华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

公司研究
公司首次覆盖
证券研究报告

上纬新材（688585.SH）

打造国内 C 端具身智能头部品牌

买入（首次评级）

投资要点：

- **深耕树脂领域三十余年，传统材料业务构筑稳健基本盘**

公司是国内环保高性能耐腐蚀材料及风电叶片用材料领域的领先企业，产品覆盖环保高性能耐腐蚀材料、风电叶片用材料、新型复合材料及循环经济材料四大板块。2025 年公司传统主业实现营收 17.97 亿元，同比增长 20%；2026H1 实现营业收入 8.03 亿元，同比增长 2%。2026H1 公司综合毛利率为 14.27%，较 2025 年全年提升 0.67 个百分点，传统材料业务盈利能力保持韧性。

- **智元入主打开成长新篇章，上纬启元卡位 C 端具身智能赛道**

2025 年 7 月智元机器人发布要约收购公告将入主公司，2025 年 12 月，公司发布消费级具身智能机器人品牌“上纬启元”，后续推出启元 Q1、启元 T1 两款产品，聚焦个人及家庭消费场景，与智元机器人面向工业场景的产品形成差异化互补。2026 年 7 月，公司与蓝思科技子公司签署合作协议，首期规划建设万台级机器人产线，标志着上纬启元由产品研发阶段逐步迈向规模化量产阶段。

- **股权激励明确具身智能增长目标，研发加码支撑远期机器人成长**

公司股权激励计划明确提出，2026 年机器人业务收入占公司营业收入比例不低于 25%，2027 年机器人业务收入较 2026 年增长不低于 160%，2028 年较 2026 年增长不低于 700%，为机器人业务中期放量提供清晰指引。公司机器人业务目前共有 7 个在研项目，预计总投资规模约 4.05 亿元，研发团队已扩张至 180 人。2026H1 研发费用率大幅提升至 22.46%，机器人业务进入集中投入阶段，短期利润有所承压，但有望为后续产品迭代与规模化交付奠定基础。

- **盈利预测与投资建议**

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 **25.09 亿元/34.76 亿元/57.86 亿元，同比增长 40%/39%/66%**，其中人形机器人业务分别为 6.20/14.88/37.20 亿元。按照 PS 估值，公司当前股价对应 2026-2028 年 PS 分别为 **16.80/12.13/7.29** 倍，低于可比公司平均估值。我们考虑到机器人行业需求正加速释放，公司未来收入有望逐步赶超国内其他头部机器人公司，**首次覆盖给予“买入”评级。**

- **风险提示**

具身智能机器人商业化落地不及预期；原材料价格波动风险；市场竞争加剧及技术迭代风险。

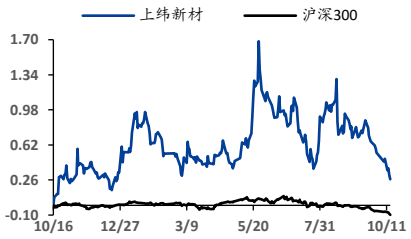
财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,494	1,797	2,509	3,476	5,786
增长率	7%	20%	40%	39%	66%
净利润（百万元）	89	41	-83	-84	258
增长率	25%	-54%	-303%	0%	408%
EPS（元/股）	0.22	0.10	-0.21	-0.21	0.64
市盈率（P/E）	475.3	1025.9	-506.3	-504.2	163.4
市净率（P/B）	33.3	31.3	33.5	35.8	29.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2026-10-15
收盘价:	104.50 元
总股本/流通股本(百万股)	403.36/403.36
流通 A 股市值(百万元)	42,151.30
每股净资产(元)	2.92
资产负债率(%)	48.47
一年内最高/最低价(元)	223.24/84.00

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 孟鹏飞(S0210526040001)
分析师： 欧阳燚(S0210526050001)

相关报告

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

1 上纬新材：智元系入主，打造 C 端具身智能头部品牌 3
1.1 深耕树脂领域多年，智元系入正式开启具身智能时代 3
1.2 营收保持整体平稳，具身智能投入利润阶段性承压 4
2 需求端驱动国内机器人量产加速落地，2026 年有望达 3.8 万台 6
3 智元入主打开成长新篇章，上纬启元卡位 C 端具身智能赛道 9
4 盈利预测与投资建议 11
4.1 盈利预测 11
4.2 投资建议 12
5 风险提示 12

图表目录

图表 1: 公司发展历程 3
图表 2: 截至 26H1，环保高性能耐腐蚀材料、风电叶片用材料为公司核心业务 4
图表 3: 公司传统业务与具身智能产品展示 4
图表 4: 股权激励业绩考核指标 4
图表 5: 公司营收呈“V 型”修复 5
图表 6: 盈利能力稳定，新业务投入承压 5
图表 7: 风电与环保防腐双支柱格局逐步确立 5
图表 8: 环保防腐材料毛利率韧性强大 5
图表 9: 费用整体稳健，26H1 研发投入巨大 5
图表 10: 利润承压源于研发端阶段性投入 5
图表 11: 优必选发布全尺寸超仿生人形机器人优世界 U1 系列 6
图表 12: 2025 年宇树和智元位列全球人形机器人市场出货量前两名 6
图表 13: 全球人形机器人 2026 年上半年出货量 Top 5 6
图表 14: 2026 年上半年国内具身智能赛道融资总金额达到 935 亿元 7
图表 15: 2026 年上半年单笔 10 亿元以上的超大型融资在国内超过了 25 起 8
图表 16: 资本开始向整机、大脑、数据三大赛道聚拢 8
图表 17: 特斯拉宣布完成下一代 AI5 芯片流片 9
图表 18: 特斯拉德州机器人工厂加速建设 9
图表 19: 26H1 规划中 To C 具身智能研发投入超九成 9
图表 20: 上纬新材核心管理团队 10
图表 21: 可装进背包的启元 Q1 10
图表 22: 双形态启元 T1 10
图表 23: 上纬启元与蓝思科技签约 11
图表 24: 公司业绩拆分预测表（百万元） 12
图表 25: 可比公司估值表 12
图表 26: 财务预测摘要 14

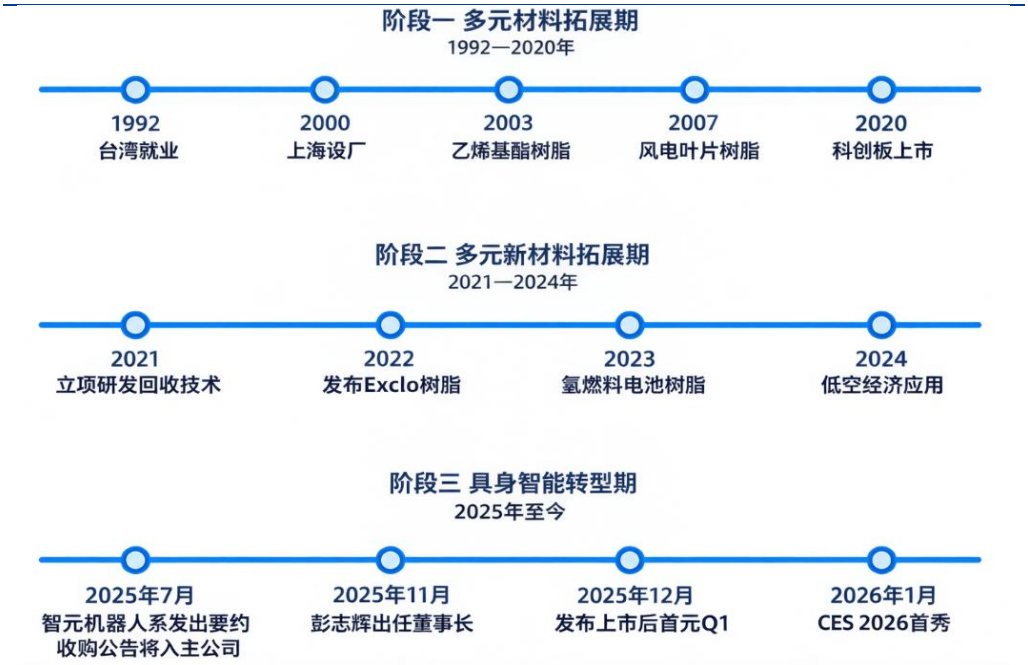
华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

1 上纬新材：智元系入主，打造 C 端具身智能头部品牌

1.1 深耕树脂领域多年，智元系入正式开启具身智能时代

国内环保耐蚀树脂龙头，三十余年积淀成就全球化出海先行者。集团母体 1992 年于中国台湾创立上纬企业，上纬新材主体 2000 年在上海设立，早期专注于环保高性能耐腐蚀材料及风电叶片用材料研发，产品线逐步向新型复合材料、循环经济材料延伸，2020 年登陆科创板上市。公司发展大致可分为三个阶段：**1992-2020 年深耕树脂主业奠基期**，公司从台湾创业起步，逐步建立环保防腐、风电材料两大传统赛道并完成资本化上市；**2021-2024 年多元新材料拓展期**，公司将树脂技术延伸至循环经济、氢能源、低空经济等新兴应用场景；**2025 年至今具身智能转型期**，智元机器人系入主为公司打开新增长曲线，**传统树脂主业与新兴具身智能业务并行发展的格局自此确立。**

图表1：公司发展历程

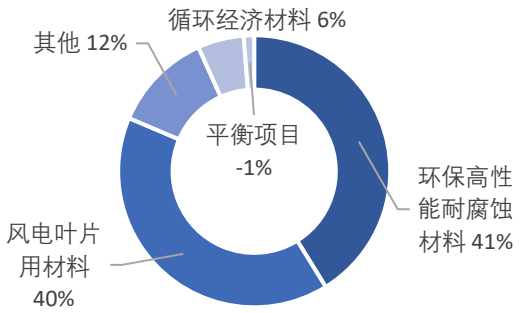


数据来源：公司官网、公司公告、财联社、证券时报网、上海证券报、新华社、华福证券研究所

传统树脂主业稳固，智元系入主后公司正式转型具身智能。公司已形成环保高性能耐腐蚀材料、风电叶片用材料、新型复合材料及循环经济材料四大产品体系，**其中乙烯基酯树脂及风电叶片用环氧树脂处于国内领先地位**。智元系入主后，公司加快机器人业务布局，目前已推出启元 Q1、启元 T1 两款产品，**其中 Q1 面向个人及家庭消费场景，T1 支持双足站立与四足行走形态切换。两款产品的落地标志公司具身智能业务由战略布局逐步迈向产品化阶段。**

