本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

UBS 瑞银

Global Research
2026 年 08 月 28 日

首次覆盖

宇树科技

人形机器人整机先行者，”小脑“与本体技术领先；首次覆盖，给予中性评级

本体强健，大脑持续进化中

我们首次覆盖宇树科技（Unitree），给予中性评级。宇树科技是全球领先的具身智能机器人平台，2025年人形机器人和四足机器人销量分别达到5,215台和23,037台，对应全球市场份额约30%/28%。凭借硬件和运动控制方面的领先优势，我们认为公司有望把握早期需求，但泛化能力不足仍是行业面临的制约因素。长期来看，在稳健财务状况支持下，公司持续投入AI模型研发和生态建设，有望向更复杂、更高价值应用场景拓展。公司股价当前股价对应54x/39x 2027E/2028E P/S，我们认为其2026-2028年收入CAGR 53%的预期已基本反映在股价中。在机器人“大脑”能力取得更明确进展、可持续的盈利转化之前，我们给予该股中性评级。上行/下行风险：订单、AI模型进展及利润率相关风险。

硬件与运动控制领导地位助力把握早期需求

鉴于人形机器人泛化能力仍然有限，短期需求主要集中于商业演出、娱乐、等复杂度较低的应用，以及有助于长期能力提升的科研与数据采集场景。宇树在硬件（尤其是执行器自研能力）、移动控制以及全身运动控制及平台价格竞争力的优势，与上述早期应用场景高度契合；2025年这些场景贡献公司人形机器人收入的76%。我们预计，未来两到三年这一需求结构将总体保持稳定，支撑公司实现稳健增长，并维持25%以上的市场份额。

“大脑”技术研发与生态建设驱动长期增长

相较于其硬件龙头地位，宇树科技仍面临行业层面的瓶颈：机器人“大脑”尚处于早期阶段，且尚未在复杂、高价值应用中得到验证。公司正同步推进基于世界模型（WMA）与视觉—语言—动作（VLA）模型，我们预计未来2-3年相关研发投入将超过20亿元，高于行业平均水平。宇树科技亦在积极拓展生态，包括近期与**DeepSeek**达成战略合作，以加快具身智能研发。我们认为，公司健康的财务状况、对机器人智能的持续投入以及生态建设，使其长期增长能见度优于同业。

估值：首次覆盖给予中性评级，目标价608 元

鉴于行业仍处于发展早期阶段，我们采用53x 2027E PS 估值方法推导目标价（以AI基础模型历史估值及中国机器人可比公司作为参考）。我们的目标估值较H股可比公司（7倍）存在显著溢价，主要基于公司在机器人本体领域的领先地位、更高的人形机器人业务敞口、优于同业的盈利能力，以及A股市场相对于港股的整体估值溢价。

股票

中国
工业多样化

12个月评级	**中性 ***
	之前：没有评级
12个月目标价	**Rmb608.00**
	之前：
股价 (2026年8月27日)	**Rmb615.03**

RIC: 688836.SS **BBG:** 688836 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围	Rmb845.00-591.53
市值	Rmb249b/US$37.0b
已发行股本	404m (ORDA)
流通股比例	7%
日均成交量(千股)	10,821
日均成交额(百万)	Rmb7,814
普通股股东权益(12/26E)	Rmb9.35b
市净率(12/26E)	26.6x
净债务/息税折旧摊销前利润(12/26E)	NM

每股收益（UBS 稀释后） (Rmb)

	从		到	%	市场预测
12/26E	-		1.49	-	1.55
12/27E	-		2.20	-	3.04
12/28E	-		3.02	-	6.40

王 斐丽
分析师
S1460517100001
phyllis.wang@ubs.com
+86-21-3866 8964

文 若熹
分析师
S1460525030002
cheryl.wen@ubs.com
+86-21-3866 8916

重要数据(Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
营业收入	159	393	1,699	2,742	4,622	6,398	8,784	13,694
息税前利润(UBS)	(30)	69	335	783	1,049	1,508	2,142	3,442
净利润 (UBS)	(11)	96	278	604	892	1,221	1,688	2,656
每股收益(UBS 稀释后) (Rmb)	(5.80)	0.26	0.76	1.49	2.20	3.02	4.17	6.57
每股股息净值 (Rmb)	0.00	0.00	0.00	0.16	0.23	0.31	0.42	0.66
净（债务）/现金	207	565	1,405	7,972	8,460	9,246	10,525	12,839
盈利能力和估值	**12/23**	**12/24**	**12/25**	**12/26E**	**12/27E**	**12/28E**	**12/29E**	**12/30E**
息税前利润率 %	(19.0)	17.6	19.7	28.6	22.7	23.6	24.4	25.1
ROIC (EBIT) %	(28.7)	25.9	85.2	200.6	161.7	152.5	164.5	225.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(UBS核心) x	-	-	-	>100	>100	>100	>100	65.2
市盈率 (UBS, 稀释后) x	-	-	-	NM	NM	NM	NM	93.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	-	-	-	0.2	0.2	0.4	0.6	1.0
净股息收益率 %	-	-	-	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

来源：公司报告、LSEG Eikon、UBS估算。 UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。 估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2026年8月27日的股价(Rmb 615.03)得出.

本证券研究报告由瑞银证券有限责任公司编制. 本文为瑞银证券有限责任公司同一日期所发布英文报告的翻译版本。 * CBE，见要求披露部分。 分析师声明及要求披露的项目，包括UBS(瑞银)发布的有关QUANTITATIVE RESEARCH REVIEW的信息，从第26 页开始。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

瑞银证券 研究 主题页我们的观点与本文内容概览

关键问题

问：宇树科技能否把握具身智能机器人的强劲需求？

能。我们认为，凭借全栈自研、行业领先的运动控制能力、垂直一体化布局以及经验证的快速商业化能力，公司有望把握早期需求，并在未来2-3年继续稳居全球人形机器人第一梯队。长期来看，公司雄厚的财务实力有望支持其由硬件龙头向更全面的生态平台拓展，通过开源模型、开发者平台及产学研合作，在数据采集与现实世界应用之间形成闭环。

问：宇树科技能否维持较高的利润率水平？

能。公司2026年上半年净利率降至24%（vs. 剔除股份支付费用后的H125净利率为30%+），我们认为或由于毛利率下滑（部分因工厂搬迁带来的负面影响）以及期间费用上升（主要源于研发费用增加及春晚品牌推广活动产生的一次性支出）。我们预计公司未来几年研发投入加码或对公司2026-2027年净利率形成拖累。但2027年之后，我们预计毛利率将保持稳定；同时，伴随公司较强的品牌影响力以及规模效应继续扩大，销售及管理费用率有望温和下降，从而支撑公司2028-2030年净利率稳定在19%以上。

瑞银证券观点

我们首次覆盖宇树科技，给予中性评级。公司是全球领先的具身智能机器人平台，2025年人形机器人和四足机器人销量分别为5,215台和23,037台，对应全球市场份额约30%/28%。我们预计，公司在硬件及运动控制方面的领先优势将助其把握商业演出、科研及数据采集等早期需求，但泛化能力不足仍是行业层面制约因素。长期来看，在稳健财务状况的支持下，公司持续投入AI模型研发和生态建设，有望向更复杂、更高价值的应用拓展。公司当前股价对应54x /39x 2027E/2028E P/S。我们认为鉴于硬件龙头地位以及2026-2028年收入CAGR 53%的预期已基本反映在股价中，给予中性评级；在机器人“大脑”能力取得更明确进展、可持续的盈利转化之前，我们认为风险收益较为均衡。潜在上行/下行风险：与订单增长、AI模型进展及利润率表现相关。

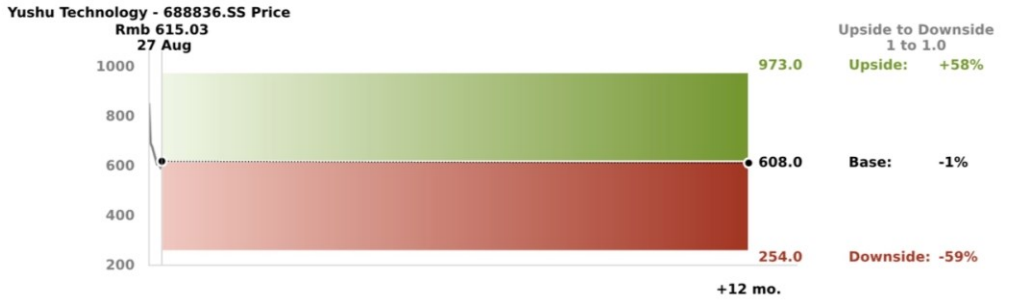
论据

1）宇树人形机器人销售量由2023年的仅5台H1提升至2025年的5,215台，位居全球首位。2）尽管2024年/2025年公司人形机器人ASP分别下降56%/36%，同时四足机器人ASP分别下降16%/6%，但公司毛利率仍保持上升趋势，由2023年的43.6%提升至2025年的60.3%。

什么已反映在股价中？

公司当前股价对应54x/39x 2027E/2028E P/S。我们认为，其硬件领先优势及快速收入增长预期（2026-2028年CAGR 53%）已反映在股价中。

乐观/悲观情景分析



价值影响因素 (2027E)	人形机器人销量	人形机器人ASP同比增速（%）	四足机器人销量	四足机器人ASP同比增速（%）
乐观情景 973元	25,000	-5%	65,000	-3%
基准情景 608元	20,000	-8%	58,975	-5%
悲观情景254元	15,000	-12%	45,000	-8%

来源: 瑞银证券估算

公司背景

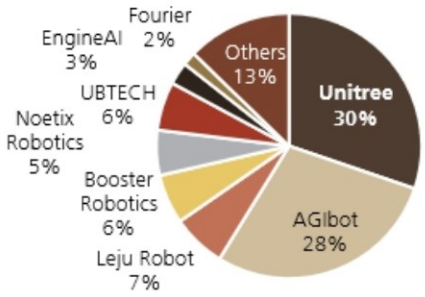
宇树科技（又称Unitree Robotics），成立于2016年，是中国领先的机器人企业。公司专注于四足机器人、人形机器人以及相关机器人零部件和技术的研发、生产与销售。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

宇树能否保持领先地位并把握强劲需求？

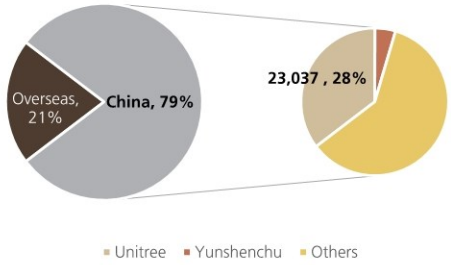
宇树科技是一家高性能通用机器人公司，专注于人形机器人、四足机器人、机器人零部件及具身智能模型的研发、制造与销售。2025年，公司人形机器人出货量超过5,500台，按出货量计位居全球首位，全球出货份额约30%（其中2025年计入收入的销量为5,215台）。四足机器人方面，截至2025年累计销量超过33,000台，支撑其全球领先地位。公司亦具备较强的全球化布局，2022-2025年海外收入占比超过40%。2025年，人形机器人成为公司第一大收入来源，收入占比约51%；四足机器人占比约41%，其余为零部件收入。

图表1: 2025年宇树约占全球人形机器人出货量的30%



来源: 公司数据、Omdia,、IDC、瑞银证券估算

图表2: 2025年宇树占全球四足机器人市场份额为28%



来源: 公司数据、《四足机器人应用场景发展白皮书（2025年）》、云深处、瑞银证券估算

我们将人形机器人的核心能力划分为三个关键领域：大脑、小脑和本体。其中，“大脑”负责感知、推理及任务规划；“小脑”负责实时运动控制与动态平衡；“本体”则决定执行性能及可靠性。我们认为**宇树当前的优势**主要集中于“小脑+本体”。凭借长期积累的关键零部件全栈自研能力、运动控制算法及规模化制造能力，我们认为公司在高速运动、复杂地形适应、抗冲击能力和整体系统成本控制等方面具备较强竞争力。

1）**关键零部件全栈自研：**公司自主研发执行器、电机驱动、控制系统、机器人整机结构及激光雷达，有助于减少对供应商的依赖、降低成本、加快产品迭代，并提升系统集成度。

2）**运动控制算法：**运动控制算法决定机器人能否保持平衡、协调各关节、响应环境变化，以及完成奔跑、跳跃或跨越障碍等复杂动作。公司表示其在步态规划、动态平衡、全身协调和实时控制方面积累的技术，为机器人实现较强的运动性、稳定性及动作流畅度提供支撑。

3）**规模化制造能力：**宇树已建立从原型开发迈向批量生产所需的工程化、供应链管理、装配、质量控制及成本优化能力。量产能力有助于提升产品一致性、交付效率及成本竞争力，从而加快商业化进程 。

展望未来，宇树的发展重点将由使机器人“能运动”转向使机器人“能理解、能决策、能执行”。为此，公司需进一步强化具身智能基础模型、视觉—语言—动作模型及数据闭环能力，以实现“大脑+小脑+本体”的一体化协同。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表3: 宇树科技人形机器人能力的三大关键领域

	Category	Industry Progress	Main Function
Unitree's future R&D focus	Robot Brain	× Model architecture is still being explored; the technology has not yet converged	A multimodal embodied large model that perceives the external environment and simulates human thinking and decision-making, enabling robots to understand interactions, make autonomous decisions, and plan tasks
Unitree's current advantages	Robot Cerebellum	✓ Reinforcement learning is the mainstream approach × Hardware-software coupling, motion-control generalization, and Sim-to-Real are still being iterated	Motion-control algorithms mainly responsible for motion control, path planning, and gait balance, enabling robots to achieve highly stable, highly complex, and highly dynamic responsive motion-control capabilities
	Robot Body	✓ Hardware architecture is basically clear × Some component configurations, transmission routes, and hardware parameters are still being iterated	Includes the robot's physical structure and actuators; based on motion planning from the cerebellum layer, it performs precise closed-loop control so each motor executes efficiently and accurately to complete the intended motion tasks

来源: 公司资料、瑞银证券

短期来看，我们认为公司在机器人硬件、运动控制和工程化量产相结合方面的优势，使其能够较好把握早期需求。相关需求预计主要来自：1）要求相对较低的应用场景；2）支持长期能力发展的训练型应用，包括科研及数据采集。我们认为，得益于健康的财务状况、对机器人“大脑”的持续投入以及生态建设，宇树科技的长期增长能见度优于同业。

硬件与运动控制领先地位助力把握早期需求

1.硬件自主研发

我们认为，宇树科技在四足机器人领域的先发优势构成其技术护城河的基础。自2016年以来，公司已在电机驱动、机器人架构、全身控制、一体化关节、抗冲击能力及热管理等方面建立能力。模块化Go2平台有望支持零部件复用、加快产品迭代，并持续提升规模效应。

2023年H1的推出表明，上述能力可复用于人形机器人领域，有望缩短商业化周期。公司自研M107电机的峰值扭矩达到360N·m，最大拉力为10,000N；中空轴设计和双编码器则提升了集成度与控制精度。我们认为，**执行器自研能力 (包括研发、设计及组装)** 是公司在性能、降低成本及供应链控制方面的重要差异化因素。根据我们的调研，多数整机厂商负责定义关节的性能规格、接口及控制算法，由第三方供应完整关节模组（相比之下，宇树科技自主设计执行器零部件，外部采购后自行完成关节组装）。执行器是人形机器人的关键零部件，我们预计其约占整机BOM成本的40%+。

