

● 证 券 研 究 报 告 ●

锂电光伏周期筑底，风电储能景气度改善

电新行业2025上半年总结

证券分析师：马天一	A0230525040004
李冲	A0230524070001
刘宏达	A0230524020002
王艺儒	A0230523110003
研究支持：曾子栋	A0230525070007

2025.09.07

- **锂电：盈利拐点已现，供需优化助推复苏。**1H25，53家样本公司合计实现归母净利润401亿元，同比+36%，2Q25实现归母净利215亿元，同比+21%，环比+16%，业绩复苏。电池、负极及结构件盈利稳健，正极迎来修复。行业整体资本开支持续收缩，供给扩张趋于理性，库存周转效率提升，叠加Q3排产环比增长（预计电池/正极等环节环比+6%~10%），供需结构优化将助推盈利持续回升，**建议关注电池与材料环节领先企业。**
- **储能：需求高增，出海加速。**储能板块Q2业绩环比大幅改善，整体景气逐季回升。大储板块“总量增长、内部分化”，海外订单爆发：阳光电源、阿特斯等领先企业全球布局深化；中东、欧洲等市场贡献核心弹性。户储方面，欧美市场触底复苏，新兴市场政策与刚性需求驱动高增长，板块净利润同比+6.18%。工商储则头部集中效应显著，国内备案高增但收益率承压，海外政策驱动打开空间。**我们建议重点关注海外储能需求的持续超预期潜力，以及欧美、中东、澳洲等新兴市场的订单落地情况，这将是板块估值修复的关键支撑。**
- **风电：海陆共振，量利齐升。**2025H1风电新增装机高增确认（同比+99%），驱动板块归母净利同比+21%，2Q25环比+64%，彰显旺季强度。陆风零部件迎量利齐升，毛利率同环比双升；海风链中塔桩环节业绩已率先释放，海缆虽暂承压，但存货与合同负债合计同增33%，Q3起弹性可期。风机招标价回升至1616元/千瓦，行业存货及订单增长明确，全年景气延续下盈利修复，**建议布局海风产业链及毛利率改善显著的零部件公司。**
- **光伏：供需逐步改善，静待行业复苏。**供需方面：以限产和限价为主的行业自律行为有望改善光伏板块供需格局，光伏产业链价格有望筑底回升。硅料板块头部公司具备成本优势或将率先恢复盈利；电池环节由于存在技术迭代，供需格局相对较好。新技术：2025年BC技术或将放量，设备、主材以及辅材企业将显著受益；在企业新扩产能大幅下降的背景下，以降本提效为目的的升级改造手段如铜浆、0BB以及叠栅有较大弹性空间。
- **投资分析意见：**新能源供给增速已大幅放缓，而全球绿色转型需求韧性强劲，行业周期处于复苏前夜。我们建议重点关注四条主线——1) 周期成长：宁德时代/天赐材料/富临精工/金雷股份/尚太科技；2) 技术创新：容百科技/当升科技/厦钨新能/爱旭股份/聚和材料；3) 供给侧优化：通威股份/大全能源/隆基绿能/晶澳科技/协鑫科技；4) 开拓AIDC第二主业：阳光电源/科士达/蔚蓝锂芯/金盘科技/德业股份/盛弘股份/科华数据。
- **风险提示：**1) 产业政策变动及贸易壁垒风险；2) 行业竞争超预期加剧；3) 技术迭代进程不及预期。

主要内容

1. 锂电：景气成长，价值洼地
2. 储能：需求高增，出海爆发
3. 风电：行业高景气，业绩有望持续兑现
4. 光伏：行业深度调整，分化加剧
5. 投资分析意见与风险提示

业绩：1H25锂电业绩拐点复苏，2Q25锂电盈利亮眼

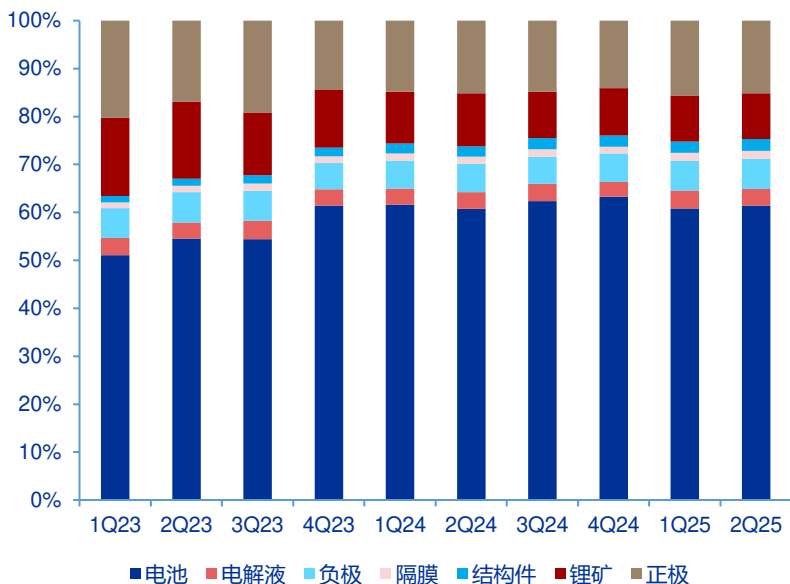
- **1H25，53家样本公司合计实现归母净利润401亿元，同比+36%，2Q25实现归母净利润215亿元，同比+21%，环比+16%，季度拐点复苏趋势明显。**
- **电池、负极和结构件领域盈利稳健，2Q25正极盈利拐点信号出现。**
 - 根据各公司公告，从2Q25来看，锂电部分环节（电池/负极/结构件/正极）实现营收及归母净利润的同环比增长。电解液及隔膜环节价格仍处于筑底阶段，盈利层面继续承压。

	营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	1H25	同比	2Q25	同比	环比	1H25	同比	2Q25	同比	环比
电池	2872.0	9%	1539.5	9%	16%	334.7	26%	181.9	25%	19%
电解液	169.3	14%	87.1	7%	6%	8.1	7%	3.8	-6%	-10%
负极	293.7	16%	157.8	15%	16%	22.3	27%	12.9	28%	38%
隔膜	76.6	19%	40.4	19%	12%	0.1	-99%	-0.7	-124%	-190%
结构件	114.3	24%	62.9	26%	22%	10.0	24%	5.3	22%	13%
锂矿	450.4	-5%	239.0	-6%	13%	24.0	319%	9.4	7%	-36%
正极	722.1	11%	379.9	8%	11%	1.8	-20%	2.2	97%	594%
锂电合计	4698.5	9%	2506.6	8%	14%	400.9	36%	214.9	21%	16%

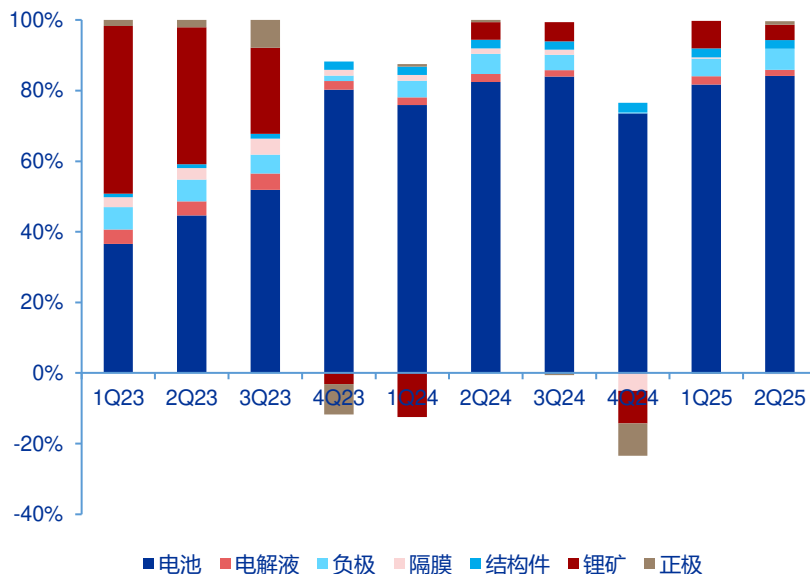
业绩：1H25锂电业绩拐点复苏，2Q25锂电盈利亮眼

- 电池竞争格局稳定，盈利率先修复，材料环节盈利修复有望后续跟进。下游动力及储能需求景气持续，锂电板块价格竞争趋于尾声，整体板块盈利筑底企稳。2Q25，行业排产环比提升下，锂电板块盈利实现同环比修复。
- 分板块来看，锂电板块不同环节盈利分化。1Q23-2Q25，产业链盈利主要集中在下游环节，电池格局稳定，竞争趋缓下盈利占比较高。中游材料环节价格陆续筑底，反内卷态势下材料环节盈利有望开始提升。

锂电分领域营收占比



锂电分领域归母净利润占比



业绩：1H25锂电业绩拐点复苏，2Q25锂电盈利亮眼

- 2Q25，归母净利润为正且营收及归母净利润均实现同环比正增长的有14家（国轩高科、蔚蓝锂芯、雄韬股份、宁德时代、珠海冠宇、新宙邦、尚太科技、璞泰来、贝特瑞、震裕科技、科达制造、当升科技、厦钨新能、长远锂科）

证券代码	证券简称	领域	营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
			1H25	同比	2Q25	同比	环比	1H25	同比	2Q25	同比	环比
000049.SZ	德赛电池	电池	97.6	9%	53.9	12%	23%	1.0	-9%	0.5	-23%	0%
002074.SZ	国轩高科	电池	193.9	15%	103.4	11%	14%	3.7	35%	2.7	32%	164%
002245.SZ	蔚蓝锂芯	电池	37.3	22%	20.0	22%	16%	3.3	99%	1.9	98%	35%
002733.SZ	雄韬股份	电池	16.1	1%	9.4	3%	42%	0.9	25%	0.7	29%	229%
300014.SZ	亿纬锂能	电池	281.7	30%	153.7	25%	20%	16.1	-25%	5.0	-53%	-54%
300068.SZ	南都电源	电池	39.2	-32%	27.8	1%	144%	-2.3	-225%	0.3	-67%	113%
300207.SZ	欣旺达	电池	269.9	13%	147.0	14%	20%	8.6	4%	4.7	-7%	22%
300438.SZ	鹏辉能源	电池	43.0	14%	26.1	20%	54%	-0.9	-312%	-0.4	-271%	4%
300750.SZ	宁德时代	电池	1788.9	7%	941.8	8%	11%	304.9	33%	165.2	34%	18%
688567.SH	孚能科技	电池	43.5	-38%	20.3	-50%	-13%	-1.6	15%	-0.1	-135%	94%
688772.SH	珠海冠宇	电池	61.0	14%	36.0	29%	44%	1.2	15%	1.4	53%	693%
002709.SZ	天赐材料	电解液	70.3	29%	35.4	19%	1%	2.7	13%	1.2	-4%	-21%
002407.SZ	多氟多	电解液	43.3	-6%	22.3	-10%	6%	0.5	-27%	-0.1	-144%	-121%
300037.SZ	新宙邦	电解液	42.5	19%	22.5	9%	12%	4.8	16%	2.5	1%	10%
688353.SH	华盛锂电	电解液	3.5	72%	1.8	81%	11%	-0.7	0%	-0.3	50%	31%
301238.SZ	瑞泰新材	电解液	9.7	-7%	5.1	3%	10%	0.8	-24%	0.6	-15%	112%
001301.SZ	尚太科技	负极	33.9	62%	17.6	43%	8%	4.8	34%	2.4	15%	0%
300890.SZ	翔丰华	负极	6.9	-3%	3.8	2%	25%	0.0	-108%	0.1	-80%	164%
301349.SZ	信德新材	负极	5.1	41%	2.7	18%	10%	0.1	169%	0.0	210%	-65%
600884.SH	杉杉股份	负极	98.6	12%	50.5	0%	5%	2.1	1080%	1.7	92%	426%
603659.SH	璞泰来	负极	70.9	12%	38.7	17%	20%	10.6	23%	5.7	37%	16%
835185.BJ	贝特瑞	负极	78.4	11%	44.5	27%	31%	4.8	-3%	3.0	10%	71%
002812.SZ	恩捷股份	隔膜	57.6	20%	30.3	24%	11%	-0.9	-132%	-1.2	-190%	-558%
300568.SZ	星源材质	隔膜	19.0	15%	10.1	7%	13%	1.0	-59%	0.5	-60%	15%
002850.SZ	科达利	结构件	66.4	22%	36.2	23%	20%	7.7	19%	3.8	13%	-1%
300953.SZ	震裕科技	结构件	40.5	29%	22.5	33%	26%	2.1	60%	1.4	75%	90%
301210.SZ	金杨股份	结构件	7.4	18%	4.1	12%	28%	0.2	-28%	0.1	-38%	6%

业绩：1H25锂电业绩拐点复苏，2Q25锂电盈利亮眼

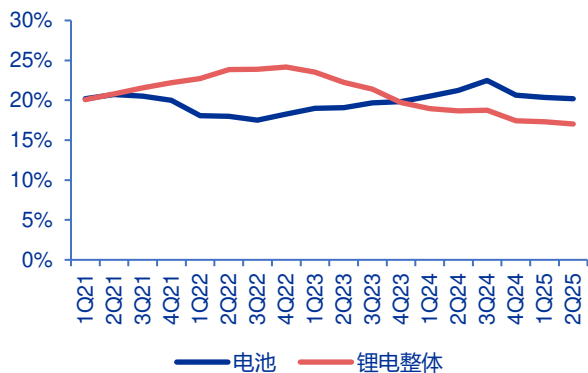
- 2Q25，归母净利润为正且营收及归母净利润均实现同环比正增长的有14家（国轩高科、蔚蓝锂芯、雄韬股份、宁德时代、珠海冠宇、新宙邦、尚太科技、璞泰来、贝特瑞、震裕科技、科达制造、当升科技、厦钨新能、长远锂科）

证券代码	证券简称	领域	营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
			1H25	同比	2Q25	同比	环比	1H25	同比	2Q25	同比	环比
000762.SZ	西藏矿业	锂矿	1.3	-66%	0.7	-73%	-3%	-0.2	-114%	0.0	-102%	86%
000792.SZ	盐湖股份	锂矿	67.8	-6%	36.6	-19%	17%	25.2	14%	13.7	7%	20%
002176.SZ	江特电机	锂矿	9.8	36%	4.7	13%	-5%	-1.1	-78%	-0.7	-111%	-65%
002192.SZ	融捷股份	锂矿	3.0	21%	2.1	24%	119%	0.9	-49%	0.7	-53%	226%
002240.SZ	盛新锂能	锂矿	16.1	-37%	9.3	-32%	35%	-8.4	-350%	-6.9	-1487%	-344%
002460.SZ	赣锋锂业	锂矿	83.8	-13%	46.0	2%	22%	-5.3	30%	-1.8	45%	51%
002466.SZ	天齐锂业	锂矿	48.3	-25%	22.5	-41%	-13%	0.8	102%	-0.2	98%	-119%
002497.SZ	雅化集团	锂矿	34.2	-13%	18.9	-9%	23%	1.4	33%	0.5	-39%	-35%
002738.SZ	中矿资源	锂矿	32.7	35%	17.3	34%	13%	0.9	-81%	-0.5	-121%	-134%
002756.SZ	永兴材料	锂矿	36.9	-18%	19.0	-13%	7%	4.0	-48%	2.1	-30%	9%
300390.SZ	天华新能	锂矿	34.6	-7%	17.7	-10%	5%	-1.6	-119%	-1.6	-148%	-4977%
600499.SH	科达制造	锂矿	81.9	49%	44.2	51%	17%	7.5	64%	4.0	178%	15%
002125.SZ	湘潭电化	正极	9.0	5%	4.8	-3%	15%	1.3	-18%	0.8	-25%	66%
002805.SZ	丰元股份	正极	7.2	21%	3.6	-15%	-3%	-2.4	-201%	-1.5	-269%	-71%
300073.SZ	当升科技	正极	44.3	25%	25.2	25%	32%	3.1	8%	2.0	14%	81%
300769.SZ	德方纳米	正极	38.8	-11%	18.8	-23%	-6%	-3.9	24%	-2.2	32%	-34%
300919.SZ	中伟股份	正极	213.2	6%	105.4	-2%	-2%	7.3	-15%	4.3	-12%	38%
301358.SZ	湖南裕能	正极	143.6	33%	76.0	21%	12%	3.1	-22%	2.1	-9%	124%
688005.SH	容百科技	正极	62.5	-9%	32.8	3%	11%	-0.7	-765%	-0.5	-211%	-243%
688148.SH	芳源股份	正极	9.0	-13%	4.9	-21%	21%	-1.5	-125%	-1.0	-35%	-100%
688184.SH	帕瓦股份	正极	2.4	-59%	1.6	-45%	99%	-1.6	3%	-1.0	-71%	-83%
688275.SH	万润新能	正极	44.4	50%	21.6	20%	-5%	-2.7	34%	-1.1	60%	29%
688707.SH	振华新材	正极	7.1	-27%	4.4	31%	62%	-2.2	-7%	-1.2	-81%	-23%
688778.SH	厦钨新能	正极	75.3	20%	45.6	52%	53%	3.1	28%	1.9	49%	63%
688779.SH	长远锂科	正极	29.0	16%	15.0	5%	6%	-0.3	59%	0.4	154%	158%
603906.SH	龙蟠科技	正极	36.2	1%	20.3	-3%	27%	-0.9	62%	-0.6	59%	-128%

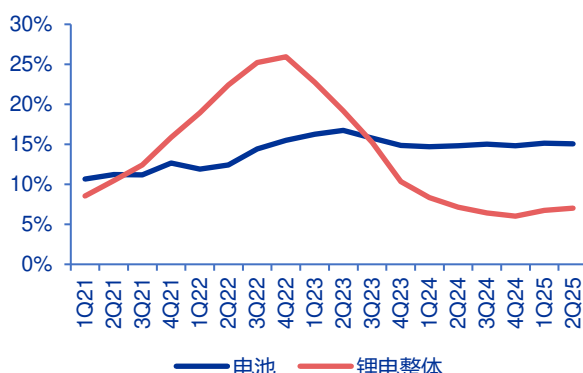
盈利： 2Q25保持复苏势头

- 从毛利率看，供需格局平稳情况下保持稳定，未来价格筑底下毛利率变动更多依赖稼动率变化
- 从ROE和扣非净利率看，锂电整体2Q25保持复苏势头。

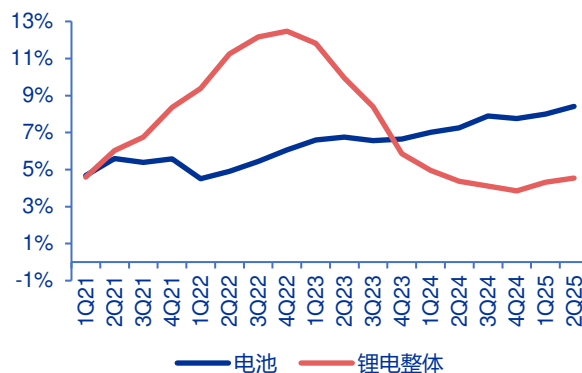
毛利率TTM



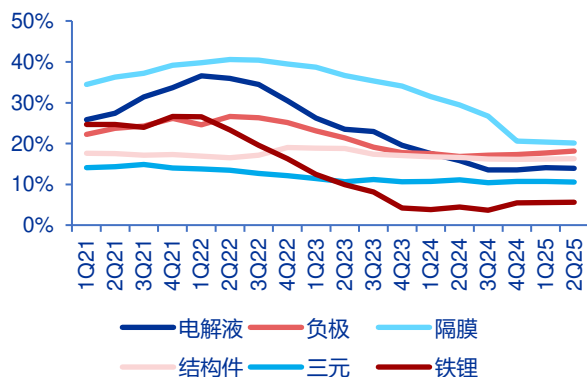
ROE TTM



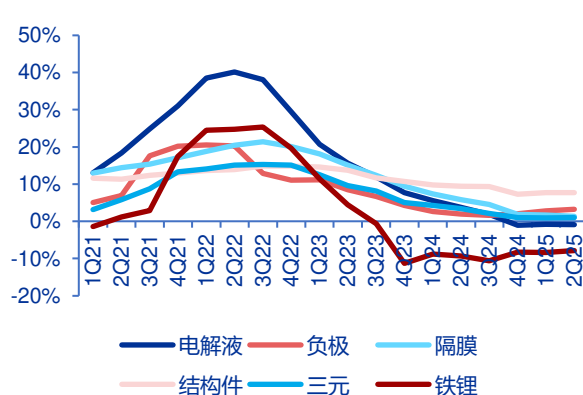
扣非净利率TTM



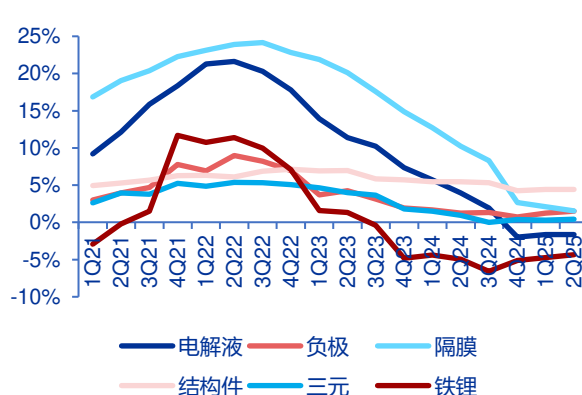
毛利率TTM



ROE TTM



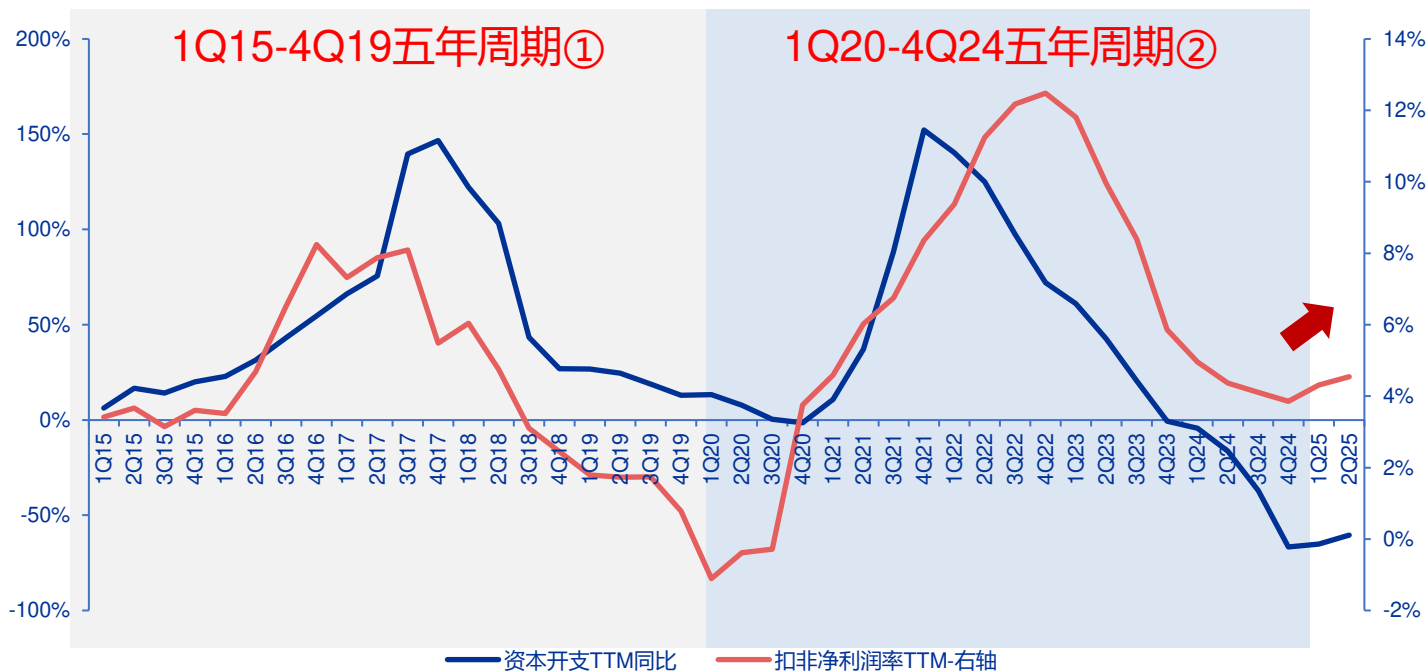
扣非净利率TTM



盈利：锂电正处在新一轮盈利复苏周期

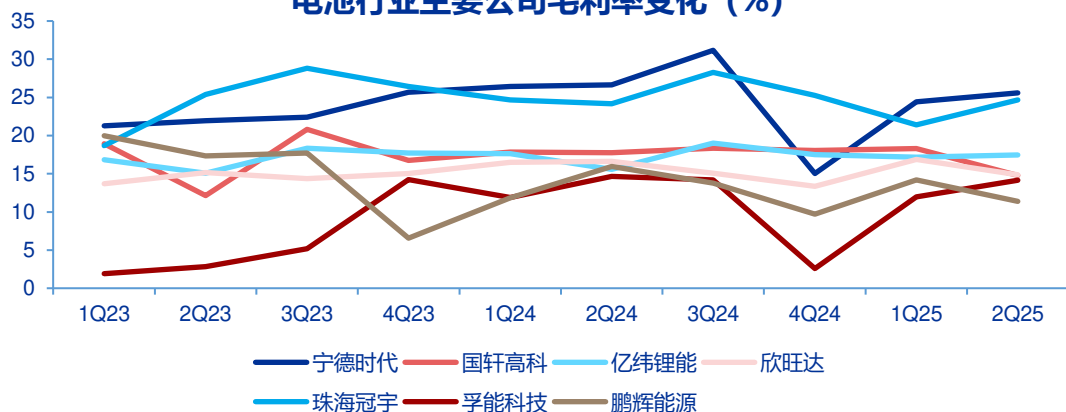
- **锂电两轮周期中，资本开支TTM同比走势与扣非净利率TTM走势保持相对同步。**
 - 4Q23开始，锂电资本开支TTM同比进入负增长，增量供给快速回落，扣非净利率TTM下降趋缓。
 - 1Q25开始，锂电资本开支TTM同比增速边际趋缓，锂电扣非净利率TTM从低点开始拐点向上。
- **2Q25，季度扣非净利率保持修复向上，资本开支底部小幅回升，行业进入盈利预期修复-头部厂商资本开支企稳-行业供需平衡的良性循环**

锂电整体

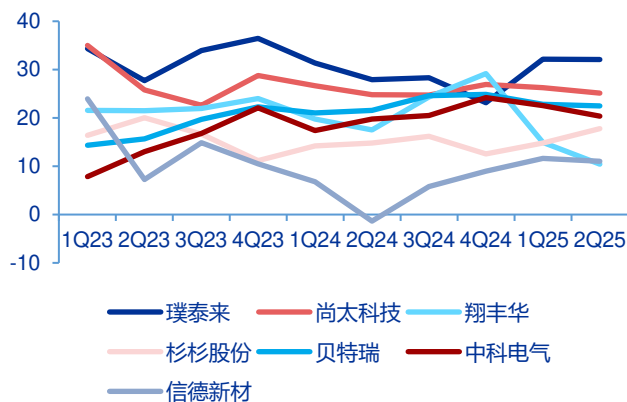


- 电池：1Q25淡季不淡，2Q25需求持续回暖，多家电池企业毛利率稳中有升
- 负极：2Q25成本压力缓释，企业毛利率分化延续
- 电解液：2Q25供需格局优化，大部分企业毛利率继续回升

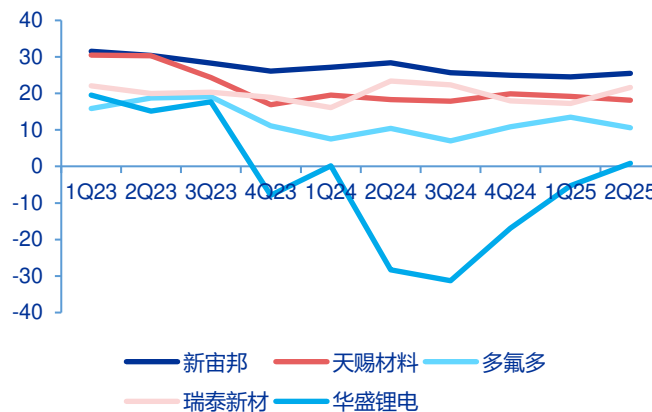
电池行业主要公司毛利率变化 (%)



负极行业主要公司毛利率变化 (%)

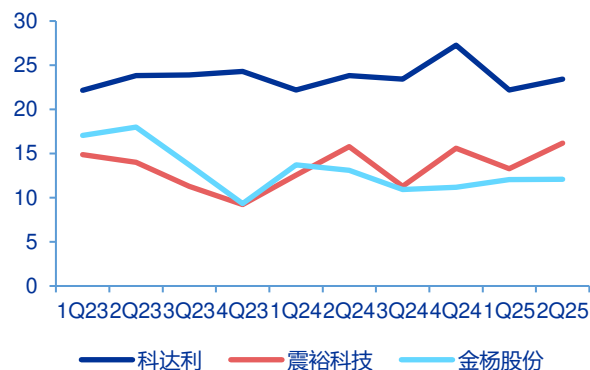


电解液行业主要公司毛利率变化 (%)

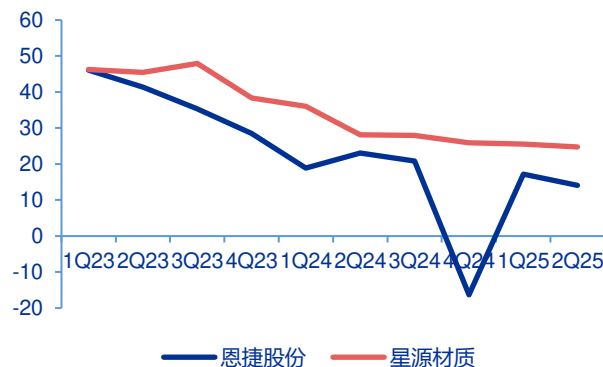


- **结构件：2Q25毛利率稳中有升，主要公司外拓机器人第二成长曲线；隔膜：2Q25竞争依然激烈，毛利率修复缓慢；三元：高端产品盈利稳健，一二线企业分化持续；铁锂：盈利压力持续，一线企业弹性更大，二线企业仍处寻底阶段。**

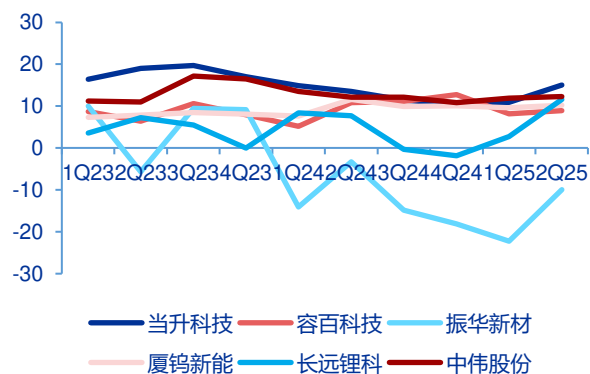
结构件行业主要公司毛利率变化 (%)



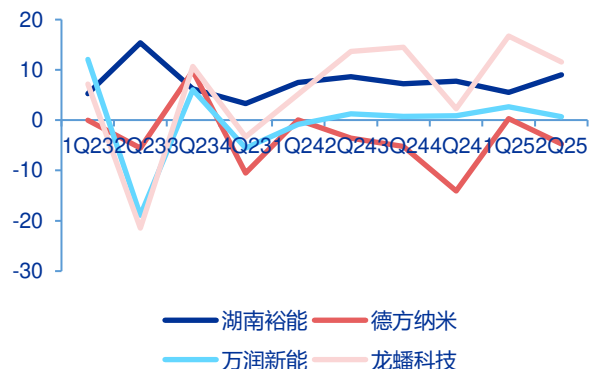
隔膜行业主要公司毛利率变化 (%)



三元行业主要公司毛利率变化 (%)



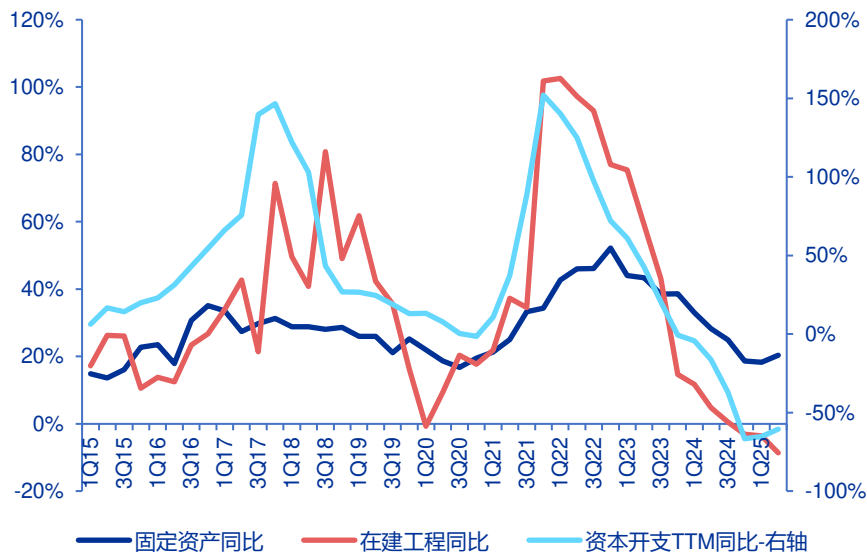
铁锂行业主要公司毛利率变化 (%)



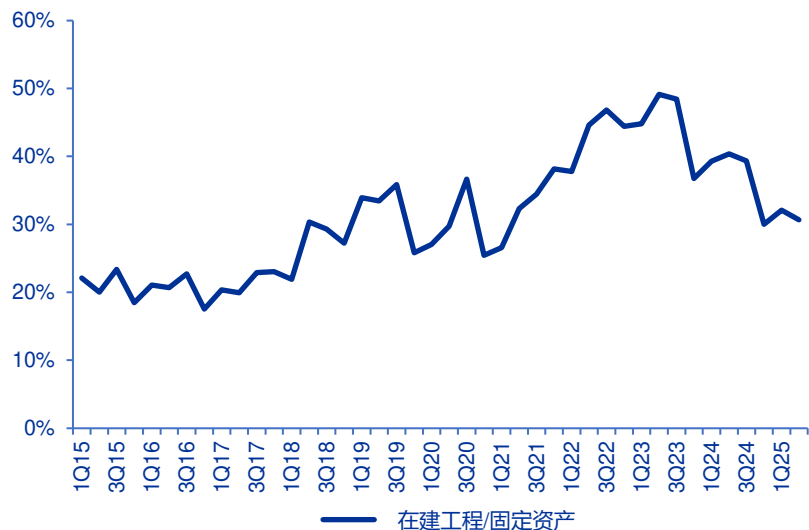
产能：锂电扩产延续回落，新增供给处于较低水平

- 1Q22和4Q22开始，锂电在建工程同比增速和固定资产同比增速分别开始触顶回落。
- 2Q25，锂电在建工程及资本开支TTM同比增速为负增长，因此锂电行业新增供给显著减少，存量新建产能适度转固。2Q25，锂电在建工程占固定资产比重达31%，转固压力有所降低，短期新增供给总体处于放缓阶段。

锂电整体



锂电整体



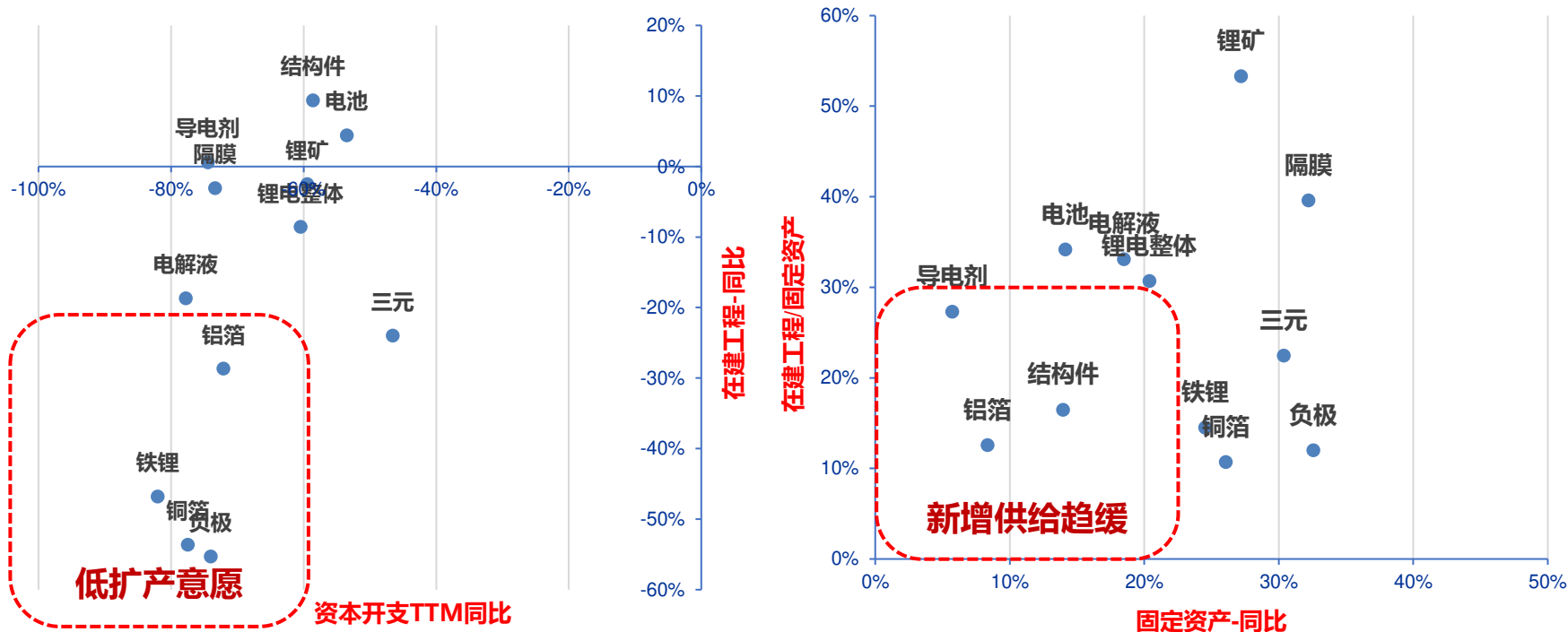
产能：锂电扩产延续回落，新增供给增长明显放缓

- 2Q25，锂电整体资本开支TTM同比为-60.5%，在建工程同比为-8.6%，固定资产同比为20.4%，在建工程/固定资产比值为30.7%。
- 2Q25，锂电整体环节的扩产意愿处于较低水平，报表内资本开支/固定资产/在建工程等数据分位数均处于历史低位。

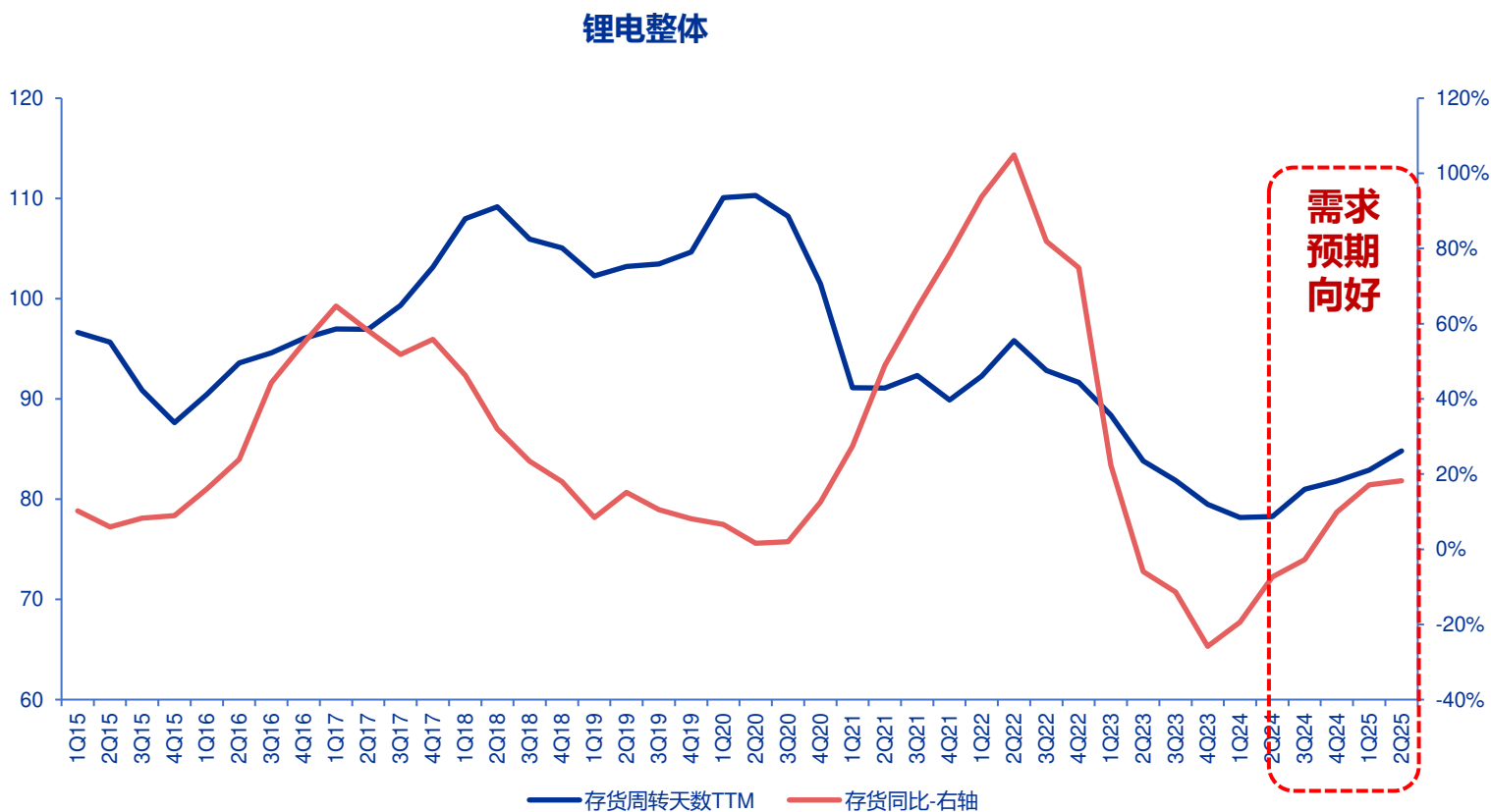
	资本开支TTM同比		在建工程-同比		固定资产-同比		在建工程/固定资产	
	2Q25	2Q25分位数	2Q25	2Q25分位数	2Q25	2Q25分位数	2Q25	2Q25分位数
电池	-53.5%	5%	4.4%	24%	14.1%	10%	34.2%	66%
导电剂	-74.4%	0%	0.6%	44%	5.7%	39%	27.3%	76%
电解液	-77.8%	5%	-18.7%	0%	18.5%	54%	33.1%	37%
负极	-74.0%	0%	-55.3%	0%	32.6%	61%	12.0%	2%
隔膜	-73.4%	2%	-3.1%	27%	32.2%	49%	39.6%	59%
结构件	-58.6%	7%	9.4%	39%	14.0%	32%	16.5%	54%
锂矿	-59.5%	5%	-2.5%	15%	27.2%	61%	53.3%	44%
铝箔	-72.1%	0%	-28.7%	27%	8.3%	44%	12.6%	15%
三元	-46.6%	5%	-24.0%	15%	30.4%	39%	22.5%	15%
铁锂	-82.0%	5%	-46.8%	7%	24.5%	39%	14.5%	24%
铜箔	-77.5%	2%	-53.6%	17%	26.1%	71%	10.7%	46%
锂电整体	-60.5%	5%	-8.6%	0%	20.4%	22%	30.7%	54%

产能：铁锂/负极/铜铝箔的扩产意愿处于较低水平

- 2Q25，通过在建工程同比增速和资本开支TTM同比增速代表行业未来扩产意愿，发现铁锂/负极/铜箔/铝箔等环节扩产意愿回落明显，资本开支明显降低，且在建工程进入负增长状态。
- 2Q25，通过固定资产同比增速和在建工程/固定资产代表行业短期新增供给体量，发现结构件、导电剂和铝箔等环节短期新增供给趋缓，固定资产同比增速较低。



- 22年开始，整体存货压力逐渐降低。
- 24年年初以来，行业逐步进入正常备货周期，2Q25行业存货同比增长，预示锂电整体短中期需求确定性较强，旺季需求释放值得期待



存货：需求预期向好，存货健康增长

- 从存货同比增速看，隔膜和铝箔环节处于去库阶段，其他环节2Q25存货同比增速均为正，显示大部分环节库存进入小幅补库阶段。
- 存货周转天数上，锂电整体2Q25存货周转天数处于历史较低水平，导电剂/负极/锂矿/隔膜处在历史分位数较高水平，显示环节库存仍处在较高水平，而其他环节存货周转天数处于较低水平。

	存货周转天数TTM		存货-同比	
	2Q25	2Q25分位数	2Q25	2Q25分位数
电池	74	34%	31.4%	59%
导电剂	80	90%	13.7%	54%
电解液	49	0%	0.5%	39%
负极	149	98%	18.1%	46%
隔膜	195	71%	-13.9%	5%
结构件	68	0%	3.6%	24%
锂矿	141	100%	11.5%	44%
铝箔	70	22%	-3.2%	12%
三元	93	34%	12.2%	34%
铁锂	50	15%	14.5%	46%
铜箔	61	22%	2.9%	34%
锂电整体	83	20%	18.3%	54%

展望Q3：需求旺季到来，产销有望两旺

- 动力侧商用车电动化渗透率持续提升，储能侧大储盈利模式改善，海内外需求景气维持，因此锂电整体Q3排产景气向上。
- 根据鑫铈锂电，9月样本企业中电池/正极/负极/电解液/隔膜排产分别环比+10%/+9%/+10%/+6%/+8%，整体环比提升。
- 需求平稳增长下，供给新增产能趋于理性，锂电各环节稼动率陆续提升，盈利能力有望逐步改善。

样本企业排产	1Q25	2Q25	3Q25	3Q25同比	3Q25环比	9月排产	9月同比	9月环比
电池 (GWh)	297	316	349	47%	10%	125	45%	10%
正极 (万吨)	36	42	45	23%	9%	16	28%	9%
负极 (万吨)	33	35	42	23%	9%	15	43%	10%
电解液 (万吨)	20	22	28	23%	9%	10	40%	6%
隔膜 (亿平)	38	43	46	23%	9%	16	32%	8%

主要内容

1. 锂电：景气成长，价值洼地
- 2. 储能：需求高增，出海爆发**
3. 风电：行业高景气，业绩有望持续兑现
4. 光伏：行业深度调整，分化加剧
5. 投资分析意见与风险提示

业绩：储能板块冰火两重天，Q2复苏迹象明显

- 2025年上半年，储能行业呈现出极为分化的“冰火两重天”格局。行业领先企业凭借技术、规模和品牌优势**强者恒强**，业绩持续高增长；而众多中小厂商则陷入激烈的“价格战”，面临**增收不增利甚至亏损**的困境。一个积极的信号是，储能板块**第二季度（Q2）业绩环比第一季度（Q1）改善**，表明行业整体景气度正在提升。

			营收（亿元）					归母净利润（亿元）				
			1H25	同比	2Q25	同比	环比	1H25	同比	2Q25	同比	环比
电池	300750.SZ	宁德时代	1788.86	7.27%	941.82	8.26%	11.19%	304.85	33.33%	165.23	33.73%	18%
	002594.SZ	比亚迪	3712.81	23.30%	2009.2	14.04%	17.94%	155.11	13.79%	63.56	-29.87%	-31%
	300014.SZ	亿纬锂能	281.7	30.06%	153.73	24.56%	20.14%	16.05	-24.90%	5.04	-52.96%	-54%
	300068.SZ	南都电源	39.23	-31.67%	27.84	0.93%	144.42%	-2.32	-225.48%	0.34	-67.03%	113%
	688063.SH	派能科技	11.49	33.75%	7.57	59.83%	93.11%	0.14	-30.01%	0.52	228.07%	236%
	300274.SZ	阳光电源	435.33	40.34%	244.97	33.09%	28.69%	77.35	55.97%	39.08	36.53%	2%
	300763.SZ	锦浪科技	37.94	13.09%	22.76	16.25%	49.93%	6.02	70.96%	4.07	22.75%	109%
	605117.SH	德业股份	55.35	16.58%	29.69	3.65%	15.71%	15.22	23.18%	8.17	1.72%	16%
	688390.SH	固德威	40.86	29.80%	22.04	9.01%	17.11%	-0.17	30.35%	0.11	129.02%	141%
PCS&大储集成	688032.SH	禾迈股份	10.05	10.78%	6.69	16.14%	99.11%	0.16	-91.33%	0.27	-77.87%	357%
	688348.SH	昱能科技	6.51	-27.54%	4.61	-2.27%	141.36%	0.79	-9.88%	0.50	4.96%	74%
	002518.SZ	科士达	21.63	14.35%	12.19	15.00%	29.27%	2.55	16.49%	1.44	51.58%	30%
	688472.SH	阿特斯	210.52	-4.13%	124.67	0.85%	45.20%	7.31	-41.01%	6.84	3.51%	1347%
	300693.SZ	盛弘股份	13.62	-4.79%	7.58	-8.87%	25.50%	1.58	-12.91%	0.85	-26.04%	17%
	603063.SH	禾望电气	18.84	36.39%	11.11	33.33%	43.54%	2.43	56.79%	1.37	38.11%	30%
	300827.SZ	上能电气	21.84	13.42%	13.54	11.46%	62.94%	2.01	24.78%	1.13	2.98%	29%
	002335.SZ	科华数据	37.33	0.06%	25.16	-1.19%	106.91%	2.44	7.94%	1.75	14.81%	154%
	688717.SH	艾罗能源	18.07	14.09%	10.08	12.09%	26.21%	1.42	37.65%	0.96	38.80%	109%
集成	002121.SZ	科陆电子	25.73	34.66%	13.6	56.91%	12.03%	1.9	579.14%	1.23	362.50%	82%
	688676.SH	金盘科技	31.54	8.16%	18.12	12.42%	34.92%	2.65	19.10%	1.58	23.39%	48%
	002169.SZ	智光电气	16.43	31.71%	9.86	36.80%	50.08%	-0.55	38.88%	-0.18	36.87%	51%
	688663.SH	新风光	8.7	6.57%	4.75	2.56%	19.95%	0.60	-23.70%	0.32	-16.58%	14%
	688411.SH	海博思创	45.22	22.66%	29.74	27.15%	92.12%	3.16	12.05%	2.22	79.30%	137%
EPC	688248.SH	南网科技	14.05	-9.66%	8.95	-14.73%	75.49%	1.75	-5.38%	1.18	-17.46%	107%
总计			6903.65	17.76%	3760.27	13.31%	19.63%	602.46	23.74%	307.58	7.82%	4.31%

业绩：行业整体高景气，增长势头强劲

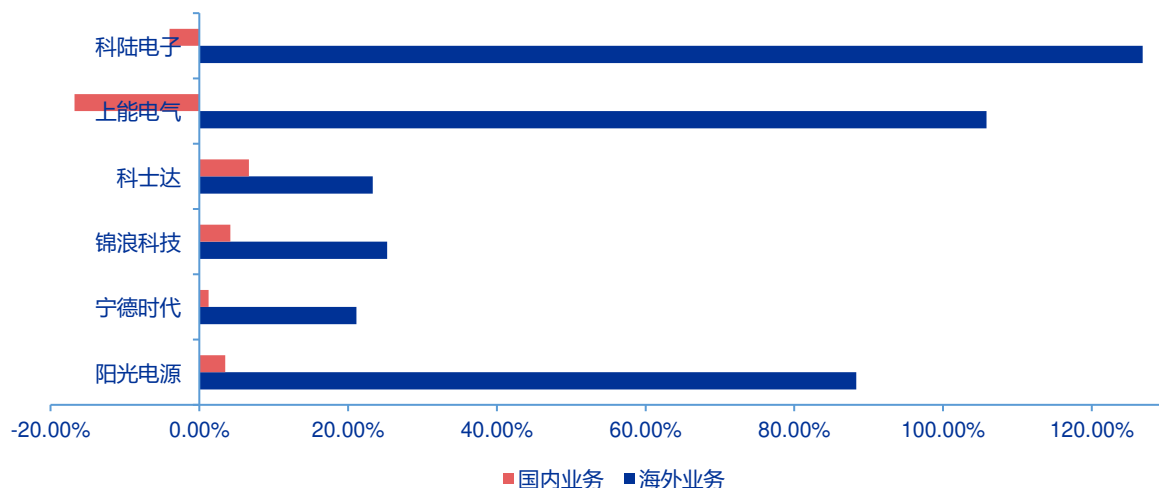
- 2025年上半年储能行业呈现“高增长”的鲜明特征。行业整体营收规模快速扩张，以阳光电源、锦浪科技、科陆电子为代表的系统集成和逆变器厂商增速最为迅猛。这主要得益于全球光伏配储需求激增，以及对整套系统解决方案的迫切需求。
- 高增长挑战者快速崛起：锦浪科技、海博思创、阿特斯等企业虽然储能业务营收基数相对较小，但凭借极高的增速或稳定的表现，正在快速扩大市场份额，成为不可忽视的竞争力量。

证券代码	证券简称	储能业务	1H25储能业务营收 (亿元)	同比	毛利率	毛利率同期增减
300274.SZ	阳光电源	储能系统	178.03	127.78%	39.92%	-0.16%
688411.SH	海博思创	储能系统	45.22	22.66%	17.54%	-18.99%
300014.SZ	亿纬锂能	储能电池	102.98	32.47%	12.03%	-2.32%
300750.SZ	宁德时代	储能电池系统	284.00	-1.47%	25.52%	1.11%
688472.SH	阿特斯	储能系统	44.00	7.32%	-	-
300763.SZ	锦浪科技	储能逆变器	7.93	313.51%	30.27%	2.69%
605117.SH	德业股份	储能电池	14.22	85.80%	-	-
002518.SZ	科士达	光储充产品及系统	8.04	28.20%	20.70%	-1.17%
300827.SZ	上能电气	储能双向变流器及系统集成产品	5.60	10.43%	27.81%	8.31%
02121.SZ	科陆电子	储能业务	12.82	177.15%	32.95%	1.75%
总计		-	418.84	61.53%	-	-

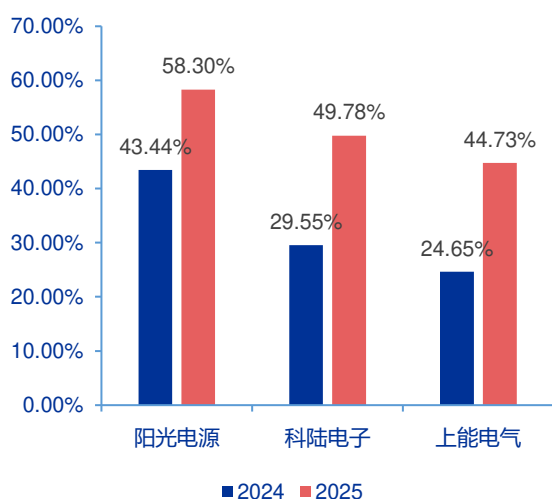
业绩：全球储能高景气，海外业务高歌猛进

- **储能系统国内竞争激烈，欧美盈利弹性大，1H25国内储能厂商出海加速，海外业绩爆发成为增长主要动力。**根据CESA储能应用分会产业数据库统计，2025年1月-6月，中国企业新获199个海外储能订单/合作，总规模超160GWh，同比增长220.28%，其中中东地区订单达37.55GWh，占比23.44%，成为新兴市场出海增长动力。
- 2025年上半年，中国储能企业出海战略成效显著，海外业务已成为核心增长引擎：科陆电子海外营收增速高达127%（远超国内-4.0%的负增长），阳光电源、上能电气等企业海外增速均大幅领先国内；同时，海外业务占比持续提升，科陆电子占比接近50%，阳光电源近60%，印证企业正通过加速全球化布局对冲国内“内卷”压力，全面转向海外高潜力市场。

图：1H25部分储能板块企业国内业务以及海外业务营收增速



图：1H25部分储能板块企业海外业务占比



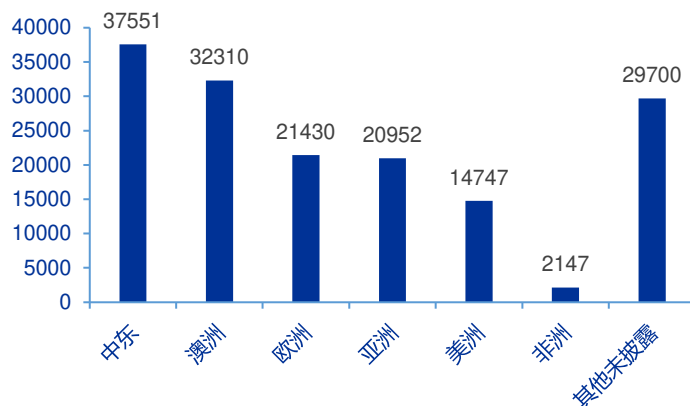
大储业绩：总量稳健增长，内部分化加速

- 2025年上半年大储板块呈现出“**总量稳健增长，内部分化加速**”的显著特征。行业整体维持增长态势（多数企业营收实现同比增长），但企业间表现差异明显。
- 一线大储企业凭借技术优势与全球化布局持续领跑（如阳光电源营收435亿元，增速超40%），而部分企业则通过项目集中交付实现单季度业绩爆发（如阿特斯Q2净利润环比激增1347%）；同时企业间增速与盈利能力显著分化。

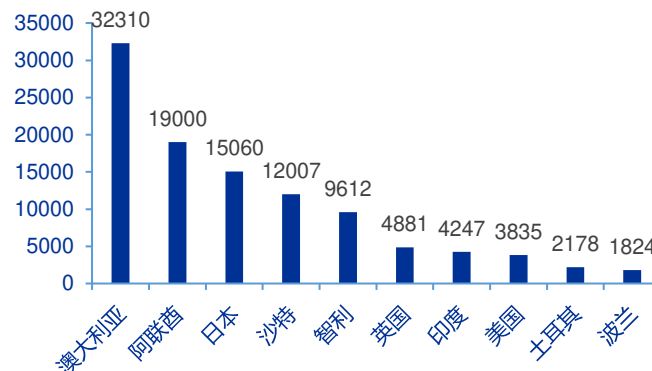
证券名称	营收（亿元）					归母净利润（亿元）				
	1H25	同比	2Q25	同比	环比	1H25	同比	2Q25	同比	环比
阳光电源	435.33	40.34%	244.97	33.09%	28.69%	77.35	55.97%	39.08	36.53%	2.14%
海博思创	45.22	22.66%	29.74	27.15%	92.12%	3.16	12.05%	2.22	79.30%	136.55%
阿特斯	210.52	-4.13%	124.67	0.85%	45.20%	7.31	-41.01%	6.84	3.51%	1347.37%
上能电气	21.84	13.42%	13.54	11.46%	62.94%	2.01	24.78%	1.13	2.98%	28.94%
科华数据	37.33	0.06%	25.16	-1.19%	106.91%	2.44	7.94%	1.75	14.81%	153.84%
宁德时代	1788.86	7.27%	941.82	8.26%	11.19%	304.85	33.33%	165.23	33.73%	18.33%
总计	2539.1	10.84%	1379.9	11.40%	19.04%	397.12	33.57%	216.25	32.96%	19.56%

- 海外大储市场高速增长，需求高增确定性强。
- 中国厂商全球化布局显著加速，海外市场订单量实现强劲增长。欧洲市场方面，订单快速起量并实现突破，新兴市场方面，中东、南美、澳洲、东南亚大储率先爆发。

图：1H25中国企业新增储能出海订单/合作按地区（MWh）



图：1H25中国企业新增储能出海订单/合作前十国家（MWh）



表：1H25中国企业出海部分订单

地区	公司	规模	项目
智利	阳光电源	3GWh	阿塔卡马绿洲储能项目
沙特阿拉伯	比亚迪	12.5GWh	SEC三期
	阳光电源	7.8GWh	SEC二期
阿联酋	宁德时代	20GWh	
菲律宾	华为	4.5GWh	Terra Solar项目
澳大利亚	宁德时代	24GWh	长时储能系统EnerQB。
欧洲	海博思创	1.4GWh	Repono战略合作
德国	湖北楚能	2.5GWh	

户储业绩：2Q25业绩亮眼，多元发展驱动高增长

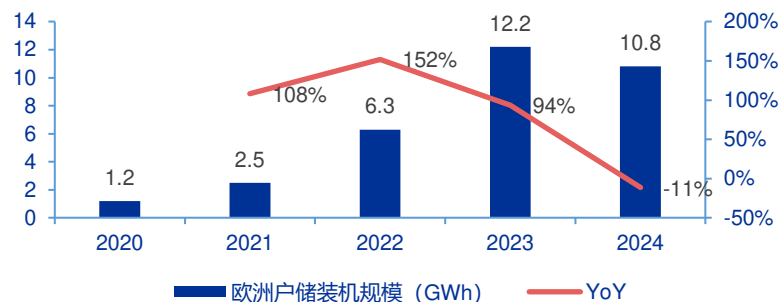
- **1H25，5家户储标的公司合计实现归母净利润23.41亿元，同比+30.21%，2Q25实现归母净利13.70亿元，同比+6.18%，环比+41.15%，整体季度增长趋势强劲。**
- **从业务结构看，各企业增长路径呈现差异化特色：**德业股份、艾罗能源等更聚焦储能赛道，依托海外主力市场实现稳健增长；锦浪科技、固德威则在光伏逆变器领域持续深耕，国内外市场同步布局。不同商业模式和市场策略共同推动行业多元化发展。

	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	1H25	同比	2Q25	同比	环比	1H25	同比	2Q25	同比	环比
德业股份	55.35	16.58%	29.69	3.65%	15.70%	15.22	23.18%	8.17	1.72%	15.74%
锦浪科技	37.94	13.09%	22.76	16.25%	50.00%	6.02	70.96%	4.07	22.75%	109.27%
固德威	40.86	29.80%	22.04	9.01%	17.09%	-0.17	-30.35%	0.11	129.02%	-140.78%
首航新能	11.13	-24.26%	4.58	-38.88%	-30.06%	0.91	-30.14%	0.39	-52.49%	-26.19%
艾罗能源	18.07	14.09%	10.08	12.09%	26.21%	1.42	37.65%	0.96	38.80%	108.58%
合计	163.35	14.20%	89.15	4.97%	20.16%	23.41	30.21%	13.70	6.18%	41.15%

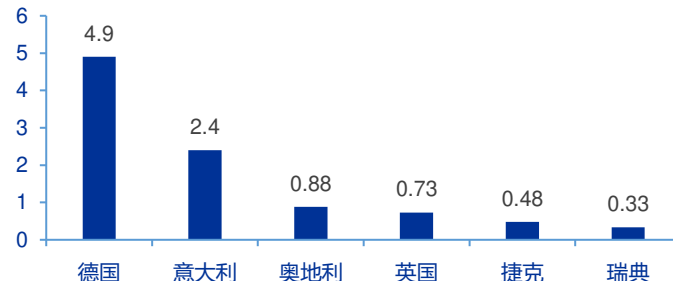
户储：欧美户储拐点已至，成本与政策孕育新机

- 欧美市场经历深度调整后逐步企稳，政策支持与成本下降推动需求复苏。2024年欧洲户储出货量仅为13GWh，同比下滑10%，主要市场均面临增长压力。美国市场虽然2025年第一季度户储容量表现强劲（同比+59.5%），仍面临ITC补贴即将取消的政策风险。
- 但随着2024年第四季度库存去化基本完成，户用光储系统价格持续走低（较1H23-47%），叠加德英奥等国维持增值税减免政策，使户储系统在欧洲电价回落至2021年水平下仍具备良好经济性。

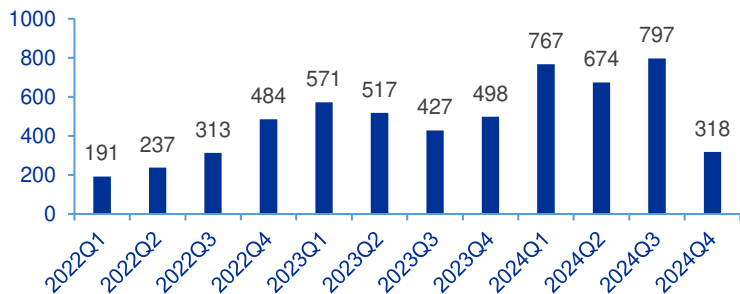
欧洲户储装机量 (GWh) 及增速



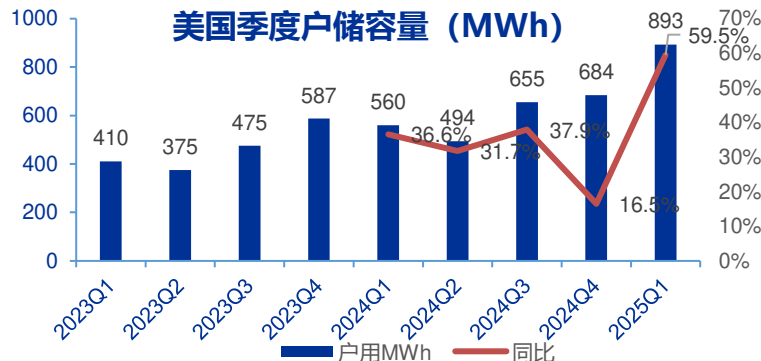
2024年欧洲等国户储新增装机量 (GWh)



意大利季度户储装机量 (MWh)

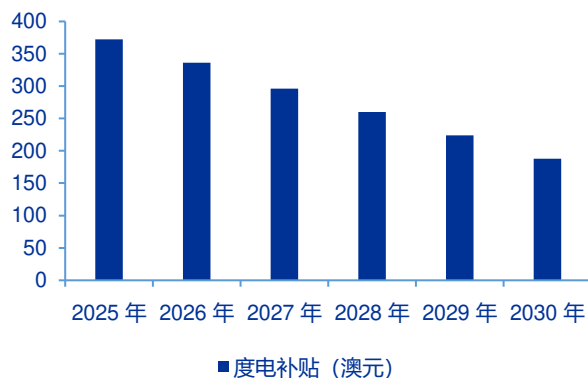


美国季度户储容量 (MWh)



- 在政策支持和电力危机的双重驱动下，新兴市场有望成为全球户储增长重要支撑。
- 政策激励市场快速启动：① 澳大利亚通过上调基准电价并推出23亿澳元补贴计划引领政策激励型增长，预计2025年户储装机突破1GWh；② 乌克兰因战争导致损失一半发电能力，政府零利率贷款和免进口税等重建措施推动2024年需求集中爆发。
- 电力供应危机催生刚性需求：① 尼日利亚电网2024年已崩溃约12次，严重的供电不足问题推动户储快速普及；② 埃及面临夏季高温电力紧缺和电价上涨双重压力，预计2035年可再生能源装机达约32GW；③ 东南亚各国电网薄弱、电力供需失衡，在政策鼓励下户储市场持续高增。

澳大利亚户储补贴情况



乌克兰相关政策支持

时间	内容
2025	乌克兰政府决定商业用电从 6 月 1 日起大幅涨价，另外政府会议将讨论一项家庭用电涨价提案，将影响乌克兰超过 49.6% 的家庭。
2025	乌克兰官方推出贷款援助，针对户用光伏或户用风电安装需求，用户可以获得最高月 480000 格里夫纳 (约 11650 美元) 的 0 利率贷款，期限 5 年。
2025	乌克兰议会已经通过两项关键性法律，明确免除了对进口发电机、风电、光伏设备以及蓄电池等关键能源设备的关税和增值税。这一决策旨在加速这些设备的引进，以缓解当前的能源供应紧张局面。
2025	乌克兰政府已经设立了超过 5.51 亿欧元的专项基金，专门用于支持能源行业的运营和维护工作，确保能源供应的稳定性和可持续性。

尼日利亚新能源规划

目标	规划
短期	到 2024 年新增光伏装机 1.6GW
中期	到 2030 年总装机达 30GW，30% 来自于可再生能源
长期	到 2050 年，总装机达 250GW，90% 来自于可再生能源

工商储业绩：2Q25业绩整体增长平稳，预期向好

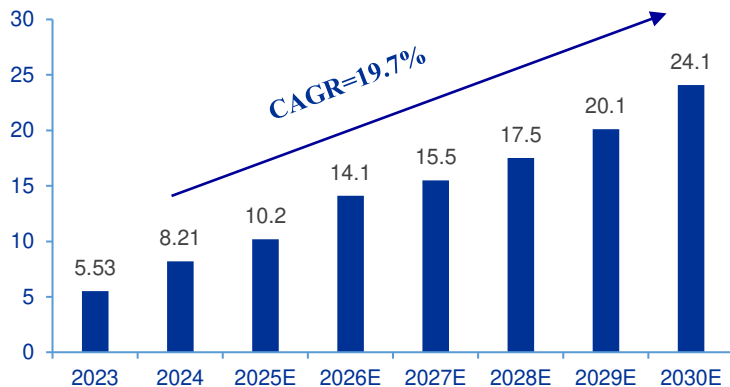
- **1H25，6家工商储标的公司合计实现归母净利润84.07亿元，同比+50.85%，2Q25实现归母净利润43.18亿元，同比+32.48%，环比+5.61%，整体季度增长稳定。**
- **当前工商储赛道的向好主要被具备综合优势的头部企业所捕获。**阳光电源作为领先企业，护城河深厚，持续领跑。而二三线企业则呈现出两种截然不同的境遇：一类如津荣天宇，凭借差异化优势实现盈利高弹性；另一类如德宏股份，则可能在激烈的竞争中牺牲利润以换取份额，生存压力较大。

	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	1H25	同比	2Q25	同比	环比	1H25	同比	2Q25	同比	环比
德宏股份	4.14	29.05%	2.26	47.98%	19.87%	0.099	-36.31%	0.0523	-38.44%	10.76%
津荣天宇	9.63	12.32%	5.12	14.17%	13.46%	0.606	96.43%	0.3207	177.09%	12.39%
阳光电源	435.33	40.34%	244.97	33.09%	28.68%	77.346	55.97%	39.0842	36.53%	2.15%
盛弘股份	13.62	-4.79%	7.58	-8.87%	25.36%	1.581	-12.91%	0.8517	-26.04%	16.84%
科华数据	37.33	0.06%	25.16	-1.19%	106.88%	2.435	7.94%	1.7460	14.81%	153.24%
上能电气	21.84	13.42%	13.54	11.46%	62.97%	2.005	24.78%	1.1286	2.98%	28.76%
合计	521.90	32.85%	298.62	26.54%	33.75%	84.07	50.85%	43.18	32.48%	5.61%

工商储：国内储能扩容，方兴未艾

- **国内市场呈现强劲增长态势。**2024年中国工商储能新增装机容量达到8.2GWh，同比大幅增长48%。进入2025年，市场热度持续升温，第一季度新增备案项目2474个，备案容量高达16.16GWh，较去年同期激增234%。
- **尽管备案量表现亮眼，实际装机与备案量之间仍存在显著差距。**这主要源于工商储项目初期投资成本高昂，加之分时电价政策的不确定性和较低的设备利用率，使得项目实际收益率远低于理论预期。**以浙江省为例，在一充一放、280天利用天数的实际运营模式下，项目内部收益率仅为7.75%，对工商业用户的吸引力有限。**

我国工商业储能新增装机量预测（GWh）



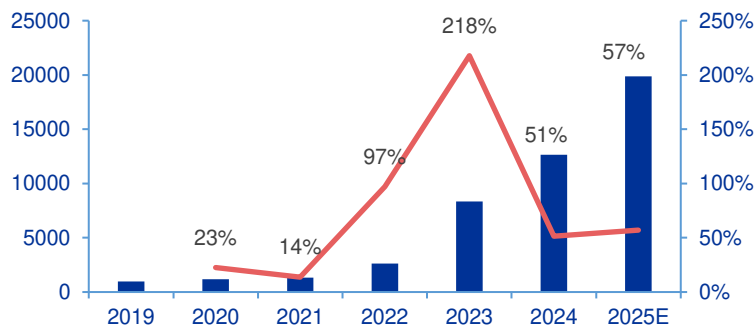
■ 工商业储能新增装机量（GWh）

每天充放次数与利用天数不同情形下IRR

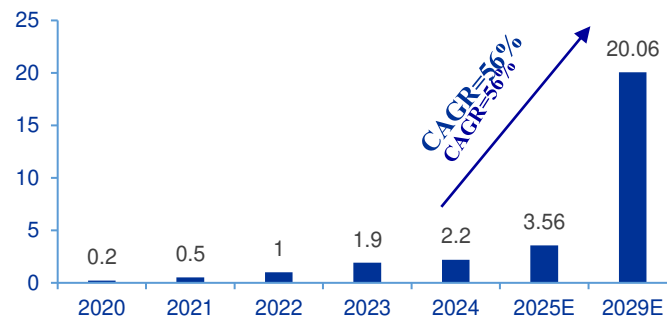
	一充一放	两充两放
340	11.74%	27.59%
320	10.45%	25.16%
300	9.12%	22.68%
280	7.75%	20.15%
260	6.35%	17.55%
240	4.90%	14.87%
220	3.39%	12.08%

- **海外工商储能市场正迎来政策驱动的发展机遇，各区域呈现差异化增长。**欧洲是核心增长引擎，凭借免税、补贴及动态电价等政策支持，储能经济性显著提升，2025年预计增至3.6GWh。美国电价总体较低，但是峰谷套利存在空间。东南亚则依托电力需求增长和光伏加速装机成为新兴市场。预计2025年全球工商储能新增装机达19.9GWh（同比+57%）。

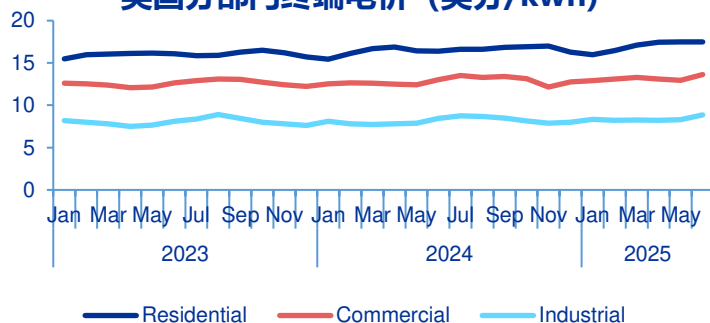
全球工商储新增装机规模 (MWh)



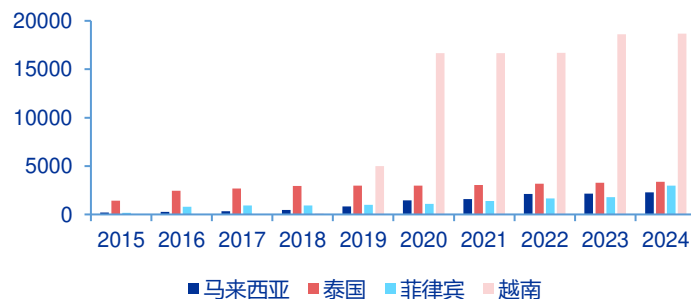
欧洲工商储装机量预测 (GWh)



美国分部门终端电价 (美分/kwh)



东南亚四国光伏累计装机情况 (MW)



主要内容

1. 锂电：景气成长，价值洼地
2. 储能：需求高增，出海爆发
- 3. 风电：行业高景气，业绩有望持续兑现**
4. 光伏：行业深度调整，分化加剧
5. 投资分析意见与风险提示

业绩：高景气兑现期，1H25板块业绩提升明显

- 25年上半年风电装机景气度持续提升，根据国家能源局，25H1国内风电新增装机量达51.39GW，同比增长98.88%，Q2以来，全产业链排产、出货在Q1基础上进一步提升；风电重资产属性对规模效应敏感度较高，量增盈利弹性大，板块盈利能力提升明显。
- 2025H1，31家样本公司合计实现归母净利润86.9亿元，同比+21%，2Q25实现归母净利54.0亿元，同比+26%，环比+64%。

表：风电板块分板块25年中报及二季报营收及归母净利润

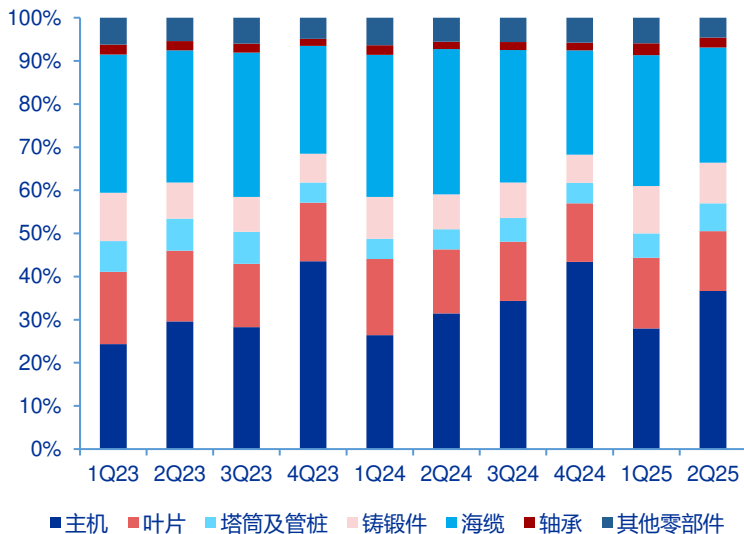
领域	营收 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2025H1	同比	2Q25	同比	环比	2025H1	同比	2Q25	同比	环比
主机	506.9	43%	342.5	53%	108%	15.6	-1%	13.1	17%	429%
叶片	225.9	18%	129.2	22%	34%	13.0	90%	7.9	125%	53%
塔筒及管桩	93.6	66%	60.6	82%	84%	9.2	47%	5.5	85%	46%
铸锻件	152.7	46%	88.0	53%	36%	10.6	28%	6.2	7%	43%
海缆	427.9	7%	249.3	4%	40%	24.9	-7%	13.7	-8%	22%
轴承	38.2	63%	21.9	74%	34%	5.7	648%	3.2	633%	22%
其他零部件	77.0	10%	42.4	8%	23%	7.7	11%	4.4	8%	31%
合计	1522.1	27%	933.9	31%	59%	86.9	21%	54.0	26%	64%

资料来源：wind、申万宏源研究

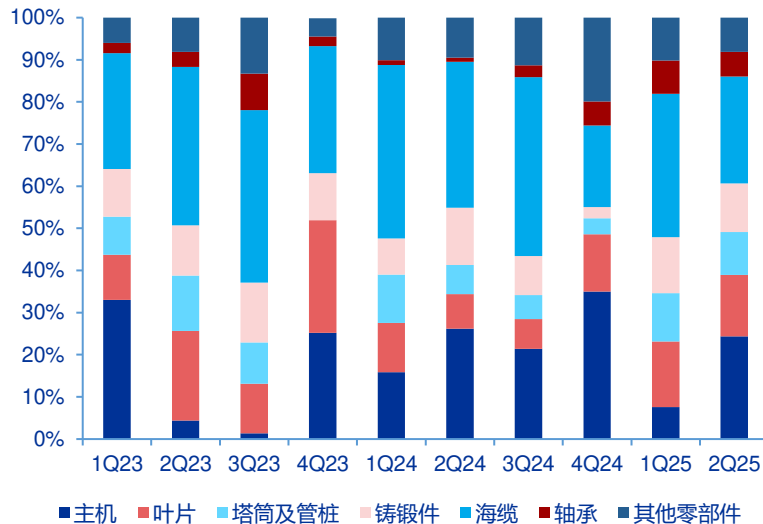
业绩：25Q2风电业绩整体提升，各环节间存在分化

- 25年Q2行业进入装机旺季，零部件环节发货量同/环比继续提升，主机开始进入吊装施工期，出货量迎来大幅提升。根据各公司公告，从2Q25来看，陆风链营收占比较高的风电零部件环节——叶片/铸锻件/轴承/其他零部件，和主机环节均实现营收及利润的同/环比增长，Q2归母净利润分别同比增长125%、7%、633%、8%和17%；环比分别增长53%、43%、22%、31%和429%。
- 海风链上，海缆环节因施工环节相对靠后，影响短期收入确认，海缆环节Q2归母净利润同比下滑8%，塔桩环节确认相对早于海缆，Q2归母净利润同比提升85%。

风电分领域营收占比



风电分领域归母净利润占比



业绩：25H1风电业绩整体提升，各环节和公司间存在分化

- 25H1营收及归母净利润为正且均实现同比正增长的有17家，2Q25有18家；各环节和环节内公司间均存在一定分化。

风电板块公司25年中报及二季度营收及归母净利润

代码	公司	领域	营收 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
			2025H1	同比	2Q25	2025H1	同比	2Q25
002202.SZ	金风科技	主机	285.4	41%	190.6	14.9	7%	9.2
300772.SZ	运达股份	主机	108.9	26%	68.8	1.4	-3%	0.8
688660.SH	电气风电	主机	26.6	119%	18.9	-2.8	-28%	-0.9
688349.SH	三一重能	主机	85.9	63%	64.1	2.1	-52%	4.0
002080.SZ	中材科技	叶片	133.3	26%	78.3	10.0	115%	6.4
600458.SH	时代新材	叶片	92.6	7%	51.0	3.0	37%	1.5
002531.SZ	天顺风能	塔筒及管桩	21.9	-3%	12.6	0.5	-75%	0.2
002487.SZ	大金重工	塔筒及管桩	28.4	109%	17.0	5.5	214%	3.2
300129.SZ	泰胜风能	塔筒及管桩	23.0	39%	15.0	1.2	-8%	0.7
301155.SZ	海力风电	塔筒及管桩	20.3	461%	15.9	2.1	91%	1.4
300443.SZ	金雷股份	铸锻件	12.8	80%	7.8	1.9	153%	1.3
603218.SH	日月股份	铸锻件	32.3	80%	19.3	2.8	-33%	1.6
601218.SH	吉鑫科技	铸锻件	7.1	23%	3.8	0.8	143%	0.4
688186.SH	广大特材	铸锻件	25.3	35%	14.1	1.9	333%	1.1
301040.SZ	中环海陆	铸锻件	3.6	25%	2.0	-0.4	15%	-0.2
603985.SH	恒润股份	铸锻件	20.7	223%	13.6	0.4	-226%	0.1
605123.SH	派克新材	铸锻件	17.8	8%	10.1	1.8	6%	1.0
301063.SZ	海锅股份	铸锻件	9.5	50%	5.1	0.3	111%	0.1
300690.SZ	双一科技	铸锻件	5.2	45%	3.3	1.0	324%	0.7
603507.SH	振江股份	铸锻件	18.3	-6%	9.0	0.2	-87%	0.1
300850.SZ	新强联	轴承	22.1	109%	12.8	4.0	-497%	2.3
002046.SZ	国机精工	轴承	16.1	25%	9.0	1.7	-2%	0.9
603606.SH	东方电缆	海缆	44.3	9%	22.9	4.7	-27%	1.9
600522.SH	中天科技	海缆	236.0	10%	138.4	15.7	94%	9.4
605222.SH	起帆电缆	海缆	101.7	-1%	60.4	1.6	-27%	0.9
002498.SZ	汉缆股份	海缆	45.9	6%	27.6	2.9	-25%	1.5
603063.SH	禾望电气	其他零部件	18.8	36%	11.1	2.4	57%	1.4
002483.SZ	润邦股份	其他零部件	31.4	0%	17.7	1.6	-6%	0.9
601890.SH	亚星锚链	其他零部件	9.9	6%	4.0	1.1	-17%	0.6
601177.SH	杭齿前进	其他零部件	10.7	7%	6.2	1.3	11%	0.7
300718.SZ	长盛轴承	其他零部件	6.2	11%	3.4	1.3	9%	0.7

资料来源: wind、申万宏源研究

盈利：叶片 / 铸锻件 / 轴承环节同环比保持提升

- **2Q25风电叶片、铸锻件、轴承环节毛利率同/环比继续保持提升，盈利弹性韧性十足。**受益于风电行业装机量的提升，2025H1风电零部件板块的叶片、铸锻件、轴承环节，盈利提升相对明显，特别是Q2，随着出货量的进一步提升、涨价的落地、规模效应带来成本下降，毛利率同比分别平均提升1.9、2.7、7.5pct，环比分别提升1.8、0.4、5.0pct。

表：风电分领域25H1&25Q2毛利率情况

领域	2025H1	同比 (pct)	2Q25	同比 (pct)	环比 (pct)
主机	12.4%	-3.5%	11.6%	-2.1%	-2.0%
叶片	18.1%	0.6%	18.8%	1.9%	1.8%
塔筒及管桩	19.7%	0.5%	18.8%	1.1%	-2.1%
铸锻件	17.1%	2.0%	17.4%	2.7%	0.4%
轴承	31.1%	4.6%	33.3%	7.5%	5.0%
海缆	13.2%	-2.7%	12.5%	-3.0%	-1.5%
其他零部件	27.7%	-0.6%	27.3%	-0.3%	-1.0%

资料来源：wind、申万宏源研究

注：1、上表均采用平均值；2、由于会计准则变更，计提的保证类质保费用计入主营业务成本，不再计入销售费用，因此会最新一期毛利率同比变化产生影响。

盈利：整机环节招标价格企稳，盈利有望持续修复

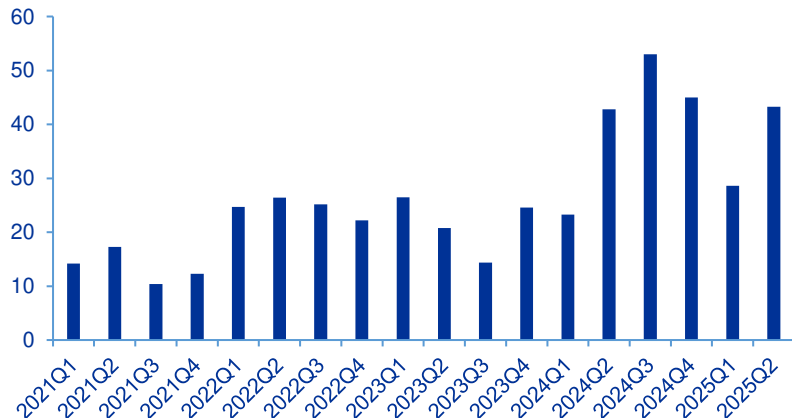
- **整机：**制造业务2Q25部分企业同/环比继续改善，其中金风科技整机业务毛利率同比提升4.22pct，三一重能受历史低价订单影响，毛利率短期有所下滑。
- **招标维持高位，招标价持续回升，风机制造业务盈利有望继续企稳回升：**2025年6月，全市场风电整机商风电机组投标均价为1616元/千瓦，恢复至近一年来高位，在需求持续提升、整机厂在手订单饱满的背景下，风机价格有望继续修复，整机盈利提升有望持续。

表：风机企业整机业务毛利率

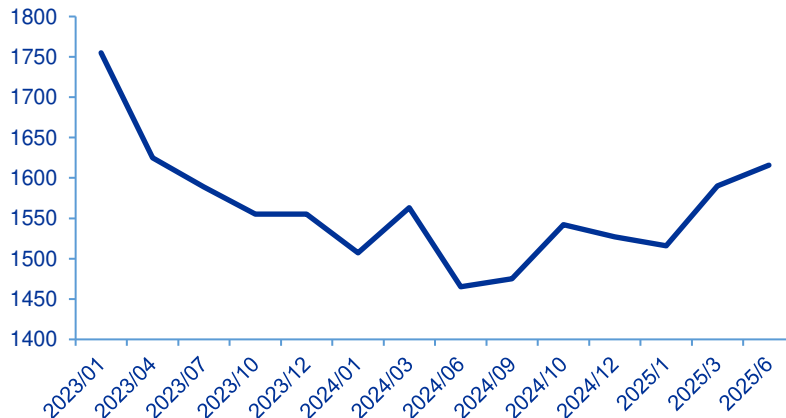
	2024H1	2024A	2025H1
金风科技	3.75%	5.05%	7.97%
运达股份	5.12%	6.08%	7.27%
三一重能		10.99%	4.65%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

风电行业季度招标量变化 (GW)



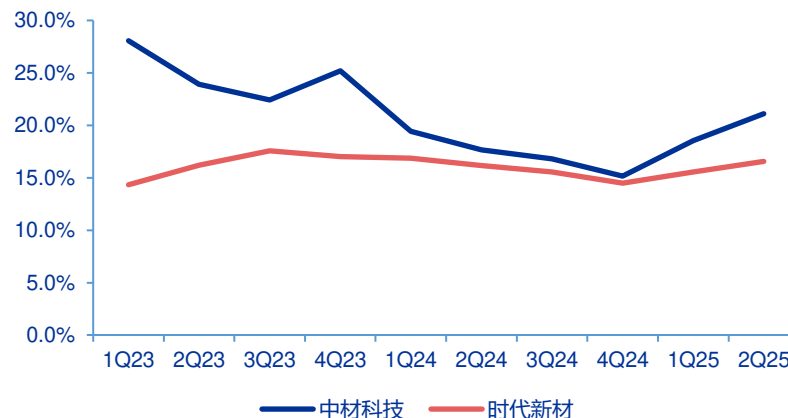
风电行业季度价格变化 (元/KW)



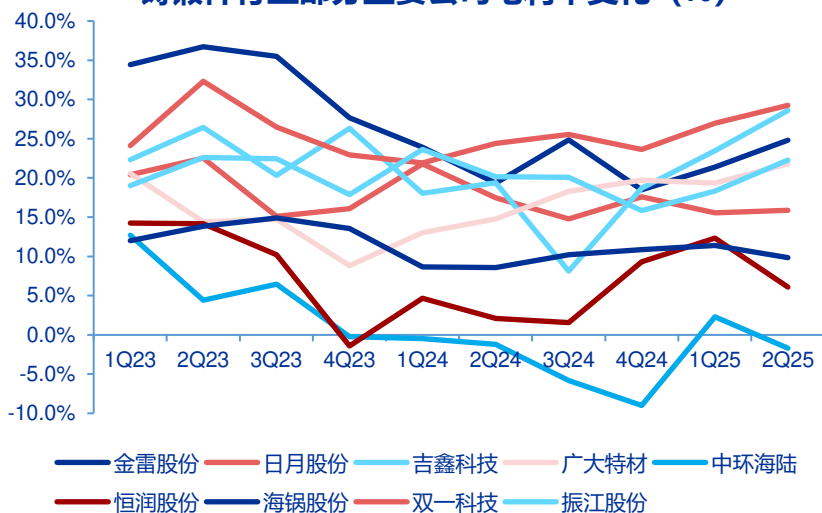
盈利：叶片、轴承持续提升，铸锻件分化较大

- **叶片、轴承：**出货提升，2Q25量利齐升
- **铸锻件：**分化明显，其中大兆瓦铸件相对紧缺，价格提升明显，随着出货量大幅提升，重资产属性下，产能利用率的提升，利润弹性大；同时，出口链盈利能力保持高位。

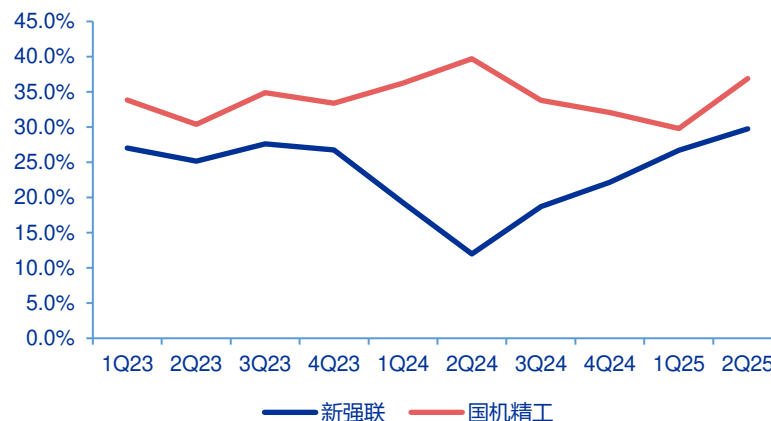
叶片行业主要公司毛利率变化 (%)



铸锻件行业部分主要公司毛利率变化 (%)

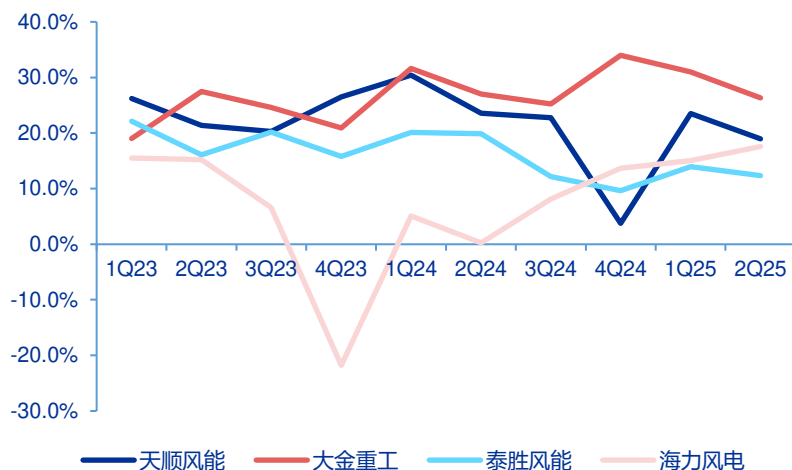


轴承行业主要公司毛利率变化 (%)

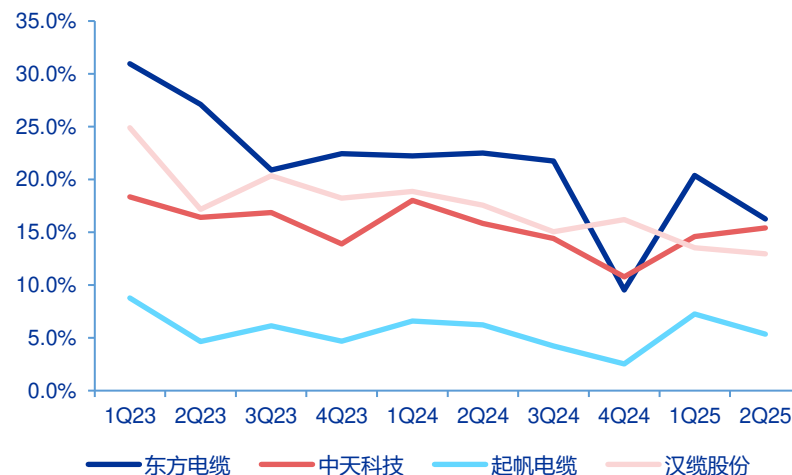


- **海风链——2Q25国内陆续开工，区域间有分化，Q3预计开工率有望进一步提升；**
- **塔桩：**海外盈利能力维持高位；Q2国内江苏区域开工较快，海力风电毛利率同环比提升明显，后续随着开工率提升以及导管架产品渗透率的提升，国内盈利弹性空间较大；
- **海缆：**受确认节奏影响，Q2海缆确认较少，影响了部分企业阶段的毛利率；下半年随着订单确认，海缆环节毛利率有望回升。

塔桩行业主要公司毛利率变化 (%)



海缆行业主要公司毛利率变化 (%)



存货+合同负债：环比Q1继续提升，看好下半年业绩持续释放

- **全行业Q2末存货环比Q1均有提升：**截至二季度末，行业存货环比一季度末提升12%，合同负债提升7%；其中整机环节存货高增，环比提升17%，随着Q3进入全年装机的景气高点，预计行业各环节利润将进一步上行。
- **海上风电产业链需求释放在即，海缆环节存货+合同负债同/环比高增，看好下半年业绩释放。**国内海风25Q2陆续开工，因区域间进度有差异，同时海缆环节因施工顺序相对靠后，上半年确认业绩相对较少，但海缆环节存货和合同负债比去年同期和25年一季度末有明显提高，合计同/环比分别达33%、12%，预计随着下半年开工提升和交付确认，在手存货和订单有望迅速转为营收，释放业绩弹性。

风电行业存货及合同负债

领域	存货 (亿元)			合同负债 (亿元)			存货+合同负债 (亿元)		
	25Q2	同比	环比	25Q2	同比	环比	25Q2	同比	环比
主机	387.1	16%	17%	414.0	93%	4%	801.2	46%	10%
叶片	85.8	23%	13%	7.8	-29%	13%	93.5	16%	13%
塔筒及管桩	96.7	16%	5%	33.3	16%	-2%	130.0	16%	3%
铸锻件	124.8	9%	4%	9.8	59%	47%	134.6	12%	7%
轴承	19.3	16%	11%	0.7	12%	12%	20.0	16%	11%
海缆	173.7	24%	9%	58.6	69%	21%	232.3	33%	12%
其他零部件	44.4	2%	13%	28.1	-33%	40%	72.6	-15%	22%
总计	931.8	16%	12%	552.4	64%	7%	1484.2	30%	10%

主要内容

1. 锂电：景气成长，价值洼地
2. 储能：需求高增，出海爆发
3. 风电：行业高景气，业绩有望持续兑现
- 4. 光伏：行业深度调整，分化加剧**
5. 投资分析意见与风险提示

- 2025年上半年，全球光伏行业持续面临供需失衡、库存高企和价格低迷的挑战。产业链各环节盈利能力承压，行业进入深度调整期。
- 2025年上半年，光伏企业业绩分化加剧：中下游组件企业普遍亏损，而设备逆变器企业则表现相对稳健。

Wind代码	证券简称	行业	营业收入(亿)						归母净利润 (亿)					
			2025/3/31	同比 (%)	2025/6/30	同比	环比 (%)	2025/3/31	同比 (%)	2025/6/30	同比 (%)	环比 (%)	2025/3/31	同比 (%)
300274.SZ	阳光电源	逆变器	190.36	50.92	435.33	40.34	28.68	38.26	82.52	77.35	55.97	2.15		
605117.SH	德业股份	逆变器	25.66	36.24	55.35	16.58	15.70	7.06	62.98	15.22	23.18	15.74		
300763.SZ	锦浪科技	逆变器	15.18	8.65	37.94	13.09	50.00	1.95	859.78	6.02	70.96	109.27		
688032.SH	禾迈股份	逆变器	3.36	1.46	10.05	10.78	99.08	-0.10	-115.39	0.16	-91.33	357.10		
301658.SZ	首航新能	逆变器	6.55	-9.03	11.13	-24.26	-30.06	0.52	7.01	0.91	-30.14	-26.19		
300827.SZ	上能电气	逆变器	8.31	16.78	21.84	13.42	62.97	0.88	71.56	2.01	24.78	28.76		
688390.SH	固德威	逆变器	18.82	67.13	40.86	29.80	17.09	-0.28	2.75	-0.17	30.35	140.78		
688717.SH	艾罗能源	逆变器	7.99	16.72	18.07	14.09	26.21	0.46	35.29	1.42	37.65	108.58		
688348.SH	昱能科技	逆变器	1.91	-55.39	6.51	-27.54	141.36	0.29	-27.68	0.79	-9.88	74.02		
300316.SZ	晶盛机电	光伏加工设备	31.38	-30.42	57.99	-42.85	-15.19	5.73	-46.44	6.39	-69.52	-88.46		
300751.SZ	迈为股份	光伏加工设备	22.29	0.47	42.13	-13.48	-10.97	1.62	-37.69	3.94	-14.59	43.00		
300724.SZ	捷佳伟创	光伏加工设备	40.99	58.95	83.72	26.41	4.23	7.08	22.42	18.30	49.26	58.47		
300776.SZ	帝尔激光	光伏加工设备	5.61	24.55	11.70	29.20	8.53	1.63	20.76	3.27	38.37	0.26		
688726.SH	拉普拉斯	光伏加工设备	14.51	36.48	30.62	20.49	11.03	2.52	44.36	3.97	12.94	-42.48		
688147.SH	微导纳米	光伏加工设备	5.10	198.95	10.50	33.42	5.76	0.84	2253.57	1.92	348.95	28.72		
688516.SH	奥特维	光伏加工设备	15.34	-21.90	33.79	-23.57	20.28	1.41	-57.56	3.08	-59.54	17.80		
000821.SZ	京山轻机	光伏加工设备	17.66	-13.09	36.47	-8.59	6.50	0.95	-26.67	2.06	-23.71	15.96		
835368.BJ	连城数控	光伏加工设备	5.59	-49.06	10.99	-56.57	-3.30	0.80	-63.98	1.05	-67.30	-67.92		
688556.SH	高测股份	光伏加工设备	6.86	-51.70	14.51	-45.16	11.63	-0.74	-135.03	-0.89	-132.47	80.56		
603396.SH	金辰股份	光伏加工设备	6.87	5.34	13.23	6.64	-7.36	0.23	-25.96	0.38	-25.94	-36.46		

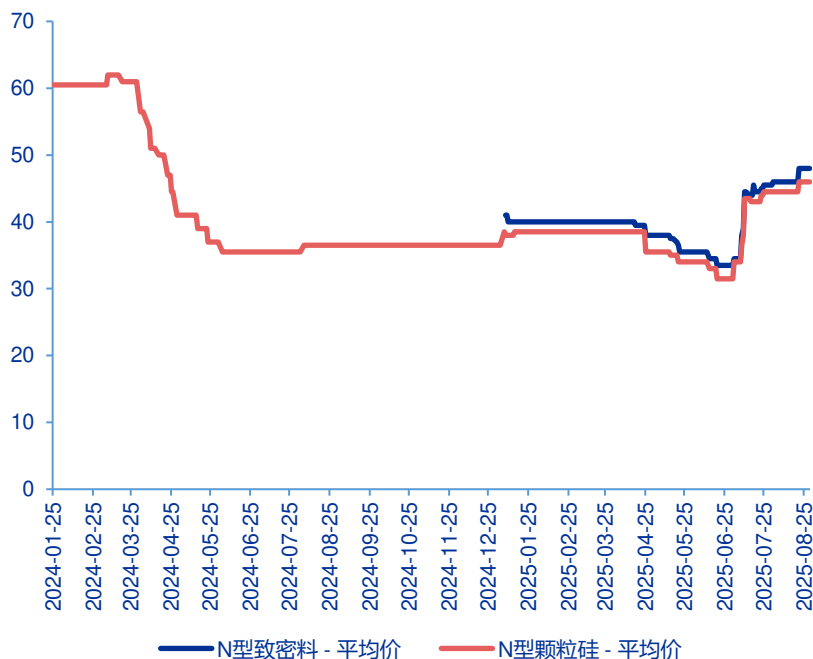
光伏企业盈利分化加剧

Wind代码	证券简称	行业	营业收入(亿)					归母净利润 (亿)				
			2025/3/31	同比 (%)	2025/6/30	同比	环比 (%)	2025/3/31	同比 (%)	2025/6/30	同比 (%)	环比 (%)
603806.SH	福斯特	光伏辅材	36.24	-31.89	79.59	-26.06	19.58	4.01	-23.08	4.96	-46.60	-76.41
601865.SH	福莱特	光伏辅材	40.79	-28.76	77.37	-27.66	-10.33	1.06	-86.03	2.61	-82.58	46.02
003022.SZ	联泓新科	光伏辅材	15.39	3.48	29.11	-12.13	-10.82	0.71	38.83	1.61	14.15	25.00
688408.SH	中信博	光伏辅材	15.59	-14.09	40.37	19.55	58.99	1.10	-28.46	1.58	-31.79	-56.77
688503.SH	聚和材料	光伏辅材	29.94	1.38	64.35	-4.87	14.94	0.90	18.24	1.81	-39.58	1.51
688598.SH	金博股份	光伏辅材	1.60	-20.99	4.11	19.70	57.31	-0.86	-56.33	-1.68	-62.64	3.75
300842.SZ	帝科股份	光伏辅材	40.56	11.29	83.40	9.93	5.62	0.35	-80.29	0.70	-70.03	1.59
603381.SH	永臻股份	光伏辅材	25.85	74.81	56.97	61.24	20.38	0.27	-60.07	0.52	-70.76	-7.75
001269.SZ	欧晶科技	光伏辅材	1.41	-58.61	2.39	-59.14	-30.39	-0.04	-116.91	-0.74	40.99	-1823.78
603212.SH	赛伍技术	光伏辅材	6.43	-27.35	13.52	-18.13	10.26	-0.33	-216.13	-0.72	-365.52	-17.45
301266.SZ	宇邦新材	光伏辅材	6.39	-8.75	15.18	-9.77	37.76	0.34	-2.84	0.36	0.18	-92.94
603628.SH	清源股份	光伏辅材	3.61	3.83	12.05	37.98	133.96	0.32	191.84	0.87	62.44	71.28
688680.SH	海优新材	光伏辅材	3.16	-64.02	6.33	-57.47	0.66	-0.57	-204.86	-1.33	3.65	-31.83
002623.SZ	亚玛顿	光伏辅材	5.60	-36.80	10.83	-38.16	-6.53	0.05	-58.25	-0.16	-216.78	-513.39
688560.SH	明冠新材	光伏辅材	1.74	-46.94	3.82	-36.85	19.97	-0.23	-392.22	-0.53	-713.54	-27.46
600438.SH	通威股份	硅料硅片	159.33	-18.58	405.09	-7.51	54.24	-25.93	-229.56	-49.55	-58.35	8.88
688303.SH	大全能源	硅料硅片	9.07	-69.57	14.70	-67.93	-37.96	-5.58	-268.78	-11.47	-71.10	-5.49
603185.SH	弘元绿能	硅料硅片	16.57	-24.37	32.29	-19.52	-5.13	-0.62	56.23	-2.97	74.35	-279.68
600481.SH	双良节能	硅料硅片	20.79	-51.06	43.88	-37.13	11.10	-1.61	45.27	-5.97	52.54	-170.04
601012.SH	隆基绿能	光伏电池组件	136.52	-22.75	328.13	-14.83	40.35	-14.36	38.89	-25.69	50.88	21.10
688223.SH	晶科能源	光伏电池组件	138.43	-40.03	318.31	-32.63	29.95	-13.90	-218.20	-29.09	-342.38	-9.31
688472.SH	阿特斯	光伏电池组件	85.86	-10.54	210.52	-4.13	45.20	0.47	-91.83	7.31	-41.01	1346.82
002459.SZ	晶澳科技	光伏电池组件	106.72	-33.18	239.05	-36.01	23.99	-16.38	-239.35	-25.80	-195.13	42.54
688599.SH	天合光能	光伏电池组件	143.35	-21.48	310.56	-27.72	16.64	-13.20	-355.88	-29.18	-654.47	-21.09
002056.SZ	横店东磁	光伏电池组件	52.22	23.35	119.36	24.75	28.55	4.58	29.65	10.20	58.94	22.69
600732.SH	爱旭股份	光伏电池组件	41.36	64.53	84.46	63.63	4.23	-3.00	-229.35	-2.38	86.38	120.93
300118.SZ	东方日升	光伏电池组件	29.91	-39.37	74.43	-28.84	48.87	-2.67	4.55	-6.79	29.49	-54.43
002865.SZ	钧达股份	光伏电池组件	18.75	-49.52	36.63	-42.53	-4.61	-1.06	-636.04	-2.64	-58.51	-48.99
300393.SZ	中来股份	光伏电池组件	16.30	26.51	33.04	7.25	2.71	-1.33	22.64	-1.69	44.83	73.51
688429.SH	时创能源	光伏电池组件	1.81	25.74	4.51	68.27	48.84	-1.64	-180.84	-1.79	-34.43	90.82
600537.SH	亿晶光电	光伏电池组件	6.08	-39.50	11.81	-46.05	-5.80	-0.53	74.81	-1.53	67.54	-86.97
301168.SZ	通灵股份	光伏电池组件	4.19	2.65	7.88	-0.21	-12.09	0.21	-41.64	0.31	-50.63	-50.06
835985.BJ	海泰新能	光伏电池组件	4.40	-9.46	11.45	-24.30	60.50	-0.26	-241.58	-1.25	-252.84	-288.01
301278.SZ	快可电子	光伏电池组件	2.28	-11.32	4.71	-13.81	6.30	0.10	-74.16	0.13	-81.15	-72.10
300051.SZ	铤升科技	光伏电池组件	1.00	80.88	2.09	35.90	10.00	-0.23	18.23	-0.50	-18.24	-15.33
300093.SZ	金刚光伏	光伏电池组件	0.73	65.21	1.40	169.02	-8.74	-1.26	-50.10	-2.82	-26.41	-23.28

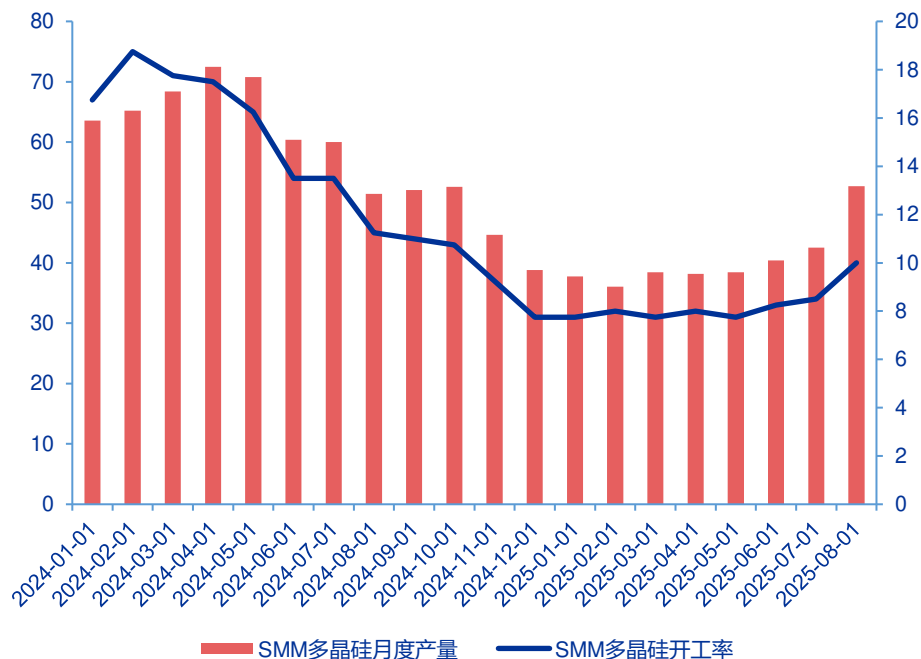
硅料：价格低迷与供需失衡下的艰难期

- 2025年上半年，全球光伏硅料环节延续了2024年以来的挑战性格局，陷入了“高库存-低价格-弱需求”的负反馈循环中，多晶硅受光伏产业链库存积压及自律限产等因素影响，上半年产量同比大幅下滑，市场价格持续低于生产成本甚至现金成本，硅料企业均维持较低开工率，产量同比下滑较多

多晶硅价格走势（元/kg）



多晶硅开工率-左轴和（%）月度产量-右轴（万吨）



硅料：价格低迷与供需失衡下的艰难期

- 2025年上半年对硅料企业来说是极具挑战的时期，通威股份、大全能源和协鑫科技三巨头业绩均出现亏损，但表现出了不同的抗风险能力和韧性
- **通威股份**作为领先企业，虽然亏损额最大，但其规模优势和全产业链布局依然稳固，全球市占率约30%的地位难以撼动。**大全能源**业绩下滑最为严重，但其财务韧性最强，超120亿元的资金储备且无有息负债，使其在行业低谷期拥有更强的生存能力。**协鑫科技**则展示了技术创新的价值，其颗粒硅技术不仅在成本上领先（现金成本25.31元/公斤），而且在碳足迹方面具有显著优势，为应对欧盟碳税等国际贸易壁垒做好了准备。

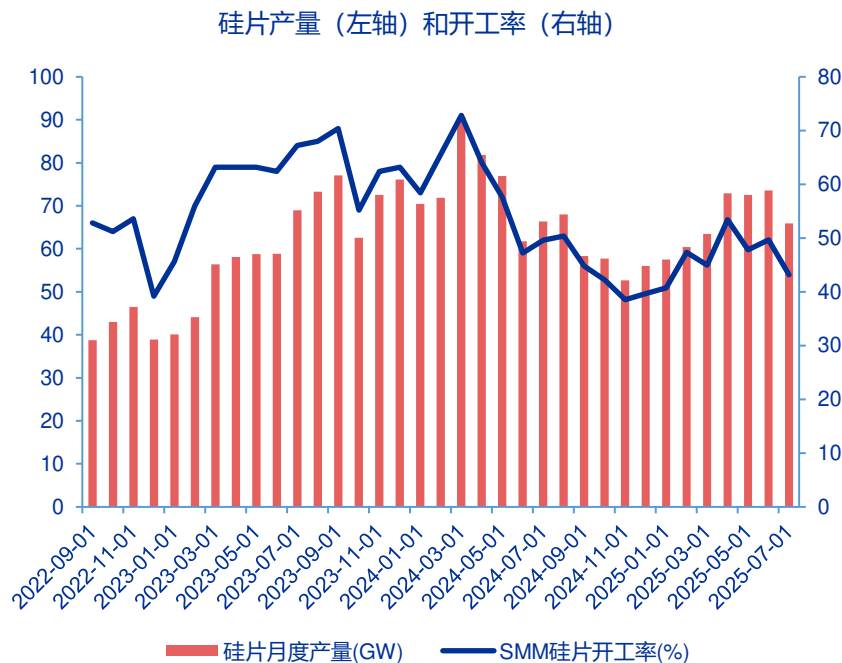
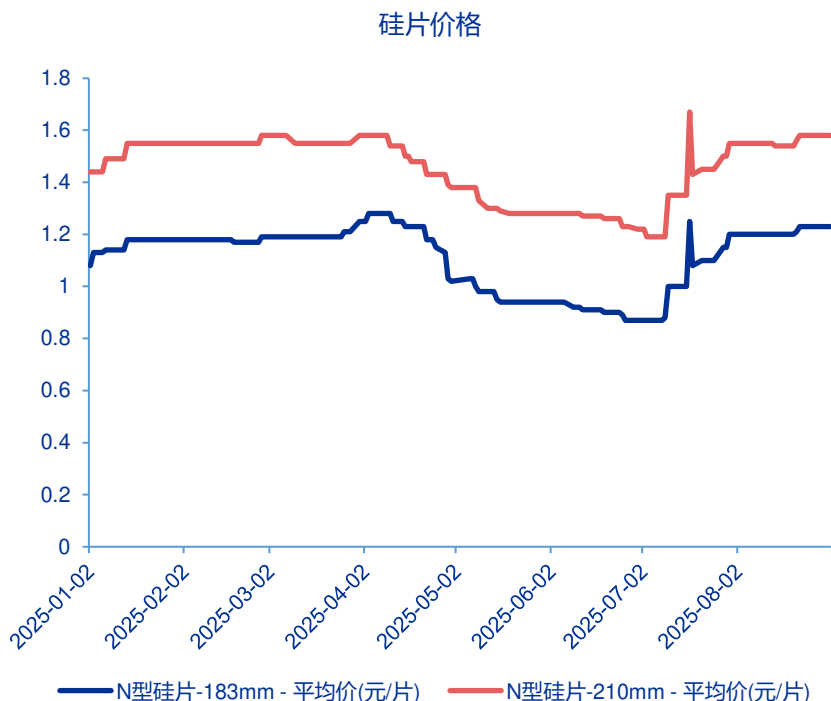
主流硅料企业2025年上半年经营情况

指标	通威股份	大全能源	协鑫科技
营业收入（亿元）	405.09	14.70	57.35
归母净利润（亿元）	-49.55	-11.47	-17.76
硅料销量（万吨）	16.13	4.61	13-14
毛利率（%）	0.07	-34.05	-12.21
货币资金（亿元）	193.18	16.60	45.20
现金成本（亿元）	未披露	37.66元/kg	25.31元/kg
全球市占率	约30%	未披露	24.32%
资产负债率	71.90%	8.04%	38.40%

资料来源：国际太阳能光伏网，wind，公司公告，申万宏源研究
 注：通威股份成本技术指标为：2025年上半年公司硅耗降至1.04kg/kg.sil以内，蒸汽基本实现零消耗，N型料体金属降至0.1ppbw以内，表金属降低至0.2ppbw以内，成本有望进一步优化

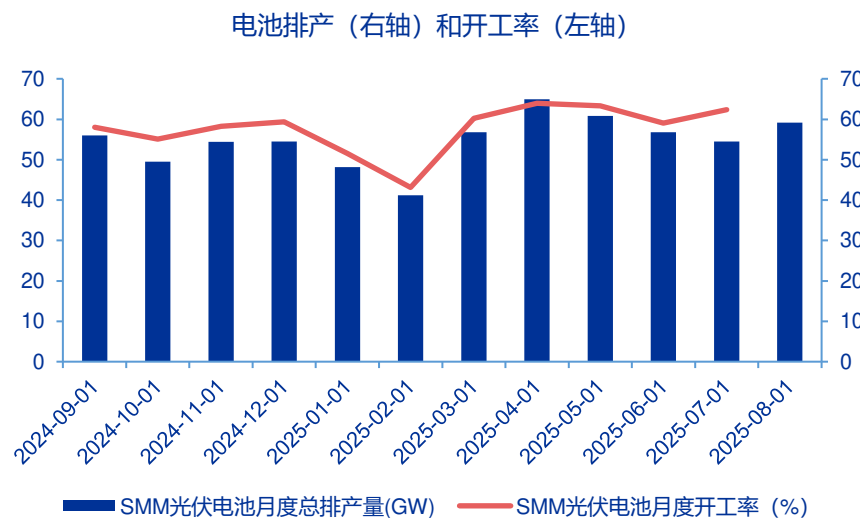
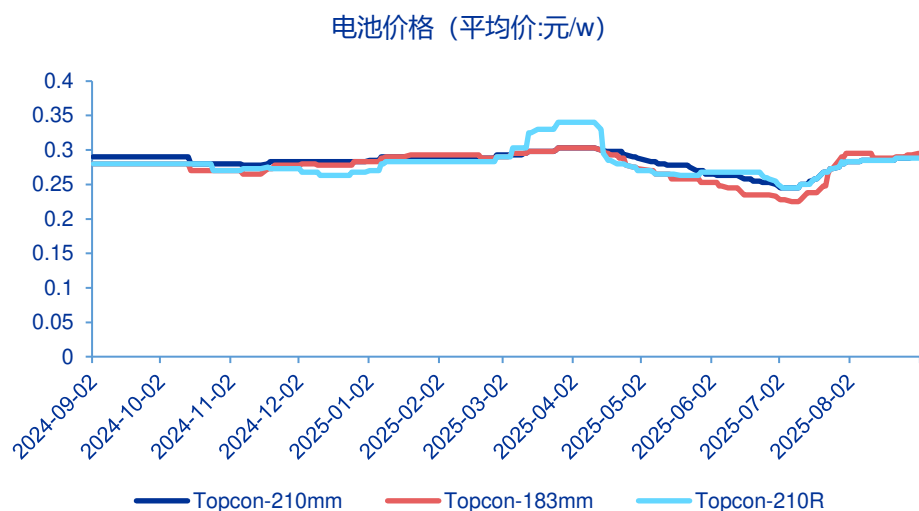
硅片：行业亏损持续，部分企业减亏

- 2025年上半年，全球光伏硅片环节继续面临严峻挑战。供需失衡与库存高企导致市场价格持续低迷，企业普遍陷入亏损。尽管年初国内出现“抢装潮”，前五个月国内新增光伏装机达197.85GW（同比大增150%），但5-6月产业链需求降温，叠加产能供需失衡、库存压力等因素，产品价格持续下跌。从已披露半年报的企业来看，业绩呈现明显分化：由于价格下跌导致存货跌价减值较多，TCL中环亏损大幅扩大，而双良节能、弘元绿能等企业则通过精细化管理、技术降本及库存优化实现了大幅减亏。



电池片：抢装结束导致Q2亏损环比加剧

- 2025年上半年，全球光伏电池环节继续面临严峻挑战。供需失衡与库存高企导致市场价格持续低迷，企业普遍陷入亏损。价格方面：2025年第一季度，随着国内“抢装潮”推动，N型TOPCon电池片价格从约0.28元/W上涨至0.32元/W。然而进入第二季度，需求降温后价格快速下滑，至6月底，N型电池片价格跌至约0.25元/W，较季度高点下跌超过20%。
- 钧达股份作为专业电池生产商，2025年上半年公司实现营业收入36.63亿元，同比下降42.53%；归母净利润亏损2.64亿元，亏损同比扩大58.51%。单季度来看，25年Q2公司归母净利润亏损1.58亿元，虽然较去年同期减亏15.2%，但环比亏损扩大49%。且Q2毛利率转负，为-2.1%，环比大幅下降8个百分点。二季度业绩恶化主要源于：随着抢装接近尾声，183N电池片价格快速下滑至0.253元/W，较高点跌幅达16.5%；同时沪银价格不断攀升，带动银浆价格上涨（正银上涨至8000元/kg以上），在价格及成本的双向挤压下，公司盈利承压。



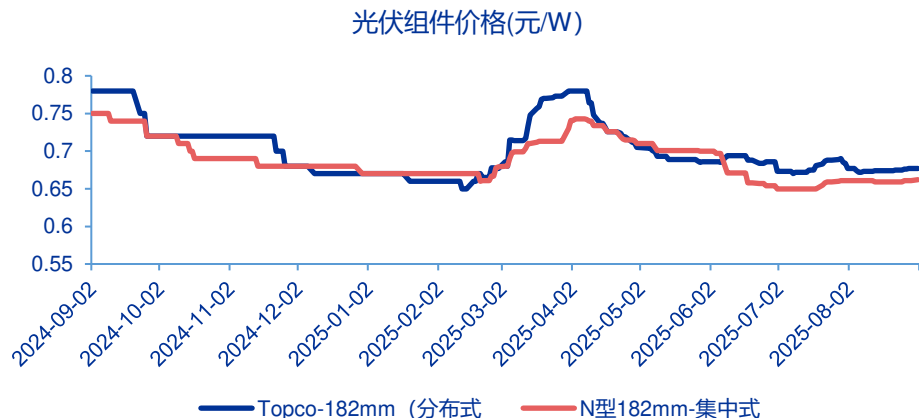
组件盈利：反内卷催生行业变化，价格及盈利见底

- 2025年上半年，受光伏产业链库存积压及自律限产等因素影响，组件价格持续下跌，主流组件价格一度跌破行业成本线，导致全行业普遍亏损。尽管面临困难局面，随着国内“抢装潮”和行业“反内卷”政策推进，第二季度各企业业绩普遍较第一季度有所改善，环比减亏趋势明显。企业通过技术升级、全球市场布局和成本控制，展现出较强的抗风险能力。
- 从出货量上来看，受益于抢装，二季度出货环比有所增加，上半年晶科能源组件出货维持第一，公司海外出货占比超60%，在中东、东南亚、拉美等多个新兴市场份额领跑。
- 财务数据显示，除阿特斯，横店东磁和快可电子外，主要组件企业上半年均出现亏损，阿特斯盈利主要来自于电站开发业务和非经常性收益。**尽管上半年整体业绩不佳，但第二季度各企业普遍呈现环比改善趋势。**
- **价格端：**2025年上半年，组件价格走势呈现“先扬后抑”特征，Q1随着国内“抢装潮”推动，组件价格从历史低点小幅回升，Q2需求降温后价格快速下滑。

25年上半年组件出货排名

企业名称	全球排名	2025年上半年组件出货量
晶科能源	1	41.84GW
隆基绿能	2	39.57GW
天合光能	3	32GW
晶澳科技	4	33.79GW (含电池)
通威股份	5	24.52GW
阿特斯	6	14.8GW

资料来源：公司公告，申万宏源研究



主要内容

1. 锂电：景气成长，价值洼地
2. 储能：需求高增，出海爆发
3. 风电：行业高景气，业绩有望持续兑现
4. 光伏：行业深度调整，分化加剧
- 5. 投资分析意见与风险提示**

- 当前新能源板块供给增速已大幅放缓，而全球绿色转型需求韧性强劲，行业周期处于复苏前夜。我们建议重点关注四条主线——1) 周期成长：宁德时代/天赐材料/富临精工/金雷股份/尚太科技；2) 技术创新：容百科技/当升科技/厦钨新能/爱旭股份/聚和材料；3) 供给侧优化：通威股份/大全能源/隆基绿能/晶澳科技/协鑫科技；4) 开拓AIDC第二主业：阳光电源/科士达/蔚蓝锂芯/金盘科技/德业股份/盛弘股份/科华数据。

重点公司估值表

证券代码	证券名称	2025/9/5		PB	Wind一致预期归母净利润（亿元）				PE		
		收盘价（元）	总市值（亿元）	2024A	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
300750.SZ	宁德时代	325.11	14,824.24	6.00	507.45	657.15	787.45	29.21	22.56	18.83	
002709.SZ	天赐材料	25.47	487.58	3.78	4.84	9.63	14.86	100.76	50.64	32.82	
300432.SZ	富临精工	15.00	256.46	6.08	3.97	9.61	14.22	64.64	26.69	18.03	
300443.SZ	金雷股份	27.67	88.58	1.47	1.73	4.25	5.68	51.26	20.87	15.59	
001301.SZ	尚太科技	64.30	167.72	2.68	8.38	10.33	13.30	20.01	16.23	12.61	
688005.SH	容百科技	27.28	194.98	2.31	2.96	4.84	7.94	65.89	40.26	24.57	
300073.SZ	当升科技	53.83	292.99	2.23	4.72	7.24	9.31	62.10	40.45	31.48	
688778.SH	厦钨新能	68.41	345.26	3.95	4.94	7.70	9.56	69.88	44.85	36.10	

重点公司估值表

证券代码	证券名称	2025/9/5		PB	Wind一致预期归母净利润				PE		
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)		2024A	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600732.SH	爱旭股份	16.66	304.26	8.56	-53.19	1.80	12.49	-5.72	169.09	24.36	
688503.SH	聚和材料	58.04	140.48	3.02	4.18	4.54	5.73	33.61	30.93	24.53	
600438.SH	通威股份	24.39	1,098.03	2.36	-70.39	-50.95	25.59	-15.60	-21.55	42.90	
688303.SH	大全能源	34.39	737.74	1.84	-27.18	-13.48	13.07	-27.14	-54.72	56.45	
601012.SH	隆基绿能	18.10	1,371.63	2.27	-86.18	-28.55	33.49	-15.92	-48.04	40.95	
002459.SZ	晶澳科技	14.01	463.69	1.69	-46.56	-25.13	18.75	-9.96	-18.45	24.74	
3800.HK	协鑫科技	1.47	418.67	1.04	-47.50	-	-	-8.81	-	-	
300274.SZ	阳光电源	135.34	2,805.88	7.60	110.36	133.98	147.79	25.42	20.94	18.99	
002518.SZ	科士达	36.62	213.21	4.90	3.94	6.02	7.99	54.09	35.42	26.67	
002245.SZ	蔚蓝锂芯	18.08	208.57	3.01	4.88	7.53	9.38	42.75	27.68	22.23	
688676.SH	金盘科技	55.56	255.18	5.73	5.74	7.74	10.29	44.42	32.96	24.79	
605117.SH	德业股份	75.55	683.31	7.23	29.60	37.06	45.79	23.08	18.44	14.92	
300693.SZ	盛弘股份	40.11	125.46	6.90	4.29	5.45	7.06	29.25	23.03	17.77	
002335.SZ	科华数据	55.00	283.48	6.35	3.15	7.03	9.86	89.94	40.30	28.75	

- **1) 产业政策变动及贸易壁垒风险：**全球新能源行业的发展仍与各国政策高度绑定。若主要市场（如欧美）的补贴、税收优惠等激励政策发生退坡或不及预期，将直接影响终端需求与经济性。
- **2) 行业竞争超预期加剧的风险：**尽管供给侧有所出清，但行业产能绝对规模依然庞大。为抢占市场份额，产业链各环节（尤其是技术门槛相对较低的环节）可能存在非理性的“价格战”风险。若竞争强度超出预期，可能导致产品价格再次超预期下跌，进而侵蚀企业利润，延缓行业整体盈利修复的进程。
- **3) 技术迭代进程不及预期的风险：**新能源行业技术革新迅速，若一线企业的新技术研发进展迟缓、量产转化效率低下或产业化成本居高不下，可能导致其丧失技术领先优势，错失市场机会。同时，若未来出现颠覆性技术路线，现有巨额投入的产能存在被快速替代的风险，从而影响投资回报。

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
华东B组	李庆	18017963206	liqing3@swhysec.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysec.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysec.com
华南创新团队	夏苏云	13631505872	xiasuyun@swhysec.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)