

## 小馬智行-W(2026.HK)

2026年2月13日星期五

- 中國自動駕駛出行(L4)市場排名第二，在關鍵牌照許可層面上領先**  
小馬智行為唯一一家在北上廣深四大一線城市取得自動駕駛出行服務監管許可的 L4 自動駕駛科技公司，業務涵蓋自動駕駛出行、卡車及授權應用服務。以 2024 年底車隊規模計算，小馬佔中國自動駕駛出行(L4)市場份額的 15.4%，排名第二。根據弗若斯特沙利文的資料，中國自動駕駛出行服務的市場規模 2025 年約為 0.7 億美元，預計未來將指數級增長，增長至 2030 年的 394 億美元及 2035 年的 1,830 億美元。

公司在 2022 至 2024 年間持續加大研發投入，並錄得虧損。公司預期 2025 年度虧損淨額將大幅收窄至約 6,900 萬至 8,600 萬美元，相比 2024 年的 2.75 億美元顯著改善；全年股東應佔虧損淨額預測介乎 1.26 億至 1.43 億美元，較 2024 年的 2.74 億美元明顯下降。受惠於公司對摩爾線程投資變動收益增加，集團在 2025 年第四季度實現扭虧為盈，預計錄得 1,400 萬至 3,100 萬美元純利。

- 新一代車型大幅降本，廣州率先實現城市級單車盈利轉正**  
2025 年，小馬智行推出第七代 Robotaxi，自動駕駛套件總成本較上代下降 70%，在激光雷達和自動駕駛計算(ADC)方面分別節省了 80% 及 68%。公司第三季率先在廣州實現城市級單車盈利轉正，標誌著公司商業化進入關鍵拐點。而深圳核心區定價及單車收入均高於廣州，有機會成為下個單車盈利轉正的地區。車隊規模亦持續擴張，截至 2025 年第三季度已達 1,159 輛，提前達成 Robotaxi 千輛規模的目標，並計劃在 2026 年突破 3,000 輛。

- 輕資產模式擴大，有利於加快規模化**  
小馬智行於 2025 年先後透過輕資產模式與深洲西湖集團、陽光出行合作，合作方提供車輛及司機管理資源，小馬則提供自動駕駛系統技術及平台服務，從中取得費用分成，有利於迅速擴大車隊規模，及改善資本效率。另外，公司正戰略性地尋求海外擴張機會，現已覆蓋八個國家，其中透過與全球網約車平台如 Uber 和 Bolt 合作，開拓更多市場。

- 獲納入 MSCI 中國指數，可受惠於被動資金流入**  
MSCI 明晟公布季度指數評審結果，小馬智行獲納入 MSCI 中國指數，變動將於 2 月 27 日收市後生效，將可受惠於被動資金流入。

- 若內地續放寬自動駕駛政策，商業化進程加快，可增強估值吸引力**  
根據彭博綜合預測，市場預期 2025-2027 年收入的年均複合增長率(CAGR)約 70%，現價相當於 2026 年預測市銷率(PS)約 54 倍。如內地進一步放寬自動駕駛政策，商業化進程加快，可增強估值吸引力。另外，同業融資活動續受到資本市場支持，如 Waymo2 月公布最新一輪融資估值衝高至 1,260 億美元，較 2024 年估值 450 億美元大幅增加，亦可望提振同業估值。

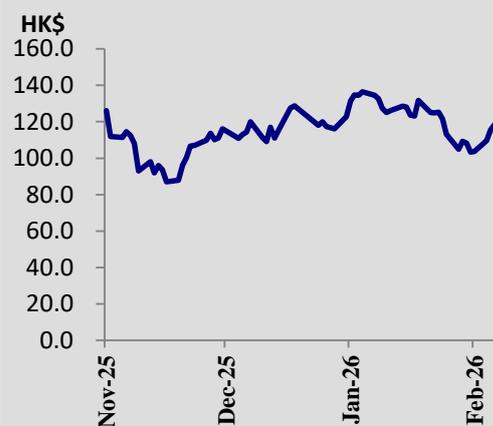
### 買入

目標價(元)	136.00
上升空間	18.2%

### 市場數據

股價(元)	115.10
52 周高(元)	136.90
52 周低(元)	85.60
年初至今變動	-1.88%
市值(億元)	499.01
2026 年預測市銷率(倍)	53.89

### 股價圖



資料來源：彭博、信達國際研究部

陳樂怡 Tracy Chan  
tracy.chan@cinda.com.hk  
(852) 2235 7170

評級說明	評級	說明
股票投資評級	買入	相對恒生指數漲幅 15%以上
	中性/持有	相對恒生指數漲幅介乎-15%~15%之間
	沽售	相對恒生指數跌幅 15%以上
行業投資評級	買入	相對恒生指數漲幅 15%以上
	中性/持有	相對恒生指數漲幅介乎-15%~15%之間
	沽售	相對恒生指數跌幅 15%以上

姓名		電話	電郵
彭日飛	研究部董事	(852)22357847	<a href="mailto:lewis.pang@cinda.com.hk">lewis.pang@cinda.com.hk</a>
李芷瑩	高級分析員	(852)22357515	<a href="mailto:edith.li@cinda.com.hk">edith.li@cinda.com.hk</a>
陳樂怡	高級分析員	(852)22357170	<a href="mailto:tracy.chan@cinda.com.hk">tracy.chan@cinda.com.hk</a>
葛雨晴	助理分析員	(852)22357697	<a href="mailto:may.ge@cinda.com.hk">may.ge@cinda.com.hk</a>

### 分析員保證

本人僅此保證，於此報告內載有的所有觀點，均準確地反映本人對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。本人亦同時保證本人的報酬，與此報告內的所有意見及建議均沒有任何直接或間接的關係。

### 免責聲明

此報告乃是由信達國際研究有限公司所編寫。本報告之意見由本公司雇員搜集各數據、資料等分析後認真地提出。本公司認為報告所提供之資料均屬可靠，但本公司並不對各有關分析或資料之準確性及全面性作出保證，客戶或讀者不應完全依賴此一報告之內容作為投資準則。各項分析和資料更可能因香港或世界各地政經問題變化時移而勢異有所調整，本報告之內容如有任何改變，恕不另行通知。本報告所載之資料僅作參考之用，並不構成買賣建議。公司對任何因依靠本報告任何內容作出的任何買賣而招致之任何損失，概不承擔任何責任。本報告之全部或部分內容不可複製予其他任何人仕。