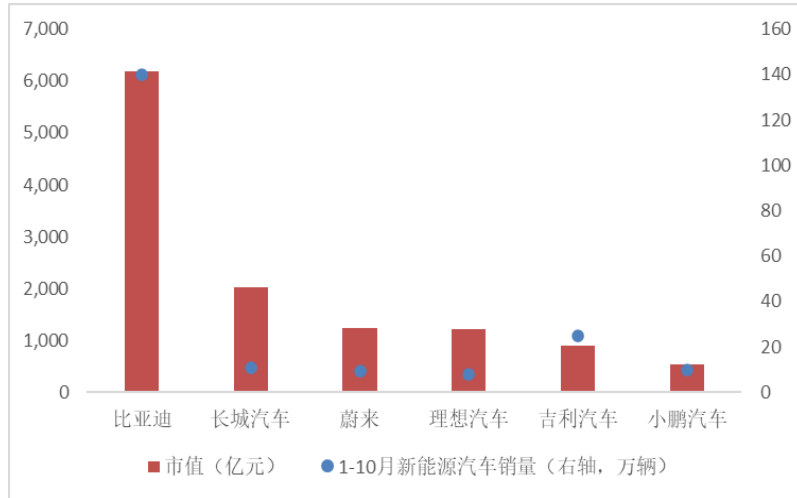
- **比亚迪**：技术和成本领先、产品矩阵全覆盖，23年插混增量70万辆，出口增量20万辆，贡献总增量约79%；
- **吉利汽车**：SEA浩瀚架构（纯电）、雷神动力（插混）双双发力，①纯电，极氪竞争力强劲，几何、睿蓝加速C端布局，②雷神动力兼具经济性和动力，23年插混增量18万辆，③23年出口增量4万辆，插混+出口增量合计占总增量73%。

图表：比亚迪、吉利汽车插混/出口增量（万辆）



资料来源：Marklines, 中汽协, 华福证券研究所

图表：自主品牌新能源车销量及市值对照



资料来源：Wind, 各公司官网, 华福证券研究所

### 三、投资机会

#### ➤ 出海产业链：墨西哥有望成为国产零部件进军北美的集中地

- 墨西哥汽车产业对美出口有天然的地理优势和政策优势。
- 原产地规则（75%）、墨西哥对美零部件出口限额（1080亿美元）。

图表：墨西哥对美出口有天然的地理优势



资料来源：互联网公开信息，华福证券研究所

图表：《美国-墨西哥-加拿大协定》(USMCA)主要新增或修订条款

规则	USMCA	NAFTA
原产地规则	区域内零部件和材料在地区内采购比例为75%。(协定生效时为66%，1年后扩大至69%，2年后72%，3年后75%)	本地化率为62.5%
工资条款	零部件和材料的40%-45%必须由时薪16美元以上的工人生产。	无专门规定
7种核心零部件地区内采购率	发动机、变速器、车身和底盘、车桥、悬架、转向系统、锂离子电池的地区内采购率必须达到75%。(协定生效时为66%，1年后69%，2年后72%，3年后75%)	无针对零部件的具体规定
铝与钢产品地区内采购率	地区内采购率至少为70%。	无专门规定
主要零部件地区内采购率	轴承、燃油泵、起动机、保险杠、制动器、离合器、座椅等主要零部件的地区内采购率必须达到70%。(协定生效为62.5%，1年后65%，2年后67.5%，3年后70%)	无详细规定
对美出口数量限制	如果美国以国家安全为根据《贸易拓展法》第232条加征关税时，墨西哥、加拿大每年可免关税向美国出口的乘用车最多分别为260万辆。	无配额规定
对美零部件免税出口额	墨西哥最多可向美国免税出口1080亿美元汽车零部件，加拿大最多可向美国免税出口324亿美元零部件。	无配额规定
汇率条件	自行控制包括外汇干预在内的竞争性货币贬值	无货币条款
牵制与中国签订FTA	与“非市场经济体”签署FTA时的条款:谈判前的3个月告知其他成员国;签署前30天向其他成员国公开协定全文;其他成员国提前6个月通知即可脱离协定	无针对“非市场经济体”的条款

