

汽车产业趋势复盘专题

从合资品牌、SUV，到新能源、智能化

尹欣驰、李景涛、李子俊、董军韬、武平乐

中信证券研究部
汽车及汽车零部件行业

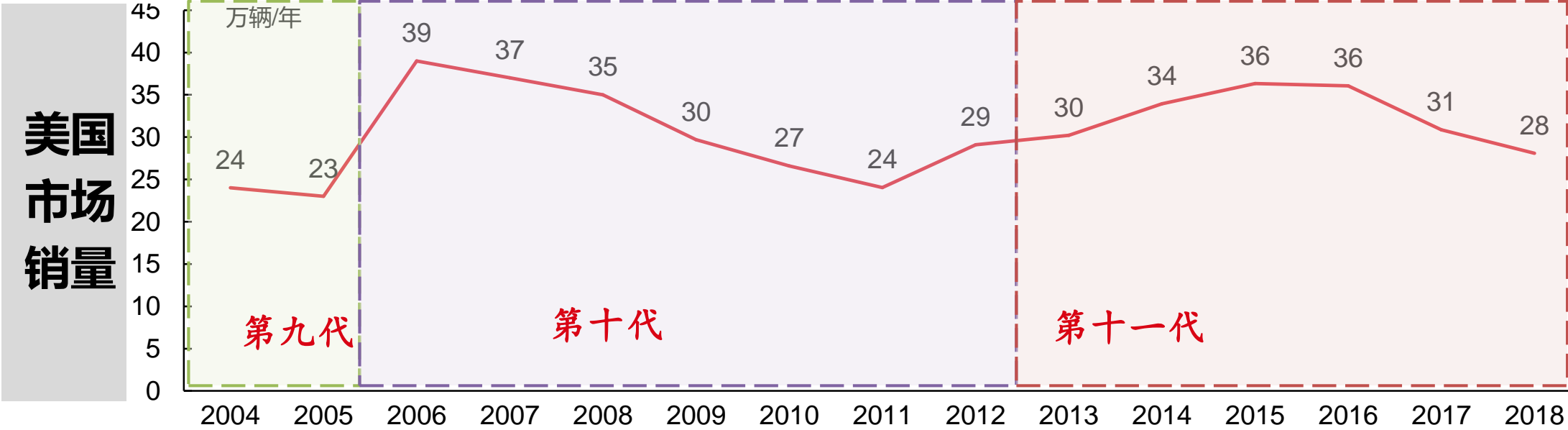
2024年5月19日

车型微观：“车型”是最小的组成单位；生命周期5年，具有抛物线特性



丰田卡罗拉

车型	年份	车型	年份
第一代	1966 - 1970	第七代	1991-1995
第二代	1970 - 1974	第八代	1995-2000
第三代	1974-1979	第九代	2000-2006
第四代	1979-1983	第十代	2006-2013
第五代	1983-1987	第十一代	2013-2018
第六代	1987-1991		



资料来源：Marklines，汽车之家，中信证券研究部

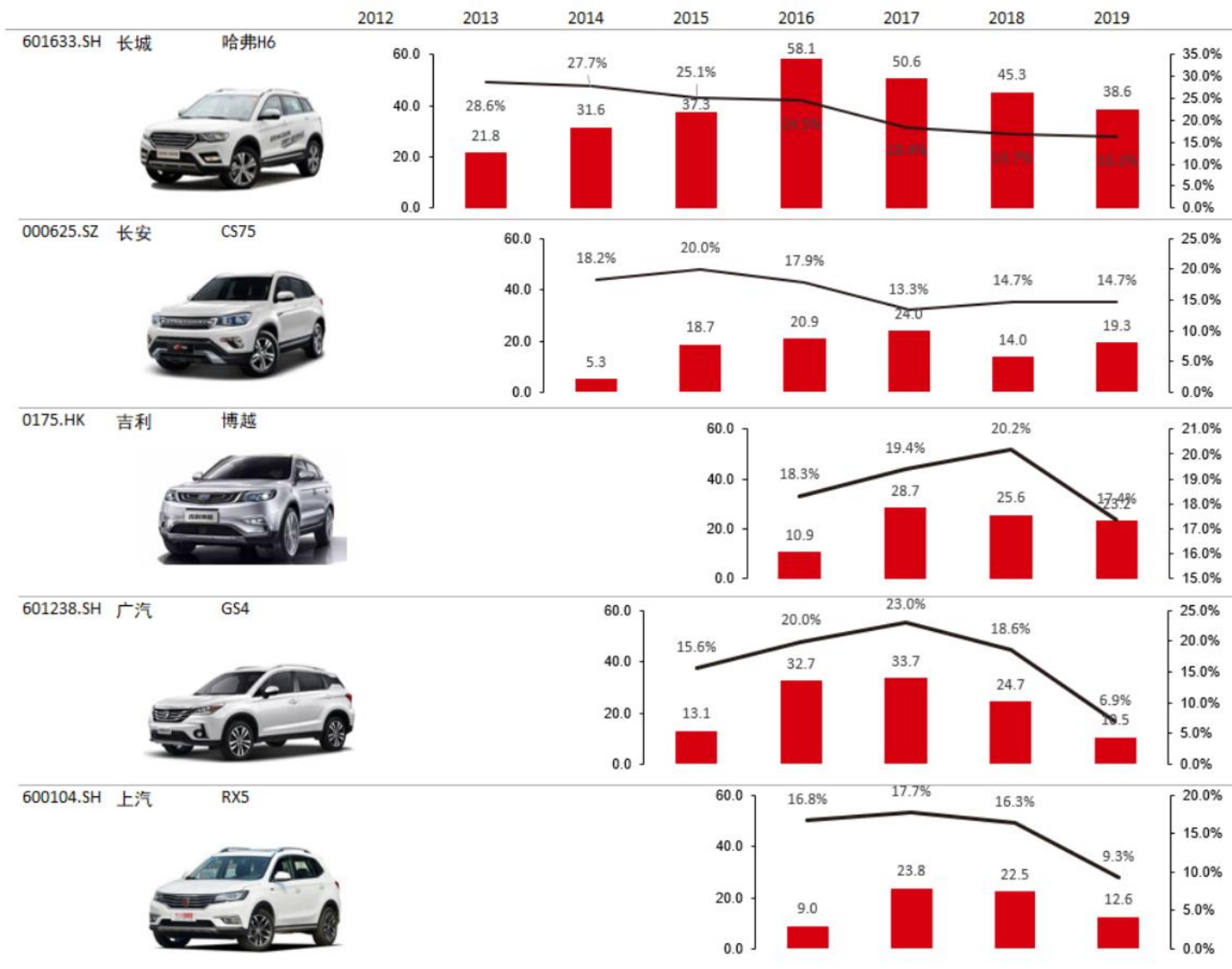
车型微观→车企中观：车型周期带来公司的盈利波动

■ 车型带来的盈利波动：

- 2010-2018年，长城、长安、广汽、吉利等中国自主品牌，陆续推出第一代自主研发的SUV产品。
- 车型推出直接带动销量、收入、毛利率的提升。毛利率的高点一般出现在车型周期的前半程，因为单价高（无折扣）、销量高
- 在车型周期的后半程，往往出现单价降低（折扣增加）、销量下降的情况
- 车型换代（6年一次）往往带来新一轮盈利提升

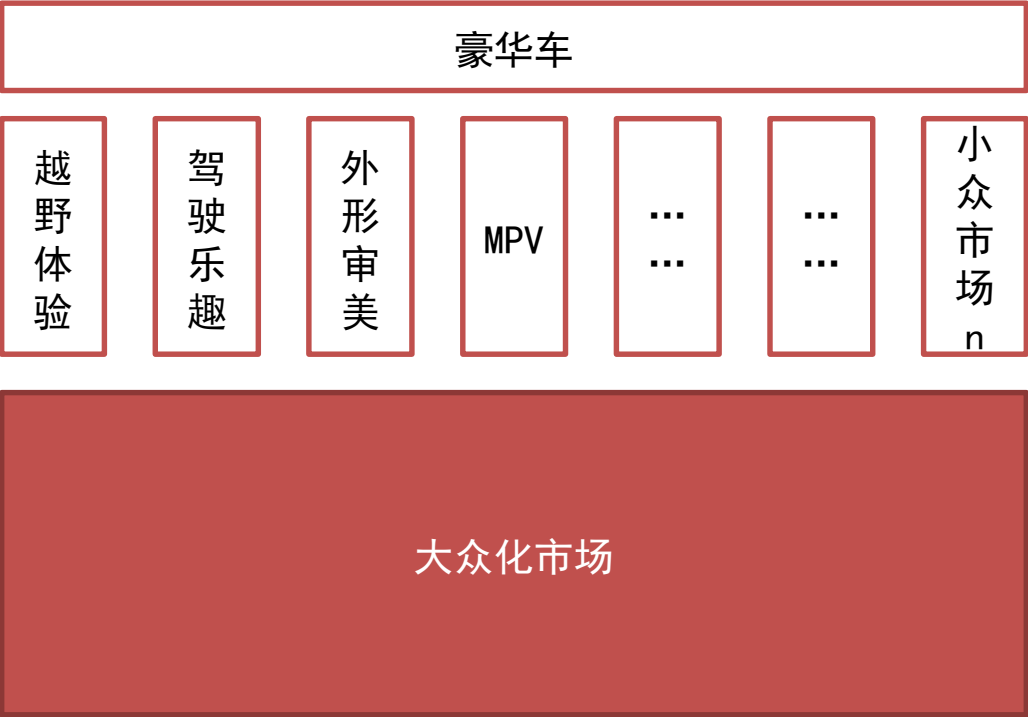
■ 平台化/架构化造车：

- 如丰田TNGA，大众MQB、MEB等平台，提高零部件公用化率
- 新的平台/系列也是一种车型周期；如吉利CMA架构、理想的L系列

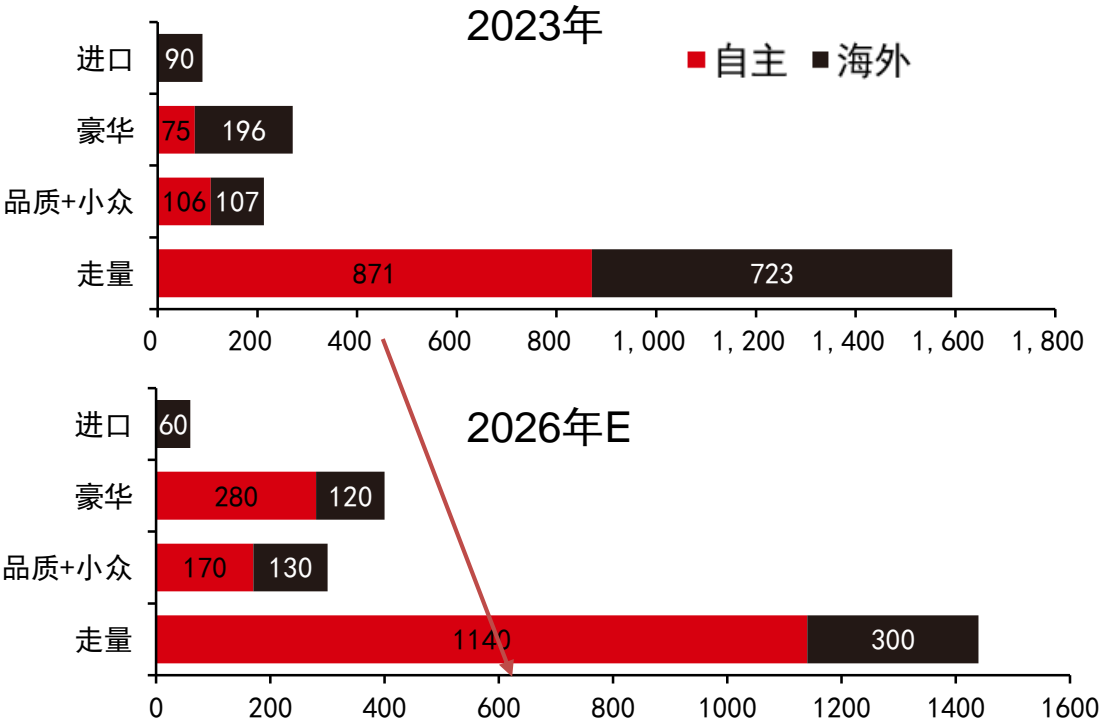


车企中观：车企的定位——大众市场vs小众市场vs豪华市场

- **大众市场：**销量约1500万辆/年的市场，比拼性价比；单车利润目前是5k左右。入门门槛是100万辆的规模
 - 例如合资：南北大众（300万辆）、两个丰田（200万辆）；自主品牌：比亚迪（300万辆）、长安自主（160万辆）
- **小众市场：**销量约200-300万辆/年，优质供给可以刺激需求；稳态单车利润1~5万。如越野市场（坦克品牌）、驾驶性能（极氪品牌）、外形审美（智己等）等。
- **豪华车市场：**销量约300-400万辆/年，BBA各家年销量70万辆；雷克萨斯、沃尔沃等销量20万辆。单车利润最高，可以达到3-5万元。



资料来源：中信证券研究部



资料来源：Thinkercar，中信证券研究部预测

大众市场：成本、规模主导的同质化竞争；主线是出清

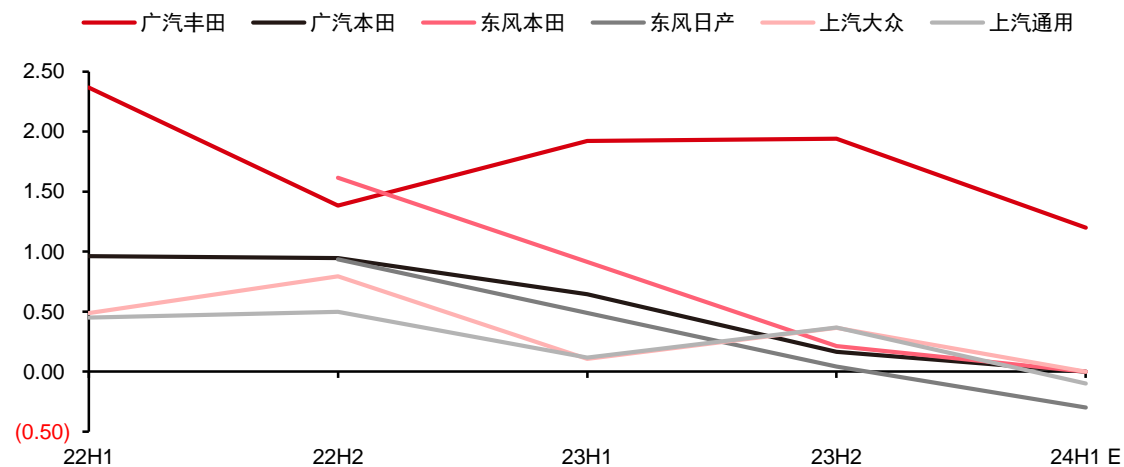
- **竞争要素：成本、规模**；100万辆是入门的标准
- 格局变化：自主品牌（**比亚迪、长安等**）份额提升；合资品牌销量减少
- 盈利能力：当前整体盈利持续恶化，合资除了丰田，盈利已经清零；比亚迪单车利润从9k降到5k
 - 但是伴随着合资出清，和部分自主品牌退出大众市场竞争（长城），2-3年后盈利有望修复。
 - 成为大众市场的品牌意味着巨大的投资机会：比亚迪、理想、华为、小鹏（去年）、小米（今年）

合资企业年销量（万辆）

		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	
奔驰		49	57	61	56	59	59	
宝马		47	55	61	67	69	74	
丰田	广汽	58	68	77	83	101	95	
	一汽	72	73	78	83	83	80	
本田	广汽	74	77	80	78	74	64	
	东风	72	80	85	76	66	60	
日产	东风	129	128	120	107	92	72	
现代		81	71	45	36	25	25	
大众	上汽	207	200	151	124	132	122	
	一汽	204	205	207	180	180	185	
通用	上汽	197	160	147	133	117	104	
福特		38	18	25	30	25	23	

