

小馬智行 IPO 報告分析

一、公司概況

1.1 新股基本資訊

- 股份代號：2026.HK
- 全球發售：發行 41,955,700 股 H 股，集資 7552 百萬港元
- 香港公開發售：發售 4,195,600 股 H 股，占全球發售總量約 10.0%
- 招股價：180 元
- 每手股數：100 股
- 入場費：18,181.54 元
- 公開發售日期：2025 年 10 月 28 日至 2025 年 11 月 3 日
- 分配結果日：2025 年 11 月 4 日
- 暗盤日：2025 年 11 月 5 日
- 上市日期：2025 年 11 月 6 日
- 保薦人：高盛,美銀證券,德意志銀行,華泰國際
- 基石投資者：Eastspring、Ghisallo、Hel Ved 等 (約佔全球發售完成後已發行股份的 12.34%)

1.2 企業簡介

小馬智行 (Pony.ai) 成立於 2016 年，是全球領先的 L4 級自動駕駛技術研發企業，專注於為出行與物流領域提供全棧式自動駕駛解決方案。公司於 2024 年 11 月 27 日在納斯達克成功上市 (股票代碼：PONY.O)，成為當時美股市場最大規模的自動駕駛 IPO。

1.3 保薦人情況

高盛

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
1828.HK	富衛集團	1.05
2648.HK	安井食品	-5.00
3288.HK	海天味業	0.55
2097.HK	蜜雪集團	43.21
1364.HK	古茗	-6.44
0325.HK	布魯可	40.85
6936.HK	順豐控股	0.00
9660.HK	地平線機器人-W	2.76

德意志銀行

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
2865.HK	鈞達股份	20.09

華泰國際

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
2637.HK	海西新藥	20.60
2889.HK	博泰車聯	53.58
9973.HK	奇瑞汽車	3.80
6960.HK	雙登股份	31.29
2592.HK	撥康視雲-B	-38.61
2643.HK	曹操出行	-14.16
2617.HK	藥捷安康-B	78.71
2050.HK	三花智控	-0.13
2621.HK	手回集團	-18.19
1276.HK	恒瑞醫藥	25.20
2865.HK	鈞達股份	20.09
2610.HK	南山鋁業國際	-5.08
0805.HK	新吉奧房車	-22.83
0325.HK	布魯可	40.85
2506.HK	訊飛醫療科技	5.07
0999.HK	小菜園	13.65
2566.HK	九源基因	-38.41
6936.HK	順豐控股	0.00
2519.HK	傲基股份	-11.41
2533.HK	黑芝麻智能	-26.96
9680.HK	如祺出行	-3.14

1.4 同板塊新股

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
9973.HK	奇瑞汽車	3.80
0805.HK	新吉奧房車	-22.83
2570.HK	重塑能源	0.07

二、核心業務結構

小馬智行構建了“自動駕駛出行服務”與“自動駕駛網域控制站產品銷售”雙輪驅動的商業模式，2025 年上半年收入結構清晰呈現：

- **自動駕駛出行服務 (Robotaxi)**：2025 年上半年訂單量從 2024 年同期的 112,293 單增長至 250,876 單，實現收入 1.09 億元人民幣 (約 1,540 萬美元)，同比增長 157.8%。
- **自動駕駛卡車服務 (Robotruck)**：2025 年上半年收入達 1.73 億美元，占總收入 48.8%，已進入跨省貨運商業化階段。
- **L4 自動駕駛網域控制站產品銷售**：2025 年上半年交付量從 2024 年上半年不足 600 台躍升至 8,109 台，產品銷售收入達 1.37 億美元，成為核心增長引擎之一。
- **技術授權與應用**：2025 年上半年收入 1.49 億美元，占總收入 42.0%，主要面向整車廠與物流運營商提供系統解決方案。

2024 年全年總收入為 7.50 億元人民幣 (約 1.04 億美元)，其中服務類收入 (含 Robotaxi、Robotruck、技術授權) 合計占比達 89.9%，體現輕資產、高毛利的服務型商業模式特徵。

三、技術優勢與競爭壁壘

小馬智行具備全棧自研能力，核心技術覆蓋感知、決策、規劃、控制及高精地圖全鏈條，已實現 L4 級自動駕駛在無安全員情況下的常態化運營，為國內首批在北京、上海、廣州、深圳四大一線城市獲得無人駕駛許可的企業，且是唯一在四城均獲運營資質的公司。

其技術壁壘體現在：

- **第六代 Robotaxi 平臺**：採用自研感測器融合架構與車規級計算平臺，實現高可靠性、低成本量產；
- **端到端大模型技術**：已進入“平權+端到端”技術演進階段，具備超越傳統感知-決策鏈路的主動認知與預測能力，提升複雜場景應對效率；
- **規模化資料閉環**：依託超 2 億公里真實路測資料，持續優化演算法反覆運算，形成顯著資料護城河；
- **與頭部車企深度合作**：通過網域控制站產品銷售，與多家主流車企建立技術合作，實現技術輸出與商業變現雙通道。

四、財務分析

2.1 營收結構與增長趨勢

小馬智行營收呈現加速增長態勢：

- 2022 年總收入為 6,839 萬元人民幣；
- 2024 年總收入為 75,025 萬元人民幣，三年 CAGR 為 4.8%；

- 2025 年上半年總收入達 35,434 萬元人民幣，同比增長 43.3%，顯著高於過往增速，主要由 Robotaxi 訂單量激增（+123.6%）與網域控制站交付量爆發式增長（從不足 600 台→8,109 台）共同驅動。

收入結構持續向高增長服務端傾斜，2025 年上半年服務收入（含 Robotaxi、Robotruck、技術授權）合計占比超 90%，產品銷售（網域控制站）成為新增長極。

2.2 盈利能力分析

公司尚未實現盈利，但虧損收窄趨勢值得關注：

- 2025 年第二季度淨虧損為 3.82 億元人民幣，同比擴大 72.49%，主因持續加大研發投入與車隊擴張；
- 毛利率持續承壓：從 2022 年的 46.9% 下降至 2024 年的 15.2%，主要受 Robotaxi 與 Robotruck 初期運營成本高、硬體成本尚未充分攤薄影響；
- 2025 年上半年，公司已實現 Robotaxi 業務收入同比增長 157.8%，若未來單車運營成本下降、規模效應顯現，UE 模型有望在 2026 年後逐步轉正。

2.3 成本結構變化

研發費用是公司最主要成本構成：

- 2022 年至 2024 年上半年，研發費用中人員薪資占比分別為 70.8%、61.6%、68.6%，顯示公司持續高強度投入 AI 與自動駕駛演算法人才；
- 硬體成本（感測器、計算單元）隨量產規模擴大呈下降趨勢，但尚未抵消服務運營成本上升壓力；
- 2024 年營業成本中，車輛運營、資料獲取與演算法反覆運算占主導，反映 L4 級自動駕駛商業化初期“重投入、輕資產”的典型特徵。

五、投資亮點與風險

5.1 核心投資亮點

1. **雙輪驅動商業模式獨特**：國內唯一同時具備 Robotaxi 運營與 L4 網域控制站量產能力的公司，既享服務增長紅利，又獲硬體銷售穩定現金流；
2. **L4 商業化進度領先**：四城全無人運營牌照、8,109 台網域控制站交付量、1.73 億美元 Robotruck 收入，均居行業首位；
3. **技術壁壘深厚**：全棧自研+超 2 億公里路測資料+端到端模型落地，構建長期護城河；
4. **港股稀缺標的**：港股市場尚無純正 L4 自動駕駛標的，小馬智行有望成為“自動駕駛第一股”，吸引全球科技資金配置；
5. **雙重上市增強流動性**：美股+港股雙平臺，提升估值透明度與國際投資者參與度。

5.2 主要風險因素

1. **持續虧損壓力**：2025 年上半年淨虧損 3.82 億元，UE 模型尚未轉正，若成本下降不及預期，可能引發投資者對盈利路徑的質疑；
2. **政策監管不確定性**：Robotaxi 擴張依賴地方政策開放節奏，若監管趨嚴或審批延遲，將直接影響收入增長；
3. **硬體成本下降不及預期**：雷射雷達、計算單元等核心硬體若降價緩慢，將延緩規模化盈利進程；
4. **競爭加劇風險**：百度、滴滴、文遠知行等加速佈局，若技術路線突破或資本投入加大，可能擠壓市場份額；
5. **估值偏高風險**：按 10.2 億美元募資上限計算，對應美股 22.19 美元股價估值約 78.8 億美元，遠高於傳統車企（如廣汽集團 PB 0.72x）及部分智慧駕駛供應商（如禾賽科技 2025 年 PE 約 60x），若商業化節奏放緩，存在估值回檔壓力。