

# 文远知行 (WRD. 0/0800. HK)

单二季度收入同比增长 82%，Robotaxi 全球商业化提速

优于大市

## 核心观点

**2026Q2 公司实现营收 2.32 亿元，同比增长 82%。**2026Q2，公司实现收入为 2.32 亿元，同比+82.2%，环比+103.0%，净利润-4.01 亿元（2025Q2 为-4.06 亿元、2026Q1 为-3.89 亿元），调整后净利润-3.38 亿元（2025Q2 为-3.01 亿元、2026Q1 为-3.26 亿元）。2026Q2，公司产品业务收入为 9232.2 万元，同比+54.4%，公司服务业务收入 1.39 亿元，同比+106.8%。

**2026Q2，公司净利率同比+146.7pct。**2026Q2，公司毛利率/净利率/经调整净利率分别为 37.5%/-172.9%/-146.1%，分别同比变动+9.4/+146.7/+90.3pct，分别环比变动+2.8/+168.0/+139.7pct。2026Q2，公司费用率为 229.8%，同比-153.8pct，环比-181.1pct。

**文远知行是全球领先的 L4 级自动驾驶产品和解决方案提供商。**1) 公司全球 L4 车队规模持续扩大，Robotaxi 全球商业化提速：2026Q2，L4 级业务收入为 1.25 亿元，同比增长 47.3%，环比增长 130.6%。截至 2026 年 7 月 31 日，公司的全球 L4 级车队规模约 3,400 辆，其中全球自动驾驶出租车车队规模超 1,800 辆。国内 Robotaxi 市场，2026 年第二季度，单车日均订单量超过 21 单，环比增长约 24%，单车单日完成订单量峰值达到 28 单。公司加速推进海外 Robotaxi 部署，公司 Robotaxi 将于 2026 年内在马德里推出西班牙首个 Robotaxi 商业化服务、在苏黎世推出 Robotaxi 商业化服务，公司携手 GreenMobility 打造丹麦首个自动驾驶共享出行项目，此外，公司在阿布扎比和迪拜实现 Robotaxi 纯无人运营，截至 2026 年 7 月 31 日，公司在中东地区的自动驾驶出租车车队为约 400 辆。2) L2++/L3 级解决方案业务进入快速增长阶段：2026Q2，公司的一段式端到端 L2++/L3 级解决方案 WRD 3.0 出货量约为 3 万台，L2++/L3 级业务收入同比增长 2593.8%，环比增长 219.3%。截至目前，公司已获得超 30 款车型的 L2++级量产定点。3) 技术开发：2026 年 7 月，公司发布 WeRide WITT，物理人工智能认知基础大模型。6 月，公司推出右舵 Robotaxi，计划率先在新加坡和香港部署，加速全球化进程。

**风险提示：**高阶智能驾驶推进不及预期的风险，行业竞争加剧风险。

**投资建议：维持收入预测，下调利润预测，维持优于大市评级。**我们维持收入预测，预计公司 2026-2028 年营业收入分别 10.00/18.66/30.03 亿元，考虑到公司今年研发支出加大，我们下调利润预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别-15.99/-10.18/-5.99 亿元（原预计 2026-2028 年分别-15.50/-10.18/-5.99 亿元），维持优于大市评级。

| 盈利预测和财务指标    | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E  | 2028E  |
|--------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 361     | 685     | 1,000   | 1,866  | 3,003  |
| (+/-%)       | -10.1%  | 89.6%   | 46.1%   | 86.6%  | 60.9%  |
| 归母净利润(百万元)   | -2517   | -1655   | -1599   | -1018  | -600   |
| (+/-%)       | —       | —       | —       | —      | —      |
| 每股收益(元)      | -2.45   | -1.61   | -1.56   | -0.99  | -0.58  |
| EBIT Margin  | -602.9% | -268.7% | -179.5% | -64.1% | -25.2% |
| 净资产收益率 (ROE) | -35.6%  | -20.9%  | -25.4%  | -19.3% | -12.8% |
| 市盈率 (PE)     | -18.0   | -27.4   | -28.3   | -44.5  | -75.5  |
| EV/EBITDA    | -3.2    | -4.1    | -3.9    | -6.1   | -10.2  |
| 市净率 (PB)     | 6.41    | 5.73    | 7.19    | 8.57   | 9.67   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究 · 海外公司财报点评

### 汽车 · 汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：杨彬

0755-81982771

yangshan@guosen.com.cn

S0980523110001

### 基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

不适用

总市值/流通市值

不适用

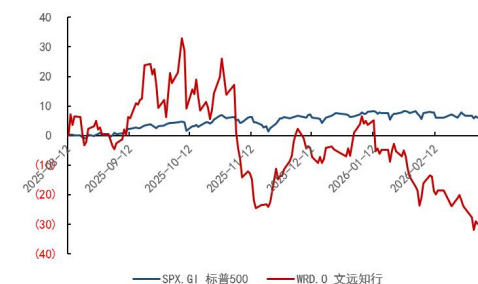
52 周最高价/最低价

不适用

近 3 个月日均成交额

不适用

### 市场走势



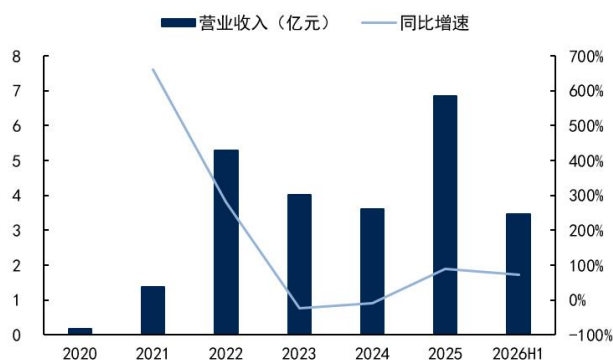
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《文远知行 (WRD. 0/0800. HK) - 公司正式纳入港股通，Robotaxi 全球规模化落地加速推进》——2026-06-08  
 《文远知行 (WRD. 0/0800. HK) - 一季度收入同比增长 58%，Robotaxi 全球规模化商业落地加速推进》——2026-05-31  
 《文远知行 (WRD. 0/0800. HK) - 单四季度收入同比增长 123%，Robotaxi 全球规模化商业落地提速》——2026-04-02  
 《文远知行 (WRD. 0/0800. HK) - 单三季度收入同比增长 144%，L4 产品商业化落地加速推进》——2025-12-09  
 《文远知行 (WRD. 0) - 全球 L4 级自动驾驶产品及解决方案先行者》——2025-08-22

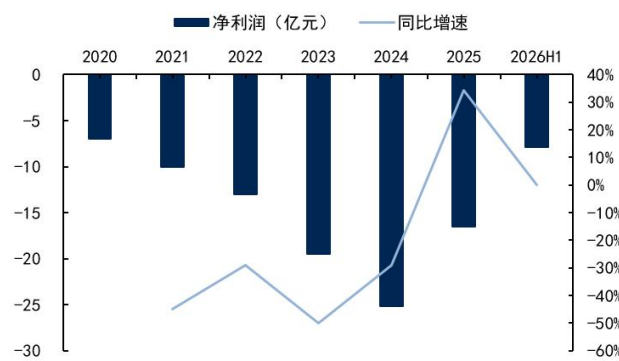
**2026Q2 公司实现营收 2.32 亿元，同比增长 82%。**2026H1，公司实现收入为 3.46 亿元，同比增长 73.3%，净利润为-7.90 亿元（2025H1 为-7.92 亿元），调整后净利润为-6.65 亿元（2025H1 为-5.95 亿元）。**拆单季度看**，2026Q2，公司实现收入为 2.32 亿元，同比增长 82.2%，环比增长 103.0%，净利润为-4.01 亿元（2025Q2 为-4.06 亿元、2026Q1 为-3.89 亿元），调整后净利润为-3.38 亿元（2025Q2 为-3.01 亿元、2026Q1 为-3.26 亿元），公司 2026Q2 收入增长主要由以自动驾驶出租车和自动驾驶巴士为首的 L4 级业务扩张以及 L2++/L3 级业务快速增长。**分业务来看**，1)2026Q2，公司产品业务收入为 9232.2 万元，同比增长 54.4%。2)2026Q2，公司服务业务收入为 1.39 亿元，同比增长 106.8%。

图1：文远知行营业收入及同比增速



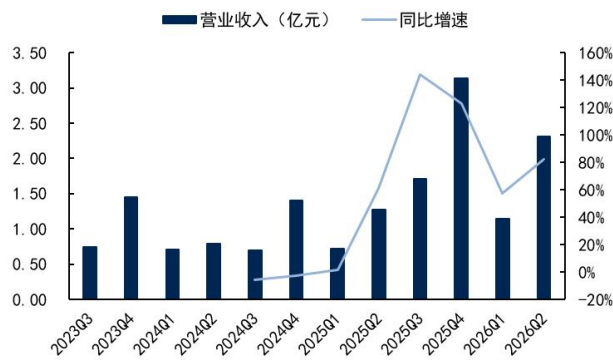
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：文远知行净利润及同比增速



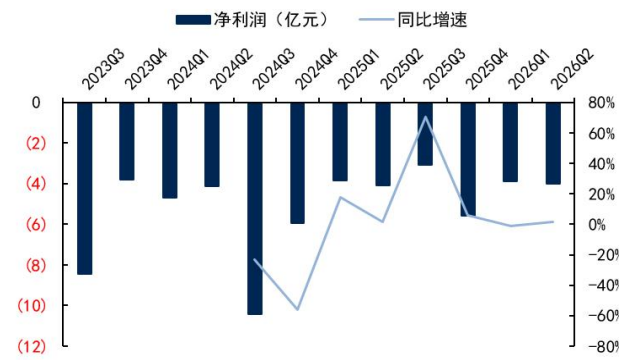
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：文远知行单季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

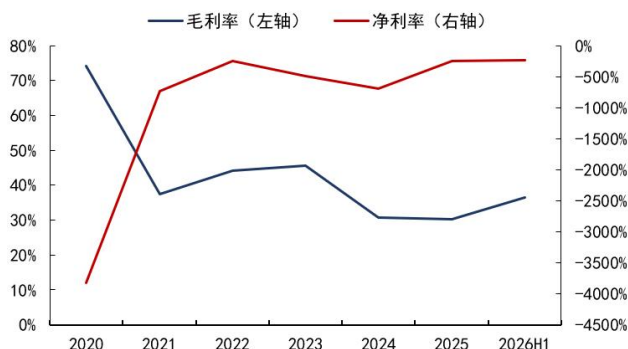
图4：文远知行单季度净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

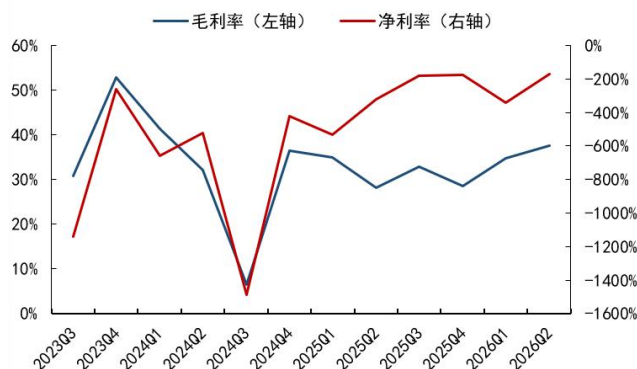
**2026Q2，公司净利率同比+146.7pct。**2026H1，公司的毛利率/净利率/经调整净利率分别为 36.6%/-228.4%/-192.2%，分别同比变动+6.0/+168.2/+106.0pct。拆单季度看，2026Q2，公司的毛利率/净利率/经调整净利率分别为 37.5%/-172.9%/-146.1%，分别同比变动+9.4/+146.7/+90.3pct，分别环比变动+2.8/+168.0/+139.7pct。公司 2026Q2 毛利率同比增长 9pct，主要得益于较高毛利率的 L2++/L3 级业务及海外 L4 级业务的收入增长。

图5: 文远知行毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

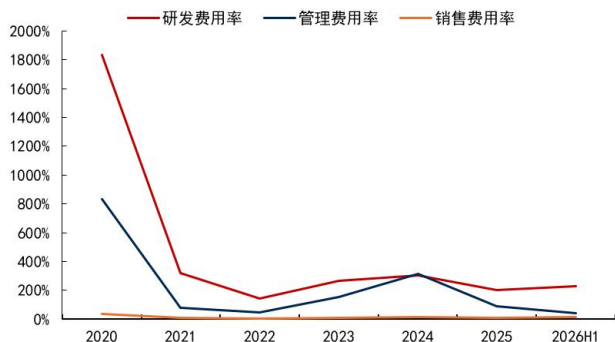
图6: 文远知行单季度毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

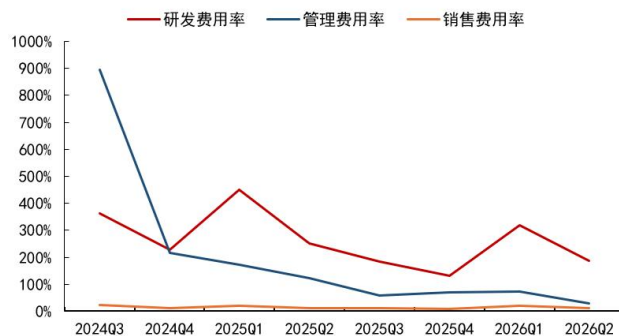
**2026Q2，公司费用率同比下降。**2026H1，公司费用率为289.6%，同比-187.0pct，其中研发费用率、管理费用率、销售费用率分别为230.6%/44.0%/15.0%，分别同比变动-92.3/-95.8/+1.1pct。拆单季度看，2026Q2，公司费用率为229.8%，同比-153.8pct，环比-181.1pct，其中研发费用率、管理费用率、销售费用率分别为187.4%/29.8%/12.6%，分别同比变动-63.3/-92.1/+1.7pct，分别环比变动-130.9/-43.0/-7.3pct。

图7: 文远知行费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 文远知行单季度费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### ● 文远知行全球领先的 L4 级自动驾驶产品和解决方案提供商

文远知行是全球领先的 L4 级自动驾驶产品和解决方案提供商，主营业务可以分为产品业务（2026H1 营收占比 32.6%）和服务业务（2026H1 营收占比 67.4%），其中产品业务为公司自动驾驶车辆的销售额，主要包括自动驾驶出租车 Robotaxi、自动驾驶小巴 Robobus、自动驾驶货运车 Robovan、自动驾驶环卫车 Robosweeper 以及相关的传感器套件；服务业务包括 L4、L2++/L3 以及 AI Infra 相关服务。公司生态合作伙伴包括汽车制造厂商和公交集团、出租车集团等其他公司。目前，文远知行自动驾驶业务覆盖全球 13 个国家超 60 个城市，是全球业务覆盖最广泛的自动驾驶公司。

图9：文远知行主营业务情况



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

## ● 公司全球 L4 车队规模持续扩大

**营业收入保持强劲增长。** 2026 年第二季度，公司收入总额同比增长 82.2%，环比增长 103.1%；2026 年上半年，收入总额同比增长 73.3%。2026 年第二季度，海外收入同比增长 164.4%，环比增长 169.3%；2026 年上半年，海外收入同比增长 154.4%。

**车队规模持续扩大。** 截至 2026 年 7 月 31 日，公司的全球 L4 级车队规模约 3,400 辆，其中全球自动驾驶出租车车队规模超 1,800 辆。

**国内自动驾驶出租车运营指标显著提升。** 2026 年第二季度，单车日均订单量超过 21 单，环比增长约 24%，单车单日完成订单量峰值达到 28 单。2026 年第二季度，文远知行自动驾驶出租车服务的注册用户环比增长 35%。

**海外轻资产模式稳步推进。** 公司加速推进海外自动驾驶出租车部署，尤其是西班牙、瑞士、丹麦、阿联酋及新加坡。截至本公告日期，公司的自动驾驶业务已拓展至全球 13 个国家的超过 60 个城市。

图10: 文远知行 2026Q2 业绩增长强劲



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图11: 文远知行全球运营规模跃升



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

## ● L4 业务进展

### ➤ Robotaxi 全球商业化提速

#### 1) Robotaxi 海外业务

- **自动驾驶出租车首次进入西班牙市场。**文远知行和 Uber 共同宣布计划在马德里推出西班牙首个商业化自动驾驶出租车试点服务, 这是双方在全球的第四个联合部署项目, 也是双方首次携手进入欧洲市场。在与马德里政府 (Comunidad de Madrid) 的合作下, 该服务预计于今年内开始运营。
- **持续推进瑞士苏黎世的自动驾驶出租车的合作与部署。**公司正在苏黎世地区与 Uber 协同推进自动驾驶出租车服务落地, 这也是双方在全球的第五个联合部署项目及在欧洲的第二个联合部署项目。在此之前, 公司已经与瑞士国家铁路 (SBB)、瑞士交通实验室和欧洲知名按需出行服务提供商 ioki 在苏黎世推出了自动驾驶出租车服务。2025 年 11 月, 公司的自动驾驶出租车获瑞士联邦公路局 (FEDRO) 批准, 获准在苏黎世地区公共道路上开展自动驾驶运营, 这是欧洲的首张纯无人自动驾驶出租车运营许可。

图12: 文远知行 Robotaxi 进入西班牙市场

📍 西班牙



- 2026年6月，文远知行和Uber宣布将于2026年内在马德里推出**西班牙首个Robotaxi商业化服务**。这是双方在全球的第四个联合部署项目，也是双方首次携手进入欧洲市场。

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图13: 文远知行在苏黎世与 Uber 协同推进 Robotaxi 服务

📍 瑞士



- 2026年6月，文远知行与Uber宣布将于2026年内在苏黎世推出Robotaxi商业化服务，这是双方全球合作的第五个市场，也是在欧洲的第二个联合部署项目。此前，文远知行已在瑞士获得**欧洲首张纯无人Robotaxi牌照**。

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

- 丹麦首个自动驾驶出行项目。**公司与丹麦本土共享电动车出行平台 GreenMobility（纳斯达克哥本哈根证券交易所：GREENM）宣布达成战略合作，共同于丹麦打造商业化自动驾驶共享出行服务。这标志着公司进入的第六个欧洲市场及首次进入北欧市场。双方计划于2027年上半年推出面向公众的服务。
- 持续拓展中东运营版图。**在公司已于阿布扎比和迪拜实现自动驾驶出租车纯无人运营的基础上，公司的运营区域已覆盖核心城区70%以上的区域。公司在中东地区的商业化部署已步入正向循环，并持续推动公司在当地建立规模化本土自动驾驶出租车生态体系。截至2026年7月31日，公司在中东地区的自动驾驶出租车车队为约400辆。

图14: 文远知行携手 GreenMobility 打造丹麦首个自动驾驶共享出行项目

📍 丹麦



- 2026年8月，文远知行首次进入北欧市场，携手 GreenMobility 打造**丹麦首个自动驾驶共享出行项目**，计划于**2027年上半年**上线Robotaxi公众运营服务。

图15: 文远知行阿布扎比和迪拜实现 Robotaxi 纯无人运营

📍 阿联酋



- 在阿联酋，文远知行已于阿布扎比和迪拜实现纯无人 Robotaxi 运营，服务范围均覆盖当地**70%以上的核心区域**。目前，文远知行中东 Robotaxi 车队规模约为**400辆**。

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

## 2) Robotaxi 中国业务

- **国内自动驾驶出租车队运营效率显著提升。**车队利用率与单车经济效益模型持续优化，各项核心运营指标表现强劲。2026 年第二季度，单车日均订单量超过 21 单，环比增长 24%，单车单日完成订单量峰值达到 28 单。2026 年第二季度，文远知行自动驾驶出租车服务的注册用户环比增长 35%。
- **国内服务范围持续拓宽。**在北京和广州两大核心运营枢纽，公司持续扩大纯无人自动驾驶出租车服务的覆盖范围。在广州，公司的服务区域现已覆盖黄埔、天河、海珠等行政区，服务区域扩大至 2025 年底的 3 倍，并实现 7\*24 小时商业化运营。上述运营环境具备高复杂度，充分彰显了公司自动驾驶系统的安全性与运行稳定性。

图16: 文远知行 Robotaxi 中国业务

### 中国 | 运营提效，单车增收



- 在广州，文远知行纯无人Robotaxi服务范围扩大至2025年底的**3倍**，已覆盖黄埔、天河和海珠，并实现**7×24小时**商业运营。2026年第二季度，国内Robotaxi单车日均订单量超过21单，环比增长24%。

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

## ➤ 其他 L4 级业务线

- **Robobus 全球加速部署。**公司在苏黎世的自动驾驶小巴已取消前排安全员，该实践系欧洲首例。公司在比利时鲁汶(Leuven)投入的自动驾驶小巴，计划于今年第三季度取消前排安全员进行商业运营。今年公司也已携手雷诺集团，连续第三年在法国网球公开赛(Roland Garros French Open)期间提供自动驾驶小巴接驳服务。此外，公司在日本、沙特、新加坡及阿联酋等地提供自动驾驶小巴出行服务。

图17: 文远小巴在比利时鲁汶市行驶



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

#### ➤ L4 级业务财务表现

- 2026 年第二季度, L4 级业务收入为人民币 1.25 亿元, 同比增长 47.3%, 环比增长 130.6%。

图18: 文远知行 2026Q2 L4 业务收入



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

#### ● L2++/L3 级业务进展

- **L2++/L3 级解决方案业务进入快速增长阶段。**2026 年第二季度, 公司的一段式端到端 L2++/L3 级解决方案 WRD 3.0 出货量约为 30,000 台。截至目前, 公司已获得超 30 款车型的 L2++级量产定点。WRD 3.0 也已在法国、德国、日本等海外市场开展道路测试与适配验证。
- **商业化成果加速兑现。**2026 年第二季度, L2++/L3 级业务收入同比增长 2593.8%, 环比增长 219.3%。

图19: 文远知行 L2++/L3 级解决方案业务快速增长



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

## ● 技术／产品进展

- 发布 WeRide WITT，公司的物理人工智能认知基础大模型。2026 年 7 月，公司正式发布 WeRide WITT (World Intelligence Toward Truth, 以可信事实建立世界认知)，该模型能够从海量运营信息中提炼物理世界的认知规律，将真实世界经验通过事实提取、事实理解、事实验证、事实编排沉淀为结构化知识。相较于动辄数以千亿级参数的通用大模型，WeRide WITT 以更轻量的模型规模，在同类任务中可节省多达 98% 的词元 (token) 成本，使得单片图形处理器单日可处理多达 10,000 分钟车辆运行视频，最高实现 200 倍数据处理效率提升，同时协助提升人工智能训练、评测与迭代闭环的水平。

图20: 文远知行发布 WeRide WITT

## 发布物理AI认知基础大模型WeRide WITT



- WITT首次引入“最小物理事实单元”概念，从海量真实道路视频中提炼可学习、可验证的物理事实，与世界模型GENESIS共同构成文远知行物理AI技术飞轮。相比通用大模型，WITT单卡每日可处理10,000分钟视频，数据处理效率最高提升200倍，Token成本最高降低98%。

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

• **WeRide GENESIS, 公司的自研世界模型, 获得两项国际大奖。**2026年6月, WeRide GENESIS 获得 2026 汽车测试技术国际大奖 (ATTI Awards) 中的仿真创新奖 (Simulation Innovation Award), 以及 2026 人工智能突破大奖中的年度最佳生成式人工智能综合解决方案 (Overall Gen-AI Solution of the Year)。WeRide GENESIS 构建了从感知到理解物理世界的闭环, 使得自动驾驶系统能够在大规模、高保真的虚拟环境中进行训练、验证与迭代。该模型可将数百万公里的道路测试压缩至数天内完成, 同时使数据采集与标注成本降低超过 75%。

• **发布右舵自动驾驶出租车, 加速全球化进程。**2026年6月, 公司宣布联合开发的专为右舵出行市场设计的前装自动驾驶出租车, 此举系公司与吉利远程及冠忠巴士集团战略合作的组成部分。右舵自动驾驶出租车商业化服务将率先在新加坡、香港地区启动部署, 致力于为全球右舵出行市场提供变革性的自动驾驶出行解决方案。

