

2025 年 12 月 26 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

李泽
SAC: S1350525030001
lize@huayuanstock.com
秦梓月
SAC: S1350525070008
qinziyue@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



26 年汽车出口思考（1）：分析中国车企对欧洲出口的可行性

——汽车行业双周报（20251208-20251221）

投资要点：

- **西欧乘用车市场规模较大，新能源（全文均指新能源车）渗透率仍有提升空间，并且从车种看，B/SUV-B/C/SUV-C 车型或为后续促进西欧乘用车渗透率提升的重点。**西欧市场乘用车年销量超 1000 万辆，2025M1-10 新能源渗透率同比提升 6pct 至 29%，且乘用车销量较高的国家（德国、英国、法国、西班牙、意大利，占西欧乘用车销量比例超 75%）新能源渗透率普遍在 35%以下（英国 33%、德国 29%、法国 25%、西班牙 19%、意大利 11%），仍有提升空间。从车种看，西欧市场乘用车销量集中在 B/C/SUV-B/SUV-C 车型，合计销量占比接近 70%，2025M1-10 C/SUV-C 车型新能源渗透率接近乘用车总体值，但仍显著低于 D/E/SUV-D/SUV-E 等大车的新能源渗透率；B/SUV-B 车型新能源渗透率更是低于乘用车总体值，因此我们预计 B/SUV-B/C/SUV-C 车型或为后续促进西欧乘用车渗透率提升的重点。
- **2026 年欧洲新能源市场销量增长具备政策基础。**1、**欧盟新能源相关政策/法规较为完善，不仅新能源转型目标清晰（欧盟目标 2050 年实现气候中和），并且也有针对二氧化碳排放的惩罚与激励机制。**此外，尽管 2025 年 12 月欧盟提出最新方案，拟将 2035 年新车“零排放”目标调整为较 2021 年“减排 90%”，但目标放宽的程度相对较小。2、**欧洲多个主力国家 2026 年新能源购车补贴预计延续/新增。**2025 年新能源补贴政策已经带动欧洲部分主力国家（尤其西班牙等）新能源乘用车渗透率提升。2026 年欧洲市场多个主力国家新能源补贴政策预计持续（英国、法国、西班牙等），且德国 2026 年也预计会新增新能源购车补贴。但需要注意的是，欧洲部分国家的新能源补贴政策对车辆生产/组装地点有一定要求，导致例如比亚迪等中国车企的车型并未在英国补贴名单内，可能会对中国车企造成一定的负面影响。
- **伴随中国主机厂加速布局，预计 2026 年欧洲新能源出口将会有较快增长。**当前西欧市场新能源乘用车份额大头仍由大众、宝马、Stellantis 等海外主机厂占据，但以比亚迪为代表的中国主机厂 2025M1-10 份额亦有所提升（比亚迪较 2024 年+3pct 至 5%）。伴随我国多家主机厂加速布局欧洲市场（渠道加速布局+推出更多车型+部分主机厂本地化布局落地），我们预计 2026 年中国主机厂欧洲新能源出口销量将会有较快增长，尤其比亚迪、吉利汽车等主机厂增量或较大。
- **投资分析意见：**2026 年国内乘用车市场整体表现预计较弱，但新能源出口有望维持较高增长态势，并且在政策支持+中国主机厂加速布局下，我们预计 2026 年欧洲新能源出口将会有较好表现，我们维持汽车“看好”评级，并建议关注欧洲新能源车出口增长潜力较大的企业：比亚迪、吉利汽车、零跑汽车等。
- **风险提示：政策不及预期风险、汽车行业景气度不及预期风险、中国车企海外布局不及预期风险等。**

内容目录

1. 西欧乘用车市场规模较大，新能源渗透率仍有提升空间	4
2. 2026 年欧洲新能源市场销量增长具备政策基础	5
3. 伴随中国主机厂加速布局，预计 2026 年欧洲新能源出口将会有较快增长	7
4. 风险提示	9

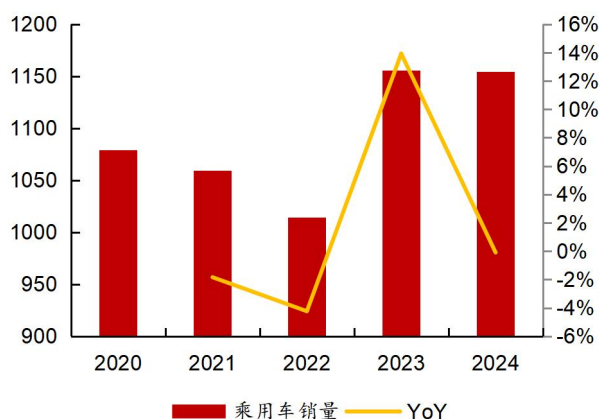
图表目录

图表 1: 西欧市场乘用车年销量超 1000 万辆 (单位: 万辆)	4
图表 2: 25M1-10 西欧新能源渗透率有所提升 (单位: 万辆)	4
图表 3: 西欧市场乘用车销量集中在 B/C/SUV-B/SUV-C	4
图表 4: 西欧市场 B/SUV-B 新能源渗透率仍处于较低水平	4
图表 5: 欧盟目标 2050 年实现气候中和, 并且也有针对二氧化碳排放的惩罚与激励机制	5
图表 6: 欧盟拟小幅放宽 2035 年“禁售燃油车”要求	6
图表 7: 欧洲主力国家 2026 年新能源购车补贴预计延续/新增	6
图表 8: 除法国外, 欧洲主力国家 25M1-10 新能源乘用车销量普遍有增长 (单位: 万辆)	7
图表 9: 新能源补贴政策带动欧洲部分主力国家新能源乘用车渗透率提升	7
图表 10: 西欧新能源乘用车份额以大众、宝马为主, 中国车企占比较低	7
图表 11: 中国车企 EV 在西欧的份额表现较弱	7
图表 12: 中国车企 PHEV 在西欧的份额表现较 EV 略强	8
图表 13: 25M1-10 西欧 EV 销量排名前列的车型多为外资品牌 (单位: 万辆)	8
图表 14: 25M1-10 西欧 PHEV 销量排名最前的车型为比亚迪 Seal U (单位: 万辆) .	8
图表 15: 西欧新能源乘用车销售较多的中国车企为比亚迪、上汽等 (单位: 万辆)	8
图表 16: 中国主机厂加速布局欧洲市场 (不完全统计)	8

1. 西欧乘用车市场规模较大，新能源渗透率仍有提升空间

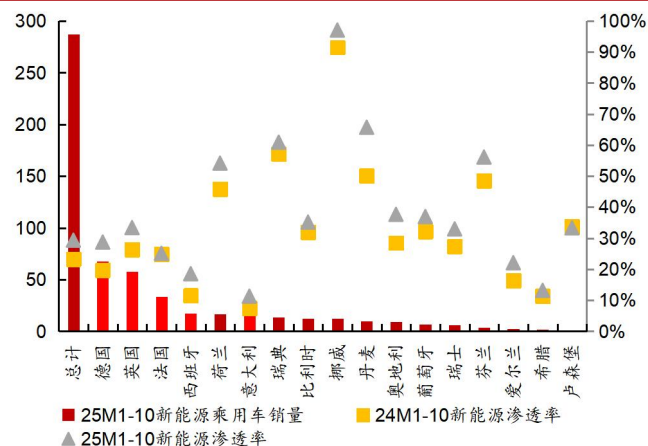
西欧乘用车市场规模较大，新能源渗透率仍有提升空间，并且从车种看，B/SUV-B/C/SUV-C 车型或为后续促进西欧乘用车渗透率提升的重点。西欧市场乘用车年销量超 1000 万辆，2025M1-10 新能源渗透率同比提升 6pct 至 29%，且乘用车销量较高的国家（德国、英国、法国、西班牙、意大利，占西欧乘用车销量比例超 75%）新能源渗透率普遍在 35%以下（英国 33%、德国 29%、法国 25%、西班牙 19%、意大利 11%），仍有提升空间。从车种看，西欧市场乘用车销量集中在 B/C/SUV-B/SUV-C 车型，合计销量占比接近 70%，2025M1-10 C/SUV-C 车型新能源渗透率接近乘用车总体值，但仍显著低于 D/E/SUV-D/SUV-E 等大车的新能源渗透率；B/SUV-B 车型新能源渗透率更是低于乘用车总体值，因此我们预计 B/SUV-B/C/SUV-C 车型或为后续促进西欧乘用车渗透率提升的重点。

图表 1：西欧市场乘用车年销量超 1000 万辆（单位：万辆）



资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 2：25M1-10 西欧新能源渗透率有所提升（单位：万辆）



资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 3：西欧市场乘用车销量集中在 B/C/SUV-B/SUV-C

	2020	2021	2022	2023	2024	2025M1-10
A	6%	7%	5%	4%	3%	3%
B	19%	18%	16%	15%	16%	15%
C	18%	15%	14%	14%	14%	12%
D	7%	6%	6%	5%	5%	5%
E	2%	2%	2%	2%	2%	2%
F	0%	0%	1%	1%	0%	0%
MPV	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Pickup Truck	0%	0%	0%	0%	0%	0%
SUV-A	0%	0%	1%	1%	1%	1%
SUV-B	12%	14%	13%	14%	15%	15%
SUV-C	20%	22%	25%	25%	26%	27%
SUV-D	5%	7%	9%	10%	10%	11%
SUV-E	3%	2%	2%	2%	3%	2%
不可分级	4%	5%	5%	4%	4%	4%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 4：西欧市场 B/SUV-B 新能源渗透率仍处于较低水平

	2020	2021	2022	2023	2024	2025M1-10
A	9%	20%	24%	21%	14%	14%
B	10%	11%	10%	7%	6%	11%
C	12%	20%	26%	26%	23%	25%
D	27%	36%	35%	36%	44%	53%
E	28%	34%	40%	42%	53%	62%
F	10%	16%	27%	27%	32%	33%
MPV	0%	2%	4%	11%	18%	32%
Pickup Truck	0%	0%	0%	17%	99%	99%
SUV-A	16%	92%	41%	43%	19%	46%
SUV-B	3%	6%	7%	7%	11%	13%
SUV-C	9%	23%	26%	25%	22%	29%
SUV-D	22%	49%	62%	66%	66%	71%
SUV-E	40%	51%	49%	45%	54%	52%
不可分级	1%	5%	7%	8%	8%	11%
总计	12%	20%	24%	24%	24%	29%

资料来源：Marklines，华源证券研究所

2. 2026 年欧洲新能源市场销量增长具备政策基础

我们认为，2026 年欧洲新能源市场销量增长具备政策基础。

1) 欧盟新能源相关政策/法规较为完善，不仅新能源转型目标清晰（欧盟目标 2050 年实现气候中和），并且也有针对二氧化碳排放的惩罚与激励机制。2019 年《欧洲绿色新政》设定了欧洲到 2050 年成为首个气候中和大陆的目标，2021 年 7 月生效的《欧洲气候法》将欧盟气候中和的承诺以及 2030 年在 1990 年水平基础上实现温室气体净排放降低至少 55% 的中期目标纳入了约束性法律。此外，欧盟还针对二氧化碳排放设立了惩罚与激励机制，不达标的车企将遭受罚款，但同时车企也可通过环保创新技术等申请排放积分。

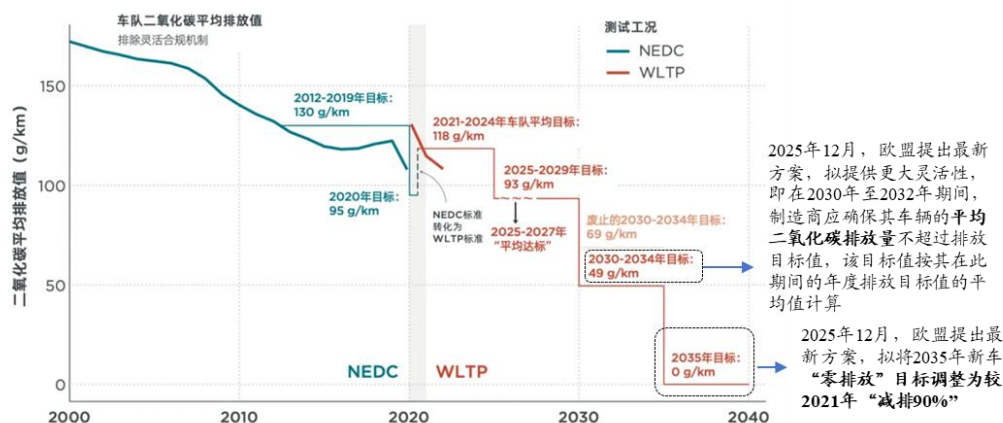
尽管欧盟拟小幅放宽 2035 年“禁售燃油车”要求，但其放宽程度相对较小，且 2050 年实现气候中和的目标暂未变化。欧盟 2023 年 4 月曾公布 2023/851 号法令，明确到 2035 年时，乘用车实现新车 100% 减排。2025 年 12 月，欧盟提出最新方案，拟将 2035 年新车“零排放”目标调整为较 2021 年“减排 90%”，其余 10% 的减排缺口则可通过使用欧盟制造的低碳钢，或使用电子燃料和生物燃料来补偿。新方案在继续鼓励电动化与氢能路径的同时，也将为插电式混合动力汽车、增程式电动汽车、轻度混合动力汽车以及内燃机车辆在 2035 年后的销售留出空间。尽管欧盟拟放宽 2035 年“禁售燃油车”的要求，但其放宽程度相对较小，且其仍维持着《欧洲气候法》中规定的 2050 年欧洲成为气候中和大陆的目标。

图表 5：欧盟目标 2050 年实现气候中和，并且也有针对二氧化碳排放的惩罚与激励机制

	日期	政策/法规	内容	备注
目标	2019年12月11日	《欧洲绿色新政》	设定了欧洲到2050年成为首个气候中和大陆的目标	/
	2021年7月生效	《欧洲气候法》	将欧盟气候中和的承诺以及2030年在1990年水平基础上实现温室气体净排放降低至少55%的中期目标纳入了约束性法律 2025年7月，欧盟委员会提议修订《欧洲气候法》，设定欧盟2040年气候目标。2025年11月，成员国在环境理事会上就一项具有法律约束力的2040年总体目标达成一致，该目标为减排90%，其中国内目标为85%，并可使用高达5%的国际碳信用额度。	/
惩罚机制	2023年8月3日	(EU) 2023/1623	2025~2034年排放目标：乘用车二氧化碳排放目标（WLTP）：93.6克二氧化碳/公里（2025-2029年）和49.5克二氧化碳/公里（2030-2034年）	如果制造商车队的平均二氧化碳排放量在某一年超过了其特定的排放目标，则该制造商必须为当年注册的每辆新车支付超标排放溢价，超标排放每克/公里，罚款95欧元。
	2025年6月17日	(EU)2025/1214	在2025年至2027年期间，制造商应确保其车辆的平均二氧化碳排放量不超过排放目标值，该目标值按其在此期间的年度排放目标值的平均值计算。应在三年期末对每家制造商的合规情况进行评估，并据此计算超标排放溢价，而非按年评估。	
激励机制	2025年至2029年，如果乘用车制造商在特定年份注册的新ZLEV（二氧化碳排放量在0至50克/公里之间的车辆）占比超过25%，则该制造商的特定排放目标将相应降低。ZLEV基准占比每超过1个百分点，制造商的二氧化碳排放目标（以克/公里为单位）将降低1%。降低幅度上限为5%。			
	为促进新型先进技术的发展，以减少车辆的二氧化碳排放，制造商可为其配备创新技术（环保创新）的汽车和货车中请排放积分。制造商必须基于独立验证的数据来证明这些减排量。每位制造商可获得的环保创新最高排放积分为：2024年前每年7克二氧化碳/公里；2025年至2029年每年6克二氧化碳/公里；2030年至2034年每年4克二氧化碳/公里。自2025年起，空调系统的效率提升也将符合环保创新的条件。			
	联合减排：不同制造商可以联合起来达到其排放目标。组建联合减排池时，制造商必须遵守竞争法规则。乘用车和货车制造商之间不能进行联合减排。			

资料来源：欧盟，华源证券研究所

图表 6：欧盟拟小幅放宽 2035 年“禁售燃油车”要求



资料来源：国际清洁交通委员会公众号，欧盟，华源证券研究所

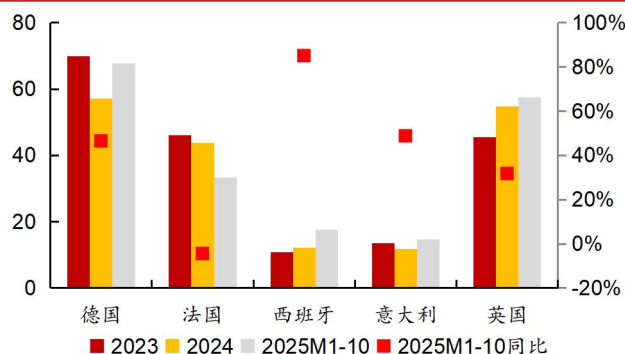
2) 欧洲多个主力国家 2026 年新能源购车补贴预计延续/新增。2026 年欧洲市场多个主力国家新能源补贴政策预计持续（英国、法国、西班牙等），且德国 2026 年也预计会新增新能源购车补贴。欧洲部分国家新能源汽车销量对补贴较为敏感，2025 年新能源补贴政策已经带动欧洲部分主力国家（尤其西班牙等）新能源乘用车渗透率提升。综上所述，我们认为 2026 年欧洲主力国家新能源乘用车销量增长具备政策基础。但需要注意的是，欧洲部分国家的新能源补贴政策对车辆生产/组装地点有一定要求，导致例如比亚迪等中国车企的车型并未在英国补贴名单内，可能会对中国车企造成一定的负面影响。

图表 7：欧洲主力国家 2026 年新能源购车补贴预计延续/新增

	2025年政策	2026年政策	趋势
德国	无	1、进展：政府已就补贴电动汽车购买的具体细节达成一致，补贴旨在为中低收入家庭提供经济援助，且政府打算为此从气候与转型基金中拨款30亿欧元。该计划预计将于年底前完成，并于2026年启动，尚待欧盟批准 2、适用范围：1) 该计划初期仅适用于新车，第二阶段将扩展到二手车领域；2) 除了鼓励购买和租赁纯电动汽车外，还计划恢复对混合动力汽车的补贴 3、补贴条件：1) 申请门槛为家庭年收入不超过8万欧元，最多一个孩子提高5000欧元额度；2) 正在制定符合欧盟标准的本地化生产要求，优先扶持在欧洲创造价值的制造商 4、补贴金额：基础补贴金额3000欧元，每名孩子额外补贴500欧元，最高1000欧元。月净收入低于3000欧元的家庭还可获得1000欧元附加补贴	新增补贴
英国	1、2025年7月15日启动电动汽车补助金，共计6.5亿英镑；后续增加可用资金（13亿英镑）并将补贴延长至2030年 2、补贴金额：1500英镑或3750英镑 3、补贴条件：1) 购买价格在37,000英镑或以下的全新零售电动汽车；2) 尾气排放0克/公里；3) 电池续航里程至少为100英里（160公里）；4) 汽车制造商必须证明其生产车辆的公司拥有经科学碳目标倡议组织（SBTi）验证的科学碳目标，且车辆组装地点会影响车辆的环境评分，该评分决定车辆获得的资助等级		预计不变
法国	★2025年7月1日前： 1、部分补贴条件：1) 完全依靠电力、氢气或两者混合动力运行，2) 汽车的购买价格（含增值税）必须低于47,000欧元。 2、补贴金额：补贴金额为含增值税购车价格的27%，另加（如适用）电池租赁费用，最高补贴额度如下：如果车辆由个人购买或租赁，1) 且其参考所得税收入不超过16,300欧元，则补贴金额为4,000欧元；2) 且其参考所得税收入超过16,300欧元但不超过26,200欧元，则补贴金额为3,000欧元；3) 且其参考所得税收入超过26,200欧元，则补贴金额为2,000欧元。 ★2025年7月1日起： 1、部分补贴条件：1) 必须完全使用电力驱动；2) 车辆购买价格（含增值税）必须低于47,000欧元，如适用，还需包含电池的购买或租赁费用。 2、补贴金额：1) 低收入家庭和能源贫困家庭可获得4,200欧元；2) 其他家庭可获得3,100欧元。2) 自2025年10月1日起，购买符合欧洲生产标准的电动汽车的家庭可获得1,000欧元的补贴。这项特别补贴适用于在欧洲组装并配备欧洲电池的车辆。	政府2025年11月26日宣布，2026年将继续对家庭购买新电动汽车提供购车补贴，监管框架与2025年第四季度保持不变。 相关补贴金额并非由政府设定，而是取决于节能证书的价格以及各制造商与相关方之间的合同谈判。根据当前节能证书的市场价格，电动汽车补贴最高可达：低收入家庭5700欧元，中等收入家庭4700欧元，其他家庭3500欧元。使用欧洲制造电池的車輛可获得额外补贴，最高可达1200至2000欧元。这些最高补贴金额仅供参考，未来几个月可能会根据节能证书的价格进行调整。	延续，实际金额会波动
意大利	2025年8月，通过相关法令 1、补贴金额：若个人购车人居住在功能性城区，且经济状况等效指标（ISEE）≤30000欧元，补贴金额为11000欧元；若购车人居住在功能性城区，且经济状况等效指标（ISEE）>30000欧元但不超过40000欧元，补贴金额为9000欧元。 2、补贴条件：1) 要求报废一辆同级别且排放标准不高于Euro5的车辆2) 并购买一辆全新纯电动汽车（BEV），且价格（根据制造商官方价格表）不超过35,000欧元（不含增值税和可选配件）	补贴持续到2026年6月30日，资金用完即止	延续至6.30用完
西班牙	西班牙的MOVES III计划已延期至2025年12月31日，该计划提供：1) 购买价格低于45,000欧元（不含增值税）的全新零售电动汽车，并报废旧车，最高可获得7,000欧元补贴；2) 不报废旧车，最高可获得4,500欧元补贴。 该计划可追溯至2025年1月1日之后购买的车辆。	2025年12月，西班牙首相公布了“西班牙汽车2030计划”并宣布政府将启动一项新的援助计划：Auto+计划。该计划将在2026年投入4亿欧元用于直接购车补贴，此前政府已通过Movies计划筹集17亿欧元。这些补贴将由中央政府而非地方政府管理，以确保流程更加快捷高效。	延续补贴，金额未知

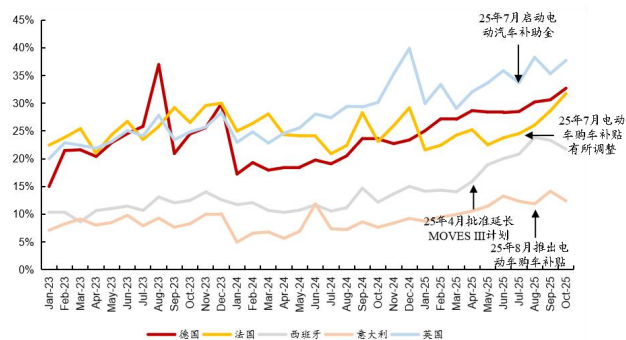
资料来源：德国商报，各国政府官网等，华源证券研究所

图表 8：除法国外，欧洲主力国家 25M1-10 新能源乘用车销量普遍有增长（单位：万辆）



资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 9：新能源补贴政策带动欧洲部分主力国家新能源乘用车渗透率提升

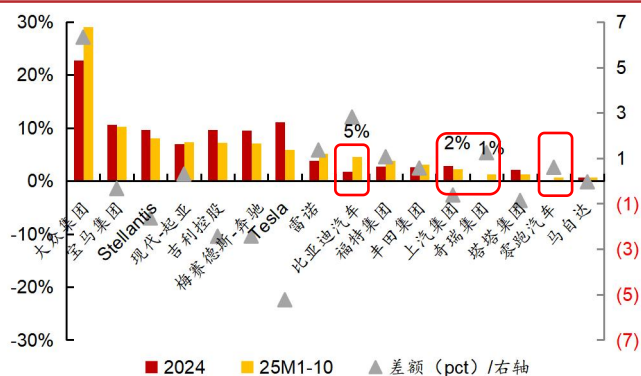


资料来源：Marklines，各国政府等，华源证券研究所

3. 伴随中国主机厂加速布局，预计 2026 年欧洲新能源出口将会有较快增长

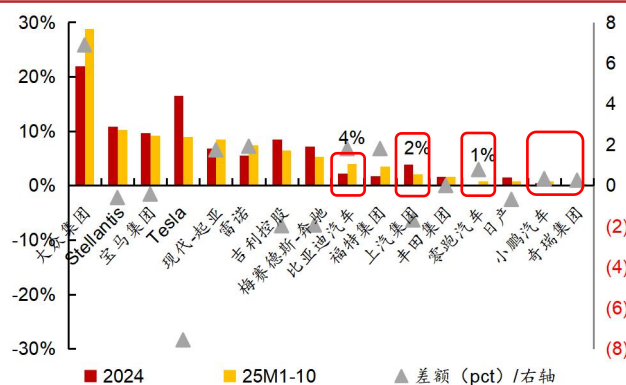
当前西欧市场新能源乘用车份额大头仍由大众、宝马、Stellantis 等海外主机厂占据，但以比亚迪为代表的中国主机厂 2025M1-10 份额亦有所提升（比亚迪较 2024 年+3pct 至 5%）。2025M1-10 西欧市场新能源乘用车份额大头仍为大众、宝马、Stellantis 等本土厂商（三者份额合计近 50%）；中国车企份额占比较低，表现较好的品牌如比亚迪等，2025M1-10 新能源份额提升至 5%。从能源形式看，中国品牌在西欧插混车型中的份额表现相对纯电较好，且 2025M1-10 西欧插混销量排名最前的车型为比亚迪 Seal U。

图表 10：西欧新能源乘用车份额以大众、宝马为主，中国车企占比较低



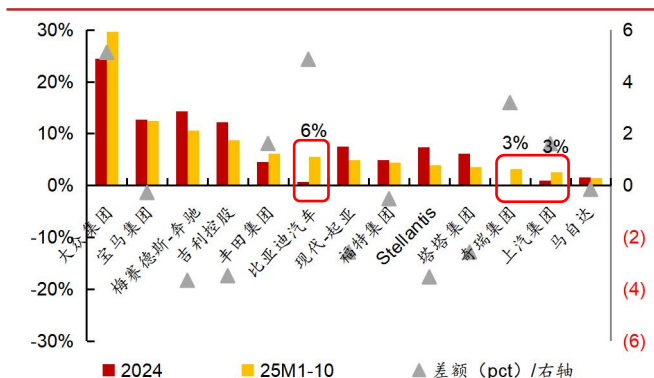
资料来源：Marklines，华源证券研究所（吉利控股中，大头为沃尔沃，并非中国品牌）

图表 11：中国车企 EV 在西欧的份额表现较弱



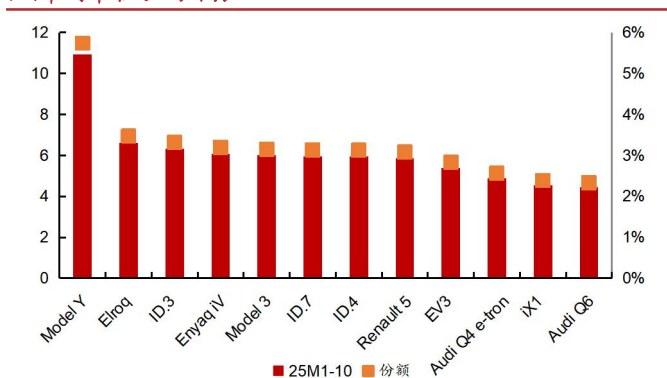
资料来源：Marklines，华源证券研究所（吉利控股中，大头为沃尔沃，并非中国品牌）

图表 12：中国车企 PHEV 在西欧的份额表现较 EV 略强



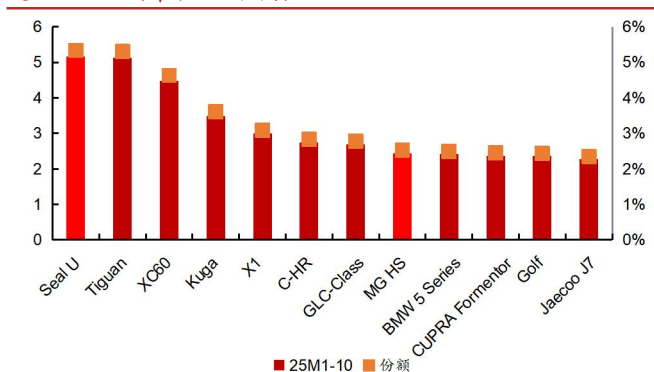
资料来源：Marklines，华源证券研究所（吉利控股中，大头为沃尔沃，并非中国品牌）

图表 13：25M1-10 西欧 EV 销量排名前列的车型多为外资品牌（单位：万辆）



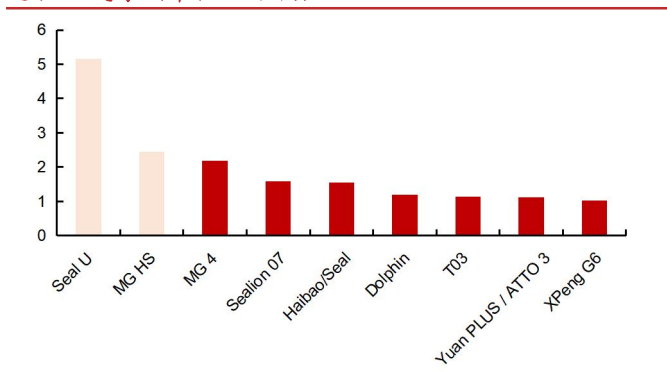
资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 14：25M1-10 西欧 PHEV 销量排名最前的车型为比亚迪 Seal U（单位：万辆）



资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 15：西欧新能源乘用车销售较多的中国车企为比亚迪、上汽等（单位：万辆）



资料来源：Marklines，华源证券研究所（粉色底纹代表插混车型，其余为纯电车型）

伴随我国多家主机厂加速布局欧洲市场（渠道加速布局+推出更多车型+部分主机厂本地化布局落地），我们预计 2026 年中国主机厂欧洲新能源出口销量将会有较快增长。从产品端看，2026 年 B/SUV-B/C/SUV-C 等新能源车型布局增多，例如比亚迪元 UP 插混版（25 年 11 月欧洲首发，26 年预计放量）、吉利银河 EX5（25 年仅进入部分国家）等有望贡献较大销量。综合看，我们预计比亚迪、吉利汽车等主机厂 2026 年欧洲新能源出海增量或较大。

图表 16：中国主机厂加速布局欧洲市场（不完全统计）

	渠道	产品	产能
比亚迪	25年底欧洲销售网点预计1000家，26年底前计划翻倍	截至25年12月，9款纯电+4款插混产品官网在售	比亚迪匈牙利乘用车工厂原计划或将于2025年年内投产，首款车型为海鸥
吉利	未来五年内，计划建立超过1000家销售网点	未来五年内，计划在欧洲推出15款全新车型	
长安	截至25年11月初，长安汽车已在挪威、德国、英国等5个欧洲国家正式上市，全年将进入超10个国家 2025年完成营销、备件、呼叫中心等建设。	2027年前累计导入6款新能源车型	
零跑	截至2025年9月30日，零跑国际在欧洲建立了超650家兼具销售与售后服务功能的网点	截至25年12月，T03、C10、B10	计划于2026年年底前在欧洲落成本地化项目
小鹏	部分国家情况（不完全统计）： 1、德国：截至25年9月，销售网点已达35个 2、瑞士：预计25年底前建成8至10个销售网点，26年进一步新增10至20个 3、奥地利：计划于25年底扩展至10个网点，26年增至20个网点	截至25年12月，G9、G6等	欧洲本地化生产项目于今年9月在奥地利格拉茨麦格纳工厂正式启动，首批量产车型小鹏G6与小鹏G9顺利下线，未来该工厂还将投产更多车型

资料来源：各公司官微，各公司公告等，华源证券研究所

4. 风险提示

政策不及预期风险：若欧盟延缓新能源转型目标、欧洲新能源补贴政策有所收窄或欧洲对中国车企再继续加征关税等，将会对 2026 年欧洲新能源销量及中国对欧洲新能源出口造成负面影响。

汽车行业景气度不及预期风险：若受经济环境等影响，2026 年欧洲汽车及新能源汽车行业景气度可能较弱。

中国车企海外布局不及预期风险：若中国车企在欧洲的渠道、产品、工厂等布局不及预期，可能会对欧洲出海销量产生负面影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。