

极智嘉-W (02590.HK)

全球 AMR 解决方案头部提供商，软硬结合打造强用户粘性

核心观点

2025 年上半年业绩亏损 1000-2000 万元，同比收窄 90%-95%。公司发布 2025 年上半年中期业绩预告：2025 年上半年公司实现营业收入约 9.95-10.30 亿港元，同比增长约 27%-32%；实现归母净亏损 0.1-0.2 亿港元，同比收窄约 90%-95%。业绩提升主要系 AMR 解决方案业务拓展和汇兑收益增加。

公司是全球最大的仓储履约 AMR 解决方案提供商。极智嘉成立于 2015 年，公司总部位于北京，并在全球超 40 个国家和地区深入布局。经过十年发展，公司得到了全球约 800 家全球终端客户的广泛认可和接受，项目覆盖零售、鞋服、医药、3PL、汽车、锂电、光伏、电子等行业，客户包括沃尔玛、丰田、西门子、宝马、耐克等，60 余家客户是全球五百强。根据灼识咨询资料，2024 年，公司已成为全球最大的仓储履约 AMR 解决方案提供商，且已连续六年保持该领先地位，全球仓储履约 AMR 解决方案市场占比 9.0%。

AMR 解决方案远期市场规模超千亿，增速超过 30%。仓储自动化解决方案是使各种物流操作(如存取、搬、拣及分)自动化的集成系统，包含多种技术和形式，实现了以自动化方案替代重复性人力劳作。其将硬件和软件无缝结合，涵盖一系列技术，包括 AMR、AS/RS、输送机和分拣机、AMR。其中 AMR 配备先进的自主航技术，可用于各种操作任务，包括储、拣和分拣。根据灼识咨询资料，2024 年，AMR 在全球仓储自动化市场的渗透率约 8%，2029AMR 渗透率将达到 20.2%，2024-2029 年 AMR 全球的市场规模有望从 390 亿元增长至 1620 亿元，CAGR 约 33%。

AI 技术架构+AMR+机器人解决方案提升用户粘性。技术架构上，公司开发了全球首个 AMR 机器人通用技术平台 Robot Matrix、AMR 市场上最全面的 ALL in one 软件系统平台、自研协同优化算法平台。AMR 解决方案上，通过高度标准化，将仓储整合为三种拣选方案(货架到人、货箱到人、托盘到人)，叠加通用机器人的应用，极大提升了效率。参考公司招股书和官网，从最终效果来看，极智嘉调度 AMR 规模最大超过 5000 台，与此对应行业平均规模小于 300 台；1-3 个月快速部署解决方案；客户回本周期缩短至 1-3 年，最终提升了用户粘性，客户复购率 75%。

风险提示：行业竞争加剧的风险、客户突破不及预期、新产品拓展不及预期、下游需求波动可能拖累短期业绩。

投资建议：公司设立了具身智能公司，提升机械手拣货、通用机器人制造等能力，未来公司智能化优势、规模效应有望逐步显现。综合考虑行业景气度、公司在 AMR 全球龙头地位、盈利持续好转态势，我们预计公司 25-27 年归母净利润为 1.06/3.03/5.20 亿港元，对应 EPS 为 0.08/0.23/0.39 港元。给予极智嘉一年期合理估值为 19.7-22.1 港元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

公司研究·海外公司财报点评

计算机·计算机设备

证券分析师：吴双 0755-81981362
wushuang2@guosen.com.cn
S0980519120001

证券分析师：杜松阳 0755-81981934
dusongyang@guosen.com.cn
S0980524120002

联系人：云梦泽

021-60933155
yunmengze@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	19.70 - 22.10 港元
收盘价	17.95 港元
总市值/流通市值	24004/18384 百万港元
52 周最高价/最低价	20.60/16.06 港元
近 3 个月日均成交额	178.06 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,143	2,409	3,250	4,385	5,698
(+/-%)	47.6%	12.4%	34.9%	34.9%	30.0%
归母净利润(百万元)	-1127	-832	106	303	520
(+/-%)	—	—	-112.8%	184.4%	72.1%
每股收益(元)	-0.85	-0.63	0.08	0.23	0.39
EBIT Margin	-23.1%	-4.7%	3.1%	7.2%	9.8%
净资产收益率(ROE)	20.7%	13.3%	12.4%	26.1%	31.0%
市盈率(PE)	-21.0	-28.5	222.9	78.4	45.5
EV/EBITDA	-80.1	-658.9	191.0	73.9	44.3
市净率(PB)	—	—	27.64	20.43	14.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

全球最大的仓储履约 AMR 解决方案提供商

极智嘉是全球最大的仓储履约 AMR 解决方案提供商。公司在全球自主移动机器人市场处于领先地位，且已连续六年保持领先地位。公司业务覆盖 40 多个国家和地区，截至 2024 年底，已向全球交付约 56,000 台 AMR，服务约 800 家终端客户。公司拥有全球首个机器人通用技术平台 Robot Matrix，开发了 AMR 市场上最全面的软件系统平台和先进的 Hyper+核心算法平台，在行业内具备显著的技术优势和广泛的业务覆盖。

发展历程

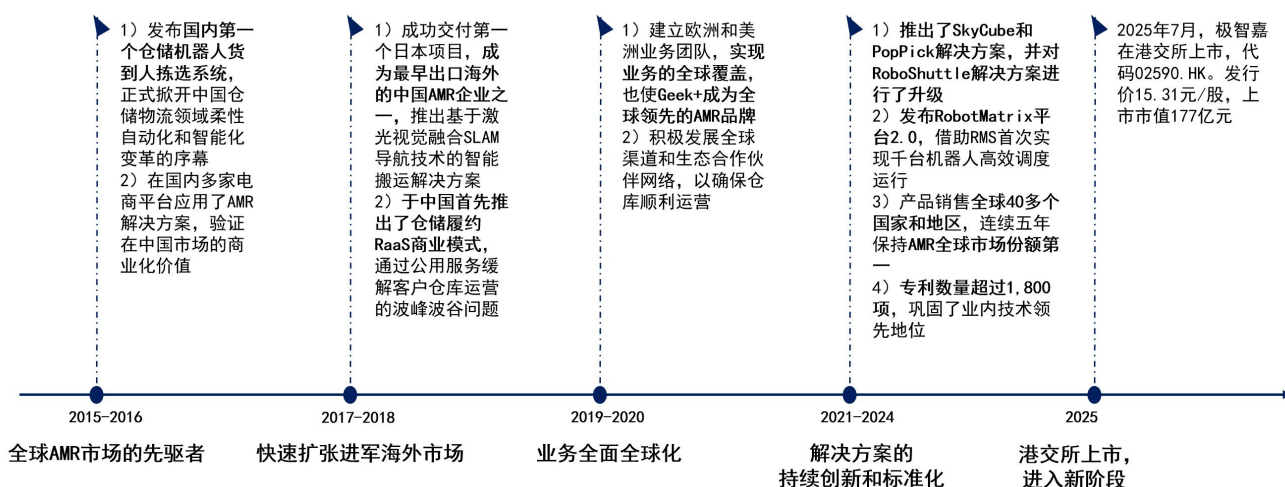
2015-2016 年，公司以“全球 AMR 市场先驱者”身份入局。公司发布国内首个仓储机器人货到人拣选系统，为中国仓储物流领域柔性自动化、智能化变革拉开序幕，还通过在多家国内电商平台应用 AMR 解决方案，验证了商业化价值，奠定业务基础。

2017-2018 年，公司加速海外市场扩张。公司成功交付首个日本项目，成为较早出海的中国 AMR 企业之一，同步推出基于激光视觉融合 SLAM 导航技术的智能搬运方案；并创新采用仓储履约 RaaS 商业模式，以公用服务缓解客户仓库运营波峰波谷难题，拓宽业务覆盖场景。

2019-2020 年，公司推进业务全面全球化。公司建立欧洲、美洲业务团队，实现全球市场覆盖，成长为全球领先 AMR 品牌；同时积极构建全球渠道与生态合作伙伴网络，保障仓库运营顺畅，强化全球化服务能力。

2021-2024 年，公司聚焦解决方案持续创新与标准化。公司推出 SkyCube、PopPick 等新方案，升级 RoboShuttle 方案，覆盖“货架到人”“货箱到人”等多元模式；发布 RobotMatrix 平台 2.0，借 RMS 实现千台机器人高效调度，产品销往全球 40 多个国家和地区，连续五年保持 AMR 全球市场份额第一，专利数量超 1800 项，巩固技术领先地位。

图1：极智嘉公司发展历程



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

极智嘉的核心创始人团队成员深耕智能机器人与工业自动化领域多年。董事长兼首席执行官郑勇 2015 年创立公司，职业生涯起步于 ABB、圣戈班等全球企业的供应链与运营管理，后在投资领域积累经验，凭借对智能物流行业的深刻洞察与贡献，获《财富》“中国 40 位 40 岁以下商界精英”等认可，持有 25 项机器人技术发明专利。首席技术官李洪波是共同创始人，清华背景，深耕智能机器人与群体智能领域超 15 年，在机器人导航、感知算法等方向成果丰硕，发表 50 余篇论文、持有 130 余项授权专利，接连斩获教育部自然科学奖、北京科学技术奖等科技奖项，同时在行业协会兼任多项职务，以专业积淀促进技术交流与产业协同。副总裁刘凯专注智能机器人研发十年以上，曾任职北京控制工程研究所，在移动机器人、多智能体算法等领域积累深厚实践经验，持有 144 项专利，凭借创新能力获“X·36Under36”S 级企业家等荣誉，助力公司产品矩阵拓展与技术迭代。副总裁陈曦同为共同创始人，兼具工业自动化与智能制造经验，攻读硕士期间参与国家高技术研究项目，在高速光纤通信领域积累技术能力，现担任行业协会委员，以跨领域知识推动公司自动化解决方案适配多元场景。

表1: 公司创始人团队履历

姓名	职务	履历
郑勇	CEO	郑勇先生于 2001 年 7 月获得中国清华大学管理科学与工程学士学位。2004 年 7 月，获得中国清华大学管理科学与工程硕士学位。职业生涯起步于 ABB、圣戈班等全球企业的供应链与运营管理，后在投资领域积累经验，凭借对智能物流行业的深刻洞察与贡献，获《财富》“中国 40 位 40 岁以下商界精英”等认可，持有 25 项机器人技术发明专利。
李洪波	执行董事、首席技术官兼副总裁	李洪波先生清华大学计算机系博士毕业，青年北京学者，享受国务院政府特殊津贴专家，目前担任公司的首席技术官，在机器人领域拥有超过 15 年的专业经验。李先生拥有 130 多项授权专利(包括 50 多项国际发明专利)
刘凯	执行董事兼副总裁	刘凯先生清华大学计算机系硕士毕业，在移动机器人和流量管理及任务分配系统方面拥有 10 年以上的经验，拥有 144 项专利。刘凯先生领导系统部门，专注于软件开发、技术架构和算法研究
陈曦	执行董事兼副总裁	陈曦先生在工业自动化和智能制造领域有超过 10 年的经验，并曾参与国家级重点机器人项目。陈曦先生领导机器人部门，专注硬件、算法、软件和工具开发

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司的核心业务是提供 AMR 解决方案，聚焦仓储履约和工业搬运场景，通过自主移动机器人和相关技术提升供应链效率，减少对人工的依赖。公司立足自主研发，形成“硬件+软件+算法”的综合解决方案：硬件方面，依托 Robot Matrix 平台开发 AMR 机器人及核心零部件，通过精简的产品矩阵覆盖主要仓储场景；软件方面，打造包含 RMS、WES 及 IOP 的系统平台，支持现场部署和高效利用机器人资源；算法方面，凭借 Hyper+核心算法平台，实现复杂环境感知、多传感器融合导航定位及高效的任务分配与调度，支持大规模机器人协同作业，且软件系统可与终端客户现有业务系统快速无缝集成。

公司的商业模式以技术研发为核心支撑，通过全球化布局拓展市场。公司成立之初就瞄准全球市场，建立了广泛的国际业务，经过多年发展，2024 年公司总收入的 70%以上来自中国大陆以外市场，运营、合作伙伴关系及部署遍布四十多个国家和地区，并有当地销售、解决方案、项目管理和团队及服务团队及分销和服务合作伙伴网络支持，截至 2024 年 12 月 31 日，全球拥有超过 48 个服务站点和服务合作伙伴站点、13 个备件中心以及超 305 名工程师。公司采取以客户为中心的营销策略，注重与大型终端客户建立长期关系，通过优质解决方案和服务巩固市场地位，同时凭借广泛的解决方案阵列创造追加销售和交叉销售机会，提升客户忠诚度，2024 年终端客户复购率达 74.6%。

图2: 传统人工仓库 vs AMR 解决方案

流程	传统人工仓库 人到货	AMR 解决方案 货到人
出入库	操作员使用叉车卸载货物 	无人驾驶叉车 
存储	工人将包裹放入仓库 	AMR 将货架带到工人的上架站 
订单拣选	工人每天要多花费多达 70% 的时间步行道货架前拣选货物 	货到人 AMR 将货物送到工作站 
包装和分拣	工人分拣包裹 	AMR 分拣包裹 

资料来源：公司招股说明书、公司官网，国信证券经济研究所整理

极智嘉聚焦仓储履约场景的多元差异，构建起货架到人、货箱到人、托盘到人三大核心拣选解决方案矩阵。公司以技术创新精准适配大中小件存储形态、不同吞吐需求，助力企业突破传统仓储效率瓶颈，实现柔性化与智能化运营升级。

1) 货架到人拣选解决方案：借助 P 系列机器人与 Pop Pick 工作站构建一体化模式，机器人依托导航与传感技术自主识别并搬运存储大中小件的移动式货架，精准运送至集成智能系统的定制工作站，适配大中小件 SKU 处理。作为全球首创方案，聚焦高柔性、高吞吐场景，解决传统拣选对物品尺寸兼容性弱、效率低的问题。单工作站每小时拣选达 400 件，远超行业平均的不足 180 件，拣选准确率 99.99%，优于行业平均水平，助力企业提升存储效率、订单处理速度与精准度，满足电商大促等业务对吞吐和兼容性的需求。

2) 货箱到人拣选解决方案：以 RS、P 系列机器人为核心，RS 机器人负责在高货架间精准抓取货箱，P 系列机器人转运至拣选工位，共同打造垂直存储与拣选系统，针对中小件 SKU 存储，平衡高存储密度与中等吞吐量。作为全球首家推出的方案，解决行业存储空间利用低效、操作灵活性差的痛点。存储高度达 12 米，超行业平均的不足 10 米，最小过道宽度 1000 毫米，窄于行业平均的超 1100 毫米，提升垂直空间利用率、降低布局成本，为 3C、快消等行业提供更灵活、低成本的拣选模式，适配“存储+拣选”智能化升级。

3) 托盘到人拣选解决方案：聚焦整托盘与原装容器搬运，依托重型机器人与超高层货架构建高密度、高吞吐量的一体化存储拣选系统，机器人自主抓取托盘并协同货架实现动态存取。作为全球率先推出的方案，解决散装作业货物量大、获取效率低、空间浪费的问题。存储高度最高 28 米，较传统叉车节省 60% 过道空间，库容提升最高 500%，仓储效率提升五倍以上，为工业制造、大宗物流等场景提供高效方案，替代人工搬运，解决人力成本高、空间与效率受限难题，支撑企业大规模货物周转与存储优化。

图3：公司 AMR 应用场景和对应产品具体情况

类别	解决的核心痛点	适配场景	公司产品
货架到人	传统拣选对物品尺寸兼容性弱、人工效率低	大中小件 SKU 混合存储、高柔性高吞吐场景；典型行业如电商大促、多品类零售	 P500R
			 P800R
			 P1200R
货箱到人	存储空间利用低效、操作灵活性差	中小件 SKU 存储、高存储密度中等吞吐量场景；典型行业如 3C 电子、快消品	 RS8-DA
			 RS11-DA
			 RS11-DX
托盘到人	散装作业货物量大、获取效率低、空间浪费	整托盘/原装容器搬运、大宗货物存储场景；典型行业如工业制造、大宗物流	 P40
			 X1200



P800

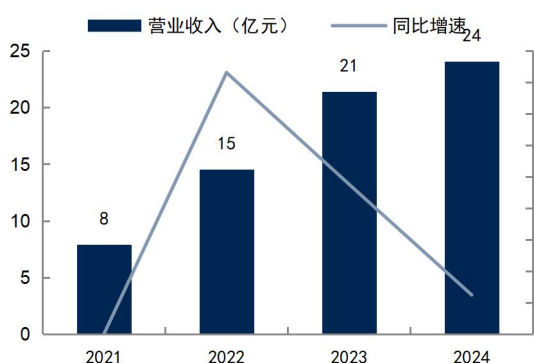
资料来源：公司招股说明书、公司官网，国信证券经济研究所整理

财务情况

公司营收规模呈阶梯式增长，亏损压力逐步缓解，2025 年上半年亏损大幅收窄。2021-2024 年，营业收入从 7.9 亿港元攀升至 24 亿港元，CAGR 达 44.2%。其中 2024 年收入增速下降至 12.42%，主要系行业需求增速下滑所致（2024 年全球 AMR 解决方案市场规模为 38.7 亿美元，同比仅增长 7%）。归母净利润亏损幅度显著收窄，2021 年-2024 年，归母净亏损从 10.5 亿港元降低至 8.3 亿港元，2023 年较 2022 年减亏 28.1%。

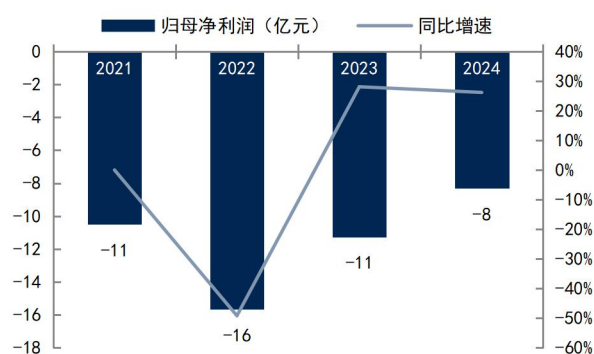
根据公司公告，2025 年上半年公司实现营业收入约 9.95-10.30 亿港元，同比增长约 27%-32%；实现归母净亏损 0.1-0.2 亿港元，同比收窄约 90%-95%。业绩提升主要系 AMR 解决方案业务拓展和汇兑收益增加。

图4：极智嘉 2024 年营业收入同比增长 12.42%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：极智嘉 2024 年归母净利润同比减亏 26.20%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司盈利能力逐步进阶，期间费用率优化成效显著。2021-2024 年，公司毛利率从 10.16%稳步提升至 34.75%，业务盈利性持续增强。期间费用方面，销售费用率从 43.96%逐步降至 18.50%、研发费用率从 43.01%下降至 11.71%，管理费用率从 21.82%下降至 9.14%，均呈持续优化态势；财务费用率维持相对稳定。整体期间费用率显著降低，费用管控精细化水平实现持续提升。毛利率提升和财务费用节省带动净利率从 2021 年的-132.40%改善至 2024 年的-34.52%。

图6：极智嘉盈利能力持续增强

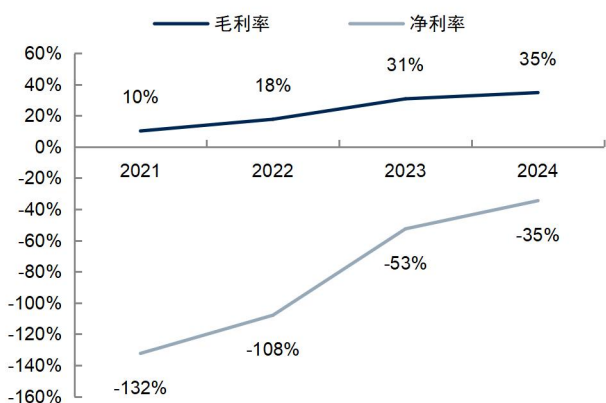
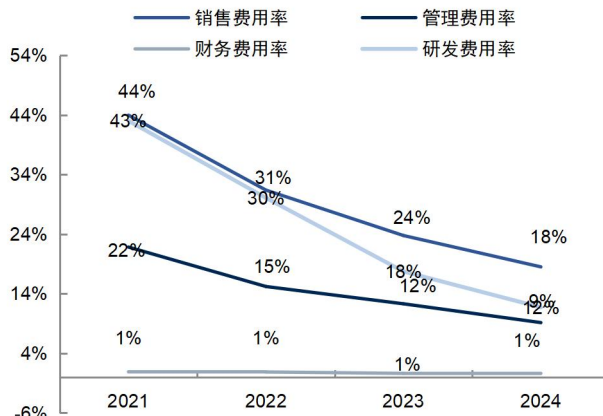


图7：极智嘉费用率持续降低



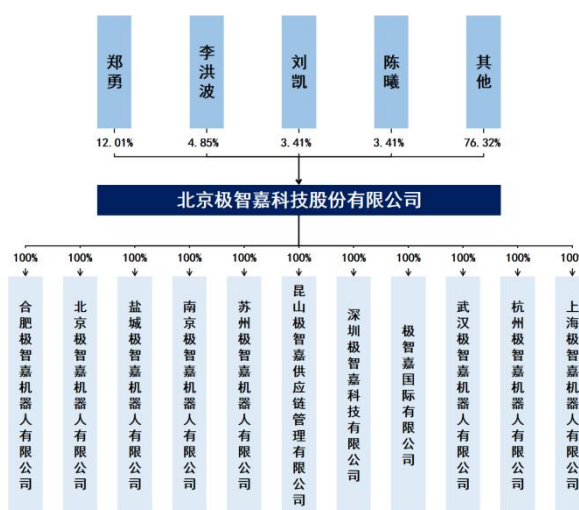
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

股权结构：实控人合计持有公司 23.68%股份

公司股权结构稳定。公司实际控制人为郑勇、李洪波、刘凯、陈曦。郑勇先生持有北京极智嘉科技股份有限公司 12.01%股份，李洪波先生持有 4.85%股份，刘凯先生与陈曦先生分别持有 3.41%股份。上述实际控制人合计持有公司股份的比例 23.68%。

图8：极智嘉实控人持股情况（20250630）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

设立具身智能公司，深入研发机械手和通用机器人

设立具身智能子公司，布局人形机器人领域。2025 年 7 月 30 日，公司依托自身在物流机器人领域积累的工艺技术、研发实力及全球业务网络优势，以具身智能技术为核心，新设立的北京极智嘉具身智能科技有限公司，专注于具身智能相关技术研发与产品业务推进，包括但不限于机械手拣货、通用机器人产品等。该布局协同钢材母材及二次加工厂商进行原材料适配开发，以满足具身智能产品在刚性与柔性方面的特殊材质要求。同时，公司借鉴现有物流机器人在感知、决策及多智能体协同等领域的核心技术，共享研发成果与专利资源，基于物流、制造等 B2B 场景的客户及市场需求，创新开发适配实际应用的具身智能产品，旨在通过高效的技术转化与产品落地，替代传统人工操作模式，满足高可靠性、高适应性的场景需求。目前相关产品处于研发测试验证阶段，未来有望借助成熟的品牌影响力与服务体系，实现技术与产品的广泛商用，进一步拓展业务边界。

盈利预测

假设前提

公司提供全面的 AMR 解决方案，聚焦仓储履约和工业物料运输两大关键领域，两类方案技术基础相同但产品形式与功能各异，适配不同细分市场的特定运营需求。

我们的盈利预测基于以下假设条件：

AMR：2022–2024 年公司 AMR 收入分别为 12.47/21.24/24.02 亿港元，增速分别为 70.33%/13.09%。随着自动化技术在各行业的深入应用，AMR 作为高效的自动化解决方案，市场需求持续释放。考虑到公司在该领域的技术积累和市场拓展能力，我们假设 2025–2027 年 AMR 收入分别为 32.43/43.78/56.91 亿港元，增速分别为 35.00%/35.00%/30.00%；规模效应和成本控制下，毛利率有望逐步提升，分别为 37.50%/38.50%/39.00%。

仓储履约：2022–2024 年公司仓储履约收入分别为 10.99/18.85/21.76 亿港元，增速分别为 71.52%/15.44%。该业务凭借对仓库内货物分拣、分类和运输等关键流程的优化，展现出良好的增长态势。考虑到仓储物流行业对效率提升的持续需求，以及公司解决方案在优化流程方面的显著效果，我们假设 2025–2027 年仓储履约收入分别为 30.46/39.60/51.48 亿港元，增速分别为 40.00%/30.00%/30.00%，毛利率分别为 40.00%/40.00%/40.00%。

工业物料运输：2022–2024 年公司工业物料运输收入分别为 1.49/2.40/2.26 亿港元，增速分别为 61.07%/–5.83%。此业务致力于简化生产设施内材料、部件和成品的运输，虽曾有短期波动，但长期来看仍有较大发展空间。综合考虑工业领域对物料运输效率提升的需求，以及公司方案的适配性，我们假设 2025–2027 年工业物料运输收入分别为 2.37/2.85/3.42 亿港元，增速分别为 5.00%/20.00%/20.00%，毛利率分别为 12.00%/12.00%/12.00%。

其他业务：2022–2024 年收入分别为 2.05/0.19/0.07 亿港元，增速大幅下降，分别为–90.73%/–63.16%。目前该业务规模较小，且对整体毛利贡献有限，预计未来几年收入保持稳定，2025–2027 年均为 0.07 亿港元。

表2：公司历史经营数据及关键假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
AMR						
收入	12.47	21.24	24.02	32.43	43.78	56.91
增速	/	70.33%	13.09%	35.00%	35.00%	30.00%
成本	8.18	13.58	15.21	20.27	26.92	34.71
毛利	4.29	7.66	8.81	12.16	16.85	22.19
毛利率(%)	34.40%	36.10%	36.70%	37.50%	38.50%	39.00%
仓储履约						
收入	10.99	18.85	21.76	30.46	39.60	51.48
增速	/	71.52%	15.44%	40.00%	30.00%	30.00%
成本	6.97	11.50	13.22	18.28	23.76	30.89
毛利	4.02	7.35	8.54	12.19	15.84	20.59
毛利率(%)	36.60%	39.00%	39.20%	40.00%	40.00%	40.00%
工业物料运输						
收入	1.49	2.40	2.26	2.37	2.85	3.42
增速	/	61.07%	–5.83%	5.00%	20.00%	20.00%
成本	1.22	2.09	1.99	2.09	2.51	3.00
毛利	0.27	0.31	0.27	0.28	0.34	0.41
毛利率(%)	18.40%	12.90%	12.10%	12.00%	12.00%	12.00%
其他						

收入	2.05	0.19	0.07	0.07	0.07	0.07
增速	/	-90.73%	-63.16%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	3.78	1.89	0.51	/	/	/
毛利	-1.73	-1.7	-0.44	/	/	/
毛利率(%)	/	/	/	0.00%	0.00%	0.00%
营业总收入	14.52	21.43	24.09	32.50	43.85	56.98
增速	/	47.59%	12.41%	34.90%	34.92%	29.95%
营业成本	11.96	15.47	15.72	20.27	26.92	34.71
增速	/	24.16%	5.93%	28.92%	32.84%	28.94%
毛利率	17.70%	30.80%	34.80%	37.42%	38.44%	38.95%
毛利	2.57	6.59	8.37	12.16	16.85	22.19

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上所述，预计 2025-2027 年公司营收为 32.50/43.85/56.98 亿港元，同比增长 34.90%/34.92%/29.95%，毛利率 37.42%/38.44%/38.95%，毛利 12.16/16.85/22.19 亿港元。

未来 3 年业绩预测

根据上述假设条件，我们测算得到公司 2025-2027 年的营收分别为 32.50/43.85/56.98 亿港元，同比增长 34.90%/34.92%/29.95%；归母净利润分别为 1.06/3.03/5.20 亿港元，同比增速 112.8%/184.4%/72.1%，其中我们预计公司 2025 年盈利有望扭亏为盈，主要系公司收入增长带来规模效应、毛利率稳步提升所致。

表3：未来三年盈利预测

利润表（亿元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2143	2409	3250	4385	5698
营业成本	1484	1572	2034	2699	3478
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	509	446	520	636	769
管理+研发费用	645	504	595	734	893
财务费用	(13)	(14)	15	14	15
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
其他收入	(641)	(728)	32	34	36
营业利润	(1123)	(827)	118	336	578
营业外净收支	0	0	0	0	0
利润总额	(1123)	(827)	118	336	578
所得税费用	4	4	12	34	58
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(1127)	(832)	106	303	520

资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用 PE、PS 两种相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

相对估值-PE 估值法

公司主业为仓储履约 AMR 解决方案、通用机器人业务，结合公司的主营业务及主要产品，我们选取 A 股机器人（主业为工业机器人、移动机器人、特种机器人）、港股越疆（主业为协作机器人）、美股 SYMBOTIC（主业为 AMR 集成商）3 家为可比公司。

表4: 可比公司估值表-PE 估值法（20250805）

证券代码	证券简称	投资评级	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2024A	25E	26E	27E	2024A	25E	26E	27E
300024.SZ	机器人	暂无	17.52	274	0.03	0.10	0.18	0.25	560	175	95	71
2432.HK	越疆	暂无	54.50	231	-0.29	-0.17	-0.05	0.10	-188	-329	-1,030	571
SYM	SYMBOTIC	暂无	50.85	300	-0.37	-0.05	0.05	0.45	-137	-1,017	1,031	114
平均值									78	-390	32	252
2590.HK	极智嘉-W	优于大市	17.95	237	-0.63	0.08	0.23	0.39	-28	223	78	46

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 未评级公司系 Wind 一致预期, 港股、美股数据单位分别为港元、美元

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

相对估值-PS 估值法

我们选取机器人（主业为工业机器人、移动机器人、特种机器人）、越疆（主业为协作机器人）2 家为可比公司，另外选取美国 AMR 集成商 SYMBOTIC 作为可比公司。其中 SYMBOTIC 和极智嘉的业务模式更为接近，所以主要参考 SYMBOTIC 的 PS 作为对标。

考虑到可比公司中，仅机器人净利润为正，PE 估值法有所偏颇，所以主要以 PS 估值法为主要依据。

表5: 可比公司估值表-PS 估值法（20250805）

证券代码	证券简称	投资评级	收盘价	总市值 (亿元)	营业收入				PS			
					2024A	25E	26E	27E	2024A	25E	26E	27E
300024.SZ	机器人	暂无	17.52	274	41.3849	52.9500	61.78	69.45	6.6	5.2	4.4	3.9
2432.HK	越疆	暂无	54.50	231	3.7368	5.00	6.71	9.10	61.7	46.2	34.4	25.3
SYM	SYMBOTIC	暂无	56.57	334	17.9000	21.29	23.15	30.41	18.6	15.7	14.4	11.0
平均值									29.0	22.3	17.7	13.4
2590.HK	极智嘉-W	优于大市	17.95	237	24.09	32.50	43.85	56.98	9.8	7.3	5.4	4.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 未评级公司系 Wind 一致预期, 港股、美股数据单位分别为港元、美元

综合考虑 AMR 行业的发展趋势以及公司在 AMR、通用机器人领域的发展节奏，我们预计 2025-2027 年归属母公司净利润分别为 1.06/3.03/5.20 亿港元，对应 PE 223/78/46 倍；营业总收入分别为 32.50/43.85/56.98 亿港元，对应 PS 7.3/5.4/4.2 倍。可比公司的 PS 倍数普遍在 20x 左右，综合考虑可比公司估值情况、公司的龙头地位和未来发展节奏，我们给予极智嘉一年期合理估值为

19.7-22.1 港元（对应 2025 年 PS 8-9x）。

投资建议

综合以上，我们预计 2025 年-2027 年归属母公司净利润分别为 0.08/0.23/0.39 港元，对应 PE 223/78/46x 倍，一年期合理估值为 19.7-22.1 港元（对应 2025 年 PS 8-9x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了两种相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 19.7-22.1 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，AMR 行业的估值整体偏高，选取了可比公司 2025 年平均 PS 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务结构和未来发展节奏，最终给予公司 2025 年 8-9 倍 PS 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

基于智能制造与物流自动化、人形机器人等新兴行业的发展趋势和公司自身的业务发展情况，我们假设公司 2025-2027 年收入增长 34.90%/34.92%/29.95%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果相关行业下游需求不达预期，公司未来营收增速可能不达预期。同时，我们参考现状对成本、费用做出了一定假设，可能存在对公司成本、费用预计偏乐观，低估成本、费用的风险。同时，2024 年底公司净资产为负，存在资不抵债的风险，2025 年公司净资产有望转正，但是仍需关注相关风险。

行业竞争加剧的风险

AMR 市场竞争较大，国内外厂商在技术迭代和成本控制方面的投入加大，可能对公司产品的定价和毛利率形成一定压力。如果出现竞争对手增加、竞争对手采取低价策略等情况，可能面临市场份额被挤压的风险，从而影响公司收入和利润。

客户突破不及预期

公司依赖大型零售企业及制造业巨头的订单，若这些客户因市场环境变化导致需求波动，或新项目的技术认证、合作洽谈出现延迟，可能会对公司的收入稳定性造成影响。若公司在渠道拓展过程中，与渠道商的协同效率较低，或者在部分潜力区域的覆盖存在不足，将制约新客户的开发进度，进而影响公司的收入增长。

新产品拓展不及预期

人形机器人业务作为新增长点，该领域技术门槛高、商业化周期长。若公司在新兴领域如机器人机械手、通用机器人等产品的技术验证和商业化周期长于预期，量产进度或客户验证不及预期，可能拖累整体业绩。

下游需求波动可能拖累短期业绩

公司业务与智能制造与物流自动化等行业的景气度高度相关，若政策补贴退坡或终端需求放缓，公司短期利润修复可能承压。

关联交易风险

公司个别参股公司在 2024 年贡献总收入的 7%，存在关联交易风险，建议关注。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	760	636	989	900	951	营业收入	2143	2409	3250	4385	5698
应收款项	935	991	294	396	515	营业成本	1484	1572	2034	2699	3478
存货净额	1191	1029	28	37	47	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	138	173	487	658	855	销售费用	509	446	520	636	769
流动资产合计	3267	2929	1898	2111	2512	管理费用	645	504	595	734	893
固定资产	85	192	220	249	278	财务费用	(13)	(14)	15	14	15
无形资产及其他	53	40	430	860	1334	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	7	11	11	11	11	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	35	32	32	82	132	其他收入	(641)	(728)	32	34	36
资产总计	3447	3204	2592	3313	4267	营业利润	(1123)	(827)	118	336	578
短期借款及交易性金融负债	421	414	349	395	386	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	821	1002	386	476	568	利润总额	(1123)	(827)	118	336	578
其他流动负债	7601	7989	935	1210	1531	所得税费用	4	4	12	34	58
流动负债合计	8844	9404	1669	2081	2485	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(1127)	(832)	106	303	520
其他长期负债	47	49	65	72	102						
长期负债合计	47	49	65	72	102	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	8890	9453	1734	2153	2586	净利润	(1127)	(832)	106	303	520
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	(5443)	(6249)	858	1160	1681	折旧摊销	88	62	32	34	36
负债和股东权益总计	3447	3204	2592	3313	4267	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(13)	(14)	15	14	15
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	528	637	(6270)	91	116
每股收益	(0.85)	(0.63)	0.08	0.23	0.39	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(511)	(132)	(6131)	427	672
每股净资产	(4.12)	(4.73)	0.65	0.88	1.27	资本开支	0	(167)	(450)	(493)	(539)
ROIC	11%	2%	-4%	33%	38%	其它投资现金流	7	143	0	(20)	(24)
ROE	21%	13%	12%	26%	31%	投资活动现金流	(7)	(21)	(450)	(562)	(613)
毛利率	31%	35%	37%	38%	39%	权益性融资	0	0	7000	0	0
EBIT Margin	-23%	-5%	3%	7%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-19%	-2%	4%	8%	10%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	48%	12%	35%	35%	30%	其它融资现金流	158	29	(65)	46	(9)
净利润增长率	—	—	-113%	184%	72%	融资活动现金流	158	29	6935	46	(9)
资产负债率	258%	295%	67%	65%	61%	现金净变动	(361)	(124)	354	(89)	50
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1121	760	636	989	900
P/E	(21.0)	(28.5)	222.9	78.4	45.5	货币资金的期末余额	760	636	989	900	951
P/B	(4.4)	(3.8)	27.6	20.4	14.1	企业自由现金流	0	418	(6597)	(83)	114
EV/EBITDA	(80)	(659)	191	74	44	权益自由现金流	0	462	(6675)	(50)	92

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032