

小马智行 (PONY. O/2026. HK)

单三季度收入同比增长 72%，Robotaxi 商业化运营持续推进

优于大市

核心观点

2025Q3 公司实现营收 2544 万美元，同比增长 72%。2025Q3，公司实现收入为 2544 万美元，同比增长 72.0%，环比增长 18.6%，净利润为 -6132 万美元（2024Q3 为 -4189 万美元，2025Q2 为 -5310 万美元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为 -5472 万美元（2024Q3 为 -4121 万美元，2025Q2 为 -4589 万美元）。**分业务来看，1) 2025Q3，公司 Robotaxi 服务收入为 670 万美元，同比增长 89.5%，其中乘客车费收入同比增长超 200%。2) 2025Q3，公司 Robotruck 服务收入为 1020 万美元，同比增长 8.7%，随着公司第四代 Robotruck 的推出，其自动驾驶套件 BOM 成本相比上一代降低了 70%。3) 2025Q3，公司授权和应用收入为 860 万美元，同比大幅增长 354.6%，这一增长主要得益于自动驾驶域控制器（“ADC”）产品需求量的增加，无人配送领域客户需求的不断攀升。**

2025Q3，公司毛利率同比提升，费用率环比下降。2025Q3，公司的毛利率/净利率分别 18.4%/-242.0%，分别同比 +9.1/+42.8pct，分别环比 +2.2/+6.3pct，公司费用率为 292.2%，同比 +7.7pct，环比 -9.5pct。

小马智行是自动驾驶出行大规模商业化领域的全球领先企业。1) Robotaxi 规模化运营持续推进，公司拥有 961 辆 Robotaxi 运营车辆，其中包括 667 辆第七代 Robotaxi 车型，公司有望在年底前实现 Robotaxi 超过 1000 辆的目标，并朝着 2026 年底 Robotaxi 超过 3000 辆的目标迈进；2) 第七代 Robotaxi 已实现以城市为单位的单车盈利转正。2) 自动驾驶“朋友圈”扩容，继 6 月与西湖集团合作之后，11 月 24 日，小马智行与阳光出行达成战略合作，双方将围绕自动驾驶出行开展全方位深度合作，共同打造规模化自动驾驶车队。3) 公司通过战略合作伙伴全球范围内将 Robotaxi 业务拓展至八个国家，与卡塔尔最大的交通服务提供商 Mowasalat 合作进入卡塔尔市场；通过扩大服务范围和深化当地合作伙伴关系，巩固新加坡、卢森堡和韩国的现有市场；与全球打车平台合作，探索更多市场，例如公司的股东 Uber 和 Bolt。

风险提示：高阶智能驾驶推进不及预期的风险，行业竞争加剧风险。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。持续看好公司在 Robotaxi 和 Robotruck 领域布局，车队规模铺开，有望持续超越行业。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别 0.80/0.93/1.95 亿美元，归母净利润分别 -2.27/-2.20/-1.95 亿美元，维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	72	75	80	93	195
(+/-%)	5.1%	4.3%	7.0%	15.4%	110.3%
归母净利润(百万元)	-125	-274	-227	-220	-195
(+/-%)	--	--	--	--	--
每股收益(元)	-0.29	-0.63	-0.52	-0.51	-0.45
EBIT Margin	-216.9%	-391.7%	-302.1%	-256.4%	-106.7%
净资产收益率(ROE)	-18.2%	-28.8%	-31.3%	-43.8%	-63.4%
市盈率(PE)	-356.3	-162.2	-195.9	-201.7	-227.7
EV/EBITDA	-43.7	-21.8	-26.2	-26.8	-32.2
市净率(PB)	65.01	46.76	61.41	88.30	144.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

汽车 · 汽车零部件

证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：杨杉
0755-81982771
yangshan@guosen.com.cn
S0980523110001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	
总市值/流通市值	不适用
52 周最高价/最低价	不适用
近 3 个月日均成交额	不适用

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

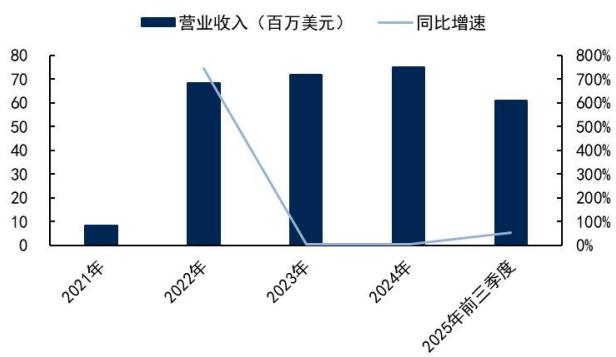
相关研究报告

- 《小马智行 (PONY. O) - 单二季度收入同比增长 76%，Robotaxi 规模化运营持续推进》 —— 2025-09-08
- 《小马智行 (PONY. O) - 全球无人驾驶领先企业，Robotaxi 商业化落地加速》 —— 2025-06-28

2025Q3 公司实现营收 2544 万美元，同比增长 72%。2025 年前三季度，公司实现收入为 6088 万美元，同比增长 54.1%，净利润为 -1.57 亿美元（2024 年前三季度为 -0.93 亿美元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为 -1.35 亿美元（2024 年前三季度为 -0.97 万美元）。拆单季度看，2025Q3，公司实现收入为 2544 万美元，同比增长 72.0%，环比增长 18.6%，净利润为 -6132 万美元（2024Q3 为 -4189 万美元，2025Q2 为 -5310 万美元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为 -5472 万美元（2024Q3 为 -4121 万美元，2025Q2 为 -4589 万美元）。2025Q3，公司收入同比增长 72%，主要得益于 Robotaxi 服务以及授权和应用业务的强劲增长。

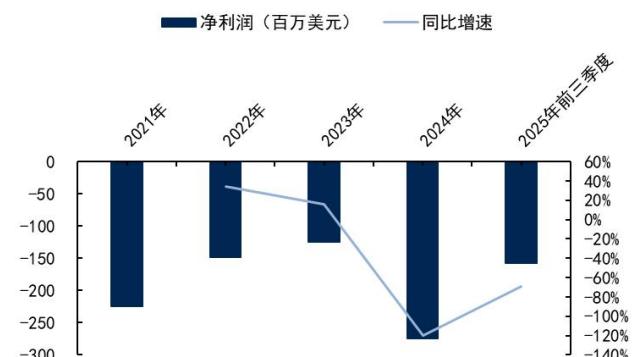
分业务来看，1) 2025Q3，公司 Robotaxi 服务收入为 670 万美元，同比增长 89.5%，其中乘客车费收入同比增长超 200%，这主要得益于一线城市用户需求的增长，以及公司对车队运营和定价策略的持续优化，同时，轻资产运营模式通过技术授权和车辆销售进一步创造了收入，这种轻资产运营模式预计将提高未来车队扩张的资金效率。2) 2025Q3，公司 Robotruck 服务收入为 1020 万美元，同比增长 8.7%，随着公司第四代 Robotruck 的推出，其自动驾驶套件 BOM 成本相比上一代降低了 70%，预计未来 Robotruck 业务将保持强劲发展势头并实现规模扩张。3) 2025Q3，公司授权和应用收入为 860 万美元，同比大幅增长 354.6%，这一增长主要得益于自动驾驶域控制器（“ADC”）产品需求量的增加，这得益于无人配送领域客户需求的不断攀升。

图1：小马智行营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：小马智行净利润及同比增速



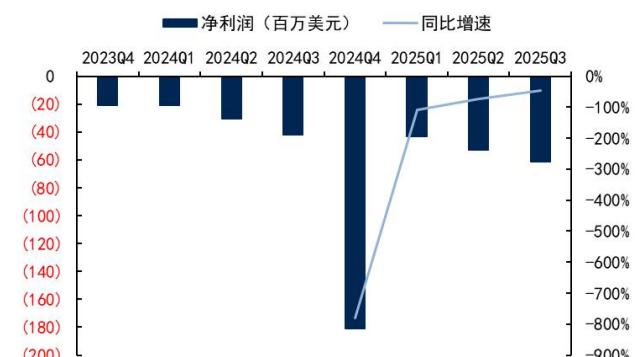
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：小马智行单季度营业收入及同比增速



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图4：小马智行单季度净利润及同比增速

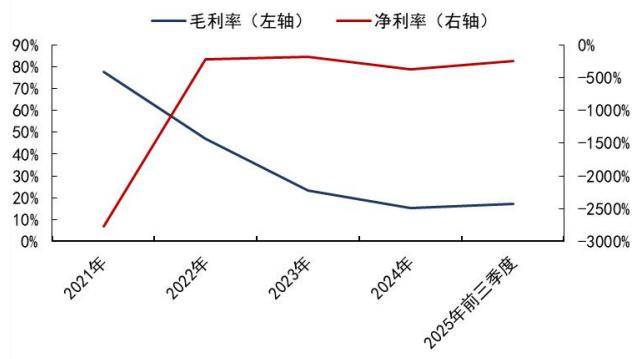


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

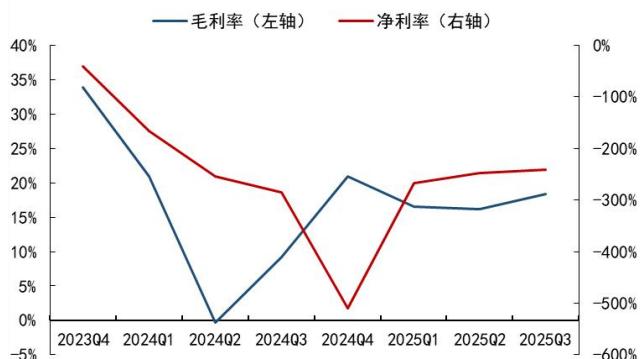
2025Q3，公司毛利率同比+9pct。2025年前三季度，公司的毛利率/净利率分别为17.2%/-250.0%，分别同比变动+7.2%/-12.4pct。拆单季度看，2025Q3，公司的毛利率/净利率分别为18.4%/-242.0%，分别同比变动+9.1%/+42.8pct，分别环比变动+2.2%/+6.3pct。2025Q3，公司毛利率同比+9.1pct，主要得益于收入结构优化，其中Robotaxi服务贡献增加，而该服务的利润率相对较高。

图5：小马智行毛利率与净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

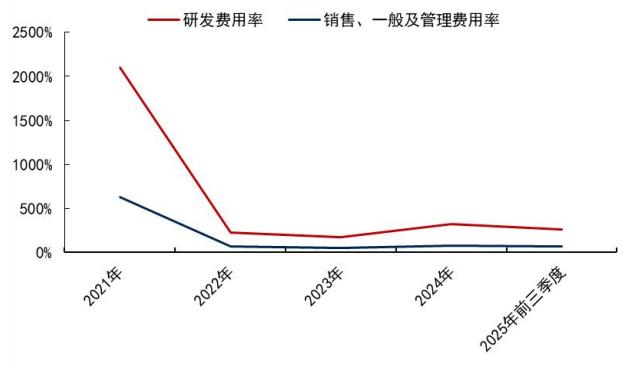
图6：小马智行单季度毛利率与净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

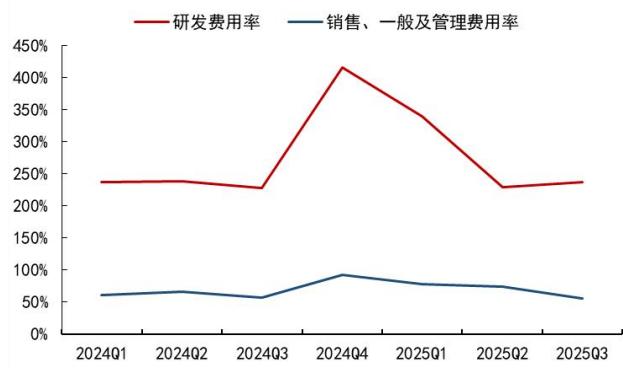
2025Q3，公司费用率环比下降。2025年前三季度，公司费用率为324.3%，同比+29.8pct，其中研发费用率、销售一般及管理费用率分别为257.7%/66.6%，分别同比变动+24.0%/+5.8pct。拆单季度看，2025Q3，公司费用率为292.2%，同比+7.7pct，环比-9.5pct，其中研发费用率、销售一般及管理费用率分别为237.3%/54.9%，分别同比变动+10.0%/-2.3pct，分别环比变动+8.8%/-18.3pct。2025Q3，公司研发费用率同比有所增加，增长主要源于对第七代车型的一次性研发投入以及研发人员的扩充，具体而言，研发费用的增长中约有一半来自第七代车型的一次性定制开发费用。

图7：小马智行费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：小马智行单季度费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 小马智行是自动驾驶出行大规模商业化领域的全球领先企业

小马智行是自动驾驶出行大规模商业化领域的全球领先企业，主营业务包括Robotaxi 自动驾驶出行服务、Robotruck 自动驾驶卡车服务和授权与应用三部分。

图9：小马智行主营业务



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图10：小马智行主营业务商业化路线图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

● 加快第七代 Robotaxi 的生产和部署进程

小马智行加快 Robotaxi 大规模生产，技术驱动降本增效。1) 公司拥有 961 辆 Robotaxi 运营车辆，其中包括 667 辆第七代 Robotaxi 车型，公司有望在年底前实现 Robotaxi 超过 1000 辆的目标，并朝着 2026 年底 Robotaxi 超过 3000 辆的目标迈进；2) 第七代 Robotaxi 已实现以城市为单位的单车盈利转正，验证公司可行的商业模式，并为国内和全球的可扩展扩张奠定了战略基础；3) 与 2025 年的基准相比，2026 年生产的第七代 Robotaxi 自动驾驶套件(ADK)的物料清单(BOM)成本实现了超 20% 的降低；4) 公司强大的 AI 算法和车队管理专业知识有助于保持 Robotaxi 的高效利用和远程辅助与车辆的比例。

小马智行全面开启 Robotaxi 无人驾驶商业运营，获得用户广泛好评。1) 第七代 Robotaxi 已在广州、深圳和北京正式面向公众开放。自上线一周以来，新注册用户数量较 10 月底几乎翻了一番，引发社交媒体热议；2) 公司优化了加速、制动和转向的频率及幅度，为电动汽车和网约车市场提供平滑、自然的运动控制，自上线以来，紧急制动和转向等关键性能指标显著提升；3) 升级车内体验，如“智能复位”和语音控制功能“Popo 语音助手”，可启动行程和控制空调。

图11：小马智行发布 2025Q3 财报

**商业化里程碑时刻
实现城市级单车盈利转正**

盈利车型

第七代Robotaxi

盈利城市

广州

日均订单

23单/辆

第七代Robotaxi实现以城市为单位的**单车盈利转正**

*基于第七代Robotaxi在广州启动商业化运营以来，
截至11月23日最近两周的日均值。

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图12：小马智行发布 2025Q3 财报

**年内千台目标将提前完成
Robotaxi明年扩至3000辆以上**

Robotaxi车辆总数

961 辆

第七代Robotaxi数

667 辆

*以上数据截至2025年11月23日

2026年Robotaxi
规模目标

超3000 辆

第七代自动驾驶套件BOM成本
2026年较2025年基准再降

20%↓

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图13: 小马智行第七代 Robotaxi



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图14: 小马智行 Robotaxi



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

● 开拓新的 Robotaxi 市场并深化公司在现有市场的布局

小马智行在中国一线城市拓展运营区域。1) 在上海，公司于 7 月下旬率先在浦东新区的金桥和花木地区启动了全无人驾驶的商业 Robotaxi 运营服务。9 月，公司将运营范围扩大到了世纪公园和上海科技馆等区域。2) 在深圳，8 月下旬公司在南山区的蛇口和华侨城等更多城区开展了全无人驾驶的商业运营服务。目前，深圳的上下车点数量已超过 10000 个，较 6 月下旬增长了 300%以上。

图15: 小马智行 Robotaxi



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图16: 小马智行 Robotaxi



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

11 月 5 日，小马智行第七代 Robotaxi 在一线城市开启 Robotaxi 全无人商业化运营。11 月起，第七代极狐阿尔法 T5 及埃安霸王龙 Robotaxi 正式在广州、深圳等地投入运营，用户只需打开“小马智行”同名 App 或小程序，点击“呼叫小马”，就能体验到功能和体验全新升级的第七代 Robotaxi 车型。第七代 Robotaxi 采用了焕新升级的全新涂装，将科技与人文巧妙融合，湛蓝底色将自动驾驶科技感拉满，小马智行吉祥物 POPO 全新登场，向所有乘客致以问候，充满亲切感又极富辨识度。小马智行持续提升 Robotaxi 的乘坐舒适度。小马智行深刻洞察用户需求并持续提升其出行服务体验，从小马智行第七代 Robotaxi 开始，将副驾驶开放给乘客使用，不仅极大程度提升车内空间利用率，也为多人乘车用户提供了更多便利。第七代 Robotaxi 通过自研的世界模型与虚拟司机技术，在充分考虑路况和其他交通参与者习惯的情况下，合理规划加减速频率和幅度，避免了乘坐纯电车型普遍容易出现的眩晕感，让乘客丝滑感受小马智行第七代 Robotaxi 远超人类司机的驾

驶能力。

图17: 小马智行第七代 Robotaxi 在一线城市开启 Robotaxi 全无人商业化运营



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图18: 小马智行第七代 Robotaxi 乘客在副驾位开启无人驾驶行程



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

小马智行通过轻资产战略构建可扩展的出行生态系统。继6月与西湖集团合作之后，11月24日，自动驾驶企业小马智行与出行服务平台阳光出行宣布达成战略合作，双方将围绕自动驾驶出行开展全方位深度合作，共同打造规模化自动驾驶车队，推动自动驾驶出行服务在国内一线城市落地，以“AI+出行”推动出行产业实现高质量发展。此次战略伙伴关系的建立，是双方自2024年6月达成平台合作并开展自动驾驶出行运力接入以来的进一步升级。双方计划在自动驾驶服务运营、调度派单系统建设、自动驾驶车辆运营管理等领域开展全方位、多维度的技术及运营合作，为行业探索高效可行的业务模式。根据协议，双方将基于小马智行第七代量产自动驾驶车型组建自动驾驶车队，首批车队将于今年落地，为用户提供多元化、高品质的出行体验。双方将充分利用小马智行在L4自动驾驶技术、车辆量产、车队管理，以及阳光出行在用户服务、产品体验、运力调度等领域的业务和平台优势，推动传统出行服务升级。同时，双方还将将在北京、广州、深圳、上海等城市扩大运营接入合作，拓展自动驾驶服务范围，覆盖包括市中心、机场、火车站在内的多个高价值出行场景。这些合作表明市场对公司商业模式的认可度不断提高，越来越多的第三方愿意为车队部署提供资金支持，这使公司能够加快未来车队的扩张。

图19: 小马智行与深圳西湖集团战略合作



图20: 小马智行与阳光出行建立战略合作



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

公司通过战略合作伙伴关系在全球范围内将 Robotaxi 业务拓展至八个国家。1) 与卡塔尔最大的交通服务提供商 Mowasalat 合作进入卡塔尔市场；2) 通过扩大服务范围和深化当地合作伙伴关系，巩固新加坡、卢森堡和韩国的现有市场；3) 与全球打车平台合作，探索更多市场，例如公司的股东 Uber 和 Bolt。

图21：小马智行将 Robotaxi 业务拓展至八个国家



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

小马智行推出最新一代 Robotruck。1) 公司推出了第四代（Gen-4）Robotruck，这是一个为大规模量产（千辆级）而设计的平台，预计首批车队将于 2026 年投入使用；2) 公司加强与三一集团的合作，并拓展与东风柳州汽车的新伙伴关系。11月19日，小马智行宣布与三一重卡、东风柳汽达成合作，将联合打造第四代自动驾驶卡车家族。第四代自动驾驶卡车系统采用平台化设计，具有极强的车型适配能力。首批推出的两款车型将基于三一重卡和东风柳汽最先进的纯电动平台车型，面向千台量级规模进行量产开发，并计划于明年开始首次运营。该系列车型的量产将推动自动驾驶卡车技术发展和应用落地，实现行业向“大规模无人商业运营”的跨越式发展。小马智行第四代自动驾驶卡车套件将采用 100% 车规级零部件，复用全新一代 Robotaxi 自动驾驶套件所采用的绝大部分零部件，单车自动驾驶套件 BOM 成本较上一代大幅下降约 70%。此外，以“头车有人、后车无人”的“1+4”编队自动驾驶方案为例，按现有示范场景测算，其单公里货运成本相较传统货运将下降 29%，货运利润将提升 195%，将实现货运物流的大幅降本、提质和增效；同时，其单车碳排放预计年减少约 60 吨，积极响应国家关于推动物流绿色低碳化、降低社会物流总成本的号召。第四代自动驾驶卡车通过复用全新一代 Robotaxi 所采用的全冗余设计和安全标准，将把自动驾驶货运物流的安全性和可靠性提升至全新高度。第四代自动驾驶卡车系统设计寿命达 2 万小时，可支持 100 万公里货运运营。

图22: 小马智行 Robotruck



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图23: 小马智行 Robotruck



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

● 小马智行开启全新商业周期

➤ 全球战略布局多点开花，构建先发优势

10月，小马智行与 Stellantis 达成合作，加速 Robotaxi 在欧洲开发与部署，双方计划在卢森堡部署标致 e-TRAVELLER 自动驾驶车辆测试，未来向欧洲城市逐步推广。

9月，小马智行获得阿联酋迪拜自动驾驶测试许可并在迪拜落地测试，在 2025 迪拜世界自动驾驶交通大会展示 L4 级自动驾驶“中国方案”。小马智行首批 Robotaxi 车辆已在迪拜开启路测，为 2026 年实现全无人驾驶商业化服务打下基础，给更多迪拜居民与游客提供高效、可持续的出行选择。迪拜不仅拥有复杂多样的道路场景，为技术迭代提供了“最佳孵化器”，其社区属性也将带来真实的用户需求和高频出行场景，为自动驾驶落地打造可商业化、可复制的“智慧出行样板间”，对自动驾驶在迪拜乃至中东地区的规模化普及形成示范效应。9月 24 日-25 日，小马智行在 2025 迪拜世界自动驾驶交通大会（Dubai World Congress for Self-Driving Transport）上，对外展示将在迪拜投放的 Robotaxi 车辆以及商业化验证的 L4 自动驾驶方案。大会以“重塑出行：迈向自动驾驶时代”为主题，聚焦迪拜“2030 年实现 25% 城市交通运力自动驾驶化”的战略目标，这是小马智行首次面向迪拜公众展示 L4 级自动驾驶“中国方案”，吸引了众多参观者驻足体验。小马智行希望以自动驾驶技术赋能地区发展，提升交通安全和出行效率。当地政府代表及产业伙伴对小马智行全无人 Robotaxi 技术方案和迪拜落地计划展现出浓厚兴趣。

图24: 小马智行加速 Robotaxi 在欧洲开发与部署



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图25: 小马智行获得迪拜 Robotaxi 路测许可



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

9月，小马智行进入新加坡市场，与康福德高集团合作在榜鹅地区部署 Robotaxi 服务。9月20日，自动驾驶公司小马智行宣布正式进入新加坡市场，与新加坡最大交通运营服务商康福德高（ComfortDelGro Corporation）合作在当地部署自动驾驶车辆和相关服务，为居民日常出行提供便利。双方将率先在新加坡榜鹅（Punggol）地区落地自动驾驶出行服务，此服务将在获得监管批准后启动。小马智行与康福德高自2024年7月达成战略合作，在自动驾驶领域打下扎实的合作基础。今年3月，双方在广州率先开启自动驾驶出行服务项目，通过积累技术、运营、服务多方面经验，为拓展新加坡市提供重要范本。此次开拓新加坡市场，也成为双方推动全球自动驾驶大规模落地的重要里程碑。

9月，小马智行与卡塔尔国家运输公司(Mowasalat)合作在首都多哈开展 Robotaxi 测试。9月5日，小马智行宣布与卡塔尔国家运输公司(Mowasalat)达成合作，共同推进自动驾驶技术和车辆在卡塔尔落地。双方目前已在卡塔尔首都多哈开展 Robotaxi 道路测试。小马智行针对卡塔尔复杂环境和工况对自动驾驶技术进行本土化适配，推动L4级自动驾驶车辆快速应对当地的气候、道路基础设施和交通场景。卡塔尔国家运输公司管理着卡塔尔最大规模的出租车、巴士、豪华轿车及商务用车服务网络，并承担国家在交通领域的战略部署任务。此次与自动驾驶科技企业的合作将助力卡塔尔实现“2030国家愿景规划”，推动其转型为可持续发展的先进社会。

图26: 小马智行进入新加坡市场



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图27: 小马智行自动驾驶车辆行驶过法纳尔伊斯兰文化中心(FANAR)



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

➤ 第七代 Robotaxi 参与十五届全运会创造火炬传递历史

11月2日，全运会火炬传递中，小马智行第七代无人车完成了6.8公里的火种灯运送，创造全运会新的历史，央视实时直播该环节。小马智行成为十五届全运会官方“自动驾驶服务商在广州开启全运会自动驾驶专线，覆盖市中心场馆往返媒体中心、机场火车站、酒店，让观众体会到“打无人车，看全运会”的魅力。

图28: 小马智行无人车参与火炬传递



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图29: 小马智行无人车参与火炬传递



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

● 11月6日，完成“美股+港股”双重主要上市

11月6日，小马智行正式在香港联合交易所主板挂牌上市，股票代码2026。本次港股IPO中，公司已悉数行使发售量调整权，共计发行约4825万股。若承销商的超额配售权悉数行使（即绿鞋后），集资额可达77亿港元，成为2025年全球自动驾驶行业规模最大IPO，同时是2025年港股AI领域募资额最高的新股。2024年11月，小马智行在美国纳斯达克以股票代码“PONY”成功上市，成为“全球Robotaxi第一股”；不到一年后在港股挂牌，标志着正式构建起“美股+港股”双重主要上市架构。双重主要上市开启了小马智行的新篇章。这既是公司资本布局的关键一步，也代表着对未来发展的坚定承诺。依托领先的技术优势与全无人运营中积累的丰富经验，小马智行将加速推进自动驾驶的大规模商业化，为整个行业探索出清晰、可持续的盈利路径。

图30: 11月6日, 小马智行正式在香港联合交易所主板挂牌上市

11月6日, 完成“美股+港股”双重主要上市
2026.HK / NASDAQ:PONY

「2025年全球自动驾驶最大规模IPO」

「2025年港股AI领域最大规模IPO」

**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**
41.84亿元
*数据截至9月30日
港股IPO后新增现金
约60亿元
*假设超额配售权全部行使,
新增现金可达70亿元

资金用途


Robotaxi与
Robotruck量产

大规模
商业化


技术研发


开拓
新市场

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

投资建议：全球无人驾驶领先企业，维持优于大市评级。持续看好公司在 Robotaxi 和 Robotruck 领域核心布局，后续车队规模铺开，有望持续超越行业。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 0.80/0.93/1.95 亿美元，分别同比增长 7.0%/15.4%/110.3%，归母净利润分别为 -2.27/-2.20/-1.95 亿美元，维持优于大市评级。

表1: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元人民币) 20251202	总市值 (亿元人民币)	收入 (亿元人民币)			PS		
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
TSLA.O	特斯拉	无评级	3118.2	103706.2	7081.8	6986.8	8077.9	14.64	14.84	12.84
9868.HK	小鹏汽车	优于大市	154.8	1482.0	408.7	884.5	1280.0	3.63	1.68	1.16
WRD.O	文远知行	优于大市	61.6	207.8	3.6	6.1	13.0	57.56	34.12	15.98
2498.HK	速腾聚创	优于大市	30.4	147.2	16.5	24.9	36.2	8.93	5.91	4.07
MBLY.O	Mobileye	无评级	83.7	869.9	119.90	135.29	144.55	7.26	6.43	6.02
HSAI.O	禾赛科技	优于大市	138.2	219.5	20.77	31.38	43.47	10.57	7.00	5.05
平均					1275.22	1344.84	1599.19	17.10	11.66	7.52
PONY.O/ 2026.HK	小马智行	优于大市	102.6	443.2	5.4	5.8	6.7	81.49	76.17	66.00

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测（注：1、特斯拉、Mobileye 取 Wind 一致预期数据；2、汇率：1 美元≈7.2493 人民币，1 港币≈0.9326 人民币）

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E 利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	426	536	320	306	300 营业收入	72	75	80	93	195
应收款项	77	90	66	76	160 营业成本	55	64	67	72	142
存货净额	0	0	0	0	0 营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0 销售费用	37	57	52	53	53
流动资产合计	666	835	595	383	460 管理费用	135	249	203	205	207
固定资产	15	17	24	26	29 财务费用	21	5	(6)	(5)	0
无形资产及其他	6	13	11	9	6 投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	7	2	2	2	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	52	184	184	184	184 其他收入	54	18	5	6	6
资产总计	747	1051	816	603	681 营业利润	(122)	(281)	(231)	(227)	(202)
短期借款及交易性金融负债	0	0	1	1	211 营业外净收支	(3)	6	3	6	6
应付款项	44	67	54	58	115 利润总额	(125)	(275)	(228)	(221)	(196)
其他流动负债	4	4	4	4	5 所得税费用	(0)	0	0	0	0
流动负债合计	48	71	59	62	331 少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0 归属于母公司净利润	(125)	(274)	(227)	(220)	(195)
其他长期负债	4	11	16	21						
长期负债合计	4	11	16	21	26 现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	52	82	75	84	357 净利润	(125)	(274)	(227)	(220)	(195)
少数股东权益	11	18	17	16	16 资产减值准备	0	0	1	0	0
股东权益	684	951	724	504	308 折旧摊销	14	8	5	6	6
负债和股东权益总计	747	1051	816	603	681 公允价值变动损失	0	0	0	0	0
					财务费用	21	5	(6)	(5)	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E 营运资本变动	(8)	23	17	(1)	(21)
每股收益	(0.29)	(0.63)	(0.52)	(0.51)	(0.45) 其它	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00 经营活动现金流	(119)	(244)	(206)	(217)	(211)
每股净资产	1.58	2.19	1.67	1.16	0.71 资本开支	0	(2)	(11)	(6)	(6)
ROIC	-22%	-40%	-43%	-71%	-60% 其它投资现金流	98	(45)	0	209	0
ROE	-18%	-29%	-31%	-44%	-63% 投资活动现金流	127	(179)	(11)	203	(6)
毛利率	23%	15%	16%	22%	27% 权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-217%	-392%	-302%	-256%	-107% 债务净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-197%	-381%	-295%	-250%	-104% 支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	5%	4%	7%	15%	110% 其它融资现金流	101	533	1	0	210
净利润增长率	--	--	--	--	-- 融资活动现金流	101	533	1	0	210
资产负债率	8%	9%	11%	17%	55% 现金净变动	110	110	(216)	(14)	(6)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0% 货币资金的期初余额	316	426	536	320	306
P/E	(356.3)	(162.2)	(195.9)	(201.7)	(227.7) 货币资金的期末余额	426	536	320	306	300
P/B	65.0	46.8	61.4	88.3	144.2 企业自由现金流	0	(265)	(232)	(239)	(229)
EV/EBITDA	(44)	(22)	(26)	(27)	(32) 权益自由现金流	0	264	(224)	(234)	(18)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032