

2025Q1 财报点评：第七代 Robotaxi 平台发布，车队规模年末有望达千台

小马智行(PONY.0)

核心观点

2025Q1 公司实现营收 1398 万美元，同比增长 12%，其中 Robotaxi 收入 173 万美元，同比增长 200%，面向公众收费运营收入同比增长 8 倍，Robotruck 收入 778 万美元，同比增长 4%，技术授权与应用服务收入 447 万美元，同比基本持平。4 月公司发布第七代 Robotaxi 平台，BOM 成本下降 70%，预计下半年将逐步量产，2025 年底公司 Robotaxi 车队规模有望达千台。预计 2025 年公司单车 UE 模型有望跑通。

事件

小马智行发布 2025 年第一季度业绩报告。2025Q1 公司实现营收 1398 万美元，同比增长 12%，实现毛利润 232 万美元，对应毛利率 16.6%，实现 Non-GAAP 净利润-2837 万美元，亏损率有所收窄。

简评

Robotaxi 收入高速增长，车队规模年末有望达千台。2025Q1 公司实现营收 1398 万美元，同比增长 12%，其中 Robotaxi 收入 173 万美元，同比增长 200%，面向公众收费运营收入同比增长 8 倍，Robotruck 收入 778 万美元，同比增长 4%，技术授权与应用服务（License and applications）收入 447 万美元，同比基本持平。4 月 23 日，公司携手丰田、北汽、广汽在上海车展发布第七代 Robotaxi 平台的三款车型（丰田铂智 4X、北汽极狐阿尔法 T5、广汽埃安霸王龙），拥有 100% 车规级零部件、BOM 成本较前代下降 70%（计算单元成本下降 80%，激光雷达成本下降 68%）、平台化适配设计三大亮点，并成为全球首个基于车规级芯片实现 L4 级全场景无人驾驶能力的系统方案。公司预计第七代车型在下半年将逐步量产，2025 年底 Robotaxi 车队规模有望达千台。目前基于小马智行 PonyWorld 世界模型技术基座，小马智行 L4 级 Robotaxi 车队已经实现 50 万小时全场景、全天候、全无人运营，其安全性比人类驾驶高出 10 倍。此外，4 月公司与腾讯云达成战略合作，打通微信等应用 Robotaxi 入口，触达中国超十亿用户。5 月公司与 Uber 达成战略合作，Robotaxi 车队今年接入 Uber 平台，合作将率先在中东落地。

维持

买入

崔世峰

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

于伯韬

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

程似骐

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

发布日期：2025 年 05 月 23 日

当前股价：17.29 美元

目标价格 6 个月：19.36 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
285.94/270.06	-3.30/2.16	/
12 月最高/最低价 (美元)		23.61/4.16
总股本 (万股)		35,529.26
流通股本 (万股)		27,420.38
总市值 (亿美元)		61.43
流通市值 (亿美元)		61.43
近 3 月日均成交量 (万)		845.29
主要股东		
Jun Peng		17.10%

股价表现



相关研究报告

【中信建投海外研究】小马智行 (PONY): 高阶智驾技术先行者, Robotaxi 商业化加速落地
25.02.06

盈利预测及估值：预计 2025-2026 年公司营收分别为 0.81 亿美元和 0.93 亿美元，同比增长 8% 和 15%，其中 Robotaxi 收入分别为 0.13 亿美元和 0.39 亿美元，同比增长 77% 和 204%，预计 Non-GAAP 净亏损分别为 1.99 亿美元和 1.92 亿美元，对应亏损率分别为 246% 和 206%。维持“买入”评级，给予目标价 19.36 美元/ADS，对应 2030 年 9.1 倍 EV/Sales。

风险提示：解禁风险；回港进度低预期；Robotaxi 业务发展不及预期，车队数量增长低预期，单车收入增长低预期，单车日单量和 AOV 增长低预期；来自国内政策监管风险，来自国内舆论风险；Robotaxi 单车成本下降低预期，UE 模型跑通低预期；高阶智能驾驶技术迭代低预期；Robotruck 业务发展低预期，车队数量增长低预期，单车收入增长低预期，单车成本下降低预期；美联储降息进程低预期，拖累中概股整体表现；中美关系发展的不确定性；其他影响中概互联网整体表现的海外风险因素。

表 1: 小马智行盈利预测 (单位: 百万美元)

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	利润表	2023	2024	2025E	2026E
总流动资产	666	835	639	202	营业收入	72	75	81	93
总非流动资产	81	216	213	300	营业成本	-55	-64	-68	-75
总资产	747	1,051	853	502	毛利润	17	11	13	19
总流动负债	48	71	60	65	研发费用	-123	-240	-208	-196
总非流动负债	4	11	8	9	销售、行政及一般费用	-37	-57	-65	-63
总负债	52	82	67	75	EBIT	-143	-286	-259	-240
优先股	1,361	0	0	0	投资收入	19	20	20	20
普通股股本	0.05	0.18	0.18	0.18	认股权证负债的公允价值变动损益	-3	6	0	0
储备	-682	941	761	401	其他收益非经营	1	-15	0	0
其他综合性收益	4	10	10	10	除税前溢利	-125	-275	-239	-220
普通股权益总额	-677	951	771	412	所得税	0	0	0	0
归属母公司股东权益	684	951	771	412	净利润(含少数股东权益)	-125	-275	-239	-220
少数股东权益	11	18	14	16	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
股东权益合计	695	969	786	428	净利润(不含少数股东权益)	-125	-274	-239	-220
总权益及负债	747	1,051	853	502	Non-GAAP 净利润	-119	-154	-199	-192
现金流量表									
经营活动所得现金净额	-115	-111	-121	-57	关键比率				
投资活动所得现金净额	136	-181	-259	-442	营业收入 yoy	5%	4%	8%	15%
融资活动所得现金净额	90	407	52	26	毛利率	23%	15%	16%	20%
汇率变动	-3	-5	0	0	经营利润率	-199%	-381%	-321%	-258%
现金及现金等价物增加/减少净额	108	110	-328	-473	Non-GAAP 净利率	-165%	-205%	-246%	-206%
年初的现金及现金等价物	319	426	536	209					
年末的现金及现金等价物	426	536	209	-265					

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

于伯韬

FRM，香港大学金融学硕士，7 年互联网及港股策略卖方从业经历，2024/2021/2020 年新财富港股及海外方向第五名，2022 年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券。2017 年新财富第二团队核心成员，2020 年新浪财经新锐分析师第一名，2020 年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021 年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk