

买入

产品融合大模型技术，积极转型厚积薄发

猎豹移动 (CMCM.US)

2025-01-23 星期四

投资要点

目标价：**6.40 美元**

现价：4.45 美元

预计升幅：43.8%

重要数据

日期 **2025.01.22**

收盘价 (美元)	4.45
总股本 (亿份 ADS)	0.30
总市值 (亿美元)	1.34
净资产 (亿美元)	3.31
总资产 (亿美元)	7.75
52 周高低 (美元)	6.78/1.99
每 ADS 净资产 (美元)	0.21

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

金山软件	44.97%
腾讯	15.70%
傅盛	8.78%
Sheng Global Limited	8.50%
Shengdong Pang	4.98%

相关报告

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email:licr@gyzq.com.hk

➤ 公司为人工智能与互联网技术领军企业：

公司是一家从事人工智能与互联网技术研发的科技公司。公司致力于成为 AGI 时代全球领先的生产力工具提供商，持续在人机协作领域深耕并推出多元化智慧机器人产品。目前公司业务分为传统互联网业务和 AI 及其他。未来公司将持续围绕 AI 大模型及应用来挖掘企业级市场价值，以 AI 技术为新增长引擎。猎豹移动未来将通过 AI 智能产品和技术赋能实体经济，聚焦 AI 和机器人，来帮助企业提升经营效率。

➤ 自研大模型和自研机器人结合，赋能机器人多任务执行：

公司在提供 AI 应用场景的拓展和服务机器人方面有先发优势，通过自研大模型和自研机器人结合，赋能机器人多任务执行。能够在智能机器人领域形成较好的用户体验及口碑。通过将 AI 大模型技术与机器人应用场景结合，可以让机器人更有效的“理解”语义，人机交互效率及准确度大幅提升。

➤ 公司产品落地场景丰富，多产业布局优势显著：

近年来猎豹移动在机器人领域取得了显著成果，其产品落地场景丰富多样。公司自研机器人全链条 AI 技术集合了芯片+算法、全感知视觉识别、语音全链条技术、麦克风阵列、六轴消费机械臂和室内自主导航平台。猎户星空已发布了自主研发的机器人平台 OrionStar OS 和一系列自研产品。

➤ 首次覆盖给予买入评级：

我们认为公司 AI 及其他收入规模有望处于高速增长状态，且从行业规模发展潜力来看，公司收入增长天花板巨大。公司为轻资产运营模式，规模效应能够持续体现，独创“端+模”融合的产品矩阵，因此应该给予较高的估值溢价。同时公司在手现金约 15 亿元人民币，能够支撑公司持续研发投入。综上，我们给予公司 6.4 美元的目标价，首次覆盖并给予买入评级，对应 2025 财年的 PS 约 1.5 倍。

百万元	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
主营业务收入	884	670	748	904	1,259
同比增长 (%)	12.7%	-24.3%	11.7%	20.9%	39.3%
毛利率	71.4%	65.4%	54.9%	52.2%	48.2%
归母净利润	(513)	(603)	(145)	(80)	1
同比增长 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
归母净利润率	-58.1%	-90.1%	-19.4%	-8.8%	0.0%
每 ADS 盈利 (元)	-17.12	-20.10	-4.84	-2.65	0.02

数据来源：wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目录

1.公司基本情况	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司发展历程	5
1.3 股权结构和管理团队	5
1.3 经营业绩回顾	6
2. 行业分析	8
2.1 智能服务机器人开始融合大模型	9
2.2 全球智能服务机器人市场规模快速增长	9
2.3 中国对智能服务机器人有较高需求	11
3.公司亮点及核心竞争力	12
3.1 自研大模型和自研机器人结合，赋能机器人多任务执行	12
3.2 公司产品落地场景丰富，多产业布局优势显著	13
3.3 机械臂技术引入，扩展产品功能范围	16
4.盈利预测与投资建议	17
4.1 盈利预测	17
4.2 行业估值及目标价	17
财务报表摘要	19
投资评级定义与免责条款	20

图目录

图 1：公司业务以互联网业务为基础提供，实现 AI 创新业务高成长	4
图 2：公司发展历程	5
图 3：公司收入在转型期有所波动（亿元）	7
图 4：公司 AI 相关业务有较高增速	7
图 5：公司前五大客户贡献收入情况	7
图 6：公司中国地区收入及海外地区收入占比持平	7
图 7：公司毛利率在稳步回升	7
图 8：公司维持较高的研发投入比例	7
图 9：目前智能机器人产业链分布图	9
图 10：全球智能服务机器人行业市场规模（十亿美元）	10
图 11：中国智能服务机器人行业市场规模（十亿元）	11
图 12：公司核心业务体系	13
图 13：围绕端+模进行商业化，空间巨大	13
图 14：公司智能机器人解决方案落地场景丰富	15
图 15：公司产品能够为企业提供门面担当	15
图 16：公司产品能够为餐饮企业提供菜品服务	15
图 17：公司产品能够为零售企业提供引导及推销服务	15
图 18：公司产品能够为酒旅企业提供送物服务	15
图 19：公司内容变现业务实现方式	16

表目录

表 1：公司股权结构（截至 2024 年 10 月）	5
表 2：公司管理团队简介	6
表 3：全球服务机器人产品布局企业	8
表 4：全球服务机器人产品代表性应用领域	8
表 5：公司未来业绩预测	18
表 6：智能服务机器人行业估值表	18

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

猎豹移动是一家从事人工智能与互联网业务的科技公司。公司致力于成为 AGI 时代全球领先的生产力工具提供商，持续在人机协作领域深耕并推出多元化智慧机器人产品。主要业务包括传统互联网业务和 AI 及其他业务：传统互联网业务主要是互联网广告及 APP 应用，包括猎豹清理大师、猎豹安全浏览器等。AI 及其他业务则主要是以猎户星空为主体，产品和服务涵盖大模型、套件、AI 应用、大模型机器人等。

猎豹移动作为中国最早一批成功出海的 App 企业，凭借猎豹清理大师等明星产品在全球范围内积累了超过 6 亿的月活跃用户，其中 80% 来自海外市场。目前公司正以 AI 和机器人技术作为核心驱动力，从 2C 向 2B 的战略转型。公司产品已覆盖全球，包括中国、韩国、日本、欧洲等多个国家和地区，主要应用于餐厅、展厅、公司前台和酒店等多种场景。AI 技术方面，公司不仅构建了包括远场语音识别、全感知视觉识别、室内导航和 6 轴机械臂在内的核心 AI 技术。2024 年，猎豹成功从 0 到 1 训练了两个基础大模型，并利用大模型提升自有机机器人的产品能力。同时，猎豹积极与企业客户合作，共建 AI 应用，探索大模型在提高企业运营效率方面的潜力。

图 1：公司业务以互联网业务为基础提供，实现 AI 创新业务高成长

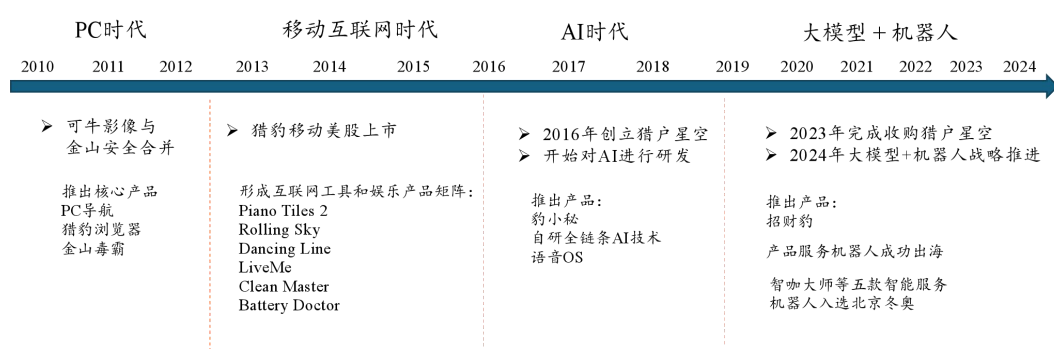


资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

1.2 公司发展历程

猎豹移动成立于2010年11月，在PC时代，公司销售金山毒霸，通过猎豹浏览器导流进行商业化，虽然有过快速发展，但是市场竞争激烈，于是在接下来的移动互联网时代做出了差异化。在移动互联网时代，公司通过广告联盟等渠道，购买大量移动端网站的广告位推广自己的清理大师 Clean Master、手机桌面等大量工具类 APP 安装到用户手机，也推广中国要出海的客户的 APP 和广告赚取差价。2016 年，公司提出“All in AI”的企业战略，在保持原有业务优势的基础上，猎豹移动从移动互联网向以 AI 驱动的产业互联网进行战略升级，并投资成立了以人工智能为基础的服务机器人公司“猎户星空”。2023 年，公司围绕 AI 大模型及应用开发，以 AI 技术为新增长引擎，构建了四大板块的全新业务矩阵。以猎户星空为主体的人工智能业务、以聚云科技为主体的云管理服务业务、以及国际广告业务和 APP 应用业务。猎豹移动将通过 AI 智能产品和技术，赋能实体经济，聚焦企业经营效率提升。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

1.3 股权结构和管理团队

根据 WIND 数据显示，截止 2024 年 10 月公司董事长傅盛持股 8.78%，为第三大股东。公司第一大股东金山软件持股比例达 44.97%。公司第二大股东腾讯持有公司股份 15.70%。

表 1：公司股权结构（截至 2024 年 10 月）

股东名称	占已发行普通股比例(%)
Kingsoft Corporation Limited	44.97%
Tencent Holdings Limited	15.70%
Sheng Fu	8.78%
Sheng Global Limited	8.50%
Shengdong Pang	4.98%

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

猎豹移动目前拥有在以人工智能为基础的服务机器人领域的专业领导团队，核心管理层成员在互联网技术、AI 研发、工业互联网应用方面经验丰富，为公司业务未来持续成长奠定了坚实基础。创始人傅盛曾在 360 安全卫士、金山毒霸等公司担任要职，曾领导团队打造了中国用户量最大、覆盖率超过 70% 的安全类软件 360 安全卫士。此外，公司其他管理团队成員同样具有多年行业从业经验，为公司业务未来拓展提供了重要补充力量。

表 2：公司管理团队简介

姓名	职务	简介
傅盛	首席执行官	傅盛先生自 2018 年 3 月起担任猎豹移动董事长，2010 年 10 月起出任猎豹移动首席执行官兼董事，并于 2011 年 3 月起担任金山软件公司高级副总裁。自 2009 年 9 月，傅先生担任可牛网络首席执行官和董事长。2008 年 11 月，傅先生加入经纬创投中国，任副总裁。2005 年 11 月至 2008 年 8 月，在奇虎 360 的 360 事业部担任多个管理职位，带领团队研发 360 产品。
任今涛	首席财务官	任今涛先生，自 2020 年 1 月起担任猎豹移动首席财务官。在加入猎豹之前，任先生服务于人人公司（NYSE: RENN），自 2015 年 9 月起担任人人公司的首席财务官，且在 2019 年 8 月之前同时担任人人公司子公司开心汽车控股（NASDAQ: KXIN）的首席财务官。在重新加入人人公司之前，任先生在触控科技担任首席财务官。于 2005 年至 2014 年期间，任先生在人人公司担任高级财务总监一职。在此之前，任先生曾在毕马威会计师事务所工作五年。
孙明焱	高级副总裁	孙明焱先生，2010 年加入猎豹移动，负责多款移动工具产品，其中包括猎豹 3D 桌面、Cheetah Keyboard、猎豹清理大师、猎豹安全大师、移动与 PC 端的猎豹浏览器、金山毒霸。加入猎豹之前，他曾在奇虎 360 和趋势科技担任多个管理职务。

资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

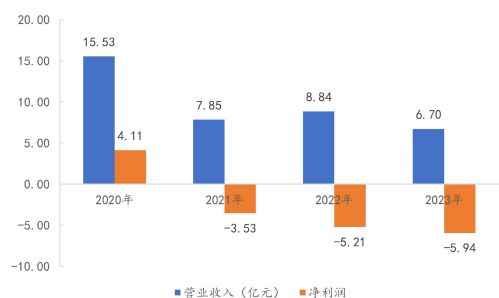
1.3 经营业绩回顾

根据公司披露的业绩数据显示，2024 年中期，公司实现营收 3.76 亿元，净利润亏损 2.04 亿元。其中上半年毛利率为 64.1%，同比下降 2 个百分点。分业务来看，公司的互联网业务同比下降，而 AI 及其他板块则实现高速增长，其中互联网业务收入达 2.23 亿元，占收入总比 59.4%，同比下降 21.4%；AI 及其他板块收入达 1.55 亿元，占收入总比 31.6%，同比增长 51%。分地区来看，2023 年公司来自中国大陆地区的收入达 3.43 亿元，占收入总比 51.2%，同比下降 12.2%，而来自非中国地区的收入达 3.26 亿元，占收入总比 48.8%，同比下降 33.7%。

另外根据公司所披露 2024 年 Q3 经营数据，公司实现总收入 1.92 亿元，同比增长 16.6%。其中来自互联网业务收入为 1.34 亿，来自 AI 及其他板块的收入为 5780 万元。第三季度运营亏损为 7200 万元，较去年同期增长 75%，净亏损为 4183 万元，去年

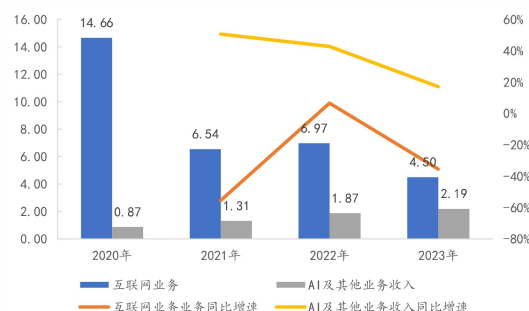
同期净亏损 1988 万元。亏损进一步扩大，主要与费用增加有关，财报显示猎豹移动 2024 年第三季度费用为 2.02 亿元，较上年同期增长 30.2%，尤其是销售和市场费用的增长较为显著，较上年同期增长 62.1%，从 5493 万元增加到 8903 万元。另外研发开支为 6626 万元，较上年同期增长 44.8%，公司持续在技术和市场进行投入。

图 3：公司收入在转型期有所波动（亿元）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

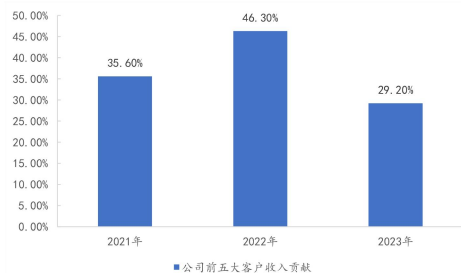
图 4：公司 AI 相关业务有较高增速



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

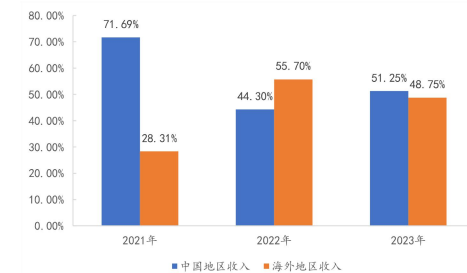
公司的业务模式：对于互联网业务，公司的客户主要包括在应用程序产品上投放广告的客户以及订阅高级服务或购买应用程序中使用的虚拟物品的个人客户。对于人工智能及其他业务，公司的客户主要包括有意在海外市场发展业务的中国公司、在全球使用和销售公司智能机器人的全球客户和经销商以及有意应用 LLM 技术来提高运营效率的企业客户。2021 年、2022 年和 2023 年，公司前五大客户合计分别贡献了公司约 35.6%、46.3% 和 29.2% 的收入。

图 5：公司前五大客户贡献收入情况



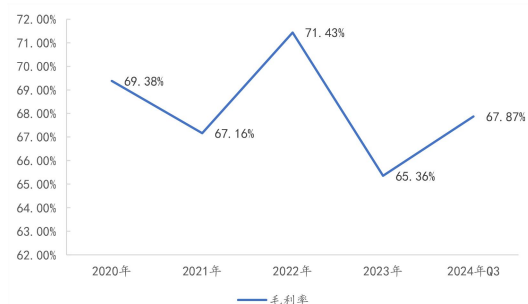
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 6：公司中国地区收入及海外地区收入占比持平



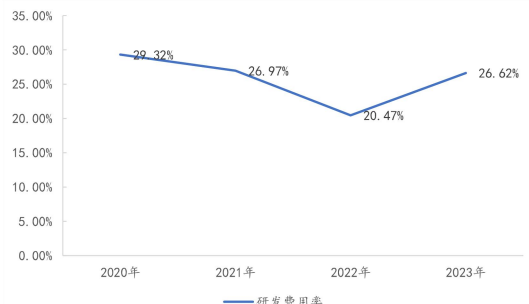
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 7：公司毛利率在稳步回升



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 8：公司维持较高的研发投入比例



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

2.行业分析

从行业内主要产品布局企业来看，公共服务机器人企业主要包括普渡科技、SoftBank Robotics、猎户星空、Bear Robotics 等；在个人/家庭服务机器人领域，iRobot、科沃斯、石头科技、追觅科技、Dyson 等是全球市场的主要参与者；特种服务机器人主要参与企业有 Intuitive Surgical、Boston Dynamic 等。全球服务机器人的下游市场主要涵盖餐饮、酒店、医疗、养老、物流、教育等多个领域。随着人口老龄化、劳动力成本上升等问题的加剧，服务机器人在医疗、家庭护理、教育、物流等领域的需求将持续增加。同时，服务机器人还可以与物联网、大数据等技术进行结合，形成更加智能化的生态系统。

表 3:全球服务机器人产品布局企业

产品名称	布局企业
公共服务机器人	普渡科技、SoftBank Robotics、猎户星空、擎朗智能、优地科技、高仙机器人、Bear Robotics、
个人/家庭服务机器人	iRobot、科沃斯、石头科技、追觅科技、Dyson等。
特种服务机器人	Intuitive-Surgical、Boston-Dynamic等。

资料来源：前瞻产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

表 4:全球服务机器人产品代表性应用领域

代表性应用领域	概况
餐饮	随着消费者对餐饮产品及服务的需求多样化，服务机器人在餐饮行业的应用逐渐增多，如送餐机器人、点餐机器人等，提高了服务效率，降低了人力成本。
酒店	在酒店行业中，服务机器人被用于迎宾、送餐、引导等场景，提升了酒店的智能化水平和客户体验。
医疗	医疗机器人是服务机器人领域的重要组成部分，主要用于医疗场景中辅助医护工作，包括手术机器人、康复机器人、辅助机器人、医疗服务机器人等。这些机器人能够协助医生进行手术操作、病人护理等工作，提高了医疗服务的效率和安全性。
养老	随着人口老龄化的加剧，养老行业对服务机器人的需求不断增加。养老机器人能够陪伴老人、监测老人健康状况、提供紧急救援等功能，为老年人提供了更加便捷、安全的养老服务。
物流	物流机器人是近年来发展迅速的细分领域之一。它们能够自主导航、搬运货物、分拣包裹等，提高了物流行业的自动化水平和作业效率。
教育	教育机器人能够为学生提供个性化学习辅导、互动教学等功能，有助于激发学生的学习兴趣 and 积极性。
家庭服务	家用服务机器人可承担清洁、吸尘、拖地等家务劳动，还可具备智能陪伴、安防监控等功能，为家庭用户提供更加便捷、舒适的生活体验，满足人们对高品质生活的需求。

资料来源：前瞻产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

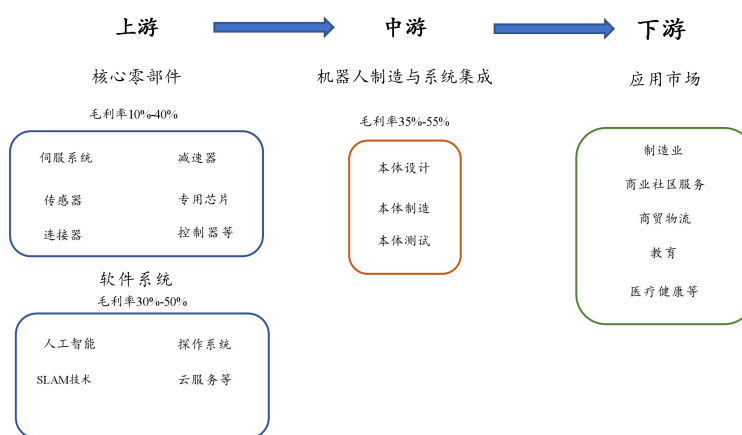
2.1 智能服务机器人开始融合大模型

根据定义智能服务机器人是一种融合了多种先进技术，能够自主或半自主地为人类提供各种服务的自动化设备，能够通过传感器来感知周围环境和获取信息，如摄像头用于视觉感知，可识别物体、人物和场景；麦克风用于听觉感知，实现语音识别和声音定位；还有激光雷达、超声波传感器等，能感知距离和空间位置，为机器人的行动和决策提供基础。在 AI 技术不断进步的当下，目前智能服务机器人已经开始普遍利用人工智能算法，如机器学习、深度学习等，对感知信息进行处理和分析，理解环境和任务要求，进而做出合理决策。通过对大量图像和语音数据的学习，机器人能够识别不同的物体和语音指令，并根据预设规则或学习到的模式决定下一步行动。

智能机器人产业链可以分为上中下游三个层次。上游主要是伺服电机、减速器、传感器、专用芯片等核心零部件；中游是以人形机器人为主的智能机器人本体制造，包括设计、制造、测试三大环节。下游为人形机器人应用领域，包括工业制造、仓储物流、医疗服务、商业服务、家庭使用等。

以智能机器人全产业链龙头企业优必选、绿的谐波、小米集团等公司为参考，伺服电机、减速器、传感器、专用芯片等核心零部件的生产销售毛利率在 10%-40%左右，智能机器人本体制造毛利率在 35%-55%左右，行业价值主要集中于此。

图 9:目前智能机器人产业链分布图



资料来源：前瞻产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

2.2 全球智能服务机器人市场规模快速增长

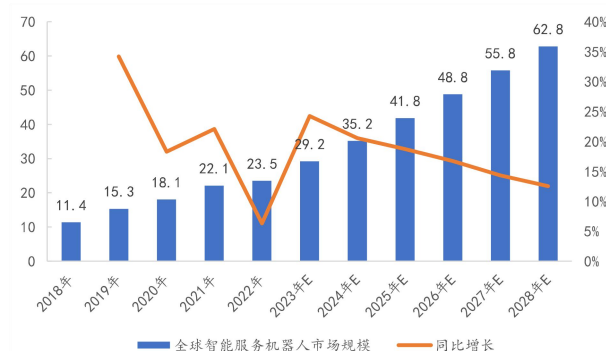
在当今全球化的经济格局中，积极发展机器人产业已然成为许多发达经济体和新兴经济体的重要国家战略。从美国、日本等科技强国，到中国、印度等快速崛起的新兴市场，各国都在纷纷布局机器人产业，将其视为推动经济增长、提升国家竞争力

的关键领域。根据 Frost & Sullivan 的数据显示，以销售收入计，全球基于智能服务机器人的产品和解决方案市场展现出了强劲的增长态势，已从 2018 年的 114 亿美元增至 2022 年的 235 亿美元，在此期间的复合年增长率高达 19.8%。展望未来，随着智能服务机器人产品和解决方案的类型和功能不断扩展并变得更加成熟和灵活，智能服务机器人有望在更多领域实现应用突破，为市场增长提供新的动力。据 Frost & Sullivan 预测，全球基于智能服务机器人的产品和解决方案市场规模在 2028 年将达到 628 亿美元，2022 年至 2028 年间的复合年增长率达 17.8%。

特别是在近年来，随着科技的持续进步，机器人技术迎来了全方位的不断升级。一方面，人工智能算法的优化使得机器人的认知和学习能力大幅提升，能够更加精准地识别和处理各种复杂任务；另一方面，传感器技术的革新让机器人对环境的感知更加敏锐，运动控制技术的发展也使其动作更加灵活和精准。与此同时，机器人价格呈不断下降的趋势。这主要得益于供应链的优化以及生产成本的降低。大规模的生产制造以及技术的普及，使得机器人生产所需的原材料采购成本降低，生产效率得以提高。并且，市场竞争的加剧也促使各企业通过降价来吸引消费者，提升自身的市场份额。这些变化使得下游客户为基于智能服务机器人的解决方案付费的意愿逐渐增强。客户们看到了智能服务机器人所能带来的高效、便捷和精准，认识到其在提高生产效率、降低人力成本、提升服务质量等方面的巨大潜力，因此愿意为其支付相应的费用，这无疑加速了全球基于智能服务机器人的产品和解决方案市场的快速增长。

此外，全球范围内劳动力短缺和劳动力成本的不断上升也成为了一个重要的推动因素。在许多发达国家，人口老龄化问题日益严重，年轻劳动力数量相对减少；而在一些新兴经济体，随着经济的快速发展，劳动力成本也在不断攀升。在这样的背景下，企业急需寻找能够替代人力的解决方案，基于智能服务机器人的产品和解决方案正好满足了这一需求，进一步加快了其快速普及。

图 10：全球智能服务机器人行业市场规模（十亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan、国元证券经纪（香港）整理

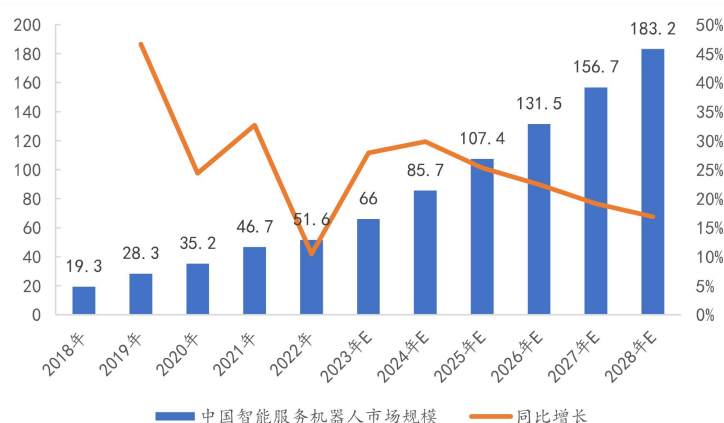
2.3 中国对智能服务机器人有较高需求

近年来，中国劳动力市场格局发生了显著变化，劳动力短缺与劳动力成本上升问题日益凸显，这一态势正强力推动着智能服务机器人市场的蓬勃发展。一方面，随着中国人口老龄化进程加快，劳动年龄人口占比逐年下降，传统制造业、服务业等行业面临着严峻的招工难题。在沿海的一些工厂密集区，常常出现用工荒，订单旺季时，企业甚至无法招满所需工人，严重影响生产进度。另一方面，经济的持续发展促使劳动力成本不断攀升。企业为吸引和留住人才，不得不持续提高薪资待遇、福利保障等支出，人力成本在企业总成本中的占比越来越高。

在此背景下，智能服务机器人成为解决困境的有效路径。例如在物流仓库，搬运机器人高效精准地装卸货物，弥补了人力不足，还降低了货物破损风险；餐饮行业，送餐机器人保证服务时效。智能服务机器人不仅能持续工作，大幅提高生产服务效率，而且从长期成本核算来看，一次性采购及后续维护成本远低于持续增长的人力成本。可以预见随着技术的不断进步，智能服务机器人在中国将迎来更为广阔的市场空间，助力产业升级与经济发展。

根据 Frost& Sullivan，从 2022 年到 2028 年，中国基于智能服务机器人的产品和解决方案市场规模将达到人民币 1,832 亿元，复合年增长率为 23.5%。展望未来，预计在未来几年，前沿的人工智能技术将显著塑造中国基于智能服务机器人的产品和解决方案市场的发展，并且中国基于智能服务机器人的产品和解决方案的使用场景将得到进步探索，产品外观和功能不断升级，将进一步刺激市场规模增长。

图 11：中国智能服务机器人行业市场规模（十亿元）



资料来源：Frost & Sullivan、国元证券经纪（香港）整理

3.公司亮点及核心竞争力

3.1 自研大模型和自研机器人结合，赋能机器人多任务执行

公司目前已经是一家领先的智能服务机器人提供商，在提供 AI 应用场景的拓展和服务机器人方面有先发优势。凭借公司近十五年的互联网营运经验和在 AI 领域的技术积累，公司已建立较为稳固的护城河，能够在智能机器人领域形成较好的用户体验及口碑。通过将 AI 大模型技术与机器人应用场景结合，可以让机器人更有效的“理解”语义，人机交互效率及准确度大幅提升。猎豹移动的自研大模型，依托海量数据与先进算法构建而成，具备超强的语义理解、逻辑推理与知识生成能力，能精准解析复杂多变的指令，诸如一下模糊语义的任务要求，都能迅速洞察意图进行执行。在人工智能领域，猎户星空的大模型是一款具有 140 亿参数的多语种大模型，猎户星空在一个包含 2.5 万亿 token 的多样化数据集上进行了训练，涵盖了中文、英语、日语、韩语等多种语言。在多语言环境下的一系列任务中，展现出了卓越的性能，尤其在语义处理上的表现，使其成为 700 亿以下参数基座模型中的佼佼者。

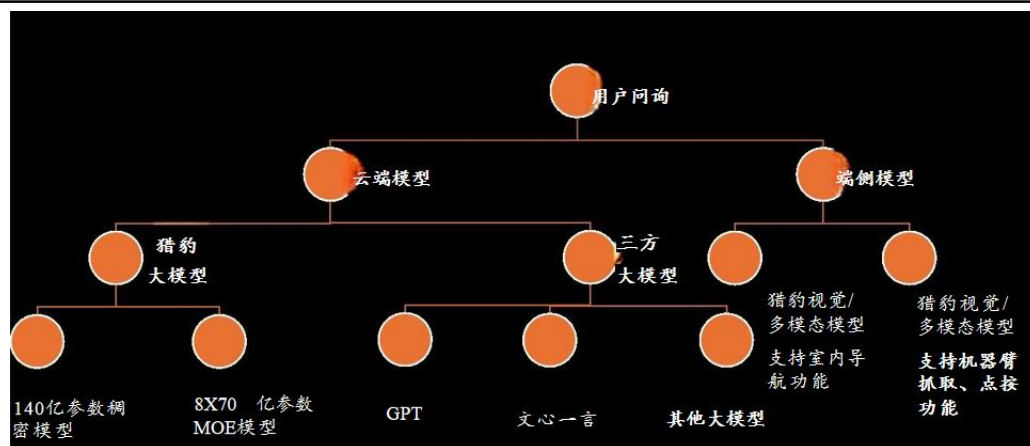
通过使用亚马逊云科技的计算、存储、数据库、数据分析等多种托管服务，猎户星空不需要在 IT 基础设施上花费精力，可以专注应用开发，快速迭代。每天发布版本的次数从 2-3 个版本提升到几十个版本。基于亚马逊云托管的容器服务 Amazon EKS，猎户星空在简化部署和运维的同时，还实现了机器人访问空闲时的自动资源缩容，让猎户星空的相关机器人服务节省 50% 以上的运维成本和 30% 以上的资源成本。

在功能特点方面，智能服务机器人能够实现高度自动化，无需人工实时干预，可根据预设程序或自主学习的模式，自动完成一系列任务，如酒店的智能服务机器人能自动完成行李搬运、引导客人等工作。同时还可以多模态交互，支持多种交互方式，包括语音、文字、手势、表情等，方便与不同需求和背景的用户进行沟通交流。例如智能客服机器人可以通过语音和文字与客户进行实时互动，解答问题。

我们认为高质量、多样化的数据积累是推动具身智能技术快速突破和落地应用的关键。优质的数据集能够加速具身智能模型的训练与部署，才能够帮助机器人有效完成复杂任务。不同于大语言模型可以使用互联网海量信息作为训练数据，机器人所用的具身智能模型没有现成数据可以使用，需要投入大量时间和资源进行机器人操作实践或仿真模拟，以收集视觉、触觉、力觉、运动轨迹以及机器人本体状态等多源异构数据。符合通用标准、得到验证的数据集成为具身智能行业的刚需。而猎豹移动有较长时间的技术和数据积累，在 4、5 年前公司的机器人产品就开始慢慢的量

产，同时在全类商业场景进行落地，而公司预计旗下机器人未来将在端上自己跑模型，能实现实时的处理，而不需要通过云端进行数据传输、分析及反馈，通过小参数的模型既解决数据隐私的问题又解决快速响应的问题。

图 12：公司核心业务体系



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

图 13：围绕端+模进行商业化，空间巨大



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

3.2 公司产品落地场景丰富，多产业布局优势显著

近年来猎豹移动在机器人领域取得了显著成果，其产品落地场景丰富多样。公司的机器人产品主要通过猎户星空（OrionStar）进行销售。猎户星空是一家拥有服务机器人行业全链条 AI 技术、以互联网基因做机器人的新物种公司，公司自研机器人全链条 AI 技术集合了芯片+算法、全感知视觉识别、语音全链条技术、麦克风阵列、六轴消费机械臂和室内自主导航平台。猎户星空已发布了自主研发的机器人平台 OrionStar OS 和一系列自研产品。

- 在商业办公方面，公司产品是高效的协作助手。可直接连接办公设备，快速打印文件、预订会议室等，提升工作效率。会议期间能实时记录发言要点，为后续工

作提供便利。

- 公共服务领域，猎豹移动的机器人也大显身手。如在图书馆，机器人可快速巡检书架，精准定位书籍位置，帮助读者找书，同时辅助馆员进行库存管理。酒店中，递送机器人能高效地穿梭于各个楼层房间，及时送达客人所需物品。
- 在餐饮场景，机器人的应用更是多种多样。比如机器人能在餐厅里来回走动，实时为直播间观众展示菜品并介绍优惠信息，提升餐厅的营销效果和顾客体验。此外，递送类机器人实现了忙时送餐、闲时揽客的功能，极大地提高了餐厅的运营效率。
- 在超市场景，机器人可以利用先进的图像识别技术和传感器，快速准确地识别商品标签及货架上商品的数量、摆放位置等信息。通过与超市库存管理系统相连，能够实时更新库存数据，极大地提高了盘点效率，减少了人工盘点可能出现的错误，确保了库存信息的准确性，有助于超市及时补货，维持商品的充足供应。一些超市部署的引导机器人可以在入口处迎接顾客，通过语音交互询问顾客需求，并根据顾客的回答提供精准的商品位置指引。它们还能解答常见问题，如促销活动信息、商品类别分布等，提升顾客购物体验，减少顾客寻找商品的时间，提高购物效率。

猎豹移动的机器人产品之所以能在众多场景成功落地，得益于其技术优势。另外公司服务机器人在海外也广受欢迎。目前，公司海外服务机器人的销售额已经超过国内，特别是在日韩、欧美等劳动力短缺国家，大模型解决了语言和适配难题后，机器人能与当地顾客良好互动，应用范围更广。自研的猎户星空大模型赋予了机器人强大的智能水平和规划能力，使其能够理解语义并进行自主决策。同时，猎豹移动在芯片、算法、语音全链条技术、麦克风阵列、全感知视觉识别、室内自主导航平台、六轴机械臂等核心技术方面具备深厚积累。猎豹移动还注重端模一体的发展，根据不同场景选择合适的模型，实现了推理成本低、响应快速、安全可靠等优势。此外，公司具有敏锐的市场洞察力，早早布局人工智能与机器人领域，并不断创新和优化产品。

图 14：公司智能机器人解决方案落地场景丰富

上岗场景	餐厅	展厅/前台	超市	酒店	工厂	其他
岗位角色	服务员	讲解员 接待员	促销员	服务员	配送员	餐厅直播 医院宣教员 图书馆盘点
上岗产品						
	招财豹	豹小秘2	豹小秘2	豹小递Pro	轻量级 配送机器人	豹小秘 Mini

资料来源：上市公司资料、国元证券经纪（香港）整理

图 15：公司产品能够为企业提供门面担当



资料来源：上市公司资料、国元证券经纪（香港）整理

图 16：公司产品能够为餐饮企业提供菜品服务



资料来源：上市公司资料、国元证券经纪（香港）整理

图 17：公司产品能够为零售企业提供引导及推销服务



资料来源：上市公司资料、国元证券经纪（香港）整理

图 18：公司产品能够为酒旅企业提供送物服务



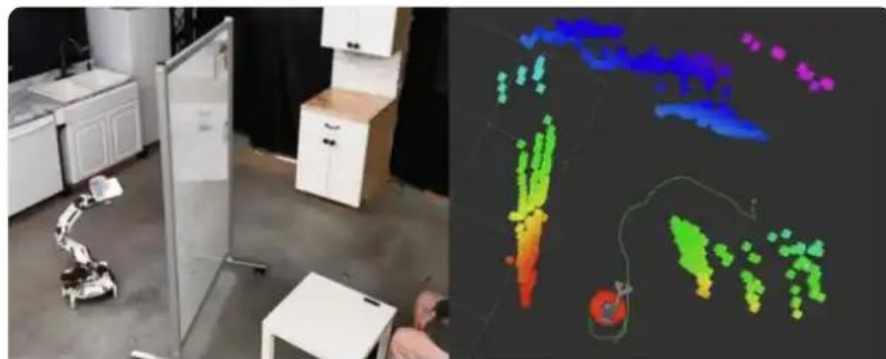
资料来源：上市公司资料、国元证券经纪（香港）整理

3.3 机械臂技术引入，扩展产品功能范围

猎户星空拥有完全自主研发的语音交互、图像识别、视觉导航等全链条人工智能技术，集产品开发能力和技术应用能力于一身，在国内积累的技术模块有几十种，通过自主设计机器人本体，使得产品模块化、标准化、专用化三大路线更为成熟。当前公司机器人本体设计水平在行业内处于第一梯队。其自有核心技术显著降低了机器人本体的研发成本，零部件供应调度灵活也为本体设计提供更多可能。公司针对典型行业应用如餐饮、运输、引导、识别等，开发了机器人标准化工作应用单元，定制化开发了专用机器人。通过模块化、半直接驱动设计减少单个机器人零部件数量。同时未来将增加协作式机械臂，针对各行业系列化机器人进行针对设计，提升产品可靠性以及对复杂工作环境的适应性。

近年来，在市场需求的倒逼下，通过在机器人上集成各类功能来增强扫地机器人的实用性与使用便捷性，但由于缺乏“手”，使得机器人没有对物品的操纵能力，大多数机器人仅能承担简单工作且对地面环境有一定要求，适用性潜力还有巨大挖掘空间。如果对机器人进行加装机械臂的升级处理，机器人将能够处理更为广泛的事务，助力人们节省更多时间和精力。传统的机器人作业涉及预编程模式，这些模式使得机器人只能通过固定导航到任务区域执行任务。但添加机械臂可以扩展机器人的选项和功能范围，增加机械臂后可以命令机器人到特定位置来运输物体，例如将物品从一个三维空间带到另一个三维的空间。由于增加了容纳各种物体和导航预定地图的能力，机器人被赋予了扩展功能和用途的潜力。而且伴随“机械手”的推出，未来对企业AI技术的要求会更高，因此猎豹移动曾在业绩会上分享了其在机械臂技术融合方面的战略，结合其在AI技术领域上的前瞻投入，使得公司具备先发优势。

图 19：机械臂技术引入使得交互三维化，扩展了机器人应用范围



资料来源：前瞻产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们认为公司是全球领先的人工智能及人机协作的科技公司，以猎户星空为主体的人工智能业务、以聚云科技为主体的云管理服务业务、以及国际广告业务和 APP 应用业务。为全球各地提供 AI 智能产品和技术，赋能实体经济。业务发展潜力大，行业处于起步阶段。公司在 AI 技术领域上的前瞻投入，使得公司具备先发优势。公司未来把积累的资源和技术复制在智能服务机器人领域后，将打开了新的收入增长空间。而且目前市场总体处于发展初期阶段，随着更多商业化场景被挖掘以及公司海外市场知名度持续提升，收入将实现进一步成长。当前，猎豹移动正积极转型，从传统的 2C 业务向以 AI 及大模型为核心的 2B 战略迈进。公司通过收购猎户星空，打开了海外销售渠道，也显著增强了在 AI 领域的核心竞争力，特别是在服务机器人和大模型企业级应用方面。

目前我们预计 2024-2026 财年营业收入分别实现 7.5/9.0/12.6 亿元，同比增长 11.6%/20.9%/39.3%；预计 2024-2026 财年归母净利润分别达到-1.1/-0.8/0.05 亿元。

- 互联网业务：公司在互联网领域的持续深耕和创新，因此能够贡献稳定的现金流收入，我们预计 2025 年公司互联网业务将达到 4.8 亿元，未来三年年复合增长率约 15%。
- AI 及其他业务：目前是公司重点发展业务，从行业需求来看，该业务发展空间较大，公司已为即将到来的行业红利做了充分准备。因此我们预计该业务将持续高增长，2025 将达到 4.2 亿元，未来三年年复合增长率约 31%。

4.2 行业估值及目标价

我们认为公司 AI 及其他收入规模有望处于高速增长状态，且从行业规模发展潜力来看，公司收入增长天花板巨大。公司为轻资产运营模式，规模效应能够持续体现，因此应该给予较高的估值溢价。我们给予公司 7.0 美元的目标价，首次覆盖并给予买入评级，对应 2025 财年的 PS 约 1.7 倍。

表 5：公司未来业绩预测

百万元	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
主营业务收入	884	670	748	904	1,259
同比增长 (%)	12.7%	-24.3%	11.7%	20.9%	39.3%
毛利率	71.4%	65.4%	54.9%	52.2%	48.2%
归母净利润	(513)	(603)	(145)	(80)	1
同比增长 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
归母净利润率	-58.1%	-90.1%	-19.4%	-8.8%	0.0%
每 ADS 盈利 (元)	-17.12	-20.10	-4.84	-2.65	0.02
PS	1.10	1.45	1.30	1.08	0.77

资料来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

表 6：智能服务机器人行业估值表

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率PE			市净率	市销率
			TTM	24E	25E		
002747.SZ	埃斯顿	173.30	-240.93	481.40	94.32	6.69	3.62
300024.SZ	机器人	308.27	1,084.63	550.00	180.31	7.09	7.74
9880.HK	优必选	261.3		-26.6	-35.2	14.5	18.6

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

风险提示

互联网广告业务受宏观经济影响、机器人市场竞争加剧、二级市场流动性较差。

财务报表摘要

财务报表摘要

损益表

<百万港元>, 财务年度截至<十二月>

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	884	670	748	904	1,259
成本	(253)	(232)	(338)	(432)	(652)
毛利	632	438	410	472	607
销售费用	(477)	(243)	(247)	(271)	(277)
管理费用	(214)	(230)	(256)	(262)	(290)
研发费用	(181)	(178)	(164)	(172)	(189)
其他净收入	15	3	3	3	3
营业利润	(226)	(210)	(255)	(231)	(146)
其他收益	(320)	(428)	138	146	146
所得税	25	44	8	6	(0)
净利润	(521)	(594)	(108)	(78)	0
少数股东权益	(7)	9	2	1	(0)
归母净利润	(513)	(603)	(110)	(80)	1
增长					
总收入 (%)	12.7%	-24.3%	11.7%	20.9%	39.3%
净利润 (%)	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A

资产负债表

<百万港元>, 财务年度截至<十二月>

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,516	2,020	1,916	1,664	1,138
受限制现金	1	0	0	0	0
短期投资	156	1	1	1	1
应收账款	284	401	448	541	754
预付款项及其他资产	968	973	1,087	1,314	1,831
应收关联方款项	199	72	72	72	72
固定资产合计	3,124	3,467	3,523	3,592	3,796
固定资产	59	54	30	15	8
资产使用权	40	30	30	30	30
无形资产	8	219	211	204	196
商誉	0	577	577	577	577
长期投资	1,792	937	937	937	937
应收关联方款项	4	0	0	0	0
递延税项资产	19	189	189	189	189
其他非流动资产	93	160	160	160	160
流动资产合计	2,016	2,166	2,135	2,113	2,098
短期借款	0	5	5	5	5
应付账款	133	170	248	317	479
应计费用及其他流动负债	1,587	2,437	2,491	2,546	2,573
应付关联方款项	24	84	84	84	84
应交所得税	35	32	32	32	32
流动负债合计	1,779	2,728	2,860	2,984	3,172
长期负债合计	256	244	244	244	244
股东权益合计	3,105	2,661	2,554	2,477	2,477

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率 (%)	71.4%	65.4%	54.9%	52.2%	48.2%
经营利润率 (%)	-25.5%	-31.3%	-34.1%	-25.5%	-11.6%
归母净利润率 (%)	-58.1%	-90.1%	-14.7%	-8.8%	0.0%
ROE	-16.8%	-22.3%	-4.2%	-3.2%	0.0%
营运表现					
费用/收入 (%)	98.7%	97.1%	89.3%	78.0%	60.0%
实际税率 (%)	11.1%	20.9%	3.1%	2.5%	0.0%
应收账款天数	16	16	15	12	9
应付账款天数	0	8	5	4	3
财务状况					
负债/权益	0.66	1.12	1.22	1.30	1.38
收入/总资产	0.17	0.12	0.13	0.16	0.21
总资产/权益	1.66	2.12	2.22	2.30	2.38

现金流量表

<百万港元>, 财务年度截至<十二月>

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	(521)	(594)	(108)	(78)	0
非现金调整	439	532	39	24	16
资本变动	(343)	612	(29)	(197)	(541)
经营活动现金流	(424)	550	(98)	(252)	(525)
投资固定资产	(76)	(33)	(8)	(1)	(1)
其他资产变动	265	(16)	2	1	(0)
投资活动现金流	189	(49)	(6)	(0)	(1)
融资活动	(5)	(6)	0	0	0
其他融资活动	0	(1)	0	0	0
融资活动现金流	(5)	(7)	0	0	0
现金变化	(240)	495	(104)	(252)	(526)
期初持有现金	1,585	1,516	2,020	1,916	1,664
汇兑变化	172	9	0	0	0
期末持有现金	1,516	2,020	1,916	1,664	1,138

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>