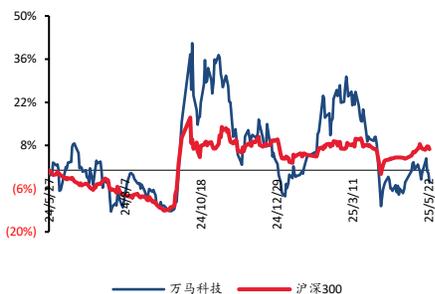


全面布局智驾及算力产业链，Robotaxi 有望带动行业发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.34/1.19
总市值/流通(亿元)	45.1/39.9
12个月内最高/最低价(元)	53.04/29

相关研究报告

证券分析师：曹佩

电话:

E-MAIL: caopeisz@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190520080001

证券分析师：王景宜

电话:

E-MAIL: wangjy@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523090002

报告摘要

业绩快速增长。25年一季度，公司收入1.49亿元，同比增长78.24%；归母净利润0.05亿元，同比增长237.89%；扣非后的归母净利润0.05亿元，同比增长573.36%。公司增长的原因主要为通信业务和车联网业务增加所致。通信业务中，工控产品受益于政策发力与技术升级加速了工控系统软硬解耦与智能化的进程；车联网业务方面，受益于智能网联新能源汽车5G渗透率的快速提升以及智能座舱和智能驾驶业务迅猛发展。

智能驾驶有望进行落地元年。从需求端看，消费者对自动驾驶的接受度在不断提高。高阶智驾系统的有无和好用与否，已经成为影响购车的重要因素。从车企端看，智能化已经成为车企新的竞争焦点，主机厂纷纷加大投入推动高阶智驾系统的量产化。目前，广汽、理想、小鹏、尊界等多个汽车品牌公布将在2025年量产L3级自动驾驶车辆，奇瑞、极氪等企业也透露将于2026年推出L3级自动驾驶车辆。

特斯拉Robotaxi有望引领行业潮流。2024年10月11日，特斯拉在“WE, ROBOT”发布会上发布了名为Cybercab的双门Robotaxi，Cybercab没有方向盘和踏板，预计在2026年之前大规模量产。依托特斯拉的纯视觉解决方案实现自动驾驶，预计制造成本低于3万美元。2025年5月21日，文远知行发布2025年一季度财报，Robotaxi收入1610万元人民币，占总收入比例大幅提升至22.3%。

深度布局自动驾驶产业。公司打造“揽海”全球车联ONE SIM一站式解决方案，凭借自主的eSIM及5G双卡等技术赋能汽车网联，自研“遨云”自动驾驶解决方案。该方案为“端管云边”一体化协同架构，拥有自动驾驶数据闭环工具链平台产品，公司在常州落地自动驾驶云服务智算中心——常州首个“端管云边”自动驾驶云算力平台，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。

投资建议：公司逐步布局智驾产业，Robotaxi的发展有望引领智驾行业发展。预计公司25-27年的EPS分别为0.72/1.05/1.25元。首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示：智驾行业发展不及预期；行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	561	730	950	1,200
营业收入增长率(%)	7.72%	30.15%	30.14%	26.32%
归母净利润（百万元）	41	96	141	168
净利润增长率(%)	-35.92%	132.73%	46.15%	19.30%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.72	1.05	1.25
市盈率（PE）	111.16	46.92	32.10	26.91

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 立足通信产业，车联网业务打开第二成长曲线.....	5
(一) 深耕通信产业，外延并购进入车联网领域.....	5
(二) 传统业务趋于稳定，战略聚焦向车联网业务转型.....	6
(三) 车联网业务带来盈利能力持续提升.....	8
二、 通信、医疗信息化两大传统主业稳健增长.....	10
(一) IDC 相关产品有望受益于算力中心建设.....	10
(二) 医疗信息化部分产品具备较强竞争力.....	12
三、 智能驾驶有望进入落地元年.....	13
(一) 智能驾驶产业概述.....	13
(二) L3 级自动驾驶量产渐行渐进，车企智算需求旺盛.....	15
(三) 车联网产业高速发展，车路云一体化带来新机遇.....	17
(四) 特斯拉发布 Robotaxi，引领行业发展.....	20
四、 深度布局智驾产业.....	21
五、 投资建议.....	24
六、 风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 公司发展重要事件	5
图表 2: 万马科技股权结构 (2025 年一季报)	6
图表 3: 公司主营业务和主要产品	7
图表 4: 2019-2024 公司主营业务占比	8
图表 5: 公司 2020-2024 年营业收入及同比增速	9
图表 6: 公司 2020-2024 年归母净利润及同比增速	9
图表 7: 公司 2020-2024 分行业及整体毛利率	9
图表 8: 公司 2020-2024 年销售、管理、研发费用率	9
图表 9: 我国在用算力中心机架规模	10
图表 10: 2020-2028 年中国智算中心市场规模及预测 (亿元)	10
图表 11: 我国数据中心行业相关政策	10
图表 12: 公司数据中心相关产品示例	12
图表 13: 公司通信行业部分合作伙伴	12
图表 14: 公司医疗信息化部分产品	13
图表 15: 汽车驾驶自动化分级	14
图表 16: 智能驾驶产业链	15
图表 17: 2022-2024 年乘用车不同级别 ADAS 渗透率 (标配)	16
图表 18: 2022-2024 年乘用车不同动力类型 L2 级及以上渗透率 (标配)	16
图表 19: 部分车企公布 L3 级车辆以上量产计划	16
图表 20: 吉利星睿智算中心 2.0	17
图表 21: 我国乘用车新车车联网功能渗透率 (标配)	18
图表 22: 车路云一体化系统	19
图表 23: 优卡科技部分车企客户	19
图表 24: 特斯拉 Cybercab 产品原型	20
图表 25: 2022-2030E 中国及全球 Robotaxi 市场空间预测	21
图表 26: 优卡科技 ONE SIM 解决方案	22
图表 27: 公司“傲云”自动驾驶解决方案	23

一、立足通信产业，车联网业务打开第二成长曲线

(一)深耕通信产业，外延并购进入车联网领域

通信业务起家，切入车联网蓝海市场。万马科技股份有限公司成立于1997年，主营业务为通信类产品、车联网产品和服务以及医疗信息化产品的研发生产和销售。公司自成立以来即立足于通信设备产业，专注于为通信运营商和广电公司提供传输网和接入网整套通信网络配线及信息化机柜设备、应用解决方案和技术服务。2011年，公司将通信技术应用于医疗信息化领域。2021年，公司通过旗下全资子公司优卡科技收购了果通科技无形资产，正式进入车联网市场。目前车联网相关业务现已成为公司的核心业务，子公司优卡科技是车联网服务行业领先企业，前装产品的车联网连接数和在线数均处行业前列。

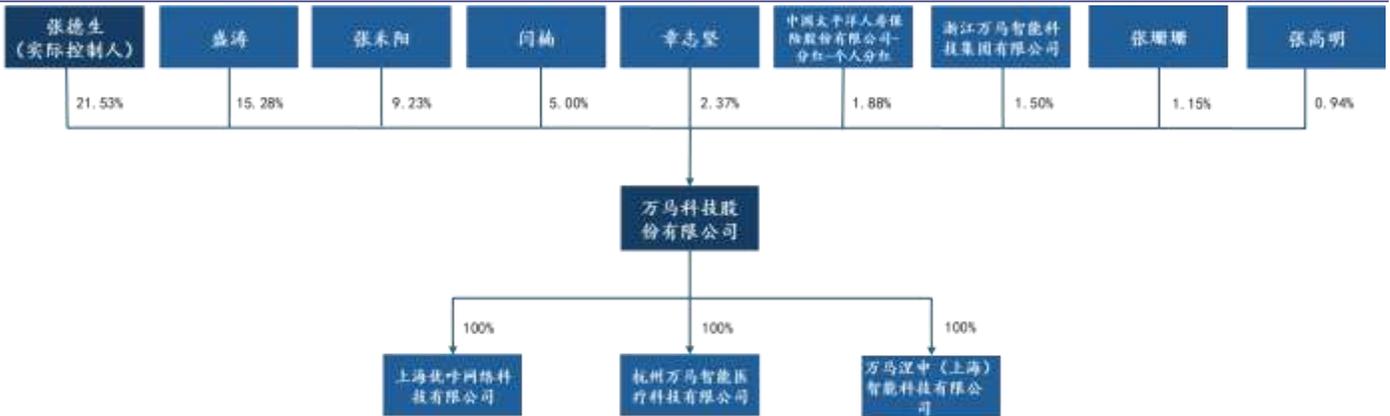
图表1：公司发展重要事件

年份	事件
1997年	公司成立，主营通信类产品的研发、生产及销售
2011年	将通信技术应用于医疗，进军医疗信息化领域
2017年	在深交所创业板上市
2021年	通过全资子公司优卡科技收购果通科技无形资产，正式切入车联网市场
2023年	发布自动驾驶数据闭环工具链平台，布局智算中心，签约吉利、东风等车企
2024年	增资优卡科技6000万元，启动自动驾驶云服务建设项目

资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券整理

公司股权结构较为稳定。根据公司2025年一季报，公司第一大股东张德生持股比例为21.53%，为公司实控人。第二大股东盛涛持股比例为15.28%。公司控股股东万马控股于2021年收购了吉利车联网业务的合作伙伴果通科技后，将其车联网业务开展所需无形资产以关联交易方式出售给子公司优卡科技，目前优卡科技为万马开展车联网业务的主要实体。万马涅申（上海）智能科技有限公司主营智能、机电等设备的销售及相关技术开发服务，杭州万马智能医疗科技有限公司负责医疗器械生产及销售。

图表2：万马科技股权结构（2025 年一季报）



资料来源：iFind，太平洋证券整理

（二）传统业务趋于稳定，战略聚焦向车联网业务转型

公司业务主要分为通信类、医疗信息化、车联网三大板块。目前公司以向车联网业务转型为主要发展战略，传统的通信业务和医疗信息化业务，则会通过进一步深化产品和客户的结构调整，提高原有业务的盈利能力。

1) 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、环网柜、工业机柜等。该产品广泛用于 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、国家电网等众多领域，在行业内保持了较好的市场口碑。2024 年公司通信类业务实现营业收入 1.77 亿元，占公司总营收的比重为 31.53%。

2) 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。该产品主要客户为各大医院。2024 年公司医疗信息化业务实现营业收入 3764.69 万元，占公司总营收的比重为 6.71%。

3) 车联网：公司的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。自 2021 年公司开

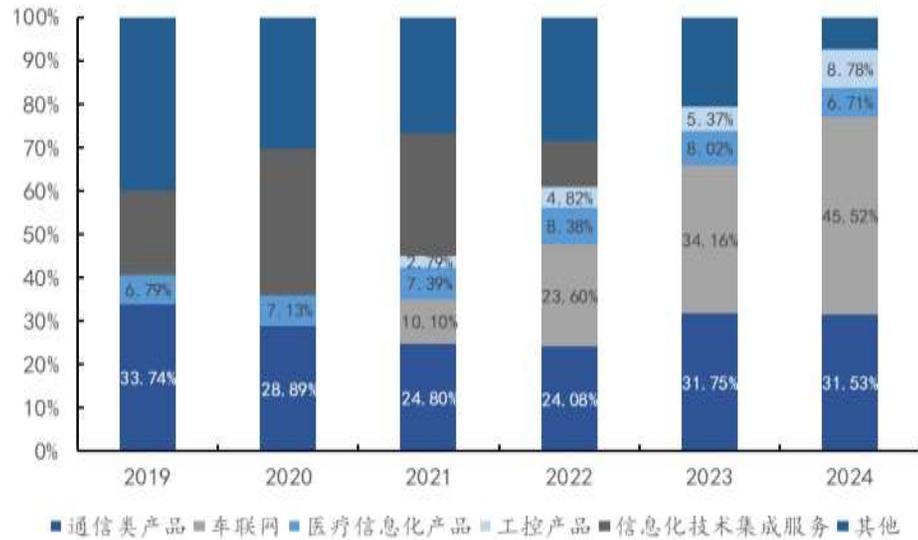
展该业务以来，营收由 2021 年的 5032.22 万元增长至 2024 年的 2.55 亿元，占公司总营收的比重由 10.10% 提升至 45.52%。

图表3：公司主营业务和主要产品

业务板块	产品大类	具体产品
通信事业部	移动基站类	5G 用一体化柜、5G 用室内柜、5G 用室外柜、户外通信机柜、网络柜、通信设备用综合集装架
	光通信类	5G 拉远跳线、GPX129 光纤配线架、光纤总配线架、接入层光纤配线架、光缆交接箱、无跳接式光缆交接箱、光缆接头盒、光纤分纤箱、分配箱、光器件
	配电类	低压成套配电柜、配电箱
	行业客户类	纯钣金产品、综合布线集成产品
	解决方案	IDC 机柜解决方案、数据中心资产管理工作站、一体化微型模块化数据中心、微模块数据中心解决方案
医疗事业部	医院信息化	手术室行为管理系统解决方案、全院织物管理解决方案、高值耗材管理解决方案、智慧病区解决方案、其他分类产品
	医疗系统软件	护理管理信息系统、门/急诊输液系统、护理信息屏系统、医院移动运送系统、移动护理信息系统、全医嘱执行系统
	解决方案	移动医疗护理工作站方案、移动查房工作站方案、移动收费工作站方案、手术室智能行为方案、医院智能银库方案
车联网	/	自动驾驶数据闭环平台、车联网连接管理平台（CMP）、车联网业务管理平台（MNO）、车联网运营平台（TOSP）

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：2019-2024 公司主营业务占比

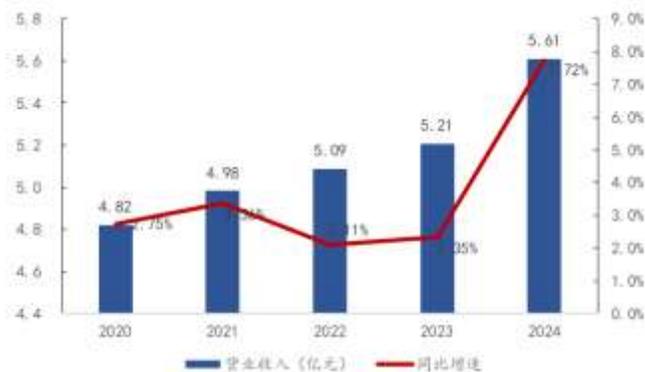


资料来源：iFind，太平洋证券整理

(三) 车联网业务带来盈利能力持续提升

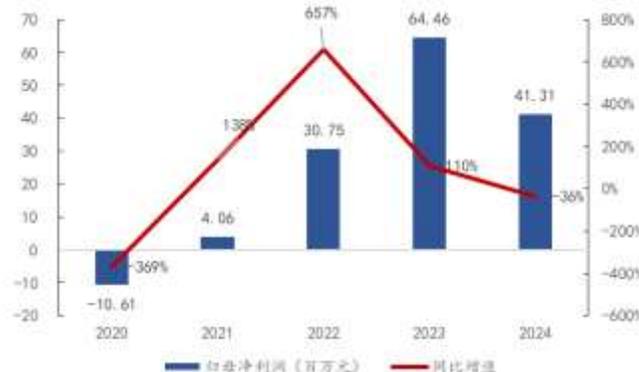
收入稳中向好，利润有所波动。2019 年-2023 年，公司营业收入同比增速稳定在 2-3%左右。自 2021 年公司切入车联网领域以来，盈利能力得到大幅改善，利润连续三年实现大幅增长。公司 2024 年实现营业收入 5.61 亿元，较上年同期增长 7.72%；归属于上市公司股东的净利润为 4,130.75 万元，较上年同期下降 35.92%，主要受项目实施周期及业务拓展投入等因素影响。得益于车联网业务以及通信业务收入较上年同期大幅增长，公司 2025 年一季度业绩向好，实现单季度收入同比增长 78.24%；归属于上市公司股东的净利润同比增长 237.89%。

图表5: 公司 2020-2024 年营业收入及同比增速



资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

图表6: 公司 2020-2024 年归母净利润及同比增速

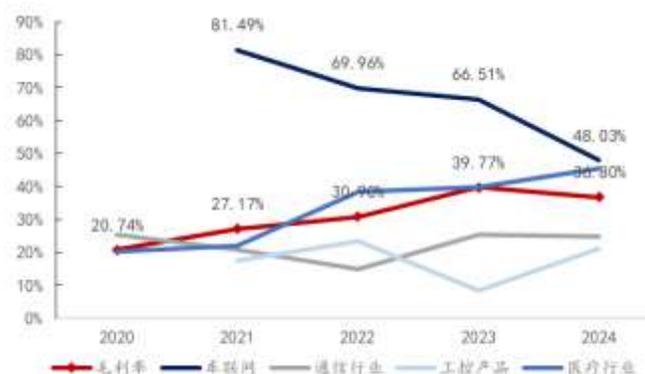


资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

车联网业务高增长带来毛利率持续改善。公司自 2021 年开展车联网业务以来, 该板块收入高速增长, 占营收比重从 2021 年的 10.1% 跃升至 2024 年的 45.52%。2021-2024 年, 公司的车联网业务毛利率分别为 81.49%、69.96%、66.51%、48.03%, 毛利贡献已经超过传统业务, 带动公司整体的毛利率也由 2020 年的 20.74% 提升到了 2024 年的 36.8%。

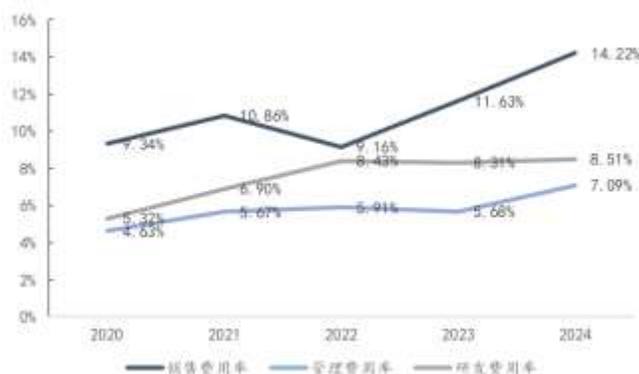
公司费用率整体较为稳健, 重视研发投入。公司始终把技术研发作为核心战略, 研发费用率从 2019 年以来稳步上升, 2024 年研发费用率提升至 8.51%, 推动“自动驾驶数据闭环平台工具链”等技术突破, 强化车联网业务竞争力。截至 2024 年年末, 公司共有研发人员 100 余人, 拥有 200 余项专利技术及软件著作权。

图表7: 公司 2020-2024 分行业及整体毛利率



资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

图表8: 公司 2020-2024 年销售、管理、研发费用率



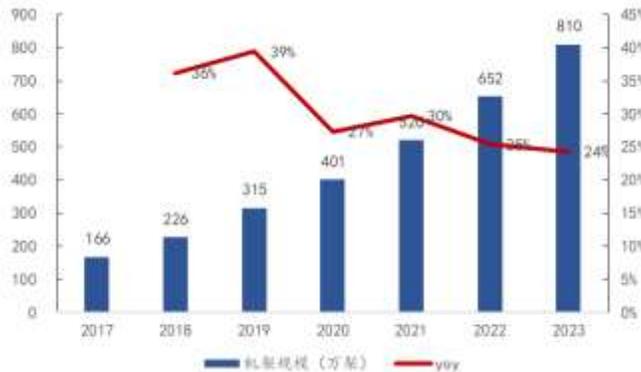
资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

二、通信、医疗信息化两大传统主业稳健增长

(一) IDC 相关产品有望受益于算力中心建设

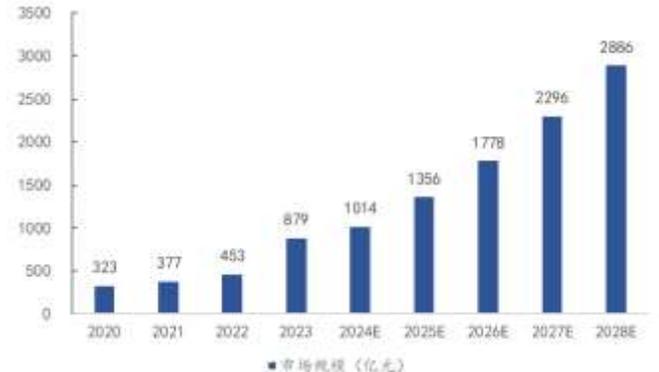
数据中心是云计算、人工智能的重要载体，生成式 AI 带来新的增长动力。2022 年起生成式人工智能大模型推向市场，在国内引起 AIGC 发展热潮，大模型训练对智能算力的需求迅速攀升。根据信通院数据，截至 2023 年底，我国在用算力中心机架总规模达到 810 万标准机架，同比增长 24.2%，国内算力中心总体平均上架率达 66%。我国算力总规模超过 230 EFLOPS，其中智能计算占比近 30%。根据《中国智算中心产业发展白皮书（2024 年）》，2023 年中国智算中心市场投资规模达 879 亿，同比增长 90% 以上。随着 AI 大模型的商业化，算力需求快速增长，有望带动算力中心建设加速。预计 2028 年中国智算中心市场投资规模有望达到 2886 亿元，5 年复合增速达到 27%。

图表9：我国在用算力中心机架规模



资料来源：中国信通院，开放数据中心委员会（ODCC），太平洋证券整理

图表10：2020-2028 年中国智算中心市场规模及预测(亿元)



资料来源：《中国智算中心产业发展白皮书（2024 年）》，太平洋证券整理

政策为数据中心建设提供有力支持。近年来，我国将数据中心建设纳入新基建的重点领域，陆续出台了多项政策鼓励数据中心行业的发展与创新。例如，《《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》、《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》等，为数据中心行业的发展提供了有力的政策保障。

图表11：我国数据中心行业相关政策

政策名称	颁布主体	颁布时间	主要内容
《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》	中国证监会	2025 年 2 月	支持人工智能、数据中心、智慧城市等新型基础设施以及科技创新产业园区等领域项目发行 REITs。

《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	国家发改委等部门	2024年7月	到2025年底，全国数据中心布局更加合理，整体上架率不低于60%，国家枢纽节点地区各类新增算力占全国新增算力的60%以上，稳步提升新建数据中心单位算力能效水平，新建及改扩建数据中心需符合能效限定值和能效等级的要求，推动数据中心绿色低碳发展。
《深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》	国家发改委等五部门	2023年12月	提出到2025年底，综合算力基础设施体系初步成型。国家枢纽节点地区各类新增算力占全国新增算力的60%以上，国家枢纽节点算力资源利用率显著超过全国平均水平；1ms时延城市算力网、5ms时延区域算力网、20ms时延跨国家枢纽节点算力网在示范区域内初步实现。
《算力基础设施高质量发展行动计划》	工信部、中央网信办等六部门	2023年10月	明确了“多元供给，优化布局；需求牵引，强化赋能；创新驱动，汇聚合力；绿色低碳，安全可靠”的基本原则，从算力、运载力、存储力以及应用赋能四个方面提出了到2025年发展量化指标。
《数字中国建设整体布局规划》	中共中央、国务院	2023年2月	按照“2522”的整体框架进行布局，到2025年，基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局，数字中国建设取得重要进展。系统优化算力基础设施布局，促进东西部算力高效互补和协同联动，引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

互联网厂商和运营商加大对算力基建的资本开支。阿里巴巴宣布未来三年将投入 3800 亿元用于云和 AI 基础设施建设；字节跳动 2024 年的资本开支达到 800 亿人民币，2025 年有望达到 1600 亿元，大部分投向算力采购和 IDC 基础设施建设。中国移动 2025 年计划在算力领域投资 373 亿元，同时对推理资源的投资不设上限；中国联通 2025 年预计固定资产投资在人民币 550 亿元左右，其中算力投资同比增长 28%，并为人工智能重点基础设施和重大工程专项作了特别预算安排。

公司与运营商深度合作，产品落地多个大型数据中心项目。公司为国内数据中心解决方案的领先企业，业务范围覆盖数据中心的建设与运营服务和 IDC 设备的研发、生产与销售。公司的模块化数据中心，IDC 机柜、机房及其他配套组合产品可广泛用于数据中心建设。公司为包括中国电信、中国移动、中国联通、中国铁塔等行业头部企业提供机柜机房，并为浙江联通德清数据中心阿里项目、杭州杭钢云计算数据中心有限公司提供数据中心机房配套产品服务，产品得到行业认可。同时，公司近两年来在确保传统市场稳固的前提下通过引进人才、组建团队、开发针对算力客户的产品等方式大力拓展以提供算力服务的第三方 IDC 客户，从而实现快速切入智算数据中心的市場。随着运营商、互联网算力建设加速，公司相关产品有望迎来需求的快速增长。

图表12：公司数据中心相关产品示例



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表13：公司通信行业部分合作伙伴



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(二) 医疗信息化部分产品具备较强竞争力

政策支持叠加智能化转型，医疗信息化市场有望持续增长。2024年3月，国务院办公厅发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》提出，到2027年，医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上；并要求加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。2024年6月，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》，要求探索建立医保、医疗、医药统一高效的政策协同、信息联通、监管联动机制。改善基层医疗卫生机构基础设施条件，推广智慧医疗辅助信息系统。据前瞻网和IDC数据，2028年医疗信息化市场规模超1400亿元，2022-2028年复合增长率14%。目前，中国医疗信息化市场正在从信息化到智能化迈进，基于大数据、人工智能实现辅助诊断、健康管理等，在政策的支持刺激下，公司医疗信息化产品拥有市场增长空间。

公司的医疗信息化产品种类丰富，并在不断顺应市场需要进行调整和更新。公司的手术行为管理系统、织物管理系统、耗材管理系统等目前已推向各大医院，使用效果较好。其中，公司的手术室行为管理系统目前市场占有率位居首位。

图表14：公司医疗信息化部分产品



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

三、智能驾驶有望进入落地元年

(一) 智能驾驶产业概述

什么是智能驾驶？依据 2021 年颁布的《汽车驾驶自动化分级》国家标准，智能驾驶技术按自动化程度的高低，被分为 L0 到 L5 六个级别。其中，L0-L2 属于驾驶辅助阶段，智能驾驶系统作为“助手”的角色为人类驾驶员提供探测、预警和控制等帮助，L3-L5 属于高阶自动驾驶阶段，智能驾驶系统承担主要的车辆驾驶职责和相应的责任，只有在特定的情况下才会要求驾驶员作为后援接管车辆，或者无需驾驶员接管。

图表15：汽车驾驶自动化分级

	驾驶员为主导方			自动驾驶系统为主导方		
	应急辅助 L0	部分驾驶辅助 L1	组合驾驶辅助 L2	有条件自动驾驶 L3	高度自动驾驶 L4	完全自动驾驶 L5
定义	具备驾驶任务中部分事件探测和响应能力	具备车辆持续横向或纵向运动控制能力	具备车辆持续横向和纵向运动控制能力	在特定范围内，系统持续执行全部驾驶任务	在特定范围内，系统持续执行全部驾驶任务并执行最小风险决策	在任何范围内，系统持续执行全部驾驶任务并执行最小风险决策
说明	车道偏离预警 自动紧急刹车	车道居中 自适应巡航	自动超车 高速/城市NOA	驾驶员时刻做好接管车辆的准备	驾驶员可不进行车辆接管	驾驶员可不进行车辆接管
当前状况	完全普及，各类汽车的标配		技术较为成熟，大规模商用并持续提升渗透	技术基本可以实现，处在商业化探索阶段	技术仍在探索阶段，特定场景试点落地	暂无明确实现计划

资料来源：《GB/T 40429-2021 汽车驾驶自动化分级》，汽车之家研究院，太平洋证券整理

智能驾驶产业链主要由上游各类核心技术、中游整车制造和下游应用场景构成。1) 上游：主要包括激光雷达、毫米波雷达及高清摄像头等感知设备、芯片、云平台、通信设备、网络、高精地图及智能驾驶解决方案等供应商。2) 中游：主要包括各大主机厂，以及车路云项目运营商，目前处在商业模式落地阶段，随着智驾汽车渗透提升，各大主机厂均在积极探索盈利模式；3) 下游：主要包括 robotaxi、智慧物流、智慧园区等应用场景，目前仍处在探索阶段，部分场景完成小范围商业化落地。

图表16：智能驾驶产业链

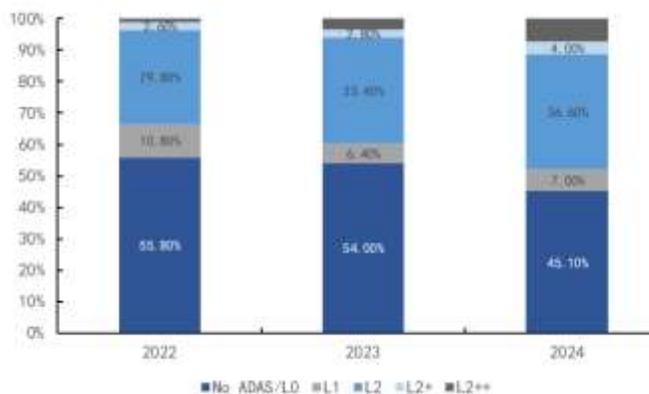


资料来源：汽车之家研究院，太平洋证券整理

(二)L3级自动驾驶量产渐行渐进，车企智算需求旺盛

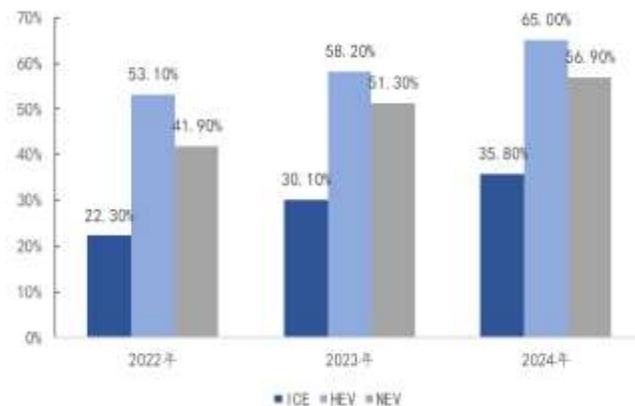
L2级以上辅助驾驶渗透率快速提升。根据盖世汽车数据，国内新车L2级及以上辅助驾驶装配量达1098.2万辆，L2级及以上辅助驾驶渗透率为47.9%。分动力类型来看，新能源车L2及以上渗透率为56.9%，高于燃油车。2024年以NOA为代表的高阶智驾功能前装标配167.8万辆，前装搭载率升至7.3%，其中，城市NOA渗透率为1.52%，2025年将会大幅增长。

图表17：2022-2024 年乘用车不同级别 ADAS 渗透率 (标配)



资料来源：盖世汽车研究院，太平洋证券整理

图表18：2022-2024 年乘用车不同动力类型 L2 级及以上渗透率 (标配)



资料来源：盖世汽车研究院，太平洋证券整理

L3 级自动驾驶量产时间表渐近，智驾行业在 2025 年有望迎来拐点。从需求端看，消费者对自动驾驶的接受度在不断提高。高阶智驾系统的有无和好用与否，已经成为影响购车的重要因素。从车企端看，智能化已经成为车企新的竞争焦点，主机厂纷纷加大投入推动高阶智驾系统的量产化。目前，广汽、理想、小鹏、尊界等多个汽车品牌公布将在 2025 年量产 L3 级自动驾驶车辆，奇瑞、极氪等企业也透露将于 2026 年推出 L3 级自动驾驶车辆。

图表19：部分车企公布 L3 级车辆以上量产计划

车企	量产计划
小鹏	2025 年下半年将实现 L3 自动驾驶的软件能力和体验，2026 年将规模量产支持 L4 级别低速场景无人驾驶的车型
广汽	2025Q4 启动 L3 级别自动驾驶车型量产上市销售，2026 年将加快量产上市节奏，推出更多的 L3 级自动驾驶产品
奇瑞	2026 年实现量产 L3 级自动驾驶车辆，并发布猎鹰智驾系统
理想	2025 年内实现 L3 级自动驾驶，MindVLA7 月上车
鸿蒙智行	2025Q3 将推送 ADS4.0 具备 L3 级自动驾驶能力
极氪	推出 L3 级智能驾驶技术架构，并首发搭载在上海车展即将亮相的极氪 9X 光辉版车型，计划在 2026 年实现量产 L3 级自动驾驶车辆

资料来源：财联社，太平洋证券整理

高级辅助驾驶系统技术发展迅速，数据闭环及智算需求旺盛。随着辅助驾驶系统技术持续向高级别跃升，相应车辆数据呈指数级增长，对数据处理以及存储需求激增。同时，端到端大模型和车路云协同的普及带来了算力需求的持续加码、对数据闭环能力的愈发看重，数据与算力将成为企业新的核心竞争力和壁垒。当前头部车企与云服务商正加速布局高算力基础设施，以支撑

端到端大模型与多模态感知算法的迭代需求。

车企大力投入智算中心建设。特斯拉 Dojo 超 10 万英伟达 H100/H200 AI 芯片提供算力支持，总计算能力或超 100 Eflops。特斯拉通过全球上百万辆车实时回传数据，构建了全球最大的自动驾驶数据库，依托 Dojo 超算中心，每天完成海量数据训练。国内智驾头部玩家也均建立了自动驾驶算力中心。如小鹏汽车在乌兰察布建成了“扶摇”智算中心；蔚来在合肥建成了“蔚来云”智算中心；华为智驾 ADS 3.0 训练算力达 5EFLOPS，每天学习 3500 万公里；吉利联合生态伙伴成立了“智能汽车算力联盟”——星睿智算中心 2.0，算力资源超越了万卡级别，综合算力提升到了 23.5EFLOPS。

图表20：吉利星睿智算中心 2.0

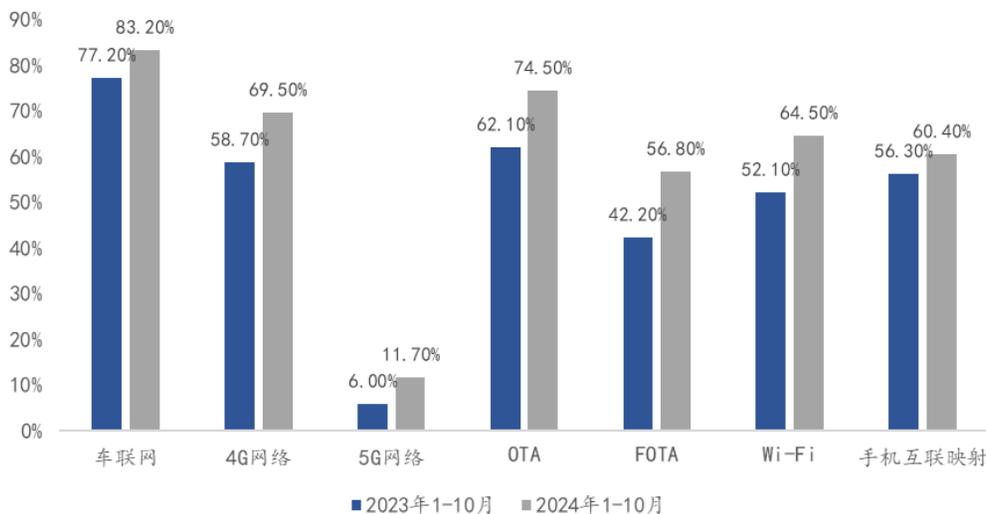


资料来源：36 氪，太平洋证券整理

(三) 车联网产业高速发展，车路云一体化带来新机遇

车联网进入高速发展阶段，渗透率快速提升。根据盖世汽车数据，2024 年 1-10 月，我国乘用车新车车辆联网渗透率达 83.2%，相较 2023 年同期的 77.2% 呈现持续快速增长。其中，5G 搭载率约 11.7%。2024 年 12 月，国务院等印发《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》，要求深入推进“第五代移动通信（5G）+车联网”发展，逐步稳妥推广应用辅助驾驶、自动驾驶，加快布设城市道路基础设施智能感知系统，提升车路协同水平。根据佐思汽研统计，2024 年 5G 车型销量达到 359 万辆，装车率约 15.4%。预计到 2027 年中国乘用车 5G 模组装车 785.6 万辆（上险），装车率将达 35.6%。

图表21：我国乘用车新车车联网功能渗透率（标配）

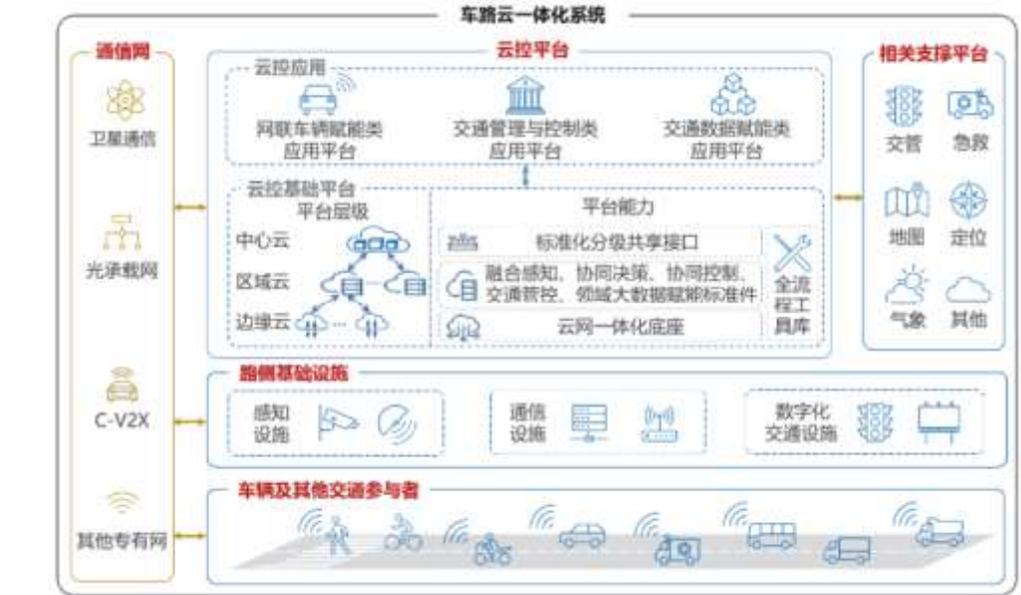


资料来源：盖世汽车研究院，太平洋证券整理

车路云一体化带来新机遇。车路云一体化系统（Vehicle-Road-Cloud Integrated System, VRCIS）是通过新一代信息与通信技术将人、车、路、云的物理空间和信息空间融合为一体，基于系统协同感知、决策与控制，实现智能网联汽车交通系统安全、节能、舒适及高效运行的信息物理系统。其解决了单一车辆感知能力的限制和信息孤岛现象，通过实时共享交通数据和协同决策，最大化自动驾驶的安全性能和运作效率。

2024年7月，工信部等五部门联合公布了智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市名单，包括北京、上海、重庆等20座城市，为相关产业的发展带来了新的机遇。中国汽车工程学会等机构发布的《车路云一体化智能网联汽车产业产值增量预测》报告显示，在中性预期情景下，2025年、2030年车路云一体化智能网联汽车产业产值增量预计为7,295亿元、25,825亿元，年均复合增长率为28.8%，给产业内企业带来广阔的发展空间。

图表22：车路云一体化系统



资料来源：《车路云一体化系统白皮书》，太平洋证券整理

公司当前是国内领先的车联网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。公司凭借自身车联网连接管理业务的突出的技术优势以及快速响应的服务能力，成功与吉利、理想、上汽、东风、岚图、智己、高合等知名汽车厂商建立紧密的合作关系。

图表23：优咔科技部分车企客户



资料来源：优咔科技官网，太平洋证券整理

(四) 特斯拉发布 Robotaxi，引领行业发展

特斯拉发布 Robotaxi。2024 年 10 月 11 日，特斯拉在“WE, ROBOT”发布会上发布了名为 Cybercab 的双门 Robotaxi，Cybercab 没有方向盘和踏板，预计在 2026 年之前大规模量产。依托特斯拉的纯视觉解决方案实现自动驾驶，预计制造成本低于 3 万美元。

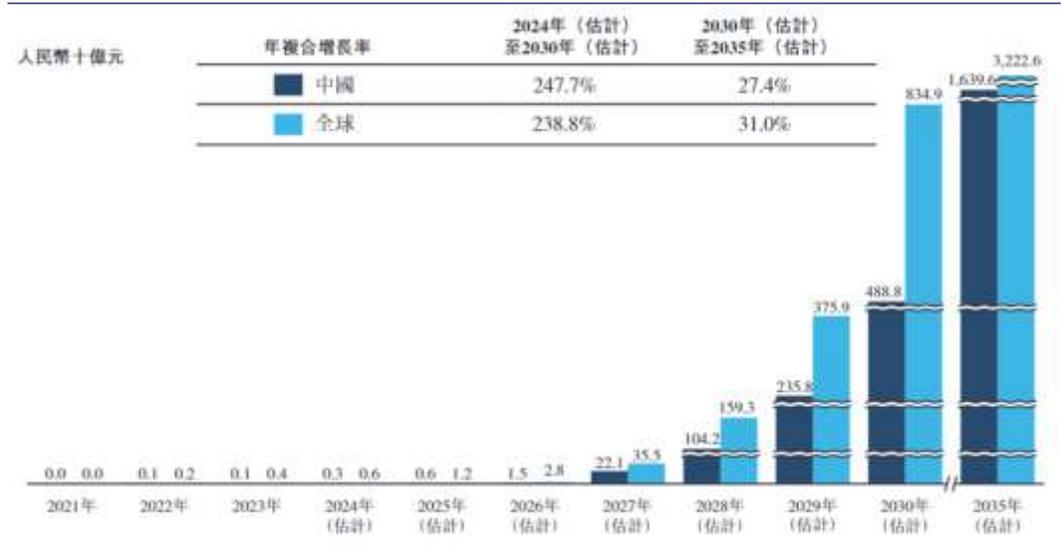
图表24：特斯拉 Cybercab 产品原型



资料来源：特斯拉官网，太平洋证券整理

Robotaxi 有望逐步取代传统出租车/网约车市场。随着 Robotaxi 的出行服务成本降至低于有人驾驶出租车，届时将迎来大规模商业化落地的拐点。随着 Robotaxi 成本持续下降至低于个人私家车出行，叠加不断升级的智能化体验，有望释放更大规模的需求空间。Frost&Sullivan 预测，到 2030 年，Robotaxi 将在全球范围内广泛采用，市场规模达到 8249 亿元；预计 2030 年 Robotaxi 在中国智慧出行的渗透率将达到 31.8%，市场规模达到 4888 亿元。

图表25：2022-2030E 中国及全球 Robotaxi 市场空间预测



资料来源：Frost&Sullivan，如祺出行招股说明书，太平洋证券整理

四、深度布局智驾产业

公司打造“揽海”全球车联 ONE SIM 一站式解决方案。通过车联网专网及连接管理平台，凭借自主的 eSIM 及 5G 双卡等技术赋能汽车网联，在全球范围内提供包括连接管理、车联运维、流量运营、全球洞察及合规管理服务，帮助车企简化供应链管理、降低管理运维成本、丰富业务运营能力并提升海外联网服务质量，通过一张物料、一个平台、一次对接，实现全球一卡通用，助力车企拓展全球市场。同时根据车企需求，帮助主机厂商建立连接管理平台（CMP）、车联网业务管理平台（MNO）、车联网运营平台（TOSP）。

图表26：优卡科技 ONE SIM 解决方案



资料来源：优卡科技官网，太平洋证券整理

自研“遨云”自动驾驶解决方案。该方案为“端管云边”一体化协同架构，拥有自动驾驶数据闭环工具链平台产品，基于算力、存储等底层能力，可满足现有车企客户自动驾驶/高阶辅助驾驶产品开发（如端到端大模型）中的数据闭环需求，帮助主机厂客户构建自主可控的自动驾驶数据处理（涵盖数据“采集-处理-标注-训练-仿真”的全链路闭环）、算法训练及仿真平台，加速汽车主机厂自动驾驶算法的研发与迭代，助力车企客户快速实现高级别自动驾驶的自主研发。

图表27：公司“傲云”自动驾驶解决方案

“傲云”自动驾驶解决方案



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

落地智算中心。结合运营商安全可信的国家云的背书、NVIDIA 最新的智算架构，公司在常州落地自动驾驶云服务智算中心——常州首个“端管云边”自动驾驶云算力平台，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）。

前瞻适配 DeepSeek 大模型。优咔“傲云”大模型应用平台中，已全面开展包括 R1 在内的 DeepSeek 全系列模型适配工作，以满足不同规模参数量模型的个性化部署需求。目前可一键本地部署体验 DeepSeek，近期将开放微调功能。优咔科技正在与战略合作伙伴一起，针对优咔常州智算中心的算力及网络架构，对 DeepSeek-R1 模型进行针对性的优化工作。

与阿联酋运营商 Etisalat 深化合作，探索智驾业务海外化。2025 年 5 月 19 日，阿联酋电信与科技巨头 Etisalat by e&（简称“Etisalat”）代表团到访优咔科技上海总部，双方未来将围绕三大方向深化合作：全球车联服务在阿联酋的落地，为中国车企提供符合 GCC 国家法规的“连接+数据”合规方案；高可靠低延时车联网络建设。通过 Etisalat 在阿联酋领先的 5G SA 网络，建设边缘服务节点，结合优咔智驾平台，共同推动阿联酋的无人驾驶运营基础设施服务能力。

五、 投资建议

公司逐步布局智驾产业，Robotaxi 的发展有望引领智驾行业发展。预计公司 25-27 年的 EPS 分别为 0.72/1.05/1.25 元。首次覆盖给与“买入”评级。

六、 风险提示

智驾行业发展不及预期；行业竞争加剧。

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	155	63	82	45	16
应收和预付款项	357	503	652	847	1,070
存货	64	68	75	95	122
其他流动资产	37	68	44	59	76
流动资产合计	614	702	852	1,046	1,284
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	67	109	104	99	93
在建工程	1	0	0	0	0
无形资产开发支出	51	51	46	41	36
长期待摊费用	14	14	13	12	11
其他非流动资产	763	915	1,043	1,231	1,462
资产总计	895	1,088	1,206	1,382	1,602
短期借款	85	65	65	65	65
应付和预收款项	191	256	301	381	488
长期借款	0	46	46	46	46
其他负债	148	240	289	349	420
负债合计	424	606	700	841	1,018
股本	134	134	134	134	134
资本公积	159	159	159	159	159
留存收益	179	189	213	249	292
归母公司股东权益	472	482	506	542	585
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	472	482	506	542	584
负债和股东权益	895	1,088	1,206	1,382	1,602

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	8	-8	68	69	97
投资性现金流	14	-70	24	-1	0
融资性现金流	39	-10	-73	-105	-125
现金增加额	62	-90	19	-37	-28

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	521	561	730	950	1,200
营业成本	314	354	450	570	730
营业税金及附加	4	5	7	10	12
销售费用	61	80	88	114	144
管理费用	30	40	51	67	84
财务费用	-1	5	0	0	0
资产减值损失	-2	-4	0	0	0
投资收益	0	3	4	5	6
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	73	42	98	143	170
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	73	42	98	143	170
所得税	9	1	1	2	3
净利润	64	41	96	140	167
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	64	41	96	141	168

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	39.77%	36.80%	38.36%	40.00%	39.17%
销售净利率	12.38%	7.36%	13.17%	14.79%	13.97%
销售收入增长率	2.35%	7.72%	30.15%	30.14%	26.32%
EBIT 增长率	97.16%	-41.27%	131.21%	46.15%	19.30%
净利润增长率	109.63%	-35.92%	132.73%	46.15%	19.30%
ROE	13.67%	8.57%	18.98%	25.92%	28.67%
ROA	7.47%	4.16%	8.37%	10.84%	11.22%
ROIC	11.29%	6.76%	15.08%	20.88%	23.43%
EPS (X)	0.48	0.31	0.72	1.05	1.25
PE (X)	76.04	111.16	46.92	32.10	26.91
PB (X)	10.37	9.58	8.91	8.32	7.72
PS (X)	9.39	8.23	6.18	4.75	3.76
EV/EBITDA (X)	54.11	72.76	37.74	27.64	23.81

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。