

2025 年报点评：受订单结构和供应链涨价影响 Q4 业绩，预计今年将显著好转，AIDC 电源布局提速

核心观点

公司发布年报，2025 年实现收入、归母、扣非 891.84/134.61/128.29 亿元，同比+14.55%/+21.97%/+19.98%，其中单 Q4 实现盈利 15.8 亿元，同比/环比-54.0%/-61.9%。Q4 业绩下滑预计因上游材料先行涨价，加上发货结构、集中减值计提等影响所致。后续随订单价格逐步传导，预计今年公司毛利率、盈利能力将逐步修复，同时全球缺电大背景下，储能需求将持续旺盛，公司维持全球龙头竞争力和市场份额。此外公司重点布局的 AIDC 电源业务今年有望取得突破。

事件

公司发布 2025 年报，公司 2025 年实现营收/归母净利润/扣非净利润 891.84/134.61/128.29 亿元，同比+14.55% /+21.97% /+19.98%；其中 25Q4 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 227.82/15.80/13.43 亿元，同比-18.37%/-54.02%/-59.45%，环比-0.38%/-61.90%/-66.35%。

点评：

盈利水平阶段性承压，Q4 业绩低于预期

受供应链涨价、订单交付结构、海外关税上涨等影响，Q4 储能业务承压。量方面，全年公司储能发货 43GWh，同比增长 54%；利方面，Q4 单季度毛利率 23%，环比下降 13pct，预计主要因订单交付结构、锂电池等供应链涨价、海外竞争、谨慎计提、返利等引起。预计后续随行业需求起量，公司仍保证其份额和竞争力，公司盈利能力将逐步恢复。

储能业务：

2025 年公司储能业务收入 372 亿元，同比+49%，毛利率 36.5%；储能系统出货 43GWh，同比+54%。公司发布新品 PowerTitan3.0、PowerStack 255CS/510CS 等大储、工商储产品，依托技术迭代保持行业领先。

阳光电源 (300274. SZ)

维持

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

雷云泽

leiyunze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523110002

发布日期：2026 年 04 月 16 日

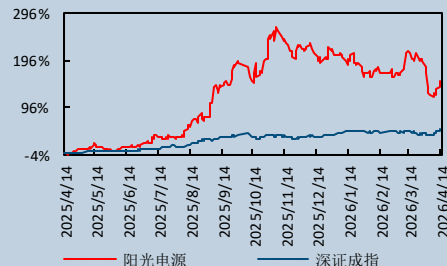
当前股价：139.46 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-20.49/-18.81	-13.10/-10.39	141.66/117.31
12 月最高/最低价 (元)		205.40/55.77
总股本 (万股)		207,321.14
流通 A 股 (万股)		159,001.47
总市值 (亿元)		2,891.30
流通市值 (亿元)		2,217.43
近 3 月日均成交量 (万)		7106.85
主要股东		
曹仁贤		30.46%

股价表现



相关研究报告

【中信建投电力设备及新能源】阳光电源 (300274): 储能需求海内外共振，AIDC 有望成为新增长极

25.12.08

光伏逆变器等电力电子转换设备：

公司 2025 年该业务（包括逆变器和风电变流器）收入 311 亿元，同比+6.9%，毛利率 34.7%。其中光伏逆变器收入 266 亿元，毛利率 37%，新产品开发叠加海外出货提升优化盈利；逆变器发货 143GW，略有下滑，主因国内发货减少，区域结构优化，海外出货增长 12%。

新能源投资开发：

公司 2025 年该业务收入 166 亿元，同比-21.16%，毛利率 14.5%，同比-4.9pct，主要因户用光伏业务下滑引起，受 136 号文推动新能源全面入市影响，行业进入深度调整期。

AIDC 电源业务布局提速：

公司布局 AIDC 电源业务，提供固态变压器 SST 及电源解决方案。预计随着产品、方案的逐步推出，未来将贡献业绩。

投资建议&盈利预测：

考虑光伏逆变器出货同比持平略降，盈利能力同比持平约 0.04 元/W；考虑储能 2026 年出货在 60GWh 以上（确收略低），盈利能力恢复至 0.15 元/Wh 左右。预计公司 2026、2027、2028 年业绩分别为 155.9、186.0、212.1 亿元，估值分别为 18.5、15.6、13.6 倍。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	77,856.97	89,184.36	108,260.00	129,516.00	152,241.00
YoY(%)	7.76	14.55	21.39	19.63	17.55
净利润(百万元)	11,036.28	13,461.28	15,593.88	18,598.16	21,207.60
YoY(%)	16.92	21.97	15.84	19.27	14.03
毛利率(%)	29.94	31.83	29.49	28.90	28.05
销售净利率(%)	14.18	15.09	14.40	14.36	13.93
ROE(%)	29.90	28.88	25.71	24.03	21.98
EPS(摊薄/元)	5.32	6.49	7.52	8.97	10.23
P/E(倍)	26.20	21.48	18.54	15.55	13.63
P/B(倍)	7.83	6.20	4.77	3.74	3.00

资料来源：iFinD，中信建投证券

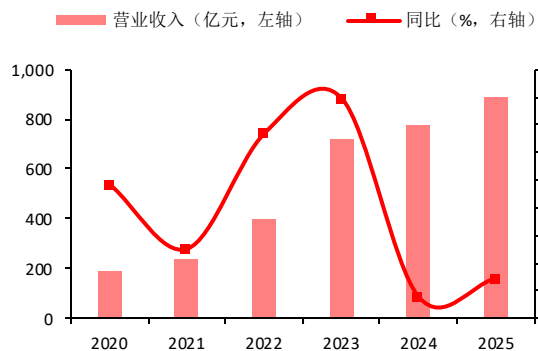
目录

一、营收&盈利情况	1
二、公司财务情况.....	2
报表预测	1

一、营收&盈利情况

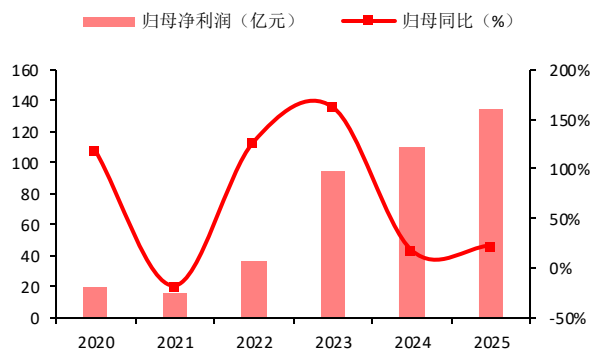
营收&盈利情况：2025 年实现营收 891.84 亿元，同比+14.6%；归母净利润 134.61 亿元，同比+22.0%；扣非后归母净利润 128.29 亿元，同比+20.0%。

图表1： 2025 年营收 891.84 亿元，同比+14.6%



数据来源：公司公告，中信建投

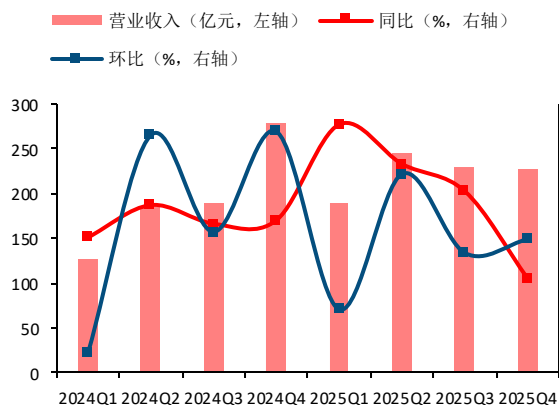
图表2： 归母净利润 134.61 亿元，同比+22.0%



数据来源：公司公告，中信建投

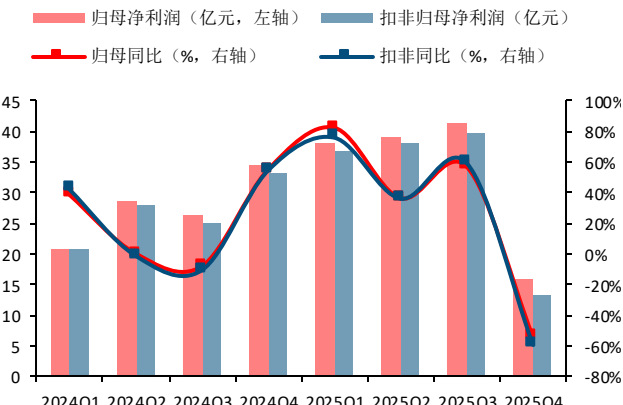
分季度：分季度来看，2025Q4 实现营收 227.82 亿元，同比-18.4%，环比-0.4%；归母净利润 15.80 亿元，同比-54.0%，环比-61.9%；扣非后归母净利润 13.43 亿元，同比-59.5%，环比-66.3%。

图表3： 2025Q4 营收 227.82 亿元,同比-18.4%,环比-0.4%



数据来源：公司公告，中信建投

图表4： 2025Q4 实现归母净利润/扣非归母净利润 15.80/13.43 亿元，同比-54.0%/-59.5%



数据来源：公司公告，中信建投

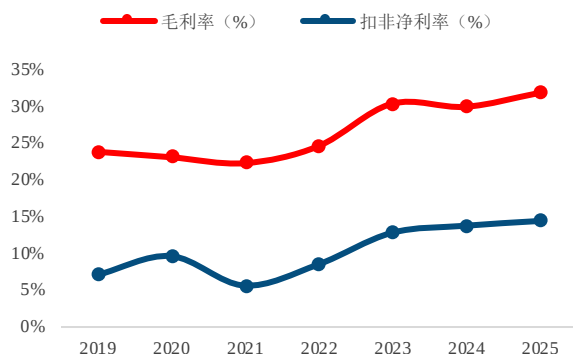
储能业务：2025 年公司储能业务收入 372 亿元，同比+49%。2025 年，公司储能系统出货 43GWh，同比+54%，国内 7GWh（同比下降 2GWh），海外 36GWh（同比+89.5%），其中 Q4 发货 14GWh，部分确收。

光伏逆变器等电力电子转换设备：公司 2025 年该业务（包括逆变器和风电变流器）收入 311 亿元，同比 +6.9%，其中逆变器收入 266 亿元。逆变器发货 143GW，略有下滑，主因国内发货减少，区域结构优化。

新能源投资开发：公司 2025 年该业务收入 165.6 亿元，同比 -21.16%。主因家庭光伏市场收缩，影响业绩。

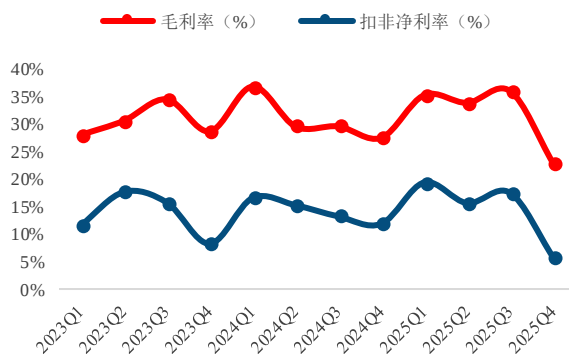
毛利率：公司 2025 年毛利率 31.8%，同比 +1.9pct；归母净利率 15.1%，同比 +0.9pct；扣非净利率 14.4%，同比 +0.7pct。其中 25Q4 公司毛利率 23.0%，同比 -4.5pct，环比 -12.9pct；归母净利率 6.9%，同比 -5.4pct，环比 -11.2pct；扣非净利率 5.9%，同比 -6.0pct，环比 -11.6pct。

图表5： 2025 年毛利率/扣非净利率 31.8%/14.4%



数据来源：公司公告，中信建投

图表6： 2025Q4 毛利率/扣非净利率环比 -12.9%/-11.6%



数据来源：公司公告，中信建投

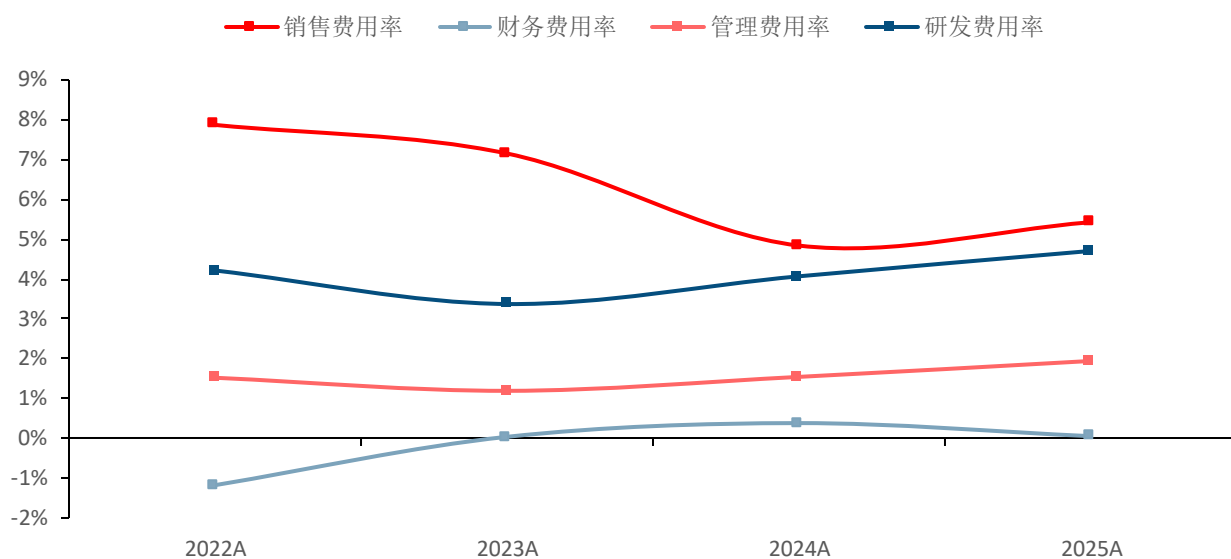
各产品毛利率：储能业务毛利率 36.5%；光伏逆变器等电力电子转换设备毛利率 34.7%；光伏逆变器毛利率 37%，略有提升；新能源投资开发毛利率 14.5%，同比 -4.9pct。

境内外毛利率：公司 2025 年境内毛利率 18.75%，同比下降 2.16pct；境外毛利率 40.36%，同比微增 0.07pct。

二、公司财务情况

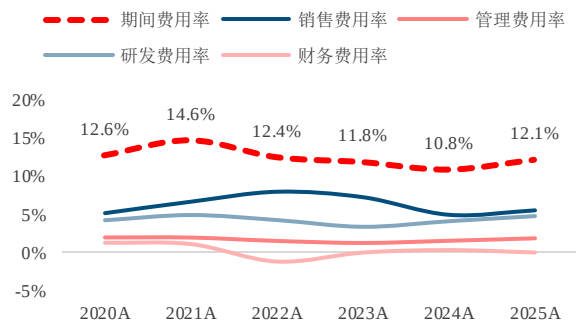
费用：公司 2025 年期间费用率 12.1%，同比 +1.3pct，其中 25Q4 期间费用率 12.9%，同比 +5.2pct，环比 +5.2pct。经拆分，公司 25 年销售费用 48.32 亿元，销售费用率 5.4%，同比 +0.6pct，其中 25Q4 销售费用 12.97 亿元，销售费用率 5.7%，同比 +2.2pct；公司 25 年管理费用 17.15 亿元，管理费用率 1.9%，同比 +0.4pct，其中 25Q4 管理费用 4.42 亿元，管理费用率 1.9%，同比 +0.6pct；公司 25 年研发费用 41.75 亿元，研发费用率 4.7%，同比 +0.6pct，其中 25Q4 研发费用 10.34 亿元，研发费用率 4.5%，同比 +1.7pct；公司 25 年财务费用 0.40 亿元，财务费用率 0.0%，同比 -0.3pct，其中 25Q4 财务费用 1.61 亿元，财务费用率 0.7%，同比 +0.8pct。

图表7： 2025 年期间费用率 12.1%，同比+1.3pct，2025Q4 期间费用率 12.9%，同比+5.2pct



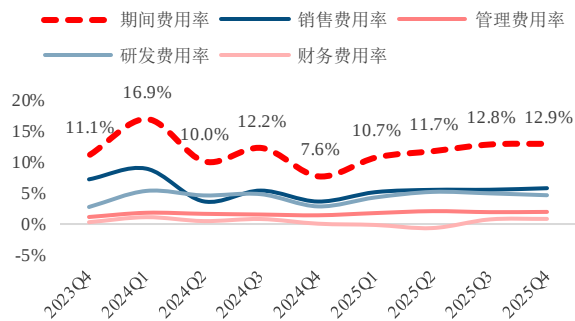
资料来源：公司公告，中信建投

图表8： 2025 年期间费用率 12.1%，同比+1.3pct



数据来源：公司公告，中信建投

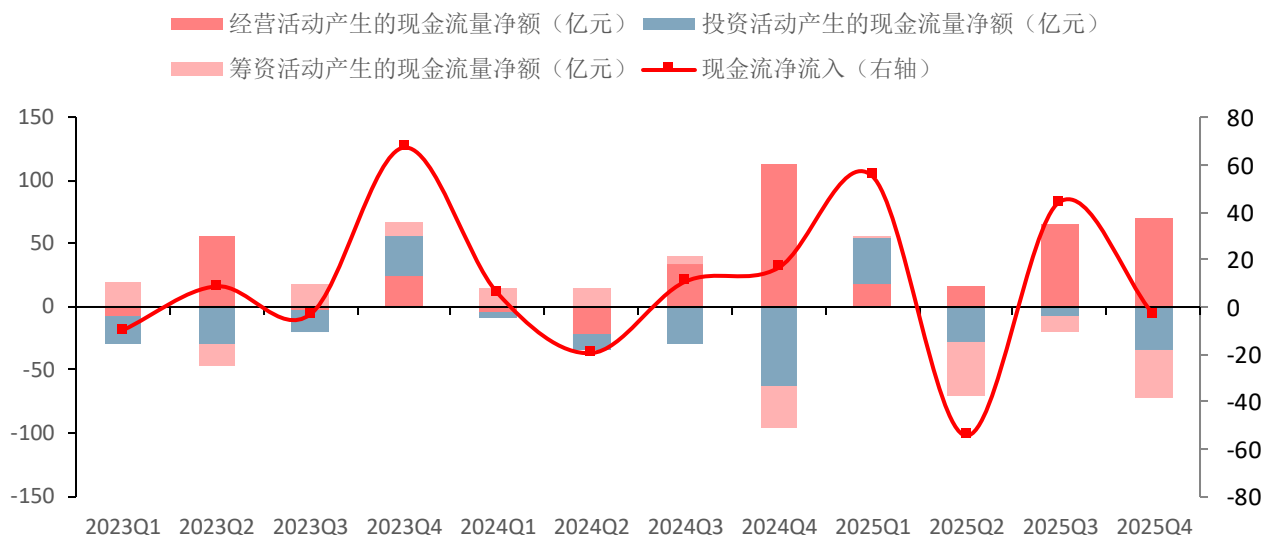
图表9： 2025Q4 期间费用率 12.9%，同比+5.2pct



数据来源：公司公告，中信建投

现金流：公司 2025 年经营性现金净流入 43.53 亿元，其中 25Q4 经营性现金流入-2.73 亿元。公司 2025 年经营性现金流量净额 169.18 亿元，同比+40.2%，其中 25Q4 经营性现金流量净额 70.04 亿元，同比-37.8%。

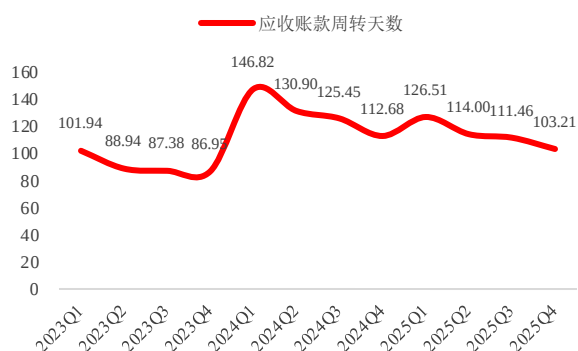
图表10： 25 年经营性现金净流入 43.53 亿元，其中 25Q4 经营性现金流入-2.73 亿元，收现比 93.8%，净现比 125%



资料来源：公司公告，中信建投

营运能力：公司 2025 年应收账款周转天数 103.2 天，同比-9.5 天；应付账款周转天数 107.4 天，同比-8.8 天。

图表11： 公司应收账款周转天数 103.2 天，同比-9.5 天



数据来源：Wind，中信建投

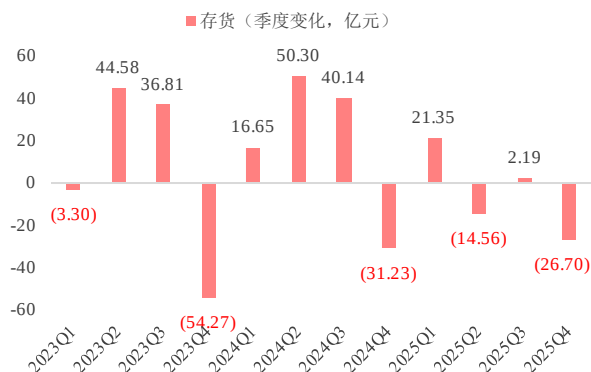
图表12： 公司应付账款周转天数 107.4 天，同比-8.8 天



数据来源：Wind，中信建投

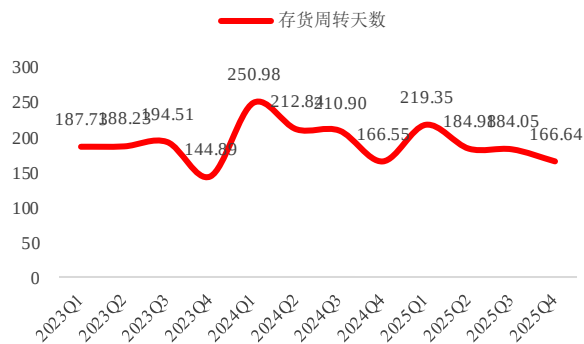
存货：公司 2025 年存货 272.55 亿元，较 2024 年减少 17.72 亿元；25Q4 存货周转天数 166.6 天，较 25Q3 环比下降 17.4 天。

图表13： 2025 年公司存货 272.55 亿元，较 2024 年减少 17.72 亿元



数据来源：Wind，中信建投

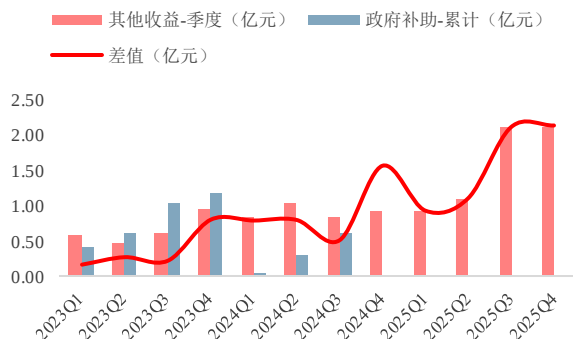
图表14： 2025Q4 存货周转天数 166.6 天，较 25Q3 环比下降 17.4 天



数据来源：Wind，中信建投

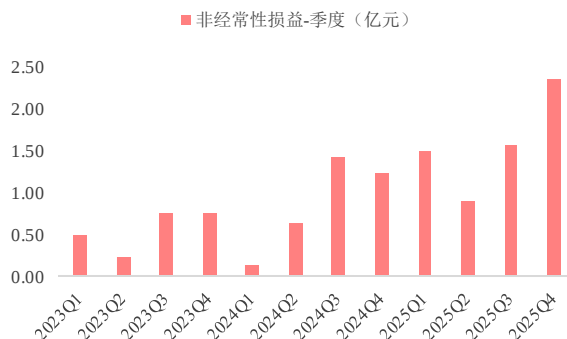
其他收益：公司 2025 年其他收益共 6.25 亿元，同比减少 2.59 亿元，其中公司 25Q4 其他收益为 2.14 亿元。公司 25 年非经常性损益 6.32 亿元，同比增加 2.89 亿元，其中 25Q4 非经常性损益 2.37 亿元。

图表15： 2025 年其他收益 6.25 亿元



数据来源：公司公告，中信建投

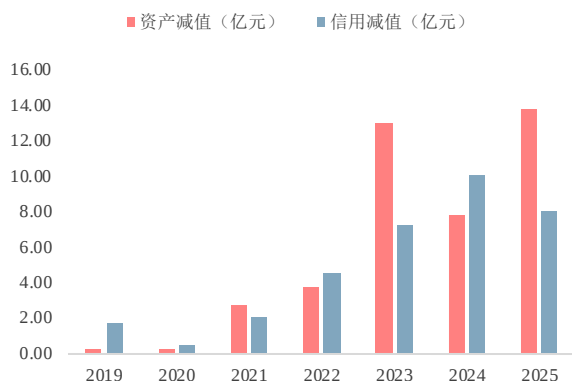
图表16： 2025 年非经常性损益 2.37 亿元



数据来源：公司公告，中信建投

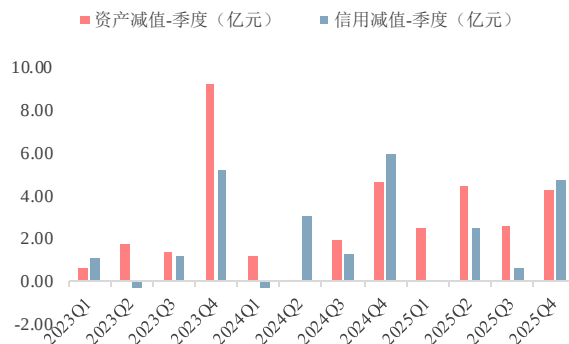
减值损失：公司 2025 年共计提资产减值损失 13.83 亿元，同比增加 6.05 亿元，其中 25Q4 计提资产减值损失 4.25 亿元，同比减少 0.41 亿元，环比增加 1.61 亿元。公司 2025 年共计提信用减值损失 8.02 亿元，同比减少 2.00 亿元，其中 25Q4 计提信用减值损失 4.79 亿元，同比减少 1.22 亿元，环比增加 0.36 亿元。

图表17： 2025 年计提资产/信用减值损失 13.83/8.02 亿元



数据来源：公司公告，中信建投

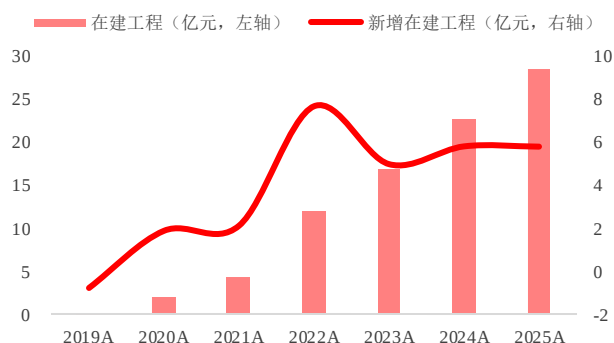
图表18： 2025Q4 计提资产/信用减值损失 4.25/4.79 亿元



数据来源：公司公告，中信建投

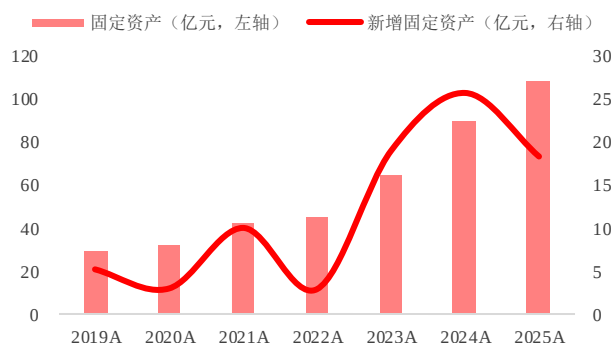
在建工程：公司 2025 年在建工程为 28.43 亿元，较 2024 年末新增在建工程 5.78 亿元。公司 2025 年固定资产为 108.31 亿元，较 2024 年末新增固定资产 18.29 亿元。

图表19： 在建工程 5.78 亿元



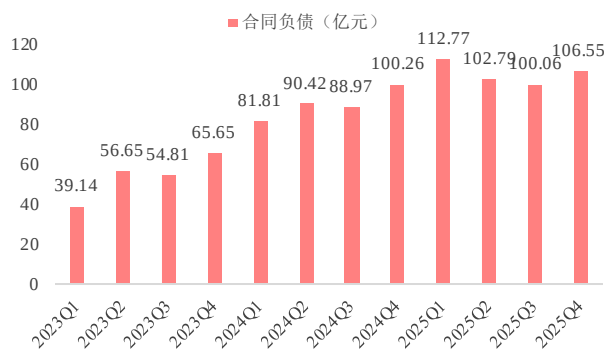
数据来源：公司公告，中信建投

图表20： 固定资产 108.31 亿元

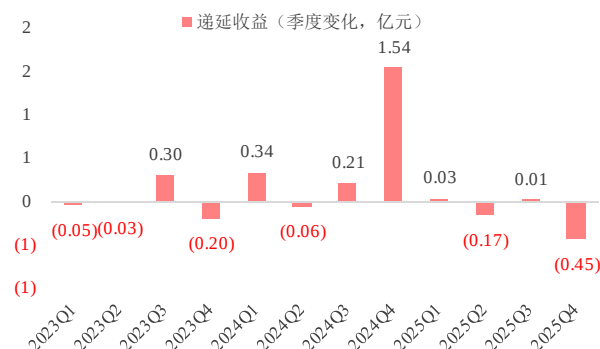


数据来源：公司公告，中信建投

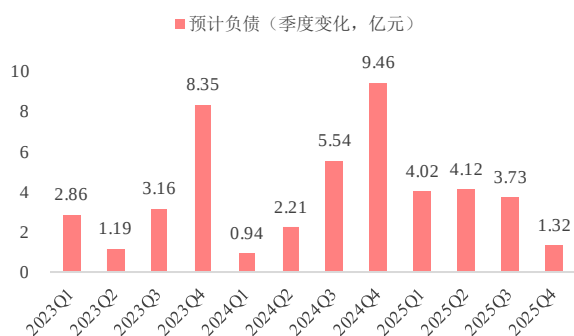
负债：公司 2025 年合同负债为 106.55 亿元，较 2024 年末新增合同负债 6.29 亿元。公司 2025 年递延收益为 3.14 亿元，较 2024 年末新增递延收益-0.58 亿元。公司 2025 年预计负债为 57.01 亿元，较 2024 年末新增预计负债 13.17 亿元。

图表21： 合同负债 106.55 亿元


数据来源：公司公告，中信建投

图表22： 递延收益 3.14 亿元


数据来源：公司公告，中信建投

图表23： 预计负债 57.01 亿元


资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

1) 需求方面：国内储能装机增速不及预期，新能源投资增速下降；海外储能需求不及预期，海外碳中和进度放缓。

2) 供给方面：IGBT 等电力电子器件供给紧张，国产化进度不及预期；铜、铝、钢等金属原材料价格和加工费用上涨。

3) 政策方面：储能相关扶持政策不及预期；容量电价补偿标准低于预期；电力现货市场推进进度不及预期；电力峰谷价差不及预期。

4) 国际形势方面：国际贸易壁垒加深，出口受阻；本地化生产要求提高，成本上升；国际冲突导致海运费用上涨、交期延长。

5) 市场方面：竞争加剧导致储能电池、集成商、PCS 厂商毛利率、盈利能力低于预期；公司市场竞争策略失误。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	95,148.60	95,428.43	124,415.4	157,162.2	193,883.3
现金	19,799.45	22,830.81	33,116.46	49,740.64	68,933.44
应收票据及应收账款	31,268.14	28,174.23	38,166.07	45,659.67	53,671.16
其他应收款	1,760.69	1,823.72	2,257.69	2,700.97	3,174.89
预付账款	410.83	1,340.44	1,003.94	1,201.05	1,411.79
存货	29,027.56	27,255.42	35,790.39	43,173.73	51,358.87
其他流动资产	12,881.94	14,003.81	14,080.90	14,686.13	15,333.19
非流动资产	19,925.17	23,250.97	20,546.40	17,744.66	14,956.91
长期投资	483.90	637.12	656.55	675.98	695.40
固定资产	9,349.42	11,256.42	9,324.71	7,318.78	5,238.63
无形资产	1,122.40	1,231.35	988.23	745.11	501.99
其他非流动资产	8,969.46	10,126.07	9,576.90	9,004.79	8,520.89
资产总计	115,073.7	118,679.3	144,961.8	174,906.8	208,840.2
流动负债	60,297.88	57,227.60	70,827.50	85,242.64	101,128.1
短期借款	4,213.71	2,422.45	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	36,757.16	36,635.83	46,884.24	56,556.17	67,278.44
其他流动负债	19,327.01	18,169.32	23,943.26	28,686.47	33,849.75
非流动负债	14,577.15	11,679.92	10,249.61	8,947.69	7,802.13
长期借款	5,178.37	3,438.30	2,007.99	706.07	-439.50
其他非流动负债	9,398.78	8,241.62	8,241.62	8,241.62	8,241.62
负债合计	74,875.02	68,907.52	81,077.11	94,190.33	108,930.3
少数股东权益	3,293.68	3,160.99	3,239.35	3,332.81	3,439.38
股本	2,073.21	2,073.21	2,073.21	2,073.21	2,073.21
资本公积	7,012.76	7,264.50	7,264.50	7,264.50	7,264.50
留存收益	27,819.09	37,273.16	51,307.66	68,046.01	87,132.85
归属母公司股东权益	36,905.06	46,610.88	60,645.37	77,383.72	96,470.56
负债和股东权益	115,073.7	118,679.3	144,961.8	174,906.8	208,840.2

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12,169.68	17,009.21	15,527.76	19,449.85	22,001.03
净利润	11,264.23	13,532.85	15,672.25	18,691.62	21,314.17
折旧摊销	966.71	1,303.48	2,746.93	2,821.16	2,807.17
财务费用	290.41	39.55	86.85	-79.18	-201.22
投资损失	-419.57	-671.48	-395.87	-395.87	-395.87
营运资金变动	-1,434.19	-144.00	-2,679.03	-1,707.44	-1,642.79
其他经营现金流	1,502.10	2,948.81	96.63	119.56	119.56
投资活动现金流	-	-3,270.57	256.88	256.88	256.88
资本支出	-3,631.33	4,165.17	0.00	0.00	0.00
长期投资	-8,466.63	-859.24	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	1,244.89	-6,576.51	256.88	256.88	256.88
筹资活动现金流	258.80	-9,294.15	-5,498.99	-3,082.55	-3,065.11
短期借款	1,420.69	-1,791.26	-2,422.45	0.00	0.00
长期借款	674.84	-1,740.07	-1,430.31	-1,301.92	-1,145.57
其他筹资现金流	-1,836.73	-5,762.82	-1,646.24	-1,780.63	-1,919.54
现金净增加额	1,551.56	4,372.16	10,285.65	16,624.18	19,192.80

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	77,856.97	89,184.36	108,260.0	129,516.0	152,241.0
营业成本	54,544.61	60,795.46	76,332.90	92,079.92	109,537.0
营业税金及附加	403.07	508.77	573.78	673.48	780.10
销售费用	3,760.60	4,831.82	5,802.74	6,475.80	7,307.57
管理费用	1,200.83	1,714.66	1,959.51	2,331.29	2,725.11
研发费用	3,163.52	4,174.97	4,979.96	5,828.22	6,698.60
财务费用	290.41	39.55	86.85	-79.18	-201.22
资产减值损失	-777.80	-1,382.68	-800.00	-1,000.00	-1,100.00
信用减值损失	-1,002.25	-801.85	-80.00	-10.00	-12.00
其他收益	365.56	624.89	418.87	418.87	418.87
公允价值变动收益	64.32	62.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	419.57	671.48	395.87	395.87	395.87
资产处置收益	0.87	2.23	-0.51	-0.51	-0.51
营业利润	13,564.21	16,295.23	18,458.49	22,010.70	25,096.05
营业外收入	23.93	21.00	23.37	23.37	23.37
营业外支出	43.86	56.26	43.92	43.92	43.92
利润总额	13,544.29	16,259.97	18,437.94	21,990.14	25,075.50
所得税	2,280.06	2,727.11	2,765.69	3,298.52	3,761.32
净利润	11,264.23	13,532.85	15,672.25	18,691.62	21,314.17
少数股东损益	227.95	71.57	78.36	93.46	106.57
归属母公司净利润	11,036.28	13,461.28	15,593.88	18,598.16	21,207.60
EBITDA	14,801.40	17,603.00	21,271.72	24,732.11	27,681.46
EPS (元)	5.32	6.49	7.52	8.97	10.23

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	7.76	14.55	21.39	19.63	17.55
营业利润(%)	18.29	20.13	13.28	19.24	14.02
归属于母公司净利润	16.92	21.97	15.84	19.27	14.03
获利能力					
毛利率(%)	29.94	31.83	29.49	28.90	28.05
销售净利率(%)	14.18	15.09	14.40	14.36	13.93
ROE(%)	29.90	28.88	25.71	24.03	21.98
ROIC(%)	48.00	49.38	52.86	58.80	64.64
偿债能力					
资产负债率(%)	65.07	58.06	55.93	53.85	52.16
净负债比率(%)	-25.89	-34.10	-48.69	-60.75	-69.44
流动比率	1.58	1.67	1.76	1.84	1.92
速动比率	1.04	1.12	1.19	1.28	1.35
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.75	0.75	0.74	0.73
应收账款周转率	2.56	3.31	2.93	2.93	2.93
应付账款周转率	2.60	2.88	2.88	2.88	2.88
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	5.32	6.49	7.52	8.97	10.23
每股经营现金流(最新)	5.87	8.20	7.49	9.38	10.61
每股净资产(最新摊薄)	17.80	22.48	29.25	37.33	46.53
估值比率					
P/E	26.20	21.48	18.54	15.55	13.63
P/B	7.83	6.20	4.77	3.74	3.00
EV/EBITDA	9.63	19.19	12.23	9.89	8.18

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

雷云泽

中信建投证券电力设备及新能源研究员，清华大学大学电气工程硕士，研究方向为储能、电力设备。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。



评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk