

机械设备

2025 年 09 月 01 日

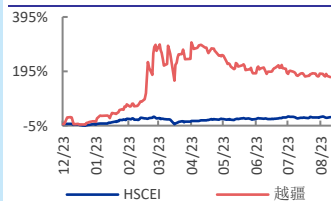
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 09 月 01 日

收盘价 (港币)	51.75
恒生中国企业指数	9121.87
52 周最高/最低 (港币)	83.80/18.42
H 股市值 (亿港元)	219.06
流通 H 股 (百万股)	377.14
汇率 (人民币/港币)	1.0968

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

胡书捷 A0230524070007
husj@swsresearch.com
王珂 A0230521120002
wangke@swsresearch.com
李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com
刘建伟 A0230521100003
liujw@swsresearch.com

联系人

胡书捷
(8621)23297818x
husj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

越疆**(02432)**

——收入增长亏损收窄，具身智能从技术到商业落地

事件：越疆发布 2025 年中报，业绩符合预期：2025 年上半年营业收入为 1.53 亿元，同比增长 27.1%；归母净利润-0.41 亿元，同比减少 31.8%；经调整净利润-0.23 亿元，同比减少 34.4%。

点评：

- **25 年上半年收入增长，主要由六轴机器人及工业场景增长拉动。**收入端：1) 分产品来看，六轴、四轴、复合机器人及其他收入分别为 0.94、0.40、0.17、0.03 亿元，分别同比变动 +46.7%、+7.7%、+13.1%、-37.6%，重负载六轴协作机器人的推出以及汽车、消费电子等工业场景的持续拓展推动了六轴产品收入的持续增长。2) 分应用场景来看，工业、教育、商业场景收入分别为 0.81、0.58、0.14 亿元，分别同比变动+22.4%、+18.3%、+165.5%，公司持续发力工业场景、医疗理疗和商业零售等场景，目标市场客户需求逐渐释放。3) 分地区来看，境内、境外收入分别为 0.73、0.80 亿元，同比变动+56.7%、+8.4%。
- **亏损幅度收窄，毛利和费用端表现良好。**2025 年上半年毛利率 47.0%，同比增加 3.1pct。费用端：销售及经销开支、行政开支、研发开支占比分别为 53.7%、17.73%、26.71%，同比变动+1.80、-13.06、+0.63pct，销售费用率增长是因为公司加强全球销售渠道扩张及技术支持人员增加等，研发费用率增加主要由于加大智能机器人的研发投入。
- **具身智能机器人从技术突破走向商业落地。**2025 年 3 月，公司正式发布具身智能人形机器人 DOBOT Atom。DOBOT Atom 搭载自研神经驱动灵巧操作系统和仿人直膝行走系统，具备工业级±0.05mm 重复定位精度，可完成电子元件焊接、精密仪器校准乃至拿取樱桃等任务；6 月开启量产交付并完成首批交付；7 月发布六足仿生机器人，完善机器人硬件生态。生态合作方面，公司与腾讯云签署战略合作协议，在云端大模型、边缘设施、人形机器人终端方面展开合作。
- **维持盈利预测与买入评级。**预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 5.06、6.74、8.69 亿元，归母净利润分别为-0.71、-0.18、0.63 亿元，当前市值对应 2025-2026 年 PS 分别为 40X、30X。公司同时布局协作机器人与人形机器人行业，在商业化落地速度更快，有望率先受益于行业浪潮，同时公司多产品持续推进，贡献现金流和收入；随着人形机器人行业走向成熟，公司的收入和利润有望进入高速增长阶段。维持买入评级。
- **风险提示：**中长期盈利性风险；无法使用 PE 估值倍数估计价值，容易带来股价波动风险；下游需求不及预期风险；竞争加剧风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	287	374	506	674	869
同比增长率 (%)	19.0	30.3	35.5	33.1	29.0
归母净利润 (百万元)	-103	-95	-71	-18	63
每股收益 (元/股)	-0.29	-0.26	-0.20	-0.05	0.17
毛利率 (%)	43.5	46.6	45.0	45.0	45.0
ROE (%)	-27.7	-9.9	-7.9	-2.1	6.7
PS	71	54	40	30	23

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	287	374	506	674	869
主营收入	287	374	506	674	869
营业成本	-162	-200	-279	-371	-478
销售及管理费用	-180	-227	-243	-270	-278
研发费用	-71	-72	-101	-115	-130
其他经营损益	44	41	51	67	87
财务费用	-2	-2	-3	-3	-3
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值损失	-8	-3	0	0	0
其他非经常性损益	2	-6	-2	-2	-3
除税前利润	-90	-94	-71	-18	63
所得税	-13	-1	0	0	0
净利润	-103	-95	-71	-18	63
少数股东损益及其他	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-103	-95	-71	-18	63

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。