

今日焦點:

▶ 中國Robotaxi - 部分城市第四季實現「單車」盈利

Robotaxi行業不再只是一個概念，在中國已進入大規模商業營運階段。受惠於硬件成本下降，以及因車隊規模龐大而改善的遠程操作員與車輛比例，部分大型市場已錄得盈利。在成本及技術優勢支持下，領先企業正拓展全球業務，證明該商業模式在商業規模上既可行且能盈利。

文遠知行 (800 HK, 港幣20.18元, 市值203億港元): 加速全球佈局

該公司Robotaxi業務於2025年第四季產生收入人民幣5,060萬元(按年增長66%)，約佔總收入16%。強勁增長受惠於車隊快速擴張。全球車隊規模達1,125輛，並計劃於2026年底前增至2,600輛。其中超過800輛將在廣州及北京投入營運。得益於與騰訊出行及高德地圖的平台整合，2025年第四季註冊用戶按年激增逾9倍。目前，平台每車日均訂單量為15宗，最高可達26宗。機械人的士的總擁有成本按年下降38%。展望未來，公司目標是將遠程輔助人員與車輛比例從現時的1:10提升至1:40，從而進一步降低總擁有成本。

中東是主要海外市場，目前在阿布扎比及杜拜透過與Uber的獨家合作夥伴關係營運超過200輛車。因此，文遠知行從Uber獲得每車每月100美元的補貼。作為回報，文遠知行將向Uber支付車費收入的21%。歐洲方面，仍在比利時、法國及西班牙等少數國家進行小規模測試階段。亞洲方面，正與Grab合作於新加坡提供機械人的士服務。

就盈利能力而言，國內每車虧損為人民幣2萬至3萬元，預計2026年將收窄至人民幣1.8萬元，並於2029年達至收支平衡。鑑於海外市場每單車費較高，公司預計海外業務將於2026年底前實現盈利。目前在中東，每單收入約為中國車費的兩倍。假設每車日均收入約人民幣800元，每年營運300天，則每車年收入約為人民幣24萬元，考慮到現時輔助人員與車輛比例不超過1:2，此為預期的收支平衡點。因此，目標於2026年底前將輔助人員與車輛比例提升至1:5，肯定會帶來盈利。

2025年第四季，總收入為人民幣3.14億元(按年增長123%，按季增長84%)。產品收入達人民幣2.11億元(按年增長309%，按季增長167%)，佔總收入67%，受Robotaxi及Robobus規模化交付所帶動。服務收入為人民幣1.03億元(按年增長15%，按季增長12%)，受智能數據服務、自動駕駛營運及技術支援服務所支持，部分被較低的ADAS研發服務收入所抵銷。整體毛利率因高利潤的ADAS研發服務銷售減少而按年從36%下降至28%。研發開支高達人民幣4.11億元，令營運開支升至人民幣6.55億元，導致核心淨虧損人民幣5.65億元。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,872	0.8%	0.9%
中資企業指數	8,671	0.8%	-2.7%
紅籌指數	4,332	0.9%	7.9%
港深300指數	4,701	1.2%	1.5%
上海A股	4,222	1.0%	5.0%
上海B股	266	0.5%	5.0%
深圳A股	2,829	1.4%	6.9%
深圳B股	1,200	0.3%	-5.1%

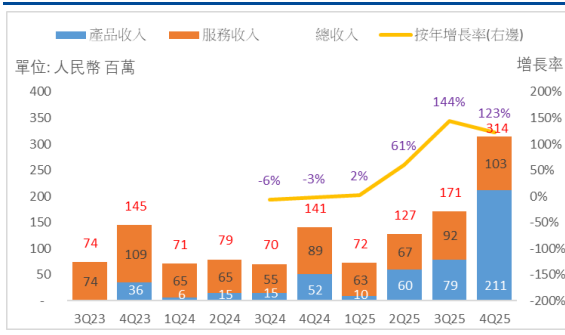
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	48,535	0.7%	1.0%
標普500	6,967	1.2%	1.8%
美國納斯達克指數	23,639	2.0%	1.7%
日經平均指數	58,556	1.2%	16.3%
英國富時指數	10,609	0.2%	6.8%
法國證券公會指數	8,327	1.1%	2.2%
德國法蘭克福指數	24,044	1.3%	-1.8%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,841	2.1%	11.8%
銅價 (美元/盎司)	3,010	1.3%	18.4%
銀價 (美元/盎司)	79	5.2%	10.9%
原油 (美元/桶)	91	-7.9%	57.3%
銅價 (美元/盎司)	13,284	3.4%	6.9%
鋁價 (美元/盎司)	3,563	1.8%	18.9%
鎳價 (美元/盎司)	2,106	1.6%	1.9%
鎘價 (美元/盎司)	3,342	0.3%	7.2%
小麥 (美分/蒲式耳)	592	1.7%	16.7%
玉米 (美分/蒲式耳)	452	0.3%	-0.1%
糖 (美分/磅)	107	-2.3%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,172	-0.4%	9.3%
PVC (美元/噸)	5,034	-0.8%	70.8%
CRB 指數	371	0.6%	3.0%
BDI			19.9%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	158.8	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.3	10.0	0.9
歐羅	1.2	9.2		187.3	1.1	8.0
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.0	1.1	203.3		8.7
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.3	0.1	

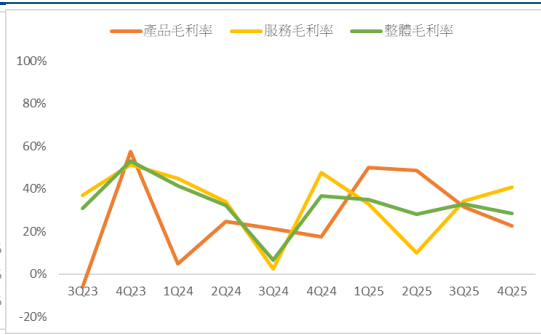
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	18	-28.8%

圖 1：收入及按年增長（人民幣 百萬）



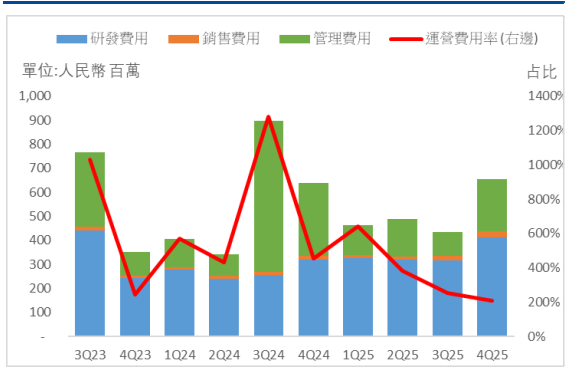
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 2：毛利率拆解



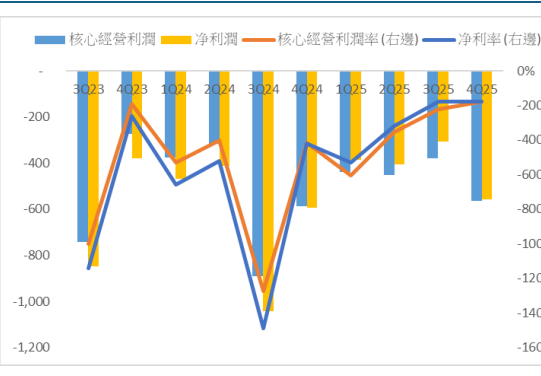
資料來源：公司數據，新華滙富研究

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

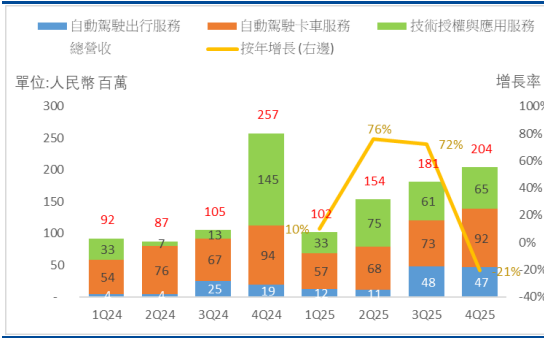
小馬智行 (2026 HK, 港幣78.60元, 市值340億港元)：L4先驅，搭載下一代模型及實現單車盈利

小馬智行的Robotaxi業務在北京、廣州、深圳及上海擁有超過1,400輛車。公司正拓展至國內的杭州、長沙，以及克羅地亞、新加坡等國際市場。在PonyWorld 2.0系統支持下，該系統具備自我迭代及強大的跨城市泛化能力，能在無需大量本地數據收集的情況下於複雜道路導航，支持更快速的地理擴張。公司目標是到2026年底覆蓋超過20個城市（50%為海外城市），並將車隊規模擴大至3,000輛以上。當中超過一半車隊將採用輕資產合作及收入分成模式，即車輛由合作夥伴擁有並負責部分當地營運，而小馬智行則提供核心自動駕駛技術。

每車成本主要包括六年硬件折舊及營運開支。目前遠程輔助人員與車輛比例為1:30，並將提升至1:50，意味著單位營運成本進一步降低。第七代Robotaxi在廣州及深圳於四個月內實現單車盈利。在深圳，錄得每車每日最高淨收入人民幣394元，每日每車25程。透過與豐田合作生產1,000輛自動駕駛車輛，並與微信出行整合，小馬智行的系統在複雜及惡劣條件下表現可靠，提升了用戶體驗及定價能力。其自動駕駛卡車業務共享機械人的士80%的技術堆疊，已將套件成本降低70%，並啟動了全無人駕駛港口營運，目標於2026年底前實現量產。

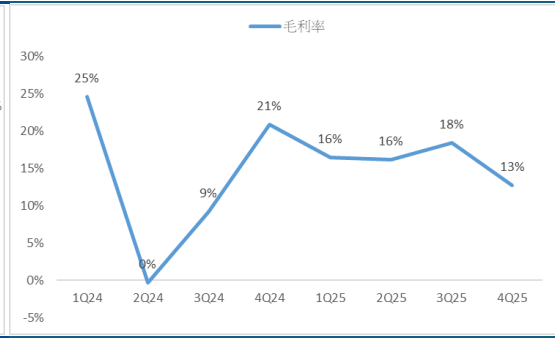
小馬智行2025年第四季Robotaxi收入達人民幣4,700萬元（按年增長147%，按季下跌2%），受惠於車隊規模擴大，車費收入增長逾5倍，約佔總收入23%。同時，Robotruck收入達人民幣9,200萬元（按年增長15%，按季增長12%），得益於與中國外運的合作。整體毛利率因較低利潤的機械人卡車業務收入佔比提升，而從2024年第四季的21%下降至13%。持續的研發投資達人民幣4.23億元，令總營運成本增至人民幣5.43億元，導致核心淨虧損人民幣5.17億元。報告的淨利潤人民幣5.28億元，主要源於對GPU開發商摩爾線程投資的公允價值收益。

圖 5：收入及按年增長（人民幣 百萬）



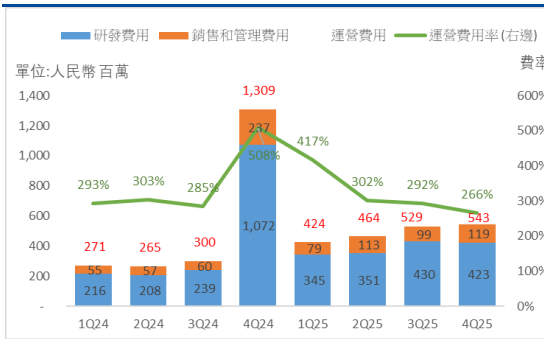
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 6：毛利率拆解



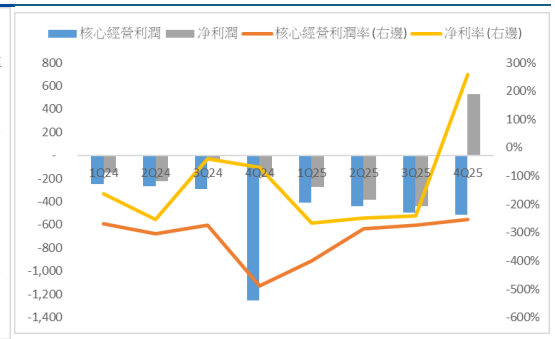
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 7：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 8：盈利拆解（人民幣 百萬）



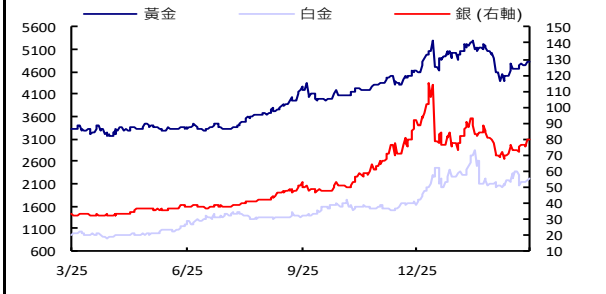
資料來源：公司數據，新華滙富研究

我們的觀點：在硬件成本下降及技術不斷進步下，領先的Robotaxi企業憑藉可規模化的車隊規模已實現單車盈利，證實該商業模式既可行且能盈利。展望未來，遠程輔助人員與車輛比例的進一步改善及硬件成本降低，很可能使業務更具盈利性。儘管目前每車年度保險費超過人民幣2萬元（近乎標準網約車的兩倍），但隨著技術成熟，預計保費亦將下降。

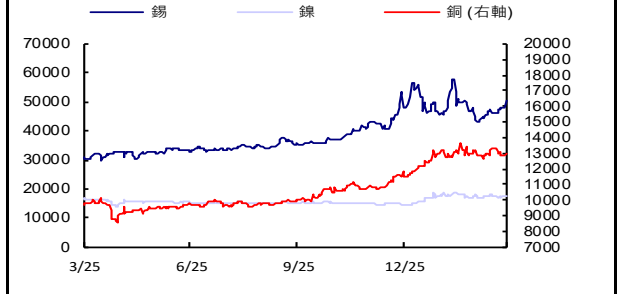
我們更看好行業中的小馬智行。其下一代自動駕駛系統具備更強的泛化能力及更快的部署效率，能夠在多個城市更快擴張。該系統可支援遠程操作員與車輛比例達1:30，遠高於行業平均水平，從而提升營運效率、降低單位成本，帶來更佳盈利能力。在與網約車平台及車隊營運商合作的輕資產框架支持下，公司能快速擴大車隊規模並加強收入增長。雖然保險可部分抵銷營運風險，但潛在的安全事故仍值得密切關注，因為可能帶來監管、聲譽及財務方面的影響。該公司2026年預測企業價值對收入比率為43倍。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

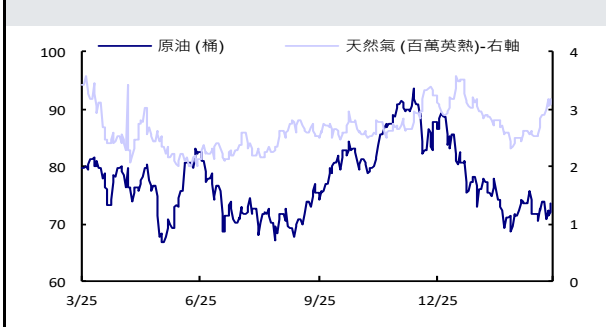
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4825	(0.1)	(0.7)	49.9
白金 (盎司)	2169	(2.3)	6.6	124.3
銀 (盎司)	80	0.0	3.7	146.3



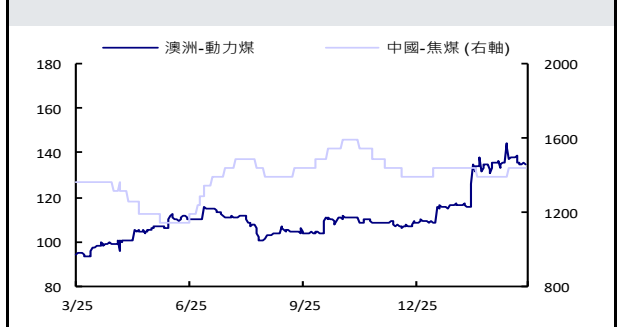
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12954	0.0	4.3	36.0
鎳 (噸)	17469	0.0	4.9	5.5
錫 (噸)	50331	0.0	8.3	62.1



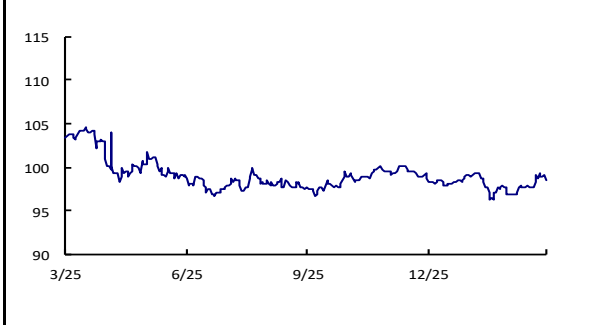
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	94.8	9.3	65.0	43.5
天然氣 (百萬英熱)	2.6	0.3	(25.9)	(21.9)



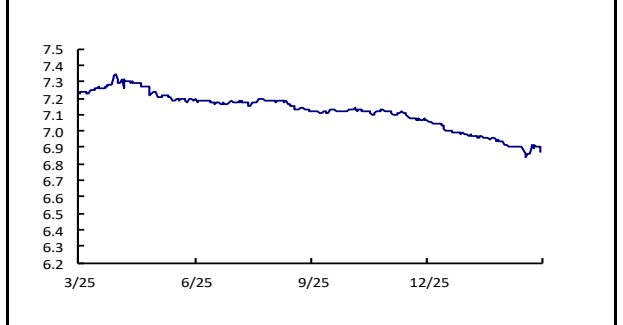
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1440.0	0.0	0.0	5.9
澳洲動力煤 (US\$/t)	135.0	0.0	16.3	41.3



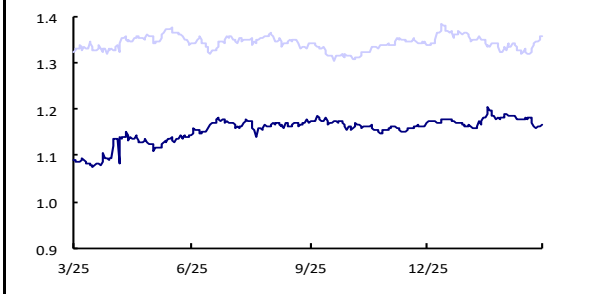
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.2	0.7	0.9	(4.5)



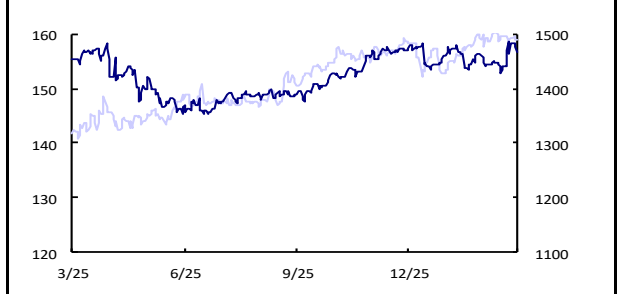
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	0.5	(12)	(4.9)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	12	(0.2)	(0.9)	7.4
英鎊	14	(0.0)	0.3	2.5



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	158.8	(0.0)	11	10.9
韓圓	1475.5	0.6	2.1	14



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4月14日
商業庫存	月		26年4月21日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
新屋銷售	月		26年5月5日
採購經理人指數	月		26年5月1日
個人收入與支出	月		26年4月30日
耐久財訂單	月		26年4月29日
工廠訂單	月		26年5月4日
首次申請失業保險金人數	週		26年4月16日
貿易收支	月		26年5月5日
批發庫存	月		26年4月29日
就業報告	月		26年5月8日
消費者物價指數	月		26年5月12日
零售業銷售額	月		26年4月21日
成屋銷售量	月		26年5月11日
工業生產指數	月		26年4月16日
國內生產毛額	季		26年4月30日
消費者信心指數	月		26年4月28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
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日
採購經理人指數	月		26年4月30日
外匯儲備	季		26年5月7日
M2貨幣供應量	月		26年5月9日
貿易收支	月		26年5月9日
生產者物價指數	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月11日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		26年4月23日
消費者物價指數	月		26年4月23日
貿易收支	月		26年4月28日
M2貨幣供應量	月		26年4月30日
國內生產毛額	季		26年5月5日
零售業銷售額	月		26年5月6日
採購經理人指數	月		26年5月6日
外匯儲備	月		26年5月7日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

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

電話

(852)22837307
(852)22837306

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。

滙富金融服務及/或其聯屬公司實益擁有文遠知行 - W (800.HK)之股票。

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