

风机盈利修复，海外成长可期

2025年09月15日

事件：公司发布 2025 年半年报

2025H1 公司实现收入 285.37 亿元，同比增长 41.26%；归母净利润 14.88 亿元，同比增长 7.26%；扣非归母净利润 13.68 亿元，同比下降 0.4%。单季度来看，25Q2 公司收入 190.65 亿元，同比增长 44.18%、环比增长 101.28%；归母净利润 9.19 亿元，同比下降 12.8%，环比增长 61.78%；扣非归母净利润 8.13 亿元，同比下降 22.13%、环比增长 46.44%。

分业务来看，2025H1 风机及零部件销售收入为 218.52 亿元，同比增长 71.15%，占总收入的 76.58%，毛利率提升至 7.97%；风电场开发收入 31.72 亿元，同比下降 27.93%，总收入占比 11.12%，毛利率 57.47%；风电服务收入 28.96 亿元，同比增长 21.99%，占比 10.15%，毛利率 22.48%；其他业务收入 6.17 亿元，占比 2.16%，毛利率 26.62%。

未来核心看点：风机盈利修复，海外成长可期

风机招标持续增长，投标均价回升。2025 年上半年，国内市场风电项目招标总量达到 71.9GW，同比增长 8.8%，陆上风电招标容量占据主导地位，达到 66.95GW，海上风电招标容量为 4.99GW。此外，2025 年 6 月风电整机制造商风电机组投标均价为 1616 元/kW，自 24 年底以来整体呈震荡上升趋势。

公司在手订单饱满，海外订单快速增长。2025H1 末，公司外部待执行订单总量达 41.4GW，其中，6MW 及以上机组成约 34.1W。此外，公司外部中标但尚未签订合同的订单规模约 10.4GW，其中 6MW 及以上机组成约 9.3GW，占比达 88.91%。2025H1 末，公司海外在手外部订单总量约 7.4GW，同比增长 42.27%，订单规模持续增长，为未来国际业务收入提供坚实支撑。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 778.1、881.4、959.1 亿元，增速为 37%/13%/9%；归母净利润分别为 33.6、42.7、49.7 亿元，增速为 81%/27%/16%，对应 25-27 年 PE 为 16x/12x/11x。考虑国内外风电行业需求景气，公司风机制造业务迎来盈利拐点，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：行业需求不及预期的风险，原材料价格大幅波动的风险，海外市场环境及汇率波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	56,699	77,808	88,144	95,909
增长率 (%)	12.4	37.2	13.3	8.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,860	3,360	4,268	4,968
增长率 (%)	39.8	80.6	27.0	16.4
每股收益 (元)	0.44	0.80	1.01	1.18
PE	28	16	12	11
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 12 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

12.36 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@glms.com.cn

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@glms.com.cn

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@glms.com.cn

分析师 郝元斌

执业证书：S0100525060001

邮箱：haoyuanbin@glms.com.cn

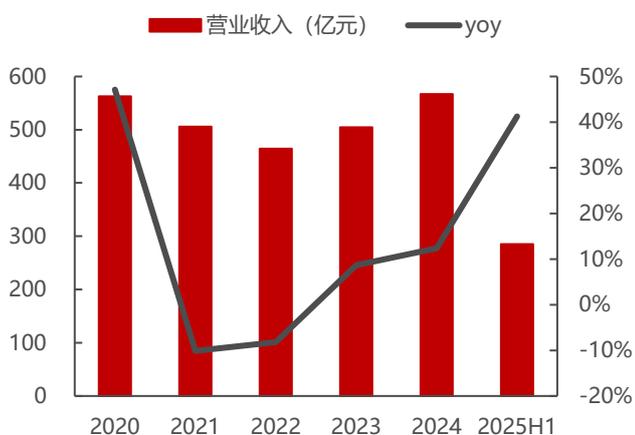
目录

1 事件：公司发布 2025 年半年报	3
2 核心逻辑：风机盈利修复，海外成长可期	5
3 盈利预测与投资建议	10
3.1 盈利预测假设与业务拆分.....	10
3.2 估值分析.....	11
3.3 投资建议.....	11
4 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 事件：公司发布 2025 年半年报

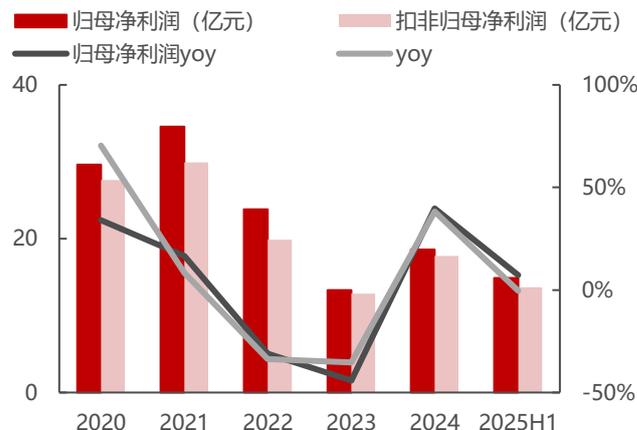
上半年实现营收归母净利双增。2025H1 公司实现收入 285.37 亿元，同比增长 41.26%；归母净利润 14.88 亿元，同比增长 7.26%；扣非归母净利润 13.68 亿元，同比下降 0.4%。单季度来看，25Q2 公司收入 190.65 亿元，同比增长 44.18%，环比增长 101.28%；归母净利润 9.19 亿元，同比下降 12.8%，环比增长 61.78%；扣非归母净利润 8.13 亿元，同比下降 22.13%，环比增长 46.44%。

图1：2020-2025H1 营业收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

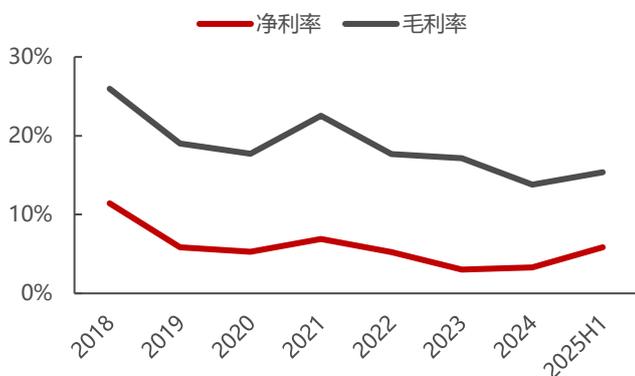
图2：2020-2025H1 归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

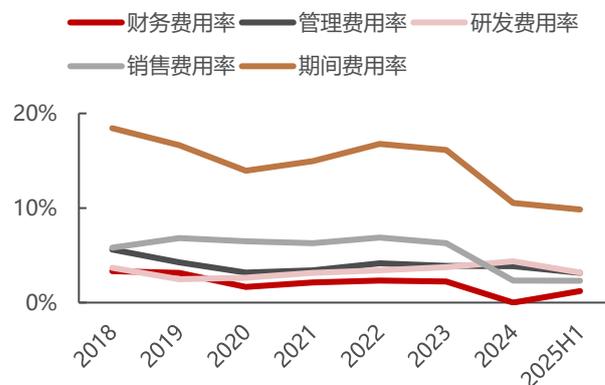
盈利能力方面，2025H1 毛利率为 15.35%，同比下降 2.9pcts，净利率为 5.83%，同比下降 1.28pcts。费用率方面，25H1 公司期间费用率为 9.84%，同比下降 3.37pcts；财务/管理/研发/销售费用率分别为 1.21%/3.15%/3.18%/2.31%，同比下降 0.5pct/下降 0.97pct/下降 1.22pct/下降 0.68pct。

图3：2018-2025H1 销售毛利率与净利率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

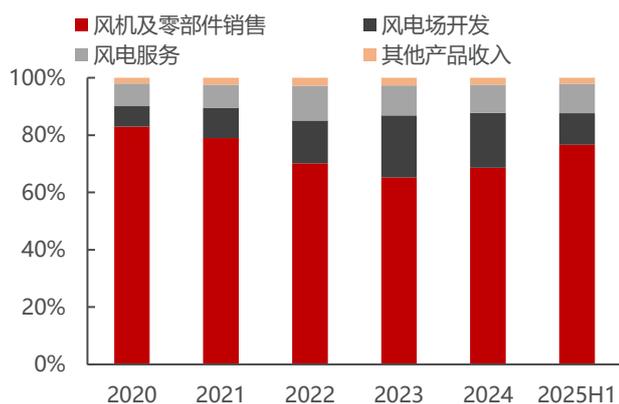
图4：2018-2025H1 费用率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

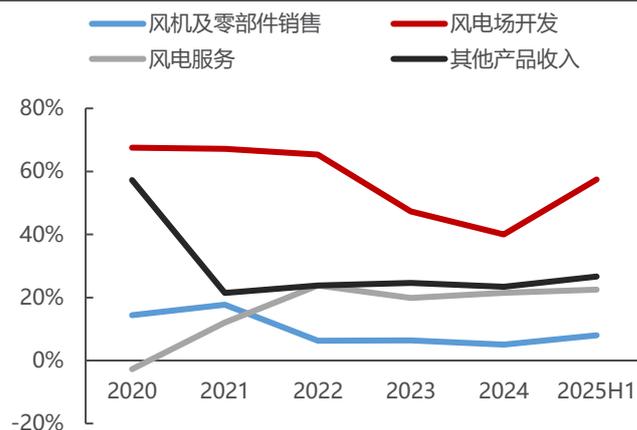
分业务来看，2025H1 风机及零部件销售收入为 218.52 亿元，同比增长 71.15%，占总收入的 76.58%，毛利率提升至 7.97%；风电场开发收入 31.72 亿元，同比下降 27.93%，总收入占比 11.12%，毛利率 57.47%；风电服务收入 28.96 亿元，同比增长 21.99%，占比 10.15%，毛利率 22.48%；其他业务收入 6.17 亿元，占比 2.16%，毛利率 26.62%。

图5：2020-2025H1 业务拆分 (亿元)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：2020-2025H1 分业务毛利率 (%)



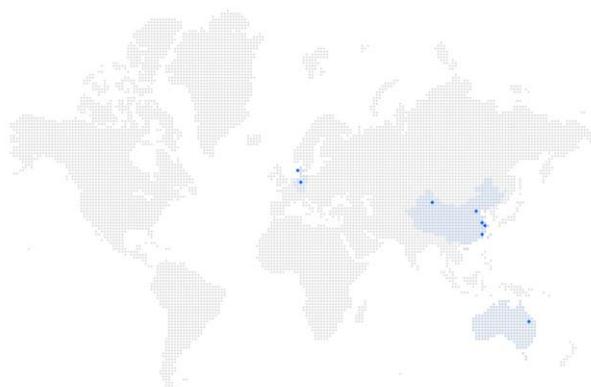
资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 核心逻辑：风机盈利修复，海外成长可期

深耕风电领域，全球领先的风电整体解决方案提供商。金风科技始创于 1985 年，2007 年在深交所主板上市，2010 年港交所上市。作为国内领军和全球领先的风电整体解决方案提供商，公司覆盖能源开发、能源装备、能源服务与能源应用四大领域，在技术和产品转型、全产业链建设、资本运营、人才队伍市场化、国际市场拓展等五个方面完成了重大突破，目前已经实现布局“两海战略”，业务走向多元化及全球化，全球设立了 7 大海外区域中心，客户已遍及全球 6 大洲。

图7：全球研发布局

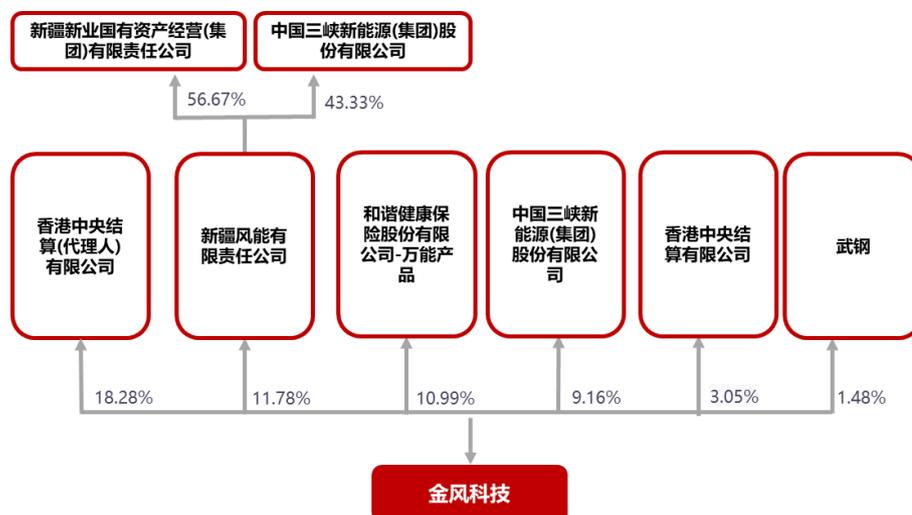
- 北京全球研发总部
- 新疆乌鲁木齐国家风电技术创新中心
- 无锡能源物联网研发基地
- 温州漂浮式海上风电技术创新基地
- 盐城研发实验检测基地
- 德国（诺因基兴）研发基地
- 丹麦（辛内鲁普）研发基地
- 澳洲（悉尼）研发基地



资料来源：公司官网，民生证券研究院

股权结构稳定。截至 2025 年 8 月，香港中央结算（代理人）有限公司持股 18.28%，新疆风能有限责任公司持股 11.78%，和谐健康保险股份有限公司 - 万能产品持股 10.99%，中国三峡新能源（集团）股份有限公司直接持股 9.16%，香港中央结算有限公司持股 3.05%，武钢持股 1.48%。

图8：股权结构（截至 2025 年 8 月）



资料来源：ifind，民生证券研究院

公司拥有风机制造、风电服务、风电场投资与开发三大主营业务以及水务等其他业务的多元化盈利渠道。

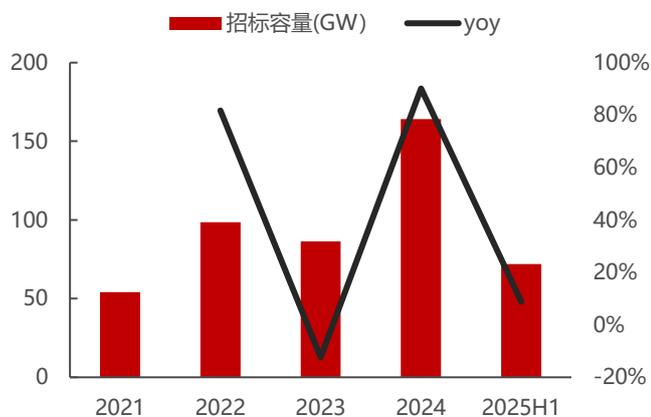
1) 风机制造：公司业务覆盖陆上大基地、海上深远海区域、分散式风电等多场景产品布局，同步拓展“风电+”制氢、储能、混塔、能碳等新兴业务，持续拓展风电应用场景。

2) 风电服务：聚焦资产管理服务、“无人化”场站建设、技术创新、售电服务和能碳业务，在资产管理服务方面，持续优化资产电量、电价、运营成本，升级金风天机交易云平台和数智中心，构建“全域数据融合+智能决策闭环”的智能管理体系；在“无人化”场站建设方面融合在线监测与AI分析技术；在能碳业务方面，绿洲碳账户V2.0产品正式上线，融合碳足迹智算与认证服务，实现对绿色电力减排效果的精准追踪与量化。

3) 风电场投资与开发：以陆上集中式风电开发为核心，依托属地化深耕和区域品牌影响力，通过紧扣“能源示范县”政策导向成功获取集中式风电项目，并通过驭风行动获取多个分散式指标，强化了负荷中心与农村市场的双布局；此外，成功在京津冀地区取得分散式风电指标，进一步填补了高消纳区域小微项目空白。

国内风机招标持续增长，投标均价回升。2025年上半年，国内市场风电项目招标总量达到71.9GW，较去年同期增长8.8%，陆上风电招标容量占据主导地位，达到66.95GW，海上风电招标容量为4.99GW。其中，风机大型化趋势持续发展，6MW及以上机型的招标量占比保持在较高水平，显示出市场对高功率风电机组的需求持续增长。此外，2025年6月风电整机制造商风电机组投标均价为1616元/kW，自24年底以来整体呈震荡上升趋势。