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

图表2：截至 26H1，环保高性能耐腐蚀材料、风电叶片用材料为公司核心业务



数据来源：iFinD、公司公告，华福证券研究所

图表3：公司传统业务与具身智能产品展示



数据来源：公司公告、上纬机器人官方 B 站账号、华福证券研究所

智元系控股，核心管理团队深度绑定。截至 2026H1，智元恒岳及一致行动人致远新创合伙合计控制公司 63.62%表决权，邓泰华通过恒岳鼎峰及致远新创合伙掌握实际控制权。公司同步导入智元创新核心管理团队，董事长彭志辉、CEO 田华、联席 CEO 兼 CTO 周斌均来自智元体系，推动公司由传统新材料向具身智能机器人业务加速转型。

股权激励目标展示公司发展机器人业务决心和定力。2026 年 8 月，公司推出限制性股票激励计划，拟授予 806.72 万股、占总股本 2%，覆盖 347 名员工，首次授予价格 91.85 元/股。公司将 2026-2028 年新业务收入、研发投入及专利数量作为核心考核指标，其中 2026 年新业务收入占比不低于 25%、研发投入占新业务收入不低于 40%；2027 年新业务收入较 2026 年增长不低于 160%，2028 年较 2026 年增长不低于 700%，**彰显公司加速培育机器人等新业务的战略决心。**

图表4：股权激励业绩考核指标

归属期	对应考核年度	考核指标
第一个归属期	2026	指标一：2026 年，自公司控制权变更后开展的新业务（剔除新材料业务，以下简称“新业务”）收入占总收入比例不低于 25% 指标二：2026 年新业务发明专利新增申请量不低于 100 项 指标三：2026 年新业务研发投入占比不低于新业务营业收入的 40%
第二个归属期	2027	指标一：以 2026 年新业务收入为基数，2027 年新业务收入净增长率不低于 160% 指标二：2027 年新业务发明专利新增申请量不低于 200 项 指标三：以 2026 年新业务研发投入为基数，2027 年新业务研发投入净增长率不低于 100%
第三个归属期	2028	指标一：以 2026 年新业务收入为基数，2028 年新业务收入净增长率不低于 700% 指标二：2028 年新业务发明专利新增申请量不低于 400 项 指标三：以 2026 年新业务研发投入为基数，2028 年新业务研发投入净增长率不低于 300%

数据来源：上纬新材料科技股份有限公司 2026 年限制性股票激励计划（草案）、华福证券研究所

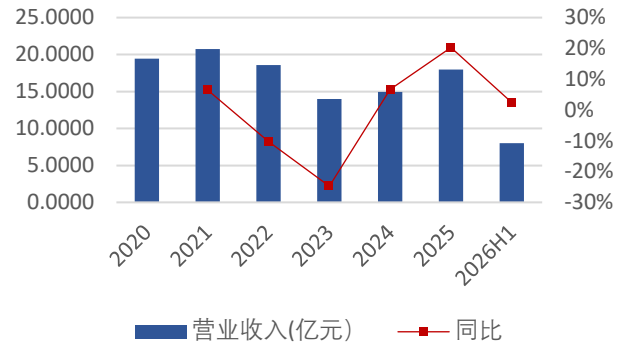
1.2 营收保持整体平稳，具身智能投入利润阶段性承压

公司营收平稳，机器人研发投入影响短期利润。2020-2023 年公司营业收入受原材料价格波动及风电行业竞争等因素影响有所波动，2024 年以来伴随风电需求回暖

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

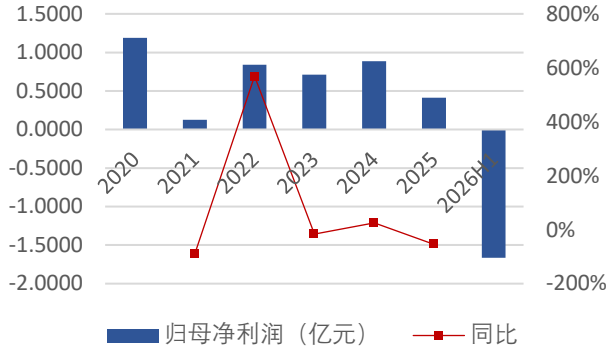
及产品结构优化，经营逐步改善。2025 年公司实现营业收入 17.97 亿元，同比增长 20%；2026H1 实现营业收入 8.03 亿元，同比增长 2%，传统主业整体保持稳健。公司 2026 年 H1 利润端承压，**主要系公司持续加大具身智能机器人业务研发投入。**

图表5：公司营收呈“V 型”修复



数据来源：iFind、公司公告、华福证券研究所

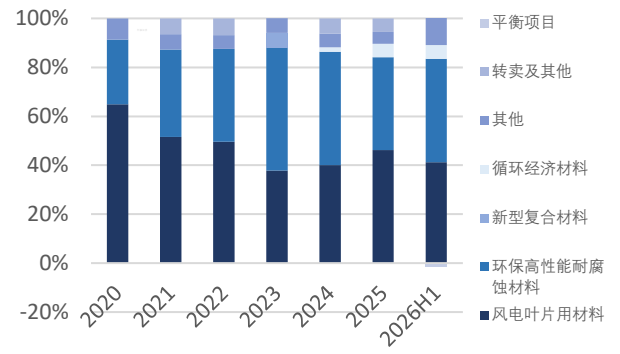
图表6：盈利能力稳定，新业务投入承压



数据来源：iFind、公司公告、华福证券研究所

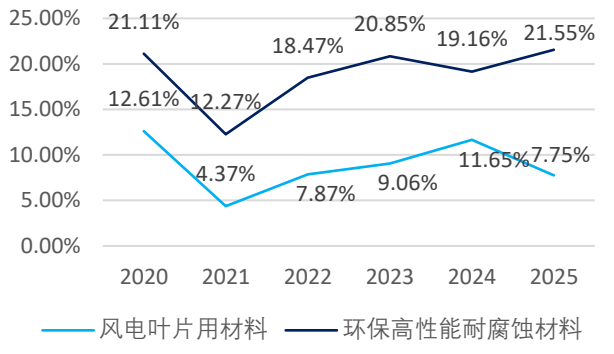
传统业务结构趋于均衡，盈利基本盘保持稳定。公司收入结构逐步由风电叶片材料单一支柱向环保防腐与风电材料双支柱格局演变，对单一品类依赖度持续下降。环保防腐材料盈利表现相对稳健，风电业务则受行业价格竞争影响，整体更多依靠销量增长支撑收入。

图表7：风电与环保防腐双支柱格局逐步确立



数据来源：iFind、公司公告、华福证券研究所

图表8：环保防腐材料毛利率韧性强大



数据来源：iFind、公司公告、华福证券研究所

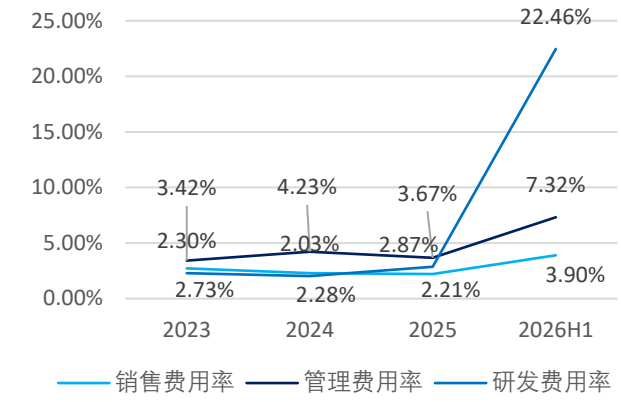
研发投入显著提升，远期增长核心转向机器人业务。公司 **2026H1 研发费用率大幅提升至 22.46%**，主要反映**具身智能新业务进入集中投入阶段**。同期公司综合毛利率仍保持相对稳定。根据股权激励考核要求，我们预计未来几年公司机器人业务研发投入将持续增长，由此保证其在具身智能领域的先发优势。

图表9：费用整体稳健，26H1 研发投入巨大

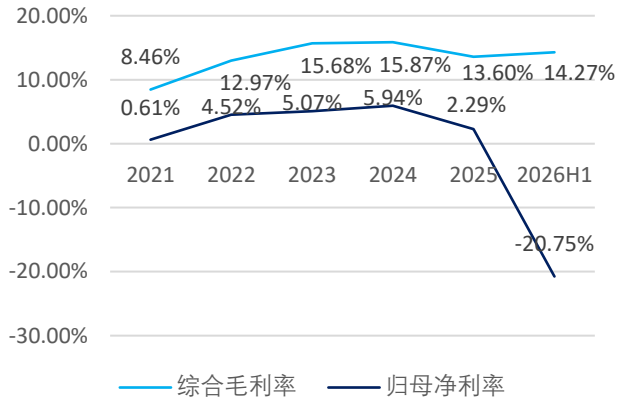
图表10：利润承压源于研发端阶段性投入

华福证券

仅供内部参考，请勿外传！



数据来源：iFind、公司公告、华福证券研究所



数据来源：iFind、公司公告、华福证券研究所

2 需求端驱动国内机器人量产加速落地，2026 年有望达 3.8 万台

2026 年国内机器人呈现需求端市场，机器人本体公司订单景气。据中商产业研究院报告显示，2025 年中国人形机器人出货量已达 1.44 万台，占全球 84.7%，其预计 2026 年中国人形机器人出货量将达 3.8 万台，2030 年有望达到 38 万台。在 2025 年全球人形机器人市场中，宇树科技以 5500 台出货量位居第一；智元机器人以 5168 台的出货量位居第二。从上半年情况看，智元在 6 月第 15000 台通用具身机器人正式下线，宇树科技也表明 2026 年目标出货量 1 万-2 万台。6 月优必选发布优世界 U1 系列，当天销量破万，这是仿生机器人有史以来最高预售量。整体看，2026 年国内机器人呈现需求端市场，机器人本体公司订单景气，零部件厂商供不应求。**我们判断，2026 年将是国内机器人公司量产加速的第一年，整机公司及其相应的核心零部件公司，将迎来行业的高景气度时刻。**

图表11：优必选发布全尺寸超仿生人形机器人优世界 U1 系列



数据来源：广州日报、华福证券研究所

图表12：2025 年宇树和智元位列全球人形机器人市场出货量前两名

图表13：全球人形机器人 2026 年上半年出货量 Top 5

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

排名	公司	2025 年出货量	全球份额
1	宇树科技	约 5500 台	31%
2	智元机器人	约 5168 台	29%
3	乐聚机器人	约 1000 台	6%
4	银河通用	约 1000 台	6%
5	加速进化	约 1000 台	6%
6	优必选	1079 台	6%
7	松延动力	约 1000 台	6%

数据来源：证券时报网、科创板日报、上海证券报、中国证券网、IDC 资讯、中国基金报、新华社、海报新闻、红星资本局、宇树科技官方微信公众号、华福证券研究所



数据来源：IT 之家、Counterpoint Research、新浪财经、华福证券研究所

行业头部效应逐步显现，2026 年开始，融资端正从零部件赛道向整机、大脑、数据三大赛道聚拢。国内方面，据第一财经资讯转引 IT 桔子事件库数据显示，2026 年上半年国内具身智能赛道融资总金额达到 935 亿元，较 2025 上半年提升了 5 倍。上半年具身智能估值百亿独角兽企业至少已有 22 家，2025 年时有三家。大模型技术的发展、头部企业 IPO 预期、政策支持催化下，多家估值百亿的独角兽因此而诞生。整体看，上半年百亿估值独角兽企业融资超 400 亿元，占具身智能领域总融资比例超 40%。全球方面，根据太平洋科技报道，Crunchbase 发布最新行业快报，2026 上半年，全球机器人初创公司的融资金额已高达 188 亿美元（约合 1360 亿元人民币），远超 2025 年全年的 150 亿美元，创下历史新高。根据 IT 桔子数据显示，上半年融资金额排名前 20 的企业合计拿走了 550 亿元的资金，占比高达 59%。**与 2024、2025 年猛追单体硬件（减速器、灵巧手、双足形体等）不同，2026 年资本开始向整机、大脑、数据三大赛道聚拢。**

图表14：2026 年上半年国内具身智能赛道融资总金额达到 935 亿元

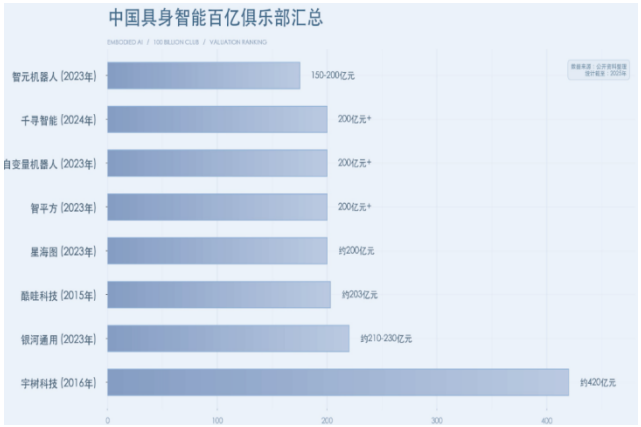
公司名称	半年融资金额	最新融资轮次	估值
宇树科技	-	已上市	420 亿元
智元	-	B+轮	150 亿元
云深处	-	IPO 申请中	139 亿元
银河通用	25 亿元	A+轮	200 亿元
自变量	超 30 亿元	C 轮	200 亿元
智平方	超 60 亿元	B 轮	200 亿元
星海图	30 亿元	B+轮	200 亿元
千寻智能	近 50 亿元	A+轮	100 亿元
众擎智能	13.60 亿元	B+轮	100 亿元
极佳视界	35 亿元	B+轮	100 亿元
灵心巧手	超 15 亿元	B+轮	100 亿元
光轮智能	20 亿元	A+轮	135 亿元
星尘智能	10 亿元	B 轮	100 亿元

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

苏度科技	-	天使轮	20 亿美元
星动纪元	23.6 亿元	A+轮	100 亿元
它石智航	30.94 亿元	Pre-A 轮	130 亿元
地瓜机器人	10.20 亿元	B+轮	100 亿元
临界点 AGILINK	超 10 亿元	A 轮	100 亿元
普渡机器人	约 10 亿元	D 轮	100 亿元
跨维智能	10 亿元	B 轮	100 亿元
帕西尼	超 10 亿元	B 轮	100 亿元
天机智能	10 亿元	B 轮	100 亿元

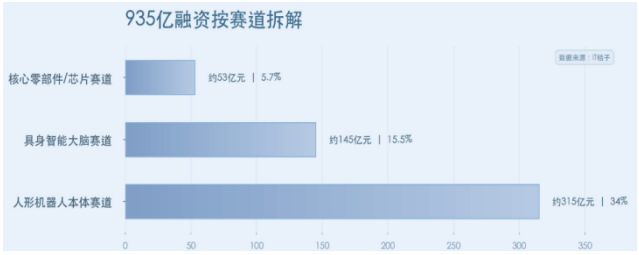
数据来源：网易、第一财经资讯、华福证券研究所

图表15：2026 年上半年单笔 10 亿元以上的超大型融资在国内超过了 25 起



数据来源：太平洋科技、华福证券研究所

图表16：资本开始向整机、大脑、数据三大赛道聚拢



数据来源：太平洋科技、华福证券研究所

特斯拉机器人加速量产进度，千万 Optimus 德州工厂初具规模。特斯拉 Model S 和 X 正式停产退役。今年 4 月 1 日，特斯拉首席执行官马斯克宣布特斯拉正式停产 Model S 和 Model X 两款车型，已停止接受新车定制订单，弗里蒙特工厂将生产 Optimus 人形机器人。而根据 wind 援引新京报报道，5 月 21 日，随着最后一批特斯拉 Model S 和 X 在加州弗里蒙特工厂下线，该 Model S 和 X 生产线将转型为特斯拉人形机器人的专用生产线，规划年产能达 100 万台。根据界面新闻消息，特斯拉得克萨斯州超级工厂专属 Optimus 人形机器人工厂已正式动工。据环球网报道，该工厂是得州超级工厂北区扩建核心项目，新增工业用地超 520 万平方英尺（约 48.3 万平方米），新厂房总长或超 4000 英尺。规划层面，这座工厂将搭建第二代生产线，计划 2027 年夏季实现大规模量产，全面投产后日均产量约 2.7 万台，规划年产能最高可达 1000 万台。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

图表17：特斯拉宣布完成下一代 AI5 芯片流片



数据来源：21 世纪经济网、财联社、华福证券研究所

图表18：特斯拉德州机器人工厂加速建设

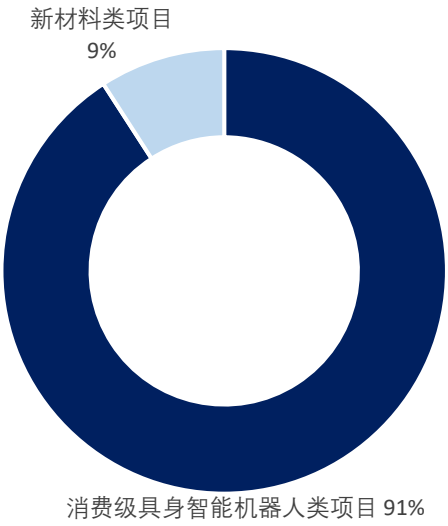


数据来源：网易、新浪财经、机器人全球资讯、华福证券研究所

3 智元入主打开成长新篇章，上纬启元卡位 C 端具身智能赛道

智元入主后，公司于 2025 年组建消费级具身智能机器人独立研发团队，正式打造专属品牌"上纬启元"，以"具身智能创造美好生活"为愿景，**聚焦个人与家庭场景，**与智元机器人主品牌专注的工业级 B 端场景形成差异化互补。**公司消费级具身智能机器人业务 7 个在研项目预计总投资规模约 4.05 亿元，占公司全部 12 个在研项目投入约 90.9%，截至 2026 年半年报累计已投入约 1.71 亿元。研发团队规模已扩张至 180 人，其中硕士及以上学历占比 67%。**

图表19：26H1 规划中 To C 具身智能研发投入超九成



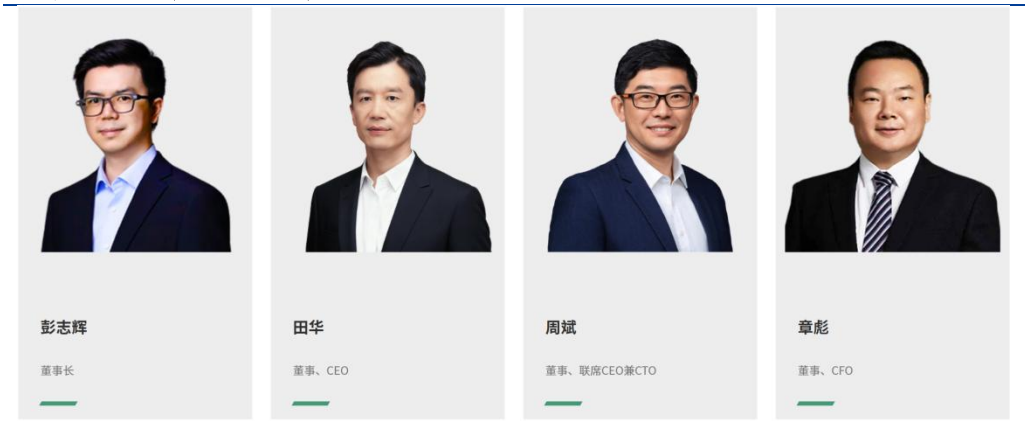
数据来源：公司公告，华福证券研究所

华为系核心团队，兼具技术研发、产品商业化与产业化经验。彭志辉曾任 OPPO 算法工程师、华为主任工程师，长期深耕机器人及人工智能研发；**田华**拥有 20 余年产品及商业管理经验，曾任华为计算产品线副总裁兼首席商业官，在产品商业化及供应链管理方面经验丰富；**周斌**拥有清华电子工程本硕博背景，曾任英伟达高级工程师、商汤深度学习科学家及华为昇腾计算 CTO，具备深厚的 AI 计算与技术研发背景。**核**

仅供内部参考，请勿外传！

心团队能力覆盖技术研发、产品定义及商业化落地，为公司消费级具身智能机器人业务推进提供有力支撑。

图表20：上纬新材核心管理团队



数据来源：公司官网，华福证券研究所

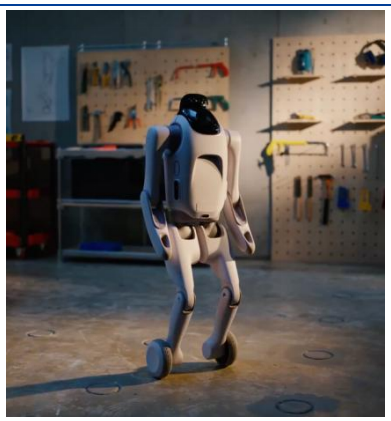
截至 26 年 8 月，公司已推出"启元 Q1"与"启元 T1"两款核心产品：启元 Q1 是面向个人与家庭场景的首款消费级具身智能人形机器人，身高约 88 厘米，采用自研微型化 QDD 准直驱关节模组，可折叠装入双肩背包实现"背包级"便携，凭借包裹式柔和机身设计斩获国际 A' Design Award 设计金奖；启元 T1 则是全球首个可变形个人机器人，支持双足站立与四足行走自由切换，兼具稳定性与地形适应性，于 2026 年 7 月 14 日正式发布。

图表21：可装进背包的启元 Q1



数据来源：雷科技、华福证券研究所

图表22：双形态启元 T1



数据来源：新华网、智元、华福证券研究所

2026 年 7 月 18 日世界人工智能大会期间，公司与蓝思科技子公司蓝思智能机器人（长沙）有限公司正式签约，**首期规划万台级机器人产线**，双方将在机器人精密零部件加工、关节模组生产、整机组装等智造环节深度协同。蓝思智能凭借覆盖湖南、江苏、广东及东南亚的超级工厂集群，以及服务消费电子、智能汽车头部客户积累的 OEM/ODM/OAM 精密制造经验，为公司产品的规模化、标准化量产提供了成熟的供应链底座，标志着上纬启元正式从产品定义阶段迈入产能落地阶段。

仅供内部参考，请勿外传！

图表23：上纬启元与蓝思科技签约



数据来源：腾讯网、IT之家、华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对2026-2028年业绩做出以下假设：

(1) 具身智能（机器人）业务：机器人行业进入加速放量阶段，是蓝海市场，公司产品量产与交付能力有望持续提升。考虑2026年收入集中于下半年确认的影响，预计2026-2028年机器人业务收入分别为**6.20/14.88/37.2**亿元，占总营收比重分别为**25%/43%/64%**；预计毛利率分别为**32%/35%/38%**。

(2) 风电叶片用材料：行业需求整体平稳，预计公司2026-2028年收入整体稳中有升，预计同比增长10.88%/6.92%/3.95%。

(3) 环保高性能耐腐蚀材料：公司行业地位稳固，客户分散度高，业务基本盘稳健。预计2026-2028年收入分别同比增长1.46%/1.97%/3.00%。

(4) 其他业务（含新型复合材料、循环经济材料等）：短期受循环经济材料项目节奏波动影响，预计逐步企稳修复。预计2026-2028年收入分别同比增长-3.00%/8.00%/6.00%。

综上，我们预计公司2026-2028年营业收入分别为**25.09亿元、34.76亿元、57.86亿元**，同比增长**40%/39%/66%**；随着毛利率相对较高的机器人业务收入占比快速提升，公司综合毛利率有望改善。

仅供内部参考，请勿外传！

图表24：公司业绩拆分预测表（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1494**	**1797**	**2509**	**3476**	**5786**
YoY	6.73%	20.29%	39.61%	38.56%	66.45%
毛利率	**15.87%**	**13.60%**	17.73%	22.31%	28.96%
机器人业务	**—**	**—**	**620**	**1488**	**3720**
YoY	—	—	—	140.00%	150.00%
毛利率	—	—	32.00%	35.00%	38.00%
风电叶片用材料	**599**	**830**	**921**	**984**	**1023**
YoY	13.22%	38.70%	10.88%	6.92%	3.95%
毛利率	11.65%	7.75%	7.56%	7.38%	7.19%
环保高性能耐腐蚀材料	**691**	**682**	**692**	**706**	**727**
YoY	-1.81%	-1.24%	1.46%	1.97%	3.00%
毛利率	19.16%	21.55%	21.15%	21.15%	21.15%
其他业务	**204**	**284**	**276**	**298**	**315**
YoY	22.20%	39.15%	-3.00%	8.00%	6.00%
毛利率	17.06%	11.61%	11.00%	11.00%	11.00%

数据来源：同花顺、公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

我们选取国内头部机器人本体公司宇树科技、优必选为可比公司，其中宇树科技为国内具身智能机器人龙头，优必选是国内较早布局人形机器人行业的企业，在人形机器人研发及产业化方面具备较多经验（港股上市公司存在折价），同时我们选取国内机器人视觉相关公司奥比中光为可比公司，公司作为视觉赛道的企业，具备稀缺性，考虑到机器人行业作为成长型赛道，处于早期研发投入阶段，大部分公司暂未盈利，因此我们按照 PS 进行估值。公司当前股价对应 2026-2028 年 PS 分别为 **16.80/12.13/7.29** 倍，低于可比公司平均估值。**公司传统复合材料业务基本盘稳健，同时积极布局消费级具身智能机器人业务，有望受益于机器人产品规模化落地及行业需求加速释放，首次覆盖予以“买入”评级。**

图表25：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价（元）	总市值（亿元）	收入（亿元）			PS		
		2026/10/15		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688836.SH	宇树科技	405.10	1,638	28.51	45.85	66.14	57.47	35.74	24.77
688322.SH	奥比中光	70.28	290	14.82	23.07	32.60	19.58	12.58	8.90
9880.HK	优必选	53.75	271	37.38	57.80	81.73	7.24	4.68	3.31
			平均值				28.10	17.66	12.33
688585.SH	上纬新材	104.50	422	25.09	34.76	57.86	16.80	12.13	7.29

数据来源：Wind，同花顺、公司公告、华福证券研究所（优必选股价和市值为汇率换算成让人民币后的情况，汇率按 1RMB=1.1655HDK 计算）

5 风险提示

（1）具身智能机器人业务不及预期风险：公司消费级具身智能机器人产品尚处

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

于研发及应用场景验证阶段，若技术突破、产能爬坡及场景落地进度不及预期，可能导致前期投入无法收回。

（2）原材料价格波动风险：公司传统树脂业务主要原材料为基础环氧树脂、苯乙烯、甲基丙烯酸等大宗化工原料，若原材料价格出现大幅波动，且公司未能及时向下游传导或采取有效应对措施，可能导致主营业务业绩下滑。

（3）市场竞争加剧风险：若公司具身智能产品迭代节奏落后于主要竞争对手，可能错失市场先机,市场份额及经营业绩存在受到不利影响的风险。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

图表26：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	304	502	695	1,157
应收票据及账款	883	1,202	1,585	2,667
预付账款	13	31	41	62
存货	186	226	322	505
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	341	287	404	689
流动资产合计	1,726	2,248	3,047	5,079
长期股权投资	166	166	166	166
固定资产	253	340	596	919
在建工程	3	93	193	193
无形资产	40	41	44	44
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	126	128	132	138
非流动资产合计	589	769	1,131	1,460
资产合计	**2,315**	**3,017**	**4,178**	**6,539**
短期借款	0	379	1,186	2,385
应付票据及账款	542	781	1,044	1,654
预收款项	0	0	0	0
合同负债	4	45	63	104
其他应付款	68	68	68	68
其他流动负债	318	437	585	827
流动负债合计	932	1,710	2,945	5,039
长期借款	7	17	27	37
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	26	26	26	26
非流动负债合计	33	43	53	63
负债合计	**964**	**1,753**	**2,997**	**5,101**
归属母公司所有者权益	1,347	1,259	1,176	1,434
少数股东权益	4	5	5	4
所有者权益合计	**1,351**	**1,264**	**1,181**	**1,437**
负债和股东权益	**2,315**	**3,017**	**4,178**	**6,539**

现金流量表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**96**	**-52**	**-165**	**-204**
现金收益	85	-40	-15	385
存货影响	-6	-39	-97	-182
经营性应收影响	-229	-339	-394	-1,103
经营性应付影响	158	239	263	610
其他影响	87	128	78	85
投资活动现金流	**-34**	**-140**	**-445**	**-504**
资本支出	-23	-222	-414	-412
股权投资	22	0	0	0
其他长期资产变化	-33	81	-32	-92
融资活动现金流	**-28**	**390**	**804**	**1,171**
借款增加	-1	389	817	1,210
股利及利息支付	-13	-6	-24	-55
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-14	7	12	16

利润表

单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,797	2,509	3,476	5,786
营业成本	1,552	2,064	2,700	4,110
税金及附加	4	6	8	14
销售费用	40	88	90	116
管理费用	66	179	317	331
研发费用	52	281	466	860
财务费用	7	-1	13	39
信用减值损失	-12	-1	-2	-1
资产减值损失	1	1	2	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-15	0	10	10
其他收益	2	2	2	2
营业利润	**52**	**-106**	**-106**	**327**
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	**52**	**-106**	**-106**	**327**
所得税	11	-23	-23	70
净利润	**41**	**-83**	**-83**	**257**
少数股东损益	0	0	0	-1
归属母公司净利润	**41**	**-83**	**-84**	**258**
EPS（按最新股本摊薄）	0.10	-0.21	-0.21	0.64

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	20.3%	39.6%	38.6%	66.5%
EBIT 增长率	-41.8%	-280.0%	12.2%	492.5%
归母公司净利润增长率	-53.7%	-302.6%	-0.4%	408.5%
获利能力				
毛利率	13.6%	17.7%	22.3%	29.0%
净利率	2.3%	-3.3%	-2.4%	4.4%
ROE	3.0%	-6.6%	-7.1%	17.9%
ROIC	6.1%	-7.9%	-4.6%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	41.6%	58.1%	71.7%	78.0%
流动比率	1.9	1.3	1.0	1.0
速动比率	1.7	1.2	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转天数	98	94	92	84
存货周转天数	42	36	37	36
每股指标（元）				
每股收益	0.10	-0.21	-0.21	0.64
每股经营现金流	0.24	-0.13	-0.41	-0.51
每股净资产	3.34	3.12	2.91	3.55
估值比率				
P/E	1,026	-506	-504	163
P/B	31	33	36	29
EV/EBITDA	434	-662	-1,094	92

数据来源：公司报告、华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn