

汽车行业2024年投资展望：新能源的分化趋势与零部件发展的2.0时代

2023 年 12 月 8 日

看好/维持

汽车

行业报告

分析师

李金锦 电话：010-66554142 邮箱：lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521030003

投资摘要：

2023 新能源乘用车的分化趋势—PHEV 车型占比的持续提升。据乘联会发布的广义乘用车及新能源乘用车批发销量数据，2023.1-10 月新能源乘用车渗透率提升至 33.2%，较 2022 年提升 5.5pct。2023.10 月渗透率提升至 35.8%。新能源乘用车销量增速仍然明显高于行业，但有所放缓。**PHEV 增速领先 BEV：**我国新能源乘用车以纯电动乘用车为主，据乘联会，2023.1-10 月 BEV 销量占比为 69.3%，插电式混合动力乘用车占比 30.7%。但自 2021 年以来，PHEV 占比逐年提升，PHEV 销量增速超过 BEV。2023 年 10 月，PHEV 销量同比增速为 79%，而 BEV 同比增速为 14.5%。我们认为，**PHEV 将是紧凑型乘用车市场电动化的有效方案**，PHEV 将在最大细分市场紧凑型（A 级）车市场的电动化充当重要角色，在成本、综合续航里程、补能方式等较 BEV 和增程式更具有优势。

2023-2024 年乘用车行业稳定增长与新能源汽车的持续高增长：我国经济发展的韧性。2023 年前三季度 GDP 不变价累计同比增速为 5.2%，其中三季度当季同比增速 4.9%。人均可支配收入也同样维持增长。2023 年前三季度人均可支配收入中位数为 24528 元，同比增长 5.4%。经济的发展为我国乘用车行业需求提供了坚实的基础。产业政策护航。2023 年 8 月，工业和信息化部等七部门发布了《关于印发汽车行业稳增长工作方案（2023—2024 年）的通知》，通知指出 2024 年，汽车行业运行保持在合理区间，产业发展质量效益进一步提升。2023 年以来电池成本稳中向下，有利于新能源汽车推广。我们预计，2023-2024 年乘用车行业仍将维持稳定增长，2023-2024 乘用车销量分部增长 7%、3%。新能源汽车分别增长 34.1%和 28%，其中 PHEV 增长 80.4%和 50.5%。对应 2023-2024 年新能源汽车渗透率提升至 34.5%和 42.9%。

汽车零部件的 1.0 时代-电动、智能化带来的格局重塑：智能、电动化对汽车零部件行业的冲击史无前例。电动汽车的改变不仅在动力部件的改变，而是全系统的变化。纯电平台的开发使得汽车从动力、底盘和电子电气架构都将为之改变。零部件面临取消、新增或大幅变化。而这种变化为国内零部件企业带来了机遇。全新的零部件和全新设计\升级的零部件都给我国汽车零部件带来从 0 到 1 的机遇，重塑了传统汽车零部件领域稳固的格局。部分国内汽车零部件公司，凭借高效的运营机制、研发效率、成本控制能力等在这一阶段脱颖而出。

汽车零部件的 2.0 时代-核心竞争力的考验：产品、客户和市场区域的多元化是汽车零部件企业打破市场天花板的必经之路。欧美日韩的大型汽车零部件公司伴随其本国汽车工业的发展，基本完成了上述“三个多元化”的过程。**多元化之路是对公司竞争力的考验。**我国汽车零部件企业经过多年的发展，三个方向的多元化之路正在途中。1.0 时代为零部件企业带来了新产品、客户以及区域的扩充，2.0 时代将是对零部件企业竞争力的考验，能否在成功获得新产品订单情况下，完成客户、区域的成功复制是每个企业都要面临的问题。本文再次选取海外汽车管路公司—TIFS，通过分析其业务结构、发展历史等，我们认为。多元化是公司治理模式的成功复制，产品、客户和市场的多元化是公司治理能力在不同领域的成功复制。

投资策略：零部件板块，我们遵循“自下而上”的选择思路，更关注公司自身竞争力，更倾向诸如在研发（技术）、成本等具备优势，具备更好的运营效率、稳定公司治理架构等公司，公司自身竞争力是成功其实现多元化的前提条件。结合我们前期发布的覆盖报告，建议重点关注新坐标（603040）、溯联股份（301397）、中汽股份（301215）、爱柯迪（600933）、永贵电器（300351）等。整车板块，我们更看好混动化未来的发展趋势，借力政策的保驾护航（购置税减免至 2025 年），以及成本和使用体验优势，PHEV 有望成为电动化的有效解决方案，混动化趋势方兴未艾。整车企业，我们仍看好广汽集团（601238）的中长期发展，尤其在混动、纯电领域的布局，有望在电动化进程中获得更高的市场份额。

风险提示：汽车行业景气度不及预期，新能源汽车行业发展不及预期，相关产品新产品或新车型销量不及预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)	PE	PB	评级
----	--------	----	----	----

	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
新坐标	1.15	1.30	1.47	1.72	19.93	17.71	15.65	13.35	2.53	推荐
溯联股份	1.53	1.73	2.09	2.54	32.44	28.62	23.74	19.56	2.33	推荐
中汽股份	0.11	0.13	0.16	0.21	64.60	53.84	42.27	32.87	3.27	推荐
爱柯迪	0.72	0.88	1.15	1.50	31.56	25.82	19.76	15.15	3.46	强烈推荐
永贵电器	0.40	0.54	0.69	0.84	55.13	41.07	31.97	26.25	3.49	推荐
广汽集团	0.77	0.57	0.84	0.93	0.77	12.71	17.18	11.71	0.87	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 新能源汽车的分化趋势	5
1.1 2023 年乘用车行业复苏与新能源汽车渗透率提升	5
1.2 混动车型占比有望持续提升	7
1.3 电池价格持续下降，利于新能源汽车推广	12
2. 零部件发展机遇的 2.0 时代	14
2.1 零部件的 1.0 时代—电动、智能化带来的格局重塑	14
2.2 零部件的 2.0 时代—核心竞争力的考验	16
3. 投资策略	19
4. 风险提示	20
相关报告汇总	22

插图目录

图 1： 乘用车年度销量及增速 单位：万辆	5
图 2： 2022 年 6 月实施购置税减免后销量同比	5
图 3： 2023.1-10 与往年月度同比	5
图 4： 2023.1-10 与往年累计同比	5
图 5： 新能源乘用车渗透率历年数据	6
图 6： 新能源乘用车月度渗透率	6
图 7： 新能源乘用车历年增速	7
图 8： 新能源乘用车月度及累计增速	7
图 9： 不同级别车型市场优惠幅度	7
图 10： 新能源乘用车结构占比	7
图 11： PHEV 与 BEV 月度同比增速	7
图 12： 纯电动汽车的销量结构	8
图 13： 插电式混合动力的销量结构	8
图 14： 2023.1-10 月乘用车总体与新能源乘用车的级别结构对比	8
图 15： 2023.1-10 纯电动乘用车 TOP10 销量占比	9
图 16： 2023.1-10 月插电混动乘用车 TOP10 销量占比	9
图 17： 2022 年插电混动乘用车 TOP10 销量占比	9
图 18： 碳酸锂价格走势 万元/吨	13
图 19： 正极材料磷酸铁锂价格走势 万元/吨	13
图 20： 方形电芯磷酸铁锂与三元月度均价 单位：元/MWh	13
图 21： GDP 增速	13
图 22： 人均可支配收入：中位数及同比	13
图 23： 2023-2024 年乘用车销量及增速预测 单位：万辆	14
图 24： 新能源汽车销量及增速预测 单位：辆	14
图 25： 汽车产业链的金字塔结构	15

图 26: FCS 主要产品	17
图 27: FTDS 主要产品	17
图 28: FCS 与 FTDS 收入规模	17
图 29: 20 世纪 90 年的 TI 围绕流体管路的收购	17
图 30: TIFS 的区域收入结构	18
图 31: TIFS 的收入结构-按照主要国家划分	18
图 32: TIFS 的收入客户结构	19

表格目录

表 1: 三个细分市场各动力形式参数对比 单位: 万元, KM, WKH	11
表 2: 中大型 SUV 市场 (指导价在 30 万元左右) 单位: 万元, KM, WKH	12

1. 新能源汽车的分化趋势

1.1 2023 年乘用车行业复苏与新能源汽车渗透率提升

2023 年乘用车持续复苏。2023 年 1-10 月我国乘用车累计销量为 2066.4 万辆，同比增长 7.5%。若与疫情前的 2018、2019 年 1-10 月相比，则今年 1-10 月乘用车累计销量分别增长 7.0%和增长 20.3%。考虑 2019 年为近 6 来乘用车销量次低年度(年销量 2144.4 万辆)，而 2018 年与 2022 年销量更为相近(分别为 2370.98、2356.30)。因此，今年与 2018 年 1-10 月更具可比性，可见，2023 年 1-10 月销量呈现复苏态势。

2022 年 6 月 1 日，财政部、税务总局联合发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》。受该政策影响，2022 年 6 月乘用车销量同比即大幅增长 41.2%。2022.1-5 月乘用车累计同比下降 3.6%，而 2022.6-12 月累计同比增长达 18.3%，购置税减半政策效果可见一斑。2022 年我国乘用车实现销量 2356.3 万辆，增长 9.5%，恢复到与 2018 年相当。该政策于 2022 年 12 月 31 日完全退出，客观上透支了部分 2023 年购车需求。

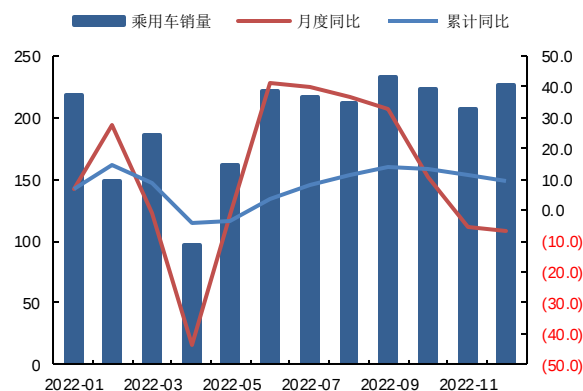
图1：乘用车年度销量及增速 单位：万辆



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

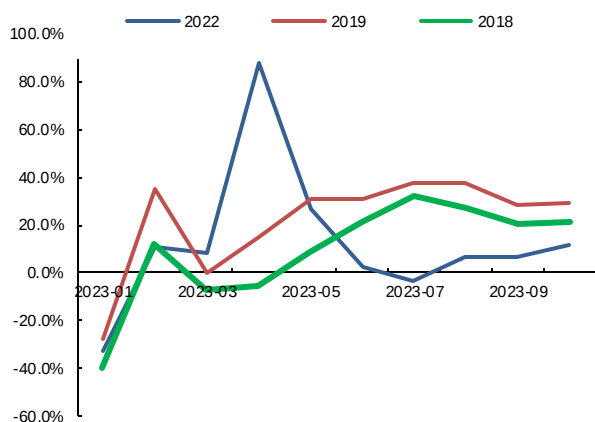
图3：2023.1-10 与往年月度同比

图2：2022 年 6 月实施购置税减免后销量同比 单位：万辆

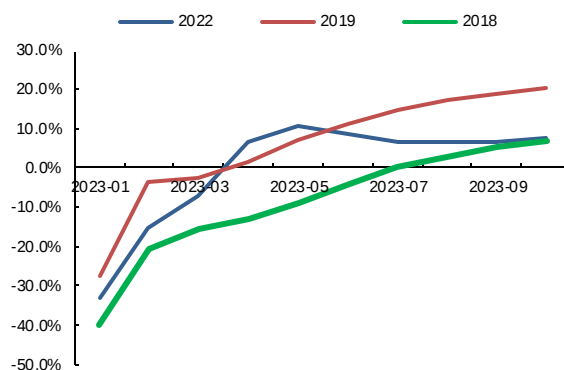


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：2023.1-10 与往年累计同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

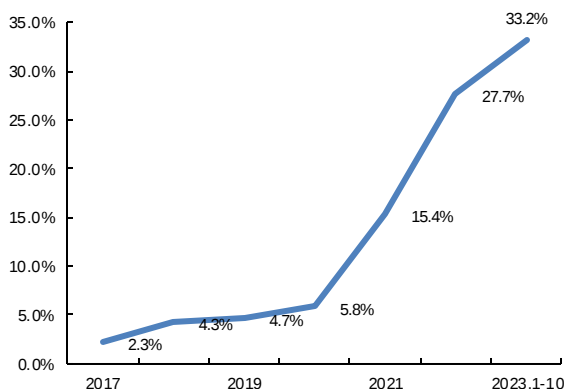


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

我们认为，2023 年汽车行业的复苏得益于两个原因：一是新能源汽车的持续增长，二是 2023 年乘用车终端优惠幅度扩大。

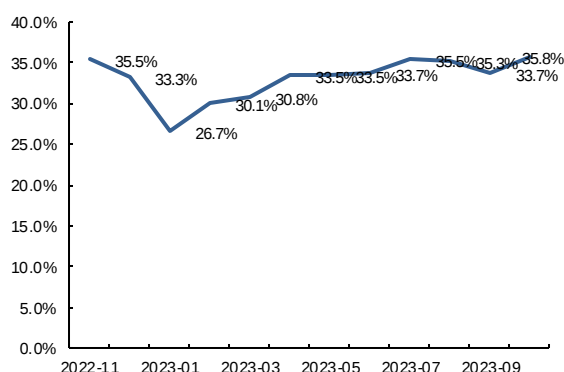
新能源乘用车渗透率持续提升。据乘联会发布的广义乘用车及新能源乘用车批发销量数据，2023.1-10 月新能源乘用车渗透率提升至 33.2%，较 2022 年提升 5.5pct。2023.10 月渗透率提升至 35.8%。

图5：新能源乘用车渗透率历年数据



资料来源：iFinD，乘联会，东兴证券研究所 注：分母为广义乘用车批发量，下同

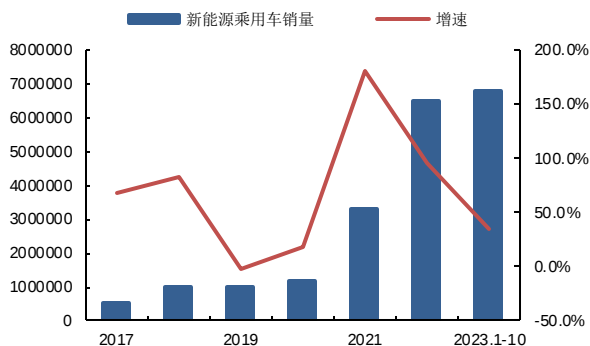
图6：新能源乘用车月度渗透率



资料来源：iFinD，乘联会，东兴证券研究所

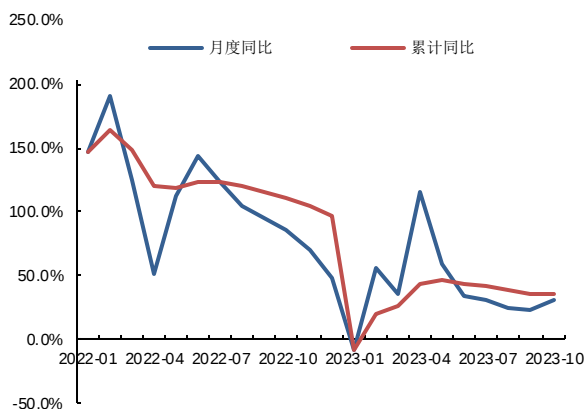
新能源乘用车销量增速仍明显高于行业，但有所放缓。据乘联会发布的新能源乘用车批发数据，2023 年 1-10 月，新能源乘用车累计销售 679.8 万辆，同比增长 35.5%，较 2021-2022 年增速明显放缓（分别为 181.2%、96.5%）。

图7：新能源乘用车历年增速 单位：辆



资料来源：iFinD，乘联会，东兴证券研究所

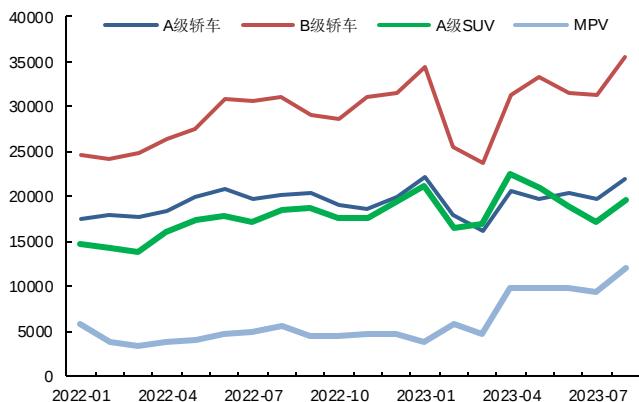
图8：新能源乘用车月度及累计增速



资料来源：iFinD，乘联会，东兴证券研究所

2023 年终端优惠幅度增加：据 iFinD，2023 年以来，各级别乘用车终端优惠幅度均较 2022 年有所扩大，通过增加优惠换取更多销量成为大部分车企 2023 年的营销策略。

图9：不同级别车型市场优惠幅度 单位：元



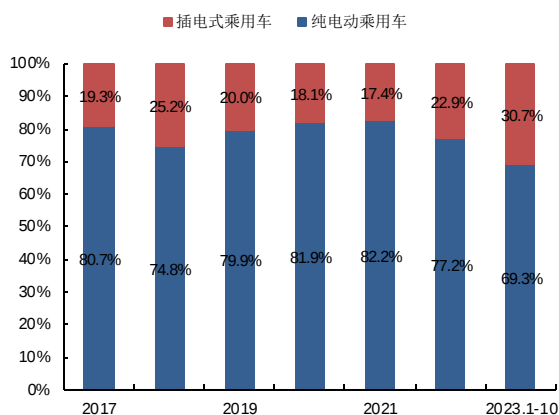
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 混动车型占比有望持续提升

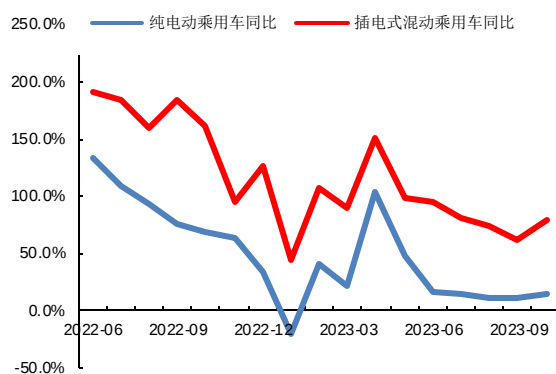
PHEV（含增程，下同）占比持续提升：据乘联会，2023.1-10 月 BEV 销量占比为 69.3%，插电式混合动力乘用车占比 30.7%。但自 2021 年以来，PHEV 占比逐年提升，PHEV 销量增速超过 BEV。2023 年 10 月，PHEV 销量同比增速为 79%，而 BEV 同比增速为 14.5%。

图10：新能源乘用车结构占比

图11：PHEV 与 BEV 月度同比增速



资料来源：iFinD，乘联会，东兴证券研究所



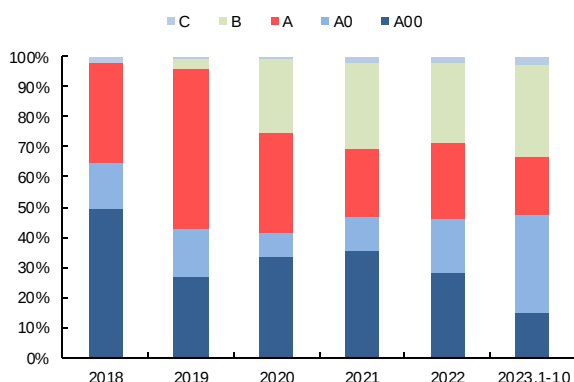
资料来源：iFinD，乘联会，东兴证券研究所

新能源汽车的级别结构特征：PHEV 和 BEV 在车型的级别结构上存在较大的差异。

- **纯电动乘用车中，A0、B 级纯电动占比高：**2019 年以来，纯电动乘用车 A0 级及以下合计超过 4 成以上。纯电动乘用车中 B 级车占比为 30%，而 A 级车占比持续降低，2023.1-10 月 A 级纯电动乘用车占比降至 19.7%。纯电动车的哑铃结构仍在强化。
- **插电式混合动力乘用车中，则以 A、B 级车为主：**据乘联会，2023.1-10 月，插电式混合动力乘用车中，A 级车占比超过 50%，B 级占 38.9%。

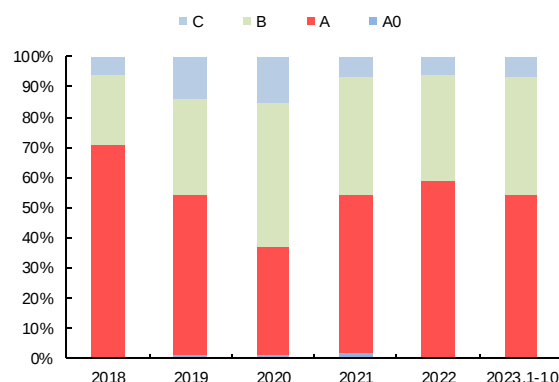
新能源汽车的结构特征与乘用车行业也存在较大差异，尤其是纯电乘用车。**A 级车仍然是行业最大的细分市场，其次是 B 级车。**据乘联会，2023.1-10 乘用车销量中，A 级车占比 48.7%，B 级车为第二大细分市场，占比 29.3%。我们认为，结构特征反应了不同动力形式的新能源汽车的适用领域和场景。

图12：纯电动乘用车的销量结构



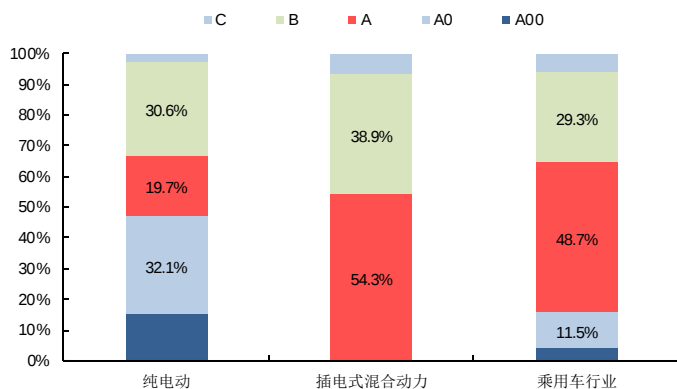
资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图13：插电式混合动力的销量结构



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图14：2023.1-10 月乘用车总体与新能源乘用车的级别结构对比



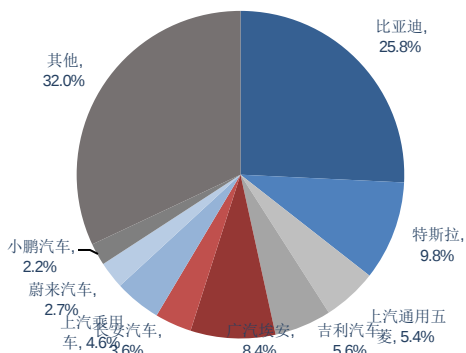
资料来源：乘联会，东兴证券研究所

新能源汽车的市场格局特征：

BEV:2023 年 1-10 月，比亚迪纯电动汽车销量规模最大，市占率为 24.6%，其次为特斯拉、埃安和吉利汽车。市场格局呈现为比亚迪最大，其他竞争对手云集的局面。我们认为，车企持续在纯电上发力，纯电动乘用车百家争鸣的局面有望延续。

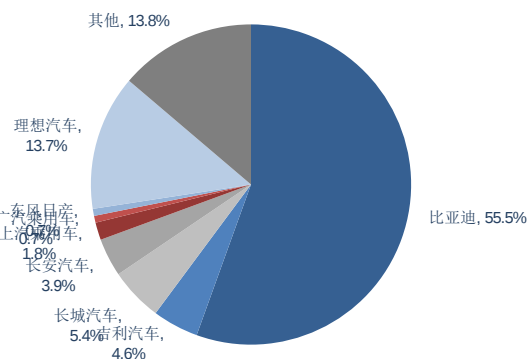
PHEV: 2023 年 1-10 月比亚迪独占 55.5%的市场份额，理想凭借增程和中大型 SUV 产品定位占据 13.7% 的市场份额。我们认为，随着理想、赛力斯、深蓝、零跑等企业通过增程式介入 PHEV 市场，长城、吉利和广汽等也在 PHEV 产品上发力，想起推出在技术和价格上具备竞争力的产品。PHEV 市场当前一家独大的格局有望改变。

