

2026Q1 业绩点评：Robotaxi 收入近 4 倍增长，上调全年车队与收入指引

核心观点

2026Q1 业绩：公司季度总营收达 3430 万美元（人民币 2.36 亿元），同比增长 145.0%。Robotaxi 收入达 860 万美元（人民币 5,910 万元），同比激增 395.4%。其他业务方面，Robotruck 收入为 1020 万美元（人民币 7030 万元），同比增长 31.0%；智能解决方案收入为 1550 万美元（人民币 1.07 亿元），同比增长 246.5%，主要由 ADC 出货量增长驱动。Q1 经营亏损为 5830 万美元，与去年同期基本持平；Non-GAAP 经营亏损为 5380 万美元，亏损幅度随业务扩张略有增加。

简评

核心 Robotaxi 业务进入商业化加速通道，公司上调全年关键指引，进一步巩固了其在 L4 自动驾驶领域的领先地位。2026 年 Q1 公司 Robotaxi 收入达 860 万美元（人民币 5,910 万元），同比激增 395.4%，其中，乘客车费收入同比增长 456.5%，反映出商业化运营规模的持续扩大。截至 2026 年 5 月，中国区注册用户数增至去年同期的三倍以上，5 月周均付费订单量较 1 月增长 119%，显示出强劲的用户需求和高粘性。规模方面，小马智行加速落地与丰田、北汽、广汽合作的第七代车型，目前 Robotaxi 总车队规模已超过 1700 辆。另一方面，降本路径清晰，轻资产模式逐渐验证，公司与如祺出行、Verme 等合作的“共建车队模式”在 Q1 首次产生收入，有助于在控制资本开支的同时快速扩大运营规模。

基于商业化进程超预期，公司上调 2026 年增长目标：1) 年底自动驾驶出租车车队规模目标由此前的 3000 台上调至超过 3500 台；2) 自动驾驶出行服务收入目标由此前预计达到 2025 年水平的 3 倍上调至超过 3.5 倍。同时，公司持续推进成本优化，计划于 2027 年中之前将国内市场车型的整车 BOM 成本降至人民币 23 万元以下，为未来大规模部署奠定基础。

Robotruck 业务稳健增长。Q1 Robotruck 业务收入 1020 万美元（人民币 7030 万元），同比增长 31.0%，受益于运营规模的持续扩张。第四代 Robotruck 将于 2026 年下半年量产，目前预生产车辆已下线，另一方面，小马智行 4 月推出 L4 级自动驾驶轻卡，完善物流领域全场景布局，有望从 2027 年年初开始规模化运营。

小马智行 (PONY. 0)

维持

买入

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-56135200

SAC 编号:S1440518060002

发布日期：2026 年 05 月 29 日

当前股价：9.34 美元

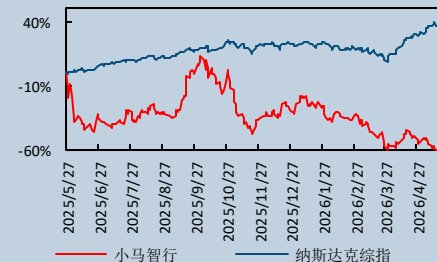
目标价格 6 个月：17.36 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.47/-14.07	-34.87/-20.00	-56.25/-95.05
12 月最高/最低价 (美元)		24.92/7.99
总股本 (万股)		43,354.16
流通股本 (万股)		34,621.38
总市值 (亿美元)		42.19
流通市值 (亿美元)		31.94
近 3 月日均成交量 (万)		491.36
主要股东		
Jun Peng		17.10%

股价表现



毛利率稳健，经营杠杆逐渐释放。 Q1 毛利为 560 万美元，毛利率为 16.2%，与去年同期的 16.6% 基本持平。经营亏损为 5830 万美元，与去年同期基本持平。Non-GAAP 经营亏损为 5380 万美元，亏损幅度随业务扩张略有增加，但收入增速（145%）远超 Non-GAAP 经营开支增速（20.2%），经营杠杆逐渐显现，Q1 Non-GAAP 净利率为-119%，较去年同期的-171%显著收窄。

全球化布局稳步推进，海内外市场齐头并进。 公司计划于 2026 年底前将自动驾驶出租车运营版图拓展至全球超过 20 座城市。在国内，公司已将运营范围拓展至广州核心城区，覆盖广州塔等高客流区域。在海外，公司与合作伙伴在克罗地亚启动自动驾驶出租车部署，标志着欧洲首个自动驾驶出租车商业化服务落地。此外，公司已在卡塔尔、新加坡、韩国等海外市场向公众提供服务，并正在迪拜推进全无人驾驶的部署工作。公司通过双引擎战略及共建车队模式，在不同市场环境下高效推进业务落地，全球化扩张路径清晰。

盈利预测及估值： 预计 2026-2027 年公司营收分别为 1.51 亿美元和 2.87 亿美元，同比增长 68% 和 90%，其中 Robotaxi 收入分别为 0.60 亿美元和 2.1 亿美元，预计 Non-GAAP 净亏损分别为 2.65 亿美元和 2.10 亿美元。维持“买入”评级，给予目标价 17.36 美元/ADS。

风险提示： Robotaxi 业务发展不及预期，车队数量增长低预期，单车收入增长低预期，单车日单量和 AOV 增长低预期；来自国内政策监管风险，来自国内舆论风险；Robotaxi 单车成本下降低预期，UE 模型跑通低预期；Robotaxi 出海进展低预期；高阶智能驾驶技术迭代低预期；Robotruck 业务发展低预期，车队数量增长低预期，单车收入增长低预期，单车成本下降低预期；美联储降息进程低预期，拖累中概股整体表现；中美关系发展的不确定性；其他影响中概互联网整体表现的海外风险因素。

表 1: 小马智行盈利预测 (单位: 百万美元)

资产负债表					利润表 (m USD)				
	2024	2025	2026E	2027E		2024	2025	2026E	2027E
总流动资产	835	1,251	2,303	2,299	营业收入	75	90	151	287
总非流动资产	216	562	482	607	营业成本	(64)	(76)	(127)	(224)
总资产	1,051	1,813	2,785	2,906	毛利润	11	14	24	63
总流动负债	71	91	77	81	研发费用	(240)	(217)	(279)	(230)
总非流动负债	11	12	12	12	销售、行政及一般费用	(57)	(58)	(75)	(115)
总负债	82	104	89	93	EBIT	(286)	(261)	(331)	(281)
优先股	0	0	0	0	投资收入	20	43	20	20
普通股股本	0.18	0.22	0.22	0.22	交易性金融资产公允价值变动	0	128	0	0
储备	941	1,657	2,663	2,771	认股权证负债的公允价值变动损益	6	0	0	0
其他综合性收益	10	(5)	(5)	(5)	其他收益-非经营	(15)	13	0	0
普通股权益总额	951	1,652	2,658	2,766	除税前溢利	(275)	(77)	(311)	(261)
归属母公司股东权益	951	1,652	2,658	2,766	所得税	0	0	0	0
少数股东权益	18	57	37	47	净利润(含少数股东权益)	(275)	(77)	(311)	(261)
股东权益合计	969	1,709	2,695	2,813	少数股东损益	(1)	57	28	43
总权益及负债	1,051	1,813	2,785	2,906	净利润(不含少数股东权益)	(274)	(134)	(339)	(304)
现金流量表					Non-GAAP净利润				
经营活动所得现金净额	(111)	(165)	(209)	(177)		(132)	(174)	(265)	(210)
投资活动所得现金净额	(181)	(889)	(610)	(629)	关键比率				
融资活动所得现金净额	407	815	800	800	营业收入yoy	4%	20%	68%	90%
汇率变动	(5)	(1)	0	0	毛利率	15%	16%	16%	22%
现金及现金等价物增加/减少净额	110	(240)	(18)	(5)	经营利润率	-381%	-290%	-219%	-98%
年初的现金及现金等价物	426	536	296	277	Non-GAAP净利率	-176%	-193%	-176%	-73%
年末的现金及现金等价物	536	296	277	272					

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

分析师介绍

于伯韬

海外研究首席分析师，FRM，香港大学金融学硕士，2020年加入中信建投海外研究团队，2018-2020年就职于长江证券研究所海外团队，2025/2024/2021/2020年新财富港股及海外方向第五名，2022年新财富麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020年新财富麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新财富财经新锐分析师第一名，2020年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的L4的商业模式前沿演变。2021年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018年加入中信建投汽车团队，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20年新财富财经新锐分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk