

比较优势与龙头引领优势

——汽车行业研究报告

推荐 | 维持

报告要点:

● 在申万一级行业类中汽车行业业绩仍然靠前，但对政策依赖仍大。2024年汽车行业上半年经历降价潮与“以旧换新”政策推动，四季度“以旧换新”政策加力，三季度是较为自然发展的季度，因此我们选取三季度作为基准，观察行业的发展状况。对比申万一级行业31个行业类，前三季度汽车行业营收、利润同比增速排名分别为第五位和第七位，行业比较优势仍然凸显。但从三季度单季来看，行业营收、利润增速分别下滑到第十五位和第十七位，且均为负增长。以此为背景，体现汽车行业在竞争加剧背景下，业绩的自然增长率放缓，政策托底作用仍然重要。

● 板块分化，摩托车、汽零快速增长，汽服呈现反弹趋势

从收入利润增长角度看，前三季度摩托车收入利润双增，汽服板块双减，乘用车增收不增利，汽零板块利润增长远高于收入，反映乘用车面对的竞争压力及汽零板块在持续年降下仍然呈现较强韧性。单三季度来看，受乘用车销量下滑影响，乘用车板块收入利润增长进入负区间，但汽零板块仍然保持韧性呈现正增长状态。同时汽车服务板块虽然收入还在下降，但净利润呈现上行趋势，且毛利率、净利率上行，未来存在反弹可能性。此外利润率方面，单三季度乘用车毛利率明显上升，但净利率下行。电动智能化转型对盈利性的带动仍需时日。

● 收入增长放缓，利润增长仍快，优质企业龙头引领隐现

从众数角度看，前三季度汽车行业上市公司收入同比增长集中在0-20%区间，而归母净利润增长则仍以30%以上增速为最多。由于行业内汽车零部件企业众多，该趋势仍然反映出汽零板块较强的发展韧性。而观察收入、利润增长均高的企业，背后呈现头部车企引领，出海边际提升收入利润以及飞行汽车等新业务带动的特征，此外摩托车板块整体表现亮眼，华为鸿蒙智行对产业链带动作用效果最为显著。建议关注相关领域持续发展机会。

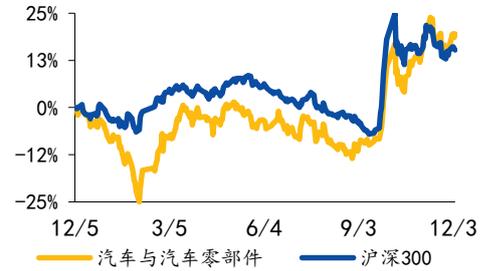
● 投资建议

关注“以旧换新”政策延续性，以及其他接续政策实施的可能性。建议在2025宏观经济增长目标继续保持稳健增长的前提下，对汽车产业增量保持乐观。结合量、收入与利润的分析，我们对量增稳健情况下，汽车产业继续保持较快收入利润增长继续保持乐观态度。在具体发展方向上，建议关注头部领先车企及其供应链企业继续发力的机会，关注出海企业的利润增长机会，继续关注摩托车赛道，以及汽车服务板块在持续转型中未来触底反弹机会。

● 风险提示

宏观经济复苏不及预期风险，产业政策不及预期风险，摩托车领域格局恶化超预期风险，乘用车价格竞争超预期风险，汽车服务板块转型效果不及预期风险等。

过去一年市场行情



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 刘乐
执业证书编号 S0020524070001
电话 021-51097188
邮箱 liule@gyzq.com.cn

分析师 陈焯尧
执业证书编号 S0020524080001
电话 021-51097188
邮箱 chenye Yao@gyzq.com.cn

目 录

1. 行业整体表现稳健，销量仍是关键变量.....	4
2. 板块分化，摩托车、汽零快速增长，汽服呈现反弹趋势.....	8
3. 收入增长放缓，利润增长仍快，优质企业龙头引领隐现.....	12
4. 投资建议.....	16
5. 风险提示.....	16

图表目录

图 1: 2024Q1-Q3 汽车销量（万辆）及同比.....	5
图 2: 2024Q1-Q3 分车型销量（万辆）及同比.....	5
图 3: 2024Q1-Q3 汽车产量（万辆）及同比.....	5
图 4: 2024Q1-Q3 分车型产量（万辆）及同比.....	5
图 5: 2024Q1-Q3 新能源汽车产量及同比.....	6
图 6: 2024Q1-Q3 各类型新能源汽车产量占比.....	6
图 7: 2024Q1-Q3 新能源汽车销量及同比.....	7
图 8: 2024Q1-Q3 各类型新能源汽车销量占比.....	7
图 9: 2018-2024Q3 汽车板块营业总收入及同比.....	7
图 10: 2018-2024Q3 汽车板块归母净利润及同比.....	7
图 11: 2023-2024Q3 汽车板块分季度营业总收入及同比.....	8
图 12: 2023-2024Q3 汽车板块分季度归母净利润及同比.....	8
图 13: 2018-2024Q3 汽车板块销售毛利率和销售净利率.....	8
图 14: 2018-2024Q3 汽车板块各项费用率.....	8
图 15: 2018-2024Q3 汽车各细分板块销售毛利率.....	11
图 16: 2018-2024Q3 汽车各细分板块销售净利率.....	11
图 17: 2023Q1-2024Q3 汽车各细分板块销售毛利率.....	11
图 18: 2023Q1-2024Q3 汽车各细分板块销售净利率.....	11
图 19: 2024Q1-Q3 汽车板块营业总收入同比增速分布.....	12
图 20: 2024Q1-Q3 汽车板块归母净利润同比增速分布.....	12
图 21: 2024Q3 单季度汽车板块营业总收入同比增速分布.....	15
图 22: 2024Q3 单季度汽车板块营业总收入环比增速分布.....	15
图 23: 2024Q3 单季度汽车板块归母净利润同比增速分布.....	15
图 24: 2024Q3 单季度汽车板块归母净利润环比增速分布.....	15
表 1: 2024Q1-Q3 主要行业营收及归母净利润同比变化情况.....	4
表 2: 2018-2024Q3 汽车各细分板块营业总收入（亿元）及同比.....	9
表 3: 2018-2024Q3 汽车各细分板块归母净利润（亿元）及同比.....	9
表 4: 2023Q1-2024Q3 汽车各细分板块各季度营业总收入（亿元）及同比.....	10
表 5: 2023Q1-2024Q3 汽车各细分板块各季度归母净利润（亿元）及同比.....	10
表 6: 2018-2024Q3 汽车各细分板块期间费用率.....	11

表 7: 2024Q1-Q3 汽车板块营业总收入与归母净利润同比增速均高于 30%的企业	13
表 8: 2024Q3 单季度汽车板块营业总收入与归母净利润同比增速均高于 30%、环比高于 0%的企业	14

1. 行业整体表现稳健，销量仍是关键变量

2024 年前三季度汽车板块业绩呈现比较优势，但 Q3 单季度走弱。根据申万一级行业类，2024Q1-Q3 汽车板块营业收入同比增速达 4.28%，位列第五；归母净利润同比增速达 9.17%，位列第七。Q3 单季度营业总收入同比增速为-0.25%，位列第十五；归母净利润同比增速为-10.13%，位列第十八。毛利率方面，2024Q1-Q3 汽车板块销售毛利率 16.44%，Q3 单季度销售毛利率 16.96%，略高于前三季度平均水平。

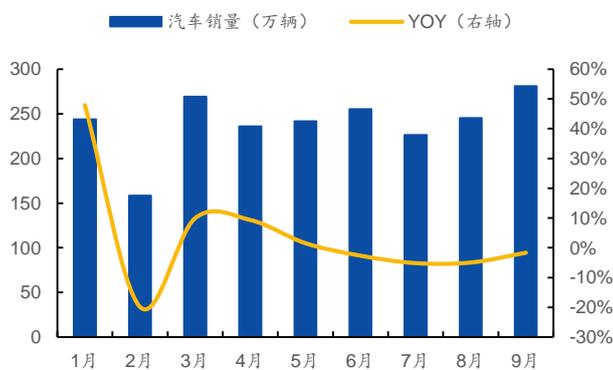
表 1：2024Q1-Q3 主要行业营收及归母净利润同比变化情况

板块名称	2024Q1-Q3				2024Q3			
	营业总收入合计	归母净利润同比	销售毛利率	销售净利率	营业总收入同	归母净利润同	销售毛利率	销售净利率
	同比增长率	增长率	(整体法)	(整体法)	比增长率	比增长率	(整体法)	(整体法)
农林牧渔	-3.82%	486.42%	10.75%	3.64%	-2.07%	832.41%	14.13%	7.02%
基础化工	1.89%	-7.26%	16.43%	6.02%	1.68%	-11.97%	15.65%	5.14%
钢铁	-9.09%	-114.79%	4.63%	-0.07%	-12.71%	-176.85%	3.25%	-1.66%
有色金属	2.92%	-0.29%	11.18%	5.37%	4.09%	6.92%	10.73%	5.34%
电子	18.08%	36.55%	15.79%	4.07%	19.03%	20.34%	15.76%	4.13%
汽车	4.28%	9.17%	16.44%	4.38%	-0.25%	-10.13%	16.96%	4.03%
家用电器	4.26%	5.41%	25.24%	8.08%	1.01%	0.79%	24.78%	7.94%
食品饮料	3.92%	10.43%	50.92%	22.27%	1.34%	2.26%	48.38%	19.95%
纺织服饰	0.38%	-7.01%	23.77%	6.31%	-9.49%	-25.51%	24.00%	5.44%
轻工制造	1.63%	-3.15%	21.51%	5.65%	-2.00%	-28.44%	20.87%	4.93%
医药生物	-0.51%	-7.48%	32.26%	8.37%	0.14%	-13.53%	31.57%	7.17%
公用事业	-0.91%	8.71%	21.88%	12.98%	0.96%	-2.75%	22.76%	13.40%
交通运输	-2.92%	6.23%	9.72%	5.40%	-4.34%	2.22%	10.97%	6.92%
房地产	-23.23%	-147.83%	14.82%	-1.19%	-25.93%	-307.88%	14.18%	-2.33%
商贸零售	-6.95%	5.80%	14.39%	2.59%	-10.36%	137.89%	13.76%	2.84%
社会服务	8.97%	29.23%	24.59%	6.86%	5.99%	-7.58%	25.98%	8.35%
银行	-1.05%	1.43%	--	39.26%	0.89%	3.53%	--	41.41%
非银金融	15.07%	41.22%	41.75%	19.10%	41.59%	214.05%	42.65%	21.29%
综合	-1.18%	93.67%	10.69%	-0.25%	-3.65%	106.80%	11.16%	-0.08%
建筑材料	-11.66%	-51.80%	17.88%	2.94%	-9.07%	-30.82%	18.24%	4.10%
建筑装饰	-4.88%	-11.70%	10.00%	2.75%	-8.11%	-15.30%	9.63%	2.41%
电力设备	-10.34%	-54.06%	17.55%	4.34%	-10.52%	-50.32%	17.72%	4.09%
机械设备	4.27%	-2.13%	23.23%	7.08%	5.77%	2.48%	23.38%	6.76%
国防军工	-5.35%	-27.84%	19.76%	5.86%	-8.52%	-42.27%	19.88%	4.52%
计算机	6.18%	-29.74%	25.24%	2.09%	4.31%	-2.96%	24.40%	2.50%
传媒	0.41%	-32.58%	31.38%	6.48%	-3.42%	-37.52%	30.00%	5.40%
通信	3.56%	8.15%	28.88%	9.96%	3.00%	10.66%	28.31%	8.76%
煤炭	-7.41%	-21.88%	28.58%	14.29%	-1.13%	-8.02%	28.66%	14.15%
石油石化	-1.96%	1.46%	18.85%	5.51%	-10.12%	-15.95%	18.48%	4.96%
环保	3.16%	3.18%	27.15%	10.79%	-0.63%	7.28%	26.88%	11.44%
美容护理	2.68%	-16.56%	51.28%	11.73%	2.15%	-47.19%	49.16%	9.17%

资料来源：Choice，国元证券研究所

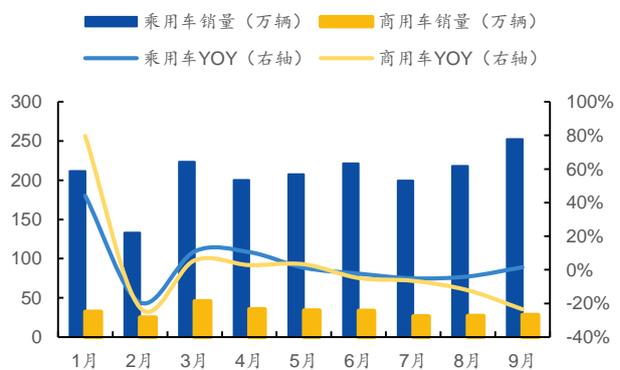
业绩与销量关系密切，行业发展仍需关注下游增量。尽管市场关注行业降价竞争等内卷问题，但观察数据情况，与收入、利润等业绩同步的仍然是销量的变化。2024Q1-Q3，我国汽车产销分别为2147万辆和2157.1万辆，同比增长1.9%和2.4%。其中乘用车产销分别为1864.3万辆和1867.9万辆，同比增长2.6%和3%；商用车产销分别为282.7万辆和289.2万辆，同比下降2.8%和1.6%。2024Q3单季度汽车产销分别为757.4万辆和752.4万辆，同比下降3.22%和3.87%，其中乘用车产销量分别为675.7万辆和670万辆，同比下降1.93%和2.33%，商用车产销量82.1万辆和82.4万辆，同比下降12.66%和14.88%。前三季度的业绩正增长与销量正增长，Q3单季度的业绩负增长与销量负增长高度同步。作为规模经济型行业，汽车行业的业绩走势仍需销量予以支撑。

图 1：2024Q1-Q3 汽车销量（万辆）及同比



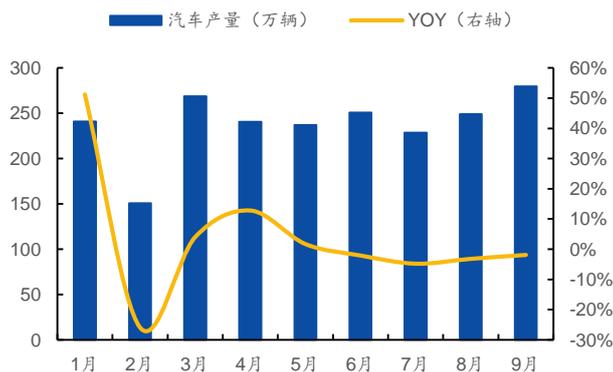
资料来源：MarkLines，国元证券研究所

图 2：2024Q1-Q3 分车型销量（万辆）及同比



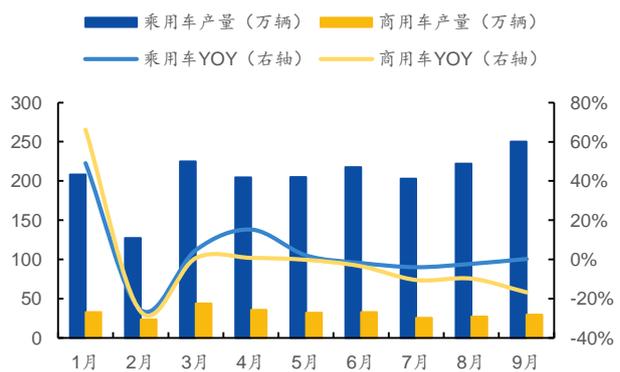
资料来源：MarkLines，国元证券研究所

图 3：2024Q1-Q3 汽车产量（万辆）及同比



资料来源：MarkLines，国元证券研究所

图 4：2024Q1-Q3 分车型产量（万辆）及同比



资料来源：MarkLines，国元证券研究所

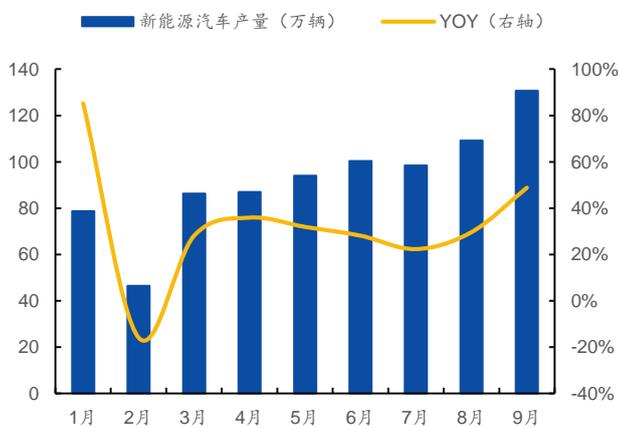
2024 年乘用车和商用车产销量总体走势相同，1-5 月（除 2 月）呈同比上升趋势，6-9 月呈同比下降趋势。2023 年，受内外政策调节、车企价格战及各种促销活动影响，汽车销量基本呈连月上涨趋势，全年总销量达 3000 万辆，同比增长约 11.7%，创历史新高，透支 2024 年部分销量。进入 2024 年后，价格战愈演愈烈，1-5 月降价

模已经超过 2023 年全年的九成，超越了 2022 年的降价总规模。此外，2024 年前 5 月共有 136 款新能源车降价，接近 2023 年全年 139 款的水平，其中 2-4 月分别有 29 款、49 款、54 款车型降价，但在 5 月降价车型骤降至 10 款，意味着价格战暂时告一段落，但这也一定程度上透支了下半年的销量。综上所述，2023 年透支了 2024 年的部分汽车销量，而 2024 年上半年透支了下半年的部分汽车销量，因此 2024 年下半年总销量均呈同比减少状态。

新能源汽车产销量总体呈上升趋势，纯电动汽车产销量占比最多。截至 2024Q3，我国新能源汽车产销量分别为 831.6 万辆和 832 万辆，同比增加 31.7%和 32.5%，其中纯电动汽车产销量为 499.3 万辆和 498.8 万辆，同比增加 11.9%和 11.6%，约占新能源汽车总产销量的 60.04%和 59.95%；插电式混合动力汽车产销量分别为 331.8 万辆和 332.8 万辆，同比增长 79.5%和 84.2%，约占新能源汽车总产销量的 39.90%和 40.00%；燃料电池汽车产销量为 0.4188 万辆和 0.4133 万辆，同比增加 40.6%和 44.0%，均约占新能源汽车总产销量的 0.05%。

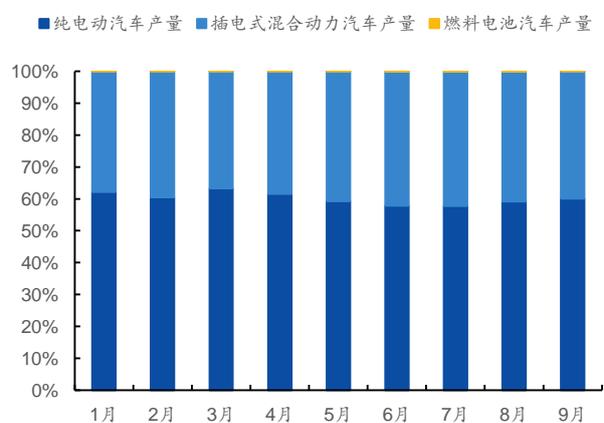
2024 年 9 月，我国新能源渗透率已达 53.3%。Q3 单季度新能源汽车产销量分别为 338.3 万辆和 337.7 万辆，同比增加 33.87%和 33.52%。纯电动式汽车产销量为 200.1 万辆和 197.2 万辆，同比增加 15.46%和 11.73%；插电式混合动力汽车产销量分别为 138.2 万辆和 140.2 万辆，同比增加 74.27%和 83.27%；燃料电池汽车产销量分别为 0.2161 万辆和 0.221 万辆，同比增加 440.25%和 333.33%。

图 5：2024Q1-Q3 新能源汽车产量及同比



资料来源：MarkLines，国元证券研究所

图 6：2024Q1-Q3 各类型新能源汽车产量占比



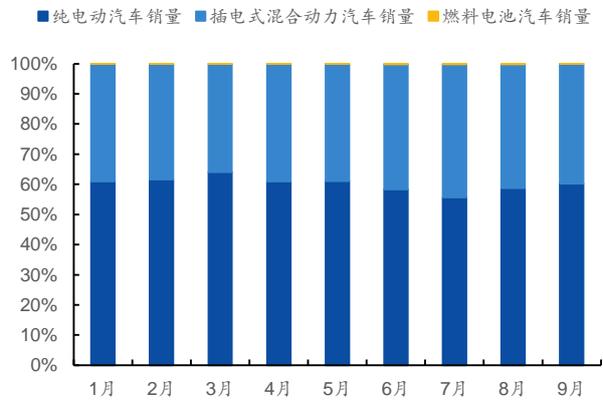
资料来源：MarkLines，国元证券研究所

图 7：2024Q1-Q3 新能源汽车销量及同比



资料来源：MarkLines，国元证券研究所

图 8：2024Q1-Q3 各类型新能源汽车销量占比



资料来源：MarkLines，国元证券研究所

与销量对应，2024 年上半年汽车总营收及归母净利润持续上升 Q3 有所下降。2024Q1-Q3，我国汽车板块营业总收入为 27,563.82 亿元，同比增长 4.29%；归母净利润为 1,150.19 亿元，同比增长 9.18%。细分至各季度来看，2024 年 Q1 及 Q2 营业总收入与归母净利润均呈上涨趋势，Q3 营业总收入略有下降，达到 9,674.08 亿元，同比下降 0.25%，归母净利润达到 370.96 亿元，同比下降 10.13%。

与内卷伤利印象相反，2024 年前三季度汽车板块毛利率总体走势平稳，净利率小幅下滑。2024Q1-Q3 汽车板块上市公司销售毛利率达 16.44%，同比增加 8.59%；销售净利率达 4.38%，同比增加 2.34%。2024Q3 单季度销售净利率为 4.03%，同/环比-12.77%/-16.04%；销售毛利率为 16.96%，同/环比+4.63%/+5.08%。前期企业通过规模效应摊销成本，提升盈利能力叠加原材料成本下行，毛利率得以维持或提高；同时 2024Q3 汽车板块各项费用率均有所提升，净利率下降。

图 9：2018-2024Q3 汽车板块营业总收入及同比



资料来源：Choice，国元证券研究所

图 10：2018-2024Q3 汽车板块归母净利润及同比



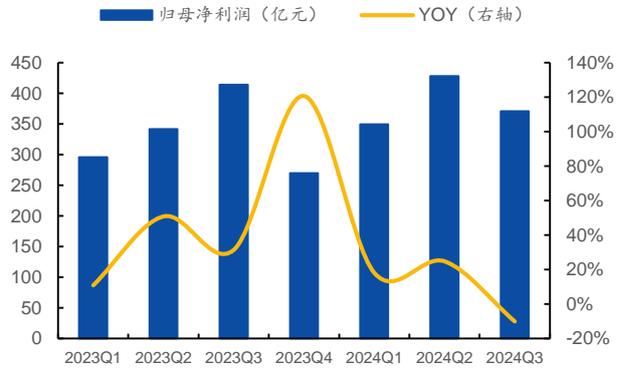
资料来源：Choice，国元证券研究所

图 11：2023-2024Q3 汽车板块分季度营业总收入及同比



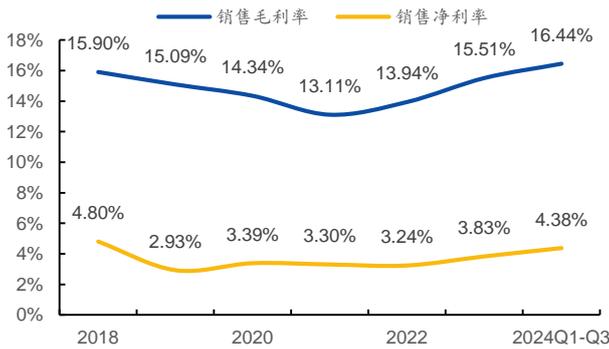
资料来源：Choice，国元证券研究所

图 12：2023-2024Q3 汽车板块分季度归母净利润及同比



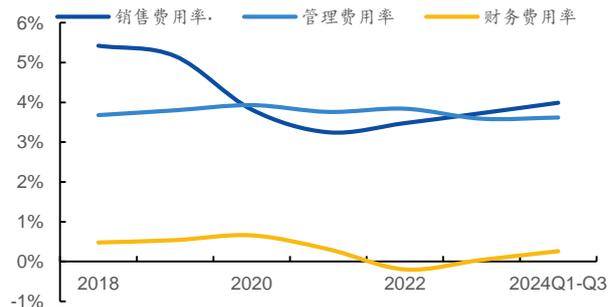
资料来源：Choice，国元证券研究所

图 13：2018-2024Q3 汽车板块销售毛利率和销售净利率



资料来源：Choice，国元证券研究所

图 14：2018-2024Q3 汽车板块各项费用率



资料来源：Choice，国元证券研究所

2. 板块分化，摩托车、汽零快速增长，汽服呈现反弹趋势

前三季度摩托车收入利润双增，汽服板块双减，乘用车增收不增利，汽零板块利润增长远高于收入，反映乘用车面对的竞争压力及汽零板块的较强韧性。2024Q1-Q3 汽车零部件/汽车服务/摩托车及其他/乘用车/商用车板块营业总收入分别为 9818.23/849.54/646.72/13278.17/2467.16 亿元，同比+6.25%/-25.26%/+13.65%/+6.06%/-0.88%。汽车零部件/汽车服务/摩托车及其他/乘用车/商用车板块归母净利润分别为 572.57/7.19/48.16/458.76/63.51 亿元，同比+20.51%/-10.26%/+8.24%/-1.27%/+3.90%。受益于国产替代、企业出海及规模效应等，汽车零部件企业虽然收入增长与乘用车同步，但盈利大幅增长，反映出板块企业较强的韧性与盈利空间。在乘用车市场，虽然价格战及各类降价活动一定程度上促进了车辆销售和营收增长，但更低的单价也在一定程度上削减了企业利润。在商用车市场，皮卡及

客车产销均有所上升，但货车产销下降数量较多，这主要是受公路货运市场低迷以及行业内部库存积压严重等因素影响。此外，摩托车市场中高性能、高配置、高附加值车型需求的增长及摩托车海外市场的持续扩张均促进摩托车销量上涨，实现营收及利润双增长。新能源汽车品牌大多采用直销、在线销售的销售模型，对传统汽车销售及服务板块形成较大冲击，汽车服务板块持续处于转型发展中。

第三季度，受销量下滑影响，乘用车遭受冲击明显，汽零板块韧性仍在，摩托车继续增长，汽车服务板块利润增长呈现一定的反弹趋势。2024Q3 单季度汽车零部件/汽车服务/摩托车及其他/乘用车/商用车板块营业总收入分别为 3340.39/263.52/239.89/5085.91/744.36 亿元，同比+1.44% /-30.39% /+15.24% /+2.36% /-12.35%。零部件/汽车服务/摩托车及其他/乘用车/商用车板块归母净利润分别为 184.68 /2.18 /16.79 /152.89 /14.47 亿元，同比+1.04% /+187.12% /+4.20% /-22.92% /-2.48%。销量下行借助规模经济下经营杠杆的反向作用带动乘用车收入、利润显著下行。而汽车零部件则依旧在自身韧性作用下呈现低单位数正增长；摩托车板块仍然保持收入利润双增趋势，而汽车服务板块借助各种转型动作呈现出利润回升趋势。

表 2：2018-2024Q3 汽车各细分板块营业总收入（亿元）及同比

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
汽车零部件	9,086.83	9,335.24	9,656.75	10,719.54	11,093.28	12,710.39	9,818.23
YOY		2.73%	3.44%	11.01%	3.49%	14.58%	6.25%
汽车服务	1,432.52	1,748.92	1,581.33	1,906.62	1,647.37	1,497.80	849.54
YOY		22.09%	-9.58%	20.57%	-13.60%	-9.08%	-25.26%
摩托车及其他	477.38	476.09	511.60	648.32	772.10	745.44	646.72
YOY		-0.27%	7.46%	26.72%	19.09%	-3.45%	13.65%
乘用车	13,121.33	12,441.26	11,707.83	13,404.37	15,827.51	18,539.81	13,782.17
YOY		-5.18%	-5.90%	14.49%	18.08%	17.14%	6.06%
商用车	2,935.87	2,952.33	4,000.00	3,813.73	2,679.93	3,354.84	2,467.16
YOY		0.56%	35.49%	-4.66%	-29.73%	25.18%	-0.88%

资料来源：Choice，国元证券研究所

表 3：2018-2024Q3 汽车各细分板块归母净利润（亿元）及同比

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
汽车零部件	496.79	224.26	358.62	422.15	414.90	609.13	572.57
YOY		-54.86%	59.91%	17.72%	-1.72%	46.81%	20.51%
汽车服务	22.11	-10.04	5.31	17.82	12.39	2.75	7.19
YOY		-145.41%	152.89%	235.72%	-30.48%	-77.82%	-10.26%
摩托车及其他	22.23	-22.19	32.30	29.76	45.05	48.43	48.16
YOY		-199.79%	-245.60%	-7.89%	51.39%	7.51%	8.24%
乘用车	542.04	359.29	297.72	382.36	460.02	588.73	458.76
YOY		-33.71%	-17.14%	28.43%	20.31%	27.98%	-1.27%
商用车	1.24	56.53	73.20	-3.37	-2.15	73.95	63.51
YOY		4459.23%	29.49%	-104.60%	-36.25%	-3546.51%	3.90%

资料来源：Choice，国元证券研究所

表 4：2023Q1-2024Q3 汽车各细分板块各季度营业总收入（亿元）及同比

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
汽车零部件	2,827.33	3,081.89	3,317.68	3,470.04	3,142.47	3,325.90	3,340.39
YOY	5.90%	25.41%	11.34%	14.73%	10.62%	7.36%	1.44%
汽车服务	390.42	368.15	378.10	361.13	293.31	292.71	263.52
YOY	-3.34%	-2.47%	-21.20%	-6.67%	-24.87%	-20.52%	-30.39%
摩托车及其他	172.97	187.89	208.17	176.41	177.96	228.87	239.89
YOY	2.83%	-1.20%	-11.58%	-1.06%	2.89%	21.81%	15.24%
乘用车	3,648.65	4,376.89	4,968.82	5,545.45	3,979.75	4,716.51	5,085.91
YOY	4.74%	44.53%	13.00%	12.68%	9.07%	7.76%	2.36%
商用车	749.19	890.59	849.23	865.84	846.98	875.82	744.36
YOY	7.18%	46.33%	30.66%	19.87%	13.05%	-1.66%	-12.35%

资料来源：Choice，国元证券研究所

表 5：2023Q1-2024Q3 汽车各细分板块各季度归母净利润（亿元）及同比

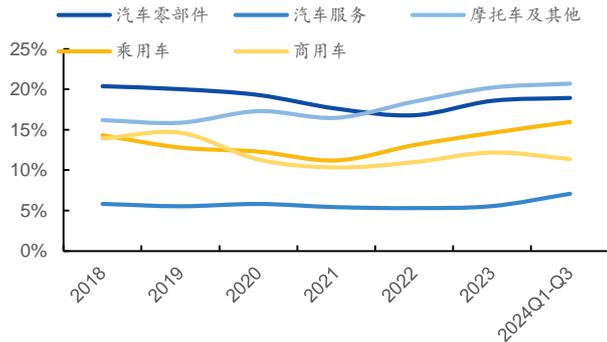
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
汽车零部件	124.77	164.90	184.31	134.00	190.90	195.83	184.68
YOY	9.94%	41.73%	24.87%	246.01%	52.46%	17.90%	1.04%
汽车服务	3.68	3.65	0.68	-5.27	2.27	2.74	2.18
YOY	121.34%	32.49%	-77.04%	-204.72%	-38.31%	-24.99%	187.12%
摩托车及其他	12.14	16.27	16.08	3.94	13.63	17.78	16.79
YOY	15.03%	3.16%	-17.09%	670.45%	12.27%	9.21%	4.20%
乘用车	140.26	126.06	198.35	124.06	120.06	185.81	152.89
YOY	2.78%	25.29%	32.18%	70.32%	-14.40%	47.40%	-22.92%
商用车	14.93	31.36	14.83	12.82	22.85	26.20	14.47
YOY	213.45%	471.93%	423.23%	109.45%	53.01%	-16.46%	-2.48%

资料来源：Choice，国元证券研究所

2024 汽车各细分板块销售毛利率总体走势平稳，汽零板块韧性显现，摩托车超额利润率下行，乘用车毛利率提升净利率下滑。2022 年之前，汽车零部件销售毛利率最高，维持在 20%左右；2022 年后，摩托车及其他销售毛利率最高，2024 前三季度达 20.71%，同比+2.76%，汽车零部件/乘用车/商用车/汽车服务板块的销售毛利率分别达 18.93%/15.95%/11.37%/7.09%，同比+4.35%/+11.49%/-3.52%/+42.61%。各细分板块销售净利率近年波动较大，2024Q1-Q3 摩托车及其他/汽车零部件/乘用车/商用车/汽车服务板块的销售净利率分别达 7.20%/6.33%/3.39%/2.55%/0.90%，同比-3.55%/+13.84%/-13.12%/+6.76%/+30.38%。单三季度来看，相比 2024Q2，2024Q3 除汽车服务板块单季度销售净利率有所上升外，剩余各板块均略有下降，摩托车及其他/汽车零部件/乘用车/商用车板块的销售净利率分别达 6.73%/5.95%/3.09%/2.03%，环比-9.90%/-1.38%/-29.99%/+19.91%。2024Q3 乘用车板块与汽车零部件板块实现单季度销售毛利率上升，分别为 16.92%/18.92%，环比+10.18%/+0.62%，同比

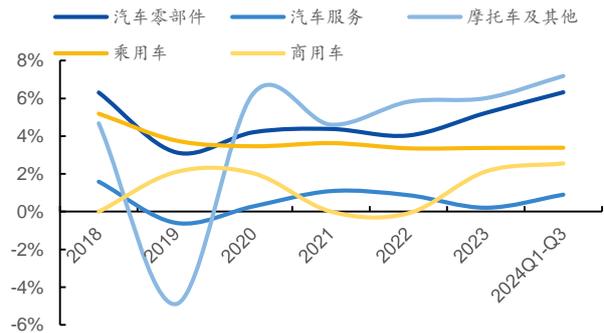
+6.10%/+0.80%；商用车/汽车服务/摩托车及其他板块销售毛利率分别为11.11%/7.03%/19.98%，环比-6.20%/-1.33%/-7.88%，同比-8.42%/+50.44%/+1.44%。整体对比看，在行业竞争加剧背景下汽零板块盈利水平仍然保持相对韧性。受关键零部件动力电池等价格下降带动，乘用车毛利率明显上升，但由于竞争加剧拼销量、拼研发等持续投入，净利润率处于持续下滑状态。而摩托车的高利润率状态出现一定下行趋势，持续下滑的汽服板块在利润率上也出现了上行趋势。

图 15：2018-2024Q3 汽车各细分板块销售毛利率



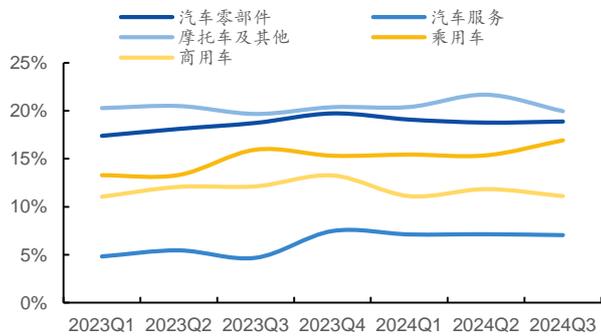
资料来源：Choice，国元证券研究所

图 16：2018-2024Q3 汽车各细分板块销售净利率



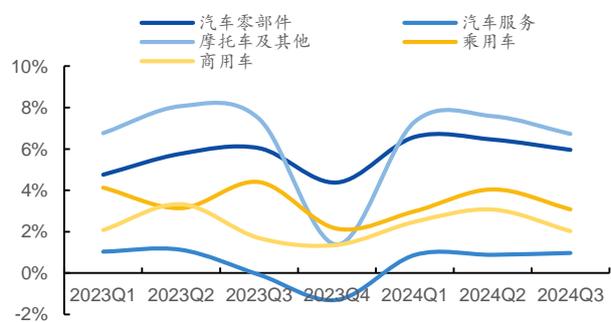
资料来源：Choice，国元证券研究所

图 17：2023Q1-2024Q3 汽车各细分板块销售毛利率



资料来源：Choice，国元证券研究所

图 18：2023Q1-2024Q3 汽车各细分板块销售净利率



资料来源：Choice，国元证券研究所

表 6：2018-2024Q3 汽车各细分板块期间费用率

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
汽车零部件	10.32%	10.57%	9.72%	8.54%	7.74%	8.08%	7.94%
汽车服务	4.14%	3.77%	3.48%	3.17%	3.50%	3.90%	4.79%
摩托车及其他	11.63%	12.61%	13.35%	8.22%	6.83%	8.83%	8.80%
乘用车	9.55%	9.46%	8.57%	7.35%	7.15%	7.33%	8.41%
商用车	9.66%	9.22%	6.15%	5.83%	7.00%	6.34%	5.47%

资料来源：Choice，国元证券研究所

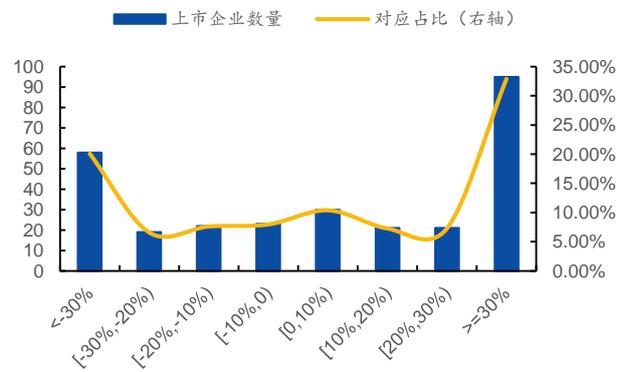
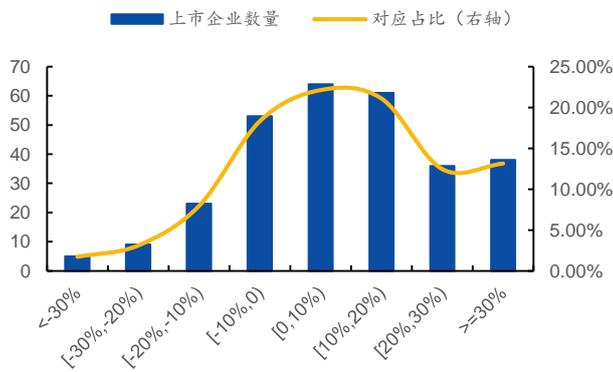
3. 收入增长放缓，利润增长仍快，优质企业龙头引领隐现

2024 前三季度营业总收入同比增速在 0%~10% 的公司最多，共 64 家，营收增长集中在个位数和低双位数区间。在发布季报的 289 家公司中，2024 前三季度同比增速的中位数为 8.14%，归母净利润同比增速的中位数为 7.58%。其中营业总收入增速小于-30% 的共 5 家，占比 1.73%；介于-30%~-20% 的共 9 家，占比 3.11%；介于-20%~-10% 的共 23 家，占比 7.96%；介于-10%~0% 的共 53 家，占比 18.34%；介于 0%~10% 的共 64 家，占比 22.15%；介于 10%~20% 的共 61 家，占比 21.11%；介于 20%~30% 的共 36 家，占比 12.46%；大于 30% 的共 38 家，占比 13.15%。营收增长整体进入低双位数阶段。

2024 前三季度归母净利润同比增速在 30% 以上的公司最多，共 95 家。尽管收入增长放缓，但利润增长仍然较快。归母净利润营业总收入增速小于-30% 的共 58 家，占比 20.07%；介于-30%~-20% 的共 19 家，占比 6.57%；介于-20%~-10% 的共 22 家，占比 7.61%；介于-10%~0% 的共 23 家，占比 7.96%；介于 0%~10% 的共 30 家，占比 10.38%；介于 10%~20% 的共 21 家，占比 7.27%；介于 20%~30% 的共 21 家，占比 7.27%；大于 30% 的共 95 家，占比 32.87%。尽管营收增长走弱，但主要公司积极降本增效，利润增长仍然呈现较好趋势。

图 19：2024Q1-Q3 汽车板块营业总收入同比增速分布

图 20：2024Q1-Q3 汽车板块归母净利润同比增速分布



资料来源：Choice，国元证券研究所

资料来源：Choice，国元证券研究所

2024 前三季度营业总收入与归母净利润同比增速均高于 30% 的公司共有 28 家，稳健增长企业呈现龙头引领、出海等特质。在收入与利润增长双高的 28 家公司中，22 家公司属于汽车零部件板块，4 家属于摩托车及其他板块，1 家属于乘用车板块，1 家属于商用车板块。对这 22 家汽车零部件公司整理发现，大多数公司顺应当今潮流，在新能源产品、智能驾驶、轻量化等方面有所布局，通过完善的供应链整合及管理服务实现降本增效。此外，部分企业亦积极拓展国内外市场，通过出口或海外布局增加市场份额，提升全球竞争力。乘用车中唯一营业总收入与归母净利润均高增的企业为赛力斯，属“华为系”公司，与华为深度绑定。受益于华为品牌本身的流量和智驾智舱技术，赛力斯创新推出多款融合“传统豪华+科技豪华”的“新豪华”汽车产品，仅 2024H1 的销量便已同比增加 348.55%。在供应链管理层面，赛力斯实行“集成化”“集聚化”策略，提高零部件国产化率并优化供应商结构，降低生产成本。收入、

利润增长较快的商用车公司中通客车，则主要由于出海发力带动。零部件层面，除处于波动周期中触底反弹的企业外，稳定增长的企业中，华纬科技为比亚迪、吉利供应链企业，华阳集团、拓普集团、上海沿浦、沪光股份为鸿蒙智供应链企业，瑞鹄模具为奇瑞汽车供应链体系企业，松原股份为吉利、奇瑞供应链企业，且出海进入扩展期，博俊科技、科博达为理想汽车供应链企业，且科博达全球性客户不断拓展，体现出领先品牌引领和出海带动的特征，同时天成自控在乘用车座椅快速增长的同时，飞机座椅收入呈现快速增长态势，体现新兴业务的带动作用。

表 7：2024Q1-Q3 汽车板块营业总收入与归母净利润同比增速均高于 30%的企业

分类	代码	名称	2024Q1-Q3				2024Q3 单季度					
			营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	营业总收入 (亿元)	同比	环比	归母净利润 (亿元)	同比	环比
乘用车	601127.SH	赛力斯	1,066.27	539.24%	40.38	276.02%	415.82	636.25%	8.05%	24.13	354.09%	71.77%
商用车	000957.SZ	中通客车	42.34	51.88%	1.95	164.94%	14.78	30.79%	0.33%	0.84	283.04%	23.00%
	001380.SZ	华纬科技	12.34	45.86%	1.53	39.92%	5.27	53.37%	31.41%	0.72	58.39%	77.21%
	002703.SZ	浙江世宝	18.18	54.49%	1.12	174.96%	6.91	54.09%	9.21%	0.45	115.88%	-0.03%
	002708.SZ	光洋股份	17.06	31.25%	0.40	163.97%	5.83	15.71%	5.15%	-0.03	86.41%	-116.67%
	002766.SZ	索菱股份	10.32	41.45%	0.44	127.38%	3.87	15.94%	16.17%	0.22	34.84%	72.19%
	002806.SZ	华锋股份	7.26	39.28%	0.05	110.25%	2.60	43.29%	1.82%	0.03	113.13%	976.11%
	002906.SZ	华阳集团	68.41	42.62%	4.65	56.20%	26.48	37.25%	20.21%	1.78	53.54%	22.89%
	002997.SZ	瑞鹄模具	17.26	32.99%	2.53	63.66%	6.05	37.97%	-1.68%	0.91	41.61%	5.74%
	300304.SZ	云意电气	15.56	31.77%	3.07	31.27%	5.30	16.27%	-4.27%	0.97	32.74%	-9.26%
	300446.SZ	航天智造	54.96	30.21%	5.36	120.77%	16.64	5.58%	-14.04%	1.49	99.84%	-32.22%
	300680.SZ	隆盛科技	16.43	38.47%	1.54	58.22%	5.83	28.84%	17.86%	0.50	100.12%	-0.68%
汽车零	300893.SZ	松原股份	13.10	60.80%	1.91	62.87%	5.07	47.08%	16.54%	0.67	24.67%	8.20%
部件	300926.SZ	博俊科技	28.62	68.30%	3.68	102.47%	11.39	67.66%	23.14%	1.36	57.09%	3.62%
	301192.SZ	泰祥股份	3.12	50.52%	0.44	58.06%	1.06	-2.91%	0.21%	0.22	116.23%	78.74%
	837242.BJ	建邦科技	5.37	36.15%	0.76	50.82%	2.27	48.71%	35.43%	0.37	78.86%	39.60%
	601500.SH	通用股份	49.88	35.56%	3.80	139.49%	19.20	33.45%	18.17%	0.93	-7.16%	-30.21%
	601689.SH	拓普集团	193.52	36.75%	22.34	39.89%	71.30	42.85%	9.13%	7.78	54.63%	-4.07%
	603085.SH	天成自控	14.57	47.74%	0.26	53.11%	5.78	61.28%	12.78%	0.10	103.32%	82.18%
	603119.SH	浙江荣泰	8.09	38.85%	1.67	41.53%	3.11	33.06%	10.03%	0.66	36.05%	21.16%
	603786.SH	科博达	42.73	33.79%	6.07	33.24%	15.30	24.15%	15.48%	2.35	30.77%	54.09%
	603922.SH	金鸿顺	6.51	123.24%	-0.16	62.33%	1.88	67.71%	-32.86%	-0.03	63.93%	-179.06%
	605128.SH	上海沿浦	14.99	46.97%	1.08	70.51%	5.11	28.28%	22.25%	0.47	46.01%	55.97%
	605333.SH	沪光股份	55.32	133.71%	4.38	2030.18%	21.14	121.40%	12.14%	1.83	901.75%	18.89%
	689009.SH	九号公司-WD	109.05	44.90%	9.70	155.95%	42.39	34.75%	3.29%	3.74	139.07%	-18.69%
摩托车	834058.BJ	华洋赛车	4.23	40.69%	0.49	40.83%	1.64	105.28%	-22.09%	0.17	165.43%	-37.39%
及其他	301345.SZ	涛涛车业	22.20	64.87%	3.01	47.40%	8.29	47.61%	-4.75%	1.19	70.53%	-8.96%
	600679.SH	上海凤凰	18.33	42.96%	0.50	52.15%	6.22	48.18%	0.21%	0.10	23.82%	-21.62%

资料来源：Choice，国元证券研究所

2024Q3 单季度营业总收入与归母净利润同比增速均高于 30%，环比增速均高于 0% 的公司共有 13 家，与前三季度收入利润均高企业基本重合。在这 13 家公司中，10 家公司属于汽车零部件板块，2 家属于乘用车板块，1 家属于商用车板块。其中 10 家公司与前文 2024Q1-Q3 汽车板块营业总收入与归母净利润同比增速均高于 30% 的企业相同，分别为赛力斯 (601127.SH)、中通客车 (000957.SZ)、华纬科技 (001380.SZ)、华锋科技 (002806.SZ)、华阳集团 (002906.SZ)、博俊科技 (300926.SZ)、天成自控 (603085.SH)、浙江荣泰 (603119.SH)、沪光股份 (605333.SH)、建邦科技 (837242.BJ)。剩余公司营收及归母净利润同比增加原因不一，阿尔特本季度项目可验收节点较多，因此营收上升；海泰科受益于新能源汽车零部件业务，其用于新能源汽车的注塑模具和塑料零部件营收同比提升 86.52%，在公司总营收中的占比亦提升 8.37%。

表 8：2024Q3 单季度汽车板块营业总收入与归母净利润同比增速均高于 30%、环比高于 0% 的企业

分类	代码	名称	2024Q1-Q3				2024Q3 单季度					
			营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	营业总收入 (亿元)	同比	环比	归母净利润 (亿元)	同比	环比
乘用车	000572.SZ	海马汽车	10.84	-44.11%	0.56	137.53%	4.63	92.31%	161.24%	2.08	341.95%	416.14%
	601127.SH	赛力斯	1,066.27	539.24%	40.38	276.02%	415.82	636.25%	8.05%	24.13	354.09%	71.77%
商用车	000957.SZ	中通客车	42.34	51.88%	1.95	164.94%	14.78	30.79%	0.33%	0.84	283.04%	23.00%
汽车零部件	001380.SZ	华纬科技	12.34	45.86%	1.53	39.92%	5.27	53.37%	31.41%	0.72	58.39%	77.21%
	002806.SZ	华锋股份	7.26	39.28%	0.05	110.25%	2.60	43.29%	1.82%	0.03	113.13%	976.11%
	002906.SZ	华阳集团	68.41	42.62%	4.65	56.20%	26.48	37.25%	20.21%	1.78	53.54%	22.89%
	300825.SZ	阿尔特	6.17	2.19%	0.01	-96.25%	2.24	109.63%	59.81%	0.17	151.59%	146.63%
	300926.SZ	博俊科技	28.62	68.30%	3.68	102.47%	11.39	67.66%	23.14%	1.36	57.09%	3.62%
	301022.SZ	海泰科	5.09	21.47%	0.31	-0.64%	2.00	38.04%	18.43%	0.23	4249.14%	218.31%
	603085.SH	天成自控	14.57	47.74%	0.26	53.11%	5.78	61.28%	12.78%	0.10	103.32%	82.18%
	603119.SH	浙江荣泰	8.09	38.85%	1.67	41.53%	3.11	33.06%	10.03%	0.66	36.05%	21.16%
	605333.SH	沪光股份	55.32	133.71%	4.38	2030.18%	21.14	121.40%	12.14%	1.83	901.75%	18.89%
	837242.BJ	建邦科技	5.37	36.15%	0.76	50.82%	2.27	48.71%	35.43%	0.37	78.86%	39.60%

资料来源：Choice，国元证券研究所

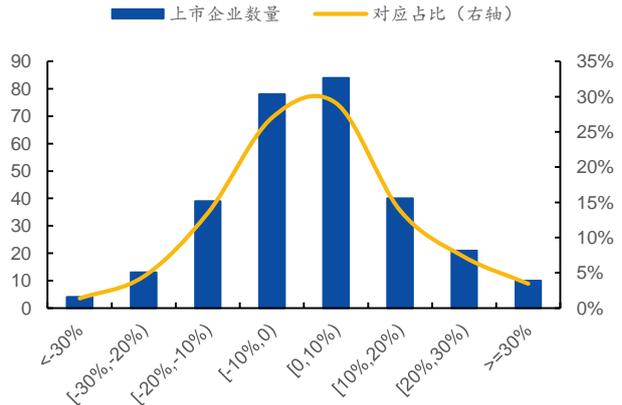
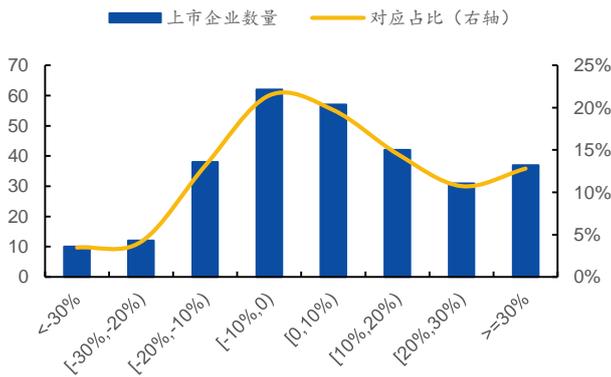
2024Q1-Q3 实现营业总收入同比增长 30%但归母净利润同比增长 0%以下的公司共 4 家，营业总收入同比增长小于 0%但归母净利润同比增长 30%以上的公司共 13 家。营收同比高增但归母净利润同比下降的部分企业存在销售净利率及销售毛利率下降，但销售成本率上升的问题；公司毛利润为负的业务增加亦会导致归母净利润的下降。企业实现营收同比下降但利润同比高增的原因不一，部分企业通过有效的成本控制和费用节约措施，降低了营业成本和管理费用，从而在收入下降的情况下仍然实现了利润的增长；部分企业通过处置非流动资产、债务重组等方式增加非经常性损益，提升了归母净利润；此外，部分企业调整了产品结构，高毛利产品销售占比增加，并且通过控制相关费用从而提升利润率。

2024Q3 单季度汽车板块营业总收入同比增速介于-10%~0%之间的企业最多，环比增速介于 0%~10%之间的企业最多，体现三季度受销量下行影响，收入同比增长众数水平下移到负数区间。第三季度营业总收入同比增速的中位数为 3.61%，环比增速的中

位数为 0.66%。营业总收入同比增速介于-10%~0%的公司最多,共有 62 家,占比 21.45%; 介于 0%~10%的公司共 57 家,占比 19.72%,位列第二;增速在 30%以上的公司 37 家, 占比 12.80%;增速低于-30%的公司共 10 家,占比 3.46%。营业总收入环比增速介于 0%~10%的公司最多,共有 84 家,占比 29.07%;介于-10%~0%的公司共 78 家,占比 26.99%;增速在 30%以上的公司 10 家,占比 3.46%;增速低于-30%的公司共 4 家,占 比 1.38%。

图 21: 2024Q3 单季度汽车板块营业总收入同比增速分布

图 22: 2024Q3 单季度汽车板块营业总收入环比增速分布



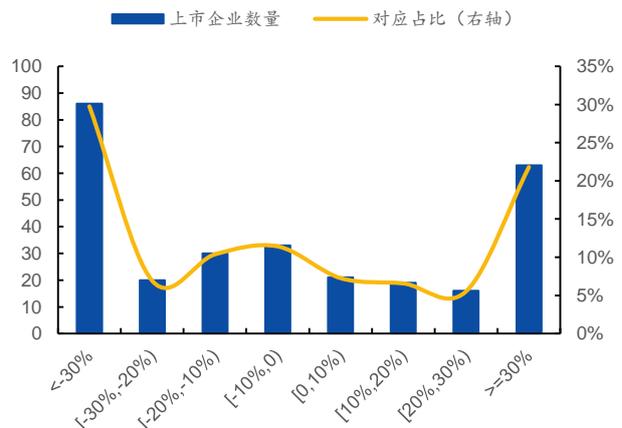
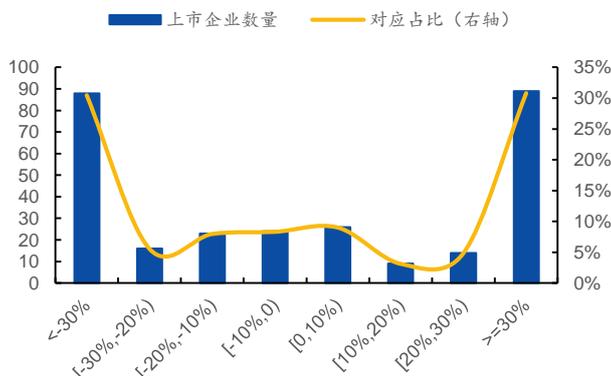
资料来源: Choice, 国元证券研究所

资料来源: Choice, 国元证券研究所

2024Q3 单季度汽车板块归母净利润同比增速高于 30%的企业最多,环比增速低于-30% 之间的企业最多。第三季度归母净利润同比增速的中位数为 2.60%, 环比增速的中位 数为-8.51%。归母净利润同比增速高于 30%的公司最多,共有 89 家,占比 30.80%; 低于-30%的公司共有 88 家,占比 30.45%,位列第二。归母净利润环比增速低于-30% 的公司最多,共有 86 家,占比 29.76%;增速在 30%以上的公司为 63 家,占比 21.80%。

图 23: 2024Q3 单季度汽车板块归母净利润同比增速分布

图 24: 2024Q3 单季度汽车板块归母净利润环比增速分布



资料来源: Choice, 国元证券研究所

资料来源: Choice, 国元证券研究所
注: 公司数量之和为 288 是由于一公司数据缺失

4. 投资建议

我们在《国元证券行业研究-2025 年汽车行业投资策略报告：守成与创新，开启发展新阶段》中通过理论模型及行业发展阶段的事实，论证了当前中国汽车行业的投资策略在电动智能车老曲线上应当关注领先品牌引领，出海等发展方向，以及自动驾驶、人形机器人以及飞行汽车等未来产业新曲线。本篇报告从报表数据角度予以上述策略报告实证性证据，并予以跨行业对比的拓展性分析。结合理论模型、产业发展与报表数据，我们提出如下观点：

- (1) 在当前宏观背景下，31 个申万一级行业类中，汽车行业业绩仍然呈现靠前态势。但对比三季度政策空窗期来看，汽车行业对政策依赖性仍大，销量的提振仍需系列政策支持。由于汽车销量与消费以及 GDP 增长等宏观经济变量关系密切，稳增长从产业层面务需稳汽车。因此我们建议关注“以旧换新”政策延续性，以及其他接续政策实施的可能性。建议在 2025 宏观经济增长目标继续保持稳健增长的前提下，对汽车产销增量保持乐观。
- (2) 通过前三季度与三季度单季度的销量、收入、归母净利润对比看，销量对汽车行业收入、利润的影响仍然显著。若 25 年宏观经济增长目标稳健，汽车产销增量仍然呈现可观正增长，则行业的收入、利润仍能保持较为乐观的增长。我们提示结合行业降价竞争背景来看，乘用车本身遭受的收入、利润增长压力更强；汽车零部件企业虽然持续遭遇年降，但自身发展韧性强，收入、利润持续保持较高增速。我们建议即使在持续年降压力下，也可对汽零行业的优秀企业保持相对乐观。同时持续关注收入、利润双增的摩托车企业的持续发展机会。此外汽车服务板块持续转型发展，虽然收入仍在增长，但单 3 季度和前三季度利润增长均转正，建议关注未来细分板块领先企业触底反弹机会。
- (3) 从收入利润增长均表现优异的企业角度看，领先品牌的带动作用效果明显。代表性企业鸿蒙智行效果最为显著。24 年前三季度收入、利润增长均超 30% 的企业中，赛力斯、华阳集团、拓普集团、上海沿浦、沪光股份为等的高速增长均有华为鸿蒙智行的推动作用。此外吉利、奇瑞、比亚迪、理想等产销增长较快企业的产业链企业如华纬科技、瑞鹄模具、松原股份、博俊科技、科博达等亦均有较好增长。同时出海、全球化发展以及切入飞机等新兴领域的业务增长也为部分企业带来了较好的收入利润增长，建议持续关注。

5. 风险提示

(1) 宏观经济复苏不及预期风险

我们对 2025 年汽车销量以及与销量相关的系列指标保持相对乐观的前提是经济复苏整体保持平稳向上，若经济复苏不及预期，则相关预测存在不及预期的风险。

(2) 产业政策不及预期风险

我们预期宏观经济目标平稳增长的产业面支撑因素，汽车销量的稳步增长是重要支

撑，因此未来产业面政策对汽车仍将保持支撑状态。这一关系虽然有较高的相关性，但仍然存在不确定性空间。若汽车产业政策的落地不及预期，则汽车销量及以此为基础的系列指标存在不及预期可能。

(3) 摩托车领域格局恶化超预期风险

虽然摩托车领域仍然保持较高的收入、利润增长速度，但从三季度的数据看已经能观察到利润率的下滑。这一变动可能是短期季节性波动，也有可能意味着板块格局的变化。若其长期影响超预期，则将影响该板块的整体投资价值。建议持续关注相关高频数据。

(4) 乘用车价格竞争超预期风险

从销量、年降以及收入、利润的表现看，乘用车价格竞争冲击之下，乘用车板块当前毛利率仍然保持上升趋势，汽零板块仍然呈现收入、利润增长韧性。我们判断汽零板块的这种韧性在 25 年年降的基础上仍能保持。但不排除乘用车领域价格竞争以及年降要求超预期的可能性，若价格因素影响过大，则可能带来从整车到产业链层面的全面压力。

(5) 汽车服务板块转型效果不及预期风险等

我们基于利润增长以及利润率的好转，判断汽车服务板块存在反弹趋势。但也存在汽车服务板块的转型效果持续性不足，无法带动持续价值回归的可能性，建议关注该板块的投资者关注相关企业数据的长期持续性。若汽车服务行业转型效果不及预期，则相关板块的投资价值亦受冲击。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 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 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
 邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
 邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
 邮编：100027