2026 年 03 月 29 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

小马智行（PONY）：Robotaxi 业务爆发式放量，全球化商业进程显著提速

—计算机行业点评报告

推荐(维持)

分析师：任春阳 S1050521110006
rency@cfsc.com.cn
分析师：谢孟津 S1050525120001
xiemj@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
计算机(申万)	-13.7	-5.3	2.7
沪深 300	-4.4	-2.9	15.0

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《计算机行业周报：GPT-5.4mini 与 nano 轻量登场，SkyReels-V4 登顶视频大模型榜首》2026-03-25

2、《（Netflix）：25Q4 业绩稳健兑现，内容与广告双轮驱动，平台化变现能力持续增强》2026-03-23

3、《微软（Microsoft）：云与 AI 维持高景气，Azure 持续强势》2026-03-22

牛

小马智行于美东时间 2026 年 3 月 26 日发布 2025 财年未经审计财务业绩。2025 全年实现总营收 9,000 万美元（约 6.29 亿元人民币），同比增长 20.0%。其中，第四季度 Robotaxi 业务表现极具爆发力，收入同比增长 159.5%，票价收费收入（Fare-charging）更是实现超 500% 的跨越式增长。截至期末，得益于香港 IPO 的成功募资，公司现金储备大幅提升至 15.15 亿美元。

投资要点

▌营收与盈利表现：Robotaxi 引擎全速运转，毛利结构显著优化

营收端： 2025 全年营收实现稳健增长，核心驱动力来自 Robotaxi 及授权应用业务的协同发力。Robotaxi 业务全年营收达 1,660 万美元（+128.6%），主要受一线城市用户需求增长及第七代（Gen-7）车队上线驱动。第四季度 Robotaxi 收入达 670 万美元，其中车费收入同比增长超 500%，反映出商业化付费模型已获市场认可。此外，授权与应用业务全年增长 19.7%，其中自动驾驶域控制器（ADC）出货量同比增长超 5 倍，成功渗透至低速配送、环卫及人形机器人等多领域。撇除许可与应用业务因项目交付节奏导致的阶段性波动（-18.0%），核心 Robotaxi 业务展现出极强的内生增长韧性。

盈利端： 2025 全年毛利润同比增长 24.2% 至 1,420 万美元，毛利率提升至 15.7%。毛利改善主要得益于高利润率的 Robotaxi 业务占比提升。尽管 GAAP 准则下受战略投资估值波动驱动实现净利润 7,550 万美元，但公司仍保持‘前置投资’节奏，Non-GAAP 经营亏损反映了公司在商业化放量前夕的主动投入。Non-GAAP 研发费用全年增长 42.5%，重点投向 Gen-7 平台开发与 BOM 成本优化。截至 2025 年底，公司持有现金及流动资产余额达 15.15 亿美元（约 105.9 亿元人

民币），充沛的现金储备维持了公司在加速商业化扩张进程中的财务韧性。

业务结构与核心驱动：量产协同驱动 UE 转正，全球化“双擎”提速

Robotaxi 核心业务与规模扩张： 2025 年第四季度，Robotaxi 业务收入同比增长 160%，票价收费收入增长超 500%。截至公告日，全球自动驾驶车队规模超 1,400 辆，中国用户总数接近 100 万（同比增长近 3 倍）。得益于第七代（Gen-7）车队上线及运营优化，深圳 2026 年前两个月的订单量已超 2025 全年水平。第四季度资本开支保持在 660 万美元的稳健水平，主要投向 Gen-7 的量产部署，检验了公司在维持车队扩张的同时具备极高的资本利用效率。公司计划到 2026 年底将车队规模扩充至 3,000 辆以上。

UE 盈利标杆： 凭借 PonyWorld 模型与 AI 虚拟司机的技术优势，公司在第七代车型发布仅四个月内，便在广州、深圳实现连续的 UE 收支平衡。深圳高峰日单车净收入创下 394 元纪录，单车订单达 25 单。此外，公司深化与丰田的战略合作，启动第七代车型量产，预计 2026 年联合部署 1,000 辆 bZ4X 车辆，显著强化了大规模商业化的确定性。

全球化战略： 公司采用“双擎战略”，在国内深耕一线城市并进军杭州、长沙等新兴市场；国际上，于 2026 年 3 月进军克罗地亚，并在卡塔尔、阿联酋、新加坡启动商业收费或试运营。通过联合部署，公司整合腾讯、广汽、北汽及 OnTime Mobility 等生态伙伴的供应链与流量入口，目标到 2026 年底将业务覆盖至全球 20 多个城市（海外占比近半）。

研发与技术布局：AI 驱动体验升级，跨平台研发效能改善

卓越 AI 虚拟司机驱动高端体验： 公司通过 PonyWorld 模型与 AI 虚拟司机，实现了从“新奇体验”向“高频日常出行”的跨越。该系统在深圳等复杂城区展现出极强的博弈能力，能无缝穿梭于主干道与狭窄侧街，提供更准确的上下车点（PUDO）。即使在极端天气（如北京大雪）下，系统仍能保持 24 小时可靠运营。第七代车型通过流畅的操控算法显著降低了晕动症，提升了乘坐舒适度。凭借优越的产品体验，公司实施了平衡定价策略，提升了用户的付费意愿，成为驱动 UE 盈亏平衡的核心动力。

跨平台研发协同与卡车业务突破： 公司实现了极高的研发复用率，80% 的技术栈在 Robotaxi 与 Robotruck 平台间共享。第四代机器人卡车已正式推出，其自动驾驶套件（ADK）的 BOM 成本较上一代降低 70%，目标于 2026 年底实现量

产。目前，全无人驾驶卡车已在广东江门港部署，并成功完成极端天气下的 1+N 无人排队测试，检验了多场景、全天候的作业能力。

投资建议

小马智行在 2025 财年实现了从“规模化路测”向“单城盈利”的里程碑式飞跃。第四季度 Robotaxi 业务表现出极强的盈利能力，且实现广深两地 UE 盈亏平衡，标志着公司已成功跑通自动驾驶商业化闭环。展望未来，随着与丰田战略合作下的第七代（Gen-7）车型进入千辆级量产周期，硬件成本的大幅下调将与运营效率的提升形成强烈共振。同时，公司“双擎战略”在克罗地亚、新加坡及中东市场的快速准入，展现了其算法极强的泛化能力与国际化运营野心。凭借香港 IPO 后高达 15.15 亿美元的现金储备，公司在加速全球 20 城布局与 3,000 辆车队扩张中具备极高的财务韧性。

风险提示

（1）自动驾驶政策及监管风险；（2）市场竞争加剧风险；（3）量产交付不及预期；（4）地缘政治不确定性。

关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2026-03-27 股价	EPS			PE			投资评级
			2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
MSFT.O	微软	356.77	13.64	16.69	19.08	26.12	21.38	18.70	未评级
GOOGL.O	谷歌	273.76	10.81	11.33	13.11	25.32	24.16	20.88	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：盈利预测取自万得一致预期）

中小盘&主题&北交所、计算机&AI&互联网组介绍

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

陶欣怡：毕业于上海交通大学，于 2023 年 10 月加入团队。

倪汇康：金融学士，2025 年 8 月加盟华鑫证券研究所。

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。本报告清晰准确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。