



钧达股份 (002865.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

组件封装引领光伏制造再全球化， 独立电池片供应龙头迎价值重塑

事件简述

2025年4月21日，公司发布关于刊发境外上市股份（H股）发行聆讯后资料集的公告。根据招股书，公司港股募集资金拟用于1) 建设5GW光伏电池海外生产基地；2) 用于研发先进的光伏电池技术；3) 建立及加强海外销售业务及分销渠道；4) 用于营运资金及一般公司用途。

事件点评

海外产能如期推进，强化公司盈利弹性：本次拟投资建设的阿曼项目预计总投资金额5.6亿美元（视未来调整而定），其中一期5GW预计投资金额2.8亿美元，将于2026年开始商业化生产，并将根据一期进度审慎推进二期建设。同时，公司已与一家领先的北美光伏组件企业订立谅解备忘录，双方将积极探讨及探索潜在合作机会，该企业拟于2025年向公司阿曼产能购买1-2GW光伏电池，侧面印证美国本土进口电池片需求旺盛；另一方面，根据我们测算，随着美国对等关税落地，全球输美产能成本曲线更加陡峭，美国本土组件+阿曼电池产能盈利有望达到7美分/W以上（详细测算见下文），公司阿曼产能作为低税率输美产能的稀缺性增强，投产后有望带动进一步凸显公司全球化竞争优势、强化整体盈利弹性。

兼顾“守正”与“出奇”，全面探索光伏电池量产路径：公司MoNo2系列N型TOPCon电池创新性叠加半片边缘钝化及波浪背场技术，2024年平均量产转换效率提升0.5%，双面率达到90%，单瓦非硅成本降低约30%，保持核心竞争优势，进一步拉开与行业TOPCon存量产能的成本差距，加速行业出清进程。除了持续推动N型TOPCon电池降本增效，公司还积极开展HJT、钙钛矿叠层光伏电池及xBC等尖端技术的研发、并推动量产，截止2024年末，公司中试TBC电池转化效率较主流N型电池效率可提升1-1.5%，与外部机构合作研发的钙钛矿叠层电池实验室效率达31%，坚持“预研一代、测试一代、量产一代”的研发理念，稳固公司在电池片环节的领先地位。

盈利预测、估值与评级

根据公司海外产能建设进度，预计公司2025-2027年盈利分别为7.86/15.53/17.11亿元，对应EPS为3.43、6.78、7.47元，当前股价对应PE分别为12/6/5倍，维持“买入”评级。

风险提示

产业链价格波动风险；技术推进不及预期；行业竞争加剧；海外贸易风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥（执业S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

市价（人民币）：39.83元

相关报告：

1. 《钧达股份公司点评：Q1大幅减亏尽显经营韧性，国际布局持续强化...》，2025.4.15
2. 《钧达股份：产品及销售区域结构全面优化，盈利改善已明确进入右侧...》，2025.3.18
3. 《钧达股份公司深度研究：TOPCon电池龙头，迎国内外盈利双升》，2025.1.15



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,657	9,952	10,861	14,515	15,836
营业收入增长率	60.90%	-46.66%	9.14%	33.64%	9.10%
归母净利润(百万元)	816	-591	786	1,553	1,711
归母净利润增长率	13.77%	-172.47%	232.99%	97.52%	10.18%
摊薄每股收益(元)	3.587	-2.580	3.430	6.776	7.466
每股经营性现金流净额	8.70	2.86	5.73	8.44	8.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.32%	-15.21%	16.82%	25.60%	22.81%
P/E	21.60	-19.81	11.61	5.88	5.33
P/B	3.74	3.01	1.95	1.50	1.22

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 重视光伏制造业再全球化背景下，独立电池片龙头供应商的价值重塑.....	3
2 钧达股份：Q1 大幅减亏尽显经营韧性，国际布局持续强化拓展盈利空间.....	4
3 美国贸易壁垒增高，供美产能盈利分化.....	5

