


公司评级 **增持（首次）**
报告日期 2025 年 8 月 31 日

基础数据

8 月 29 日收盘价(港元)	21.86
总市值(亿港元)	292.33
总股本(亿股)	13.37

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：余小丽

S0190518020003

AXK331

yuxiaoli@xyzq.com.cn

分析师：张忠业

S0190522070004

请注意：张忠业并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人，不可在香港从
事受监管的活动。

zhangzhongye@xyzq.com.cn

极智嘉-W(02590.HK)

算法构筑壁垒，AMR 龙头腾飞在望

投资要点：

- **我们的观点：**极智嘉是全球仓储履约 AMR 龙头，核心算法构筑壁垒，三大方案满足客户核心诉求，布局具身智能拓展长期空间；公司业务触达全球，出海表现卓越，客户复购率高；规模效应渐显，潜在业绩弹性大。预计公司 2025-2027 年营收分别为 31.73、42.16、55.19 亿元(人民币，下同)，分别同比+31.7%、+32.9%、+30.9%；净利润(Non-IFRS)分别为 1.73、4.26、7.17 亿元，利润率分别为 5.5%、10.1%、13.0%。截至 2025 年 8 月 29 日收盘，公司股价对应 2025-2027 年的 PS 分别为 8.4x、6.3x、4.8x，对应 PE (Non-IFRS) 分别为 153.9x、62.5x、37.2x。若后续公司纳入港股通，或进一步增强估值弹性。综合考虑，首次覆盖我们给予公司“增持”评级，建议投资者关注。
- **仓储 AMR 赛道景气，极智嘉市占率第一：**仓储自动化大势所趋，AMR 方案提效降本，2020-2024 年市场规模 CAGR 达 32.4%，预计 2029 年超千亿元，较 2024 年年复合增长超 30%。2024 年极智嘉 AMR 方案收入 24 亿元；其中仓储履约 AMR 收入 22 亿元，全球份额 9.0%，位列第一，连续六年保持领先。截至 2025H1 末，公司累计交付超 6.6 万台机器人，服务全球电商零售、时尚快销、第三方物流等行业超 850 家终端客户，其中包括超 65 家福布斯世界 500 强企业。
- **极智嘉 AMR 方案商业模式完善，算法优势构筑壁垒，持续引领仓储物流智能化变革：**
 - **三大解决方案触达客户核心诉求：**极智嘉持续完善机器人硬件+软件+核心算法平台，提供包括机器人+仓库设施+专有软件在内的 AMR 方案，以货架到人 PopPick、货箱到人 RoboShuttle、托盘到人 SkyCube 三大标准化方案为核心；显著降低客户人工及运营管理成本，1-3 个月完成完整系统部署，客户投资回收期 12-36 个月，吸引力强。
 - **软硬件表现优秀：**极智嘉 Robot Matrix 机器人硬件平台基于定位、运动控制、视觉感知三大核心功能，结构部件、马达、驱动轮、控制器等核心零部件自研，机器人性能占优；同时构筑包括 RMS 机器人管理系统、WES 仓储履约系统、IOP 智能运营平台在内的软件系统平台，高度模块化，易于客户使用和集成。
 - **核心算法构筑壁垒：**极智嘉 Hyper+算法以流量管理及任务分配算法+仓库管理算法+供应链算法为核心；支持多类型机器人复杂混合调度，最多同时调度超 5,000 台机器人、拣选准确率达 99.99%，行业领先；其货架到人、货箱到人方案的拣选效率分别达每工位每小时 400 件和 300 件。基于算法优势，极智嘉 AMR 方案满足全球核心客户的大型仓储需求，大项目经验积累亦促进算法优化，持续构筑竞争壁垒。
 - **具身智能夯实 AMR 优势：**极智嘉 2025 年 7 月成立具身智能子公司，8 月正式发布通用机械臂操作技术方案及全球首个专为仓储场景打造的具身智能基座模型 Geek+Brain，破解仓储超大规模商品拣选难题，继续引领 AMR 行业技术变革。
- **出海表现卓越，核心客户持续复购，规模效应渐显，看好业绩弹性：**
 - **锚定出海战略，尽享海外溢价：**极智嘉 2015 年成立，2017 年实现 AMR 业务出海，公司以直销+集成商渠道并重，截至 2025H1 末触达 40 多个国家及地区，2025H1 海外收入占比 79.5%(美国、德国、日本等)；2024 年公司海外业务毛利率比国内高 35.5pcts，分享海外溢价。
 - **客户粘性强，复购率高，订单饱满：**仓储履约 AMR 客户信任门槛高、进入壁垒高、粘性强，2025H1 公司客户复购率超 80%。2025H1 公司新增订单 17.60 亿元，同比+30.1%；新增超 60 家终端客户，最大单笔订单额超亿元。
 - **规模效应渐显：**公司收入持续增长、毛利率提升、费用率下降。2025H1 收入 10.25 亿元，同比+31.0%；经调整净亏损 1,189 万元，同比收窄 94.0%；2025 全年有望扭亏。
- **风险提示：**技术风险、需求不及预期、市场竞争加剧、海外政治及政策波动风险、存货及资产减值、港股解禁风险、公司经营风险等。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(千元)	2,409,011	3,173,057	4,215,970	5,519,111
同比增长	12.4%	31.7%	32.9%	30.9%
经调整净利润(Non-IFRS)(千元)	-92,237	173,109	426,278	717,051
毛利率	34.8%	36.8%	37.9%	38.8%
经调整净利润率(Non-IFRS)	-3.8%	5.5%	10.1%	13.0%
ROE(Non-IFRS)	/	/	9.6%	14.3%
EPS-摊薄 (Non-IFRS) (元)	-0.32	0.14	0.32	0.54
市销率	11.1	8.4	6.3	4.8
市盈率 (Non-IFRS)	/	153.9	62.5	37.2

数据来源：公司招股书及财报、wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

*注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，市销率及市盈率按照 2025/8/29 港股收盘价计算。公司港股上市前“赎回负债”导致账面净资产为负，ROE 无法计算；上市后该因素消除

资产负债表					单位：千元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
非流动资产	275,795	289,824	370,581	571,962					
物业、厂房及设备	197,347	218,705	300,175	499,016					
使用权资产	27,696	20,909	18,647	17,893					
无形资产	12,536	11,993	13,543	16,838					
于联营公司的权益	32,344	32,344	32,344	32,344					
其他非流动资产	5,872	5,872	5,872	5,872					
流动资产	2,928,635	7,058,753	8,078,664	9,753,727					
存货	1,029,457	1,497,399	1,731,997	2,263,820					
贸易应收款项及应收票据	713,556	920,786	1,158,323	1,563,431					
合同资产	41,564	54,747	72,740	95,224					
预付款项及其他应收款项	277,098	364,983	484,945	634,839					
受限制现金	130,983	137,532	144,409	151,629					
定期存款	100,000	100,000	100,000	100,000					
现金及现金等价物	635,977	3,983,307	4,386,250	4,944,784					
总资产	3,204,430	7,348,577	8,449,245	10,325,689					
流动负债	9,404,464	3,070,635	3,754,973	4,924,282					
贸易应付款项	999,760	1,307,369	1,563,205	2,136,626					
其他应付款项及应付费用	280,062	379,118	453,349	619,602					
合同负债	610,674	856,725	1,138,312	1,490,160					
银行贷款	413,900	473,900	533,900	593,900					
租赁负债	15,096	6,210	3,925	3,006					
赎回负债	7,048,626	0	0	0					
拨备	34,579	45,546	60,516	79,221					
即期税项	1,767	1,767	1,767	1,767					
非流动负债	48,765	38,938	35,511	34,131					
租赁负债	19,142	9,315	5,888	4,508					
递延收入	14,803	14,803	14,803	14,803					
其他非流动负债	14,820	14,820	14,820	14,820					
总负债	9,453,229	3,109,573	3,790,484	4,958,414					
归母净资产	-6,248,799	4,239,003	4,658,761	5,367,276					
少数股东净资产	0	0	0	0					
所有者权益	-6,248,799	4,239,003	4,658,761	5,367,276					
负债及权益合计	3,204,430	7,348,577	8,449,245	10,325,689					

现金流量表					单位：千元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动净现金	-108,101	49,084	443,798	726,456					
投资活动净现金	48,044	-23,901	-73,390	-203,406					
融资活动净现金	-56,148	3,322,147	32,535	35,483					
现金净变动	-116,205	3,347,330	402,943	558,533					
期初现金及现金等价物	760,397	635,977	3,983,307	4,386,250					
期末现金及现金等价物	635,977	3,983,307	4,386,250	4,944,784					

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

*注：表中估值倍数按 2025 年 8 月 29 日收盘价计算

利润表					单位：千元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
收入	2,409,011	3,173,057	4,215,970	5,519,111					
销售成本	-1,571,844	-2,005,005	-2,619,399	-3,376,095					
毛利	837,167	1,168,052	1,596,571	2,143,016					
销售及营销开支	-445,637	-481,696	-543,702	-621,696					
行政开支	-220,289	-259,002	-254,121	-293,172					
研发开支	-282,048	-352,297	-439,951	-533,548					
其他收入及亏损净额	-1,595	54,520	85,453	98,664					
贸易应收款项确认的减值亏损	-15,173	-7,262	-10,396	-13,609					
经营损益	-127,575	122,315	433,855	779,655					
财务成本	-13,923	-9,056	-10,076	-10,541					
赎回负债账面值变动	-685,807	21,163	0	0					
除税前利润	-827,281	134,422	423,779	769,114					
所得税	-4,220	-1,344	-21,189	-76,911					
期内亏损	-831,501	133,077	402,590	692,203					
期内其他全面收益（税后）	-3,726	-4,908	-6,521	-8,536					
净利润	-835,227	128,170	396,069	683,666					
经调整净利润（Non-IFRS）	-92,237	173,109	426,278	717,051					

主要财务比率					单位：千元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
成长性									
营收增长率	12.4%	31.7%	32.9%	30.9%					
毛利增长率	27.0%	39.5%	36.7%	34.2%					
净利润增长率	/	/	209.0%	72.6%					
经调整净利润（Non-IFRS）增长率	/	/	146.2%	68.2%					
盈利能力									
毛利率	34.8%	36.8%	37.9%	38.8%					
净利率	-34.7%	4.0%	9.4%	12.4%					
经调整净利率(Non-IFRS)	-3.8%	5.5%	10.1%	13.0%					
ROA（Non-IFRS）	/	/	5.4%	7.6%					
ROE（Non-IFRS）	/	/	9.6%	14.3%					
偿债能力									
资产负债率	295.0%	42.3%	44.9%	48.0%					
流动比率	0.3	2.3	2.2	2.0					
速动比率	0.2	1.8	1.7	1.5					
运营能力（次）									
资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6					
存货周转率	1.4	1.6	1.6	1.7					
每股资料（元）									
EPS-摊薄（Non-IFRS）	-0.32	0.14	0.32	0.54					
每股净资产	-5.39	3.21	3.53	4.06					
每股经营性现金流	-0.09	0.04	0.34	0.55					
估值比率(倍)									
PS	11.1	8.4	6.3	4.8					
PB	/	6.2	5.6	4.9					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州中建建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENG DING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSHAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI' AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

市本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk