

下游需求驱动，锂电板块 Q3 业绩持续回升

强于大市 (维持)

——电力设备行业跟踪报告

2025 年 11 月 12 日

行业核心观点:

2025 年前三季度，锂电下游需求总体保持稳定，新能源汽车销量稳步增长，带动产业链营收同比提升，盈利水平较去年同期明显改善。2025 年 Q1-Q3，锂电产业链整体营业收入为 6361.88 亿元，同比增长 16.12%；归母净利润为 626.19 亿元，同比增长 40.37%。

季度表现来看，2025 年 Q3 锂电产业链景气度持续修复，营收与归母净利润同环比实现双位数增长，毛利率端略有承压。2025 年 Q3，锂电产业链整体营业收入为 2354.28 亿元，同比增长 20.42%，环比增长 10.19%；毛利率为 19.39%，同比下降 3.06pct，环比下降 0.07pct；归母净利润为 253.41 亿元，同比增长 58.20%，环比增长 25.93%。

投资要点:

电池环节: 在下游需求稳步增长带动下，前三季度电池环节整体实现稳健增长，盈利同比显著提升。2025 年 Q1-Q3，电池环节营业收入为 4172.73 亿元，同比增长 11.92%；归母净利润为 555.65 亿元，同比增长 36.83%。2025 年 Q3，随着新能源汽车销量持续增长、动力电池装机量保持高位，电池环节营收及盈利水平显著回升，同环比实现高增长。2025 年 Q3，电池环节营业收入为 1540.35 亿元，同比增长 16.63%，环比增长 10.04%；归母净利润为 224.89 亿元，同比增长 53.61%，环比增长 26.62%。

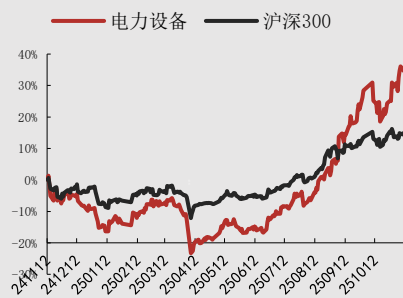
正极材料: 2025 年前三季度正极环节整体放量，营收同比稳步增长，行业盈利能力显著修复。2025 年 Q1-Q3，正极环节营收为 908.81 亿元，同比增长 24.09%；归母净利润为 1.29 亿元，与 24 年同期相比，实现由亏转盈。2025 年 Q3，在下游需求回升带动下，正极环节盈利修复加快，环比显著改善。2025 年 Q3，正极环节营收为 344.37 亿元，同比增长 31.62%，环比增长 13.01%；归母净利润为 3.15 亿元，同环比均实现大幅回升。

负极材料: 2025 年前三季度负极环节业绩实现同比高增长。2025 年 Q1-Q3，负极材料营收为 494.33 亿元，同比增长 20.87%，归母净利润为 38.64 亿元，同比增长 43.41%。2025 年 Q3 负极环节盈利水平同比大幅提升，但在二季度高基数影响下，环比略有回落。2025 年 Q3，负极材料营收为 176.49 亿元，同比增长 22.99%，环比增长 2.92%，归母净利润为 13.71 亿元，同比增长 52.32%，环比下降 3.54%。

其他环节: 隔膜承压，辅材板块盈利修复

(1) **电解液环节:** 2025 年 Q3 电解液环节营收及归母净利润稳定增长，毛利率小幅下滑。2025 年 Q3，电解液厂商营业收入为 66.89 亿元，同比增长 10.54%，归母净利润为 4.53 亿元，同比增长

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

行业超配比例环比回升，电池板块受关注度提高

国家发改委发布指导意见，促进新能源消纳风电板块 25Q3 业绩持续回升，塔筒、轴承环节表现亮眼

分析师:

蔡梓林

执业证书编号:

S0270524040001

电话:

18902216585

邮箱:

caizl@wlzq.com.cn

研究助理:

冯永棋

电话:

18819265007

邮箱:

fengyq1@wlzq.com.cn

5.83%，毛利率为 19.45%，同比下降 1.56pct。

- (2) **隔膜环节：营收高增长，盈利水平承压。**2025 年 Q3，隔膜厂商营业收入为 48.40 亿元，同比增长 33.22%，归母净利润为 0.21 亿元，同比下降 92%，毛利率为 16.81%，同比下降 5.91pct。
- (3) **辅材环节：结构件维持平稳增长，铜箔铝箔盈利能力显著回升。**2025 年 Q3，结构件公司实现营收 69.63 亿元，同比增长 29.33%，归母净利润 6.30 亿元，同比增长 50.50%；铜箔铝箔公司实现营收 108.15 亿元，同比增长 37.71%，归母净利润 0.62 亿元，同比增长 124.40%，实现扭亏转盈。

