

网联化升级拓展业务边界，智能驾驶打开增长空间

万马科技(300698)

推荐 (首次)

核心观点:

- 车联网业务提振公司盈利水平，车联网+智算有望拓展公司利润边界。**公司自 ODN 及机柜业务，不断外延拓展医疗、车联网领域。2019 年开始受益于 5G 及数据中心建设，营收质量稳步增长；2021 年外延拓展车联网业务，预计随着车联网业务的快速放量，公司将实现营业收入的不断增长。利润方面，我们认为增长主要逻辑为高毛利车联网业务的有望快速放量。公司车联网业务外延发展能力较强，预计随着传统汽车向智能网联汽车的升级，智能化需求将逐步提升，公司同一汽富晟、吉利汽车等车企在智算方面联手布局，提供软件及算力层面支持，与朗歌科技签署《战略合作框架协议》，未来三年提供不少于 6000P 的总算力，其中第一阶段至少具备 2000P 的支撑能力，业务不断拓展带来发展空间。
- 公司具备自研智驾工具链先发优势，车内流量提升叠加联网率增长，公司有望优先受益。**乘用车销量方面，我国乘用车销量在 2021 年后逐步企稳回升，2024 年 1-4 月亦呈现增长态势，车联网连接管理平台方面，根据 IHS Markit 数据显示，截至 2020 年，我国乘用车市场联网功能渗透率约为 48%，联网车数量约为 948 万；我国智能网联汽车市场将不断增长至 2000 万量级，渗透率将超过 75%；同时，未来单车车联网数据流量将迎来数量级的跃迁，具体来看，车联网数据流量基本持平；智能座舱信息娱乐/FOTA 将从当前的 10GB 左右提升至 30-60GB，智能驾驶数据更将大幅提升约为 200-300GB。公司子公司优卡科技作为车联网连接管理平台行业细分龙头，具备先发态势。
- 投资建议：**公司凭借自身智驾工具链服务商稀缺性+专有云平台服务商的角色，细分领域国内领先地位稳固，智算+车联网融合有望成为公司未来营收及利润的增长重点，我们预计公司 2024-2026 年将实现营收 6.09/8.31/13.18 亿元，同增 17.04%/36.41%/58.58%，EPS 分别为 0.96/1.51/2.34 元，对应 PE 分别为 37.55x/24.04x/15.48x，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**技术人才流失的风险；材料及产品价格波动的风险；同行业竞品替代风险；相关业务利润率降低风险等。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	520.68	609.40	831.29	1318.28
收入增长率%	2.35	17.04	36.41	58.58
归母净利润(百万元)	64.46	129.11	201.67	313.09
利润增速%	109.63	100.30	56.20	55.25
毛利率%	39.77	44.12	48.56	50.50
摊薄 EPS(元)	0.48	0.96	1.51	2.34
PE	75.21	37.55	24.04	15.48
PB	10.28	8.07	6.04	4.35
PS	9.31	7.96	5.83	3.68

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师

赵良毕

☎：010-80927619

✉：zhaoliangbi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030003

市场数据

2024-05-30

股票代码	300698
A 股收盘价(元)	34.82
上证指数	3,091.68
总股本(万股)	13,400
实际流通 A 股(万股)	12,357
流通 A 股市值(亿元)	43

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目 录

一、万马科技：通信+医疗共振，车联网业务拓展新边界.....	3
（一）深耕通信行业二十载，业务矩阵逐步丰富	3
（二）传统通信+医疗为主，车联网业务快速拓展.....	4
（三）研发费用持续提升，人才梯队不断完善	5
二、车联网业务发展正当时，渗透率持续提升	6
（一）投资设立优味网络，进军车联网连接市场	6
（二）渗透率逐步提升，智能化进程持续加速	9
（三）技术领先+优质服务体系，促使公司具备相对竞争优势.....	11
三、盈利预测与投资建议.....	12
（一）盈利预测	12
（二）相对估值	12
四、风险提示.....	12
附录：	14
（一）公司财务预测表.....	14

一、万马科技：通信+医疗共振，车联网业务拓展新边界

（一）深耕通信行业二十载，业务矩阵逐步丰富

公司自 ODN 及机柜业务，外延拓展医疗、车联网领域。公司成立于 1997 年，成立初深耕通信设备产业，2011 年将通信技术应用于医疗，进军医疗信息化领域，形成以通信为主，医疗为辅的业务体系；2015 年由万马电子整体变更设立为万马科技股份有限公司，并于 2017 年于深交所创业板上市。上市后公司继续深耕通信+医疗领域，2020 年开始公司受疫情影响营收质量有所下滑，同年设立上海优味网络科技有限公司，并于 2021 年 6 月进军车联网领域，截至 2023 年 9 月，全资子公司优味科技连接业务平台提供的车联网用户超过 810 万，在线用户数超 680 万，公司第二增长曲线逐步明晰。

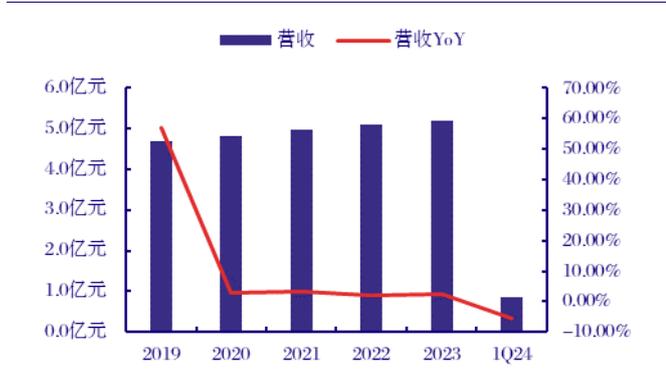
表1：公司发展主要事件

时间	主要事件
1997 年	浙江万马集团电子有限公司设立，主营深耕通信设备产业
2011 年	将通信技术应用于医疗，进军医疗信息化领域
2015 年	万马电子医疗有限公司变更为万马科技股份有限公司
2017 年	公司于深交所上市（300698.SZ）
2021 年	公司设立万马智能医疗科技有限公司及上海优味网络科技有限公司
2023 年	2023 年 9 月，优味科技连接业务平台提供的车联网用户超过 810 万，在线用户数超 680 万

资料来源：Wind，公司官网，中国银河证券研究院

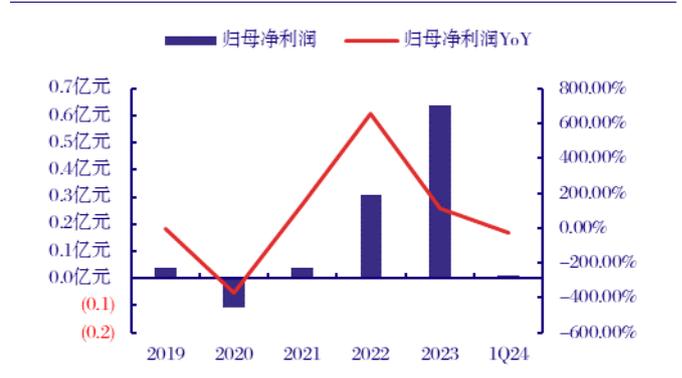
车联网业务拉动公司营收质量提升，利润率受成本增长有所承压。公司营收质量逐步提升，2019 年开始受益于 5G 及数据中心建设，营收质量稳步提升；2021 年进军车联网领域，至 2023 年公司实现营收规模 5.21 亿元，实现归母净利润 0.64 亿元；公司 2020 年开始受益于数据中心扩建及 5G 建设周期上行等因素利润率企稳回升，2021 年因车联网业务逐步提振利润率水平，自 2021 年起连续 3 年实现归母净利润同比 100%以上的增长。

图1：公司营收水平情况



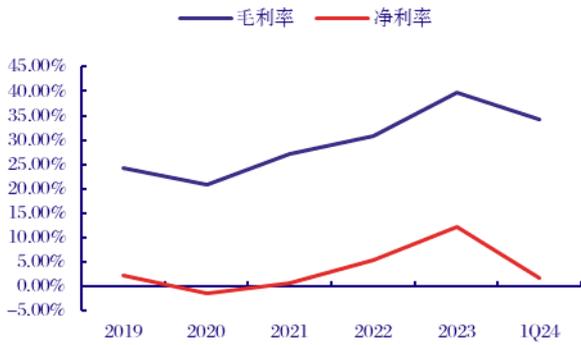
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：公司利润水平总体提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：公司利润率总体具备企稳回升态势

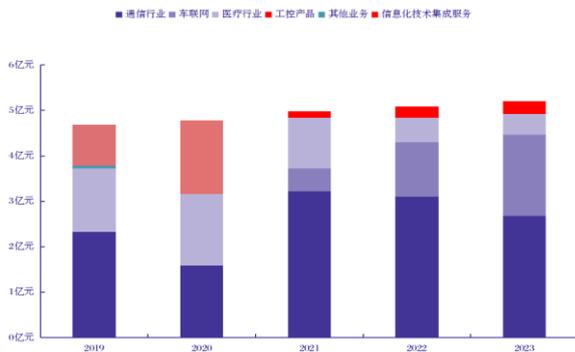


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）传统通信+医疗为主，车联网业务快速拓展

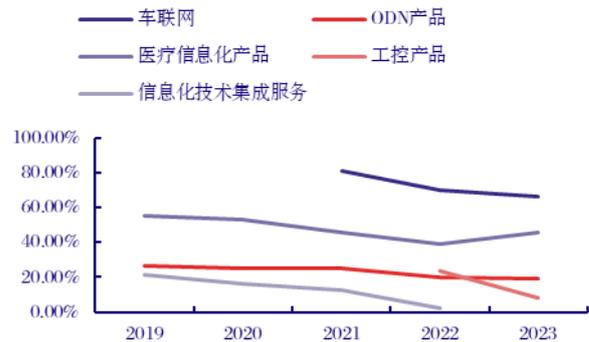
公司业务以通信+医疗信息化行业为主，车联网业务逐步提升。公司目前主营业务以通信类产品、医疗信息化产品的研发生产和销售，以及车联网连接与生态运营产品与服务三大类为主；其中车联网产品业务规模提升速度较快，且毛利率维持在相对较高位置上，2023 年全年实现车联网营收 1.78 亿元，实现毛利率 66.51%；高毛利+高营收增速使得车联网业务在主营业务占比持续提升的同时，拉升公司综合毛利率，使得公司毛利率从 2020 年低点的 20.74%逐步提升至 2023 年的 39.77%。

图4：公司业务按行业划分情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：公司车联网业务毛利率相对较高，带动公司整体毛利率上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司产品矩阵较为丰富。分产品看：

通信类产品：主要有配线架（柜）、光（电）缆交接箱、户外机柜、活动板房、交直流电源分配列柜、交直流配电箱、高低压成套电气设备、光纤分配（分纤）箱、综合集装架、网络机柜、微模块系统、智能监控系统、数据机房资产管理系统、通信系统配件、工业机柜（满足锂电、风电、储能、轨交控制、装备等特殊行业需求）等。该类产品广泛用于 IDC 机房、数字通信机房，云平台建设、通讯网络、国家高铁、轨道交通等众多领域，在行业内保持了较好的市场口碑。

医疗信息化产品：主要有各类移动医疗护理工作站、移动医生工作站、床前移动结算工作站、手术室智能更衣管理系统、智能耗材管理柜、毒麻药柜和智能屋、通道识别设备及监控识别装置、标本管理系统、诊间报道工作站、信息化管理系统等产品，属于医疗信息化终端产品。该类产品主要客户为各大医院。

车联网业务：围绕帮助车企完成智能化、数字化、网联化转型，主要通过和基础通信运营商合作，向车企提供前装车联网连接管理服务与运营，帮助车企客户使用高质量、易管理、可运营的 4G/5G 连

接。同时根据车企需求，帮助主机厂商建立车联网业务管理平台（MNO）、车联网运营平台（TOSP），并通过整合各种资源，向车企提供车联网生态服务。

图6：公司车联网业务 MNO+CMP 平台

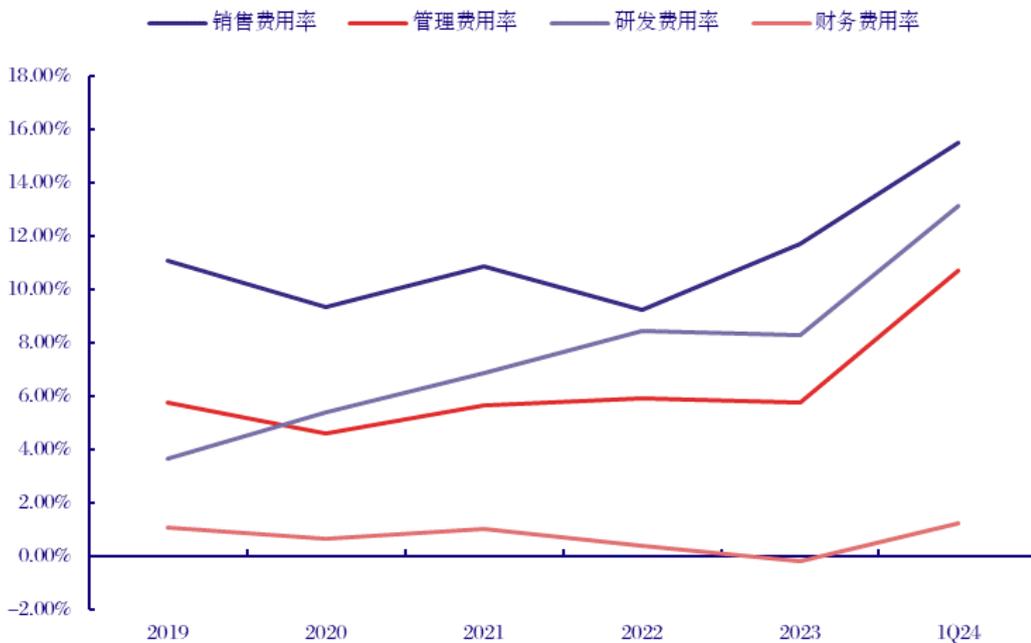


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）研发费用持续提升，人才梯队不断完善

公司费用率保持相对稳定，研发费用率 2019 年后逐年提升。费用率方面，公司四费占营收比从 2019 年的 21.54%逐步提至 2023 年的 25.53%，其中管理费用率稳中有降，研发费用及销售费用 2019 年后处于相对快速增长趋势，使得公司业务发展进程提速，车联网业务发展如火如荼；公司产业形成了集研发、设计、生产、销售、维保服务为一体的整体解决方案，产业配套完整，有效提升了产品和服务质量，增强了公司的竞争力。

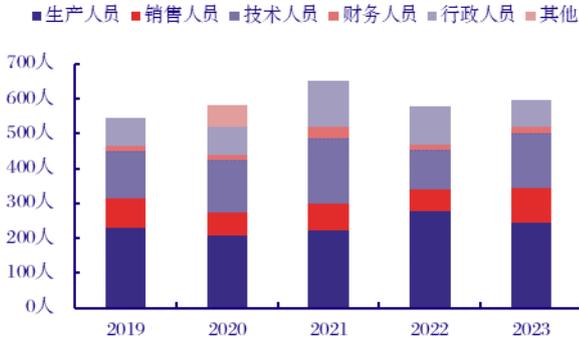
图7：公司费用率持续增长，业务拓展进程有望加速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

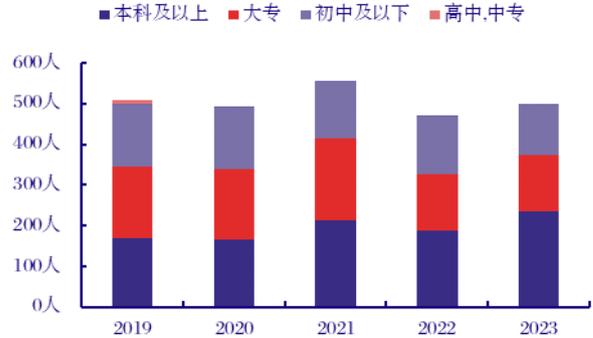
人才梯队不断完善，销售及技术人员占比提升。员工结构方面，公司人才梯队不断完善，研发及销售人员不断拓展，为公司长期发展创造持续性动能。人均创利方面，2023 年公司人均创利 10.83 万元，较 2021 年的 0.62 万元有较大提升。

图8：公司技术人员占比较高



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：公司整体人才队伍搭建较完善



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、车联网业务发展正当时，渗透率持续提升

(一) 投资设立优味网络，进军车联网连接市场

公司投资设立优味网络，收购果通科技及路随通信无形资产切入车联网业务。2020 年 11 月，公司投资设立上海优味网络科技有限公司，并于 2021 年完成对果通科技及路随通信无形资产的收购，受让果通科技及其子公司上海路随通信科技有限公司开展车联网业务所需的软件著作权、专利等必要的无形资产。

果通科技成立于 2013 年，是业内优秀的 eSIM 硬件&软件运营服务提供商，在 eSIM 应用与安全领域深耕多年，同吉利及上汽公司合作紧密。公司不但支持 eSIM with eSE、TEE eSIM 等无实体卡方案，还积极推进支持全卡商的标准 eUICC，为设备商提供完整的一站式“交钥匙方案”（eSIM Turnkey Solution）。2016 年，公司同亿咖通（吉利旗下）建立合作，首次进军车联网领域，并已成功在消费电子、海量物联网、车联网等多个领域商用，让设备更轻松、安全地接入物联网。公司目前主要业务是向基础电信运营商、内容提供商采购基础的通信服务与内容服务，自主研发了面向车企的连接管理与生态服务平台，向车企提供车联网连接与生态运营产品与服务。

表2：车联网相关子公司发展主要事件

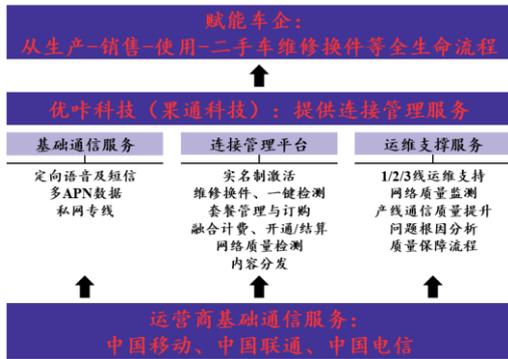
时间	主要事件
2013 年	果通科技成立
2016 年	果通科技与亿咖通合作（亿咖通为吉利旗下子公司）
2019 年	果通科技与上汽&东风开展合作
2021 年	万马科技通过子公司优味科技收购优味科技及上海路随通信无形资产
2023 年	同雅安经开区签署《合作框架协议》，于雅安在自动驾驶及智能网联领域开展深入合作。 同一汽福晟就在数据云平台建设、数据合规、自动驾驶仿真以及超大规模智算中心部署等方面达成共识
2024 年	与朗歌科技签署《战略合作框架协议》，未来三年提供不少于 6000P 的总算力，其中第一阶段至少具备 2000P 的支撑能力。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司连接服务主要提供车联网连接管理服务、车联网基础通信服务、免流接入服务以及用户运营等服务。其中：**车联网连接服务**：主要与基础运营商开展合作，依托全球领先的车联网业务运营平台，向车企提供前装车联网运营服务，帮助车企客户使用高质量、易管理、可运营的 4G/5G 连接，目前连接业务平台提供的车联服务连接数超过 800 万，并已完成全球首例车联网 5G SA 大规模商用案

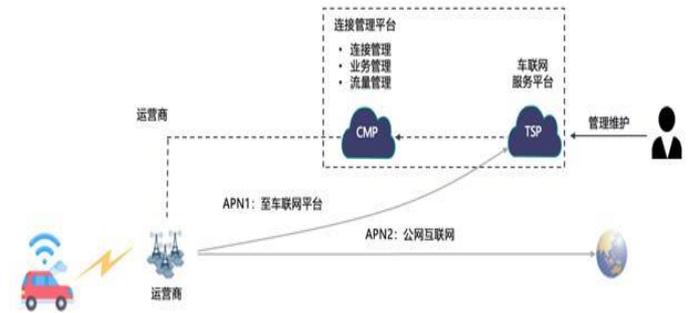
例。公司生态服务主要分为核心层、接入层及业务层三部分，其中核心层是打造生态的基石，围绕“车主身份、车辆信息、支付体系”逐渐延展形成 Yoocar 车联网生态体系；接入层方面，公司主要分为 API、SDK 及 H5 三方面，API 主要负责系统集成、资源整合及自主运营三方面，SDK 主要负责统一 ID、统一支付及实现免流功能，H5 则具备内容合规、接入快速、兼容性好等特征；业务层方面，公司通过自研应用与合作伙伴共振，共同拓展生态服务边界。

图10：车联网相关公司主要业务概览



资料来源：优咔科技，中国银河证券研究院

图11：公司 CMP 平台的具体参与对象及功能演示



资料来源：优咔科技，中国银河证券研究院

公司定制开发 CMP 连接平台，拓展优质客户，产业链主要包括下游客户车企，和上游提供连接管理服务的第三方连接管理服务商，提供基础网络能力的运营商。前期通过技术及服务团队深度参与到车企整机厂车载网联服务的研发中，跟踪客户的需要并定制化开发 CMP 连接平台，依托平台整合通信领域相关资源，果通科技在 2016 年开始就已参与到相关项目的研发与合作当中，深入了解车企的生产流程、销售流程和流量运营流程中对于车联网连接的需求，后续通过销售及售前技术支持团队、以及持续的平台定制开发工作，与车企车载网联部门或子公司进行深度的技术交流和试点，在技术能力资质等符合条件的情况，通过技术遴选和商务谈判获得车企客户。

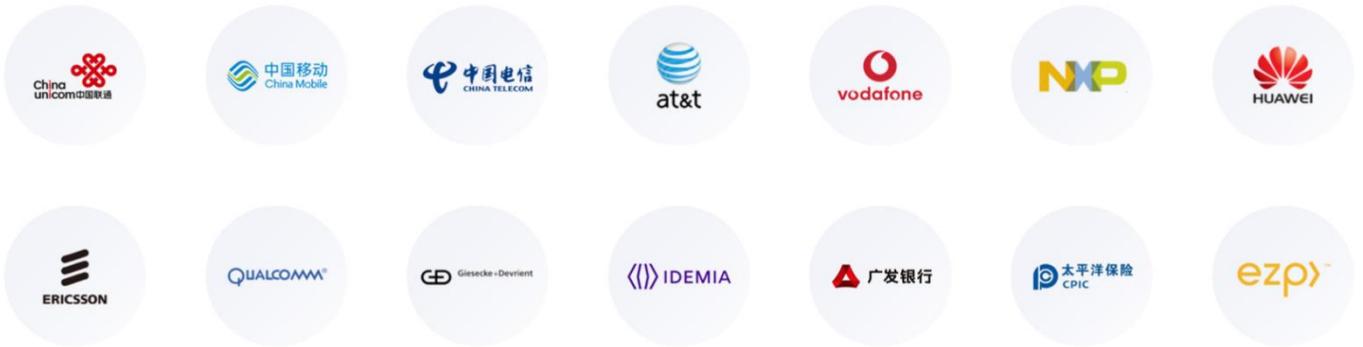
研发实力雄厚，客户基础较好。目前，公司在上海、武汉、南宁设立了研发及支持中心，拥有 100+ 规模的专业化车联网研发及运维团队，研发人员比例超过 60%，具备 85 项著作权及发明专利，是包含吉利、领克、上汽等 10+ 传统及新势力车企 OEM 合作伙伴，拥有 600 万+ 用户连接数，同运营商、内容方均有较深联系并持续扩展中，通过连接与生态管理服务打通“人-车-路-云”的全场景服务链路，赋能车企，整合平台方、服务车主，形成三位一体的闭环商业模式。

图12：优咔科技主要客户



资料来源：优咔科技公众号，中国银河证券研究院

图13：优咔科技主要合作伙伴



资料来源：优咔科技公众号，中国银河证券研究院

公司核心技术主要聚焦于车联网连接管理平台、边缘化计算及车联网生态服务体系三部分：

公司的主要核心技术为自主开发的 CMP 平台及相关应用。关键核心技术包括分布式融合计费引擎、自动化规则引擎、连接问题一键诊断、网络质量监控与优化技术、eUICC（一种新型的可远程配置嵌入式 SIM 卡）技术以及相应的汽车信息安全技术。

车联网连接管理平台（MNO）是优咔科技自主开发的一款用于联网汽车业务与运营管理的软件产品，支撑车辆全生命周期过程的通信和生态运营服务的管理。该产品已在多家车企部署应用，帮助车企提升车联服务管理能力，向车主提供更好的用车体验。

图14：公司具备车联网连接管理平台、边缘化计算及车联网生态服务体系



资料来源：优咔科技公众号，中国银河证券研究院

目前，不同类型的数据闭环工具链玩家都是基于自身优势而打造自己的工具链，比如头部新势力车企、芯片厂商、智驾 Tier1 等，为了提高内部自动驾驶的开发效率，也为了不让自己的技术发展被卡脖子，这些玩家不得不选择自研工具链，公司子公司优咔科技具备工具链能力，具体体现于：

（1）开放且解耦的工具链合作生态环境：

对于大部分车企来说，不会投入较多的资源来自研工具链，更多的是将整车的需求定义、系统集成和功能测试作为车企核心竞争力，而工具链更多的是采取整合外部资源的方式。当然，也有部分主机厂会选择自研工具链，其原因在于：第一，现有的工具链生态可能局限于局部开发，并不能满足数据日益增长的开发需求；第二，数据驱动的开发流程起步较晚，产品尚未成熟，导致开发效率不高。由于整个数据闭环工具链的开发链路较长且复杂，工具链并不是他们的工作重心，不成熟或者体系封闭的工具链将会降低车企自动驾驶产品开发的效率。

区别于部分友商的黑盒交付方案，优咔科技选择了更为开放的方案。公司 CTO 李勋宏说：“优咔的开放包含了两层含义：第一是工具链平台的能力与车企的研发紧密相连，帮助车企做模型训练等内化工作；第二是平台的接口都是基于 ASAM 协会的 OpenX 系列标准，能够做到各模块之间的接口插拔，接入不同合作伙伴的软件产品。”

（2）相对灵活便捷的专有云算力服务

在自动驾驶系统开发过程中，传统的通过搭建机房、采购服务器的本地算力方式，已经无法满足模型训练和仿真测试的算力需求。智驾数据的不断膨胀，使得无论数据存储还是训练，都需要依赖可扩展的算力，而上云成为了一种解决该问题的好方式。

上云有着诸多的优势，比如开发效率高、资源利用率高、数据更安全，所以上云成为了自动驾驶数据闭环工具链未来趋势。但是车企在选择云类型时，由于数据的敏感性问题（用户的隐私、行人人脸以及车牌等数据信息），通常会选择私有云的部署，其缺点在于要扩容算力，则需要购买或租借新的硬件和资源，内部申报流程非常复杂，也不利于开发效率。

为了解决车企对于云服务的顾虑，优味科技打造了一套更为灵活的算力服务方案。优味会为主机厂提供专有云，客户可以通过租赁的方式，获取相应的算力服务，而数据的产权始终归客户所有。一方面，优味不会去触碰车企的核心利益，比如自动驾驶算法和数据，更多的是站在客户背后，只专注于工具链平台的迭代优化以及相应的服务；另一方面，客户不需要花大量的资金来自建基础设施，优味可以通过算力+储存规划、设计与建设优势，快速进行扩容。

优味科技发布的自动驾驶数据闭环工具链平台基于主流 GPU 服务器集群：英伟达 DGX 服务器及国产品牌构建，开发过程中多方就平台建设、功能定义、工具设计、落地方案等方面进行了深入探讨，能满足车企自动驾驶产品数据驱动及持续演进的需求。

（3）低成本的数据采集费用

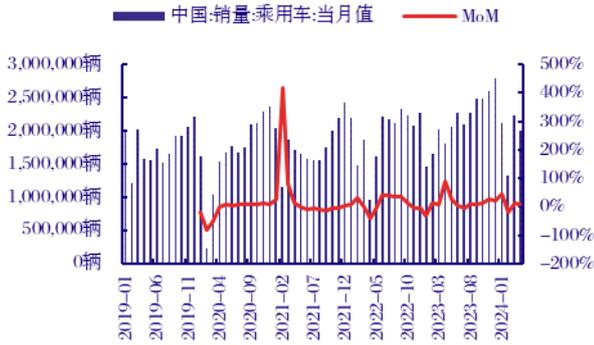
目前，量产车上传采集数据主要是通过 4G/5G 通讯网络进行传输，假设单车每月采集数量规模约 100GB，以每 GB 收费 2 元计算，10 万辆车每月的数据流量成本将高达 2000 万元，如此高的成本对于任何一个车企来说，都难以接受的。但数据闭环工具链的首个链路就是数据采集，所以数据采集成本必须要尽可能降低。优味科技凭借在车联网方面的专网优势，基于已有的 5G 车联网专网，车企可以按车联网 license 的方式进行付费，帮助主机厂节省流量成本。

此外，优味科技通过云边协同的方式，在边缘云资源池部署数据清洗服务，通过专有的算法，减少无价值数据的上传，从而降低互联网接入的时延，节省了传输带宽，让云端的数据处理能更高效。

（二）渗透率逐步提升，智能化进程持续加速

乘用车销量方面，我国乘用车销量于 2016 年后呈现同比下滑态势，至 2019 年后同比企稳回升，2022 年虽然经历新冠疫情波动，但整体销量仍呈现增长态势，2022 年 1-7 月实现销量 1252 万辆，同增 8.46%。车联网连接管理平台方面，根据 IHS Markit 数据显示，截至 2020 年，我国乘用车市场联网功能渗透率约为 48%，联网车数量约为 948 万；根据 IHS Markit 预测，预计至 2025 年，我国智能网联汽车市场将不断增长至 2000 万量级，渗透率将超过 75%。

图15：我国乘用车销量逐步回升



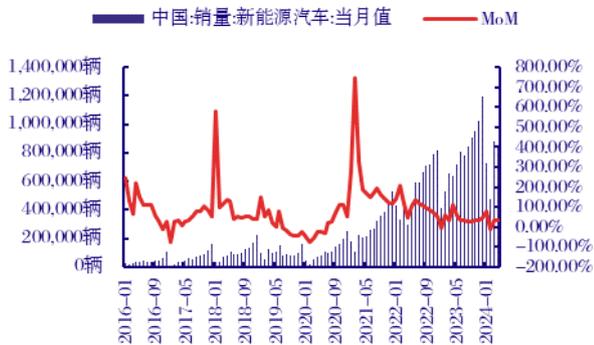
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：2021年后乘用车销量逐步企稳回升



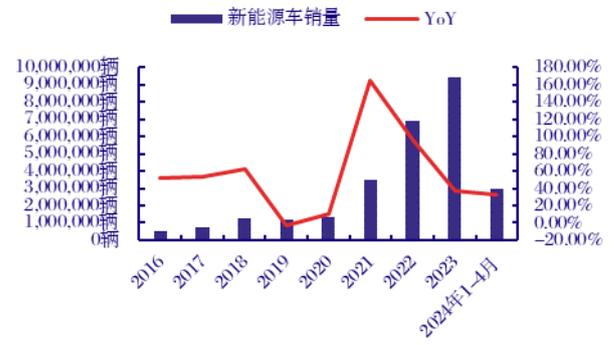
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：我国新能源车销量逐步提升，智能化进程逐步加速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：我国新能源车销量逐年增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司属于第三方车联网连接管理服务商，根据公司数据，2020年果通科技全国市占率约为12.93%，在第三方车联网连接管理服务市场中占有相对优势。公司所处行业较为细分，除公司外主要竞争对手包括 Cisco Jasper Wireless、联想懂的、广州翼卡、阿里通信等公司，其中：

Jasper：主要业务模式与移动运营商合作，向运营商提供连接管理 SaaS 服务，与移动运营商进行合作分成；

联想懂的：联想创投集团旗下控股子公司，主要市场是物联网客户，预计拥有千万级连接管理能力。联想懂的的前装车企拥有蔚来汽车、爱驰汽车、小鹏汽车（部分）等客户。联想懂的的优势是联想创投投资新能源车企形成的集团协同效应；

翼卡车联网：通过链接车厂、后装、车主产生人车行为大数据，为智能网联汽车行业的 UBI 车险、高精度地图、汽车消费金融、自动驾驶等提供基础支撑的平台型公司，以车主安全服务作为切入点，在导航地图、保险金融、自动驾驶、公共交通等方面与行业伙伴进行合作。翼卡车联网正在尝试进入前装车联网市场；

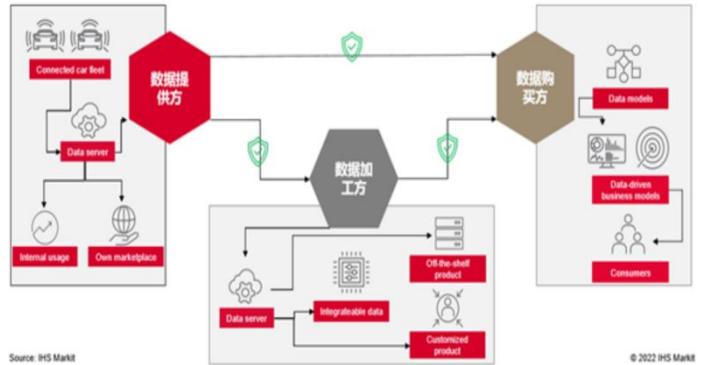
阿里通信：成立于2014年，主要客户集中于上汽乘用车。

图19：同业相关公司



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：车联网数据供应链全景图



资料来源：HIS Markit，中国银河证券研究院

新能源+智能化或将拓展公司营收质量。根据 IDC 数据显示，我国新能源汽车市场规模将在 2026 年达 1598 万辆的水平，2021-2026 年 CAGR 达 35.1%，届时国内新能源车的新车渗透率将超 50%，保有量将在整个汽车市场中占比超过 10%，基础设施的不断提升，以及 C 端用户出行成本的降低，或将使得车厂对新能源车的生产热情逐步提升，同时政策端的利好也将使得新能源车的数量呈现快速增长，公司有望借助新能源车的快速增长，以及传统车型的智能化不断提升，实现营业收入及体量的扩张。

（三）技术领先+优质服务体系，促使公司具备相对竞争优势

我们认为公司竞争优势主要集中于行业经验、客户关系、技术架构及服务支撑优势：

（1）技术架构优势：通信技术优势：在移动通信技术从 3G、4G 向 5G 发展过程中，通过引入通信行业专业人才，形成了车联网连接的专业规划、建设、运维和演进能力，帮助客户填补移动通信技术缺口；连接管理平台优势：采用业界领先的 K8S/Docker 架构，实现连接管理平台的微服务化部署，具备高性能及高可靠性，每日可处理 10 亿条以上的计费话单，核心 API 可用率 99.99%，确保了车企业务稳定开展，与国内三大运营商均完成了技术对接；知识产权积累优势：拥有多项实用新型及待实审的专利技术，支持多运营商混合发卡，支持网络质量优化，提高网络质量，降低平台接入难度。

（2）客户关系及服务支撑体系优势：公司与车企客户紧密合作，有效地提升了车企对于联网车辆的管理效率，帮助车企完成了全生命周期的连接管理，并通过 B2B2C 模式、CDN 服务等进一步帮助车企提升连接质量、降低连接成本、增加内容运营服务收入。同时，公司的核心人员均具备移动通信行业背景，均有在运营商、设备商和软件开发服务商工作经历，专业的服务支撑可以确保 1 小时内作出响应，4 小时内完成故障处理或临时解决方案。与运营商物联网服务支撑体系相比，提供了更加专注于前装车联网行业的服务支撑体系，提升了客户的网络质量，加快了开发速度，提升了售后服务质量。

三、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

表3：公司营收及毛利率预测情况

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (单位: 亿元, 下同)	5.09	5.21	6.09	8.31	13.18
YoY	2.21%	2.36%	17.04%	36.41%	58.58%
通信行业	3.1	2.68	2.412	2.2914	2.40597
YoY	-3.73%	-13.55%	-10.00%	-5.00%	5.00%
车联网行业	1.2	1.78	2.937	5.2866	10.04454
YoY	140.00%	48.33%	65.00%	80.00%	90.00%
医疗产品行业	0.54	0.47	0.423	0.3807	0.34263
YoY	-51.79%	-12.96%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
工控产品业务	0.24	0.28	0.322	0.3542	0.38962
YoY	71.43%	16.67%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	30.90%	39.77%	44.12%	48.56%	50.50%
变化情况 (pts)	3.73	8.87	4.35	4.44	1.94
通信行业	15.04%	25.32%	25.57%	25.82%	26.07%
变化情况 (pts)	-5.88	10.28	0.25	0.25	0.25
车联网行业	69.96%	66.51%	63.36%	61.19%	57.93%
变化情况 (pts)	-11.52	-3.45	-3.15	-2.17	-3.26
医疗产品行业	38.31%	39.74%	40.32%	40.53%	40.86%
变化情况 (pts)	16.35	1.43	0.58	0.21	0.33
工控产品业务	23.49%	8.33%	12.65%	15.83%	18.34%
变化情况 (pts)	6.08	-15.16	4.32	3.18	2.51

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 相对估值

相对估值法：从行业类别、业务相似度、下游应用、经营规模、财务数据可比性等角度综合考量，我们选取法本信息、万集科技、光庭信息、软通动力、虹软科技这五家作为万马科技的可比公司。计算可得可比公司 2024-2026 年 PE 均值为 82.39x/42.24x/31.21x，万马科技 2024-2026 年 PE 分别为 37.55x/24.04x/15.48x，相对可比公司处于低估态势，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表4：可比公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300925.SZ	法本信息	10.55	0.30	0.51	0.68	0.90	35.17	20.67	15.45	11.67
300552.SZ	万集科技	30.65	-1.81	0.18	0.95	2.14	/	172.77	32.11	14.31
301221.SZ	光庭信息	36.72	-0.17	0.46	0.59	0.74	/	79.51	62.13	49.32
301236.SZ	软通动力	39.78	0.56	0.78	1.05	1.22	71.04	50.92	37.82	32.66
688088.SH	虹软科技	30.68	0.22	0.35	0.48	0.64	139.45	88.08	63.70	48.09
	均值		0.36	0.46	0.75	1.13	81.89	82.39	42.24	31.21
300698.SZ	万马科技	34.70	0.48	0.96	1.51	2.34	75.21	37.55	24.04	15.48

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 表中除万马科技外其余公司盈利预测均采用 Wind 一致预测, 收盘价更新至 2024 年 5 月 31 日, 剔除负值。

四、风险提示

- 1、技术人才流失的风险；
- 2、材料及产品价格波动的风险；
- 3、同行业竞品替代风险；
- 4、相关业务利润率降低风险等。

图表目录

图 1: 公司营收水平情况.....	3
图 2: 公司利润水平总体提升.....	3
图 3: 公司利润率总体具备企稳回升态势.....	4
图 4: 公司业务按行业划分情况.....	4
图 5: 公司车联网业务毛利率相对较高, 带动公司整体毛利率上行.....	4
图 6: 公司车联网业务 MNO+CMP 平台.....	5
图 7: 公司费用率持续增长, 业务拓展进程有望加速.....	5
图 8: 公司技术人员占比较高.....	6
图 9: 公司整体人才队伍搭建较完善.....	6
图 10: 车联网相关公司主要业务概览.....	7
图 11: 公司 CMP 平台的具体参与对象及功能演示.....	7
图 12: 优味科技主要客户.....	7
图 13: 优味科技主要合作伙伴.....	8
图 14: 公司具备车联网连接管理平台、边缘化计算及车联网生态服务体系.....	8
图 15: 我国乘用车销量逐步回升.....	10
图 16: 2021 年后乘用车销量逐步企稳回升.....	10
图 17: 我国新能源车销量逐步提升, 智能化进程逐步加速.....	10
图 18: 我国新能源车销量逐年增长.....	10
图 19: 同业相关公司.....	11
图 20: 车联网数据供应链全景图.....	11

表格目录

表 1: 公司发展主要事件.....	3
表 2: 车联网相关子公司发展主要事件.....	6
表 3: 公司营收及毛利率预测情况.....	12
表 4: 可比公司盈利预测与估值.....	12

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	613.76	690.50	941.86	1484.67	营业收入	520.68	609.40	831.29	1318.28
现金	155.42	94.21	196.75	321.42	营业成本	313.61	340.53	427.62	652.55
应收账款	321.58	406.97	520.07	839.77	营业税金及附加	4.45	4.01	6.05	9.85
其它应收款	12.29	23.94	36.52	46.93	营业费用	60.58	64.29	86.85	148.31
预付账款	12.70	12.40	14.73	24.22	管理费用	29.59	35.06	48.06	75.66
存货	63.74	94.73	101.34	156.27	财务费用	-0.82	-3.11	-1.88	-3.94
其他	48.04	58.26	72.44	96.07	资产减值损失	-1.65	0.00	0.00	0.00
非流动资产	281.66	312.98	315.04	318.55	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.29	1.21	1.02	0.79
固定资产	66.84	67.64	69.91	73.31	营业利润	72.94	124.52	207.77	335.51
无形资产	51.39	49.58	45.58	42.00	营业外收入	0.13	0.15	0.19	0.25
其他	163.43	195.75	199.54	203.25	营业外支出	0.17	0.26	0.21	0.22
资产总计	895.42	1003.48	1256.90	1803.22	利润总额	72.89	124.41	207.75	335.54
流动负债	409.03	405.85	476.58	728.56	所得税	8.88	15.15	25.30	40.87
短期借款	85.14	55.14	43.66	44.80	净利润	64.02	109.25	182.45	294.67
应付账款	135.80	171.57	203.88	307.49	少数股东损益	-0.44	-19.86	-19.22	-18.42
其他	188.09	179.14	229.04	376.28	归属母公司净利润	64.46	129.11	201.67	313.09
非流动负债	14.74	16.65	16.90	16.57	EBITDA	89.12	132.47	217.50	343.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.48	0.96	1.51	2.34
其他	14.74	16.65	16.90	16.57					
负债合计	423.77	422.50	493.47	745.13	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	-19.86	-39.08	-57.50	营业收入	2.35%	17.04%	36.41%	58.58%
归属母公司股东权益	471.66	600.83	802.51	1115.59	营业利润	105.27%	70.71%	66.86%	61.48%
负债和股东权益	895.42	1003.48	1256.90	1803.22	归属母公司净利润	109.63%	100.30%	56.20%	55.25%
					毛利率	39.77%	44.12%	48.56%	50.50%
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	12.38%	21.19%	24.26%	23.75%
经营活动现金流	8.28	10.14	129.32	135.46	ROE	13.67%	21.49%	25.13%	28.06%
净利润	64.02	109.25	182.45	294.67	ROIC	11.29%	16.70%	22.34%	26.36%
折旧摊销	17.32	11.18	11.63	12.25	资产负债率	47.33%	42.10%	39.26%	41.32%
财务费用	0.67	0.00	0.00	0.00	净负债比率	-14.51%	-6.39%	-19.77%	-25.97%
投资损失	-0.29	-1.21	-1.02	-0.79	流动比率	1.50	1.70	1.98	2.04
营运资金变动	-81.68	-109.14	-63.61	-170.31	速动比率	1.26	1.38	1.69	1.76
其它	8.24	0.06	-0.14	-0.36	总资产周转率	0.61	0.64	0.74	0.86
投资活动现金流	13.71	-42.50	-15.53	-11.62	应收帐款周转率	1.67	1.67	1.79	1.94
资本支出	-39.25	-10.35	-9.55	-11.41	应付帐款周转率	2.03	2.22	2.28	2.55
长期投资	20.13	-3.00	-3.00	3.00	每股收益	0.48	0.96	1.51	2.34
其他	32.83	-29.15	-2.98	-3.21	每股经营现金	0.06	0.08	0.97	1.01
筹资活动现金流	39.38	-28.91	-11.24	0.81	每股净资产	3.52	4.48	5.99	8.33
短期借款	44.92	-30.00	-11.49	1.14	P/E	75.21	37.55	24.04	15.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	10.28	8.07	6.04	4.35
其他	-5.54	1.09	0.25	-0.33	EV/EBITDA	54.11	36.32	21.60	13.30
现金净增加额	61.55	-61.21	102.55	124.66	PS	9.31	7.96	5.83	3.68

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵良毕，通信&中小盘首席分析师。北京邮电大学通信硕士，复合学科背景，2022年加入中国银河证券。8年中国移动通信产业研究经验，6年证券从业经验。曾获得2018/2019年（机构投资者II-财新）通信行业最佳分析师前三名，2020年获得Wind（万得）金牌通信分析师前五名，获得2022年Choice（东方财富网）通信行业最佳分析师前三名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn