

今日焦點：

► 中國Robotaxi行業——邁向商業化拐點

自動駕駛技術已接近實際商業應用。關鍵組件成本下降、車規級計算能力提升，以及車路協同系統的改善，意味著L3/L4級別的自動駕駛車輛現已能在限定區域內安全可靠地運行。目前，預計一輛配備L4系統的車輛（包括感測器及改裝）總成本約為20萬至30萬元人民幣。根據Frost & Sullivan的預測，全球自動駕駛市場規模預計將以91%的年複合增長率，從2024年約310億美元（約2,190億元人民幣）擴張至2030年的1.55兆美元（約11兆元人民幣），其中L4及以上級別預計年複合增長率達85%，從約10億美元（約70億元人民幣）增至約1,460億美元（約1兆元人民幣）。預計L4級別Robotaxi將從試點運營逐步發展成為類似基礎設施的資產，其經濟模型在下一階段有望趨近甚至超越傳統計程車。

圖 1：L4 級自动驾驶：核心业务及财务指标对比（文远知行 vs 小马智行）

| 人民幣 | 文遠知行 (WeRide, 800 HK) | 小馬智行 (Pony Ai, 2026 HK) |
|----------|-----------------------------|--|
| L4車隊 | 1600+輛 (其中無人計程車 750 輛) | 961輛車輛，當中 667 輛為「Gen-7」型號 (物料清單成本降低 70%) |
| 中國境內運營城市 | 北京、廣州、香港 | 北京、上海、廣州、深圳 |
| 海外運營城市 | 美國、阿聯酋、沙烏地阿拉伯、新加坡、法國、比利時、瑞士 | 卡達、新加坡、盧森堡、南韓 |
| 產品線 | 無人計程車、無人巴士、無人貨車、無人掃地車 | 無人計程車、長途無人卡車 |
| 營收 | 1.71 億元 | 1.811 億元 |
| 年增率 | 144% | 72% |
| 毛利 | 5630 萬元 | 3320 萬元 |
| 毛利率 | 33% | 18% |

資料來源：公司數據，新華滙富研究

WeRide (800 HK，港元23.94元，市值233億港元)：全球自動駕駛及Robotaxi領導者

WeRide是一家全球L4級自動駕駛公司，專注於城市出行及公共服務領域。其提供一站式L4解決方案，涵蓋Robotaxi、自動駕駛巴士、自動駕駛貨車及自動駕駛清掃車。公司通常向公共及私營車隊運營商銷售整合全套軟體及雲端系統的車輛，並簽訂多年期合約，負責車隊的運營與維護。目前，其收入來源包括一次性系統銷售、持續性運營與技術服務費、自營及平臺式Robotaxi車費、按公里或按次收費及與使用量掛鉤的車費收入分成，此外還有來自與車廠合作的ADAS及研發服務收入。其通用技術平臺「WeRide One」提供統一的軟體及高效能計算架構，使多種車型共享相同的L4基礎，整合感測器、計算硬體、自動駕駛軟體及雲端基礎設施。

| 香港及中國市場指數 | 收市 | 每日升跌 | 今年累升 |
|-----------|--------|-------|-------|
| 恒生指數 | 25,530 | -0.0% | 27.3% |
| 中資企業指數 | 8,934 | -0.2% | 22.6% |
| 紅籌指數 | 4,102 | -0.4% | 8.5% |
| 滬深300指數 | 4,552 | -0.9% | 15.7% |
| 上海A股 | 4,061 | -0.7% | -7.0% |
| 上海B股 | 248 | -0.0% | -7.0% |
| 深圳A股 | 2,570 | -1.4% | 25.6% |
| 深圳B股 | 1,266 | -0.8% | 4.4% |

| 主要市場指數 | 收市 | 每日升跌 | 今年累升 |
|----------|--------|-------|-------|
| 美國道指 | 48,704 | 1.3% | 14.5% |
| 標普500 | 6,901 | 0.2% | 17.3% |
| 美國納斯達克指數 | 23,583 | -0.3% | 22.2% |
| 日經平均指數 | 50,849 | 1.4% | 27.5% |
| 英國富時指數 | 9,703 | 0.5% | 18.7% |
| 法國證商公會指數 | 8,085 | 0.8% | 9.6% |
| 德國法蘭克福指數 | 24,294 | 0.7% | 22.0% |

| 商品價格 | 收市 | 每日升跌 | 今年累升 |
|-------------|--------|-------|--------|
| 金價 (美元/盎司) | 4,280 | 1.2% | 62.9% |
| 銅價 (美元/盎司) | 2,565 | 4.8% | 43.6% |
| 銀價 (美元/盎司) | 63 | 2.8% | 118.8% |
| 原油 (美元/桶) | 57 | -1.5% | -19.3% |
| 銅價 (美元/盎司) | 11,872 | 3.4% | 35.4% |
| 鋁價 (美元/盎司) | 2,900 | 1.5% | 13.7% |
| 鎳價 (美元/盎司) | 1,699 | 2.6% | 86.9% |
| 鉻價 (美元/盎司) | 3,203 | 3.7% | 7.6% |
| 小麥 (美分/蒲式耳) | 534 | -0.3% | -3.1% |
| 玉米 (美分/蒲式耳) | 446 | -0.3% | -1.9% |
| 糖 (美分/磅) | N/A | N/A | N/A |
| 黃豆 (美分/蒲式耳) | 1,102 | 0.4% | 6.6% |
| PVC (美元/噸) | N/A | N/A | -18.9% |
| CRB 指數 | 300 | 0.4% | 3.0% |
| BDI | | | 143.7% |

| 匯率 | 美元 | 港元 | 歐羅 | 日元 | 瑞郎 | 人民幣 |
|-----|-----|-----|-----|-------|------|-----|
| 美元 | | 7.8 | 0.9 | 155.6 | 0.8 | 7.1 |
| 港元 | 0.1 | | 0.1 | 20.0 | 10.2 | 0.9 |
| 歐羅 | 1.2 | 9.1 | | 182.7 | 1.1 | 8.3 |
| 日元 | 0.0 | 5.0 | 0.5 | | 0.5 | 0.0 |
| 瑞郎 | 1.3 | 9.8 | 1.1 | 195.6 | | 8.9 |
| 人民幣 | 0.1 | 1.1 | 0.1 | 22.0 | 0.1 | |

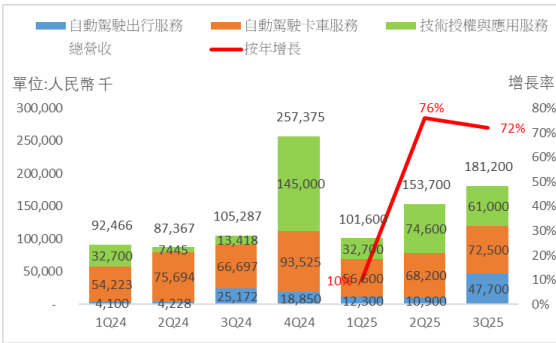
| 市場情緒 | 目前 | 5日升跌 |
|----------------|-----|-------|
| 信貸違約掉期 - 美元五年期 | | |
| 希臘 | N/A | N/A |
| 愛爾蘭 | 83 | -2.4% |
| 義大利 | 139 | -0.6% |
| 葡萄牙 | 207 | -0.0% |
| 西班牙 | 108 | 0.3% |
| 波動率指數 | 14 | -5.9% |

Pony AI（小馬智行，2026 HK，港元114.3元，市值403億港元）：L4 Robotaxi及自動駕駛卡車商業化先驅

Pony AI專注於以其自主研發的「虛擬司機」為核心的L4自動駕駛技術，擁有兩大業務線：城市Robotaxi及長途自動駕駛卡車。其商業模式結合服務與技術收入，通過自營及合作夥伴車隊，從Robotaxi獲取乘客車費，並從自動駕駛卡車業務收取貨運費。公司亦提供自動駕駛工程解決方案及自動駕駛域控制器（ADC），以及一次性系統/車輛銷售與維護費。戰略上，公司正轉向輕資產模式，由第三方車隊擁有並維護車輛，而Pony AI則專注於「虛擬司機」技術棧及日常運營。此模式可提升資本效率，但亦增加了Pony AI對合作夥伴車隊管理能力的依賴。

