

赴港IPO之际遭同行指控路演造假

小马智行自动驾驶商业化路径承压

小马智行的上市进程正持续推进。10月28日,小马智行正式启动港股招股程序,最高公开发售价为180港元/股,在不考虑超额配售的情况下,小马智行此次IPO拟发行4195.57万股,对应的募资总额为75.52亿港元,有望刷新Robotaxi(自动驾驶出租车)领域在港上市最大募资规模。11月6日,小马智行将正式登陆港股市场。

截至6月30日,小马智行账面上的货币资金为3.19亿美元。而2024年全年,小马智行仅研发费用一项支出便高达2.40亿美元。对于尚未盈利的小马智行而言,赴港上市获“输血”显得尤为迫切。

不过,就在小马智行紧锣密鼓推进赴港IPO之际,10月30日,文远知行CFO李璇发文,直指小马智行在给投资人的路演材料中涉嫌虚假陈述。李璇表示,小马智行所谓“文远知行仅在北京运营”“已完成订单数为0”等表述均与事实严重不符,并要求其立即更正不实信息。

针对文远知行的这一指控,中国证券报记者第一时间向小马智行方面求证,得到的答复是:鉴于静默期,不予回应。

● 张妍頔 龚泽洋 熊永红

仍未实现盈利 三年半累计亏损超4.8亿美元

小马智行专注于自动驾驶出行大规模商业化。在Robotaxi领域,小马智行是目前唯一一家获得在四个一线城市面向公众提供自动驾驶出行服务监管许可的L4级自动驾驶科技公司,运营一支由超过680辆自有自动驾驶出租车组成的车队;在Robotruck(自动驾驶卡车)领域,小马智行是国内首家于2024年12月获准在跨省高速公路上进行L4级无人驾驶卡车编队测试的公司,运营一支由超过170辆自有及租赁自动驾驶卡车组成的车队。

2022年、2023年、2024年和2025年上半年,小马智行营业收入分别为6838.6万美元、7189.9万美元、7502.5万美元和3543.4万美元。2024年,公司自动驾驶出行服务产生的营业收入为726.6万美元,占总营收的9.7%;自动驾驶卡车服务产生的营业收入为4036.5万美元,占总营收的



新华社图片

53.8%;技术授权与应用产生的营业收入为2739.4万美元,占总营收的36.5%。在拥有商业化落地场景的情况下,小马智行仍未实现盈利。2022年、2023年、2024年和2025年上半年,小马智行经调整的净亏损额分别为1.34亿美元、1.19亿美元、1.54亿美元和7442.3万美元,累计亏损达4.8亿美元。

依赖单一大客户 以低价策略进行商业化突围

自动驾驶卡车板块是多数无人驾驶公司实现商业化的起点,小马智行的Robotruck业务开展离不开中国外运的支持。2021年12月,小马智行与中国外运开展业务合作,小马智行在中国外运的若干现有物流网络中运营L2+级卡车及L4级自动驾驶卡车。2022年,双方在股权关系上进行绑定,共同成立了青骓集团,青骓集团向中国外运提供有偿的货运服务。2022年、2023年、2024年和2025年上半年,小马智行自青骓集团处确认的营业收入分别为2120万美元、2250万美元、3070万美元和1110万美元,分别占同期总收入的31%、31.3%、40.9%和31.4%。

2022年以来,中国外运一直是小马智行的第一大客户。据公开报道,2025年1月15日,小马智行与中国外运续签青骓集团合资协议,升级其合作关系。但单一大客户风险仍不可忽视。

北京交通大学经济管理学院会计系

讲师于耀对中国证券报记者表示,这种高度集中于单一客户的收入结构在短期内可以带来业务稳定性和现金流确定性,但从长期看,存在较大的依赖风险,一旦主要客户调整合作策略、压价或转向其他供应商,企业营收和盈利能力可能会受到显著冲击。

