

越疆 (02432.HK)

协作机器人龙头企业，切入具身智能赛道焕新机

增持 (首次)

2025年04月02日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 钱尧天

执业证书: S0600524120015
qianyt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	286.75	373.68	496.41	672.80	896.94
同比(%)	18.98	30.32	32.84	35.53	33.32
归母净利润 (百万元)	(103.28)	(95.36)	(43.49)	1.15	34.54
同比(%)	(96.81)	7.67	54.40	102.65	2,893.76
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.26)	(0.24)	(0.11)	0.00	0.09
P/E (现价&最新摊薄)	(265.17)	(287.19)	(629.79)	23,736.49	792.87

关键词: #第二曲线

投资要点

■ 深耕协作机器人十载，近年来营收稳健增长

越疆科技成立于2015年，深耕协作机器人赛道，逐步成长为行业龙头企业。公司聚焦六轴协作机器人、四轴协作机器人、复合机器人、具身智能机器人四大业务板块，产品深入多行业，成长性较强，营业收入持续增长。2021-2024年公司营业收入由1.74亿元提升至3.74亿元，CAGR达29.1%，保持稳定增长；2024年公司归母净利润为-0.95亿元，亏幅有所收窄，主要系公司六轴与四轴协作机器人产品出货量快速提升，固定成本摊薄带来更高的毛利率水平。2021-2024年，公司毛利率（考虑存货减值）分别为50.5%/40.8%/43.5%/46.6%，维持在较高水平。2021-2024年，公司海外收入稳步提升，从2021年的0.84亿元增长至2024年的2.01亿元，CAGR=34%，增速高于营收整体增速。伴随公司海外渠道的不断建设，公司海外收入有望持续提升，带动综合毛利率同步提升。

■ 协作机器人市场成长性可观，凭借五大核心技术高筑护城河

机器人可分为四类：协作机器人、传统工业机器人、服务机器人和其他专业机器人。从全球机器人市场整体格局看，工业机器人和服务机器人市场空间较大，已相对成熟，增速逐渐趋缓；协作机器人虽然现阶段市场规模相对较小，但2023-2028E复合年增长率预计高达36.6%，彰显出强劲的增长潜力。协作机器人在各下游行业发展态势各异，工业场景一直是最大的需求来源，未来商用场景需求增速可观。全球协作机器人行业竞争格局呈现出头部企业引领的态势，越疆龙二地位稳固。2023年越疆机器人出货量为1.4万台，市场份额达13.0%，远超行业第三名（第三名2023年出货量0.8万台，市场份额7.4%）。越疆机器人产品覆盖中国以及80多个海外国家及地区，在地域覆盖上更具优势。公司凭借关键部件设计与开发、通用控制平台、安全技术、机器人技术、AI技术五大显著技术优势，构筑起强大技术壁垒。

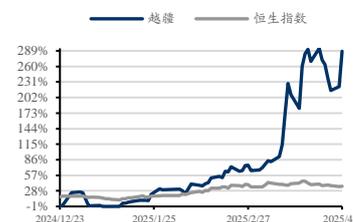
■ 发布人形机器人 Dobot Atom，切入具身智能赛道

2025年3月18日，越疆机器人正式预售全球首款“灵巧操作+直膝行走”具身智能人形机器人 Dobot Atom，售价19.9万元起。Dobot Atom 定义为工业级操作类人形机器人，搭载具身智能操作模型和1500 TOPS 超大 AI 端侧算力，具备精细化的上肢作业能力和高可靠性的下肢适应能力，能够自主完成做早餐、客户接待、取快递等任务，有力推进人形机器人行业商业化加速。

■ 盈利预测与投资评级：公司协作机器人领域龙头地位稳固，前瞻布局人形机器人打造第二增长曲线。我们预测公司2025-2027年营业收入为4.96/6.73/8.97亿元，当前股价对应PS分别为46/34/25倍，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：协作机器人需求不及预期，人形机器人技术进展不及预期，宏观经济风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	73.65
一年最低/最高价	18.42/83.80
市净率(倍)	30.46
港股流通市值(百万港元)	26,369.54

基础数据

每股净资产(元)	2.42
资产负债率(%)	35.31
总股本(百万股)	404.20
流通股本(百万股)	358.04

相关研究

内容目录

1. 越疆：深耕协作机器人十载，近年来营收稳健增长	4
1.1. 深耕协作机器人赛道，成长为行业龙头企业	4
1.2. 公司成长性较强，营业收入保持增长	6
2. 从协作机器人龙头企业起步，向具身智能研发领域拓展	8
2.1. 协作机器人：小而美的赛道，未来市场成长性可观	8
2.2. 行业龙二地位稳固，五大核心技术能力集群高筑护城河	10
2.3. 发布人形机器人 Dobot Atom，切入具身智能赛道	12
3. 盈利预测	14
4. 风险提示	16

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	越疆产品矩阵.....	5
图 3:	越疆股权结构（截至 2025 年 4 月 1 日）.....	6
图 4:	2021-2024 年公司收入稳步增长.....	6
图 5:	2021-2024 年公司归母净利润出现亏损.....	6
图 6:	2021-2024 年公司毛利率水平（%）.....	7
图 7:	2021-2024 年公司费用率情况（%）.....	7
图 8:	2021-2024 年公司六轴协作机器人收入占比提升.....	7
图 9:	2021-2024H1 公司各产品毛利率（%）.....	7
图 10:	2021-2024 年公司海内外收入快速增长.....	8
图 11:	2021-2024H1 公司海内外毛利率逐渐回暖.....	8
图 12:	按收入划分的全球机器人市场规模（按机器人类型分类）（单位：十亿美元）.....	9
图 13:	按收入划分的全球机器人市场规模（按下游行业板块分类）（单位：百万美元）.....	10
图 14:	公司五大技术优势.....	12
图 15:	协作机器人技术基础可复用到具身智能上.....	13
图 16:	全球首款「灵巧操作+直膝行走」具身智能人形机器人 Dobot Atom.....	13
图 17:	越疆机器人搬运物体.....	14
图 18:	越疆机器人做早餐.....	14
图 19:	可比公司估值表（截至 2025 年 3 月 31 日收盘价）.....	16
表 1:	机器人的分类.....	8
表 2:	全球协作机器人行业五大市场参与者排名.....	10
表 3:	盈利预测（单位：万元）.....	15

1. 越疆：深耕协作机器人十载，近年来营收稳健增长

1.1. 深耕协作机器人赛道，成长为行业龙头企业

成为全球先进的智能机器人研发制造商。越疆科技成立于2015年；2016年，公司发布全球首款桌面型高精度多功能协作机器人 Magician 以及轻量型四轴 SCARA 协作机器人；2019年公司进一步推出全感知协作六轴机械臂 DOBOT CR5，教育级机械臂 Magician Lite；2021年，公司成功量产高性能六轴协作机器人 CR 系列，入选国家级专精特新“小巨人”企业；2023年，公司积极推进 Magician 系列，发布工业级六轴协作机器人 Magician E6 以及新一代 CRA 系列协作机器人，其中基于电子皮肤导纳控制的人机交互技术达到国际领先水平；2024年，于港交所主板挂牌上市，并推出具身智能机器人 X-Train，为成为全球智能制造标配不断拓展影响力。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司聚焦四大业务板块，产品深入多行业，致力打造高性能、全感知，安全易用的柔性智能协作机器人。具体分为：1) 六轴协作机器人，包含六轴协作机器人 CR、CRS、NOVA、CRA 系列，广泛应用于工业制造、医疗健康、零售、化工等行业，如包装箱码垛、3C 电子精密装配、医疗手术；2) 四轴机器人，包括工业级桌面四轴协作机器人、四轴 SCARA 协作机器人，主要应用于轻工业领域，如流水线托盘上料、自动零售等；3) 复合机器人，包括码垛协作机器人，职业培训协作机器人，咖啡制作协作机器人，主要用于特定使用场景，如码垛、焊接、移动操作及职业培训等；4) 具身智能机器人，包括 ATOM、RoboPilot、X-Trainer AI 机器人，面向工业、服务、家庭等多元场景深度落地，具体多应用于工业制造、商业服务、医疗康复等。

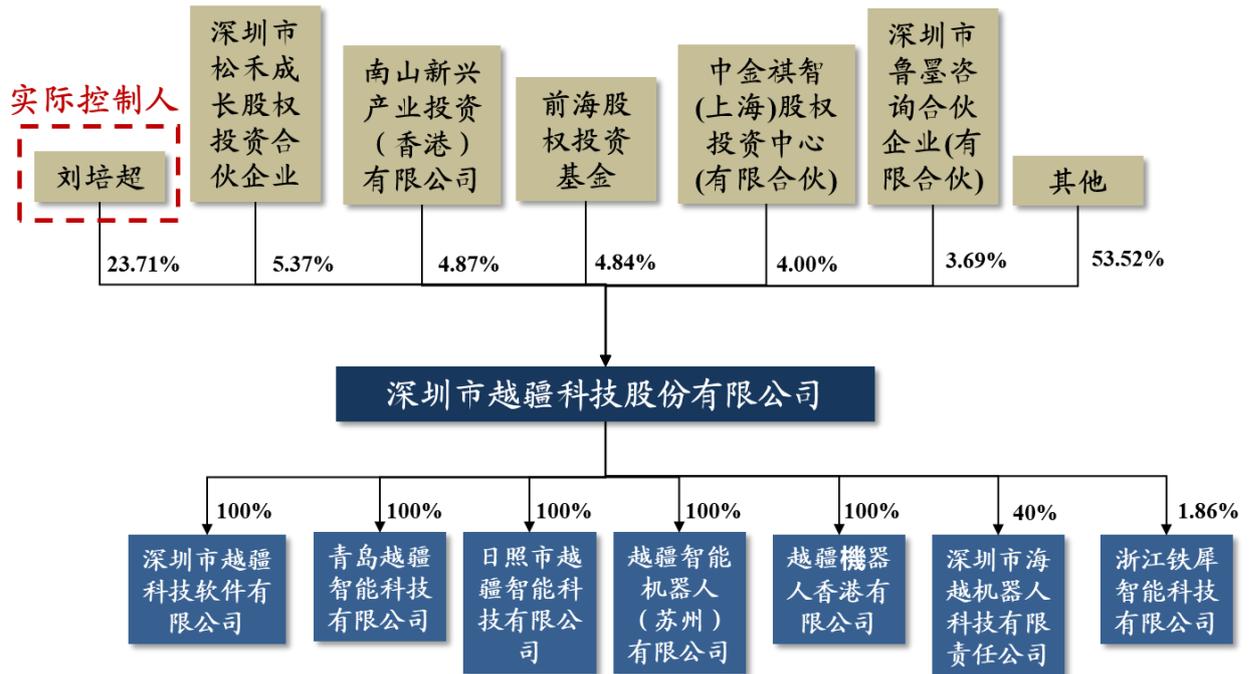
图2: 越疆产品矩阵



数据来源: 公司官网, 公司招股说明书, 东吴证券研究所

股权结构稳定, 实控人与一致行动人合计持股比例较高。截至 2024 年, 公司实际控制人、最终受益人刘培超, 直接持股 23.71%, 为最大股东。子公司方面, 越疆科技设立多家全资子公司, 包括青岛越疆智能科技有限公司、日照市越疆智能科技有限公司、越疆智能机器人(苏州)有限公司、浙江铁犀智能科技有限公司、深圳市越疆科技软件有限公司、深圳市海越机器人科技有限责任公司、越疆机器人香港有限公司。公司不断优化产业布局, 持续开拓市场, 进一步推动公司业务多元化发展, 提升综合效益。

图3: 越疆股权结构 (截至 2025 年 4 月 1 日)

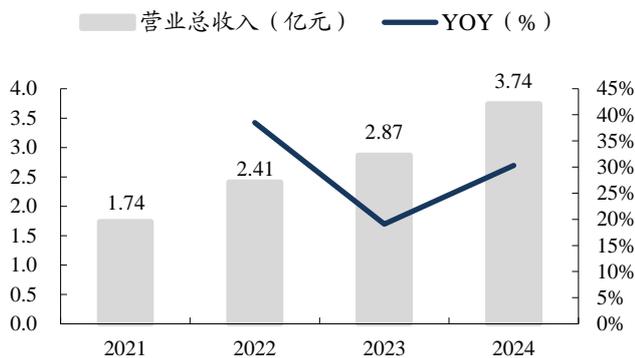


数据来源: Wind, 企查查, 东吴证券研究所

1.2. 公司成长性较强, 营业收入保持增长

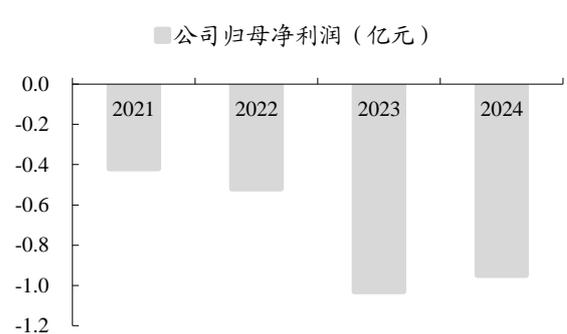
近年来公司收入端增长稳健。收入方面, 2024 年公司实现营业收入 3.74 亿元, 2021-2024 年公司营业收入由 1.74 亿元提升至 3.74 亿元, CAGR 达 29.1%, 保持稳定增长。利润方面, 2021-2024 年公司归母净利润为负, 2023 年归母净利润为-1.03 亿元, 到 2024 年公司归母净利润为-0.95 亿元, 亏幅有所收窄, 主要系公司六轴与四轴协作机器人产品出货量快速提升, 固定成本摊薄带来更高的毛利率水平。

图4: 2021-2024 年公司收入稳步增长



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图5: 2021-2024 年公司归母净利润出现亏损

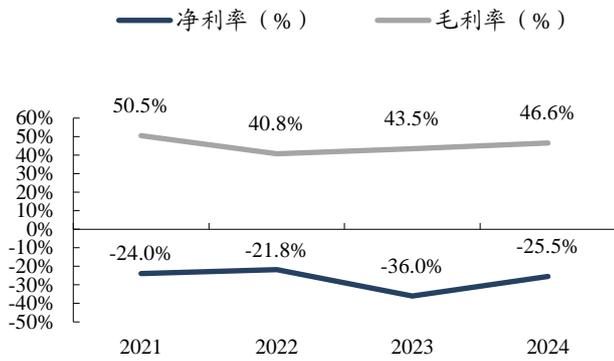


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

毛利率维持较高水平, 期间费用率有所提升。2021-2024 年, 公司毛利率(考虑存货减值)分别为 50.5%/40.8%/43.5%/46.6%, 维持在较高水平。费用端, 2021-2024 年,

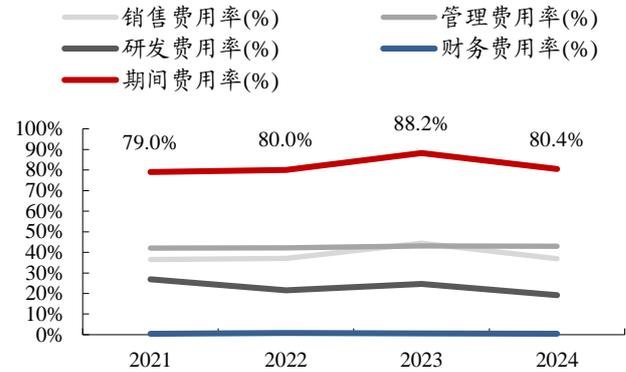
公司的期间费用率分别为 79%/80%/88%/80%，其中，2024 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 36.9%/43.0%/0.5%/19.2%。2024 年公司期间费用率有所下降，主要系公司销售费用管控得当，销售费用率有所下滑。展望后市，伴随公司收入体量不断提升，规模效应有望逐步摊薄销售费用率与管理费用率，经营提质增效。公司前瞻加码布局具身智能赛道，研发费用有望伴随营收提升同步增长，研发费用率维持稳定。

图6: 2021-2024 年公司毛利率水平 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

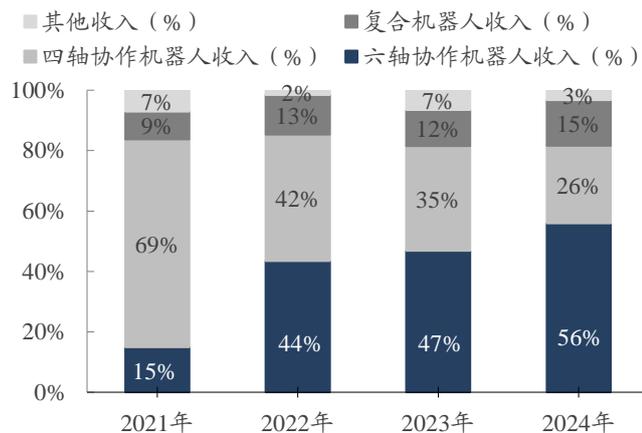
图7: 2021-2024 年公司费用率情况 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

