仅供内部参考，请勿外传

证券研究报告 行业深度报告

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

全球通用机器人龙头，争做硬件生态第一流

——从宇树科技看国内整机及供应链投资机会（一）

汽车行业深度报告

投资评级：推荐（维持）

报告日期： 2026年07月10日

- **分析师：林子健**
- SAC编号：S1050523090001

研究创造价值

仅供内部参考，请勿外传

人形机器人赛道的“比亚迪”，先发优势夯实生态护城河，规模效应保证订单放量

作为人形机器人龙头整机厂，2025年宇树人形机器人出货量超5500台，位居全球首位。我们认为，宇树人形机器人行业地位类似于汽车中的“比亚迪”，其核心优势在于拥有全市场独一份的硬件生态卡位，依靠先发优势构建生态护城河，再将生态优势逐步转变为订单落地放量。

先发优势：宇树凭借四足机器人起家，其四足机器人多年保持全球第一市场份额。随着人形机器人引起行业重视，宇树率先将四足机器人的关节、电驱、控制算法等成熟方案迁移至人形机器人，打造出全市场第一批可采购的人形机器人。2024年5月，宇树G1以9.9万元的价格上市，**成为“十万内、人形、可量产”同期唯一选择。**

生态优势：高校及科研机构是宇树人形机器人第一大应用领域。3/2024/2025年前三季，宇树科研教育领域收入分别为0.03/0.9/4.4亿元，占总营收比例的100%/86.3%/73.6%。由于宇树机器人早期的可得性和足够开放的端口协议，现阶段很多实验室科研院所仍然采用宇树硬件平台训练机器人算法和模型。**全球所有高校 / 科研院所采购的人形机器人品牌中，宇树机器人占比超过40%。**近期，宇树与英伟达合作推出H2+人形机器人，宇树人形机器人搭载英伟达的模型与芯片，为全球科研院所提供训练平台一站式解决方案。

量产优势：宇树在人形机器人行业中的角色类似于汽车中的比亚迪， 核心零部件自研率超90%，都是硬件做到极致的工程师类型的企业。**高硬件自制率带来极强的成本控制能力，使得产品单价较低的同时仍能保持较高的盈利水平，2025年宇树人形机器人产品毛利率高达63.2%。截止2026年5月，宇树G1累计下线约11000台，是行业内唯一一款出货量达到万台量级的产品，形成“降本→放量→进一步降本”的规模效应。**2026年6月起，宇树R1从3.99万元降价至2.99万元，**行业内最具竞争力的价格始终由宇树引领。**

仅供内部参考，请勿外传

国内整机厂逐步开始规模量产，商业化落地进程持续加速

国内人形机器人整机赛道百花齐放，头部厂商已形成相对完善的布局，推荐关注宇树、小鹏、智元、上纬新材、云深处等国内整机厂商：

（1）宇树科技：全球通用机器人龙头企业，产品覆盖四足、人形机器人及各类核心零部件，应用场景涵盖科研、工业、文娱等多元化应用场景。2025年，由于四足、人形机器人产品销量增长，业绩大幅上升。**2026年，其人形机器人产品目标出货量在1万-2万台左右。**

（2）小鹏机器人：人形机器人Iron拥有62个主动自由度、仿生脊椎与皮肤，灵巧手22自由度，高度拟人化。公司**预计2026年年底启动量产，**目标成为“全球第一个规模量产的高阶人形机器人”，率先落地导览、导购、导巡场景。

（3）智元机器人：产品覆盖双足人形、轮式、四足及小人形机器人，应用场景涵盖工业、商业、家庭、科研等。**据Omdia统计，2025年智元以超5100台出货量位居全球前列，2026年出货量有望达数万台。**其优势在于自研视触觉灵巧手、自研ViLLA架构启元大模型及开源数据集AgiBot World，并已获得中国移动等企业采购合同。

（4）上纬新材：智元持有其63.6%的股份，其产品系全球首个小尺寸全身力控人形机器人启元Q1，高度80厘米、可收纳进双肩包，主要面向科研及交互场景，目前已落地深圳亚洲首店。

（5）云深处：产品覆盖四足、轮足、人形机器人及一体化关节模组，四足机器人行业落地经验丰富。2025年通过与国家电网、新加坡能源集团等深度合作，电力巡检批量交付，首次实现扭亏为盈。

仅供内部参考，请勿外传

推荐关注以下国产机器人头部厂商潜在供应链投资机会

（1）模塑科技：聚焦外覆盖件产品，切入人形机器人赛道。

（2）晋拓股份：铝合金压铸件领先企业，机器人零部件业务不断突破。与宇树科技合资成立上海拓天智联科技有限公司，分别持股60%、10%。

（3）美湖股份：油泵业务稳步发展，减速器+执行器业务勾勒第二成长曲线。

（4）奥比中光：视觉模组龙头，聚焦机器人领域应用场景。

（5）东睦股份：粉末冶金龙头企业，机器人业务打开成长空间。

仅供内部参考，请勿外传

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2026-07-10 股价	EPS			PE			投资评级
			2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
000700.SZ	模塑科技	15.18	0.53	0.67	0.73	28.64	22.66	20.79	买入
600114.SH	东睦股份	34.29	0.85	1.14	1.46	40.34	30.08	23.49	暂未评级
603211.SH	晋拓股份	34.44	0.25			137.76			暂未评级
603319.SH	美湖股份	31.44	0.76	0.94	1.11	41.37	33.45	28.32	买入
688322.SH	奥比中光-W	119.77	0.32	0.75	1.25	374.28	159.69	95.82	暂未评级

资料来源：Wind（东睦股份、晋拓股份、奥比中光盈利预测来自Wind一致预期），华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

1、产业生产和需求不及预期

2、地缘政治风险

3、新业务进展不及预期

4、原材料价格上涨风险

5、项目进度低于预期风险

6、汇率波动风险

仅供内部参考，请勿外传

目 录

CONTENTS

1. 人形机器人龙头企业，业绩快速增长

2. 硬件+运控+模型布局完善，多重优势构建核心护城河

3. 国内人形整机厂商崭露头角，规模化量产+商业化落地进程加速

4. 推荐关注标的

仅供内部参考，请勿外传

01 人形机器人龙头企业，业绩快速增长

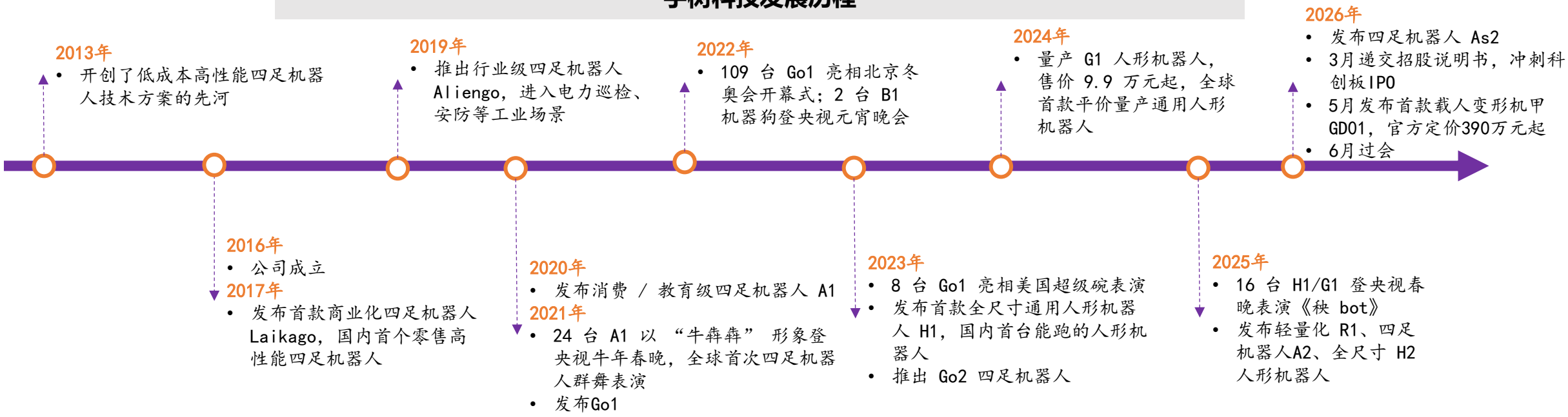
研究创造价值

仅供内部参考，请勿外传

1.1、以高性能四足机器人切入市场，逐步扩展至人形机器人

立足四足机器人夯实全栈能力，切入人形机器人开启第二增长曲线。2013年，宇树开创了低成本高性能四足机器人技术方案的先河；2016年，率先公开零售四足机器人；2017年推出首款商用四足机器人Laikago，打开科研市场；2019年发布行业级机型Aliengo，初步布局工业场景；2020年起，公司接连推出A1、Go1等高性价比四足机型，凭借亲民定价与优异性能快速抢占全球市场；2023年，公司发布全尺寸高端人形机器人H1，补齐人形产品布局；次年量产平价机型G1，以9.9万元起售价打破行业高价壁垒，推动人形机器人规模化商用；2025年，公司人形机器人全年出货量超5500台，位居全球前列；2026年3月正式递交科创板招股书，拟募资42.02亿元冲刺上市，6月顺利过会。

宇树科技发展历程



资料来源：宇树官网、宇树招股书、深圳电子商会、澎湃新闻、观察者网、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

1.1、以高性能四足机器人切入市场，逐步扩展至人形机器人

四足机器人具有极强的稳定性和运动能力，未来有望在安防、巡检、消防等特定领域中应用。2013年，宇树开创了低成本高性能四足机器人技术方案的先河。目前，宇树在全球四足机器人市场处于绝对领先地位，据高工机器人产业研究所数据，其机器狗产品占据全球机器狗市场69.75%份额。



2020.1
宇树发布全新超高性价比教育酷玩四足机器人 A1



2021.6
宇树发布伴随仿生四足机器人Go1



2023.7
宇树发布全新一代消费级四足机器人Go2



2023.11
宇树发布B2工业四足机器人



2024.12
宇树B2-W轮足机器狗展现强大运动能力，能载人、应对复杂变化场景



2025.8
宇树发布四足机器人A2



2026.2
宇树发布新款四足机器人As2，称其动力性能约为当前主力四足机器人Go2的两倍

资料来源：宇树官网、证券时报、中国蓝国际、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

1.1、以高性能四足机器人切入市场，逐步扩展至人形机器人

产品性能加速迭代，下游应用涵盖科研、导览、文娱等多元化应用场景。H系列以高爆发力与动态行走能力切入工业、科研、文娱等场景，G1则凭借轻量化设计与运动控制能力，逐步向商业服务、科研、文娱等需人机交互的场景渗透。



2024.3
宇树H1行走速度破纪录达到3.3m/秒



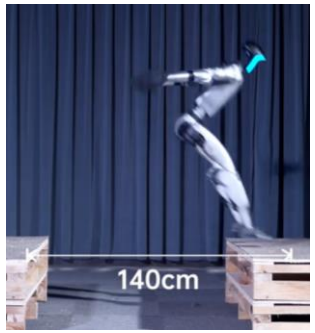
2024.3
宇树H1学会后空翻



2024.5
宇树G1发布，9.9万元起售



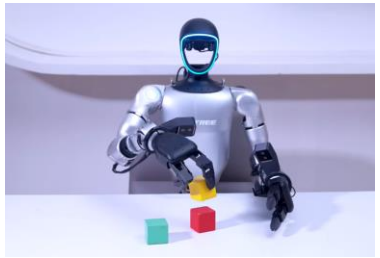
2024.8
宇树G1量产设计完成



2024.10
G1人形机器人跳远/身高比>1



2024.11
G1在AI驱动下两天学会直立行走



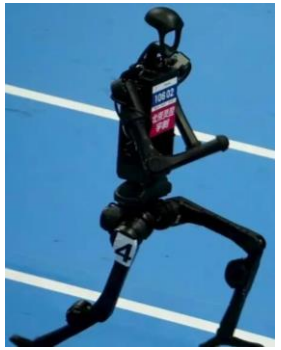
2024.11
宇树G1数据集开源，可利用夹爪灵活摆放物体



2025.1
宇树H1登上春晚



2025.7
宇树R1发布，2.99万起售



2025.8
宇树勇夺首届世界人形机器人运动会四金，H1在备赛中取得的最好速度成绩达5+m/s



2025.10
宇树H2发布，搭载仿人双目相机和仿生人脸



2026.2
宇树G1及H2登上春晚

资料来源：宇树官网、机器人大讲堂、具身智能大讲堂、IT之家、人形机器人场景应用联盟、九派新闻、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

1.2、四足+人形机器人双轮驱动，布局核心零部件完善产品矩阵

宇树科技产品矩阵覆盖轮式及四足、双足人形机器人，涵盖科研、工业、文娱等多元化应用场景。（1）在机器狗领域，其产品线从主打高动态性能与工业级负载的A/B系列延伸至轻量化、高性价比的消费级Go系列，前者主要面向电力巡检、安防巡逻、应急救援等特种作业场景，后者则聚焦教育科研与个人娱乐市场。**（2）在人形机器人领域，**公司产品主要用于科技研发、教育教学、应用开发、文化表演、智能服务、工业制造、商业服务等领域

宇树机器人产品矩阵

机器狗

AlienGo



B1



B2



A2



A1



Go1



Go2

售价8997元起



As2



人形机器人

H1



G1

售价8.50万元起



R1

售价2.99万元起



H2



资料来源：宇树招股书、宇树问询函、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

1.2、四足+人形机器人双轮驱动，布局核心零部件完善产品矩阵

灵巧手、机械臂、激光雷达为核心配套产品，完善机器人交互与感知能力。 **（1）在机械臂领域，**核心产品为Z1灵巧机械臂，其具备6轴自由度，自重约4.5kg、负载≥3kg，可配合四足及移动机器人使用，应用于电商物流、新消费、日常生活等场景。 **（2）在激光雷达领域，**自研L1/L2系列4D激光雷达，具备360°超广角感知能力，可采集环境三维数据，保障机器人自主行走、避障等功能，广泛应用于各类机器人产品。 **（3）在灵巧手领域，**核心产品为Dex系列灵巧手，其中Dex5-1具备单手20自由度，配备94个触觉传感器，能够完成开门、抓取等精细操作。

