下载日志已记录，仅供内部参考

机械设备

行业专题报告

2026 年 10 月 27 日

Astra 加速具身范式，物理 AI 开启下一站

投资评级： 看好（维持）

证券分析师

赵梦妮

SAC：S1350525050005

zhaomengni@huayuanstock.com

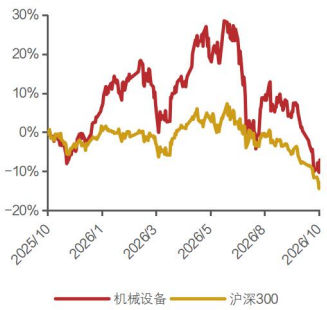
戴铭余

SAC：S1350524060003

daimingyu@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **通用模型向物理世界延伸，具身智能任务理解与执行能力有望加速提升。**物理 AI 使机器人等自主机器能够感知、理解并在现实世界中执行复杂动作。Astra 在单一抓放任务中取得 19/20 的成功表现，在 RoboDojo 所选任务中与 π0.5 协作，使成功率由 26%提升至 48%；Argon 则展示了利用仿真练习和生成训练数据改善真机表现的能力。通用模型正通过直接控制、策略协同及辅助训练等方式加速具身智能迭代演进。

- **模型能力向更多任务和场景扩展，需要更丰富的物理交互经验，带动多源数据需求增长。**某前沿大语言模型实验室推进超 10 亿美元机器人数采计划，2026 年字节跳动世界模型训练数据预算达数千万元。与语言模型可利用互联网海量文档不同，机器人领域缺乏同等规模的现成数据资源，随物理 AI 模型持续迭代，数据需求有望持续增长。真机遥操贴近机器人真实执行，UMI 提升开放场景采集效率，EGO 更易规模化覆盖真实物理与开放世界交互，仿真则用于扩展长尾训练任务。其中，EGO 正被更多模型纳入预训练配方，有望优先扩大数据供给，多条路线共同支撑模型能力迭代。

- **模型提升与数据积累有望扩大机器人智能化水平与任务范围，北美大厂同步推进本体研发与部署准备。**Tesla 已启动 Optimus 早期生产，计划制造约 1-2 万台机器人获取训练数据、开展自主练习，并预计将于 2027 年底左右对外交付，量产正在逐步推进。OpenAI 明确布局人形机器人，或将于 2027 年发布相关演示，同时招聘机器人软硬件工程师，进军物理 AI 领域。英伟达扩展 Isaac 平台，衔接数据、仿真训练与真机部署，有望提升开发效率，推动模型能力更快转化为机器人应用。

- **本体迈向规模化生产与持续作业，对硬件可靠性和使用寿命提出更高要求，灵巧手仍是关键攻关环节。**模型能够完成任务后，硬件还需保障机器人在反复操作中稳定执行。Tesla 指出，灵巧手的机电复杂度高于运动系统执行器，部分定制部件仍在开发。其既需在有限空间内集成驱动、传动与感知系统，又要兼顾耐磨损、柔软抓取及传感器长期可靠性。因此，空间集成、材料耐久、触觉感知和多模态融合仍需持续优化，硬件工程化进展将影响能力向规模化交付转化的节奏。

- **模型迭代与本体工程化共同推进下，国内人形机器人供给快速扩张，产业正加快探索规模化应用。**据工信部，2026H1 我国人形机器人整机产品产量超 4 万台，预计全年将突破 10 万台。供给增加为更多场景验证创造条件，泛化能力提升则有望进一步扩大应用范围。王兴兴将具身智能“GPT 时刻”描述为机器人能够在约 80%的陌生场景中完成约 80%的主要任务，并判断相关突破或将在未来 1-2 年或 2-3 年内实现。随着模型、数据与硬件持续迭代，国内产业有望逐步从小批量验证迈向更广泛应用。

- **投资建议：我们认为人形机器人产业或将逐步从小批量验证迈向“1-10”新阶段。建议关注上游零部件、数据采集、主机厂相关标的：**

- **零部件方面：上游零部件凭借成本优势有望优先受益。**

T 链：①关节模组：三花智控、拓普集团、新泉股份。②结构件：长盈精密、福赛科技、恒勃股份、科森科技、模塑科技。③丝杠：恒立液压、浙江荣泰、北特科技、震裕科技、金沃股份、五洲新春。④减速器：绿的谐波、科达利、双环传动、斯菱智驱、宁波东力。⑤电机：鸣志电器、步科股份、恒帅股份、兆威机电、德昌电机控股、伟

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

创电气、峰岹科技。⑥传感器：奥比中光、安培龙、福莱新材、日盈电子、岱美股份。⑦设备：天创股份（实控人变更）、伊之密。

O 链：长盈精密、兆威机电、鸣志电器、绿的谐波、科达利、立讯精密。

国产链：①率先放量迈入“1-10”：绿的谐波、奥比中光、步科股份。②设备：伊之密。③零部件：美湖股份、中大力德、雷赛智能。

数据采集：奥比中光、华依科技、福莱新材、凡拓数创、海天瑞声。

- **主机厂方面：模型迭代+数据采集加速本体场景端拓展。**

机器人本体：宇树科技、上纬新材、锋龙股份、优必选、卧安机器人。

大脑控制器：仙工智能。

物理 AI 应用：杰克科技。

- **风险提示：人形机器人进展不及预期；竞争恶化风险；产业政策风险。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 物理 AI 拓展模型能力边界，通用模型加速具身智能演进 5
1.1. 物理 AI 使智能系统从理解环境走向执行物理任务 5
1.2. 通用大模型向具身直接控制、策略协同与仿真训练延伸 5
2. 数采市场多方案齐放量，EGO 路线趋势逐步显现 7
2.1. 具身模型高速迭代催生数据采集市场放量 7
2.2. 数据采集多路线并行，EGO 正从辅助走向主流 7
3. 北美厂商本体、模型、平台同步推进，机器人技术高速发展 8
3.1. Tesla 或将发布 Optimus 新演示视频，产能有望迅速爬坡 8
3.2. OpenAI 入局人形机器人，数采与硬件体系同步建设 9
3.3. 英伟达扩展 Isaac 平台，完善机器人开发流程 10
4. 量产过程硬件仍有难点，灵巧手仍需持续迭代 10
5. 国内人形机器人产量高速跃升，2026 年或将突破 10 万台 11
6. 投资分析意见 12
7. 风险提示 13

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： π0 模型架构及多源数据训练流程 5
图表 2： GPT-6 Astra 控制机器人在“抓取积木放入碗中”任务中成功率达 95% 6
图表 3： Astra+π0.5 获得 RoboDojo 相关实验的十项任务平均分最高 6
图表 4： Argon 观看视频生成仿真数据 7
图表 5： 数据采集技术路线可分为真机遥操、UMI、EGO、仿真 8
图表 6： 特斯拉已为第三代 Optimus 的大规模生产做好准备 9
图表 7： OpenAI 招聘机器人相关工程师 9
图表 8： 英伟达 Agile ONE SN 全栈参考人形机器人 10
图表 9： 英伟达新技术从数据到部署加速机器人学习 10
图表 10： 灵巧手技术难点 11
图表 11： 2026H1 我国人形机器人产量超 4 万台 12
图表 12： 2026 世界物理 AI 大会暨宇树合作伙伴生态大会 12

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

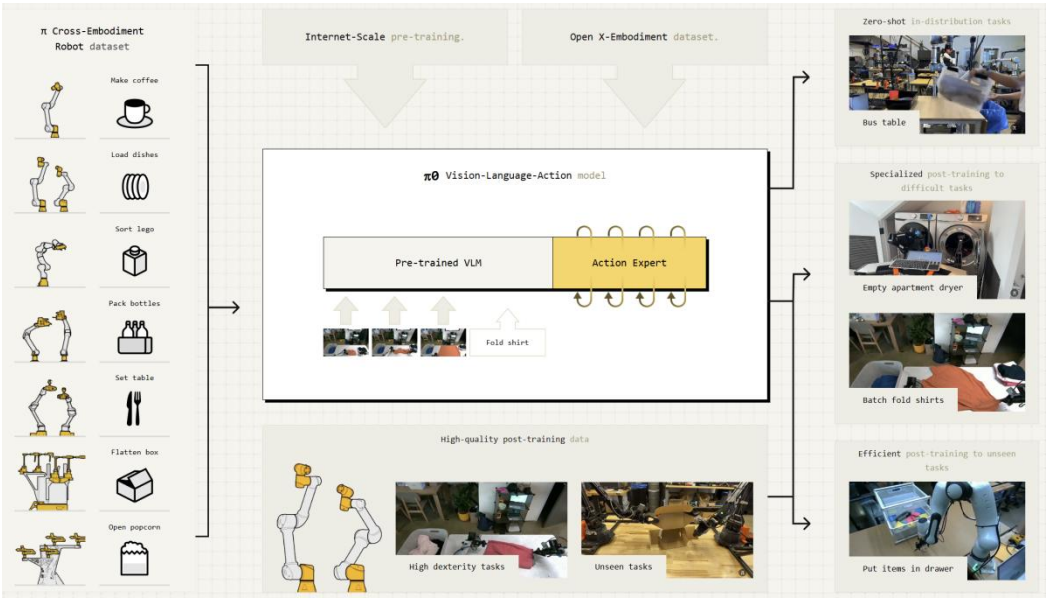
1. 物理 AI 拓展模型能力边界，通用模型加速具身智能演进

1.1. 物理 AI 使智能系统从理解环境走向执行物理任务

物理 AI 使机器人等自主机器能够感知、理解并在物理世界中执行复杂动作。物理 AI 是指使用运动技能理解现实世界并与之进行交互的模型。物理 AI 能够理解我们居住的三维世界的空间关系和物理行为，通过在 AI 训练过程中提供互联网数据以外的其他数据来实现上述理解，这些数据包含与现实世界的空间关系和物理规则有关的信息。

具身模型将视觉语言知识与机器人动作结合，通用能力逐步进入动作执行环节。以 Physical Intelligence 的π0 为例，其在通过互联网规模数据预训练的 VLM 和多样化的机器人数据基础上，训练视觉-语言-动作流匹配模型（VLA），随后在高质量的机器人数据上后训练，以实现解决一系列下游任务。Google 的 Gemini Robotics ER 2 则负责与人类聊天，理解物理世界，并规划多步骤任务，然后将运动执行交接给较低级别的视觉-语言-动作（VLA）模型。

图表 1：π0 模型架构及多源数据训练流程



资料来源：Physical Intelligence 官网，华源证券研究所

1.2. 通用大模型向具身直接控制、策略协同与仿真训练延伸

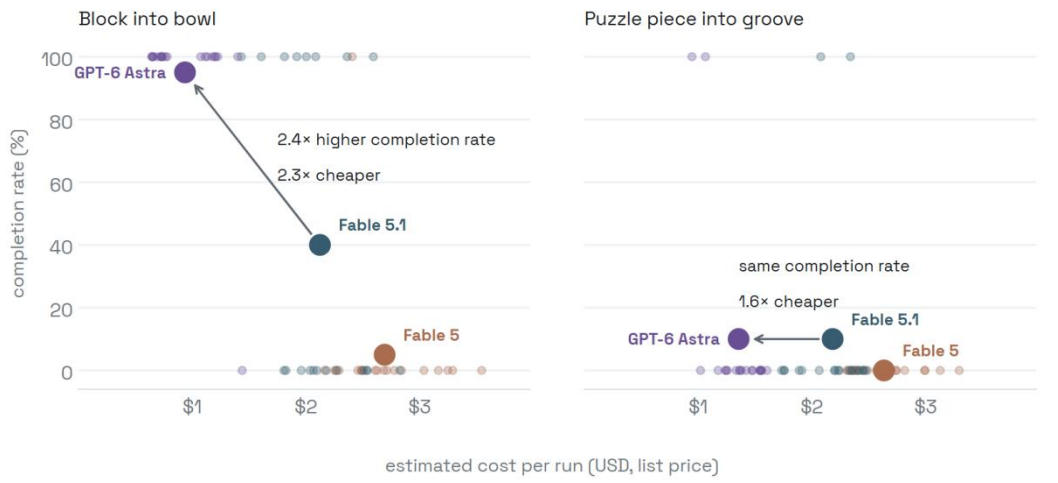
Astra 已展示直接通过机器人接口完成真实操作的能力，简单抓放任务成功率已达 95%。9 月 3 日，OpenAI 发布 GPT-6 Astra。9 月 4 日，Robocurve 公布接入同一 YAM 双臂机器人及 Inspect Robots 策略的测试，在抓取红色积木并放入碗中的任务中，Astra 在 20 次试验中成功 19 次，成功率为 95%；单次平均耗时为 2.5 分钟，估算成本为 0.94 美元。但在将拼图放进凹槽任务中，Astra 在 20 次试验中成功 2 次，成功率仅 10%。

人在草木间

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：GPT-6 Astra 控制机器人在“抓取积木放入碗中”任务中成功率达 95%



资料来源：Robocurve 官网，华源证券研究所

Astra 与专用动作策略协作，有望在复杂操作任务中兼顾通用推理与动作执行能力。银河通用发布《GPT 6 Astra as an Embodied Policy》，在机器人仿真测试平台 RoboDojo 上，将 Astra 与开源具身基模 π0.5 放进同一套仿真双臂测试台，进行十类复杂操作任务共 50 次。结果显示：Astra 单干成功率只有 26%，接入 π0.5 后成功率升至 48%；而 Astra 全程只修正了全部执行控制步的 14.4%，剩下 85.6% 的动作仍由 π0.5 直接给出。

图表 3：Astra+π0.5 获得 RoboDojo 相关实验的十项任务平均分最高



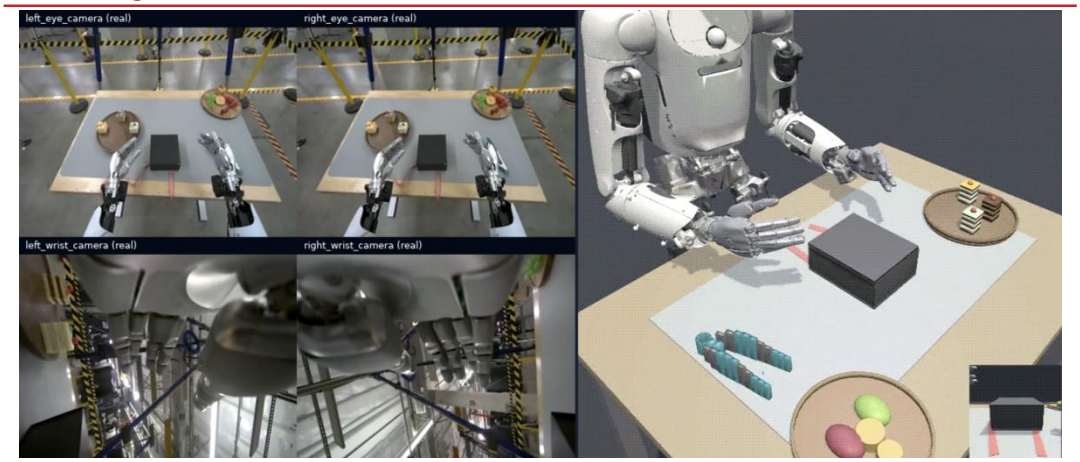
资料来源：《GPT 6 Astra as an Embodied Policy》Jiayi Su, et al.，华源证券研究所

Argon 可利用仿真练习与反馈改进机器人动作，生成仿真训练数据加速具身模型迭代。10 月 14 日，Google DeepMind 正式上线 Gemini 4 Argon，团队使该模型观看一段“将沙包掷进洞口”的示范视频，再由它指导 Apollo 机器人反复练习和模拟该动作，机器人在不断试错与调整中改进表现，最终实现连续 7 次投中目标；同时，Argon 可利用仿真来准备任务、验证任务，或生成训练数据，在一项案例中，Argon 仅凭一张照片生成了 4500 多个训练片段，使真实机器人成功率从 56%提升到 75%，执行时间从 35 秒降至 24 秒。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：Argon 观看视频生成仿真数据



资料来源：《Gemini 4 Argon for Robotics》Kanishka Rao，华源证券研究所

2. 数采市场多方案齐放量，EGO 路线趋势逐步显现

2.1. 具身模型高速迭代催生数据采集市场放量

物理 AI 的数据瓶颈在于缺乏可直接利用的大规模交互数据，高质量数据需求有望随模型迭代持续增长。物理 AI 模型迭代过程中，在训练数据层面，与语言模型可利用互联网海量文档不同，机器人领域缺乏同等规模的现成数据资源，学习新技能往往需要专门采集。与此同时，机器人泛化需要覆盖不同任务、物体、环境及操作方式，而罕见情况和长尾场景的真实采集成本高、耗时长。随着模型向更广泛场景拓展，对大规模、多样化、高质量数据的需求有望持续增长。

某前沿大语言模型实验室推进超 10 亿美元机器人数采计划，2026 年字节跳动世界模型训练数据预算达数千万元。据 FUNDA，某前沿大语言模型实验室正在推进一项超过 10 亿美元的机器人数据采购计划，以 10 亿美元采购金额、经过处理的数据的市场价格每小时 150-200 美元估算，约对应 500 万-670 万小时的数据。2026 年字节跳动世界模型训练数据预算达数千万元，涵盖视觉语言动作、长视频和三维数据；字节跳动正在基于 Seedance 开发实时空间视频模型，面向互动虚拟世界，并分配计算资源支持该模型。

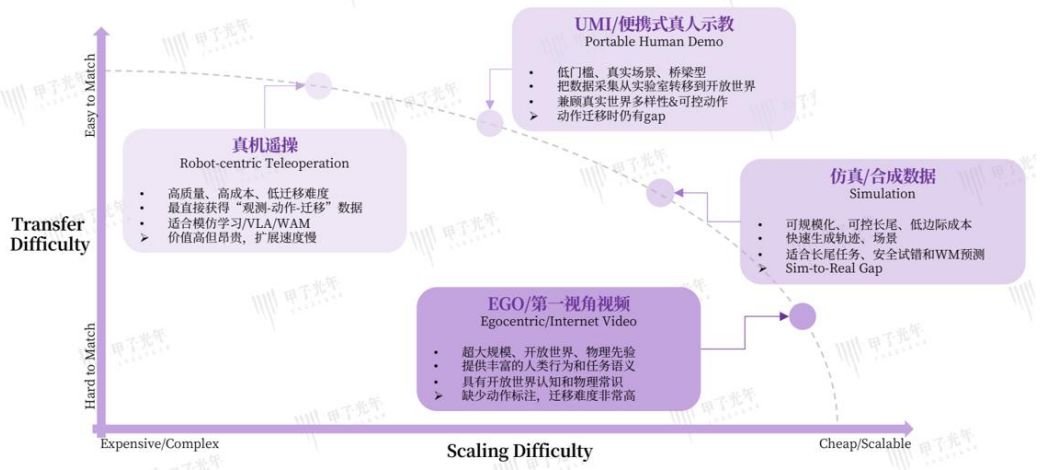
2.2. 数据采集多路线并行，EGO 正从辅助走向主流

数据采集技术路线可分为真机遥操、UMI、EGO、仿真，多源数据在可规模化程度、机器人对齐程度等方面相互补充。①真机遥操最接近机器人真实执行，但成本高、规模化慢；②UMI 移除了采集环节中的机器人，但保留了末端执行器监督，一定程度上提升了开放场景覆盖；③EGO/人类视频移除了夹爪，但保留了真实物理与开放世界交互，能够补充开放世界中物理常识和场景经验；④仿真与合成数据恢复了可执行动作和特权标签，但对真实物理进行了近似，适合扩展长尾任务。不同来源数据在可规模化程度、机器人对齐程度、质量、多样性、可复用性和物理保真度等方面形成互补。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：数据采集技术路线可分为真机遥操、UMI、EGO、仿真



资料来源：甲子光年智库《中国具身智能行业洞察报告》，华源证券研究所

EGO 数据凭借可规模化能力和丰富的交互覆盖，正从辅助逐渐走向主流。越来越多模型将 EGO 数据纳入异构预训练数据配方，包括 GR-2、GR00T N1、GR-3、Motus、π0.7、Qwen-VLA、Qwen-RobotManip 和 LingbotVA 2.0；EGO 数据也被一些模型作为预训练阶段的主要甚至唯一数据来源，包括 EgoVLA、Being-H0、H-RDT、VITRA、UniDex 和 HumanScale。EGO 数据凭借其可规模化能力以及对人—物交互的丰富覆盖，不再只是辅助性数据源，正逐渐成为越来越重要的预训练基础。

3. 北美厂商本体、模型、平台同步推进，机器人技术高速发展

3.1. Tesla 或将发布 Optimus 新演示视频，产能有望迅速爬坡

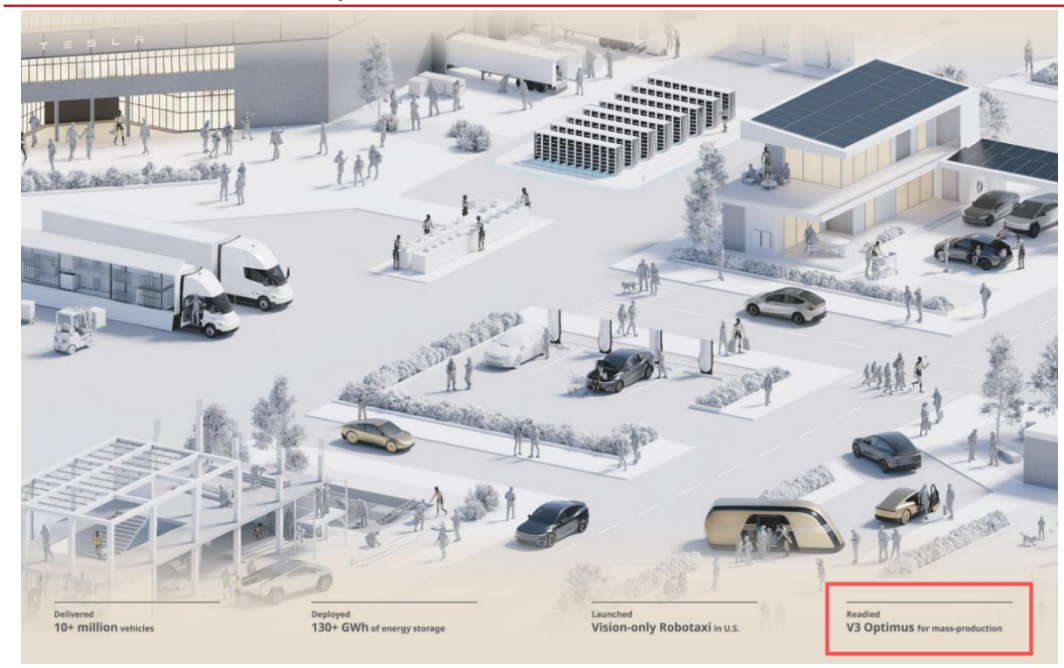
Optimus 新演示视频或将于 1-2 月后发布，产能或将最快大约一年达到周产 2 万台，或将于 2027 年底左右对外交付，最初或优先面向工业客户。北京时间 2026 年 10 月 22 日，特斯拉召开 2026Q3 财报电话会议。马斯克表示或将于 1-2 个月后发布一个 Optimus 演示视频，展示非预编程任务；开始弗里蒙特生产线的早期生产，最快大约一年有望达到周产 2 万台；预计将于 2027 年底左右对外交付，届时 AI、机电设计以及可靠性及寿命的问题或将得到解决；最初或将优先面向工业客户，执行如危险、重复、全天候的任务，后续有望逐渐走向家庭。

需要制造 1-2 万台机器人获取足够训练数据，AI5 芯片或将于 2027 年 4 月集成到 Optimus 中。Optimus 的 AI 架构仍需完善，而为获取足够训练数据，需要制造大约一万到两万台机器人，然后进行自我练习，Optimus 学院同步正在建立中，使其可以练习完成非常广泛的任务。AI5 芯片预计将于 2027 年 4 月集成到 Optimus 中，AI5 的计算量比 AI4 高一个数量级，有望带来较大能力提升。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：特斯拉已为第三代 Optimus 的大规模生产做好准备

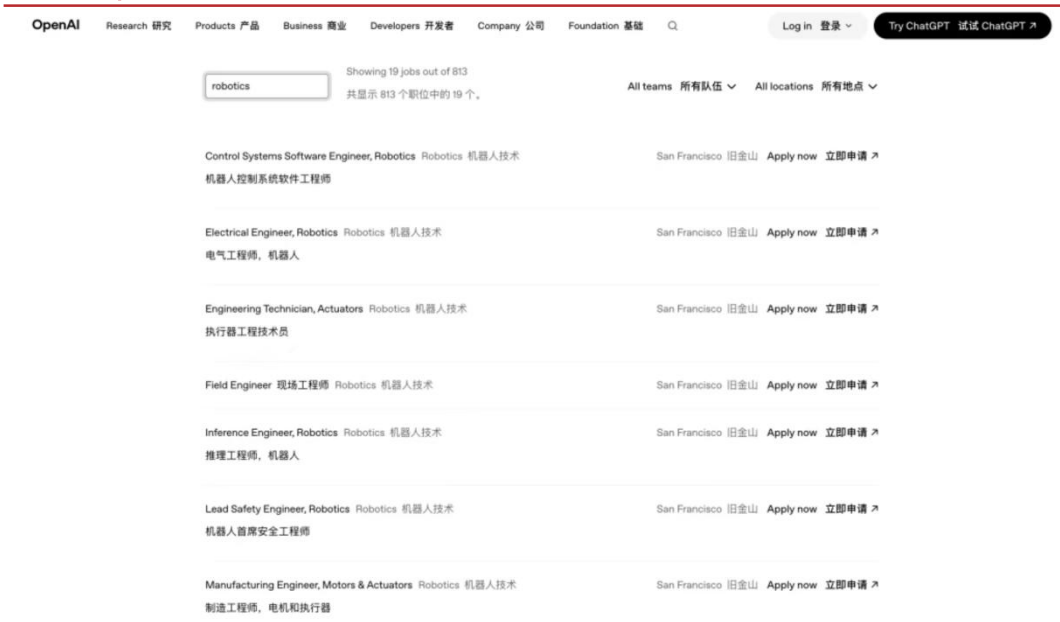


资料来源：特斯拉《2026 PROXY STATEMENT》，华源证券研究所

3.2. OpenAI 入局人形机器人，数采与硬件体系同步建设

OpenAI 或将于 2027 年发布人形机器人相关演示，已开设相关岗位招聘。OpenAI 首席执行官 Sam Altman 分别在接受 Sources 和 Fortune 采访时表示，公司将做人形机器人，并或将在 2027 年发布相关演示。公司招聘网站上已开设机器人领域职位，正在寻找工程师，参与电子、硬件、控制系统、传感器、机器学习和原型制作等项目。

图表 7：OpenAI 招聘机器人相关工程师



资料来源：OpenAI 官网，物理 AI 研习社公众号，华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3. 英伟达扩展 Isaac 平台，完善机器人开发流程

英伟达开放式机器人开发平台重大扩展，机器人“ChatGPT 时刻”或迅速逼近。北京时间 2026 年 10 月 21 日，英伟达在 GTC 柏林宣布，对 NVIDIA Isaac 开放式机器人开发平台进行重大扩展，新增人形机器人参考平台、数据集及运行时系统，同时更新机器人学习框架，这些技术共同为开发者提供了从数据到部署的集成路径。英伟达创始人兼首席执行官黄仁勋表示，通用机器人技术正高速发展，机器人领域的“ChatGPT 时刻”或迅速逼近。

图表 8：英伟达 Agile ONE SN 全栈参考人形机器人

模块	配置组成
机器人本体	Agile ONE S人形机器人 身高1.40米；重量40千克；31个自由度，单臂负载3千克
五指灵巧手	双WUJI Hand 2五指灵巧手 每只手20个自由度；1 kHz力控；触觉感知；支持灵巧操作
板载计算	NVIDIA Jetson Thor 2,070 TFLOPS（FP4）；128 GB统一内存；支持板载推理与实时控制
多模态感知	头部与手腕摄像头、激光雷达、惯性测量单元 感知周围环境并与环境交互
机器人学习平台	NVIDIA Isaac GR00T平台 包含GR00T基础模型、从数据采集到部署的完整工作流程，以及协调运动的全身控制
安全能力	计划集成机器人端安全协议 及NVIDIA Halos机器人全栈安全系统

资料来源：英伟达官网，华源证券研究所

图表 9：英伟达新技术从数据到部署加速机器人学习

项目	功能与关键内容	获取方式
SimReady Central Library	提供超过2,000个可直接用于仿真的机器人与工厂资产。	可通过Hugging Face获取
Human 1M 数据集	涵盖多样化人类活动，包含同步三视角视频与3D手部跟踪。	可通过Hugging Face获取；完整数据集向Cosmos Coalition合作伙伴开放
NVIDIA Isaac Lab 3.0	开源、面向智能体的机器人学习框架。 通过多GPU工作流程，以及Newton、NVIDIA PhysX等物理引擎，支持从桌面到数据中心训练和优化机器人策略。	已正式全面发布
NVIDIA Isaac OS	基于NVIDIA Holoscan构建的开源运行时框架，连接AI、传感器、控制系统与机器人硬件，实现从仿真到实体机器人的确定性实时运行。	开源运行时框架
NVIDIA DGX Station 三套开源参考工作流	1. 使用强化学习优化GR00T 1.7模型。 2. 在NVIDIA Isaac Lab中训练灵巧操作技能。 3. 使用ChatGPT Astra对NVIDIA Cosmos世界模型进行后训练，用于生成合成数据。	面向NVIDIA DGX Station发布的开源参考工作流
NVIDIA Halos	基于NVIDIA IGX Thor构建的全栈安全平台，帮助自动驾驶汽车和机器人从开发阶段迈向安全的大规模真实世界部署。	全栈安全平台

资料来源：英伟达官网，华源证券研究所

4. 量产过程硬件仍有难点，灵巧手仍需持续迭代

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

灵巧手复杂度相对于运动系统执行器更高，兼顾承受力、柔软性以及传感器寿命仍较为困难。Tesla 在 2026Q3 电话会中指出从机电角度看，灵巧手比运动系统的执行器更复杂，部分定制部件因损耗和可靠性问题仍在开发。人类有自我修复能力，但机器人没有，所以要做出既能承受大量磨损又足够柔软，能抓取脆弱物体、搭载全套传感器且在重复操作时不会损坏传感器的灵巧手仍较为困难。

图表 10：灵巧手技术难点

难点	具体内容
空间集成难	需在有限空间内集成驱动、传动、传感与电路系统，同时兼顾微型化、输出能力、运动精度和使用寿命
材料与耐久难兼顾	结构与接触材料需同时满足强度、轻量化和柔软性要求，腱绳磨损、蠕变及柔性材料老化等问题影响长期可靠性
触觉感知要求高	传感器需兼顾小型化、曲面覆盖、灵敏度与稳定性，并解决温度影响、批次一致性及长期精度漂移等问题
多模态融合复杂	需融合视觉、触觉和力觉信息，处理不同感知信号之间的不一致，并及时调整抓取动作与力度

资料来源：与非网 eefocus 公众号，华源证券研究所

5. 国内人形机器人产量高速跃升，2026 年或将突破 10 万台

2026H1 我国人形机器人整机产品产量超 4 万台，预计全年将突破 10 万台。10 月 19 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会。工信部表示，2026H1 我国人形机器人整机产品突破 400 款，产量超 4 万台，预计全年将突破 10 万台。工信部下一步将统筹发展和安全，按照“创新驱动、应用牵引、生态协同”的思路，以人形机器人为小切口，带动具身智能大产业发展，推动相关产品、服务加速落地应用，为科技兴商注入新的动能。

物理 AI 已显现突破迹象，或将在 1-2 年或 2-3 年内实现。10 月 22 日，2026 世界物理 AI 大会暨宇树合作伙伴生态大会在杭州举行。宇树科技董事长、创始人、CEO 王兴兴认为具身智能的“GPT 时刻”指机器人能够在约 80%的陌生场景中，凭语音或文字指令完成约 80%的主要任务，物理 AI 已显现突破迹象，预计将在最近 1-2 年或 2-3 年实现。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11：2026H1 我国人形机器人产量超 4 万台



资料来源：中国制造公众号，华源证券研究所

图表 12：2026 世界物理 AI 大会暨宇树合作伙伴生态大会



资料来源：央视网、界面新闻，华源证券研究所

6. 投资分析意见

我们认为人形机器人产业规模化量产及商业化应用的拐点或将至，逐步进入规范发展阶段，具身智能自主及泛化能力的进化同步进入加速通道，或将逐步从小批量验证迈向“1-10”新阶段。建议关注上游零部件、数据采集、主机厂相关标的：

零部件方面：上游零部件凭借成本优势有望优先受益。

T 链：①关节模组：三花智控、拓普集团、新泉股份。②结构件：长盈精密、福赛科技、恒勃股份、科森科技、模塑科技。③丝杠：恒立液压、浙江荣泰、北特科技、震裕科技、金沃股份、五洲新春。④减速器：绿的谐波、科达利、双环传动、斯菱智驱、宁波东力。⑤电机：鸣志电器、步科股份、恒帅股份、兆威机电、德昌电机控股、伟创电气、峰岹科技。⑥传感器：奥比中光、安培龙、福莱新材、日盈电子、岱美股份。⑦设备：天创股份（实控人变更）、伊之密。

O 链：长盈精密、兆威机电、鸣志电器、绿的谐波、科达利、立讯精密。

国产链：①率先放量迈入“1-10”：绿的谐波、奥比中光、步科股份。②设备：伊之密。③零部件：美湖股份、中大力德、雷赛智能。

数据采集：奥比中光、华依科技、福莱新材、凡拓数创、海天瑞声。

主机厂方面：模型迭代+数据采集加速本体场景端拓展

机器人本体：宇树科技、上纬新材、锋龙股份、优必选、卧安机器人。

大脑控制器：仙工智能。

物理 AI 应用：杰克科技。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

7. 风险提示

人形机器人进展不及预期：人形机器人产业目前还处于发展前期，发展进程存在较大的不确定性，有低于预期的风险。

竞争恶化风险：当前人形机器人产业处在发展前期，布局相关业务的公司正在不断增加，行业内竞争格局存在恶化风险。

产业政策风险：人形机器人相关产业政策尚不完善，可能存在产业政策变动的不确定性。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster