

公司報告

小马智行 (PONY US)

三季度Robotaxi超预期, 单车模型跑通推动规模化落地

- 收入超预期受益于Robotaxi业务爆发, 亏损率收窄
- 单车模型跑通、轻资产扩张与全球化快速规模化
- Robotaxi商业模式验证, 维持增持评级及目标价24美元

收入超预期受益于Robotaxi业务爆发, 亏损率收窄

公司2025年三季度归母净利润6,100万美元, 亏损同比/环比扩大46.4%/15.5%。1) 收入: 三季度公司总收入2,500万美元, 同比/环比+72.0%/+18.6%, 营收保持强劲增长态势。随着自动驾驶商业化落地加速, 单车经济模型逐步优化, 驱动收入规模持续攀升。2) 毛利率: 三季度公司毛利率18.4%, 同比/环比+9.1ppts/+2.2ppts, 主要受益于高毛利Robotaxi业务占比提升。3) 费用率: 三季度研发费用率为237.3%, 同比/环比+10.0ppts/+8.8ppts, 受第七代研发一次性1,270万美元支出拖累; 销售、行政及一般费用率为54.9%, 同比/环比-2.3ppts/-18.3ppts。合计费用率为292.2%, 同比/环比+7.7ppts/-9.5ppts。4) 净利率: 三季度公司净利率为-241.0%, 同比/环比改善42.3ppts/6.5ppts。

单车模型跑通、轻资产扩张与全球化快速规模化

1) 广州G7车型实现UE盈亏平衡, 单车经济模型跑通。广州地区G7 Robotaxi已实现全城范围内的单位经济 (UE) 盈亏平衡。单车日均净收入达299元 (扣除折扣后), 日均订单23单, 收入覆盖了折旧、运营、保险及远程协助等七项成本。2) 运营效率持续提升: 远程协助人车比年底提升至1:30, 未来将持续优化。用户平均等待时间同比缩短约50%, 运营效率与网络效应显著增强。3) 车队规模超预期扩张, 轻资产模式加速渗透。a) 产能与交付: 2025年底超1000辆车队的目标有望提前完成, 目前总车队规模已超961辆 (G7超600辆)。2026年车队规模目标超3000辆。b) 轻资产战略: 深化与西湖集团、阳光出行等第三方合作, 通过“车辆销售+年度授权费”模式实现资产轻量化扩张。2026年轻资产模式在车队中的占比将进一步提升。c) 降本路径: ADK成本在2025年大幅下降的基础上, 2026年预计将再降20%, 主要得益于规模效应及供应链谈判。4) 全球化布局提速, 迈向集团级盈利。已进入8个国家布局, 中东部分国家预计2026年进入可收费示范运营阶段, 开始产生经常性收入。

Robotaxi商业模式验证, 维持增持评级及目标价24美元

股价近两个月自高点大幅回调, 我们判断主因9月连续催化后阶段性估值偏高, 市场对公司盈利拐点仍相对审慎。我们认为回调更多体现预期面修正, 而非基本面转弱。公司在广州UE平衡验证了Robotaxi商业模式, 快速进入规模化复制阶段。公司维持5-8万台车队规模盈亏平衡的判断, 将于2028-29年实现。综合收入端Robotaxi加速与费用率偏高影响, 调高FY25-27亏损额预测15.4%/16.5%/21.0%。维持增持评级及目标价24美元 (图7)。风险因素: 自驾技术进展、监管放行速度不及预期。

财务数据

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	72	75	87	113	244
同比增长 (%)	5.1%	4.4%	15.6%	30.8%	115.6%
归母净利润	(125)	(274)	(211)	(217)	(201)
同比增长 (%)	-15.7%	119.6%	-23.2%	3.2%	-7.7%
每股盈利 (美元)	(1.4)	(3.1)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
市销率 (X)	81	78	67	51	24
ROE (%)	n.a	-29%	-13%	-14%	-13%

资料来源: 公司资料、招商證券 (香港) 预测; 截至2025年11月25日收盘价

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

殷浩程

+86 755 8308 2215

yinhc@cmschina.com.cn

与市场的预期差

单车UE跑通、订单密度与运营效率持续提升, 车队扩张速度及轻资产渗透均显著快于市场预期, 带来商业化曲线的前置。

增持

前次评级	增持
股价	13.3美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	24美元(+80%)
前次目标价	24美元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
PONY US	(52.9)	(34.0)	11.1
SPX	(1.8)	14.3	12.8

行业: 汽车汽配

标普500指数	6,766
纳斯达克指数	23,026
重要数据	
52周股价区间 (美元)	4.11 - 24.92
市值 (百万美元)	5,779
日均成交量 (百万股)	5.94
每股净资产 (美元)	2.08
主要股东	
彭军	10.30%
丰田	9.94%
其他大股东	15.80%
自由流通量	63.96%

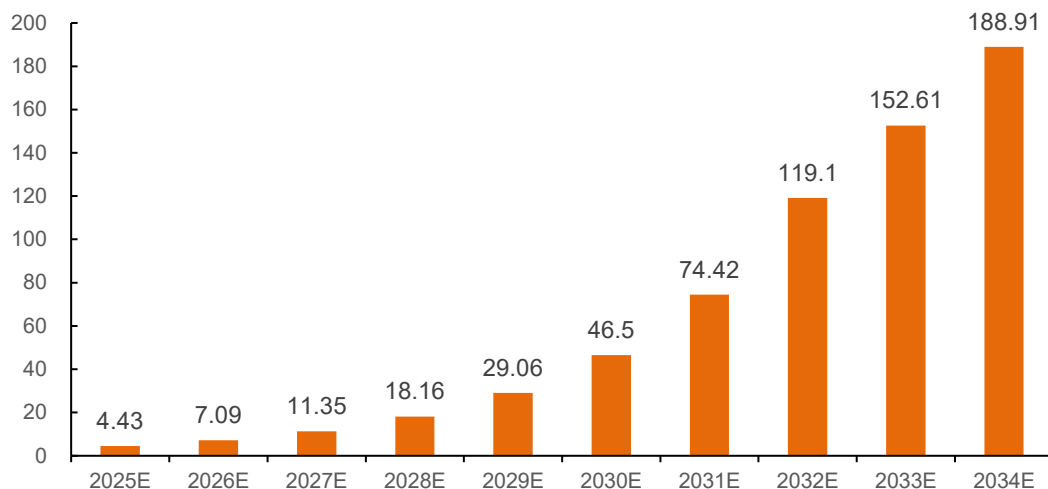
资料来源: 彭博

相关报告

1. 小马智行 (PONY US) - 自动驾驶赛道领先者, 开启Robotaxi商业化篇章 (增持) (2025/10/21)

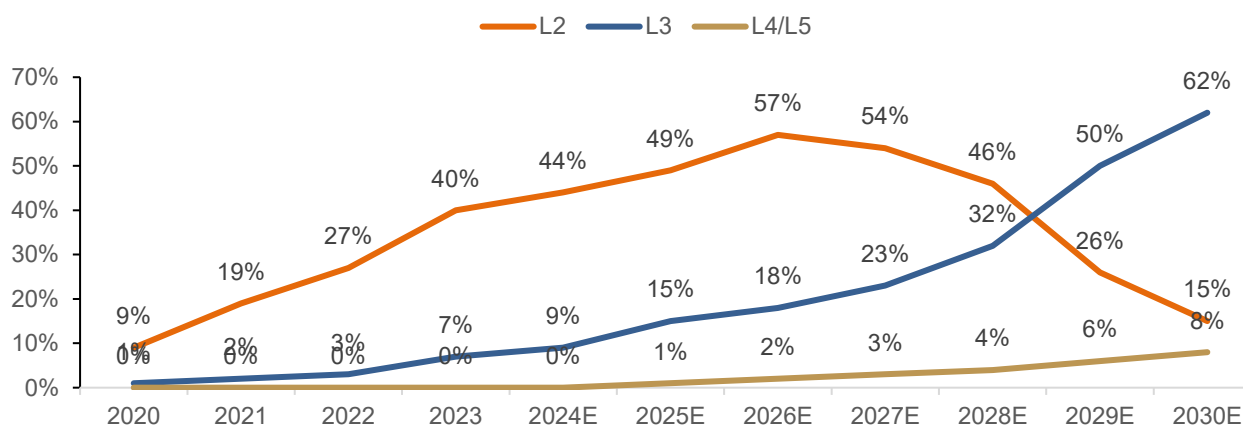
重点图表

图 1: 全球 Robotaxi 市场规模 (十亿美元)



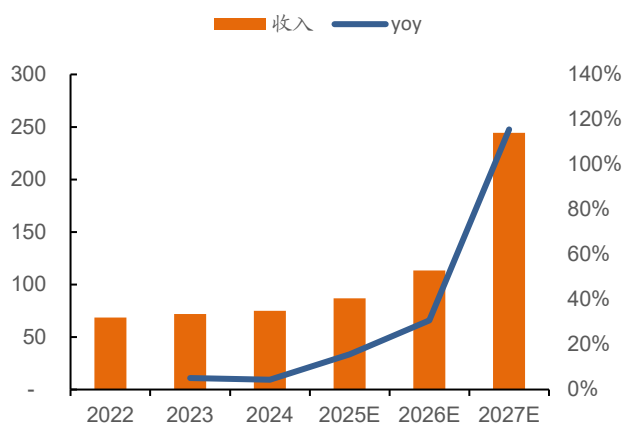
资料来源: Precedence Research、招商证券 (香港)

图 2: 中国自动驾驶等级渗透率



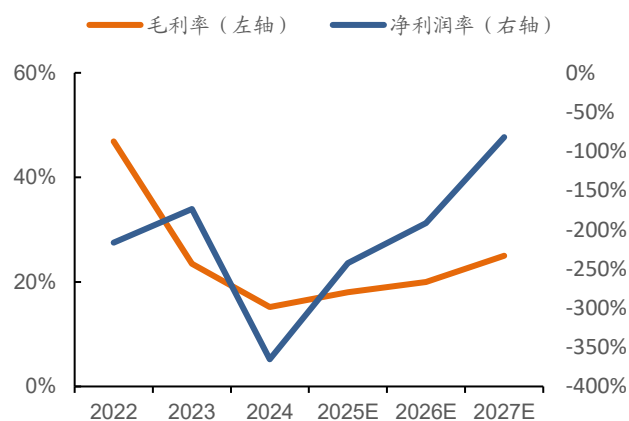
资料来源: 亿欧智库、招商证券 (香港)

图 3: 小马智行收入将进入爆发期 (百万美元)



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 4: Robotaxi 上量后毛利率、净利率将大幅改善



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图5: 公司季度业绩概览

百万美元	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	同比	环比
营业收入	15	36	14	21	25	72.0%	18.6%
销售成本	(13)	(28)	(12)	(18)	(21)	54.7%	15.5%
毛利 (毛损)	1	7	2	3	5	243.1%	34.8%
研发开支	(34)	(148)	(47)	(49)	(60)	79.6%	23.2%
销售及营收开支	(8)	(33)	(11)	(16)	(14)	65.1%	-11.1%
经营亏损	(41)	(173)	(56)	(61)	(74)	82.6%	21.3%
其他收入	(4)	(8)	19	6	13	n.a	110.6%
除所得税前亏损	(45)	(181)	(37)	(55)	(62)	37.2%	11.5%
所得税开支	0	0	0	(0)	0	0.0%	n.a
净利润/(亏损)额	(42)	(181)	(37)	(53)	(62)	46.2%	15.6%
少数股东损益	(0)	(0)	6	(0)	(0)	14.3%	54.5%
归母净利润	(42)	(181)	(43)	(53)	(61)	46.4%	15.5%
毛利率	9.2%	21.0%	16.6%	16.1%	18.4%	9.1ppt	2.2ppt
经营利润率	-275.3%	-487.3%	-400.9%	-285.6%	-292.2%	-16.9ppt	-6.6ppt
归母净利率	-283.3%	-509.3%	-307.5%	-247.5%	-241.0%	42.3ppt	6.5ppt
研发费用率	227.3%	416.2%	339.7%	228.5%	237.3%	10.0ppt	8.8ppt
销售、行政及一般费用率	57.2%	92.1%	77.8%	73.2%	54.9%	-2.3ppt	-18.3ppt
合计费用率	284.5%	508.3%	417.5%	301.7%	292.2%	7.7ppt	-9.5ppt

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图6: 公司盈利预测调整

百万美元	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	87	113	244	81	101	194	7.4%	11.9%	25.8%
营业成本	-71	-91	-183	-68	-81	-146	4.8%	11.9%	25.8%
毛利	16	23	61	13	20	49	20.8%	11.9%	25.8%
研发费用	-217	-227	-244	-161	-172	-175	34.2%	31.7%	39.8%
销售管理费用	-56	-62	-68	-44	-45	-49	26.9%	39.9%	40.9%
营业利润	-258	-266	-252	-193	-197	-175	33.4%	35.6%	44.0%
其他收入	46	48	51	10	9	9	364.2%	417.4%	487.3%
除税前溢利	-211	-218	-201	-183	-187	-166	15.4%	16.5%	21.0%
所得税	0	0	0	0	0	0	n.a.	n.a.	n.a.
净利润	-211	-218	-201	-183	-187	-166	15.4%	16.5%	21.0%
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	-1	-1	15.4%	16.5%	21.0%
股东应占利润	-211	-217	-201	-182	-187	-166	15.4%	16.5%	21.0%
EPS (美元)	53	-0.50	-0.46	-0.43	-0.44	-0.39	23.2%	14.8%	19.3%

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

估值说明:

我们采用其 2030 年 6.6x P/S 的估值以 12.1% WACC 折现至 2026E (未来 12 个月), 相当于 10.5x P/S, 约等于特斯拉与智驾 SoC 行业 (英伟达、Mobileye、地平线、黑芝麻智能) 平均 10.8x 2026E P/S 估值。

图 7: 小马智行折现后 P/S 估值表 (百万美元)

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
营业收入	72	75	87	113	244	682	1,156	1,587
增速	5%	4%	16%	31%	116%	179%	70%	37%
毛利	17	11	16	23	61	204	405	587
研发费用	-123	-240	-217	-227	-244	-273	-289	-317
销售、行政及一般费用	-37	-57	-56	-62	-68	-109	-116	-95
营业利润	-143	-286	-258	-266	-252	-177	0	175
所得税	0	0	0	0	0	0	-8	-35
净利润	-125	-275	-211	-218	-201	-124	47	197
归母净利润	-125	-274	-211	-217	-201	-124	47	197
P/S			120.0	91.8	42.6	15.3	9.0	6.6
无风险利率	3.0%							
Beta	1.4							
股权风险溢价	6.5%							
权益成本	12.1%							
WACC	12.1%							
折回期	4.1							
目标价	24.0							
折现后相对应 2026 年 P/S	10.5							

资料来源: 招商证券 (香港) 预测; 注: 上市公司估值截止于 2025 年 11 月 25 日股价

:

自动驾驶产业链标的估值表

公司	彭博	国家	招商证券	股价	招商证券	上涨	市值	EPS(本币)		市盈率(x)		市净率(x)		市销率(x)		ROE(%)	
	代码	地区	评级	(本币)	目标价 (本币)	空间	(百万美 元)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Robotaxi 主机厂																	
特斯拉	TSLA US	美国	中性	419.4	473.0	13%	1,394,849	1.8	2.5	230.6	170.7	18.6	16.8	14.4	12.1	5.8	7.7
理想汽车	2015 HK	中国	增持	72.0	115.0	60%	19,820	2.3	4.8	28.5	13.6	1.8	1.6	1.1	0.8	6.4	11.9
小鹏汽车	9868 HK	中国	增持	81.6	115.0	41%	20,038	-0.8	0.6	n.a	116.2	4.7	4.5	1.8	1.3	-4.9	4.0
吉利汽车	175 HK	中国	增持	16.7	32.0	91%	21,755	1.5	1.8	10.1	8.5	1.5	1.3	0.4	0.3	17.2	17.4
比亚迪	1211 HK	中国	增持	95.8	130.0	36%	117,378	3.9	5.0	22.5	17.5	3.8	3.3	0.9	0.8	16.9	18.7
蔚来汽车	9866 HK	中国	未评级	46.8	n.a	n.a	14,891	-6.9	-2.5	n.a	n.a	203.1	-50.3	1.1	0.7	-124.7	25.2
平均										73.0	65.3	38.9	-3.8	3.3	2.7	-13.9	14.1
打车平台																	
优步	UBER US	美国	增持	83.7	n.a	n.a	173,894	41.3	29.4	14.4	20.2	6.0	4.9	3.0	2.6	69.2	42.4
Lvft	LYFT US	美国	增持	19.6	n.a	n.a	8,007	8.7	10.8	15.9	12.8	10.9	9.3	1.1	1.0	69.2	31.9
平均										15.2	16.5	8.4	7.1	2.1	1.8	69.2	37.2
智驾 SoC																	
英伟达	NVDA US	美国	未评级	177.8	n.a	n.a	4,321,026	33.3	54.2	37.9	23.2	27.6	14.5	18.5	12.1	69.2	91.7
Mobileye	MBLY US	美国	未评级	11.3	n.a	n.a	9,239	2.5	2.5	31.6	32.0	0.8	0.8	4.5	4.2	2.4	2.8
地平线	9660 HK	中国	增持	7.5	13.8	83%	14,205	-0.1	-0.1	n.a	n.a	16.3	38.7	28.8	17.8	n.a	n.a
黑芝麻智能	2533 HK	中国	增持	18.7	26.5	41%	1,544	-2.5	-2.3	n.a	n.a	-271.7	-7.3	13.2	8.0	n.a	n.a
平均										34.7	27.6	-56.8	11.7	16.2	10.5	35.8	47.3
座舱 SoC																	
高通	QCOM US	美国	未评级	163.3	n.a	n.a	174,894	86.3	88.3	13.4	13.1	6.6	7.4	3.5	3.4	49.2	48.9
AMD	AMD US	美国	未评级	206.1	n.a	n.a	335,588	28.2	46.1	51.8	31.6	5.4	4.9	9.0	6.8	8.5	12.7
英特尔	INTC US	美国	未评级	35.8	n.a	n.a	170,909	2.4	4.5	103.7	56.4	1.5	1.5	3.0	2.9	0.8	1.8
平均										56.3	33.7	4.5	4.6	5.1	4.4	19.5	21.1
激光雷达																	
禾赛科技	HSAI US	美国	增持	20.2	28.0	38%	3,157	3.0	4.6	44.2	28.3	0.3	0.3	7.0	4.8	4.6	7.7
速腾聚创	2498 HK	中国	增持	31.7	50.0	58%	1,925	-0.5	0.1	n.a	1386.7	4.2	4.5	6.0	4.0	-8.2	2.3
Luminar	LAZR US	美国	未评级	0.8	n.a	n.a	62	-31.5	-17.5	n.a	n.a	-0.1	-0.3	0.9	1.0	96.7	55.7
平均										n.a	707.5	1.4	1.5	4.6	3.2	31.1	21.9
Robotaxi 运营商																	
小马智行*	PONY US	中国	增持	13.3	24.0	80%	5,779	-0.5	-0.5	n.a	n.a	3.3	3.7	66.7	51.0	-12.9	-13.9
文远知行*	WRD US	中国	未评级	7.9	n.a	n.a	2,710	-0.5	-0.4	n.a	n.a	2.7	3.7	30.1	13.3	-20.4	-19.5
平均												3.0	3.7	48.4	32.2	-16.6	-16.7
整体平均										57.4	158.1	1.7	2.8	11.7	8.1	6.7	17.2

收盘价截至 2025 年 11 月 25 日，未评级公司基于市场共识，资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；*小马、文远为单位美元

财务预测表

资产负债表

单位: 百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	666	835	1,512	1,437	1,428
货币资金	426	536	1,198	1,107	1,082
定期存款及其他短期投资	164	209	220	230	242
应收款项	32	29	30	31	33
预付款项及其他资产	40	53	55	58	61
其他流动资产	6	8	9	9	10
非流动资产合计	81	216	227	238	250
物业、厂房及设备	15	17	18	19	20
长期投资	52	131	137	144	151
其他非流动资产	14	68	72	75	79
资产总计	747	1,051	1,739	1,675	1,678
流动负债合计	48	71	74	78	82
应付贸易款和应付票据	44	67	70	73	77
经营租赁负债	4	3	4	4	4
应付关联方款项	-	1	1	1	1
非流动负债合计	4	11	12	12	13
非流动经营租赁负债	2	10	10	11	11
其他非流动负债	2	1	1	2	2
负债合计	52	82	86	91	95
普通股	0	0	0	0	0
股本溢价	58	2,228	3,123	3,273	3,473
留存收益	(740)	(1,288)	(1,498)	(1,715)	(1,916)
股东应占权益	(677)	951	1,636	1,568	1,568
少数股东权益	11	18	17	16	16
权益合计	(666)	969	1,652	1,584	1,583
负债及权益合计	747	1,051	1,739	1,675	1,678

现金流量表

单位: 百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(115)	(111)	(216)	(223)	(206)
年内利润	(125)	(275)	(211)	(218)	(201)
折旧及摊销	14	8	(1)	(1)	(1)
营运资本变动	(20)	12	(4)	(4)	(4)
其它经营活动现金流	15	144	-	0	(0)
投资活动现金流	136	(181)	(17)	(18)	(19)
资本支出	(5)	(11)	-	-	-
短期投资净额	106	(25)	(10)	(11)	(12)
其它投资活动现金流	35	(145)	(7)	(7)	(7)
筹资活动现金流	90	407	895	150	200
发行可转换优先股所得款	104	-	-	-	-
其它筹资活动现金流	(14)	407	895	150	200
现金净增加额	108	110	662	(91)	(25)
汇率变动对现金的影响	(3)	(5)	-	-	-
期末现金 (含受限现金)	426	536	-	1,107	1,082

利润表

单位: 百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	72	75	87	113	244
营业成本	(55)	(64)	(71)	(91)	(183)
毛利	17	11	16	23	61
研发费用	(123)	(240)	(217)	(227)	(244)
销售、行政及一般费用	(37)	(57)	(56)	(62)	(68)
营业利润	(143)	(286)	(258)	(266)	(252)
投资收益净额	19	20	41	43	45
其他收益净额	(2)	(10)	6	6	6
除税前溢利	(125)	(275)	(211)	(218)	(201)
所得税	0	-	-	-	-
年内溢利	(125)	(275)	(211)	(218)	(201)
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
归母净利润	(125)	(274)	(211)	(217)	(201)

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	5.1%	4.4%	15.6%	30.8%	115.6%
营业利润	-16.1%	99.3%	-9.8%	3.5%	-5.5%
股东应占利润	-15.7%	119.6%	-23.2%	3.2%	-7.7%
获利能力					
毛利润率	23.5%	15.2%	18.0%	20.0%	25.0%
经营利润率	-199.2%	-380.5%	-297.0%	-235.0%	-103.0%
归母净利润率	-173.6%	-365.3%	-242.8%	-191.6%	-82.0%
ROE	n.a	-28.8%	-12.9%	-13.9%	-12.8%
ROA	-16.7%	-26.1%	-12.1%	-13.0%	-11.9%
偿债能力					
资产负债率	7.0%	7.8%	5.0%	5.4%	5.7%
净负债比例	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
流动比率	13.8	11.8	20.3	18.4	17.4
速动比率	13.8	11.8	20.3	18.4	17.4
营运能力					
资产周转天数	3,855	4,373	5,871	5,494	2,504
存货周转天数	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
应收账款周转天数	146	146	123	99	48
应付账款周转天数	224	270	287	231	112
每股资料 (美元)					
每股收益	(1.4)	(3.1)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
每股现金流	(1)	(1)	(1)	(1)	(0)
每股净资产	(8)	11	4	4	4
每股派息	-	-	-	-	-
估值比率					
P/E	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
P/S	81	78	67	51	24

资料来源: 公司报表、招商证券 (香港) 预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

2025 年 11 月 26 日 (星期三)

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828