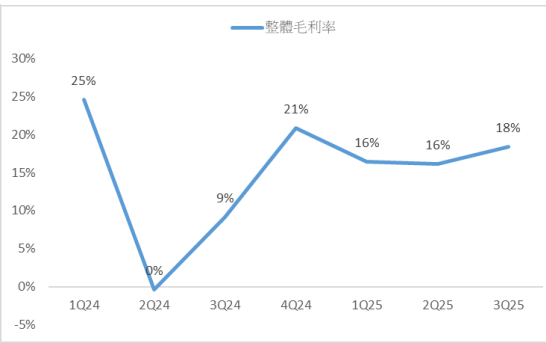
2025年第三季度，Pony.ai錄得收入1.811億元人民幣（按年增長72.0%），其中自動駕駛出行服務貢獻4,770萬元人民幣（按年增長89.5%，車費收入增長超過200%），自動駕駛卡車服務貢獻7,250萬元人民幣（按年增長8.7%），許可及應用收入為6,100萬元人民幣（按年增長354.6%，主要受ADC需求帶動）。毛利率改善至18.4%（去年同期為9.2%），且在廣州，其第七代Robotaxi車隊已實現城市層面單車盈利，平均每車每日約完成23次行程。

圖 2：收入及按年增長（人民幣 千）



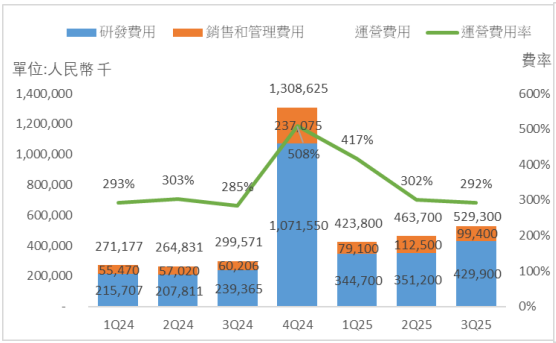
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：毛利率拆解



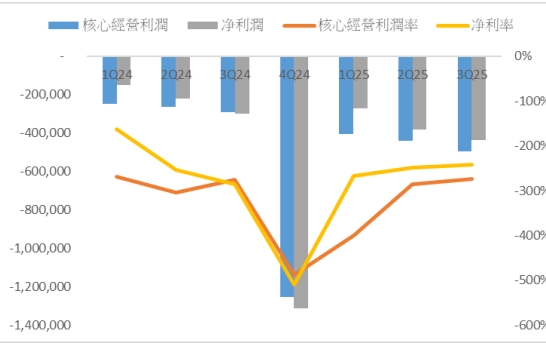
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：運營費用拆解（人民幣 千）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 5：盈利拆解

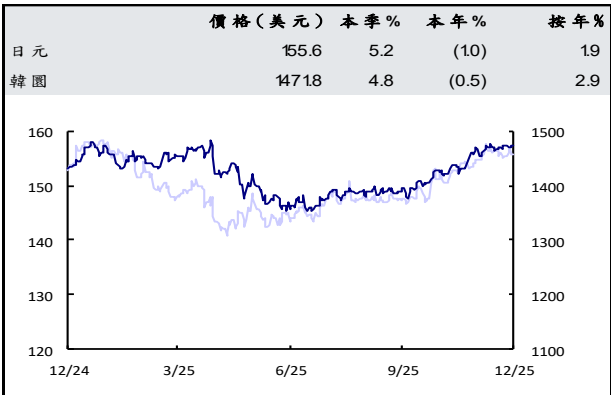
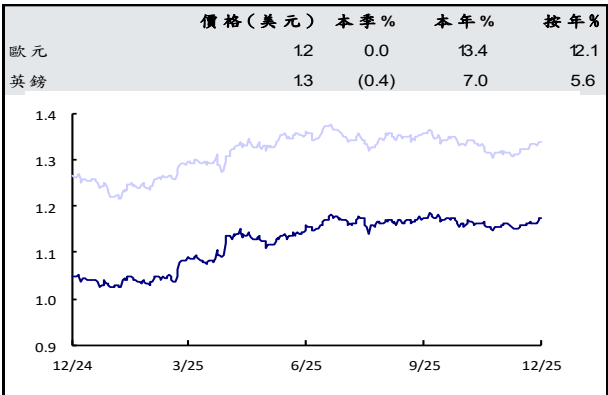
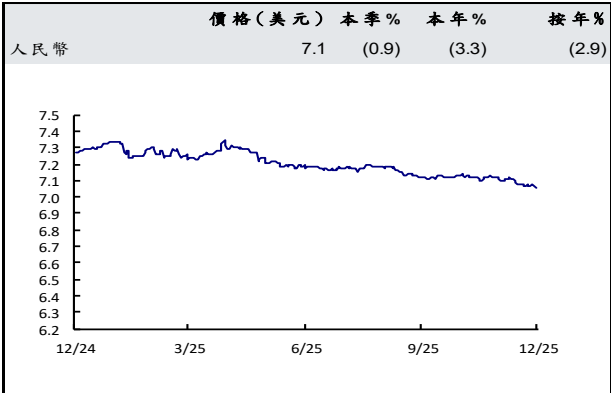
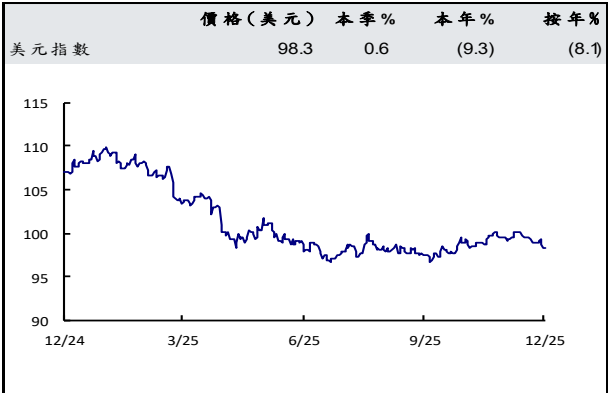
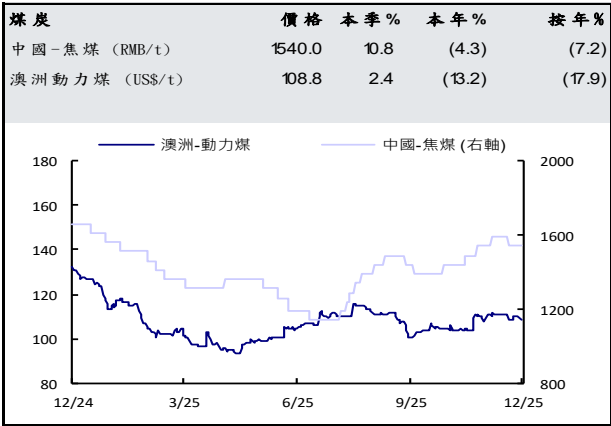
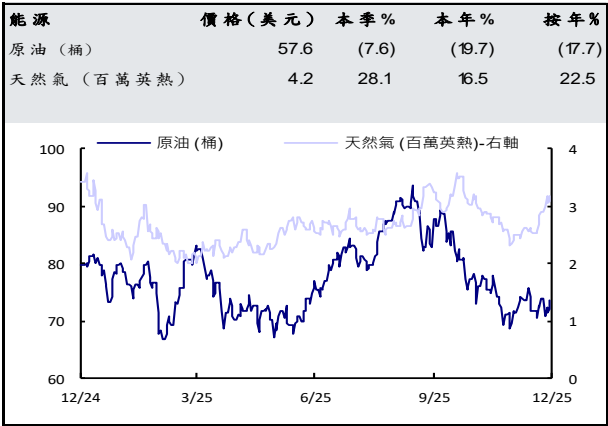
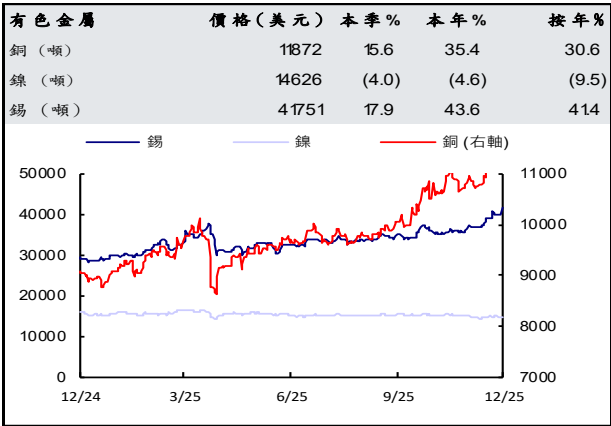
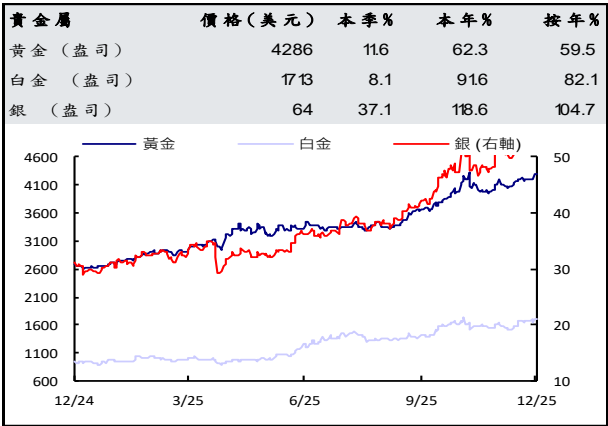


資料來源：公司數據，新華滙富研究

我們的觀點：我們相信L4 Robotaxi將憑藉不斷改善的經濟效益迎來結構性增長，這得益於政策支持、技術快速進步以及規模化帶來的成本攤薄。未來三年，車輛總成本預計將進一步降低30 - 40%。根據部分行業估算，在基礎情境下（平均車費25元人民幣、每車每日17次行程、車輛成本20萬元人民幣分四年攤銷），扣除營運開支後利潤率可達20%。據此，預計Robotaxi每公里成本將於2026年與傳統計程車持平，並於2030年降至約每公里1元人民幣（約為人力駕駛成本的45%），這支持了Pony AI關於行業可在五年內實現盈利的看法。

預計關鍵成本項，包括充電、維護及保險，將從目前佔單車成本的48%上升至2030年的約55%。然而，安全操作員與車輛的配置比例預計將從目前的1:3降至1:10，從而節省更多勞動力成本。展望未來，Robotaxi的成功將取決於：（1）車隊規模增長；（2）單車經濟效益（使用率、每公里成本）及（3）自我造血實現增長的能力。一旦每公里成本低於傳統計程車，預計將刺激更多獨立車隊參與，並在Pony AI的輕資產模式下為其帶來結構性需求。儘管部分損失可透過保險覆蓋，但潛在事故風險因其可能引發的監管、聲譽及財務影響，仍需密切關注。該公司目前交易對應2026財年預測企業價值對收入比率為52倍。（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 |
|-------------|----|-----|-----------|
| 貿易收支 | 月 | | 25年12月11日 |
| 首次申請失業保險金人數 | 週 | | 25年12月11日 |
| 批發庫存 | 月 | | 25年12月11日 |
| 新屋開工與營建許可 | 月 | | 25年12月15日 |
| 新屋銷售 | 月 | | 25年12月15日 |
| 商業庫存 | 月 | | 25年12月16日 |
| 零售業銷售額 | 月 | | 25年12月16日 |
| 就業報告 | 月 | | 25年12月16日 |
| 成屋銷售量 | 月 | | 25年12月19日 |
| 工業生產指數 | 月 | | 25年12月23日 |
| 耐久財訂單 | 月 | | 25年12月23日 |
| 消費者信心指數 | 月 | | 25年12月23日 |
| 國內生產毛額 | 季 | | 25年12月23日 |
| 工廠訂單 | 月 | | 26年1月1日 |
| 個人收入與支出 | 月 | | 26年1月2日 |
| 採購經理人指數 | 月 | | 26年1月5日 |
| 消費者物價指數 | 月 | | 26年1月13日 |
| 生產者物價指數 | 月 | | 26年1月14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 |
|---------|----|-----|-----------|
| M2貨幣供應量 | 月 | | 25年12月12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 |
| 採購經理人指數 | 月 | | 25年12月31日 |
| 外匯儲備 | 季 | | 26年1月7日 |
| 貿易收支 | 月 | | 26年1月14日 |
| 生產者物價指數 | 月 | | |
| 消費者物價指數 | 月 | | |
| 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 |
|---------|----|-----|-----------|
| 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 |
| 貿易收支 | 月 | | 25年12月29日 |
| M2貨幣供應量 | 月 | | 25年12月31日 |
| 零售業銷售額 | 月 | | 26年1月2日 |
| 採購經理人指數 | 月 | | 26年1月6日 |
| 外匯儲備 | 月 | | 26年1月7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 |

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