图21: 文远知行推出右舵 Robotaxi

## 推出右舵Robotaxi开拓右舵市场



- 2026年6月，文远知行携手吉利远程和冠忠巴士集团开发专为右舵市场打造的Robotaxi，计划率先在新加坡和香港部署，完善面向全球右舵市场的产品布局。

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持收入预测，下调利润预测，维持优于大市评级。**我们维持收入预测，预计公司 2026-2028 年营业收入分别 10.00/18.66/30.03 亿元，考虑到公司今年研发支出加大，我们下调利润预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别 -15.99/-10.18/-5.99 亿元（原预计 2026-2028 年分别-15.50/-10.18/-5.99 亿元），维持优于大市评级。

表1: 同类公司估值比较

| 公司<br>代码          | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 昨收盘（元人民币） | 总市值<br>（亿元人民币） | 收入（亿元人民币） |        |        | PS    |       |       |
|-------------------|----------|----------|-----------|----------------|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|
|                   |          |          | 20260817  |                | 2025      | 2026E  | 2027E  | 2025  | 2026E | 2027E |
| TSLA.O            | 特斯拉      | 无评级      | 2459.7    | 97146.5        | 6874.3    | 7773.9 | 9040.5 | 14.13 | 12.50 | 10.75 |
| 9868.HK           | 小鹏汽车     | 优于大市     | 338.0     | 6475.8         | 767.2     | 1000.2 | 1300.2 | 8.44  | 6.47  | 4.98  |
| PONY.O            | 小马智行     | 优于大市     | 57.8      | 255.2          | 6.5       | 10.1   | 17.5   | 39.12 | 25.33 | 14.61 |
| MBLY.O            | Mobileye | 无评级      | 66.9      | 869.9          | 137.30    | 145.11 | 161.01 | 6.34  | 5.99  | 5.40  |
| HSAI.O            | 禾赛科技     | 优于大市     | 131.0     | 209.1          | 30.28     | 43.47  | 60.37  | 6.90  | 4.81  | 3.46  |
| 平均                |          |          |           |                |           |        |        | 14.99 | 11.02 | 7.84  |
| WRD.O/<br>0800.HK | 文远知行     | 优于大市     | 44.1      | 150.1          | 6.8       | 10.0   | 18.7   | 21.93 | 15.01 | 8.05  |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测（注：1、特斯拉、Mobileye 取 Wind 一致预期数据；2、汇率：1 美元≈7.2493 人民币，1 港币≈0.9326 人民币）

# 财务预测与估值

## 尾页报表输出

| 资产负债表（百万元）       | 2024        | 2025        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 利润表（百万元）          | 2024           | 2025          | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 4268        | 6666        | 4298         | 2732         | 850          | 营业收入              | 361            | 685           | 1000          | 1866          | 3003          |
| 应收款项             | 477         | 741         | 822          | 1534         | 2468         | 营业成本              | 250            | 478           | 672           | 1124          | 1757          |
| 存货净额             | 205         | 321         | 430          | 738          | 1169         | 营业税金及附加           | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动资产           | 33          | 36          | 53           | 99           | 159          | 销售费用              | 54             | 74            | 66            | 66            | 67            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>7288</b> | <b>8210</b> | <b>6049</b>  | <b>5102</b>  | <b>4646</b>  | 管理费用              | 2234           | 1973          | 2057          | 1873          | 1938          |
| 固定资产             | 178         | 379         | 390          | 423          | 453          | 财务费用              | 382            | 336           | (75)          | (51)          | (26)          |
| 无形资产及其他          | 140         | 129         | 97           | 66           | 35           | 投资收益              | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资性房地产           | 31          | 30          | 30           | 30           | 30           | 资产减值及公允价值变动       | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 57          | 188         | 188          | 188          | 188          | 其他收入              | 110            | 473           | 75            | 78            | 82            |
| <b>资产总计</b>      | <b>7694</b> | <b>8936</b> | <b>6754</b>  | <b>5810</b>  | <b>5351</b>  | 营业利润              | (2449)         | (1702)        | (1645)        | (1067)        | (650)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 30          | 324         | 30           | 30           | 30           | 营业外净收支            | (62)           | 51            | 50            | 51            | 52            |
| 应付款项             | 23          | 375         | 52           | 89           | 140          | <b>利润总额</b>       | <b>(2511)</b>  | <b>(1651)</b> | <b>(1595)</b> | <b>(1016)</b> | <b>(598)</b>  |
| 其他流动负债           | 490         | 303         | 332          | 364          | 449          | 所得税费用             | 6              | 4             | 4             | 3             | 1             |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>542</b>  | <b>1001</b> | <b>414</b>   | <b>483</b>   | <b>619</b>   | 少数股东损益            | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 长期借款及应付债券        | 50          | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>(2517)</b>  | <b>(1655)</b> | <b>(1599)</b> | <b>(1018)</b> | <b>(600)</b>  |
| 其他长期负债           | 35          | 34          | 39           | 44           | 49           |                   |                |               |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>85</b>   | <b>34</b>   | <b>39</b>    | <b>44</b>    | <b>49</b>    | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2024</b>    | <b>2025</b>   | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  | <b>2028E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>628</b>  | <b>1036</b> | <b>453</b>   | <b>527</b>   | <b>669</b>   | 净利润               | (2517)         | (1655)        | (1599)        | (1018)        | (600)         |
| 少数股东权益           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 资产减值准备            | 0              | 0             | 26            | 0             | 1             |
| 股东权益             | 7066        | 7900        | 6301         | 5283         | 4683         | 折旧摊销              | 43             | 45            | 75            | 78            | 82            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>7694</b> | <b>8936</b> | <b>6754</b>  | <b>5810</b>  | <b>5351</b>  | 公允价值变动损失          | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             |
|                  |             |             |              |              |              | 财务费用              | 382            | 336           | (75)          | (51)          | (26)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2024</b> | <b>2025</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | <b>2028E</b> | 营运资本变动            | (7997)         | (220)         | (469)         | (991)         | (1284)        |
| 每股收益             | -2.45       | -1.61       | -1.56        | -0.99        | -0.58        | 其它                | 0              | 0             | (26)          | (0)           | (1)           |
| 每股红利             | 0.00        | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>(10471)</b> | <b>(1830)</b> | <b>(1993)</b> | <b>(1931)</b> | <b>(1801)</b> |
| 每股净资产            | 6.88        | 7.69        | 6.13         | 5.14         | 4.56         | 资本开支              | 0              | (241)         | (81)          | (81)          | (81)          |
| ROIC             | -108%       | -24%        | -36%         | -53%         | -22%         | 其它投资现金流           | 562            | 1860          | 0             | 446           | 0             |
| ROE              | -36%        | -21%        | -25%         | -19%         | -13%         | <b>投资活动现金流</b>    | <b>505</b>     | <b>1487</b>   | <b>(81)</b>   | <b>365</b>    | <b>(81)</b>   |
| 毛利率              | 31%         | 30%         | 33%          | 40%          | 42%          | 权益性融资             | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | -603%       | -269%       | -179%        | -64%         | -25%         | 负债净变化             | 50             | (50)          | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | -591%       | -262%       | -172%        | -60%         | -23%         | 支付股利、利息           | 0              | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 收入增长             | -10%        | 90%         | 46%          | 87%          | 61%          | 其它融资现金流           | 12473          | 2840          | (294)         | 0             | 0             |
| 净利润增长率           | --          | --          | --           | --           | --           | <b>融资活动现金流</b>    | <b>12573</b>   | <b>2740</b>   | <b>(294)</b>  | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| 资产负债率            | 8%          | 12%         | 7%           | 9%           | 12%          | <b>现金净变动</b>      | <b>2607</b>    | <b>2398</b>   | <b>(2368)</b> | <b>(1566)</b> | <b>(1882)</b> |
| 息率               | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 货币资金的期初余额         | 1661           | 4268          | 6666          | 4298          | 2732          |
| P/E              | -18.0       | -27.4       | -28.3        | -44.5        | -75.5        | 货币资金的期末余额         | 4268           | 6666          | 4298          | 2732          | 850           |
| P/B              | 6.4         | 5.7         | 7.2          | 8.6          | 9.7          | 企业自由现金流           | 0              | (2260)        | (2275)        | (2193)        | (2042)        |
| EV/EBITDA        | -3          | -4          | -4           | -6           | -10          | 权益自由现金流           | 0              | 194           | (2494)        | (2141)        | (2017)        |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032