

卧安机器人 (06600)

 证券研究报告
 2026年01月25日

全球居家机器人系统行业龙头，持续释放智能单品到系统生态的增长潜力

全球居家机器人系统行业龙头，持续释放智能单品到系统生态的增长潜力

公司是全球居家机器人系统行业的先行者，凭借执行增强型机器人及感知决策系统领域的深厚专利壁垒，已建立覆盖全球90多个国家、连接超1,000万台设备的领先品牌认知，成长为全球龙头。本次上市募资将用于强化研发投入、扩张全球全渠道网络及加强品牌推广，有望通过“智能单品→系统生态”的跨越，持续释放全球化增长潜力。我们预计25-27年公司收入分别达8.81/12.02/15.74亿元，同比+44.5%/+36.5%/+30.9%，归母净利润分别达0.37/0.62/1.14亿元人民币，同比分别扭亏/+69%/+84%。截止2026年1月23日，可比公司平均PS为44.5倍，公司为25.2倍，考虑到公司仍处于快速成长期，我们认为当前估值有所低估，首次覆盖，给予“增持”评级。

AI+机器人技术持续驱动全球家庭机器人系统行业增长，CAGR达64%

家庭机器人定义：家庭机器人分为普通家庭机器人和家庭机器人系统，后者通过具备本地计算能力的智能中枢，自主学习并对复杂任务进行动态决策，使类人的“手”、“脚”、“脑”、“皮肤”、“眼睛”等功能增强。

家庭机器人系统市场：根据弗若斯特沙利文报告，2024年全球家庭机器人市场规模达2577亿元，其中全球家庭机器人系统市场规模达59亿元，占比仅2.3%。但随着AI、机器人技术应用以及老龄化、独居化趋势加深，预计2029年全球家庭机器人系统市场规模将达到707亿人民币，占全球家庭机器人规模比重提升至16.2%，期间规模CAGR达64.2%。**从重点区域来看，**2024年日本/美国/欧洲/其他地区的市场规模分别为18/4/6/32亿人民币，2024-2029年CAGR分别达52.8%/101.2%/94.7%/54.0%，日本是最为成熟的市场，欧美是未来预计增速最快的市场。从细分赛道来看，(1)全球执行增强型机器人：2024年市场规模约32亿元，预计2024-2029年CAGR为61%。作为其中重要代表，预计2025年网球机器人市场零售额规模约为0.3亿元，2029年增长至82.7亿元，期间CAGR为293%，市场空间广阔。(2)**感知与决策系统：**作为连接中枢，2024年全球零售额约23亿元，预计2024-2029年CAGR为69%。

全球居家机器人系统行业龙头，具有领先品牌认知和用户沉淀

公司的产品主要包括机器人、中枢系统和其他智能产品三类，其中(1)执行增强型机器人产品包含门锁机器人、窗帘机器人和手指机器人等，是全球行业的“研发实践者”；(2)感知与决策系统产品包含智能中枢(Hub)、传感器和摄像头等。**在市场地位方面，**卧安在2024年全球居家机器人系统提供商中份额达11.9%、排名第1，其中(1)日本市场地位稳固：连续三年蝉联日本居家机器人系统行业第1。(2)欧美市场快速突破：美国/欧洲市场2022-2024年收入CAGR分别达42.5%/68.1%。**用户运营方面，**截至2025年12月11日，App注册用户超350万名，已连接设备超1080万台，约55.9%的用户连接了两款或以上产品。

收入保持快速增长，利润随产品/渠道结构优化及规模效应而扭亏

收入端：2022-2024年收入CAGR为49.0%，2025H1收入3.96亿元(同比+44.1%)。(1)**分产品看，**2025H1技巧机器人/移动机器人/感知与决策系统/其他产品收入占比分别达44%/16%/28%/12%，增速分别达+48%/+10%/+46%/+99%。(2)**分地区看，**2025H1日本/欧洲/北美地区收入占比分别达68%/17%/12%，增速分别达+60%/+42%/+9%。(3)**分渠道看，**2025H1亚马逊自营/独立站/其他线上/亚马逊VC/其他零售商/分销渠道收入占比分别达23%/15%/7%/44%/2%/9%，线上渠道仍占大头，增速分别达+44%/+69%/+21%/+56%/-41%/+23%，独立站增长表现良好。

利润端：2022年毛利率为34.3%，2025H1提升至54.2%。经调整EBITDA由2022年的-6910万元转盈，2024年增至2610万元，2025年上半年进一步提升至5410万元。盈利能力加速释放主要归功于产品结构的持续优化、高毛利的DTC渠道收入占比提升，以及业务扩张带来的规模效应。

风险提示：销售渠道风险,地缘政治风险,股价波动风险,近年未盈利风险等

投资评级

行业 非必需性消费/家庭电器及用品

6个月评级 增持(首次评级)

当前价格 136.1 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	222.22
港股总市值(百万港元)	30,244.46
每股净资产(港元)	15.96
资产负债率(%)	56.60
一年内最高/最低(港元)	138.00/73.80

作者

周嘉乐 分析师
SAC 执业证书编号: S1110525060005
zhoujjale@tfzq.com

陈怡仲 分析师
SAC 执业证书编号: S1110525090004
chenyizhong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 领先的家庭机器人供应商，业务深度覆盖全球.....	4
1.1. 发展历程：具有哈工大基因的年轻团队，成长迅速.....	4
1.2. 股权架构稳定，员工持股平台激励创新，高管团队专业可靠.....	5
1.3. 财务分析：收入保持高速增长，2024H2 起利润扭亏为盈.....	6
1.3.1. 营收逐年增长，多管齐下助力盈利.....	6
1.3.2. 毛利水平较高，DTC 渠道表现亮眼.....	7
1.3.3. 费用管控有力，期间费用率逐渐下降.....	7
1.3.4. 营运能力稳中向好，周转效率良好.....	8
1.4. 产品收入：各品类与渠道均乐观增长.....	8
1.4.1. 分产品看，各品类收入均稳步提升.....	8
1.4.2. 分地区看，核心市场基本形成.....	9
1.4.3. 分渠道看，核心渠道贡献显著.....	9
1.4.4. 分客户看，大客户贡献大部分收入.....	10
2. 家庭机器人：AI 赋能，未来市场仍为蓝海.....	11
3. 公司产品概况：动静结合，涵盖多种生活场景.....	12
3.1. 增强型执行机器人：拟人活动，更加贴近真实情景.....	12
3.2. 感知与决策系统：模拟大脑，实现智能协同.....	14
4. 生态系统与品牌建设：生态系统打造完整品牌建设线路.....	15
4.1. 生态系统：AI 技术发展，助力多层次任务完成.....	15
4.2. 品牌建设：线上线下齐发力，SwitchBot App 助力生态互联.....	16
5. 盈利预测.....	16
6. 投资建议.....	17
7. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：SwitchBot App 累计用户与设备数量（单位：名）.....	4
图 2：卧安机器人发展历程.....	5
图 3：全球发售完成后的股权及公司架构.....	5
图 4：卧安机器人 2022-2025H1 营业收入及增速.....	7
图 5：卧安机器人 2022-2025H1 净利润及增速.....	7
图 6：卧安机器人 2022-2025H1 分产品毛利率.....	7
图 7：卧安机器人 2022-2025H1 分渠道毛利率.....	7
图 8：卧安机器人 2022-2025H1 费用率.....	7
图 9：卧安机器人 2022-2025H1 存货周转天数.....	8
图 10：卧安机器人 2022-2025H1 贸易应收账款周转天数.....	8
图 11：2022-2025H1 各产品销售收入（亿元）.....	8
图 12：2022-2025H1 感知与决策系统类产品收入（亿元）.....	9
图 13：2022-2025H1 各地区收入占比.....	9

