

小马智行 (PONY)

2025 年三季度业绩点评：广州 UE 转正，商业化加速

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万美元）	71.90	75.03	77.58	104.91	342.42
同比(%)	5.14	4.35	3.41	35.23	226.39
归母净利润（百万美元）	(124.81)	(274.12)	(225.28)	(206.22)	(65.32)
同比(%)	15.68	(119.63)	17.82	8.46	68.32
EPS-最新摊薄（美元/股）	(0.29)	(0.63)	(0.52)	(0.48)	(0.15)
P/S（现价&最新摊薄）	81.10	77.72	75.16	55.58	17.03

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年第三季度财报，2025Q3 公司实现营收 2,544 万美元（约合人民币 1.81 亿元），同比+72.0%，公司多项业务增速较快。Q3 Non-GAAP 净亏损为 5,498 万美元，较去年同期的 4,144 万美元有所扩大，主要系研发投入增加。
- **结构优化驱动毛利倍增，研发投入维持高位。**公司收入质量显著优化。分业务看，自动驾驶出行服务营收同比+89.5%至 669 万美元，其中乘客车费收入增长超 200%；技术授权与应用服务营收同比+354.6%至 857 万美元，主要受自动配送领域对域控制器的强劲需求驱动；自动驾驶卡车服务营收稳健增长 8.7%至 937 万美元。受益于收入结构的优化，公司整体毛利率从去年同期的 9.2%跃升至 18.4%，实现倍增。费用端，研发开支同比+79.6%至 6,038 万美元，其中约 1,270 万美元用于第七代车型的定制开发。销售及管理费用同比+65.1%至 1,396 万美元，公司为支撑大规模商业化运营进行人员扩张。
- **流动性充裕，轻资产模式及出海战略构建广阔前景。**截至 2025 年 9 月 30 日，公司持有现金及现金等价物等总额为 5.88 亿美元，若叠加香港 IPO 募集资金，其流动性储备充裕，能够支撑未来两年的大规模车队扩张。公司与阳光出行、西湖探索 Robotaxi 轻资产模式，为公司后续大规模落地提供合作基础。公司 Robotaxi 业务覆盖中国、卡塔尔、阿联酋等八个国家，国际化路线清晰。全球出行公司 Uber、Bolt 成为公司股东，深度绑定行业生态伙伴。
- **商业化拐点确立，多维能力构建护城河。**25Q3 公司于广州跑通了 Gen-7 车型的 Robotaxi 的单车盈利模型（UE）。第七代 Robotaxi 在广州不仅实现了全无人商业化运营，更达成了城市范围内的单车毛利转正，日均订单量达到 23 单，标志着自动驾驶商业模式已通过最关键的财务可行性验证。在硬件成本方面，公司展现出强大的供应链管控能力，第四代自动驾驶卡车套件 BOM 成本下降 70%，第七代 Robotaxi 预计 2026 年量产版 BOM 成本将在 2025 年基准上再降 20%。我们认为公司单车 UE 跑通，降本路径清晰，有望加速实现公司“2025 年千台、2026 年三千台”的车队扩张目标。
- **盈利预测与投资评级：**随技术进步与政策推进，公司有望持续受益于自动驾驶行业从“技术验证”走向“规模化量产”的红利。我们维持公司 2025-2027 营业收入 0.78/1.05/3.42 亿美元的预期，2025 年 11 月 27 日收盘价对应 2025-2027 PS 分别为 75/56/17 倍，我们看好公司长期发展前景，维持“买入”评级。
- **风险提示：**商业化拓展不及预期，政策监管不确定性风险，行业竞争加剧的风险。

2025 年 11 月 30 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

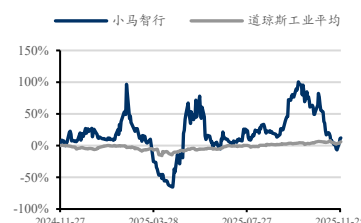
huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 孙仁昊

执业证书：S0600525090001

sunrh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	13.45
一年最低/最高价	4.11/24.92
市净率(倍)	7.28
流通市值(百万美元)	4740.49
总市值(百万美元)	5831.13

基础数据

每股净资产(美元,LF)	2.08
资产负债率(%，LF)	9.85
总股本(百万股)	433.54
香港流通股(百万股)	352.45

相关研究

《小马智行(PONY)：革新交通运输，Robotaxi 驶向未来》

2025-08-05

小马智行三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	834.62	640.61	427.52	389.76	营业总收入	75.03	77.58	104.91	342.42
现金及现金等价物	535.98	345.18	123.71	33.44	营业成本	63.62	74.30	86.65	164.17
应收账款及票据	89.59	75.43	87.43	118.90	销售费用	0.00	40.26	44.81	47.27
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	209.06	220.00	216.38	237.43	研发费用	0.00	196.07	186.32	207.52
非流动资产	216.20	204.93	250.44	310.24	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	17.24	18.29	41.63	69.31	经营利润	(285.52)	(233.05)	(212.87)	(76.55)
商誉及无形资产	13.34	12.47	13.58	14.46	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.00	0.21	0.83	1.99
其他长期投资	183.62	169.11	190.17	221.41	其他收益	10.52	7.07	6.57	11.90
其他非流动资产	1.99	5.06	5.06	5.06	利润总额	(275.01)	(226.19)	(207.12)	(66.64)
资产总计	1,050.82	845.54	677.96	700.00	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	70.89	86.20	114.70	181.81	净利润	(275.01)	(226.19)	(207.12)	(66.64)
短期借款	0.00	4.00	18.00	48.00	少数股东损益	(0.89)	(0.91)	(0.91)	(1.32)
应付账款及票据	66.55	77.72	90.64	114.01	归属母公司净利润	(274.12)	(225.28)	(206.22)	(65.32)
其他	4.34	4.49	6.07	19.80	EBIT	(275.01)	(225.98)	(206.29)	(64.65)
非流动负债	11.22	28.47	51.16	84.40	EBITDA	(266.64)	(219.16)	(196.74)	(49.21)
长期借款	0.00	15.00	35.00	65.00					
其他	11.22	13.47	16.16	19.40					
负债合计	82.11	114.67	165.87	266.20					
股本	0.18	0.18	0.18	0.18					
少数股东权益	17.59	16.68	15.77	14.45					
归属母公司股东权益	951.12	714.19	496.32	419.34					
负债和股东权益	1,050.82	845.54	677.96	700.00					
					主要财务比率				
						2024A	2025E	2026E	2027E
现金流量表 (百万美元)					每股收益(美元)	(0.63)	(0.52)	(0.48)	(0.15)
经营活动现金流	(110.76)	(200.76)	(200.82)	(55.53)	每股净资产(美元)	2.19	1.65	1.14	0.97
投资活动现金流	(181.27)	2.83	(42.17)	(81.09)	发行在外股份(百万股)	433.54	433.54	433.54	433.54
筹资活动现金流	407.39	7.94	22.32	47.16	ROIC(%)	(33.06)	(26.30)	(31.38)	(11.63)
现金净增加额	109.97	(190.79)	(221.47)	(90.27)	ROE(%)	(28.82)	(31.54)	(41.55)	(15.58)
折旧和摊销	8.36	6.82	9.55	15.44	毛利率(%)	15.20	4.23	17.41	52.06
资本开支	(11.40)	(7.00)	(34.00)	(44.00)	销售净利率(%)	(365.37)	(290.37)	(196.56)	(19.08)
营运资本变动	12.16	25.48	2.49	5.57	资产负债率(%)	7.81	13.56	24.47	38.03
					收入增长率(%)	4.35	3.41	35.23	226.39
					净利润增长率(%)	(119.63)	17.82	8.46	68.32
					P/S	77.72	75.16	55.58	17.03
					P/B	6.13	8.16	11.75	13.91
					EV/EBITDA	(16.84)	(25.12)	(29.28)	(120.12)

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,美元汇率为2025年11月28日的7.08,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>