



电力设备与新能源行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：姚遥（执业 S1130512080001）
yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸（执业 S1130522010005）
yuwendian@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文（执业 S1130523090006）
zhangjiawen@gjzq.com.cn

分析师：唐雪琪（执业 S1130525020003）
tangxueqi@gjzq.com.cn

联系人：范晓鹏
fanxiaopeng@gjzq.com.cn

联系人：陆文杰
luwenjie3@gjzq.com.cn

风电强势半年报大幕开启，关注固态液相法、特高压核准开工提速

子行业周度核心观点：

风电：广大特材发布中报业绩预告，Q2 业绩同环比增长 230%/69%，拉开风电板块强势半年报大幕，关注量价齐升背景下零部件业绩弹性释放；国内 5 月新增风电装机 26.3GW，同比+801%，环比+393%，看好下半年风电需求继续强势。本周我们发布风电板块中期策略，当前时点风电板块具备值得坚定看好的短、中、长期三重逻辑，持续重点推荐。

锂电：关注液相法锂金属、液相法硫化锂环节变化。锂金属工艺路线除了压延、蒸镀外，还有液相熔融法，相较压延法，其能制备出更薄的锂层，同时工艺相较蒸镀更为简单，也是一种可行的发展路径；硫化锂制备工艺当前主要为固相法、液相法、气相法，其中液相法能实现较高的硫化锂纯度，但成本偏高，基于更多的电解液企业发挥自身在提纯、除杂的优势，有望使得液相法工艺未来实现较大的成本下降，建议关注后续该路线后续迭代。

光伏&储能：光伏 5 月国内新增装机 93GW 再创单月新高，1-5 月装机/出货差额累计已达 70GW，除消化部分库存外，预计仍有部分组件需求将延后释放；美国“大漂亮法案”或将于近日在参议院进行最终修订稿的投票，针对新能源相关税收补贴政策或有进一步缓和空间，关注输美储能/光伏相关标的预期修复机会。

电网：1) 25 年中国能建中电工程西南院能源组建党员突击队，向川渝特高压、陇电入川、疆电入川、藏东南-粤港澳等特高压交直流项目发起冲刺，随着特高压技术瓶颈突破，看好 7-8 月份特高压项目迎密集核准开工，相关公司业绩弹性持续兑现；2) 南网信息类软硬件一批框架中标 20.2 亿元，同比+30.5%，创历史新高，看好南网全年投资高增。

新能源车：小米 YU7 上市后订单大爆，我们维持原有观点：巨大品牌力下产品大卖是必然的。小米的长处除了产品精细打造外，更大的长处是无与伦比的营销能力，而对于目前新生的国产电车，营销就是短期内获取品牌力优势的核心路径，最终大定 3 分钟 20 万，至 27 日大定锁单 24 万辆，新车必然是满产满销的、大卖也是必然的。短期订单保障了其数月的交付是稳健的，由于 YU7 爆单超预期，且双方可以共线，我们预计销量在 26 年应维持稳定的满产满销。

氢能&燃料电池：工信部绿色低碳标准出台，将针对氢、甲醇、合成氨等产品将制定产品碳足迹核算规则标准，明确绿氢认证边界，为欧盟碳关税（CBAM）应对提供抓手；上海海洋氢能规划锚定绿色航运，上海港作为全球第一大集装箱港，其绿色船舶升级需求将直接拉动配套产业：船舶动力系统、液氢储运装备以及绿色甲醇/氨燃料。

本周重要行业事件：

风光储：《三北沙漠戈壁荒漠地区光伏治沙规划（2025-2030 年）》、《上海市海洋产业发展规划（2025-2030）征求意见稿》印发；光伏/风电 5 月新增装机高增；国信大丰 850MW 海风项目首批机组成功并网；大金重工公告筹划赴港上市。

电网：1-5 月电网工程投资 2040 亿元，同比+19.8%；国网与湖北省政府举行会谈；国网董事长会见三峡集团董事长。

新能源车&锂电：小米正式发布 YU7 大定表现超预期；理想公告下调 Q2 销量指引。

氢能&燃料电池：珠三角-粤西“氢车万里行”项目启动；天海氢能拟在北产权交易所挂牌交易；华电工业天然气掺烧绿氢项目投运；中核汇能吉林 180 万吨/年绿色甲醇项目获批。

投资建议与估值：详见报告正文各子行业观点详情。

风险提示：政策调整、执行效果低于预期风险；产业链价格竞争激烈程度超预期风险。



子行业周观点详情

- **风电：**广大特材发布中报业绩预告，Q2 业绩同环比增长 230%/69%，拉开风电板块强势半年报大幕，关注量价齐升背景下零部件业绩弹性释放；据国家能源局，5 月国内新增风电装机 26.3GW，同比+801%，环比+393%，1-5 月新增装机 46.3GW，同比+134%，531 抢装全面落地，看好下半年风电需求继续释放。本周我们发布风电板块中期策略，当前时点，我们认为风电板块具备值得坚定看好的短、中、长期三重逻辑，持续重点推荐。
- **广大特材发布中报业绩预告，Q2 业绩同环比增长 230%/69%，拉开风电板块强势半年报大幕，关注量价齐升背景下零部件业绩弹性释放。**
- 6 月 24 日，广大特材发布中报业绩预告，根据公告测算，公司 Q2 预计实现营业收入 13.8 亿元，同比+39%，环比+23%，预计实现归母净利润 1.26 亿元，同比+230%，环比+69%。受风电装机影响，零部件收入呈现较强的季节性特征，在全年装机增速超 30%预期下，叠加 531 抢装带来的进一步需求刺激，预计 Q2 零部件企业排产普遍高增。此外，Q1 部分涨价环节如铸锻件、叶片仍受较大比例订单按 24 年低价执行拖累，随着 Q2 开始全面执行新价格，看好零部件环节量价齐升，业绩弹性进一步释放。
- **本周我们发布风电板块 2025 年中期策略：短中长逻辑兼备，风电板块性机会明确。**
- 当前时点，我们认为风电板块具备值得坚定看好的短、中、长期三重逻辑：
- **短期逻辑：**强势半年报及下半年业绩展望。年中市场关注度逐渐聚焦企业半年报，风电板块受益于上半年国内项目开工旺盛、两海收入占比提升、部分零部件提价落地等因素，预计 Q2 业绩同环比增长普遍乐观，部分在 25Q1 即展现业绩改善弹性公司的强势股价表现，对板块形成积极示范效应，且有望在半年报前后向整个风电板块扩散。
- **中期逻辑（核心）：**此前造成风电板块投资体感较差的三大因素，在过去半年到一年内均出现明显反转。
- 1) 风机价格战带动的产业链通缩转向通胀：因风机快速大型化及价格战，21-24 年国内陆风机组价格从 3000-4000 元/kW 快速下降至 1000-2000 元/kW，带动上游零部件、塔筒等环节一起通缩；然而，伴随大型化趋缓、企业自律、业主对风机质量和运维成本重视度提升，风机价格从 24Q4 开始持续回暖，我们统计 25 年 4-5 月陆风机组中标均价较 24 年全年均价已上涨 11%；
- 2) 国内海风项目推进确定性大幅提升：受审批拖累，此前江苏、广东等多个重点项目频繁推迟、延期，尽管 22-24 年海风年均招标近 12GW，但年均装机仅 6GW；然而 25 年初以来，广东、江苏项目陆续启动，浙江等地区深远海示范项目加速推进，25 年 1 月自然资源部发布文件优化海风项目用海审批，后续新建项目在建设过程中遭遇延期的概率或大幅降低；
- 3) 欧洲海风需求景气度显著回升：此前受成本、利率上行及政策调整滞后影响，欧洲海风项目收益率承压，大量规划中项目需求释放不及预期，然而自去年下半年以来，在欧洲各国坚定的能源自主可控诉求驱动下，英国、丹麦等国海风政策调整陆续落地，支持/补贴力度加大，同时利率持续回落，项目收益率逐步回暖，1-5 月欧洲海风 FID 规模同比 24 年增长 107%。
- **长期逻辑：**1) 海陆风电出力曲线特征在新能源全面市场化交易背景下的综合电价优势显著；2) 即使需求持续高景气，考虑到技术、资金等壁垒，以及以央国企、海外大型能源集团为主的终端客户结构，风电行业预计将维持相对稳定的竞争格局，难有大量新进入者出现；3) 产业链大部分环节仍有较大的出口替代空间，海外市场提供额外成长性。
- **需求端内强外盛，看好 2026 年全球风电装机维持较高水平，支撑行业高景气延续。**
- 1) 国内：1-5 月国内 531 抢装落地，风电新增并网约 46GW，同比+134%；海风开工加速，我们统计目前海上施工项目规模超 9GW，预计 2025 全年国内陆风装机 100GW，海风装机 10GW；1-5 月央国企风机招标规模约 50GW，同比+27%，预计 2026 年国内风电需求仍大概率保持 100GW 以上的较高水平。
- 2) 海外：欧洲海风项目收益率持续回暖，并网节点临近项目投资加快，我们统计 2025-2030 年欧洲海风需求约 52GW；此外，韩国、澳大利亚、菲律宾等地区海风推进加速，有望在 2028 后贡献可观需求增量。
- **投资建议：**依次看好 整机、两海、零部件 三条主线
- 1) 整机：基本面持续向好，看好 25H2&26FY 制造端盈利趋势性修复。价格端，2025 年 4-5 月国内陆风（不含塔筒）加权中标均价为 1589 元/kW，同比 24FY +11%；“两海”方面，国内海风开工加速，年内 10GW 装机确定性较高，海外拓展良好，1-5 月海外签单同比+189%。随着陆风高价订单及“两海”高盈利订单占比持续提升，我们看好 25H2&26FY 制造端盈利趋势性修复。重点推荐：金风科技、运达股份、明阳智能、三一重能等；
- 2) 两海（海风&出海）：国内海风开工加速驱动管桩、海缆环节盈利弹性兑现，欧洲海风景气回升，订单有望超预期。随国内重点海风项目陆续开工，Q2 管桩企业发货量有望大幅增长，并驱动业绩弹性迅速释放，海缆施工确收相对略晚，我们预计最快或将于 25Q3 体现业绩弹性。海外方面，伴随着欧洲海风收益率回暖及并网节点临近，预计项目推进有望加速，基础、海缆招标有望放量。重点推荐：大金重工、东方电缆 海力风电，建议关注：泰



胜风能、中天科技、天顺风能 等；

- 3) 零部件: Q2 常规排产旺季, 看好涨价全面落地后业绩弹性释放。受风电装机影响, 零部件收入呈现较强的季节性特征, Q2 为铸锻件常规排产旺季, 叠加 Q2 开始全面执行新价格 (Q1 部分涨价环节如铸锻件、叶片仍受较大比例订单按 24 年低价执行拖累), 预计 Q2 零部件环节量价齐升, 业绩弹性进一步释放。重点推荐: 日月股份、金雷股份, 建议关注: 新强联、广大特材、中材科技 等。

■ 锂电: 关注液相法锂金属、液相法硫化锂环节变化

- 本周观点: 关注液相法锂金属、液相法硫化锂环节变化。锂金属工艺路线除了压延、蒸镀外, 还有液相熔融法, 其原理是基于锂较低的熔点, 在高温下把锂变成熔融状后涂覆/喷涂在铜箔表面, 通过引入亲锂层提升锂的浸润性, 从而实现铜、锂良好的结合, 制备锂金属负极, 相较压延法, 其能制备出更薄的锂层, 同时工艺相较蒸镀更为简单, 也是一种可行的发展路径; 硫化锂制备工艺当前主要为固相法、液相法、气相法, 其中液相法工艺在国内主要由一众原本在电解液领域布局 (包括六氟磷酸锂、电解液溶剂、电解液添加剂) 的企业切入, 在制备电解液相关材料时所需要的液相工艺具备可迁移性, 且这些企业相对在提纯、除杂方面均有自己的 know-how 积累, 一般来说液相法能实现较固相法更高的硫化锂纯度, 但也因为除杂工序多导致制备成本更高, 但基于更多的电解液企业发挥自身在除杂的优势, 有望使得液相法工艺未来实现较大的成本下降, 建议关注该路线的变化。

- 固态电池整体投资策略: 坚守三大增量环节。建议关注: 设备 (干法纤维化、干法辊压、电解质转印为核心增量环节, 标的宏工、纳科、璞泰来)、硫化锂 (固态量产最大瓶颈, 标的厦钨)、锂金属负极 (负极终极路线, 压延、蒸镀、液相均值得关注, 标的英联、天铁、中一、道氏); 后续新增建议关注环节包括: 富锂锰基 (正极长期迭代方向, 关注容百、盟固利)、集流体上变化 (镍铜合金、铁基集流体、复合集流体等, 关注诺德股份、远航精密、宝明科技等)、锂负极激光设备 (海目星)、等静压设备等。

■ 钴: 符合市场预期, 刚果金钴禁令再延长三个月

6 月 21 日, 刚果 (金) 战略矿产市场监管控制局 (ARECOMS) 发布公告, 决定自当日起将钴出口的临时性全面禁令再延长三个月, 覆盖所有开采形式。声明称, 延长期的目的是缓解当前“库存高企”的市场压力, 并为下一阶段市场调控和政策更新创造条件。ICC 鑫椏锂电认为, 此禁令的延长包括后期可能实施配额的措施, 符合市场预期。从今年 2 月 22 日, 刚果金政府为遏制钴价下跌, 暂停钴出口四个月, 到此次禁令延长公布, 看看这 4 个月锂电市场与钴相关的下游产品价格走势的变化。

在 3 月份市场出现钴涨价预期后, 下游开始疯狂备货, 受成本影响最大的就是钴酸锂品种, 3-4 月份下游备货量猛增, 头部企业的锁价订单签到了 6 月, 而钴酸锂的价格也较去年年底最低位反弹了近 75.2%。但由于下游预期提前消化, 从 5 月份开始, 市场的出货又回归了正常, 甚至低迷, 原料企业率先松动了价格, 加上下游需求受阻, 钴酸锂、三元材料的价格开始出现回落。

■ 宁德时代: 合作哈喽、蚂蚁入局 Robotaxi

6 月 23 日, 宁德时代联合本地出行巨头哈啰、科技金融企业蚂蚁集团共同注资成立上海造父智能科技有限公司, 注册资本 12.88 亿元, 三方首期出资超 30 亿元, 剑指 L4 级自动驾驶出租车 (Robotaxi) 的研发与商业化。此举标志着中国自动驾驶赛道迎来重量级玩家, 也折射出宁德时代从“电池供应商”向“智能出行生态构建者”的战略跃迁。

- 此次合作是基于三方在 2025 年 4 月签署的战略合作协议。根据协议, 哈啰将携手蚂蚁集团和宁德时代, 基于各自技术和资源优势, 合作研发 L4 级自动驾驶技术, 不断提升技术安全性和可靠性, 并推进商业化应用和生态建设。造父智能科技由宁德时代全资子公司问鼎投资、哈啰出行子公司钧哈网络以及蚂蚁集团旗下云场企业管理共同出资设立。公司名称灵感源自周朝著名御者“造父”, 象征引领智能交通新时代的愿景, 由哈啰出行副总裁彭照坤出任法人代表。具体分工如下:

宁德时代: 提供智能底盘平台及高安全性电池系统, 突破无人驾驶车辆的续航与硬件安全限制

蚂蚁集团: 投入人工智能模型、区块链技术及信用系统, 提升自动驾驶决策能力与支付服务体验

哈啰出行: 开放日均 2800 万活跃用户资源及覆盖 360 个城市的运营网络, 为技术验证提供真实场景支持

- 光伏&储能: 光伏 5 月国内新增装机 93GW 再创单月新高, 1-5 月装机/出货差额累计已达 70GW, 除消化部分库存外, 预计仍有部分组件需求将延后释放; 美国“大漂亮法案”或将于近日在参议院进行最终修订稿的投票, 针对新能源相关税收补贴政策或有进一步缓和空间, 关注输美储能/光伏相关标的预期修复机会。

- 一、国内 5 月新增装机 92.92GW, 同比+388%, 环比+105%, 单月装机规模创历史新高。

- “531”重大政策变化节点前光伏月度装机再创新高符合预期, 但单月 93GW 的数据仍然超出市场预期, 如同每年 12 月底显著翘尾的“并网装机量”类似, 我们预计一部分项目的组件安装工作仍会延后推进, 因此即使 25H2 并网数据可能会有显著跌落, 但组件需求释放将相对平滑。

- 1-5 月累计装机 197.85GW, 同比+150%, 根据我们统计, 同期国内组件出货量 (国内组件排产量-组件出口量) 约



为 128GW，即使不考虑容配比因素（能源局公布并网装机数据为交流侧口径），前五个月两者之间累计差额也已高达 70GW，其中除了存在部分库存消化外，“非全容量完成安装”预计仍是重要影响因素。

- 综上，我们认为 2025 年下半年光伏终端需求不会“断崖”、预计全年国内及全球需求仍将实现 5-10% 的增长，对应组件需求 650-700GW。除上述提到的组件安装工作较并网数据有所延续外，各地机制电价政策出台后，新增项目有望陆续恢复启动，此外上半年因国内抢装而被推迟的海外需求也将对下半年组件需求形成一定支撑。

- 二、光储板块整体投资建议，关注以下主线：

- 1) 组件产能全球化背景下有望迎价值重塑的独立第三方电池片供应商：钧达股份、横店东磁；
- 2) 细分技术路线的龙头设备/组件厂商：爱旭股份、帝尔激光、奥特维、迈为股份、捷佳伟创；
- 3) 少银/无银金属化浆料方案供应商：聚和材料、帝科股份、博迁新材；
- 4) 经营稳健、报表质量较优的头部企业：信义光能、福莱特、福斯特、隆基绿能、美畅股份；
- 5) 硅料环节整合推进潜在受益方：通威股份 等。

- 此外，建议关注实质性受益于中美缓和、以及可能受益于欧洲市场格局变化的大储/逆变器/储能电芯 龙头：阿特斯、阳光电源、德业股份、宁德时代、南都电源、固德威、锦浪科技 等。

- 电网：1) 25 年中国能建中电工程西南院能源组建党员突击队，向川渝特高压、陇电入川、疆电入川、藏东南-粤港澳等特高压交直流项目发起冲刺，随着特高压技术瓶颈突破，看好 7-8 月份特高压项目迎密集核准开工，相关公司业绩弹性持续兑现；2) 南网信息类软硬件一批框架中标 20.2 亿元，同比+30.5%，创历史新高，看好南网全年投资高增。

- 25 年西南电网特高压交直流工程进入关键节点，中国能建中电工程西南院能源规划一党支部召开专题动员大会，组建党员突击队，提升技术创新能力，破解“卡脖子”难题，向川渝特高压、陇电入川、疆电入川、藏东南-粤港澳等特高压交直流项目发起冲刺：①川渝特高压加强工程：完成川北特、渝东特、攀西特建设必要性论证及解决变电站系统方案设计中的复杂技术问题；②藏东南-粤港澳：构建多能互补电源侧协调规划模型，突破传统线路参数配置模式，完成可研评审；③陇电入川、疆电入川：搭建跨区域协同攻关平台，团队突破传统设计局限，优化输电走廊布局与系统参数匹配。

我们认为，25 年以来特高压核准开工略低于预期主要由于技术瓶颈、人手短缺等因素影响。随着特高压相关技术瓶颈的持续突破，以及后续金上-湖北、宁夏-湖南 2 条特高压直流项目投产，制约特高压核准开工的技术、人手将得到显著缓解，看好 7-8 月份项目迎密集核准开工。更长期维度看，在新型电力系统建设大背景下，风光大基地的外送需求强烈，特高压为电网领域长周期景气方向，“十五五”期间特高压有望保持每年开工 4 直 2 交的高投资强度，当前平高电气、中国西电 等 25 年估值都在 20 倍以内，维持重点推荐。

- 6 月 24 日，南网信息类软硬件一批框架中标结果公示，合计招标 20.2 亿元，同比增长 30.5%，创历史新高。2024 年南方电网固定资产投资安排达 1730 亿元，同比增长 23.5%，主要覆盖电网建设、抽水蓄能、新型储能等领域。我们认为，在电网建设方面，南网重点投入五省区主网架优化和城乡配电网升级、加快建设新能源送出工程，看好南网 25 年投资高速增长，高投资强度持续带动主网一二次设备、配网设备、计量产品需求增长。

- 当前时点我们更看好：①变压器出海（尤其电力变压器）和②主干网建设（尤其西北地区）两个细分方向，重点推荐两个方向均充分受益的思源电气，25 年业绩有望超预期：

- 1) 电力变压器出海主要逻辑：①美国变压器 PPI 从 2020 年至今持续上行，涨幅超 70%；②20 年 Q1~25 年 Q1，日本重型变压器的当季新增订单几乎翻倍；③25 年 1-4 月我国电力变压器出口 16 亿美元，同比+51%（高于配电变压器的+17%），持续高景气，主要系电力变压器技术难度更高、扩产周期更长、电气工程师和装配工短缺。

- 2) 主干网建设主要逻辑：750kv 变压器和组合电器为西北两大核心变电设备，招标数量和金额均大幅增长。

招标量方面，24 年 750kv 变压器和组合电器这两大重点产品的招标量分别为 61500MVA 和 106 间隔，同比+7%和 20%；25 年前两批 750kv 变压器和组合电器招标分别达到 54000MVA 和 98 间隔，同比+155%和+151%。金额方面，2024 年 750kv 变压器和组合电器分别达到 22/21 亿元，同比+26%/+40%，预计 25 年全年至少翻倍增长。

- 新能源车&整车：小米 YU7 上市后大爆，理想官宣下调 Q2 销量指引

- 汽车周销量：6 月 2 周乘用车销量 56.1 万辆电车 28.3 万辆，电车渗透率 50.4%

- 乘联会口径：1) 乘用车：6 月 1-22 日，乘用车市场零售 126.9 万辆，同/环比+24%/+8%，25 年累计零售 1008.6 万辆，同比+11%。全国乘用车批售 123.8 万辆，同/环比+14%/+9%，累计批售 1202.8 万辆，同比+12%。

- 2) 新能源：6 月 1-22 日，新能源市场零售 69.1 万辆，同/环比+38%/+11%，新能源零售渗透率 54.5%，25 年累计零售 504.9 万辆，同比+35%；新能源批售 66.6 万辆，同/环比+22%/+6%，新能源厂商批发渗透率 53.8%，累计批



售 587.2 万辆，同比+ 38%。

■ **交强险口径：**1) 本周国产乘用车总销量 56.1 万辆，较去年同期+29.4%，较上周+24.7%，较上月同期+39.2%；6 月累计 137.4 万辆，同比+25.7%；

■ 2) 电车：本周国产新能源乘用车销量 28.3 万辆，较去年同期+32.7%，较上周+14.1%，较上月同期+28.6%，电车渗透率 50.4%。6 月电车累计 73.1 万辆，同比+36.4%；

■ 3) 燃油：本周油车销量 28.3 万辆，同比+26.2%，环比+37.6%，较上月+51.9%。

■ **小米 YU7 正式上市：定价符合预期订单再超预期，建议持续关注**

■ 事件：6 月 26 日晚，小米正式发布新车 YU7，新车定位纯电轿跑 SUV，车身尺寸 4999/1996/1608mm，轴距 3000mm，共有三个配置版本，标准版/Pro/Max 售价分别为 25.35/27.99/32.99 万元，定价符合市场此前的预期。公司官宣上市 3 分钟大定 20 万，大定再大超预期。主要竞争对手为特斯拉 Model Y，极氪 7X，小鹏 G9 等。

■ 点评：1、产品力相对 SU7 显著增强。1) 性价比角度，YU7 标准版即对应 SU7 Pro 版，相对 SU7 配置大幅增加，但后排空间仍较小等槽点仍存在。此外，相对竞争对手，大电池下的长续航是优势。因而综合来看，相对竞争对手优势仍在于三电、操纵和续航，改进了此前 SU7 的部分配置缺陷，但仍有不足，理性的角度考虑我们认为性价比中规中矩。2) 精细化打造上，新车在外观上仍具有巨大优势，提供大量外观内饰配色的选装是对外观优势的增强；其次，新车的取向有向家用改进，不再维持 SU7 强运动的风格，多项配置均为向家用精细化打造的成果，在这个板块我们认为 YU7 是相对成功的。

■ 综合来看，我们认为产品力角度 YU7 产品力是略优于竞争对手的，但不是碾压级获胜。

■ 2、我们维持原有观点：巨大品牌力下产品大卖是必然的。小米的长处除了产品精细打造外，#更大的长处是无与伦比的营销能力，且自带从消费电子时代积累的经销经验和裹挟而来的巨大流量，而对于目前新生的国产电车，营销就是短期内获取品牌力优势的核心路径，最终大定 3 分钟 20 万，至 27 日大定锁单 24 万辆，与此前 SU7 节奏高度保持类似，虽然表现超预期，但我们认为也属于正常现象，新车必然是满产满销的、大卖也是必然的。

■ 3、如何看后续订单、销量状态和竞争对手情况？ 1) 短期订单保障了其数月的交付是稳健的，由于 YU7 爆单超预期，且双方可以共线，我们预计销量在 26 年应维持稳定的满产满销。2) 订单比例会有变化，盈利能力会加强。YU7 后续将成为销量主力，由于从配置角度看 YU7 实际成本并不高，且产能利用率高、并且可以与 SU7 共线，我们预计小米 25-26 年单车净利润有望进一步提升。3) 目前电车市场已经逐渐饱和，我们倾向于认定外溢效应低于掠夺，我们预计主要竞品都会受到冲击，燃油车板块也会受到影响，不过整体看市场空间仍在：新车会吸引大量本不关注车市的米粉下单，对市场扩容的效应下，我们预计市场需求是充沛的，无需过度担心需求。

■ **理想汽车观点再更新：下调 Q2 销量指引，后续是博弈纯电新车周期**

■ 事件：6 月 27 日下午，理想汽车发布公告，更新 25Q2 交付量指引，公司预计 25Q2 交付量为 10.8 万辆，前期指引为 12.3-12.8 万辆。

■ 点评：1、下调预期之内，但指引略低于市场预期。进入 6 月公司在渠道端调整优惠政策，导致前三周销量均低于 1 万辆，而若要完成此前的最低指引，需 6 月交付 4.8 万辆（4-5 月完成交付 7.5 万辆），已明显无法完成，因而下调指引是必然的。下调指引后 6 月预计销量为 3.3 万辆，考虑到 6.2-6.22 三周公司已交付 2.51 万辆，也就意味着剩余 9 天时间总计交付不足 0.8 万台，略低于市场预期。

■ 2、利空再次出尽，7 月博弈重点回归纯电新车。目前看公司增程车本月销量虽然下滑，但市场有回暖趋势，且公司产品有较高的价格敏感性，后续可利用促销手段形成对增程订单的恢复。最核心是，公司增程竞争格局短期内并无重磅竞争对手，预计市场 7 月会重回博弈 i8 等纯电新车周期。

■ 3、纯电新车怎么看？ 1) i8 核心仍是高端纯电到底是供给不足还是需求不足的问题，目前无法验证。虽然我们认为纯电的补能劣势会在高端市场放大、且大电池增程的普及会持续冲击纯电需求，但理想 i8 仍有两条路径可实现爆款，其一是售价较低、其二是相对增程产品具备稀缺性（如理想 MEGA home 版的旋转座椅），建议观望其内饰解禁即可见分晓。

■ 2) 我们重申 i6 与小米 YU7 的竞争不大，双方会有重合，但产品属性差异极大。汽车属于耐用品且消费属性仍在持续加强，小米 YU7 定位运动 i6 定位家用，其产品取向和用户群体会有本质区别。此外，i6 存在低价版本，售价存在超预期可能。我们依旧预计 i6 有望成为爆款。

■ **市场竞争加剧，整车板块优选结构性机会**

■ 1、大众市场：格局生变、优选市场进攻者。在 20 万以下的主流消费市场中，伴随市场竞争加剧，原本格局出现变化，市场竞争趋于激烈，已经从增量市场转化为存量市场。在各家车企中，我们首选市场进攻者：防守方在进攻方的攻势下处于被动地位。站在当前时间点，关注吉利汽车；边际角度关注比亚迪的新技术落地和新车周期（通常在每年年初）。



- 2、高端市场：不容易受价格战影响、关注品牌力和产品精细化打造卓越的公司。高端市场不易受价格战影响，是市场规避风险的选择。我们重申，高端市场需要的是技术溢价、品牌溢价和设计溢价，其中技术溢价在电车时代壁垒大幅下降之下很难通用，因而关注品牌力和产品打造能力卓越的公司。当前时间点首推产品精细化打造能力最强的理想汽车，Q4 关注赛力斯在新一代问界 M7 上市下的估值提振机会。
- 3、中低端新势力市场：用户人群分隔、优选零跑汽车。中低端市场的新势力用户和传统大众市场用户有一定区别，用户群体以 3-5 线城市工薪阶层年轻人为主，预算有限，但是向往智能化、舒适性配置和简约的内饰设计，由此形成了对比比亚迪、吉利等公司用户人群的区隔。因而我们认为，价格战对中低端市场的新势力公司影响是相对较小的。其中推荐零跑汽车，边际关注小鹏汽车。
- **氢能与燃料电池：**工信部绿色低碳标准催化氢能产业提质，绿氢认证与碳足迹规则先行。2025 年 6 月 26 日，工信部印发《深入推进工业和信息化绿色低碳标准化工作的实施方案》，明确 2025-2027 年将制修订百项绿色低碳标准，其中碱性电解槽能效、氢冶金、绿色甲醇、绿氨、清洁低碳氨合成航煤、氢燃料电池等 6 大氢能应用入选重点研究方向，构建覆盖“制-储-用-认证”的全链条标准体系。标准急用攻坚重点任务方面，针对氢、甲醇、合成氨等产品将制定产品碳足迹核算规则标准。明确绿氢认证边界，为欧盟碳关税（CBAM）应对提供抓手，也是未来氢及氢基能源在国内快速发展的重要支持政策。
- 上海海洋氢能规划锚定绿色航运，海水制氢与绿色甲醇双链突破。2025 年 6 月 24 日，上海市海洋局发布《上海市海洋产业发展规划（2025-2035）（征求意见稿）》，明确将海洋氢能、绿色甲醇作为核心战略方向，重点突破液氢运输船、海水制氢、绿色甲醇船舶三大领域，构建“技术研发-装备制造-燃料加注”全产业链闭环，目标打造世界级深远海风电制氢基地与环杭州湾氢能廊道。规划首次将液氢运输船、氨/甲醇动力船舶列为研制重点，要求突破大缸径甲醇/氨燃料发动机、电控系统等“卡脖子”技术。上海港作为全球第一大集装箱港（2024 年吞吐量 5000 万标箱），其绿色船舶升级需求将直接拉动配套产业：船舶动力系统、液氢储运装备以及绿色甲醇/氨燃料。
- （1）行业拿订单并在项目现场实地验证是现阶段的重点，制氢设备的渠道优势和一体化优势是关键，首选能源央企下属或合作公司，建议关注：华电科工、华光环能、昇辉科技；
- （2）绿醇绿氨的崛起为绿氢和电解槽带来更多的发展机会，布局高价值量及关键核心装备：风电和光伏产业链、绿氢合成氨/醇技术与设备、生物质处理的企业将率先受益：吉电股份、中国天楹、森松国际。
- （3）燃料电池方向：示范、补贴、降本三重因素将推动燃料电池汽车放量落地，对应带动系统、电堆、储氢瓶等价值量高的燃料电池零部件率先受益，建议关注燃料电池系统头部企业：亿华通、国鸿氢能；储、运氢瓶头部企业：中集安瑞科、国富氢能；检测设备头部企业：科威尔。
- **投资组合：**
- 光伏：推荐：信义光能、钧达股份、福莱特（A/H）、聚和材料、阿特斯、阳光电源、通威股份、天合光能、晶澳科技、TCL 中环、高测股份、奥特维、捷佳伟创、晶科能源、隆基绿能、金晶科技、林洋能源、昱能科技、迈为股份、信义能源，建议关注：爱旭股份、协鑫科技、大全能源（A/美）、宇邦新材、正泰电器、锦浪科技、固德威、禾迈股份、双良节能、新特能源、海优新材。
- 储能：推荐：阿特斯、阳光电源、盛弘股份、林洋能源、科士达，建议关注：南都电源、上能电气、科陆电子。
- 风电：推荐：东方电缆、日月股份、海力风电，建议关注：运达股份、金风科技、明阳智能、金雷股份、大金重工、中际联合、中天科技、中材科技。
- 氢能：推荐：富瑞特装、科威尔，建议关注：华光环能、华电科工、昇辉科技、石化机械、厚普股份、亿华通、国鸿氢能、京城股份、致远新能、蜀道装备。
- 电力设备与工控：推荐：三星医疗，建议关注：海兴电力、思源电气、金盘科技、国能日新、东方电子、国电南瑞、国网信通、安科瑞、望变电气、汇川技术、南网科技、四方股份、伊戈尔、宏发股份、许继电气。
- 新能源车：推荐：比亚迪，零跑汽车，吉利汽车；建议关注：小鹏汽车，理想汽车，赛力斯，江淮汽车。
- 锂电：推荐：宁德时代、亿纬锂能、富临精工、科达利、厦钨新能，建议关注：宏工科技、纳科诺尔、璞泰来、英联股份、容百科技、恩捷股份、天赐材料。

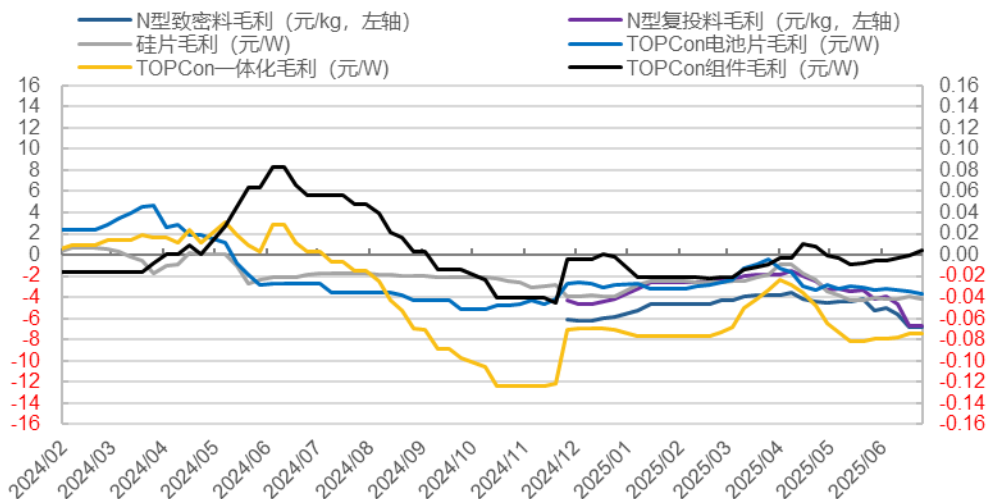


产业链主要产品价格及数据变动情况及简评

要点：截至 6 月 25 日，本周中上游价格下跌，其他环节基本持稳。

- 1) 硅料：硅料价格已突破所有企业现金成本，企业减产幅度加大；
- 2) 硅片：硅片盈利持续承压，部分二三线企业因成本压力停产；
- 3) 电池片：电池片盈利持续承压，企业排产降至六成左右；
- 4) 组件：除部分海外高盈利市场外，组件整体盈利承压。

图表1：主产业链单位毛利趋势（测算，截至 2025/6/25）



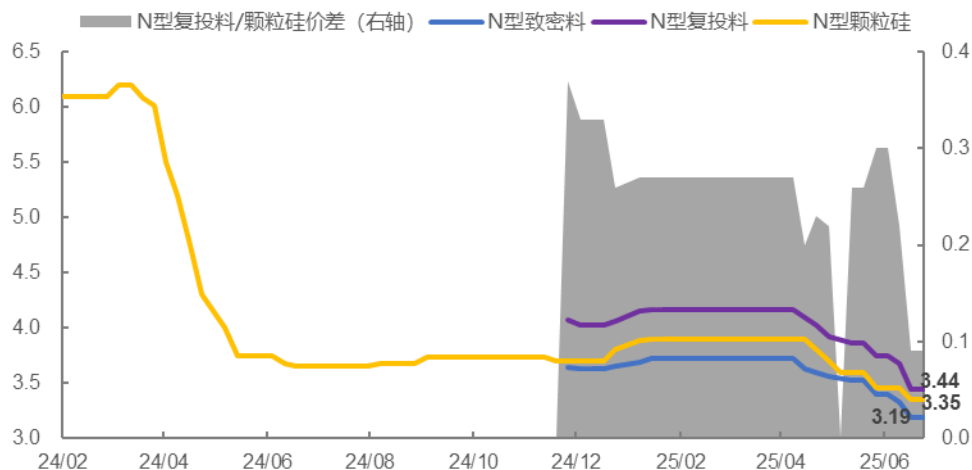
来源：硅业分会、PVInfoLink，国金证券研究所测算

注：单位毛利为测算值，实际因各家企业库存及技术水平不同有所差异，建议关注“变化趋势”为主

产业链价格描述：

- 1) 硅料价格持稳：硅料企业计划提产，产量将呈增加态势，当前市场对于硅料的心理价位较低，后续价格走势压力较大。截至 6 月 25 日，多晶硅期货主力合约收盘价为 3.15 万元/吨。

图表2：多晶硅料及工业硅价格（万元/吨）

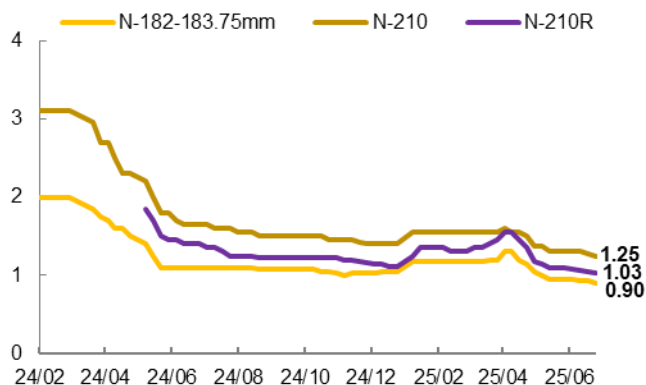


来源：PVInfoLink、硅业分会，国金证券研究所，截至 2025-06-27

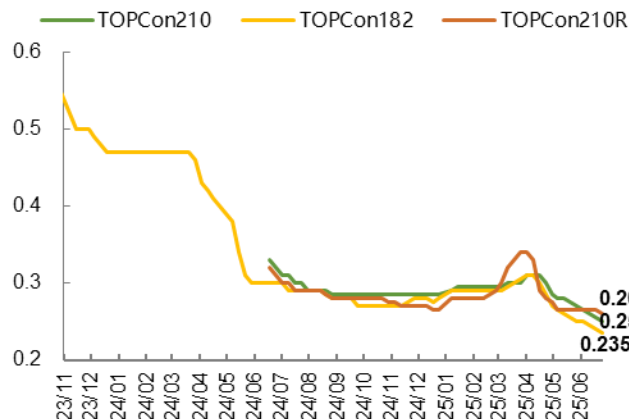
- 2) 硅片全线走跌：需求疲弱，市场情绪较低，主流尺寸价格全面走跌，部分硅料企业计划提产，后续或将加剧硅片价格竞争压力，短期持续承压。
- 3) 电池片价格下跌：210R 订单需求占比相对较高，183N、210N 需求受到挤压，价格持续下滑；东南亚电池片输美均价稳定。



图表3: 硅片价格 (元/片)



图表4: 电池片价格 (元/W)



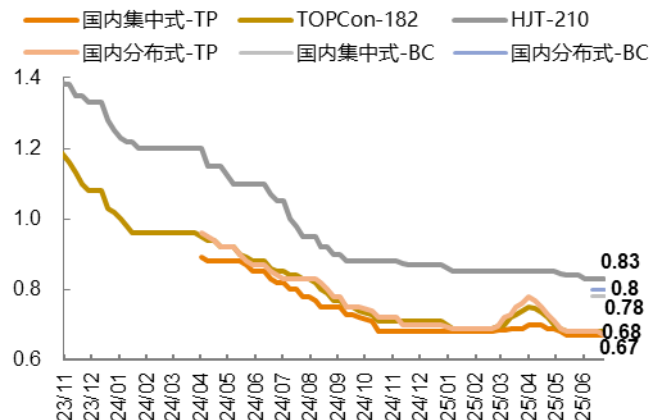
来源: PVInfoLink、硅业分会, 国金证券研究所, 截至 2025-06-25

来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2025-06-25

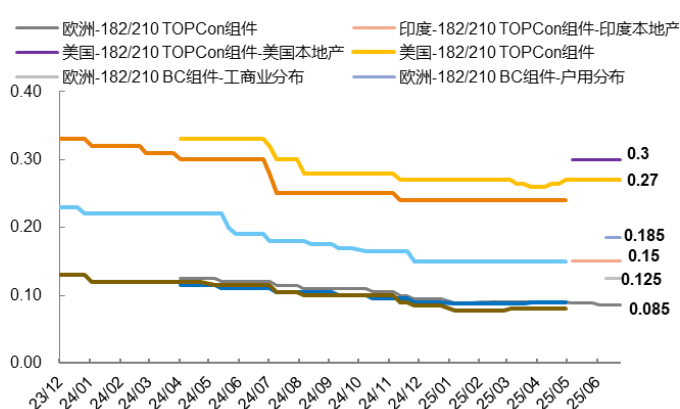
4) 组件价格僵持: 多数厂家以稳价交付为主, 受需求疲弱影响, 部分厂家下调报价, 本周现货新单报价下滑至 0.66-0.67 元/W, 集中式项目交付价格稳定在 0.66-0.68 元/W。

5) 海外组件价格持稳: TOPCon 分区价格, 美国受政策影响, 供货商与项目方仍在博弈沟通, 接近每瓦 0.27-0.30 美元, 本地组件询单有上行趋势; 亚太区域价格约 0.085-0.09 美元, 其中印度市场价格约 0.14-0.15 美元; 欧洲 0.085-0.09 美元; 澳洲 0.09-0.1 美元; 中东约 0.085-0.09 美元; 拉美约 0.08-0.09 美元。

图表5: 组件价格 (元/W)



图表6: 各区域组件价格 (USD/W)



来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2025-06-25

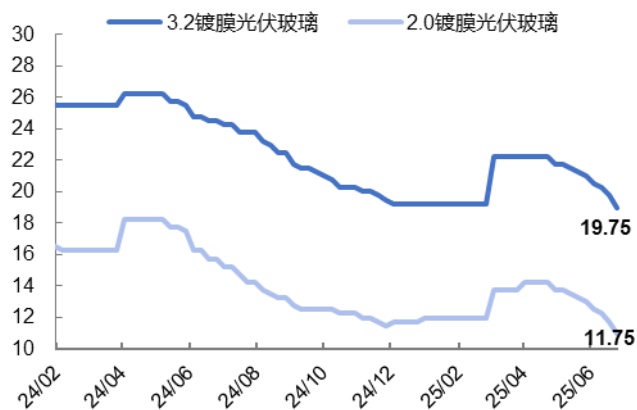
来源: PVInfoLink, 国金证券研究所, 截至 2025-06-25

6) 光伏玻璃价格下跌: 近期组件企业开工率偏低, 按需采购为主, 需求支撑不足, 供应端生产稳定, 个别限产或有冷修计划, 局部供应量稍降, 库存天数环比增加 1.94 天至 32.38 天。

7) EVA 树脂价格下跌: 价格持稳。胶膜企业集中囤货, EVA 光伏料逐渐去库, 部分石化厂转产检修, 光伏料价格 9300-9750 元/吨。

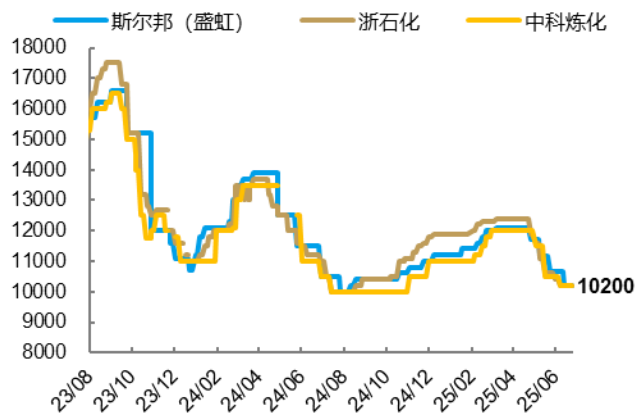


图表7: 光伏玻璃价格 (元/平)



来源: PVInfoLink, 卓创资讯, 国金证券研究所, 截至 2025-06-25

图表8: 光伏 EVA 树脂报价 (元/吨)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所, 截至 2025-06-27



锂电产业链

1) MB 钴本周价格波动: 6 月 27 日, MB 标准级钴报价 15.8 美元/磅, 较上周上升 1.12%; MB 合金级钴报价 19.10 美元/磅, 较上周持平。

根据百川盈孚, 本周电解钴下游磁材及合金市场整体需求未有明显变化, 海外市场虽步入淡季, 但受政策影响成交出现起色, 国内外需求整体仍多以刚需采购为主。

2) 锂盐本周价格波动: 6 月 27 日, 氢氧化锂报价 5.86 万元/吨, 较上周下降 5.79%; 碳酸锂报价 6.04 万元/吨, 较上周下降 0.49%。

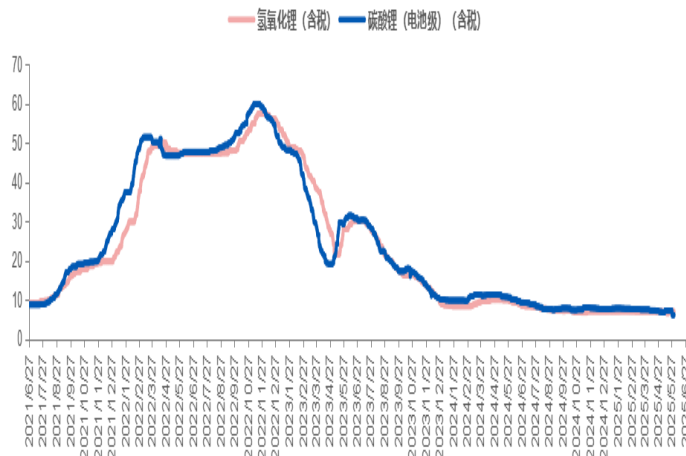
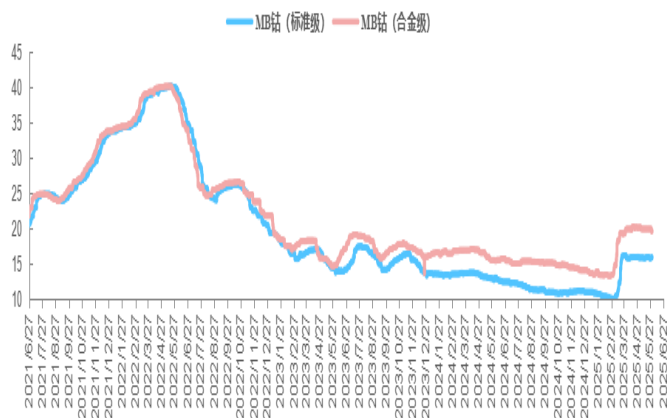
根据百川盈孚, 本周碳酸锂先跌后涨, 周初市场宏观情绪回落, 碳酸锂期货回归基本面影响, 价格先跌破新低, 但近期期货仓单减量较快, 引发市场做多情绪, 价格再次反弹, 市场小作文频出, 但多为传言。现货端跟随期货走势, 但下游成交仍以刚需为主, 现货基差走弱, 高升水货源减少, 期现商出货压力较大。锂盐厂散单维持较高报价, 捂货惜售。

供应端: 本周碳酸锂产量预计呈上行趋势, 代工企业增量爬产, 青海地区产量增长, 四川部分企业计划重新开工。碳酸锂行业总库存上涨, 厂家库存维持增长趋势; 下游维持刚需采购, 库存维持安全生产周期; 期货仓单量减至 2.24 万吨, 周内仓单减量较快, 盐厂及贸易交仓意愿较差。

需求端: 正极材料端有小幅减量信号, 电池端需求难有上涨驱动, 新能源车产业链或库存较高, 且处于淡季, 储能端增量有效, 难以利好碳酸锂需求。7 月正极需求预期稳中偏弱。

图表9: MB 钴报价 (美元/磅)

图表10: 锂盐报价 (万元/吨)



来源: 生意社, 国金证券研究所

来源: 鑫椤锂电, 国金证券研究所

3) 正极材料本周价格持平: 6 月 27 日, 三元正极 NCM523 均价 11.25 万元/吨, 较上周持平; NCM622 均价 12.00 万元/吨, 较上周持平; NCM811 均价 14.00 万元/吨, 与上周持平; 磷酸铁锂正极均价 3.33 万元/吨, 较上周持平。

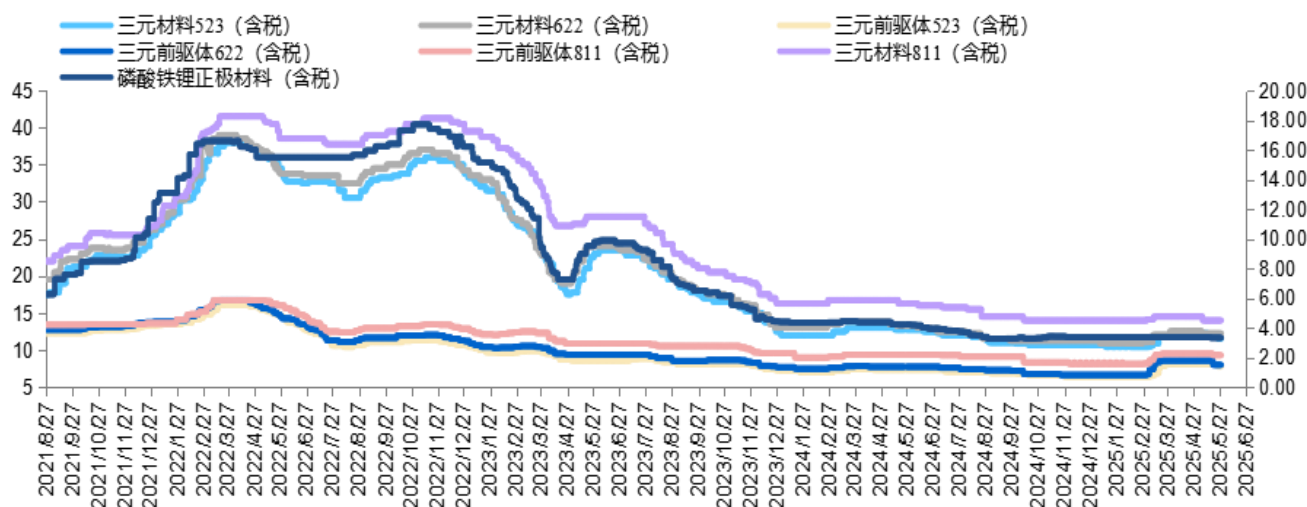
三元材料方面, 根据百川盈孚, 供应方面: 下游电池厂采购意愿不足, 企业普遍采用“以销定产”模式, 根据在手订单灵活调整排产计划, 避免库存积压风险。行业整体开工维持在 4-5 成之间, 部分中小企业因订单不足、现金流压力增大, 阶段性停产或转产其他材料。企业多采取以销定产模式, 成品库存普遍控制在平稳水平。

需求方面: 下游需求复苏不及预期与上游产能过剩的双重挤压下, 三元正极持续承压, 动力市场需求增长低迷, 小动力以及数码市场需求表现淡稳, 多数企业观望心态加重, 市场整体商谈氛围较为冷清。

铁锂材料方面, 根据百川盈孚, 据百川盈孚统计, 本周磷酸铁锂排产量在 6.56 万吨, 开工率在 59.59%, 环比下滑。6 月最后一周, 铁锂厂受不同订单影响需求增减不一, 整体来看 6 月动力市场有所减量, 下游电芯厂需求量减少。动储需求分化, 储能增量明显, 动力端则受传统淡季叠加半年报影响需求下滑。据反馈, 当前部分储能电芯企业高负荷生产。本周磷酸铁锂供应环比略有减量, 个别材料厂受下游需求影响, 出货量调整且不及月初预期。现基本面来看, 供给端压力依旧较为突出, 截止 6 月底国内磷酸铁锂可利用产能 565 万吨, 开工仅维持在 5-6 成。订单分化严重, 多集中于头部大厂, 中小企业多面临减量生产或停工。



图表11: 正极材料价格 (万元/吨)



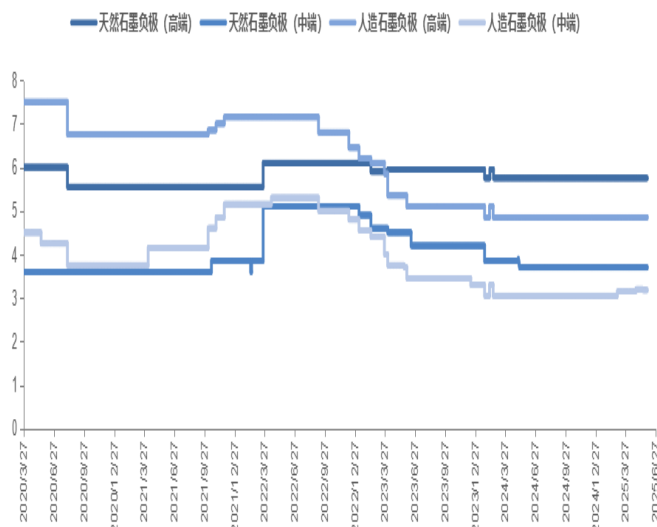
来源: 鑫椤锂电, 国金证券研究所

4) 负极材料本周价格持平: 6月27日, 人造石墨负极(中端) 2.5-3.3万元/吨, 较上周持平; 人造石墨负极(高端) 3.2-6.5万元/吨, 较上周持平; 天然石墨负极(中端) 3.3-4.1万元/吨, 较上周持平; 天然石墨负极(高端) 5.0-6.5万元/吨, 较上周持平。

根据百川盈孚, 本周负极材料市场交投暂无明显波动, 负极材料企业多延续以销定产为主。从市场反馈来看, 随着车市逐步进入季节性淡季, 下游动力电池厂近期采购需求表现一般; 储能市场因取消强制配储, 部分生产储能用负极企业存在订单或有小幅减量可能的担忧, 消费电子市场需求波动不大, 整体来看, 因目前负极材料市场需求仍主要靠下游动力电池厂支撑, 负极需求整体趋于稳中走弱态势, 在场内订单有限、市场集中度较高的情况下, 中小型负极企业观望情绪渐浓。

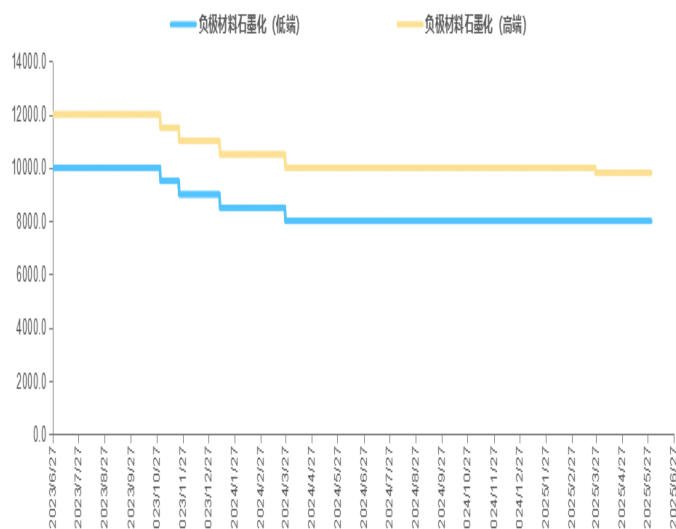
5) 负极石墨化本周价格持平: 6月27日, 负极材料石墨化(低端) 价格 0.80 万元/吨, 较上周持平; 负极材料石墨化(高端) 价格 0.96 万元/吨, 较上周持平。根据百川盈孚, 从市场反馈来看, 供应端行业长期处于产能过剩状态, 企业装置平均开工率不足 50%, 即便部分企业因成本压力停工, 但整体供应宽松格局依旧未改。需求端来看仍然持续疲软, 下游负极材料企业受终端新能源汽车与储能市场需求不及预期影响, 纷纷调减排产计划, 石墨化代工订单量环比下滑明显。成本与价格博弈方面, 虽受益于丰水期电价下降 20%-30% 及原料价格低位运行, 企业生产成本有所降低, 但市场供需失衡加剧, 导致成本优势难以转化为价格上涨动力, 周内代工价格保持稳定。

图表12: 负极材料价格 (万元/吨)



来源: 鑫椤锂电, 国金证券研究所

图表13: 负极石墨化价格 (万元/吨)



来源: 鑫椤锂电, 国金证券研究所

6) 6F(国产)本周价格波动: 6月27日, 六氟磷酸锂(国产) 价格为 5.17 万元/吨, 较上周持平; 电池级 EMC 价格



为 0.68 万元/吨，较上周持平；电池级 DMC 价格为 0.46 万元/吨，与上周持平；电池级 EC 价格为 0.44 万元/吨，较上周持平；电池级 DEC 价格为 0.88 万元/吨，较上周持平；电池级 PC 价格为 0.77 万元/吨，较上周持平；三元电池电解液（常规动力型）1.94 万元/吨，较上周持平；磷酸铁锂电池电解液报价 1.94 万元/吨，较上周持平。

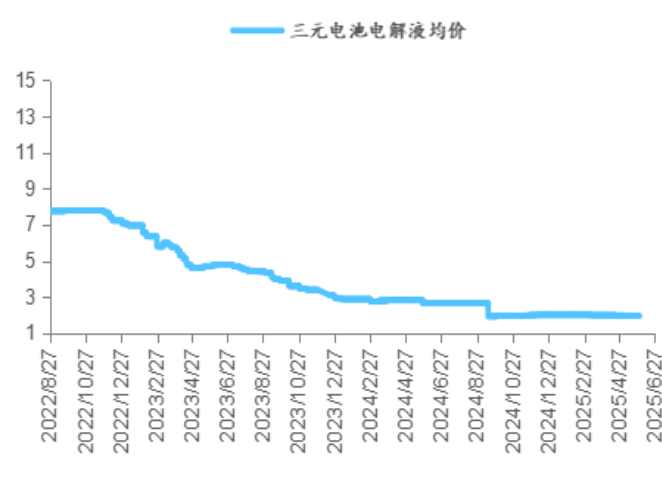
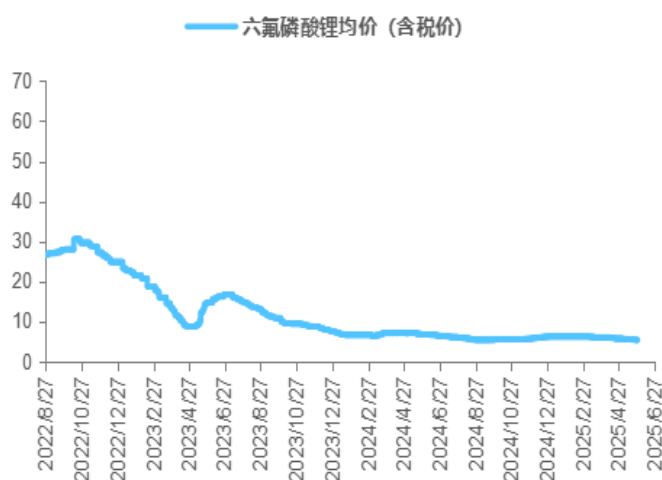
根据百川盈孚，供应方面：本周产量较上周基本持平。部分企业新增产能已于前期投产，但市场环境较差，相关出货量有限，主要拓展准入客户。一般企业生产量保持水平状态，其中中小企业生产不及预期，部分企业持续少量产出维系装置运行状态。行业整体产量与前期基本持平，开工率维持中度水平。

库存方面：企业库存持续波动，处于动态平衡状态。各家生产与前期变化不大，普遍维持水平库存。部分新厂库存水平偏高，清理活动持续进行。企业常规备留半月量左右的库存，具体根据各家企业规划不同各异。整体行业库存水平偏低，本周行业库存持续波动。

需求方面：终端电池厂传统淡季来临，需求表现一般，订单增量不明显。7、8 月夏季高温导致湿度偏大，相关电池生产合格率不佳，订单增量难度较大。下游企业表示未感受到市场回暖趋势，仍保持水平生产。相关原料采购态度保持谨慎观望。

图表14：六氟磷酸锂均价（万元/吨）

图表15：三元电池电解液均价（万元/吨）



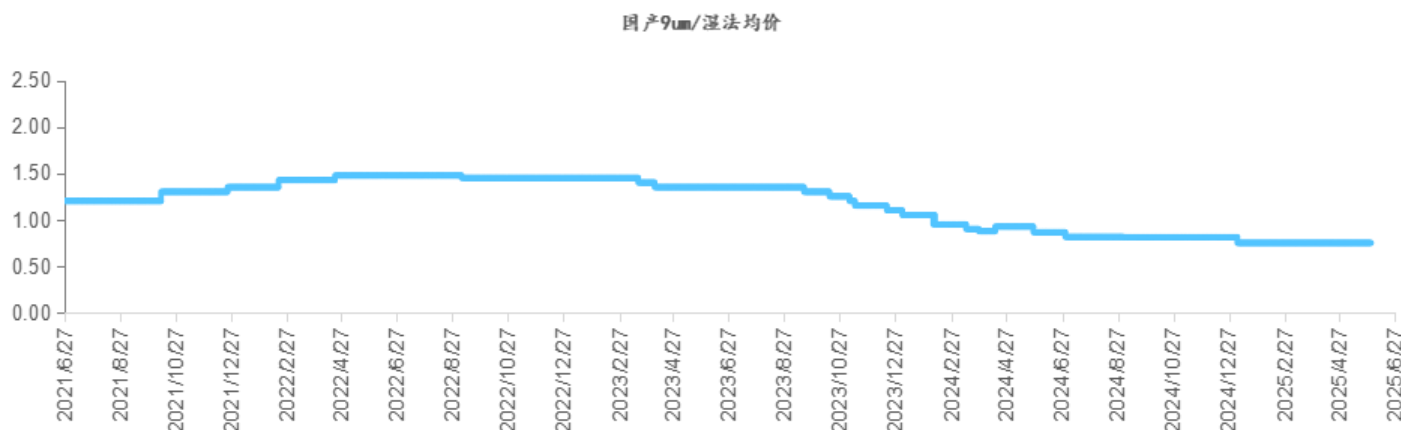
来源：鑫锂锂电，国金证券研究所

来源：鑫锂锂电，国金证券研究所

7) 隔膜价格持平：6 月 27 日，国产中端 16 μ m 干法基膜价格 0.35-0.50 元/平米，较上周持平；国产中端 9 μ m 湿法基膜 0.55-0.825 元/平米，较上周持平；国产中端湿法涂覆膜 9+3 μ m 价格为 0.85-1.10 元/平米，均较上周持平。

根据百川盈孚，本周锂电池隔膜市场价格延续平稳。供应端，受隔膜企业产能释放周期延长制约，前期累积存量产能尚未完全消化，市场持续呈现供给过剩格局。需求端，动力电池需求疲软，储能需求超预期，整体需求小幅回升。综合来看，隔膜市场仍处供大于求状态，价格将维持稳定运行。

图表16：国产中端 9 μ m/湿法均价（元/平米）



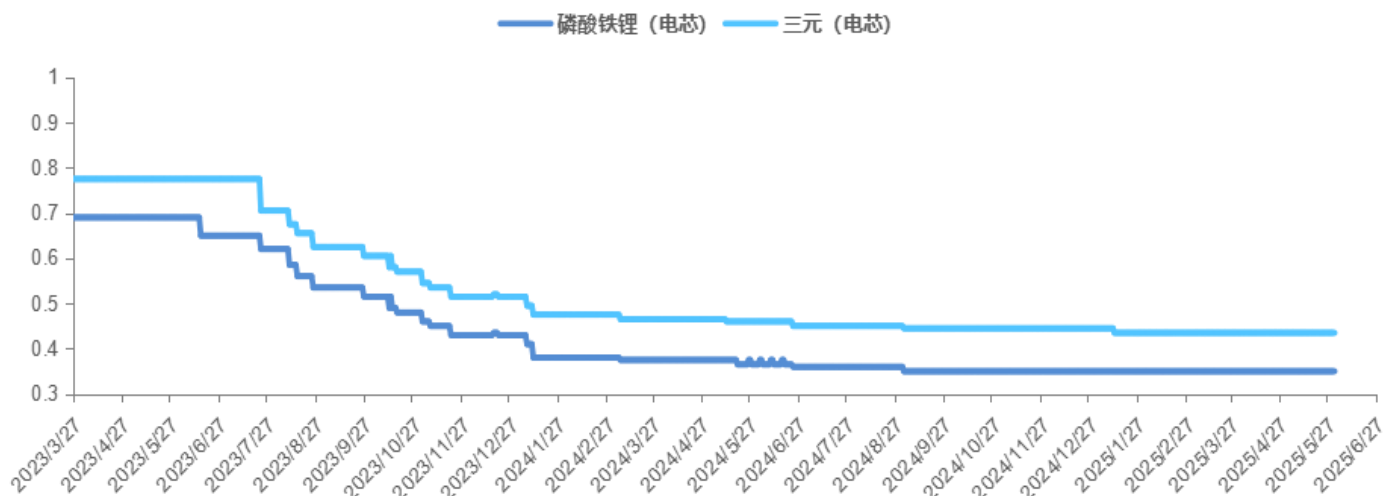
来源：鑫锂锂电，国金证券研究所

8) 电芯价格本周持平：6 月 27 日，方形磷酸铁锂电芯报价为 0.29-0.41 元/wh，较上周持平。方形三元电芯报价为



0.40-0.47 元/wh，较上周持平。

图表17：方形动力电池价格（元/wh）



来源：鑫椤锂电，国金证券研究所

图表18：本周新能源与电力设备板块景气度

板块	景气度指标
光伏&储能	底部企稳
风电	稳健向上
电网	略有承压
新能源整车	下行趋缓
锂电	底部企稳
固态电池	高景气维持
氢能与燃料电池	拐点向上

来源：国金证券研究所

风险提示

政策调整、执行效果低于预期：虽然风光发电已逐步实现平价上网，能源转型及双碳目标任务仍然高度依赖政策指引，若相关政策的出台、执行效果低于预期，可能会影响相关产业链的发展。

产业链价格竞争激烈程度超预期：在明确的双碳目标背景下，新能源行业的产能扩张明显加速，并出现跨界资本大量进入的迹象，可能导致部分环节因产能过剩程度超预期而出现阶段性竞争格局和盈利能力恶化的风险。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究