长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨



公司研究丨深度报告丨宁德时代（300750.SZ）

关于宁德时代需求、盈利、格局的三问三答

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

宁德时代自上市以来，有过两轮预期驱动的行情，一是 2019 年底得益于全球碳中和和电动汽车消费崛起，市场重估锂电需求增速；同时认知到了宁德时代的全球竞争力，进而抬升了估值中枢。二是 2023 年底在行业周期下行、电池价格随锂价显著降低时，宁德时代证明了单 Wh 盈利的稳定性，打消市场对盈利波动的担忧，修复了 EPS 预期。当前宁德时代的估值再次来到了历史最低位，市场的担忧集中于需求、盈利和格局三个维度，我们在本篇报告中将逐一分析。

分析师及联系人



邬博华

SAC：S0490514040001

SFC：BQK482



曹海花

SAC：S0490522030001



叶之楠

SAC：S0490520090003



王晓振

SAC：S0490525090002

丨证券研究报告丨

2026-10-12

公司研究丨深度报告

投资评级 买入丨维持

宁德时代（300750.SZ）

关于宁德时代需求、盈利、格局的三问三答

一问需求：行业增速持续性和确定性如何？怎么看短期景气？

本轮锂电景气周期的需求结构是多元化的，2026 年上半年市场争议最大的国内储能仅占 13%左右，渗透率基数较高的国内动力也仅占需求的 25%左右，欧洲动力、国内商用车、新兴市场动力、非美储能对需求的影响力在强化，且是政策托底和经济性驱动共振，增长趋势明确。预计到 2030 年锂电需求复合增速仍将维持在 20%以上。且工程机械、船舶等增量场景将涌现。

短期排产出现波动，更多是企业对库存策略的调整所致，由于库存策略调整导致的排产波动，对终端景气趋势的指引意义并不强。锂电需求增长的韧性将得到证明，即使假设 2027Q1 排产环比下降 20%-25%，2027Q1 同比增速将有 20%-28%，且 2026Q1 排产基数不低。

二问盈利：电池供需如何展望？税收优惠退坡影响几何？哪些改善市场忽视？

市场对宁德时代盈利的担忧首先是基于锂电池的供需关系，2025Q4 以来锂电池企业的资本开支有显著提升，扩产规划也在陆续发布，对此我们认为：1）折旧对锂电池企业盈利的影响有限，且锂电池产线多为客户定制，多数时期保留一定的产能冗余是合理的。2）锂电池是差异化、市场分层的行业，中低端市场容易同质化价格竞争，宁德时代产品结构更偏高端、海外市场，影响则相对有限。3）更重要的是，锂电池的产能无序扩张已引起政策制定部门的关注，后续若限制产能扩张、反内卷的政策持续推进，锂电池供需关系将持续好转。

产业发展的相关扶持政策整体处于退坡阶段，锂电池的消费税将从 2026 年 9 月起征收 2%，2027 年 9 月起征收 4%，出口退税将在 2027 年 1 月起由 6%退坡至 0%。我们认为各场景的传导和承担比例将有不同：1）储能电池新项目预计传导难度不大；2）动力电池出口退税退坡影响预计也相对可控；3）国内动力消费税或有传导压力。

此外也需跟踪结构改善，一是从锂电需求增长的区域结构看，未来几年海外的占比将持续提升；二是公司系统级产品占比有望提升；三是资源品的成本压力将得到缓解。

三问格局：如何看车企供应商策略调整？宁德品质战略推进如何？

汽车作为 To C 的消费品，动力电池又是影响新能源汽车使用体验的重要零部件，短期供应链调整或是综合考虑的权衡，中期看取决于动力电池是否存在差异化和 To C 的品牌认知度。经过多年的市场培育，消费者对于动力电池的品牌有一定的认知度，根据 2026 年 9 月尼尔森 IQ 发布的报告显示，受访者中国内约有 37.1%的消费者对宁德时代的动力电池有品牌专属意愿。同时，是否搭载宁德时代电池的决策过程是可逆的，近些年出现了重新强化与宁德时代合作，带动销量提升、品牌升级的案例，典型的是吉利星愿、零跑等。

宁德时代持续推动品质战略，从宣传到服务网络，一是加大拳头产品的品牌宣传力度，二是切入汽车后市场服务领域，三是加码全球补能基础设施建设，2025 年底累计建成 1020 座换电站，2026 年 9 月底已建成 2520 座，2027 年公司除了进一步增加换电站数量，还将建成落地 1000 座高速换电站。同时公司将换电站与超充桩结合，实现超换一体的最佳补能形态。进一步优化配套消费者的补能服务体验。换电模式若能成功在 To C 端打开市场，赋能车企实现销量提升，宁德时代将显著强化动力电池的竞争壁垒并提升电池生命周期的盈利水平。

风险提示

1、新能源车销量不及预期；2、原料价格大幅上涨；

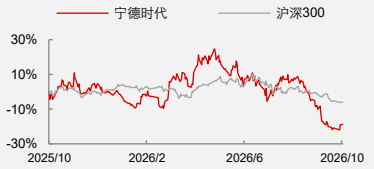
3、新技术、新产品研发失败风险；4、全球经济增长低于预期。

公司基础数据

当前股价(元)	298.38
总股本(万股)	462,725
流通A股/B股(万股)	426,062/0
近12月最高/最低价(元)	468.75/285.17

注：股价为 2026 年 10 月 12 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

•《“宁德品质”全球开放月，构建新的护城河》2026-09-28

•《宁德时代 2026 年中报业绩分析：盈利延续稳健增长，大额回购强化信心》2026-07-29

•《宁德时代 2026 年一季报分析：产销两旺持续高增，综合盈利保持稳定》2026-04-26

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

关于宁德时代需求、盈利、格局的三问三答 6
一问需求：行业增速持续性和确定性如何？怎么看短期景气？ 6
锂电需求多元化，中期复合增速有望维持 20%以上 6
短期排产波动更多是库存博弈，淡季影响或将平滑 9
二问盈利：电池供需如何展望？税收优惠退坡影响几何？哪些改善市场忽视？ 12
扩产前置影响供需，关注轻资产、差异化、政策导向 12
消费税、出口退税退坡，各场景承担比例或有不同 13
被忽视的因素是出货结构改善，资源品成本压力缓解 14
三问格局：如何看车企供应商策略调整？宁德品质战略推进如何？ 16
格局演绎取决于消费者对整车和锂电池品牌认知度 16
宁德时代进一步推动品质战略，从宣传到服务网络 18
风险提示 21

图表目录

图 1：宁德时代股价走势及 PE-ftm 变化 6
图 2：国内储能月度装机数据 6
图 3：国内储能月度中标数据 6
图 4：2026H1 全球锂电池需求结构分布 7
图 5：2026H1 储能电池出货的区域结构（GWh） 7
图 6：欧洲乘用车碳排放政策约束条件 8
图 7：新兴市场新能源车销量中国车企占比接近 50%（万辆） 8
图 8：全球各能源形式的 LCOE 成本比较 9
图 9：动力、储能电池中期需求增速测算（GWh） 9
图 10：锂电产业链上市公司库存周转天数（天，期末库存商品/当季度主营业务成本年化） 10
图 11：从长周期维度看锂电产业链典型公司的库存周转天数（天） 10
图 12：电池级碳酸锂历史价格变化 10
图 13：典型锂电池企业月度排产情况（GWh） 11
图 14：锂电池典型上市公司单季度资本开支水平（亿元） 12
图 15：锂电池当前产能利用率情况 12
图 16：宁德时代折旧金额及占主营业务成本的比例 12
图 17：锂电池产品价格差异较大，代表市场需求分层 12
图 18：储能电芯价格在碳酸锂上涨过程中传导顺畅 14
图 19：2025Q1、2026Q2 出口退税退坡对扣非净利润率影响不大 14
图 20：海外动力、储能锂电池出货量占比 14
图 21：宁德时代海外动力电池装机份额持续提升 14
图 22：宁德时代前五大客户销售总额占比 16
图 23：2026 年 8 月宁德时代国内动力装机前五大车企 16
图 24：尼尔森 IQ 关于动力电池品牌专属意愿的调研报告 17

图 25：吉利星愿的月销量水平（辆）.....18
图 26：零跑 D19、D99 的月销量水平（辆）.....18
图 27：宁德时代售后综合服务费预计负债余额（计提未使用）.....18
图 28：宁德时代质保金计提充分且实际发生率低.....18
图 29：宁德时代北京首都国际机场广告.....19
图 30：宁德时代上海虹桥高铁站广告.....19
图 31：宁德时代换电版本 C 端车型极狐 S3 销量（辆）.....20

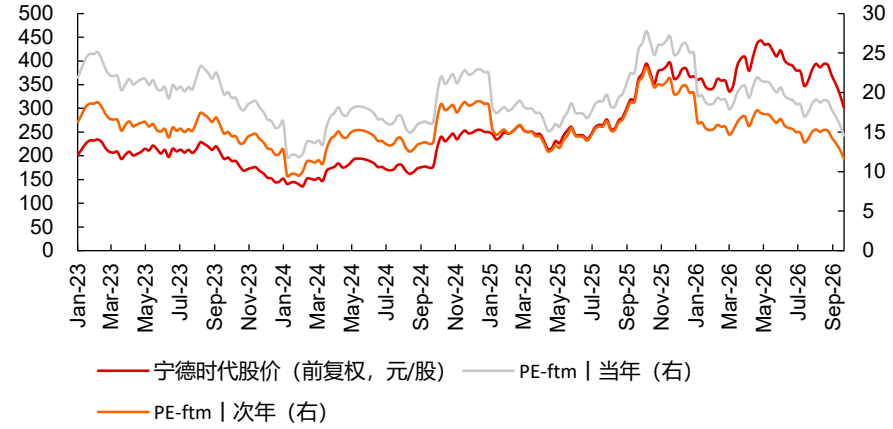
表 1：国内商用车电动化的政策目标和产业预期.....8
表 2：各部委对于锂电池产能有序扩张的政策文件.....13
表 3：锂电池出口退税、消费税政策变化.....13
表 4：消费税、出口退税不同承担比例对企业单 Wh 盈利影响的敏感性分析.....14
表 5：宁德时代储能系统级订单落地情况.....15
表 6：宁德时代碳酸锂资源项目推进进展.....15
表 7：近期理想汽车、小米澎程系列车型对电池供应商的表述.....16
表 8：吉利星愿、零跑部分车型的电池供应商.....17
表 9：宁德时代共建的厦门实证储能科技研究院具体内容.....18
表 10：宁德时代宁家服务 2026 年度品牌日具体内容.....19
表 11：宁德时代换电站建设进展.....20

关于宁德时代需求、盈利、格局的三问三答

宁德时代自上市以来，有过两轮预期驱动的行情，一是 2019 年底得益于全球碳中和和电动汽车消费崛起，市场重估锂电需求增速；同时认知到了宁德时代的全球竞争力，进而抬升了估值中枢。二是 2023 年底在行业周期下行、电池价格随锂价显著降低时，宁德时代证明了单 Wh 盈利的稳定性，打消市场对盈利波动的担忧，修复了 EPS 预期。

当前宁德时代的估值再次来到了历史最低位，根据 iFinD 一致预期，截至 2026 年 9 月 20 日，宁德时代对应 2026 年预期 PE 仅 14.6X，对应 2027 年预期 PE 仅 11.7X。当前市场的担忧集中于需求、盈利和格局三个维度，我们在本篇报告中将逐一分析。

图 1：宁德时代股价走势及 PE-ftm 变化



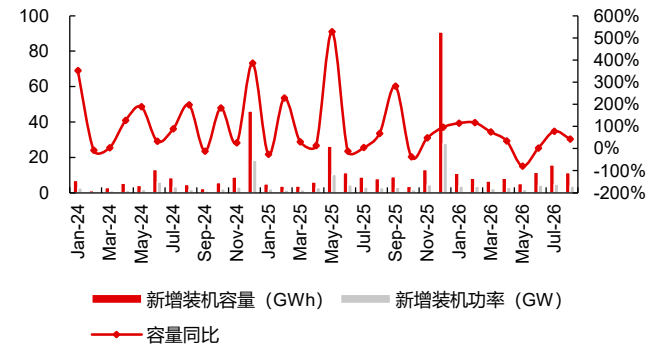
资料来源：iFinD，长江证券研究所

一问需求：行业增速持续性和确定性如何？怎么看短期景气？

锂电需求多元化，中期复合增速有望维持 20%以上

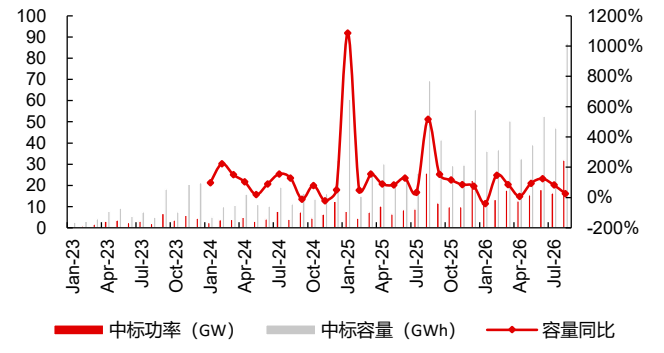
市场对锂电需求的担忧，主要是针对国内储能市场，根据 CNESA 数据，2026 年 1-8 月国内储能累计装机 77.85GWh，同比增速仅 6%；同时蒙西、甘肃等省份的现货价差有所收窄，进一步引发对国内储能需求增速放缓和备货系数偏高的担忧。

图 2：国内储能月度装机数据



资料来源：CNESA，长江证券研究所

图 3：国内储能月度中标数据

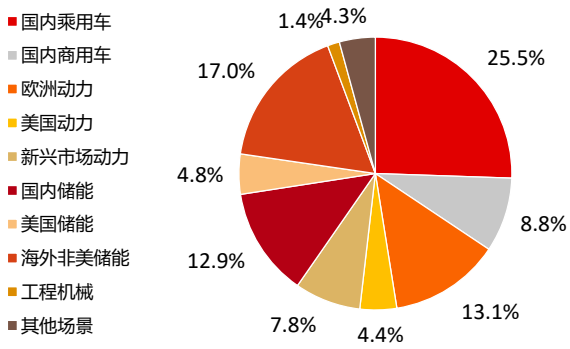


资料来源：储能与电力市场，长江证券研究所

我们认为年内累计装机量偏低与项目推迟有关，更多是独立储能的商业模式刚刚推出，诸多政策细节有待确定，例如容量电价的清单制管理、系统运行费是否征收有待地方政策落实，随政策逐一落地，国内储能装机节奏将恢复。同时从国内需求空间来看，尽管内蒙等先行的省份增长可能放缓，但有更多的省份出台容量电价细则；2026 年 1-8 月储能与电力市场口径的中标量 382.5GWh，同比仍维持 40%以上增长。

但需要强调的是，本轮锂电景气周期的需求结构是多元化的，从储能电池 2026 年上半年的出货结构看，SNE 数据显示全球出货为 461.3GWh，其中国内为 202.5GWh，占比为 44%，海外占比在持续提升，且增速更快。从锂电池整体来看，2026 年上半年市场争议最大的国内储能仅占 13%左右，渗透率基数较高的国内乘用车动力也仅占需求的 25%左右，欧洲动力、国内商用车、新兴市场动力、非美储能对需求的影响力在强化。

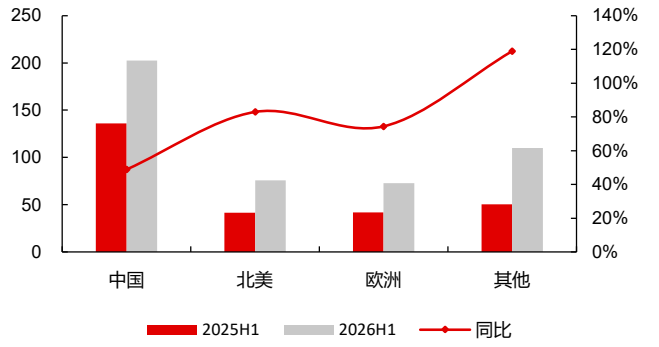
图 4：2026H1 全球锂电池需求结构分布



资料来源：SNE，Marklines，鑫椤资讯，PV news，创新联盟，长江证券研究所

注：储能数据根据鑫椤资讯电池产量和系统结构计算

图 5：2026H1 储能电池出货的区域结构（GWh）



资料来源：SNE，长江证券研究所

从中期趋势看，欧洲动力、国内商用车、新兴市场动力、非美储能都是政策托底和经济性驱动共振，增长趋势明确，需求增长的兑现度高。

欧洲动力方面，碳排放考核托底，自 2020 年开始就有强约束力，排放目标将从 2025 年的 93.6g/km，下降至 2030 年 49.5g/km。同时欧洲销量自 2025 年以来展现出强于政策底线的增长，说明产品力也有显著提升，判断到 2030 年复合增速维持 20%以上。

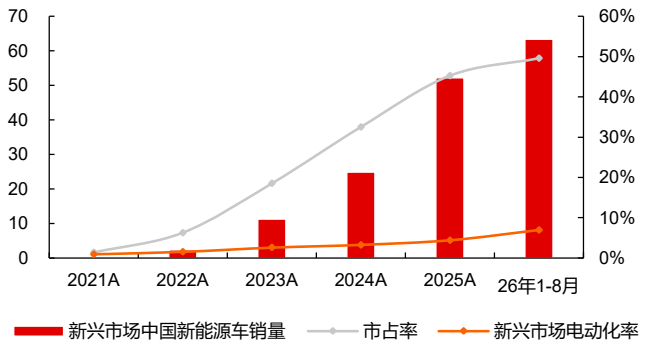
新兴市场动力方面，产品力驱动的特征明显，中国车企在新兴市场新能源车销量市占率逐年提升，2026 年 1-8 月已接近 50%。且新兴市场新能源车渗透率不足 10%，可类比 2021-2023 年国内市场的演绎路径，新兴市场新能源车的销量增长持续性较强。

图 6：欧洲乘用车碳排放政策约束条件



资料来源：ICCT，长江证券研究所

图 7：新兴市场新能源车销量中国车企占比接近 50%（万辆）



资料来源：Marklines，长江证券研究所

国内商用车方面，政策端交通运输部、工信部等部门均提出到 2030 年重卡、商用车的新能源渗透率达到 40%，交通运输部更是对特定区域固定线路短倒运输电动化比例、高速公路新能源重卡货运量提出具体目标。产业方面，宁德时代在公开场合口径预期 2028 年重卡电动化率将达到 50%，2030 年预期渗透率有望超过 60%。重卡及商用车是 To B 经济性驱动的市场，在电动化产品成熟、基础设施逐步完善下，渗透率有望加速提升。

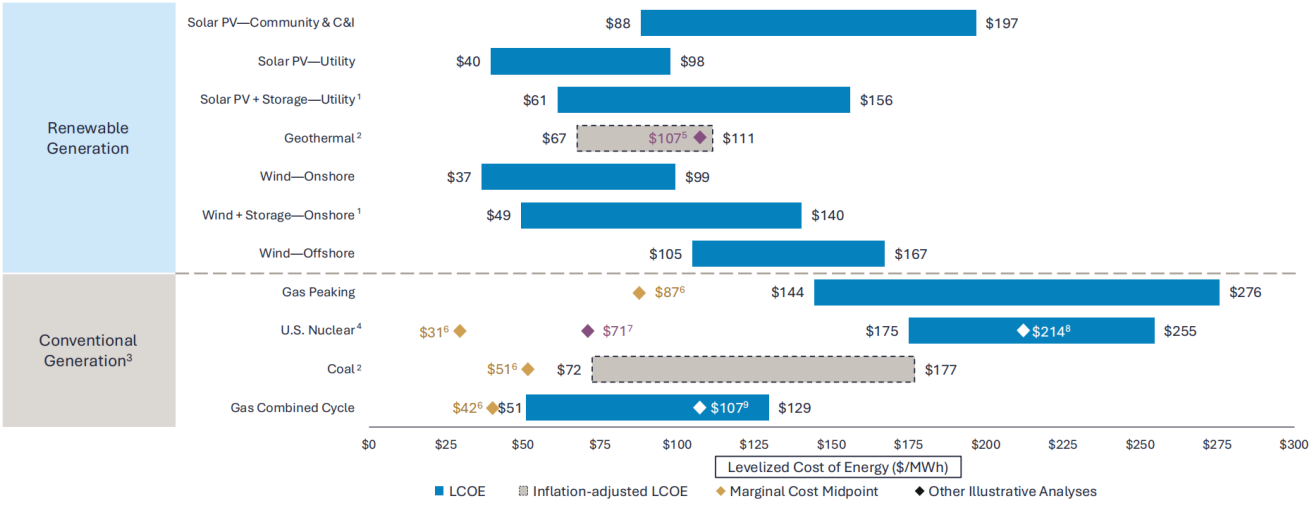
表 1：国内商用车电动化的政策目标和产业预期

时间	口径	具体规划
2026 年 5 月	交通运输部等 11 部门	印发《推动新能源重卡规模化应用实施方案》，内容包括到 2030 年，新能源重卡渗透率达到 40%，保有量突破 160 万辆、占比达到 20%左右；京津冀、汾渭平原等地区固定线路短倒运输电动化比例超过 80%；高速公路新能源重卡货运量占比达到 18%等
2026 年 9 月	工信部等 9 部门	印发《智能网联新能源汽车产业发展“十五五”规划》，内容包括到 2030 年国内市场新能源乘用车、商用车在各自领域新车总销量的占比分别达到 70%、40%
2026 年 9 月	时代周报	在宜宾召开的 2026 世界动力电池大会上，宁德时代首席科学家吴凯表示，重卡电动化拐点将至，预计到 2028 年，重卡电动化率将提至 50%
2025 年 10 月	第一财经	宁德时代在业绩解读会上表示，2025 年是新能源重卡元年，到 2030 年渗透率可能会超 60%

资料来源：交通运输部、工信部等部委，时代周报，第一财经，长江证券研究所

非美储能方面，需求增长的底层逻辑是“光储、风储平价上网”，尤其是在当前全球电力需求持续增长，而电力系统存在迭代升级需求的背景下，光伏+储能、风电+储能从系统综合经济性的角度考虑具备很强的竞争力。同时各国的政策扶持，和“高光低储”的渗透率结构，使得近两年非美储能兑现高增长，未来有望维持中等增速。

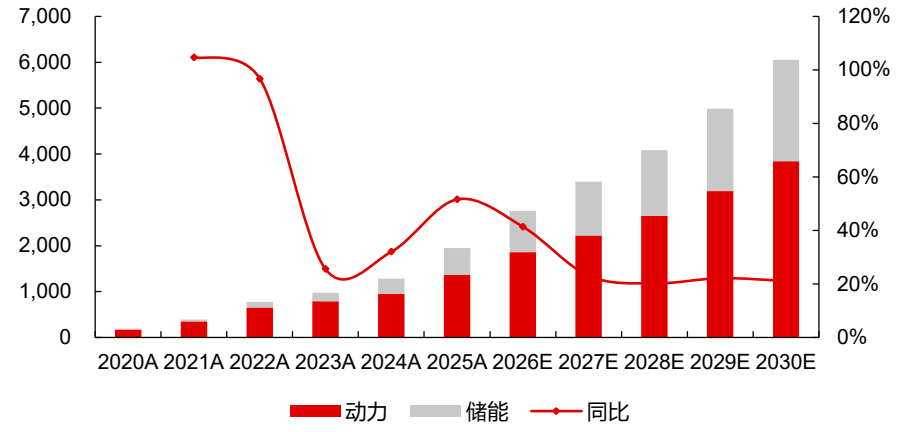
图 8：全球各能源形式的 LCOE 成本比较



资料来源：Lazard，长江证券研究所

综上，即使对国内乘用车、国内储能的需求增长假设相对谨慎下，考虑到欧洲动力、国内商用车、新兴市场动力、非美储能等市场的增长确定性较高，我们预计到 2030 年锂电池的需求复合增速仍将维持在 20%以上。且工程机械、船舶、飞行器、机器人等增量场景将涌现，贡献一定增量，锂电行业仍处于成长阶段。

图 9：动力、储能电池中期需求增速测算（GWh）



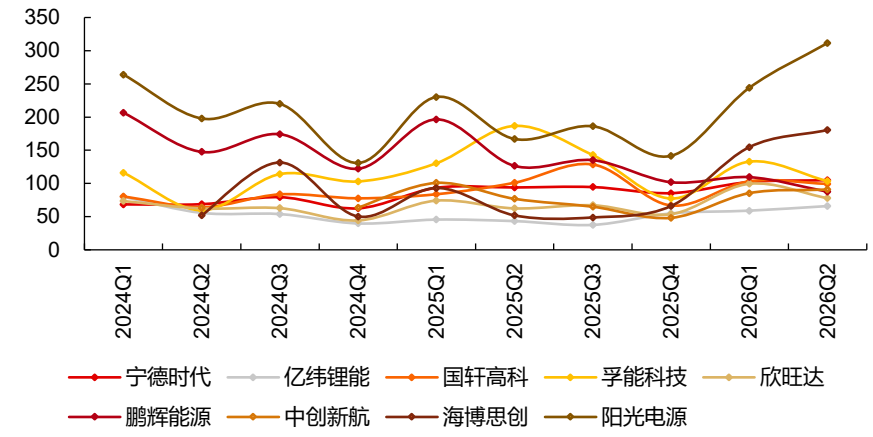
资料来源：鑫椤资讯，长江证券研究所

短期排产波动更多是库存博弈，淡季影响或将平滑

短期景气市场也存在分歧，主要体现为年内排产出现波动，以及对 2027Q1 产业是否出现超预期淡季的担忧。我们认为除了锂电池出口退税政策将在 2027 年 1 月 1 日退坡的客观影响外，企业对库存策略的调整是短期排产波动的主要原因。

从典型上市公司的财务数据看，2024-2025 年电池企业库存整体处于低位，2026H1 在国内储能、地缘冲突等因素推动下，锂电终端需求上修且企业主动补库，到 2026 年中典型上市公司库存周转天数相较于 2025 年上升 10-15 天左右。自 2026 年 5 月以来，碳酸锂进入下跌通道，基于对存货跌价的风险规避，企业库存策略将趋于谨慎。但由于库存策略调整导致的排产波动，对终端景气趋势的指引意义并不强。

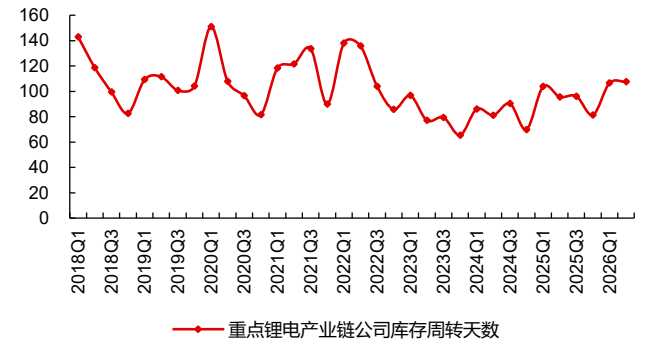
图 10：锂电产业链上市公司库存周转天数（天，期末库存商品/当季度主营业务成本年化）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

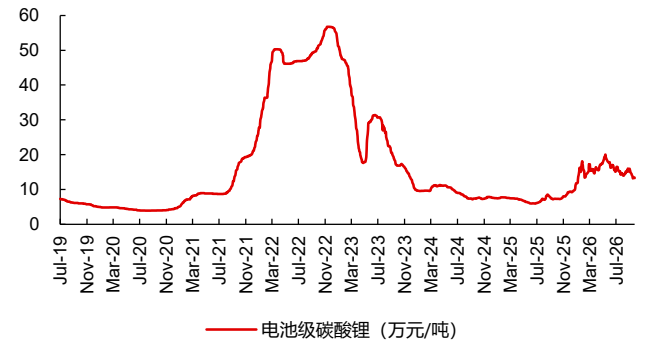
市场对锂电池库存相对担忧，与 2022 年底、2023 年底的历史经验也有一定关系，我们对比分析两轮周期在库存方面的差异，一是 2021-2022 年锂电产业链典型企业的库存周转天数达到 120-140 天左右，而在 2024-2025 年低位则在 80-100 天，当前同口径的库存天数约 105-110 天，虽高于底部的周转天数，但也显著低于 2022 年。二是企业主动去库行为，主要是担心存货跌价，2022 年底碳酸锂价格从接近 60 万元/吨跌至 30 万元/吨左右，2023 年底从 20-25 万元/吨跌至 9-10 万元/吨，均有显著的下跌幅度，而当前碳酸锂价格已经跌至 13 万元/吨左右，碳酸锂期货更是一度跌破 12 万元/吨，进一步下跌的空间并没有 2022、2023 年底显著，库存持续去化的风险也相对较低。

图 11：从长周期维度看锂电产业链典型公司的库存周转天数（天）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 12：电池级碳酸锂历史价格变化

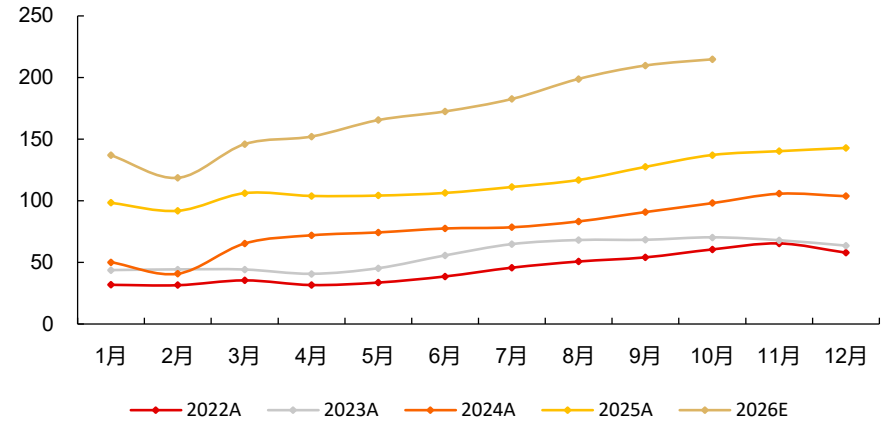


资料来源：SMM，长江证券研究所

锂电产业链短期的景气担忧类似于 2022 年底和 2023 年底，从基本面对比来看，2026 年底因出口退税政策退坡，或有一定抢装需求，对 2027Q1 有所透支；同时产业链有一定的库存去化压力。而 2022 年底锂电产业链同样面临国内新能源车购置补贴退坡的抢装扰动，且行业库存分位更高，2023Q1 典型电池企业的排产环比下降 28%。2023 年底锂电产业链面临美国储能项目推迟和国内部分企业现金流承压，也有一定的库存去化压力，2024Q1 典型电池企业排产环比下降 23%。

因此我们认为无需过度担忧和交易短期排产，即使充分考虑潜在担忧兑现，2026 年锂电产业链面临的压力是小于 2022、2023 年的，若进行敏感性分析，假设 2026 年 11-12 月排产环比持平，2027Q1 排产环比下降 20%-25%（谨慎考虑），2027Q1 同比增速将有 20%-28%，考虑到 2026Q1 的排产基数并不低，锂电需求增长的韧性将得到证明。

图 13：典型锂电池企业月度排产情况（GWh）



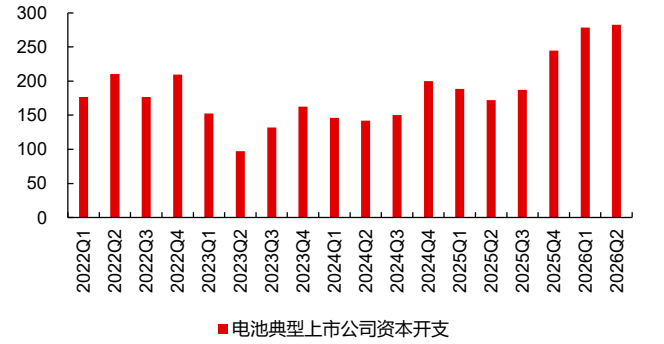
资料来源：鑫椤资讯，长江证券研究所

二问盈利：电池供需如何展望？税收优惠退坡影响几何？哪些改善市场忽视？

扩产前置影响供需，关注轻资产、差异化、政策导向

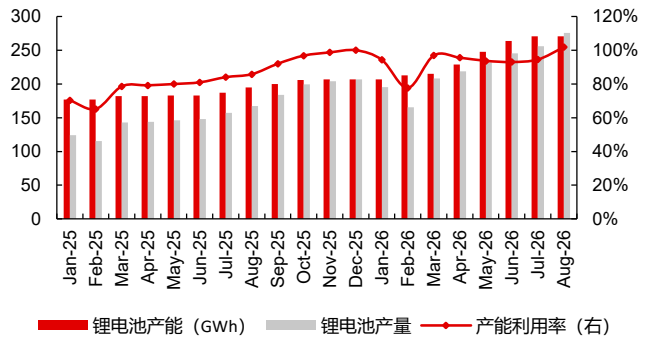
市场对宁德时代盈利的担忧首先是基于锂电池的供需关系，从财报数据出发，锂电池企业自 2023 年以来资本开支明显放缓，到 2025 年仍维持低位，也推动了锂电池行业产能利用率持续提升，2025 年下半年至 2026 年均处于相对紧缺状态。但 2025Q4 以来，锂电池企业的资本开支有显著提升，扩产规划也在陆续发布，若按当前企业的规划能够有效落地判断，2027 年锂电池行业的产能利用率预计将有所下降。

图 14：锂电池典型上市公司单季度资本开支水平（亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 15：锂电池当前产能利用率情况



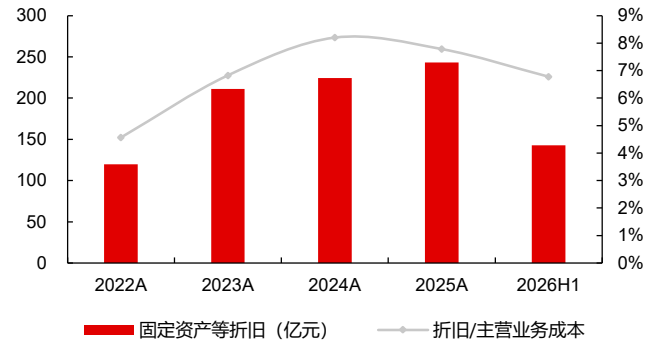
资料来源：鑫椤资讯，长江证券研究所

对于锂电池的供需和盈利展望，我们认为不应简单关注产能利用率，需从竞争要素出发：

1）锂电池虽然固定资产投资额较大，但绝非重资产行业，从宁德时代财报数据看，近 3 年公司折旧仅占主营业务成本的 7%左右，且宁德时代生产设备按 4-5 年计提折旧，行业普遍为 10 年，实际上折旧对锂电池企业盈利的影响更为有限。且锂电池产线多为客户定制，除非出现严重的供不应求，多数时期保留一定的产能冗余是合理的。

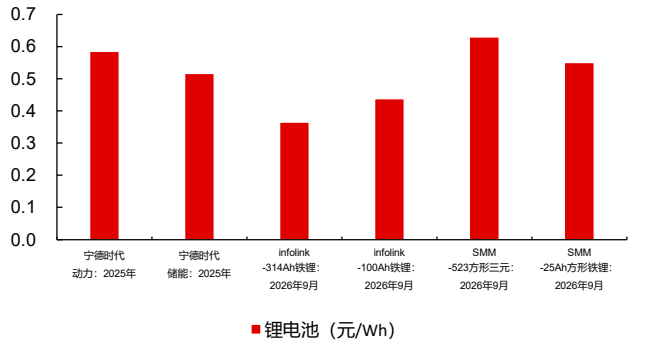
2）锂电池是差异化、市场分层的行业，从电池均价可以看出，2026 年 9 月方形三元的价格达到 0.63 元/Wh，方形铁锂（动力场景）的价格在 0.55 元/Wh，而储能电池 314Ah 铁锂电芯售价为 0.37 元/Wh，用于户储的 100Ah 铁锂电芯则为 0.44 元/Wh。中低端市场容易同质化价格竞争，宁德时代产品结构更偏高端、海外市场，影响则相对有限。

图 16：宁德时代折旧金额及占主营业务成本的比例



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 17：锂电池产品价格差异较大，代表市场需求分层



资料来源：公司公告，infolink，SMM，长江证券研究所

更重要的是，锂电池的产能无序扩张已引起政策制定部门的关注，工信部等多部委自 2026 年以来多次强调要防范产能过剩风险、严控重复建设、推进产能预警调控等。我们认为 2026 年锂电池企业加速扩产，或一定程度上受政策预期影响，扩产节奏前置；而后续若限制产能扩张、反内卷的政策持续推进，锂电池供需关系将持续好转。

表 2：各部委对于锂电池产能有序扩张的政策文件

日期	口径	具体表述
2026 年 1 月	工信部等 4 部门	联合召开动力和储能电池行业座谈会，内容包括要优化产能管理，健全产能监测和分级预警机制，加强宏观调控，防范产能过剩风险；要支持行业自律，发挥行业协会作用，引导企业科学布局产能，推动构建优质优价、公平竞争的市场秩序；要加强区域协同，强化央地协同联动、综合施策，加强对本地企业指导，严控重复建设，推动行业健康有序发展
2026 年 4 月	工信部等 4 部门	联合召开动力及储能电池行业企业座谈会，内容包括，巩固深化规范产业竞争秩序工作成效，发挥部门协同工作机制作用，持续深入推进产能预警调控、规范价格竞争、压缩供应商账期、加强产品质量监管、打击知识产权侵权、治理“内卷外化”等工作，并对地方招商引资行为予以规范引导，统筹推动产业高质量发展
2026 年 9 月	工信部等 9 部门	印发《智能网联新能源汽车产业发展“十五五”规划》，提及加强动力电池产能预警和调控管理

资料来源：工信部等，长江证券研究所

消费税、出口退税退坡，各场景承担比例或有不同

随着锂电产业逐步趋于成熟，此前对于产业发展的相关扶持政策整体处于退坡阶段，除了购置补贴、购置税等直接影响整车的政策变化外，出口退税和消费税是直接影响锂电池企业的政策变化。站在当前时点，锂电池的消费税将从 2026 年 9 月起征收 2%，2027 年 9 月起征收 4%，出口退税将在 2027 年 1 月起由 6%退坡至 0%。

表 3：锂电池出口退税、消费税政策变化

时间	2024 年 12 月 1 日前	2024 年 12 月 1 日 -2026 年 3 月 31 日	2026 年 4 月 1 日 -2026 年 12 月 31 日	2027 年 1 月 1 日后
出口退税	13%	9%	6%	0%
时间	**2026 年 9 月 1 日前**	**2026 年 9 月 1 日 -2027 年 8 月 31 日**	**2027 年 9 月 1 日后**	
消费税	0%	2%	4%	

资料来源：财政部，税务总局，海关总署，长江证券研究所

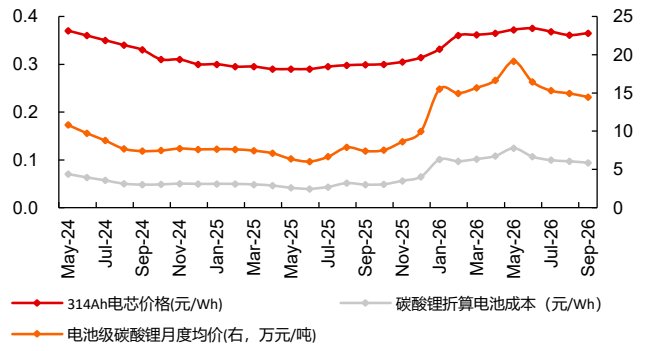
对于消费税和出口退税的影响，我们认为各场景的传导和承担比例将有不同：

1）储能电池新项目预计传导难度不大，储能项目本身是项目制，终端经济性决定了价格传导的空间，2025Q4-2026Q2 的碳酸锂涨价周期中，储能电芯传导顺畅，高点电芯价格较低点上涨约 0.09 元/Wh，显著高于消费税和出口退税的影响。

2）动力电池出口退税退坡影响预计也相对可控，出口退税政策优惠退坡并非新政策，而是自 2024 年底开始形成稳定预期，电池企业与下游已构建良好的联动机制，从企业财报看，2025Q1、2026Q2 并未显著受出口退坡政策影响。

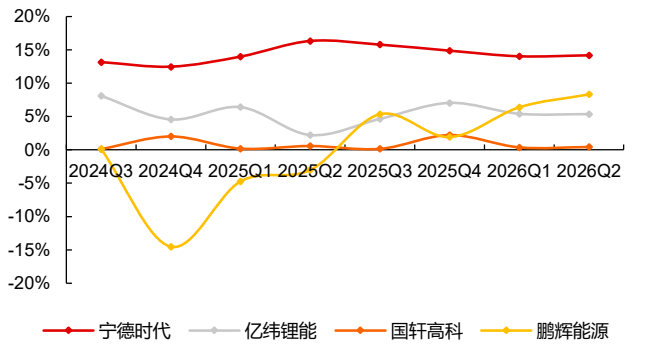
3）国内动力消费税或有传导压力，一是消费税政策为 2026 年 7 月出台，2026 年 9 月征收，需要一定的价格谈判周期；二是国内车企面临的成本压力较大。

图 18：储能电芯价格在碳酸锂上涨过程中传导顺畅



资料来源：infolink，SMM，长江证券研究所

图 19：2025Q1、2026Q2 出口退税退坡对扣非净利润率影响不大



资料来源：iFinD，长江证券研究所

综上，我们判断税收退坡的影响由大至小分别为“国内动力消费税>海外动力出口退税>国内储能消费税=海外储能出口退税”。由此，我们对电池企业单 Wh 盈利进行敏感性测算，对于 2027 年，在假设动力电池消费税承担 50%、出口退税承担 20%，对 Wh 净利润的影响为 0.005 元/Wh；在假设 2027 年电池企业承担动力电池消费税 50%、其余不承担的情况下，对 Wh 净利润的影响为 0.002 元/Wh；总体影响是有限的。

表 4：消费税、出口退税不同承担比例对企业单 Wh 盈利影响的敏感性分析

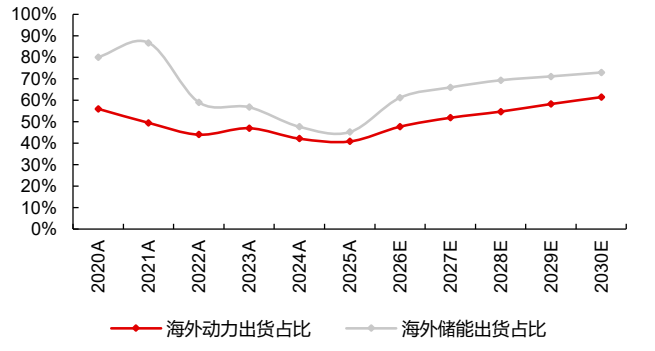
口径	承担比例	2026 年			2027 年		
动力	消费税	100%	50%	50%	100%	50%	50%
	出口退税	50%	20%	0%	50%	20%	0%
储能	消费税	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	出口退税	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Wh 净利影响（元）		**-0.001**	**-0.001**	**-0.001**	**-0.010**	**-0.005**	**-0.002**

资料来源：财政部，税务总局，海关总署，长江证券研究所

被忽视的因素是出货结构改善，资源品成本压力缓解

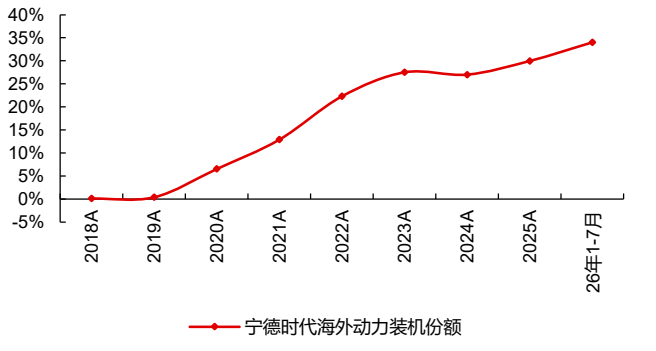
对于宁德时代的盈利趋势，除了考虑行业供需和税收政策退坡影响，也需跟踪结构改善，**一是从锂电需求增长的区域结构看，**未来几年海外的占比将持续提升，由于竞争格局更优，盈利能力也将好于国内，宁德时代海外动力份额与国内接近，储能份额高于国内。

图 20：海外动力、储能锂电池出货量占比



资料来源：鑫椤资讯，长江证券研究所

图 21：宁德时代海外动力电池装机份额持续提升



资料来源：SNE，长江证券研究所

二是公司系统级产品占比有望提升，在储能产品方面，宁德时代推出的天恒储能系统，在海外市场已有积极的订单反馈，切入储能产业链中价值量较高的是直流侧/交流侧集成和运维服务，有望带来单位盈利的增厚空间。

表 5：宁德时代储能系统级订单落地情况

时间	客户/项目	地区	规模
2026 年 8 月	Contour Global	英国/希腊/智利	3GWh
2026 年 5 月	Grenergy— Oviedo + Escuderos	西班牙	1.5GWh
2024 年 10 月	Grenergy —Gabriela Phase IV	智利	1.25GWh
2026 年 5 月	Solar pro —Burgas	保加利亚	602MWh
2025 年 8 月	AC Energy	澳大利亚	约 3GWh
2025 年 12 月	Vena Energy	印尼/新加坡	最高 4GWh
2025 年 7 月	Vanda RE Solar & Battery Project	印尼/新加坡	最高 2.2GWh
2026 年 6 月	Merus Power	北欧	约 3GWh
2026 年 7 月	Alfen	荷兰等	5GWh
2026 年 7 月	Solar pro 钠离子储能合作	中东欧	2GWh

资料来源：Contour Global，Grenergy，Renewable Energy Magazine，AC Energy，Vena Group，Vanda RE，Merus Power，长江证券研究所

三是资源品的成本压力将得到缓解，一方面对于部分经济性敏感的终端场景，由于碳酸锂价格 2026 年 5 月前上涨，电池厂或承担一部分压力，随着碳酸锂价格回落，压力有望缓解。另一方面，宁德时代 2027 年锂资源自供率有望提升，目前公司宜春枧下窝项目进入环评公示阶段，同时雅安年产 4 万吨碳酸锂、3 万吨磷酸二氢锂项目也开始推进。

表 6：宁德时代碳酸锂资源项目推进进展

日期	来源	具体内容
2026 年 9 月	宜丰县生态环境局	“江西省宜丰县圳口里-奉新县枧下窝锂矿采矿项目”环境影响报告书（拟报批稿）报批前信息公示
2026 年 9 月	雅安市经开区管委会	宁德时代（雅安）新材料科技有限公司拟投资 140000 万元在雅安经济开发区永兴工业区工兴路旁建设宁德时代雅安锂盐生产基地项目，建成年产约 4 万吨碳酸锂、3 万吨磷酸二氢锂、13 万吨元明粉等生产厂房及生产配套附属设施

资料来源：宜丰县生态环境局，雅安市经开区管委会，长江证券研究所

三问格局：如何看车企供应商策略调整？宁德品质战略推进如何？

格局演绎取决于消费者对整车和锂电池品牌认知度

宁德时代在国内高端乘用车的电池供应体系中保持高份额，车企基于供应链安全、成本平衡的考量，持续推进供应链分散策略。事实上自 2023 年起，国内多数车企已经完成了动力电池二供、三供的导入，但过去同款车型电池混供的方式，消费者接受度较低，宁德时代仍保持高份额。近期落地的主要变化是，理想汽车宣布在 MEGA、i9 等车型后续交付中，将全面搭载自研电池；小米也宣布澎程系列车型全面搭载龙甲电池，龙甲电池战略合作伙伴为中创新航、欣旺达动力。

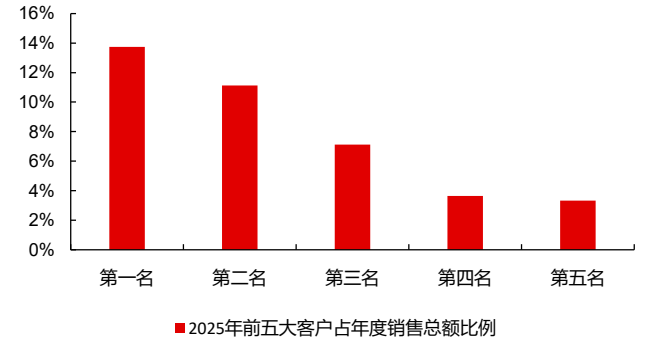
表 7：近期理想汽车、小米澎程系列车型对电池供应商的表述

日期	车企	具体内容
2026 年 9 月	理想汽车	理想自研电池已经在理想 L8、理想 L6、理想 i8 上进行搭载，后续，理想自研电池将全面搭载到我们所有的车型
		1）新一代理想 MEGA 从 9 月 7 日 15:00 及之后锁单的用户，将切换为理想自研 5C 三元锂电池，预计 11 月起开始交付
		2）理想 i9 首批将提供宁德时代 5C 三元锂电池，在自研电池完成生产爬坡后，将全量切换为理想自研 5C 三元锂电池
		3）将在今年四季度推出 2026 款理想 i6，搭载理想自研 5C 电池和自研马赫芯片
2026 年 9 月	小米汽车	小米龙甲电池战略合作发布会上，小米汽车正式公布小米龙甲电池相关细节，即将上市的小米澎程系列车型将全面搭载该系列电池，并公布中创新航、欣旺达动力成为小米汽车战略合作伙伴

资料来源：理想汽车，CALB 中创新航，欣旺达动力，长江证券研究所

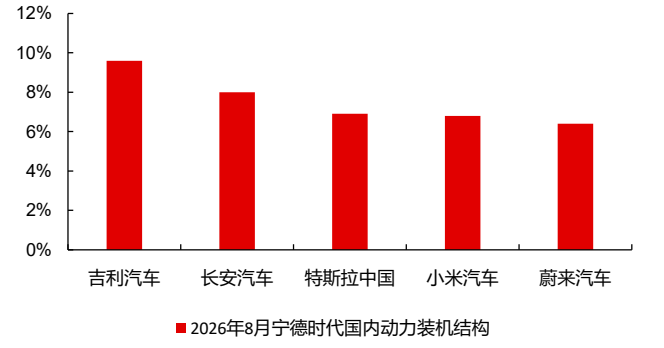
从直接影响看，宁德时代的客户结构高度分散，公司 2025 年年报中仅有第一、第二大客户的收入占比超过 10%，第四、第五大客户收入占比仅 3%-4%；从国内动力装机结构看，宁德时代单一车企的装机占比都未超过 10%。单一客户的供应链调整影响有限。

图 22：宁德时代前五大客户销售总额占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 23：2026 年 8 月宁德时代国内动力装机前五大车企

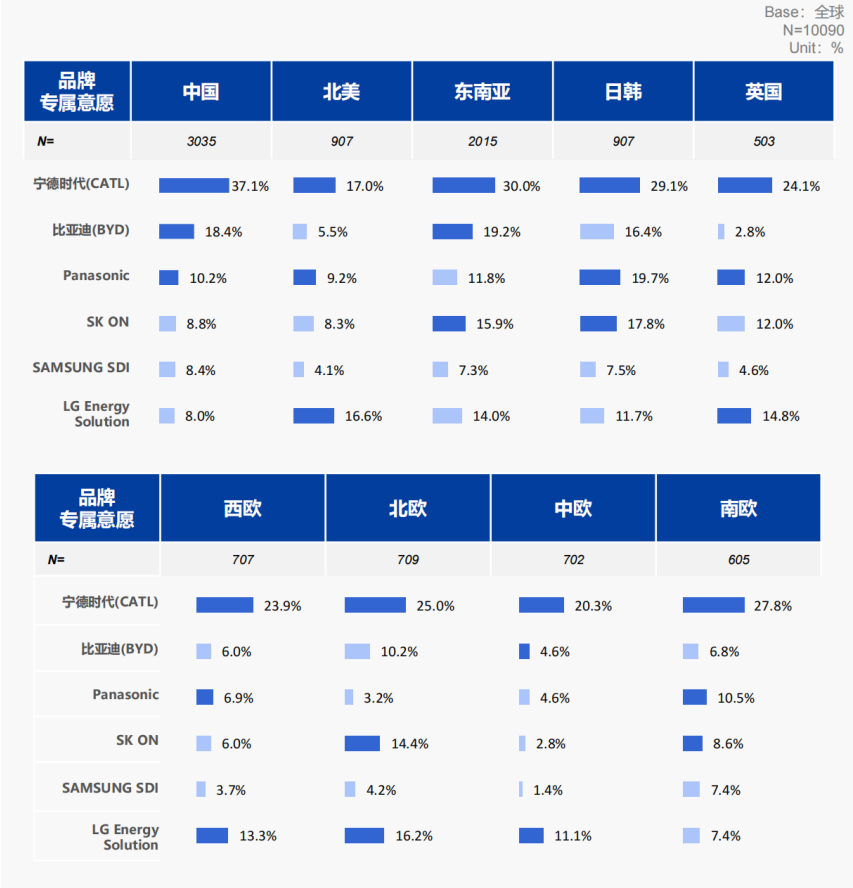


资料来源：乘联分会，长江证券研究所

市场担忧的更多是间接影响，即后续其他高端车企是否跟进。对于车企具体的供应链策略，还需要持续跟踪，但汽车作为 To C 的消费品，动力电池又是影响新能源汽车使用体验的重要零部件，短期供应链调整或是综合考虑的权衡，中期看高端车企的动力电池供应链演绎，本质上取决于动力电池是否存在差异化和 To C 的品牌认知度。

首先，我们认为经过多年的市场培育，消费者对于动力电池的品牌有一定的认知度，根据 2026 年 9 月尼尔森 IQ 发布的《2026 年全球新能源车消费者研究报告》数据，受访者中，国内约有 37.1%的消费者对宁德时代的动力电池有品牌专属意愿，即是否搭载宁德时代的动力电池将是整车购买决策影响力的核心指标。而根据创新联盟数据，2026 年 1-8 月宁德时代在国内乘用车的装机份额为 45.0%，宁德时代的市场份额与消费者认知度是较为接近的，这也意味着宁德时代市场份额一定程度上有自身品牌认知托底。

图 24：尼尔森 IQ 关于动力电池品牌专属意愿的调研报告



资料来源：尼尔森 IQ，长江证券研究所

其次，我们认为是否搭载宁德时代电池的决策过程是可逆的，尤其是国内新能源乘用车将逐步进入存量竞争，近期市场更多关注的是中高端乘用车的供应商变化，但在性价比车型市场，近些年出现了重新强化与宁德时代合作，带动销量提升、品牌升级的案例。一是吉利汽车在 2024 年推出吉利星愿，全系搭载宁德时代电池，同时凭借自身强劲的产品力，销量可观。二是零跑汽车时隔多年后重新导入宁德时代，成为其中高端车型 D19、D99 的独供，成功实现了中高端汽车品牌的突围。

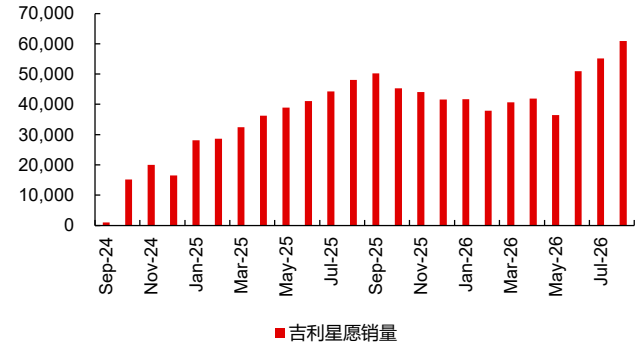
表 8：吉利星愿、零跑部分车型的电池供应商

车企	车型	供应商	车企	车型	供应商
吉利汽车	吉利星愿 310km 乘风版	宁德时代独供	零跑汽车	零跑 D19 纯电 增程	宁德时代独供
	吉利星愿 310km 向往版	宁德时代独供		零跑 D99 纯电 增程	宁德时代独供
	星愿 2026 款 410km 乘风版	宁德时代独供		零跑 Lafa 5	混供
	吉利星愿 410km 向往版	宁德时代独供		零跑 B01	混供

星愿 2026 款 480km 探索+版	宁德时代独供	零跑 C16	混供
星愿 2026 款 480km 探索版	宁德时代独供		

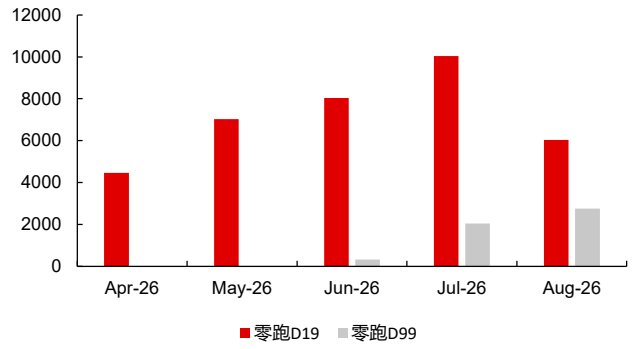
资料来源：宁德时代，工信部，长江证券研究所

图 25：吉利星愿的月销量水平（辆）



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 26：零跑 D19、D99 的月销量水平（辆）

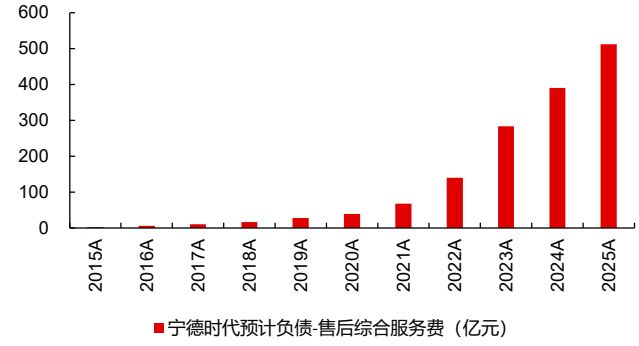


资料来源：Marklines，长江证券研究所

宁德时代进一步推动品质战略，从宣传到服务网络

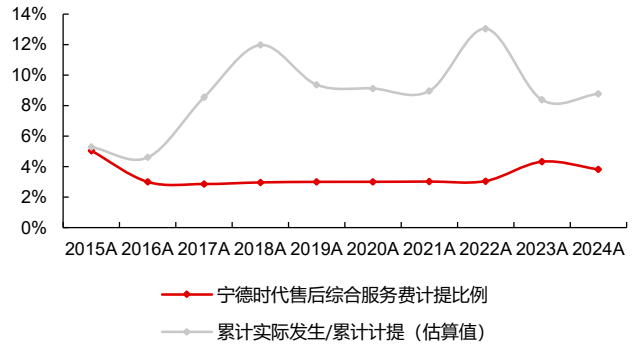
宁德时代始终重视对于产品品质的把控，从财务数据看，公司每年充分计提售后综合服务费，2023 年以前为收入的 3%，2023-2024 年约在 4%左右，而根据预计负债的售后综合服务费余额推算，公司计提的质保金中，仅有约 9%实际发生支出，公司产品综合品质好于行业水平。且到 2025 年底，公司计提未支付的售后综合服务费达到 512.3 亿元，也将是公司产品品质的兜底保障。

图 27：宁德时代售后综合服务费预计负债余额（计提未使用）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 28：宁德时代质保金计提充分且实际发生率低



资料来源：公司公告，长江证券研究所

动力电池显著影响消费者的使用体验（能量密度、倍率性能、低温性能、安全性），也影响消费者的经济利益（循环寿命、残值率）；储能电池应用于重资产、长久期的电站运营业务，面对长时间的运营周期、复杂运行的工况，宁德时代通过实证基地的建设落地，能够更有依据、更加负责地为客户提供品质保障。

表 9：宁德时代共建的厦门实证储能科技研究院具体内容

要点	具体内容
总体	2026 年 5 月 28 日 ，由厦门市政府与宁德时代共建的厦门实证储能科技研究院正式启动，该研究院总占地 150 亩，计划总投资约 30 亿人民币，是目前全球规模最大、检测能力最完整的储能系统全场景一站式检测与实证平台

并网适应性实验室	全球最大站域级并网检测与实证平台，具备从电芯至电网全场景仿真能力，最大可实现 1000 电网节点仿真运算。通过实时仿真器接入 35 千伏、100 兆伏安可控电网接口，检测能力可涵盖并网构网相关全部标准检测项目及阻抗扫描、构网适应性等实证测试
高压安全实验室	测试覆盖 1kV 至 500kV，可在极端高压环境下追溯设备起火爆炸的真实机理，从根源指导设备实现“不起火、不爆炸”
热安全与燃烧实验室	全球首个配备 20MW 量热仪的大型室内燃烧设施，10 万 m³室内燃烧空间可进行 9 个大型储能集装箱的燃烧测试
电磁兼容实验室	具备全球唯一可支持 40 尺集装箱整机入舱的测试条件，配备 65 吨转台与 5MW 电源，可在大功率充放电真实工况下的电波暗室内完成电磁兼容测试
环境适应性实验室	配备气候舱、环境舱、盐雾舱、淋雨舱及沙尘舱五大专业测试设施，可对整机储能集装箱进行从-50°C 到 100°C 极端温度、最高 7200m 高海拔高原气压环境及全等级防尘防水等系统级极端环境验证

资料来源：宁德时代，长江证券研究所

宁德时代基于多年经验的口碑，将进一步加强对品质战略，提升对 To C 端新能源汽车消费者和 To B 端储能运营企业的影响力。具体来看：

一是加大拳头产品的品牌宣传力度，自 2023 年起，宁德时代在诸多城市的机场、高铁站、大型商超等场合进行 To C 端营销推广，加强消费者的品牌认知度。

图 29：宁德时代北京首都国际机场广告



资料来源：投资界，长江证券研究所

图 30：宁德时代上海虹桥高铁站广告



资料来源：36kr，长江证券研究所

二是切入汽车后市场服务领域，宁德时代于 2026 年 8 月举办宁家服务品牌活动，宣布将在 2026 年下半年完成 100 座城市的宁家服务直营体验中心，将直接为消费者提供电池维修服务车，实现从“用户找服务”到“服务找用户”的模式转变；以及推出用户服务保障计划，涵盖官方维修与延保服务，提供 100%原厂备件与原厂质保保障。

表 10：宁德时代宁家服务 2026 年度品牌日具体内容

后市场服务	具体内容
总体目标	2026 年 8 月 10 日，宁家服务在海口举办 2026 年度品牌日活动，海口、杭州、广州、香港及挪威、土耳其等全球 10 大直营体验中心同步开业，并完成百城签约
	2026 年下半年，宁家服务直营体验中心将逐步落地全球 100 座城市，全面迈入规模化服务新阶段
精细化运维	全链路追溯：依托自研“鹰眼系统”，覆盖超 150 个深度维修作业监控点，实现电池进出厂全流程数据化记录，是新能源后市场唯一实现维修全链路可追溯的品牌
	原厂修复：基于 CTP 深度维修技术与分级授权体系，以原厂标准和配件进行精准维修，已实现 76.8%车型的深度维修覆盖
服务再升级	首款电池维修服务车发布：综合续航 800km，集成超 30 项检测与超 50 项现场维修能力，可覆盖除深度维修外 90%的场景，将疑难故障处理时间由 72 小时压缩至 48 小时，实现从“用户找服务”到“服务找用户”的模式转变

	用户服务保障计划：启动 10 亿元用户补贴计划，推出基础版（百元级）与 PLUS 版（千元级）检测保养权益包，涵盖官方维修与延保服务，提供 100%原厂备件与原厂质保保障

资料来源：宁德时代公众号，长江证券研究所

三是加码全球补能基础设施建设，公司于 2025 年起显著加快了换电站建设，2025 年底累计建成 1020 座换电站，2026 年 9 月底已建成 2520 座，2026-2027 年公司除了进一步增加换电站数量，还将建成落地 1000 座高速换电站。同时公司将换电站与超充桩结合，实现超换一体的最佳补能形态。进一步优化配套消费者的补能服务体验。

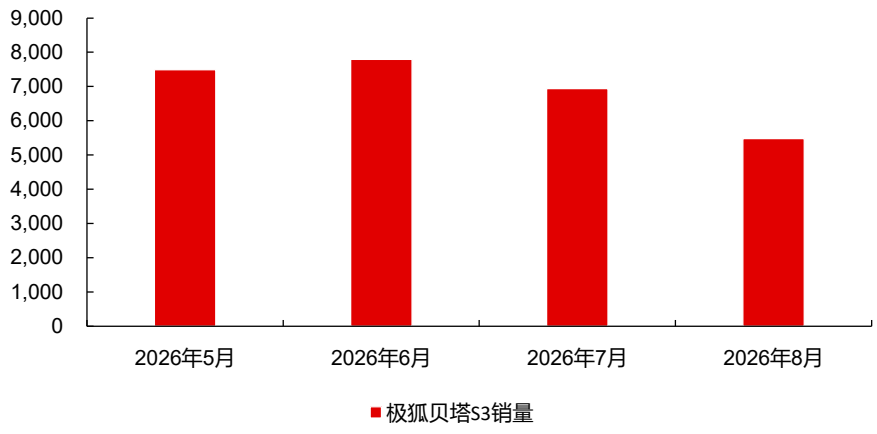
表 11：宁德时代换电站建设进展

日期	要点	具体进展
2025 年 4 月	中石化	宁德时代与中国石化在北京签署合作框架协议。根据协议，双方将全面深化长期战略合作关系，共同建设覆盖全国的换电生态网络，今年将建设不少于 500 座换电站，长期目标是扩展至 10000 座
2025 年 12 月	进展&规划	截至 12 月 30 日，巧克力换电已在 45 个城市建成换电站 1020 座，其中长三角地区累计落站 258 座，京津冀城市群建成 116 座，川渝地区以 97 座换电站成为西部标杆，重庆主要站点均实现盈利；大湾区落站 197 座。2026 年巧克力换电将提档加速，计划在 140 多个城市累计建成 3000 座换电站，同步启动高速公路换电站建设，长期规划建成 3 万座换电站
2026 年 4 月	超换一体	宁德时代认为，未来补能格局是家充、公充、换电“三分天下”，超换一体则是最佳形态。宁德时代计划 2026 年底累计建成 4000 座超换一体站，覆盖近 190 座城市和 12 纵 11 横高速网络。将携手车企与能源伙伴共建“超换共享网络”，以技术共享、互联互通、共同投建为宗旨
2026 年 9 月	进展&规划	截至 9 月 29 日，巧克力换电全国累计建成换电站超 2520 座，站点落地覆盖 31 省 200 城，近 2 万块宁德品质全新电池完成入仓部署；2026-2027 年巧克力换电计划落地 1000 座高速换电站，打造“11 纵 9 横”全国高速换电大动脉

资料来源：宁德时代，巧克力换电，长江证券研究所

换电模式若能成功在 To C 端打开市场，赋能车企实现销量提升，宁德时代将显著强化动力电池的竞争壁垒并提升电池生命周期的盈利水平。从近期进展来看，极狐汽车于 2026 年 5 月上市的贝塔 S3，充电版售价 8.08-12.18 万元，换电版售价 5.98-10.08 万元，家庭版电池月租金 399 元，当前月销量在 5000-8000 辆左右。

图 31：宁德时代换电版本 C 端车型极狐 S3 销量（辆）



资料来源：太平洋汽车，长江证券研究所

风险提示

1、新能源车销量不及预期。2026 年国内新能源车面临一定的不确定性，包括以旧换新政策退坡，购置税减免政策逐步退出，以及产业链成本上涨，对销量有不确定性影响。

2、原料价格大幅上涨。纯电动与插电混动的经济性差距取决于锂电产业链成本，若出现供应短缺，产业链价格大幅上涨，可能影响行业需求和产品路线选择。

3、新技术、新产品研发失败风险。新能源汽车产业和上下游产业链均为技术密集型产业，行业及公司必须通过持续的研发投入，不断进行新技术、新产品的研发，提升工艺水平、提高产品性能，以满足客户需求，保证产品的市场竞争力。若新产品、新技术研发失败，或者其他技术路线率先取得技术突破，将会显著影响新技术及新产品的市场竞争力，进而导致盈利能力下降。

4、全球经济增长低于预期。锂电下游涉及到消费电子、新能源汽车、储能等国民经济各方面，若未来全球经济增长低于预期，则会对产品需求造成较大影响。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**423702**	**615010**	**728050**	**855050**
营业成本	312383	465490	548720	638650
毛利	**111319**	**149520**	**179330**	**216400**
%营业收入	26%	24%	25%	25%
营业税金及附加	2832	3151	3731	4382
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	3735	4156	4951	5814
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	11667	17220	20385	23941
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	22147	18450	20385	23856
%营业收入	5%	3%	3%	3%
财务费用	-7940	1971	3662	4323
%营业收入	-2%	0%	1%	1%
加：资产减值损失	-8660	-7380	-8500	-8500
信用减值损失	-419	-670	-900	-800
公允价值变动收益	974	0	0	0
投资收益	7971	12841	14922	15981
营业利润	**89519**	**120716**	**142885**	**171953**
%营业收入	21%	20%	20%	20%
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	**89527**	**120716**	**142885**	**171953**
%营业收入	21%	20%	20%	20%
所得税费用	12740	18482	20004	24073
净利润	76786	102235	122881	147879
归属于母公司所有者的净利润	**72201**	**94056**	**113051**	**136049**
少数股东损益	4585	8179	9830	11830
EPS（元）	**16.14**	**20.33**	**24.43**	**29.40**

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**133220**	**183864**	**198178**	**226296**
取得投资收益收回现金	2280	12841	14922	15981
长期股权投资	-10093	0	0	0
资本性支出	-42133	-61810	-73170	-85934
其他	-44531	-5272	0	0
投资活动现金流净额	**-94476**	**-54240**	**-58248**	**-69953**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	44814	0	0	0
银行贷款增加（减少）	39790	0	0	0
筹资成本	-34923	-11794	-13709	-15436
其他	-55991	5199	0	0
筹资活动现金流净额	**-6310**	**-6595**	**-13709**	**-15436**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**32435**	**123029**	**126221**	**140907**

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	333513	449600	575821	716728
交易性金融资产	58994	58994	58994	58994
应收账款	76403	110253	130773	153485
存货	94526	133560	150227	168963
预付账款	14282	17575	22174	25243
其他流动资产	60763	91559	102106	119008
流动资产合计	**638482**	**861540**	**1040095**	**1242421**
长期股权投资	64884	64884	64884	64884
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	146401	179215	216439	258263
无形资产	15264	15264	15264	15264
商誉	837	837	837	837
递延所得税资产	28170	30495	30495	30495
其他非流动资产	80790	86073	86073	86073
资产总计	**974828**	**1238309**	**1454088**	**1698237**
短期贷款	12935	12935	12935	12935
应付款项	160329	239210	281863	328104
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	23111	33540	39890	46291
应交税费	11775	16738	19954	23380
其他流动负债	191476	266405	313983	362770
流动负债合计	**399626**	**568829**	**668626**	**773481**
长期借款	78235	78235	78235	78235
应付债券	3443	3443	3443	3443
递延所得税负债	922	300	300	300
其他非流动负债	121575	134692	134692	134692
负债合计	**603801**	**785499**	**885295**	**990150**
归属于母公司所有者权益	337108	410713	516865	644329
少数股东权益	33919	42097	51928	63758
股东权益	**371026**	**452810**	**568793**	**708087**
负债及股东权益	**974828**	**1238309**	**1454088**	**1698237**

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
每股收益	16.14	20.33	24.43	29.40
每股经营现金流	29.19	39.74	42.83	48.91
市盈率	22.75	14.68	12.21	10.15
市净率	4.97	3.36	2.67	2.14
EV/EBITDA	14.21	6.93	5.06	3.55
总资产收益率	8.7%	9.2%	9.1%	9.4%
净资产收益率	21.4%	22.9%	21.9%	21.1%
净利率	17.0%	15.3%	15.5%	15.9%
资产负债率	61.9%	63.4%	60.9%	58.3%
总资产周转率	0.48	0.56	0.54	0.54

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	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。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。