图表目录

图表 1： 2023 年起，电池片出口增速普遍高于组件.....	3
图表 2： 美国、印度、土耳其电池片进口需求提升，侧面印证其本土组件产能发展.....	3
图表 3： 出货量快速提升，同时完成 N 型技术迭代.....	4
图表 4： 2024 年毛利率与同业拉开差距.....	4
图表 5： 2024 年电池片出货排名第三，稳居前列.....	4
图表 6： 25Q1 公司实现营业收入 19 亿元，环比+7%.....	5
图表 7： 25Q1 公司实现归母净利-1 亿元，环比+39%.....	5
图表 8： 25Q1 公司海外营收占比 58%，环比+9PCT.....	5
图表 9： 公司毛利率持续改善.....	5
图表 10： 2025 年输美产能成本曲线形态测算（美分/W）.....	6

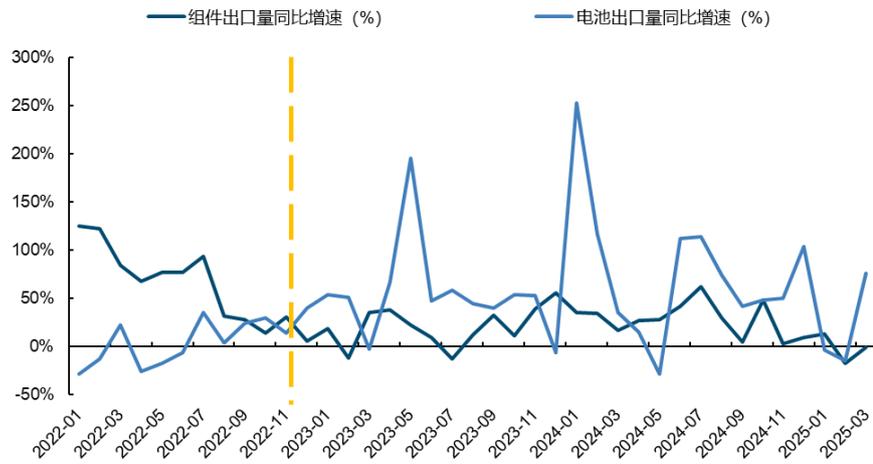


1 重视光伏制造业再全球化背景下，独立电池片龙头供应商的价值重塑

在近期国际贸易环境再次大幅波动的背景下，尽管我国光伏产业链自十多年前即开始经历类似考验，但由于光伏关系到各国家未来主力二次能源供应、且当前全球仍有一半需求来自中国以外的国际市场，令光伏产业链再全球化的话题再次升温。

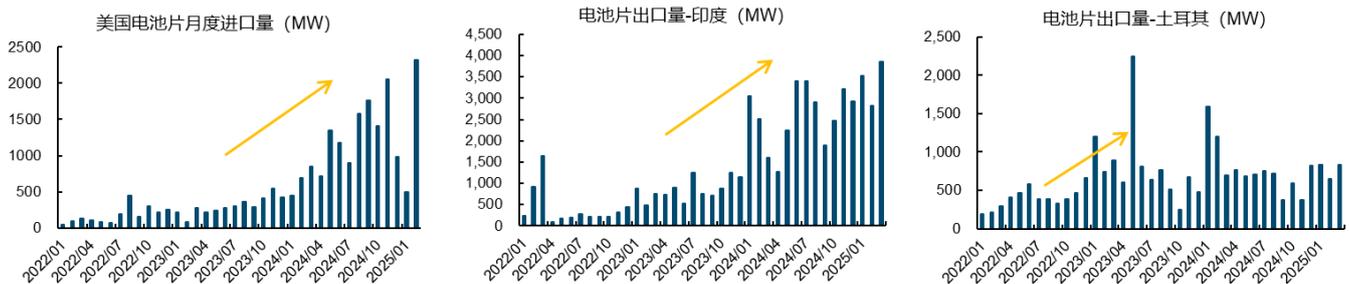
综合考虑到目前产业链各环节产能建设的条件及难度（技术、资金、环保、供应链、人工、基础设施等各方面要求），最贴近终端需求的组件封装环节的产能建设，或是各国实现光伏供应“自主可控”相对最切实可行的方向。在过去的一年多时间里，美国、土耳其、印度等地的产能建设进展，以及我国光伏产品直接出口量中，电池片出口增速持续高于组件出口增速的数据，均验证了组件封装产能正在快速全球化的趋势。在这一趋势下，我们认为光伏主产业链中电池片环节的地位、以及相关龙头供应商的价值有望得到重塑。

图表1：2023年起，电池片出口增速普遍高于组件



来源：盖锡咨询，国金证券研究所

图表2：美国、印度、土耳其电池片进口需求提升，侧面印证其本土组件产能发展

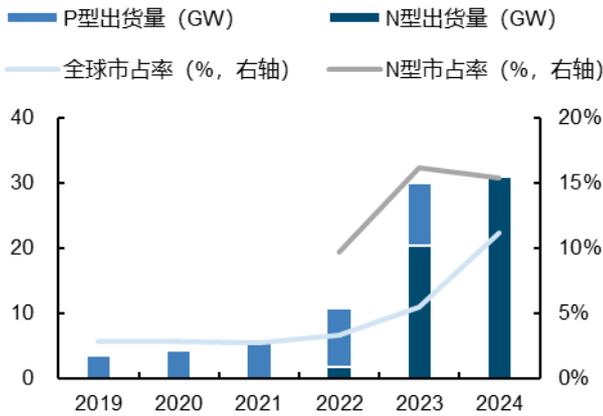


来源：盖锡咨询，美国国际贸易委员会，国金证券研究所

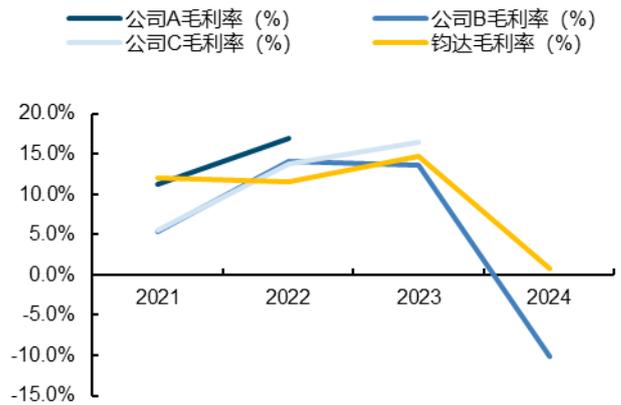
在光伏产业以往较长时间的发展过程中，专业化与一体化的讨论可谓永恒的话题，而独立电池片供应商则在大部分时间里在产业链中扮演着作为一体化龙头企业外部弹性产能的“边缘角色”，其产品通常主要用于填补需求高峰期一体化企业内部电池片与组件产能之间的缺口、同时满足部分小型组件企业的电池片需求，这一形象特征在过去几年行业大扩容的背景下被进一步固化。由于这样的产业链角色地位，电池片环节开工率及盈利水平通常较其他环节呈现出更大的波动性，同时，电池片环节又是最容易受到光伏技术迭代影响的环节，进而导致资本市场始终难以对电池片企业进行定价，更多的只是把相关公司当作板块β的交易工具看待，即使其中部分公司凭借优秀的技术与管理水平在近年来始终保持电池片出货的全球领先、优于同业的盈利能力、以及穿越技术迭代周期的能力。



图表3: 出货量快速提升, 同时完成N型技术迭代



图表4: 2024年毛利率与同业拉开差距



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表5: 2024年电池片出货排名第三, 稳居前列

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	通威	通威	通威	通威	通威	通威	通威	通威
2	茂迪	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭	中润
3	昱晶	展宇 (捷泰)	中宇	润阳	润阳	润阳	中润	捷泰
4	爱旭	联合再生能源	展宇 (捷泰)	潞安	中宇	中润	捷泰	英发
5	英稳达	茂迪	润阳	中宇	潞安	捷泰	润阳	爱旭

来源: infolink, 国金证券研究所

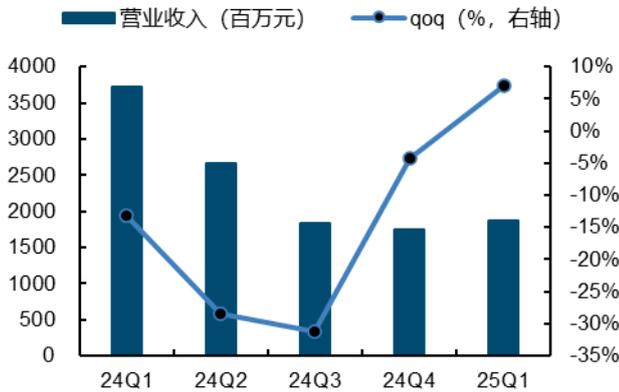
然而在当今光伏制造产业链（尤其是组件环节产能）再全球化的清晰趋势下，我们认为龙头独立电池片供应商凭借丰厚的历史出货业绩、领先的产品性能和全球化布局能力，有望获得行业地位和企业价值的重塑。尤其是在当前行业仍处“爬坑期”、且下一轮主流技术路线方向尚未达成一致预期的背景下，电池片环节新建资本开支预计持续处于相对低谷期，供需关系的改善，叠加龙头企业出货结构、产能结构的持续优化，有望令相关公司的盈利水平呈现出超预期的修复弹性和持续性。

2 钧达股份：Q1 大幅减亏尽显经营韧性，国际布局持续强化拓展盈利空间

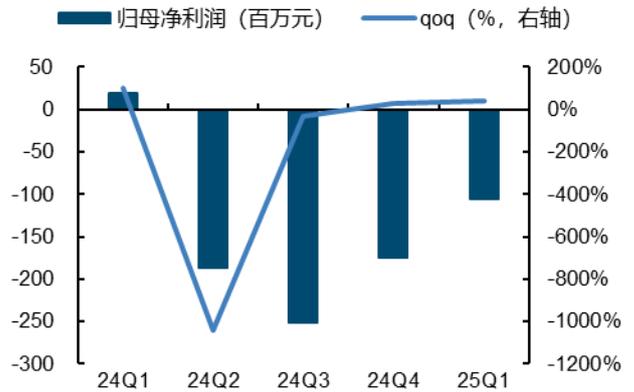
2024 年公司实现营业收入 99.5 亿元，同比-46.7%，实现归母净利润-5.9 亿元，同比亏损，其中 Q4 单季度实现营业收入 17.5 亿元，环比-4.3%；实现归母净利润-1.7 亿元，环比减亏；2025 年一季度公司实现营业收入 18.75 亿元，同比-49.52%，环比+7.14%，实现归母净利润-1.06 亿元，环比亏损大幅缩窄。



图表6: 25Q1 公司实现营业收入 19 亿元, 环比+7%



图表7: 25Q1 公司实现归母净利润-1 亿元, 环比+39%



来源: ifind, 国金证券研究所

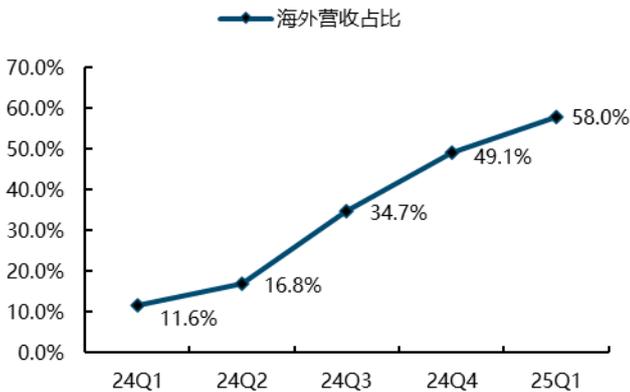
来源: ifind, 国金证券研究所

出货结构方面, 2023 年末公司计提全部 P 型资产, 2024 年三季度起电池片出货全部为 N 型产品, 2024 全年年公司电池片出货量为 33.7GW, 同比增长 12.6%, Infolink 电池片出货排名全球第三, 其中 N 型出货 31GW、占比超 90%。

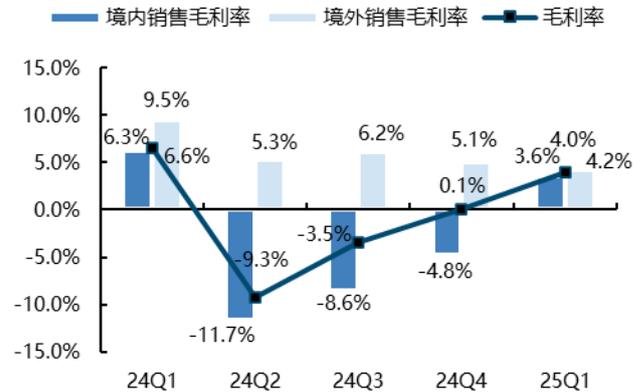
收入区域方面, 公司积极瞄准持续增长的海外市场需求, 通过亚洲、欧洲、拉丁美洲、澳洲等新兴市场客户的持续开拓及认证, 成为海外多个国家、地区光伏电池的主要供应商, 海外营收占比逐季提升, 2025 年一季度突破至 58.0%, 环比提升 9PCT。

行业周期底部时期, 公司依靠收入区域结构优化、持续导入降本增效工艺以及分布式抢装需求催化电池片价格修复, 电池片产品单位盈利能力显著改善, 24Q4 公司电池片出货 7.3GW, 计算平均单瓦净利约-0.024 元/W; 25Q1 出货 7.2GW, 对应平均单瓦净利约-0.015 元/W, 亏损收窄近 0.01 元/W, 根据我们测算, 考虑到头部企业较行业具备 3 分/W 左右的非硅成本优势, 当前时点公司电池片业务国内市场盈利修复至盈亏平衡附近。

图表8: 25Q1 公司海外营收占比 58%, 环比+9PCT



图表9: 公司毛利率持续改善



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 海南钧达新能源科技股份有限公司: 聆讯后资料集(第一次呈交)(全文档案), 国金证券研究所

3 美国贸易壁垒增高, 供美产能盈利分化

美东时间 2025 年 4 月 2 日, 美国新增对等关税, 包括对所有进口商品加征 10%的全面关税, 部分国家/地区税率更高, 其中中国 34%、欧洲 20%、东南亚部分地区 20-50%不等。

目前中国企业对美出口主要通过东南亚电池+美国/东南亚组件产能, 梳理相关产能当前税率如下:

- 1) 201 关税: 针对非美电池组件产能, 2025 年税率为 14%, 电池片免税配额为 12.5GW。
- 2) 东南亚四国双反税: 针对越南、泰国、马来、柬埔寨电池片产能, 根据 4 月 21 日最新税率测算相关产能输美税率 10%-4000%不等(未考虑 201 免税额度), 其中马来西亚产能税率



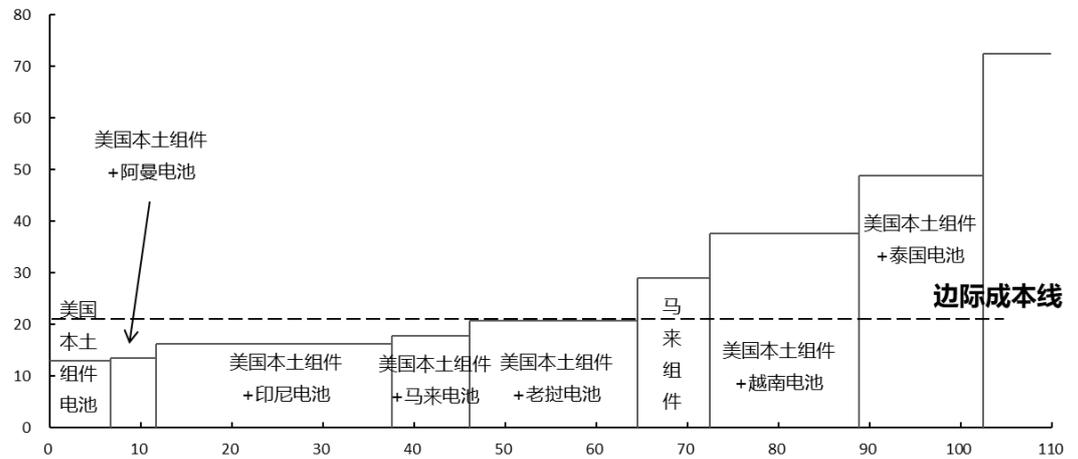
较低，但基本为相对老旧的 PERC 产能，预计较难满足输美电池片需求。

3) 对等关税: 主要产区均被加征对等关税, 24Q4 美国电池片组件进口区域中占比前五的地区为泰国(进口占比 25%、税率 36%)、马来(进口占比 19%、税率 24%)、越南(进口占比 15%、税率 46%)、韩国(进口占比 11%、税率 26%)、老挝(进口占比 11%、税率 48%)、印尼(进口占比 6%、税率 32%)、印度(进口占比 5%、税率 26%)、柬埔寨(进口占比 5%、税率 49%)

本轮对等关税几乎针对所有非美光伏电池片产区, 全球供美产能格局发生显著变化, 成本曲线进一步陡峭。随着非美产能增加关税<正成本项>、美国本土产能获得 IRA 补贴<负成本项>, 虽然美国各类关税、补贴政策的最终目的是使供美产能成本曲线的分布形态从低到高呈现为: 美国本土组件+电池(含中国企业投资)、美国本土组件+其余地区电池、其余地区组件+电池。

根据海外产能规划以及各类关税测算, 美国本土组件+阿曼电池产能成为除美国本土组件+电池产能以外, 成本最低的输美方式, 在美国组件产能理想开工率水平下, 对比电池片边际产能的制造成本, 美国本土组件+阿曼电池产能的盈利将超过 7 美分/W。对等关税影响下, 1) 成本曲线左侧产能与边际产能的差距拉开; 2) 印尼、老挝等不受东南亚双反税率影响的电池产能在成本曲线中的位置右移, 马来西亚等东南亚组件产能位于边际右侧。

图表10: 2025 年输美产能成本曲线形态测算 (美分/W)



来源: infolink, 新能研究院公众号, 财经杂志公众号, 国金证券研究所测算(按美国对等关税、东南亚双反税率终裁结果进行测算)