图9：2021-2025H1 风电招标情况 (GW)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：2024年6月-2025年6月月度投标均价 (元/kW)



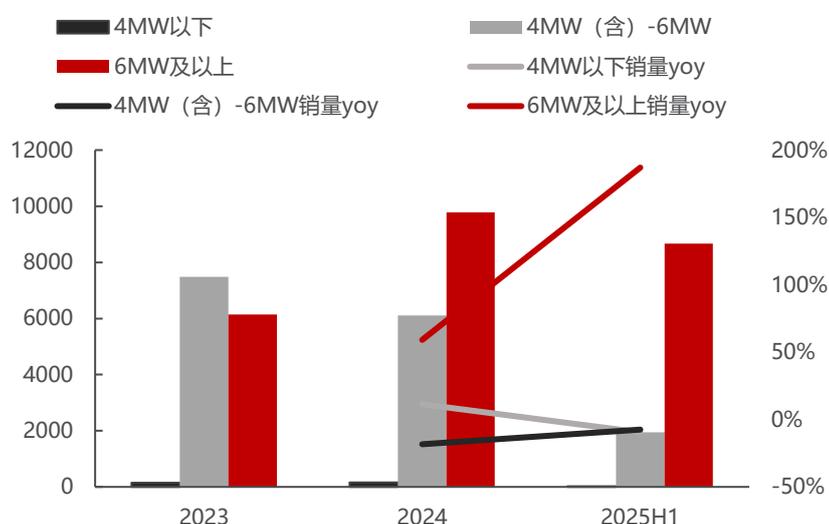
资料来源：金风科技，民生证券研究院

大兆瓦成主力机型，2025H1 销量高增。2025年上半年公司实现风电机组对外销售容量10641.44MW，同比增长106.60%，展现出强劲的市场拓展能力和行业复苏背景下显著的订单转化能力。得益于风电行业持续推动机组大型化发展，公

司的产品结构进一步优化，6MW 及以上机组已成为主力销售机型，销售容量达 8,671.59MW，同比增长 187.01%。

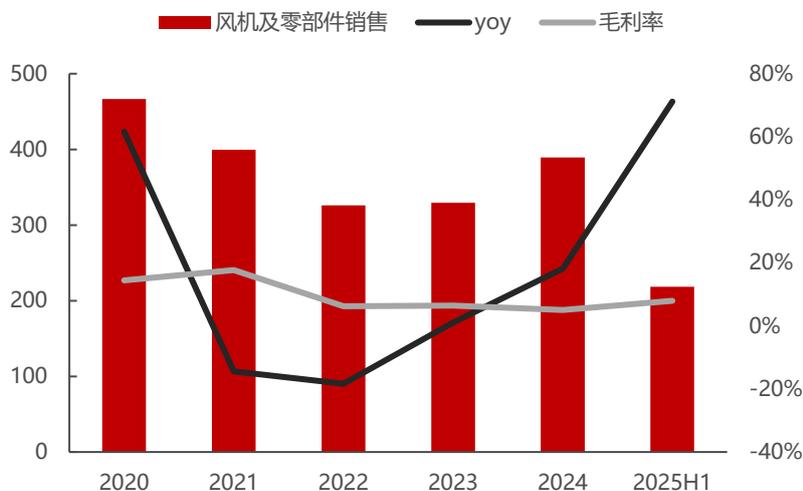
公司在手订单饱满。2025H1 外部待执行订单总量达 41,395.88MW，其中：4MW 以下机组 601.12MW，4MW（含）-6MW 机组 6,712.13MW，6MW 及以上机组 34,082.63MW，其中高功率机型占比高达 82.33%，已成为公司订单的核心支撑。此外，公司外部中标但尚未签订合同的订单规模为 10,415.59MW，其中 4MW（含）-6MW 机组 1,155.60MW；6MW 及以上机组 9,259.99MW，总订单占比达 88.91%。

图11：2023-2025H1 各机型销售情况 (MW)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

风机盈利实现修复。公司 2025H1 风机及零部件销售业务实现收入 218.52 亿元，同比大幅提升 71.15%。得益于招标市场逐步改善投价环境，叠加大兆瓦机型占比提升、技术降本、规模效应等，风机业务毛利率修复至 7.97%，同比提升 4.22pcts。

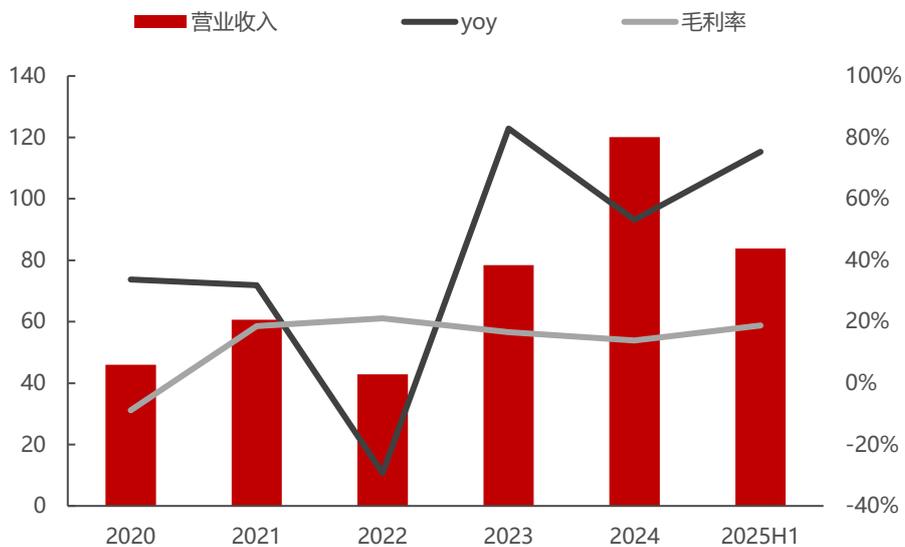
图12: 2020-2025H1 风机业务收入 (亿元)


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

加强技术研发,解决国际市场差异化需求。公司持续推动 GWHV12、GWHV15 平台机组优化, 不断提高在复杂环境下产品性能表现。2025 年上半年, 公司新推出的 GWHV19 平台实现市场突破, 具备高发电性能、高适应性能、高并网性能特点, 并兼容沙戈荒等各类场景。公司在全球风电市场中的竞争力不断提升, 尤其在大型化机组技术、本地化合作模式及供应链优化方面形成差异化优势, 有望进一步巩固其在全球风电市场的领先地位。

公司拓展国际业务取得显著成效。2025H1 海外实现收入 83.79 亿元, 同比增长 75.34%, 毛利率为 18.74%, 同比提升 1.72pcts。凭借成本优势和技术积累加速全球化布局, 公司业务版图已覆盖全球六大洲的 47 个国家, 国际业务累计装机容量达到 10,025.53MW, 其中亚洲(除中国)和南美洲市场装机量均突破 2GW, 北美洲、非洲和大洋洲市场装机量均超过 1GW。截至 2025 年半年报, 公司海外在手外部订单总量达 7,359.82MW, 同比增长 42.27%, 订单规模持续增长, 为未来国际业务收入提供坚实支撑。

图13: 2020-2025H1 海外收入 (亿元)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务包括风机及零部件销售、风电场开发、风电服务等。

(1) 风机及零部件销售: 24 年底公司在手订单合计 47.4GW, 同比增长 7%; 25H1 公司在手订单约 54.8GW。考虑到国内外风电需求景气, 公司在手订单总量行业领先, 25H1 风机及零部件已实现销售收入为 218.52 亿元、同比增长 71.15%, 我们预计 25-27 年公司该业务实现营收约 583.8/671.4/738.5 亿元。预计随着公司陆风交付均价提升、海外及海风出货增长, 毛利率有望逐步提升, 25-27 年毛利率约 8%/9%/10%。

(2) 风电场开发: 公司风电场开发收入包括发电收入和电站产品销售收入, 预计随着公司权益并网装机容量的增长, 我们预计 25-27 年公司风电场开发实现营收约 121.6/133.7/140.4 亿元, 毛利率约 40%/38%/36%。

(3) 风电服务: 公司风电服务业务主要包括风电整体解决方案、负荷侧能源综合服务, 截至 25H1 公司国内外后服务在运项目容量近 45.95GW 同比增长 37.0%。我们预计 25-27 年公司风电场开发实现营收约 57.8/60.7/63.8 亿元, 毛利率基本维持 21%的水平。

表1: 公司主营业务分项预测情况 (单位: 亿元)

汇总	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	567.0	778.1	881.4	959.1
YoY	12.4%	37.2%	13.3%	8.8%
毛利率	13.8%	14.3%	14.5%	14.6%
风机及零部件销售	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	389.2	583.8	671.4	738.5
YoY	18.2%	50.0%	15.0%	10.0%
毛利率	5.0%	8.0%	9.0%	10.0%
风电场开发	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	108.5	121.6	133.7	140.4
YoY	-0.6%	12.0%	10.0%	5.0%
毛利率	40.0%	40.0%	38.0%	36.0%
风电服务	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	55.1	57.8	60.7	63.8
YoY	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	21.5%	21.0%	21.0%	21.0%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

3.2 估值分析

我们选择同为风电行业优质设备厂商的三一重能、运达股份、明阳智能、东方电缆作为公司估值参考的可比公司。取 2025 年 9 月 12 日收盘价来看，25-26 年可比公司平均 PE 为 19x/14x，公司对应 PE 为 16x/12x，当前估值略低于行业平均；考虑到公司风机制造业务迎来盈利拐点，海外及海风订单优势明显，当前具备投资价值。

表2：可比公司估值

代码	公司	现价	EPS			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
688349	三一重能	28.05	1.51	1.59	2.11	19	18	13
300772	运达股份	17.78	0.67	0.86	1.26	27	21	14
601615	明阳智能	12.83	0.15	0.88	1.19	86	15	11
603606	东方电缆	58.86	1.47	2.35	3.07	40	25	19
平均值						43	19	14
002202	金风科技	12.36	0.44	0.80	1.01	28	16	12

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价采用 2025 年 9 月 12 日收盘价，可比公司采用 wind 一致预期）

3.3 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 778.1、881.4、959.1 亿元，增速为 37%/13%/9%；归母净利润分别为 33.6、42.7、49.7 亿元，增速为 81%/27%/16%，对应 25-27 年 PE 为 16x/12x/11x。考虑国内外风电行业需求景气，公司风机制造业务迎来盈利拐点，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) 行业需求不及预期的风险。由于风电建设项目审批、建设等时间进度存在较大不确定性,如果未来风电建设项目批复时间滞后、下游客户风电投资进度放缓,可能会影响公司业绩。

2) 原材料价格大幅波动的风险。原材料的价格波动将直接影响公司的毛利率水平,若未来主要原材料价格出现短期内大幅上涨的情况,将直接影响公司主要产品的销售价格、生产成本及毛利率等,导致公司经营业绩出现波动。

3) 海外市场环境及汇率波动的风险。当前公司积极拓展海外市场,若国内外政治经济环境出现消极变化,可能影响公司海外业务的拓展,或可能带来因汇率变动而产生的汇兑损失等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56,699	77,808	88,144	95,909
营业成本	48,876	66,719	75,386	81,753
营业税金及附加	282	389	441	480
销售费用	1,322	1,712	1,763	1,918
管理费用	2,175	2,957	3,349	3,645
研发费用	2,477	3,112	3,349	3,453
EBIT	1,813	3,493	4,504	5,367
财务费用	907	1,133	1,133	1,140
资产减值损失	-859	-371	-419	-454
投资收益	1,962	1,867	1,939	1,918
营业利润	2,168	3,856	4,892	5,691
营业外收支	-64	-88	-87	-87
利润总额	2,104	3,768	4,805	5,604
所得税	247	414	529	616
净利润	1,856	3,353	4,277	4,988
归属于母公司净利润	1,860	3,360	4,268	4,968
EBITDA	5,253	7,178	8,600	9,759

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,619	13,463	15,368	17,872
应收账款及票据	30,825	40,860	46,288	50,365
预付款项	1,314	1,801	2,035	2,207
存货	14,828	18,162	20,522	22,255
其他流动资产	10,015	9,888	10,723	11,535
流动资产合计	68,601	84,174	94,937	104,234
长期股权投资	4,493	4,493	4,493	4,493
固定资产	35,348	39,390	42,418	44,770
无形资产	7,706	7,706	7,706	7,706
非流动资产合计	86,623	90,745	91,722	92,694
资产合计	155,224	174,919	186,659	196,928
短期借款	1,576	1,576	1,576	1,576
应付账款及票据	40,779	55,599	62,822	68,127
其他流动负债	29,519	29,706	30,955	32,211
流动负债合计	71,874	86,881	95,353	101,914
长期借款	29,506	29,506	29,506	29,506
其他长期负债	13,418	15,009	15,009	15,009
非流动负债合计	42,923	44,515	44,515	44,515
负债合计	114,797	131,396	139,868	146,429
股本	4,225	4,225	4,225	4,225
少数股东权益	1,898	1,891	1,900	1,920
股东权益合计	40,427	43,523	46,792	50,499
负债和股东权益合计	155,224	174,919	186,659	196,928

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.37	37.23	13.28	8.81
EBIT 增长率	21.02	92.61	28.97	19.15
净利润增长率	39.78	80.61	27.02	16.39
盈利能力 (%)				
毛利率	13.80	14.25	14.47	14.76
净利润率	3.28	4.32	4.84	5.18
总资产收益率 ROA	1.20	1.92	2.29	2.52
净资产收益率 ROE	4.83	8.07	9.51	10.23
偿债能力				
流动比率	0.95	0.97	1.00	1.02
速动比率	0.64	0.67	0.69	0.71
现金比率	0.16	0.15	0.16	0.18
资产负债率 (%)	73.96	75.12	74.93	74.36
经营效率				
应收账款周转天数	178.97	165.84	177.97	181.40
存货周转天数	110.80	89.00	92.37	94.18
总资产周转率	0.38	0.47	0.49	0.50
每股指标 (元)				
每股收益	0.44	0.80	1.01	1.18
每股净资产	9.12	9.85	10.63	11.50
每股经营现金流	0.55	1.78	1.76	2.04
每股股利	0.14	0.24	0.30	0.35
估值分析				
PE	28	16	12	11
PB	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	15.91	11.64	9.72	8.56
股息收益率 (%)	1.13	1.93	2.45	2.85

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,856	3,353	4,277	4,988
折旧和摊销	3,440	3,686	4,095	4,392
营运资金变动	-1,663	638	-1,037	-940
经营活动现金流	2,316	7,510	7,429	8,611
资本开支	-7,653	-5,073	-4,936	-5,227
投资	2,390	77	0	0
投资活动现金流	-5,724	-4,462	-2,996	-3,309
股权募资	1,693	0	0	0
债务募资	4,207	243	0	0
筹资活动现金流	1,650	-1,205	-2,526	-2,799
现金净流量	-1,604	1,843	1,906	2,503

插图目录

图 1: 2020-2025H1 营业收入 (亿元) 及增速 (%)	3
图 2: 2020-2025H1 归母净利润 (亿元) 及增速	3
图 3: 2018-2025H1 销售毛利率与净利率 (%)	3
图 4: 2018-2025H1 费用率 (%)	3
图 5: 2020-2025H1 业务拆分 (亿元)	4
图 6: 2020-2025H1 分业务毛利率 (%)	4
图 7: 全球研发布局	5
图 8: 股权结构 (截至 2025 年 8 月)	5
图 9: 2021-2025H1 风电招标情况 (GW)	6
图 10: 2024 年 6 月-2025 年 6 月月度投标均价 (元/kW)	6
图 11: 2023-2025H1 各机型销售情况 (MW)	7
图 12: 2020-2025H1 风机业务收入 (亿元)	8
图 13: 2020-2025H1 海外收入 (亿元)	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主营业务分项预测情况 (单位: 亿元)	10
表 2: 可比公司估值	11
公司财务报表数据预测汇总	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048