数据来源：中汽协，中信证券研究部

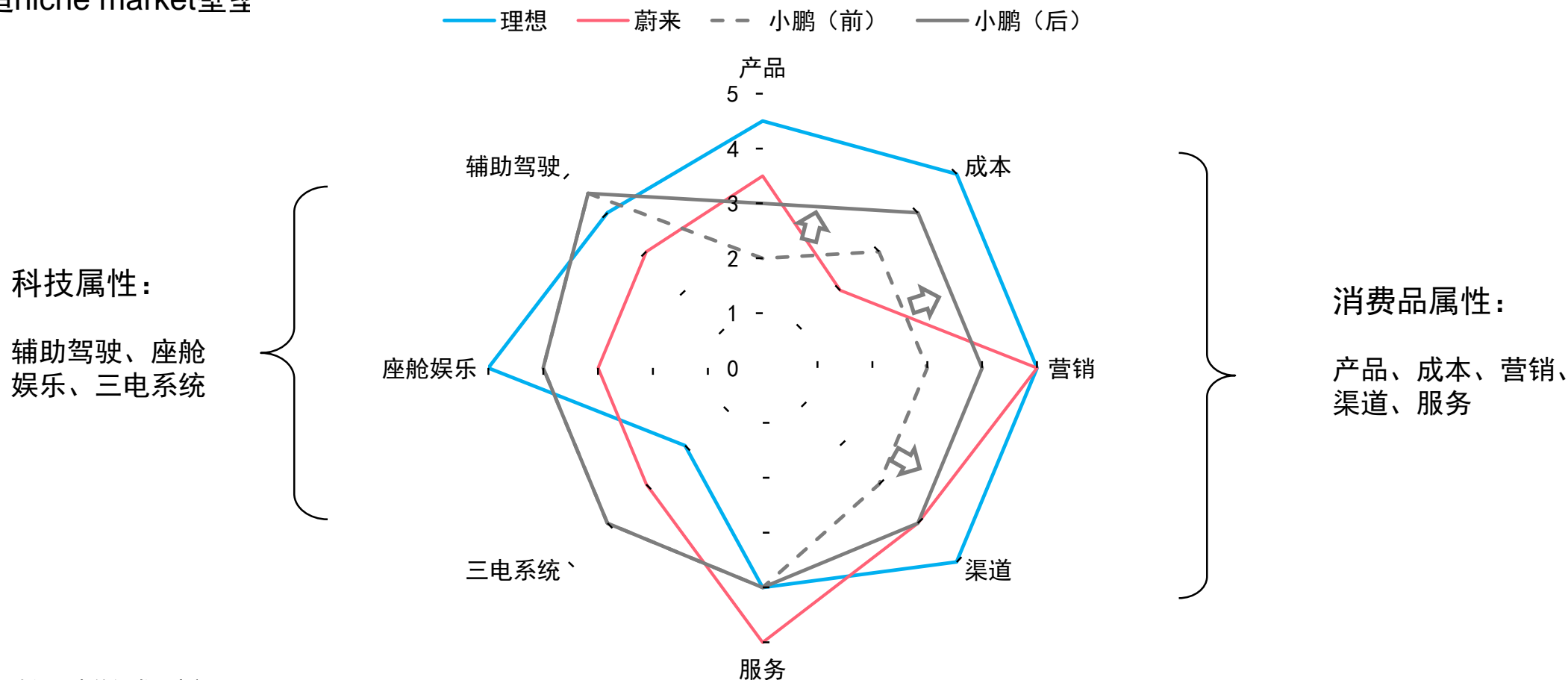
合资企业单车利润（万元）



数据来源：各公司公告，中汽协，中信证券研究部预测

小众市场：比拼技术能力、用户需求的理解能力

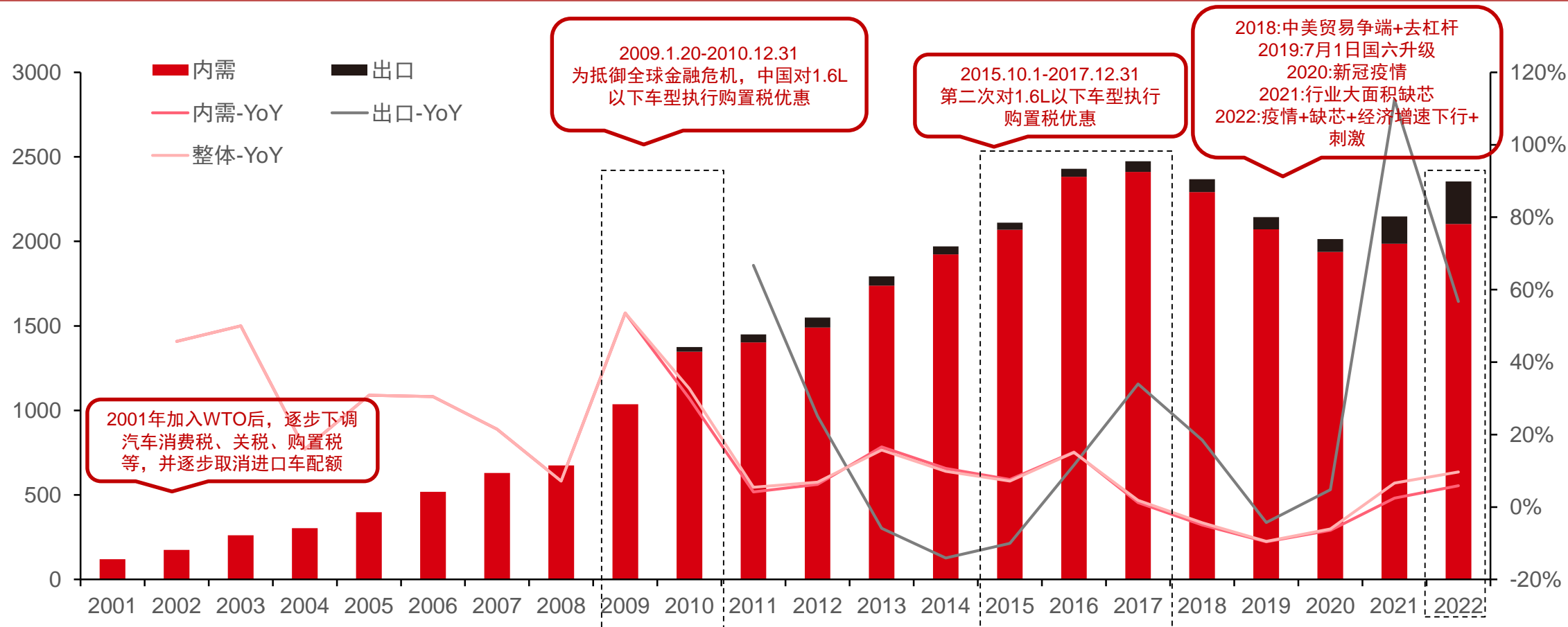
- 体现出汽车需求的丰富性、差异性；大众市场的成本领先者不会“赢者通吃”，最终小众需求有其受众
- **竞争要素：比拼长板——如技术能力、对用户需求的理解能力**
- 如越野市场（坦克品牌）、驾驶性能（极氪品牌）、外形审美（蔚来等）、自动驾驶（？）等；通过差异化的研发投入打造niche market壁垒



行业宏观：中国乘用车行业从高速发展进入高质量发展阶段

- 2017年以前：行业看绝对增速，2007-2017 十年CAGR 15%
- 2019年之后：销量增速中枢下移，但结构不断优化。自主品牌全面崛起，2021年出口开始快速增长

2001-2022E中国乘用车销量（万辆）及年度增速

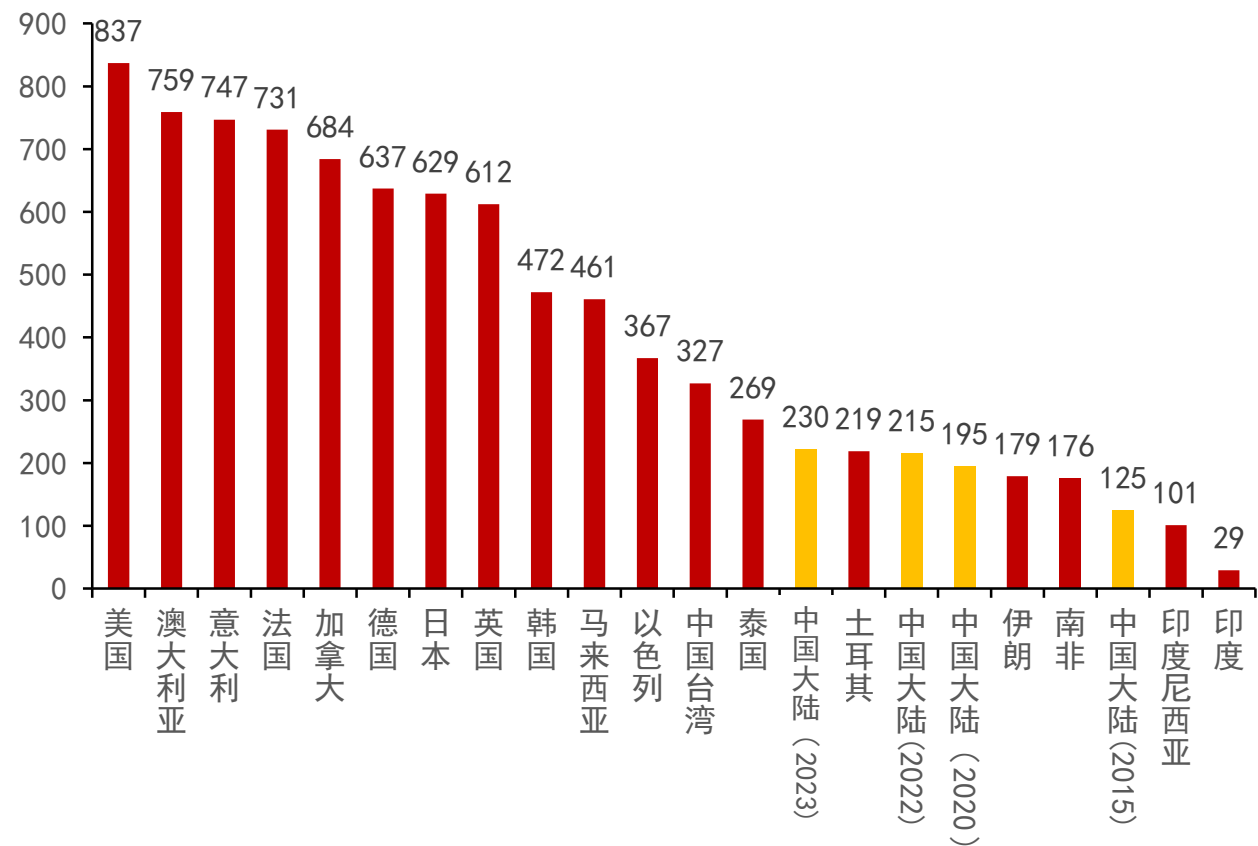


资料来源：中汽协，中信证券研究部 注：虚线框为购置税优惠政策时间

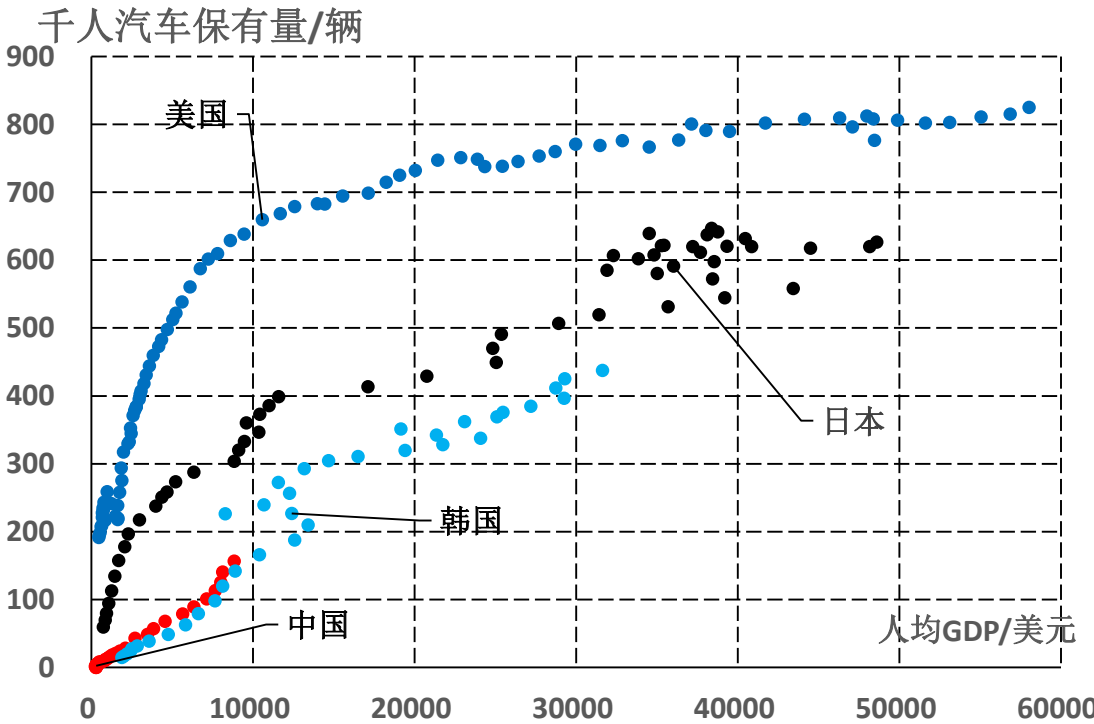
行业宏观：中国汽车国内的销量天花板在哪里？

- 千人保有量相较于发达国家（美国、日本、韩国）差距非常明显
- 稳态测算：假设中国人口稳态12亿人，千人汽车保有量：400台；报废周期16年，对应新车销量3000万 vs 2023：2200万

各国或地区千人汽车保有量对比（单位：辆/千人）



中国、日本、韩国、美国四个国家的乘用车普及路径

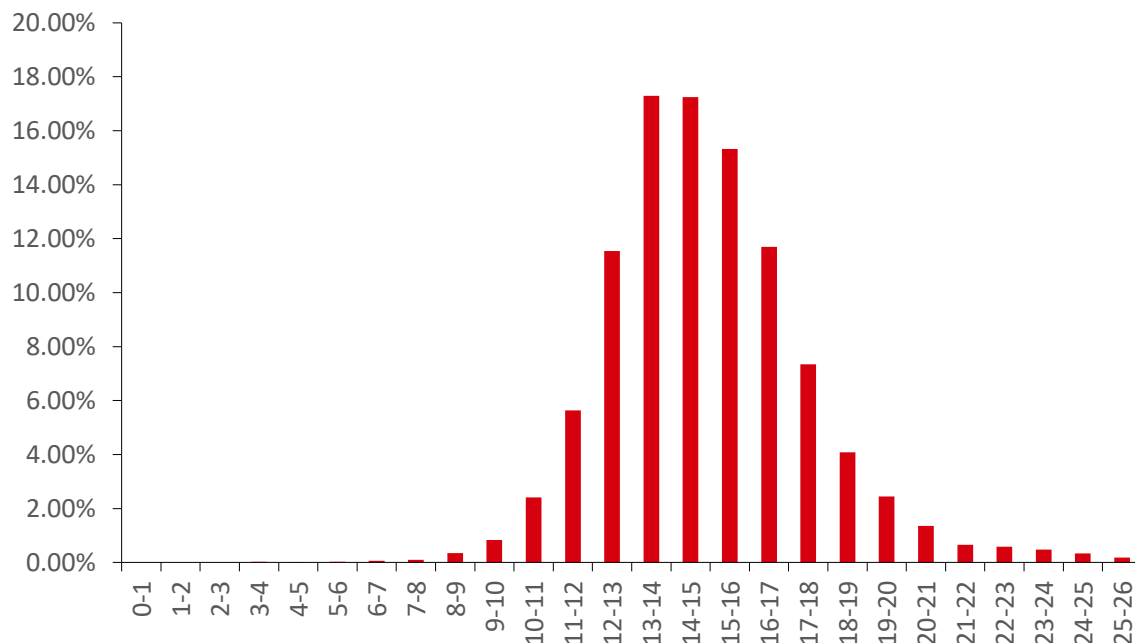


资料来源：OICA，CEIC，中信证券研究部 注：其他国家或地区数据选自2019年，中国大陆选自2015、2020、2022、2023年 资料来源：OICA，CEIC，中信证券研究部

内需：从报废周期的角度思考，更新替换需求是内需的支撑

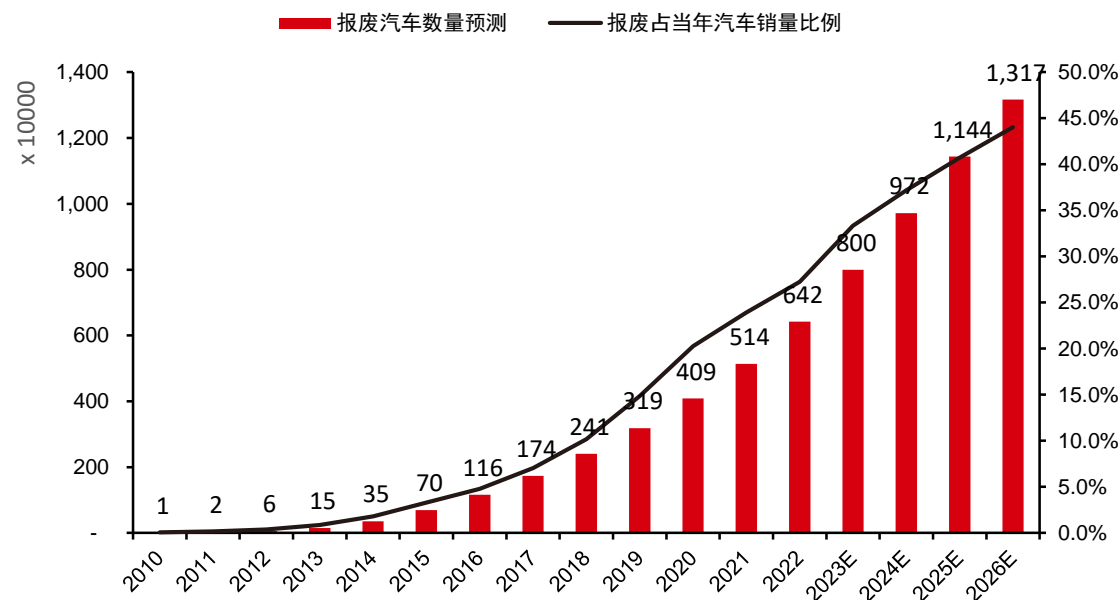
- 乘用车也存在更新报废周期，中国乘用车市场尚未经历过完整的更新报废周期。
 - 官方统计的报废数字并不高（2023:400万辆）——许多报废并没有走正规渠道，因为没有被统计
- 我们根据报废年限的分布假设，推算出理论报废量：
 - 2020年：409万辆；2023年：800万辆；2025年：1144万辆

乘用车报废年限的概率分布（单位：年）



资料来源：Ricardo-AEA，中信证券研究部推算

2010-2026年中国乘用车预测报废量测算（单位：万辆）

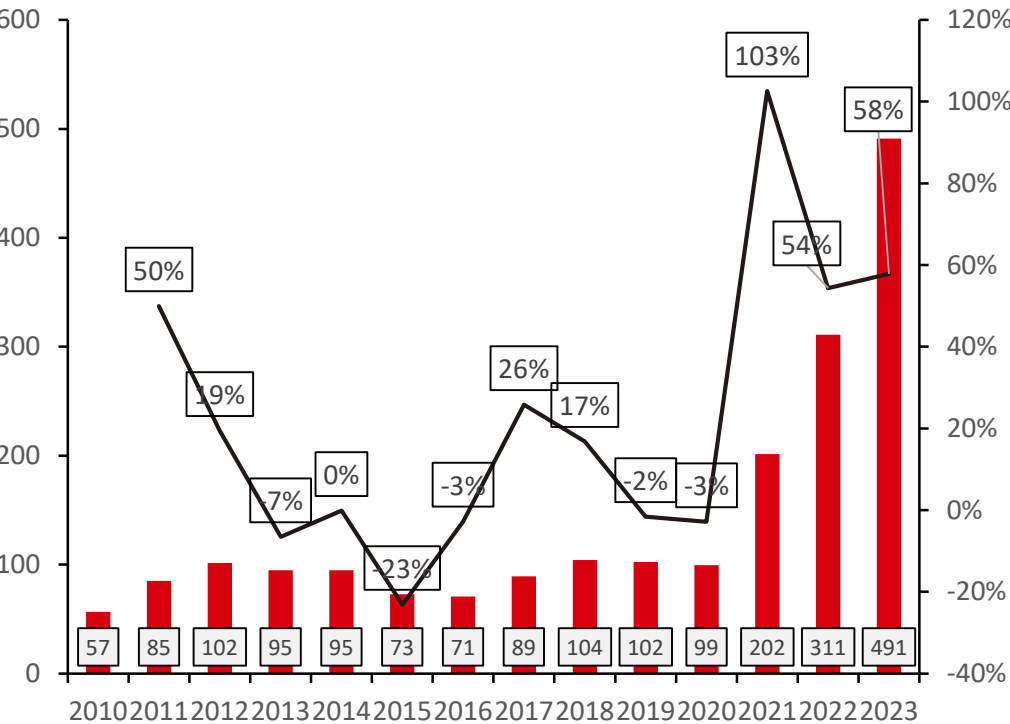


资料来源：以上所有年份数据均为中信证券研究部根据左侧概率分布图推算

出海：2023年中国乘用车海外销量414万辆，预计2024年增长约百万辆

- 根据中国汽车工业协会数据，2023年中国汽车出海总量达到491万辆，同比+58%：
 - 由于新冠疫情、全球汽车供应链短缺和跨洋滚装船运力紧张，2021年起中国汽车出口展现出竞争优势，开启出海狂飙；
 - 2023年，乘用车出口414万辆，同比增长64%；我们预计2024年乘用车海外销量+100w，对应行业总量约4%
 - 2023年，燃油车出海销量达到371万辆，同比增长53%，新能源车销量达到120万辆，同比增长76%

2010-2023年中国汽车出口销量及增速（万辆，YoY）



资料来源：中汽协，中信证券研究部

中国汽车出口分车型销量（万辆）

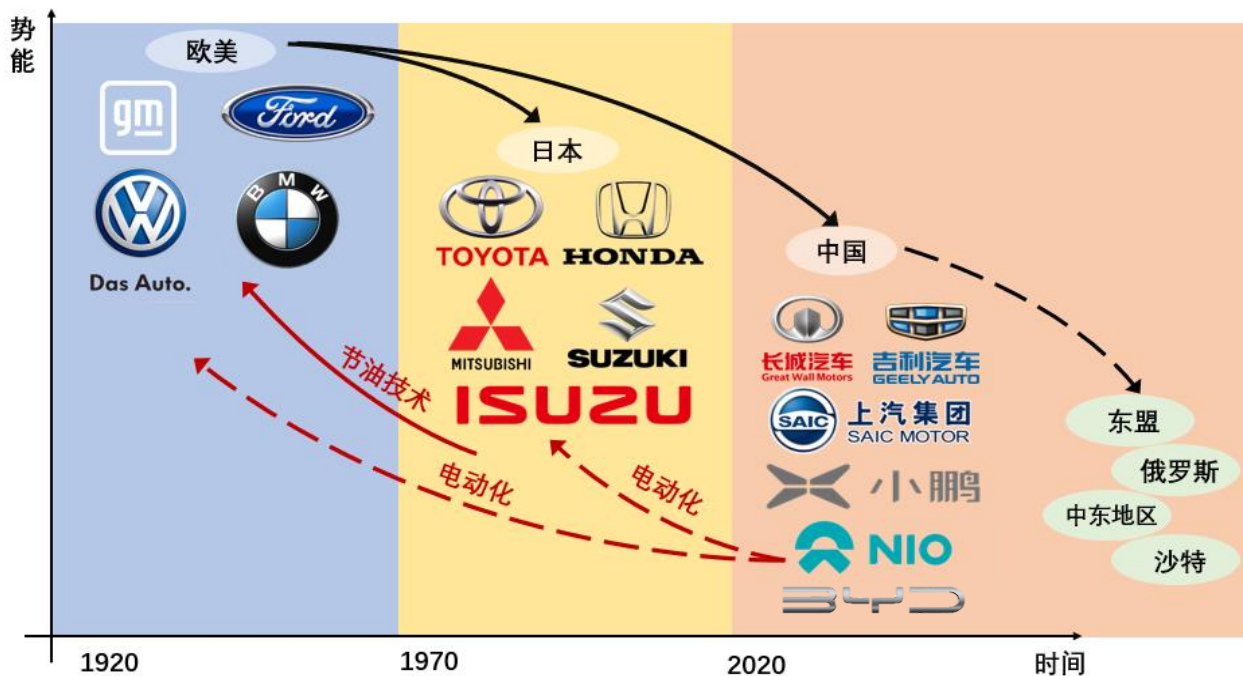
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
出口汽车总销量	102	99	202	311	491	621	710
分燃料，其中：							
燃油车	98.6	92.4	170	243	371	432	475
YoY (%)	-4%	-6%	84%	42%	53%	17%	10%
新能源车 (BEV/PHEV)	3.9	7.1	31	68	120	189	235
YoY (%)	278%	83%	339%	120%	76%	57%	24%
分车型，其中：							
-商用车	29.9	23.5	40	58	77	96	107
YoY (%)	6%	-21%	71%	45%	32%	25%	11%
燃油车	29.2	22.6	39	55	72	87	96
YoY (%)	5%	-22%	71%	42%	30%	20%	10%
新能源	0.8	0.9	1.5	3.2	4.5	9	11
YoY (%)	33%	18%	68%	111%	41%	102%	22%
-乘用车	72.5	76.0	161.4	253	414	525	604
YoY (%)	-4%	5%	112%	57%	64%	27%	15%
燃油车	69.4	69.8	131.7	188	300	345	380
YoY (%)	-8%	1%	89%	42%	60%	15%	10%
新能源	3.1	6.2	29.6	65.1	113.6	180	224
YoY (%)	580%	99%	378%	120%	74%	58%	25%

资料来源：中汽协，Marklines，中信证券研究部预测

出海：中国油车可渗透“低势能”国家，电动技术变革助攻“高势能”市场

- 向“低势能”市场向下出口是借助成本优势的顺水推舟；向“高势能”国家向上突破需要借助电动化和智能化的技术变革
- 复盘欧美日本等地区的汽车工业发展和出海历史：
 - 美国、欧洲汽车工业起步较早，在1920年左右已经实现了比较好的规模化生产。1920-1940年，在日本汽车工业的空白时期，通用、福特等品牌将产品大量输入日本市场。
 - 20世纪40年代日本政府采取了较为严格的外资车企产能限制，扶植本土汽车工业。
 - 1960-1970年是日本汽车工业实力起步的发展阶段，丰田等部分日本车企开始尝试拓展美国等海外市场，但是效果不佳。
 - 直到1973年石油危机以及1975年美国排放政策迅速收紧，日本车企才借助技术变革的机遇，凭借节油技术向美国市场实现扩张。
 - 韩国：韩国本土汽车工业诞生在1970s后半，1980s通过模仿完成国产化，由于内部市场小，海外扩张很早，1980s同步开启欧洲等市场拓展。

1920-2020年欧洲、日本、中国车企出海路线图



资料来源：各公司官网，Marklines，CEIC，中信证券研究部

出海：中国油车可渗透“低势能”国家，电动技术变革助攻“高势能”市场

- 燃油车：技术积累引发质变，燃油车出海不再单凭成本优势，更是打造智能、新潮的差异化标签
- 新能源车：中国财政对电动车的补贴启动较早，促使中国车企较早开始做电动车正向研发，电动化的技术变革，让中国车企有望向上突破高势能市场；欧洲EV市场：低关税、基础设施完善，相较于发展中国家EV市场更容易进入

全球各地区销量及中国车企的机遇

	过去5年平均销量/万	过去5年占全球份额	左舵市场比例	燃油车出口的机会	电车出口的机会	地缘政治/政策环境	当地工业基础	结论
美国/加拿大	1900	22%						导入电车
西欧	1500	18%						导入电车
日本/韩国	650	8%						较难开发
中国	2500	30%						
其他市场	1900	22%						
中欧/东欧	400	5%						导入油车+电车，可以利用当地供应链
东盟/澳洲	450	5%						导入油车+电车，可以利用当地供应链
印度	350	4%						较难开发
其他美洲	500	6%						油车为主
非洲/中东	200	2%						油车为主，整车出口为主

出海：上汽、奇瑞是中国汽车出海的龙头，比亚迪、长城、零跑正在快速增长

中信证券
CITIC SECURITIES

- 上汽集团、奇瑞、吉利、长城、比亚迪分列出海销量的前五位；零跑借助Stellantis集团资源有望快速增长
- 奇瑞（50%）、上汽集团（24%）、长城汽车（26%）、江淮汽车（29%）是目前海外销量占高的企业。

2019–2024E中国汽车出口销量较大的车企（万辆，中汽协口径）

中汽协口径	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
奇瑞集团	78,490	112,354	266,234	447,821	901,712	1,127,140
上汽乘用车	98,890	172,867	290,767	494,694	706,336	812,286
吉利汽车	57,991	72,691	115,008	199,755	296,343	370,429
长城汽车	47,544	50,230	99,194	122,117	267,756	374,858
比亚迪	8,856	3,320	13,733	55,916	242,765	412,701
长安汽车	39,591	52,106	107,531	126,340	199,069	398,138
上汽通用五菱	25,204	55,051	144,187	192,777	168,770	190,710
东风集团股份	64,785	48,352	91,147	166,883	135,388	169,235
江淮汽车	23,560	14,360	32,224	50,982	89,019	102,372
广汽集团	10,569	12,289	20,683	33,006	55,366	88,586
北汽自主	16,280	8,932	12,726	18,798	44,078	50,690
一汽集团	7,857	6,079	8,723	–	30,466	32,903
小鹏	–	–	–	–	3,368	25,000
蔚来	–	–	–	–	2,338	10,000
特斯拉（上海工厂）	–	–	152,335	271,095	344,078	500,000
上汽通用	136,831	66,619	104,996	136,590	141,954	163,247
沃尔沃	44,154	41,342	37,866	36,470	45,727	52,586
华晨宝马	1,264	1,940	21,801	29,969	33,931	44,110
长安福特	4,777	12,376	10,362	16,385	26,378	30,335
北京现代	12,467	5,905	10,288	1	–	–
总合计	724,826	759,563	1,613,520	2,550,000	4,140,322	5,250,000

资料来源：中汽协，中信证券研究部预测

2022–2023年中国汽车出口分车企销量及占比（辆，公告口径）

公告口径	出海销量		总销量		出海占销量比例	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
奇瑞汽车	451,337	937,148	1,232,727	1,881,316	37%	50%
上汽集团	1,017,459	1,208,242	5,302,644	5,020,865	19%	24%
吉利汽车（0175）	198,242	274,101	1,432,988	1,686,516	14%	16%
长城汽车	173,180	316,018	1,067,523	1,230,704	16%	26%
比亚迪	45,250	242,765	1,868,543	3,024,417	2.4%	8.0%
长安汽车（自主）	169,773	236,380	1,874,569	2,097,794	9%	11%
江淮汽车	114,629	169,641	500,401	592,499	23%	29%

注：由于不同口径的数据有一定差异，差异主要是1. 海外生产基地；2. 非乘用车车型。**公告口径**：均包含整车出海+海外工厂。**中汽协**：不含海外基地生产销售，且仅为乘用车，不含轻型商用车

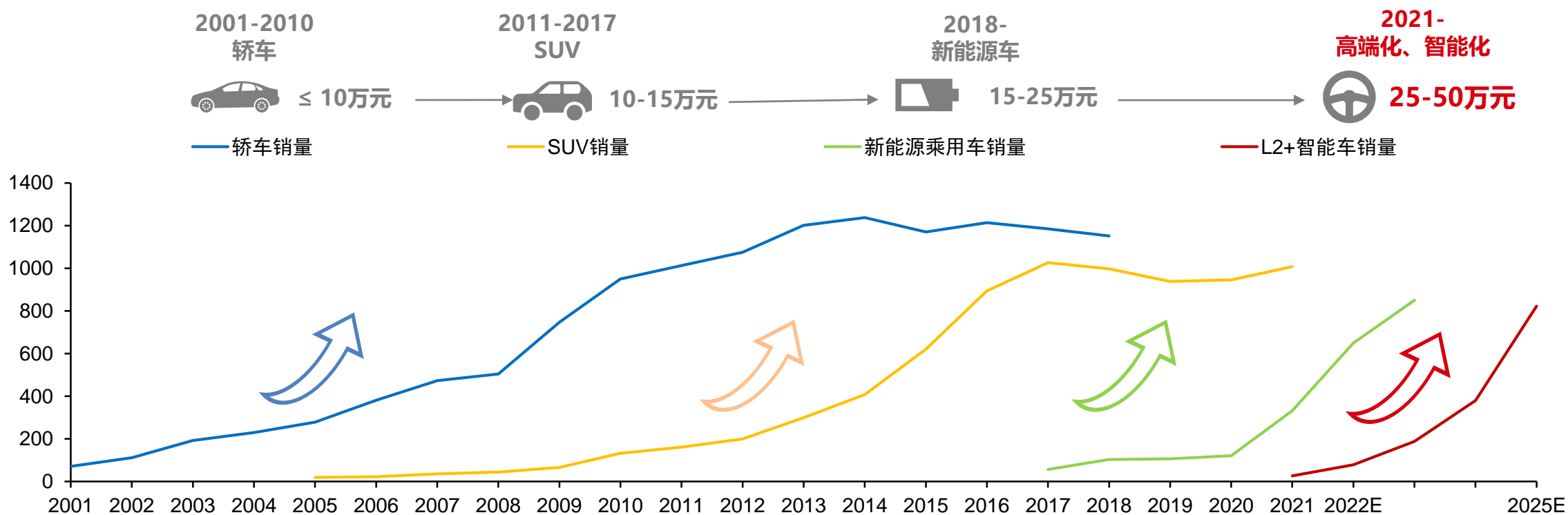
例如：上汽2023年120.8万辆（公告）vs101.7万辆（中汽协），主要差异是海外基地生产销售、轻型商用车等中汽协没有统计

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

宏观→中观：汽车产业的进化方向：SUV车型、新能源、智能化

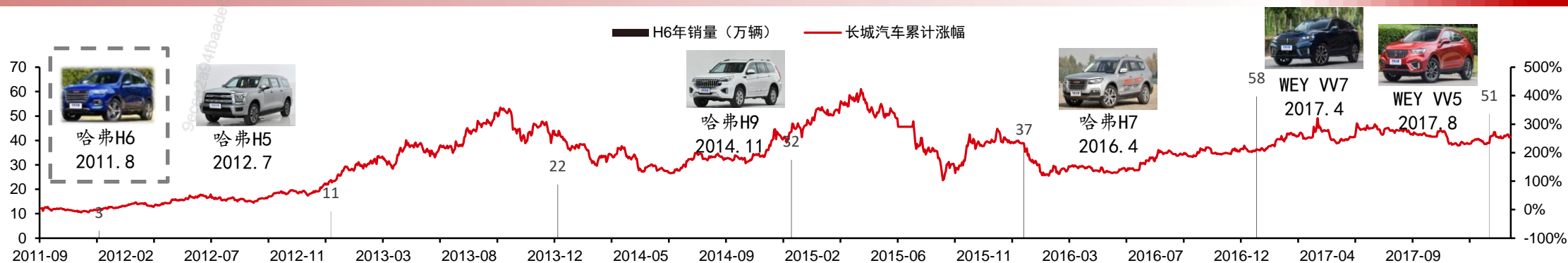
- 车型阶段：SUV拉动长城、吉利、长安爆发式增长
- 新能源阶段：比亚迪DMI推动新能源渗透加速
- 智能化阶段：蔚小理、华为突破中高端市场，并开始主导软件定义汽车的趋势

自主品牌崛起的路径：车型、新能源、智能化

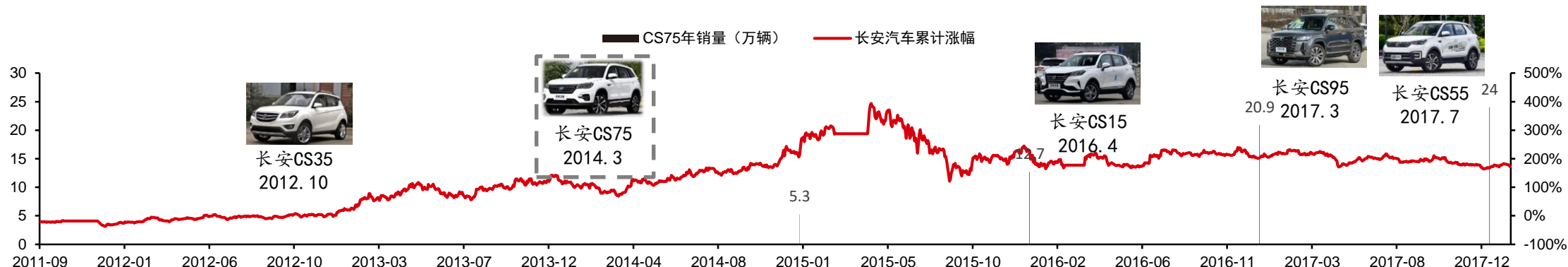


宏观→中观： 2010-2017年，SUV拉动长城、吉利、长安爆发式增长

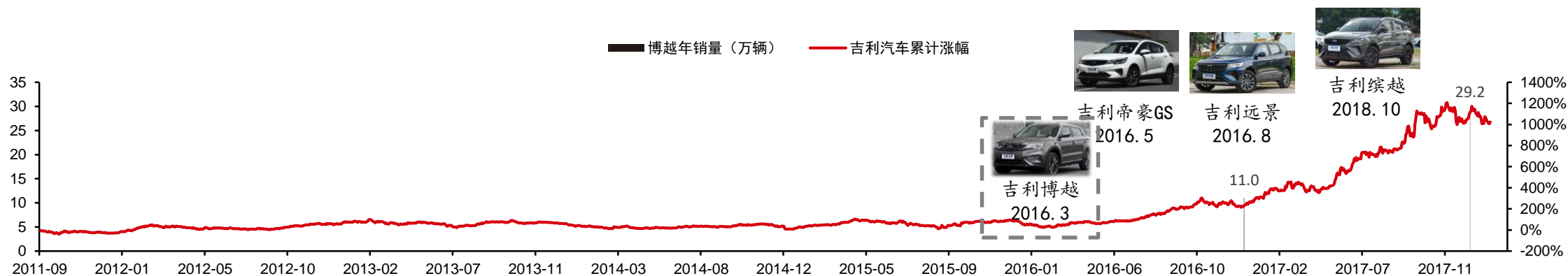
长城汽车



长安汽车



吉利汽车

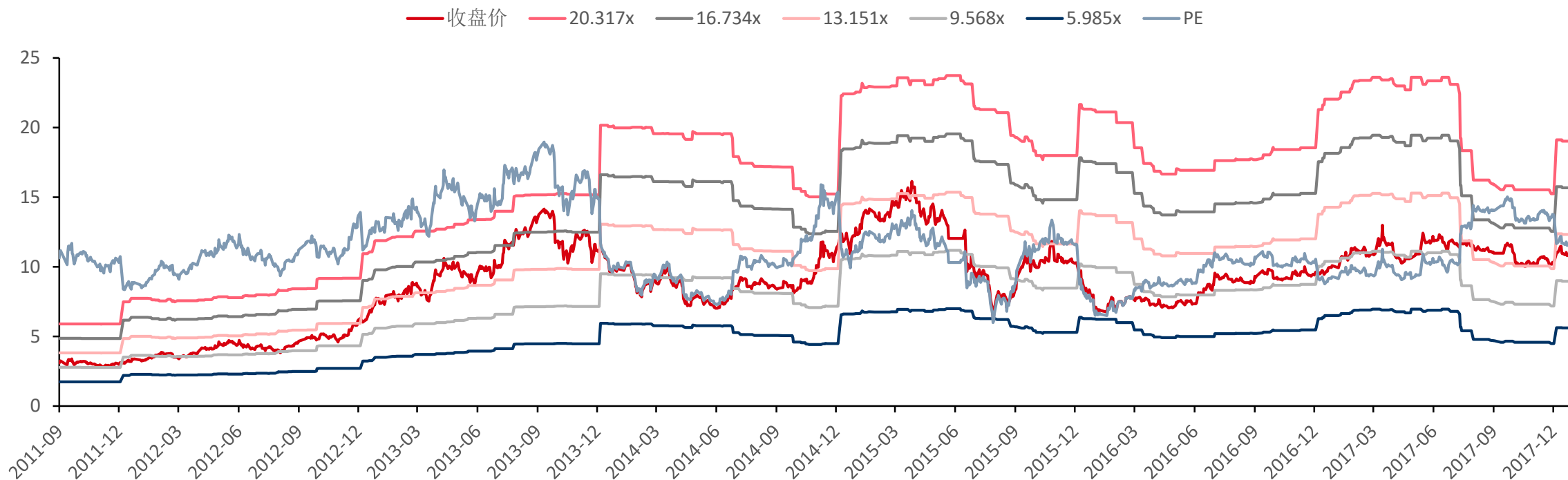


车企估值中枢：10-15x PE；增速高时可达20x甚至更高，但需要利润增长来消化

■ 汽车作为一个制造业，海外估值：8-10x PE；A股稳态估值中枢：10-15x PE

- 以长城为例，伴随着哈弗H6等一代SUV车型的爬坡上量，2011年9月至2013年9月，长城汽车A股 PE中枢由10倍提升至20倍，股价包含了远期增长的假设；2016年到2017年：估值回到15x PE以下

长城汽车PE-PB Band

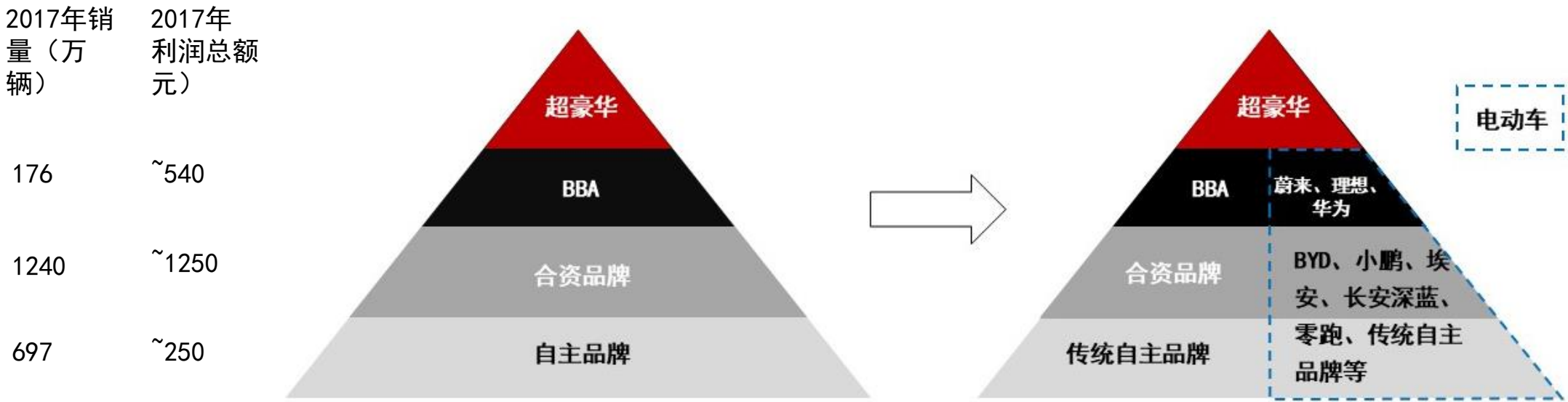


资料来源：Wind，中信证券研究部

电动智能车能否突破估值天花板？——1. 高端化

- 燃油车时代合资品牌、合资车企占据乘用车市场60%的市场份额，且对自主品牌有明显的“价格压制”，占据15万元以上价格带，获得市场中大部分的利润
- 我们认为未来三年，凭借自身技术积累、场景创新和对中国消费者需求的深度挖掘，自主品牌电动智能车，将在20万~100万元的中高端+豪华电动车市场大放异彩，打破此前合资产品价格压制，获得更大的利润蛋糕

传统燃油车格局（左）和未来乘用车市场格局（右）



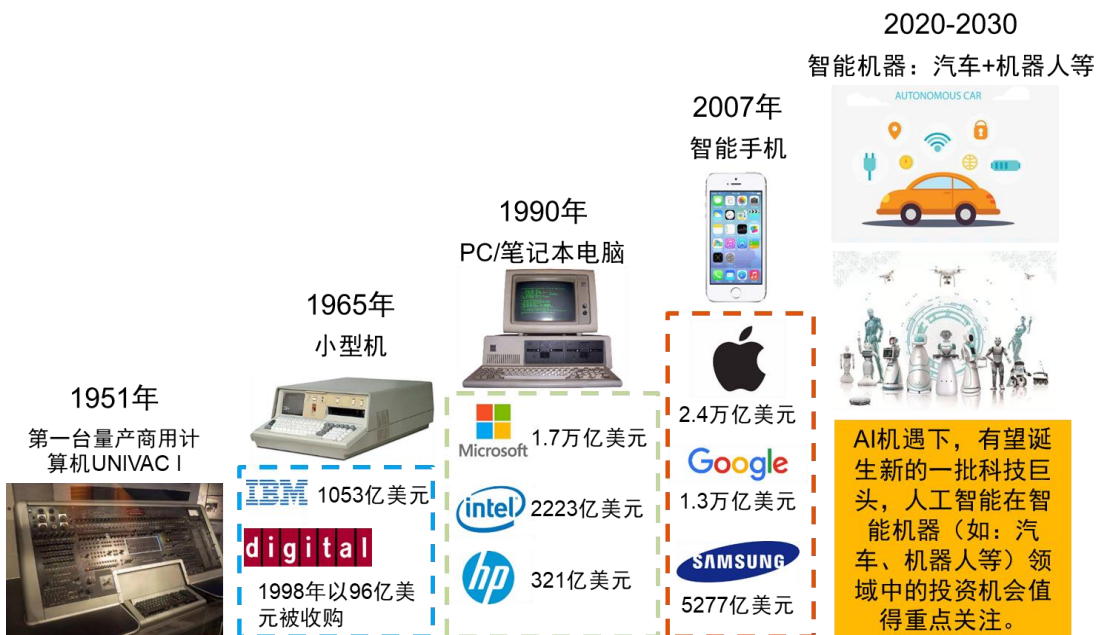
电动智能车能否突破估值天花板？——2. 智能化

■ AI仍将是未来数十年最重要的投资方向

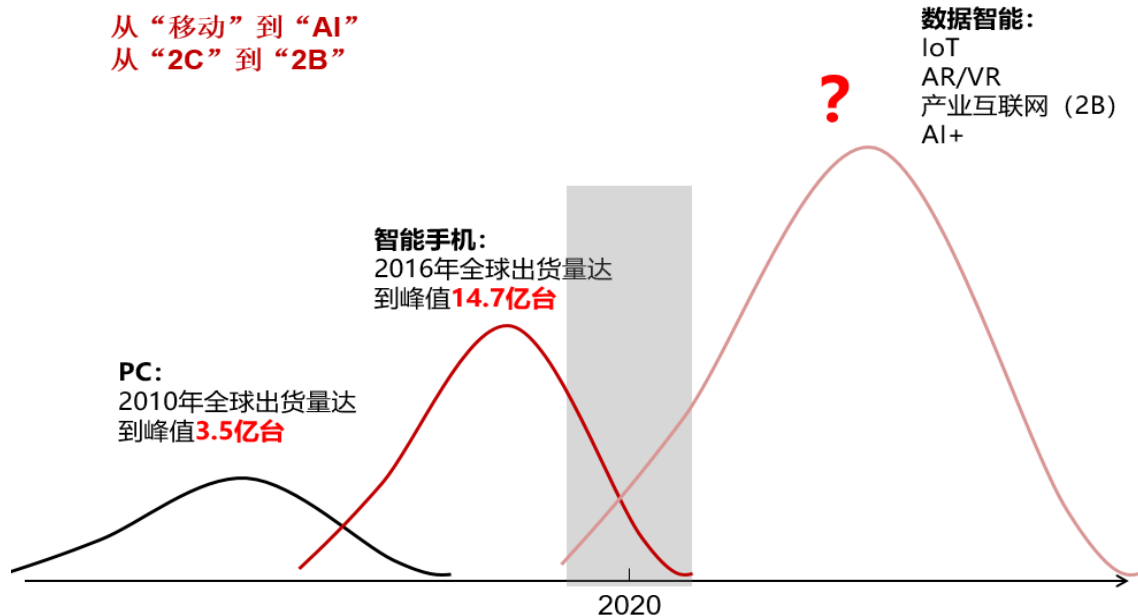
- 智能手机时代，全球产生了苹果、谷歌、三星等科技巨头
- 移动互联红利逐渐减弱，5AIoT时代启航
- 特斯拉已经通过出售FSD获取软件收入，2022Q4在北美地区确认收入3.24亿美元

AI仍将是未来数十年最重要的投资方向

当前处于两轮科技红利的中点



资料来源：wind，中信证券研究部



资料来源：wind，中信证券研究部

电动智能车能否突破估值天花板？——2. 智能化

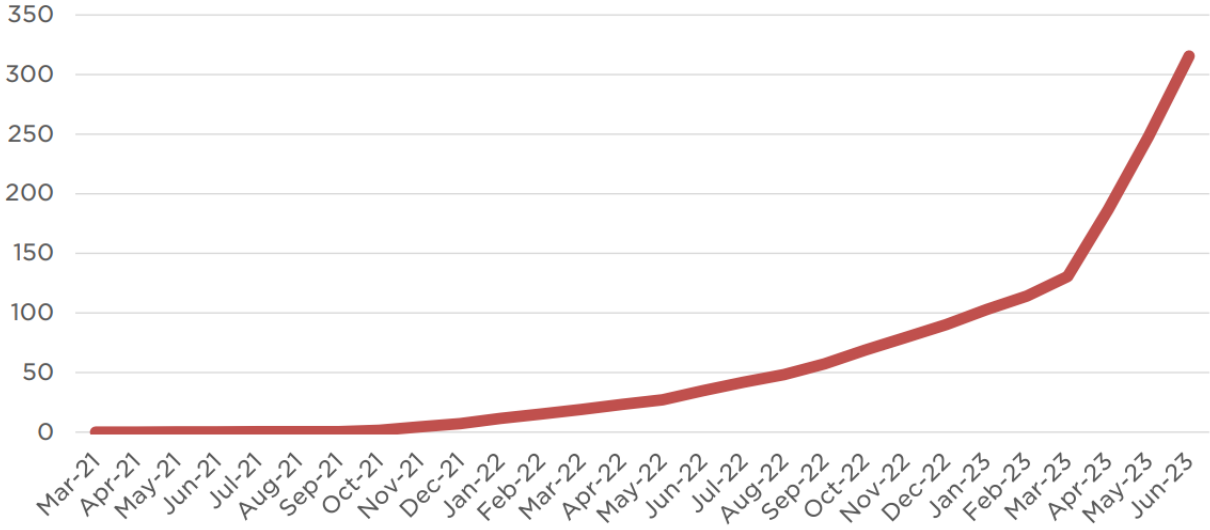
- 特斯拉智能驾驶系统分为AP/EAP/FSD三个版本，其中EAP/FSD在国内的买断价格分别为3.2/6.4万元。
- 特斯拉FSD渗透率持续提升。截至2023年3月，FSD Beta的测试人数已超过40万人，在北美地区的渗透率超过22%。
2024年4月，特斯拉推出FSD V12，搭载端到端模型；功能体验大幅提升，带来的付费率一定幅度的提升。
 - 2024年4月，特斯拉推出FSD V12.3，给北美存量用户提供1个月免费试用，订阅价格降到99美元/月
 - 根据Elon Musk在X平台上的发言，2024年5、6月，FSD将继续升级到V12.4、V12.5版本；2025、2026年继续在全球推广

特斯拉智能驾驶系统功能及价格

	AP	EAP	FSD
功能	主动巡航、自动辅助转向等	高速NOA、自动辅助变道、智能召唤	城市NOA
中国地区买断价格（元）	标配	32000	64000
北美地区买断价格（美元）	标配	6000	15000
北美地区包月价格（美元）	标配	99	199

资料来源：特斯拉官网，中信证券研究部

特斯拉FSD累计行驶里程（百万英里）



资料来源：公司公告

■ 汽车行业：微观看车型周期，中观看企业能力，宏观是总销量和产业发展趋势

- 2000-2010：轿车普及；2010-2018：SUV渗透率提升；2018-2026：预计新能源车渗透率提升；2025-？：预计智能化等
- 企业能力：大众市场比拼成本规模，小众市场比拼技术和产品定义

■ 国内：价格战竞争激烈，产能总体过剩，未来方向是产能出清

- 国内需求：当前2200万辆，远期有望达到3000万辆；国内汽车产能：5000万辆左右；长期来说必然出清
- 国内大众市场格局出清：在规模、成本、技术方面领先的自主品牌受益；龙头公司：比亚迪
- 国内小众市场龙头，利润稳定；如长城汽车在越野车市场获得稳定的利润和现金流，单车收入和利润高。

■ 海外市场：市场前景广阔，利润丰厚；

- 2023年中国乘用车海外销量414万辆，2024年预计达到520万辆+；远期海外销量有望达到：900万辆（海外可触及市场如欧洲、东盟等合计有3000万辆销量，预计中国车企渗透率总和的天花板在30%）
- 当前销量领先：上汽集团、奇瑞汽车；未来增长空间大：比亚迪、零跑汽车、长城汽车等

■ AI：大模型驱动智驾体验提升，商业模式待验证

- 智驾领先者：特斯拉在算法、算力上都有代际的领先；国内领先者：华为、小鹏、Momenta、元戎等
- 智驾商业模式的核心问题：1）城市高频场景体验能否达到可用（技术方案不重要，重要的是体验）；2）可用后是否能够收费

- 宏观经济承压致使乘用车消费不达预期；
- 汽车芯片供给紧缺加剧；
- 自主品牌新车上市不达预期；
- 新能源汽车需求不达预期；
- 上游成本传导压缩整车企业利润；
- 中国消费者对自主品牌的认可度提升缓慢；
- 科技企业入局导致行业竞争格局大幅恶化。

d08ee34de36a5c0903cef0b4c8440230a25684b0266ab0cf85fe6050fdc68784



感谢您的信任与支持！

THANKYOU

尹欣驰

汽车及零部件行业

首席分析师

S1010519040002

李景涛

汽车及零部件行业

联席首席分析师

S1010520120003

李子俊

汽车及零部件

分析师

S1010521080002

董军韬

汽车及零部件

分析师

S1010522090003

武平乐

汽车及零部件

分析师

S1010522080002

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以韩国KOSDAQ指数或KOSPI指数为基准；日本市场以日经225指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国CAC 40指数为基准；意大利市场以意大利富时MIB指数为基准；德国市场以德国DAX指数为基准；瑞士市场以瑞士SMI指数为基准；英国市场以英国富时100指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国SET指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚JCI指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西IBOVESPA指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告所述任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）042/11/2022。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2024版权所有。保留一切权利。