

新股点评

2026-09-21 星期一

本末科技（6731.HK）

【招股详情】

保荐人	中信证券
上市日期	2026 年 09 月 29 日（星期二）
招股价格	21.60 港元/股
集资额	约 9.83 亿港元（扣除包销费及佣金）
每手股数	100 股
入场费	2,181.78 港元
招股日期	2026 年 09 月 21 日-2026 年 09 月 24 日
国元证券申购截止日期	2026 年 09 月 23 日（星期三）
招股总数	5,000 万股 H 股（视乎超额配股权行使与否而定）
国际配售	4,750 万股 H 股（约占 95%）
公开发售	250 万股 H 股（约占 5%）

【申购建议】

本末科技是一家以直驱技术为核心能力的机器人技术公司，主要在中国从事机器人动力模組的销售，其次是机器人的销售。公司产品分为两大板块：一是机器人动力模組，包括机器人直驱动力模組与具身关节模組，其中直驱动力模組为无需外部传动部件即可提供直驱转矩输出的集成式运动单元，覆盖家用清洁、割草、AI 陪伴等消费场景以及协作机器人、AMR 等工商业场景，具身关节模組覆盖 20mm 至 120mm 的主流尺寸区间、峰值转矩输出高达 120Nm；二是机器人，截至最后实际可行日期均为轮足机器人，包括刑天、TITA、TITATIT 及 D1。公司商业模式的核心在于开发及商业化先进的机器人动力模組及机器人，涵盖消费、工商业及具身智能应用场景，收入几乎全部来自机器人提供商，2025 年该渠道收入占比达 99.8%；自成立至 2026 年 6 月 30 日，公司机器人技术已赋能超过 750 万台机器人。

按 2025 年收入计，公司在机器人与自动化赛道具备明确的细分领先地位：在中国消费机器人动力模組行业排名第八，市场份额 2.4%；在中国消费机器人直驱动力模組行业（占中国消费机器人动力模組行业 3.9%的细分市场）排名第一，市场份额 61.1%。公司是全球首家且唯一一家用于消费机器人的机器人直驱动力模組出货量超过 500 万套的企业，截至 2026 年 6 月 30 日已与按 2025 年收入计全球前十大消费机器人提供商中的四家建立合作。机器人业务方面，按 2025 年收入计，公司在中国轮足机器人行业排名第四、市场份额 4.7%，在中国双轮足机器人行业排名第二、市场份额 18.6%；其刑天机器人是全球首款商业化推出的直驱型双轮足机器人，D1 机器人于 2025 年 10 月推出，为全球首款商业化推出的整机模块化双轮足机器人，公司亦是全球机器人行业中少数能够在轮足机器人中实现群体控制的企业之一。

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

受益于机器人直驱动力模组向消费机器人头部客户的大规模出货，公司收入由 2023 年的人民币 1,753.8 万元增至 2024 年的人民币 7,980.2 万元，并进一步增至 2025 年的人民币 28,171.5 万元，2023 年至 2025 年复合年增长率达 300.8%；截至 2026 年 6 月 30 日止六个月收入为人民币 20,029.5 万元，同比增长 39.7%。盈利能力同步改善，毛利率由 2023 年的 13.5% 提升至 2024 年的 19.3%、2025 年的 21.5%，2026 年上半年为 20.7%，其中机器人直驱动力模组毛利率由 2023 年的 8.3% 提升至 2025 年的 20.0%。公司目前仍处亏损阶段，2025 年净亏损人民币 88,097.7 万元，主要受赎回负债账面非现金变动人民币 77,009.6 万元影响，该等负债将于上市后由负债重新分类为权益；剔除股份支付开支、赎回负债账面变动及上市开支后，经调整净亏损率由 2023 年的 349.1% 大幅收窄至 2024 年的 77.2%、2025 年的 15.4%，2026 年上半年为 13.7%。

直驱技术对传统减速器路线的替代、消费机器人放量以及具身智能应用场景的拓展为公司提供了成长空间，按发售价每股 21.60 港元计算，公司上市时市值约 79.83 亿港元，对应 2025 年市销率约 24.5 倍、市净率约 5.5 倍，对应 26H1 收入年化 PS 约 17.2 倍，而当前可比 A 股及港股机器人产业链标的 2025 年市销率中位数约 10.6 倍，公司估值高于同业中位水平，主要反映其在消费机器人直驱动力模组细分赛道的领先地位与收入高速增长，但公司客户集中度较高（2025 年最大客户收入占比 42.8%）、且仍处亏损阶段，估值消化仍依赖后续订单放量与产能释放。综上，投资人需要谨慎参与。

表 1：行业相关上市公司估值

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS (港元)				市盈率 PE				市净率 PB		市销率 PS	
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026TTM	2026TTM	2026TTM	2026TTM
002472.SZ	双环传动	357.8	1.66	1.96	2.28	2.65	24.4	21.5	18.4	15.9	2.96		3.26	
002979.SZ	雷赛智能	202.6	0.80	1.35	1.77	2.20	78.5	47.6	36.3	29.2	8.86		7.82	
003021.SZ	兆威机电	203.5	1.17	1.39	1.90	2.32	72.0	54.8	39.9	32.7	3.65		10.59	
301510.SZ	固高科技	128.5	0.18	0.34	0.43	0.00	189.7	93.7	73.2	N/A	7.32		15.89	
603728.SH	鸣志电器	243.6	0.16	0.31	0.42	0.58	351.5	186.1	138.2	99.7	7.06		6.95	
688017.SH	绿的谐波	626.8	0.77	1.23	1.80	2.50	449.8	278.5	189.6	136.8	15.12		80.77	
688160.SH	步科股份	103.5	0.92	1.30	1.79	2.28	129.0	87.6	63.4	49.7	6.66		10.35	
2432.HK	越疆	95.9	-0.22	-0.37	-0.16	0.18	N/A	N/A	N/A	122.5	3.26		12.71	
9880.HK	优必选	407.0	-1.72	-0.76	0.41	1.77	N/A	N/A	194.9	45.7	5.07		13.35	
平均							185.0	110.0	94.3	66.5	0.93		17.97	

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>