

高端制造

围绕宇树链的投资机会

龙兆丰, CFA

(852) 3911 8019

lungsiufung@ccbintl.com

- ▶ 宇树科技:全球领先通用机器人
- ▶ 关注宇树产业链投资机会
- ▶ 两大催化剂短期带动机器人板块行情

宇树 IPO 加快推进。公司于3月20日提交IPO招股书并完成两轮监管问询回复,拟发行10%新股,对应估值420亿元。募资投向分配为:机器人模型研发48.1%、本体研发26.4%、产品开发10.6%、制造基地建设14.9%。2022-2025年公司营收以140%复合增速增长至17亿元,人形机器人业务实现从0到8.77亿元的飞跃,2025年收入占比达51%。2025年人形机器人出货量同比增长12倍至5,500台,全球市占率38%位居首位,第二名智元5,168台,第三名优必选1,000台。人形机器人均价下降36%至16.7万元,单位成本下降24%,毛利率由68%略降至63%。四足机器人曾为宇树核心支柱业务,2025年前三季度出货量17,946台,较2024年增长151%,连续多年位居全球第一。2022-2025年四足机器人销售额复合增速95%,均价复合降幅16%,单位成本复合降幅23%,毛利率由52%提升至55%。公司整体毛利率由2022年的44.2%升至2025年的59.5%,费用率由2022年的70%降至2025年前三季度的17%,其中研发费用率由24%降至8%。公司于2024年实现盈利转正,2025年净利润/核心净利润同比增长205%/674%至2.88亿元/6.00亿元,核心净利率35%。公司出货量将可能由5,500台增至2026/2027年预测的1.6万台/4.0万台,营收同比增长97%/79%至33亿元/60亿元,核心利润同比增长68%/55%至10亿元/15亿元。

宇树产业链蕴藏重要投资机会。宇树上市是中国机器人供应链实力的有力印证,其供应链体系亦获得特斯拉CEO埃隆·马斯克高度认可,公司供应链国产化率达90%。基于锁定订单、价值量贡献及合作深度,我们梳理出宇树产业链核心投资机会。具备锁定订单与高价值量的**核心供应商**包括供应减速器且订单已锁定的中大德(002896 CH,未评级)、作为轴承独家供应商的长盛轴承(300718 CH,未评级)。兼具供应商与Pre-IPO投资方身份的合作方包括提供结构件并持有4.68% Pre-IPO股权的长盈精密(300115 CH,未评级)、供应执行器并持有2.24% Pre-IPO股权的拓邦股份(002139 CH,未评级),首程控股(697 HK,未评级)为持有4.09% Pre-IPO股权的财务投资方。**其他中国机器人整机厂商**同样应视为行业受益者而非竞争者,包括聚焦工业人形机器人的优必选(9880 HK,优于大市)与专注协作机器人及四足机器人的越疆(2432 HK,优于大市)。

市场共识与核心争议点。市场普遍预期宇树上市后市值将由420亿元重估至600-1,000亿元,对比仍处亏损状态的优必选,其估值具备显著吸引力。基于40%A/H股价差与20%品牌溢价(相较优必选),我们预测宇树2026年目标市销率32倍,对应市值1,090亿元。**对标美国机器人龙头特斯拉**,Optimus在AI模型领先,宇树则在运动控制技术具备优势,宇树拥有出货量与开放平台带来的先发优势。市场对Optimus估值预期约500亿美元,意味着宇树仍具备较大上行空间。**市场核心争议点**包括三方面:一是**盈利质量质疑**,市场认为初创硬件企业实现59%毛利率、费用率由70%降至17%的盈利水平不可持续。我们认为这源于公司出色的成本控制能力、国内机器人供应链优势,以及降价伴随成本更快下行所体现的规模效应;2025年春晚亮相后品牌影响力自然提升,销售管理费用率下行具备合理性;当前8%的研发费用率低于市场预期的15%-20%,对科技企业而言确有不足,

2026年或将回升至15%。二是**机器人赛道炒作担忧**,认为暂无成熟落地场景,我们认可该观点存在争议,但机器人赛道逻辑与AI相似,规模化降本叠加数据飞轮反哺AI模型迭代后,应用场景有望逐步落地;而AI行业持续高景气,机器人作为实体AI方向,即便不以人形形态呈现,仍具备长期发展价值。三是**中国机器人企业受芯片进口限制**、AI模型投入低于执行端投入导致机器人**大脑能力偏弱**,相较于特斯拉自建超级工厂与FSD模型,初创阶段的宇树资金实力有限,采用开放平台策略、将大脑功能与相关投入外部化,同时牢牢把握硬件终端,是贴合自身条件的合理选择,而紧握硬件终端的商业模式与苹果一致。在实体AI时代,真实场景数据或比算法大模型与算力更具竞争壁垒,而宇树已在海内外科研、工业、商用、家用等多场景实现广泛布局。

机器人行业投资逻辑清晰。宏观不确定性下行业整体承压,人形机器人自2024年四季度炒作以来争议不断。短期来看,一季度特斯拉Optimus V3发布、二季度宇树IPO两大核心催化剂,有望分别带动相关产业链行情。中期维度,机器人属于战略型产业,也是实体AI的能力延伸,投资应聚焦技术壁垒、产能落地与生态壁垒。

主要风险包括:宇树IPO进程延后,Optimus V3正式发布反应不及预期或延期、全球地缘政治冲突引发资本市场大幅波动,以及行业内出现颠覆性技术突破导致现有布局被替代等,需持续跟踪相关风险因素的变化。

高端制造估值指标

公司	股票代码	建银国际 证券评级*	股价 (本币)**	目标价 (本币)	2026F 市盈率 (倍)	三年复合 年增长率 (%)
三花H	2050 HK	○	28.76	49.00	24.6	17
三花A	002050 CH	○	43.00	55.00	36.8	17
拓普	601689 CH	○	57.05	85.00	31.2	7
汇川	300124 CH	○	65.33	98.00	29.1	17
恒立	601100 CH	○	91.92	106.00	37.3	13
双环	002472 CH	○	37.26	52.00	21.3	20
绿的谐波	688017 CH	○	180.88	200.00	177.8	67
埃斯顿	002747 CH	N	19.78	23.00	92.0	N/A
兆威H	2692 HK	○	76.35	95.00	54.7	22
兆威A	003021 CH	○	97.80	140.00	68.5	22
鸣志	603728 CH	N	57.54	70.00	109.1	63
柯力	603662 CH	○	54.85	75.00	38.5	22
汉威	300007 CH	○	42.22	60.00	93.3	29
优必选	9880 HK	○	92.60	160.00	N/A	N/A
越疆	2432 HK	○	35.50	66.00	N/A	N/A

* 建银国际证券评级: ○ = 优于大市, N 中性, U = 弱于大市

** 2026年3月23日收市价

数据来源: 彭博, 建银国际证券

评级定义:

- 优于大市—于未来 12 个月预期回报为高于 10%
- 中性—于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间
- 弱于大市—于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定(i) 他们或其各自的关联人士(定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票, 或在本文发布后 3 个工作日(定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员; 及(iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际(控股)有限公司(「建银国际控股」)和中国建设银行股份有限公司(「建行」)全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司(统称「建银国际证券」)不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证(不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性(或相关投资)做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人士对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失(不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的)概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意(i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的(至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及(v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证(不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源(如有)的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证(不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券(或在任何相关的投资中)的权益(和/或迟后增加或处置)。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公开发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送到美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士(根据美国《交易法》或1986年《美国国内税法(修订)》的定义)，如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外(美国)公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送到日本和加拿大，及中国境内的公众人士(就本文而言，不包括香港、澳门及台湾)。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发: 本文中的信息/研究由建银国际(新加坡)有限公司(建银国际新加坡)(公司注册号 201531408W)的外国分支机构建银国际证券有限公司(“建银国际证券”)提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易(特别是证券和集体投资计划)并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2026。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼

电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097