投资建议：2025 年 Q3，新能源汽车销量延续高增长，锂电池产业链整体业绩持续改善。锂电产业链排产活跃，材料价格逐步企稳回暖，公司业绩呈现回升趋势，盈利水平明显修复。展望后市，(1) 随着上游碳酸锂价格逐步触底企稳，终端下游新能源车销量增长，锂电中游材料厂商业绩有望持续修复，电池、结构件环节公司盈利有望持续增强，建议积极关注中游材料环节公司业绩修复投资机会，以及电池环节市占率提升、盈利能力增强的龙头个股；(2) 新兴技术产业化加速，固态电池、高压密磷酸铁锂等新技术快速发展，下游车企、电池厂商持续加大加快布局，建议关注新兴技术产业化带动的投资机会。

风险因素：新能源汽车渗透率提升放缓、行业竞争加剧、环节分化加剧风险、新兴技术产业化不及预期、海外市场和政策的不确定性等。

正文目录

1 产业链业绩：景气度持续修复，Q3 业绩同环比高增长.....4

2 细分环节业绩：电池环节表现亮眼，正负极材料环节稳健增长.....5

 2.1 电池环节：下游需求增长驱动，营收及盈利水平显著回升5

 2.2 正极材料：营收稳步增长，盈利显著修复6

 2.3 负极材料：营收与盈利稳步增长，毛利率小幅回调7

 2.4 其他：隔膜整体承压，电解液、辅材板块表现较好8

3 投资建议.....10

图表 1： 锂电产业链上市公司 2024 年 Q1-Q3、2025 年 Q1-Q3 业绩情况4

图表 2： 锂电产业链历年营业收入（亿元）及同比增速5

图表 3： 锂电产业链历年归母净利润（亿元）及同比增速5

图表 4： 锂电产业链季度归母净利润（亿元）及同比增速5

图表 5： 锂电产业链各环节季度综合毛利率5

图表 6： 电池环节季度营业收入（亿元）及同比增速6

图表 7： 电池环节季度归母净利润（亿元）及同比增速6

图表 8： 电池环节季度毛利率变化趋势6

图表 9： 电池环节各公司环节季度毛利率变化趋势6

图表 10： 正极材料环节季度营业收入（亿元）及同比增速7

图表 11： 正极材料环节季度归母净利润（亿元）7

图表 12： 三元正极公司季度毛利率变化趋势7

图表 13： 铁锂正极公司季度毛利率变化趋势7

图表 14： 负极材料环节季度营业收入（亿元）及同比增速8

图表 15： 负极材料环节季度归母净利润（亿元）及同比增速8

图表 16： 负极材料环节单季度毛利率变化趋势8

图表 17： 负极材料公司单季度毛利率变化趋势8

图表 18： 电解液环节季度归母净利润（亿元）及同比增速9

图表 19： 电解液环节公司季度毛利率变化趋势9

图表 20： 隔膜环节季度归母净利润（亿元）及同比增速9

图表 21： 隔膜环节公司季度毛利率变化趋势9

图表 22： 结构件季度归母净利润（亿元）及同比增速10

图表 23： 结构件环节公司季度毛利率变化趋势10

图表 24： 铜箔铝箔季度归母净利润（亿元）及同比增速10

图表 25： 铜箔铝箔环节公司季度毛利率变化趋势10

统计样本说明：我们根据锂电产业链上下游关系，选取 37 家上市公司进行统计分析，分为电池、正极材料、负极材料、电解液、隔膜、辅材（铜箔铝箔+结构件）六个环节。

1 产业链业绩：景气度持续修复，Q3 业绩同环比高增长

2025年前三季度，锂电下游需求总体保持稳定，新能源汽车销量稳步增长，带动产业链营收同比提升，盈利水平较去年同期明显改善。2025年Q1-Q3，锂电产业链整体营业收入为6361.88亿元，同比增长16.12%；归母净利润为626.19亿元，同比增长40.37%。

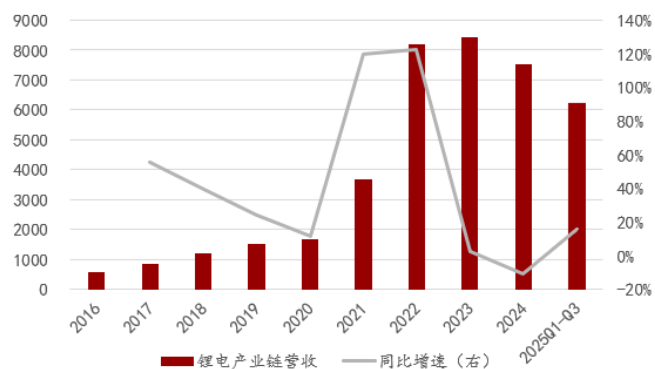
季度表现来看，2025年Q3锂电产业链景气度持续修复，营收与归母净利润同环比实现双位数增长，毛利率端略有承压。2025年Q3，锂电产业链整体营业收入为2354.28亿元，同比增长20.42%，环比增长10.19%；毛利率为19.39%，同比下降3.06pct，环比下降0.07pct；归母净利润为253.41亿元，同比增长58.20%，环比增长25.93%。

图表1：锂电产业链上市公司2024年Q1-Q3、2025年Q1-Q3业绩情况

细分板块	证券简称	营业收入 (亿元)			毛利率 (% , pct)			归母净利润 (亿元)		
		2024年Q1-Q3	2025年Q1-Q3	同比变化	2024年Q1-Q3	2025年Q1-Q3	同比变化	2024年Q1-Q3	2025年Q1-Q3	同比变化
电池	宁德时代	2590.45	2830.72	9.28%	28.19	25.31	2.88	360.01	490.34	36.20%
	亿纬锂能	340.49	450.02	32.17%	17.38	15.95	1.43	31.89	28.16	-11.70%
	国轩高科	251.75	295.08	17.21%	17.98	16.82	1.17	4.12	25.33	514.35%
	欣旺达	382.79	435.34	13.73%	16.02	16.84	0.82	12.12	14.05	15.94%
	孚能科技	92.12	65.64	-28.74%	13.66	10.51	3.15	-3.04	-3.85	-26.89%
	鹏辉能源	56.48	75.81	34.23%	14.06	14.90	0.84	0.61	1.15	89.33%
	派能科技	14.12	20.13	42.52%	35.61	19.58	6.03	0.37	0.48	28.05%
三元正极	当升科技	55.25	73.99	33.92%	13.13	12.78	0.35	4.64	5.03	8.30%
	厦钨新能	98.82	130.59	32.15%	9.66	10.00	0.34	3.67	5.52	50.26%
	容百科技	113.23	89.86	-20.64%	9.11	7.28	1.83	1.16	-2.04	-274.96%
	五矿新能	37.73	50.54	33.96%	5.20	6.95	1.75	-1.72	-0.20	88.34%
	振华新材	14.59	10.67	-26.90%	-11.82	-15.18	3.35	-3.31	-3.33	-0.48%
磷酸铁锂正极	天力锂能	13.81	15.35	11.18%	0.58	4.58	4.01	-1.71	-0.90	47.42%
	湖南裕能	158.79	232.26	46.27%	7.88	7.92	0.04	4.91	6.45	31.51%
	德方纳米	65.30	60.36	-7.57%	-3.08	-0.41	2.67	-8.22	-5.44	33.78%
	富临精工	58.83	90.85	54.43%	12.91	11.23	1.68	3.11	3.25	4.63%
	龙蟠科技	56.61	58.25	2.91%	11.76	13.70	1.94	-3.03	-1.10	63.52%
	万润新能	48.52	73.36	51.18%	0.56	2.62	2.06	-5.98	-3.52	41.12%
负极材料	安达科技	10.87	22.73	109.02%	-11.32	0.91	2.23	-5.19	-2.43	53.18%
	璞泰来	98.40	108.30	10.06%	29.09	32.45	3.36	12.39	17.00	37.25%
	杉杉股份	132.84	148.09	11.48%	15.09	16.63	1.54	0.23	2.84	1121.72%
	贝特瑞	102.69	123.84	20.60%	22.30	21.71	0.60	6.71	7.68	14.37%
	尚太科技	36.20	55.06	52.09%	25.20	22.47	2.74	5.78	7.11	23.08%
电解液	中科电气	38.84	59.04	52.03%	19.41	18.48	0.93	1.84	4.02	118.85%
	天赐材料	88.63	108.43	22.34%	18.48	18.02	0.46	3.38	4.21	24.33%
	新宙邦	56.67	66.16	16.75%	27.09	24.51	2.58	7.01	7.48	6.64%
隔膜	瑞泰新材	16.06	14.82	-7.73%	20.50	19.80	0.70	1.49	1.18	-21.18%
	恩捷股份	74.65	95.43	27.85%	20.96	15.90	5.07	4.43	-0.86	-119.46%
	星源材质	26.05	29.58	13.53%	30.22	22.58	7.64	3.49	1.14	-67.25%
结构件	科达利	85.92	106.03	23.41%	23.19	23.16	0.03	10.16	11.85	16.55%
	震裕科技	50.15	65.93	31.47%	13.16	15.71	2.55	1.72	4.12	138.93%
	金杨股份	9.79	11.95	22.00%	12.48	12.07	0.40	0.37	0.34	-8.01%
铜箔铝箔	铜冠铜箔	32.18	47.35	47.13%	-0.37	3.79	4.16	-1.00	0.63	162.49%
	诺德股份	37.09	47.93	29.21%	6.73	10.08	3.35	-2.17	-0.94	56.90%
	嘉元科技	43.39	65.40	50.71%	1.96	4.94	2.97	-1.44	0.41	128.39%
	中一科技	35.13	41.99	19.55%	3.22	5.53	2.31	-0.68	0.39	156.51%
	德福科技	53.41	85.00	59.14%	1.62	6.58	4.96	-2.04	0.67	132.63%
细分板块	营业收入 (亿元)			毛利率 (% , pct)			归母净利润 (亿元)			
	2024年Q1-Q3	2025年Q1-Q3	同比变化	2024年Q1-Q3	2025年Q1-Q3	同比变化	2024年Q1-Q3	2025年Q1-Q3	同比变化	
电池	3728.19	4172.73	11.92%	24.72	22.37	2.35	406.08	555.65	36.83%	
正极材料	732.36	908.81	24.09%	6.99	7.71	0.72	(11.66)	1.29	111.09%	
负极材料	408.97	494.33	20.87%	21.58	22.24	0.66	26.94	38.64	43.41%	
电解液	161.36	189.41	17.38%	21.71	20.43	1.28	11.89	12.86	8.17%	
隔膜	100.70	125.01	24.14%	23.36	17.48	5.88	7.93	0.28	-96.46%	
辅材	347.08	471.59	35.87%	1.50	1.48	0.02	4.91	17.45	255.48%	
锂电产业链	5478.66	6361.88	16.12%	21.03	19.30	1.73	446.10	626.19	40.37%	

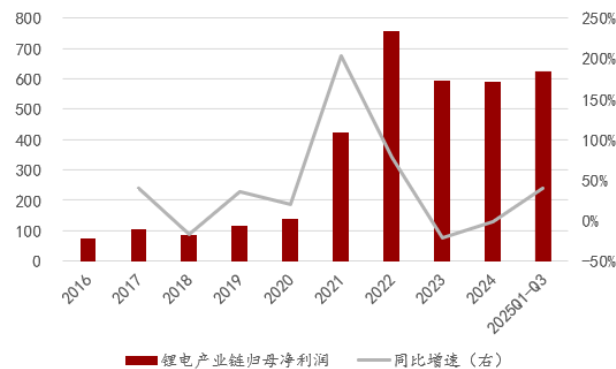
资料来源：万得Wind, 万联证券研究所

图表2: 锂电产业链历年营业收入(亿元)及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表3: 锂电产业链历年归母净利润(亿元)及同比增速



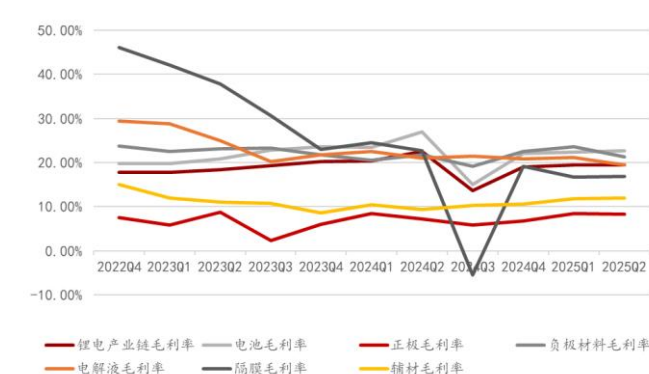
资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表4: 锂电产业链季度归母净利润(亿元)及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表5: 锂电产业链各环节季度综合毛利率



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

2 细分环节业绩: 电池环节表现亮眼, 正负极材料环节稳健增长

2.1 电池环节: 下游需求增长驱动, 营收及盈利水平显著回升

在下游需求稳步增长带动下, 前三季度电池环节整体实现稳健增长, 盈利同比显著提升。2025年Q1-Q3, 电池环节营业收入为4172.73亿元, 同比增长11.92%; 归母净利润为555.65亿元, 同比增长36.83%。

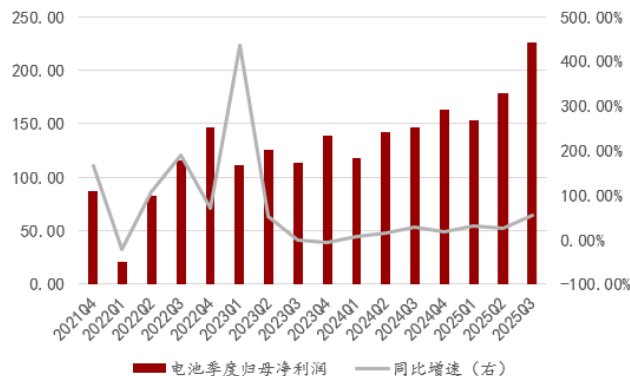
2025年Q3, 随着新能源汽车销量持续增长、动力电池装机量保持高位, 电池环节营收及盈利水平显著回升, 同环比实现高增长。2025年Q3, 电池环节营业收入为1540.35亿元, 同比增长16.63%, 环比增长10.04%; 归母净利润为224.89亿元, 同比增长53.61%, 环比增长26.62%。

图表6: 电池环节季度营业收入(亿元)及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

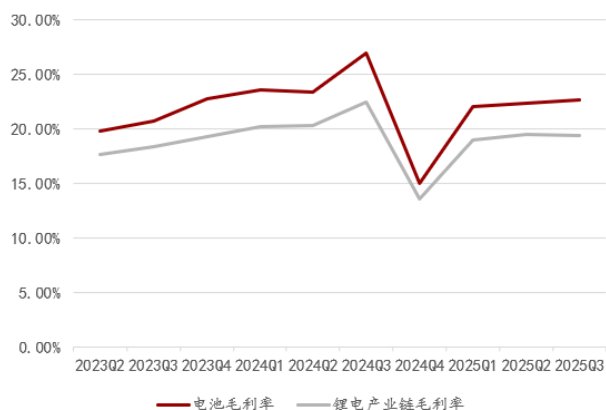
图表7: 电池环节季度归母净利润(亿元)及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

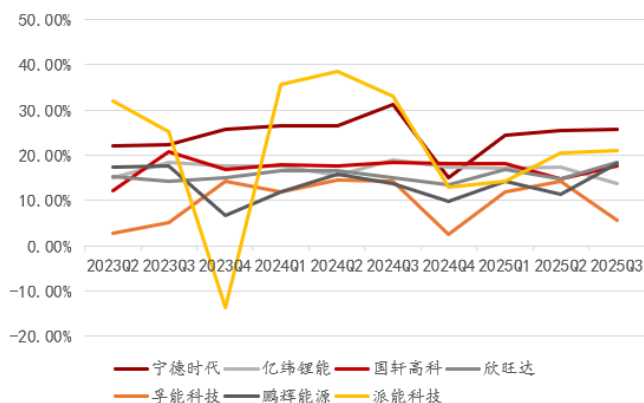
电池环节毛利率环比小幅提升, 各企业毛利率表现分化。2025年Q1-Q3, 电池环节毛利率为22.37%, 同比下降2.35pct。2025年Q3, 电池环节毛利率为22.67%, 同比下降4.26pct, 环比增长0.37pct。其中, 毛利率排名前四公司分别为宁德时代(25.80%)、派能科技(21.08%)、欣旺达(18.54%)、鹏辉能源(18.07%)。宁德时代、国轩高科、欣旺达、鹏辉能源及派能科技毛利率环比提升, 亿纬锂能及孚能科技毛利率环比有所下滑, 各企业毛利率表现分化。

图表8: 电池环节季度毛利率变化趋势



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表9: 电池环节各公司环节季度毛利率变化趋势



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

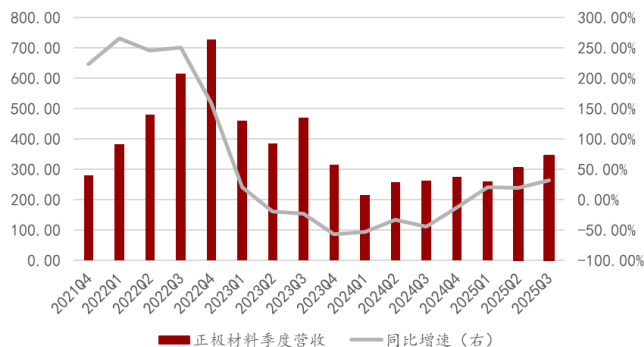
2.2 正极材料: 营收稳步增长, 盈利显著修复

2025年前三季度正极环节整体放量, 营收同比稳步增长, 行业盈利能力显著修复。2025年Q1-Q3, 正极环节营收为908.81亿元, 同比增长24.09%; 归母净利润为1.29亿元, 与24年同期相比, 实现由亏转盈。**2025年Q3, 在下游需求回升带动下, 正极环节盈利修复加快, 环比显著改善。**2025年Q3, 正极环节营收为344.37亿元, 同比增长31.62%, 环比增长13.01%; 归母净利润为3.15亿元, 同环比均实现大幅回升。

三元材料方面, 当升科技与厦钨新能源表现稳健, 营收与盈利均实现同比增长。2025年Q3, 当升科技/厦钨新能营收分别为5.26亿元, 同比增长49.54%/54.25%, 归母净利润分别为1.92/2.45亿元, 同比+8.02%/+91.05%; **铁锂正极方面, 富临精工与湖南裕能营收保持较快增长, 但盈利表现分化。**2025年Q3, 富临精工/湖南裕能营收分别为32.72/88.68亿元, 同比增长43.00%/73.97%, 归母净利润分别为1.51/3.40

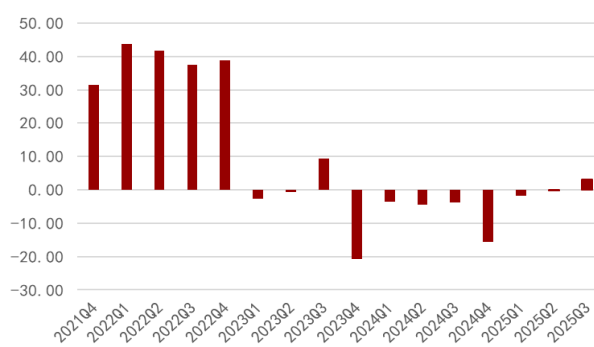
亿元，分别同比-15.83%/+235.31%，湖南裕能盈利显著增长，富临精工则同比下滑。

图表10: 正极材料环节季度营业收入(亿元)及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

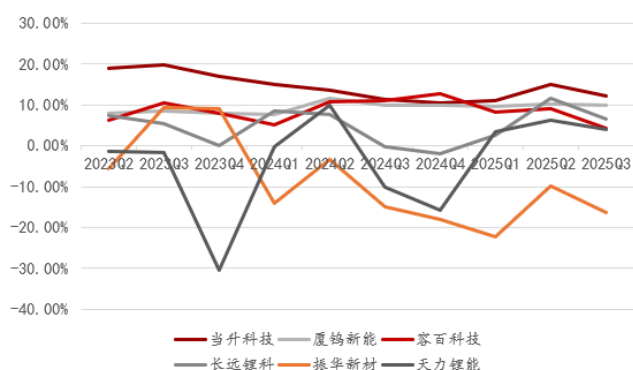
图表11: 正极材料环节季度归母净利润(亿元)



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

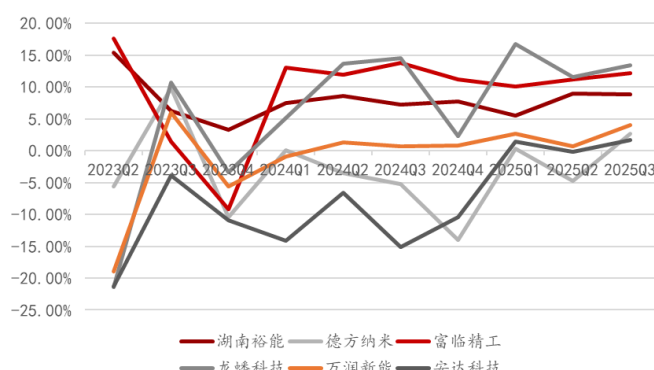
正极材料厂商毛利率表现分化，头部厂商保持领先。2025年Q3，铁锂正极公司，富临精工/湖南裕能/龙蟠科技毛利率分别为12.17%/8.81%/13.47%，分别同比-1.60/+1.53/-1.01pct；三元正极公司，当升科技/容百科技/厦钨新能毛利率分别为12.05%/4.35%/10.00%，分别同比+0.64/-6.80/+0.09pct，各公司表现有所分化。

图表12: 三元正极公司季度毛利率变化趋势



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表13: 铁锂正极公司季度毛利率变化趋势



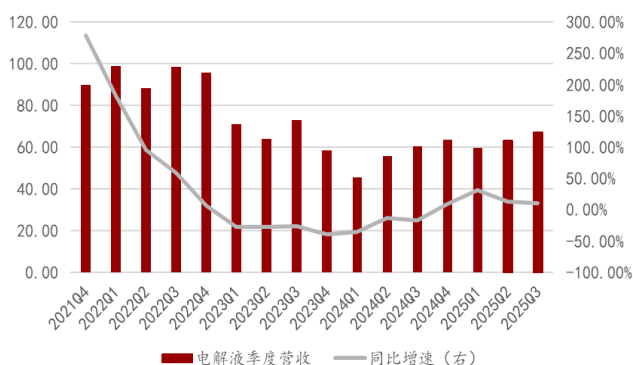
资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

2.3 负极材料: 营收与盈利稳步增长，毛利率小幅回调

2025年前三季度负极环节业绩实现同比高增长。2025年Q1-Q3，负极材料营收为494.33亿元，同比增长20.87%，归母净利润为38.64亿元，同比增长43.41%。

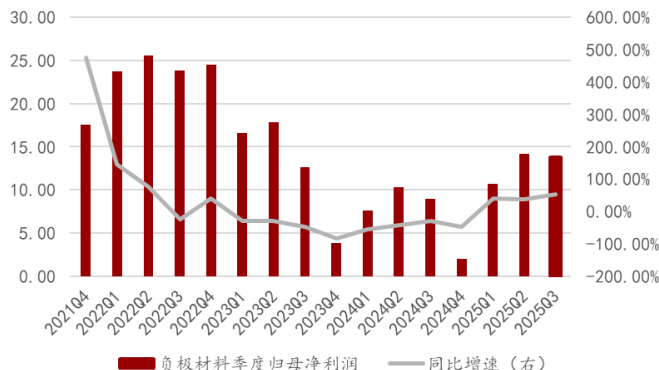
2025年Q3负极环节盈利水平同比大幅提升，但在二季度高基数影响下，环比略有回落。2025年Q3，负极材料营收为176.49亿元，同比增长22.99%，环比增长2.92%，归母净利润为13.71亿元，同比增长52.32%，环比下降3.54%。分公司来看，璞泰来/杉杉股份/贝特瑞2025Q3营收分别同比+6.66%/+10.91%/+40.70%，归母净利润分别同比+69.30%/+1253.04%/+61.98%，盈利水平显著修复。

图表14: 负极材料环节季度营业收入(亿元)及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

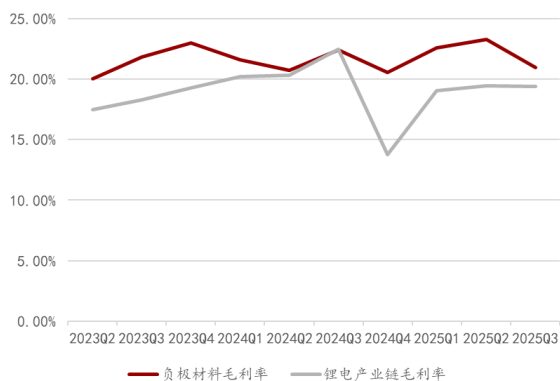
图表15: 负极材料环节季度归母净利润(亿元)及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

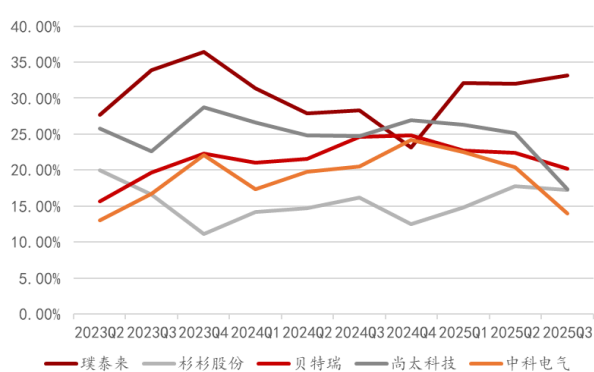
负极材料环节三季度毛利率环比小幅回调。2025年Q3, 负极材料公司毛利率为20.95%, 同比下降1.47pct, 环比下降2.32pc。具体来看, 璞泰来、尚太科技、贝特瑞、杉杉股份毛利率位于领先地位。2025年Q3, 璞泰来/贝特瑞/尚太科技/杉杉股份毛利率分别为33.11%/20.17%/17.33%/17.24%, 分别环比+1.06/-2.28/-7.81/-0.52pct, 同比+4.84/-4.40/-7.39/+1.05pct。

图表16: 负极材料环节单季度毛利率变化趋势



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表17: 负极材料公司单季度毛利率变化趋势

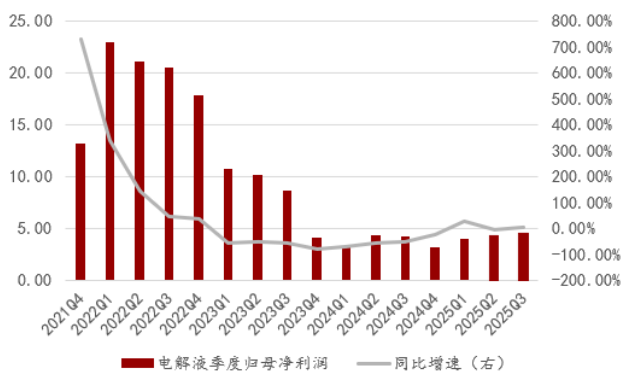


资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

2.4 其他: 隔膜整体承压, 电解液、辅材板块表现较好

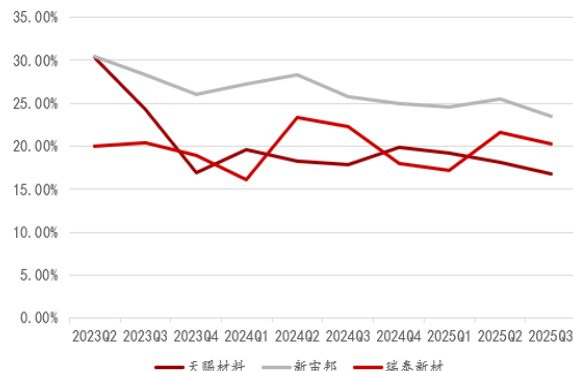
- (1) **电解液环节:** 2025年Q3电解液环节营收及归母净利润稳定增长, 毛利率小幅下滑。2025年Q3, 电解液厂商营业收入为66.89亿元, 同比增长10.54%, 归母净利润为4.53亿元, 同比增长5.83%, 毛利率为19.45%, 同比下降1.56pct。

图表18: 电解液环节季度归母净利润(亿元)及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表19: 电解液环节公司季度毛利率变化趋势



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

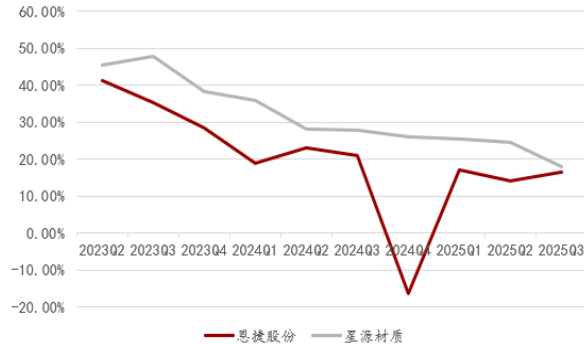
(2) **隔膜环节: 营收高增长, 盈利水平承压。**2025年Q3, 隔膜厂商营业收入为48.40亿元, 同比增长33.22%, 归母净利润为0.21亿元, 同比下降92%, 毛利率为16.81%, 同比下降5.91pct。

图表20: 隔膜环节季度归母净利润(亿元)及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表21: 隔膜环节公司季度毛利率变化趋势

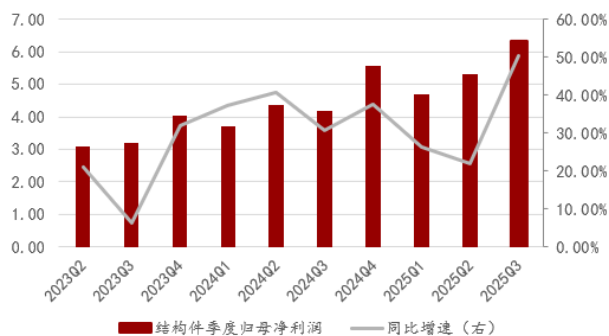


资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

(3) **辅材环节: 结构件维持平稳增长, 铜箔铝箔盈利能力显著回升。**2025年Q3, 结构件公司实现营收69.63亿元, 同比增长29.33%, 归母净利润6.30亿元, 同比增长50.50%; 铜箔铝箔公司实现营收108.15亿元, 同比增长37.71%, 归母净利润0.62亿元, 同比增长124.40%, 实现扭亏转盈。

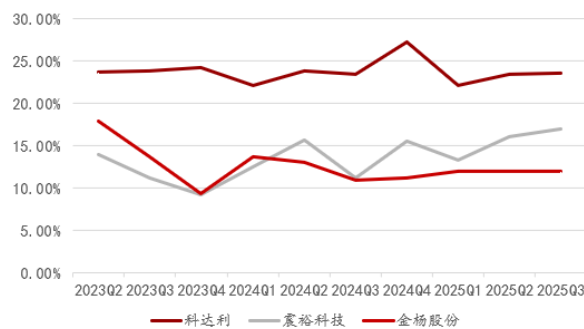
公司方面, 科达利市占率领先, 毛利率相对稳定, 营收利润实现稳定增长。2025年Q3, 科达利实现营收39.59亿元, 同比增长25.81%, 归母净利润4.15亿元, 同比增长12.75%。铜冠铜箔三季度扭亏转盈, 2025年Q3, 铜冠铜箔实现营收17.37亿元, 同比增长51.34%, 归母净利润0.28亿元, 与去年同期相比实现扭亏转盈。

图表22: 结构件季度归母净利润(亿元)及同比增速



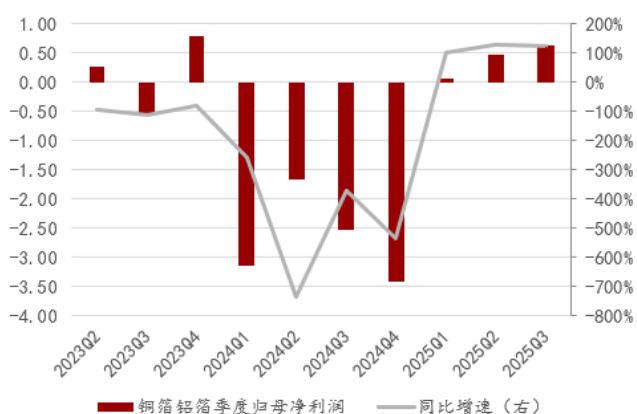
资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表23: 结构件环节公司季度毛利率变化趋势



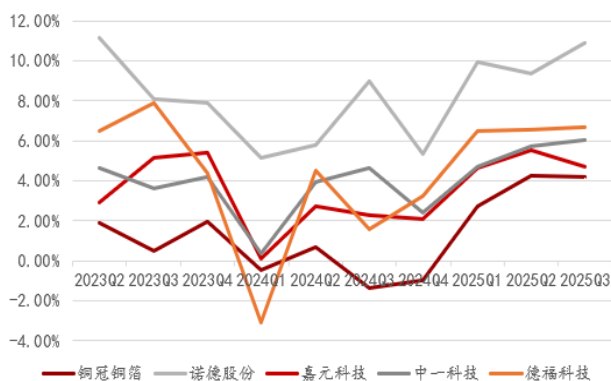
资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表24: 铜箔铝箔季度归母净利润(亿元)及同比增速



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

图表25: 铜箔铝箔环节公司季度毛利率变化趋势



资料来源: 万得Wind, 万联证券研究所

3 投资建议

2025年Q3, 新能源汽车销量延续高增长, 锂电池产业链整体业绩持续改善。锂电产业链排产活跃, 材料价格逐步企稳回暖, 公司业绩呈现回升趋势, 盈利水平明显修复。展望后市, (1) 随着上游碳酸锂价格逐步触底企稳, 终端下游新能源车销量增长, 锂电中游材料厂商业绩有望持续修复, 电池、结构件环节公司盈利有望持续增强, 建议积极关注中游材料环节公司业绩修复投资机会, 以及电池环节市占率提升、盈利能力增强的龙头个股; (2) 新兴技术产业化加速, 固态电池、高压密磷酸铁锂等新技术快速发展, 下游车企、电池厂商持续加大加快布局, 建议关注新兴技术产业化带动的投资机会。

风险因素: 新能源汽车渗透率提升放缓、行业竞争加剧、环节分化加剧风险、新兴技术产业化不及预期、海外市场和政策的不确定性等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场