

机械行业|公司深度研究报告

证券研究报告

2026/10/19

宇树科技深度报告——

人形机器人龙头，全栈自研软硬件技术

证券分析师： 崔文娟
分析师登记编号： S1190520020001
证券分析师： 张凤琳
分析师登记编号： S1190523100001

报告摘要

人形机器人龙头，产品矩阵丰富。公司为全球人形机器人龙头企业，自2017年以来先后研发量产了多款四足机器人，2023年8月，公司首款自研全尺寸人形机器人H1面市，标志着公司正式布局人形机器人领域，2026年8月，公司在科创板挂牌上市。公司产品矩阵较为丰富，广泛覆盖了人形机器人的全尺寸（H1、H2）与中型及中小型（G1、R1）两大领域，以及四足机器人的行业级（B1、B2及A2）与消费级（Go1、Go2）两大方向，且发布时间较早，在各领域具有行业较为显著的产品先发优势、全品类与快速迭代优势。公司近年来收入规模持续增长，2022-2025年，公司收入规模从1.23亿元增长至16.99亿元，CAGR达140.00%，归母净利润2024年实现扭亏，2025年实现2.78亿元，同比增长191.40%。

产业链核心技术持续提升，人形机器人市场空间广阔。人形机器人架构主要包括“大脑”、“小脑”和“本体”，“大脑”的进展上，全球范围内具身大模型正处于技术快速发展的探索阶段，行业内尚未形成统一、成熟的技术共识及竞争格局。而“小脑”和“本体”整体上进步较为明显。随着技术的不断进步、成本的降低以及应用场景的拓展，预计未来几年内人形、四足机器人市场规模将显著提升。根据高工机器人产业研究所数据显示，2025年全球人形机器人出货量达到1.88万台，市场规模突破38亿元；预计2026年全球出货量有望突破9万台，到2030年，全球人形机器人销量有望突破67万台，市场规模将冲击1000亿元。根据QYResearch数据显示，2021年全球市场四足机器人仍处于早期导入阶段，到2025年，市场收入已提升至约4.63亿美元，2026年预计约9.26亿美元，2032年预计约44.53亿美元，预测期收入CAGR约为29.9%。

全栈自研软硬件构筑技术壁垒，供应链自主可控强化成本管控。公司以自主研发为核心，经过多年积累建立了涵盖机器人本体、智能算法系统及核心部组件的自研自产技术体系，形成了以人形机器人、四足机器人为代表的主要产品，以及关节模组、灵巧手、协作机械臂、感知传感器等机器人核心组件。硬件层面，公司在多代四足机器人、人形机器人产品上能够实现关节驱动、机械结构等核心技术共享与复用，表明其核心硬件产品能力稳定性与可靠性强。软件层面，公司运动控制能力表现优秀，已连续实现众多行业技术性能突破，同时进一步加大大模型能力，根据公司募投资金规划，智能机器人模型研发项目计划投入20.22亿元，约占募集资金总额的48.13%，可见模型能力是公司重点突破方向之一，公司将进一步加强相关研发投入。公司通过核心部组件的自研自产，逐步建立自有产线，实现对供应链的深度掌控。垂直整合能力不仅保障了产品与技术快速迭代，也显著降低了物料采购与制造成本。规模化的生产进一步强化了公司与上游供应商的议价能力，形成持续的成本优势。

报告摘要

盈利预测与投资建议：预计2026年-2028年公司营业收入分别为27.91亿元、43.13亿元和64.82亿元，归母净利润分别为6.39亿元、10.02亿元和15.10亿元，对应PE分别为314倍、200倍、133倍，考虑到公司在人形机器人及四足机器人领域产品布局、盈利能力、出货规模等均处于行业领先，叠加人形机器人行业在快速发展阶段，预计公司收入及利润将保持较快增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：人形机器人产业化进展不及预期、核心技术迭代不及预期、市场竞争加剧等

财务摘要

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1699	2791	4313	6482
营业收入增长率(%)	332.6%	64.3%	54.5%	50.3%
归母净利（百万元）	278	639	1002	1510
净利润增长率(%)	191.4%	129.6%	56.8%	50.7%
摊薄每股收益（元）	0.69	1.58	2.48	3.73
市盈率（PE）	721.0	314.0	200.2	132.9

资料来源：携宁，太平洋证券整理

第一节：人形机器人龙头，产品矩阵丰富

第二节：产业链核心技术持续提升，人形机器人市场空间广阔

第三节：全栈自研软硬件构筑技术壁垒，供应链自主可控强化成本管控

第四节：盈利预测与投资建议

第五节：风险提示

1.1 人形机器人龙头企业，产品矩阵丰富

人形机器人龙头企业，从四足机器人逐步拓展至人形机器人领域。公司是一家世界知名、国际领先的高性能通用机器人公司，公司自2017年以来先后研发量产了多款四足机器人，2023年8月，公司首款自研全尺寸人形机器人H1面市，标志着公司正式布局人形机器人领域，2024年5月，公司发布首款自研中型人形机器人G1，2025年7月，公司发布全新款自研中小型人形机器人R1，2025年10月，公司发布第二款自研全尺寸通用机器人H2，2026年5月，公司发布全球首款量产版载人机甲GD01载人变形机甲，2026年8月，公司在科创板挂牌上市。

图表1：公司发展历程



资料来源：宇树科技官网、央视新闻、高工人形机器人、杭州发布，太平洋证券整理，太平洋证券整理

1.1 人形机器人龙头企业，产品矩阵丰富

公司产品矩阵丰富，快速迭代各类型机器人产品。公司以自主研发为核心，经过多年积累建立了涵盖机器人本体、智能算法系统及核心部组件的自研自产技术体系，形成了以人形机器人、四足机器人为代表的主要产品，以及关节模组、灵巧手、协作机械臂、感知传感器等机器人核心组件。公司自2017年推出第一款商业化产品Laikago以来，保持了较高频的产品上新与迭代，体现了公司在机器人领域的快速创新和研发实力。以人形机器人为例，2023年8月公司首款自研全尺寸人形机器人H1面市；仅仅在9个月后，公司于2024年5月发布中型人形机器人G1，G1凭借精准的运动控制能力与高度拟人化的交互表现，收获市场的广泛追捧。进入2025年，公司再次重磅发布多款新品，包括更注重实用性与交互体验的R1，以及在运动能力与灵活性方面实现重大突破的H2。在产品布局方面，公司产品矩阵较为丰富，广泛覆盖了人形机器人的全尺寸（H1、H2）与中型及中小型（G1、R1）两大领域，以及四足机器人的行业级（B1、B2及A2）与消费级（Go1、Go2）两大方向，且发布时间较早，在各领域具有行业较为显著的产品先发优势、全品类与快速迭代优势。

1.1 人形机器人龙头企业，产品矩阵丰富

图表2：公司主要产品

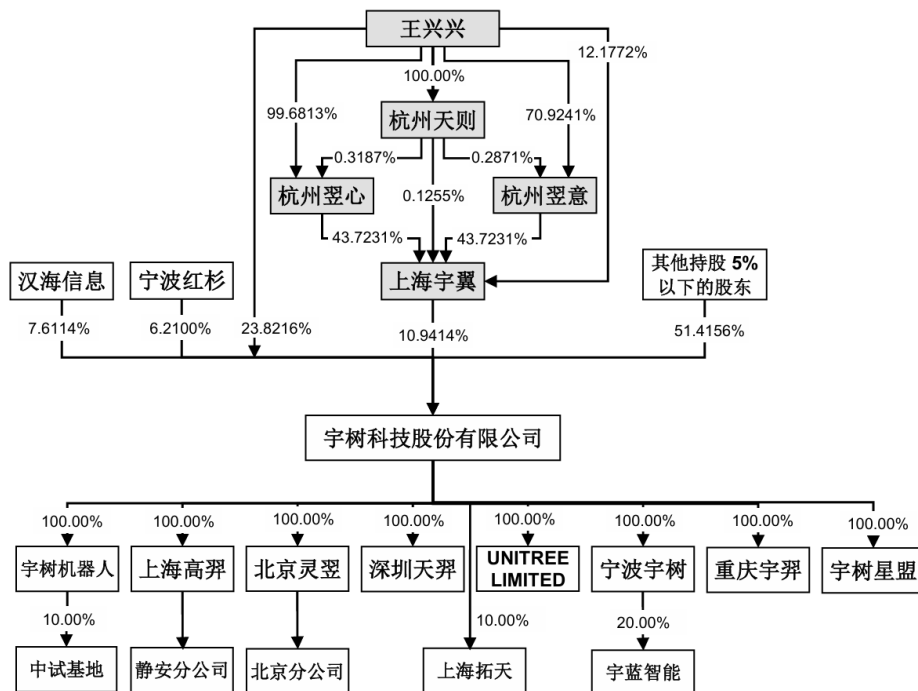
人形机器人	H1	G1	R1	H2	G1-D	GD01
						
四足机器人	AlienGo	A1	Go1	B1	Go2	Go2-W
						
	B2	B2-W	A2	As2		
						
机器人组件	Z1	L1	L2	Dex1-1	Dex3-1	Dex5-1
						
	(协作机械臂)	(激光雷达)	(激光雷达)	(灵巧手夹爪)	(三指灵巧手)	(五指灵巧手)
其他	PUMP	PUMPMAX				
						

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

1.2 公司股权结构清晰，实控人为王兴兴

公司实控人为王兴兴，共持股公司**33.36%**股权。公司实控人为王兴兴，其直接持股公司**23.82%**股权，通过员工持股平台上海宇翼间接持有公司股权比例为**9.54%**股权，合计持股**33.36%**。

图表3：股权结构图（截至2026年8月14日）

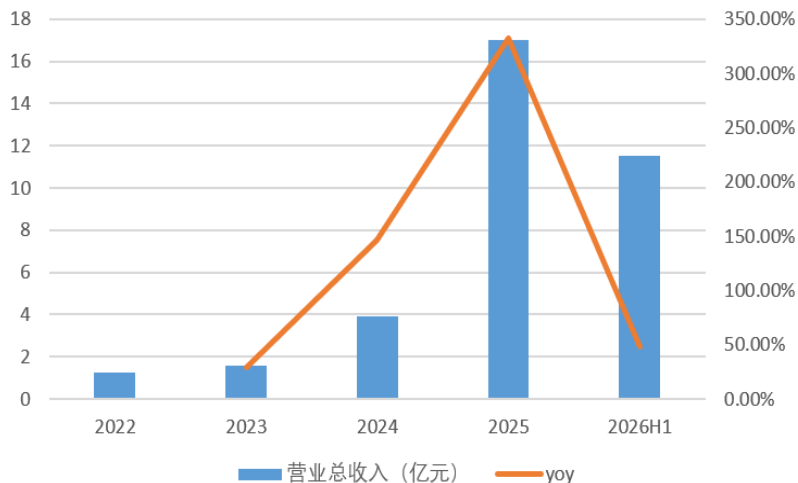


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

1.3 收入规模快速增长，毛利率水平持续提升

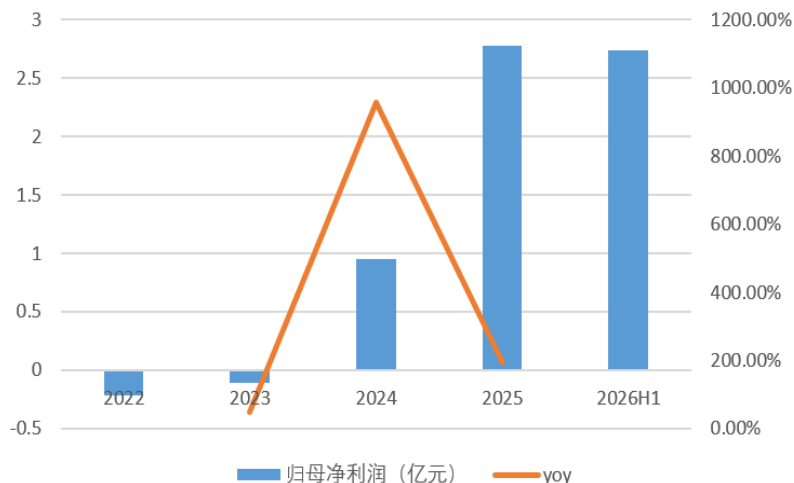
公司收入快速增长，利润**2024年扭亏为盈**。公司近年来收入规模持续增长，2022-2025年，公司收入规模从1.23亿元增长至16.99亿元，CAGR达140.00%，主要系2025年四足机器人与人形机器人快速放量，2026H1公司收入达11.52亿元，同比增长48.54%，继续呈现增长趋势。归母净利润方面，2024年公司实现扭亏，2025年实现2.78亿元，同比增长191.40%，2026H1归母净利润实现2.74亿元，去年同期为-0.32亿元，主要系去年同期公司确认了非经常性损益股份支付费用 3.49 亿元。

图表4：公司营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表5：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）

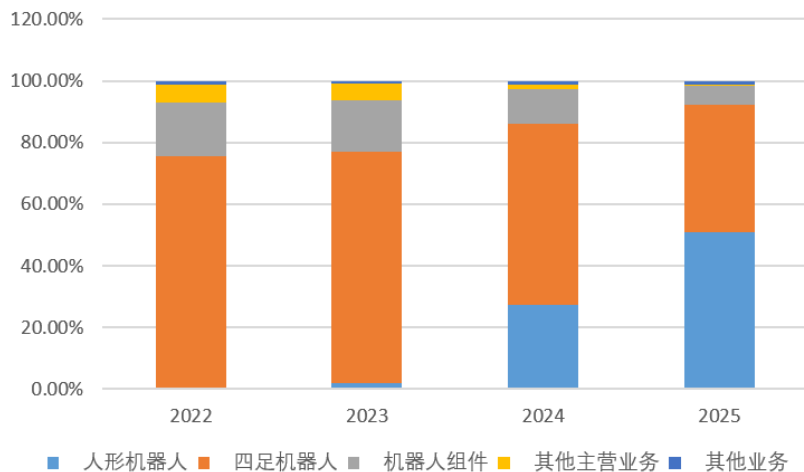


资料来源：Wind，太平洋证券整理

1.3 收入规模快速增长，毛利率水平持续提升

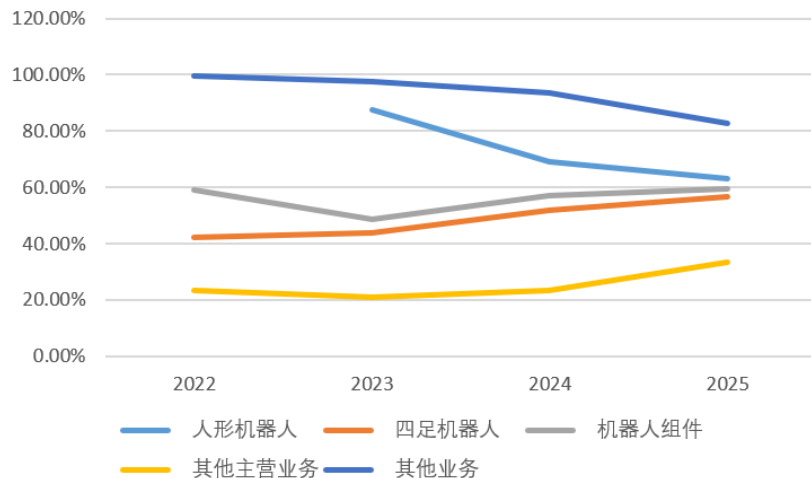
四足机器人和人形机器人为公司核心产品，毛利率维持在高位水平。公司以人形机器人和四足机器人为主要产品，两者合计收入占比超90%，其中人形机器人自2023年以来收入占比持续提升，至2025年度收入占比超50%。毛利率方面，四足机器人近年来整体呈上升趋势，主要系公司不断实现生产降本、采购降本以及四足机器人产品销售结构变化带动毛利率提升；人形机器人毛利率有所回落，主要系2024年G1作为公司主力销售机型，价格、毛利率均低于全尺寸机器人H1，同时2025年公司对人形机器人产品价格有所下调，2025年人形机器人产品毛利率为63.18%，仍处于较高水平。

图表6：公司收入结构（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表7：公司分产品毛利率（单位：%）

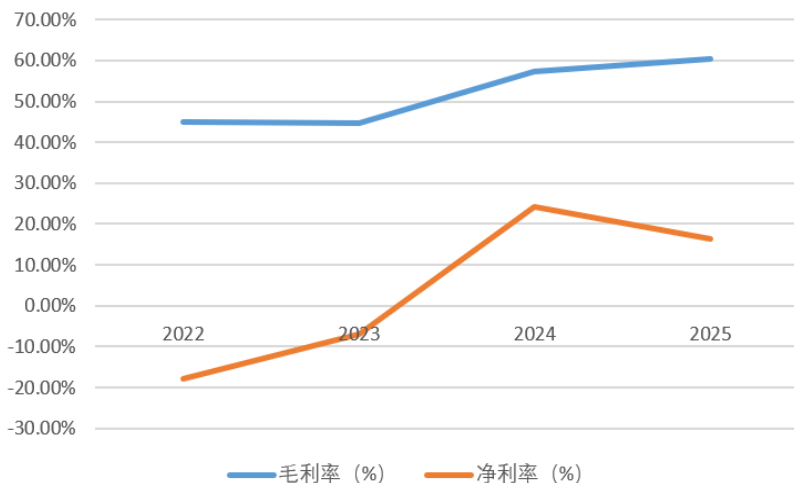


资料来源：Wind，太平洋证券整理

1.3 收入规模快速增长，毛利率水平持续提升

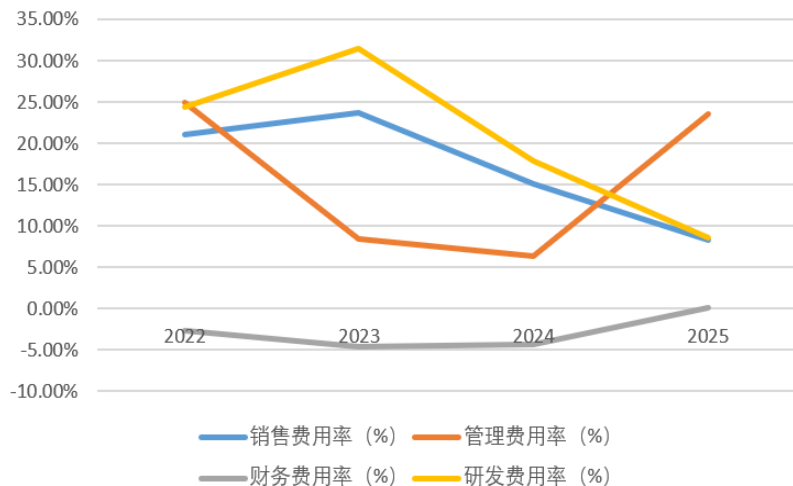
公司毛利率持续增长，期间费用率**2025**年受股份支付费用影响有所上升。近年来，公司整体毛利率持续增长，从2022年44.94%增长至2025年60.44%，费用率方面，2024年，随着公司业务规模和营业收入的快速增长，期间费用率下降，公司经营的规模效应开始凸显；2025年，公司期间费用率上升，主要系当期确认的股份支付费用较高。

图表8：公司毛利率、净利率（单位：%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表9：公司期间费用率（单位：%）

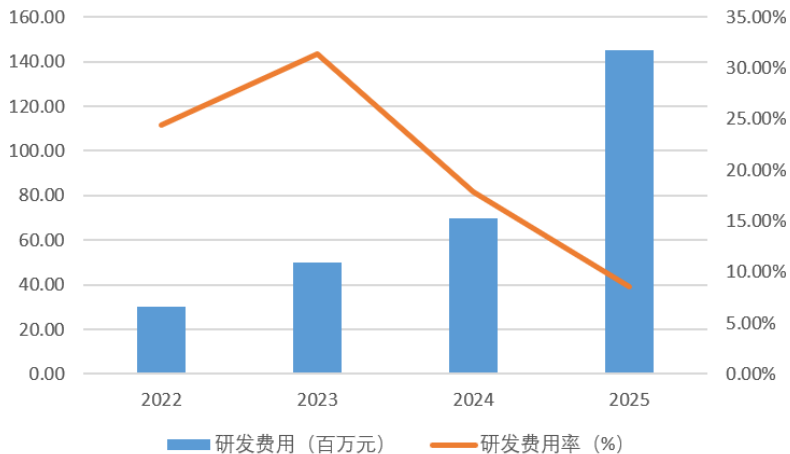


资料来源：Wind，太平洋证券整理

1.4重视研发，研发费用及研发人员数量逐年增长

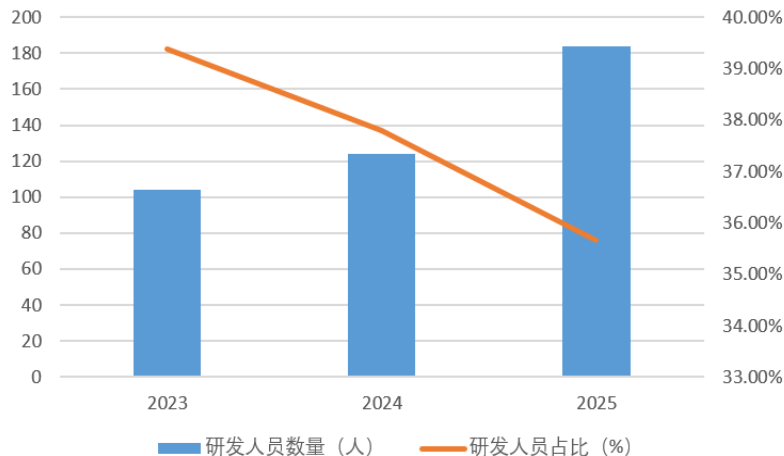
公司重视研发，研发费用及研发人员数量逐年增长。公司研发费用逐年增长，2025年达1.45亿元，同比增长107.04%，2024年及2025年，公司研发投入占营业收入的比例有所下降，主要系最近两年公司营业收入快速增长，收入增速远超过研发费用的合理增速，规模效应下研发费用率相对下降。公司持续强化研发团队建设与技术人才储备，研发人员数量逐年增长，截至2025年末，公司研发人员184人，占员工总数比例超30%。

图表10：公司研发费用情况（单位：百万元，%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表11：公司研发人员情况（单位：人，%）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

第一章节：人形机器人龙头，产品矩阵丰富

第二章节：产业链核心技术持续提升，人形机器人市场空间广阔

第三章节：全栈自研软硬件构筑技术壁垒，供应链自主可控强化成本管控

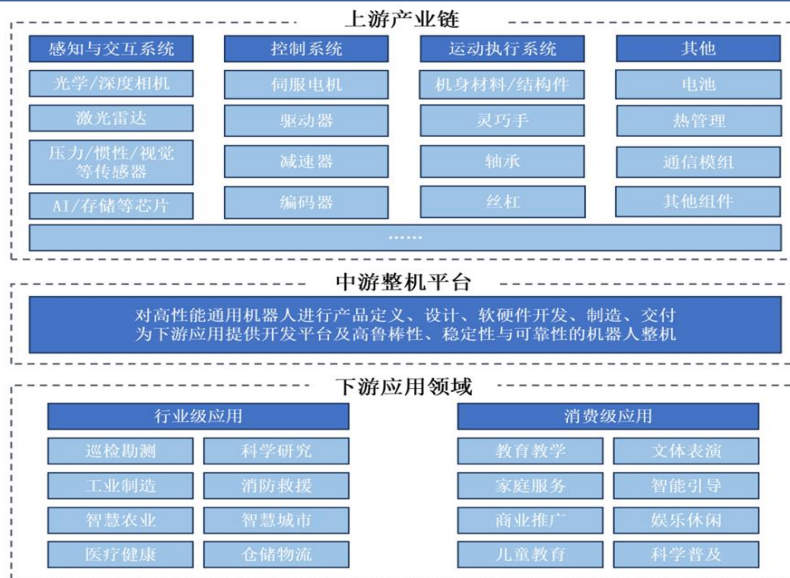
第四章节：盈利预测与投资建议

第五章节：风险提示

2.1 人形机器人产业链涵盖多个环节，技术路线尚未收敛

高性能通用机器人产业链涵盖多个环节，中调整机为产业链的核心。高性能通用机器人的产业链上游包括感知与交互系统、控制系统、运动执行系统与其他部分。中游为整机平台提供商，主要负责四足机器人、人形机器人等产品的本体定义、设计、制造与交付，该环节是产业链的核心，也是推动高性能通用机器人产业化和商业化的关键。下游主要面向实际应用的商业化场景，其核心价值在于替代或辅助人类完成各类任务，尤其在异常辛苦或者危险的任务场景下实现替代或辅助功能，从应用场景看，高性能通用机器人主要面向行业级应用与消费级应用两个方向。

图表12：高性能通用机器人产业链



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

2.1 人形机器人产业链涵盖多个环节，技术路线尚未收敛

人形机器人规模化落地处于初期阶段，技术路线尚未收敛。从国内外主流厂商的应用规划来看，中短期内，人形机器人将主要集中应用于科学研究、应用开发、教育教学、文化表演、智能服务等领域；中长期内，人形机器人的目标将是走进工厂车间、千家万户，为工业、家庭及社会场景提供相关服务。其应用场景的落地顺序将由应用场景的结构化程度和执行任务的复杂程度共同决定，目前人形机器人规模化落地仍处于初期阶段。在人形机器人架构上，主要包括“大脑”、“小脑”和“本体”，其中“大脑”和“小脑”属于软件层面，“大脑”的进展上，全球范围内具身大模型正处于技术快速发展的探索阶段，行业内尚未形成统一、成熟的技术共识及竞争格局。“小脑”的进展上，当前技术水平已显著超越了早期依赖于精确解析模型与预编程动作库的传统控制技术路线，进入了一个以数据驱动与优化理论相结合为特征的混合智能控制新阶段。硬件层面，“本体”技术的发展态势呈现出高性能追求与产业化可行性之间相互博弈与融合的鲜明特征，如核心部件的标准化、模块化；新材料与先进制造工艺的轻量化、刚柔度的平衡；人形机器人方案的仿生优化等是本体技术演进的主要方向。整体看，人形机器人产业技术路线尚未收敛，其关键核心技术仍待进一步突破。

图表13：人形机器人主要架构

主要架构	主要功能
“大脑”	负责感知外界并模拟人类思维决策过程，主要职能是环境理解、智能交互与认知推理，基础是机器视觉、大语言模型等组成的多模态大模型的发展，通常指使机器人实现理解交互、自主决策、任务规划等能力的认知智能或具身大模型
“小脑”	模仿生物进行复杂的运动控制，主要职能是运动控制、路径规划和步态平衡，通常指使机器人实现高稳定性、高复杂度、高动态响应运动控制能力的本体智能或具身本体智能模型
“本体”	包含机器人的物理结构和执行器，根据小脑层的运动规划来进行精确的伺服闭环控制每个电机高效精准地执行，完成既定运动任务

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

2.2政策端持续支持人形机器人行业发展，从粗放鼓励转向实质化场景落地

政策端持续支持人形机器人行业发展，且政策从粗放鼓励转向实质化场景落地。国家层面持续推出人形机器人支持政策，为产业发展注入动力，且政策端从鼓励行业发展向实质化场景落地演变，2026年6月，工信部联合国务院国资委印发《关于联合开展2026年度人形机器人与具身智能实景实训专项行动的通知》，文件明确提出到2026年底，人形机器人等重点产品在一批代表性场景中率先完成应用验证和常态部署，开启“作业模式”；凝练形成百个以上高价值应用场景，进一步丰富具身智能应用谱系，带动形成万台级规模落地能力。

图表14：部分人形机器人产业政策梳理

时间	发布机构	政策名称	相关表述
2023年10月	工信部	《人形机器人创新发展指导意见》	到2025年，初步建立人形机器人创新体系，突破“大脑、小脑、肢体”等关键技术，核心部件安全有效供给。到2027年，形成安全可靠的产业链供应链体系，构建具有国际竞争力的产业生态，综合实力达世界先进水平。
2024年1月	工业和信息化部、教育部、科技部、交通运输部、文旅部、国务院国资委、中国科学院	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	突破机器人高转矩密度伺服电机、高动态运动规划与控制、仿生感知与认知、智能灵巧手、电子皮肤等核心技术，重点推进智能制造、家庭服务、特殊环境作业等领域产品的研制及应用。
2024年9月	工信部	《人形机器人标准化技术委员会筹建方案》	规划人形机器人标准体系，覆盖性能、安全、应用等领域。
2025年3月	国务院	2025年《政府工作报告》	首次将“具身智能”和“智能机器人”纳入国家战略，明确列入未来产业重点发展方向。
2025年8月	国务院	《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》	到2027年，率先实现人工智能与6大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超70%。
2026年6月	工业和信息化部、国务院国资委	《关于联合开展2026年度人形机器人与具身智能实景实训专项行动的通知》	明确提出到2026年底，人形机器人等重点产品在一批代表性场景中率先完成应用验证和常态部署，开启“作业模式”；凝练形成百个以上高价值应用场景，进一步丰富具身智能应用谱系，带动形成万台级规模落地能力。

资料来源：工信部、国务院，太平洋证券整理

2.3部分头部企业具备小规模交付能力，人形机器人量产目标在L3阶段

目前已有部分头部企业具备小规模交付能力，其中中国企业贡献主要体量。中游本体厂商是人形机器人产业化落地的关键，承担从设计、制造、集成的全过程，目前领域内的主要厂商包括宇树、智元、优必选等国内企业以及Figure、特斯拉等海外企业。随着产业链不断成熟，目前已有部分头部企业具备小规模交付能力，出货量在百台至千台级别，根据Omdia及宇树科技披露数据，2025年行业出货量快速增长，合计出货量超1.4万台，较2024年增长超600%，出货量前六名企业均为中国厂商，其中宇树科技2025年出货量排名第一，为5511台，市场份额超30%。

图表15：全球主要厂商人形机器人出货量及份额（单位：台，%）

厂商	2024年出货量（台）	2024年份额（%）	2025年出货量（台）	2025年份额（%）	同比增速（%）
宇树科技	537	26.36%	5511	37.54%	926.26%
智元机器人	600	29.46%	5168	35.21%	761.33%
优必选	250	12.27%	1000	6.81%	300.00%
乐聚	100	4.91%	500	3.41%	400.00%
众擎	0	0.00%	400	2.72%	/
傅利叶	0	0.00%	300	2.04%	/
Figure AI	50	2.45%	150	1.02%	200.00%
Agility Robotics	50	2.45%	150	1.02%	200.00%
特斯拉	50	2.45%	150	1.02%	200.00%
其他	400	19.64%	1350	9.20%	237.50%
总计	2037	100.00%	14679	100.00%	620.62%

资料来源：Omdia、公司招股说明书，太平洋证券整理

2.3部分头部企业具备小规模交付能力，人形机器人量产目标在L3阶段

参考目前智驾所处的阶段，人形机器人量产目标在**L3阶段**。国际工程师协会（SAE）的定义中，目前智驾都在**L2级别**、智能辅助驾驶，多数消费者反馈在城区驾驶可以应付**70-90%**的场景，快速路体验较好、但仍然有一些长尾问题无法处理。暂时做不到傻瓜式使用，用户需要通过摸索来确定智能驾驶系统的能力边界。智驾是二维的多模态大模型，机器人要处理三维空间运动、多模态环境交互以及复杂决策链等，马斯克曾经表示Optimus的训练需求大约是特斯拉电动车的**10倍**。也可以参考小鹏对通用机器人能力层级的划分，何小鹏认为当前所有人形机器人公司的量产目标都在“具身智能+训练监督”级别。

图表16：小鹏对通用机器人能力层级的划分

L1：无自主操控	类似遥控赛车	机器人完全由人类操作者控制，不具备任何独立控制甚至决策能力
L2：基础辅助智能+操控监督	类似两/多足机器人、工业机械臂、扫地机器人等	机器人执行基本的与编程动作并能自主保持稳定，但仍需持续的人工监督
L3：具身智能+训练监督	当前所有人形机器人公司的量产目标	机器人在大量场景中能够经训练后独立运行，但在部分情况下会寻求人工监督
L4：自成长智能+轻微监督		机器人能够执行广泛的复杂适应性和协作性任务，并在最少的人工监督下适应
L5：AGI/ASI完全自主		机器人在认知和物理任务上展现出与人类相当甚至超越人类的能力，在法规和机器人法则下自主运行

资料来源：何小鹏，太平洋证券整理

2.4物理AI是人工智能的下一波浪潮，人形机器人市场空间广阔

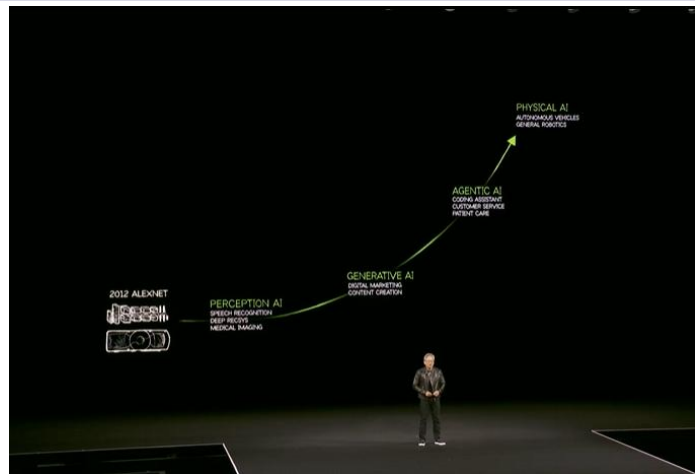
AI正从数字世界走向物理世界，人形机器人是物理AI的重要载体之一。随着大模型能力不断提升，AI的发展重心正加速从数字世界迈向物理世界，2025年，黄仁勋在GTC开发者大会上提出AI技术演进的四个阶段，即感知AI（Perception AI）、生成AI（Generative AI）、代理AI（Agentic AI）以及物理AI（Physical AI）。在2026年1月CES展上，黄仁勋直言：“物理AI的ChatGPT时刻即将到来”。产业界对物理AI的典型描述是：以机器人等自主机器为载体的智能形态，能够在真实世界中感知、理解、推理并执行复杂动作，从而完成任务闭环。物理AI不是单一算法或模型，而是融硬件载体、智能算法、系统工程与数据闭环于一体的综合能力体系。物理AI是人工智能的下一波浪潮，而人形机器人又是物理AI的重要载体之一，发展空间广阔。

图表17：物理AI的典型描述



资料来源：《物理AI白皮书：迈向可执行的机器智能》，太平洋证券整理

图表18：黄仁勋提出AI技术演进的四个阶段

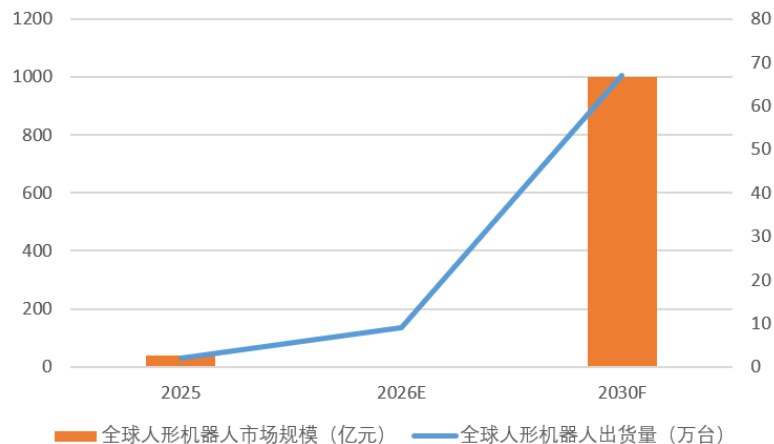


资料来源：英伟达2025年GTC开发者大会演讲，太平洋证券整理

2.4物理AI是人工智能的下一波浪潮，人形机器人市场空间广阔

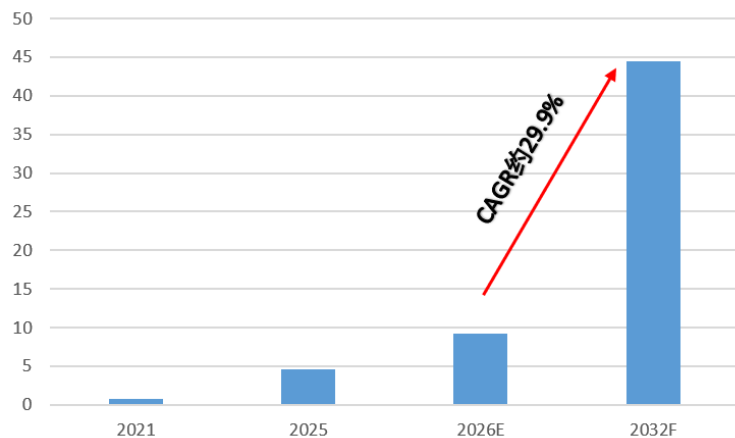
人形、四足机器人具备广阔市场空间，预计未来几年将显著增长。随着技术的不断进步、成本的降低以及应用场景的拓展，预计未来几年内人形、四足机器人市场规模将显著提升。根据高工机器人产业研究所数据显示，2025年全球人形机器人出货量达到1.88万台，市场规模突破38亿元；预计2026年全球出货量有望突破9万台，到2030年，全球人形机器人销量有望突破67万台，市场规模将冲击1000亿元。根据QYResearch数据显示，2021年全球市场四足机器人仍处于早期导入阶段，到2025年，市场收入已提升至约4.63亿美元，2026年预计约9.26亿美元，2032年预计约44.53亿美元，预测期收入CAGR约为29.9%。

图表19：全球人形机器人出货量及市场规模预测（单位：万台）



资料来源：高工机器人，太平洋证券整理

图表20：四足机器人市场规模预测（单位：亿美元）



资料来源：QYResearch，太平洋证券整理

第一章节：人形机器人龙头，产品矩阵丰富

第二章节：产业链核心技术持续提升，人形机器人市场空间广阔

第三章节：全栈自研软硬件构筑技术壁垒，供应链自主可控强化成本管控

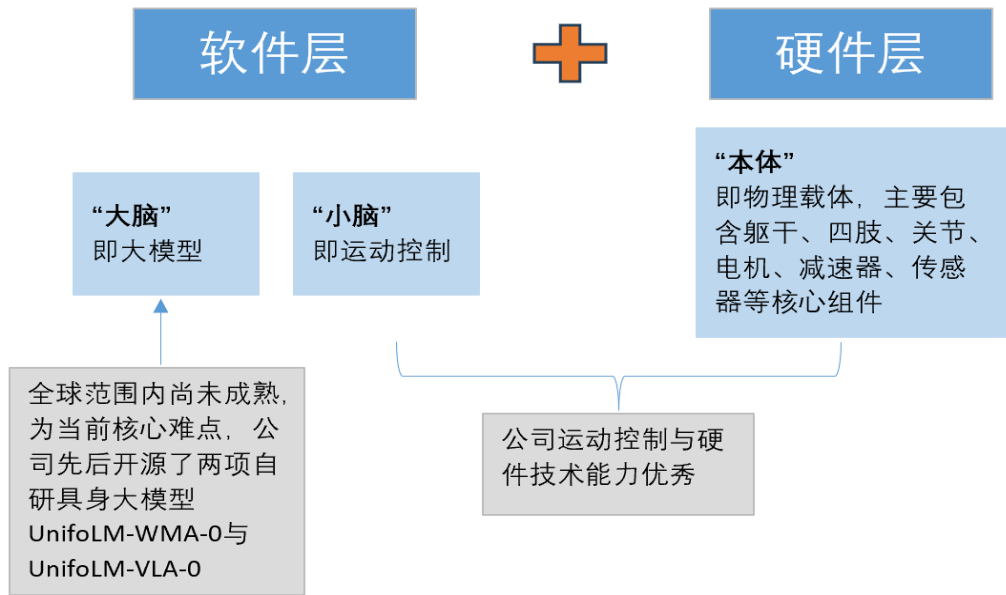
第四章节：盈利预测与投资建议

第五章节：风险提示

3.1 硬件能力优秀，全栈自研整机与核心组件

硬件能力优秀，全栈自研整机与核心组件。公司以自主研发为核心，经过多年积累建立了涵盖机器人本体、智能算法系统及核心部组件的自研自产技术体系，形成了以人形机器人、四足机器人为代表的主要产品，以及关节模组、灵巧手、协作机械臂、感知传感器等机器人核心组件。公司在多代四足机器人、人形机器人产品上能够实现关节驱动、机械结构等核心技术共享与复用，表明其核心硬件产品能力稳定性与可靠性强。

图表21：公司硬件能力优秀



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

3.2运动控制能力领先，大模型能力将进一步加强

运动控制能力领先，大模型能力将进一步加强。公司运动控制能力表现优秀，已连续实现众多行业技术性能突破。而“大脑”方面，目前全球范围内大模型技术尚未成熟，公司目前在WMA模型与VLA模型两大技术路线上均有所布局与投入，并先后于2025年9月、2026年1月开源发布了通用WMA模型“UnifoLM-WMA-0”与通用VLA模型“UnifoLM-VLA-0”。此前王兴兴曾表示：

“谁能把机器人用的大模型做出来，谁就是全世界最厉害的AI公司和机器人公司”，表明大模型能力仍为当前人形机器人产业化的核心难点，根据公司募投资金规划，智能机器人模型研发项目计划投入20.22亿元，约占募集资金总额的48.13%，可见模型能力是公司重点突破方向之一，公司将进一步加强相关研发投入。

图表22：公司运动控制能力方面连续实现众多行业技术性能突破

类别	事件时间	产品型号	事项	意义
高难动作	2024年	H1人形	全尺寸电驱人形机器人原地后空翻	全球首例
	2025年	G1人形	电驱人形机器人原地侧空翻	全球首例
运动速度	2020年	A1四足	最大奔跑速度达3.3米/秒	同期国内近似规格最快奔跑速度中小型四足机
	2021年	Go1四足	最大奔跑速度达4.7米/秒	刷新近似规格四足机器人奔跑速度世界纪录
	2023年	B2四足	最大奔跑速度达6.0米/秒	刷新近似规格四足机器人奔跑速度世界纪录
	2024年	H1人形	实现3.3米/秒奔跑速度	创造全尺寸人形机器人奔跑速度世界纪录
	2025年	H1人形	实现超5米/秒奔跑速度	刷新全尺寸人形机器人奔跑速度世界纪录
	2025年	H1人形	6分34秒跑完1,500米	刷新同规格人形机器人长跑速度纪录
负载能力	2025年	A2四足	25kg配重3小时连续行走超12km	同期已公开负载续航比最高同规格四足机器人
创新应用	2026年	G1人形	央视马年春晚集群舞蹈《武BOT》	连续花式翻桌跑酷、弹射空翻等多项全球纪录
	2025年	H1人形	央视蛇年春晚集群舞蹈《秧BOT》	全AI驱动自动集群人形机器人表演
	2025年	G1人形	成为《CMG世界机器人大赛》系列	开启全球人形机器人格斗竞技先河
机器人运动会	2025年	H1人形	6分34秒夺得1,500米比赛第一名	公司在首届世界机器人运动会中共获得11枚奖牌，是金牌数和总奖牌数最多的企业，充分验证了公司人形机器人在竞技跑、障碍赛等高动态任务中的卓越运动性能与可靠性
	2025年	H1人形	1分28秒夺得400米比赛第一名	
	2025年	H1人形	1分48秒夺得4×100米比赛第一名	
	2025年	G1人形	33.71秒夺得100米障碍赛第一名	

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表23：公司募集资金投资项目情况

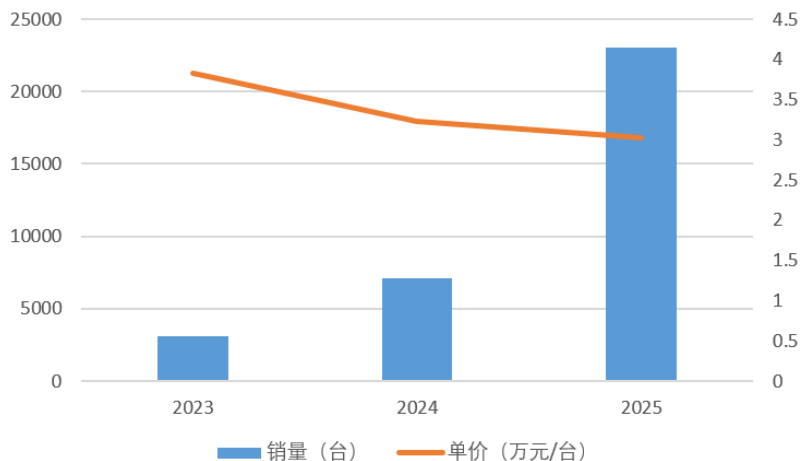
序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	项目投资 比例 (%)
1	智能机器人模型研发项目	202,245.93	202,245.93	48.13%
2	机器人本体研发项目	110,973.80	110,973.80	26.41%
3	新型智能机器人产品开发项目	44,540.00	44,540.00	10.60%
4	智能机器人制造基地建设项目	62,411.39	62,411.39	14.85%
合计		420,171.12	420,171.12	100.00%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

3.3 成本控制能力领先，具备规模化交付优势

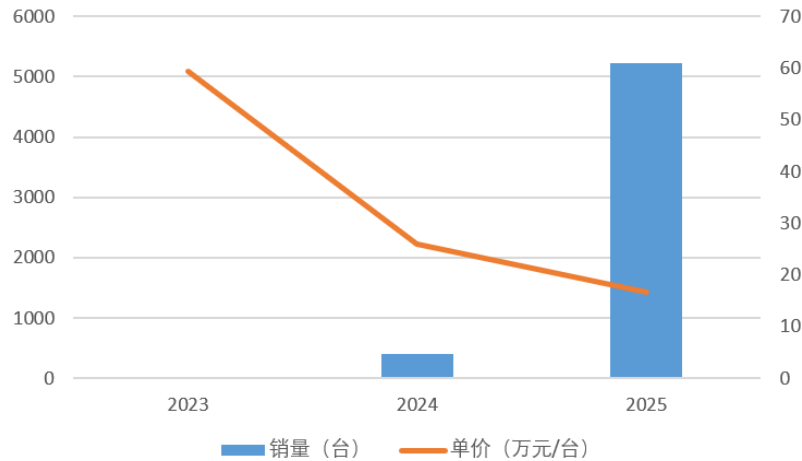
成本控制能力领先，具备规模化交付优势。在成本控制方面，公司通过核心部组件的自研自产，逐步建立自有产线，实现对供应链的深度掌控。垂直整合能力不仅保障了产品与技术快速迭代，也显著降低了物料采购与制造成本。规模化的生产进一步强化了公司与上游供应商的议价能力，形成持续的成本优势。公司的产品迭代速度显著领先于行业，能够快速响应技术变化与市场需求，不断研制出具有竞争力的创新产品，产品交付上，公司具备规模化交付优势，2023-2025年，公司人形机器人累计销量5632台，四足机器人累计销量33294台，其中2025年公司人形机器人出货量超5,500台，为全球行业第一。

图表24：公司四足机器人销量及单价（单位：台，万元/台）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表25：公司人形机器人销量及单价（单位：台，万元/台）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

第一章节：人形机器人龙头，产品矩阵丰富

第二章节：产业链核心技术持续提升，人形机器人市场空间广阔

第三章节：全栈自研软硬件构筑技术壁垒，供应链自主可控强化成本管控

第四章节：盈利预测与投资建议

第五章节：风险提示

盈利预测与投资建议

我们对公司2026-2028年盈利预测做如下假设：

1) 人形机器人：公司人形机器人产品持续迭代，未来随着产品性能持续提升、应用场景逐步拓展，假设2026-2028年收入增速分别为70.00%、60.00%、60.00%，对应毛利率分别为62.00%、61.00%、60.00%。

2) 四足机器人：公司四足机器人主要用于消费级及行业级，下游使用场景广泛、客户类型多样，销量有望保持快速增长，假设2026-2028年收入增速为60.00%、50.00%、40.00%，对应毛利率分别为58.00%、59.00%、60.00%。

3) 机器人组件：公司机器人组件主要包括机械臂、激光雷达、灵巧手等核心零部件，有望随着机器人销量增长而增长，假设2026-2028年收入增速为50.00%、40.00%、30.00%，对应毛利率分别为18.00%、18.00%、18.00%。

4) 其他主营业务，假设2026-2028年收入增速为20.00%、20.00%、20.00%，对应毛利率分别为30.00%、30.00%、30.00%。

5) 其他业务，假设2026-2028年收入增速为50.00%、40.00%、30.00%，对应毛利率分别为60.00%、60.00%、60.00%。

同时假设公司2026-2028年销售费用率分别为14.00%、12.50%、11.00%；管理费用率分别为7.00%、6.00%、5.00%；研发费用率分别为11.00%、13.00%、15.00%。

图表26：公司分业务收入与毛利率预测

分业务	指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
人形机器人	收入（亿元）	1.07	8.68	14.76	23.61	37.78
	增速（%）	3516.25%	708.81%	70.00%	60.00%	60.00%
	毛利率(%)	69.26%	63.18%	62.00%	61.00%	60.00%
四足机器人	收入（亿元）	2.31	6.98	11.17	16.75	23.45
	增速（%）	93.12%	202.60%	60.00%	50.00%	40.00%
	毛利率(%)	51.65%	56.72%	58.00%	59.00%	60.00%
机器人组件	收入（亿元）	0.45	1.04	1.56	2.18	2.84
	增速（%）	65.43%	132.92%	50.00%	40.00%	30.00%
	毛利率(%)	56.94%	59.36%	60.00%	60.00%	60.00%
其他主营业务	收入（亿元）	0.05	0.07	0.08	0.10	0.12
	增速（%）	-35.96%	30.67%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率(%)	23.23%	33.53%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	收入（亿元）	0.05	0.23	0.35	0.48	0.63
	增速（%）	219.04%	354.28%	50.00%	40.00%	30.00%
	毛利率(%)	93.38%	82.72%	60.00%	60.00%	60.00%
公司整体	收入（亿元）	3.93	16.99	27.91	43.13	64.82
	增速（%）	146.82%	332.64%	64.29%	54.51%	50.28%
	毛利率(%)	57.22%	60.44%	60.17%	60.09%	59.94%

盈利预测与投资建议

基于以上假设，我们预计2026年-2028年公司营业收入分别为27.91亿元、43.13亿元和64.82亿元，归母净利润分别为6.39亿元、10.02亿元和15.10亿元，对应PE分别为314倍、200倍、133倍，考虑到公司在人形机器人及四足机器人领域产品布局、盈利能力、出货规模等均处于行业领先，叠加人形机器人行业在快速发展阶段，预计公司收入及利润将保持较快增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

财务摘要

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1699	2791	4313	6482
营业收入增长率(%)	332.6%	64.3%	54.5%	50.3%
归母净利（百万元）	278	639	1002	1510
净利润增长率(%)	191.4%	129.6%	56.8%	50.7%
摊薄每股收益（元）	0.69	1.58	2.48	3.73
市盈率（PE）	721.0	314.0	200.2	132.9

资料来源：携宁，太平洋证券整理

盈利预测与投资建议

资产负债表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	566	1,419	7,745	8,745	10,207
应收和预付款项	29	89	142	219	330
存货	141	368	546	795	1,129
其他流动资产	535	344	552	561	573
流动资产合计	1,271	2,220	8,984	10,320	12,239
长期股权投资	0	5	5	5	5
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	11	35	117	197	367
在建工程	2	1	46	113	192
无形资产开发支出	1	2	2	2	2
长期待摊费用	0	4	4	4	4
其他非流动资产	1,513	3,162	9,931	11,266	13,185
资产总计	1,528	3,209	10,104	11,587	13,755
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	90	245	386	574	829
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	157	359	595	888	1,290
负债合计	247	604	981	1,462	2,120
股本	3	364	404	404	404
资本公积	1,216	2,053	7,930	7,930	7,930
留存收益	62	187	789	1,791	3,301
归母公司股东权益	1,281	2,605	9,124	10,125	11,635
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,281	2,605	9,124	10,125	11,635
负债和股东权益	1,528	3,209	10,104	11,587	13,755

现金流量表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	192	670	730	1,094	1,653
投资性现金流	-714	-472	-320	-127	-221
融资性现金流	860	675	5,953	34	30
现金增加额	343	850	6,325	1,001	1,462

利润表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	393	1,699	2,791	4,313	6,482
营业成本	168	672	1,112	1,721	2,596
营业税金及附加	2	7	11	17	25
销售费用	59	141	391	539	713
管理费用	25	400	195	259	324
财务费用	-17	1	0	0	0
资产减值损失	-10	-16	-10	-8	-7
投资收益	9	23	33	52	78
公允价值变动	1	1	0	0	0
营业利润	101	368	840	1,318	1,986
其他非经营损益	-0	1	1	1	1
利润总额	101	368	840	1,318	1,986
所得税	5	90	202	316	477
净利润	95	278	639	1,002	1,510
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	95	278	639	1,002	1,510

预测指标					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	57.22%	60.44%	60.17%	60.09%	59.94%
销售净利率	24.31%	16.37%	22.88%	23.23%	23.29%
销售收入增长率	146.82%	332.64%	64.26%	54.51%	50.28%
EBIT 增长率	390.36%	342.81%	127.48%	56.84%	50.71%
净利润增长率	956.65%	191.40%	129.58%	56.84%	50.71%
ROE	7.46%	10.68%	7.00%	9.89%	12.98%
ROA	9.95%	11.75%	9.60%	9.24%	11.91%
ROIC	6.15%	10.59%	6.95%	9.80%	12.84%
EPS (X)	0.24	0.69	1.58	2.48	3.73
PE (X)	2,100.89	720.97	314.05	200.24	132.86
PB (X)	156.64	77.01	21.99	19.81	17.24
PS (X)	510.68	118.04	71.86	46.51	30.95
EV/EBITDA (X)	-6.08	-3.53	223.26	142.16	93.46

资料来源：携宁，太平洋证券整理

第一章：人形机器人龙头，产品矩阵丰富

第二章：产业链核心技术持续提升，人形机器人市场空间广阔

第三章：全栈自研软硬件构筑技术壁垒，供应链自主可控强化成本管控

第四章：盈利预测与投资建议

第五章：风险提示

风险提示

风险一：人形机器人产业化进展不及预期；

风险二：核心技术迭代不及预期；

风险三：市场竞争加剧等

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券

构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。