

## L4 智驾先行者，商业化持续加速

——小马智行-W (2026) 点评报告


**甬兴证券**  
YONGXING SECURITIES

## 买入(首次)

行业：计算机  
日期：2026年02月11日

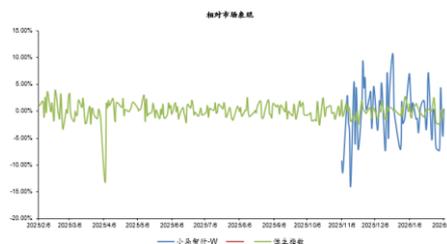
分析师：应豪  
E-mail: yinghao@yongxingsec.com  
SAC 编号: S1760524050002

分析师：黄伯乐  
E-mail: huangbole@yongxingsc.com  
SAC 编号: S1760520110001

## 基本数据

收盘价(港元)	103.7
总股本(百万股)	433.54
无限售港股/总股本	84.61%
流通市值(亿港元)	380.39

## 最近一年股票与恒生指数比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 相关报告：

## ■ 核心观点

**自动驾驶出行大规模商业化领导者。**据公司官网及公告，小马智行成立于2016年，基于世界模型和虚拟司机的技术核心，小马智行布局自动驾驶出行服务（Robotaxi）、自动驾驶卡车物流（Robotruck）、技术授权与应用服务三大业务。根据弗若斯特沙利文的资料，公司是中国首批获得在四座一线城市的指定区域运营全无人驾驶的L4自动驾驶出租车经营许可的公司之一，也是唯一一家获得在该等城市提供面向公众（包括收费及非收费）的自动驾驶出行服务全部可得及所需监管许可的自动驾驶科技公司。

**自动驾驶出行服务及技术授权与应用强劲增长。**2025Q3 小马智行实现营业收入25.4百万美元，同比增长72%。分业务来看（1）**自动驾驶出行服务**：2025Q3 实现营收6.7百万美元，同比+89.5%。其中，乘客车费收入同比增加超过200%，主要得益于一线城市用户需求的增长，以及公司在车队运营与定价策略方面的不断优化。（2）**自动驾驶卡车服务**：2025Q3 实现营收10.2百万美元，同比+8.7%。随着公司推出第四代自动驾驶卡车，单车自动驾驶套件BOM成本较上一代下降70%。公司预期未来自动驾驶卡车将保持增长势头并展现可扩展的潜力。（3）**技术授权与应用**：2025Q3 实现营收8.6百万美元，同比+354.6%，主要受自动配送领域的客户对自动驾驶域控制器持续强劲且不断增长的需求所推动。

**智能驾驶行业增长迅速，国内增速高于全球。**中商产业研究院报告显示，全球智能驾驶解决方案市场规模从2020年的680亿元增长至2024年的2497亿元，年均复合增长率达38.4%。2025年全球智能驾驶解决方案市场规模将达到3132亿元，增速约为25.43%。2020-2024年中国智能驾驶解决方案市场规模从106亿元增长至753亿元，年均复合增长率达63.3%。2025年中国智能驾驶解决方案市场规模将达到1041亿元，同比增速约为38.25%。国内市场增速明显高于全球增速。

**加速推进第七代自动驾驶出租车的量产与部署。**截至2025年第三季度公司自动驾驶出租车车队规模达到961台，有望在2025年底完成1000台的既定目标，并为2026年底突破3000台的目标提供强力支撑。公司计划于2026年量产的第七代自动驾驶出租车将实现自动驾驶套件BOM成本降低20%。第七代自动驾驶出租车已正式向广州、深圳及北京用户提供服务，上线首周新增注册用户相较10月底接近翻倍。

**开拓自动驾驶出行新市场并深化现有业务版图。**（1）**扩大在中国一线城市运营区域**：2025年七月底，公司成为上海市第一家推出完全无人自动驾驶出租车运营的公司；在深圳，2025年8月底，拓展全无人自动驾驶出租车商业化运营到南山区的更多市中心，包括蛇口和华侨城。（2）**轻资产战略构建可规模化自动驾驶生态圈**：继与西湖集团合作后，公司又与阳光出行采用轻资产模式建立合作关系，推动轻资产模式的发展。（3）**全球化布局**：截至25年Q3公司业务已覆盖8个国家。公司与卡塔尔最大交通服务商Mowasalat合作进入该市场；在新加坡、卢森堡及韩国，通过扩大服务范围并深化本地合作，强化现有市场布局；与优步、Bolt等全球网约车平台合作开拓国际市场。

## ■ 投资建议

我们认为，公司作为全球无人驾驶领先企业，Robotaxi 和 Robotruck 业务即将进入放量增长时期，具有较高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。预计公司 2025-2027 年归母净利润约为-1.39 亿美元、-1.31 亿美元和-1.11 亿美元。对应 2 月 6 日收盘价 103.7 港元，对应 PS 分别为 64.76/53.73/26.86 倍。

### ■ 风险提示

自动驾驶技术发展不及预期风险；市场竞争加剧风险；政策不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险；地缘政治风险。

### ■ 盈利预测与估值

单位：百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	75	89	107	214
年增长率 (%)	4%	18%	21%	100%
归属于母公司的净利润	-274	-139	-131	-111
年增长率 (%)				
每股收益 (美元)	-2.40	-0.32	-0.30	-0.26
P/S		64.76	53.73	26.86

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2026 年 2 月 6 日收盘价）

资产负债表		单位：百万美元				
至 9 月 30 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	<b>666</b>	<b>835</b>	<b>666</b>	<b>558</b>	<b>558</b>	
现金	426	536	224	107	24	
应收账款及票据	32	29	32	39	77	
存货	0	0	0	0	0	
其他	209	270	410	412	457	
<b>非流动资产</b>	<b>81</b>	<b>216</b>	<b>364</b>	<b>414</b>	<b>515</b>	
固定资产	15	17	52	51	52	
无形资产	6	13	15	15	16	
其他	59	186	298	348	448	
<b>资产总计</b>	<b>747</b>	<b>1,051</b>	<b>1,030</b>	<b>972</b>	<b>1,073</b>	
<b>流动负债</b>	<b>48</b>	<b>71</b>	<b>119</b>	<b>153</b>	<b>317</b>	
短期借款	0	0	5	17	47	
应付账款及票据	44	67	101	121	238	
其他	4	4	13	16	32	
<b>非流动负债</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>26</b>	<b>46</b>	<b>76</b>	
长期债务	2	10	14	34	64	
其他	2	1	12	12	12	
<b>负债合计</b>	<b>52</b>	<b>82</b>	<b>145</b>	<b>199</b>	<b>393</b>	
普通股股本	0	0	0	0	0	
储备	-682	941	801	669	557	
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>684</b>	<b>951</b>	<b>811</b>	<b>679</b>	<b>567</b>	
少数股东权益	11	18	78	98	118	
<b>股东权益合计</b>	<b>695</b>	<b>969</b>	<b>889</b>	<b>777</b>	<b>685</b>	
负债和股东权益	747	1,051	1,034	976	1,078	

利润表		单位：百万美元				
至 9 月 30 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业收入</b>	<b>72</b>	<b>75</b>	<b>89</b>	<b>107</b>	<b>214</b>	
其他收入	0	0	0	0	0	
<b>营业成本</b>	<b>55</b>	<b>64</b>	<b>73</b>	<b>87</b>	<b>171</b>	
管理及销售费用	37	57	59	43	54	
研发费用	123	240	222	177	171	
财务费用	-19	-20	-45	-47	-50	
<b>除税前溢利</b>	<b>-125</b>	<b>-275</b>	<b>-79</b>	<b>-111</b>	<b>-91</b>	
所得税	0	0	0	0	0	
<b>净利润</b>	<b>-125</b>	<b>-275</b>	<b>-79</b>	<b>-111</b>	<b>-91</b>	
少数股东损益	-1	-1	60	20	20	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-125</b>	<b>-274</b>	<b>-139</b>	<b>-131</b>	<b>-111</b>	
EBIT	-145	-295	-124	-158	-141	
EBITDA	-131	-287	-119	-151	-134	
EPS (美元)	-1.40	-2.40	-0.32	-0.30	-0.26	

现金流量表		单位：百万美元				
至 9 月 30 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>-115</b>	<b>-111</b>	<b>-176</b>	<b>-130</b>	<b>-72</b>	
净利润	-125	-274	-139	-131	-111	
少数股东权益	-1	-1	60	20	20	
折旧摊销	14	8	5	7	7	
营运资金变动及其他	-4	156	-102	-26	12	
<b>投资活动现金流</b>	<b>136</b>	<b>-181</b>	<b>-139</b>	<b>-17</b>	<b>-68</b>	
资本支出	-5	-11	-41	-7	-8	
其他投资	142	-170	-98	-10	-60	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>90</b>	<b>407</b>	<b>4</b>	<b>31</b>	<b>58</b>	
借款增加	-1	-1	5	32	60	
普通股增加	94	0	0	0	0	
已付股利	0	0	0	0	0	
其他	-4	408	0	-1	-2	
<b>现金净增加额</b>	<b>108</b>	<b>110</b>	<b>-312</b>	<b>-117</b>	<b>-83</b>	

**主要财务比率**

至 9 月 30 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.14%	4.35%	18.49%	20.53%	100.0%
归属母公司净利润	-	-	-	-	-
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.48%	15.20%	20.00%	20.00%	20.00%
净利率	-173.6%	-365.4%	-156.4%	-122.5%	-51.99%
ROE	-	-	-	-	-
ROIC	-	-	-	-	-
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	6.95%	7.81%	14.10%	20.51%	36.61%
净负债比率	-60.95%	-54.31%	-23.05%	-7.19%	12.76%
流动比率	13.83	11.77	5.57	3.63	1.76
速动比率	13.83	11.77	5.56	3.62	1.75
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.09	0.08	0.09	0.11	0.21
应收账款周转率	2.50	2.50	2.93	3.03	3.69
应付账款周转率	1.25	1.15	0.87	0.78	0.96
<b>每股指标 (美元)</b>					
每股收益	-1.40	-2.40	-0.32	-0.30	-0.26
每股经营现金流	-0.27	-0.32	-0.41	-0.30	-0.17
每股净资产	1.58	2.72	1.87	1.57	1.31
<b>估值比率</b>					
P/S			64.76	53.73	26.86
P/B			7.10	8.47	10.15
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。