仅供内部参考，请勿外传

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

汽车

行业定期报告

2026 年 07 月 06 日

# 屏蔽泵-液冷中的核心通胀环节

## ——汽车行业周报（20260629-20260705）

投资评级： 看好（维持）

证券分析师

李泽

SAC：S1350525030001

lize@huayuanstock.com

秦梓月

SAC：S1350525070008

qinziyue@huayuanstock.com

联系人

板块表现：




### 投资要点：

- **行业周观点及投资分析意见：**

  **（1）整车及商用车：**整车板块开始分化，我们认为或没有系统性上涨机会。相较于乘用车，我们更加建议关注重卡板块，此前因中东地缘因素压制部分行业出口需求，我们预计地缘冲突有望缓和，下半年重卡出口有望持续表现强劲。建议关注：**中国重汽 H**。**（2）零部件、液冷、AIDC 发电：**汽车零部件转型液冷赛道寻求第二增长曲线是今年众多零部件企业的核心战略。如果说去年的液冷板块围绕“交易预期”开展，那么今年的板块预计将围绕“交易落地”开展。26H2 谷歌和英伟达新一代液冷方案有望开始量产，国内外液冷或将在下半年开始规模化出货。建议关注：**大元泵业、飞龙股份、兴瑞科技**。同时建议重点关注 26H2 SOFC 产业链放量相关潜在受益标的：**潍柴动力、壹连科技、振华股份、春晖智控、三环集团**等。**（3）自动驾驶：**我们认为今年是自动驾驶商业变革大于技术变革的一年。FSD 入华相关新闻仅为事件催化，预计不会对产业斜率造成影响。持续关注 L4 进展速度较快的企业：**千里科技、文远知行-W**。

- **本周行业专题研究：屏蔽泵-液冷中的核心通胀环节。**液冷泵是液冷系统的核心组件，CDU 中主流配置为内置双泵（1 主 1 备），液冷泵单柜价值量约 7-9 万元。液冷泵主要有离心泵、屏蔽泵、磁力泵、齿轮泵四种泵型，屏蔽泵是特殊离心泵，有无泄漏的特点，能较好匹配当前数据中心的需求，例如英伟达下一代 800HVDC 高压直流架构 CDU 将正式采用高压直流电子屏蔽泵。当前全球数据中心液冷泵主要以格兰富、威乐等外资品牌为主。目前 CDU 市场竞争进入白热化，有望带动上游水泵供应商供应链订单机会。国内厂商拥有更低的价格、更快的交期、更迅速的响应速度，具备一定竞争优势，有望逐步实现国产替代。

- **本周行业重点新闻**

  **（1）财政部等发布《关于调整节能汽车、新能源汽车车船税优惠政策的公告》。**《公告》规定自 2027 年 1 月 1 日起，取消对节能汽车减半征收车船税政策，取消对纯电动商用车、插电式（含增程式）混合动力汽车、燃料电池商用车免征车船税政策。纯电动乘用车、燃料电池乘用车不征收车船税。

  **（2）6 月我国重卡市场共计销售 11.5 万辆左右，环比 5 月增长约 5%，同比去年上涨约 18%。**6 月重卡出口继续保持上升态势，预计同比增长 35%左右。

- **本周行业行情回顾：**本周（06.29-07.05）汽车板块涨跌幅为+7.06%，沪深 300 指数-0.54%，周相对收益+7.60pct。从细分板块看，汽车零部件、乘用车、商用车、摩托车及其他、汽车服务、港股通汽车周度涨跌幅分别为+7.17%、+9.09%、+4.52%、+3.62%、-1.23%、+7.60%。

**风险提示：1）行业景气度不及预期；2）原材料涨价；3）技术迭代不及预期等。**

# 内容目录

1. 本周行业专题研究：屏蔽泵-液冷中的核心通胀环节 ..... 4
2. 本周行业重点新闻 ..... 10
3. 本周行业行情回顾 ..... 10
4. 风险提示 ..... 11

# 图表目录

图表 1： 按工作原理主要可分为叶轮式泵、容积式泵和其他；叶轮式泵又可以分为离心泵、轴流泵与混流泵 ..... 4
图表 2： 离心泵可应用于数据中心、氢能、风力发电、光伏、航空航天等新兴领域 ..... 4
图表 3： 冷板式液冷系统泵运作图 ..... 5
图表 4： 浸没式液冷系统泵运作图 ..... 5
图表 5： 液冷泵主要有离心泵、屏蔽泵、磁力泵、齿轮泵四种类型 ..... 5
图表 6： 格兰富 E 泵产品 ..... 6
图表 7： 液冷服务器机架 CDU 泵 ..... 7
图表 8： 后门热交换器泵 ..... 7
图表 9： 冷板液冷系统、浸没液冷系统对液冷泵有不同需求 ..... 7
图表 10： 传统机械泵 ..... 8
图表 11： 电子泵 ..... 8
图表 12： 屏蔽泵内部结构 ..... 8
图表 13： 屏蔽泵工作原理图 ..... 8
图表 14： Ampere 架构至 Kyber 架构功耗预估大幅上升 ..... 9
图表 15： 谷歌对供应商策略 ..... 10
图表 16： CDU 集成、水泵等多为国内厂商 ..... 10
图表 17： 本周汽车板块上涨 7.06% ..... 11
图表 18： 本周汽车板块涨跌幅相对沪深 300 跑赢 7.60pct ..... 11

仅供内部参考，请勿外传



# 1. 本周行业专题研究：屏蔽泵-液冷中的核心通胀环节

**泵为第二大通用设备，离心泵市场占比可达一半以上。**泵是输送流体或使流体增压的机械，为第二大通用设备。按照工作原理分类主要可分为叶轮式泵、容积式泵和其他类型，其中叶轮式泵又可以分为离心泵、轴流泵与混流泵。据美国商务部数据，全部泵的销售额中约70%为叶片式泵，30%为容积泵；离心泵是最常见的叶片式泵，占比约 70%–80%，即离心泵占比约 50%–60%。

图表 1：按工作原理主要可分为叶轮式泵、容积式泵和其他；叶轮式泵又可以分为离心泵、轴流泵与混流泵

| 分类 | 具体类型 | 内容 |
| --- | --- | --- |
| 按工作原理分类 | 叶轮式泵 （离心泵） | 利用叶轮旋转产生的离心力来输送液体的设备 |
| | 叶轮式泵 （轴流泵） | 通过旋转叶轮的叶片对液体施加作用力，使液体沿轴线方向输送的泵 |
| | 叶轮式泵 （混流泵） | 结合了离心力和升力，叶轮形状介于离心泵和轴流泵之间，水以与轴成一定角度流出叶轮，通过蜗壳室和管路将水提向高处 |
| | 容积式泵 | 靠工作部件的运动造成工作容积周期性地增大和缩小而吸排液体，并靠工作部件的挤压而直接使液体的压力能增加 |

资料来源：格物致胜《2025 中国泵行业市场白皮书》、华源证券研究所

**离心泵应用广泛，数据中心等新兴领域或带来新增长动力。**离心泵广泛应用于市政水务、建筑楼宇、石油化工、电力能源等领域，其应用领域不断拓展，还可应用于数据中心、氢能、风力发电、光伏、航空航天等新兴领域。例如，在数据中心场景中，离心泵主要应用于冷却系统的冷冻水与冷却水环节，是该类系统的常见配置。数据中心稳定运行依赖高效散热，冷冻水系统需将低温水从冷水机组输送至服务器机柜冷板吸热，因管道长、需克服阻力，对水泵扬程和流量稳定性要求高，离心泵特性恰好适配，且其紧凑结构便于在有限空间安装维护；大型数据中心的冷却水系统中，离心泵还可将高温冷却水输送至冷却塔散热。

图表 2：离心泵可应用于数据中心、氢能、风力发电、光伏、航空航天等新兴领域

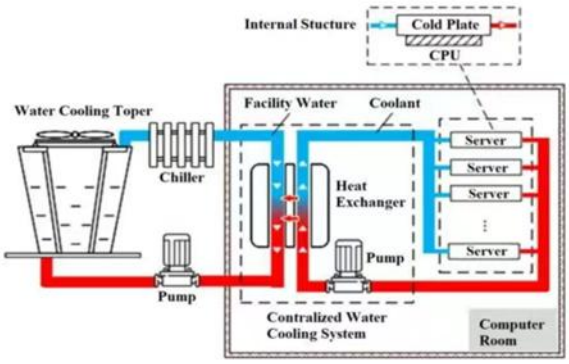
| 应用领域 | 应用场景 |
| --- | --- |
| 数据中心 | 离心泵可以应用于冷冻水系统和冷却水系统中等 |
| 氢能 | 在电解水制氢中输送电解液；在加氢站输送液态氢或氢气制备环节的辅助流体；输送液态有机氢载体（LOHC）等 |
| 风力发电 | 为发电机、变流器等大部件提供循环冷却，保障其在恶劣环境下稳定运行等 |
| 光伏 | 为逆变器等关键设备的液冷系统提供动力等 |
| 航空航天 | 在飞机/航天器中用于燃油、滑油及环境控制系统的循环；在火箭发动机中输送低温推进剂（如液氢、液氧）等 |

资料来源：观研天下、华源证券研究所

**液冷泵是液冷系统的核心组件。**液冷泵多集成于数据中心的冷却分配单元（CDU），通过液冷系统管路将冷却介质输送至服务器机柜，在机架层面，水泵推动冷却液流经 CPU 水冷板、内存散热模组等换热装置，带走热量后返回主机房，形成“冷却液—热源—冷却塔”的完整能量传递链路。作为液冷系统的“心脏”，水泵通过精密流体动力学设计，驱动冷却液在封闭管路中强制循环，构建高效的热交换体系。

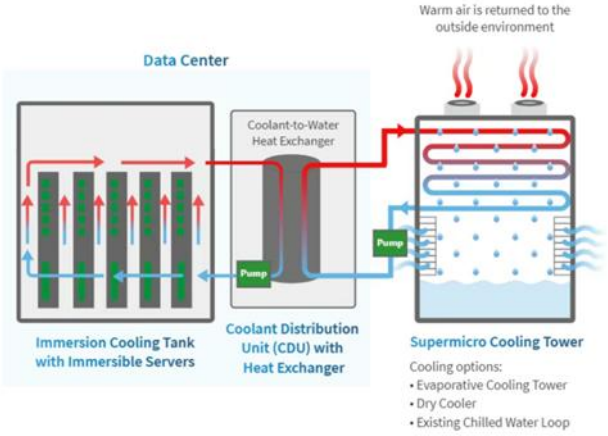
在冷板式液冷系统中，液冷泵主要部署在冷却分配单元（CDU）及机架热交换模块，负责驱动冷却液循环所需的流量和压力，确保热量从 IT 设备传递到外部冷却系统，同时采用冗余泵组配置和智能变频控制，系统可靠性提升 40%，能效比优化达 30%。在浸没式液冷系统中，液冷泵负责将热液从浸没槽（Tank）抽出送入 CDU 换热单元，再将冷却后的液体返回槽内，实现闭环循环。

**图表 3：冷板式液冷系统泵运作图**




资料来源：零氪 1+1 公众号、华源证券研究所

**图表 4：浸没式液冷系统泵运作图**




资料来源：零氪 1+1 公众号、华源证券研究所

**液冷泵主要有离心泵、屏蔽泵、磁力泵、齿轮泵四种泵型：**离心泵技术成熟、流量大但有泄漏风险，适配集中式主回路；屏蔽泵零泄漏、免维护，适用于二次侧循环；磁力泵无泄漏、安全性高，用于特殊高安全场景；齿轮泵流量精准，输出压力稳定，多用于高粘度介质液冷。

**图表 5：液冷泵主要有离心泵、屏蔽泵、磁力泵、齿轮泵四种类型**

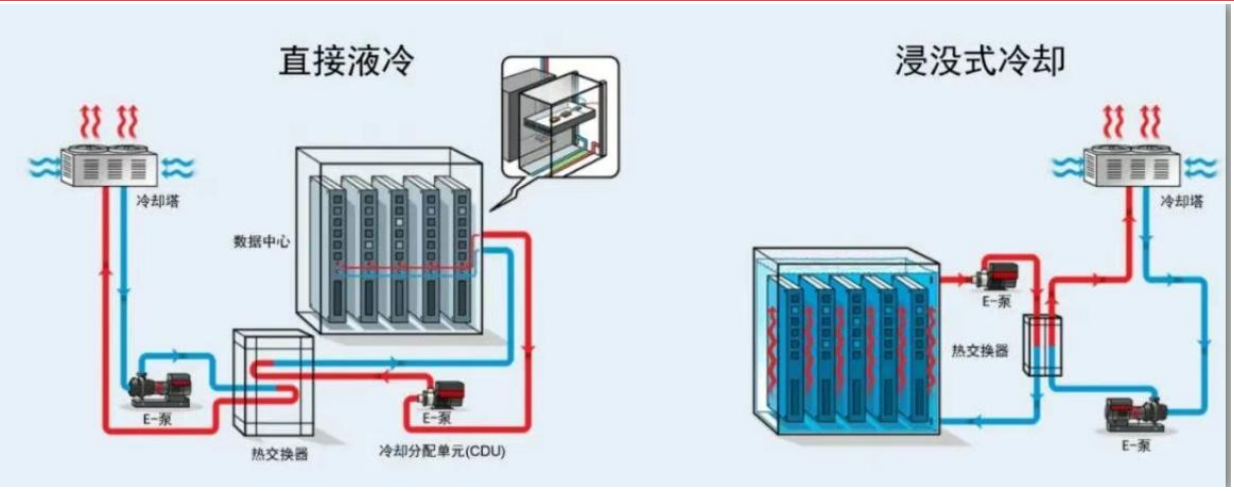
| 泵类型 | 技术原理 | 优势 | 局限性 | 维护与可靠性 | 适用场景 |
|---|---|---|---|---|---|
| 离心泵 | 电机驱动叶轮产生离心力 | 流量大，技术极其成熟 | 存在机械密封泄漏风险 | 需定期更换机械密封 | 一次侧或大型集中式 CDU 主回路 |
| 屏蔽泵 | 转子与叶轮同轴一体化，无机械密封 | 零泄漏、低噪音、高可靠 | 结构集成度高，初期成本高 | 免维护，无机封失效风险 | 二次侧循环（分布式 CDU/机柜） |
| 磁力泵 | 磁力耦合无接触传递动力 | 静态密封，杜绝泄漏 | 磁损耗影响效率，体积大 | 维护复杂度中等 | 高安全性要求特定场景 |
| 齿轮泵 | 精密啮合齿轮旋转挤压 | 流量精确，输出压力稳定 | 噪音控制难度大，易磨损 | 需监控齿轮磨损 | 浸没式液冷（高粘度介质） |

资料来源：iTherM、华源证券研究所

**CDU 中主流配置为内置双泵（1 主 1 备），液冷泵单柜价值量约 7-9 万元。**根据观研天下、液冷技术圈等数据我们测算，CDU 作为液冷系统的控制中枢，价值量占整个系统成本的 30%-38%，而液冷泵占 CDU 价值的 35%，因此液冷泵在液冷系统中的价值量占比约 10.5%-13.3%，以 GB300 为例，对应液冷泵单柜价值量约 7.4 万-9.3 万元。

**外资品牌仍占据第一梯队。**当前全球数据中心液冷泵主要以格兰富、威乐等外资品牌为主，外资品牌在全球数据中心及液冷数据中心参与的大型项目较多，尤其是格兰富的 E 泵市场占有率较高，当前头部客户的 CDU 多采用格兰富产品。

图表 6：格兰富 E 泵产品




资料来源：格兰富工业解决方案公众号，华源证券研究所

**液冷泵选型时要考虑三大关键参数，分别为流量、扬程、效率与可靠性。**

**1）流量：**单位时间输送的冷却液体积（常用单位 $m^3/h$）。流量需匹配总热负荷，计算公式为：流量 = 总热负荷 ÷（冷却液密度 × 比热容 × 温差）。例如，200kW 热负荷搭配 10℃温差，需约 $5m^3/h$ 流量才能高效散热。

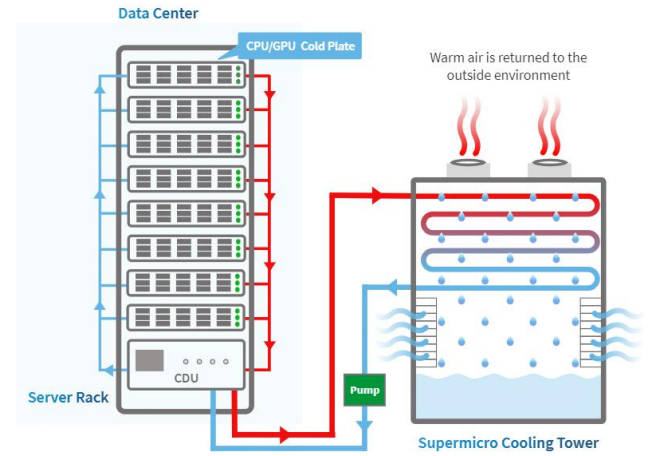
**2）扬程：**水泵克服管路阻力的能力（单位 m）。需考虑管道沿程阻力、局部阻力（如阀门、冷板）及安全裕量（通常加 10%-20%）。扬程不足会导致远端设备流量衰减，过高则增加能耗。

**3）效率与可靠性：**优先选磁悬浮轴承或无刷电机水泵，效率可达 70%以上，较传统水泵节能 30%；同时需支持 N+1 冗余（主泵故障时，备用泵 15 秒内切换），平均无故障时间（MTBF）需≥50000 小时。

仅供内部参考，请勿外传

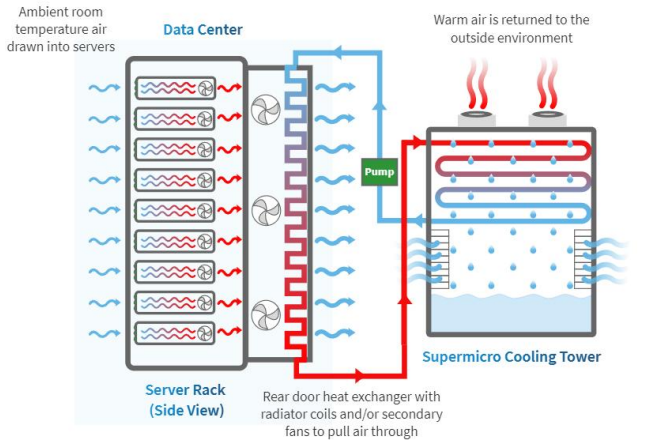


图表 7：液冷服务器机架 CDU 泵




资料来源：数字储能网、华源证券研究所

图表 8：后门热交换器泵




资料来源：数字储能网、华源证券研究所

**冷板式液冷架构对液冷泵扬程和流量匹配精度要求较高；浸没式液冷注重零泄漏能力。**冷板式液冷通过冷板与 CPU、GPU 等发热部件直接接触，利用冷却液在冷板内部流道循环带走热量。这一架构对液冷泵的要求集中在流量稳定性、压力控制和长期运行可靠性三个方面。冷板式系统的冷却液通常采用去离子水或乙二醇水溶液，粘度低、流动性好，对泵的耐温要求相对宽松，但系统环路较长，对泵的扬程和流量匹配精度要求较高。浸没式液冷将服务器整体浸入电子氟化液中，冷却液的粘度特性、密度特性与去离子水差异显著，且氟化液成本高昂，任何泄漏都会造成直接经济损失，因此对液冷泵的零泄漏能力要求较高。

图表 9：冷板液冷系统、浸没液冷系统对液冷泵有不同需求

| 参数 | 冷板液冷系统 | 浸没液冷系统 |
|---|---|---|
| 扬程需求 | 较高（5–15 米） | 较低（3–10 米） |
| 流量控制 | 精准动态调节（变频控制） | 稳定大流量（恒定或分级调节） |
| 系统复杂度 | 多分支管路，需压力平衡 | 单回路为主，流量均匀性要求高 |
| 典型冷却液 | 水基溶液（水、乙二醇） | 氟化液、矿物油或两相介质 |

资料来源：零氪 1+1 公众号、华源证券研究所

**机械泵结构简易但无法按需控流、能耗高易渗漏；电子泵节能耐用，但结构复杂、生产成本高。**按驱动方式分类，水泵可分为机械水泵与电子水泵。传统机械水泵由发动机皮带驱动，转速随发动机同步变化，不能按需调节冷却液流量，能耗大、密封易渗漏，优势是结构简单、成本低廉；电子水泵采用电机电控驱动，可依据水温精准调控转速，节能省油、密封性与使用寿命更佳，但电控元器件构造复杂，制造成本和工艺要求更高。

**电子液冷泵相较于传统机械泵优势明显，是未来 CDU 主流的技术趋势。**传统机械泵的尺寸大，运行噪声大，水封容易磨损需定期维护或更换零部件，增加了运维成本。电子泵相较于传统机械泵的优势在于：1）无泄漏风险：全封闭设计，有效避免冷却液泄漏；2）维护成本低：整体静密封设计，减少因轴封老化带来的维护成本，寿命更久；3）体积小：电机水泵高度集成，体积小适于 CDU 布置使用。

仅供内部参考，请勿外传

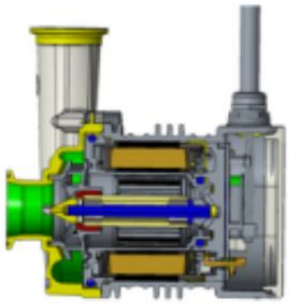


图表 10：传统机械泵



资料来源：航逸科技 HydroCool 公众号、华源证券研究所

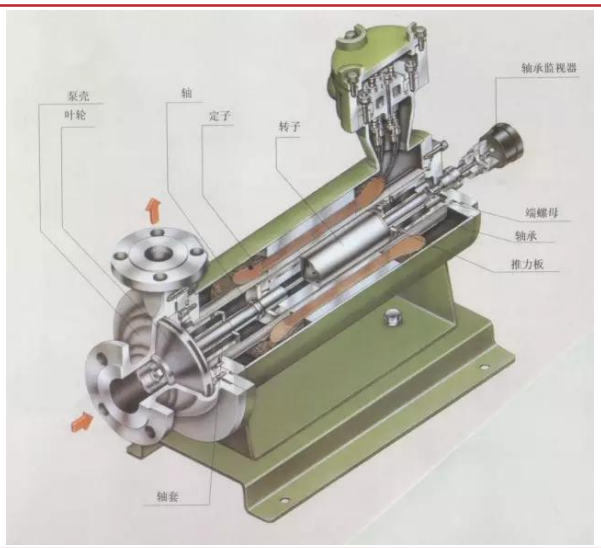
图表 11：电子泵



资料来源：航逸科技 HydroCool 公众号、华源证券研究所

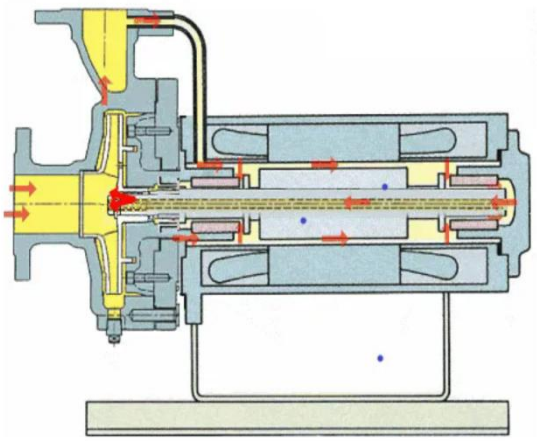
**屏蔽泵是特殊离心泵，有无泄漏的特点，能较好匹配当前数据中心的需求。**屏蔽泵是一种无密封离心泵，相较于普通离心泵，只有静密封而无动密封。普通离心泵通过联轴器传动并配置动密封结构，而屏蔽泵作为离心式无密封泵，将泵体与电机整体封闭在压力容器内，仅采用静密封，叶轮与电机转子共用主轴，依靠屏蔽套分隔定子、转子并通过磁场传动，可实现完全无泄漏；其液力端还可沿用离心泵成熟结构与标准进行设计制造，生产难度较低。

图表 12：屏蔽泵内部结构




资料来源：通用机械公众号、华源证券研究所

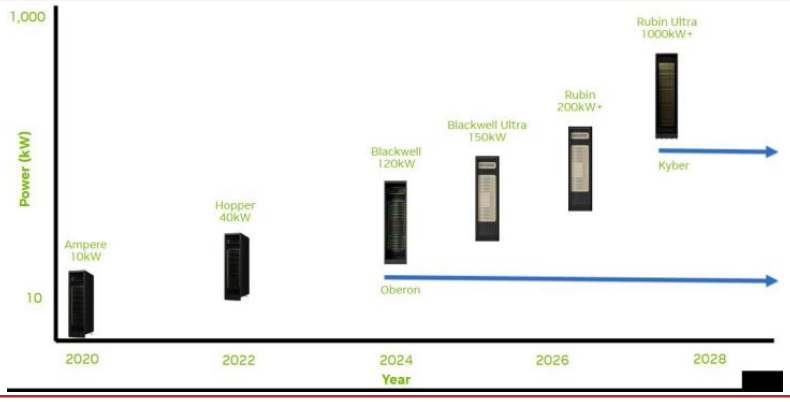
图表 13：屏蔽泵工作原理图



资料来源：中国通用机械工业协会泵业分会、华源证券研究所

**英伟达：下一代 800HVDC 高压直流架构 CDU 将正式采用高压直流电子屏蔽泵。**据英伟达《下一代 AI 基础设施的 800 伏直流架构》白皮书，800V 高压直流将成为未来 AI 数据中心供电主流方案。该架构降耗提效、可将整体供电效率提升至 97.5%，有效降低机房 PUE。此外，800HVDC 高压直流体系为 Kyber 新一代 AI 算力平台的原生标准架构，为实现供电、算力、液冷系统的全域适配兼容，新一代 CDU 需同步升级适配。传统 AC 交流泵、低压 DC 泵无法直接接入高压母线，需加装变压装置，抬升能耗与故障风险；高压直流屏蔽泵可直连高压母线，适配新型 CDU 架构。

图表 14：Ampere 架构至 Kyber 架构功耗预估大幅上升




资料来源：零氪 1+1 公众号、华源证券研究所

**谷歌：行业优选屏蔽泵及无机械密封泵，第五代自研 CDU 采用自密封磁力泵。**谷歌将 CDU 设计为可在线热插拔模块，采用 N+1 或 5+1 冗余配置，单台设备检修不中断系统运行；泵组选型严控扬程与气蚀防范，行业优选屏蔽泵及无机械密封泵，并配置流量、压力闭环控制；此外，谷歌第五代自研 CDU 采用自密封磁力泵，样机采用 SPECK 高扬程水泵。

**CDU 市场竞争进入白热化，有望带动上游水泵供应商供应链订单机会。1）供给端：**目前全球逾 60 家企业量产 CDU 产品，赛道竞争加剧带动液冷水泵、板换采购需求快速提升。头部 CDU 企业（如维谛、英维克、台达）为抢占市场份额，纷纷扩大产能、提前锁定订单，而产能扩张的前提是锁定上游核心部件供应，尤其是水泵等关键组件；松下、LG 等跨界厂商依托外购成熟水泵、板换缩短量产周期。**2）需求端：**英伟达、AMD 新款服务器提升单台 CDU 零部件用量，叠加谷歌等加码液冷 IDC 建设，谷歌 2026 年下半年计划落地 TPU V7 及迭代产品合计 400 万片，对应机柜约 3.5 万柜，其 CDU 供应链有望同步拉动水泵、板换批量采购放量。

**国内厂商具备一定竞争优势，液冷泵有望逐步实现国产替代。**从供应链角度看，国内厂商具备一定竞争优势。具体来看：**1）英伟达：**800HVDC 新架构首推屏蔽泵，外资主流产品或较难适配，全球仅 SPECK 布局同类屏蔽泵产品，却产能紧缺、交付周期长达半年以上。国内屏蔽泵产业经过长期技术沉淀，本土龙头具备成熟研发、规模化量产与成本管控能力，产品或可较好匹配英伟达严苛工况。**2）谷歌：**对于供应商的要求为：充足的产能、快速响应能力+交付周期在 3 个月以内、有竞争力的价格、全球供应能力，对国内供应商而言前三点或较容易实现。**3）国内：**国产水泵供应商有望凭借更低的价格、更快的交期、更迅速的响应速度抢占一定市场份额，随着国内头部供应商逐步积累供货的经验，未来市场开拓的难度有望再降低，液冷泵有望逐步实现国产替代。

仅供内部参考，请勿外传



图表 15：谷歌对供应商策略




资料来源：2025 OCP Global Summit、华源证券研究所

图表 16：CDU 集成、水泵等多为国内厂商




资料来源：《智算中心液冷产业全景研究报告》中国信通院、华源证券研究所

## 2. 本周行业重点新闻

**财政部、税务总局、工业和信息化部发布了《关于调整节能汽车、新能源汽车车船税优惠政策的公告》，《公告》规定，自 2027 年 1 月 1 日起，取消对节能汽车减半征收车船税政策，取消对纯电动商用车、插电式（含增程式）混合动力汽车、燃料电池商用车免征车船税政策。**车船税是一种财产税，对车辆、船舶所有人或者管理人每年征收。其中，对于乘用车（核定载客人数 9 人及以下）按排气量大小分档设置税额。如，排气量为 1.0 升以上至 1.6 升（含）的，税额幅度为 300 元至 540 元；排气量为 1.6 升以上至 2.0 升（含）的，税额幅度为 360 元至 660 元。根据《中华人民共和国车船税法》，纯电动乘用车、燃料电池乘用车不属于车船税的征税范围，不征收车船税。

**6 月我国重卡市场共计销售 11.5 万辆左右。**根据第一商用车网初步掌握的数据，6 月，我国重卡市场共计销售 11.5 万辆左右（批发销量口径，包含出口和新能源），环比 5 月增长约 5%，比上年同期的 9.8 万辆上涨约 18%，同比增速较 3-5 月有所放缓。重卡出口在 6 月份继续保持上升态势，当月出口预计同比大幅增长 35%左右。

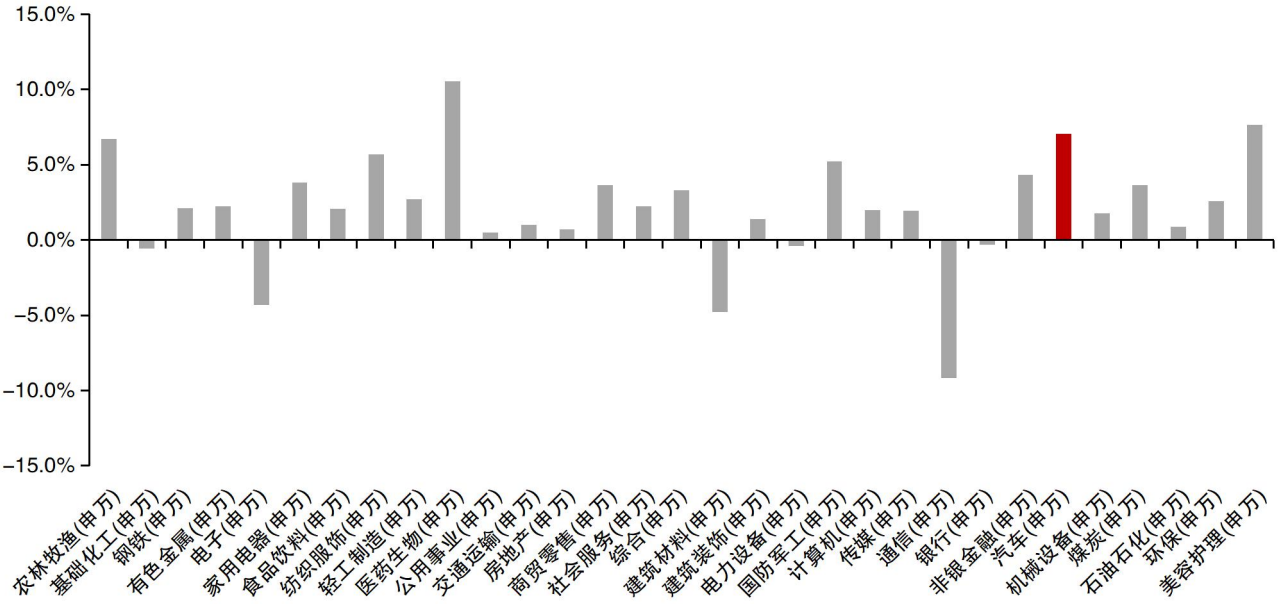
## 3. 本周行业行情回顾

本周（06.29-07.05）汽车板块涨跌幅为+7.06%，沪深 300 指数-0.54%，周相对收益+7.60pct。从细分板块看，汽车零部件、乘用车、商用车、摩托车及其他、汽车服务、港股通汽车周度涨跌幅分别为+7.17%、+9.09%、+4.52%、+3.62%、-1.23%、+7.60%。

仅供内部参考，请勿外传



图表 17：本周汽车板块上涨 7.06%




资料来源：wind，华源证券研究所

注：为申万行业指数口径，周度涨跌幅数据范围取 2026.06.29-2026.07.05（下同）

图表 18：本周汽车板块涨跌幅相对沪深 300 跑赢 7.60pct

| 综合指数表现 | | | | 汽车行业指数表现 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 证券简称 | 本周收盘 | 上周收盘 | 周涨跌幅 | 证券简称 | 本周收盘 | 上周收盘 | 周涨跌幅 |
| 沪深300 | 4,842.17 | 4,868.22 | -0.54% | 汽车(申万) | 6,944.37 | 6,486.14 | 7.06% |
| 上证综指 | 4,043.64 | 4,027.26 | 0.41% | 汽车零部件(申万) | 7,978.35 | 7,444.57 | 7.17% |
| 中小板指 | 9,474.98 | 9,462.47 | 0.13% | 乘用车(申万) | 14,234.15 | 13,047.99 | 9.09% |
| 创业板指 | 4,019.93 | 4,194.21 | -4.16% | 商用车(申万) | 6,908.37 | 6,609.64 | 4.52% |
| 科创综指 | 2,338.13 | 2,343.66 | -0.24% | 摩托车及其他(申万) | 3,187.91 | 3,076.57 | 3.62% |
| 北证50 | 1,287.82 | 1,266.90 | 1.65% | 汽车服务(申万) | 438.53 | 443.99 | -1.23% |
| 恒生科技 | 4,499.00 | 4,255.59 | 5.72% | 港股通汽车 | 2,013.02 | 1,870.86 | 7.60% |

资料来源：wind，华源证券研究所

# 4. 风险提示

1）行业景气度不及预期：若受政策退坡等因素影响，国内汽车行业景气度存在不及预期的风险。

2）原材料涨价风险：若原材料面临持续涨价风险，或会对汽车行业盈利能力产生一定影响。

3）技术迭代不及预期：若智能驾驶、AI 等技术迭代不及预期，可能影响 AI 相关应用落地节奏。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。