

# 機器人應用趨廣 選股先細閱財報

## 伍禮賢：收入續增比損益重要 客戶高度集中存隱憂

### 投資人語

近年人形機器人產業快速發展，自宇樹機器人在春晚舞台上表演扭秧歌轉手絹後，進一步吸引市場目光。光大證券國際證券策略師伍禮賢表示，人形機器人產業屬大勢所趨，應用場景不斷拓寬，市場規模將持續擴大，未來前景廣闊。投資展望方面，伍禮賢看好已上市的優必選（09880）和比亞迪電子（00285）；已遞表但尚未IPO的仙工智能及正籌備H股發行的埃斯頓（002747）。

大公報記者 蔣去悄

人形機器人概念得到市場關注，資金續流入相關板塊。伍禮賢接受《大公報》訪問時表示，近半年來上市的機器人公司，即便大部分未有盈利，但掛牌後也能得到投資者普遍認可，形成一種效應，即「已上市企業股價上漲，帶動未上市企業的估值，刺激其上市意願」，料短期有更多人形機器人企業排隊上市。

### 看好優必選與比亞迪電子

伍禮賢認為，儘管目前市場給予行業較高估值，但隨着上市企業數量增加，機構投資者資金分流的現象將愈發明顯，後續不妨精挑細選個別企業進行投資。他指出，隨着行業不斷分化，投資者可以深入了解各細分領域，尋找並關注更具潛力的企業。

已上市企業中，伍禮賢看好優必選和比亞迪電子。優必選旗下人形機器人具備廣泛的應用場景，並且涉及較為複雜的環節，反映公司技術處於較為領先的水平；比亞迪電子則在電子零部件、汽車零部件的自動化生產中積累了大量經驗，加上在手機、汽車等下層消費產品應用層面的支撐，技術可以不斷改進，相信是一隻值得重點留意的股份。

至於未上市企業，伍禮賢看好仙工智能、國產智能工業機器人「四小龍」之一的埃斯頓。其中仙工智能推出一個智能機器人開放平台，幫助構建用於訓練的虛擬環境，該業務模式較為獨特。隨着涉足人形機器人領域的企業不斷增加，未來有望形成雙贏局面。

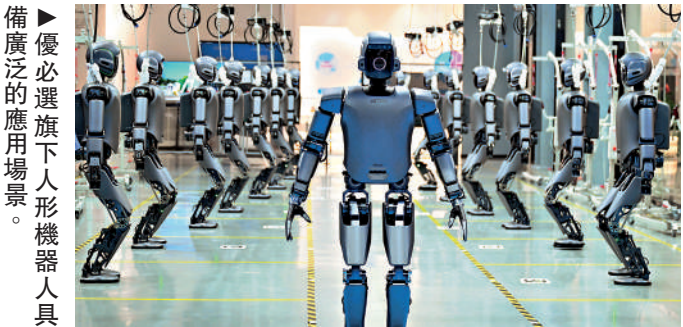
### 埃斯頓在工業領域領先

伍禮賢預計，未來人形機器人將首先應用於家庭生活場景，隨後發展至工業領域，而埃斯頓在工業領域的應用相對較強，有助加速技術迭代，從而達到較為領先的水平。

作為近年新興的產業，許多人形機器人企業尚未實現盈利，如何判斷發展前景？伍禮賢認為，首先應觀察業務規模是否逐年擴大，若收入端每年都有較大增幅，說明市場認可度不斷增加。同時虧損數據並非重要指標，因為企業需要持續的研發投入以實現長遠發展，而這類開支可能影響盈利水平。

其次是觀察企業的主要客戶銷售佔比是否過高，以及是否存在客戶集中風險。他提到，產品收到來自個別客戶的大量訂單，並非意味得到市場廣泛認可，若公司旗下產品能夠賣給不同層次的客戶，更能反映其技術具備一定護城河。

伍禮賢相信，若選中的公司產品相對競爭對手具備獨特性，或者存在難以被克服的門檻，便能在市場上取得獨有的價值。



►優必選旗下人形機器人具備廣泛的應用場景。

## 埃斯頓提升經營 目標扭虧

另一隻值得注意的企業為潛在「A+H」新股埃斯頓（002747）。該股連續7年在中國工業機器人市場出貨量排名中位列第二，主要經營兩大核心業務模塊，分別為「自動化核心部件及運動控制系統」、「工業機器人及智能製造系統」，後者貢獻七成以上收入。

埃斯頓於2015年在A股上市，今年6月宣布赴港上市計劃，惟尚未遞交招股書。該公司產品涵蓋負載介乎3公斤至700公斤的87款工業機器人，包括六軸通用機器人、四軸碼垛機器人、SCARA機器人，以及行業專用定製機器人等。

### 業務加強海外布局

需要留意的是，埃斯頓2024業績出現下滑，其中收入減少13.8%至40.08億元（人民幣，下同），並由盈轉虧，歸母淨利潤由2023年的1.35億元大幅削減至虧損8.1億元，主要是國際市場及國內下游行業市場需求波動，同時工業機器人在光伏行業銷售收入嚴重下滑等因素影響所致。

埃斯頓表示，今年將全面制定經營提升方案，以實現扭虧為盈，同時繼續拓展歐洲、美洲、中東及東南亞等市場，在波蘭建設海外生產製造基地以打造全球化的產能布局及供應鏈體系，年內還將關注新能源車、鋰電設備商等內地大客戶的出海機會。

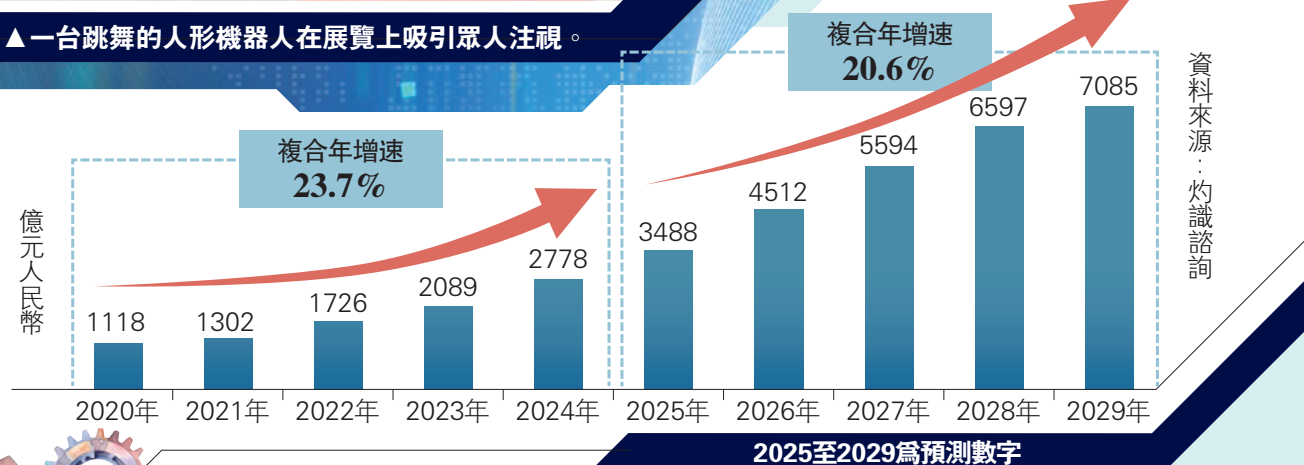


▲一台跳舞的人形機器人在展覽上吸引眾人注視。



◀伍禮賢表示，人形機器人產業發展是大勢所趨。大公報記者林少權攝

### 全球智能機器人市場規模與預測



### 2025年人形機器人發展大事記

- 1月28日 宇樹科技的人形機器人Unitree H1登上春晚，表演名為《秧Bot》的扭秧歌、轉手絹節目
- 4月19日 全球首個人形機器人半程馬拉松賽事在北京亦莊鳴槍開跑
- 5月25日 全球首個人形機器人格鬥大賽，《CMG世界機器人大賽·系列賽》格鬥擂台賽在杭州開打



◀日前杭州展覽會上，人形機器人彈奏鋼琴吸引參觀者駐足。

## 商業模式發展要經過三階段

**有待成熟** 人形機器人賽道快速發展，吸引大量資金入場。光大證券國際證券策略師伍禮賢表示，部分企業在天使投資乃至A、B、C輪融資期間便獲得資金追捧，惟產品仍處於商業化早期階段。他相信，當人形機器人能通過具效益的方式，幫助消費者減輕負擔或者滿足某種需求，即意味着商業化模式趨於成熟。

伍禮賢舉例道，消費者發現「掃地機器

人」這類產品能幫助自己清理衛生，因此便催生出相應的需求，這便是成熟的商業化模式；而當企業需要購買一款機器人搬運物品，儘管需求已經出現，但其成本效益遠不及聘請人手划算，那麼這便不是一個成熟的商業模式。

伍禮賢稱，在商業模式發展成熟前，企業需要完成數個步驟，從目前所處的「產品能做些什麼」，推進至下一步「消費者需要什麼」，再到「優化產品成本效益」，有很多工作要完成。

儘管行業前景備受矚目，但伍禮賢提醒，塵埃落定前仍有失敗風險。他指出，現階段由於產業正值風口期，許多企業一旦入場便能獲得較高估值，在整體行情偏樂觀、投資情緒熾熱的情況下，現時難以判斷哪些企業能突出重圍，抑或是被市場淘汰，形容「市場尚未進入檢驗篩選的階段，故投資者難以判斷企業的前景。」



▲這是北京中關村科幻產業創新中心，圖為「誇父」人形機器人進行太極表演。

## 仙工智能擬港IPO 估值32億

**產品豐富** 今年以來本港IPO市場氣氛熾熱，當中不少遞表企業來自人形機器人及AI賽道。IDG、賽富資本及普洛斯等機構有份投資的仙工智能在5月遞表，該股已完成四輪融資，估值約32.7億（人民幣，下同）；A股上市的服務機器人公司科沃斯（603486）持股6.45%，中金擔任獨家保薦人。

仙工智能成立於2020年，是全球最大的以控制系統為核心的智能機器人公司，核心產品涵蓋輪式人形機器人、多足機器狗、頂升機器人等，以及作為機器人「大腦」的SRC系列控制器，去年收入計，機器人和機器人控制器分別佔69.5%和16.9%。

### 去年虧損額收窄

近3年來，仙工智能近年業務規模不斷擴張。2022年錄得收入1.84億元，隨後在2023和2024年維持三成以上增速，分別實現收入2.49億元和3.39億元；2024年虧損額並收窄11.3%至0.42億元，佔當年收入的12.5%，佔比亦有收窄。

另外，在通用人工智能（AGI）技術驅動下，該公司打造有一個智能機器人開放平

台。該平台連接機器人生態的各類參與者，從而降低智能機器人的開發、獲得及使用門檻。截至去年底，逾千款機器人通過該平台完成部署，覆蓋3C、汽車、自動化設備、半導體、工程機械、生物醫藥等20多個行業。

### 仙工智能小資料

成立時間	2020年
核心產品	輪式人形機器人、多足機器狗、頂升機器人等多種類型的機器人，及SRC系列控制器

### 近3年收入概況 (單位：人民幣)

	收入	歸母淨利潤 (虧損)
2024年	3.39億元	(0.42億元)
2023年	2.49億元	(0.48億元)
2022年	1.84億元	(0.32億元)

### 2024年收入組成 (單位：人民幣)

產品類別	收入	比例
機器人	2.36億元	69.5%
機器人控制器	0.57億元	16.9%
軟件	0.2億元	6%
配件	0.26億元	7.6%

### 埃斯頓小資料

成立時間	1993年
核心產品	負載介乎3公斤至700公斤的87款工業機器人

### 近3年收入概況 (單位：人民幣)

	收入	歸母淨利潤 (虧損)
2024年	40.08億元	(8.1億元)
2023年	46.51億元	1.35億元
2022年	38.8億元	1.66億元

### 2024年收入組成 (單位：人民幣)

產品類別	收入	比例
工業機器人及智能製造系統	30.32億元	75.65%
自動化核心部件及運動控制系統	9.76億元	24.35%



◀埃斯頓連續7年在中國工業機器人出貨量排名第一。