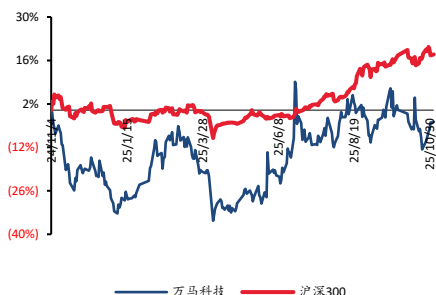


收入高速增长，RoboX 商业化加速

■ 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) 62.03/54.87
12 个月内最高/最低价 57.69/29 (元)

相关研究报告

<<车联网收入快速增长，积极布局 Robotaxi>>—2025-09-05
<<全面布局智驾及算力产业链，Robotaxi 有望带动行业发展>>—2025-05-26

证券分析师：曹佩

电话：

E-MAIL: caopeis@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

事件：万马科技发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 5.57 亿元，同比增长 44.51%；实现归母净利润 3,268 万元，同比增长 4.67%。公司第三季度单季营业收入 2.18 亿元，同比增长 35.56%，归母净利润 1622 万元，同比增长 6.36%。

收入高速增长，毛利率承压。公司前三季度收入高速增长，主要得益于通信及工控业务板块、车联网业务板块均实现了较快的增长。前三季度毛利率为 31.31%，同比-5pct，主要由产品结构变化导致。费用端，公司前三季度销售、管理、研发费用率分别为 12.1%/5.59%/7.87%，同比-1.23pct/-1.58pct/-1.26pct。

传统通信业务转型切入智算中心市场。公司以通信运营商为业务基石，大力拓展行业客户，正逐步从传统通信设备提供商进入智算数据中心的市場。公司常州智算中心与英伟达开展合作，依托于英伟达 NVAIE 整体软件架构、技术优势，以及专业的人工智能行业技术支持及服务能力，赋能车企等客户的算法训练，目前已开始运营。

积极把握 Robotaxi 产业机遇。全球 Robotaxi 行业正逐步从概念验证迈向商业化运营，技术进步、成本下降以及政策支持加速行业转变。公司成立了 RoboX 综合解决方案团队，重点聚焦无人出租车、低速无人物流车等无人场景。在 Robotaxi 领域，公司于今年上半年与国内某无人驾驶公司签署业务合作协议，并于近期与哈啰、曹操出行等厂商达成合作。在 Robovan 领域，公司已与智行者、九识等厂商达成合作。

投资建议：预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 7.73/10.26/13.03 亿元，归母净利润分别为 0.75/1.22/1.61 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：技术发展不及预期，下游需求不及预期，市场竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	561	773	1,026	1,303
营业收入增长率(%)	7.72%	37.86%	32.70%	26.95%
归母净利(百万元)	41	75	122	161
净利润增长率(%)	-35.92%	82.57%	61.18%	32.64%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.56	0.91	1.20
市盈率(PE)	111.16	82.11	50.94	38.41

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

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	155	63	68	52	58
应收和预付款项	357	503	692	889	1,093
存货	64	68	85	111	141
其他流动资产	37	68	45	62	80
流动资产合计	614	702	891	1,114	1,372
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	41	37	32
长期待摊费用	14	14	13	12	11
其他非流动资产	763	915	1,091	1,307	1,558
资产总计	895	1,088	1,249	1,454	1,694
短期借款	85	65	65	65	65
应付和预收款项	191	256	341	445	565
长期借款	0	46	46	46	46
其他负债	148	240	297	367	445
负债合计	424	606	748	923	1,121
股本	134	134	134	134	134
资本公积	159	159	159	159	159
留存收益	179	189	208	239	280
归母公司股东权益	472	482	501	532	573
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	472	482	501	532	573
负债和股东权益	895	1,088	1,249	1,454	1,694

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	8	-8	49	75	126
投资性现金流	14	-70	20	-1	1
融资性现金流	39	-10	-63	-91	-120
现金增加额	62	-90	5	-17	6

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	521	561	773	1,026	1,303
营业成本	314	354	510	665	846
营业税金及附加	4	5	7	9	10
销售费用	61	80	93	118	143
管理费用	30	40	50	65	78
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	7
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	73	42	76	123	164
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	73	42	76	123	164
所得税	9	1	1	2	2
净利润	64	41	75	121	161
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	64	41	75	122	161

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	39.77%	36.80%	34.04%	35.15%	35.05%
销售净利率	12.38%	7.36%	9.75%	11.85%	12.38%
销售收入增长率	2.35%	7.72%	37.86%	32.70%	26.95%
EBIT 增长率	97.16%	-41.27%	81.38%	61.18%	32.64%
净利润增长率	109.63%	-35.92%	82.57%	61.18%	32.64%
ROE	13.67%	8.57%	15.05%	22.85%	28.14%
ROA	7.47%	4.16%	6.45%	8.98%	10.23%
ROIC	11.29%	6.76%	12.01%	18.45%	23.05%
EPS (X)	0.48	0.31	0.56	0.91	1.20
PE (X)	76.04	111.16	82.11	50.94	38.41
PB (X)	10.37	9.58	12.36	11.64	10.81
PS (X)	9.39	8.23	8.01	6.04	4.75
EV/EBITDA (X)	54.11	72.76	62.63	42.61	33.34

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。