

小马智行 (PONY.O)

Robotaxi 高增，提高全年目标

Q1 收入同比增长 145%，其中 Robotaxi 高速增长 395%。 小马智行 26Q1 收入达到 3425 万美元，同比/环比分别增长 145%/18%，主要是由于 Robotaxi 服务、智能解决方案的高速增长。分板块看，Robotaxi/Robotruck/智能解决方案（原技术授权与应用分部）收入分别为 857/1019.5/1548.5 万美元，同比分别增长 395%/31%/247%，占比各自为 25%/30%/45%。Robotaxi 收入高增主要得益于车队规模的增长、共建车队模式带来增量收入等。智能解决方案的高速增长主要得益于低速无人配送、无人清扫车、物流及人形机器人市场的 ADC 出货量增长。盈利性方面，26Q1 的毛利率为 16.2%，同比基本保持稳定。26Q1 的经营开支大约 6390 万美元，其中研发开支/SG&A 分别为 4788/1602 万美元。公司 26Q1 归母净亏损为 5041 万美元，Non-GAAP 归母净亏损为 4086 万美元，Non-GAAP 归母净亏损率为 -119%，同比/环比分别收窄了 124pct/32pct。截至 26Q1 末，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产品为 14 亿美元，现金储备充足。

2026 年内 Robotaxi 车队规模目标从 3000 辆提高到 3500 辆，Robotaxi 收入目标从同比增长 3 倍提高到 3.5 倍。 **1) 从车队规模和覆盖范围来看，**截至 2026 年 5 月 24 日，公司 Robotaxi 车队规模超过 1700 辆。这其中包括自营车辆及共建模式下的车队。例如，3 月 19 日，小马智行向如祺出行交付了超百辆第七代广汽埃安霸王龙 Robotaxi。从覆盖地区来看，公司当前一方面在国内城市扩张规模、开拓新城，另一方面加速布局海外市场，当前 Robotaxi 业务覆盖 9 个国家，其中 Robotaxi 公开载客地区包括中国、克罗地亚、卡塔尔、新加坡、韩国，并且在多哈推进收费服务、在迪拜开启了无人化 Robotaxi 测试，公司维持在 2026 年底前于全球超过 20 个城市部署 Robotaxi 的目标，并将 Robotaxi 车队规模目标从 3000 辆提高到 3500 辆。**2) 从经营数据来看，**早在 2025 年末和 2026 年初，广州和深圳便已经实现了单车 UE 转正。公司 Robotaxi 5 月周均付费订单量较 1 月增长 119%，五一假期日均付费订单量同比去年假期增长 544%，截至 5 月 Robotaxi 中国注册用户增加到去年同期的 3 倍以上。我们认为，随着经营范围的扩大、车队规模的铺张，通行半径和等车乘车体验都将改善，从而更好改善经营数据，Robotaxi 的盈利性将继续改善，有利于共建车队规模继续增加。

Robotaxi 和 Robotruck 产品持续更新，技术迭代。 **1) 无人重卡：**第四代自动驾驶重卡于 2026 年 4 月量产，预计在 2026H2 大规模落地，覆盖 6 大主轴及西北地区，包括京津冀/长三角/粤港澳/成渝线等。**2) 无人轻卡：**公司与宁德时代共同开发的全车规、全冗余无人轻卡于 2026 年 4 月发布，较人工货运的单公里货运成本下降 40%-50%，预计 2027 年初规模化运营。**3) Robotaxi：**公司在北京车展上发布了 2027 版 Robotaxi，其 BOM 成本（包含车辆、电池、套件等）预计下降至 23 万元以内，这将进一步优化经营模型。技术方面，公司发布了 PonyWorld 世界模型 2.0，用 AI 驱动的自主学习代替人类驱动的强化学习。**4) 域控：**4 月 25 日，公司发布新一代自动驾驶域控制器，搭载集成 NVLink 技术的 Thor 芯片。

投资建议：我们预计公司 2026-29 年末 Robotaxi 部署车辆分别为 3500/1.5 万/3 万/6 万台，收入为 1.6/3.3/6.4/12.2 亿美元，non-GAAP 归母净利润为 -2.4/-2.0/-1.2/0.3 亿美元。考虑到 PS 估值难以找到合适的锚，我们采用估算 2030 年净利润、以 PE 估值，再以一定贴现率贴现到 2026 年的方式进行估值。Robotaxi 市场，我们假设公司 2030 年中国、海外分别有 8 万辆、2 万辆，假设国内/海外单车年收入 20/60 万元，则小马智行国内/外 Robotaxi 收入达 160/120 亿元人民币，毛利率假设 40%、50%，考虑一定营运费用，则国内外 Robotaxi 净利润可达 15.4 亿美元。以 6x PE，2030 年 Robotaxi 估值 77 亿美元，以 10% 贴现率贴现回 2026 年，小马智行的 Robotaxi 估值 53 亿美元。同理，我们认为 Robotruck 估值大约为 11 亿美元，Robotaxi+Robotruck 合计估值 64 亿美元/499 亿港元，对应 2026 年 40x PS，目标价 (PONY.O) 14.68 美元、(2026.HK) 115.07 港元，维持“买入”评级。

风险提示：商业化进展不及预期、政策推进不及预期、技术发展不及预期、竞争激烈等风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万美元)	75	90	157	333	642
增长率 YoY (%)	4	20	75	112	93
归母净利润 (百万美元)	-274	-134	-263	-226	-146
归母净利润率 (%)	-365.4	-148.9	-167.3	-68.0	-22.7
non-GAAP 归母净利润 (百万美元)	-131	-179	-241	-203	-122
non-GAAP 归母净利润率 (%)	-175.2	-198.6	-152.9	-61.0	-19.0
Non-GAAP EPS (美元, 最新摊薄)	-1.1	-0.5	-0.6	-0.5	-0.3
P/S (倍)	54	45	26	12	6
P/B (倍)	4.2	2.4	2.8	3.4	3.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 5 月 26 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
2026 年 5 月 26 日收盘价 (美元)	9.34
总市值 (百万美元)	4,049.28
总股本 (百万股)	433.54
其中自由流通股 (%)	81.30
30 日日均成交量 (百万股)	4.61

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号: S0680524070003

邮箱: liuling3@gszq.com

相关研究

- 《小马智行 (PONY.O): Robotaxi 高速扩张, 广州、深圳单车 UE 均盈利》 2026-04-08
- 《小马智行 (PONY.O): Robotaxi 超预期, 广州单车经济模型转正》 2025-11-26
- 《小马智行 (PONY.O): Robotaxi 星辰大海, 弄潮儿向涛头立》 2025-10-05

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	835	1,251	1,199	1,265	1,383
现金和现金等价物	536	293	165	79	-59
受限制现金	0	2	0	0	0
短期投资	209	872	872	872	872
应收账款	29	24	54	110	206
应收关联方款项	8	11	11	11	11
预付账款和其他流动资产	53	48	96	193	352
非流动资产	216	562	454	341	363
受限制现金	0	0	0	0	0
应收关联方款项	-	-	-	-	-
物业、设备和软件	17	60	91	117	139
经营租赁资产使用权	13	15	15	15	15
长期投资	131	455	316	177	177
长期投资预付款	53	25	25	25	25
其他非现金资产	2	7	7	7	7
资产总值	1,051	1,813	1,653	1,607	1,746
流动负债	71	91	207	400	697
应付账款及其他流动负债	67	85	181	354	631
经营租赁负债	3	5	25	45	65
应付关联方款项	1	1	1	1	1
非流动负债	11	12	12	12	12
经营租赁负债	10	10	10	10	10
其他非现金负债	1	2	2	2	2
负债总额	82	104	219	412	709
夹层权益	-	-	-	-	-
A类普通股股本	0	0	0	0	0
B类普通股股本	0	0	0	0	0
资本公积	2,228	3,079	3,079	3,079	3,079
特别盈余公积	0	0	0	0	0
累计亏损	-1,288	-1,422	-1,685	-1,912	-2,057
公司股东应占权益	951	1,652	1,389	1,163	
少数股东权益	18	57	44	32	19
权益总额	969	1,709	1,433	1,195	1,036
负债及权益总额	1,051	1,813	1,653	1,607	1,746

现金流量表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-111	-165	-245	-202	-114
净利润(亏损)	-275	-77	-276	-239	-158
折旧及摊销	8	6	13	18	22
营运资金变动	12	20	18	19	22
其他经营现金流	144	-115	0	0	0
投资活动现金流	-181	-889	95	95	-44
购买物业、设备和软件	-11	-44	-44	-44	-44
其他投资现金流	-170	-845	139	139	0
筹资活动现金流	407	815	20	20	20
负债所得款项	-1	-1	20	20	20
其他筹资现金流	408	816	0	0	0
现金净增加额	110	-240	-130	-87	-138

利润表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	75	90	157	333	642
营业成本	-64	-76	-131	-264	-486
毛利润	11	14	26	69	157
研发费用	240	217	247	252	257
销售和管理费用	57	58	74	76	77
经营利润(亏损)	-286	-261	-295	-258	-177
投资收益	20	43	47	47	47
负债性权证公允价值变动	6	-	-31	-31	-31
其他收入(支出)	-15	141	3	3	3
税前利润(亏损)	-275	-77	-276	-239	-158
所得税优惠(支出)	0	-	-	-	-
净利润(亏损)	-275	-77	-276	-239	-158
少数股东净利润(亏损)	-1	57	-12	-12	-12
归母净利润(亏损)	-274	-134	-263	-226	-146
Non-GAAP 归母净利润(亏损)	-131	-179	-241	-203	-122

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	4	20	75	112	93
经营利润(%)	-99	9	-13	13	31
Non-GAAP 归母净利润(%)	-11	-36	-35	16	40
获利能力					
毛利率(%)	15.2	15.7	16.6	20.9	24.4
归母净利率(%)	-365.4	-148.9	-167.3	-68.0	-22.7
non-GAAP 归母净利率(%)	-175.2	-198.6	-152.9	-61.0	-19.0
ROE(%)	-28.8	-8.1	-19.0	-19.5	-14.3
ROIC(%)	-63.7	-18.2	-22.6	-22.0	-15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	7.8	5.7	13.3	25.6	40.6
净负债比率(%)	-46.9	-11.1	3.8	27.9	74.2
流动比率	11.8	13.7	5.8	3.2	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4
应收账款周转率	2.5	3.4	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
每股指标(美元)					
Non-GAAP EPS(最新摊薄)	-1.1	-0.5	-0.6	-0.5	-0.3
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.0	-0.4	-0.6	-0.5	-0.3
每股净资产(最新摊薄)	8.5	4.5	3.8	3.1	2.7
估值比率					
经调整 P/E	-30.8	-22.6	-16.8	-19.9	-33.1
P/B	4.2	2.4	2.8	3.4	3.9
P/S	54.0	45.0	25.7	12.2	6.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 5 月 26 日收盘价

图表1: 小马智行核心盈利预测: 年度

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
收入 (百万美元)	72	75	90	157	333	642	1,219
YoY	5.1%	4.3%	20.0%	74.9%	111.6%	92.8%	89.8%
Robotaxi (百万美元)	8	7	17	59	194	482	1,031
Robotruck (百万美元)	25	40	41	58	98	120	147
授权与应用 (百万美元)	39	27	33	41	41	41	41
毛利润 (百万美元)	17	11	14	26	69	157	311
毛利润率	23.5%	15.2%	15.7%	16.6%	20.9%	24.4%	25.5%
R&D (百万美元)	123	240	217	247	252	257	262
SG&A (百万美元)	37	57	58	74	76	77	79
研发费用率	170.7%	320.1%	241.6%	156.7%	75.5%	40.0%	21.5%
销管费用率	52.0%	75.6%	64.0%	47.3%	22.8%	12.1%	6.5%
归母净利润 (百万美元)	-125	-274	-134	-263	-226	-146	2
归母净利润率	-173.6%	-365.4%	-148.9%	-167.3%	-68.0%	-22.7%	0.1%
non-GAAP 归母净利润 (百万美元)	-118	-131	-179	-241	-203	-122	26
non-GAAP 归母净利润率	-164.2%	-175.2%	-198.6%	-152.9%	-61.0%	-19.0%	2.1%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表2: 小马智行核心盈利预测: 季度

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2E	26Q3E	26Q4E
收入 (百万美元)	14	21	25	29	34	33	38	52
YoY	11.6%	75.9%	72.0%	-18.0%	145.0%	55.8%	49.0%	77.9%
Robotaxi (百万美元)	2	2	7	7	9	10	15	24
Robotruck (百万美元)	8	10	10	13	10	14	15	19
授权与应用 (百万美元)	4	10	9	9	15	9	8	8
毛利润 (百万美元)	2.3	3.5	4.7	3.7	5.6	5.4	6.3	8.9
毛利润率	16.6%	16.1%	18.4%	12.7%	16.2%	16.0%	16.6%	17.2%
R&D (百万美元)	47	49	60	61	48	57	71	71
SG&A (百万美元)	11	16	14	17	16	20	17	21
研发费用率	339.7%	228.5%	237.3%	207.8%	139.8%	171.6%	186.4%	136.7%
销管费用率	77.8%	73.2%	54.9%	58.6%	46.8%	58.7%	46.0%	41.2%
归母净利润 (百万美元)	-43	-53	-61	23	-50	-64	-74	-75
归母净利润率	-308%	-247%	-241%	80%	-147%	-191%	-195%	-145%
non-GAAP 归母净利润 (百万美元)	-34	-46	-55	-44	-41	-58	-68	-69
non-GAAP 归母净利润率	-243%	-214%	-215%	-152%	-119%	-174%	-179%	-133%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com