

2026年05月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

小马智行 (PONY) : Robotaxi 商业化加速兑现, 全球版图扩张与成本下探

— 计算机行业点评报告

推荐(维持)

事件

分析师: 任春阳 S1050521110006

reny@cfsc.com.cn

分析师: 谢孟津 S1050525120001

xiejm@cfsc.com.cn

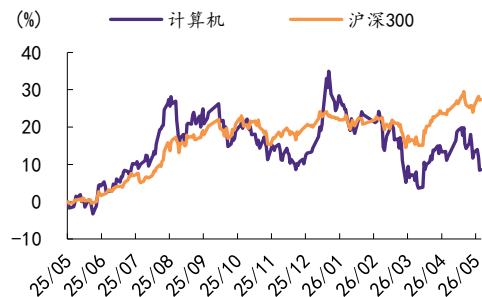
小马智行于2026年5月26日公布2026年第一季度业绩。总收入3,425万美元,同比增长145.0%;自动驾驶出行服务(Robotaxi)收入857万美元,同比增长395.4%,乘客车费收入增长456.5%。净亏损5,351.1万美元,净亏损率由-267%收窄至-156%。公司上调全年Robotaxi收入目标至2025年水平的3.5倍以上,车队规模目标至3,500台以上。

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
计算机(申万)	-2.2	-12.6	12.5
沪深300	3.3	4.3	28.1

投资要点

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

■ 营收与盈利: 三大业务线全面增长, 经营杠杆逐步显现

营收端, 第一季度 Robotaxi 收入 857 万美元 (同比 +395.4%), 增长来自车队规模扩大、核心城区拓展及共建车辆的初期贡献。Robotruck 收入 1,019.5 万美元 (同比 +31.0%), 由干线长途运输业务扩张驱动。智能解决方案收入 1,548.5 万美元 (同比 +246.5%), ADC 出货量同比增长超 500%。盈利端, 毛利率 16.24%, 与去年同期的 16.57% 基本持平。总经营开支 6,389.8 万美元 (同比 +9.5%), Non-GAAP 经营开支 5,932.7 万美元 (同比 +20.2%)。经营亏损 5,833.7 万美元, 与去年同期的 5,604.3 万美元大致持平。经营亏损率从 -401% 收窄至 -170%, 同比改善 231 个百分点; 净亏损率从 -267% 收窄至 -156%, 同比改善 111 个百分点。截至期末, 现金及投资储备 14.355 亿美元。资本开支 1,245.5 万美元 (去年同期 488.8 万美元), 用于第七代 Robotaxi 量产部署、ADK 备货及数据中心投入。

相关研究

- 1、《计算机行业点评报告: 禾赛科技 (HSAI) : Q1 营收盈利双增, 6D 芯片与奔驰定点驱动空间智能转型》2026-05-28
- 2、《计算机行业点评报告: 奈飞 (NFLX.O) : Q1 业绩增长, 广告变现与内容投入驱动长期增长》2026-05-27
- 3、《计算机行业点评报告: Meta: Q1 营收增长, MuseSpark 模型首发, 资本开支指引上调》2026-05-26

■ Robotaxi 运营与市场拓展: 车队规模突破 1,700 台, 广深实现单车盈利转正

Robotaxi 车队规模持续扩大。截至 2026 年 5 月 24 日, 已生产 1,776 台 Robotaxi, 基于丰田、北汽、广汽三大平台部署第七代车型。中国区注册用户同比增长超 200%, 5 月周均付费订单量较 1 月增长 119%, 日订单量增速跑赢行业平均水平。广州运营从南沙、番禺拓展至海珠核心区, 覆盖广州

塔、琶洲 CBD 及广交会展馆；深圳提升南山和宝安城区车队密度；北广深全面提供机场接送服务。定价方面，扣除优惠后每公里车费高于网约车入门级定价，与标准快车持平，用户需求保持增长。公司已在广州和深圳实现单车盈利转正。全球化方面，截至5月业务已覆盖9个国家，在克罗地亚、卡塔尔、新加坡、韩国四个海外市场提供服务，第一季度在萨格勒布落地欧洲首个商业化 Robotaxi。

■ AI 技术与研发体系：世界模型驱动 L4 能力迭代，技术平台扩展至多元场景

技术路线方面，公司多年前即确立强化学习与世界模型（PonyWorld）的技术路线。CTO 楼天城指出，L4 无人驾驶无法通过模仿人类驾驶或 LLM 规模法则实现，公司以 RL+世界模型路径使虚拟司机实现高于人类的安全表现，世界模型通过 AI 驱动闭环体系持续演进。车辆层面，每台 Robotaxi 采用软硬件多层冗余架构实现故障可运行——即使部分组件失效仍可安全靠边停车，无网络或 GPS 环境下亦可正常运行且不依赖高精地图。车队层面，建立覆盖预防、检测、响应的三层安全网络，远程协助仅提供高层级指导，驾驶决策由车端模型自主完成。平台扩展方面，L4 级无人驾驶轻卡与 Robotaxi 共享软件技术栈及运营基础设施，统一架构使轻卡运营成本较人工驾驶降低约一半。Robotruck 第四代车型计划下半年量产。ADC 出货量同比增长超 500%，技术延伸至低速配送、无人清扫、物流及人形机器人等场景。研发投入方面，研发开支 4,787.8 万美元，与去年同期基本持平；Non-GAAP 研发开支 4,525.4 万美元（同比+11.5%）。BOM 成本方面，计划于 2027 年中前将国内 Robotaxi 整车 BOM 成本降至 23 万元以下，第七代车型数百万公里道路数据持续反哺研发迭代。

■ 投资建议

小马智行在 Robotaxi 规模化部署、AI 技术体系及成本优化等维度均取得可验证进展。一季度 Robotaxi 收入同比增长 395.4%，单车盈利在广深得到验证，经营亏损率同比改善 231 个百分点，并上调全年目标。建议关注公司 Robotaxi 收入增速、单车盈利能力的持续改善及全球市场拓展进度。需持续跟踪 Robotaxi 监管政策变化、BOM 成本下降的兑现节奏以及海外运营的规模化进展。

■ 风险提示

(1) 自动驾驶行业监管政策存在不确定性，政策变化可能影响 Robotaxi 运营的区域扩展和商业化节奏；(2) Robotaxi 市场竞争加剧，国内外科技企业和出行平台均在推进自动驾驶商业化，可能影响公司市场份额和定价能力；(3) BOM 成本下降目标的实现依赖于供应链议价能力和技术迭代进度，存

在兑现不及预期的风险；（4）全球化运营涉及多国监管框架和政治经济环境，海外业务扩张面临地缘政治和合规挑战；（5）公司仍处于亏损阶段，实现可持续盈利的时间表存在不确定性，现金消耗速度需持续关注。

AI&互联网、中小盘&北交所组介绍

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

周文龙：澳大利亚莫纳什大学金融硕士

谢孟津：伦敦政治经济学院硕士，2023年加入华鑫证券。

证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。