

智能化平权元年，全球化更进一步

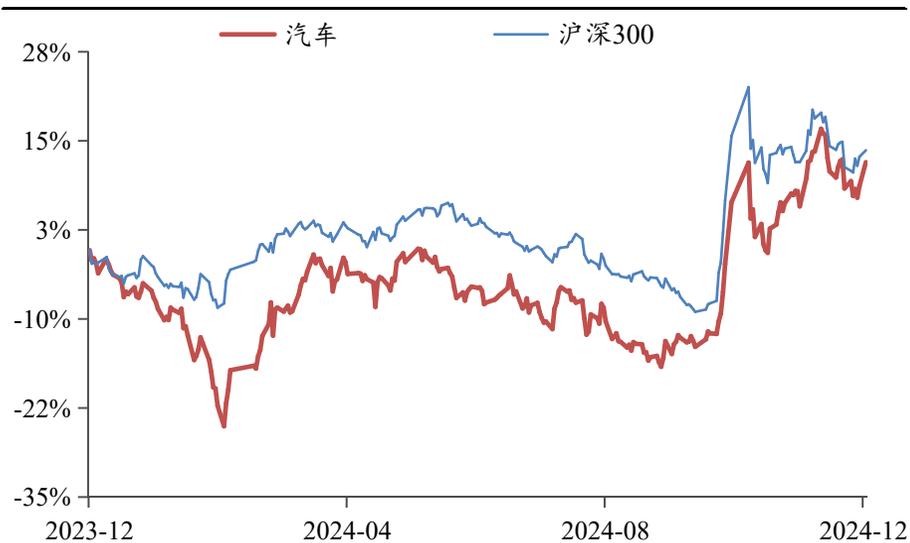
投资评级：推荐（维持）

---汽车行业2025年度投资策略报告

华龙证券研究所 汽车行业
分析师：杨阳
SAC执业证书编号：S0230523110001
邮箱：yangy@hlzq.com
联系人：李浩洋
SAC执业证书编号：S0230124020003
邮箱：lihy@hlzq.com
2024年12月06日

证券研究报告

最近市场走势 (单位: %)



沪深300表现 (2024. 12. 05)

(单位: %)

表现	1M	3M	12M
汽车行业	0.1	27.9	14.3
沪深300	-3.0	20.4	15.5

相关报告

《汽车行业周报: 汽车报废&置换更新超400万份, 以旧换新政策2025年或接续》
2024. 11. 25

《汽车行业周报: 广州车展新车&智驾新进展密集发布》 2024. 11. 17

《汽车行业2024年三季度报综述: 政策发力销量复苏, 看好行业盈利能力修复》
2024. 11. 11

报告摘要

- **整车超额收益明显，自动驾驶催化下估值抬升。**自年初至2024年12月2日，申万汽车板块涨幅+17.93%，跑赢沪深300指数2.9pct，乘用车/商用车/汽车零部件/汽车服务板块涨跌幅分别为+31.78%/+54.78%/+6.72%/-13.05%，在自动驾驶领域密集事件以及多款爆款新车催化下，整车板块超额收益明显。
- **乘用车&零部件：把握智能化&全球化双主线。**
- **主线把握一：智能化竞争下半场，从智能普及到Robotaxi到人形机器人。**智能驾驶层面，车位到车位级智驾逐步落地，智驾体验上限拔高；平价/纯视觉方案逐步推出，龙头引领下中高阶智驾功能加速向下普及，智驾价格下限突破，2025年或成智驾平权元年，智能驾驶逐步从产业共识过渡为民众共识、社会共识，智驾或成为爆款必要条件。**自动驾驶层面**，Robotaxi试点有望进一步扩大，远期市场空间广阔，控/持股运营平台或配合研发制造Robotaxi营运车辆的车企以及域控、线控底盘等核心增量零部件供应商有望直接受益。**人形机器人层面**，第一梯队玩家产品已具备量产能力，优先关注有望率先量产的主机厂供应商。
- **主线把握二：海外产能进入集中落地期，欧盟关税或反转体现汽车出海定力。**2025年进入自主车企及零部件公司海外产能密集投产期，本地化生产有望享受当地政策优惠的同时，规避关税、运费等风险因素，打开销量&业绩增长空间。中国正接近就取消对华进口电动车加征关税达成解决方案，降低欧洲出海成本的同时体现政府对自主汽车产业链出海的强意愿、强态度和强措施。
- **商用车：内外需共振站上新一轮修复起点。**
- **客车方面**，内需端，地方政府加速化债，支出节奏或加快，新能源公交车销量有望直接受益；海外端，自主客车车企产品力、品牌力及经营能力增强，产品竞争力加持叠加海外产能疫情后缺口仍存，出口销量有望持续增长。
- **重卡方面**，内需端，财政进入新一轮扩张周期，消费/地产等下游需求有望修复，拉动重卡内需，替换性需求旺盛助力内销增长；海外端，非俄市场销量稳步增长，自主产品性价比优势较强，出口量有望延续增长态势。

报告摘要

- 投资建议：**展望2025年，乘用车&零部件把握智能化&全球化两条主线，智能化方面，2025年有望迎来智驾平权元年、Robotaxi规模化推广之年及人形机器人量产元年，智驾领先的主机厂及产业链核心环节供应商有望受益；全球化方面，2025年自主车企及汽零公司海外产能密集投产，拓展全球市场。商用车内有财政扩张和替换周期双重支撑，对外出口仍具备增长潜力，维持行业“推荐”评级。个股方面，建议关注：（1）智驾领先整车标的赛力斯，理想汽车-W，小鹏汽车-W等；（2）出海“优等生”整车标的比亚迪，长城汽车，长安汽车等；（3）智能化核心环节标的德赛西威，科博达，华阳集团，均胜电子，伯特利，保隆科技，拓普集团，双环传动，北特科技，贝斯特等；（4）兼具全球经营经验和待落地海外产能标的银轮股份，新泉股份，星宇股份等；（5）配套高增速汽车产业链标的隆盛科技，云意电气等；（6）商用车建议关注客车&重卡龙头宇通客车，潍柴动力等。
- 风险提示：**宏观经济波动风险；政策变动风险；原材料价格波动风险；地缘政治风险；重点上市车型销量不及预期；商用车海内外需求不及预期；第三方数据的误差风险；重点关注公司业绩不及预期。

表：重点公司及盈利预测

代码	股票简称	2024/12/05	EPS (元)				PE				投资评级
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002594.SZ	比亚迪	275.26	10.32	13.71	17.34	19.92	26.7	20.1	15.9	13.8	买入
601633.SH	长城汽车	26.95	0.83	1.47	1.85	2.09	32.6	18.3	14.6	12.9	买入
000625.SZ	长安汽车	13.84	1.14	1.00	1.21	1.39	12.1	13.8	11.4	10.0	买入
601127.SH	赛力斯	139.98	-1.62	3.90	6.15	7.91	-	35.9	22.8	17.7	未评级
2015.HK	理想汽车-W	86.25	5.55	3.76	6.18	8.97	15.5	22.9	14.0	9.6	未评级
9868.HK	小鹏汽车-W	49.95	-5.96	-3.22	-0.41	1.10	-	-	-	45.4	未评级
002920.SZ	德赛西威	117.19	2.79	3.74	5.02	6.26	42.1	31.3	23.3	18.7	买入
603786.SH	科博达	57.96	1.51	2.13	2.71	3.30	38.4	27.2	21.4	17.6	买入
002906.SZ	华阳集团	31.15	0.89	1.24	1.62	2.05	35.1	25.1	19.2	15.2	增持
600699.SH	均胜电子	15.76	0.77	0.99	1.28	1.57	20.5	16.0	12.3	10.0	未评级
603596.SH	伯特利	44.30	2.06	1.91	2.47	3.14	21.5	23.2	17.9	14.1	未评级
603197.SH	保隆科技	38.96	1.79	1.94	2.79	3.65	21.8	20.1	14.0	10.7	未评级
601689.SH	拓普集团	54.38	1.95	1.75	2.25	2.78	27.9	31.0	24.2	19.6	未评级
002472.SZ	双环传动	29.64	0.96	1.20	1.51	1.82	31.0	24.7	19.6	16.3	买入
603009.SH	北特科技	45.00	0.14	0.22	0.31	0.45	317.3	204.5	145.2	100.0	增持
300580.SZ	贝斯特	25.74	0.78	0.66	0.83	1.03	33.2	39.0	31.0	25.0	买入
002126.SZ	银轮股份	17.64	0.76	1.01	1.34	1.68	23.2	17.4	13.2	10.5	未评级
603179.SH	新泉股份	45.05	1.65	2.33	2.94	3.67	27.3	19.3	15.3	12.3	买入
601799.SH	星宇股份	129.47	3.86	5.09	6.58	8.16	33.6	25.4	19.7	15.9	未评级
300680.SZ	隆盛科技	26.40	0.64	1.05	1.45	1.77	41.5	25.1	18.2	14.9	买入
300304.SZ	云意电气	9.22	0.35	0.48	0.65	0.81	26.4	19.2	14.2	11.4	增持
600066.SH	宇通客车	23.03	0.82	1.19	1.47	1.83	28.1	19.4	15.7	12.6	买入
000338.SZ	潍柴动力	13.49	1.03	1.28	1.46	1.65	13.1	10.5	9.2	8.2	未评级

数据来源：Wind，华龙证券研究所；港股公司股价为港元，其他货币单位均为人民币，未评级公司盈利预测来自Wind一致预期。

目录

1

整车超额收益明显，自动驾驶催化下估值抬升

2

乘用车&零部件：把握智能化&全球化双主线

3

商用车：内外需共振站上新一轮修复起点

4

投资建议

5

风险提示

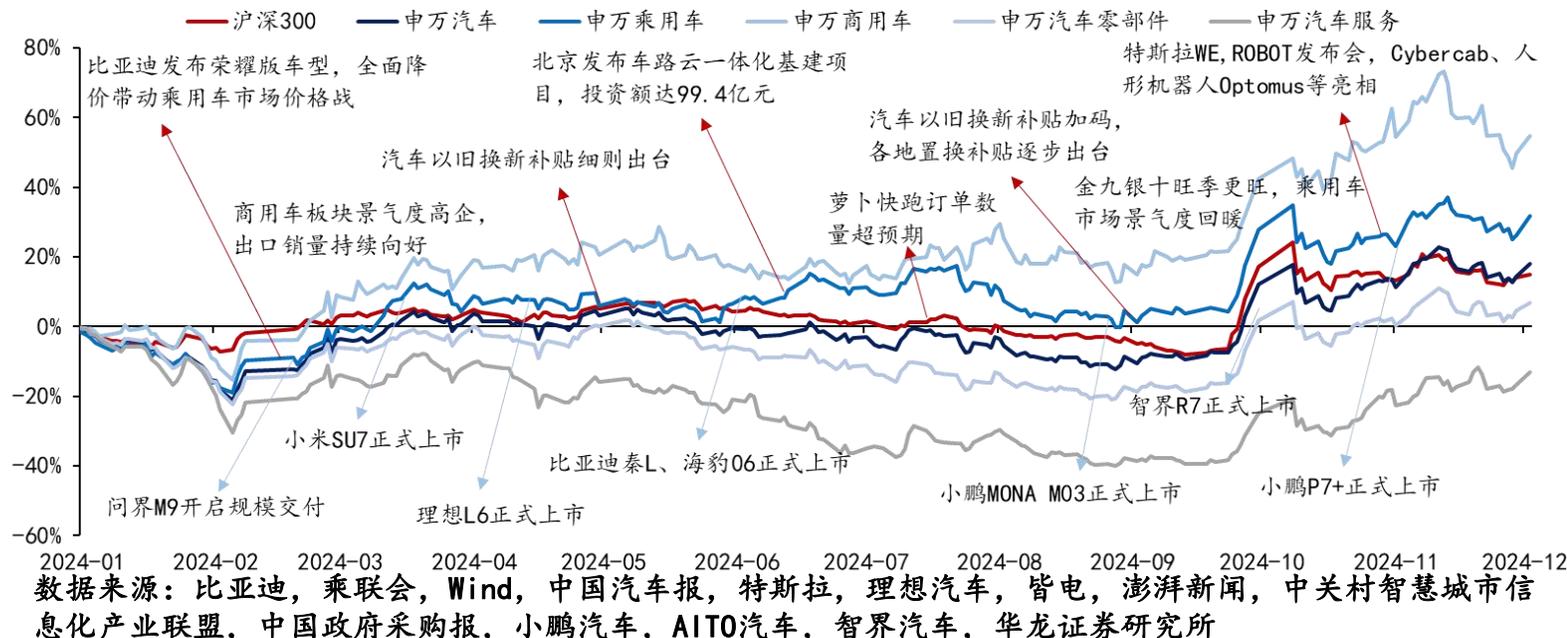
- 整车板块超额收益明显，2024年爆款新车&催化事件密集
- 自年初至2024年12月2日，申万汽车板块上涨17.93%，领先沪深300指数2.9pct。细分行业中，乘用车/商用车/汽车零部件/汽车服务板块涨跌幅分别为+31.78%/+54.78%/+6.72%/-13.05%，整车板块超额收益明显。
- 商用车板块在年初销量回暖，景气度回升以及年中自动驾驶Robovan落地应用的催化下走出独立行情。乘用车板块以旧换新补贴出台并加码，自动驾驶领域萝卜快跑、特斯拉Cybercab等催化事件频出，问界M9、小米SU7、比亚迪秦L和小鹏P7+等爆款车型数量明显提升，板块受到政策+催化+爆款车型三重推动，超额收益明显。

图1:行业市场表现



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

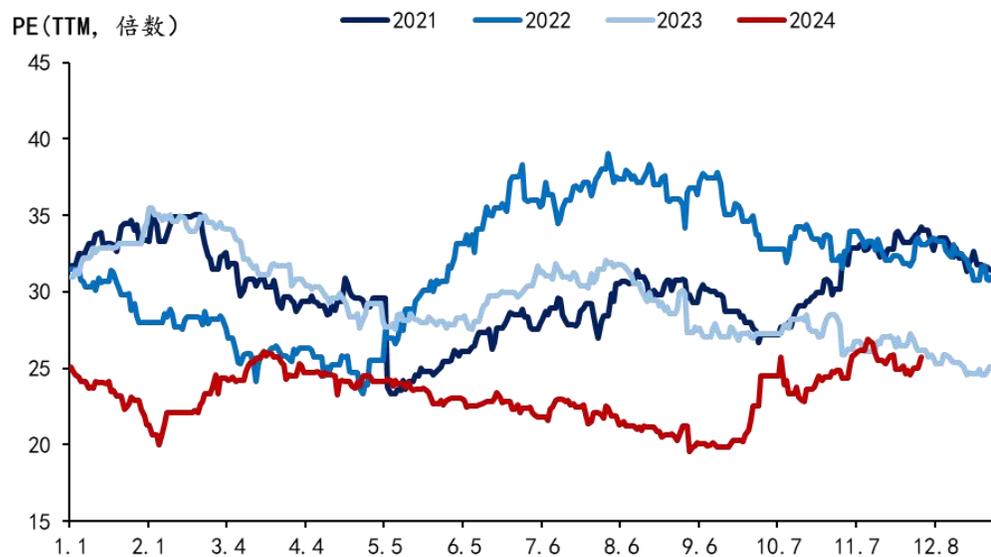
图2:2024年申万汽车及各细分板块行情



数据来源: 比亚迪, 乘联会, Wind, 中国汽车报, 特斯拉, 理想汽车, 皆电, 澎湃新闻, 中关村智慧城市信息化产业联盟, 中国政府采购报, 小鹏汽车, AITO汽车, 智界汽车, 华龙证券研究所

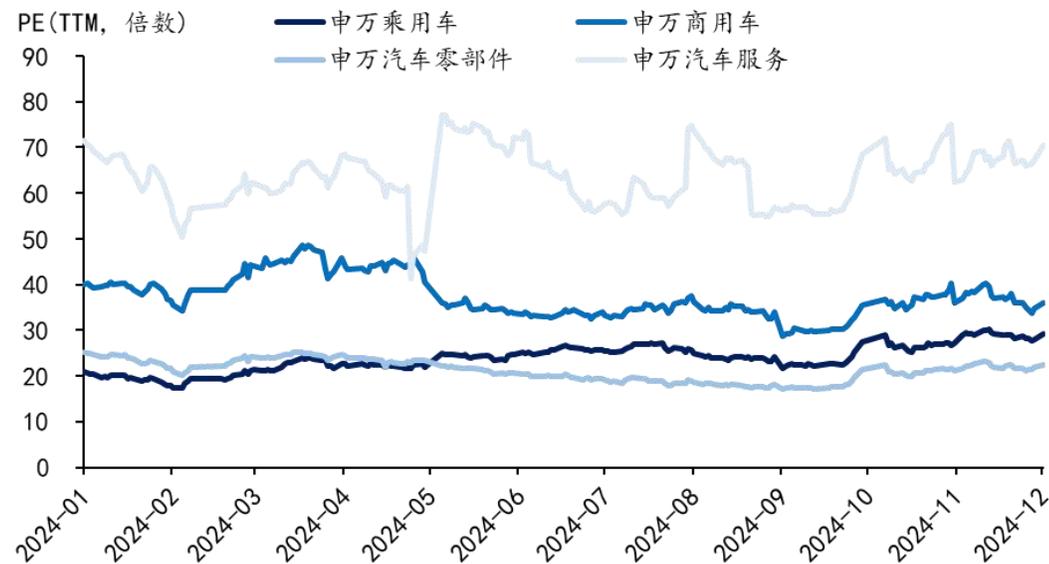
- 自动驾驶催化+销量回暖抬升板块估值
- 截至2024年12月2日，申万汽车板块PE（TTM）25.8倍，相较于年初的24.8倍上涨，位于近5年的34.1%分位点，分行业来看，乘用车/商用车/汽车零部件/汽车服务板块PE（TTM）分别为29.1/36.0/22.3/70.5倍，分别位于近5年的59.2%/53.7%/23.9%/94.5%分位点，自动驾驶等催化事件叠加基本面改善对整车板块估值抬升作用明显，汽车零部件板块估值仍处于历史较低水平。

图3：申万汽车板块PE（TTM）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图4：申万汽车各细分板块PE（TTM）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

整车超额收益明显，自动驾驶催化下估值抬升

2

乘用车&零部件：把握智能化&全球化双主线

3

商用车：内外需共振站上新一轮修复起点

4

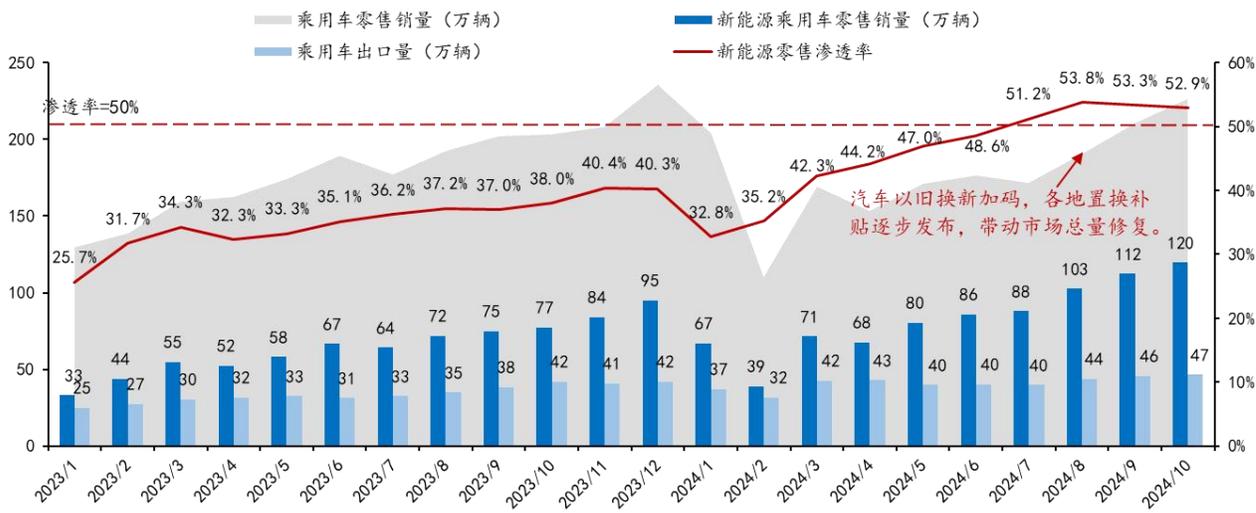
投资建议

5

风险提示

- **市场回顾：政策托底销量回暖，智驾或成爆款必要条件**
- **总量层面：政策托底下乘用车销量同比由降转增。**2024年1-10月乘用车市场实现零售销量1783万辆，同比+3.2%。汽车以旧换新政策8月加码，叠加覆盖范围更广的各地置换补贴逐步推出，2024年9月乘用车销量同比由降转增，10月同比增速达11.3%。
- **结构层面：新能源渗透率首超50%，出口延续增长态势。**2024年1-10月新能源零售销量833万辆，同比+39.7%，新能源渗透率达46.7%，单月新能源渗透率从7月开始连续4个月超过50%；实现出口销量410万辆，同比+25.9%，延续增长态势。
- **车型层面：智驾逐步成为爆款的必要条件。**回顾问界M9、小米SU7、智界R7、小鹏MONA M03和小鹏P7+等2024年内上市的爆款车型，除价格普遍低于市场预期外，接近或处于第一梯队的智驾能力成为爆款车型共性，消费者购车决策中智驾占比及重要程度明显提升。

图5：我国乘用车市场销量与新能源渗透率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

表1：2024年爆款车型订单表现

发布时间	车企	车型	售价	订单表现
2023.12	赛力斯	问界M9	46.98-56.98万元	上市不足11个月大定超17万台
2024.3	小米汽车	小米SU7	21.59-29.99万元	上市24小时订单突破88898辆
2024.4	理想汽车	理想L6	24.98-27.98万元	上市16天累计订单超3万台
2024.5	比亚迪	秦L&海豹06	9.98-13.98万元	上市13天大定突破8万台
2024.8	小鹏汽车	MONA M03	11.98-15.58万元	上市48小时大定超3万台
2024.9	奇瑞汽车	智界R7	25.98-33.98万元	上市2个月大定超4.2万台
2024.11	小鹏汽车	P7+	18.68-21.88万元	上市4小时大定31528台

数据来源：中国汽车报，小鹏汽车，智界汽车，AITO汽车，小米汽车，理想汽车，比亚迪汽车，第一电动汽车网，盖世汽车新能源，华龙证券研究所

- 总量预测：自主新能源转型加速推动下2025年新能源销量预计超1300万辆
- 我们预计2025年新能源零售销量将达1320万辆，新能源渗透率达56.5%，海外销量将达604万辆。以下3点核心因素支撑我们的预测：
 - （1）在2024年优秀的政策效果的背景下，商务部明确表示将提前谋划2025年汽车以旧换新的接续政策，继续推动汽车流通和消费的健康增长，2025年乘用车销量整体增长确定性增强；
 - （2）2025年智驾上限拔高&加速向下普及，智驾第一梯队引领端到端落地，智驾体验升级；比亚迪加码智驾平权，加速向下普及。自主车企有望延续强势表现，带动新能源渗透率持续提升；
 - （3）2025年自主车企海外产能有望迎来密集落地期，欧盟加征关税或将取消，海外销量增长前景明朗。

表2：乘用车市场销量预测

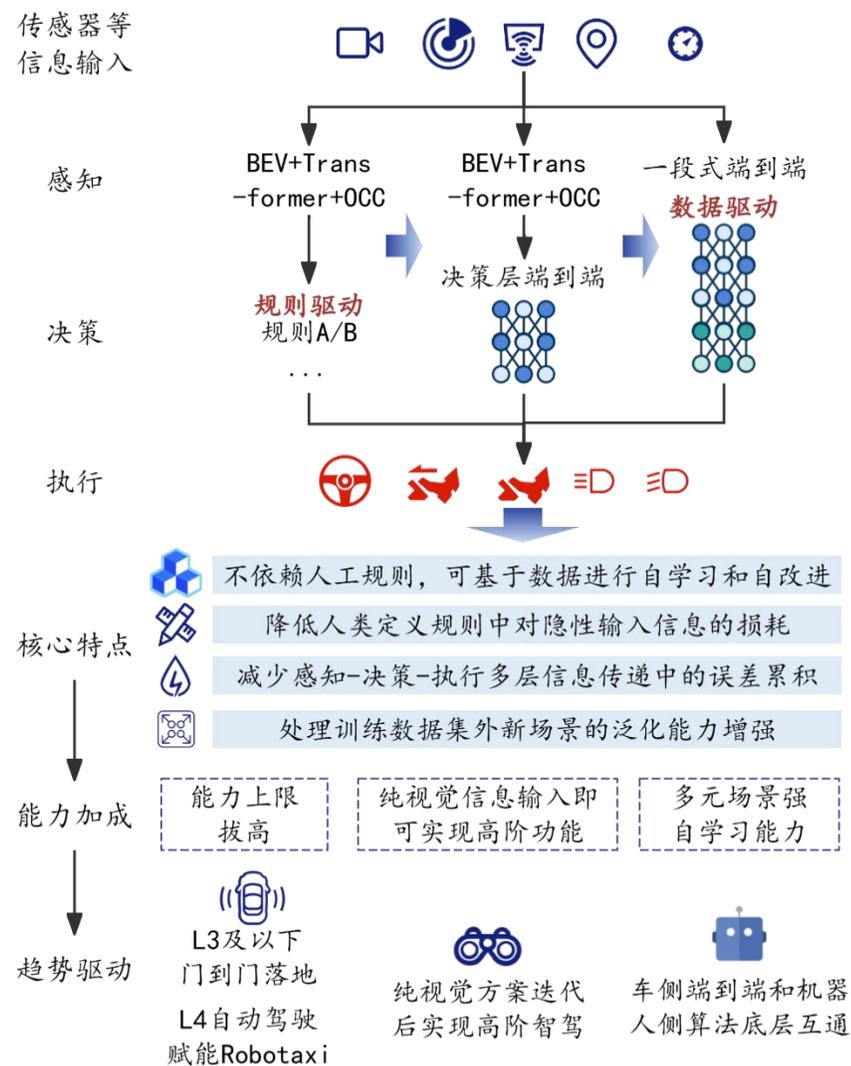
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乘用车批发销量（万辆）	2109	2317	2557	2704	2840	3061
乘用车批发销量增速	6.7%	9.9%	10.3%	5.8%	5.0%	7.8%
乘用车零售销量（万辆）	2016	2055	2171	2275	2336	2416
乘用车零售销量增速	4.5%	1.9%	5.7%	4.8%	2.7%	3.4%
乘用车海外销量（万辆）	160	253	408	510	604	785
乘用车海外增速	111.0%	57.6%	61.7%	24.8%	18.5%	30%
新能源乘用车销量（万辆）	299	566	775	1094	1320	1570
新能源销量增速	168.8%	89.3%	36.9%	41.11%	20.7%	19.0%
新能源零售渗透率	14.8%	27.6%	35.7%	48.1%	56.5%	65%
燃油乘用车销量（万辆）	1716	1488	1396	1181	1016	846
燃油销量增速	-5.6%	-13.3%	-6.2%	-15.4%	-13.9%	-16.8%
燃油销量渗透率	85.2%	72.4%	64.3%	51.9%	43.5%	35.0%

数据来源：乘联会，华龙证券研究所

- **主线把握一：智能化竞争下半场，从智能普及到Robotaxi到人形机器人**
- 2025年智能化竞争进入下半场，我们认为端到端模型上车将成为智驾赛道的核心变化。在特斯拉引领下，智驾算法从BEV+Transformer+OCC向端到端大模型过渡逐步成为共识，核心变化是模型迭代由规则驱动转向数据驱动，不依赖规则而是基于大量数据进行自学习和改进，降低人为规则下的信息损耗和多层模型下的误差积累，具备更强的泛化学习能力。基于以上特点，端到端模型上车并逐步积累数据后，将带来以下核心变化：

- (1) 泛化学习提高陌生场景应对能力，落地门到门功能，智驾体验上限拔高；
- (2) 纯视觉方案在足够迭代后也可以获得高阶智驾能力，平价方案或迎来普及；
- (3) 模型迭代成熟后实现L4级自动驾驶能力，助力Robotaxi大规模商业化落地；
- (4) 端到端算法底层互通，人形机器人和自动驾驶汽车是具身智能的两种表现形式。人形机器人自主处理任务和汽车自动驾驶的本质均为感知-决策-执行的过程，而人形机器人需要感知的信息、面对的场景、决策与执行的选择都更复杂，更需要信息损耗更低、累积误差更小以及泛化学习能力更强的端到端模型，两者在模型层面存在一定互通性，或者说，自动驾驶汽车和人形机器人是具身智能的两种物理表现形式。

图6：端到端模型在智能驾驶及相关行业应用



资料来源：甲子光年，焉知新能源汽车，焉知汽车，未来汽车Daily，华龙证券研究所

- **主线把握一：智能化竞争下半场，从智能普及到Robotaxi到人形机器人**
- **趋势一：车位到车位落地，智驾体验上限拔高。**从系统侧来看，第一梯队厂商从Q3开始逐步实现端到端模型上车并逐步从两段式向一段式迭代；从体验侧来看，国内第一二梯队厂商已分别在Q3/Q4实现全国可用无图城市领航功能的推送，车位到车位功能则预计于2024年底到2025年逐步落地。
- **核心变化是打通用户最常用的市区通勤场景，车位到车位功能落地后，消费者全程0接管，智驾体验上限拔高，断层式领先的驾乘体验有望随着少数尝鲜者的分享，在移动互联网传播下指数级扩大智驾受众，智驾能力逐步成为影响销量表现的核心因素。**

表3：国内主要主机厂和供应商智驾方案进展

主机厂/智驾供应商	第一梯队			第二梯队				
	小鹏汽车	华为	理想汽车	小米汽车	长城汽车	极氪汽车	Momenta	卓驭
体验侧								
无图城市NOA全国可用	2024. 7. 30	2024. 2. 2	2024. 7. 5	2024. 10. 31	2024. 11. 15	预计2024年底	2024. 10. 28	预计2024. 12
车位到车位功能落地	预计2024Q4	2024. 9. 10	预计2024. 11	预计2024. 12	预计2025年	预计2025Q2	-	-
系统侧								
当前系统	云端+车端大模型	端到端大模型	端到端+VLM	BEV+Transformer+占用网络	SEE端到端智驾大模型	BEV+Transformer+占用网络	一段式端到端大模型	两段式端到端模型
端到端模型上车时间	2024. 7. 30	2024. 9. 10	2024. 10. 23	预计2024. 12开启先锋版推送	2024. 7; 2025年更新SEE2. 0	预计2024年底	2024. 10. 28	预计2024. 12升级为解释端到端模型
应用车型	小鹏P7+/MONA M03 Max版等	问界M7/M9、智界S7/R7、阿维塔07等	理想L7/8/9等	小米SU7	魏牌蓝山	极氪001/7X/MIX等	智己L7/LS6/L6等	红旗天工08

数据来源：小鹏汽车，魏牌新能源，卓驭，第一电动汽车网，极氪ZEEKR，鸿蒙智行，圆周智行，智驾网，理想汽车，小米汽车，天极车讯，华龙证券研究所

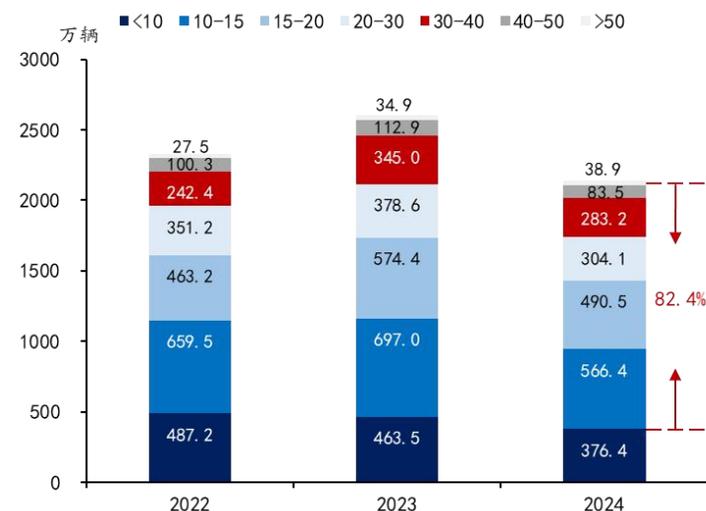
- **主线把握一：智能化竞争下半场，从智能普及到Robotaxi到人形机器人**
- **趋势二：平价&纯视觉方案频出，中高阶智驾加速向下普及，2025年或成智驾平权元年。**特斯拉引领以及降本需求驱动下，主机厂/供应商逐步落地应用平价/纯视觉智驾方案，进一步向下拓展高阶智驾功能价格下限，可实现L2.9级城市NOA功能的小鹏MONA M03 MAX版采用纯视觉智驾方案，售价仅15.58万元；
- 比亚迪等主流大厂“All in”智驾，或于2025年将高速领航功能下放至10万元级别车型。2024年1-10月我国10万元及以上乘用车销量占比达82.4%，而2024年1-9月L2.5(高速领航)及以上智驾功能渗透率仅20.8%。在渗透率提升空间广阔背景下，头部新能源车企加码智驾平权，2025年中高阶智驾功能有望加速向下普及。

表4：国内主要主机厂/智驾供应商纯视觉/平价方案

主机厂/智驾供应商	特斯拉	华为	小鹏汽车	乐道汽车	极越汽车	卓驭	
方案名称	FSD v12	乾崮智驾ADS SE	图灵AI智驾	OSD	百度Apollo	成行平台	
智驾芯片	Tesla FSD*2	-	英伟达 Orin-X*2	英伟达 Orin-X*2	英伟达 Orin-X*2	德州仪器TDA4-VH	
传感器配置	摄像头	7	10	12	11	11	7/9
	毫米波雷达	-	3	3	1	5	1
	超声波雷达	-	12	12	12	12	12
可实现功能	城区NOA	√	-	√	√	√	-
	高速NOA	√	√	√	√	√	√
	自动泊车	√	√	√	√	√	√
已应用车型	特斯拉 Model3/Y	深蓝S07、问界 M7Pro、智界S7Pro	小鹏P7+ 小鹏MONA M03 Max版	乐道L60	极越01/07	宝骏云海 宝骏悦也Plus	

数据来源：汽车之家，汽车之心，华龙证券研究所

图7：我国乘用车市场价格分布



数据来源：iFind，华龙证券研究所

- **主线把握一：智能化竞争下半场，从智能普及到Robotaxi到人形机器人**
- **趋势三：Robotaxi试点有望扩大，静待法规放开。**目前Robotaxi处于商业化落地阶段，中美前沿玩家已在一二线城市落地运营并组建大规模运营车队。国内领先的萝卜快跑已在11个城市投入商业化运营，营运车辆超过800辆，2024Q3累计提供98.8万次服务，同比+20%。
- **远期空间广阔，关注运营商和供应链关键增量。**随着政策放松，模型迭代，规模扩大以及成本降低，Robotaxi有望逐步替代传统出租车市场。据弗若斯特沙利文测算，至2027年全球/中国Robotaxi市场规模将达35.5/22.1亿元，24至27年复合增长率达319%/290%。
控/持股运营平台或配合研发制造Robotaxi营运车辆的车企以及域控、线控底盘等核心增量零部件供应商有望直接受益。

图8：Robotaxi供应链及全球主要玩家



数据来源：选股通，各公司公告，萝卜快跑，AutoX，文远知行，特斯拉，新皮层NewNewThing，华龙证券研究所

- 主线把握一：智能化竞争下半场，从智能普及到Robotaxi到人形机器人
- 趋势四：智驾算法与机器人模型底层互通，2025年有望成为人形机器人量产元年。主流人形机器人和端到端智驾均使用数据驱动学习范式，在基本架构和进化路径层面存在一定通用性。特斯拉、华为、赛力斯等车企明确布局人形机器人，其他领先的主机厂还有宇树、Figure AI和智元等。汽零公司主要配套主机厂，布局与汽车供应链可复用度高的丝杠、减速器、微电机和直线执行器等环节。
- 2025年有望成为人形机器人大规模量产元年，特斯拉、宇树和智元等产品均已具备量产能力。从订单信息来看，2025年特斯拉Optimus产量有望达万台，T链机器人供应商有望率先受益。

表5：国内外人形机器人主要玩家及其量产进度

主机厂	 特斯拉	 Figure AI	 UNITREE 宇树	 智元
硬件参数	 <p>H: 173cm W: 63kg 电池: 2.3kWh 自由度: 200+; 手部11 载重: 9kg左右</p>	 <p>H: 167.6cm W: 70kg 电池: 2.25kWh 续航: 5h 自由度: 手部16 载重: 20kg</p>	 <p>H: 127cm W: 35kg 电池: 9000mAh 续航: 2h 自由度: 23-43 载重: 2-3kg</p>	 <p>H: 169cm W: 69kg 电池: 700Wh 续航: 2h (支持换电) 自由度: 40+</p>
软件算法	与FSD共享底层模型	OpenAI支持的机载视觉模型	UnifoLM (Unitree机器人统一大模型)	多模交互: 语音大模型+多模态大模型+动作大模型
量产时间	 <p>Tesla Optimus 预计2024年底实现量产，2025年量产目标或超10000台。</p>	 <p>Figure 02 部分Figure 02已进入宝马工厂产线参与生产并显著提高效率；下一代Figure03将实现大规模量产。</p>	 <p>Unitree G1 2024年8月发布量产版，具备大规模生产能力。</p>	 <p>远征A2 首座工厂于2024年10月投产，预计2024年出货300台。</p>

数据来源：焉知人形机器人，宇树科技，Figure，新智元，与非网，毕方碳熵科技，华龙证券研究所

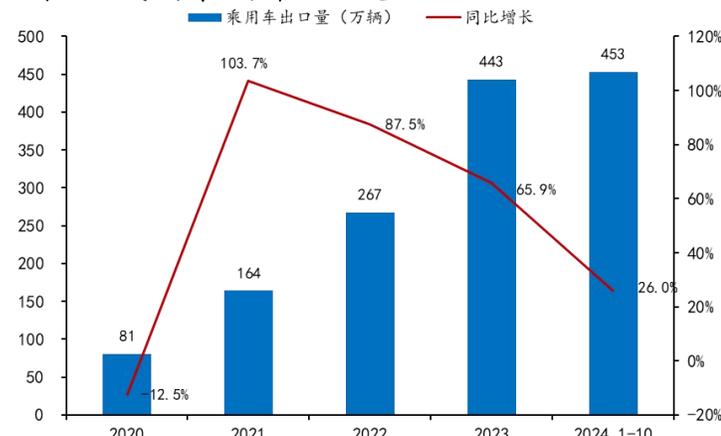
- **主线把握二：海外产能进入集中落地期，欧盟关税或反转体现汽车出海定力**
- 2024年1-10月我国乘用车出口453万辆，同比+26.0%，主要出口国家/地区包括俄罗斯、中东、欧洲、东南亚和南美洲。展望2025年，两点核心变化有望支撑乘用车海外销量增长：
- 一是2025年进入自主车企海外工厂密集投产期。据我们不完全统计，2024-2025年自主车企位于拉美和东南亚等核心增量市场已投产以及预计将投产的本土产能约**61.5**万辆，有望在当地优惠政策扶持&车企领先电动化&智能化能力支撑下提高市占率。
- 二是欧盟同中国正接近就取消对华进口电动车加征关税达成解决方案。不仅利好我国对欧洲的汽车出口，更体现了政府对自主汽车全球化的强意愿、强态度和强措施。

表6：自主车企海外新建产能规划（产能单位为万台）

所在地区	具体位置	车企	规划产能	当前状态	投产时间	所在地区	具体位置	车企	规划产能	当前状态	投产时间
独联体	乌兹别克斯坦	比亚迪	5	一期投产	2024	东南亚	泰国	合众汽车	2	建成投产	2023
拉丁美洲	巴西	比亚迪	15	一期建设中	2025		奇瑞汽车	5	规划阶段	2025	
		长城汽车	5	一期建设中	2024		印度尼西亚	合众汽车	3	建成投产	2024
	比亚迪	15	建设中	-	长城汽车		-	规划KD工厂	2024		
墨西哥	奇瑞汽车	5	选址中	2025	马来西亚	合众汽车	1.5	建设中	2025		
	上汽集团	-	选址中	2025	匈牙利	比亚迪	5	规划中	2026		
东南亚	泰国	比亚迪	15	建成投产	2024	欧洲	西班牙	奇瑞汽车	5	建设改造中	2027
		长安汽车	10	一期建设中	2025	-	长城汽车	-	规划中	2026	
		广汽埃安	2	一期建设中	2024H2	-	上汽集团	-	规划中	2027	

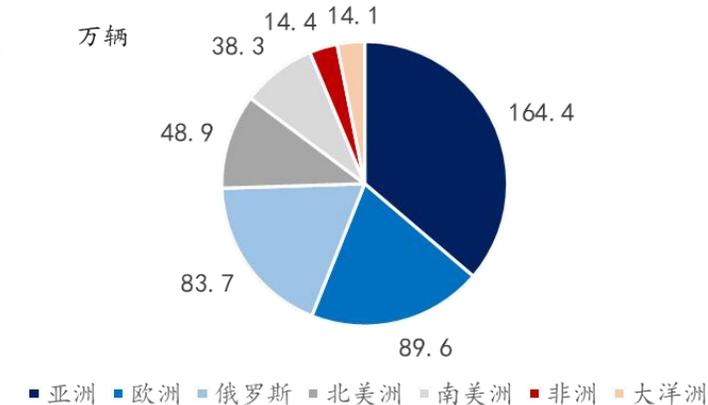
数据来源：车知知，比亚迪汽车，FT中文网，IT之家，指臻汽车，澎湃新闻，新能源汽车国家大数据联盟，环球网，华龙证券研究所

图9：我国乘用车出口量



数据来源：海关总署，华龙证券研究所

图10：2024年1-10月乘用车出口目的地



数据来源：海关总署，华龙证券研究所

- **主线把握二：海外产能进入集中落地期，欧盟关税或反转体现汽车出海定力**
- 中短期来看，本轮出海主要是汽车零部件公司在获取来自特斯拉、宝马和Stellantis等海外车企订单后本地建厂，目的地主要为墨西哥和欧洲，两地汽车产能分别占全球的4.3%和19.4%。2024-2025年将进入汽车零部件海外产能集中投放期，随着工厂产能利用率逐步提升，有望推动汽零公司从营收端到利润端的增长。
- 长期来看，自主车企产能全球化有望带动本土汽车产业链加速出海。早期自主车企海外工厂多使用“体系内”零部件公司，以长城汽车为例，其泰国工厂底盘零部件、电池和内饰件分别由其子公司/关联公司精诚工科、蜂巢能源和诺博汽车供应。随着自主车企海外产能扩张，具备本地配套能力的自主汽零公司有望优先获取来自自主车企的订单，加速自主汽车产业链整体出海。

表7：国内汽车零部件公司海外布局

地区	公司	建设时间	当前状态/预计投产时间	投资&产品	地区	公司	建设时间	当前状态/预计投产时间	投资&产品
墨西哥	银轮股份	2021Q4	2023Q2投产, 2023Q4扭亏为盈	2.7亿元/热管理模块和油冷器产品	墨西哥	伯特利	2024.8	预计建设周期36个月	11.55亿元/720万件轻量化零部件及200万件制动钳
	文灿股份	2020年	2024H1开始逐步投产	铝合金压铸件		欧洲	星宇股份	2020	塞尔维亚工厂2022年投产, 2024年产能预计达到200万只车灯
	德赛西威	2022Q4	2023年完成建设, 2024Q3投产	显示屏和智驾域控	银轮股份		2021Q1	波兰工厂预计2025年实现盈亏平衡	热管理产品
	嵘泰股份	2022.8	2023H1已完成建设	2.7亿元/压铸件等轻量化产品	拓普集团		2021.3	波兰一期工厂22H1投产, 二期筹划中	一期投资6000万欧元
	岱美股份	-	建设中, 预计2025年1月投产	8.2亿元/汽车内饰件	三花智控		2023	波兰蒂黑物流园新增产能建设中	5000万美元/130万件板式换热器等
	旭升集团	2023年下半年	建设中, 预计2025年逐步投产	不超过2.76亿美元/轻量化产品	新泉股份		2023.11	斯洛伐克工厂建设中	6500万欧元
	拓普集团	2023.10	建设中, 预计2025年10月投产	不超过2亿美元/轻量化底盘、热管理系统及机器人执行器等	三环传动		2024	匈牙利工厂预计2024年完成厂房建设	不超过1.2亿欧元/新能源齿轮
	新泉股份	2021.1	2022H2完成一期建设, 后续2次增资对应产能建设中	1.81亿美元/仪表板总成、座椅背板	德赛西威		2024.7	西班牙工厂预计2025年底竣工, 2026年开始向客户供应产品	智能座舱、智能驾驶域控制器等
	三花智控	2023Q3	建设中, 预计2026H1投产	1.5亿美元/800万套热管理部件	保隆科技	-	2023年9月投产, 二期项目建设中	1500万欧元/传感器等	

数据来源：各公司公告，中国驻塞尔维亚大使馆，广东省汽车行业协会，上海市交通电子行业协会，华龙证券研究所

- 整车个股：智驾第一梯队&全球化“优等生”双线并进
- 车型层面，龙头引领智驾平权，增程或为销量答案。重点车企新车维持高频发布的上市节奏，2025年有2点核心变化：
- 一是智驾普及加速。比亚迪或将对全系车型进行智驾版更新，长城汽车预计将经新款蓝山验证的智驾系统进一步推广，小鹏汽车、鸿蒙智行等智驾第一梯队玩家将继续在旗下车型推广以及迭代端到端智驾算法；
- 二是增程版成为车企销量增长重要驱动力。鸿蒙智行及小鹏汽车新车均将推出增程版。在固态电池尚未大规模推广应用的背景下，增程版车型既缓解消费者续航焦虑，又能提供全程纯电的驾驶感受。

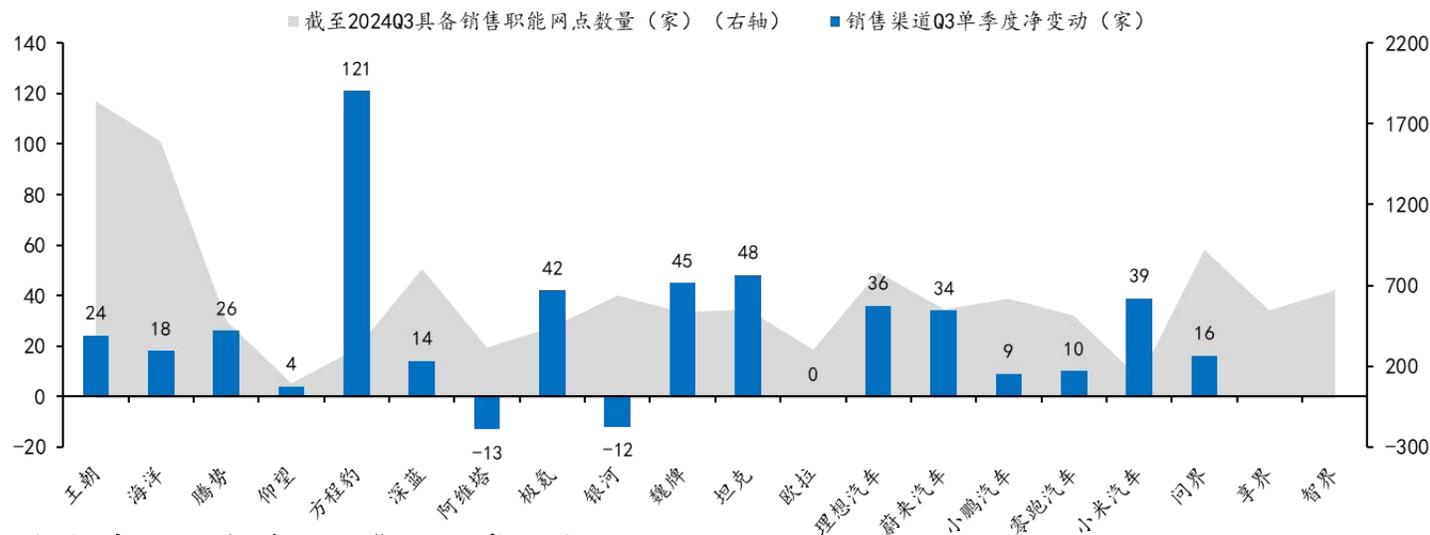
表8：2024Q4及2025年重点车企预计上市车型

车企/系列	品牌	车型	类型	预计上市时间	动力类型	预计价格区间	车企/系列	品牌	车型	类型	预计上市时间	动力类型	预计价格区间
鸿蒙智行	问界	问界M8	SUV	2025H1	增程/纯电	35-45万元	比亚迪	全品牌	全系智驾版升级	全品类	2025	纯电/插混	7-100万元
	尊界	尊界S800	轿车	2025Q1	纯电	100-150万元		王朝网	夏	MPV	2025Q1	纯电/插混	20-30万元
		-	-	2025Q4	纯电	>100万元			唐L	SUV	2025Q1	纯电/插混	25-35万元
	享界	享界S9增程版	轿车	2025	增程	35-40万元		汉L	轿车	2025Q1	纯电/插混	25-35万元	
智界	智界R7增程版	SUV	2025Q1	增程	22-30万元	腾势	N9	SUV	2025Q2	纯电/插混	40万元左右		
小米汽车	小米	SU7 Ultra	轿车	2025.3	纯电	81.49万元	方程豹	豹8	SUV	2024.11	插混	38.0-40.8万元	
		MX11	SUV	2025Q1	纯电	24-32万元	仰望	仰望U7	轿车	2024Q4	纯电/插混	>100万元	
小鹏汽车	小鹏汽车	鲲鹏体系首车	-	2025	纯电/增程	-	长城汽车	坦克	500 Hi4-Z	SUV	2025	插混	38万元左右
		新款G6等3车	SUV	2025	纯电	-		800	SUV	2025	插混	>50万元	
M7	SUV	2025	纯电	30-36万元	魏牌	-		轿车	2025	纯电	>25万元		
理想汽车	理想汽车	M8	SUV	2025	纯电	32-38万元	深蓝汽车	S09	SUV	2025Q1	纯电/增程	20-25万元	
		M9	SUV	2025	纯电	41-44万元		L05	轿车	2025	纯电/增程	10-15万元	
特斯拉	特斯拉	Model Y 焕新版	SUV	2025.1	纯电	25-35万元		G318改款	SUV	2025	增程	18-23万元	
		蔚来	ET9	SUV	2025.3	纯电		80万元	S07改款	SUV	2025	纯电/增程	14-19万元
		ES6等5车换代	-	2025H2	纯电	-		阿维塔	阿维塔E16	轿车	2025Q1	纯电/增程	21-26万元
蔚来汽车	萤火虫	萤火虫	SUV	2025H1	纯电	15-20万元	启源	5款新车型	-	2025	纯电/增程	-	
乐道	乐道	5座SUV	SUV	2025	纯电	25-30万元	吉利汽车	极氪汽车	CX1E	SUV	2024Q4	纯电	-
		6/7座SUV	SUV	2025	纯电	30-35万元		CC1E	轿车	2025	纯电	-	

数据来源：第一电动汽车网，路咖汽车，汽车之家，路咖汽车，AutoLab，小新说车，皆电，界面新闻，图说汽车，财圈社，电车新势力，电动湃，方程豹汽车，有驾，华龙证券研究所

- 整车个股：智驾第一梯队&全球化“优等生”双线并进
- 渠道层面，合资经销商有望加速拥抱新势力&自主车企，推动交付效率提升&订单+销量增长。随着自主市占率逐步提升，合资品牌销量萎缩，合资车企经销商在销量降低、难以获取销售返利以及部分品牌价格倒挂的压力下经营困难，逐步转向自主车企。中升集团、永达集团等大型汽车经销商集团已向新能源转型，获取问界、小鹏等品牌经销授权；小鹏汽车、腾势和阿维塔等新势力车企也主动转向“直营+经销”模式，支撑交付效率提升，获取线下渠道销量增量，自主车企2025年市占率有望进一步提升。
- 从车企看，智驾赋能激发爆款潜力，出海打开销量空间。2025年建议关注2类车企，一是第一梯队智驾加持下有望延续爆款的新势力车企，建议关注赛力斯、小鹏汽车和理想汽车；二是海外产能落地顺利，打开销量空间的比亚迪、长城汽车和长安汽车。

图11：截至2024Q3各品牌渠道数量及Q3单季度净变动情况



数据来源：杰兰路，华龙证券研究所

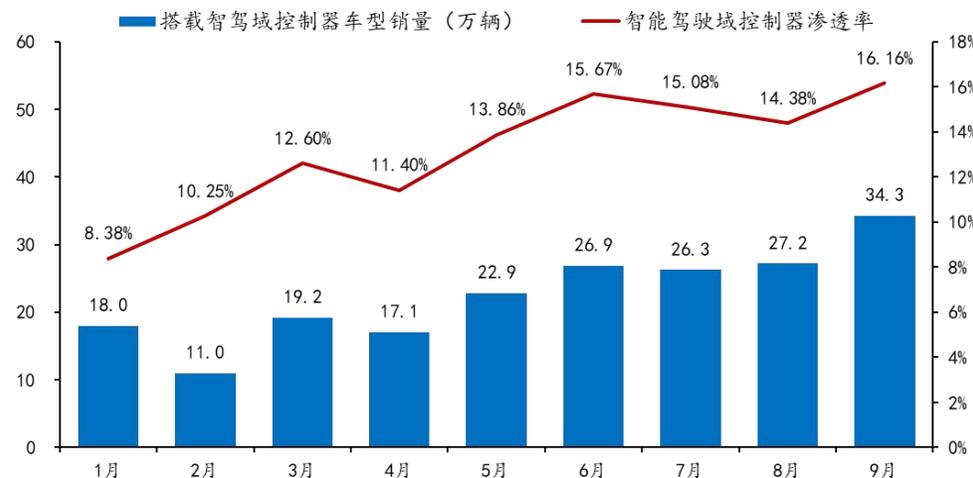
图12：乘用车市场自主品牌市占率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

- **汽零个股：智能化主线核心增量&出海打开增长空间**
- 智能化主线，关注智驾平权、Robotaxi规模化推广和机器人商业化落地的增量环节。
- L2.5（高速NOA）及以上的智驾系统基本全需要使用域控制器方案，随着高阶智驾功能渗透率提升，域控制器出货量有望迅速增长，建议关注市占率第一的德赛西威以及定点获取顺利的科博达，华阳集团，均胜电子等。
- 以Robotaxi为代表的L3及以上级别自动驾驶技术需要更高精度和更快响应的线控底盘，关键环节包括线控制动、线控转向和线控悬架，有望随自动驾驶商业化落地而放量，建议关注伯特利，保隆科技，拓普集团等；
- 机器人即将迎来规模化量产元年，建议关注提前布局核心环节产能的标的，执行器拓普集团，减速器双环传动，丝杠北特科技，贝斯特等。
- 全球化主线，关注海外订单获取顺利，产能落地打开成长空间的标的。
- 建议关注兼有海外投产工厂与在建产能，全球经营经验丰富的银轮股份，新泉股份，星宇股份，伯特利，双环传动等。
- 此外配套2025年有望维持较高销量增速的鸿蒙智行、小米汽车等产业链的供应商有望直接受益，建议关注隆盛科技，云意电气等。

图13：智驾域控车型销量及渗透率



数据来源：NE时代新能源，华龙证券研究所

表9：主要汽零公司机器人布局

环节	公司	投产/产能
执行器	三花智控	拟建设机器人机电执行器生产基地，总投资不低于38亿元
	拓普集团	拟投资50亿元建设机器人电驱系统生产基地
减速器	斯菱股份	2024Q4有望实现谐波减速器量产
	双环传动	谐波减速器年产能5万套
	精锻科技	已成立专门团队布局人形机器人关节行星减速器领域
	苏轴股份	公司轴承在工业机器人上应用多年
丝杠	北特科技	拟投资18.5亿元建设行星滚柱丝杠研发生产基地
	贝斯特	行星滚柱丝杠工艺优化，2025年批量交付技术&设备储备
	双林股份	滚柱丝杠已研发出样品，试制产线建设中
传感器	华依科技	公司已布局人形机器人IMU产品，已与多家主机厂接触

数据来源：Wind，人形机器人发布，各公司公告，华龙证券研究所

目录

1

整车超额收益明显，自动驾驶催化下估值抬升

2

乘用车&零部件：把握智能化&全球化双主线

3

商用车：内外需共振站上新一轮修复起点

4

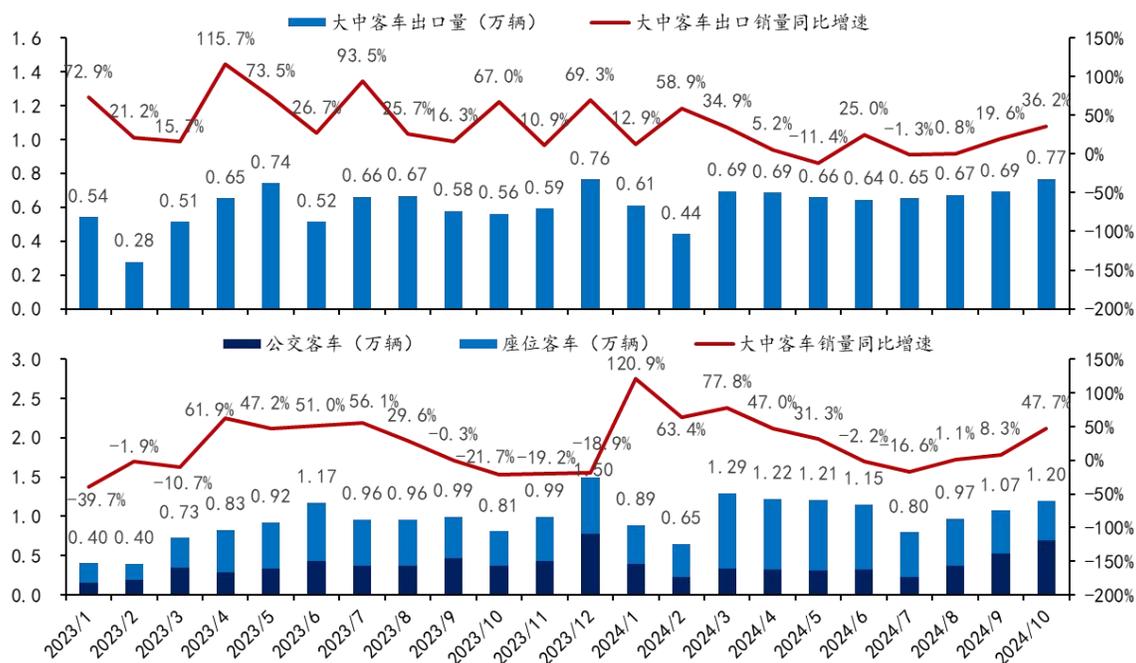
投资建议

5

风险提示

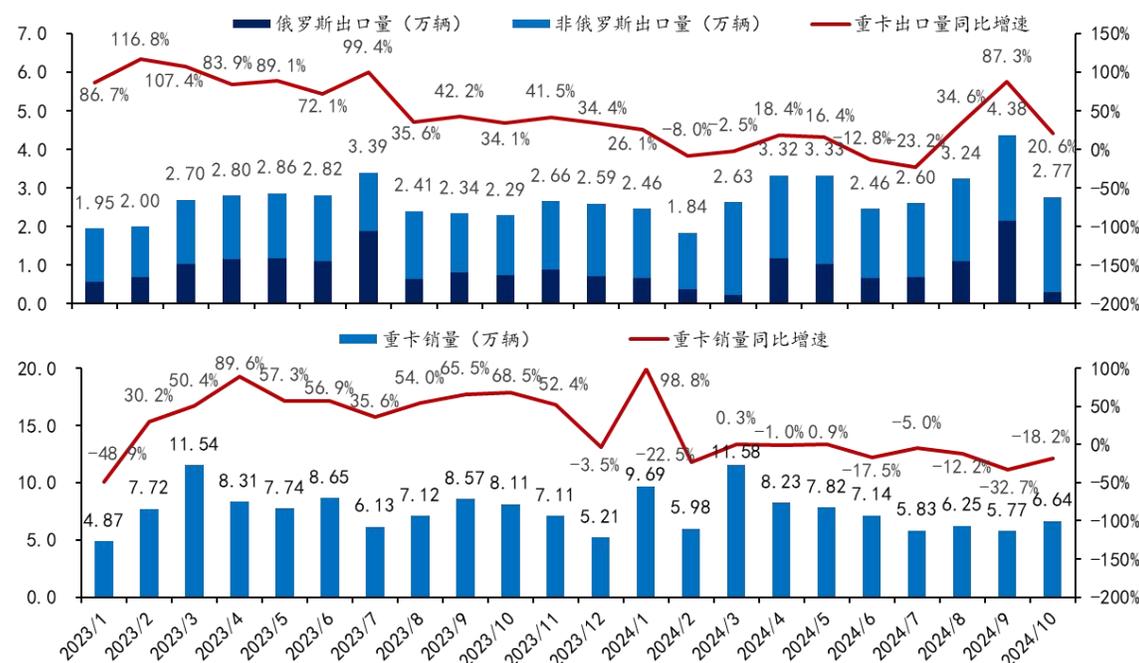
- 市场回顾：客车/重卡国内销量分化，商用车出口延续增长
- 国内市场，2024年1-10月我国大中型客车销量同比+27.9%，8月出台的新能源公交车更新补贴对销量的刺激作用明显，公交客车销量8月开始实现环比三连增；同样发放以旧换新补贴的重卡市场政策效果较弱，1-10月销量同比-4.9%。
- 海外市场，海外商用车市场需求稳定，自主商用车车企海外经营经验丰富，稳步提升市占率，重卡和大中型客车销量均延续增长态势，1-10月出口量分别同比+13.6%和+14.1%。

图14：大中型客车国内销量及出口量



数据来源：慧眼看车，Wind，华龙证券研究所

图15：重卡国内销量及出口量



数据来源：海关总署，Wind，华龙证券研究所

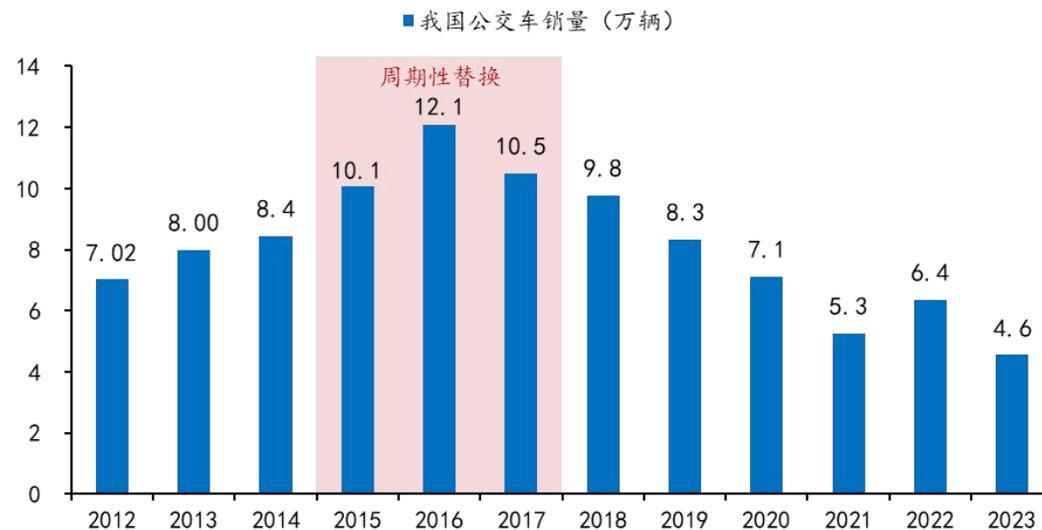
- **内需改善：财政扩张+换车周期双重支撑**
- 两重因素支撑下商用车国内需求有望回升：一是2024年11月人大常委会正式确认增加地方化债资源10万亿元，财政进入新一轮财政周期，地方政府支出节奏或加快。客车方面，新能源公交车有望直接受益于地方支出增长；重卡方面，财政扩张有望提振宏观经济，下游消费/地产等需求向上，提振重卡国内销量。
- 二是商用车进入替换周期，公交车/重卡替换周期分别为8-10年和7-8年，对应年份销量较高，替换性需求支撑下商用车销量增长确定性增强。

图16：重卡销量及2025年周期性替换对应年份



数据来源：Wind，华龙证券研究所

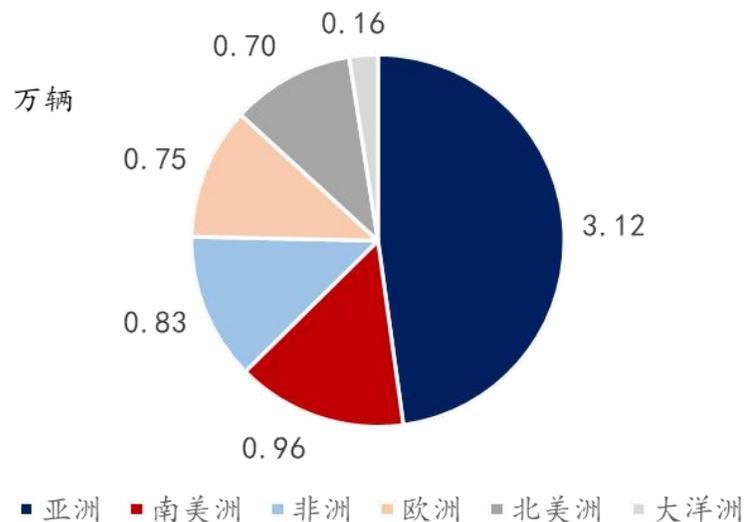
图17：公交车销量及2025年周期性替换对应年份



数据来源：Wind，华龙证券研究所

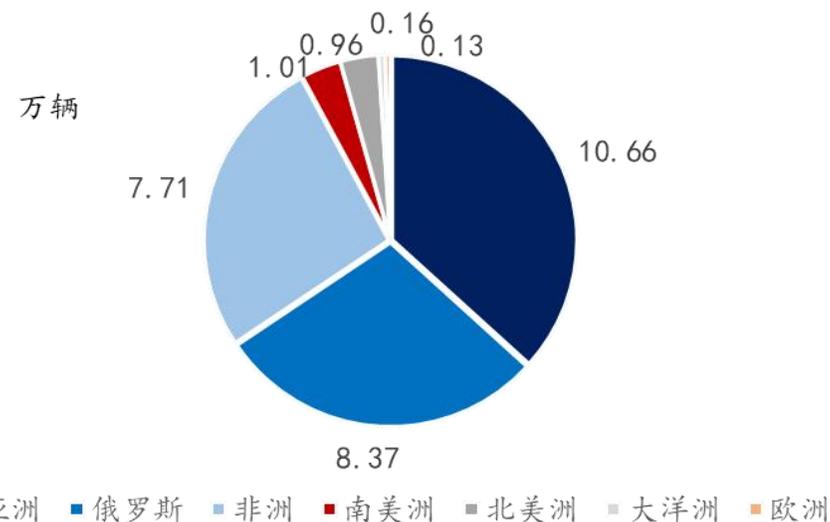
- **出口增长：海外需求稳定，自主产品竞争力优秀**
- 客车方面，自主品牌出海经验丰富，除我国中高端消费品出海的传统目的地亚洲、非洲外，欧洲、北美洲等高端市场销量及占比提升明显，侧面印证自主客车车企产品力、品牌力以及经营能力显著强化，叠加海外本地产能受疫情影响，缺口仍然存在，有望支撑客车出口销量持续增长。
- 重卡方面，俄罗斯在2024年10月提高进口产品报废税后，出口量环比下降明显，但亚洲及非洲市场销量延续增长态势，支撑重卡出口量同比提升。亚非市场需求稳定，自主车企产品性价比优势较强，有望推动出口量持续增长。

图18：2024年1-10月大中型客车分目的地销量



数据来源：海关总署，华龙证券研究所

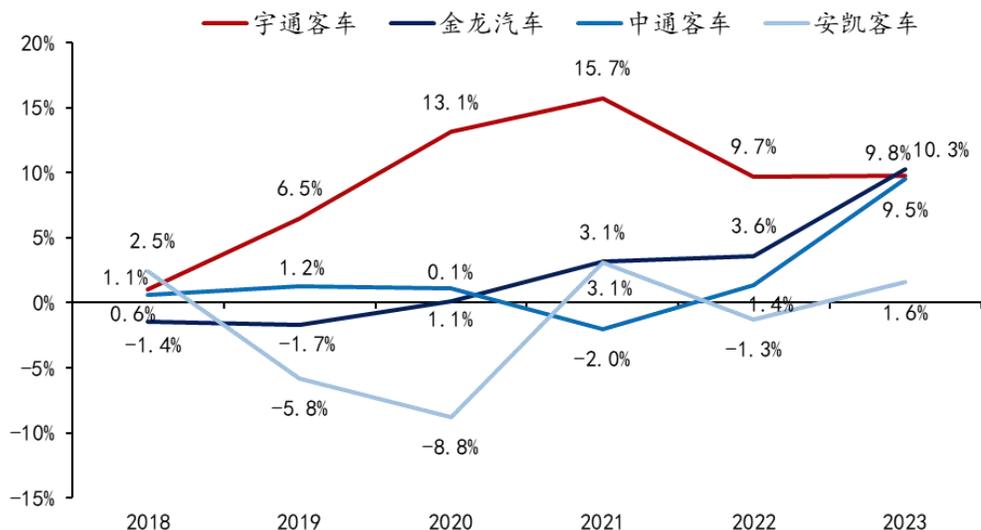
图19：2024年1-10月重卡分目的地销量



数据来源：海关总署，华龙证券研究所

- 个股关注：行业竞争格局明晰，龙头有望率先受益于行业复苏
- 客车方面，国内财政支撑下公交更新节奏有望加快；海外受益于新能源出口占比提升以及欧洲等高端市场出口销量增长，出口车型价格/利润水平显著高于国内。客车竞争格局明晰，宇通客车作为行业龙头，内外销市占率均为第一，有望率先受益于内外需共振下销量修复。
- 重卡方面，国内财政扩张有望出台更多消费、地产刺激性政策，带动终端需求改善，进一步拉动重卡销量增长，叠加销量透支效应逐步减弱，替换需求进一步支撑重卡内销走强；海外重卡市场需求稳定，自主重卡竞争力强劲，出口销量有望持续增长，建议关注整车&供应链兼具的龙头潍柴动力。

图20：A股客车公司海外毛利率较国内毛利率差额



数据来源：Wind，华龙证券研究所

表10：2024年1-10月商用车市场份额排名

排名	大中客车销量	市场份额	客车出口	市场份额	重卡销量排名	市场份额
1	宇通客车	29.9%	宇通客车	20.8%	一汽解放	22.96%
2	海格客车	10.0%	金旅客车	13.6%	东风公司	21.03%
3	中通客车	9.1%	金龙客车	11.8%	中国重汽	18.44%
4	金旅客车	8.3%	中通客车	11.3%	陕汽集团	10.38%
5	金龙客车	8.1%	海格客车	10.7%	福田汽车	10.36%
6	福田欧辉	4.6%	江铃晶马	6.2%	三一集团	3.16%
7	安凯客车	4.1%	比亚迪	5.9%	徐工汽车	2.29%
8	江铃晶马	3.8%	福田欧辉	5.1%	江淮汽车	2.09%
9	比亚迪	3.7%	亚星客车	4.2%	上汽红岩	1.52%
10	中车时代	3.3%	安凯客车	3.2%	大运重卡	1.36%

数据来源：慧眼看车，客车网，第一商用车网，华龙证券研究所

目录

1

整车超额收益明显，自动驾驶催化下估值抬升

2

乘用车&零部件：把握智能化&全球化双主线

3

商用车：内外需共振站上新一轮修复起点

4

投资建议

5

风险提示

- 展望2025年，乘用车&零部件把握智能化&全球化两条主线，智能化方面，2025年有望迎来智驾平权元年、Robotaxi规模化推广之年及人形机器人量产元年，智驾领先的主机厂及产业链核心环节供应商有望受益；全球化方面，2025年自主车企及汽零公司海外产能集中投产，拓展全球市场。商用车内有财政扩张和替换周期双重支撑，对外出口仍具备增长潜力，维持行业“推荐”评级。个股方面，建议关注：（1）智驾领先整车标的赛力斯，理想汽车-W，小鹏汽车-W等；（2）出海“优等生”整车标的比亚迪，长城汽车，长安汽车等；（3）智能化核心环节标的德赛西威，科博达，华阳集团，均胜电子，伯特利，保隆科技，拓普集团，双环传动，北特科技，贝斯特等；（4）兼具全球经营经验和待落地海外产能标的银轮股份，新泉股份，星宇股份等；（5）配套高增速汽车产业链标的隆盛科技，云意电气等；（6）商用车建议关注客车&重卡龙头宇通客车，潍柴动力等。

表：重点公司及盈利预测

代码	股票简称	2024/12/5	EPS (元)				PE				投资评级	代码	股票简称	2024/12/5	EPS (元)				PE				投资评级
		股价(元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E				股价(元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002594.SZ	比亚迪	275.26	10.32	13.71	17.34	19.92	26.7	20.1	15.9	13.8	买入	601689.SH	拓普集团	54.38	1.95	1.75	2.25	2.78	27.9	31.0	24.2	19.6	未评级
601633.SH	长城汽车	26.95	0.83	1.47	1.85	2.09	32.6	18.3	14.6	12.9	买入	002472.SZ	双环传动	29.64	0.96	1.20	1.51	1.82	31.0	24.7	19.6	16.3	买入
000625.SZ	长安汽车	13.84	1.14	1.00	1.21	1.39	12.1	13.8	11.4	10.0	买入	603009.SH	北特科技	45.00	0.14	0.22	0.31	0.45	317.3	204.5	145.2	100.0	增持
601127.SH	赛力斯	139.98	-1.62	3.90	6.15	7.91	-	35.9	22.8	17.7	未评级	300580.SZ	贝斯特	25.74	0.78	0.66	0.83	1.03	33.2	39.0	31.0	25.0	买入
2015.HK	理想汽车-W	86.25	5.55	3.76	6.18	8.97	15.5	22.9	14.0	9.6	未评级	002126.SZ	银轮股份	17.64	0.76	1.01	1.34	1.68	23.2	17.4	13.2	10.5	未评级
9868.HK	小鹏汽车-W	49.95	-5.96	-3.22	-0.41	1.10	-	-	-	45.4	未评级	603179.SH	新泉股份	45.05	1.65	2.33	2.94	3.67	27.3	19.3	15.3	12.3	买入
002920.SZ	德赛西威	117.19	2.79	3.74	5.02	6.26	42.1	31.3	23.3	18.7	买入	601799.SH	星宇股份	129.47	3.86	5.09	6.58	8.16	33.6	25.4	19.7	15.9	未评级
603786.SH	科博达	57.96	1.51	2.13	2.71	3.30	38.4	27.2	21.4	17.6	买入	300680.SZ	隆盛科技	26.40	0.64	1.05	1.45	1.77	41.5	25.1	18.2	14.9	买入
002906.SZ	华阳集团	31.15	0.89	1.24	1.62	2.05	35.1	25.1	19.2	15.2	增持	300304.SZ	云意电气	9.22	0.35	0.48	0.65	0.81	26.4	19.2	14.2	11.4	增持
600699.SH	均胜电子	15.76	0.77	0.99	1.28	1.57	20.5	16.0	12.3	10.0	未评级	600066.SH	宇通客车	23.03	0.82	1.19	1.47	1.83	28.1	19.4	15.7	12.6	买入
603596.SH	伯特利	44.30	2.06	1.91	2.47	3.14	21.5	23.2	17.9	14.1	未评级	000338.SZ	潍柴动力	13.49	1.03	1.28	1.46	1.65	13.1	10.5	9.2	8.2	未评级
603197.SH	保隆科技	38.96	1.79	1.94	2.79	3.65	21.8	20.1	14.0	10.7	未评级												

数据来源：Wind，华龙证券研究所；港股公司股价为港元，其他货币单位均为人民币，未评级公司盈利预测来自Wind一致预期。

目录

1

整车超额收益明显，自动驾驶催化下估值抬升

2

乘用车&零部件：把握智能化&全球化双主线

3

商用车：内外需共振站上新一轮修复起点

4

投资建议

5

风险提示

- (1) **宏观经济波动风险。**宏观经济恢复不及预期可能导致消费者可支配收入不足，延迟购车决策，影响行业盈利能力；
- (2) **政策变动风险。**智能驾驶相关政策变动可能导致各车企车型销售或上市计划受阻，影响行业整体发展；
- (3) **原材料价格波动风险。**上游原材料价格上涨则将影响汽车产业链整体盈利能力，进而影响相关公司盈利增长；
- (4) **地缘政治风险。**我国与汽车出口目的地及相关国家发生地缘政治事件，可能导致汽车出口受阻，进而影响行业盈利能力；
- (5) **重点上市车型销量不及预期。**重点上市车型销量不及预期将影响车企盈利能力；
- (6) **商用车海内外需求不及预期。**若客车、重卡等国内、海外需求不及预期，则将影响客车、重卡上市公司销量，进而影响公司业绩；
- (7) **第三方数据的误差风险。**本报告使用数据资料均来自公开来源，其准确性对分析结果造成影响；
- (8) **重点关注公司业绩不及预期。**重点关注公司可能因行业或公司原因业绩低于预测值。

免责及评级说明部分

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	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的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明:

本报告的风险等级评定为R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，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。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街
189号天鸿宝景大厦西配楼F4层
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638
号文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道
720号11楼
邮编：200000

深圳

地址：深圳市福田区民田路178号
华融大厦辅楼2层
邮编：518046