

# 小马智行 (PONY.O)

## Robotaxi超预期，广州单车经济模型转正

**Robotaxi收入大幅增长，超预期。**小马智行2025Q3收入2544.2万美元，同比/环比增长72%/18.6%，主要是由于Robotaxi和技术授权与应用收入强劲增长。其中Robotaxi/Robotruck/技术授权与应用收入分别为669.4/1018.3/856.5万美元，分别同比增长89.5%/8.7%/354.6%，占比26.3%/40.0%/33.7%。Robotaxi业务大幅增长主要是由于一线城市用户需求的增长，乘客车费收入同比200%超预期时轻资产运营模式使得小马智行通过技术授权与车辆销售进一步创造了收入。技术授权与应用收入大幅增长主要是由于自动配车领域的客户对域控的需求强劲。Q3毛利率同比提升9.2pct，环比提升2.2pct至18.4%，主要受收入结构优化、高毛利率的Robotaxi业务收入占比增加影响。Q3经营开支共7434万美元，同比增加76.7%，其中第七代Robotaxi的一次性定制开发费用大约为1270万美元。Q3归母净亏损大约为6132万美元，non GAAP归母净亏损大约为5472万美元，Non GAAP归母净亏损率为215%。截至Q3末公司现金及现金等价物、短期投资、受限制现金及长期债务性理财产品有5.9亿美元，公司香港IPO完成后，公司有超过8亿美元的新增现金，现金储备充足，支撑未来数年发展。

**广州单车经济模型率先转正。**基于第七代Robotaxi在广州启动商业化运营以来，尽管新增铺设车辆并不多，截至11月23日最近两周的日均数据来看，广州日均订单已经达到23单/量，日均收入能够覆盖日均单车折旧、单车充电、单车保养、单车RA、单车保险、单车地勤人员成本、单车停车和网络费用等。展望2026年，公司预计第七代自动驾驶套件成本可以在2025年基础上再降20%，进一步优化UE模型。

**Robotaxi快速铺设车辆，千台目标预计提前完成，2026年目标超3000辆。**1) **车队规模方面**，截至11月23日，小马智行总车队规模达到961辆，其中第七代Robotaxi数量为667辆。公司目标在2026年将车队规模扩张至超3000辆Robotaxi。2) **经营范围方面**，公司在深圳已设立超过1万个上下车点，较6月底提升300%，南山、宝安、前海全无人运营区域扩大，并新增了热门商圈蛇口、华侨城等；在上海浦东区扩大全无人运营区域，同时新增需求密集区世纪公园、上海科技馆等。当前Robotaxi市场方兴未艾，在未来来自各方的竞争之下，我们认为车队扩张速度和技术领先性同样重要的因素，不仅有助于改善经营模型，更重要的是在具有网络效应的商业模式下率先卡位。

**轻资产运营优化成本结构。**小马智行在广州第七代Robotaxi单车UE模型转正，有助于更好地扩张生态圈。例如，由资产商出资购买并持有车辆资产（承担4万美元的车辆成本），小马智行则作为技术与服务提供商进行轻资产运营。公司已经和深圳西湖集团、阳光出行分别建立合作关系，采用轻资产模式优化成本结构，未来随着车队规模的扩张和经营模型的优化，有望吸引更多合作伙伴。

**投资建议：**我们预计公司2025-29年末Robotaxi部署车辆分别为1000/3000/1.5万/3万/6万台，收入为0.86/1.1/2.2/5.1/11亿美元，non-GAAP归母净利润为-2.0/-2.1/-1.8/-0.7/+1.3亿美元。考虑到PS估值难以找到合适的锚，我们采用估算2030年净利润、以PE估值，再以一定贴现率贴现到2025年的方式进行估值。Robotaxi市场，我们假设公司2030年中国、海外分别有8万辆、3万辆，假设单车年收入20万元，则小马智行国内/外Robotaxi收入达160/60亿元人民币，毛利率假设40%、30%，考虑一定营运费用，则国内外Robotaxi净利润可达6.8/1.9亿美元。以20xPE，2030年Robotaxi国内/外估值136/38亿美元，合计175亿美元，以10%贴现率贴现回2025年，小马智行的Robotaxi估值109亿美元。同理，我们认为Robotruck估值大约为35亿美元，Robotaxi+Robotruck合计估值143亿美元，对应2026年130xPS，目标价(PONY.O)33.04美元、(2026.HK)256.9港元，维持“买入”评级。

**风险提示：**商业化进展不及预期、政策推进不及预期、技术发展不及预期、竞争激烈等风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	72	75	86	106	224
增长率YoY(%)	5	4	15	23	110
归母净利润(百万美元)	-125	-274	-235	-240	-203
归母净利润率(%)	-173.6	-365.4	-271.7	-225.7	-90.6
non-GAAP归母净利润(百万美元)	-118	-153	-204	-213	-176
non-GAAP归母净利润率(%)	-164.2	-203.6	-235.7	-200.6	-78.5
Non-GAAP EPS(美元，最新摊薄)	-1.3	-1.3	-0.5	-0.5	-0.4
P/S(倍)	80	77	67	54	26
P/B(倍)	8.3	6.0	3.8	4.5	5.3

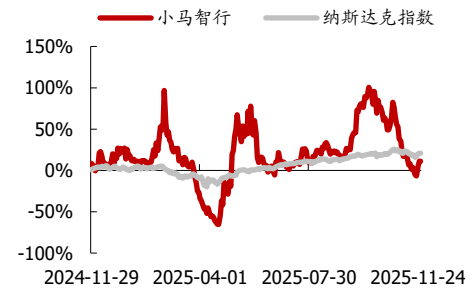
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年11月25日收盘价

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	海外
前次评级	买入
2025年11月25日收盘价(美元)	13.33
总市值(百万美元)	5,779.11
总股本(百万股)	433.54
其中自由流通股(%)	81.30
30日日均成交量(百万股)	6.81

#### 股价走势



#### 作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

#### 相关研究

1、《小马智行(PONY.O)：Robotaxi星辰大海，弄潮儿向涛头立》 2025-10-05

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万美元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	666	835	1,403	1,205	1,272
现金和现金等价物	426	536	1,130	915	937
受限制现金	0	0	0	0	0
短期投资	164	209	209	209	209
应收账款	32	29	24	23	44
应收关联方款项	6	8	8	8	8
预付账款和其他流动资产	40	53	32	49	74
<b>非流动资产</b>	81	216	219	220	221
受限制现金	0	0	0	0	0
应收关联方款项	-	-	-	-	-
物业、设备和软件	15	17	20	21	22
经营租赁资产使用权	6	13	13	13	13
长期投资	52	131	131	131	131
长期投资预付款	-	53	53	53	53
其他非现金资产	7	2	2	2	2
<b>资产总值</b>	747	1,051	1,622	1,425	1,493
<b>流动负债</b>	48	71	72	116	387
应付账款及其他流动负债	44	67	47	71	123
经营租赁负债	4	3	23	43	263
应付关联方款项	-	1	1	1	1
<b>非流动负债</b>	4	11	11	11	11
经营租赁负债	2	10	10	10	10
其他非现金负债	2	1	1	1	1
<b>负债总额</b>	52	82	83	127	398
夹层权益	1,361	-	-	-	-
A类普通股	0	0	0	0	0
B类普通股	0	0	0	0	0
资本公积	58	2,228	3,028	3,028	3,028
特别盈余公积	0	0	0	0	0
累计亏损	-740	-1,288	-1,523	-1,762	-1,965
<b>公司股东应占权益</b>	-677	951	1,516	1,276	1,074
少数股东权益	11	18	23	22	20
<b>权益总额</b>	695	969	1,539	1,298	1,094
<b>负债及权益总额</b>	747	1,051	1,622	1,425	1,493

**现金流量表 (百万美元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	-115	-111	-215	-223	-187
净利润 (亏损)	-125	-275	-230	-241	-204
折旧及摊销	14	8	9	10	11
营运资金变动	-20	12	6	8	6
其他经营现金流	15	144	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	136	-181	-11	-11	-11
购买物业、设备和软件	-5	-11	-11	-11	-11
其他投资现金流	142	-170	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	90	407	820	20	220
负债所得款项	-1	-1	20	20	220
其他筹资现金流	91	408	800	0	0
<b>现金净增加额</b>	108	110	594	-215	21

**利润表 (百万美元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>	72	75	86	106	224
营业成本	-55	-64	-72	-86	-161
<b>毛利润</b>	17	11	15	20	63
研发费用	123	240	227	231	236
销售和管理费用	37	57	61	62	63
<b>经营利润 (亏损)</b>	-143	-286	-273	-273	-236
投资收益	19	20	39	21	21
负债性权证公允价值变动	-3	6	-	-	-
其他收入 (支出)	1	-15	4	11	11
<b>税前利润 (亏损)</b>	-125	-275	-230	-241	-204
所得税优惠 (支出)	0	-0	0	0	0
<b>净利润 (亏损)</b>	-125	-275	-230	-241	-204
少数股东净利润 (亏损)	-1	-1	5	-1	-1
<b>归母净利润 (亏损)</b>	-125	-274	-235	-240	-203
<b>Non-GAAP 归母净利润 (亏损)</b>	-118	-153	-204	-213	-176

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5	4	15	23	110
经营利润(%)	16	-99	4	-0	14
Non-GAAP 归母净利润(%)	11	-29	-33	-5	18
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.5	15.2	17.1	18.7	28.1
归母净利率(%)	-173.6	-365.4	-271.7	-225.7	-90.6
non-GAAP 归母净利率(%)	-164.2	-203.6	-235.7	-200.6	-78.5
ROE(%)	-18.2	-28.8	-15.5	-18.8	-18.9
ROIC(%)	-51.7	-63.7	-61.3	-62.4	-54.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	7.0	7.8	5.1	8.9	26.7
净负债比率(%)	-53.8	-46.9	-68.0	-60.8	-49.2
流动比率	13.8	11.8	19.6	10.4	3.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
应收账款周转率	2.5	2.5	3.3	4.6	6.6
应付账款周转率	-1.2	-1.1	-1.3	-1.5	-1.7
<b>每股指标 (美元)</b>					
Non-GAAP EPS(最新摊薄)	-1.3	-1.3	-0.5	-0.5	-0.4
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.3	-1.0	-0.5	-0.5	-0.4
每股净资产(最新摊薄)	7.8	8.5	3.5	3.0	2.5
<b>估值比率</b>					
经调整 P/E	-49.0	-37.8	-28.4	-27.1	-32.9
P/B	8.3	6.0	3.8	4.5	5.3
P/S	80.4	77.0	66.9	54.4	25.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 25 日收盘价

图表1: 小马智行核心盈利预测: 年度

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入 (百万美元)	<b>72</b>	<b>75</b>	<b>86</b>	<b>106</b>	<b>224</b>	<b>513</b>	<b>1,067</b>
YoY	5.1%	4.3%	15.1%	23.1%	110.5%	129.5%	107.8%
Robotaxi (百万美元)	8	7	15	27	131	399	926
Robotruck (百万美元)	25	40	37	39	47	61	80
授权与应用 (百万美元)	39	27	34	40	46	53	61
毛利润 (百万美元)	<b>17</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>63</b>	<b>171</b>	<b>376</b>
毛利润率	23.5%	15.2%	17.1%	18.7%	28.1%	33.3%	35.3%
R&D (百万美元)	123	240	227	231	236	241	246
SG&A (百万美元)	37	57	61	62	63	64	66
研发费用率	170.7%	320.1%	262.7%	217.7%	105.5%	46.9%	23.0%
销管费用率	52.0%	75.6%	70.1%	58.1%	28.1%	12.5%	6.1%
归母净利润 (百万美元)	<b>-125</b>	<b>-274</b>	<b>-235</b>	<b>-240</b>	<b>-203</b>	<b>-101</b>	<b>99</b>
归母净利润率	-173.6%	-365.4%	-271.7%	-225.7%	-90.6%	-19.6%	9.3%
non-GAAP 归母净利润 (百万美元)	<b>-118</b>	<b>-153</b>	<b>-204</b>	<b>-213</b>	<b>-176</b>	<b>-73</b>	<b>127</b>
non-GAAP 归母净利润率	-164.2%	-203.6%	-235.7%	-200.6%	-78.5%	-14.2%	11.9%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表2: 小马智行核心盈利预测: 季度

	25Q1	25Q2	25Q3E	25Q4E	26Q1E	26Q2E	26Q3E	26Q4E
<b>收入 (百万美元)</b>	<b>14</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>18</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>31</b>
YoY	11.6%	75.9%	72.0%	-28.2%	29.9%	33.5%	10.9%	22.8%
Robotaxi (百万美元)	2	2	7	5	5	6	7	8
Robotruck (百万美元)	8	10	10	9	8	10	11	10
授权与应用 (百万美元)	4	10	9	11	5	12	10	13
<b>毛利润 (百万美元)</b>	<b>2.3</b>	<b>3.5</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>3.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.3</b>	<b>6.3</b>
毛利率	16.6%	16.1%	18.4%	16.9%	17.6%	17.6%	18.9%	20.0%
R&D (百万美元)	47	49	60	70	48	50	62	71
SG&A (百万美元)	11	16	14	20	11	16	14	20
研发费用率	339.7%	228.5%	237.3%	274.5%	266.7%	174.6%	218.4%	228.0%
销管费用率	77.8%	73.2%	54.9%	78.4%	61.1%	55.9%	50.5%	65.2%
<b>归母净利润 (百万美元)</b>	<b>-43</b>	<b>-53</b>	<b>-61</b>	<b>-77</b>	<b>-48</b>	<b>-53</b>	<b>-62</b>	<b>-77</b>
归母净利润率	-308%	-247%	-241%	-303%	-264%	-184%	-220%	-246%
<b>non-GAAP 归母净利润 (百万美元)</b>	<b>-34</b>	<b>-46</b>	<b>-55</b>	<b>-69</b>	<b>-43</b>	<b>-46</b>	<b>-55</b>	<b>-69</b>
non-GAAP 归母净利润率	-243%	-214%	-215%	-271%	-235%	-162%	-196%	-219%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com