

极智嘉 (2590 HK)

全球仓储自动化 AMR 领域新星；港股稀缺标的

基于自主移动机器人 (AMR) 领域的技术创新，并在全球 40 个国家拥有逾 800 家终端客户，极智嘉 (2024 年海外收入占比达 72%) 有望在未来数年充分把握仓储履约 AMR 渗透率结构性提升的机遇。我们通过比较同业产品及测算客户投资回报率，进一步确认了极智嘉的竞争优势。我们预测极智嘉 2024-27 收入复合年增长将达到 34%，并有望自 2026E 年起实现有意义的盈利。作为港股市场首家仓储 AMR 企业，我们认为极智嘉具备稀缺性价值。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 26.7 港元 (基于 7.7x 2026E P/S)。

■ **AMR 解决方案前景广阔。** AMR 已成为仓库自动化不可或缺的核心角色。其功能已从基础物料搬运，拓展至应对复杂场景的综合解决方案。根据灼识咨询的数据，全球 AMR 解决方案市场规模预计将从 2024 年的 390 亿元人民币，跃升至 2029 年的 1,620 亿元人民币 (CAGR: 33%)。增长主要受 AMR 渗透率提升驱动——AMR 占整体仓库自动化解决方案收入比例将从 2024 年的 8% 大幅提升至 2029 年的 20%。

■ **模块化能力助推极智嘉持续提升渗透率。** 按仓储履约收入计，极智嘉 2024 年以 9% 市占率位居全球第一。我们认为其成功关键在于其解决方案采用模块化设计，可轻松集成至客户现有系统，大幅降低改造停工影响。这使得极智嘉能够更便捷地渗透至不同的下游行业。

■ **客户降本增效成果凸显极智嘉竞争力。** 以极智嘉客户 YesAsia (2209 HK, 未评级) 为例，其自 2022 年 10 月应用极智嘉 AMR 解决方案后，两年内累计节省成本约 1,000 万美元 (人工成本占收入比率下降约 1.8 个百分点)，投资回收期仅为 17 个月。同时，其仓库日处理能力提升 150%，订单准确率亦提高至 99.99%。卓越的降本增效成果促使 YesAsia 于 2024 年再次向极智嘉追加 AMR 解决方案订单 (项目已于 2025 年 5 月启动)。

■ **港股稀缺性标的。** 我们给予极智嘉 26.7 港元目标价，基于 7.7x 2026E P/S。估值倍数取两大国际纯仓储 AMR 标的 Symbotic (SYM US, 未评级) 与 AutoStore (AUTO NO, 未评级) 估值中枢。考虑到极智嘉在全球仓储自动化市场的快速渗透，我们认为极智嘉应享有估值溢价。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万人民币)	2,143	2,409	3,176	4,316	5,788
同比增长 (%)	47.6	12.4	31.9	35.9	34.1
调整后净利润 (百万人民币)	(457.6)	(92.2)	112.0	401.6	673.5
每股收益 (人民币)	0.00	0.00	0.05	0.28	0.48
同比增长 (%)	na	na	na	455.1	71.7
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	0.06	0.22	0.45
市销率 (倍)	10.9	9.7	7.3	5.4	4.0
市盈率 (倍)	ns	ns	342.4	61.7	35.9
股息 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股本回报率 (%)	na	na	na	10.8	16.2
净负债比率 (%)	na	na	(60.9)	(57.6)	(45.0)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (首次覆盖)

目标价 **26.70 港元**
潜在升幅 **42.3%**
当前股价 **18.76 港元**

中国装备制造

冯键嵘, CFA
(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

张嘉杰
(852) 3900 0849
jakezhang@cmbi.com.hk

公司数据

市值 (百万港元)	25,434.8
3 月平均流通量 (百万港元)	147.2
52 周内股价高/低 (港元)	NA/NA
总股本 (百万)	1355.8

资料来源：FactSet

股东结构

郑勇 (A 类, WVR)	6.1%
郑勇 (B 类)	4.1%

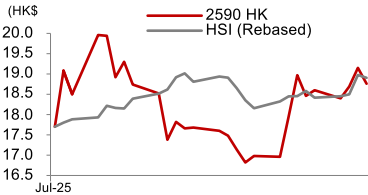
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-5.9%	-9.3%
3 - 月	NM	NM
6 - 月	NM	NM

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

深度报告:

Geekplus (2590 HK) - A rising star in global AMR for warehouse automation; a unique play in HK market - 14 Aug 2025 ([link](#))

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	1,452	2,143	2,409	3,176	4,316	5,788
销售成本	(1,196)	(1,484)	(1,572)	(2,005)	(2,661)	(3,530)
毛利润	257	659	837	1,171	1,655	2,258
销售费用	(456)	(509)	(446)	(508)	(548)	(695)
行政费用	(221)	(264)	(220)	(238)	(259)	(301)
研发费用	(437)	(380)	(282)	(349)	(440)	(550)
其他收入	70	14	(15)	0	0	0
其他盈亏	(732)	(648)	(686)	0	0	0
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	(15)	15	0	1	1	1
EBITDA	(682)	(408)	(79)	105	440	746
折旧	125	88	62	42	44	44
EBIT	(807)	(496)	(141)	62	396	702
利息收入	3	20	14	27	43	43
利息支出	(12)	(13)	(14)	(14)	(16)	(17)
净利息收入(支出)	(10)	6	(0)	13	27	26
税前利润	(1,564)	(1,123)	(827)	76	424	729
所得税	(3)	(4)	(4)	(8)	(47)	(80)
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	(1,567)	(1,127)	(832)	68	378	648
调整后净利润	(821)	(458)	(92)	112	402	673
总股息	0	0	0	0	0	0

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	3,249	3,267	2,929	5,652	6,466	7,658
现金与现金等价物	1,121	760	636	2,470	2,631	2,510
应收账款	373	708	714	1,027	1,338	1,833
存货	1,185	1,191	1,029	1,498	1,710	2,351
短期银行存款	90	99	131	131	131	131
以公允价值计入损益的资产	0	51	0	0	0	0
其他流动资产	479	457	419	526	656	832
非流动资产	185	180	276	357	417	476
物业及厂房及设备 (净额)	99	91	197	287	354	418
递延税项	0	0	0	0	0	0
合资及联营公司投资	21	35	32	33	34	34
无形资产	9	12	13	13	14	14
商誉	0	0	0	0	0	0
以公允价值计入损益的资产	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	56	43	34	24	16	11
总资产	3,434	3,447	3,204	6,009	6,883	8,134
流动负债	7,717	8,844	9,404	2,664	3,161	3,763
短期债务	211	421	414	464	514	564
应付账款	642	821	1,000	1,308	1,754	2,307
应付税款	2	0	2	2	2	2
其他流动负债	6,862	7,601	7,989	891	891	891
非流动负债	45	47	49	49	49	49
长期债务	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	45	47	49	49	49	49
总负债	7,762	8,890	9,453	2,713	3,210	3,812
股东权益总额	(4,328)	(5,443)	(6,249)	3,296	3,674	4,322
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	3,434	3,447	3,204	6,009	6,883	8,134

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	(1,564)	(1,123)	(827)	76	424	729
折旧摊销	125	124	124	42	44	44
税款	(1)	(6)	(2)	(8)	(47)	(80)
营运资金变化	(134)	(382)	(282)	(581)	(207)	(760)
其他	926	916	882	(14)	(28)	(27)
净经营现金流	(648)	(471)	(106)	(484)	187	(94)
投资现金流						
资本开支	(36)	(46)	(97)	(120)	(100)	(100)
收购与投资	0	0	0	0	0	0
其他	(184)	15	145	24	40	40
净投资现金流	(219)	(31)	48	(96)	(60)	(60)
融资现金流						
已支付股息	0	0	0	0	0	0
净借贷	131	210	(7)	50	50	50
发行股票所得现金	1,450	0	0	2,379	0	0
其他	(77)	(60)	(49)	(14)	(16)	(17)
净融资现金流	1,505	150	(56)	2,414	34	33
净现金流变动						
年初现金	0	1,121	760	636	2,470	2,631
汇率变动	484	(9)	(11)	0	0	0
年末现金	1,121	760	636	2,470	2,631	2,510
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	na	47.6%	12.4%	31.9%	35.9%	34.1%
毛利润	na	157.0%	27.0%	39.9%	41.3%	36.5%
EBITDA	na	na	na	na	321.2%	69.5%
EBIT	na	na	na	na	539.0%	77.1%
净利润	na	na	na	na	455.1%	71.7%
调整后净利润	na	na	na	na	258.5%	67.7%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	17.7%	30.8%	34.8%	36.9%	38.3%	39.0%
利息折旧及摊销前利润	(47.0%)	(19.0%)	(3.3%)	3.3%	10.2%	12.9%
调整后净利润率	(56.5%)	(21.4%)	(3.8%)	3.5%	9.3%	11.6%
股本回报率	na	na	na	na	10.8%	16.2%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	na	(0.6)	(0.6)	(0.5)
流动比率 (倍)	0.4	0.4	0.3	2.1	2.0	2.0
应收账款周转天数	46.9	92.1	107.7	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	na	292.3	257.8	230.0	220.0	210.0
应付账款周转天数	na	180.0	211.5	210.0	210.0	210.0
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	ns	ns	ns	342.4	61.7	35.9
市盈率 (摊薄)	na	na	na	na	na	na
市帐率	na	na	ns	7.1	6.3	5.4
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操守守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。