

评级：增持（维持）

分析师：孙行臻

执业证书编号：S0740524030002

Email: sunxz@zts.com.cn

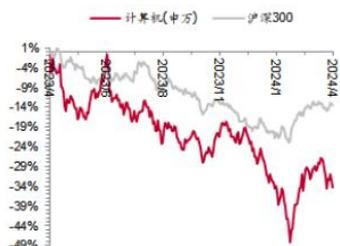
投资要点

- **法规：加速完善，开放准入+推动路测+行业规范。**1) 准入资质逐步开放：2024 年 6 月北京市发布《北京市自动驾驶汽车条例（征求意见稿）》，拟支持自动驾驶汽车跑网约车；且四部门联合批准 9 家车企准入开展 L3 上路通行。2) 积极推动路测及商业化运营试点：2023 年 11 月《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点的通知》发布，开启智能驾驶汽车准入试点和上路通行试点，自动驾驶汽车商业化加速落地。3) 商业化运营落地：2023 年 12 月《自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）》规范了 Robotaxi 商业化运营，明确商业化运营试点行业标准。
- **技术：Robotaxi 进入商业化 1.0 阶段，中美领跑全球。**Robotaxi 采取“金三角”的合作模式，技术+整车+平台三方通力合作，商业化进程到达关键节点，正处于从技术测试转向商业化服务的关键节点。中美商业化领跑进入 1.0 阶段，这一阶段最核心的要素为政策监管和技术支撑，L4 级别自动驾驶技术是关键，自动驾驶技术公司掌握 Robotaxi 合作主动权。
- **降本：量产+无安全员带来显著成本优势，盈利可期。**成本问题制约商业化推进速度，2025-2027 年将是自动驾驶的拐点，有望找到自动驾驶与人力驾驶的经济平衡点。技术升级驱动整车制造成本优化，安全员由车上转为远程，安全运营成本减幅显著，成本边际远期向好，UE 翻正可期，Robotaxi 商业模式跑通倒计时。
- **进展：萝卜快跑初探商业路径，特斯拉 CyberCab 即将揭晓。**1) 国内进展：萝卜快跑预计于 2024 年内在武汉完成千台无人车的部署，武汉市订单量爆发，全无人单日单车峰值超 20 单，全国维度有 11 个城市开放载人测试运营服务，百度目标为 24 年底在武汉实现收支平衡，25 年进入 UE 翻正。2) 海外进展：马斯克于 2024 年 4 月 6 日宣布特斯拉自动驾驶出租车 Robotaxi 将于 8 月 8 日推出，命名为 CyberCab，允许车主随时将自有汽车变为出租车。
- **投资建议：政策端，智驾准入资质、基建支持、商业化运营规范逐步指引，并加速完善量产要求和行业规范，为智驾技术升级和商业化落地确立基调；技术端，特斯拉算法方案全面领跑全球，多家国内车厂加速靠拢，L2+级大规模落地进行时，算法、硬件、系统升级为更高阶智驾研发和投用确立方向；商业化进展端，技术+政策助推 Robotaxi 商业化进程，国内萝卜快跑率先验证商业模式，海外特斯拉也将落地推出，Robotaxi 模式跑通倒计时，高阶智驾相关环节标的有望受益。建议关注：德赛西威、中科创达、经纬恒润等。**
- **风险提示：汽车智能化渗透速度不及预期；供应链管理风险；乘用车价格战趋势超预期风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

基本状况

上市公司数	332
行业总市值(亿元)	28114.22
行业流通市值(亿元)	15521.50

行业-市场走势对比



相关报告

内容目录

1. 法规: 加速完善, 开放准入+推动路测+行业规范	- 4 -
2. 技术: Robotaxi 进入商业化 1.0 阶段, 中美领跑全球	- 5 -
3. 降本: 量产+无安全员带来显著成本优势, 盈利可期	- 8 -
4. 进展: 萝卜快跑初探商业路径, 特斯拉 CyberCab 即将揭晓	- 10 -
4.1 国内: 萝卜快跑加速先行, 武汉商业化路径初探索	- 10 -
4.2 海外: 特斯拉即将揭晓, 打造 Uber+Airbnb 结合体	- 12 -
建议关注	- 13 -
风险提示	- 13 -

图表目录

图表 1: 进入智能网联汽车准入和上路通行试点联合体基本信息.....	4
图表 2: 我国智能驾驶行业政策梳理.....	4
图表 3: 各国 Robotaxi 商业化进展动态.....	6
图表 4: Robotaxi “金三角”合作模式.....	6
图表 5: 中国 Robotaxi 商业化阶段与“五要素”成熟度现状.....	7
图表 6: 国内 Robotaxi 赛道部分玩家.....	7
图表 7: Robotaxi 将在 2026 年前后达到成本拐点.....	8
图表 8: Robotaxi 单车全生命周期运营总成本组成.....	8
图表 9: 无安全员 Robotaxi 成本优势显著.....	9
图表 10: 中国 Robotaxi 单车总成本下降路径示意图.....	10
图表 11: 萝卜快跑载人测试运营服务开放城市.....	11
图表 12: 小马智行实现北京大兴机场自动驾驶接驳.....	12
图表 13: 上海浦东与临港新片区智驾路测互联互通.....	12
图表 14: CyberCab 应用程序.....	12

1. 法规：加速完善，开放准入+推动路测+行业规范

Robotaxi 利好政策频发，准入资质逐步开放：

- **北京市拟支持自动驾驶汽车跑网约车：**2024年6月30日，北京市经济和信息化局发布了《北京市自动驾驶汽车条例（征求意见稿）》，提出注重路侧基础设施建设，明确支持自动驾驶汽车用于城市公共电汽车客运、出租汽车客运（网约车）、汽车租赁等城市出行服务。
- **批准 9 家车企准入开展 L3 上路通行：**2024年6月4日，工业和信息化部、公安部、住房城乡建设部、交通运输部四部门联合公布了《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》，确定首批进入 L3 试点的九家车企联合体，包括长安汽车、比亚迪、广汽乘用车、上汽集团、北汽蓝谷、一汽集团、蔚来汽车、上汽红岩、宇通客车。

图表 1：进入智能网联汽车准入和上路通行试点联合体基本信息

汽车生产企业	使用主体	车辆运行所在城市	产品类别
重庆长安汽车股份有限公司	重庆长安车联科技有限公司	重庆市	乘用车
比亚迪汽车工业有限公司	深圳市东湖出行科技有限公司	广东省深圳市	乘用车
广汽乘用车有限公司	广汽祺宸科技有限公司	广东省广州市	乘用车
上海汽车集团股份有限公司	上海赛可出行科技服务有限公司	上海市	乘用车
北汽蓝谷麦格纳汽车有限公司	北京出行汽车服务有限公司	北京市	乘用车
中国第一汽车集团有限公司	一汽出行科技有限公司	北京市	乘用车
上汽红岩汽车有限公司	上海友道智途科技有限公司	海南省儋州市	货车
宇通客车股份有限公司	郑州市公共交通集团有限公司	河南省郑州市	客车
蔚来汽车科技(安徽)有限公司	上海蔚来汽车有限公司	上海市	乘用车

来源：中国经济网，中泰证券研究所

积极推动路测及商业化运营试点。智驾商业化推行离不开政策的规范和支撑，相关政策鼓励扩大路测与试点范围。2023年11月，《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点的通知》的发布，正式启动智能驾驶汽车的准入和上路通行试点，加速自动驾驶汽车商业化落地。

图表 2：我国智能驾驶行业政策梳理

时间	政策法规名称	具体内容
2017年4月	《汽车产业中长期发展规划》	到2025年，汽车驾驶辅助、部分自动驾驶、有条件自动驾驶新车装配率达80%，其中，部分自动驾驶、有条件自动驾驶级新车装配率达25%。
2020年2月	《智能汽车创新发展战略》	到2025年，5G-V2X在部分城市、高速公路逐步开展应用；展望2035到2050年，中国标准智能汽车体系全面建成、更加完善。
2022年1月	《交通领域科技创新中长期发展规划纲要（2021-2035年）》	促进道路自动驾驶技术研发与应用，突破融合感知、车路信息交互、高精度时空服务、智能计算平台、感知—决策—控制功能在线进化等技术。

