下载日志已记录，仅供内部参考

技术优势助公司持续蜕变，AI 发展带来成长新曲线

姓名	电话	邮箱	登记编号
徐强(分析师)	010-83939805	xuqiang@gtht.com	S0880517040002
庞钧文(分析师)	021-38674703	pangjunwen@gtht.com	S0880517120001
吴志鹏(分析师)	021-23215736	wuzhipeng@gtht.com	S0880525070004

本报告导读：

公司存量业务企稳向好，AIDC 带来成长新机遇。

投资要点：

- **调整盈利预期，维持“增持”评级：**考虑到上游原材料的价格波动，我们下调公司 2026-2027 年盈利预期，并新增 2028 年盈利预期，我们预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 135.72/181.58/239.87 亿元，EPS 分别为 6.55/8.76/11.57 元。公司是全球光伏逆变器和储能龙头，产品竞争力处于行业领先地位，AIDC 发展带来新的成长曲线，业绩持续成长可期，参考可比公司，给予公司 2027 年 23xPE，目标价为 201.44 元，给予“增持”评级。
- **技术优势助力公司持续蜕变。**公司主营业务结构经历了三次蜕变。（1）2008-2012 年光伏逆变器为核心支柱；（2）2013-2019 年电站开发业务快速成长；（3）2020-2025 年储能进入爆发期，盈利质量持续优化。高研发投入是公司保持前瞻性与领先性的核心驱动力，2025 年研发费用 41.7 亿元，技术人才队伍增长至 7625 人，研发团队规模持续扩充，是公司能够持续引领行业、把握新能源产业发展机遇的核心竞争力所在。
- **储能业务持续增长可期。**公司的储能出货保持较快增速，海外市场是核心驱动力，出货量从 2022 年的 6.3GWh 提升至 2025 年的 43GWh。市场此前担忧公司毛利率，我们认为储能业务毛利率有望企稳回升，长期看毛利率的中枢将保持较高水平，考虑到今年原材料价格波动较大，并且新技术的应用也将对成本造成一定影响，我们预测公司储能业务的毛利率中枢可以维持在 23-27%之间，毛利率虽然较前期的高点有所回调但依然保持较高水平。
- **AIDC 带来新的成长机遇。**AIDC 储能需求爆发，预计 2030 年全球 AI 储能市场规模达 150 亿美元，具备较高增量弹性，我们预计 27-28 年相关产品有望取得大规模应用。AIDC 电源也值得期待，全球 AIDC 电源市场规模将从 2024 年的 49 亿美元提升到 2030 年的 262 亿美元，公司逆变器和 SST 技术同源，有望取得领先，公司总体计划在 2026 年底前推出第一代产品，2027 年实现批量产出，同时也在紧密开发二次电源和三次电源。
- **风险提示：**政策风险；竞争加剧；行业需求下滑；技术进步不及预期；产品的开发和应用进展不及预期。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	77,857	89,184	105,072	124,853	150,290
(+/-)%	7.8%	14.5%	17.8%	18.8%	20.4%
净利润(归母)	11,036	13,461	13,572	18,158	23,987
(+/-)%	16.9%	22.0%	0.8%	33.8%	32.1%
每股净收益(元)	5.32	6.49	6.55	8.76	11.57
净资产收益率(%)	29.9%	28.9%	24.1%	26.0%	27.3%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	23.70	19.43	19.27	14.40	10.90

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

阳光电源(300274)

资本货物/工业

评级： 增持

目标价格(元)： 201.44

当前价格(元):	126.16

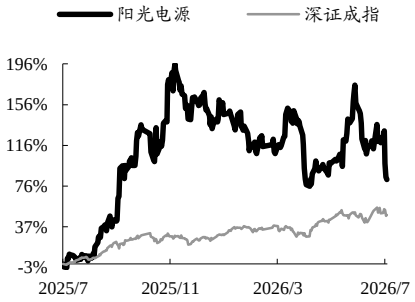
交易数据

52 周内股价区间(元)	67.40-205.40
总市值(百万元)	261,556
总股本/流通 A 股(百万股)	2,073/1,588
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	48,661
每股净资产(元)	23.47
市净率(现价)	5.4
净负债率	-52.14%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-26%	3%	83%
相对指数	-25%	-14%	35%

相关报告

储能表现持续亮眼，AIDC 相关业务值得期待 2026.02.27

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	19,799	22,831	26,617	39,347	55,405
交易性金融资产	10,165	10,998	10,998	10,998	10,998
应收账款及票据	28,486	24,733	37,518	43,848	52,157
存货	29,028	27,255	38,804	44,194	51,738
其他流动资产	7,671	9,611	9,591	10,713	12,198
流动资产合计	**95,149**	**95,428**	**123,529**	**149,100**	**182,496**
长期投资	484	637	637	637	637
固定资产	9,002	10,831	12,724	14,143	15,049
在建工程	2,265	2,843	2,454	2,202	2,143
无形资产及商誉	1,419	1,528	1,631	1,723	1,806
其他非流动资产	6,755	7,412	7,260	7,166	7,072
非流动资产合计	**19,925**	**23,251**	**24,706**	**25,871**	**26,707**
总资产	**115,074**	**118,679**	**148,235**	**174,971**	**209,203**
短期借款	4,214	2,422	1,922	2,122	2,122
应付账款及票据	36,757	36,636	51,027	59,443	70,268
一年内到期的非流动负债	1,925	505	1,379	1,379	1,379
其他流动负债	17,402	17,664	22,925	26,759	31,689
流动负债合计	**60,298**	**57,228**	**77,254**	**89,703**	**105,459**
长期借款	4,863	3,065	3,365	3,665	3,665
应付债券	0	0	0	0	0
租赁负债	315	373	373	373	373
其他非流动负债	9,399	8,242	7,543	7,543	7,543
非流动负债合计	**14,577**	**11,680**	**11,281**	**11,581**	**11,581**
总负债	**74,875**	**68,908**	**88,535**	**101,284**	**117,040**
实收资本(或股本)	2,073	2,073	2,073	2,073	2,073
其他归母股东权益	34,832	44,538	54,186	67,797	85,778
归属母公司股东权益	**36,905**	**46,611**	**56,259**	**69,870**	**87,851**
少数股东权益	3,294	3,161	3,441	3,816	4,312
股东权益合计	**40,199**	**49,772**	**59,701**	**73,687**	**92,163**
总负债及总权益	**115,074**	**118,679**	**148,235**	**174,971**	**209,203**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12,068	16,918	10,511	19,539	24,654
投资活动现金流	-10,853	-3,271	-2,661	-2,645	-2,466
筹资活动现金流	259	-9,294	-3,846	-4,165	-6,129
汇率变动影响及其他	-24	-72	-218	0	0
现金净增加额	1,450	4,281	3,786	12,730	16,058
折旧与摊销	865	1,212	1,987	2,335	2,664
营运资本变动	-925	617	-7,195	-2,882	-3,705
资本性支出	-2,785	-2,986	-3,519	-3,519	-3,518

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**77,857**	**89,184**	**105,072**	**124,853**	**150,290**
营业成本	54,545	60,795	75,720	88,208	104,272
税金及附加	403	509	544	646	778
销售费用	3,761	4,832	4,938	5,868	7,064
管理费用	1,201	1,715	1,786	2,123	2,555
研发费用	3,164	4,175	4,623	5,494	6,613
EBIT	**13,454**	**15,764**	**16,379**	**21,953**	**28,971**
其他收益	366	625	736	874	1,052
公允价值变动收益	64	62	0	0	0
投资收益	420	671	736	874	1,052
财务费用	290	40	-277	-331	-467
减值损失	-1,780	-2,185	-2,533	-2,291	-2,123
资产处置损益	1	2	1	1	2
营业利润	**13,564**	**16,295**	**16,676**	**22,304**	**29,458**
营业外收支	-20	-35	-20	-20	-20
所得税	2,280	2,727	2,804	3,751	4,956
净利润	**11,264**	**13,533**	**13,852**	**18,533**	**24,482**
少数股东损益	228	72	280	375	495
归属母公司净利润	11,036	13,461	13,572	18,158	23,987

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	29.9%	28.9%	24.1%	26.0%	27.3%
ROA(%)	11.4%	11.6%	10.4%	11.5%	12.7%
ROIC(%)	21.7%	23.4%	20.4%	22.5%	24.2%
销售毛利率(%)	29.9%	31.8%	27.9%	29.4%	30.6%
EBIT Margin(%)	17.3%	17.7%	15.6%	17.6%	19.3%
销售净利率(%)	14.5%	15.2%	13.2%	14.8%	16.3%
资产负债率(%)	65.1%	58.1%	59.7%	57.9%	55.9%
存货周转率(次)	2.2	2.2	2.3	2.1	2.2
应收账款周转率(次)	3.2	3.5	3.5	3.2	3.2
总资产周转周转率(次)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
净利润现金含量	1.1	1.3	0.8	1.1	1.0
资本支出/收入	3.6%	3.3%	3.3%	2.8%	2.3%
EV/EBITDA	10.10	19.92	13.18	9.46	6.75
P/E(现价&最新股本摊薄)	23.70	19.43	19.27	14.40	10.90
P/B(现价)	7.09	5.61	4.65	3.74	2.98
P/S(现价)	3.36	2.93	2.49	2.09	1.74
EPS-最新股本摊薄(元)	5.32	6.49	6.55	8.76	11.57
DPS-最新股本摊薄(元)	1.07	1.63	1.64	2.19	2.90
股息率(现价,%)	0.8%	1.3%	1.3%	1.7%	2.3%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

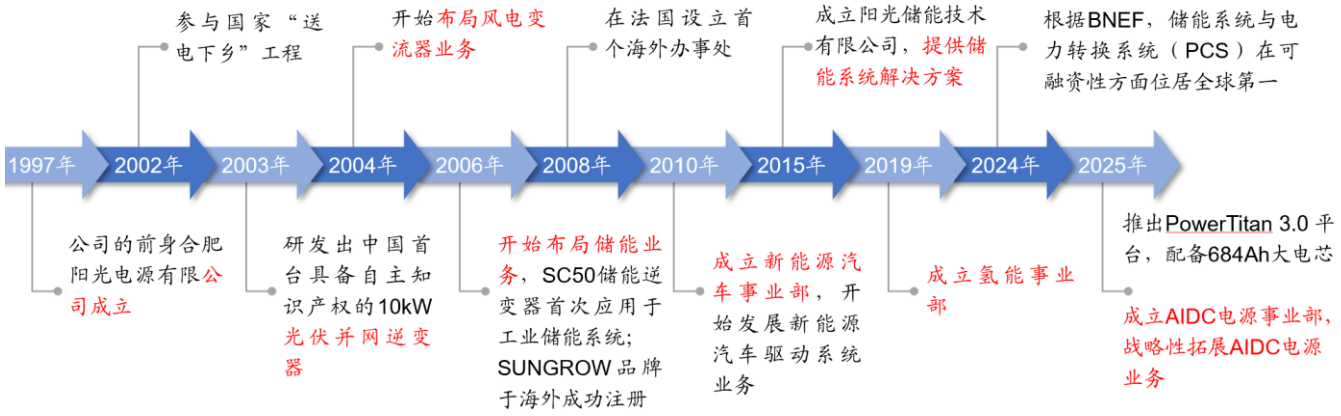
1. 技术优势助力公司持续蜕变 4
2. 储能业务持续增长可期 7
2.1. 行业和公司成长性较高 7
2.2. 长期盈利中枢处于较高水平 11
3. AIDC 带来新的成长契机 14
3.1. AIDC 储能将迎来爆发 14
3.2. AIDC 电源长期前景广阔 18
4. 盈利预测与估值 20
5. 风险提示 23

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 技术优势助力公司持续蜕变

阳光电源 1997 年成立，深耕新能源电力转换领域，一步步完成多赛道战略布局，成长为全球新能源装备龙头企业。2002 年，公司参与国家“送电下乡”工程，正式踏入电力新能源赛道；2003 年实现技术突破，研发出国内首台拥有自主知识产权的 10kW 光伏并网逆变器。2004 年，业务版图延伸至风电领域，布局风电变流器；2006 年前瞻切入储能赛道，SC50 储能逆变器落地工业储能场景，同时完成 SUNGROW 海外品牌注册，开启全球化布局之路。2008 年公司在法国设立首个海外办事处，打通海外市场服务渠道；2010 年拓展新能源汽车赛道，成立新能源汽车事业部，布局电驱动系统业务；2015 年整合储能板块，成立阳光储能技术有限公司，一站式输出储能系统解决方案；2019 年加码清洁能源新赛道布局，设立氢能事业部，完善新能源全品类布局。近年来公司持续巩固全球行业领先地位，2024 年据 BNEF 数据，公司储能系统及电力转换系统（PCS）可融资性排名全球第一；2025 年再度拓展全新增长曲线，成立 AIDC 电源事业部，战略布局数据中心电源业务，实现光伏、风电、储能、新能源车、氢能、算力电源多产业协同发展。

图1：公司的发展历程



资料来源：公司招股书，公司官网，国泰海通证券研究

公司当前已搭建 "光、风、储、电、氢" 五大赛道，为推动全球能源转型与低碳发展提供坚实保障。核心业务涵盖四大板块：电力电子转换设备为基石，包含光伏逆变器、风电变流及传动产品、电控电源系统及充电设备，是全球清洁能源体系的核心支撑；储能系统覆盖大型储能、工商业储能与户用储能全场景；新能源投资开发布局地面电站、工商业电站、户用电站、风电场及储能电站；创新业务前瞻性布局氢能与 AIDC 电源等前沿赛道。

图2：公司的业务布局

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司招股说明书

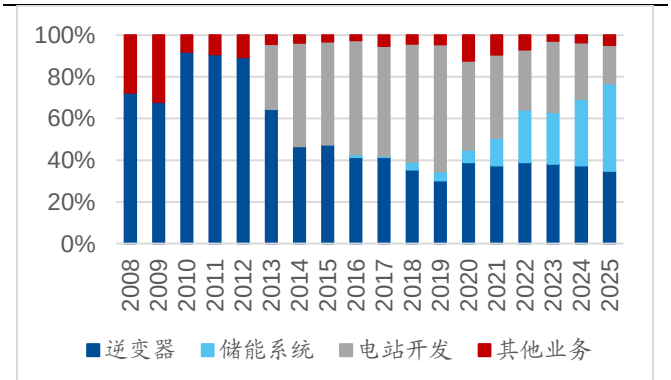
从各项业务的业绩贡献分析，公司过往的发展可分为 3 个阶段。

（1）2008-2012 年，光伏逆变器为核心支柱：2008 年光伏逆变器收入 0.73 亿元，占总营收的 72.6%，占总毛利的 71.6%，毛利率 47.3%，到 2012 年收入增长至 9.68 亿元，占总营收的 89.3%，占总毛利的 90.7%，毛利率回落至 33.7%也依然处于较高水平。尽管行业规模效应和国产替代导致逆变器毛利率在 2012 年开始回落，但是后续通过降本增效回升稳定的中枢，逆变器收入与毛利占比持续提升。

（2）2013-2019 年，电站开发业务快速成长：2013 年实现收入 6.61 亿元，占总营收的 31.2%，占总毛利的 13.3%，毛利率 10.2%相对逆变器业务更低，到 2019 年收入升至 79.39 亿元，占总营收的 58.3%；占总毛利的 40.0%，毛利率 15.9%。电站开发业务成为第一大收入来源，但由于毛利率较低，毛利贡献与逆变器基本持平。

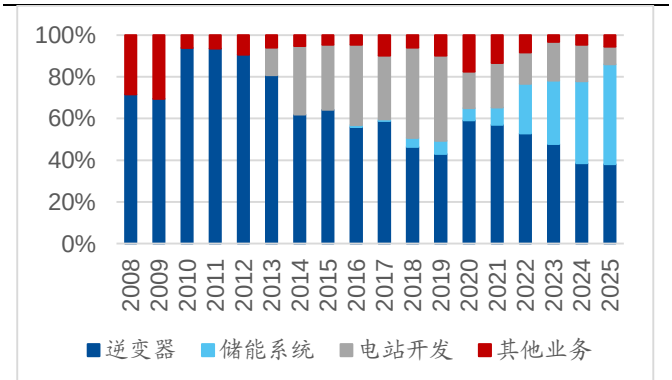
（3）2020-2025 年，储能进入爆发期，盈利质量持续优化：2020 年储能收入 11.69 亿元，占总营收的 6.3%；毛利 2.57 亿元，占总毛利的 5.3%，毛利率 22.0%。到 2025 年收入升至 372.87 亿元，占总营收的 41.8%；毛利 136.04 亿元，占总毛利的 47.9%，毛利率 36.5%。储能业务跃升为第一大收入和毛利贡献来源，且毛利率持续提升至 36%以上，盈利效率显著高于收入占比。

图3：公司的营业收入占比



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图4：公司的毛利占比



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

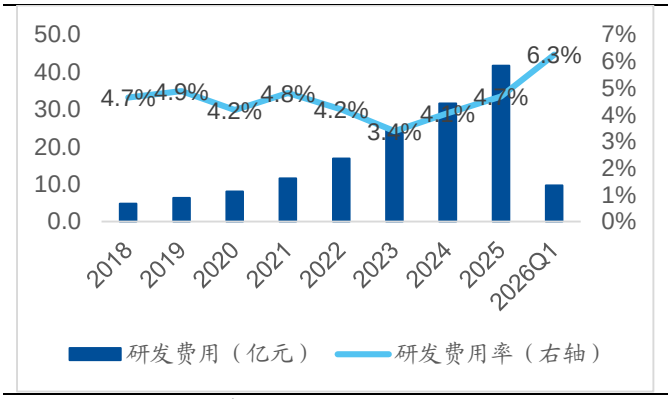
高研发投入是公司保持前瞻性与领先性的核心驱动力。公司研发投入呈现持续快速增长态势，研发费用从 2018 年的 4.8 亿元攀升至 2025 年的 41.7

下载日志已记录，仅供内部参考

亿元，7 年间增长近 7.7 倍，年均复合增速约 36%，其中 2021-2023 年连续三年保持 40%以上的高速增长，彰显公司对技术创新的高度重视。研发费用率从 2023 年的 3.4%持续提升至 2026Q1 的 6.3%，在营收规模持续扩大的背景下仍保持高强度研发投入。

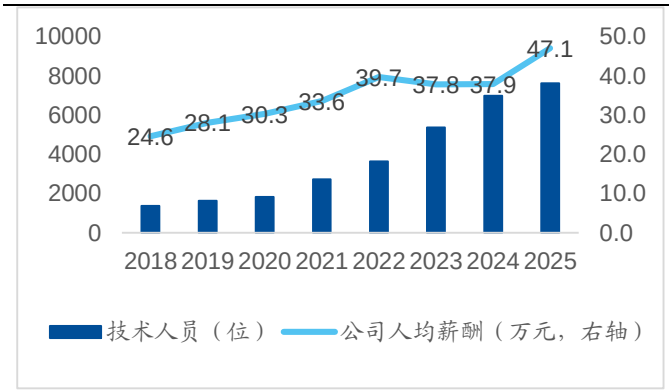
技术人才队伍不断壮大，从 2018 年的 1367 人增长至 2025 年的 7625 人，研发团队规模持续扩充。公司持续优化人才激励机制，人均薪酬从 2018 年的 24.6 万元提升至 2025 年的 47.1 万元，有效吸引和留住高端技术人才。持续的高研发投入与人才队伍建设，为公司在光伏逆变器、储能系统、氢能、AIDC 电源等多赛道的技术迭代与产品创新提供了坚实支撑，是公司能够持续引领行业、把握新能源产业发展机遇的核心竞争力所在。

图5：公司研发费用情况



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图6：公司技术人员投入和人均薪酬



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

全球化布局助力公司持续拓展海外市场份额，更能贴近客户提供快速、专业的本地化服务，夯实公司作为全球新能源装备龙头的国际地位。公司在全球设立 3 大制造基地，建立了成熟、完善的研发体系，已在合肥、上海、南京、深圳、德国、荷兰设立 6 大研发中心，并建立了由中央研究院及各事业部研发团队构成的研发构架，为公司打造具有全球竞争力的新能源产品及服务提供领先的技术支持，形成 "研发+制造"的完善的全球供应链体系，能够快速响应不同区域的市场需求。市场端，公司设立超 20 家海外分支机构，划分了 5 大服务区域，产品销往全球 100 多个国家和地区，足迹遍及北美、欧洲、亚太、中东、南美、非洲及大洋洲等核心市场。

图7：公司的全球服务网络



资料来源：公司官网

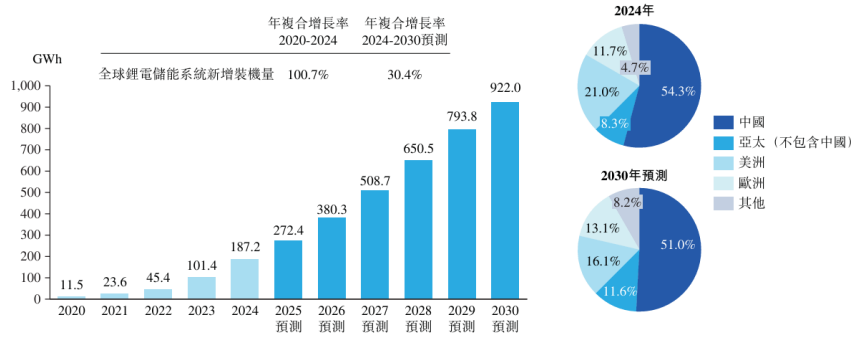
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 储能业务持续增长可期

2.1. 行业和公司成长性较高

全球储能市场整体处于高速增长中。根据公司招股书，全球锂电储能市场近年来呈现爆发式增长态势，新增装机规模从 2020 年的 11.5GWh 快速攀升至 2024 年的 187.2GWh，年均复合增长率高达 100.7%。强劲增长背后是全球多国储能扶持政策的持续加码、光储一体化模式经济性的不断凸显、社会电气化进程的稳步推进，以及储能技术迭代升级的共同推动。展望中长期发展，全球储能市场增长动力依然充足，预计到 2030 年锂电储能系统新增装机量将达到 922.0GWh，2024 至 2030 年间年均复合增速约为 30.4%。尤其值得关注的是新兴市场的增长潜力，拉丁美洲受益于智利、巴西、墨西哥等国能源转型规划与配套政策落地，预计 2030 年新增装机将突破 25GWh，年均复合增速达 38.8%；非洲市场则凭借微电网等应用场景的快速普及，有望在 2030 年实现新增装机超 20GWh，以 46.8%的年均复合增速成为全球增长最快的区域之一。

图8：全球锂电储能系统新增装机量（GWh）

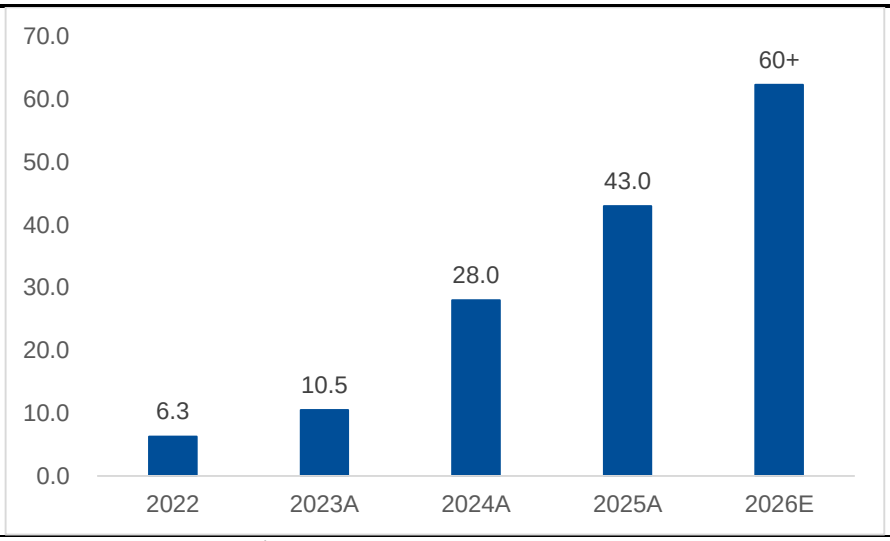


资料来源：IEA，CNESA，弗若斯特沙利文，公司招股说明书

公司的储能出货保持较快增速，海外市场是核心驱动力。储能业务出货量呈现爆发式增长态势，近四年实现跨越式发展。2022 年储能出货量为 6.3GWh，2023 年增长至 10.5GWh，同比增长 66.7%；2024 年迎来加速增长，出货量大幅攀升至 28.0GWh，同比增速高达 166.7%；2025 年继续保持强劲势头，出货量达到 43.0GWh，同比增长 53.6%；展望 2026 年，我们预计出货量将突破 60GWh，持续保持高速增长。根据 wind 投资者调研纪要，25Q4，储能整体发货约 14GWh，其中国内约 2GWh，其余都是海外。公司战略是集中资源服务优质客户，2026 年会继续坚持这个战略。26Q1 储能业务毛利率环比提升主要与项目确认收入的区域结构优化有关，例如欧洲等高毛利区域占比提升。

图9：公司储能系统的出货量（GWh）

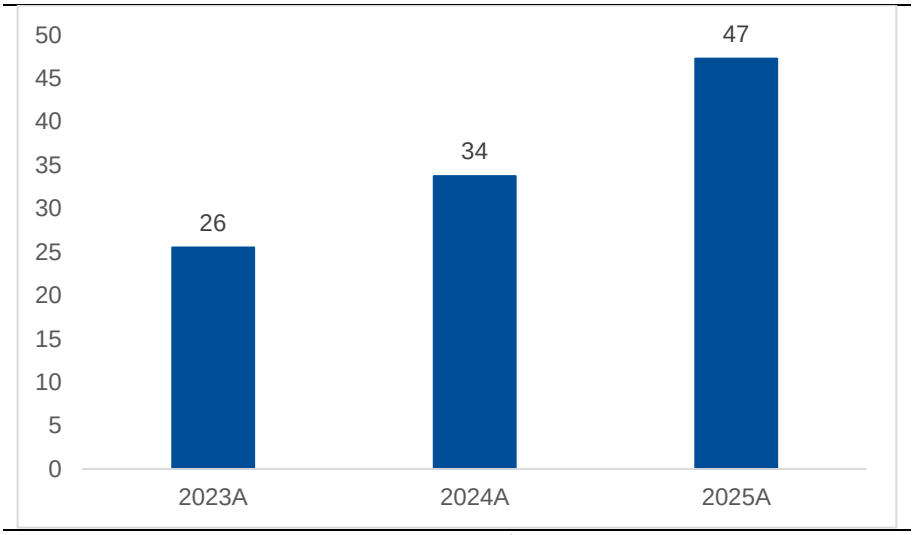
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：公司年报，国泰海通证券研究

美国大储装机处于持续抢装阶段。根据 WoodMackenzie，2025 年美国新增大储装机 47GWh，同比增长 40%。根据 EIA 预计，2026 年新增项目高度集中在三个州，德克萨斯州约 12.9GW，占比 53%；加利福尼亚州约 3.4GW，占比 14%；亚利桑那州约 3.2GW，占比 13%，三州合计约占 2026 年计划新增容量的 80%。2026 年开始如果本土制造成分不达标，在税收抵免（48E）和制造补贴（45X）将受到歧视，因此 2025-2026 年美国储能市场提前备货抢装现象将比较突出。

图10：北美大储的新增装机（GWh）



资料来源：WoodMackenzie，新财富公众号，国泰海通证券研究

国内储能公司通过合规电芯可参与美国产品供应。2026 年 2 月 12 日，美国财政部和国税局 IRS 发布了 Notice2026-15，这是针对《大美丽法案》中“受限制外国实体”（PFE）条款的首份关键指南。新指南引入 MACR 计算公式，用于判定一个项目或组件是否包含过多的“PFE 成分”。新政下合规的电芯来源是关键，基本上只要保证电芯的来源符合 PFE 规定，厂商依然可以在美国市场进行产品供应。

表1：PFE 中关于 MACR 中各环节的权重占比

下载日志已记录，仅供内部参考

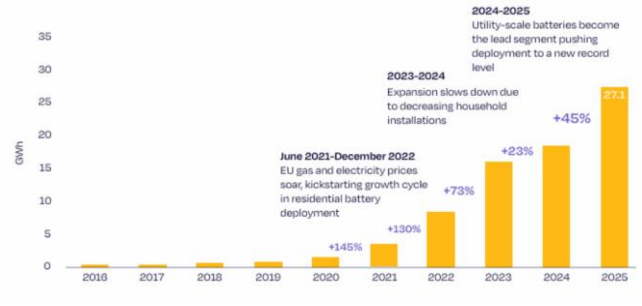
APC	MPC	Grid-scale BESS	Distributed BESS
Battery Pack/ Module	Cells	52.0	26.9
	Packaging	5.6	13.4
	Production	**8.0**[13]	**2.9**[13]
Inverter/ Converter	Printed Circuit Board Assemblies	1.4	5.4
	Thermal Management System for Inverter	0.4	-
	Electrical Parts	0.5	-
	Enclosure & Skids	0.4	1.0
	Production	**1.9**[13]	**4.3**[13]
Battery Container/ Housing	Enclosure	14.8	22.8
	Battery Management System	7.4	10.1
	Thermal Management System for Battery Container/Housing	5.6	10.1
	Production	**2.0**[13]	**3.1**[13]
Steel or iron reinforcing products in foundation	-	Steel/Iron Product	-
Total	-	**100**	**100**

资料来源：IRS

欧洲储能市场开始爆发。根据欧洲光伏协会 SPE，2025 年欧洲新增电池储能系统 27.1GWh，同比增长 45%，大储新增装机达 14.9GWh，占储能总装机的 55%，是 2024-2025 年市场增长的绝对主力。德国作为欧洲最大的储能市场，2025 年大储项目迎来集中并网期，以 6.6GWh 的新增装机位居各国首位。市场格局方面，2025 年欧洲储能装机呈现一定集中度，前五大市场合计占比约 63%，依次为德国 6.6GWh、意大利 4.9GWh、保加利亚 2.5GWh、荷兰 1.7GWh 和西班牙 1.4GWh。

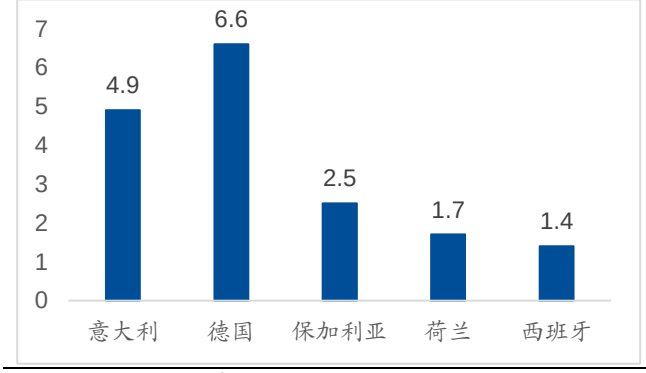
展望未来，欧洲储能市场将从头部国家主导逐步转向多点开花的发展格局，市场版图持续向西班牙、希腊等国家拓展。值得关注的是，乌克兰等国有望在 2026 年成为欧洲储能市场的新亮点，在大储及微网光储项目的强劲需求带动下，成为区域市场增长的新兴力量。

图11：欧洲大储新增装机（GWh）



资料来源：SPE

图12：25 年欧洲储能新增装机的分布（GWh）



资料来源：SPE，国泰海通证券研究

26 年阳光电源在欧洲的订单签约规模显著。2026 年，公司在欧洲多国陆续

下载日志已记录，仅供内部参考

签订多个核心储能与光伏项目。1 月与挪威能源企业达成 4.12GWh 储能系统战略合作协议，为全年欧洲市场拓展奠定坚实基础。3 月先后与瑞士能源开发商签署 1GWh 框架协议、与罗马尼亚 Enevo 集团续签 1GWh 供货合同。二季度以来，阳光电源在欧洲市场的布局全面加速。5 月，与西班牙运营商 Sonnedix 签署 0.64GWh 储能系统供应协议，覆盖西班牙多个新建光伏电站项目；6 月，公司签约节奏进一步加快，与保加利亚和意大利分别签订 0.96、0.26GWh 战略合作订单，同时也与 Nuveen 达成 1.32GWh 框架协议，为该机构欧洲可再生能源项目集群供货。

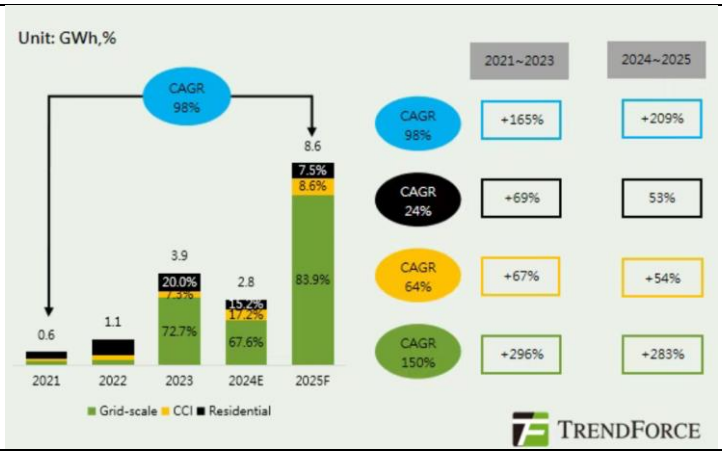
表2：2026 年公司在欧洲签订合作协议

签约时间	规模（GWh）	目标地区	订单详情
1 月	4.12	挪威	挪威 4GWh 战略合作领衔，覆盖欧洲多国。
3 月	1	瑞士	与瑞士 Delta Capacity 签署框架协议
3 月	1	罗马尼亚	与 Enevo 签订供货协议
5 月	0.64	西班牙	与西班牙运营商 Sonnedix 签署合作协议
6 月	0.96	保加利亚	与 sunotec 打造的 150MW/600MWh 储能项目正式投运。
6 月	0.26	意大利	与 ENGIE Italia 签署战略协议，将为意大利比萨省法乌利亚地区提供电池储能系统。
6 月	1.32	欧洲	与 Nuveen 达成的框架协议，为该机构欧洲可再生能源项目集群供货。

资料来源：鑫椤储能，储能之音，储能产业网，国泰海通证券研究

中东非地区正迎来高速发展期，成为重要增长极。沙特阿拉伯计划到 2030 年实现 130GW 可再生能源装机，可再生能源发电占比达到 50%；阿联酋计划到 2030 年将可再生能源装机容量增加两倍以上，使清洁能源在总能源结构中的份额提高到 30%。两国共同推动中东地区清洁能源转型加速。随着当地光伏装机规模快速上量，储能配套需求随之爆发，2024 年成为中东非地区储能发展元年，全年新增装机规模约 2.8GWh，以大型储能项目为主导。2025 年，中东非储能市场将迎来跨越式增长，预计储能装机规模将达到 8.6GWh，大储在整体储能装机中的占比进一步提升至 84%成为市场绝对主力。

图13：中东非储能的新增装机（GWh）

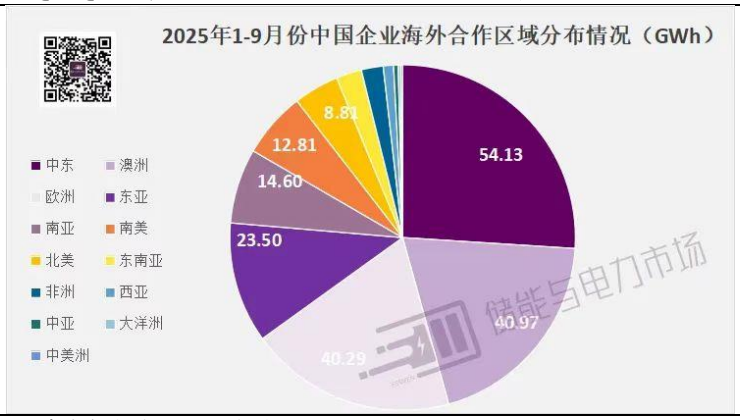


资料来源：TrendForce

国内企业在中东市场占据主导。根据储能与电力市场公众号统计，受益于规模优势和贸易政策，25 年前三季度，中国企业以 54.13GWh 的签约量（占全球海外订单 26%）领跑。宁德时代、比亚迪、阳光电源等中企接连斩获超级订单，包括比亚迪 2.6 GWh、阳光电源 7.8 GWh 等项目。

下载日志已记录，仅供内部参考

图14：25Q1-Q3，中东市场成为国内企业主要合作区域



资料来源：储能与电力市场公众号

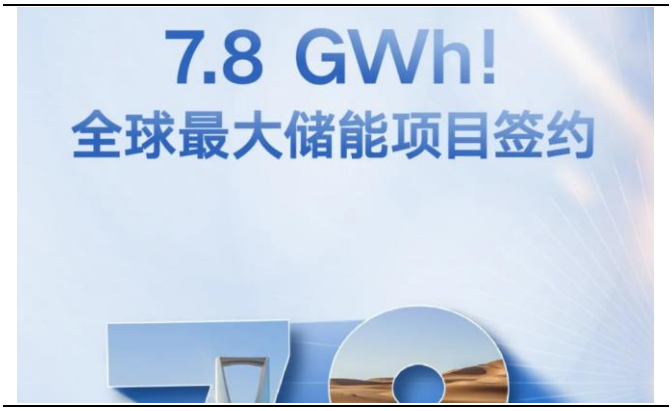
公司在中东市场捷报频传。继沙特 7.8GWh 全球最大储能项目落地后，2026 年阳光电源又拿下阿联酋 7.5GWh 超级大单，公司携手国际可再生能源公司 Masdar 为其 RTC1Plant（North）项目供应 7.5GWh PowerTitan 3.0 液冷储能系统及 2.6GW 逆变器。项目落成后年减碳约 570 万吨，加速阿联酋 2050 能源战略实现。该项目将打造两大全球标杆，（1）全球首个 GW 级全天候可再生能源项目，（2）全球最大规模的 684Ah 叠片电芯应用项目。根据公司公众号，该项目预计于 2027 年并网，PowerTitan 3.0 系统实现预安装、预调试，到站后可一键自配置、自检查，依托阳光电源精益制造、本地化交付服务能力，确保交付时效。

图15：公司签订阿联酋 7.5GWh 项目



资料来源：公司官微

图16：公司签订沙特 7.8GWh 项目



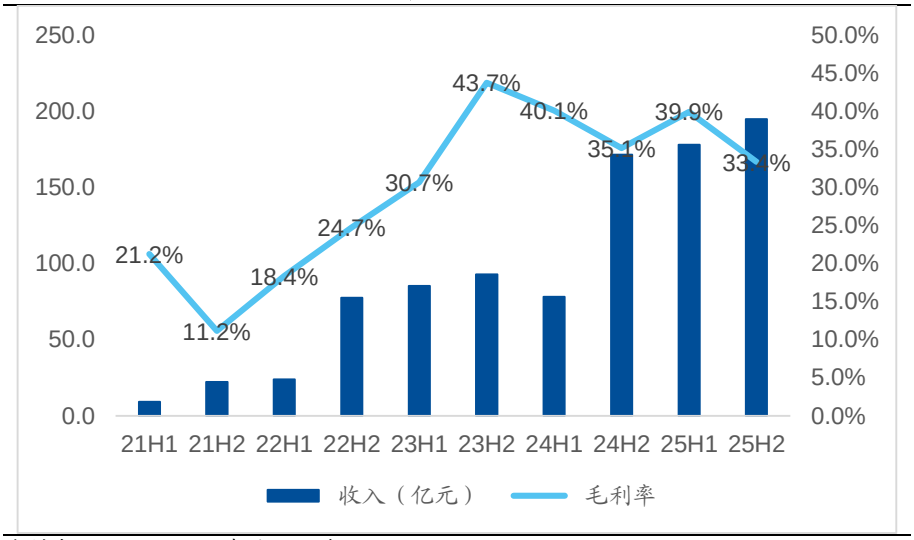
资料来源：公司官微

2.2. 长期盈利中枢处于较高水平

储能业务毛利率受多重因素影响下降。根据 wind 投资者调研纪要，储能的毛利率有一些下降，一方面，全球储能市场近年来从美国、西欧、澳洲、中国几个点状市场开始向全球扩展遍地开花，中东、东欧、亚太等价格敏感型的市场上量，也会带来储能市场毛利率趋势向下。另一方面，上游碳酸锂涨价，带来储能系统毛利率进一步承压。还有个因素就是储能毛利率每个季度的变化也受收入确认结构影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

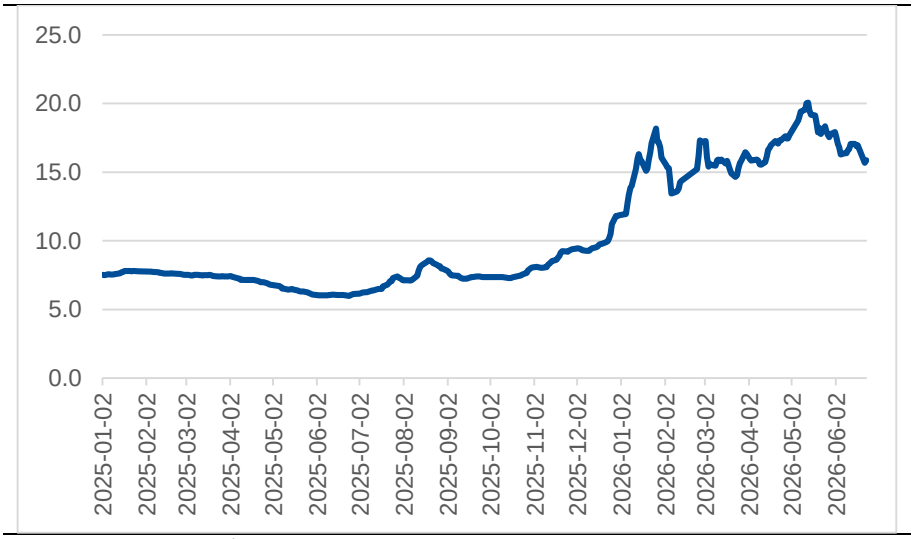
图17：储能系统业务收入和毛利率



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

26 年碳酸锂价格对成本端将有一定的负面影响。根据 Infolink 公众号，26 年 6 月，电池级碳酸锂现货价格区间为每吨 16.0-17.0 万元，均价约 16.5 万元，综合判断当前碳酸锂市场呈现供需双增、多空交织的特征。短期来看，每吨 18 万元以上价格对下游成本压力仍较明显，而每公吨 15 万元附近又具备一定采购承接，预计电池级碳酸锂现货价格将在每吨 15-18 万元区间震荡运行。

图18：碳酸锂价格的走势（万元/吨）



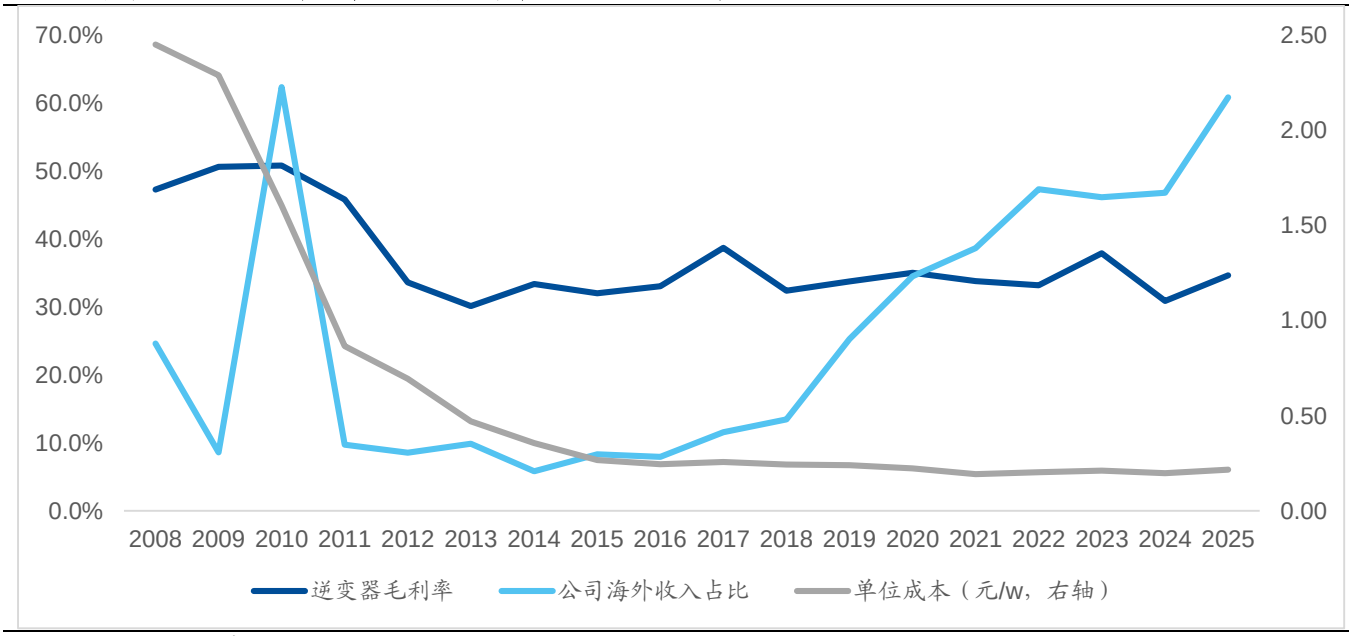
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

复盘和借鉴逆变器业务，市场结构和成本改善是毛利率回升的核心。逆变器业务在发展历程中，通过海外收入占比持续提升与单位成本不断下降的双重驱动，展现出强劲的盈利韧性。从全球化布局来看，公司海外收入占比从 2008 年的 24.6%稳步提升至 2025 年的 60.8%，海外市场已成为收入增长的核心引擎。凭借更高的产品溢价和品牌价值，海外市场贡献了更优的盈利水平，有效优化了整体收入结构，为毛利率提供了有力支撑。特别是 2019 年以来，海外收入占比从 25.3%快速攀升至 60%以上，全球化红利持续释放。从成本端来看，受益于技术迭代、规模效应与供应链优化，逆变器单位成本持续下行，从早期的高位逐步下降至 2025 年的 0.22 元/W 左右，成本下降幅度显著高于价格降幅。尽管行业价格竞争激烈，但公司凭借技术优势和规模效应，实现了成本的快速优化，有效对冲了价格下行压力。在两者的共同作用下，逆变器业务毛利率保持了较强的稳定性，2023 年回升至 37.9%

下载日志已记录，仅供内部参考

的近年高位，2025 年仍维持在 34.7%的较高水平，显著优于行业平均。全球化布局与成本控制能力，共同构筑了公司逆变器业务的核心竞争壁垒，支撑其在全球市场持续领跑。

图19：海外出货占比提升和单位成本下降带动逆变器毛利率改善



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

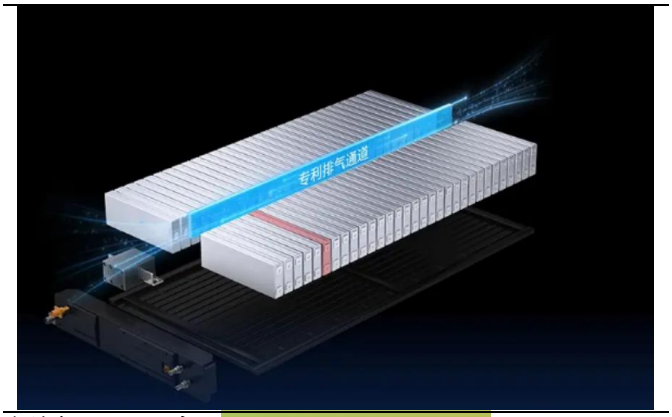
公司推出 684Ah 大电芯带动降本。2025 年 6 月 5 日，公司全球首发 PowerTitan 3.0 AC 智储平台，搭载行业首个可量产的 684Ah 超大容量储能电芯，684Ah 电芯采用专用叠片工艺与同侧全极耳设计，核心性能指标全面升级，循环寿命突破 15000 次，能量密度提升至 440Wh/L 以上，系统能效达 96.5%。针对大电芯的安全挑战，阳光电源首创热电分离技术，重塑排气管道实现定向排热，搭配专利隔热层，热失控风险降低 40%，实现了大容量与高安全性的兼顾。大电芯带来的系统价值显著，在同等储能规模下，可节省占地 45%、节约线缆 10%，连接点、采集点与结构件数量同步减少，不仅大幅降低初始投资成本，更显著压缩全生命周期运营成本。目前 684Ah 电芯已实现大规模商业化应用，在中东 7.5GWh 等超级大单中成功落地。

图20：公司新产品进行容量升级



资料来源：公司官网

图21：公司新产品采用叠片工艺



资料来源：公司官网

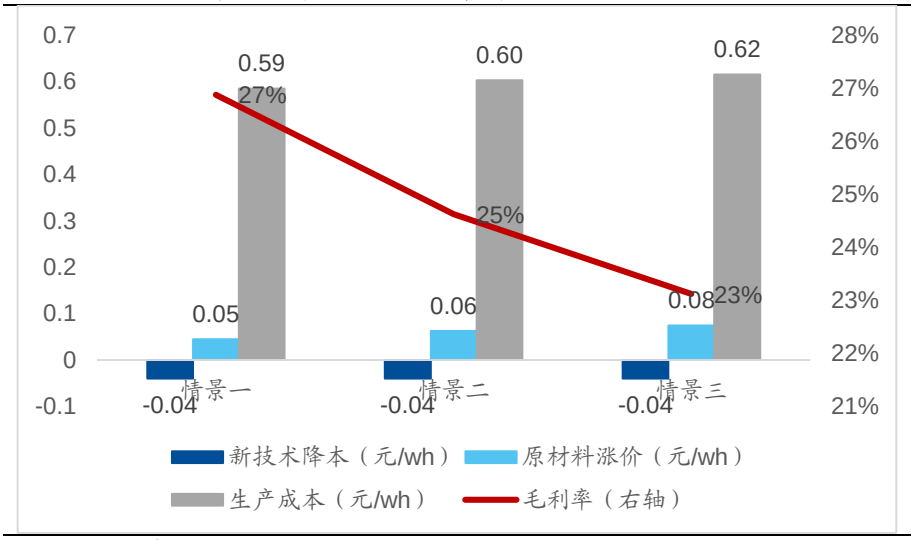
储能业务毛利率有望企稳回升。25Q4 公司储能业务毛利率出现一定下降，我们通过复盘公司逆变器业务，公司具备降低单位成本，主动修复毛利率的能力，经过大幅上涨后，原材料的影响在边际减弱。26Q1 公司储能业务毛利率 30%已出现回升迹象，我们认为长期看毛利率的中枢将企稳回暖。考虑到今年原材料价格波动较大，并且新技术的应用也将对成本造成一定影

下载日志已记录，仅供内部参考

响，因此我们假设：（1）公司储能系统的存量订单交付价格不做上调；（2）碳酸锂上涨至 15-20 万/吨区间；（3）大电芯的规模化应用带来 0.04 元/wh 的成本下降。

基于以上假设，我们预测公司储能业务的毛利率中枢可以维持在 23-27%之间，毛利率虽然较前期的高点有所回调但依然保持较高水平。

图22：不同原材料价格情况下的毛利率情况



资料来源：国泰海通证券研究

3. AIDC 带来新的成长契机

3.1. AIDC 储能将迎来爆发

AI 发展带来大规模的储能需求。根据 EESA，AI 大模型的爆发式发展对数据中心带来了前所未有的能源挑战。单机柜功率从传统 IT 的 5-10kW 提升至 AI 训练机柜的 30-50kW，训练任务带来毫秒级峰值波动，传统 UPS 难以支撑。AI 大模型爆发带动数据中心储能需求指数级增长，预计 2030 年全球市场规模达 150 亿美元。预期 2024-2030 年全球数据中心储能市场 CAGR 超过 28%，市场确定性高。储能成为标配，渗透率从 2022 年的 12%提升至 2030 年的 75%。

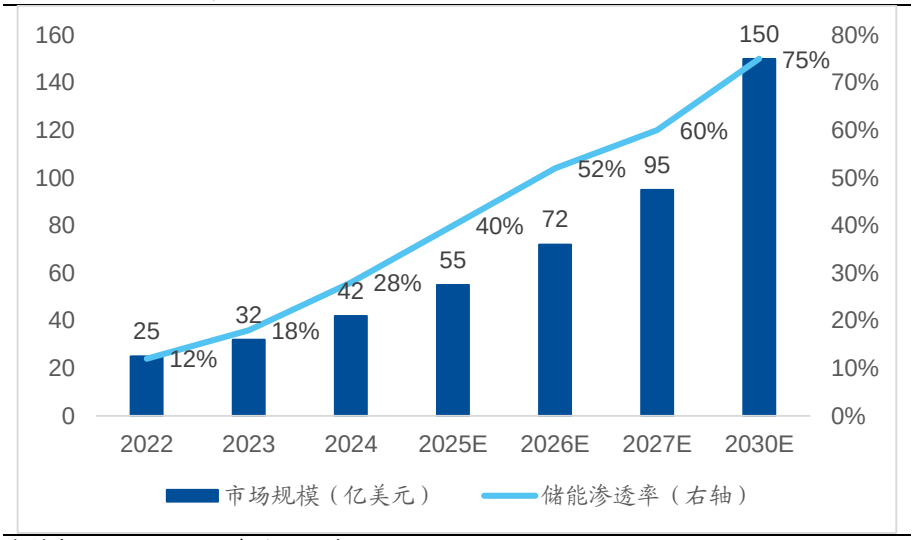
表3：AI 数据中心对能源需求的变化

需求维度	传统数据中心	AI 数据中心	变化幅度
单机柜功率	5-10kW	30-50kW	提升 5-10 倍
功率波动	平稳	毫秒级剧烈波动	质的变化
备电时长	5-15 分钟	30 分钟-8 小时	大幅延长
安全性要求	高	极高	要求提升

资料来源：EESA，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图23：全球数据中心储能市场规模



资料来源：EESA，国泰海通证券研究

AIDC 的快速发展带来了全新的供电挑战，也驱动了储能技术在多场景的创新应用，形成了四大核心应用场景。一是稳定供电场景。随着数据中心电力供应越来越依赖电网及现场可再生能源等间歇性电源，储能系统能够平滑新能源出力波动，稳定供电质量，同时还可参与负荷平滑、峰值削减等电费管理，优化现场发电的经济效益。二是备用电源场景。传统柴油发电机组作为备用电源存在噪音大、排放高、审批复杂等问题，储能系统可部分替代柴油备用电源，或与柴油机、燃气轮机组合使用，有效降低噪音与排放，减少审批压力，同时提升备用响应速度。三是桥接供电场景。针对数据中心连续运行的高可靠性要求，储能配合 UPS 系统净化输入波形，在短暂或长时间停电期间、备用发电机启动前的空窗期提供瞬态备用电源，确保算力不中断。四是功率平滑场景。AI 训练过程中 GPU 负载波动剧烈，会对电网和现场发电产生冲击，储能系统通过快速吸收或释放功率来平滑负荷波动，使设施电力保持稳定并维持在安全运行范围内，有效化解 GPU 负载的级联影响。

图24：AIDC 驱动储能向多场景应用演进



资料来源：虎嗅网，罗兰贝格

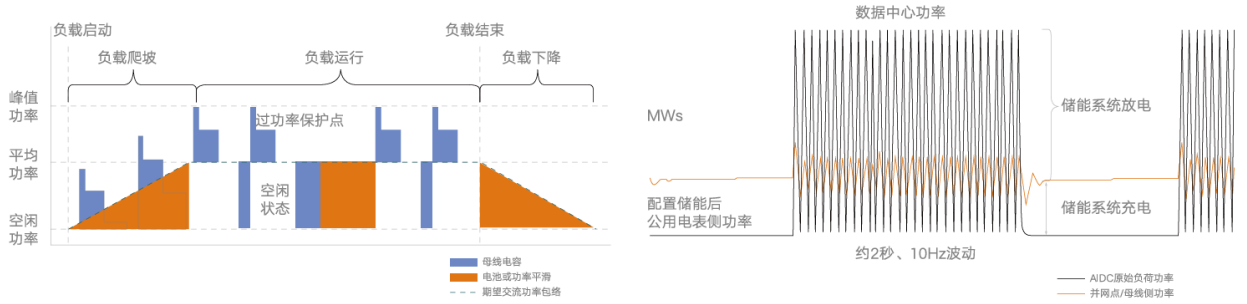
加速项目并网和平滑 AI 负载是美国 AIDC 配储的首要任务。在美国 AIDC 市场，电网建设滞后与现场自备电源的广泛应用，正推动储能从可选配置转变为保障项目落地和资产安全的刚性需求。美国 AI 数据中心面临的核心瓶颈并非简单的电力供应总量不足，而是电网基础设施扩容周期过于漫长，

下载日志已记录，仅供内部参考

通常需要 7-10 年才能完成。这一现实迫使大量项目在建设初期高度依赖现场发电，其中自备燃气轮机是主要形式。在此背景下，储能的首要价值并非传统认知中的长时备电，而是体现在三个关键维度：一是平滑 AI 算力负载的剧烈波动，二是保护燃气轮机资产免受毫秒级电流振荡和负荷快速爬升造成的转速扰动与热疲劳损伤，三是助力项目缩短建设周期、实现更快投运。

政策层面，美国允许大型 AIDC 负荷跨区域并网，但同时规定电网高峰时段可能优先切断 AIDC 供电以保障民生负荷。这一规则使数据中心面临算力中断的风险，倒逼企业配置储能系统来替代传统 UPS 和柴油发电机组。与此同时，未配置储能的项目并网审批难度显著加大，而自备储能则可有效缩短审批周期，这两方面因素共同加速了美国 AIDC 配储需求的释放。

图25：AIDC 原始负荷曲线 vs 储能平滑后并网点曲线



资料来源：阳光电源《储能多元场景白皮书》

长远看，构网型储能将成为 AIDC 微电网的稳定器。传统跟网型储能依赖电网提供电压和频率参考，无法支撑独立微电网运行。构网型储能能够主动建立电网的电压与频率，像 "虚拟同步发电机" 一样为微电网提供惯量支撑和频率稳定，即使完全脱离公共电网也能维持系统稳定运行。这一能力是 AIDC 微电网实现孤网运行的技术基础，尤其适用于电网薄弱地区或需完全离网的项目。构网型储能具备短路容量支撑、惯量响应、宽频振荡抑制、一次调频、黑启动、并离网无缝切换等六大核心能力，可实现全场站、全工况、全时域稳定构网，5 毫秒内即可提供虚拟惯量响应，有效应对 AI 负载的毫秒级波动。

表4：英伟达对 AIDC 工厂的 BESS 核心要求

下载日志已记录，仅供内部参考

功能	要求
自主离网运行能力	PCS 稳定切换并维持离网模式，失去外部电压参考时电压/频率不超限
AI 缓冲动态响应	限流下表现为电压源，定义虚拟阻抗或等效机制；主动性的爬坡速率平滑，缓冲源头负载突发 AI 负载波动的影响；无振荡或控制“搜寻”
电流限制行为	电流限制应是可预测的：在建模栅格条件下，不存在失稳振荡，也不会发生失控的电压塌缩
高低电压穿越	支持 IEEE 2800 的行驶行为基线；有效用曲线可以取代
无功支持	在 PCS 限流内提供 Q 支持，记录 Q 优先规则
无缝并网离网切换	受控切换，不失步或无控制模式搜寻；切换性能按 ANSI C84.1 和 IEEE 2800 量化
黑启动	给死母线通电并稳定调节 V/f
遥测	实时报告 V、I、P、Q、F、SoC、报警和极限状态；支持 3 个并发的 Modbus TCP 连接；所有节点均以 1 秒频率轮询；所有遥测报告须包含 SOC 值
控制透明度	提供 EMT 模型及 dq 阻抗/导纳扫描、Nyquist/无源性证据；符合 NERC 可靠性指南
DR 调度	跟随调度设定点，定义响应时间、爬坡限制、SOC 预留逻辑

资料来源：英伟达，行家说储能公众号，国泰海通证券研究

数据中心配储为储能新场景，具备高增量弹性。我们认为，数据中心储能最开始是像英伟达 800V 白皮书里面提及一样，是用做调峰等功能，减少电网压力，配置时长预计为 4h，配置 20%。长期看由于数据中心对电需求过大，未来占美国电量需求 10%以上，燃气轮机等供应紧张且科技公司对绿电比例有要求，未来风光配储供电后，配置比例大幅提升，预计为 100%，6-8h。我们预计 2026-2030 年数据中心配储需求分别为 10.0、26.0、53.5、98.7 和 165.6GWh，CAGR 为 101%，4 年累计需求为 354GWh。

图26：AIDC 配储市场空间

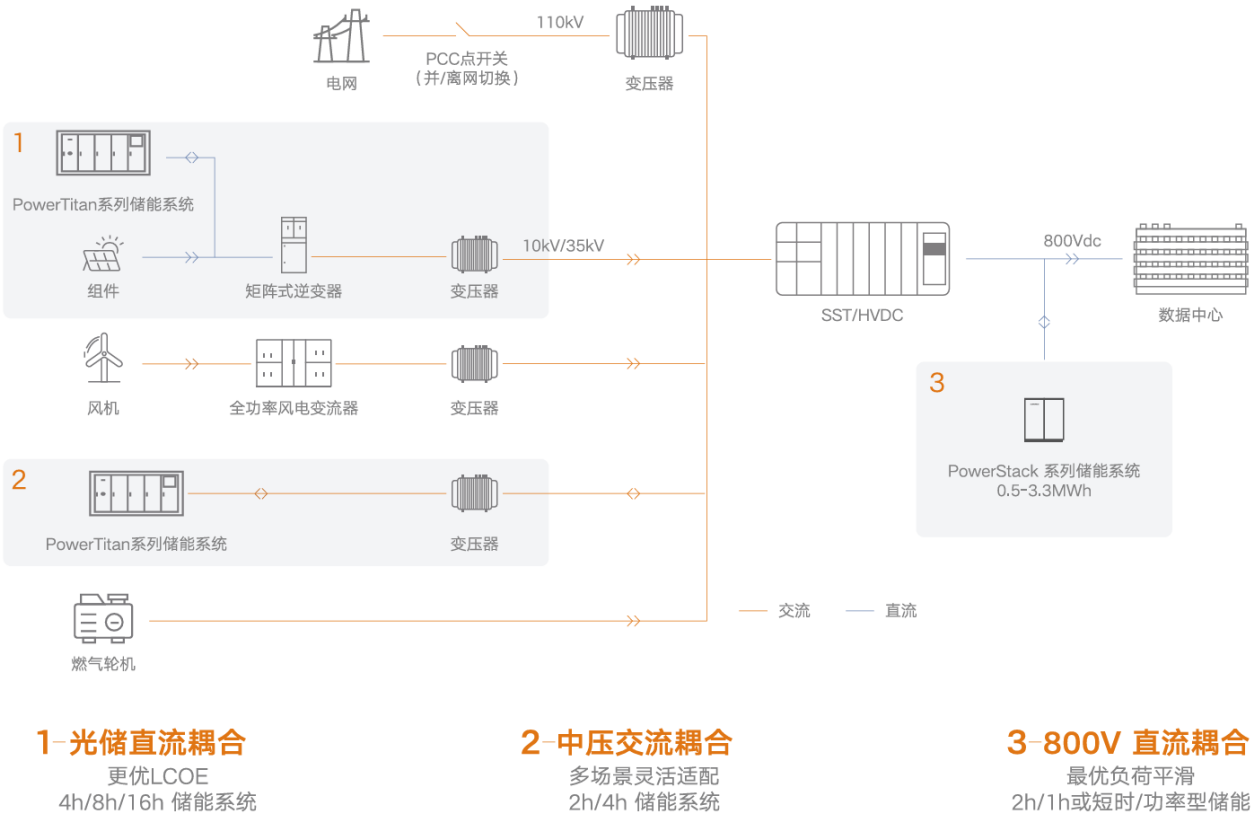
项目	25E	26E	27E	28E	29E	30E	26-30 年
累计装机(GW)	51.5	64	80.5	101.9	129.5	164	
新增装机(GW)	9.5	12.5	16.5	21.4	27.6	34.5	113
配储比例		20%	35%	50%	65%	80%	
配储时长(h)		4	4.5	5	5.5	6	
配储需求(GWh)		**10.0**	**26.0**	**53.5**	**98.7**	**165.6**	**354**
yoy			158%	106%	84%	68%	

资料来源：国泰海通证券研究

公司在构网型储能具备技术优势。公司依托在电力电子领域 20 多年的技术沉淀，构建了从技术、产品到场景应用的全链条布局。公司创新干细胞电网技术，首创电池-变流器-场站三级协同。具备瞬时跳变适应能力和 GW 级黑启动能力。该技术通过虚拟同步机算法模拟同步发电机特性，实现从 "被动适应电网" 到 "主动支撑电网" 的范式转变。作为行业首家通过 CQC 构网认证的企业，25 年初已在全球部署超 12GWh 构网型储能，在弱电网和高新能源渗透率环境下保障电网稳定。

下载日志已记录，仅供内部参考

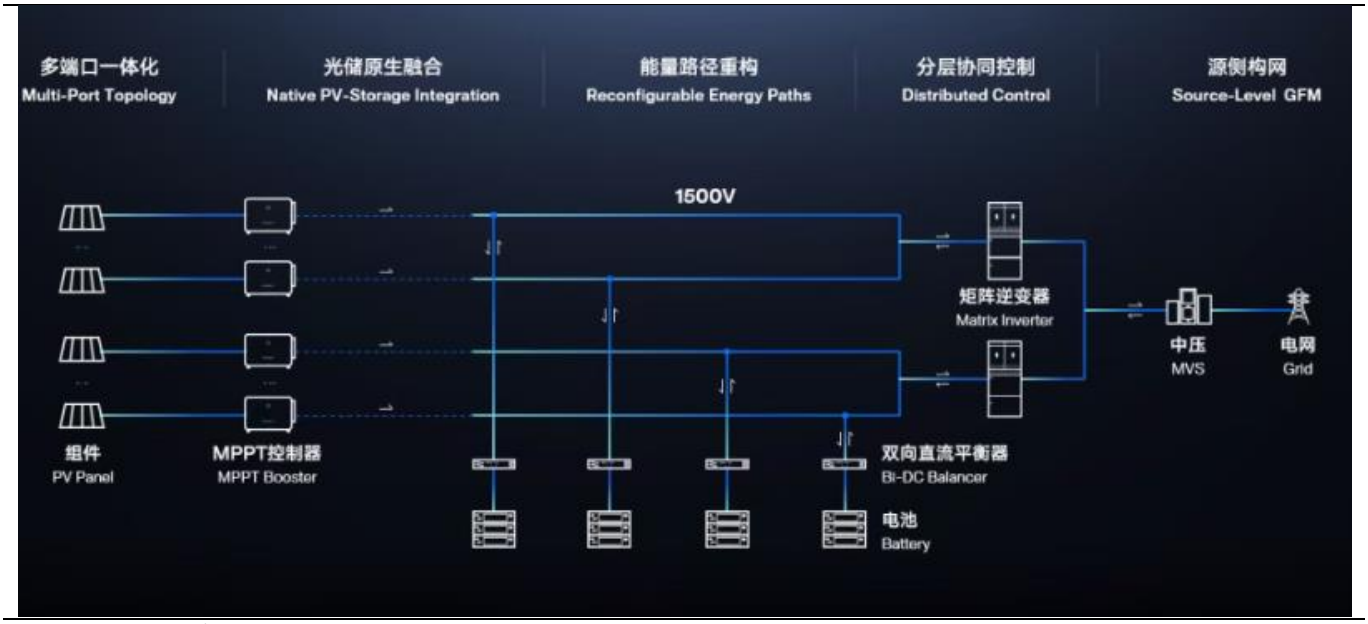
图27：AIDC 场景绿区综合方案架构



资料来源：阳光电源《储能多元场景白皮书》

公司在光储领域实现原生协同，未来有望实现应用突破。阳光在电力电子领域积累深厚，在 2026 年 SNEC 展会期间，发布 PowerMatrix 矩阵逆变器，融合光伏逆变器和储能 PCS 功能，体现了构网侧和微网运行的技术优势。公司和客户也保持紧密联系，海外 CSP 厂商也和公司就未来数据中心的电源建设方案进行探讨，AIDC 储能是公司重点投入的领域，我们预计 27-28 年相关产品有望取得大规模应用。

图28：阳光电源矩阵逆变器构建新型电力系统



资料来源：光伏头条公众号

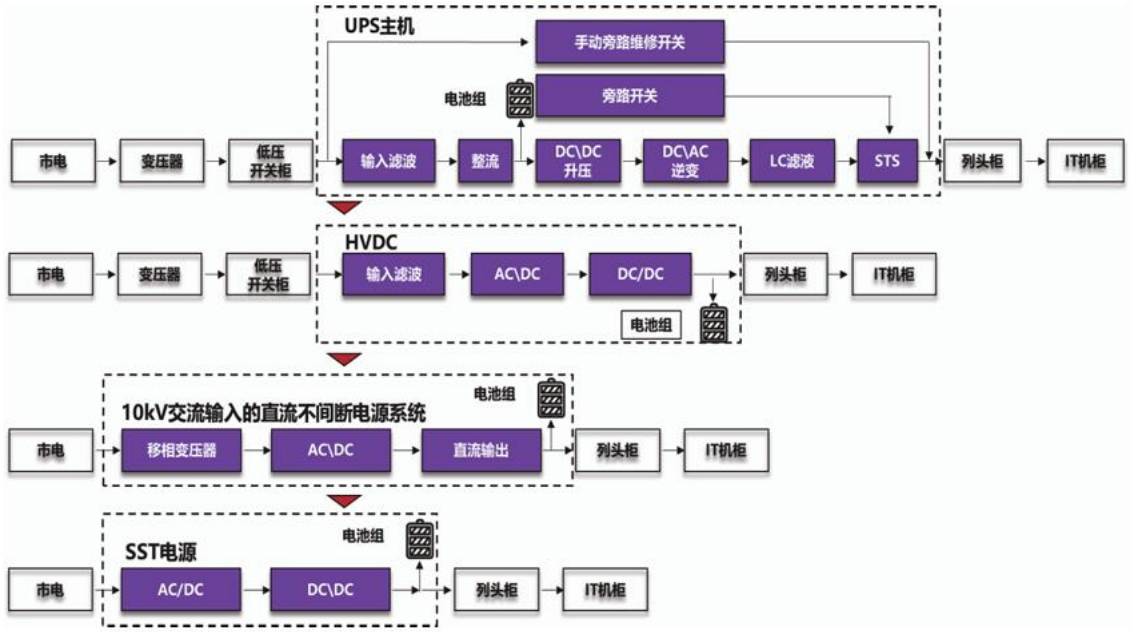
3.2. AIDC 电源长期前景广阔

下载日志已记录，仅供内部参考

AIDC 电源出现重大革新。根据中迅设计，随着数据中心 IT 机柜功率密度持续攀升，供电电压等级的升级已成为行业演进的重要方向。在这一趋势下，输出 DC800V 或±DC400V 的高压直流供电系统（HVDC）有望作为过渡方案率先获得市场认可。其中，DC800V 或±DC400V 整流技术是当前业界关注的重点，也是基于传统变压器的分散式 HVDC 架构的核心技术环节。

固态变压器（SST）系统则代表了 10kV 交流输入直流不间断电源的下一代技术方向。其核心特征是“硅进铜退”，通过高效率的第三代功率半导体器件替代传统工频变压器实现调压与整流功能，输入端具备高功率因数、低电流谐波的优良特性。相比传统方案，SST 系统的能量传递链路更短，整体效率更高，同时体积更小、重量更轻、控制更灵活，且具备显著的成本下降空间，在继承巴拿马电源优势的基础上，有效弥补了其固有短板。从技术参数来看，SST 系统采用 10kV 交流输入，输出电压可在 DC600~900V 范围内灵活调节，能够很好地适配 DC800V 或±DC400V 的直流传输电压要求，末端再通过 DC/DC 转换为 IT 负载供电。凭借上述技术优势，SST 被普遍认为将成为未来数据中心直流供电系统的主流发展方向。

图29：不同的数据中心供电方式

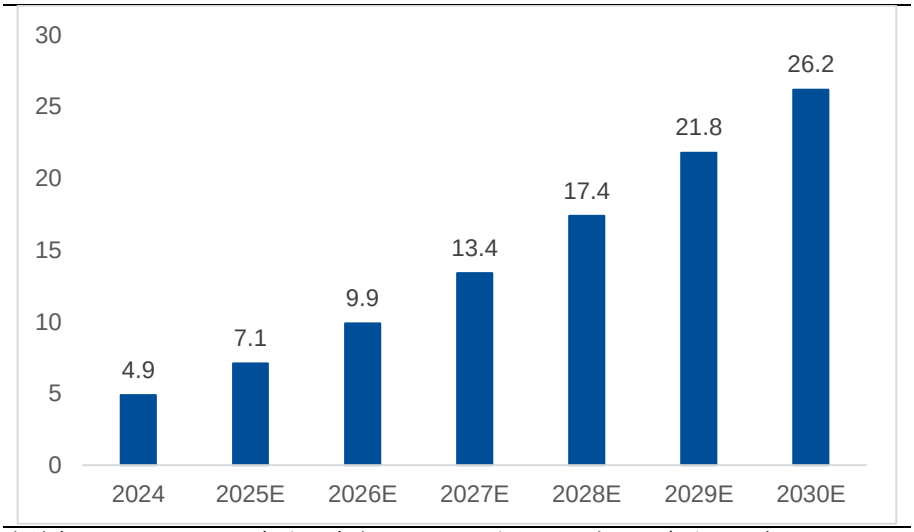


资料来源：中讯设计

到 2030 年，AIDC 电源市场将呈倍数式增长。根据公司招股说明书，AIDC 算力需求扩张下，全球 AIDC 电源市场正进入快速增长阶段。2024 年全球 AIDC 电源市场规模约 49 亿美元，预计到 2030 年将达约 262 亿美元，年复合增长率达 32.2%。AIDC 电源在支持超大规模 AI 集群运行中发挥了关键作用。

下载日志已记录，仅供内部参考

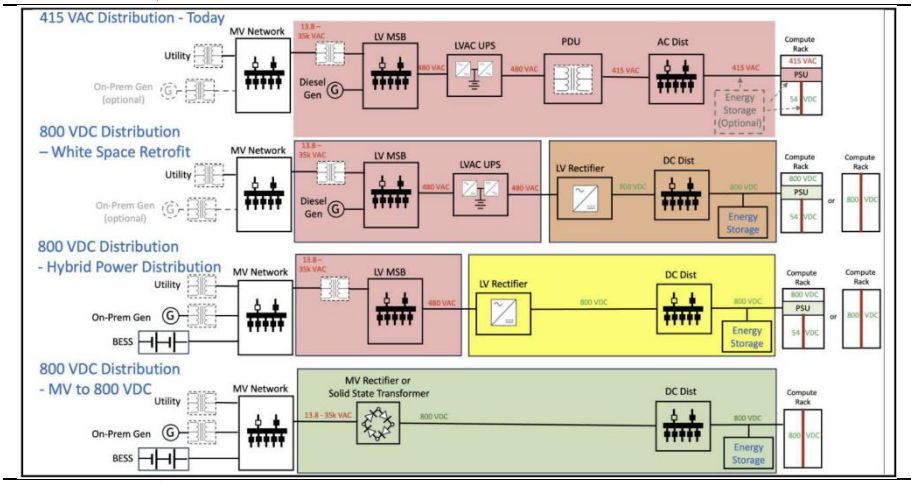
图30：全球 AIDC 电源行业市场规模（十亿美元）



资料来源：IEA，IDC，弗若斯特沙利文，公司招股说明书，国泰海通证券研究

公司逆变器和 SST 技术同源。相比于其他厂商，我们认为，阳光的的优势在于构建整体解决方案的能力，客户的采购成本将低于单独的产品叠加。公司的电力电子技术处于行业领先水平，与 AIDC 电源产品具备同源属性，参考公司在逆变器等领域的成长路径，SST 等关键产品有望取得领先。

图31：数据中心电源架构的演变



资料来源：英伟达官网

26 年公司有望推出第一代产品。根据招股说明书，公司致力于为下一代 AI 数据中心提供高可靠、高效率、高功率密度的全栈式电源解决方案，产品线覆盖从中压电网到芯片层级的全链路电源产品，尤其侧重在高压直流构架相关的系列产品。凭借储备多年的 SST（固态变压器）技术、全功率段的电力电子转换技术、电池管理技术等，优先布局一次电源，联合主要的互联网及数据中心客户，共同推动 AI 数据中心的发展。同时，为了加速高压直流构架的产业化，公司也布局了服务器内部电源等相关产品。根据 wind 投资者调研纪要，公司的 IDC 电源目前处于关键的研发阶段，核心是要把产品做可靠，做成一炮打响的产品且具备性价比，并能够适应各种客户场景快速交付，目前有一些突破。公司总体计划在 26 年底前推出第一代产品，27 年批量，同时也在紧密开发二次电源和三次电源。随着碳化硅器件国产成熟度不断提升，器件成本下降比较快，为 AIDC 电源的成本下降和可靠性提升带来较大的保障。

4. 盈利预测与估值

下载日志已记录，仅供内部参考

根据历史财务数据和公司公告，我们假设：

（1）逆变器：公司在光伏逆变器领域维持全球领先地位，海外出货占比较高，盈利能力也好于同行，我们认为未来有望保持稳步成长。预测 2026-2028 年的营业收入分别为 319.42、341.46、381.28 亿元，毛利率分别为 35.48%、36.02%、36.60%。

（2）储能：全球储能需求仍将维持较高增速，一方面新能源装机的提升带动了欧美等发达地区对储能配套的需求增长，另一方面中东等新兴市场也在快速上量，公司在全球市场保持份额领先，储能业务有望继续保持快速成长，AIDC 储能的增量值得期待，考虑到 26 年碳酸锂等原材料价格出现上涨，我们对储能业务的出货量和毛利率进行了下调，预测 2026-2028 年的营业收入分别为 497.01、637.30、803.53 亿元，毛利率分别为 25.89%、28.58%、30.60%。

（3）电站：公司新能源项目投资开发平台在风光储充等领域均积极布局，业务常年保持较强竞争力，并且与其他业务形成一定的协同效应，未来有望继续保持稳健成长，预测 2026-2028 年的营业收入分别为 173.87、182.57、191.70 亿元，毛利率保持为 18%。

（4）发电：我们预测 2026-2028 年的营业收入增速均为 30%，毛利率保持为 55%。

（5）其他业务：我们预测 2026-2028 年的营业收入增速为 50%，毛利率保持为 25%。

表5：公司业绩拆分和预测（单位：亿元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
逆变器					
收入	291.27	311.36	319.42	341.46	381.28
成本	201.28	203.43	206.10	218.45	241.72
毛利率	*30.90%*	*34.66%*	*35.48%*	*36.02%*	*36.60%*
储能					
收入	249.59	372.87	497.01	637.30	803.53
成本	158.01	236.82	368.33	455.16	557.65
毛利率	36.69%	36.49%	25.89%	28.58%	30.60%
电站					
收入	210.03	165.59	173.87	182.57	191.70
成本	169.28	141.58	142.58	149.71	157.19
毛利率	*19.40%*	*14.50%*	*18.00%*	*18.00%*	*18.00%*
发电					
收入	11.39	13.10	17.02	22.13	28.77
成本	5.46	6.16	7.66	9.96	12.95
毛利率	*52.02%*	*52.92%*	55%	55%	55%
其他业务					
收入	16.29	28.93	43.39	65.08	97.63
成本	11.41	19.95	32.54	48.81	73.22
毛利率	29.95%	31.02%	25.00%	25.00%	25.00%
总和					
收入	778.57	891.84	1050.72	1248.53	1502.90
成本	545.45	607.95	757.20	882.08	1042.72
毛利率	*29.94%*	*31.83%*	*27.93%*	*29.35%*	*30.62%*

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

我们预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 135.72/181.58/239.87 亿元，EPS 分别为 6.55/8.76/11.57 元。公司是全球光伏逆变器和储能龙头，产品竞争力处于行业领先地位，AIDC 储能和电源带来新的成长曲线，业绩持续成长可期，参考可比公司，给予公司 2027 年 23xPE，目标价为 201.44 元，给予“增持”评级。

表6：可比公司估值表

代码	简称	股价（元/股）	EPS（元）			PE（倍）		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
300763.SZ	锦浪科技	78.48	1.87	3.73	5.05	41.97	21.04	15.54
605117.SH	德业股份	94.66	3.49	4.27	5.34	27.12	22.17	17.73
688390.SH	固德威	90.83	0.56	3.83	5.31	162.20	23.72	17.11
688411.SH	海博思创	255.71	5.28	11.18	18.01	48.43	22.87	14.20
	均值						22.45	16.14

注：收盘价为 2026 年 7 月 2 日价格，可比公司的盈利预测为 wind 一致预期（180 天）

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

（1） 政策风险：公司在海外市占率较高，地缘政治产生的风险可能对业务开展造成不利影响。

（2） 竞争加剧：光伏和储能行业快速成长，市场投资热情较高，如果竞争加剧可能对市场格局和盈利水平产生影响。

（3） 行业需求下滑：行业需求短期内具备较高的确定性，长期的成长仍需进一步验证。

（4） 技术进步不及预期：公司持续进行产品迭代，如果新产品不及预期可能无法及时满足市场需求。

（5） 产品的开发和应用进展不及预期：公司重点研发和布局 AIDC 相关的产品，如果新业务和新产品的研发不及预期，或者下游的应用进度延后，可能对公司新业务拓展造成影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司是本报告所述固德威(688390)的做市券商。本报告系本公司分析师根据固德威(688390)公开信息所做的独立判断。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666