

AI智能汽车1月投资策略： 特斯拉无接管横穿美国，工信部首批L3准入，看好智能化

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2026年1月7日

- **12月智能化边际变化总结：L4商业化全球共振，L3政策“0-1”破冰。**L4运营端呈现中美双强格局，特斯拉在奥斯汀开启无安全员/无乘客的纯无人测试，且中国版FSD数据闭环在上海完成合规建设；Waymo月活用户同比增长96.6%至164万人，商业模式验证加速；国内小马智行接入微信生态、文远知行落地迪拜，曹操“十年百城千亿”Robotaxi战略，商业化版图持续扩张。L3政策端迎来里程碑式突破，工信部发放首批L3准入许可（极狐/深蓝），北京发放L3路测牌照，标志着国内自动驾驶从辅助驾驶向有条件自动驾驶正式跨越。
- **1月智能化催化：或步入Robotaxi爆发大年，技术与政策双轮驱动AI智能汽车“iPhone时刻”加速到来。**CES 2026或成为产业风向标，英伟达CEO黄仁勋的演讲预计将聚焦物理AI最新进展，关注新石器、长城等L4/L3进展。L4维度，关注特斯拉FSD V14.2版本横穿美国零接管表现及其车队规模扩充进度。L3维度，继2025年12月15日工信部发放首批L3级自动驾驶准入许可，2026年1月将是车型在重庆、北京等地开启公开道路商业化试点的首个完整月份，关注运营接管率、事故责任认定的实际案例。
- **投资建议：继续坚定看好2026年L4 RoboX主线！B端软件标的>C端硬件标的。H股优选【小鹏汽车+地平线机器人+小马智行/文远知行+曹操/黑芝麻智能】；A股优选【千里科技+德赛西威+经纬恒润】**
- **下游应用维度相关标的：**#Robotaxi视角：1) 一体化模式：特斯拉/小鹏汽车；2) 技术提供商+运营分成模式：地平线/百度/小马智行/文远知行/千里科技等；3) 网约车/出租车的转型：滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线。#Robovan视角：德赛西威+九识智能/新石器/白犀牛（拟上市）等。#其他无人车视角：矿卡（拟上市：希迪智驾/易控智驾等）/港口（经纬恒润等）/环卫车（盈峰环境等）/巴士（文远知行等）
- **上游供应链维度相关标的：**1) B端无人车代工（北汽蓝谷/广汽集团/江铃汽车/同力股份/易咖智驾（拟上市））；2) 核心上游供应商：检测服务（中国汽研/中汽股份等）/芯片（地平线机器人+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/经纬恒润/均胜电子/华阳集团/科博达等）/传感器（舜宇光学科技/禾赛/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/车灯（星宇股份）/玻璃（福耀玻璃）等
- **风险提示：**贸易战升级进一步超出预期，全球经济复苏力度低于预期，L3-L4智能化技术创新低于预期，全球新能源渗透率低于预期，地缘政治不确定性风险增大。



■ 一、AI智能汽车投资框架

■ 二、L4 RoboX 月度跟踪

■ 三、L2-L3智能化C端月度跟踪

■ 四、智能化终端体验跟踪

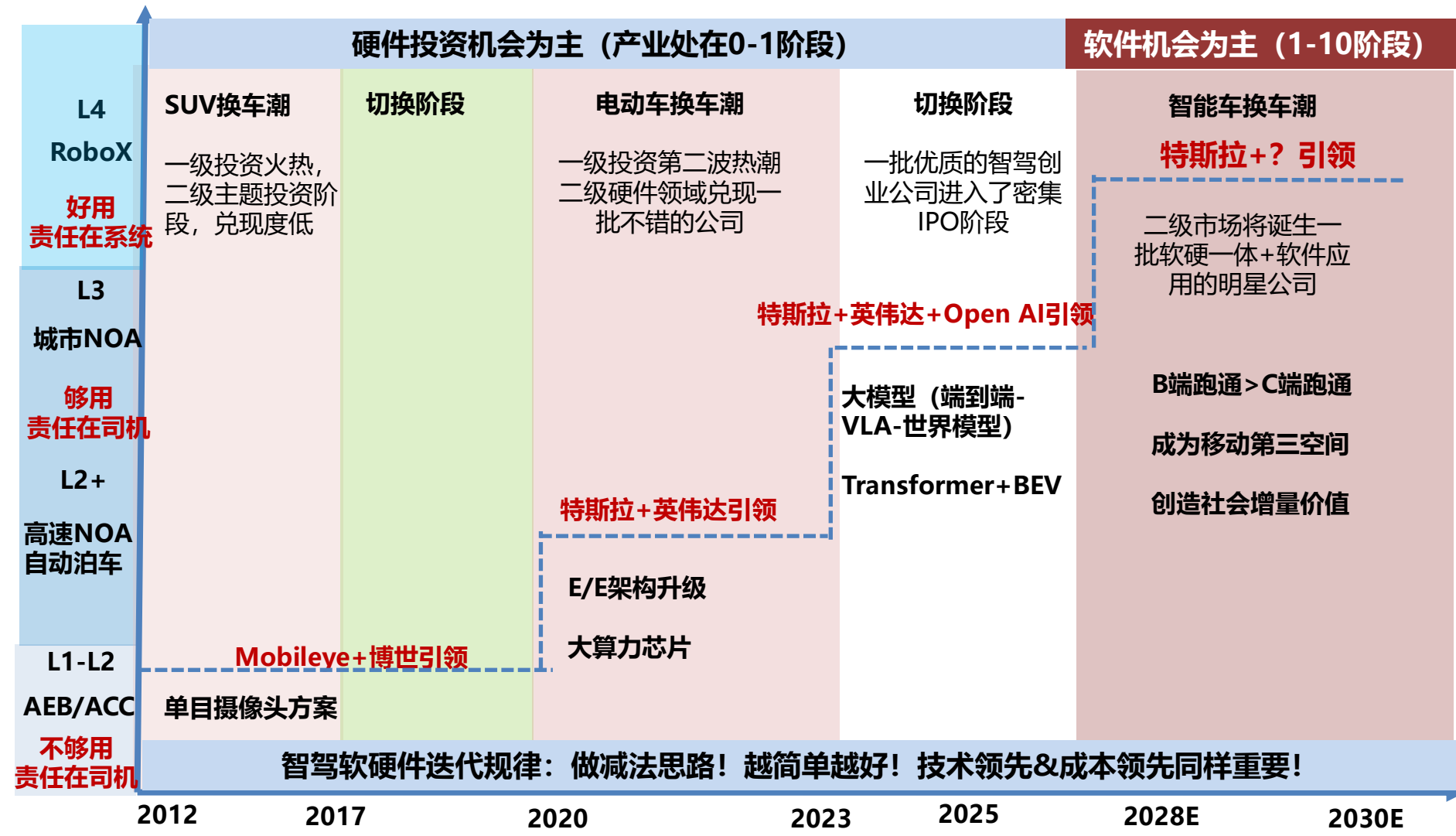
■ 五、智能化供应链跟踪

■ 六、风险提示

一、AI智能汽车投资框架

一张图看懂AI智能汽车投资机会（复盘与展望）

■ 硬件&软件螺旋式向上迭代发展！每一次能力大升级都是思维方式的颠覆！



2026-2030年智能化的产业节奏预判

黎明前黑暗

L2+智能化渗透率
10%-80%



电动化渗透率
50%-60%+



自主品牌市占率
巩固60-70%



智能化改变不了电动化格局
电动化的定价体系不适用智能化

B端商业模式跑通

RoboX场景陆续跑通



Robovan/矿卡/环卫等 Robotaxi/bus/truck等



RoboX创收能力=RoboX保有量 * RoboX能力等级



市场建立智能化的定价体系
“为结果付费而不是过程”

C端换车潮开启

需求端：2020-2025年的电动车
用户开启了新一轮换车周期



共振

供给端：经过B端RoboX充分
验证，智能车=“不需要人开
的车”从梦想走进现实



智能化重塑国内车企/产业链格局
代工模式 个性化品牌 平台模式

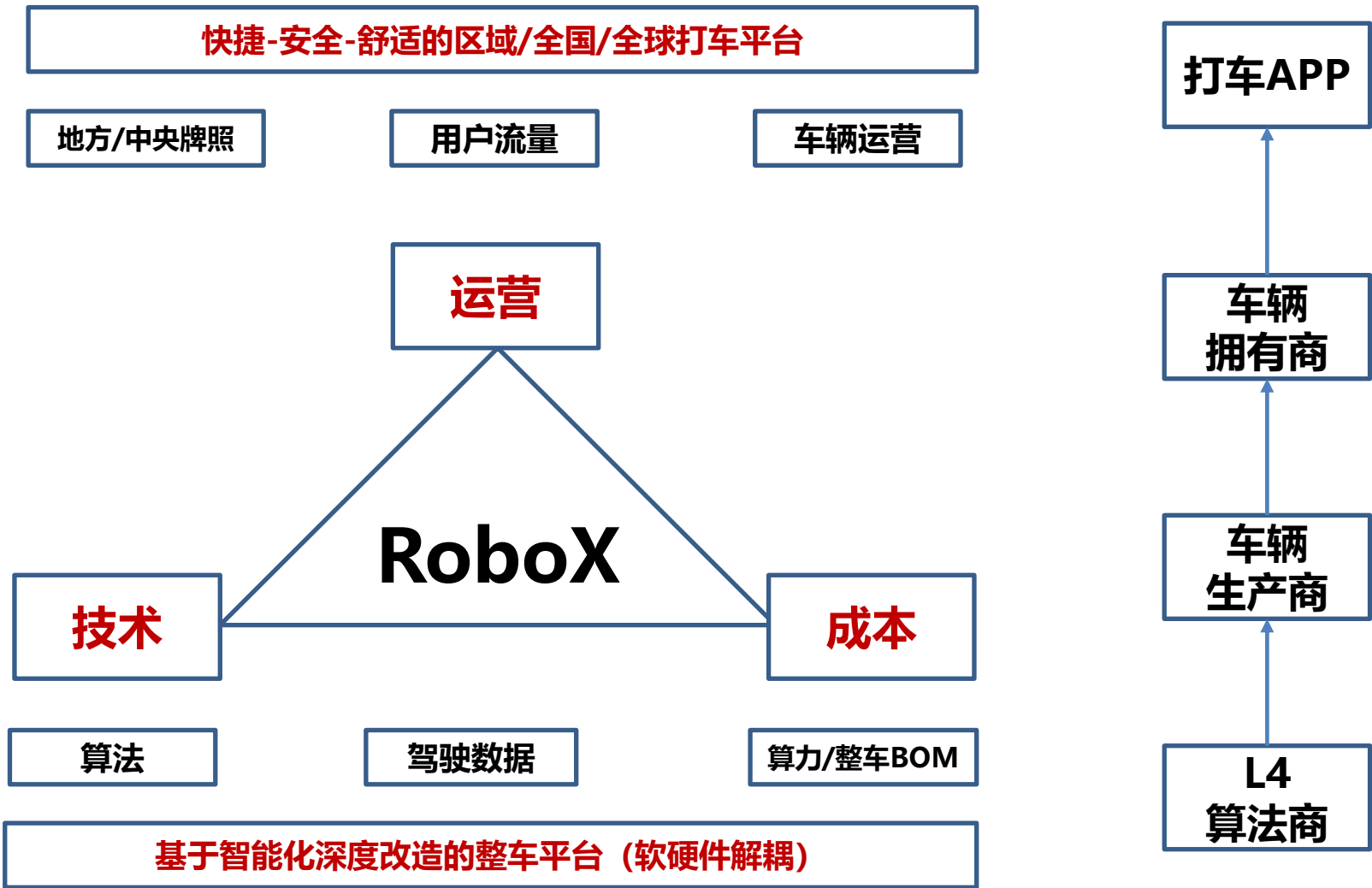
2025年

2026年

2028年

2030年

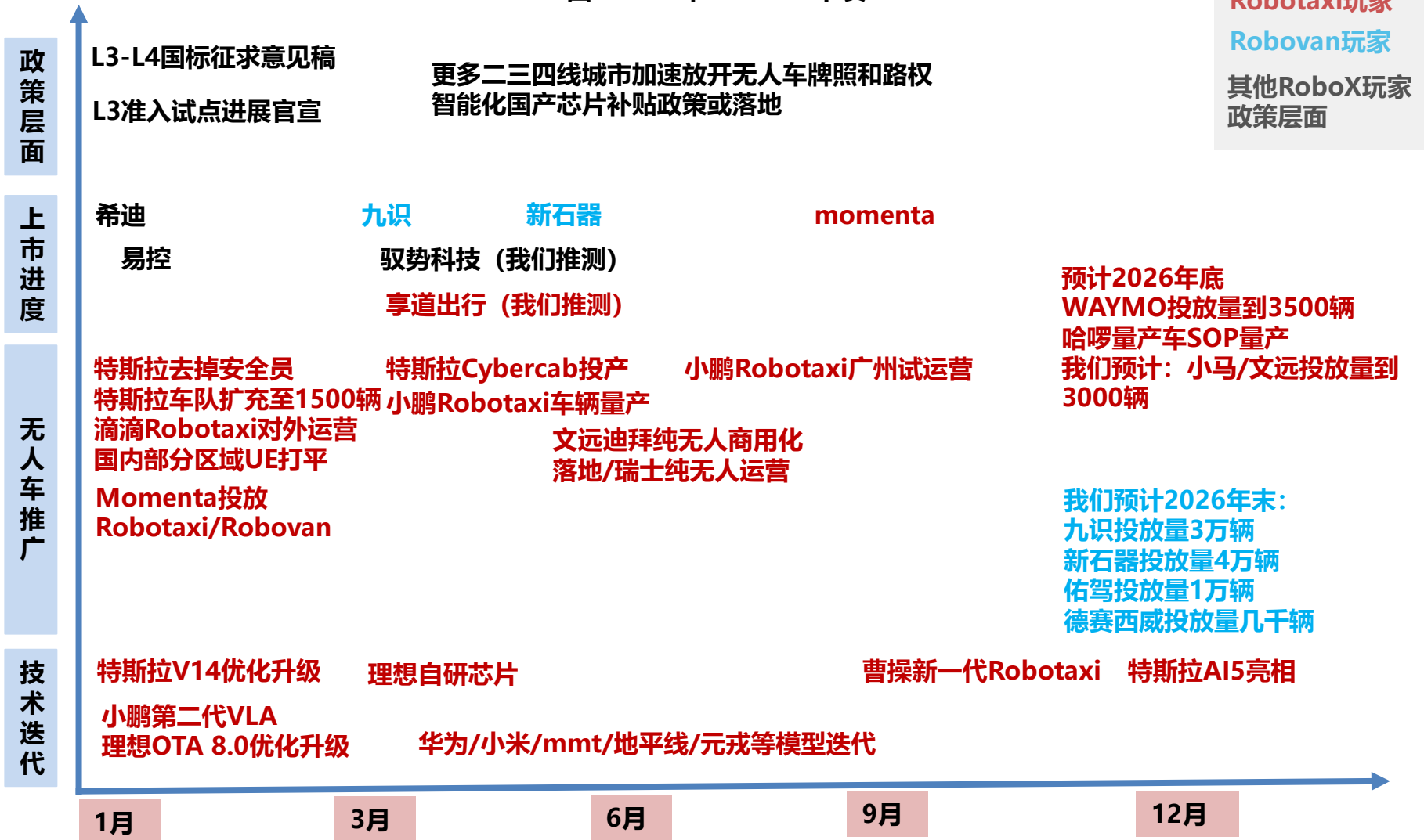
- RoboX商业化需要天时地利人和。技术（尤其是算法的持续突破）是第一重要因素，其次是整车BOM成本控制以及运营（牌照获取是前期最关键）。最终是看【体验】。



2026年L4 RoboX投资主线催化剂汇总

■ 2026年或是Robotaxi大年！以特斯拉为代表一众新玩家跑步入局Robotaxi！放量可期！

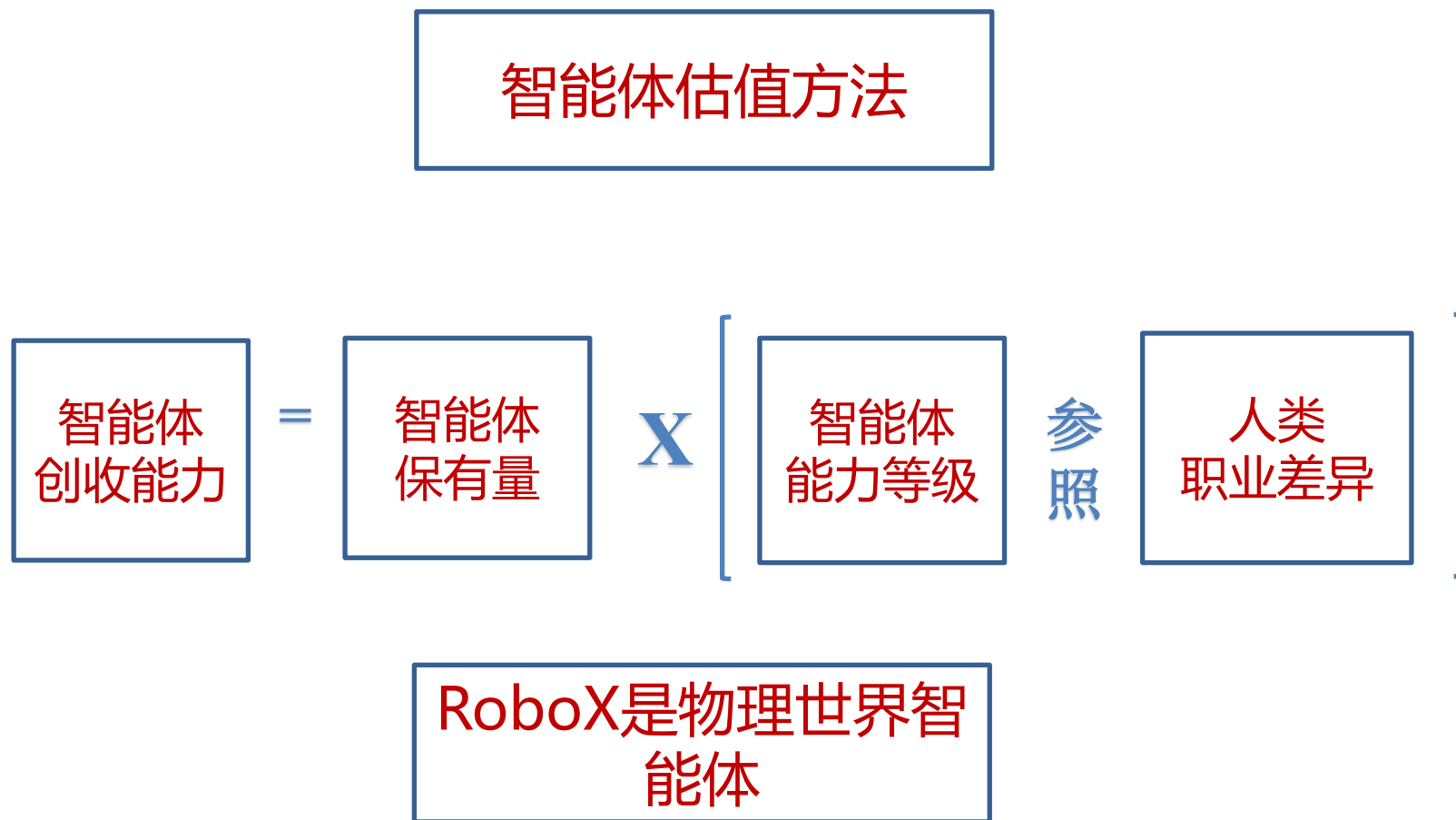
图：2026年Robotaxi节奏



数据来源：东吴证券研究所绘制

- AI时代我们认为对互联网时代的颠覆是在于：不再流量为王了，更重要是【智能体创收能力的差异】。一个智能体如果等级越高则创收能力越高，且可能是指数级的提升！

图：智能体估值方法



一张图梳理RoboX产业链投资图谱

■ 类似PC/移动互联网，智能车产业链利润分配：芯片-智驾技术提供商（含算法-数据）-用户运营商，这三个环节我们预计会成为产业链微笑曲线的两端，其他环节是普通硬件生产商或管理角色

B端场景	Robotaxi	Robovan	无人环卫/矿卡/港口/BUS等
用户运营	特斯拉/小鹏/小马/文远/地平线等 滴滴/曹操/如祺/享道	德赛西威/佑驾创新/九识、新石器 京东物流、菜鸟智慧物流、货拉拉	环卫：盈峰环境、玉禾田、仙途智能 矿卡：易控智驾、希迪智驾 港口：经纬恒润、斯年智驾 巴士：文远知行
算法提供商	特斯拉/小鹏/理想等 华为/地平线/mmt/元戎等	德赛西威/佑驾创新/九识、新石器	
车辆运营	大众交通/锦江在线等	中邮科技、开勒股份	
车辆生产	北汽/广汽/江铃等	江铃、江淮、福田等	易咖智车等
智驾硬件	芯片：地平线/黑芝麻/车企自研 域控制器：德赛西威/均胜/科博达/华阳/立讯等	传感器：禾赛/速腾/舜宇光学等 线控底盘：伯特利/耐世特/浙江世宝/经纬恒润/拓普集团等	
三电硬件	宁德时代/亿纬锂能/汇川技术等		
基础硬件	玻璃（福耀玻璃）、车灯（星宇股份）、座椅（继峰股份）、内外饰（新泉股份等）、轻量化底盘（拓普集团等）、轮胎（玲珑/赛轮等）、热管理（三花/银轮）、连接器线束（沪光/电连等）		

二、L4 RoboX 月度跟踪

■ **特斯拉Robotaxi业务在多区域加速推进。**核心在得克萨斯州奥斯汀，从6月推出带人类监管的服务起步，快速完成车队注册、服务区域多轮扩容，并于12月实现无安全员的无人驾驶测试，同时其FSD Unsupervised技术宣称“基本解决”；同步向加州旧金山、亚利桑那州、内华达州、新罕布什尔州Lebanon地区拓展测试服务，还计划将业务延伸至沙特阿拉伯，呈现“以奥斯汀为核心、多区域同步布局、技术与运营快速迭代”的节奏。

图：特斯拉Robotaxi进展跟踪

国家/地区	州	城市	进展日期	内容
美国	-	-	2025年6月29日	继6月22日周日成功推出Robotaxi服务后，特斯拉已开始进入其Robotaxi推广的下一阶段。他们终于开始发送第二轮更大规模的邀请函，将早期体验计划扩展到美国各地更多的特斯拉社区成员。
	-	-	2025年12月23日	电动汽车巨头特斯拉已为其Robotaxi乘车服务在加州注册了1655辆车辆和798名司机，标志着特斯拉正快速扩展其监督式乘车测试舰队。特斯拉的Robotaxi服务目前仍处于人类监督驾驶阶段，并未获得无司机运营许可。这些注册车辆代表了经批准可用于服务的汽车数量，但并非实际马斯克强调特斯拉将在奥斯汀推出其首个自动驾驶出租车网络——目前距离该网络只有2个月的时间。
	得克萨斯州	奥斯汀	2025年4月2日	特斯拉似乎已准备好在6月份推出其首款完全无人驾驶的汽车，搭载付费乘客。
			2025年5月29日	特斯拉计划于6月12日在奥斯汀推出其Robotaxi自动驾驶出租车网络。
			2025年6月11日	无人驾驶的特斯拉Robotaxi在奥斯汀被镜头捕捉到，特斯拉很可能正在进行测试的最后阶段：无监督车辆在点与点之间行驶，同时仍有一辆安全车。
			2025年6月11日	在正式推出其 Robotaxi网络最实质性的步骤之一中，特斯拉现已被列入奥斯汀市网站上的“已知自动驾驶汽车 (AV) 运营商”名单。
			2025年6月16日	特斯拉的Robotaxi车队已在得克萨斯州交通部面向公众的自动驾驶汽车部署网站上完成注册，使该车队的动向可以公开查看和追踪。
			2025年6月23日	特斯拉在得克萨斯州奥斯汀首次向公众推出了其Robotaxi平台。
			2025年7月12日	在X上，马斯克确认，特斯拉将于本周末在得克萨斯州奥斯汀扩大其无人出租车网络 (Robotaxi Network) 试点项目的服务区域。
			2025年7月15日	特斯拉已正式在得克萨斯州奥斯汀启动了其Robotaxi服务的首次重大区域扩展。新的地理围栏不仅增加了大量新区域，还使得特斯拉在奥斯汀的服务区比Waymo大出约10/4平方公里。
			2025年7月30日	Robotaxi在奥斯汀已完成7,000英里的行驶里程，其运营区域将扩大到现在的约10倍。
			2025年8月5日	特斯拉再次大幅扩大了其在美国得克萨斯州奥斯汀的 Robotaxi 服务区域，这是短期内第二次快速将地理围栏范围扩大1倍。奥斯汀的网络现在覆盖约85平方英里（220平方公里），这显示了特斯拉迄今为止对Robotaxi的信心。
			2025年8月13日	特斯拉已正式获得得克萨斯州的网约车牌照。马斯克随后在X上发帖称，特斯拉将于下个月在奥斯汀向公众开放其Robotaxi网络。
			2025年9月4日	特斯拉在奥斯汀的一些Robotaxi已开始在高速公路上运行。
			2025年12月9日	特斯拉的无人驾驶出租车Cybercab于近日首次在得克萨斯州奥斯汀市区公共道路上被目击进行测试。
			2025年12月10日	特斯拉CEO埃隆·马斯克在xAI黑客马拉松活动上表示，特斯拉的无人监督全自动驾驶 (FSD Unsupervised) 技术已“基本解决”。他透露，特斯拉将在约三周内于美国得克萨斯州奥斯汀推出无监管员的Robotaxi服务，这标志着自动驾驶技术的重大突破。
			2025年12月15日	特斯拉公司首席执行官埃隆·马斯克在社交平台X上确认，该公司Robotaxi无人驾驶出租车已在得克萨斯州奥斯汀进行无安全员测试。
	加利福尼亚州	旧金山	2025年7月27日	特斯拉正在将其Robotaxi网络扩展到一个新城市。此次扩展将在旧金山湾区进行，标志着Robotaxi的首次扩张。
			2025年7月30日	特斯拉的Robotaxi网络已于7月30日晚在旧金山湾区正式上线，这是该计划首次扩展到得克萨斯州以外。
	亚利桑那州	-	2025年11月19日	特斯拉获得美国亚利桑那州交通部的批准，可在该州公共道路上运营其Robotaxi无人驾驶出租车服务。
	内达华州	-	2025年9月12日	特斯拉公司已正式获得内华达州机动车管理局 (DMV) 的批准，开始在公共道路上测试Robotaxi无人驾驶出租车。
			2025年11月25日	特斯拉在内华达州取得重大监管进展，已完成该州机动车管理局 (DMV) 的机器人出租车自认证程序。不过，特斯拉仍需获得内华达交通局的额外批准，方能开展商业化的Robotaxi乘车服务。公司预计将很快提交相关许可申请，一旦获批，即可向公众推出付费无人驾驶出租车服务。
	新罕布什尔州	Lebanon 地区	2025年11月28日	特斯拉公司已首次在新罕布什尔州Lebanon地区进行Robotaxi验证测试。此次在新罕布什尔州的测试，可能旨在验证系统在寒冷气候、乡村道路和东北部独特地形下的表现，以确保安全性与可靠性。
沙特阿拉伯	-	-	2025年5月14日	马斯克确认Robotaxi将登陆沙特阿拉伯。

■ 特斯拉在奥斯汀的运营面积持续扩容。25年6月22日初始服务区域约20平方英里，扩建后面积提升至243平方英里，展现出在单一区域快速拓展服务范围的特点。

图：特斯拉Robotaxi运营面积

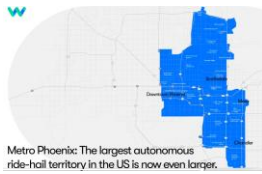
地点	时间	运营面积图	备注
奥斯汀	2025/6/22		初始服务区域约20平方英里（50平方公里）
	2025/7/14		扩建1区，面积约40平方英里（110平方公里）
	2025/8/2		扩建2区，面积约85平方英里（220平方公里）
	2025/8/27		运营面积达到约171平方英里
	2025/10/29		运营面积达到243平方英里

■ Waymo的运营面积拓展呈现“多区域分步扩容”特征。在旧金山，23年8月已覆盖从伯纳尔高地到渔人码头的核心区，24年5月拓展至圣马特奥以北的全市区域，11月进一步获准进入圣塔克拉拉县；在奥斯汀，24年10月初始运营面积37平方英里，25年7月扩容至90平方英里；同时还在洛杉矶（25年2月）、硅谷（25年3月）、凤凰城（24年6月）等区域同步拓展。

图：Waymo Robotaxi加州运营面积

地点	时间	运营面积图	备注
旧金山	2023/8/16		运营范围从伯纳尔高地到渔人码头，从贝维尤到兰兹恩
	2024/5/4		开始在旧金山半岛San Mateo以北的市区街道上，为员工测试全自动驾驶
	2025/11/11		正式获准在加州更多地区实现全自动驾驶，预计2026年中进入圣地亚哥

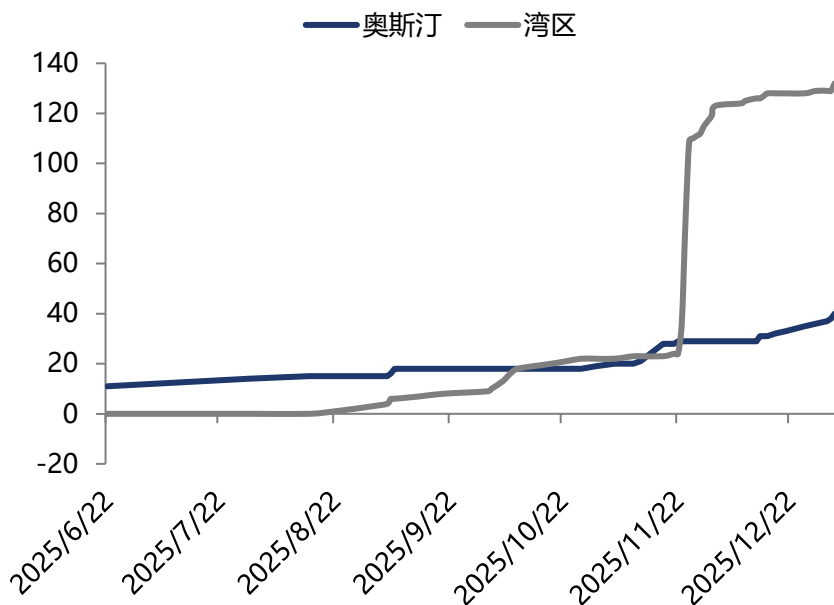
图：Waymo Robotaxi其他地区运营面积

地点	时间	运营面积图	备注
洛杉矶	2025/2/12		扩大服务范围，从威尼斯海滩到洛杉矶市中心，并包含威彻斯特和英格伍德的部分地区
硅谷	2025/3/11		推广到湾区更多地区
奥斯汀	2024/10/2		37平方英里
	2025/7/17		90平方英里
凤凰城	2024/6/6		新增90平方英里的凤凰城都会区服务范围

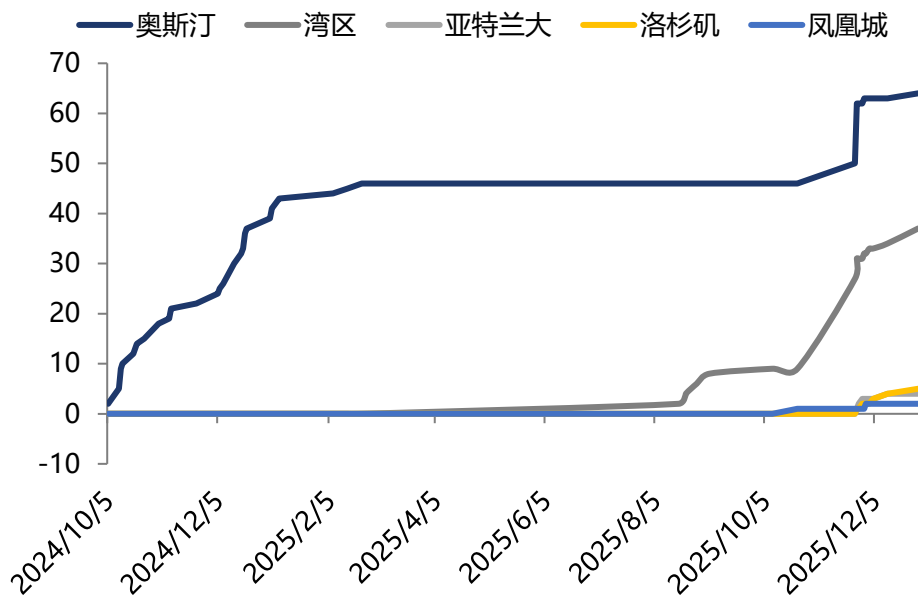
特斯拉和Waymo Robotaxi可发现车队增长

- **特斯拉**：奥斯汀可发现车队规模增长缓慢，湾区可发现车队在2025年10月出现爆发式增长。截至2026年1月3日，奥斯汀可发现车队规模40辆，湾区可发现车队规模132辆。
- **Waymo**：布局奥斯汀、湾区、亚特兰大、洛杉矶、凤凰城这5个区域。截至2025年12月29日，奥斯汀可发现车队规模64辆，湾区可发现车队规模37辆，亚特兰大可发现车队规模4辆，洛杉矶可发现车队规模5辆，凤凰城可发现车队规模2辆。
- 整体来看，特斯拉Robotaxi布局区域少，但单一区域（湾区）增长爆发力强；Waymo布局区域更多，且主力区域（奥斯汀）规模更稳定。

图：特斯拉Robotaxi可发现车队增长/辆



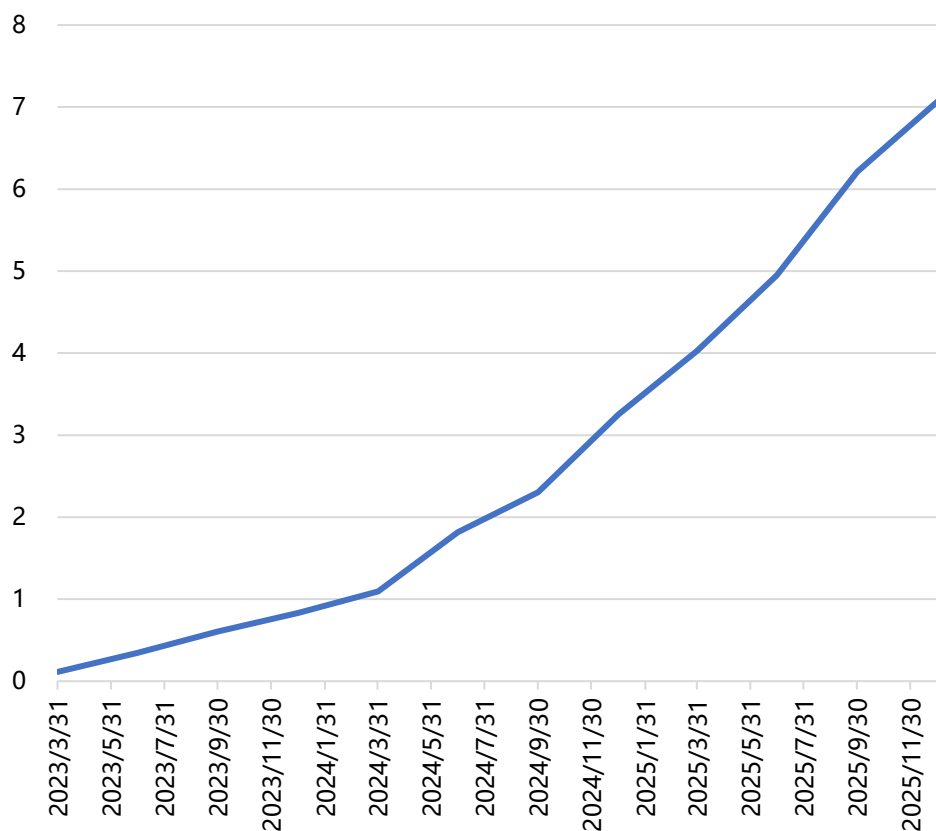
图：Waymo Robotaxi可发现车队增长/辆



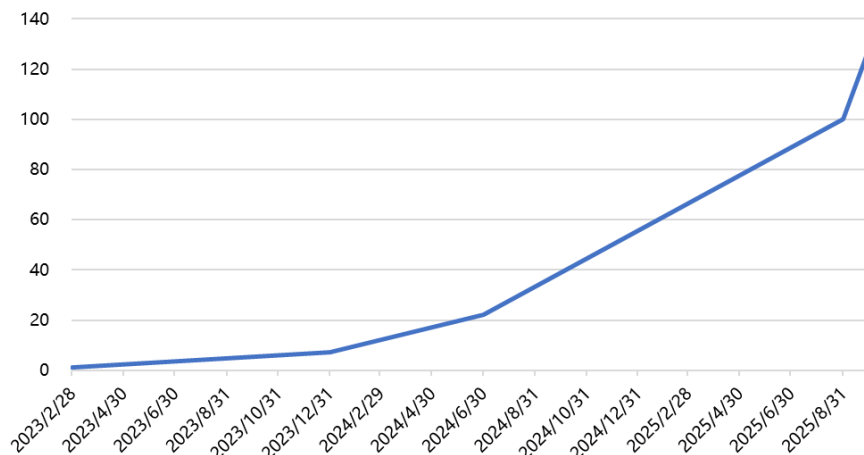
特斯拉FSD & Waymo纯无人运营里程数跟踪

- **特斯拉**：FSD V12推出后，特斯拉FSD（受监督的）里程数加速增长，截至2025/1/3，特斯拉FSD（受监督的）里程数累计已达到71亿英里。
- **Waymo**：截至2025年9月，Waymo在美纯无人运营里程数达到1.3亿英里，其中洛杉矶/旧金山/凤凰城/奥斯汀分别为0.25/0.39/0.57/0.06亿英里。

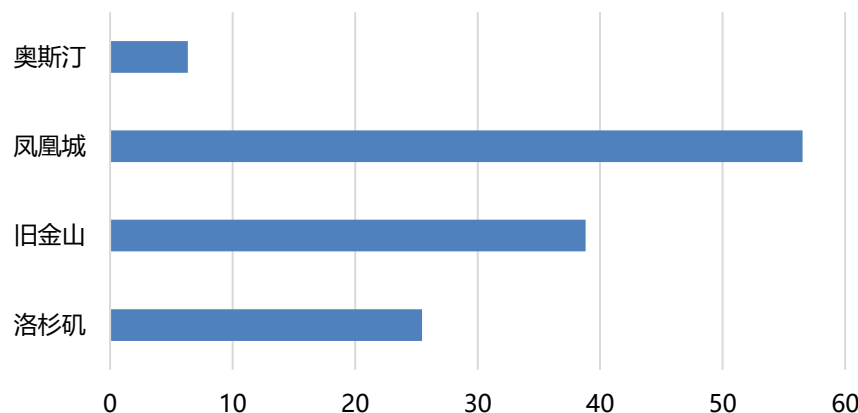
图：特斯拉FSD（受监督的）里程数/十亿英里



图：Waymo纯无人运营里程数/百万英里

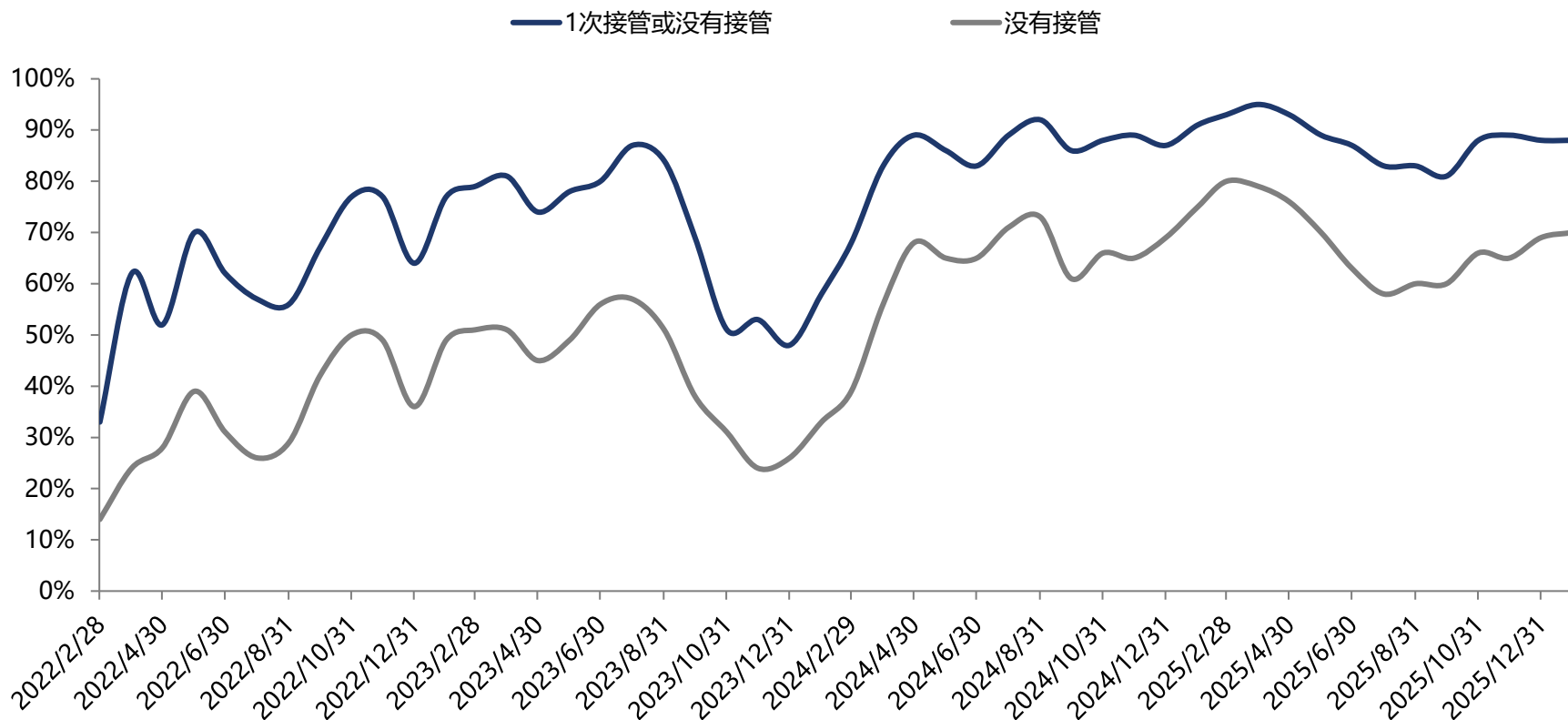


图：截至2025年9月Waymo分城市纯无人运营里程数/百万英里



- **特斯拉辅助驾驶系统的“1次接管或无接管”“无接管”占比均长期上升，印证其自主运行能力持续提升、人工干预需求逐步降低。** 尽管过程中受场景复杂度等因素影响存在阶段性波动，但特斯拉辅助驾驶系统的接管率数据呈现出显著的长期优化趋势，反映出特斯拉辅助驾驶系统的自主运行能力在观测期内得到了持续提升，车辆可独立完成行驶（或仅需极少量人工干预）的场景占比已实现长期扩容。

图：特斯拉接管率

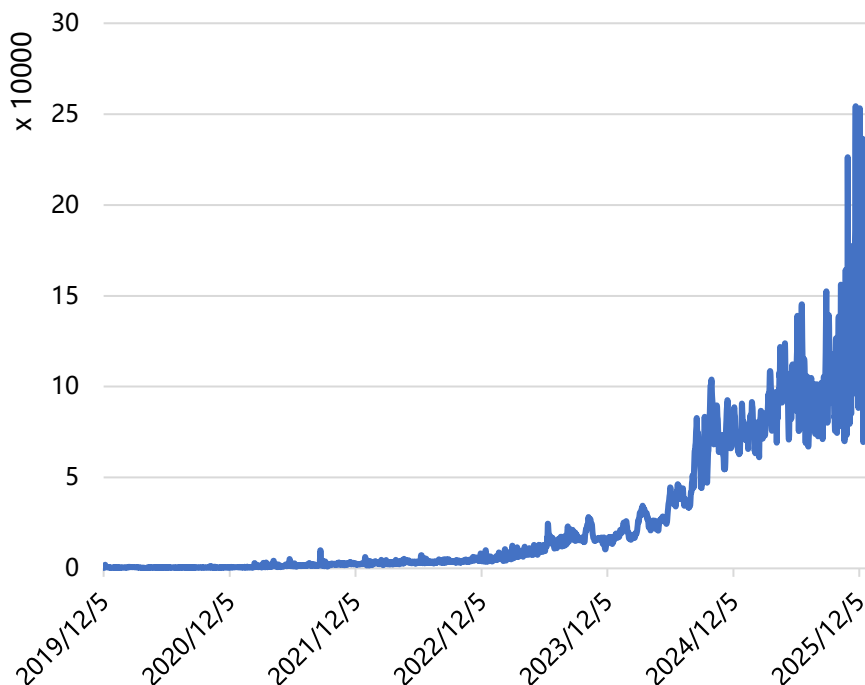


■ 基于Waymo Android & IOS双平台统计

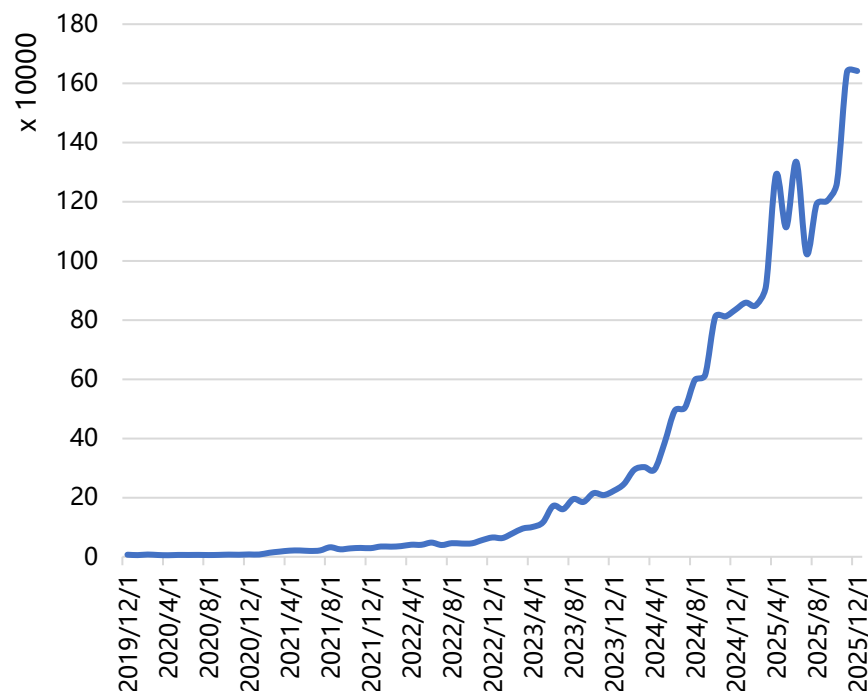
■ **日活**：2025/12/28，Waymo DAU达到10.6万人。

■ **月活**：2025年12月，Waymo MAU达到164.2万人，同环比分别+96.6%/+0.2%。

图：Waymo DAU跟踪/人



图：Waymo MAU跟踪/人



	主体	性质	核心内容
2025年12月	特斯拉	开城，无人公开运营	特斯拉已在奥斯汀街道上开始测试完全无人驾驶的Robotaxi（无安全员、无乘客）
	小马智行	开城，公开运营	正式上线腾讯出行服务，用户在深圳即可通过微信直接呼叫L4级全无人驾驶出租车
	文远知行	模型	WePilot 3.0一段式端到端模型中国智驾大赛-台州站夺冠
		开城，公开运营	联合迪拜道路与交通管理局（RTA），在迪拜通过Uber App正式上线Robotaxi公开运营服务，率先覆盖乌姆苏盖姆（Umm Suqeim）和朱美拉（Jumeirah）区域
	百度萝卜	开城，达成合作	百度旗下无人驾驶出行服务平台萝卜快跑宣布，将于2026年在英国伦敦开启无人驾驶测试及出行服务。这也是萝卜快跑首次进入中国香港以外的右舵市场
	曹操出行	战略	曹操出行发布“十年百城千亿”Robotaxi战略，并启用集成自动换电、清洁等功能的“绿色智能通行岛”
	哈啰出行	事故	哈啰出行Robotaxi在湖南株洲发生伤人事故，造成两名行人受伤，当地运营暂停
	滴滴	开城，测试运营	滴滴自动驾驶车在广州市黄埔区24小时开跑，试运营期间免费
2026年1月	特斯拉	标志性事件	特斯拉 FSD v14.2 完成 2 天 20 小时零接管横穿美国

三、L2-L3智能化C端月度跟踪

■ 我们预测2025全年实现2281万辆零售销量，同比+0.2%。

表：乘用车最新年度预测数据

		2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
内需-交强险口径/万辆								
乘用车销量		1890	2020	1976	2098	2276	2281	2200
	YOY	-7.8%	6.9%	-2.2%	6.2%	8.5%	0.2%	-3.5%
自主品牌销量		672	841	893	1050	1364	1528	1540
	YOY	-9.7%	25.1%	6.1%	17.6%	29.9%	12.0%	0.8%
	市占率	35.6%	41.6%	45.2%	50.0%	59.9%	67.0%	70.0%
新能源乘用车销量		117	301	526	732	1076	1240	1320
	YOY	27.12%	156.66%	74.61%	38.97%	47.14%	15.2%	6.4%
	渗透率	6.2%	14.9%	26.6%	34.9%	47.3%	54.4%	60.0%
外需-乘联会口径/万辆								
乘用车出口量		50	150	238	381	470	572	658
	YOY		200.6%	58.9%	60.3%	23.2%	21.8%	15.1%
新能源乘用车出口			25	62	104	120	245	362
	YOY				66.9%	16.0%	104.0%	47.8%
	占比			26%	27%	26%	43%	55%
批发-乘联会口径/万辆								
乘用车批发销量		1973	2106	2314	2555	2710	2953	2887
	YOY	-6.3%	6.7%	9.9%	10.4%	6.0%	9.0%	-2.2%
新能源批发销量		117	330	649	887	1215	1550	1733
	YOY	10.3%	181.4%	96.8%	36.8%	37.0%	27.5%	11.8%
	渗透率	5.9%	15.6%	28.0%	34.7%	44.8%	52.5%	60.0%
渠道库存总体		33.24	(64.35)	99.64	75.70	(36.64)	100.1	28.9
渠道库存新能源		(0.36)	3.03	60.10	51.97	18.51	64.6	51.1

2025年1-11月城市NOA渗透率变化

表：2025年1-11月城市NOA渗透率变化/万辆

	202501	202502	202503	202504	202505	202506	202507	202508	202509	202510	202511	同比	环比
国内乘用车销量（万辆）-交强险口径	177.8	128.0	182.7	165.1	182.2	209.5	180.1	194.4	220.6	206.6	199.0	-15.9%	-3.7%
国内新能源乘用车销量	70.4	65.7	96.9	87.2	96.6	111.2	97.8	109.8	128.8	119.0	121.8	-1.9%	2.4%
国内新能源渗透率	39.6%	51.3%	53.0%	52.8%	53.0%	53.1%	54.3%	56.5%	58.4%	57.6%	61.2%	8.7%	3.6%
国内新能源乘用车城市NOA级别智驾销量	10.9	11.2	20.0	17.5	22.0	25.8	22.8	25.2	29.7	30.1	36.1	159.7%	20.1%
国内新能源乘用车城市NOA级别智驾渗透率	15.5%	17.0%	20.6%	20.1%	22.8%	23.2%	23.3%	23.0%	23.1%	25.3%	29.6%	18.4%	4.4%
英伟达	6.9	6.0	10.0	11.1	12.5	12.3	11.6	13.0	15.2	17.1	17.3	87.1%	1.1%
Orin-X（魏牌、比亚迪、智己、乐道、昊铂、银河）	1.0	0.7	3.1	3.1	3.6	3.8	3.3	4.0	4.8	4.8	4.7	-55.8%	-24.9%
双英伟达 Orin-X	5.0	4.5	5.9	6.2	5.0	5.4	5.3	5.0	4.6	4.5	3.4	-99.6%	-26.1%
四英伟达 Orin-X	0.9	0.8	1.0	1.9	1.2	0.3	0.2	0.1	0.3	0.0	0.0		
Orin-Y									0.2	0.6	0.6		1.4%
Thor-U					2.7	2.8	2.9	3.9	5.2	7.2	8.6		18.4%
华为MDC 510pro/610/810	4.1	2.2	2.8	3.3	5.3	6.4	5.8	5.3	5.8	8.4	9.3	100.3%	11.2%
单/双NX9031	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	1.0	1.1	1.0	1.1	1.5	1.7		10.3%
图灵							0.1	0.2	0.5	0.3	0.4		69.4%
地平线（J6P、双J6M）											0.1		
特斯拉 FSD（2025年2月后）	3.4	2.9	7.2	2.9	3.9	6.1	4.1	5.7	7.1	2.7	7.3	-1.7%	165.2%
新能源汽车分线城市渗透率	202501	202502	202503	202504	202505	202506	202507	202508	202509	202510	202511	同比	环比
合计	39.5%	51.2%	53.0%	52.7%	53.0%	53.0%	54.2%	56.4%	58.1%	57.6%	61.2%	8.7%	3.6%
一线城市新能源汽车渗透率	46.5%	61.4%	61.2%	57.8%	61.2%	60.0%	63.2%	65.3%	64.5%	66.8%	69.8%	13.3%	3.0%
二线城市新能源汽车渗透率	43.1%	53.7%	53.8%	53.7%	54.6%	53.9%	55.8%	58.0%	59.3%	59.0%	62.7%	8.5%	3.8%
三线城市新能源汽车渗透率	41.2%	52.6%	52.3%	51.6%	50.4%	51.2%	52.3%	54.5%	56.4%	54.9%	58.2%	7.4%	3.3%
四线城市新能源汽车渗透率	37.4%	49.1%	52.2%	52.3%	51.7%	52.2%	52.4%	54.3%	56.9%	56.7%	59.7%	7.1%	3.1%
五线城市新能源汽车渗透率	29.2%	42.4%	47.5%	48.6%	47.8%	48.7%	47.3%	49.5%	52.6%	52.5%	55.9%	8.6%	3.5%
新能源汽车智能化分线城市渗透率	202501	202502	202503	202504	202505	202506	202507	202508	202509	202510	202511	同比	环比
合计	15.6%	17.0%	18.9%	20.2%	22.9%	23.3%	23.4%	23.1%	23.4%	25.3%	29.7%	18.5%	4.4%
一线城市新能源汽车智能化渗透率	26.4%	34.5%	34.3%	36.2%	42.0%	41.2%	39.6%	38.5%	39.3%	42.8%	47.1%	24.3%	4.2%
二线城市新能源汽车智能化渗透率	19.5%	23.5%	25.1%	26.1%	29.0%	29.3%	29.9%	29.3%	29.7%	32.3%	36.7%	21.8%	4.4%
三线城市新能源汽车智能化渗透率	14.6%	14.5%	16.4%	17.3%	19.8%	20.7%	20.8%	22.0%	22.1%	24.5%	27.5%	17.7%	3.0%
四线城市新能源汽车智能化渗透率	8.0%	6.7%	8.1%	9.5%	11.2%	11.7%	11.6%	11.3%	11.2%	13.0%	16.2%	11.5%	3.2%
五线城市新能源汽车智能化渗透率	5.4%	3.8%	4.4%	6.4%	7.4%	8.3%	8.2%	7.4%	7.8%	9.1%	11.4%	8.3%	2.3%

分车企月度城市NOA销量变化

■ 11月分品牌城市NOA级别智能化零售销量

- 1) 小鹏总体城市NOA智驾零售销量为25207辆，环比-6.4%。
- 2) 问界总体城市NOA智驾零售销量为49839辆，环比+15.2%。
- 3) 理想总体城市NOA智驾零售销量为24130辆，环比+1.7%。
- 4) Wey牌总体城市NOA智驾零售销量为12027辆，环比-0.9%。

表：分车企月度主流智能化车企城市NOA级别智能化零售销量（单位：辆）

分类	品牌	芯片方案	202411	202412	202501	202502	202503	202504	202505	202506	202507	202508	202509	202510	202511	环比
华为系	问界	MDC 510pro/610/810	24642	26197	19178	8343	10834	19163	34116	42810	39984	37371	38364	43261	49839	15.2%
	智界		9152	15418	11981	8839	8842	5224	5312	3522	4356	1664	5971	10098	11389	12.8%
	享界		1041	1153	679	578	780	1216	2176	4278	1968	1842	2371	5474	5685	3.9%
	尊界								6	159	390	998	1903	1939	2135	10.1%
	阿维塔		9642	11842	6303	3378	5714	5515	7579	7729	6266	6756	5487	10615	9994	-5.9%
	方程豹		1937	4140	2374	1082	1476	1891	2804	3092	2604	2602	2221	1739	1608	-7.5%
特斯拉	特斯拉	双HW4.0				29270	71897	29434	38960	61406	40948	56674	70862	27367	72576	大幅增长
英伟达系/自研系	小鹏	双Orin-X/图灵	10035	13429	11061	9368	12956	16383	16227	24359	23202	26836	27598	26922	25207	-6.4%
	理想	双Orin-X/Thor-U	23843	28254	14662	11532	16443	15416	24458	22085	18458	17827	20915	23721	24130	1.7%
	小米	双Orin-X/Thor-U	17774	15012	12454	13578	17111	17980	16241	17177	22488	26752	32336	43149	40763	-5.5%
	比亚迪	Orin-X					327	9884	12214	11283	6797	6296	7363	5709	5416	-5.1%
	腾势	Orin-X	3317	3800	3704	1988	4550	7325	5445	4961	3879	3962	5830	5216	9303	78.4%
	Wey	Orin-X	5678	6886	3040	2521	4003	4204	6870	9293	8691	7225	12009	12139	12027	-0.9%
	极氪	双Orin-X/Thor-U	21270	22262	9928	9879	10694	10477	14959	11898	12387	12993	11640	14829	21119	42.4%
	蔚来	NX9031/四Orin-X	16269	22083	8922	8136	10513	19622	15435	13521	12285	11481	14120	15568	17140	10.1%
总计		——	139055	162897	109158	111627	182583	169556	212300	247605	227284	252082	297216	300536	361177	20.2%

■ 11月分品牌城市NOA级别智能化渗透率

- 1) 小鹏总体城市NOA智驾渗透率为86.2%，环比+8.5pct，MONA M03 Max将城市NOA下沉至10-15万元级车型，G6/G7车型全系标配智驾。
- 2) 问界总体城市NOA智驾渗透率为97.1%，环比-0.6pct，M5/M8/M9标配城区NCA功能。
- 3) 理想总体城市NOA智驾渗透率为75.2%，环比-0.9pct，理想i8、i6标配城市NOA。
- 4) Wey牌总体城市NOA智驾渗透率为98.6%，环比+0.5pct。

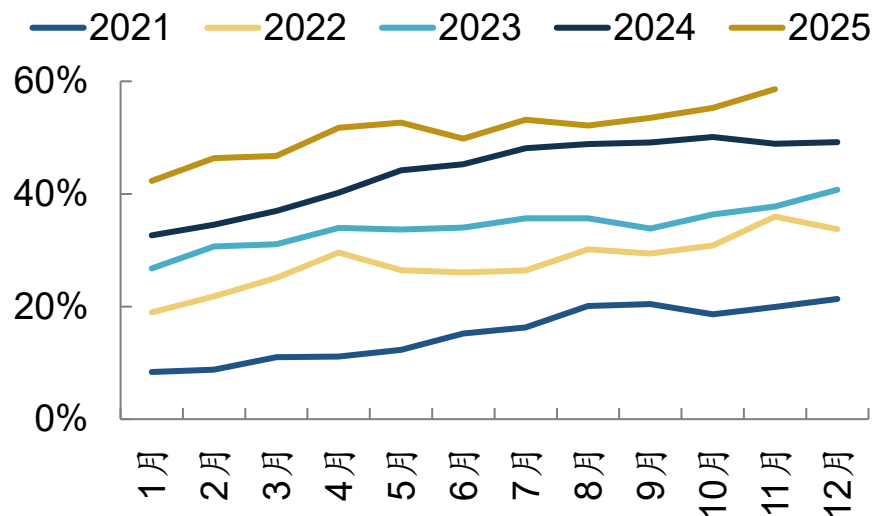
表：分车企月度主流智能化车企城市NOA级别智能化渗透率

分类	品牌	芯片方案	202411	202412	202501	202502	202503	202504	202505	202506	202507	202508	202509	202510	202511	环比
华为系	问界	MDC 510pro/610/810	78.7%	81.0%	88.3%	74.7%	84.0%	90.9%	95.0%	96.4%	96.5%	95.0%	93.8%	97.7%	97.1%	-0.6pct
	智界		95.2%	95.4%	95.9%	92.7%	94.1%	92.2%	93.5%	96.8%	92.7%	96.0%	95.1%	99.2%	99.5%	0.4pct
	享界		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0pct
	尊界								100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0pct
	阿维塔		100.0%	99.9%	99.9%	82.2%	73.9%	74.6%	73.3%	79.8%	76.9%	76.2%	68.3%	90.2%	93.2%	2.9pct
	方程豹		24.4%	38.0%	41.3%	29.5%	20.5%	20.4%	23.3%	16.9%	19.2%	17.7%	10.2%	6.1%	4.7%	-1.3pct
特斯拉	特斯拉	双HW4.0				100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0pct
英伟达系/自研系	小鹏	双Orin-X/图灵	36.9%	38.4%	34.2%	36.7%	40.5%	53.9%	61.3%	75.0%	73.2%	76.1%	72.2%	77.7%	86.2%	8.5pct
	理想	双Orin-X/Thor-U	47.3%	48.4%	47.8%	44.3%	45.3%	44.4%	54.9%	61.5%	59.4%	63.2%	64.3%	76.1%	75.2%	-0.9pct
	小米	双Orin-X/Thor-U	76.8%	58.1%	54.4%	57.1%	58.6%	63.0%	58.0%	67.1%	74.3%	74.1%	77.3%	89.4%	88.4%	-1.1pct
	比亚迪	Orin-X					0.1%	4.2%	4.7%	3.7%	2.8%	2.3%	2.4%	2.2%	2.1%	-0.1pct
	腾势	Orin-X	37.0%	29.3%	32.4%	27.2%	37.9%	51.6%	44.0%	41.5%	40.7%	42.7%	57.0%	67.2%	78.2%	11pct
	Wey	Orin-X	87.2%	88.4%	79.5%	77.5%	81.0%	87.6%	95.8%	96.8%	97.1%	95.6%	97.1%	98.2%	98.6%	0.5pct
	极氪	双Orin-X/Thor-U	82.8%	76.6%	80.4%	81.6%	71.3%	84.5%	90.7%	87.5%	88.9%	87.9%	85.6%	90.3%	91.0%	0.7pct
	蔚来	NX9031/四Orin-X	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0pct
总计		——	11.2%	12.6%	15.5%	17.0%	18.9%	19.5%	22.1%	22.3%	23.2%	23.1%	23.4%	25.3%	29.7%	4.4pct

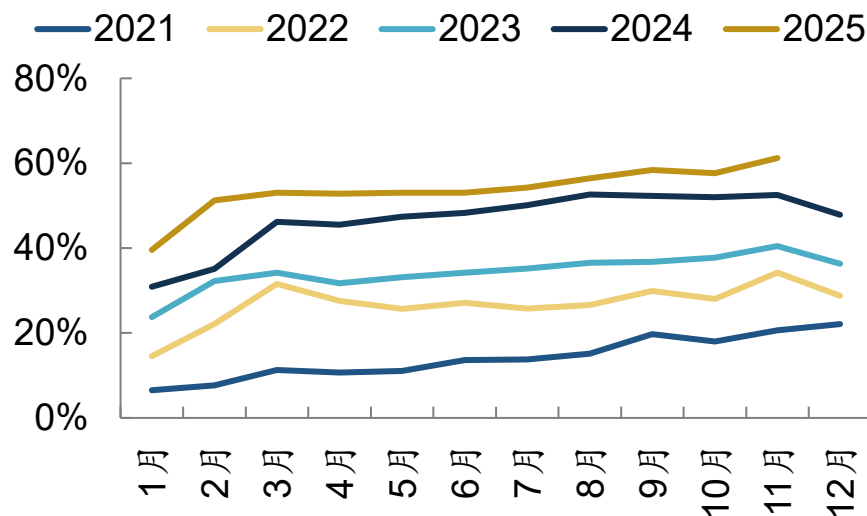
■ 11月新能源汽车批发渗透率58.6%，环比+3.32pct。

- **乘联会口径：**11月新能源汽车批发销量实现175.7万辆（同比+22.2%，环比+8.4%）。11月新能源汽车批发渗透率58.6%，环比+3.32pct。
- **交强险口径：**11月新能源零售121.8万辆（同比-1.9%，环比+2.4%）。11月零售口径渗透率为61.2%，环比+3.61pct。

图：2025年11月新能源汽车批发渗透率环比+3.32pct



图：2025年11月新能源汽车零售渗透率环比+3.61pct



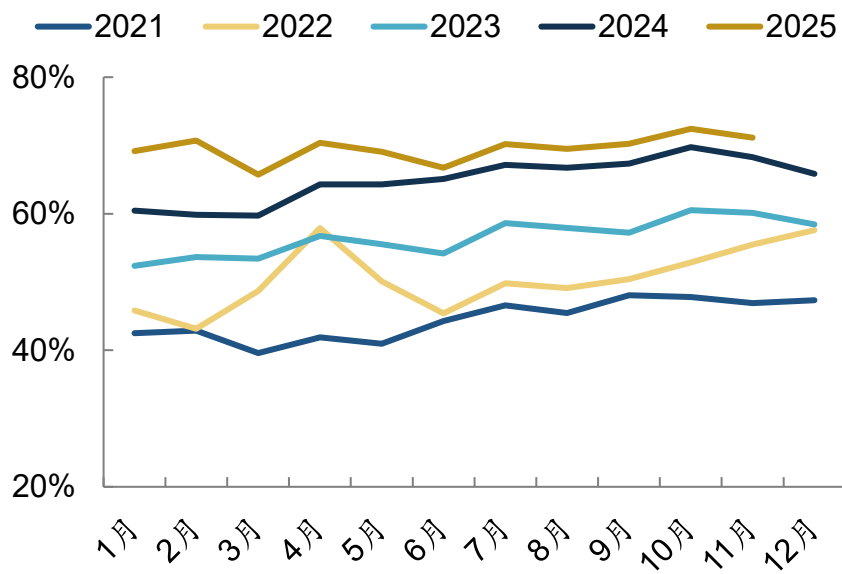
自主品牌市占率跟踪：批发口径环比-1.30pct

■ 11月自主品牌批发市占率环比下降、零售市占率环比下降。

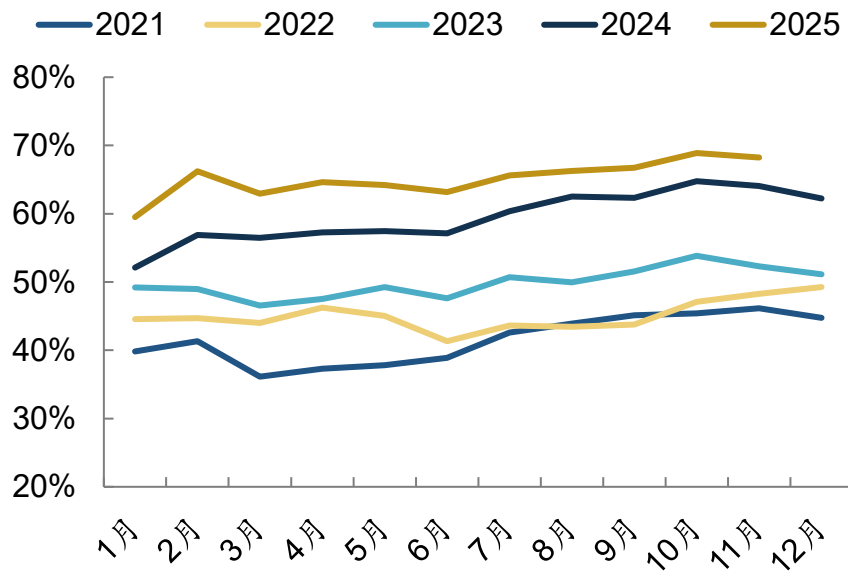
➤ 乘联会口径：11月自主品牌批发市占率为71.1%，环比-1.30pct。

➤ 交强险口径：11月自主品牌零售市占率为68.2%，环比-0.66pct。

图：2025年11月自主品牌批发市占率环比-1.30pct



图：2025年11月自主品牌零售市占率环比-0.66pct



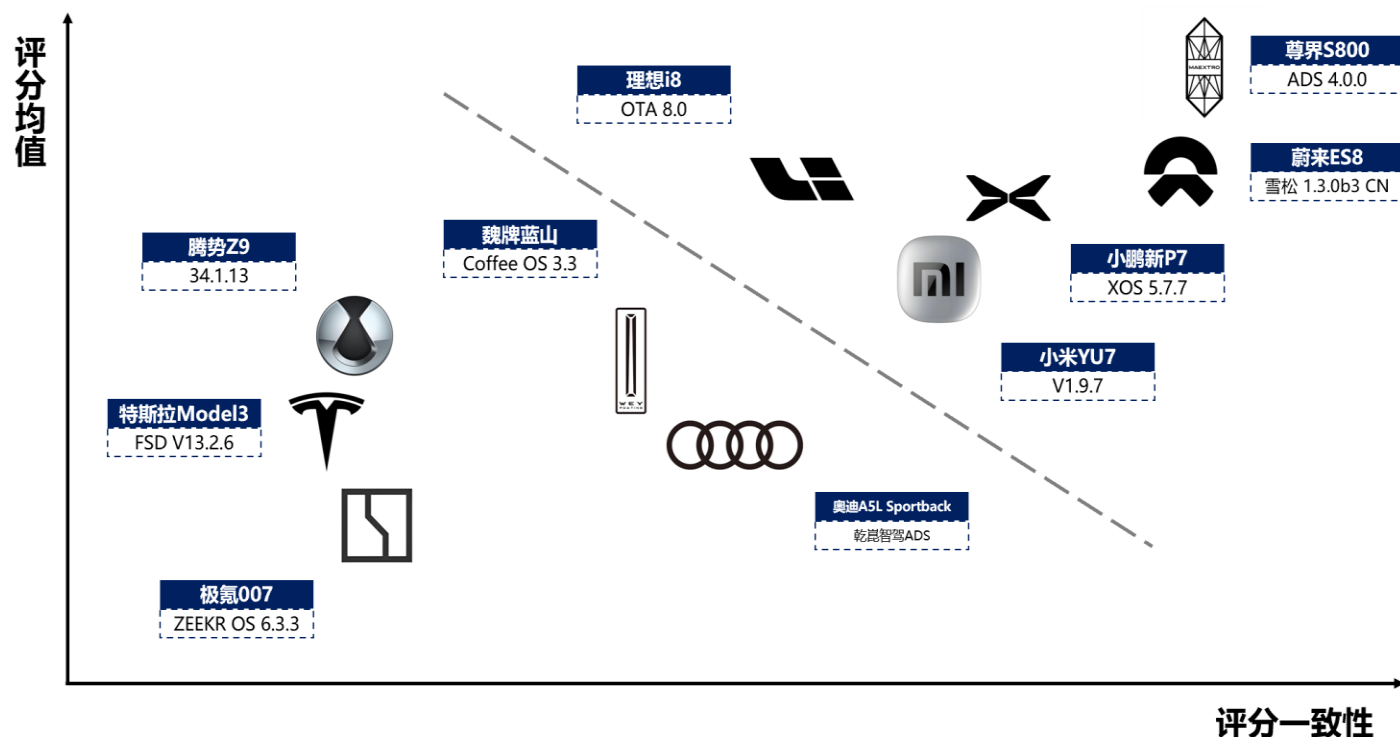
- **政策：**1) 12月15日，工信部发放首批两张L3“有条件自动驾驶”准入证，对应车型极狐阿尔法S5、长安深蓝SL03。2) 12月23日，北京市首批L3级高速公路自动驾驶车辆专用号牌由北京市公安局交通管理局正式发放给北京出行汽车服务有限公司名下的三辆北汽极狐智能网联汽车。
- **特斯拉：**特斯拉在中国推进FSD的数据合规问题取得实质性突破。相关审批流程已完成，特斯拉中国版FSD有望开始向国内用户全面推送。特斯拉在上海数据中心完成了对FSD功能所需的数据处理闭环。所有由中国境内特斯拉车辆采集、用于FSD算法训练的数据，均将完全存储在位于上海的数据中心，并经过符合中国法规的脱敏和合规处理，满足监管部门对数据安全与跨境传输的要求。
- **鸿蒙智行：**12月16日，鸿蒙智行在深圳完成的 L3 级智驾全场景内测，实测中1000公里仅触发0.3次人工接管，主要为复杂场景如高速变道、城区无保护左转。
- **小鹏：**1) 全量推送XOS 5.8.5版本，新增“车位到车位焕新版”，首次入园生成3D车位建模，挂P档一键启动，实现地库、园区到城市道路的无断点衔接。2) 小鹏联合北大发布论文登国际AI顶会AAAI 2026，提出了一种专门为端到端自动驾驶VLA模型定制的、高效的视觉Token剪枝框架——FastDriveVLA。
- **理想：**正式推送OTA 8.1版本，基于强化学习，在城区场景中，车辆绕行轨迹更稳定，并且更积极地变道汇流，变道时与前车保持适当距离，避免极限变道，提升了变道汇入拥堵车流中的成功率，VLA司机大模型的公交车道处理能力优化，收费站前广场区的轨迹稳定性提升，无保护左转、起步、靠边停车等驾驶行为更舒适，效率更高。在高速场景下，VLA司机大模型对虚实线识别能力提升，优化了转弯轨迹和横向舒适性，并在保障安全的情况下提升超车效率。

四、智能化终端体验跟踪

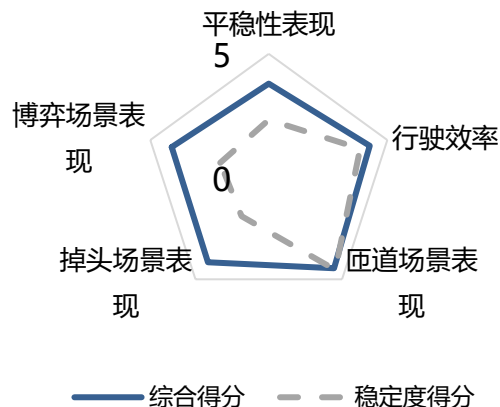
主流车企智能化能力体验测试排序（2025年Q3）

- **新势力自研方阵智驾表现亮眼，各主机厂/方案供应商未来半年预计密集迭代，整体体验存在较大变化可能。** 1) 小鹏/华为/理想依旧稳居第一梯队，小鹏自研图灵芯片上车，本地有效算力2250 TOPS + VLA车端部署，行驶逻辑更流畅；华为ADS 4.0搭载WEWA架构，实现全模态感知及全场景贯通NCA，舒适性体验更好；理想切换VLA架构，具备逻辑推理能力，COT进一步提升模型可解释性，语音控车上车，深度路测接管次数显著下降。2) 蔚来/小米快速跟进，达到类第一梯队水平，实现从“基本能用”向“好用”的跨越，蔚来NWM世界模型表现超预期；小米1000万Clips端到端 + VLM版本OTA升级，复杂场景应对能力增强。

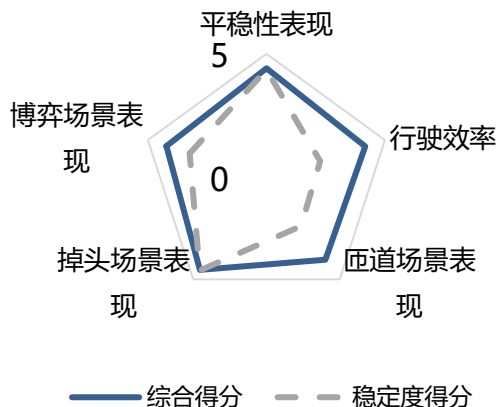
图：各品牌驾驶风格与应对复杂场景能力



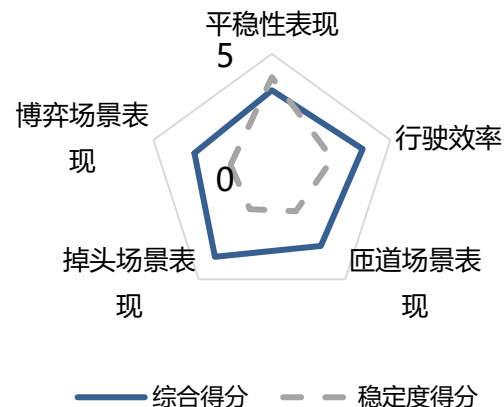
图：小鹏XOS大模型共创版4.0，VLA



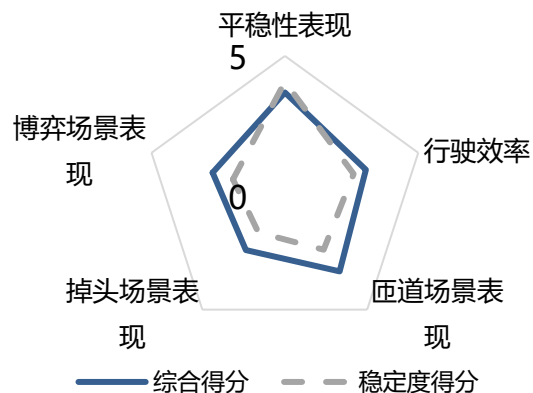
图：华为乾崮智驾 ADS 4，WEWA架构



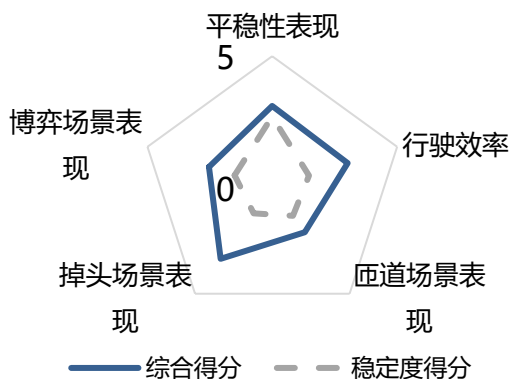
图：智己 IM AD 3.0



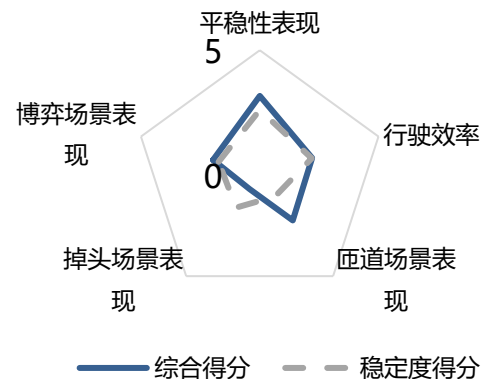
图：理想 OTA 8.0，VLA



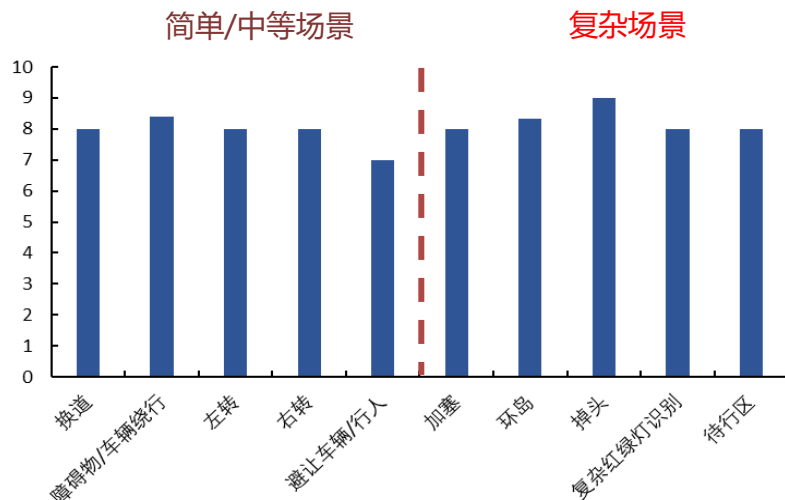
图：小米 V1.9.7 E2E+VLM



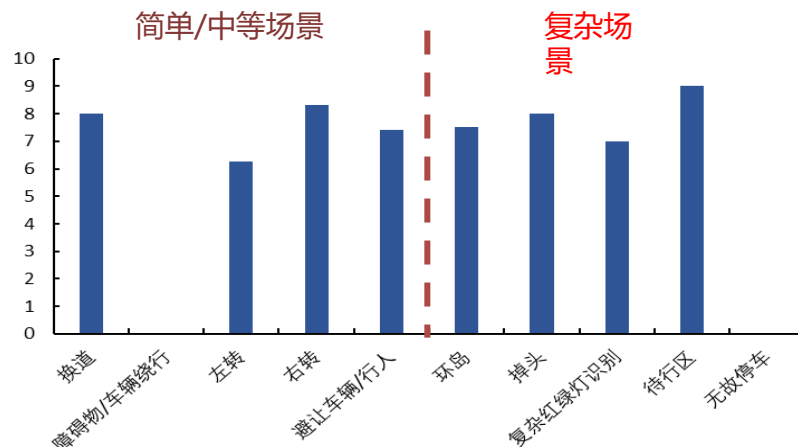
图：蔚来 雪松 1.3.0 CN，世界模型



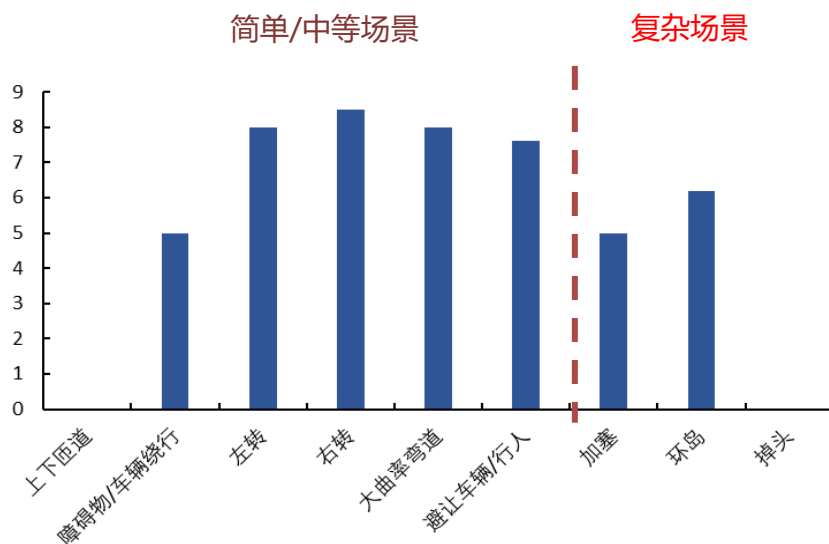
图：小鹏XOS大模型共创版4.0北京深度路测场景评价



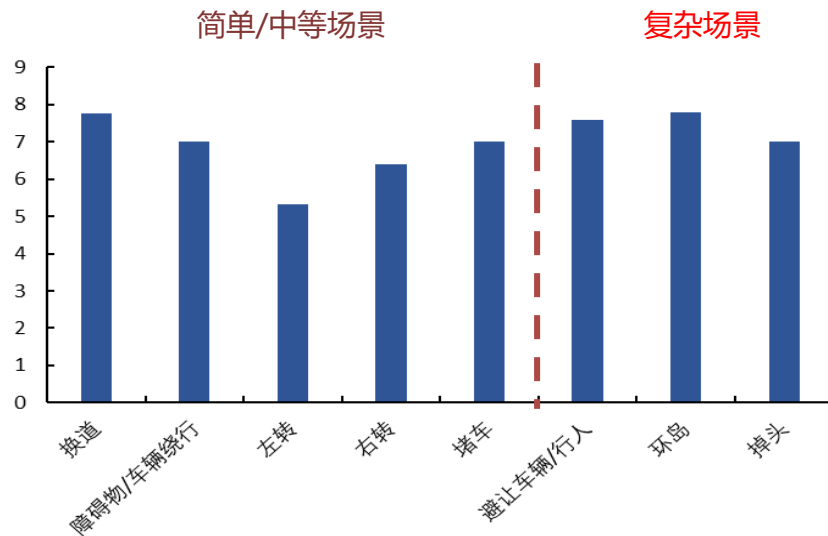
图：华为乾崮智驾ADS 4.0.0 北京深度路测场景评价



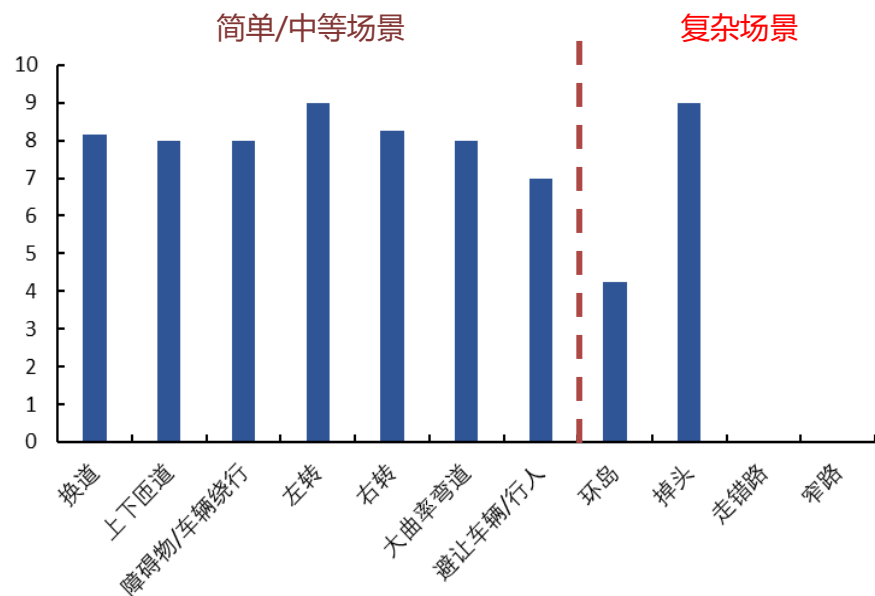
图：蔚来cedar雪松1.3.0 CN 北京深度路测场景评价



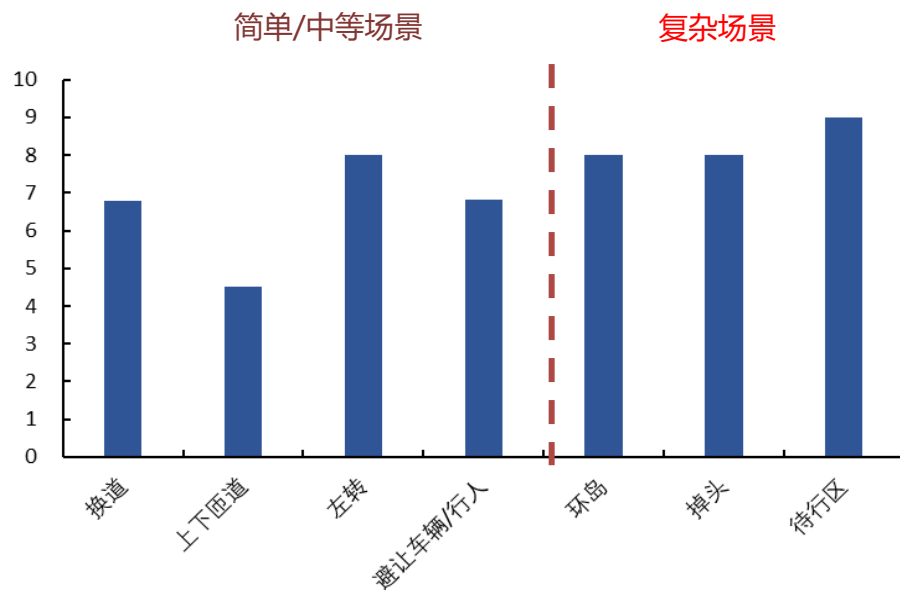
图：理想 OTA 8.0北京深度路测场景评价



图：小米 V1.9.7北京深度路测场景评价



图：智己 IM AD 3.0北京深度路测场景评价



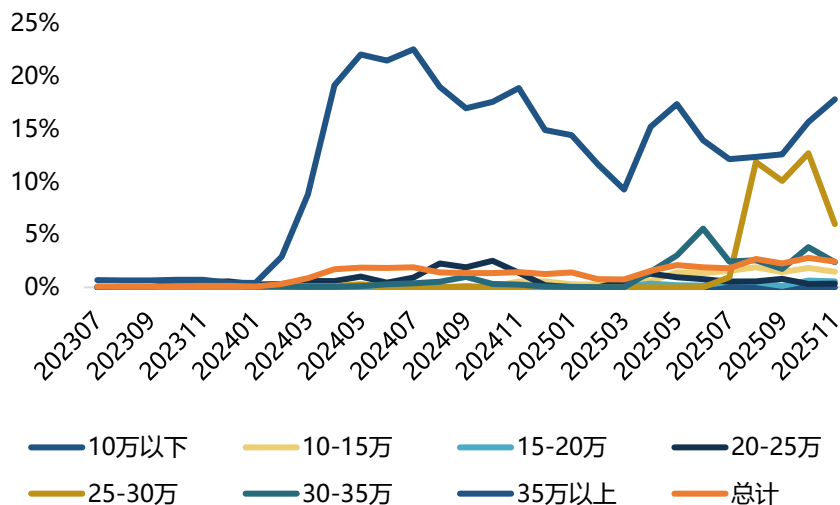
厂商/品牌	最新版本号	新增功能
小鹏	XOS 5.8.5	XOS 5.8.5 功能升级优化。车位到车位焕新升级，新增紧急转向避让AES，只能初亏提前准备车辆升级。新增SR车道级导航，AR-HUD影像安全体验提升，新增vivo手机镜像能力，新增UWB智能车钥匙，AI小P智能升级。 人机共驾提升效率：用户在城区和城市快速路使用NGP状态下的通行效率提升。 AEB自动紧急制动优化：AEB在旁车近距离加塞、弱势道路参与者（非机动车和行人）横穿场景识别和快速响应能力提升。
华为	ADS 4.0 Pro 增强版	首创量产激光视觉Limera，首创共光路光学架构。 全维防碰撞系统CAS 4.0全新升级，高速领航辅助NCA和园区领航辅助NCA全面升级。
理想	OTA 8.1	基于强化学习，在城区场景中，车辆绕行轨迹更稳定，并且更积极地变道汇流，变道时与前车保持适当距离，避免极限变道，提升了变道汇入拥堵车流中的成功率，VLA司机大模型的公交车道处理能力优化，收费站前广场区的轨迹稳定性提升，无保护左转、起步、靠边停车等驾驶行为更舒适，效率更高。在高速场景下，VLA司机大模型对虚实线识别能力提升，优化了转弯轨迹和横向舒适性，并在保障安全的情况下提升超车效率
特斯拉	FSD V14.1.4	V14.1.4 更新内容未涉及智驾更新。 V14.1.1 新增到达选项（停车场、路边等）；新增紧急车辆应对功能；将导航和路径规划融入视觉神经网络；改进对道路异物的避让；改进了对多种场景的处理。
腾势	Z9双旗舰OTA升级	未涉及智驾更新
魏牌	OTA 3.3	新增车位到车位，新增路边车辆静止激活。
极氪	OTA 6.5	新增D2D车位到车位领航辅助，新增U型掉头，优化绿波车速，新增记忆泊车，新增AES AEB主动安全，新增减速带舒适通行。
小米	HyperOS 1.11	新增低速防碰撞辅助，新增紧急转向辅助，。

注：标粗为12月迭代版本

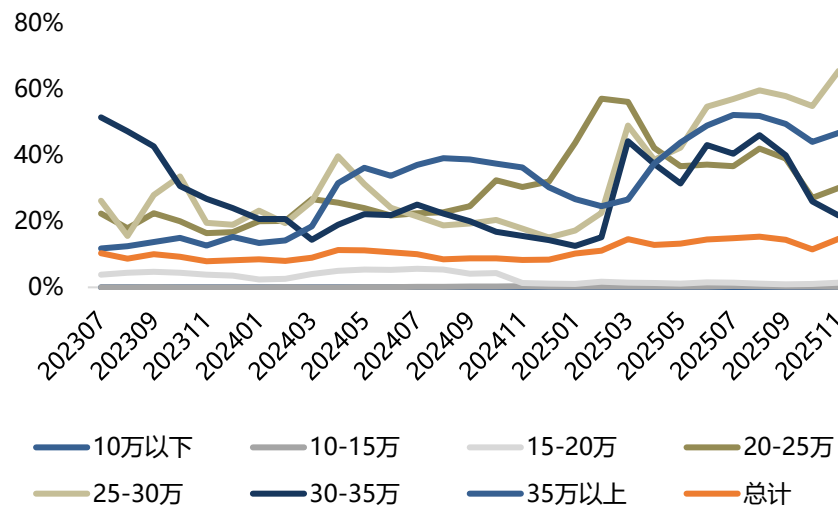
五、智能化供应链跟踪

- **灯光配置中：**11月DLP智能灯光硬件部分装配率环比下降，11月DLP/ADB车灯渗透率分别为2.45%/14.65%，环比-0.34pct/+3.11pct。分价格带来看，DLP车灯一般应用于较高价格带车型，11月35万以上车型DLP车灯配置率为17.82%，环比+2.16pct；ADB车灯25-30万价格带车型普及度提升明显环比+10.62pct，20-25万/25-30万/30-35万/35万以上车型ADB车灯配置率分别为30.08%/65.55%/21.78%/46.77%。
- 注：以上渗透率基数均为新能源乘用车交强险口径销量。

图：DLP车灯渗透率变化

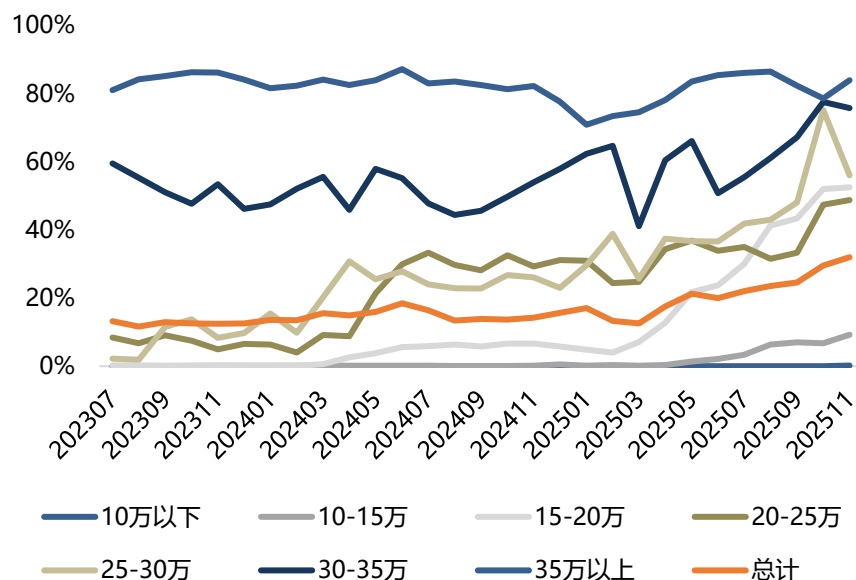


图：ADB车灯渗透率变化

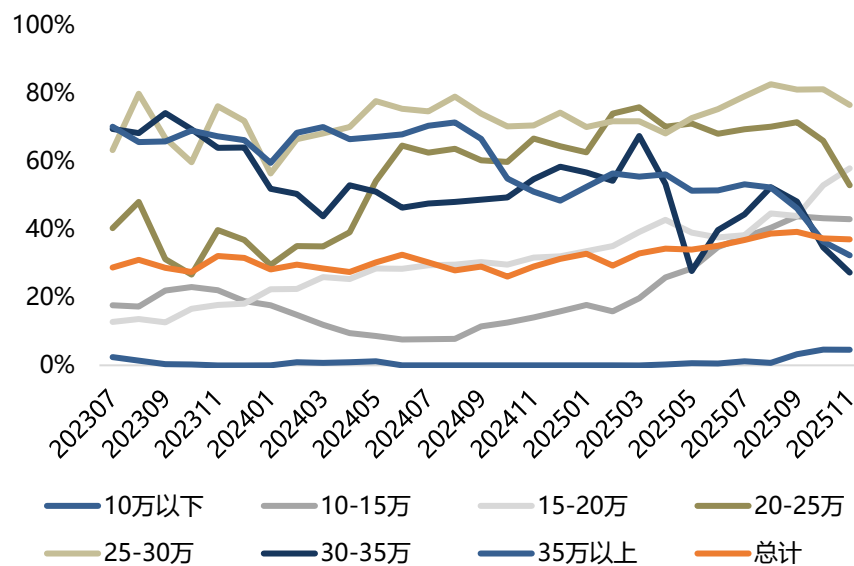


- **空气悬挂/天幕玻璃配置中：**11月空气悬挂装配率环比提升，天幕玻璃装配率环比下降。空气悬挂作为汽车底盘系统高端配置，能较大提升驾驶舒适感，装配车型较少，11月渗透率为32.00%，环比+2.42pct；天幕玻璃主要应用于新能源汽车，11月渗透率为37.08%，环比-0.27pct。
- 注：以上渗透率基数均为新能源乘用车交强险口径销量。

图：空气悬挂渗透率变化

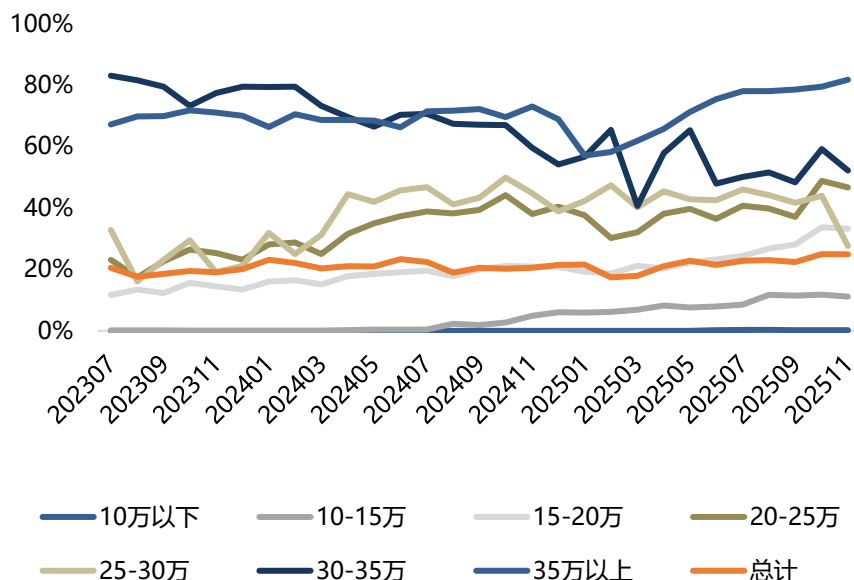


图：天幕玻璃渗透率变化

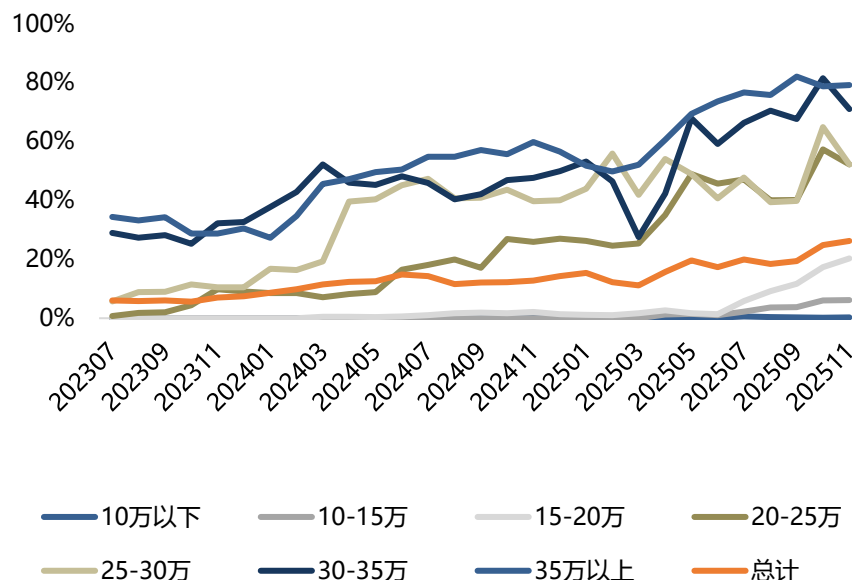


- **HUD/激光雷达配置中：**11月激光雷达装配率环比提升。11月HUD渗透率为24.96%，环比-0.03pct，HUD仍以中高端车型搭载为主，35万以上车型HUD渗透率达到81.78%。激光雷达开始向20万以下车型下探，但当前绝大部分还是在理想、蔚来、问界等新势力高端车型中装配，11月渗透率为26.25%，环比+1.37pct。
- 注：以上渗透率基数均为新能源乘用车交强险口径销量。

图：HUD渗透率变化

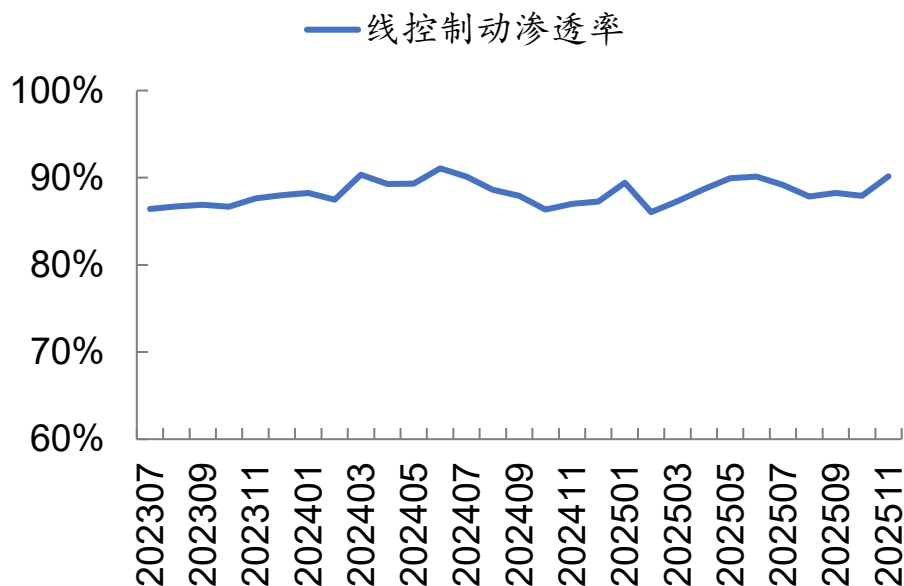


图：激光雷达渗透率变化

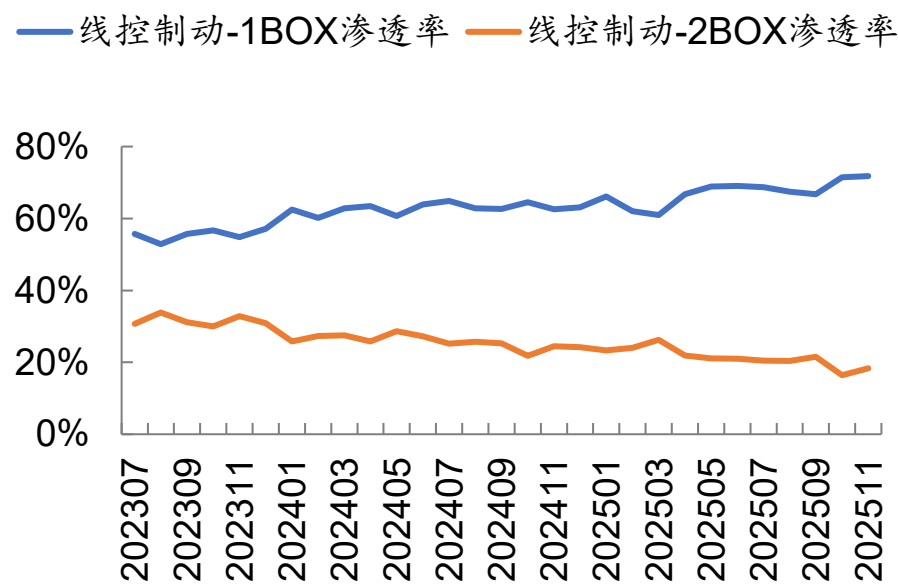


- 11月新车线控制动渗透率环比提升，1BOX产品渗透率环比提升，2BOX产品渗透率环比提升。2025年11月线控制动渗透率为90.2%，环比+2.26pct，1BOX产品渗透率71.8%，环比+0.31pct。线控制动展现国产化趋势。
- 注：以上渗透率基数均为新能源乘用车交强险口径销量。

图：线控制动整体渗透率变化



图：线控制动1BOX/2BOX渗透率变化



六、盈利预测与风险提示

智能汽车个股盈利预测汇总

一级大类	二级大类	代码	个股	总市值	营业收入			PS		归母净利润			PE	
					2024	2025E	2026E	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025E	2026E
智能整车	整车	TSLA.O	特斯拉	101,894	7,022.3	6,731.5	7755.4	15.1	13.1	509.7	363.0	537.9	280.7	189.4
	整车	9868.HK	小鹏汽车*	1,379	408.7	785.4	1057.8	1.8	1.3	-57.9	-13.6	24.6	-101.2	56.1
	整车	2015.HK	理想汽车*	1,308	1,444.6	1,133.8	1380.5	1.2	0.9	80.3	8.5	15.8	153.3	82.7
	整车	1810.HK	小米集团*	9,417	3,659.1	4,745.8	5918.5	2.0	1.6	236.6	453.2	529.6	20.8	17.8
	整车	920599.BJ	同力股份*	96	61.2	69.1	78.5	1.4	1.2	7.9	9.5	11.0	10.0	8.7
L4核心标的	算法	PONY.O	小马智行*	452	5.4	5.4	7.3	83.4	61.7	-19.7	-15.7	-14.4	-28.7	-31.4
	算法	WRD.O	文远知行	216	3.6	6.1	12.5	35.1	17.2	-25.2	-14.6	-13.0	-14.8	-16.6
	算法	601777.SH	千里科技	481	69.6	88.7	106.9	5.4	4.5	0.4	0.9	1.6	547.2	308.6
	算法	3881.HK	希迪智驾	88	4.1	/	/	/	/	-5.8	/	/	/	/
	算法	002405.SZ	四维图新	214	35.0	40.3	48.8	5.3	4.4	-10.9	-6.2	-1.8	-34.5	-117.7
	运营平台	2643.HK	曹操出行*	151	146.6	206.7	262.4	0.7	0.6	-12.5	-11.0	-2.7	-13.7	-55.0
	运营平台	9680.HK	如祺出行	17	24.6	/	/	/	/	-5.6	/	/	/	/
	运营平台	2618.HK	京东物流	706	1,828.4	2,074.9	2284.4	0.3	0.3	62.0	66.7	76.0	10.6	9.3
	运营平台	600611.SH	大众交通	97	28.1	/	/	/	/	2.1	/	/	/	/
	运营平台	600650.SH	锦江在线	65	18.1	/	/	/	/	2.0	/	/	/	/
	运营平台	688648.SH	中邮科技	84	9.1	/	/	/	/	-1.5	/	/	/	/
核心硬件	运营平台	301070.SZ	开勒股份*	56	3.3	3.7	4.5	14.9	12.3	-0.1	0.4	0.7	131.0	77.7
	芯片	9660.HK	地平线机器人*	1,182	23.8	36.6	53.7	32.3	22.0	23.5	-24.5	-14.1	-48.3	-84.0
	芯片	2533.HK	黑芝麻智能*	112	4.7	8.8	14.3	12.7	7.9	3.1	-12.7	-8.7	-8.8	-13.0
	芯片	600745.SH	闻泰科技	464	734.4	370.8	229.9	1.3	2.0	-28.3	19.0	27.5	24.4	16.9
	域控	002920.SZ	德赛西威*	718	275.3	333.8	420.4	2.2	1.7	20.0	25.9	33.3	27.7	21.6
	域控	688326.SH	经纬恒润*	141	55.1	71.5	80.4	2.0	1.8	-5.5	0.2	1.7	617.1	81.0
	域控	603786.SH	科博达	315	59.4	74.2	94.3	4.3	3.3	7.7	9.5	12.2	33.1	25.8
	域控	600699.SH	均胜电子*	464	558.6	674.3	728.2	0.7	0.6	9.6	16.1	19.5	28.8	23.9
	域控	002906.SZ	华阳集团*	161	101.1	127.0	155.6	1.3	1.0	6.5	8.1	10.3	19.9	15.6
	域控	0285.HK	比亚迪电子*	714	1,773.1	1,942.0	2224.6	0.4	0.3	42.7	53.0	63.3	13.5	11.3
	域控	2431.HK	佑驾创新	53	6.5	10.1	14.8	5.2	3.6	-2.2	-3.2	-2.1	-16.6	-25.3
	底盘	1316.HK	耐世特*	150	307.4	307.7	317.2	0.5	0.5	4.4	9.6	11.3	15.6	13.2
	底盘	603596.SH	伯特利*	311	98.9	129.2	155.0	2.4	2.0	12.1	14.4	17.4	21.6	17.9
	底盘	1057.HK	浙江世宝-H	134	26.9	35.1	43.7	3.8	3.1	1.5	2.7	3.8	49.5	35.2
	底盘	002284.SZ	亚太股份*	110	42.3	55.3	63.9	2.0	1.7	2.1	3.4	4.2	32.6	26.3
	底盘	603197.SH	保隆科技*	79	69.9	86.9	102.6	0.9	0.8	3.0	4.1	5.7	19.4	13.8
	传感器	HSAI.O	禾赛*	253	20.8	39.0	48.1	6.5	5.3	-1.0	2.5	9.1	101.8	27.9
	传感器	2498.HK	速腾聚创*	162	16.5	21.7	34.1	7.5	4.8	-4.8	-2.3	0.6	-71.1	279.7
	传感器	2382.HK	舜宇光学科技*	668	382.9	426.8	491.2	1.6	1.4	27.0	33.2	42.4	20.1	15.8
	连接器	300679.SZ	电连技术*	207	46.3	61.1	76.3	3.4	2.7	6.2	8.8	10.9	23.5	19.0
	检测	601965.SH	中国汽研*	167	46.5	54.7	70.0	3.0	2.4	9.1	10.1	12.3	16.5	13.6
	检测	301215.SZ	中汽股份	91	3.9	6.2	7.4	14.6	12.3	1.7	2.2	2.7	41.2	33.2
	玻璃	600660.SH	福耀玻璃*	1,667	392.5	462.6	546.32	3.6	3.1	75.0	91.1	111.11	18.3	15.0
	车灯	601799.SH	星宇股份*	352	131.9	155.01	191.79	2.3	1.8	14.1	16.5	20.38	21.4	17.3

注：市值参考日期为2025年12月31日，单位均为亿元人民币，港股市值按2025年12月31日1HKD=0.898CNY计算，美股市值按2025年12月31日1USD=6.99CNY计算；标*为东吴汽车覆盖标的，盈利预测来自东吴汽车；其他公司盈利预测源自wind一致预期，时间截至2025年12月31日

- ◆ **贸易战升级进一步超出预期。**如果贸易战升级进一步超出预期，将会影响我国汽车产业出海。
- ◆ **全球经济复苏力度低于预期。**如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车终端需求。
- ◆ **L3-L4智能化技术创新低于预期。**如果智能化技术创新不及预期，将会影响智能化技术的应用和相关产业链。
- ◆ **全球新能源渗透率低于预期。**如果全球新能源渗透率不及预期，将会影响我国汽车产业出海。
- ◆ **地缘政治不确定性风险增大。**

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园