

公司研究

车联网业务快速增长，全力打造算网一体化竞争优势

——万马科技（300698.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。24 年/25 年一季度，公司实现营业收入 5.61/1.50 亿元，同比增长 7.72%/78.24%；实现归母净利润 0.41/0.05 亿元，同比降低 35.92%/增长 237.89%。

车联网业务维持高速增长，期间费用致使整体净利率下滑：公司核心业务车联网 2024 年实现快速增长，全年实现收入 2.55 亿元，同比增长 43.56%；毛利率为 48.03%，较上一年度下降 18.48 个百分点。通信业务实现收入 2.67 亿元，同比下降 9.95%，主要因为 2024 年度项目实施周期影响导致；毛利率为 24.78%，较上一年度提升 1.06 个百分点。公司 2024 年整体净利率为 7.36%，较上一年度下降 4.93 个百分点。净利率下滑的主要因为，车联网业务因海外业务拓展、市场人员引入导致销售费用增加明显；此外，因新增数据闭环以及智算业务能力的战略投入、以及研发技术的人员引入导致研发费用有所增加。

车联网业务不断升级，构建算网一体化竞争优势：公司当前为国内领先的第三方连接管理服务商。截至 2024 年底，车联网业务连接总数已超过 1,400 万，其中国内连接数逾 1,300 万，海外连接数逾 100 万，已经与吉利、理想、上汽、东风、岚图、智己等知名汽车厂商建立紧密的合作关系。在此基础上，2024 年公司落地了优味常州智算中心、发布了优味“遨云”自动驾驶解决方案，并推出了全球车联 ONE SIM 和“遨云”端到端全链路自动驾驶数据闭环工具链两大创新技术。公司常州智算中心，为全球首个采用英伟达 H20 服务器构建的自动驾驶工具链平台，也是英伟达在中国汽车领域探索 AI Enterprise 产品与服务的首个平台。该智算中心目前可提供智算软硬件综合服务（包含算力租赁服务）。

加速推进海外业务布局，助力品牌国际影响力提升：公司积极推动全球业务生态的战略，加快开拓海外市场，目前公司在全球部署六大数据中心（中国、东盟、欧洲、北美、西太平洋、中东）。2024 年，公司与东风柳汽出行携手，业务成功拓展至欧洲、中东和中亚市场，为东风柳汽的出海车辆提供先进的车联网服务；与上汽海外出行达成重要合作，成功获得沙特市场的车联网服务定点。

盈利预测、估值与评级：基于核心车联网业务毛利率下滑，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测至 0.67、0.94 亿元（前值为 1.16、1.62 亿元），新增 2027 年归母净利润预测 1.12 亿元。万马科技为稀缺的车联网连接服务厂商，自动驾驶数据闭环平台工具链新品落地，有望受益于自动驾驶浪潮带来的广阔成长空间，维持“增持”评级。

风险提示：产业进度不及预期风险，技术人才流失风险，原材料及产品价格波动风险，客户流失风险，应收账款回款风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	521	561	643	733	822
营业收入增长率	2.35%	7.72%	14.73%	13.85%	12.18%
归母净利润（百万元）	64	41	67	94	112
归母净利润增长率	109.63%	-35.92%	61.23%	41.45%	18.77%
EPS（元）	0.48	0.31	0.50	0.70	0.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.67%	8.57%	12.14%	14.65%	14.82%
P/E	69	108	67	47	40
P/B	9.5	9.3	8.1	7.0	5.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-21

增持（维持）

当前价：33.36 元

作者

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

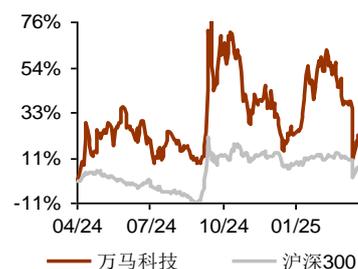
021-52523863

hegen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.34
总市值(亿元)	44.70
一年最低/最高(元)	27.22/53.04
近 3 月换手率	189.22%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.73	-4.09	11.29
绝对	-15.54	-4.41	18.48

资料来源：Wind

相关研报

稀缺的车联网连接服务厂商，切入自动驾驶领域打开成长空间——万马科技（300698.SZ）投资价值分析报告（2024-05-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	521	561	643	733	822
营业成本	314	354	402	455	509
折旧和摊销	12	14	14	17	20
税金及附加	4	5	5	6	7
销售费用	61	80	80	73	82
管理费用	30	40	39	40	45
研发费用	43	48	51	59	62
财务费用	-1	5	8	9	10
投资收益	0	3	3	3	3
营业利润	73	42	85	114	133
利润总额	73	42	76	105	124
所得税	9	1	9	10	12
净利润	64	41	67	94	112
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	64	41	67	94	112
EPS(元)	0.48	0.31	0.50	0.70	0.84

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8	-8	126	77	98
净利润	64	41	67	94	112
折旧摊销	12	14	14	17	20
净营运资金增加	-19	57	-13	68	67
其他	-49	-121	58	-103	-101
投资活动产生现金流	14	-70	-66	-72	-47
净资本支出	-39	-63	-40	-45	-45
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	53	-7	-26	-27	-2
融资活动现金流	39	-10	71	22	-24
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	44	30	78	31	-15
无息负债变化	-29	153	-23	36	37
净现金流	62	-90	130	27	27

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	39.8%	36.8%	37.5%	38.0%	38.1%
EBITDA 率	18.1%	14.2%	15.4%	19.0%	19.7%
EBIT 率	15.4%	10.9%	13.1%	16.7%	17.3%
税前净利润率	14.0%	7.5%	11.8%	14.3%	15.1%
归母净利润率	12.4%	7.4%	10.4%	12.9%	13.6%
ROA	7.1%	3.8%	5.5%	6.9%	7.4%
ROE (摊薄)	13.7%	8.6%	12.1%	14.7%	14.8%
经营性 ROIC	12.9%	8.5%	10.2%	13.2%	13.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	47%	56%	55%	53%	50%
流动比率	1.50	1.33	1.31	1.34	1.44
速动比率	1.34	1.20	1.17	1.19	1.29
归母权益/有息债务	5.42	4.14	2.81	2.84	3.56
有形资产/有息债务	9.49	8.67	5.86	5.76	6.78

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	895	1,088	1,210	1,372	1,507
货币资金	155	63	193	220	247
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	322	408	373	425	476
应收票据	23	74	64	73	82
其他应收款 (合计)	12	40	18	20	23
存货	64	68	83	95	107
其他流动资产	2	15	15	15	15
流动资产合计	614	702	790	894	999
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	67	109	139	166	190
在建工程	1	0	1	1	1
无形资产	51	46	48	50	51
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	131	179	179	179	179
非流动资产合计	282	387	420	478	508
总负债	424	606	662	729	752
短期借款	85	65	147	178	164
应付账款	136	214	201	227	254
应付票据	55	42	48	55	61
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	11	62	62	62	62
流动负债合计	409	529	602	669	692
长期借款	0	46	46	46	46
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	14	14	14	14
非流动负债合计	15	77	60	60	60
股东权益	472	482	549	643	755
股本	134	134	134	134	134
公积金	169	169	176	186	197
未分配利润	168	179	239	323	424
归属母公司权益	472	482	549	643	755
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	11.63%	14.22%	12.50%	10.00%	10.00%
管理费用率	5.68%	7.09%	6.00%	5.50%	5.50%
财务费用率	-0.16%	0.83%	1.19%	1.27%	1.18%
研发费用率	8.31%	8.51%	8.00%	8.00%	7.50%
所得税率	12%	2%	12%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.06	-0.06	0.94	0.57	0.73
每股净资产	3.52	3.60	4.10	4.80	5.63
每股销售收入	3.89	4.19	4.80	5.47	6.13

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	69	108	67	47	40
PB	9.5	9.3	8.1	7.0	5.9
EV/EBITDA	48.8	62.4	46.7	33.2	28.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP