

汽车

投资建议： 强于大市（维持）

上次建议： 强于大市

从渠道看整车竞争格局变化

引言：渠道、销量、利润的三角循环

汽车销量是产品、品牌以及渠道三者综合实力的体现。本篇报告以汽车品牌的渠道、销量、财务数据入手，旨在厘清三者之间的作用效果。当产品力下滑，销量开始下降，经销商降价促销，影响车企利润和渠道利润，最终部分经销商选择退网，又会加速销量下滑；与之相反，产品力上升，销量提升，后续每一环节会反向而行，最终吸引更多的经销商加入，助推销量进一步提升。

渠道是销量、利润变化的加速器

产品力下滑，品牌的销量变化过程通常会经历见顶、缓慢下降、加速下降三个阶段。进入销量放缓的负循环时，车企多采取“以价换量”策略，初期奏效，但长期不可持续，ASP会明显下降。终端销量下滑导致车企和渠道利润受挤压，渠道库存系数高增，渠道经营持续承压。经销商数量变化滞后于品牌销量，经历扩网、见顶、退网三个阶段。渠道收缩或将反作用于销量，加速品牌销量下滑。

从当前渠道变化看未来整车格局演绎

当前经销商经营压力大，由于产品力变化，品牌经销商纷纷选择更换阵营。对比2022年4月和2024年5月，比亚迪增长最多，减少最多的则为丰田和大众品牌。经销商数量的变化也反应在销量和利润上，多数合资品牌的单车利润持续下滑，例如上汽大众、上汽通用、广汽本田、广汽丰田单车净利润分别从2022年的1.32/0.95/0.95/2.09万元下降到2023年的0.52/0.26/0.38/1.88万元。

投资建议：以渠道为矛，自主份额有望进一步提升

通过回顾部分品牌的渠道、销量和盈利变化，我们发现在三者之间往往相互作用，销量下滑之初会影响车企和渠道的利润，进而引发渠道收缩，销量下滑加速。当前该循环正在进一步重塑车企竞争格局，看好低端自主新能源超预期，出口+高端占比持续提升有望带动盈利水平提升的比亚迪；受益新车周期向上，有望迎来销量、份额双提升的吉利汽车；具备产品打造能力和领先电动智能技术的长安汽车；智能化水平稳步提升，销量有望兑现的理想汽车；渠道快速扩张+深耕智能化水平的小鹏汽车。

风险提示：乘用车销量不及预期；行业价格战加剧，渠道盈利持续承压。

相对大盘走势



作者

分析师：高登

执业证书编号：S0590523110004

邮箱：gaodeng@glsc.com.cn

分析师：陈斯竹

执业证书编号：S0590523100009

邮箱：chenszh@glsc.com.cn

相关报告

- 《汽车：智电加速升级，龙头行稳致远》2024.07.08
- 《汽车：车路云一体化试点公布，产业迎来规模化发展机遇》2024.07.03

正文目录

1. 引言：渠道、销量、利润的三角循环.....	3
2. 渠道是销量、利润变化的加速器.....	3
3. 从当前渠道变化看整车格局未来演绎.....	9
4. 投资建议：以渠道为矛，自主份额有望进一步提升.....	14
5. 风险提示.....	14

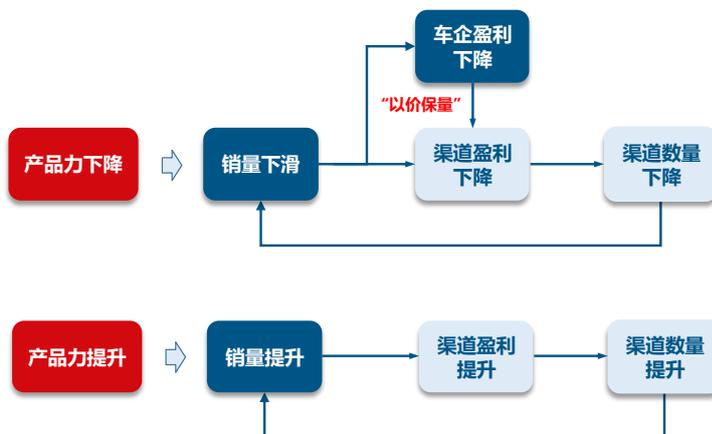
图表目录

图表 1：“销量-渠道-利润”循环逻辑图.....	3
图表 2：2011-2023 年福特、现代品牌在中国销量情况(万辆).....	4
图表 3：2011-2023 年本田、丰田、大众在中国销量情况(万辆).....	4
图表 4：2016-2018 年 11 月期间，长安福特新车型发布停滞.....	4
图表 5：长安福特销量 2017 年首次下滑，随后进入退坡加速期.....	5
图表 6：2012-2018 年长安福特销量及 ASP 情况.....	5
图表 7：2011-2017 年北京现代销量及 ASP 情况.....	5
图表 8：2018 年销量加速下滑后，首次录得单车利润为负.....	6
图表 9：2012-2023 年长安福特经销商库存情况.....	6
图表 10：广汇汽车北方区域长安福特品牌收入情况.....	6
图表 11：长安福特经销商不断退网（家）.....	7
图表 12：单店销量持续恶化（辆）.....	7
图表 13：2022 年广汽本田门店数量下滑导致 2023 年广本销量下滑加速.....	8
图表 14：单车 ASP 和单车利润均进入下滑趋势.....	9
图表 15：2018-2023 年经销售盈利情况.....	9
图表 16：2021-2023 年经销商利润结构.....	9
图表 17：2022 年 4 月 VS 2024 年 5 月各家车企渠道数量变化.....	10
图表 18：2022 年 4 月 VS 2024 年 5 月各品牌店效及渠道门店数变化情况.....	11
图表 19：单车利润下滑导致单店盈亏平衡销量右移.....	11
图表 20：2023 年广汽本田、丰田销量下滑加速.....	12
图表 21：广汽本田、丰田单车收入开始下滑(万元).....	12
图表 22：广汽本田、丰田单车净利润(万元).....	12
图表 23：2019-2022 年广汽本田、广汽丰田门店数量（家）.....	13
图表 24：2018-2023 广汽本田渠道库存情况.....	13
图表 25：2018-2023 广汽丰田渠道库存情况.....	13
图表 26：2016-2023 年主要合资品牌单车盈利情况（万元）.....	14

1. 引言：渠道、销量、利润的三角循环

汽车销量是产品、品牌以及渠道三者综合实力的体现。本篇报告以汽车品牌的渠道、销量、财务数据入手，旨在厘清三者之间的作用效果。当产品力下滑，销量开始下降，经销商降价促销，影响车企利润和渠道利润，最终部分经销商选择退网，又会加速销量下滑；与之相反，产品力上升，销量提升，后续每一环节会反向而行，最终吸引更多的经销商加入，助推销量进一步提升。

图表1：“销量-渠道-利润”循环逻辑图

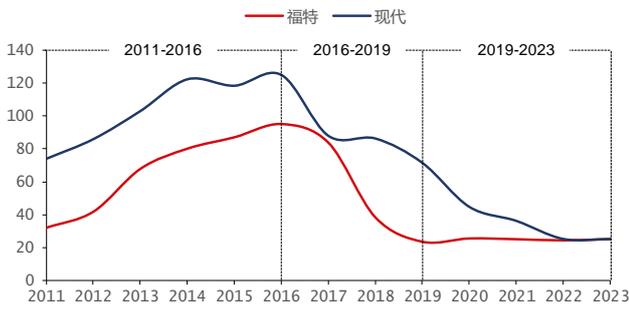


资料来源：国联证券研究所绘制

2. 渠道是销量、利润变化的加速器

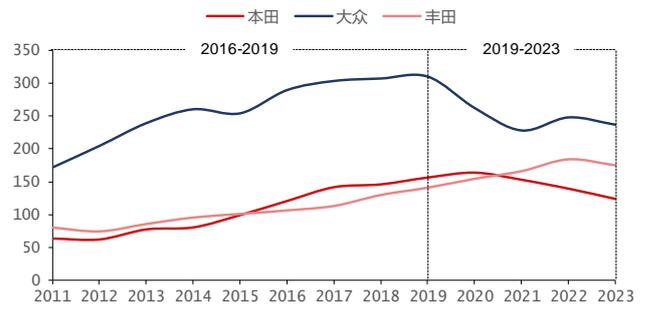
通过复盘部分品牌在中国的发展历程，从产品力、销量、渠道变化三个维度进行分析，我们发现当产品力下滑，品牌的销量变化过程通常会经历见顶、缓慢下降、加速下降三个阶段。根据销量下滑发生的时间，可将这些品牌大致分为两大类：1) 产品力率先出现下滑的福特和现代，2016 年两者销量同时见顶，但两者在销量消退节奏上略有差异。其中，福特品牌销量 2017 年小幅下滑，随后进入加速下滑阶段；现代品牌销量 2017 年先经历了较大幅度下滑，2018 年小幅反弹之后再持续下探至 2022 年初步见底。2) 产品力较强的大众、丰田、本田，2019、2020、2022 年相继见顶，其中大众品牌销量连续下滑两年后幅度放缓，本田品牌在销量见顶之后仍持续下滑。

图表2：2011-2023 年福特、现代品牌在中国销量情况 (万辆)



资料来源：Marklines，国联证券研究所

图表3：2011-2023 年本田、丰田、大众在中国销量情况 (万辆)



资料来源：Marklines，国联证券研究所

当车企换代、新车发布节奏变慢，产品力开始下降。以长安福特为例，2012-2016 年销量上行期，长安福特国内车型密集发布共计 10 款新车。2016-2018 年期间，受福特母公司全球战略影响，长安福特新车型发布停滞，2017 年长安福特销量首次下滑。

图表4：2016-2018 年 11 月期间，长安福特新车型发布停滞

	发售年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
蒙迪欧（第四代）	2003		▲			○			
蒙迪欧-致胜（第三代）	2007					▲			
福克斯两厢	2005	▲			○			▲	
福克斯三厢	2006	▲			○			▲	
福克斯经典两厢	2012	▲				▲			
福克斯经典三厢	2012	▲		▲					
嘉年华三厢	2009		○			▲			
嘉年华两厢	2009		○			▲			
麦柯斯	2007			▲					
翼虎	2013		▲			○			
翼搏	2013		▲				○		
福睿斯	2014			▲				○	
锐界	2015				▲				
金牛座	2015				▲				

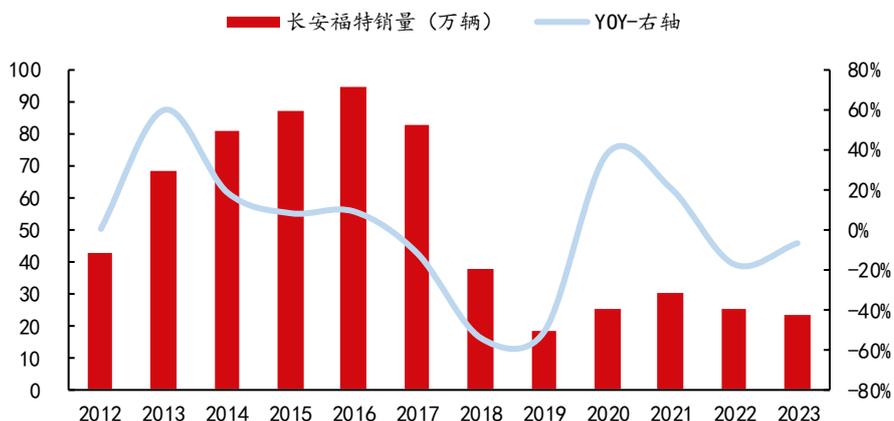
▲ 首发/换代 ○ 中期改款 ▲ 停产

资料来源：汽车之家，国联证券研究所

从销量层面来看，长安福特销量经历了典型的见顶、缓慢下降、加速下降三阶段。2012-2016 年，长安福特新车周期强劲，销量从 2012 年的 42.9 万辆增长至 2016

年的 94.4 万辆，4 年累计增长 120.2%。2016-2018 年，长安福特车型换代缓慢，新车发布停滞，导致产品竞争力落后。2017 年长安福特销量开始缓慢下滑至 82.8 万辆，同比下滑 12.3%。2018-2019 年销量下滑加速，销量分别为 37.8 万辆和 18.4 万辆，同比分别下降 54.4%和 51.3%

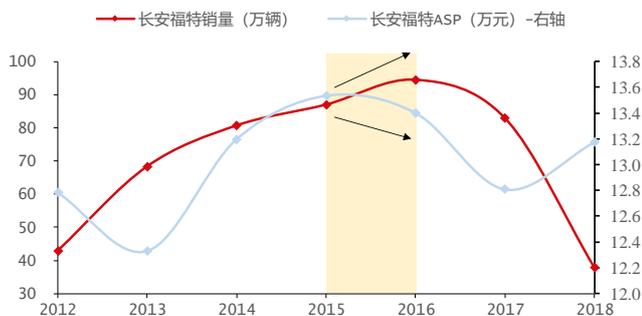
图表5：长安福特销量 2017 年首次下滑，随后进入退坡加速期



资料来源：ifind，公司公告，国联证券研究所

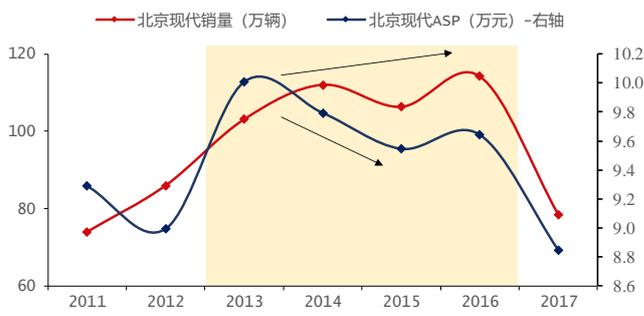
销量放缓的负循环时的领先指标，车企多采取“以价换量”策略，初期奏效，但长期不可持续，ASP 下滑通常较为领先。长安福特 2012-2015 年销量上升期，ASP 从 2013 年的 12.33 万元上升至 2015 年的 13.53 万元。2016 年是销量增速放缓以来 ASP 的首次下滑，“以价换量”策略效果有限，2017 年起长安福特销量进入下行期。北京现代首次 ASP 下滑出现在 2013 年，2013/2014 年分别完成销量 103.1 和 112.0 万辆，同比增长 19.9%和 8.7%，均实现正增长，“以价换量”策略卓有成效。2015 年短暂调整后，2016 年销量创历史新高，共售出 114.2 万辆，随后进入销量下行期。北京现代的 ASP 下调早于长安福特，最后阶段的销量增长主要通过降价刺激实现，。

图表6：2012-2018 年长安福特销量及 ASP 情况



资料来源：Marklines，国联证券研究所

图表7：2011-2017 年北京现代销量及 ASP 情况



资料来源：Marklines，国联证券研究所

量价齐跌，利润大幅下滑。2012-2015年，长安福特销量增长带来规模效应和ASP提升，利润大幅提升，单车净利润从0.75万增长至2.01万，净利润从32.1亿元增长至174.7亿元。2018年销量下滑加速，ASP受益高端品牌林肯上市带动略有提升，增加至13.17万元，而销量大幅退坡导致的规模效应大幅减弱，长安福特单车净利润下滑至-0.21万元，净利润下滑至-8.0亿元，首次出现亏损。

图表8：2018年销量加速下滑后，首次录得单车利润为负



资料来源：ifind，公司公告，国联证券研究所

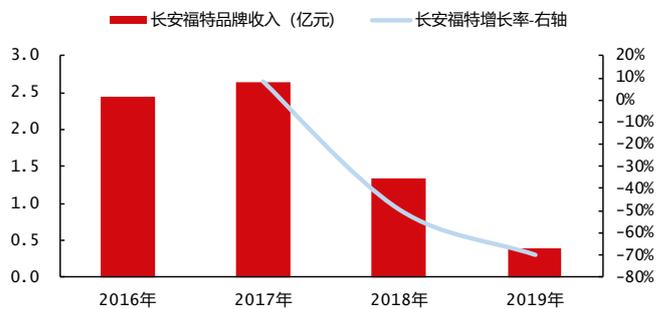
终端销量下滑导致渠道库存系数高增，渠道收入大幅下降。2017年长安福特的渠道库存达17.3万辆，同比提高9.8%，库存系数从2016年的2.02提升至2.55。从经销商收入来看，以广汇汽车北方区域的长安福特运营情况为例，2018年受销量大幅下降影响，长安福特品牌旗下门店仅贡献销售收入1.33亿元，相较2017年同比下降49.6%，经销商持续承压。

图表9：2012-2023年长安福特经销商库存情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表10：广汇汽车北方区域长安福特品牌收入情况

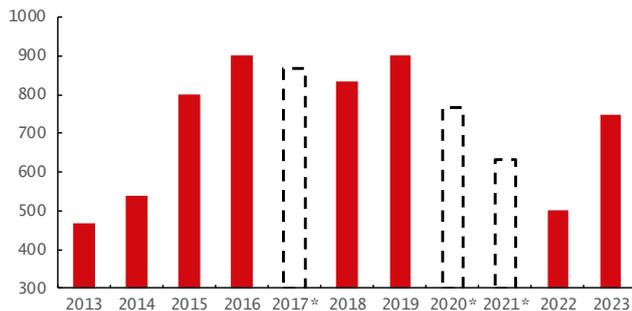


资料来源：交强险，Marklines，国联证券研究所

经销商数量变化滞后于品牌销量，经历扩网、见顶、退网三个阶段。2013-2016年长安福特销量上行期，经销商网络快速扩张，从2013年的466家增长至2016年的900家左右。2016-2018年在销量下滑、降价和库存高企三重压力下，最先退出的

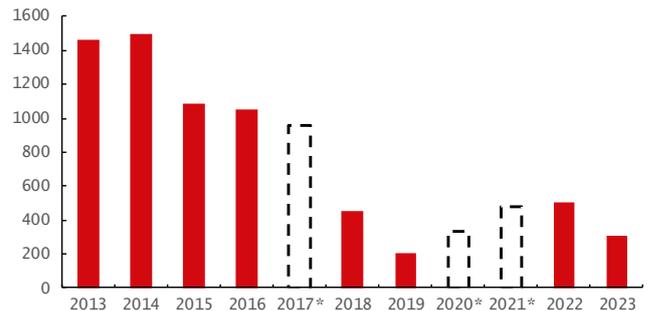
是一些效益较低、抗风险能力较差的经销商。长安福特渠道门店数量从 2016 年的约 900 家，下降至 2018 年的 834 家，共减少约 66 家经销商，总门店数仍在高位。2020-2022 年经销商退网加速，2022 年门店数量下滑至 500 家销售网点，相较 2019 年减少约 55.6%。从店效角度来看，2018 年平均单店年销量为 453 台，相较 2016 年下降约 56.8%，叠加单车盈利下滑，估计经销商单店净利润降幅更大，无法支撑经销商门店正常运营，经销商倾向选择退网。

图表11：长安福特经销商不断退网（家）



资料来源：，搜狐汽车，汽车之家，国联证券研究所
注：虚线部分依据已有数据等差推测。

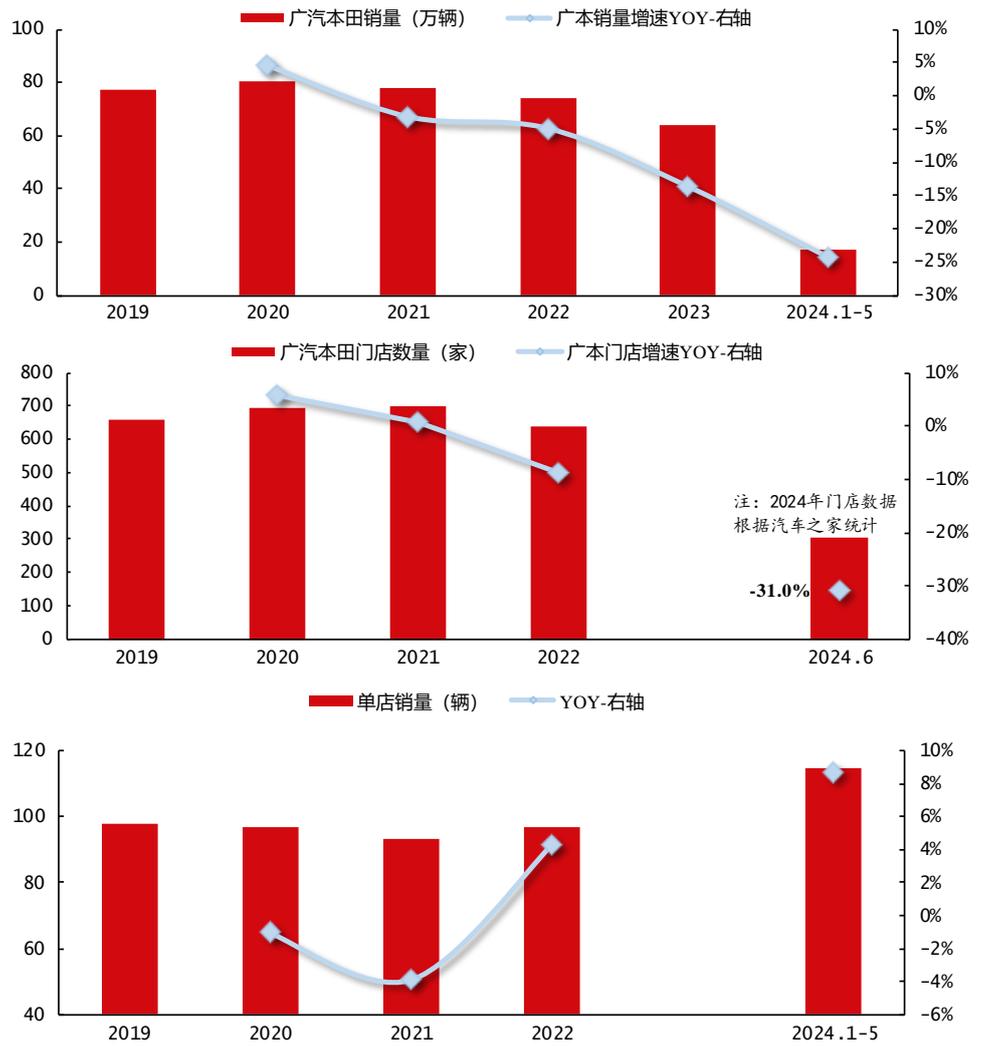
图表12：单店销量持续恶化（辆）



资料来源：，搜狐汽车，汽车之家，国联证券研究所

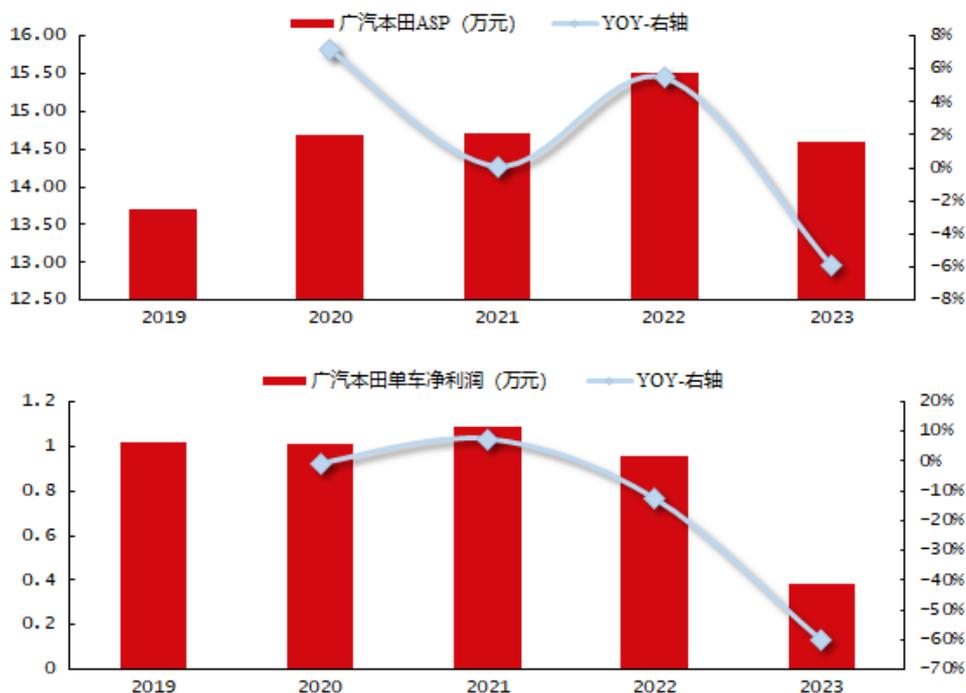
渠道收缩反作用于销量，加速品牌销量下滑。以广汽本田为例，2020 年广汽本田销量达到最高点 80.6 万辆，2021-2022 年销量以每年 5%左右的速度下滑。根据广汽丰田社会责任报告，2022 年经销商门店首次下滑，由 2021 年的 699 家减少至 2022 年的 637 家，净减少 62 家门店，同比下滑 9%。经销商数量的减少，加速广汽本田的销量下滑。2023 年广汽丰田全年销量为 64.0 万辆，同比减少 14%，下滑速度加快。销量下滑迅速传递到单车净利润，2022 年和 2023 年的单车净利润分别为 0.95 和 0.38 万元，同比下滑 12%和 60%，经销商和车企盈利状况持续承压。根据汽车之家和 Marklines 数据，2024 年 1-5 月广汽本田批发销量为 17.4 万辆，同比减少 24%，门店数量为 303 家，不到 2022 年官网披露门店数量的一半，销量或将进一步下滑。

图表13：2022年广汽本田门店数量下滑导致2023年广本销量下滑加速



资料来源：广汽本田社会责任报告，公司公告，汽车之家，国联证券研究所

图表14：单车 ASP 和单车利润均进入下滑趋势

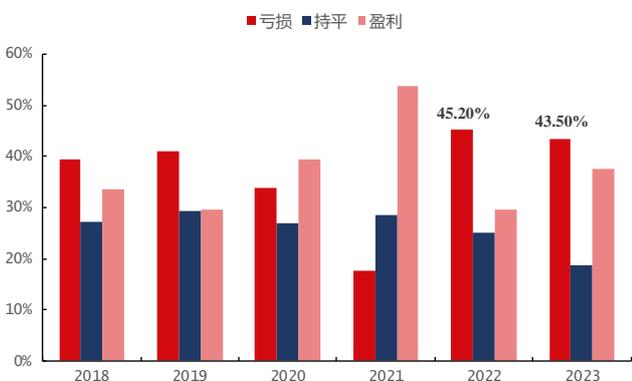


资料来源：ifind，公司公告，国联证券研究所

3. 从当前渠道变化看整车格局未来演绎

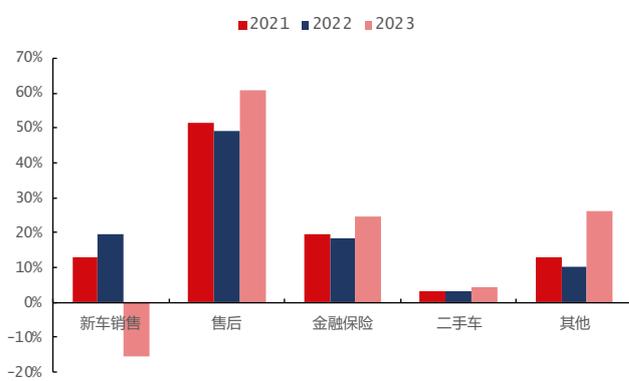
乘用车市场竞争加剧，“价格战”使得经销商盈利受挤压。2023 年受价格战影响，终端交易价格持续下探，渠道端利润不断收缩。根据中国汽车流通协会统计，2023 年 43.5%的经销商处于亏损状态，新车销售贡献负收益，占经销商整体盈利比重的-15.6%。

图表15：2018-2023 年经销商盈利情况



资料来源：中国汽车流通协会，国联证券研究所

图表16：2021-2023 年经销商利润结构



资料来源：中国汽车流通协会，国联证券研究所

受“销量-渠道-销量”双向驱动，经销商纷纷向销量增速较高的品牌集中。根据汽车之家数据，对比 2022 和 2024 年各品牌经销商数量，网点数量增速最快的前五

车企以自主、新势力为主，分别为比亚迪/理想/特斯拉/小鹏/长安门店数量分别增长171%/113%/97%/96%/81%，绝对值方面分别增加1842/252/218/345/1749家门店；而网点数量下降最多的车企分别为丰田和大众，分别减少了697和610家，下滑比例分别为46%和27%。

销量方面，渠道扩张最多的比亚迪2023年内销239万辆，同比提高49.1%；渠道收缩最多的丰田品牌内销121万辆，同比下滑11.6%。经销商退网相对销量下滑存在一定滞后性，大众品牌2023年内销218万辆，同比持平，但相较2019年销量高点310万辆已下滑23.6%。

图表17：2022年4月 VS 2024年5月各家车企渠道数量变化

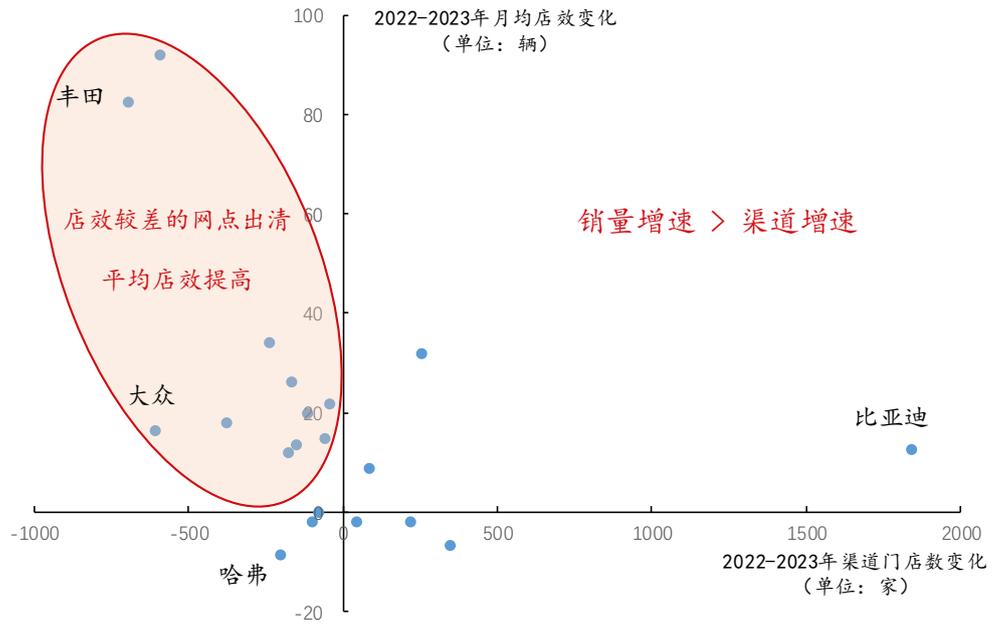
品牌	2022年4月	2024年5月	变化绝对值	变动比例
比亚迪	1075	2917	1842	171%
理想	223	475	252	113%
特斯拉	224	442	218	97%
小鹏	360	705	345	96%
长安	2164	3913	1749	81%
蔚来	385	469	84	22%
吉利	1391	1650	259	19%
奥迪	643	688	45	7%
宝马	682	621	-61	-9%
一汽红旗	428	384	-44	-10%
奔驰	697	530	-167	-24%
广汽埃安	324	242	-82	-25%
哈弗	785	583	-202	-26%
大众	2240	1630	-610	-27%
广汽传祺	554	374	-180	-32%
凯迪拉克	387	233	-154	-40%
丰田	1510	813	-697	-46%
荣威	580	201	-379	-65%
名爵	360	119	-241	-67%

资料来源：汽车之家，公司公告，国联证券研究所

注：长安、吉利门店数据来自公司2022年/2023年年报全品牌门店数据

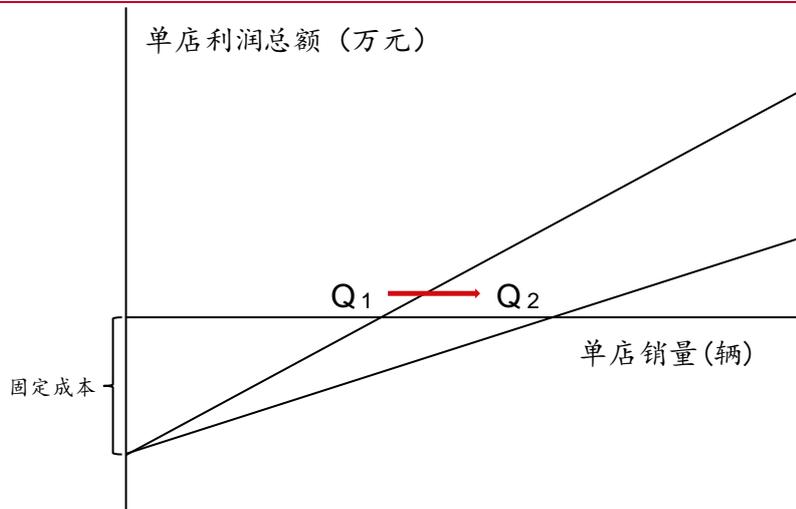
价格战影响单车利润下滑，经销商单店盈亏平衡销量右移。从店效来看，经销商退网数最多的丰田、大众品牌2024年的平均单店月销量分别为170和111辆，同比2022年分别增长了83和16辆。我们认为这一现象的主因是经销商单车利润下滑导致的单店盈亏平衡销量上移，店效较差的网点最先出清，品牌单店月销量平均值表征为同比提升。

图表18: 2022年4月 VS 2024年5月各品牌店效及渠道门店数变化情况



资料来源: 汽车之家, Marklines, 国联证券研究所

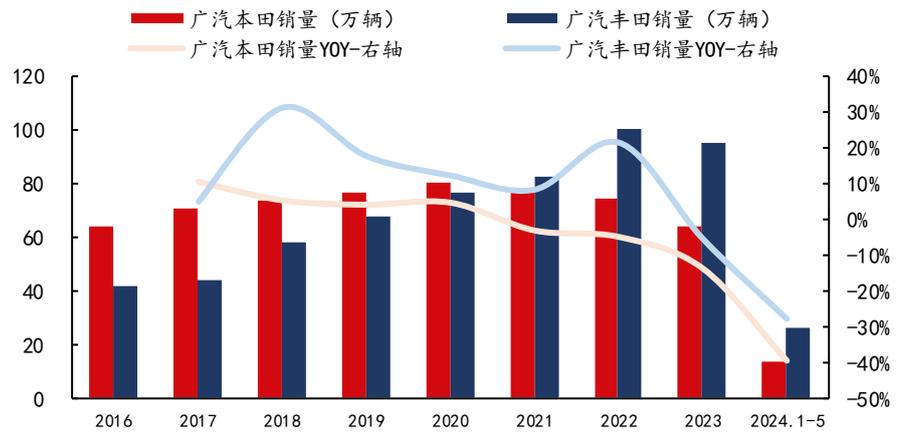
图表19: 单车利润下滑导致单店盈亏平衡销量右移



资料来源: 国联证券研究所绘制

日系正在出现渠道、销量、利润互相影响的状态。过去日系车型的最大的产品力优势在于油耗低，而以比亚迪为首的插混车型，逐步在节能方面实现超越。2023年广汽集团旗下本田、丰田品牌分别实现销量64和95万辆，同比下滑13.7%和5.5%，其中本田品牌已连续三年销量下滑。2024年初以来，广汽本田、广汽丰田销量有加速下滑趋势。2024年1-5月广汽本田、广汽丰田分别实现销量13.9万辆和26.4万辆，同比分别下降39.2%和27.9%。

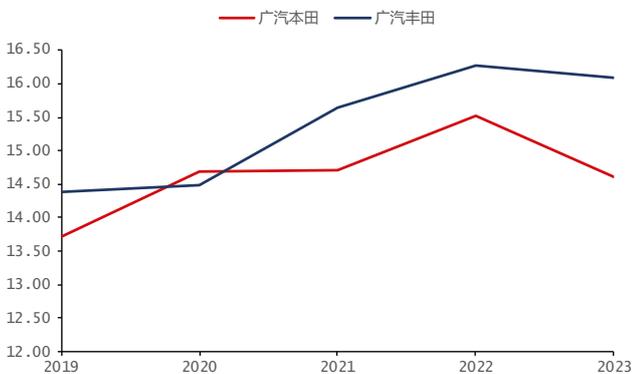
图表20: 2023年广汽本田、丰田销量下滑加速



资料来源: ifind, 公司公告, 国联证券研究所

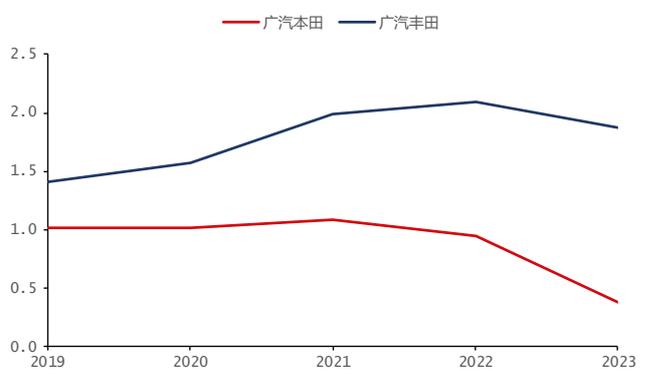
2023年广汽本田、丰田的单车售价、利润均下探, 以价保量收效甚微。2023年终端优惠力度加大以应对市场价格战, “以价保量”策略使得广汽本田、广汽丰田的平均售价分别下调至14.6和16.1万元, 同比下滑幅度为5.9%和1.1%; 单车利润分别为0.38和1.88万元, 同比下滑59.9%和10.2%。从结果来看, 失去产品优势后, 价格对销量刺激有限, 但利润端受较大影响。

图表21: 广汽本田、丰田单车收入开始下滑(万元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

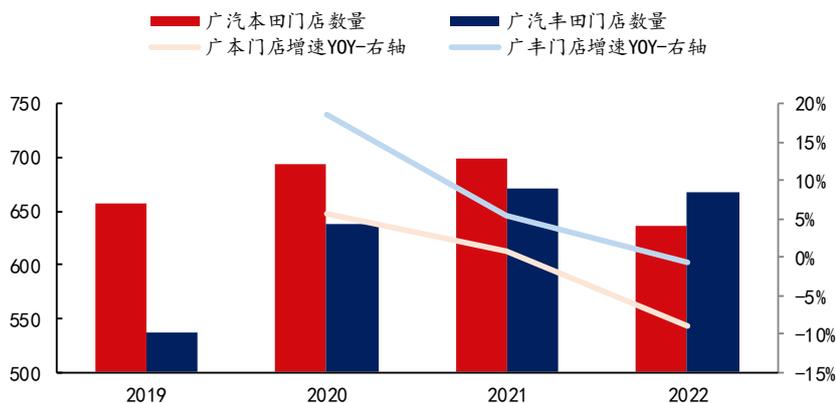
图表22: 广汽本田、丰田单车净利润(万元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

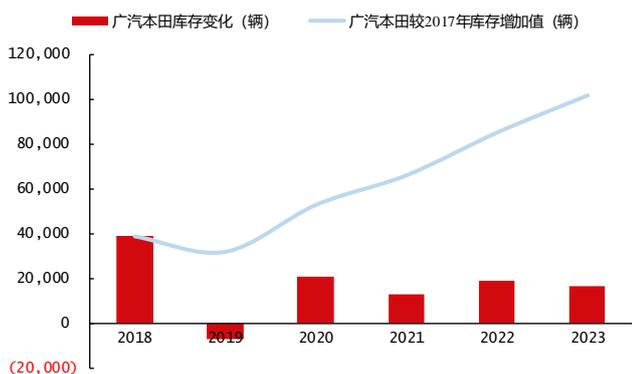
门店数量下滑, 渠道库存向上, 经销商网络开始收缩。根据广汽本田、广汽丰田的社会责任报告显示, 2022年广汽本田和广汽丰田的销售门店数量分别为637和668家店, 同比下滑8.9%和0.6%。从渠道库存来看, 2023年广汽本田、丰田渠道库存分别增加1.7和5.0万辆, 整体库存水平持续上升, 相较2017年分别增加10.1万辆和9.1万辆。

图表23：2019-2022年广汽本田、广汽丰田门店数量（家）



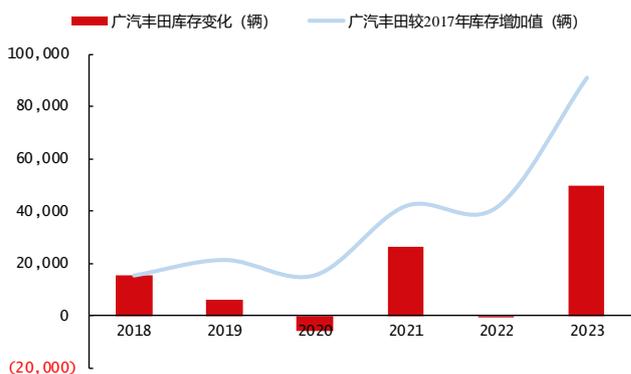
资料来源：广汽本田社会责任报告，广汽丰田社会责任报告，国联证券研究所

图表24：2018-2023 广汽本田渠道库存情况



资料来源：ifind, Marklines, 国联证券研究所

图表25：2018-2023 广汽丰田渠道库存情况



资料来源：ifind, Marklines, 国联证券研究所

单车净利润持续下滑，压力或将传导至渠道，带动经销商格局进一步重塑。2023年主要合资品牌单车净利润持续承压，上汽大众/上汽通用/广汽本田/广汽丰田/长安福特的单车净利润分别为0.52/0.26/0.38/1.88/-0.61万元，上汽大众/上汽通用/广汽本田/广汽丰田分别同比下滑61.0%/73.0%/59.9%/10.2%，长安福特单车净亏损略有收窄。随着单车盈利承压时间拉长，经销商品牌切换或将加速，渠道格局有望向销量增速高、单车盈利好的品牌集中。

图表26：2016-2023年主要合资品牌单车盈利情况（万元）

单车净利	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
上汽大众	2.57	2.59	2.71	2.00	2.06	1.64	1.32	0.52
上汽通用	1.80	1.54	1.59	1.37	0.56	1.09	0.95	0.26
广汽本田	0.63	0.84	0.93	1.02	1.01	1.09	0.95	0.38
广汽丰田	1.07	1.36	1.30	1.41	1.57	1.99	2.09	1.88
长安福特	1.92	1.47	-0.21	-2.10	0.01	0.75	-0.98	-0.61

资料来源：ifind，公司公告，国联证券研究所

4. 投资建议：以渠道为矛，自主份额有望进一步提升

通过回顾部分品牌的渠道、销量和盈利变化，我们认为三者之前存在这样的循环：产品力下滑导致销量增长放缓，车企被迫优惠降价刺激销量增长。如果产品力问题没有得到妥善解决，“以价换量”策略长期并不可持续，车企和渠道利润或将承压，随之渠道网络开始收缩，销量下滑加速。

当前该循环正在进一步重塑车企竞争格局。我们看到，渠道数量在上升的有比亚迪、吉利、长安等自主品牌，理想、蔚来等新势力车企，而下降的则为大众、丰田等合资品牌。根据循环理论，销量和利润有望向渠道处于扩张阶段的这些品牌集中。推荐比亚迪、长安汽车、理想汽车、小鹏汽车。

5. 风险提示

乘用车市场销量不及预期。消费弱复苏影响，乘用车销量不及预期。

行业价格战加剧，渠道盈利持续承压。行业价格战加剧，渠道盈利持续承压，经销商选择退网而非切换品牌。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