

2025Q2 财报点评：Robotaxi 业务高速增长，商业化提速与全球布局并进

核心观点

2025Q2 公司实现营收 2,146 万美元，同比增长 75.9%，其中 Robotaxi 收入 153 万美元，同比增长 157.8%，乘客端车费收入同比增幅超 300%，成为收入增长的主要驱动力。Robotruck 收入 952 万美元，同比下降 9.9%，技术授权与应用服务（License and applications）收入 1,041 万美元，同比增长 901.8%。公司第七代 Robotaxi 量产加速，超 200 辆已下线，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。公司加速推进国际化战略，形成中东、欧洲、亚洲三线并行的出海格局。

事件

小马智行发布 2025 年第二季度业绩报告。2025Q2 公司实现营收 2,146 万美元，同比增长 75.9%，实现毛利润 346 万美元，对应毛利率 16.1%，实现 Non-GAAP 净利润-4,606 万美元。

简评

Robotaxi 业务实现高速增长。第二季度公司总营收达 2,146 万美元，同比增长 75.9%，创上市以来单季度新高。核心业务 Robotaxi 表现尤为亮眼，收入达 153 万美元，同比增长 157.8%，其中乘客端车费收入同比增幅超 300%，成为收入增长的主要驱动力。这一增长得益于车队规模扩大、一线城市用户需求攀升及运营策略优化，二季度 Robotaxi 注册用户同比增长 136%。二季度 Robotruck 实现收入 952 万美元，同比下降 9.9%，技术授权与应用服务收入 1,041 万美元，同比增长 901.8%。

第七代 Robotaxi 量产加速，车队规模进入爆发期。小马 Robotaxi 车队规模跨越式增长，第七代 Robotaxi 量产加速，超 200 辆已下线，并计划年底前突破 1000 台目标。公司第七代 Robotaxi 在北上广深 4 大一线城市获批 L4 级测试牌照并开启路测，累计测试超 200 万公里。商业化落地方面，作为中国唯一在北上广深开展全无人驾驶 Robotaxi 收费运营的企业，上海于 8 月 1 日开启浦东中心区全无人运营，广州、深圳实现 7×24 小时载客服务，北京、韩国首尔同步推进 24 小时测试。同时，用户端反馈积极，Q2 Robotaxi 注册用户同比增长 136%，车队规模扩张与运营模式成熟度相互支撑，为后续规模化商业运营夯实基础。

小马智行(PONY.O)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2025 年 08 月 13 日

当前股价：14.88 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
15.44/11.78	-17.01/-36.29	/
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)		52.87
流通市值 (亿美元)		52.87
近 3 月日均成交量 (万)		1124.95
主要股东		
Jun Peng		17.10%

股价表现



相关研究报告

25.05.23 【中信建投海外研究】小马智行 (PONY):2025Q1 财报点评：第七代 Robotaxi 平台发布，车队规模年末有望达千台

全球化布局多点突破，海外市场蓄势待发。公司在第二季度加速推进国际化战略，形成中东、欧洲、亚洲三线并行的出海格局。在中东，与迪拜道路管理局达成战略合作，计划 2025 年启动首批 Robotaxi 路测，2026 年实现全无人商业化运营。在欧洲，6 月率先在卢森堡伦宁根市启动 Robotaxi 测试，并计划向周边区域扩展。在亚洲，已获得韩国国家级自动驾驶测试许可，首尔江南区实现 7×24 小时全场景测试，技术能力通过韩国复杂城市路况验证。三线并行的出海节奏，巩固公司在自动驾驶全球化竞赛中的先发优势。

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：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；Robotaxi 出海进展低预期；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龙头公司研究。2024 新财富海外市场研究第五名；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

海外研究分析师，FRM，香港大学金融学硕士，2020 年加入中信建投海外研究团队，2018-2020 年就职于长江证券研究所海外团队，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。

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
汇电金融中心 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