

2025年11月28日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

小马智行 (PONY.0)：商业化里程碑确立，跨城深耕与全球布局双驱

—计算机行业点评报告

推荐(维持)

事件

分析师：任春阳 S1050521110006

✉ rency@cfsc.com.cn

联系人：谢孟津 S1050123110012

✉ xiemj@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
计算机(申万)	-5.1	-7.6	7.0
沪深300	-3.3	3.9	11.6

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《计算机行业点评报告：奈飞(NFLX.0)：会员稳健增长与内容爆款频出，广告业务与AI赋能推动盈利改善》2025-11-20
- 《计算机行业周报：GPT-5.1引入思维链机制，重塑人机交互体验》2025-11-17
- 《计算机行业点评报告：Uber(UBER.N)：Q3营收稳健增长，AI与本地商业战略加速兑现》2025-

2025年11月25日，小马智行发布截至9月30日的第三季度未经审计财报。本季度公司实现第七代自动驾驶出租车(Gen-7 Robotaxi)在广州全市单位经济(UE)的盈亏平衡，自动驾驶出租车商业化进程加速，有望明年年底前将车队规模扩大至3000辆以上。市场拓展稳步推进，营收实现强劲增长，公司第三季度收入同比增长54%，其中授权与应用收入激增超200%。叠加香港双重主要上市募资到位，商业化进程得到充足资金支持。

投资要点

■ 营收高速增长，收入结构优化，毛利率保持高位

营收端：根据2025年第三季度未经审计财务业绩，公司总收入达6087.6万美元，同比大幅增长54%。细分业务呈现“三驾马车”驱动特征：自动驾驶出租车服务收入995万美元，同比增长约112%，成为营收增长重要引擎；授权与应用收入2344.3万美元，同比激增超200%，自动驾驶域控制器(ADC)需求旺盛，尤其受自动驾驶配送客户订单拉动；自动驾驶卡车服务收入2748.3万美元，同比增长约0.3%，第四代车型的推出为后续增长储备动能。

盈利端：2025年第三季度总营收成本为5042.8万美元，较2024年同期的3556.2万美元增长约42%。尽管如此，盈利质量持续改善，毛利润1044.8万元，同比增长约165%，主要受益于高毛利的Robotaxi服务收入，展现较高盈利质量。

■ 商业化里程碑落地，用户反馈整体向好

本季度公司达成关键突破，Robotaxi实现在广州全市UE盈亏平衡，截至11月23日前两周，单车日均订单量达23单，印证了自动驾驶出行服务的商业价值。

从运营布局看，Gen-7 Robotaxi已在北京、广州、深圳启动全无

11-11

人商业化运营，公司优化了 Robotaxi 加速、制动及转向的频率与幅度，升级了座舱体验，上线一周内新增注册用户近乎翻倍，用户需求与运营质量形成正向循环。日均订单和用户数量的增加为营收盈利进一步增长奠定基础。

■ 车队规模阶梯式扩容，国内外布局全域拓展

公司商业规模正实现多维扩张，当前车队规模已达 961 辆（含 667 辆 Gen-7 Robotaxi），有望在 2026 年底向 3000 辆规模迈进；国内层面上海、深圳等一线城市持续扩大运营区域，核心区域服务覆盖密度显著提升；全球范围则通过战略合作实现八国布局，新增卡塔尔市场，深化新加坡、卢森堡等现有市场合作，并联动全球网约车平台探索更多海外机会。更广阔的国内外市场覆盖与规模化运营直接推动订单量与用户触达效率提升，支撑 Robotaxi 服务收入增长，助力营收高速增长、盈利质量持续改善。

■ 技术壁垒稳固，成本控制成效显著

技术端：公司核心竞争力“PonyWorld 世界模型”实现无监督、自迭代的闭环训练，公司利用该技术向合作方开放核心算法模块的使用权并收取相关费用；同时公司通过自动驾驶域控制器（ADC）的销售与定制化授权获取收入，授权与应用收入激增。

成本端：针对 2026 年量产的 Gen-7 Robotaxi 套件（ADK），其物料清单（BOM）成本较 2025 年基准再降 20%，技术降本为 UE 改善提供重要支撑。同时公司依托强大的 AI 算法与车队管理经验，持续保持高效的自动驾驶出租车利用率，大幅提升资本使用效率。此外，公司通过轻资产战略拓展合作，先后与西湖集团、阳光出行等达成合作，由第三方承担部分车队部署资金，降低运营成本。

■ 香港双重上市落地，募资注入强动能

香港双重上市的顺利落地，为小马智行的商业化进程注入“资金活水”。2025 年 11 月 6 日小马智行登陆港股，本次上市成功募资超 8 亿美元，截至 2025 年 9 月 30 日，公司现金及等价物、短期投资等资金储备已达 5.877 亿美元，此次上市为资金储备提供了充足保障。充足的资金储备不仅能缓解规模化扩张与研发投入的资金痛点，更能通过加速车队部署、深化技术优势，为长期盈利目标的实现提供坚实资金支撑。

■ 投资建议

公司第三季度在商业化、规模化、技术与资金多维度的亮眼表现形成的强劲增长合力：营收端呈现高增态势，高毛利业务占比提升持续优化盈利质量，毛利润实现显著增长；公司第三季度实现关键突破，Gen-7 Robotaxi 在广州实现全市

UE 盈亏平衡；规模扩张势能强劲，车队规模预计超额完成 2025 年底千辆目标，国内外布局拓宽运营边界；技术壁垒与成本控制形成双重优势，进一步放大盈利空间；香港双重上市成功募资，为车队扩容、全球扩张与技术研发提供充足资金保障。综合来看，公司已进入“商业化验证通过，规模化扩张提速”的关键成长阶段，公司长期受益于行业规模化红利，当前时点具备显著配置价值，推荐维持。

■ 风险提示

(1) 盈利兑现风险：短期亏损压力仍存；(2) 政策与监管风险：跨区域拓展受限；(3) 技术与安全风险：行业核心不确定性；(4) 市场竞争风险：行业格局加剧分化。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025/11/28 股价 (美元)	EPS			PE			投资评级
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
MSFT. 0	微软	485.5	11.86	13.7	15.85	40.94	35.44	30.63	未评级
GOOGL. 0	谷歌 A	319.95	8.13	10.07	10.87	39.35	31.77	29.43	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：盈利预测取自万得一致预期）

■ 中小盘&主题&北交所、计算机&AI&互联网组介绍

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

周文龙：澳大利亚莫纳什大学金融硕士

陶欣怡：毕业于上海交通大学，于2023年10月加入团队。

倪汇康：金融学士，2025年8月加盟华鑫证券研究所。

谢孟津：伦敦政治经济学院硕士，2023年加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场

以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。