

2025年06月22日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

小马智行 (PONY.0)：AI 驱动自动驾驶生态协同，全球化布局加速助推盈利拐点临近

—计算机行业点评报告

推荐(维持)

事件

分析师：宝幼琛 S1050521110002

baoyc@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)	-1.9	-11.8	34.2
沪深300	-1.7	-1.7	10.0

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：多邻国 (DUOL.0)：AI 技术重塑教育生态，订阅驱动全球化布局构筑盈利护城河》2025-06-19
- 《计算机行业周报：AMD 发布 MI350 系列 GPU 性能升级，中国科学院发布「启蒙」芯片设计系统》2025-06-19
- 《计算机行业周报：智源发布“悟界”系列大模型，高德开放平台发布智能眼镜解决方案》2025-06-12

小马智行官网发布 2025 年第一季度财报，公司当季实现总营收 1,397.9 万美元，同比增长 11.6%；毛利率为 16.6%，同比减少 440 个基点；运营亏损扩大至 5600 万美元，同比增亏 61.5%。

投资要点

■ 营收高增与盈利承压，商业化加速与成本挑战

营收端：总营收增长稳健第一季度实现总营收 1,397.9 万美元，同比增长 11.6%。增长主要由 Robotaxi 服务驱动，其收入达 173 万美元，同比激增 200.3%。其中，按需收费收入增速高达 800%，显示中国一线城市商业化运营规模快速扩张。Robotruck 服务收入 778 万美元，同比上涨 4.2%，Licensing & Applications 收入 446.9 万美元，同比持平。

盈利端：毛利率承压，综合毛利率为 16.6%，同比下降 4.4 个百分点。主因收入结构变化，高毛利的 Robotaxi 收入占比提升，但低毛利的自动驾驶域控制器 (ADC) 销售占比增加稀释了整体毛利水平。运营费用同比激增 56.3% 至 5,835.9 万美元，主要为投向 Gen 7 量产研发的费用 4,748.6 万美元。运营亏损扩大，运营亏损达 5600 万美元，同比扩大 61.4%，反映技术投入与商业化落地的阶段性失衡。现金流方面，自由现金流为 -5,904.7 万美元 (非 GAAP)，主要因研发及供应链备货投入增加。

■ AI 同步战略合作：小马智行加快商业化进程

AI+战略合作推动小马智行商业化新范式。2025 年 4 月，小马智行与腾讯云建立战略合作伙伴关系。此次合作将利用腾讯的其强大的云计算、大数据和人工智能基础设施来扩大小马智行的尖端自动驾驶技术，这标志着小马智行向大规模商业化迈进了重要的一步。2025 年 5 月宣布与 Uber 建立战略合作伙伴关系，将小马智行的 Robotaxis 部署到 Uber 平台上。2025 年 6 月与深圳西湖集团有限公司建立战略合作伙伴

关系，在未来几年内在深圳共同部署一支由 1,000 多辆小马智行第七代自动驾驶出租车组成的车队。此次合作采用“轻资产 + AI 赋能模式”，标志着自动驾驶与本地出行网络相结合的一个重要里程碑。

■ 技术突破驱动商业化落地：小马智行多场景应用

多场景应用带动小马智行技术变现。2025 年 4 月初，小马智行宣布已获得卢森堡交通和公共工程部的许可，可以开始 L4 级别 Robotaxi 测试。小马智行的自动驾驶汽车测试将与卢森堡领先的移动解决方案提供商 Emile Weber 合作进行。2025 年 4 月下旬在上海车展与丰田、北汽和广汽共同首次公开展示 Robotaxi 系列的同时，推出了其第七代自动驾驶系统。第七代自动驾驶系统采用 100% 汽车级自动驾驶套件（“ADK”），延长了产品生命周期，为乘客提供了更高的稳定性和安全性。持续的设计优化还降低了 70% 的总物料清单（“BOM”）成本，其中与前代产品相比，自动驾驶计算（“ADC”）减少了 80%，固态 LiDAR 减少了 68%。此外，其模块化平台架构允许在多种车型之间无缝适应，涵盖从三种 Robotaxi 车型到未来的 Robotruck 服务。

■ 全球化布局稳步推进，本地化业务驱动小马智行商业化布局

从地域来看，小马智行已将业务扩展到中国、欧洲、东亚、中东和其他地区，商业化总面积扩展到 2,000 多平方公里，分布在北京、广州、深圳和上海。自推出京津跨省货运服务以来，小马智行已记录超过 45,000 公里的里程，完成了近 500 TEU 的货运订单。小马智行在广州市中心及其主要交通枢纽的同步扩建是公司自动驾驶商业化的又一个里程碑。此外在深圳，小马智行与西湖集团将在未来几年内在深圳联合部署 1,000 多台小马智行的 Gen 7 自动驾驶出租车。公司与腾讯微信“移动出行服务”平台达成战略合作伙伴关系，注册用户数量在第一季度环比增长了 20% 以上，进一步扩大公司在中国数十亿用户群的覆盖范围。聚焦国际，小马智行与 Uber 的合作以中东市场为起点，这是小马智行全球扩张战略的关键一步，利用其已建立的生态系统来展示强大的技术准备。公司专有的 AI 驱动的世界基础模型 PonyWorld 创建了一个高保真训练环境和评估系统，每周生成超过 100 亿公里的测试数据，支持在复杂和具有挑战性的场景中驾驶乘客，并有效地优化运营的成本效率。

■ 投资建议

小马智行在 2025 年第一季度出现营收高增与盈利承压。展望未来，小马智行凭借 L4 自动驾驶技术、多场景商业化落地及战略合作网络，正处于技术变现与全球化扩张的关键窗口期。我们认为，小马智行有望推动收入持续高增并逐步改善

盈利结构，建议投资者长期关注其在自动驾驶赛道的技术领导与商业化执行力，把握 AI 出行革命的核心标的配置机会。

■ 风险提示

- (1) 自动驾驶技术落地不及预期；
- (2) 市场竞争加剧；
- (3) 地缘政治风险；
- (4) 汇率波动。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025-06-22 股价	EPS			PE			投资评级
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
MSFT.O	微软	477.40	11.86	13.47	15.5	40.25	35.44	30.80	未评级
GOOGL.O	谷歌 A	166.64	8.13	9.38	10.18	20.50	17.77	16.37	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：以上公司盈利预测皆取自万得一致预期，单位为美元）

■ 计算机&AI&互联网组介绍

宝幼琛：本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，目前主要负责计算机与中小盘行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

谢孟津：伦敦政治经济学院硕士，2023年加入华鑫证券。

费强：曼彻斯特大学硕士，2023年加入华鑫证券研究所。

■ 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。

■ 免责条款

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

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本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。