越疆（02432.HK）

2025 年中报点评：营收稳健增长，加快人形机器人落地进程

2025 年 09 月 04 日

增持（维持）

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）	(0.24)	(0.23)	(0.10)	0.00	0.08
P/E（现价&最新摊薄）	(196.64)	(212.96)	(467.01)	17,601.53	587.94

投资要点

■ **营收增长提速，亏损大幅收窄**

2025H1 公司实现收入人民币 1.53 亿元，同比增长 27.1%；实现净亏损人民币 0.41 亿元（去年同期为 0.60 亿元）；经调整后净亏损为人民币 0.23 亿元（去年同期为 0.349 亿元）。公司收入增长显著提速（2024 年同期增速为 9.6%），主要系六轴协作机器人产品收入大幅增长所驱动；亏损减少主要得益于收入增长带来的规模效应及运营效益优化。

25H1 分产品看：六轴协作机器人实现收入 0.94 亿元，同比+46.7%，收入占比升至 61.2%，成为核心增长引擎。四轴协作机器人实现收入 0.40 亿元，同比+7.7%。复合机器人实现收入 0.17 亿元，同比+13.1%。

25H1 分应用场景看：工业场景收入 0.81 亿元，同比+22.4%。商业场景表现亮眼，实现收入 0.14 亿元，同比大幅增长 165.5%，主要得益于医疗理疗和商业零售等场景的持续深耕。公司在具身智能领域取得关键进展，人形机器人 DOBOT Atom 于 2025 年 6 月开启全球量产交付。

■ **毛利率稳中有升，研发投入持续加码**

2025H1 公司毛利率为 47.0%，同比提升 3.1pct。若剔除存货减值影响，毛利率为 49.4%，与去年同期的 49.3%基本持平，保持稳定。

2025H1 公司净亏损率为 26.7%（去年同期为 49.7%）。

2025H1 公司期间费用率合计为 99.4%，较去年同期的 109.3%有所下降。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 53.7%/17.7%/26.7%/1.32%。管理费用率大幅下降主要系去年同期包含上市开支。研发开支绝对额同比增长 30.3%至 0.41 亿元，公司持续加大对关键技术和以人形机器人为代表的具身智能领域的研发投入。销售费用同比增长 31.5%，主要用于加强全球销售渠道扩张。

■ **与药师帮签署战略合作协议，加速落地部署医药零售行业**

2025 年 6 月 3 日，越疆与药师帮签署战略合作协议，双发将以医药具身智能机器人、AI 大模型及药品物联网技术等，共同探索智慧解决方案在医药研发、仓储、配送、零售、用药服务等全链场景的应用，推动医药产业与机器人技术的深度融合。

25 年 3 月，越疆发布其机器人制作早餐的视频。在视频中，机器人无需针对每个物品进行专门编程，就能识别并抓取各种形状、材质和重量的食材和餐具，如鸡蛋、吐司、牛奶盒、锅铲等，完成从取料、烹饪到摆盘的全过程，展现出其强大的泛化抓取能力。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2025-2027 年收入预测分别为 5.0/6.7/9.0 亿元，当前市值对应 PS 为 40/30/23 倍，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济风险，人形机器人落地不及预期风险，模型发展不及预期风险。

证券分析师 周尔双
执业证书：S0600515110002
021-60199784
zhouersh@dwzq.com.cn
证券分析师 钱尧天
执业证书：S0600524120015
qianyt@dwzq.com.cn
研究助理 陶泽
执业证书：S0600125080004
taoz@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	52.15
一年最低/最高价	18.42/83.80
市净率(倍)	18.98
港股流通市值(百万港元)	17,921.28

基础数据

每股净资产(元)	2.50
资产负债率(%)	26.51
总股本(百万股)	423.30
流通股本(百万股)	377.14

相关研究

《越疆(02432.HK)：与药师帮签署战略合作协议，越疆机器人率先落地医药应用场景》

2025-06-06

《越疆(02432.HK)：协作机器人龙头企业，切入具身智能赛道焕新机》

2025-04-02

请务必阅读正文之后的免责声明部分

越疆三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**1,252.04**	**1,474.09**	**1,625.32**	**1,883.70**
现金及现金等价物	883.76	1,042.61	1,085.81	1,202.66
应收账款及票据	79.49	72.78	97.37	129.93
存货	137.52	218.27	287.56	376.08
其他流动资产	151.27	140.43	154.57	175.03
非流动资产	**243.17**	**216.17**	**189.17**	**162.17**
固定资产	177.20	152.20	127.20	102.20
商誉及无形资产	12.07	10.07	8.07	6.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	53.90	53.90	53.90	53.90
资产总计	**1,495.21**	**1,690.26**	**1,814.49**	**2,045.87**
流动负债	**332.52**	**570.94**	**693.90**	**890.62**
短期借款	201.66	229.96	258.58	286.53
应付账款及票据	40.69	49.54	65.16	85.48
其他	90.18	291.44	370.17	518.61
非流动负债	**195.40**	**195.40**	**195.40**	**195.40**
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
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	967.29	923.92	925.19	959.85
负债和股东权益	**1,495.21**	**1,690.26**	**1,814.49**	**2,045.87**

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(91.68)	24.94	(120.72)	(85.92)
投资活动现金流	59.12	105.49	135.19	174.70
筹资活动现金流	805.24	28.31	28.61	27.96
现金净增加额	772.80	158.86	43.20	116.85
折旧和摊销	33.47	20.00	20.00	20.00
资本开支	(14.64)	7.00	7.00	7.00
营运资本变动	(53.56)	132.82	(20.10)	20.98

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**373.68**	**496.41**	**672.80**	**896.94**
营业成本	199.70	246.31	325.76	425.57
销售费用	138.03	183.67	228.75	287.02
管理费用	88.82	79.43	94.19	116.60
研发费用	71.79	104.25	141.29	188.36
其他费用	6.15	4.96	3.36	4.48
经营利润	**(130.82)**	**(122.20)**	**(120.56)**	**(125.09)**
利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
利息支出	1.82	0.00	0.00	0.00
其他收益	38.62	84.39	121.78	161.45
利润总额	**(94.02)**	**(37.81)**	**1.21**	**36.36**
所得税	1.34	5.67	0.06	1.82
净利润	**(95.36)**	**(43.49)**	**1.15**	**34.54**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	**(95.36)**	**(43.49)**	**1.15**	**34.54**
EBIT	(92.20)	(37.81)	1.21	36.36
EBITDA	(58.73)	(17.81)	21.21	56.36

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益(元)	(0.23)	(0.10)	0.00	0.08
每股净资产(元)	2.42	2.18	2.19	2.27
发行在外股份(百万股)	423.30	423.30	423.30	423.30
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	49.01	53.08
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	(212.96)	(467.01)	17,601.53	587.94
P/B	19.84	21.98	21.95	21.16
EV/EBITDA	(137.16)	(1,095.30)	919.08	344.37

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，人民币兑港元汇率为 2025 年 9 月 1 日的 0.92：1***，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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