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
主营业务收入	11,595	18,657	9,952	10,861	14,515	15,836	货币资金	1,873	3,608	3,536	3,169	3,839	3,990	
增长率		60.9%	-46.7%	9.1%	33.6%	9.1%	应收款项	1,079	1,903	880	707	927	896	
主营业务成本	-10,250	-15,906	-9,880	-9,593	-12,150	-13,081	存货	339	727	552	525	666	717	
%销售收入	88.4%	85.3%	99.3%	88.3%	83.7%	82.6%	其他流动资产	268	762	1,364	1,806	2,252	2,681	
毛利	1,346	2,751	72	1,268	2,365	2,755	流动资产	3,559	7,000	6,332	6,207	7,683	8,284	
%销售收入	11.6%	14.7%	0.7%	11.7%	16.3%	17.4%	总资产	37.5%	38.1%	38.5%	36.8%	39.7%	39.1%	
营业税金及附加	-39	-62	-47	-54	-73	-79	长期投资	78	7	0	0	0	0	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	4,463	9,351	8,483	8,799	9,340	10,276	
销售费用	-21	-74	-63	-62	-80	-87	总资产	47.0%	50.9%	51.5%	52.1%	48.2%	48.5%	
%销售收入	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	1,023	1,097	1,176	1,275	1,346	1,415	
管理费用	-147	-402	-303	-304	-406	-443	非流动资产	5,930	11,385	10,128	10,680	11,692	12,897	
%销售收入	1.3%	2.2%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%	总资产	62.5%	61.9%	61.5%	63.2%	60.3%	60.9%	
研发费用	-249	-304	-199	-217	-290	-317	资产总计	9,489	18,385	16,459	16,887	19,375	21,181	
%销售收入	2.2%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	1,216	1,314	2,590	2,138	2,747	3,362	
息税前利润 (EBIT)	889	1,909	-539	630	1,516	1,829	应付款项	2,711	4,403	3,608	2,865	3,281	3,043	
%销售收入	7.7%	10.2%	n.a	5.8%	10.4%	11.5%	其他流动负债	450	744	180	366	438	431	
财务费用	-150	-197	-176	-66	-159	-203	流动负债	4,377	6,461	6,377	5,369	6,465	6,835	
%销售收入	1.3%	1.1%	1.8%	0.6%	1.1%	1.3%	长期贷款	1,658	2,010	2,142	2,142	2,142	2,142	
资产减值损失	-71	-1,004	-139	-1	1	0	其他长期负债	2,403	5,205	4,053	4,704	4,703	4,702	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	8,438	13,676	12,572	12,214	13,310	13,679	
投资收益	212	3	5	200	200	200	普通股股东权益	1,051	4,709	3,887	4,673	6,065	7,501	
%税前利润	23.7%	0.4%	-0.7%	23.2%	11.6%	10.5%	其中：股本	142	227	229	229	229	229	
营业利润	892	746	-730	864	1,725	1,901	未分配利润	813	1,475	714	1,500	2,892	4,328	
营业利润率	7.7%	4.0%	n.a	8.0%	11.9%	12.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	0	-2	-2	0	0	0	负债股东权益合计	9,489	18,385	16,459	16,887	19,375	21,181	
税前利润	892	744	-731	864	1,725	1,901	比率分析		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	7.7%	4.0%	n.a	8.0%	11.9%	12.0%	每股指标							
所得税	-71	71	140	-78	-173	-190	每股收益	5.066	3.587	-2.580	3.430	6.776	7.466	
所得税率	7.9%	-9.6%	n.a	9.0%	10.0%	10.0%	每股净资产	7.425	20.710	16.963	20.393	26.469	32.735	
净利润	821	816	-591	786	1,553	1,711	每股经营现金净流	1.101	8.704	2.856	5.733	8.437	8.961	
少数股东损益	104	0	0	0	0	0	每股股利	0.597	0.746	0.000	0.000	0.700	1.200	
归属于母公司的净利润	717	816	-591	786	1,553	1,711	回报率							
净利率	6.2%	4.4%	n.a	7.2%	10.7%	10.8%	净资产收益率	68.23%	17.32%	-15.21%	16.82%	25.60%	22.81%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.56%	4.44%	-3.59%	4.65%	8.01%	8.08%	
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	19.47%	24.13%	-4.98%	5.97%	11.75%	12.05%	
净利润	821	816	-591	786	1,553	1,711	增长率							
少数股东损益	104	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	304.95%	60.90%	-46.66%	9.14%	33.64%	9.10%	
非现金支出	492	1,552	884	708	788	897	EBIT 增长率	1597.52%	114.71%	-128.25%	-216.82%	140.54%	20.64%	
非经营收益	-8	115	50	220	-490	-261	净利润增长率	-501.35%	13.77%	-172.47%	232.99%	97.52%	10.18%	
营运资金变动	-1,149	-503	312	-400	83	-294	总资产增长率	57.76%	93.74%	-10.47%	2.60%	14.73%	9.32%	
经营活动现金净流	156	1,979	654	1,314	1,933	2,053	资产管理能力							
资本开支	-525	-2,781	-442	-1,043	-1,401	-1,902	应收账款周转天数	3.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	
投资	-208	0	-425	-400	-400	-400	存货周转天数	13.8	12.2	23.6	20.0	20.0	20.0	
其他	0	3	0	200	200	200	应付账款周转天数	35.5	47.8	105.8	70.0	65.0	55.0	
投资活动现金净流	-733	-2,778	-867	-1,243	-1,601	-2,102	固定资产周转天数	130.8	158.0	298.7	277.6	216.3	212.9	
股权募资	0	2,804	62	0	0	0	偿债能力							
债权募资	2,632	622	1,360	-322	609	615	净负债/股东权益	95.29%	-6.02%	19.71%	6.03%	-2.97%	-1.56%	
其他	-1,024	-1,221	-1,245	-114	-270	-414	EBIT 利息保障倍数	5.9	9.7	-3.1	9.6	9.5	9.0	
筹资活动现金净流	1,607	2,205	176	-436	339	200	资产负债率	88.93%	74.39%	76.38%	72.33%	68.70%	64.58%	
现金净流量	1,030	1,406	-34	-365	671	152								

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	13	19	24	39
增持	2	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.22	1.13	1.14	1.11	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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