截至2025年，宇树硬件供应与设计的自主比例较高，外部采购主要包括部分电池、计算模组、摄像头及灵巧手。

图表4: 宇树科技自主研发与设计比例较高

Type	Main Components	In-house R&D / Design	Customized Parts Purchase	In-house Assembly	Electronic Components Purchase	Outsourced SMT Assembly	In-house Software / System	Purchased Finished / Module
Body Structure	Mechanical Structure	✓	✓	✓				
	Cooling System	✓	✓	✓				
	Wire Harnesses and Connectors	✓	✓	✓				
Joint Module	Reducer	✓	✓	✓				
	Motor	✓	✓	✓				
	Encoder	✓			✓	✓	✓	
	Driver	✓			✓	✓	✓	
Energy System	Battery Assembly	✓	✓	✓			✓	
	Battery Cells							✓
	Power Management Module	✓			✓	✓	✓	
Computing Platform	Computing Module Interface Module	✓			✓	✓	✓	✓
	Thermal Control System	✓	✓	✓				
	Storage Module							✓
Motion Control System	Computing Module						✓	✓
	Interface Module	✓			✓	✓		
	Inertial Measurement Unit	✓			✓	✓		
Perception System	In-house LiDAR	✓	✓	✓				
	Purchased LiDAR							✓
	In-house Camera	✓	✓	✓				
	Purchased Camera							✓
Dexterous Hand	In-house Dexterous Hand	✓	✓	✓				
	Purchased Dexterous Hand							✓

来源: 公司数据 SMT = Surface Mount Technology

2.QDD（准直驱）技术路线

在旋转关节方面，公司采用准直驱方案，其核心在于高扭矩密度电机、低减速比行星减速器与高带宽力控的组合。具体而言，该方案以低减速比行星传动机构为基础，并采用FOC（Field Oriented Control， 磁场定向控制）实现高带宽闭环扭矩控制。配合低惯量、高转速的内转子式永磁同步电机，该设计在保持输出能力的同时，可实现更快响应和更优散热。我们认为，这一架构有助于提升关节的灵敏度与稳定性，从而**增强机器人在高速运动、平衡控制及复杂任务中的表现。**

图表5: 宇树QDD技术路线

Emphasis on reducer → Emphasis on motor

Items	Traditional Route	Quasi-Direct Drive Route (Unitree)	Direct Drive Route
Typical Structure	**Motor:** servo motor / frameless motor **Reducer:** high-ratio reducer (harmonic, RV, or high-ratio planetary) **Control:** position-servo-priority control	**Motor:** high torque-density motor **Reducer:** low to medium-low reduction mechanism (planetary visible in public products) **Control:** FOC high-bandwidth current/torque control	**Motor:** high-torque direct-drive / frameless torque motor **Reducer:** extremely low reduction ratio or no reducer **Control:** high-performance FOC / torque control
Key Advantages	Strong torque amplification and high positioning accuracy; a relatively mature technical route with a compact structure, suitable for high-precision positioning and highly repeatable operation scenarios	Achieves a strong balance among torque output, dynamic response, backdrivability, and engineering feasibility; suitable for high-dynamic scenarios such as running/jumping, disturbance recovery, and compliant interaction	Best mechanical transparency and backdrivability; effectively reduces reducer backlash and friction interference, and theoretically offers the best force-control performance
Main Limitations	Relatively weak backdrivability; friction, elasticity, and backlash may constrain high-quality force control and natural interaction performance	Requires high motor torque density, control algorithms, current-loop bandwidth, and thermal management capability; overall system optimization is relatively more difficult	Places higher demands on motor torque density, heat dissipation, size, weight, and cost control; engineering implementation of complete robot joints is relatively difficult

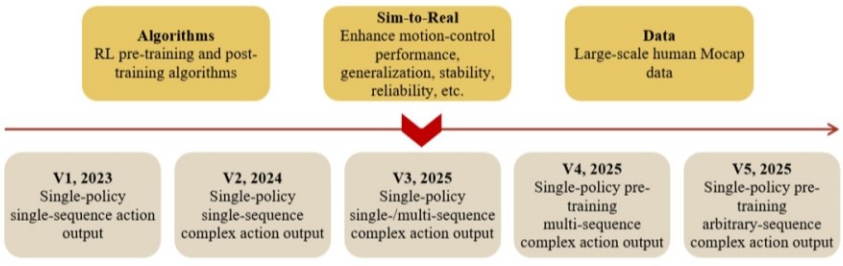
来源: 公司资料、瑞银证券

3.移动控制和全身运动控制

在“小脑”层面，公司引入深度强化学习技术应对环境的不确定性和复杂性，通过大规模并行仿真与训练，提升机器人在未知环境中的运动能力和泛化能力；通过对实机进行动力学建模与前馈控制，提升从仿真到实机的一致性，同时确保控制的精确性和可靠性。同时，公司运动控制算法深度整合雷达、视觉、惯性测量单元（IMU）及力传感器等多模态感知信息，实现多模态感知与运动控制的闭环。

此外，宇树科技亦积累了自有的大规模人体动作捕捉数据。上述技术积累推动机器人运动能力在2025年实现显著升级，从依赖单一策略和固定动作序列的控制方式，发展到能够支持任意序列复杂动作生成及执行的阶段。

图表6: 宇树在运动控制能力方面的演进



来源: 公司资料、瑞银证券

我们认为宇树在运动控制能力方面具备显著优势，尤其是在全身协调控制、移动控制（Locomotion）和动态平衡能力方面。这一点体现在其丰富的全身动态动作、高运动速度、负载续航能力以及在复杂环境下的稳定性表现。

宇树人形机器人能够完成后空翻等高难度动作（如下图）。运动速度方面，标准版H1官方最高移动速度为3.3米/秒，公司同时表示其潜在运动能力超过5米/秒，而竞速改装版H1峰值速度已达到约10米/秒。其四足机器人不仅可实现最高6.0米/秒的运动速度，还能够在负载25公斤的情况下保持较强的续航和长距离移动能力。2026年8月公司发布运动型“超人”原型机并称最高

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

速度可达12.66米/秒，但该成绩尚未通过独立第三方验证。综合来看，我们认为这些性能表现充分体现了公司控制系统和动力系统的领先水平及可靠性。

图表7: 宇树领先的移动控制/全身运动控制能力与关键里程碑

Category	Event Time	Product Model	Event	Impact
Advanced Manoeuvres	2024	H1 humanoid	Full-size electric humanoid robot performs a standing backflip	World first
	2025	G1 humanoid	Electric humanoid robot performs a standing side flip	World first
	2026	G1/H2 Humanoid	Completed three consecutive single-leg backflips; used a launch platform to leap 2–3 meters, execute front and side flips, and land steadily	World-first launch-assisted flips
	2026	G1/H2 Humanoid	G1 performed continuous punch combinations, evasive moves, spinning kicks, and flying kicks; H2 performed power punches, high kicks, and rapid turns	Advances in dynamic balance, whole-body coordination, power output, and high-speed motion control
Movement Speed	2020	A1 quadruped	Maximum running speed reached 3.3 m/s	Fastest running speed among domestic medium/small quadruped robots with similar specifications at the time
	2021	Go1 quadruped	Maximum running speed reached 4.7 m/s	Set a world record for running speed among quadruped robots with similar specifications
	2023	B2 quadruped	Maximum running speed reached 6.0 m/s	Set a world record for running speed among quadruped robots with similar specifications
	2024	H1 humanoid	Achieved a running speed of 3.3 m/s	Set a world record for running speed by a full-size humanoid robot
	2025	H1 humanoid	Achieved a running speed of over 5 m/s	Set a new world record for running speed by a full-size humanoid robot
	2025	H1 humanoid	Completed 1,500 meters in 6 minutes 34 seconds	Set a new long-distance running speed record for humanoid robots of the same specification
	2026	H1 Humanoid	Peak speed reached 10 m/s	Set a new world record for a humanoid robot in the 100-meter sprint
	2026	“Superman” Humanoid	Maximum running speed reached 12.66 m/s	Surpassed the global human running-speed record
Payload Capacity	2025	A2 quadruped	Walked continuously for over 12 km in 3 hours with a 25 kg load	Highest publicly disclosed payload-endurance ratio among quadruped robots of the same specification at the time
	2026	H2 Humanoid / B2W Quadruped	The armoured H2 weighed more than 85 kg in total and was carried across the stage by a B2W quadruped robot	Validated the B2W’s load-bearing stability with a high centre of gravity and a total payload exceeding 85 kg
Innovative Applications	2026	G1 humanoid; H2 humanoid	Group dance “WuBOT” at CCTV Year of the Horse Spring Festival Gala	Set multiple world records, including consecutive freestyle table-flip parkour and assisted flips
	2025	H1 humanoid	Group dance “YangBOT” at CCTV Year of the Snake Spring Festival Gala	Fully AI-driven autonomous group humanoid robot performance
	2025	G1 humanoid	Became the only model used in the mecha combat arena event of the CMG World Robot Competition Series	Pioneered competitive humanoid robot combat worldwide
	2026	G1 Humanoid	Multiple G1 units used Unitree’s proprietary AI group-control system for unified choreography, coordinated movement, and a fully autonomous group dance	Demonstrated the evolution from individual to collective intelligence and validated multi-robot motion control and fleet coordination
	2026	GD01 Piloted Mecha	The GD01 piloted debuted at the World Robot Conference; it stands about 3 meters tall, weighs about 500 kg with a pilot, and can switch stably between different robot configurations	Extended legged-motion control to piloted equipment. GD01 shows new possibilities for tourism displays and specialized operations
Robot Games	2025	H1 humanoid	Won first place in the 1,500-meter race with a time of 6 minutes 34 seconds	The company won 11 medals at the inaugural World Robot Games, ranking first in both gold medals and total medals, fully validating the excellent motion performance and reliability of its humanoid robots in high-dynamic tasks such as competitive running and obstacle races
	2025	H1 humanoid	Won first place in the 400-meter race with a time of 1 minute 28 seconds	
	2025	H1 humanoid	Won first place in the 4×100-meter relay with a time of 1 minute 48 seconds	
	2025	G1 humanoid	Won first place in the 100-meter obstacle race with a time of 33.71 seconds	

来源: 公司资料、央视新闻、瑞银证券 注：全身运动控制（Whole-body Motion Control）是指对机器人躯干、四肢、关节、平衡状态及接触力进行协调控制，以实现空翻、舞蹈、物体操作以及负载运动等复杂动作。移动控制（Locomotion Control）则是一个更为具体的技术领域，主要涵盖行走、奔跑、步态生成、落脚点规划、地形适应以及运动稳定性控制等能力。

宇树的人形机器人除了在运动速度方面领先于大多数国内同行，其关节峰值扭矩最高可达360牛·米（N·m），高于目前部分公开披露的人形机器人相关指标。

尽管由于定义和测试条件存在差异，不同厂商之间的执行器扭矩指标并不完全具有可比性，但我们认为，行业领先的运动速度、高扭矩执行器性能以及多款全尺寸人形机器人平台的成功推出，共同体现了宇树在动态运动能力和硬件性能方面的领先地位。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表8: 部分主要型号的人形机器人的运动控制能力比较 （部分可获取指标）

Company	Model	Height / Weight	Moving Speed	Peak or Maximum Torque (N·m)
Unitree	H1	Approx. 180 cm / 47 kg	3.3 m/s, potencial >5 m/s	360 N·m for peak knee torque; hip 220, ankle 59 and arm 75
	H1-2	Approx. 180 cm / 70 kg	2 m/s	Knee 360; hip and waist 220 each; ankles 75×2; shoulder/elbow 120 each; wrist 30
	H2	182 cm / 70 kg	Not disclosed	maximum leg torque of 360 and arm torque of 120
	G1	127 cm / 35 kg	>2 m/s	knee 90 (standard)/ 120 (EDU)
	“Superman”	legs at 85cm, not in human shape	maximum speed at 12,66m/s	n.a.
Leju Robotics	KUAVO 5 Advanced	173 cm / 63.5 kg	walking 5 km/h (1.39 m/s), running>7km/h (1.94m/s)	360 N·m (integrated joints)
Fourier Intelligence	GR-1	165 cm / 55 kg	5 km/h (1.39 m/s)	230 N·m for joint torque
Kepler	K2	175 cm / 75 kg	>1.1 m/s	Maximum joint torque is >220 N·m
UBTECH	Walker S2	176 cm / Not disclosed	2 m/s	Max Joint Torque at 250 N·m
AgiBot	Expedition A2	169 cm / Approx. 69 kg	max walking speed at 1.2 m/s	270 N·m for peak knee torque; 512 for self-developed integrated actuator
Boston Dynamics	Atlas (electric)	190 cm / 90 kg	1.5m/s	n.a.
Tesla	Optimus Gen 2	Approx. 173 cm	n.a.	n.a.
Figure AI	Figure 02	Approx. 168 cm	1.2 m/s	n.a.

来源: 公司资料、瑞银证券 注：上表中Unitree 的“超人“, Boston Dynamics的Atlas, Figure 2 (Figure AI)仍处于试点或者研发验证阶段

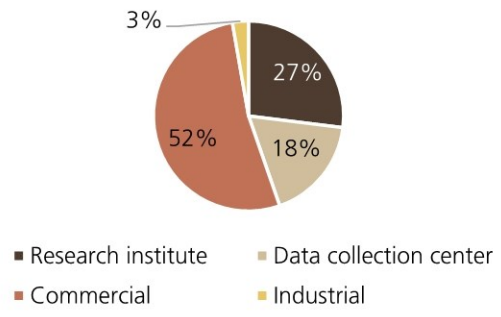
4. 通过产品及下游场景拓展把握早期需求

根据国际数据公司（IDC）、Omdia及公司资料，我们估算2025年全球人形机器人出货量为18,315台，较2024年的约2,200台大幅增长。我们认为这标志着人形机器人迈入规模化量产的重要里程碑，尤其是头部企业（如宇树科技）。根据Smart Analytics Global (SAG) 的数据，2026年上半年全球人形机器人需求为1.91万台，同比增长272%。

从下游应用来看，我们估算商业化应用占比为**52%**，此类场景对机器人泛化能力的要求较低；科研机构和数据采集中心分别占**27%**和**18%**，其旨在积累训练数据并推动人形机器人实现泛化。科研机构对人形机器人的需求表明，学术界的人形机器人研发正在提速；随着相关研发活动向更多地区和高校渗透，我们预计此类需求有望进一步增长。另一方面，人形机器人数据采集中心目前主要集中于中国，并受到政府政策支持。根据Interact Analysis的数据，中国23个省份已有64个数据采集中心投入使用，另有26个在建。这些数据采集中心将人形机器人部署于预设应用场景，采集任务完成数据，以提升人形机器人AI模型能力。我们认为，这表明人形机器人应用仍处早期阶段。工业应用（占比**约为3%**）进展较慢，原因包括：1）泛化能力不足——机器人AI能力尚不成熟，暂难胜任非结构化任务；2）人形机器人需要同时实现移动与操作控制的协同，表明系统复杂度远高于传统机器人。我们认为，在AI模型及数据集采集瓶颈得到解决之前，上述趋势或将持续。

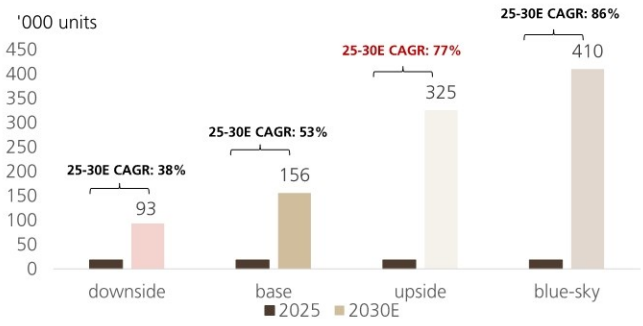
基于2025年数据，鉴于人形机器人早期应用表现好于预期，我们认为全球人形机器人需求 (请参阅我们的Q-serie 报告，Is the world ready for 1bn robots?, Phyllis Wang, 06/17/2025）的乐观情景有望实现。在我们的乐观情景下，我们预计全球人形机器人需求将由2025年的1.83万台增至2030年的32.5万台，对应CAGR超过70%。按市场规模计，2030年总潜在市场规模有望达到160亿美元，对应CAGR超过60%。

图表9: 2025年全球人形机器人销售（按下游应用划分）



来源: IDC、瑞银证券

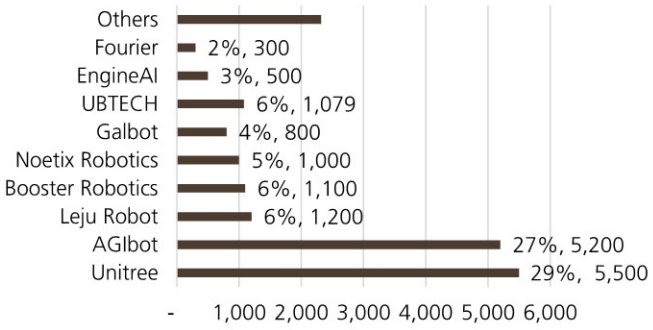
图表10: 我们认为全球人形机器人需求的乐观情景正变得更有望实现



来源: 瑞银证券估算

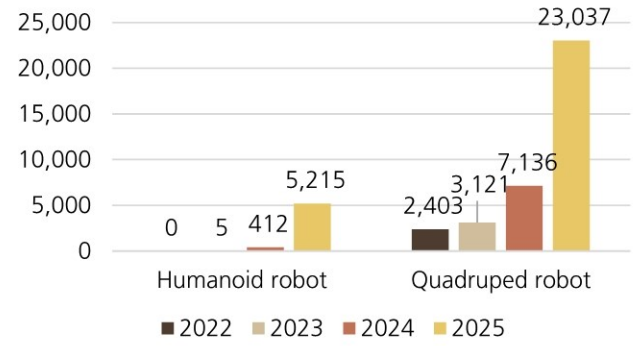
我们发现，2025年全球人形机器人出货量由中国企业主导，主要由于海外企业普遍更多侧重内部机器人训练，且出货量披露有限。2025年宇树人形机器人出货量/销量为5,500/5,215台，位居全球首位；四足机器人销量亦大幅增至23,037台。这表明，在尚处发展初期的人形机器人市场，宇树科技已跻身出货量领先的厂商之列。尽管行业整体销量仍相对较小，且需求仍集中于早期商业化场景，但宇树科技的出货规模较同业更为突出，反映公司将技术能力转化为实际产品交付的效率更高。我们认为，这体现了宇树科技的产品定位与当前市场需求结构高度契合。

图表11: 2025年全球人形机器人出货量（台）



来源: 公司资料、Omdia、IDC、瑞银证券估算

图表12: 宇树机器人销量（台）



来源: 公司数据

通过扩充产品矩阵、下探价格带并拓宽下游覆盖，宇树科技持续拓展潜在需求，并在人形机器人和四足机器人领域均实现领先的出货规模。

分产品看：

- 2020-2023年，随着**A1**、**Go1**和**Go2**陆续推出，宇树科技逐步下调四足机器人的入门价，推动应用场景由科研、开发者及展示延伸至更广泛的消费级交互与服务场景，包括步行或慢跑随行、人体识别、远程视频传输、展会或商业活动中的预设动作展示、自主巡检与充电以及照片和视频拍摄。**B1/B2**进一步将产品矩阵延伸至电力巡检、安防、消防侦察和工业测绘等工业应用，标志着产品由“可展示、可编程”向“可部署、可交付”转变。
- 2023年，**H1**的发布标志着宇树科技产品线延伸至人形机器人领域，开启第二增长曲线。短期需求仍主要集中于商业展示、科研验证、演出及数据采集等对泛化能力要求较低的场景，同时也支持未来技能升级所需的实机训练。
- 我们认为，自2024年以来，**G1**、**B2-W**及**UnifoLM**的陆续推出，标志着宇树由单一硬件供应商向“产品+解决方案+生态”一体化平台演进的战略拐点。四足机器人方面，运动能力与环境适应能力的提升正推动

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

产品向复杂地形巡检、应急处置和危险作业等更高价值场景渗透；人形机器人方面，公司正由科研与展示逐步迈向工厂训练、轻工业任务及标准化任务验证。我们认为，产品矩阵与软件栈的持续拓展有望扩大宇树的潜在市场空间，并增强客户黏性。

图表13: 宇树产品矩阵规划较早且覆盖广泛

Type	Company	Model	Release Date	Starting Price (RMB 10k)
Humanoid Robot (Full-size)	Unitree	H1	2023.08	49.98
		H2	2025.1	19.9
	Figure	Figure 02	2024.08	US$59,000 (RMB 420k)
	UBTECH	Walker S	2023.12	No public quote
		Walker S1	2024.1	No public quote
		Walker S2	2025.07	No public quote
		Walker C	2025.03	No public quote
	Dobot	Atom	2025.03	19.9
	AgiBot	Expedition A1	2023.08	No public quote
		Expedition A2	2024.08	19.8
Humanoid Robot (Medium / Small-medium)	Unitree	G1	2024.05	8.50
		R1	2025.07	3.99
		R1 Air	2025.11	2.99
	UBTECH	Walker X	2021.07	No public quote
	AgiBot	Lingxi X1	2024.08	10.9
		Lingxi X2	2025.03	9.8
Quadruped Robot (Consumer-grade)	Unitree	Go1	2021.06	1.6
		Go2	2023.07	1
	Dobot	Rover X1	2025.11	0.9
	Deep Robotics	Lite3	2023.03	0.9
	AgiBot	D1 Pro/Edu	2025.08	1.3
Quadruped Robot (Industrial-grade)	Unitree	B1	2022.06	28
		B2	2023.11	29.9
	Boston Dynamics	Spot	2020.06	US$74,500 (RMB 500k)
	Deep Robotics	X30	2023.1	38
	AgiBot	D1 Ultra	2025.08	No public quote

来源: 公司数据

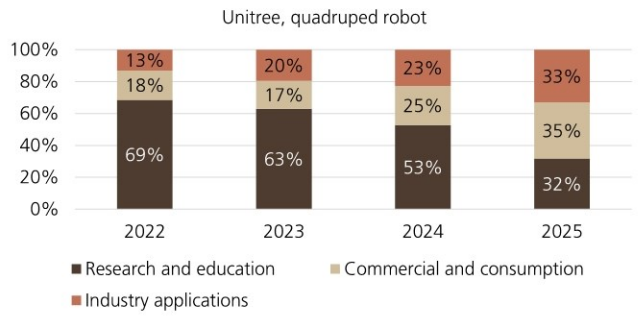
按下游应用划分：

我们认为，人形机器人尚未具备完全通用的能力，“大脑”技术不成熟仍是主要瓶颈，但我们认为这并不妨碍其实现短期商业化。我们认为早期需求已在以下领域显现：1）复杂度相对较低的商业应用场景。目前较为成熟的应用包括演出、商业展示及展会营销，并正拓展至接待与导览、零售交互、场馆服务和个人娱乐；2）有助于长期能力积累的训练型场景，包括科研和数据采集。根据宇树科技年报，2025年科研教育、商业及消费、工业应用分别占其人形机器人销售的76%、16%和9%。我们认为，公司下游布局与上述早期需求领域高度契合，不仅有助于推动短期商业化，也是持续积累更广泛能力并最终实现大规模部署的必要路径。

- **科研教育**：宇树科技的高性能通用机器人为先进算法验证、系统集成及具身智能研究提供关键硬件平台，并已获得高校、科研机构及科技企业的认可。
- **商业及消费**：公司通过“高性能、亲民价格”战略降低用户使用门槛，推动产品在文化演出及智能服务领域加速普及，如从展台到舞台、再到商场，及各类互动服务场景，机器人可通过舞蹈、迎宾和简单辅助服务等功能，在吸引客流的同时提升品牌曝光。
- **工业应用**：公司正推动产品在巡检与测绘、消防救援及公共服务等场景实现落地，并已在能源化工、智慧消防和智慧城市等领域的头部客户中完成验证。

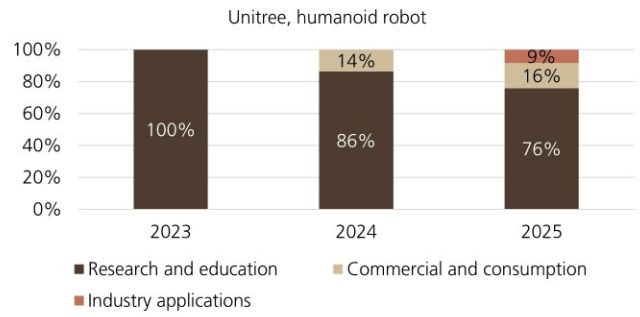
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表14: 四足机器人下游应用日益拓展……



来源: 公司数据

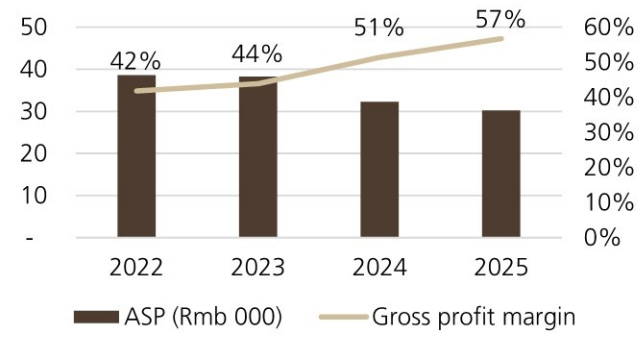
图表15: ……人形机器人下游应用亦日益拓展



来源: 公司数据

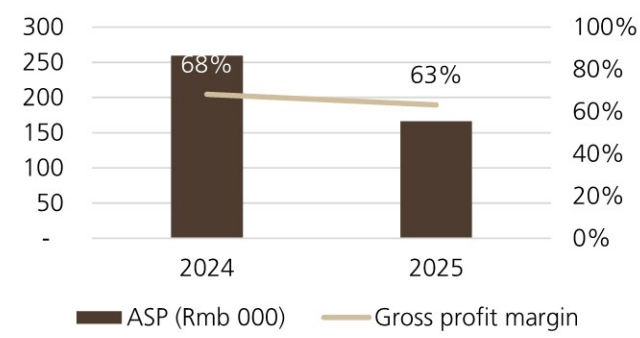
我们认为宇树已展现出较强的规模化生产能力，其四足机器人和人形机器人ASP持续下降，但四足机器人毛利率稳步提升，人形机器人毛利率亦保持高位。

图表16: 四足机器人ASP下降，而毛利率提升



来源: 公司数据

图表17: 人形机器人ASP下降，而毛利率维持高位



来源: 公司数据 注：2023年仅销售5台人形机器人，不具备可比性

长期可见性改善，得益于健康的财务状况、对机器人“大脑”的投资以及生态建设

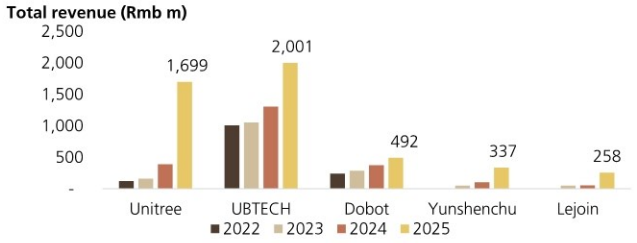
1. 有支撑长期规模扩张的财务实力

我们认为宇树在人形机器人领域的领先地位归功于旗下标准化的机器人平台、关键零部件自研、全球化的开发者和研究渠道以及精简型的组织——而不仅仅是融资或收入规模。其证明了机器人公司在相对有限的收入基础下也能实现高毛利率和正现金流。宇树、越疆科技 (Dobot) 和优必选 (UBTECH) 在2025年均受益于具身智能需求的发展，但我们认为从2025年财务表现来看，宇树将收入转化为利润的效率远高于另外两家。我们认为，这反映了宇树的差异化战略。在行业早期阶段，公司将有限的研发资源集中在机器人本体和运动控制—即“身体”和“小脑”，而非基础模型和行业化部署，这反映在其研发费用率远低于优必选和越疆科技。凭借其在硬件和运动控制方面的优势，宇树获得了更多订单，并将其转化为更强的收入和盈利能力。

我们认为宇树的产品结构较同业更有优势。在2025年，人形机器人占宇树收入的50%以上，公司因此成为最早实现人形机器人规模化商业化的机器人公司之一。相比之下，优必选的收入此前长期集中于教育、物流和消费领域（2024年合计收入占比为89%，至25年下降至60%），不过其人形机器人业务近期开始扩大规模（2025年收入占比为41%，而2024年为11%）。越疆主要聚焦协作机器人（2025年该业务占其总收入的80%）。

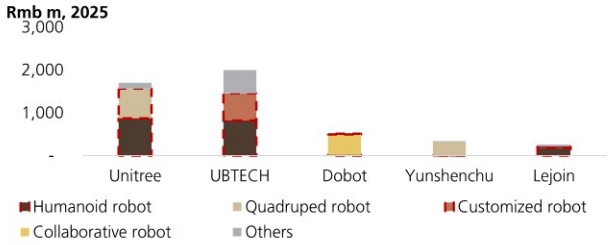
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表18: 宇树的收入规模较可比公司领先.....



来源: 公司数据

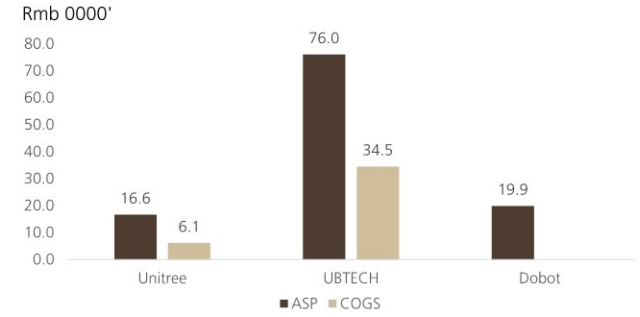
图表19: ...且具身智能相关收入占比更高



来源: 公司数据。注：红色区域表示与具身智能相关的收入。

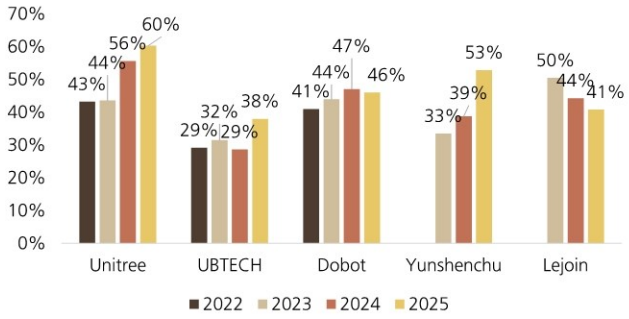
我们认为宇树的毛利率高于同业，原因包括：1）其垂直一体化的全栈研发和制造业务模式，降低了BOM成本并增强了成本竞争力；2）规模优势。随着其销量的增长，公司采购议价能力更强。3）产品结构优化，公司人形机器人收入占比持续提升，且相较同业处于更高水平。

图表20: 人形机器人的ASP/单位营业成本（2025年）



来源: 公司数据、瑞银证券。注：宇树和优必选为相关业务板块ASP；越疆科技ASP为其Atom人形机器人售价，营业成本未披露

图表21: 宇树较可比公司毛利率更高

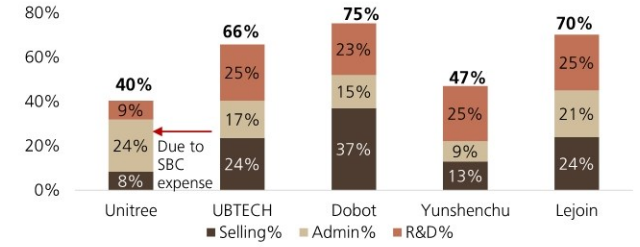


来源: 公司数据

宇树的费用率也明显低于同业公司。2025年，其管理费用约为4亿元（相当于收入的24%左右），主要包括股权激励费用（约为3.5亿元）。剔除该非经常性因素影响，其管理费用率约为2.97%，我们认为反映了公司较强的成本纪律和较同业更偏精简的人员结构。

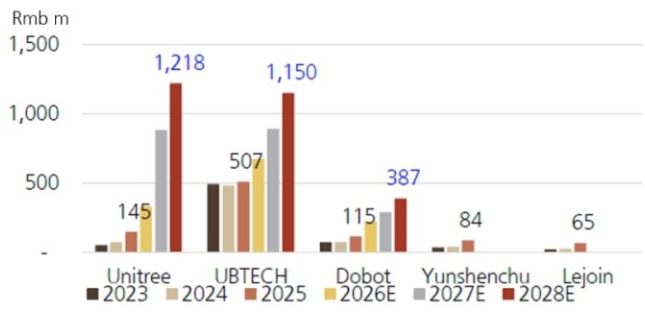
虽然宇树目前的研发投入相较于同业公司并不算特别高（过去几年其研发重点更多集中于机器人本体和运动控制领域），但我们预计其研发强度将在未来几年提升，以支持其硬件的持续升级，具身智能模型的研发，数据基础设施建设以及更广泛应用场景的落地

图表22: 销售、管理及研发费用率比较-2025



来源: 公司数据 注：SBC为股份支付费用缩写

图表23: 研发费用规模比较

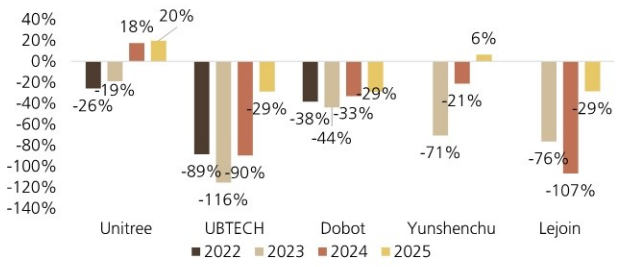


来源: 公司数据、路透、瑞银证券预测。注：黑色字体表示2025年数据，蓝色字体表示2028年数据。优必选和越疆的预测数据来自路透一致预期。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

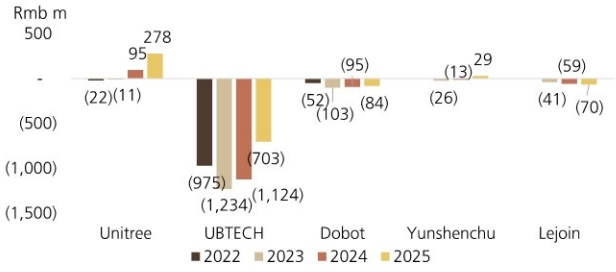
宇树是少数几家实现盈利的机器人公司之一，我们认为其盈利能力主要源于全栈自研模式下的供应链垂直整合优势以及领先的出货规模。公司在EBIT/净利润层面均自2024年实现由负转正。

图表24: 宇树的EBIT利润率从2024年起转正…



来源: 公司数据，Wind

图表25: …2025年净利润达到2.78亿元



来源: 公司数据，Wind

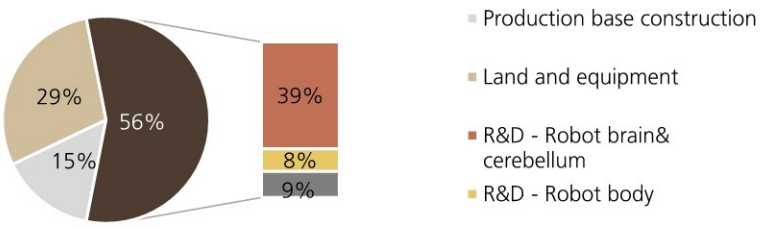
2. 投资机器人AI模型，开创下一个增长阶段

宇树在具身智能上采用双轨战略，同步推进世界模型（WMA）和视觉-语言-动作模型（VLA）。公司在2025年9月开源其通用WMA模型“UnifoLM-WMA-0”，之后于2026年1月开源其通用VLA模型“UnifoLM-VLA-0”。

在“大脑”层面，公司使用大规模真实机器人数据来训练其模型，使高性能通用机器人能更好地理解自然语言指令，感知环境并与环境互动，生成相应的行动方案，从而离真正的具身智能更进一步。与此同时，公司积极探索适用于机器人的具身AI模型，目标是开发出能预测机器人与外部环境实现交互状态的基础模型。通过预测与物理世界的未来交互，该模型能动态优化决策表现。结合模仿学习和强化学习的优点，我们认为这有望大幅缩短算法迭代和任务适配周期，同时加速从仿真训练到现实的迁移和落地。

宇树IPO计划募集资金42.02亿元（公司于2026年8月19日上市，按照发行价的实际募资规模达60.99亿元）。在公司公告的募资项目规划中，我们注意到公司战略从机器人硬件（“本体”）延伸到“大脑”。我们测算在规划的募资项目中约56%将用于研发（研发项目中设备、土地等其他成本未纳入计算），其中约39%（占总资金额比例）投向具身AI模型和核心机器人算法。

图表26: IPO募集资金投向

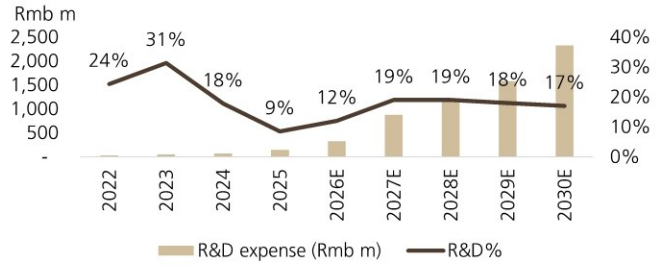


来源: 公司数据、瑞银证券

在此次募资项目中，宇树也规划建设一个智能机器人制造新基地（建设周期为2年）来加速产能扩张。该项目建成并达产后，公司将新增75,000/115,000台人形机器人和四足机器人产能。

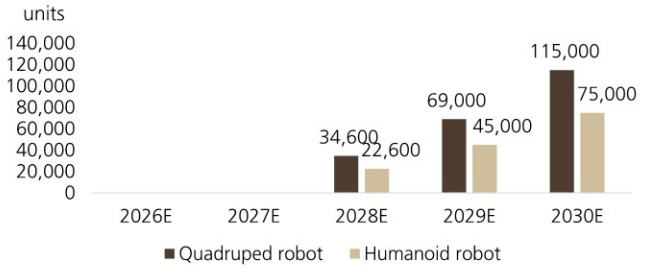
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表27: 新项目或带动研发费用增长



来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表28: 资本支出和产能规划推动规模扩张



来源: 公司数据，瑞银证券估算 注：产能爬坡时间为我们根据市场需求情况的预测

3. 利用生态系统开发来巩固领导地位

宇树将高性能、低成本的可编程四足机器人和人形机器人作为其硬件基础。借助SDK (software development kit)、ROS (robot operating system)、模拟训练、强化学习、遥操作、数据收集和其他工具，宇树为大学、研究机构、开发者和系统集成商降低了二次开发的门槛。公司还携手应用分发平台和行业合作伙伴，推广算法、模型和解决方案的标准化再利用和真实世界部署。核心逻辑是利用安装基数来吸引开发者，依靠开发者来丰富应用和数据，之后基于真实世界数据持续迭代产品，降低成本。随着时间的推移，这形成一个自我强化的生态系统闭环，涵盖“硬件-工具链-开发者-应用-数据”，使宇树从机器人制造商发展为具身智能软硬件平台。我们认为**宇树的优势**在于其能够将低成本硬件、开发工具链、开发者、数据和供应链融合成生态系统飞轮。我们认为公司面临的主要挑战是将其安装基数和技术社区转化为第三方应用收入、特定行业的交付能力以及客户复购。

DeepSeek与宇树达成战略合作

2026年8月，Deepseek与宇树达成战略合作和资本合作。两家公司签署《战略合作备忘录》，涵盖通用人工智能、高性能通用机器人和AI基础模型。同时，Deepseek获得宇树IPO战略配售93.34万股，投资约1.41亿元，锁定期为36个月。我们认为较长的锁定期以及同时签订的《战略合作备忘录》意味着双方建立了长达多年的产业合作关系，而非短期财务投资。DeepSeek能够减少模型开发中的重复投入，并加速从机器人（主要擅长运动控制和演示）转向具备自然语言指令、推理以及自适应执行物理任务的系统。另一方面，宇树将为具身大模型提供已部署的硬件、操作数据和商业化渠道。我们认为若顺利实施，双方的合作有望提升产品差异度、缩短开发周期、支撑高端软件与服务收入并增强宇树现有的硬件成本优势。该合作结合了Deepseek的大模型能力和宇树的机器人硬件、运动控制、具身AI平台和物理世界数据。我们认为它为宇树提供了强化其人形机器人“大脑”的可靠路径，同时维持其高成本效益的标准化硬件优势。

该合作具有战略重要性，但不会带来显著营收和利润贡献，采购量有限，也未披露商业化时间表。在产生收入之前，初期研发和算力支出可能增加。我们认为主要风险包括集成复杂度、真实世界训练数据不足、可靠性和安全性要求，以及模型改进能否转化为可重复的客户应用面临不确定性。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

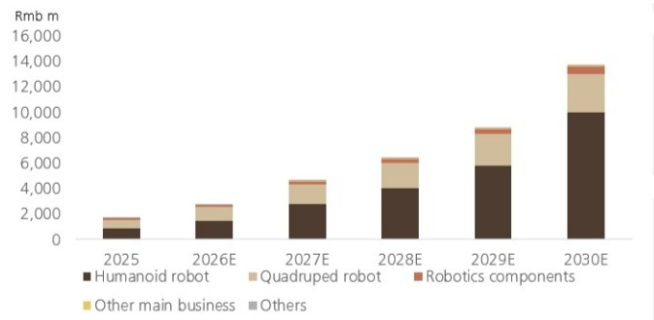
宇树能否维持高利润率水平？

收入增长驱动力

2022-2025年，宇树的收入CAGR达到140%，主要由四足机器人和人形机器人销量大幅增长所推动。其四足机器人销量在2025年超过23,000台，2022-2025年CAGR为112%，人形机器人销量则从2023年的仅5台H1增至2025年的逾5,000台。H126，宇树保持收入高增长势头，同比增长48.5%至11.5亿元，其中二季度收入同比增长39%。

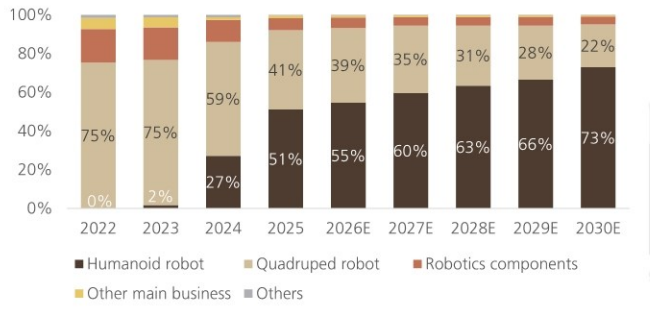
展望未来，我们预计2026-2028年宇树的收入CAGR为53%，由27.4亿元增至64亿元。分业务看，我们预测2028年人形机器人和四足机器人收入将分别占总收入的63%和31%，而2025年分别为51%和41%。我们预计未来五年，人形机器人业务仍将是宇树的主要增长驱动力。

图表29: 各板块收入



来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表30: 各板块收入比例

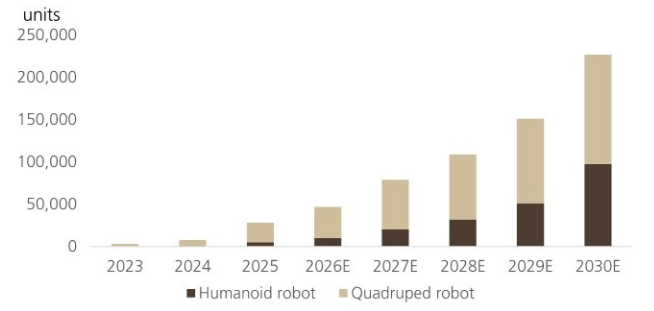


来源: 公司数据、瑞银证券估算

我们收入预测的关键驱动力是机器人销量。宇树的产销量已处于全球领先地位，我们看好其销量持续增长。H126，宇树的人形机器人出货量达到约5,900台，全球市场份额维持在约31%（根据SAG Robotics 360数据）。**我们预测公司人形机器人销量将从2025年的5,215台增至2026年的约10,000台，至2028年进一步增至约32,000台**。与此同时，我们认为宇树的四足机器人业务将继续提供稳定的盈利基础，在工业巡检、公共安全等领域应用不断扩大的推动下，2025-2030年出货量CAGR预计约为41%。

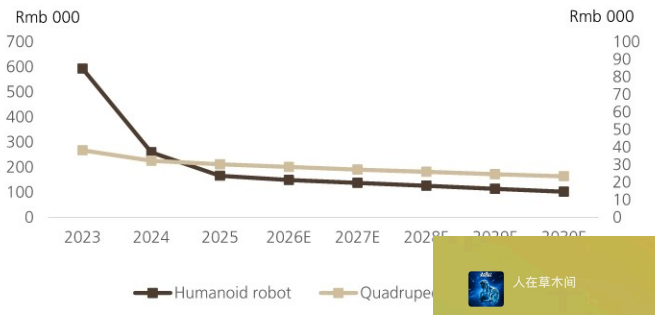
对于ASP，我们更为谨慎。我们认为价格竞争加剧以及公司对扩大市场份额的目标将导致**2025-2030年人形机器人ASP每年下降约9%，四足机器人ASP每年下降约5%**。

图表31: 我们预计2025-30年人形机器人/四足机器人销量将增长80%/41%



来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表32: 我们预计2025-30年人形机器人/四足机器人ASP年均降幅为9%/5%



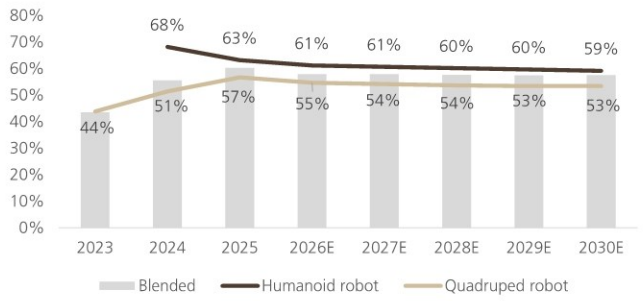
来源: 公司数据、瑞银证券估算

人在草木间

研发投入有望加大，规模效应与降本能力或支撑盈利能力

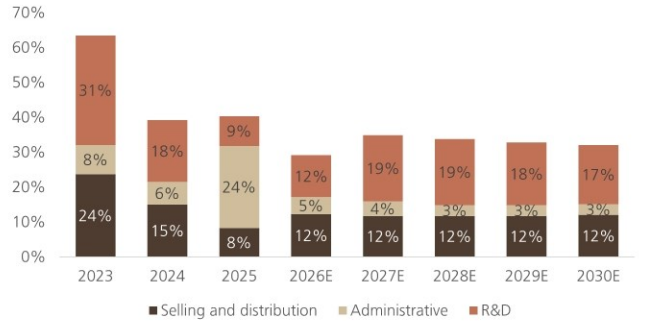
毛利率：尽管随着低价产品（尤其是G1人形机器人）放量，ASP有所下降，但得益于自主研发、生产成本下降以及更有利的产品结构，毛利率仍从2023年的44%升至2025年的60%。H126，宇树的毛利率降至56%，部分因工厂搬迁带来负面影响。但我们预计长期毛利率将保持坚挺，约为58%。随着业务规模扩大，宇树展现出较强的降本能力，我们认为公司通过持续降本能基本抵消价格压力。

图表33: 综合毛利率可能稳定在58%



来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表34: 长期营业费用率可能降至32%左右

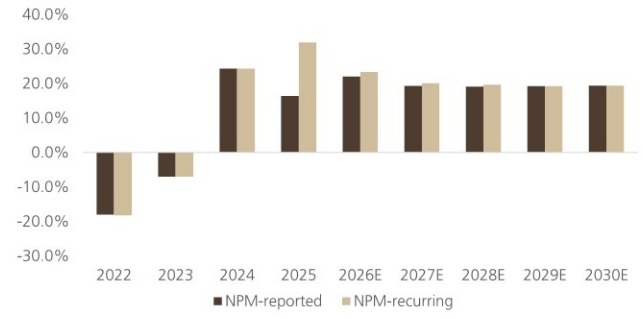


来源: 公司数据、瑞银证券估算

营业费用：宇树的营业费用率从2022年的70.4%降至2025年的31.8%。2025年，管理费用增加主要由股权薪酬费用所致，我们认为未来三年这对宇树盈利的非经营性影响将有所减弱。剔除该项目后，2025年宇树的净利率达到30%+（而报表口径净利率为16.4%）。H126公司净利率降至24%，我们认为或由于毛利率下降及期间费用同比上升（不考虑股权支付的费用）。我们认为H126销售费用上升源于品牌推广投入增加，包括春晚营销活动；而H126研发费用同比增长150%，主要反映公司加大对机器人“大脑”的投入。

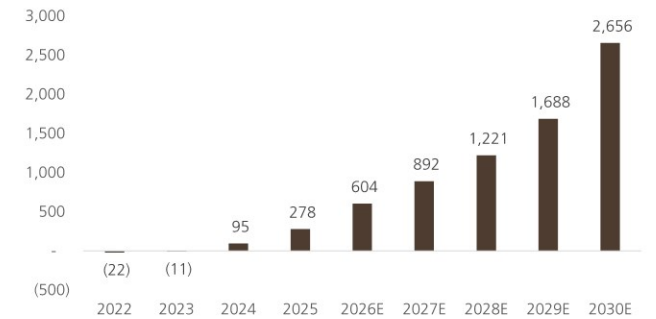
净利率：我们预计未来几年研发投入将进一步加大，这可能拖累未来2-3年公司的净利率。我们的基础假设是，2027年之后随着规模效应增强，预计管销费用率企稳，支撑2028-2030年净利率稳定在19%以上。但我们认为，若商业化进程或者机器人"大脑"研发的推进不及预期，公司有可能加大研发规模，从而拖累净利率。

图表35: 我们预计净利率约为19%



来源: 公司数据、瑞银证券估算 注:此为报表口径净利率

图表36: 我们预计2025-30年净利润CAGR为57%



来源: 公司数据、瑞银证券估算

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表37: 主要经营数据预测

Rmb mn	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2022-25 CAGR	2025-30E CAGR
Total revenues	**123**	**160**	**392**	**1,699**	**2,742**	**4,622**	**6,398**	**8,784**	**13,694**	*140%*	52%
		29%	*146%*	*333%*	*61%*	*69%*	*38%*	*37%*	*56%*		
Humanoid robot	0	3	107	868	1,498	2,756	4,056	5,841	9,988		63%
			3503%	*712%*	*73%*	*84%*	*47%*	*44%*	*71%*		
Quadruped robot	93	119	231	698	1,060	1,612	1,990	2,458	3,036	*96%*	34%
		29%	93%	203%	52%	52%	24%	24%	24%		
Robotics components	21	27	45	104	145	203	285	398	558	*69%*	40%
		26%	65%	133%	40%	40%	40%	40%	40%		
Other main business	7	8	5	23	30	39	51	66	86		
		18%	-36%	338%	30%	30%	30%	30%	30%		
Others	2	2	5	7	9	12	15	20	26		
		0%	150%	38%	30%	30%	30%	30%	30%		
Sales volume (units)											
Humanoid robot	0	5	412	5,215	10,000	20,000	32,000	51,200	97,280	*N.M.*	80%
Quadruped robot	2,403	3,121	7,136	23,037	36,859	58,975	76,667	99,667	129,567	*112%*	41%
ASP (Rmb 000)											
Humanoid robot		593	259	166	150	138	127	114	103	*-47% (23-25 CAGR)*	-9%
Quadruped robot	39	38	32	30	29	27	26	25	23	*-8%*	-5%
Gross profit											
Humanoid robot	0	3	73	548	916	1,672	2,441	3,485	5,910		61%
Quadruped robot	39	52	119	396	580	874	1,069	1,313	1,622	*117%*	33%
Robotics components	12	13	26	62	86	121	169	236	331	*70%*	40%
Other main business	2	1	1	19	8	10	13	17	22		
Others	2	2	5	2	3	4	5	7	9		
GPM											
Humanoid robot			68%	63%	61%	61%	60%	60%	59%		
Quadruped robot	42%	44%	51%	57%	55%	54%	54%	53%	53%		
Robotics components	58%	48%	57%	59%	59%	59%	59%	59%	59%		
Other main business	28%	15%	24%	83%	25%	25%	25%	25%	25%		
Others				33%	33%	33%	33%	33%	33%		
Blended	**43%**	**44%**	**56%**	**60%**	**58%**	**58%**	**58%**	**58%**	**58%**		
SG&A expenses											
Selling and distribution expenses	(26)	(38)	(59)	(141)	(338)	(546)	(756)	(1,037)	(1,658)		
Administrative expenses	(31)	(13)	(25)	(400)	(132)	(187)	(190)	(261)	(407)		
Share-based payment expenses	-	-	-	(349)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)		
R&D investment	(30)	(50)	(70)	(145)	(330)	(880)	(1,218)	(1,584)	(2,332)		
SG&A % of revenues											
Selling and distribution expenses	21%	24%	15%	8%	12%	12%	12%	12%	12%		
Administrative expenses	25%	8%	6%	24%	17%	10%	3%	3%	3%		
Share-based payment expenses				21%	13%	7%					
Administrative expenses excluding SBP				3%	4%	3%	3%	3%	3%		
Research and development costs	24%	31%	18%	9%	12%	19%	19%	17%	15%		
Net profit	-22	-11	95	278	604	892	1,221	1,688	2,656		57%
NPM	-18%	-7%	24%	16%	22%	19%	19%	19%	19%		

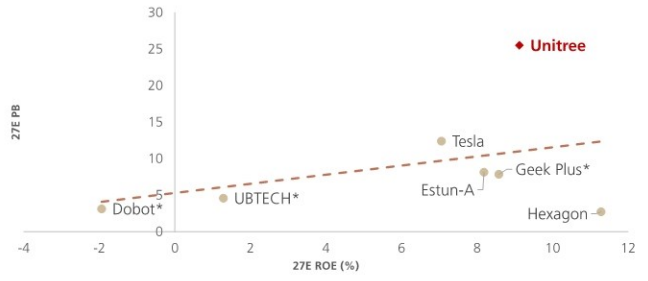
来源: 公司数据、瑞银证券估算

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

什么已反映在股价中？

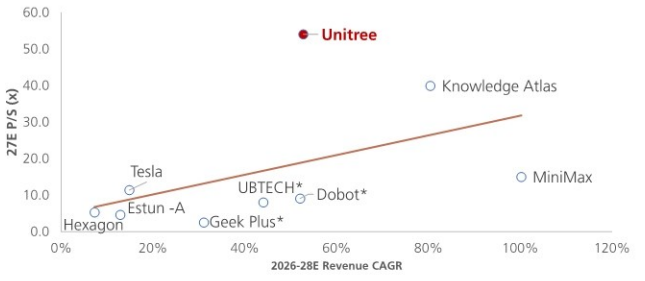
宇树股价在上市后首个交易日（2026年8月19日）大幅上涨，因其是A股市场首家上市的人形机器人整机厂商。此后数日该股股价回落，但仍达到发行价150.8元的4倍左右。该股股价对应54x/39x 2027E/2028E P/S，大幅高于人形机器人整机厂商同业的均值7x/5x 2027E/2028E PS。我们认为宇树较同业或享有估值溢价，因为：1）公司在硬件（"本体"）和运动控制（“小脑”）领域具有领先地位，有助于公司把握早期需求；2）较同业更强的财务实力可支持规模扩张和研发（尤其是机器人”大脑“技术）；3）在生态系统建设方面的策略（例如与DeepSeek开展战略合作）或提升长期可见度。不过，我们认为大部分利好因素以及2026-2028年53%的收入CAGR已基本反映在股价中。我们给予宇树中性评级，在机器人“大脑”能力取得更明确的进展、盈利可持续兑现之前，我们认为当前风险回报较为均衡。

图表38: PB估值和ROE比较



来源: 万得、路透、瑞银证券估算 （宇树以及埃斯顿-A为瑞银证券估算）

图表39: PS估值和营收增长比较



来源: 万得、路透、瑞银证券估算 （宇树以及埃斯顿-A为瑞银证券估算）

基于P/S的估值

鉴于具身智能机器人行业仍处于早期发展阶段、较多公司录得净亏损，我们采用53x 2027E PS的估值方法，来计算宇树的估值。我们的估值主要基于以下两个因素。

1）根据宇树的业务敞口，我们以中国具身智能机器人行业的可比公司进行交叉验证。我们认为由于宇树在硬件和运动控制方面处于领先地位，且盈利能力强于同业，其理应较同业享有估值溢价。

2）我们认为人形机器人行业当前所处的发展阶段与基于聊天的大语言模型发布前的时代较为相似，具身智能模型和机器人“大脑”的能力仍在持续演进之中，距离行业突破和大规模应用拐点尚需一定时间。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表40: 宇树科技估值

	2024	2025	2026E	2027E
Revenue	393	1,699	2,742	4,622
YoY growth		*333%*	*61%*	*69%*
2027E valuation				
Revenue (Rmb m) - 2027E				4,622
P/S multiple				**53x**
Market cap (Rmb m)				245,865
No. of shares (m)				404
Share price (Rmb/share)				**608**

来源: 公司数据、瑞银证券估算

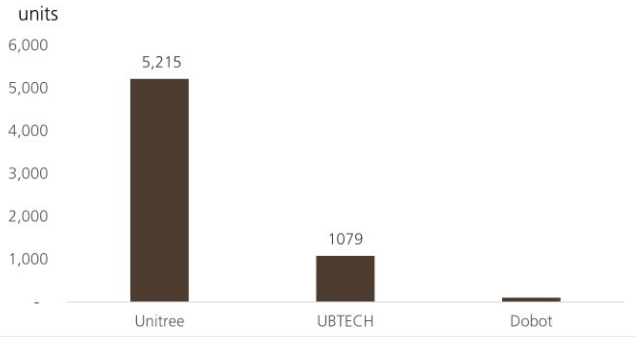
图表41: 人形机器人整机厂商比较

Company Name	Ticker	Market Cap (USD bn)	Share Price (LC)	PS (x)			Revenue CAGR	PE (x)			EPS CAGR	PB (x)			ROE (%)		
				2026	2027	2028	2026-28E	2026	2027	2028	2026-28E	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Yushu Technology (Unitree)*	688836.SH	37.0	615.03	90.7x	53.8x	38.9x	53%	412x	279x	204x	42%	27.3x	25.5x	22.9x	10.1	9.1	11.4
Mainland China																	
OEM																	
UBTECH	9880.HK	5.3	82.95	11.6x	8.0x	5.6x	44%	N.M.	327x	55x	N.M.	5.0x	4.6x	4.1x	-4.4	1.3	7.9
Dobot	2432.HK	1.3	23.90	13.6x	9.1x	5.9x	52%	N.M.	N.M.	129x	N.M.	3.2x	3.1x	2.7x	-4.6	-1.9	2.9
Geek Plus	2590.HK	1.7	10.25	3.3x	2.5x	1.9x	31%	121x	32x	17x	163%	10.6x	7.9x	2.7x	1.5	8.6	16.0
Estun Automation-A*	002747.SZ	4.3	31.81	5.2x	4.6x	4.1x	13%	110x	104x	76x	20%	8.8x	8.1x	7.4x	10.3	8.2	10.2
China OEM average				**8x**	**6x**	**4x**	**35%**	**115x**	**154x**	**69x**	**75%**	**7x**	**6x**	**4x**	**2.6**	**5.0**	**9.7**
China OEM weighted average				**9x**	**6x**	**5x**		**N.M.**	**N.M.**	**65x**		**7x**	**6x**	**5x**			
AI foundation model																	
MiniMax	0100.HK	14.0	314.60	33.6x	15.0x	8.4x	100%	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	25.8	33.8	27.4
Knowledge Atlas	2513.HK	68.9	1,160.00	98.3x	39.9x	30.2x	80%	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	154.2	362.7	60.5
China AI foundation average				**66x**	**27x**	**19x**	**90%**	**N.M.**	**N.M.**	**N.M.**	**N.M.**	**N.M.**	**N.M.**	**N.M.**	**90.0**	**198.2**	**43.9**
China AI foundation weighted average				**87x**	**36x**	**27x**		**N.M.**	**N.M.**	**N.M.**		**N.M.**	**N.M.**	**N.M.**			
Overseas																	
OEM																	
Tesla	TSLA.O	1,365.8	345.8	12.9x	11.4x	9.7x	15%	200x	151x	115x	33%	13.5x	12.4x	11.4x	6.0	7.1	8.7
Hexagon	0GRX.L	28.6	100.6	5.8x	5.3x	5.0x	7%	28x	28x	25x	6%	2.7x	2.7x	2.6x	13.5	11.3	11.5
Overseas OEM average				**9x**	**8x**	**7x**	**11%**	**114x**	**89x**	**70x**	**19%**	**8x**	**8x**	**7x**	**9.8**	**9.2**	**10.1**
Overseas OEM weighted average				**13x**	**11x**	**10x**		**196x**	**148x**	**113x**		**13x**	**12x**	**11x**			

来源: 万得、路透、*瑞银证券估算。注：数据截至2026年8月27日。

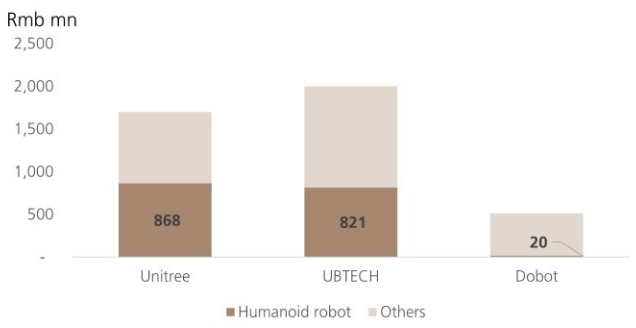
我们的目标估值相较于港股可比公司（7倍市销率）存在明显溢价，我们认为这一溢价主要基于以下几个方面：1）规模领先优势（图43）。2025年宇树科技和优必选的人形机器人销量分别为5,215台和1,079台。越疆于2025年开始实现人形机器人的批量交付，但并未披露具体出货量。与此同时，极智嘉和埃斯顿在人形机器人领域仍处于早期发展阶段。2）更高的人形机器人业务敞口（图44）。2025年人形机器人业务占宇树科技总收入的51%，四足机器人业务占比为41%。相比之下，人形机器人仅占优必选收入的41%，其余收入主要来自教育、物流及其他定制机器人业务（31%），以及机器人割草机、泳池清洁机器人和扫地机器人等智能硬件产品（25%）。越疆的业务则仍以协作机器人为主。3）更强的盈利能力（图45-46）。宇树科技的毛利率显著高于同业水平，同时其净利率自2024年起已实现转正，而多数可比公司目前仍处于亏损状态。

图表42: 宇树/优必选/越疆人形机器人销量-2025



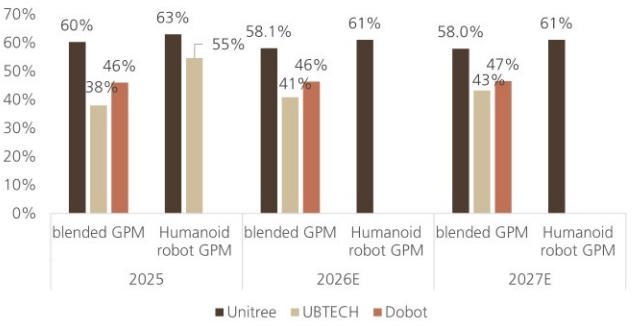
来源: 公司数据;注：越疆于2025年才开始实现人形机器人的批量交付，但公司并未披露具体出货量。

图表43: 宇树/优必选/越疆人形机器收入-2025



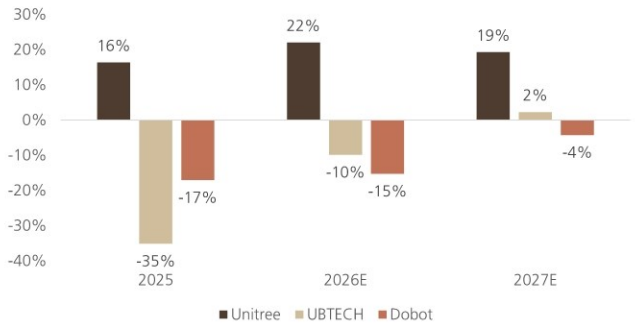
来源: 公司数据

图表44: 毛利率对比 (2025-2027)



来源: 公司数据 注：越疆未披露人形机器人业务的毛利率水平。优必选和越疆2026至2027年的预测数据采用路透一致预期。

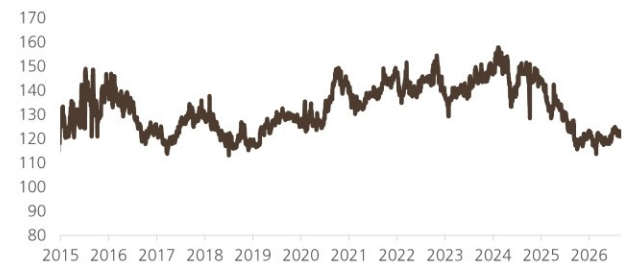
图表45: 净利率对比 (2025-2027)



来源: 公司数据。注：UBTECH和越疆（Dobot）2026-2027年预测数据采用路透一致预期。

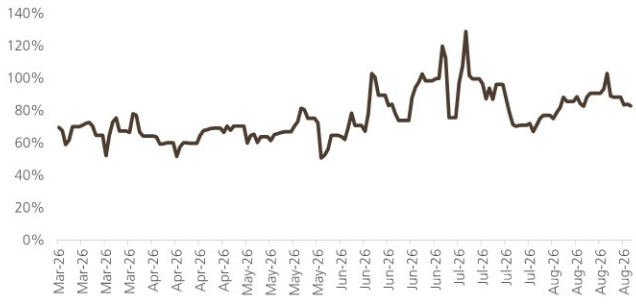
此外，在过去十年中，A股市场相较于香港市场长通常享有估值溢价，这主要反映了A股市场更强的流动性、更高的散户投资者占比以及不同的风险偏好。A/H股市场之间长期存在的这种结构性估值溢价，意味着宇树科技有望获得高于港股机器人可比公司的估值水平，例如优必选和越疆。另外，作为自动化与机器人领域的重要可比公司，埃斯顿于2026年3月完成H股上市，其平均A/H溢价超过75%，反映出A股市场相较港股市场或有较显著的潜在估值溢价。

图表46: 恒生沪深港通AH股溢价指数



来源: Wind

图表47: 埃斯顿A/H溢价

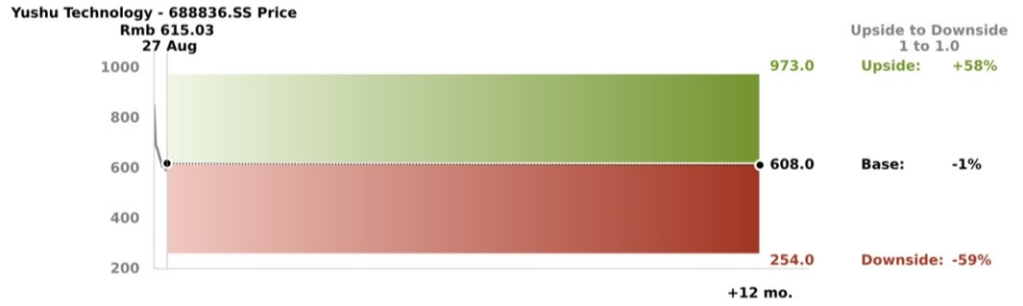


来源: Wind, 瑞银证券

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

乐观/悲观情景分析

8月27日，宇树科技股价报615.03元/股



价值影响因素 (2027E)	人形机器人销量	人形机器人ASP增长 (%)	四足机器人销量	四足机器人ASP增长
乐观情景 973元	25,000	-5%	65,000	-3%
基准情景 608元	20,000	-8%	58,975	-5%
悲观情景 254元	15,000	-12%	45,000	-8%

来源: 瑞银证券估算

当前股价对应的风险较为均衡 (1:1).

乐观情景 (973元): 我们预计2027年宇树将销售25,000台人形机器人，人形机器人ASP同比下降5%，四足机器人出货量将达到65,000台，ASP同比下降3%。该情景假设人形机器人在工商业领域的普及快于预期，主要得益于可靠性改善和人形机器人的能力增强。宇树凭借具有竞争力的定价和产品迭代扩大市场份额，同时稳健的需求使公司能够维持健康的价格水平。基于总收入56.25亿元和70x 2027E P/S，我们得出乐观情景估值973元。

基准情景 (608元): 在基准情景下，我们预计2027年宇树将销售20,000台人形机器人，人形机器人ASP同比下降8%，四足机器人出货量将达到58,975台，ASP同比下降5%。该情景假设人形机器人在工业、教育和开发者市场的商业化稳步推进，宇树维持其成本优势和领先的市场地位。适度的竞争压力导致ASP逐步下滑，而工业巡检、安防和海外市场继续支撑四足机器人需求。基于2027年总收入46.22亿元和53x 2027E P/S（2026-28年收入CAGR为53%），我们得出目标价562元。

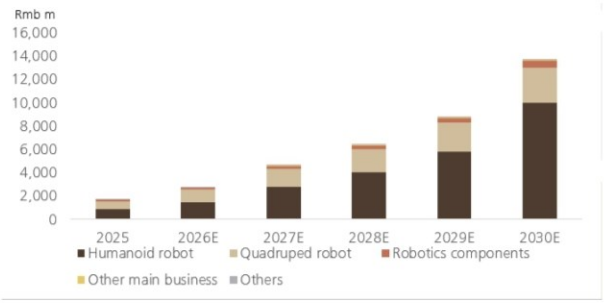
悲观情景 (254元): 我们预计2027年宇树将销售15,000台人形机器人，人形机器人ASP同比下降12%，四足机器人出货量将达到45,000台，ASP同比下降8%。该情景假设受部署难度和客户需求疲软影响，商业化进展更慢。竞争加剧导致人形机器人和四足机器人市场采取激进定价，使得出货量增长放缓、ASP压力加剧。基于总收入34.22亿元和30x 2027E P/S，我们得出悲观情景估值254元。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

公司背景

宇树科技成立于2016年，是一家领先的中国机器人公司。公司专注于四足机器人、人形机器人以及相关机器人零部件和技术的研发、生产与销售。2025年宇树科技的人形机器人出货量超过5,500台 (5,215台计入销售)，按出货量居全球首位，全球出货量份额约为30%。在四足机器人领域，2025年累计销量超过33,000台，巩固其全球领先地位。

2025-30年营收，按产品

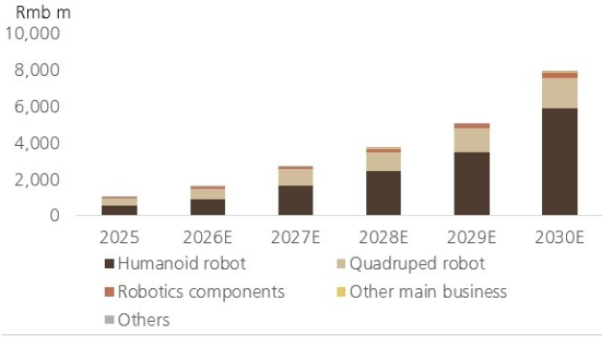


来源: 公司数据、瑞银证券估算

行业展望

人形机器人行业处于快速发展期，我们认为产品差异点将从运动能力转向任务泛化能力，但AI模型、数据和可靠性等方面的制约意味着大规模商业化仍需时日。随着商业领域的加速普及（主要来自未来五年“为未来做准备”的需求和简单应用场景），我们认为由于早期人形机器人应用强于预期，我们对全球人形机器人需求的乐观情景变得更有望实现。在我们的乐观情景下，我们预计全球人形机器人需求将由2025年的1.83万台增至2030年的32.5万台，对应CAGR超过70%。按市场规模计，2030年总潜在市场规模有望达到160亿美元，对应CAGR超过60%。

2025-30年毛利，按产品



来源: 公司数据、瑞银证券估算

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

宇树科技 (688836.SS)

损益表 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	%ch	12/27E	%ch	12/28E	12/29E	12/30E
营业收入	**159**	**393**	**1,699**	**2,742**	*61.4*	**4,622**	*68.5*	**6,398**	**8,784**	**13,694**
毛利	71	225	1,027	1,593	*55.1*	2,680	*68.2*	3,697	5,058	7,893
息税折旧摊销前利润(UBS)	**(23)**	**78**	**358**	**807**	*125.3*	**1,103**	*36.7*	**1,602**	**2,279**	**3,625**
折旧和摊销	(8)	(9)	(24)	(24)	*-1.3*	(54)	*-124.9*	(94)	(138)	(183)
息税前利润(UBS)	**(30)**	**69**	**335**	**783**	*134.1*	**1,049**	*34.0*	**1,508**	**2,142**	**3,442**
联营及投资收益	2	9	24	24	*0.0*	24	*0.0*	24	24	24
其他非营业利润	2	9	(14)	(30)	*-121.5*	(1)	*95.4*	(23)	(43)	(70)
净利息	5	14	23	23	*0.0*	109	*364.2*	107	112	122
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	**(21)**	**101**	**368**	**801**	*117.3*	**1,181**	*47.5*	**1,617**	**2,235**	**3,518**
税率	10	(5)	(90)	(196)	*-117.3*	(289)	*-47.5*	(396)	(547)	(862)
税后利润	**(11)**	**95**	**278**	**604**	*117.3*	**892**	*47.5*	**1,221**	**1,688**	**2,656**
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	**(11)**	**95**	**278**	**604**	*117.3*	**892**	*47.5*	**1,221**	**1,688**	**2,656**
净利润 (UBS)	**(11)**	**96**	**278**	**604**	*117.3*	**892**	*47.5*	**1,221**	**1,688**	**2,656**
税率 (%)	0.0	5.1	24.5	24.5	*0.0*	24.5	*0.0*	24.5	24.5	24.5

每股 (Rmb)	12/23	12/24	12/25	12/26E	%ch	12/27E	%ch	12/28E	12/29E	12/30E
每股收益(UBS 稀释后)	(5.80)	0.26	0.76	1.49	*95.5*	2.20	*47.5*	3.02	4.17	6.57
每股收益(本地会计准则，稀释后)	(5.82)	0.26	0.76	1.49	*95.5*	2.20	*47.5*	3.02	4.17	6.57
每股收益 (UBS, 基本)	(5.80)	0.26	0.76	1.49	*95.5*	2.20	*47.5*	3.02	4.17	6.57
每股股息净值 (Rmb)	0.00	0.00	0.00	0.16	-	0.23	*44.7*	0.31	0.42	0.66
每股现金收益(UBS,稀释后) [1]	(1.90)	0.29	0.83	1.55	*87.3*	2.34	*50.4*	3.25	4.51	7.02
每股账面价值	0.82	3.52	7.16	23.11	*223.0*	25.16	*8.8*	27.95	31.81	37.96
平均股数(稀释后)	2	364	364	404	*11.1*	404	*0.0*	404	404	404

资产负债表 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	%ch	12/27E	%ch	12/28E	12/29E	12/30E
现金和现金等价物	222	566	1,419	8,052	*NM*	8,680	*7.8*	9,567	10,981	13,564
其他流动资产	104	705	800	1,101	*37.5*	1,623	*47.4*	2,113	2,782	4,154
流动资产总额	**326**	**1,271**	**2,220**	**9,153**	*312.4*	**10,303**	*12.6*	**11,680**	**13,763**	**17,719**
有形固定资产净值	7	13	36	267	*NM*	668	*150.1*	1,079	1,446	1,769
无形固定资产净值	14	9	33	28	*-15.4*	23	*-18.2*	18	13	8
投资/其他资产	44	235	920	920	*0.0*	920	*0.0*	920	920	920
总资产	**391**	**1,528**	**3,209**	**10,368**	*223.1*	**11,914**	*14.9*	**13,696**	**16,142**	**20,415**
应付账款和其他短期负债	75	238	556	904	*62.7*	1,483	*64.0*	2,038	2,786	4,302
短期债务	10	0	0	65	-	177	*173.3*	257	366	581
流动负债总额	**85**	**238**	**556**	**969**	*74.4*	**1,660**	*71.3*	**2,295**	**3,152**	**4,884**
长期债务	5	1	14	16	*13.0*	44	*173.3*	63	90	144
其它长期负债	2	8	34	34	*0.0*	34	*0.0*	34	34	34
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	**92**	**247**	**604**	**1,019**	*68.7*	**1,738**	*70.5*	**2,392**	**3,276**	**5,061**
普通股股东权益	**299**	**1,281**	**2,605**	**9,349**	*258.9*	**10,176**	*8.8*	**11,304**	**12,866**	**15,354**
少数股东权益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
负债和权益总计	**391**	**1,528**	**3,209**	**10,368**	*223.1*	**11,914**	*14.9*	**13,696**	**16,142**	**20,415**

现金流量表 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	%ch	12/27E	%ch	12/28E	12/29E	12/30E
净利润(支付优先股股息前)	(11)	95	278	604	*117.3*	892	*47.5*	1,221	1,688	2,656
折旧和摊销	8	9	24	24	*1.3*	54	*124.9*	94	138	183
营运资本变动净值	3	82	(1)	30	-	26	*-13.3*	13	7	45
其他营业性现金流	5	6	367	19	*-94.9*	31	*65.9*	52	72	99
经营性现金流	**4**	**191**	**667**	**677**	*1.4*	**1,002**	*48.1*	**1,380**	**1,904**	**2,983**
有形资本支出	(5)	(10)	(50)	(250)	*-396.4*	(450)	*-80.0*	(500)	(500)	(500)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净 (收购) / 处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	83	(704)	(422)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	**78**	**(714)**	**(472)**	**(250)**	*47.1*	**(450)**	*-80.0*	**(500)**	**(500)**	**(500)**
已付股息	0	0	0	0	-	(64)	*NM*	(93)	(126)	(169)
股份发行/回购	0	885	695	6,140	*NM*	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	10	(10)	0	67	-	140	*110.1*	100	135	269
融资性现金流	**10**	**875**	**695**	**6,206**	*NM*	**76**	*-98.8*	**7**	**10**	**100**
现金流量中现金的增加/(减少)	**92**	**353**	**890**	**6,633**	*NM*	**628**	*-90.5*	**886**	**1,414**	**2,583**
外汇/非现金项目	(5)	(9)	(36)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	**87**	**344**	**853**	**6,633**	*NM*	**628**	*-90.5*	**886**	**1,414**	**2,583**

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。[1] Cash EPS (UBS, diluted) is calculated using UBS net income adding back depreciation and amortization.

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

宇树科技 (688836.SS)

估值(x)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM
市盈率 (UBS, 稀释后)	-	-	-	NM	NM	NM	NM	93.6
股价/每股现金收益	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	-	-	-	0.2	0.2	0.4	0.6	1.0
净股息收益率 %	-	-	-	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
市净率	-	-	-	26.6	24.4	22.0	19.3	16.2
企业价值/营业收入(核心)	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM
企业价值/息税折旧摊销前利润(UBS核心)	-	-	-	>100	>100	>100	>100	65.2
企业价值/息税前利润(核心)	-	-	-	>100	>100	>100	>100	68.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	-	-	-	>100	>100	>100	>100	65.2
企业价值/运营投入资本	-	-	-	>100	>100	>100	>100	>100

企业价值 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
市值	-	-	-	248,755	248,755	248,755	248,755	248,755
净债务 (现金)	(166)	(386)	(985)	(4,688)	(8,216)	(8,853)	(9,886)	(11,682)
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	2	5	21	34	34	34	34	34
企业价值总额	**-**	**-**	**-**	**244,101**	**240,573**	**239,936**	**238,903**	**237,107**
非核心资产	(44)	(232)	(898)	(898)	(898)	(898)	(898)	(898)
核心企业价值	**-**	**-**	**-**	**243,203**	**239,675**	**239,038**	**238,006**	**236,209**

增长率(%)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
营业收入	29.5	146.8	NM	61.4	68.5	38.4	37.3	55.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	15.7	-	NM	125.3	36.7	45.2	42.2	59.0
息税前利润(UBS)	5.7	-	NM	134.1	34.0	43.8	42.0	60.7
每股收益(UBS 稀释后)	50.4	-	191.2	95.5	47.5	36.9	38.2	57.4
每股股息净值	-	-	-	-	44.7	35.5	34.1	57.4

利润率与盈利能力(%)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
毛利率	44.7	57.2	60.4	58.1	58.0	57.8	57.6	57.6
息税折旧摊销前利润率	NM	19.8	21.1	29.4	23.9	25.0	25.9	26.5
息税前利润率	(19.0)	17.6	19.7	28.6	22.7	23.6	24.4	25.1
净利 (UBS) 率	NM	24.3	16.4	22.0	19.3	19.1	19.2	19.4
ROIC (EBIT)	NM	25.9	NM	NM	NM	NM	NM	NM
税后投资资本回报率	NM	24.6	64.3	NM	NM	NM	NM	NM
股东权益回报率(UBS)	(3.7)	12.1	14.3	10.1	9.1	11.4	14.0	18.8

资本结构与覆盖率	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
净债务/息税折旧摊销前利润	9.1	(7.3)	(3.9)	(9.9)	(7.7)	(5.8)	(4.6)	(3.5)
净债务/总权益 %	(69.2)	(44.1)	(53.9)	(85.3)	(83.1)	(81.8)	(81.8)	(83.6)
净债务/（净债务 + 总权益） %	NM	(78.9)	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值 %	-	-	-	(1.9)	(3.4)	(3.7)	(4.1)	(4.9)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入 %	3.2	2.5	3.0	9.1	9.7	7.8	5.7	3.7
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS)	-	-	-	9.4	9.6	9.7	10.0	10.0
股息支付率 (UBS) %	-	-	-	10.6	10.4	10.3	10.0	10.0

分部门收入 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
其他	159	393	1,699	2,742	4,622	6,398	8,784	13,694
总计	**159**	**393**	**1,699**	**2,742**	**4,622**	**6,398**	**8,784**	**13,694**

分部门息税前利润 (Rmb百万)	12/23	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E	12/29E	12/30E
其他	(30)	69	335	783	1,049	1,508	2,142	3,442
总计	**(30)**	**69**	**335**	**783**	**1,049**	**1,508**	**2,142**	**3,442**

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

预测回报率

预测股价涨幅	-1.1%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	-1.1%
市场回报率假设	6.8%
预测超额回报率	-7.9%

公司背景

宇树科技成立于2016年，是一家领先的中国机器人公司。公司专注于四足机器人、人形机器人以及相关机器人零部件和技术的研发、生产与销售。2025年宇树科技的人形机器人出货量超过5,500台 (5,215台计入销售)，按出货量位居全球首位，全球出货量份额约为30%。在四足机器人领域，至2025年累计销量超过33,000台，巩固其全球领先地位。

估值方法及风险声明

对于宇树科技，我们采用P/S估值法。
主要下行风险包括：1）人形机器人商业化及客户采用低于预期；2）竞争加剧，导致平均售价和利润率承受更大压力；3）产品开发或大规模部署延迟；4）市场饱和或支出削减导致四足机器人需求走弱；5）供应链、制造或执行问题限制出货量增长；6）机器人”大脑“ 技术突破不及预期。
主要上行风险包括：1）人形机器人的普及快于预期；2）人形机器人和四足机器人的出货量更快增长；3）价格韧性更强、利润率提升；4）企业订单和海外市场渗透率提高；5）机器人”大脑“ 技术突破快于预期。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

量化研究回顾

瑞银全球研究发布的“量化研究回顾”产品就瑞银分析师对有关多个短期因素发生概率的某些问题给出的回答进行量化评估。本月的观点可在下文找到。该评估中针对特定股票的观点仅反映对这些短期因素的观点，其时间框架不同于本报告中任何股票评级所反映的12个月时间框架。之前的回答请参阅（i）以前发布的瑞银全球研究报告；及（ii）若当月未发布相应的研究报告，可在https://neo.ubs.com/quantitative找到量化研究回顾，或联系您的瑞银销售代表获取该报告，或联系量化研究团队（ubs-quant-answers@ubs.com）。我们也提供汇总了所有回答的合集报告，您依然需联系您的瑞银销售代表，以了解详情及价格，或通过上述电邮联系量化研究团队。

宇树科技

问题	回答
1. 未来六个月，该公司所处的行业结构会否改善或恶化？按**1-5**进行打分（**1** = 恶化，**3** = 不变，**5** = 改善，**N/A** = 无看法）	**4**
2. 未来六个月，该公司面对的监管/政府环境会否改善或恶化？按**1-5**进行打分（**1** = 不利变化，**3** = 不变，**5** = 有利变化，**N/A** = 无看法）	**4**
3. 综合来看，在过去**3-6**个月中，该股票的各方面情况是否有所改善/没有变化/有所恶化？按**1-5**进行打分（**1** = 明显恶化，**3** = 变化不大，**5** = 明显改善，**N/A** = 无看法	**4**
4. 相较于当前市场的一致预期每股收益，下一期公司每股收益更新的结果可能是：（**1** = 低于市场一致预期，**3** = 与市场一致预期相符，**5** = 高于市场一致预期，**N/A** = 无看法）	**3**
5. 以上差异由哪些因素造成？	
6. 相较于您当前的盈利预测，下一次盈利业绩的风险更偏： **1** = 下行风险，**3** = 上下行风险均衡，**5** = 上行风险，**N/A** = 无看法）	**3**
7. 以上差异由哪些因素造成？	
8. 未来**3**个月，该公司是否存在即将发生的催化剂？	
9. 该催化剂有无实际或预计日期？	
10. 该催化剂日期是实际日期，还是预计日期？	
11. 该催化剂是什么？	

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

要求披露

本文件由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，包括原瑞士信贷（Credit Suisse AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为"瑞银"（UBS）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其瑞银全球研究产品独立性的方法、历史业绩表现、有关UBS（瑞银）全球研究报告投资建议的更多披露，以及研究报告中使用的某些第三方数据的条款和条件，请访问：https://www.ubs.com/disclosures。除非特别指出，本报告中的信息和数据来源为公司披露，包括但不限于年报、半年报、季报和其他公司公告。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。UBS（瑞银）是或者可能是这份报告可能针对的债务证券（或相关衍生产品）的委托人。确定本建议的时间为格林尼治时间2026 年 08月 28 日 上午 07:14。瑞银已将瑞银全球研究部门某些成员指定为衍生产品研究分析师，这些成员发布的研究报告主要是对某种衍生产品的价格或市场的分析，同时提供合理充分的信息，从而形成衍生产品交易决策的基础。衍生产品研究分析师和股票研究分析师或经济学家共同撰写报告时，衍生产品研究分析师为衍生产品投资观点、预测和/或建议负责。**定量研究评论:**瑞银全球研究“定量研究评论”产品对其分析师就与一系列短期因素出现可能性相关的某些问题所做回复开展定量评估。评估所含特定股票观点仅基于这些短期因素，其时间框架与报告所列股票评级时间框架（12个月）不同。对于最新的回答，请参阅本报告最后的量化研究回顾附录（如适用）。之前的回答请参阅（i）以前发布的瑞银全球研究报告；及（ii）若当月未发布相应的研究报告，可在https://neo.ubs.com/quantitative找到量化研究回顾，或联系您的瑞银销售代表获取该报告，或联系量化研究团队（ubs-quant-answers@ubs.com）。我们也提供汇总了所有回答的合集报告，您依然需联系您的瑞银销售代表，以了解详情及价格，或通过上述电邮联系量化研究团队。

分析师声明：

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法 ,并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银全球研究: 全球股票评级定义

12个月评级	定义	覆盖 [1]	投资银行服务 [2]
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上。	55%	24%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6%范围内。	40%	21%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上。	6%	21%

资料来源： 瑞银。上述评级分布为截止至2026年06月30日.
1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。
2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义预测股票收益率（FSR） 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率。在某些情况下，此收益率可能基于应计股息。 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：**分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应。**股票目标价**的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极；**中性：**结构、管理、业绩、折扣等因素中性；**减持：**结构、管理、业绩、折扣等因素消极。**主要评级段例外（CBE）：**投资审核磋商（IRC）可能会批准标准区间 （+/-6%）之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC的任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在美国金融业监管局(FINRA)注册或具备该机构所认可的分析师资格，该分析师可能不是UBS Securities LLC的关联人员，并且也不受FINRA有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 文 若熹, 王 斐丽.

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	**12个月评级**	股价	定价日期及时间
宇树科技[20]	688836.SS	没有评级	Rmb615.03	2026年8月27日

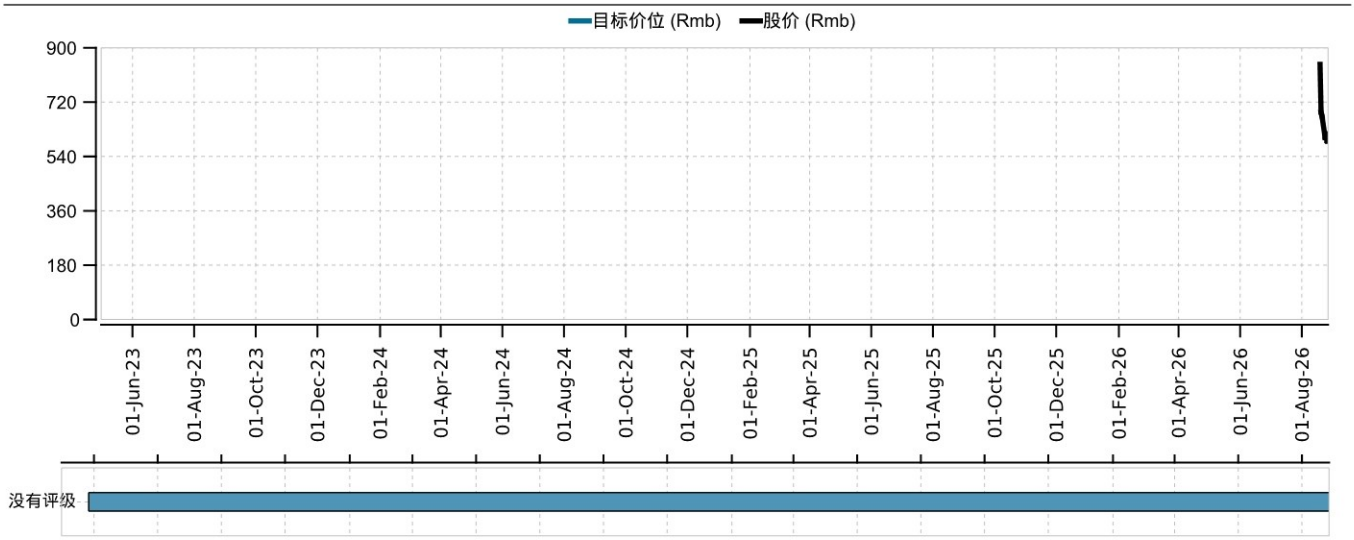
来源：瑞银全球研究；LSEG Eikon。所有价格均为当地市场收盘价。本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

20. 由于该证券显示出高于平均水平的波动性，对于“买入”评级，FSR设在比MRA高15%的水平，而对于“卖出”评级，FSR设在比MRA低15%的水平（在通常的评级体系下，对应的幅度为高6/低6%）。

除非特别指出,请参考这份报告正文中的"价值与风险"章节。若想取得本报告涉及公司的完整披露,包括估值和风险的信息,请联系：UBS Securities LLC, 11 Madison Avenue, New York, NY 10010, USA, 联系人：Investment Research。

宇树科技 (Rmb)



日期	股价 (Rmb)	目标价位 (Rmb)	评级
2023-05-26	NaN	-	没有评级

来源：瑞银全球研究；LSEG Eikon 截至 2026年8月27日。所有价格均为当地市场收盘价。评级为截至所示日期的评级。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

瑞银全球研究声明

本文件由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，包括原瑞士信贷（Credit Suisse AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为"瑞银"（UBS）。

本文件中表达的任何意见如有更改，恕不另行通知，并且仅以发布日期为准。瑞银内部的不同领域、团体和人员可能会相互独立地制作和分销单独的研究产品。例如，**UBSCIO**的研报由瑞银全球财富管理部制作。**瑞银全球研究**由瑞银投资银行部制作。每个独立研究机构的研究方法论和评级体系可能有所不同，例如，在投资建议、投资期限、模型假设和估值方法方面。因此，除了某些经济预测（UBS CIO和瑞银全球研究部可能在这方面展开合作）外，每个独立研究机构提供的投资建议、评级、目标价和估值可能有所不同或不一致。您应该参考每个相关的研究产品，以了解其研究方法论和评级体系的详细信息。并非所有客户都可以访问每个研究机构的所有产品。每个研究产品均受其制作机构的政策和程序的约束。

本文件仅提供给获得瑞银明确接收授权的接收方。如果您未获得该授权，则须立即销毁本文件。

我们通过UBS Neo,而且某些情况下还会通过UBS.com和其他系统、或者UBS Neo或UBS.com所发交流文件中专门指出且获批为瑞银全球研究报告分发方式的途径（以下统称为“系统”）向客户提供瑞银全球研究报告，还可能通过第三方供应商提供这些报告，或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。

UBS Neo可提供所有瑞银全球研究报告。关于UBS Neo的用户权限问题，请与您的客户顾问联系。瑞银全球研究报告提到“其中有UBS Evidence Lab的内容”或使用了UBS Evidence Lab提供的数据时，并且您希望访问这些数据，请联系您的瑞银销售代表。UBS Neo可提供UBS Evidence Lab数据。通过瑞银全球研究报告和UBS Evidence Lab向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同，这取决于多个因素，比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好，客户的风险情况、投资重心和投资角度（例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业，是长期还是短期等），客户与瑞银全球研究和UBS Evidence Lab的整体关系以及法律和监管方面的限制。UBS HOLT和UBS Pharma Values是瑞银全球研究的产品。HOLT Lens是一款公司业绩平台化产品，借助以客观会计为核心的框架，对公司进行比较以及估值，瑞银全球研究客户均可获得；关于更多详细信息及定价，请联系您的瑞银销售代表。其中，HOLT根据所选场景提供各类权证执行价格。若您对特定公司的权证执行价格感兴趣，请发邮件至UBS Securities LLC, 11 Madison Avenue, New York, NY 10010, USA, Attention: Investment Research（同样受商业考虑约束）。UBS Pharma Values是一个分析工具，涉及基于已发布药品销售预测创建多个产品的净现值计算，瑞银全球研究客户均可获得；关于更多详细信息及定价，请联系您的瑞银销售代表。对于所有其他特定免责声明，请见https://www.ubs.com/disclosures。

通过系统接收瑞银全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本瑞银全球研究声明、UBS Neo平台使用协议（以下称为“Neo条款”）以及相应系统的其他任何相关使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收瑞银全球研究报告即表明客户同意在使用这些报告方面受到本瑞银全球研究声明、Neo条款、UBS投资银行适用业务条款（https://www.ubs.com/global/en/investment-bank/regulatory.html）以及瑞银使用条款/声明（https://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html）的约束，而且同意瑞银按照瑞银隐私声明（https://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html）和cookie通告（https://www.ubs.com/global/en/legal/privacy/users.html）处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收瑞银全球研究报告即表明客户同意，在未事先取得瑞银书面同意前，不复制、修改或调整这些报告，不在这些报告的基础上衍生出其他报告，不将这些报告提供给第三方，不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用，也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中摘取数据。未经瑞银事先书面许可，您不得在任何人工智能系统中使用瑞银全球研究内容。

在某些情况下，您可能会以瑞银客户以外的身份收到瑞银全球研究报告，您明白并同意在这些情况下:(i)瑞银全球研究报告仅供参考之用；(ii) 就接收全球研究报告之目的而言，您无意也不会因任何法律或监管目的而被视为瑞银“客户”；(iii)不应依赖瑞银全球研究报告或根据瑞银全球研究报告采取行动；以及(iv)该等内容受正文后的相关免责声明约束。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用：在该等司法管辖区中，分发、发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定，或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。

本文件为普通交流文件，具有教育性质；本文件既不是广告，也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。提供本文件时，瑞银及其代表均无任何责任也无任何权力以受托人等身份提供投资建议。市场有风险，投资需谨慎且自主决定。瑞银及其代表均未建议接收方或他人采取某种行动或其他任何行动。接收方应仔细阅读本文件的全文，不得仅从评级得出推论或结论。 接收本文件即表明接收方了解并同意上述预期目的，而且不会预计或相信这些信息构成对接收方的投资建议或旨在实现接收方的投资目标。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。

期权、结构性衍生产品和期货（包括柜台市场衍生产品）并不适合所有投资者。这些工具的交易被认为有风险，而且可能只适于老练的投资者。买入或卖出期权前，同时为了全面了解期权相关风险，您一定会收到《标准化期权的特征和风险》（The Characteristics and Risks of Standardized Options）。您可通过链接 https://www.theocc.com/publications/risks/riskchap1.jsp 查阅该文件，或向您的销售人员索取。对这些工具相关风险的各种理论分析均已发表。可应要求提供用于支持任何主张、比较和建议的文件、统计数据或其他技术性数据。过去的表现并不一定能预示未来的结果。要进行多重期权买卖的期权策略，如息差期权和跨式期权，可能有很高的交易成本。由于税务方面的考量对许多期权交易来说都很重要，考虑从事期权交易的投资者应咨询其税务顾问，以便了解税收对拟实施的期权交易结果有何影响。

住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。

瑞银指出，对于什么构成了“ESG”（环境、社会或治理）或等效标签，或信息（定义如下）需要具备哪些确切特征才能被定义为ESG或等效标签，目前尚无全球公认的框架或定义（法律、监管或其他方面），也不存在市场一致预期。围绕任何实际或潜在的ESG目标、问题或考虑因素，瑞银或第三方包含、在此提及或用于任何目的的任何信息、数据或其他内容，包括来自第三方来源的内容（“信息”），都不应被用作ESG分类、监管制度或行业倡议（“ESG制度”）的依据。这些材料中的任何内容均无意传达、暗示或表明瑞银认为或声明这些材料中提及的任何产品、服务、个人或机构符合或满足ESG制度下可能存在的任何ESG分类、标签或类似标准。瑞银未就是否遵循ESG制度进行过任何评估。提醒各方应就这些目的自行开展评估。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨，而投资者有可能无法全额（或部分）取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失（包括投资损失）或损害负责。

做出投资或财务决定前，本文件或这些信息的所有接收方都应采取措施来了解投资的风险和回报并听取其个人财务、法律、税务和其他专业顾问考虑到接收方投资目标的所有具体情况和环境后提出的针对性建议。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值，以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

除了有关瑞银的信息外，瑞银没有对与本文件有关的任何材料中所含信息（下称“信息”）的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释，这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得，对这些数据、信息和/或观点的使用

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

和解释未经第三方核对。在任何情况下都不应将本文件及其中信息（包括任何预测、价值、指数或其他计算结果（下称“价值”））用于下列目的：

（i）估值或记账；

（ii）计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值；

（iii）衡量任何金融工具的表现，包括但不限于用于追踪任何价值的回报或表现，确定证券投资的资产配置或者计算绩效费用。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的，或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。瑞银设有旨在并以其为基础来管理潜在利益冲突并控制瑞银各个部门、子公司、分支机构和关联机构之间信息流动的政策和流程，其中包括但不限于独立性政策和信息隔离墙。瑞银正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此，投资者应注意，本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。有关瑞银全球研究部门管理冲突和保持研究产品独立性的方法、历史表现以及关于瑞银全球研究建议的某些附加披露信息，请参见https://www.ubs.com/disclosures 。

瑞银全球研究部门仅基于瑞银全球研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究，研究部管理层同时全权决定所有研究产品的发布时机和频率。本文件所包含的分析基于各种假设。按照市场滥用行为监管规定的要求，在UBS Neo上可找到所有与已发布研究报告有关的重大信息，比如估值方法、风险声明、基本假设（包括对该等假设的敏感性分析）以及评级历史等。不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

瑞银全球研究部门在撰写本文件时可能会使用人工智能工具（“AI工具”）。尽管可能存在前述任何使用AI工具的情形，本文件已通过人工审核。

负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动 。撰写本文件的分析师的薪酬由瑞银全球研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定，但是分析师的薪酬可能与瑞银和/或其部门的整体收入有关，其中包括投行部、销售与交易业务，还可能与瑞银的整体收入有关。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具： 瑞银（不包括瑞银证券有限责任公司（美国））担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国法律对此类术语的解释；如未由瑞银在英国开展此类活动，则按照瑞银决定开展此类活动的相关司法管辖区的法律对此类术语的解释）时，此类信息在本研究文件中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具： 瑞银担任做市商时，此类信息在本文件中另行具体披露，但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸，或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

在过去的12个月里，瑞银可能接受或提供过《欧盟金融工具市场指令II （MiFID II）规定的投资服务和活动或者辅助服务，而且可能支付或收到、或者承诺支付或得到承诺将收到与这些服务有关的款项。

请注意，根据瑞银全球制裁政策，瑞银进行的所有交易均符合瑞士、欧盟、联合国、英国和美国实施的制裁规定。瑞银对未来投资价值的看法基于未实施新制裁的假设。

根据修订后的美国总统第13959号行政令，美国投资者被禁止购买或出售某些被认定为与中国军队有关联的公司证券。

英国：本文件由UBS AG，London Branch提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS AG，London Branch由英国审慎监管局（PRA）授权并接受英国金融市场行为监管局（FCA）的监管和英国审慎监管局的有限监管。**欧洲：**除非另有具体说明，否则本文件由UBS AG 子公司UBS Europe SE向符合资格的交易对手或专业客户（具体如德国联邦金融监管局（BaFin）规则所述且按照MiFID的规定）而且仅供这些对象使用。本文件中的信息不适用于零售客户，零售客户亦不应依赖本文件中的信息。UBS Europe SE由欧洲央行（ECB）授权并受BaFin和ECB监管。**德国、卢森堡、荷兰、比利时和爱尔兰：** 如果UBS Europe SE的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE编制。在所有情况下，本文件由UBS Europe SE和UBS AG, London Branch 分发。**土耳其：**由UBS AG, London Branch分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。UBS AG, London Branch未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第32号法令第15 (d) (ii)条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由UBS Europe SE(spolka z ograniczona ia) Oddzial w Polsce分发。如果UBS Europe SE(spolka z ograniczona ia) Oddzial w Polsce分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由UBS Europe SE(spolka z ograniczona ia) Oddzial w Polsce编制。 **俄罗斯：** 由UBS Bank (OOO)编制和分发。“就俄罗斯法律而言，不应将其解释为个人投资建议” – 第39-FZ号《联邦法》“证券市场”第6.1-6.2条。 **瑞士：**仅由UBS AG向机构投资者分发。UBS AG受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：**由UBS Europe SE编制，UBS Europe SE和UBS Europe SE意大利分支机构分发。如果UBS Europe SE意大利分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE意大利分支机构编制。**法国：**由UBS Europe SE编制，UBS Europe SE和UBS Europe SE法国分支机构分发。如果UBS Europe SE法国分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE法国分支机构编制。**西班牙：**由UBS Europe SE编制，UBS Europe SE和UBS Europe SE西班牙分支机构分发。如果UBS Europe SE西班牙分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE西班牙分支机构编制。**瑞典：**由UBS Europe SE编制，UBS Europe SE和UBS Europe SE瑞典分支机构分发。如果UBS Europe SE瑞典分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Europe SE瑞典分支机构编制。**南非：**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited（注册号：1995/011140/07，金融服务提供商编号：7328）分发。**沙特**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号1010257812，注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**阿联酋/迪拜：**UBS AG迪拜分支机构发布的信息仅供拜金融服务局（DFSA）规则手册下分类的专业客户和/或市场交易对手方使用。任何其他人都不应根据此材料/通信采取行动。该信息不得在阿拉伯联合酋长国境内进一步分发。UBS AG迪拜分支机构在迪拜金融中心（DIFC）受迪DFSA监管。瑞银未获得阿联酋央行在阿联酋提供银行服务的许可，也未获得阿联酋证券及商品管理局的许可。**以色列：**该材料由UBS AG，London Branch分发。UBS Securities Israel Ltd是受以色列证券局监管的持牌投资推介商。UBS AG，London Branch及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS AG，London Branch及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人不应提供本材料，依赖本材料或根据本材料采取行动。**美国：**由UBS Securities LLC或UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者；或由UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’ ）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。UBS Securities LLC不担任在美国《证券交易法》（Securities Exchange Act）15B（即Municipal Advisor Rule）下定义的市政实体(Municipal Entity)的市政顾问(Municipal Advisor)或Obligated Person，在本文件中的观点和意见，无意被视为，也不构成Municipal Advisor Rule所定义的建议。**加拿大：**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。 **巴西:** 除非具体说明，否则由UBS BB Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (UBS BB CCTVM)分发给居住在巴西的有资格投资者，即适用法规，主要是2021年5月11日巴西证券交易委员会（CVM）发布的第30号指令（明确了基于客户身份核实产品、服务和交易是否适宜的责任）规定的职业投资者（Investidores Profissionais）。UBS BB CCTVM是UBS BB Servicos de Assessoria Financeira e Participacoes S.A.（UBS

BB）的子公司。UBS BB是瑞银集团与Banco do Brasil（通过其子公司BB - Banco de Investimentos S.A.)设立的关联机构，瑞银集团持有多数股份。UBS BB在巴西、阿根廷、智利、巴拉圭、秘鲁和乌拉圭提供投资银行服务和业务覆盖。UBS BB CCTVM受巴西证券交易委员会（Comissao de Valores Mobiliarios, CVM）和巴西央行监管。监察专员（Ombudsman）: 0800-940-0266/ https://www.ubs.com/br/pt/ubsbb-investment-bank/ombudsman.html。瑞银可能持有与本报告所涉及的公司相关的经济和商业利益。 **香港：**由UBS Securities Asia Limited分发。由分析师或本报告引起或与之相关的任何事务，请联系UBS Securities Asia Limited在当地的授权人员。**新加坡：**由UBS Securities Pte. Ltd[Co. Reg. No.: 198500648C]或UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问；或向UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由UBS Securities Japan Co.，Ltd.向专业投资者分发（除非另有许可）。当本报告由UBS Securities Japan Co.，Ltd.编制，则UBS Securities Japan Co.，Ltd. 为本报告的作者，出版人及发布人。由UBS AG，Tokyo Branch分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** UBS AG客户： 由UBS AG（澳大利亚商业号码：47 088 129 613；澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，所有其他接收方：由UBS Securities Australia Ltd分发（澳大利亚商业号码：62 008 586 481；澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001 年公司法761G条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰：**由UBS New Zealand Ltd分发。UBS New Zealand Ltd并非新西兰注册银行。贵方获得本文件或材料是因为贵方已经向瑞银表明，贵方是符合新西兰《2013年金融市场行为法》第五附表第4条定义的“批发类客户”（下称“获许可客户”）。本文件或材料不提供给获许可客户以外的客户（下称“未获许可客户”）。如果贵方是未获许可客户，请勿以本文件或材料为依据。如果贵方无视本警告，仍以本文件或材料为依据，则(i)贵方承认贵方不应以本文件或材料的内容为依据，而且本文件或材料中的任何建议或观点均非为贵方做出或向贵方提供；(ii)贵方在法律允许的最大程度下，(a)对瑞银及其关联机构或相关实体（及其董事、管理人员、代理人和顾问）（下称“相关方”）由于贵方在未经授权情况下以本文件或材料为依据而产生或遭受，或与贵方此类行为有关的任何损失、损害或责任或者对该等损失、损害或责任的索赔进行赔偿，并(b)宣布放弃由于贵方在未经授权情况下以本文件或材料为依据而产生或遭受，或与贵方此类行为有关的任何损失、损害、责任或索赔使贵方拥有的对相关方的权利或由相关方为贵方提供的补救措施。**韩国：** 由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行行於韩国分发。本报告可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。本材料仅供专业/机构客户使用，不向任何零售客户分发。**马来西亚：**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用，不供任何零售客户使用。**印度：**由UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 97299），Unit 2901，Level 29 Altimus，Pandurang Budhkar Road，Worli，Mumbai – 400 018分发。UBS Securities India Private Ltd提供券商服务，SEBI注册号为： INZ000259830；商人银行服务，SEBI注册号为：INM000013101；以及研究分析服务，SEBI注册号为：INH000001204。合规官姓名：Parameshwaran n先生，电话：+912261556151，电子邮件：parameshwaran.s@ubs.com；申诉官姓名：Parameshwaran n，电话：+912261556151，电子邮件：ol-ubs-sec-compliance@ubs.com；SEBI授予的注册和NISM的认证并非对中介机构业绩的保证，亦非为投资者提供任何回报保证。瑞银可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。瑞银可能不时在所涉及印度公司持有经济利益（如贷款/衍生产品，投资权利或利益等）。在过去的12个月里，瑞银可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的12个月里，该印度公司可能是瑞银投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报，链接为https://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html 。UBS Securities India Private Limited的研究年度合规报告可通过点击www.ubs.com/ubssi 上的Research标签查阅。**台湾：**除非具体说明，本材料不得在台湾分发。在台湾有组织的交易所中交易的证券/工具的信息和材料被视为由UBS Securities Pte. Ltd., Taipei Branch分发，并仅限提供予专业机构投资者及/或根据适用法规获准的相关人士。除非依据台湾适用法律法规另有允许，本材料仅供参考及信息用途，并未就所覆盖公司或本文件中提到的任何公司构成对客户或台湾接收方的任何“建议”。未经瑞银授权，媒体或任何其他人不得转载、复制或引用本文件的任何部分。**印尼：** 本报告由PT UBS Sekuritas Indonesia分发，并由其持照员工，包括营销/销售人员递交给客户。PT UBS Sekuritas Indonesia的注册办公地址为Sequis Tower Level 22 unit 22-1, Jl. Jend. Sudirman, kav.71, SCBD lot 11B, Jakarta 12190, Indonesia，是瑞银集团子公司，按照《1995年第8号资本市场法》（Capital Market Law no. 8 year 1995）持有牌照，同时持有资本市场和金融监管局（Capital Market and Financial Institution Supervisory Agency，现为Otoritas Jasa Keuangan/OJK）颁发的经纪-交易商和承销商牌照。PT UBS Sekuritas Indonesia还是印尼证券交易所会员，受Otoritas Jasa Keuangan（OJK）监管。除非符合印尼资本市场适用法律和规定的要求，否则不得在印尼分发本报告或其任何副本，或者将其分发给任何印尼公民。本报告并非在印尼发售证券，在按印尼资本市场法律和规定之定义构成证券发售的情况下，不得在印尼境内分发本报告或将其分发给印尼公民。

由UBS AG，London Branch或UBS Europe SE编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。在任何情况下，瑞银对本文件或其中内容的再分发或者第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2026版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

UBS 瑞银