图15：2023.1-10 纯电动乘用车 TOP10 销量占比



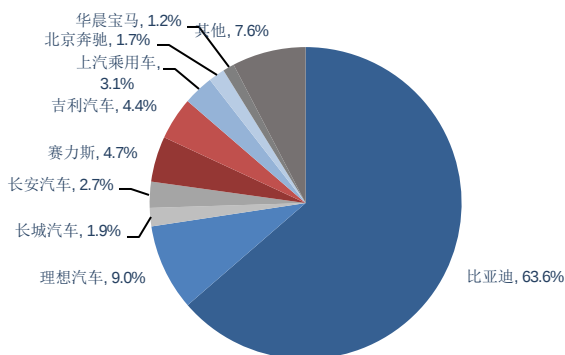
资料来源：乘联会，东兴证券研究所 注：特斯拉为国内零售数据

图16：2023.1-10 月插电混动乘用车 TOP10 销量占比



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图17：2022 年插电混动乘用车 TOP10 销量占比



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

PHEV 将是紧凑型乘用车电动化的有效方案，进而带动混动车型占比持续提升。

我们挑选紧凑型 SUV（对应 A 级车）、紧凑型轿车、中型轿车（对应 B 级车）和中大型 SUV（B 级及以上，价格区间 30 万左右）四个细分市场，并选择每个细分市场中，各动力形式（纯燃油、HEV、PHEV、增程式 PHEV）的主流车型进行参数对比。优先选择最新款、官方指导价最低版本、BEV 纯电续航在 500KM 左右的车型。燃油车则选择该细分领域销量高，最具代表性标杆车型，将其平均最低指导价做为比价基础 1，将最低指导价+购置税的平均值作为比价基础 2。通过不同动力形式与同级别燃油车进行价格的对比，判断每种动力系统形式车型的适用领域。

- **PHEV 将是紧凑型乘用车市场电动化的有效方案：**紧凑型车（对应 A 级车）是乘用车最大的细分市场，同时也是竞争最充分的市场。与 BEV、增程式相比，PHEV 能有更好的成本优势，实现与燃油车更低的价格差。普通混动（HEV）虽然带电量低于 PHEV，但其不享受购置税减免，而针对新能源的购置税减免已延期至 2025 年，导致 HEV 没有表现出性价比优势。如在紧凑型 SUV 中，比亚迪、吉利、长城新推出的 PHEV 车型最低官方指导价比燃油车价格差在 20% 以内。考虑 PHEV 购置税减免，则价格差降到 10% 以内，基本做到与燃油车同价。
- **增程式更适合中型及中大型车：**增程式车型单车带电量基本高于 PHEV，理想的 L7/L8 带电量在 42.8KWH，问界 M7 为 40KWH，而同级别的 PHEV 蓝山为 36.7KWH。中型轿车深蓝 SL03 增程版带电量为 28.39KWH，同级别 PHEV 轿车雅阁、汉 DM 带电量分别为 17.7KWH、18.3KWH。紧凑型车型受车内空间限制，同时搭载发动机、电驱动系统和更大电池包的能力有限，且紧凑型车用户对成本更为关注。因此，发动机直驱+相对小的电池包 PHEV 方案更适合紧凑型车，增程式则更适合中型及中大型车。
- **纯电动更适合小型（A0 级以下）及中型车：**A0 级以下车型狭小的空间难以承载混动系统的发动机+电驱动+电池系统。具备小电池包、短续航的 BEV 小车成为该细分市场的主流方案，畅销车型如五菱缤果、五菱宏光 MINI EV、长安 Lumin、比亚迪海鸥等。在中型轿车领域，BEV 同样有较多有竞争力且销量较高的车型，如特斯拉 model 3、比亚迪汉 EV、比亚迪海豹、小鹏 P7 等。且中型轿车 BEV 价格差较同级别燃油车也能做到 20% 以内，考虑购置税因素，与燃油车价格差降至 10% 左右。我们认为，其原因在于，传统燃油车时代中级轿车领域一直由合资车企把控，日德系的凯美瑞、雅阁、帕萨特是该领域的常青树。中型轿车领域的竞争程度低于紧凑型车。这使得该领域燃油车标杆车型如凯美瑞、雅阁和帕萨特价格维持在相对较高的位置。

- **中大型 SUV 领域，国产新能源迎来挑战 BBA 的市场机遇：**中大型 SUV 市场（价格 30 万左右），BBA 一直是该领域的标杆，车型涵盖奔驰 GLC、宝马 X3 和奥迪 Q5L。与紧凑型、中型轿车市场不同，BBA 的燃油车价格高于中型和中大型 SUV 新能源汽车。我们认为，这与该细分市场竞争不够充分有关，BBA 具备更多的品牌溢价。同级别 BEV 车型也可以实现价格优势，如特斯拉 Model y 最低配价格为 26.39 万元、小鹏 G6 为 20.99 万元和唐 EV 为 28.28 万元。而 BBA 三款车最低配平均价为 40.8 万元，即使假设终端有 20% 的折扣，车价仍然有 32.64 万元。再考虑新能源购置税减免，则新能源车型的价格优势更为明显。与 BEV 相比，PHEV 和增程式更具成本优势，则可以实现“降维式”产品与之竞争，如理想 L 系列、长城魏蓝山、问界 M7 等均为更大级别的中大型 SUV，且产品配置端比 BBA 产品更为丰富。

表1：三个细分市场各动力形式参数对比 单位：万元，KM，WKH

级别	动力	车型	最低指导价	购置税	纯电动续航	带电量	价格差 1	价格差 2
紧凑型 SUV	燃油	博越 L 2023 款 1.5TD DCT 荣耀	12.87	1.14	—	—	—	—
紧凑型 SUV	燃油	哈弗 H6 2023 款国潮版都市版	9.89	0.88	—	—	—	—
紧凑型 SUV	燃油	长安 CS75 PLUS 2023 款豪华型	12.49	1.11	—	—	—	—
紧凑型 SUV	PHEV	宋 Pro DM-i 2023 款冠军版	13.58	0	71	12.9	15.6%	6.2%
紧凑型 SUV	PHEV	宋 PLUS DM-i 2023 款冠军版	15.98	0	110	18.3	36.0%	24.9%
紧凑型 SUV	PHEV	银河 L7 2023 款 1.5T DHT	13.87	0	55	9.11	18.0%	8.4%
紧凑型 SUV	PHEV	银河 L7 2023 款 1.5T DHT	15.37	0	115	18.7	30.8%	20.2%
紧凑型 SUV	PHEV	哈弗枭龙 2023 款 1.5L 领航版	13.97	0	52	9.41	18.9%	9.2%
紧凑型 SUV	PHEV	哈弗枭龙 2023 款 1.5 领动版	14.97	0	110	19.27	27.4%	17.0%
紧凑型 SUV	PHEV	哈弗枭龙 MAX 2023 款精英版	15.98	0	105	19.27	36.0%	24.9%
紧凑型 SUV	BEV	宋 PLUS EV 2023 款 冠军版	16.98	0	520	71.8	44.5%	32.8%
紧凑型 SUV	BEV	AION V 2024 款 Plus 星耀版	16.99		500	67.97	44.6%	32.8%
紧凑型轿车	燃油	轩逸 2023 款 1.6L CVT 舒享	11.9	1.05	—	—	—	—
紧凑型轿车	燃油	朗逸 2023 款自动得逸版	12.09	1.07	—	—	—	—
紧凑型轿车	燃油	卡罗拉 2023 款 CVT 先锋版	11.68	1.03	—	—	—	—
紧凑型轿车	燃油	长安 UNI-V 2023 款 尊享型	10.89	0.96	—	—	—	—
紧凑型轿车	燃油	星瑞 2023 款 1.5T 扶摇版	10.87	0.96	—	—	—	—
紧凑型轿车	HEV	雷凌 2023 款双擎 1.8L 领先版	13.38	1.18	—	—	20.1%	20.1%
紧凑型轿车	HEV	影豹 2023 款 J20 高能混动版	12.8	1.13	—	—	14.9%	14.9%
紧凑型轿车	PHEV	秦 PLUS 2023 款冠军版领先型	9.98	0	55	8.32	-10.4%	-17.7%
紧凑型轿车	PHEV	秦 PLUS 2023 款 120KM 领先型	12.58	0	120	18.32	13.0%	3.8%
紧凑型轿车	PHEV	长安 UNI-V 2023 款 iDD	14.49	0	113	18.4	30.1%	19.5%
紧凑型轿车	PHEV	帝豪 L HiP 2022 款 1.5TD-DHT	12.98	0	100	15.5	16.6%	7.1%
紧凑型轿车	BEV	秦 PLUS EV 2023 款冠军版领先	13.98	0	510	57.6	25.5%	15.3%
紧凑型轿车	BEV	AION S 2023 款 Plus 70 乐享版	14.98	0	510	59.4	34.5%	23.6%
中型轿车	燃油	凯美瑞 2023 款 2.0E 精英版	17.98	1.59	—	—	—	—
中型轿车	燃油	雅阁 2023 款舒适版	17.98	1.59	—	—	—	—

级别	动力	车型	最低指导价	购置税	纯电动续航	带电量	价格差 1	价格差 2
中型轿车	燃油	帕萨特 2023 款商务版	18.19	1.61	—	—	—	—
中型轿车	PHEV	雅阁 PHEV 2023 款 智享版	22.58	0	106	17.7	25.1%	14.9%
中型轿车	PHEV	汉 DM 2023 冠军版 精英型	18.98	0	121	18.3	5.2%	-3.4%
中型轿车	增程	深蓝 SL03 2022 款 1200 增程版	17.19	0	200	28.39		
中型轿车	BEV	汉 EV 2023 款 冠军版 尊贵型	20.98	0	506	60.48	16.2%	6.8%
中型轿车	BEV	Model 3 2022 款 后轮驱动版	23.19	0	556	60	28.5%	18.0%
中型轿车	BEV	海豹 2023 款 冠军版 精英型	18.98	0	550	61.4	5.2%	-3.4%
中型轿车	BEV	小鹏 P7 2022 款 480G	20.99	0	480	60.2	16.3%	6.8%
中型轿车	BEV	昊铂 GT	21.99	0	560	59.9	21.8%	11.9%

资料来源：懂车帝，东兴证券研究所 价格差 1=最低指导价/平均同级别燃油价格-1。价格差 2 为加入购置税后，各动力车型与同级别燃油车对比

表2：中大型 SUV 市场（指导价在 30 万元左右） 单位：万元，KM，WKH

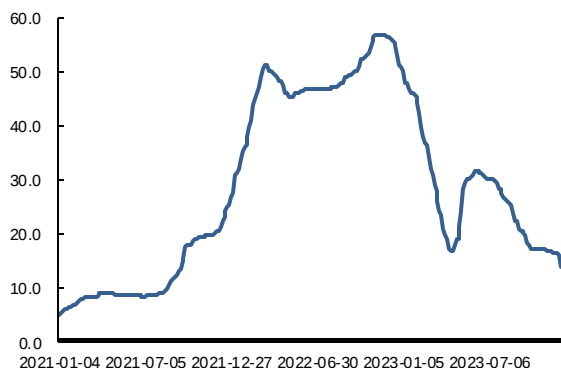
级别	动力	车型	最低指导价	购置税	纯电动续航	带电量	价格差 1	价格差 2
中型 SUV	燃油	宝马 X3 2022 款 M 运动套装	39.96	3.54	—	—	—	—
中型 SUV	燃油	奔驰 GLC 2023 款 GLC 260 L	42.78	3.79	—	—	—	—
中型 SUV	燃油	奥迪 Q5L 2022 款 40T	39.68	3.51	—	—	—	—
中大型 SUV	增程	理想 L7 2023 款 Air 版	31.98	0	175	42.8	-21.6%	-28.0%
中大型 SUV	增程	理想 L8 2023 款 Air 版	33.98	0	175	42.8	-16.7%	-23.5%
中大型 SUV	增程	问界 M7 2022 款 两驱舒适版	28.98	0	195	40	-29.0%	-34.8%
中大型 SUV	PHEV	蓝山 DHT-PHEV 2023 款 两驱	27.38	0	153	36.7	-32.9%	-38.4%
中型 SUV	BEV	Model Y 2022 款改款后轮驱动	26.39	0	545	60	-35.3%	-40.6%
中型 SUV	BEV	唐 EV 2022 款 600KM 尊享型	28.28	0	600	90.3	-30.7%	-36.3%
中型 SUV	BEV	小鹏 G6 2023 款 580Pro	20.99	0	580		-48.6%	-52.7%
中型 SUV	BEV	蔚来 ES6 2023 款 75kWh	33.8	0	490	75	-17.2%	-23.9%
中大型 SUV	BEV	智己 LS7 2023 款 Urban Fit	28.98	0	510	77	-29.0%	-34.8%

资料来源：懂车帝，东兴证券研究所 价格差 1=最低指导价/平均同级别燃油价格-1。价格差 2 为加入购置税后，各动力车型与同级别燃油车对比

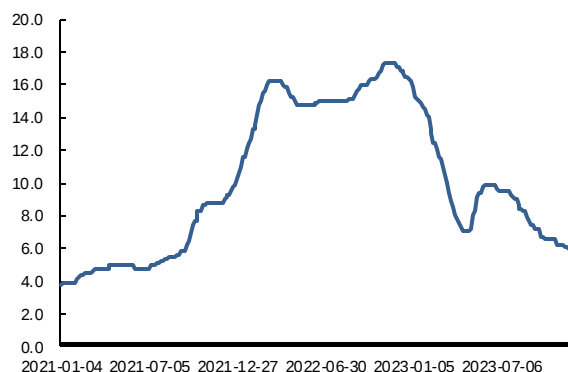
我们认为，PHEV 将在最大细分市场紧凑型（A 级）车市场的电动化充当重要角色，在成本、综合续航里程、补能方式等较 BEV 和增程式更具有优势。在中型及中大型车市场（B 级及以上），PHEV 同样具备这些优势，仍然具有占据更多市场份额的机会，同时，国内部分自主车企通过增程式 PHEV 介入到该细分市场，共同提升混动市场规模。

1.3 电池价格持续下降，利于新能源汽车推广

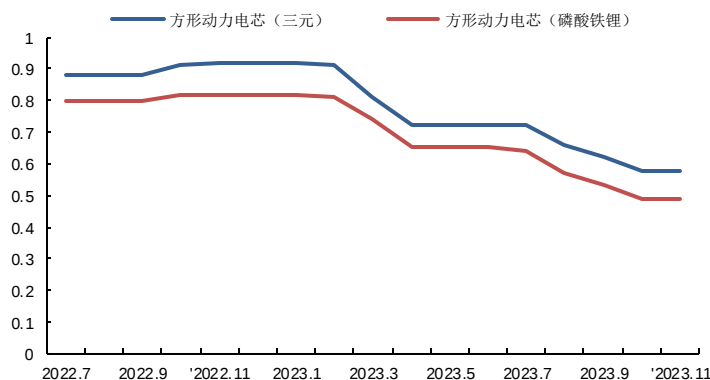
2023 年以来电池成本稳中向下，有利于新能源汽车推广：2021 年以来，碳酸锂带来的动力电池正极材料价格上涨，进而带动动力电池电芯价格的大幅上涨。2023 年以来，碳酸锂价格开始下行，2023 年 11 月下旬，碳酸锂均价下探至 15 万元/吨以下。据鑫椏资讯官网，三元和磷酸铁锂方形电芯月度均价于 2023 年 2 月开始下行，11 月两者均价分别为 0.58 元/WH 和 0.49 元/WH，较 2023 年 1 月分别下跌 37.0%和 40.2%。作为成本占比最大的部件，电池价格的下降有利于缩小新能源汽车与燃油车的价格差距，促进新能源汽车的推广。

图18：碳酸锂价格走势 万元/吨


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图19：正极材料磷酸铁锂价格走势 万元/吨


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：方形电芯磷酸铁锂与三元月度均价 单位：元/WH


资料来源：鑫椐资讯官网，东兴证券研究所

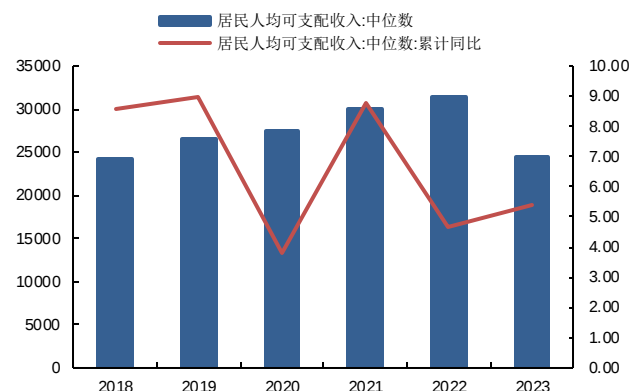
2023-2024 年乘用车行业的稳定增长与新能源汽车的持续高增长：

我国经济发展的韧性：乘用车需求与经济发展有较强的相关性，我国经济增速表现了较好的韧性。2023 年前三季度 GDP 不变价累计同比增速为 5.2%，其中三季度当季同比增速 4.9%。人均可支配收入也同样维持增长。2023 年前三季度人均可支配收入中位数为 24528 元，同比增长 5.4%。经济的发展为我国乘用车行业需求提供了坚实的基础。

图21：GDP 增速（%）
图22：人均可支配收入：中位数及同比 单位：元



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

产业政策护航：2023 年 8 月，工业和信息化部等七部门发布了《关于印发汽车行业稳增长工作方案（2023—2024 年）的通知》。该通知中的主要目标部分提及，“2023 年，汽车行业运行保持稳中向好发展态势，力争实现全年汽车销量 2700 万辆左右，同比增长约 3%，其中新能源汽车销量 900 万辆左右，同比增长约 30%；汽车制造业增加值同比增长 5%左右。2024 年，汽车行业运行保持在合理区间，产业发展质量效益进一步提升。”政策环境友好，为汽车产业发展保驾护航。

因此，我们预计，2023-2024 年乘用车行业仍将维持稳定增长，2023-2024 乘用车销量分部增长 7%、3%。新能源汽车分别增长 34.1%和 28%，其中 PHEV 增长 80.4%和 50.5%。对应 2023-2024 年新能源汽车渗透率提升至 34.5%和 42.9%。

图23：2023-2024 年乘用车销量及增速预测 单位：万辆

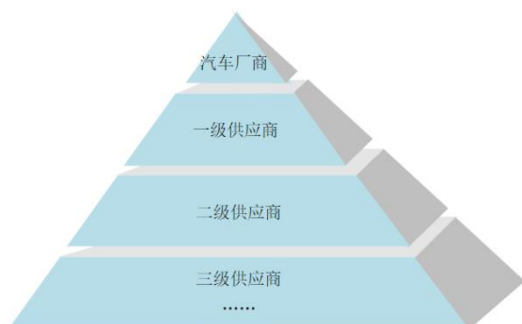
图24：新能源汽车销量及增速预测 单位：辆

2. 零部件发展机遇的 2.0 时代

2.1 零部件的 1.0 时代—电动、智能化带来的格局重塑

汽车产业链稳固的金字塔结构。供应链体系层级稳固，各级企业各司其职。传统汽车零部件由五大系统构成：发动机系统、底盘系统、汽车电子、车身及饰件和其他通用件。一级供应商直接配套车企，供应模块、系统及产品，具备独立功能。有较高的同步研发和设计能力。如国外的博世、大陆等。二级供应商直接配套一级供应商，提供子模块产品。三级供应商则直接配套二级供应商，提供更加细分的产品，同步研发能力一般。这种稳固的结构为汽车产业链的高效运营做出巨大贡献，我国零部件企业多数起家为二三级供应商，具备制造效率和成本优势。在传统汽车时代，我国汽车零部件企业很难打破供应链稳固格局结构。

图25：汽车产业链的金字塔结构



资料来源：新坐标招股书，东兴证券研究所

智能、电动化对汽车零部件行业的冲击史无前例。电动汽车的改变不仅在动力部件的改变，而是全系统的变化。纯电平台的开发使得汽车从动力、底盘和电子电气架构都将为之改变。零部件面临取消、新增或大幅变化。而这种变化为国内零部件企业带来了机遇。

- **动力系统的变革：**纯电动汽车直接取消了发动机，简化了传统复杂的变速箱等传动系统。增加了动力电池和电驱动系统，并在电控、热管理系统、结构件有了新的需求。这些改变诞生了很多全新的零部件。如全新的动力电池产业链、热管理相关的管路、泵、冷却模块等。
- **轻量化的诉求：**新能源汽车比传统燃油车有着更高的对轻量化的诉求，铝合金零部件在新能源汽车上有着更大范围的应用。从传统汽车的动力系统壳体进一步推广到传动、底盘系统等。该过程也诞生了不少新的铝合金相关的零部件。
- **传统零部件的重新设计与变化：**新能源汽车带来的系统性变化使得原有的零部件设计不再符合新的要求，如插电式混合动力、增程式车型中的发动机系统，其运行特征与传统燃油车存在很大的区别。因此混动车型上的发动机部件也需要重新设计。

全新的零部件和全新设计\升级的零部件都给我国汽车零部件带来从 0 到 1 的机遇，重塑了传统汽车零部件领域稳固的格局。部分国内汽车零部件公司，凭借高效的运营机制、研发效率、成本控制能力等等在这一阶段脱颖而出，我们覆盖的公司也大都体现了这一点：

- **爱柯迪：**公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，传统产品以汽车转向系统、雨刮系统、动力系统、制动系统等中小件为主。据公司 2023 半年报，报告期内，公司铝合金压铸板块获得的新能源汽车项目寿命期内预计新增销售收入占比超过 90%，其中新能源三电系统占比约 40%，新能源汽车车身结构件占比超过 30%。

- 永贵电器：公司目前已形成轨道交通与工业、车载与能源信息、特种装备三大业务板块，其中车载与能源信息板块产品包括高压连接器及线束组件、高压分线盒（PDU）/BDU、充/换电接口及线束、交/直流充电枪、大功率液冷直流充电枪、通讯电源/信号连接器、储能连接器、高速连接器等，其中车载产品为新能源汽车提供高压、大电流互联系统的整体解决方案，并已进入比亚迪、华为、吉利、长城、奇瑞、长安、上汽、一汽、广汽、北汽、本田等国产一线品牌及合资品牌供应链体系。据公司 2023 半年报，随着上半年新能源汽车充电业务的持续释放，新能源汽车业务实现收入 30,540.58 万元，较去年同期增长 15.77%。
- 溯联股份：公司自成立以来一直专注于汽车用塑料流体管路产品及其零部件的设计、研发、生产及销售。公司以燃油车业务起家，积极布局新能源汽车业务和相关技术，陆续获得新能源汽车头部客户如比亚迪、宁德时代等新能源汽车产业链客户的订单并批量投产。据公司 2023 半年报，报告期内公司新能源车收入约 1.76 亿元，同比增长超过 55%，成为公司业务收入重要支柱，实现了燃油+电动车业务的“双轮驱动”。
- 新坐标：公司主要产品包括气门组精密零部件、气门传动组精密零部件以及其他精密零部件等。据 2022 年报，公司积极拓展冷锻技术在锂电池精密零件、电驱传动系统精密零件中的运用；已完成汽车二氧化碳热泵系统及热管理集成模块产品的设计开发及样件制造，正在积极向意向客户推介。2022 年公司新能源汽车产品收入占公司营业收入 18.26%。

在零部件发展机遇 1.0 时代，借助汽车电动化转型，不断获取新能源汽车订单，从原来的二三级供应商晋级为一级供应商的案例不胜枚举。部分公司在 1.0 时代实现了产销、营收规模的突破。我们认为，我国汽车零部件凭借较快的运营效率、研发效率、成本控制等优势，借助电动化转型的时间窗口取得了企业发展。在实现 0-1 的突破后，我国汽车零部件企业将进入 2.0 时代，需要凭借自身的竞争力实现从 1-100 的发展。

2.2 零部件的 2.0 时代—核心竞争力的考验

三个多元化是汽车零部件公司成长的必经之路。汽车零部件的市场规模取决于单车价值量和汽车市场销量，从事单一部件的汽车零部件企业较容易达到业务“天花板”。产品、客户和市场区域的多元化是汽车零部件企业打破市场天花板的必经之路。欧美日韩的大型汽车零部件公司伴随其本国汽车工业的发展，基本完成了上述“三个多元化”的过程。

多元化之路是对公司竞争力的考验。我国汽车零部件企业经过多年的发展，三个方向的多元化之路正在途中。1.0 时代为零部件企业带来了新产品、客户以及区域的扩充，2.0 时代将是对零部件企业竞争力的考验，能否在成功获得新产品订单情况下，完成客户、区域的成功复制是每个企业都要面临的问题。

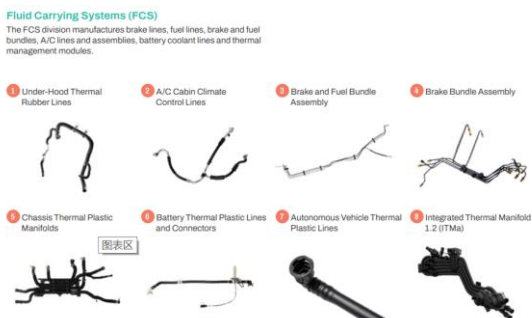
2023 年中期策略报告，我们以大陆集团（Continental Group）为例，分析其多元化的方式和成功模式。（参见报告《汽车行业：混动化趋势方兴未艾，零部件企业进入成长机遇期》20230710）。本报告我们再次选取海外汽车管路公司 TI Fluid Systems plc（简称 TIFS），分析其多元化及成长经历。

公司前身是成立于 1922 年的 Harry Bundy and Company，该公司的第一份合同来自于福特 T 型的车燃油管路系统，并于 1985 年在中国设立第一家工厂。1988 年 Harry Bundy and Company 被 TI Group 收购。此后，Smiths Group 收购了 TI Group，2001 年 TI Automotive LTD 作为独立的公司在英国成立，并于 2017 年以 TI Fluid Systems plc 公司在伦敦证券交易所上市。

该公司是全球领先汽车流体领域供应商,据公司 2022 年报,2022 年公司实现营收 3268 百万欧元(以 2022.12 月欧元人民币平均汇率中间价 7.3872,对应人民币约为 241.4 亿元)。公司在制动系统、燃油管路全球市占率为 29%,位居第一。汽车塑料油箱市占率约为 16%。

产品的多元化-围绕汽车流体管路的不断拓展: 据公司 2022 年报,公司现有的产品分为两大部分,一个是 FCS,产品主要包括制动管路、燃油管路、空调管路、电池冷却管路及热管理模块。另一部分是塑料油箱、加油管路和电子燃油泵。其中 FCS 业务 2022 年收入规模为 1869.7 百万欧元,占比 57.2%; FTDS 收入为 1398.6 百万欧元,占比 42.8%。

图26: FCS 主要产品



资料来源:公司 2022 年报,东兴证券研究所

图27: FTDS 主要产品



资料来源:公司 2022 年报,东兴证券研究所

图28: FCS 与 FTDS 收入规模

Revenue

Our revenue in each of the regions, and by segment, is included in Table 3.

Table 3: Revenue by region and by segment €m

	2022	2021	Change	% Change	% Change at constant currency	Constant currency revenue growth vs LVP growth
Total Group revenue	3,268.3	2,956.6	311.7	10.5%	5.2%	(150) bps
By segment						
FCS	1,869.7	1,803.5	266.2	16.6%	10.3%	360 bps
FTDS	1,398.6	1,353.1	45.5	3.4%	(0.9)%	(760) bps
By region						
Europe and Africa	1,207.1	1,138.4	68.7	6.0%	5.8%	520 bps
Asia Pacific	1,114.3	1,058.1	56.2	5.3%	(0.5)%	(870) bps
North America	895.8	713.6	182.2	25.5%	12.9%	320 bps
Latin America	51.1	46.5	4.6	9.9%	(2.6)%	(1,100) bps

资料来源:公司 2022 年报,东兴证券研究所

内生与外延完成产品多元化:

- 围绕流体管路的收购: 1988 年 Harry Bundy and Company 被 TI Group 收购前, TI Group 于 1987 年收购了 Armco International Corporation 的欧洲管路业务, 20 世纪 90 年代, TI Group 连续收购了 Huron Products Industries Inc、Technoflow Tube Systems GmbH、S&H Fabricating & Engineering Inc 等, 补充或增强的产品线包括燃油管路和快速接头、塑料挤压多层燃油管路、空调管路和软管组件、塑料油箱和燃油泵等。2002 年, TIFS 的一家子公司收购了 Pierburg GmbH 的燃油泵业务。2003 年, TIFS 收购了一家韩国制动、燃油管路公司 Hanil Tube Co., Ltd 的 73% 的股权。

图29: 20 世纪 90 年的 TI 围绕流体管路的收购

Year	Business	Automotive Products
1991	Huron Products Industries Inc.	Fuel lines and quick connectors
1996	Technoflow Tube Systems GmbH	Plastic extruded multi-layer fuel lines
1998	S&H Fabricating & Engineering Inc.	Air conditioning tube and hose assemblies
1999	Walbro Engine Management LLC	Plastic fuel tanks, fuel pumps and modules
1999	Marwal Systems S.A.S	Fuel pumps and modules

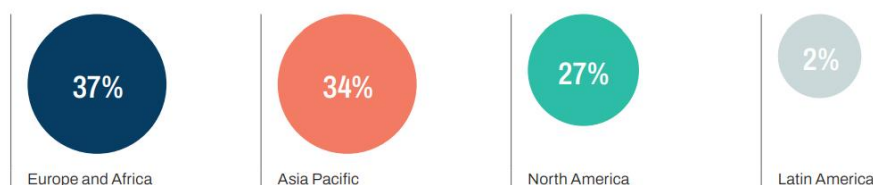
资料来源：公司 IPO 公告，东兴证券研究所

- 电动化浪潮下，对电动车产品业务的开拓：针对电动化浪潮，公司近年来开拓了更多应用于电动车领域的流体管路，包括电池热管理管路及组件、混动车型的高压油箱等。

区域多元化：1936 年，Budy 就开启了国际化进程，通过获得 Armco International Corporation 的业务在法国和英国生产管路。时至今日，TIFS 的管路业务已经遍布全球。2022 年，其欧洲和非洲收入占比 37%，亚太地区为 34%，北美为 27%，拉丁美洲为 2%。其中，收入占比较高的国家是中国、美国、墨西哥、德国、西班牙和波兰。

图30：TIFS 的区域收入结构

Revenue by Region %



资料来源：公司 2022 年报，东兴证券研究所

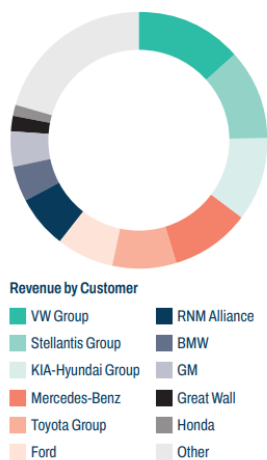
图31：TIFS 的收入结构-按照主要国家划分

	2022 €m	2021 €m
Germany	178.4	182.1
Spain	166.7	163.7
Poland	153.1	139.1
Czech Republic	138.0	132.2
Belgium	96.9	90.8
France	105.2	99.5
Turkey	98.5	94.9
United Kingdom	58.0	61.2
Africa	83.9	37.2
Other	128.4	137.7
Europe and Africa	1,207.1	1,138.4
China	673.9	672.4
South Korea	288.6	254.7
Other	151.8	131.0
Asia Pacific	1,114.3	1,058.1
US	603.3	481.4
Mexico	274.0	219.1
Canada	18.5	13.1
North America	895.8	713.6
Latin America	51.1	46.5
Total	3,268.3	2,956.6

资料来源：公司 2022 年报，东兴证券研究所

客户的多元化：TIFS 的客户相对分散，基本涵盖了全球主要车企，其中占比较大的客户包括大众汽车、斯特兰迪斯、现代集团、奔驰、丰田、福特、RNM 联盟、宝马、通用汽车、长城汽车和本田等。

图32：TIFS 的收入的客户结构



资料来源：公司 2022 年报，东兴证券研究所

产品多元化应借力原有业务，通过协同性产生 1+1>2 的效果：TIFS 虽然整体业务规模并不大，但仍然实现全球化布局，实现产品、客户以及区域的多元化。在产品领域，100 年的企业历史中，TIFS 仍然专注汽车流体领域，不断将产品做深，公司在多个产品上实现纵向一体化的垂直整合，实现主要原材料、组件的自制。据公司 2022 年报，公司是全球唯一一家提供从设计、全产业链生产制造的塑料燃油系统的供应商，实现了产品上游包括燃油泵等产品的制造与整合。

多元化是公司治理模式的成功复制：我们认为，TIFS 基于管路业务的不断做深和做宽与大陆集团更加多元化的模式一致，都是基于在原有业务的成功模式的复制。

3. 投资策略

汽车零部件板块：我们遵循“自下而上”的选择思路，更关注公司自身竞争力，更倾向诸如在研发（技术）、成本等具备优势，具备更好的运营效率、稳定公司治理架构等公司，公司自身竞争力是成功其实现多元化的前提条件。结合我们前期发布的覆盖报告，建议重点关注新坐标（603040）、瀚联股份（301397）、中汽股份（301215）、爱柯迪（600933）、永贵电器（300351）等。

- **新坐标：**公司专注于冷锻工艺，该工艺具备生产效率，材料利用率高和成本低的优势。汽车的大规模生产属性与冷锻工艺的特点较为符合。传统汽车时代，冷锻工艺凭借这些优势不断扩大其应用领域，从早期的发动机系统逐渐延伸到传动系统、底盘系统、转向系统、汽车电子系统、安全系统和空调等系统。汽车电动化将加速冷锻工艺的应用。新能源汽车加速汽车平台化推进，零部件少批次、大批量生产逐渐成为主流。基于同平台的车型零部件通用率高，这使得共用零部件的大批量需求成为可能。（参见深度报告：《新坐标（603040）首次覆盖报告：手握冷锻工艺利器，开拓新能源市场可期》20230209）
- **瀚联股份：**新能源汽车打开尼龙管路市场空间。传统燃油车时代，尼龙管路主要应用在燃油、气的输送管路上。这与尼龙管路不能承受更高的温度有关，大部分尼龙材料的工作温度小于 120℃。新能源汽车三电冷却系统主流方案是采用水冷方案，电机电控和电池的工况温度基本都在 100℃ 以内，尼龙管路更优的轻量化、集成化优势使得其更适合作为新能源汽车热管理系统管路。新能源汽车热管路系统更为复杂，且电池包、电机电控和减速器都需要冷却系统，总体上，新能源汽车尼龙管路价值量高于传统燃油

车。汽车电动化重塑尼龙管路格局，传统汽车管路形成了以外资、合资企业为主的竞争格局。管路行业的多层认证体系也导致该领域相对封闭。与成熟的燃油车管路不同，目前新能源汽车在电池、电驱动及空调的热泵系统等主模块的技术标准并未统一。新增的尼龙管路产品、由自主车企主导新能源汽车市场有望打破原有的管路竞争格局。（参见深度报告：《溯联股份（301397）：新能源汽车热管理尼龙管路领军者》20230721。）

- 中汽股份（301215）：智能电动对汽车检测行业的变革。对汽车的检测、认证和质量判断都是以技术标准为依据，但技术进步是时刻都在发生，汽车电动化和智能化使得传统汽车核心技术领域发生了巨大的变革，新技术推动了汽车标准体系发生了较大的变化，诞生了一些新的技术领域，部分技术标准发生了较大的更新。新标准将催生更多法规类检测业务。电动智能化推动车企自主研发投入的增加，也将带来更多研发类检测需求。而检测机构获取这些业务的核心能力在于资质和检测能力。（参见深度报告：《中汽股份（301215）首次覆盖报告：国内领先汽车试验场运营商》20221025）
- 永贵电器：汽车电动带来连接器增量需求。新能源汽车带来的增量，传统汽车的电气系统为低压系统，其使用的连接器多为低压连接器。新能源汽车的电气系统则由高压系统和低压系统构成。新能源汽车高压系统中使用高压电的零部件包括动力电池，驱动电机，高压配电箱（PDU），电动压缩机，DC/DC，OBC，PTC，高压线束等。因此，相较于传统燃油汽车，高压连接器是新能源汽车对连接器的新增需求。汽车电动、智能化带来的连接器国产化机遇。传统汽车连接器格局由国外企业主导，规模较大的企业包括 TE、Amphenol、Molex 及日本的矢崎、航空电子。传统汽车时代，中国汽车产业处于追随状态。国外连接器企业具备先发优势，在技术、规模、研发等各方面具备领先优势。随着电动化、智能化时代到来，汽车在动力系统、电子电气架构架构、能量传输、信号传输方式都发生了巨大变化。这种变化对连接器性能提出了不同的要求，高压连接器、高速高频连接器应运而生。（参见深度报告：《永贵电器（300351）首次覆盖报告：聚焦高压连接器，新能源业务重回上升通道》20221214）
- 爱柯迪：电动化下铝合金压铸行业的格局之变：传统汽车铝合金产业链格局相对稳定，外资铝合金企业以一级供应商为主。电动化下，新铝合金压铸产品对制造工艺、设计提出了更高的要求，大型薄壁、结构复杂的车身结构件需要更大吨位的压铸机等设备投入。电动车用铝合金压铸产品仍处于变化中，对供应商的开发设计能力提出更高要求。公司在运营效率、研发实力上具备优势，公司在新能源方向的产品拓品顺利，而且数字化生产将助力公司作为行业龙头的竞争优势进一步扩大。（参见深度报告《爱柯迪（600933）：转型新能源的实力》20211215）

整车板块：我们更看好混动化未来的发展趋势，借力政策的保驾护航（购置税减免至 2025 年），以及成本和使用体验优势，PHEV 有望成为电动化的有效解决方案，混动化趋势方兴未艾。整车企业，我们仍看好广汽集团（601238）的中长期发展，我们于 2021 年 7 月 22 日发布《广汽集团（601238）：广汽系的混动技术实力如何？》中分析了广汽自主在混动领域布局及优势，广汽传祺推出插电混动版 MPV E9，并于 5 月 21 日上市，9 天实现 1604 辆。在纯电动领域，广汽埃安 1-6 月实现销量 20.9 万辆，同比增长 108.8%，较快建立规模优势。（深度报告详见相关报告汇总）

4. 风险提示

汽车行业景气度不及预期，新能源汽车行业发展不及预期，相关公司新产品或新车型销量不及预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	新坐标(603040)首次覆盖报告：手握冷锻工艺利器，开拓新能源市场可期	2023-02-09
行业深度报告	2023 年汽车行业策略报告：新能源汽车的分化趋势与两个细分市场	2022-11-22
公司深度报告	爱柯迪(600933)深度报告系列之二：转型新能源的实力	2021-12-15
公司深度报告	广汽集团（601238）：广汽系的混动技术实力如何？	2021-07-22
公司深度报告	永贵电器(300351)聚焦高压连接器，新能源业务重回上升通道	2022-12-14
公司深度报告	溯联股份（301397）：新能源汽车热管理尼龙管路领军者	2023-7-21
公司深度报告	中汽股份（301215）：国内领先汽车试验场运营商	2022-10-25
公司普通报告	爱柯迪（600933）2023 一季报点评：Q1 营收创新高，盈利能力稳健	2023-05-08
公司普通报告	爱柯迪（600933）：持续追求卓越的公司治理能力，专注于经营所长	2023-03-27
公司普通报告	广汽集团（601238）2023 年 5 月销量点评：自主月销量新高，两田电动化进程加快	2023-06-08
公司普通报告	广汽集团（601238）2023 年 4 月销量点评：埃安连续月销过 4 万，两田零售增长降库存	2023-05-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526