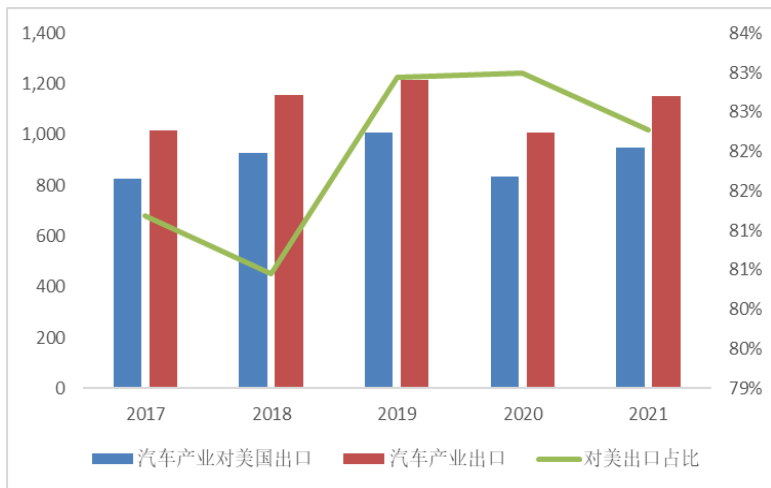
资料来源：《美国-墨西哥-加拿大协定》(USMCA)对中国汽车产业的影响及相关建议，华福证券研究所

### 三、投资机会

#### ➤ 出海产业链：墨西哥有望成为国产零部件进军北美的集中地

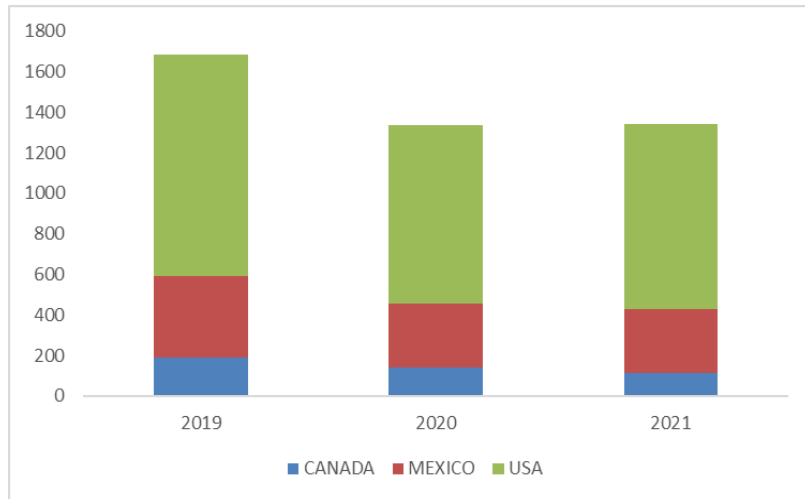
- 2021年墨西哥汽车产业对美出口达946亿美元，占汽车产业出口82%；
- 2021年北美三国汽车产量1343万辆，为仅次于中国、欧洲的第三大市场；北美新能源汽车渗透率较低，以美国为例，2022年10月单月仅7.3%。政策支持下，北美有望迎来新能源车渗透快速提升。

图表：墨西哥汽车产业对美出口占比超过80%



资料来源: trademap, 华福证券研究所

图表：北美三国汽车产量 (万辆)



资料来源: OICA, 华福证券研究所

### 三、投资机会

#### ➤ 出海产业链：特斯拉柏林有望加速国产零部件的欧洲扩张步伐

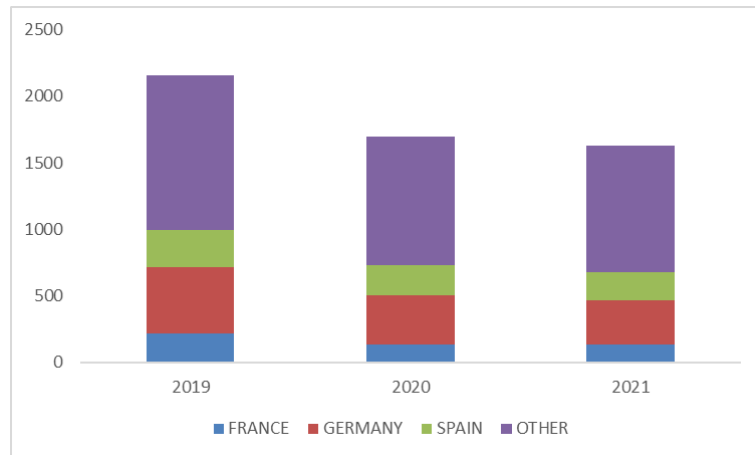
- 欧洲为全球第二大汽车市场，2021年产量1600万辆；22年1-10月，欧洲新能源车渗透率为22%。
- 特斯拉柏林工厂规划产能50万辆，目前周产能2000辆，供应链多沿用上海工厂；随着工厂逐步投产及后续扩建，国产零部件企业有望跟随扩张。

图表：特斯全球产能（万辆）

工厂	车型	2021年 (万辆)	2022年 (万辆)	2023年 (万辆)	2024年 (万辆)	状态
加州弗里蒙特	Model S/X	10	10	10	10	在产
	Model 3/Y	50	55	55	55	在产
中国上海	Model 3/Y	75	100	100	150	在产
德国柏林	Model Y		25	50	50	2022年3月投产
美国德州	Model Y		25	50	50	2022年4月投产
	Cybertruck			10	30	规划中
待建						
	Tesla Semi					
	Roadster					
	Future Product					
合计		135	215	275	345	

资料来源：特斯拉，华福证券研究所

图表：欧洲重要国家汽车产量（万辆）



资料来源：OICA，华福证券研究所

### 三、投资机会

#### ➤ 出海产业链：四大角度优选投资标的

- 我们结合出海公司区域布局、主营业务全球范围内的竞争力、下游客户、海外收入弹性等角度，建议关注爱柯迪、中鼎股份、嵘泰股份、银轮股份。

图表：出海产业链重点关注公司（截至2022年12月2日）

上市公司	美国	墨西哥	加拿大	德国	法国	意大利	欧洲其他国家	主营业务	看点	归母净利润 22-24年CAGR	对应23年PE
爱柯迪		•		•				压铸件	21年海外收入占比64%，墨西哥、德国布局产能，有望受益于北美电动化	46%	23
中鼎股份	•	•	•	•	•	•	•	热管理、空气悬架、橡胶减震、橡胶密封	21年海外收入占比55%，且布局多为欧美地区	20%	14
嵘泰股份		•						压铸件	21年海外收入占比34%，墨西哥工厂占比15%，有望受益于北美电动化	39%	20
银轮股份	•	•		•			•	热管理	21年海外收入占比19%；在美国、墨西哥、德国布局产能，有望受益于T客户交付放量	50%	20

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

注：嵘泰股份归母净利润为华福证券预测，其余为Wind一致预期

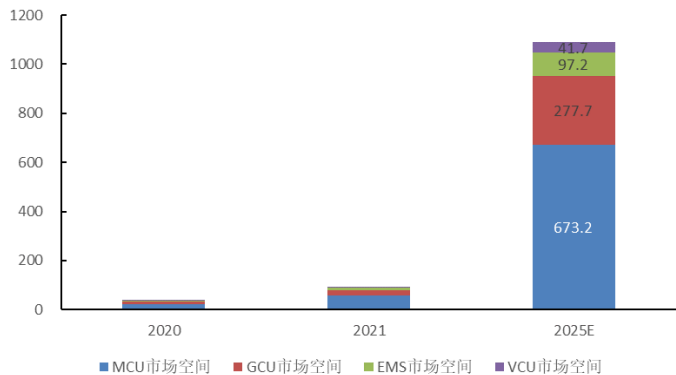


### 三、投资机会

#### ➤ 混动产业链：混动车型放量催生电控国产替代和EGR规模提升

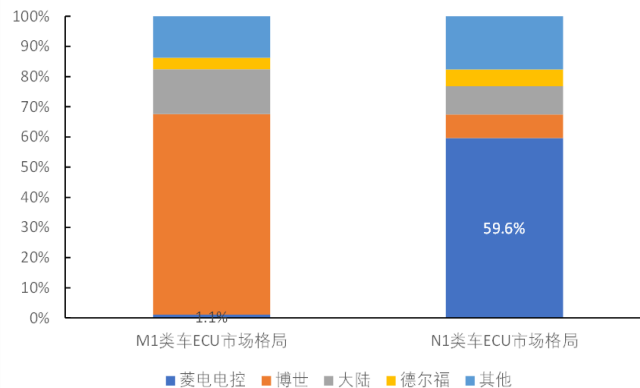
- **菱电电控**：商用车EMS龙头厂商，进军增程式、串并联式混合动力管理系统，国内混动放量有望带动电控市场自主替代。
- 我们预计2025年混动EMS/MCU/VCU/GCU市场空间为1089亿元，2021-2025CAGR为85%。

图表：2025年混动电控市场空间测算（亿元）



资料来源：Marklines, 菱电电控招股说明书, 华福证券研究所

图表：2019年国内M1类与N1类车型ECU市场格局



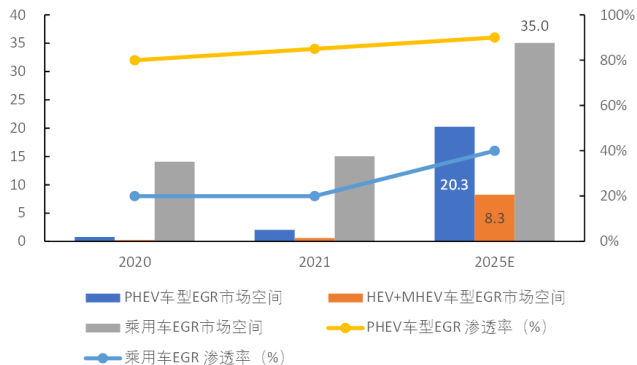
资料来源：菱电电控招股说明书, 华福证券研究所

### 三、投资机会

#### ➤ 混动产业链：混动车型放量催生电控国产替代和EGR规模提升

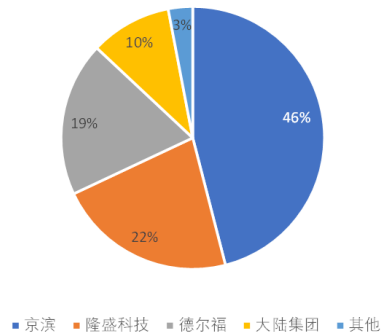
- **隆盛科技**：国内EGR头部厂商，深度绑定比亚迪等自主车企，业绩有望快速增长。
- EGR系统可用于混动车型以改善其油耗性及发动机气缸抗爆震性，目前比亚迪、长城、吉利等国内自主整车厂商纷纷采用EGR技术，混动新车型迅速放量带动EGR系统需求激增。

图表：2025年EGR市场空间测算（亿元）



资料来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表：2020年国内汽油EGR行业格局



资料来源：中国内燃机协会，华福证券研究所

# 目 录

- 2022年回顾：新能源车加速渗透，自主品牌全球崛起
- 2023年展望：量价承压，混动和出海开启自主崛起的新征程
- 投资机会
- 风险提示

- **受宏观经济影响，汽车行业销量及终端价格弱于预期**
- **自主品牌混动开拓不及预期**
  - 受下游需求较弱影响，混动总体销量不及预期
  - 自主品牌推出的混动车型，受成本、相比对应燃油车价差较大，销量不及预期
- **自主品牌出海进展不及预期**
  - 随着海外供应链恢复、能源价格恢复常态，海外供给扩张，包括自主品牌在内的出口受阻
  - 自主品牌在下游经销商布局、品牌认知层面较全球主流车企仍有一定差距，导致新能源车出口不及预期

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12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；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道5129号陆家嘴滨江中心N1幢

邮编：200120

邮箱：[hfyjs@hfzq.com.cn](mailto:hfyjs@hfzq.com.cn)

