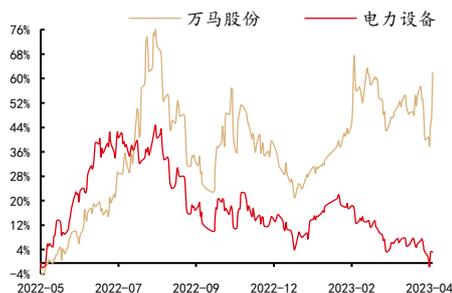


股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	10.77
总股本/流通股本(亿股)	10.35 / 10.35
总市值/流通市值(亿元)	112 / 112
52周内最高/最低价	11.71 / 6.43
资产负债率(%)	61.4%
市盈率	26.36
第一大股东	青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司
持股比例(%)	25.0%

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com
研究助理:贾佳宇
SAC 登记编号:S1340122110010
Email:jiajiayu@cnpsec.com

万马股份(002276)

高分子产能放量，业绩高速增长

● 投资要点

公司 2022 年实现营收 146.75 亿元 (+14.94%)，实现归母净利润 4.11 亿元 (+51.44%)，销售毛利率、净利率分别为 13.53%、2.82%，同比增长 0.6pcts、0.68pcts。收入端两大主要板块电力产品、电缆材料均实现显著增长，盈利端受益电缆材料板块毛利率大幅提升(由 12.81%提升至 15.42%)，带来整体盈利能力和业绩显著提升。

公司发布 2023Q1 季报，实现营收 30.75 亿元 (-1.69%)，实现归母净利润 0.92 亿元 (+125.93%)，实现扣非归母净利润 0.50 亿元 (+77.86%)，其中高分子业务出货同比增长以及充电桩板块减亏带来扣非归母净利高增，同时一季度确认部分拆迁补偿带来非经常性损益大幅增长。

电缆材料：产能快速增长，持续推进高端产品国产化。近年来，公司持续推进电缆材料产能扩张，现已完成临安、湖州、四川、清远四大基地，单月最高销量突破 4 万吨，2022 年实现销量 39.98 万吨 (+19.08%)，巩固行业龙头地位，万马高分子 2022 年盈利大幅提升 60%至 2.63 亿元。此外，公司持续推进高端电缆材料国产化，2022 年公司自主研发的“超高压电缆(220kV)超净 XLPE 绝缘料”、“超高压电缆用(220kV)超光滑半导体屏蔽料”及“35kV 热塑性聚丙烯电缆料”三项新产品通过国家级新产品鉴定，同时超高压二期项目已全线贯通进入试生产，万马万华化学一体化合作项目启动，有望带来出货规模与盈利能力的同步提升。

新能源：充电桩外售+充电站运营双管齐下，持续强化新能源领域布局。在充电桩制造方面，公司已实现从机柜设计、控制、枪线等的自主研发，外售规模持续快速增长；充电站运营方面，公司自建“爱充网”品牌，除向新能源车提供充电服务外，公司也拓展了代运营、代运维等服务，能为客户提供新能源汽车充电服务领域的综合性解决方案。受益于下游出行需求复苏以及国内充电网络建设需求，预期今年新能源板块将实现明显减亏。

● 盈利预测：

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 6.36/7.95/9.83 亿元，同比增长 54.77%/25.10%/23.56%。23-25 年公司 PE 分别为 17.54x/14.02x/11.35x，首次覆盖，予以“增持”评级。

● 风险提示：

绝缘材料需求不及预期；市场竞争加剧；公司产能扩张进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	14675	16514	18021	20152
增长率 (%)	14.94	12.53	9.13	11.83
EBITDA (百万元)	778	803	994	1207
归属母公司净利润 (百万元)	411	636	795	983
增长率 (%)	51.44	54.77	25.10	23.56
EPS (元/股)	0.40	0.61	0.77	0.95
市盈率 (P/E)	27.15	17.54	14.02	11.35
市净率 (P/B)	2.29	2.03	1.77	1.53
EV/EBITDA	8.68	11.51	8.64	7.07

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	14675	16514	18021	20152	营业收入	14.9%	12.5%	9.1%	11.8%
营业成本	12689	14191	15405	17157	营业利润	56.6%	53.9%	25.1%	23.6%
税金及附加	40	50	45	50	归属于母公司净利润	51.4%	54.8%	25.1%	23.6%
销售费用	631	710	766	846	获利能力				
管理费用	330	413	442	484	毛利率	13.5%	14.1%	14.5%	14.9%
研发费用	612	694	748	826	净利率	2.8%	3.8%	4.4%	4.9%
财务费用	49	-30	-28	-35	ROE	8.4%	11.6%	12.6%	13.5%
资产减值损失	-87	0	0	0	ROIC	7.5%	7.7%	8.9%	9.8%
营业利润	456	702	878	1085	偿债能力				
营业外收入	7	0	0	0	资产负债率	61.3%	60.8%	58.8%	56.5%
营业外支出	16	0	0	0	流动比率	1.65	1.64	1.68	1.75
利润总额	447	702	878	1085	营运能力				
所得税	34	63	79	98	应收账款周转率	4.06	4.09	4.09	4.09
净利润	413	639	799	988	存货周转率	15.83	17.46	17.55	17.62
归母净利润	411	636	795	983	总资产周转率	1.22	1.24	1.23	1.25
每股收益(元)	0.40	0.61	0.77	0.95	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.40	0.61	0.77	0.95
货币资金	3631	3948	4597	4647	每股净资产	4.70	5.31	6.08	7.03
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	4515	5210	5603	6489	PE	27.15	17.54	14.02	11.35
预付款项	169	199	216	240	PB	2.29	2.03	1.77	1.53
存货	858	1034	1020	1268	现金流量表				
流动资产合计	9997	11246	12353	13652	净利润	413	639	799	988
固定资产	1494	1643	1787	1921	折旧和摊销	234	164	180	197
在建工程	343	380	406	424	营运资本变动	-82	-332	22	-782
无形资产	249	249	249	249	其他	125	-27	-25	-29
非流动资产合计	2633	2823	2995	3151	经营活动现金流净额	690	443	977	374
资产总计	12630	14068	15349	16803	资本开支	-244	-317	-350	-350
短期借款	26	226	226	226	其他	-149	-3	33	37
应付票据及应付账款	4929	5477	5905	6295	投资活动现金流净额	-393	-320	-317	-313
其他流动负债	1104	1155	1208	1285	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	6058	6858	7339	7806	债务融资	841	200	0	0
其他	1689	1689	1689	1689	其他	-1055	-6	-11	-11
非流动负债合计	1689	1689	1689	1689	筹资活动现金流净额	-213	194	-11	-11
负债合计	7748	8547	9028	9495	现金及现金等价物净增加额	104	317	649	50
股本	1035	1035	1035	1035					
资本公积金	1558	1558	1558	1558					
未分配利润	2096	2636	3312	4147					
少数股东权益	19	22	26	31					
其他	174	269	389	536					
所有者权益合计	4882	5521	6320	7308					
负债和所有者权益总计	12630	14068	15349	16803					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048