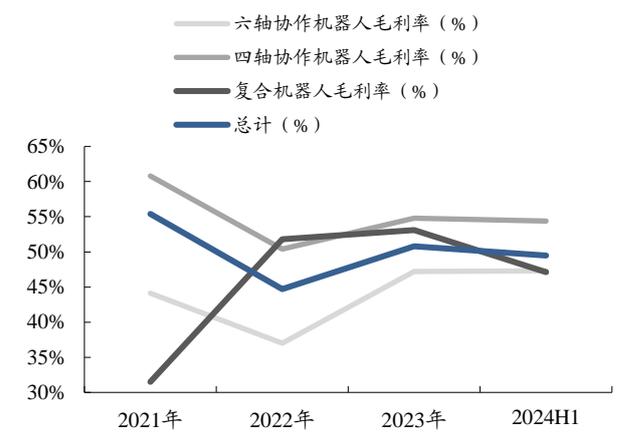
分产品看, 公司六轴协作机器人业务增长显著。2021-2024 年, 公司六轴协作机器人收入占比逐年提升, 由 0.26 亿元增长至 2.09 亿元, 收入占比从 15% 提升至 56%。毛利率方面, 公司四轴协作机器人毛利率最高, 保持在 50% 以上, 六轴协作机器人毛利率近年来有所提升, 目前保持在 45% 以上, 复合机器人毛利率有所下降, 2024H1 毛利率下降至 47%。公司四轴协作机器人毛利率较高, 主要系公司起家于四轴协作机器人, 多年深耕的技术优势保障公司的产品溢价。六轴协作机器人毛利率是各项产品中最低的, 主要系国内六轴协作机器人市场竞争激烈。

图8: 2021-2024 年公司六轴协作机器人收入占比提升



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图9: 2021-2024H1 公司各产品毛利率 (%)

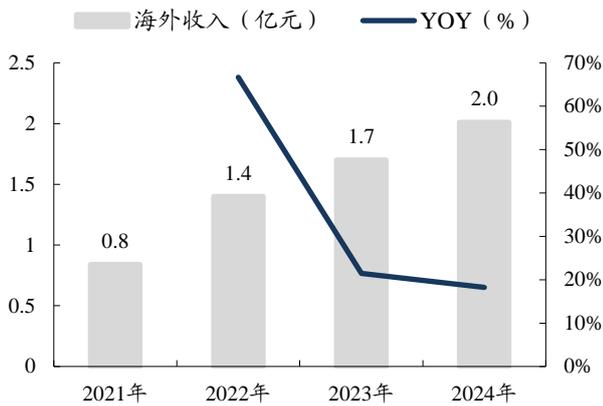


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

海外业务持续开拓, 全球市场渠道不断开拓。2021-2024 年, 公司海外收入稳步提升, 从 2021 年的 0.84 亿元增长至 2024 年的 2.01 亿元, CAGR=34%, 增速高于营收整

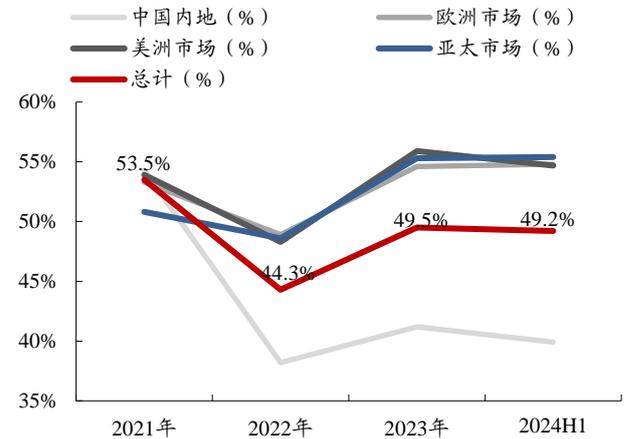
体增速。海外收入的快速增长主要得益于公司海外渠道的加速建设，出海进程顺利。毛利率方面，欧洲、美洲、亚太市场的毛利率显著高于中国市场毛利率，2024H1 中国市场销售毛利率为 40%，而欧洲、美洲、亚太市场毛利率保持在 54-55%上下，高于中国市场 14-15pct。伴随公司海外渠道的不断建设铺开，公司海外收入有望持续提升，带动综合毛利率同步提升。

图10: 2021-2024 年公司海内外收入快速增长



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图11: 2021-2024H1 公司海内外毛利率逐渐回暖



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2. 从协作机器人龙头企业起步，向具身智能研发领域拓展

2.1. 协作机器人：小而美的赛道，未来市场成长性可观

根据《机器人系统设计与实践》，机器人被定义为自动执行工作的机器装置。其既能够接受人类的指挥，也可以运行预先编排的程序，还能依据以人工智能技术制定的原则纲领行动。机器人的智能化发展即为机器人，它是人类使用工具的高级表现形式，最终目的在于代替人类的部分劳动。机器人可分为以下四类：1) 协作机器人：具备可操作机械臂，用于人机直接交互或协作，特点是安全标准高、易用、灵活，能与人员合作，广泛应用于工业、商业、医疗、科研教育等行业；2) 传统工业机器人：用于特定工业场所的自动化可编程机器人，因非设计用于人员直接交互，常受限安全屏障，体积较大较重；3) 服务机器人：为人员或设备执行功能性工作（不包括工业自动化应用），可进一步细分为家用和专业服务机器人；4) 其他专业机器人：专为军事、航天、医疗、农业等专业领域特定工作设计，通常在特殊条件下由操作人员控制。

表1: 机器人的分类

类型	定义
协作机器人	协作机器人是具有可操作机械臂的机器人，计划用于在共享空间或人员与机器人距离相近时进行直接的人机交互或协作。协作机器人的主要特点包括其安全标准、便于使用、更灵活以及与工作人员合作的固有能力和协作机器人广泛应用于工业、商业、医疗健康及科研教育板块等众多行业。

传统工业机器人

传统工业机器人是在特定工业工作场所使用的自动化及可编程机器人，由于其设计并非为进行直接的人员交互，故通常受限于安全屏障。与其他机器人相比，其体积较大及较重。

服务机器人

服务机器人是为人员或设备执行功能性工作（不包括工业自动化应用）而设计的机器人。服务机器人可分为家用服务机器人及专业服务机器人。

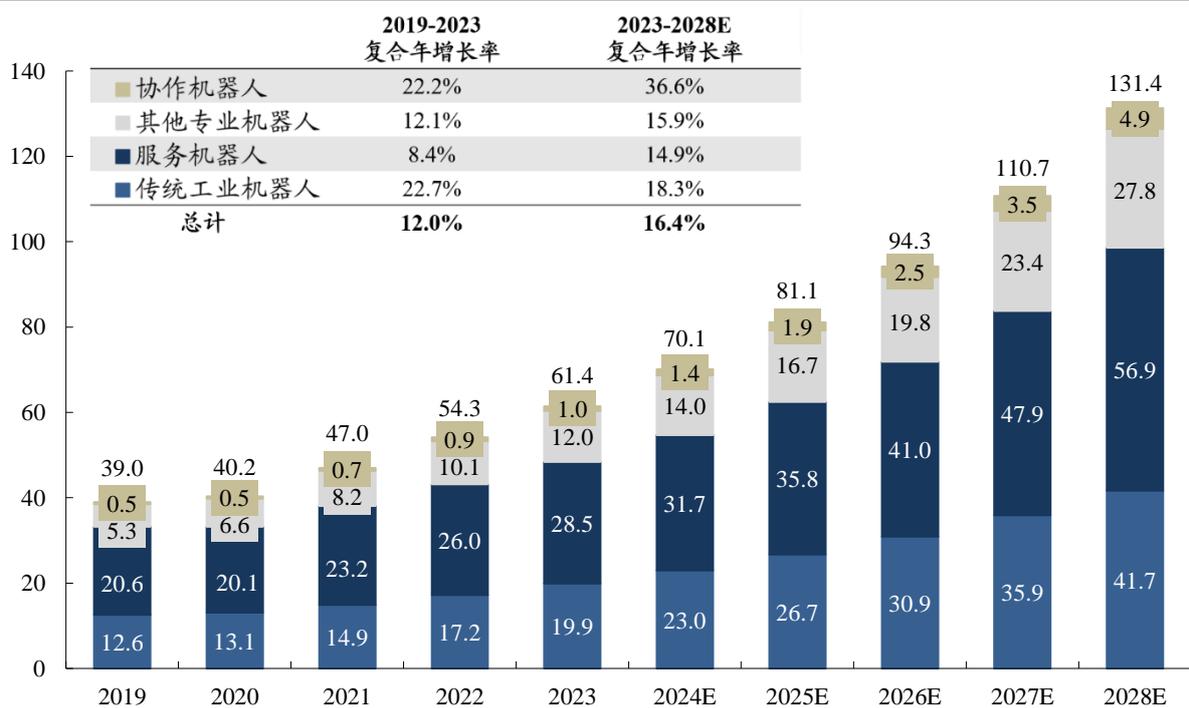
其他专业机器人

其他专业机器人专为特定工作而设计，用于军事、航天、医疗及农业等专业范畴。专业机器人通常在特别条件下由操作人员控制。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

按收入划分，全球机器人市场呈现出多元化的发展态势，协作机器人虽现阶段规模较小，但未来成长性极为突出。从整体格局看，工业机器人和服务机器人目前市场空间较大，是市场的重要组成部分。在 2019-2023 年期间，传统工业机器人复合年增长率为 22.7%，服务机器人为 8.4%，但二者市场已相对成熟，增速逐渐趋缓。而协作机器人虽然现阶段市场规模相对较小，2019-2023 年收入规模从 5 亿美元增长至 10 亿美元，复合年增长率为 22.2%，但 2023-2028E 复合年增长率预计高达 36.6%，远高于传统工业机器人的 18.3%，彰显出强劲的增长潜力。相比于工业机器人，协作机器人的集成成本更低，产线布置耗时更短更加柔性化，成本优势有望助推协作机器人市场快速成长。

图 12: 按收入划分的全球机器人市场规模（按机器人类型分类）（单位：十亿美元）

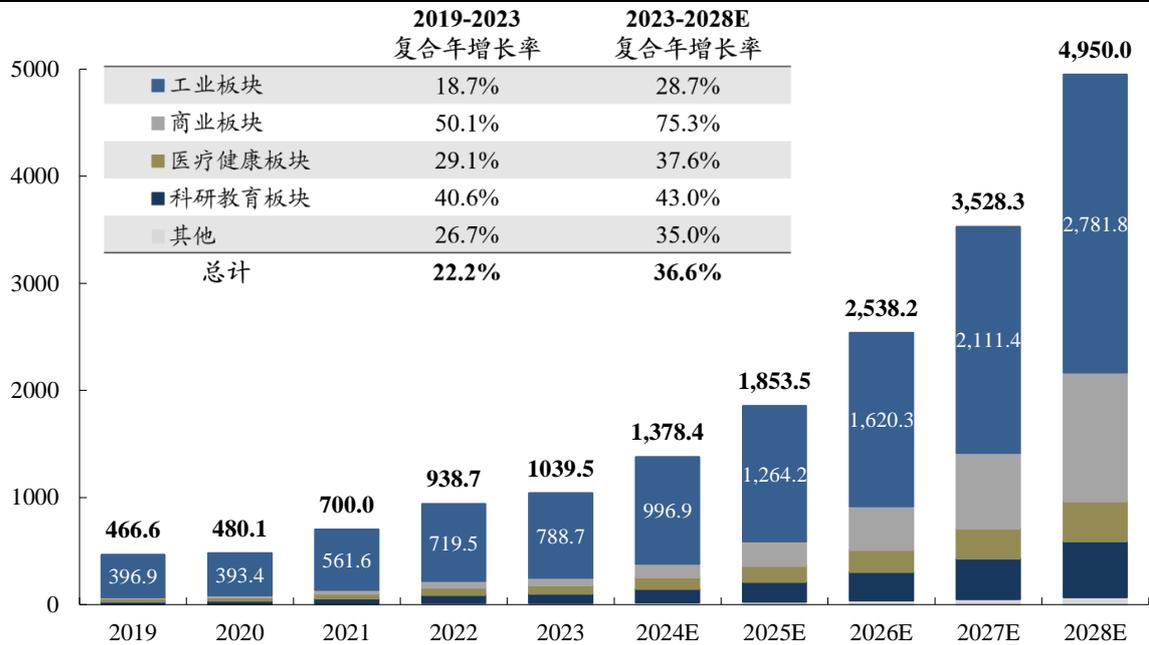


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

全球协作机器人在各下游行业发展态势各异，其中工业场景一直是最大的需求来源，未来商用场景需求增速可观。从当前市场规模看，工业板块是协作机器人最大的需求来源。2019-2023 年，工业板块复合年增长率为 18.7%，2023 年市场规模达 7.89 亿美元。商业、医疗健康、科研教育等板块规模相对较小，但都有所增长。展望 2023-2028 年，

虽然工业板块预计仍将占据较大份额，复合年增长率为 28.7%，但商业板块增速更为突出，预计复合年增长率高达 75.3%，有望快速缩小与工业板块的差距，展现出强大的发展潜力。

图13: 按收入划分的全球机器人市场规模（按下游行业板块分类）（单位：百万美元）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 行业龙二地位稳固，五大核心技术能力集群高筑护城河

全球协作机器人行业竞争格局呈现出头部企业引领的态势，越疆龙二地位稳固。从出货量口径看，优傲机器人凭借先发优势及专注工业板块自动化升级的产品策略，2023 年以 1.6 万台出货量位居第一，占据 14.8% 市场份额。紧随其后的是 2015 年成立、总部位于中国深圳的越疆机器人，出货量为 1.4 万台，市场份额达 13.0%，远超行业第三名。相较其他厂商产品覆盖 50 多个国家及地区，越疆机器人产品覆盖中国以及 80 多个海外国家及地区，在地域覆盖上更具优势，展现出强劲的市场竞争力与发展潜力。

表2: 全球协作机器人行业五大市场参与者排名

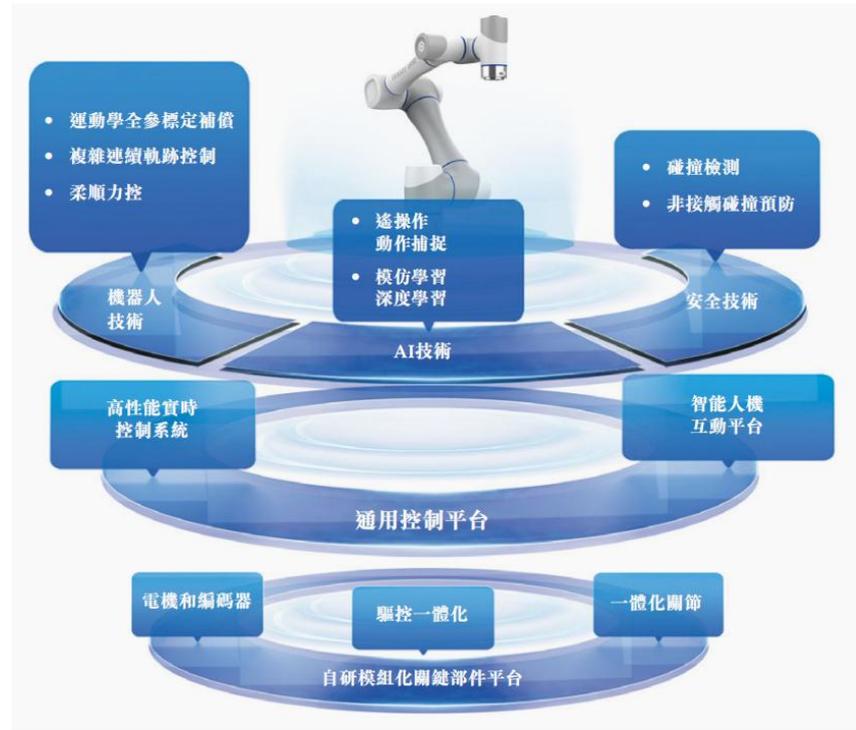
排名	公司	概览	上市状况	产品覆盖地域	2023 年全球协作机器人出货量 (万台)	市场份额 (%)
1	优傲机器人	于 2005 年成立，总部位于丹麦。其于 2008 年推出世界首台协作机器人，专注于开发及商业化可实现工业板块自动化升级的协作机器人。	由美国上市公司收购	中国以及 50 多个海外国家及地区	1.6	14.8

2	越疆机器人	于 2015 年成立，总部位于中国深圳市。本公司是一家专门从事协作机器人开发、制造及商业化的企业。	已于香港交易所挂牌上市	中国以及 80 多个海外国家及地区	1.4	13.0
3	遨博智能	于 2015 年成立，总部位于中国北京市，为专门从事协作机器人研发、生产及销售的高新技术企业。	非上市	中国以及 50 多个海外国家及地区	0.8	7.4
4	大象机器人	于 2016 年成立，总部位于中国深圳市，专注于协作机器人的开发及制造以及相关平台软件的开发。	非上市	中国以及 50 多个海外国家及地区	0.7	6.5
5	节卡	于 2014 年成立，总部位于中国上海市，专注于协作机器人的研发、制造及销售以及协作机器人系统集成。	已申请于上海证券交易所科创板上市	中国以及 50 多个海外国家及地区	0.5	4.6
	小计				5.0	46.3
	其他				5.8	53.7
	总计				10.8	100.0

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司在协作机器人领域具备五大显著技术优势，构筑起强大的技术壁垒：1) **关键部件设计与开发**：自研模组化关键部件平台，包括电机和编码器、驱控一体化、一体化关节等，为机器人性能提供基础支撑。2) **通用控制平台**：打造高性能实时控制系统与智能人机互动平台，保障系统运行高效稳定，实现便捷人机交互。3) **安全技术**：采用碰撞检测技术，尤为突出的是具备非接触碰撞预防技术，搭配电子柔性皮肤，全方位保障作业安全。4) **机器人技术**：涵盖运动学全参标定插值、复杂连续轨迹控制、柔顺力控等技术，使机器人操作精准且灵活。5) **AI 技术**：融合遥操作、动作捕捉、模仿学习、深度学习等，助力机器人实现智能学习，以应对多样化任务场景。

图14: 公司五大技术优势



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2.3. 发布人形机器人 Dobot Atom, 切入具身智能赛道

公司依托在协作机器人领域的技术积累, 横向切入具身智能赛道。相比于工业机器人企业, 公司作为协作机器人企业切入具身智能赛道拥有两大差异化优势: ①**协作机器人的闭环反馈能力适用于具身智能**。具身智能的终局发展目标是实现高度的智能化, 需要有根据实际情况进行错误纠正和自我调整的能力, 这种闭环反馈能力是协作机器人的优势 (例如可以实现智能避障); ②**协作机械臂的机械结构与具身智能的上肢设计思路匹配**。具有 7 个自由度的协作机械臂能够满足具身智能对上肢的灵活度需求, 精密重复定位的技术基础可以支持具身智能实现精细化的操作 (例如越疆依托协作臂构型设计的仿生协作臂可满足具身智能的灵巧作业); ③**协作机器人的安全技术可复用于人形机器人**。具身智能商业化无论落地于 to B 场景和 to C 场景都需要与人频繁交互。公司在协作机器人领域积累了深厚的碰撞检测技术, 自主研发的电子皮肤技术可保障协作作业中工人的安全, 以上安全保障性技术可复用于具身智能, 保障具身智能与人日常交互的安全性。

图15: 协作机器人技术基础可复用到具身智能上



数据来源: 公司官网, 越疆机器人公众号, 东吴证券研究所

2025年3月18日, 越疆机器人正式预售全球首款「灵巧操作+直膝行走」具身智能人形机器人 Dobot Atom, 售价 19.9 万元起, Dobot Atom 定义为工业级操作类人形机器人, 采用全尺寸仿生设计, 身高 1.53 米, 体重 62 公斤, 全身配置高达 41 个自由度的关节, 具备精细化的上肢作业能力和高可靠性的下肢适应能力, 有力推进人形机器人行业商业化加速。

图16: 全球首款「灵巧操作+直膝行走」具身智能人形机器人 Dobot Atom



数据来源: 越疆机器人公众号, 东吴证券研究所

Dobot Atom 在技术配置上亮点十足。1) 在算力方面，Atom 搭载具身智能操作模型和 1500 TOPS 超大 AI 端侧算力，有力支撑客户在具体应用场景中实现“采集-训练-推理”一体式落地，大幅缩短各类环境部署时间，开启数据+模型驱动的具身智能新模式。2) **在操作精度上**，采用基于 Transformer 的模型架构，通过类人双目 RGB 视觉驱动，实现高达 28 个上肢自由度的端到端自主推理操作。其配备的 600mm 臂长、重复定位精度 $\pm 0.05\text{mm}$ 的 7 自由度工业级仿生协作臂，结合伺服级抖动抑制技术，能达到 200Hz 的高频丝滑控制，足以应对电子元件焊接、精密仪器校准等高精度要求的任务。3) **在数据采集层面**，配备具身数据工具链和支持沉浸式 VR 数据采集套件，Atom 面部搭载 60 帧 Full HD 的高清双目相机，基线距离接近人眼，保持高速数据传输的同时兼顾了色彩还原度和图像清晰度，有效改善了第一视角操作时的眩晕感和图像“果冻效应”。通过具身数据工具链和采训推一体平台，实现类人双目到高度拟人化操作的自主运行。

越疆机器人凭借其出色的自适应性、泛化能力及高效灵活的任务执行能力，拥有广泛的应用场景。在家庭服务场景中，它能够自主完成做早餐的一系列复杂流程，包括倒牛奶、水果摆盘、烤面包、烤培根以及早餐摆盘；在企业办公场景下，其可承担客户接待工作，为客户倒咖啡，同时还能负责送文件、取快递等日常办公杂务。目前，越疆已与一线车厂、电子制造厂、咖啡奶茶店等开展合作，计划 2025 年年中实现试产和批量，加速实现人形机器人走入千行百业。

图17: 越疆机器人搬运物体



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图18: 越疆机器人做早餐



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3. 盈利预测

越疆深耕协作机器人赛道，出货量位居行业龙二。切入人形机器人赛道构筑新成长曲线。我们预计伴随公司协作机器人出货量持续增长，业绩有望同步提升，盈利预测具体如下：

(1) **六轴协作机器人**：伴随公司产品竞争力的提升和海外渠道的持续开拓，我们预计该业务 2025-2027 年收入为 2.94/4.22/5.85 亿元，同比+41%/+44%/+39%，预计毛利

率随着规模效应的持续释放而保持增长，分别为 50%/51%/52%。

(2) **四轴协作机器人**：我们预计该业务 2025-2027 年收入 0.97/1.13/1.30 亿元，同比+2%/+16%/+16%，预计毛利率为 55%/57%/60%。

(3) **复合机器人**：我们预计该业务 2025-2027 年收入 0.89/1.18/1.55 亿元，同比+58%/+32%/+32%，预计毛利率为 53%/55%/55%。

(4) **其他业务**：我们预计该业务 2025-2027 年收入 0.16/0.21/0.27 亿元，同比+30%/+30%/+30%，预计毛利率为 15%/15%/15%。

表3: 盈利预测 (单位: 万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
六轴协作机器人					
营业收入 (万元)	13429.9	20888.8	29380.1	42175.1	58454.7
YOY (%)	28%	56%	41%	44%	39%
毛利率 (%)	47.2%	-	50.0%	51.0%	52.0%
四轴协作机器人					
营业收入 (万元)	9952.3	9583.7	9741.8	11251.8	12995.8
YOY (%)	-1%	-4%	2%	16%	16%
毛利率 (%)	54.8%	-	55.0%	57.0%	60.0%
复合机器人					
营业收入 (万元)	3430.6	5654.7	8906.2	11756.1	15518.1
YOY (%)	9%	65%	58%	32%	32%
毛利率 (%)	53.1%	-	53.0%	55.0%	55.0%
其他业务					
营业收入 (万元)	1862.1	1240.6	1612.8	2096.6	2725.6
YOY (%)	388%	-33%	30%	30%	30%
毛利率 (%)	32.1%	-	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 此处毛利率口径不含存货减值)

我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 4.96/6.73/8.97 亿元，当前股价对应 PS 分别为 46/34/25 倍。我们选取与公司业务相近的埃斯顿、埃夫特-U 作为同行业可比公司。考虑到公司在协作机器人领域市占率高，海外渠道建设进展顺利，人形机器人新业务构筑新增长极，首次覆盖给予公司“增持”评级。

图19: 可比公司估值表 (截至 2025 年 3 月 31 日收盘价)

2025/3/31		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS			
代码	公司				2024E	2025E	2026E	2027E	2024E	2025E	2026E	2027E
002747.SZ	埃斯顿	CNY	21.40	186	48.95	55.12	63.33	-	4	3	3	-
688165.SH	埃夫特-U	CNY	26.13	136	13.62	14.02	16.09	-	10	10	8	-
平均									7	7	6	-
2432.HK	越疆	HKD	61.05	247	3.74	4.96	6.73	8.97	61	46	34	25

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (埃斯顿、埃夫特-U、越疆盈利预测来自东吴证券研究所, 其中埃夫特-U、越疆 2024 年营业收入为实际数据, 埃斯顿 2024 年营业收入为预测数据, 港元兑人民币汇率取 0.92: 1)

4. 风险提示

(1) **协作机器人需求不及预期:** 协作机器人产品主要面向工业端应用, 若工业端开工景气度不及预期, 则资本开支力度可能减少, 协作机器人需求可能承压。

(2) **人形机器人技术进展不及预期:** 公司前瞻布局人形机器人赛道, 产品技术仍在迭代进程中, 若技术进展不及预期, 则对公司未来收入可能造成消极影响。

(3) **宏观经济风险:** 宏观经济不及预期可能对公司各业务产生消极影响。

越疆三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,252.04	1,473.97	1,625.08	1,883.34	营业总收入	373.68	496.41	672.80	896.94
现金及现金等价物	883.76	1,042.50	1,085.58	1,202.31	营业成本	199.70	246.31	325.76	425.57
应收账款及票据	79.49	72.78	97.37	129.93	销售费用	138.03	183.67	228.75	287.02
存货	137.52	218.27	287.56	376.08	管理费用	88.82	79.43	94.19	116.60
其他流动资产	151.27	140.43	154.57	175.03	研发费用	71.79	104.25	141.29	188.36
非流动资产	243.17	216.17	189.17	162.17	其他费用	6.15	4.96	3.36	4.48
固定资产	177.20	152.20	127.20	102.20	经营利润	(130.82)	(122.20)	(120.56)	(125.09)
商誉及无形资产	36.31	34.31	32.31	30.31	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	1.82	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	38.62	84.39	121.78	161.45
其他非流动资产	29.66	29.66	29.66	29.66	利润总额	(94.02)	(37.81)	1.21	36.36
资产总计	1,495.21	1,690.14	1,814.25	2,045.51	所得税	1.34	5.67	0.06	1.82
流动负债	332.52	570.94	693.90	890.62	净利润	(95.36)	(43.49)	1.15	34.54
短期借款	201.66	229.96	258.58	286.53	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	40.69	49.54	65.16	85.48	归属母公司净利润	(95.36)	(43.49)	1.15	34.54
其他	90.18	291.44	370.17	518.61	EBIT	(92.20)	(37.81)	1.21	36.36
非流动负债	195.40	195.40	195.40	195.40	EBITDA	(92.20)	(17.81)	21.21	56.36
长期借款	16.15	16.15	16.15	16.15					
其他	179.25	179.25	179.25	179.25					
负债合计	527.92	766.34	889.29	1,086.01					
股本	400.00	400.00	400.00	400.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(0.24)	(0.11)	0.00	0.09
归属母公司股东权益	967.29	923.80	924.96	959.50	每股净资产(元)	2.42	2.29	2.29	2.37
负债和股东权益	1,495.21	1,690.14	1,814.25	2,045.51	发行在外股份(百万股)	404.20	404.20	404.20	404.20
					ROIC(%)	(11.57)	(3.69)	0.10	2.81
					ROE(%)	(9.86)	(4.71)	0.12	3.60
					毛利率(%)	46.56	50.38	51.58	52.55
					销售净利率(%)	(25.52)	(8.76)	0.17	3.85
					资产负债率(%)	35.31	45.34	49.02	53.09
					收入增长率(%)	30.32	32.84	35.53	33.32
					净利润增长率(%)	7.67	54.40	102.65	2,893.76
					P/E	(287.19)	(629.79)	23,736.49	792.87
					P/B	28.02	29.65	29.61	28.54
					EV/EBITDA	(87.37)	(1,492.65)	1,252.75	469.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元兑人民币汇率为2025年4月1日的0.92:1,预测均为东吴证券研究所预测。(注:2024年现金流量表数值为空,系公司暂未披露)

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>