

广州 UE 转正打开规模化想象空间

华泰研究

2025年12月15日 | 美国

动态点评

计算机应用

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

25.00

小马智行 25Q3 业绩: 营收 2544 万美元, 同比+72%、环比+19%; 毛利 467 万美元, 毛利率 18%, 同比+9pcts、环比+2pcts; Non-GAAP 归母净亏损 5472 万美元, 24Q3/25Q2 为 4121/4589 万美元。受广州单车 UE 转正提振, 盘前股价最高涨超 11%。公司预计 26 年 Robotaxi 将扩至 3000 台, 当前 961 台, 第七代 667 台, 且单车 BOM 成本再下降约 20% 强化商业化复制基础。公司继西湖集团后再与阳光出行合作, 轻资产模式加速。目前, 小马已在中国、韩国、卢森堡、沙特、卡塔尔、新加坡等 8 国落地, 并与 Uber、Bolt (全球网约车平台)、微信、如祺、支付宝、高德等平台深度协同; 叠加港股上市补充关键资本燃料 (募资超 8 亿美元, 目前现金储备超 14 亿美元), 助力下阶段商业化扩张。考虑到同股不同权公司需满足上市 6 个月及其后 20 个港股交易日要求, 我们预计入通最早或在 6 月初。重申“买入”。

广州首次 UE 转正奠定 Robotaxi 商业化可行性拐点确立

25Q3 财报中最大亮点在于广州实现单车 UE 转正, 首次在真实城市运营环境下验证 Robotaxi 商业模式的可复制性。公司披露, 广州单车日均收入达 299 元 (已剔除全部补贴), 日均 23 单的运营效率与传统网约车水平相若。我们预计对应全年单车收入约 10.2 万元。UE 成本端约 10 万元每车, 由折旧、电费、维护保养、RA (远程协助)、保险、地勤及停车与网络七项构成, 其中折旧与电费合计约占 65%。随着 RA 配比在 25Q2 已提升至 1:20, 并预计年内优化至 1:30, 单位成本仍存在改善空间。我们认为, 随着车队扩张和调度效率提升, 规模效应或加速显现, 有望进一步提振单车盈利; 同时, 西湖集团、阳光出行等资产方加入, 轻资产模式有望加速落地。

Robotaxi 商业化与全球化持续加速, 行业领先优势持续巩固

小马智行在国内、亚洲、中东与欧洲多线推进, 商业化进程持续提速。公司是国内唯一在四个一线城市无人化运营的自动驾驶企业, 并落地全球 8 国。国内业务端, 公司于 10 月与深圳西湖达成合作, 启动首批第七代 Robotaxi 试点, 将覆盖南山、宝安、前海等核心区域。当前深圳上下车点超万处, 较 6 月提升 300%。公司于 11 月与阳光出行达成合作, 首批车队将于年内在广州落地, 未来或拓展至全国。此外, 小马 Robotaxi 在广州完成约 6.8 公里全运会火炬传递 (国内首例), 彰显示范性商业价值。国际业务端, 在中东, 公司于 9 月获批迪拜 Robotaxi 路测许可, 首批车辆已投入测试, 目标 26 年无人商业化运营; 公司同时与卡塔尔国家运输公司 Mowasalat 合作, 在多哈开展 L4 道路测试。在欧洲, 公司依托与 Stellantis 的合作, 将在卢森堡以标致 e-Traveller 车型开展自动驾驶测试。在亚洲, 公司已与新加坡康福德高 (ComfortDelGro) 合作, 将在榜鹅区域部署自动驾驶出行服务。此外, 公司亦新增与全球网约车平台 Bolt 合作 (覆盖 50 余国、600 余城), 与既有 Uber 形成互补, 强化海外平台生态。公司还宣布与三一重卡、东风柳汽联合打造第四代自动驾驶卡车家族, 预计明年运营。

上调目标价至 25 美元, DCF 退出倍数 4.4x EV/Sales, 重申“买入”

我们重申小马技术前瞻性、商业模式和生态优势, 或成为物理 AI 与 Robotaxi 赛道稀缺标的。我们上调 25/26/27E 营收预测 9.4%/0.2%/0.8% 至 0.88/1.16/3.27 亿美元。公司港股上市, 并积极开拓单位经济模型更优的海外市场; 同时顺应政策节奏, 加快国内业务落地, 逐步形成“双线并进”的商业化闭环, 具备估值溢价基础。基于 26 年可比公司 3.7x EV/Sales 均值, 我们维持 DCF 退出倍数 4.4x EV/Sales, 上调目标价至 25 美元 (前值 21 美元, DCF 退出倍数 4.4x EV/Sales), 重申“买入”。

风险提示: 财务风险、市场竞争加剧、监管挑战、技术落地能力不足。

何翩翩

研究员

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

谢春生

研究员

SAC No. S0570519080006
SFC No. BQZ938xiechunsheng@htsc.com
+(86) 21 2987 2036

易楚妍*

联系人

SAC No. S0570124070123

yichuyan@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

韩冬冰*

联系人

SAC No. S0570125070150

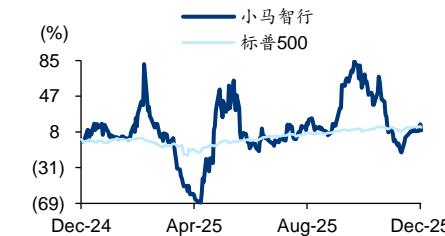
handongbing@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价 (美元 截至 12 月 12 日)	14.32
市值 (美元百万)	6,208
6 个月平均日成交额 (美元百万)	119.38
52 周价格范围 (美元)	4.11-24.92

股价走势图



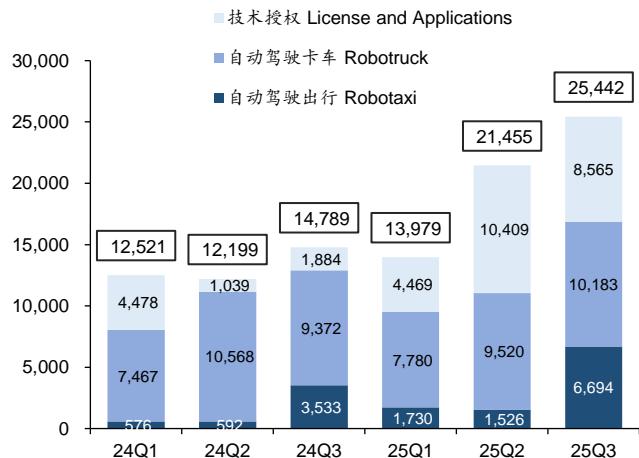
资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	75.03	88.37	115.56	327.18
+/-%	4.35	17.79	30.77	183.12
归母净利润 (百万)	(274.12)	(227.87)	(223.49)	(165.28)
+/-%	119.63	(16.87)	(1.92)	(26.05)
归母净利润 (调整后, 百万)	(274.12)	(227.87)	(223.49)	(165.28)
+/-%	119.63	(16.87)	(1.92)	(26.05)
EPS (调整后, 最新摊薄)	(0.79)	(0.65)	(0.64)	(0.47)
PE (调整后, 倍)	(18.23)	(21.93)	(22.36)	(30.24)
PB (倍)	5.25	6.97	3.86	4.43
ROE (调整后, %)	(33.53)	(27.33)	(22.24)	(13.65)
EV EBITDA (倍)	(19.85)	(26.69)	(24.24)	(29.90)
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

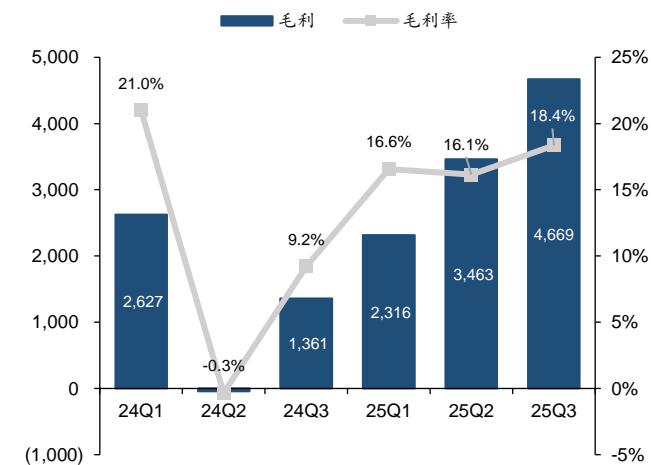
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：小马智行分业务营收（单位：千美元）



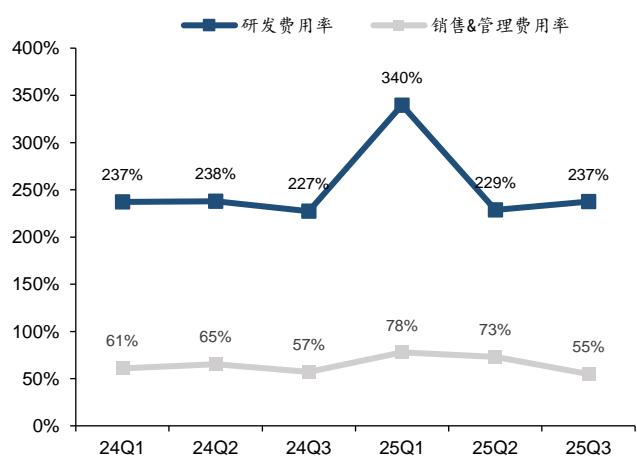
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：小马智行毛利与毛利率（单位：千美元）



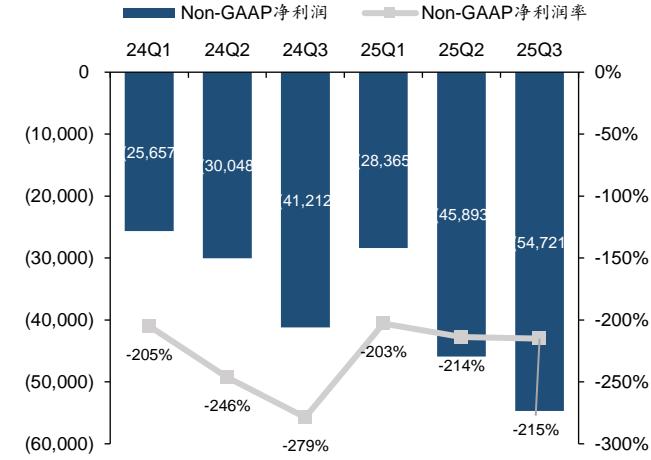
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：小马智行费用率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：小马智行净利润与净利率（单位：千美元）



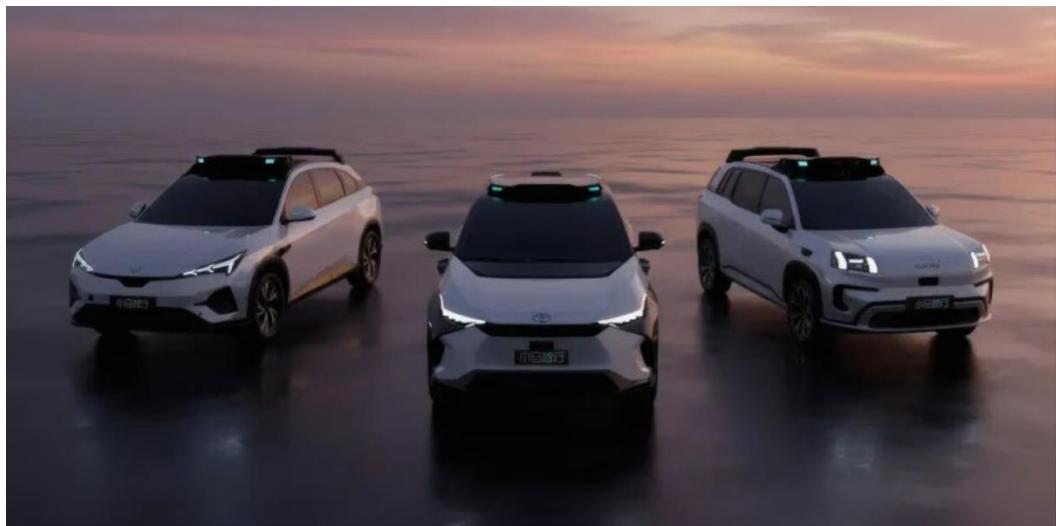
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：小马智行港交所鸣锣，成为2025年全球自动驾驶行业最大IPO



资料来源：小马智行、华泰研究

图表6：极狐阿尔法T5（左）、铂智4X（中）、埃安霸王龙（右）三款第七代 Robotaxi 量产车型



资料来源：小马智行、华泰研究

图表7：小马智行获得迪拜 Robotaxi 路测许可，首批车辆已开跑



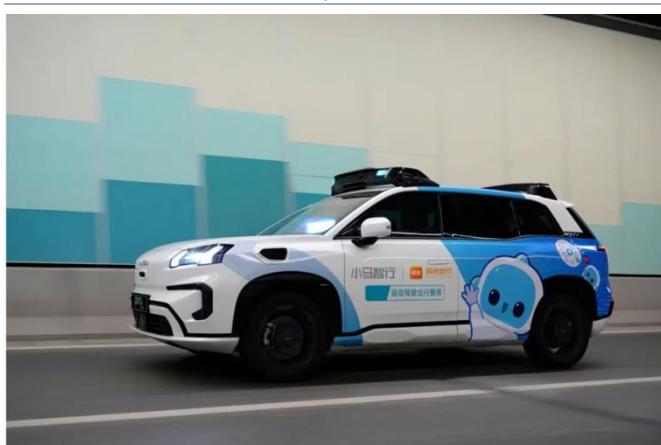
资料来源：小马智行、华泰研究

图表8：小马智行与卡塔尔国家运输公司合作，Robotaxi 多哈开跑



资料来源：小马智行、华泰研究

图表9：与阳光出行建立战略合作，全面推进自动驾驶出行业务发展



资料来源：小马智行、华泰研究

图表10：第四代自动驾驶卡车（三一重卡、东风柳汽）将于明年量产



资料来源：小马智行、华泰研究

盈利预测与估值

本季度小马智行实现广州单车 UE 转正，提振市场信心。我们预测小马智行 26/29 年实现全运营范围内的单车/公司盈利，我们长期看好公司在自动驾驶商用车领域脱颖而出，持续巩固技术与运营领先优势，上调 25/26/27E 营收预测 9.4%/0.2%/0.8% 至 0.88/1.16/3.27 亿美元。公司短期 Robotaxi 扩张战略以自有车队为主，轻资产运营大规模放量或于 27 年实现。我们认为小马智行凭借与头部车企及出行平台的深度合作，正积极构建 Robotaxi 生态体系，是 Robotaxi 及“物理 AI”商业落地的核心受益标的，具备强稀缺性和估值溢价基础。此外，公司港股上市，并积极开拓单位经济模型更优的海外市场；同时顺应政策推动节奏，加快国内业务落地，正逐步形成“双线并进”的商业化闭环。基于 26E 可比公司 EV/Sales 均值 3.7x，我们维持 DCF 退出倍数 4.4x EV/Sales，对应目标价上调至 25 美元（前值 21 美元，对应 2025 年 DCF 退出倍数 4.4x EV/Sales），重申“买入”。

图表11：小马智行盈利预测

(千美元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入	68,386	71,899	75,025	88,370	115,560	327,177	1,017,521	1,846,445	3,409,974
YoY	5%	4%	18%	31%	183%	211%	81%	85%	
a) 自动驾驶出行服务	9,000	7,700	7,300	15,670	38,064	164,553	763,324	1,461,901	2,813,105
YoY	-14%	-5%	115%	143%	332%	364%	92%	92%	
b) 自动驾驶卡车服务	22,400	25,000	40,400	40,701	44,496	77,624	114,197	151,544	230,369
YoY	12%	62%	1%	9%	74%	47%	33%	52%	
c) 技术授权与应用服务	37,100	39,200	27,300	32,000	33,000	85,000	140,000	233,000	366,500
YoY	6%	-30%	17%	3%	158%	65%	66%	57%	
总成本	(36,322)	(55,015)	(63,622)	(74,291)	(94,785)	(237,329)	(690,237)	(961,357)	(1,631,957)
毛利	32,064	16,884	11,403	14,080	20,775	89,848	327,284	885,087	1,778,017
YoY	-47%	-32%	23%	48%	332%	264%	170%	101%	
毛利率	47%	23%	15%	16%	18%	27%	32%	48%	52%
总费用	(202,779)	(160,124)	(296,926)	(258,062)	(265,265)	(293,761)	(468,233)	(762,166)	(1,269,717)
YoY	-21%	85%	-13%	3%	11%	59%	63%	67%	
a) 研发费用	(153,601)	(122,707)	(240,179)	(204,152)	(210,277)	(212,379)	(297,331)	(445,997)	(668,995)
研发费用率	225%	171%	320%	231%	182%	65%	29%	24%	20%
b) 销售与管理费用	(49,178)	(37,417)	(56,747)	(53,910)	(54,988)	(81,382)	(170,902)	(316,169)	(600,721)
销售与管理费用率	72%	52%	76%	61%	48%	25%	17%	17%	18%
经营利润	(170,715)	(143,240)	(285,523)	(243,982)	(244,489)	(203,913)	(140,949)	122,921	508,300
经营利润率	-250%	-199%	-381%	-276%	-212%	-62%	-14%	7%	15%
净利润	(148,018)	(124,812)	(274,120)	(227,865)	(223,490)	(165,275)	(95,515)	149,631	516,715
净利润率	-216%	-174%	-365%	-258%	-193%	-51%	-9%	8%	15%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表12：小马智行盈利预测变动

单位：百万美元	FY2025E			FY2026E			FY2027E		
	前值	新值	变动	前值	新值	变动	前值	新值	变动
营业收入	81	88	9.39%	115	116	0.23%	324	327	0.83%
YoY	7.68%	17.79%	10.11	42.71%	30.77%	-11.95	181.45%	183.12%	1.68
a) 自动驾驶出行服务	13	16	25.24%	37	38	2.77%	162	165	1.66%
b) 自动驾驶卡车服务	38	41	6.34%	45	44	-1.68%	78	78	0.00%
c) 技术授权与应用服务	30	32	6.67%	33	33	0.00%	85	85	0.00%
总成本	(68)	(74)	9.19%	(93)	(95)	1.49%	(236)	(237)	0.71%
毛利	13	14	10.44%	22	21	-5.12%	89	90	1.15%
YoY	11.80%	23.47%	11.67	71.76%	47.55%	-24.21	305.66%	332.48%	26.82
毛利率	15.78%	15.93%	0.15	18.99%	17.98%	-1.01	27.37%	27.46%	0.09
总费用	(215)	(258)	20.27%	(225)	(265)	17.64%	(264)	(294)	11.31%
a) 研发费用	(156)	(204)	30.77%	(162)	(210)	29.51%	(170)	(212)	24.58%
研发费用率	193.25%	231.02%	37.77	140.83%	181.96%	41.14	52.54%	64.91%	12.37
b) 销售与管理费用	(58)	(54)	-7.77%	(63)	(55)	-12.89%	(93)	(81)	-12.89%
销售与管理费用率	72.35%	61.00%	-11.35	54.75%	47.58%	-7.17	28.79%	24.87%	-3.92
经营利润	(202)	(244)	20.89%	(204)	(244)	20.09%	(175)	(204)	16.47%
经营利润率	-249.82%	-276.09%	-26.27	-176.59%	-211.57%	-34.98	-53.96%	-62.33%	-8.37
净利润	(194)	(228)	17.76%	(201)	(223)	11.20%	(178)	(165)	-7.36%
净利润率	-239.53%	-257.85%	-18.32	-174.32%	-193.40%	-19.08	-54.98%	-50.52%	4.46

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表13：小马智行可比公司估值表

公司	股票代码	P/S			EV/Sales		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
OEMs							
特斯拉	TSLA US	16.05	14.13	11.88	15.76	13.88	11.67
蔚来	NIO US	1.00	0.68	0.60	1.13	0.77	0.68
小鹏汽车	XPEV US	1.62	1.13	0.94	1.43	1.00	0.83
理想汽车	LI US	1.07	0.85	0.71	0.40	0.32	0.27
板块平均值		4.93	4.20	3.53	4.68	3.99	3.36
Tier-1							
宁德时代	300750 CH	4.27	3.43	2.86	3.98	3.19	2.66
德赛西威	002920 CH	2.04	1.65	1.36	2.01	1.64	1.35
四维图新	002405 CH	4.98	4.35	3.71	4.60	4.02	3.42
中科创达	300496 CH	4.19	3.50	2.92	3.89	3.25	2.72
Luminar	LAZR US	1.12	1.19	0.82	7.17	7.61	5.26
禾赛科技	HSAI US	7.17	4.96	3.61	5.14	3.56	2.59
速腾聚创	2498 HK	7.46	4.68	3.31	6.32	3.97	2.80
知行汽车	1274 HK	1.01	0.64	0.46	0.95	0.61	0.44
板块平均值		4.03	3.05	2.38	4.26	3.48	2.65
可比公司平均值		4.48	3.62	2.96	4.47	3.74	3.01

资料来源：Bloomberg、华泰研究；注：美股数据截止日期为 2025 年 12 月 12 日，A 股和港股数据截止日期为 2025 年 12 月 12 日，均为彭博一致预期

图表14：小马智行 DCF 模型关键假设

关键假设	
税率	8.0%
债务比率	1.5%
β	1.025
无风险利率	1.6%
风险溢价	10.6%
股权成本	12.5%
债务成本	2.8%
债务成本（税后）	2.6%
WACC	12.3%
Exit EV/Sales	4.4

资料来源：华泰研究预测

图表15：小马智行 DCF 模型计算结论

计算结论	
企业价值 (Enterprise Value, 百万美元)	9,063
净现金/（债务），少数股东权益（百万美元）	1,768
股权价值 (Equity Value, 百万美元)	10,831
目标价 (美元)	25

资料来源：华泰研究预测

风险提示

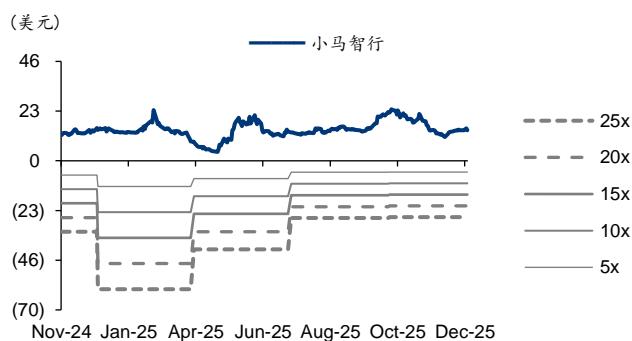
财务风险：小马智行目前尚未实现盈利，2022 年、2023 年、2024 年分别亏损 1.48 亿美元、1.25 亿美元、2.74 亿美元，2025 年预计亏损约 2 亿美元，公司短期内盈利能力较弱。

市场竞争风险：在 Robotaxi 领域，市场竞争日趋激烈。小马智行的无人驾驶出行服务面临来自文远知行、百度 Apollo Go、Waymo、特斯拉等新兴企业和行业巨头的直接竞争。

监管挑战风险：自动驾驶出行和货运服务的法律法规目前尚未完善，小马智行在全球范围内的业务布局因此面临来自中外多地的监管挑战。

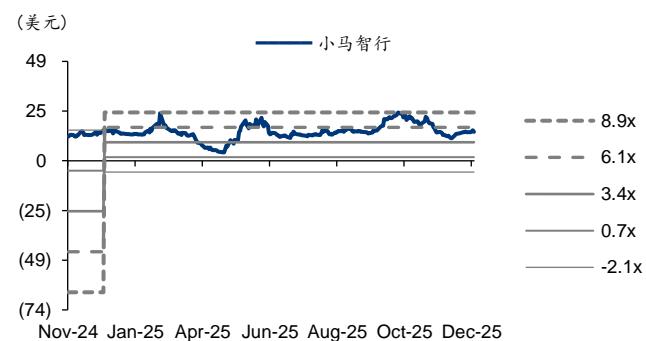
技术落地能力不足：自动驾驶的发展依赖于硬件、软件、计算能力等方面的技术进步及其整合效果。随着自动驾驶向更高自动化水平发展，将对公司的长期研发能力提出新挑战。

图表16: 小马智行 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表17: 小马智行 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	71.90	75.03	88.37	115.56	327.18
销售成本	(55.02)	(63.62)	(74.29)	(94.78)	(237.33)
毛利润	16.88	11.40	14.08	20.78	89.85
销售及分销成本	(37.42)	(56.75)	(53.91)	(54.99)	(81.38)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(1.60)	(9.86)	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	19.39	20.38	15.38	20.28	38.10
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(125.45)	(275.01)	(228.60)	(224.21)	(165.81)
税费开支	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(0.52)	(0.89)	(0.74)	(0.72)	(0.53)
净利润	(124.81)	(274.12)	(227.87)	(223.49)	(165.28)
Non-GAAP 调整项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
调整后净利润	(124.81)	(274.12)	(227.87)	(223.49)	(165.28)
折旧和摊销	(14.34)	(8.00)	(13.91)	(18.08)	(23.45)
EBITDA	(130.50)	(287.38)	(230.07)	(226.41)	(180.46)
EPS (美元, 基本)	(0.36)	(0.79)	(0.65)	(0.64)	(0.47)

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	(130.50)	(287.38)	(230.07)	(226.41)	(180.46)
融资成本	(19.39)	(20.38)	(15.38)	(20.28)	(38.10)
营运资本变动	82.77	(32.47)	(84.74)	73.73	279.26
税费	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(48.42)	229.47	54.44	60.83	114.31
经营活动现金流	(115.42)	(110.76)	(275.76)	(112.13)	175.01
CAPEX	(5.09)	(11.00)	(14.71)	(16.87)	(44.76)
其他投资活动	141.59	(170.27)	(130.80)	0.00	0.00
投资活动现金流	136.49	(181.27)	(145.51)	(16.87)	(44.76)
债务增加量	(1.73)	7.16	(8.69)	49.44	99.55
权益增加量	104.01	408.00	0.00	800.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(12.51)	(7.77)	(15.38)	(20.28)	(38.10)
融资活动现金流	89.76	407.39	(24.07)	829.17	61.45
现金变动	110.84	115.36	(445.34)	700.17	191.70
年初现金	318.52	426.21	535.98	90.63	790.80
汇率波动影响	(3.15)	(5.59)	0.00	0.00	0.00
年末现金	426.21	535.98	90.63	790.80	982.50

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	71.09	81.27	82.48	101.68	155.85
现金及现金等价物	425.96	535.98	90.63	790.80	982.50
其他流动资产	169.29	217.38	344.96	275.98	0.05
总流动资产	666.35	834.62	518.07	1,168	1,138
固定资产	15.42	17.24	9.39	6.65	29.64
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	65.35	198.96	331.76	333.29	331.60
总长期资产	80.77	216.20	341.15	339.94	361.25
总资产	747.12	1,051	859.21	1,508	1,500
应付账款	44.30	67.45	119.79	143.74	201.24
短期借款	3.87	3.44	2.78	2.23	1.78
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动负债	48.17	70.89	122.57	145.97	203.02
长期债务	2.25	9.84	1.80	51.80	151.80
其他长期债务	1.53	1.39	1.39	1.39	1.39
总长期负债	3.78	11.22	3.19	53.19	153.19
股本	57.80	465.80	465.80	1,266	1,266
储备/其他项目	626.22	485.32	250.79	27.30	(137.97)
股东权益	684.03	951.12	716.60	1,293	1,128
少数股东权益	11.15	17.59	16.85	16.13	15.60
总权益	695.17	968.71	733.45	1,309	1,143

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(40.04)	(18.23)	(21.93)	(22.36)	(30.24)
PB	7.31	5.25	6.97	3.86	4.43
调整后 PE (倍)	(40.04)	(18.23)	(21.93)	(22.36)	(30.24)
调整后 ROE	(17.96)	(33.53)	(27.33)	(22.24)	(13.65)
EV EBITDA	(44.45)	(19.85)	(26.69)	(24.24)	(29.90)
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(0.85)	(5.33)	(5.31)	(2.73)	0.87

资料来源：公司公告、华泰研究预测

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	5.14	4.35	17.79	30.77	183.12
毛利润	(47.34)	(32.46)	23.47	47.55	332.48
营业利润	(16.09)	99.33	(14.55)	0.21	(16.60)
净利润	(15.68)	119.63	(16.87)	(1.92)	(26.05)
调整后净利润	(15.68)	119.63	(16.87)	(1.92)	(26.05)
EPS (基本)	(15.68)	119.63	(16.87)	(1.92)	(26.05)
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	23.48	15.20	15.93	17.98	27.46
EBITDA	(181.51)	(383.05)	(260.35)	(195.93)	(55.16)
净利润率	(173.59)	(365.37)	(257.85)	(193.40)	(50.52)
调整后净利润率	(173.59)	(365.37)	(257.85)	(193.40)	(50.52)
ROE	(17.96)	(33.53)	(27.33)	(22.24)	(13.65)
调整后 ROE	(17.96)	(33.53)	(27.33)	(22.24)	(13.65)
ROA	(16.44)	(30.49)	(23.86)	(18.88)	(10.99)
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(61.38)	(54.96)	(12.01)	(56.98)	(73.50)
流动比率	13.83	11.77	4.23	8.00	5.61
速动比率	13.83	11.77	4.23	8.00	5.61
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.09	0.08	0.09	0.10	0.22
应收账款周转天数	317.06	365.54	333.53	286.85	141.68
应付账款周转天数	289.04	316.16	453.65	500.46	261.65
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	(0.36)	(0.79)	(0.65)	(0.64)	(0.47)
EPS (调整后, 基本)	(0.36)	(0.79)	(0.65)	(0.64)	(0.47)
每股净资产	1.96	2.73	2.05	3.71	3.23

免责声明

分析师声明

本人，何翩翩、谢春生，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参见华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师何翩翩、谢春生本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 小马智行（PONY US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 小马智行（PONY US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 小马智行（PONY US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国综合指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可证编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司