



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 10 月 22 日

基础数据

10 月 21 日收盘价（港元）	28.76
总市值（亿港元）	384.60
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

【兴证海外机器人】极智嘉-W 首次覆盖报告：算法构筑壁垒，AMR 龙头腾飞在望_20250831

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)

三大优势引领仓储自动化行业变革

投资要点：

- **我们的观点：**极智嘉是全球仓储履约 AMR 龙头，技术+出海+客户三大优势引领仓储自动化行业变革。公司以核心算法构筑壁垒，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。我们预计公司 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、4.20、7.11 亿元，利润率分别为 5.5%、10.0%、12.9%。截至 2025 年 10 月 21 日收盘，公司股价对应 2025-2027 年的 PS 分别为 11.1x、8.3x、6.4x。若公司后续被纳入港股通，我们预计估值弹性或进一步增强。我们维持公司“增持”评级，建议投资者关注。
- **仓储 AMR 赛道景气，极智嘉位居龙头。**据公司招股书引用的灼识咨询预测数据，2029 年全球仓储 AMR 销售收入超千亿元，2024-2029 年 CAGR 超 30%。极智嘉提供包括机器人+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，商业模式跑通。2024 年极智嘉仓储履约 AMR 全球收入份额 9.0%、位列第一，且全球份额连续六年保持领先。截至 2025H1 末，公司累计交付超 6.6 万台机器人，服务电商零售、时尚快销、第三方物流等行业超 850 家终端客户。
- **技术优势：1）软硬件表现优秀，核心算法构筑壁垒。**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，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。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；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。2）具身智能加强赋能。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。
- **出海优势：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%（欧美日韩等）；2024 年公司海外毛利率比国内高 35.5pcts，分享海外溢价。
- **客户资源优势：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。
- **风险提示：**技术风险、需求不及预期、降本不及预期、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	419,738	710,768
毛利率	34.8%	36.8%	37.9%	38.8%
经调整净利率(Non-IFRS)	-3.8%	5.5%	10.0%	12.9%
ROE	/	/	10.5%	15.6%
EPS-摊薄（Non-IFRS）(元)	-0.32	0.21	0.31	0.53
市销率	14.6	11.1	8.3	6.4
市盈率（Non-IFRS）	/	202.8	83.7	49.4

数据来源：公司招股书、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

*注：市销率及市盈率按照 2025/10/21 港股收盘价计算，市盈率按照公司市值/经调整净利润(Non-IFRS)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。因上市前具有赎回权的普通股的影响，计算公司 2025 年 EPS 的普通股加权平均数较低，当年 EPS 被动抬升

Company Rating **Outperform (Maintain)**

Report Date October 22, 2025

Basic Data

Closing Price(HKD)	28.76
Total Market Value(HKD Mn)	38,460
Total Shares (Mn)	1,337

Related Report

Analyst: Xiaoli Yu

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

Analyst: Zhongye Zhang

zhangzhongye@xyzq.com.cn

SAC: S0190522070004

Notice: Zhongye Zhang is not a license holder registered at the Securities and Futures Commission (SFC), and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong.

GEEKPLUS-W (02590.HK)

Three Core Advantages Driving Transformation in Warehouse Automation

Investment Highlights:

- **Our View:** Geek+ is the global leader in warehouse fulfillment AMR, with three key advantages--technology, overseas expansion, and customer base--driving transformation in the warehouse automation industry. The company builds barriers through core algorithms, with three solutions addressing core customer needs and embodied intelligence expanding its scope; its operations span globally with strong overseas performance and high customer repurchase rates; scale effects are emerging, offering significant potential earnings elasticity. We forecast 2025-2027 revenue at RMB 3.173, 4.216, and 5.519 billion, up 31.7%, 32.9%, and 30.9% YoY; Non-IFRS net profit at RMB 173, 420, and 711 million, with margins of 5.5%, 10.0%, and 12.9%. As of the close on October 21, 2025, the stock's PS ratios for 2025-2027 are 11.1x, 8.3x, 6.4x. If included in Hong Kong Stock Connect later, valuation elasticity may further increase. We maintain an "Outperform" rating and recommend investor attention.
- **Warehouse AMR Sector Thriving, Geek+ Leads:** According to Frost & Sullivan data cited in the company's prospectus, global warehouse AMR sales revenue will exceed RMB 100 billion by 2029, with a CAGR over 30% from 2024-2029. Geek+ offers AMR solutions including robots, warehouse facilities, and proprietary software, centered on three standardized systems: Shelf-to-Person PopPick, Bin-to-Person RoboShuttle, and Pallet-to-Person SkyCube; these significantly reduce labor and operational costs, with full system deployment in 1-3 months and ROI in 12-36 months, validating the business model. In 2024, Geek+ held a 9.0% global revenue share in warehouse fulfillment AMR, ranking first and leading for six consecutive years. As of H1 2025, it has delivered over 66,000 robots cumulatively, serving over 850 end customers in e-commerce retail, fashion fast-moving consumer goods, third-party logistics, and other sectors.
- **Technology Advantages:** 1) **Superior hardware and software, algorithm-driven barriers.** The Robot Matrix hardware platform integrates positioning, motion control, and vision capabilities, with core components developed in-house, giving Geek+ a performance edge. Its software platforms include RMS (Robot Management System), WES (Warehouse Execution System), and IOP (Intelligent Operations Platform). The Hyper+ algorithm—covering flow management, task allocation, warehouse, and supply chain optimization—supports complex multi-robot scheduling of over 5,000 units with 99.99% picking accuracy, an industry-leading benchmark. Large-scale project experience further enhances algorithm optimization, reinforcing its competitive moat. 2) **Embodied intelligence empowerment.** In July 2025, Geek+ established an embodied intelligence subsidiary, and in August launched both a universal robotic arm solution and Geek+ Brain, the world's first embodied intelligence foundation model for warehouse scenarios. This breakthrough addresses large-scale item picking challenges, sustaining its role as a technology pioneer in AMRs.
- **Global Expansion Advantages:** With an early overseas strategy, Geek+ captures international premium margins. Founded in 2015, it began overseas AMR deployment in 2017, leveraging both direct sales and integrator channels. By 1H25, it had expanded into 40+ countries and regions, with overseas revenue accounting for 79.5% (mainly from the U.S., Europe, and Japan/Korea). In 2024, overseas gross margin was 35.5 percentage points higher than domestic, reflecting premium capture.
- **Customer Advantages:** High stickiness, strong repurchase, and robust order growth. The warehouse AMR business requires high trust and entry barriers, resulting in strong customer loyalty. In 1H25, Geek+ achieved a repurchase rate above 80%. New orders reached RMB 1.76bn (+30.1% YoY), with over 60 new customers added and the largest single order exceeding RMB 100m.
- **Potential Risks:** Technology risks, weaker-than-expected demand, slower-than-expected cost reduction, intensifying competition, overseas political and policy uncertainties, inventory and asset impairment, Hong Kong share unlock risk, and operational risks.

Key Financial Indicators

FY	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue (CNY in thousands)	2,409,011	3,173,057	4,215,970	5,519,111
YoY	12.4%	31.7%	32.9%	30.9%
Net Income (Non-IFRS) (CNY in thousands)	-92,237	173,109	419,738	710,768
Gross Margin	34.8%	36.8%	37.9%	38.8%
Net Income Margin (Non-IFRS)	-3.8%	5.5%	10.0%	12.9%
ROE	/	/	10.5%	15.6%
EPS-Diluted (CNY)	-0.32	0.21	0.31	0.53
PS	14.6	11.1	8.3	6.4
PE (Non-IFRS)	/	202.8	83.7	49.4

Source: Company Prospectus, Wind, Industrial Securities Research Institute

Notes: The P/S ratio and P/E ratio are calculated based on the Hong Kong stock closing price on October 21, 2025. The P/E ratio is derived from the company's market capitalization divided by adjusted net profit (Non-IFRS). Before the company's Hong Kong IPO, redemption liabilities resulted in negative book equity, making ROE impossible to calculate; this factor was eliminated after the listing. Due to the impact of ordinary shares with redemption rights before the listing, the weighted average number of ordinary shares used to calculate the company's 2025 EPS was relatively low, resulting in a passive increase in EPS for that year.

目录

一、公司概况	6
二、仓储履约 AMR 赛道景气，极智嘉已占据龙头	9
三、算法构筑壁垒，产品矩阵完善	13
（一）算法构筑壁垒，具身智能加强赋能	13
（二）三大 AMR 方案触达核心诉求	20
四、出海表现出众，客户复购率高，规模效应渐显	32
（一）出海表现卓越，客户复购率高	32
（二）规模效应渐显，利润指标显著改善	37
五、盈利预测及估值	39
六、风险提示	42

图目录

图 1、极智嘉概况	6
图 2、极智嘉基于三大技术平台提供丰富的仓储履约 AMR 方案	6
图 3、极智嘉发展大事	7
图 4、极智嘉港股 IPO 募资用途	7
图 5、极智嘉主要股东持股占比（截至 2025/8/4）	7
图 6、极智嘉港股 IPO 后 A、B 类股权占比	8
图 7、IPO 后极智嘉禁售期内股权占比高	8
图 8、全球仓储自动化解决方案销售收入	9
图 9、全球仓储自动化解决方案渗透率	9
图 10、全球 AMR 解决方案市场规模	10
图 11、全球 AMR 解决方案渗透率	10
图 12、仓储履约 AMR 解决方案市场规模	11
图 13、极智嘉 AMR 解决方案模块化设计	13
图 14、极智嘉的智能仓储和智能搬运综合解决方案	13
图 15、极智嘉 AMR 技术架构	14
图 16、极智嘉 Robot Matrix 机器人平台	15
图 17、极智嘉机器人矩阵	15
图 18、极智嘉开发了全面的 AMR ALL in one 软件系统平台	16
图 19、极智嘉自研 Hyper+核心算法平台	17
图 20、极智嘉 AMR 方案对客户有吸引力	18
图 21、极智嘉具身智能机械臂拣选工作流程	19
图 22、极智嘉具身智能机械臂货品拣取技术的四大客户价值	19
图 23、极智嘉货架到人拣选 PopPick 方案	20
图 24、极智嘉 PopPick 工作站展示	20
图 25、PopPick 解决方案混合存储系统比传统固定货架存储密度提升 4 倍	21
图 26、PopPick 方案混合存储系统细节展示	21
图 27、PopPick 方案货物入库工作流程	22
图 28、PopPick 方案货物出库工作流程	22
图 29、PopPick 解决方案三大特点	23
图 30、PopPick 方案在美国服饰零售商 S&S 仓储中的运营实况	23

图 31、	标准货架到人方案在友通资讯的运营实况	24
图 32、	极智嘉货箱到人拣选 RoboShuttle 方案	24
图 33、	货箱到人拣选 RoboShuttle 方案机器人合作流程（以取货为例） ..	25
图 34、	RoboShuttle 方案在体育用品公司特步的运营示例	26
图 35、	极智嘉托盘到人拣选 SkyCube 方案	26
图 36、	SkyCube 解决方案机器人合作流程（以整托入库为例）	27
图 37、	SkyCube 方案在美国第三方物流巨头 SHIP8 中的运营实况	28
图 38、	极智嘉智能分拣方案——地面分拣示例	28
图 39、	极智嘉智能分拣方案多层分拣示例	29
图 40、	极智嘉智能分拣 ASDA（左）、FDL（中）、棒谷科技（右）运用 ...	30
图 41、	极智嘉智能搬运——物料搬运 M 系列机器人兼容不同工具	30
图 42、	极智嘉智能搬运在顺丰供应链（左）、世运电路（右）的运用	32
图 43、	极智嘉业务全球布局图示	32
图 44、	极智嘉业务触达多家全球知名企业	33
图 45、	2024 年极智嘉销售成本结构	34
图 46、	极智嘉供应商采购金额来源较分散	34
图 47、	极智嘉 AMR 解决方案收入与订单金额	34
图 48、	极智嘉历年销售收入结构按业务	34
图 49、	极智嘉 AMR 解决方案客户数量按渠道	35
图 50、	极智嘉 AMR 解决方案收入结构按渠道	35
图 51、	极智嘉 AMR 解决方案收入结构按市场	35
图 52、	2024 年末极智嘉员工人数结构按区域	35
图 53、	极智嘉 AMR 解决方案收入集中度	36
图 54、	极智嘉 AMR 方案海外毛利率更高	36
图 55、	极智嘉 AMR 方案的终端客户数量	36
图 56、	极智嘉 AMR 方案终端客户数量按类型	36
图 57、	极智嘉 AMR 方案终端客户客单价	36
图 58、	极智嘉 AMR 方案客户复购率	36
图 59、	极智嘉历年毛利及毛利率	37
图 60、	极智嘉历年毛利率按业务线	37
图 61、	极智嘉历年研发费用及费用率	37
图 62、	极智嘉销售及管理费用率大幅下降	37
图 63、	极智嘉资产负债表中的期末赎回负债金额	38
图 64、	极智嘉利润表中的赎回负债账面值变动	38
图 65、	极智嘉经调整净利润（Non-IFRS）	38
图 66、	极智嘉经调整 EBITDA（Non-IFRS）	38
图 67、	极智嘉股价（港元）	41
图 68、	极智嘉 PS（TTM）	41
图 69、	港股先进制造业公司 PS（TTM）估值对比	41
图 70、	Symbotic（SYM.O）的 PS（TTM）	41
图 71、	优必选及速腾聚创股价复盘	42

表目录

表 1、	极智嘉核心管理团队	8
------	-----------------	---

表 2、	仓储自动化解决方案概况	9
表 3、	传统人工仓库与使用 AMR 解决方案仓库的工作流程对比	10
表 4、	仓储履约 AMR 方案、工业搬运 AMR 方案对比	11
表 5、	仓储履约 AMR 解决方案主要类别的比较	12
表 6、	仓储履约 AMR 解决方案主要类别的比较（单位：人民币亿元）	12
表 7、	极智嘉软件系统平台概况	16
表 8、	极智嘉 Hyper+核心算法平台	17
表 9、	极智嘉用于货架到人拣选 PopPick 方案的 P 系列机器人的规格	21
表 10、	极智嘉 RoboShuttle 方案的 RS 和 P40 机器人规格	25
表 11、	极智嘉 SkyCube 方案的 X1200 和 P800R 机器人规格	27
表 12、	极智嘉智能分拣方案 S20 和 S100 系列机器人规格	29
表 13、	极智嘉智能搬运方案的 M 系列机器人规格	31
表 14、	极智嘉智能搬运方案的 F 系列智能叉车规格	31
表 15、	极智嘉主要子公司概况	33
表 16、	极智嘉 AMR 机器人产能及产量（单位：台）	33
表 17、	极智嘉核心盈利预测表	39
表 18、	极智嘉盈利预测	40

一、公司概况

● 中国“AMR 机器人第一股”，以仓储履约 AMR 方案为核心

北京极智嘉科技股份有限公司(简称极智嘉,股票名称极智嘉-W,代码 02590.HK) 2015 年成立于北京, 2025 年 7 月在香港联交所主板上市。据公司招股书引用的灼识咨询数据(以下简称“灼识咨询数据”),极智嘉是全球 AMR(自主移动机器人)解决方案供应商龙头,基于硬件+软件+核心算法优势,提供包括机器人、仓库设施以及专有软件在内的一系列 AMR 解决方案,赋能仓储履约和工业搬运场景,提高供应链效率、减少人工依赖。截至 2024 年末,公司累计向全球 40 多个国家和地区 806 位终端客户(包括 63 家《财富》500 强企业)交付约 5.6 万台 AMR,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、宝马等知名企业。2024 年极智嘉仓储履约 AMR 方案收入 22 亿元,全球份额 9.0%、位列第一,且公司份额已连续六年保持领先地位(份额及排名为灼识咨询数据)。截至 2025H1 末,公司触达终端客户超 850 位,其中包括超 65 家《福布斯》世界 500 强客户,累计交付 6.6 万台 AMR。

图1、极智嘉概况

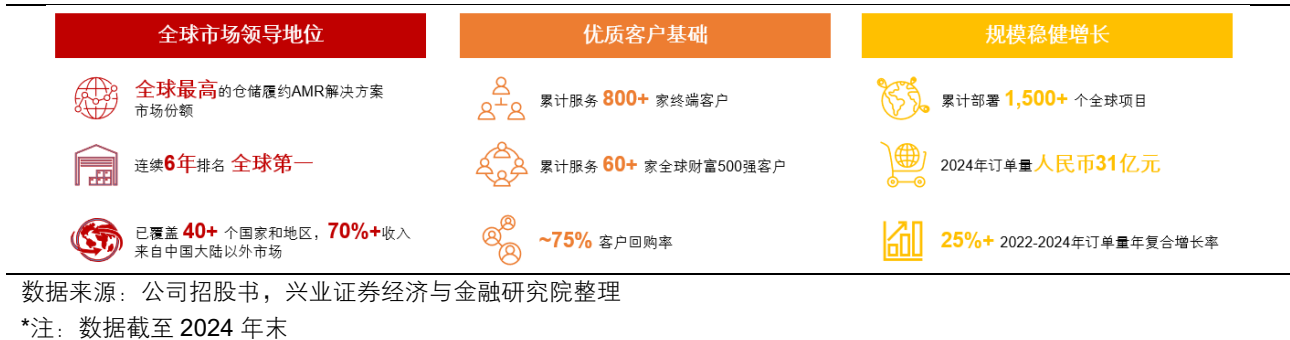
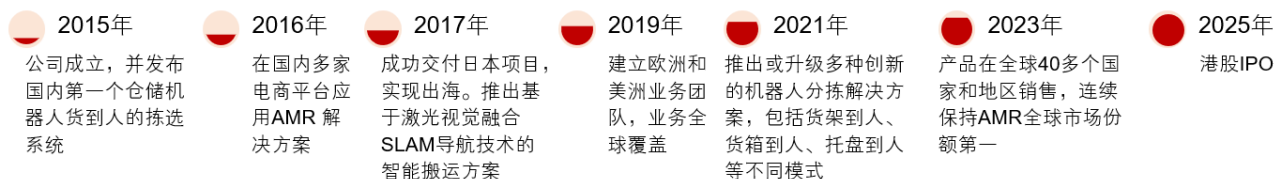


图2、极智嘉基于三大技术平台提供丰富的仓储履约 AMR 方案



图3、极智嘉发展大事



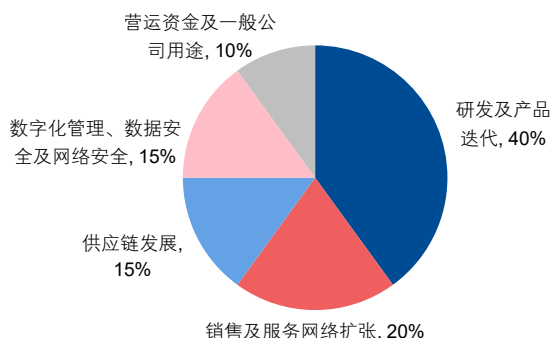
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

● 创始人实控，H 股禁售股本占比高

IPO 净募资 28.14 亿港元：公司 2025 年 7 月 9 日 H 股 IPO，行使超额配售权后，公司共发售约 1.78 亿股 H 股（均为 B 类普通股），发行定价 16.80 港元/股，对应募资总额 29.92 亿港元、募资净额 28.14 亿港元。至此，公司总股本约 13.37 亿股，其中 H 股股本占比 76.58%。

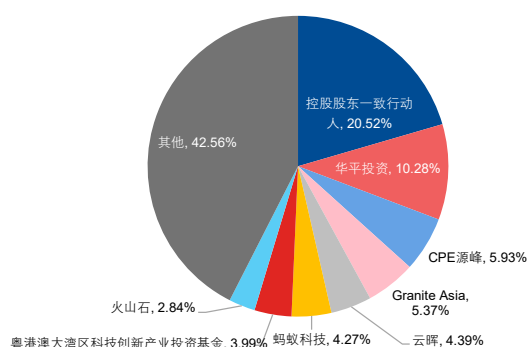
创始人团队掌控投票权：公司联合创始人郑勇、李洪波、刘凯、陈曦先生作为一致行动人，为控股股东，持有公司全部 A 类普通股（占总股本 16.34%，约 2.186 亿股，每股对应股东会 10 票投票权）、部分 B 类普通股（占总股本 4.18%，0.559 亿股，每股对应 1 票投票权），合计约 2.744 亿股，持股占比 20.52%，投票权占比 67.83%。

图4、极智嘉港股 IPO 募资用途



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、极智嘉主要股东持股占比（截至 2025/8/4）

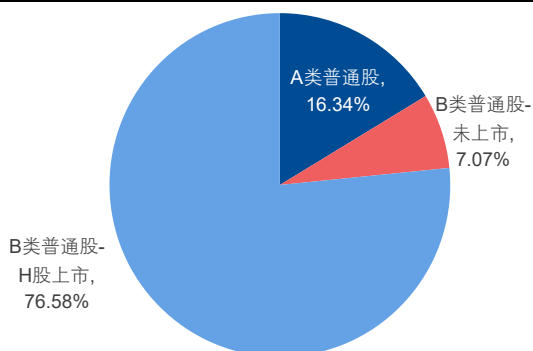


数据来源：公司招股书及公告，兴业证券经济与金融研究院整理

*图 5 附注：按招股书披露的大股东持股数/IPO 后总股本数计算。一致行动人持股包括四位创始人直接持有的 A 类普通股，及通过极智合兴、极智共合、极智汇佳、极智共赢、极智汇聚、极智合创持有的 B 类普通股。CPE 源峰通过磐信上海、厦门源峰持股

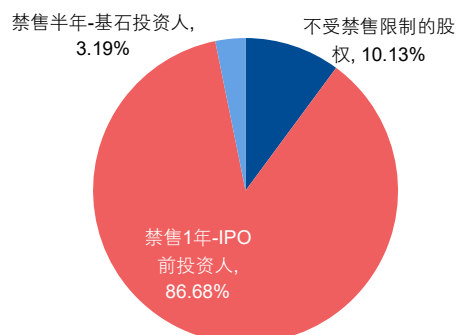
禁售股本占比高：IPO 前投资人持股占比 86.68%，禁售期 12 个月（禁售期最后一天是 2026 年 7 月 8 日）；基石投资人持股占比 3.19%，包括雄安机器人、Arc Avenue（注册地为新加坡的基金公司）、Eastspring Investments（保诚旗下投资公司）、亿格（深圳纵腾网络的全资孙公司），禁售期 6 个月（禁售期最后一天是 2026 年 1 月 8 日）。也即目前公司合计 89.87% 股权处于禁售期。

图6、极智嘉港股 IPO 后 A、B 类股权占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、IPO 后极智嘉禁售期内股权占比高



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 核心团队研发积累丰厚，年富力强

创始人郑勇先生担任公司董事长、执行董事兼首席执行官，负责集团整体业务及产品策略、整体产品管理、核心管理团队招募、组织管理及融资活动；曾有 ABB 工作经历、TMT 和机器人行业项目投资经验，对机器人领域见解深刻。

三位联合创始人李洪波、刘凯、陈曦先生均任公司执行董事兼副总裁，主要负责研发任务，在机器人领域有丰富的研究积累、研发经验，并发表前沿论文、获授多项专利及科技奖项。其中，首席技术官李洪波先生在机器人领域有超 15 年专业经验，在导航和人工智能算法领域颇有建树，负责集团整体研发、产品和技术计划管理及维护行业关系；刘凯先生负责集团整体软件研发，在移动机器人和流量管理及任务分配系统方面有超 10 年经验；陈曦先生负责集团整体硬件研发，在工业自动化和智能制造领域有超 10 年经验，并曾参与国家级重点机器人项目。

表1、极智嘉核心管理团队

姓名及职位	 郑勇 董事会主席、执行董事兼首席执行官	 李洪波 执行董事、首席技术官兼副总裁	 刘凯 执行董事兼副总裁	 陈曦 执行董事兼副总裁	 刘红岩 首席财务官兼董事会秘书
年龄	45	44	39	40	43
加入集团时间	2015.2	2015.2	2015.2	2015.2	2018.1
职责	负责集团整体业务及产品策略、整体产品管理、核心管理团队招募、组织管理及融资活动	负责集团整体研发、产品和技术计划管理及维护行业关系	负责集团整体软件研发	负责集团整体硬件研发	全面管理集团财务、投资及资本市场活动
学历	清华大学管理科学与工程学士、硕士，德国亚琛工业大学工业工程硕士	东北大学自动化学士、清华大学计算机科学与技术博士	北京科技大学电子信息工程学士、清华大学计算机科学与技术硕士	北京科技大学电子信息工程学士、汽车工程硕士	厦门大学会计学学士、硕士

数据来源：公司官网及招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：年龄数据截至 2025 年 6 月（招股书日期）

二、仓储履约 AMR 赛道景气，极智嘉已占据龙头

● 全球仓储自动化趋势向上，AMR 为重要驱动力

仓储自动化解决方案：使各种物流操作（如存取、搬运、拣选及分拣）自动化的集成系统，以替代重复性人力劳作，并具备数据分析及流程优化功能。其将硬件和软件技术相结合，包括 AMR、AS/RS、输送机和分拣带。仓储自动化可将人工作业自动化、提高准确性、降低营运成本，进而提高营运效率、优化供应链管理。

表2、仓储自动化解决方案概况

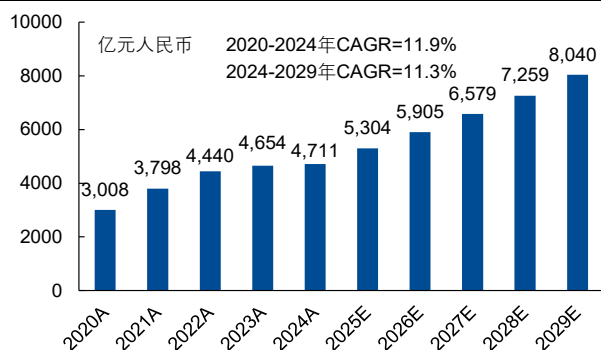
技术方案	概况	2024 年全球仓储自动化销售收入份额
AS/RS（自动化仓储与检索系统）	主要用于仓储，在仓库中自动存取货物。透过自动化从货架或层架存取物品的过程，改善储存密度并提高运营效率	26%
输送机	主要用于运输，是仓储物流系统中的常见设备，用于在仓库内快速、连续地输送货物。输送机可以与其他自动化设备集成，实现货物的自动分拣、搬运和装载	19%
分拣带	主要用于分拣，是根据预先定义的标准（如目的地、大小或类型）将产品或物品分类并引导到特定位置的自动化系统。这些系统用于在包装或运送之前对包裹或物品进行分类	18%
AMR（自主移动机器人）	AMR 配备先进的自主导航技术，可用于各种操作任务，包括仓储、拣选和分拣。AMR 是 AGV（自动导引车）的进化版，具有更强的技术能力和更大的应用灵活性，正逐步取代 AGV	8%

数据来源：公司招股书引用的灼识咨询数据，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：仓储自动化解决方案包括但不限于 AMR、AS/RS、输送机、分拣带，因此表中份额相加不是 100%

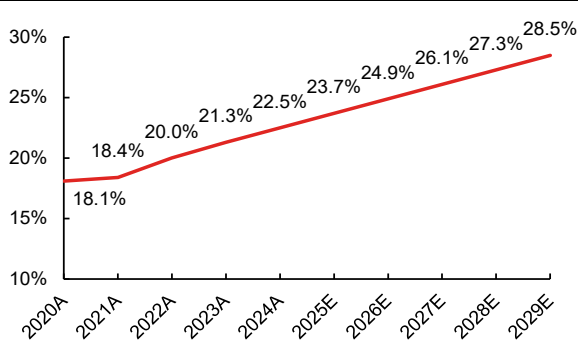
全球电商行业增长，企业持续投资于自动化以提高供应链运营效率、降本增效、快速响应消费者物流诉求，叠加数字化及自动化技术进步，全球仓储自动化解决方案市场持续增长。据极智嘉招股书引用的灼识咨询数据，2024 年全球仓储自动化解决方案销售收入 4,711 亿元人民币，较 2020 年年复合增长 11.9%，渗透率 22.5%（全球已采用任何自动化解决方案的仓库相对于全球仓库总数的比例）；并预测 2029 年市场规模 8,040 亿元人民币，较 2024 年年复合增长 11.3%。

图8、全球仓储自动化解决方案销售收入



数据来源：公司招股书引用的灼识咨询数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、全球仓储自动化解决方案渗透率



数据来源：公司招股书引用的灼识咨询数据，兴业证券经济与金融研究院整理

● AMR 解决方案空间广阔

AMR 解决方案：仓储自动化重要驱动力，配备先进的算法、导航设备和机载控制系统，能在自建地图环境中独立移动，实现自主导航、路径规划、避障、任务调度及实时决策，执行物料搬运、存取、拣选及分拣等复杂物流任务。相较于传统仓储自动化系统，AMR 具备方便管理不同规模的订单、快速适应运营变化、定制化水平更高、可扩展性好、投资回报更快等相对优势。

表3、传统人工仓库与使用 AMR 解决方案仓库的工作流程对比

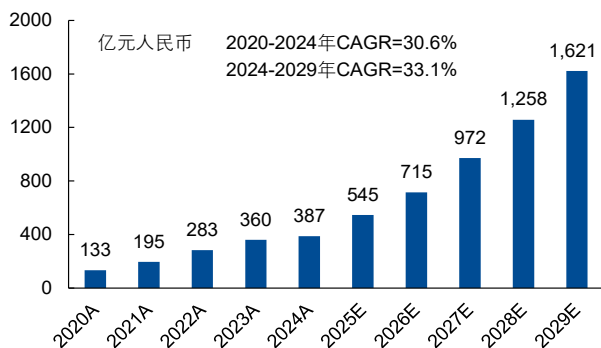
仓库工作流程	传统的人工仓库	使用 AMR 方案的仓库	AMR 优势
卸货	工人驾驶叉车卸货	AMR 自动卸货	减少人力需求并加快货物流入仓库
存储	工人将包裹入库	AMR 将货架运送至工人的上架站	减少工人搬运货物的时间和精力，提高库存管理的整体效率和准确性
拣选	工人花费大量时间行至货架去挑选货品	AMR 将货品带到工作站	大幅减少步行时间，让工人可以集中精力快速挑选和包装货品
分拣	工人分拣包裹	AMR 分拣包裹	简化流程并确保货品井井有条，以便高效装载到卡车
运输	工人将包裹转移到运输工具上	AMR 自动转移包裹	最大限度减少工人搬运包裹的时间和精力

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

增长动力：1) 技术进步、应用扩展，AMR 解决方案成本下降、更加智能灵活，适用于更多行业。2) 电商等行业强调大批量+高速度的订单履约能力，对使用 AMR 降本和提高效率的诉求强烈。

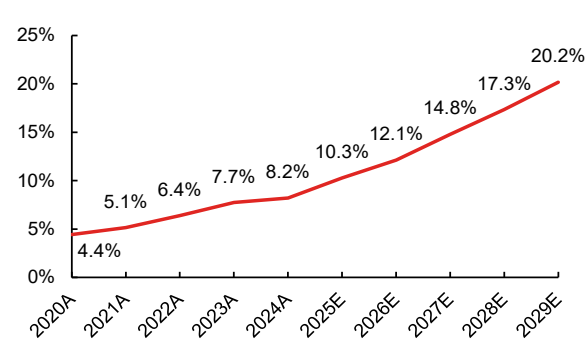
空间预期：据极智嘉招股书引用的灼识咨询数据，2024 年全球 AMR 解决方案销售收入 387 亿元人民币，较 2020 年年复合增长 30.6%，渗透率 8.2%(全球 AMR 解决方案市场规模相对于全球仓储自动化解决方案市场总规模的比例)；并预测 2029 年市场规模 1,621 亿元人民币，较 2024 年年复合增长 33.1%。

图10、全球 AMR 解决方案市场规模



数据来源：公司招股书引用的灼识咨询数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、全球 AMR 解决方案渗透率



数据来源：公司招股书引用的灼识咨询数据，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：渗透率界定为全球 AMR 解决方案市场规模相对于全球仓储自动化解决方案市场总规模的比例

