

公司研究

Robotaxi 全年指引上调，“干线+城配”协同并进

——小马智行（PONY.O）2026年一季报业绩点评

要点

1Q26 经营数据亮眼：1Q26 小马智行总收入同比+145%/环比+18%至 3,425 万美元（vs. 约占我们原全年预测的 22%），毛利率同比-0.3pcts/环比+3.5pcts 至 16.2%，Non-GAAP 归母净利润同比扩大 39%/环比收窄 16%至 4,086 万美元（vs. 我们原预测全年亏损 2.1 亿美元）。

Robotaxi 收入占比提升，经营效率持续改善：1) 分业务看，1Q26 小马智行 Robotaxi 服务收入同比+395%/环比+29%至 857 万美元（收入占比同比+13pcts/环比+2pcts 至 25%）、Robotruck 服务收入同比+31%/环比-22%至 1,020 万美元（收入占比同比-26pcts/环比-15pcts 至 30%）、智能解决方案收入同比+246%/环比+66%至 1,549 万美元（收入占比同比+13pcts/环比+13pcts 至 45%）；2) 费用端，1Q26 小马智行 SG&A 费用率同比-31pcts/环比-12pcts 至 47%，R&D 费用率同比-200pcts/环比-68pcts 至 140%。截至 1Q26 末，小马智行持有现金等价物及长短期理财投资合计 99.02 亿元。我们判断，短期低毛利率域控制器业务快速放量扰动公司总体毛利率表现，预计后续随 Robotaxi 业务收入占比持续提升，毛利率有望上行。

Robotaxi 全年指引上调，商业化运营能力持续走强：截至 2026 年 5 月，小马智行 Robotaxi 车队规模已超 1,700 台；管理层上调全年指引，2026 年 Robotaxi 收入有望同比增长 3.5 倍以上、年底车队规模扩至 3,500 台以上。我们看好公司 Robotaxi 业务，1) **“中国+海外”双引擎战略加速：**国内以广深、京沪等一线城市为核心，快速向长沙、杭州等新一线及大湾区渗透；海外已落地克罗地亚（欧洲首个商业化 Robotaxi 服务），同步拓展新加坡、韩国、中东等地，全球已进 9 国，计划 2026 年底覆盖超 20 城，成熟运营模式快速复制全球化。2) **成本下探+规模扩张带动运营能力提升：**2027 款 Robotaxi 目标成本降至 23 万元以内，用户规模（5 月 Robotaxi 中国注册用户增至去年同期 3 倍以上）+付费订单量（5 月周均付费订单量较 1 月增长 119%）逐月增长，单车经济性持续优化支撑收入加速增长。3) **技术+生态壁垒持续增强：**依托世界模型 2.0 已实现 AI 自主诊断与定向进化，大幅提升复杂场景安全性与迭代效率；同时与如祺出行深化共建车队，轻资产模式快速扩大覆盖。

各业务线增长势头强劲，“干线+城配”协同并进：我们判断，公司 L4 级技术共享复用有望助力各业务规模快速扩张：1) **Robotruck：**第四代车型已下线、并将于 2H26E 大规模落地，干线运货规模持续扩张；2) **Robovan：**4 月全新发布与宁德时代量产合作的 Robovan，将补齐城市配送场景；3) **域控制器：**1Q26 出货量同比翻超 6 倍，低速物流、人形机器人等领域客户持续拓展。

维持“买入”评级：考虑公司 Robotaxi 业务增长强劲，上调 2026E/2027E/2028E Non-GAAP 归母净利润分别至约 -2.09/-1.93/-1.50 亿美元（vs. 此前预期为 -2.13/-2.04/-1.51 亿美元），维持“买入”评级。

风险提示：Robotaxi 业务进展不及预期、国内外监管挑战、技术安全风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万美元）	75	90	156	239	398
营业收入增长率	4.3%	20.0%	73.8%	52.6%	66.8%
Non-GAAP 归母净利润（百万美元）	-131	-179	-209	-193	-150
Non-GAAP EPS（美元）（摊薄）	-1.15	-0.47	-0.48	-0.45	-0.34
P/S	46	39	26	17	10
P/B	3.7	2.1	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-5-26。

注：1) 2024 年加权平均 ADS 1.14 亿股、2025 年加权平均 ADS 3.80 亿股，预计 2026E-2028E 约 4.34 亿股（每股 ADS 为 1 股 A-Class 普通股）；2) 公司 2025 年年报调整 non-GAAP 归母净利润计算口径，2024 年已按相同口径进行调整

买入（维持）

当前价：9.34 美元

作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

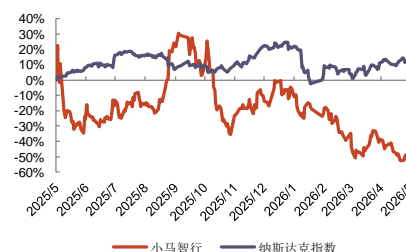
021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股普通股):	4.34
总市值(亿美元):	40.49
一年最低/最高(美元):	8.23/22.72
近 3 月换手率:	144.26%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.97	-37.14	-58.83
绝对	-11.47	-34.23	-46.35

资料来源：Wind（数据截至 2026/5/26）

相关研报

自动驾驶商业化领军者，Robotaxi 未来可期——小马智行（PONY.O）系列报告之一（2024-12-17）

精研十载，剑指锋芒——小马智行（PONY.O）投资价值分析报告（2025-08-31）

广州城市 UE 首次转正，车队规模爬坡超预期——小马智行（PONY.O）2025 年三季报业绩点评（2025-11-26）

广州深圳 UE 双双盈利，国内+海外双引擎扩张——小马智行（PONY.O）2025 年年报业绩点评（2026-03-30）

利润表

利润表 (千美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	75,025	90,001	156,461	238,825	398,430
总营业成本	63,622	75,840	131,884	196,027	320,313
研发费用	240,179	217,419	219,045	226,883	239,058
销售及行政费用	56,747	57,599	73,537	83,589	99,608
经营性损失或利润	-285,523	-260,857	-268,005	-267,675	-260,548
利润总额	-275,005	-76,758	-243,005	-242,675	-235,548
所得税	-1	0	243	243	236
净亏损或净利润	-275,006	-76,758	-242,762	-242,432	-235,313
少数股东损益	-885	57,211	-971	-970	-941
归属母公司净亏损或净利润 (Non-GAAP)	-131,450	-178,784	-208,856	-193,339	-149,506
EPS (Non-GAAP, 美元)	-1.15	-0.47	-0.48	-0.45	-0.34

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

资产负债表

资产负债表 (千美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	1,050,821	1,812,837	1,701,945	1,934,778	2,160,123
流动资产	834,622	1,250,639	1,059,856	1,287,707	1,511,436
现金及其等价物	535,976	293,489	723,739	912,294	1,108,598
限制性现金	21	1,936	0	0	0
短期投资	209,035	872,158	240,000	260,000	280,000
应收账款	28,555	23,644	28,510	35,177	37,265
关联方往来款	8,322	11,338	14,739	19,379	27,495
预付费用以及其他流动资产	52,713	48,074	52,869	60,857	58,077
非流动资产	216,199	562,198	642,089	647,071	648,687
限制性现金	175	288	300	300	300
关联方往来款	0	0	0	0	0
固定资产	17,241	60,467	24,421	27,021	29,721
使用权资产	13,342	14,811	15,868	18,250	17,166
长期投资	130,799	454,942	600,000	600,000	600,000
长期投资预付款	52,823	25,000	0	0	0
其他非流动资产	1,819	6,690	1,500	1,500	1,500
总负债	82,110	103,838	170,891	241,157	196,814
无息负债	67,937	87,249	154,893	223,508	177,139
有息负债	14,173	16,589	15,998	17,649	19,674
夹层权益	0	0	0	0	0
股东权益	968,711	1,708,999	1,531,054	1,693,622	1,963,309
归属本公司股权持有人权益	951,122	1,652,277	1,513,054	1,675,622	1,945,309
少数股东权益	17,589	56,722	18,000	18,000	18,000

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

现金流量表

现金流量表 (千美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-110,758	-164,955	-164,074	-153,946	-115,695
净亏损或净利润	-275,006	-76,758	-242,762	-242,432	-235,313
折旧及摊销	8,361	6,220	8,800	9,400	9,800
净营运资金增加	12,161	20,407	5,453	-537	-6,548
其他	143,726	-114,824	64,435	79,623	116,366
投资活动产生现金流	-181,267	-889,160	-71,500	-52,000	-32,500
固定资产增加	-11,397	-43,875	-11,500	-12,000	-12,500
其他资产变化	-169,870	-845,285	-60,000	-40,000	-20,000
融资活动现金流	407,389	814,833	424,200	374,500	324,500
股票/可转债等融资	408,404	0	425,000	375,000	325,000
其他	-1,015	814,833	-800	-500	-500
净现金变化	109,967	-240,459	188,626	168,554	176,305
限制性现金	196	2,224	300	300	300
期末现金及其等价物	535,976	293,489	484,039	652,594	828,898

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，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，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