



中信证券研究部

核心观点



袁健聪
新能源汽车行业
首席分析师
S1010517080005



尹欣驰
汽车及零部件行业
首席分析师
S1010519040002



李鹄
新能源汽车分析师
S1010521070005

新能源汽车行业

评级

强于大市（维持）

预计 2023 年开始客车行业将迎来周期向上的阶段，国内旅游客车+电动公交车替换需求，海外疫后修复+电动化渗透率提升，我们预计本轮增长将至少是 3 年的时间维度。国内企业在电动化优势明显，已通过三电技术、“一国一策”的打法、销售和服务的强力保障，建立了良好的品牌力，未来几年海外市场将是企业实现新一轮增长的重要抓手。重点推荐全球大中客型客车龙头企业——宇通客车，建议关注产品结构改善的金龙汽车。

国内客车迎来向上周期，客车市场增长新机遇。2023 年疫情之后，客车将迎来增长周期：1) 旅游客车高增长——旅游行业修复带动旅游客车采购量提升，我们预计未来 2-3 年将持续保持较高的增长；2) 新能源公交车弱复苏——将逐步对 2014 年开始投入使用的车辆进行更新换代；3) 房车市场空间大——个性化需求+收入提升，将刺激房车的需求，目前仍处于初期阶段。

新能源客车将领跑海外市场。海外市场客车销量增长推动力包括：1) 疫后逐步复苏后，全球客车将迎来销量回升；2) 全球电动化浪潮下，清洁客车将带动全新的增量市场，如 2009 年欧盟发布《Clean Vehicles Directive》，提出客车清洁化，在 2019 年修正了改法案，提出欧盟的每个国家必须设定具体的时间目标，包括 2021-2025 年阶段和 2026-2030 年阶段，其中欧盟定的最低目标是 2025 年清洁化客车（包括电动、氢、天然气等）的渗透率为 29%-50%，2030 年的目标为 43%-75%。

国内客车企业全球竞争力强劲，出海进行时。国内企业先发优势明显，在三电等技术领域多年沉淀，已形成了较强的品牌知名度，如宇通客车、金龙汽车、比亚迪等在欧洲、“一带一路”等国家和地区已有多年的生产、销售和服务的经验，一般通过：1) “一国一策”的定制化开发和服务，最大限度满足当地市场的需求；2) 直销与经销模式相结合，将国内完善的体系复制到海外不同市场；3) 通过全球驻扎员工的方式，进行服务的标准化和统一化，提供贴心服务；4) 从提供客车产品发展为给客户出行、公交/团体/旅游等运营综合解决方案，提升竞争力和用户黏性。

清洁化、智能化和舒适性推动客车持续升级。1) 清洁化在客车行业是持续的追求，从目前的纯电动和天然气等，到预计未来的氢燃料电池客车，全球均在积极推动；2) 智能化在车辆和行人安全性、城市运维等方面具有重要的意义；3) 客车作为大众交通工具，舒适性的重要性将越来越突出。客车产品持续升级，国内企业有更多的机会在全球范围内实现品牌输出。

风险因素：客车市场回暖不及预期；海外新能源客车渗透率不及预期；竞争格局加剧；电池价格下降不及预期。

投资建议：2023 年开始客车行业将迎来周期向上的阶段，国内旅游客车+电动公交车替换需求，海外疫后修复+电动化渗透率提升，我们预计本轮增长将至少是 3 年的时间维度。国内企业在电动化优势明显，已通过三电技术、“一国一策”的打法、销售和服务的强力保障，建立了良好的品牌力，未来几年海外市场将是企业实现新一轮增长的重要抓手。重点推荐全球大中客型客车龙头企业——宇通客车，建议关注产品结构改善的金龙汽车。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E	
宇通客车	600066.SH	13.90	0.34	0.55	0.79	0.98	41	25	18	14	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

目录

国内客车市场将迎来中长期高景气度	5
客车出海大有可为，新能源全球领先	8
海外客车市场增长动力：疫情后的修复+电动化率提升	8
国内客车企业为全球竞争力强劲，出海进行时	10
客车未来发展趋势	18
主要公司	20
宇通客车	20
金龙汽车	21
风险提示	22
投资建议	22

插图目录

图 1：国内大中型客车市场销售量及增速	5
图 2：国内大中客车中公交客车销量及增速	6
图 3：国内大中客车中团体通勤车销量及增速	6
图 4：国内大中客车中旅游车销量及增速	6
图 5：中国城市客运总量及同比增速	7
图 6：国内大中客车中客运班线车销量及增速	7
图 7：国内房车年度销售总量及增速	8
图 8：《The Clean Vehicles Directive》法案规定各国家清洁客车的最低目标	9
图 9：宇通历年国内和海外收入（亿元）	12
图 10：金龙汽车历年国内和海外收入（亿元）	14
图 11：2018 年-2022 年一带一路国家客车出口数量及占比	18
图 12：2016 年-2022 年我国氢燃料电池汽车产销量（辆）	19
图 13：宇通 E6 微循环公交	19
图 14：全球首款纯网联式 L4 级自动驾驶客车	19
图 15：宇通客车按大型-中型-轻型的销量（辆）	20
图 16：宇通客车季度毛利率和净利率	21
图 17：金龙汽车按大型-中型-轻型的销量（辆）	21
图 18：金龙汽车季度毛利率和净利率	22

表格目录

表 1：2022 年欧洲电动客车市场销量（按生产企业）	10
表 2：国内企业获得海外电动化订单汇总（部分）	10

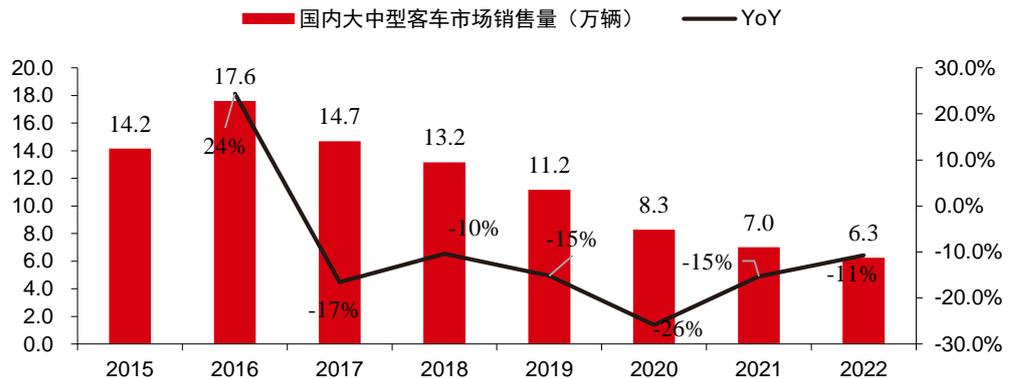
国内客车市场将迎来中长期高景气度

客车包括大型客车（长度大于 10 米）、中型客车（长度介于 7 米至 10 米之间）、轻型客车（长度介于 5 米和 7 米之间）。由于中大型客车是目前公共出行的主要车型，因此本文主要研究中大型客车市场。

大中客车从用途分为公交客车、座位客车、校车和其他，其中座位客车分为客运班线车、旅游团体车、团体通勤车等。以 2022 年为例，据中国客车统计信息网，公交客车销量占比 65%，座位客车销量占比 27%（其中客运和旅游占比 54%，团体通勤占比 46%），校车销量占比 4%。

大中客车销量受补贴、其他公共交通、疫情等因素影响。2016 年国内大中型客车销量达到高点 17.6 万辆后一路下跌，2022 年销量为 6.3 万辆，同比下降 10.74%。主要原因包括：1) 新能源公交车由于补贴逐年退坡，销量下滑明显；2) 高铁、私家车对中短途客运有较大的替代；3) 疫情导致公共出行减少，旅游客车销量受损；4) 地方政府财政压力增加，减少公交车的采购。

