

今日焦點:

► 文遠知行 (800 HK, HK\$20.52, HK\$21.1bn): Robotaxi 商業化拐點

文遠知行專注於開發及商業化第四等級 (L4) 自動駕駛解決方案。其全棧式L4系統驅動Robotaxi、Robobus及其他L4產品，並在中國主要城市以及包括中東和歐洲在內的海外市場實現規模化部署。憑藉多國監管批准及大量真實世界數據集，文遠知行正推動大規模安全無人駕駛出行。

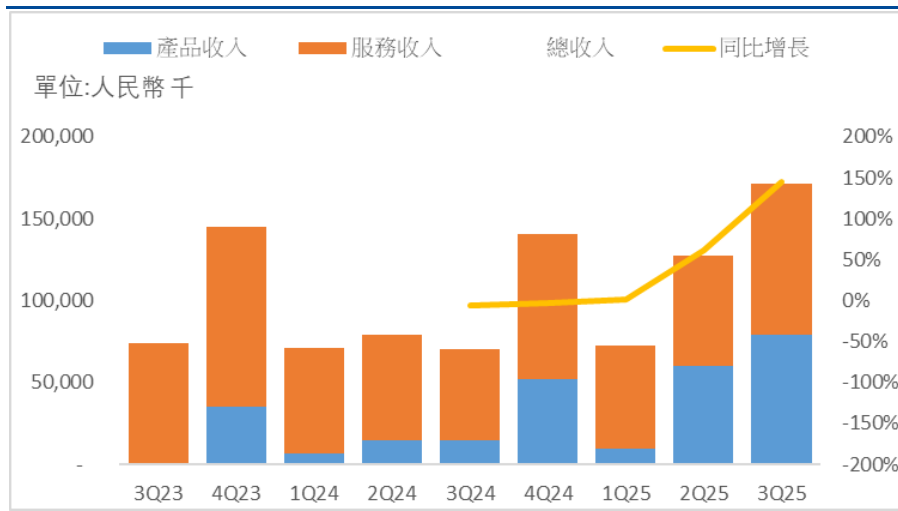
2025年第三季總收入達1.710億元人民幣 (年增144.3%)，維持強勁增長勢頭。

1). 產品收入攀升至7,920萬元人民幣 (年增428%)，主要受Robotaxi和Robobus車隊在海外市場 (特別是中東) 及國內主要城市 (如北京、廣州和深圳) 加速商業推廣所驅動。隨著文遠知行交付並銷售更多配備其全棧式L4自動駕駛系統的車輛，產品收入基礎迅速擴大，其中Robotaxi收入飆升761%至3,530萬元人民幣，佔總收入的20.7% (2024年第三季為5.8%)。

2). 服務收入增至9,180萬元人民幣 (年增66.9%)，得益於車隊合作規模擴大帶來的智能數據服務需求增長，以及多城市業務擴張帶來了更多重複性技術支持及系統服務收入。

2025年第三季毛利率因規模經濟效應及更高利潤率的先進駕駛輔助系統研發服務收入增加而大幅上升至行業領先的32.9% (2024年第三季為6.5%)。

圖 1: 營收 (人民幣 千)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

香港及中國市場指數		收市	每日升跌	今年累升
恒生指數		25,716	2.0%	28.2%
中資企業指數		9,079	1.8%	24.5%
紅籌指數		4,198	1.0%	11.0%
滬深300指數		4,448	-0.1%	13.0%
上海A股		4,023	0.0%	-5.9%
上海B股		251	0.9%	-5.9%
深圳A股		2,501	0.9%	22.2%
深圳B股		1,277	-0.2%	5.3%

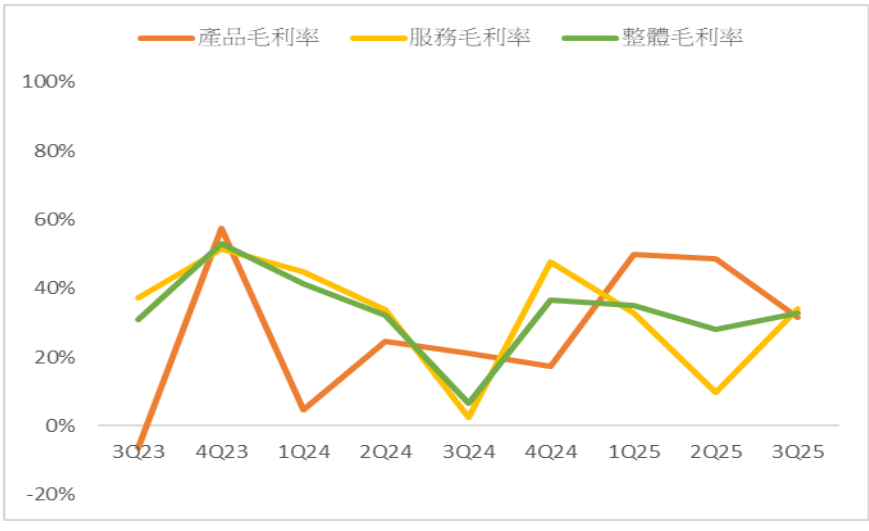
主要市場指數		收市	每日升跌	今年累升
美國道指		46,448	0.4%	9.2%
標普500		6,705	1.5%	14.0%
美國納斯達克指數		22,872	2.7%	18.4%
日經平均指數		48,898	0.6%	22.6%
英國富時指數		9,534	-0.1%	16.7%
法國證券公會指數		7,959	-0.3%	7.8%
德國法蘭克福指數		23,239	0.6%	16.7%

商品價格		收市	每日升跌	今年累升
金價	(美元/盎司)	4,136	1.8%	57.6%
銅價	(美元/盎司)	2,338	2.9%	30.9%
銀價	(美元/盎司)	51	2.7%	77.1%
原油	(美元/桶)	58	1.3%	-18.0%
銅價	(美元/盎司)	10,773	0.3%	22.9%
鋁價	(美元/盎司)	2,812	-0.1%	10.2%
鉛價	(美元/盎司)	1,553	2.1%	70.6%
錫價	(美元/盎司)	3,000	-0.5%	0.7%
小麥	(美分/蒲式耳)	522	-0.9%	-5.3%
玉米	(美分/蒲式耳)	436	-0.2%	-4.1%
糖	(美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆	(美分/蒲式耳)	1,123	0.1%	8.7%
PVC	(美元/噸)	N/A	N/A	-18.9%
CRB 指數		295	-0.6%	3.0%
BDI				128.2%

匯率						
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	156.9	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	20.2	10.4	0.9
歐羅	1.2	9.0		180.8	1.1	8.3
日元	0.0	5.0	0.6		0.5	0.6
瑞郎	1.2	9.6	1.1	194.1		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.1	0.1	

市場情緒		目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期			
希臘		N/A	N/A
愛爾蘭		83	-2.4%
義大利		139	-0.6%
葡萄牙		207	-0.0%
西班牙		108	0.3%
波動率指數		20	-8.3%

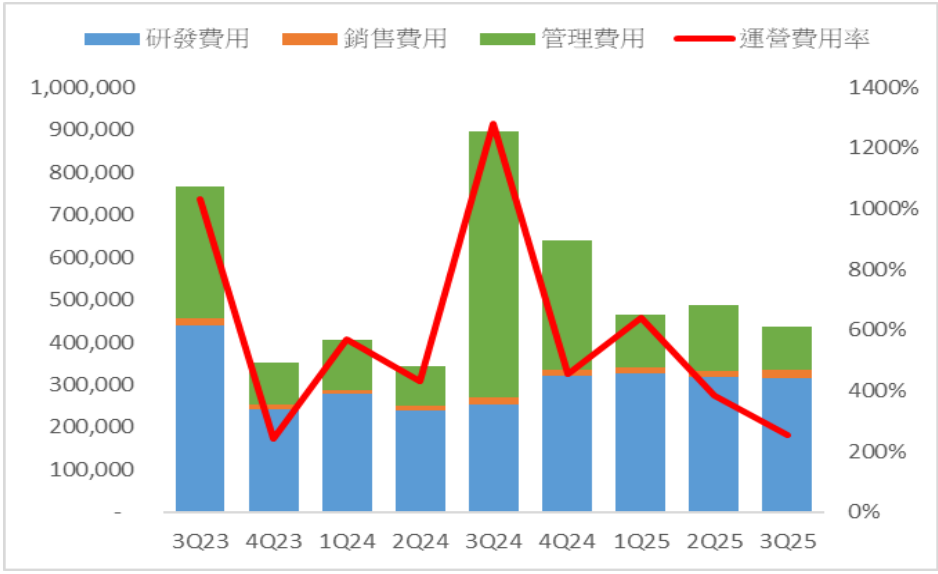
圖 2: 毛利率拆解



資料來源：公司數據，新華滙富

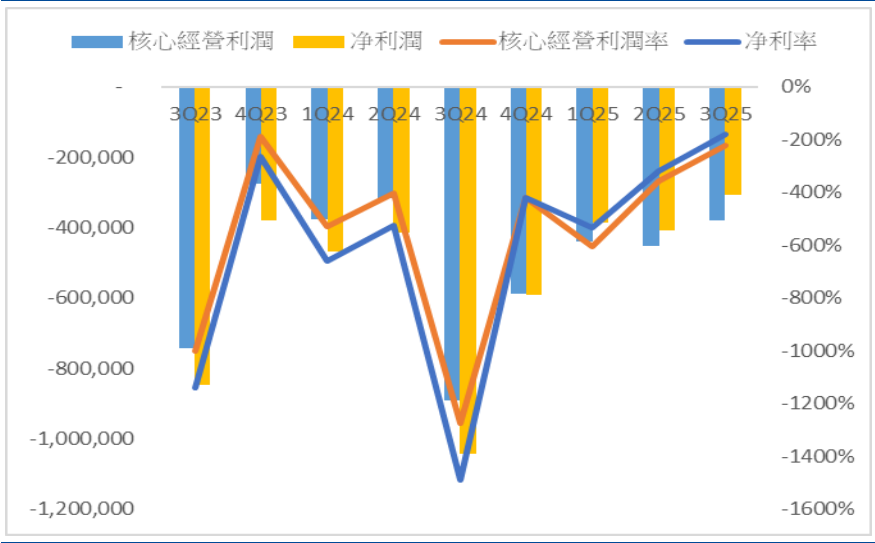
營運開支槓桿提升盈利：營運開支比率從2024年第三季的1,279%大幅下降至2025年第三季的255%，主要受行政開支大幅減少所驅動，該項開支從6.260億元人民幣下降至1.004億元人民幣。與此同時，公司持續對核心技術投入大量資金，研發開支從2.54億元人民幣增加至3.16億元人民幣。在強勁的收入增長及更精簡的成本結構支持下，虧損按年及按季均收窄，核心營運虧損及淨虧損分別改善至3.79億元人民幣及3.07億元人民幣。

圖 3: 運營費用拆解



資料來源：公司數據，新華滙富

圖 4：核心營業利潤拆解

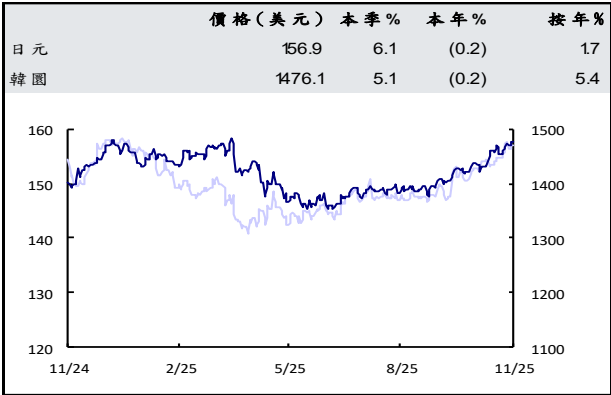
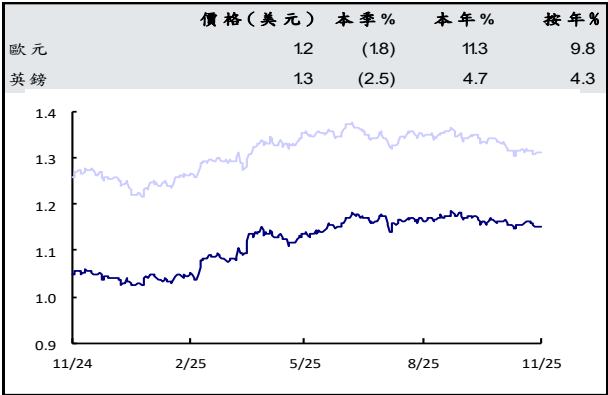
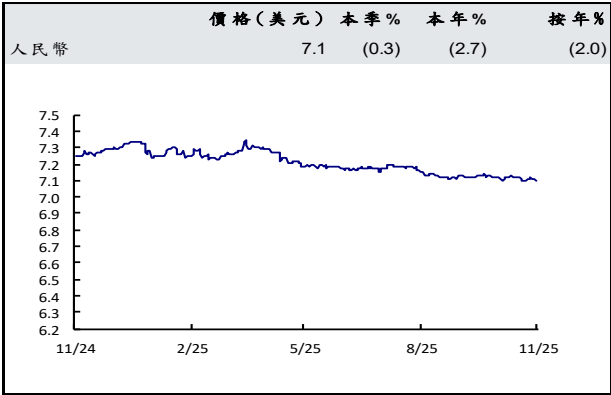
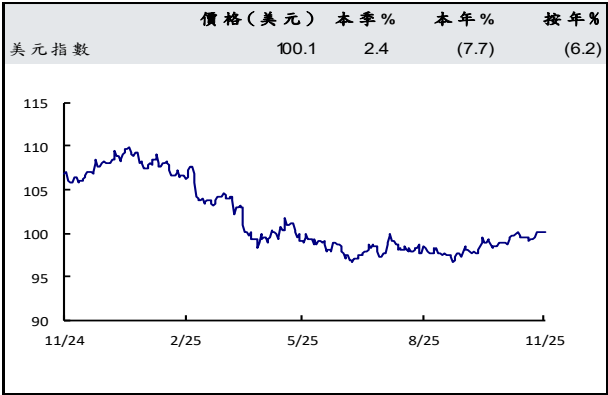
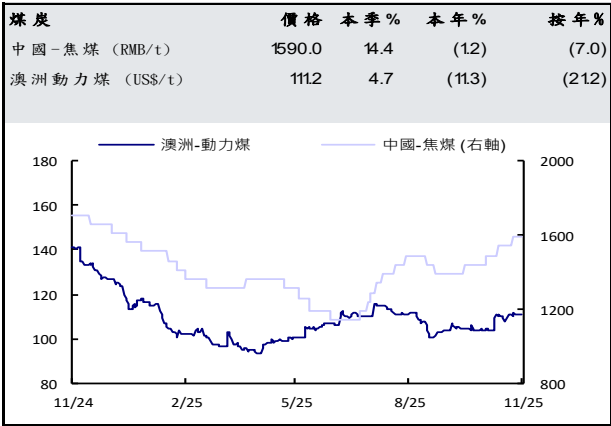
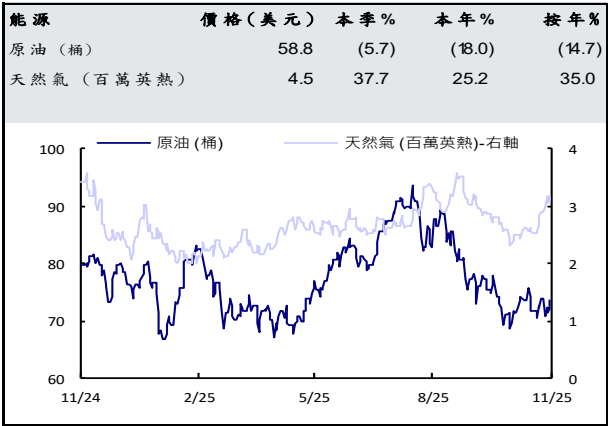
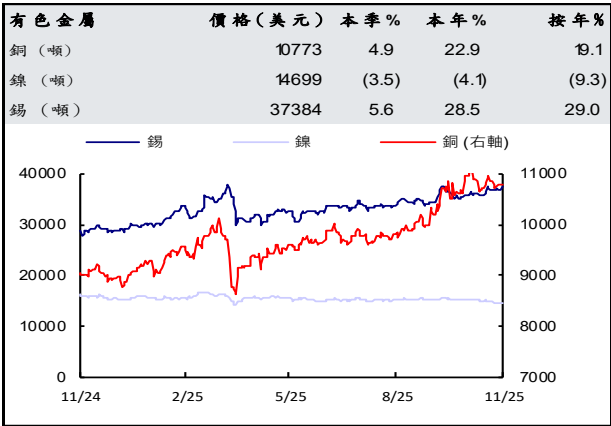
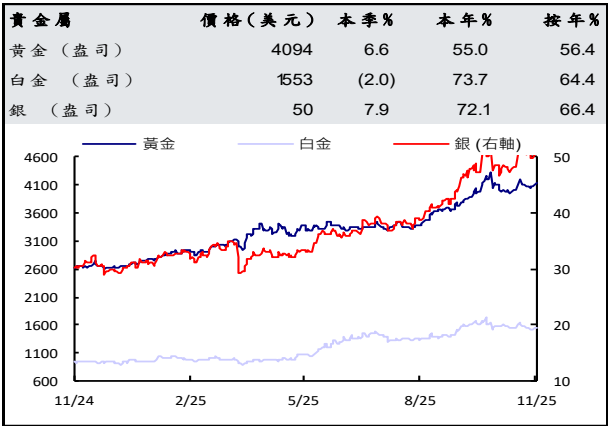


資料來源：公司數據，新華滙富

2025年第三季商業化加速：文遠知行的全球推廣在2025年第三季加快步伐。公司在阿布扎比獲得市級完全無人駕駛L4 Robotaxi商業許可，取消了安全員要求，實現了車隊單車經濟盈虧平衡，並登陸Uber平台。在沙地阿拉伯和比利時啟動公開營運，而蘇黎世則授予瑞士首個載客完全無人駕駛Robotaxi許可；在杜拜和新加坡的測試也取得進展。車隊規模增至1,600多輛，其中包括約750輛robotaxi。在廣州和北京的完全無人駕駛行程數較上季增長4至8倍，每輛robotaxi每日最高達23至25次行程。廣州的Robobus服務乘客量突破100萬人次，並贏得一份新的100輛車輛訂單。與博世共同開發的單階段端到端L2+先進駕駛輔助系統解決方案亦達到量產啟動階段，並進入大規模部署。

我們的觀點：2025年第三季業績確認了文遠知行的商業化拐點，Robotaxi收入加速增長並在海外市場取得商業成功。展望未來，公司正尋求增加其訂單量及乘車量，以抵銷龐大的研發支出並透過規模效應降低單位成本。儘管競爭格局仍顯分散，但已有明確的領導者（包括文遠知行和百度Apollo Go），我們對公司前景持正面看法，但其技術在新市場的適用性將決定其實現盈利的步伐。該股現時交易於11.2倍2026財年預測企業價值/收入。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
生產者物價指數	月		25年11月25日
商業庫存	月		25年11月25日
零售業銷售額	月		25年11月25日
消費者信心指數	月		25年11月25日
首次申請失業保險金人數	週		25年11月26日
耐久財訂單	月		25年11月26日
批發庫存	月		25年12月1日
新屋開工與營建許可	月		25年12月1日
新屋銷售	月		25年12月1日
採購經理人指數	月		25年12月1日
工廠訂單	月		25年12月1日
工業生產指數	月		25年12月3日
貿易收支	月		25年12月5日
個人收入與支出	月		25年12月5日
就業報告	月		25年12月16日
消費者物價指數	月		25年12月18日
成屋銷售量	月		25年12月19日
國內生產毛額	季		25年12月23日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年11月30日
外匯儲備	季		25年12月7日
貿易收支	月		25年12月8日
M2貨幣供應量	月		25年12月9日
生產者物價指數	月		25年12月10日
消費者物價指數	月		25年12月10日
零售業銷售額	月		25年12月15日
工業生產報告	月		25年12月15日
國內生產毛額	年		

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		25年11月25日
M2貨幣供應量	月		25年11月28日
零售業銷售額	月		25年12月1日
採購經理人指數	月		25年12月3日
外匯儲備	月		25年12月5日
生產價格	季		25年12月15日
工業生產報告	季		25年12月15日
失業率報告	月		25年12月16日
消費者物價指數	月		25年12月22日
國內生產毛額	季		26年1月30日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員	電郵	電話
王學宏 (Howard Wong)	Howard.wong@sunwahkingsway.com	(852)22837307
劉恩妍 (Ensley Liu)	Ensley.liu@sunwahkingsway.com	(852)22837618

[illegible]

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam