

汽车

汽车行业 2023 年三季报综述：产销两旺推动业绩向上

行业整体：产销环比增长助力业绩向上

2023Q3 汽车行业产销延续增长态势，行业整体实现营业总收入 8703 亿元，同比增长 14.2%，环比增长 9.1%。产销规模增长推动行业盈利向上，2023Q3 行业整体实现归母净利润 368 亿元，同比增长 31.6%，环比增长 20.1%，归母净利率为 4.23%，同比提升 0.56pct，环比提升 0.39pct。营运能力方面，经营性现金流占收入比重环比下滑，应收转款与存货周转天数均有所下降。

乘用车：销量提升推动收入向上，盈利环比提升

2023Q3 乘用车行业新品频出，消费需求有所提升，销量增长推动乘用车行业收入显著增长，2023Q3 乘用车板块实现营业总收入 5085 亿元，同比增长 13.1%，环比增长 13.2%，实现归母净利润 198.6 亿元，同比增长 33.0%，环比增长 57.5%，归母净利率为 3.9%，环比增长 1.1pct，主要系比亚迪、长安汽车、长城汽车产品放量带动盈利能力提升所致。营运能力方面，现金流占营收比重有所下滑，应收账款周转天数与存货周转天数均有所减少。

零部件：谈价落地，板块盈利能力略有下滑

受益于产销增长，零部件板块 Q3 实现营业收入 2330 亿元，同比增长 10.13%，环比增长 7.14%。盈利方面，2023Q3 零部件板块实现归母净利润 129 亿元，同比增长 3.87%，环比增长 0.89%。对应净利率为 5.52%，环比下滑 0.34pct，主要受主机厂谈价落地影响。营运能力方面，经营性现金流环比下滑，运营效率保持平稳。

卡车和客车：卡车业绩同比高增，客车盈利有所改善

受益重卡出口高景气，卡车板块实现营收 1129.5 亿元，同比增长 28.1%，客车销量环比持平，收入环比微降。卡车板块实现归母净利润 35.2 亿元，环比下降 27.84%，主要系下游销量下滑所致。客车板块盈利环比有所提升。

投资建议

建议关注渗透率和国产化率双升的高价值赛道，包括空气悬架、域控制器、一体压铸、混合动力控制器、座椅产业链、轻量化电池盒等。1) 整车建议关注比亚迪、长安汽车、理想汽车、小鹏汽车、赛力斯、吉利汽车、长城汽车、上汽集团等；2) 零部件建议关注拓普集团、新泉股份、伯特利、星宇股份、经纬恒润、福耀玻璃、华域汽车、森麒麟、浙江仙通、凌云股份、天润工业、爱柯迪、旭升集团、德赛西威、继峰股份、保隆科技、华阳集团等；3) 商用车建议关注宇通客车、潍柴动力等。

风险提示：经济复苏弱于预期，原材料价格上涨导致盈利能力承压，汽车出口增速不及预期

重点推荐标的

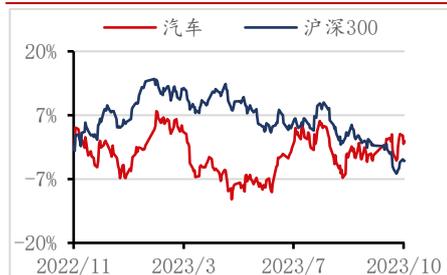
简称	EPS			PE			CAGR-3	评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
比亚迪	10.93	15.21	19.56	21.61	15.53	12.08	50.74%	买入
拓普集团	2.00	2.93	3.82	32.51	22.22	17.05	35.27%	买入
伯特利	2.14	2.87	3.85	35.22	26.22	19.53	33.70%	买入
爱柯迪	0.94	1.20	1.55	23.31	18.10	14.07	28.87%	买入
旭升集团	0.86	1.18	1.48	21.15	15.34	12.26	25.34%	买入
华阳集团	0.93	1.21	1.45	35.97	27.66	23.06	25.83%	买入
保隆科技	2.35	2.80	3.55	28.14	23.63	18.66	51.93%	买入
经纬恒润	-0.42	1.67	3.14	-278.24	70.95	37.64	17.13%	买入

数据来源：iFind，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 11 月 1 日收盘价

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：黄程保

执业证书编号：S0590523020001

邮箱：huangcb@glsc.com.cn

联系人：唐嘉俊

邮箱：tjj@glsc.com.cn

相关报告

1、《汽车：汽车行业三季度基金持仓分析——三季度基金配置比例环比提升，电动智能化趋势持续深入》2023.10.28

2、《汽车：比亚迪 Q3 业绩超预期，长城魏牌发布高山 MPV》2023.10.21

正文目录

1. 行业整体：产销环比增长助力业绩向上	4
2. 乘用车：销量提升推动收入向上，盈利环比提升	7
2.1 成长能力：乘用车销量提升助力板块收入同环比增长	7
2.2 盈利能力：受益于规模效应及成本向下，盈利能力环比提升	10
2.3 营运能力：现金流占比环比下滑，周转天数有所下降	13
2.4 新势力：2023Q3 新品迭出，新势力销量同比高增	14
3. 零部件：谈价落地，板块盈利能力略有下滑	16
3.1 成长能力：需求提升、供给优化支撑板块收入保持较好增长	16
3.2 盈利能力：价格战影响落地，Q3 盈利水平略有下滑	17
3.3 营运能力：现金流环比下滑，运营效率保持平稳	19
3.4 智能化零部件：智驾加速，优质公司持续成长	19
4. 卡车：销量同比持续修复，板块业绩同比高增	23
4.1 成长能力：销量持续修复，营收同比继续改善	23
4.2 盈利能力：利润同比高增，费用拉低净利水平	24
4.3 营运能力：现金流有所下滑，运营效率保持平稳	26
5. 客车：下游需求平稳，板块盈利明显改善	26
5.1 成长能力：客车销量环比持平，板块营收略有下降	26
5.2 盈利能力：销量平稳，利润同比大幅改善	27
5.3 营运能力：现金流及周转效率均得到改善	29
6. 投资建议：	30
7. 风险提示	30

图表目录

图表 1：本次三季报业绩综述的样本构成情况	4
图表 2：汽车行业整体及子行业的营业收入变化情况（亿元）	5
图表 3：汽车行业整体及子行业的归母净利润变化情况（亿元）	5
图表 4：汽车行业整体及子行业的归母净利率变化情况	5
图表 5：汽车行业整体及子行业的毛利率变化情况	6
图表 6：汽车行业整体及子行业的期间费用率变化情况	6
图表 7：汽车行业整体及子行业的现金流占收入比例变化情况	6
图表 8：汽车行业整体及子行业的应收账款周转天数变化情况	7
图表 9：汽车行业整体及子行业的存货周转天数变化情况	7
图表 10：2023Q3 乘用车批发销量同比增长 3.4%	8
图表 11：2023Q3 乘用车行业新能源渗透率达 35.2%	8
图表 12：2023Q3 乘用车出口量同比增长 40.5%	8
图表 13：2023Q3 乘用车行业营业总收入同比增长 13.1%	9
图表 14：2023Q3 乘用车上市公司收入表现（亿元）	10
图表 15：2023Q3 乘用车板块归母净利润同比增长 33%	10
图表 16：2023Q3 乘用车板块归母净利率为 3.9%	10
图表 17：2023Q3 乘用车板块归母净利润同比增长 43%	11
图表 18：2023Q3 乘用车板块归母净利率为 3.4%	11
图表 19：2023Q3 乘用车上市公司归母净利润表现（亿元）	11
图表 20：2023Q3 乘用车板块（剔除上汽）毛利率 19.2%	12
图表 21：2023Q3 乘用车板块期间费用率为 11.3%	12
图表 22：碳酸锂价格下探	12
图表 23：2023Q3 乘用车上市公司毛利率表现	13
图表 24：2023Q3 乘用车板块投资收益同比下降 5.2%	13
图表 25：2023Q3 乘用车板块现金流占营收比重下滑	14
图表 26：2023Q3 乘用车板块周转天数下降	14

图表 27:	2023Q3 蔚来全新 EC6 上市.....	14
图表 28:	2023Q3 小鹏 2024 款 G9 上市.....	14
图表 29:	2023Q3 理想 L9Pro 上市	15
图表 30:	2023Q3 零跑 C01 超级增程上市.....	15
图表 31:	2023 年 1-9 月蔚来交付量及同比增速 (辆)	15
图表 32:	2023 年 1-9 月小鹏交付量及同比增速 (辆)	15
图表 33:	2023 年 1-9 月理想交付量及同比增速 (辆)	16
图表 34:	2023 年 1-9 月零跑交付量及同比增速 (辆)	16
图表 35:	2023Q3 中国汽车产量同比增长 4%	16
图表 36:	2023Q3 年零部件板块收入同比增长 10.13%	16
图表 37:	重点平台型和增量型零部件公司季度收入情况 (亿元)	17
图表 38:	2023Q3 零部件板块归母净利润同比增长 3.87%	17
图表 39:	2023Q3 零部件板块归母净利率为 5.52%	17
图表 40:	重点平台型和增量型零部件公司季度归母净利润情况 (亿元)	18
图表 41:	2023Q3 零部件板块毛利率为 18.09%	18
图表 42:	2023Q3 零部件板块期间费用率为 11.59%	18
图表 43:	特斯拉产业链重点零部件公司季度毛利率情况	18
图表 44:	2023Q3 零部件板块经营性现金流小幅下滑.....	19
图表 45:	2023Q3 零部件板块运营效率保持平稳.....	19
图表 46:	中国智能驾驶分级 (GB/T 40429—2021)	20
图表 47:	2023Q1 至 Q2 L2 方案智能驾驶分价格带装配率.....	21
图表 48:	2023Q3 智能化重点零部件上市公司收入表现 (亿元)	21
图表 49:	2023Q3 智能化重点零部件上市公司归母净利润表现 (亿元)	21
图表 50:	2023Q3 智能化重点零部件上市公司毛利率表现.....	22
图表 51:	2023Q3 智能化重点零部件上市公司研发费用率表现.....	22
图表 52:	2023Q3 智能化重点零部件上市公司经营现金流 (亿元)	22
图表 53:	2023Q3 智能化重点零部件上市公司应收账款天数.....	23
图表 54:	2023Q3 卡车行业销量同比增长 24.4%	23
图表 55:	2023Q3 重卡行业销量同比增长 52.4%	23
图表 56:	2023Q3 重卡出口销量同比增长 54.13%	24
图表 57:	2023Q3 卡车板块营业收入同比增长 28.1%	24
图表 58:	2023Q3 卡车上市公司营业收入表现 (亿元)	24
图表 59:	2023Q3 卡车板块归母净利润同比增长 698.9%	25
图表 60:	2023Q3 卡车板块归母净利率为 3.1%	25
图表 61:	2023Q3 卡车上市公司归母净利润表现 (亿元)	25
图表 62:	2023Q3 卡车板块毛利率为 16%	25
图表 63:	2023Q3 卡车板块期间费用率为 11.2%	25
图表 64:	2023Q3 卡车上市公司毛利率表现.....	26
图表 65:	2023Q3 卡车板块现金流环比下降 22%	26
图表 66:	2023Q3 卡车板块周转率保持平稳.....	26
图表 67:	2023Q3 客车行业销量同比下降 1.29%	27
图表 68:	2023Q3 大中客销量同比增长 30.1%	27
图表 69:	2023Q3 新能源客车销量同比增长 3%	27
图表 70:	2023Q3 客车收入同比增长 26.20%	27
图表 71:	客车板块分公司收入情况 (亿元)	27
图表 72:	2023Q3 客车板块归母净利润同比大幅改善.....	28
图表 73:	2023Q3 客车行业归母净利率为 3.72%	28
图表 74:	客车板块分公司季度归母净利润情况 (亿元)	28
图表 75:	2023Q3 客车行业毛利率同比提升 0.4pct	29
图表 76:	2023Q3 客车行业期间费用率同比提升 0.01pct	29
图表 77:	客车板块分公司毛利率情况	29
图表 78:	2023Q3 客车行业现金流大幅改善.....	30
图表 79:	2023Q3 客车行业周转率环比改善.....	30

1. 行业整体：产销环比增长助力业绩向上

2023年初行业降价潮导致消费者产生浓重观望情绪，随着国六b非RDE车型销售期的延长，车市价格体系逐步稳定，需求逐步复苏。随着各地汽车促销政策的持续实施以及行业新产品的不断投放，叠加出口持续高景气，三季度乘用车销量表现较好，推动行业整体收入实现环比增长，盈利能力有所提升，运营效率得到改善。乘用车板块智能化与电动化引领，自主崛起势头延续；零部件板块或智能化迎来突破性发展，优质公司出海开启全球化成长空间；商用车板块内需平稳，外需强劲，政策加码顺周期有望受益。

本次三季报业绩综述所取样本：1) 筛选原则：以中信汽车行业的划分标准为基础，剔除ST曙光、ST八菱、*ST越博，调整一汽解放至卡车子行业。2) 筛选结果：共统计分析了206家上市企业，其中9家乘用车企业，8家卡车企业，6家客车企业，183家零部件企业。详见如下表。

图表1：本次三季报业绩综述的样本构成情况

所属子行业	样本数量	公司名称
乘用车	9	海马汽车、长安汽车、比亚迪、上汽集团、江淮汽车、北汽蓝谷、赛力斯、广汽集团、长城汽车
卡车	8	潍柴动力、一汽解放、江铃汽车、中国重汽、中集车辆、东风汽车、福田汽车、汉马科技
客车	6	安凯客车、中通客车、宇通客车、亚星客车、金杯汽车、金龙汽车
零部件	183	银轮股份、亚太股份、华阳集团、德赛西威、精锻科技、贝斯特、凌云股份、福耀玻璃、均胜电子、华域汽车、爱柯迪、拓普集团、星宇股份、新泉股份、保隆科技、浙江仙通、旭升集团、伯特利、继峰股份等

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

样本数据口径说明：由于2020-2021年部分样本公司发生会计政策调整，营业成本及各项费用口径可能发生变化，为保证数据同比变化的可比性，对部分营业成本及各项费用做追溯调整。

2023Q3汽车产销延续增长态势，行业收入同环比均有所增长，其中乘用车与零部件板块增速较为领先。2023Q3行业整体实现营业总收入8703亿元，同比增长14.2%，环比增长9.1%，其中乘用车同比+13.1%，环比+13.2%，卡车同比+28.1%，环比-1.9%，客车同比+26.2%，环比-1.5%，零部件同比+10.1%，环比+7.1%，乘用车与零部件板块收入环比提升显著。

图表2：汽车行业整体及子行业的营业收入变化情况（亿元）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
营业总收入	6455	5785	7618	8353	6872	7980	8703	14.2%	9.1%
乘用车	3581	3109	4495	5008	3757	4493	5085	13.1%	13.2%
卡车	930	886	882	883	1090	1151	1129	28.1%	-1.9%
客车	90	111	126	213	99	161	159	26.2%	-1.5%
零部件	1854	1679	2116	2249	1927	2175	2330	10.1%	7.1%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

产销规模增长推动行业盈利向上。2023Q3 行业整体实现归母净利润 368 亿元，同比增长 31.6%，环比增长 20.1%，归母净利率为 4.23%，同比提升 0.56pct，环比提升 0.39pct。

图表3：汽车行业整体及子行业的归母净利润变化情况（亿元）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
归母净利润	241	194	280	141	264	307	368	31.6%	20.1%
乘用车	134	96	149	65	142	126	199	33.0%	57.5%
卡车	20	12	4	27	32	49	35	698.9%	-27.8%
客车	-5	-3	2	4	2	4	6	154.8%	35.3%
零部件	91	90	124	45	88	127	129	3.9%	0.9%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表4：汽车行业整体及子行业的归母净利率变化情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
归母净利率	3.73%	3.36%	3.67%	1.69%	3.84%	3.84%	4.23%	0.56pct	0.39pct
乘用车	3.73%	3.10%	3.32%	1.30%	3.77%	2.81%	3.91%	0.58pct	1.10pct
卡车	2.19%	1.30%	0.50%	3.11%	2.89%	4.24%	3.12%	2.62pct	-1.12pct
客车	-5.22%	-3.06%	1.84%	1.70%	2.12%	2.71%	3.72%	1.88pct	1.01pct
零部件	4.93%	5.34%	5.85%	2.02%	4.59%	5.86%	5.52%	-0.33pct	-0.34pct

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

毛利率角度，2023Q3 行业整体毛利率回升。2023Q3 行业整体毛利率为 17.04%，同比提升 1.61pct，环比提升 1.53pct。卡车、客车、零部件板块毛利率分别环比变化+0.86pct/+1.46pct/-0.10pct，剔除上汽后，乘用车板块毛利率环比提升 3.43pct。

图表5：汽车行业整体及子行业的毛利率变化情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
毛利率	13.98%	14.53%	15.43%	15.87%	15.40%	15.51%	17.04%	1.61pct	1.53pct
乘用车	12.64%	13.84%	15.00%	15.06%	14.49%	14.25%	16.73%	1.73pct	2.48pct
卡车	13.77%	13.26%	12.62%	15.77%	14.35%	15.17%	16.03%	3.41pct	0.86pct
客车	13.72%	14.64%	18.21%	17.15%	16.05%	17.15%	18.61%	0.40pct	1.46pct
零部件	16.68%	16.47%	17.34%	17.59%	17.72%	18.19%	18.09%	0.75pct	-0.10pct

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

期间费用率角度，2023Q3 期间费用率环比提升。2023Q3 行业整体期间费用率为 11.38%，同比提升 0.59pct，环比提升 0.81pct。各板块期间费用率均环比向上，乘用车、卡车、客车、零部件期间费用率分别环比提升 0.64pct/1.06pct/1.72pct/0.99pct。

图表6：汽车行业整体及子行业的期间费用率变化情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
期间费用率	10.48%	10.49%	10.79%	11.78%	11.61%	10.57%	11.38%	0.59pct	0.81pct
乘用车	9.68%	9.87%	10.60%	11.32%	11.56%	10.62%	11.26%	0.66pct	0.64pct
卡车	10.44%	10.56%	11.74%	12.87%	10.14%	10.10%	11.15%	-0.58pct	1.06pct
客车	18.43%	14.60%	13.87%	13.79%	15.72%	12.16%	13.88%	0.01pct	1.72pct
零部件	11.67%	11.35%	10.61%	12.20%	12.33%	10.60%	11.59%	0.98pct	0.99pct

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

现金流占比环比下降，周转天数有所下降。2023Q3 行业整体应收账款周转天数为 43.94 天，同比增长 0.11 天，环比下降 1.05 天，存货周转天数为 48.71 天，同比下降 0.70 天，环比下降 4.23 天，应收账款周转天数与存货周转天数环比均有不同程度下降。2023Q3 经营性现金流占比为 10.54%，同比+1.61pct，环比-6.98pct。

图表7：汽车行业整体及子行业的现金流占收入比例变化情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
现金流占比	-2.23%	14.18%	8.92%	10.41%	0.66%	17.51%	10.54%	1.61pct	-6.98pct
乘用车	-2.87%	19.44%	13.31%	11.40%	-0.70%	20.50%	9.84%	-3.47pct	-10.66pct
卡车	-9.19%	8.99%	0.01%	-0.32%	2.16%	20.13%	15.98%	15.97pct	-4.15pct
客车	-13.84%	-1.39%	11.48%	24.20%	-1.18%	24.07%	30.40%	18.91pct	6.32pct
零部件	3.07%	8.19%	3.17%	11.11%	2.57%	9.46%	8.06%	4.88pct	-1.40pct

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表8：汽车行业整体及子行业的应收账款周转天数变化情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
应收账款周转天数	47.90	55.89	43.83	40.75	49.67	44.99	43.94	0.11	-1.05
乘用车	30.31	36.84	25.46	23.20	31.23	27.43	26.45	0.99	-0.98
卡车	44.56	52.43	54.59	51.13	43.24	46.03	46.34	-8.26	0.30
客车	179.99	139.38	122.40	70.51	139.28	81.19	78.73	-43.68	-2.46
零部件	77.16	87.47	73.69	72.95	84.65	78.03	78.57	4.89	0.54

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表9：汽车行业整体及子行业的存货周转天数变化情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
存货周转天数	49.29	59.06	49.41	47.61	59.93	52.95	48.71	-0.70	-4.23
乘用车	36.14	47.44	39.29	39.13	55.21	47.94	42.71	3.42	-5.22
卡车	62.03	66.24	65.52	62.62	51.13	50.42	50.31	-15.22	-0.11
客车	101.40	84.68	78.37	42.88	85.57	52.98	50.41	-27.97	-2.58
零部件	65.77	75.11	62.48	61.04	72.79	64.63	60.92	-1.56	-3.71

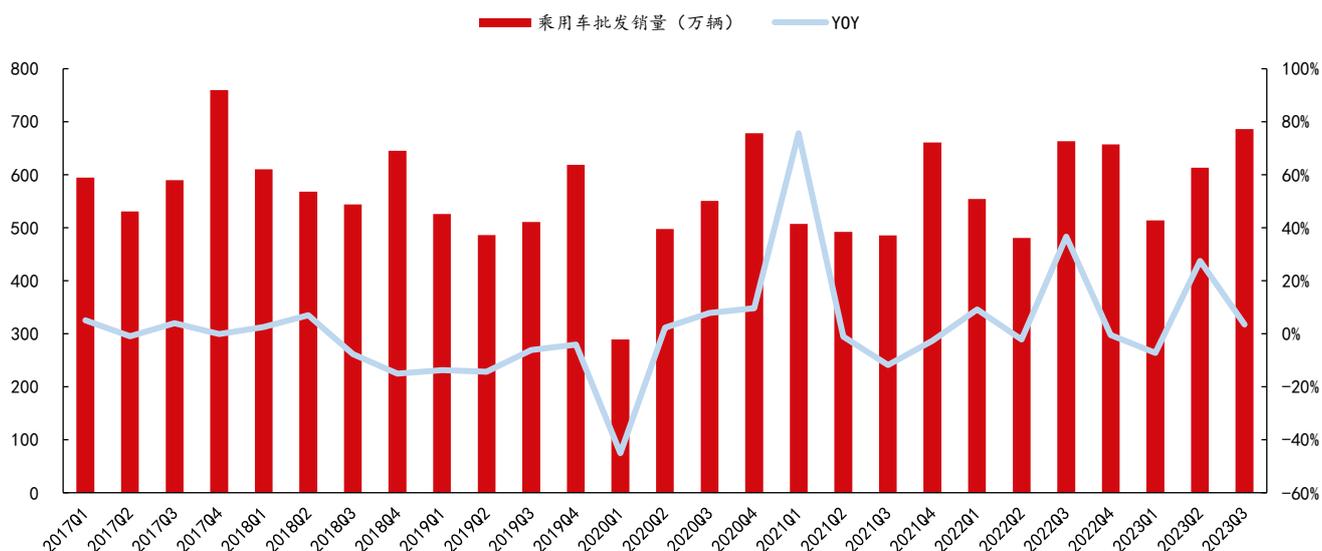
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2. 乘用车：销量提升推动收入向上，盈利环比提升

2.1 成长能力：乘用车销量提升助力板块收入同环比增长

2023Q3 行业需求提升，销量维持较强增长态势。2023 年初行业降价潮导致消费者产生浓重观望情绪，随着国六 b 非 RDE 车型销售期的延长，车市价格体系逐步稳定，需求逐步复苏。随着各地汽车促销政策的持续实施以及行业新产品的不断投放，叠加出口持续高景气，三季度乘用车销量表现较好。2023Q3 批发销量为 686.0 万辆，同比增长 3.4%，环比增长 11.9%。

图表10: 2023Q3 乘用车批发销量同比增长 3.4%

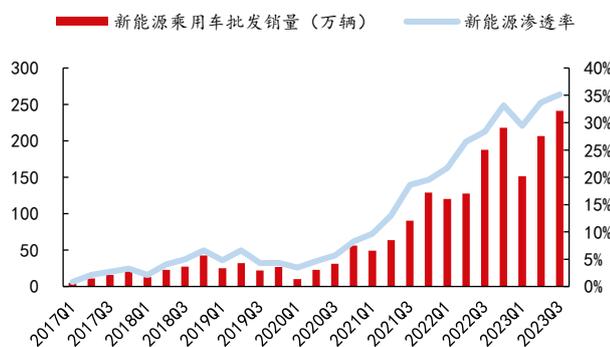


资料来源: 中汽协, 国联证券研究所整理

新能源渗透率持续增长。2023Q3 新能源乘用车销量 241.2 万辆, 同比增长 28.4%, 新能源渗透率提升至 35.2%, 同比+6.8pct, 环比+1.5pct, 新能源渗透率持续向上。

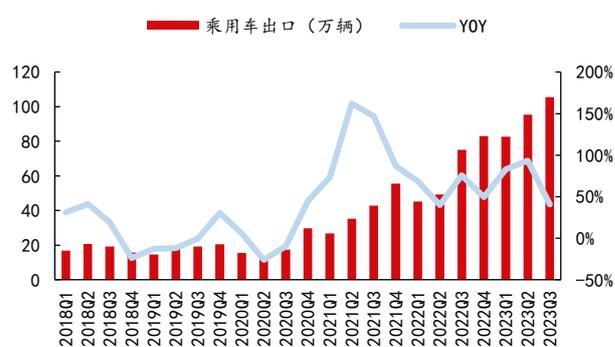
乘用车出口维持高景气。2023Q3 乘用车出口量为 105.5 万辆, 同比增长 40.5%, 环比增长 10.7%。国内车企加速布局海外市场, 出口维持高景气。

图表11: 2023Q3 乘用车行业新能源渗透率达 35.2%



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

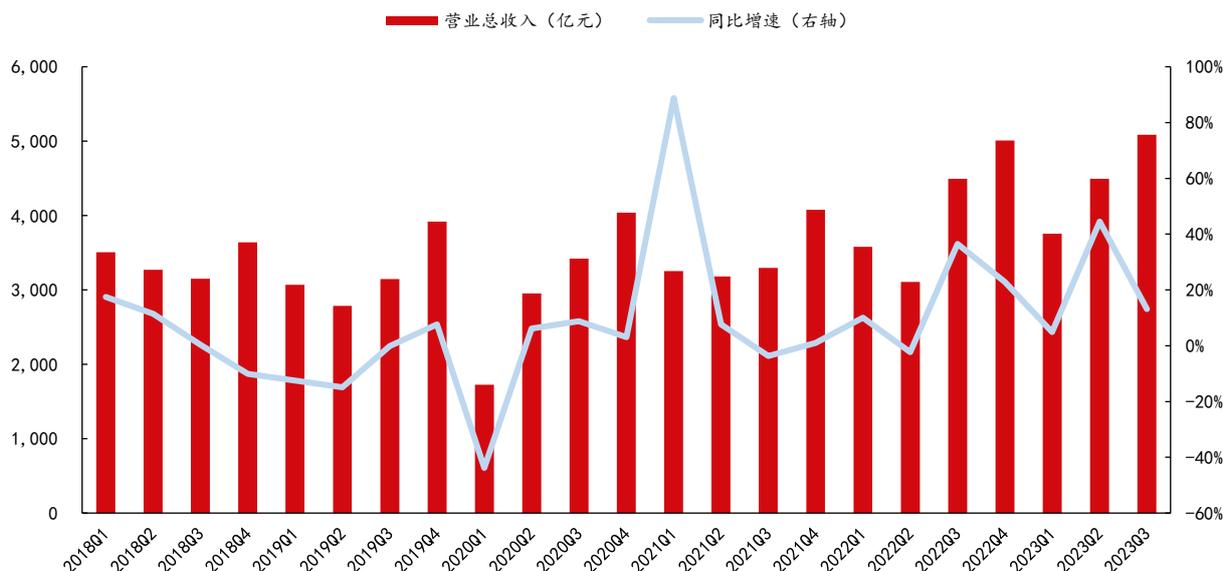
图表12: 2023Q3 乘用车出口量同比增长 40.5%



资料来源: 海关总署, 国联证券研究所

销量提升带动 2023Q3 乘用车板块收入增长。2023Q3 乘用车板块实现营业总收入 5085 亿元, 同比增长 13.1%, 环比增长 13.2%。2023Q3 乘用车行业新品频出, 消费需求有所提升, 销量增长推动乘用车行业收入显著增长。

图表13：2023Q3 乘用车行业营业总收入同比增长 13.1%



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

分车企来看，比亚迪表现持续亮眼，长安营收同环比高增。2023Q3 除海马、江淮、赛力斯外，乘用车上市公司营收均实现环比向上。比亚迪销量屡创新高，营收同环比均呈现高速增长态势，2023Q3 销量为 82.40 万辆，同比增长 53.0%，环比增长 17.1%，新能源市场市占率 34.2%，2023Q3 营收 1621.5 亿元，同比增长 38.5%，环比增长 15.9%。

长安汽车 2023Q3 销量 65.4 万辆，同比增长 7.6%，环比增长 17.8%，新能源销量汽车高速增长，2023Q3 长安自主品牌新能源销量 13.1 万辆，同比+83.0%，环比+42.7%，新能源占比 20.0%，同比+7.1pct，环比+4.9pct。2023Q3 实现营收 427.1 亿元，同比增长 48.4%，环比增长 38.1%。

长城汽车受新能源与海外放量拉动，2023Q3 销量向上带动营收快速恢复，2023Q3 销量 34.5 万辆，同比+21.5%，环比+15.2%，其中新能源与海外占比分别同比提升 0.51pct/1.41pct，2023Q3 营收 495.3 亿元，同比+32.6%，环比+21.0%。

上汽集团 2023Q3 实现销量 130.6 万辆，同比下降 15.0%，环比增长 10.6%，实现营收 1967.9 元，同比下降 6.9%，环比增长 8.9%。广汽集团 2023Q3 实现销量 63.1 万辆，同比下降 6.5%，环比增长 1.3%，实现营收 362.7 元，同比增长 32.6%，环比增长 21.0%。

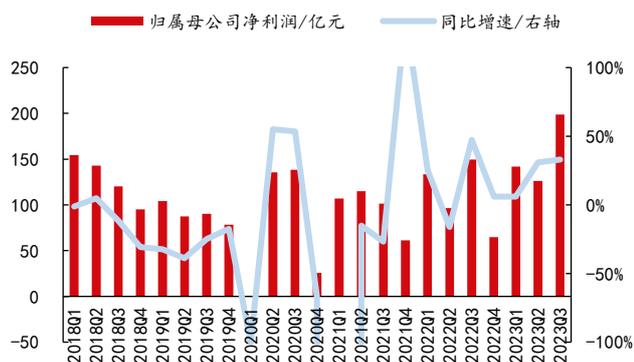
图表14：2023Q3 乘用车上市公司收入表现（亿元）

证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
000572.SZ	海马汽车	7.2	5.6	4.7	6.6	10.4	6.6	2.4	-49.2%	-63.7%
000625.SZ	长安汽车	345.8	220.0	287.8	359.0	345.6	309.4	427.1	48.4%	38.1%
002594.SZ	比亚迪	668.3	837.8	1170.8	1563.7	1201.7	1399.5	1621.5	38.5%	15.9%
600104.SH	上汽集团	1824.7	1335.2	2114.2	2166.5	1459.2	1806.4	1967.9	-6.9%	8.9%
600418.SH	江淮汽车	97.8	80.3	97.9	89.8	107.9	116.2	115.7	18.2%	-0.4%
600733.SH	北汽蓝谷	17.3	17.5	22.3	38.1	25.0	32.7	35.4	58.8%	8.1%
601127.SH	赛力斯	51.3	72.8	107.1	109.8	50.9	59.4	56.5	-47.3%	-4.9%
601238.SH	广汽集团	232.7	254.2	316.8	296.4	265.6	353.5	362.7	14.5%	2.6%
601633.SH	长城汽车	336.2	285.1	373.5	378.6	290.4	409.3	495.3	32.6%	21.0%

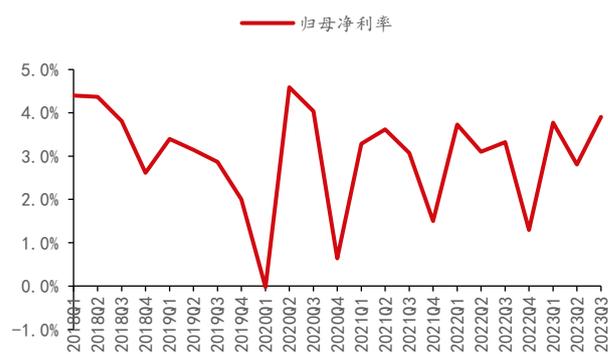
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2 盈利能力：受益于规模效应及成本向下，盈利能力环比提升

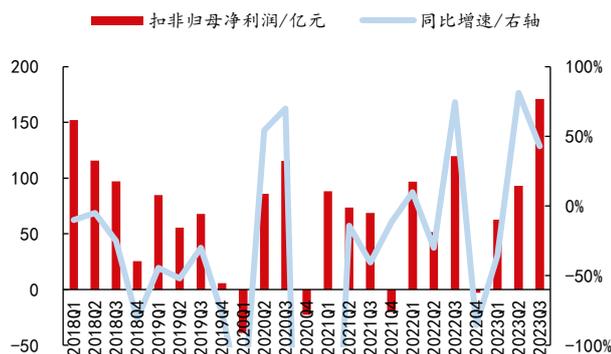
2023Q3 乘用车板块盈利表现环比提升。2023Q3 乘用车板块实现归母净利润 198.6 亿元，同比增长 33.0%，环比增长 57.5%；归母净利率为 3.9%，同比增长 0.6pct，环比增长 1.1pct。2023Q3 乘用车板块实现扣非归母净利润 171.2 亿元，同比增长 42.9%，环比增长 83.8%；扣非归母净利率为 3.4%，同比增长 0.7pct，环比增长 1.3pct。归母净利率环比有所增长主要系比亚迪、长安汽车、长城汽车产品放量带动盈利能力提升所致。

图表15：2023Q3 乘用车板块归母净利润同比增长 33%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表16：2023Q3 乘用车板块归母净利率为 3.9%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表17：2023Q3 乘用车板块归母净利润同比增长43%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表18：2023Q3 乘用车板块归母净利率为3.4%


资料来源：Wind，国联证券研究所

分车企来看，盈利表现存在分化。比亚迪受益于规模效应以及降本，单车盈利环比提升，利润高增长，2023Q3 实现归母净利润 104.1 亿元，同比增长 82.2%，环比增长 52.9%，单车归母净利达 1.14 万元，环比 Q2 的 0.87 万元显著提升。受益于销量增长，长城汽车与长安汽车盈利表现亮眼，2023Q3 长城汽车实现归母净利润 36.3 亿元，同比增长 41.9%，环比增长 206.1%，归母净利润同环比均实现高速增长；长安汽车实现归母净利润 22.3 亿元，同比增长 113.9%，环比增长 226.5%。

受合资品牌影响，上汽集团与广汽集团盈利同比有所下滑。2023Q3 上汽集团实现归母净利润 43.2 亿元，同比下降 24.7%，环比增长 0.5%，广汽集团实现归母净利润 15.4 亿元，同比下降 33.2%，环比增长 8.1%。

图表19：2023Q3 乘用车上市公司归母净利润表现（亿元）

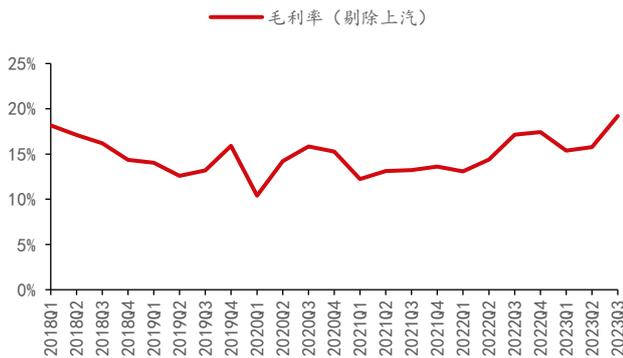
证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
000572.SZ	海马汽车	-0.6	-0.4	-1.0	-13.8	-0.5	-0.1	-0.9	-11.7%	643.7%
000625.SZ	长安汽车	45.4	13.2	10.4	9.0	69.7	6.8	22.3	113.9%	226.5%
002594.SZ	比亚迪	8.1	27.9	57.2	73.1	41.3	68.2	104.1	82.2%	52.6%
600104.SH	上汽集团	55.2	13.9	57.4	34.7	27.8	43.0	43.2	-24.7%	0.5%
600418.SH	江淮汽车	-2.9	-4.2	-0.7	-8.0	1.5	0.1	0.3	-140.1%	299.7%
600733.SH	北汽蓝谷	-9.6	-12.2	-13.2	-19.7	-8.9	-10.9	-12.7	-3.5%	16.9%
601127.SH	赛力斯	-8.4	-8.9	-9.5	-11.6	-6.3	-7.2	-9.5	0.2%	32.1%
601238.SH	广汽集团	30.1	27.4	23.1	0.1	15.4	14.3	15.4	-33.2%	8.1%
601633.SH	长城汽车	16.3	39.7	25.6	1.1	1.7	11.9	36.3	41.9%	206.1%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

销量提升叠加锂价下行，乘用车整体毛利率有所提升。2023Q3 乘用车板块毛利率（剔除上汽）为 19.2%，同比提升 2.0pct，环比提升 3.4pct。分车企来看，比亚迪销量屡创新高，规模效应进一步凸显，2023Q3 比亚迪毛利率为 22.1%，同比提升 3.2pct，环比提升 3.4pct。长安汽车与长城汽车同样受益于销量的快速增长，2023Q3 毛利率环比分别提升 2.0pct 和 4.3pct。

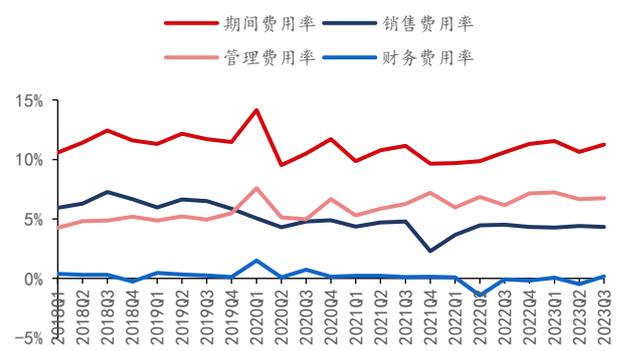
销售与管理费用率维持稳定，财务费用率环比提升。2023Q3 乘用车板块期间费用率为 11.3%，同比提升 0.7pct，环比提升 0.6pct。其中，销售费用率为 4.3%，同比下滑 0.2pct，环比下滑 0.1pct；管理费用率（含研发）6.7%，同比提升 0.6pct，环比提升 0.1pct；财务费用率 0.2%，同比提升 0.2pct，环比提升 0.6pct。2023Q3 财务费用率环比增长主要系 2023Q2 汇兑损益导致财务费用率较低，2023Q3 财务费用率回归常态。

图表20：2023Q3 乘用车板块（剔除上汽）毛利率 19.2%



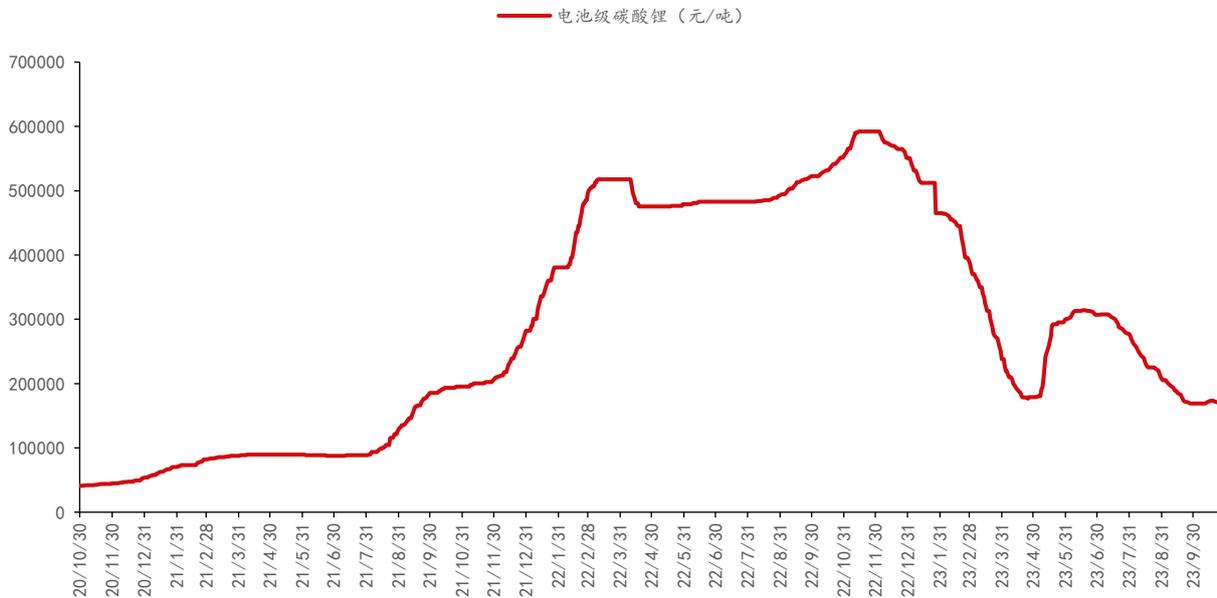
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表21：2023Q3 乘用车板块期间费用率为 11.3%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表22：碳酸锂价格下探



资料来源：上海有色网，国联证券研究所整理

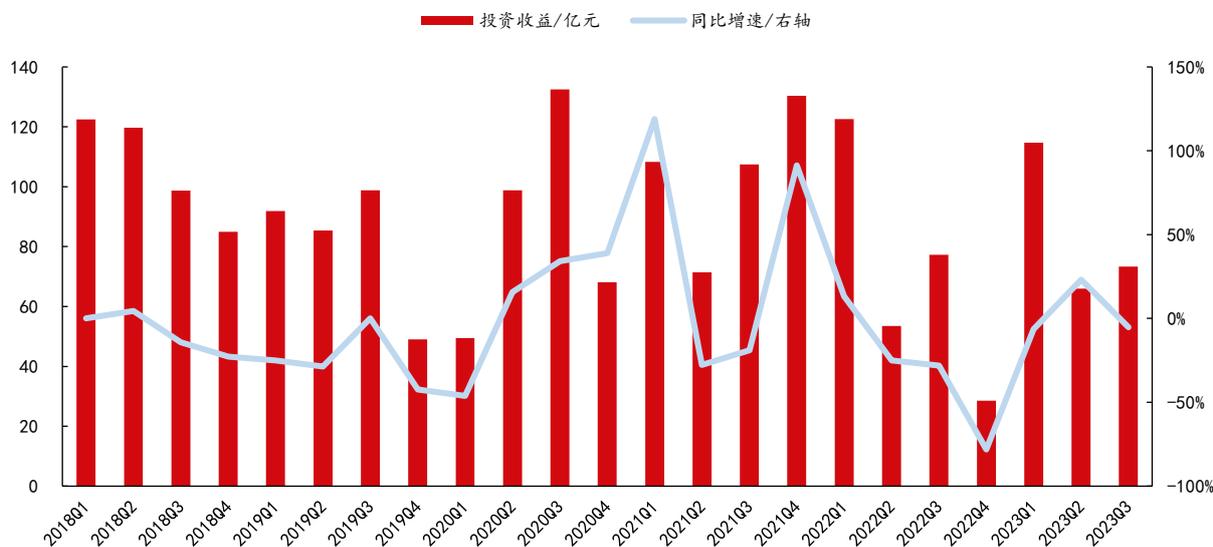
图表23：2023Q3 乘用车上市公司毛利率表现

证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
000572.SZ	海马汽车	22.7%	13.9%	12.4%	-5.1%	8.5%	17.0%	9.5%	-2.9%	-7.5%
000625.SZ	长安汽车	18.2%	22.4%	21.3%	20.9%	18.6%	16.4%	18.4%	-2.9%	2.0%
002594.SZ	比亚迪	12.4%	14.4%	19.0%	19.0%	17.9%	18.7%	22.1%	3.2%	3.4%
600104.SH	上汽集团	9.4%	9.6%	9.9%	9.5%	9.8%	9.5%	10.5%	0.5%	0.9%
600418.SH	江淮汽车	7.1%	7.5%	8.6%	11.4%	11.7%	12.0%	11.1%	2.5%	-0.9%
600733.SH	北汽蓝谷	-5.6%	-3.3%	-9.0%	-3.6%	-8.6%	-2.3%	-4.8%	4.2%	-2.6%
601127.SH	赛力斯	6.7%	7.7%	12.7%	14.5%	8.9%	4.2%	7.6%	-5.1%	3.4%
601238.SH	广汽集团	6.6%	6.7%	6.5%	10.2%	4.6%	6.4%	10.5%	4.0%	4.0%
601633.SH	长城汽车	17.2%	19.8%	22.5%	17.9%	16.1%	17.4%	21.7%	-0.8%	4.3%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

合资品牌销量环比增长，投资收益较为稳定。2023Q3 合资品牌销量为 296.5 万辆，同比下滑 11.7%，环比增长 4.9%。2023Q3 乘用车板块投资收益为 73.3 亿元，同比下滑 5.2%，环比增长 11.2%。环比增长主要系 2023Q3 车市需求较好带动合资品牌销量环比增长所致，行业整体合资利润贡献较为稳定。

图表24：2023Q3 乘用车板块投资收益同比下降 5.2%

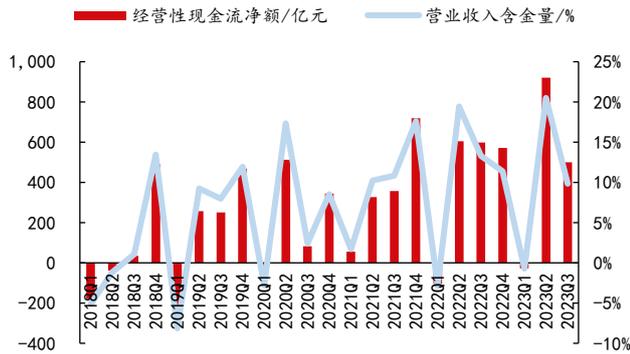


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.3 营运能力：现金流占比环比下滑，周转天数有所下降

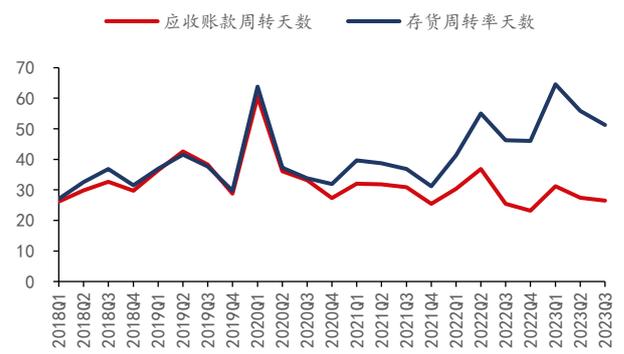
现金流占比环比下滑，周转天数有所下降。2023Q3 乘用车板块经营性现金流净额为 500.4 亿元，占营收的比例为 9.8%，同比下滑 3.5pct，环比下滑 10.7pct，现金流占营收比重有所下滑。周转率方面，2023Q3 乘用车板块应收账款周转天数 26.5 天，同比增长 1.0 天，环比减少 1.0 天，存货周转天数 51.3 天，同比增长 5.1 天，环比减少 4.6 天，运营效率提升。

图表25：2023Q3 乘用车板块现金流占营收比重下滑



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表26：2023Q3 乘用车板块周转天数下降



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.4 新势力：2023Q3 新品迭出，新势力销量同比高增

2023Q3 新势力车企新品迭出。2023Q3 新势力相继发布新品扩充自身产品矩阵。蔚来全新 EC6 应用碳化硅功率模块，标配低滚阻轮胎，整车能耗进一步优化。小鹏通过扶摇架构赋能 2024 款 G9，拥有 XNGP 全场景智能驾驶功能。理想 L9Pro 通过更具性价比的配置使 L9 车系能够为用户提供更多选择。零跑 C01 超级增程综合续航里程为 1176-1276km，为消费者解决补能焦虑。

图表27：2023Q3 蔚来全新 EC6 上市



资料来源：蔚来汽车，国联证券研究所

图表28：2023Q3 小鹏 2024 款 G9 上市



资料来源：小鹏汽车，国联证券研究所

图表29: 2023Q3 理想 L9Pro 上市



资料来源: 理想汽车, 国联证券研究所

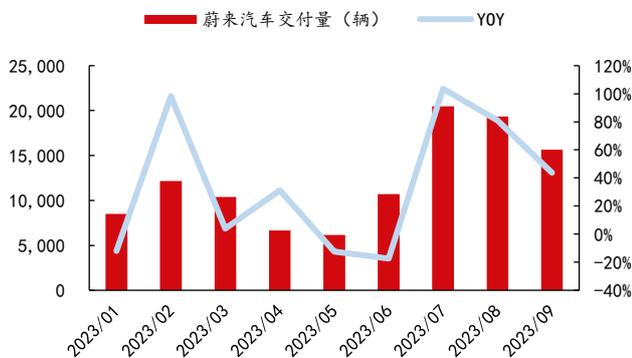
图表30: 2023Q3 零跑 C01 超级增程上市



资料来源: 零跑汽车, 国联证券研究所

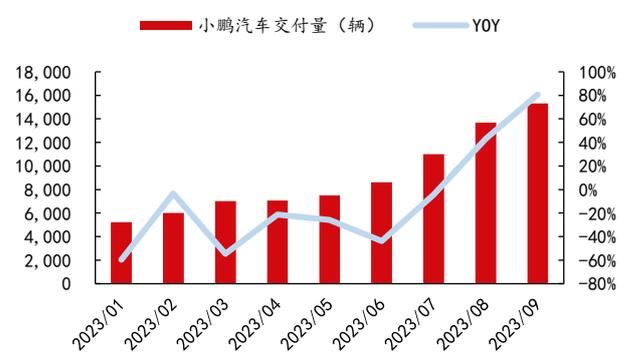
产品矩阵逐步丰富, 新势力销量高增。2023Q3 单季度交付量情况来看, 理想汽车交付 8.65 万辆, 同比增长 296.3%, 环比增长 21.5%; 小鹏汽车交付 2.32 万辆, 同比增长 35.3%, 环比增长 72.4%; 蔚来汽车交付 2.35 万辆, 同比增长 75.4%, 环比增长 135.7%; 零跑汽车交付 3.40 万辆, 同比增长 24.5%, 环比增长 30.4%。小鹏 G6、零跑 C01 等优质产品助推新势力车企交付量快速提升。随着新势力车企在电动智能化领域的不断突破, 产品交付量有望继续维持快速增长。

图表31: 2023年1-9月蔚来交付量及同比增速(辆)



资料来源: 蔚来汽车, 国联证券研究所

图表32: 2023年1-9月小鹏交付量及同比增速(辆)



资料来源: 小鹏汽车, 国联证券研究所

图表33：2023年1-9月理想交付量及同比增速（辆）



资料来源：理想汽车，国联证券研究所

图表34：2023年1-9月零跑交付量及同比增速（辆）



资料来源：零跑汽车，国联证券研究所

3. 零部件：谈价落地，板块盈利能力略有下滑

3.1 成长能力：需求提升、供给优化支撑板块收入保持较好增长

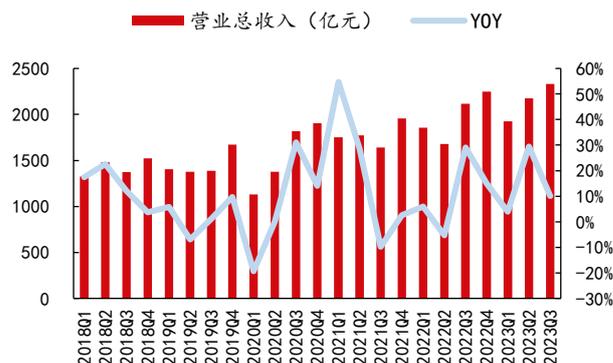
下游需求持续提升，2023Q3 汽车产量稳定增长。2023Q3 国内主机厂价格战逐步缓解，各地促消费政策落地及优质供给频出，叠加出口持续高增长，Q3 汽车产量达到 782.6 万辆，同比增长 4%，环比增长 11.4%。受益于产销增长，零部件板块 Q3 实现营业收入 2330 亿元，同比增长 10.13%，环比增长 7.14%。

图表35：2023Q3 中国汽车产量同比增长 4%



资料来源：中汽协，国联证券研究所

图表36：2023Q3 年零部件板块收入同比增长 10.13%



资料来源：Wind，国联证券研究所

分公司来看，特斯拉变革系列、平台型和增量零部件公司 Q3 依然表现亮眼，如新泉股份、伯特利、星宇股份、拓普集团等，受益于核心客户销量环比提升、新车型发放量，收入同比增速高于零部件板块及下游整车产销。同时，受益于重卡行业持续复苏，潍柴动力 Q3 实现营业收入 542.48 亿元，同比增长 23.90%。

(注：特斯拉变革系列，指特斯拉引领产业变革，加速电动化、智能化升级，部分细分领域长期来看将迎来技术、价值持续提升，如底盘电子、热管理、轻量化、内

饰件、其他综合类等，其中部分企业对于特斯拉有较高价值量配套。)

图表37：重点平台型和增量型零部件公司季度收入情况（亿元）

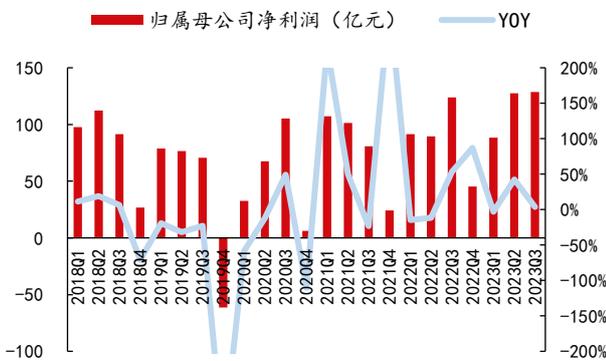
证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	QOQ	YOY
603179.SH	新泉股份	14.90	13.23	19.08	22.26	21.73	24.59	26.87	9.24%	40.81%
603596.SH	伯特利	10.14	11.00	15.70	18.55	15.00	15.95	20.11	26.08%	28.05%
002126.SZ	银轮股份	20.55	18.12	21.34	24.79	25.55	27.07	27.30	0.85%	27.94%
601799.SH	星宇股份	21.32	15.86	22.46	22.84	19.23	25.02	28.12	12.40%	25.23%
000338.SZ	潍柴动力	451.88	456.36	437.83	446.34	534.34	527.01	542.48	2.93%	23.90%
601689.SH	拓普集团	37.45	30.49	43.09	48.89	44.69	46.92	49.91	6.38%	15.82%
600480.SH	凌云股份	41.51	37.35	41.51	46.52	39.63	46.91	47.50	1.25%	14.43%
600741.SH	华域汽车	373.70	313.79	445.64	449.54	368.15	401.55	445.89	11.04%	0.06%
603305.SH	旭升集团	9.92	10.02	12.71	11.89	11.73	11.87	12.15	2.33%	-4.43%

资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2 盈利能力：价格战影响落地，Q3 盈利水平略有下滑

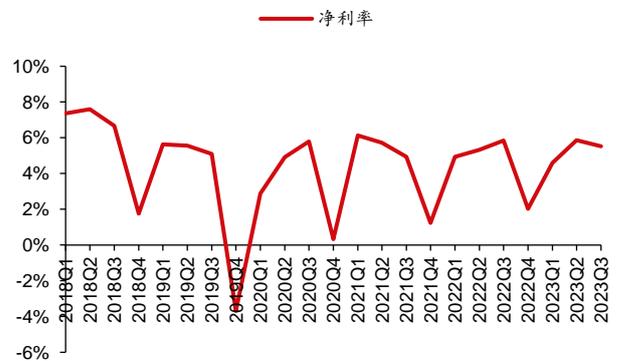
Q3 主机厂谈价落地，板块盈利水平略有下滑。2023Q3 零部件板块实现归母净利润 129 亿元，同比增长 3.87%，环比增长 0.89%。对应净利率为 5.52%，同比下滑 0.33pct，环比下滑 0.34pct，净利率同环比小幅下滑主要受主机厂谈价落地影响。

图表38：2023Q3 零部件板块归母净利润同比增长 3.87%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表39：2023Q3 零部件板块归母净利率为 5.52%



资料来源：Wind，国联证券研究所

分公司来看，特斯拉变革系列、平台型和增量型零部件公司表现较好，如新泉股份、银轮股份、伯特利、星宇股份等。商用车核心供应商潍柴动力 Q3 实现归母净利润 26.02 亿元，同比增长 181.20%，环比增长 27.34%。

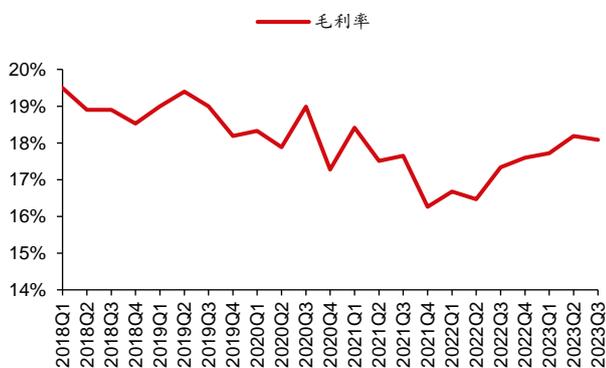
图表40：重点平台型和增量型零部件公司季度归母净利润情况（亿元）

证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	QOQ	YOY
000338.SZ	潍柴动力	11.03	13.35	9.25	15.93	18.56	20.43	26.02	27.34%	181.20%
000581.SZ	威孚高科	7.21	3.70	1.76	-11.48	4.15	5.34	3.73	-30.09%	112.64%
600480.SH	凌云股份	0.91	0.51	0.74	1.22	0.84	2.39	1.20	-49.90%	61.55%
002126.SZ	银轮股份	0.70	0.61	1.00	1.52	1.27	1.59	1.58	-0.25%	58.10%
603179.SH	新泉股份	0.83	0.84	1.47	1.56	1.52	2.24	1.86	-16.92%	26.42%
603596.SH	伯特利	1.38	1.42	1.98	2.21	1.72	1.83	2.39	30.56%	21.10%
601799.SH	星宇股份	2.70	1.88	2.96	1.87	2.04	2.63	3.15	19.73%	6.24%
601689.SH	拓普集团	3.86	3.22	5.01	4.91	4.50	6.44	5.03	-21.87%	0.43%

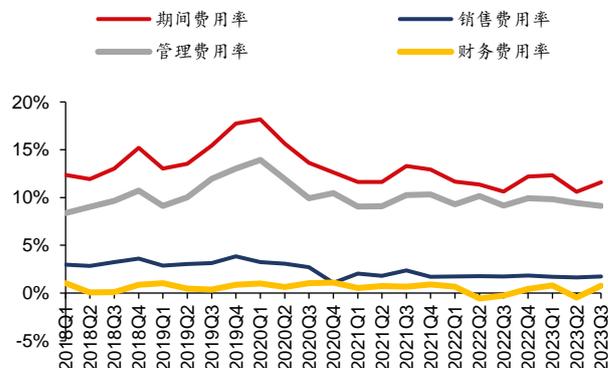
资料来源：Wind，国联证券研究所

从毛利率来看，2023Q3 零部件板块毛利率为 18.09%，同比提升 0.75pct，环比下滑 0.1pct，同比提升主要受益于产能利用率提升，环比下滑主要系主机厂谈价在 Q3 落地，零部件价格承压。

从期间费用率来看，2023Q3 零部件板块期间费用率为 11.59%，同比提升 0.98pct，环比提升 0.99pct，同环比均有提升。其中，销售费用率为 1.73%，同比提升 0.01pct，环比提升 0.09pct；管理费用率为 9.1%，同比下滑 0.06pct，环比下滑 0.31pct，同环比均有改善；财务费用率为 0.76%，同比提升 1.04%，环比提升 1.22%，主要系人民币汇率波动影响，部分公司汇兑收益减少。

图表41：2023Q3 零部件板块毛利率为 18.09%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表42：2023Q3 零部件板块期间费用率为 11.59%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表43：特斯拉产业链重点零部件公司季度毛利率情况

证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	QOQ	YOY
600480.SH	凌云股份	15.10%	13.93%	14.71%	15.25%	15.30%	16.44%	16.60%	0.17%	1.9%
603305.SH	旭升集团	20.28%	22.61%	25.57%	26.26%	25.78%	24.26%	25.30%	1.04%	-0.27%
601689.SH	拓普集团	20.77%	22.09%	24.01%	19.86%	21.85%	23.28%	22.67%	-0.61%	-1.34%
002126.SZ	银轮股份	19.24%	19.85%	20.98%	19.34%	20.18%	20.91%	21.99%	1.08%	1.01%
603179.SH	新泉股份	19.46%	18.94%	19.44%	20.63%	19.79%	19.92%	19.49%	-0.43%	0.04%
603596.SH	伯特利	22.50%	21.80%	21.78%	23.34%	21.50%	22.75%	22.61%	-0.14%	0.82%
600741.SH	华域汽车	13.85%	13.33%	13.98%	15.38%	13.88%	12.54%	12.27%	-0.27%	-1.72%
601799.SH	星宇股份	22.38%	24.08%	22.93%	21.32%	21.54%	21.90%	21.09%	-0.81%	-1.84%

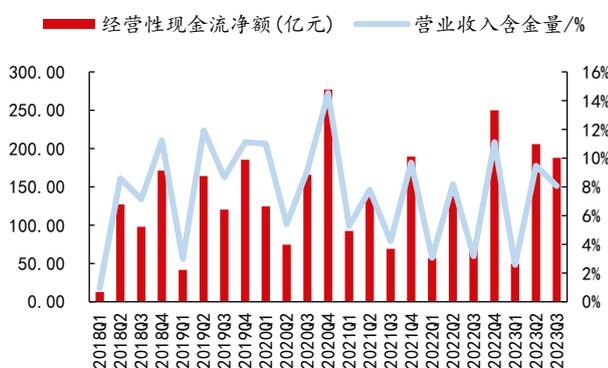
资料来源：Wind，国联证券研究所

3.3 营运能力：现金流环比下滑，运营效率保持平稳

零部件板块经营性现金流环比下滑，运营效率保持平稳。2023Q3 零部件板块经营性现金流为 187.68 亿元，同比增长 4.88%，环比下滑 8.73%。

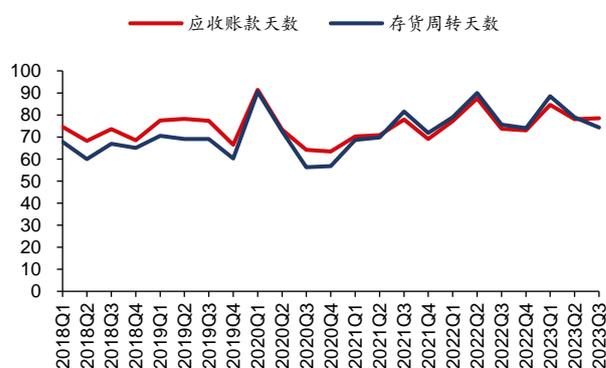
受益于经济持续稳定复苏，2023Q3 零部件板块应收账款天数和存货周转天数均保持稳定，其中应收账款天数为 79 天，环比增加 1 天，库存周转天数为 74 天，环比下降 5 天。

图表44：2023Q3 零部件板块经营性现金流小幅下滑



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表45：2023Q3 零部件板块运营效率保持平稳



资料来源：Wind，国联证券研究所

3.4 智能化零部件：智驾加速，优质公司持续成长

为了进一步提升车型竞争力、扩大市场份额，优质自主品牌已经把提升新车型的智能驾驶水平作为下一步重点工作。目前国内智能驾驶汽车已发展至辅助驾驶阶段，根据高工智能汽车数据，2022 年中国市场（不含进出口）乘用车前装标配辅助驾驶（L0-L2）交付 1001.22 万辆，前装搭载率首次超过 50%。

政策端连续助力，有望加快高级别智能驾驶落地节奏：

1) 2022 年 11 月 2 日，工信部与公安部联合发布《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知（征求意见稿）》，目的是基于试点实证积累管理经验，支撑相关法律法规、技术标准制修订，推进健全完善智能网联汽车生产准入管理体系和道路交通安全管理体系。我们认为《征求意见稿》的出台可以让更多符合条件的车型上路测试，优化主机厂高级别智驾技术的同时推动相关法律法规的颁布，从政策端加速主机厂布局智能驾驶的脚步。

2) 2023 年 6 月 2 日，国常会提出要加强智能驾驶体系关键核心技术攻关，构建

“车能路云”融合发展的产业生态。6月21日，国务院政策例行吹风会提出，将启动智能网联汽车准入和上路通行试点，组织开展城市级“车路云一体化”示范应用，同时还将发布新版智能网联汽车标准体系指南，加速L3及以上智驾功能商业化落地。

与智能驾驶相关的法律法规不完善、基础设施建设落后一直是制约智能驾驶发展至L3及以上级别的重要原因，本次国常会提到智能驾驶再一次印证智能化是我国实现汽车强国的战略选择之一，我们认为，后续国家有望尽快推出相关的政策继续推动智能化发展，促使我国汽车产业实现更高质量发展。

图表46：中国智能驾驶分级（GB/T 40429—2021）

分级	名称	驾驶自动化等级要求
0	应急辅助	驾驶自动化系统可感知环境并提供信息或短暂介入车辆控制以辅助驾驶员避险（如车道偏离预警、前向碰撞预警、自动紧急制动、车道偏离抑制等紧急情况下提供的辅助功能）；不具备目标和事件检测与响应能力的功能（如定速巡航、电子稳定控制系统等）不在驾驶自动化功能范围内。
1	部分驾驶辅助	驾驶员和驾驶自动化系统共同执行全部动态驾驶任务，并监管驾驶自动化系统的行为和执行适当的响应和操作（如车道居中控制、自适应巡航控制等功能）。
2	组合驾驶辅助	驾驶员和驾驶自动化系统共同执行全部动态驾驶任务，并监管驾驶自动化系统的行为和执行适当的响应和操作。
3	有条件自动驾驶	动态驾驶任务后援用户以适当的方式执行接管。
4	高度自动驾驶	系统发出介入请求时，用户可不作响应，系统具备达到最小风险状态的能力；某些具备4级驾驶自动化系统的车辆无人工驾驶功能，如园区接驳等。
5	完全自动驾驶	系统发出介入请求时，用户可不作响应，系统具备达到最小风险状态的能力；5级驾驶自动化系统在车辆可行驶环境下没有设计运行范围的限制（商业和法规因素等限制除外）。

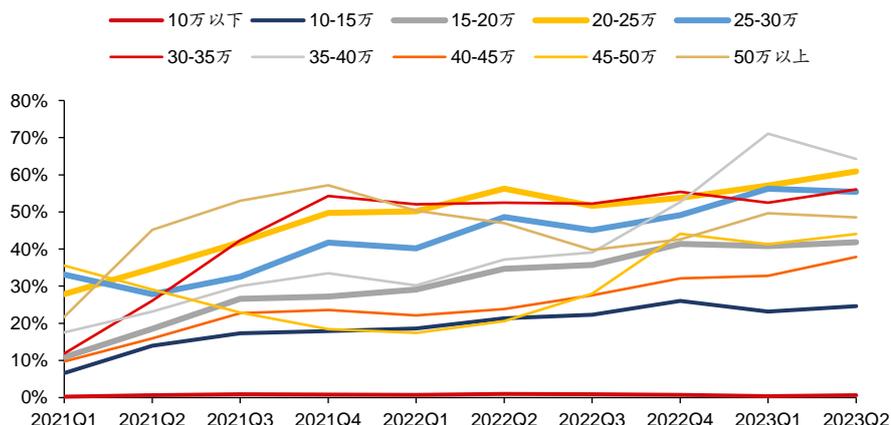
资料来源：国家市场监督管理总局，国家标准化管理委员会，国联证券研究所

L2及L2以上渗透率有望加速。L2及以上方案持续增长，从2021Q1的10.6%提升至2023Q1的33.5%，渗透率增长22.9pct。历史数据来看，2021Q1 L2方案及以上方案渗透率较低，各价格带均处于较低位置，其中25-30万和45-50万超过30%，主要系特斯拉Model 3和Model Y车型销量的领先。

2021Q1-2023Q2 L2及以上级别方案渗透率提升明显，各价格带渗透率均保持上涨，其中30-40万价格带增长明显，2023Q2渗透率分别为56.1%和64.3%，较2021Q1分别增长40.6pct和53.5pct，主要系理想、蔚来、小鹏、问界等新势力车企在30-40万价格带的积极布局。除10万以下车型的低配置和45-50万价格带的高基数影响，其他价格带渗透率均保持15pct至30pct的增长。

对比2023Q2和2023Q1来看，10-15万、15-20万、20-25万、30-35万、40-45万、45-50万等价格带由于自主品牌优质供给的增加和车型价格带的持续下探，L2及以上级别方案渗透率环比均有明显提升。未来伴随着自主品牌优质供给的持续增加，高级别方案渗透率有望提升。

图表47：2023Q1至Q2 L2方案智能驾驶分价格带装配率



资料来源：高工产研，中保信，国联证券研究所

成长能力：受益于下游客户需求和功能迭代速度加快，智能化零部件企业收入同比保持较快增长。2023Q3 智能化零部件公司营业收入均保持较好增长，其中德赛西威、科博达和保隆科技 Q3 收入同比增速分别为 55.15%、31.72%和 33.50%。

图表48：2023Q3 智能化重点零部件上市公司收入表现（亿元）

证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q3 YOY
002920.SZ	德赛西威	31.42	32.66	37.04	48.22	39.83	47.41	57.46	55.15%
600699.SH	均胜电子	117.30	111.90	128.23	140.50	132.22	137.92	142.96	11.48%
603786.SH	科博达	7.36	7.48	9.36	9.64	9.13	10.48	12.33	31.72%
603197.SH	保隆科技	9.65	10.98	11.53	15.62	11.87	14.30	15.39	33.50%
688326.SH	经纬恒润-W	7.09	9.62	10.26	13.25	7.39	9.58	11.61	13.15%

资料来源：Wind，国联证券研究所

盈利能力：智能化零部件开始放量，零部件企业盈利能力提升。2023Q3 智能化零部件公司均取得较好业绩，德赛西威、均胜电子、科博达和保隆科技分别实现归母净利润 3.53/3.03/1.8/1.55 亿元，同比增长 106.33%/28.22%/10.73%/195.25%，经纬恒润由于仍处于高研发投入期，利润同比由盈转亏。

图表49：2023Q3 智能化重点零部件上市公司归母净利润表现（亿元）

证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q3 YOY
002920.SZ	德赛西威	3.18	2.03	1.71	4.92	3.31	2.77	3.53	106.33%
600699.SH	均胜电子	-1.58	0.52	2.36	2.63	2.00	2.75	3.03	28.22%
603786.SH	科博达	0.92	1.08	1.62	0.89	1.32	1.44	1.80	10.73%
603197.SH	保隆科技	0.45	0.18	0.52	0.99	0.93	0.91	1.55	195.25%
688326.SH	经纬恒润-W	-0.32	1.32	0.48	0.86	-0.88	-0.02	-0.51	-206.07%

资料来源：Wind，国联证券研究所

智能化零部件企业毛利率仍有下滑，德赛西威、科博达、保隆科技和经纬恒润毛利率同比下滑 4.6/4.47/0.21/0.99pct，主要系行业竞争加剧和其他 ODM 等商业模式出现。高算力行泊一体域控制器、空气悬架等硬件仍处于低渗透率阶段，相关产品形态、技术、功能仍处在持续优化阶段，因此零部件企业研发费用仍处于高位。短期来看，研发费用率同比有下滑主要系营收增加；中长期来看，智能化零部件企业仍处于

投入阶段，预计研发投入或仍将处于高位。

图表50：2023Q3 智能化重点零部件上市公司毛利率表现

证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q3 YOY
002920.SZ	德赛西威	23.96%	24.00%	23.31%	21.57%	21.09%	20.29%	18.71%	-4.60%
600699.SH	均胜电子	10.87%	11.01%	13.93%	11.83%	12.96%	13.85%	14.93%	1.00%
603786.SH	科博达	33.36%	35.73%	35.03%	28.26%	31.32%	30.58%	30.56%	-4.47%
603197.SH	保隆科技	28.28%	26.53%	28.36%	28.59%	28.24%	27.39%	28.15%	-0.21%
688326.SH	经纬恒润-W	23.80%	33.31%	28.38%	29.10%	26.43%	28.50%	27.39%	-0.99%

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表51：2023Q3 智能化重点零部件上市公司研发费用率表现

证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q3 YOY
002920.SZ	德赛西威	8.84%	11.36%	12.05%	10.73%	10.09%	10.22%	8.57%	-3.48%
600699.SH	均胜电子	4.74%	4.54%	4.59%	3.46%	4.37%	3.96%	4.34%	-0.25%
603786.SH	科博达	11.32%	11.11%	11.26%	10.65%	10.51%	10.96%	8.57%	-2.69%
603197.SH	保隆科技	7.32%	7.56%	7.30%	5.69%	7.56%	7.39%	7.50%	0.19%
688326.SH	经纬恒润-W	20.24%	14.10%	16.33%	15.76%	27.79%	22.97%	24.24%	7.91%

资料来源：Wind，国联证券研究所

经营能力：智能化零部件企业经营现金流表现分化，应收账款天数普遍增加。经营现金流来看，德赛西威、均胜电子和经纬恒润 Q3 表现较 22 年同期有明显改善，科博达和保隆科技较 22 年同期有较大下滑。应收账款天数来看，除均胜电子应收账款天数同比有下降外，其余 4 家智能化零部件企业均有提升，其中经纬恒润 Q3 同比提升 23 天，运营效率下滑较多。

图表52：2023Q3 智能化重点零部件上市公司经营现金流（亿元）

证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q3 YOY
002920.SZ	德赛西威	0.46	0.11	0.37	5.16	1.93	1.10	1.29	247.64%
600699.SH	均胜电子	1.52	1.37	5.28	13.52	6.35	9.76	11.45	116.71%
603786.SH	科博达	-1.58	1.33	-1.51	1.66	1.56	1.58	0.82	-154.32%
603197.SH	保隆科技	-0.20	0.13	-0.70	2.52	0.43	1.12	0.93	-232.29%
688326.SH	经纬恒润-W	-1.30	0.02	-1.90	3.71	-5.38	-0.87	-2.87	50.83%

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表53：2023Q3 智能化重点零部件上市公司应收账款天数

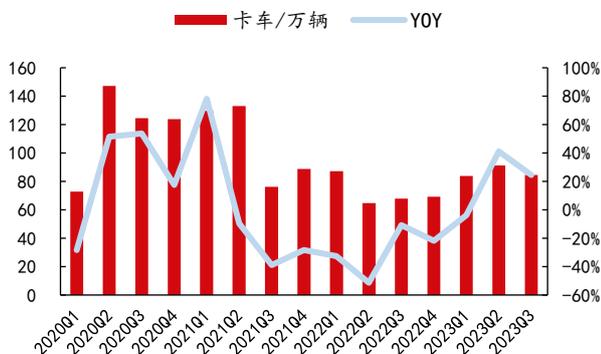
证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q3 YOY
002920.SZ	德赛西威	75.36	81.02	81.90	85.00	97.31	98.48	98.12	16.23
600699.SH	均胜电子	52.26	53.98	54.89	52.23	52.03	53.02	52.08	-2.81
603786.SH	科博达	92.85	99.29	95.93	96.36	107.21	106.38	103.38	7.45
603197.SH	保隆科技	77.11	78.97	74.60	76.69	90.66	85.58	86.30	11.70
688326.SH	经纬恒润-W	82.47	77.62	76.72	69.70	107.94	102.99	99.72	23.00

资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 卡车：销量同比持续修复，板块业绩同比高增

4.1 成长能力：销量持续修复，营收同比继续改善

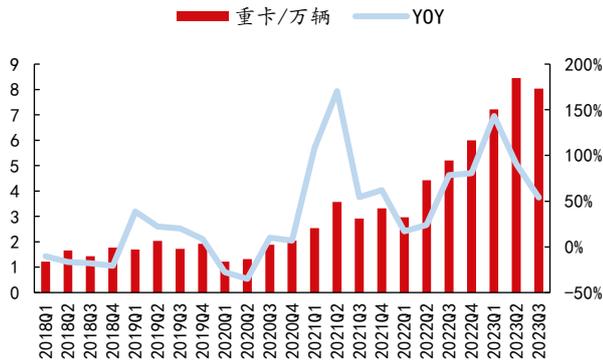
受益重卡出口高景气，板块收入继续改善。2023Q3 卡车销量为 84.4 万辆，同比增长 24.4%，环比下降 7.51%，其中重卡销量 21.8 万辆，同比增长 52.4%。出口端，2023Q3 重卡出口 8.03 万辆，同比增长 54.13%，延续高增长趋势。2023Q3 卡车板块实现营收 1129.5 亿元，同比增长 28.1%，增速优于卡车销量增速。分公司看，一汽解放、中国重汽同比分别增长 99.23%、48.47%。

图表54：2023Q3 卡车行业销量同比增长 24.4%


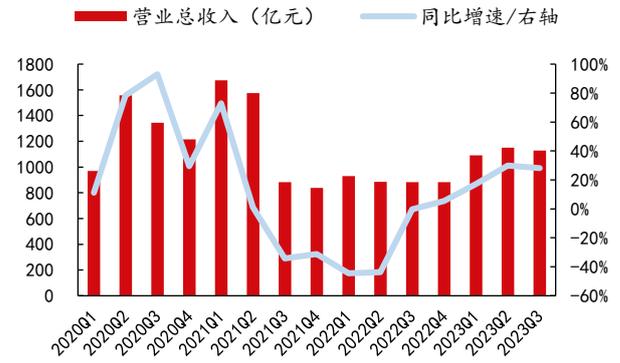
资料来源：中汽协，国联证券研究所

图表55：2023Q3 重卡行业销量同比增长 52.4%


资料来源：中汽协，国联证券研究所

图表56：2023Q3 重卡出口销量同比增长 54.13%


资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表57：2023Q3 卡车板块营业收入同比增长 28.1%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表58：2023Q3 卡车上市公司营业收入表现 (亿元)

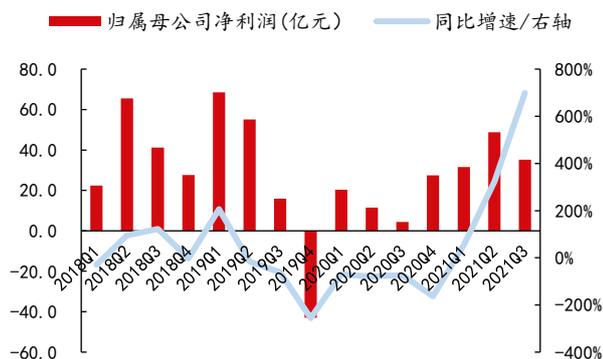
证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
000800.SZ	一汽解放	151.6	77.2	75.8	78.8	140.4	189.8	151.1	99.23%	-20.39%
000951.SZ	中国重汽	75.0	78.3	71.2	63.7	92.1	109.7	105.8	48.47%	-3.62%
000338.SZ	潍柴动力	411.0	456.4	437.8	446.3	534.3	527.0	542.5	23.90%	2.93%
301039.SZ	中集车辆	51.3	60.6	62.1	62.1	65.8	68.9	61.0	-1.80%	-11.43%

资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 盈利能力：利润同比高增，费用拉低净利水平

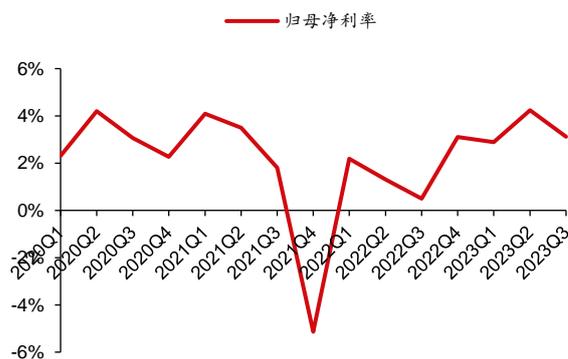
卡车销量同比维持高景气，板块利润同比大幅提升。2023Q3 卡车板块实现归母净利润 35.2 亿元，同比增长 698.9%，环比下降 27.84%，环比下滑主要受下游销量环比下滑影响。板块 Q3 归母净利率为 3.1%，同比提升 2.6pct，环比下滑 1.1pct，主要受费用环比提升影响。分公司看，中国重汽、潍柴动力和中集车辆分别实现归母净利润 1.6 亿元、26 亿元和 3.8 亿元，同比分别增长 336.74%、181.20%和 29.07%。

图表59：2023Q3 卡车板块归母净利润同比增长 698.9%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表60：2023Q3 卡车板块归母净利率为 3.1%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表61：2023Q3 卡车上市公司归母净利润表现 (亿元)

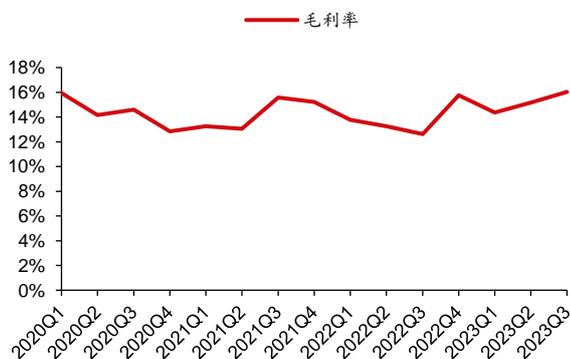
证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
000951.SZ	中国重汽	1.2	2.0	0.4	-1.4	2.2	2.7	1.6	336.74%	-41.42%
000338.SZ	潍柴动力	10.5	13.4	9.3	15.9	18.6	20.4	26.0	181.20%	27.34%
301039.SZ	中集车辆	1.2	2.4	3.0	4.6	4.8	14.2	3.8	29.07%	-73.13%
000800.SZ	一汽解放	4.5	-2.8	-8.2	10.2	0.6	3.4	0.1	-101.35%	-96.74%

资料来源：Wind，国联证券研究所

板块毛利率提升，费用率提升明显。2023Q3 卡车板块毛利率为 16%，同比上升 3.4pct，环比提升 0.9pct。分公司看，潍柴动力 Q3 毛利率为 21.8%，同比提升 6.47pct，环比提升 1.58pct，盈利能力提升明显，我们认为主要与天然气、大缸径产品出货增长，带动公司营收、利润和毛利率提升。

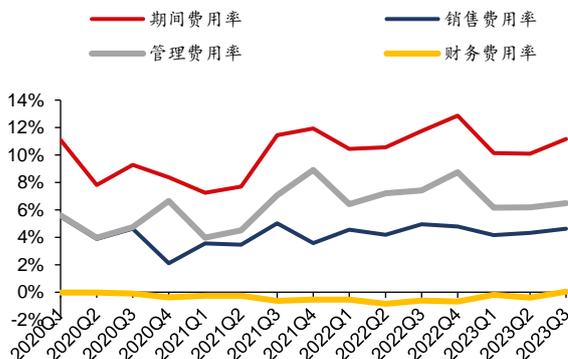
2023Q3 卡车板块期间费用率为 11.2%，同比下滑 0.6pct，环比提升 1.1pct。其中，销售/管理/财务费用率分别为 4.6%/6.5%/0%，环比分别提升 0.3/0.3/0.4pct。

图表62：2023Q3 卡车板块毛利率为 16%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表63：2023Q3 卡车板块期间费用率为 11.2%



资料来源：Wind，国联证券研究所

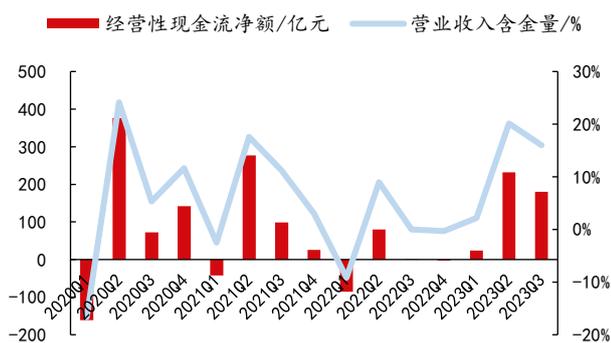
图表64：2023Q3 卡车上市公司毛利率表现

证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	YOY	QOQ
000800.SZ	一汽解放	9.0%	5.1%	4.7%	12.3%	6.1%	8.2%	7.7%	3.01%	-0.52%
000951.SZ	中国重汽	6.6%	8.1%	6.0%	3.5%	7.9%	7.4%	6.6%	0.56%	-0.87%
000338.SZ	潍柴动力	18.6%	16.9%	15.3%	20.3%	18.7%	20.2%	21.8%	6.46%	1.58%
301039.SZ	中集车辆	10.3%	11.9%	14.4%	16.0%	18.5%	20.2%	17.6%	3.24%	-2.56%

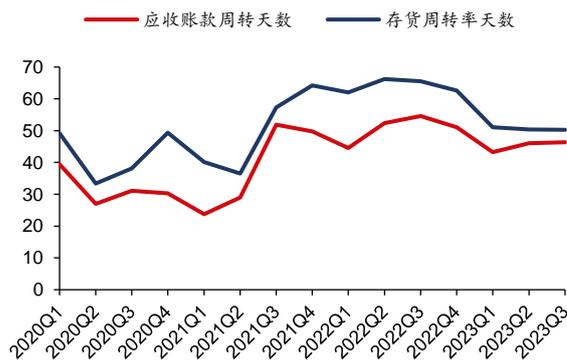
资料来源：Wind，国联证券研究所

4.3 营运能力：现金流有所下滑，运营效率保持平稳

行业经营现金流有所下滑，运营效率维持稳定。2023Q3 卡车板块经营现金流净额为 180.5 亿元，同比增长 16%，环比下降 22%。运营方面，2023Q3 卡车板块应收账款周转天数为 46.3 天，环比提升 0.3 天，库存周转天数为 50.3 天，环比减少 0.3 天，板块运营效率整体保持平稳。

图表65：2023Q3 卡车板块现金流环比下降 22%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表66：2023Q3 卡车板块周转率保持平稳


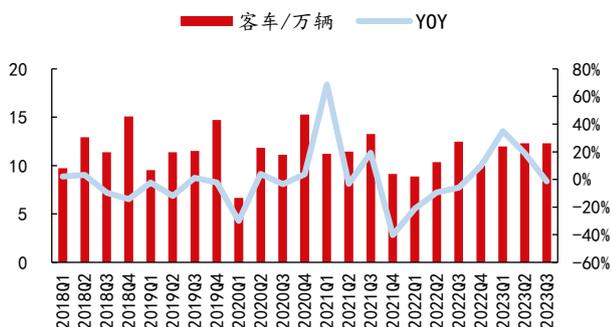
资料来源：Wind，国联证券研究所

5. 客车：下游需求平稳，板块盈利明显改善

5.1 成长能力：客车销量环比持平，板块营收略有下降

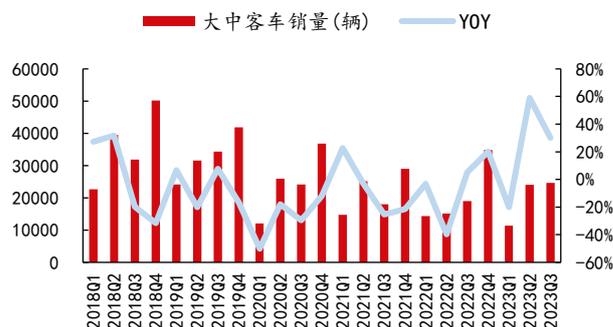
客车销量环比持平，板块收入环比略微下滑。2023Q3 客车销量为 12.3 万辆，同比下降 1.29%，环比持平。2023Q3 大中客销量为 24672 辆，同比增长 30.1%，环比增长 2.59%。2023Q3 新能源客车销量为 24143 辆，同比增长 3%，环比持平。受销量环比保持稳定，2023Q3 客车板块营业收入为 159 亿元，同比增长 26.20%，环比下滑 1.47%，板块收入略有下降。

图表67: 2023Q3 客车行业销量同比下降 1.29%



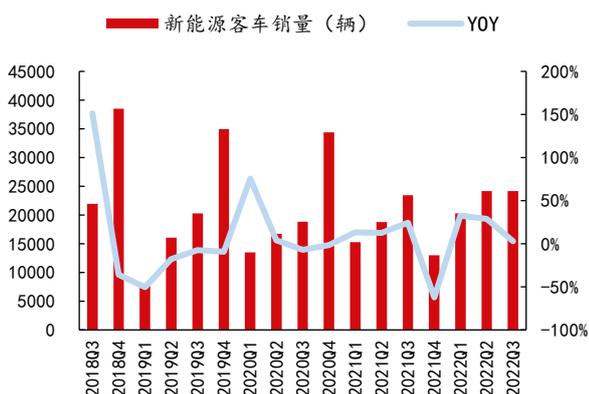
资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

图表68: 2023Q3 大中客销量同比增长 30.1%



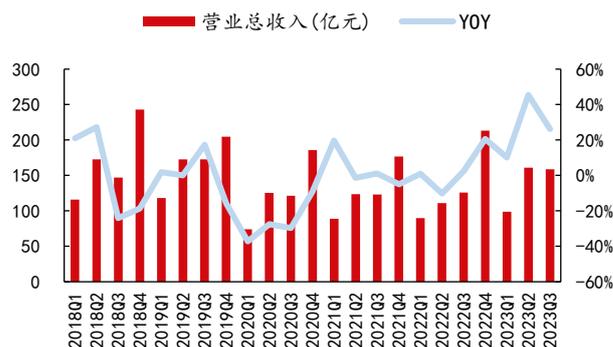
资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

图表69: 2023Q3 新能源客车销量同比增长 3%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表70: 2023Q3 客车收入同比增长 26.20%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表71: 客车板块分公司收入情况 (亿元)

证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	QOQ	YOY
000868.SZ	安凯客车	3.28	2.75	3.85	5.01	2.31	5.14	6.65	29.29%	72.92%
600066.SH	宇通客车	35.26	47.33	48.54	86.85	35.76	75.38	78.37	3.97%	61.44%
600686.SH	金龙汽车	29.32	36.41	39.59	77.09	37.46	56.23	47.15	-16.15%	19.09%
000957.SZ	中通客车	8.63	8.87	11.36	23.91	6.94	9.63	11.30	17.33%	-0.53%
600213.SH	亚星客车	2.85	2.38	4.16	5.62	1.54	2.42	2.91	20.21%	-29.94%
600609.SH	金杯汽车	10.34	13.06	18.28	14.64	14.83	12.30	12.36	0.45%	-32.40%

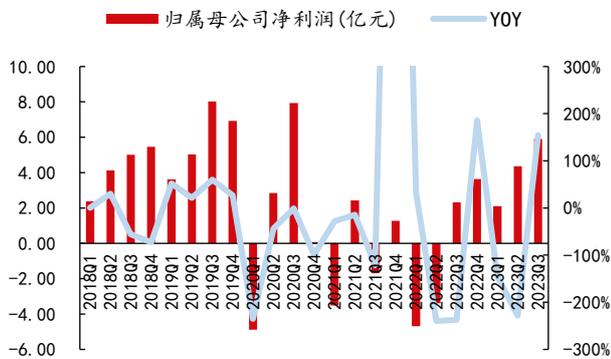
资料来源: Wind, 国联证券研究所

5.2 盈利能力: 销量平稳, 利润同比大幅改善

2023Q3 客车销量环比持平, 板块盈利同比大幅改善。2023Q3 客车板块实现归母净利润 5.9 亿元, 同比增长 154.77%, 环比增长 35.31%。归母净利率方面, 2023Q3 客

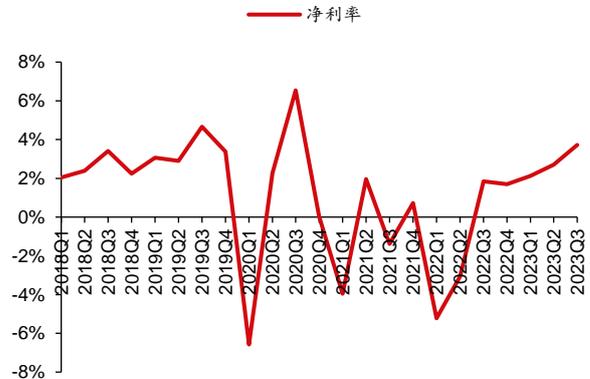
车板块归母净利率为 3.72%，同比提升 1.88pct，环比提升 1.01pct，板块盈利能力大幅提升。

图表72：2023Q3 客车板块归母净利润同比大幅改善



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表73：2023Q3 客车行业归母净利率为 3.72%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表74：客车板块分公司季度归母净利润情况（亿元）

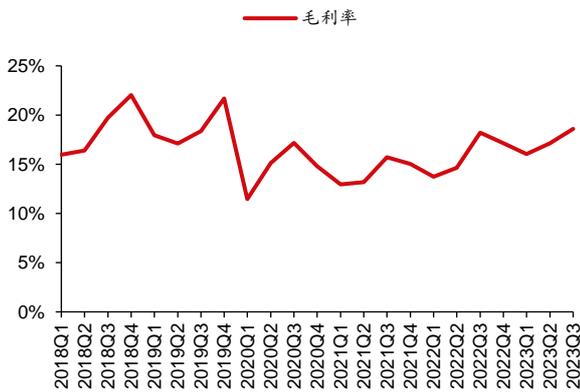
证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	QOQ	YOY
600066.SH	宇通客车	-3.82	-1.29	2.10	6.64	1.84	3.64	5.05	38.95%	140.85%
600213.SH	亚星客车	-0.44	-0.28	-0.24	-1.00	-0.32	-0.22	-0.27	22.68%	12.69%
600609.SH	金杯汽车	0.29	0.40	0.64	0.17	0.57	0.63	0.71	11.98%	10.59%
000957.SZ	中通客车	-0.35	0.57	0.22	0.55	0.21	0.31	0.22	-29.03%	1.43%
600686.SH	金龙汽车	0.04	-2.24	-0.29	-1.38	0.11	0.36	0.10	-72.79%	-134.28%
000868.SZ	安凯客车	-0.40	-0.54	-0.11	-1.34	-0.31	-0.35	0.10	-127.96%	-192.33%

资料来源：Wind，国联证券研究所

从毛利率来看，2023Q3 客车板块毛利率为 18.61%，同比提升 0.4pct，环比提升 1.46pct，盈利能力改善。

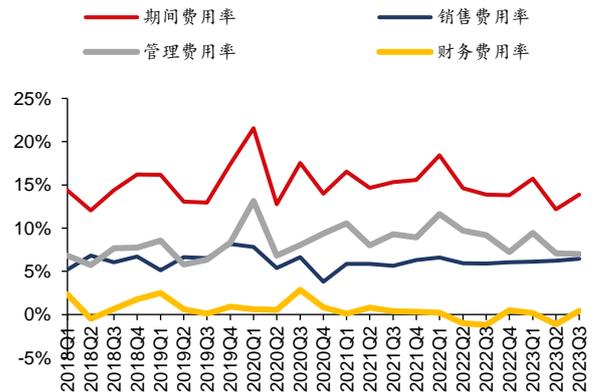
从期间费用率来看，2023Q3 客车板块期间费用率为 13.88%，同比提升 0.01pct，环比提升 1.72pct。其中，销售/管理/财务费用率分别为 6.45%/7.01%/0.42%，同比分别提升 0.57/-2.18/1.62pct，环比分别提升 0.24/-0.08/1.56pct，财务费用率提升主要系汇率波动，部分公司汇兑收益减少。

图表75: 2023Q3 客车行业毛利率同比提升 0.4pct



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表76: 2023Q3 客车行业期间费用率同比提升 0.01pct



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表77: 客车板块分公司毛利率情况

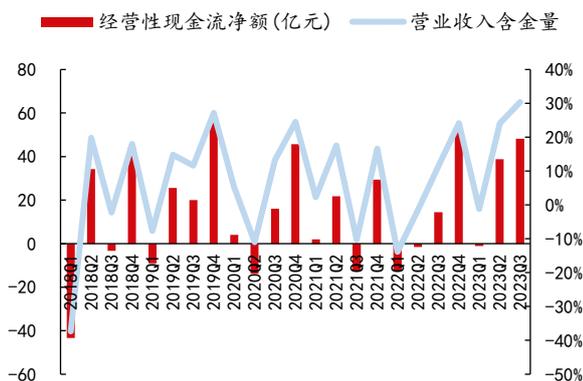
证券代码	证券简称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	QOQ	YOY
000868.SZ	安凯客车	1.64%	-1.66%	8.85%	9.84%	7.74%	3.92%	12.19%	8.27%	3.35%
000957.SZ	中通客车	13.10%	19.34%	18.63%	17.79%	23.38%	21.02%	18.63%	-2.39%	0.00%
600066.SH	宇通客车	14.96%	21.40%	24.16%	26.05%	21.48%	23.49%	23.15%	-0.34%	-1.01%
600213.SH	亚星客车	2.66%	2.63%	11.21%	11.65%	4.87%	2.99%	13.72%	10.73%	2.50%
600609.SH	金杯汽车	17.11%	14.40%	14.70%	21.40%	14.79%	15.47%	17.00%	1.53%	2.30%
600686.SH	金龙汽车	13.65%	6.81%	14.08%	6.98%	10.98%	10.17%	12.70%	2.52%	-1.38%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

5.3 营运能力: 现金流及周转效率均得到改善

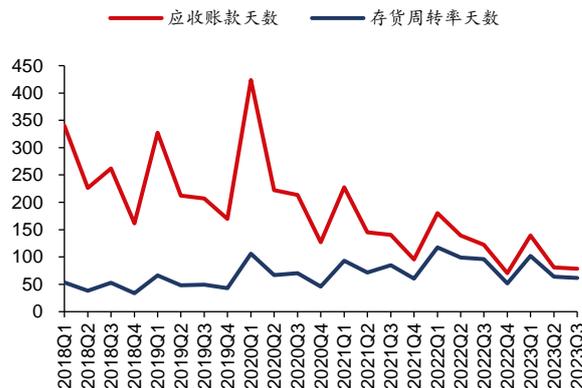
客车板块经营现金流及运营效率均改善提升。2023Q3 客车板块经营现金流净额为 48.25 亿元, 同比增长 234%, 环比增长 24.41%, 现金流明显改善。2023Q3 客车板块应收账款天数为 78.73 天, 环比下降 2.46 天, 库存周转天数为 61.93 天, 环比下降 2.02 天, 运营效率小幅提升。

图表78：2023Q3 客车行业现金流大幅改善



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表79：2023Q3 客车行业周转率环比改善



资料来源：Wind，国联证券研究所

6. 投资建议：

自主品牌车企在新能源领域持续发力，海外市场不断开拓，全球营销网络的布局以及新品的投放有望推动销量维持快速增长。华为通过智选车业务对合作伙伴进行智能化赋能，有望通过鲶鱼效应加速国内智能化领域的竞争，智能化产业链相关标的有望受益。下游格局变迁、开发周期缩短、硬件模块化趋势以及差异化配置国产化四大因素将驱动自主零部件加速替代外资零部件。

建议关注渗透率和国产化率双升的高价值赛道，包括空气悬架、域控制器、一体压铸、混合动力控制器、座椅产业链、轻量化电池盒等。1) 整车建议关注比亚迪、长安汽车、理想汽车、小鹏汽车、赛力斯、吉利汽车、长城汽车、上汽集团等；2) 零部件建议关注拓普集团、新泉股份、伯特利、星宇股份、经纬恒润、福耀玻璃、华域汽车、森麒麟、浙江仙通、凌云股份、天润工业、爱柯迪、旭升集团、德赛西威、继峰股份、保隆科技、华阳集团等；3) 商用车建议关注宇通客车、潍柴动力等。

7. 风险提示

1、**经济复苏弱于预期。**汽车销量受宏观经济、居民购买力影响。年初行业受燃油车降价影响，出现消费者持币待购现象，后续经济复苏将对行业景气度产生影响。

2、**原材料价格上涨导致盈利能力承压。**原材料价格波动短期可能会扰动公司盈利水平。

3、**汽车出口增速不及预期。**汽车出口会受到海外政策、地缘因素等多种情况的影响，外部因素恶化可能影响汽车出口增速。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

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；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；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

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

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