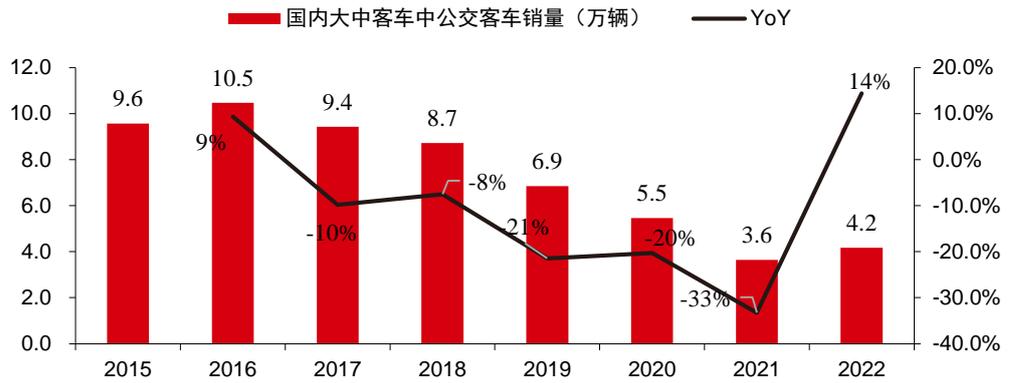
图 1：国内大中型客车市场销售量及增速



资料来源：中国客车统计信息网，中信证券研究部

新能源公交补贴退出，替换需求+电池成本下降，行业将迎来销量新增长。2014 年起国内新能源公交补贴后行业高速增长，后续补贴持续退坡，叠加疫情影响，新能源公交销量下滑。2022 年是补贴最后一年，年底冲量，全年销量 4.2 万辆，同比+13.4%。进入 2023 年，虽然补贴完全退出，但由于 1) 2014 年之后的新能源公交逐步报废，替换需求强烈；2) 碳酸锂等电池上游成本下降，将降低客车成本，并一部分转移到下游客户，因此，我们认为未来新能源公交车销量将逐步回暖。

图 2：国内大中客车中公交客车销量及增速



资料来源：中国客车统计信息网，宇通客车公司公告，中信证券研究部

通勤客车销量基本稳定，受疫情因素冲击较小。大中客车中团体通勤车辆由于 2015-2017 年补贴较高，于 2018 年进入透支消化期，销售下降明显。如果不考虑透支因素，通勤车辆的销量增速与国内经济增长相关性较高。此外，以 6-8 年的使用周期推测，未来 2-3 年通勤客车将迎来替换潮。因此，未来通勤车辆的销量有望逐步提升。

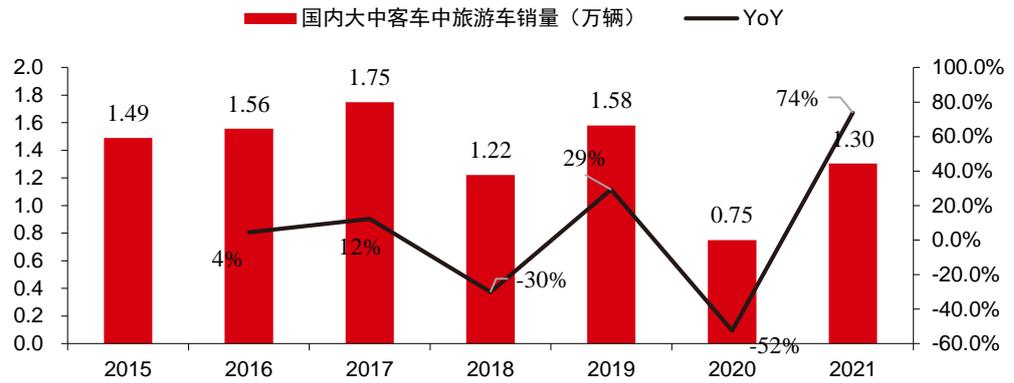
图 3：国内大中客车中团体通勤车销量及增速



资料来源：中国客车统计信息网，中信证券研究部

旅游班线受疫情影响显著，2023 年有望绝地反弹。在疫情期间旅游班线车销量下滑明显，尤其是 2020 年和 2022 年，预计 2023 年旅游班线市场需求较 2022 年将大幅度提升，我们认为旅游复苏可维持 3-5 年的高景气度，将带动旅游客车销量大幅提升。

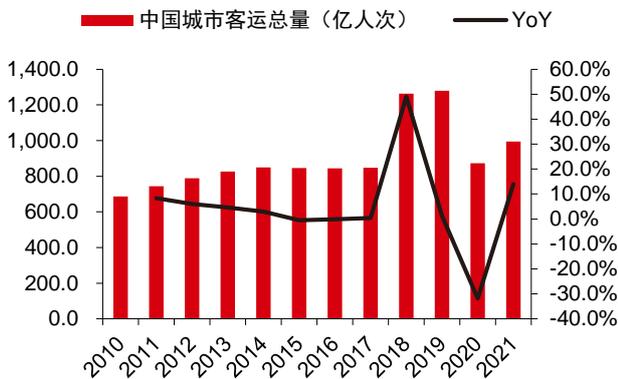
图 4：国内大中客车中旅游车销量及增速



资料来源：中国客车统计信息网，中信证券研究部

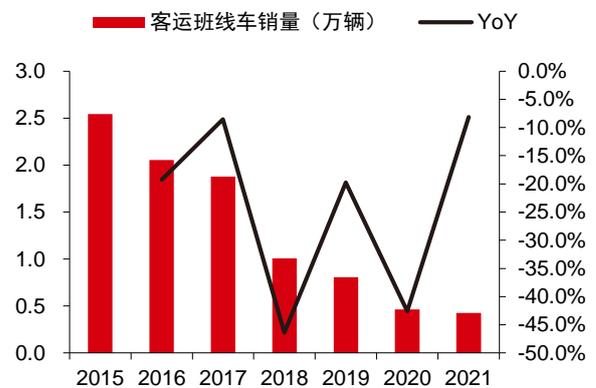
客运班线车辆销量有望维持低位。国内城市客运近年来持续下降，中国城市客运总量在疫情期间显著降低，客运班线用车销量在 2011 年达到 5 万辆，从 2012 年开始被铁路、私家车逐渐替代持续降低，2021 年不到 5 千辆，预计客运班线车未来将保持在较低的销量水平。

图 5：中国城市客运总量及同比增速



资料来源：交通运输部网站，中信证券研究部

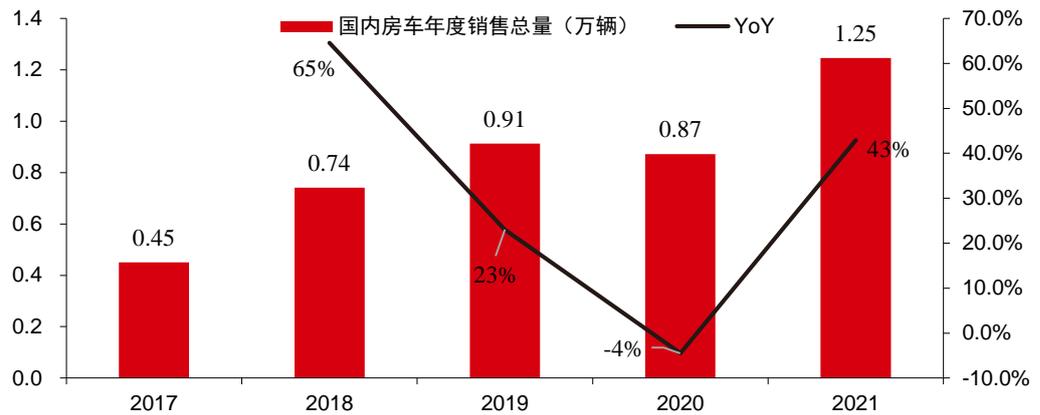
图 6：国内大中客车中客运班线车销量及增速



资料来源：中国客车统计信息网，宇通客车公司公告，中信证券研究部

国内房车销量近年来逐渐提升，生活水平提高带动消费。在“自驾游”等消费驱动下，国内房车销量近年来逐渐提升。据汽车智库数据，2021 年房车累计销售 12457 辆，同比增长 42.9%，其中轻客改装房车占到 29%，房车市场整体呈现了比往年火热的局面，主要是由于生活水平提高，疫情影响了人们休闲旅游的方式，房车出游逐步变热，房车在我国仍处于初期发展阶段，增长潜力巨大。

