

万通智控 (300643.SZ)

强烈推荐 (维持)

获得深明奥思独家授权，进军具身智能大脑领域

事件：公司与深明奥思签订《板卡具身智能领域独家授权销售及合作合同》，深明奥思授权万通智控在具身智能大模型域控领域，在全球范围内，独家制作并销售基于甲方的大模型芯片 Fellow 1 制作的板卡，授权时间为 5 年。

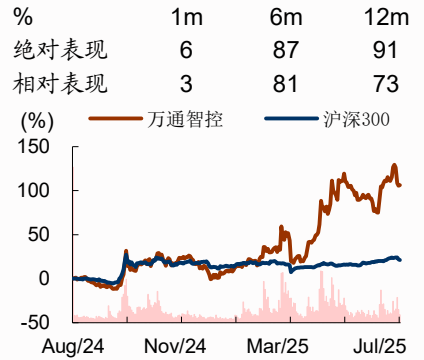
- 正式进军具身智能大脑域控领域，与深明奥思深度绑定。具身智能大脑负责感知、理解、规划与决策，相当于人类的“高级认知系统”，是行业发展的胜负手。公司长期积累的板卡、软件、算法以及大客户的服务经验为公司进入该领域打好基础，与深明奥思的深度绑定为后续发展打开空间。
- 大脑域控行业有特殊要求，未来空间大。大脑域控为端侧产品，功能为 AI 推理，要求低延迟、低功耗和低成本，与云端产品有较大不同，需要更新的架构设计以实现上述要求。GrandView Research 预测，端侧 AI 市场 2024 年规模约为 207.8 亿美元，到 2030 年将增加至 664.7 亿美元，市场处于爆发式发展阶段。从全球发展来看，Groq、Tenstorrent 等初创公司处于快速发展阶段，Meta、google 等巨头也在加速研发自身推理芯片产品，行业公司均通过存算一体、架构革新等方式推动产品更具竞争力。
- 深明奥思与万通有深厚的客户资源与行业积累。深明奥思与万通智控管理层持续深耕汽车行业，客户资源丰富。深明奥思董事长张强拥有接近 30 年的汽车电子及汽车半导体行业经验，曾在德尔福汽车电子、飞利浦半导体、英飞凌、飞思卡尔及恩智浦等企业任职，同时有丰富的创业经验，是行业老兵。公司后续将重点发力陪护类与工业级机器人。
- 万通智控 25H1 业绩超预期。公司推动技术革新，TPMS 与 NLP 产品持续放量带动公司业绩上行，根据公司业绩预告，公司 25H1 净利润同比增长 45%-65%。
- 维持“强烈推荐”投资评级，上调业绩预测。基于 TPMS 与 NLP 的持续放量，上调 2025~2027 年收入至 13.13 亿、15.90 亿、19.18 亿元，同比增长 21%、21%、21%；实现归母净利润分别为 1.86 亿、2.43 亿、3.18 亿，同比增长 50%、31%、31%，对应当前市值 PE 为 28.3/21.6/16.5 倍，维持公司“强烈推荐”评级。
- 风险提示：原材料价格波动的风险、国际贸易保护政策导致的境外市场销售风险、机器人量产进展不及预期。

TMT 及中小盘/中小市值  
目标估值：NA  
当前股价：22.7 元

基础数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总股本 (百万股)    | 231          |
| 已上市流通股 (百万股) | 231          |
| 总市值 (十亿元)    | 5.2          |
| 流通市值 (十亿元)   | 5.2          |
| 每股净资产 (MRQ)  | 5.2          |
| ROE (TTM)    | 11.2         |
| 资产负债率        | 20.3%        |
| 主要股东         | 杭州万通智控控股有限公司 |
| 主要股东持股比例     | 43.55%       |

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《万通智控 (300643) —NLP 成功认证推动车联网发展，TPMS 迎来新机遇》2025-04-28

董瑞斌 S1090516030002  
dongruibin@cmschina.com.cn  
郑晓刚 S1090517070008  
zhengxiaogang@cmschina.com.cn

财务数据与估值

| 会计年度       | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 1068 | 1083 | 1313  | 1590  | 1918  |
| 同比增长       | -0%  | 1%   | 21%   | 21%   | 21%   |
| 营业利润(百万元)  | 132  | 145  | 217   | 284   | 371   |
| 同比增长       | -20% | 10%  | 49%   | 31%   | 31%   |
| 归母净利润(百万元) | 120  | 124  | 186   | 243   | 318   |
| 同比增长       | -10% | 3%   | 50%   | 31%   | 31%   |
| 每股收益(元)    | 0.52 | 0.53 | 0.80  | 1.05  | 1.38  |
| PE         | 43.8 | 42.5 | 28.3  | 21.6  | 16.5  |
| PB         | 5.0  | 4.6  | 4.1   | 3.5   | 3.0   |

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 779         | 851         | 1044        | 1306        | 1629        |
| 现金             | 249         | 254         | 358         | 505         | 695         |
| 交易性投资          | 62          | 105         | 105         | 105         | 105         |
| 应收票据           | 10          | 10          | 12          | 15          | 18          |
| 应收款项           | 234         | 220         | 267         | 323         | 389         |
| 其它应收款          | 6           | 9           | 11          | 13          | 16          |
| 存货             | 188         | 228         | 261         | 309         | 363         |
| 其他             | 30          | 25          | 30          | 36          | 44          |
| <b>非流动资产</b>   | 636         | 616         | 582         | 552         | 526         |
| 长期股权投资         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 436         | 414         | 394         | 377         | 362         |
| 无形资产商誉         | 144         | 140         | 126         | 114         | 102         |
| 其他             | 56          | 62          | 62          | 62          | 62          |
| <b>资产总计</b>    | <b>1415</b> | <b>1467</b> | <b>1626</b> | <b>1858</b> | <b>2155</b> |
| <b>流动负债</b>    | 285         | 282         | 289         | 330         | 377         |
| 短期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应付账款           | 173         | 192         | 220         | 260         | 306         |
| 预收账款           | 2           | 2           | 3           | 3           | 4           |
| 其他             | 110         | 87          | 66          | 67          | 68          |
| <b>长期负债</b>    | 61          | 40          | 40          | 40          | 40          |
| 长期借款           | 19          | 2           | 2           | 2           | 2           |
| 其他             | 42          | 38          | 38          | 38          | 38          |
| <b>负债合计</b>    | <b>346</b>  | <b>321</b>  | <b>329</b>  | <b>370</b>  | <b>417</b>  |
| 股本             | 230         | 231         | 231         | 231         | 231         |
| 资本公积金          | 400         | 406         | 406         | 406         | 406         |
| 留存收益           | 428         | 509         | 658         | 845         | 1091        |
| 少数股东权益         | 11          | 0           | 3           | 6           | 11          |
| 归属于母公司所有者权益    | 1058        | 1145        | 1294        | 1482        | 1727        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>1415</b> | <b>1467</b> | <b>1626</b> | <b>1858</b> | <b>2155</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2023       | 2024     | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|----------------|------------|----------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 128        | 172      | 175        | 216        | 275        |
| 净利润            | 123        | 125      | 188        | 247        | 323        |
| 折旧摊销           | 52         | 57       | 64         | 61         | 57         |
| 财务费用           | (4)        | (2)      | (7)        | (7)        | (7)        |
| 投资收益           | (8)        | (3)      | (11)       | (11)       | (11)       |
| 营运资金变动         | (27)       | 0        | (60)       | (74)       | (87)       |
| 其它             | (9)        | (5)      | 0          | 0          | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | (64)       | (83)     | (20)       | (20)       | (20)       |
| 资本支出           | (78)       | (34)     | (31)       | (31)       | (31)       |
| 其他投资           | 14         | (49)     | 11         | 11         | 11         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (64)       | (87)     | (51)       | (49)       | (66)       |
| 借款变动           | 1057       | (56)     | (21)       | 0          | 0          |
| 普通股增加          | 0          | 1        | 0          | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | 7          | 6        | 0          | 0          | 0          |
| 股利分配           | (1141)     | (37)     | (37)       | (56)       | (73)       |
| 其他             | 13         | (1)      | 7          | 7          | 7          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(0)</b> | <b>2</b> | <b>104</b> | <b>148</b> | <b>189</b> |

利润表

| 单位：百万元           | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b>     | 1068 | 1083 | 1313  | 1590  | 1918  |
| 营业成本             | 734  | 709  | 813   | 961   | 1128  |
| 营业税金及附加          | 6    | 6    | 7     | 9     | 11    |
| 营业费用             | 54   | 57   | 70    | 84    | 102   |
| 管理费用             | 105  | 126  | 153   | 185   | 223   |
| 研发费用             | 53   | 47   | 66    | 79    | 96    |
| 财务费用             | (6)  | (5)  | (7)   | (7)   | (7)   |
| 资产减值损失           | (4)  | (8)  | (5)   | (5)   | (5)   |
| 公允价值变动收益         | (1)  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益             | 7    | 7    | 7     | 7     | 7     |
| 投资收益             | 8    | 3    | 3     | 3     | 3     |
| <b>营业利润</b>      | 132  | 145  | 217   | 284   | 371   |
| 营业外收入            | 1    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出            | 0    | 3    | 3     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>      | 132  | 143  | 215   | 282   | 368   |
| 所得税              | 9    | 17   | 26    | 35    | 45    |
| 少数股东损益           | 3    | 2    | 3     | 4     | 5     |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 120  | 124  | 186   | 243   | 318   |

主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | -0%   | 1%    | 21%   | 21%   | 21%   |
| 营业利润           | -20%  | 10%   | 49%   | 31%   | 31%   |
| 归母净利润          | -10%  | 3%    | 50%   | 31%   | 31%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 31.2% | 34.5% | 38.1% | 39.6% | 41.2% |
| 净利率            | 11.2% | 11.4% | 14.1% | 15.3% | 16.6% |
| ROE            | 11.9% | 11.2% | 15.2% | 17.5% | 19.8% |
| ROIC           | 10.8% | 10.7% | 14.9% | 17.4% | 19.7% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 24.5% | 21.9% | 20.2% | 19.9% | 19.3% |
| 净负债比率          | 4.1%  | 1.6%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  |
| 流动比率           | 2.7   | 3.0   | 3.6   | 4.0   | 4.3   |
| 速动比率           | 2.1   | 2.2   | 2.7   | 3.0   | 3.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 1.0   |
| 存货周转率          | 3.8   | 3.4   | 3.3   | 3.4   | 3.4   |
| 应收账款周转率        | 4.6   | 4.6   | 5.2   | 5.2   | 5.2   |
| 应付账款周转率        | 3.7   | 3.9   | 3.9   | 4.0   | 4.0   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.52  | 0.53  | 0.80  | 1.05  | 1.38  |
| 每股经营净现金        | 0.55  | 0.74  | 0.75  | 0.93  | 1.19  |
| 每股净资产          | 4.57  | 4.95  | 5.60  | 6.41  | 7.47  |
| 每股股利           | 0.16  | 0.16  | 0.24  | 0.32  | 0.41  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 43.8  | 42.5  | 28.3  | 21.6  | 16.5  |
| PB             | 5.0   | 4.6   | 4.1   | 3.5   | 3.0   |
| EV/EBITDA      | 33.0  | 29.6  | 20.8  | 16.9  | 13.6  |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。