

【广发汽车 & 海外】奇瑞汽车 (09973.HK)

立足新格局，走向世界的“国民品牌”

核心观点：

- **技术筑基夯实核心竞争力，多品牌、全球化布局培育新一轮增长引擎。** 公司深耕乘用车领域二十余载，自零起步实现对外资技术壁垒的突破，打造“技术奇瑞”鲜明标签。目前已建立全方位技术堆栈：鲲鹏动力、火星架构、雄狮智舱、辅助驾驶；已打造奇瑞、捷途、星途、iCAR 及智界五大品牌，以差异化定位满足不同消费需求，布局强增长潜力赛道；多动力类型、多品牌战略、多合作模式共筑稳健、均衡增长路径。
- **公司技术立本、创新驱动，公司是立足于全球市场的中国汽车品牌。** 从整体战略布局看，奇瑞汽车以多品牌协同运作为核心，系统覆盖从经济型到豪华型、从城市通勤到专业越野、从燃油到新能源全场景出行需求。公司长期坚持“工程师文化”，持续技术创新夯实底层竞争力，在“泛越野”等细分市场差异化突破；国内通过“农村包围城市”的渐进式路径，实现销量规模与品牌的双重跃升。海外凭借长期深耕与战略定力建立稳健均衡的国际化经营模式，品牌形象与全球影响力持续提升。持续创新的机制与体制保障下，兼具执行力与前瞻性的管理团队正引领公司不断向上突破，推动企业迈向更高质量的发展阶段。
- **盈利预测与投资建议。公司立足全球市场，有望通过创新引领及跨界合作实现高端化突破，凭借技术积累及成本优势成为新格局下走向世界的“国民品牌”。** 我们预计公司 25-27 年公司 EPS 分别为 3.12/3.63/4.30 元/股，选取同样深耕乘用车行业、销量排名前列且同样全球布局车企作为可比公司，公司相较于比亚迪（H）、吉利汽车、长安汽车在出口中具备领先优势，国内新能源转型速度略有劣势，我们给予公司 26 年 10 倍 PE 估值，对应合理价值为 40.70 港元/股（汇率按 1 元人民币 = 1.12 港元），首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。** 竞争加剧；政策性风险；新能源转型及高端突破不及预期。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	163,205	269,897	327,235	385,191	454,243
增长率 (%)	76.2%	65.4%	21.2%	17.7%	17.9%
EBITDA	17,403	22,771	26,978	32,905	40,374
归母净利润	11,953	14,135	18,123	21,106	24,957
增长率 (%)	90.8%	18.3%	28.2%	16.5%	18.2%
EPS (元/股)	2.19	2.58	3.12	3.63	4.30
市盈率 (P/E)	-	-	8.8	7.6	6.4
ROE (%)	77.4%	53.4%	36.9%	33.7%	32.3%
EV/EBITDA	-	-	3.7	2.9	2.4

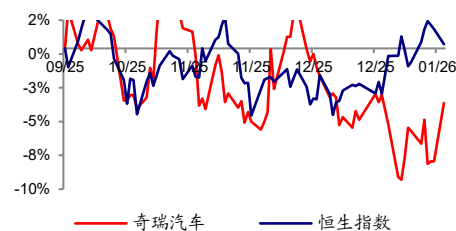
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	30.68 港元
合理价值	40.70 港元
报告日期	2026-01-20

基本数据

总股本/流通股本 (亿股)	58.09/23.55
总市值/流通市值 (亿港元)	1782.08/72.24
一年内最高/最低 (港元)	33.10/28.94
30 日日均成交量/成交额 (百万)	2.41/72.31
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-0.39/-3.88

相对市场表现



分析师：罗英



SAC 执证号：S0260525110001



0755-82557403



shluoying@gf.com.cn

分析师：闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师：陈飞彤



SAC 执证号：S0260524040002



SFC CE No. BWZ819



021-38003726



gfchenfeitong@gf.com.cn

请注意，罗英、闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、奇瑞汽车：自主技术体系持续夯实核心竞争力，多品牌、全球化布局培育新一轮增长引擎.....	5
（一）发展历程：以自主创新夯实技术壁垒，面向全球市场持续发力	5
（二）业务模式：品牌矩阵完善，海外业务加速释放全球化潜力	6
（三）股权架构：稳定的股权架构夯实治理基础，清晰的权责划分提升管理效率	8
（四）财务情况：公司营收、业绩协同增长，盈利质量稳步提升	9
（五）募集资金投向：募资将有力支撑公司新能源战略推进与全球化布局深化	11
二、行业研判：内外需空间广阔，中国品牌持续向上.....	12
（一）国内市场：新能源、智能化重塑竞争格局，中国品牌加速扩张	12
（二）海外市场：潜在突破空间广阔，中国品牌具备显著竞争力	16
（三）结构性亮点：高端化打开盈利空间，泛越野赛道迎来中国品牌崛起周期	19
三、公司优势及未来展望：立足全球市场，构建稳健且可持续增长范式的中国汽车品牌.....	24
（一）国内市场：“工程师文化”夯实底层竞争力，通过“农村包围城市”路径实现份额和 品牌跃迁	24
（二）国际市场：“坚守与深耕”构筑领先优势，塑造国际化稳健均衡的经营范式	30
（三）组织优势：机制体制持续创新，效率优先驱动企业长期进化.....	33
（四）展望未来：对标韩国现代，新竞争格局下有望依托技术与产品创新成为走向世 界的“国民品牌”	35
四、盈利预测与投资建议.....	38
五、风险提示	41

图表索引

图 1: 奇瑞汽车发展历程简介	6
图 2: 公司分品牌特征及定位	6
图 3: 公司分品牌年度批发销量(万辆).....	6
图 4: 公司分业务收入占比	7
图 5: 奇瑞中国及海外收入(亿元)及海外营收占比(%)	7
图 6: 公司股权结构图(公开发售后股权结构)	8
图 7: 奇瑞管理架构简图.....	9
图 8: 公司营业收入(亿元)及增长(%)	9
图 9: 公司归母净利润(亿元)及增长(%)	9
图 10: 公司新能源汽车收入(亿元)及同比增速(%)	10
图 11: 公司毛利率及净利率情况.....	10
图 12: 公司分业务毛利率情况	10
图 13: 公司期间费用率情况	10
图 14: 公司经营性现金流情况(亿元)	10
图 15: 中国品牌年度份额变化情况	12
图 16: 新能源市场分系列市场份额	13
图 17: 中国市场标配 L2+硬件渗透率	14
图 18: 中国市场标配激光雷达渗透率	14
图 19: 智能辅助驾驶算法进阶路径图——从规控转向端到端, 目前行业内对路径变迁的认知已基本达成一致	15
图 20: 各家车企自研智能辅助驾驶功能进阶时间线——特斯拉引领技术路径进阶, 国内车企快速追赶.....	15
图 21: 全球和海外(不含中国)乘用车年度销量(万辆)	16
图 22: 全球和海外(不含中国)乘用车年度销量(万辆)	17
图 23: 乘用车样本公司海外市场 ASP(万元)变化情况	17
图 24: 不包括美日韩市场后中国品牌海外可跟踪国家的加权市占率(%)	18
图 25: 不包括美日韩市场后中国品牌海外年度加权市占率(%)	18
图 26: 中国品牌实现海外市占率突破的两种路径	19
图 27: 2024 年乘用车分价格区间销量占比和利润占比(%)	20
图 28: 20 万元以上乘用车分价格区间中国品牌市占率提升情况(%)	21
图 29: 中国品牌在乘用车行业利润占比提升进度(%)	21
图 30: 非承载式车身 SUV 销量年度数据(万辆)和同比增速(%)	22
图 31: 非承载式车身 SUV 市场中 PHEV 销量(万辆)和占比(%)	22
图 32: 方盒子 SUV 市场销量(万辆)和同比增速(%)	23
图 33: 方盒子 PHEV SUV 市场销量(万辆)和销量占比(%)	23
图 34: 奇瑞品牌主要产品矩阵图.....	24
图 35: iCAR 品牌主要产品矩阵图	25
图 36: 捷途品牌主要产品矩阵图.....	25
图 37: 星途品牌主要产品矩阵图.....	26
图 38: 智界品牌主要产品矩阵图.....	26
图 39: 奇瑞汽车各乘用车品牌定位及突破路径.....	27
图 40: 奇瑞主要技术布局图	28

图 41: 捷途品牌上险销量 (万辆) 及在 SUV 中份额变化	28
图 42: 智界 R7 销量 (辆) 及在竞品组合中的份额	28
图 43: 奇瑞乘用车国内经销商及网点数量变化 (个)	29
图 44: 奇瑞乘用车国内网点平均年销量 (辆)	29
图 45: 乘用车整体市场分线城市终端销量占比	29
图 46: 奇瑞分线城市终端销量占比	30
图 47: 奇瑞与整体市场分线城市终端销量占比差异	30
图 48: 奇瑞期末海外经销商及网点数量 (个)	31
图 49: 奇瑞汽车海外成功要素及竞争优势归纳	32
图 50: 中国品牌海外发展模式评价图	32
图 51: 广发汽车中国品牌车企竞争力模型预测图 (2026 版)	34
图 52: 现代汽车国内外销量及全球轻型市占率图	36
图 53: 现代汽车典型车型年销量图 (按 2024 年销量取前 10 名)	36
图 54: 现代汽车主要销售国家年销量变化图 (按 2024 年销量取前 10 名)	37
图 55: 现代汽车发展历程复盘图	37
图 56: 奇瑞汽车在 20 万以上季度份额变化	40
图 57: 奇瑞在插电混动市场季度份额变化	40
图 58: 奇瑞汽车海外产量 (辆) 及海外生产占比	40
表 1: 公司募集资金投向及发展战略	11
表 2: 奇瑞汽车主营业务收入拆分 (亿元)	38
表 3: 可比公司估值表	39

一、奇瑞汽车：自主技术体系持续夯实核心竞争力，多品牌、全球化布局培育新一轮增长引擎

（一）发展历程：以自主创新夯实技术壁垒，面向全球市场持续发力

奇瑞汽车股份有限公司成立于1997年，是中国自主品牌汽车企业中最早实现体系化发展的代表之一。公司运营主体奇瑞汽车股份有限公司由芜湖市政府发起设立，并于1997年1月8日经芜湖市政府批准注册成立。公司早期以发动机及关键零部件制造为切入点，在安徽省政府资金与政策支持下，从零部件产业起步，逐步向整车研发与制造领域延伸，完成由基础制造向整车企业的转型升级。根据公司官网，2025年奇瑞汽车乘用车（五大品牌）销量达263.1万辆，同比增幅14.6%；其中，奇瑞集团出口25年出口134.4万辆（多数为五大品牌乘用车出口），同比+17.4%，奇瑞汽车集团已连续23年位居中国品牌乘用车出口销量首位。

回顾公司发展历程，奇瑞汽车整体可划分为三个代表性的阶段：

1. 初创期（1997年-2010年底）：从零起步，打破外资技术垄断

根据公司官网及招股说明书，奇瑞汽车于1997年在安徽芜湖创立。1999年5月，奇瑞自主研发的首台发动机正式下线，标志其在动力系统核心技术上取得关键突破；同年12月，首辆自主轿车“风云”成功下线，开启了奇瑞自主整车制造从无到有的发展阶段。

进入21世纪，奇瑞以10辆“风云”车型出口叙利亚，迈出海外市场拓展的第一步。2005年10月，ACTECO发动机平台发布，成为中国首个拥有完全自主知识产权的汽车发动机品牌。2007年8月，奇瑞实现第100万辆整车下线，标志其规模化整车制造能力趋于成熟。2009年，奇瑞正式启动以奇瑞、开瑞、瑞麒、威麟为核心的多品牌战略，通过差异化定位覆盖从低端到高端的多层级市场。2010年，奇瑞自主研发的无级自动变速器（CVT）下线，进一步完善动力总成自主化布局。总体来看，该阶段奇瑞由初创起步逐步成长为具备自主研发能力和完整产品体系的本土汽车品牌代表，成功打破核心技术对外依赖，为后续发展奠定基础。

2. 第二阶段（2011年-2020年）：收缩聚焦品牌建设，打造具备竞争力车型

根据公司官网及招股说明书，由于前期多品牌战略推进效果未达预期，奇瑞汽车于2012年宣布回归“一个奇瑞”的品牌战略。在产品端，2013至2018年间公司陆续推出瑞虎5、艾瑞泽5、瑞虎7、瑞虎8等核心车型，在设计、配置及技术层面持续升级，推动产品体系迭代完善。伴随战略调整与产品创新，奇瑞逐步走出多品牌受挫阶段，实现品牌聚焦与技术能力提升。

与此同时，奇瑞持续推进全球化布局。2014年，公司首个海外整车工厂，即巴西工厂实现首车下线，其他海外市场亦稳步拓展，为后续国际化发展奠定基础。

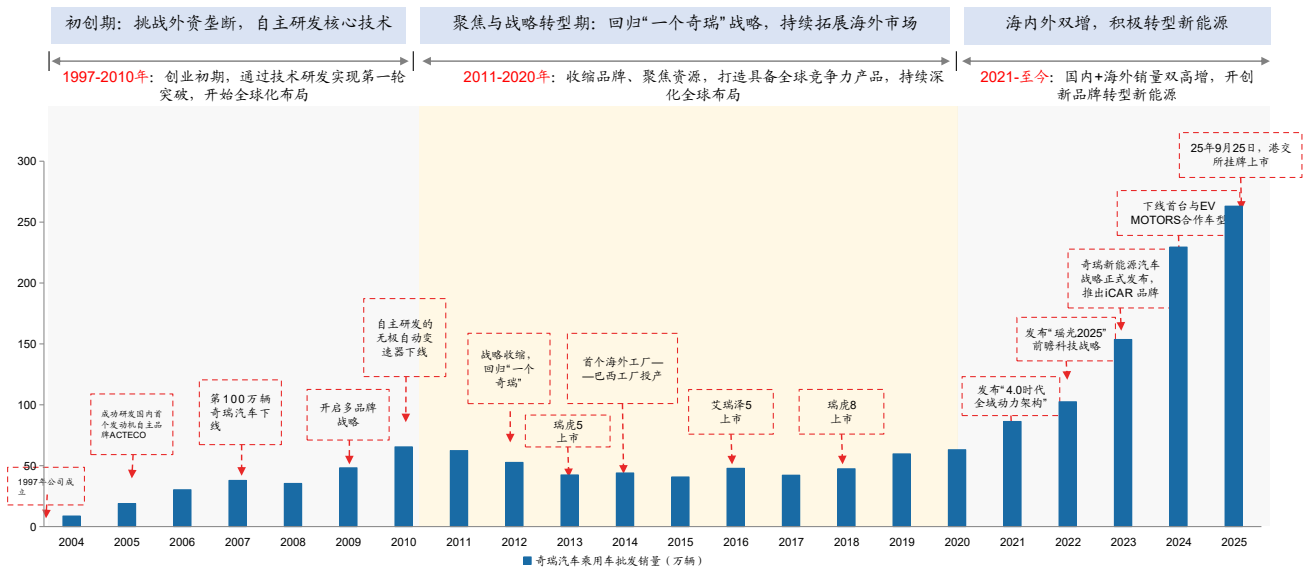
3. 第三阶段（2021年至今）：发力转型新能源，海外布局迎来收获期

在2021年至2025年期间，奇瑞汽车加速推进新能源转型。根据公司官网及招股说明书，2021年4月，公司发布“4.0时代全域动力架构”，将燃油、混动、纯电及氢动力技术整合为“鲲鹏动力”，同年5月全功能混动DHT正式下线。2022年9月，奇瑞

发布“瑶光2025”前瞻科技战略，涵盖火星架构、鲲鹏动力、雄狮科技和银河生态四大核心领域，进一步推进新能源化进程。2023年，公司发布新能源汽车战略，推出纯电品牌iCAR及智界品牌，完善新能源产品矩阵。

得益于前期全球化布局，奇瑞在此期间海外销量持续增长。2021年12月，全球用户突破1000万；2024年，与西班牙老牌车企EV MOTORS合作建设的欧洲生产基地实现首台EBRO S700下线，标志公司全球化战略稳步推进并进入收获期。

图1：奇瑞汽车发展历程简介



数据来源：公司招股说明书，公司官网，中汽协，盖世汽车，广发证券发展研究中心

（二）业务模式：品牌矩阵完善，海外业务加速释放全球化潜力

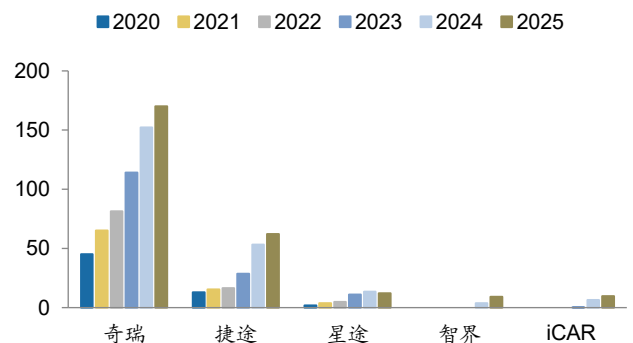
根据公司招股说明书，奇瑞汽车主要从事乘用车及汽车组件与零部件业务。2024年，乘用车业务收入占比达91.5%，汽车组件与零部件业务收入占比为5.9%，其他业务占比为2.6%；2025H1乘用车业务收入占比达90.9%，汽车组件与零部件业务收入占比为6.8%，其他业务占比为2.3%；乘用车业务是公司收入的核心来源。围绕乘用车主业，奇瑞已构建起涵盖奇瑞、捷途、星途、iCAR及智界五大品牌矩阵，覆盖不同细分市场并形成差异化定位，自2020年以来各品牌销量持续较快增长。

图2：公司分品牌特征及定位



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

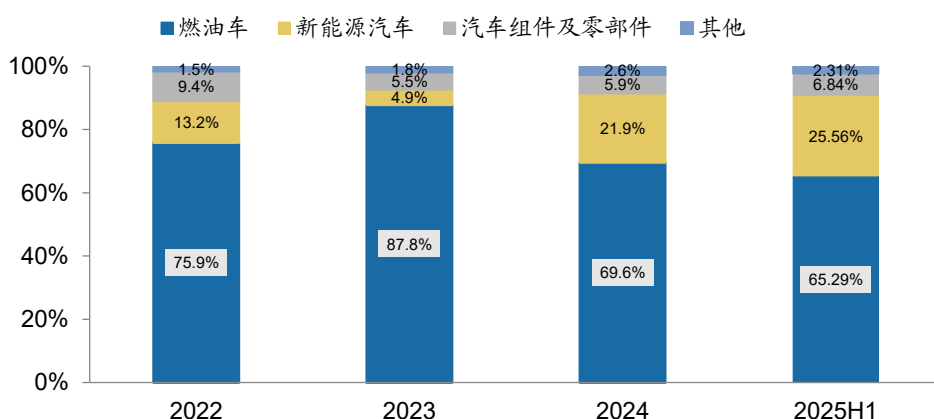
图3：公司分品牌年度批发销量(万辆)



数据来源：公司招股说明书，中汽协，广发证券发展研究中心

公司汽车组件及零部件业务稳重有进，占比稳定。公司该业务主要面向第三方整车制造商供应发动机、变速箱等核心部件，同时布局售后市场零部件配套体系。2022至2024年相关业务收入保持稳定增长，2022年实现86.75亿元（占比9.4%）；2023年增至89.04亿元（占比5.5%）；2024年实现收入158.64亿元（占比5.9%），同比增长78.17%；2025年H1实现收入96.79亿元（占比6.8%），同比增长76.6%，呈现快速发展态势。

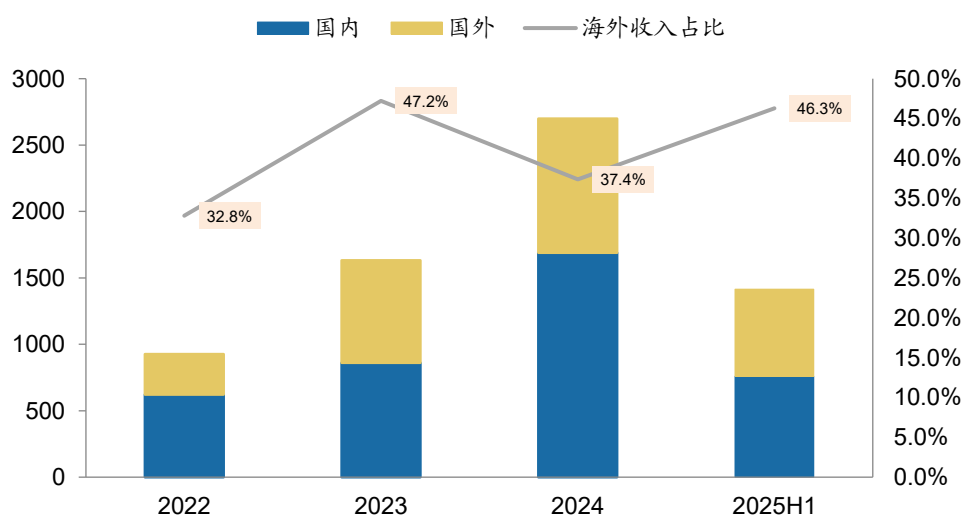
图4：公司分业务收入占比



数据来源：公司招股说明书，公司中报，广发证券发展研究中心

公司海外业务发展势头强劲，国际化进程成效显著。奇瑞乘用车自2003年起连续23年稳居中国自主品牌出口榜首，根据招股说明书，公司2022至2024年海外营收实现跨越式增长：2022年海外收入303.87亿元，2023年海外收入提升至770.60亿元，2024年海外收入已达1008.97亿元，同比增长30.9%；2025年H1奇瑞海外业务营收占比提升至46.3%，国际化战略取得显著突破。目前公司已构建覆盖全球100余个国家和地区的完善营销网络，国际化布局持续深化。

图5：奇瑞中国及海外收入（亿元）及海外营收占比（%）



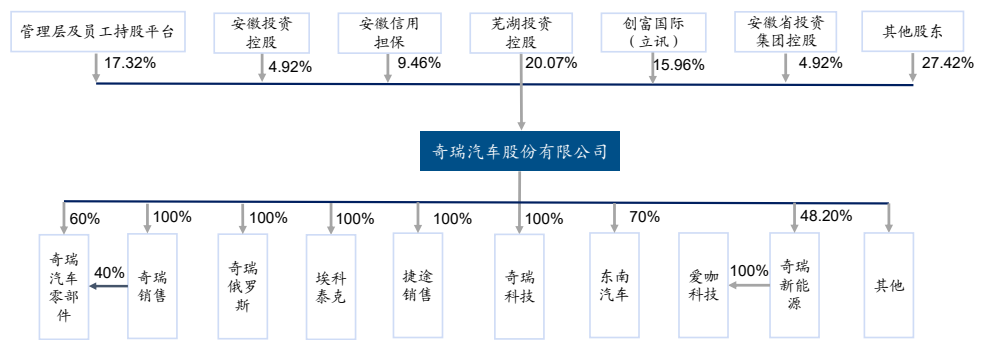
数据来源：公司招股说明书，公司中报，广发证券发展研究中心

（三）股权架构：稳定的股权架构夯实治理基础，清晰的权责划分提升管理效率

在实施“股权下沉”重组前，奇瑞控股作为公司单一最大控股股东，持有公司42.32%的股权。奇瑞控股业务布局涵盖乘用车（即本公司）、商用车、金融投资及服务贸易等多个领域。为优化公司治理结构、提高决策效率并满足上市监管要求，奇瑞控股于2025年1月20日完成股权结构调整，将其持有的全部公司股份按比例分配至各股东，由原奇瑞控股股东直接持有公司股份，奇瑞控股不再持有公司任何股份，实现“股权下沉”。

公司股权架构多元协同、治理高效，国有资本、核心团队与产业资本形成战略合力。根据Wind数据，芜湖投资控股为奇瑞汽车的单一最大股东持股20.07%，该控股股东由芜湖国资委（95.59%）与安徽省财政厅（4.41%）共同持股。在激励约束机制层面，由瑞创（11.51%）、衡瑞（3.37%）及振瑞（3.37%）构成的管理层及员工持股平台合计持有17.32%股权，为第二大股东，既保持国有控本质又强化核心团队绑定效应、提升决策效率。

图6：公司股权结构图（公开发行后股权结构）

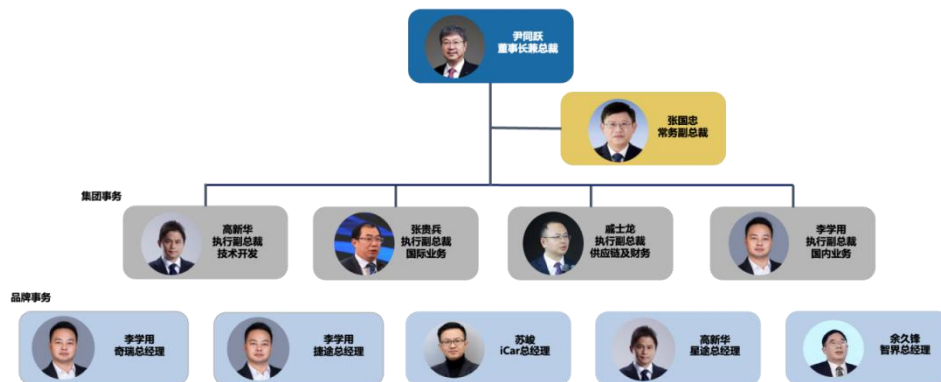


数据来源：公司招股说明书，Wind，广发证券发展研究中心

公司管理架构清晰，多品牌运营完善。董事长兼总裁尹同跃先生作为公司最高决策者，全面统筹战略规划与经营管理；常务副总裁张国忠先生协助其推进公司日常经营与组织运作。在执行层面，根据公司招股说明书披露，公司设置多名执行副总裁，分别覆盖关键业务与职能领域：高新华先生负责技术研发体系建设，张贵兵先生分管国际业务与海外市场拓展，戚士龙先生统筹供应链与生产体系管理，李学用先生负责国内市场运营与销售体系。

在品牌管理方面，公司实行“品牌负责人制”，对五大乘用车品牌进行专业化分工管理。综合首次招股说明书及易车网等公开资料显示，李学用先生负责奇瑞与捷途两大主流品牌事务，苏峻先生负责 iCAR 品牌，高新华先生兼管星途品牌，余久锋先生负责智界品牌运营。通过明确的职能与品牌分工，公司形成了权责清晰、协同高效的管理体系。

图7：奇瑞管理架构简图

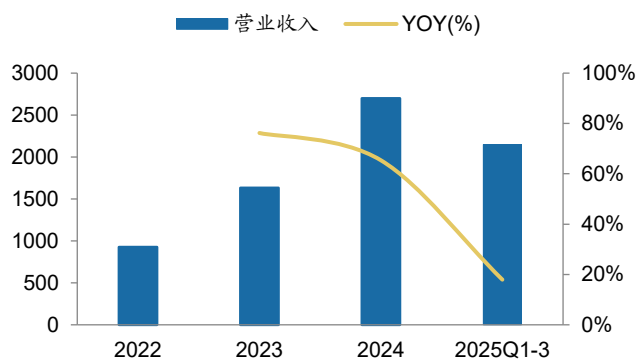


数据来源：公司招股说明书，企查查，易车网，懂车帝，广发证券发展研究中心

(四) 财务情况：公司营收、业绩协同增长，盈利质量稳步提升

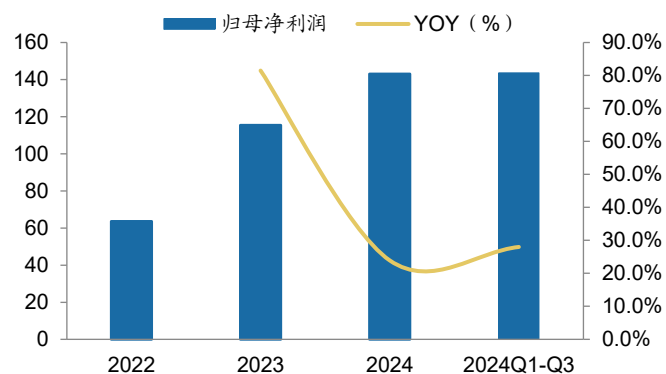
公司收入、业绩表现持续亮眼。2023年度公司实现营业收入1632.05亿元，同比增长76.2%，实现归母净利润115.43亿元，同比增长81.5%；2024年延续高增长趋势，营业收入达2698.97亿元，同比增长65.4%，实现归母净利润143.06亿元，同比增长23.9%；2025Q1-3公司实现营业收入2148.33亿元，同比增长17.94%，实现归母净利润143.65亿元，同比增长28.1%，业绩增速表现依旧亮眼。

图8：公司营业收入（亿元）及增长（%）



数据来源：招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

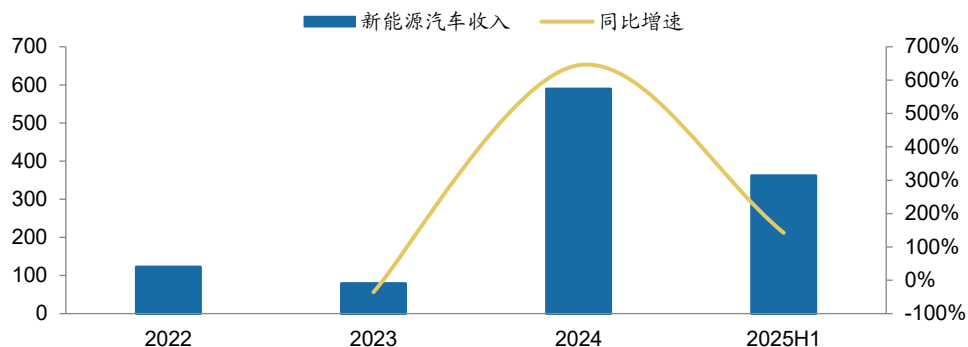
图9：公司归母净利润（亿元）及增长（%）



数据来源：招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

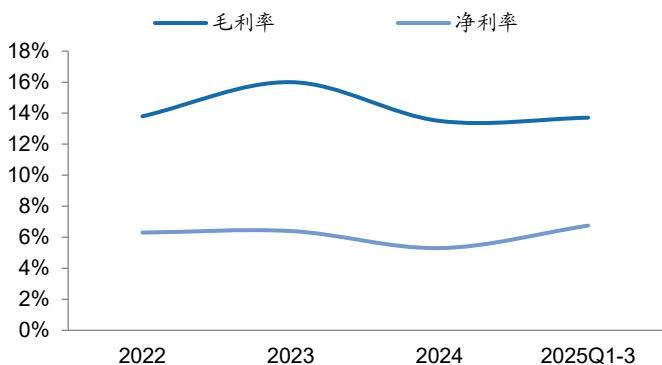
公司新能源业务展现强劲增长动能。2024年，受益于新车型推出受到市场认可，新能源汽车业务呈现快速增长，收入提升至589.31亿元，同比+644.8%，营收占比快速扩张至21.9%；2025年H1，新能源业务同比收入继续高增142.1%，收入为361.94亿元，收入占比提升至25.56%。2024年，乘用车/汽车组件及零部件业务毛利率和分别为13.2/20.4%，同比分别-2.7/+1.3pct；2025年H1，乘用车/汽车组件及零部件业务毛利率和分别为12.4/20.9%，同比分别-2.5/+0.8pct，乘用车业务毛利率下滑主要系公司新能源收入占比提升和市场竞争加剧。

图10: 公司新能源汽车收入(亿元)及同比增速(%)



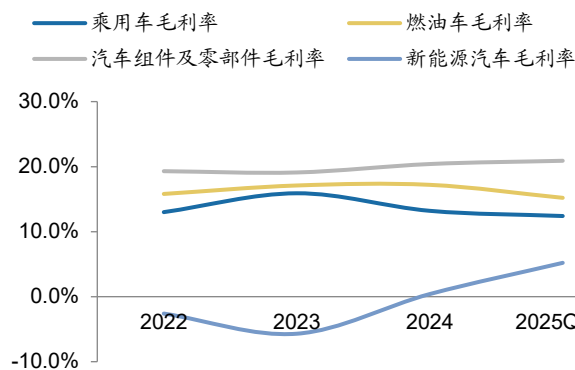
数据来源: 公司招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图11: 公司毛利率及净利率情况



数据来源: 招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

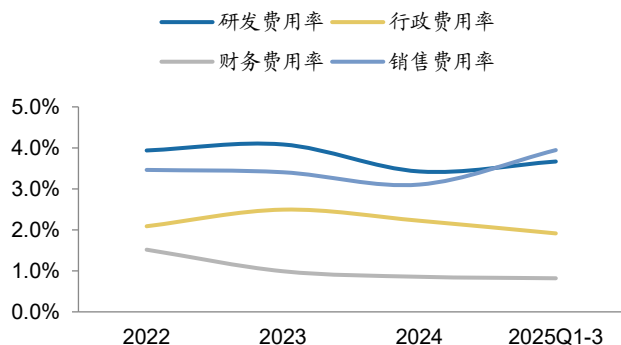
图12: 公司分业务毛利率情况



数据来源: 招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

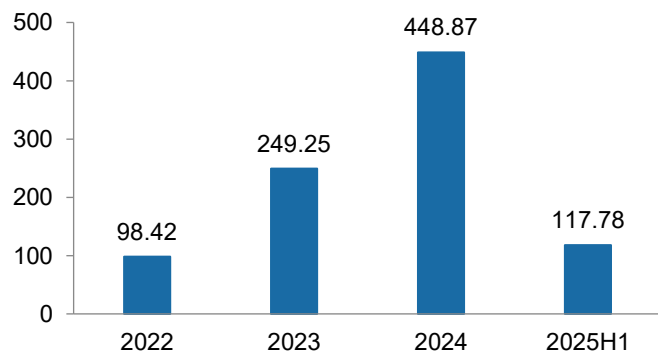
公司研发投入持续增长, 费用管控能力突出。根据招股说明书, 2024年, 公司研发投入达92.43亿元, 同比增长38.7%, 对应研发费用率达3.4%; 2025年Q1-3, 公司研发投入进一步加大, 研发费用达78.78亿元, 同比增长20.2%, 对应研发费用率为3.7%。2025年Q1-3公司行政费用率、财务费用率、销售及分销费用率分别为1.9/0.8/3.9%, 同比分别-0.7/-0.3/+0.8pct, 费用率维持在较低水平, 费用管控能力良好。

图13: 公司期间费用率情况



数据来源: 招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图14: 公司经营性现金流情况(亿元)



数据来源: 招股说明书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

（五）募集资金投向：募资将有力支撑公司新能源战略推进与全球化布局深化

在公司募集资金投向及未来发展战略方面，计划将募集资金重点投向多个战略方向：研发不同车型和版本的乘用车，进一步扩大产品矩阵，涵盖扩充升级新能源车型的产品序列与现有产品序列的迭代优化；投入下一代汽车核心技术研发，重点布局更加先进的新能源动力系统、高性能电池自主研发及量产，以及新一代整车架构开发升级；投资智能辅助驾驶以及智能座舱解决方案；拓展海外市场以及深化全球化策略，包括海外生产基地建设、本地化研发能力提升及全球销售服务网络完善；推进安徽芜湖生产基地的智能化及数字化升级，以提升生产效率和制造水平；同时部分资金将用于补充运营资金及一般企业用途，保障公司业务的稳健发展。

表1：公司募集资金投向及发展战略

资金投向	发展战略
研发不同车型和版本的乘用车，进一步扩大公司的产品组合	投资新能源车型研发，通过推出多类型新能源车型（包括插电混动、增程式及纯电动）及现有产品的新能源版本，丰富产品组合并推动全球绿色出行
	升级现有产品序列，基于各地区消费需求差异化开发新车型，并持续迭代已获市场认可的热门车系
加强下一代汽车核心技术研发	开发更先进的混合动力发动机、新能源动力系统；量产自主研发的高性能电池
	开发下一代智能底盘；E/E架构以及加强关键零部件的自主研发能力
	加大投资自主研发的智能辅助驾驶解决方案，提升不同价格区间与动力总成的智能辅助驾驶渗透率
	升级自主智能座舱系统（雄狮操作系统），建立丰富的汽车智能生态系统，提升用户出行智能体验
拓展海外市场并深化全球化战略	实施海外产能扩张计划，计划新建生产设施或扩建现有海外生产设施，生产符合当地客户需求和偏好的乘用车
	增加海外研发团队部署，开发更符合当地驾驶习惯的技术和产品，进一步完善全球销售和服务网络，建立更广泛的品牌认知度
升级安徽芜湖的生产基地与设备	购置先进的智能制造设备，并与不断发展的制造技术相融合，提升生产设施的数字化和智能化水平，提高生产效率

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

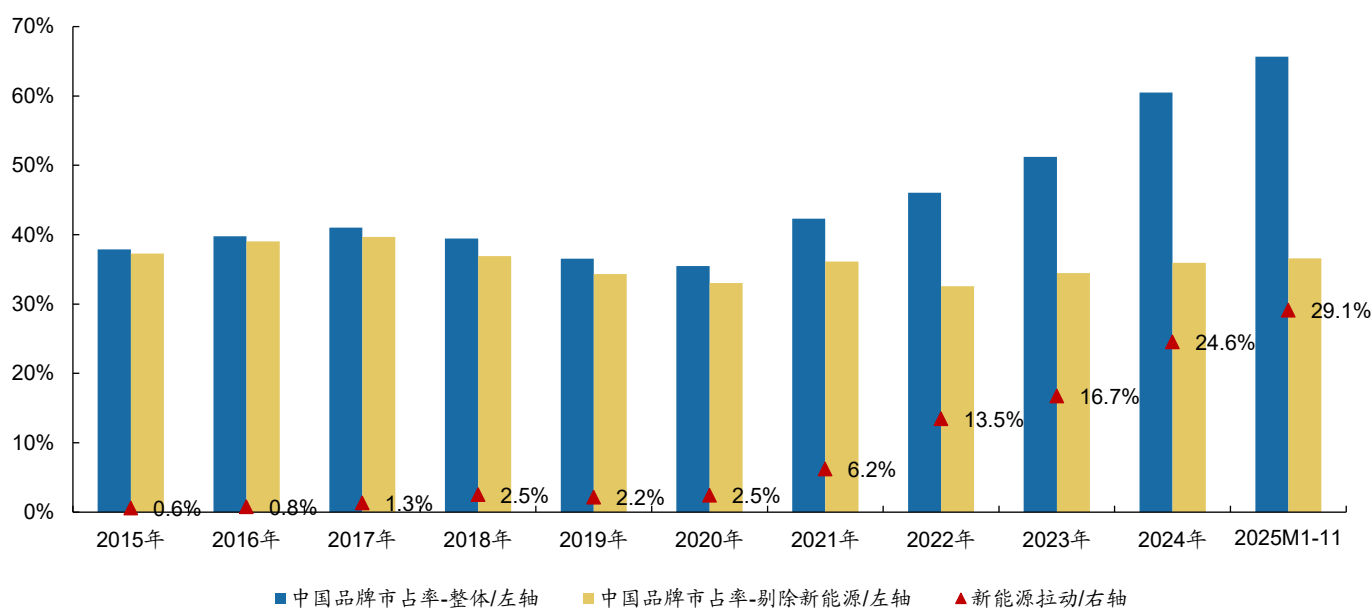
二、行业研判：内外需空间广阔，中国品牌持续向上

（一）国内市场：新能源、智能化重塑竞争格局，中国品牌加速扩张

2021年以来，中国汽车产业迎来新能源与智能化升级浪潮。依托长期积累的整车正向开发、平台化与模块化工程能力，在产业化升级过程中，奇瑞在多能源路线并行的背景下实现高效研发与快速迭代，显著降低新产品的边际开发成本；同时，其覆盖研发、制造、供应链与海外布局的一体化体系，使新能源车型得以在不同市场条件下灵活落地。智能化层面，奇瑞并非依赖单点功能突破，而是围绕电子电气架构、软件集成与整车协同进行系统化建设，有助于在规模放量过程中持续展现成本体系优势，在行业变革的机遇中勇立潮头。

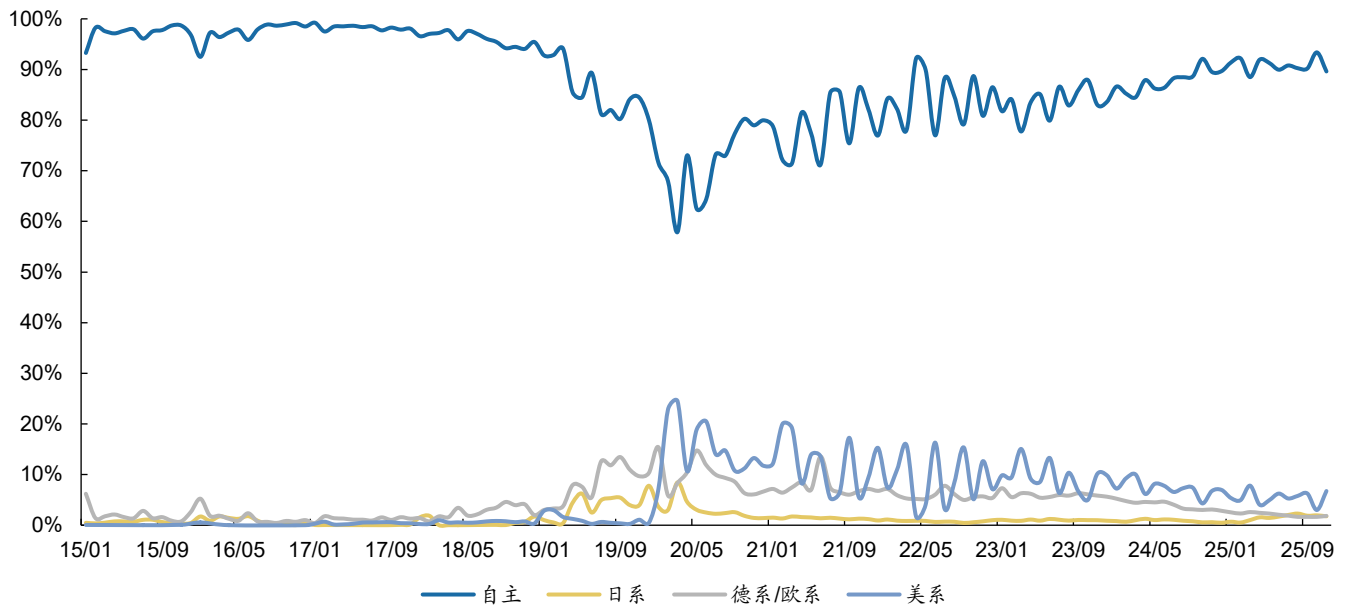
驱动技术路径的选择与储备是推动中国品牌份额提升的核心变量。2021年以来，纯电动车带动自主品牌不断突破原有燃油车时代的份额天花板，对自主品牌的市占率贡献逐年提升。混动化趋势下，双电机方案的有效供给是核心因素，中国品牌的路径选择与技术进步有望推动其在混动市场的份额稳步向上。根据交强险，25年M1-11新能源乘用车交强险累计销量为1111.2万辆，累计同比+17.4%，25年M1-11中国品牌终端份额为65.7%，较24年全年+5.1pct，新能源拉动中国品牌份额提升29.1pct。

图15：中国品牌年度份额变化情况



数据来源：交强险，广发证券发展研究中心

图16: 新能源市场分系列市场份额



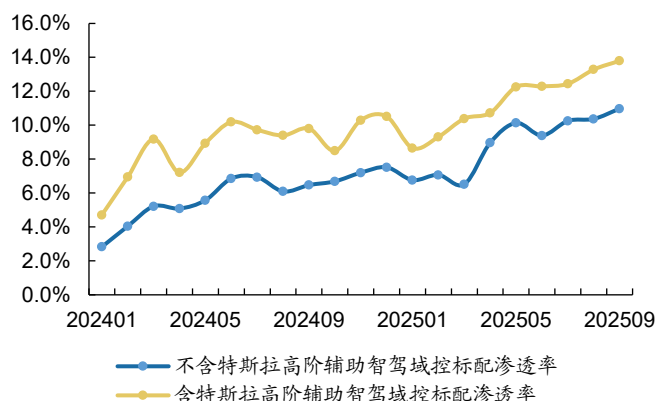
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

智能化趋势下, 自主品牌扎根于中国市场, 对市场需求反馈的快速收集和迭代能力较合资及外资品牌具备优势。智能化趋加速的趋势下, 围绕用户关注的场景进行需求定义和配置提升将加速品牌的认知度。自主品牌具有更开放的基因, 凭借国内发达的互联网科技资源, 可以通过跨界合作的方式更好的实现科技赋能。以奇瑞、赛力斯为代表的自主车企通过跨界合作等方式加速高端品牌的塑造, 有望提升中国品牌向上斜率。

我们根据交强险和汽车之家数据统计, 标配L2+硬件能力车型(不含特斯拉)25年9月单月渗透率为11.0%/同比+4.5pct; 25年1-9月累计销量151.3万台, 渗透率为9.1%/同比+3.6pct。标配L2+硬件车型(含特斯拉)25年9月单月渗透率为13.8%/同比+4.0pct; 25年1-9月累计渗透率为11.6%/同比+3.2pct。中国市场高阶辅助驾驶(L2+)从2020年开启0-1, 到2025年现阶段渗透率已提升至10%左右, 我们认为随着体验升级, 技术降本驱动搭载车型价格带逐步下探到15万元级别市场, 产品生命周期产品有望从导入期逐步进入快速成长期。

2025年9月单月中国市场标配激光雷达渗透率快速提升至11.4%。我们根据交强险和汽车之家数据统计, 标配激光雷达的车型25年9月单月渗透率为11.4%, 同比+5.4pct; 25年1-9月累计销量为148.3万台, 渗透率为8.9%, 同比+3.7pct。激光雷达仍是中国车企品牌实现高阶辅助驾驶的主要方案, 随着搭载高阶辅助驾驶的车型价格带逐步下探, 标配激光雷达的渗透率有望进一步提升。

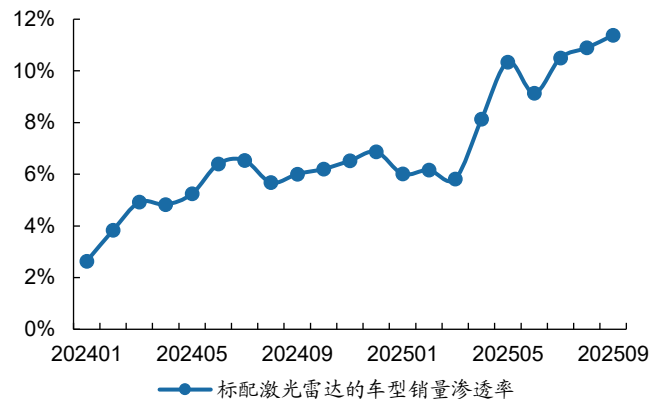
图17: 中国市场标配L2+硬件渗透率



数据来源: 交强险, 汽车之家, 广发证券发展研究中心

注: L2+统计口径为芯片硬件大于 200TOPS 及特斯拉车型

图18: 中国市场标配激光雷达渗透率



数据来源: 交强险, 汽车之家, 广发证券发展研究中心

智能辅助驾驶系统演进历程可概括为两个关键时代: 规则主导时代和端到端时代。规则主导时代主要通过感知复刻现实场景, 模仿人类驾驶员行为, 这一时期又可细分为四个阶段: 2017年以前, 智能辅助驾驶技术主要依赖于“2D+CNN”的感知框架; 2017-2019年特斯拉引入了多任务学习神经网络架构“2D+HydraNet”, 但此时仍处于小模型时代; 2020-2021年, 特斯拉提出了突破性的“BEV+Transformer”感知架构, 并自此进入大模型时代; 2022年特斯拉提出占用网络, 增强对于物体高度信息的感知, 有效解决了对于异形障碍物识别的问题。2023年, 特斯拉开创性地提出了模块一体化的端到端大模型, 将智能辅助驾驶推向了端到端时代。端到端时代主要通过大量数据的强化学习, 让模型学会不同场景下如何驾驶。

从各家智能辅助驾驶模型的进化趋势来看, 目前行业内对智能辅助驾驶路径变迁的认知已基本达成一致, 特斯拉引领技术路径进阶, 国内车企快速追赶, 随着数据持续累积, 智能辅助驾驶有望迎来体验拐点。

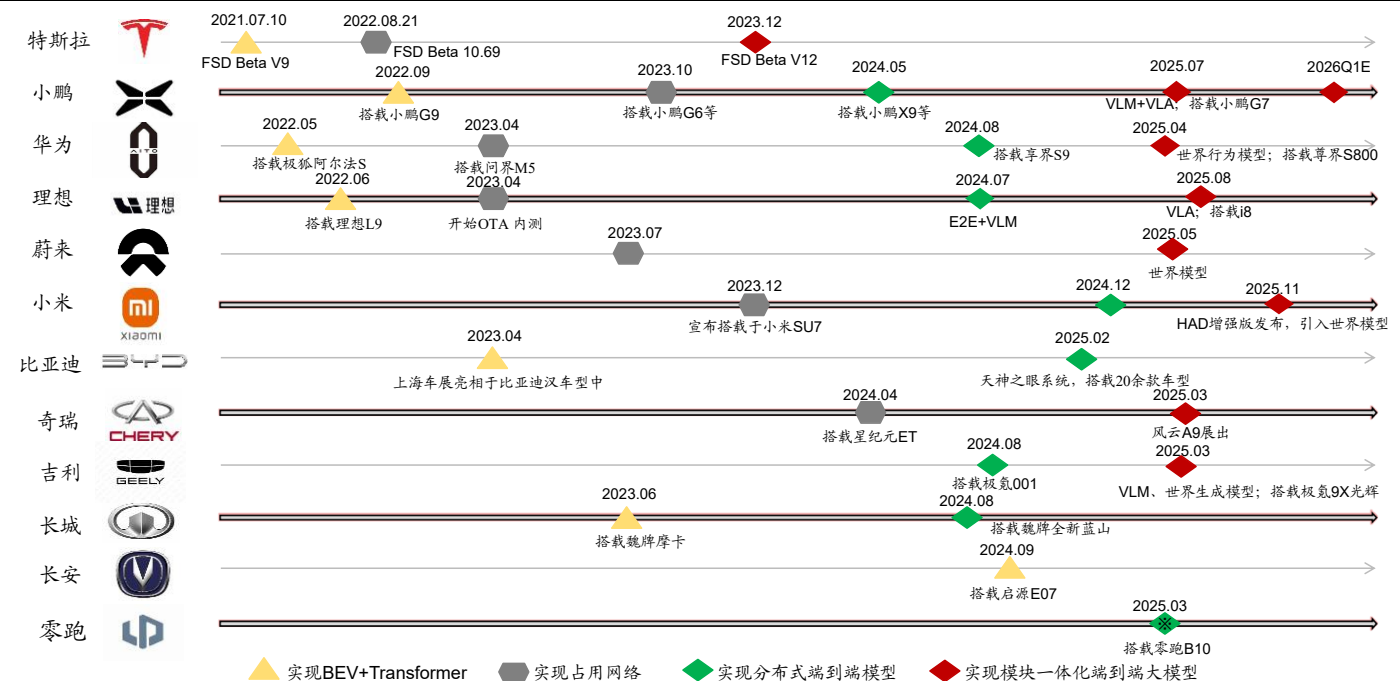
图 19: 智能辅助驾驶算法进阶路径图——从规控转向端到端, 目前行业内对路径变迁的认知已基本达成一致



数据来源: 《End-To-End Planning of Autonomous Driving in Industry and Academia: 2022-2023》作者 Gongjin Lan 等, 广发证券发展研究中心

注: 目前计算和通信速度约束了VLA及世界模型信号的高频输出, 我们认为其或与分段式或一段式Model协同工作

图 20: 各家车企自研智能辅助驾驶功能进阶时间线——特斯拉引领技术路径进阶, 国内车企快速追赶



数据来源: 各车企官网, 央视网, 新华网, 佐思汽研, 汽车之家, 连线出行, 地平线, 车东西, 毫末智行, 爱卡汽车, 广发证券发展研究中心

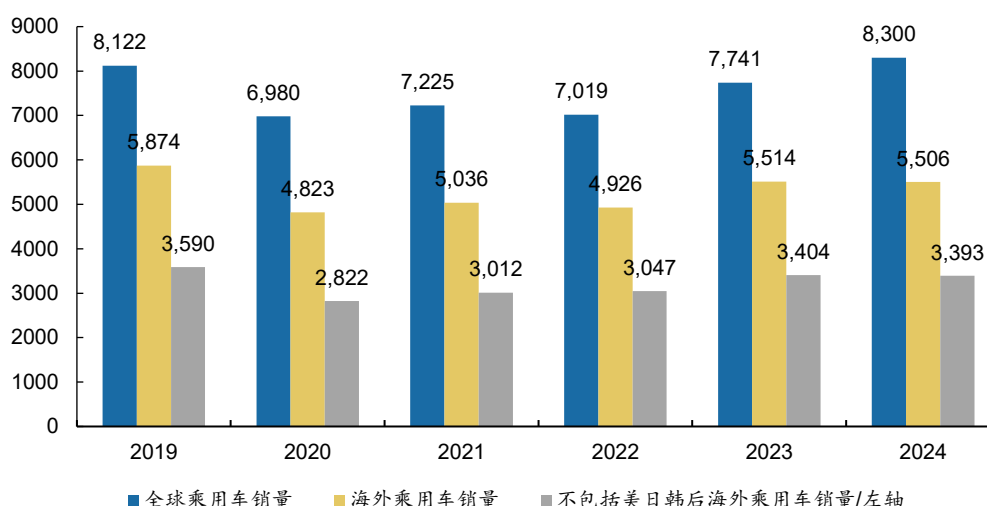
注: ※未明确小米汽车、零跑汽车端到端形式; 数据统计或不完全

（二）海外市场：潜在突破空间广阔，中国品牌具备显著竞争力

除国内市场外，海外市场是奇瑞汽车最为核心且确定性高的增长来源之一。依托长期深耕形成的先发进入优势、本地化制造与渠道网络，以及对新兴市场需求结构的深刻理解，奇瑞在多区域市场已建立起相对稳固的品牌认知与规模基础。相较于多数仍处于出海初期的自主品牌，奇瑞海外业务已从单一出口阶段，演进至涵盖研发适配、生产布局与营销体系在内的体系化运营模式，使其在价格波动、贸易壁垒与市场周期变化中具备更强的韧性。海外领先优势不仅为公司贡献稳定的销量与利润增量，也为新能源与高端产品的全球化推广提供了更大的试错空间与成长弹性。

从出口空间来看，我们预计中国品牌车企海外有望持续突破的市场空间（不包括美日韩市场）为 3000-4000 万辆。根据 OICA 和 Marklines 数据，2019-2024 年全球乘用车（部分国家统计口径含皮卡，下同）销量为 7000-8000 万，其中海外乘用车销量为 4800-5900 万辆。考虑到美日韩市场中国品牌车企中短期成功突破的概率较小，不包括美日韩市场后乘用车年销量区间为 3000-4000 万辆，以上即为中国品牌车企份额有望突破的海外市场空间。

图21：全球和海外(不含中国)乘用车年度销量（万辆）



数据来源：OICA, Marklines, 各国官网, 广发证券发展研究中心

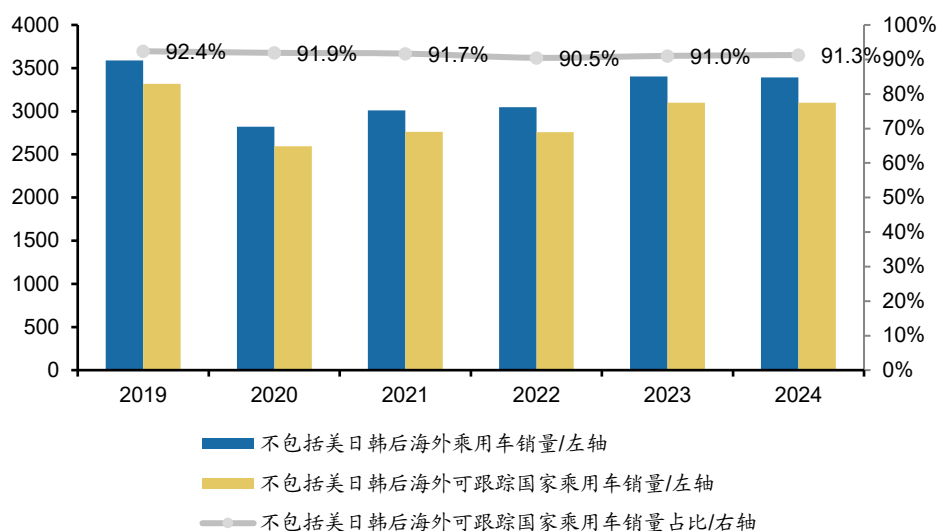
注：（1）俄罗斯、加拿大、美国、墨西哥、阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、澳大利亚、巴西、智利、哥伦比亚、澳大利亚、泰国、马来西亚、沙特阿拉伯、菲律宾、埃及和南非等国家的销量统计中含有皮卡，主要系考虑到海外皮卡乘商两用的属性；

（2）海外较难跟踪销量的国家主要为中东地区、非洲、美洲地区的部分国家；

（3）全球乘用车销量统计中韩国、印度为批发销量口径，其余国家为终端销量口径

海外可持续高频跟踪的国家销量占中国品牌车企海外有望持续突破的市场空间比例为 90%左右。根据 Marklines 和各国官网数据，不包括美日韩市场后 21-24 年海外可持续跟踪的国家终端销量分别为 2761.5 万辆、2756.8 万辆、3099.5 万辆、和 3097.4 万辆，占不包括美日韩市场后海外乘用车销量的比例分别为 91.7%、90.5%、91.0%和 91.3%。整体来看，海外可持续高频跟踪的国家销量占潜在突破空间的比例基本稳定。

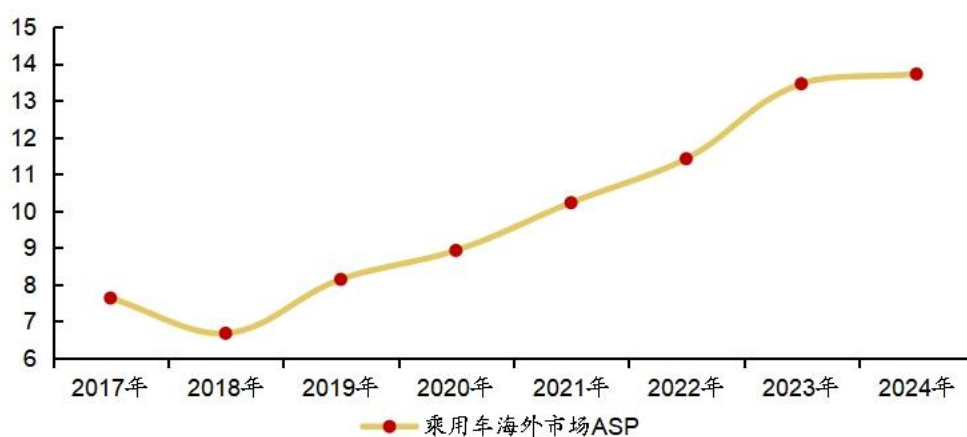
图22: 全球和海外(不含中国)乘用车年度销量(万辆)



数据来源: OICA, Marklines, 各国官网, 广发证券发展研究中心

海外市场中国品牌 24 年在海外终端市场份额持续向上, 同时乘用车出口 ASP (Average Selling Price, 平均售价) 继续提升。根据各国官网和 Marklines 数据, 24 年中国品牌在海外可跟踪国家 (不包括美日韩市场) 的终端销量为 249.0 万辆, 同比增速为 +35.0%。24 年中国品牌在其中的终端市占率为 8.0%, 市占率同比增速为 +29.2%, 中国品牌海外市占率提升斜率依然较快。根据典型车企出口销量及海外收入测算, 24 年中国品牌乘用车出口 ASP 提升至 13.7 万元, 同比 +0.2 万元。

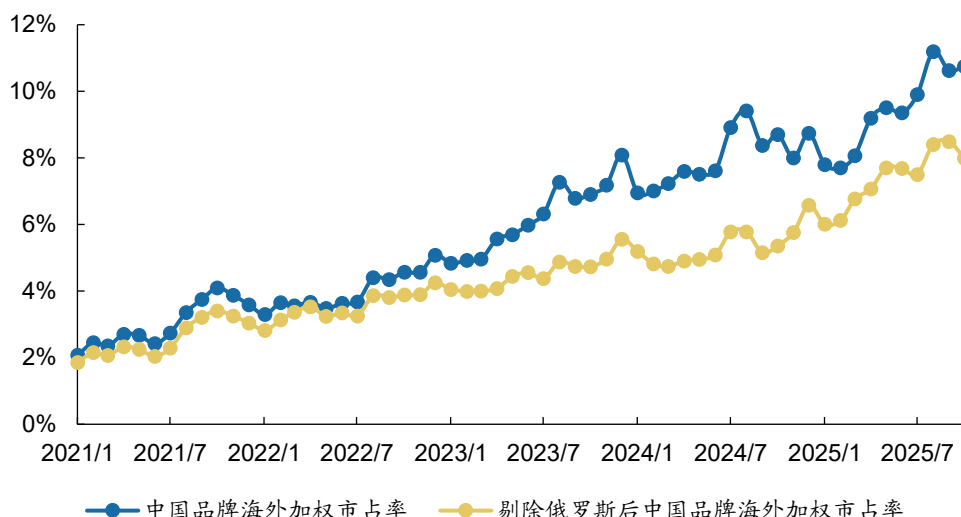
图23: 乘用车样本公司海外市场ASP(万元)变化情况



数据来源: 各样本公司财报, 广发证券发展研究中心

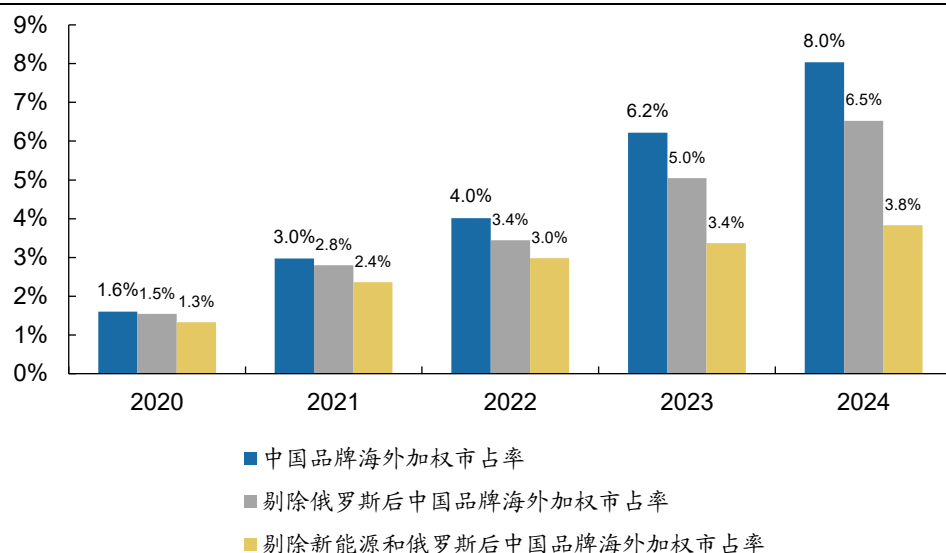
注: 样本公司包括比亚迪、广汽乘用车、海马汽车、赛力斯、上汽集团、长安汽车、长城汽车、吉利汽车

图24: 不包括美日韩市场后中国品牌海外可跟踪国家的加权市占率 (%)



数据来源: 各国官网, Marklines, 广发证券发展研究中心

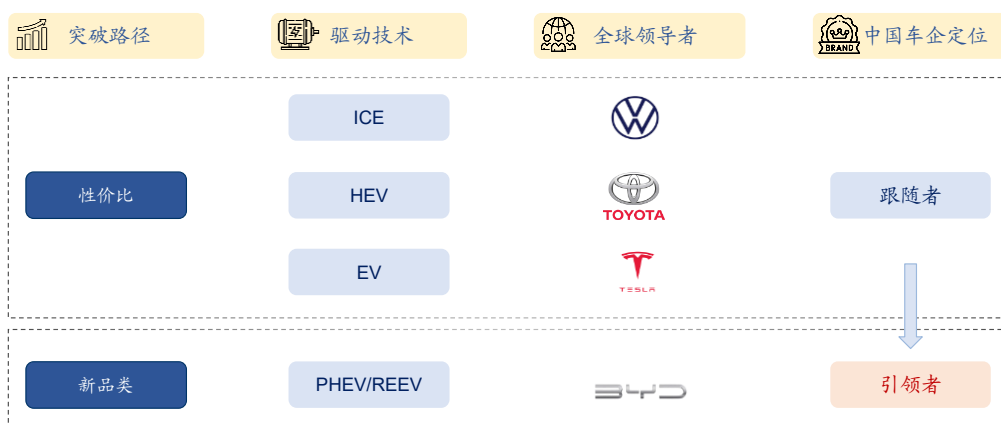
图25: 不包括美日韩市场后中国品牌海外年度加权市占率 (%)



数据来源: 各国官网, Marklines, 广发证券发展研究中心

新品类+性价比是中国品牌出海突破的两条路径。从中国品牌海外突破路径来看, 路径之一: 在传统欧美日韩主导的燃油 (ICE) 及高压混动 (HEV) 市场, 中国品牌作为后进入者通过性价比制胜, 以物美价廉在竞争中脱颖而出; 在特斯拉主要引领的纯电动 (EV) 市场, 凭借规模和供应链优势实现性价比, 与特斯拉共同繁荣。路径之二: 通过新品类 (PHEV、REEV) 将竞争升维, 为全球电气化进程提供新选择, 以引领者的姿态在增量市场中寻求突破, 逐步建立品牌力, 谋求超额收益, 在竞争中制胜。

图26: 中国品牌实现海外市占率突破的两种路径



数据来源: 广发证券发展研究中心

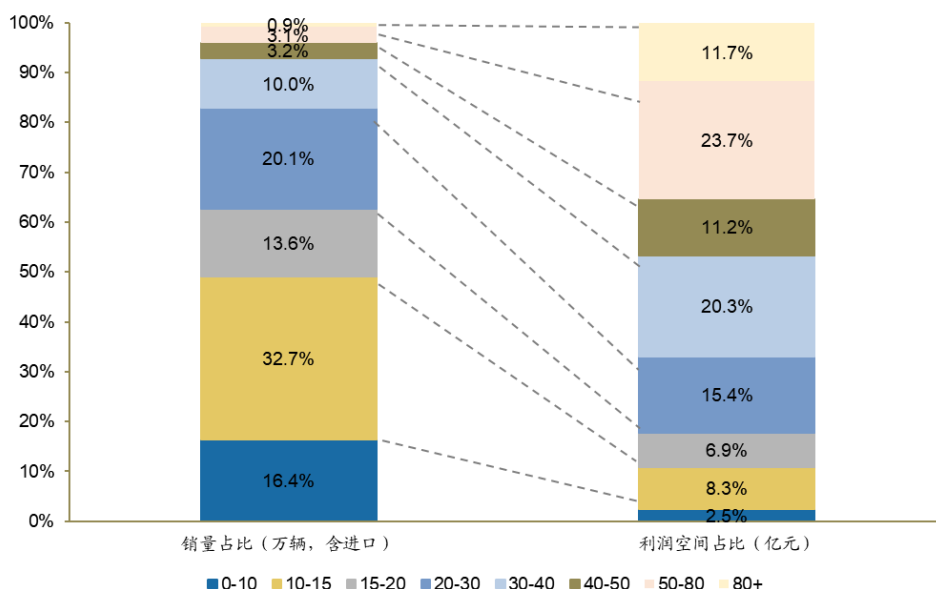
(三) 结构性亮点: 高端化打开盈利空间, 泛越野赛道迎来中国品牌崛起周期

在高端化与泛越野市场加速扩容的背景下, 奇瑞汽车具备由体系能力向品牌与产品价值跃迁的潜在条件。一方面, 依托多年积累的整车工程能力、平台化架构与多动力技术储备, 奇瑞已能够在舒适性、动力系统、底盘调校及可靠性等核心维度支撑中高端产品持续推出, 为品牌向上提供坚实的技术与质量基础; 另一方面, 随着国内与海外市场对泛越野、轻越野及多场景用车需求的提升, 奇瑞在硬件冗余设计、多动力适配及成本控制上的优势, 使其有望在保持性价比的同时切入更多元细分市场。

1. 高端化: 高端化利润空间充足, 自主品牌加速抢占合资利润份额

根据广发汽车测算 20 万元以上区间乘用车利润占行业稳态利润中枢约 82%。根据交强险数据, 24 年 20 万以上 (含进口) 乘用车销量为 878.5 万辆, 占乘用车整体销量的比例为 37.3%。从利润端来看, 参考不同价格区间内的典型车企盈利中枢, 20 万元以上 (含进口) 乘用车 24 年的利润占比达 82.3%, 该区间稳态利润丰厚。

图27：2024年乘用车分价格区间销量占比和利润占比（%）



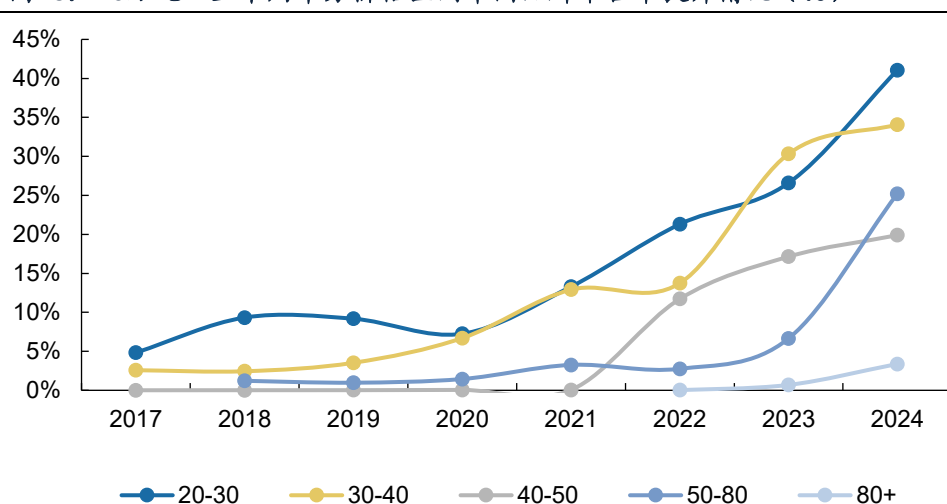
数据来源：交强险，广发证券发展研究中心

注：分价格区间稳态单车净利润主要是参考典型车企/车型盈利中枢

从份额端来看，乘用车20万元以上市场区间中国品牌24年份额提升至**35.2%**，同比**+11.0pct**。根据交强险数据，24年中国品牌乘用车在20-30/30-40/40-50/50-80/80万元以上的市场中份额分别提升至41.1/34.1/19.9/25.2/3.4%，同比分别+14.5/+3.8/+2.8/+18.6/+2.7pct，整体来看中国品牌份额向上呈现加速趋势。

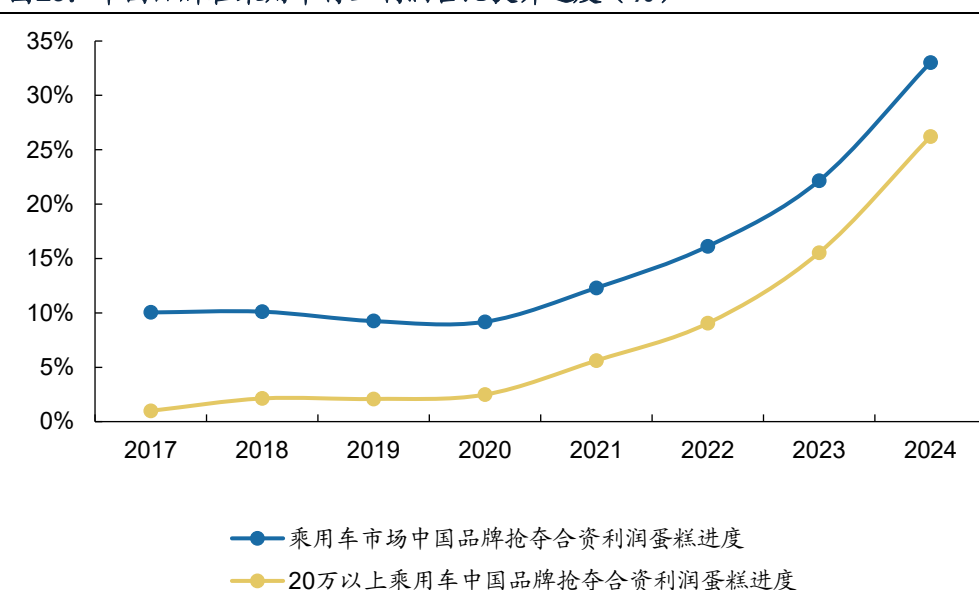
从利润端来看，中国品牌2024年在乘用车20万元以上市场通过重构竞争格局获取的利润占比约**16%**。根据交强险数据测算，24年乘用车整体/20万元以上（含进口）市场中国品牌利润占比分别为33.0/26.2%，同比分别+10.9/+10.7pct。整体来看，中国品牌通过重构竞争格局有望带来的潜在利润空间依然较大。

图28: 20万元以上乘用车分价格区间中国品牌市占率提升情况 (%)



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图29: 中国品牌在乘用车行业利润占比提升进度 (%)

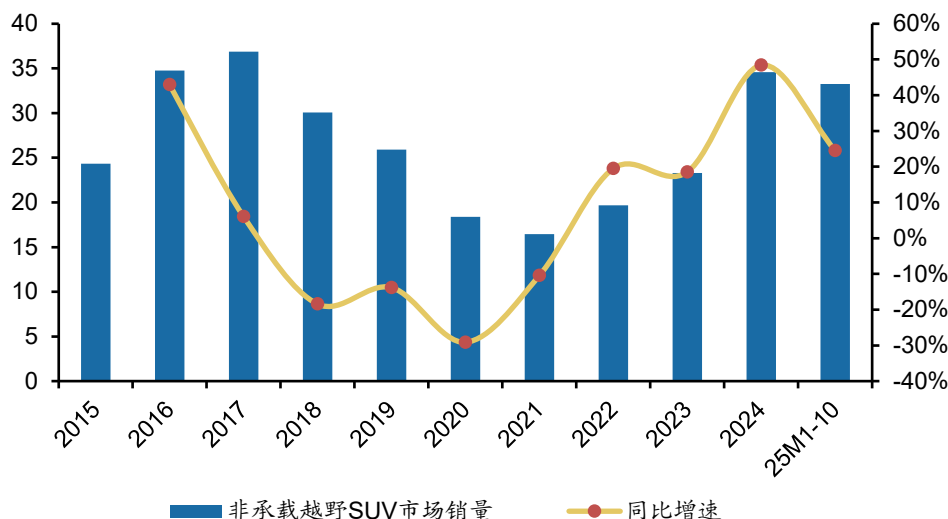


数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

2. 泛越野: PHEV 优质供给降低使用成本, 拉动越野市场持续扩容

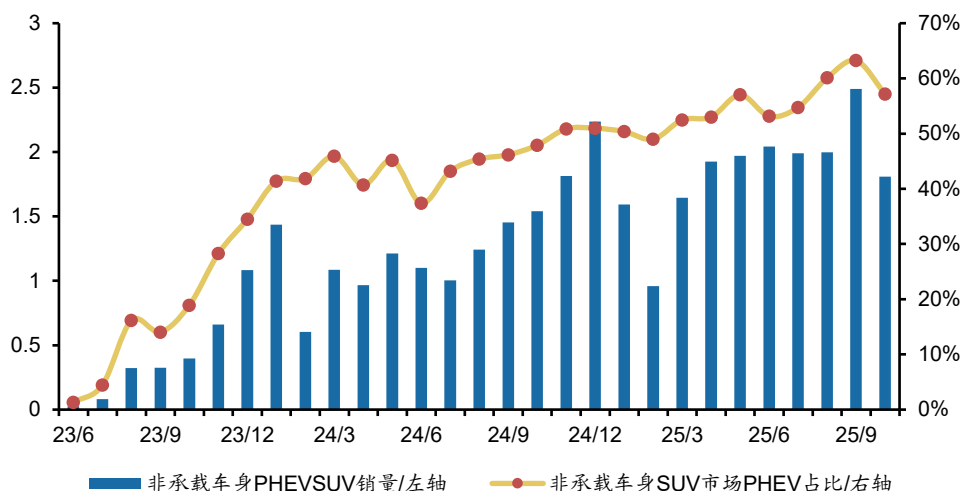
非承载车身SUV: 优质PHEV供给车型持续增加, 大幅降低使用成本, 拉动非承载车身SUV市场持续扩容。根据交强险, 2025年1-10月非承载式车身SUV销量为33.2万辆, 同比+24.5%。非承载式车身SUV市场21年以来市场空间持续扩容, 进口占比大幅下滑, 主要受益于以坦克为代表的自主优质PHEV供给降低了购买成本和使用成本, 25年1-10月非承载车身PHEV SUV的销量提升至18.4万辆, 占比为55.4%。

图30: 非承载式车身SUV销量年度数据(万辆)和同比增速(%)



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

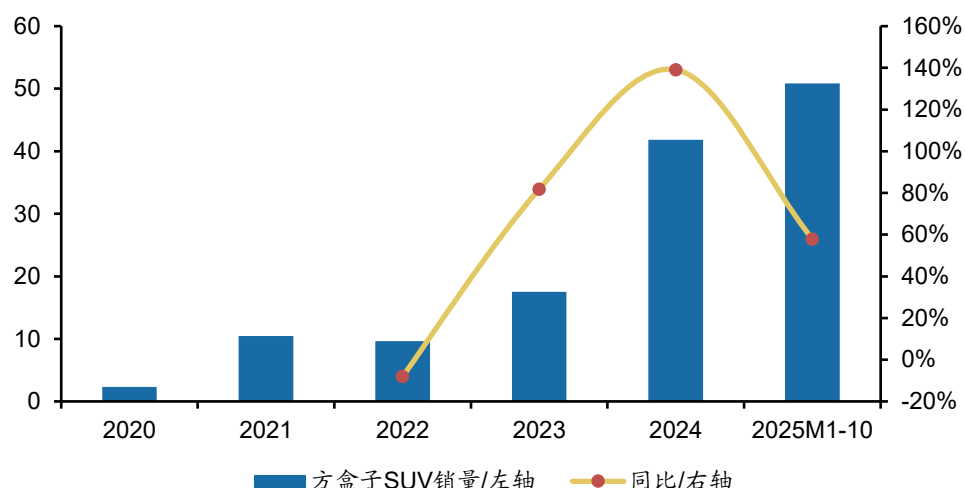
图31: 非承载式车身SUV市场中PHEV销量(万辆)和占比(%)



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

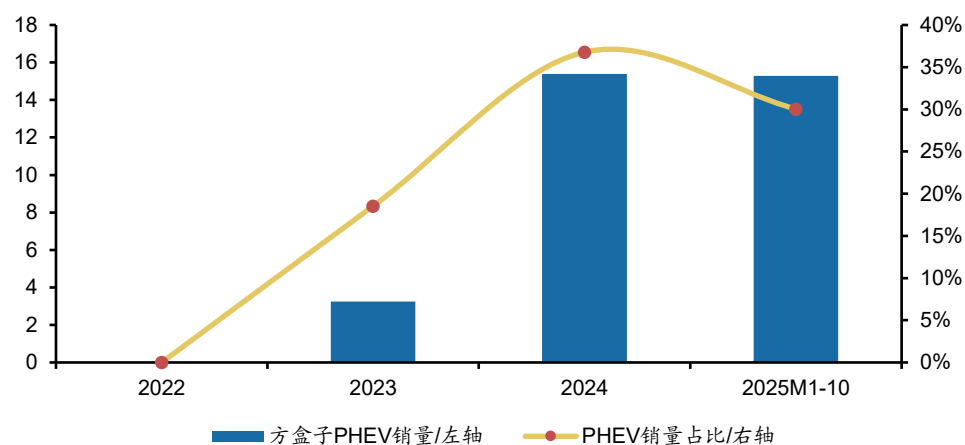
方盒子SUV市场中, 优质供给满足个性化需求叠加使用成本下探, 20年以来持续抢占城市SUV份额。2025年1-10月方盒子(承载式车身)SUV市场销量为50.9万辆, 同比+57.9%。其中长城哈弗和捷途陆续推出PHEV优质供给, 2025年1-10月方盒子PHEV的SUV销量提升至15.3万辆, 占比为30.0%。

图32: 方盒子SUV市场销量(万辆)和同比增速(%)



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图33: 方盒子PHEV SUV市场销量(万辆)和销量占比(%)



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

三、公司优势及未来展望：立足全球市场，构建稳健且可持续增长范式的中国汽车品牌

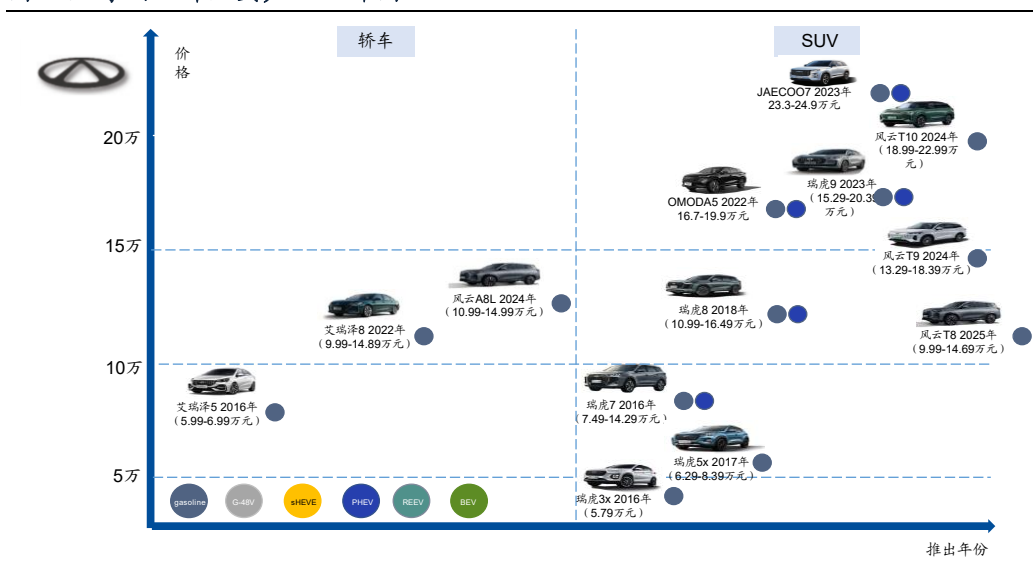
（一）国内市场：“工程师文化”夯实底层竞争力，通过“农村包围城市”路径实现份额和品牌跃迁

奇瑞深耕国内市场多年，始终以“工程师文化”作为核心标签，依托多品牌精准布局、全链条技术研发优势及深度下沉的渠道网络，稳步实现市场份额与品牌价值的双重跃升，在市场竞争中实现差异化突围。

从整体战略布局来看，奇瑞构建了覆盖全场景、全价位段的五大乘用车品牌矩阵，各品牌定位清晰、协同互补，全面覆盖从经济型到豪华型、从城市通勤到越野出行、从传统燃油到多元新能源的全场景需求。

奇瑞品牌以高性价比立足大众消费市场，凭借传统燃油车的扎实基础，全力向新能源领域转型，重点发力插电式混合动力（PHEV）技术，力求在大众市场实现燃油与新能源的平衡供给，为消费者提供多元化动力选择，巩固主流市场地位。

图34：奇瑞品牌主要产品矩阵图

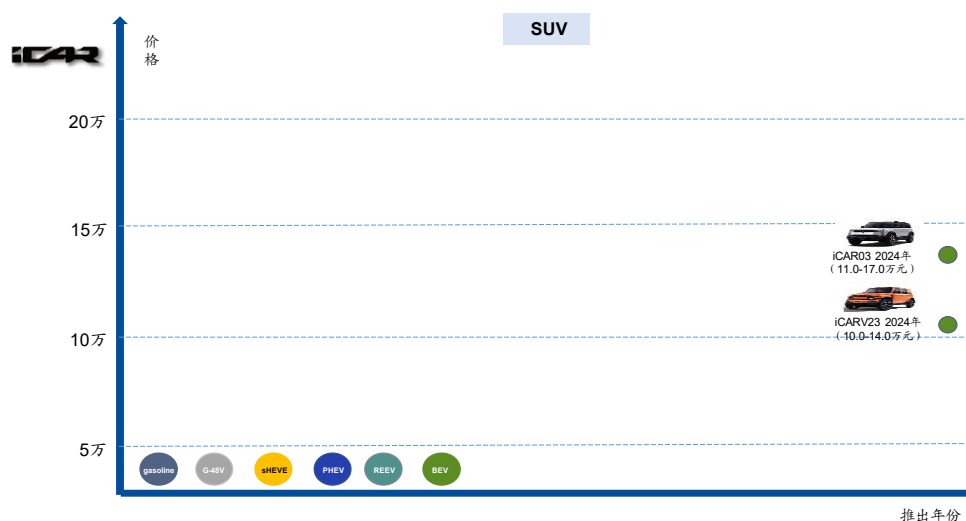


数据来源：公司招股说明书，汽车之家，奇瑞汽车官网，广发证券发展研究中心

注：OMADA 及 JAECOO 为海外销售，选取海外终端销售价格作为展示

iCAR品牌是奇瑞旗下的潮流先锋，精准捕捉年轻消费者对个性化与科技感的核心需求，全系产品凭借时尚的外观设计、智能化的座舱体验成功吸引年轻一代目光，未来还将进一步拓展至更多元的新能源动力类型，持续引领潮流风向。

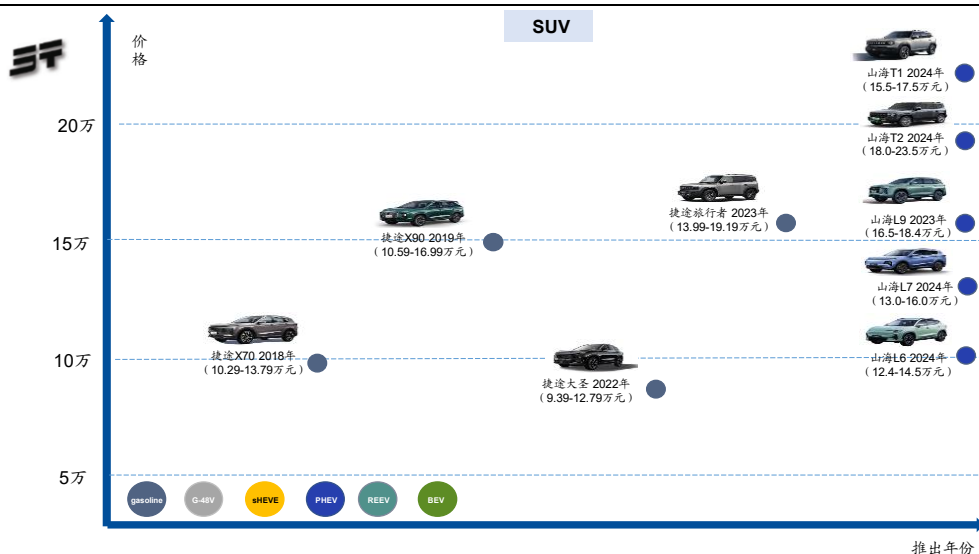
图35: iCAR品牌主要产品矩阵图



数据来源: 公司招股说明书, 汽车之家, 广发证券发展研究中心

捷途品牌专注于家用 SUV 及越野细分赛道, 以插电式混合动力 (PHEV) 为核心突破方向, 融合越野性能与节能要求, 在复杂路况下既能通过 PHEV 系统提供强劲动力, 又能通过电驱模式减少能耗和排放, 逐步在越野市场建立独特优势。

图36: 捷途品牌主要产品矩阵图



数据来源: 公司招股说明书, 汽车之家, 广发证券发展研究中心

星途品牌肩负奇瑞品牌向上的核心使命, 以“科技新豪华”为核心定位, 为追求高品质生活的中高端消费者量身定制, 产品以纯电动汽车 (EV) 和增程式电动汽车 (REEV) 为主力, 通过先进的智能驾驶辅助系统、豪华的内饰工艺以及卓越的续航表现, 展现奇瑞在高端市场的技术实力与服务理念。

图39: 奇瑞汽车各乘用车品牌定位及突破路径



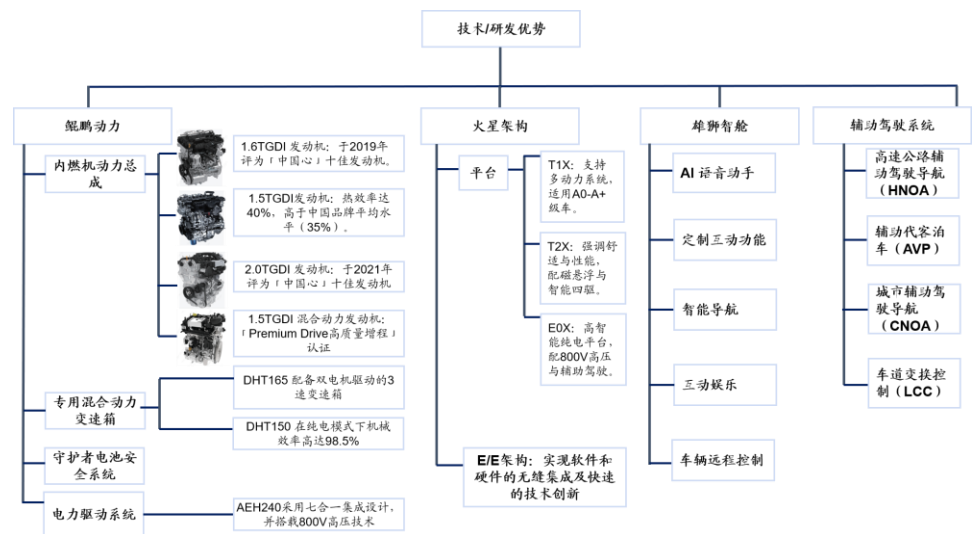
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

奇瑞汽车在技术研发方面展现出显著优势，涵盖动力系统、电动化平台、智能座舱与自动驾驶等核心领域。其鲲鹏动力涵盖发动机、变速箱、电驱动以及电池安全系统四大核心技术。发动机领域，1.6TGDI与2.0TGDI发动机分别在2019年与2021年荣获“中国心”十佳发动机称号；1.5TGDI发动机热效率高达40%，领先于中国品牌平均水平；1.5TGDI混动系统荣获“Premium Drive高质量增程”认证。在混合动力变速箱领域，DHT165 配备双电机驱动的3 速变速箱；DHT150在纯电模式下的机械效率高达98.5%。同时奇瑞自主研发的守护者电池安全系统不仅能实现全方位防护，还可实时监控电池状态，大幅提升续航安全性；电驱系统AEH240采用七合一集成设计，并搭载800V高压技术。

在电动化平台方面，奇瑞构建了“火星架构”，包括兼容多动力的T1X平台、强调舒适与操控的T2X平台，以及具备800V高压和辅助驾驶能力的高智能E0X纯电平台，配合E/E架构，实现软件和硬件的无缝集成以及快速的技术创新。

奇瑞在智能化领域自主打造的“雄狮智舱”与“智能辅助驾驶”系统体现了其对创新和迭代的持续追求。雄狮智舱采用自研操作系统，支持个性化定制和OTA升级，具备AI语音助手、智能导航、车载娱乐、远程控制等功能，营造更安全、舒适且富有互动感的驾乘体验。智能辅助驾驶覆盖从中阶到高阶的智能辅助驾驶功能，支持高速公路自动导航（HNOA）、城市复杂路况自动驾驶（CNOA）、自动泊车（AVP）和车道变换控制（LCC）等，适应多种使用场景，广泛符合中欧安全法规，展现奇瑞在智能座舱与智能辅助驾驶领域的技术深度与全球化能力。

图40: 奇瑞主要技术布局图

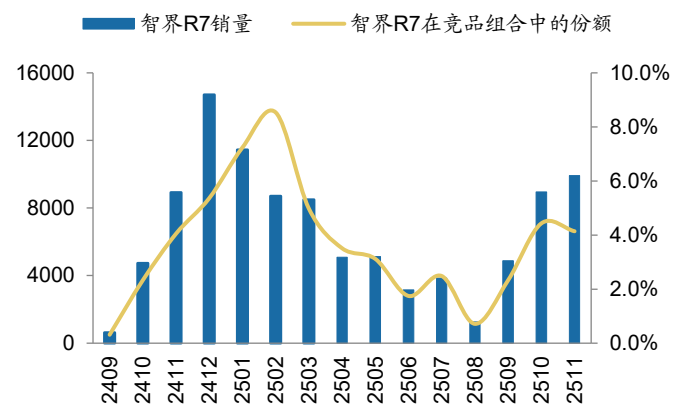
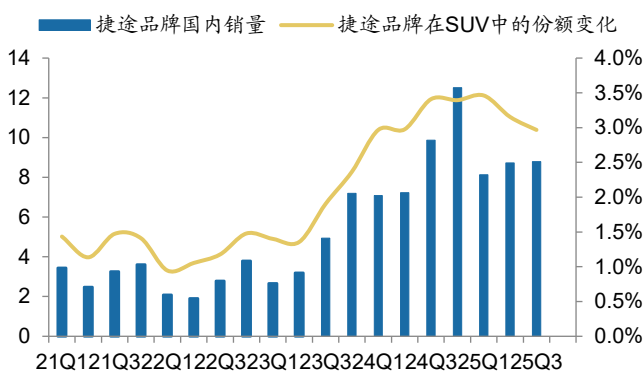


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

“工程师文化”及“理工男”特征驱动奇瑞持续创新、细分市场销量及份额逐步向上突破。以捷途品牌为例，得益于奇瑞深厚的“工程师”文化下的技术积累，捷途品牌在对车辆素质要求极高的泛越野市场实现突破。捷途依托奇瑞集团的强大研发实力，应用昆仑越野平台为车辆提供了卓越的通过性和操控性，而鲲鹏超能混动C-DM技术则实现了高效动力输出与低能耗的平衡，此外还通过智能化配置进一步提升了用户的驾驶体验。根据交强险，捷途品牌随山海、捷途、自由者等车型推出后销量及份额持续提升。此外，凭借深厚的整车研发与制造经验，奇瑞为智界品牌提供了高效增程技术和扎实的工程基础，同时与华为的深度合作将智能化技术与整车制造优势相结合，助力智界R7中脱颖而出，上市以来销量及份额表现亮眼。

图41: 捷途品牌上险销量(万辆)及在SUV中份额变化

图42: 智界R7销量(辆)及在竞品组合中的份额



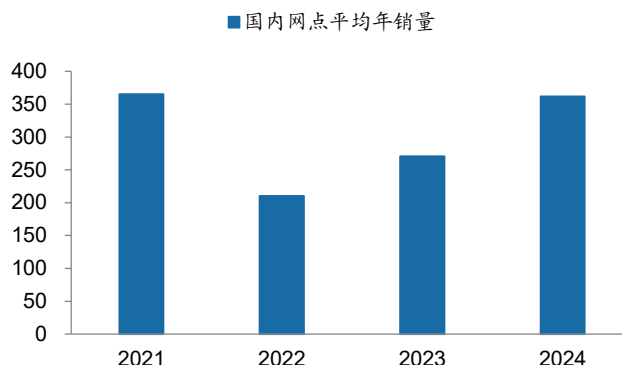
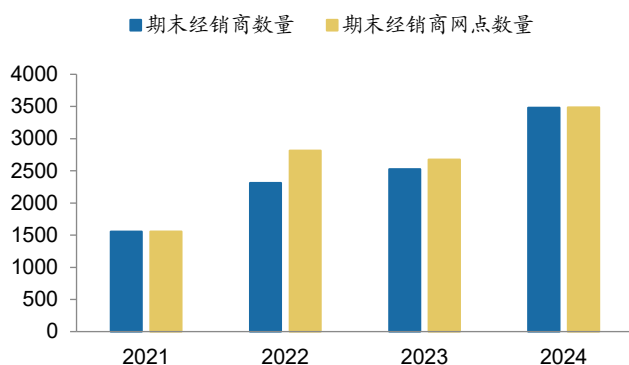
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

从渠道布局来看，公司国内已具备较完善的经销网络。根据公司招股说明书，截至24年底，公司国内经销商数量及网点分别为3480及3486个，22年以来公司国内经销商数量及网点显著增长，22年由于渠道快速扩张国内网点平均年销量有较明显下滑，经过23-24年的调整，渠道效率或有显著增强，国内网点平均年销量已接近21年水平：根据交强险，网点年平均销量超360辆，渠道效率持续向上。

图43: 奇瑞乘用车国内经销商及网点数量变化 (个)

图44: 奇瑞乘用车国内网点平均年销量 (辆)

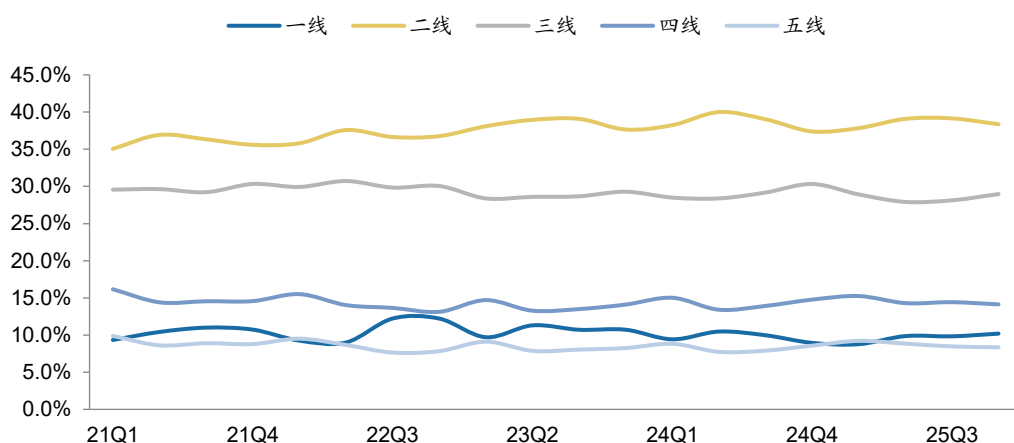


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司招股说明书, 交强险, 广发证券发展研究中心

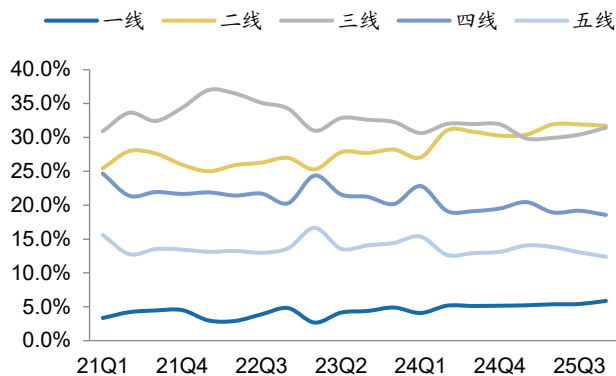
公司渠道下沉特征明显，通过“农村包围城市”路径实现份额和品牌向上。根据交强险，从乘用车整体市场来看，24年乘用车国内终端销量中，一线/二线/三线/四线/五线城市销量占比分别为9.6%/38.6%/29.3%/14.3%/8.3%；奇瑞一线/二线/三线/四线/五线城市销量占比分别为4.9%/29.8%/31.7%/20.1%/13.5%；奇瑞与整体市场分线城市级的份额占比差异（奇瑞分线城市级销量占比-总体市场分线城市级销量占比）在一线/二线/三线/四线/五线城市分别为-4.7pct/-8.7pct/+2.5pct/+5.7pct/5.2pct。奇瑞渠道下沉显著，同时，从季度占比跟踪来看，奇瑞汽车在一二线城市销量占比与市场总体间的差距在收窄，奇瑞汽车在一二线城市增速较整体增长快。

图45: 乘用车整体市场分线城市终端销量占比



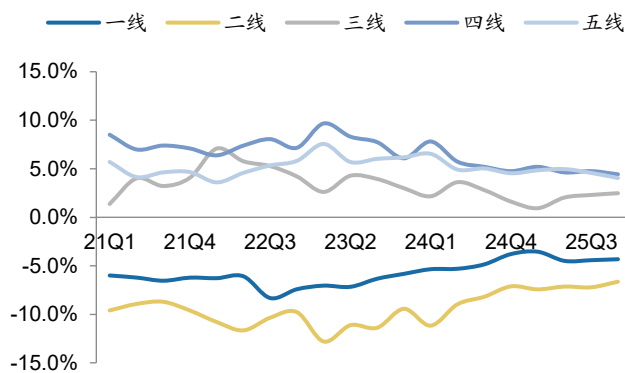
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图46: 奇瑞分线城市终端销量占比



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图47: 奇瑞与整体市场分线城市终端销量占比差异



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

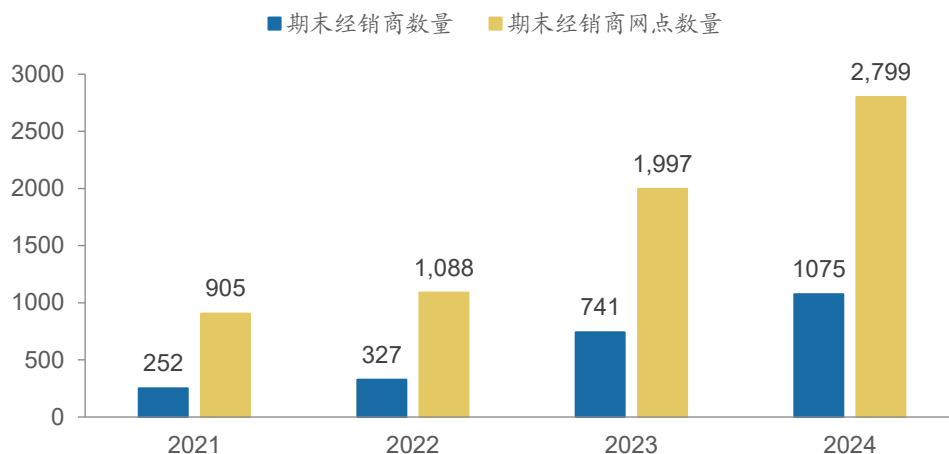
“工程师文化”及“理工男”特征驱动奇瑞持续以技术为基，不断创新，以扎实的技术及可靠的形象成为不同类型“国民车”的代表。从突破路径来看，奇瑞深入三四五线城市，有广泛群众知名度，同时随着技术的持续突破，逐步通过“农村包围城市”路径实现份额及品牌的向上突破。

(二) 国际市场：“坚守与深耕”构筑领先优势，塑造国际化稳健均衡的经营范式

奇瑞在海外市场深耕二十余载，始终秉持“坚守与深耕”的核心战略，通过搭建完善的全球渠道网络、采用灵活多元的合作模式、提供贴合本地需求的产品供给，逐步建立起领先行业的全球化竞争优势，塑造了稳健均衡的国际经营形象，成为中国品牌出海的标杆企业。

深耕海外二十余载，渠道覆盖完善。自公司2001年首批风云轿车批量进入国际市场以来，奇瑞已完成海外市场二十多载深耕。在经销网络布局中，奇瑞在具较大潜力及回报的市场设立海外附属公司，并通过海外附属公司建立了当地经销商网络。在没有海外附属公司的司法管辖区，奇瑞一般会指定一家海外经销商作为总代理，向指定司法管辖区内的客户推广及销售，利用这些总代理的经销网络，能够有效地开拓新市场。截至2024年底，公司在亚洲(不包括中国)、欧洲、非洲、大洋洲及美洲拥有2799家海外经销网点，庞大的经销商网点网络可确保在各个地区都有广泛的市场覆盖，进而提升公司海外销售。

图48: 奇瑞期末海外经销商及网点数量 (个)



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司通过灵活多样的合作模式实现海外稳健发展。与其他整车厂相比,除经销方式更加灵活外,也采用更加灵活的方式布局海外产能,生产端以双管齐下的方式建立海外生产网络,其策略深度契合不同国家和地区的市场特性与需求。对于有制造能力的OEM市场,通常采用合作模式灵活进入,例如奇瑞与位于印尼和乌兹别克斯坦等的海外OEM订立合约制造协议,及与西班牙巴西、泰国和越南的海外OEM成立合资企业。对于奇瑞认为适合建立由海外附属公司管运的生产基地的海外市场,则会建立自己的生产基地,例如在马来西亚的生产基地。此外,2024年奇瑞与西班牙老牌汽车公司EV MOTORS签署协议,双方在巴塞罗那成立合资公司共同生产电动汽车,并重启具有深厚历史底蕴的EBRO品牌。这一合作整合了双方优势,奇瑞输出技术与经验,EV MOTORS 凭借其当地市场的深刻理解和成熟销售网络,助力奇瑞快速切入西班牙及欧洲市场,增强奇瑞在欧洲市场的影响力和竞争力。

持续深耕+坚守战略构筑护城河,卓越布局树立良好国际人设。在以巴西为例的市场,奇瑞持续深耕打造人设。自奇瑞乘用车2009年进入巴西市场以来几经挫折,2011年巴西汽车进口关税从7%提升至37%,整车进口成本提升显著,各家整车厂开启巴西本地化建厂计划,但受巴西汽车市场总量下滑影响,其余整车厂建厂进程均有推迟或取消,奇瑞2014年建成巴西工厂后第一台整车下线,2015-2016年巴西车市承压期间逆势布局追加投资,2017年与当地最大汽车经销商CAOA集团成立合资企业奇瑞卡奥,进一步扎根市场。在研发上,针对巴西路况和消费者偏好开发适配车型,如可使用汽油和乙醇燃料的双燃料发动机车型,并提升车辆动力性能。凭借坚守与深耕,奇瑞在巴西市场取得丰硕成果,市占率持续提升,还成为巴西联邦警车指定品牌、总统博索纳罗竞选及接待马斯克的座驾等,足见其在当地市场的认可度。

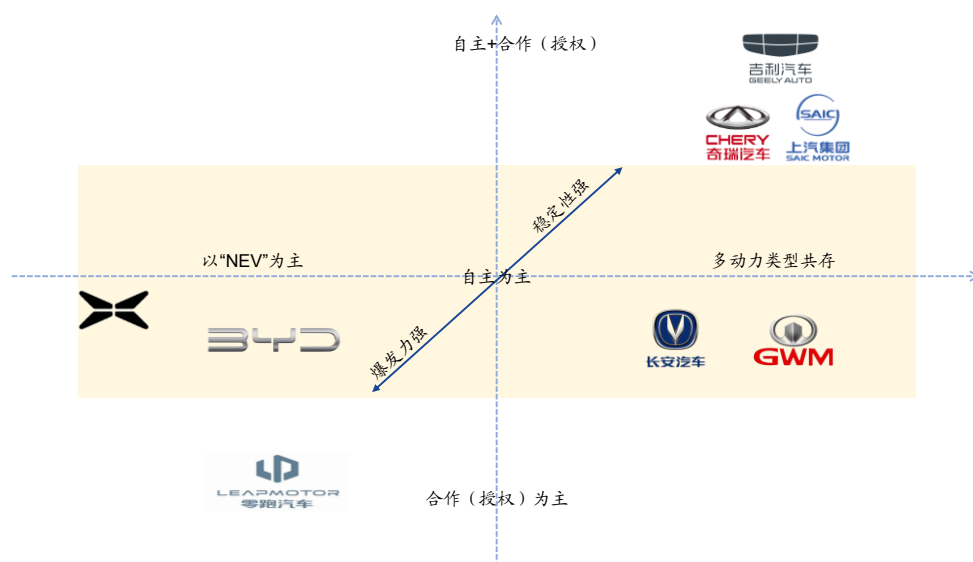
图49: 奇瑞汽车海外成功要素及竞争优势归纳



数据来源：车市网，36 氪，公司招股说明书，广发证券发展研究中心

多动力类型+多合作模式筑就奇瑞均衡、稳健发展模式。从中国品牌海外发展模式来看，可以按照动力类型及合作模式划分成不同阵营。从动力类型来看，主要分为以多种动力类型共存及以新能源为主的两大阵营；从合作模式来看，主要分为自主+合作为主、自主为主及合作（授权）为主三类阵营；奇瑞作为多动力类型+多合作模式的代表企业，在深耕海外二十余载后稳定性突出，各市场均衡发展成就海外市场持续向上。

图50: 中国品牌海外发展模式评价图



数据来源：广发证券发展研究中心

奇瑞深耕海外市场二十余载，已在100余个国家销售布局，在选定重点发展市场中持续深耕、“笨拙”坚守，通过不断深入区域市场、深刻洞察需求、通过性价比及适应性开发提供优质供给，在全球市场继续打造“技术奇瑞”形象，为诸多市场提供优质“国民车”，通过多动力类型+多合作模式筑就奇瑞均衡、稳健发展模式。

（三）组织优势：机制体制持续创新，效率优先驱动企业长期进化

奇瑞汽车的持续发展与核心竞争力提升，离不开其不断创新的机制体制与高效协同的组织管理体系。公司始终以激活组织活力、提升运营效率为核心，通过股权结构优化、员工激励机制完善、管理团队建设等一系列举措，构建起“效率至上、持续创新”的组织文化，为企业长期高质量发展提供了坚实的制度保障。

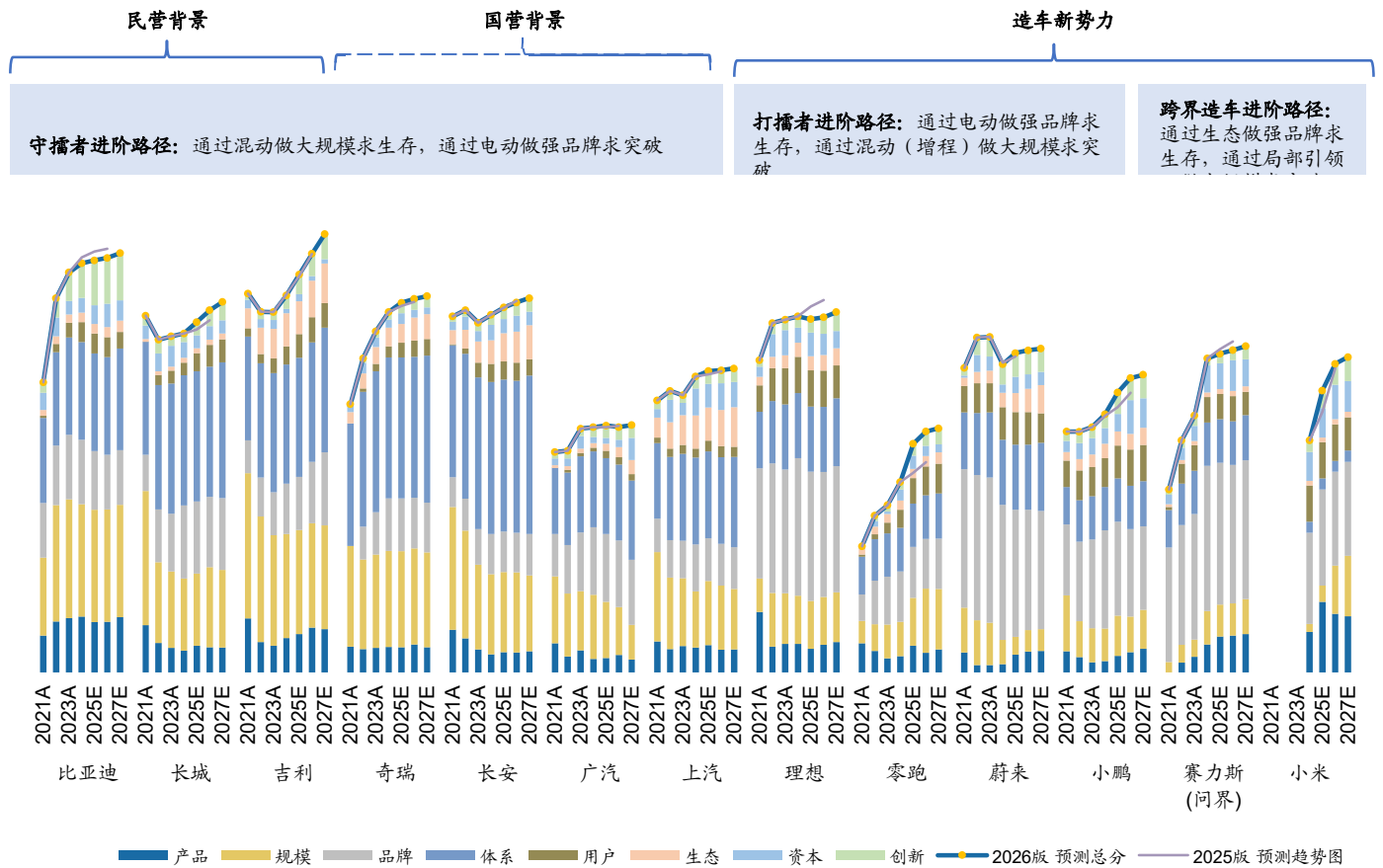
引入员工持股，激发机制体制活力。早在2004年12月，奇瑞成立了瑞创投资，作为管理层持股平台，旨在通过机制体制创新提升企业效率。当时，瑞创以16.17%的持股比例成为奇瑞的重要股东，其中8.083%的股份由现有股东按比例零代价转让，另外8.083%则以1.2034亿人民币的代价转让，该价格基于公司2004年9月30日评估资产净值的50%折让确定。

2024年，为进一步优化员工股权激励机制，奇瑞以零代价购回瑞创持有的6.74%股份，并将这些股份转让给新成立的员工持股平台衡瑞和振瑞，每个平台获得3.37%的股份，激励对象主要是中层员工，由芜湖永瑞企业管理咨询有限公司作为普通合伙人，尹同跃等四位高管分别持有52%、16%、16%和16%的合伙权益。这种股权结构的调整，不仅体现了奇瑞对员工激励的重视，也进一步优化了公司的治理结构，提升了管理效率。

创新的机制体制下培育出一支卓越及远见的管理团队带领企业高效运转。以创始人尹同跃为核心的管理团队，凭借其在汽车行业的丰富经验和远见，精准把握市场动态，引领公司在竞争激烈的环境中蓬勃发展。专注于打造卓越的产品及多样化品牌矩阵，持续实现品牌向上；同时，以“技术立企”的发展理念持续研发创新，打造广覆盖、高沿用的汽车开发、制造平台，打造行业领先的动力系统及智能化解决方案，长期致力于打造世界一流的全球化乘用车公司。

同时，管理团队始终重视核心技术平台的建设，带领公司打造了广覆盖、高沿用的汽车开发与制造平台，构建了行业领先的动力系统及智能化解决方案，长期致力于将奇瑞打造成为世界一流的全球化乘用车公司。在创新机制与体制的双重驱动下，奇瑞的组织运营效率持续提升，能够快速响应市场变化、高效推进技术研发与产品迭代，为公司在激烈的行业竞争中保持领先地位提供了强大的组织保障。

图51: 广发汽车中国品牌车企竞争力模型预测图 (2026版)



展望26/27年, 各车企核心驱动变量一览表

比亚迪		✓							
长城	✓								
吉利		✓							
奇瑞				✓					
长安							✓		
上汽							✓		
理想								✓	
零跑		✓							
蔚来							✓		
小鹏								✓	
赛力斯									✓
小米									✓

增长逻辑核心关键词解读

- 比亚迪: 高端化+出口
- 长城: 小众泛化+新能源转型
- 吉利: 出口+高端化
- 奇瑞: 出口+新能源转型
- 长安: 出口+新能源转型
- 上汽: 自主突破+反向国际化
- 理想: 电动化+高阶智驾
- 零跑: 出口+高端化
- 蔚来: 产品下沉
- 小鹏: 产品扩容+高阶智驾下沉
- 赛力斯: 产品扩容+高阶智驾下沉
- 小米: 产品扩容

数据来源: 广发证券发展研究中心

注: 车企竞争力预测模型图分数为车企八大竞争要素得分相加, 产品、规模、品牌和体系的评价标准参考依据分别为主要车型平均销量、集团口径年销量、ASP、品牌成立年限, 用户、生态、资本和创新的评价标准参考依据分别为 DTC 比例、股东方背景多元化程度、PE 和 PS 估值和研发支出。

（四）展望未来：对标韩国现代，新竞争格局下有望依托技术与产品创新成为走向世界的“国民品牌”

从全球汽车行业的发展历程来看，韩国现代汽车通过持续的技术研发投入、全球化市场布局以及精准的品牌定位，成功打造“国民品牌”形象，其发展路径为奇瑞汽车的未来发展提供了重要的参考。

根据现代汽车官网及 Marklines 数据，现代汽车的发展历程可清晰划分为四个关键阶段，每个阶段均展现出鲜明的发展特征与战略重点：

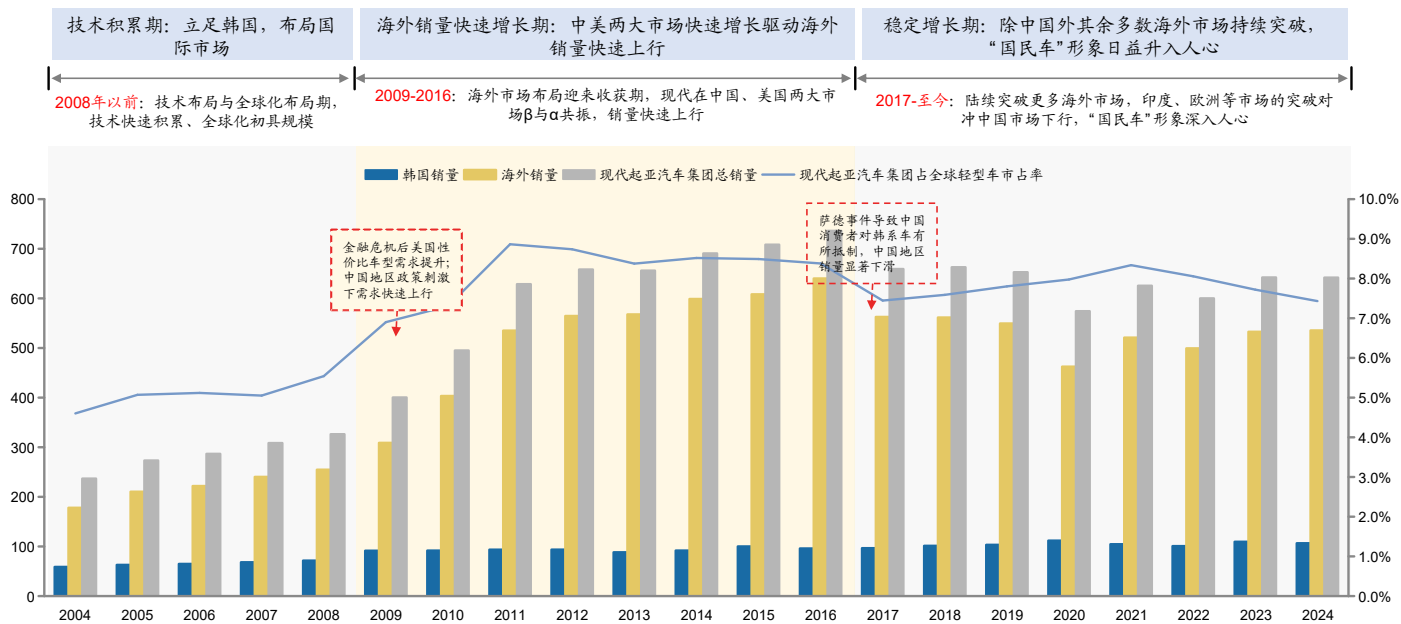
1976年至1990年，现代汽车进入自主发展与初步国际化阶段。公司在积累代工经验后开始推进自主研发，通过引入意大利设计、日本与英国生产技术，推出首款自主车型Pony并出口至厄瓜多尔，标志着初步国际化的尝试。在1980年代与日本三菱合作、成立北美子公司，为技术积累和海外市场铺路。

1991年至2008年，公司进入技术提升与快速发展阶段。1998年收购起亚增强整车开发能力，并建立土耳其、印度等海外工厂。2003年后，现代积极布局全球研发网络，包括加州设计中心、欧洲技术中心和南阳设计中心。在这个阶段，现代自主研发的Alpha与Beta系列发动机发布，打破了对海外核心技术的依赖。

2009年至2016年，现代在中美两大市场实现业务扩张与全球布局。受益于金融危机后性价比车型需求提升，现代汽车逆势增长，在全球销量和品牌认可度上持续攀升。同时，公司在中国、美国、俄罗斯、捷克、巴西等地建立多个生产与研发基地。产品逐步涵盖新能源、全轮驱动、高性能发动机等，技术水平不断提升，销量快速增长，企业位居全球前列。

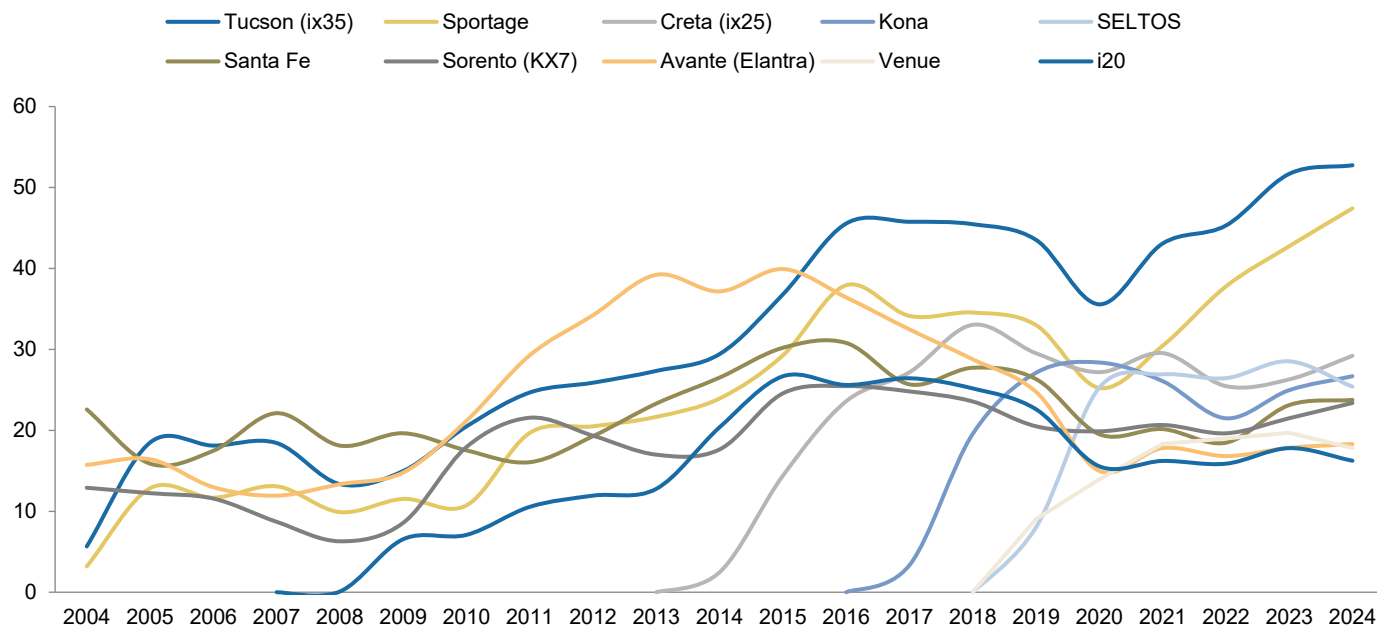
2017年至今，现代汽车海外发力重心变化，已全面覆盖全球主流汽车市场。一方面，全球汽车市场竞争加剧，新能源转型步伐加快，现代汽车市占率稳中略降；另一方面，中国市场消费结构变化，对现代品牌定位提出更高要求，在中国市场中竞争力下降；但在其余不少市场中（例如欧洲）有较为明显的突破；海外市场的发力重心有所改变，已全面覆盖全球主流汽车市场，推出产品主打“性价比”+“实用性”，解决主流人群刚需用车需求。

图52: 现代汽车国内外销量及全球轻型市占率图



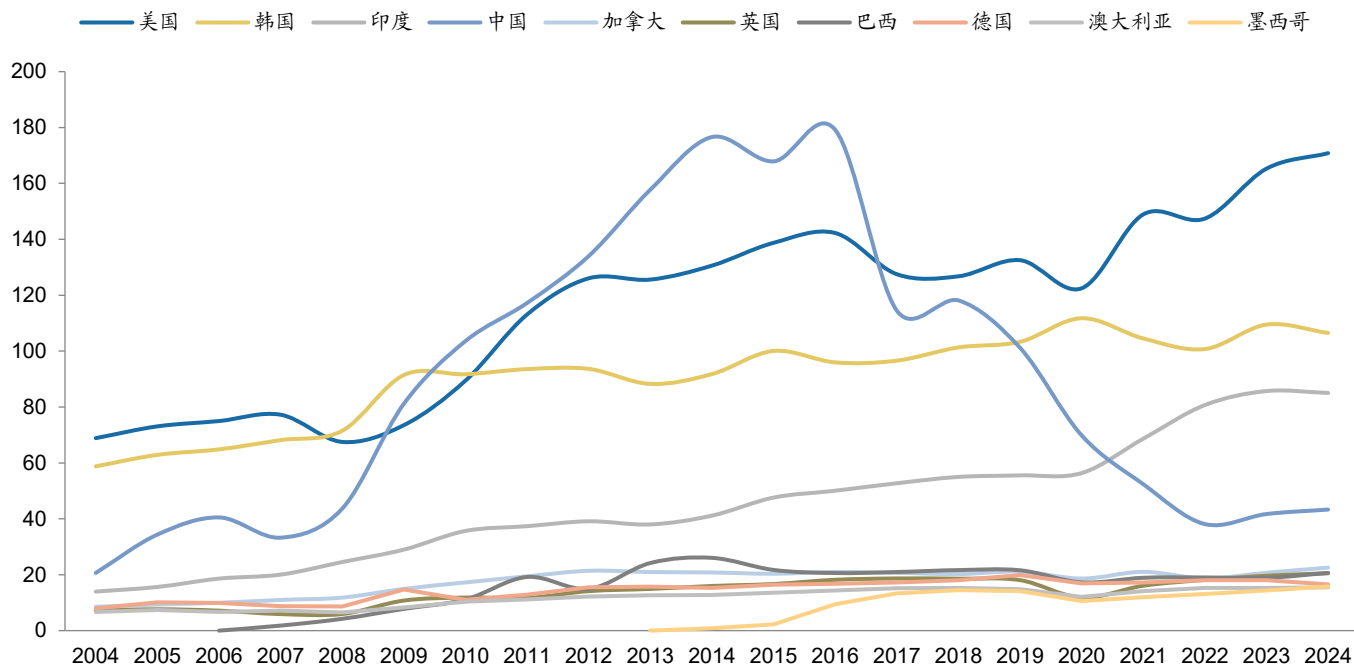
数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

图53: 现代汽车典型车型年销量图 (按2024年销量取前10名)



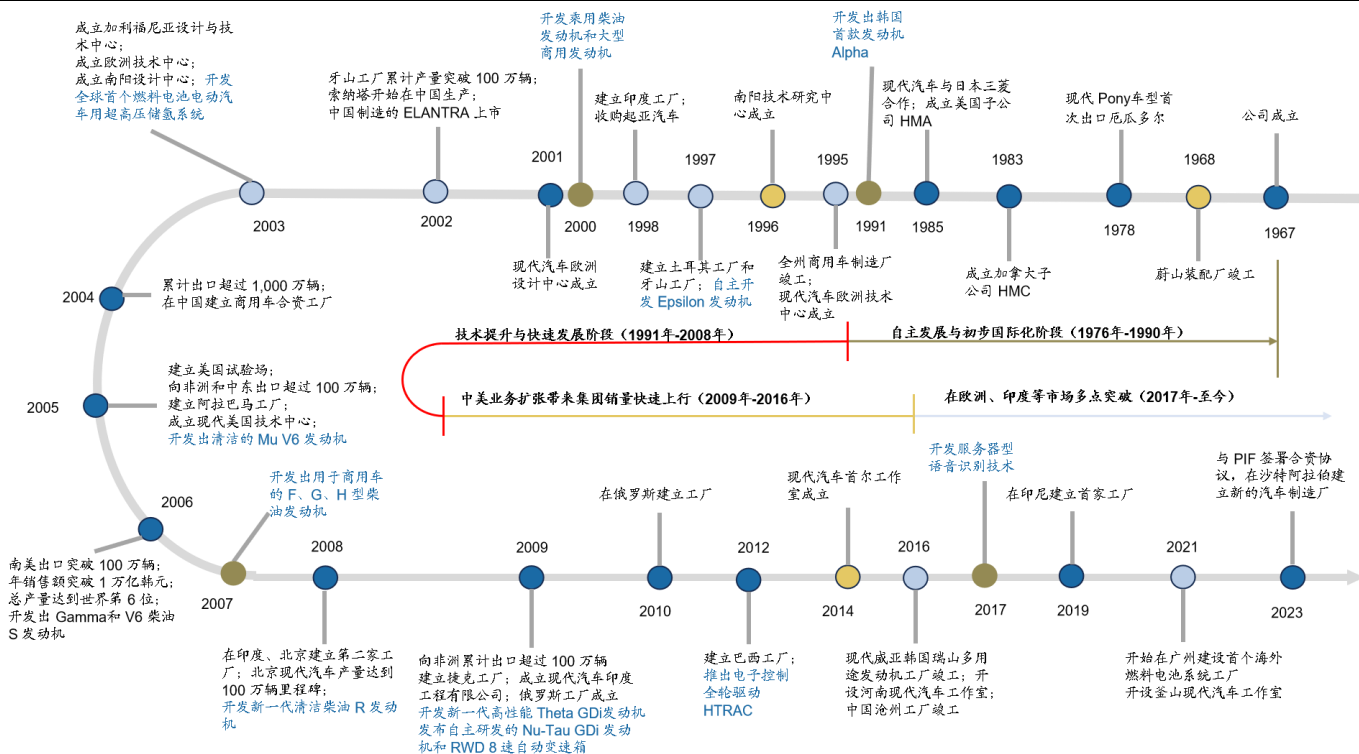
数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

图54: 现代汽车主要销售国家年销量变化图 (按2024年销量取前10名)



数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

图55: 现代汽车发展历程复盘图



数据来源: 现代官网、广发证券发展研究中心

将奇瑞汽车与现代汽车的发展历程进行对标，奇瑞当前正处于类似现代汽车2009年至2016年的业务快速扩张期，正借全球化市场布局、核心技术突破及品牌建设成果逐步成为走向世界的“国民品牌”。展望来看，奇瑞由于身处竞争更加激烈、技术迭代加速的中国市场中，其技术创新及追赶速度较快，向新能源、高端化转型决心凸显，向上动能更加充足。在专业、有远见领导者带领下有望通过技术及创新引领实现高端化突破，推动中国汽车品牌迈向新高度。

四、盈利预测与投资建议

公司目前主要业务为乘用车生产销售，亦向第三方整车制造商供应发动机、变速箱等核心部件，同时布局售后市场零部件配套体系，亦有少部分其他收入。

(1) 乘用车业务作为公司基石业务，贡献主要营收。2022-2024年，公司乘用车销售收入分别为825.1/1512.3/2468.2亿元，同比增速分别为47.1%/83.3%/63.2%，收入增速亮眼，主要系前期出海深度布局，在全球疫情期间欧美汽车供应链导致全球断供过程中把握时机，通过性价比及优质产品力持续提升海外市场竞争力，出口销量快速增长，同时国内燃油车市占率持续提升，国内海外双增长带来收入高增速。往后展望，奇瑞在海外竞争力持续提升，份额有望持续向上，但海外市场由于贸易壁垒或逐步提升带来进入难度加大，奇瑞出口增速中枢在前几年激增基数较高，后或有下移；国内市场凭借新能源优质供给的不断推出、在（泛）越野市场的持续突破及渠道完善份额有较明显提升，同时随着高端化战略的实施，ASP中枢上移。我们预计2025-2027年，乘用车销售收入分别为2995.4/3519.6/4143.7亿元，同比增速分别为21.4%/17.5%/17.7%。

(2) 公司还向第三方整车制造商供应发动机、变速箱等核心部件，亦有少量其他收入。2022-2024年，公司零部件及其他销售收入分别为101.1/119.8/230.8亿元，同比增速分别为44.4%/18.5%/92.7%，收入增速亮眼，主要系奇瑞成熟的发动机、变速箱等核心零部件外供增加。奇瑞技术研发实力强，核心部件市场竞争力凸显，我们预期未来将保持相对较高增速，但由于外供市场相对有限，预计增速中枢将下移，因而我们预计2025-2027年，零部件及其他收入分别为276.9/332.3/398.7亿元，同比增速分别为20.0%/20.0%/20.0%。

综上，预计2025-2027年奇瑞汽车营业收入分别为3272.3/3851.9/4542.4亿元，同比增速21.2%/17.7%/17.9%。

表2：奇瑞汽车主营业务收入拆分（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	926.2	1632.1	2699.0	3272.3	3851.9	4542.4
同比增速	46.8%	76.2%	65.4%	21.2%	17.7%	17.9%
毛利率	13.8%	16.0%	13.5%	14.5%	14.8%	15.1%
零部件+其他收入	101.1	119.77	230.8	276.9	332.3	398.7
同比增速	44.4%	18.5%	92.7%	20.0%	20.0%	20.0%
零部件+其他 毛利率	20.3%	17.3%	16.7%	17.0%	17.5%	18.0%
乘用车销售收入	825.11	1512.28	2468.2	2995.4	3519.6	4143.7
同比增速	47.1%	83.3%	63.2%	21.4%	17.5%	17.7%
乘用车毛利率	13.0%	15.9%	13.2%	14.2%	14.5%	14.8%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

毛利率及费用率预测：2024公司毛利率为13.5%，毛利率短期承压主要系公司24年专注于推广新能源汽车和海外市场竞争加剧。考虑公司销量持续提升、规模效应凸显且高端化销量占比逐步提升，毛利率有望逐步向上，我们预计公司2025-2027年毛利率分别为14.5%/14.8%/15.1%。其中，乘用车业务2022-2024年毛利率分别为13.0%/15.9%/13.2%，24年毛利率下降主要由公司推广新能源汽车和海外市场竞争加剧导致，随竞争缓和及进一步通过规模效应提升效率公司乘用车业务毛利率有望上升，我们预计2025-2027年乘用车业务毛利率分别为14.2%/14.5%/14.8%。零部件及其他业务2022-2024年毛利率分别为20.3%/17.3%/16.7%，毛利率下降主要系其不同毛利率业务收入占比变化，后续随毛利率较高的零组件业务提升，我们预计25-27年零部件及其他业务毛利率有望逐步提升，预计公司2025-2027年零部件及其他业务毛利率分别为17.0%/17.5%/18.0%。

随品牌力逐步提升及收入持续增长，公司营销费用率有望逐年下降，我们预计公司2025-2027年营销费用率分别为3.20%/3.10%/3.10%；公司管理架构完善，管理效率有望持续提升，预计随收入增长管理费用率稳步下降，我们预计公司2025-2027年管理费用率分别为2.45%/2.40%/2.35%。汽车行业正处于快速变革期，公司在往新能源、智能化转型过程中研发投入需要持续增加，我们预计公司2025-2027年研发费用率3.50%/3.50%/3.40%，研发费用随收入同步增长。

可比公司估值：公司是立足全球市场、拥有相对稳健增长模式的优秀中国汽车品牌，有望凭借技术积累及成本优势成为新格局下走向世界的“国民品牌”，并通过创新引领及跨界合作实现高端化突破。我们预计公司25-27年公司EPS分别为3.12/3.63/4.30元/股，我们选取同样深耕乘用车行业、销量排名前列且同样全球布局的重点公司比亚迪（H）、吉利汽车、长安汽车作为可比公司，三家公司26年wind一致预期PE分别为16.9/8.5/14.8倍，其中吉利汽车受制于市场对其新能源快速转型利润释放置信度的担忧估值水平较低；比亚迪由于其新能源转型上具备领先优势而享有一定估值溢价；长安汽车因其与华为等生态伙伴合作深度及广度优势突出，也享有一定估值溢价。公司相较比亚迪（H）、吉利汽车、长安汽车在出口中具备领先优势，国内新能源转型速度略有劣势，我们给予公司26年10倍PE估值，对应合理价值为40.70港元/股（汇率按1元人民币=1.12港元），首次覆盖给予“买入”评级。

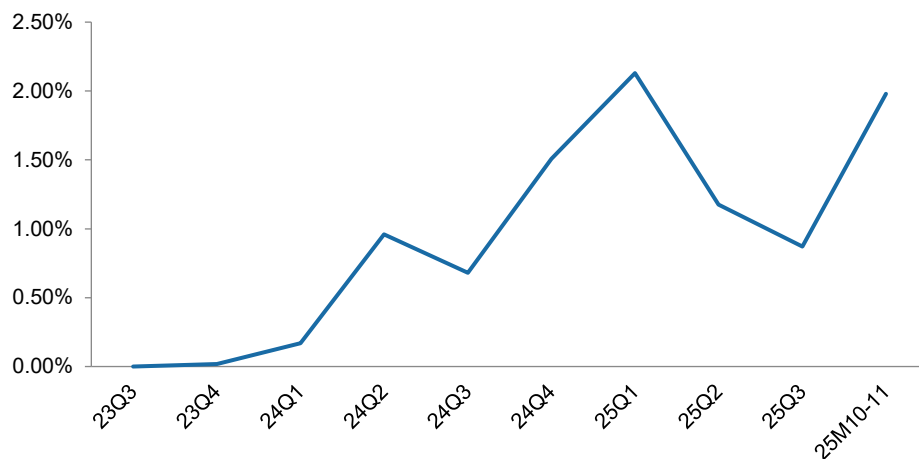
表3：可比公司估值表

代码	公司	市值	归母净利润			PE		
		(亿元)	(亿元, Wind 一致预期)			2024A	2025E	2026E
		2026/1/19	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
01211.HK	比亚迪	9,181.0	402.5	380.2	493.0	20.6	22.8	17.2
00175.HK	吉利汽车	1,656.9	166.3	165.0	199.5	9.5	10.1	8.4
000625.SZ	长安汽车	1,158.8	73.2	58.3	79.0	26.4	19.9	14.7
平均						18.8	17.6	13.4

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

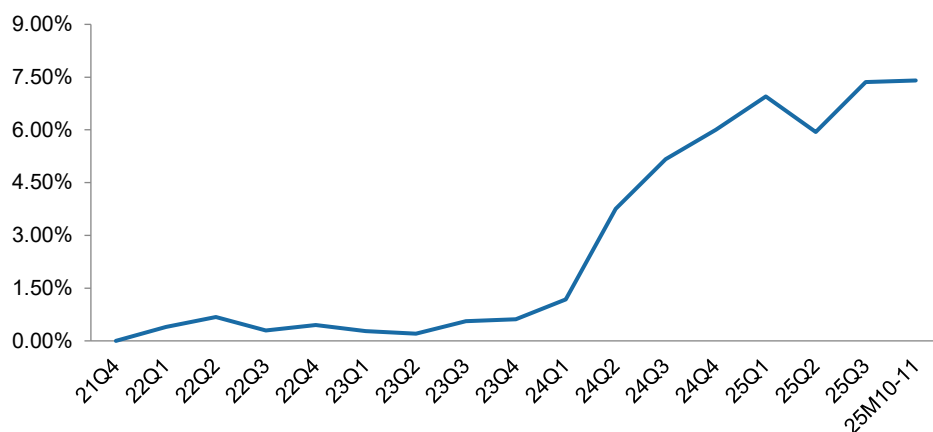
往后展望，后续公司中期维度的核心跟踪变量包括：（1）国内中高端份额突破情况；（2）国内插电混动份额突破情况；（3）海外生产占海外销售比例。三个变量分别代表奇瑞在高端化、新能源及海外本地化布局中的进展及突破。

图 56: 奇瑞汽车在20万以上季度份额变化



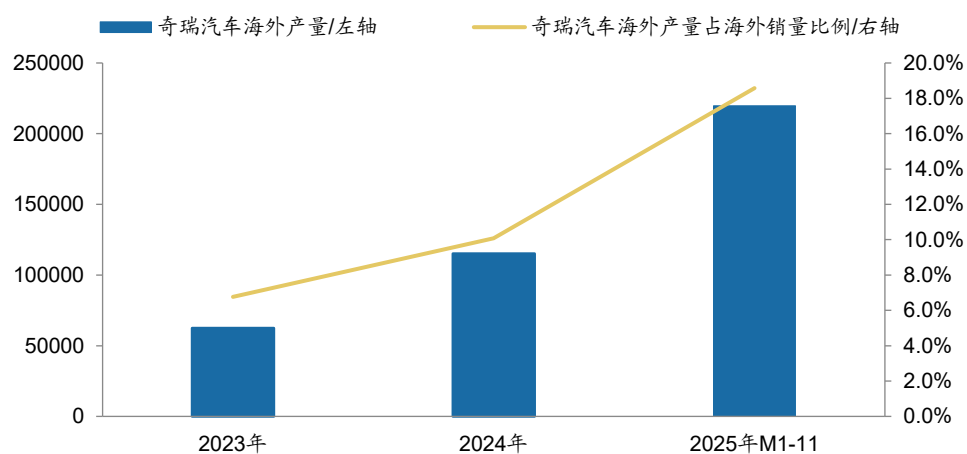
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图 57: 奇瑞在插电混动市场季度份额变化



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

图 58: 奇瑞汽车海外产量 (辆) 及海外生产占比



数据来源: 中汽协, Marklines, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

1.行业竞争加剧

汽车行业竞争加剧带来显著风险，随着全球及中国市场持续整合、品牌数量增多、消费者需求多样化，以及价格竞争愈发激烈，企业可能面临销量下滑、库存上升与价格压力加大等挑战，从而影响其经营表现、市场份额及盈利能力；若无法持续提升产品力与服务，或有效应对竞争对手的技术与价格优势，公司在未来市场中的竞争地位将可能受到不利影响。

2.政策性风险

受宏观经济调控、产业支持、环保标准、出口管制、税收调整等方面的政策变化，可能对企业的生产经营、市场准入、成本结构或盈利模式造成不确定性影响。若相关政策出现收紧、延迟或方向性调整，企业可能面临合规成本上升、市场需求波动或战略调整受限，从而对公司的业务发展、经营效率及财务状况产生不利影响。

3.新能源转型及高端化突破不及预期

公司当前全力推进新能源转型与高端化突破，但若纯电平台迭代、高阶智能辅助驾驶落地、高压快充等核心技术相对滞后，或星途、智界等高端品牌未能快速建立差异化认知并打开20万元以上市场，叠加竞品以规模降本与价格战持续挤压，公司将面临新能源销量占比提升缓慢、高端车型放量不及预期、盈利空间被双向压缩的风险，进而削弱其未来市场地位。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	129,716	162,401	197,117	229,404	261,713
现金及现金等价物	35,048	62,693	76,241	87,378	88,516
应收账款及票据	22,073	18,197	21,816	25,144	27,759
存货	31,035	36,324	41,199	47,414	54,640
其他	41,560	45,187	57,862	69,467	90,798
非流动资产合计	49,718	51,595	57,756	61,760	64,930
固定资产净值	18,968	23,443	25,727	26,508	26,367
长期投资	16,733	16,775	17,975	18,675	19,675
商誉及无形资产	1,547	5,407	7,732	10,255	12,566
其他	12,470	5,970	6,322	6,322	6,322
资产总额	179,434	213,996	254,873	291,165	326,643
流动负债合计	147,104	165,802	183,303	208,065	230,050
短期借款	31,724	20,068	15,000	20,000	25,000
应付账款及票据	74,408	101,496	116,600	132,213	144,636
其他	40,972	44,238	51,703	55,853	60,414
非流动负债合计	17,749	22,270	22,785	20,470	18,801
长期借款	6,784	3,098	2,098	1,298	798
其他非流动负债	10,965	19,172	20,687	19,172	18,003
总负债	164,853	188,072	206,088	228,535	248,851
普通股股本	5,470	5,470	5,809	5,809	5,809
储备	10,426	21,322	43,582	57,100	71,874
其他	-445	-304	-304	-304	-304
归母权益总额	15,451	26,488	49,086	62,605	77,379
少数股东权益	-870	-564	-301	25	413
股东权益合计	14,581	25,924	48,785	62,630	77,792
负债及股东权益合计	179,434	213,996	254,873	291,165	326,643

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	163,205	269,897	327,235	385,191	454,243
营业成本	137,115	233,589	279,840	328,252	385,696
毛利	26,090	36,308	47,395	56,939	68,547
营销费用	5,557	8,380	10,472	11,941	14,082
行政管理费用	4,070	5,999	8,017	9,245	10,675
研发费用	6,664	9,243	11,780	13,482	15,444
营业利润	9,799	12,686	17,126	22,272	28,347
利息支出	1,617	2,310	1,208	1,152	1,413
权益性投资损益	1,236	1,446	1,600	1,200	1,200
其他非经营性损益	3,887	4,790	3,861	4,237	4,997
除税前利润	13,305	16,612	21,379	26,557	33,131
所得税	2,861	2,278	2,993	5,125	7,786
合并净利润	10,444	14,334	18,386	21,431	25,345
少数股东损益	-1,509	199	263	325	388
归母净利润	11,953	14,135	18,123	21,106	24,957

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	24,925	44,887	29,924	30,954	32,205
合并净利润	10,444	14,334	18,386	21,431	25,345
折旧与摊销	2,481	3,849	4,391	5,196	5,830
营运资本变动	11,545	22,893	11,401	8,612	5,814
其他非经营性调整	-1,054	4,010	-4,253	-4,285	-4,784
投资活动现金流净额	4,023	-3,177	-13,576	-15,278	-23,972
处置固定资产收益	162	305	3,861	4,237	4,997
资本性支出	-6,466	-7,681	-9,000	-8,500	-8,000
投资资产支出	95,542	24,486	-11,200	-10,700	-21,000
其他	-85,215	-20,287	2,763	-315	31
融资活动现金流净额	-6,458	-13,783	-2,301	-4,339	-6,895
长期债权融资	5,708	-14,518	-1,000	-800	-500
股权融资	0	1,288	10,412	0	0
支付股利	-1,094	0	-5,437	-7,387	-9,983
其他	-11,072	-553	-6,276	3,848	3,587
现金净增加额	22,362	27,645	13,548	11,138	1,137
期初现金余额	12,686	35,048	62,693	76,241	87,378
期末现金余额	35,048	62,693	76,241	87,378	88,516

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	76.2%	65.4%	21.2%	17.7%	17.9%
营业利润增长率	143.9%	29.5%	35.0%	30.0%	27.3%
归母净利增长率	90.8%	18.3%	28.2%	16.5%	18.2%
获利能力					
毛利率	16.0%	13.5%	14.5%	14.8%	15.1%
净利率	6.4%	5.3%	5.6%	5.6%	5.6%
ROE	77.4%	53.4%	36.9%	33.7%	32.3%
偿债能力					
资产负债率	91.9%	87.9%	80.9%	78.5%	76.2%
有息负债率	21.5%	10.8%	6.7%	7.3%	7.9%
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
利息保障倍数	9.2	8.2	18.7	24.1	24.4
营运能力					
应收账款周转天数	41.6	26.9	24.0	23.5	22.0
存货周转天数	57.6	51.9	53.0	52.0	51.0
应付账款周转天数	165.6	135.5	150.0	145.0	135.0
每股指标					
每股收益	2.19	2.58	3.12	3.63	4.30
每股净资产	2.67	4.74	8.40	10.78	13.39
每股经营现金流	4.56	8.21	5.15	5.33	5.54
估值比率					
PE	-	-	8.8	7.6	6.4
PB	-	-	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	-	-	3.7	2.9	2.4

广发汽车行业研究小组

- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 罗英：高级分析师，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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