



公司评级 买入（首次）

报告日期 2025 年 10 月 25 日

基础数据

10 月 24 日收盘价（港元）	142.70
总市值（亿港元）	673.45
总股本（亿股）	4.72

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】海外人形机器人行业 2025 年中期策略：量产逐步落地，看好海外中资公司潜在弹性_20250519

分析师：余小丽

S0190518020003
AXK331
yuxiaoli@xyzq.com.cn

分析师：张忠业

S0190522070004
zhangzhongye@xyzq.com.cn

分析师：李梦旋

S0190523060003
limengxuan@xyzq.com.cn

分析师：张弘彬

S0190524080002
zhanghongbin@xyzq.com.cn

请注意：张忠业、李梦旋、张弘彬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。

优必选(09880.HK)

港股通（沪/深）

人形机器人行业翘楚，商业化落地进度居前

投资要点：

- **我们的观点：**优必选是具身智能人形机器人行业翘楚，技术及产品不断迭代；公司持续聚焦人形机器人的工业场景规模化落地，Walker 系列 2025 年内累计已获超 6.3 亿元订单，持续领跑全球人形机器人商业化进程；公司规模效应增强，长期空间和业绩弹性可期。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 18.43、27.15、39.86 亿元（人民币，下同），分别同比+41.2%、+47.3%、+46.8%。截至 2025 年 10 月 24 日收盘，公司股价对应 2025-2027 年 PS 分别为 33.3x、22.6x、15.4x。首次覆盖我们给予公司“买入”评级，建议投资者关注。
- **具身智能人形机器人行业翘楚，技术占优，斩获亿元大单，商业化落地进度居前：**
 - **技术及产品不断迭代，掌握核心专利：**优必选具身智能人形机器人聚焦工业应用场景，陆续推出 Walker S、Walker S1 及 Walker S2。公司全栈技术自研，持续发力仿人大脑、仿人小脑、高性能肢体关键技术群，精进高性能伺服驱动器、大模型、语义 VSLAM、学习型运动控制、视觉感知、多模态交互等核心技术，其群脑网络 2.0 与 Co-Agent 技术结合，构建工业级具身智能人形机器人 AI 双循环，实现人形机器人单机自主和群体协同螺旋式进化。截至 2025H1 末，公司已获授权专利 2,790 项，较 2024 年末新增 4.1%。
 - **斩获亿元大单，商业化落地进度居前：**公司持续聚焦人形机器人的工业场景规模化落地，2025H1 Walker S 系列实训迈入 2.0 阶段，通过多机协同执行产线级任务，串联起料箱搬运、SPS 分拣、零件安装、过程材料操作、质量检查等一系列工位级任务。优必选继 2025 年 9 月斩获 2.5 亿元全球单笔最大金额订单后，2025 年 10 月 16 日又宣布中标 1.26 亿元“广西具身智能数据采集及测试中心设备采购及安装”项目，涵盖最新款可自主换电版 Walker S2；至此，优必选 Walker 系列人形机器人 2025 年内累计已获超 6.3 亿元订单，持续领跑全球人形机器人商业化进程。
- **规模效应增强，业绩边际改善：**1) 收入：2025H1，公司收入同比+27.5%至 6.21 亿元。其中，教育智能机器人及解决方案、物流智能机器人及解决方案、其他产业定制智能机器人及解决方案、消费级机器人及其他硬件设备的收入各占 38.6%、9.0%、10.3%、41.8%，收入同比增速各为+48.8%、-5.7%、-29.8%、+48.9%。其他产业定制智能机器人及解决方案收入下滑主要受产品开发及交付节奏短期影响。2) 毛利：2025H1 公司毛利同比+17.3%至 2.17 亿元，毛利率同比-3.0pcts 至 35.0%，系因教育智能机器人及解决方案毛利率降低。3) 净利：2025H1 公司归母净亏损同比缩窄 19.9%至 4.14 亿元，系因：公司毛利提升，规模效应增强带动销售、管理、研发费用率下降，利息支出及信用减值损失减少。
- **风险提示：**技术风险、人形机器人商业化进度不及预期、市场竞争加剧、存货及资产减值、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)	1,305,361	1,843,087	2,714,988	3,986,121
同比增长	23.6%	41.2%	47.3%	46.8%
归母净利润(千元)	-1,123,590	-921,949	-699,992	-354,262
归母净利润率	-86.1%	-50.0%	-25.8%	-8.9%
毛利率	28.7%	33.3%	35.2%	36.5%
ROE	-55.2%	-28.0%	-15.8%	-7.9%
EPS-摊薄(元)	-2.67	-2.04	-1.45	-0.70
市销率	47.1	33.3	22.6	15.4

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：市销率按照 2025/10/24 港股收盘价计算

资产负债表				
单位：千元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,906,193	5,363,867	5,650,319	6,439,348
货币资金	1,223,715	3,466,168	3,526,068	4,066,258
交易性金融资产	15,008	16,509	18,160	19,976
应收票据	36,819	40,501	44,551	49,006
应收账款	913,498	1,042,767	1,183,824	1,338,620
预付款项	117,801	129,581	142,539	156,793
其他应收款	26,435	38,134	41,947	46,142
存货	460,500	506,550	557,205	612,926
其他流动资产	112,417	123,659	136,025	149,627
非流动资产	2,227,332	2,481,405	2,671,805	2,810,516
长期应收款	140,351	154,386	169,825	186,807
长期股权投资	23,352	25,687	28,256	31,082
其他权益工具投资	49,795	54,775	60,252	66,277
固定资产	139,035	258,939	520,308	798,363
在建工程	1,308,779	1,439,657	1,367,674	1,230,907
使用权资产	58,063	25,271	-13,060	-58,546
无形资产	447,448	456,131	465,334	475,089
商誉	10,351	11,386	12,525	13,777
长期待摊费用	28,635	31,499	34,648	38,113
其他非流动资产	21,523	23,675	26,043	28,647
总资产	5,133,525	7,845,272	8,322,124	9,249,863
流动负债	2,092,547	2,419,056	2,962,032	3,573,497
短期借款	793,365	872,702	959,972	1,055,969
应付账款	547,808	719,843	1,092,898	1,517,450
合同负债	61,425	67,568	74,324	81,757
应付职工薪酬	124,344	136,778	150,456	165,502
应交税费	82,498	90,748	99,823	109,805
其他应付款	391,094	430,203	473,224	520,546
一年内到期非流动负债	70,982	78,080	85,888	94,477
其他流动负债	21,031	23,134	25,448	27,992
非流动负债	793,446	872,791	960,070	1,056,077
长期借款	708,630	779,493	857,442	943,187
租赁负债	36,553	40,208	44,229	48,652
递延收益	47,961	52,757	58,033	63,836
递延所得税负债	302	332	365	402
总负债	2,885,993	3,291,847	3,922,102	4,629,574
归母净资产	2,111,605	4,476,208	4,367,380	4,610,206
少数股东净资产	431,623	471,934	476,653	481,419
所有者权益	2,247,532	4,553,425	4,400,022	4,620,289
负债及权益合计	5,133,525	7,845,272	8,322,124	9,249,863

现金流量表				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动产生现金流量	-883,636	-526,331	-58,268	414,734
投资活动产生现金流量	-275,695	-417,109	-362,269	-349,834
融资活动产生现金流量	1,826,069	3,185,892	480,438	475,289
现金净变动	666,738	2,242,453	59,901	540,190
期初现金及现金等价物	520,902	1,190,960	3,433,413	3,493,313
期末现金及现金等价物	1,190,960	3,433,413	3,493,313	4,033,503

利润表				
单位：千元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,305,361	1,843,087	2,714,988	3,986,121
营业成本	-931,352	-1,229,385	-1,758,020	-2,531,549
毛利	374,009	613,702	956,968	1,454,573
税金及附加	-9,891	-13,965	-20,572	-30,204
销售费用	-523,930	-591,805	-610,237	-627,161
管理费用	-370,006	-417,940	-461,740	-508,442
研发费用	-478,108	-573,799	-633,933	-698,051
财务费用	5,983	19,656	21,621	23,783
其他收益	37,635	18,818	20,699	22,769
投资损益	20,381	-28,912	-14,456	-15,901
公允价值变动损失	8	9	10	11
信用减值损失	-156,014	-3,909	-3,518	-3,166
资产减值损失	-43,219	-1,410	-1,269	-1,142
资产处置损益	40	44	48	53
营业利润	-1,143,112	-979,512	-746,378	-382,879
营业外收入	2,297	9,890	10,879	11,967
营业外支出	-8,444	-2,020	-2,222	-2,444
税前净利润	-1,149,259	-971,642	-737,721	-373,356
所得税	-10,665	-9,017	-6,846	-3,465
净利润	-1,159,924	-980,659	-744,567	-376,821
少数股东净利润	-36,334	-58,709	-44,575	-22,559
归母净利润	-1,123,590	-921,949	-699,992	-354,262

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营收增长率	23.6%	41.2%	47.3%	46.8%
毛利增长率	12.4%	64.1%	55.9%	52.0%
盈利能力				
毛利率	28.7%	33.3%	35.2%	36.5%
归母净利润率	-86.1%	-50.0%	-25.8%	-8.9%
ROA	-22.7%	-14.2%	-8.7%	-4.0%
ROE	-55.2%	-28.0%	-15.8%	-7.9%
偿债能力				
资产负债率	56.2%	42.0%	47.1%	50.1%
流动比率	1.39	2.22	1.91	1.80
速动比率	1.17	2.01	1.72	1.63
运营能力（次）				
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.5
存货周转率	2.1	2.5	3.3	4.3
每股资料（元）				
EPS-摊薄(元)	-2.67	-2.04	-1.45	-0.70
每股归母净资产	4.9	9.5	8.8	8.9
每股净资产	5.2	9.6	8.9	8.9
每股经营性现金流	-2.0	-1.1	-0.1	0.8
估值比率(倍)				
PS	47.1	33.3	22.6	15.4
PB	26.6	13.7	14.8	14.7

*注：表中估值倍数按 2025 年 10 月 24 日收盘价计算

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

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.xyzzq.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徐州高新控股集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、菏泽交通投资发展集团有限公司、菏泽市铁路投资发展集团有限公司、中华人民共和国广东省人民政府、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西药创制股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、醴陵市淥江投资控股集团有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、珠海华发集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、圣火科技集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、金叶国际集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、益阳市赫山区发展集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、彭泽县城市发展建设集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、济南高新控股集团有限公司、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、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、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、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、新琪安集团股份有限公司、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、GAOXIN INTERNATIONAL INVESTMENT CO., LTD.、XUZHOU HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、DEYANG DEVELOPMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Heze Transportation Investment And Development Group Co., Ltd.、Heze Railway Investment and Development Group Co., Ltd.、People's Government of Guangdong Province of the People's Republic of China、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Huafa 2024 I Company Limited、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、LILING LUJIANG INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Zhuhai Huafa Group Co., Ltd.、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、Holyfire Technology Group Limited、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、XINCHANG COUNTY TRANSPORTATION INVESTMENT GROUP COMPANY LIMITED、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、ZHEJIANG XINCHANG INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、UNCONDITIONALLY AND IRREVOCABLY GUARANTEED BY CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、YIYANG HESHAN DISTRICT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、HUNAN FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、PENGZE COUNTY DEVELOPMENT AND CONSTRUCTION GROUP CO., LTD.、CHONGQING XINGNONG FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH INTERNATIONAL (CAYMAN) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、Jinan Hi-tech Holding Group Co., Ltd.、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.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO., LTD.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., 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.、ZHENGDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、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.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN 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.、NEWTREND GROUP HOLDING 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.、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。本报告中的信息、意见

等仅供客户参考，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