图 7：国内房车年度销售总量及增速



资料来源：汽车智库，中信证券研究部

■ 客车出海大有可为，新能源全球领先

海外客车市场增长动力：疫情后的修复+电动化率提升

1) 疫情期间全球客车销量下滑较大，2021 年开始逐步修复。据 S&P Global Mobility，全球客车市场从 2020 年的 24.6 万辆修复至 2021 年的 28.5 万辆，并将在 2022 年提升至 33.7 万辆。往后看，客车销量增速将放缓，预计逐步提升至 2016-2018 年的峰值——42.2 万辆。

据 S&P Global Mobility：

欧洲城市公共汽车市场在 2020 年只下跌了 7%，从 2021 年至 2023 年预计复合增长 10%，主要原因是欧盟《Clean Vehicles Directive》法案的推动；长途汽车在 2020 年下降 36%，在 2021 年有所恢复；

北美（美国和加拿大）客车市场中，校车占据绝大部分份额，城市公共汽车占比 15%，长途汽车占比 5%。三个细分市场在 2020 年均下滑，在 2021 年实现 10% 的正增长，预期校车销量达到 3.15 万辆，城市公共汽车和长途汽车的恢复较慢；

2020 年印度客车市场受疫情影响销量约 1.9 万辆，2021 年预计 2.8 万辆，此外，政府计划设立公共交通刺激政策，以恢复和升级车辆，并开通更多的 BRT 线路；

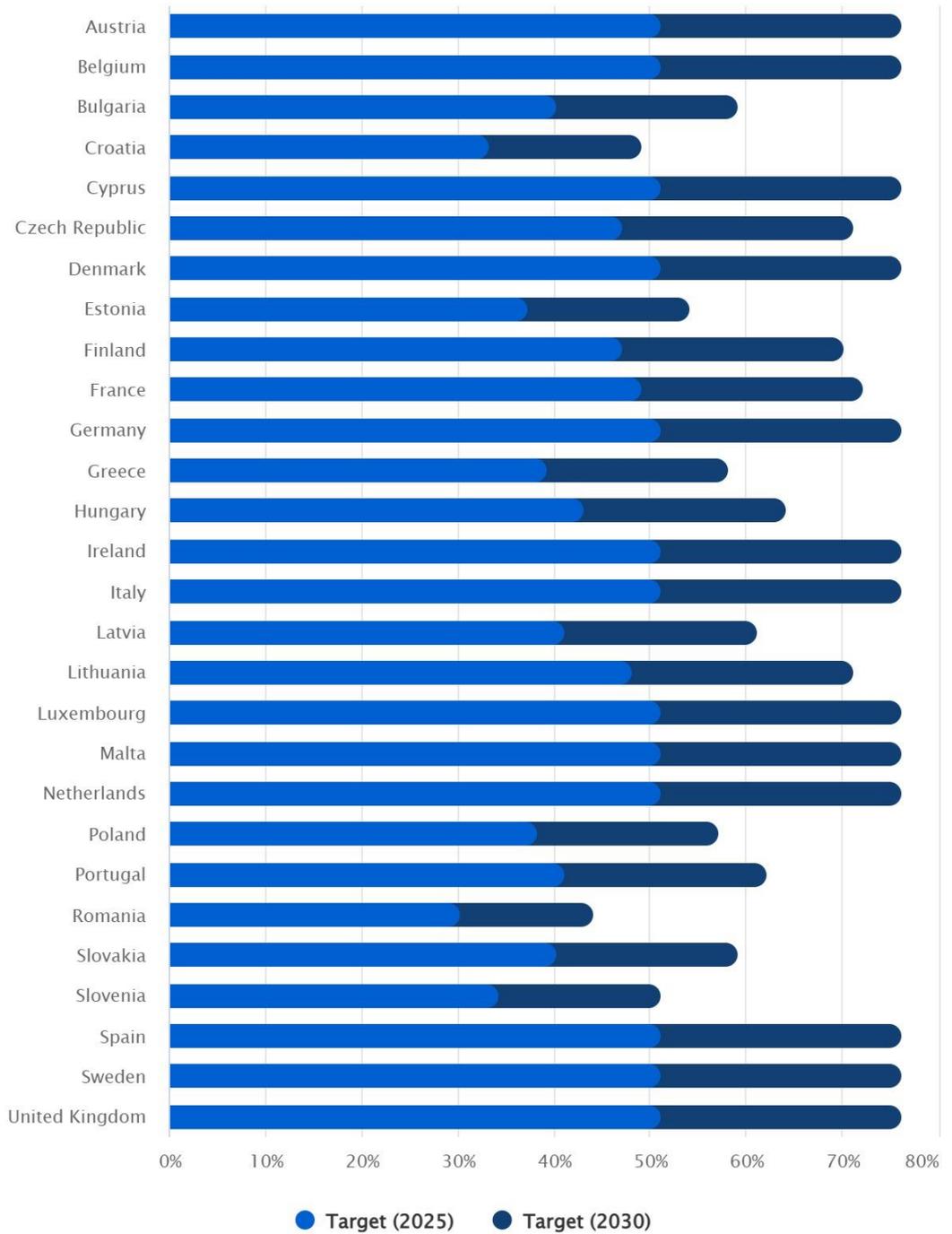
在南美市场，2021 年客车销量预计 3.1 万辆，2022 年预计增长 25%，由于巴西等主要国家将在 2023 年实施欧六排放，进而带动提前采购。

2) 电动化渗透率提升

2009 年，欧盟发布《Clean Vehicles Directive》，提出客车清洁化。在 2019 年修正了改法案，提出欧盟的每个国家必须设定具体的时间目标，包括 2021-2025 年阶段和

2026-2030 年阶段，其中欧盟定的最低目标是 2025 年清洁化客车（包括电动、氢、天然气等）的渗透率为 29%-50%，2030 年的目标为 43%-75%。

图 8: 《The Clean Vehicles Directive》法案规定各国家清洁客车的最低目标



资料来源: European Commission 官网, 中信证券研究部

据 Chatrou CME Solutions, 欧洲市场在 2022 年电动巴士上牌数量为 4152 辆, 同比+26%, 其中城市公交市场零排放车辆的运营占比达到了 30%, 除纯电动公交外, 混合

动力、天然气以及氢燃料电池等替代能源公交车也明显增长。其中，宇通以 11.5% 的市占率位列第一。

表 1：2022 年欧洲电动客车市场销量（按生产企业）

	E-bus registrations 2022	E-bus registrations 2021	E-bus registrations 2020	Trend registrations 2022 on 2021(%)	Mark et share 2022	Mark et share 2022=1	Trend market share 2022 vs 2021
YuTong	479	303	164	+58	11.5	9.2	+3
BYD-ADL	465	375	190	+24	11.2	11.4	-0.2
Mercedes	405	333	99	+21	9.8	10.1	-0.3
Iveco Bus	347	274	114	+26	8.4	8.3	+0.1
VDL	344	178	127	+93	8.3	5.4	+2.9
Solaris	342	390	416	-12	8.2	11.9	-3.6
BYD	322	257	424	+25	7.8	7.8	0
Volvo Buses	232	211	217	+10	5.6	6.4	-0.8
Man	230	134	25	+71	5.5	4.1	+1.4
Karsan	135	36	23	+275	3.3	1.1	+2.2
Golden Dragon	133	53	-	+150	3.2	1.6	+1.6

资料来源：Chatrou CME Solutions，中信证券研究部

从中长期看，除了欧洲之外，亚洲、美洲、中东等地区也在积极推动公共交通电动化，如卡塔尔世界杯期间使用大量纯电动客车；乌兹别克斯坦与比亚迪合作，推进当地汽车电动化。

国内客车企业全球竞争力强劲，出海进行时

中国客车电动化率领先全球，国内企业技术沉淀，品牌力提升。我国于 2009 年开始“十城千辆”试点示范工程，率先在城市公交等公共服务领域推广新能源汽车，国内企业三电技术积累，以及在新能源客车运维等方面具有多年的经验，此外，国内企业在客车高端化和智能化逐步突破，品牌影响力大幅提升。目前国内新能源公交渗透率极高，而海外渗透率处于起步阶段，客车出海大有可为。

