

26 全年 Robotaxi 收入与车辆数上调

华泰研究

2026 年 5 月 28 日 | 中国香港/美国

季报点评

计算机应用

小马智行公布 26Q1 业绩：营收 3,425 万美元 (yoy+145%、qoq+18%)，毛利 556 万美元，毛利率 16.2% (yoy-0.4pcts、qoq+3.5pcts)，GAAP 净亏损 5,351 万美元，Non-GAAP 净亏损 4,119 万美元。公司预计 26 全年 Robotaxi 收入将达 25 全年的 3.5 倍 (此前指引 3 倍)，预计 26 年 Robotaxi 将扩至 3500 台 (此前指引 3000 台)，当前已有 1776 台。我们认为本季度核心关注在于：1) Robotaxi 与车费收入继续高增，Gen-7 车队放量开始推动收入释放；2) 公司上调全年 Robotaxi 收入和车队目标，反映大湾区和海外部署节奏或快于此前预期。考虑到同股不同权公司需满足上市 6 个月及其后 20 个港股交易日要求，我们预计入通最早或在 6 月初。维持买入。

Robotaxi 车费收入同比高增，Gen-7 放量与海外拓展共振

26Q1 Robotaxi 营收 857 万美元 (yoy+395%、qoq+29%)，Robotaxi 车费收入同比增长 457%。订单端，年初至今 Robotaxi 车队规模、用户规模和付费订单均实现逐月增长；5 月平均周付费订单量较 1 月增长 119%，中国注册用户数同比增长超过三倍。2026 年五一假期日均 Robotaxi 付费订单量同比增长 544%，较今年元旦假期增长 155%。成本端，公司重申随着车队规模提升，2027 年国内市场 Robotaxi 总车辆成本将降至 23 万元人民币以下 (包括基础车型和 ADK)，我们认为将强化资产方、出行平台和运营主体参与车队共建的经济基础。运营拓展方面，公司继续推进“双引擎”战略，国内：持续进入城市核心区域 (如广州市海珠区，覆盖广州塔，琶洲 CBD 与广交会等)。海外：1) 3/26 与 Verne、Uber 达成战略合作，率先在克罗地亚首都萨格勒布推出欧洲首个商业化 Robotaxi 服务；4/8 Verne App 可实现预约体验，后续服务也将接入 Uber App，初期运营范围涵盖萨格勒布市中心城区及机场。2) 4/7 与新加坡出行服务公司 ComfortDelGro 在榜鹅地区开启自动驾驶载客运营。3) 4/20 在迪拜开启无人化 Robotaxi 测试，预计将于 2026 年下半年推出面向公众 Robotaxi 商业化服务，车队规模数百辆。

Robotruck 深化场景闭环，Thor 域控拓展 L4 方案空间

26Q1 Robotruck 营收 1,020 万美元 (yoy+31%、qoq-22%)。公司表示，与中外运的合作使车队运营持续优化，第四代 Robotruck 量产车辆预计 2026 年下半年下线。4 月 16 日，小马智行与广汽领程签署战略合作协议，强化“车辆制造+自动驾驶系统+运营场景”的闭环能力。26Q1 Intelligent solutions (自 26Q1 起将此前的 Licensing and applications 更名，不影响财务列报基础) 营收 1,549 万美元 (yoy+247%、qoq+66%)，高增主要受 26Q1 ADC 交付量同比增长超过 5 倍驱动，应用场景包括低速配送、无人清扫、物流及人形机器人等市场。公司此前于北京车展发布基于英伟达 Thor 与 NVLink 的新一代 L4 自动驾驶域控制器，最高合计算力达 4000 FP4 TFLOPS。我们认为，Thor 域控解决车端算力冗余，可与 PonyWorld 2.0 协同，共同指向 L4 规模化部署中的安全、效率和成本平衡。

维持目标价 25 美元/195 港元，4.5x DCF Exit EV/Sales，重申买入

我们重申小马技术前瞻性、商业模式和生态优势，或成为物理 AI 与 Robotaxi 赛道稀缺标的，上调 26/27/28E 营收预测 6%/2%/1%至 1.50/3.66/10.44 亿美元。公司港股上市，并积极开拓单位经济模型更优的海外市场；同时顺应政策节奏，加快国内业务落地，逐步形成双引擎的商业化闭环，具备估值溢价基础。基于 26 年可比公司 3.8x EV/Sales 均值，我们上调 DCF 退出倍数至 4.5x EV/Sales (前值 4.4x)，维持目标价 25 美元/195 港元，重申“买入”。

风险提示：财务风险、市场竞争加剧、监管挑战、技术落地能力不足。

	2026 HK	PONY US
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 195.00	美元: 25.00

何翩翩 研究员
SAC No. S0570523020002 purdyho@htsc.com
SFC No. ASI353 +(852) 3658 6000

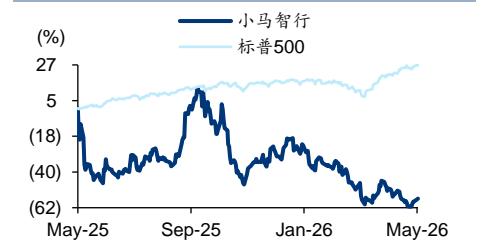
易楚妍 联系人
SAC No. S0570124070123 yichuyan@htsc.com
SFC No. BXH065 +(86) 21 2897 2228

韩冬冰* 联系人
SAC No. S0570125070150 handongbing@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/美元)	2026 HK	PONY US
收盘价 (截至 5 月 27 日)	76.25	9.34
市值 (百万)	33,058	4,049
6 个月平均日成交额 (百万)	84.12	53.46
	62.90-136.9	
52 周价格范围	0	7.99-24.92

股价走势图



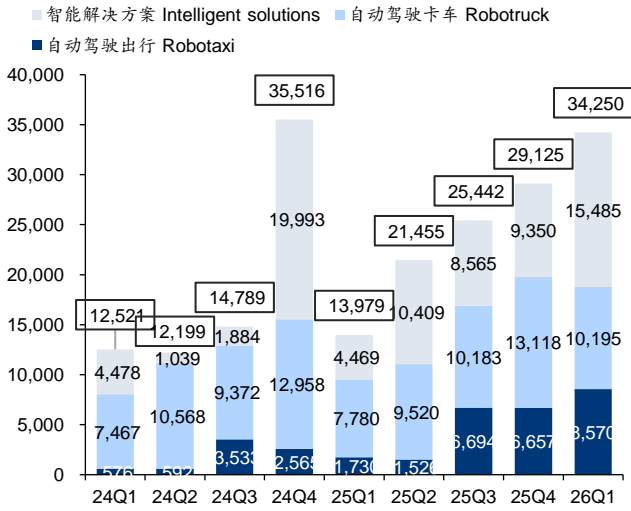
资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (美元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	90.00	149.83	365.66	1,044
+/-%	19.96	66.48	144.05	185.40
归母净利润 (百万)	(133.97)	(297.47)	(263.29)	(166.59)
+/-%	(51.13)	122.04	(11.49)	(36.73)
归母净利润 (调整后, 百万)	(133.97)	(297.47)	(263.29)	(166.59)
+/-%	(51.13)	122.04	(11.49)	(36.73)
EPS (调整后, 最新摊薄)	(0.31)	(0.69)	(0.61)	(0.38)
PE (调整后, 倍)	(30.23)	(13.61)	(15.38)	(24.31)
PB (倍)	2.45	3.01	3.74	4.42
ROE (调整后, %)	(10.29)	(19.84)	(21.68)	(16.66)
EV EBITDA (倍)	(36.15)	(13.91)	(14.24)	(24.61)
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

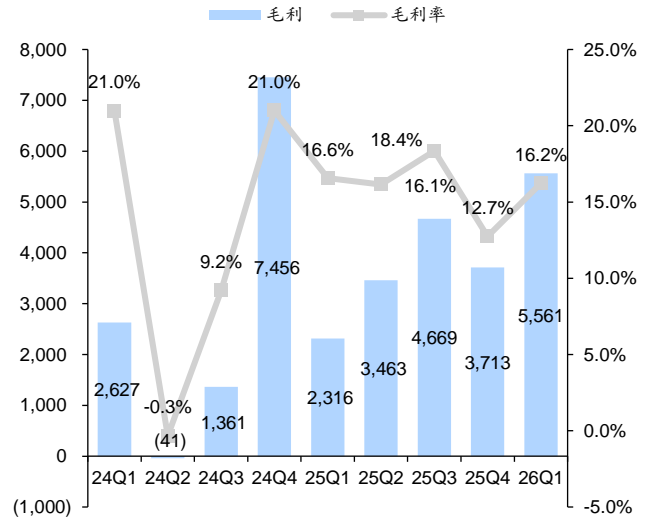
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 小马智行分业务营收 (单位: 千美元)



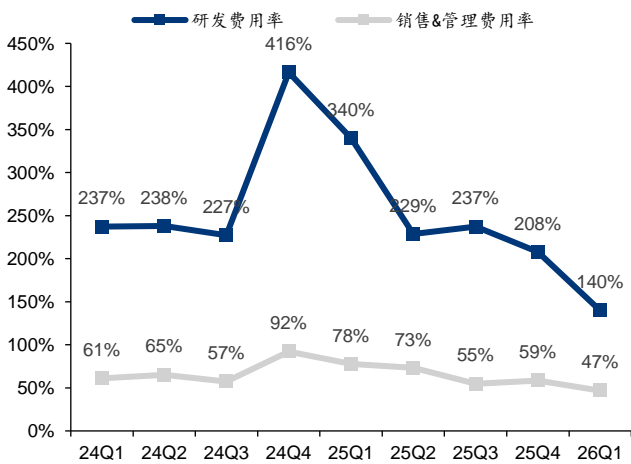
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 小马智行毛利与毛利率 (单位: 千美元)



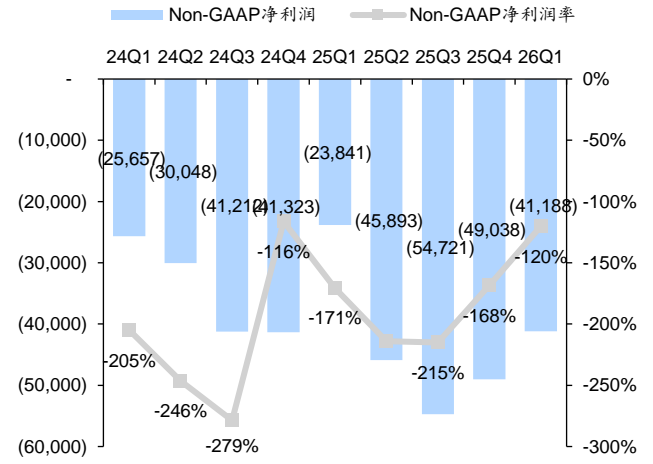
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 小马智行费用率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 小马智行净利润与净利率 (单位: 千美元)



资料来源: 公司公告, 华泰研究



图表5: 中美 Robotaxi 厂商运营情况

中国 Robotaxi 厂商运营情况			
	小马智行	文远知行	百度 (萝卜快跑)
车队规模	截至26年5月, 全球车队规模达 1776辆 , 预计2026年将超过3500辆。	截至26年4月, 全球车队规模达 1300辆 , 预计2026年将超过2600辆。	最新进展未披露, 但我们预计当前部署约 2000辆 Robotaxi 。
订单	截至26年2/28, 第七代Robotaxi深圳当月单车日均净收入达 338元 , 单车日均订单量达 23单 , 单车UE转正。 截至25Q3, 广州单车日均收入 299元 , 运营效率日均 23单 , 单车UE转正。	26Q1国内单车日均订单约 17单 , 高峰达 28单 。 25Q3广州每台 Robotaxi 24/7 全时段运营下, 单日最高可完成 25单 。	26Q1完成 320万单 全无人运营订单, 3月订单峰值超过 35万单 , 总订单同比增长 120%+
运营范围	国内: 北京亦庄周边, 广州 (南沙区、番禺区、海珠区、大学城以及市中心往返白云机场和广州南站), 深圳 (前海、南山、宝安), 上海 (嘉定、浦东) 等区域已开展运营。杭州、长沙也已进入。 国外: 韩国 (首尔江南区开展公开路测)、新加坡 (ComfortDelGro合作榜鹅Punggol地区)、卡塔尔 (多哈开展商业化运营)、阿联酋 (迪拜推进审批)、克罗地亚 (Verne、Uber合作, 首都萨格勒布商业化 Robotaxi 服务)、沙特、卢森堡 (Stellantis合作开展测试)、美国建立业务布局。	国内: 广州 (黄埔全区)、北京 (亦庄周边)、苏州。预计 26-28年 将与冠忠巴士在香港部署并运营超 500辆 Robotaxi 和 Robobus。 国外: 阿联酋阿布扎比 (运营, Uber)、迪拜 (运营, Uber)、新加坡 (运营, Grab)、沙特利雅得 (运营, Uber, 26年全无人服务)、斯洛伐克 (国家级自动驾驶项目)、哈伊马角 (测试)、瑞士苏黎世 (测试, 26年全无人公共服务)、美国 (办公室)。此外, 携手Uber计划 26-30年 在欧洲及中东 15个城市 部署。	截至 2026年5月 , Apollo Go全球达 27个城市 。中国大陆包括北京、上海、深圳、武汉、成都、重庆、海口、三亚等均实现 100%全无人化运营 。在香港, 百度将开放道路测试区域扩展至九龙及观塘区。 国外: 瑞士 (Robotaxi开放道路测试推进中, 将与Uber、Lyft在伦敦启动测试; 与当地公交运营商PostBus建立战略合作)、阿布扎比 (全无人商业运营许可)、迪拜 (多区域全无人运营推进)
美国 Robotaxi 厂商运营情况			
	Waymo	Tesla	Zoox
车队规模	截至26年5月, 部署约 3800辆 Robotaxi 。2026年1月完成 160亿美元 融资, 最新估值高达 1,260亿美元 。	德州测试约 30辆 , 截至25Q4特斯拉在奥斯汀和旧金山湾区的 Robotaxi 车队已超过 500辆	Zoox在加州注册车辆为 229辆 , 已在旧金山、拉斯维加斯投入 50辆车 。公司于25年6月在旧金山湾区新建生产基地, 全面投产预计年产能可达 1万辆 。
订单	周订单超 50万次 (谷歌1Q26)	2026年1月于奥斯汀正式开启无安全员的完全无人驾驶试运行。	拉斯维加斯大道 (试乘), 预计2026年将启动收费; 旧金山湾区 (SoMa及周边试乘), 预计 2026年底 推行收费模式
运营范围	实际运营 全美六城市: 凤凰城、旧金山 (硅谷)、洛杉矶、奥斯汀、亚特兰大、迈阿密 计划拓展 进展较快: 达拉斯、休斯顿、圣安东尼奥、奥兰多 其他: 丹佛、华盛顿特区、圣地亚哥、拉斯维加斯、底特律、明尼阿波利斯、新奥尔良、坦帕、波士顿、纽约市、费城、西雅图等 海外计划: 伦敦、东京	在德州奥斯汀启动后, 进一步拓展至达拉斯和休斯顿 预计 2026年底 将在美国数十个主要城市推出无人驾驶汽车服务 (拉斯维加斯、凤凰城、达拉斯、休斯顿及迈阿密等)	Zoox的测试车队目前已在 8座城市 开展运营, 包括旧金山湾区、拉斯维加斯、西雅图、奥斯汀、迈阿密、洛杉矶、亚特兰大以及华盛顿特区。

资料来源: 公司公告、公司官网、Reuters、Los Angeles Times、华泰研究

盈利预测与估值

小马智行实现广州、深圳单车 UE 转正，提振市场信心。我们预测小马智行 26/29 年实现全运营范围内的单车/公司盈利，我们长期看好公司在自动驾驶商用车领域脱颖而出，持续巩固技术与运营领先优势，上调 26/27/28E 营收预测 6%/2%/1%至 1.50/3.66/10.44 亿美元。公司短期 Robotaxi 扩张战略以自有车队为主，轻资产运营大规模放量或于 27 年实现。我们认为小马智行凭借与头部车企及出行平台的深度合作，正积极构建 Robotaxi 生态体系，是 Robotaxi 及“物理 AI”商业落地的核心受益标的，具备强稀缺性和估值溢价基础。此外，公司港股上市，并积极开拓单位经济模型更优的海外市场；同时顺应政策推动节奏，加快国内业务落地，正逐步形成双引擎的商业化闭环。基于 26E 可比公司 EV/Sales 均值 3.8x 较此前中枢有所上升，我们上调 DCF 退出倍数至 4.5x EV/Sales (前值 4.4x)，维持目标价 25 美元，重申“买入”。

图表6：小马智行盈利预测

(千美元)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入	68,386	71,899	75,025	90,001	149,831	365,662	1,043,616	1,880,443	3,284,346
YoY		5.1%	4.3%	20.0%	66.5%	144.1%	185.4%	80.2%	74.7%
a) 自动驾驶出行服务	9,000	7,700	7,266	16,607	58,449	198,355	784,595	1,487,619	2,678,947
YoY		-14.4%	-5.6%	128.6%	252.0%	239.4%	295.6%	89.6%	80.1%
b) 自动驾驶卡车服务	22,400	25,000	40,365	40,601	57,382	82,307	119,021	159,824	238,899
YoY		11.6%	61.5%	0.6%	41.3%	43.4%	44.6%	34.3%	49.5%
c) 智能解决方案	37,100	39,200	27,394	32,793	34,000	85,000	140,000	233,000	366,500
YoY		5.7%	-30.1%	19.7%	3.7%	150.0%	64.7%	66.4%	57.3%
总成本	(36,322)	(55,015)	(63,622)	(75,840)	(125,252)	(274,079)	(696,279)	(977,498)	(1,566,948)
毛利	32,064	16,884	11,403	14,161	24,579	91,583	347,337	902,945	1,717,398
YoY		-47.3%	-32.5%	24.2%	73.6%	272.6%	279.3%	160.0%	90.2%
毛利率	46.9%	23.5%	15.2%	15.7%	16.4%	25.0%	33.3%	48.0%	52.3%
总费用	(202,779)	(160,124)	(296,926)	(275,018)	(332,009)	(368,982)	(546,817)	(856,141)	(1,280,360)
YoY		-21.0%	85.4%	-7.4%	20.7%	11.1%	48.2%	56.6%	49.6%
a) 研发费用	(153,601)	(122,707)	(240,179)	(217,419)	(256,554)	(269,382)	(355,584)	(526,265)	(752,559)
研发费用率	224.6%	170.7%	320.1%	241.6%	171.2%	73.7%	34.1%	28.0%	22.9%
b) 销售与管理费用	(49,178)	(37,417)	(56,747)	(57,599)	(75,455)	(99,600)	(191,232)	(329,876)	(527,801)
销售与管理费用率	71.9%	52.0%	75.6%	64.0%	50.4%	27.2%	18.3%	17.5%	16.1%
经营利润	(170,715)	(143,240)	(285,523)	(260,857)	(307,431)	(277,399)	(199,480)	46,805	437,038
经营利润率	-249.6%	-199.2%	-380.6%	-289.8%	-205.2%	-75.9%	-19.1%	2.5%	13.3%
Non-GAAP净利润	(147,786)	(129,060)	(287,257)	(178,784)	(257,470)	(263,295)	(166,589)	56,695	423,888
净利润率	-216.1%	-179.5%	-382.9%	-198.6%	-171.8%	-72.0%	-16.0%	3.0%	12.9%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表7：小马智行盈利预测变动

单位：百万美元	FY2026E				FY2027E				FY2028E			
	前值	新值	变动		前值	新值	变动		前值	新值	变动	
营业收入	142	150	↑	5.68%	358	366	↑	2.22%	1,032	1,044	↑	1.12%
YoY	57.52%	66.48%	↑	8.95	152.32%	144.05%	↓	-8.27	188.50%	185.40%	↓	-3.10
a) 自动驾驶出行服务	50	58	↑	15.99%	190	198	↑	4.17%	773	785	↑	1.50%
b) 自动驾驶卡车服务	57	57	↔	0.00%	82	82	↔	0.00%	119	119	↔	0.00%
c) 智能解决方案	34	34	↔	0.00%	85	85	↔	0.00%	140	140	↔	0.00%
总成本	(119)	(125)	↑	5.66%	(267)	(274)	↑	2.56%	(690)	(696)	↑	0.86%
毛利	23	25	↑	5.83%	90	92	↑	1.20%	342	347	↑	1.64%
YoY	64.01%	73.57%	↑	9.56	289.63%	272.61%	↓	-17.01	277.63%	279.26%	↑	1.63
毛利率	16.38%	16.40%	↑	0.02	25.30%	25.05%	↓	-0.25	33.11%	33.28%	↑	0.17
总费用	(317)	(332)	↑	4.60%	(347)	(369)	↑	6.37%	(525)	(547)	↑	4.24%
a) 研发费用	(250)	(257)	↑	2.61%	(253)	(269)	↑	6.67%	(343)	(356)	↑	3.53%
研发费用率	176.36%	171.23%	↓	-5.13	70.59%	73.67%	↑	3.08	33.28%	34.07%	↑	0.79
b) 销售与管理费用	(67)	(75)	↑	11.97%	(94)	(100)	↑	5.57%	(181)	(191)	↑	5.57%
销售与管理费用率	47.53%	50.36%	↑	2.83	26.37%	27.24%	↑	0.86	17.55%	18.32%	↑	0.77
经营利润	(294)	(307)	↑	4.50%	(256)	(277)	↑	8.20%	(183)	(199)	↑	9.09%
经营利润率	-207.51%	-205.19%	↑	2.33	-71.67%	-75.86%	↓	-4.19	-17.72%	-19.11%	↓	-1.40
Non GAAP净利润	(283)	(257)	↓	-9.16%	(240)	(263)	↑	9.67%	(148)	(167)	↑	12.33%
Non GAAP净利润率	-199.92%	-171.84%	↑	28.08	-67.11%	-72.00%	↓	-4.89	-14.37%	-15.96%	↓	-1.59

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表8：小马智行可比公司估值表

公司	股票代码	P/S			EV/Sales		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
OEMs							
特斯拉	TSLA US	15.63	13.57	11.68	15.35	13.33	11.47
蔚来	NIO US	0.66	0.57	0.52	0.70	0.60	0.55
小鹏汽车	XPEV US	1.06	0.84	0.74	0.99	0.79	0.69
理想汽车	LI US	0.89	0.74	0.67	0.26	0.21	0.19
板块平均值		4.56	3.93	3.40	4.32	3.73	3.23
Tier-1							
宁德时代	300750 CH	3.12	2.59	2.20	2.91	2.41	2.05
德赛西威	002920 CH	1.68	1.44	1.32	1.66	1.42	1.30
四维图新	002405 CH	4.67	4.08	3.63	4.54	3.97	3.53
中科创达	300496 CH	3.72	3.04	2.42	3.54	2.89	2.30
Luminar	LAZR US	5.05	3.63	2.79	3.97	2.85	2.19
禾赛科技	HSAI US	4.10	2.86	2.26	3.43	2.39	1.88
速腾聚创	2498 HK	3.12	2.59	2.20	2.91	2.41	2.05
知行汽车	1274 HK	1.68	1.44	1.32	1.66	1.42	1.30
板块平均值		3.72	2.94	2.44	3.34	2.66	2.21
可比公司平均值		4.14	3.44	2.92	3.83	3.19	2.72

资料来源：Bloomberg、华泰研究；注：美股数据截止日期为2026年5月26日，A股和港股数据截止日期为2025年5月26日，均为彭博一致预期

图表9：小马智行 DCF 模型关键假设

关键假设	
税率	8.0%
债务比率	1.5%
β	1.025
无风险利率	1.6%
风险溢价	10.6%
股权成本	12.5%
债务成本	2.8%
债务成本（税后）	2.6%
WACC	12.3%
Exit EV/Sales	4.5

资料来源：华泰研究预测

图表10：小马智行 DCF 模型计算结论

计算结论	
终值现值(百万美元)	9,359
企业价值(百万美元)	9,427
净现金价值(百万美元)	1,391
股权价值(百万美元)	10,818
目标价(美元)	25.0
目标价(港元)	195.1
美元/港元汇率	7.82
ADR 与普通股比例	1.0

资料来源：华泰研究预测

风险提示

财务风险：小马智行目前尚未实现盈利，2023/2024/2025 年分别亏损 1.25/2.74/1.34 亿美元，公司短期内盈利能力较弱。

市场竞争风险：在 Robotaxi 领域，市场竞争日趋激烈。小马智行的无人驾驶出行服务正面临来自文远知行、百度 Apollo Go、Waymo、特斯拉等新兴企业和行业巨头的直接竞争。

监管挑战风险：自动驾驶出行和货运服务的法律法规目前尚未完善，小马智行在全球范围内的业务布局因此面临来自中外多地的监管挑战。

技术落地能力不足：自动驾驶的发展依赖于硬件、软件、计算能力等方面的技术进步及其整合效果。随着自动驾驶向更高自动化水平发展，将对公司的长期研发能力提出新挑战。

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	75.03	90.00	149.83	365.66	1,044
销售成本	(63.62)	(75.84)	(125.25)	(274.08)	(696.28)
毛利润	11.40	14.16	24.58	91.58	347.34
销售及分销成本	(56.75)	(57.60)	(75.45)	(99.60)	(191.23)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(9.86)	141.11	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	20.38	42.99	9.00	13.25	17.82
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(275.01)	(76.76)	(298.43)	(264.14)	(181.66)
税费开支	0.00	0.00	0.00	0.00	14.53
少数股东损益	0.88	(57.21)	0.96	0.85	0.54
归母净利润	(274.12)	(133.97)	(297.47)	(263.29)	(166.59)
Non-GAAP 调整项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
调整后净利润	(274.12)	(133.97)	(297.47)	(263.29)	(166.59)
折旧和摊销	(8.00)	(13.81)	(18.07)	(23.45)	(42.05)
EBITDA	(287.38)	(105.94)	(289.36)	(253.95)	(157.43)
EPS (美元, 基本)	(0.79)	(0.31)	(0.69)	(0.61)	(0.38)

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	81.27	71.72	88.43	135.52	201.50
现金及现金等价物	535.98	293.49	136.85	642.45	534.73
其他流动资产	217.38	885.43	697.78	0.05	0.05
总流动资产	834.62	1,251	923.05	778.02	736.28
固定资产	17.24	60.47	134.05	157.04	225.19
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	198.96	501.73	503.21	501.58	500.85
总长期资产	216.20	562.20	637.26	658.62	726.04
总资产	1,051	1,813	1,560	1,437	1,462
应付账款	67.45	86.68	102.31	143.24	186.21
短期借款	3.44	4.79	2.23	1.78	1.60
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动负债	70.89	91.48	104.54	145.02	187.81
长期债务	9.84	10.38	51.80	151.80	231.80
其他长期债务	1.39	1.99	1.99	1.99	71.99
总长期负债	11.22	12.36	53.78	153.78	303.78
股本	465.80	1,266	1,266	1,266	1,266
储备/其他项目	485.32	386.47	80.42	(182.87)	(349.46)
股东权益	951.12	1,652	1,346	1,083	916.34
少数股东权益	17.59	56.72	55.76	54.91	54.37
总权益	968.71	1,709	1,402	1,138	970.72

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	(11.89)	(30.23)	(13.61)	(15.38)	(24.31)
PB	3.43	2.45	3.01	3.74	4.42
调整后 PE (倍)	(11.89)	(30.23)	(13.61)	(15.38)	(24.31)
调整后 ROE	(33.53)	(10.29)	(19.84)	(21.68)	(16.66)
EV EBITDA	(12.34)	(36.15)	(13.91)	(14.24)	(24.61)
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(8.17)	(19.68)	(5.38)	9.70	(6.77)

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	(287.38)	(105.94)	(289.36)	(253.95)	(157.43)
融资成本	(20.38)	(42.99)	(9.00)	(13.25)	(17.82)
营运资本变动	(32.47)	(634.34)	173.35	691.55	(23.00)
税费	0.00	0.00	0.00	0.00	14.53
其他	229.47	124.02	40.23	39.76	53.46
经营活动现金流	(110.76)	(659.24)	(84.78)	464.11	(130.26)
CAPEX	(11.00)	(56.68)	(101.71)	(44.81)	(109.46)
其他投资活动	(170.27)	(300.71)	0.00	0.00	70.00
投资活动现金流	(181.27)	(357.38)	(101.71)	(44.81)	(39.46)
债务增加量	7.16	1.89	38.86	99.55	79.82
权益增加量	408.00	800.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(7.77)	(42.99)	(9.00)	(13.25)	(17.82)
融资活动现金流	407.39	758.91	29.86	86.30	62.00
现金变动	115.36	(257.71)	(156.64)	505.60	(107.72)
年初现金	426.21	535.98	293.49	136.85	642.45
汇率波动影响	(5.59)	15.22	0.00	0.00	0.00
年末现金	535.98	293.49	136.85	642.45	534.73

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	4.35	19.96	66.48	144.05	185.40
毛利润	(32.46)	24.19	73.57	272.61	279.26
营业利润	99.33	(8.64)	17.85	(9.77)	(28.09)
净利润	119.63	(51.13)	122.04	(11.49)	(36.73)
调整后净利润	119.63	(51.13)	122.04	(11.49)	(36.73)
EPS (基本)	119.63	(60.66)	122.04	(11.49)	(36.73)
盈利能力比率 (%)					
毛利率	15.20	15.73	16.40	25.05	33.28
EBITDA	(383.05)	(117.71)	(193.13)	(69.45)	(15.09)
净利润率	(365.37)	(148.85)	(198.54)	(72.00)	(15.96)
调整后净利润率	(365.37)	(148.85)	(198.54)	(72.00)	(15.96)
ROE	(33.53)	(10.29)	(19.84)	(21.68)	(16.66)
调整后 ROE	(33.53)	(10.29)	(19.84)	(21.68)	(16.66)
ROA	(30.49)	(9.36)	(17.64)	(17.57)	(11.49)
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(54.96)	(16.84)	(6.15)	(45.14)	(32.88)
流动比率	11.77	13.67	8.83	5.36	3.92
速动比率	11.77	13.67	8.83	5.36	3.92
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.08	0.06	0.09	0.24	0.72
应收账款周转天数	365.54	305.97	192.39	110.24	58.13
应付账款周转天数	316.16	365.82	271.61	161.26	85.17
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	(0.79)	(0.31)	(0.69)	(0.61)	(0.38)
EPS (调整后, 基本)	(0.79)	(0.31)	(0.69)	(0.61)	(0.38)
每股净资产	2.73	3.81	3.11	2.50	2.11

免责声明

分析师声明

本人，何翩翩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师何翩翩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 小马智行-W (2026 HK)、小马智行 (PONY US)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 小马智行-W (2026 HK)、小马智行 (PONY US)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 小马智行-W (2026 HK)、小马智行 (PONY US)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司