

# 小马智行 (PONY. 0/2026. HK)

优于大市

单四季度 Robotaxi 收入同比增长 160%，Robotaxi 商业化运营加速推进

## 核心观点

**2025Q4 公司实现营收 2913 万美元，环比增长 14%。**2025Q4，公司实现收入为 2913 万美元，同比减少 18.0%，环比增长 14.5%，净利润为 2343 万美元（2024Q4 为-1.81 亿美元，2025Q3 为-6132 万美元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为-4864 万美元（2024Q4 为-4112 万美元，2025Q3 为-5472 万美元）。**分业务来看，**1)2025Q4，公司 Robotaxi 服务收入为 665.7 万美元，同比增长 159.5%，其中，乘客车费收入同比增加超过 500%。2) 2025Q4，Robotruck 服务收入 1312 万美元，同比增长 1.2%。3) 2025Q4，授权和应用收入为 935 万美元，同比减少 53.2%。

**2025Q4，公司毛利率环比提升，费用率下降。**2025Q4，公司的毛利率/净利率分别为 12.8%/259.1%，分别同比变动-8.2/+769.0pct，分别环比变动-5.6/+501.1pct，费用率为 266.4%，同比-242.0pct，环比-25.8pct。

**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**，截至 2026 年 3 月 25 日，公司的自动驾驶出租车车队已突破 1400 台，2026 年，公司计划将 Robotaxi 车队规模扩至 3000 辆以上；2) 2025 年 11 月和 2026 年 2 月，公司分别在广州和深圳达成城市范围单车盈利转正。2) **自动驾驶“朋友圈”扩容**，2025 年，公司与阳光出行合作，扩展下游部署网络。公司升级与如祺出行在广州的合作，扩大自动驾驶出租车车队规模。同时，公司于 1 月在北京与爱特博达成合作，拓展至高端商旅出行领域。此外，公司深化与丰田的战略合作，第七代车已启动量产，今年已锁定 1,000 台 bZ4X 车辆，为 2026 年的规模扩张提供核心运力。3) **国内与海外市场同步拓展**，国内，北京、上海、广州及深圳的商业化运营区域扩展至超 2000 平方公里；海外，截至 2025 年末，公司已在东亚、中东及欧洲八个国家建立战略布局。公司预期于 2026 年底前，将自动驾驶出行的营运版图扩展至全球逾 20 个城市，其中近半数将布局于海外市场。

**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：**上调收入预测，维持利润预测，维持优于大市评级。考虑到公司 Robotaxi 商业化落地加速推进，我们上调收入预测，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1.39/2.41/5.69 亿美元（原预计 26-27 年 1.10/2.12 亿美元），考虑到公司产品结构变化对毛利率的影响、叠加研发支出加大等因素，我们维持利润预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为-2.15/-1.88/-1.14 亿美元，维持优于大市评级。

## 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	75	90	139	241	569
(+/-%)	4.3%	20.0%	54.9%	72.6%	136.6%
归母净利润(百万元)	-274	-134	-215	-188	-114
(+/-%)	--	--	--	--	--
每股收益(元)	-0.63	-0.31	-0.50	-0.43	-0.26
EBIT Margin	-391.7%	-299.1%	-181.9%	-90.5%	-22.6%
净资产收益率 (ROE)	-28.8%	-8.1%	-15.0%	-15.1%	-10.0%
市盈率 (PE)	-115.1	-235.5	-146.7	-167.5	-277.6
EV/EBITDA	-15.5	-17.1	-19.3	-21.9	-40.2
市净率 (PB)	33.18	19.10	21.96	25.27	27.80

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

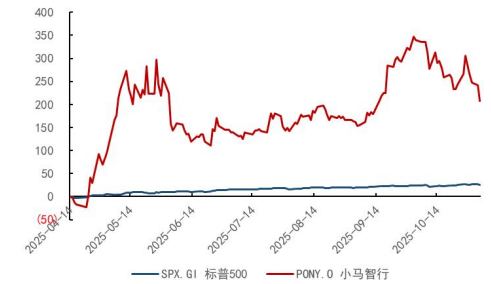
yangshan@guosen.com.cn

S0980523110001

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	不适用
收盘价	不适用
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. 0) -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》——2026-02-09
- 《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

● 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

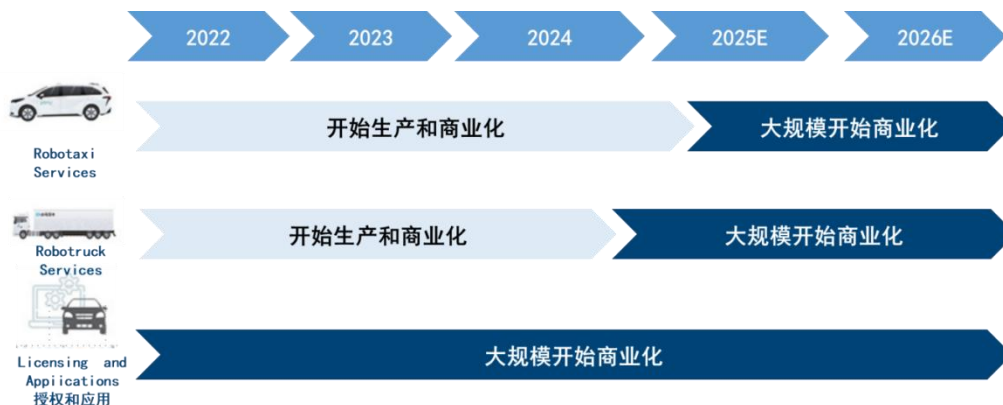
小马智行是自动驾驶出行大规模商业化领域的全球领先企业，主营业务包括 Robotaxi 自动驾驶出行服务、Robotruck 自动驾驶卡车服务和授权与应用三部分。

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

图2: 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

● 业务回顾

2025 年是小马智行具有重要里程碑意义的一年，公司进入快速增长与大规模商业化的阶段。Robotaxi 自动驾驶出行服务收入 2025 年保持强劲增长势头，同比增长 128.6%至 1661 万美元。2025Q4 增长势头进一步加速，自动驾驶出行服务收入同比增长 159.5%至 666 万美元，其中，乘客车费收入同比增长超过 500%。

上述强劲增长得益于第七代自动驾驶出租车的量产及规模化部署。截至 2026 年 3 月 25 日，公司的自动驾驶出租车车队已突破 1,400 台，成为全球规模最大的自动驾驶出租车运营商之一，进一步巩固了公司在自动驾驶行业的领先地位。公司也是首家在中国全部四个一线城市（即北京、上海、广州及深圳）的指定区域开展面向公众收费且全无人驾驶的 L4 自动驾驶出行服务的公司。公司的运营覆盖中央商务区、机场、高铁站、广州大学城等多元且复杂的城市场景，充分展现了公司在高峰时段及恶劣天气条件下安全、稳定运营的能力。2026 年，公司计划在全球超过 20 个城市，快速复制成熟的 Robotaxi 运营模式，将 Robotaxi 车队规模扩至 3000 辆以上，以更高效率推动业绩增长。

随著规模与运营能力持续提升，自动驾驶出行业务的单车盈利（“UE”）模型也在持续改善。在 2025 年底第七代自动驾驶出租车开展商业化运营后不久，公司即于 2025 年 11 月和 2026 年 2 月，分别在广州和深圳达成城市范围单车盈利转正的重要运营里程碑。在深圳，持续的增长势头进一步加速，2026 年 3 月 22 日，深圳地区第七代自动驾驶出租车单日车均净收入创下人民币 394 元的历史新高，该日车均订单量达 25 单。一般而言，在规模化爬坡初期，由于运营搭建、用户激励及其他前期投入，收入的实现往往滞后于成本支出。而公司在此阶段即实现上述里程碑，充分验证了商业模式的经济可行性。这些成就也为后续车队扩张及在联合部署模式下与第三方合作伙伴开展更广泛合作奠定了更坚实的基础。

图3: 小马智行发布 2025 全年及 Q4 财报

图4: 小马智行发布 2025 全年及 Q4 财报

Robotaxi收入及乘客车费暴涨  
广深实现单车盈利转正

单位: 人民币

全年Robotaxi收入	1.16亿元	Q4 Robotaxi收入	4660万元
同比增长	128.6% ↑	同比增长	160% ↑
全年乘客车费收入	近400% ↑	Q4乘客车费收入	超500% ↑
同比增长		同比增长	

城市级单车盈利转正

广州、深圳

车均收入峰值数据刷新纪录

单日最高车均收入	394元/辆	单日最高车均订单	25单/辆
----------	--------	----------	-------

\*基于深圳2026年3月22日运营数据

Robotaxi业务复制扩张  
年底实现超20城3000辆目标

产能加速释放，全力冲刺目标

Robotaxi车队规模	1446辆
2026年 Robotaxi规模目标	超3000辆

\*量产数据截至2026年3月25日

海内外“双引擎”，复制增长模式



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

为进一步支持下一阶段的增长，2025年11月，公司已成功于香港联合交易所有限公司完成双重主要上市，募集资金净额逾8亿美元并使公司截至2025年12月31日的现金与其他投资超15亿美元。此次联交所上市为2025年全球自动驾驶行业规模最大的首次公开发售，进一步巩固了公司的资本实力，为公司加速量产、大规模商业化、持续创新及开拓新市场提供了有力支撑。凭借2025年第四季度战略股权投资的收益，公司坚实的财务状况得到了进一步巩固，使该季度达到了公认会计原则标准下的净利转正。除了财务回报外，这些投资也从策略层面强化了公司的生态定位，并协助公司发挥业务协同。

图5：2025年11月6日，小马智行港交所上市



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

## ➤ 公司的技术优势

自动驾驶出租车是物理人工智能的首个真正应用，已通过实际运营及用户增长得到验证。凭借公司的专有软件技术、高性能硬件整合能力以及多年严格的研发积累，公司的自动驾驶出行业务已超越小规模测试阶段，正式迈入大规模商业化的新阶段。

### 1) PonyWorld——通往L4全无人驾驶解决方案之路

公司的目标是开发新一代自动驾驶解决方案，在安全和性能表现上超越人类驾驶员。为此，公司开发了世界模型方法 PonyWorld 来训练 L4 自动驾驶系统。有别于传统的“观察学习”人类驾驶数据的方法（其固有地将系统表现局限于人类驾驶员的水平），PonyWorld 使虚拟司机能够在人工智能生成的场景中通过大规模训练实现自我提升。PonyWorld 包含三个主要部分：生成真实场景和传感器数据的能力、高保真模拟系统以及一套综合的评估指标。生成式 PonyWorld 用于训练公司专有的与车型无关的虚拟司机（一套集成软硬件的全栈系统）。

图6: 小马智行世界模型



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

## 2) 规模

车队的快速扩张充分展示了 L4 原生架构卓越的泛化能力。车队规模已从 2024 年 12 月 31 日的 270 台扩展至 2026 年 3 月 25 日的 1,446 台自动驾驶出租车，并预计于 2026 年底达到 3,000 台以上。这一规模不仅是量产的里程碑，更是对核心技术的关键验证，展现了公司在不同车型平台上部署自动驾驶解决方案的能力，有力印证了公司的车辆工程与集成能力。

与此同时，公司持续拓展运行设计域（“ODD”）与地理覆盖范围，体现了自动驾驶出行解决方案在日益多样化的运营环境中的泛化能力与稳健性。公司的全无人驾驶车队即使在恶劣天气条件下也可实现全天候运营，并在高峰时段为公众提供服务。运营区域和服务场景的持续拓展，反映了公司自动驾驶技术栈的成熟度与稳健性。海外扩张进一步验证了这一能力，公司在克罗地亚的首都萨格勒布市中心（该城市融合了历史城区与现代城市道路网络）大范围运营，充分体现了公司应对复杂城市交通环境的能力，而非局限于低车流量及低速运行场景。严苛环境下的部署能力也进一步证明了公司技术的稳健性。

图7：小马智行在克罗地亚首都萨格勒布开启 Robotaxi 商业化运营



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

### 3) 效率

2025 年，公司持续提升自动驾驶出行运营的成本效率。第七代自动驾驶出租车在硬件和软件全栈层面均进行了优化，兼顾物料清单（“BOM”）成本与运营成本的降低。同时，公司借助原始设备制造商合作伙伴成熟的供应链及售后服务网络（涵盖维修、保养及能源补给），进一步提升成本效率。该等进步使公司能够在正向的单车盈利转正轨迹上扩大规模。此外，公司卓越的营运能力构筑了坚实的竞争护城河，为“联合部署模式”提供了强力支撑。通过 AI 虚拟司机、可扩展的工作流与第三方资源的深度整合，公司得以突破限制，实现业务加速扩张。

### 4) 用户体验

凭借专有技术，公司的自动驾驶出行服务已从尝鲜体验阶段发展为满足高频日常出行需求的解决方案。技术实力直接转化为优质的用户体验，形成了公司自动驾驶出行服务的差异化优势，并支撑公司的均衡定价策略，从而推动单车盈利模型的持续改善。公司并非单纯扩大覆盖面积，而是专注于满足高需求场景。人工智能虚拟司机能够在复杂路况和高峰时段交通中安全高效运行，提供更便捷的上下车点及全天候服务。例如，公司在深圳科技园等城市密集区域提供高效的无人驾驶服务，以及在北京强降雪期间仍持续提供服务，成为市场整体运力受限时的重要出行选项。此外，第七代自动驾驶出租车运用先进的交互式规划技术优化车辆控制，有效防止晕车。上述能力充分满足了用户对卓越品质的期待，证明技术领先是公司商业成功的核心驱动力。

图8: Robotaxi 用户习惯变迁



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

### ➤ Robotaxi 自动驾驶出行服务

公司通过搭载虚拟司机的车辆，以网约车形式为乘客提供自动驾驶出行服务。公司是首家在中国全部四个一线城市的指定区域开展面向公众收费且全无人驾驶的L4自动驾驶出行服务的公司。用户可通过多个平台便捷使用公司的自动驾驶出行服务，包括但不限于公司自有的 PonyPilot 移动应用程序、微信小程序、高德地图、微信出行服务平台及支付宝小程序。

图9: 小马智行接入微信“出行服务”入口

### 小马智行接入微信“出行服务”入口



3月，小马智行Robotaxi服务正式接入微信App“出行服务”入口及“腾讯出行服务”小程序，为触达海量月活用户提供重要通道。

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

### 1) 加速增长

2025 年，自动驾驶出行服务进入快速扩张阶段，在收入、自动驾驶出租车车队规模、运营版图及用户基数方面均实现了规模化增长。2025 年自动驾驶出行服务收入同比增长 128.6%至 1661 万美元；2025Q4 增长势头进一步加速，自动驾驶出行服务收入同比增长 159.5%至 666 万美元，其中，乘客车费收入同比增长超过 500%。截至 2026 年 3 月 25 日，车队规模达 1,446 台。截至 2026 年 3 月下旬，中国区总用户达 100 万，规模跃升至去年同期的近 3 倍。

公司在深圳的自动驾驶出行业务展现出强劲增长势头，2026 年 1 月至 2 月中旬的付费订单量已超过 2025 年全年水平。此外，自动驾驶出行业务继 2025 年 11 月在广州达成城市范围单车盈利转正后，于 2026 年 2 月进一步在深圳达成这一里程碑。最近，深圳地区第七代自动驾驶出租车单日车均净收入于 2026 年 3 月 22 日创下人民币 394 元的历史新高，该日车均订单量达 25 单。

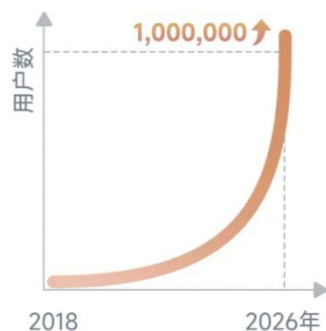
图10: 小马智行 Robotaxi 用户数超 100 万

## 市场投票用户认可 Robotaxi用户数超100万

Robotaxi用户  
突破100万

规模跃升至去年同期近3倍

\*数据截至2026年3月



### 付费订单量激增

深圳2026年内订单 > 2025全年总量

\*截至2026年2月中

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

上述快速扩张的根基在于第七代自动驾驶出租车的量产。第七代车在成本效率、可靠性及安全冗余方面均实现提升，其中自动驾驶套件（“ADK”）的 BOM 成本较前几代显著降低，为更高密度的车队部署及更广泛的商业化落地奠定了基础。在规模化量产的同时，公司持续优化运营效率、推进单车盈利水平。

图11: 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

## 2) 国内与海外市场同步拓展

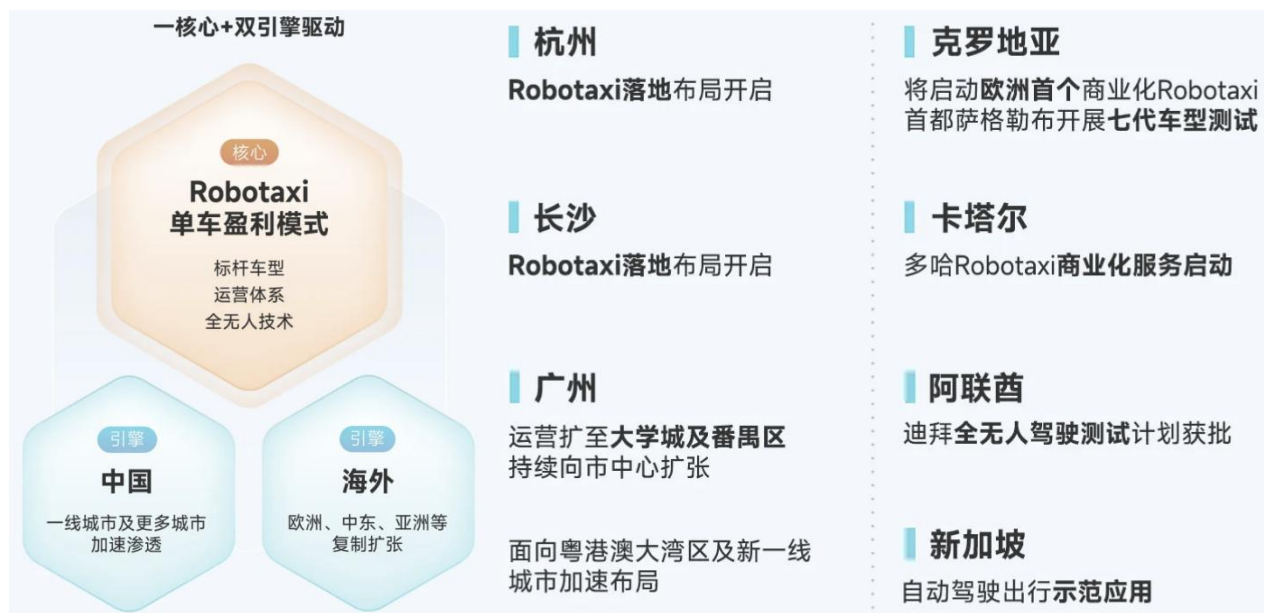
**凭借第七代自动驾驶出租车奠定的坚实基础, 公司在国内和海外市场同步扩大商业化运营版图。**

**在国内,**北京、上海、广州及深圳的商业化运营区域扩展至超过 2,000 平方公里。公司在中国一线城市建立了明确的领先地位, 并将业务触角进一步延伸至高密度中心城区。公司的运营区域涵盖中央商务区、机场、高铁站、广州大学城等复杂城市场景, 充分展现了在高峰时段及恶劣天气条件下安全、可靠运营的能力。2026 年 3 月, 公司进一步将商业化版图拓展至杭州 (一座蓬勃发展的新一线城市) 及长沙 (中国中部重要的商业中心)。此次战略扩张与公司在四大一线城市的既有布局形成有力互补, 是公司兑现巨大商业价值的关键一步。

**海外方面,**截至 2025 年末, 公司已在东亚、中东及欧洲的八个国家建立了战略布局。2026 年, 公司通过与 Uber 及 Rimac 集团旗下附属公司 Verne 的战略合作将版图拓展至克罗地亚, 启动首日即成功应对萨格勒布市中心复杂的交通环境与历史城区的道路布局, 充分验证了公司技术的全球泛化能力。在中东, 公司与 Mowasalat 合作, 在卡塔尔多哈推出了商业化收费的自动驾驶出行服务。此外, 公司正在阿联酋迪拜推进道路测试, 预计在 3 月底前获得无人驾驶运营监管许可。在新加坡, 继 2025 年完成道路测试后, 公司于 2026 年 3 月与康福德高合作正式启动自动驾驶运营。

**在此基础上, 公司正式启动双引擎战略, 同步拓展国内及海外市场, 公司预期于 2026 年底前, 将自动驾驶出行的营运版图扩展至全球逾 20 个城市, 其中近半数将布局于海外市场。**

图12: 小马智行一核心+双引擎驱动



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

### 3) 生态体系

公司的生态体系持续壮大，通过拓展价值链上下游的合作，助力自动驾驶出租车商业化的持续规模扩张。越来越多的合作伙伴选择采用联合部署模式与公司合作，出资购置车辆并分享车队运营收益。这有效提升了公司的资本效率、加速车队扩张。

2025年，公司与阳光出行建立合作伙伴关系，进一步扩展下游部署网络，推动车队在更多元的运营场景中落地。公司全面升级了与如祺出行在广州的合作，以扩大自动驾驶出租车车队规模并获取经常性授权收入。同时，公司于1月在北京与北京爱特博旅运服务有限责任公司达成合作，将业务版图拓展至高端商旅出行领域，成功进入更高价值的出行细分市场。

除此之外，公司在上下游价值链也取得了重要里程碑。公司深化了与丰田的战略合作，依托丰田的车型平台及制造能力推进联合部署模式落地；第七代车已启动量产，今年已锁定1,000台bZ4X车辆，为2026年的规模扩张提供核心运力。公司升级了与北京汽车集团及广州汽车集团的战略合作伙伴关系，借助其成熟的供应链及售后网络，共同在海外市场部部署车辆。公司也在深圳与广州持续深化与腾讯微信“出行服务”平台的整合，借助这一成熟出行平台提升服务覆盖与用户触达。上述合作共同构筑了一体化、可扩展的商业化基础，为持续规模化扩张提供有力保障。

图13: 小马智行共建车队生态, 加速规模扩张



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

### ➤ Robotruck 自动驾驶卡车服务

公司的自动驾驶出租车与自动驾驶卡车平台共享 80%的技术栈。基于这一共同的技术基础, 公司持续完善在中国的智能仓至仓卡车货运解决方案, 以把握卡车货运市场的巨大机遇。公司已在北京和广州获得自动驾驶公共道路测试许可, 覆盖

全国主要商业活跃区(例如长江三角洲、珠江三角洲及京津冀地区)和关键交通路线(包括来往北京与天津、广州与上海、深圳与青岛以及青岛与上海的主要货运干道)。同时, 公司持续在长途陆运、港口及集装箱运输等多种商业场景中完善并验证公司的技术与商业模式, 进一步夯实未来大规模商业化的基础。

**2025年, 公司的自动驾驶卡车业务取得重大突破。**2025年, 自动驾驶卡车网络已全面覆盖中国各大战略物流枢纽。公司的车队在多样化环境中表现稳定且强劲, 适用场景从动态的高速公路延伸至专用线路及港口等高度专业化领域。在此基础上, 公司正式推出了第四代自动驾驶卡车, 通过将ADK的BOM成本较上一代降低70%, 实现了显著的成本优化。第四代自动驾驶卡车采用全车规级零部件, 进行软硬件深度整合优化, 并支持从燃油车到电动车的转型。此外, 公司于广东江门港部署了全无人自动驾驶卡车, 并在中国西北地区的极端气候条件下, 测试了“1+N”无人驾驶编队(即由一辆配备安全员的领航卡车, 带领后续多辆无人驾驶卡车)。凭借这项经过验证的技术, 公司能够将无人驾驶卡车部署于更多港口与矿区运输场景中。展望未来, 公司将加速自动驾驶卡车业务的规模化扩张, 预计于2026年启动量产并进行首批车队部署, 并将持续优先拓展高价值、高利用率的应用场景。

图14: 小马智行 Robotruck 业务



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

### ➤ 技术授权与应用

凭借丰富的车辆工程和集成经验，公司为车载周边提供智能驾驶解决方案，以赋能该等车辆实现更高水平的自动驾驶。公司为领先车企提供一套全面的智能驾驶解决方案，涵盖软件许可、硬件和数据分析工具。同时，公司也向传感器及硬件零部件供应商提供若干增值技术服务，如车辆集成服务、软件开发及授权服务，帮助他们更好地调整产品和解决方案以适应自动驾驶应用场景。此外，公司还提供车联网产品及服务，以加强道路安全、改善运输效率和体验。

2025年，公司的技术授权与应用业务取得稳健进展。自动驾驶域控制器的交付量同比大幅增长，达到2024年的约六倍。2025年，公司进一步将应用场景拓展至更广泛的客户群，包括低速无人配送、自动驾驶清扫车、物流、人形机器人等领域。同时，公司也在积极探索机器人领域的发展机会。公司预期，客户需求的持续增长及应用场景的不断拓宽将为业务增长提供持续支撑。

图15: 小马智行域控制器出货量激增

## 域控制器出货量激增 全面赋能物理AI场景

域控制器全年出货量  
同比增长**超500%**



### 客户应用生态



具身机器人



低速无人配送



低速无人清扫

资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

### ● 近期发展

#### ➢ 单车盈利转正

继 2025 年第四季度在广州达成城市范围单车盈利转正后, 公司于 2026 年 2 月在深圳也达成了该目标, 标志着公司已在中国第二个一线城市验证了其第七代自动驾驶出租车运营的经济可行性。

图16: 小马智行无人车成春节期间“科技年货”

### 春节不打烊, 小马智行无人车成“科技年货”



2月, 小马智行马年春节期不加价提供服务, 填补运力缺口, 在深圳引起各年龄段打车及体验热潮, 付费订单屡创新高。

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

➤ **量产**

2026 年 2 月，公司与丰田中国和广汽丰田（广汽集团和丰田集团成立的合资企业）共同开发的搭载第七代自动驾驶系统的首台量产版铂智 4X 已正式下线。

➤ **国内拓展**

2026 年 3 月，公司将国内商业化版图扩展至四大一线城市之外的两座城市，包括杭州（一座蓬勃发展的新一线城市），以及长沙（中国中部重要的商业中心）。

➤ **国际扩张**

继 2025 年末启动道路测试后，公司于 2026 年 3 月在新加坡正式开展自动驾驶出租车运营，标志着公司的自动驾驶出行服务在该地区正式面向公众推出。同月，本公司通过与 Uber 及 Rimac 集团旗下的附属公司 Verne 合作，将业务扩展至克罗地亚市场，强化了在欧洲的业务布局。

图17: 小马智行首台量产版铂智 4X Robotaxi 下线



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图18: 小马智行开启新加坡 Robotaxi 载客运营



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

➤ **战略合作**

2026 年 1 月，公司与爱特博（一家专注于高端商旅和机场接送的出行服务提供商）达成合作，共同部署自动驾驶出租车车队。双方将率先在北京为乘客提供北京大兴国际机场接送服务。

2026 年 3 月，公司升级与如祺出行（中国领先的网约车及自动驾驶出租车运营平台）的战略合作。双方将共同打造自动驾驶出租车车队，并在大湾区扩大服务覆盖范围。公司将通过虚拟司机自动驾驶技术的技术授权获取经常性收入。

图19: 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

图20: 小马智行与如祺出行共建 Robotaxi 车队



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

### ● 业务前景

展望 2026 年, 公司将继续以规模化扩张为战略核心, 持续推进自动驾驶出行技术的发展与商业化应用。公司的重点是加速车队规模扩张, 拓展业务至新市场, 并在技术创新及运营执行方面持续深化竞争壁垒。上述举措将为未来数年车队规模及收入的持续增长奠定坚实基础。具体而言, 公司的目标是于 2026 年末将车队规模扩大至 3,000 台以上, 并将全球业务拓展至超 20 座城市, 其中近半数将布局于海外市场。为了实现上述目标, 公司将采取双引擎战略, 结合联合部署模式, 加速国内及海外市场收入增长。

与此同时, 公司将持续加大研发投入, 提升技术在不同地区及平台的适应性, 优化成本结构及业务模式。公司相信, 在自动驾驶出行服务持续发展的同时, 公司的自动驾驶卡车服务及技术授权与应用业务也同样蕴含巨大的增长潜力。这些举措将持续推进公司业务的规模化与商业化, 并强化长期增长趋势。

图21: 小马智行 2026 年 Robotaxi 规模目标超 3000 辆

2026年  
Robotaxi规模目标 **超3000辆**

海内外“双引擎”, 复制增长模式

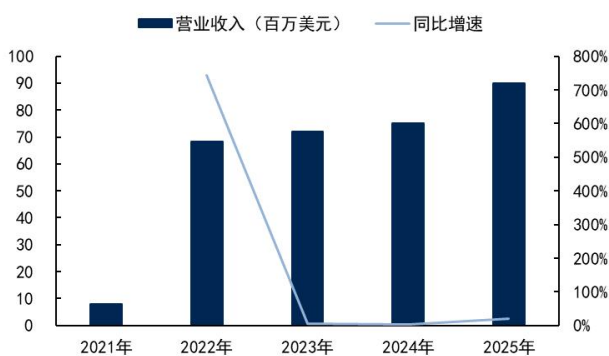


资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

**2025Q4 公司实现营收 2913 万美元，环比增长 14%。**2025 年，公司实现收入为 9000 万美元，同比增长 20.0%，净利润为-1.34 亿美元（2024 年为-2.74 亿美元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为-1.79 亿美元（2024 年为-1.31 亿美元）。拆单季度看，2025Q4，公司实现收入为 2913 万美元，同比减少 18.0%，环比增长 14.5%，净利润为 2343 万美元（2024Q4 为-1.81 亿美元，2025Q3 为-6132 万美元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为-4864 万美元（2024Q4 为-4112 万美元，2025Q3 为-5472 万美元）。2025Q4，公司收入同比减少 18%，该减少主要受技术授权与应用中项目制收入确认时点的影响，部分被自动驾驶出行服务及自动驾驶卡车服务收入增长所抵销。

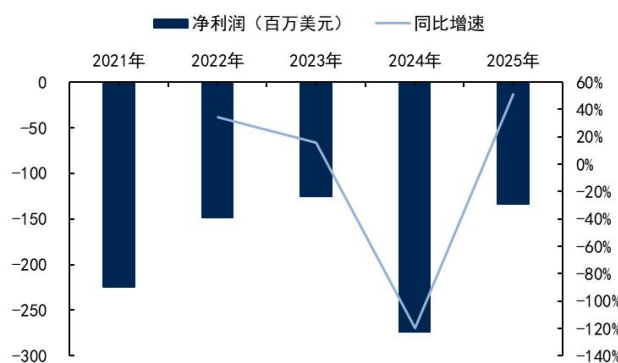
**分业务来看，**1) 2025Q4，公司 Robotaxi 服务收入为 665.7 万美元，同比增长 159.5%，其中，乘用车费收入同比增加超过 500%，主要得益于第七代车型投入运营以来订单量的强劲增长。依托双引擎战略，车队运营的持续优化及高质量的服务亦带动了用户需求及自动驾驶出行服务收入的增长。2) 2025Q4，公司 Robotruck 服务收入为 1312 万美元，同比增长 1.2%，公司与中外运深化合作，持续提升车队运营效率。3) 2025Q4，公司授权和应用收入为 935 万美元，同比减少 53.2%，该减少主要由于 2024 年第四季度确认了一次性项目制收入，部分被公司向低速无人配送、无人清扫车、物流及人形机器人等领域客户的自动驾驶域控制器（“ADC”）销售增长所抵销。

图22: 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23: 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24: 小马智行单季度营业收入及同比增速

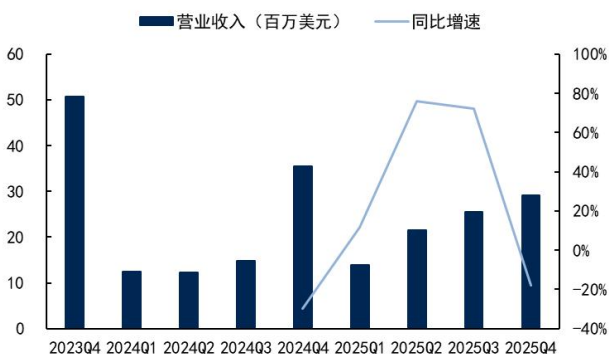
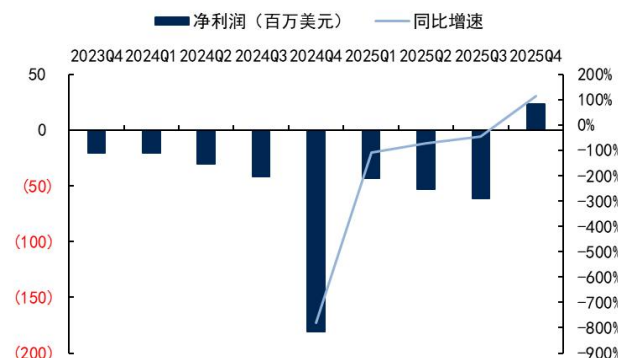


图25: 小马智行单季度净利润及同比增速

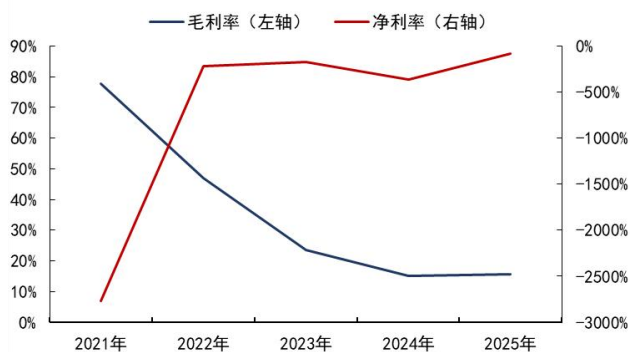


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

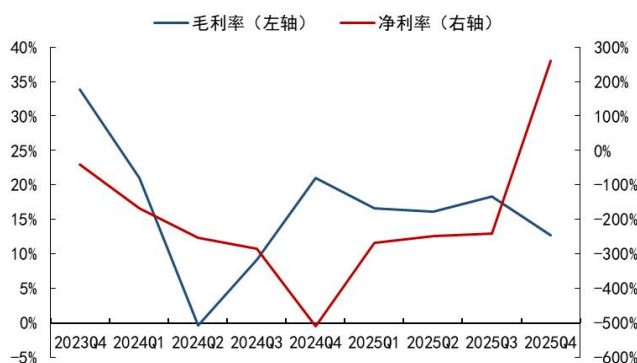
**2025Q4，公司净利率环比+501pct。**2025年，公司的毛利率/净利率分别为15.7%/-85.3%，分别同比变动+0.5/+281.3pct。拆单季度看，2025Q4，公司的毛利率/净利率分别为12.8%/259.1%，分别同比变动-8.2/+769.0pct，分别环比变动-5.6/+501.1pct。2025Q4，公司毛利率同比-8.2pct，该减少主要由于来自自动驾驶卡车服务的收入占比增加。

图26：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

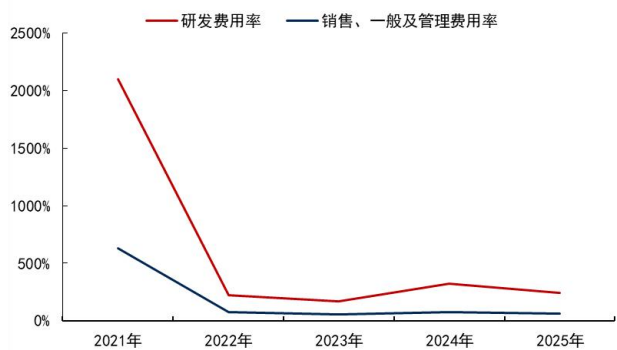
图27：小马智行单季度毛利率与净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

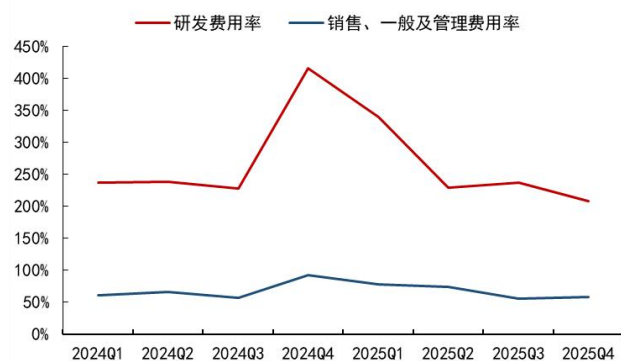
**2025Q4，公司费用率下降。**2025年，公司费用率为305.6%，同比-90.2pct，其中研发费用率、销售一般及管理费用率分别为241.6%/64.0%，分别同比变动-78.6/-11.6pct。拆单季度看，2025Q4，公司费用率为266.4%，同比-242.0pct，环比-25.8pct，其中研发费用率、销售一般及管理费用率分别为207.8%/58.6%，分别同比变动-208.5/-33.5pct，分别环比变动-29.6/+3.7pct。

图28：小马智行费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：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

**投资建议：上调收入预测，维持利润预测，维持优于大市评级。**

全球无人驾驶领先企业，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。考虑到公司 Robotaxi 商业化落地加速推进，我们上调收入预测，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1.39/2.41/5.69 亿美元（原预计 26-27 年 1.10/2.12 亿美元），考虑到公司产品结构变化对毛利率的影响、叠加研发支出加大等因素，我们维持利润预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为-2.15/-1.88/-1.14 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	昨日收盘 (元人民币)		收入 (亿元人民币)			PS		
			20260414	总市值 (亿元人民币)	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
TSLA.O	特斯拉	无评级	2640.2	99071.5	6874.3	7769.9	9130.6	14.41	12.75	10.85
AUR.O	AURORA	无评级	33.9	663.6	0.2	1.1	5.6	3051.33	610.27	118.88
XPEV.N	小鹏汽车	优于大市	129.5	1183.7	767.2	1000.2	1300.2	1.54	1.18	0.91
WRD.O	文远知行	优于大市	57.3	191.9	6.9	10.0	18.7	28.01	19.19	10.28
2498.HK	速腾聚创	优于大市	33.6	163.0	19.4	34.1	45.2	8.40	4.79	3.61
MBLY.O	Mobileye	无评级	55.2	869.9	137.30	140.56	151.66	6.34	6.19	5.74
HSAI.O	禾赛科技	优于大市	170.3	261.4	30.28	43.47	60.37	8.63	6.01	4.33
<b>平均</b>								445.52	94.34	22.09
PONY.O/2026.HK	小马智行	优于大市	75.1	315.4	6.5	10.1	17.4	48.34	31.21	18.08

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测（注：1、特斯拉、AURORA、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) 2024					2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元) 2024				
现金及现金等价物	536	293	300	753	557	营业收入	75	90	139	241	569		
应收款项	90	83	115	198	468	营业成本	64	76	112	176	387		
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	2	3	5	12	销售费用	57	58	58	58	64		
<b>流动资产合计</b>	<b>835</b>	<b>1251</b>	<b>1290</b>	<b>956</b>	<b>1038</b>	管理费用	249	226	223	224	246		
固定资产	17	60	59	62	65	财务费用	5	56	0	(3)	(10)		
无形资产及其他	13	15	12	9	7	投资收益	0	0	44	30	0		
投资性房地产	2	7	7	7	7	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0		
长期股权投资	184	480	480	480	480	其他收入	18	121	11	11	11		
<b>资产总计</b>	<b>1051</b>	<b>1813</b>	<b>1848</b>	<b>1514</b>	<b>1596</b>	营业利润	(281)	(205)	(199)	(174)	(107)		
短期借款及交易性金融负债	0	0	226	1	1	营业外净收支	6	128	3	6	6		
应付款项	67	85	86	138	312	<b>利润总额</b>	<b>(275)</b>	<b>(77)</b>	<b>(196)</b>	<b>(168)</b>	<b>(101)</b>		
其他流动负债	4	6	7	8	12	所得税费用	0	0	0	0	0		
<b>流动负债合计</b>	<b>71</b>	<b>91</b>	<b>318</b>	<b>147</b>	<b>325</b>	少数股东损益	(1)	57	19	20	12		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(274)</b>	<b>(134)</b>	<b>(215)</b>	<b>(188)</b>	<b>(114)</b>		
其他长期负债	11	12	17	22	27	<b>现金流量表(百万元) 2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>			
<b>长期负债合计</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>净利润</b>	<b>(274)</b>	<b>(134)</b>	<b>(215)</b>	<b>(188)</b>	<b>(114)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>82</b>	<b>104</b>	<b>336</b>	<b>170</b>	<b>352</b>	资产减值准备	0	0	4	(0)	(0)		
少数股东权益	18	57	75	96	108	折旧摊销	8	8	11	11	11		
股东权益	951	1652	1437	1249	1135	公允价值变动损失	0	0	0	0	0		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1051</b>	<b>1813</b>	<b>1848</b>	<b>1514</b>	<b>1596</b>	财务费用	5	56	0	(3)	(10)		
<b>关键财务与估值指标 2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	23	21	(22)	(27)	(95)		
每股收益	(0.63)	(0.31)	(0.50)	(0.43)	(0.26)	其它	(1)	57	15	21	12		
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>(244)</b>	<b>(47)</b>	<b>(208)</b>	<b>(184)</b>	<b>(184)</b>		
每股净资产	2.19	3.81	3.32	2.88	2.62	资本开支	0	(43)	(11)	(11)	(11)		
ROIC	-40%	-26%	-31%	-54%	-27%	其它投资现金流	(45)	(663)	0	872	0		
ROE	-29%	-8%	-15%	-15%	-10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(177)</b>	<b>(1003)</b>	<b>(11)</b>	<b>861</b>	<b>(11)</b>		
毛利率	15%	16%	20%	27%	32%	权益性融资	0	0	0	0	0		
EBIT Margin	-392%	-299%	-182%	-91%	-23%	负债净变化	0	0	0	0	0		
EBITDA Margin	-381%	-290%	-174%	-86%	-21%	支付股利、利息	0	0	0	0	0		
收入增长	4%	20%	55%	73%	137%	其它融资现金流	531	807	226	(225)	0		
净利润增长率	--	--	--	--	--	<b>融资活动现金流</b>	<b>531</b>	<b>807</b>	<b>226</b>	<b>(225)</b>	<b>0</b>		
资产负债率	9%	9%	22%	18%	29%	<b>现金净变动</b>	<b>110</b>	<b>(242)</b>	<b>7</b>	<b>453</b>	<b>(195)</b>		
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	426	536	293	300	753		
P/E	(115.1)	(235.5)	(146.7)	(167.5)	(277.6)	货币资金的期末余额	536	293	300	753	557		
P/B	33.2	19.1	22.0	25.3	27.8	企业自由现金流	0	(283)	(276)	(245)	(223)		
EV/EBITDA	(16)	(17)	(19)	(22)	(40)	权益自由现金流	0	468	(51)	(466)	(213)		

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