


Company Report: UBTECH ROBOTICS (09880 HK) 中文版

Muyang Zhao 赵沐阳

(852) 2509 5375

公司报告: 优必选 (09880 HK)

Chinese version

muyang.zhao@gjjas.com.hk

14 April 2025

Walker S1升级进行中，功能性更强

- **我们维持“买入”，并调整目标价至 87.00 港元。**优必选（“公司”）最近的业绩报告表明其产品研发按计划推进，Walker S 机器人正在升级，增加了制造业使用场景的功能。因此，我们将公司 2025-2027 年收入预测分别调整为人民币 23.48 亿元/ 人民币 45.85 亿元/ 人民币 11.87 亿元。我们的目标价对应 16.0 倍/ 8.2 倍/ 3.2 倍 2025-2027 年市销率和 30.2 倍 2025 年市净率。
- **公司的人形机器人业务在三大领域取得进展：**1) 线性关节技术的改进；2) 配备集成压力传感器的第三代灵巧手；及 3) ROSA v2 的发布，为 ROS 中间件中的算法模块提供了通信功能。目前，在工业应用中，Walker S1 模型可执行高度重复的任务，包括货物运输、质量检验、工艺材料处理、零件组装和 SPS 分拣。公司计划在现有模型的基础上为未来的模型进行迭代。根据用户的反馈，预计 Walker S2 模型将提高精准度和稳定性，并增加电池自动更换等附加功能。
- **此外，公司的其他业务稳步发展，消费级机器人表现强劲。**2024 年，教育智能机器人产品收入增至人民币 3.634 亿元，同比增长 4.6%。物流智能机器人产品及服务收入为人民币 3.217 亿元，同比减少 17.5%。其他行业定制智能机器人产品和解决方案的收入增至人民币 1.407 亿元，同比增长 126%。消费级机器人收入增至人民币 4.77 亿元，同比增长 88.1%。
- **风险因素：**1) 来自国内其他竞争者的竞争加剧；2) 未能满足下游客户对精准度和稳定性的要求。

Rating:
Buy

Maintained

评级:
买入 (维持)
6-18m TP 目标价:
HK\$87.00

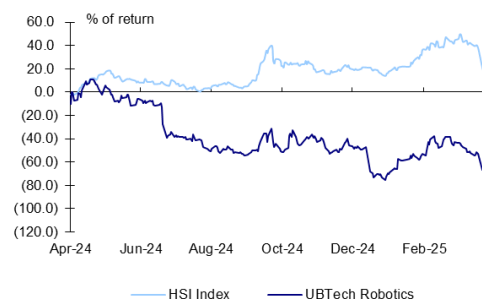
Revised from 原目标价:

HK\$123.80

Share price 股价:
HK\$73.150

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	(26.1)	53.7	(61.4)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	(15.5)	42.2	(89.5)
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	81.2	82.9	106.7

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2023A	1,056	(1,234)	(3.046)	(21.6)	(21.0)	4.892	13.3	0.000	0.0	(78.5)
2024A	1,305	(1,124)	(2.667)	12.4	(24.8)	3.326	19.7	0.000	0.0	(51.8)
2025F	2,348	(1,140)	(2.642)	0.9	(24.9)	2.881	22.8	0.000	0.0	(60.3)
2026F	4,585	(703)	(1.629)	38.3	(40.4)	3.326	19.7	0.000	0.0	(49.3)
2027F	11,870	337	0.781	147.9	84.2	2.881	22.8	0.000	0.0	19.0
Shares in issue (m) 总股数 (m)				431.6	Major shareholder 大股东				Zhou Jian	24.8%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)				30,427.8	Free float (%) 自由流通比率 (%)					54.0
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 (*000)				14,362.8	FY25 Net gearing (%) FY25 净负债/股东资金 (%)					0.1
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)				216.200 / 40.800						

Source: the Company, Guotai Junan International.

表-1: 同业比较

公司名称	股票代码	货币	股价	市值 (百万港元)	市销率(财年)				市净率(财年)				ROE(%)	D/Y(%)
					24A	25F	26F	27F	24A	25F	26F	27F	25F	25F
高增长机器人公司														
越疆	02432 HK	HKD	67.800	24,275	21.5	45.6	33.4	24.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	n.a.
地平线机器人	09660 HK	HKD	5.970	78,806	6.5	21.0	12.2	8.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.9	0.0
速腾聚创	02498 HK	HKD	16.640	15,270	7.6	5.4	3.7	2.8	2.3	2.5	2.4	2.3	6.7	0.0
优必选	09880 HK	HKD	99.800	32,316	16.7	13.9	9.6	6.9	19.2	21.0	16.5	443.6	5.5	0.0
博实股份	002698 CH	CNY	11.170	17,483	5.9	5.0	4.2	4.6	3.0	2.7	2.4	2.3	4.7	2.0
机器人	300024 CH	CNY	9.690	27,433	5.8	4.9	4.2	n.a.	3.4	3.3	3.1	n.a.	2.0	n.a.
华星创业	300025 CH	CNY	8.980	3,571	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22.2	n.a.
绿的谐波	688017 CH	CNY	71.150	26,433	63.0	48.7	36.1	23.8	5.8	5.2	5.0	3.3	4.1	0.2
汇川技术	300124 CH	CNY	44.810	182,793	4.6	3.8	3.2	2.7	4.2	3.6	3.1	2.6	5.4	0.9
兆威机电	003021 CH	CNY	40.700	29,143	18.2	14.6	11.5	11.4	3.0	2.8	2.6	2.2	21.5	0.2
Arbe Robotics	ARBE US	USD	2.170	881	196.0	30.3	6.5	n.a.	8.2	n.a.	n.a.	n.a.	21.5	n.a.
Intuitive Surgical	ISRG US	USD	432.690	1,371,587	22.2	18.4	15.9	13.9	9.4	8.0	6.9	6.0	21.5	0.0
Doosan Robotics	454910 KS	KRW	71800.000	16,883	72.4	24.3	12.5	5.7	11.6	11.3	10.7	7.8	21.5	0.0
Fanuc	6954 JP	JPY	4340.800	183,741	5.0	4.3	4.0	3.8	2.4	2.4	2.3	2.2	21.5	2.7
简单平均					34.3	18.5	12.1	9.9	6.6	6.3	5.5	52.5	11.5	0.6
加权平均					18.8	16.2	13.5	11.5	8.1	7.0	6.1	12.7	18.0	0.4

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

财务报表和比率

损益表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Total revenue	1,056	1,305	2,348	4,585	11,870
Cost of sales	(723)	(931)	(1,724)	(3,371)	(8,627)
Gross profit	333	374	625	1,214	3,243
S&M	(506)	(524)	(590)	(465)	(966)
G&A	(400)	(370)	(407)	(448)	(492)
R&D	(491)	(478)	(574)	(688)	(826)
Operating profit	(1,228)	(1,143)	(1,160)	(713)	351
Non-operating income - net	0	(6)	(6)	(7)	(7)
Profit before tax	(1,227)	(1,149)	(1,167)	(719)	345
Income tax	(37)	(11)	(11)	(7)	3
Profit after tax	(1,265)	(1,160)	(1,177)	(726)	348
Non-controlling interest	31	36	37	23	(11)
Shareholders' profit / loss	(1,234)	(1,124)	(1,140)	(703)	337
Basic EPS (RMB)	(3.046)	(2.667)	(2.642)	(1.629)	0.781

现金流量表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Operating activities					
Net Profit	(1,265)	(1,160)	(1,177)	(726)	348
DD&A	65	50	52	61	73
Share-based payments	384	422	464	511	562
Working capital changes	(373)	614	(212)	(408)	(681)
Others	188	193	301	495	1,045
Cash from operating activities	(1,000)	120	(572)	(66)	1,347
Investing activities					
Cash inflows from investing activities	46	0	0	0	0
Cash outflows from investing activities	(552)	(407)	(190)	(294)	(498)
Cash from investing activities	(506)	(407)	(190)	(294)	(498)
Financing activities					
Cash from financing activities	1,902	990	77	89	124
Net changes in cash	396	703	(684)	(271)	973
Cash at beginning of year	145	521	1,203	498	207
Cash at end of year	541	1,224	519	227	1,179

资料来源：公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Fixed assets	142	139	187	248	260
Construction in progress	1,011	1,309	1,309	1,309	1,309
Right-of-use assets	66	58	60	62	63
Intangible assets	439	447	472	489	508
Goodwill	52	10	10	10	10
Others	138	264	272	280	288
Total non-current assets	1,848	2,227	2,310	2,398	2,438
Cash & cash equivalents	541	1,224	519	227	1,179
Accounts receivables	834	913	1,322	2,322	5,411
Inventories	416	461	838	1,687	4,263
Others	1,126	308	302	311	321
Total current assets	2,917	2,906	2,981	4,548	11,174
Total assets	4,766	5,134	5,290	6,946	13,613
Short-term borrowings	777	793	817	842	867
Accounts payables	413	548	953	1,923	4,922
Employee benefits payable	152	124	128	132	136
Non-current liabilities (one year)	63	71	73	75	78
Others	547	556	967	1,812	4,514
Total current liabilities	1,952	2,093	2,938	4,784	10,516
Current assets-current liabilities	965	814	42	(237)	658
Total assets less current liabilities	2,814	3,041	2,352	2,161	3,096
Long-term borrowings	649	709	730	752	774
Lease liabilities	42	37	38	39	40
Deferred income	33	48	49	51	52
Others	1	0	0	0	0
Total non-current liabilities	725	793	817	842	867
Total liabilities	2,677	2,886	3,756	5,626	11,383
Share capital	418	432	432	432	432
Share reserves and retained earnings	1,543	1,680	1,004	812	1,711
Total shareholders' equity	1,960	2,112	1,436	1,243	2,142
Minority interest	128	136	99	76	87
Total equity	2,089	2,248	1,535	1,320	2,229

财务比率					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Gross margin (%)	31.5	28.7	26.6	26.5	27.3
Cost to revenue (%)	68.5	71.3	73.4	73.5	72.7
Selling expense to revenue (%)	47.9	40.1	25.1	10.1	8.1
Admin expense to revenue (%)	37.9	28.3	17.3	9.8	4.1
Operating profit margin (%)	(116.3)	(87.6)	(49.4)	(15.5)	3.0
Net margin (%)	(119.8)	(88.9)	(50.1)	(15.8)	2.9
ROE (%)	(78.5)	(51.8)	(60.3)	(49.3)	19.0
ROA (%)	(32.7)	(22.7)	(21.9)	(11.5)	3.3

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”) 对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如: 配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com