2022年8月	《深圳经济特区智能网联汽车管理条例》	提出发展智能网联汽车产业集群等20个战略性新兴产业集群；到2025年，智能网联汽车产业营业收入达2000亿元。
2023年3月	《智能汽车基础地图标准体系建设指南（2023版）》	到2025年，初步构建能支撑汽车驾驶自动化应用的智能汽车基础地图标准体系，先行制定急用先行的10项以上智能汽车基础地图重点标准。
2023年7月	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2023版）》	到2025年，形成能够支撑组合驾驶辅助和自动驾驶通用功能的智能网联汽车标准体系修订100项以上智能网联汽车相关标准。
2023年11月	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点的通知》	推动量产车型产品上路通行和推广应用，加快提升智能网联汽车产品技术水平，加速智能网联汽车产业化进程。
2024年1月	《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》	建立城市级服务管理平台，建设边缘云、区域云两级云控基础平台，向车辆提供融合感知、协同决策规划。探索高精度地图安全应用，构建地理信息安全防控技术体系。
2024年6月	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》	确定首批进入L3试点的九家车企联合体，包括长安汽车、比亚迪、广汽乘用车、上汽集团、北汽蓝谷、一汽集团、蔚来汽车、上汽红岩、宇通客车。
2024年6月	《北京市自动驾驶汽车条例（征求意见稿）》	提出注重路侧基础设施建设，明确支持自动驾驶汽车用于城市公共电汽车客运、出租汽车客运、汽车租赁等服务。

来源：中国政府网，中华人民共和国科学技术部，广东省人民政府网，中国经济网，北京市人民政府网，中泰证券研究所

Robotaxi 相关政策从准入资质、基建支持，逐步向量产要求和行业规范拓展。政策端，我国自动驾驶政策重心已由过去鼓励扩大路测与试点范围，转向支持车型量产和商业化运营落地，以推动高级别自动驾驶技术和创新商业模式加速成熟。

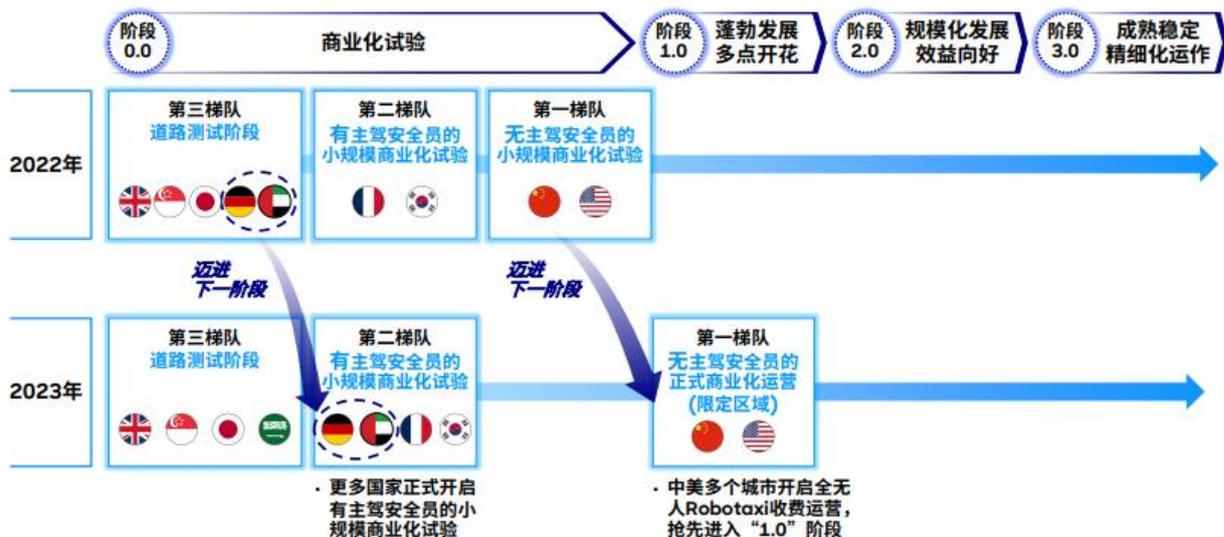
- **准入及量产：**2023年11月，四部委联合发布《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》正式对L3/L4级别自动驾驶车型的准入规范、使用主体、上路通行、暂停与退出、数据安全与网络安全等方面提出具体要求，智能汽车量产加速。
- **商业化运营规范标准：**2023年12月由交通部发布的《自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）》明确定义了使用高级别自动驾驶汽车在机动车可通行的各类道路上从事城市公共交通和出租汽车客运服务的行业规范，规范了Robotaxi商业化运营，明确商业化运营试点行业标准。

2. 技术：Robotaxi 进入商业化 1.0 阶段，中美领跑全球

当前 Robotaxi 的商业化进程到达关键节点，正处于从技术测试转向商业化服务的关键节点，中美商业化领跑进入 1.0 阶段。技术可靠性是商业化的基础，在此基础上监管层面同步完善运营监控，逐步开启小范围试点。目前，

行业正处于从技术测试转向商业化服务的关键节点，2023 年中美多个城市开启全无人 Robotaxi 收费运营。2023 年美国本土头部领先自动驾驶技术公司 Cruise 和 Waymo 相继获得旧金山全天候商业运营无人驾驶出租车的运营牌照，标志着完全开放的 Robotaxi 商业化正式开始在美国乃至全球首发落地。

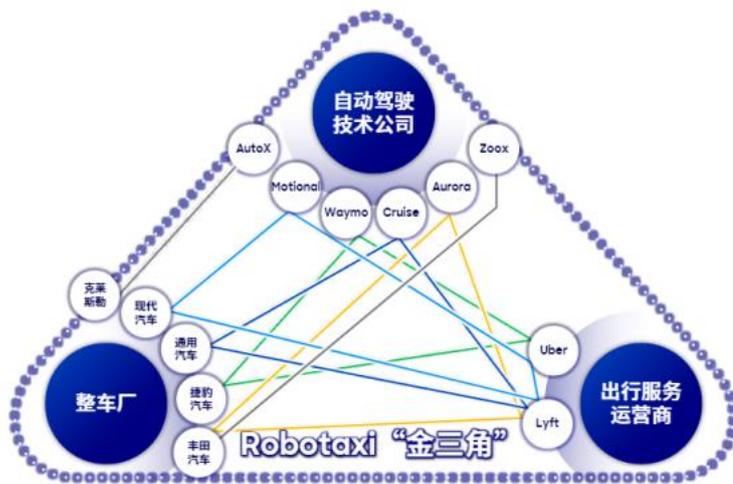
图表 3: 各国 Robotaxi 商业化进展动态



来源：罗兰贝格，中泰证券研究所

Robotaxi 商业模式: 采取“金三角”合作模式，技术+整车+平台通力合作。目前 Robotaxi 行业多为“技术+整车+平台”的“金三角”合作模式，即由自动驾驶技术公司推动 Robotaxi 自动驾驶技术发展，整车厂主导开发自动驾驶整车平台，专业出行服务平台负责 Robotaxi 的运营服务，以最终在用户端实现 Robotaxi 安全、效率、体验的提升。

图表 4: Robotaxi “金三角”合作模式



来源：罗兰贝格，中泰证券研究所

Robotaxi 商业化 1.0 阶段最核心的要素为政策监管和技术支撑。根据《2022 自动驾驶出租车（Robotaxi）商业化前景展望报告》，罗兰贝格提出实现商业化五大核心要素为政策监管、技术、成本、运营及服务、市场接受度。在商业化 1.0 阶段，核心要素为技术升级、政策配套。

图表 5：中国 Robotaxi 商业化阶段与“五要素”成熟度现状



来源：罗兰贝格，中泰证券研究所

L4 级别自动驾驶技术是关键，自动驾驶技术公司掌握 Robotaxi 合作主动权。目前 L4 级别自动驾驶技术仍未成熟，需要通过技术层面的突破，为未来 Robotaxi 大规模开展商业化提供先决条件。在目前阶段，百度 Apollo、小马智行、文远智行、momenta 等自动驾驶技术公司掌握 Robotaxi 发展主动权，而整车厂及运营商正在布局未来阶段。目前运营商需要与自动驾驶技术公司合作解决 L4 级别驾驶难题。待技术安全得到市场验证、盈利模式清晰后才达成大规模商业化的先决条件和基础，整车厂和运营商得以逐步降低造车成本并提高运营效率，抢占出行服务市场。

图表 6：国内 Robotaxi 赛道部分玩家

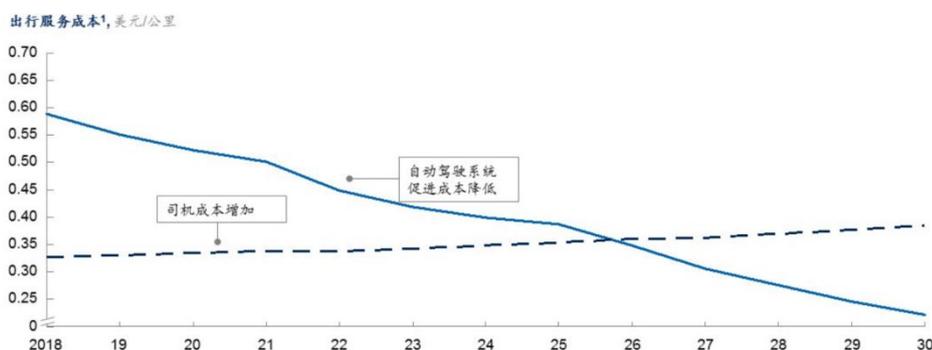


来源：甲子光年智库，中泰证券研究所

3. 降本：量产+无安全员带来显著成本优势，盈利可期

成本问题制约商业化推进速度，每公里成本不断下降。当前 Robotaxi 相比网约车服务单价更高（不考虑运营商推广优惠），影响消费者使用其作为常规出行方式的意愿度。根据罗兰贝格数据，在保证安全和效率的前提下，52%的受访者表示 Robotaxi 作为常规出行方式的前提是价格比网约车更便宜；35%用户仅接受 Robotaxi 相对网约车 10%以内的溢价。因此，我们判断 Robotaxi 成本是商业化落地及市场发展的重要制约因素。根据麦肯锡预测，基于对自动驾驶底层技术成本曲线的估算，2025-2027 年将是自动驾驶的拐点，有望找到自动驾驶与人力驾驶的经济平衡点，在 Robotaxi 达到成本优势拐点之后，市场对 Robotaxi 的需求将稳步上升。

图表 7：Robotaxi 将在 2026 年前后达到成本拐点



来源：麦肯锡咨询，中泰证券研究所

Robotaxi 运营成本分为三部分，技术升级驱动整车制造成本优化。Robotaxi 全生命周期运营总成本包括整车制造成本、安全运营成本和运力运营成本。目前自动驾驶技术尚未成熟，L3/L4 级别自动驾驶车型未规模化量产，Robotaxi 总成本仍在高位；且在尚未解决技术担忧和法律保障的前提下，安全员模式为试运营的长期必备条件。

图表 8：Robotaxi 单车全生命周期运营总成本组成



来源：罗兰贝格，中泰证券研究所

安全员由车上转为远程，安全运营成本减幅显著。当前 Robotaxi 安全运营成本中占比最高项目是安全员成本。根据测算，有安全员的 Robotaxi 每公里运营成本为 1.77 元，低于传统网约车（油）的 1.93 元，但仍高于传统网约车（电）的 1.43 元。若 L4 级别自动驾驶技术成熟落地，实现无安全员 Robotaxi 运营，每公里成本能缩减至 0.81 元，Robotaxi 的经营成本优势才有望真正显现。随着自动驾驶技术不断完善，安全性能提高，安全员也将逐步由车上转为远程安全员，《自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）》眼球远程安全员人车比不低于 1:3，未来随着人车比持续下降，安全相关运维成本将显著下降。

图表 9：无安全员 Robotaxi 成本优势显著

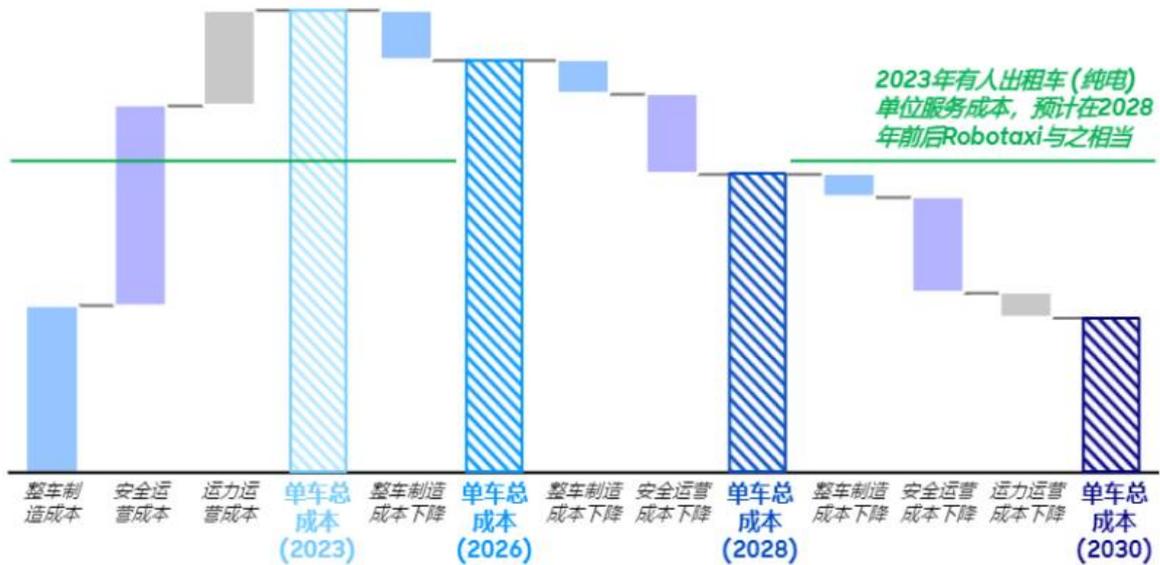
成本项	传统网约车(油)	传统网约车(电)	Robotaxi (有安全员)	Robotaxi (无安全员)	备注
行驶里程(km)	100000	100000	100000	100000	每年行驶 100000 公里计算
购车成本-6 年平摊(元)	21667	21667	50000	50000	根据国家法律要求，网约车达到 60 万公里后强制报废；Robotaxi 价格以 30 万计
油电成本(元)	60000	10000	10000	10000	油车 0.5 元/km，电车 0.1 元/km
保养费用(元)	5000	5000	8000	8000	10000 公里保养一次，每次 500 元；自动驾驶系统的保养 3000 元
保险费用(元)	10000	10000	13000	13000	按照 1 万元计算：自动驾驶系统的保险费用 3000 元
司机工资(元)	96000	96000	96000	0	按照 8000 元/月计算
成本总计(元)	192667	142667	177000	81000	一年的成本合计

实际单公里成本 (元)	1.93	1.43	1.77	0.81	折合实际单公里成本
----------------	------	------	------	------	-----------

来源：甲子光年智库，中泰证券研究所

Robotaxi 商业模式跑通倒计时，UE 翻正三步走。 1) 随着自动驾驶技术成熟，L3/L4 级车型量产可期，有望推动整车制造成本降低及规模化量产，释放部分利润，据罗兰贝格预测，预计 2030 年整车制造成本相较前装 Robotaxi 车型下降近 50-65%；2) 技术成熟度与安全员人车比成反比，随着远程安全员人车比下降，Robotaxi 相对网约车的核心成本优势逐步显现；3) 进入精细化运营期间，运力运营成本逐步下行，运营商的盈利性提升。

图表 10：中国 Robotaxi 单车总成本下降路径示意图



来源：罗兰贝格，中泰证券研究所

4. 进展：萝卜快跑初探商业路径，特斯拉 CyberCab 即将揭晓

4.1 国内：萝卜快跑加速先行，武汉商业化路径初探索

萝卜快跑是百度 Apollo 推出的自动驾驶出行服务平台，目前已在北京、上海、武汉、重庆等 11 个城市开放载人测试运营服务。

- **技术跃升：发布 L4 级自动驾驶大模型和第六代无人车。** 2024 年 5 月 15 日，在 Apollo Day 2024 上，百度 Apollo 重磅发布全球首个支持 L4 级自动驾驶的大模型 Apollo ADFM 和搭载百度第六代智能化系统解决方案的萝卜快跑第六代无人车，整车成本相较于 5 代车直接下降 60%，售价仅 20 万。
- **武汉先行：订单量爆发，规模初具。** 1) 服务面积扩展：在武汉，2023

年年底萝卜快跑的服务面积已超过3000平方公里(2023年2月27日,覆盖区域为530平方公里),覆盖770万人口(2023年2月27日,覆盖人口为150万)。2) **订单量爆发**: 据2023年3月数据,萝卜快跑在武汉单日单车峰值超20单。3) **投入车辆规模近千**: 首批交付的第六代无人车在武汉投入使用,2024年内在武汉完成千台无人车的部署。

- **商业化初探: 已完成超600万次出行服务**。截至2024年4月,百度Apollo的自动驾驶里程已经超过1亿公里;自从2021年萝卜快跑初入市场,截止2024年5月在全国已完成超600万次的出行服务。
- **UE翻正可期: 24年底武汉UE翻正, 25年全面盈利**。1) 收入端: 随着规模效应和运行效率逐步显现,2024年初萝卜快跑营收同比增长9倍; 2) 成本端: 无人车自动运营网络节省30%营运成本; 智驾技术降低80%服务成本; 3) 收入加速增长叠加成本控制优化,2024年初亏损已减少一半多,规模效应叠加精细化控费,百度的目标是2024年底在武汉实现收支平衡,2025年实现全面盈利。

图表 11: 萝卜快跑载人测试运营服务开放城市



来源: 百度 Apollo 官网, 中泰证券研究所

小马智行已在北京、上海、广州和深圳四大一线城市落地自动无人化自动驾驶出行服务,并在北京、广州、深圳三地启动了无人化商业收费服务。目前,小马智行已累积超过2900万公里的自动驾驶路测里程,其中自动驾驶无人化测试里程250万公里,全无人自动驾驶测试里程60万公里。

- **北京进展**: 2024年6月27日,小马智行宣布开启大兴机场自动驾驶接驳的收费服务,采用“一口价”机制,参考城区服务时使用的计价规则,用户无需额外支付高速通行费;并成为北京市首批取得自动驾驶高快速路“主驾有人”商业化试点的企业。
- **上海进展**: 2024年7月4日WAIC上,小马智行首批获得上海市无驾驶人智能网联汽车示范应用许可,上海市无驾驶人智能网联汽车示范应

用推动浦东与临港新片区的路测互联互通，不久后用户将通过“小马智行”打车软件免费乘坐自动驾驶车辆。

图表 12: 小马智行实现北京大兴机场自动驾驶接驳



来源：小马智行公众号，中泰证券研究所

图表 13: 上海浦东与临港新片区智驾路测互联互通

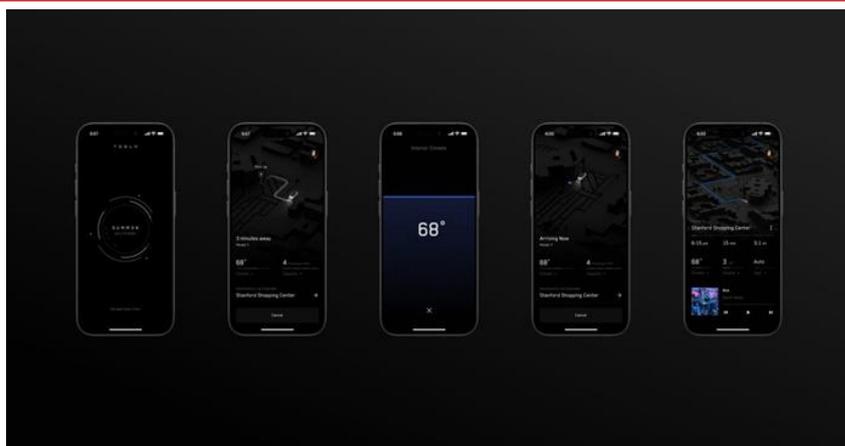


来源：小马智行公众号，中泰证券研究所

4.2 海外：特斯拉即将揭晓，打造 Uber+Airbnb 结合体

马斯克于 2024 年 4 月 6 日宣布特斯拉自动驾驶出租车 Robotaxi 将于 8 月 8 日推出，并将其命名为 CyberCab。特斯拉日前在 X 上公布了 Robotaxi 的应用程序，视频里展示了一个简单的应用界面，该应用允许用户召唤一辆出租车，查看车辆的位置的进度，并允许用户设置车内的音乐和温度。

图表 14: CyberCab 应用程序



来源：Not a Tesla App，中泰证券研究所

特斯拉允许车主随时将自有汽车变为出租车。马斯克称 Robotaxi 将会是 Uber 和 Airbnb 的结合体。特斯拉将会运营一定数量的车辆并允许车主随时将自己

的车辆出租或收回，车主将能够随时从叫车列表中添加或删除他们的汽车，并由他们决定是否只想让汽车由朋友和家人使用/仅由五星级用户使用/或向任何人开放。

CyberCab 与特斯拉下一代汽车同一型号，或于 2025 年开始量产。在 2024Q1 财报会议中马斯克提到特斯拉预计将在 2025 年内推出下一代车型，该车型为“25000 美元”车型，且马斯克在 X 平台的动态或透露 CyberCab 将会是该车型“没有方向盘”的版本。但自动驾驶系统仍是 Robotaxi 最大的困难所在，目前特斯拉发布的 FSD V12 仍需驾驶员监督，并不是能完全自动驾驶的 L4 等级自动驾驶系统，CyberCab 的具体落地时间还需考虑 FSD 自动驾驶系统的发展情况，8 月 8 日或将公布 CyberCab 明确的时间表及更多车辆内外部预览。

建议关注

政策端，智驾准入资质、基建支持、商业化运营规范逐步指引，并加速完善量产要求和行业规范，为智驾技术升级和商业化落地确立基调；
技术端，特斯拉算法方案全面领跑全球，多家国内车厂加速靠拢，L2+级大规模落地进行时，算法、硬件、系统升级为更高阶智驾研发和投用确立方向；
商业化进展端，技术+政策助推 Robotaxi 商业化进程，国内萝卜快跑率先验证商业模式，海外特斯拉也将落地推出，Robotaxi 模式跑通倒计时，高阶智驾相关环节标的有望受益。**建议关注：德赛西威、中科创达、经纬恒润等。**

风险提示

汽车智能化渗透速度不及预期：智能驾驶等技术仍处动态发展中，并未完全成熟，交通事故等原因拖累政策进程，可能对公司业绩产生一定影响。

供应链管理风险：由于缺芯风险，汽车原材料短缺且供应链紧张，若未来出现类似情况，车企销量低于预期，将制约行业部分公司业绩。

乘用车价格战趋势超预期风险：乘用车价格战态势激烈，可能会为了争夺市场份额而影响产业链中部分公司的业绩。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：使用信息更新不及时可能会影响对公司的判断。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。