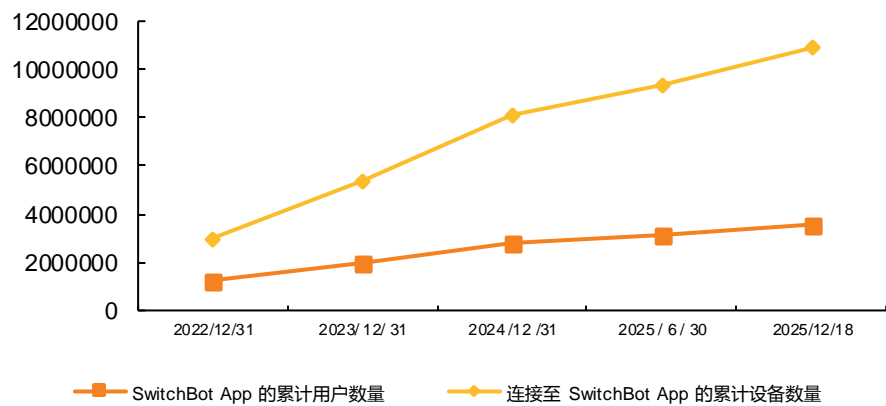
图 14: 2022-2025H1 各渠道收入占比	10
图 15: 2022 年对前五大客户收入占比	10
图 16: 2023 年对前五大客户收入占比	10
图 17: 2024 年对前五大客户收入占比	10
图 18: 2025H1 对前五大客户收入占比	10
图 19: 2022-2029E 按零售额计全球家庭机器人行业市场规模及渗透率	11
图 20: 2022-2029E 按零售额计全球家庭机器人系统行业规模	11
图 21: 2022-2029E 按销售额及国家/地区划分的全球家庭机器人系统行业市场规模(单位:亿元)	12
图 22: Lock Ultra 门锁机器人	12
图 23: S20 Pro 地面清洁机器人	12
图 24: SwitchBot S 系列	13
图 25: AI 网球机器人 Acemate	13
图 26: 2025E-2029E 按零售额划分的网球机器人行业市场规模	13
图 27: 智能中枢产品	14
图 28: 智能摄像头产品	14
图 29: 多层次机器人任务架构	15
图 30: 晨间日程流程强化	15
图 31: SwitchBot App 用户界面	16
表 1: 高管团队介绍	6
表 2: 卧安机器人盈利预测 (亿元)	17
表 3: 卧安机器人与可比公司对比 (统计日期截止 2026 年 1 月 23 日)	17

1. 领先的家庭机器人供应商，业务深度覆盖全球

卧安机器人是深耕日欧、北美市场的全球领先家庭机器人供应商，致力于构建智慧家庭生态系统。公司凭借研发、生产、销售一体化的产业链优势，提供涵盖执行机器人、感知决策系统及智能家电的多元化产品，并将技术深度应用于家务、安防、养老护理等全场景，通过持续提升机器人的自主决策能力，为用户打造完整且丰富的智能生活体验。

公司凭借全球化覆盖与深度用户参与，构建了连接产品与全球用户的创新生态系统。截至2025年12月11日，SwitchBot App注册用户已超350万，连接设备逾1080万台，产品销往全球90多个国家和地区，并进驻2000多家线下零售店。约55.9%的App注册用户已连接两款或以上产品，充分证实了消费者的忠诚度及品牌的强势定位。

图 1: SwitchBot App 累计用户与设备数量 (单位: 名)



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

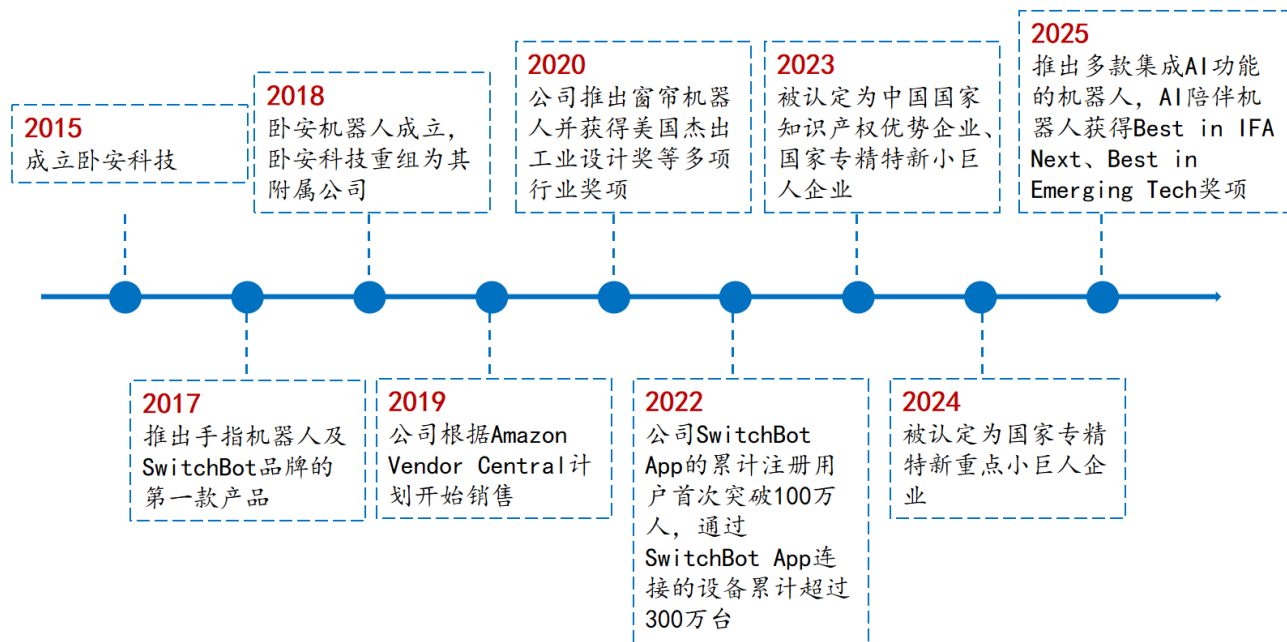
公司财务表现强劲。2022年至2024年收入复合年增长率达49.0%，2024年收入达6.099亿元人民币，且2025年上半年收入持续增长至3.963亿元。同期，DTC渠道增长显著，毛利复合年增长率达83.1%，2024年毛利率提升至51.7%。经调整EBITDA显著改善，由2022年的亏损转为2024年的2610万元盈利，反映了运营效率的提升及可持续盈利能力的进展。

作为全球家庭机器人系统行业的研发领先者，公司保持高额研发投入。2022年至2024年研发开支约占收入的20%。自2017年起，公司先后商业化推出了SwitchBot Bot、Curtain、Lock及增强型移动机器人S10等多款创新产品。截至2025年12月11日，公司在全球拥有311项专利（含56项发明专利），研发团队占员工总数的43.4%。

1.1. 发展历程：具有哈工大基因的年轻团队，成长迅速

公司历史可追溯至2015年，由哈尔滨工业大学校友李志晨先生及潘阳先生创立卧安科技。公司创始管理层均由对机器人研发充满热忱的哈工大同窗组成，曾于2009年获得大学创新设计竞赛一等奖。2017年，公司通过众筹活动推出“SwitchBot”品牌首款产品SwitchBot Bot，正式成为全球家庭机器人系统供应商。2018年10月18日，作为Pre-A轮融资重组的步骤，公司正式成立并将卧安科技重组为全资附属公司。2025年4月25日，公司改制为股份有限公司，并更名为“卧安机器人（深圳）股份有限公司”，随后于同年10月31日将英文名称变更为“OneRobotics (Shenzhen) Co., Ltd.”。

图 2：卧安机器人发展历程

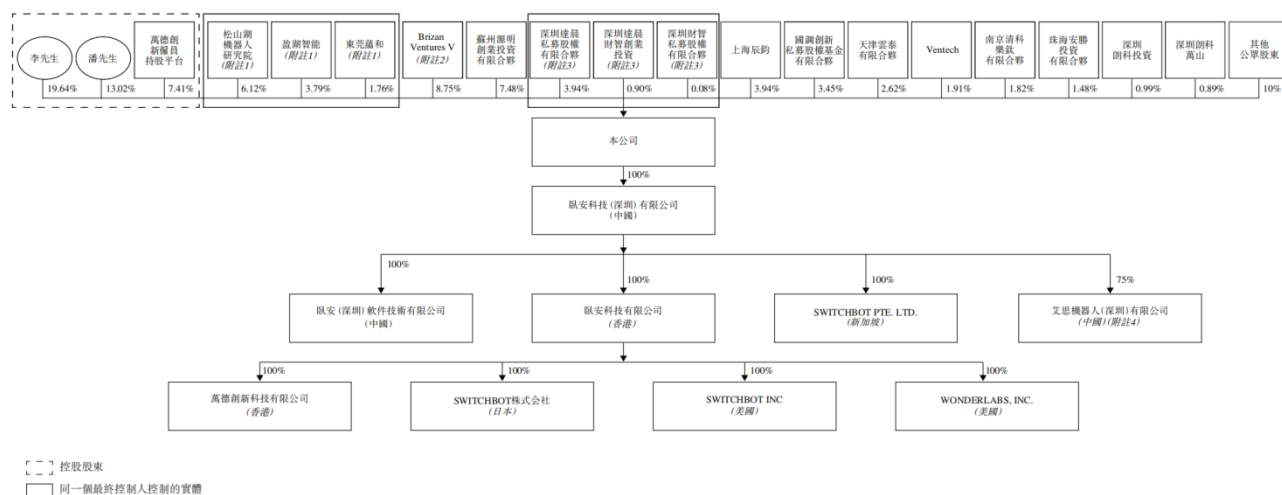


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.2. 股权架构稳定，员工持股平台激励创新，高管团队专业可靠

股权架构稳定，员工持股平台激励创新，高管团队专业可靠。截至 2025 年 12 月 11 日，李志晨、潘阳及万德创新雇员持股平台构成公司的控股股东集团，李志晨合计控制公司约 44.53% 的投票权，具体由其直接实益持有的 21.82%、控制的万德创新持有的 8.24% 以及受一致行动协议约束的潘阳持有的 14.47% 组成。在公司上市及全球发售新股后，李志晨个人直接持有 19.64%、万德创新持有 7.41%、潘阳持有 13.02%。

图 3：全球发售完成后的股权及公司架构



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

李泽湘教授孵化，公司高管团队成员广泛持有从学士、硕士至博士学位的学位，专业背景跨越电子与计算机工程、机器人学、微电子、金融会计及知识产权法律等多个领域。在行业经验上，执行管理层拥有逾十年的技术研发、国际资本市场运作及企业合规管理实战背景，核心成员更持有中国注册会计师、法律职业资格及专业工程师等高门槛行业资质；非执行董事及独立董事团队则由具备三四十年的行业先驱、学术权威及资深审计风控专家组成，在机器人产业生态构建、高科技企业孵化及上市公司治理方面提供了极强的战略积淀与专业背书。

表 1: 高管团队介绍

姓名	职位	履历
李志晨	董事会主席、执行董事及首席执行官	拥有逾 12 年行业经验，先后取得哈尔滨工业大学学士及南洋理工大学硕士学位，职业生涯始于新加坡 Astralink 公司。自 2015 年创办卧安科技以来，在 SwitchBot JP、US 及香港等多家附属公司担任核心职位，并于 2021 年获评深圳市海外高层次人才。
潘阳	执行董事兼首席技术官	拥有逾 13 年的机器人及信息技术行业经验，2011 年毕业于哈尔滨工业大学并获电子科学与技术学士学位。曾先后在北京数码视讯及深圳市卓讯达科技担任 FPGA 工程师，长期专注于自动化生产及产品研发工作。自 2018 年 10 月起，正式出任公司董事。
胡治束	执行董事兼首席财务官	拥有逾 13 年金融及资本市场经验，曾任职于普华永道、中国中投证券、中金公司。获得中南财经政法大学工商管理学士、科廷大学商业学士，以及康奈尔大学与清华大学五道口金融学院的工商管理硕士学位。此外，于 2015 年取得中国注册会计师资格。
杨明辉	执行董事兼法务总监	拥有逾 11 年知识产权行业经验，2013 年至 2021 年间就职于金溢科技，历任知识产权部经理及产品研发部总经理助理，专注于知识产权保护工作。获得华南理工大学机械工程及自动化专业学士与硕士学位，以及中国政法大学知识产权法学硕士学位。此外，持有中国注册工程师及法律职业资格双重证书。
李泽湘	非执行董事	机器人学及自动化领域知名学者，拥有逾 36 年学术及研究经验。自 1992 年起担任香港科技大学教授，并创办该校自动化技术中心及机器人研究所核心成员。联合创办固高科技并任董事长，亦是本公司 Pre-A 轮至 B 轮融资的早期投资者。教育背景包括加州大学伯克利分校博士学位，并获选为电气电子工程师学会（IEEE）会士。此外，曾长期担任香港政府策略发展委员会及创新科技咨询机构成员。
高秉强	非执行董事	电机工程领域知名学者，获加州大学伯克利分校博士学位及 IEEE 会士衔。拥有逾 40 年学术及研发经验，曾任香港科技大学工学院院长。作为资深创投家，联合创办固高科技及 Brizan Ventures，并投资了大疆创新、思特威、博通集成等科技企业。目前担任恒基兆业、伟易达、丘钛科技等多家港股及 A 股上市公司独立董事，且获委任为香港太平绅士。
李辉	独立非执行董事	在审计、风险管理及内部控制领域拥有逾 21 年经验。曾先后在德勤华永及致同会计师事务所担任副总监和合伙人，并曾于蚂蚁集团首席财务官团队担任研究员，现任上海念桐企业咨询副总裁。教育背景包括东华大学经济学学士及管理学硕士学位。此外，持有特许公认会计师公会（ACCA）资深会员、国际注册内部审计师（CIA）及高级经济师等专业资格。
梁淑慧	独立非执行董事	在航空航天工程、学术及研究领域拥有逾 16 年经验。曾于加拿大 MDA Space Missions 负责行星探测车研发，并先后在香港中文大学担任讲师及在香港科技大学担任工程教育副教授。作为企业家，于 2011 年共同创办专业音响公司米纳扬声并任董事。教育背景包括滑铁卢大学系统设计工程学士、多伦多大学航空航天工程硕士及香港科技大学电子及计算机工程博士学位。
王勇	独立非执行董事	微电子及半导体技术领域的专家，拥有逾 12 年学术研究经验。曾于新加坡南洋理工大学及德国 IHP 微电子研究所担任研究要职，自 2018 年起任电子科技大学教授及博士生导师。教育背景包括哈尔滨工业大学学士学位，以及南洋理工大学硕士与博士学位。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.3. 财务分析：收入保持高速增长，2024H2 起利润扭亏为盈

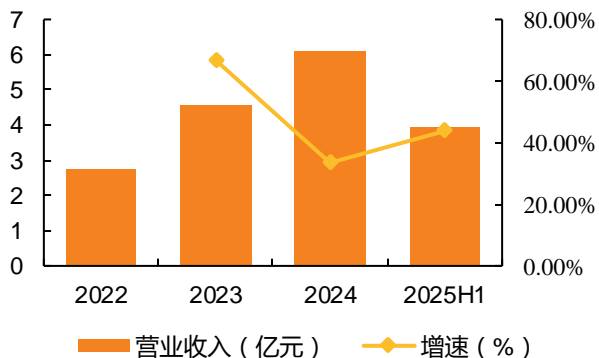
1.3.1. 营收逐年增长，多管齐下助力盈利

公司收入规模实现跨越式增长。2022 年至 2024 年年收入由人民币 2.746 亿元增至 6.099 亿元，年复合增长率达 49.0%。高增长势头延续至 2025 年，上半年收入达人民币 3.963 亿元，较 2024 年同期的 2.75 亿元大幅提升，我们预计主系 DTC 渠道销售收入显著增长带动了公司收入的总体提升。

公司盈利质量显著改善，已成功跨越盈亏平衡点有望逐渐进入稳步获利阶段。财务数据显示，公司净亏损从 2022 年的 0.87 亿元大幅收窄至 2024 年的 0.03 亿元，并于 2025 年上半年成功转盈，录得净利润 0.28 亿元。同时，剔除掉以权益结算并以股份为基础的股份开支后，公司经调整 EBITDA 由 2022 年的 -6910 万元转盈，2024 年增至 2610 万元，2025 年上

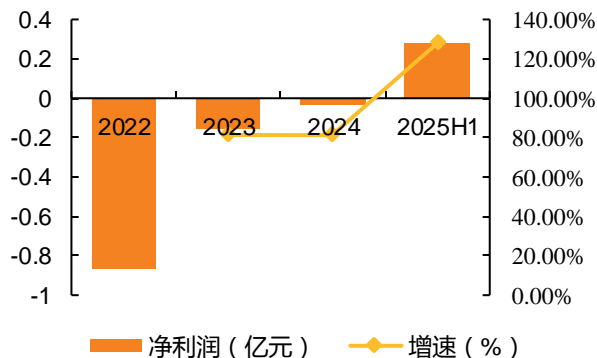
半年进一步提升至 5410 万元。盈利主系业务扩张带来的规模效应，配合产品结构向高毛利转型、营销效率提升及研发开支占比下降共同优化的成本费用结构。

图 4：卧安机器人 2022-2025H1 营业收入及增速



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 5：卧安机器人 2022-2025H1 净利润及增速

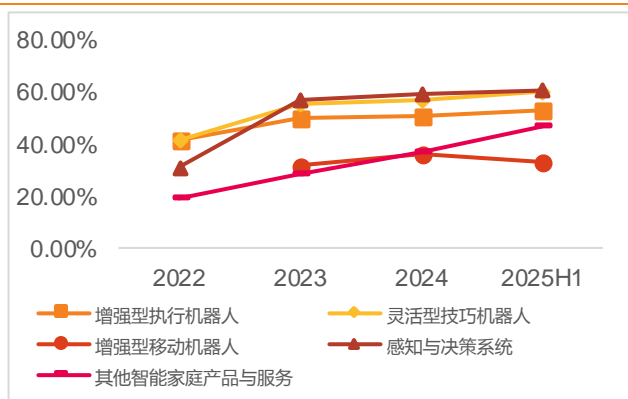


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.3.2. 毛利水平较高，DTC 渠道表现亮眼

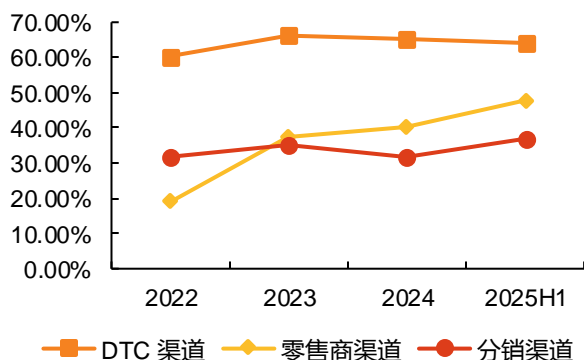
毛利率已实现增长，并保持高位。2022-2024 年，公司毛利率分别为 34.3%/50.4%/51.7%。主要归功于产品结构的持续优化，通过推出多款高利润率新产品确立了核心竞争优势，同时高毛利的 DTC 渠道收入占比提升，由 2022 年的 36.9% 大幅增长至 2024 年的 49.8%。

图 6：卧安机器人 2022-2025H1 分产品毛利率



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 7：卧安机器人 2022-2025H1 分渠道毛利率

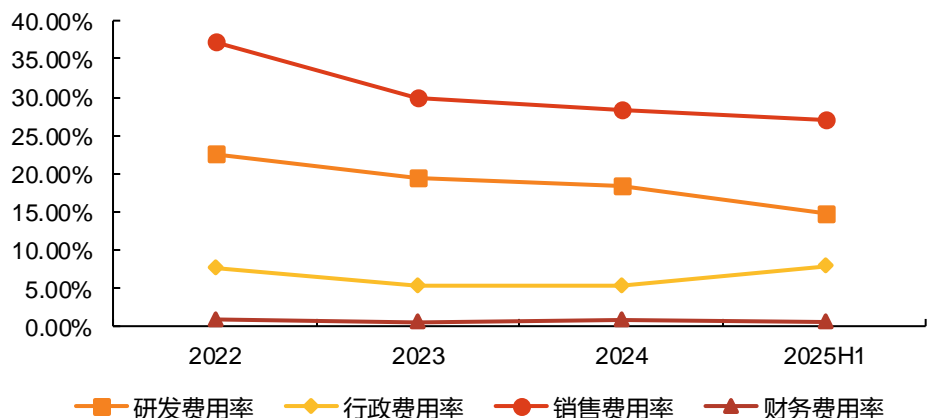


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.3.3. 费用管控有力，期间费用率逐渐下降

公司费用管控有力，研发费用率、销售费用率以及财务费用率均呈现下降趋势。

图 8：卧安机器人 2022-2025H1 费用率



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.3.4. 营运能力稳中向好，周转效率良好

公司营运效率显著提升。存货周转天数由2022年的111.9天缩减至2024年的82.0天(2025年上半年为90.5天)，主要归功于公司产品需求大幅增加，而2025年公司筹备 Amazon Prime Day 等大型销售活动增加了库存水平，导致存货周转天数略微上升；同时，应收账款周转天数从2022年的43.0天持续优化至2024年的32.6天(2025年上半年为41.5天)，主要得益于公司战略性地提升了回款周期更快的DTC渠道收入占比，从而大幅优化了整体资金回笼速度，而2025年公司向关键零售及分销客户的销售大幅增长，延长了信贷期。

图 9：卧安机器人 2022-2025H1 存货周转天数

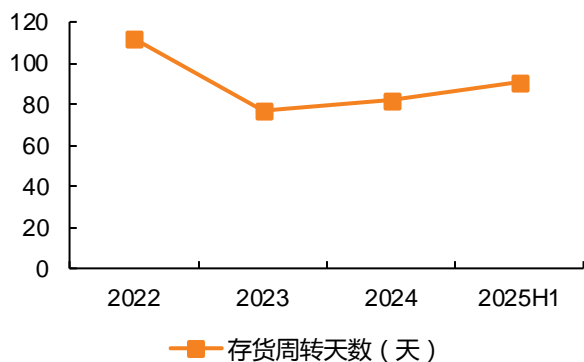
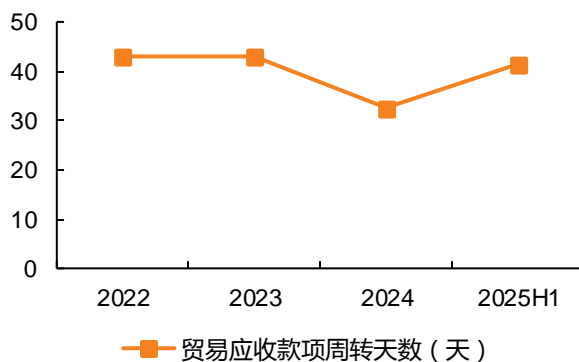


图 10：卧安机器人 2022-2025H1 贸易应收账款周转天数



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

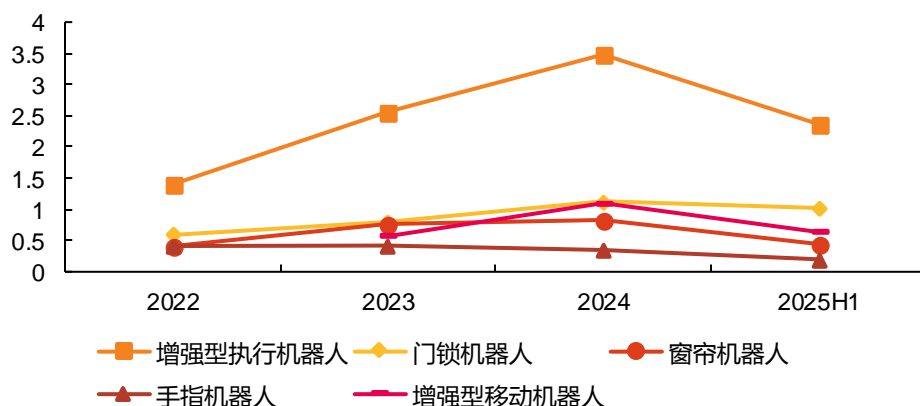
1.4. 产品收入：各品类与渠道均乐观增长

1.4.1. 分产品看，各品类收入均稳步提升

收入方面，核心产品贡献稳定。增强型执行机器人收入持续强劲攀升，从2022年的1.4亿元增长至2024年的3.48亿元，且2025年上半年已录得2.38亿元，展现出核心支柱的地位。

其中，门锁机器人稳步上涨，由2022年的0.59亿元增至2024年的1.13亿元，其2025年上半年1.03亿元的收入已接近去年全年，增长潜力较大；增强型移动机器人作为新兴业务增长较快，从2023年的0.57亿元迅速增至2024年的1.1亿元；窗帘机器人在2023年实现0.77亿元的显著跨越后增长趋于平稳，2024年收入为0.83亿元；手指机器人业务表现相对平稳但略有波动，年收入由2022年的0.4亿元小幅变动至2024年的0.36亿元。

图 11：2022-2025H1 各产品销售收入 (亿元)



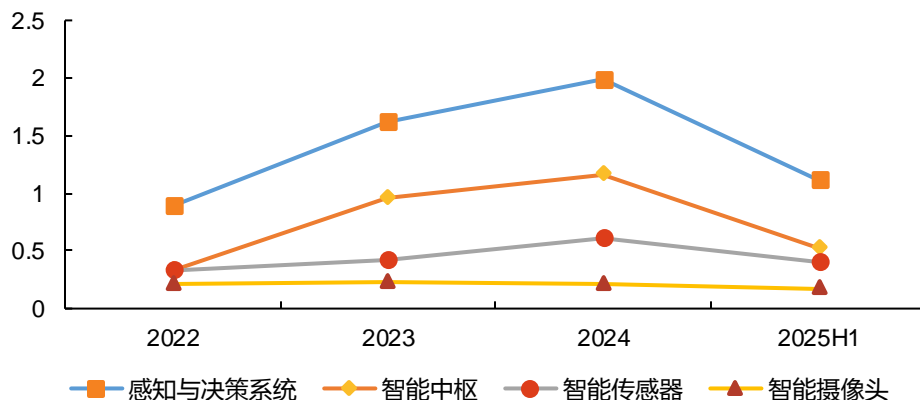
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

感知与决策系统整体收入增长显著，由2022年的0.89亿元稳步上升至2024年的1.99亿元，并在2025年上半年录得1.11亿元，显示出强劲的业务扩张能力。

其中智能中枢作为核心驱动力增长迅猛，年收入从2022年的0.33亿元攀升至2024年的

1.16 亿元，2025 年上半年已实现 0.53 亿元；智能传感器业务稳步上行，由 2022 年的 0.33 亿元增长至 2024 年的 0.61 亿元，2025 年上半年 0.41 亿元的收入，展现出超越去年的潜力；而智能摄像头业务表现较为平稳，年收入长期维持在 0.22 亿元左右，并在 2025 年上半年录得 0.17 亿元，为整个生态系统提供稳定的视觉支持。

图 12：2022-2025H1 感知与决策系统类产品收入（亿元）

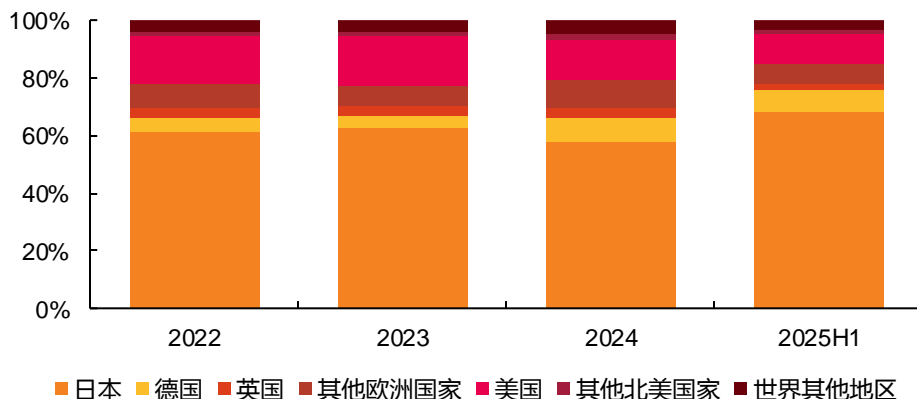


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.4.2. 分地区看，核心市场基本形成

日本、欧洲及北美是公司最核心的收入来源。从增长速度来看，欧洲市场在 2022 年至 2024 年间的零售值年复合增长率高达 68.1%，远超日本的 44.7%和北美的 42.5%；这三大核心市场的合计收入占比极高，从 2022 年的 95.5%上升至 2025 年上半年的 96.6%，体现了较强的市场集中度与依赖性。

图 13：2022-2025H1 各地区收入占比



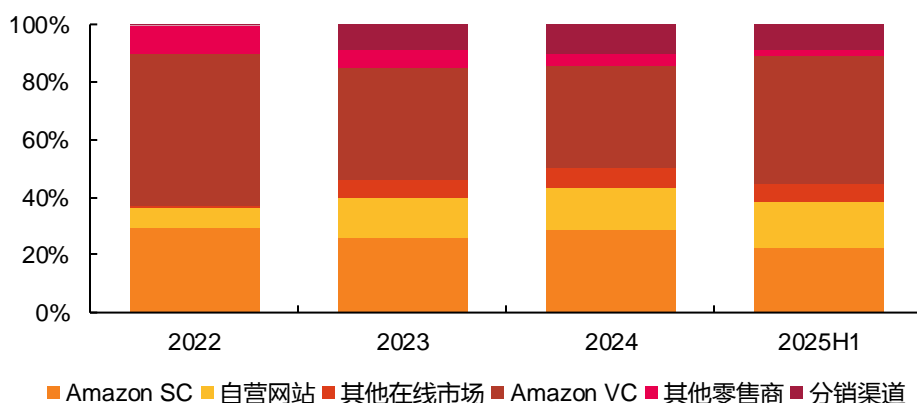
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司自 2017 年起从日本市场起步并确立领导地位，随后通过本地化售后服务和定制化营销策略成功拓展至全球，显著提升了在不同地理区域的适应力与竞争力。

1.4.3. 分渠道看，核心渠道贡献显著

公司的全渠道销售及分销网络实现了线上与线下的平衡发展，为全球不同市场的量身定制运营提供了有力支撑。该网络涵盖了通过自营网站直接面向终端客户的 DTC 渠道，通过 Amazon 等国内外大型零售商进行销售的零售商渠道，以及各种分销渠道，旨在利用多元化的销售路径提升市场覆盖率并确保业务的稳健增长。自 2022 年以来，Amazon SC 与 Amazon VC 就是公司最主要的两大销售渠道，2022 年其销售收入分别占总收入的 29.1%/52.8%，2025H1 其销售收入分别占总收入的 22.8%/44.2%，预计未来仍然是公司产品销售的主要渠道，线上线下渠道结合，有望成为公司销售收入增长的两大动力。

图 14：2022-2025H1 各渠道收入占比



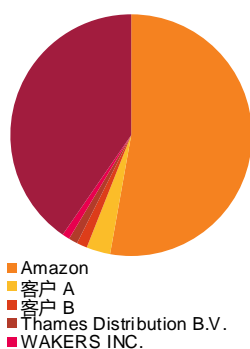
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.4.4. 分客户看，大客户贡献大部分收入

大客户对收入贡献显著。公司的前五大客户在 2022 年至 2024 年间产生的收入从人民币 1.64 亿元持续增长至 2.89 亿元，占同期总收入的比重则由 59.6%逐步下降至 47.4%，但在 2025 年上半年该占比回升至 53.5%(收入 2.118 亿元)；其中最大单一客户的贡献尤为显著，其年度收入由 2022 年的 1.451 亿元稳步增至 2024 年的 2.186 亿元，并在 2025 年上半年已实现 1.752 亿元，历年收入占比维持在 35.8%至 52.8%之间，是公司收入增长的核心来源。

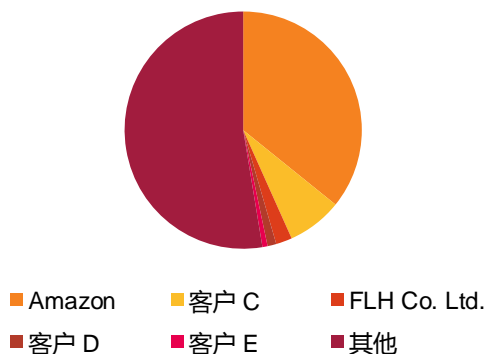
公司自 2018 年起与 Amazon 建立深度合作，通过 Amazon SC 及 Amazon VC 产生大部分收入，是公司业务增长中不可或缺的核心销售路径。

图 15：2022 年对前五大客户收入占比



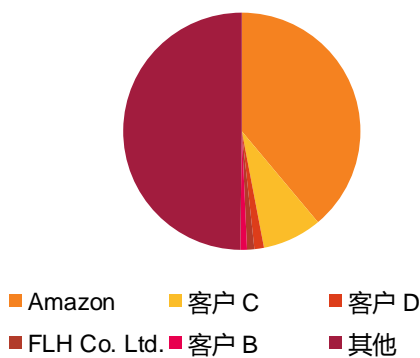
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 17：2024 年对前五大客户收入占比



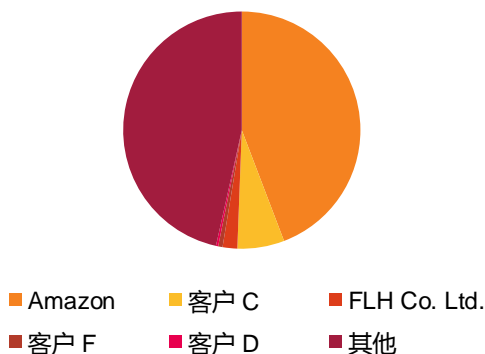
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 16：2023 年对前五大客户收入占比



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 18：2025H1 对前五大客户收入占比



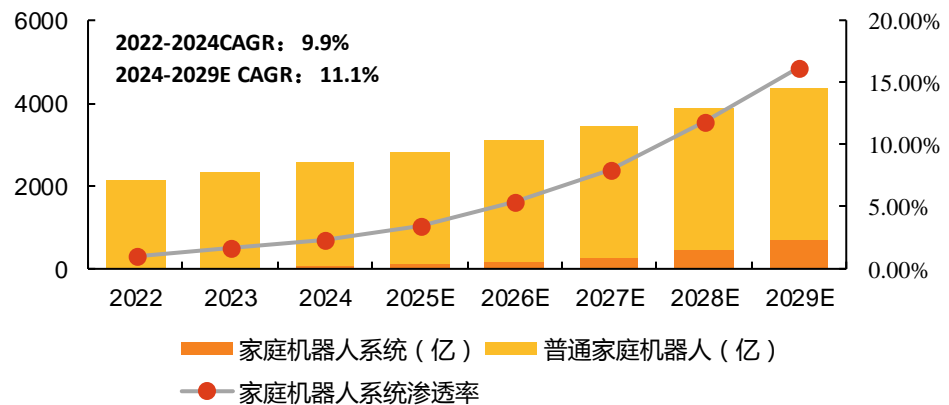
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2. 家庭机器人：AI 赋能，未来市场仍为蓝海

2.1. 市场空间广阔：AI+机器人技术发展，叠加老龄化、独居化趋势发展

家庭机器人市场规模广阔。根据弗若斯特沙利文数据，全球家庭机器人市场规模从 2022 年的 2133 亿元增长至 2024 年的 2,577 亿元，CAGR 为 9.9%，预计到 2029 年市场规模将达到 4365 亿元，2024 年至 2029 年 CAGR 预计将加速至 11.1%。行业渗透率已由 2022 年的 25.1% 提升至 2024 年的 25.8%，并预测在 2029 年达到 29.9%。市场需求的增长主要受 AI 技术发展以及 2024 年全球 65 岁及以上人口占比达 10% 带来的老龄化趋势共同驱动。

图 19：2022-2029E 按零售额计全球家庭机器人行业市场规模及渗透率



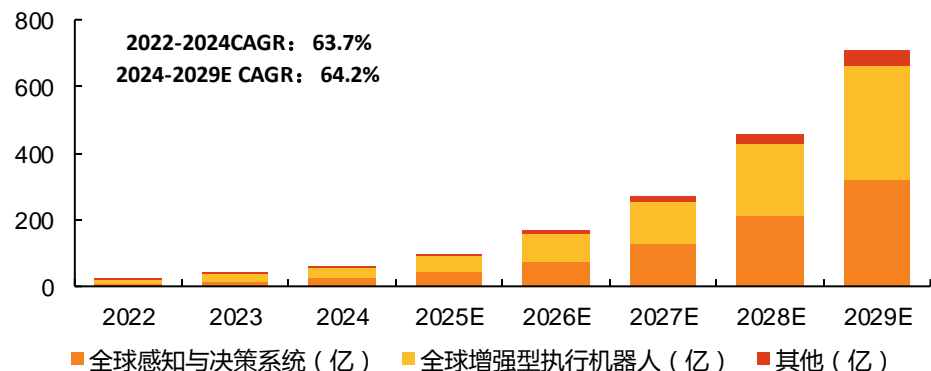
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股说明书，天风证券研究所

未来全球家庭机器人行业将呈现市场扩张加速与技术深层集成的趋势。技术上，边缘计算将作为智能中枢核心，通过多协议适配实现多设备协同，显著提升产品的感知与决策效率。通过智能中枢，产品将从单一工具向具备精准任务执行、多维度联动能力的家庭系统演进，以满足消费者对舒适生活体验的需求，弗若斯特沙利文预计行业整体渗透率也将持续大幅提升。

2.2. 家庭机器人系统：增长潜力足，地区间差异化显著

全球家庭机器人系统行业正经历快速增长。根据弗若斯特沙利文数据，其市场规模从 2022 年的人民币 22 亿元增至 2024 年的 59 亿元 CAGR 为 63.7%，并预计到 2029 年将达到 707 亿元，2024-2029 年期间 CAGR 预估为 64.2%；该增长主要受消费者对舒适便利生活方式的需求（超过 40% 的人将其视为关键方向）、机器人系统的模块化设计、AI 边缘计算的应用以及 VLA（视觉—语言—动作）技术的共同驱动；根据弗若斯特沙利文数据，在细分赛道中，感知与决策系统行业规模预计从 2024 年的 23 亿元增至 2029 年的 319 亿元，CAGR 为 69.0%，而增强型执行机器人行业规模则预计从 2024 年的 32 亿元增至 2029 年的 343 亿元，CAGR 为 61.0%。

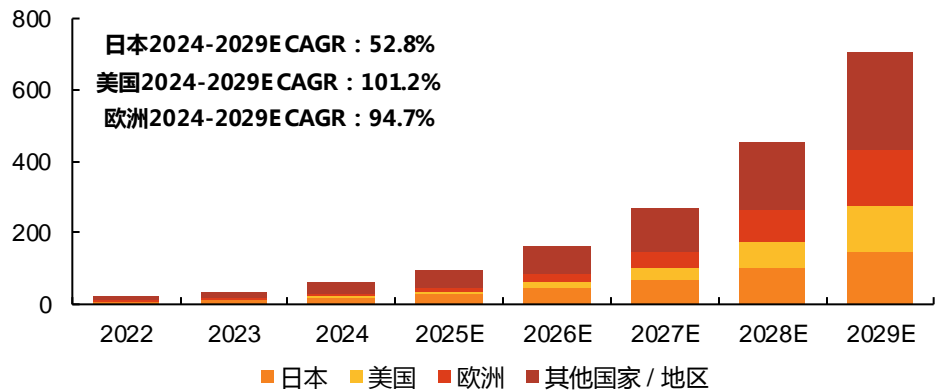
图 20：2022-2029E 按零售额计全球家庭机器人系统行业规模



资料来源：弗若斯特沙利文，世界银行，国家统计局，电子商务平台，公司招股说明书，天风证券研究所

全球家庭机器人系统在不同地区均展现出显著的增长潜力。根据弗若斯特沙利文数据，日本市场预计到 2029 年规模将达到人民币 149 亿元，2024 年至 2029 年 CAGR 为 52.8%，其增长主要受当地人口老龄化加剧以及对生活便利性迫切需求的驱动，美国市场受益于领先的技术生态系统、庞大的智能家庭用户基础及活跃的创新环境，预计 2029 年市场规模将达 127 亿元，CAGR 高达 101.2%，欧洲市场则在强劲的消费者购买力及市场对自动化和智能产品高度认可的推动下，预计 2029 年市场规模将达到 155 亿元，CAGR 约为 94.7%。

图 21：2022-2029E 按销售额及国家/地区划分的全球家庭机器人系统行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，世界银行，公司招股说明书，天风证券研究所

3. 公司产品概况：动静结合，涵盖多种生活场景

公司拥有 SwitchBot 及 Acemate 品牌，提供包括增强型执行机器人、感知与决策系统在内的家庭机器人系统产品，以及其他智能家庭产品与服务，共涉及 47 个 SPU 的七个产品类别，用户主要通过 SwitchBot App 与产品进行实时互动以满足各类家庭需求。

3.1. 增强型执行机器人：拟人活动，更加贴近真实情景

增强型执行机器人是家庭机器人系统的运动执行部分。主要通过模拟人类肢体动作实现物理交互并承担居家场景中的基本任务。该产品按功能分为两类：一是模拟“手指”及“手腕”动作的灵活型技巧机器人，涵盖了门锁机器人、窗帘机器人及手指机器人；二是模拟“脚”部动作的增强型移动机器人，可结合不同产品执行清洁（含清扫及拖地）、空气净化、蒸发加湿（自动补水）、移动输送、动态监测及参加网球等体育活动等复合功能。公司在战略层面将窗帘、手指及门锁机器人定位为模拟“手”的功能，并配合执行“脚”功能的移动产品，打造出能够模拟人类多种能力的完整产品生态系统。

图 22：LockUltra 门锁机器人



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 23：S20 Pro 地面清洁机器人



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司的 SwitchBot 门锁机器人系列通过改造现有门锁实现智能化，支持 App 实时监控、面部识别及语音命令等多种开锁与安全管理功能。该系列包含 Lock、Pro 及 Ultra 等型号，具备加密通信与防盗警报等安全特性，单台零售价格约在人民币 462 元至 1,548 元之间。

SwitchBot 窗帘机器人系列通过模拟人手动作实现普通窗帘的智能升级，支持通过 App 进行开合控制和定时任务，单台零售价约在人民币 359 元至 967 元之间。

公司的手指机器人是一款模拟手指按压动作的智能开关控制器，可让咖啡机、空调等传统设备实现智能化，并支持通过 App 进行定时及远程实时控制，单台零售价约在人民币 205 元至 290 元之间。

公司的增强型移动机器人通过模拟人类“足部”运动，配合模块化组合实现清洁、空气净化、移动配送及体育活动等多元复合功能。该业务包含售价在人民币 2,564 元至 7,738 元之间的 SwitchBot K 与 S 系列家用机器人,以及售价在 11,515 元至 17,996 元之间的 Acemate AI 网球机器人,后者计划于 2025 年第四季度正式出货;通过在不同市场采取差异化定价策略,公司旨在利用这些具备动态监控与精准执行能力的产品快速占领选定市场。

图 24: SwitchBotS 系列



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

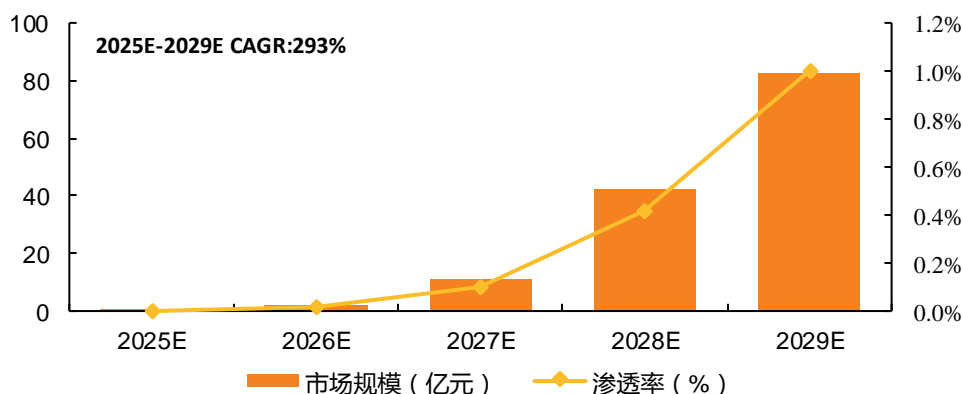
图 25: AI 网球机器人 Acemate



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

AI 网球机器人未来有望成为公司增长的一大支柱。随着网球运动的流行,成本较低、使用灵活的 AI 网球机器人将逐渐走入市场。根据弗若斯特沙利文数据,按零售额计,全球网球机器人市场规模将从 2025 年的 0.3 亿元,增长至 2029 年的 82.7 亿元。未来,除了业余爱好者,更多的职业运动员也将利用网球机器人作为训练伙伴。

图 26: 2025E-2029E 按零售额划分的网球机器人行业市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，国际网球联合会，公司招股说明书，天风证券研究所

3.2. 感知与决策系统：模拟大脑，实现智能协同

感知与决策系统是智慧家庭的“神经系统”，通过模拟人类感官与大脑实现智能协同。它利用 AI 及大模型技术将充当“眼睛”和“皮肤”的感知产品与作为“大脑”的智能中枢深度集成，通过实时监测环境变化并进行分析决策，驱动增强型执行机器人完成相应任务；此外，该系统凭借空间语义理解和用户行为模式分析持续优化服务，在显著增强安全防范能力的同时，使机器人的交互体验更加贴合家庭日常生活的需求。

智能中枢是系统的“大脑”，通过多种无线通讯标准、大模型技术及边缘计算实现多设备间的协同控制与自动化管理，单台零售价介于人民币 205 元至 2,515 元之间；公司于 2025 年 5 月推出了集成大语言模型的 AI Hub，能够根据灰尘、光照及用户规律等环境条件自主驱动执行机器人，从而以极少的人为干预构建出具备凝聚力的家庭管理系统。

图 27：智能中枢产品



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司的智能传感器作为家庭机器人生态系统的“皮肤”，通过温湿度计、漏水检测器、门窗及移动传感器实时监测环境变化并与智能中枢联动以促成自动化决策，单台零售价介于人民币 86 元至 583 元之间。

公司的智能摄像头充当家庭机器人系统的“眼睛”，通过集成的 AI 监测系统与远程双向沟通功能提供覆盖室内外的视觉检测与安防保障，单价介于人民币 195 元至 967 元之间。

图 28：智能摄像头产品



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

除以上产品外，公司还提供智能照明、电控插头及可安装于机器人的空气净化器等补充性产品，旨在增强生态系统功能；也提供各类配件、场景集成解决方案，以及针对摄像头用

户的订阅制云存储服务，截至 2025 年 6 月 30 日，该服务订购者已增至 10,459 名。

4. 生态系统与品牌建设：生态系统打造完整品牌建设线路

4.1. 生态系统：AI 技术发展，助力多层次任务完成

公司的产品家庭机器人系统通过感知层采集环境数据，由智能大脑进行高层次决策与规划，经边缘计算层将策略转化为具体方案，并结合设备端 AI 的自主学习执行特定任务，最终通过物理执行层（如 SLAM 与运动控制）实现现实世界中的精准动作与交互。

图 29：多层次机器人任务架构



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

这种全面的多层架构涵盖了从感测、分析到实施的所有运营阶段，通过实时分析环境数据与跨设备语义理解来自主协调设备，从而精准预测并响应家庭需求，重新定义了生活空间的智能。

具体来看，该架构在晨间唤醒、归家欢迎及外出安防等场景中实现了全天候的自动化协同管理。系统能依据环境变化与用户偏好，自主指挥设备完成从调节光线、准备早点到高效清洁与持续监控的闭环任务，从而提供无缝且个性化的智慧生活体验。

图 30：晨间日程流程强化



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4.2. 品牌建设：线上线下齐发力，SwitchBot App 助力生态互联

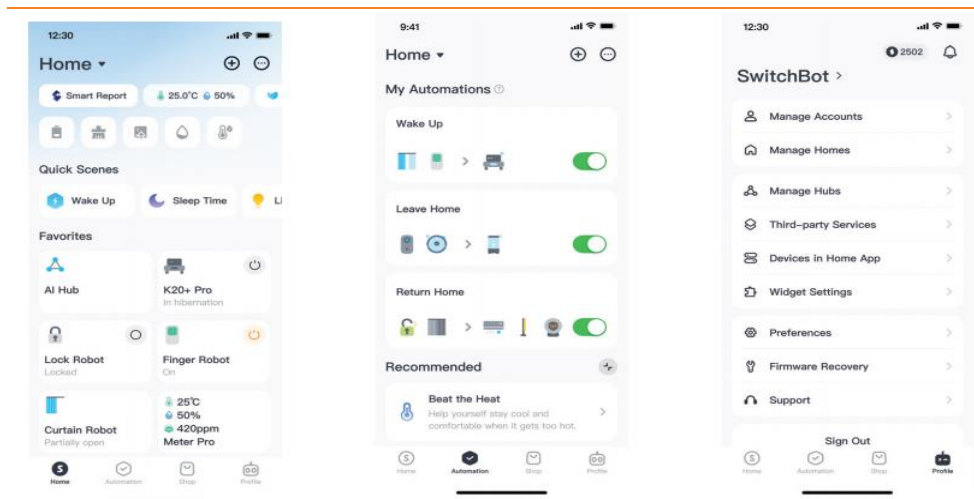
在品牌建设中，一方面公司将通过针对**老年护理和宠物家庭**等特定场景的短视频内容营销，结合参与行业展览、社区活动以及扩展多元领域的影响者合作，旨在利用真实用户评价提升品牌可信赖度，并深化其“机器人改善家庭生活”的品牌形象。

另一方面，公司计划通过优化产品详情页（改进内容、影像及功能演示）、开发定制化搜索引擎优化策略，并利用数据分析实施**精准定向广告**，来系统地提升其在电商平台上的品牌知名度与消费者转化率。

在线下运营方面，公司计划通过在重点城市核心商圈建立线下体验店，配合视频教程、互动指南及虚拟演示等全面教育材料，并为零售合作伙伴提供专门的店内演示装置及员工培训，以增强潜在客户与产品的互动并系统性提升品牌知名度。

依托 SwitchBot App，公司将提供个性化产品推荐、捆绑销售激励及忠诚度奖励，以深化用户的生态系统体验并增加单户产品持有量；同时，将实施分层定价策略，通过入门级选择降低首次购买门槛，并为高端需求提供优质功能，从而系统性地强化品牌忠诚度与市场渗透力。

图 31：SwitchBotApp 用户界面



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

5. 盈利预测

营收端：预计 2025/2026/2027 年总收入为 8.81/12.02/15.74 亿元，同比+44.5%/+36.5%/+30.9%。分业务看：

1) 受益于 AI 技术深度集成叠加机器人技术进一步发展，以及老龄化、独居化程度加深，消费者对便捷舒适的生活有望促进家庭服务机器人渗透率实现较快提升，我们预计 2025-2027 年家庭机器人系统产品收入同比+40%/+36%/+31%；其中，鉴于产品形态的完善以及渠道的拓展，能够满足消费者日常家庭场景中“解放双手”的需求的灵活技巧型机器人增速预计表现亮眼，预计 2025-2027 年收入同比+47%/+35%/+30%；同时受益于当下网球运动的热潮以及俱乐部、职业运动员的训练需求，AI 网球机器人为代表的增强型移动机器人预计 2025-2027 年收入同比+34%/+40%/+35%；

2) 感知与决策系统连结整个家庭机器人系统，实现了家庭智能场景自主化与智能化，是整个生态系统的重要组成，有望跟随家庭机器人产品获得较快增长，预计 2025-2027 年收入同比+36%/+35%/+30%；

3) 其他智能家庭产品与服务作为家庭机器人生态系统的补充，预计在前期新品拉动获得

较快增长后回归正常增长水平，假设 2025-2027 年收入同比+81%/+40%/+30%。

表 2：卧安机器人盈利预测（亿元）

	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
营业收入	2.75	4.57	6.10	8.81	12.02	15.74
yoy		66.5%	33.4%	44.5%	36.5%	30.9%
总毛利率	34.3%	50.4%	51.7%	52.9%	53.0%	53.1%
1.家庭机器人系统产品	2.29	4.16	5.47	7.67	10.43	13.66
yoy		82%	31%	40%	36%	31%
毛利率	37.3%	52.6%	53.5%	55.0%	55.1%	55.2%
1.1 增强型执行机器人	1.40	2.55	3.48	4.96	6.77	8.90
yoy		82%	36%	43%	36%	32%
毛利率	41.3%	50.0%	50.4%	51.9%	52.1%	52.2%
1.1.1 灵活型技巧机器人	1.40	1.98	2.38	3.48	4.70	6.11
yoy		42%	20%	47%	35%	30%
毛利率	41.3%	55.2%	57.0%	58.4%	58.55%	58.65%
1.1.2 增强型移动机器人		0.57	1.10	1.48	2.07	2.79
yoy			94%	34%	40%	35%
毛利率		31.7%	36.0%	36.4%	37.42%	37.92%
1.2 感知与决策系统	0.89	1.61	1.99	2.71	3.66	4.76
yoy		81%	23%	36%	35%	30%
毛利率	31.0%	56.7%	58.9%	60.6%	60.74%	60.84%
2.其他智能家庭产品与服务	0.45	0.41	0.63	1.14	1.60	2.08
yoy		-10%	54%	81%	40%	30%
毛利率	19.0%	28.3%	36.5%	38.5%	39.04%	39.54%

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利端：公司所处行业规模持续高速扩张，公司紧跟市场趋势，推出多款家庭机器人及系统，整体盈利能力有望持续改善，预计 2025/2026/2027 年毛利率分别为 52.9%/53.0%/53.1%。费用端，我们预计 2025-2027 年公司销售费用率、研发费用率延续 2022-2024 年的下降趋势，延续较好的费用管控效果，整体归母净利润分别达 0.37/0.62/1.14 亿元人民币。

6. 投资建议

卧安机器人作为全球居家机器人系统行业的先行者，凭借在执行增强型机器人及感知决策系统领域的深厚专利壁垒，已建立起覆盖全球 90 多个国家、连接超 1,000 万台设备的领先品牌认知，成长为全球龙头。本次赴港上市募资将用于强化研发投入、扩张全球全渠道网络及加强品牌推广，有望通过“智能单品→系统生态”的跨越，持续释放全球化增长潜力。

我们预计 25-27 年公司收入分别达 8.81/12.02/15.74 亿元，同比+44.5%/+36.5%/+30.9%，归母净利润分别达 0.37/0.62/1.14 亿元人民币，同比分别扭亏/+69%/+84%。截止 2026 年 1 月 23 日，可比公司平均 PS 为 44.5 倍，公司为 25.2 倍，考虑到公司仍处于快速成长期，我们认为当前估值有所低估，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：卧安机器人与可比公司对比（统计日期截止 2026 年 1 月 23 日）

证券简称	市值	营业收入				归母净利润				PS			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
优必选	725	13.1	19.0	27.0	36.2	-11.2	-9.3	-5.9	-2.6	55.5	38.2	26.8	20.0
微创机器人-B	307	2.6	5.2	10.1	15.5	-6.4	-2.4	0.0	2.1	119.5	59.6	30.4	19.8
越疆	180	3.7	5.0	6.9	9.2	-1.0	-0.6	-0.2	0.4	48.1	35.7	25.9	19.5

可比公司平均		6.5	9.7	14.7	20.3	-6.2	-4.1	-2.1	0.0	74.4	44.5	27.7	
卧安机器人	302	6.1	8.8	12.0	15.7	-0.03	0.4	0.6	1.1	49.6	34.3	25.2	19.2

资料来源：Wind，天风证券研究所（除卧安机器人外，其余盈利预测均为wind一致预测）

7. 风险提示

销售渠道风险：公司产品的销售渠道为 Amazon 平台，若该平台无法长期以有利的条件与公司合作，可能会导致公司产品在该平台的价格上涨，进一步影响产品销量。

地缘政治风险：公司产品销售的主要市场为日本、欧洲以及北美，若出现贸易摩擦等情况，可能对公司产品的出口、销售造成负面影响，进而影响公司的经营状况等。

股价波动风险：公司处于上市初期，上市后股价上升较快，投资者需注意未来股价波动的风险，进行理性投资。

近年未盈利风险：公司 2024 年及往年未盈利，若产品销量无法持续提升，则可能存在继续亏损的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com