小马智行表示,随着公司不断扩大自动驾驶出行业务,并推进不同层面客户群的多样化,预期中国外运的相对重要性将会继续下降。招股书显示,自2023年起,小马智行已将自动驾驶卡车服务扩展至华南市场,并采取相对低廉的价格策略以抢占这一新市场的份额。

与丰田的合作为小马智行带来的收入已逐渐变得微乎其微。招股书显示,2022年、2023年、2024年和2025年上半年,小马智行自丰田方面产生的营业收入分别为420万美元、60万美元、10万美元和11000美元。

随着市场竞争加剧和供应链的成熟,技术授权的商业化也同步开启了低价获客模式。招股书显示,截至6月30日,小马智行拥有的知识产权组合包括全球552项专利(国内338项及海外214项)、国内185项软件著作权及全球1122个商标(国内627个及海外495个)。其盈利模式主要依靠销售域控制器,2023年至2024年,小马智行的域控制器的平均售价逐渐下降,由2400美元左右下降至2200美元左右。2025年以来,域控制器的平均售价进一步下降至1700美元左右。

研发投入远超营收 翘首Robotaxi市场爆发

低价的打法意味着小马智行需要更多的客户来实现更大的营收规模,以此平抑巨额的研发成本压力。2022年、2023年、2024年和2025年上半年,小马智行的研发开支分别为1.54亿美元、1.23亿美元、2.40亿美元和19650万美元,分别占同期总营收的224.6%、170.7%、320.1%及272.4%。

此次赴港上市,小马智行募集资金将用于在未来五年内推行市场进入战略,在主要可触及市场(包括自动驾驶出行服务及自动驾驶卡车服务)开展L4级自动驾驶技术的大规模商业化,同时持续投资L4级自动驾驶技术及解决方案的研发,其余资金用于营运资金需求及其他一般公司用途。

目前来看,小马智行并未成功在辅助驾驶领域大举获客,仍在坚持等待Robo-taxi市场真正爆发。

2022年、2023年、2024年和2025年上半年,小马智行的销售及一般行政开支分别为4917.8万美元、3741.7万美元、5674.7万美元和2657.4万美元,分别占总营收的71.9%、52%、75.6%及75%。小马智行在招股书中表示,公司将继续积极监控行政开支,提高运营效率。预计随着未来业务的扩展,销售及一般行政开支的绝对金额将会维持稳定,但销售及一般行政开支占收入的比例将会随着持续优化成本效益而下降。

新能源车市“银十”旺季成色足

多家新势力车企月交付突破4万辆

● 本报记者 李媛媛

截至11月2日,已有多家车企披露10月销量或交付数据,在“金九银十”车市旺季的推动下,多家车企销量表现强劲。零跑汽车、小鹏汽车、蔚来汽车、小米汽车月交付均超过4万辆。部分传统车企的新能源汽车销量也创下月度新高。

业内专家表示,2025年汽车以旧换新政策对市场拉动效果显著,全年产销量预期有望上调,尤其是新能源汽车销量有望超过1600万辆。

多家新势力车企数据亮眼

数据显示,10月,零跑汽车、小鹏汽车、蔚来汽车等新势力品牌的交付量再创新高。具体来看,零跑汽车单月交付首次突破7万辆,达到70289辆,同比增长超84%。今年以来,零跑汽车不断推出新的产品,丰富产品矩阵。中国证券报记者从零跑汽车获悉,11月,零跑汽车全新战略新品——Lafa5将开启预售。此外,零跑A系列首款车型A10也将于2025广州车展上亮相。

紧随其后的是小鹏汽车,10月,小鹏汽车交付42013辆,同比增长76%,环比增长1%,单月交付量创历史新高,并连续2个月交付量超过4万辆。同时,小鹏汽车加快布局全球化市场,10月陆续进入了立陶宛、拉脱维亚、爱沙尼亚、柬埔寨、摩洛哥、突尼斯等市场。中国证券报记者从小鹏汽车获悉,11月,小鹏汽车将发布下一代增程产品——小鹏X9超级增程车型。

10月,蔚来汽车交付新车40397辆,同比增长92.6%,首次月交付突破4万辆。其中,



视觉中国图片

蔚来品牌交付新车17143辆;乐道品牌交付新车17342辆;萤火虫品牌交付新车5912辆。10月31日,蔚来汽车表示,全新ES8发布41天实现1万辆交付成绩。

10月,小米汽车交付量再次超过4万辆;理想汽车交付新车31767辆,同比和环比均有所下滑。值得注意的是,理想汽车增程系列车型正在加快出海,10月,理想汽车在乌兹别克斯坦开设了海外首家授权零售中心。据悉,理想汽车会优先拓展中亚、中东、欧洲以及亚太市场。

传统车企新能源车领域表现强劲

11月2日,比亚迪发布数据显示,10月新能源汽车销量达441706辆,同比下滑12%,环比有所增长。

上汽集团10月汽车销量达453978辆,同比增长12.96%,已连续十个月实现同比增

长。其中,新能源车销量达206692辆,同比增长31.6%。

奇瑞集团10月汽车销量达281161辆,同比增长3.3%。其中,新能源汽车销量达110346辆,同比增长54.7%,首次单月突破11万辆。

10月,赛力斯新能源汽车销量达51456辆,同比增长42.89%,创历史新高。赛力斯表示,在高端智能电动汽车销量增长的带动下,公司盈利能力持续增强。赛力斯今年前三季度实现营业收入1105.34亿元;归属于上市公司股东的净利润为53.12亿元,同比增长31.56%。

北汽新能源10月销量达30542辆,同比增长112%,环比增长48.7%,其持续深化享界+极狐双品牌战略,月销量跃上新台阶。业内专家表示,近年来,传统车企发力新能源车领域,凭借制造规模、供应链和品牌信誉等综合优势,在电动化技术和产品定

华图山鼎:高举高打 抢占AI赛道头部身位

● 本报记者 吴科任

“人工智能带来的最大改变可能会体现在教育领域。走高质量发展之路,必须依靠科技赋能教育。”华图教育创始人、总裁易定宏在接受中国证券报记者采访时多次对外强调他对AI战略的重视,以及人工智能技术给培训行业带来的革命性、系统性影响。

作为华图山鼎旗下子公司,华图教育是国内领先的职业教育培训机构,拥有超过1000家直营标准化门店,门店数量位居同行业第一。今年前三季度,华图山鼎分别实现营业收入24.64亿元、扣非净利润2.32亿元,对应分别同比增长15.63%和127.53%;同时,公司研发费用同比激增160.41%至1.45亿元,主要系AI相关投入增加。

随着ChatGPT3的爆火,“AI+培训”成为行业趋势。去年下半年开始,华图山鼎全面启动AI战略,不断加大各类资源投入,剑指全岗位全人全时人机协同目标。优质内容驱动以及人机协同模式,是公司发力AI的优势。

多元化AI产品矩阵

“这轮AI技术浪潮利好有实力的老牌培训机构,市场份额有望加速向头部阵营集中。华图山鼎已经推出了AI面点评、AI申论批改、AI个性化辅导、AI极简答题库以及AI拍照搜题等20款新产品,处于行业领先地位。”华图山鼎AI技术首席负责人蔡金龙表示。

在华图山鼎首批上线的AI产品中,AI面点评表现最为抢眼。自2025年3月发布之初,一个月内就实现了100万次的使用量,并保持每月翻倍增长。

华图山鼎AI面评产品拓展了群体面评模拟能力,支持无领导小组面评等多种场景。学员可独立使用该功能,AI会模拟其他组员,配合学员完成面评练习。“为学员提供逼真的群体面评AI模拟环境,该功能是公司行业内首创。”蔡金龙表示。

AI批改申论产品则展现了华图山鼎AI产品的独特基因。此前线上申论批改产品后台,主要靠大量答题知识点的积累,对用户答题进行正确或错误的判断。华图山鼎的AI申论批改则融合了自主研发的智能评测技术与生成式AI技术,能够从审题准确度、逻辑通顺度、语言流畅性三个维度,对学员提交的答案进行多元分析,并提供个性化修改润色建议,从而更有效地帮助学员提升申论水平。

在题库建设方面,华图山鼎利用AI命题技术,在生成高质量模拟题方面取得显著突破,也走在了行业前列。从今年5月开始,公司利用AI命制并在实际场景内使用了30000多道题,单题成本仅为人工出题的42%。“我们建立了两个对照组,对AI命题和资深研究员命题进行了多次盲测对比,AI命题的被选准确率超70%,有效作答的区分区落在40%—60%之间。盲选结果证明,AI命题在考点精准度、真题相似度、区分度上已远超教师命题。”蔡金龙解释说。

华图山鼎还运用AI极简答题产品对题目进行细致分类,方便学员精准定位薄弱题型并加以强化训练,在语义不变的情况下,题目缩减篇幅达30%,减少了学员阅读量,大幅提高做题效率。

内容驱动与人机协同

专家表示,优质内容驱动和人机协同模式是教培机构AI建设能否成功的两大关键因素。

AI产品需要被喂养优质内容以及大量的用户体验,在吸收学习后方能实现更好的输出效果。“华图教育20多年来积累的海量优质题库、学员作答数据与教研成果、每年超过100万真实学员的使用体验推动产品迭代,是建设高质量AI产品的核心竞争力。”易定宏表示。

同时,华图教育几千名教师和研究员团队结构化处理历年教研、考情考点及题型变化等数据,它们如同优质“养料”,持续为AI模型赋能。华图教育还将以往录制2万多小时的高质量授课视频进行AI解析,并喂给AI训练,使AI可以依赖数字人技术产出知识点和题目解析视频。小机构很难开展如此大规模高质量的数据集验收。

高质量内容是AI产品的基石,人机协同模式则是其灵魂。蔡金龙说:“AI基于概率,无法保证百分之百正确,但教育培训追求无限接近正确。人机协同正好能平衡效率与质量。”华图山鼎的目的是最终打造一个有AI灵魂的工作台,串联所有人机协同工作。

在全岗位人机协同上,华图山鼎从流量端到交互端都做了尝试:获取流量时,用AI生成宣传物料;销售转化时,用AI助力销售复盘和质检。数据显示,公司过去半年的招生转化率平均同比提升35%,销售人员工作效率提升50%以上,推动招生从“依赖个人经验”向“数据驱动”的智能化模式升级。

重塑竞争格局

AI技术浪潮正重塑各行业竞争格局。移动互联网时期仅改变了生产关系,生产力没有变,只不过是老师从线下讲课换成了直播讲课。“但这次AI带来的是生产力革命,新人没有丰富的行业经验,很难形成生产力。”蔡金龙认为,老牌机构在这轮竞争中胜率更高,因为大机构间拼价的,正是生产力的提升速度。

华图山鼎格外重视这一点。易定宏提出“All in AI”并作为公司级战略,助力华图山鼎快速跻身行业AI竞赛前列。如今,公司构建起“三位一体”AI战略体系,在“All in AI”目标下,聚焦“AI赋能工作”提效全体员工、“AI赋能产品”赋能学员、“垂直AI大模型构建”打造原创模型。三者紧密咬合,形成高速飞轮。目前,公司已构建贯穿“备课、教学、练习、考试、评价、管理”六大教学环节的智能系统,在全业务链条上实现人工智能赋能落地。

“行业市场份额必将进一步集中,预计第一波被蚕食的是中型机构。随着大机构的生产力提升,学员费用下降,当价格降到临界值,中型机构的生存空间会被大幅挤压。预计第二波受冲击的是走得慢的大机构,最后受冲击的才是情绪价值占优的小机构。随之而来的并购机会需要把握,这可以解决大机构多品牌运作问题。”蔡金龙说。