



人形机器人 vs 工业机器人—— 周期错位下的产业链重估

- **发展阶段差异：**工业机器人步入规模化成熟期，人形机器人尚处于量产落地初期。工业机器人历经六十余年发展，技术标准成熟、产业链完善，依托制造业结构化场景实现高精度、低成本作业，市场规模大、渗透率高；人形机器人尚处量产落地初期、技术路线未完全定型，处于从技术验证向商业化过渡的关键拐点，通过具身智能适配非结构化复杂通用场景，当前应用仍集中于科研、商演等领域，工业、商业和家庭场景为远期核心方向，未来十年有望迎来百倍级出货爆发。
- **供应链差异：**工业机器人体系高度成熟标准，人形机器人物料结构更为复杂，待量产降本。工业机器人和人形机器人在上游核心零部件方面有不少重叠，包括减速器、伺服电机和控制器等，但成本结构存在很大差异：工业机器人已形成标准化结构，供应链高度成熟，核心三大件（减速器、伺服电机、控制器）占总成本七成左右；人形机器人物料清单更为复杂，由于技术路线尚未完全统一，大部分核心零部件仍依赖定制化开发，且增加了 AI 芯片、多模态传感器、灵巧手等专用零部件，产能严重不足，成本昂贵。
- **竞争格局差异：**工业机器人已形成相对稳定格局，人形机器人参与者众多，格局远未定型。工业机器人赛道成熟、格局相对固化，全球市场由海外四大家族（ABB、发那科、库卡和安川）占据主导，国内市场国产份额逐步提升。核心零部件领域，国产厂商在中低端市场已实现全面替代，正加速向高端市场渗透。人形机器人产业链尚在加速构建中，格局远未定型，参与者众多，包括初创企业、车企和传统工业机器人厂商等。中国领跑量产硬件，海外聚焦具身大脑。
- **投资逻辑差异：**工业机器人 A 股标的基本实现全产业链覆盖，业绩受益于国产替代和出海放量；人形机器人二级整机标的稀缺、市场押注远期空间。当前工业机器人赛道成熟、拥有完整 A 股产业链二级标的，涵盖减速器、伺服、控制器及本体制造全链条，增长驱动主要依靠国产替代、出海加速；人形机器人赛道尚不成熟、纯整机二级标的稀缺，以跨界布局企业为主，今年下半年或迎来上市潮，投资主线聚焦于远期万亿赛道成长空间与关键技术突破带来的超额收益。
- **投资风险：**研发投入超预期；商业化落地不及预期；竞争加剧。

赵丹

首席科技软件分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

科技分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2026 年 8 月 6 日

相关报告：

1. [AI 从数字网络走进物理世界——人形机器人是否会复刻新能源汽车发展路径？](#)（2026-04-02）



扫码关注浦银国际研究

目录

发展阶段：工业机器人步入规模化成熟期，人形机器人尚处于量产初期	3
应用场景：结构化单任务 vs 非结构化通用任务	4
市场规模：大规模普及 vs 量产元年	6
供应链：工业机器人体系高度标准，人形机器人 BOM 更复杂，待量产降本	7
人形机器人与工业机器人的相同点	8
人形机器人与工业机器人的差异点	9
竞争格局：工业机器人格局稳定，人形机器人参与者众多，格局远未定型	11
工业机器人：成熟赛道，格局固化	11
人形机器人：新兴赛道，中美引领	12
投资逻辑：工业机器人 A 股全产业链覆盖，受益国产替代和出海；人形机器人二级标的稀缺、押注 远期空间	14
二级标的及估值	14
投资逻辑	14

发展阶段：工业机器人步入规模化成熟期，人形机器人尚处于量产初期

随着物理 AI 站上风口，机器人板块已成为当前市场最具关注度的主线之一。毫无疑问，人形机器人是机器人板块行情的核心催化剂，在量产落地、技术突破、资本加码等多重利好驱动下，远期万亿级市场空间持续带动板块估值抬升与情绪升温。然而，目前二级市场纯人形机器人标的相对稀缺，预计今年下半年将迎来上市潮。

而工业机器人历经六十余年的发展迭代，产业链相对成熟，已形成较为完整的上市公司矩阵，二级市场标的众多，是机器人板块主要组成部分。目前工业机器人行业增长主要来自于国产替代深化与全球化出口加速的双重红利。由于人形机器人和工业机器人两条产业链在上游核心零部件环节存在深度重叠，部分工业机器人厂商也借此快速切入人形机器人赛道。但两者分处完全不同的产业发展周期：

- 工业机器人已步入规模化成熟期，技术高度标准化、产业链成熟、业绩增长相对稳定，核心技术架构已基本形成“六轴机械臂+三大核心零部件”的统一标准。不过，近几年核心零部件未出现颠覆性技术突破。
- 人形机器人正处于初步量产的关键拐点，行业增长由“技术突破+资本催化+场景验证”驱动。技术路线尚未统一：AI 层面，包括端到端 VLA 模型、世界模型等流派；竞争模式上，美国偏向高端大模型以及软硬一体闭环，而中国侧重低成本本体和供应链快速迭代。此外，商业化仍在逐步验证中。

图表 1：人形机器人



资料来源：宇树官网、浦银国际

图表 2：工业机器人



资料来源：埃斯顿官网、浦银国际

应用场景：结构化单任务 vs 非结构化通用任务

工业机器人擅长“简单、重复、高强度”任务，而人形机器人擅长“复杂、多变、低强度”任务。工业机器人专注于结构化环境下的标准化单任务，在精度、速度、负载与经济性上具有不可替代的优势，未来仍将是智能制造的核心装备。人形机器人填补了非结构化环境下的通用任务空白，专注于工业机器人难以覆盖的复杂、多变、人机协同场景，包括工厂、商业以及家庭等领域。

工业机器人：适配确定性环境，极致效率优先

工业机器人的设计初衷是替代人类完成高重复性、高强度、高危险的标准化作业，所有技术特性均围绕“在确定性环境中高效完成单一任务”优化。由于工业机器人只能在预先编程的固定路径下工作，对环境变化的适应能力较差。目前工业机器人的典型应用场景包括：

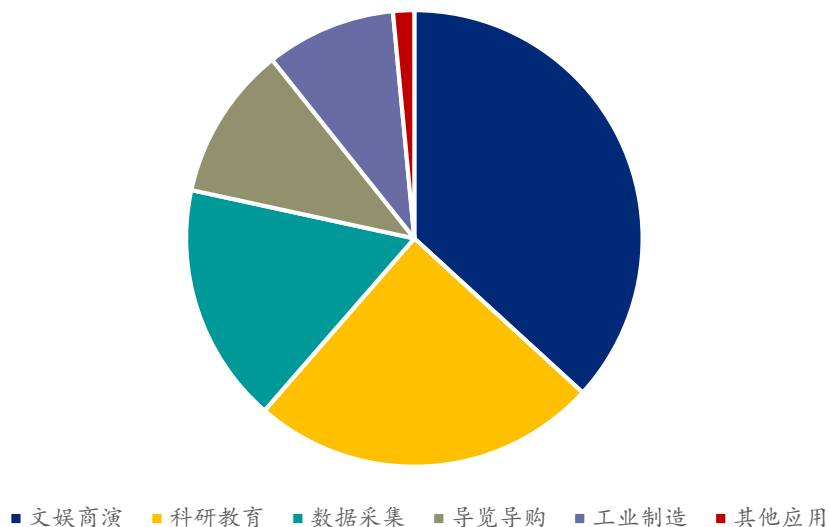
- 高精度高负载作业：汽车焊接、重型零部件搬运；
- 高速重复作业：3C 电子装配；
- 危险恶劣环境作业：化工防爆、高温铸造等；
- 24 小时连续作业：流水线全自动化生产。

人形机器人：适配不确定性环境，通用灵活优先

人形机器人的核心优势在于其仿生结构带来的通用性与环境适应性，使其能够像人类一样在复杂、多变、非结构化的环境中自主完成多种任务。人形机器人配备多模态传感器与具身智能系统，能够感知环境变化、自主决策路径、灵活调整动作，无需针对每个任务重新编程。

而当前在售人形机器人的大部分应用场景并非常态化刚性需求，主要集中在文娱商演和教育科研等领域。IDC 2025 年全球人形机器人出货量结构显示，文娱商演占 36.8%、教育科研占 24.6%。未来应用场景更加广泛，落地顺序或依次为：工业、商业以及家庭。我们认为远期家庭服务是终极应用场景，预计将会占到总量一半以上，但需成本大幅降低才能实现大规模普及。

图表 3：人形机器人应用场景分布（2025 年）



资料来源：IDC、浦银国际

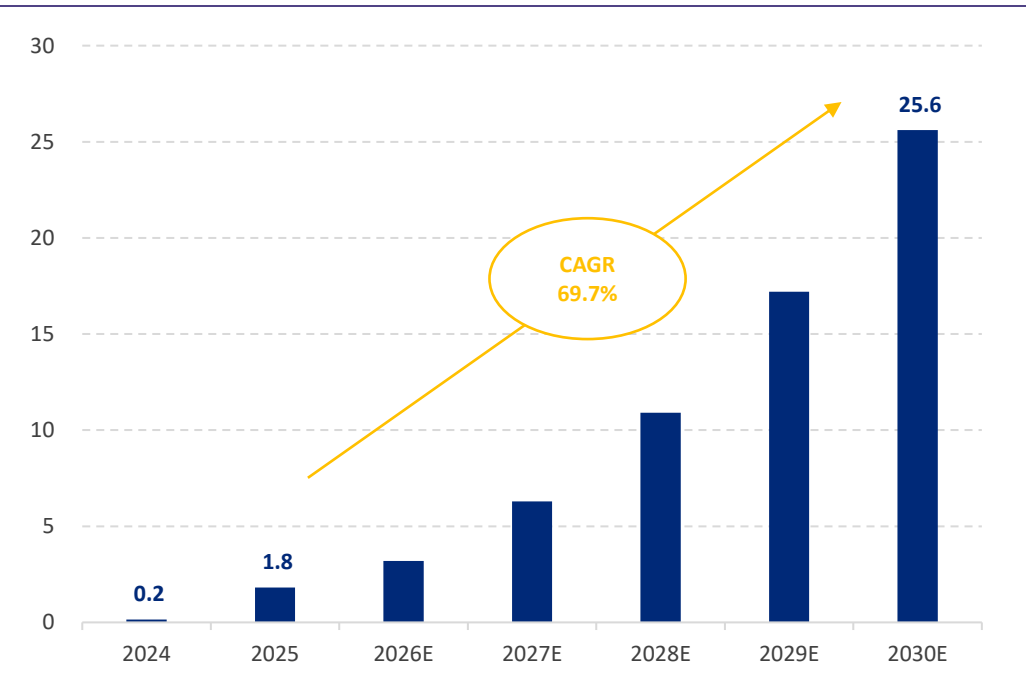
短期来看，我们认为人形机器人并不会取代工业机器人，两者将协同融合。工业机器人负责流水线标准化作业，人形机器人负责柔性化、非标准化环节。例如，工业机器人的六轴串联机械臂的结构简单、刚性强、运动精度高，能够在极小的空间内实现高速高精度运动，而当前人形机器人重复定位精度远不及工业机器人；工业机器人的负载能力可达数吨，而人形机器人的负载能力通常仅为 5-20kg；对于同一任务，工业机器人的能耗也远低于人形机器人。此外，成本方面，对于标准化单任务，工业机器人的全生命周期成本仅为 人形机器人的 20%-30%。因此，目前来看，在工业场景中，工业机器人未来仍将发挥重要作用。

市场规模：大规模普及 vs 量产元年

工业机器人：增速稳健，国产替代和出海驱动增长。根据国际机器人联合会（IFR）预测，2025 年全球工业机器人出货量 57.5 万台，同比增长 6%；根据 MIR 睿工业统计，2025 年中国工业机器人本体国内市场销量 33.4 万台，同比增长 13.6%。行业增长由新能源汽车、锂电等高端制造扩产驱动，近年来国产化率持续提升、出口高速增长。

人形机器人出货量或迎来爆发，十年百倍增长。根据赛迪统计，目前全球人形机器人本体企业数量已超过 300 家，2025 年全球人形机器人市场出货量约 1.7 万台，市场规模达到人民币 28.8 亿元，行业处于技术验证向规模化量产过渡的转折期。人形机器人行业逐渐从技术探索转向商业落地，全球及中国市场均将迎来规模性跨越，量产规模将实现大幅提升。根据 Counterpoint 预测，全球人形机器人的销量有望从 2025 年的 1.8 万台，增长至 2030 年的 25.6 万台，复合增长率达 69.7%。另根据 Omdia 预测，随着技术成熟度提升与成本下降，全球人形机器人 2035 年出货量有望突破 260 万台，约为 2025 年的 150 倍，届时行业将进入全面商业化普及阶段。

图表 4：全球人形机器人销量情况及预测（万台）



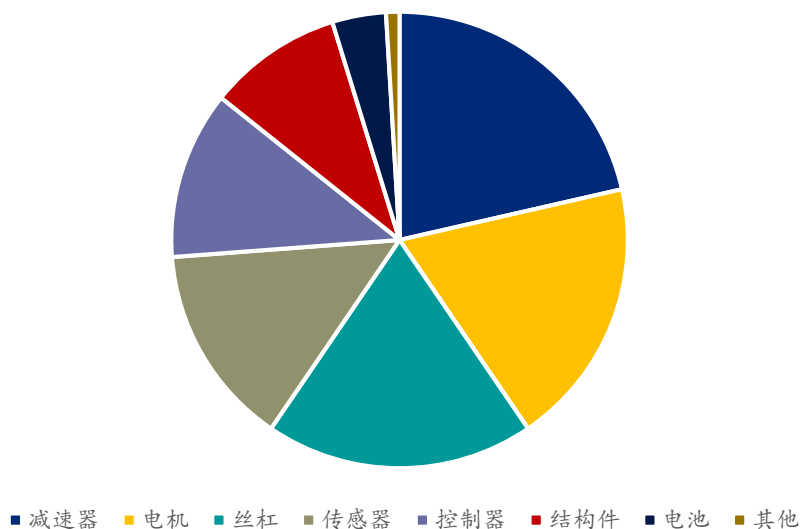
注：E= Counterpoint 预测
资料来源：Counterpoint、前瞻产业研究院、浦银国际

供应链：工业机器人体系高度标准， 人形机器人 BOM 更复杂，待量产降本

工业机器人和人形机器人在上游核心零部件方面重叠较多，但物料清单（BOM）结构存在很大差异：

- 工业机器人经过几十年发展，已形成统一的标准化 BOM 结构，单台标准六轴工业机器人标准化率高，供应链成熟。根据 GGII 数据，三大核心部件（减速器、伺服电机、控制器）占总成本七成以上；
- 人形机器人 BOM 更为复杂，由于技术路线尚未完全统一，不同厂商的 BOM 差异较大，大部分核心零部件仍依赖定制化开发，供应链产能严重不足。此外，人形机器人还包括 AI 芯片、多模态传感器、灵巧手等专用零部件。

图表 5：人形机器人成本构成



资料来源：中投顾问、浦银国际

人形机器人与工业机器人的相同点

人形机器人与工业机器人在运动执行层面共享三大核心零部件基础，这也是部分工业机器人企业能够快速切入人形机器人供应链的主要原因。

1. 减速器：两者通用的核心传动部件。减速器是机器人的关节，负责降低转速、提升扭矩，是影响机器人运动精度与可靠性的关键部件。

- 工业机器人：六轴机器人通常使用谐波减速器和 RV 减速器，负载越大，RV 减速器占比越高；
- 人形机器人：人形机器人的谐波减速器，主要用于手腕、手指、颈部等轻负载关节，其他还包括行星减速器等。

2. 伺服电机：动力输出的基础单元。伺服电机是机器人的“肌肉”，负责将电能转化为机械能。工业机器人和人形机器人都使用永磁同步伺服电机，不过后者对性能要求更高。

- 工业机器人：使用标准工业伺服电机，重点关注扭矩与精度；
- 人形机器人：使用定制化高功率密度伺服电机，功率密度要求比工业伺服电机更高，重点关注体积、重量与响应速度。

3. 控制器：运动控制的大脑。控制器是机器人的“小脑”，负责执行运动指令、控制各关节协同运动。人形机器人控制器在工业机器人基础上增加了更多功能。

- 工业机器人：单控制器即可控制所有关节，专注于运动控制；
- 人形机器人：通常采用分布式控制架构，主控制器负责整体运动规划，各关节配备独立的微控制器，增加了平衡控制、力反馈控制等功能。

人形机器人与工业机器人的差异点

人形机器人的仿生结构与通用智能需求，创造了大量工业机器人不存在的专用零部件，同时对传统零部件提出了更高的性能要求，主要差异体现在具身大脑、感知系统以及灵巧手等环节。

1. 执行器系统：从单一零部件到集成总成

工业机器人的执行系统是“电机+减速器+编码器”的结构，各部件独立采购组装；而人形机器人普遍采用高度集成的执行器总成，将电机、减速器、编码器、制动器、驱动器集成于一体，体积大幅缩小，功率密度提升。

- 工业机器人：执行系统占总成本的七成左右，其中减速器占比最高；
- 人形机器人：执行器总成占总成本的三分之一左右，是最大单一成本项。

2. 感知系统：从单一视觉到多模态融合

工业机器人的感知系统极其简单，通过工业相机或激光传感器，完成定位与检测；而人形机器人需要全面感知周围环境，因此配备多模态传感器阵列。

- 工业机器人：传感器占总成本较低，以视觉传感器为主；
- 人形机器人：传感器包括视觉相机、激光雷达、毫米波雷达、触觉传感器、力传感器、惯性测量单元等。

3. AI 计算系统：人形机器人独有的“大脑”

工业机器人不需要通用智能，因此没有专门的 AI 计算单元；而人形机器人的核心竞争力在于具身智能，需要强大的 AI 计算能力支持环境理解、任务决策与自主学习等任务。

- 工业机器人：无专用 AI 芯片，控制器仅负责运动控制；
- 人形机器人：AI 计算系统包括高性能 AI 芯片、边缘计算单元与存储芯片。

4. 电源系统：从工业供电到移动储能

工业机器人通常采用固定线路供电，电源系统简单；而人形机器人需要自主移动，因此配备大容量电池系统，对能量密度与安全性要求极高。

- 工业机器人：电源系统采用交流 220V/380V 供电；
- 人形机器人：电源系统采用高能量密度锂电池，目前续航时间约为 4-6 小时。

5. 灵巧手：人形机器人独有的核心部件

工业机器人使用简单的夹爪即可完成抓取任务，成本仅人民币数百元；而人形机器人需要配备五指灵巧手以模拟人类手部的精细操作能力，这是技术难度最高的部件之一。

- 工业机器人：末端执行器以气动夹爪为主，成本较低；
- 人形机器人：灵巧手占总成本的 10%-20%，包含自由度越多，成本越高。

图表 6：人形机器人成本构成（单位：人民币）



资料来源：特斯拉、浦银国际

竞争格局：工业机器人格局稳定，人形机器人参与者众多，格局远未定型

工业机器人：产业链完善，格局基本稳定。工业机器人已形成全球分工明确、上下游协同完善的完整产业链。在上游核心零部件环节，日本哈默纳科、纳博特斯克仍垄断高端市场，但国内企业份额持续提升；在中游本体制造环节，“四大家族”（发那科、ABB、库卡、安川电机）合计占据全球近四成市场份额；下游系统集成环节呈现“小而散”格局。目前，国产厂商在核心零部件领域的中低端市场已实现全面替代，正加速向高端市场渗透。

人形机器人：产业链快速构建，格局远未定型。人形机器人产业链尚在加速构建中，还未形成稳定的分工体系。在上游核心零部件环节，执行器、灵巧手、高性能传感器等专用零部件供应链尚不成熟，大部分依赖定制化生产；在中游整机环节，中国领跑量产，海外聚焦“大脑”模型；下游应用环节主要由整机厂商直接提供解决方案。目前，已有不少工业机器人企业已跨界布局人形机器人。

工业机器人：成熟赛道，格局固化

全球工业机器人市场，四大家族占据主导地位。工业机器人经过六十余年发展，已形成较为稳定的格局。据 Mordor 数据，发那科、ABB、库卡、安川电机“四大家族”凭借全产业链技术优势、强大的品牌影响力与全球渠道网络，2025 年合计占据全球出货量约 38% 的市场份额，在汽车制造、半导体等高端应用领域依然拥有较大领先地位。

中国是全球最大的工业机器人单一市场。据 MIR DATABANK 数据综合统计，2025 年国产工业机器人市场份额达到 55%，超过外资品牌的 45%，其中埃斯顿表现尤为亮眼，2025 年全年国内市占率攀升至 10.5%。目前国内市场已形成梯队格局：第一梯队为埃斯顿、发那科、库卡，出货量超过 3 万台；第二梯队为汇川技术、ABB 出货量超过 2 万台；第三梯队为众多中小型系统集成商，市场分散。

图表 7: 全球工业机器人出货量市场份额(2025 年)

排名	公司名称	品牌属性
1	ABB Ltd.	外资
2	FANUC Corporation (发那科)	外资
3	Yaskawa Electric Corp. (安川电机)	外资
4	KUKA AG (库卡)	中国控股
5	Mitsubishi Electric Corp. (三菱电机)	外资

资料来源: Mordor、浦银国际

图表 8: 中国工业机器人出货量市场份额(2025 年)

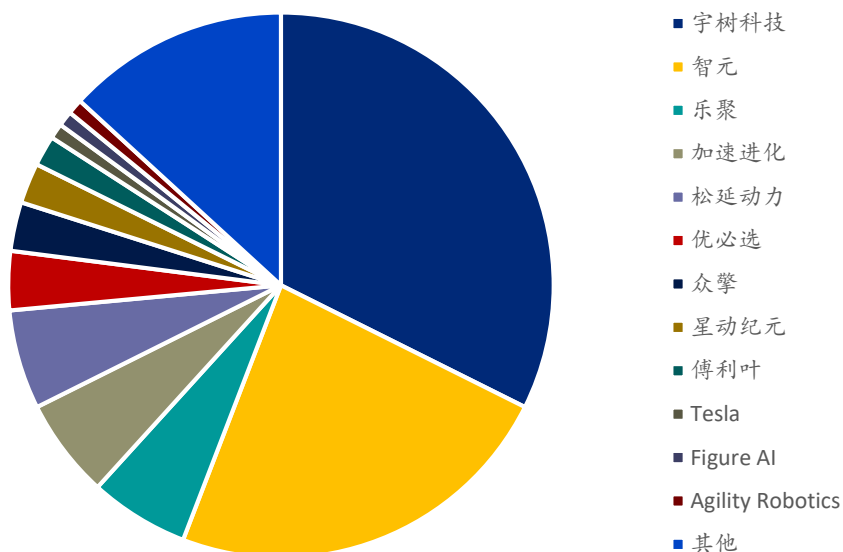
排名	公司名称	品牌属性
1	埃斯顿 (ESTUN)	国产
2	发那科 (FANUC)	外资
3	库卡 (KUKA)	中国控股
4	汇川 (INOVANCE)	国产
5	ABB	外资
6	爱普生 (EPSON)	外资
7	埃夫特 (EFORT)	国产
8	安川 (YASKAWA)	外资
9	珞石 (ROKAE)	国产
10	雅马哈 (YAMAHA)	外资

注: MIR DATABANK、浦银国际

人形机器人：新兴赛道，中美引领

中国凭借供应链体系优势，人形机器人 2025 年出货量位居全球第一。工业和信息化部数据显示，2025 年中国人形机器人整机企业数量超过 140 家，占全球整机企业数量的近一半。出货量方面，中国人形机器人出货量约 1.44 万台，占全球总出货量的 84.7%，占据绝对主导地位；市场规模方面，国内市场达到 15.5 亿元，全球占比约 53.8%。中国企业占据了全球出货量前六席，其中宇树科技 2025 年出货量超 5,500 台，全球市场占比达 32.4%，位列第一；智元出货量超 4,000 台，市场占比 23.5%。

图表 9: 全球人形机器人出货量 (2025 年)



资料来源: 赛迪、浦银国际



从全球竞争格局来看，中国企业主导量产交付，美国企业引领技术标杆。根据赛迪统计，目前全球人形机器人本体企业数量已超过 300 家，中国人形机器人整机企业数量超过 140 家，占全球整机企业数量的近一半。出货量方面，2025 年国内人形机器人出货量约 1.44 万台，占全球总出货量的 84.7%，占据绝对主导地位。

在人形机器人行业，以中国和美国为代表的两大力量形成了各具特色的发展路径：**中国企业侧重“量产落地+场景适配”**，在具体场景中快速迭代，凭借供应链优势，不断优化整机制造成本，从而实现产能快速部署；**美国头部企业聚集“软件迭代+高端市场”**，以特斯拉和 Figure AI 为代表，主打端到端模型或分层决策模型，强调技术的通用性，目前尚未实现规模化量产。截至 2025 年三季度，特斯拉 Optimus 试产规模不足 1000 台；Figure AI 2025 年全年出货量约 150 台。目前，美国头部企业生产的人形机器人更多用于内部测试与验证，与中国企业在商业化量产方面形成鲜明对比。

投资逻辑：工业机器人 A 股全产业链覆盖，受益国产替代和出海；人形机器人二级标的稀缺、押注远期空间

二级标的及估值

工业机器人：成熟赛道，完整产业链矩阵。工业机器人板块已形成完整的产业链上市公司矩阵，涵盖核心零部件以及本体制造等环节。上游核心零部件环节包括减速器领域的绿的谐波、来福谐波等，伺服系统与控制器领域包括汇川技术、埃斯顿等，传感器领域有奥比中光、柯力传感等；本体制造环节包括埃斯顿、拓斯达等国内头部企业。

人形机器人：标的稀缺，下半年或迎来上市潮。与工业机器人不同，人形机器人产业链尚未完全成熟，截至 2026 年 7 月底，人形机器人整机上市公司仅有优必选一家，其余绝大多数为跨界布局企业。此外，宇树科技、乐聚机器人和云深处已在 A 股科创板或创业板交表。今年下半年预计将迎来人形机器人整机公司上市潮，进而提供估值锚定。从产业链环节看，人形机器人和工业机器人在上游核心零部件部分重叠，涉及个股包括绿的谐波、双环传动、汇川技术、埃斯顿等。

投资逻辑

工业机器人行业投资逻辑以业绩兑现为核心，当前投资主线包括：

1. **核心零部件国产替代加速：**当前，减速器、伺服系统、控制器三大核心部件合计占工业机器人总成本的七成左右，过去长期被海外巨头垄断。随着国内企业技术突破，核心零部件国产化率将持续提升。
2. **下游需求持续放量：**中国制造业自动化升级趋势不可逆。新能源汽车、3C 电子、锂电池等下游行业需求旺盛，推动工业机器人渗透率提升。
3. **全球化出口加速：**国产品牌凭借性价比优势与快速迭代，在海外市场的份额不断提升。2026 年 4 月国内工业机器人出口 2.5 万台，同比增长 89.2%，出海成为行业新的增长驱动。

人形机器人行业投资逻辑以技术突破为核心，当前投资主线包括：

- 押注远期万亿市场空间：**人形机器人有望成为继智能手机、新能源汽车之后的下一代科技革命核心产品，具备巨大的成长空间。根据 Omdia 预测，随着技术成熟度提升与成本下降，全球人形机器人 2035 年出货量有望突破 260 万台，约为 2025 年的 150 倍。
- 技术路线突破带来超额收益：**人形机器人技术路线尚未定型，任何一项关键技术的突破都可能带来行业格局的重塑，尤其是具身大脑方面。

图表 10：机器人可比公司估值比较

股票代码	公司名称	行业	市值 (百万美元)	YTD 股价变动(%)	P/E			P/S		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002747 CH Equity	埃斯顿	工业机器人	4,389	36.3	119.2	92.0	71.8	5.1	4.4	3.9
300607 CH Equity	拓斯达	工业机器人	2,246	(3.5)	99.4	74.0	62.4	7.4	7.1	6.2
1021 HK Equity	华沿机器人	工业机器人	719	N/A	207.5	63.2	32.8	8.2	5.3	3.6
2432 HK Equity	越疆机器人	工业机器人	1,282	(32.6)	N/A	N/A	314.2	11.5	8.1	5.6
2590 HK Equity	极智嘉	移动机器人	1,706	(53.6)	95.0	27.1	16.7	2.8	2.1	1.6
2729 HK Equity	凯乐士	移动机器人	1,901	N/A	N/A	N/A	1,000.1	10.9	8.5	6.8
6600 HK Equity	卧安机器人	服务机器人	1,749	(24.6)	3,493.6	262.0	78.4	7.9	5.1	3.6
9880 HK Equity	优必选	人形机器人	5,642	(31.2)	N/A	306.9	53.6	9.9	6.5	4.3
平均				(18.2)	802.9	137.5	203.7	7.9	5.9	4.4
688017 CH Equity	绿的谐波	减速器	8,849	69.7	306.1	204.8	140.6	67.2	45.0	32.0
002472 CH Equity	双环传动	减速器	4,888	(18.1)	22.6	19.3	16.6	3.2	2.8	2.4
300124 CH Equity	汇川技术	伺服驱动	25,697	(14.9)	28.9	23.8	19.8	3.2	2.7	2.4
600580 CH Equity	卧龙电驱	伺服驱动	8,250	(27.4)	45.3	37.2	30.1	3.5	3.1	2.7
688322 CH Equity	奥比中光	传感器	6,490	18.4	137.4	71.9	46.4	25.9	15.8	11.5
603662 CH Equity	柯力传感	传感器	2,210	(26.2)	47.7	37.7	32.8	8.3	7.1	6.2
HSAI US Equity	禾赛	激光雷达	2,796	(20.6)	30.7	19.4	13.7	4.3	3.1	2.4
2498 HK Equity	速腾聚创	激光雷达	1,429	(35.1)	152.6	30.1	16.3	3.1	2.2	1.7
003021 CH Equity	兆威机电	灵巧手	3,003	(35.7)	67.9	53.3	44.3	9.6	7.8	6.1
平均				(10.0)	93.2	55.3	40.1	14.3	9.9	7.5

注：截至 2026 年 8 月 4 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(凯乐士 2729.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-28086469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852)28086467

浦银国际证券有限公司

SPDBInternationalSecuritiesLimited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

