仅供内部参考，请勿外传

电力设备 | 光伏设备
非金融|首次覆盖报告

2026 年 10 月 26 日

阿特斯(688472.SH)

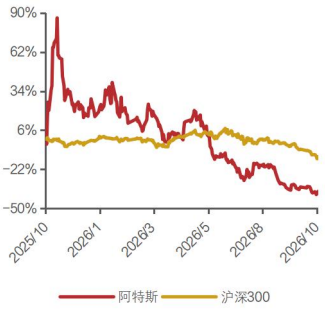
——光伏 HJT 产能顺利爬坡，北美储能势如破竹

投资评级：买入（首次）

证券分析师
查浩
SAC：S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
高博禹
SAC：S1350526060004
gaoboyu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 10 月 23 日
收盘价（元）	8.00
一年内最高/最低（元）	24.28/7.67
总市值（百万元）	29,145.12
流通市值（百万元）	29,145.12
总股本（百万股）	3,643.14
资产负债率（%）	62.07
每股净资产（元/股）	6.24

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 阿特斯 26H1 实现营业收入 127.84 亿元，同比-39.27%，26H1 实现归母净利润 3.00 亿元，同比-59.02%。2026 年上半年，面对光伏行业深度调整，公司坚持“量利平衡”的防守策略，积极响应行业“反内卷”号召，从规模竞争转向聚焦高价值市场。26H1 公司储能业务作为第二增长曲线发展扎实，大型储能交付量达 6.1GWh，同比+103.3%。

- **北美 HJT 产能顺利爬坡，储能系统在手订单充实。**（1）集团层面，阿特斯 2026Q1 光伏组件出货 2.5GW，储能系统出货 2.1GWh，同比+142%，集团预计 2026Q2 储能系统出货量在 2.8 至 3.2GWh，毛利率预计达到 13-15%，位于美国印第安纳州的先进的异质结(HJT)电池片工厂预计将于 2026M7 开始投入商业化运营。（2）截至 2026 年 5 月 8 日，集团旗下阿特斯储能科技（e-STORAGE）已签署合同的在手订单金额达 35 亿美元，集团预计 2026 年美国市场组件出货 6.5-7GW，储能系统出货量 4.5-5.5GWh。

- **股权架构调整后，北美本土化优势显现，已提前锁定 AIDC 储能订单。**（1）阿特斯 25M12 公告拟进行海外产能的股权架构调整，从底层规避潜在贸易风险，本土化优势凸显。根据公告公司 CSI 拟与控股股东 CSIQ 新设合资公司 M、N，其中 CSI 持有 24.9%股份，CSIQ 持有 75.1%股份。公司 M 将从事美国的光伏业务，公司 N 将从事美国的储能业务；（2）26M3 提前锁定海外数据中心储能订单。2026 年 3 月 17 日，CSIQ 宣布，其储能解决方案业务子公司阿特斯储能已与海外一家大型公共事业公司签署供货协议，将为一座规模约 500MW/2,493MWh 的储能项目提供电池储能系统。该项目将用于支撑快速增长的数据中心用电需求，并增强区域电网的韧性与可靠性。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 18.26/29.25/35.14 亿元，同比增速分别为 79.73%/60.23%/20.14%，当前股价对应的 PE 分别为 15.96/9.96/8.29 倍。我们选取海博思创/晶科能源/晶澳科技为可比公司，鉴于公司在北美市场光伏组件+储能业务的产能优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：AI 进展不及预期；光伏组件需求不及预期；潜在贸易风险**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	46,165	40,256	43,312	52,594	65,679
同比增长率（%）	-10.03%	-12.80%	7.59%	21.43%	24.88%
归母净利润（百万元）	2,247	1,016	1,826	2,925	3,514
同比增长率（%）	-22.60%	-54.80%	79.73%	60.23%	20.14%
每股收益（元/股）	0.62	0.28	0.50	0.80	0.96
ROE（%）	9.81%	4.34%	7.35%	10.79%	11.76%
市盈率（P/E）	12.97	28.69	15.96	9.96	8.29

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

投资案件

投资评级与估值

阿特斯当前股价对应的 2026E/ 2027E 的 PB 分别为 1.17/ 1.07 倍。我们选取海博思创/晶科能源/晶澳科技为可比公司，鉴于公司在北美市场光伏组件+储能业务的产能优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计阿特斯 2026-2028 年营业收入分别为 433.12/ 525.94/ 656.79 亿元，同比+7.59%/ +21.43%/ +24.88%，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 18.26/ 29.25/ 35.14 亿元，同比增速分别为 79.73%/ 60.23%/ 20.14%，具体假设如下：

我们预计阿特斯 2026/2027/2028 年光伏组件业务分别实现营业收入 262.41/ 314.90/ 393.62 亿元，分别同比+3%/ 20%/ 25%，根据阿特斯阳光电力集团公众号，2026Q1 阿特斯（集团层面）光伏组件出货量 2.5GW，2025 年全年组件出货量 24.3GW，公司组件出货量下降致营业收入较 2024 年同期下降，同时关税成本以及产品综合制造成本上涨，导致毛利率水平下降，我们预计公司 2026 年收入规模小幅增长，考虑光伏主产业链 26H1 价格传导等因素，预计 2026 年光伏组件业务毛利率企稳，伴随北美高毛利市场产能顺利投放，我们预计阿特斯 2027/2028 年光伏组件业务盈利有望迎来修复。

我们预计阿特斯 2026/2027/2028 年储能业务分别实现营业收入 130.17/ 169.22/ 219.98 亿元，分别同比+20%/ +30%/ +30%，考虑 2025 年全球大储需求增长，阿特斯作为北美+欧洲市场核心厂商，有望充分受益行业红利。

投资逻辑要点

美国本土化优势凸显，AIDC 储能放量可期。（1）截至 2026 年 5 月 8 日，集团旗下阿特斯储能科技（e-STORAGE）已签署合同的在手订单金额达 35 亿美元；（2）股权架构调整后，北美本土化优势显现，已提前锁定 AIDC 储能订单。阿特斯 25M12 公告拟进行海外产能的股权架构调整，从底层规避潜在贸易风险，本土化优势凸显。根据公告公司 CSI 拟与控股股东 CSIQ 新设合资公司 M、N，其中 CSI 持有 24.9%股份，CSIQ 持有 75.1%股份。公司 M 将从事美国的光伏业务，公司 N 将从事美国的储能业务；（3）26M3 提前锁定海外数据中心储能订单。2026 年 3 月 17 日，CSIQ 宣布，其储能解决方案业务子公司阿特斯储能已与海外一家大型公共事业公司签署供货协议，将为一座规模约 500MW/2,493MWh 的储能项目提供电池储能系统。该项目将用于支撑快速增长的数据中心用电需求，并增强区域电网的韧性与可靠性。

核心风险提示

AI 进展不及预期；光伏组件需求不及预期；潜在贸易风险

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 光伏组件为基，储能打造新成长曲线 5
1.1. 北美储能装机稳定增长，AIDC 加速产业趋势 5
1.2. 阿特斯储能兼具本土化+产品力优势 9
2. 盈利预测与评级 10
2.1. 盈利预测 10
2.2. 估值 10
3. 风险提示 11

图表目录

图表 1： 阿特斯全球化布局 5
图表 2： 阿特斯 2023-2026Q1 营业收入及 yoy 5
图表 3： 阿特斯 2023-2026Q1 归母净利润及 yoy 5
图表 4： 美国 2019-2025 年储能新增装机 6
图表 5： 2014-2028 年美国数据中心电力消耗（TWh） 6
图表 6： 2001-2024 年美国发电结构（GWh） 7
图表 7： 美国大量数据中心面临延迟并网风险（单位：GW） 8
图表 8： 英伟达 800VDC 供电架构 8
图表 9： 阿特斯 2023-2025 年储能出货量&储能产品收入 9
图表 10： 阿特斯海外产能梳理（部分项目，建设状态截至公告披露日 2025/12/01） 9
图表 11： 可比公司估值表 10

1. 光伏组件为基，储能打造新成长曲线

阿特斯(CSI)是全球主要的光伏组件和大型储能系统产品制造商之一，公司以光伏组件业务为基础，向光伏应用解决方案领域延伸。光伏应用解决方案包括大型储能产品、工商业储能产品、户用储能产品、光伏系统业务和光伏电站工程 EPC 业务。其中，大型储能产品业务是应用于电网侧和电源侧（主要为地面光伏电站）的大容量储能系统的制造与服务。

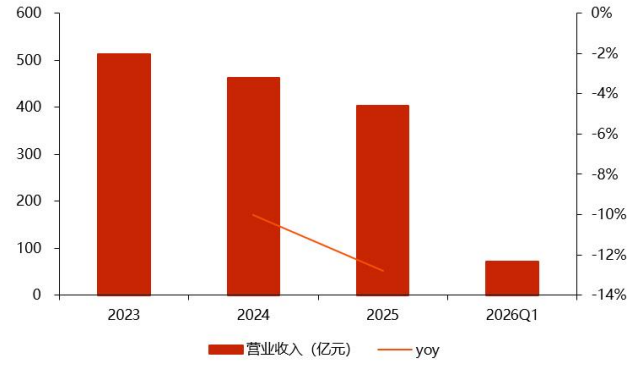
阿特斯全球化布局，海外市场打造核心竞争力。根据公司官网，阿特斯全球化运营，子公司分布于 20 多个国家，客户遍布 160 多个国家和地区。公司建立了全球化的销售网络，根据公司官网，除在中国（包括港澳台地区）设立销售机构外，公司已在德国、荷兰、日本、印度、巴西、澳大利亚、南非等国家和地区设立了销售机构，客户遍布逾百个国家。公司根据全球市场需要和相关贸易政策，实施全球化产能布局，应对错综复杂的国际贸易环境。

图表 1：阿特斯全球化布局



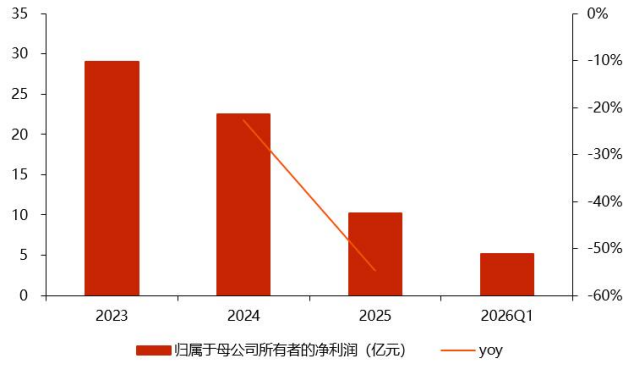
资料来源：阿特斯官网、华源证券研究所

图表 2：阿特斯 2023-2026Q1 营业收入及 yoy



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 3：阿特斯 2023-2026Q1 归母净利润及 yoy



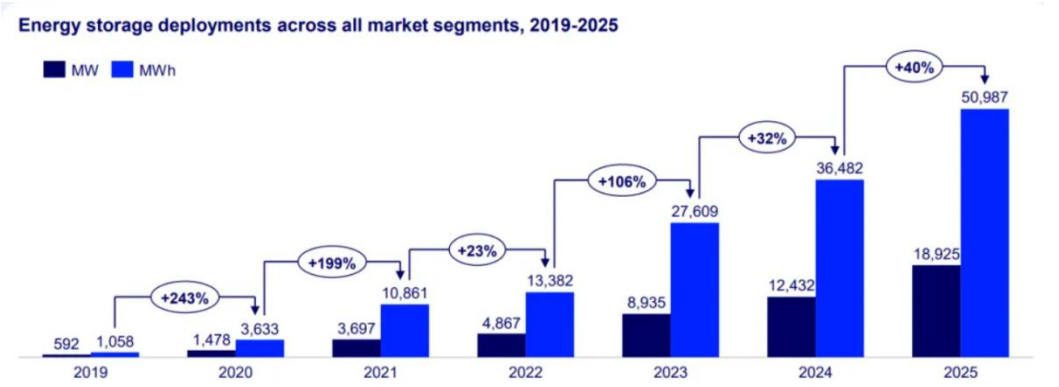
资料来源：Wind、华源证券研究所

1.1. 北美储能装机稳定增长，AIDC 加速产业趋势

仅供内部参考，请勿外传

根据 Wood Mackenzie，2025 年美国储能新增装机达到 18.9GW，同比增长 52%，新增储能容量达到 51GWh，其中大型储能为 16GW/ 47.3GWh，根据 SEIA 数据，2026Q1 美国新增储能容量达到 9.7GWh，同比增长 32%，其中大储项目达到 7.8GWh，不考虑 AIDC 等外部刺激，加州/德州/亚利桑那州等传统储能基本盘市场维持稳定高增长。

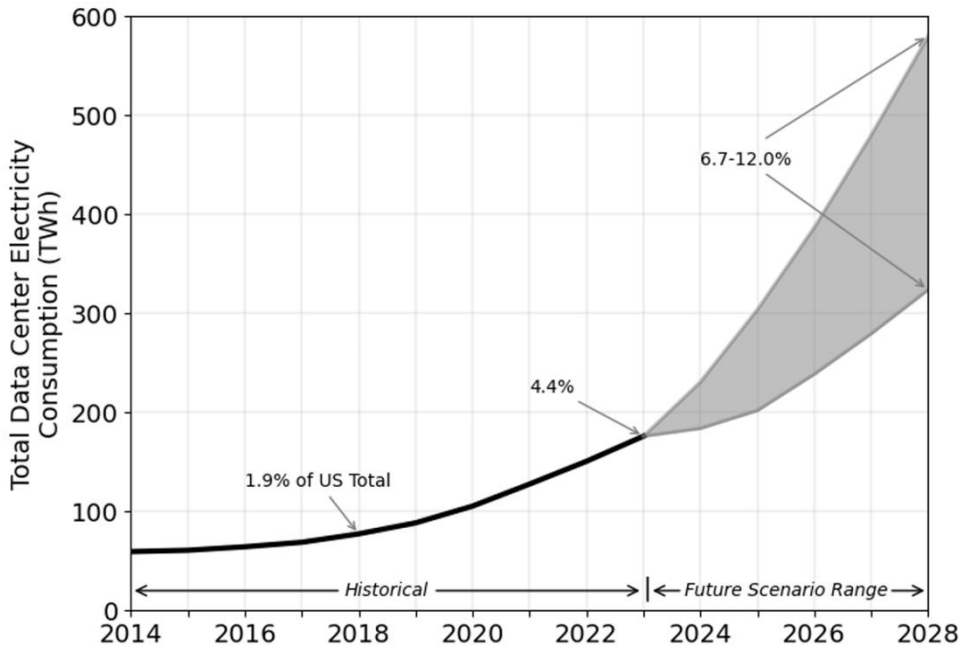
图表 4：美国 2019-2025 年储能新增装机



资料来源：Wood Mackenzie、华源证券研究所

AIDC 刺激北美电力需求增加。AI 大模型训练和推理需求刺激 GPU 算力密度持续提升，进而驱动 AI 服务器单机柜功耗指数级提升，以英伟达为例，2024 年 Blackwell 单机柜功耗仅为 120kw，Blackwell Ultra 提升至 150kw，Rubin/Rubin Ultra 有望进一步提升至 200kw+/1000kw+。根据 Lawrence Berkeley National Laboratory，数据中心在 2023 年消耗了美国总电力的约 4.4%，预计到 2028 年将消耗美国总电力的约 6.7%至 12%。

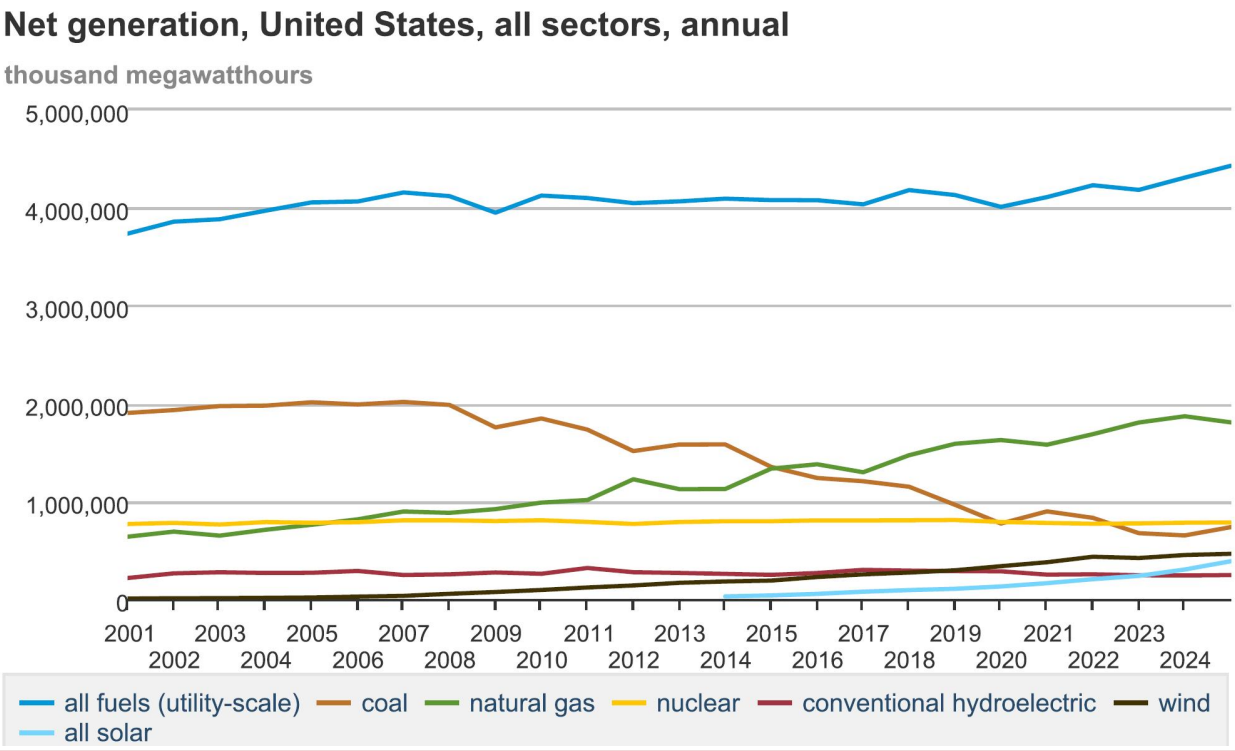
图表 5：2014-2028 年美国数据中心电力消耗（TWh）



资料来源：Lawrence Berkeley National Laboratory、华源证券研究所

美国电力供给维持稳定，数据中心电力需求增长或将带来电力缺口。根据 IEA 预测，美国的可再生能源发电将在未来（2026-2030）以平均每年 5.7%的速度增长，新增电力由风电、光伏和天然气等贡献，2005-2025 过去 20 年间美国电力供给维持在 4000-5000TWh 之间。

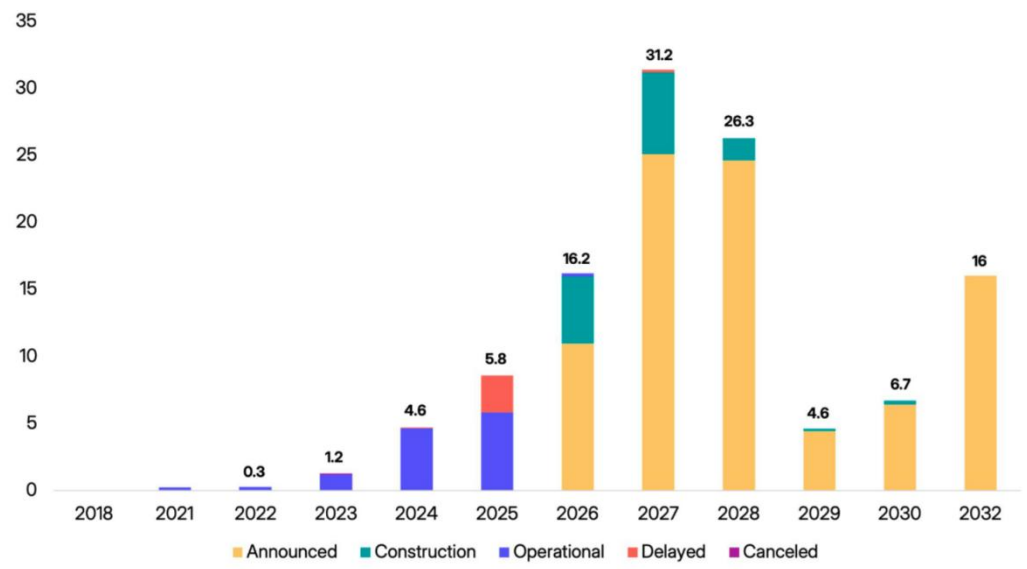
图表 6：2001-2024 年美国发电结构（GWh）



资料来源：EIA、华源证券研究所

AIDC 负荷剧烈震荡对电网造成严重冲击，叠加美国电网老化，数据中心并网难问题显现。根据 Sightline Climate，自 2024 年，北美市场已宣布约 190GW 数据中心项目，覆盖 777 个大型项目（单体规模 50MW 以上），2025 年有 26%的预计容量出现延期，另有 10%的项目在没有明显公告的情况下推迟了商业运营时间，预计原计划 2026 年并网的项目中可能有 30-50%最终无法如期落地。

图表 7：美国大量数据中心面临延迟并网风险（单位：GW）



资料来源：Sightline Climate、华源证券研究所

储能从当前辅助调峰调频有望上升至备电电源/基荷电源的角色，提升 AIDC 负荷的灵活性，进而加速并网，北美 AIDC 配储需求有望进一步高增长。（1）根据 NV 800VDC 白皮书，在 800VDC 阶段，800 V HVDC 是面向未来的 AI 基础设施，NV 预计 800 V HVDC 数据中心将与 NVIDIA Kyber 机架级系统同步全面投产，确保为要求日益严苛的 AI 模型提供无缝可扩展性，帮助 AIDC 处理负载峰值和次秒级 GPU 功率波动的储能解决方案是 800 V HVDC 的一部分；（2）长期来看，面对离网数据中心电力供需缺口，光储有望成为仅次于燃气轮机/SOFC 的电力供给方案，数据中心配储比例和时长有望进一步提升。

图表 8：英伟达 800VDC 供电架构

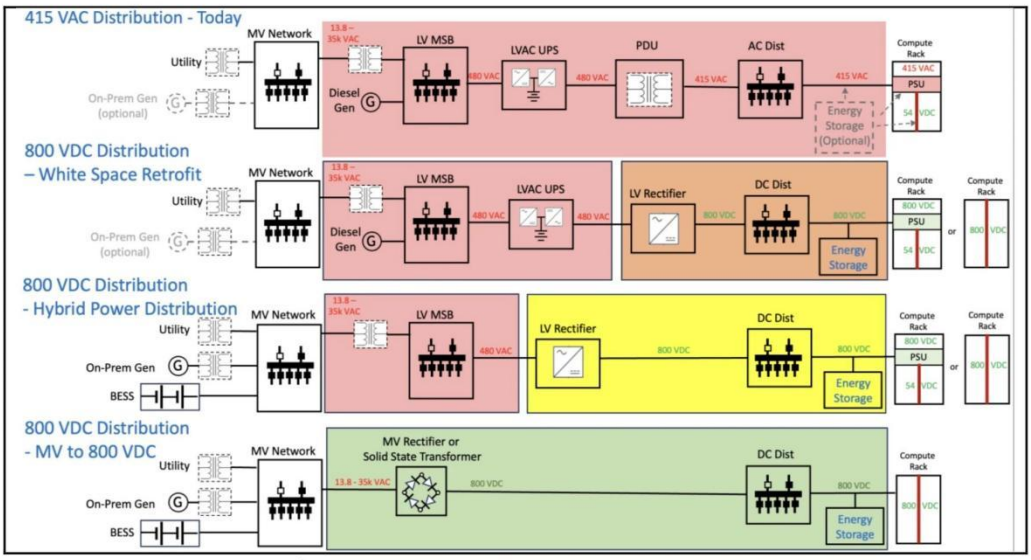


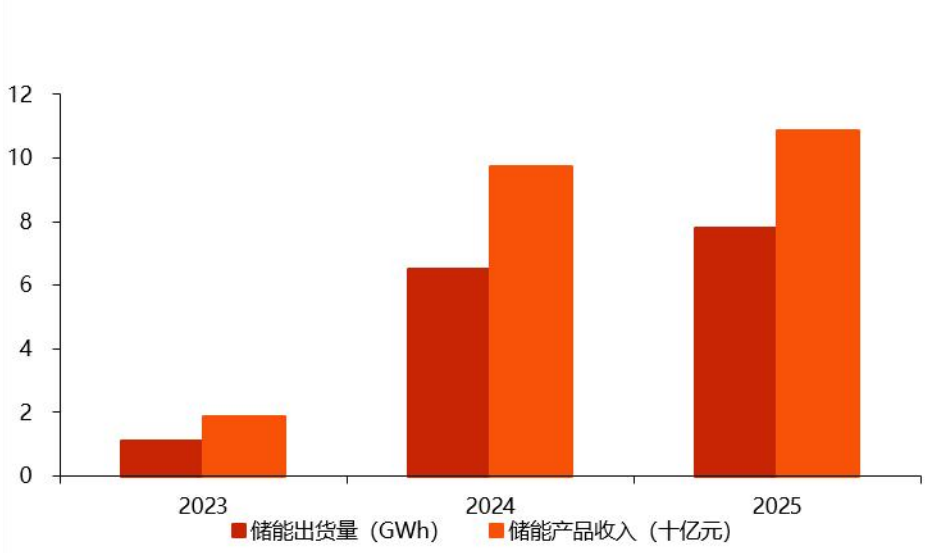
Figure 10: Datacenter architecture over time

资料来源：《800 VDC Architecture for Next-Generation AI Infrastructure》英伟达、华源证券研究所

1.2. 阿特斯储能兼具本土化+产品力优势

阿特斯是海外大型储能市场的先行者。公司于 2018 年首次在加拿大交付了 4MWh 储能系统。2019 年，公司接收了美国 Princeton Power Inc.能力领先的储能技术和项目实施团队，并围绕该团队建设了储能项目技术方案、业务开发、项目实施和运维能力。2025 年公司大型储能业务实现销售 7.8GWh，同比增长 20%。

图表 9：阿特斯 2023-2025 年储能出货量&储能产品收入



资料来源：Wind、华源证券研究所

为应对海外贸易风险，阿特斯进行海外产能的股权架构调整，从底层规避潜在贸易风险，本土化优势进一步凸显。根据公告公司 CSI 拟与控股股东 CSIQ 新设合资公司 M、N，其中 CSI 持有 24.9%股份，CSIQ 持有 75.1%股份。公司 M 将从事美国的光伏业务，包括运营美国的光伏电池片和光伏组件工厂。公司 N 将从事美国的储能业务，包括运营美国的磷酸铁锂储能电芯、电池包（Pack）以及直流储能系统等产品的制造工厂。同时公司（CSI）拟将在美国以外但供应美国的制造工厂，包括已建成的海外光伏切片工厂 THX1、建设中的海外储能工厂 SSTH 和海外电池工厂 GNCM 通过股权转让的方式重组为 CSIQ 占 75.1%，CSI 占 24.9%。通过该等安排，公司可获得一次性股权转让对价，且可以享有后续美国业务 24.9%的持续股权收益及回收前期投资。

26M3 提前锁定海外数据中心储能订单。2026 年 3 月 17 日，CSIQ 宣布，其储能解决方案业务子公司阿特斯储能（e-STORAGE）已与海外一家大型公共事业公司签署供货协议，将为一座规模约 500MW/2,493MWh（DC，直流）的储能项目提供电池储能系统。该项目将用于支撑快速增长的数据中心用电需求，并增强区域电网的韧性与可靠性。

图表 10：阿特斯海外产能梳理（部分项目，建设状态截至公告披露日 2025/12/01）

简称	主营业务	规划产能	建设情况

SSTH	海外储能工厂	3 GWh	在建
GNCM	海外电池工厂	2.9 GW	在建
THX1	海外光伏切片工厂	8 GW	已投产但闲置

资料来源：公司公告、华源证券研究所

2. 盈利预测与评级

2.1. 盈利预测

我们预计阿特斯 2026-2028 年营业收入分别为 433.12/ 525.94/ 656.79 亿元，同比+7.59%/ +21.43%/ +24.88%，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 18.26/ 29.25/ 35.14 亿元，同比增速分别为 79.73%/ 60.23%/ 20.14%，具体假设如下：

我们预计阿特斯 2026/2027/2028 年光伏组件业务分别实现营业收入 262.41/ 314.90/ 393.62 亿元，分别同比+3%/ 20%/ 25%，根据阿特斯阳光电力集团公众号，2026Q1 阿特斯（集团层面）光伏组件出货量 2.5GW，2025 年全年组件出货量 24.3GW，公司组件出货量下降致营业收入较 2024 年同期下降，同时关税成本以及产品综合制造成本上涨，导致毛利率水平下降，我们预计公司 2026 年收入规模小幅增长，考虑光伏主产业链 26H1 价格传导等因素，预计 2026 年光伏组件业务毛利率企稳，伴随北美高毛利市场产能顺利投放，我们预计阿特斯 2027/2028 年光伏组件业务盈利有望迎来修复。

我们预计阿特斯 2026/2027/2028 年储能业务分别实现营业收入 130.17/ 169.22/ 219.98 亿元，分别同比+20%/ +30%/ +30%，考虑 2025 年全球大储需求增长，阿特斯作为北美+欧洲市场核心厂商，有望充分受益行业红利。

2.2. 估值

阿特斯当前股价对应的 2026E/ 2027E 的 PB 分别为 1.17/ 1.07 倍。我们选取海博思创/晶科能源/晶澳科技为可比公司，鉴于公司在北美市场光伏组件+储能业务的产能优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 11：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	BPS			PB		
		2026/10/23	25A	26E	27E	25A	26E	27E
688411.SH	海博思创	135.70	26.64	35.85	51.09	5.09	3.79	2.7
688223.SH	晶科能源	3.91	2.43	3.52	3.65	1.61	1.11	1.07
002459.SZ	晶澳科技	6.62	6.60	5.93	6.29	1.00	1.12	1.05
平均						2.57	2.00	1.59
688472.SH	阿特斯	8.00	6.42	6.81	7.44	1.25	1.17	1.07

资料来源：ifind、华源证券研究所。注：收盘价为人民币元，BPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，阿特斯盈利预测来自华源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3. 风险提示

AI 进展不及预期风险，阿特斯储能业务后续重点增量在于数据中心储能业务，但是当前北美 AI Capex 存在一定不及预期风险；

光伏组件需求不及预期风险，光伏全产业链各环节面临产能过剩问题，存在一定需求不及预期，行业价格战加剧风险；

潜在贸易风险，此前美国针对中国光伏/储能产品展开多轮关税政策，因此当前时点光伏业务仍面临潜在关税风险。

仅供内部参考，请勿外传

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	11,469	14,123	16,333	17,085
应收票据及账款	10,435	10,112	12,279	15,333
预付账款	1,128	937	1,137	1,420
其他应收款	3,277	1,684	2,044	2,553
存货	5,691	6,407	7,622	9,531
其他流动资产	5,562	4,034	4,492	5,138
流动资产总计	**37,562**	**37,296**	**43,907**	**51,061**
长期股权投资	520	556	593	629
固定资产	14,119	14,364	15,621	17,696
在建工程	6,670	7,880	7,323	5,100
无形资产	789	983	1,166	1,100
长期待摊费用	372	582	624	500
其他非流动资产	4,345	4,682	4,592	4,726
非流动资产合计	**26,816**	**29,046**	**29,920**	**29,751**
资产总计	**64,378**	**66,342**	**73,827**	**80,812**
短期借款	6,400	6,900	8,400	6,400
应付票据及账款	10,967	10,600	12,611	15,770
其他流动负债	12,694	13,584	16,248	20,299
流动负债合计	**30,060**	**31,083**	**37,258**	**42,468**
长期借款	7,914	7,414	6,414	5,414
其他非流动负债	3,004	3,004	3,004	3,004
非流动负债合计	**10,918**	**10,418**	**9,418**	**8,418**
负债合计	**40,978**	**41,501**	**46,676**	**50,886**
股本	3,643	3,643	3,643	3,643
资本公积	7,453	7,453	7,453	7,453
留存收益	12,298	13,729	16,021	18,775
归属母公司权益	23,394	24,825	27,117	29,871
少数股东权益	6	17	34	55
股东权益合计	**23,400**	**24,842**	**27,151**	**29,926**
负债和股东权益合计	**64,378**	**66,342**	**73,827**	**80,812**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**40,256**	**43,312**	**52,594**	**65,679**
营业成本	**36,083**	**37,179**	**44,234**	**55,313**
税金及附加	154	145	176	219
销售费用	1,050	1,017	1,235	1,542
管理费用	1,923	1,610	1,955	2,441
研发费用	651	699	849	1,061
财务费用	550	616	615	550
资产减值损失	-960	-1,072	-1,302	-1,626
信用减值损失	-202	-128	-156	-194
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-30	-110	-110	-110
公允价值变动损益	68	0	0	0
资产处置收益	93	42	42	42
其他收益	2,346	1,325	1,325	1,325
营业利润	**1,160**	**2,103**	**3,331**	**3,989**
营业外收入	95	93	93	93
营业外支出	132	157	157	157
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**1,123**	**2,039**	**3,267**	**3,925**
所得税	77	202	324	390
净利润	**1,046**	**1,836**	**2,943**	**3,535**
少数股东损益	30	11	17	21
归属母公司股东净利润	**1,016**	**1,826**	**2,925**	**3,514**
EPS(元)	0.28	0.50	0.80	0.96

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1,046	762	1,868	2,461
折旧与摊销	3,990	4,006	4,863	5,905
财务费用	550	616	615	550
投资损失	30	110	110	110
营运资金变动	573	3,443	273	809
其他经营现金流	886	1,151	1,151	1,151
经营性现金净流量	**7,075**	**10,088**	**8,880**	**10,986**
投资性现金净流量	**-7,030**	**-6,423**	**-5,923**	**-5,923**
筹资性现金净流量	**652**	**-1,011**	**-748**	**-4,311**
现金流量净额	**647**	**2,654**	**2,209**	**752**

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-12.80%	7.59%	21.43%	24.88%
营业利润增长率	-53.29%	81.27%	58.40%	19.75%
归母净利润增长率	-54.80%	79.73%	60.23%	20.14%
经营现金流增长率	191.13%	42.59%	-11.98%	23.72%
盈利能力				
毛利率	10.37%	14.16%	15.90%	15.78%
净利率	2.60%	4.24%	5.59%	5.38%
ROE	4.34%	7.35%	10.79%	11.76%
ROA	1.58%	2.75%	3.96%	4.35%
估值倍数				
P/E	28.69	15.96	9.96	8.29
P/S	0.72	0.67	0.55	0.44
P/B	1.25	1.17	1.07	0.98
股息率	1.22%	1.36%	2.17%	2.61%
EV/EBITDA	10	5	3	3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

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（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。