

小马智行 (PONY.0)

优于大市

2025 年公司亏损净额约 0.69~0.86 亿美元, Robotaxi 商业化运营持续推进

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 汽车 · 汽车零部件

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	唐旭霞	0755-81981814	tangxx@guosen.com.cn	执证编码: S0980519080002
证券分析师:	杨杉	0755-81982771	yangshan@guosen.com.cn	执证编码: S0980523110001

事项:

公司公告: 2026 年 2 月 4 日, 小马智行发布 2025 年业绩预告。公司预计 2025 年录得(i)净利润约-0.69~-0.86 亿美元, 2024 年净利润为-2.75 亿美元, 及(ii)归属普通股股东净利润约-1.26~-1.43 亿美元, 2024 年归属普通股股东净利润为-2.74 亿美元。拆单季度看, 2025Q4, 公司净利润约 0.66~0.83 亿美元(2025Q3 为-0.61 亿美元, 2024Q4 为-1.81 亿美元), 公司归属普通股股东的净利润约 0.14~0.31 亿美元(2025Q3 为-0.61 亿美元, 2024Q4 为-1.81 亿美元)。2025 年公司亏损收窄的主要原因是由于对上市公司的投资的公允价值变动收益增长所致。

国信汽车观点: 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。截至 2025 年底, 小马智行超额完成 2025 年千辆 Robotaxi 目标(1159 辆), 并朝着 2026 年底 Robotaxi 超过 3000 辆的目标迈进; 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。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。考虑公司 Robotaxi 业务商业化落地加速, 叠加公司对上市公司的投资的公允价值变动收益增长等因素, 我们上调盈利预测, 预计公司 2025-2027 年营收分别 0.89/1.10/2.12 亿美元(原预计 25-27 年收入 0.80/0.93/1.95 亿美元), 预计 2025-2027 年归母净利润分别-1.35/-2.15/-1.88 亿美元(原预计 25-27 年归母净利润 -2.27/-2.20/-1.95 亿美元), 预计 2025-2027 年经调整净利润分别-1.15/-1.95/-1.68 亿美元(原预计 25-27 年经调整净利润-2.07/-2.00/-1.75 亿美元), 维持优于大市评级。

评论:

◆ 公司发布 2025 年业绩预告, 预计 2025 年亏损净额约-0.69~-0.86 亿美元

根据公司公告, 2026 年 2 月 4 日, 小马智行发布 2025 年业绩预告。公司预计 2025 年录得(i)净利润约-0.69~-0.86 亿美元, 2024 年净利润为-2.75 亿美元, 及(ii)归属普通股股东净利润约-1.26~-1.43 亿美元, 2024 年归属普通股股东净利润为-2.74 亿美元。拆单季度看, 2025Q4, 公司净利润约 0.66~0.83 亿美元(2025Q3 为-0.61 亿美元, 2024Q4 为-1.81 亿美元), 公司归属普通股股东的净利润约 0.14~0.31 亿美元(2025Q3 为-0.61 亿美元, 2024Q4 为-1.81 亿美元)。2025 年公司亏损收窄的主要原因是由于对上市公司的投资的公允价值变动收益增长所致。

表1: 小马智行发布 2025 年业绩预告

	2025	2024	2025Q4	2025Q3	2024Q4
净利润(亿美元)	-0.69~-0.86	-2.75	0.66~0.83	-0.61	-1.81
归属普通股股东的净利润(亿美元)	-1.26~-1.43	-2.74	0.14~0.31	-0.61	-1.81

资料来源: 公司公告, 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1：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

小马智行超额完成 2025 年千辆 Robotaxi 目标，技术驱动降本增效。1)截至 2025 年底，公司超额完成 2025 年千辆 Robotaxi 目标(1159 辆)，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；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2: 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3: 小马智行超额完成 2025 年千辆 Robotaxi 目标



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

小马智行与北汽新能源全面深化战略合作，共筑自动驾驶全球商业化标杆。2026 年 1 月 10 日，小马智行与北汽新能源宣布，双方正式达成“五位一体”的全面深化战略合作，开启合作 2.0 阶段。双方将基于 L4 级 Robotaxi 规模化量产和运营的成功经验，全面扩大合作广度与深度，聚焦自动驾驶的量产化、商业化与全球化，致力于打造中国智能驾驶产业合作标杆。此次合作立足“产品共创、市场共拓、产业共链、生态共建、资本共融”五大支柱。双方表示，“五位一体”合作升级是以十亿级合作投入撬动千亿级汽车智驾产业发展，标志着双方从单一项目合作向全体系发展。小马智行与北汽新能源共同将 L4 级 Robotaxi 领域已验证的成功模式，拓展至产品、技术、市场等多维度。产品共创层面，合作将实现从“单一车型”到“全景谱系”的跨越，以极狐阿尔法 T5 Robotaxi 量产经验为基础，正向研发 L4 级自动驾驶车型，打造更丰富 Robotaxi 产品矩阵；并将已合作验证的产品经验和技术方案，以“前装可量产”为标准，延伸至乘用车市场的高阶智能驾驶车型，实现战略资源的高度整合。市场共拓层面，共同推动中国一线城市验证的自动驾驶“中国方案”走向全球。双方将把极狐阿尔法 T5 Robotaxi 这款标杆车型及运营体系，推向中东、欧洲等战略市场。此次合作不仅是车辆的输出，更是从技术标准、运营模式到商业生态的全球化输出。小马智行此前已在卢森堡、卡塔尔、阿联酋、韩国等 8 个国家落地布局，其积累的本地化经验与基础设施将为此次出海提供支持。

图4: 小马智行与北汽新能源全面深化战略合作



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

小马智行与爱特博达成业务合作，开辟 Robotaxi 高端出行市场。2026 年 1 月 28 日，小马智行与爱特博达成业务合作，共建全无人驾驶出行服务车队，推动自动驾驶技术在城市及航旅出行场景的应用。双方合作标志性地将“AI+出行”服务赛道拓展至高端市场，以科技赋能品质出行，为旅客打造智慧、尊享的出行新体验。此次合作为“智能科技+豪华服务”带来了全新示范，为 L4 自动驾驶商业化路径注入新动能。小马智行全无人驾驶车队及服务网络已在北上广深等一线城市扎根，不断将前沿科技转化为触手可及的出行体验；爱特博通过旗下星徽出行等豪华出行品牌，在航空、商旅用车等市场积累深厚的服务经验和资源。双方正基于第七代小马智行 Robotaxi 车型共建全无人自动驾驶车队，聚焦城区及机场高铁站往返等出行需求。目前，双方联合组建的首批自动驾驶车队已取得 L4 级全无人驾驶测试及示范应用等多阶段牌照许可，获准在一线城市为公众提供舒适、便捷的打车服务。该合作为小马智行打造城市商业样板、扩充运营网络带来运力补充，有助于提高乘客打车体验便捷性、缩短等待时间。首批车队将接入小马智行自营打车平台和第三方合作平台，覆盖用户通勤、游玩、机场接送等场景。

图5：小马智行与爱特博达成业务合作



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

◆ **投资建议：**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，上调盈利预测，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。考虑公司 Robotaxi 业务商业化落地加速，叠加公司对上市公司的投资的公允价值变动收益增长等因素，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别 0.89/1.10/2.12 亿美元（原预计 25-27 年收入 0.80/0.93/1.95 亿美元），预计 2025-2027 年归母净利润分别 -1.35/-2.15/-1.88 亿美元（原预计 25-27 年归母净利润 -2.27/-2.20/-1.95 亿美元），预计 2025-2027 年经调整净利润分别 -1.15/-1.95/-1.68 亿美元（原预计 25-27 年经调整净利润 -2.07/-2.00/-1.75 亿美元），维持优于大市评级。

◆ **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。

相关研究报告：

《小马智行（PONY.0/2026.HK）-单三季度收入同比增长 72%，Robotaxi 商业化运营持续推进》——2025-12-07

《小马智行 (PONY.0) -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.0) -全球无人驾驶领先企业，Robotaxi 商业化落地加速》——2025-06-28

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	411	396	300	营业收入	72	75	89	110	212
应收款项	77	90	73	90	174	营业成本	55	64	75	86	155
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	693	486	475	管理费用	135	249	203	205	207
固定资产	15	17	24	31	38	财务费用	21	5	(7)	(6)	(3)
无形资产及其他	6	13	11	9	6	投资收益	0	0	90	0	0
投资性房地产	7	2	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	914	712	705	营业利润	(122)	(281)	(139)	(222)	(194)
短期借款及交易性金融负债	0	0	1	1	120	营业外净收支	(3)	6	3	6	6
应付款项	44	67	60	69	125	利润总额	(125)	(275)	(136)	(216)	(188)
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	65	74	250	少数股东损益	(1)	(1)	(0)	(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)	(135)	(215)	(188)
其他长期负债	4	11	16	21	26	经调整净利润	(118)	(153)	(115)	(195)	(168)
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	81	95	276	净利润	(125)	(274)	(135)	(215)	(188)
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	816	601	413	折旧摊销	14	8	5	6	6
负债和股东权益总计	747	1051	914	712	705	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	21	5	(7)	(6)	(3)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(8)	23	16	(3)	(21)
每股收益	(0.29)	(0.63)	(0.31)	(0.50)	(0.43)	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)	(115)	(213)	(204)
每股净资产	1.58	2.19	1.88	1.39	0.95	资本开支	0	(2)	(11)	(11)	(11)
ROIC	-22%	-40%	-43%	-69%	-57%	其它投资现金流	98	(45)	0	209	0
ROE	-18%	-29%	-17%	-36%	-45%	投资活动现金流	127	(179)	(11)	198	(11)
毛利率	23%	15%	16%	22%	27%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-217%	-392%	-271%	-212%	-96%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-197%	-381%	-265%	-207%	-93%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	5%	4%	19%	24%	93%	其它融资现金流	101	533	1	0	119
净利润增长率	—	—	—	—	—	融资活动现金流	101	533	1	0	119
资产负债率	8%	9%	11%	16%	41%	现金净变动	110	110	(125)	(15)	(96)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	316	426	536	411	396
P/E	(331.6)	(151.0)	(306.1)	(192.3)	(220.4)	货币资金的期末余额	426	536	411	396	300
P/B	60.5	43.5	50.7	68.9	100.3	企业自由现金流	0	(265)	(231)	(242)	(229)
EV/EBITDA	(41)	(20)	(25)	(25)	(30)	权益自由现金流	0	264	(223)	(236)	(108)

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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