下载日志已记录，仅供内部参考

万马科技（300698.SZ）

买入（首次评级）

车联网出海驱动增长，算电协同拓展空间

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	561	725	1,002	1,317	1,692
增长率 yoy（%）	7.7	29.2	38.26	31.44	28.41
归母净利润（百万元）	41	47	100	143	195
增长率 yoy（%）	-35.9	13.9	112.60	43.32	35.96
ROE（%）	8.6	8.9	15.9	18.6	20.1
EPS 最新摊薄（元）	0.31	0.35	0.75	1.07	1.45
P/E（倍）	81.1	71.2	33.50	23.37	17.19
P/B（倍）	6.9	6.3	5.3	4.3	3.5

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

车联网业务成核心增长引擎，海外业务加速放量。公司深耕通信设备领域二十余年，目前已形成车联网、通信、医疗信息化三大业务板块协同发展的格局。受益于车联网业务的快速放量，2025 年公司营收同比增长约 30%；2025 年公司实现归母净利润 4,704.27 万元，同比增长 13.88%，我们预计随着海外业务规模效应逐步显现，2026 年利润端增速有望显著提升。2025 年，车联网业务实现收入 3.81 亿元，同比增长 49.33%，收入占比首次突破 50%，已成为公司第一大收入来源，公司已经将车联网技术迁移应用至 Robotaxi、Robovan 等高阶智能网联场景，已为吉利、东风、上汽等车企提供出海联网配套服务，2025 年新增理想、雷诺、长城等多家客户。2025 年公司整体海外营业收入达 1.82 亿元，同比增长 130.45%，全球化布局进入加速收获期。

智能网联与 L4 无人驾驶打开广阔成长空间，公司先发布局构筑竞争壁垒。2026 年以来，我国搭载组合驾驶辅助功能的乘用车新车渗透率已达 70%，其中领航辅助驾驶（NOA）功能车型渗透率超过 30%，L2 级辅助驾驶已向全价位区间加速渗透。公司全资子公司优咔科技是国内领先的第三方车联网服务商，掌握 5G 双卡双通、eSIM 等核心技术，已与吉利、理想、上汽等十余家主流车企建立合作，累计连接总量突破 1,750 万辆，海外超 120 万辆，已成为全球智能网联汽车解决方案领军者。公司率先推出面向 L4 级无人驾驶的高阶网联解决方案，已与百度阿波罗、哈啰、曹操出行等 Robotaxi 及九识、智行者等 Robovan 头部企业达成合作并完成交付，构筑了差异化的竞争壁垒。

通信业务筑牢业绩压舱石，AIDC 与电网打开第二增长曲线。公司深耕通信类业务二十余年，2025 年实现收入 3.10 亿元，同比增长 16.13%，公司在巩固与中国移动、中国联通、中国电信三大运营商稳定合作的基础上，积极拓展智算数据中心（AIDC）、工业控制、电网等领域。围绕 AI 算力爆发需求，公司已形成风冷式、液冷式、集装箱式、一体机式等数据中心解决方案，覆盖从边缘算力节点到大型智算集群的全场景需求。电网领域，公司一二次融合环网箱 2025 年累计中标国家电网项目 8,127.42 万元，实现了从 0 到 1 的战略突破，两大新业务赛道拓宽传统通信业务的应用边界，为公司中长期业绩增长注入新动能。

投资建议：公司是国内头部第三方车联网连接管理服务商，深度绑定十余家头部车

股票信息

行业	通信
2026 年 08 月 21 日收盘价(元)	24.87
总市值（百万元）	3,332.58
流通市值（百万元）	2,989.00
总股本（百万股）	134.00
流通股本（百万股）	120.18
近 3 月日均成交额(百万元)	93.54

作者


分析师 张磊
SAC：S1070525100001
邮箱：zhanglei2@cgws.com


分析师 孙诗宁
SAC：S1070525070005
邮箱：sunshining@cgws.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

企构筑深厚客户壁垒，车联网主业随智驾渗透保持快速增长；同时率先卡位 L4 高阶网联赛道，伴随商业化规模化推进，业绩弹性突出；此外公司依托通信技术向 AIDC、电网领域延伸，开辟全新成长空间。我们预计 2026-2028 年公司营业收入为 10.02/13.17/16.92 亿元，同比增长 38.26%/31.44%/28.41%；归母净利润为 1.00/1.43/1.95 亿元，同比增长 112.60%/43.32%/35.96%，EPS 分别为 0.75/1.07/1.45 元/股，对应当前股价（2026 年 8 月 20 日收盘价），PE 分别为 34X/23X/17X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：车联网业务毛利率下滑风险、新业务拓展不及预期风险、市场竞争加剧风险、业务转型与产业进度不及预期风险、应收账款回收风险、汇率波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 深耕通信产品多年，多元业务构建协同格局 5
1.1 三大领域业务协同发展，多地联动推进自主研发 5
1.2 技术迭代驱动成长，发展历程积淀深厚 7
1.3 股权结构相对均衡，子公司协同助力发展 8
1.4 营业收入稳步增长，车联网业务飞速发展 9
2. 车联网板块：网联普及与出海共振，驱动高增长引擎 13
2.1 智能网联汽车渗透率持续提升，前装标配化驱动连接稳步增长 13
2.2 中国车企出海爆发式增长，海外车联网服务为刚性需求 15
2.3 产品+技术+客户+全球化四维布局，全面享受行业红利 17
3. 自动驾驶分级逐步落地，车联网高阶需求加速释放 18
3.1 L2 加速普及、L4 成功破局，网联要求全面提升 18
3.1.1 驾驶自动化分为六级，L0-L5 逐级递进 18
3.1.2 自动驾驶商业化落地加速突破，Robotaxi 与 Robovan 成 L4 规模化主力赛道 18
3.1.3 L4 场景对网联能力提出高阶要求 20
3.2 L4 驱动 ASP 量级跃升，打开盈利天花板 21
3.3 卡位 L4 高阶网联赛道，全链条能力构筑业绩增长新空间 21
4. AIDC+电网打造第二增长曲线，传统业务筑牢安全边际 24
4.1 AI 算力需求高增，智算中心进入规模化建设周期 24
4.1.1 智算中心建设加速落地，液冷与供配电迎来价值升级机遇 24
4.1.2 全场景产品体系赋能，AIDC 业务打开第二增长曲线 26
4.2 “十五五”投资加速扩容，配网智能化成建设主线 27
4.2.1 电网投资迈入万亿量级，配网智能化驱动设备需求升级 27
4.2.2 从通信设备到智能配电，跨界协同打开增量空间 29
4.3 通信板块：深耕二十余载的基石业务，筑牢业绩压舱石 30
4.4 医疗信息化板块：深耕智慧医疗领域，产品矩阵完善贡献稳定收益 31
5. 投资建议 33
5.1 盈利预测 33
5.2 可比公司估值与投资建议 34
风险提示 35

图表目录

图表 1：万马科技主要产品 5
图表 2：万马科技合作伙伴 7
图表 3：优咔科技业务分布图 7
图表 4：公司发展历程图 8
图表 5：股权结构图 9
图表 6：公司 2021-2025 年营业收入及同比 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7： 公司 2021-2025 年归母净利润及同比 9
图表 8： 公司 2021-2025 年分业务营收占比 10
图表 9： 公司毛利率及净利率变化 11
图表 10： 主要产品毛利率 11
图表 11： 公司 2021-2025 年期间费用率 11
图表 12： 公司 2021-2025 年研发费用及同比 11
图表 13： 海外业务收入及同比 12
图表 14： 2025H1 中国乘用车不同动力类型 L2 及以上 ADAS 渗透率（标配） 13
图表 15： 2025H1 中国乘用车不同价格 L2 及以上 ADAS 渗透率（标配） 13
图表 16： 2026 年智能网联汽车核心政策文件 14
图表 17： 中国汽车整车历年出口数量及同比 15
图表 18： 中国新能源汽车出口数量及占比 15
图表 19： 乘用车出口数量以及同比 15
图表 20： 2025 年部分中国车企海外销量 16
图表 21： 海内外车联网服务定价 16
图表 22： 自动驾驶分级标准与定义 18
图表 23： Robotaxi 适用场景 19
图表 24： Robovan 适用场景 20
图表 25： “揽海”全球车联 ONESIM 一站式解决方案 22
图表 26： 面向 L4 无人驾驶的高阶网联解决方案 23
图表 27： 算力市场规模预测 24
图表 28： 算力设施机架数及同比 24
图表 29： 全球数据中心用电量预测 25
图表 30： 数据中心机架密度与冷却方式 25
图表 31： 智算中心液冷产业规模测算 25
图表 32： 单机柜功率密度变化（kW） 26
图表 33： 单端口功率变化（W） 26
图表 34： 两大电网“十五五”投资规划 27
图表 35： 中国智能配电网行业主要政策 28
图表 36： 电网工程投资金额变化及同比 28
图表 37： 智能与传统环网箱的区别 29
图表 38： 通信行业营业收入及占比 31
图表 39： 通信行业毛利率变化 31
图表 40： 最新部分医院使用案例合集 31
图表 41： 公司各业务盈利预测（单位：百万元） 33
图表 42： 可比公司估值表（截至 2026.8.20） 34

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 深耕通信产品多年，多元业务构建协同格局

1.1 三大领域业务协同发展，多地联动推进自主研发

深耕通信设备领域二十余年，构建三维核心业务矩阵。根据公司官网，公司成立于 1997 年，是国内著名的通信电子、通讯物理连接设备生产厂商之一。通信业务方面，公司在巩固与中国移动、中国联通、中国电信三大运营商稳定合作的基础上，持续拓宽应用场景，业务版图逐步延伸至智算数据中心、工业控制、电网等领域，并于 2021 年切入车联网领域，开展车联网连接平台及服务于工具链产品及服务。目前公司主营产品广泛应用于 IDC 机房、云平台建设、通讯网络、医疗领域、国家高铁、轨道交通等众多领域[1]。经过二十余年发展，公司已形成车联网、通信、医疗信息化三大业务板块协同发展的格局。

三大业务板块协同发展，从硬件到平台全链条布局。通信及工控行业产品方面，公司拥有二十余年行业积淀，产品涵盖数据中心机柜机箱、5G 光通信器件、微模块及集装箱式数据中心等，广泛应用于通信、数据中心、工业控制以及电网等多个下游领域[2]。车联网板块方面，全资子公司优咔科技为国内领先的第三方车联网服务提供商，打造了全球车联 ONE SIM 一站式解决方案，依托车联网专网及自主研发的连接管理平台，结合自研全标准 eSIM、5G 双卡管理等核心技术，可在全球范围内为车企提供连接管理、车联运维、流量运营、全球网络洞察及合规管理等全维度服务[3]。医疗信息化板块当前的发展重点在于智能耗材管理柜、诊间报道工作站等产品，帮助医院提升信息化管理水平[4]。

图表1：万马科技主要产品

产品类别		应用领域	图例
通信类产品	通信移动基站类	公司 5G 机柜及机房产品采用模块化设计，支持风扇选配，具备控制、监测、报警及远程管理功能，广泛应用于 5G 基站建设与改造。	
	光通信产品——光缆配线架	公司配线架产品型号多样，采用传统 MDF 管理模式与开放式架构，适用于新建机房光纤跳接场及接入区中心机房，便于跳线、扩容及拼架操作。	
数据中心类产品	微模块数据中心解决方案	公司微型模块化数据中心解决方案采用 All-in-room 设计理念，一体化集成供配电、制冷、布线、智能管理等子系统，具有快速部署、按需扩展、智能运维等特点。	
	集装箱式数据中心解决方案	公司集装箱数据中心一体化集成机柜、供配电、制冷、智能管理等子系统，支持快速部署与定制，适用于新建数据中心、灾备及应急等场景，可降低初期投资与运维成本。	

[1] 万马科技投资者关系管理信息 20241010
[2] 万马科技投资者关系管理信息 20251114
[3] 万马科技公司官网
[4] 万马科技 2025 年年报

下载日志已记录，仅供内部参考

	数据中心产品-机柜	公司机柜采用数据中心专用设计，为柜内设备提供稳定运行环境，具备高可靠、高兼容、灵活部署等优点，可广泛应用于各类数据中心机房。	
工业控制类产品	机柜、自动化控制柜	该产品主要应用于轨道交通信号控制、自动化生产流水线的设备控制、储能产品、核电产品的信号控制等多个领域。	
	工业小型箱体	该产品主要应用于工业类小型电器的控制：物流分拣系统的控制，地铁线信号控制等多个领域。	
电网类产品	低压成套配电柜	公司低压成套配电柜适用于交流电 380V/50Hz 系统的动力、照明及电能分配与控制，广泛用于工业、商业、市政及公共设施等领域。	
	一二次融合环保气体环网箱	公司一二次融合环保气体环网箱集一次配电、二次保护、控制与监测于一体，具备高集成化特性，广泛适用于配电工程、工商业及基础设施等领域。	
车联网连接平台及服务	“揽海”全球车联 ONESIM 一站式解决方案	该方案凭借自主的 eSIM 及 5G 双卡等技术，通过一个平台、一次对接、一张物料、实现全球一卡通，帮助车企简化供应链管理，提高出海落地效率，轻松拓展海外市场。	
	面向L4无人驾驶的高阶网联解决方案	公司面向 L4 级无人驾驶推出高阶网联方案，集成 5G 双卡双通、QoS 管理、链路聚合及边缘计算，满足高带宽、低时延、高可靠通信需求。	
医疗信息化产品	手术室行为管理系统、织物柜、智能标本柜		
	耗材柜、耗材管理系统、耗材智能屋		
	各类移动护理设备		

资料来源：公司 2025 年年报，长城证券产业金融研究院

下游客户结构优质，全球化布局加速推进。公司下游客户粘性较强，通信板块深度绑定中国移动、中国联通、中国电信三大运营商及广电系统[4]；车联网板块，公司已与吉利、理想、上汽、东风、岚图、智己等十余家主流车企建立长期稳定的合作关系[5]。全球化布局方面，截至 2025 年底公司已在全球部署六大数据中心，覆盖中国、东盟、欧洲、北美、西太平洋、中东等主要区域市场，并新增设立英国、澳大利亚海外公司，进一步完善全球服务网络布局[4]。

[5] 投资者关系 20260512

下载日志已记录，仅供内部参考

图表2：万马科技合作伙伴



资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

图表3：优咔科技业务分布图



资料来源：优咔科技官网，长城证券产业金融研究院

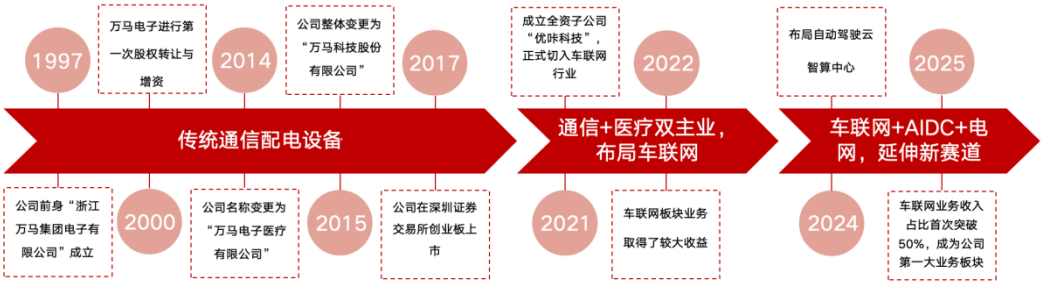
1.2 技术迭代驱动成长，发展历程积淀深厚

公司以通信设备制造起家，把握汽车智能化浪潮切入车联网赛道，战略转型成效显著。公司前身浙江万马集团电子有限公司于 1997 年 1 月 28 日成立，2015 年整体变更为万马科技股份有限公司，2017 年 8 月 31 日在深交所创业板上市[3]。2021 年成立全资子公司优咔科技，正式切入车联网连接管理与智能网联服务领域[6]。2025 年，车联网业务收入占比首次突破 50%，成为公司第一大业务板块[5]；同年公司推出面向 L4 级无人驾驶的高阶网联解决方案，与百度阿波罗、哈啰、曹操出行等 Robotaxi 头部企业达成合作，实现从“基础连接服务”到“智驾生态服务”的战略跃迁[7]。

[6] 万马科技调研活动信息 20231026
[7] 万马科技投资者关系管理信息 20260319

下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：公司发展历程图



资料来源：公司官网、万马科技股份有限公司关于公司设立以来股本演变情况的说明及公司董事、监事、高级管理人员的确认意见、万马科技股份有限公司 2022 年度董事会工作报告、万马科技股份有限公司关于项目投资的公告、万马科技调研活动信息 20260512、公司 2025 年年报、长城证券产业金融研究院

公司以通信设备制造起家，发展历程可划分为三个阶段：第一阶段（1997-2017 年），公司持续深耕通信配线设备及机柜领域，于 2017 年在深交所创业板上市；第二阶段（2017-2022 年），公司上市后形成通信与医疗信息化双主业格局，并于 2021 年成立优咔科技正式切入车联网赛道；第三阶段（2022 年至今），车联网业务快速成长为公司第一大业务板块，同时通信业务向 AIDC、电网领域延伸，逐步构建起车联网+AIDC+电网三轮驱动的新业务格局。

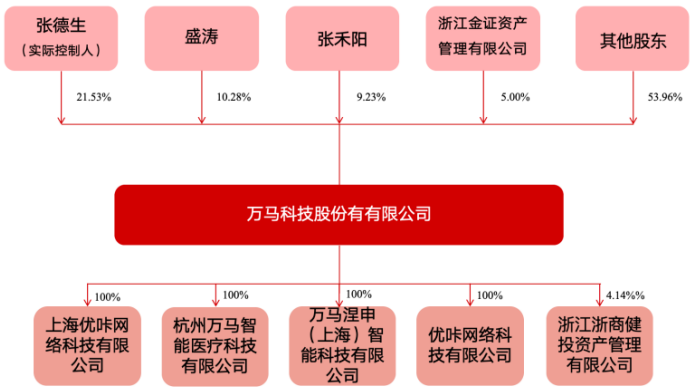
1.3 股权结构相对均衡，子公司协同助力发展

公司股权结构较为均衡，治理体系运行平稳。截至 2026 年 3 月 31 日，公司实际控制人为张德生，其直接持有公司 2,884.35 万股，占总股本比例为 21.53%；其与女儿张禾阳（持股 9.23%）、张珊珊（持股 1.15%）、浙江万马智能科技集团有限公司（持股 1.50%）构成一致行动人关系，合计持股公司约 33.41%的股份[8]。2026 年 5 月 13 日，公司召开第四届董事会第十次会议，选举徐兰芝女士担任董事长，其此前曾任万马股份董事、总经理，具有丰富的产业管理经验，且对万马科技的业务与管理体系有深入了解[9]。我们认为此次管理层换届实现公司治理结构进一步优化，有望更好保障公司战略落地与经营管理高效推进。

[8] 2026 年一季度报告
[9] 万马科技股份有限公司第四届董事会第十次会议决议公告

下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：股权结构图



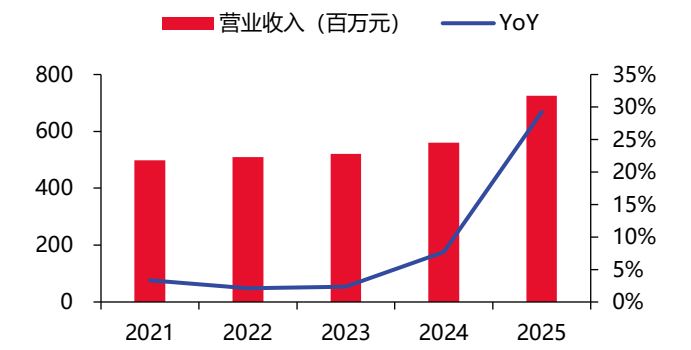
资料来源：ifind、公司 2025 年年报、公司 2026 年一季报、长城证券产业金融研究院

子公司优咔科技成为车联网业务核心主体。公司拥有多家全资子公司，包括上海优咔网络科技有限公司，杭州万马智能医疗科技有限公司等，其中优咔科技与母公司传统通信业务形成了较强的协同效应 [6]。作为车联网业务的核心运营主体，也是公司最具成长性的资产，优咔科技深耕车联网领域，在车联网连接管理、通信网络专业技术等方面具备行业领先地位，已成为国内第三方车联网连接管理的标杆企业。对于万马科技而言，优咔科技持续增厚母公司业绩，完善了公司从传统通信设备制造向智能网联服务转型的业务结构，并为母公司向 L4 高阶网联、AIDC 等新赛道延伸提供了核心技术、客户资源与全球化运营能力支撑 [7]。

1.4 营业收入稳步增长，车联网业务飞速发展

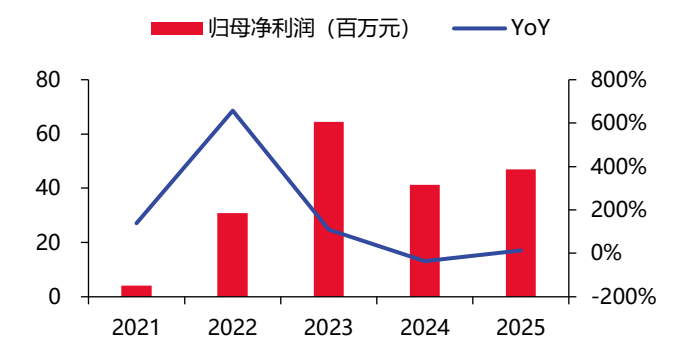
营业收入持续增长，利润端增速有望显著提速。近五年公司营业收入保持稳步增长态势，2025 年公司实现营业收入 7.25 亿元，同比增长 29.24%，主要得益于车联网业务的快速放量。公司 2025 年实现归母净利润 4,704.27 万元，同比增长 13.88%，利润增速略慢于营收增速，主要系车联网毛利率同比下降、海外业务快速扩张带来前期成本等原因 [4]。我们预计随着海外业务规模效应逐步显现，2026 年利润端增速有望显著提升。

图表6：公司 2021-2025 年营业收入及同比



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表7：公司 2021-2025 年归母净利润及同比

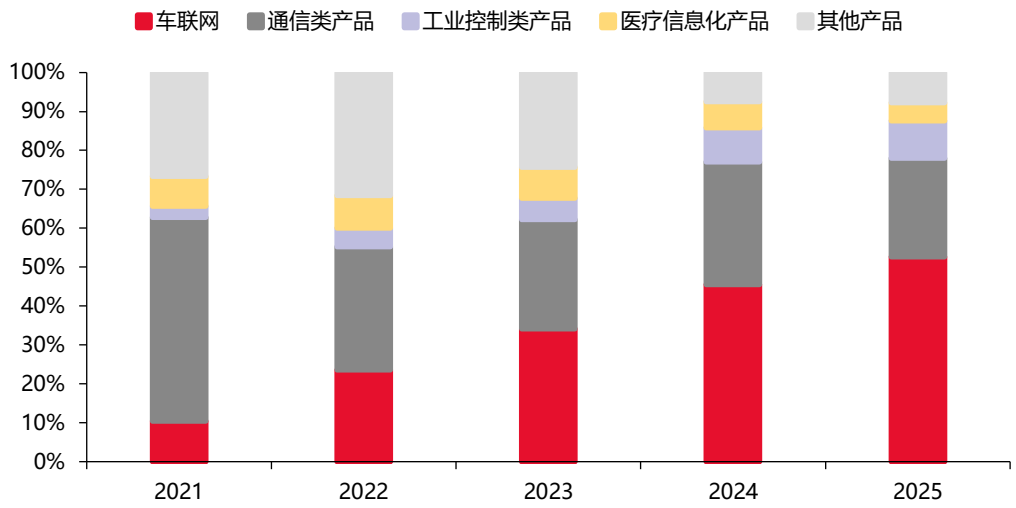


资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

车联网业务成为核心增长引擎，驱动整体营收增长。分业务结构看，车联网业务收入占比快速提升，2025 年车联网业务实现收入 3.81 亿元，同比增长 49.33%，收入占比首次突破 50%，已成为公司第一大收入来源[10]。车联网业务的高速增长主要受益于公司持续加码研发，将车联网网联技术迁移应用至 Robotaxi、Robovan 等高阶智能网联场景，同时加快出海步伐，已为多家车企提供出海联网配套服务[4]。2025 年，第二大板块通信类业务实现收入 1.84 亿元，同比小幅增长，占总营收比例为 25.44%；公司在巩固与三大运营商稳定合作的基础上，积极抢抓电网与算力发展机遇，推出的微模块、集装箱式数据中心等产品顺利切入智算数据中心领域，实现营收规模与产品结构的双重优化。

图表8：公司 2021-2025 年分业务营收占比



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

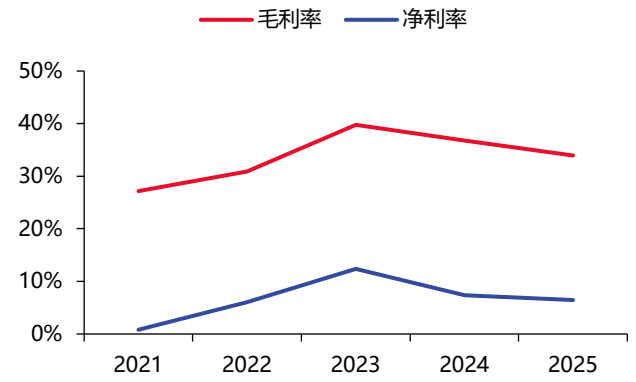
车联网业务毛利率保持领先，通信类业务毛利率维持在较高水平。2025 年公司整体毛盈利能力有所下降，主要系车联网业务仍处于规模快速扩张阶段，公司在市场拓展、平台升级及海外布局等方面持续加大投入，相关直接成本先行承压。2025 年公司净利率降幅明显小于毛利率主要受益于公司在费用端的有效管控，体现了公司良好的费用管理能力。我们预计随着车联网业务规模效应的逐步释放及高毛利率海外业务的持续拓展，公司盈利能力有望逐步改善。[4]

分业务看，2025 年车联网业务毛利率为 38.58%，较上年同期的 48.03%有所下降，主要系海外业务拓展带来硬件端成本抬升，但车联网业务的毛利率仍显著高于通信类业务的 23.38%，随着其收入占比持续提升，公司整体毛利率有望上行。近两年通信类业务毛利率小幅下降，2025 年约 23.38%，预计随着智算数据中心等高附加值产品的收入占比增加，产品结构及毛利水平或将持续优化。医疗信息化业务凭借较强的软件和硬件整合能力，技术附加值较高，且多面向各地三甲医院等高端客户群体，毛利率维持在较高水平，2025 年毛利率约 47.46%。[4]

[10] 投资者关系活动记录表 20260512

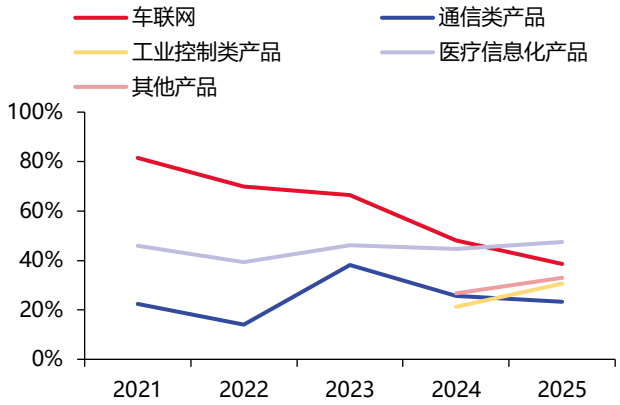
下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：公司毛利率及净利率变化



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

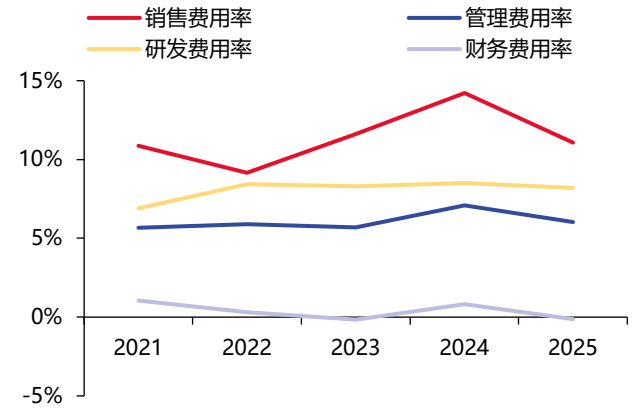
图表10：主要产品毛利率



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

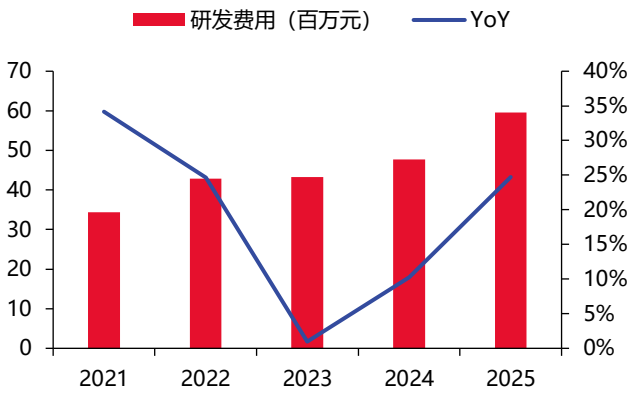
期间费用率持续优化，研发投入支撑长期发展。2025 年公司期间费用率为 25.21%，较上年同期下降 5.45 pct，费用管控效果显著，其中销售费用率同比下降 3.14 pct，主要受益于车联网等新业务规模效应逐步显现，费用管控能力提升，叠加收入端快速增长带来的摊薄效应。公司研发费用率自 2022 年以来持续保持在较高水平，2025 年公司持续加码研发投入以支撑车联网平台升级及 L4 级解决方案开发，研发费用同比增长 24.71%[4]。整体来看，公司在保持研发高强度投入的同时实现了期间费用率的有效控制，体现了良好的费用管控能力。我们认为随着车联网等新业务规模效应的进一步释放，费用率有望持续优化。

图表11：公司 2021-2025 年期间费用率



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表12：公司 2021-2025 年研发费用及同比



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

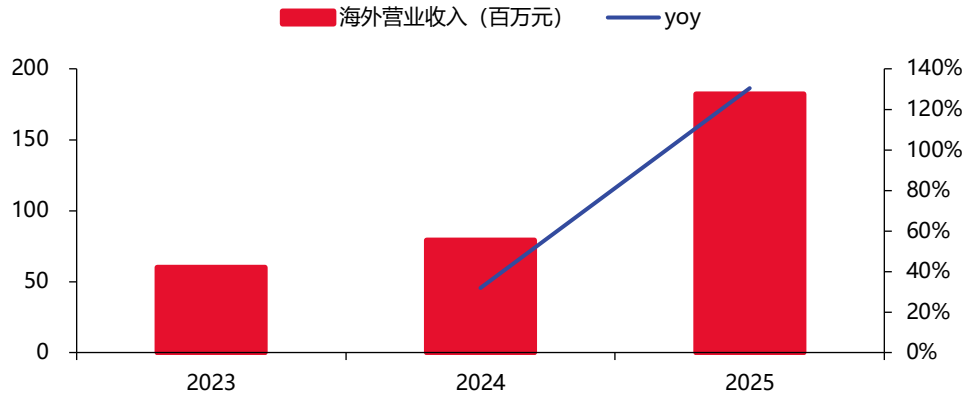
海外业务加速开拓，全球化布局持续深化。公司自 2023 年开始产品出口欧盟，后逐步在海外设立多个分支机构，2025 年新增设立英国、澳大利亚海外公司，进一步完善全球服务网络布局。同时，公司积极把握海外车联网市场发展机遇，推动全球业务生态战略落地，加快海外市场开拓步伐。2025 年公司整体海外营业收入占比提升至 25.15%，同比提升了 11.04 pct，2025 年海外业务收入同比增长 130.45%，较 2024 年 31.86%的增速也大幅提升，海外业务进入高速增长期[11]。随着公司逐渐推进车联网出海业务落地，

[11] 公司 2024 年、2025 年年报

下载日志已记录，仅供内部参考

携手全球多个国家和地区的主流运营商，深化与自主车企的战略合作，我们预计公司的海外市场份额将逐步提升。

图表13：海外业务收入及同比



资料来源：公司 2024-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

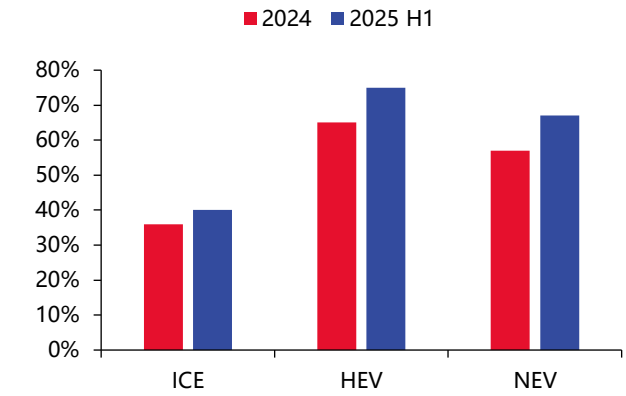
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 车联网板块：网联普及与出海共振，驱动高增长引擎

2.1 智能网联汽车渗透率持续提升，前装标配化驱动连接稳步增长

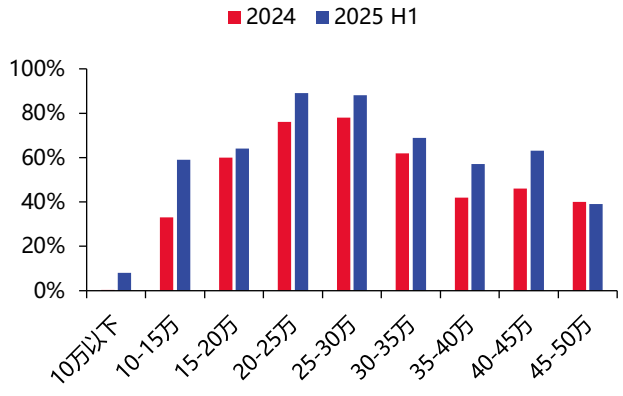
智能网联汽车渗透率快速攀升，新车前装车联网已成标配。随着 5G 通信、人工智能等技术的快速发展，智能网联汽车已成为全球汽车产业的重要发展方向。高级驾驶辅助系统（ADAS）涵盖 L0 至 L2 级驾驶自动化功能，其中 L2 级组合驾驶辅助作为当前 ADAS 市场的主流技术等级，已实现大规模商业化普及。据中国汽车工业协会发布的《2025 城市 NOA 汽车辅助驾驶研究报告》显示，2025 年前三季度，我国具备组合驾驶辅助功能（L2 级）的乘用车新车销量同比增长 21.2%，渗透率达 64%，约三分之二的新车型将搭载 L2 级辅助驾驶功能。从动力类型来看，新能源乘用车 L2 及以上 ADAS 渗透率高达 67%，显著高于传统燃油车；从价格区间看，10-15 万价位车型的 L2 及以上 ADAS 渗透率增幅较大，20-30 万及 50 万以上车型渗透率较高，智能化功能正从高端车型向主流价位段加速渗透[12]。

图表14：2025H1 中国乘用车不同动力类型 L2 及以上 ADAS 渗透率（标配）



资料来源：盖世汽车研究院，长城证券产业金融研究院

图表15：2025H1 中国乘用车不同价格 L2 及以上 ADAS 渗透率（标配）



资料来源：盖世汽车研究院，长城证券产业金融研究院

车联网加速向新车标配渗透，2025 年前装量率齐升。根据高工智能汽车研究院数据显示，2025 年 1-6 月，中国市场（不含进出口）乘用车前装标配车联网功能交付 893.63 万辆，同比增长 9.61%，前装渗透率超过 80%，达到 84.32%。其中，5G 车联网功能（含选装）前装搭载交付 258.80 万辆，同比增长 102.41%。根据高工智能汽车研究院给出的数据预测，到 2030 年，中国市场乘用车前装将实现 5G 车联网的全覆盖。5G 车联网的渗透速度远超行业整体水平，我们认为车联网正从可选配置逐渐成为车辆标配。

政策持续加码，为智能网联汽车发展提供有力支撑。2026 年，智能网联汽车领域密集出台了一系列重大政策与标准，构建起从技术标准到准入管理的规范化框架。工信部于 2026 年 5 月发布《2026 年汽车标准化工作要点》，部署质量安全、绿色低碳、新兴领域、未来技术四项专项行动，重点推进组合驾驶辅助与自动驾驶系统强制性国家标准制定，前瞻布局汽车人工智能标准。2026 年 6 月，我国首部针对 L2 级组合驾驶辅助系统的强

[12] 盖世汽车社区

下载日志已记录，仅供内部参考

制性国家标准《智能网联汽车 组合驾驶辅助系统安全要求》(GB 47955—2026) 获批发布，拟于 2027 年 1 月 1 日起实施；2026 年 7 月，我国首部针对 L3/L4 级自动驾驶系统的强制性国家标准《智能网联汽车 自动驾驶系统安全要求》(GB 44721—2026) 获批发布，拟于 2027 年 7 月 1 日起实施，构建覆盖设计开发、生产制造及部署后全生命周期的安全保障体系。两项强制性国家标准的出台，标志着我国智能网联汽车从技术验证期迈向规模化应用期。

图表16：2026 年智能网联汽车核心政策文件

时间	政策文件	发布机构	核心内容
2026 年 1 月	《道路机动车辆生产企业准入审查要求》和《道路机动车辆产品准入审查要求》(2026 年修订版)	工业和信息化部	修订版共 163 条，新增智能化、网联化、网络安全、数据安全等准入要求，强化组合驾驶辅助及自动驾驶能力门槛
2026 年 5 月 26 日	《2026 年汽车标准化工作要点》	工业和信息化部	围绕质量安全、绿色低碳、新兴领域、未来技术部署四项标准行动，重点推进组合驾驶辅助与自动驾驶系统强制性国家标准制定
2026 年 6 月 27 日	《智能网联汽车 组合驾驶辅助系统安全要求》(GB 47955—2026)	国家标准化管理委员会、工业和信息化部	我国首部针对 L2 级组合驾驶辅助系统的强制性国家标准，明确安全技术要求，2027 年 1 月 1 日起实施
2026 年 7 月 27 日	2026 世界智能网联汽车大会(工信部表态)	工业和信息化部装备工业一司	披露 L2 级渗透率达 70.5%、NOA 达 34.2%；明确深入推进“车路云一体化”试点及生产准入试点
2026 年 7 月 30 日	《智能网联汽车 自动驾驶系统安全要求》(GB 44721—2026)	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	我国首部 L3/L4 级自动驾驶强制性国家标准，覆盖车辆全生命周期安全保障，2027 年 7 月 1 日起实施

资料来源：工信部官网、福建省工业和信息化厅、全国标准信息公共服务平台、长城证券产业金融研究院

乘用车市场稳中有增，增量与存量替换共同驱动车联网连接管理市场持续扩容。

（1）根据中国汽车协会数据，从增量看，2025 年中国乘用车产销分别完成 3,027 万辆和 3,010.3 万辆，同比分别增长 10.2%和 9.2%，产销规模首次双超 3,000 万辆。随着新车前装车联网搭载率已超过 85%，新增乘用车构成车联网连接的重要增量。

（2）根据国家统计局披露，从存量看，截至 2025 年末，全国民用汽车保有量达 3.66 亿辆，其中私人汽车保有量 3.23 亿辆，庞大的存量车构成了车联网连接管理的另一大需求来源。除增量市场外，存量替换是车联网连接管理市场的另一大需求来源。根据 QYResearch 调研显示，2025 年全球商用车车联网市场规模大约为 151.4 亿美元，预计 2032 年将达到 672.8 亿美元，2026-2032 期间年复合增长率（CAGR）为 24.1%。

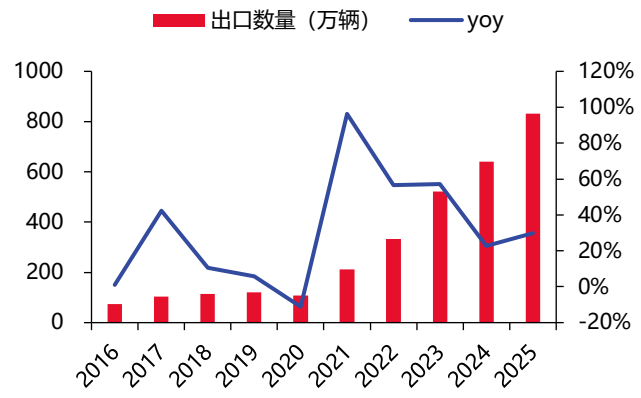
车联网连接管理市场的存量与增量空间持续扩大，为第三方车联网服务商提供了广阔的市场机遇，我们预计随着 5G 车联网渗透率的进一步提升，连接管理的技术门槛和价值量有望同步提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 中国车企出海爆发式增长，海外车联网服务为刚性需求

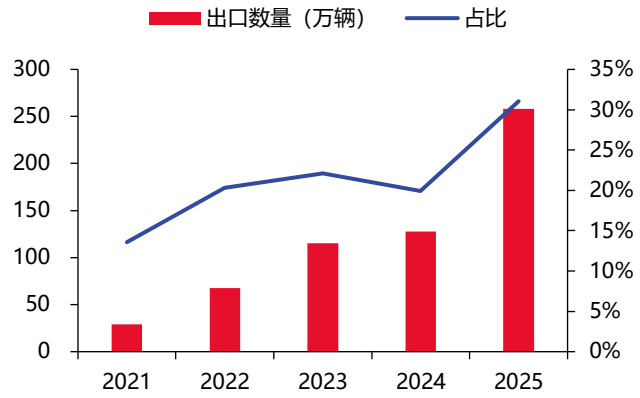
中国汽车出口连创新高，新能源车成为出海核心引擎。据海关总署数据，2025 年中国汽车整车出口 832 万辆，同比增长 29.9%，其中乘用车出口 600.5 万辆，同比增长 21.53%，新能源汽车出口 258.3 万辆，同比翻倍。我国汽车整车出口规模已连续三年位居全球第一，出海势头持续强劲，为国内车联网服务商打开广阔的海外增量空间[12]。

图表17：中国汽车整车历年出口数量及同比



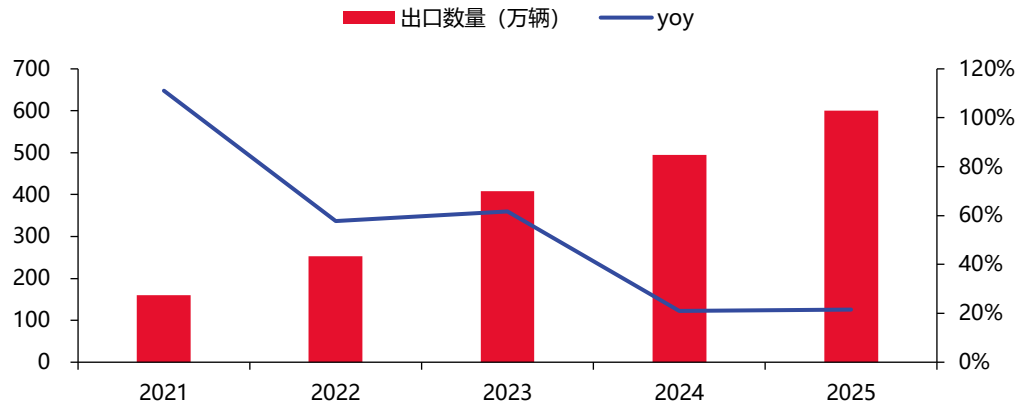
资料来源：ifind、海关总署、长城证券产业金融研究院

图表18：中国新能源汽车出口数量及占比



资料来源：ifind、海关总署、中国汽车工业协会、长城证券产业金融研究院

图表19：乘用车出口数量以及同比



资料来源：中国汽车工业协会，长城证券产业金融研究院

头部车企海外销量大幅提升，海外收入占比持续攀升。中国车企出海已从产品出口向体系化运营全面转型，尤其是头部企业海外销量持续攀升。2025 年，长安汽车海外市场继续保持较快增长势头，全年实现销量 63.7 万辆，同比增长 18.9%[13]；比亚迪汽车全年出口量首次突破百万，同比增长 1.4 倍[14]；上汽集团全年海外销量 107.1 万辆，同比增长 3.1%[15]；长城汽车海外销量 50.68 万辆，同比增长 11.6%[16]。头部车企海外销量占比的集体跃升，直接驱动了海外车联网连接管理需求的同步扩张。

[13] 长安汽车 2025 年年报
[14] 比亚迪 2025 年年度报告
[15] 上汽集团 2025 年 12 月份产销快报
[16] 长城集团 2025 年年度报告

下载日志已记录，仅供内部参考

图表20：2025 年部分中国车企海外销量

车企	海外销量（万辆）	同比增长	具体内容
长安汽车	63.7	+18.9%	海外市场继续保持较快增长势头
比亚迪	100+	+145%	境外营业额超 3,100 亿元，占总营收比例近四成
上汽集团	107.1	+3.1%	建立起 3000 余个海外营销服务网点，业务覆盖 170 多个国家和地区
长城汽车	50.68	+11.6%	海外收入 914.88 亿元，同比增长 13.99%

资料来源：长安汽车 2025 年年报、比亚迪公众号、比亚迪 2025 年年报、上汽集团 2025 年年报、长城汽车 2025 年年报、长城证券产业金融研究院

海外车联网服务是整车出口的必备配套，刚性需求特征显著。中国车企在海外市场面临数据合规、本地化运营等多重挑战。根据奇瑞出海数据合规白皮书披露，全球已有约 150 个国家和地区提出或颁布了数据合规及个人信息保护法律法规。以欧盟 GDPR 为代表的现代隐私法律立法中，严格违规处罚已是共识。车辆出海后需接入当地运营商网络、满足数据本地化存储要求、提供本地化运维服务，车联网连接管理已成为整车出口的刚性配套需求。随着中国车企海外销量持续攀升，海外车联网服务的市场规模正同步快速扩大。

海外车联网服务价值量更高，客单价显著高于国内。由于海外业务需整合多国运营商资源、满足各地数据合规要求、提供本地化运维服务，服务链条更长、技术门槛更高，海外市场车联网连接管理的单客年均价值（ASP）显著高于国内。以美国市场为例，AT&T 车载回传服务月费为 20 美元[17]，特斯拉北美高级连接服务月费为 9.99 美元[18]；而国内特斯拉高级连接月费为 9.99 元[19]，比亚迪 5G 流量月包为 29 元[20]。我们认为随着海外业务收入占比的持续提升，公司整体盈利能力有望进一步改善。

图表21：海内外车联网服务定价

品牌/服务商	月费	年费
特斯拉（中国）高级车载娱乐服务包	¥9.99/月	¥118/年
小米 SU7 车载网络服务包	¥19.9/月	¥199/年
比亚迪车载服务无忧包（50GB/月）	¥29/月	¥299/年
AT&T NumberSync Connected Car	$20/月	-
特斯拉（北美）Premium Connectivity	$9.99/月	$99/年

资料来源：特斯拉中国官网、汽车之家、比亚迪 app、ATT 官网、Wikihow、长城证券产业金融研究院

中国车企出海持续扩容，海外车联网连接管理市场空间广阔。根据工信部数据，2026 年 1-2 月，我国具备 L2 级组合驾驶辅助功能的乘用车新车渗透率达到 69.15%，同比提升 10 pct。出口方面，据中国汽车工业协会数据，2026 年 1-5 月汽车出口 405.9 万辆，同比增长 63%，出口延续强劲增长态势。中国车企持续出海带动车联网本地化连接、合规、运营需求同步增长，海外车联网连接管理市场将保持长期扩容态势。

[17] ATT 官网
[18] wikihow
[19] 特斯拉中国官网
[20] 比亚迪 app

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 产品+技术+客户+全球化四维布局，全面享受行业红利

产品矩阵完善，eSIM 与 5G 双卡技术行业领先。公司全资子公司优咔科技是国内领先的第三方车联网服务提供商，其打造的“揽海”全球车联 ONE SIM 一站式解决方案，依托车联网专网及自主研发的连接管理平台，结合自研全标准 eSIM、5G 双卡管理等核心技术，可在全球范围内为车企提供连接管理、车联运维、流量运营、全球网络洞察及合规管理等全维度服务[4]。同时，在技术优势方面，公司是全球率先实现 SGP.02/22/32 全系列 eSIM 技术产品支持并量产交付的第三方车联网服务企业[21]。

技术优势构筑竞争壁垒，高阶网联能力持续领先。公司具备车联网专网、双卡联网方案、DSDA 链路双活方案、eSIM 方案、AI 网络和 AI 运维等技术创新优势。在智能网联领域，优咔科技掌握 5G 双卡双通（DSDA）、双卡双待（DSDS）技术，搭配 QoS 管理与链路调度备份机制，为数据回传、远程监控提供高可靠连接保障[22]。针对 L4 级无人驾驶对网络稳定性、时延及带宽提出的更高要求，公司推出高阶网联解决方案，可实现双运营商切换管理、链路切换保持等功能，有效避免单一运营商网络覆盖短板及带宽瓶颈问题[22]。上述技术能力与解决方案的协同布局，使公司成为国内少数能够为 L4 级自动驾驶提供高可靠网络连接服务的第三方车联网服务商，构筑了差异化的竞争壁垒[23]。

客户资源优质，深度绑定头部车企。合作层面，公司已与吉利、极氪、理想、上汽、东风、岚图、智己等十余家主流车企建立长期稳定的合作关系；同时，公司已为吉利、理想、东风柳汽、东风汽车、上汽等多家头部车企提供海外车联网连接服务[7]。近期，公司成功取得北汽海外项目定点，并与 ACCESS Europe GmbH 宣布达成战略合作，进一步拓展海外车联网生态[24]。截至 2026 年 5 月 12 日，公司车联网业务累计连接总量突破 1,750 万辆[10]。凭借先发优势和规模化的运营经验，公司全资子公司优咔科技已成为全球智能网联汽车解决方案领军者，形成了较高的客户壁垒[25]。

全球化布局完善，海外业务进入加速收获期。公司已在全球范围内部署六大核心数据平台，覆盖中国、东盟、欧洲、北美、西太平洋、中东地区，并在香港、欧洲、阿联酋等地设立分支机构，新增设立英国、澳大利亚海外公司，进一步完善全球服务网络布局[4]。同时，公司旗下优咔科技已构建覆盖全球 130 多个国家与地区的通信网络，接入全球 20 余家主流运营商，并入选上海市数字企业出海服务平台首批企业[26]。截至 2026 年 5 月 12 日，公司车联网业务海外连接量超 120 万辆[5]。我们认为随着中国车企出海步伐持续加快，公司凭借先发布局、全球化网络和成熟的大规模运营经验，海外车联网业务的增长确定性较高，且海外车联网业务 ASP 更高，公司盈利能力的改善空间或将进一步增长。

[21] 投资者关系报告 20251212
[22] 投资者关系报告 20251028
[23] 投资者关系 20250218
[24] 投资者关系 20260710
[25] 优咔科技公众号
[26] 优咔科技官网

请仔细阅读本报告末页声明

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 自动驾驶分级逐步落地，车联网高阶需求加速释放

3.1 L2 加速普及、L4 成功破局，网联要求全面提升

3.1.1 驾驶自动化分为六级，L0-L5 逐级递进

L0-L5 六个等级构成完整的驾驶自动化分级体系，清晰地反映了驾驶主体从人类驾驶员向系统逐步转移的技术演进路径。根据国家标准《汽车驾驶自动化分级》（GB/T 40429-2021），驾驶自动化分为 L0 至 L5 六个等级。各等级核心定义与技术要求如下：L0 级为应急辅助，仅提供预警或短暂干预；L1 级可在单一方向（横向或纵向）提供持续辅助；L2 级可同时控制横向与纵向运动，但驾驶员需全程监管；L3 级在特定条件下可独立完成驾驶任务，用户需保持接管能力；L4 级在限定区域内可完全自主运行，无需用户接管；L5 级为完全自动驾驶，无设计运行范围限制。

L3 级及以上统称为“有条件自动驾驶”或“高级别自动驾驶”。其中，L4 级是“高度自动驾驶”，可在特定区域或环境内实现完全的自动驾驶，无需用户干预。L4 级系统可设计为无人工驾驶装置（用户仅为乘客）或配备人工驾驶装置（用户可在需要时人工驾驶）两种模式。

图表22：自动驾驶分级标准与定义

等级	名称	核心定义	技术要求
L0	应急辅助	系统可探测驾驶环境，提供安全提示或紧急情况下的短暂控制	车道偏离预警（LDW）、自动紧急制动（AEB）等
L1	部分驾驶辅助	在横向或纵向单一方向提供持续运动辅助控制	自适应巡航控制（ACC）、车道居中控制（LCC）等
L2	组合驾驶辅助	系统能同时提供持续的横向和纵向运动辅助控制，驾驶员需时刻关注环境并随时接管	拨杆换道辅助、单车道组合驾驶辅助、领航组合驾驶辅助等
L3	有条件自动驾驶	在特定设计运行条件下系统可执行全部驾驶任务，用户可从驾驶任务中脱离，但需保持接管能力	高速公路自动驾驶、交通拥堵领航等
L4	高度自动驾驶	在特定设计运行条件下系统可实现自动驾驶，无需用户接管，并能自动达到最小风险状态	限定区域（如封闭园区、城市特定路段）完全自主驾驶
L5	完全自动驾驶	在任何可行驶条件下系统均可实现自动驾驶，不受设计运行范围限制	全场景无人驾驶

资料来源：工信微报公众号、全国标准公共信息服务平台、长城证券产业金融研究院

3.1.2 自动驾驶商业化落地加速突破，Robotaxi 与 Robovan 成 L4 规模化主力赛道

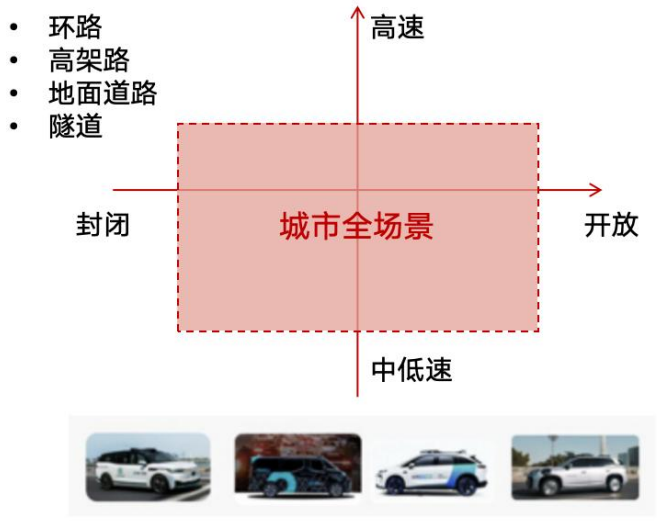
L2 级组合驾驶辅助已在乘用车市场加速普及。根据工信部披露，2026 年以来，我国搭载组合驾驶辅助功能的乘用车新车市场渗透率达到 70%，其中，配备领航驾驶辅助功能（NOA）的车型渗透率超过 30%。我们认为渗透率持续攀升表明 L2 级辅助驾驶已不再局限于中高端车型，正向全价位区间加速渗透。

下载日志已记录，仅供内部参考

L3 级自动驾驶在 2025 年实现了商业化实质性突破。2025 年 12 月 15 日，工业和信息化部发布第 401 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》，对长安深蓝 SL03 与北汽极狐阿尔法 S（L3 版）两款搭载 L3 级有条件自动驾驶功能的车型给予附条件许可，允许其在限定区域、限定场景下开展上路通行试点。依据工业和信息化部、公安部、住房和城乡建设部、交通运输部联合明确的准入试点工作规范，试点包含准入试点与上路通行试点两个环节，试点主体仅可在限定路段、限定车型范围内使用。这是中国首个国家层面的 L3 车型准入许可，标志着我国智能网联汽车准入和上路通行试点正式进入上路通行试点阶段[27]。

Robotaxi（无人驾驶出租车）是 L4 自动驾驶标杆应用场景，也是所有场景中商业化较为迅速的场景之一。Robotaxi 是一种完全无人驾驶的按需出行自动驾驶车辆，自动驾驶能力达到 L4 级，无需人类司机在场即可安全运送乘客或货物[28]。作为物理 AI 领域首个真正实现商业化落地的应用，Robotaxi 已通过真实运营数据与用户增长验证了其市场价值，如小马智行在广州和深圳已经实现了单车盈利；文远知行也在阿布扎比实现了单车盈利。Robotaxi 理论上可实现城市全场景的覆盖，无论是 CBD 的拥堵道路还是城市主干道的中高速道路，都可安全运营。当前中国 Robotaxi 的运营模式仍以示范区试点为主，随着政策加速落地和企业持续推进，行业正逐步从测试验证迈向规模化商用 [12]。

图表23：Robotaxi 适用场景



资料来源：盖世汽车社区、亿欧智库、长城证券产业金融研究院

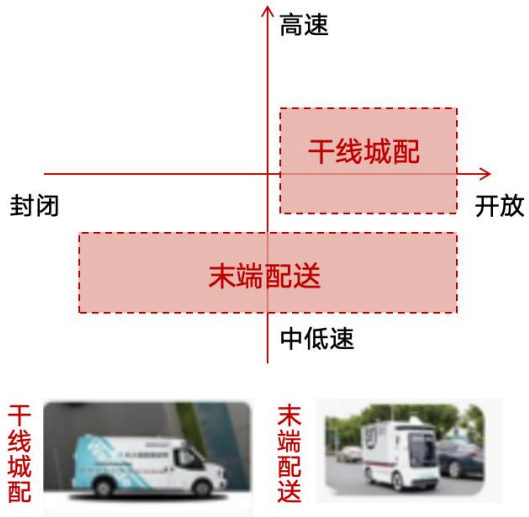
Robovan（无人驾驶物流车/无人城配车）主要运营在干线城配与末端配送场景，核心服务于物流配送。Robovan 支持 L4 级自动驾驶技术，旨在解决无人运输、无人卸货和无人搬运三大物流痛点。作为载货 L4 级自动驾驶技术的落地场景，Robovan 主要解决的是分拣中心到快递驿站等末端物流配送环节的无人化问题。2025 年，中国无人城配车行业实现了关键突破，步入规模化商业运营的新阶段。据艾瑞咨询发布的《2025 年中国无人城配车行业白皮书》数据显示，2025 年中国无人城配车销量约 2.2 万辆，全国保有量超过 3 万辆。根据盖世汽车社区援引亿欧智库的数据，Robovan 的应用已较为深

[27] 央视网
[28] 英伟达官网

下载日志已记录，仅供内部参考

入，正处于商业化的快速爬坡期，头部企业如新石器无人车累计出货量已超过 1.5 万台；九识智能和菜鸟无人车的车队规模已经达到 2 万台。与此同时，中国厂商正加速布局海外地区，与海外的物流企业进行合作，在海外快速完成 Robovan 的落地。

图表24：Robovan 适用场景



资料来源：盖世汽车社区、亿欧智库、长城证券产业金融研究院

3.1.3 L4 场景对网联能力提出高阶要求

L3/L4 级自动驾驶对车联网提出强制性高阶需求。相较于传统车联网仅满足基础联网、信息娱乐等功能，L3/L4 级自动驾驶的运行安全与运营效率，对车联网的低时延、高可靠、大带宽、全域安全及车路协同能力提出了强制性高阶需求[7]。

具体而言，L4 场景的核心网联需求包括：

（1）高可靠网络连接。L4 级系统必须在无驾驶员接管的前提下持续稳定运行，对可靠性提出极高要求[29]。现有基础网联服务普遍存在信号波动、时延偏高、可靠性不足等痛点，而 L4 级无人驾驶要求网络连接须达到“永不掉线”的标准[30]。L4 级自动驾驶系统在车载主计算单元和传感系统之外还配置了安全冗余，实现了软件和硬件的异构冗余设计，避免各系统的单点失效。

（2）低时延与高带宽。L4 级车辆运行涉及大量传感器数据的实时回传与处理，需远程监控中心实时掌握车辆及周边交通状况，对网络传输速度、实时性等指标构成硬约束[31]。

（3）全域安全与数据合规。L4 级无人驾驶车辆需在限定区域内实现完全自主运行，涉及大量行车环境、定位、行为等敏感数据的采集与处理，对数据安全、隐私保护及合规存储提出更高要求[32]。

[29] 汽车科技
[30] 深圳市物联网产业协会
[31] 投资者关系 20260123
[32] 数字中国建设峰会官方网站

下载日志已记录，仅供内部参考

（4）车路协同能力。L4 级自动驾驶不仅依赖单车智能，还需与路侧基础设施、云端平台实现实时协同，要求车联网具备低时延的车路云一体化通信能力[33]。

3.2 L4 驱动 ASP 量级跃升，打开盈利天花板

普通乘用车与 L4 自动驾驶车联网单车价值存在量级差异。普通乘用车车联网服务以基础联网连接、信息娱乐、OTA 升级等场景为主，多数车企采用多年免费流量+后期付费订阅的模式，终端付费转化有限，单车 ASP 水平偏低，如比亚迪车联网订阅服务费为 299 元/年[20]，小米车载网络服务包为 199 元/年[34]，特斯拉高级互联服务为 9.99 元/月[19]，约 120 元/年。L4 级自动驾驶对带宽、可靠性、低时延的能力要求远高于普通乘用车，且高阶网联服务采用“License 一次性收费+运维服务持续收费”模式，不存在免费期，单车服务价值较普通乘用车有望实现量级跃升[35]。

高 ASP 的核心来源为技术溢价+持续性运维服务双重增量。L4 级无人驾驶需部署 5G 双卡双通、链路聚合等高阶技术方案，其技术含量和部署成本较普通乘用车显著提升[25]。根据公司 2025 年 6 月 23 日的投资者关系公告，面向 Robotaxi 客户的商业模式包含产品 License（一次性收费）和运维服务（持续收费）两类收入。公司推出的“遨云”端到端全链路自动驾驶数据闭环工具链，可帮助 Robotaxi 企业提升单车盈利能力，随着 AI 驱动流量和运维价值量的持续提升，有望进一步打开单车收入空间[36]。

L4 渗透率进入加速通道，高阶网联市场空间广阔。根据文远知行招股书，2030 年全球和中国大陆的自动驾驶市场规模将分别达到 1.745 万亿美元和 6390 亿美元，2022 年至 2030 年的复合年增长率分别为 91%和 100%，尤其是 L4 级自动驾驶预计将逐步主导全球和中国大陆市场，预计 2030 年 L4 级自动驾驶收入将分别占全球和中国大陆整体自动驾驶市场的 88%和 91%。我们认为 L4 级自动驾驶正从技术验证迈向规模化商用阶段，以 Robotaxi、Robovan 等为代表的 L4 商业化应用场景将有望迎来快速增长。

3.3 卡位 L4 高阶网联赛道，全链条能力构筑业绩增长新空间

公司率先布局 L4 高阶网联赛道，客户拓展与模式升级双轮驱动。公司 2025 年年报显示，公司已率先推出 L4 级无人驾驶高阶网联解决方案，与百度阿波罗、哈啰、曹操出行等 Robotaxi 头部企业，以及九识、智行者等 Robovan 龙头达成合作，相关产品及解决方案已顺利完成交付。根据 2025 年 6 月 23 日的投资者关系管理信息显示，公司车联网业务收费模式主要包括产品 License 和运维服务等方式，随着 L4 商业化从试点走向规模化运营，公司单车价值量与客户覆盖范围有望同步扩大，盈利弹性空间逐步打开。

瞄准 L4 无人驾驶通信痛点，打造全场景高阶网联解决方案。依托在车联网领域多年积淀的核心技术与实践经验，公司全资子公司优咔科技针对性推出面向 L4 级无人驾驶的

[33] 工信部官网
[34] 车质网
[35] 投资者关系 20250623
[36] 投资者关系 20251106

下载日志已记录，仅供内部参考

高阶网联解决方案，可全方位满足 Robotaxi、Robovan 等无人驾驶领域在高带宽、低延时、全场景网络覆盖、高稳定性等方面的核心通信需求，有效破解行业现有网联瓶颈[24]。该解决方案集成四大核心功能：5G 双卡双通（DSDA）、QoS 管理、链路备份机制（主链路中断 5 毫秒内切换）以及自动驾驶车队管理系统深度集成、边缘计算与 5G 专网协同。目前，优咔科技已从一家车联网技术服务商成长为软硬件融合的高阶网联方案供应商[24]。

公司高阶网联产品主要包括三大板块：（1）揽海”全球车联 ONE SIM 一站式解决方案，搭载全球网络洞察平台，实现“一点发卡、全球激活”，多卡管理平台从“1 车双卡”升级为“1 车 N 卡”模式，支持多网络无缝切换；（2）“遨云”端到端全链路自动驾驶数据闭环工具链，采用“端-管-云-边”一体化协同架构，打造智能数据闭环工具链平台产品，有效缩短客户算法迭代周期，同时满足数据安全与合规管理要求；（3）面向 L4 无人驾驶的高阶网联解决方案，该解决方案涵盖智能硬件、智能网联 SDK 以及智能连接方案，并集成四大核心功能，一是 5G 双卡双通（DSDA）；二是 QoS 管理；三是双卡链路聚合；四是边缘计算与 5G 专网协同，可全方位满足 Robotaxi、Robovan 等领域在高带宽、低时延、全场景网络覆盖、高稳定性等方面的核心通信需求，有效破解行业现有网联瓶颈。[4]

图表25：“揽海”全球车联 ONESIM 一站式解决方案

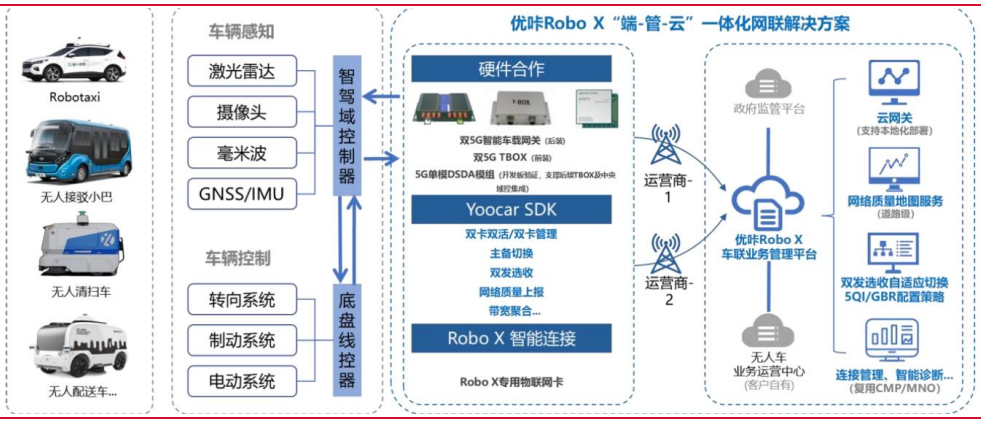


资料来源：公司 2025 年年报、长城证券产业金融研究院

核心技术优势构筑竞争壁垒，L4 级自动驾驶网联已形成完整能力闭环。基于通信链路与智能网络领域的深厚技术积淀，公司完成了 L4 级网联服务从底层技术到平台应用的全链条布局。公司建设了车联网专用核心网及连接管理平台，区别于传统通用物联网混用模式，为车联网服务保障更稳定的连接与更快速的服务响应。在技术底层，公司掌握 5G 双卡双通（DSDA）、双卡双待（DSDS）、QoS 管理、链路调度与备份等核心技术，可提供双运营商切换管理、链路切换保持、双卡双待策略管理等功能，为数据回传、远程监控提供高可靠连接保障[7]。上述技术能力的系统化布局，使公司成为国内少数能够为 L4 级自动驾驶提供高可靠网络连接服务的第三方车联网服务商，构筑了差异化的竞争壁垒。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表26：面向 L4 无人驾驶的高阶网联解决方案



资料来源：公司 2025 年年报、长城证券产业金融研究院

客户版图持续拓展，头部客户覆盖度行业领先。凭借行业领先的 L4 级无人驾驶高阶网联解决方案，依托成熟的连接管理、eSIM、全球组网技术，公司加速拓展无人驾驶领域客户布局。在 Robotaxi 领域，公司已与百度阿波罗、哈啰、曹操出行、享道出行等头部企业达成合作[24]。在 Robovan 领域，公司已与九识、智行者等厂商达成合作，相关产品已量产交付[25]，我们认为公司有望优先享受 L4 场景单车 ASP 上行带来的业绩增量。

能力复用：乘用车网联积累向 L4 场景的平滑迁移。公司在乘用车车联网领域深耕多年，大规模运营经验、成熟技术平台与全球化网络构成了向 L4 场景迁移的三大核心复用能力：（1）经验方面，公司具备大规模车辆的智能连接管理经验与海量运营实践，能够快速将乘用车领域的运维保障能力向 L4 场景复制；(2)技术方面，公司充分发挥在 eSIM、5G 双卡双通（DSDA）及多卡管理平台等领域的技术积累，将链路聚合与 AI 网络运维等核心技术快速迭代为适配 L4 级自动驾驶的高阶网联方案，为 Robotaxi 企业提供包含车端、网络、边缘和云端在内的一体化综合解决方案[24]；（3）平台方面，公司的全球化网络基础设施可直接为 L4 级自动驾驶的海外部署提供本地化连接与合规运营支撑。此外，公司旗下优咔科技入选上海市数字企业出海服务平台首批企业，进一步强化了其全球化平台优势，助力 L4 解决方案的海外拓展[37]。

总体来看，随着 L4 级自动驾驶从商业化试点走向规模化运营，公司高阶网联解决方案的单车价值量和客户覆盖范围有望同步扩大，高阶网联服务将为公司构建新的业务增长路径。

[37] 万马科技公众号

下载日志已记录，仅供内部参考

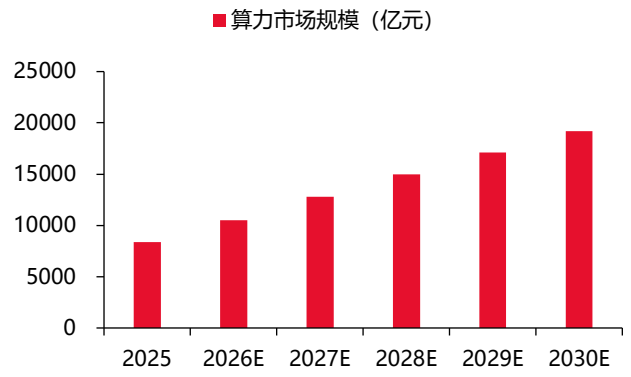
4. AIDC+电网打造第二增长曲线，传统业务筑牢安全边际

4.1 AI 算力需求高增，智算中心进入规模化建设周期

4.1.1 智算中心建设加速落地，液冷与供配电迎来价值升级机遇

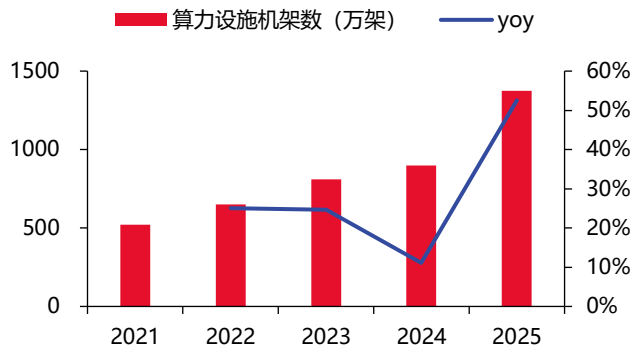
AI 算力需求呈现爆发式增长，算力产业持续扩容。大模型和生成式人工智能的快速发展持续推高算力需求，根据中国软件评测中心发布的《智算中心发展趋势报告》，截至 2025 年底，我国在用算力设施机架数已超过 1,373 万标准机架，智能算力规模达到 1590 EFlops，建成万卡智算集群 42 个；截至 2026 年 3 月，全国智能算力总规模已达 1,882 EFLOPS，在用算力中心标准机架达 1,445 万架，已建成超 70 条算力大通道，算力基础设施正以惊人速度扩张。2025 年我国算力市场规模达 8,351 亿元，同比增长超 30%，算力总规模与智能算力规模双双位居全球第二[38]。我们认为大模型带来的算力爆发需求推动我国算力基础设施高速扩张，算力产业规模持续高增，已成为数字经济与人工智能发展的核心战略支撑。

图表27：算力市场规模预测



资料来源：中商情报网、长城证券产业金融研究院

图表28：算力设施机架数及同比



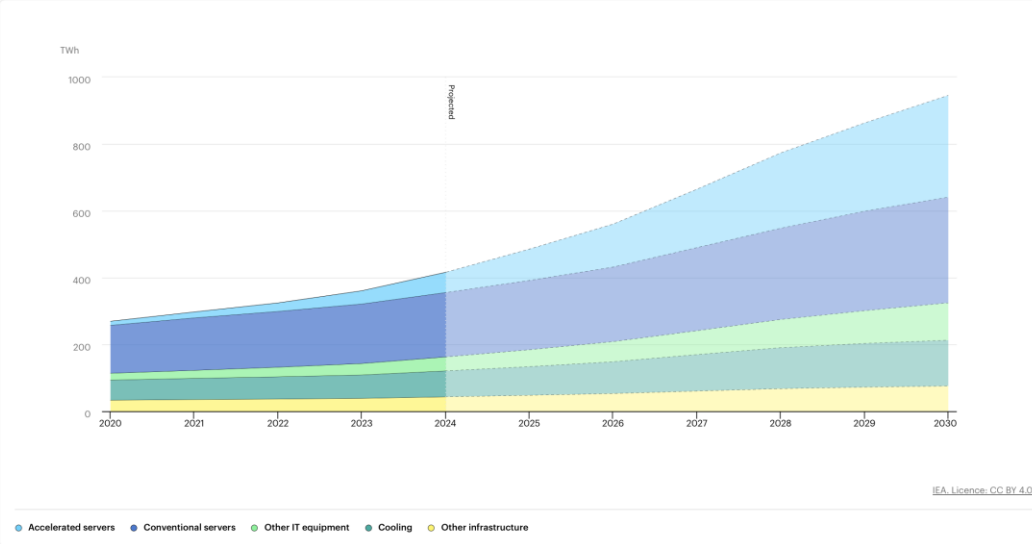
资料来源：国家数据局、工业和信息化部、长城证券产业金融研究院

数据中心电力消耗持续攀升，算力用电成为全社会用电增长的重要引擎。据国家能源局数据，2025 年我国算力中心总用电量达 1,700 亿千瓦时，占全社会用电量的 1.6%。全国一体化算力网络 8 大枢纽节点算力用电近三年平均增长率约为 39.5%，远高于全社会用电量的平均增速。国家能源局预计，“十五五”期间全国算力用电量将年均新增 1,000 亿千瓦时以上，到 2030 年将达到约 8,000 亿千瓦时，占全社会用电量的 6%左右。据国际能源署预测，到 2030 年全球数据中心用电量将较 2025 年接近翻番。

[38] 中商情报网

下载日志已记录，仅供内部参考

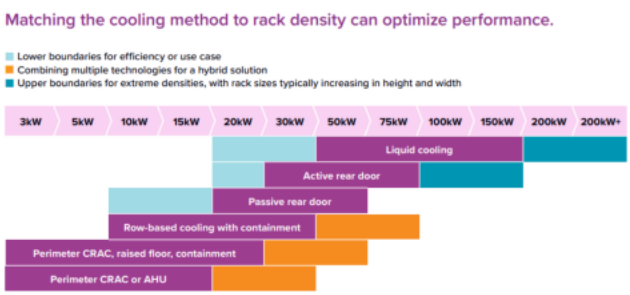
图表29：全球数据中心用电量预测



资料来源：IEA、长城证券产业金融研究院

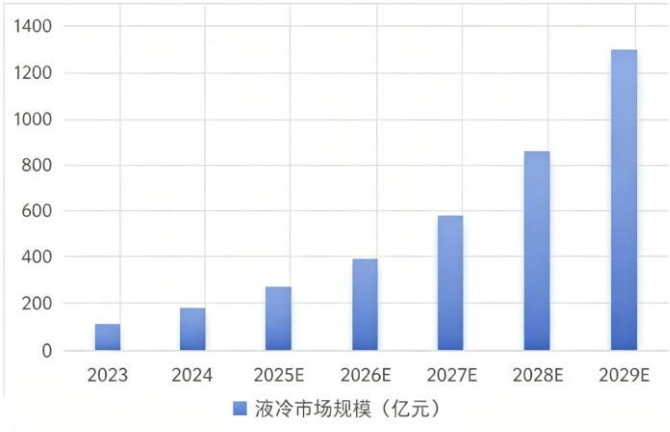
AI 算力推动单机柜功率密度大幅跃升，液冷散热成为智算中心标配。传统数据中心机柜功率密度通常在 5kW 到 10kW 之间[39]。进入 AI 时代，算力芯片快速迭代、单卡功耗大幅提升，多卡互联使得单柜功率密度急剧攀升。传统风冷系统散热能力存在物理极限，仅能支持≤30kW 机柜的功率密度，在 40kW 以上场景效率急剧下降[40]。液体的导热系数约为空气的 23-25 倍，单位体积可吸收的热量是空气的 3000 倍以上，以浸没式或冷板为代表的液冷方案可轻松应对单机柜 50-100kW 的散热需求，部分高性能计算设施甚至可达 200kW 以上[41]。根据《智算中心液冷产业全景研究报告》，2024 年我国智算中心液冷市场规模已达 184 亿元，同比增长 66.1%，预计 2029 年将突破 1,300 亿元。液冷产业正从技术验证迈入规模化商用阶段，随着万卡智算集群加速普及，液冷市场未来三年有望实现翻倍以上增长[42]。

图表30：数据中心机架密度与冷却方式



资料来源：VERTIV 官网、长城证券产业金融研究院

图表31：智算中心液冷产业规模测算



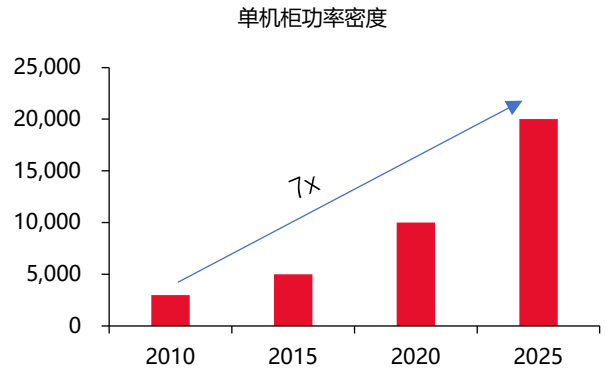
资料来源：中国信息通信研究院、长城证券产业金融研究院

[39] supermicro 官网
[40] 氟相新材料官网
[41] Soeteck 官网
[42] 赛迪顾问编制《2025-2026 年中国液冷数据中心市场报告》

下载日志已记录，仅供内部参考

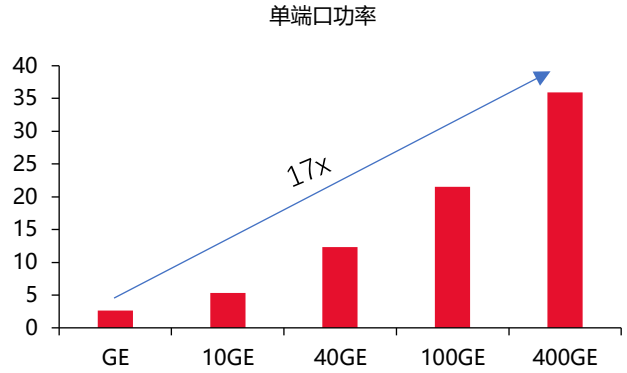
高功率密度带动供配电系统全面升级，算电协同成为行业重要方向。随着智算中心功率密度从传统数据中心的 4-6kW 向 20-40kW 乃至更高迈进，供配电系统面临全面升级需求[43]。2026 年 4 月，国家发展改革委、国家能源局、工业和信息化部、国家数据局四部门联合发布《关于促进人工智能与能源双向赋能的行动方案》，明确提出统筹能源资源配置与算力设施建设，推动算电协同一体化发展。我们认为，算力与电力的协同不仅涉及供电保障，更需在规划布局、市场运行、技术标准等各环节实现深度融合。万马科技基于二十余年通信机柜与供配电技术积累，已形成数据中心供配电及微模块、集装箱等全场景解决方案，并成功服务于多个标杆项目。随着算电协同推进与智算中心扩张，公司数据中心业务有望持续受益。

图表32：单机柜功率密度变化（kW）



资料来源：华为官网、长城证券产业金融研究院

图表33：单端口功率变化（W）



资料来源：华为官网、长城证券产业金融研究院

4.1.2 全场景产品体系赋能，AIDC 业务打开第二增长曲线

公司基于二十余年通信机柜与供配电技术积淀，向 AIDC 领域实现能力迁移。公司在通信设备领域深耕二十余年，在机柜制造、供配电集成等方面积累了深厚的技术经验。围绕 AI 算力爆发的产业需求，公司已推出风冷式、液冷式、集装箱式、一体机式四大数据中心解决方案，覆盖从边缘算力节点到大型智算集群的全场景需求。公司产品具备高可靠、高能效、易部署等核心优势，可全面满足不同规模数据中心的建设与运营需求[7]。

产品体系覆盖全场景，液冷与微模块等产品持续落地。散热产品方面，公司已推出风冷式、液冷式等全场景散热解决方案，其中一体化式液冷机柜专为解决高密度、高功耗 IT 设备（如 AI 服务器、高性能计算节点）的散热难题而设计，散热效率较传统风冷提升数十倍，可满足单机柜功率从几十 kW 到上百 kW 的散热需求，契合行业向高功率密度持续演进的发展趋势[3]。供配电产品方面，公司可提供智能配电柜等配套产品。集成方案方面，公司产品体系涵盖微模块数据中心解决方案、集装箱式数据中心解决方案等[3]。2025 年中国液冷数据中心市场规模已达 159.8 亿元，同比增长 45.2%，预计未来三年将保持 35%以上增速[42]。我们认为，随着万卡智算集群加速普及，液冷与高密度供配电需求持续释放，公司凭借覆盖风冷、液冷、供配电、微模块及集装箱式的全场景数据中心产品矩阵，有望充分受益于这一轮行业高景气周期。

43 芯片与热管理公众号

下载日志已记录，仅供内部参考

数据中心客户项目持续拓展，已实现多个标杆项目落地。公司目前已为浙江联通德清数据中心阿里项目(通过间接方式提供机房配套服务)、杭州杭钢云计算数据中心有限公司、中国电信杭州智算中心、阿里云智能数据中心海外项目等多个客户及项目提供数据中心机房配套产品服务[3]，并成功入围万国数据、有孚白名单，为后续业务推进奠定坚实基础[21]。公司模块化数据中心、IDC 机柜、机房及其他配套组合产品广泛用于数据中心及运营商建设[7]。同时，公司常州智算中心已投入运营，并与英伟达开展合作，依托英伟达 NVAIE 整体软件架构赋能车企自动驾驶数据闭环工具链[22]。我们认为，随着 AIDC 业务的持续拓展，传统通信业务有望实现从设备制造向高附加值数据中心解决方案提供商的转型升级，为公司贡献新的业绩增量。

4.2 “十五五”投资加速扩容，配网智能化成建设主线

4.2.1 电网投资迈入万亿量级，配网智能化驱动设备需求升级

“十五五”电网投资规模创历史新高，年均投资进入万亿级时代。2026 年 1 月，两大电网相继公布“十五五”投资规划，其中国家电网宣布“十五五”期间固定资产投资预计达 4 万亿元，较“十四五”增长 40%；南方电网公布 2026 年固定资产投资安排 1800 亿元，连续五年创新高，年均增速达 9.5%。据中国电力企业联合会发布的《中国电力行业年度发展报告 2026》，“十五五”期间全国电网固定资产投资预计将达到 5 万亿元以上，较“十四五”同期增长超 80%。中国电力企业联合会秘书长郝英杰预测，未来五年电网工程年均投资额将达到 1 万亿元，远超“十四五”期间年均 5536 亿元的水平。两大电网中长期投资规划显著扩容，电网建设有望迈入年均投资近万亿元的新阶段。

图表34：两大电网“十五五”投资规划

电网企业	投资规模	较“十四五”增长
国家电网	4 万亿元	+40%
南方电网	约 1 万亿元	连续五年创新高
全国电网投资	5 万亿元以上	+80%

资料来源：央视网、国家电网公告，山东发改委、国家能源局、长城证券产业金融研究院

配电网智能化是“十五五”电网投资的核心方向。2025 年国家电网配网投资已达约 3000 亿元[44]。国家电网“十五五”期间将加快推进城市、农村、边远地区配网建设；南方电网将加大电网基础设施更新和数智化改造力度，2026 年大规模设备更新投资不低于 506 亿元。国家发展改革委、国家能源局印发的《关于促进电网高质量发展的指导意见》明确提出，到 2030 年，以主干电网和配电网为重要基础、智能微电网为有益补充的新型电网平台初步建成；配电网与主干电网充分耦合，承载多元化源荷开放接入、双向互动，全面增强供电保障能力。我们认为，配电网正从传统的电力分配通道，向承载分布式能源、电动汽车充电设施等多元主体的智能化平台加速转型。

[44] 中国电源产业网

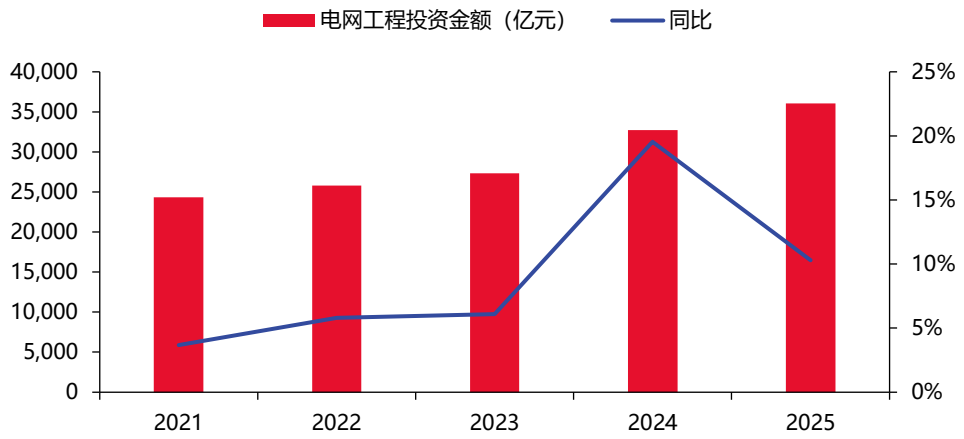
下载日志已记录，仅供内部参考

图表35：中国智能配电网行业主要政策

时间	发布机构	政策名称	核心内容
2024 年 2 月 6 日	国家发展改革委、国家能源局	《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》	提出到 2025 年配电网具备 5 亿千瓦分布式新能源、1200 万台充电桩接入能力；到 2030 年基本完成配电网柔性化、智能化、数字化转型
2024 年 7 月	国家发展改革委、国家能源局、国家数据局	《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》	以九大行动为工作主线，系统推进新型电力系统建设
2024 年 8 月 2 日	国家能源局	《配电网高质量发展行动实施方案（2024—2027 年）》	落实配电网高质量发展重点任务，深入推进配电网建设改造落地见效
2025 年 12 月 26 日	国家发展改革委、国家能源局	《关于促进电网高质量发展的指导意见》	到 2030 年新型电网平台初步建成，配电网与主干电网充分耦合；到 2035 年主配微电网发展充分协同
2026 年 6 月	国家发展改革委、国家能源局	《新型能源体系建设"十五五"规划》	提出到 2030 年初步建成清洁低碳、安全高效的新型能源体系

资料来源：国家发展改革委、国家能源局、长城证券产业金融研究院

图表36：电网工程投资金额变化及同比



资料来源：ifind、中国电力企业联合会、长城证券产业金融研究院

一二次融合环网箱是配电网智能化改造的核心设备，正加速替代传统环网箱。公司在深交所互动易平台明确表示，一二次融合成套环网箱是配电网智能化改造的核心设备之一，凭借其集一次配电、二次保护、控制与监测于一体的高集成化特性，可广泛应用于电力系统各环节及多行业关键配电场景，也更契合电力配网设备的绿色化、可靠性、智能化成为核心发展方向。紧凑型一二次融合环网箱作为传统环网柜的升级迭代产品，具备绿色环保、可靠性高、智能化程度高、安装灵活等核心优势。当配电网发生故障时，一二次融合环网箱能够迅速响应，自动隔离故障区域，恢复非故障区域的供电，大幅提升电网的自愈能力和供电可靠性[7]。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表37：智能与传统环网箱的区别

对比维度	传统环网箱	一二次融合环网箱
设备集成	一次与二次设备分离	一次与二次设备深度融合
接口方式	端子排，各厂家定义不同	军品级航空接插件，统一标准
线损采集	无	内置独立线损采集模块
互感器	电压电磁式+电流电子式	全部采用电磁式互感器
智能化	缺乏实时监测	具备三遥（遥测、遥信、遥控）功能
运维方式	人工巡检，风险大、成本高	远程监控、自动故障处理
绝缘介质	六氟化硫（SF6）	干燥空气替代

资料来源：中盟电气官网、中国电工技术学会、智能电气官网、长城证券产业金融研究院

公司紧抓配电网智能化升级机遇，一二次融合环网箱产品具备竞争优势。2025 年，公司电网类新品核心为一二次融合环网箱(紧凑型一二次融合环网箱)，是配电网自动化与智能化升级的关键装备。该产品拥有五大核心优势：（1）绿色环保，以干燥空气为绝缘介质，契合双碳与欧盟 F-Gas 法规；（2）可靠性高，隔绝外界干扰，凝露故障率大幅下降,适配极端温度与恶劣场景；（3）智能化水平高,集成数显表,温湿度控制器,搭载三维监测系统，故障预警精准；（4）安装灵活，模块化设计占地小，可实现零停电检修；（5）场景适配性强,覆盖城市 CBD、工业园区、新能源电站、高原风电场等。该产品应用领域主要包括城市配电网升级、工业园区供电、分布式电源接入、电网智能化改造等电网智能化场景。[7]

分布式光伏、储能、算力集群大规模接入配网，推动配电网设备升级与智能化改造需求集中释放。在双碳战略驱动下，分布式光伏、储能装置、电动汽车充电设施等多元主体正加速接入配电网。算力基础设施的快速发展进一步推高了用电需求，2025 年全国数据中心用电量已达 1,700 亿千瓦时，进一步加剧了配电网增容改造的紧迫性[45]。在此背景下，配电网从传统电力分配通道向智能化资源配置平台加速转型，拉动了一二次融合环网箱等智能配电设备的新增需求[46]，同时对传统环网箱的替换升级需求也同步释放——公司一二次融合环网箱集一次配电、二次保护、控制与监测于一体，是实现配电网智能化改造的核心设备，有望充分受益于本轮配网升级带来的广阔市场空间[47]。

4.2.2 从通信设备到智能配电，跨界协同打开增量空间

电网业务开拓新应用场景，一二次融合环网箱成为核心增长抓手。公司自 2024 年成立专属电网事业部，对相关市场开展战略性业务布局。2025 年，公司持续完善产品体系，核心新品一二次融合环网箱成果显著，全年累计中标国家电网项目金额达 8,127.42 万元[24]。2025 年公司通过招投标方式中标国家电网环网箱项目共计 4 次，并已签署采购合同，合同金额合计 2,133.08 万元[48]。2025 年 12 月，一二次融合成套环网箱中标项目为公司

[45] 能源局
[46] 中国人民政府官网
[47] 深交所互动易
[48] 关于项目预中标的提示性公告

下载日志已记录，仅供内部参考

新产品布局，说明市场对公司技术水平和产品质量的认可，有助于丰富公司产品类别，开拓新的业务场景，提升公司的业绩和产品竞争力[49]。

公司已成为国家电网重要供应商，客户粘性与市场份额持续巩固。2025 年公司首次中标国家电网环网箱项目，实现该领域市场零的突破，为 2026 年全年业绩增长奠定了坚实基础。公司将传统通信业务的发展方向明确为从传统通信设备提供商向 AIDC 智算数据中心与电网两大高价值赛道拓展，其将聚焦智能电网转型主线持续深耕，依托长期通信设备研发制造经验与行业客户资源，加大研发投入持续丰富完善产品矩阵 [24]。

产品应用场景持续延伸，新能源配电与新型电力系统打开增量空间。新能源应用方面，公司相关产品可配套应用于风电、光伏及储能等项目的配电系统中，主要用于电能的接入、分配及保护等环节，且目前已在工业园区及部分新能源配电场景中实现应用。公司的紧凑型一二次融合环网箱作为传统环网柜的升级迭代产品，凭借独特的结构设计和工艺优势，已在住宅区、工业区、新能源电站等多场景落地应用 [7]。我们认为在“十五五”电网投资加速、配电网智能化升级的大背景下，公司电网类产品将有望持续受益于分布式光伏、储能、算力集群大规模接入配网带来的新增设备需求与技术升级需求，成为公司新的业绩增量来源。

4.3 通信板块：深耕二十余载的基石业务，筑牢业绩压舱石

通信配线设备与机柜为核心产品，覆盖数据中心与通信网络全场景。公司自成立以来持续致力于通信及工控设备类产品的研发、生产和销售，公司通信产品主要包括数据中心类产品、移动基站类产品、光通信类产品等，广泛应用于 IDC 机房、数字通信机房、云平台建设等多个核心领域。产品种类丰富，涵盖各类配线架（柜）、光（电）缆交接箱、户外机柜、活动板房、电源分配列柜、配电箱、成套电气设备、网络机柜、智能监控系统、数据机房资产管理平台等，此外还提供 5G BBU 机柜等移动通信解决方案系列产品，广泛应用于 5G 网络中无线基站的建设和改造。[4]

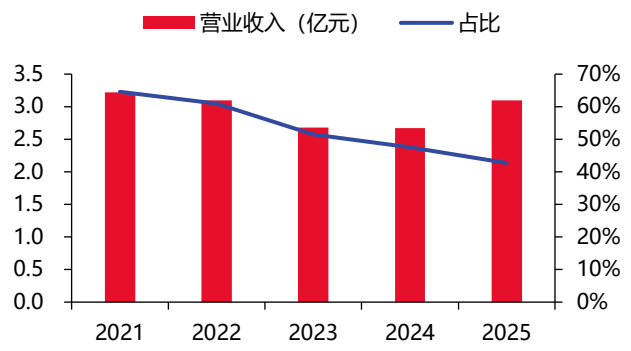
深耕通信行业二十余年，深度绑定三大运营商。公司是中国移动、中国联通、中国电信三大运营商及广电、华数等行业的主要产品供应商和战略合作商，通信配线设备、机柜等核心产品广泛应用于 IDC 机房、数字通信机房、云平台建设等通信网络基础设施领域。通信业务作为公司的基石业务，持续贡献稳定的收入与现金流，是公司业绩的重要压舱石。[4]

通信业务收入稳健增长，毛利率保持平稳。2025 年公司通信行业收入约 3.10 亿元，同比增长 16.13%，占总营业收入约 42.72%。通信及工控设备类产品作为公司的传统核心业务，持续贡献稳定的收入与现金流，其中机柜、机箱类产品实现收入 1.84 亿元，毛利率 23.38%；工业控制类产品实现收入 0.69 亿元，毛利率 30.64%[4]。我们认为，成熟的通信业务持续产生稳定经营现金流，支撑公司在 AIDC 算力基建、智能电网等高景气新兴赛道持续投入研发与市场拓展。

[49] 关于项目中标的进展公告

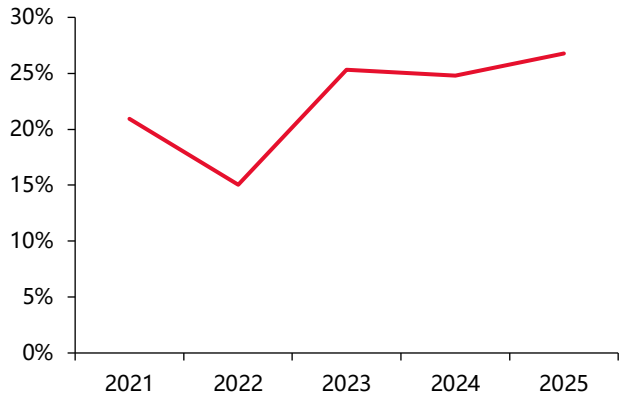
下载日志已记录，仅供内部参考

图表38：通信行业营业收入及占比



资料来源：公司 2021-2025 年年报、长城证券产业金融研究院

图表39：通信行业毛利率变化



资料来源：公司 2021-2025 年年报、长城证券产业金融研究院

4.4 医疗信息化板块：深耕智慧医疗领域，产品矩阵完善贡献稳定收益

深耕医疗信息化领域二十余年，定位于智慧医疗解决方案提供商。公司自 2011 年起将通信技术延伸应用于医疗信息化领域，来持续专注移动医疗、智慧医疗领域的研发与创新 [3]。根据公司官网，公司医疗信息板块主要产品包括移动医疗护理工作站、手术室行为管理系统、高值耗材管理系统、移动医生/结算工作站等，主要用于服务各大医院的医护人员，帮助提升医院信息化管理水平，在“互联网+医疗智慧”时代下持续推动医疗信息化建设。

图表40：最新部分医院使用案例合集



资料来源：万马科技官网、长城证券产业金融研究院

医疗信息化产品矩阵完善，覆盖临床护理与医院管理全场景。当前公司重点发展移动医疗护理工作站、手术室行为管理系统、全院织物智能化管理等核心产品。其中，手术室物联网集成解决方案由门禁管理系统、手术衣鞋发放系统、衣鞋柜管理系统、RFID 通道

下载日志已记录，仅供内部参考

系统、信息显示系统、智能回收系统及耗材管理系统等子系统组成；高值耗材管理系统可实现高值耗材采购、供应、使用的安全管理和全程追溯。[3]

客户覆盖多家知名医院，业务收入与盈利保持稳定。公司已与上海交通大学医学院附属新华医院、北京协和医院、浙江大学医学院附属第一医院等多家知名医院开展医疗信息化的产品合作**错误!未定义书签。**。根据公司 2025 年年报数据，2025 年全年，公司医疗信息化产品实现营业收入 3,394.55 万元，毛利率高达 47.46%，为三大业务板块中最高。医疗信息化业务整体经营稳定，我们预计高毛利率优势将持续为公司贡献稳定的利润来源。

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 投资建议

5.1 盈利预测

关键假设：

公司深耕通信设备领域二十余年，目前已形成车联网、通信、医疗信息化三大业务板块协同发展的格局。车联网业务已成为公司核心增长引擎，通信业务向智算数据中心（AIDC）与电网高价值赛道延伸，医疗信息化业务贡献稳定的高毛利率收入。关于盈利预测，我们做出以下关键假设：

（1） **车联网业务**：公司车联网业务营业收入占比持续提升，且已与吉利、理想、上汽、东风等十余家知名车企建立深度合作关系，海外业务持续拓展。同时，公司率先推出面向 L4 级无人驾驶的高阶网联解决方案，已与百度阿波罗、哈啰、曹操出行等 Robotaxi 头部企业达成合作。随着智能网联汽车渗透率持续提升、中国车企出海加速及 L4 级自动驾驶商业化落地，我们预计 2026-2028 年车联网业务收入保持高速增长，毛利率有望随海外规模效应释放及高附加值 L4 解决方案占比提升而逐步回升。

（2） **通信类业务**：公司在巩固与中国移动、中国联通、中国电信三大运营商稳定合作的基础上，积极拓展智算数据中心（AIDC）、工业控制、电网等领域，2025 年实现国网中标超 8000 万元。随着 AIDC 与电网业务持续放量，我们预计 2026-2028 年通信类业务收入稳步增长，毛利率受益于高附加值产品占比增长而小幅提升。

（3） **医疗信息化业务**：公司已与上海交通大学医学院附属新华医院、北京协和医院、浙江大学医学院附属第一医院等多家知名医院开展合作，业务整体经营稳定，预计 2026-2028 年收入端稳定增长。

（4） **期间费用率假设**：随着车联网业务规模效应逐步释放、海外业务进入收获期，预计销售费用率、管理费用率逐年摊薄；公司持续加码车联网平台升级及 L4 解决方案研发投入，研发费用率将随营收规模扩张而稳步下行。

图表41：公司各业务盈利预测（单位：百万元）

		2025A	2026E	2027E	2028E
车联网业务	收入	381.25	590.93	839.12	1,157.99
	YoY(%)	49.33%	55.00%	42.00%	38.00%
	毛利率（%）	38.58%	38.00%	38.50%	38.50%
通信类业务	收入	309.67	377.25	443.70	498.10
	YoY(%)	16.13%	21.81%	17.61%	12.26%
	毛利率（%）	26.77%	26.72%	26.97%	27.19%
医疗信息化业务	收入	33.96	34.08	34.58	35.54
	YoY(%)	-12.74%	0.39%	1.46%	2.77%
	毛利率（%）	47.46%	47.06%	46.91%	46.86%

资料来源：公司 2025 年年报、长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

5.2 可比公司估值与投资建议

可比公司：

公司是车联网连接管理领域的稀缺标的，客户资源壁垒深厚。我们选择光庭信息、中科创达、虹软科技作为可比公司。其中光庭信息作为汽车电子软件供应商，在智能座舱、智能驾驶、智能电控等领域具备全栈式软件解决方案能力，与公司在智能汽车产业链的软件与网联服务布局具有较强可比性；中科创达作为智能汽车操作系统平台提供商，与公司在智能汽车软件与网联服务领域的方向高度一致；虹软科技作为计算机视觉算法与视觉 AI 解决方案提供商，其视觉 AI 技术广泛应用于智能驾驶领域，与公司面向智能网联汽车的服务方向存在交叉。相较可比公司，公司作为国内领先的第三方车联网连接管理服务商，深度绑定吉利、理想、上汽等十余家头部车企，客户壁垒深厚，同时率先推出面向 L4 级无人驾驶的高阶网联解决方案，成长弹性更为突出。

图表42：可比公司估值表（截至 2026.8.20）

代码	公司	收盘价（元）	总股本（亿股）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			市盈率（P/E）		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
300496.SZ	中科创达	57.46	4.62	265.30	6.12	7.76	9.47	43.37	34.20	28.03
688088.SH	虹软科技	31.75	4.01	127.37	3.19	4.07	5.32	39.96	31.30	23.96
301221.SZ	光庭信息	26.83	1.31	35.25	0.75	0.88	1.03	47.01	40.06	34.23
平均值		-	-	-	3.35	4.24	5.27	43.45	35.19	28.74
300698.SZ	万马科技	25.00	1.34	33.50	1.00	1.43	1.95	33.50	23.37	17.19

资料来源：ifind、长城证券产业金融研究院（注：可比公司归母净利润及市盈率为 ifind 机构一致预期）

投资建议：

公司是国内头部第三方车联网连接管理服务商，深度绑定十余家头部车企构筑深厚客户壁垒，车联网主业随智驾渗透保持快速增长；同时率先卡位 L4 高阶网联赛道，伴随商业化规模化推进，业绩弹性突出；此外公司依托通信技术向 AIDC、电网领域延伸，开辟全新成长空间。我们预计 2026-2028 年公司营业收入为 10.02/13.17/16.92 亿元，同比增长 38.26%/31.44%/28.41%；归母净利润为 1.00/1.43/1.95 亿元，同比增长 112.60%/43.32%/35.96%，EPS 分别为 0.75/1.07/1.45 元/股，对应当前股价（2026 年 8 月 20 日收盘价），PE 分别为 34X/23X/17X，首次覆盖，给予“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

车联网业务毛利率下滑风险：车联网业务正处于规模快速扩张阶段，若未来市场竞争加剧或公司无法持续优化成本结构，业务毛利率可能面临下行压力，对公司整体盈利能力造成不利影响。

新业务拓展不及预期风险：L4 级自动驾驶当前仍处于商业化落地初期，若高阶网联解决方案的商业化推广进度慢于预期，可能影响公司车联网业务的成长节奏。

市场竞争加剧风险：随着智能网联汽车渗透率的持续提升，更多企业可能进入车联网连接管理领域，若公司无法持续保持技术领先与客户粘性，市场份额和盈利能力可能受到冲击。

业务转型与产业进度不及预期风险：公司正处于从传统通信设备制造向车联网服务、AIDC 及电网等新赛道转型的关键阶段，若转型进度不及预期或新业务拓展受阻，可能影响公司整体成长节奏。

应收账款回收风险：截至 2025 年末，公司应收账款余额较大，占总资产比例较高。若下游客户经营状况恶化或付款周期延长，可能导致公司面临坏账风险及现金流压力。

汇率波动风险：公司海外业务收入占比持续提升，若人民币汇率出现大幅波动，可能对海外业务盈利能力产生不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	702	818	1033	1243	1538
现金	63	102	150	239	365
应收票据及应收账款	482	596	658	806	871
其他应收款	40	12	72	37	98
预付账款	21	17	33	38	51
存货	68	60	91	96	124
其他流动资产	28	30	28	28	30
非流动资产	387	350	320	313	295
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	109	91	83	76	69
无形资产	51	48	43	35	27
其他非流动资产	227	211	193	202	199
资产总计	1088	1167	1353	1556	1833
流动负债	529	538	661	709	775
短期借款	65	60	110	65	65
应付票据及应付账款	256	282	368	421	489
其他流动负债	209	196	182	223	221
非流动负债	77	100	57	57	59
长期借款	46	27	20	14	8
其他非流动负债	31	73	37	43	51
负债合计	606	638	717	766	833
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	134	134	134	134	134
资本公积	159	159	159	159	159
留存收益	189	236	336	479	674
归属母公司股东权益	482	529	636	790	999
负债和股东权益	1088	1167	1353	1556	1833

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-8	56	29	139	116
净利润	41	47	100	143	195
折旧摊销	19	24	17	18	19
财务费用	5	-1	0	-3	-10
投资损失	-3	0	-1	-2	-1
营运资金变动	-81	-33	-108	-40	-121
其他经营现金流	12	20	21	23	35
投资活动现金流	-70	38	10	-9	-2
资本支出	64	11	3	0	2
长期投资	12	0	0	0	0
其他投资现金流	-19	49	13	-9	0
筹资活动现金流	-10	-56	-31	-2	12
短期借款	-21	-5	50	-46	0
长期借款	46	-19	-7	-6	-7
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-35	-33	-75	50	19
现金净增加额	-90	44	8	129	127

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	561	725	1002	1317	1692
营业成本	354	479	661	858	1094
营业税金及附加	5	4	6	7	9
销售费用	80	80	93	119	152
管理费用	40	44	58	76	97
研发费用	48	60	77	101	129
财务费用	5	-1	0	-3	-10
资产和信用减值损失	-13	-15	-17	-23	-33
其他收益	22	13	18	15	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	0	1	2	1
资产处置收益	0	-4	-1	-2	-2
营业利润	42	53	108	152	204
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	1	1
利润总额	42	52	107	151	204
所得税	1	5	7	8	9
净利润	41	47	100	143	195
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	41	47	100	143	195
EBITDA	63	80	129	171	220
EPS（元/股）	0.31	0.35	0.75	1.07	1.45

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入（%）	7.7	29.2	38.3	31.4	28.4
营业利润（%）	-41.8	24.6	103.8	40.6	34.7
归属母公司净利润（%）	-35.9	13.9	112.6	43.3	36.0
获利能力					
毛利率（%）	36.8	33.9	34.1	34.8	35.3
净利率（%）	7.4	6.5	10.0	10.9	11.5
ROE（%）	8.6	8.9	15.9	18.6	20.1
ROIC（%）	7.2	7.3	13.0	16.3	17.6
偿债能力					
资产负债率（%）	55.7	54.7	53.0	49.2	45.5
净负债比率（%）	13.9	10.8	2.9	-14.9	-24.8
流动比率	1.3	1.5	1.6	1.8	2.0
速动比率	1.1	1.4	1.4	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	1.5	1.5	1.8	2.0	2.2
应付账款周转率	2.0	2.3	2.6	2.8	3.2
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.31	0.35	0.75	1.07	1.45
每股经营现金流（最新摊薄）	-0.06	0.42	0.22	1.04	0.87
每股净资产（最新摊薄）	3.60	3.95	4.70	5.77	7.22
估值比率					
P/E	81.1	71.2	33.5	23.4	17.2
P/B	6.9	6.3	5.3	4.3	3.5
EV/EBITDA	53.9	42.8	26.2	18.9	14.1

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES