華業證券
Grand China Securities

撰寫日期: 2026-08-12

投資概要

浙江翼菲智能科技

6871.HK

目標價：HK$51.02

重要數據

日期	2026-08-12
股票代碼	06871.HK
股價	HKD 32.80
市值	HKD 82.3 億
總股數	2.45 億
市銷率(動態)	17.83
52 週價格波動範圍	17.00 - 59.65

輕工業自動化紅利釋放，差異化卡位與客戶結構優化雙輪驅動，打開國產替代新空間

翼菲科技（6871.HK）是中國領先的輕工業場景工業機器人企業，依據 2025 年收入計行業排名第四，是港股唯一以輕工業全品類機器人為核心標的的公司。2025 年 5 月成功於香港聯交所主板上市，IPO 募資 6.73 億港元解除現金流壓力，集團以差異化戰略構建競爭壁壘：聚焦 20kg 及以下輕負載場景、深耕晶圓搬運等細分賽道。晶圓搬運機器人獲 ISO1 級潔淨度及 TUV SEMI 認證，是國內少數能進入半導體前道工序的國產機器人。同時，公司於 2025 年 4 季度推出鴻鈞系列輪臂具身機器人產品，據悉該產品已成功打入汽車行業等頭部客戶。

核心投資主題

【差異化卡位輕工業】

公司聚焦 20kg 及以下負載的輕工業場景，避開重工業的主戰場。行業前五名合計市占率 9.3%。作為港股唯一輕工業全品類機器人標的，具備顯著稀缺性。

【成長性持續驗證】

2023-2025 年收入複合增速達 38.8%，2025 年同比增長 44.53%。整體客戶數三年增長 242%至 518 家，最大客戶占比從 40.3%降至 19.7%。晶圓搬運機器人獲 ISO 1 級潔淨度及 TUV SEMI 認證，構築技術護城河。

【財務安全邊際充足】

IPO 募資 6.73 億港元解決現金流壓力，現有現金可支撐 2-3 年運營。玉環市財政局持股 14.43% 為最大外部股東，寬帶資本、清控銀杏、峰瑞資本等一線機構上市前持續加注。

核心風險主題

【戰略性投入期虧損】

2025 年準則淨虧損 1.5 億元,淨利率-39.5%，剔除股份支付及上市費用後，經調整淨虧損為 0.87 億元，經調整淨虧損率由 2024 年的-19.5%小幅擴大至-22.4%，主要因經銷收入占比提升的結構性影響及研發投入加大，剔除該等因素後核心虧損率實際呈改善趨勢。

【行業競爭客觀存在】

其他頭部企業核心部件全自研，成本控制更強。但翼菲在晶圓搬運、並聯 Delta 等細分場景已較早佈局，輕工業客戶分散的特點天然有利於專注型選手。

華業證券有限公司

公司地址：中環干諾道中 168-200 號信德中心西翼 17 樓 1709 室

電話號碼： 3979 6701

網站: http://grandchina.hk/

一、公司概覽與業務佈局

1.1 發展歷程

翼菲科技股份有限公司（6871.HK，前身為濟南翼菲智能科技股份有限公司）成立於 2012 年，由清華大學學士、美國哥倫比亞大學碩士、清華大學博士張賽於山東濟南創立。創業初期，張賽瞄準外資巨頭佈局較少的並聯機器人細分賽道，成功研發出國內首臺並聯機器人樣機。2014 年，公司實現並聯機器人首次銷售，同年獲得佳士機器人 600 萬元天使輪投資，投後估值 2,000 萬元。2015 年，公司成功打入聯合利華供應鏈，團隊在客戶工廠旁進行了產線的全尺寸模擬，以實際成效贏得跨國 500 強企業認可。2016 年，公司遭遇現金流斷裂危機，創始人張賽賣掉房產回購股份，帶領團隊挺過最艱難時刻。2018 年，在國產工業機器人產量連續下滑的行業逆境中，翼菲科技並聯機器人出貨量躍居全國第一。

2020 年，公司獲評國家級專精特新小巨人企業，標誌技術實力獲得國家層面認可。2023 年，公司完成戰略升級，將工業機器人板塊獨立出來，正式確立「機器人本體獨立市場化銷售及智能製造解決方案」新模式，打破此前以解決方案為主、本體配套的業務架構，本體營收佔比從 2022 年的 5%提升至 2025 年的 31.9%，成為新增長引擎。整體客戶數由 2023 年的 170 家增至 2025 年的 518 家，單一客戶依賴風險下降，2023 至 2025 年收入複合增長率達 38.8%。

2025 年，公司完成總部遷址與上市融資的雙重里程碑。浙江臺州玉環市財政局透過產業母基金增資直投及國有平臺受讓老股的組合方案，投資人民幣 2.5 億元，其中 1.4 億元增資、1.1 億元受讓老股，上市前合計持股 16.04%，成為最大外部股東。公司註冊地由濟南遷至浙江省臺州市玉環市，總部設於玉環經濟開發區南灣智谷。2026 年 5 月 18 日，公司正式登陸港交所主板（代號 6871.HK），發行價 30.5 港元，公開發售獲約 14,855 倍超額認購，凍結資金約 5,643 億港元，一舉刷新港股歷史紀錄，榮登「超購王」，開盤高開逾 79%，市值超 130 億港元。

截至上市前，公司累計完成 12 輪融資，融資總額約 6.34 億元，估值從天使輪投後的 2,000 萬元增至 Pre-IPO 輪的 36.04 億元，十餘年間估值增長約 180 倍。公司亦於 2025 年 11 月正式推出首款人形機器人「鴻鈞」，已落地奇瑞等頭部車企產線，標誌公司從傳統工業機器人向具身智能領域邁出關鍵一步。2025 年，引入玉環國投等國資戰略投資方；實控人張賽持股 25.07%，玉環國投持股 9.69%。

公司 IPO 募資淨額約 6.73 億港元，40%用於機器人技術開發、28%用於生產線建設及產能優化、12%用於發展海外業務網路、10%用於供應鏈上下游投資、10%用於補充營運資金。這一資金配置結構清晰映射了公司三大戰略方向——技術研發、產能擴張、海外拓展，為未來 2-3 年的戰略執行提供了充足的財務保障。

表 1: 翼菲科技發展歷程

關鍵時間節點	事件	戰略意義
2012 年	公司於山東濟南成立，同年原型機研製成功	奠定業務基礎
2014–2015 年	迅翼並聯機器人發布並實現首次銷售；打入聯合利華供應鏈；成立上海分公司	產品商業化落地；初步建立跨區域業務能力
2016–2018 年	完成 A 輪融資；新增訂單突破人民幣 1 億元；並聯機器人出貨量全國第一	細分市場龍頭地位確立
2020 年	獲評國家專精特新小巨人企業	國家級認可
2025 年	玉環市財政局投資人民幣 2.5 億元，公司註冊地由濟南遷至浙江臺州玉環	國資背書；對接長三角產業鏈
2025 年 11 月	正式推出首款人形機器人「鴻鈞」	佈局具身智能新賽道
2026 年 5 月 18 日	登陸港交所主板（6871.HK），發行價 30.5 港元，公開發售超購約 14,855 倍，開盤高開逾 79%	刷新港股歷史“超購王”紀錄，國際資本市場認可輕工機器人定位
2026 年 7 月	與沙特本土頂尖機器人科技企業 Swarm Robotics 達成戰略合作，加大中東市場的拓展。同月，正式籌建日本子公司及研發中心。與韓國代理商共同走訪三星等韓國頭部客戶。	海外管道實現實質性突破

資料來源：公司官網、華業證券有限公司整理

1.2 業務佈局與市場拓展

輕工業主要指面向終端消費的製造領域，涵蓋 3C 電子、食品醫療、汽車零部件等行業，生產上呈現小批量、多品種、快迭代的特點。這種碎片化需求使傳統剛性產線難以適應，為具備快速換線能力的輕載工業機器人提供了差異化的切入機會。

公司正是以「輕工業全品類機器人」為戰略方向，構建起覆蓋並聯（Bat 系列）、SCARA（Python 系列）、六軸（Mantis 系列）、移動（Camel 系列）及晶圓搬運（Lobster 系列）五大系列的產品矩陣，並自研「腦（控制）、眼（視覺）、手（執行）、足（移動）」全棧技術架構，實現核心系統自主可控。公司總部位於浙江臺州玉環，公司目前在浙江台州玉環市建成了功能最齊全、規模最宏大的全新智能製造基地，其建築面積約為 2.25 萬平方米，已正式取代濟南工廠，成為翼菲科技目前最大的核心生產基地。

圖 1：翼菲科技「腦、眼、手、足」全棧技術架構



圖 2：翼菲科技機器人架構



資料來源：公司招股章程、華業證券有限公司整理

客戶覆蓋方面，公司客戶遍佈 3C 電子、汽車零部件、醫療健康、快消品及半導體等行業，比亞迪、寧德時代、富士康、聯合利華、華熙生物、藍思科技、中芯國際等頭部企業均為公司客戶。2025 年，公司產品已銷往全球 25 個國家及地區，海外收入約 3,800 萬元人民幣，佔總收入 9.8%。按 2025 年收入結構拆分：消費電子 42%、汽車零部件及新能源 16%、快消品 22%、醫療設備 4%、半導體 4%。其中半導體板塊增長最為迅速，同比增長超 288.8%；直銷客戶金額淨留存率 115.2%，客戶粘性較強。

海外拓展方面，2026 年 6 月，公司與韓國自動化企業 MiR 達成戰略合作，MiR 成為其並聯及 SCARA 機器人在韓國全境的獨家代理商。公司將借助 MiR 的本土資源壓縮韓國 KC 強制認證週期，一次性搭建東亞合規底座，為後續進軍日本及東南亞市場奠定基礎。同月，公司亦與沙特本土頂尖機器人科技企業 Swarm Robotics 達成戰略合作，加大中東市場拓展力度；同時正式籌建日本子公司及研發中心，並與韓國代理商共同走訪三星等當地頭部客戶，持續深化區域客戶導入與本地化服務能力。

1.3 半導體晶圓搬運機器人

翼菲科技的特別之處在於其為國內少數能進入半導體前道工序的國產機器人企業。公司自 2022 年推出 Lobster（晶翼）系列晶圓搬運機器人，已覆蓋 4 寸、6 寸、8 寸、12 寸主流晶圓傳輸場景，服務頭部晶圓廠。截至 2025 年 6 月，在手訂單超人民幣 4 億元。

Lobster 系列屬 4 軸水準多關節型機器人，可依需求拓展至 8 軸。核心運動由 R 軸（伸縮）、Z 軸（升降）、T 軸（旋轉）三組關節協同完成。R 軸伸出速度 700mm/s，Z 軸升降速度 500mm/s，T 軸旋轉速度 130°/s，搬運振動值控制在 0.5g 以下。重複定位精度±0.1mm；RW-A 型號達 ISO Class 1 級超潔淨度，目標達到每立方米空氣中直徑大於等於 0.1 微米的顆粒數量不超過十個，為進入 7nm 及以上先進制程產線的實質性准入門檻。

一片 12 寸晶圓價值達過萬美元，其表面集成了數百顆晶片，任何破片、顆粒污染或定位偏差都可能導致整片報廢。在先進制程邁向 7nm 及更低下，一枚直徑 0.1 μm 的顆粒即足以破壞一顆晶片的電路結構。因此晶圓搬運機器人不再僅是自動化設備，而是直接影響晶片良率的關鍵工序裝備，其精度與潔淨度的微小差異，在量產規模下可能意味著數百萬美元的良率損失。

晶圓搬運機器人與普通工業機器人的本質差異體現在關節設計與精度要求上。如用於 3C 組裝、PCB 插件的機型的普通 SCARA 工業機器人重複定位精度通常為±0.02mm 至±0.05mm，速度優先於振動控制，關節加減速曲線以剛性和效率為設計導向；而晶圓搬運機器人因搬運對象為易碎晶圓，必須在定位精度與振動抑制間取得平衡。Lobster 系列的 0.5g 振動值即為此設計思路的具體體現，透過全低壓直流伺服系統與優化的關節加減速曲線，避免晶圓在 R 軸伸縮過程中因慣性移位或破碎。

與國際同行的數值對比進一步彰顯差異：安川 SEMISTAR-GEKKO MD124D 採直接驅動 DD 電機（無減速機結構），位置重複精度 0.05mm，振動加速度 0.25g 以下，為翼菲的約 1/2，其 5 軸水準多關節架構中 EX 軸伸縮行程達 1,215mm，Z 軸升降 480mm，最小迴轉半徑 510mm，整機重 86kg；新時達眾為興 FA4230 四軸大氣晶圓機械手採 S 曲線加減速控制及有限元剛性優化，結構剛度提升 40%、自重降低 25%，在 10m/s²加速度下維持定位穩定性；節卡機器人晶圓盒搬運複合機器人振動量可達 0.3g。Lobster 在潔淨等級（Class 1）上與安川、尼得科同屬國際一線水準，重複精度（0.1mm）屬國內高端，但與安川採 DD 直驅技術的 0.05mm 仍有差距，反映國產在關節驅動技術路徑上仍有追趕空間。

全球晶圓搬運機器人市場長期由美日企業主導，前四大製造商川崎機器人、JEL 株式會社、RORZE 株式會社、Brooks Automation 合計佔全球份額約 62%。翼菲科技為國內少數在該細分領域建立 ISO 1 級認證與頭部晶圓廠複購訂單的企業。

1.4 憑工業場景及經驗加速人形機器人的商業化落地

公司於 2025 年第四季度推出首款輪臂式具身機器人鴻鈞系列，採用仿生雙臂及升降柱設計，搭載自主研發的 YiBrain 多模態大模型，具備高精度、高爆發及順應力控作業能力。依託多年工業機器人產品開發及應用場景積累，公司正加快推動人形機器人向實際工業場景落地。據悉，鴻鈞系列已成功打入汽車行業等頭部客戶，顯示公司人形機器人業務已開始由產品研發向客戶導入及訂單落地推進。

公司多年累積的工業機器人應用場景及豐富的行業經驗，有助於將既有的機器人技術、工藝及場景理解延伸至具身智能領域，並為人形機器人進入實際工業場景提供應用及驗證基礎。公司亦持續加大具身智能技術投入。2026 年第一季度，公司已將全身控制系統部署至雙足實體硬件，並完成由模擬訓練至 Sim2Real 的強化學習流程，同時透過強化學習及模仿學習的混合方法提升機器人在複雜場景下的運動泛化能力。

公司計劃進一步深化「腦、眼、手、足」技術體系，並計劃於2028年推出新一代工業人形機器人，2030年實現人形機器人在複雜工業場景中的大規模部署。若後續能持續將既有工業客戶及應用場景轉化為人形機器人訂單，具身智能有望成為公司未來的重要增長方向。

圖3：輪臂式人形機器人 HOGENE W001 (鴻鈞)



資料來源：公司網站、華業證券有限公司整理

2.1 中國輕工業機器人市場：政策需求雙輪驅動

根據弗若斯特沙利文報告，中國工業機器人市場由 2021 年的人民幣 379 億元增長至 2025 年的人民幣 673 億元，預計至 2030 年將達人民幣 1,472 億元，2026 年至 2030 年複合年增長率為 17.2%。在輕工業機器人細分市場，在自動化升級及智能製造政策支持的推動下，市場正快速擴張，預計至 2030 年將達人民幣 531 億元。相關地，中國輕工業機器人解決方案市場預計將於 2030 年達到人民幣 2,126 億元，2026 年至 2030 年複合年增長率為 20.2%。2024 年輕工機器人賽道市場份額梯隊清晰，行業前五廠商市占分別為 3.8%、1.9%、1.7%、1.6%、1.2%，翼菲智能排名第四；行業格局分散，公司市占仍具備持續提升空間；預計 2025-2029 年輕工機器人市場複合增速 19%。

中國製造業正面臨勞動力減少與生產模式變革的雙重壓力。一方面，勞動年齡人口持續萎縮，超過八成的製造企業面臨技術工人短缺；另一方面，電商與新消費催生大量小批量、多品種訂單，傳統自動化產線難以靈活調整。輕工業機器人既替代人工，又能快速切換產線，正從可選項變成必需品。

翼菲科技在中國輕工業機器人市場的戰略定位清晰：按 2025 年收入計，公司在中國專注於輕工業應用場景的工業機器人及相關解決方案供應商中排名第四，為港股唯一以輕工業全品類機器人為核心標的的企業，具有稀缺性。

在產品能力層面，公司針對輕工業應用場景設計了全面的機器人產品組合，涵蓋並聯（Bat）、SCARA（Python）、六軸（Mantis）、移動（Camel）及晶圓搬運（Lobster）五大系列，並自研「腦、眼、手、足」全棧技術架構。

在商業模式層面，公司主要通過直銷及經銷管道銷售產品，客戶覆蓋消費電子、汽車零部件、醫療健康、快消品及半導體等行業。產品已銷往全球 25 個國家及地區，海外收入佔比由 2023 年的 0.9%提升至 2025 年的 9.8%。

在政策對接層面，公司明確對標國家機器人+應用行動實施方案、「十四五」機器人產業發展規劃等核心戰略，直接受益於國家智能製造升級的政策紅利；玉環市財政局上市前合計持股 14.43%，在地方政府層面獲得強力背書與資源傾斜。

三、財務業績深度解析

3.1 業務模式重塑完成，規模化放量驅動收入高增

翼菲科技已完成從「解決方案為主」到「機器人本體及解決方案雙輪驅動」的業務模式重塑，機器人本體作為獨立產品線已實現規模化放量，收入持續高增，客戶結構持續優化，戰略性投入期特徵明顯。

於 2023 年、2024 年及 2025 年，公司收入分別為人民幣 2.01 億元、2.68 億元及 3.87 億元，複合年增長率達 38.8%，呈現增長態勢。經調整淨虧損率已從 2023 年的-52.6%收窄至 2024 年的-19.5%，改善趨勢明確；2025 年經調整淨虧損率反彈至-22.4%，主要與上市費用集中確認有關，剔除一次性因素後核心虧損仍在可控範圍。

從收入結構來看，公司業務結構已實現從解決低毛利率的方案業務向高毛利率的機器人本體業務的切換。機器人本體收入佔總收入比例由 2023 年的 12.8%提升至 2025 年的 31.9%，其中 Bat 系列並聯機器人 2025 年收入達人民幣 0.54 億元，同比增長 172.4%；Camel 系列移動機器人收入達人民幣 0.40 億元，同比增長 289.4%。解決方案業務收入佔比由 87.2%下降至 68.1%，但仍為當前收入主力。2024 年毛利率由 2023 年的 18.3%提升至 26.5%，主要得益於機器人本體銷售佔比提升及海外銷售增加；2025 年毛利率輕微回落至 24.8%，主要拖累因素是經銷收入佔比快速提升，經銷模式毛利率天然低於直銷，此乃公司從國內直銷為主向「直銷+經銷+海外」多元化銷售體系拓展的結構性現象，而非產品定價能力下降。

公司客戶集中度持續改善，前五大客戶收入佔比已從 2023 年的 60.7%降至 2025 年的 46.8%，最大客戶佔比從 40.3%降至 19.7%，單一依賴風險顯著下降。客戶數量從 170 家增至 518 家，三年增長 242%，淨收入留存率由 75.4%提升至 117.3%，反映客戶不僅持續合作，且採購金額逐年增加。

截至 2025 年 12 月 31 日，機器人本體約 1.23 億元、機器人解決方案約 2.64 億元。截至 2026 年 3 月 31 日，公司在手客戶合約價值約人民幣 5.02 億元。這一積壓訂單為 FY26 年收入增長提供了清晰的可見度。

表 2: 翼菲科技 2023 年至 2025 年利潤對比（人民幣百萬元）

指標	FY2023	FY2024	FY2025
收入	201.2	268.0	387.4
毛利	36.9	71.0	96.2
毛利率	18.3%	26.5%	24.8%
淨利潤	(110.6)	(71.5)	(152.9)

資料來源：公司財報、招股章程、華業證券有限公司整理

表 3：翼菲科技 2023 年至 2025 年現金流對比（人民幣百萬元）

指標	FY2023	FY2024	FY2025
經營活動所用現金淨額	(86.7)	(69.6)	(182.5)
投資活動（所用）/所得現金淨額	43.9	(2.8)	(28.0)
融資活動所得現金淨額	36.1	76.2	238.6
年末現金及現金等價物	19.1	22.9	51.1

資料來源：公司財報、招股章程、華業證券有限公司整理

公司當前虧損屬於戰略性投入期特徵。2025 年淨虧損人民幣 1.53 億元，淨利率-39.5%，主要源於三項可解釋、可控制的戰略性前置投入：研發開支由 2024 年的人民幣 0.39 億元增至人民幣0.71億元，主要用於人形機器人等新產品開發；經銷商數量由 12 家增至 74 家，經銷收入佔比由 1.1%提升至 10.3%；港股上市一次性費用約人民幣0.17億元。上述投入均指向長期競爭力構建，而非核心業務基本面惡化。同期收入增長 44.53%、毛利增長 35.46%，核心指標保持健康。淨虧損率已從 2023 年的-55.0%收窄至 2024 年的-26.7%，改善趨勢明確。

經營現金流持續為負，反映其仍處於成長期。2025 年經營現金流出人民幣 1.83 億元，主要由於存貨備貨由 1.40 億元增至 2.45 億元，同時為在手訂單做準備。IPO 募資淨額約 6.73 億港元解決現金流緊張問題，現金儲備足夠支撐未來 2-3 年運營。

整體而言，公司已確立產品型業務模式，正處於從規模化放量向盈利兌現的過渡階段。短期收入受益於機器人本體放量及管道擴張持續高增，虧損率已呈收窄趨勢；中長期增長將取決於機器人本體規模效應、海外市場拓展成效及人形機器人商業化進度。

3.2 各業務深度拆解

（一）機器人本體業務

機器人本體業務是公司戰略轉型的核心方向，涵蓋 Bat 系列並聯機器人、Camel 系列移動機器人、Python 系列 SCARA 機器人、Mantis 系列六軸機器人及 Lobster 系列晶圓搬運機器人五大系列，並具備自主研發的 Gorilla 及 Kingkong 系列控制系統。

機器人本體業務以 B2B 直銷及經銷模式為主，簽訂 1 年左右的產品銷售合約，按台數收費，收入具備即時確認特徵。2024 年標準化機器人本體毛利率 35.6%，定制化解決方案毛利率 24.1%；隨著本體銷售收入占比持續提升，將帶動公司綜合毛利率上行。FY2025，機器人本體收入約人民幣 1.24 億元，同比增長 121.8%，佔集團總收入約 31.9%，為集團增速最快的業務板塊。

2025 年機器人本體毛利率約 29.6%，其中 Bat 系列並聯機器人毛利率約 36.6%，為機器人本體中盈利能力最強的產品線。隨著標準化機器人本體銷售持續提升，本體業務有望成為公司新的增長引擎，有利於持續優化集團整體盈利結構。

（二）機器人解決方案業務

機器人解決方案業務是公司的傳統核心業務，基於智能自動化系統提供綜合機器人解決方案，以應對特定應用場景，包括上下料、分揀、取放、包裝、組裝及塗膠系統等，客戶涵蓋消費電子、快消品、醫療健康等行業。

解決方案業務以項目制模式運營，簽訂 1 至 9 個月不等的項目合約，按項目節點收費，收入確認週期較長，需要較高的前期營運資金投入。FY2025，解決方案業務收入約人民幣 2.64 億元，同比增長 24.2%，佔集團總收入約 68.1%，仍為集團最大收入來源。解決方案業務毛利率約 22.6%，顯著低於機器人本體業務的 29.6%。

其毛利率較低的原因包括：解決方案通常需要定制硬體配置及軟件開發，資源密集程度更高、可擴展性更低；公司為維持長期客戶關係及擴大市場份額，在解決方案定價上較為審慎；項目執行過程中存在設計變更、現場調試等不可預見的複雜性，可能導致額外成本。

儘管毛利率較低，解決方案業務與公司本體銷售形成前端入口與後端運營的協同效應：通過解決方案先行鎖定客戶，後續可持續提供本體銷售及售後運維服務，形成項目制收入與經常性收入的複合模式，對大型客戶具有一定黏性。隨著公司本體產品矩陣日益豐富，解決方案中採用自研本體的比例提升，解決方案業務的盈利能力有望逐步改善。

4.1 港股機器人市場快速擴容及翼菲科技的競爭定位

港股機器人板塊當前呈現「產品定位分化、應用場景多元」的競爭格局。隨著優必選、越疆、仙工智能、雲迹科技及極智嘉等機器人企業相繼登陸港股市場，上市機器人企業的業務覆蓋已由傳統工業自動化逐步延伸至人形機器人、協作機器人及物流 AMR 等新興場景。不同企業在產品形態、負載能力及下游應用上存在明顯差異，市場尚未形成由單一龍頭主導的格局，為翼菲科技以差異化產品定位切入市場提供空間。

與優必選主要聚焦人形機器人、越疆以協作機器人為核心、仙工智能及極智嘉重點布局移動及物流機器人相比，翼菲科技的定位更集中於輕工業全品類機器人，覆蓋並聯、SCARA、六軸、移動及晶圓搬運等產品。公司一方面以消費電子、汽車零部件、快消品及醫療等碎片化製造場景為主要市場，另一方面向半導體晶圓搬運及具身智能延伸，形成「輕工業場景+高附加值垂直應用」的差異化競爭路徑。

表 4：翼菲科技與同業 FY2025 對比（港幣億元）

指標	翼菲科技 (6871.HK)	優必選 (9880.HK)	極智嘉 (2590.HK)	越疆 (2432.HK)	雲迹科技 (2670.HK)	仙工智能 (6106.HK)
市值	80.30	468.41	135.27	118.52	102.49	73.20
52 周價格波動範圍	17.00 - 59.65	74.40 - 161.00	8.85 - 33.90	22.52 - 64.50	100.80 - 358.40	41.60 - 140.50
營業收入	4.31	22.25	35.26	5.47	3.35	4.91
毛利潤	1.07	8.38	12.51	2.52	1.26	2.33
淨利潤	-1.70	-8.78	-0.12	-0.93	-3.28	-0.52
市銷率	17.83	20.12	3.67	20.69	29.24	14.24
ROE (%)	-137.67	-15.16	-	-4.68	-	-38.53
ROA (%)	-30.03	-9.22	-0.24	-3.566	-37.97	-11.15
毛利率 (%)	24.83	37.67	35.48	46.06	37.63	46.06
淨利率 (%)	-39.48	-39.47	-0.33	-17.08	-98.00	-17.08
流動比率	1.49	3.04	2.40	9.18	5.81	1.43

資料來源：公司財報、華業證券有限公司整理

4.2 同業的基本定位與業務範圍

優必選（09880.HK）是港股具身智能及人形機器人代表企業，核心產品涵蓋人形機器人及相關解決方案，並積極推進人形機器人在工業製造等場景的商業化。

越疆（02432.HK）則以協作機器人為核心，產品覆蓋協作機械臂及具身智能相關產品，定位偏向靈活、安全及易於部署的自動化方案。

仙工智能（06106.HK）主要聚焦移動機器人及智能製造相關技術，產品與方案更偏向工業物流、廠內搬運及自動化控制。

雲迹科技（02670.HK）則以服務機器人及機器人智能體為核心，主要應用於酒店、醫療及其他服務場景。

極智嘉（02590.HK）則專注倉儲及物流 AMR（自主移動機器人），以柔性分揀、搬運及倉儲履約解決方案為主要業務，具有較強的 To B 商業化屬性。

而翼菲科技並非單一機器人品類企業，涵蓋工業機器人、移動機器人、半導體機器人、核心控制技術及具身智能的多層次產品矩陣。其工業機器人產品包括 Bat 並聯機器人、Python SCARA 及 Mantis 六軸機器人，分別對應高速抓取、精密裝配及複雜工業操作；Camel 系列則切入 AGV/AMR 等廠內移動及物流場景；Lobster 系列進一步延伸至半導體領域，專注晶圓搬運等高精度自動化需求。在機器人核心技術方面，公司亦布局 Grilla、Kingkong 等控制及智能化技術，並向 Hogene 人形機器人等具身智能產品拓展，使其業務由傳統工業機器人本體逐步延伸至「本體＋控制＋感知＋移動＋具身智能」的更完整技術體系。

從應用場景看，翼菲的覆蓋範圍亦相對廣泛，既服務消費電子、汽車零部件、醫療健康及快消品等輕工業製造場景，亦已向半導體晶圓搬運及人形機器人等新興、高附加值領域延伸。換言之，翼菲並非依賴單一產品或單一終端市場，而是透過不同機器人形態及核心技術，對應製造業中的抓取、裝配、搬運、物流及晶圓處理等多個自動化環節。

因此，翼菲與上述港股同業的競爭關係更多體現在不同產品及應用場景的交叉競爭，而非單一產品的直接競爭。相比之下，翼菲透過多品類機器人及底層技術形成更廣泛的產品矩陣，從輕工業自動化延伸至半導體及具身智能，因而具備較強的跨場景覆蓋能力。公司客戶數亦由 2023 年的 170 家增至 2025 年的 518 家，收入於 2023–2025 年錄得 38.8% CAGR，反映其產品品類擴張及場景拓展已逐步轉化為商業化增長。

4.3 同業的利潤與增長質量

從淨利潤表現看，港股機器人企業整體仍處於盈利培育階段。除極智嘉已接近盈虧平衡外，其餘可比公司 FY2025 均錄得不同程度的淨虧損，反映行業仍處於較高投入階段。翼菲 FY2025 淨虧損約港幣 1.66 億，淨利率為-39.48%；由於多數同業尚未實現穩定盈利，現階段更值得關注收入增長及毛利率改善所帶來的盈利潛力。

翼菲的業務涵蓋協作機器人、工業機器人及倉儲物流自動化等多個場景。隨著製造業自動化、物流智能化及柔性生產需求提升，機器人滲透率仍有進一步提升空間。若公司持續拓展現有客戶及應用場景，並提高標準化產品收入佔比，有望進一步發揮規模效應，為毛利率及盈利能力改善創造條件。

整體而言，翼菲科技聚焦 3C 電子、汽車電子、醫療健康、半導體等輕工行業，行業覆蓋廣泛，對於單一行業或單一大客戶依賴度低，經營韌性更強。在 AI 基建以及智能終端等下游應用保持高速增長的市場背景下，擁有全品類極細密裝配工業機器人以及智能解決方案提供能力的翼菲科技具很大的發展潛力。

4.4 估值錨定與溢價分析

考慮到翼菲科技目前仍處於高速擴張及投入期，FY2025 尚未實現盈利，傳統市盈率（P/E）並不適合作為主要估值方法，因此本報告採用市銷率（P/S）作為核心估值指標。港股機器人板塊目前整體維持較高的 P/S 估值水平，反映市場對行業未來市場空間及收入增長仍抱有較高預期。本報告以 FY26E P/S 作為主要估值基準，更能反映市場目前對企業未來收入及發展前景的定價。

目前可比公司的 FY26E P/S 約處於 9-36 倍區間，其中優必選、越疆及仙工智能等高成長型企業約為 20 倍以上，而極智嘉則相對較低，主要受其較大的收入規模及較成熟的盈利進程影響。整體而言，市場對機器人企業的估值仍主要圍繞未來收入增長及商業化潛力，而非當期盈利水平。

翼菲科技具備一定的估值溢價基礎。公司聚焦輕工業全品類機器人，涵蓋並聯、SCARA、六軸、移動及晶圓搬運等多個系列，並自主研發控制及視覺系統，拓展人形機器人及半導體等高附加值方向。FY25–27E 收入 CAGR 預計約 40%，加上其作為港股市場唯一聚焦輕工業全品類機器人布局的企業，半導體晶圓搬運及海外業務的增長潛力，均有望支持其相對同業享有一定估值溢價。

綜合而言，翼菲的收入增長、產品矩陣及海外拓展均具一定成長性，且半導體等高附加值場景仍處於拓展階段。因此，本報

告以港股高成長機器人企業的 FY26E P/S 作為估值錨，並認為翼菲具備獲得相對同業一定估值溢價的基礎。

表 5：港股機器人同業 FY26E 預期市銷率（P/S）對比

公司	代碼	業務定位	FY26E P/S（倍）	備註
優必選	09880.HK	人形機器人	22-36	FY25 收入人民幣 20.01 億元，同比增 53.3%；全尺寸具身智能人形機器人產品及解決方案收入人民幣 8.21 億元，同比增約 22 倍，銷量 1,079 台。
越疆	02432.HK	協作機器人	21-36	公司預計 FY26H1 收入人民幣 3.0–3.3 億元，同比增 94.7–114.1%；期末協作機器人相關在手訂單逾 1 萬台。同期預計錄得歸母淨虧損人民幣 0.9–1.2 億元。
仙工智能	06106.HK	智能移動機器人	22-24	FY26H1 預計收入不少於人民幣 2.526 億元，同比至少增 60%；毛利不少於人民幣 1.183 億元，同比至少增 65%；經調整淨虧損預計不超過人民幣 1,320 萬元。
雲迹科技	02670.HK	酒店服務機器人	17-23	FY25 收入人民幣 3.01 億元，同比增 23.1%；毛利人民幣 1.13 億元；AI 數字化系統收入人民幣 8,793 萬元，同比增 57.3%，其中智能體應用收入人民幣 3,387 萬元，同比增 194.1%。
極智嘉	02590.HK	倉儲物流 AMR 機器人	3-15	FY25 收入人民幣 31.71 億元，同比增 31.6%；毛利人民幣 11.25 億元；經調整淨利潤人民幣 4,380 萬元，較 FY24 經調整淨虧損人民幣 9,220 萬元轉盈；全年新簽訂單人民幣 41.37 億元。

資料來源：公開市場資訊、公司財報、華業證券有限公司整理

目標價 51.02 港元，給予「買入」評級

翼菲科技作為港股第 18C 章上市的特專科技公司，當前正處於從「規模放量」向「盈利兌現」過渡的關鍵商業化階段。招股書披露，公司目標於 2026 年年底前實現季度盈虧平衡。2023–2025 年，公司收入 CAGR 達 38.8%，客戶數三年間擴張 242% 至 518 家，淨收入留存率提升至 117.3%，反映公司仍處於快速拓展客戶及提升市場滲透率的階段。隨著收入規模持續擴大及盈利能力逐步改善，公司未來業績表現仍具較大的提升空間。

基於公司未來收入增長、商業化推進進度及盈利能力改善的預期，我們採用港股相關高增長機器人及智能製造企業的 FY26E 市銷率（P/S）作為估值參考，並按不同業務發展情景設定估值區間。估值結果對收入增速、產品組合、毛利率、海外市場拓展、下游資本開支及市場風險偏好等假設高度敏感。

在較樂觀情景下，假設翼菲科技的收入維持較快增長，海外市場拓展及高附加值應用場景取得進展，且輕工業全品類機器人產品布局逐步轉化為訂單及收入，我們以 21.5 倍 FY26E P/S 作估值參考。按本報告所採用的盈利預測及股本假設計算，對應目標價為 HK$51.02，評級為「買入」。

在基準情景下，假設公司維持目前的業務拓展及盈利改善節奏，我們估計其估值可對應約 14.5 倍 FY26E P/S。

在悲觀情景下，如下游製造業資本開支放緩、海外業務拓展低於預期、人形機器人商業化進度延後，或公司收入增長及盈利改善未達預期，其估值倍數或下調至約 9.0 倍 FY26E P/S，對應目標價約為 HK$21.36。

整體而言，我們認為公司收入增長、產品布局及海外市場拓展提供中長期發展機會。需注意的是，公司仍處於商業化及業務擴張階段，實際表現可能與預測存在差異。

公司近期開始將發展視野由國內市場延伸至海外。2026 年 6 月，翼菲科技與韓國自動化企業 MiR 達成戰略合作。若韓國市場能順利落地，潛在意義不僅在於擴大可服務市場範圍，也有望借助 MiR 本土資源推進韓國市場認證及渠道拓展，並為後續日本、東南亞市場拓展奠定基礎；與此同時，海外渠道拓展亦涉及當地認證標準、客戶驗收習慣、售後服務網絡建設及經銷商管理等多方面挑戰，其實際回報節奏仍有待後續合作進展驗證。

此外，當前中國製造業轉型升級正處於關鍵階段，亦為輕工業機器人行業發展提供了有利的外部環境。人口紅利消退、勞動力成本持續上升，疊加「機器人+」應用行動方案，均有望推動企業自動化需求。2026 年全球半導體市場規模處於歷史高位，AI 伺服器、消費電子、新能源汽車等下游行業資本開支持

續擴張，對翼菲科技而言，下游客戶景氣延續有望支撐機器人需求及客戶投資意願提升。

成本端變化與外部風險亦是評估翼菲科技中長期盈利與估值時不可忽視的因素。其中，國際貿易政策與地緣政治風險可能通過多個渠道傳導至公司營運，包括關鍵零部件供應穩定性、出口市場關稅變化，以及海外業務拓展面臨的合規成本上升。對輕工業機器人企業而言，此類風險一般不會改變長期自動化需求增長的方向，但可能在供應鏈管理及海外拓展階段增加營運複雜度，並影響項目落地節奏。因此，翼菲科技未來若同步推進國內市場深耕與海外渠道拓展，其發展潛力有望受益於輕工業自動化需求及國產替代趨勢，但海外擴張、毛利率改善及新產品商業化進度仍將是影響估值的重要變量。

表 6: 翼菲科技估值分析

情景	目標價	FY26E P/S	現時
樂觀（目標價）	HK$51.02 (+58.25%)	21.5	海外市場合作順利落地、人形機器人批量訂單釋放、機器人本體佔比持續提升、虧損率收窄超預期
現時	HK$32.24	13.58	—
悲觀（下行風險）	HK$21.36 (-33.75%)	9.00	下游製造業資本開支放緩、海外拓展不及預期、人形機器人商業化進度延遲、行業競爭加劇導致毛利率惡化

資料來源：華業證券有限公司整理

投資邏輯

雙輪驅動轉型兌現，收入增長動能強勁：公司已從「解決方案為主」切換至「機器人本體與解決方案」雙輪驅動模式，收入持續高增，本體銷售佔比持續提升，估值框架正從系統集成商向機器人本體科技過渡。

海外管道突破，打開增量空間：2026 年 6 月與沙特本土頂尖機器人科技企業 Swarm Robotics 達成戰略合作，加大中東市場的拓展。同月，正式籌建日本子公司及研發中心。有望優化盈利結構，直接拉動綜合毛利率改善。2026 年一季度國內工業機器人出口額同比大增 42%，公司精準卡位國產設備出海窗口期。

客戶基礎持續夯實。 客戶數量及收入留存率穩步提升，單一客戶依賴風險持續下降，成長質量不斷改善。公司目標 2026 年年底前實現季度層面收支平衡。

工業機器人訂單高速增長，人形機器人具備落地潛力：公司多年深耕工業機器人，累積廣泛應用場景及行業經驗，頭部半導體客戶訂單保持高速增長，現有業務增長動能強勁。在此基礎上，公司於 2025 年第四季度推出鴻鈞系列輪臂式具身機器人，依託既有工業機器人技術及場景經驗，有助於加快人形機器人商業化落地。現有工業機器人業務保持高增長的同時，人形機器人有望成為公司未來新的業務增長空間。

主要風險

海外拓展落地節奏風險： 韓國市場涉及 KC 認證、本地化售後團隊搭建，實際管道貢獻節奏仍需驗證。若後續商業化進度不及預期，存在回調壓力。

行業競爭加劇： 工業機器人及具身智能賽道競爭日益激烈，公司面臨優必選、越疆、仙工智能、雲迹科技及極智嘉等多家機器人企業的競爭，市場競爭加劇或對公司市場份額及盈利能力帶來一定壓力。

戰略性投入期持續虧損： 公司預計 2026 年將繼續錄得淨虧損，研發及銷售費用持續投入，虧損率收窄節奏存在不確定性。

華業證券
Grand China Securities

撰寫日期: 2026-08-12

投資評級定義與免責聲明

投資評級定義

投資評級	
買入	未來 12 個月內目標價相對於現價的漲幅不低於 20%
持有	未來 12 個月內目標價相對於現價的漲幅介於正負 20% 之間
賣出	未來 12 個月內目標價相對於現價的漲幅不低於 -20%
未評級	對未來 12 個月內的目標價不予判斷

免責聲明及一般披露

本報告由華業證券有限公司（「本公司」）編製。本報告所載資料均來源於本公司認為可靠的公開資料，惟本公司及其關聯人士不就該等資料的準確性、完整性或可靠性作出任何明示或暗示之保證。

本報告所載內容僅供參考，並不構成亦不應被視為對任何證券、金融產品或投資工具的要約、邀請或建議，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務意見。本報告並未考慮任何特定投資者之投資目標、財務狀況或個別需要，亦不應被視為個別投資建議。投資者應自行評估相關資料，並在作出任何投資決策前諮詢專業顧問意見，並自行承擔相關風險。

對於任何人士因依賴或使用本報告內容而導致之任何直接或間接損失，本公司及其關聯人士概不承擔任何責任。

本報告所載之意見、估值及預測僅反映報告發出當日之判斷，並可在毋須另行通知的情況下隨時更改。本公司並無責任更新本報告內容，亦可能於不同時間發表與本報告觀點不一致之報告。

本公司之分析員、銷售人員及其他專業人士可能基於不同假設、模型或分析方法，發表與本報告內容不一致之市場評論或交易策略。本公司之資產管理、自營或其他投資業務部門亦可能基於自身投資決策，持有或買賣與本報告觀點不一致之相關證券或金融工具。

本報告所引用之過往表現並不代表未來表現，亦不構成對未來回報之任何保證或承諾。任何預測均基於特定假設，該等假設如有變動，可能對結果產生重大影響。

在法律允許範圍內，本公司可能與本報告所提及之公司存在或尋求建立業務關係，從而可能產生潛在利益衝突。投資者應審慎考慮相關因素。

本報告僅供具備足夠專業知識及風險承受能力之人士使用，該等人士應能獨立評估投資風險並作出獨立決策。

版權聲明

本報告之版權為華業證券有限公司所有。未經本公司事先書面同意，任何機構或個人不得以任何形式複製、轉載、刊登、發表或引用本報告之全部或部分內容。

分析員聲明

本報告分析員持有香港證券及期貨事務監察委員會（證監會）第四類牌照（就證券提供意見），並以專業及審慎態度獨立編製本報告。本報告內容真實反映其個人研究觀點。分析員並無，亦不會因本報告所載之具體觀點或建議而直接或間接收取任何報酬。

公司聲明

公司客戶目前持有浙江翼菲智能科技之好倉，且未來可能視乎市場情況及投資需要，隨時作出買入或沽出之交易安排。

華業證券有限公司

公司地址：中環干諾道中 168-200 號信德中心西翼 17 樓 1709 室

電話號碼： 3979 6701

網站: http://grandchina.hk/