

Lin Yang
lin.yang@htisec.com

Louis Ng
louis.yl.ng@htisec.com

Liang Song
l.song@htisec.com

EAI（具身智能）：驱动通用人工智能与机器人产业的关键技术

投资要点：

- EAI 构建新概念，相关政策推动技术发展：**具身智能（Embodied AI, EAI）由艾伦·图灵于 1950 年提出，通过“具身图灵测试”验证智能体是否能处理物理世界的复杂性。具身智能体不同于仅在网络空间中运作的非实体人工智能，它们结合了多模态大模型（MLMs）和世界模型（WMs），具备强大的感知、交互和规划能力，能够在虚拟和物理环境中主动适应并执行任务。相比传统的预编程系统，具身智能体更依赖于构建世界模型和想象力，以实现复杂的推理和决策。目前，上海和北京等地陆续出台政策，推动智能机器人和制造业的高质量发展，上海目标到 2025 年实现行业标杆企业的建立。海外方面，美国在机器人工业应用和商业化方面的进展更为成熟，中国仍在探索阶段。
- 从模拟、感知、交互三方面训练具身智能：**模拟器在训练具身智能中扮演了重要角色，通过提供逼真的虚拟环境进行算法开发和模型训练，帮助研究人员在降低成本、提高安全性和加速迭代的同时，将研究成果更快地转化为现实应用。另外，具身感知让智能体理解物理世界中的视觉推理和空间，技术包括视觉同步定位与绘图（vSLAM）和 3D 视觉定位，帮助智能体在动态环境中移动和互动。具身交互则强调智能体在物理或模拟空间中与环境 and 人类的互动能力，典型任务如具身问题解答（EQA），需要智能体主动探索环境，整合信息并执行目标导向的动作。
- 具身智能产品多样，覆盖广阔市场：**不同类型的机器人在各自的应用领域中展现出重要的功能和价值。1) 固定式机器人因其高精度和稳定性，广泛应用于实验室自动化、教育和工业制造。2) 轮式机器人在物流、仓储和安全检查中表现优异，而履带式机器人适用于农业、建筑和军事等复杂地形。3) 四足机器人因其稳定性和适应性，广泛用于复杂地形探索、救援任务和军事行动。4) 人形机器人在服务业、医疗保健和协作环境中日益普及，应用于智能交互、精密制造和医疗手术等领域。各类机器人在多种应用场景中展现独特优势，同时也面临不同的技术挑战。
- 投资建议：**我们认为具身智能（EAI）是推动通用人工智能（AGI）发展的关键技术，具有广阔的应用前景。其技术涵盖计算机视觉、自然语言处理和机器人技术，尤其在具身感知和交互方面表现突出。基于多模态大模型和世界模型的具身智能体，不仅能够理解并适应复杂的物理和虚拟环境，还能在动态场景中与人类自然互动，执行复杂任务。根据证券时报援引赛迪顾问发布的《2024 中国人形机器人产业生态发展研究》显示，全球具身智能市场将在未来几年持续增长，尤其是在工业自动化和服务机器人领域。此外，随着智能制造和人形机器人技术的快速发展，预计到 2026 年，中国人形机器人市场规模将突破 200 亿元。各地政策的积极推动，如上海和北京的智能机器人发展计划，将进一步加速具身智能的技术进步和市场应用。
- 建议关注：**AI 算力、模型和应用。**算力：**英伟达、寒武纪-U、海光信息、景嘉微、龙芯中科、浪潮信息、中科曙光、神州数码、软通动力、中国长城；**模型：**科大讯飞、中控技术、海康威视、大华股份、商汤-W；**应用：**微软、金山办公、赛意信息、宝信软件、万兴科技、虹软科技、新致软件、新国都、中科创达、索辰科技、比亚迪电子。
- 风险提示：**1. 大模型发展不及预期；2. EAI 发展不及预期；3. 具身智能下游需求不足。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

目 录

1.	发展路线：EAI 构建新概念，相关政策推动技术发展.....	5
2.	技术背景：从模拟、感知、交互三方面训练 EAI.....	6
2.1	EAI 概念解析，虚拟与物理环境的结合.....	7
2.2	具身模拟器（Embodied Simulator）.....	7
2.2.1	通用模拟器（General Simulator）.....	8
2.2.1	基于真实世界的模拟器（Real-Scene Based Simulators）.....	10
2.3	具身感知（Embodied Preception）.....	11
2.3.1	视觉同步定位和绘图（vSLAM）.....	11
2.3.2	3D 视觉定位.....	12
2.3.3	视觉语言导航（Visual Language Navigation）.....	13
2.3	具身交互（Embodied Intereaction）.....	14
2.4	具身智能全面落地仍需解决四大难题.....	15
3.	应用场景：具身智能产品多样，覆盖广阔市场.....	15
3.1	固定基座机器人：全面赋能实验室与工业场景.....	15
3.2	轮式/履带式机器人：高机动性适应复杂道路环境.....	17
3.3	四足机器人：龙头制造商占据大量市场份额.....	19
3.4	人形机器人：未来拥有强大潜力，技术仍需探索.....	20
4.	潜在标的：美国商业化更为成熟，中国仍需探索.....	21
4.1	Figure AI：获巨头投资，技术不断成熟.....	21
4.2	特斯拉 Optimus：优先赋能特斯拉工厂.....	23
4.3	宇树科技：技术领先，覆盖场景多元.....	24
4.4	中科创达：布局端侧智能+机器人.....	25
4.5	有鹿机器人：引入“通用智能大脑”概念.....	25
4.6	科大讯飞：讯飞超脑计划，让机器人走向通才.....	27
4.7	海康威视：视觉与移动机器人提供商.....	28
4.8	比亚迪电子：AMR 提供物流解决方案.....	28
5.	投资建议.....	29
6.	风险提示.....	29

图目录

图 1	中美机器人企业落地进度一览.....	6
图 2	基于 MLM 和 WM 的具身智能框架.....	7
图 3	通用模拟器的例子.....	8
图 4	Isaac Sim 架构.....	8
图 5	Isaac Sim 工作界面.....	9
图 6	Isaac 模拟机械手臂.....	9
图 7	Isaac 模拟无人机飞行.....	9
图 8	基于真实世界的模拟器实例.....	10
图 9	ThreeDWorld (TDW) 设计展示.....	10
图 10	多智能体互动和 VR 能力.....	11
图 11	vSLAM 架构展示.....	12
图 12	3D 视觉定位中的分级定位.....	12
图 13	共视聚类概念展示.....	13
图 14	NaVid 架构图.....	13
图 15	EQA 任务例子.....	14
图 16	ROMAN 框架的功能.....	16
图 17	ROMAN 从错误中恢复的效果展示.....	16
图 18	2013 年-2023 年亚马逊机器人应用数量.....	17
图 19	KIVA 机器人构造.....	18
图 20	2018 年-2022 年中国移动机器人市场规模.....	18
图 21	2022 年中国移动机器人市场规模分布情况.....	18
图 22	四足机器人发展路线.....	19
图 23	人形机器人产业各大关联厂商.....	20
图 24	人形机器人应用展望.....	20
图 25	2024-2035 年人形机器人市场规模预测.....	21
图 26	Figure AI 第一代与第二代机器人.....	22
图 27	语音模块的工作模式解析.....	22
图 28	特斯拉 Optimus 自主工作.....	23
图 29	宇树科技产品一览.....	24
图 30	CES2024 宇树科技产品展示.....	24

图 31	中科创达机器人产品	25
图 32	有鹿机器人具身智能大模型.....	26
图 33	有鹿机器人打造“通用大脑”概念	26
图 34	科大讯飞机器人平台架构.....	27
图 35	科大讯飞超脑计划 2030	27
图 36	海康威视移动机器人产品一览.....	28
图 37	比亚迪电子 AMR 机器人.....	29

表目录

表 1	实体人工智能和非实体人工智能.....	5
表 2	政策推动人工智能技术发展.....	5

1. 发展路线：EAI 构建新概念，相关政策推动技术发展

具身智能 (Embodied AI) 最初是由艾伦·图灵 (Alan Turing) 于 1950 年提出的“具身图灵测试” (Embodied Turing Test)，旨在确定智能体是否能够展现出解决虚拟环境中问题的能力，而且能够驾驭物理世界的复杂性和不可预测性。网络空间中的智能体通常被称为非实体人工智能，而物理空间中的智能体则是实体人工智能。多模态大模型 (MLMs) 的最新进展为具身模型注入了强大的感知、交互和规划能力，从而开发出能与虚拟和物理环境积极交互的通用具身智能体和机器人。因此，具身智能体被广泛认为是 MLMs 的最佳载体，目前最有代表性的具身模型是 RT-2 和 RT-H。

表 1 实体人工智能和非实体人工智能

智能体种类	适应环境	物理实体	描述	代表性的智能体
非实体	网络空间	无	认知与物理实体相分离	ChatGPT, RoboGPT
实体	物理空间	机器人、汽车、其他设备	认知融入物理实体	RT-1, RT-2, RT-H

资料来源：Yang Liu 《Aligning Cyber Space with Physical World: A Comprehensive Survey on Embodied AI》，HTI

要让 AI 像人类一样理解这个物理世界，它必须能够以人类的方式解释和理解场景。比如，当 AI 被放置在一个房间里时，它需要能够像人类那样分析和解读周围的环境。另外，在不同领域之间建立联系，或者试图发现新知识时，传统的预编程和特定领域的专业系统已经无法满足需求。这些系统受到现有内置知识的限制，很难实现新的发现、创新和创造。让 AI 变得更聪明的关键在于利用“想象力”，其实就是人类和其他动物依靠世界的现有模式生成的想法，它是一个非常强大的规划工具。为了让 AI 有效地规划，它需要构建一个关于世界的模型 (WMs)，并能够利用这个模型进行推理和决策。因此，具身认知至关重要。系统需要通过具身认知来获取知识，并进一步生成抽象的认知。

表 2 政策推动人工智能技术发展

地区	文件名称	发布时间	具体内容
上海	《上海市智能机器人标杆企业与应用场景推荐目录》	2023 年 3 月	各区产业主管部门支持推动以机器人为代表的智能终端产业发展，培育一流营商环境。力争到 2025 年，上海市将打造 10 家行业一流的机器人头部品牌、100 个标杆示范的机器人应用场景、1000 亿元机器人关联产业规模。
上海	《上海市推动制造业高质量发展三年行动计划 (2023-2025 年)》	2023 年 6 月	瞄准人工智能技术前沿，构建通用大模型，面向垂直领域发展产业生态，建设国际算法创新基地，加快人形机器人创新发展。
北京	《北京市机器人产业创新发展行动方案 2023-2025 年》	2023 年 6 月	加紧布局人形机器人，对标国际领先人形机器人产品，支持企业和高校院所开展人形机器人整机产品、关键零部件攻关和工程化，加快建设北京市人形机器人产业创新中心。以人形机器人小批量生产和应用为目标，打造通用智能底层软件及接口、通用硬件开发配套设施等基础条件，集中突破人形机器人通用原型机和通用人工智能大模型等关键技术。
北京	《北京市促进机器人产业创新发展的若干措施》	2023 年 8 月	由机器人骨干企业牵头，整合国内外一流创新资源，组建人形机器人创新中心，开展关键共性技术研究。支持机器人企业与“智能机器人与系统高精尖创新中心”联合开展产业化攻关。

资料来源：上海市经济和信息化委员会，上海市人民政府，北京市人民政府，HTI

相关政策已落地，带动具身智能行业发展。例如上海市的政策重点是推动智能机器人和智能制造业的发展，目标是通过营商环境的优化和创新基地的建设，到 2025 年实现行业标杆企业和应用场景的建立。北京市的政策则侧重于机器人产业的创新发展，特别是对高端机器人产品和国际化布局的支持，旨在推动产业生态系统的完善和技术创新。

图1 中美机器人企业落地进度一览

企业	产品型号	开始进厂时间	合作厂商	工作内容	落地进度
特斯拉	Optimus Gen2	2024.05	特斯拉	分拣电池	目前有2台Optimus人形机器人在工厂训练，预计明年超过1000台
Figure AI	Figure 01	2024.07	宝马	简单抓取	适配过程会持续12-24个月左右
优必选	Walker S	2024.01	蔚来、东风柳汽、一汽-大众青岛分公司	门锁质检、车灯盖板检测、安全带检测、贴车标、螺栓拧紧、零件安装、零件转运等	进入多家车厂实训，2024年底小规模交付
智元机器人	远征A1	暂无	均普智能、临港集团	/	/
宇树科技	H1	暂无	/	/	/
银河通用机器人	Galbot	暂无	/	/	/
达闼机器人	XR4	暂无	/	/	/
乐聚机器人	夸父	暂无	蔚来	计划在工厂检测验证	/
Apptronik	Apollo	2024.03	奔驰、GXO	汽车搬运、装配、物流配送等	奔驰在位于匈牙利的一家工厂试用数量不详的Apollo机器人
小米机器人	CyberOne	暂无	小米汽车	计划融入小米制造、智能制造多个场景	/
波士顿动力	Atlas	暂无	现代汽车	计划在现代汽车的制造产线上应用测试	/
星动纪元	XBot-L	暂无	/	/	/
戴盟机器人	Sparky 1	暂无	/	焊接电路板	/
Agility Robotics	Digit	2023.04	亚马逊	物流	/
开普勒	先行者系列	暂无	/	/	/
Sanctuary AI	Phoenix	2024.04	麦格纳	计划将产品用于部署在麦格纳的制造业务中	/

资料来源：硬氦分析，锦囊专家，HTI

美国在机器人工业应用和商业化方面的进展更为成熟，中国仍在探索阶段。美国和中国的机器人技术进展和落地进度存在一些显著差异。美国的机器人企业，如特斯拉和 Figure AI，已在 2024 年中旬进入工厂，负责分拣电池和简单抓取的任务。Agility Robotics 与亚马逊的合作已经在 2023 年展开，推进了物流和自动化领域的实际应用。Sanctuary AI 也计划在 2024 年开始商业运营，重点放在智慧城市和建筑领域的智能服务上。相比之下，中国的机器人企业虽然在多个领域（如安防、教育和娱乐）都有布局，但整体落地进度稍慢。例如，优必选的 Walker S 预计在 2024 年初开始量产，主要用于门锁质检和汽车制造领域。其他企业如小米机器人和波士顿动力的项目仍在研发阶段，逐步优化视觉和环境交互技术。

2. 技术背景：从模拟、感知、交互三方面训练 EAI

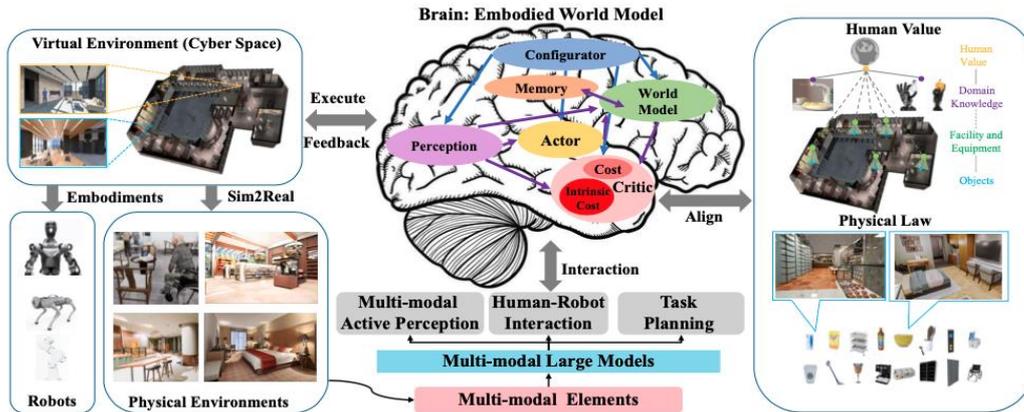
实现通用人工智能（AGI）的关键基础在于具身智能的发展。具身智能体与仅限虚拟对话的智能体（如 ChatGPT）不同，它们可以通过控制物理实体在现实和模拟环境中进行交互。该技术涵盖了多个领域，包括计算机视觉、自然语言处理和机器人技术，特别是在具身感知、具身交互以及从模拟到现实的机器人控制方面展现了显著优势。具身智能体依托于多模态大模型（MLMs）和世界模型（WMs），像“脑”一样理解虚拟与物理环境，主动感知多模态元素，并根据人类的意图进行任务分解与执行。它们不仅能够与人类互动，还能够借助知识库和工具完成复杂任务，展现出比传统深度强化学习更高的灵活性和通用性。

模拟器在训练具身智能中扮演了重要角色，通过提供逼真的虚拟环境进行算法开发和模型训练，帮助研究人员在降低成本、提高安全性和加速迭代的同时，将研究成果更快地转化为现实应用。同时，具身感知让智能体理解物理世界中的视觉推理和空间，技术包括视觉同步定位与绘图（vSLAM）和 3D 视觉定位，帮助智能体在动态环境中移动和互动。具身交互则强调智能体在物理或模拟空间中与环境和人物的互动能力，典型任务如具身问题解答（EQA），需要智能体主动探索环境，整合信息并执行目标导向的动作。

2.1 EAI 概念解析，虚拟与物理环境的结合

具身智能的发展是实现通用人工智能（AGI）的重要基础。与类似 ChatGPT 的对话智能体不同，具身智能可以通过控制物理实体并在模拟和物理环境中进行交互来实现。目前，具身智能涵盖了计算机视觉（CV）、自然语言处理（NLP）和机器人技术等多个关键技术领域，最具代表性的是具身感知、具身交互、具身智能体和模拟到现实的机器人控制。

图2 基于 MLM 和 WM 的具身智能框架



资料来源：Yang Liu 《Aligning Cyber Space with Physical World: A Comprehensive Survey on Embodied AI》，HTI

基于多模态大模型（MLMs）和世界模型（WMs），具身智能体能够用“脑”来理解虚拟和物理环境，并主动感知多模态元素。主要的内容包括：1) **具身世界模型（Embodied World Model）**：这是具身智能体的核心，类似于智能体的大脑。它能够理解虚拟与物理环境，并进行多模态感知。2) **多模态感知**：智能体能够全面感知来自虚拟和物理环境的多模态元素，这意味着它可以处理不同来源的数据，如视觉、触觉等。3) **人类意图理解与对齐**：具身智能体能够充分理解人类通过语言表达的意图，并与人类的价值观对齐，确保其行为符合人类的期望。4) **任务分解与执行**：智能体具备将复杂任务分解为子任务的能力，并且能够精确执行这些任务。此外，它还能够与人类进行互动，并利用知识库和工具来完成任务。通过这些特性，具身智能体可以在复杂的动态环境中与人类自然互动，并可靠地完成任任务，展现出比传统深度强化学习方法更高的灵活性和通用性。

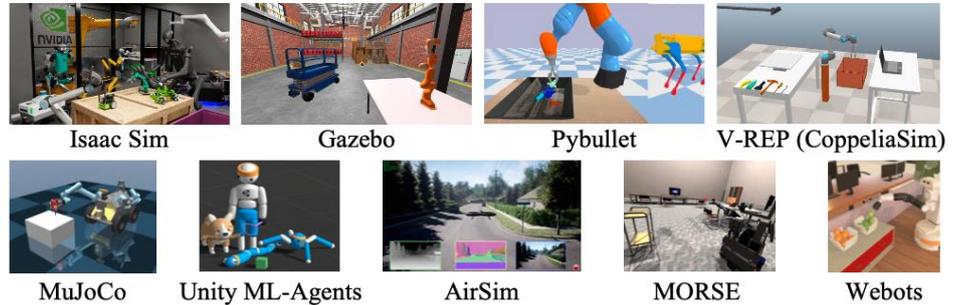
2.2 具身模拟器（Embodied Simulator）

模拟器显著提升了 AI 训练的效率，并节省了大量成本。数据匮乏一直是具身人工智能研究面临的挑战，收集真实世界的机器人数据需要花费大量时间和成本。首先，现实世界中的机器人训练需要搭建专门的物理场所，导致训练进展缓慢，效率难以提升。另外，搭建专属场地、频繁的数据收集、聘请机器人专家操作等涉及的成本很高。此外，最重要的挑战在于可重复性，因为机器人的硬件配置、控制方法和实施框架存在巨大差异，阻碍了数据的复用性。在这种情况下，模拟器为具身人工智能的数据收集和训练提供了一种全新的解决方案。

具身模拟器对于 EAI 技术至关重要，因为它们能提供一个经济有效、可扩展且安全的实验平台。通过模拟潜在的危险场景，可以在不同环境中进行测试，支持更快的机器人原型设计，并向更广泛的研究群体开放。具身模拟器还能提供用于精确研究的受控环境，生成用于培训和评估的数据，并提供一个标准化准则。为了让具身智能体与环境互动，构建一个符合物理理论的模拟环境也十分重要，这就要求对环境的物理特性、物体的属性及其相互作用进行全面考量。

2.2.1 通用模拟器 (General Simulator)

图3 通用模拟器的例子



资料来源：Yang Liu 《Aligning Cyber Space with Physical World: A Comprehensive Survey on Embodied AI》，HTI

具身人工智能的最终目标是将虚拟环境中的研究成果转化为现实世界中的应用。研究人员可以选择最适合自己需要的模拟器来辅助研究。通用模拟器提供了一个近似物理世界的虚拟环境，可以进行算法开发和模型训练，在成本、时间和安全性方面都有显著优势。

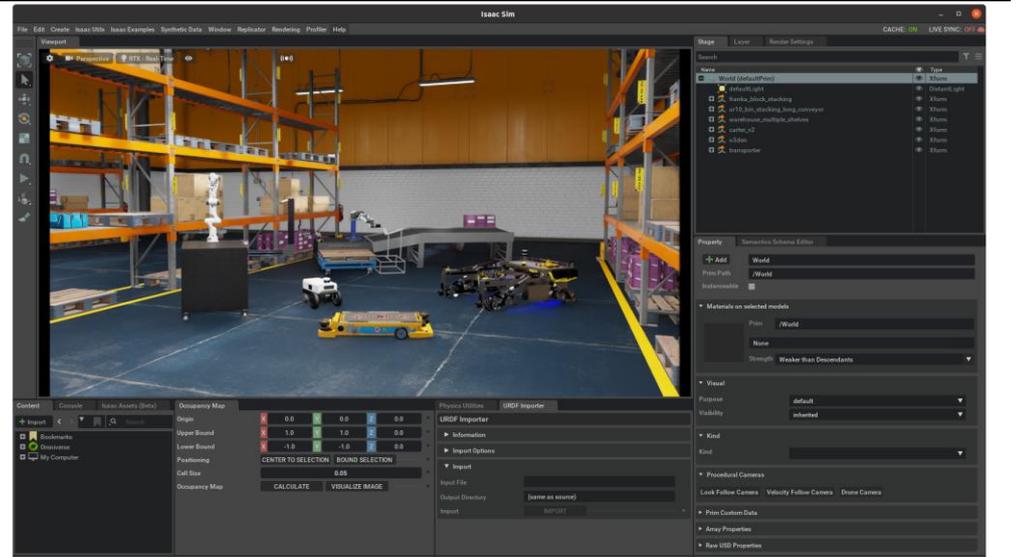
图4 Isaac Sim 架构



资料来源：Isaac Sim Documentation, CSDN, HTI

Isaac Sim 是一个专为 NVIDIA Omniverse 平台开发的机器人仿真工具包，它提供了构建仿真机器人世界和进行实验所需的大部分功能。Isaac Sim 可以接受来自不同来源的输入，比如 Onshape、URDF、MJCF、USD，其中 USD 直接导入 Isaac Sim，其他类型的输入则会通过对应的 importer 插件进行导入。Onshape 是一种基于云的计算机辅助设计 (CAD) 软件，用于进行三维建模和设计工作。类似于 Fusion360。URDF (Unified Robot Description Format) 是一种 XML 文件格式，用于描述机器人模型的几何形状、连接性、关节、传感器和其他相关信息。在这个架构中，USD (Universal Scene Description) 用作场景描述，用于在不同工具之间进行内容创建和交换。目前 USD 正在广泛应用，不仅在视觉效果社区，还在建筑、设计、机器人技术、制造和其他领域中得到采用。

图5 Isaac Sim 工作界面



资料来源：CSDN，HTI

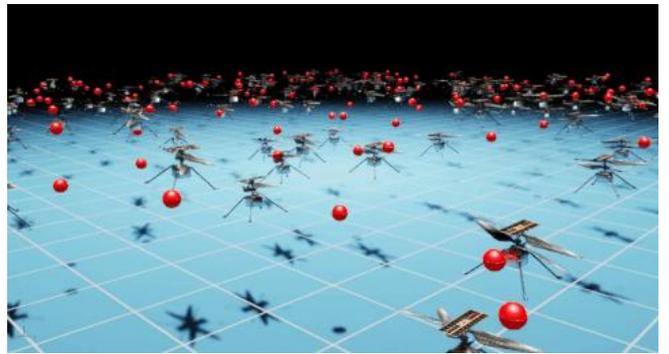
该工具包还提供了创建稳健、物理精确的仿真和合成数据集所需的工具和工作流程。Isaac Sim 支持常见的机器人框架，如 ROS/ROS2，允许用户通过这些框架进行导航和操作应用。此外，Isaac Sim 能够模拟来自多种传感器的数据，包括 RGB-D、激光雷达和 IMU，适用于各种计算机视觉技术，如域随机化、地面真值标注、分割和边界框的生成。

图6 Isaac 模拟机械手臂



资料来源：IsaacGymEnvs，CSDN，HTI

图7 Isaac 模拟无人机飞行



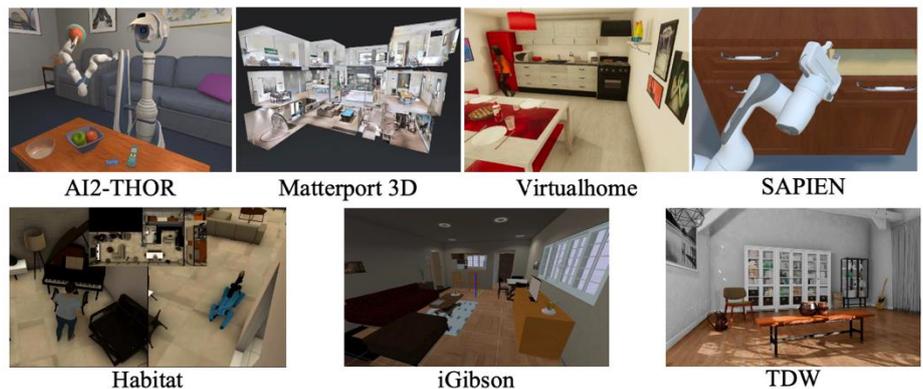
资料来源：IsaacGymEnvs，CSDN，HTI

机器人仿真是利用计算机技术来模拟机器人运动、感知和互动的过程。这一过程涵盖了机器人硬件和软件系统的模拟，以便在虚拟环境中对机器人的算法和控制策略进行测试、开发和验证。其中的好处包括 **1) 成本控制**：仿真环境能显著降低机器人开发与测试成本，避免了对昂贵硬件和设备的依赖。若不使用仿真，而采用大量真实机器人进行测试，将面临硬件组装、调试及损坏等高昂的时间与经济成本。尤其对于特殊测试场景，如沙漠或核电站，搭建逼真测试环境的成本同样极高。**2) 安全性保障**：例如在工业机械臂、无人机等机器人设备调试中，无人机失控坠毁或机械臂故障会对企业的人员安全构成威胁。**3) 快速迭代**：仿真环境避免了对真实机器人的繁琐调试，例如为一千台机器人重新烧录固件或修改搭载的算法，从而节省了大量的调试时间。并且模拟器允许开发人员快速迭代机器人的算法和控制器，以优化性能和功能。

2.2.2 基于真实世界的模拟器 (Real-Scene Based Simulators)

在室内活动中实现通用具身智能一直是 AI 研究领域的重点。这些具身智能体需要深入理解人类的日常生活，并执行复杂的具身任务，如室内环境中的导航和交互。为了满足这些复杂任务的需求，模拟环境需要尽可能接近真实世界，这就对模拟器的复杂性和逼真度提出了很高的要求。因此，基于真实世界环境的模拟器应运而生。这些模拟器大多从现实世界收集数据，创建逼真的三维资产，并使用 UE5 (虚幻 5) 和 Unity 等三维游戏引擎构建场景。丰富而逼真的场景使基于真实世界环境的模拟器成为研究家居活动中的体现式人工智能的首选。

图8 基于真实世界的模拟器实例

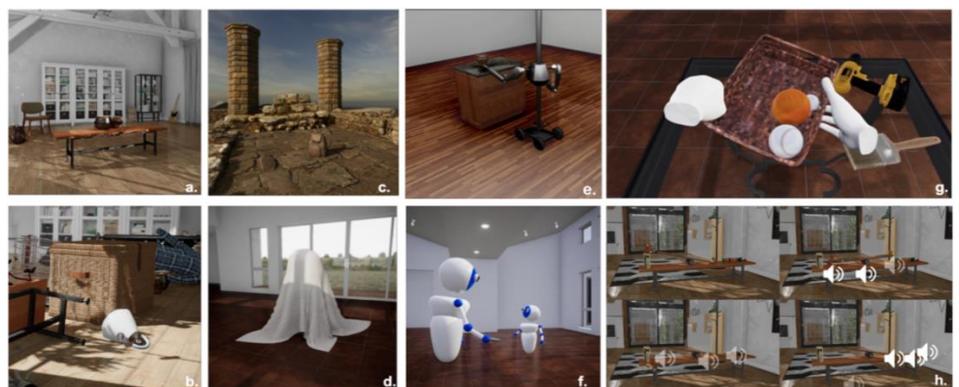


资料来源：Yang Liu 《Aligning Cyber Space with Physical World: A Comprehensive Survey on Embodied AI》，HTI

在腾讯网援引映维网的文章中指出，2021 年，麻省理工学院 (MIT)、MIT-IBM 沃森人工智能实验室、哈佛大学和斯坦福大学的研究人员开发了一个名为 ThreeDWorld (TDW) 的平台，并希望创造一个类似于《黑客帝国》的丰富虚拟世界。TDW 能够模拟室内和室外的高保真音频和视频环境，并允许用户像在现实生活中一样根据物理定律与对象进行交互。当发生相互作用时，系统能够计算并执行流体、柔体和刚体的对象方向、物理特征和速度，从而产生精确的碰撞和撞击声音。

TDW 支持在三维环境中模拟移动智能体和对象之间的高保真感觉数据和物理交互。独特的特性包括：实时接近照片真实感的图像渲染；各种物质类型的真实物理交互作用，包括布、液体和可变形物体；具身智能体的可定制“智能体”；并支持人类与 VR 设备的交互。TDW 的 API 允许多个智能体在模拟中交互，并返回代表世界状态的传感器和物理数据范围。Yang Liu 等人介绍了 TDW 在计算机视觉、机器学习和认知科学等新兴研究方向上的初步实验，包括多模态物理场景理解、物理动力学预测、多智能体交互、“像孩子一样学习”的模型，以及人类和神经网络的注意力研究。

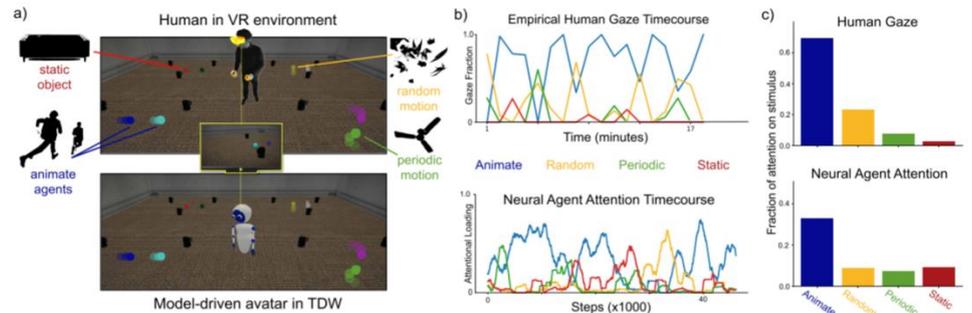
图9 ThreeDWorld (TDW) 设计展示



资料来源：Yang Liu 《ThreeDWorld: A Platform for Interactive Multi-Modal Physical Simulation》，CSDN，HTI

利用 TDW 的多智能体 API 的灵活性，可以创建各种多智能体交互设置的实现。其中包括一个“观察者”智能体被安置在一个有多个无生命物体的房间里，与几个不同控制的“行动者”智能体一起（图 9a）。“行动者”智能体由硬编码或交互策略控制，实现对象操作、追逐和隐藏以及运动模仿等行为。在这种情况下，人类观察者只被要求看他们想看的任何东西，而虚拟观察者寻求最大限度地提高其预测同一显示中参与者行为的能力，根据“进展好奇心”的度量来分配其注意力，该度量寻求估计哪些观察最有可能增加观察者做出参与者预测的能力。

图10 多智能体互动和 VR 能力



资料来源：CSDN，HTI

2.3 具身感知 (Embodied Preception)

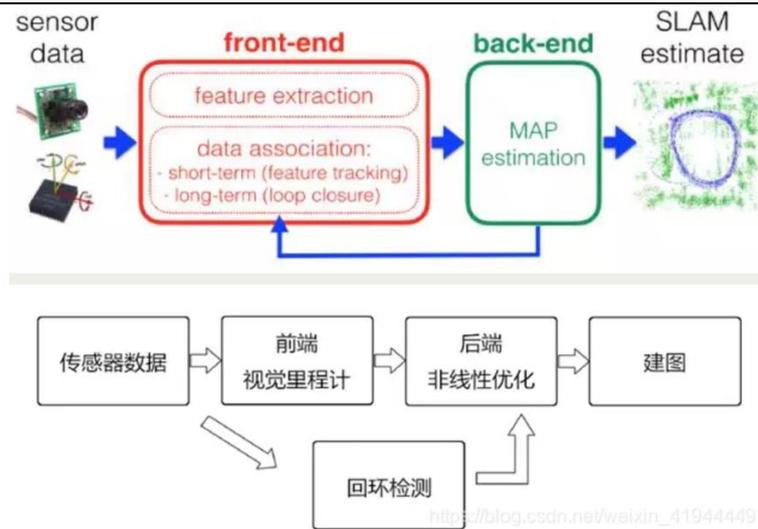
具身感知未来主要的发展方向是以智能体为中心的视觉推理。与仅仅识别图像中的物体不同，具有具身感知能力的智能体必须在物理世界中移动并与环境互动。这就要求对三维空间和动态环境有更深入的了解。

2.3.1 视觉同步定位和绘图 (vSLAM)

SLAM (Simultaneous Localization And Mapping, 同步定位与地图构建), 主要为了解决移动机器人在未知环境运行时定位导航与地图构建的问题。SLAM 能够解决机器人在陌生环境中的定位、环境感知、移动方向等问题。机器人可以配置多种传感器来实现 SLAM, 包括激光雷达 (3D, 2D), 毫米波雷达, 超声波, RGB-D, 摄像头 (单目, 多目) 等, 通常根据使用场景、制造成本、设备功率、算力的需求与约束, 机器人采用不同传感器或组合的解决方案, 以减少误差并提高准确性。目前两个主流的解决方案是基于激光雷达的 Lidar SLAM 以及基于摄像头的 Visual SLAM。

VSLAM 即 Visual Simultaneous Localization and Mapping, 主要是指如何用相机解决定位和建图问题。当用相机作为传感器时, 通过一张张连续运动的图像(它们形成一段视频), 从中推断相机的运动, 以及周围环境的情况。VSLAM 的技术框架主要由 5 部分组成, 包括传感器数据预处理、前端、后端、回环检测、建图。前端, 又称为视觉里程计 (visual odometry, 简称 VO), 主要是研究如何根据相邻帧图像定量估算帧间相机的运动。通过把相邻帧的运动轨迹串起来, 就构成相机载体 (如机器人) 的运动轨迹, 解决定位的问题, 然后根据估算的每个时刻相机的位置, 计算出各像素的空间点的位置, 就得到地图。

图11 vSLAM 架构展示

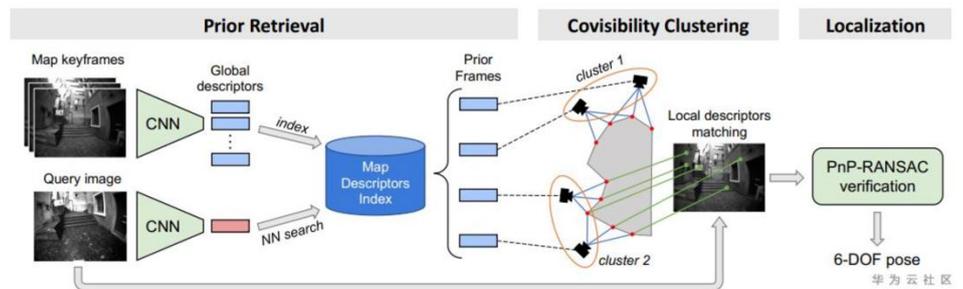


资料来源：CSDN，HTI

2.3.2 3D 视觉定位

3D 视觉定位的核心任务在于确定当前图像中相机的位置和姿态。为实现这一目标，最直接的方法是构建三维空间点与二维图像点之间的对应关系，并基于这些匹配点对来估算相机的位姿。这一过程被专门定义为 PnP（Perspective-n-Point）问题。求解 PnP 问题的方法有很多，常见的有 P3P、EPnP、UPnP 等。视觉定位需要解决的一大关键问题是如何建立 3D 点与 2D 点之间的匹配关系。对于这一点，在论文《From Coarse to Fine: Robust Hierarchical Localization at Large Scale》中，作者 Sarlin 提出过一种分级定位的方案。

图12 3D 视觉定位中的分级定位

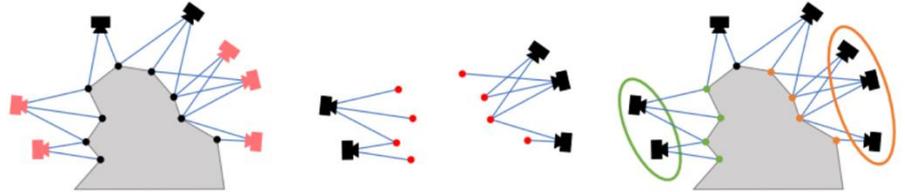


资料来源：嘉励官网，Sarlin 《From Coarse to Fine: Robust Hierarchical Localization at Large Scale》，HTI

分级定位的框架大约可以分成三步：预检索、共视聚类、局部匹配与定位。**预检索**：预检索的意义在于获取前 k 张与当前图像最相似的图像，判断相似的依据通常是通过匹配图像的全局特征。一般而言，产生全局特征的方法可以依赖于局部特征所组成的词袋，不过近些年，一些深度学习方案也被引入了进来，例如 NetVLAD 或更加轻量级的 MobileNetVLAD。最终通过获取当前图像的全局特征的 k 个最近邻来获取预检索得到的相近图集。**共视聚类**：然而由于可能产生的错误匹配，所获取到的预检索图集并不一定全部都面向同一场景，这时就需要先将面向不同场景的图像区分开来，这项技术就被称作共视聚类，简而言之就是将具有共视关系的图像聚成一类。

局部匹配与定位：一般认为图像数量较多的类所对应的场景是正确场景的可能性较大。因此从这一场景开始，尝试获取相机位姿。获取的方式主要依赖求解 PnP 问题，因此需要首先构建当前图像的 2D 关键点在 3D 模型中的坐标位置。在尚不知道相机姿态前，这一信息的获取需要首先匹配当前图像和场景内的图像，特别要匹配那些能够对应到 3D 位置的 2D 特征点，若能够匹配上则确定了当前图像中的 2D 点和 3D 点的对应关系，继而即可通过对 PnP 问题的求解获取相机位姿。

图13 共视聚类概念展示



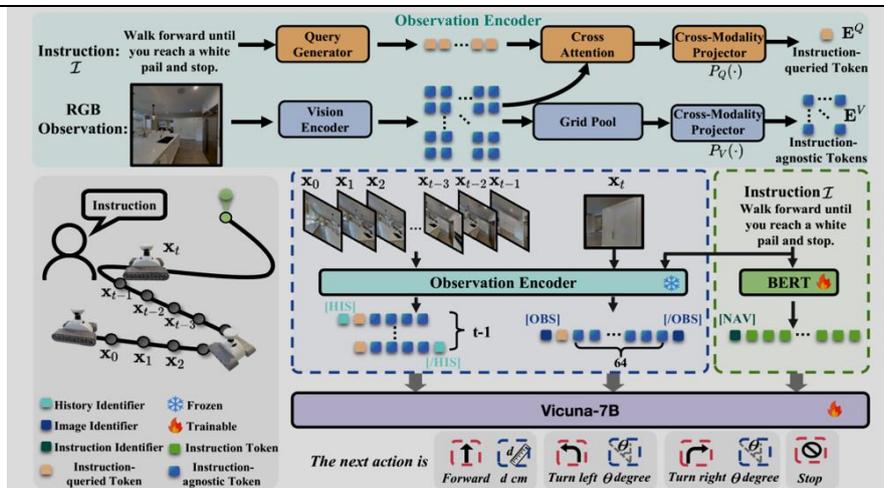
资料来源：嘉励官网，Sarlin 《From Coarse to Fine: Robust Hierarchical Localization at Large Scale》，HTI

2.3.3 视觉语言导航 (Visual Language Navigation)

视觉语言导航 (Vision Language Navigation VLN) 是一种技术，它结合了计算机视觉、自然语言处理和自主学习三大核心技术，使智能体能够跟随自然语言指令进行导航。这种技术不仅理解指令，还能理解指令与视角中可以看见的图像信息，然后在环境中对自身所处状态进行调整和修复，最终做出对应的动作，以达到目标位置。例如，如果把一个机器人放置在一间卧室里，并给它一个指令去取放在另一间卧室里的足球，由于两个房间之间无法直接看见，机器人需要走出房间，经过走廊、客厅等场所，通过理解并处理看到的每一处环境信息，判断下一步的行进方向，最终找到足球。

NaVid 是首个专为视觉语言导航 (VLN) 任务设计的基于视频的视觉语言大模型。此模型模仿人类导航策略，仅将视频信息作为输入，无需地图、里程计或深度数据的支持。在视觉语言导航任务中，模型需要借助历史信息来判断自己已完成指令的进度。然而，历史帧中往往包含大量冗余和重复的信息。对于当前帧，模型不仅要提供该帧所在的最新场景信息，还需预测出符合指令的下一步合理动作。

图14 NaVid 架构图



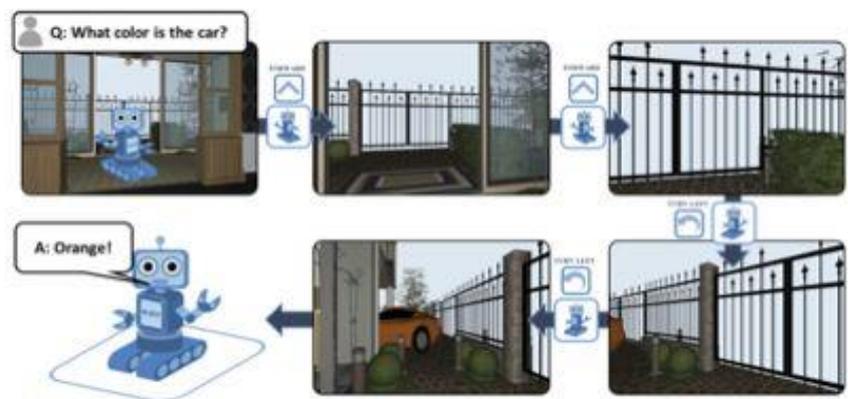
资料来源：Jiazhao Zhang 《NaVid: Video-based VLM Plans the Next Step for Vision-and-Language Navigation》，HTI

目前该方法还有两个难点：1) 导航数据的模态与大模型常见的数据模态不一致。机器人的导航数据需要建模历史信息 and 当前信息，并保证导航过程中动作输出的格式一致性。2) 缺少大量高质量的视觉语言导航任务的真实数据。在真实世界收集这样的数据极其耗时耗力，且在场景和指令的多样性上有欠缺。这些困难限制了视频大模型用于导航任务的前景。

2.4 具身交互 (Embodied Interaction)

具身交互任务指的是智能体在物理或模拟空间中与人类和环境进行交互的场景。典型的具身交互任务是具身问题解答 Embodied Question Answering (EQA)。在这个任务里面，一个 agent 在三维虚拟空间中被进行询问，agent 为了回答这个问题，需要在环境中进行探索和信息整合。这个任务需要 agent 具有主动的认知、语言理解能力、目标驱动的探索、常识推理并将自然语言的信息整合到动作序列中。

图15 EQA 任务例子



资料来源：腾讯云，HTI

图中给出了 EQA 的一个形象化的表述，在这个例子中，向 agent 提出的文本问题为“车是什么颜色的？”，agent 经过在虚拟的环境中进行探索，当发现车子后，返回给系统“车是橘黄色的。”EQA 的最终目标是：agent 可以理解他们所处的环境（通过视觉等感知方式），具有沟通交流的能力，可以采取一定的动作（例如在环境中根据问答或对话进行主动的环境探索）。

Agent 需要具有的一些能力进行具体的分析：**主动探索性**：由于 agent 的出现地点是在环境中随机生成的，所以 agent 需要进行一定的动作和移动去寻找能够回答问题的视觉信息。**常识信息推理**：agent 没有一个关于虚拟环境的地图，所以 agent 需要自行对环境进行探索。因此 agent 必须自行构建一个常识系统，就像人一样去比较有目的的进行探索房屋（例如一个人接收到一个类似厨具颜色的问题，他会根据自己的常识经验直接前往厨房、餐厅等去查看，拿到相应的结果后再进行回答，而不会漫无目的的在房间中摸索）。**收敛性分析**：在这个 EQA 的任务上，难度就是 agent 的探索可能是很长时间都难以收敛的（比如说问题是大房子里一共有多少个小房中有椅子，这种情况下 agent 可能跑了很多次也不能给出完全正确的答案。此时开发者也不知道究竟是 agent 理解错问题了，还是没有识别出椅子，还是计数出现了错误，这就导致进行训练的时候，难度非常大），为了解决这种问题，作者提出利用模仿学习的策略给 agent 进行一个示范，或者是给出一些引导进行前期的训练，以方便 agent 进行更好的学习和收敛。

2.5 具身智能全面落地仍需解决四大难题

1. 通用本体平台的挑战

解决硬件的关键零部件技术突破，形成具有优秀运动能力和操作能力的平台级通用机器人产品；平衡机器人本体的可靠性、成本和通用能力是难题。尤其在被认为是具身智能终极形态的人形机器人领域，相关研发依然是热点和核心挑战。

2. 智能体系统设计的难点

智能体作为具身智能的核心，必须具备复杂环境感知和认知能力。这包括 3D 环境感知、任务编排与执行、多轮人机交互、long-term 记忆和任务迁移等多项挑战。此外，具身智能要求实时感知和决策能力，以适应复杂和变化的环境。这要求高速的数据采集、传输和处理，以及实时的决策反应，尤其是 LLM 所消耗的算力规模巨大，对于资源有限的机器人处理系统将形成巨大的数据量、AI 计算能力和低延迟的挑战。

3. 高质量数据需求

现实场景的复杂多变，使得现阶段缺乏足够的场景数据来训练一个完全通用的大模型，进而让智能体自我进化。耦合的本体，需要实际部署到真实环境中，才能够采集数据，这也是和非具身智能的明显不同。但对于关键业务，要求成功率，则仍然需要高质量的垂域数据。同时，通过层次化的智能体设计，将不同任务限定到特定领域，则是一个解决泛化和成功率的有效尝试。

4. 虚拟与真实交互中的学习进化

通过虚拟与真实环境的互动，具身智能体能够持续学习和进化，以应对复杂环境。尽管形态变化无穷，但在有限计算资源下快速学习合理的规划和决策能力，是具身智能进化中的重要课题。

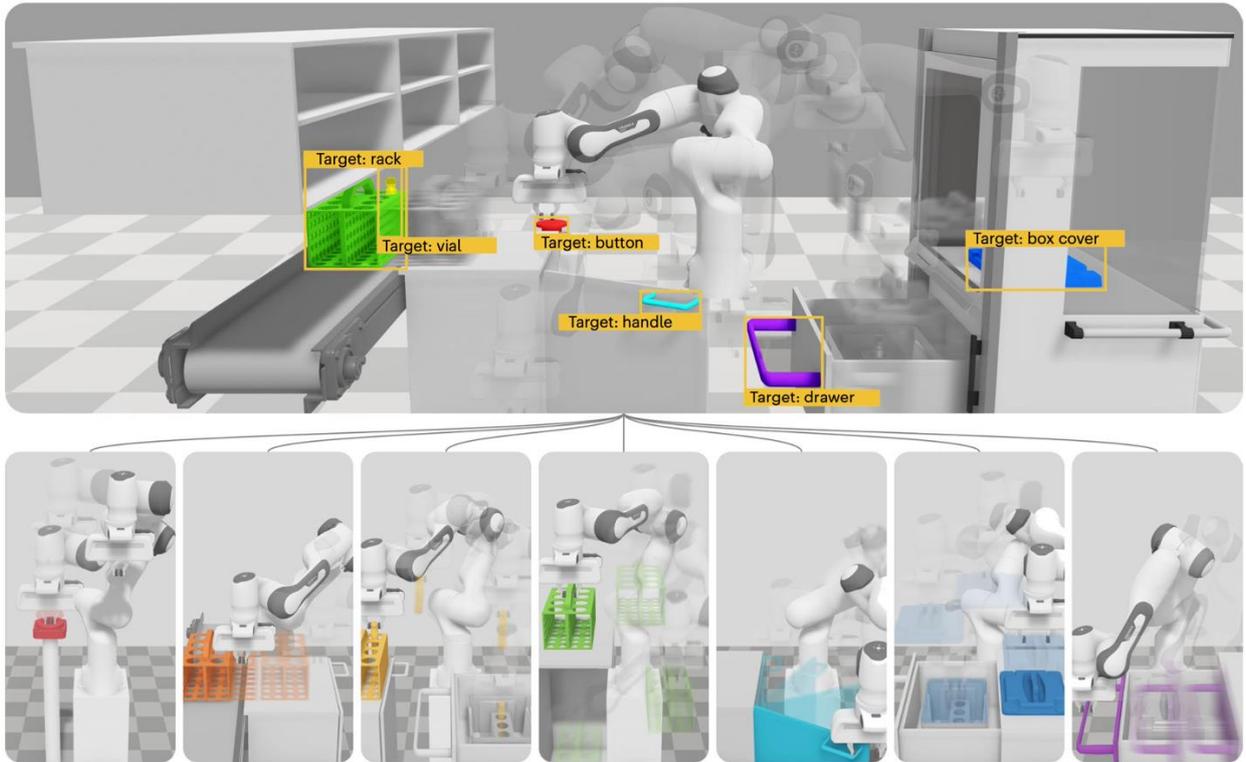
3. 应用场景：具身智能产品多样，覆盖广阔市场

不同类型的机器人在各自的应用领域中展现出重要的功能和价值。1) 固定式机器人因其高精度和稳定性，广泛应用于实验室自动化、教育和工业制造。2) 轮式机器人在物流、仓储和安全检查中表现优异，而履带式机器人适用于农业、建筑和军事等复杂地形。3) 四足机器人因其稳定性和适应性，广泛用于复杂地形探索、救援任务和军事行动。4) 人形机器人在服务业、医疗保健和协作环境中日益普及，应用于智能交互、精密制造和医疗手术等领域。各类机器人在不同应用场景中展现独特优势，同时面临成本和技术挑战。

3.1 固定基座机器人：全面赋能实验室与工业场景

固定式机器人由于其精度和稳定性，广泛应用于实验室自动化、教育和工业制造。它们在需要高精度的任务中表现出色，但受限于固定位置，成本高且维护要求高。其中一个新颖的框架被称为机器人操作网络 (Robotic Manipulation Network ROMAN)。ROMAN 是一种机器人操作网络，通过混合层次学习 (HHL) 来解决复杂的顺序任务。它结合了模仿学习和强化学习，能够执行多种复杂的操作任务，比如按按钮、拾取物品、旋转、插入等。ROMAN 的优势在于它可以处理长时间任务，适应随机的任务顺序，并且在出错时能够自动恢复，继续完成任务。

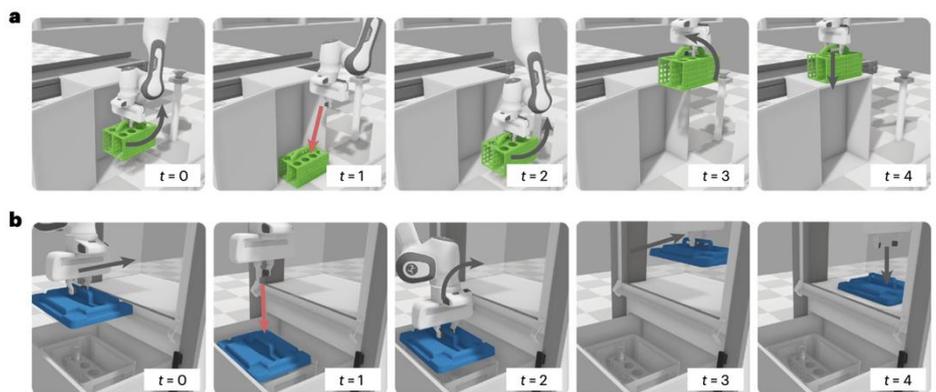
图16 ROMAN 框架的功能



资料来源：《Robotic MANipulation Network (ROMAN)– Hybrid Hierarchical Learning for Solving Complex Sequential Tasks》，CSDN，HTI

HHL 结合了行为克隆 (BC)、生成对抗模仿学习 (GAIL) 和近端策略优化 (PPO) 等算法。首先，行为克隆用于初始化策略，通过学习专家演示的动作来引导机器人。然而，单独依赖模仿学习存在局限性，因此 HHL 还利用 GAIL 和 PPO 来增强学习过程。GAIL 通过对比机器人生成的轨迹与专家轨迹，进一步优化机器人行为，而 PPO 则提供了一个外部奖励信号，帮助机器人在探索中找到更优的策略。通过这种方式，HHL 框架能够在长时间任务中适应新情况，并具有从错误中恢复的能力。

图17 ROMAN 从错误中恢复的效果展示



资料来源：《Robotic MANipulation Network (ROMAN)》，CSDN，HTI

ROMAN 具备识别错误的能力，且能快速进行动态恢复。当 ROMAN 在执行“拾取和放置”以及“拾取和丢弃”子任务时出现错误的情况下，系统迅速调整策略，以重新抓取物品并完成任务。这些错误可能包括抓取对象不准确、执行轨迹出错或激活了错误的任务顺序，但 ROMAN 通过其中央操控网络，能够在任务失败时激活不同的专家网络，进行调整和修正。这种能力展示了 ROMAN 框架的强大适应性，不仅能够执行预设的任务序列，还能够在遇到新的或意外的情况时进行调整，恢复并继续完成任务。通过平衡探索和利用，ROMAN 生成了超越原始示范的行为，体现了在面对复杂和动态环境时的灵活性。

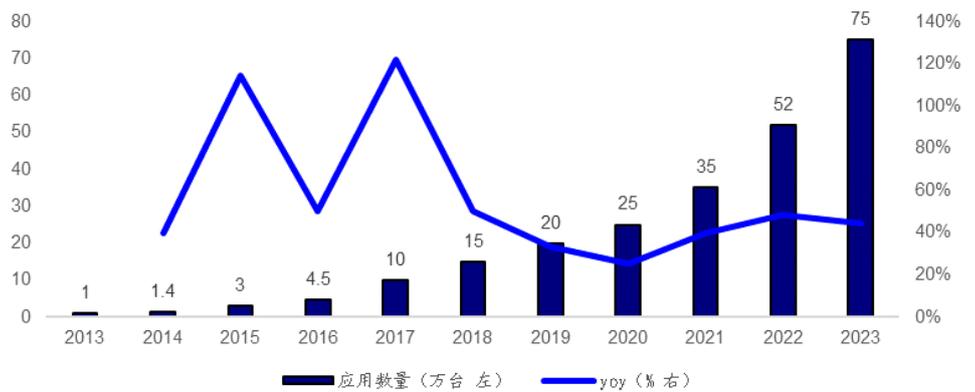
目前工业机械臂市场规模稳步增长，国产品牌份额提升。根据中国报告大厅发布的文章表示，2022 年中国机械臂市场规模接近 178.3 亿元，同比增长 6.26%。到 2023 年，市场规模增至 186.4 亿元，预计 2024 年将达 193.4 亿元，2025 年将超过 200 亿元。2022 年，国内品牌工业机械臂市场份额显著提升，达到 71.2 亿元。到 2023 年，国产工业机器人市场份额为 52.45%，首次超过外资品牌，显示出国产品牌市场竞争力的增强。

3.2 轮式/履带式机器人：高机动性适应复杂道路环境

移动机器人适应复杂多样的应用场景。轮式机器人因其高效机动性，广泛应用于物流、仓储和安全检查。其优点包括结构简单、成本较低、高效及在平坦表面快速移动的能力，但在不平坦地形中表现有限。与此不同，履带式机器人在复杂地形中表现出色，适合农业、建筑和军事领域，但能效较低且在平坦表面上移动较慢。两种机器人各有优劣，适用于不同环境和任务。

在物流领域，亚马逊的 Kiva 机器人较为成熟。自 2012 年收购 KIVA 以来，亚马逊探索各类机器人及智能化技术在仓储物流领域的应用，截至目前，亚马逊内部使用的机器人数量已超 75 万，是全球最大的机器人使用主体之一。

图18 2013年-2023年亚马逊机器人应用数量



资料来源：中国移动机器人 (AGV/AMR) 产业联盟援引新战略咨询，HTI

KIVA 机器人能够提升仓库拣货效率。Kiva 开发了一套系统，包括可移动货架、二维码地板网格、智能包装站、橙色机器人和强大的软件系统。我们认为，Kiva 彻底改变了仓库内部的物流方式。创新想法是让货架移动到工人面前，而非让工人走到货架前。这一系统大幅提高了配送中心的效率，减少了人工错误和操作成本。

图19 KIVA 机器人构造



老版本 KIVA 机器人

图1 托举铸件背面、铸件局部



图2 前壳内部红外传感器组、后壳顶部视图



图3 KIVA 注塑罩壳



图4 管式碰撞传感器、红外传感器



资料来源：CSDN, HTI

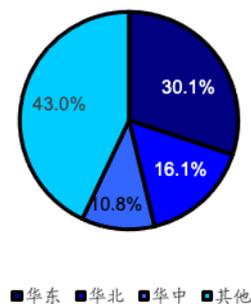
Kiva 机器人通过精巧的设计提升了仓库自动化的安全性和效率，同时优化了制造成本和操作可靠性。Kiva 部署的仓库地面上每隔大约 1 米就有一个二维码，Kiva 就根据这些标记进行定位和误差补偿。它的每一个动作都来自于云端的指令。在它到达目标货架底部后，其使用一个滚珠丝杠升降梯结构，通过原地旋转来升高自己，将货架顶起约 10 厘米。从外面看，Kiva 机器人外壳的每一侧都有红外传感阵列，以及气动保险杠，用于检测和缓冲碰撞。外壳上还有充电接口和一系列状态指示灯。每一台 Kiva 机器人有三个独立的自由度：两个驱动轮，加上一个用于起重的旋转电机。起重电机转动时，两个驱动轮反方向旋转，结果是托盘相对于地面没有旋转，只在滚珠丝杠的作用下升高。相比于传统的大负载直线驱动方案比如液压、剪式升降台，Kiva 的这种利用轮子的结构显然更加简单可靠。

图20 2018 年-2022 年中国移动机器人市场规模



资料来源：观研报告网搜狐号, HTI

图21 2022 年中国移动机器人市场规模分布情况



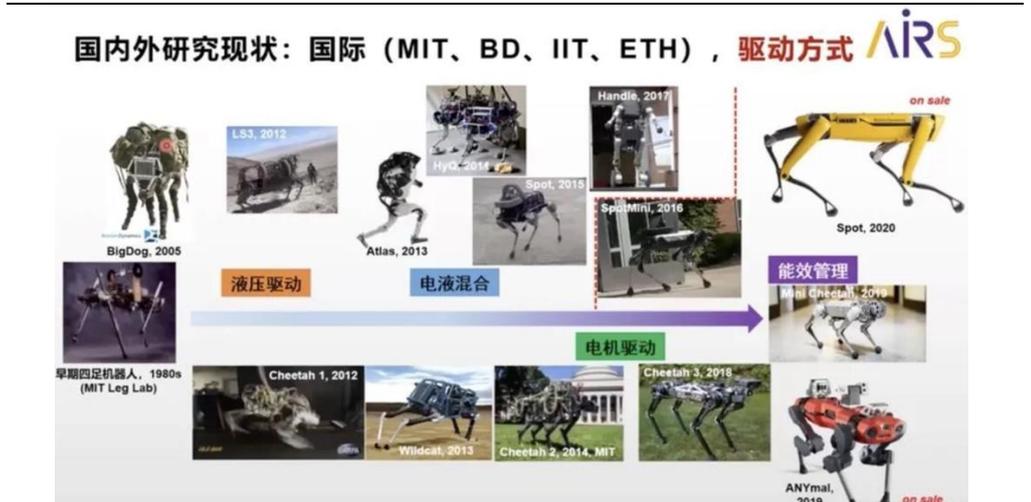
资料来源：观研报告网搜狐号, HTI

受益于制造业自动化、服务业升级以及技术创新，我国移动机器人市场一直处于迅速发展阶段。2021-2022年，国外深陷疫情泥潭时，我国疫情得到有效防控，企业复工复产已成常态化，因此国内机器人成为众多海外市场的选择；根据搜狐援引观研天下的文章中指出，预计随着随着机器人技术的快速发展、应用场景的多样化，未来我国移动机器人行业将有千亿级别空间。搜狐援引观研天下的数据显示，2018-2022年我国移动机器人市场规模从34.96亿元扩大到96.73亿元。目前我国移动机器人行业主要集中在华东地区，占比达到了30.11%；其次为华北地区，其市场规模占比为16.14%。

3.3 四足机器人：龙头制造商占据大量市场份额

四足机器人以其稳定性和适应性而广泛应用于复杂地形的探索、救援任务和军事行动。它们的设计灵感来源于四足动物，通过多关节设计实现生物运动的模拟，并能够自动调整姿态，以适应不断变化的地形。传感系统如激光雷达和摄像头则为机器人提供环境感知，使其能够自主导航和避障。当前，几种四足机器人被广泛使用，包括Unitree Robotics的Unitree A1和Go1、Boston Dynamics的Spot以及ANYbotics的ANYmal C。Unitree A1和Go1因成本效益和灵活性广受欢迎，具有强大的机动性和智能避障能力。Boston Dynamics的Spot则以其出色的稳定性、负载能力和操作灵活性著称，适用于工业检查和救援任务。尽管四足机器人技术先进，但其高昂的制造成本和电池续航限制了其在某些领域的广泛应用。

图22 四足机器人发展路线



资料来源：AIRS, HTI

例如AIRS团队的麒麟机器人，团队引入仿生设计思路来优化设计四足机器人整体结构。基于对中型犬解剖骨骼结构的仔细研究，合理设计每个部位的尺寸。机器人整体结构具备较高负载能力，同时大大提升了越障性能。团队结合复杂地形感知技术，提出了一种能够让四足机器人在通过崎岖3D地形时实现高能效的运动。

根据AIRS援引QYR（恒州博智）的统计及预测，2023年全球腿式机器人市场销售额为6.02亿美元，预计2030年将达到15.11亿美元，CAGR为14.3%（2024-2030）。全球主要的腿式机器人（Legged Robot）生产商包括索尼、优必选、蔚蓝智能科技和乐聚机器人，市场占比超过68%。其中，索尼以约28%的市场份额领先。亚太地区是最大的市场，占比约57%；其次是北美和欧洲，分别约占比24%和12%。从产品类型来看，四足机器人占市场份额最大，约56%。在产品应用方面，最大的应用领域是教育和娱乐，其次是科学研究。

3.4 人形机器人：未来拥有强大潜力，技术仍需探索

人形机器人因其类人形态在服务业、医疗保健和协作环境中越来越普及。它们模仿人类的动作和行为，提供个性化服务，特别是在医疗手术和精密制造等需要复杂操作的领域。人形机器人的灵巧手设计拥有多个自由度和高精度传感器，使其具备出色的抓握和操纵能力。例如，Boston Dynamics 的 Atlas 以其卓越的机动性和稳定性闻名，能够执行复杂动态动作。AIST 的 HRP 系列在研究和工业应用中表现出色，具有高稳定性和灵活性，适合复杂环境下与人类协作任务。Honda 的 ASIMO 能够行走、跑步、爬楼梯，还能识别面部和手势，适用于接待和导游服务。Softbank Robotics 的 Pepper 是一种小型社交机器人，能够识别情绪并进行自然语言交流，广泛应用于客户服务和教育环境。尽管人形机器人在复杂环境中的稳定性和可靠性方面仍面临挑战，但通过引入电机驱动系统和整合大语言模型（LLMs），人形机器人有望在制造业、医疗保健和服务行业中填补劳动力缺口，提高效率和安全性。

图23 人形机器人产业各大关联厂商



IDC

资料来源：IDC, HTI

各大厂商合作打造具身智能，本体集成仍存在技术瓶颈。AI 软件相关厂商通过提供 AI 算力、大模型和算法软件，推动人形机器人实现视觉分析、语义理解、任务分解和动作规划等功能；核心零部件厂商则提供各类传感器、电机、减速器等硬件设备，构建机器人所需的感知、控制、动力和运动模块；机器人本体厂商负责将这些硬件和软件整合，打造完整的人形机器人产品。然而，人形机器人商用化进程仍面临技术瓶颈，特别是在本体集成、运动控制、感知系统和智能分析等关键技术方面，需要进一步突破才能实现自主导航和任务执行。

图24 人形机器人应用展望

商用服务	特种应用	工业制造	家用服务
需求：人机互动、咨询、引导、娱乐、教育科研等	需求：在危险或恶劣环境下执行任务，如搜救、排爆、灾难响应等	需求：高度人机协作，在生产制造环节提供小负载、多功能的灵活切换	需求：适应复杂空间环境、灵活控制、多功能人机互动
场景：银行、商场、机场、酒店等公共场所	场景：火灾现场、地震灾区、化学泄漏区域……	场景：装配、检测、维护等结构化生产环节先行	场景：医疗康养、家政服务、陪伴护理……
技术：AI视觉分析和语音交互、移动导航、多语言支持……	技术：AI分析、协调控制、高强度材料、智能感知……	技术：AI分析、协调控制、智能感知与决策、行业积累……	技术：AI分析、灵活操控、智能感知决策、情感分析……
近期（1-3年）	中期（3-5年）	中期（3-5年）	远期（5年以上）

技术持续突破 成本持续下降

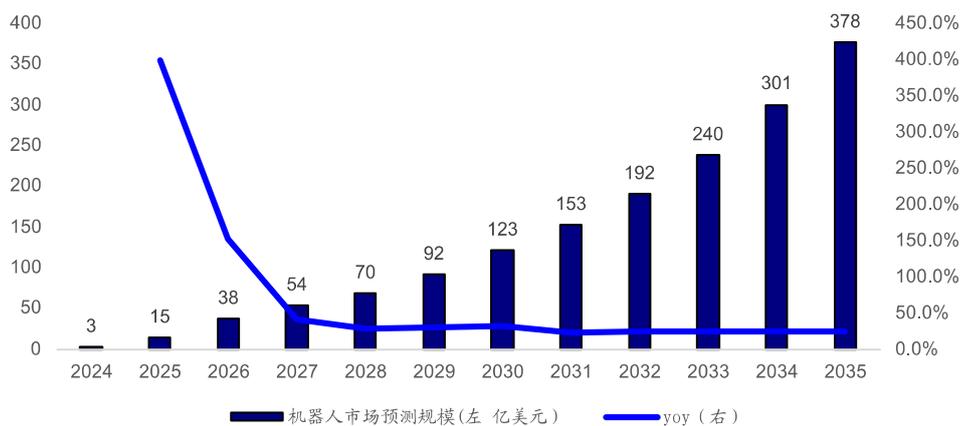
IDC

资料来源：IDC, HTI

人形机器人的市场普及需要产品价格的逐步下降。目前相较于商用服务机器人和工业机器人，人形机器人的价格仍然高达数十万至百万级，这限制了用户的采纳意愿。然而，随着技术突破、产业链发展和应用规模扩大，价格有望持续下探，从而提高用户的购买意愿。产品的核心优势在于其场景通用性，特别适用于复杂、多变的环境和需要高度人机协同的任务。为了实现这一目标，软硬件的解耦设计至关重要，即在坚实的硬件基础上，根据不同需求动态加载各领域的大型模型。

人形机器人的商业化进程需要循序渐进。首先在商用服务领域，如酒店、商场等场所提供智能交互服务。随着技术迭代，机器人将逐步进入灾害救援和极限环境作业等特殊应用领域。在工业制造中，人形机器人会率先在精密装配和物料搬运等环节实现自动化作业。最终，随着技术和市场的成熟，人形机器人将进入家庭市场，承担陪伴、教育和家务等多种角色，满足家庭日常生活需求。

图25 2024-2035 年人形机器人市场规模预测



资料来源：高盛，HTI

人形机器人行业的快速发展受到政策支持、技术进步和成本控制等多方面因素的推动。未来三年，人形机器人产业的年增长率预计将维持在40%以上。政策方面，北京亦庄将出台人形机器人三年行动计划，进一步打造国内领先的机器人技术创新策源地、高端制造集聚地、集成应用新高地和产业生态示范地。同时，上海举办的2024中国人形机器人开发者大会，围绕人形机器人创新中心建设、核心技术壁垒突破、产业链成本降低、应用落地场景、投资赛道方向等议题展开。根据证券时报援引赛迪顾问发布的《2024中国人形机器人产业生态发展研究》显示，2023年人形机器人产业进入爆发期，预计到2026年中国人形机器人产业规模将突破200亿元，未来功能型整机将逐步占据主流，发展潜力巨大。

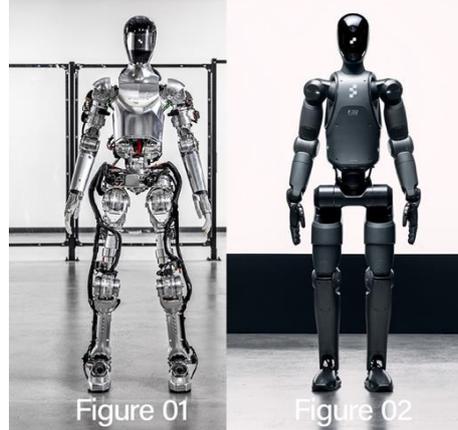
4. 潜在标的：美国商业化更为成熟，中国仍需探索

4.1 Figure AI：获巨头投资，技术不断成熟

Figure.AI 专注于人形机器人领域，并与汽车厂商合作。公司成立于2022年，专注于设计和制造自主人形机器人。其旗舰产品 Figure01 是全球首款商业化的自主人形机器人，主要应用于制造、物流、仓储和零售行业。Figure.AI 的团队由经验丰富的机器人专家组成，致力于推动人工通用智能（AGI）的研究，并在机器人性能和稳定性方面进行深入研究。公司近期与 BMW 签署了合作协议，将其机器人技术引入汽车生产领域。

Figure02 搭载语言模型，距离具身智能更进一步。2024年8月公司推出新 Figure02 机器人，相比 Figure01 更加紧凑，电源和计算设备的布线被巧妙隐藏，提升了美观性和耐用性。其手部设计是亮点，配备了具有“16个自由度”的机械手，和人手尺寸相当，上面还配有传感器。这种设计使得机器人能够处理人类需要完成的任务，并且可以提起重达20公斤的物体。其手部的改进为实现与人类相当的力量和灵巧度铺平了道路。机器人还配有6个RGB摄像头，帮助其通过视觉语言模型进行语义理解和常识推理。

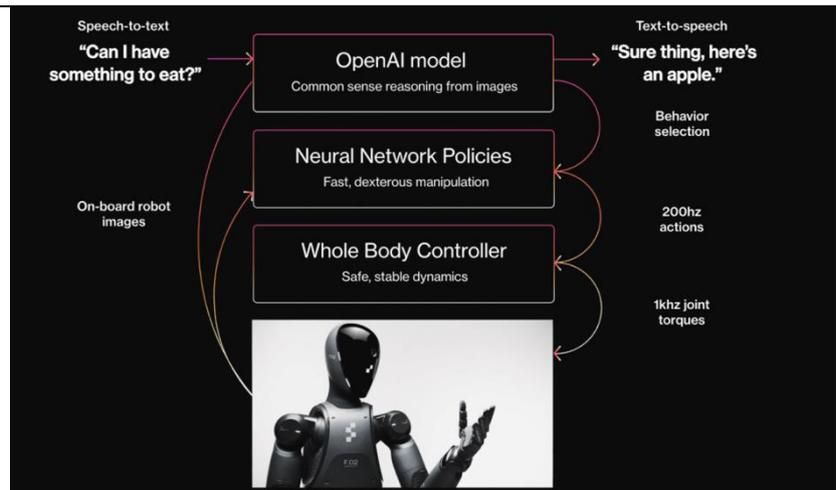
图26 Figure AI 第一代与第二代机器人



资料来源：新浪科技，DeepTech 深科技援引 Figure AI，HTI

Figure02 能够进行语音识别，续航能力显著增强。用户可以通过语音指令给 Figure 02 机器人下达任务，机器人会结合语音命令和摄像头数据来理解并执行相应的行动。相比 Figure01，Figure02 的计算和 AI 推理能力提高了 3 倍，任务执行速度更快。它配备了一个 2.25 千瓦时的电池组，比上一代多 50% 的电力，运行时间为 5 小时，目标是延长到每天工作 20 小时。

图27 语音模块的工作模式解析



资料来源：新浪科技，DeepTech 深科技援引 Figure AI，HTI

人形机器人在工厂和仓库环境中具有广阔的应用前景，Figure 02 可以有效面对劳动力短缺的问题。除了工业应用，Figure 公司暗示其机器人未来可能进入家庭领域。Figure AI 并非唯一玩家，其他公司如 1X Robotics、特斯拉等也在这一领域竞争，许多公司还使用英伟达的多模态 AI“Project GROOT”来驱动机器人功能。值得注意的是，Figure AI 与 OpenAI 建立了合作伙伴关系，并获得了微软、亚马逊等科技巨头的投资，助力其机器人开发和语音交互能力的提升。

风险提示：人形机器人发展不及预期；EAI 发展不及预期；具身智能下游需求不足。

4.2 特斯拉 Optimus：优先赋能特斯拉工厂

在 2024 世界人工智能大会（WAIC 2024）上，特斯拉展示其最新 Optimus 人形机器人进展。这表明人形机器人产业化的进度可能超预期。Optimus 人形机器人现已具备在工厂内执行任务的能力，并在多项技术上取得了显著提升，预计到 2025 年将有超过 1000 个 Optimus 机器人在特斯拉工厂内工作。特斯拉的持续创新和技术投入将推动智能制造和自动驾驶领域的发展，并为全球市场带来新的变革。

图28 特斯拉 Optimus 自主工作



资料来源：锦囊专家，36 氪援引特斯拉官方视频，HTI

当前 Optimus 已更新至第二代，身高 1.7 米、体重 56 公斤，最高行走速度达到 5 英里/小时，搭载了特斯拉自主设计和制造的执行器和传感器驱动。2024 年 5 月，Optimus 二代走进特斯拉工厂实训，已经可以进行分拣电池、行走等任务。根据 36 氪援引特斯拉官方介绍，Optimus 基于其自身的视觉神经网络和 FSD(完全自动驾驶)芯片，能够将电动车电池单元进行分装，精准放到卡槽中。

根据第一财经报道，马斯克预测，明年特斯拉将有超过 1000 台，乃至数千台在运行的 Optimus 机器人。目前已有两台在弗里蒙特工厂工作。虽然 Optimus 仍处于早期阶段，但其未来潜力巨大，马斯克预计人形机器人数量将超过人类，并在工业领域发挥主力作用，目标年产 10 亿台。特斯拉计划将 Optimus 的成本控制在 1 万美元，以 2 万美元出售。人形机器人商业化元年已至，特斯拉及多家公司正在探索汽车工业作为落地场景，推动产业化进程。

风险提示：人形机器人发展不及预期；EAI 发展不及预期；具身智能下游需求不足。

4.3 宇树科技：技术领先，覆盖场景多元

杭州宇树科技是一家世界知名的民用机器人公司，专注于消费级、行业级高性能通用足式/人形机器人及灵巧机械臂的自主研发、生产和销售。在机器人核心零部件、运动控制、机器人感知等综合领域具有卓越的领先性。宇树高度重视自主研发和科技创新，全自研电机、减速器、控制器、激光雷达等机器人关键核心零部件和高性能感知及运动控制算法，整合机器人全产业链，在足式机器人领域达到全球技术领先。目前累计申请国内外专利 180 余项，授权专利 150 余项。

图29 宇树科技产品一览



资料来源：宇树科技官网，HTI

商业模式上，新的人形机器人产品主要面向高校、研究所、科技公司和工业落地，作为机器人开发平台研究或落地使用。四足机器人产品目前正在向 to C 和 to B 方向齐头并进，to C 定位个人以及家庭服务场景；to B 在特定的消防、巡检、军警等领域执行任务。

图30 CES2024 宇树科技产品展示



资料来源：凤凰网援引公司官网图片，HTI

产品针对多样客户群体，覆盖大量行业。在 C 端领域，Go 部分型号产品就是消费级产品。其中，宇树 2023 年发布的 Unitree Go2 四足机器人适用于外出陪跑、散步等场景，支持实时视频图传和雷达高度图显示功能，奔跑速度可以和最顶级的马拉松选手不相上下，还搭载了公司最新的 AI 交互技术，引入了大语言模型能力。该产品售价仅 9997 元起。B 端例如更大体型的 B2 则是一款工业级机器狗产品，极限负重 100kg，持续作业负重 40kg 以上，可以应用于农业、工业、安防巡检、勘测探索、公共救援等行业级场景。

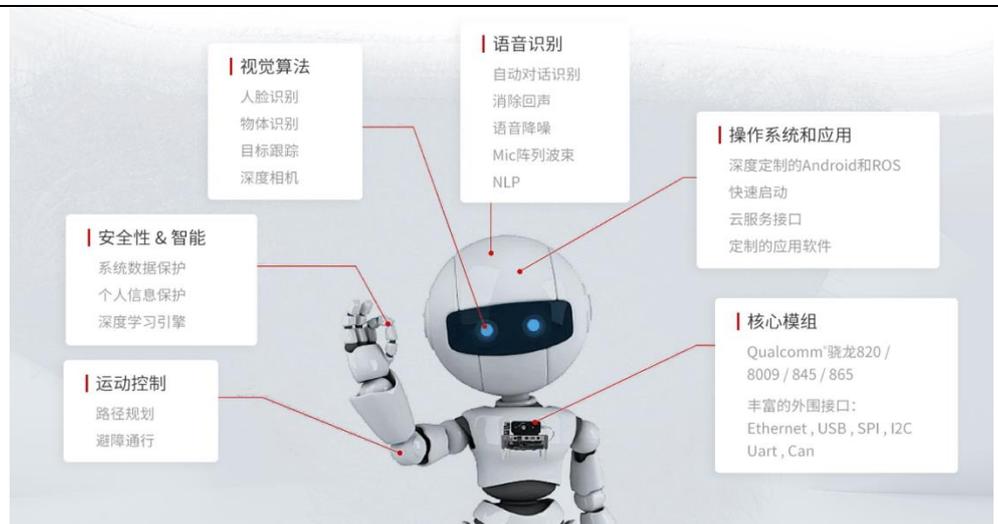
宇树科技四足机器人销量领先，核心零部件自研能力强。根据 36 氪对宇树科技创始人王兴兴的采访，2024 年宇树科技的四足机器人产品占全球出货量的 60% 以上，处于全球历年销量领先的位置。在智能机器人赛道，宇树科技的核心竞争力在于全栈自研技术积累的先发优势——公司不仅自研了高能量密度关节电机、减速器、3D 激光雷达等机器人核心零部件；以及传统机器人领域的感知和运动控制算法；同时还在开发机器人 AI 世界模型。

风险提示：EAI 发展不及预期；具身智能下游需求不足。

4.4 中科创达：布局端侧智能+机器人

中科创达将基于 Arm 技术赋能下一代多模态智能机器人。2024 年 8 月 27 日，在 exlexcon2024 深圳国际电子展的第六届中国嵌入式技术大会上，中科创达受邀与 Arm 联合进行了一场主题为《如何通过先进的大语言模型解锁下一代多模态智能机器人》的精彩演讲。会中，中科创达明确表达了中科创达将凭借 Arm 处理器与其操作系统技术的协作，助力具身智能与机器人实现创新突破。

图31 中科创达机器人产品



资料来源：中科创达官网-集团介绍页面，HTI

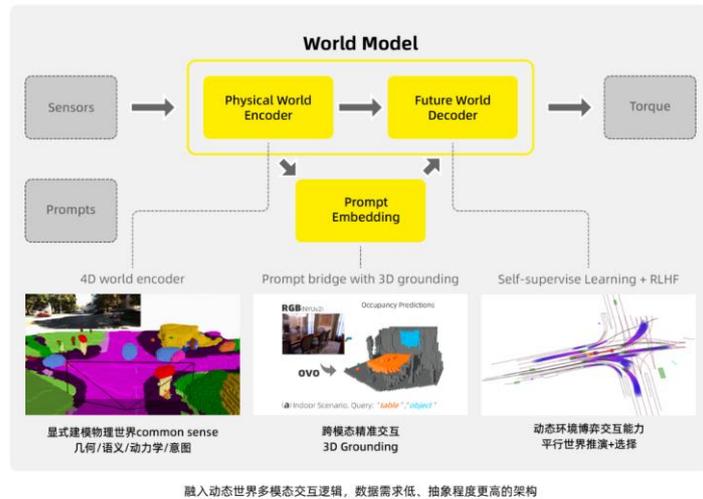
中科创达通过核心技术实现机器人不同场景中的智能化。公司可以提供核心技术和生态合作广泛地赋能机器人产业发展。从基于基础类半导体模块，提供平台工具软件、平台层、算法和应用的集成，到构建边缘计算成为一个共通的计算平台，推动操作系统走向平台化，从而支撑算法的可扩展、可扩充和之后的可延展的维护，进而迭代开发工具和环境去支撑应用厂商更快产品和更低成本。未来是各种各样的机器人存在的世界。本质上是随着智能化和信息化的分离，信息化是以人和人交互为中心，智能化则是通过机器感知周边的世界和环境，关键是传感器及其运动能力、操作能力进行连接，而形成所谓的机器人时代。公司的端侧智能+机器人的布局，进一步为机器人产业的变革注入了更多活力与可想空间。

风险提示：EAI 发展不及预期；具身智能下游需求不足。

4.5 有鹿机器人：引入“通用智能大脑”概念

根据中自数字移动传媒报道，2024 年 5 月从事具身智能技术和产品研发的有鹿机器人正式签订一笔超千万元的具身智能通用大脑 Master2000 的订单。订单来自中国头部清洁设备制造商，采购大脑用于对现有全系列产品进行智能化升级。有鹿机器人也正式实现了具身智能从实验室走向商业化的阶段。公司同步披露了创新工场、元璟资本、百度风投等超 1 亿元融资的信息。

图32 有鹿机器人具身智能大模型



资料来源：中国数字移动传媒，HTI

2023年，有鹿机器人联合阿里云通义千问发布了具身智能大模型 LPLM-10B，该模型创新性地融合了语言大模型与物理世界，克服了传统具身模型的延迟高、准确率低、泛化能力差等问题。LPLM-10B 的优势在于其通用性，能够在跨模态、跨场景、跨行业的数据中提取共性信息，适用于各类型机器人。2024年3月，有鹿机器人推出了基于 LPLM-10B 的通用具身大脑产品 Master 2000，帮助客户解决智能化升级中的投入产出比低的问题。该产品在短时间内实现了超千万的订单并开始量产交付。与大多数大模型公司面临的商业化挑战相比，Master 2000 的成功验证了软硬件结合产品在商业化中的优势，为大模型的商业应用提供了新的战略意义。

图33 有鹿机器人打造“通用大脑”概念



资料来源：中国数字移动传媒，HTI

有鹿机器人创始人陈俊波博士表示，中国拥有世界领先的制造能力，在具身智能时代，预计中国制造的产品即将爆发式迎来机器人形态，如轮式机器人形态的叉车、物流车、清洁车、割草机、充电车等，复合式机器人形态的挖掘机、装载机、吊车等，以及中国大力发展的新型人型机器人。这些机器人产品形态的总体市场规模预计将在万亿级以上。有鹿机器人的使命就是打造一个可以赋能不同制造企业的通用机器人脑，适配于专业设备，帮助成熟的制造企业进行产品的具身智能模态升级。

风险提示：EAI 发展不及预期；具身智能下游需求不足。

4.6 科大讯飞：讯飞超脑计划，让机器人走向通才

科大讯飞打造全球领先的智能交互机器人开放创新平台，为机器人产业提供通用化的智能应用服务，大幅降低行业技术研发和使用门槛。机器人开放平台旨在赋能机器人硬件，快速接入 AI 能力，并提供可视化开发机器人业务以及项目管控和运营监测能力。实现可复用化、服务统一化、流程角色优化、运营监控化和资源管控化，使平台成为一个强大的机器人能力支持中心。最终依托机器人开放平台，赋能于机器人产业公司，建立机器人合作生态，推动机器人产业持续健康快速的发展。

图34 科大讯飞机器人平台架构

业务应用前台	酒店	餐厅	展厅	政务	商超	工业	更多
AI中台	AI能力服务	语音能力 语音识别 语音合成 声纹识别 语种识别 语音预处理 原声比对		图像能力 人脸识别 OCR识别 视频结构化 证件识别 相似图识别 工业视觉		语义认知 机器翻译 意图识别 关键词抽取 自动编目 问题相似度 语义解析	
	平台服务	深度学习平台 整合标注工具、开源框架、数据集、 预训练模型等，提供一站式深度学习 研发实验环境		运营监控平台 运营管理后台 运营分析报告 数据运营服务 人工后台服务 自助分析 性能监控 监控预警 状态反馈		管理平台 角色权限管理 服务资源管理 多租户管理 知识库管理 会话管理 技能管理 可视化流程引擎 配置中心	
数据中台	数据采集	数据处理	数据分析	数据管理	数据安全	数据服务	更多

资料来源：科大讯飞机器人平台官网，HTI

科大讯飞机器人业务应用广泛，覆盖多个垂直领域。业务应用前台包括酒店、餐厅、展厅、政务、商超、工业等多个行业，展示了 AI 解决方案在不同行业的应用场景。AI 中台由 AI 能力服务和平台服务两部分组成。AI 能力服务包括语音能力（如语音识别、语音合成、声纹识别）和图像能力（如人脸识别、OCR 识别、工业检测）。平台服务则包括深度学习平台、运营监控平台和管理平台。深度学习平台提供整体的 AI 开发工具，运营监控平台涵盖数据监控、AI 运维服务等，而管理平台则负责角色权限、数据管理等功能。数据中台则为这些服务提供支持，涵盖数据采集、数据处理、数据分析等内容。

图35 科大讯飞超脑计划 2030



资料来源：中国科技网，HTI

科大讯飞机器人首席科学家季超博士分享了团队结合具身大模型打通基于模型优化和基于数据驱动的运动控制路线齐头并进的技术路线，深度解析了大模型给具身智能通用机器人带来的提升空间和产业化落地瓶颈及挑战，并提出了场景导向、产业链合作、突破卡脖子问题和交叉学科人才培养四方面建议，推动具身通用机器人产业化快速发展。

科大讯飞依托超脑 2030 计划旨在让懂知识、善学习、能进化的 AI 机器人进入千家万户，大模型底层能力的突破，给机器人带来了巨大的提升空间。作为人工智能的重要分支，具身智能正逐步从理论走向实践，从“实验室”走向“应用场”。随着具身智能技术的不断突破和应用，未来的机器人将会更加智能，更加接近人类的感知、思考和行动能力，真正实现从“专才”走向“通才”，在各个领域发挥更大的作用。

风险提示：大模型发展不及预期；具身智能下游需求不足。

4.7 海康威视：视觉与移动机器人提供商

海康机器人是面向全球的机器视觉和移动机器人产品及解决方案提供商，业务聚焦于工业物联网、智慧物流和智能制造，构建开放合作生态，为工业和物流领域用户提供服务，以创新技术持续推动智能化，引领智能制造进程。

图36 海康威视移动机器人产品一览



资料来源：海康威视官网-产品系列，HTI

产品随着基于 AMR、iWMS-1000 和 RCS-2000 等智能设备和系统为核心的解决方案落地实施，持续推动内物流智慧化变革。通过全方位的智能算法驱动、智能设备联动、智能系统应用，实现内物流运营的集约化、可视化和智慧化，持续为客户创造价值。

风险提示：EAI 发展不及预期；具身智能下游需求不足。

4.8 比亚迪电子：AMR 提供物流解决方案

公司基于英伟达 Isaac 机器人开发平台打造自主移动机器人。公司为保障工人安全、优化运输流程、节省生产成本，且为其他各界客户提升生产智能化，比亚迪电子自主开发全系自主移动机器人（AMR），为工厂提供全面物流解决方案。比亚迪电子开发高阶 AMR 过程中，NVIDIA 基于 NVIDIA Isaac 和 Jetson 平台给予了技术支持，帮助客户加速物流应用的部署。

图37 比亚迪电子 AMR 机器人



资料来源：比亚迪电子官网-产品与服务，HTI

比亚迪电子的 AMR 采用了 NVIDIA Jetson Orin 高性能人工智能系统级模块，结合了激光雷达和视觉感知模块。利用激光雷达、IMU、轮速计等多传感器融合技术，AMR 能够在室内大面积且复杂动态环境中进行实时高精度建图和定位。此外，其自有调度系统能够对多种类型的 AMR 进行实时集群调度，同时通过实时回环检测自动更新局部子地图，以适应室内动态多变的环境。为了提高环境适应能力和安全性，比亚迪电子的 AMR 还应用了人工智能自动驾驶技术。

风险提示：EAI 发展不及预期；具身智能下游需求不足。

5. 投资建议

我们认为具身智能（EAI）是推动通用人工智能（AGI）发展的关键技术，具有广阔的应用前景。其技术涵盖计算机视觉、自然语言处理和机器人技术，尤其在具身感知和交互方面表现突出。基于多模态大模型和世界模型的具身智能体，不仅能够理解并适应复杂的物理和虚拟环境，还能在动态场景中与人类自然互动，执行复杂任务。根据证券时报援引赛迪顾问发布的《2024 中国人形机器人产业生态发展研究》显示，全球具身智能市场将在未来几年持续增长，尤其是在工业自动化和服务机器人领域。此外，随着智能制造和人形机器人技术的快速发展，预计到 2026 年，中国人形机器人市场规模将突破 200 亿元。各地政策的积极推动，如上海和北京的智能机器人发展计划，将进一步加速具身智能的技术进步和市场应用。

6. 风险提示

1. 大模型发展不及预期；2. AI 智能体发展不及预期；3. 智能体下游需求不足。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

EAI introduces a new concept, with policies driving technological advancement. Embodied AI (EAI), proposed by Alan Turing in 1950, uses the 'Embodied Turing Test' to assess an agent's ability to handle physical world complexities. Unlike non-physical AI, embodied agents combine multimodal large models (MLMs) and world models (WMs) for perception, interaction, and planning, adapting to virtual and physical environments. Policies in Shanghai and Beijing aim to advance intelligent robotics and manufacturing, with Shanghai targeting industry benchmarks by 2025. The USA leads in robotic industrial applications, while China is still exploring. Training embodied AI involves simulation, perception, and interaction. Simulators provide realistic virtual environments for algorithm development, reducing costs and enhancing safety. Embodied perception enables understanding of visual reasoning and space, using technologies like vSLAM and 3D vision. Embodied interaction focuses on agents' ability to interact with environments and humans, with tasks like Embodied Question Answering (EQA). Diverse embodied AI products cover a broad market: 1) Fixed robots excel in precision and stability for lab automation, education, and manufacturing. 2) Wheeled robots perform well in logistics and security, while tracked robots suit agriculture and military. 3) Quadruped robots are used in terrain exploration and rescue. 4) Humanoid robots are popular in services and healthcare. Each type has unique advantages and faces technical challenges. Investment advice: EAI is key to advancing AGI, with broad applications in computer vision, NLP, and robotics. Embodied agents excel in perception and interaction, understanding complex environments and interacting naturally with humans. According to CCID Consulting, the global embodied AI market will grow, especially in industrial automation and service robots. China's humanoid robot market is expected to exceed RMB 20 billion by 2026, driven by policies in Shanghai and Beijing. Focus on AI computing power, models, and applications. Computing power: NVIDIA Corporation, Cambricon Technologies Corporation Limited, Hygon Information Technology Co., Ltd., Jingjia Microelectronics, Loongson Technology Corporation Limited, Inspur Electronic Information Industry, Dawning Information Industry, Digital China, Isofstone Information Technology, China Greatwall Technology Group. Models: Iflytek, Zhejiang Supcon Technology, Hangzhou Hikvision Digital Technology, Zhejiang Dahua Technology, Sense Time Group. Applications: Microsoft, Beijing Kingsoft Office Software, Guangzhou Sie Consulting, Shanghai Baosight Software, Wondershare Technology, ArcSoft Corporation, Shanghai Newtouch Software, Xgd Inc, Thunder Software Technology, Shanghai Suochen Information Technology Co.,Ltd., BYD Electronic International.

Risk Warning: 1. Foundation models development weaker than expected; 2. EAI development weaker than expected; 3. Insufficient downstream demand for embodied AI.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，杨林，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Lin Yang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，吴靛霖，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Louis Ng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，宋亮，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Liang Song, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

0020.HK 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

0020.HK is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

海通在过去 12 个月中获得对 0020.HK 提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 0020.HK.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行)：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

评级分布 Rating Distribution

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

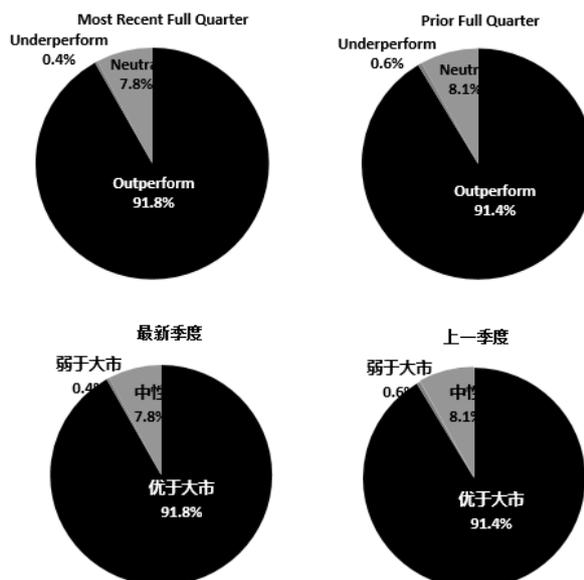
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

Ratings Distribution



截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行，该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发

行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研

究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务

顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题, 本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构 (根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)) 第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
