

越疆载质，信通四方

——越疆（02432）点评



买入(首次)

行业： 通信
日期： 2025年09月19日

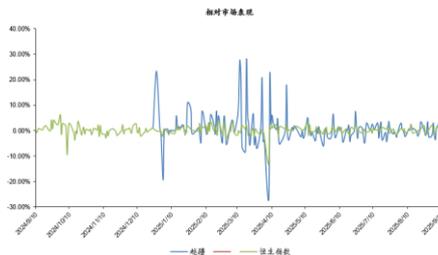
分析师： 应豪
E-mail: yinghao@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524050002

分析师： 刘荆
E-mail: liujing@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524020002

基本数据

收盘价(港币)	57.9
总股本(百万股)	423
无限售股/总股本	0.89
流通市值(亿港元)	218

最近一年股票与恒生指数比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

■ 核心观点

全球领先的协作机器人开发商，持续快速发展：越疆科技是全球领先的专业从事协作式机器人开发、制造及商业化的企业之一。根据灼识咨询，以 2023 年的出货量计，越疆在全球协作机器人行业中排名第二，全球份额为 13%；并在中国协作机器人行业排名第一。凭借公司自有全栈机器人开发技术以及关键部件的自研设计及开发，其在负载能力、转轴及使用场景方面提供协作机器人产品组合，可满足客户在各种场景的不同需求。由于其有助于提升生产力、灵活度及质量，协作机器人产业快速增长。全球协作机器人市场规模预计将从 2023 年的 1039.5 百万美元增长至 2028 年的 4950.0 百万美元，复合增长率 36.6%。公司持续通过技术研发、产品和应用创新、全球化布局、资本运作等维度实现发展。

创始人股权相对集中，管理层行业相关经验丰富：根据公司公告，截至 2024 年 12 月 31 日，刘培超通过个人及受控法团权益公司合计持有公司 27.97% 总股本，郎需林通过个人及受控法团权益公司合计持有公司 1.99% 总股本。刘培超为公司创始人、董事长、执行董事兼总经理，于机器人行业拥有 10 年经验，获得山东大学机械工程硕士学位。公司管理层均有丰富的行业相关经验。

高研发投入推动产品在多行业的广泛落地：公司凭借研发能力保持其在全球协作机器人的领先地位。公司是全球行业中少数拥有全栈技术的参与者之一，覆盖协作机器人开发整个环节，包括协作机器人设计与制造、关键部件开发、控制系统开发、关键算法制定与迭代、针对不同任务的多功能协作机器人部署以及 AI 功能开发。其拥有的自有柔性电子皮肤技术以及 AI 赋能平台 X-Trainer 进一步增强了其产品的核心竞争力。截至 2024 年 12 月，公司已组建一支由 140 名机器人行业的行业专家及高级工程师组成的研发团队，占员工总数的 25% 以上。截至 2024 年底，公司已推出 4 个系列共 27 款机器人，相关产品在全球范围内广泛应用于汽车、3C 电子、新能源、金属加工、食品饮料、医疗健康、科研教育、新零售、农业等领域。按类型来看，公司产品分为六轴协作机器人、四轴协作机器人、复合机器人及具身智能协作机器人；其中六轴协作机器人除应用于成熟广泛的工业场景外，还实现了手术机器人、艾灸按摩等新场景落地。

持续升级人形机器人产品的多场景应用：据证券时报，越疆在 2025 年 8 月的世界机器人大会上发布全新一代具身智能人形机器人产品 DOBOT Atom II，其具备先进的上下肢协同控制能力与瞬间反应速度，以及操作能力全面升级，推进行业领先的具身智能技术多场景应用落地。同时，越疆推出“机械臂+人形+多足”具身智能平台多形态机器人产品，覆盖工业、商用、科研教育、家庭陪伴等多场景应用。目前，越疆的具身智能机器人应用已获得全球头部客户的多场景应用验证，覆盖产学研全链路和工业、商业、家庭服务全场景，包括与腾讯 RoboticsX 实验室、上海人工智能实验室、达摩院等权威学术与研发机构达成深度合作；得到了马扎克、ASKA、Aurotek、AI Korea 等国际工业与商业巨头的选择；更与韩国 ALTA、西班牙 CampuStore、合椿机电等全球客户伙伴网络构建商业化应用落地。越疆依托十年协作机器人全球部署 9 万台的实践经验，构建了覆盖全球 100+ 国家和地区的销售网络，将有效加速具身智能机器人的全球化场景应用落地。

业绩持续改善，基本面稳步向好：公司于8月28日披露2025年中期业绩。受益于公司六轴协作机器人产品收入大幅增长，2025年上半年营业总收入同比增长27.08%至1.53亿元，经调整净亏损同比收窄至0.23亿元，毛利率同比提升3.11pct至46.98%（剔除存货减值影响毛利率稳定维持在49.4%）。2025年上半年，尽管面临复杂的宏观经济环境及关税与贸易政策方面的不确定性，公司以“协作机器人智能化升级+具身智能机器人创新”双轮战略为引擎，在产品与技术创新方面实现突破，并保持了业绩的持续增长。

■ 投资建议

首次覆盖，给予公司“买入”评级。我们看好协作机器人行业的发展前景以及越疆作为行业龙头的持续发展趋势；我们看好公司管理层经验丰富，以高研发投入推动多行业应用落地；我们也看好公司在具身智能领域的布局和推进。我们预测公司2025-2027年营业收入分别为5.16/7.03/9.49亿元，经调整溢利净额分别为-0.38/0.03/0.63亿元。对应9月17日收盘价57.9港币/股，2026年PS为31.8倍。

■ 风险提示

行业竞争加剧风险；客户订单波动风险；具身智能产业应用落地进展缓慢风险。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	374	516	703	949
年增长率(%)	30%	38%	36%	35%
归属于母公司的净利润	-95	-73	-44	1
年增长率(%)	-	-	-	-
经调整溢利净额	-36	-38	3	63
年增长率(%)	-	-	-	1912%
每股收益(元)	-0.26	-0.17	-0.10	0.00
经调整市盈率(X)	-	-	-	38,553.66
净资产收益率(%)	-9.86%	-8.15%	-5.17%	0.07%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025年09月17日收盘价）

表1:越疆历史沿革

时间	事件
2015	越疆科技在深圳注册成立; 第一代桌面级协作机器人在知名众筹网站成功筹款
2016	发布全球首款桌面型高精度多功能智能协作机器人; 发布轻量型四轴协作机器人
2017	越疆作为唯一中国企业亮相谷歌开发者大会; 获得国家高新技术企业证书
2018	核心产品 Magician 参加广东改革开放 40 周年展览
2019	越疆推出无编程、自学习的全感知协作六轴机械臂; 越疆发布教育级桌面机械臂,完成 AI 全龄段教育布局; CR5 和 DOBOT Magician 分别获得中国设计红星奖和中国设计红星奖银奖
2020	入选广东省机器人智能交互与控制工程技术研究中心; 推出工业级桌面协作机器人
2021	量产高性能六轴协作机器人 CR 系列; 入选国家级专精特新“小巨人”企业
2022	发布针对商业场景的 Nova 系列; 入选国家知识产权优势企业
2023	发布专为教研设计的工业级桌面六轴协作机器人; 发布新一代 CRA 系列协作机器人
2024	港交所主板挂牌上市; 入选国家重点研发计划; 推出具身智能机器人 X-Trainer
2025	发布具身智能人形机器人 Atom; 发布新一代具身智能机器人 RoboPilot; 加入英伟达物理 AI 全球生态伙伴

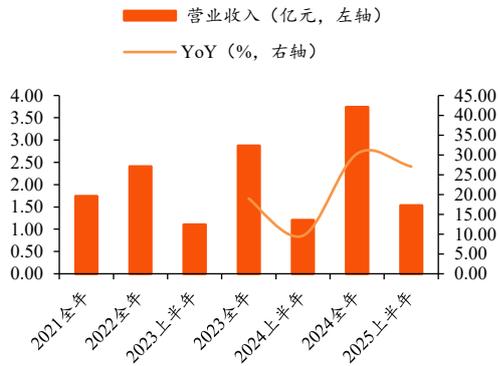
资料来源:公司官网,甬兴证券研究所

表2:越疆主要管理层

姓名	职务	年龄	履历
刘培超	董事长&总经理	38	刘总于机器人行业拥有 10 年经验;于 2014 年 6 月获得山东大学机械工程硕士学位。
郎需林	执行董事&首席科学家	36	郎总于 2015 年 7 月加入本公司;其主要负责集团整体战略规划、业务方针、研发及管理;其于机器人行业拥有逾 10 年经验;其曾担任汇川技术工程师;其于 2014 年 6 月获得山东大学机械设计 & 理论硕士学位。
王勇	执行董事&首席财务官	45	王总于 2022 年 8 月加入本公司;其主要负责本集团整体战略规划、董事会及资本市场、财务及会计事务;其于企业管治及财务方面拥有逾 23 年经验;其先后担任道通科技副总经理、董事会秘书及首席财务官;其于 2001 年 7 月获得西南财经大学投资经济学学士学位。
姜宇	副总经理	40	姜总于 2017 年 8 月加入本公司,先后担任研发副总监、供应链总监及研发总监;其先后担任新时达硬件工程师、项目经理、产品经理及高级硬件工程师;其于 2012 年 6 月获得山东大学机械工程硕士学位。
刘主福	副总经理	36	刘总于 2015 年 12 月加入本公司,先后担任研发总监、行业发展总监及工业事业部总经理;其负责管理国内工业事业部;其先后就职于广州七喜医疗及广州致远电子;其于 2011 年 6 月获得山东大学自动化学士学位。
李刘伟	部门总监&营运总监	42	李总于 2017 年 7 月加入本公司;其先后担任共进电子商务经理、西门子磁共振有限公司质量控制主管及爱普生技术质量主管;其于 2004 年 6 月获得湖北工业大学电子信息工程学士学位。

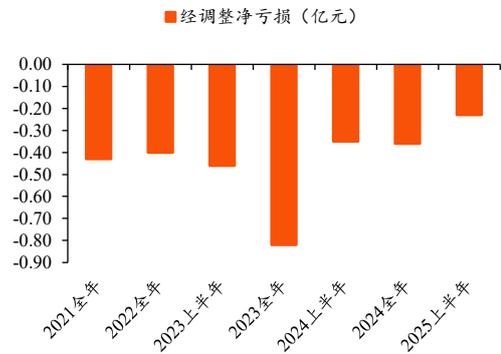
资料来源:Wind,甬兴证券研究所

图1:越疆营业收入与同比增长



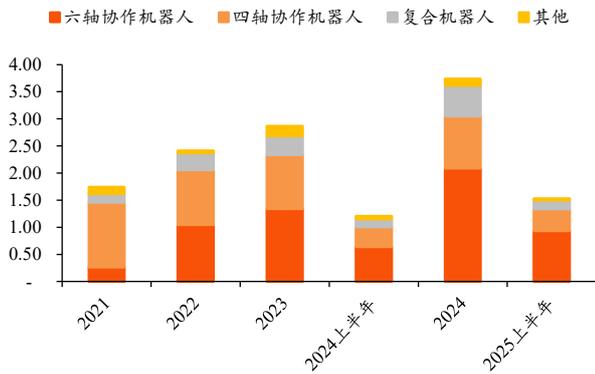
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:越疆经调整净亏损



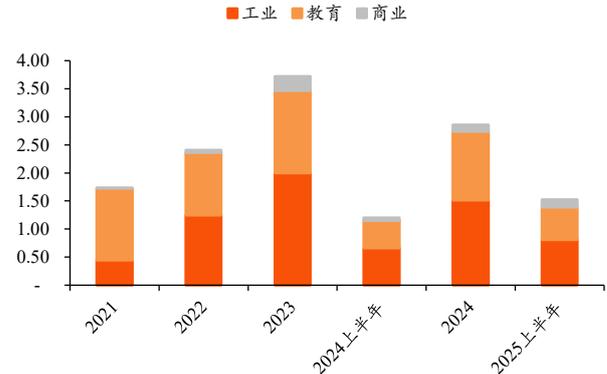
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:越疆收入划分 (按产品类型, 亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:越疆收入划分 (按应用场景, 亿元)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	502	1,252	1,284	1,379	1,556	
现金	111	884	819	779	761	
应收账款及票据	42	79	121	173	245	
存货	142	138	169	216	284	
其他	208	151	174	211	266	
非流动资产	233	243	222	198	177	
固定资产	190	177	150	125	103	
无形资产	11	12	11	12	13	
其他	32	54	60	60	60	
资产总计	735	1,495	1,506	1,577	1,733	
流动负债	161	333	417	528	678	
短期借款	58	202	222	252	292	
应付账款及票据	31	41	61	86	120	
其他	72	90	134	189	266	
非流动负债	201	195	194	199	204	
长期债务	0	16	21	26	31	
其他	201	179	173	173	173	
负债合计	362	528	611	727	882	
普通股股本	360.00	400.00	400.00	400.00	400.00	
储备	13	567	494	450	451	
归属母公司股东权益	373	967	894	850	851	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
股东权益合计	373	967	894	850	851	
负债和股东权益	735	1,495	1,506	1,577	1,733	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	287	374	516	703	949	
其他收入	0	0	0	0	0	
营业成本	162	200	273	368	487	
销售费用	127	138	172	199	228	
管理费用	53	89	110	128	147	
研发费用	71	72	79	105	140	
财务费用	2	2	-6	-4	5	
除税前溢利	-90	-94	-72	-44	1	
所得税	13	1	1	0	0	
净利润	-103	-95	-73	-44	1	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	-103	-95	-73	-44	1	
经调整溢利净额	-82	-36	-38	3	63	
EBIT	-88	-92	-78	-47	5	
EBITDA	-55	-59	-60	-33	17	
EPS (元)	-0.29	-0.26	-0.17	-0.10	0.00	

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	-158	-92	-127	-135	-127	
净利润	-103	-95	-73	-44	1	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
折旧摊销	33	33	19	14	12	
营运资金变动及其他	-88	-30	-73	-106	-140	
投资活动现金流	-58	59	49	72	85	
资本支出	-11	12	9	9	9	
其他投资	-47	48	40	63	76	
筹资活动现金流	28	805	14	22	25	
借款增加	30	154	25	35	45	
普通股增加	0	653	0	0	0	
已付股利	0	0	0	0	0	
其他	-1	-1	-11	-13	-20	
现金净增加额	-187	773	-64	-41	-18	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	18.98%	30.32%	38.09%	36.33%	34.92%
归属母公司净利润	-	-	-	-	-
获利能力					
毛利率	43.54%	46.56%	47.06%	47.76%	48.66%
ROIC	-23.44%	-7.89%	-6.97%	-4.22%	0.42%
ROE	-27.67%	-9.86%	-8.15%	-5.17%	0.07%
偿债能力					
资产负债率	49.20%	35.31%	40.59%	46.07%	50.90%
净负债比率	-14.24%	-68.85%	-64.47%	-58.92%	-51.52%
流动比率	3.12	3.77	3.08	2.61	2.29
速动比率	2.23	3.34	2.66	2.20	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.34	0.34	0.46	0.57
应收账款周转率	7.06	6.17	5.15	4.79	4.54
应付账款周转率	5.24	5.58	5.36	4.98	4.71
每股指标 (元)					
每股收益	-0.29	-0.26	-0.17	-0.10	0.00
每股经营现金流	-0.37	-0.23	-0.30	-0.32	-0.30
每股净资产	0.88	2.42	2.11	2.01	2.01
估值比率					
P/B	0.00	9.02	25.21	26.51	26.50
P/E	-	-	-	-	-38,553.66

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。