

评级：买入（首次）

市场价格：30.9 港元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

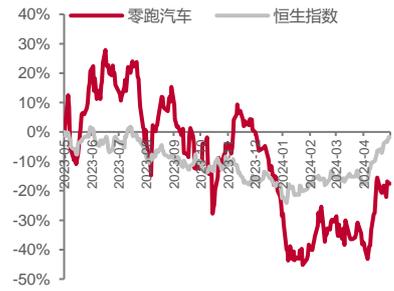
分析师：毛葵玄

执业证书编号：S0740523020003

基本状况

总股本(百万股)	1,337
流通股本(百万股)	1,337
市价(港元)	30.90
市值(百万港元)	41,312
流通市值(百万港元)	41,312

股价与行业-市场走势对比



公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,385	16,747	32,539	64,610	88,200
增长率 yoy%	295.4%	35.2%	94.3%	98.6%	36.51%
净利润(百万元)	-5,109	-4,216	-3,405	98.0	2,086
增长率 yoy%	-80%	17%	19%	103%	2029%
每股收益(元)	-3.82	-3.15	-2.55	0.07	1.56
每股现金流量	-1.79	0.81	1.17	8.79	9.42
净资产收益率	-66%	-41%	-32%	1%	20%
P/E	-	-	-	-	-
P/B	4.5	3.0	4.1	4.1	3.3

备注：数据统计截至 2024 年 05 月 16 日收盘价

报告摘要

- 公司概况：聚焦 10-30 万元价格带，新品布局+Stellantis 合作催生长新动能**
 公司创始人深耕 AI&电子领域 30 年，致力于实现核心技术自研及核心零部件自研自制。23H2 与 Stellantis 成立合资公司进军海外市场带来成长新动能。当前 3 款 C 系+1 款 T 系车型在售，覆盖 20 万元以下市场，未来 3 年平均每年将推出 2-3 款新车，产品布局持续完善。
- 整体认知：垂直整合+产品架构→规模效应→盈利优势显著**
 公司性价比优势源于：1) 全域自研：整车核心电子部件实现自研自产，总造价占整车成本 60%；2) 整车架构通用化率高：整车架构零部件（成本占比 55%+）通用率高达 88%；3) 中央集成电子电气架构：集成度高，线束长度减短带来降本。财务端优已显现，费用端：单车销管/研发费用低于其他新势力车企，且在起量阶段能做到与行业龙头相近的单车费用；利润端：受益于规模效应，盈利拐点已现，毛利率逐步转正。
- 成长逻辑-内需：主流赛道纯电+增程双轮驱动，极致性价比下竞争优势稳固**
 1) β 选择维度-10-20 万元主流市场：①：10-20 万元市场销量占比约 49%，10-15 万元/15-20 万元价格带新能源渗透率分别为 33%/24%，空间大且新能源渗透率具较大提升空间②：此前该价格带合资燃油车是主流，逐渐自主替代。2) α 维度-增程纯电并行+经销渠道加速渗透+性价比：①：从消费者角度看增程与混动无优劣之分，根据需求不同展开错位竞争，增程成本低且突破技术门槛更迅速，符合公司发展定位。因此增程纯电并行有望将销量最大化；②：公司加速渠道扩张，2024 年预计门店增加 200 家以上，当前门店数量位列新势力首位，为销量提升夯实基础；③：产品性价比高，产品在同级别中配置更优秀，且 NAC 能力或是智驾与平价最优解。
- 成长逻辑-出口：Stellantis 渠道助力海外率先卡位并保障盈利**
 1) 自主品牌出海空间大：国内本土零部件及整车体系强，而海外供给侧格局相对固化，因此自主品牌出口空间大，远期可达 1000 万辆。2) 自主出海利润空间大：海外市场消费能力保障高盈利水平，相比国内，单车出口利润更高。3) 凭借 Stellantis 渠道率先卡位占领市场：Stellantis 渠道广阔且在多地区市占率领先，凭借其成熟渠道优势，公司有望快速卡位占领市场。4) 海外自有渠道销售保障高盈利：通过该模式，免去分销商让利环节，利润空间更大。
- 盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 325/646/882 亿元，增速分别为 +94.3%/+98.6%/+36.5%；归母净利润分别为 -34.05/0.98/+20.86 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：新能源渗透率放缓带来的行业增速变慢、新车型供给增多导致行业竞争加剧、新车型市场接受度不及预期、以及报告中公开资料信息滞后及更新不及时的风险。**

内容目录

一、公司概况：聚焦 10-30 万元价格带，新品布局+与 Stellantis 合作催生成长新动能	- 5 -
公司定位：专注性价比战略，聚焦 10-30 万元主流电车价格带	- 5 -
发展历程：从纯电迈向增程，23 年与 Stellantis 合作进入成长新阶段	- 5 -
股权结构：创始人技术出身奠自研基础，获 Stellantis 入股发力海外	- 6 -
产品布局：已布局 4 款 C 系+1 款 T 系车型，未来将推多款新	- 7 -
二、整体认知：垂直整合+产品架构→规模效应→盈利优势显著	- 7 -
认知①：创始人技术背景深厚，大华股份与公司存技术协同	- 7 -
认知②：坚持全域自研，自研自产部分约占 BOM 的 60%	- 8 -
认知③：全域自研助力供应链垂直整合，自供产品存成本优势	- 8 -
成本优势①：整车架构通用化率高，规模效应降本	- 9 -
成本优势②：中央集成式 E/E 架构集中度提升，线束成本下降	- 9 -
毛利端：终端销量持续提升帮助降本，23Q3 起毛利率转正企稳	- 10 -
费用端：单车销管/研发费用远低于其他新势力车企	- 10 -
三、成长逻辑-内需：主流赛道纯电+增程双轮驱动，极致性价比下竞争优势稳固	- 11 -
内需成长逻辑-赛道优质①：锚定空间大且电动化渗透率低的主流市场	- 11 -
内需成长逻辑-赛道优质②：10-20 万元市场以燃油为主，新能源替代空间大	- 11 -
内需成长逻辑-增程产品①：与增程相比，纯电存里程焦虑及售价劣势	- 12 -
内需成长逻辑-增程产品②：增程与插混错位竞争，且成本更低	- 12 -
内需成长逻辑-增程产品③：增程+纯电并行保障销量最大化	- 13 -
内需成长逻辑-渠道扩张：经销为主，2024 年门店数量增加 200 家	- 13 -
内需成长逻辑-极致性价比①：同级别中配置优秀	- 14 -
内需成长逻辑-极致性价比②：NAC 或是智驾与平价最优解	- 15 -
四、成长逻辑-出口：Stellantis 渠道助力海外率先卡位并保障盈利	- 15 -
自主出口存显著增量：中长期 1000 万出口量确定性强	- 15 -
自主出口利润空间大：整车出口海外利润更高	- 16 -
公司与 Stellantis 合资成立零跑国际，正式开启出海进程	- 17 -
Stellantis 2030 年纯电销量目标 500 万，与公司新能源属性契合	- 17 -
Stellantis 优势①：旗下品牌矩阵丰富，整合经验足	- 18 -
Stellantis 优势②：海外销售渠道网络建设完善	- 18 -
Stellantis 优势③：海外多地区市占率高，公司有望通过其渠道实现快速卡位	- 19 -
Stellantis 优势④：公司通过其渠道出海，利润水平有望更高	- 19 -
盈利预测	- 20 -
盈利预测	- 20 -
估值与投资建议	- 20 -
风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1: 公司当前产品覆盖 5-20 万元, 主打 10-20 万元价格带.....	- 5 -
图表 2: 2024 年 3 月公司在售车型销量 (辆) 及占比	- 5 -
图表 3: 公司成立后自建产能+补齐纯电&增程产品谱系, 23 年与 Stellantis 合作 后正式进军海外市场	- 6 -
图表 4: 公司股权结构.....	- 6 -
图表 5: 公司在 10-20 万元价格带形成完善的产品布局	- 7 -
图表 6: 零跑国际产品规划	- 7 -
图表 7: 创始人技术背景深厚, 且大华股份与公司存技术协同.....	- 7 -
图表 8: 零跑汽车自研及外包组件示意图	- 8 -
图表 9: 公司三电核心件基自供, 供应链垂直整合能力强	- 8 -
图表 10: 新能源车成本构成.....	- 9 -
图表 11: 整车架构组成部分.....	- 9 -
图表 12: 公司整车架构通用化率高.....	- 9 -
图表 13: 汽车电子电气架构演进图.....	- 9 -
图表 14: LEAP3.0 架构使整车线束长度进一步减少 (米)	- 9 -
图表 15: 零跑汽车分季度销量 (辆) 及毛利率情况	- 10 -
图表 16: 公司及部分整车厂分季度毛利率情况	- 10 -
图表 17: 公司单车销管费用 (万元) 同业比较	- 10 -
图表 18: 公司单车研发费用 (万元) 同业比较	- 10 -
图表 19: 10-30 万元主流消费市场空间容量达 60+% (2023 年)	- 11 -
图表 20: 主流市场新能源渗透率仍具较大提升空间	- 11 -
图表 21: 公司所处价格带以燃油车为主, 自主可替代空间大	- 11 -
图表 22: 私家车主出行场景分布	- 12 -
图表 23: 电池成本促纯电车型价格较高 (万元)	- 12 -
图表 24: 不同混动架构侧重点不同.....	- 12 -
图表 25: 增程成本及技术难度低于插混	- 12 -
图表 26: 分价格带纯电市占率情况.....	- 13 -
图表 27: 分价格带增程/插混市占率情况	- 13 -
图表 28: 24 年渠道加速扩张有望显著拉动销量成长 (左轴: 个, 右轴: 万辆) ...	- 13 -
图表 29: 2023 年新势力门店数量及销量 (左轴: 个; 右轴: 万辆)	- 13 -
图表 30: C10、C11 增程版与竞品参数配置对比	- 14 -
图表 31: C10、C11 与竞品销量对比 (辆)	- 14 -

图表 32: 零跑 C10 与竞品智能驾驶能力对比	- 15 -
图表 33: 城市 NOA、NAC、ACC 对比	- 15 -
图表 34: 22 年出口量已快速突破 200 万辆	- 16 -
图表 35: 未来海外市场出口有望超过千万辆, 预计占比批发销量 35%左右	- 16 -
图表 36: 自主品牌整车出海定价环节及盈利能力测算 (人民币元)	- 16 -
图表 37: 零跑国际股权架构图	- 17 -
图表 38: 零跑国际将开启公司出海进程	- 17 -
图表 39: Stellantis 2022 年-2038 年碳排放规划图	- 17 -
图表 40: Stellantis 旗下车型品牌概览	- 18 -
图表 41: Stellantis 旗下车型品牌历史悠久	- 18 -
图表 42: Stellantis 在各主要地区的销售生产网络	- 18 -
图表 43: Stellantis 渠道整合进程	- 18 -
图表 44: Stellantis 2022 年和 2023 年各大洲销量情况	- 19 -
图表 45: Stellantis 2022 年和 2023 年各大洲各主要国家销量情况	- 19 -
图表 46: 公司产品出海利润空间更大	- 19 -
图表 47: 零跑 C10 与大众 ID.4 欧洲起售价对比 (人民币万元)	- 19 -
图表 48: 营收及盈利预测 (亿元)	- 20 -
图表 49: 可比公司对比	- 20 -

一、公司概况：聚焦 10-30 万元价格带，新品布局+与 Stellantis 合作催生成长新动能

公司定位：专注性价比战略，聚焦 10-30 万元主流电车价格带

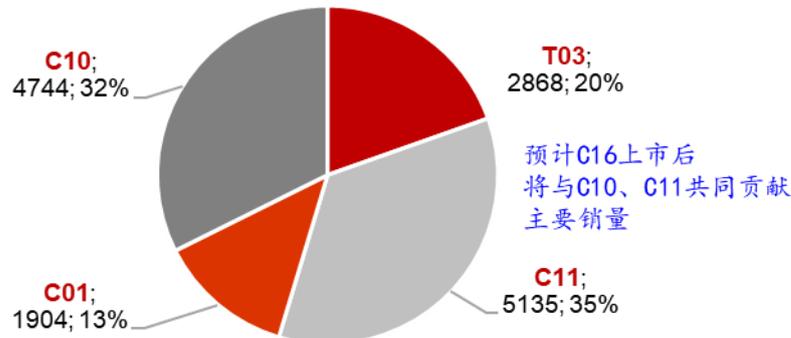
- 公司贯彻性价比战略，专注纯电+增程，逐步补齐 10-20 万元主流价格带产品谱系；公司性价比战略从一而终。初期推出 5-15 万元的小型纯电车，夯实自身实力后主打 15-20 万元中大型纯电车，并同步拓展增程路径+技术降本，持续提升产品性价比。
- 当前 C10 及 C11（纯电+增程）销量合计占比 60-70%，预计后续将与即将上市的 C16 为公司共同贡献主要销量。

图表 1：公司当前产品覆盖 5-20 万元，主打 10-20 万元价格带



来源：懂车帝，IT之家，太平洋汽车，中泰证券研究所 注：价格带参考 2024 年 5 月懂车帝经销商最新报价、虚线框上下边缘为价格区间

图表 2：2024 年 3 月公司在售车型销量 (辆) 及占比



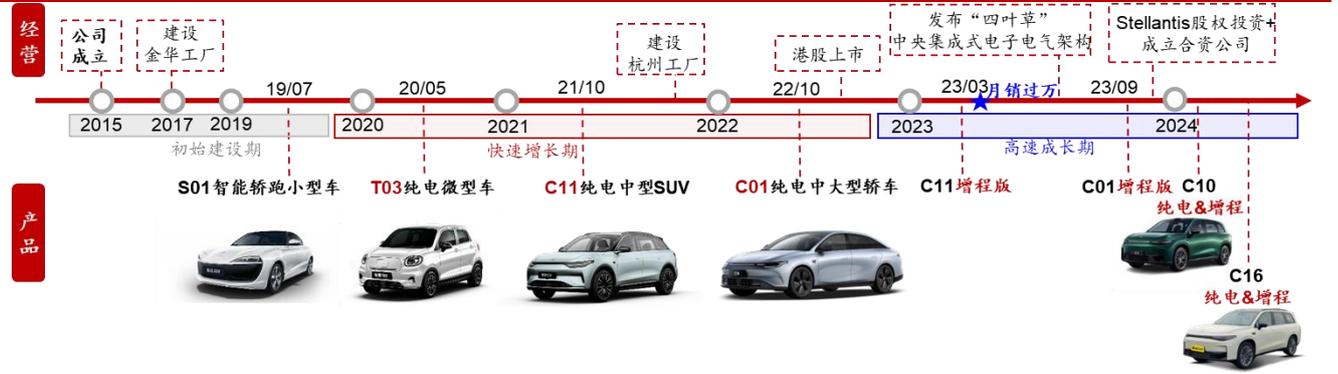
来源：Marklines，中泰证券研究所

发展历程：从纯电迈向增程，23 年与 Stellantis 合作进入成长新阶段

- 公司成立于 2015 年，历经 8 年成长期，23H2 与 Stellantis 战略合作后正式迈入成长快车道。
 - 1) 初始建设期；2015-2019 年，公司成立后开始自建产能，2019 年发布首款 S01 智能轿跑 (21 年停产)。
 - 2) 快速增长期；2020-2022 年，公司扩产&产品开发齐头并进，专注纯电市场，陆续上市 T03、C11、C01 合计 3 款 EV 产品。
 - 3) 高速成长期；2023 年月销过万，从纯电拓展 C11、C01 增程产品，全球化

新品 C10 于 2024 年 3 月上市 (EV+增程款)。此外，2023 年底公司与 Stellantis 战略合作正式进军海外市场。

图表 3: 公司成立后自建产能+补齐纯电&增程产品谱系, 23 年与 Stellantis 合作后正式进军海外市场

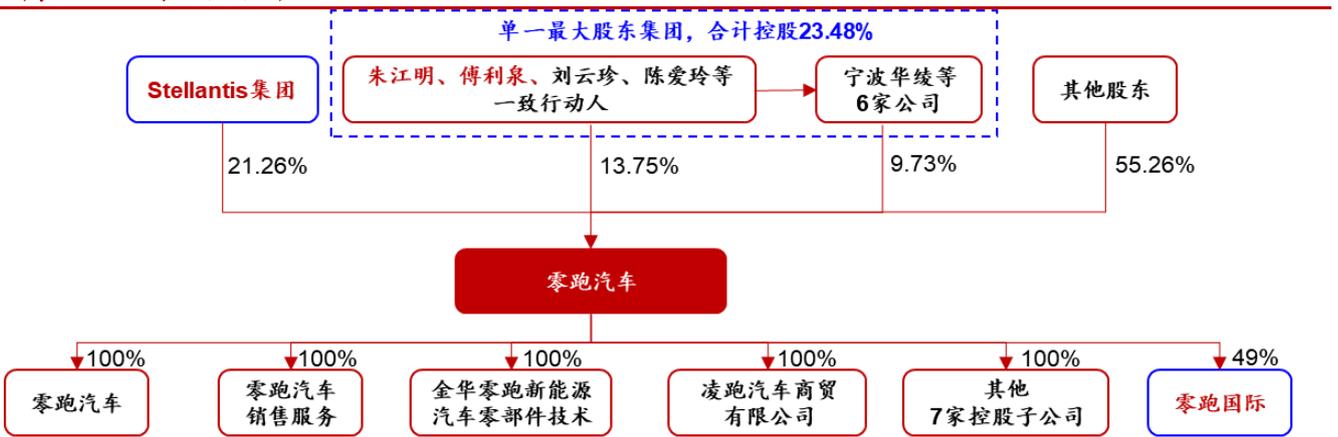


来源: 懂车帝, 汽车之家, 21 财经网, 网易汽车, 中泰证券研究所

股权结构: 创始人技术出身莫自研基础, 获 Stellantis 入股发力海外

- 创始人深耕 AI&电子领域 30 年, 奠定公司核心技术自研基础; 93 年, 朱江明与傅利泉 (同为零跑创始人) 联合创建大华技术 (成长至安防监控领域全球第二), 随着交通&汽车行业智能化趋势渐显; 2015 年, 二人携多名团队人员创建零跑汽车, 依托丰富的技术&产品&创业经验, 致力于实现核心技术自研&核心零部件自研自制。
- Stellantis 入股公司并成立合资公司零跑国际; 23 年 10 月, Stellantis 通过认购零跑增发股份+大华股份所有股权的形式, 获得零跑汽车 21.26% 股权 +2 个董事会席位, 并成立合资公司零跑国际, 全面进军海外市场 (股权 49%)。

图表 4: 公司股权结构



来源: Wind, 北京商报, 中泰证券研究所 注: 数据截止至 2024.05.16

产品布局：已布局 4 款 C 系+1 款 T 系车型，未来将推多款新

- 当前 4 款车型在售，覆盖 20 万元以下价格带；公司在 10-20 万元主流价格带产品布局持续完善，在售 T03/C01/C10/C11 合计 4 款车型，其中主打车型 C 系皆具有纯电&增程版本。
- 新车规划+全球化策略；公司计划未来 3 年平均每年推 2-3 款新车，使国内市场 10 万元、15 万元、20 万元每个价格带都有轿车、SUV 等车型。而海外市场首发产品为 C10 与 T03，未来三年将陆续投放 4 款车。

图表 5: 公司在 10-20 万元价格带形成完善的产品布局



来源：新浪汽车，汽车之家，中泰证券研究所

图表 6: 零跑国际产品规划



来源：零跑汽车公众号，中泰证券研究所

二、整体认知：垂直整合+产品架构→规模效应→盈利优势显著

认知①：创始人技术背景深厚，大华股份与公司存技术协同

- 公司创始人是大华股份主要创始人，且深耕技术领域；创始人朱江明先生是大华股份主要创始人之一，且担任大华前首席技术官。
- 大华股份与公司存在技术协同；大华在汽车电子、软件算法等深耕多年，与公司存在技术协同，为公司全域自研奠定技术基础。

图表 7: 创始人技术背景深厚，且大华股份与公司存技术协同

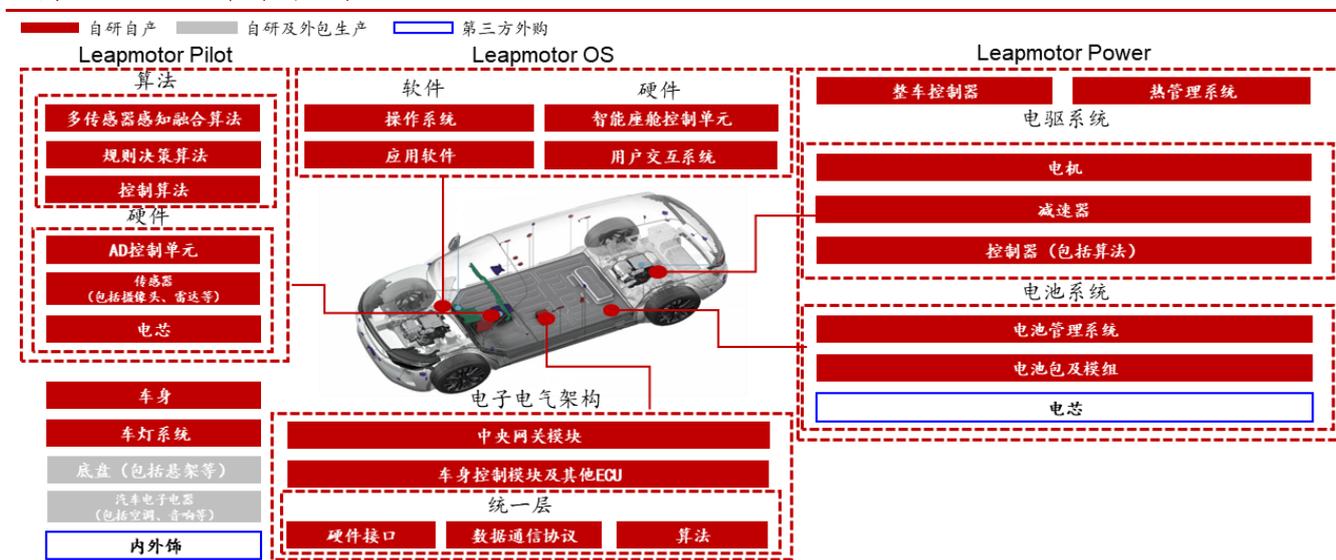


来源：大华股份公司公告，零跑汽车公众号，36 氪，中泰证券研究所

认知②：坚持全域自研，自研自产部分约占 BOM 的 60%

- 坚持全域自研；公司坚持自主研发智能电动汽车核心系统及电子部件中所有关键软硬件，当前自研自造部分成本约占 BOM 的 60%。

图表 8：零跑汽车自研及外包组件示意图



来源：公司公告，中泰证券研究所

认知③：全域自研助力供应链垂直整合，自供产品存成本优势

- 公司供应链垂直整合能力强，三电核心件及电子器件基本自供；凭借核心电子部件领域全自研的技术优势，公司三电核心件以及部分控制器均自产自供，存在成本优势。
- 与佛吉亚成立合资公司，座椅产品成本有望下降；2023 年 6 月，公司与佛吉亚成立合资公司为自身提供座椅，相较纯外采，成本有望下降。

图表 9：公司三电核心件基自供，供应链垂直整合能力强

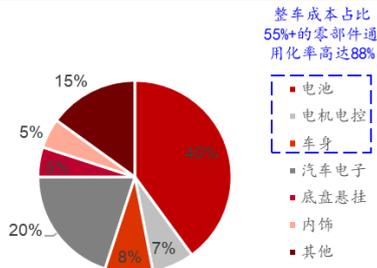
	金华零跑新能源汽车零部件技术有限公司	浙江零跑科技股份有限公司	金华零跑佛吉亚汽车零部件有限公司
成立时间	2015.12	2015.12	2023.06
配套产品			
电动力总成	驱动电机、锂离子电池包	驱动电机、锂离子电池包、锂离子电芯	-
电子电器元件	电机控制 ECU	各类电机、IC	-
内饰件	仪表盘总成	-	座椅、座椅骨架
外饰件	各种车灯	-	-
加工工艺	-	组装	其他冲压加工，焊接，发泡成型，组装
其他产品	车载信息娱乐系统	整车控制器	

来源：Marklines，中泰证券研究所

成本优势①：整车架构通用化率高，规模效应降本

- **公司整车架构通用化率达到 88%，可覆盖 A0-C 级车型产品；**公司整车架构采用九横三纵高强度笼式车身框架，以及 CTC 电池+油冷电驱的组合。公司在整车成本占比 55%+的零部件通用化率达 88%，凭借通用化产品，公司 C 平台车型开发周期有望缩短 25%，开发投入有望降低 40%，降本增效明显。随后续 C16 车型上市放量，通用整车架构带来的规模效应有望进一步显现。

图表 10：新能源车成本构成



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

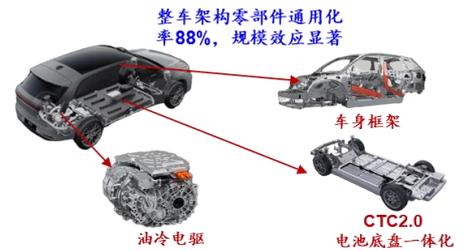
注：成本构成为 2023 年数据

图表 11：整车架构组成部分



来源：懂车帝，中泰证券研究所

图表 12：公司整车架构通用化率高

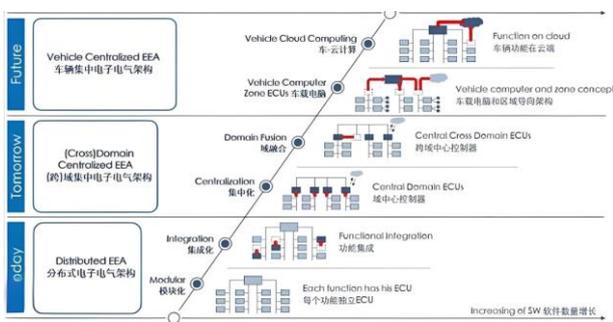


来源：零跑官方公众号，太平洋汽车，懂车帝，中泰证券研究所

成本优势②：中央集成式 E/E 架构集中度提升，线束成本下降

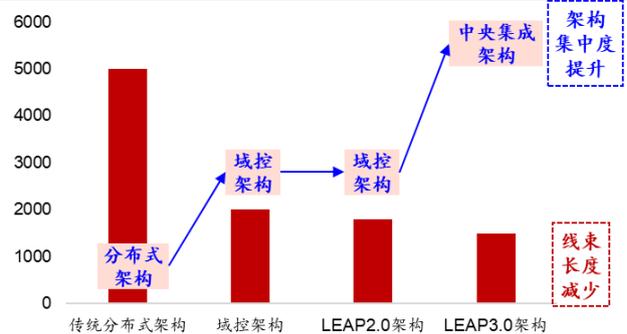
- **LEAP3.0 架构集中度较高；**根据博世资料，汽车电子电气架构由分布式向集中式演进，而公司 LEAP3.0 架构仅需 1 颗 SOC 芯片（高通 8295）负责数据处理，1 颗 MCU 芯片（NXP S32G）负责逻辑运算，可将座舱域、智驾域、动力域、车身域四域合一，是集成度较高的中央集成式 E/E 架构。
- **线束长度减少 16.67%，带来降本增效；**相比 LEAP2.0，LEAP3.0 线束从 1800 米减少至 1500 米（比上一代缩减超 16%），成本将得到降低。

图表 13：汽车电子电气架构演进图



来源：博世，中泰证券研究所

图表 14：LEAP3.0 架构使整车线束长度进一步减少（米）

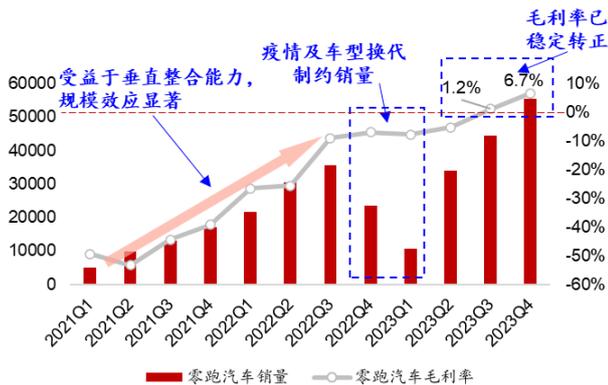


来源：零跑官方公众号，中泰证券研究所

毛利端：终端销量持续提升帮助降本，23Q3起毛利率转正企稳

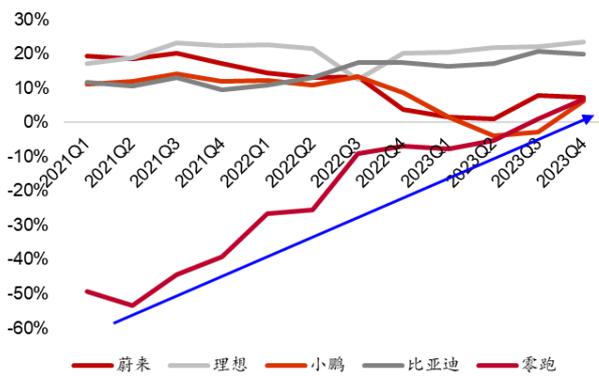
- 公司毛利率受规模效应影响显著；2021Q1-2022Q3，随公司销量不断增长，公司毛利率提升明显。2022Q4-2023Q1，受疫情以及节日因素导致供给受限，毛利率维持稳定。2023Q2至今，随新产品上市，公司销量不断提升，毛利率已转正。
- 凭借高性价比优势，公司盈利能力提升迅速；凭借全域自研及优秀产业链垂直整合能力，近年公司利润率提升明显，2023Q3-Q4毛利率已转正（23Q4为6.7%）。已与蔚来/小鹏处相同水平。

图表 15: 零跑汽车分季度销量(辆)及毛利率情况



来源: Wind, Marklines, 中泰证券研究所

图表 16: 公司及部分整车厂分季度毛利率情况

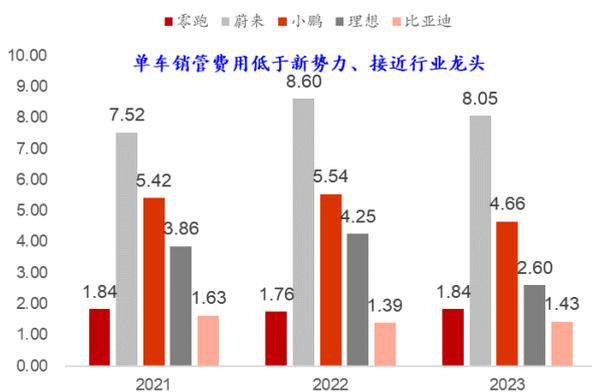


来源: Wind, 中泰证券研究所

费用端：单车销管/研发费用远低于其他新势力车企

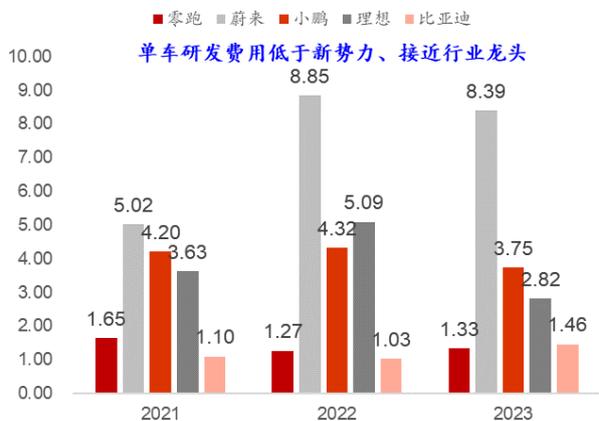
- 单车销管/研发费用远低于其他新势力车企；2023年，零跑/蔚来/小鹏/理想/比亚迪单车销售管理费用分别为1.84/8.05/4.66/2.60/1.43万元，单车研发费用分别为1.33/8.39/3.75/2.82/1.46万元，相比于其余新势力，公司销管费用较低主要系直销渠道较少，经销渠道较多。单车研发费用低则基于自身的强成本把控+全域自研能力。公司起量阶段单车费用可做到与行业龙头接近。

图表 17: 公司单车销管费用(万元)同业比较



来源: iFinD, 乘联会, 中泰证券研究所

图表 18: 公司单车研发费用(万元)同业比较



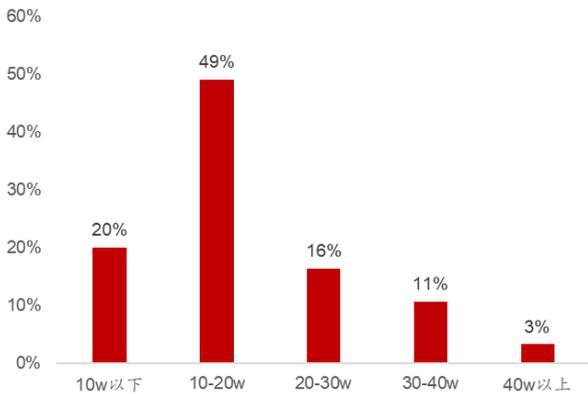
来源: iFinD, 乘联会, 中泰证券研究所

三、成长逻辑-内需：主流赛道纯电+增程双轮驱动，极致性价比下竞争优势稳固

内需成长逻辑-赛道优质①：锚定空间大且电动化渗透率低的主流市场

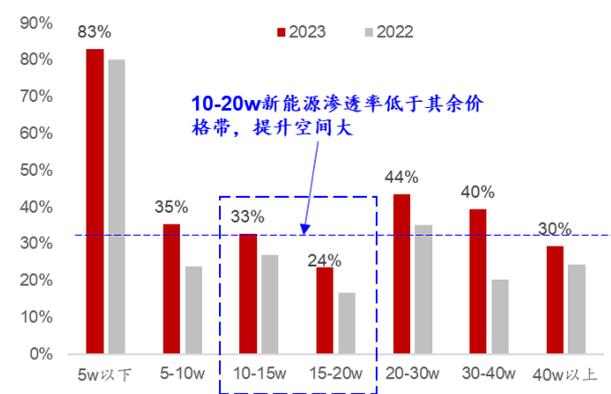
- 10-20 万元市场新能源渗透率具较大提升空间；2023 年 10-20 万元销售占比为 49%，10-15 万元/15-20 万元价格带新能源渗透率为 33%/24%，低于其余价格带，仍具较大提升空间。

图表 19: 10-30 万元主流消费市场空间容量达 60%+ (2023 年)



来源：崔东树公众号，中泰证券研究所

图表 20: 主流市场新能源渗透率仍具较大提升空间



来源：崔东树公众号，中泰证券研究所

内需成长逻辑-赛道优质②：10-20 万元市场以燃油为主，新能源替代空间大

- 公司所处价格带呈现以下趋势：
 - 1) 销量 TOP20 除比亚迪及 AION Y 外无其余新能源产品，燃油份额较高；
 - 2) 从自主竞争角度看；公司产品外观更加个性，与比亚迪客群存差异化，客群与长安及吉利银河 L7 相近；
 - 3) 从替代合资角度看；比亚迪销量已稳固领先，公司及长安、吉利将共同替代其余合资燃油市场，且随 C16 推出，公司在此价格带产品供给更多。

图表 21: 公司所处价格带以燃油车为主，自主可替代空间大

排名	车型	销量	品牌	能源类型
1	哈弗 H6	27,446	哈弗	燃油
2	长安 CS75 PLUS	23,910	长安	燃油
3	比亚迪 DM-i	21,951	比亚迪	混动
4	吉利银河 L7	15,231	吉利	混动
5	本田 CR-V	14,913	本田	燃油
6	奇瑞瑞虎 8	13,811	奇瑞	燃油
7	本田 CR-V	13,684	本田	燃油
8	AION Y	13,007	AION	纯电
9	本田 CR-V	12,619	本田	燃油
10	本田 CR-V	11,568	本田	燃油
11	长安 CS75 PLUS	11,266	长安	燃油
12	奇瑞瑞虎 8	11,204	奇瑞	燃油
13	吉利银河 L7	9,770	吉利	混动
14	长安 CS75 PLUS	9,761	长安	燃油
15	本田 CR-V	9,324	本田	燃油
16	吉利银河 L7	9,219	吉利	混动
17	本田 CR-V	8,199	本田	燃油
18	吉利银河 L7	8,043	吉利	混动
19	本田 CR-V	7,424	本田	燃油
20	本田 CR-V	6,419	本田	燃油
21	本田 CR-V	6,218	本田	燃油
22	本田 CR-V	5,705	本田	燃油
23	本田 CR-V	5,670	本田	燃油
24	本田 CR-V	5,135	本田	燃油
25	本田 CR-V	4,795	本田	燃油
26	本田 CR-V	4,751	本田	燃油
27	本田 CR-V	4,744	本田	燃油
28	本田 CR-V	4,646	本田	燃油
29	本田 CR-V	4,487	本田	燃油
30	本田 CR-V	4,016	本田	燃油

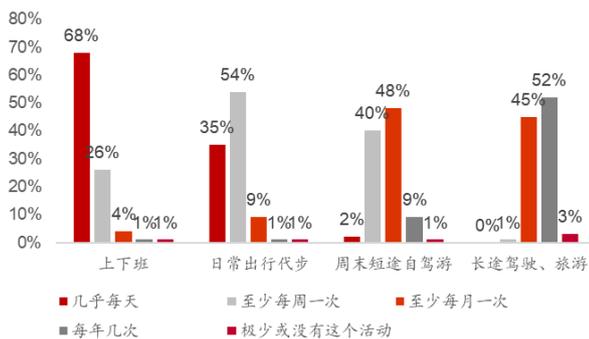
新能源车以蓝色虚线框标注
公司产品以红色虚线框标注
部分合资存新能源车型(如 CR-V 混动版)但销量占比很低，因此仍视为燃油产品

资料来源：懂车帝，中泰证券研究所；注：参考懂车帝 2024 年 3 月，10-15 万元级别 SUV 销量排行榜

内需成长逻辑-增程产品①：与增程相比，纯电存里程焦虑及售价劣势

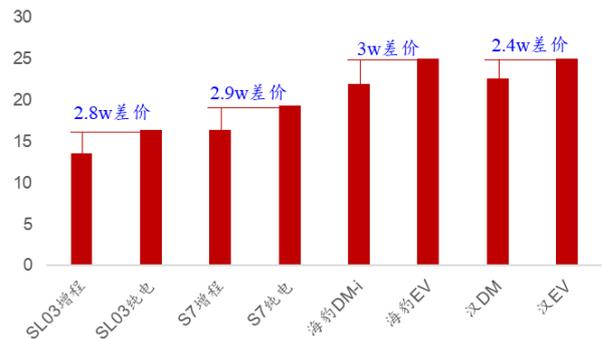
- 多数消费者仍具长途出行需求，具里程焦虑；根据统计，45%的私家车主每月至少一次长途驾驶或旅游，52%的私家车主每年至少进行几次长途驾驶或旅游。长途出行仍是刚需场景，而纯电车型续航里程及补能效率较低，用户仍存里程焦虑。
- 电池成本使纯电车价较高；较高的电池成本促使纯电终端售价较高，相同车型纯电版本较混动售价贵2万元左右甚至更高。

图表 22: 私家车主出行场景分布



来源：国民出行绿皮书，中泰证券研究所

图表 23: 电池成本促纯电动车型价格较高 (万元)

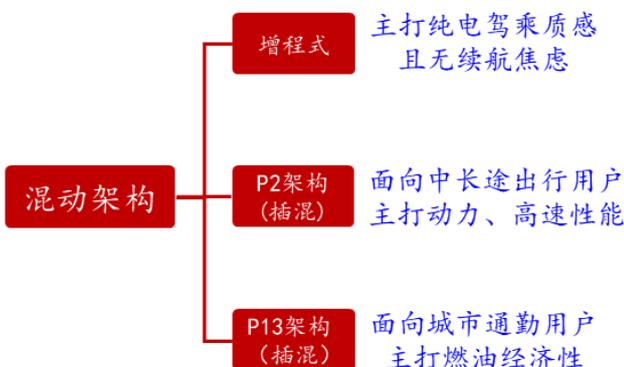


来源：懂车帝，中泰证券研究所

内需成长逻辑-增程产品②：增程与插混错位竞争，且成本更低

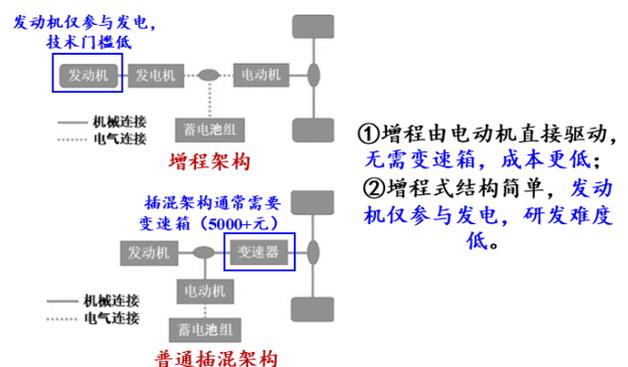
- 主流混动架构各有侧重，方案间无高低优劣之分；①增程：纯电驾驶体验；②P2架构：动力、高速性能；③P13架构：低馈电油耗。因此消费者根据自身需求及偏好按需选择，增程与其余混动架构形成错位竞争。
- 增程比插混成本更低，开发周期更短；插混架构需要考虑发动机的介入时机、切入和退出时的流畅性以及其余工况下的工作状态，技术难度较高，并且通常需要变速箱（ASP 5000+元）。增程架构中发动机仅参与发电，技术难度及成本更低，并且取消了变速箱，整体成本进一步下降。

图表 24: 不同混动架构侧重点不同



来源：汽车之家，IT之家，中泰证券研究所

图表 25: 增程成本及技术难度低于插混



来源：腾讯新闻，中泰证券研究所

内需成长逻辑-增程产品③：增程+纯电并行保障销量最大化

- 主流市场分价格带纯电+增程销售占比具差异；纯电在 10-15 万元及 20-30 万元价格带占比较高（均在 20-30%），增程在 15-20 万元价格带销售占比较高（近 20%），纯电与增程优势价格带不同。
- 纯电+增程双能战略具显著优势；公司纯电+增程两种技术路径并行，在 10-15 万元以及 15-20 万元价格带均有纯电及增程布局，凭借性价比+纯电/增程并行策略，公司可保障产品销量最大化。

图表 26: 分价格带纯电市占率情况

纯电动	2020年	2021年	2022年	2023年	2024汇总	2024		
						1月	2月	3月
40万以上	1.6%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	1.3%	1.2%	2.1%
30-40万	3.7%	4.4%	4.0%	7.3%	8.6%	8.6%	10.0%	7.9%
20-30万	23.1%	24.5%	22.4%	22.9%	23.7%	22.0%	23.1%	25.6%
15-20万	13.5%	9.1%	10.2%	9.3%	9.4%	8.7%	8.8%	10.4%
10-15万	25.9%	20.8%	28.5%	28.7%	27.8%	27.4%	25.9%	29.1%
5-10万	19.9%	18.7%	17.5%	19.2%	18.1%	19.9%	19.7%	15.7%
5万以下	12.4%	21.1%	15.8%	11.1%	10.8%	12.1%	11.3%	9.3%

来源：崔东树公众号，中泰证券研究所

图表 27: 分价格带增程/插混市占率情况

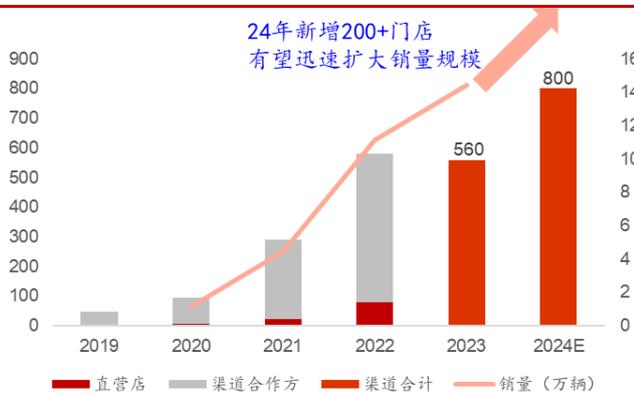
纯电动	2020年	2021年	2022年	2023年	2024汇总	2024		
						1月	2月	3月
40万以上	1.6%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	1.3%	1.2%	2.1%
30-40万	3.7%	4.4%	4.0%	7.3%	8.6%	8.6%	10.0%	7.9%
20-30万	23.1%	24.5%	22.4%	22.9%	23.7%	22.0%	23.1%	25.6%
15-20万	13.5%	9.1%	10.2%	9.3%	9.4%	8.7%	8.8%	10.4%
10-15万	25.9%	20.8%	28.5%	28.7%	27.8%	27.4%	25.9%	29.1%
5-10万	19.9%	18.7%	17.5%	19.2%	18.1%	19.9%	19.7%	15.7%
5万以下	12.4%	21.1%	15.8%	11.1%	10.8%	12.1%	11.3%	9.3%

来源：崔东树公众号，中泰证券研究所

内需成长逻辑-渠道扩张：经销为主，2024 年门店数量增加 200 家

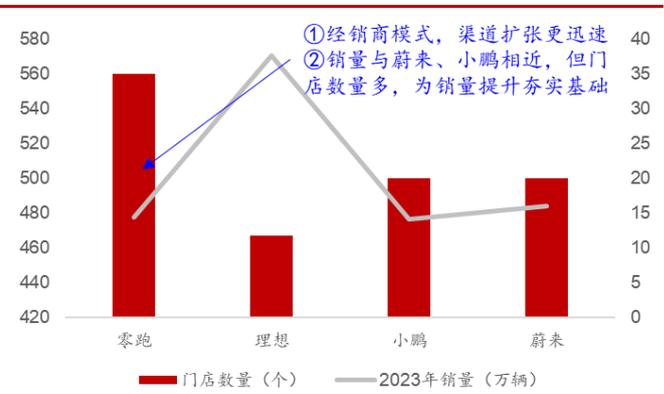
- 经销为主加速门店扩张，24 年渠道扩张或将拉动销量；公司直销+经销模式促使渠道快速扩张，从 2019 年仅 49 家门店扩张至 2023 年的 560 家，加速渗透主流市场。2023 年渠道数量维持稳定且销量同比+30%，2024 年预计新增 200+家渠道，有望催化销量提振增速。
- 高门店保有量夯实销量增长基础；当前公司销量与蔚来、小鹏相近，但门店数量显著高于其余新势力，较高渠道保有量将为销量快速增长提供土壤。

图表 28: 24 年渠道加速扩张有望显著拉动销量成长 (左轴: 个, 右轴: 万辆)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 29: 2023 年新势力门店数量及销量 (左轴: 个; 右轴: 万辆)



来源：IT之家，Marklines，公司公告，中泰证券研究所

内需成长逻辑-极致性价比①：同级别中配置优秀

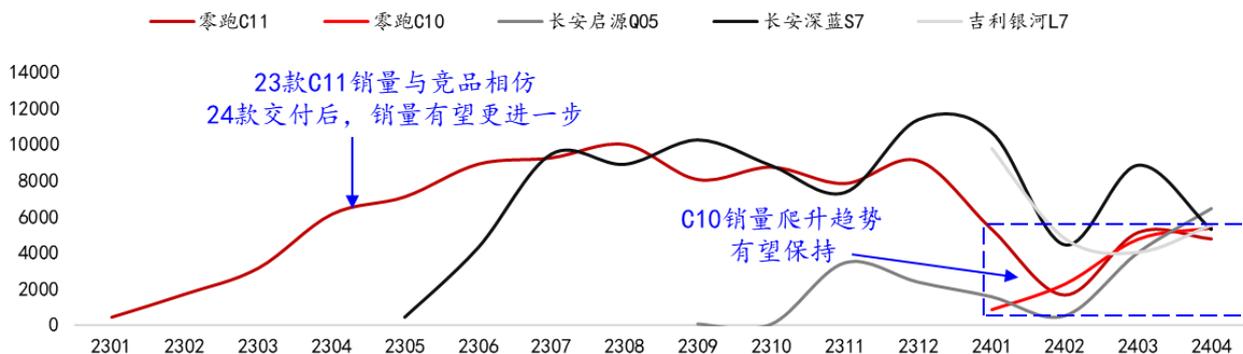
- **零跑 C10/C11 配置优秀**；24 款 C10/C11 智驾芯片选用自研凌芯 01/英伟达 OrinX，座舱芯片选用高通骁龙 8155/8295，同级领先。此外高配车型标配 1 颗激光雷达，同级最优。此外在轴距、动力性能等方面同样处于领先水平。
- **后续销量有望持续提升**；C11 及 23 款 C10 当前月销量约 4500-5000 辆，与竞品相仿，24 款 C10 开始交付后，凭借同级最优的智能化配置，后续销量有望得到提升。

图表 30: C10、C11 增程版与竞品参数配置对比

车型	零跑C10增程	零跑C11增程	启源Q05	深蓝S7增程	银河L7
图片					
价格(万元)	13.58-16.58	14.88-18.58	9.69-11.39	13.99-16.99	11.37-16.57
动力形式	增程	增程	插混	增程	插混
纯电续航(km)	210	200/300	60/125	121/200	55/115
综合续航(km)	1190	1110/1210	1215	1040/1120	1310/1370
长*宽*高(mm)	4739x1900x1680	4780x1905x1675	4539x1865x1680	4750x1930x1625	4700x1905x1685
轴距(mm)	2825	2930	2656	2900	2785
电动机总扭矩(N·m)	320	360	330	320	338
电动机总功率(kW)	170	200	140/158	175	107
馈电油耗(L/100km)	5.1	5.2	5.3	4.95/5.6	5.23
百公里加速(秒)	7.68	7.8/8.3	7.3/8.1	7.6/7.7	-
辅助驾驶芯片	凌芯01/Orin X	凌芯01/Orin X	-	地平线征程3	-
车载智能芯片	高通骁龙8155/8295	高通骁龙8295P	联发科MT8666	高通骁龙8155	高通骁龙8155
摄像头数量	5/6/12	8/9/10/15	2/4/5/6	4/7	5/6/7
超声波雷达数量	4/12	12	3/12	4/6	6/12
毫米波雷达个数	0/3/5	3/5	0/1/3	0/3	0/5
激光雷达	0/1	0/1	0	0	0

资料来源：懂车帝，汽车之家，网易汽车，中泰证券研究所 注：续航参考 CLTC 工况

图表 31: C10、C11 与竞品销量对比(辆)



资料来源：Marklines，中泰证券研究所 注：图中零跑C11/C01及深蓝S7包含纯电+增程销量

内需成长逻辑-极致性价比②：NAC 或是智驾与平价最优解

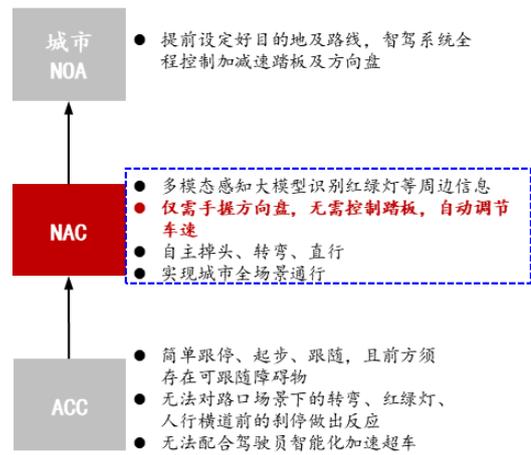
- 同价格带下智能化高配置；同价格带中，零跑 C10 是唯一搭载 Orin-X+激光雷达硬件的高阶驾驶辅助系统的车型，同时配备高通骁龙 8295，智能化水平领先。
- NAC 功能介于 NOA 和 ACC 之间；NAC 解决了传统 ACC 在路口或弯道适应能力不足，驾驶员频繁干预导致系统退出的问题，在无高精地图状态下，智能识别障碍物信息，自动调节车速，驾驶员无需控制踏板，只需控制方向盘。

图表 32: 零跑 C10 与竞品智能驾驶能力对比

	零跑C10	比亚迪宋 PLUS DM-i	深蓝S7i	银河L7
图片				
售价 (万元)	16.58	16.98	17.49	16.57
辅助驾驶芯片	Orin X	-	地平线征程3	-
智驾芯片算力 (TOPS)	254	-	5	-
车机芯片	高通骁龙8295	-	高通骁龙8155	高通骁龙8155
巡航系统	定速/自适应/全速/NAC (全时ACC)	定速/自适应/全速	定速/自适应/全速	定速/自适应/全速
自动变道辅助	✓	-	✓	✓ (选配)
匝道自动驶出 (入)	✓	-	✓	✓ (选配)
自动泊车	✓	-	✓	✓ (选配)

来源：懂车帝，新浪汽车，中泰证券研究所

图表 33: 城市 NOA、NAC、ACC 对比



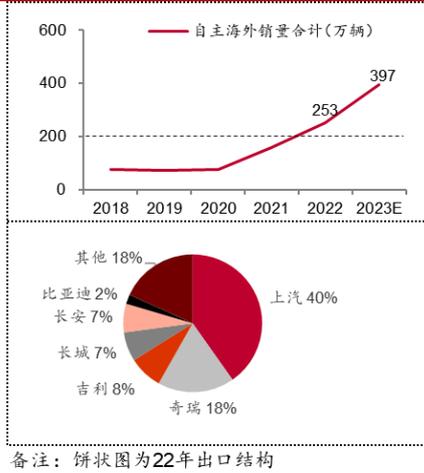
来源：零跑汽车公众号，电子工程专辑，中泰证券研究所

四、成长逻辑-出口：Stellantis 渠道助力海外率先卡位并保障盈利

自主出口存显著增量：中长期 1000 万出口量确定性强

- 自主出口未来增速持续约 40%，中长期 1000 万出口量确定性强。
 北美/欧洲市场；潜在贸易限制国家，但盈利能力强。考虑西方市场贸易限制风险，预计出口远期市占率趋近 3-5%。
 东南亚等其他市场；非贸易限制国家，奠定出口基本盘。随着海外产能释放，预计出口远期市占率趋近 40%。

图表 34: 22 年出口量已快速突破 200 万辆



来源：Wind，中汽协，Marklines，中泰证券研究所

图表 35: 未来海外市场出口有望超过千万辆，预计占比批发销量 35%左右

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	远期 (仅参考)
北美市场(万辆)	2139.7	2097.3	1752.8	1829.5	1703.5	1891.3	2269.6
北美市占率	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	1.2%	3.0%	5.0%
欧洲市场(万辆)	1956.1	1972.6	1534.0	1540.3	1201.6	1723.3	2068.0
欧洲市占率	2.0%	2.1%	2.6%	3.3%	4.3%	5.0%	8.0%
日韩市场(万辆)	707.7	697.3	646.9	615.3	586.7	665.7	798.8
日韩市占率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	1.0%	3.0%
其他市场(万辆)	1651.5	1554.6	1237.8	1425.1	1372.3	1603.9	1924.7
其他市占率	1.2%	1.7%	2.5%	3.9%	3.4%	15.4%	40.0%
自主海外销量合计	75.8	72.5	76.0	160.2	252.5	396.7	1072.8
出口yoy		-4%	5%	111%	58%	57%	30-40%
海外市占率	1.2%	1.1%	1.5%	3.0%	5.2%	6.7%	15.2%
批发销量 (含出口,万辆)	2368.2	2146.1	2013.7	2145.2	2348.8	2562.6	3075.1
批发销量yoy		-9.4%	-6.2%	6.5%	9.5%	9.1%	2-3%
出口/批发销量	3.2%	3.4%	3.8%	7.5%	10.8%	15.5%	34.9%

持续高增 趋向 35%

来源：Wind，中汽协，Marklines，中泰证券研究所

自主出口利润空间大：整车出口海外利润更高

- 整车出口终端售价为 FOB 价格与各费用加成；海外终端售价定价策略为国内 FOB+各类费用，通常情况下海运费、关税、保险费以及经销商让利水平较为稳定，因此 FOB 价格决定出口车型盈利水平。
- 海外市场消费能力保障高盈利水平；以国内终端售价约 15 万元车型为例，海外终端售价约 27 万元（以低关税地区为例），反算后得出 FOB 价格约 16 万元。由于相同产品国内生产成本相同，因此出口单车存更高额外利润。

图表 36: 自主品牌整车出海定价环节及盈利能力测算（人民币元）

海外定价	价格变动		备注
海外终端售价	270000	290000	不考虑增值税的售价
减：到港后经销商让利	30000	30000	对二级经销商让利
减：到港后分公司让利	15000	15000	对海外分公司让利
减：保险/仓储/费用/管理费用	24000	24000	保险、仓储、质保预留、海外公司管理费等
	低关税地区	高关税地区	
减：关税	18000	51690	高关税地区按30%，低关税地区按10%
减：海运费	15000		单车海运费
FOB（离岸价）	165000	157300	FOB定价策略是利润高低的决定性因素
国内定价			
国内生产成本	110000-120000		
国内终端售价	150000		

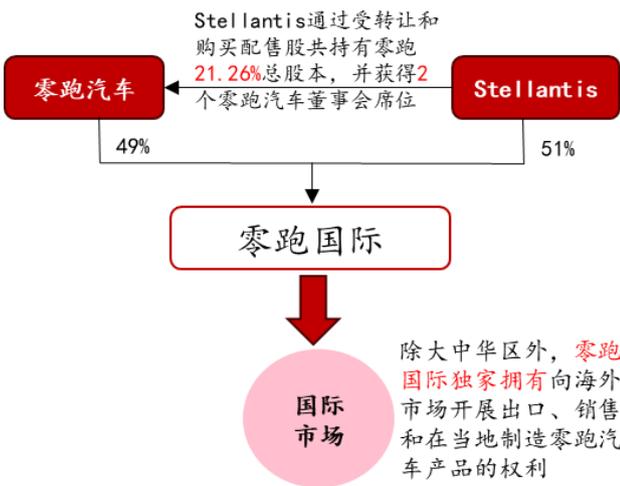
国内生产成本约11-12万元，终端售价15万元，毛利3-4万元
出口FOB约16万元，减去生产成本，约有4万元净利

来源：Marklines，中泰证券研究所

公司与 Stellanti 合资成立零跑国际，正式开启出海进程

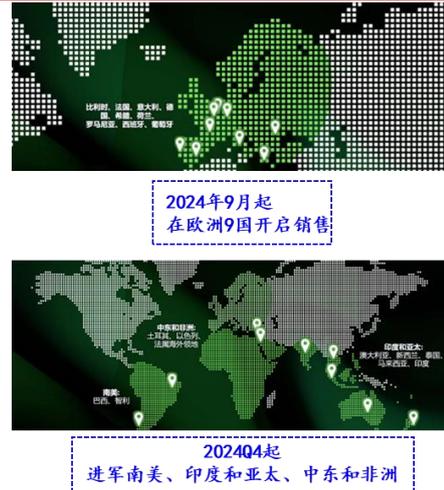
- **Stellantis 入股零跑，并合资成立零跑国际**；2023 年 11 月 20 日，Stellantis 以 15 亿欧元获得零跑汽车 21.26% 的股权及 2 个董事会席位。并于 5 月 14 日宣布合资公司零跑国际正式组建完成。
- **2024 年 9 月正式开启海外销售**；2024 年 9 月起，零跑国际将在在欧洲 9 国开启销售，并计划年底前将其在欧洲的销售网点扩展至 200 家。2024Q4 起将进军印度和亚太、中东和非洲及南美。

图表 37: 零跑国际股权架构图



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 38: 零跑国际将开启公司出海进程

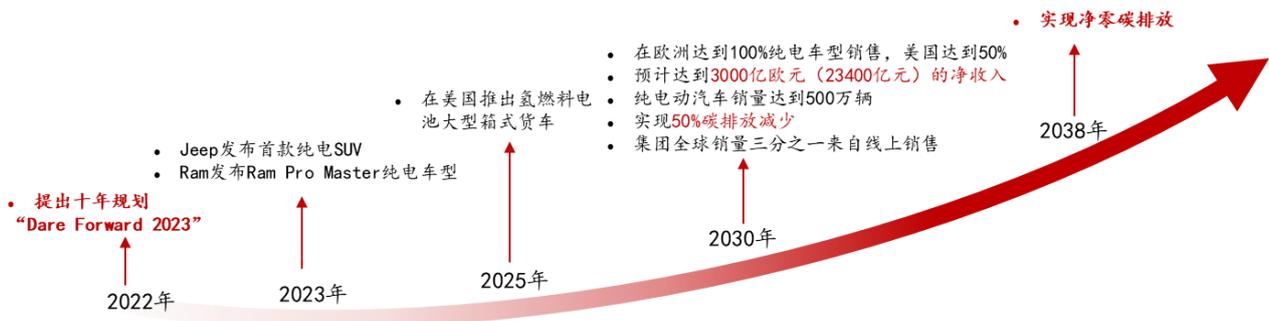


来源：新浪汽车、中泰证券研究所

Stellantis 2030 年纯电销量目标 500 万，与公司新能源属性契合

- **Stellantis 发布碳排放目标**；为减缓气候变化，计划于 2038 年实现净零碳排放。其中，到 2030 年集团将减少 50% 的碳排放。
- **Stellantis 计划 2030 年实现全球纯电销量 500 万辆，与公司产品契合**；Stellantis 计划 2030 年年底，欧洲售出所有汽车均为纯电车型，美国售出中 50% 为纯电车型。2030 年集团将有超 75 款纯电车型，全球范围内纯电年销量达 500 万台。而公司作为新能源品牌，与 Stellantis 目标相契合。

图表 39: Stellantis 2022 年-2038 年碳排放规划图



来源：Stellantis 官网、中泰证券研究所

Stellantis 优势①：旗下品牌矩阵丰富，整合经验足

- **Stellantis 为全球第四大汽车集团**；2023 年，Stellantis 全球汽车销量达 616.8 万辆，全球排名领先。公司旗下拥有 14 个知名汽车品牌（阿巴特、阿尔法·罗密欧、克莱斯勒、雪铁龙、道奇、DS、菲亚特、Jeep、蓝旗亚、玛莎拉蒂、欧宝、标致、RAM 和沃克斯豪尔）和 2 个移动出行服务单元，以上品牌历史悠久，Stellantis 与其合作经验丰富。

图表 40: Stellantis 旗下车型品牌概览


来源：Stellantis 官网，中泰证券研究所

图表 41: Stellantis 旗下车型品牌历史悠久

品牌	起源地	建立时间
DS Automobiles	France	2014
Ram	United States	2010
Abarth	Italy	1949
Jeep	United States	1943
Chrysler	United States	1925
Citroën	France	1919
Dodge	United States	1914
Maserati	Italy	1914
Alfa Romeo	Italy	1910
Lancia	Italy	1906
Fiat	Italy	1899
Opel	Germany	1862
Vauxhall	United Kingdom	1857
Peugeot	France	1810

来源：美股之家，中泰证券研究所

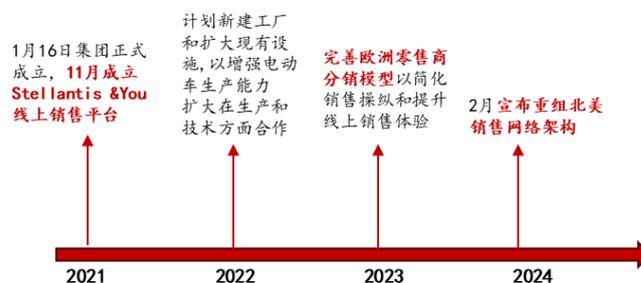
Stellantis 优势②：海外销售渠道网络建设完善

- **三年整合，Stellantis 海外渠道日益成熟完善**；2021 年 FCA 集团和 PSA 集团签署合并协议正式成立 Stellantis 集团后，对原有两家企业的渠道资源进行整合和完善，并逐渐在北美、欧洲、非洲和中东、南美和亚太地区建立起了庞大的销售生产网络。此外 2021 年，Stellantis 推出 Stellantis & You 数字化一站式商店，方便客户可以找到 Stellantis & You 全套销售服务、包括新车和二手车、电子预定、售后和租赁服务，并计划至 2030 年约三分之一的车型是线上销售。

图表 42: Stellantis 在各主要地区的销售生产网络

地区	销售网络	生产设施
北美	2600 个经销商网络	在美国、加拿大、墨西哥均设有生产设施
欧洲	拥有经销商、独立经销商、零售商和授权工作站	主要位于法国、德国、意大利、西班牙和英国
中东和非洲	通过 100% 拥有的子公司或通过 DPCA 向当地独立经销商销售	-
南美	通过品牌经销商分销，分销商通常经营多家门店	-
亚太	通过 100% 拥有的子公司或通过 DPCA 向当地独立经销商销售	-

来源：Stellantis 官网，中泰证券研究所

图表 43: Stellantis 渠道整合进程


来源：Stellantis 官网，中泰证券研究所

Stellantis 优势③：海外多地区市占率高，公司有望通过其渠道实现快速卡位

- **Stellantis 在全球多市场排名靠前，可助力公司率先卡位提份额；**据 2023 年销量数据，Stellantis 在北美、欧洲、中东等、南美等国家的市场排名分别为第 5、第 2、第 2、第 1。预计凭借 Stellantis 的成熟渠道，公司可在海外市场实现提前卡位，拥有先发优势。

图表 44: Stellantis 2022 年和 2023 年各大洲销量情况

地区	2022销量 (万辆)	2023销量 (万辆)	YOY	2022年市占率	2023年市占率	YOY	地区主要市场排名
北美	179.1	178.2	-0.5%	10.7%	9.6%	-1.1pct	5 (美国市场)
欧洲	257.0	271.7	5.7%	18.3%	16.8%	-1.5pct	2 (欧盟27国, 加冰岛、挪威、瑞士和英国, 除去马耳他)
中东、非洲	41.5	61.4	48.0%	12.0%	14.8%	+2.8pct	2 (包括土耳其、摩洛哥等)
南美	84.4	87.9	4.1%	23.2%	23.5%	+0.3pct	1 (巴西市场)
中国、印度及亚太地区	19.7	15.9	-19.3%	0.5%	0.4%	-0.1pct	/

来源: Stellantis 2023 年报、中泰证券研究所

图表 45: Stellantis 2022 年和 2023 年各大洲各主要国家销量情况

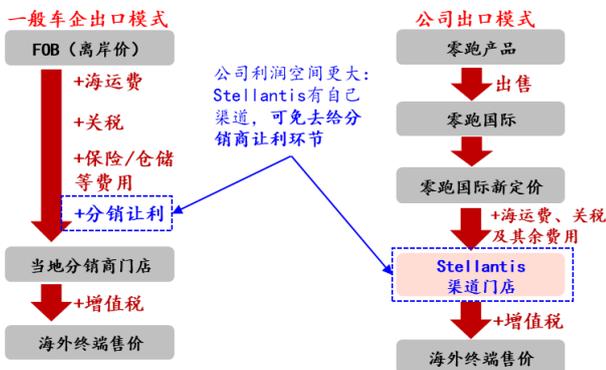
细分国家情况销量和市占率 (主要国家)							
	主要国家	2022销量 (万辆)	2023销量 (万辆)	YOY	2022市占率	2023市占率	YOY
北美	美国	154.7	152.7	-1.3%	11.0%	9.6%	-1.4pct
	加拿大	16.9	15.8	-6.5%	11.4%	9.5%	-1.9pct
	墨西哥	7.4	9.7	31.1%	6.6%	6.8%	+0.2pct
欧洲	法国	62.0	63.4	2.3%	33.1%	29.4%	-3.7pct
	意大利	53.5	59.1	10.5%	36.3%	33.6%	-2.7pct
	德国	37.1	38.9	4.9%	12.9%	12.5%	-0.4pct
	英国	26.8	31.3	16.8%	14.1%	13.9%	-0.2pct
	西班牙	21.3	22.1	3.8%	22.9%	20.2%	-2.7pct
中东等	土耳其	25.0	41.9	67.6%	31.9%	34.0%	+2.7pct
南美	巴西	64.7	68.7	6.2%	32.9%	31.4%	-1.5pct
	阿根廷	11.7	12.0	2.6%	30.7%	28.2%	-2.5pct
亚太等	中国	9.4	6.9	-26.6%	0.4%	0.3%	-0.1pct
	日本	3.4	3.3	-2.9%	1.0%	0.8%	-0.2pct

来源: Stellantis 2023 年报、中泰证券研究所

Stellantis 优势④：公司通过其渠道出海，利润水平有望更高

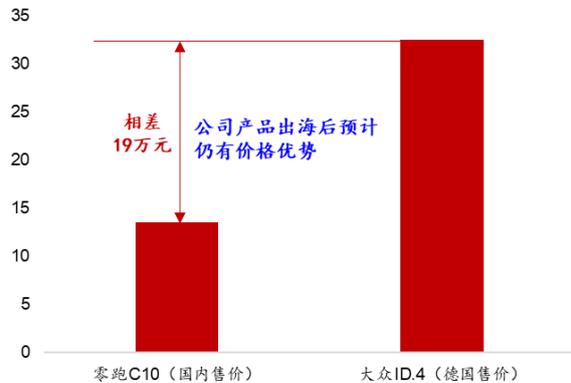
- **通过 Stellantis 渠道销售，免去分销商让利环节；**国内车企出海通常需要在海外当地寻求经销商合作以销售产品，而公司可凭借 Stellantis 自有渠道销售，免去让利环节，利润空间更大。
- **国内市场已验证产品性价比，出海优势更显著；**公司产品与海外在售竞品价格差距较大，出海后即使涨价，相比竞品或仍存价格优势。

图表 46: 公司产品出海利润空间更大



来源: 汽车之家, 外贸人, 搜狐汽车, 中泰证券研究所

图表 47: 零跑 C10 与大众 ID.4 欧洲起售价对比 (人民币万元)



来源: 懂车帝, 大众汽车德国官网, 中泰证券研究所

盈利预测

盈利预测

- **销量端：**公司 2023 年实现销量 14.4 万辆，随 2024 款 C01、2024 款 C11 以及 C16 车型开始上市交付，公司国内销量有望收到显著拉动，我们预计 2024-2026 年公司国内销量分别为 26.1/44.8/55.0 万辆。随 2024 年 9 月公司 T03 及 C10 车型开始出口，后续海外销量也有望成为公司销量新增长点，我们预计 2024-2026 年公司海外销量分别为 0.7/4.9/8.0 万辆。综上，预计 2024-2026 年公司整体销量分别为 26.8/49.7/63.0 万辆。
- **利润端：**公司坚持全域自研，且垂直整合能力强，因此规模效应对盈利能力助力明显，随公司销量提升，我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 6.4%/13%/15%。费用预计波动较小，随销量规模快速提升，后续费率或将得到下降。
- 我们预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 325.4/646.1/882.0 亿元，同比增速分别 94.3%/98.6%/36.5%；整体实现归母净利润-34.05/0.98/20.86 亿元。

图表 48：营收及盈利预测（亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
销量总计(万辆)	14.4	26.8	49.7	63.0
国内销量(万辆)	14.42	26.09	44.80	55.00
国外销量(万辆)	-	0.69	4.90	8.00
营收(亿元)	167.5	325.4	646.1	882.0
毛利率	0.5%	6.4%	13%	15%
销售费用率	10.8%	6.6%	4.5%	4.2%
行政费用率	5.9%	4.3%	3.0%	3.0%
研发费用率	10.8%	6.6%	5.5%	5.5%
归母净利润	-42.16	-34.05	0.98	20.86

来源：Wind，中泰证券研究所预测

估值与投资建议

- 选取同为港股上市的新势力车企理想、蔚来、小鹏作为可比公司；
- 根据我们预测，2024-2026 年公司营收分别为 325.4/646.1/882.0 亿元，2024-2026 年对应 PS 分别为 1.2/0.6/0.4，可比公司平均 PS 为 0.9/0.7/0.6。我们认为公司供应链垂直整合能力强，自研优势明显，且在出口方面存清晰增长预期，即合资公司零跑国际有望借助 Stellantis 渠道快速扩大海外销售规模，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 49：可比公司对比

代码	公司	市值 (亿元)	销售收入(亿元)			P/S		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2015.HK	理想汽车-W	1,925	2065.0	2976.6	3606.4	0.9	0.6	0.5
9866.HK	蔚来-W	804	838.3	1125.7	1089.5	1.0	0.7	0.7
9868.HK	小鹏汽车-W	541	591.9	890.8	1119.8	0.9	0.6	0.5
	平均					0.9	0.7	0.6
9863.HK	零跑汽车	376	325.4	646.1	882.0	1.2	0.6	0.4

来源：Wind，中泰证券研究所预测

注：市值选取 2024.05.16 数据，表中货币为人民币，按照 2024.05.16 港币汇率换算，可比公司数据选取 Wind 数据及 Wind 一致性预测

风险提示

- 行业层面-需求端：新能源渗透率放缓带来的行业增速变慢
- 行业层面-供给端：新车型供给增多导致行业竞争加剧
- 公司层面：新车型市场接受度不及预期
- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，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）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。