宇树机器人产品矩阵

机械臂

Z1



激光雷达

4D激光雷达L1



4D激光雷达L2



灵巧手

Dex1-1



Dex3-1



Dex5-1



Dex2/5



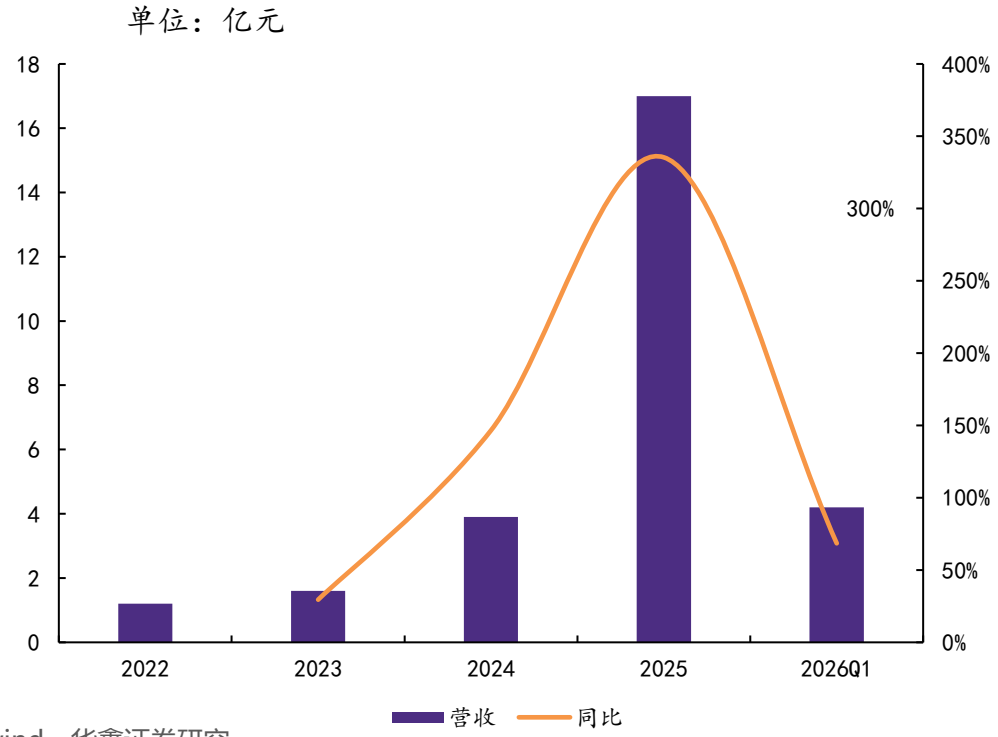
资料来源：宇树招股书、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

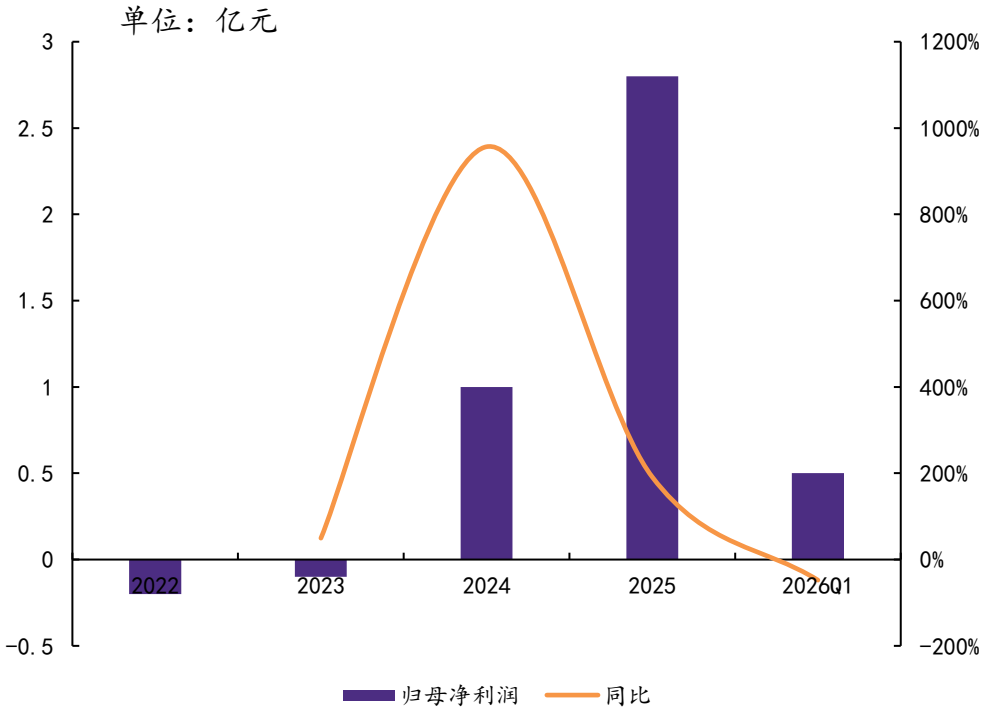
1.3、2024年扭亏为盈，2025年利润开始大幅增长

2024年扭亏为盈，2025年营收与扣非归母净利润显著增长。2026Q1，宇树实现营业总收入4.2亿元，同比+68.5%，2022-2025年CAGR为142.0%；实现归母净利润0.5亿元，同比-47.7%。其中，2022-2024年营收及归母净利润虽保持快速增长，但仍处于研发投入阶段；2024年实现扭亏为盈主要受四足机器人产品放量所影响；2025年营收大幅上升，主要由于机器狗与人形机器人产品销量快速增长。

宇树营收及同比



宇树归母净利润及同比



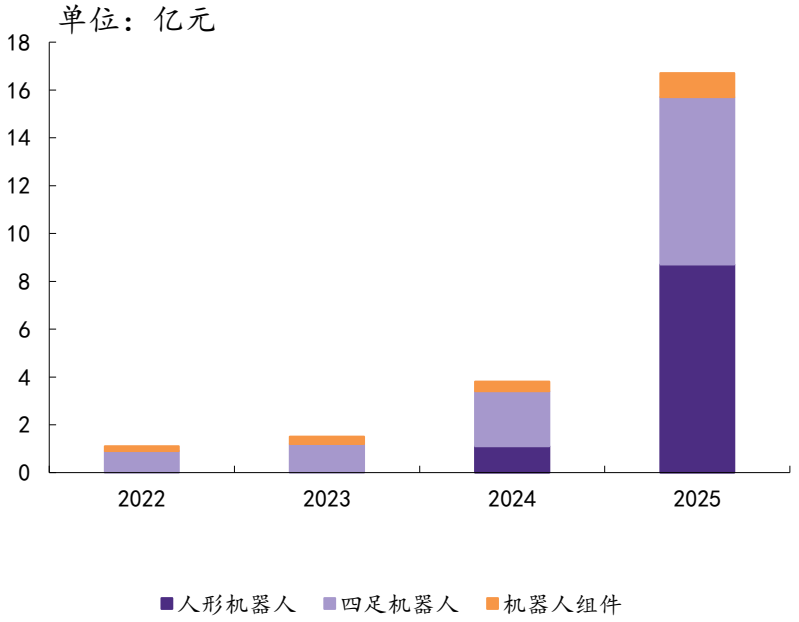
资料来源：wind、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

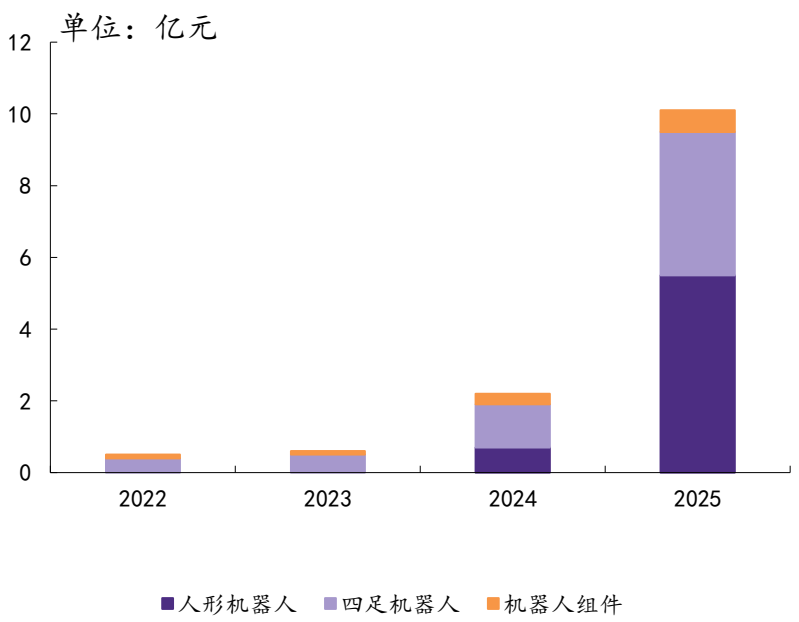
1.3、2024年扭亏为盈，2025年利润开始大幅增长

四足机器人和人形机器人是公司核心业务，毛利率呈稳健增长趋势。2025年，公司实现营业总收入17.0亿元，其中人形机器人/四足机器人/机器人组件分别实现收入8.7/7.0/1.0亿元，分别占比51.1%/41.1%/6.1%；分别实现毛利5.5/4.0/0.6亿元，分别占比53.4%/38.5%/6.0%；分别实现毛利率63.2%/56.7%/59.4%。2023年至2025年，公司人形机器人产品毛利率分别为87.7%/69.3%/63.2%。人形机器人产品占据公司收入及毛利端主导地位，主要原因系公司人形机器人的部分零组件与四足机器人具有通用性，使得人形机器人具备了一定的成本优势，整体毛利率相对较高。

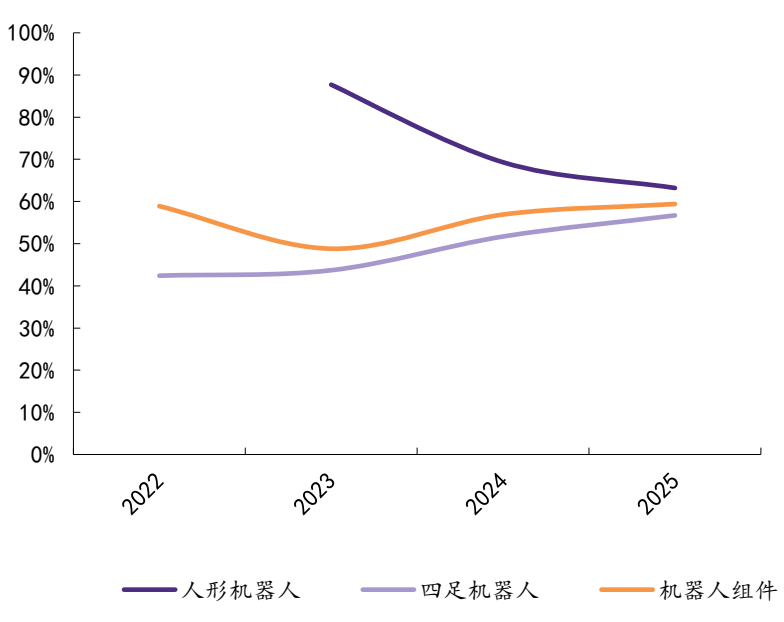
宇树分业务营收



宇树分业务毛利



宇树分业务毛利率



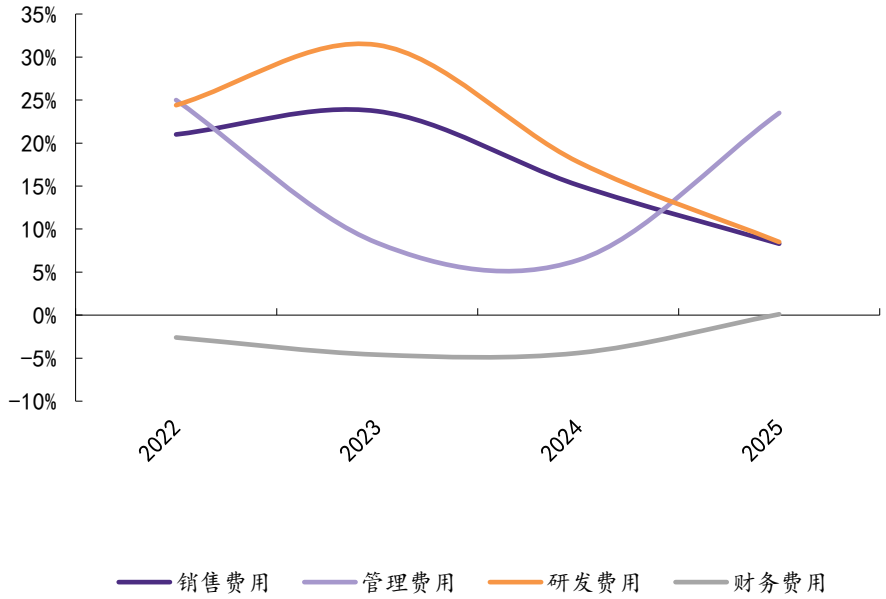
资料来源：wind、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

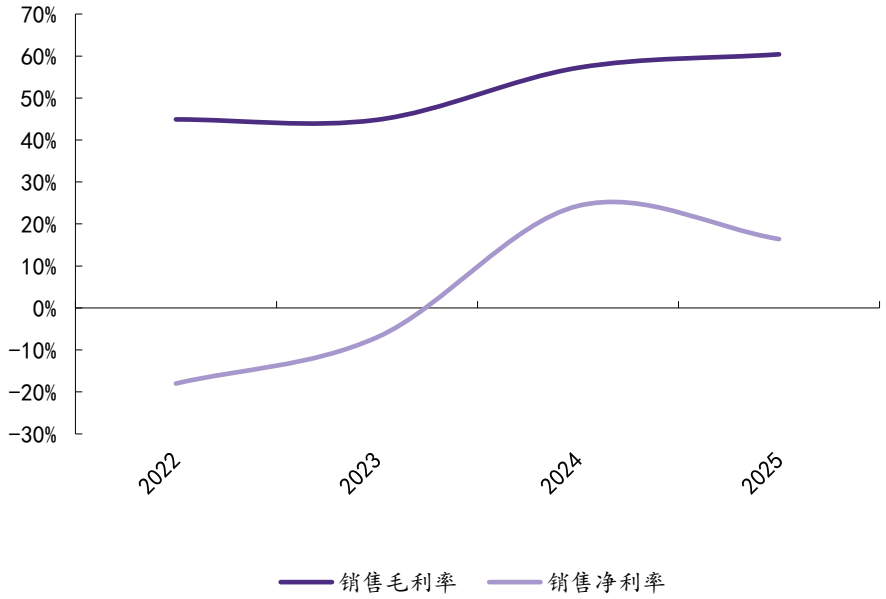
1.4、毛利率稳步上升，研发团队呈高学历特征

受股权激励费用影响期间费用率同比上升，毛利率稳健增长。2022-2025年期间费用率分别为67.8%/58.9%/34.9%/40.4%。其中，2025年销售/管理/研发/财务费用率分别为8.3%/23.5%/8.5%/0.1%，同比-6.8/+17.1/-9.3/+4.5pct；期间费用率为40.4%，同比+5.5pct。2022-2024年，随着公司业务规模和营业收入的快速增长，期间费用率呈下降趋势，公司经营的规模效应开始凸显；2025年，公司期间费用率大幅上升，主要系Q1-Q3期间确认的股份支付费用较高。公司2025年综合毛利率为60.4%，同比+3.2pct，毛利率稳定增长；同年销售净利率16.4%，同比-7.9pct，净利率同比下滑主要系管理费用增长导致。

宇树费用率



宇树销售毛利率及销售净利率



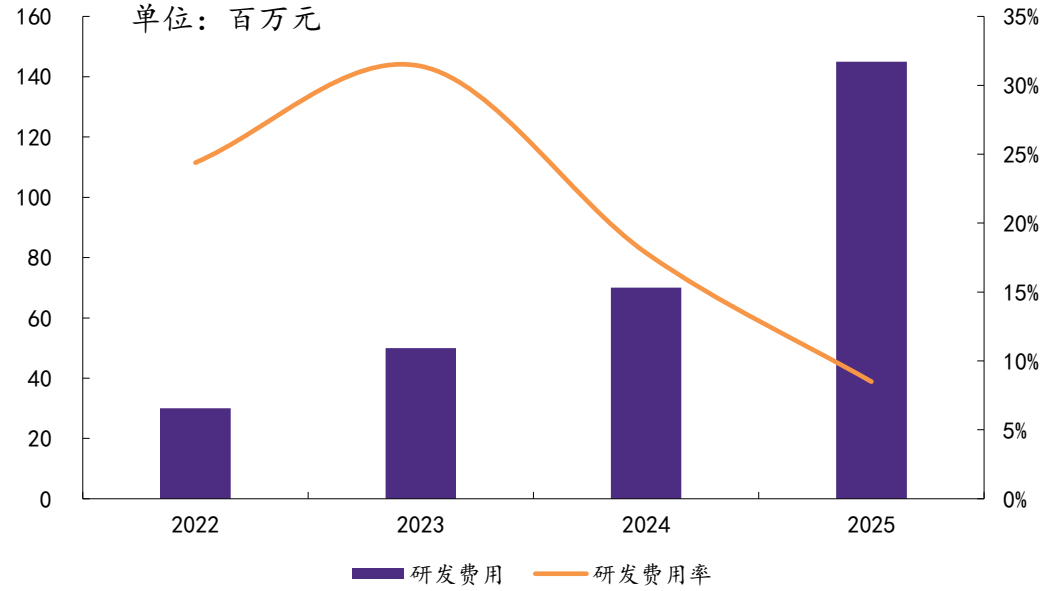
资料来源：wind，华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

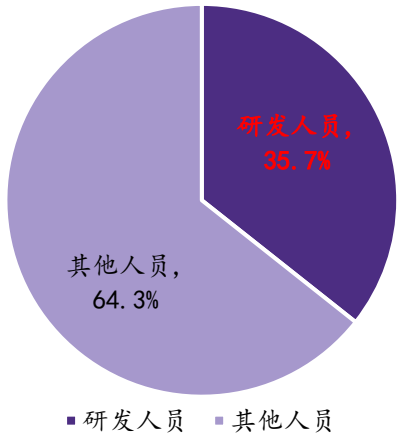
1.4、毛利率稳步上升，研发团队呈高学历特征

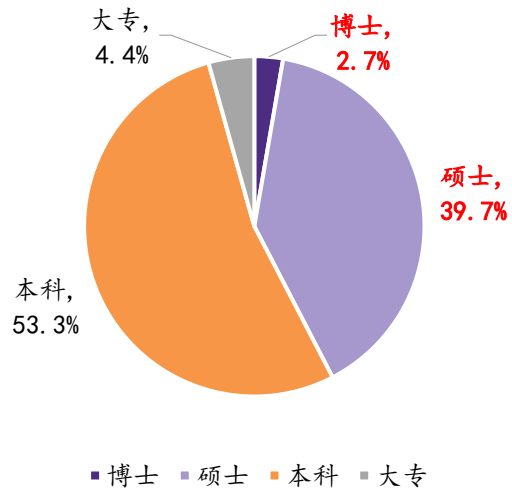
近年研发费用率逐步下降，人员结构呈高学历特征。2025年，公司研发投入金额为145.0百万元，研发费用率为8.5%。2024-2025年，公司研发费用率有所下降，主要系最近一年及一期公司营业收入快速增长，收入增速远超过研发费用的合理增速，规模效应下研发费用率相对下降。在研发团队人员方面，截至2025年末，公司拥有研发人员184人，占总员工数的35.7%。团队学历以本科为主（98人），并拥有硕士73人、博士5人，整体文化水平较高。

宇树研发投入费用情况



宇树2025年公司研发人员情况





资料来源：宇树招股书、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

02 硬件+运控+模型布局完善，多重优势构建核心护城河

研究创造价值

仅供内部参考，请勿外传

2.1、优势一：率先实现规模化量产，同时期市场几乎无竞品

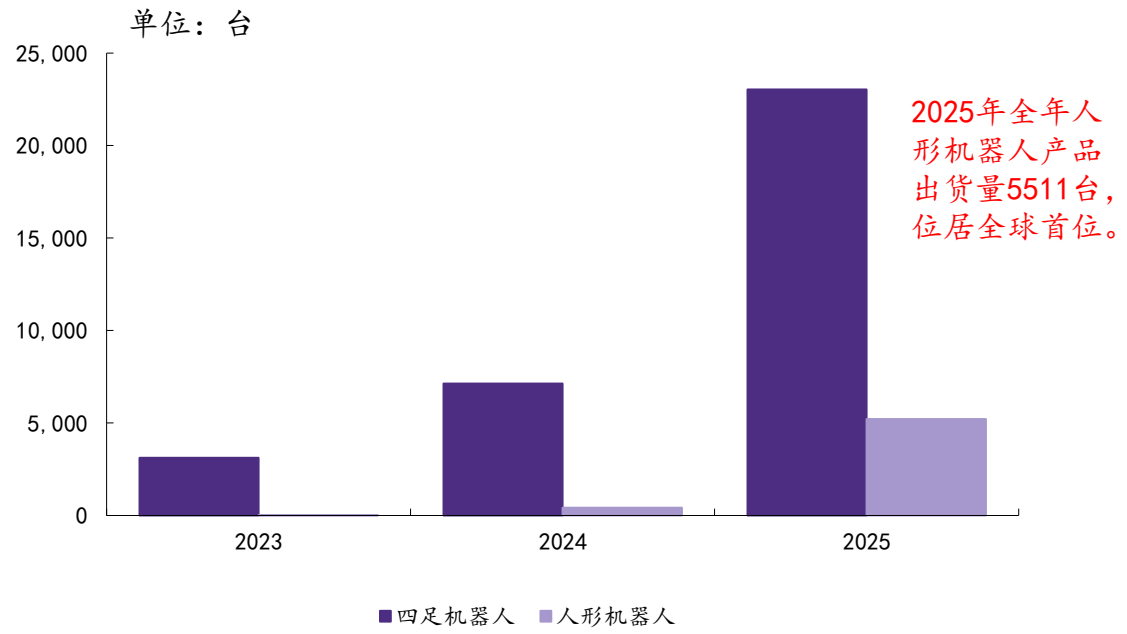
四足机器人连续两年全球份额第一，2025年人形机器人出货量同样位居全球首位。在四足机器人领域，宇树2023年及2024年的全球市场份额排名第一。宇树凭借优异性能与高性价比迅速满足市场早期需求，在缺乏成熟竞品的同价位区间构筑起显著的先发优势。

宇树G1当时是 “十万内、人形、可量产”的唯一选择。2024年5月，宇树G1以9.9万元的价格上市，同时期人形机器人产品售价在50万元以上，且公开采购渠道较少。2025年其人形机器人产品出货量超过5500台，位居全球首位；截止2026年5月，宇树单款人形机器人累计生产下线约11000台。基于现有订单储备与产能爬坡节奏，王兴兴称，2026年，宇树科技的人形机器人产品目标出货量在1万-2万台左右。

全球人形机器人厂商出货量

厂商	2024年	2025年
宇树科技	537	5511
智元机器人	600	5168
优必选	250	1000
乐聚机器人	100	500
引擎智能	0	400
傅利叶智能	0	300
Figure AI	50	150
Agility Robotics	50	150
特斯拉	50	150
其他	400	1350
总计	2300	14668

宇树科技四足及人形机器人销量



资料来源：宇树招股书、Omdia （其中宇树相关数据根据宇树招股书已进行更新）、华鑫证券研究

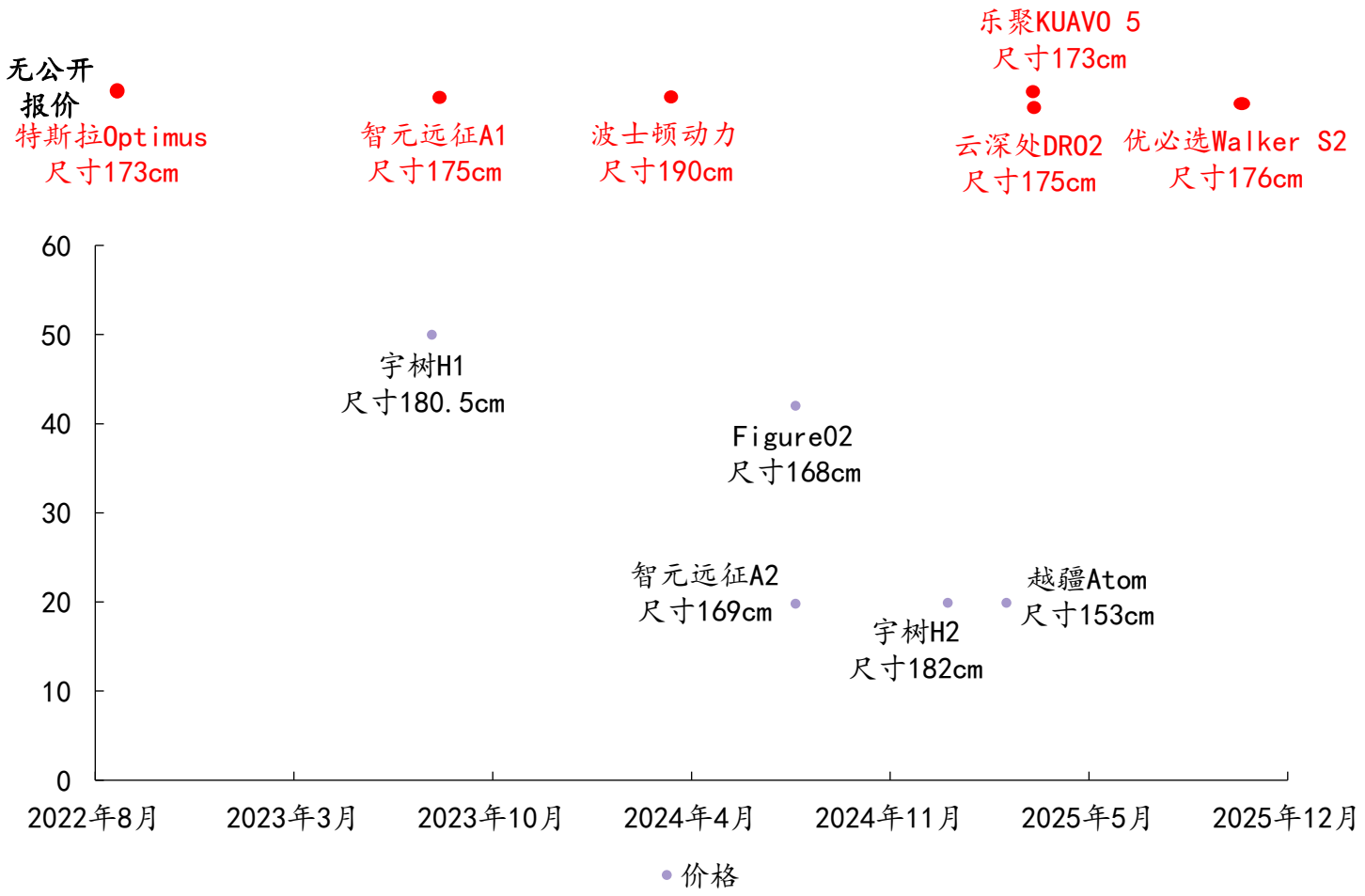
仅供内部参考，请勿外传

2.1、优势一：率先实现规模化量产，同时期市场几乎无竞品

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

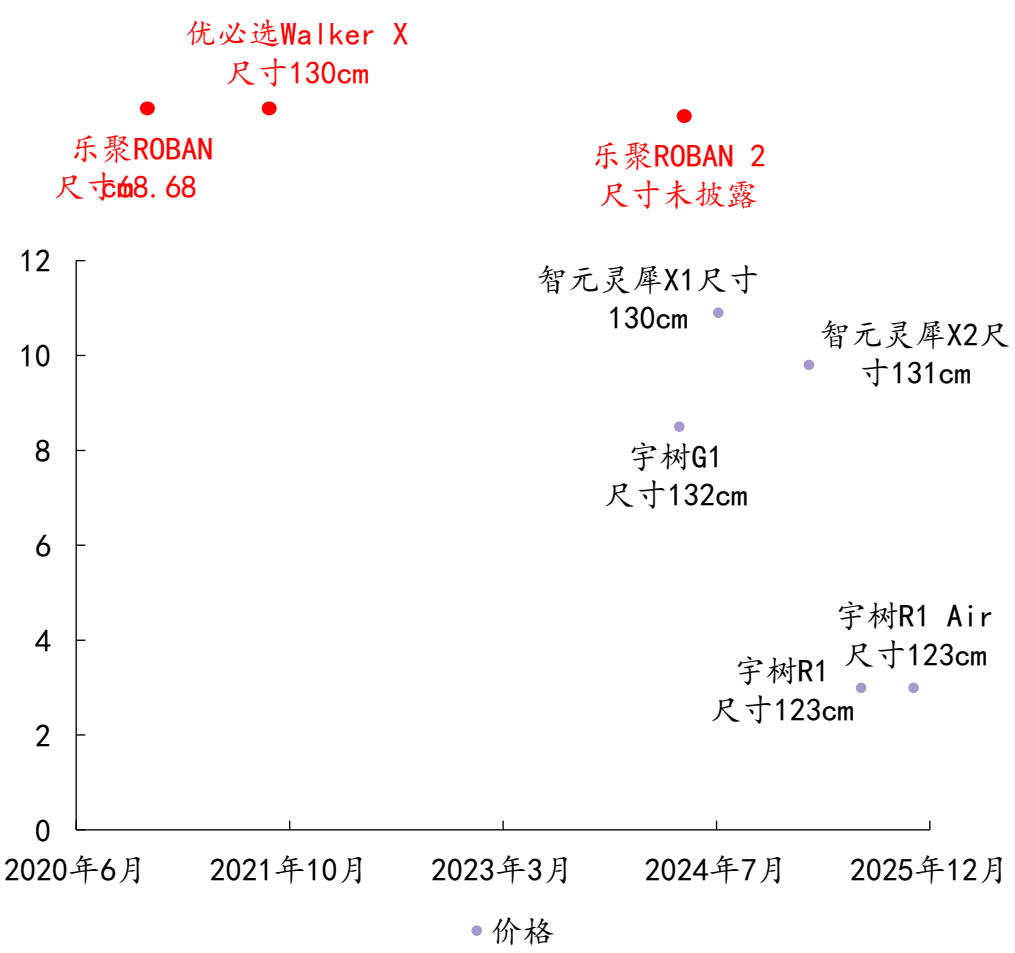
市场全尺寸人形机器人竞品

单位：万元



市场中型及中小型人形机器人竞品

单位：万元



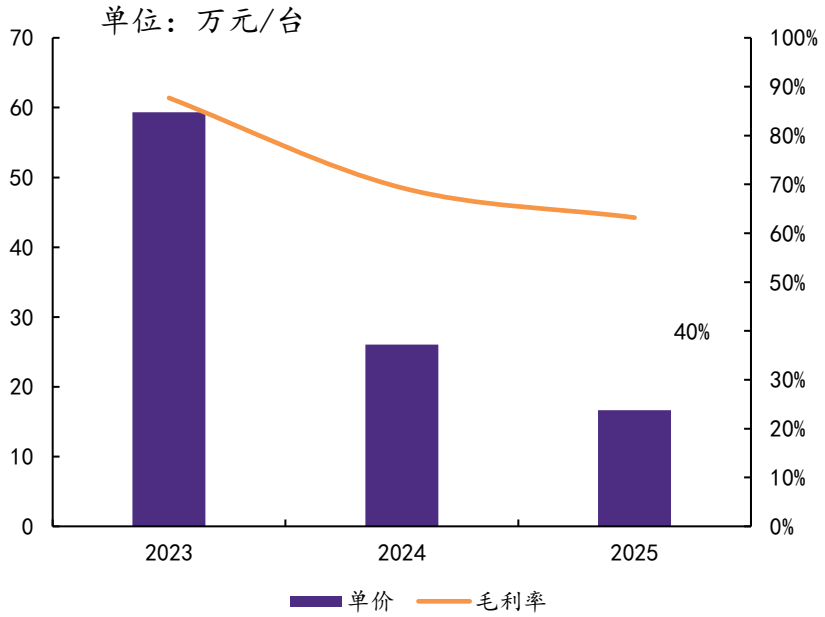
资料来源：宇树问询函、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

2.2、优势二：四足积累深厚技术基础，全栈自研机器人软硬件

宇树以四足机器人作为技术验证与量产起点，将关节、电驱、控制算法及计算平台等成熟方案直接迁移至人形机器人平台，大量零部件技术实现跨品类复用。宇树人形机器人的销量从2023年的5台增长至2025年的5215台，伴随出货量持续放大，单位成本得以有效摊薄。人形机器人单台成本由2023年的59.3万元降至2025年的16.6万元；其毛利率也随着行业的规模化发展逐步下降，从2023年的87.7%降低至2025年的63.2%。宇树的核心零部件自研率超90%、国产化率约90%，覆盖电机、减速器、传感器、编码器、电池等关键环节，为持续降本构筑了底层支撑。

宇树科技人形机器人单价及毛利率



资料来源：wind、宇树招股书、宇树问询函、华鑫证券研究

宇树科技零部件研发生产模式

物理结构	主要部组件	研发生产及采购模式
本体结构	机械结构	自主设计研发，零部件定制采购，自主装配
	散热系统	自主设计研发，零部件定制采购，自主装配
	线束和连接器	自主设计研发，零部件定制采购，自主装配
关节模组	减速器	自主设计研发，零部件定制采购，自主装配
	电机	自主设计研发，零部件定制采购，自主装配
	编码器	自主设计研发，采购元器件、外协贴片组装，自主开发功能软件
	驱动器	自主设计研发，采购元器件、外协贴片组装，自主开发驱动软件
能源系统	电池组件	自主设计研发电池管理系统（BMS）
	电池电芯	外购电芯
	电源管理模组	自主设计研发，采购元器件、外协贴片组装，自主开发功能软件
计算平台	计算模组	外购核心板，集成自主开发的系统
	接口模块	自主设计研发，采购元器件、外协贴片组装
	热控系统	自主设计研发，零部件定制采购，自主装配
	存储模块	外购存储模组
运动控制系统	计算模组	外购核心板，集成自主开发的运动控制系统
	接口模块	自主设计研发，采购元器件、外协贴片组装
	惯性测量单元	自主设计研发，采购元器件、外协贴片组装
感知系统	自研款激光雷达	自主设计研发，零部件定制采购，自主装配
	外购款激光雷达	外购成品
	自研款相机	自主设计研发，零部件定制采购，自主装配
	外购款相机	外购成品
灵巧手（仅限于人形机器人）	自研款灵巧手	自主设计研发，定制采购零件和部分部件（如电机、直线传动套件、传感器等），自主装配
	外采款灵巧手	外购成品

仅供内部参考，请勿外传

2.3、优势三：先发优势促使生态成熟，生产成熟带动下游订单

宇树产品为算法训练的首选硬件平台，80%+产品下游应用领域为科研及文娱表演。宇树科技机器人产品中，大约 80% 的四足机器人用于科研、教育和消费领域，其余 20% 用于工业领域，如检测和消防；人形机器人全部应用于科研、教育和消费领域。2025年Q1-Q3，在用于高校科研的人形机器人采购项目中，宇树占比超过40%，其中多数订单选择G1机型，单价普遍低于40万元，最低仅9.8万元。高校和研究机构之所以集中采购宇树，本质上是因为其产品“对开发者友好”、接口齐全、支持二次开发，并提供大量套件与PC连接能力。**宇树通过操作数据采集工具与多类数据集的持续开源，使其人形机器人产品逐步成为高校、实验室和算法团队的首选平台，从而带动订单放量。**

宇树科技合作伙伴/客户



宇树科技主要订单情况

时间	项目名称	采购方	中标金额（万元）
2025.7.11	中移（杭州）信息技术有限公司的人形双足机器人代工服务采购项目	中国移动	4605
2025.3.12	同济大学通用人形机器人训练平台设备采购	同济大学	825.66
2024.9.23	上海大学分布式能耗管理实训系统项目	上海大学	92.5
2024.9.11	机器人视觉实验套件项目	深圳技术大学	85.56
2024.6.25	人形双足机器人	浙江理工大学	69.5
2024.4.18	浙江大学四足机器人	浙江大学	89.48
2022.8.26	上海大学四足机器人创新教育系统	上海大学	97.5

资料来源：宇树官网、硅基实验室、每日经济、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

2.4、运控与硬件能力相对完善，模型是应用落地核心瓶颈

宇树春晚机器人展示全自主集群协同与高动态运动，确立全球人形机器人运控与硬件的技术标杆。硬件层面，宇树自研关节模组展现出强抗冲击性，可完成一系列高强度极限动作，且具备相对稳定的散热能力。高并发集群控制系统合并ai融合定位算法，几十台机器人群控实现毫秒级同步，支持快速跑位、排队形，自主规划路径，动态调整。

但春晚表演主要实现方法依靠的是先仿真环境的百万次训练，然后在现实场景中进行长时间的微调，**本质上依旧是“预训练”，换场景则成功率迅速坍缩，大模型泛化能力尚欠缺。王兴兴将人形机器人Chat Gpt时刻定义为，机器人在80%的陌生场景中，仅凭自然语言指令，就能完成80%的任务，且无需针对该场景重新编程或训练，他认为这个目标实现还需要2-3年的时间。**为了完成该目标，模型研发投入未来将占据宇树主导地位。宇树上市拟募资42.02亿元，其中智能机器人模型研发项目计划投入20.2亿元，约占募集资金的一半。

人形机器人能力三要素



集群控制

小脑（运控）

身体（硬件）

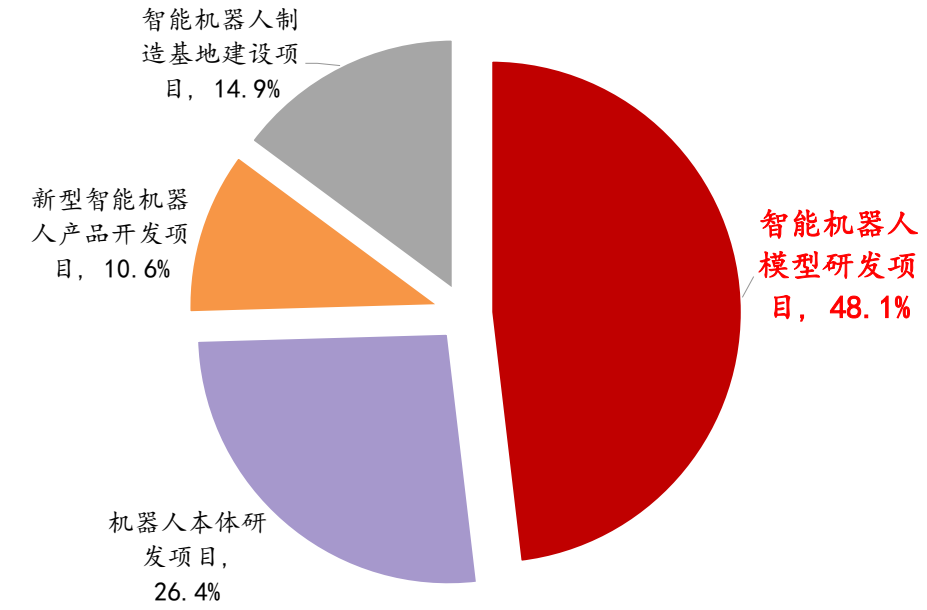
宇树春晚表演顶尖能力体现

泛化能力

大脑（模型）

现阶段核心难点

宇树募集资金分配



资料来源：cctv、宇树招股书、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

2.4、运控与硬件能力相对完善，模型是应用落地核心瓶颈

宇树人形机器人高难度动作完成情况

高难度动作	时间	事件
原地后空翻	2024年3月	公司全尺寸电驱人形机器人H1实现原地后空翻，属于全球首例。
集群舞蹈	2025年1月	公司16台H1人形机器人参加央视蛇年春晚集群舞蹈《秧BOT》，依据舞蹈要求设计动作，通过AI训练来执行，并且能够全自动走位变队形。
原地侧空翻	2025年3月	G1完成全球首例电动人形机器人原地侧空翻。
格斗	2025年5月	公司人形机器人G1成为《CMG世界机器人大赛·系列赛》机甲格斗擂台赛唯一参赛机型，开启全球人形机器人格斗竞技先河。
竞技跑、障碍赛	2025年8月	公司在首届世界人形机器人运动会中共获得11枚奖牌，夺得1,500米比赛第一名、400米比赛第一名、4×100米比赛第一名、100米障碍赛第一名，充分验证公司人形机器人（H1、G1）在竞技跑、障碍赛等高动态任务中的卓越运动性能与可靠性，是取得总金牌数和总奖牌数最多的公司。
伴舞、韦伯斯特空翻	2025年12月	公司6台G1人形机器人，在王力宏成都演唱会与歌手同台表演《火力全开》，多次连续稳定完成伴舞、韦伯斯特空翻等高难度动作。
集群武术表演	2026年2月	公司25台人形机器人参加央视总台2026年春晚节目《武BOT》，刷新多项全球纪录，包括：（1）全球首次连续花式翻桌跑酷；（2）全球首次弹射空翻，空翻最大高度大于3米；（3）全球首次单脚连续空翻，两步蹬墙后空翻；（4）全球首次Airflare大回旋七周半；（5）全球首次集群快速跑位（最快任意跑位速度可达4m/s）。

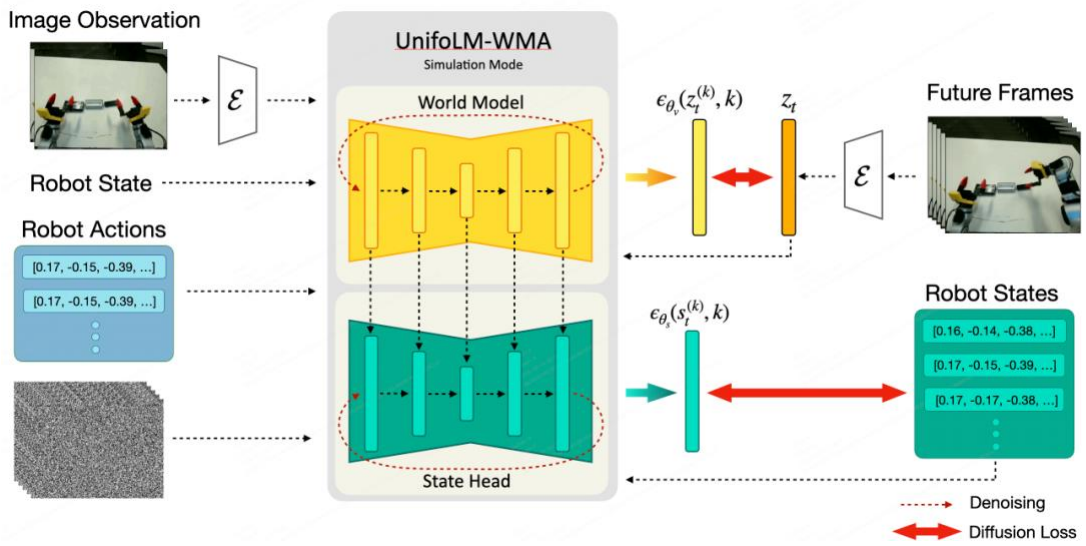
资料来源：宇树招股书、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

2.4、运控与硬件能力相对完善，模型是应用落地核心瓶颈

全栈自研WMA与VLA两大技术路线，加速布局工业级具身大模型。模型研发层面，宇树目前在WMA模型与VLA模型两大技术路线上均有所布局与投入，并先后于 2025 年 9 月、2026 年 1 月开源发布了通用 WMA 模型“UnifoLM-WMA-0”与通用VLA模型“UnifoLM-VLA-0”。 UnifoLM-WMA-0 的仿真引擎以交互式仿真器形式运行，核心作用是通过为机器人学习生成合成数据来解决真实场景数据采集成本高、场景覆盖有限的难题；在 LIBERO 仿真基准测试中，UnifoLM-VLA-0 取得了接近最优的性能，其具备单模型处理多任务的通用能力。2026 年初，宇树自研的工业级具身大模型 UnifoLM-X1-0 已在自有工厂中完成试点部署测试，可自主完成关节电机装配等任务，在全球具身大模型的部署验证方面取得了重大进展。

宇树UnifoLM-WMA-0模型架构



LIBERO 仿真基准测试

模型	LIBERO-Spatial	LIBERO-Object	LIBERO-Goal	LIBERO-Long	均分
UnifoLM-VLA-0	99.0	100	99.4	96.2	98.7
OpenVLA-OFT	97.6	98.4	97.9	94.5	97.1
GR00T-N1.6	97.7	98.5	97.5	94.4	97.0
π0.5	98.8	98.2	98.0	92.4	96.9
π0.5-KI	98.0	97.8	95.6	85.8	94.3
π0	96.8	98.8	95.8	85.2	94.2
GR00T-N	94.4	97.6	93.0	90.6	93.9
π0+FAST	96.4	96.8	88.6	60.2	85.5

资料来源：具身智能大讲堂、IT之家、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

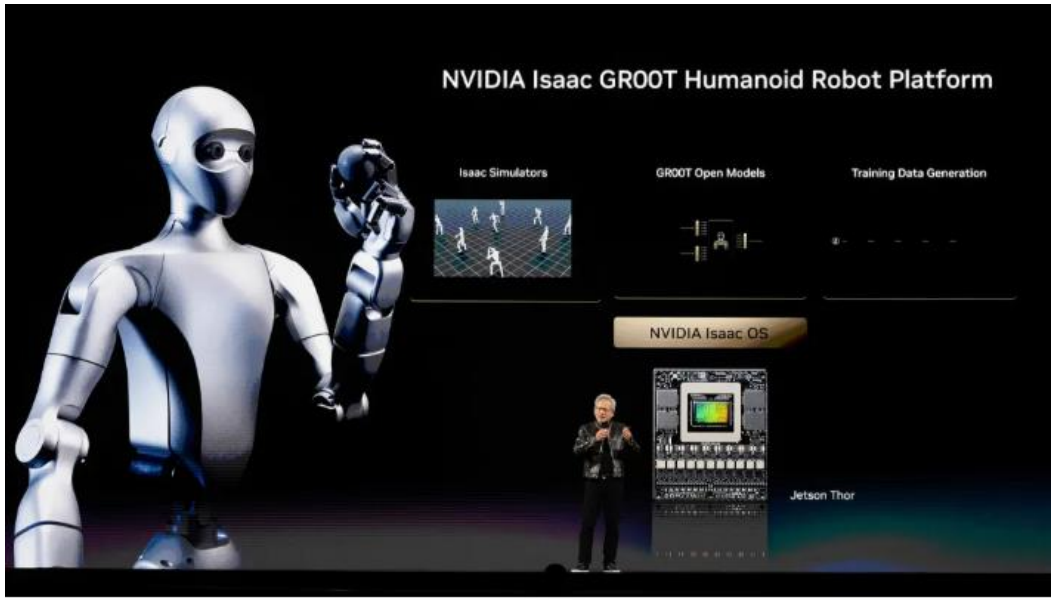
2.5、联合英伟达推出新款机器人，补全模型及芯片短板

宇树与英伟达合作推出H2人形机器人，面向高校与研究者。2025年6月，英伟达首席执行官黄仁勋宣布与宇树科技合作，推出以其H2 Plus机器人为载体，面向高校及学术机构的Isaac GR00T人形机器人参考平台，斯坦福大学机器人中心、苏黎世联邦理工学院、加州大学圣地亚哥分校的高级机器人与控制实验室等已确认计划采用。H2本体拥有31个自由度；灵巧手采用Sharpa触觉五指灵巧手，每只机械手拥有22个自由度；整机身高约1.8米、重量约68公斤。H2人形机器人与英伟达的Jetson Thor硬件结合，且后者搭载了用于设备端人工智能（AI）运算的Blackwell GPU，配备128GB内存，人工智能算力最高可达2070万亿次FP4浮点运算。

宇树 H2 Plus



Isaac GR00T人形机器人开发参考平台和基础模型计划



资料来源：宇树官网、观察者网、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

03 国内人形整机厂商崭露头角，规模化量产+商业化落地进程加速

研究创造价值

仅供内部参考，请勿外传

3.1、国内人形机器人整机厂商齐头并进，规模化量产与商业化落地进程持续加速

国内整机厂商情况

公司 / 主体	资本状态	2025年出货量
优必选（UBTECH，9880.HK）	港股已上市	1000
宇树科技（Unitree）	2026年 6 月过会，预计 7 月左右上市	5511
云深处科技	科创板 IPO 受理披露经营数据，首次扭亏；主营机器狗，人形尚处起步	-
乐聚智能	创业板 IPO 受理，拟募资 26 亿元，部分补流；与东方精工联合打造国内首条 “万台级” 人形机器人产线	500
智元机器人	预计三四季度港股上市	5168
开普勒机器人	杭州柯林以不超 3 亿元全现金分期51%股权，纳入合并报表，明确产业资本控股路径	-
卧安机器人（6600.HK）	港股已上市	-
银河	筹备港股上市	-
星海图	准备在 H 股上市	-
越疆	2024 年港股上市，2026 年 5 月正式开启A股创业板IPO上市进程，协作机器人出口量连续多年位居第一	-
比亚迪	车企体系内推进（非独立上市主体）	-
小米	车企体系内推进（非独立上市主体）	-
小鹏	车企体系内推进（非独立上市主体）	-
奇瑞	车企体系内推进（非独立上市主体）	-
跨界 A 股本体相关公司		
峰龙股份	优必选的零部件、灵巧手、整机第二品牌	-
上纬新材	智元的 C 端品牌	-
胜通能源	七腾	-
嘉美包装	追觅	-

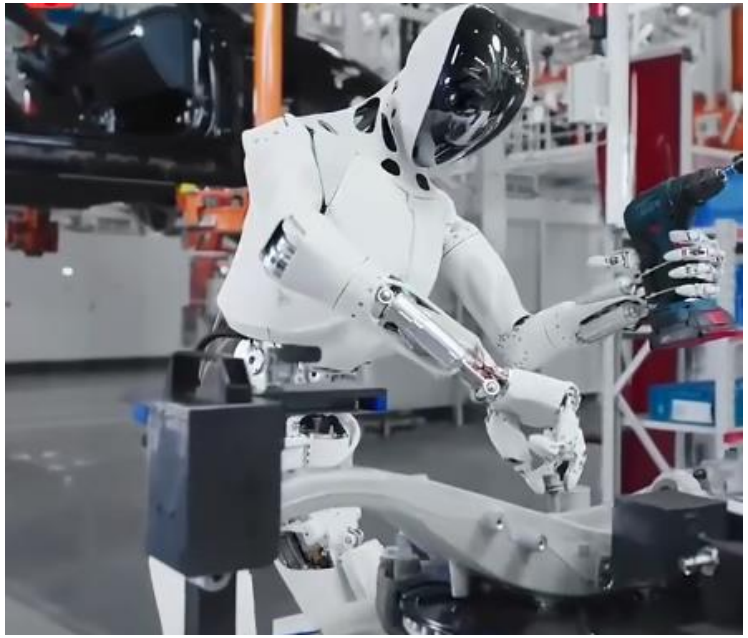
资料来源：巨潮WAVE、财经杂志、证券市场周刊IPO号、新国华科技、芯智能头条、深圳龙华、机器人产业应用、界面新闻、MosenTECH、财华网、深蓝财经、上海产业转型、金科芸资本、华夏时报、Omdia、宇树招股书、深圳电子商会、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

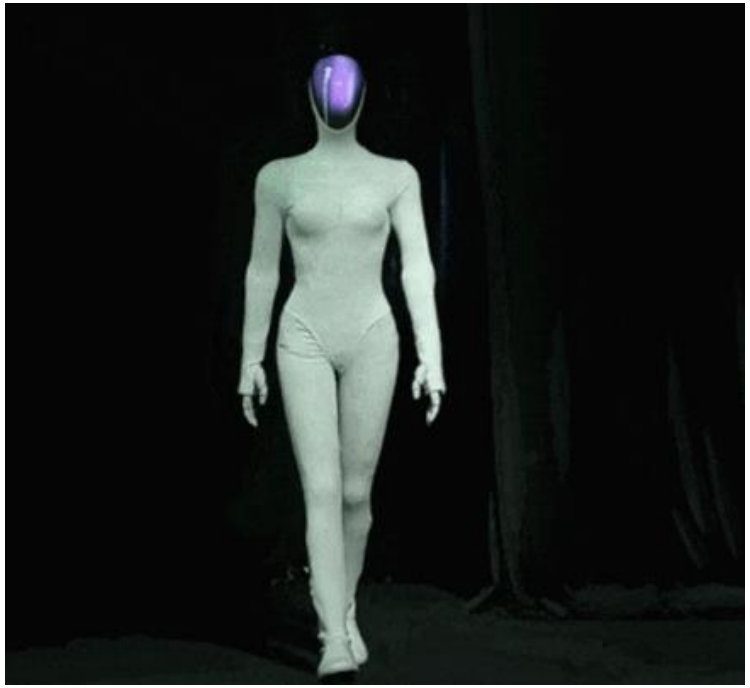
3.2、小鹏：Iron2026年底开始规模量产，落地导巡、导览等场景

小鹏机器人2026年底开启量产，目标是导览、导购和导巡场景。2025年小鹏汽车发布新一代Iron，拥有62个主动自由度以及仿生脊椎、仿生肌肉和皮肤等共同构建而成，灵巧手22个自由度，整体十分拟人化。2026年，小鹏汽车在2月25日的广州市高质量发展大会上透露，将在广州市天河区广棠科创城具身智能产业园建设人形机器人全链条量产基地。广棠科创城具身智能产业园总建筑面积约11万平方米，其中，一期工程将建设机器人厂房及配套设施，为小鹏人形机器人IRON的产业化提供载体。2月24日，何小鹏向全体员工发布开工信，主题为“稳进破局，2026共赴物理AI新十年”。在信里，何小鹏称全新一代 IRON 机器人将在2026年底启动量产， 要成为“全球第一个规模量产的高阶人形机器人”。今年Iron将率先落地导览、导购等场景，并向全球开发者开放接口。

小鹏第一代Iron工厂实训



小鹏2025年科技日发布新一代Iron



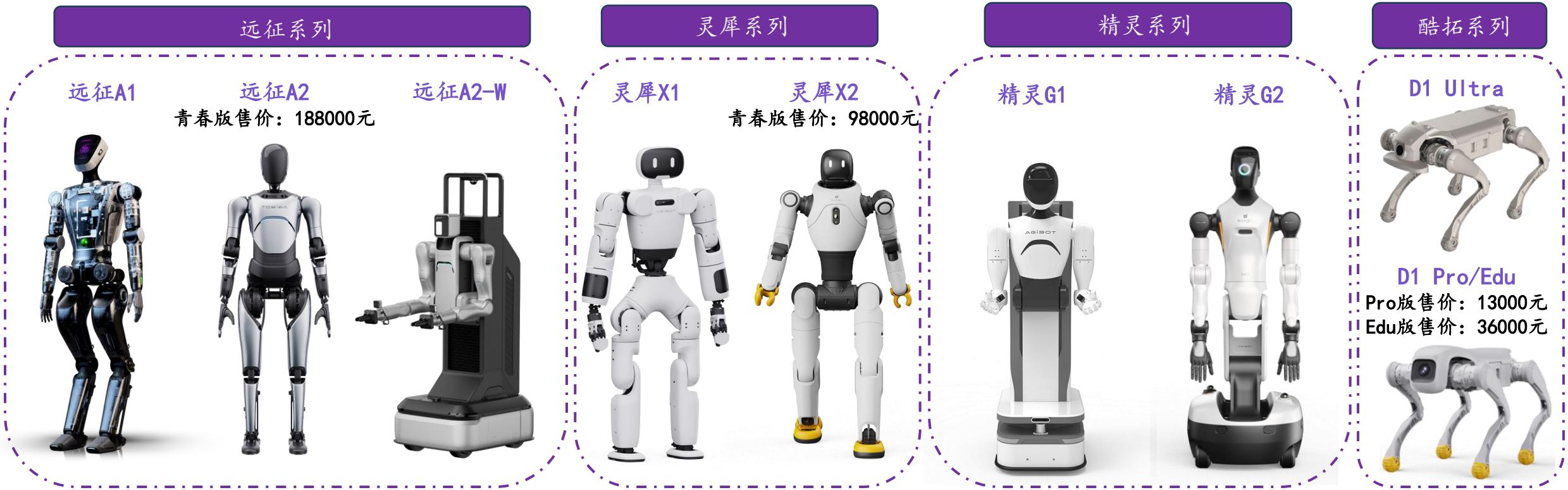
资料来源：南方日报、澎湃新闻、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

3.3、智元：全栈自研机器人软硬件，率先实现规模化量产及商业化落地

产品矩阵覆盖双足人形、轮式及四足机器人，涵盖工业、商业、家庭、科研等应用场景。 **（1）远征系列：**A1/A2全尺寸人形中，A1是其第一代通用型具身智能机器人，A2则聚焦交互服务场景；A2-W轮式专注于工业协同场景。 **（2）灵犀系列：**X1/X2小人形以“亲和、灵动、智能”为核心，主打文娱商演、教育科研等场景。 **（3）精灵系列：**G1/G2轮式聚焦工业、家庭等场景。 **（4）酷拓系列：** D1 Pro（商用版）、D1 Edu（科研版）、D1 Ultra（工业版）针对性适配文娱表演、科研教育、工业巡检、应急救援等不同场景。**据Omdia统计，2025年，智元以超过 5100 台的年度出货量位居全球前列。智元预计，2026年出货量有望达到数万台，未来几年计划实现年产几十万台的规模。**

智元机器人产品矩阵



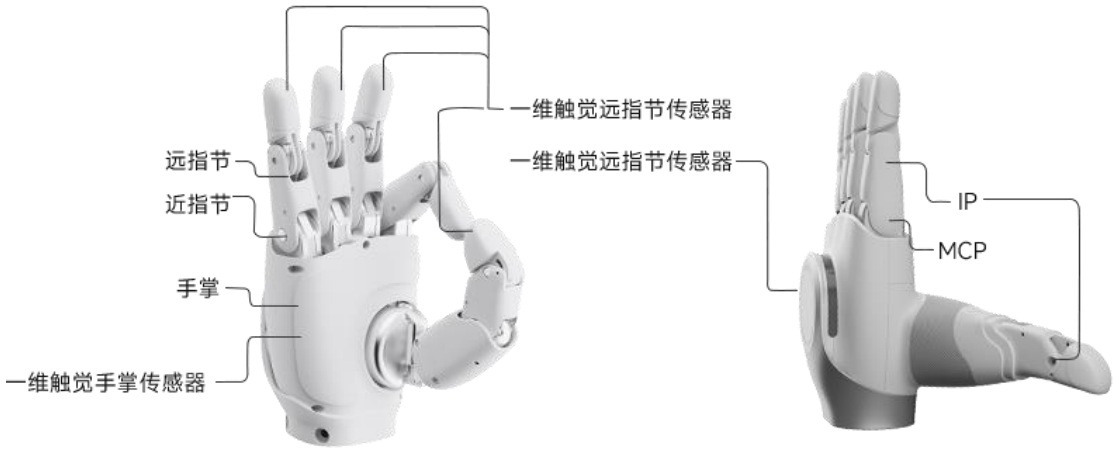
资料来源：智元官网、智元官方商城、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

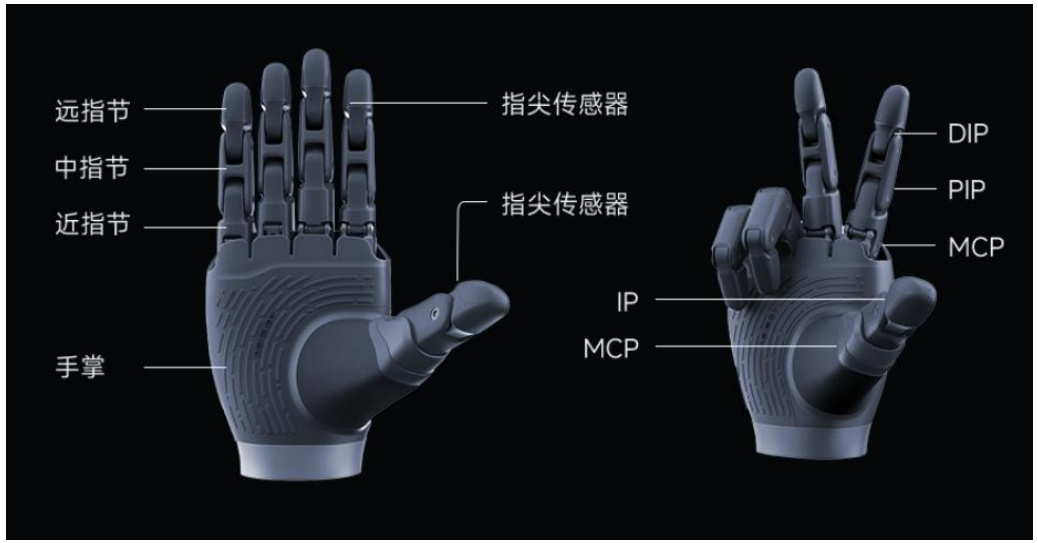
3.3、智元：全栈自研机器人软硬件，率先实现规模化量产及商业化落地

自主研发视触觉灵巧手，专利技术达国际领先水平。智元灵巧手产品可作为远征、精灵、灵犀系列的选配末端执行器，也可独立应用于科研实验、精密制造等需要高精度操作的场景。**（1）OmniHand灵动款：**以“紧凑轻巧、灵动交互、安全亲和”为核心，总长180mm，重量500g，16自由度（10主动），全手400+触点感应力控；**（2）OmniHand专业款：**以“拟人尺寸、全能作业、超强感知”为核心，总长207mm，重量750g，19自由度（12主动），单手指尖最大20N出力，拥有多模态感知能力，最高可达0.01N级灵敏度。智元灵巧手产品代表性专利之一“灵巧手手指、灵巧手和机器人”通过结构创新，将旋转驱动组件设于第一指节，解决传统灵巧手“手掌过大”痛点，采用连杆传动实现高精度控制，技术指标达国际领先水平。

OmniHand 灵动款



OmniHand 专业款



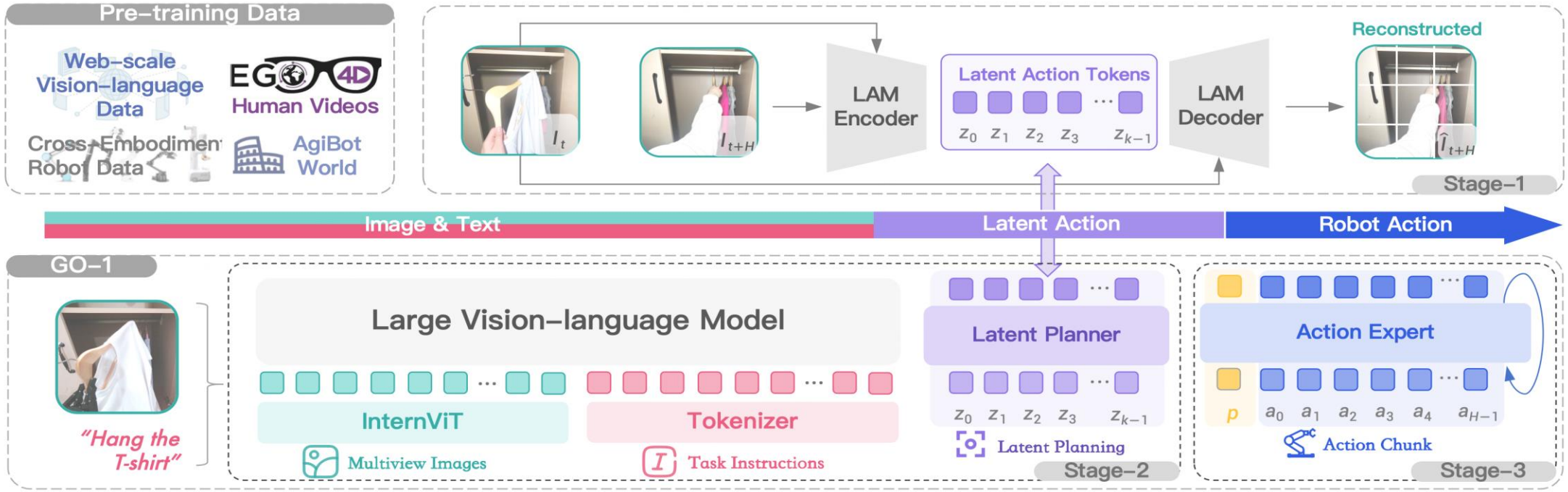
资料来源：智元官网、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

3.3、智元：全栈自研机器人软硬件，率先实现规模化量产及商业化落地

布局机器人“大脑”，算法能力位于国内领先地位。2025年3月，智元发布启元大模型（Genie Operator-1）。其采用ViLLA架构，可借助人类视频进行学习，在新场景和新任务上实现小样本快速泛化，并支持部署到不同的机器人本体。针对具身智能高质量数据匮乏问题，智元依托自有数据采集工厂构建了开源数据集AgiBot World；该工厂空间总面积超过4000平方米，包含3000多种真实物品，复刻了家居、餐饮、工业、商超和办公五大真实场景，以近百台机器人日均采集3-5万条真机操作数据，为模型训练提供了丰富的现实世界支撑。同年4月，智元发布具身智能一站式开放平台Genie Studio，其具备数据采集、模型训练、仿真评测、模型推理的全链路产品能力，降低研发门槛，赋能全球开发者生态。同年10月，智元推出灵创平台，其是全球首个0代码、0门槛的机器人内容创造平台。

智元自研的通用基座大模型GO-1



The framework of GO-1

资料来源：智元官网、华鑫证券研究

3.3、智元：全栈自研机器人软硬件，率先实现规模化量产及商业化落地

投资机器人零部件、本体、模型企业，商业化落地能力得到验证。在业务层面，智元已获得中国移动、富临精工、龙旗科技和均胜电子等企业的采购合同。在供应链布局上，智元先后投资了富兴电机、千觉机器人、希尔机器人等核心零部件企业，涵盖电机、传感器及集成系统；机器人本体企业中，智元投资了数字华夏、首形科技这类聚焦情感交互与高仿生技术的公司以及更关注刚需场景应用如城市环卫、康养陪护的玉树智能和无界智慧；在不同的模型技术路线上，智元通过自研、合作及投资进行多样化探索：内部自研具身智能模型启元大模型GO-1，外部和Physical Intelligence达成合作，且投资了具身模型公司灵初智能、星源智机器人。同时，智元通过与上市公司、地方国企及投资机构成立至少17家合资企业，实现了产业链关键节点的深度绑定。

2025年智元机器人主要合作与订单交付情况

日期	合作方	合作概要	金额	产品型号	应用场景
2025年7月	宇树科技（联合中标）	中标中国移动信息技术有限公司的人形双足机器人代工服务采购项目	总1.24亿元（智元获7800万元）	全尺寸人形双足机器人	运营商代工服务
2025年8月	富临精工	这是国内首个工业领域具身机器人规模化商业签单案例，近百台远征A2-W将落地富临精工工厂，用于周转箱拆码垛、搬运、上下料等	数千万元	远征 A2-W	汽车零部件制造（工厂物流）
2025年10月	龙旗科技	开展工业场景深度战略合作，下达框架订单，预计部署近千台机器人	数亿元	智元精灵 G2	消费电子精密制造
2025年10月	均胜电子	过亿元采购合同的首批交付商用，正式落地汽车零部件制造场景	过亿元（首批交付）	智元精灵 G2	汽车零部件制造

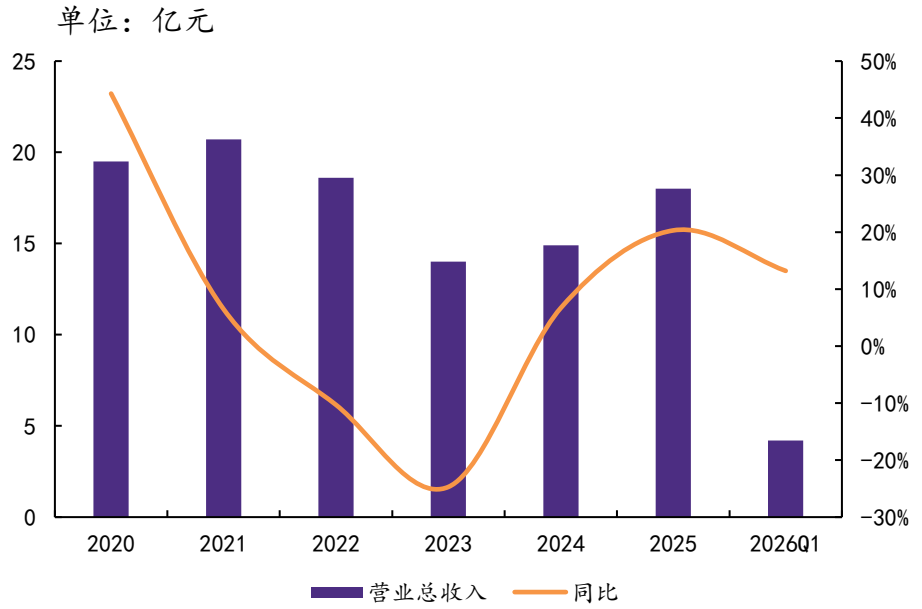
资料来源：智元官网、每日经济新闻、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

3.4、上纬新材：智元入股，顺利转型为人形机器人平台化公司

启元机器人落地深圳亚洲首店，主要面向科研及交互场景。2025年10月，智元机器人通过协议转让和要约收购获得上纬新材63.6%的股份。同年12月，上纬新材正式发布启元Q1人形机器人，其是全球首个小尺寸全身力控人形机器人产品，高度80厘米、可收纳进双肩包，主打轻量化全身力控技术，区别于行业主流工业级大型人形机器人，锚定C端个人消费市场。目前，上纬新材旗下启元机器人亚洲首家线下授权体验店已落地深圳福田卓悦中心，门店进入装修收尾阶段，预计2026年7月底至8月正式对外开放。深圳亚洲首店总面积约300平方米，将搭建家庭陪伴、科研教学、开发者调试三大体验分区，到店用户可现场测试机器人自然语言交互、全身柔性力控、可编程动作编排等核心功能，同步获取产品参数、开发者共创计划、样机预约等配套服务。同时，启元持续推进上海门店筹备工作，西安等城市门店也已纳入中期拓展清单。

上纬新材营收及同比



启元Q1小尺寸人形机器人



资料来源：wind、上纬机器人官方视频、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

3.5、云深处：机器人产品覆盖完善，积极推动IPO进程

产品矩阵覆盖四足、轮足、人形机器人及一体化关节模组，涵盖工业、科研等应用场景。 **（1）四足机器人：**绝影 X 系列定位于行业级市场，适用于电力/工业/公共基建巡检、应急消防、警务安防、巡逻巡查等行业应用及科研教育领域；绝影 Lite 系列则定位于科研教育以及商业服务市场。 **（2）轮足机器人：**山猫轮足机器人兼具灵巧身形与突出地形适应能力，其中，运动版适用于科研教育等领域，行业级M20/M20S适用于警务安防、电力/工业巡检、巡逻巡查、物流运输、应急消防等行业应用及科研教育领域。 **（3）人形机器人：**相比DR01仅适用于科研教育等场景，DR02具备 IP66 防护等级，定位于全天候作业领域如电力作业、应急消防、警务安防、工业生产及其他户外作业等核心场景。 **（4）一体化关节：**公司产品扭矩范围覆盖10～400N·m，峰值扭矩密度可达 200N·m/kg，力矩控制精度低至 3%，最高效率可达 80%。

云深处产品矩阵

四足机器人

绝影X20



绝影X30/Pro



绝影 Lite 2



绝影 Lite 3

售价：16900元起



轮足机器人

运动版山猫



山猫 M20/Pro



山猫 M20S



人形机器人

DR01



DR02



一体化关节

J60-6



J60-10



J80-27P



J100-64P



J100-116P



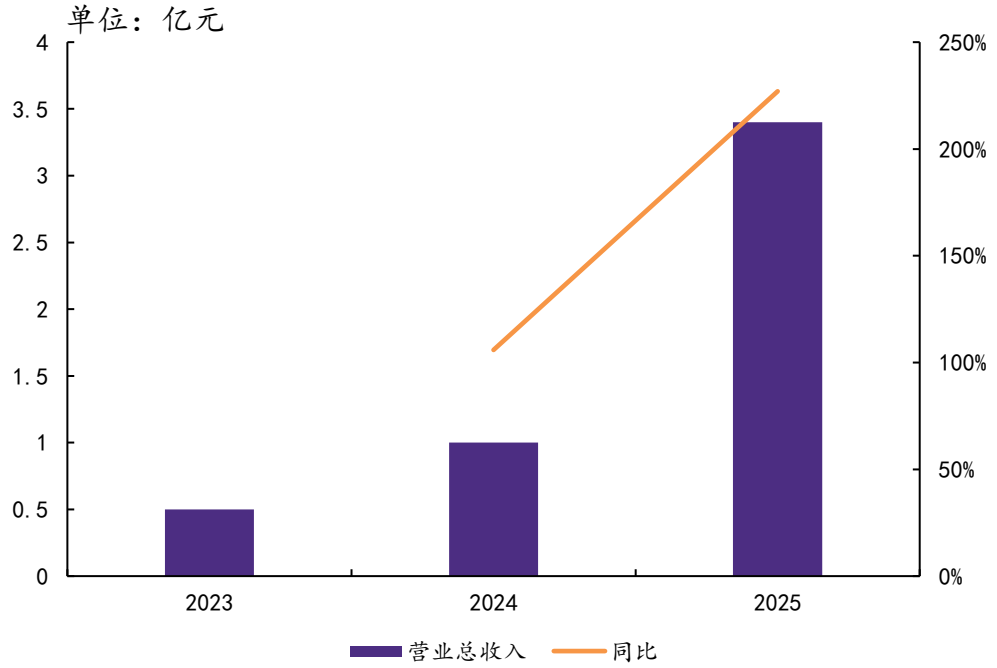
资料来源：云深处公告、云深处京东旗舰店、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

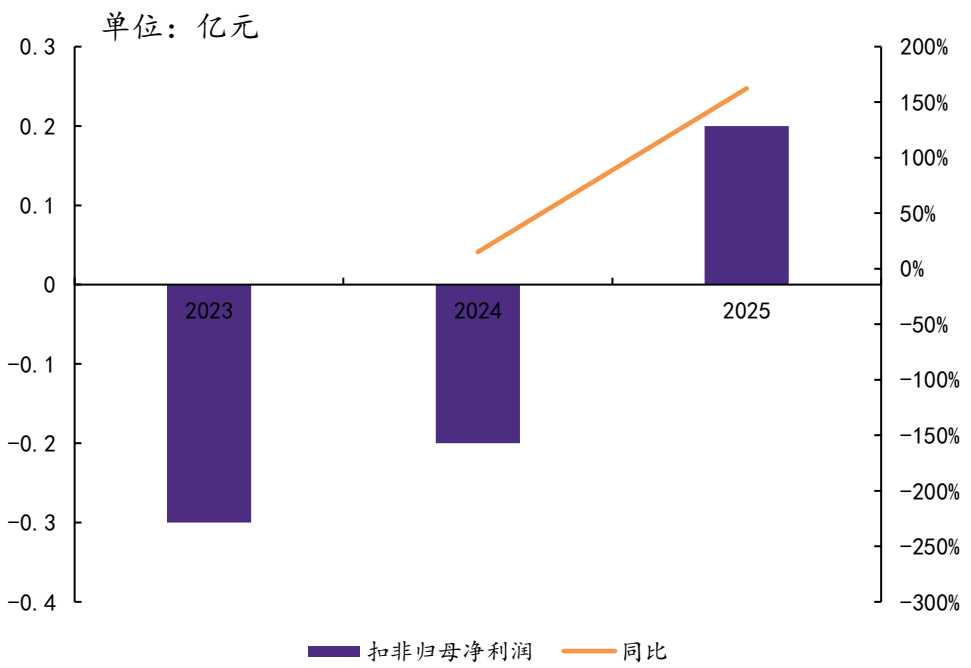
3.5、云深处：机器人产品覆盖完善，积极推动IPO进程

营收持续增长，2025年首次扭亏为盈。2025年，云深处实现营业总收入3.4亿元，同比+227.0%，2023-2025年CAGR为160.8%，营收持续高增主要系其与国家电网、四川具身人形机器人科技有限公司等公司深度合作，且2024 年落地新加坡能源集团项目，2025 年批量交付电力巡检业务所致；实现扣非归母净利润0.2亿元，同比+162.4%，公司首次实现扣非盈利主要由于主营业务毛利率大幅增长且费用管控良好。

云深处营收及同比



云深处扣非归母净利润及同比



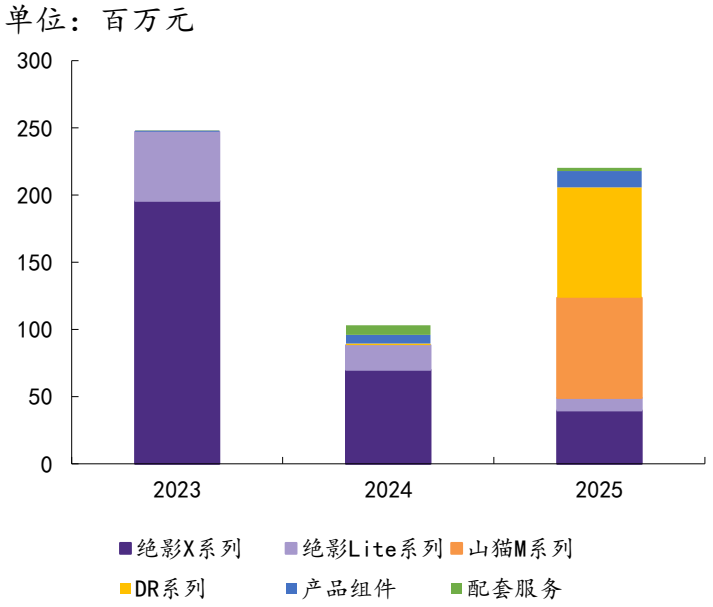
资料来源：wind、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

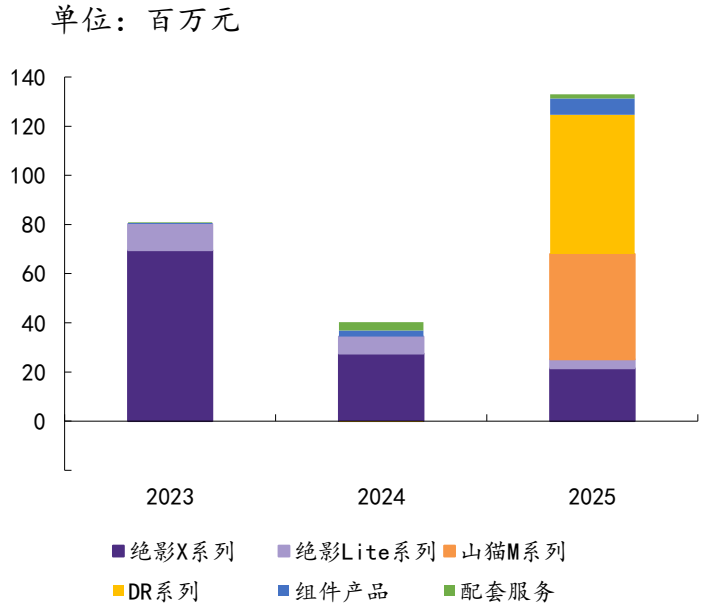
3.5、云深处：机器人产品覆盖完善，积极推动IPO进程

具身智能机器人是公司核心业务，毛利率稳步上升。2025年，公司实现营业总收入3.4亿元，其中具身智能机器人/组件产品/配套服务分别实现收入322.4/12.0/2.6百万元，分别占比95.7%/3.6%/0.8%；分别实现毛利169.6/6.7/1.7百万元，分别占比95.1%/3.8%/0.9%；分别实现毛利率52.6%/56.2%/64.5%。2023-2025年，公司具身智能机器人的毛利率分别为32.7%/38.1%/52.6%，2025年大幅增长主要受绝影X系列毛利率超54%，其收入占比占据主营业务营收主导地位所影响；且DR系列人形机器人逐步进入商业化阶段。

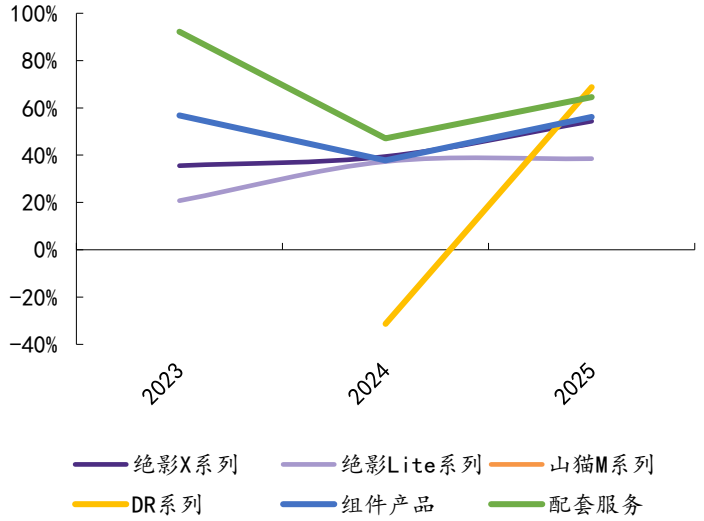
云深处分业务营收



云深处分业务毛利



云深处分业务毛利率



资料来源：wind、云深处公告、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

04 推荐关注标的

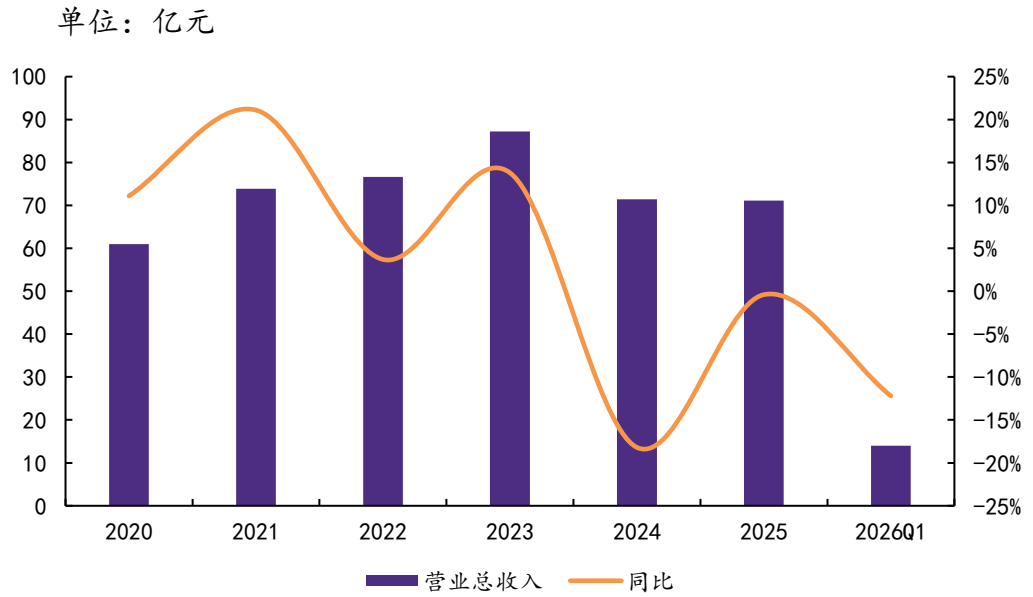
研究创造价值

仅供内部参考，请勿外传

4.1、模塑科技：聚焦外覆盖件产品，切入人形机器人赛道

汽车塑化零部件领先厂商，核心产品覆盖汽车外饰系统及轻量化部件。公司主要产品包括汽车外饰塑件（如前后保险杠总成、门槛、翼子板、塑料尾门等）以及内外饰电镀件，并积极拓展创新智能部件领域，如发光格栅与主动进气格栅。公司依托在汽车外饰件领域多年的技术积累及良好的产业资源，积极推进机器人业务的开发，并尝试与国内初创人形机器人公司开展积极合作。2025年12月，公司与国内某机器人公司签订了零部件采购框架协议，并正式接到客户发出的人形机器人外覆盖件小批量采购订单。

模塑科技营业总收入及同比增长率



模塑科技产品矩阵



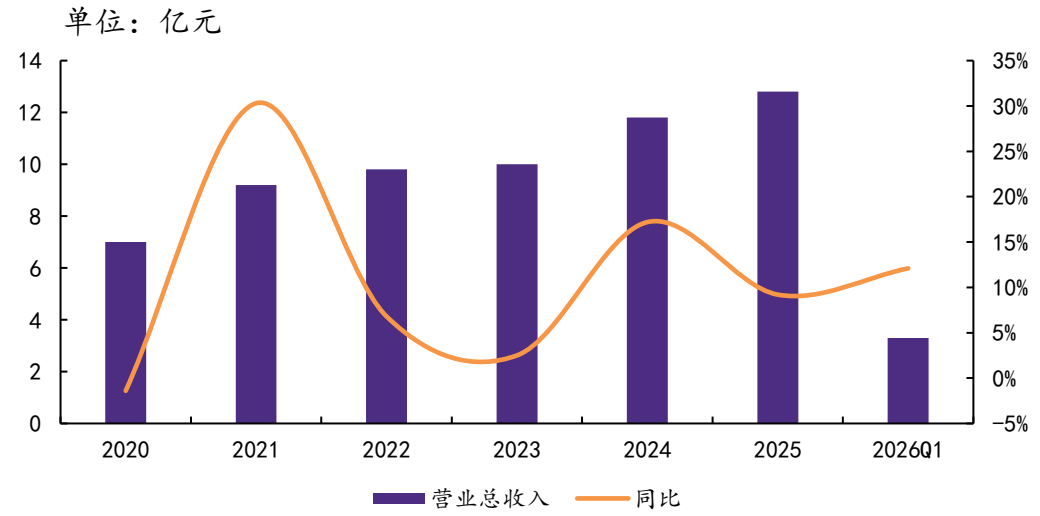
资料来源：wind、模塑科技官网、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

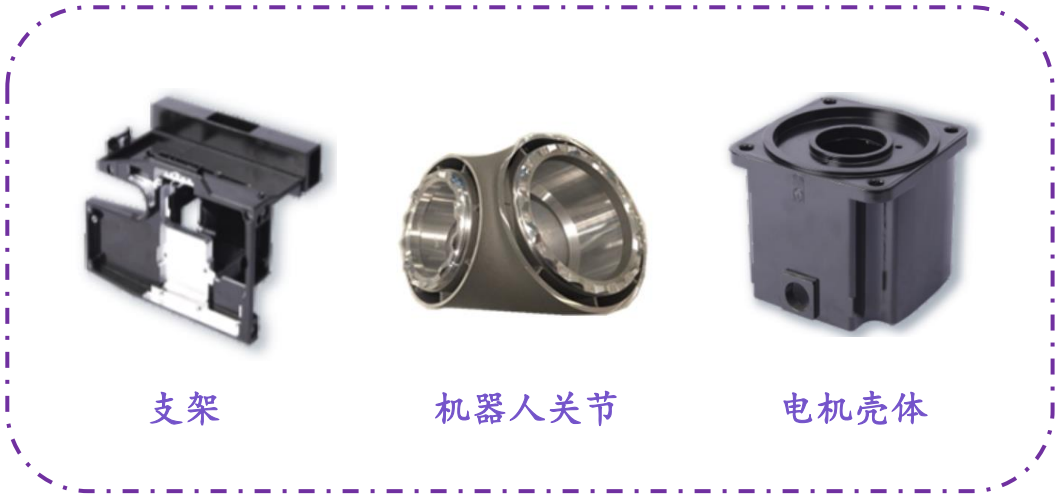
4.2、晋拓股份：铝合金压铸件领先企业，机器人零部件业务不断突破

聚焦铝合金精密压铸件，深耕机器人领域数十载。依托压铸、模具设计、机加工领域的先进技术和制造工艺，公司产品覆盖汽车零部件、智能家居零部件、工业自动化及机器人零部件、信息传输设备零部件等下游领域。汽车零部件领域，公司主要客户包括全球知名的大型跨国汽车零部件供应商威巴克、法雷奥、哈金森、迪恩等，终端客户覆盖了大众、奔驰、宝马、通用、福特等国际知名品牌汽车企业和比亚迪、理想、蔚来、吉利、长安、上汽、长城等国内知名汽车企业。机器人领域，公司核心产品覆盖手臂、腿部、关节臂、底座、本体壳体、关节内支架等关键结构部件，协作机器人客户包括 UR、越疆、节卡、艾利特、法奥等国内外知名机器人整机厂商。公司与上海南大开发建设有限公司、宇树科技合资成立上海拓天智联科技有限公司，分别持股60%、30%、10%，注册资本3000万元，经营范围包括人工智能应用软件开发，智能机器人的研发等。

晋拓股份营业总收入及同比增长率



晋拓股份机器人领域产品矩阵



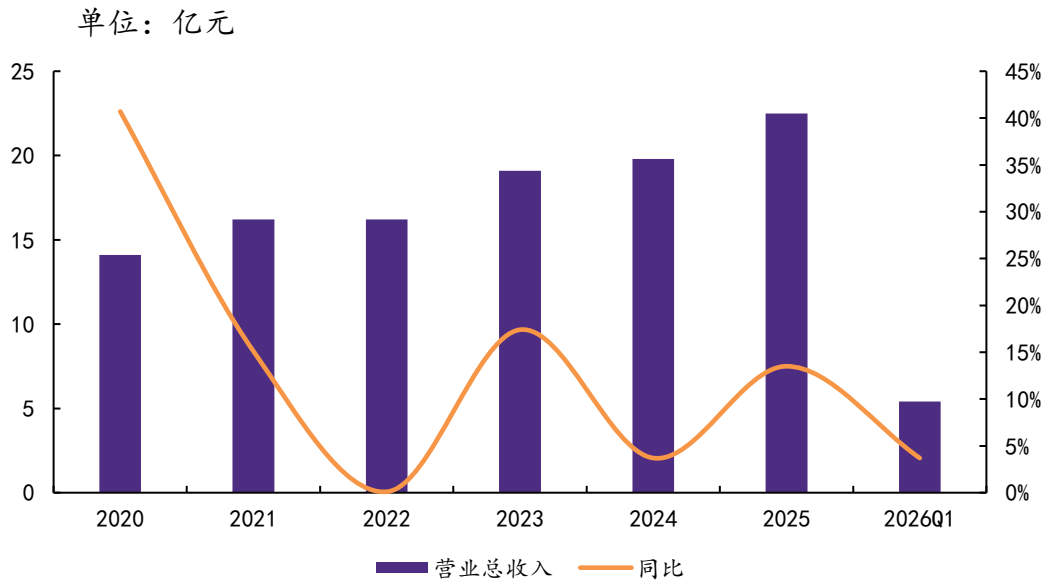
资料来源：wind、晋拓股份官网、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

4.3、美湖股份：油泵业务稳步发展，减速器+执行器业务勾勒第二成长曲线

汽车油泵龙头企业，布局减速器及执行器领域。公司主营业务涵盖汽车发动机、变速箱、柴油发电机及燃气轮机等泵类产品，近年来不断丰富产品线，在热管理、电机、执行器及其核心功能件（行星/谐波减速器、无框力矩电机、驱动器、轻量化材料）等产品领域持续突破。公司全资子公司美湖传动主要生产精密齿轮、行星减速器、谐波减速器等产品，核心部件柔轮、刚轮、波发生器自研自产，具备高精度、高承载力、大传动比、传动平稳、寿命长、轻量化等特点。同时，公司具备执行器全流程产品开发及量产能力，其行星/谐波减速器、无框力矩电机、驱动器产品均自主研发并已实现规模化生产配套能力。公司具身智能功能部件业务已开发包括腾讯、银河通用、蚂蚁在内的十余家头部机器人客户，并实现同步研发及量产配套。

美湖股份营业总收入及同比增长率



美湖股份机器人领域产品矩阵



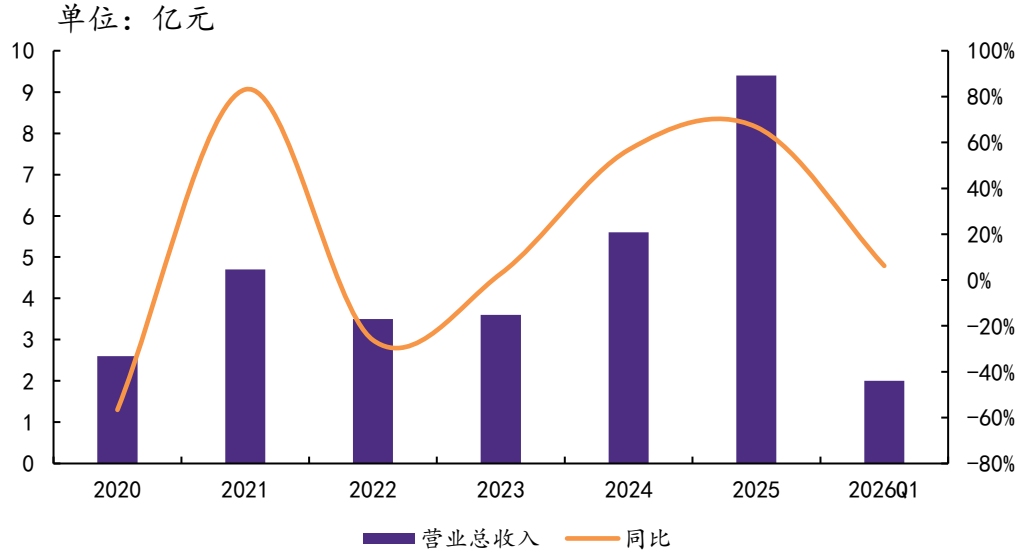
资料来源：wind、美湖股份官网、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

4.4、奥比中光：视觉模组龙头，聚焦机器人领域应用场景

3D视觉全球领军企业，机器人视觉业务在中国服务机器人市场、韩国移动机器人市场占有率均超过70%。围绕服务、人形、工业、农业及ROS 教育等各类场景机器人，公司构建了涵盖单目/双目结构光、dToF、iToF、激光雷达等全技术路线的 3D 视觉感知产品矩阵，相关方案可有效赋能机器人的识别、导航定位、避障、路径规划、三维重建及人机交互等核心功能。在服务机器人领域，公司已与云迹科技、擎朗智能、普渡科技、高仙机器人、LionsBot 等全球范围内领先客户建立合作。在工业机器人领域，联合韩国移动机器人制造商 Twinny 推出搭载公司Gemini 335相机的 NarGo 拣选机器人，实现自主定位、避障与交互；此外，公司为比利时AI 公司Captic 提供的视觉系统，支撑其“Captic AIR”方案实现高速分拣。在具身智能机器人领域，公司产品如 Femto 系列 iToF 相机及 Gemini系列双目结构光相机，兼顾高可靠、高性能、小体积与高性价比，已与智元机器人、北京“天工”、优必选、蚂蚁灵波、加速进化、灵心巧手、魔法原子、荣耀等多家客户进行适配落地。

奥比中光营业总收入及同比增长率



奥比中光产品矩阵



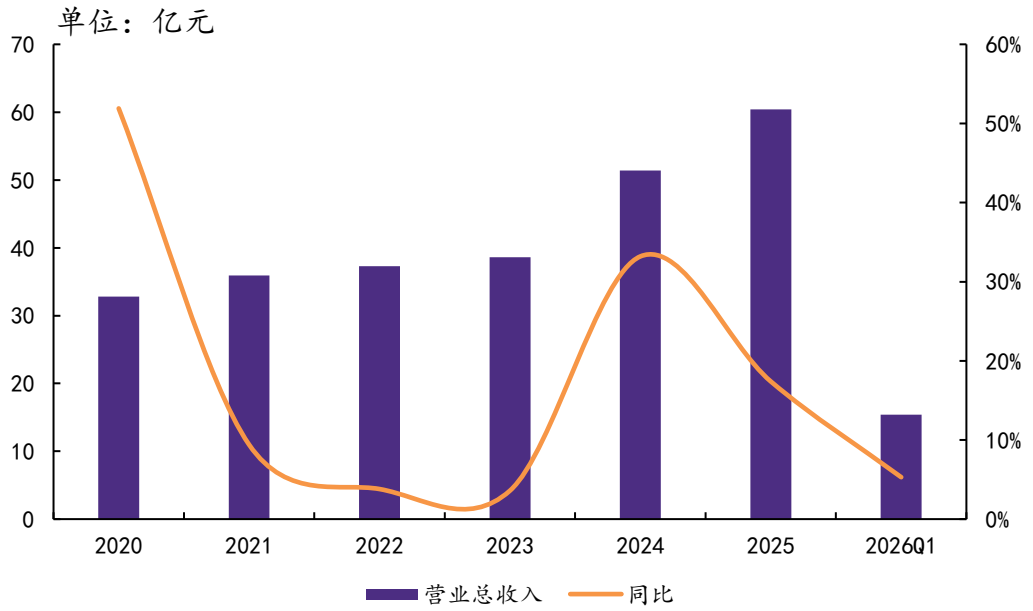
资料来源：wind、奥比中光官网、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

4.5、东睦股份：粉末冶金龙头企业，机器人业务打开成长空间

深耕粉末冶金领域，积极布局机器人业务。东睦股份核心产品涵盖粉末压制成形产品（P&S）、软磁复合材料（SMC）和金属注射成形产品（MIM），产品用途广泛，如机器人、AI 算力、折叠屏手机、智能穿戴、现代通信、医疗器械、汽车、高效节能家电、工具、锁具、光伏逆变器、新能源汽车及充电设施、电力电子、电机等领域。在机器人领域方面，公司已构建轴向磁通电机、减速器、机器人用P&S齿轮、MIM丝杠等产品矩阵，其参股公司小象电动科技有限公司聚焦轴向磁通电机。

东睦股份营业总收入及同比增长率



东睦股份机器人领域产品矩阵



机器人P&S零件



轴向磁通电机SMC定子



轴向磁通电机及减速器



MIM丝杠

资料来源：wind、东睦股份公告、华鑫证券研究

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

1、产业生产和需求不及预期

2、地缘政治风险

3、新业务进展不及预期

4、原材料价格上涨风险

5、项目进度低于预期风险

6、汇率波动风险

仅供内部参考，请勿外传

汽车组介绍

林子健：厦门大学硕士，自动化/世界经济专业，CPA。9年汽车行业研究经验，兼具买方和卖方研究视角。立足产业，做深入且前瞻的研究，覆盖人形机器人行星滚柱丝杠、线性关节模组、灵巧手以及传感器等领域。

程晨：上海财经大学金融硕士，2024年加入华鑫证券，研究方向汽车&人形机器人板块。

钱臻：伦敦大学学院本科及硕士，2025年加入华鑫证券。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，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。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

仅供内部参考，请勿外传



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值

报告编号：260710103511