表 2：国内企业获得海外电动化订单汇总（部分）

时间	公司	订单内容
2021 年	中通客车	获得埃及新 N 系统纯电动客车订单
2021 年	苏州金龙	陆续交付澳门 100 台海格增程式新能源巴士
2021 年	金龙客车	交付阿联酋 71 台 7 米金龙海外定制版校车
2021 年	黄海客车	交付韩国 100 台新能源客车
2021 年	中通客车	瑞通 V59 将批量交付乌兹别克斯坦、智利等国家
2021 年	重庆穗通	交付 150 辆“武隆造”新能源城市公交车于菲律宾、马来西亚等海外市场

2021年	中通客车	交付亚美尼亚 211 辆搭载艾里逊变速箱的客车
2021年	比亚迪	与布泽乌市签订 9 台 12 米纯电动巴士采购协议
2021年	中车电动	出口新西兰惠灵顿高端纯电动新巴客，总价 3.8 亿元
2021年	中通客车	获得巴基斯坦卡拉奇市 100 台 18 米新能源公交订单
2021年	金龙客车	交付墨西哥第二大城市瓜达拉哈拉一批搭载康明斯天然气发动机的客车
2021年	苏州金龙	交付以色列 31 辆 CNG 天然气公交车
2021年	比亚迪	携手英国巴士制造商合作伙伴亚历山大·丹尼斯(ADL)获得 22 台纯电动巴士订单
2021年	金旅客车	获得埃及 1220 台轻客的订单
2021年	金龙客车	获得埃及 530 辆的订单
2021年	比亚迪	获得哥伦比亚 1002 台纯电动巴士订单
2022年	宇通客车	先后两次向墨西哥交付配置有电动塞拉门的新能源客车
2022年	安凯客车	发运墨西哥 800 辆
2022年	宇通客车	交付卡塔尔 888 辆纯电动客车
2022年	中车电动	获得韩国、以色列、新西兰的订单
2022年	宇通客车	交付欧洲 479 辆
2022年	海格客车	获得卡塔尔 6000 多辆客车的订单
2022年	金旅客车	获得保加利亚 12 米和 18 米纯电动公交车的订单
2022年	宇通客车	为丹麦 YES-EU AB 公司的 140 台新能源车辆提供长达 12 年的车联网服务
2022年	厦门金旅	交付巴基斯坦 220 台新能源 BRT 公交车
2022年	中通客车	交付智利 45 台中通纯电动豪华旅游客车
2022年	中车电动	交付奥克兰 35 辆
2022年	比亚迪	获得英国 13 台纯电动大巴的订单
2022年	比亚迪	赢得匈牙利 48 台 12 米纯电动大巴订单
2022年	比亚迪	在哥伦比亚首都波哥大交付了 406 辆纯电动大巴
2022年	比亚迪	与北欧最大公交运营商签订 30 台大巴订单
2022年	比亚迪	向丹麦公交运营商交付 21 台 13 米新型纯电动巴士
2022年	比亚迪	K9 成功交付 30 辆给首都雅加达的公交运营商
2022年	安凯客车	发运墨西哥 800 辆
2022年	威驰腾客车	发往以色列 157 辆搭载康明斯 11L 发动机的客车
2022年	比亚迪	向波哥大市政府及市公交管理局交付 172 辆纯电动大巴
2022年	福田汽车	交付马耳他国家 6 辆 12 米福田纯电动公交车
2023年	苏州金龙	获得非洲客户 200 台的订单
2023年	宇通客车	交付 800 台（300 台宇威 E12、500 台 CNG 天然气车）于乌兹别克斯坦
2023年	宇通客车	获得沙特阿拉伯 550 台的订单
2023年	金旅客车	向蒙古国出口 224 辆公交车
2023年	申龙客车	获得智利订单 36 台，并已陆续发货

资料来源：中客网，各公司官网，各公司公告，中信证券研究部

一、宇通客车

1) 海外市场发展历史

第一阶段：2000 年至 2004 年——布局和初期成果

据公司公告，2000 年宇通与德国 MAN 公司成立猛狮客车有限公司，推进国际化。2003 年向俄罗斯出口 3 辆客车。2004 年出口金额为 505 万美元。

第二阶段：2005 年至 2010 年，形成“古巴模式”

据公司公告，2005 年直接出口 345 辆客车，并通过其他方式向海外销售 753 辆，总计金额约 5.8 亿元人民币。2006 年宇通通过多种形式销量至古巴、俄罗斯、埃及等 30 多个国家和地区，其中，向美国市场销售了 33 辆客车，销售额达到 1300 万美元。2007 年出口客车 3319 辆，2015 年出口 7018 辆。

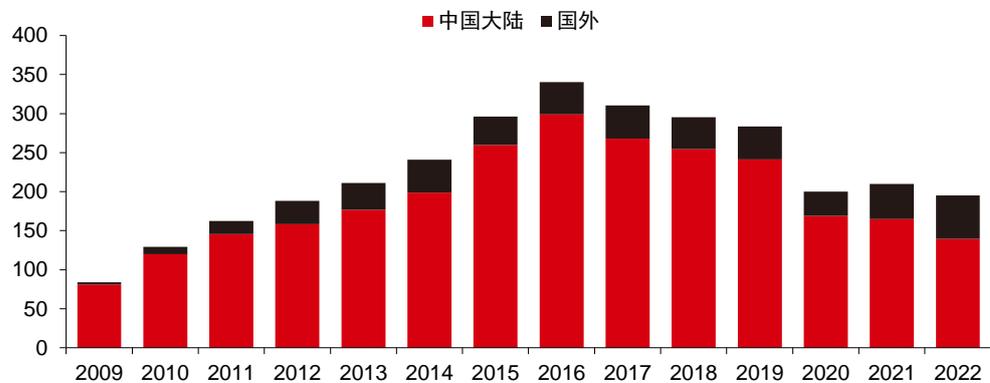
第三阶段：2011 年至 2020 年，海外市场扩展，逐步完善生产和服务网络

据公司公告，截至 2020 年底，宇通客车已经出口各类客车超过 7.5 万辆，在海外 1) 拥有 200 多家授权服务站或服务公司，330 余个授权服务网点，覆盖 98 个国家和地区，平均服务半径 150 公里；2) 在法国、墨西哥、俄罗斯等建立区域性配件中心库；3) 组成了 170 余名客户服务工程师的一线服务团队常驻海外市场，开展客户需求识别、技术培训、车辆问题解决等工作。

第四阶段：2021 年至今，依靠品牌影响力扩展海外市场

全球疫情之下，宇通依靠产业链优势、技术产品、服务等进一步提升了品牌影响力。2022 年卡塔尔世界杯器件，宇通 888 辆纯电动客车参与运输保障，同年以 479 辆上牌量，获得欧洲纯电动客车销量冠军；2023 年已获得沙特阿拉伯和乌兹别克斯坦的大订单。

图 9：宇通历年国内和海外收入（亿元）



资料来源：宇通客车公告，中信证券研究部

2) 打法注重直销和直服

独创“古巴模式”，以用户为核心。2005 年开始与古巴合作，最初交付 12 辆客车，宇通逐步形成了“针对不同客户、不同市场的需求，给予相应的产品、配件、融资以及全面的保障，从而提升销量和市场占有率，提升品牌美誉度，实现良性循环”的战略打法。2016 年与古巴签订《古巴公共交通改善及客车产能提升方案合作框架协议》，支持古巴政府改善公共交通、提升客车产能发展，从最初的单纯卖车，发展成为为当地政府提升公共出行解决方案。

构建直销和经销相结合的模式。当地优秀的经销商合作，可以帮助宇通客车快速了解当地市场情况，并且更好地与当地经销商合作，共同推动业务发展。通过自建销售网络的方式需要投入大量的资金和人力物力，但是可以帮助宇通客车更好地掌控市场，提高服务质量和客户满意度。

重视客户服务。在售后服务上，组成了超过 170 余名客户服务工程师的一线服务团队常驻海外市场，开展客户需求识别、技术培训、车辆问题解决等工作。在车联网方面，宇通车联网车队管理系统交付丹麦 YES-EU AB 公司，将为其下属的 140 台新能源车辆提供长达 12 年的车联网服务。

3) 主打市场为欧洲和“一带一路”

欧洲市场。据中客网，宇通 2018 年向冰岛和保加利亚分别交付了 14 辆和 20 辆纯电动客车，2019 年向丹麦和芬兰分别交付了 20 辆和 33 辆电动客车，2017 年和 2019 年分别向法国交付 30 辆和 10 辆纯电动城间车，2019 年向西班牙交付 10 辆机场摆渡车，2020 年向挪威开始陆续交付 102 辆纯电动客车。

“一带一路”市场。据中客网及公司公告，2012 年，宇通顺利进入乌兹别克斯坦，2018 年，中标乌兹别克斯坦 168 辆 ZK6122H9 订单项目，2023 年，800 台（300 台宇威 E12、500 台 CNG 天然气车）宇通客车陆续发往乌兹别克斯坦；在哈萨克斯坦，宇通建设了 QazTehna 客车组装工厂，并于 2021 年正式投产，每年可生产 1200 台宇通客车和 500 台工程机械，还建立了 8 家服务站，1 个配件库；在巴基斯坦，宇通在该国的组装厂于 2015 年正式投产，截至 2021 年年底已完成 1500 台客车组装生产。

其他市场。2003 年进入拉美市场，2021 年在墨西哥城投运 10 辆 18 米纯电动 BRT 公交车；2018 年向智利交付 100 辆电动客车。

4) 成功经验

“一国一策”的针对性市场策略，深入了解当地市场。宇通客车在海外市场的推广过程中，深入了解当地市场的特点和需求，并根据当地市场的特点和需求，推出适合当地环境的客车产品。例如，在埃及市场，宇通客车推出了符合当地气候和路况的客车产品；在澳大利亚市场，宇通客车根据当地交通法规的要求，进行了相应的适应性调整。

模式创新，从技术合作到建立 KD 工厂，从卖产品到提供解决方案。2005 年通过技术合作模式进入拉美市场，在卡塔尔建立 KD 工厂，与哈萨克斯坦合作建立 CKD 工厂。提供综合解决方案，如通过高端公交车宇威在 100 个城市和地区的运营经验，可为不同国家和地区提供整体公交、旅游等综合运营方案。

加强直销服务和售后服务。宇通客车在海外市场提供全面的直销和售后服务，包括维修、保养、救援等服务，提高客户满意度，增强品牌影响力，进而提高销售额和市场份额。例如，宇通在乌兹别克斯坦建立了完善的售后服务系统，在当地常年驻扎 20 余人的直服团队和服务商，提供 7*24 小时的保姆式服务和完善的配件保障，核心零部件储备率 100%，先换后修，保障车辆的及时运营。

二、金龙汽车：

1) 历史

第一阶段：2000 年-2004 年，积极引领中国客车品牌“走出去”

据中国客车网，自 2000 年，金龙汽车着手布局海外市场。2003 年，82 辆金龙公交车交付马耳他，成为中国客车首次出口欧洲的里程碑事件。

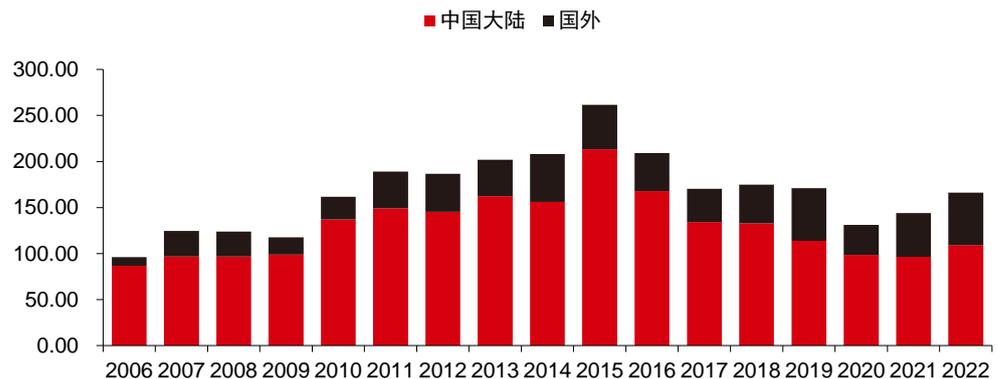
第二阶段：2005 年-2019 年，积极布局欧洲市场

据中国客车网，2005 年，金龙客车率先通过英国 VCA 认证，获得欧盟市场的“通行证”，这一年金龙客车携两款产品首次亮相世界客车博览会，是中国首家亮相该展会的客车品牌。该阶段公司在英国、意大利、保加利亚、法国、德国、西班牙等欧洲国家建立起稳固的经销与服务体系。

第三阶段：2020 年至今，海外市场的销售业绩保持高速增长

据厦门上市公司网，2020 年苏州金龙中标 2022 年卡塔尔世界杯 1982 辆海格客车的订单，成为全年中国大中型客车出口的最大批量订单。金龙客车累计向埃及出口轻客产品超过 4 万辆，金旅客车在埃及保有量已超 3.3 万辆。此外，在以色列市场金旅客车的保有量已达 2500 辆。金龙汽车在中东、西亚、非洲、中亚、东南亚、东亚以及欧洲、南美等地区持续发力。

图 10：金龙汽车历年国内和海外收入（亿元）



资料来源：金龙汽车公告，中信证券研究部

2) 打法

因地制宜，开展定制服务。为适应各地客户多样化的需求，公司推出定制化服务，例如对于玻利维亚，为应对拉巴斯高海拔、路况不佳的行车环境，金龙客车技术团队对车辆

进行了针对性升级，大幅提高车辆行驶通过性能和运营稳定性；在车身图案定制方面，使用的玻利维亚图腾——蛇身豹头，对涂装工艺提出了更高要求；此外，为更好地满足泰国的需求，公司不仅考虑到车辆行驶在高坡度、常年炎热的路况，深知车子动力性、稳定性和通过性必须进行专项提升，还努力满足赴泰游客乘坐的舒适需求。

打造保姆式售后服务。公司通过提供保姆式售后服务，提高客户满意度、增强品牌形象、增加销售机会和提高售后服务效率等，例如金龙客车售后团队通过聘用和培训当地员工，提供全方位的支持和帮助，逐步吸引了大量订单，从而实现了共同的增长。

3) 主要市场

欧洲市场。据中国客车网，2003 年金龙拿下第一笔欧洲订单——82 辆金龙客车 XMQ6113 出口马耳他。2007 年，金龙客车在欧洲市场销售额达 2000 多万美元，同比增长达到 400%以上。2019 年 6 月，金龙 PE12 纯电动公交交付西班牙。目前金龙已经在英国、意大利、保加利亚、法国、德国、西班牙等欧洲国家建立起经销和服务体系。

“一带一路”市场。据厦门上市公司网，2021 年 1982 辆海格客车交付卡塔尔，其中有 196 辆已提前服务于卡塔尔埃米尔杯足球赛。2021 年金龙客车出口埃及 3871 辆，金旅客车出口 2650 辆。且 2021 年金旅客车累计出口以色列 681 辆，交货值为 7.66 亿元。2021 年金龙客车累计出口玻利维亚 1665 辆，自 2012 年进入该市场，金龙客车累计出口超过 2 万辆。

其他市场。据中国客车网，2017 年，222 辆海格客车出口墨西哥；2022 年苏州金龙已向韩国市场投放近 400 台纯电动公交，保有量为中国客车品牌第一位。

4) 成功经验

创新产品，引领消费潮流。在海外市场，金龙汽车积极研发新技术，不断提高客车的舒适性、安全性和环保性。在智能化领域，金龙汽车集团介入车联网，推出智慧客车，搭载了先进的智能管理系统和新能源技术，引领着消费潮流。

更新业务模式，加大海外 KD 工厂的投资。据中国新闻网，在海外市场拓展中，金龙汽车积极投资 KD 工厂的建设。目前已经在埃及、尼日利亚、肯尼亚、马来西亚、越南、中国台湾等地与经销商合作建设 10 多家 CKD、SKD 组装厂，每年拉动出口 1 万多台，累计带动当地就业近千人。

三、中通客车

1) 历史

第一阶段：2003 年至 2007 年，开始布局海外市场。

据商用车界，2003 年实现首批 8 辆客车出口阿联酋，开始征战海外市场。据搜狐汽车网，在 2004 年，公司正式成立海外营销公司。据新浪财经网，2007 年公司同中东地区

某客户签署了价值 2100 万欧元（折合人民币约 2.1 亿元）的海外销售定单，拟向该客户出口 500 台套 12 米公交客车及散件。

第二阶段：2008 年至 2019 年，大力发展海外业务，重点与沙特合作。

据中客网，自 2008 年，首次拿下 1600 辆出口大单以来，中通客车在沙特开始发力，2014 年，一次性获得沙特市场 2186 辆校车大单，并在 45 天完成交付，创下了多个业界记录。在 2017 年，中通客车提出了“一优多强”的产品发展战略，大力发展海外市场。在出口市场上，从原来的以非洲、东南亚、沙特等国家和地区为主，逐步增加了与以色列、韩国、俄罗斯等市场。

第三阶段：2020 年至今，完善定制化产品服务，持续拓展海外市场。

据中客网，2020 年，当全球市场因疫情影响跌入“谷底”的时候，中通客车却收获了沙特的大量订单，仅半年时间就有近千台豪华客车出口当地。据公司公告，中通客车 2022 年出口销量超过 3000 辆。此外，公司积极开拓定制化产品。

2) 主打市场

中东市场。据中客网，沙特市场作为中东地区最大的汽车消费区，2014 年，中通一次性交付沙特 2186 辆校车，2019 年中通客车一次性出口沙特 830 辆校车，使中通客车在沙特市场的保有量达到 11000 余辆，占有率达到近 30%。2020 年，320 辆豪华大巴再次发往沙特市场。此外，2015 年中通客车与以色列客户签订了合作协议，并投入 4 辆样车进行试运行，开始与以色列合作。

南美市场。公司在南美市场表现良好，据第一商用车网，2016 年出口巴拉圭市场的公交车订单已达到 118 台，占到巴拉圭全年客车进口率的 63.4%。除了这批巴拉圭的订单，厄瓜多尔市场也引进了中通 NAVIGATOR DD 双层豪华大巴。据中国客车信息网，2022 年发往智利 45 辆中通纯电动豪华旅游客车。中通客车目前还畅销于秘鲁、哥伦比亚、乌拉圭等国家，足迹几乎遍及整个南美市场。

其他市场。据第一商用车网，2022 年交付多米尼加 141 辆中通 12 米公交车；由中通 BRT 客车组成的巴基斯坦卡拉奇绿线快速公交项目(GREEN LINE BRTS)正式运行。

3) 成功经验

加强质量管理，持续改善技术。在海外市场，中通客车坚持品质第一的原则，不断加强质量管理，提高产品质量和可靠性。中通客车重视高效的技术，提高客车的舒适性、安全性和环保性，增强了产品的竞争优势。例如，据大众网，积极引进欧洲先进的客车生产技术，并自主开发出一系列领先于国内同行业先进水平的客车产品，涵盖了从 6 米至 18 米的公路客车、旅游客车等车型。

深入了解各地需求，积极抢占市场。中通客车海外营销团队积极关注海外市场的动向，驻扎在沙特、土耳其、巴基斯坦、墨西哥、智利等国家。

四、比亚迪

1) 历史

第一阶段：1998 年到 2007 年，初步开展海外合作。

据蓝科技网，1998 年在荷兰鹿特丹设立首家海外公司，开始开展海外业务。2007 年 2 月 2 日，比亚迪汽车在上海与欧洲的葡萄牙、非洲的安哥拉、佛得角等国家和地区汽车贸易商正式签署汽车出口合作协议，这标志着比亚迪的海外战略开始全面推进。

第二阶段：2008 年到 2018 年，推出新能源汽车深入海外市场。

据第一商用车网，2013 年，比亚迪商用车研发制造的 12 米纯电动巴士在荷兰亮相，为比亚迪纯电动产品正式在海外“升温发酵”拉开了帷幕。据运营商财富网，到了 2018 年，比亚迪成功打开欧、美、日、韩等国际市场，其业务版图也由最初的欧洲拓展至六大洲。

第三阶段：2019 年至今，飞速扩大海外布局版图

据中国客车网，2019 年，比亚迪斩获阿根廷首个纯电动大巴订单，继圣地亚哥百辆新能源大巴订单后，再次成为拉美市场首选。2022 年 2 月，比亚迪宣布将联合 ADL 公司为电池储能运营商 Zenobe 和英国巴士运营商 National Express 提供超过 130 台零排放纯电动双层巴士。

2) 主打市场

欧洲市场。据中客网，2018 年比亚迪与欧洲最大的巴士制造商亚历山大·丹尼斯(ADL)联手斩获伦敦首个大规模纯电动双层大巴招标中超过 50% 的订单，共计 37 台。据光明网，在纯电动巴士领域，比亚迪在英国市场占有率约 50%，其中在伦敦市场占有率超 80%。据中国客车网，2022 年除在英国接二连三斩获电动大巴订单外，比亚迪还拿下挪威首都奥斯陆 42 台 18 米纯电动铰接大巴订单，助力葡萄牙打造首个 12 米纯电动大巴车队，同时也在西班牙、瑞典、意大利等国家的多个城市赢得订单。

亚洲市场。据中国客车网，2022 年年初，比亚迪在印度三度中标，共计斩获 290 台电动巴士订单。此外，在 2022 年，比亚迪 20 台 eBus-7 纯电动巴士交付韩国济州岛，101 辆 e6 交付曼谷，泰方还与比亚迪签署了创造海外地区最大规模纪录的 1000 台 e6 合作协议。在新加坡，比亚迪也有超过 230 台 e6 正在运营，未来 4 年预计将增至 800 台 e6。

美洲市场。据中国客车网，2019 年比亚迪在哥伦比亚成功中标 379 台纯电动大巴订单，中标运营期限为 15 年。这是迄今为止哥伦比亚最大的纯电动大巴订单，也是目前在美洲斩获的最大的纯电动大巴订单，刷新了此前在智利创造的 183 台订单的纪录。在美国纯电动大巴市场，比亚迪已占据 80% 以上的市场份额，其电动大巴足迹现已遍布全美 30 多个州。

3) 成功经验

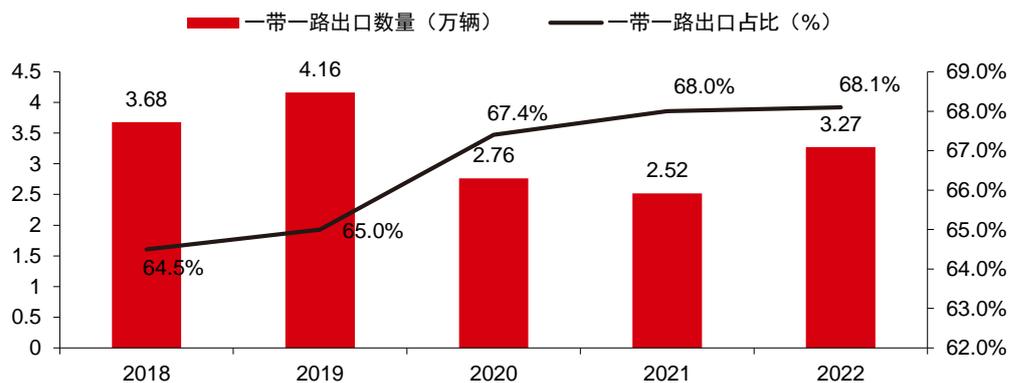
抓准时机，抢占市场。据华夏时报，2011年前后，在海外纯电动大巴尚是一片空白之际，比亚迪就已经投入重兵耕耘海外市场，并巧妙地选择以公共交通和车队业务为切入点，进行市场突破。据中国商用汽车网，如2013年，比亚迪K9纯电动大巴获得欧盟整车认证(WVTA认证)，这标志着比亚迪电动大巴拿到了进入欧盟国家的“入场券”和无限制自由销售权。据汽车之家，2014年，K9成为全球首辆通过美国宾夕法尼亚州 Altoona 大巴研究测试中心测试的12米纯电动大巴。

秉承“技术为王、创新为本”的发展理念，提升自身产品质量。比亚迪潜心耕耘二十八载，不断加大研发投入，据光明日报，已拥有超6.9万名研发工程师，全球累计申请专利超4万项、授权专利超2.8万项，每天专利申请19件、专利授权15件，获得专利金奖4项，以技术实力引领科技创新。比亚迪已经掌握电池、电机、电控和IGBT等核心技术，不断提升产品质量。

■ 客车未来发展趋势

国内出口助推海外客车市场电动化步伐加速。今年2月欧洲会议通过了2035年禁售燃油车的协议，按照要求到2030年欧洲销售的乘用车和商用车碳排放水平比2021年分别减少55%和50%，到2035年均减至零。我国客车出口“一带一路”区域占据客车出口市场的权重在逐年上升，从2018年的64.5%逐年升高到2022年的68.1%。据中汽协数据，2022年我国客车累计出口约6.17万辆，同比增长24%，其中新能源客车出口1.22万辆，同比增长73%，国内出口或海外直接销售提升将推动海外客车电动化率提升。

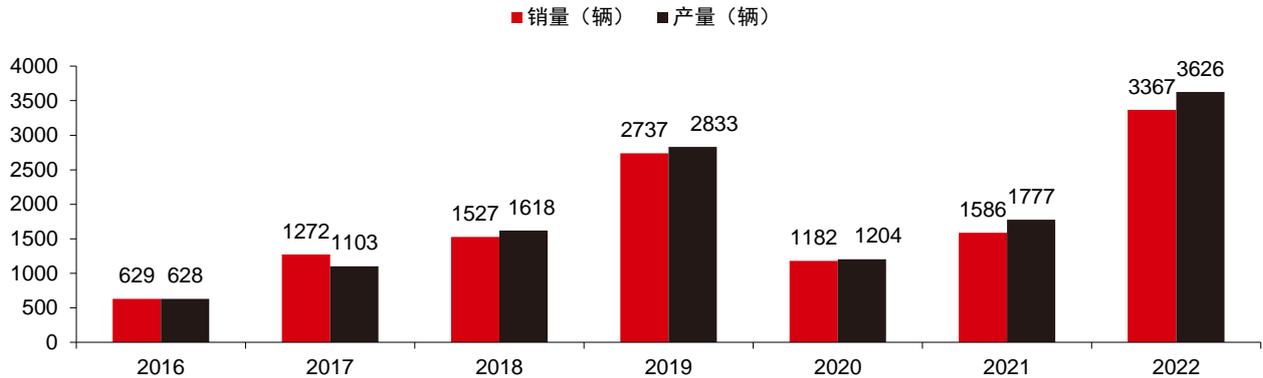
图 11：2018年-2022年一带一路国家客车出口数量及占比



资料来源：汽车总站网，中信证券研究部

国内外客车加速氢能化步伐。据中汽协数据，2022年我国氢燃料电池汽车产销累计分别完成3626辆和3367辆，同比分别增长105.4%和112.8%，均创有史以来新高。根据香橙会氢能数据库数据统计显示，2022年全球主要国家销售氢燃料电池汽车17920辆，同比增长9.9%。具体分国别来看，2022年韩国销售氢燃料电池汽车10219辆，同比增长20.3%；美国销售氢燃料电池汽车2707辆，同比减少19%；德国燃料电池汽车销售835辆，同比增长80%；日本燃料电池汽车销售848辆，同比下降65.6%。

图 12：2016 年-2022 年我国氢燃料电池汽车产销量（辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中信证券研究部

客车智能化转型持续推进，新业务场景带来发展机遇。 客车一般具有固定的运行路线，更加有利于研发自动化驾驶技术。客车智能化转型也将提升客户安全管理能力，节省企业运营管理成本，提高乘客出行体验满意度。打造智能服务新生态，客车产业智能化变革势在必行。2018 年 5 月，宇通客车有条件自动驾驶等级的纯电动客车实现常态化运营。宇通客车历经十余年技术研发，在自动驾驶技术、车联网级智能网联云平台技术等方面取得重大突破，连续三年发布自动驾驶微循环车新品。2022 年 9 月，苏州金龙与中智行科技有限公司、天翼交通科技有限公司联合发布网联式 L4 级自动驾驶客车。中国客车智能化发展进程持续推进，新业务场景为客车行业带来发展新机遇。

图 13：宇通 E6S 微循环公交



资料来源：宇通客车公司官网，中信证券研究部

图 14：全球首款纯网联式 L4 级自动驾驶客车



资料来源：东方网，中信证券研究部

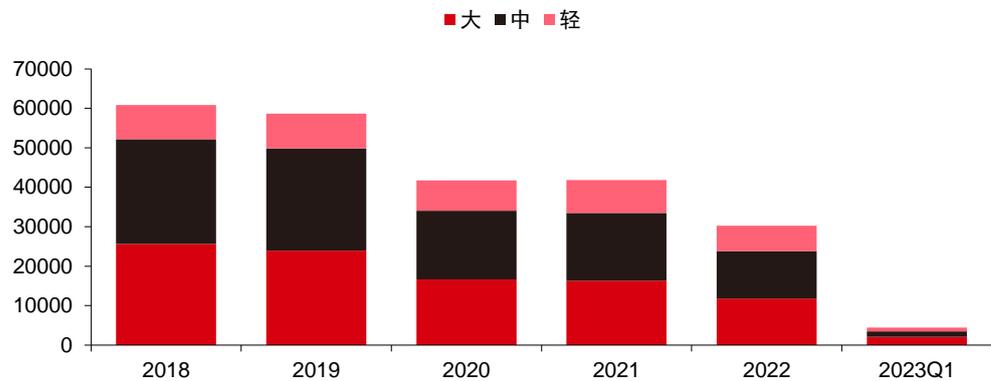
未来客车行业将朝着舒适化方向发展。 国内主要客车企业注重人性关怀和舒适体验。宇通客车采用了超级空气悬架、NVH 静音技术、人性化空调系统、驾驶区人机工程等多项科技来提升舒适性。中通客车 H9 在乘坐体验方面，优化座椅空间布局，增强型“C”型空气悬架，打造奢华商务舱；全新设计风道结构，追求舒适体感；增加漫射照明系统、杀菌消毒功能等人性化配置。

主要公司

宇通客车

大中型客车为主，销量有望回升。公司是全球大中型客车的龙头企业，在国内独资建立了 13 家 4S 中心站，并通过 1,600 余家特约服务网点及 180 余家配件经销商，形成以自建站为中心的多元化服务网络，满足客户服务需求。2022 年对新能源公交车、校车、房车等产品进行优化、升级，公司大中型客车产销量位于行业第一。

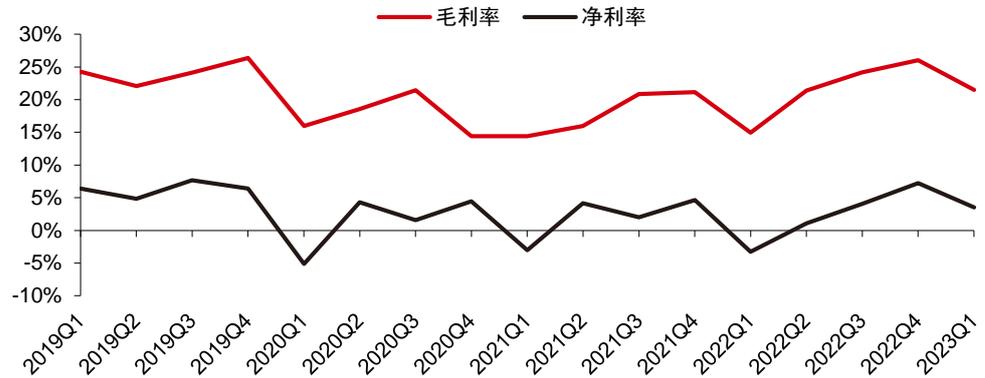
图 15：宇通客车按大型-中型-轻型的销量（辆）



资料来源：宇通客车公告，中信证券研究部

毛利率和净利率在小范围内波动，盈利能力已逐步恢复。过去四年毛利率和净利率均在小范围内波动，且受疫情冲击的时候盈利能力下降。2022 年二季度开始盈利水平已经开始回升，在 2023 年销量回升和上游原材料成本降低的背景下，预计毛利率和净利率将有所提升。

图 16：宇通客车季度毛利率和净利率



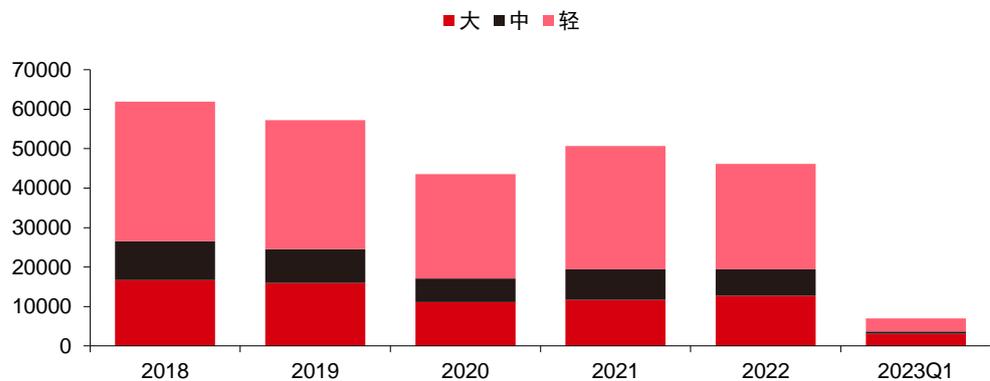
资料来源：宇通客车公告，中信证券研究部

具备多样化的海外市场优势。宇通客车在海外市场的优势主要体现为品牌知名度高、产品质量可靠、产品覆盖面广、营销策略深入、本土化优势等。2022 年公司完成了 6-7 米微循环、7.7 米公路、12 米公交等新产品开发上市，实现了海外产品全系列新能源产品平台布局，为未来销量增长打下坚实基础。

金龙汽车

轻型客车为主力军，大客车增速提升。金龙汽车主要销售的车型为轻型客车，历年领跑其他车型。公司 2022 年大型客车销量 12761 辆，同比+7%，中型客车和轻型客车销量同比分别-13%和-15%；2023Q1 大型客车销量 3097 辆，同比+43%，中型客车和轻型客车销量同比分别-49%和-46%。

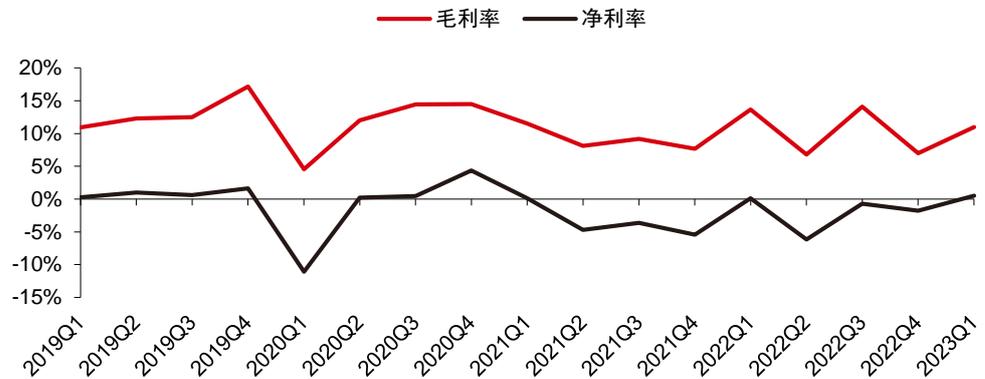
图 17：金龙汽车按大型-中型-轻型的销量（辆）



资料来源：金龙汽车公告，中信证券研究部

毛利率和净利率在一定范围内波动，盈利能力有望修复。2020年初受新冠疫情的冲击，毛利率和净利率都出现较明显的下滑。2023年一季度公司盈利能力有所回升，预计二季度电池采购价格有所下滑，公司毛利率将继续提升。

图 18：金龙汽车季度毛利率和净利率



资料来源：金龙汽车公告，中信证券研究部

竞争力和盈利水平将提升，未来可期。2022年大型客车销量达到12761辆，增速明显提升，2023年一季度大型客车销量增速更高。与此同时，海外市场的增长也在加速，这表明金龙汽车在国际市场的竞争力正在提高。随着盈利能力的逐渐修复，我们预计金龙汽车将通过技术创新、产品升级和优化营销策略等提高市场竞争力、市场地位和品牌价值。

风险提示

- 1) 客车市场回暖不及预期：如果消费修复不及预期，将导致旅游、公交车、团体等类型客车需求不及预期；
- 2) 海外新能源客车渗透率不及预期：如果欧洲、一带一路国家等地区对客车的新能源化推动不及预期，将导致国内公司在海外市场销量下滑；
- 3) 竞争格局加剧：如果国内企业在海外市场竞争加剧，可能导致盈利能力下降；
- 4) 电池价格下降不及预期：如果电池价格下降不及预期，可能将导致客车企业的盈利能力减弱。

投资建议

国内客车迎来向上周期，客车市场增长新机遇。2023年疫情之后，客车将迎来增长周期：1) 旅游客车高增长——旅游行业修复带动旅游客车采购量提升，我们预计未来2-3年将持续保持较高的增长；2) 新能源公交车弱复苏——将逐步对2014年开始投入使用的

车辆进行更新换代；3) 房车市场空间大——个性化需求+收入提升，将刺激房车的需求，目前仍处于初期阶段。

新能源客车将领跑海外市场。海外市场客车销量增长推动力包括：1) 疫后逐步复苏后，全球客车将迎来销量回升；2) 全球电动化浪潮下，清洁客车将带动全新的增量市场，如 2009 年欧盟发布《Clean Vehicles Directive》，提出客车清洁化，在 2019 年修正了改法案，提出欧盟的每个国家必须设定具体的时间目标，包括 2021-2025 年阶段和 2026-2030 年阶段，其中欧盟定的最低目标是 2025 年清洁化客车（包括电动、氢、天然气等）的渗透率为 29%-50%，2030 年的目标为 43%-75%。

国内客车企业全球竞争力强劲，出海进行时。国内企业先发优势明显，在三电等技术领域多年沉淀，已形成了较强的品牌知名度，如宇通客车、金龙汽车、比亚迪等在欧洲、“一带一路”等国家和地区已有多年的生产、销售和服务的经验，一般通过：1) “一国一策”的定制化开发和服务，最大限度满足当地市场的需求；2) 直销与经销模式相结合，将国内完善的体系复制到海外不同市场；3) 通过全球驻扎员工的方式，进行服务的标准化和统一化，提供贴心服务；4) 从提供客车产品发展为给客户出行、公交/团体/旅游等运营综合解决方案，提升竞争力和用户黏性。

清洁化、智能化和舒适性推动客车持续升级。1) 清洁化在客车行业是持续的追求，从目前的纯电动和天然气等，到预计未来的氢燃料电池客车，全球均在积极推动；2) 智能化在车辆和行人安全性、城市运维等方面具有重要的意义；3) 客车作为大众交通工具，舒适性的重要性将越来越突出。客车产品持续升级，国内企业有更多的机会在全球范围内实现品牌输出。

投资建议：2023 年开始客车行业将迎来周期向上的阶段，国内旅游客车+电动公交车替换需求，海外疫后修复+电动化渗透率提升，我们预计本轮增长将至少是 3 年的时间维度。国内企业在电动化优势明显，已通过三电技术、“一国一策”的打法、销售和服务的强力保障，建立了良好的品牌力，未来几年海外市场将是企业实现新一轮增长的重要抓手。重点推荐全球大中客型客车龙头企业——宇通客车，建议关注产品结构改善的金龙汽车。

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；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；韩国市场以科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.citicsinfo.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中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) 085/11/2021。

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 2023 版权所有。保留一切权利。