

内销出口双轮驱动，智能驾驶长坡厚雪

——2025 年汽车行业年中展望

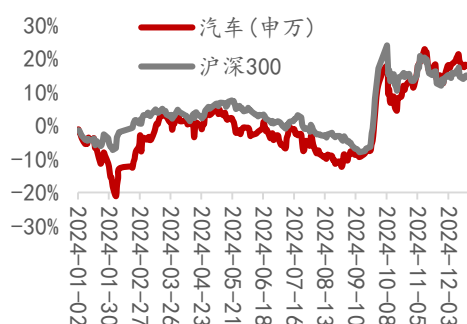
中山证券研究所

分析师：王曦

登记编号：S0290522090001

邮箱：wangxi@zsq.com

行业走势



◎投资要点：

◆**SW 汽车跑赢沪深 300 指数。**汽车板块震荡调整的主要原因有：1) 2024 年板块强势表现得到延续，继续跑赢沪深 300；2) 年初行业库存压力较大，销售端需要通过价格战去化；3) 事件驱动导致估值波动较大，包括春节后“机器人”概念迅速拔高估值，以及 4 月 7 日关税政策导致全市场大幅调整；4) 行业治理改善，应收款情况得到各方重视。

◆**汽车总销量同比增长。**今年 1-5 月汽车市场上升，以中汽协公布数据累计共完成销量 1274 万辆，累计同比上升 10%。从趋势来看，今年上半年开局较好，得益于去年同期基数不高，但下半年可能会因为 2024 年 10 月至今高速增长，而导致一定的透支效应。汽车销量是否得以保持，除社消等宏观影响外，终端价格是关键因素，以及各类补贴政策呵护力度。

◆随着整车产品的国际竞争力与影响力不断提高，出口海外成为众多车企的第二成长曲线，纵使部分主要市场增速有所下滑，但不断开辟新兴市场是保持出口增长的关键。国内市场仍是车企的基本盘，在利好政策不断更新迭代的推动下，新能源汽车不断刷新销量，且高端化试水成效理想，获得了较大份额，**建议关注出口保持增长以及新能源龙头企业。**

◆随着特斯拉 FSD 大概率将于 2025 年进入中国以及欧洲市场，电动车新一轮的升级已经迫在眉睫。国内部分先行车企已经将不同方案的智能驾驶标配化。未来仍有大量车企计划将智能驾驶分阶段落地以及加速向下普及。据弗若斯特沙利文测算，至 2027 年全球/中国 Robotaxi 市场规模将达 35.5/22.1 亿元，2024 至 2027 年复合增长率高达 319%/290%。民用市场将远超该规模，可为相关企业带来巨大增量市场空间，**建议关注域控、线控底盘等核心增量零部件供应商以及快速普及高阶智驾车企。**

◆**风险提示：**除了主要的政策风险外，新能源汽车行业还存在充电设备配套滞后、销售不及预期、技术发展低于预期、智能化进程不及预期等风险。

目录

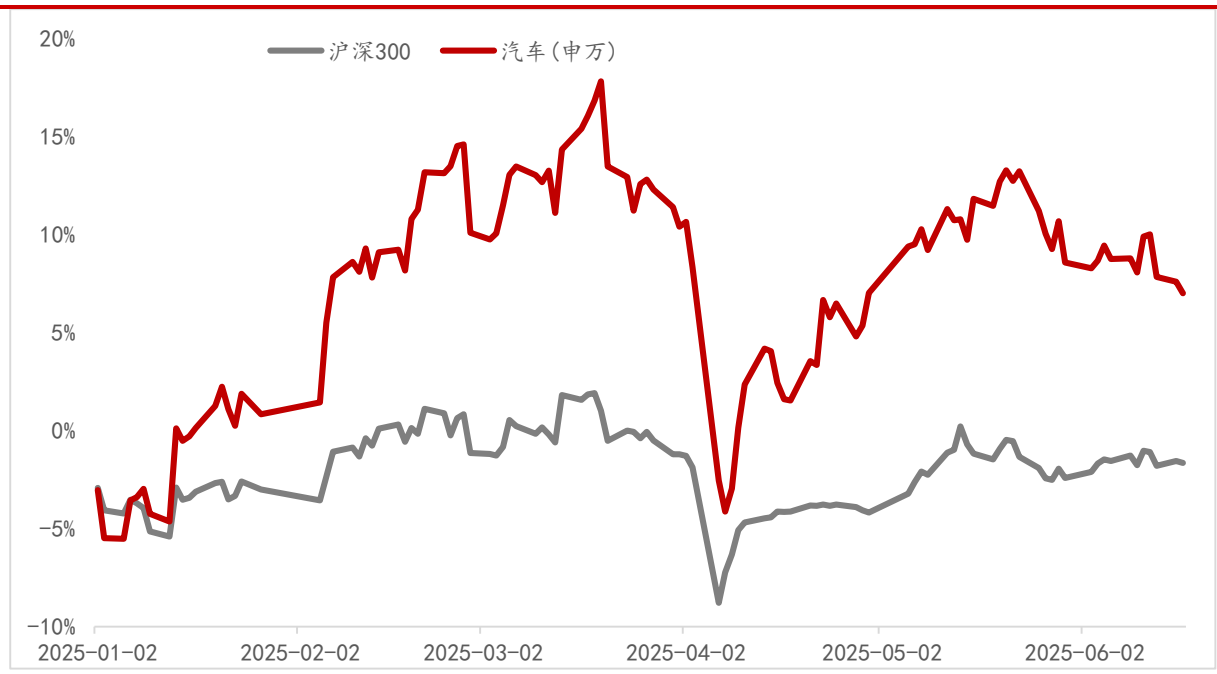
1. 汽车板块市场回顾.....	3
1.1. 汽车指数持续震荡.....	3
1.2. 机构持仓比例下降.....	3
1.3. 板块估值水平较高.....	4
1.4. 板块业绩企稳修复.....	4
2. 乘用车需求回升，商用车销量不及预期	6
2.1. 乘用车销量稳定增长	6
2.2. 商用车销量疲软	9
2.3. 新能源汽车增速不减	11
3. 投资建议	14
3.1. 出口或受地缘政治影响，新兴市场成关键	14
3.2. 智能化高阶智驾万事俱备	17

1. 汽车板块市场回顾

1.1. 汽车指数持续震荡

截止6月17日，汽车(SW)指数较年初上涨7%，跑赢沪深300指数8.64个百分点。汽车板块震荡调整的主要原因有：1) 2024 年板块强势表现得到延续，继续跑赢沪深300；2) 年初行业库存压力较大，销售端需要通过价格战去化；3) 事件驱动导致估值波动较大，包括春节后“机器人”概念迅速拔高估值，以及4月7日关税政策导致全市场大幅调整；4) 行业治理改善，应收款情况得到各方重视。今年截止6月17日，汽车(SW)指数275只成分股中，共有196只上涨，1只持平，78只下跌。

图1 板年初至今走势(截止至2025年6月17日)

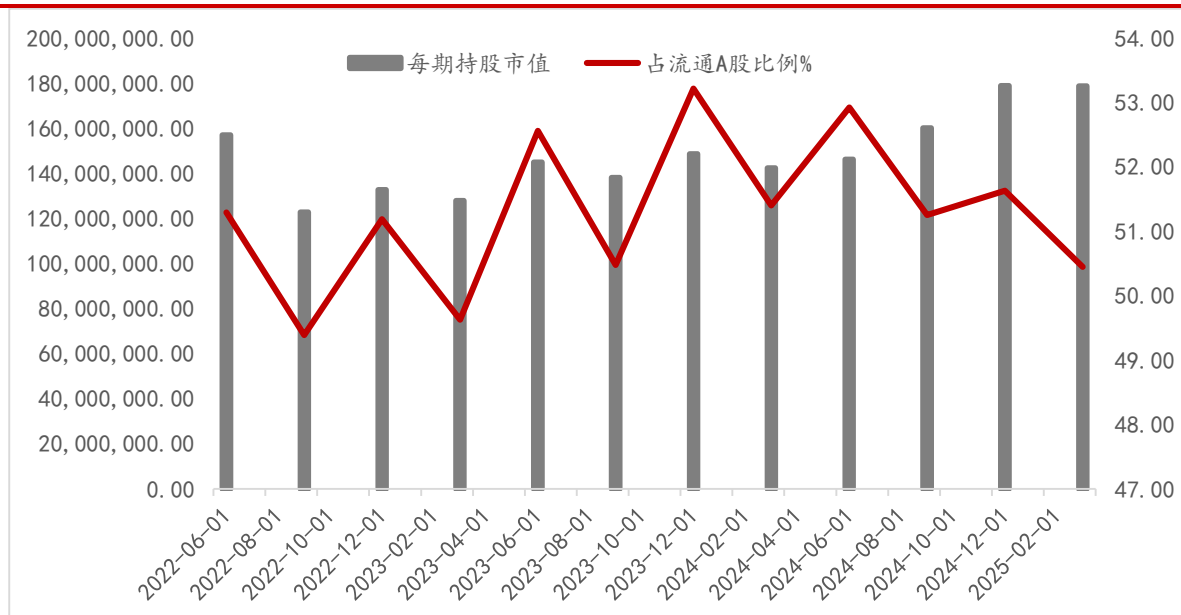


资料来源：Wind，中山证券研究所

1.2. 机构持仓比例下降

汽车(SW)板块机构持仓近期下降。2025Q1 行业配置比例为 50.45%，较 2024Q4 环比减少了 1.18 个百分点。机构持仓近年以来维持震荡下行趋势，说明机构对汽车板块持仓较为保守，另一个原因是由于年初有一波机器人行情拉高股价，机构逢高减持落袋为安。

图 2 汽车块机构持仓市值与比例(截止至 2025Q1)

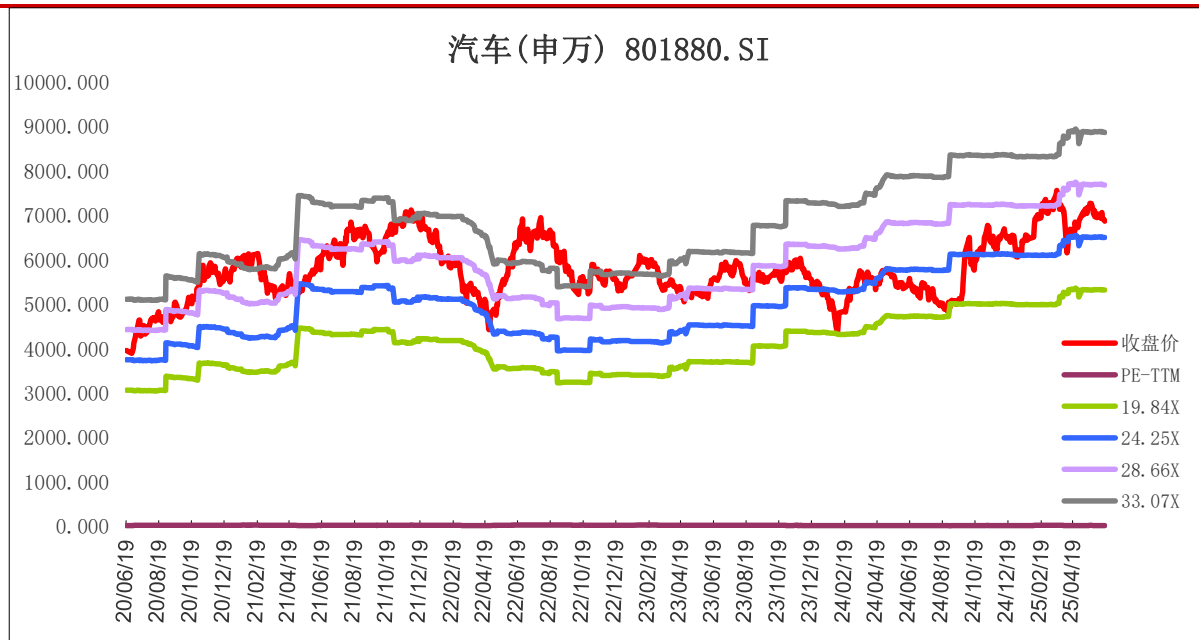


资料来源：Wind，中山证券研究所

1.3. 板块估值水平较高

板块 PE 处于 5 年中位。板块估值自 2021-2022 年突破近 5 年中位后震荡向下调整，截止 6 月 17 日，汽车板块估值维持在 25 倍附近，作为传统制造业较高估值同时伴随一定风险。

图 3 汽车板块估值区间(截止 2025 年 6 月 17 日)



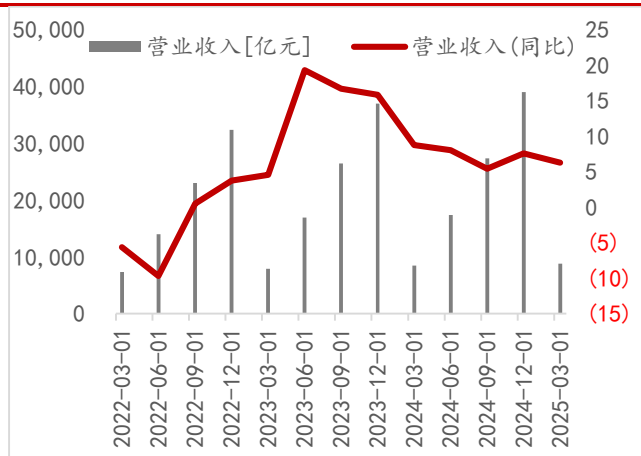
料来源：Wind，中山证券研究所

1.4. 板块业绩企稳修复

行业经营状况保持稳定增长。汽车行业 2025 年第一季度实现营收 8841 亿元，同比增

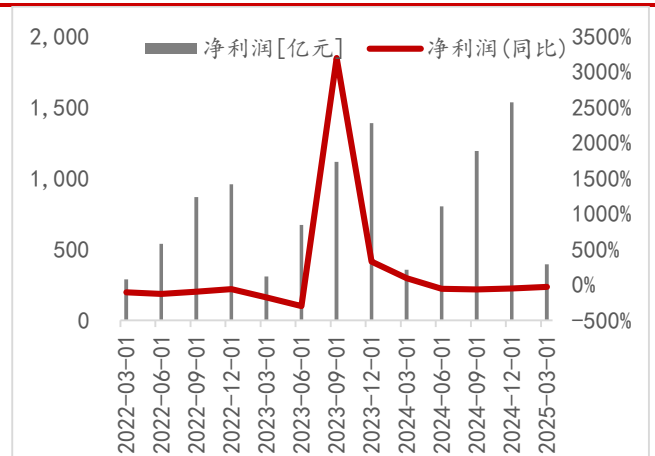
长 6.26%，主要原因是在一系列的国家政府汽车促销政策下推动消费力和需求。同期实现净利润 394 亿元，增速不及营收，说明价格战导致部分行业企业难以盈利。

图 4 SW 汽车营收及同比增速(2022Q1-2025Q1)



资料来源：Wind, 中山证券研究所

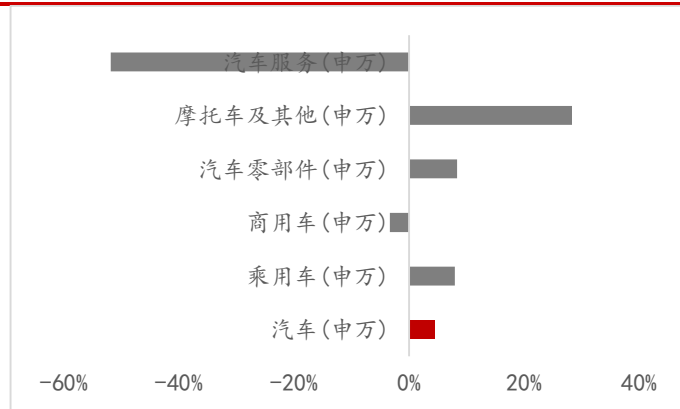
图 5 SW 汽车净利润及同比增速(2022Q1-2025Q1)



资料来源：Wind, 中山证券研究所

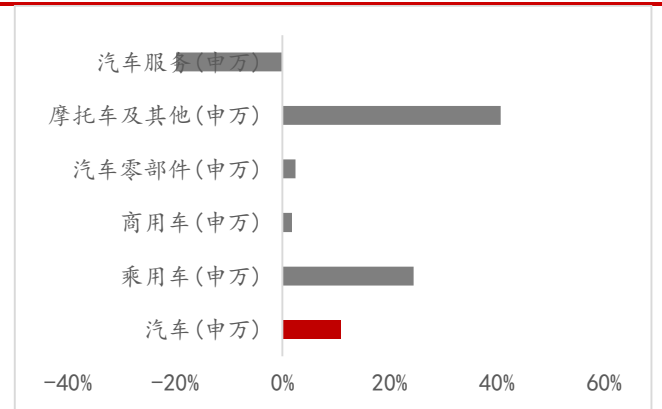
截止 2025Q1 汽车 (SW) 行业整体业绩有所增长。核心子板块乘用车和汽车零部件表现不俗，营收取得较好增长，但值得注意的是，乘用车净利润同比增长远高于汽车零部件，说明部分车企可能处于强势地位，挤压了零部件企业的利润空间。

图 6 SW 汽车一二级行业 2025Q1 营收同比增幅



资料来源：Wind, 中山证券研究所

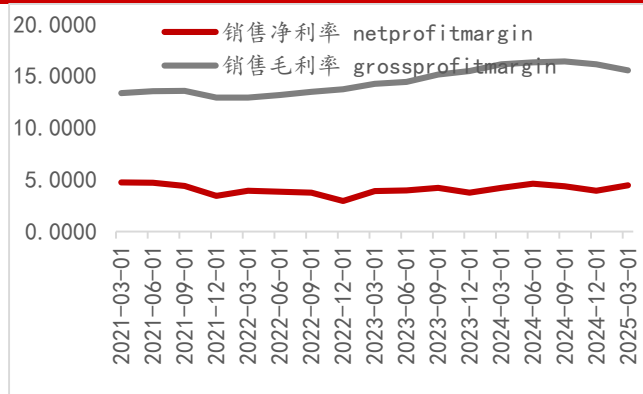
图 7 SW 汽车一二级行业 2025Q1 净利润同比增幅



资料来源：Wind, 中山证券研究所

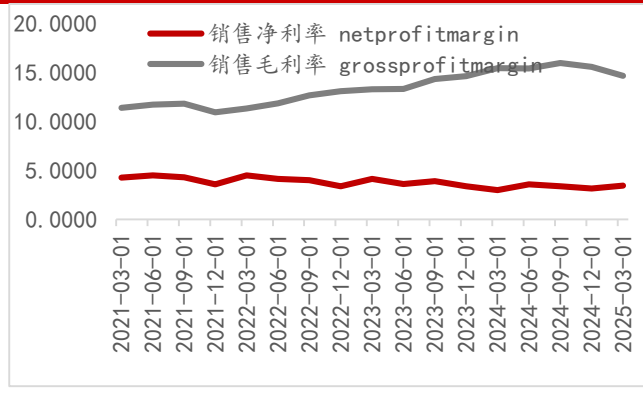
盈利能力方面，汽车行业毛利率呈高位回落趋势。2025Q1 汽车季度毛利率达到 15%，同比下降 1pct；净利率为 4%，同比有所回落。核心二级板块乘用车表现略逊，上述指标均弱于一级指数，主要由于行业价格战和去库存压力导致。

图 8 SW 汽车行业毛利率和净利率



资料来源：Wind, 中山证券研究所

图 9 SW 乘用车毛利率和净利率



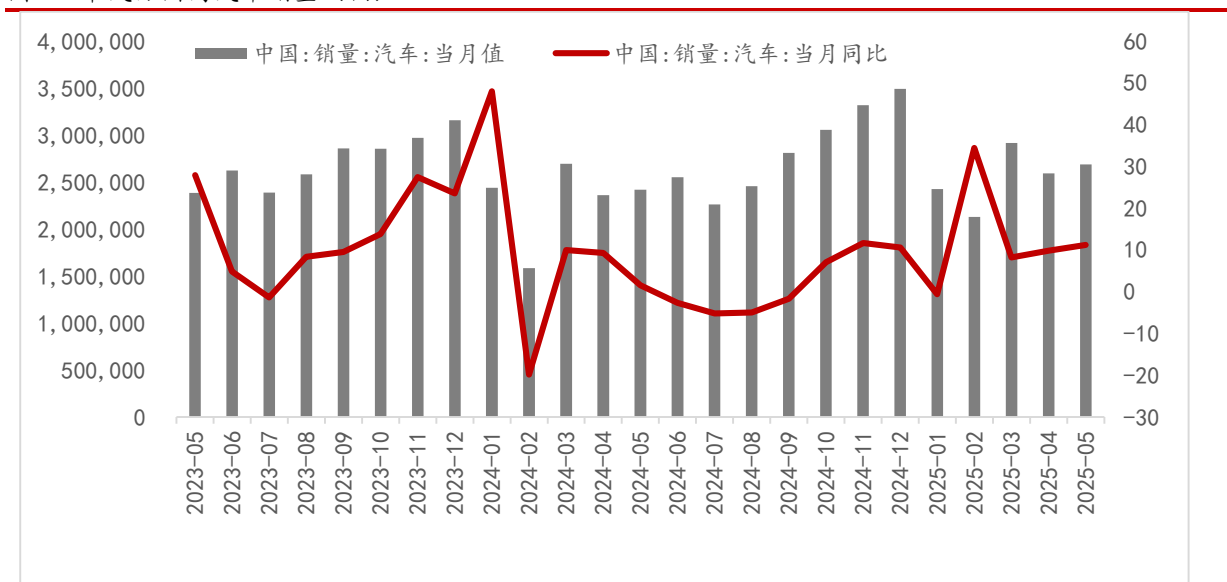
资料来源：Wind, 中山证券研究所

2. 乘用车需求回升，商用车销量不及预期

2.1. 乘用车销量稳定增长

汽车总销量同比增长。今年 1-5 月汽车市场上升，以中汽协公布数据累计共完成销量 1274 万辆，累计同比上升 10%。从趋势来看，今年上半年开局较好，得益于去年同期基数不高，但下半年可能会因为 2024 年 10 月至今高速增长，而导致一定的透支效应。汽车销量是否得以保持，除社消等宏观影响外，终端价格是关键因素，以及各类补贴政策能否延续。

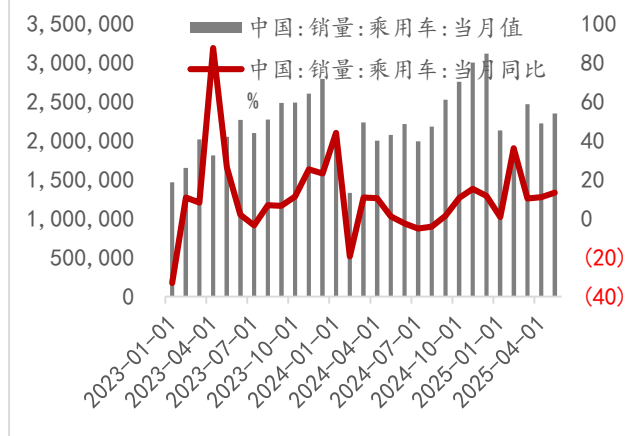
图 10 中汽协国内汽车销量（辆）



资料来源：Wind, 中山证券研究所

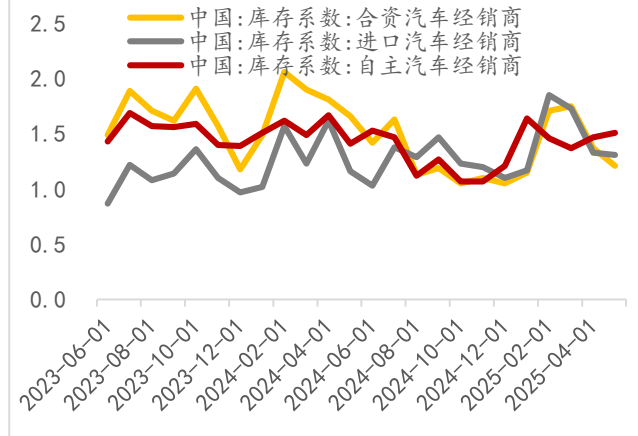
乘用车今年年初以来销量有所提升。今年乘用车表现强于车市整体，根据 Wind 数据显示，今年 1-5 月乘用车共完成销售约 1100 万辆，累计同比上升 12.59%，约占汽车总销量的 86%，依旧是国内车市的绝对主力。目前补贴政策基本延续前期力度，友好政策呵护了汽车终端市场。

图 11 乘用车销量(辆)



资料来源：Wind，中山证券研究所

图 12 汽车经销商库存系数

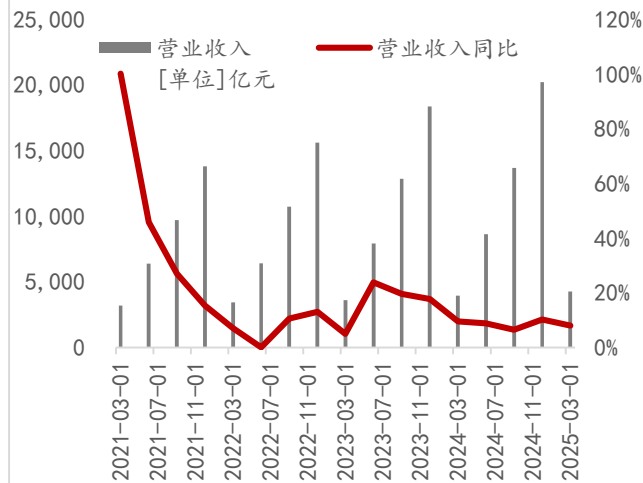


资料来源：Wind，中山证券研究所

经销商库存整体属于合理区间。2025 年初经销商库存一度稍高，而随着带来的风险包括非理性降价和现金流断裂等，对车企和经销商均有可能带来较大伤害，随着时间推移库存水平逐渐下降，目前除自主品牌外，其它经销商处于较为安全区间。

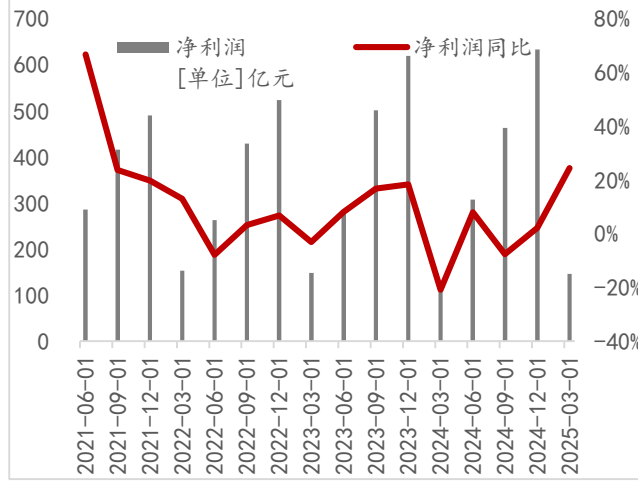
乘用车营收增长较快。申万乘用车板块 2025Q1 实现营收 4250 亿元，同比增长 7.98%。同期净利润 146 亿元，同比增长 24%，原因是今年汽车厂商间价格战加剧导致燃油车企业利润空间急剧压缩，产业形成分化。

图 13 SW 乘用车营收及同比增速 (2021Q1-2025Q1)



资料来源：Wind，中山证券研究所

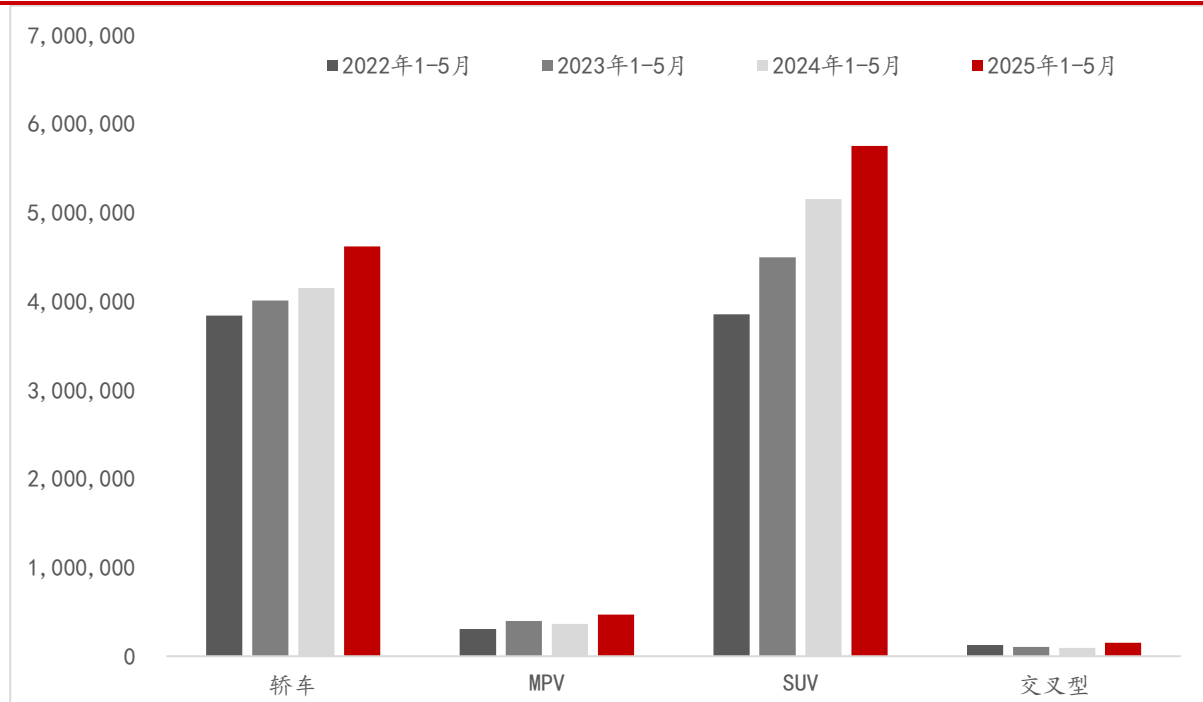
图 14 SW 乘用车净利润及同比增速 (2021Q2-2025Q1)



资料来源：Wind，中山证券研究所

SUV 延续上升势头。从销量结构来看，轿车和 SUV 依然是绝对主力，合计市场销量占比接近 95%，而 MPV 和交叉型则属于小众市场。2025 年 1 至 5 月轿车/SUV/MPV/交叉型的累计销量同比增速分别为 11.33%/11.63%/28.43%/59.42%。今年 SUV 和轿车依旧实现双位数同比增长，而 MPV 及交叉车型销量增速同比亦显著改善。

图 15 国内乘用车累计销量 (单位:辆)



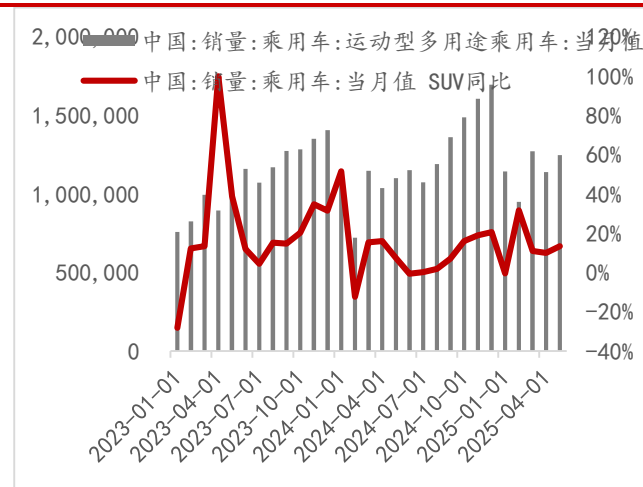
资料来源: Wind, 中山证券研究所

图 16 乘用车 (轿车) 销量 (单位: 辆)



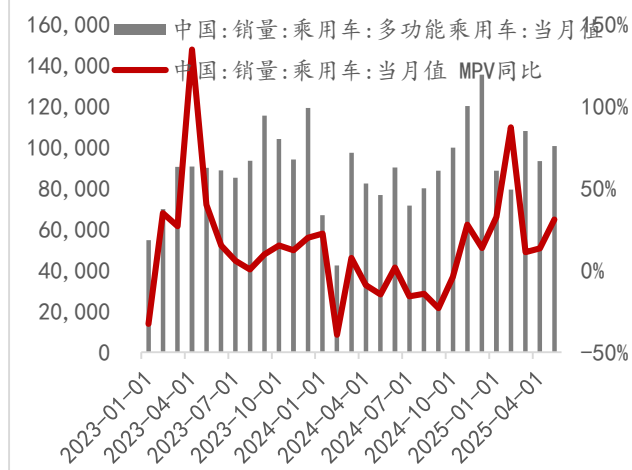
资料来源: Wind, 中山证券研究所

图 17 乘用车 (SUV) 销量 (单位: 辆)



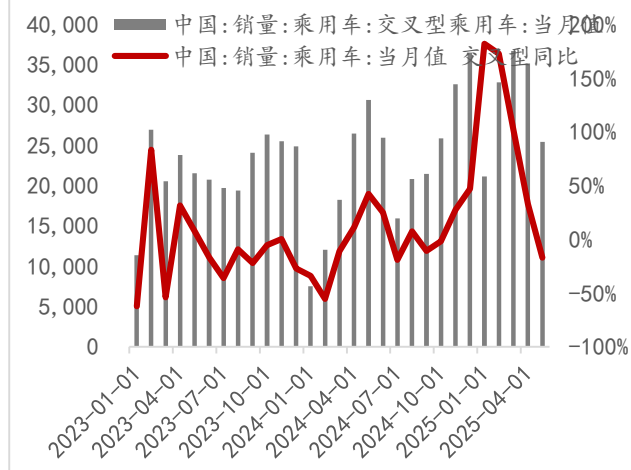
资料来源: Wind, 中山证券研究所

图 18 乘用车（MPV）销量(单位：辆)



资料来源：Wind, 中山证券研究所

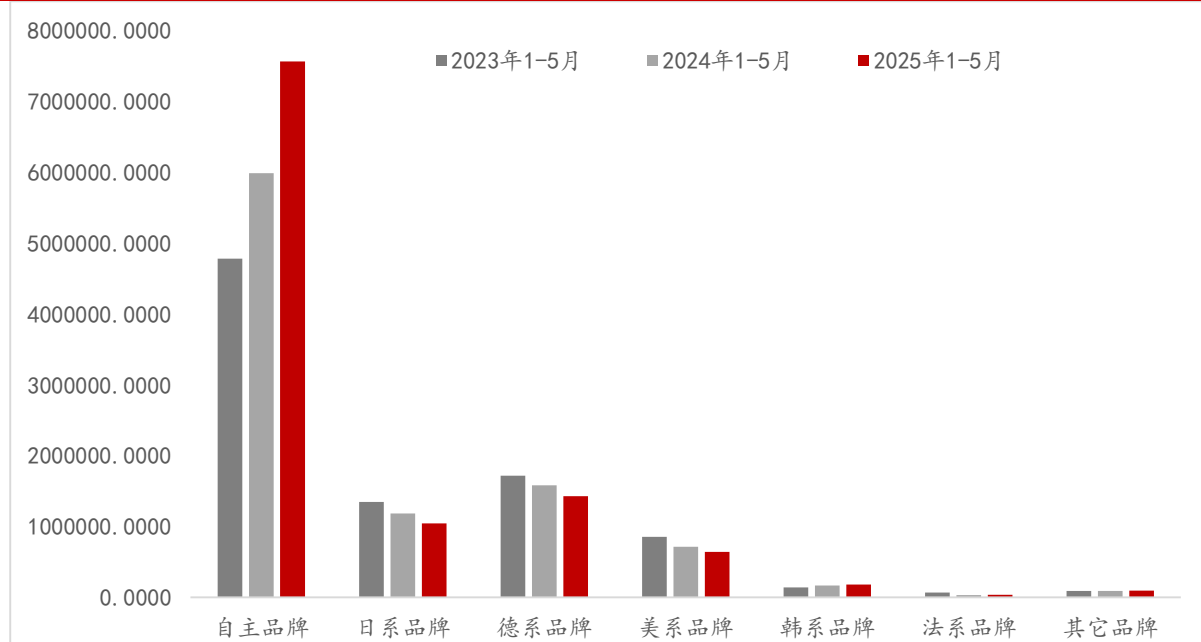
图 19 乘用车（交叉型）销量(单位：辆)



资料来源：Wind, 中山证券研究所

自主品牌份额领先地位持续巩固。1-5 月累计销量，自主品牌表现优异。具体来看，自主/日系/德系/美系/韩系/法系/其他累计同比增减幅分别为 26%/-11%/-9%/-9%/8%/9%/5%。各品牌车系中，唯有自主品牌市场份额连续取得较大增长，韩系和法系等小幅增长，日系、德系、美系等品牌市场份额均受到挤占，其中，自主品牌市场占比领先优势明显，2025 年 1-5 月占比继续增长至 68%，居各品牌份额首位。

图 20 乘用车各车系销量占比

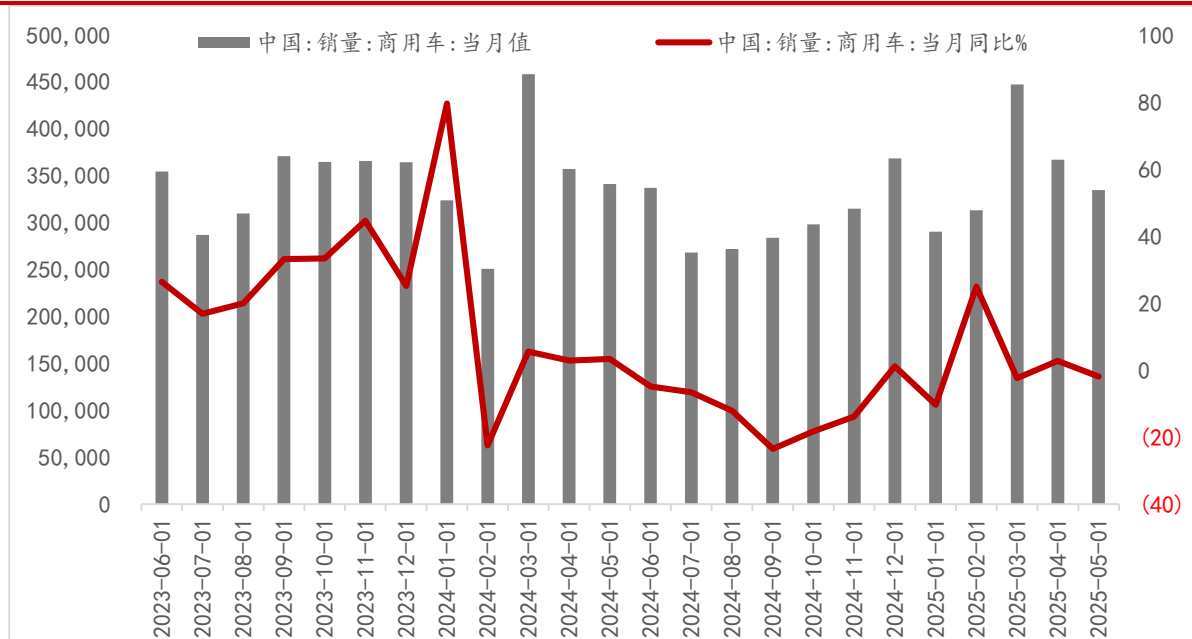


资料来源：Wind, 中山证券研究所

2.2. 商用车销量疲软

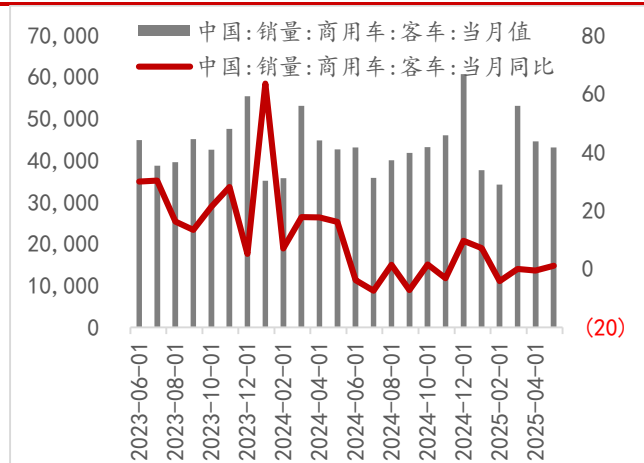
客车与货车销量增速为正。2025 年 1-5 月商用车累计销量 175 万辆，同比增长 1.22%，其中客车销量 21 万辆，同比增长 0.55%，货车销量 154 万辆，同比增长 1.31%。

图 21 国内商用车销量同比



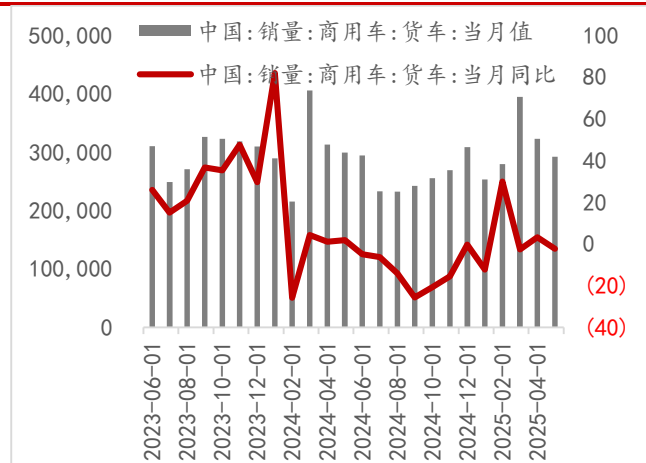
资料来源: Wind, 中山证券研究所

图 22 商用车（客车）销量



资料来源: Wind, 中山证券研究所

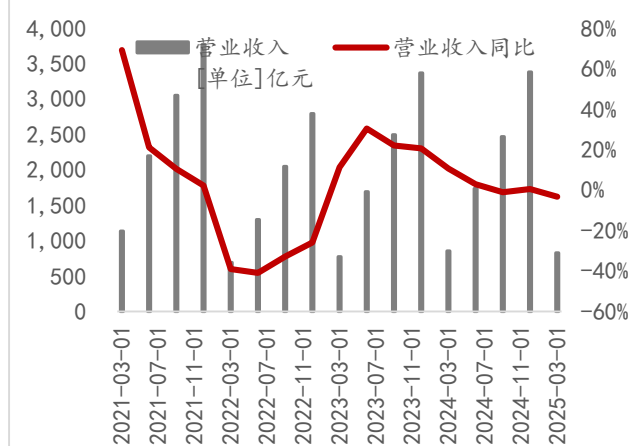
图 23 商用车（货车）销量



资料来源: Wind, 中山证券研究所

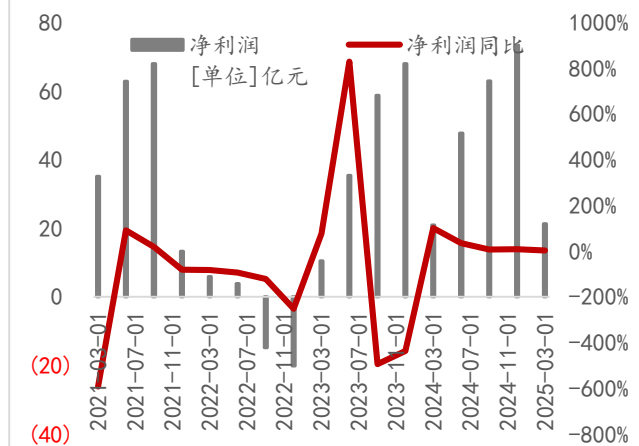
商用车营收停滞不前。申万商用车板块 2025Q1 实现累计营收 824 亿元，同比增长-3%。净利润 21 亿元，同比上涨 1%。

图 24 SW 商用车营收及同比增速 (2021Q1-2025Q1)



资料来源：Wind，中山证券研究所

图 25 SW 商用车净利润及同比增速 (2021Q1-2025Q1)

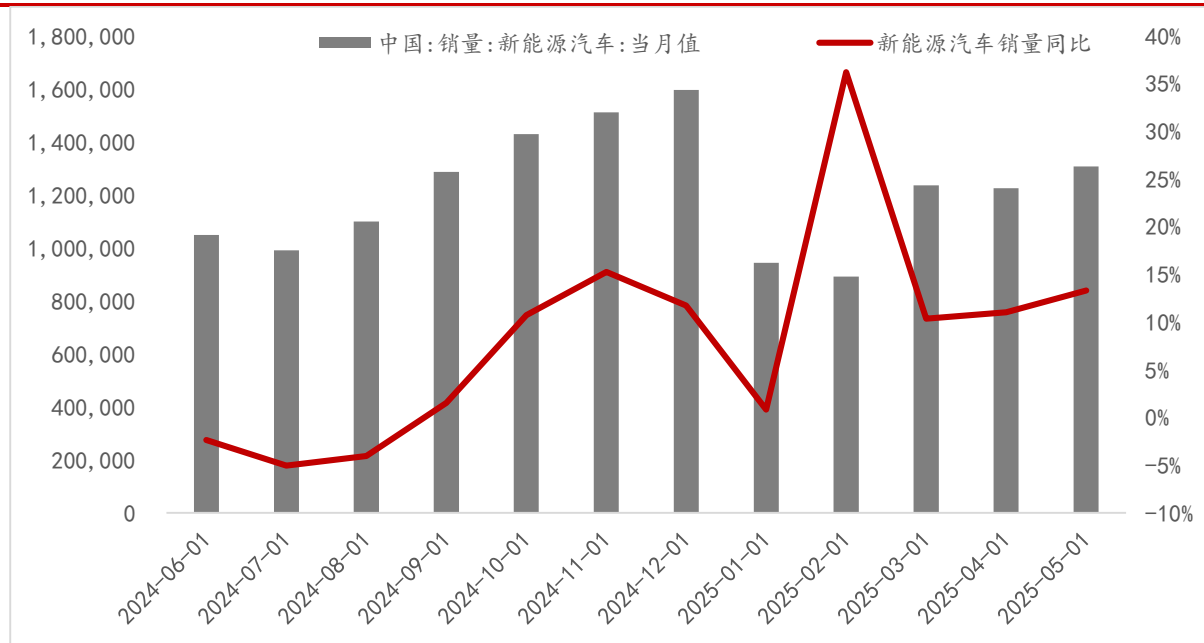


资料来源：Wind，中山证券研究所

2.3. 新能源汽车增速不减

新能源汽车销量再创新高。今年我国新能源汽车销量稳定上升，据中汽协数据，2025 年 1-5 月国内新能源汽车累计销量为 560 万辆，为历史新高。

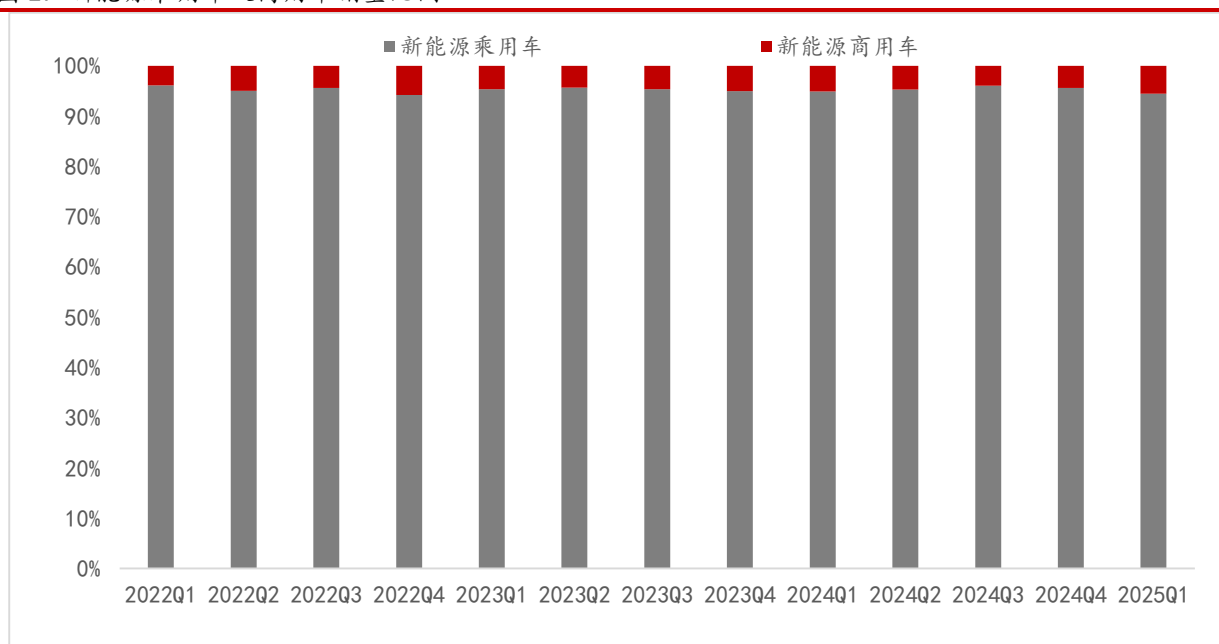
图 26 新能源乘用车销量与同比数据 (辆)



资料来源：Wind，中山证券研究所

乘用车对新能源车市支撑作用依旧显著。新能源市场中，商用车持续受市场低迷、购置成本等因素制约，市场份额仍然不大，而乘用车长期占据新能源市场过 9 成份额，高度分化说明新能源乘用车已被市场接受，商用车仍旧任重道远。

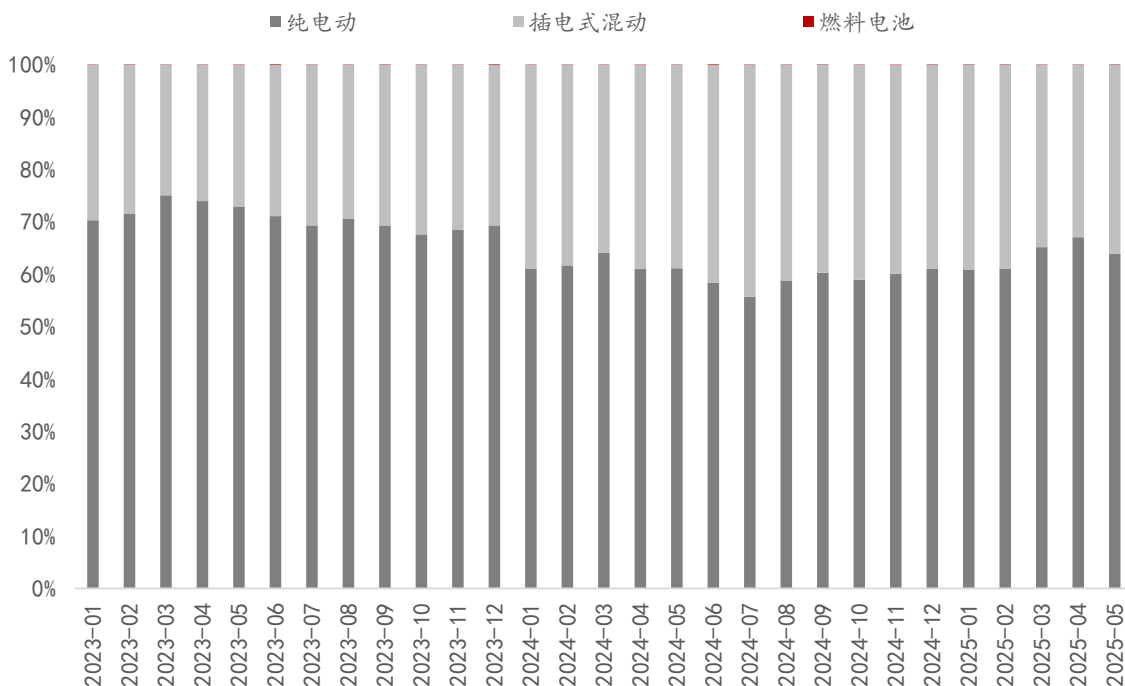
图 27 新能源乘用车及商用车销量比例



资料来源：Wind，中山证券研究所

纯电/插电为绝对主流。虽然纯电动持续占据大部分新能源市场份额，但 2022 年随着比亚迪 DM 系列的推出以及其他车企优质混动产品的持续供给，混动市场迎来持续增长。由于电池原材料价格持续低迷，导致纯电车型价格持续下探，性价比不断提升，也是其市场份额依旧稳固的主要原因。燃料电池仍旧无法突破，市场占有率极低。

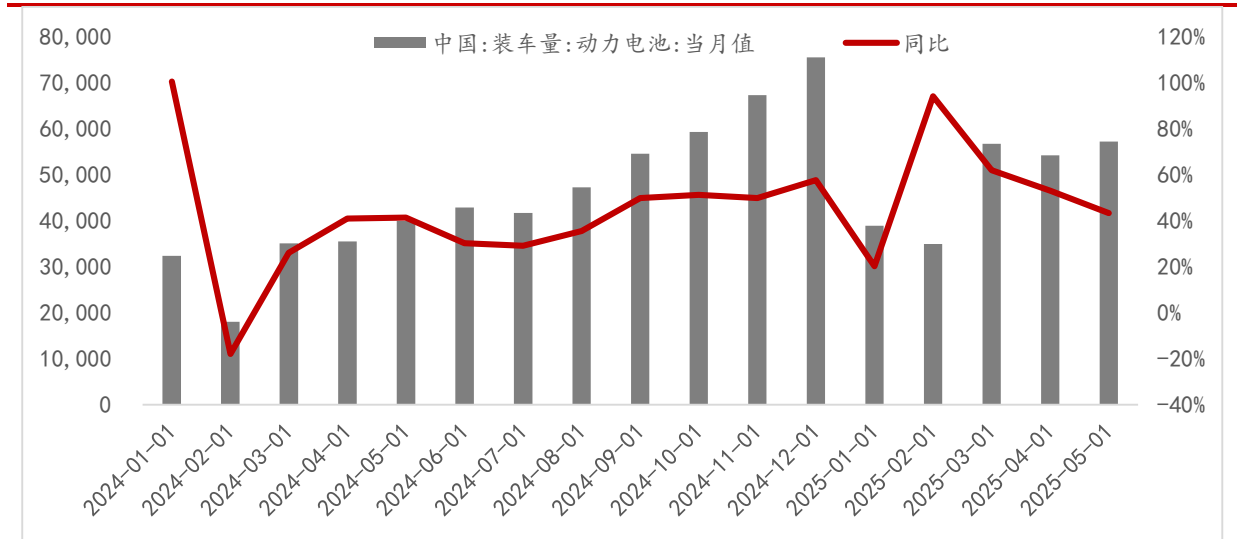
图 28 新能源汽车各动力类型比例



资料来源：Wind，中汽协，中山证券研究所

动力电池装机量增速不减。2023 年以来由于新能源汽车销量持续火爆，动力电池装机整体需求居高不下。2025 年 1-5 月我国动力电池装机量约 241GWh，且增速基本保持在较高位置。

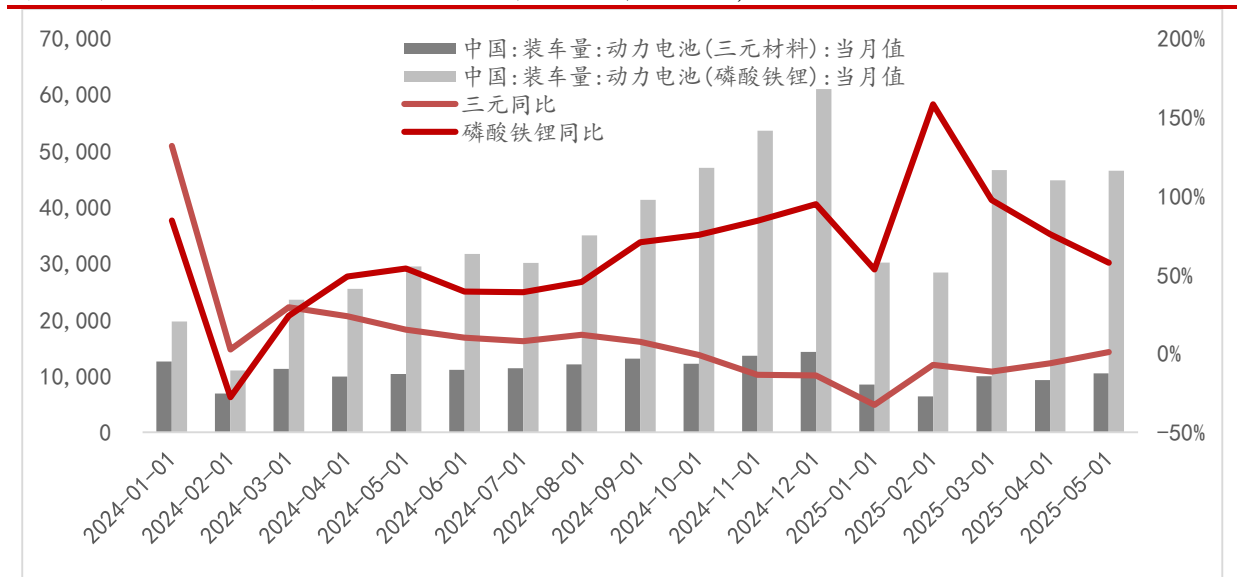
图 29 动力电池月度装机量（单位：MWh）



资料来源：Wind，中汽协，中山证券研究所

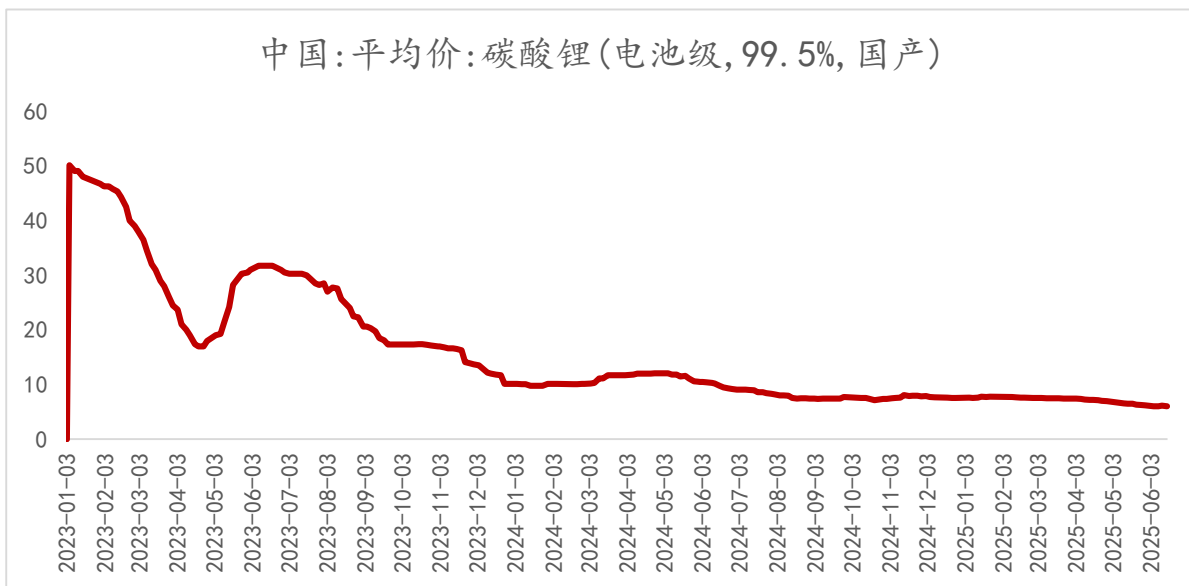
磷酸铁锂电池出货需求持续增强。碳酸锂现货价格持续低迷，部分材料厂价格下降，锂电池成本相对前期不断阴跌。2025 年 1-5 月磷酸铁锂累积装车量 196GWh，占总装车量 81%，同比增长速度较 2024 有所提高，同期三元电池市场装车累积量 0.45GWh，占总装车量 19%，增速为负。磷酸铁锂动力电池的占比仍有望继续增加，电池产品力的提升和新技术的推出将为新能源汽车的增长提供动力，近期三元和磷酸铁锂仍是动力电池主流。

图 30 磷酸铁锂动力电池与三元锂动力电池装机量（单位：MWh，%）



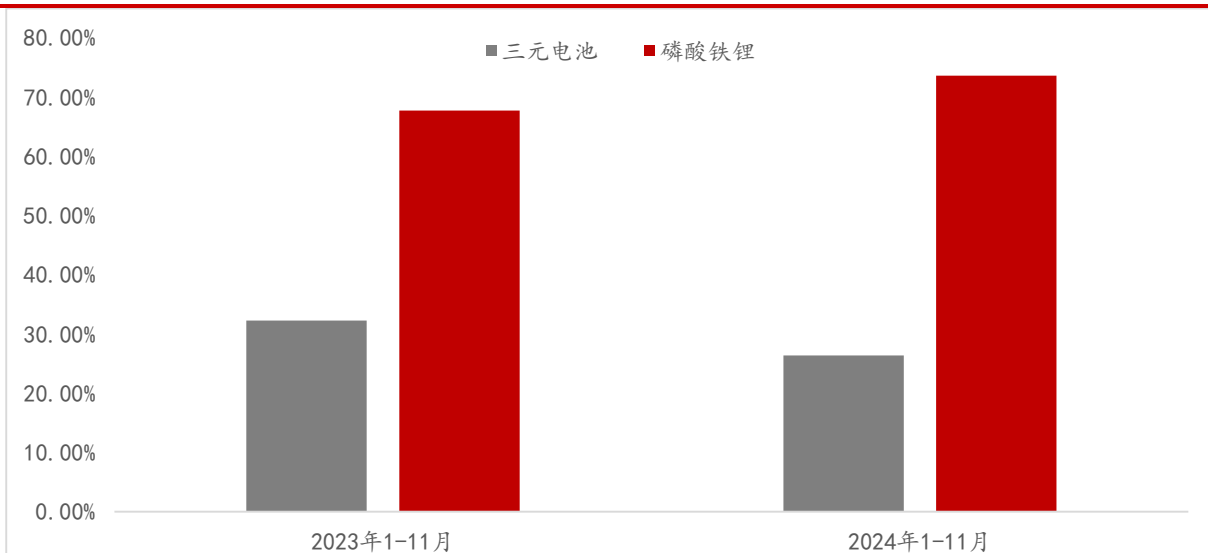
资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中山证券研究所

图 31 碳酸锂现货价格走势



资料来源：Wind，中山证券研究所

图 32 动力电池技术体系占比（单位：MWh）



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中山证券研究所

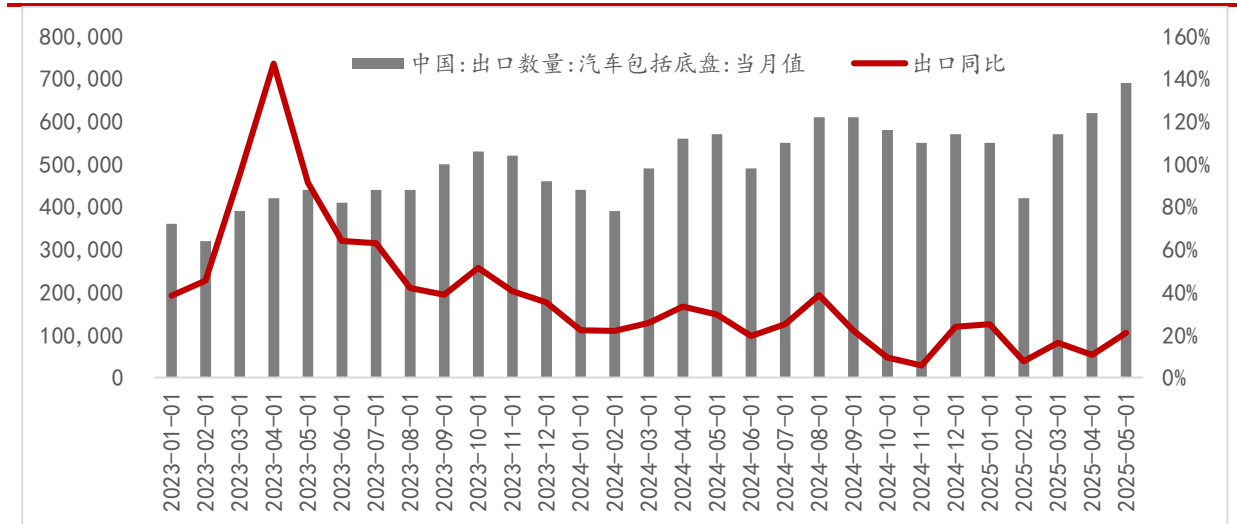
3. 投资建议

3.1. 出口或受地缘政治影响，新兴市场成关键

出口与内销或遇反转。2023 年，受益于出口需求大增，我国乘用车销量达到 2,601.2 万辆，同比增长 10.5%。其中出口首次超过 500 万辆（海关口径），跃居全球第一，同比增幅达到 57%。新兴市场包括俄罗斯和墨西哥等均有巨大潜力。但进入到 2024 年下半年以来，部分国家出台不利于我国汽车出口政策，通过上调关税等手段，对我国汽车出口形成压力，

叠加高基数等因素，出口增速明显放缓。根据海关数据显示，今年 1-5 月出口增速平均值为 16%，而 2024 年全年为 23%。今年同期国内新能源汽车销量增速约为 14%，数据略低于出口增速，显示国内市场同样具有潜力，双轮驱动策略有利于企业拓展市场份额。

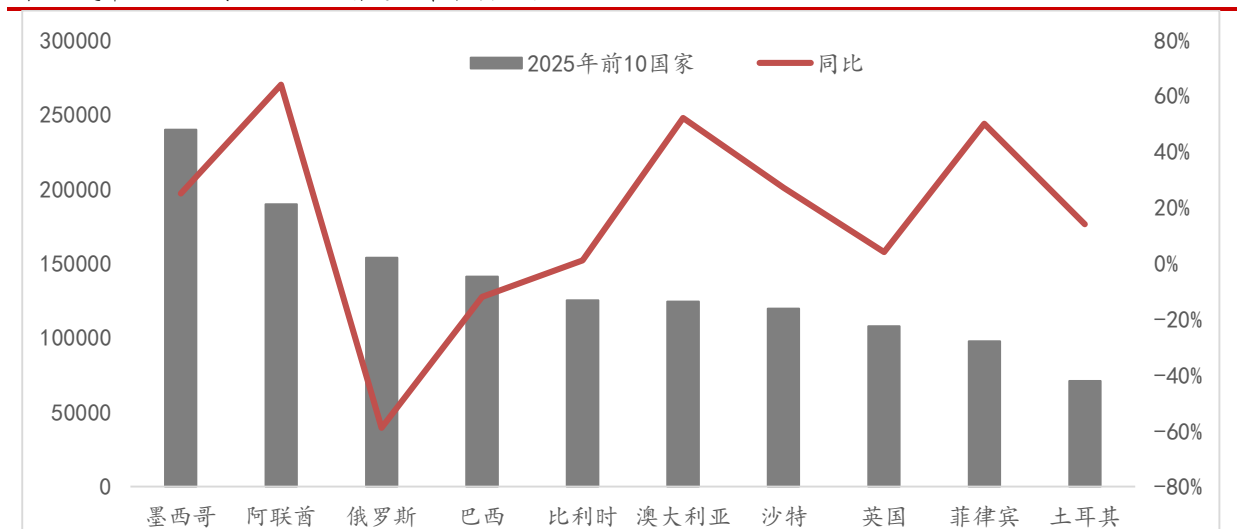
图 33 汽车出口数量与增速（海关口径）



资料来源：Wind，中山证券研究所

主要海外市场增速差异较大。根据乘联会数据显示，出口量排名靠前的国家里，俄罗斯和巴西增速均录得显著收窄，巴西主要由于关税原因，以及当地产能逐渐释放。俄罗斯以及中亚国家主要由于关税以及风险防范等原因，也录得较大跌幅。增长较好的包括墨西哥、阿联酋、澳大利亚等国家，一定程度上缓解了车企压力。未来俄罗斯市场依旧面临着冲突带来的经济压力，其利率始终在高位徘徊，不利于促进消费；墨西哥则面临美国新政府推行的新关税政策，同样不利于转口贸易。

图 34 汽车出口主要目的地及增速（乘联会口径）

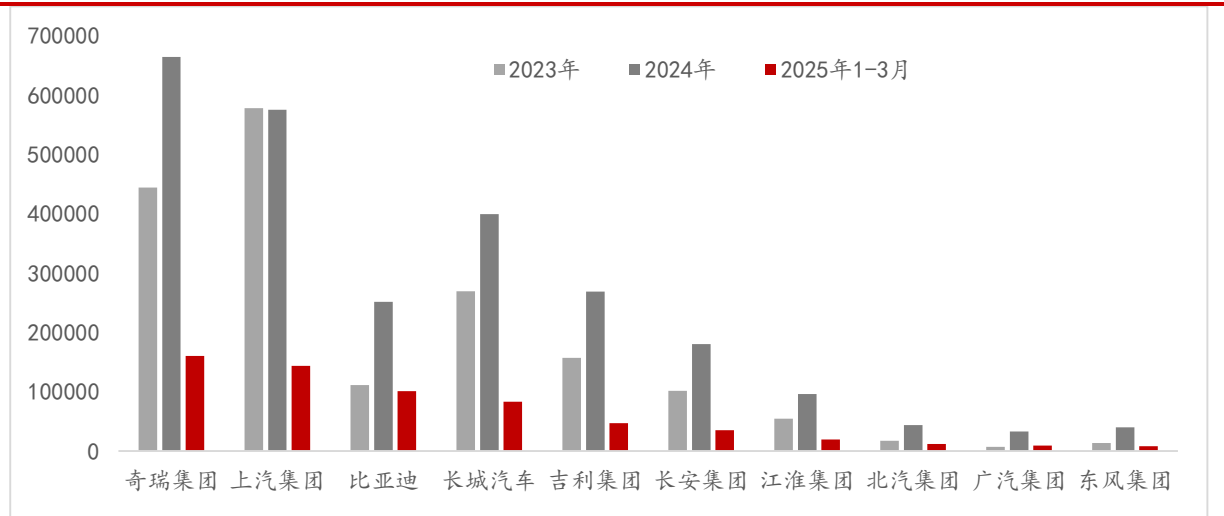


资料来源：Wind，中山证券研究所

奇瑞继续领先上汽。根据乘联会数据，截止 2025 年 3 月，奇瑞集团依旧力压长期龙头上汽集团保持领先。头部出口车企 2024 年均取得较大增长，除上汽以外，奇瑞集团、比

亚迪、长城汽车、吉利集团、长安集团、江淮集团等均录得近 50% 甚至更高增长，成为出口新生主力军。

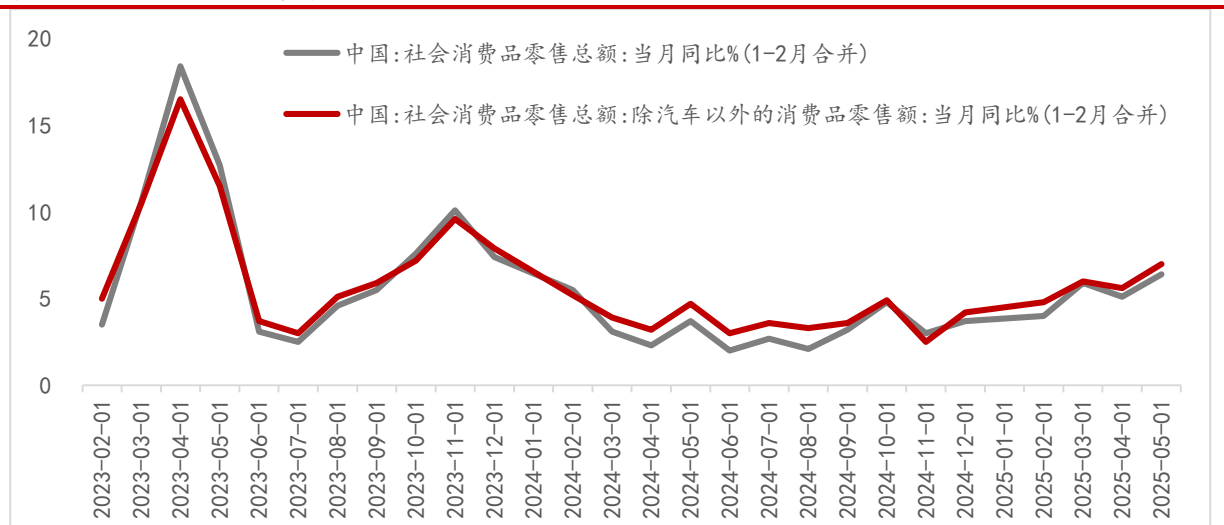
图 35 汽车出口厂家销量与增速（乘联会口径）



资料来源：Wind，中山证券研究所

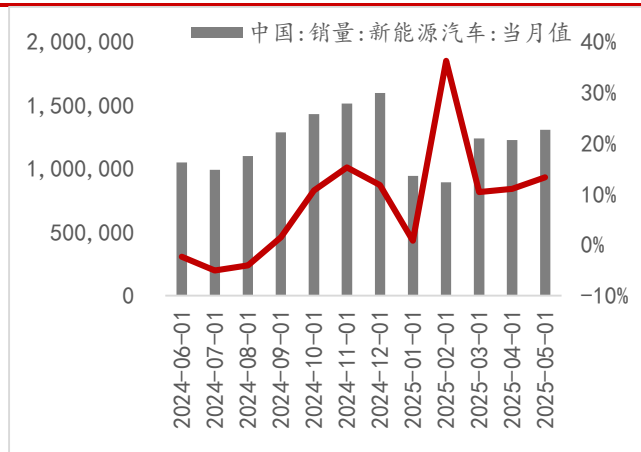
汽车消费仍旧拖累社消表现。虽然鼓励汽车报废和以旧换新的政策出台，各地纷纷配套补贴措施，从效果来看取得了不菲成绩，汽车消费也不断缩小差距，但汽车消费仍不及社消，且 2025 年以来从未跑赢。根据商务部数据，截至 5 月 11 日，2025 年汽车以旧换新补贴申请量达 322.5 万份，其中汽车报废更新 103.5 万份，置换更新 219 万份。2025 年以来，汽车以旧换新中，新能源汽车占比超 53%。汽车以旧换新政策有效促进消费增长、绿色转型和资源循环。

图 36 社消增速 vs 除汽车外增速



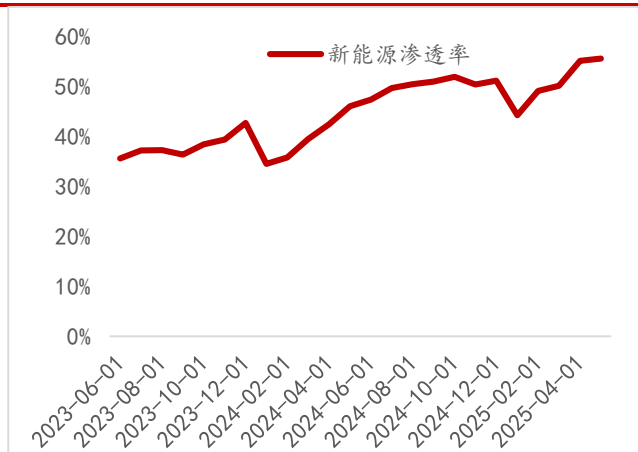
资料来源：Wind，中山证券研究所

图 37 新能源汽车销量同比(%)



资料来源：Wind，中山证券研究所

图 38 新能源汽车渗透率



资料来源：Wind，中山证券研究所

随着整车产品的国际竞争力与影响力不断提高，出口海外成为众多车企的第二成长曲线，纵使部分主要市场增速有所下滑，但不断开辟新兴市场是保持出口增长的关键。国内市场仍是车企的基本盘，在利好政策不断更新迭代的推动下，新能源汽车不断刷新销量，且高端化试水成效理想，获得了较大份额，**建议关注出口保持增长以及新能源龙头企业。**

3.2. 智能化高阶智驾万事俱备

新能源汽车与智能驾驶相得益彰。电动车作为新产物的前沿代表，往往集成了最新的智能科技，而自动驾驶技术，则以其精准高效的智能导航，为驾驶者解放双手，开启了安全便捷的出行新纪元。两者相辅相成，不仅提升了交通效率，减少了人为错误导致的事故风险，不仅提升了行车安全性和便利性，还极大地促进了能源结构的转型与升级。在自动驾驶的精准操控下，电动车的续航能力得到更优化的管理，而电动车的普及也为自动驾驶技术提供了更广阔的应用舞台，共同推动着交通出行向更加智能化、绿色化的方向迈进。

新能源汽车持续增长是智驾普及的重要抓手。截止 2025 年 5 月，我国新能源销量已超过 560 万台，再创新高已是事实，且渗透率保持在高位。展望 2025 年，受益政策对新能源汽车的高度支持，其中国家补贴还将陆续发放，继续利好汽车终端销售，我们预计在政策与市场驱动的双重护航下，新能源汽车销量将继续保持增长，2025 有可能完成 1300-1400 万辆的年度销量，庞大的销售规模是应用新科技的基础，随着车企不断加码智驾，2025 年普及率有望再上一个台阶。

新势力跃跃欲试，传统车企不甘落后。与国外较为类似的是，我国智驾的落地也是由新势力推动的，特斯拉在美国的成功，带动国内车企试水智能驾驶。目前我国第一梯队已经落地无图城市 NOA，包括华为系和小鹏汽车等。传统车企同样重视智驾，长城和吉利旗

下极氪汽车也先后实现重大进展。12 月底，华为乾崮举办了一场直播，由华为智能汽车解决方案 BU CEO 靳玉志、阿维塔科技总裁陈卓共同体验华为乾崮智驾 ADS 最新的“车位到车位”智驾功能，基本实现了全流程完全自动驾驶。

Robotaxi 有望全球落地。2024 年武汉大规模投放了“萝卜快跑”无人驾驶网约车引发全国性关注，这也是国内首次较为广泛运营无人驾驶车辆。根据新闻报道，百度旗下的“萝卜快跑”服务自 2023 年 8 月在武汉天河机场首次亮相以来，已累计完成超过 600 万单的运营，测试里程超过 1 亿公里。与传统网约车相比，“萝卜快跑”的车费更为经济，10 公里路程的费用仅为 4 至 16 元，远低于普通网约车的 18 至 30 元。在武汉投入运营的无人驾驶出租车数量已达千辆规模，为市民提供了一种全新的出行选择，其较低的定价和全天候服务赢得了市民的广泛欢迎。

10 月特斯拉在美国加州举办新品发布会上正式发布了旗下无人驾驶出租车 Robotaxi，并命名为“Cybercab”，据悉该车成本低于 3 万美元，并有望 2026 年大规模量产。在活动现场，特斯拉 CEO 马斯克亲自上车乘坐概念车抵达会场，该车并未配备传统的方向盘与踏板，可以视为真正的全自动驾驶车型，最快将在 2026 年大规模量产并投入运营。除了发布 Cybercab 之外，特斯拉还曝光了 Robovan，该车可以理解为无人驾驶公交车或接驳车，主要用于运送多名乘客场景，官方表示该车最多可以容纳 20 名乘客。

图 39 武汉百度“萝卜快跑”无人驾驶网约车



资料来源：互联网公开信息整理，中山证券研究所

图 40 特斯拉 cybertaxi



资料来源：互联网公开信息整理，中山证券研究所

根据公开新闻透露，目前武汉同款“萝卜快跑”价格约为 20 万元/辆，车辆可确保 5 年内的可靠运营，购置成本每天为 110 元。现役运行的车辆中大约需要 300 名安全员，武汉“自动驾驶安全员”月薪为 5000 至 7000 元。所有安全员一个月工资约 170 万元分摊到 450 辆车，单车单日的安全员成本约为 126 元。加上充电费用 35 元、洗车 10 元、运维费用 30 元，单车日均运营费用总计约 75 元。萝卜快跑第五代车的单日运营成本为 110 元 + 126 元 + 75 元 = 311 元，如果其每日营收超过该金额，其毛利有望为正，如果自动驾驶进

一步降本增效，距离商业化落地将并不遥远。据媒体界面新闻报道，特斯拉已于 2025 年 6 月在美国得克萨斯州奥斯汀市正式启动 Robotaxi 试点服务，首批乘客乘坐 Robotaxi 只需支付 4.20 美元的固定费用。这一消息也得到了特斯拉 CEO 埃隆·马斯克的确认。特斯拉针对此次试点服务初期投入的车队规模约为 10 至 20 辆车，均基于 Model Y 车型改造，搭载特斯拉自研的视觉感知系统和 FSD（全自动驾驶）软件。按照马斯克的计划，几个月内，Robotaxi 车队规模将快速扩展到 1000 辆。与此同时，特斯拉的 Robotaxi 还需要应对美国本土竞争对手的挑战。目前 Waymo 已在多城实现超 1500 辆 Robotaxi 的商业运营，而另一家公司 Zoox 也将在奥斯汀与拉斯维加斯上线 Robotaxi 服务。

L2.5 或成为标配。随着特斯拉 FSD 大概率将于 2025 年进入中国以及欧洲市场，电动车新一轮的升级已经迫在眉睫。国内部分先行车企已经将不同方案的智能驾驶标配化。未来仍有大量车企计划将智能驾驶分阶段落地以及加速向下普及。据弗若斯特沙利文测算，至 2027 年全球/中国 Robotaxi 市场规模将达 35.5/22.1 亿元，2024 至 2027 年复合增长率高达 319%/290%。民用市场将远超该规模，可为相关企业带来巨大增量市场空间，**建议关注域控、线控底盘等核心增量零部件供应商以及快速普及高阶智驾车企。**

风险提示：除了主要的政策风险外，新能源汽车行业还存在充电设备配套滞后、销售不及预期、原材料成本波动、技术发展低于预期、智能化进程不及预期等风险，可能制约新能源汽车行业的发展。

研究人员介绍：

王曦：中山证券研究所行业分析师。

投资评级的说明**一 行业评级标准**

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

一 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%~15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%~5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

风险提示及免责声明：

★市场有风险，投资须谨慎。本内参材料提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。

★本内参材料无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

★本内参材料是机密的，仅供本公司的员工参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本内参材料而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司员工，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本内参材料，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本内参材料的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。

★本内参材料基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本内参材料所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本内参材料列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本内参材料所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。

★本内参材料可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司及研究人员不对其内容负责。

★在任何情况下，本内参材料中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应将本内参材料作为做出投资决策的惟一因素。相关阅读人员应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本内参材料的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本内参材料及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

★本内参材料的版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本内参材料的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本内参材料及其所包含的材料、内容。所有于本内参材料中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。