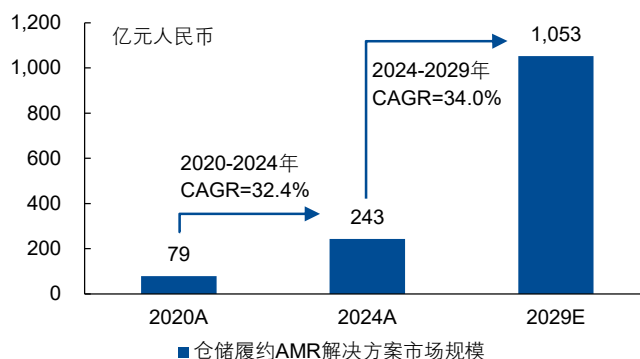
根据核心应用场景，AMR 解决方案分为仓储履约、工业搬运 AMR 解决方案。仓储履约 AMR 解决方案专注于实现内部仓库流程的自动化，如拣选、分拣和货物搬运；广泛应用于注重速度、准确度及可扩展能力的电商及零售行业。工业搬运 AMR 侧重于物料搬运，主要应用于生产及制造线上的运输场景，以提升运营效率。据公司招股书引用的灼识咨询数据，2024 年全球仓储履约 AMR 解决方案占总 AMR 解决方案需求约 60%，全球销售收入 243 亿元人民币，较 2020 年年复合增长 32.4%；并预计市场规模 2029 年将达到人民币 1,053 亿元，较 2024 年年复合增长 34.0%。

表4、仓储履约 AMR 方案、工业搬运 AMR 方案对比

技术方案	仓储履约	工业搬运
运用场景图示		
主要应用场景	主要服务于仓库环境中货物的拣选、分拣及运输等任务，使产品的移动灵活高效	侧重于物料搬运，主要应用于生产及制造线上的运输场景，以提升运营效率
	LMR 潜伏机器人 CTU 料箱机器人	LMR 潜伏机器人 智能叉车
主要产品		
产品的标准化程度	产品有相对标准化的设计和格式	产品有相对标准化的设计和格式
解决方案的标准化程度	在仓储履约应用中，AMR 作业的特点是流程高度标准化。拣选、运输和分拣等任务都是相当明确和高度重复的。下游客户市场较集中，为大规模部署 AMR 创造有利条件	在工业生产场景中，AMR 需量身定制，以符合不同产业、生产阶段及流程的特定需求。这对整体解决方案的定制化程度提出了更高要求
下游产业需求	电商、零售和快速消费品领域	工业生产和制造

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、仓储履约 AMR 解决方案市场规模



数据来源：公司招股书引用的灼识咨询数据，兴业证券经济与金融研究院整理

表5、仓储履约 AMR 解决方案主要类别的比较

类别	典型工作流程	价值创造
货架到人	将整个货架运送到工作站，由员工协助拣选和包装	优化上架、拣选、分拣和库存管理等任务效率，拣选效率提高三倍以上
货箱到人	将货架上的货箱运送到工作站，由员工协助拣选和包装	优化基于货箱的拣选操作效率，显著优化存储空间利用率，实现更高的单层存储密度
托盘到人	将整个托盘运送到工作站，由员工协助拣选和包装	非常适合托盘存储需求高的场景，高效处理交叉转运、全托盘调度和订单执行，确保操作的顺畅及精简
智能分拣	由 AMR 按订单自动分拣货物	无需安装任何固定设备，使仓库空间利用率最大化并提升分拣吞吐量，分拣效率提升十倍以上

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

● AMR 方案格局相对分散，极智嘉已占据龙头

据公司招股书引用的灼识咨询数据：全球 AMR 解决方案市场相对分散，2024 年前四大参与者总市场份额（按销售收入）约 23.5%；主要由于技术进度快，以及电商、制造、物流等行业应用需求不同，导致解决方案种类多样。2024 年极智嘉的 AMR 解决方案收入 24 亿元，全球收入份额 6.2%、位列第二，其中仓储履约 AMR 解决方案收入 22 亿元，全球收入份额 9.0%、位列第一。2019 年至 2024 年，极智嘉的全球收入份额连续六年在全球仓储履约 AMR 提供商中名列前茅。

表6、仓储履约 AMR 解决方案主要类别的比较（单位：人民币亿元）

排名	公司名称	公司概况	2024 年 AMR 方案 销售收入及全球份额		2024 年仓储履约 AMR 方案销售收入及全球份额	
1	A	成立于 2016 年，总部位于中国，是机器视觉及移动机器人产品和解决方案的全球领导者，主要服务于工业搬运应用场景。其为深圳证券交易所上市公司的子公司	28	7.2%	5	2.0%
2	极智嘉	成立于 2015 年，总部位于中国。公司聚焦仓储履约 AMR 解决方案	24	6.2%	22	9.0%
3	B	成立于 2015 年，总部位于法国，是移动机器人解决方案的全球领导者。其主要产品为用于物流及仓储的紧凑型机器人系统，专为履约操作而设计。为私营公司	22	5.7%	20	8.1%
4	C	成立于 2014 年，总部位于美国，是移动机器人解决方案的领先提供商。其主要产品为通过 RaaS 订购模式提供“订单到人”机器人，主要针对仓储及履约操作。为私营公司	17	4.4%	14	6.0%

数据来源：公司招股书引用的灼识咨询数据，兴业证券经济与金融研究院整理

三、算法构筑壁垒，产品矩阵完善

(一) 算法构筑壁垒，具身智能加强赋能

● 模块化设计，多种 AMR 解决方案

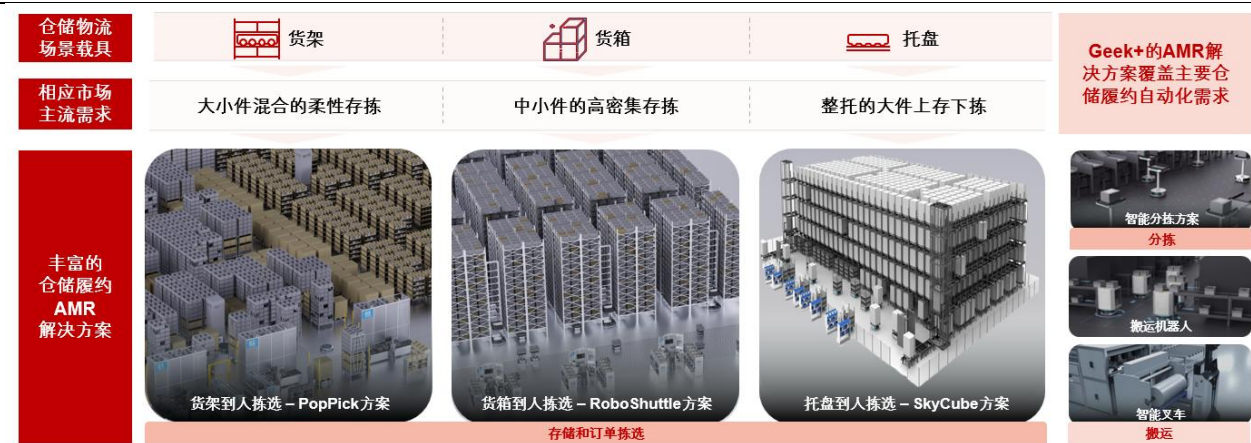
极智嘉以仓储履约 AMR 为核心主业。**1) AMR 解决方案**: 2024 年收入占比 99.7%。由一套模块化组件构成，包括机器人、仓库设施以及专有软件，将客户储存、订单拣选、分拣、搬运等在内的经营开支转化为仓储投入的资本开支，降本增效；具体方案：货架到人拣选 PopPick 方案、货箱到人拣选 RoboShuttle 方案、托盘到人拣选 SkyCube 方案、智能分拣方案、智能搬运方案等。**2) RaaS**: 标准化的机器人租赁服务，帮助终端客户优化仓储运营。公司最初提供 RaaS 以推广 AMR 方案，已大幅缩减 RaaS 规模。

图13、极智嘉 AMR 解决方案模块化设计



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、极智嘉的智能仓储和智能搬运综合解决方案



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

● 软硬件实力出众，核心算法构筑壁垒

公司联合创始人团队研发经验丰富，研发团队和体系完善，专利积累充足（截至 2024 年末公司有 1,867 项专利），构筑起包括 Robot Matrix 机器人硬件平台、RMS+WES+IOP 软件系统平台、Hyper+核心算法平台在内的完善技术架构。

图15、极智嘉 AMR 技术架构



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

机器人硬件平台 Robot Matrix：机器人通用技术平台，2019 年首次推出后持续开发完善，基于定位、运动控制、视觉感知三大核心功能构建。包括自主控制器和传感器、马达和伺服控制器、电池管理和安全系统等核心组件。成品包括 P 系列、X 系列、RS 系列机器人等。

- **定位：**公司在 AMR 方案中率先引入激光视觉融合 SLAM 技术，集成了 LiDAR/RGBD 相机，定位精度平均低于 $\pm 10\text{mm}$ ($\pm 1^\circ$)，行业领先。SLAM 技术使机器人可在既定环境中任一个位置出发，并确定自身位置和方向，适合在商业区域、制造厂和物流仓库中大面积应用。
- **运动控制：**使机器人自主执行货物运输、取放操作等预定义任务。极智嘉机器人可通过检测水平面的变化，调整速度以实现平稳高效移动，适应不平坦的地板；并可监控自身性能和故障数据，持续改进功能和质量。
- **视觉感知：**公司开发了基于 2D/3D 摄像头的视觉感知技术，并结合强大的视觉算法平台，在仓储物流等场景中的适应性和精确性领先。

图16、极智嘉 Robot Matrix 机器人平台



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、极智嘉机器人矩阵

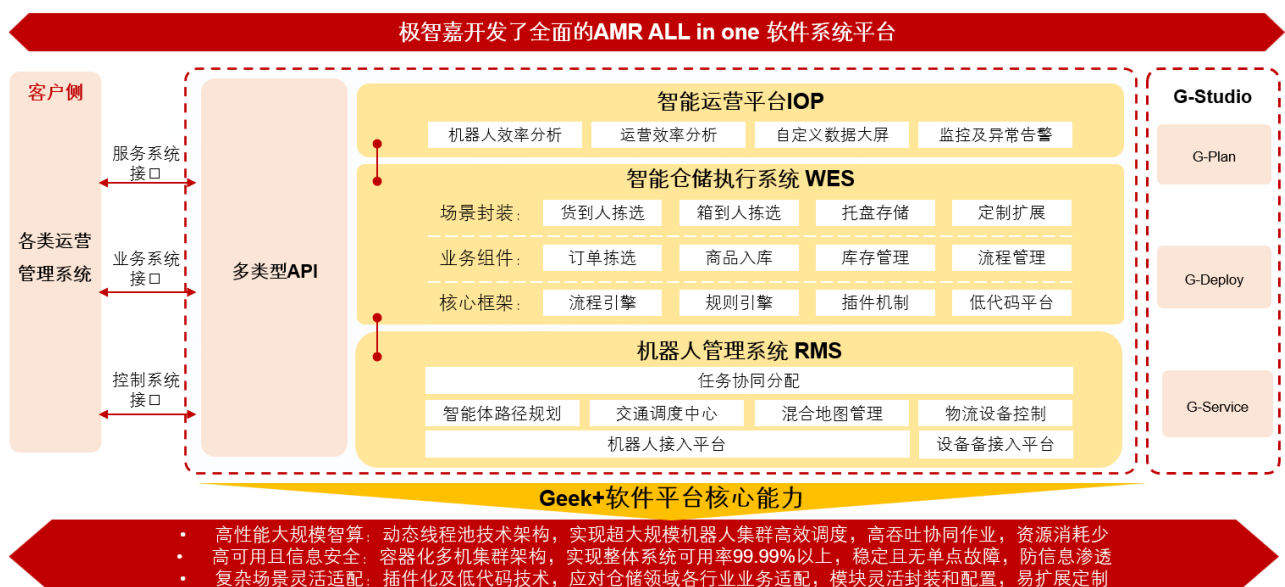


数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

软件系统平台：由 RMS 机器人管理系统、WES 仓储履约系统、IOP 智能运营平台三个核心系统组成。为客户提供行业深度适配的专业软件系统，高度模块化，灵活的接口平台易于客户使用和集成。**核心能力在于：**

- **高性能大规模智算：**动态线程池技术架构，实现超大规模机器人集群高效调度，高吞吐协同作业，资源消耗少。
- **高可用且信息安全：**容器化多机集群架构，实现整体系统可用率 99.99%以上，稳定且无单点故障，防信息渗透。
- **复杂场景灵活适配：**插件化及低代码技术，应对仓储领域各行业业务适配，模块灵活封装和配置，易扩展定制。

图18、极智嘉开发了全面的 AMR ALL in one 软件系统平台



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表7、极智嘉软件系统平台概况

构成	概况	优势
RMS 机器人管理系统	➤ RMS 是一个综合的机器人调度和任务管理平台，支持云端和本地部署，支持大规模机器人调度和集群操作策略 ➤ RMS 用于进行仓储机器人的路径规划、交通管理、任务分配、容量优化以及大规模移动机器人集群的安全紧急停机，确保高并发性和高可靠性的实时操作 ➤ RMS 支持在统一框架内开发的多种解决方案	可在仓储履约场景中同时调度超过 5,000 台机器人，达到市场最高水平，远超行业平均水平（不到 300 台）。RMS 可高效管理 10 万平方米的大型物流仓库
WES 仓储履约系统	➤ WES 涵盖了仓库作业的各个环节，包括四个子系统：拣选系统、搬运 ARK 系统、分拣系统、存取系统 ➤ 各个模块可灵活拼接，形成拣选+分拣、拣选+搬运、存储+拣选等多种组合系统 ➤ 可集成设备流程控制系统以及合作伙伴的控制系统，形成一套完整的智能执行系统	能管理动态波次拣选和整箱拣选等多种场景策略，显著提升拣选效率
IOP 智能运营平台	➤ IOP 是一个数据驱动平台，为仓库管理提供全面的运营洞察和实时监控 ➤ IOP 通过实时监控，快速检测仓储系统异常，并触发自动警报，以防运营中断 ➤ IOP 提供全面洞察，进行数据整合及分析，优化运营；例如若识别到机器人路径效率低下，能优化路径设置 ➤ 提供代码定制，能够快速灵活地适应仓储履约中的特定业务需求	IOP 在实时监控和警报功能、数据整合及分析等多个关键领域处于行业领先地位

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

Hyper+核心算法平台主要包括流量管理及任务分配、仓库管理、供应链算法，支持广泛的算法类型和大规模集群调度。1) 包含 25 个专门针对仓储任务的算法，使极智嘉货架到人、货箱到人拣选解决方案的拣选效率分别高达每工位每小时 400 件和 300 件。2) 调度算法能够在大型仓储环境中有效协调超过 5,000 台 AMR，显著优化机器人队伍管理。3) 算法支持同质和异质机器人系统，使不同类型机器人在统一平台下协同运行，促进在高密度、负载环境中的最佳任务分配与沟通。

表8、极智嘉 Hyper+核心算法平台

构成	概况
流量管理及任务分配算法	解决智能仓库和工厂的动态任务匹配、协同路径规划、分布式在线管理与规划等关键问题： ➢ 实现线上线下方式相结合的动态任务匹配算法。通过匹配效果的实时反馈，系统线上动态调整任务匹配参数，线下数据批量学习能初始化并迭代细化匹配策略，加速优化效果 ➢ 实现流量管理与任务分配，充分利用历史数据，有效避免多条机器人路径之间的死锁和交通拥堵 ➢ 构建流量管理与任务分配框架，支持各种机器人进行分布式在线管理及规划策略学习，将计算负载从单一中央服务器分散至单个机器人，大幅减少计算资源使用量
仓库管理算法	➢ 涵盖了大型订单处理、库存管理、上架策略和货架调整等业务流程，确保仓库高效运营 ➢ 通过运筹学算法解决工作站、货架和机器人的最佳匹配关系，实现仓库吞吐量最大化，同时保持最小的货架移动量
供应链算法	➢ 提供智能补货、运输调度、产品选择和定位推荐、产品定价和生产计划 ➢ 根据距离和工作量有效分配任务至最合适的机器人，同时优化仓库布局 and 任务分配

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、极智嘉自研 Hyper+核心算法平台

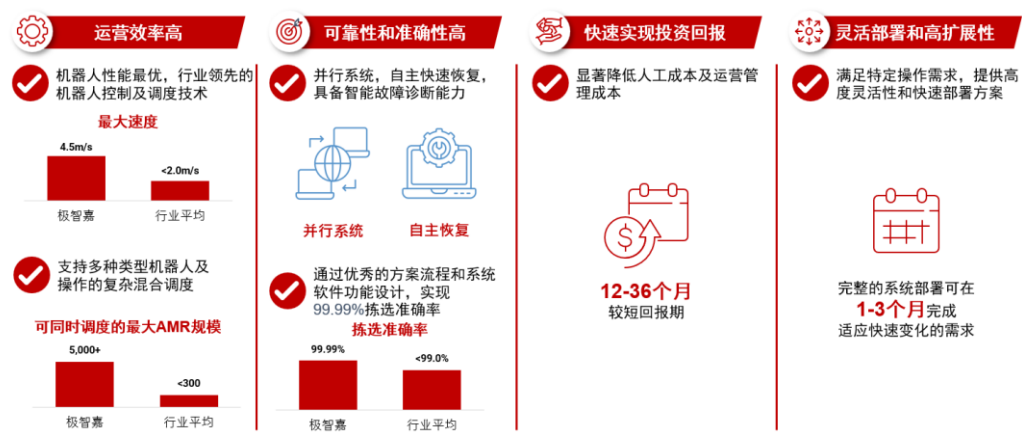


数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

● 技术及产品优势助力客户快速实现投资回报

基于卓越的硬件平台+软件平台+核心算法平台，极智嘉 AMR 方案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；系统具备智能故障诊断能力，自主快速恢复；拣选准确率达 99.99%。其 AMR 方案可显著降低人工成本及运营管理成本，完整的系统部署可在 1-3 个月完成，投资回收期 12-36 个月，对客户吸引力强。

图20、极智嘉 AMR 方案对客户有吸引力



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

● 布局具身智能，赋能无人仓

具身智能在仓储物流领域具备落地商业价值，也是极智嘉重点布局方向：

- **高吞吐量场景：**AMR 货到人+具身智能机械臂拣货，实现仓储无人化。目前 AMR 货到人方式满足了仓储货物的水平及垂直移动；具身智能机械臂拣货则解决了仓储拣选问题；二者结合，形成端到端无人化解决方案。同时，具身智能赋能 AMR 机器人，让 AMR 能更自主应对复杂环境、解决异常问题，提高解决方案效率、降低故障率。
- **吞吐量不高的场景：**多功能通用的具身智能机器人。有的仓库订单量不稳定，需要机器人有多任务处理能力，不同时段不同任务，如搬运料箱、拣货、包装，需要通用型仓储机器人，这是极智嘉的下一个具身智能布局点。

从具身智能落地情况看，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。

- **仓储拣货的难点：**核心是“精准抓取不同货物”，难点是仓储货物形态与材质适配难，重量和易损性差异极大等，直接导致传统机械臂的抓取通用性不足：涵盖“硬（纸箱、盒子等）、软（袋装零食、衣物等）、脆（玻璃制品、化妆品）、散（零件、生鲜）”等多种类型，需要采用不同抓取逻辑。同时，仓储场景中货物遮挡、堆叠无序等环境变化，会导致感知精度不足，视觉识别与

定位出现误差：“相似外观混淆”（物品难以被识别分隔）、“货物遮挡”（堆叠时下层货物被遮挡）等问题，要求更高的感知泛化能力。

- **极智嘉方案解决痛点：**极智嘉通用机械臂操作技术方案，通过多目相机捕捉高精度 3D 环境信息，结合系统订单信息，通过 Geek+ Brain 模型完成智能拣选工作：精准分割物品并识别材质特征，推理生成完整 3D 信息和空间定位，进而判断最优抓取点，智能决策末端执行器的吸盘选择和机械臂运动轨迹，稳稳完成智能摆放。
- **极智嘉具身智能基座模型 Geek+Brain：**采用“感知+策略”两段式分层架构，由 Perception Model（感知模型）与 Policy Model（策略模型）两个核心层组成。感知模型聚焦空间智能，环境理解能力，整合 2D/3D 感知，专注于环境与物体信息的精准建模；策略模型基于感知模型的环境理解，自动生成合理、高效和可执行的操作策略。

图21、极智嘉具身智能机械臂拣选工作流程



数据来源：公司微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、极智嘉具身智能机械臂货品拣取技术的四大客户价值



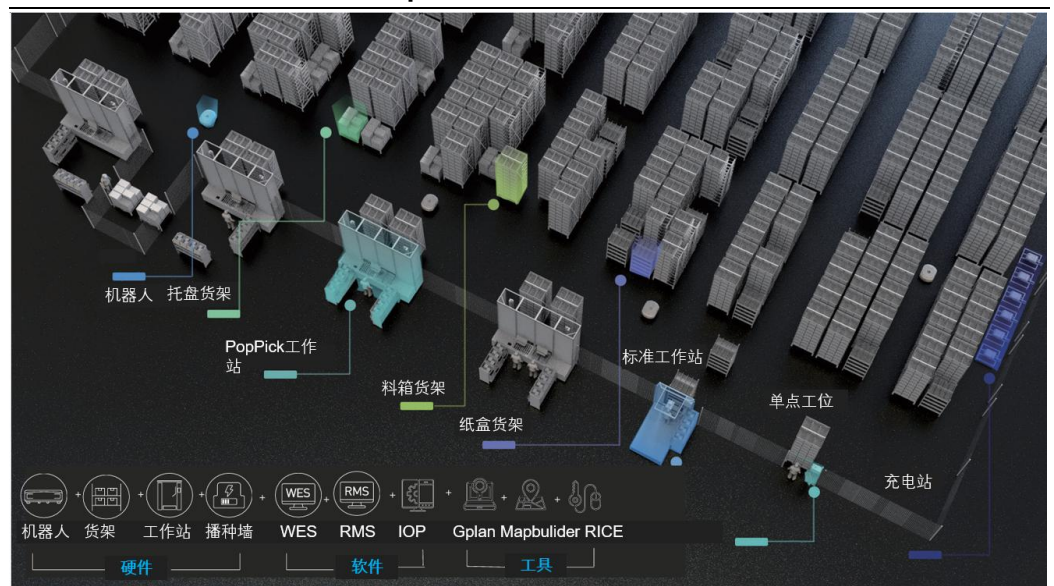
数据来源：公司微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 三大 AMR 方案触达核心诉求

● 极智嘉货架到人拣选 PopPick 方案

极智嘉 PopPick 方案由 PopPick 工作站、P 系列拣选机器人和混合存储系统组成。凭借其模块化货架设计，PopPick 方案能容纳从标准尺寸货箱到大型、不规则形状产品的多种物品。为满足快速变化的业务需求，通过动态调整货架及机器人数量，提供高柔性可扩展的存储及吞吐能力，支持整仓快速部署。

图23、极智嘉货架到人拣选 PopPick 方案



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、极智嘉 PopPick 工作站展示



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

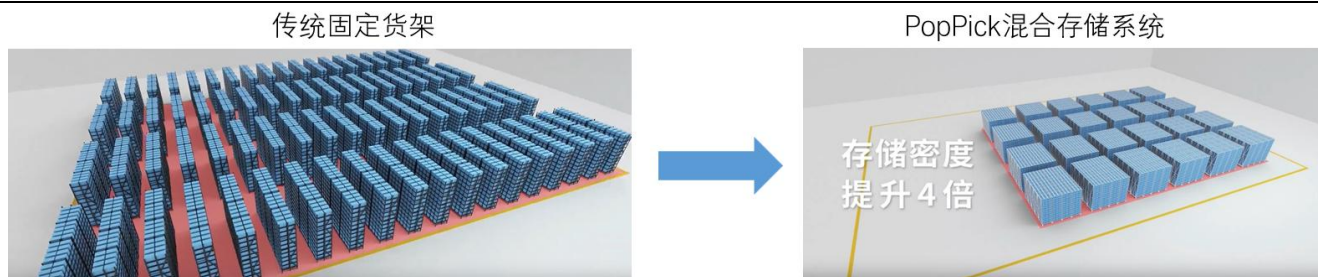
极智嘉 P 系列机器人相较于竞品的特点:外形纤薄(可优化仓库垂直空间的使用)、转弯直径小(减少通道空间需求,提高仓库整体利用率)、运行速度快、充电速度快、续航时间长。

表9、极智嘉用于货架到人拣选 PopPick 方案的 P 系列机器人的规格

型号	P500	P800	P1200
图示			
负载	600kg	1000kg	1200kg
最大举升高度	60mm	55mm	60mm
货架尺寸 (长*宽)	880*880mm-1020*1020mm	1020*1020mm-1250*1250mm	1250*1250mm-1600*1600mm
外形尺寸 (长*宽*高)	950*702*275mm	1095*830*195mm	1325*1020*275mm
自重	144kg	162kg	288kg
最大运行速度	空载 2m/s, 满载 1.6m/s	空载 2.3m/s, 满载 2m/s	空载 2.6m/s, 满载 2.0m/s
认证	CE/ETL	CE/ETL	CE/ETL

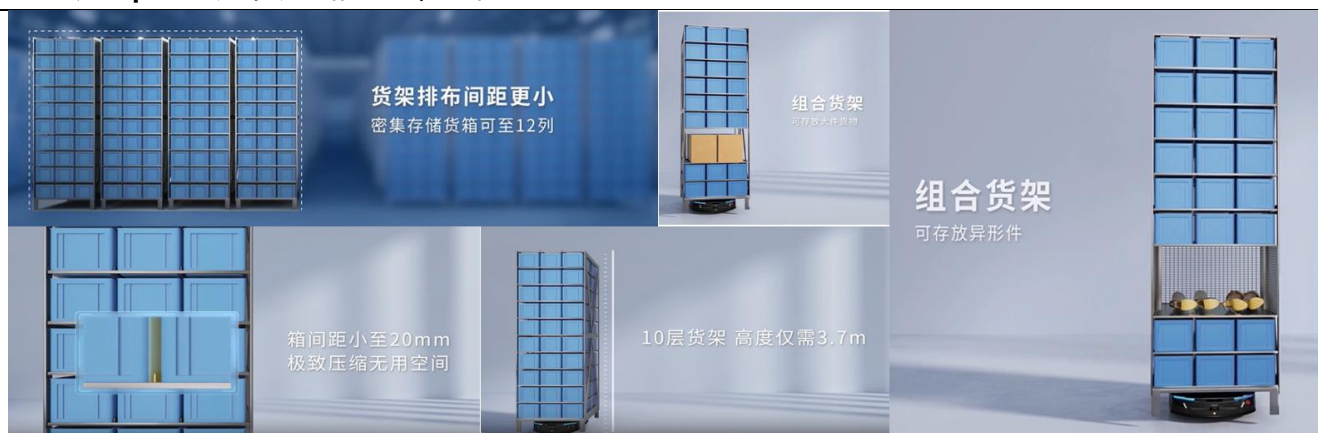
数据来源: 公司招股书及官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图25、PopPick 解决方案混合存储系统比传统固定货架存储密度提升 4 倍



数据来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

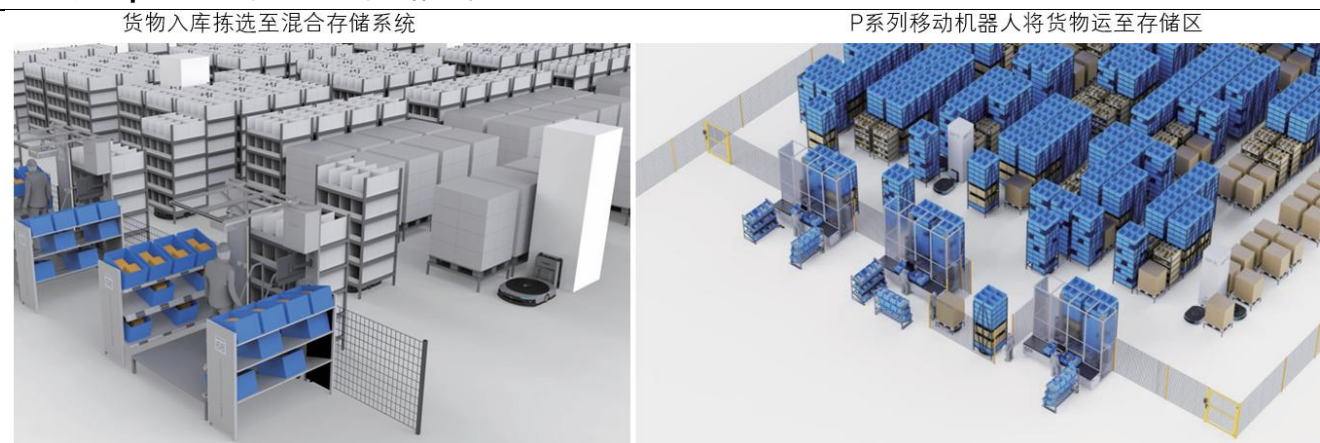
图26、PopPick 方案混合存储系统细节展示



数据来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

PopPick 方案货物清点入库及上架：1) **清点：**操作员在卸货区或专用入库区域清点货物，通过扫描条形码或标签验证货物信息。2) **上架：**清点后的货物被放置在货箱+可移动货架上（一个集成了货架、货箱和托盘存储的混合存储系统），由 P 系列机器人运输至指定存储区域，WES 系统实时更新库存数据。

图27、PopPick 方案货物入库工作流程



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

PopPick 方案货物出库分拣：1) **任务分配：**WES 仓储履约系统接收客户订单，生成拣选任务清单，WES 通过 RMS 机器人管理系统将任务分配给 P 系列机器人。2) **货架运输：**P 系列机器人基于 SLAM 技术和激光雷达导航至存储区，找到目标货架，把可移动货架送达 PopPick 工作站。3) **自动拣选+人工确认：**PopPick 工作站的智能机械臂从货架取出目标货箱或货品。操作员扫描货品条形码或标签进行确认。4) **货物分拣+出库运输：**拣选后的货品放入订单容器，P 系列机器人将容器运至分拣区，WES 根据订单目的地（如客户或区域）分类；机器人将完成拣选的订单容器运至包装站或出货区，准备装车发货。WES 更新订单状态。

图28、PopPick 方案货物出库工作流程



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

PopPick 解决方案优势：1) **高兼容：**大中小件全兼容，货箱、货架、托盘存储全融合，全场景、全品类适配；2) **高吞吐：**基于订单预测和智能理货算法；利用夜间、闲时进行自动理货，提高单次搬运命中率，拣选机器人路径丰富；部署密度是货箱机器人的两倍以上，最大吞吐能力达 3 倍以上；3) **高存储：**极致压缩货箱

间距至 2cm；4) 高人效：PopPick 工作站设计符合人体工学，送箱效率快至 6.5 秒/箱；拣选机器人成本仅为传统货箱机器人的一半甚至更低，但搬运效率远高于传统货箱方。

图29、PopPick 解决方案三大特点



自动化货箱拣选/智能理货工作站



高密度、全品类混合存取



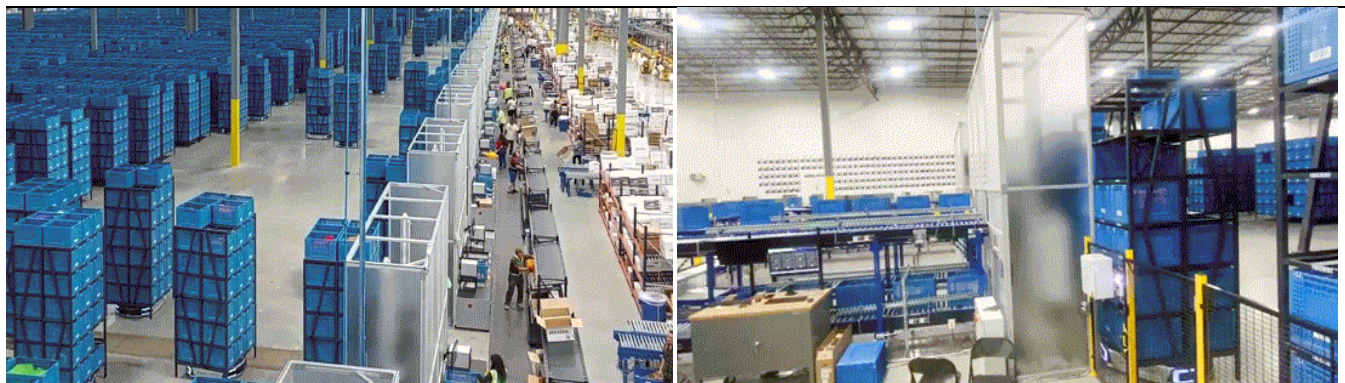
智能理货提升命中率

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

PopPick 解决方案案例：

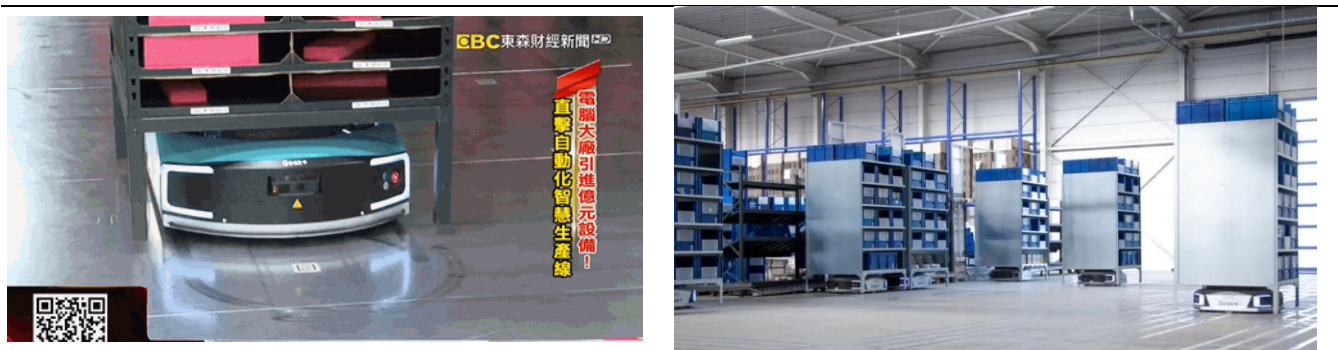
- **美国服饰零售商 S&S：**占地近 7 万平方米的 S&S 仓库已成功落地 340 台极智嘉 AMR 机器人和 24 个 PopPick 工作站及 2 个出入库工作站。显著提升拣选效率和命中率；PopPick 对接输送线，自动出入库；每小时处理 4,500 订单行；优化订单交付速度。
- **运输和物流服务提供商 UPS Supply Chain Solutions：**UPS Velocity 仓库部署 P1200 机器人和 PopPick 工作站。三个月内快速上线，显著减少部署和安装成本投入；日订单处理能力超 35 万件；灵活调整运营规模，适应大促高峰需求。
- **顺丰供应链：**通过极智嘉智能系统的精准匹配，货物和订单箱根据不同配送线路自动分配至 PopPick 工作站，简化员工作业动作。越库与集货一体化，提效三倍；3 小时快速履约，新鲜直达；订单 24 小时全天候无人出库发货。

图30、PopPick 方案在美国服饰零售商 S&S 仓储中的运营实况



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、标准货架到人方案在友通资讯的运营实况

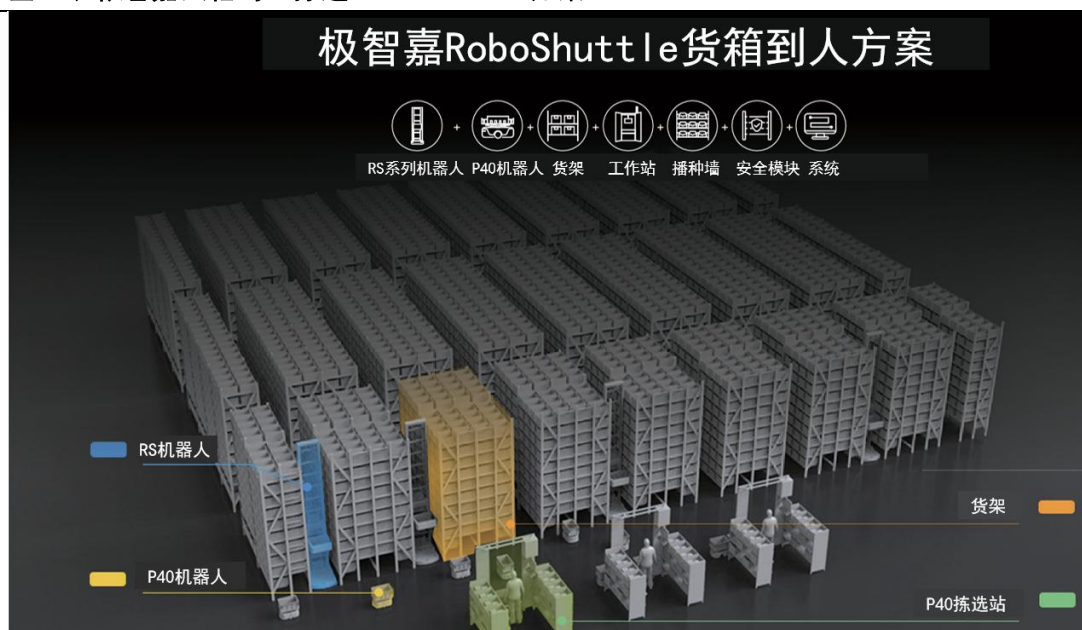


数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 极智嘉货箱到人拣选 RoboShuttle 方案

货箱到人 RoboShuttle 方案专为优化存储密度、成本效率和操作灵活性而设计。该解决方案使垂直存储最大化,具有灵活设计,能无缝集成到现有的人工仓库中,兼容现有空间和货架而无需重大改造。RoboShuttle 方案结合了两种机器人特性,RS 机器人负责货箱在存储位和缓存位间的上下转移,P40 机器人从缓存位快速搬运货箱至工作站进行拣选,实现了双深垂直仓储和高吞吐量拣选;适用于电商、服装、零售、医药等多个领域。

图32、极智嘉货箱到人拣选 RoboShuttle 方案



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表10、极智嘉 RoboShuttle 方案的 RS 和 P40 机器人规格

型号	RS11	RS8	P40
图示			
外形尺寸（长*宽*高）	1800*1000*6400mm	1800*1000*4700mm	650*450*386mm
最大存储高度	10765mm	7935mm	1100mm
最大举升重量	40kg	40kg	40kg
货箱尺寸（长*宽*高）	(200-650)*(200-450)*(150-500)mm	根据拣选机制，可兼容多种货箱	/
兼容仓库	12m	9m	兼容
最大运行速度	空载 1.5m/s，满载 1.2m/s	空载 1.8m/s，满载 1.5m/s	空载 4m/s，满载 4m/s
运行时间	充电 10 分钟，运行 2 小时	充电 10 分钟，运行 2 小时	充电 10 分钟，运行 1-1.5 小时

数据来源：公司招股书及官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、货箱到人拣选 RoboShuttle 方案机器人合作流程（以取货为例）



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 货箱到人拣选 RoboShuttle 方案案例

- **服饰集团威富集团**：威富运营中心部署 28 台极智嘉 RS 机器人和 97 台 P40 机器人，重塑作业流程。存储能力高达 80 万件，较 VNA（窄巷道仓储系统）形式提升 30%；2C 拣选效率提升超 100%，2B 拣选效率提升 50%，2B2C 业务柔性切换。

- **体育用品企业特步：RoboShuttle 大小车全柔性货箱方案。**业务单元存储能力提升 3 倍，人员需求降低 50%，拣选效率整体提升 3 倍。
- **沙特第三方物流巨头 Starlinks：采用 RoboShuttle 方案。**双进深存储满足了业务高峰时对高库容的需求(1200 万件)，也满足了海量 SKU 需求；多系统保证效率和准确性；系统易用性好，员工短时间培训即上岗工作。

图34、RoboShuttle 方案在体育用品公司特步的运营示例

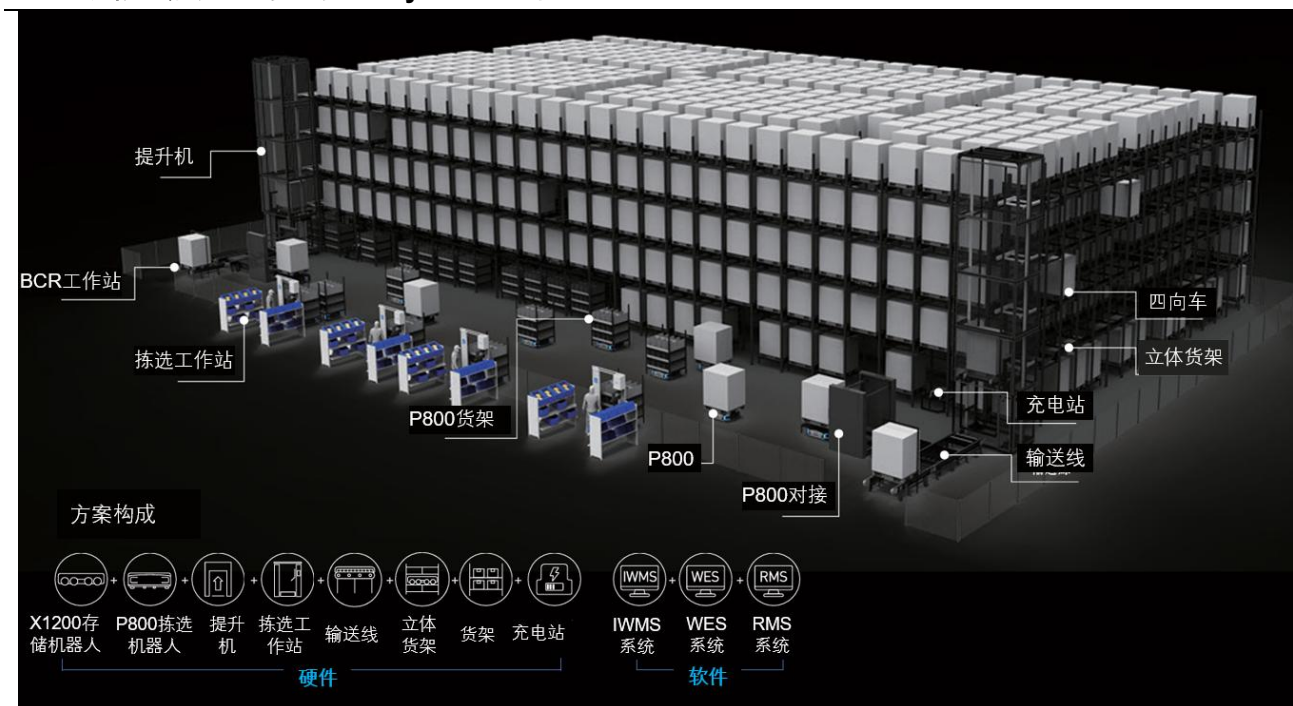


数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 极智嘉托盘到人拣选 SkyCube 方案

SkyCube 方案主要由 X 系列四向穿梭车（存储机器人）、P 系列拣选机器人、输送提升机和立体货架构成。该方案充分利用托盘存储的垂直空间，并在地面空间进行拣选作业，优化运营效率。SkyCube 方案以整托存储为主，兼容整托、整箱、拆零拣选，适用于制造业、商超零售、快消、第三方物流、医药流通、冷链等。

图35、极智嘉托盘到人拣选 SkyCube 方案



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表11、极智嘉 SkyCube 方案的 X1200 和 P800R 机器人规格

型号	X1200	R800R
图示		
外形尺寸 (长*宽*高)	1090*1030*160mm	1090*1030*275mm
最大举升重量	1200kg	1000kg
载物尺寸 (长*宽*高)	1200*1000*1800mm	1020* (1020-1250) *1250mm
驱动方式	电机驱动	双轮差速驱动
运行速度	空载 1.5m/s, 满载 1.2m/s	空载 2m/s, 满载 1.5m/s
安全性	激光检测障碍物、货物检查、防脱轨等	红外线检测障碍物、LiDAR 支持
运行时间	充电 2-3 小时, 运行 8 小时	充电 2-3 小时, 运行 8 小时
认址方式	RFID+霍尔感应	二维码

数据来源：公司招股书及官网，兴业证券经济与金融研究院整理

SkyCube 方案货物入库流程：操作员整理货物至标准托盘，P 系列拣选机器人接收托盘，运至立体货架区域（最高 28 米，存储密度提升 5-8 倍）并至目标货架的输送提升机旁，P 系列顶起托盘，输送提升机配合接过托盘上的货物，并垂直升至货架制定高度位置。货架上的 X 系列存储机器人（四向穿梭车）接过货物，并沿着货架上的轨道送至指定位置。

图36、SkyCube 解决方案机器人合作流程（以整托入库为例）



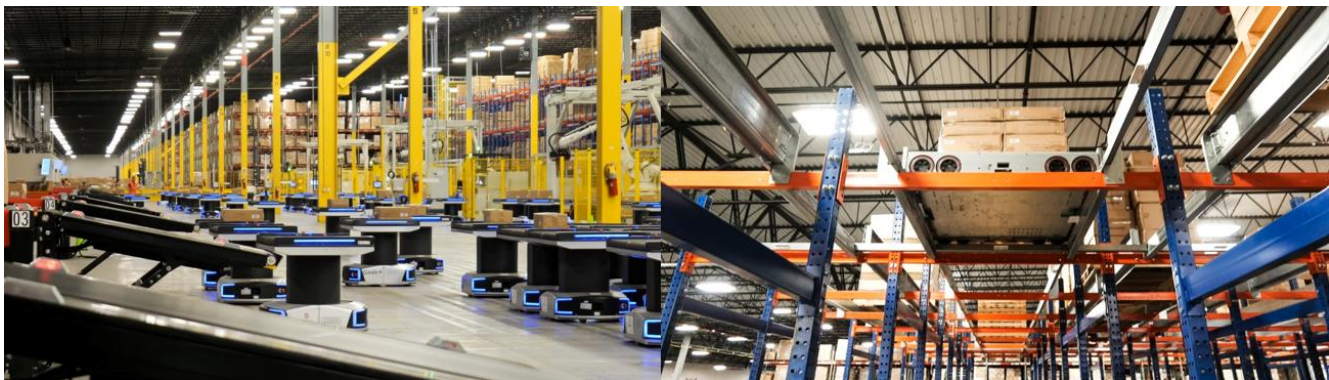
数据来源：公司招股书及官网，兴业证券经济与金融研究院整理

托盘到人拣选 SkyCube 方案案例：

- 美国第三方物流巨头 SHIP8：SkyCube 托盘到人解决方案（X1200 机器人+P800 机器人+输送提升机）。协助处理超 10,000 种 SKU，多机协同，运营效率提升 5 倍；库容跨越式增长；运营更加灵活，保障人工安全。

- 中国香港冷链巨头 **TAHUHU**：使用 SkyCube 方案，实现多温区协同，运营效率提升；存储容量提升 30%；7x24 小时全天候不间断作业。
- 锦江冷链：使用 SkyCube 方案，存储能力提升 70%，拣选效率提升超 90%，拣选准确率达 99.99%，人员成本减少 50%。
- 西门子能源上海高压开关厂：借助 SkyCube 方案，存储密度提升，出入库效率提升，运营流程时间缩短。

图37、SkyCube 方案在美国第三方物流巨头 SHIP8 中的运营实况



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 极智嘉机器人柔性分拣解决方案（FleetSort 方案）

地面分拣（落地式分拣）：使用 S20 系列分拣机器人，无需搭建平台，直接在现有仓库场地地面上分拣小型或中型包裹。极智嘉智能算法可实现格口和分拣路线的动态匹配，进行机器人任务均衡和交通管理，效率优化。

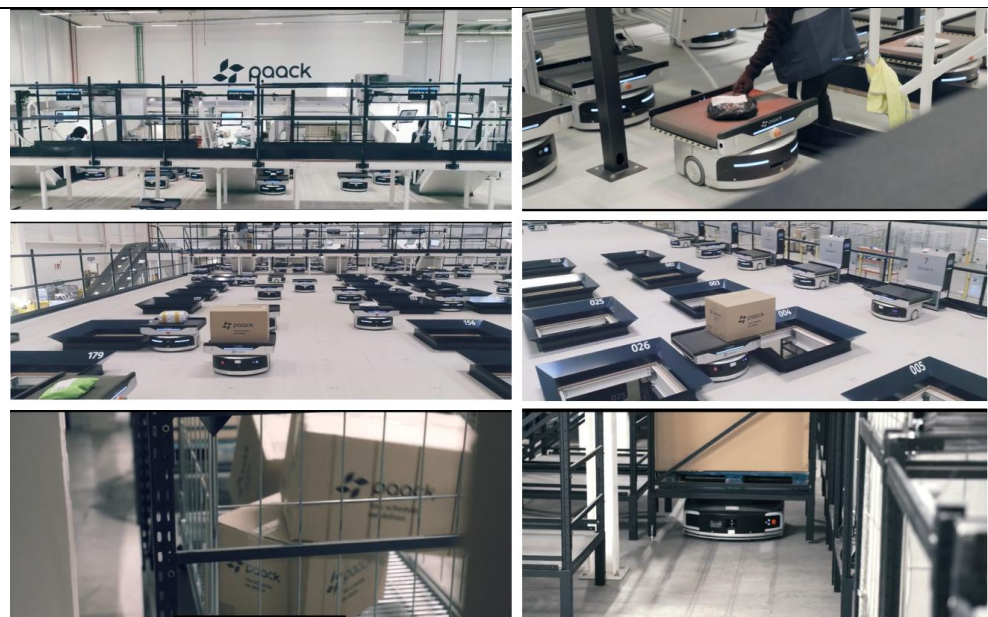
多层分拣（平台式分拣）：采用分拣机器人结合平台的运作方式，允许 S100 系列机器人在不同的平台层级上工作，小件分拣、中大件分拣和笼车搬运分层运行，进一步提高运营效率并使仓库空间利用率最大化。

图38、极智嘉智能分拣方案——地面分拣示例



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、极智嘉智能分拣方案多层分拣示例



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表12、极智嘉智能分拣方案 S20 和 S100 系列机器人规格

机器人型号	S20T	S20C	S20C-A	S100C
图示				
外形尺寸 (长*宽*高)	560*510*1345mm	560*600*1027mm	560*600* (577-1127) mm	1170*832*590mm
最大负载	8kg	20kg	20kg	100kg
最大负载尺寸 (长*宽*高)	320*320*300mm	600*420*400mm	600*420*400mm	1000*750*600mm
机器人重量	70kg	78kg	100kg	235kg
机器人最大速度	空载 2.5m/s, 负载 2.0m/s	空载 2.5m/s, 负载 2.5m/s	空载 2.0m/s, 负载 2.0m/s	空载 2.0m/s, 负载 1.6m/s
运行时间	充电 10 分钟工作 1.5 小时	充电 10 分钟工作 1.5 小时	充电 10 分钟工作 1.5 小时	充电 10 分钟工作 2-3 小时
障碍物检测方式	激光雷达	激光雷达	激光雷达	默认红外, 支持激光雷达

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

极智嘉智能分拣方案案例：

英国零售巨头 **ASDA**：采购 60 台极智嘉 S 系列分拣机器人，实现每小时逾 2000 件包裹分拣，分拣准确度高达到 99.99%。

欧洲领先的供应链解决方案集成商 **FDL**：极智嘉为其提供全柔性智能分拣解决方案，快速融入原有设备部署中，大量节约基础设施成本。生产效率提高 3 倍，分拣准确率达到 99%。

全球第三方物流巨头 **Toll Group 韩国智能仓**：Toll 全新智能仓位于韩国首尔利川，占地面积约四个足球场大，可存储多达 30 万个物品。在极智嘉智能分拣方案的助力下，超 60 台分拣机器人无缝协作优化分拣流程。客户生产效率和分拣效率提升 70%，实现更快速的订单履行，大幅节省时间及人工成本。

图40、极智嘉智能分拣 ASDA（左）、FDL（中）、棒谷科技（右）运用



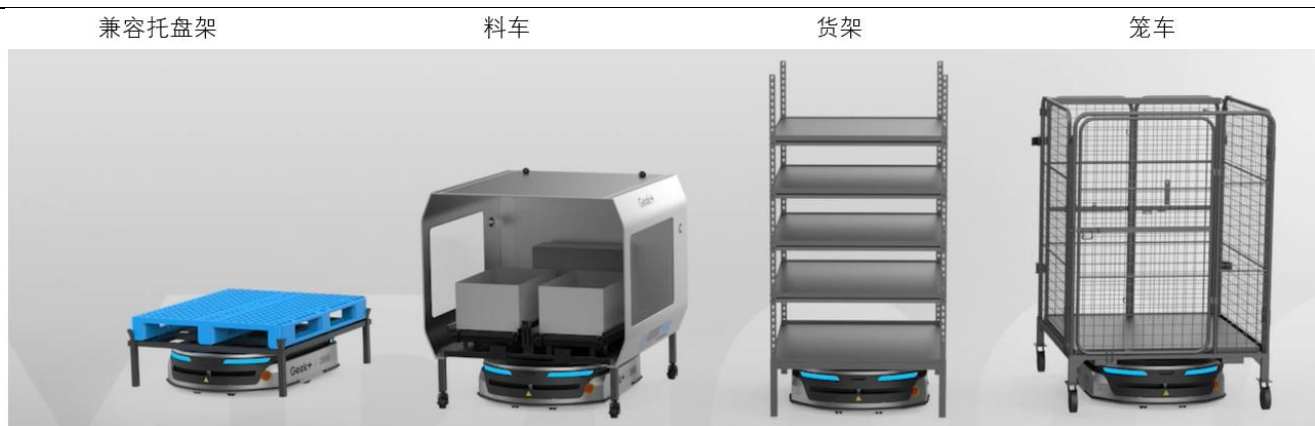
数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 极智嘉智能搬运方案：物料搬运、叉车方案

物料搬运方案：M 系列搬运机器人兼容托盘架、料车、货架、笼车等多种工具；也可以采用 P 系列机器人。提供工厂内端到端的智能物流解决方案，涵盖从原料进库存存储、生产线上料、工序间运输到制成品搬运的物料处理。

叉车方案：进行自动化托盘搬运和存储。适用于生产线上料、立库对接、低层货架存取、密集堆垛等多种场景。支持 2 吨以下载重范围、3 米以下提升高度。

图41、极智嘉智能搬运——物料搬运 M 系列机器人兼容不同工具



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表13、极智嘉智能搬运方案的 M 系列机器人规格

型号	M200C	M600C	M1000R
图示			
外形尺寸 (长*宽*高)	760*520*313mm	1100*700*316mm	1090*830*275mm
最大负载	200kg	600kg	1000kg
障碍物检测方式	前后激光雷达, 前向视觉避障	360°激光雷达, 前向视觉避障	360°激光雷达, 前向视觉避障
导航方式	均为: 激光 SLAM+反光板+二维码+视觉		
运行速度	均为: 空载 1.5m/s, 满载 1.5m/s		
停止精度	均为: <± 10mm, 1° (末端辅助定位)		
运行时间	均为: 充电 10 分钟, 工作 1 小时		

数据来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

表14、极智嘉智能搬运方案的 F 系列智能叉车规格

机器人型号	F20MT	F12ML	F20MT (图示)	F12ML (图示)
车体类型	窄体平面搬运型	窄体堆垛型		
外形尺寸 (长*宽*高)	1604*990*2067mm	1620*988*2057mm		
本体自重	580kg	755kg		
导航方式	激光 SLAM 导航	激光 SLAM 导航		
货叉尺寸	60*180*1200mm	66*180*1150mm		
叉齿检测	激光	激光		
托盘类型和尺寸	“川”字托盘、 1200*1200mm	“川”字托盘、 1200*1200mm		
托盘识别	3D 相机	3D 相机		
货叉最大提升高度	120mm	2000mm		
额定负载	2000kg	1200kg		
额定运行速度	1.5m/s	1.2m/s		
定位精度	± 10mm/ ± 1°	± 10mm/ ± 1°		
运行时间	4-6h	4-6h		

数据来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

极智嘉智能搬运方案案例:

- **顺丰供应链:** 采用极智嘉搬运机器人 M200C 进行拣货区和集货区之间的长距离自动搬运。仅花 20 天部署, 支持每天上百家门店咖啡物料配送; 灵活应对业务波峰; 实现数字化、无纸化仓库运营。
- **PCB 公司世运电路:** 采购极智嘉无人叉车。简易操作大幅提升效率: 只需人工输入需求, 任务按优先级自主分配, 避免人工出错, 搬运效率提升 30%, 人员节省 40%。
- **智慧物流综合方案供应商盈智科技:** 采购极智嘉搬运机器人 MP1000R, 携手落地无人化港口冷链智慧仓。极智嘉搬运系统与盈智科技业务系统协同, 管理物料出入库, 完成盘点、缠膜、托盘管理、配送等流程任务。实现超 1500 托/天拣货及配送, 搬运效率提升 42%, 搬运准确率达 99.99%。

图42、极智嘉智能搬运在顺丰供应链（左）、世运电路（右）的运用



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

四、出海表现出众，客户复购率高，规模效应渐显

（一）出海表现卓越，客户复购率高

● 极智嘉业务全球布局，触达多家知名客户

截至 2025H1 末，公司有南京及合肥生产基地，在中国香港、美国、德国、韩国
有销售子公司；业务触达 40 多个国家及地区超 850 位终端客户，其中包括超
65 家福布斯世界 500 强客户；在全球有超过 52 个服务站点和服务合作伙伴站
点、12 个备件中心以及超过 310 名工程师。公司项目覆盖零售、鞋服、医药、
3PL、汽车、锂电、光伏、电子等行业，主要收入来自电子商务、快速消费品及
第三方物流公司。客户包括沃尔玛、丰田、西门子、宝马等知名企业。

图43、极智嘉业务全球布局图示



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表15、极智嘉主要子公司概况

子公司名称	注册成立地点	成立日期	主要业务活动
南京极智嘉机器人有限公司	中国大陆	2017.10.11	生产机器人
Geek Plus International Company Limited	中国香港	2017.9.20	销售 AMR 解决方案
Geekplus America Inc.	美国	2019.8.7	销售 AMR 解决方案
Geekplus Europe GmbH	德国	2019.11.15	销售 AMR 解决方案
Geekplus Korea Limited	韩国	2021.11.11	销售 AMR 解决方案

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、极智嘉业务触达多家全球知名企业



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

● 合肥基地产能保障充足，关键零部件自研

合肥基地投产，产能保障充足。公司合肥基地 2024H2 投产，2024 年南京及合肥基地年化产能合计 21,250 台 AMR，产量 17,243 台，产能利用率 81.1%。合肥基地设计年产能充足，保障机器人硬件中长期出货增长需求。

关键零部件自研。公司的关键材料主要包括机器人的结构部件、马达、驱动轮、控制器及动力电池。公司自行研发关键组件，性能及成本效率高于市场标准方案，例如自行开发的专有安全控制器整合了软件以简化硬件功能，缩小了尺寸并降低了成本。

表16、极智嘉 AMR 机器人产能及产量（单位：台）

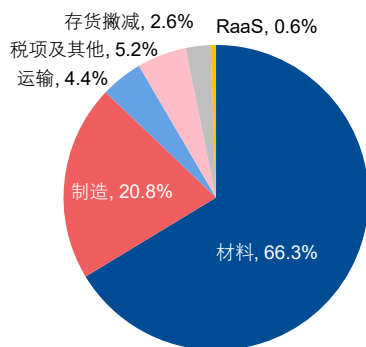
		2022A	2023A	2024A
有效产能	南京	11,750	12,000	11,250
	合肥	/	/	10,000
	合计	11,750	12,000	21,250
产量	南京	10,063	10,883	9,941
	合肥	/	/	7,302
	合计	10,063	10,883	17,243
产能利用率	南京	85.6%	90.7%	88.4%
	合肥	/	/	73.0%
	合计	85.6%	90.7%	81.1%

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

供应商分散。公司采取集中采购模式，与专业供应商合作，制造特定半成品，如电路板和底盘组件。公司对供应商实施生命周期评估和管理策略，并在供应链各

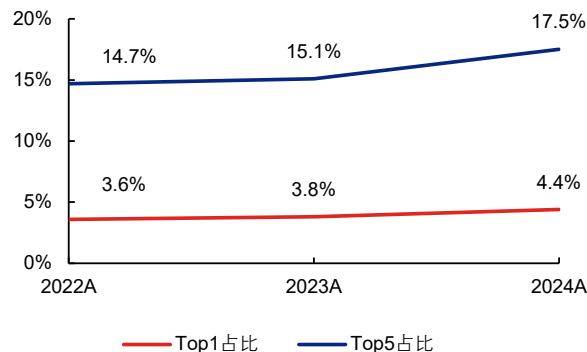
阶段都设有备选供应商以控制成本并确保交付。2022-2024 年公司前五大供应商各占公司总采购额的 14.7%、15.1%及 17.5%，单一最大供应商占比则依次为 3.6%、3.8%及 4.4%，公司对单一供应商依赖程度低。

图45、2024 年极智嘉销售成本结构



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、极智嘉供应商采购金额来源较分散

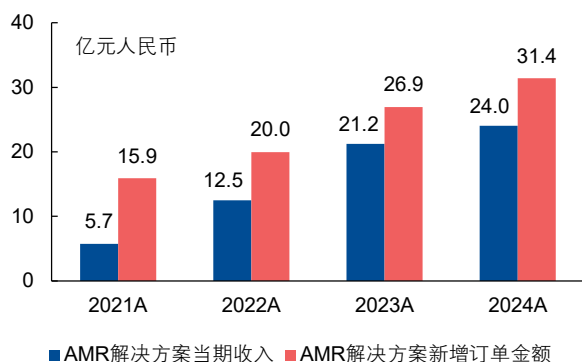


数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

● 订单饱满，收入高增

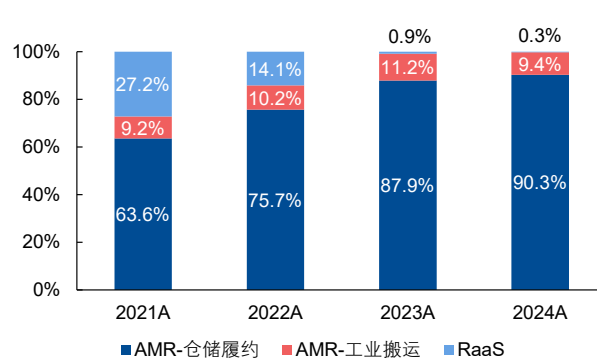
公司最初提供标准化的机器人租赁服务 RaaS 以推广 AMR 方案，现已缩减 RaaS 规模，2024 年 SaaS 收入占比仅为 0.3%，而 AMR 解决方案收入占比 99.7%。2024 年公司收入 24.1 亿元，较 2021 年年复合增长 45.0%。从订单情况看，公司 2024 年 AMR 解决方案新增订单量达 31.4 亿元；2025H1 同比+30.1%至 17.6 亿元，维持高增长。

图47、极智嘉 AMR 解决方案收入与订单金额



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、极智嘉历年销售收入结构按业务



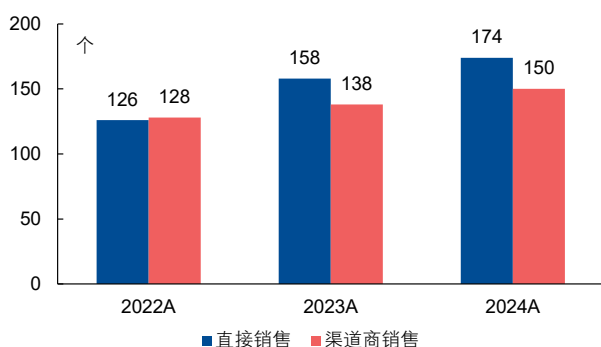
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

● 直销与渠道商并重，渠道商助力拓展客户

直销：公司利用直接销售网络管理关键客户、展示产品功能和建立品牌形象。2024 年，公司 AMR 解决方案共向 324 个终端客户销售，其中直销客户 174 个、渠道商销售客户 150 个；直销收入占比 67.0%。2022 至 2024 年，公司《财富》500 强终端客户订单中，约 80%来自直销渠道，尤其是在公司建立了本地团队并具备服务能力的美国、中国、德国、日本等成熟市场。

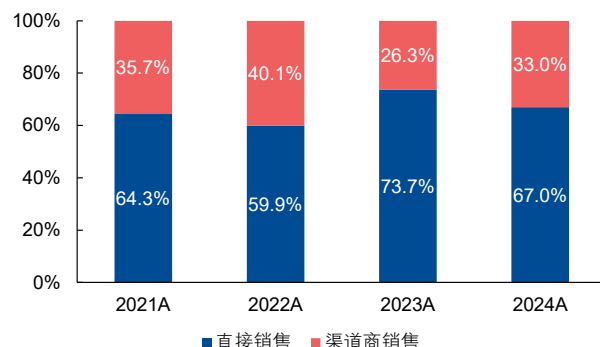
渠道商销售：以集成商为主。1) 专门的渠道商：直接向终端客户转售极智嘉 AMR 解决方案。**2) 集成商：**根据其终端客户定制需求，将极智嘉 AMR 产品与集成商自己的软件平台及第三方自动化组件（包括传送带、分拣机及自动化立体仓库）整合后销售。由于仓储履约 AMR 信任门槛高，客户进入壁垒高，借助集成商有助于拓展欧美等发达地区市场及客户。

图49、极智嘉 AMR 解决方案客户数量按渠道



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、极智嘉 AMR 解决方案收入结构按渠道



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

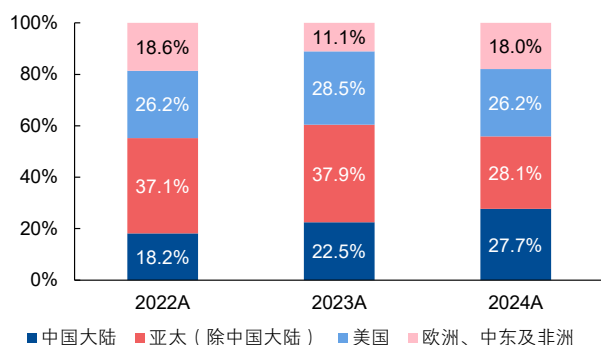
● 海外收入占比高，拉升利润率

极智嘉 2015 年成立，2017 年就成功交付日本项目，此后持续推进出海战略。2024 年公司 AMR 解决方案销售收入中，中国大陆占比 27.7%，亚太 28.1%，美国 26.2%，欧洲、中东及非洲 18.0%。2024 年，公司前五大客户收入占比 42.1%，前五大客户均来自海外市场，包括德国、韩国、日本及西班牙。

从利润水平来看，由于公司解决方案定价与客户回本周期挂钩，销售价格与客户所在地劳工成本正相关，因此发达地区尤其是欧美市场业务的毛利率更高。

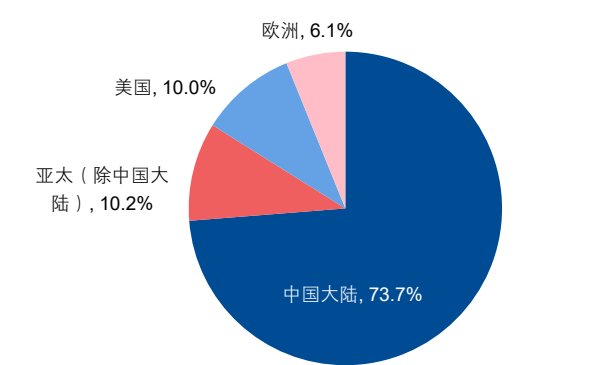
2024 年公司 AMR 业务的海外市场毛利率（不含存货减值）为 46.5%，较中国大陆业务高出 35.5pcts。

图51、极智嘉 AMR 解决方案收入结构按市场



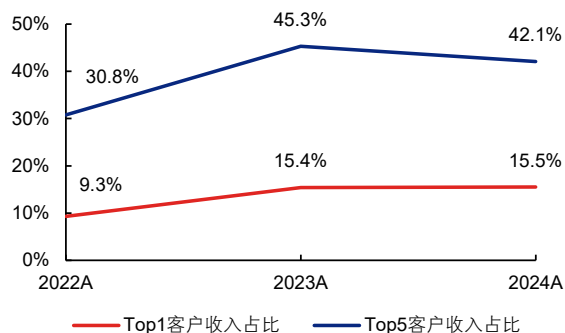
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、2024 年末极智嘉员工人数结构按区域



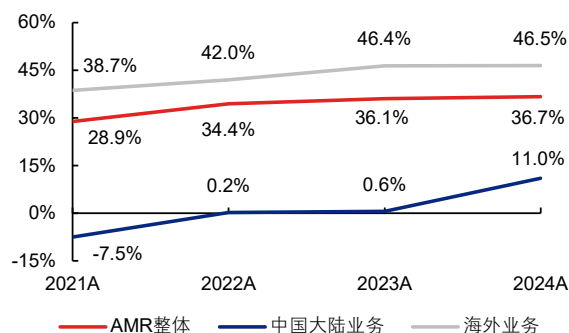
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图53、极智嘉 AMR 解决方案收入集中度



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、极智嘉 AMR 方案海外毛利率更高



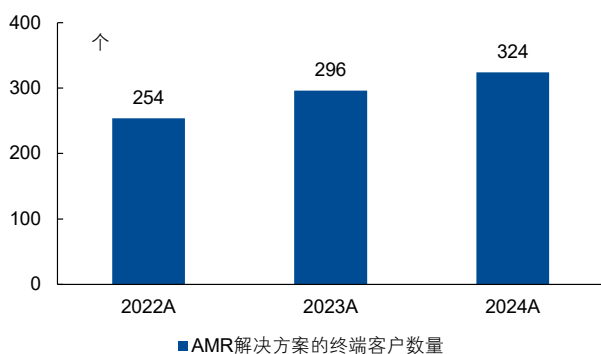
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：上述数据为不含存货减值的毛利率

● 客户粘性强，复购率高

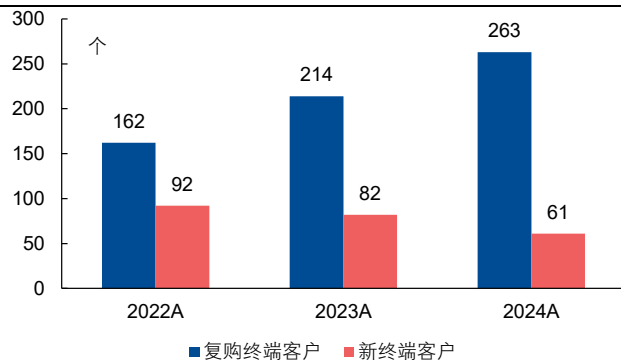
从客单价看，2024 年极智嘉 AMR 方案的终端客户客均收入 741 万元。从复购客户数量来看，2024 年公司 AMR 解决方案终端客户共 324 个，其中复购终端客户 263 个、新客 61 个。从复购客户收入贡献来看，2024 年复购客户占公司 AMR 解决方案总收入的 74.6%，2025H1 则超 80%。

图55、极智嘉 AMR 方案的终端客户数量



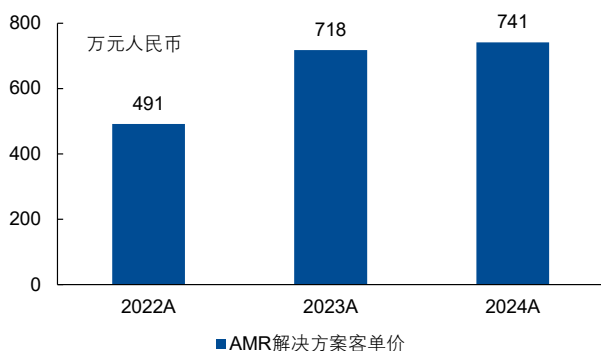
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图56、极智嘉 AMR 方案终端客户数量按类型



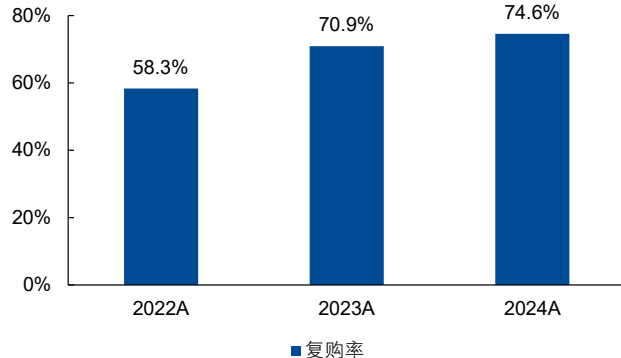
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图57、极智嘉 AMR 方案终端客户客单价



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图58、极智嘉 AMR 方案客户复购率



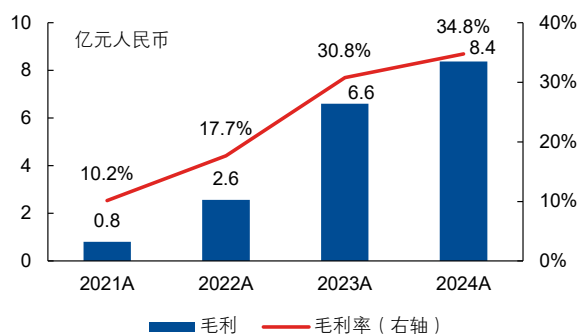
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

*复购率=AMR 复购终端客户收入/AMR 总收入

（二）规模效应渐显，利润指标显著改善

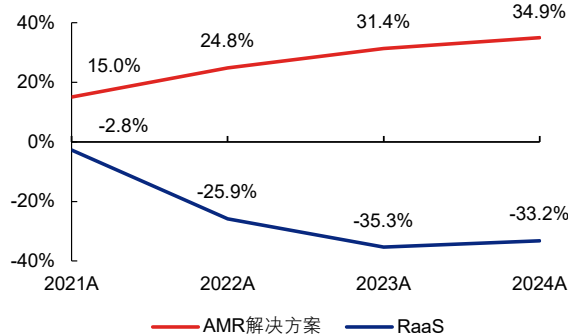
毛利率提升、费用率下降：2024 年公司毛利率 34.8%，较 2021 年提升 24.6pcts，系因规模效应增强、产品结构优化（低毛利的 SaaS 业务减少）。2024 年公司销售+管理+研发+财务费用率合计-39.9%，较 2021 年下降 70.0pcts，主要由于规模效应增强。

图59、极智嘉历年毛利及毛利率



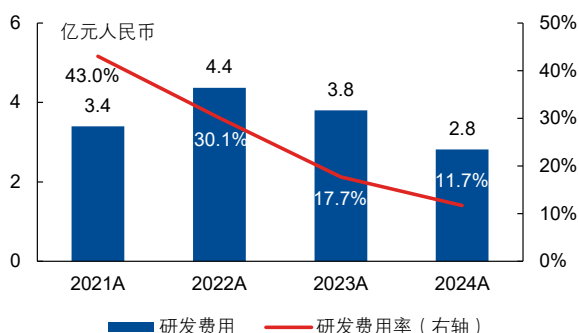
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图60、极智嘉历年毛利率按业务线



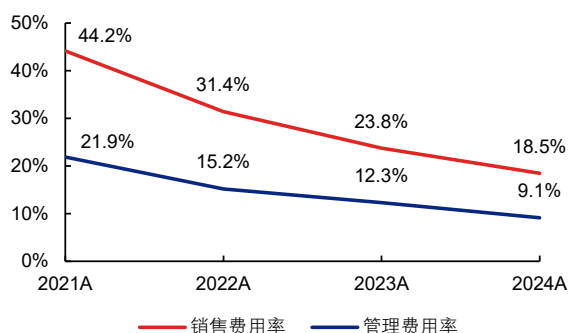
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、极智嘉历年研发费用及费用率



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

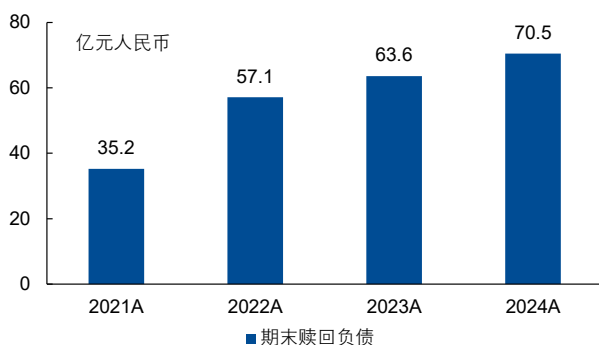
图62、极智嘉销售及管理费用率大幅下降



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

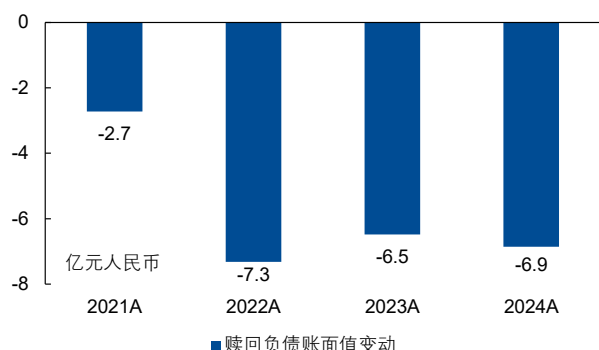
赎回负债上市后消除：在 IPO 前的融资活动中，极智嘉曾授予若干投资人特殊权利，其中包括赎回权，产生赎回负债。赎回负债初步按赎回金额的账面值计量，其后按摊销成本计量，利息开支计入赎回负债账面值变动，因此影响账面利润。由此，2024 年末公司资产负债表的赎回负债金额高达 70.5 亿元，导致资产负债率异常高值。同时，公司账面利润受赎回负债账面值变动干扰较大。据公司招股书，该赎回权于上市之时自动终止。

图63、极智嘉资产负债表中的期末赎回负债金额



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图64、极智嘉利润表中的赎回负债账面值变动

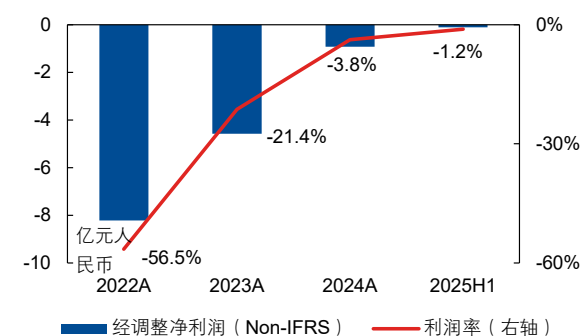


数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

Non-IFRS 净利润已大幅改善：Non-IFRS 口径剔除了赎回负债账面值变动、以权益结算的股份支付开支、上市开支等因素影响。公司规模效应增强，毛利率提升、费用率下降，2022-2024 年 Non-IFRS 口径经调整净利润的亏损额边际收窄。2024 年公司经调整净利润率（Non-IFRS）升至-3.8%。

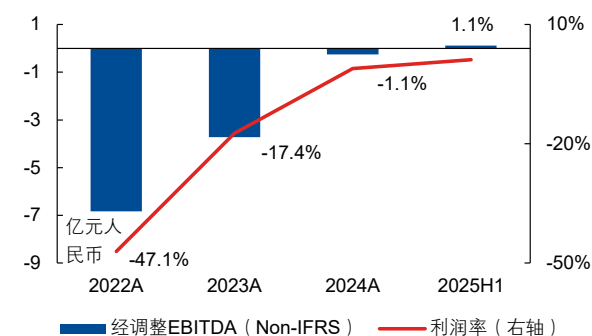
2025H1 业绩继续改善：公司 2025H1 收入 10.25 亿元，同比+31.0%；经调整净亏损 1,189 万元，同比收窄 94.0%；经调整净利润率（Non-IFRS）-1.2%，已接近扭亏为盈。

图65、极智嘉经调整净利润（Non-IFRS）



数据来源：公司招股书及财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图66、极智嘉经调整 EBITDA（Non-IFRS）



数据来源：公司招股书及财报，兴业证券经济与金融研究院整理

五、盈利预测及估值

● 盈利预测：2025 年 Non-IFRS 口径有望扭亏，长期业绩弹性大

收入：结合 AMR 行业增速、极智嘉竞争力及订单表现，我们预计公司 2025-2027 年公司 AMR 收入年复合增速有望达 30%；同时公司 SaaS 业务逐步剥离，预计后续鲜有收入贡献。综合考虑，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 31.73、42.16、55.19 亿元，分别同比+31.7%、+32.9%、+30.9%。

毛利率：2021-2024 年，公司毛利率从 10.2%升至 34.8%，受规模效应增强（同期 AMR 业务毛利率 15.0%提升至 34.9%）、低毛利的 RaaS 业务占比下降共同驱动。随着公司收入提升，规模效应有望继续增强，预计 2025-2027 年毛利率在 35%-40%区间内稳步提升。

研发费用率：2021-2024 年公司年均研发费用 3.60 亿元，研发费用率从 43.0%降至 11.7%。我们预计公司为保持 AMR 软硬件及算法领先水准，需要继续投入研发，叠加公司宣布成立具身智能子公司，我们预计后续公司年研发费用继续增长，研发费用率维持在 10%左右。

销售、管理费用率：随着公司销售网络铺设完善，规模效应提升，预计费用率显著回落。

净利润：综合考虑，我们预计公司 2025 年净利润（Non-IFRS）扭亏为盈，2026-2027 年有望高增长。具体来看，预计公司 2025-2027 年净利润（Non-IFRS）分别为 1.73、4.20、7.11 亿元，利润率分别为 5.5%、10.0%、12.9%。

表17、极智嘉核心盈利预测表

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	419,738	710,768
毛利率	34.8%	36.8%	37.9%	38.8%
经调整净利润率(Non-IFRS)	-3.8%	5.5%	10.0%	12.9%
ROE	/	/	10.5%	15.6%
EPS-摊薄（Non-IFRS）(元)	-0.32	0.21	0.31	0.53
市销率	14.6	11.1	8.3	6.4
市盈率（Non-IFRS）	/	202.8	83.7	49.4

数据来源：公司财报、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

*注：市销率及市盈率按照 2025/10/21 港股收盘价计算，市盈率按照公司市值/经调整净利润（Non-IFRS）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。因上市前具有赎回权的普通股的影响，计算公司 2025 年 EPS 的普通股加权平均数较低，当年 EPS 被动抬升

表18、极智嘉盈利预测

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	789.7	1,452.2	2,142.9	2,409.0	3,173.1	4,216.0	5,519.1
Yoy		83.9%	47.6%	12.4%	31.7%	32.9%	30.9%
AMR 解决方案收入	574.7	1,247.4	2,124.0	2,402.3	3,171.4	4,216.0	5,519.1
RaaS 收入	215.0	204.7	18.9	6.7	1.6	0.0	0.0
毛利（百万元）	80.2	256.5	659.3	837.2	1,168.1	1,596.6	2,143.0
存货减值	-79.6	-119.6	-100.2	-41.5	-15.9	-21.1	-27.6
剔除存货减值的毛利	159.9	376.2	759.5	878.7	1,183.9	1,617.7	2,170.6
毛利率	10.2%	17.7%	30.8%	34.8%	36.8%	37.9%	38.8%
剔除存货减值的毛利率	20.2%	25.9%	35.4%	36.5%	37.3%	38.4%	39.3%
期间费用（百万元）	-868.4	-1125.7	-1165.9	-961.9	-1102.1	-1247.9	-1459.0
销售费用	-348.7	-455.7	-509.2	-445.6	-481.7	-543.7	-621.7
管理费用	-173.1	-220.8	-263.6	-220.3	-259.0	-254.1	-293.2
研发费用	-339.6	-436.8	-379.9	-282.0	-352.3	-440.0	-533.5
财务费用	-7.0	-12.5	-13.3	-13.9	-9.1	-10.1	-10.5
期间费用率	-110.0%	-77.5%	-54.4%	-39.9%	-34.7%	-29.6%	-26.4%
销售费用率	-44.2%	-31.4%	-23.8%	-18.5%	-15.2%	-12.9%	-11.3%
管理费用率	-21.9%	-15.2%	-12.3%	-9.1%	-8.2%	-6.0%	-5.3%
研发费用率	-43.0%	-30.1%	-17.7%	-11.7%	-11.1%	-10.4%	-9.7%
财务费用率	-0.9%	-0.9%	-0.6%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
其他（百万元）	-262.0	-694.9	-615.9	-702.6	68.4	68.2	78.1
其他收入及亏损净额	3.5	73.2	33.2	-1.6	54.5	78.6	91.7
就贸易应收款项确认的减值亏损	-1.9	-11.3	-9.9	-15.2	-7.3	-10.4	-13.6
赎回负债账面值变动	-271.9	-732.0	-648.0	-685.8	21.2	0.0	0.0
税前利润（百万元）	-1050.2	-1564.1	-1122.5	-827.3	134.4	416.9	762.1
所得税	0.0	-3.1	-4.2	-4.2	-1.3	-20.8	-76.2
有效税率	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	-1.0%	-5.0%	-10.0%
期内利润（百万元）	-1050.2	-1567.1	-1126.7	-831.5	133.1	396.0	685.9
期内其他全面收益（税后）	-0.3	-3.8	-9.6	-3.7	-4.9	-6.5	-8.5
净利润（百万元）	-1050.5	-1571.0	-1136.3	-835.2	128.2	389.5	677.4
净利润率	-133.0%	-108.2%	-53.0%	-34.7%	4.0%	9.2%	12.3%
经调整净利润（Non-IFRS）（百万元）	-766.6	-820.9	-457.6	-92.2	173.1	419.7	710.8
经调整净利润率（Non-IFRS）	-97.1%	-56.5%	-21.4%	-3.8%	5.5%	10.0%	12.9%

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

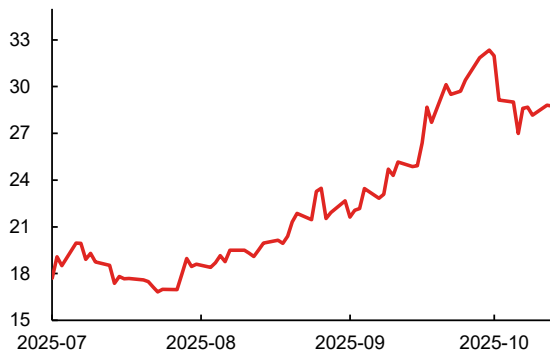
● 公司估值及投资建议

从股价走势来看：极智嘉 2025 年 7 月 9 日港股上市，IPO 定价 16.8 港元/股，上市以来股价波动上涨，截至 2025 年 10 月 21 日收盘，累计上涨 71.2%；对应 PS（TTM）在 8.5x-14.9x 之间波动上行。截至 2025 年 10 月 21 日收盘，PS（TTM）为 13.2x，对应 2025-2027 年的 PS 分别为 11.1x、8.3x、6.4x。

从估值对比来看：极智嘉是第一家以 AMR 为主业的上市公司，我们选择其他业务比较新的港股先进制造业公司、美股仓储机器人系统集成商作为对比。美国 Symbotic（股票代码 SYM.O）是仓储机器人系统集成商，与沃尔玛强绑定，客户与场景较为单一，截至 2025 年 10 月 21 日收盘的 PS（TTM）为 18.8x，上市以

来（截至同期）PS（TTM）中位数为 14.5x。港股先进制造业公司，如微创机器人-B（手术机器人）、越疆（协作机器人+具身智能）、地平线机器人-W（车载智能计算+AloT 机器人芯片+具身智能）、优必选（具身智能）、博雷顿（电动工程机械+无人驾驶），截至 2025 年 10 月 21 日收盘的 PS（TTM）均超 17x。

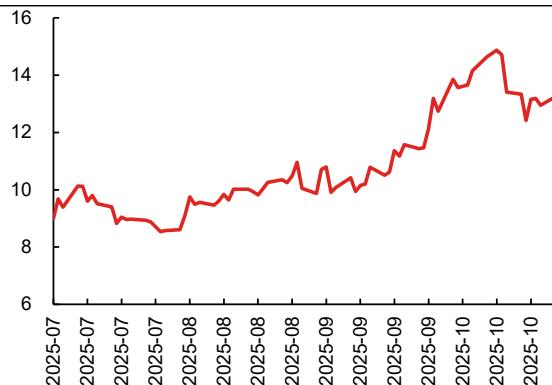
图67、极智嘉股价（港元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：数据截至 2025 年 10 月 21 日

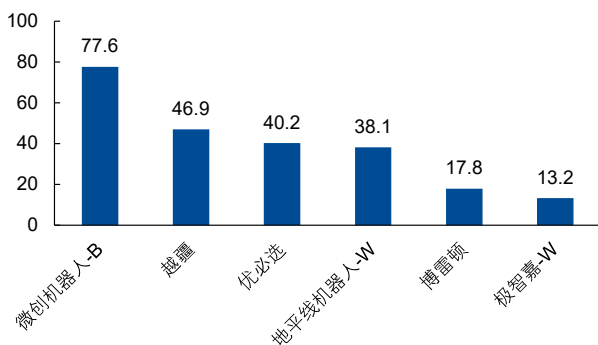
图68、极智嘉 PS（TTM）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：数据截至 2025 年 10 月 21 日

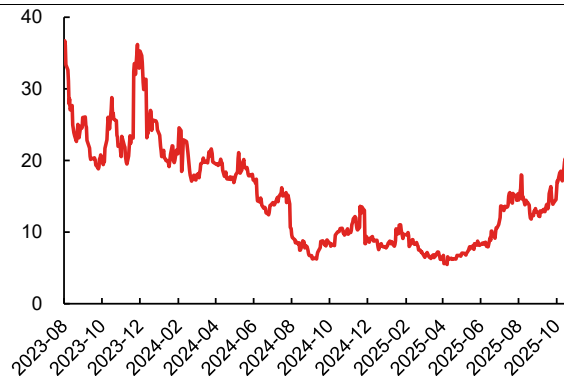
图69、港股先进制造业公司 PS（TTM）估值对比



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：按照 2025 年 10 月 21 日收盘市值计算

图70、Sybotic（SYM.O）的 PS（TTM）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：数据截至 2025 年 10 月 21 日

从同业公司股价复盘来看，港股先进制造业公司受进入港股通利好、禁售期结束利空影响大。以优必选和速腾聚创为例，**1）优必选**：2023 年 12 月 29 日港股上市；2024 年 3 月 5 日纳入港股通，3 月 7 日盘中股价最高较 3 月 4 日收盘价上涨 230%；2024 年 12 月 29 日（周日）公司股票首批解禁（禁售期 1 年），12 月 30 日公司收盘价下跌 32%并在此后持续下跌，2025 年 1 月 13 日收盘价较解禁前收盘价下跌 53%。**2）速腾聚创**：2024 年 1 月 5 日港股上市；2024 年 5 月 17 日（周五）盘后恒生科技指数公司公布的季检结果称速腾聚创将纳入恒生综合指数，5 月 20 日公司盘中股价最高较上一交易日收盘价上涨 90%；2024 年 6 月 11 日纳入港股通，当日盘中股价最高较上一交易日收盘价上涨 72%；7 月 5 日公司基石投资者股票解禁（禁售期 6 个月），当日公司收盘价下跌 69%。

图71、优必选及速腾聚创股价复盘



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：数据截至 2025 年 10 月 21 日

我们的观点：从基本面来看，极智嘉是全球仓储履约 AMR 龙头，具备技术+出海+客户优势。公司核心算法构筑壁垒，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。我们战略看多仓储履约 AMR 行业、具身智能行业发展前景，战略看多极智嘉长期投资价值。**从交易层面来看**，目前公司合计 89.87% 股权处于禁售期，实际可自由交易股权占比较低，若后续纳入港股通，或进一步加大股价弹性。综合考虑，我们维持公司“增持”评级，建议投资者关注。

六、风险提示

技术风险。若公司无法持续研发或有效应对 AMR 解决方案行业不断发展的技术及市场动态，公司业务及业绩会受重大不利影响。

需求不及预期。若仓储自动化、AMR 行业发展不及预期、渗透率不足，公司会出现客户需求疲弱、订单不及预期的情况。

降本不及预期。若公司不能严控成本、降低费用率，可能出现收入增长但亏损加大的情况。

市场竞争加剧。AMR 行业客户需求差异大，市场集中度较低，若行业竞争加剧，将影响公司产品售价及利润。

海外政治及政策波动风险。政治及政策风险可能导致公司部分零部件供应波动、产品出口受阻，影响生产及海外销售。

存货及资产减值。AMR 技术持续进步，若公司存量产能或库存产品技术落后，可能需要计提减值。

港股解禁风险。港股次新股在禁售期结束初期，盘面往往有较大抛压，可能导致公司股价下挫。

公司经营风险。公司自身发展战略、日常管理不当导致自身处于被动地位。

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	6,603,024	7,616,394	9,285,174
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	3,527,578	3,923,981	4,476,231
总资产	3,204,430	6,892,847	7,986,975	9,857,136
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	3,783,274	4,196,491	4,898,723
少数股东净资产	0	0	0	0
所有者权益	-6,248,799	3,783,274	4,196,491	4,898,723
负债及权益合计	3,204,430	6,892,847	7,986,975	9,857,136

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	444,142	727,155
投资活动净现金	48,044	-23,901	-80,274	-210,388
融资活动净现金	-56,148	2,866,418	32,535	35,483
现金净变动	-116,205	2,891,601	396,402	552,250
期初现金及现金等价物	760,397	635,977	3,527,578	3,923,981
期末现金及现金等价物	635,977	3,527,578	3,923,981	4,476,231

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

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	78,568	91,683
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	426,970	772,674
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	416,894	762,133
所得税	-4,220	-1,344	-20,845	-76,213
期内亏损	-831,501	133,077	396,049	685,920
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	389,528	677,383
经调整净利润（Non-IFRS）	-92,237	173,109	419,738	710,768

主要财务比率

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	/	/	203.9%	73.9%
经调整净利润（Non-IFRS）增长率	/	/	142.5%	69.3%
盈利能力				
毛利率	34.8%	36.8%	37.9%	38.8%
净利率	-34.7%	4.0%	9.2%	12.3%
经调整净利率(Non-IFRS)	-3.8%	5.5%	10.0%	12.9%
ROA（Non-IFRS）	/	/	5.6%	8.0%
ROE（Non-IFRS）	/	/	10.5%	15.6%
偿债能力				
资产负债率	295.0%	45.1%	47.5%	50.3%
流动比率	0.3	2.2	2.0	1.9
速动比率	0.2	1.7	1.6	1.4
运营能力（次）				
资产周转率	0.7	0.6	0.6	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	0.21	0.31	0.53
每股净资产	-5.39	2.83	3.14	3.66
每股经营性现金流	-0.37	0.06	0.33	0.54
估值比率(倍)				
PS	14.6	11.1	8.3	6.4
PE（Non-IFRS）	/	202.8	83.7	49.4

*注：表中估值倍数按 2025 年 10 月 21 日收盘价计算

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广西交通投资集团有限公司、中港投资有限公司、中华人民共和国广东省深圳市人民政府、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳城投控股有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、天长市农业发展有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、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、中华人民共和国广东省人民政府、土耳其主权基金、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、徽商银行、运城发展投资集团有限公司、滨州智慧城市运营有限公司、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、历城国际发展有限公司、郑州城市发展集团有限公司、济南历城控股集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）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、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、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、Sino Trendy Investment Limited、SHENZHEN MUNICIPAL PEOPLE ' S GOVERNMENT OF GUANGDONG PROVINCE OF THE PEOPLE ' S REPUBLIC OF CHINA、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENGDDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、People ' s Government of Guangdong Province of the People's Republic of China、Turkey Wealth Fund、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Huishang Bank Corporation Limited、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI ' AN HOLDING GROUP CO., LTD.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) 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.、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 Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding 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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中坡信息、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

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编：200135

邮箱：research@xyzq.com.cn

深 圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编：518035

邮箱：research@xyzq.com.cn

北 京

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：100020

邮箱：research@xyzq.com.cn

香 港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

邮编：518035

邮箱：ir@xyzq.com.hk