

## 今日焦點:

### ▶ 小馬智行 (2026 HK, 港幣74.20元, 市值320億港元) : 強勁的無人駕駛的士需求, 印證可持續商業化模式

小馬智行公佈的2026年首季業績表現穩健, 無人駕駛的士業務受終端市場強勁需求帶動, 在多個核心城市實現了正向單位經濟效益 (UE), 彰顯自動駕駛出行技術的商業化能力。此外, 物料清單 (BOM) 成本下降將進一步提升每輛車的盈利能力, 我們對公司的長遠前景保持樂觀。

受無人駕駛的士及智能解決方案帶動: 2026年首季總收入為人民幣2.36億元 (按年增長145%), 其中:

1. 無人駕駛的士 (Robotaxi) 收入為人民幣5,910萬元 (按年增長395%, 按季增長27%, 佔總收入25%)。乘客車費收入按年大增4.6倍, 確認實際用戶付費需求強勁。目前, 公司全球車隊規模已超過1,700輛, 部署於中國、卡塔爾、新加坡、克羅地亞及南韓等9個國家。公司在北京、上海、廣州及深圳等主要城市均處於領先地位, 並已與如祺出行 (OnTime) 及Verne建立合作夥伴關係, 透過聯合車隊模式進入更多中國城市。

展望未來, 管理層已將2026年全年無人駕駛的士車隊規模目標由3,000輛上調至3,500輛, 收入增長目標由按年增長3倍上調至3.5倍以上, 並目標在全球超過20個城市營運。此外, 預計2027年款無人駕駛的士的整車物料清單 (BOM) 將不低於人民幣23萬元, 為車隊快速擴張提供有力支持。

2. 無人駕駛貨車 (Robotruck) 收入為人民幣7,030萬元 (按年增長31%, 按季下跌23%, 佔總收入30%)。車隊規模擴大及中國外運 (Sinotrans) 的貨運量增加是增長主因; 按季下跌則受物流淡季影響。公司的Gen4貨車計劃於2026年下半年量產。L4級自動輕型貨車已於4月推出, 專注於城市物流場景。藉著與無人駕駛的士共享相同的軟件堆棧及營運基建, 該輕型貨車預計比有人駕駛車隊降低約50%的營運成本。

3. 智能解決方案 (Intelligent Solutions) 收入為人民幣1.07億元 (按年增長246.5%, 按季增長63%, 佔總收入45%)。受惠於「Atom ADC」產品的強勁需求 (出貨量按年增長超過5倍), 該方案廣泛應用於低速配送、街道清掃車、物流及人形機械人。這標誌著小馬智行能夠利用其L4技術及軟硬件整合能力, 將自動駕駛能力包裝為標準化的ADC對外銷售, 從而成為自動駕駛硬件及解決方案的供應商。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	24,961	-1.2%	-2.6%
中資企業指數	8,436	-0.8%	-5.4%
紅籌指數	4,353	-1.5%	8.4%
滬深300指數	4,816	-1.8%	4.0%
上海A股	4,224	-0.7%	8.2%
上海B股	274	-1.3%	8.2%
深圳A股	2,892	-1.3%	9.2%
深圳B股	1,131	0.1%	-10.5%

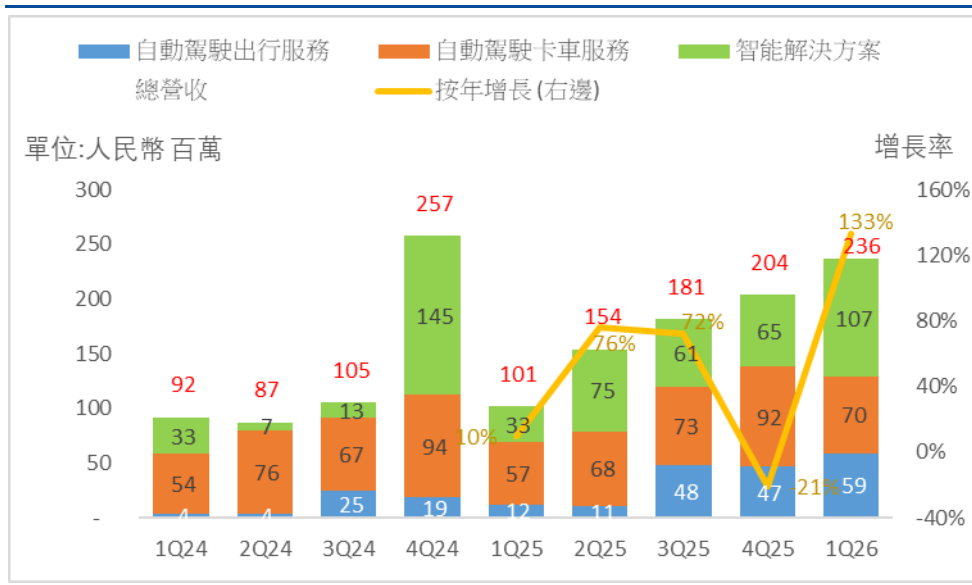
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	50,866	-1.3%	5.8%
標普500	7,383	-2.6%	7.9%
美國納斯達克指數	25,709	-4.2%	10.6%
日經平均指數	64,291	-3.4%	27.7%
英國富時指數	10,368	0.1%	4.4%
法國證商公會指數	8,218	-0.3%	0.8%
德國法蘭克福指數	24,759	-0.7%	1.1%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,328	-3.3%	0.6%
銅價 (美元/盎司)	3,298	-4.0%	29.7%
銀價 (美元/盎司)	67	-8.2%	-4.6%
原油 (美元/桶)	90	-2.7%	61.1%
鋁價 (美元/盎司)	13,519	-2.2%	8.8%
鎳價 (美元/盎司)	3,592	-3.0%	19.9%
鉍價 (美元/盎司)	1,780	-6.2%	-13.0%
鎘價 (美元/盎司)	3,530	-2.2%	13.2%
小麥 (美分/蒲式耳)	580	-0.3%	14.1%
玉米 (美分/蒲式耳)	446	-1.3%	-3.4%
糖 (美分/磅)	119	-0.1%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,121	-0.7%	4.3%
PVC (美元/噸)	4,783	-1.5%	58.3%
CRB 指數	376	-3.2%	3.0%
BDI		-4.6%	58.8%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	160.3	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.5	10.2	0.9
歐羅	1.2	9.0		184.7	1.1	7.8
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.8	1.1	201.4		8.5
人民幣	0.1	1.2	0.1	23.6	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	NA	NA
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	21	40.4%

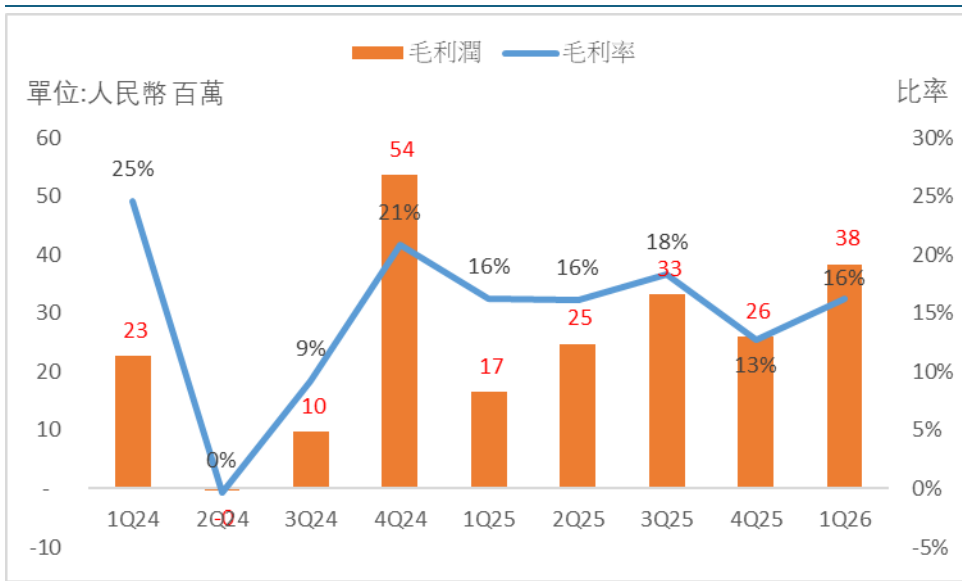
圖 1：收入及按年增長 (人民幣 百萬)



資料來源：公司數據，新華滙富研究

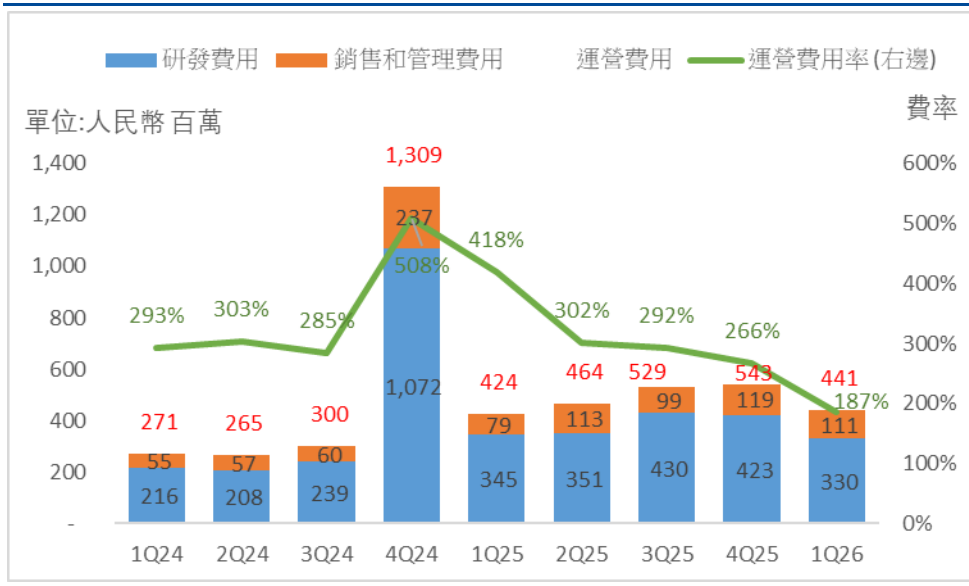
**毛利率穩定，核心虧損收窄：**整體毛利率維持穩定於16.2%。營運開支 (OPEX) 比率進一步改善至187% (相較2025年第四季的266%)，受惠於收入強勁擴張，儘管絕對營運開支仍維持在人民幣4億元以上。研發開支放緩至人民幣3.3億元，而銷售及行政開支 (SG&A) 因海外營運成本上升而保持平穩，約為人民幣1.11億元。核心經營虧損由2025年第四季的人民幣5.17億元收窄至人民幣4.02億元，但按年變動不大。核心經營利潤率持續錄得按季及按年改善，至-170%。期內淨虧損為人民幣3.69億元。截至2026年首季末，公司持有現金及投資總額達人民幣99億元，流動性充裕，足以支持戰略執行。

圖 2：毛利拆解(人民幣 百萬)



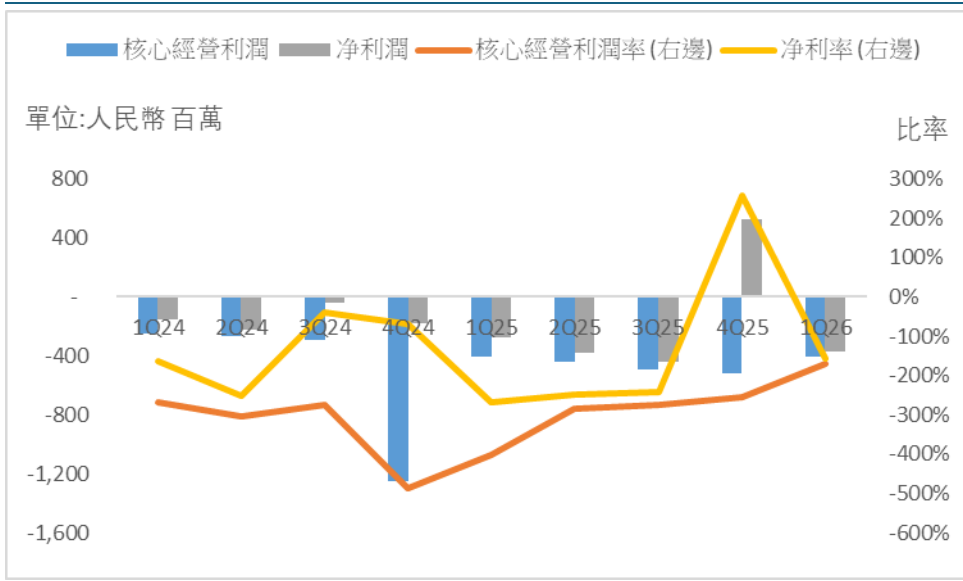
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：運營費用拆解 (人民幣 百萬)



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：盈利拆解 (人民幣 百萬)

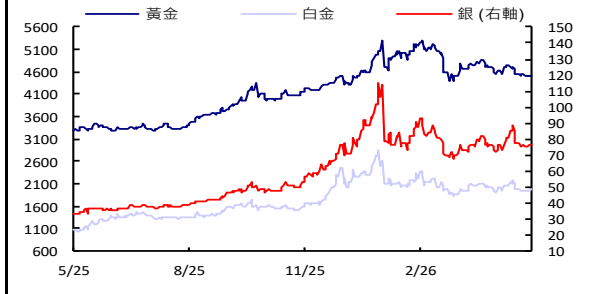


資料來源：公司數據，新華滙富研究

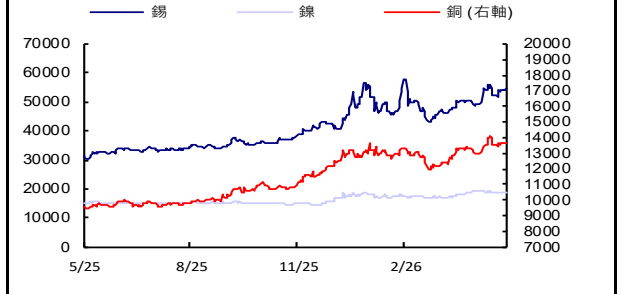
**我們的看法：**我們對小馬智行維持正面看法。公司是無人駕駛的士及L4自動駕駛領域的全球領導者。其無人駕駛的士收入快速增長及ADC出貨量提升，進一步驗證了其技術優勢及商業化能力。小馬智行已在多個核心城市（如廣州及深圳）實現正向單位經濟效益（UE），這是商業化的重要里程碑。成功的商業案例預期將吸引更多新合作夥伴（例如出行平台、車隊營運商）以及現有用戶加大投入。我們相信，小馬智行的L4技術是其核心競爭能力及行業領導地位的基礎。然而，隨着車隊規模擴大，控制成本至關重要。因此，公司計劃將其2027年國產機械人的士車型的整車物料清單（BOM）成本由目前（第七代）的人民幣31萬元下調25%至低於人民幣23萬元，這將進一步提升每輛車的盈利能力。雖然保險能分散部分營運風險，但潛在的安全事故仍須密切監察，因其可能帶來監管、聲譽及財務方面的影響。公司已於6月4日獲納入滬深港通。目前股價對應2026年預測企業價值倍數（EV/Revenue）為18倍。（研究部）

### 市場洞察-主要大宗商品和貨幣

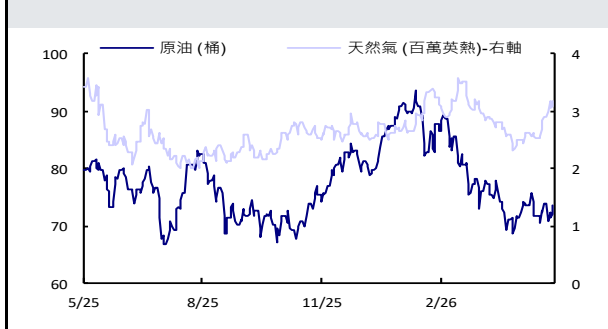
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4502	(3.1)	3.7	36.4
白金 (盎司)	1952	0.1	(4.1)	80.8
銀 (盎司)	76	18	8.1	130.2



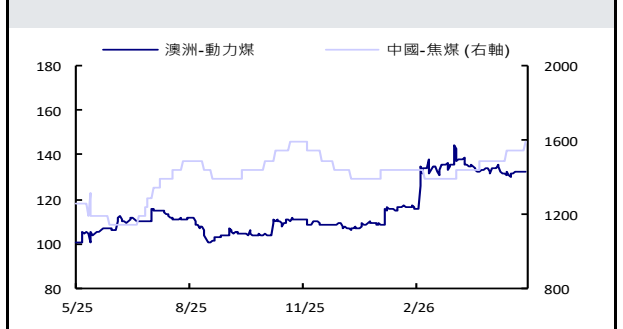
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13624	10.4	9.7	42.0
鎳 (噸)	18973	10.9	14.0	23.1
錫 (噸)	54746	17.1	35.0	68.0



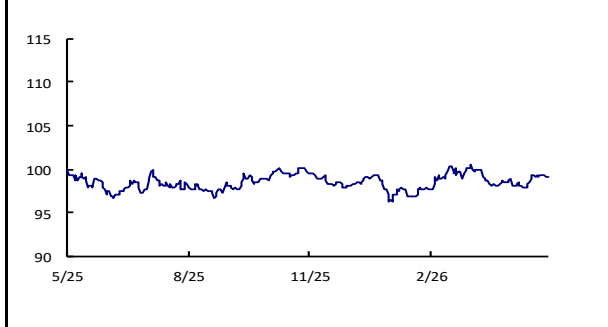
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	93.9	(7.4)	63.5	54.2
天然氣 (百萬英熱)	2.9	0.3	(215)	(14.8)



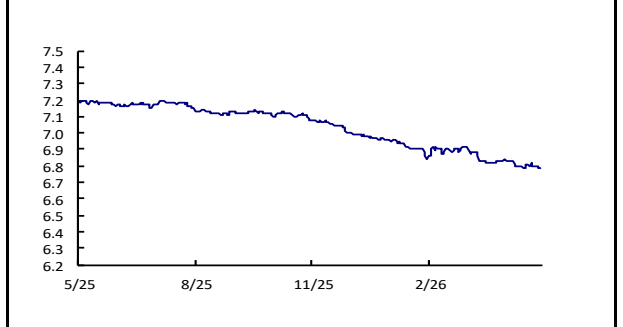
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1590.0	14.4	10.4	214
澳洲動力煤 (US\$/t)	132.6	(6.9)	23.3	314



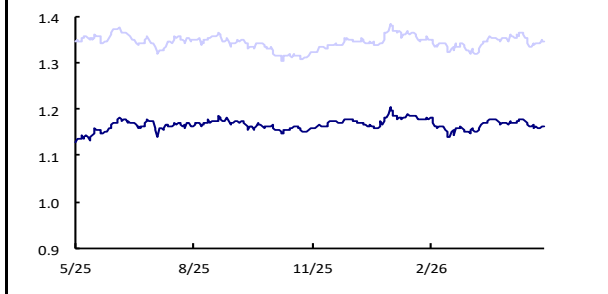
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.2	(0.8)	0.9	(0.4)



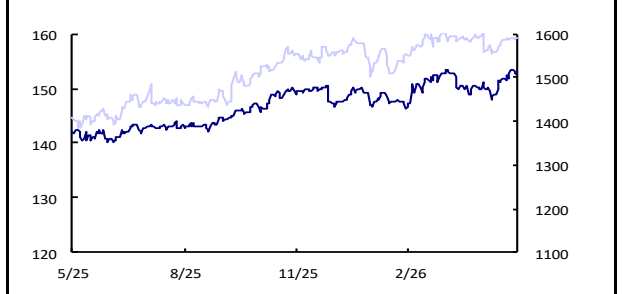
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(16)	(2.9)	(5.7)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	0.7	(10)	2.7
英鎊	1.3	17	(0.2)	(0.5)



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.3	0.4	1.7	10.4
韓圓	1508.0	(0.5)	4.4	9.6



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		26年6月11日
新屋開工與營建許可	月		26年6月16日
商業庫存	月		26年6月17日
新屋銷售	月		26年6月24日
消費者信心指數	月		26年6月30日
首次申請失業保險金人數	週		26年6月11日
國內生產毛額	季		26年6月25日
批發庫存	月		26年6月9日
工廠訂單	月		26年7月2日
成屋銷售量	月		26年6月9日
消費者物價指數	月		26年6月10日
工業生產指數	月		26年6月15日
採購經理人指數	月		26年7月1日
個人收入與支出	月		26年6月25日
耐久財訂單	月		26年6月25日
貿易收支	月		26年6月9日
就業報告	月		26年7月2日
零售業銷售額	月		26年6月17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		26年6月9日
貿易收支	月		26年6月9日
生產者物價指數	月		26年6月10日
消費者物價指數	月		26年6月10日
零售業銷售額	月		26年6月16日
工業生產報告	月		26年6月16日
採購經理人指數	月		26年6月30日
外匯儲備	季		26年7月7日
國內生產毛額	年		26年7月15日

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		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
失業率報告	月		26年6月16日
消費者物價指數	月		26年6月23日
貿易收支	月		26年6月25日
M2貨幣供應量	月		26年6月30日
零售業銷售額	月		26年7月2日
採購經理人指數	月		26年7月6日
外匯儲備	月		26年7月7日
國內生產毛額	季		26年7月31日
綜合利率	月		

滙富研究部

**分析員**

王學宏 (Howard Wong)  
李旭佳 (Alan Li)  
鄧雨欣 (Amelia Deng)

**電郵**

howard.wong@sunwahkingsway.com  
alan.li@sunwahkingsway.com  
amelia.deng@sunwahkingsway.com

**電話**

(852)22837307  
(852)22837306  
(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之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行者提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行者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，並可能作為該發行者之包銷商、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)可就任何發行者之證券、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者之董事或作為該等機構或發行者之董事會代表。

2026 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  
中國廣州市南沙區  
蕉西路130號3棟6樓601-5室  
郵編511455