新華滙富

香港及中國市場日報 2025年11月25日

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)

單位:人[産品 民幣 千			服務收力		總收	八	——同	比增長	
200,000										200%
										150%
150,000										100%
										50%
100,000										0%
										-50%
50,000										-100%
										-150%
	2022	4022	1024	2024	2024	4024	1025	2025	2025	-200%
	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	

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%
追深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 품 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%
the management of the first		0.407	

7,959 23.239

16.7%

0.6%

商品價格		收市	毎日升跌	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%
鉑價	(美元/盎司)	1,553	2.1%	70.6%
鉾價	(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	
黄豆	(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%

德國法蘭克福指數

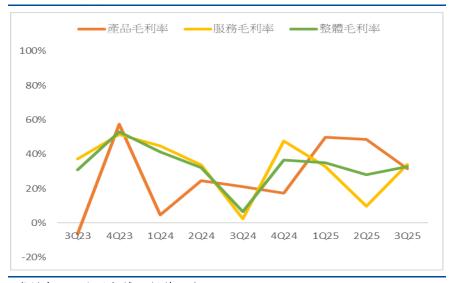
医单						
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	156.9	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	20.2	10.4	0.9
歐羅	1.2	9.0		180.8	1.1	8.2
日元	0.0	5.0	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.6	1.1	194.1		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.1	0.1	

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%

SUNWAH KINGSWAY

新華滙富

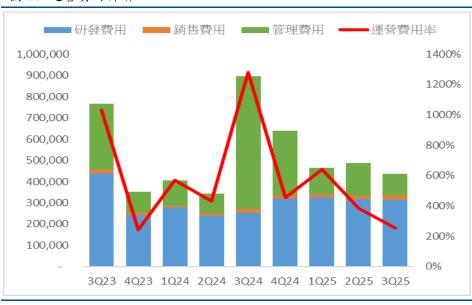
圖 2: 毛利率拆解



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。

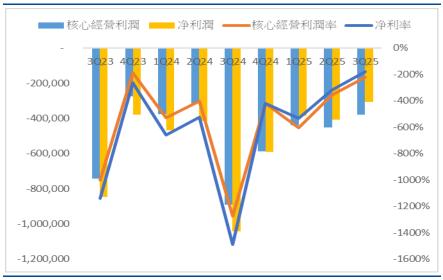
圖 3: 運營費用拆解



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)

按年%

19.1

(9.3)

29.0

11000

10000

9000

8000

7000

按年》

(7.0)

(21.2)

2000

1600

1200

800

按年%

(2.0)

11/25

11/25

(2.7)

8/25

11/25

(1.2)

(11.3)

22.9

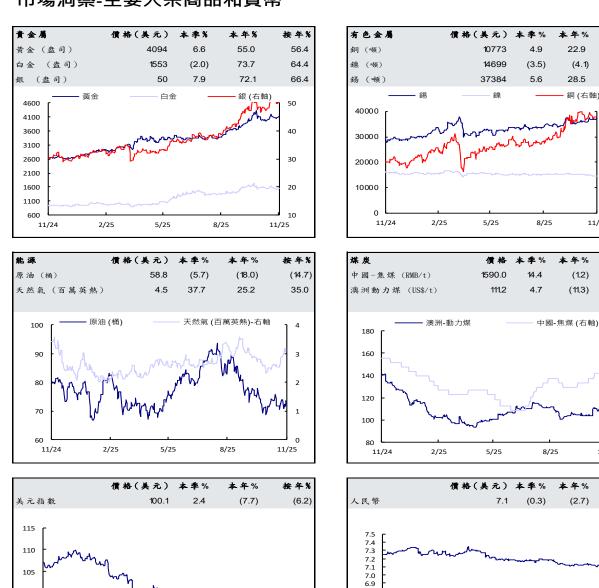
(4.1)

銅 (右軸)

28.5



市場洞察-主要大宗商品和貨幣



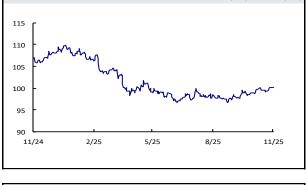
6.8 6.7

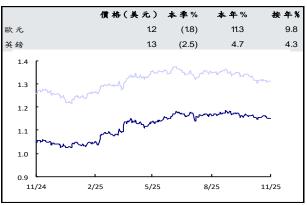
6.6

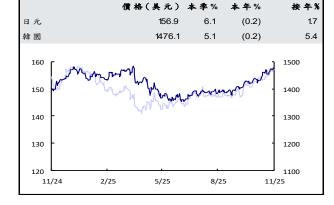
6.5 6.3

11/24

2/25







5/25

資料來源:彭博



新華滙富

美國經濟發布表

lle last ess es	the ab	sha etr sin	本北八件口抽
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 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)

電郵Howard.wong@sunwahkingsway.com
Ensley.liu@sunwahkingsway.com

(852)22837307 (852)22837618



新華滙富

:市法團名稱	大股東名稱	買入/賣出或涉及的股份數目	每股的平均侧
海百心安生物技術股份有限公司 - B - H股	Wang Philip Li	10,000(L)	HKD 6.1200
海百心安生物技術股份有限公司 - B - H股	Winning Pow erful Limited	10,000(L)	HKD 6.1200
川科倫博泰生物醫藥股份有限公司 - B - H股	刘革新	30,300(L)	HKD 432.7900
科倫博泰生物醫藥股份有限公司 - B - H股	成都科伦晶川科技有限公司	756,000(L)	HKD 431.5900
科倫博泰生物醫藥股份有限公司 - B - H股	葛均友	1,143(L)	HKD 432.8600
藥集團有限公司	蔡東晨	14,866,000(L)	HKD 7.4608
師幫股份有限公司	陳飛	150,000(L)	HKD 6.7500
每百心安生物技術股份有限公司 - B - H股	Wang Philip Li	10,000(L)	HKD 6.6200
每百心安生物技術股份有限公司 - B - H股	Winning Pow erful Limited	10,000(L)	HKD 6.6200
國民生銀行股份有限公司 - H股	Central Huijin Investment Ltd.	9,505,000(L)	HKD 4.2474
國民生銀行股份有限公司 - H股	China Great Wall AMC (International) Holdings Company Limited	9,505,000(L)	HKD 4.2474
	, , , ,		
國民生銀行股份有限公司 - H股	China Great Wall Asset Management Co., Ltd. 中国长城资产管理股份和		HKD 4.2474
科倫博泰生物醫藥股份有限公司 - B - H股	刘革新	63,600(L)	HKD 439.980
科倫博泰生物醫藥股份有限公司 - B - H股	葛均友	2,386(L)	HKD 439.870
想雲控股有限公司	Many Idea Qushuo Limited	88,000(L)	HKD 0.5050
想要控股有限公司	刘建辉	88,000(L)	HKD 0.5050
想雲控股有限公司	曲硕	88,000(L)	HKD 0.5050
東晶科電子股份有限公司 - H股		80,000(L)	HKD 2.8700
日企業有限公司	楊振鑫	40,000(L)	HKD 1.3500
和國際控股有限公司	Prize Investment Limited	32,000,000(L)	HKD 0.2110
1國際控股有限公司 11國際控股有限公司			
	許有獎	32,000,000(L)	HKD 0.2110
口國際控股有限公司	許麗萍	32,000,000(L)	HKD 0.2110
空華文控股有限公司	田明	21,200(L)	HKD 1.1559
空華文控股有限公司	金磊	21,200(L)	HKD 1.1559
· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·	蔡東晨	30,000,000(L)	HKD 7.3791
有限公司	Brocade Creation Investment Limited	49,600(L)	HKD 7.5427
卡有限公司	Creative Brocade International Limited	49,600(L)	HKD 7.5427
卡有限公司	刘颖麒	49,600(L)	HKD 7.5427
≒有限公司	罗海鹰	49,600(L)	HKD 7.5427
2鐘錶珠寶有限公司	Albert Yeung Watch & Jew ellery Group Holdings Limited	7,270,000(L)	HKD 0.2686
2鐘錶珠寶有限公司	Emperor Watch & Jew ellery Group Holdings Limited	7,270,000(L)	HKD 0.2686
是鐘錶珠寶有限公司	Primafides (Suisse) S.A.	7,270,000(L)	HKD 0.2686
	,		
皇鐘錶珠寶有限公司	楊受成	7,270,000(L)	HKD 0.2686
2 鐘錶珠寶有限公司	楊諾思	270,000(L)	HKD 0.2700
皇鐘錶珠寶有限公司	陸小曼	7,270,000(L)	HKD 0.2686
見傳媒有限公司	CASE BLUE LIMITED		HKD 0.1100
		29,000,000(L)	
見傳媒有限公司	CASE HOLDINGS GROUP LIMITED	29,000,000(L)	HKD 0.1100
見傳媒有限公司	杨威	29,000,000(L)	HKD 0.1100
石藥業有限公司 - B	HUA YUAN INTERNATIONAL LIMITED	30,487,500(L)	HKD 1.6400
石藥業有限公司 - B	KT International Investment Limited	150,000(L)	HKD 2.0200
		. , ,	
石藥業有限公司 - B	Tong Youzhi	150,000(L)	HKD 2.0200
石藥業有限公司 - B	中新苏州工业园区创业投资有限公司	30,487,500(L)	HKD 1.6400
石藥業有限公司 - B	苏州元禾控股股份有限公司	30,487,500(L)	HKD 1.6400
石藥業有限公司 - B	苏州工业园区管理委员会	30,487,500(L)	HKD 1.6400
石藥業有限公司 - B		, , , ,	
1業未分限ムリ・D	苏州工业园区经济发展有限公司	30,487,500(L)	HKD 1.6400
	T. Control of the Con		

資料來源:香港交易所

SUNWAH KINGSWAY 新華滙富

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,在未得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 SunwahTower,MezzanineFloor 115NguyenHue District1 HoChiMinhCity Vietnam