

万马股份 (002276)

线缆+高分子料龙头，一体化铸就中长期成本优势

1、高分子：国产化替代正当时，供不应求享价格弹性

高压/特高压的高分子材料亟需国产化替代：高分子材料的产品等级主要按照电压划分，高压环境下对材料的缺陷、杂质、表面光滑程度控制等要求远高于低压材料，规模化生产对应的性能控制难度极大，因此主要被海外厂商垄断。万马股份通过近 30 年的工艺积淀，在基础理论、材料、工艺装备等环节持续进行技术突破，实现电压等级的提升，220KV 的超高压电缆绝缘料于 2022 年入选浙江的新材料名单，指标性能达到国际先进水平，打破国外技术垄断；

高端产品国产化空间广阔：按高分子材料约占线缆成本的 10%，对应 2023 年国内高分子料的市场空间约为 700 亿+，其中超高压高分子料超 50 亿元，其余为中低压高分子料。公司在国内中低压绝缘料的市占率达 30%左右，在高压部分市占率仅为 10%。公司的成长性有望伴随替代海外的高分子料而快速提升；

未来看点：1) 海缆高分子料国产化。目前海缆的高压的高分子料均采用进口材料，国产化替代空间广阔；2) 出海打开成长性，拉高毛利率，2023 年公司高分子出口销量同比增长 35%，出货占比达 20%。公司通过不断开拓东南亚、南美、欧洲、非洲等地核心电缆客户，打开下游市场，我们预计未来高分子料出海有望维持高增速，且海外毛利率高于国内，有助于提升毛利率；3) 一体化降本：高分子料上游为石油衍生物，公司通过与中石化深度合作，一体化布局产业链上下游，有望进一步降低原材料成本，进一步提升毛利率。

2、线缆业务：高性能柔性线缆迎接机器人从 0-1 的时代

万马的线缆业务包括传统电力线缆以及相对新兴的通信线缆。万马是目前国内唯一一家通过机器人四大家族库卡认证的国内机器人线缆厂家，同时四大家族中另一巨头 ABB 在 2023 年对公司的原材料生产、核心业务、产品细节等进行详细了解，双方后续有望展开深度合作。

3、充电桩业务：稳扎稳打，逐步贡献增量

公司是国内最早布局充电场站运营的厂商之一。近两年公司充电场站设备的持续改造升级以及新能源车保有量的快速提升，有望拉动公司场站利用率的持续提升，带动公司新能源业务扭亏为盈。

盈利预测：预计 2024-2026 年公司的整体营业收入有望达 183/195/212 亿元，同比增速分别为 21%/6%/9%，对应归母净利润有望达 7.02/8.39/9.9 亿元，同比增速分别为 26%/19%/18%。可比公司 2024 年平均 PE 为 18X，综合考虑公司在高压电缆材料领域的技术优势，第二成长曲线增速突出，我们给予公司 2024 年 18 倍，对应目标股价 12.21 元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动、高分子料国产替代进度不及预期、竞争加剧、新增产能投产不及预期、海外业务拓展风险、测算有一定主观性等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,674.96	15,121.00	18,347.09	19,521.98	21,228.44
增长率(%)	14.94	3.04	21.34	6.40	8.74
EBITDA(百万元)	1,297.03	1,379.50	985.08	1,136.36	1,301.38
归属母公司净利润(百万元)	410.72	555.41	702.18	839.04	990.45
增长率(%)	51.44	35.23	26.43	19.49	18.05
EPS(元/股)	0.40	0.54	0.68	0.81	0.96
市盈率(P/E)	22.19	16.41	12.98	10.86	9.20
市净率(P/B)	1.87	1.69	1.49	1.32	1.15
市销率(P/S)	0.62	0.60	0.50	0.47	0.43
EV/EBITDA	4.91	6.04	5.13	4.59	2.90

资料来源：Wind，天风证券研究所

证券研究报告
2024 年 05 月 07 日

投资评级

行业 电力设备/电网设备

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 8.8 元

目标价格 12.21 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 1,035.49

流通 A 股股本(百万股) 1,026.71

A 股总市值(百万元) 9,112.30

流通 A 股市值(百万元) 9,035.05

每股净资产(元) 5.30

资产负债率(%) 58.66

一年内最高/最低(元) 14.85/6.71

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 公司介绍	5
1.1. 深耕线缆主业，坚持“一体两翼”战略	5
1.2. 立足线缆主业，持续扩张高分子材料业务	5
1.3. 高分子产能放量，业绩快速增长	6
2. 万马高分子业务	7
2.1. 高分子材料是电线电缆的重要组成部分和性能决定因素	7
2.2. 我国电缆材料行业：行业集中度较低，高端产品国产替代趋势迫切	8
2.2.1. 三段式竞争格局降低行业集中度，大量企业聚集中低端市场	8
2.2.2. 中低压及中低端高压产品基本国产化，高端高压线缆材料国产化替代空间广阔	9
2.3. 展望：下游市场空间广阔+上游波动影响小+高端产品壁垒放大优势	10
2.3.1. 下游产业市场空间广阔，高压陆缆和海缆需求持续扩张	10
2.3.2. 上游原材料供应改善，高分子助剂的国产化趋势加强	11
2.3.3. 高端产品存在多种壁垒，有利头部企业保持优势	11
2.4. 市场规模预测及市场空间测算	12
2.5. 公司高分子材料业务	12
2.5.1. 特色产品性能卓越具备竞争优势，研发能力卓越加速国产化替代	13
2.5.2. 高分子材料业绩产能齐飞	15
2.5.3. 销售网络覆盖国内龙头，国际认可度带来海外市场	15
2.6. 万马高分子材料未来发展展望	16
3. 线缆业务	17
3.1. 线缆行业现状	17
3.2. 线缆业务增长稳定	17
3.2.1. 工业运动线缆国内领先	18
3.2.2. 通信线缆进军海外	19
4. 充电桩业务	19
4.1. 万马集团充电桩发展	19
4.1.1. 万马集团充电桩业务在行业深耕多年，盈利有望回正	19
4.1.2. 万马股份运营模式	20
5. 盈利预测	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年年报)	5
图 3: 2015-2024 年 Q1 公司营收增长及同比	6
图 4: 2015-2024 年 Q1 公司归母净利润增长及同比	6
图 5: 2017-2023 年公司营收构成	6
图 6: 2017-2023 年公司毛利构成	6
图 7: 2017-2024 年 Q1 年公司毛利率和净利率	7
图 8: 2017-2023 年公司各业务板块毛利率变化趋势	7
图 9: 2017-2024Q1 公司各项费率	7
图 10: 单芯电力线缆剖面图	8
图 11: 进口半导体屏蔽料表面	10
图 12: 国产半导体屏蔽料表面	10
图 13: 电线电缆行业市场规模预测 (亿元)	10
图 14: 2017-2023 新增 220kv 及以上输电线路长度与同比	10
图 15: 2022 年海缆材料成本占比 (%)	11
图 16: 2022 年海缆材料成本结构	11
图 17: 海缆市场规模预测 (亿元)	11
图 18: 绝缘料和屏蔽料市场规模预测 (亿元)	11
图 19: 杭州临安万马高分子本部	13
图 20: 清远万马高分子公司	13
图 21: 国产绝缘料 220kV 电缆型式试验现场	14
图 22: 示范工程验收	14
图 23: 万马高分子材料所获荣誉	14
图 24: 万马高分子业务所获证书	14
图 25: 近三年高分子业务毛利率稳步提升	15
图 26: 2017-2023 年公司高分子材料产量与销量	15
图 27: 万马高分子国内销售网络	16
图 28: 万马高分子国内部分重点客户	16
图 29: 万马高分子外销渠道	16
图 30: 万马高分子海外业务发出量处于快速增长势头	16
图 31: 2011-2021 年国内电力电缆产量 (万千米)	17
表 1: 部分线缆用高分子材料产品的性能技术要求	7
表 2: 行业内不同类型企业	8
表 3: 主要线缆用高分子材料生产企业及介绍	8
表 4: 电缆分类及主要产品	9
表 5: 线缆用高分子材料市场规模预测	12

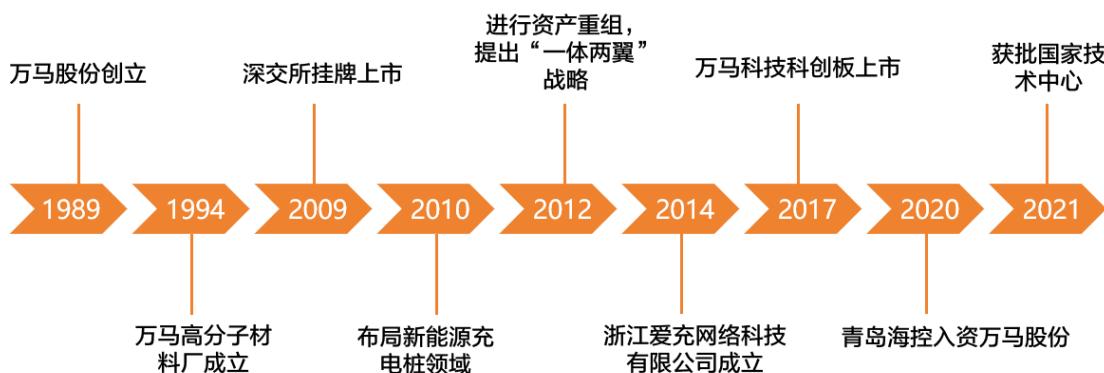
表 6：万马高分子主要产品	13
表 7：万马高分子部分专利	15
表 8：工业运动线缆技术难点	18
表 9：万马股份盈利预测	21
表 10：可比公司对比分析（截至 5.6 日收盘，参考 wind 一致预期）	21

1. 公司介绍

1.1. 深耕线缆主业，坚持“一体两翼”战略

电缆及新材料龙头企业，新能源充电服务先行者。万马股份有限公司作为国家重点发展的高新技术企业，从硬件设施到技术实力在电线电缆、高分子材料、充电桩新能源等领域均处于国内领先水平，通过控股万马高分子成为国内高分子绝缘材料的领先企业，实现了向产业链上游的延伸。2012年，公司对旗下电缆产业实施重大资产重组，形成新智造、新材料、新能源三大事业群，极大地丰富了公司产品线，进一步提高了生产、销售和服务水平。同时公司围绕电力传输服务，多领域集团型协作发展。2020年，青岛海控入资万马股份，公司确定“一体两翼”战略格局，以“南北联动”为引擎，紧跟市场趋势，注重创新研发，倡导低碳节能，全力加速数字化、信息化、智能化转型。目前公司已成为电缆行业高分子材新材料行业的龙头企业之一和新能源汽车充电服务行业的先行者。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构稳定。截至 2023 年报，青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司为公司第一大股东，持有 25.01% 股份，公司实控人为青岛西海岸新区国有资产管理局。其他 1% 以上股东有陆珍玉、浙江万马智能科技集团等。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年年报）



资料来源：公司公告，爱企查，天风证券研究所

1.2. 立足线缆主业，持续扩张高分子材料业务

立足线缆主业，开展“新智造+新材料+新能源”业务布局。公司主营业务覆盖电线电缆、高分子材料、汽车充电设备等产品的研发和生产，具备“线缆材料+电力、通信、智能装备线缆”、“充电设备制造、投资、网络运营”的独特产业链布局。

1) 电线电缆：电线电缆是公司旗下核心产业，主要产品有电力电缆、防火耐火电缆、预分支电缆、控制电缆、计算机电缆、民用电线电缆、通用橡套电缆、专用电缆（轨交、矿用、光伏、风能）等全系列线缆产品共 180 多个品种，产品广泛应用于全球电力、通信、

交通、冶金、石油石化、军工等几十个领域和诸多大型工程；

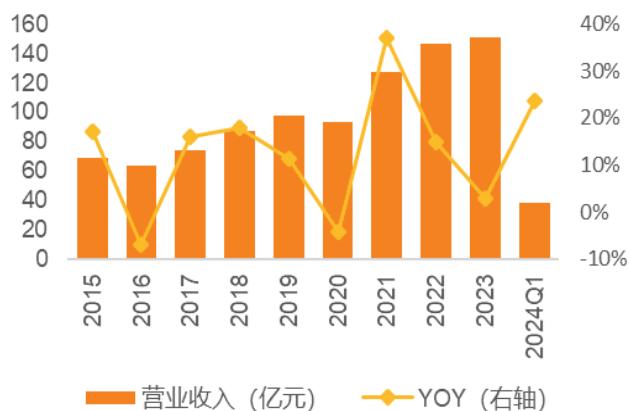
2) **高分子材料**: 主要产品为化学交联聚乙烯料、硅烷交联聚乙烯料、超高压绝缘料、屏蔽料、低烟无卤、PVC 料等, 产品广泛应用于电力、交通、电子电器、通讯、建筑与能源；

3) **新能源**: 公司拥有从 7kW 到 480kW 功率的产品线, 包括大功率一体式/分体式直流充电桩、壁挂式交流充电桩、智能交流充电桩、智能柔性分配充电堆等, 致力于在全国范围内提供新能源充电站(桩)整体解决方案, 成为最具价值的城市交通服务商。

1.3. 高分子产能放量, 业绩快速增长

营收快速增长。公司 2023 年实现营收 151.21 亿元, 同比增长 3.04%, 实现归母净利润 5.55 亿元, 同比增长 34.97%。受益电网投资力度加大, 新材料板块迅速发展, 公司整体实现营收和归母净利润高速增长。

图 3: 2015-2024 年 Q1 公司营收增长及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 2015-2024 年 Q1 公司归母净利润增长及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

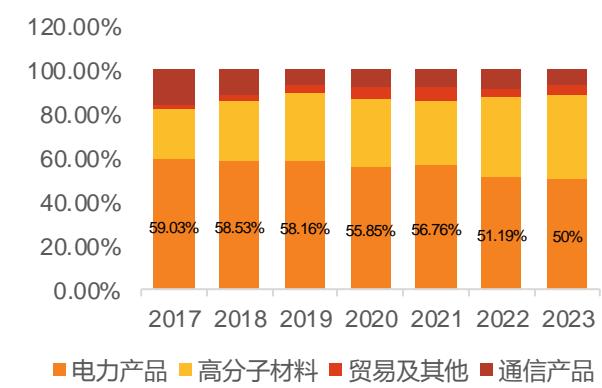
业务结构相对稳定, 各项业务稳步增长。公司电力电缆营业收入从 2017 年的 42.33 亿元增长到 2023 年的 88.79 亿元, CAGR 为 13.14%, 营收占比在 57%-64% 之间; 高分子材料营业收入从 2017 年的 18.05 亿元增长到了 2023 年的 48.72 亿元, CAGR 为 18.00%, 营收占比从 24.4% 提升至 32%。公司产能持续扩张, 高分子业务稳步上升, 利润增长显著。2023 年度高分子材料毛利占比 38%, 同比增长 0.51pcts 和 1.57pcts。

图 5: 2017-2023 年公司营收构成



资料来源: Wind, 天风证券研究所

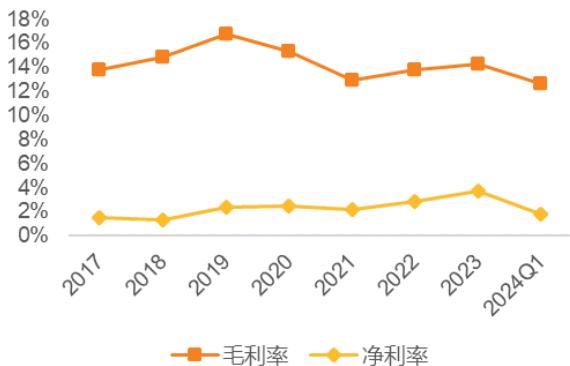
图 6: 2017-2023 年公司毛利构成



资料来源: Wind, 天风证券研究所

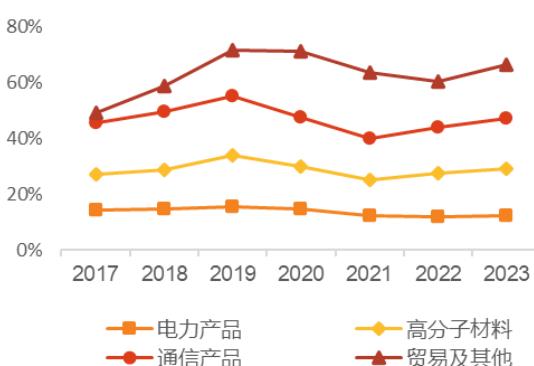
毛利率整体趋势向好, 高分子业务增速突出。2017-2023 年, 毛利率主要受铜、聚乙烯等原材料价格影响, 在 12%-17% 区间内波动。2023 年, 公司毛利率上涨至 14.27%。2017-2023 年, 公司主营业务产品毛利率变化整体趋于一致, 高分子业务增速突出。2023 年高分子材料市场需求旺盛, 公司主打产品超高压绝缘材料销量占比提升, 拉动产品毛利率上升至 16.70%。

图 7：2017-2024 年 Q1 年公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

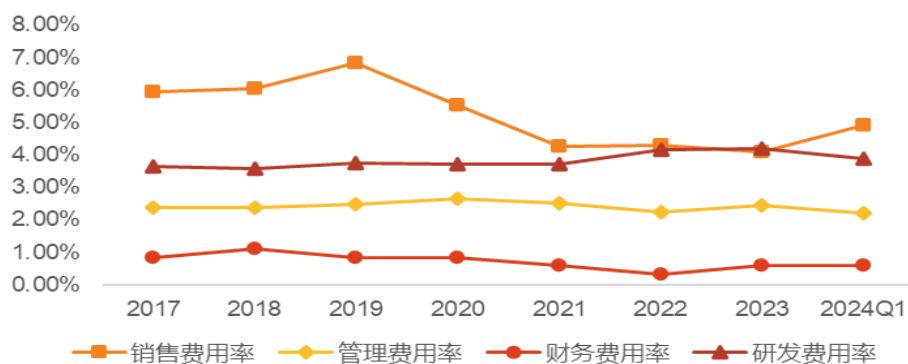
图 8：2017-2023 年公司各业务板块毛利率变化趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

各项费率控制得当。2017-2023 年期间费用率整体呈下降趋势，从 2017 年的 12.80% 下降至 2023 年的 11.30%，主要系销售费用率变化。2020 年公司执行新收入准则，运费转入营业成本，同时疫情影响差旅费下降，销售费用同比减少 1.49 亿元。2021-2022 年销售费用率继续下降，主要是营收规模大幅增长实现了费率摊薄。

图 9：2017-2024Q1 公司各项费率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 万马高分子业务

2.1. 高分子材料是电线电缆的重要组成部分和性能决定因素

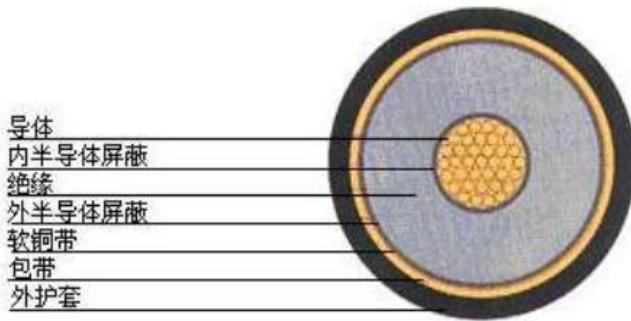
线缆用高分子材料主要指在各类电线电缆生产制造中用于绝缘层、屏蔽层和护套的高分子材料。电线电缆产品的原材料包括金属导体和高分子材料两部分。相比铜、铝等沿用多年的金属导体，线缆用高分子材料从普通橡胶材料逐渐发展成 PVC、PE、XLPE 等多种产品，其在电压等级、隔火阻燃、材料强度等方面的性能指标也随之不断提升。**绝缘材料和屏蔽材料成为决定线缆性能的关键因素。**

表 1：部分线缆用高分子材料产品的性能技术要求

线缆高分子材料	主要产品性能技术要求
硅烷自交联 XLPE 绝缘材料	拉伸强度： $\geq 13.5 \text{ Mpa}$ 低温脆化温度： -76°C 热老化条件： $135^\circ\text{C} \times 168\text{h}$ 拉伸强度/断裂伸长变化率 $\leq \pm 20\%$
内外屏蔽材料	拉伸强度： $\geq 15 \text{ Mpa}$ 空气热老化试验： $(135^\circ\text{C} \pm 2^\circ\text{C}) \times 168\text{h}$ 拉伸强度变化率 $\leq \pm 25\%$ 热延伸： $200^\circ\text{C} \times 0.2 \text{ Mpa} \times 15\text{min}$

资料来源：德威新材招股说明书，天风证券研究所

图 10：单芯电力线缆剖面图



资料来源：德威新材招股说明书，天风证券研究所

2.2. 我国电缆材料行业：行业集中度较低，高端产品国产替代趋势迫切

2.2.1. 三段式竞争格局降低行业集中度，大量企业聚集中低端市场

“跨国成熟公司+少数领先企业+普通中小企业”构成线缆材料行业三段式竞争格局。我国线缆材料行业的公司可分为三个层次：第一层次为技术、规模均领先的跨国企业，如陶氏化学、北欧化工等。该类企业在高技术含量、高附加值的线缆用高分子材料产品上处于垄断地位，能通过不断推出高端产品从而引领行业的发展方向。第二层次为产品系列化规模化且有一定技术储备的国内企业。该类企业按照经营产品的种类和研发重点的集中度分为综合企业，如德威新材，上海凯波，杭州高新等，和专业企业，如万马股份，至正道化，江阴海江。这些企业经过多年的技术积累和研发创新，呈现良好的成长态势，逐步引导行业产品实现进口替代，加上产品性价比以及服务方面的优势该类企业市场占有率逐步扩大，市场竞争力也在逐步提升。第三层次为产品相对单一的中小型普通线缆材料生产企业，该类企业主要集中于中低端产品市场。因技术水平不够，研发投入不足该类企业不具备自主开发和生产新产品的能力，多数靠低价策略在市场中争得一些份额，持续发展能力差。

表 2：行业内不同类型企业

企业类型	主要企业	主导产品
跨国企业	陶氏化学、北欧化工	XLPE、屏蔽料、特种线缆高分子材料
综合企业	上海凯波、德威新材、杭州高新、临海亚东等	PVC、PE、低烟无卤阻燃聚烯烃线缆高分子材料
国内领先企业	至正道化	环保型低烟无卤阻燃聚烯烃线缆高分子料
专业企业	万马高分子	XLPE
	江阴海江	屏蔽料
国内中小企业	众多终端单一产品生产企业	--

资料来源：至正道化招股说明书，天风证券研究所

表 3：主要线缆用高分子材料生产企业及介绍

企业名称	简介
陶氏化学	陶氏化学是全球领先的材料科学公司之一，服务于包装、基础设施、交通运输和消费者应用等高增长市场的客户。公司的全球性布局、资产整合和规模效益、专注的科技创新、业务领先地位、以及对可持续发展的承诺，确保其能够实现盈利性增长，并助力打造可持续未来。陶氏化学在 31 个国家和地区设有制造基地，全球约 35,900 名员工。

北欧化工	<u>北欧化工 (Borealis)</u> 是一个领先的创新和增值塑料解决方案的供应商。在聚乙烯(PE)和聚丙烯(PP)业务领域有 40 多年的经验，北欧化工专注于开发能源和通信电缆、汽车和高级包装市场。北欧化工在欧洲拥有很强实力，在中东和亚太地区通过博禄 Borouge (北欧化工与阿布扎比国家石油公司(ADNOC)的合资企业) 不断发展。
万马股份	<u>浙江万马股份有限公司</u> 主要从事电线电缆、高分子材料、充电桩新能源等产品的研发、生产和销售，以及汽车充电设备的投资与运营服务。产品类别主要包括高、低压电力电缆，通信线缆，硅烷、交联、低烟无卤、弹性体等高分子材料以及交流与直流充电设备。
德威新材	<u>德威新材</u> 拥有多条瑞士 BUSS 公司制造的全封闭自动造粒生产线。主要生产 XLPE 绝缘材料、内外屏蔽材料、汽车线束绝缘材料、弹性体材料、UL 系列材料及通用 PVC 材料共六大系列、数百个品种，覆盖了绝缘材料、屏蔽材料、护套材料三大类；是国内线缆用高分子材料行业产品种类较为丰富的企业之一。
杭州高新	<u>杭州高新的</u> 线缆用高分子材料广泛运用于 5G、军工、海洋工程、电力、新能源、轨道交通等领域。公司目前已有通用聚氯乙烯电缆料、特种聚氯乙烯电缆料、无卤低烟阻燃电缆料、特种聚乙烯及交联聚乙烯电缆料、橡塑改性弹性体材料和化学交联电缆料六大产品系列，二百多个品种，是国内少数生产规模化、产品系列化、配方和生产工艺先进的线缆材料生产企业。
上海凯波	<u>上海凯波</u> 始创于 1993 年，是由上海电缆研究所投资控股的高新技术企业，专业从事电线电缆新材料的研发、生产、销售和技术服务。为更好地服务线缆行业，在“一核两翼八驱”战略指引下，公司践行“1+N”战略布局，上海设立研发中心及管理总部，安徽芜湖等地设立生产基地，现有电缆绝缘及护套材料生产线 54 条，年生产能力超 20 万吨。
江阴海江	<u>江阴市海江高分子材料有限公司</u> 创建于 2002 年，主要从事中高压电缆的内外屏蔽料的研发、生产和销售，已成为中国专业生产制造半导电屏蔽料的领军企业，市场占有率达 40% 以上。

资料来源：上述各公司官网，康泰管业官网，杭州高新公司公告，中国塑料加工工业协会，天风证券研究所

2.2.2. 中低压及中低端高压产品基本国产化，高端高压线缆材料国产化替代空间广阔

中低压产品基本实现国产，同质化竞争引导需求向头部聚集。我国高分子材料现年总用量约 400 万吨，大部分材料已基本实现国产化。中低压电缆因为国产化程度较高，技术难度较低，生产企业数量较多，存在局部同质化竞争。相比中小型企业，大型企业在精益化生产、产品性能、产能扩张和售后服务等方面具有规模化优势，吸引订单趋向头部企业集中。万马股份在 35kv 以下绝缘料的国内市场份额高达 30%，居于行业领先，能顺应需求变化，具有领先优势。

表 4：电缆分类及主要产品

分类	对应电压	产品分类
中低压	35kv 及以下	中端产品，主要为 PE、PVC、XLPE (不含交联) 绝缘料
高压	66kv-330kv	高端产品，主要为屏蔽材料，交联 XLPE 材料，中高压绝缘料等
超高压	330kv 以上	

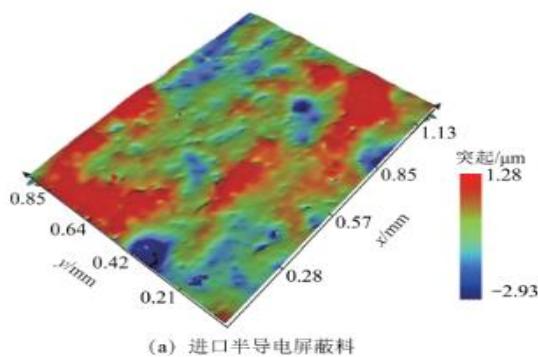
资料来源：德威新材招股说明书，万马招股说明书，天风证券研究所

高压高端产品仍然依赖进口，万马占据国产替代领先地位。我国的高压、超高压电缆绝缘料、屏蔽料等电缆料的关键技术还存在“卡脖子”现象，国内高端市场 80% 以上被外国企业垄断。1) **高压绝缘料方面**，国产高压电缆绝缘料市场占比仅 15% 左右，进口依赖仍然较大。与陶氏化学、北欧化工等跨国企业相比，国内企业在生产工艺、原材料控制等方面还存在较大差距。2) **半导体屏蔽料方面**，110kv 以上的高压半导体屏蔽料仍主要依赖进口，

国产替代的需求空间仍然广阔。

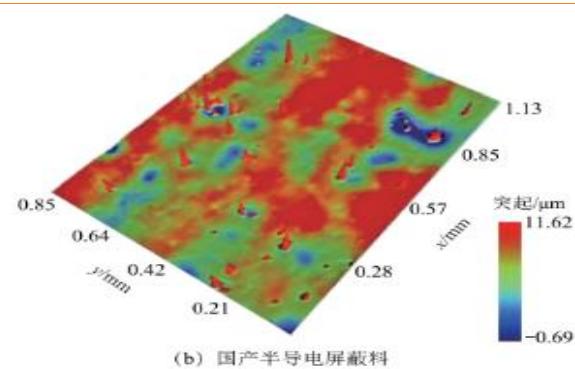
高压线缆材料国产化的三大困境：基础原材料性能不足+配方组分相关研究薄弱+规模化生产后性能控制较困难。 1) **原材料性能：**绝缘材料方面，高压电缆绝缘材料需耐受更高的电场强度；材料的空间电荷积聚和电阻率温度敏感性也要更低，如高、低温体积电阻率变化率须小于 100；对缺陷和杂质的控制要求也更加严苛，超高压电缆绝缘材料中不允许有 50 微米以上的杂质。然而国内制备的基础原材料难以满足制造高压电缆绝缘料的要求，在电气性能上与国外产品有较大差距，例如击穿场强不到国外的 60%。同时，基础原材料中杂质含量高、流动稳定性也较差。**屏蔽料方面**，国产屏蔽料的表面光滑程度明显低于进口材料，更易导致电场分布不均匀，引发电缆绝缘的老化劣化。2) **在配方组分上**，由于国外相关技术封锁，国内缺乏相关经验，对超高压电缆材料的配方组分以及各个组分间相互作用的研究十分薄弱。3) **规模化生产**：不同配方的绝缘材料在从实验室中的小批量试验向工业化的大规模生产过渡中，性能可能会发生变化，保持放大后配方性能的工艺控制难度较高。

图 11：进口半导体屏蔽料表面



资料来源：高压电缆半导体屏蔽材料研究进展与展望（李忠磊，赵宇彤，韩涛，杜伯学），天风证券研究所

图 12：国产半导体屏蔽料表面



资料来源：高压电缆半导体屏蔽材料研究进展与展望（李忠磊，赵宇彤，韩涛，杜伯学），天风证券研究所

2.3. 展望：下游市场空间广阔+上游波动影响小+高端产品壁垒放大优势

2.3.1. 下游产业市场空间广阔，高压陆缆和海缆需求持续扩张

政策支持下游行业发展，电线电缆需求进一步扩大。 2022-2027 年，我国电线电缆行业需求将保持每年近 5% 的增速稳定增长，在 2027 年有望超 1.5 万亿元。《国民经济和社会发展第十四个五年规划 2035 远景目标纲要》指出，随着我国经济的持续高质量发展，特别是电网改造、高压特高压等大型工程项目的建设，我国电线电缆行业，尤其是高压电缆，未来将具备广阔的市场空间。

图 13：电线电缆行业市场规模预测（亿元）



资料来源：智研咨询，华经情报网，天风证券研究所

图 14：2017-2023 新增 220kv 及以上输电线路长度与同比



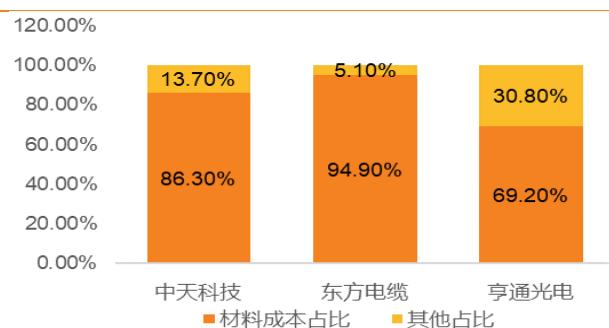
资料来源：中国能源新闻网，国家能源局，天风证券研究所

需求重点转向高端领域，海缆或成为主要增长点。目前沿海地区“十四五”规划的海上风

电装机规模已接近 80GW，受到海上风电大型化、以及深海化影响，未来海缆环节单 GW 价值量有望保持稳定增长。高分子材料如聚乙烯/交联聚乙烯绝缘料因为具有更好的电气性能，成为中低压/高压海缆的主流绝缘材料。

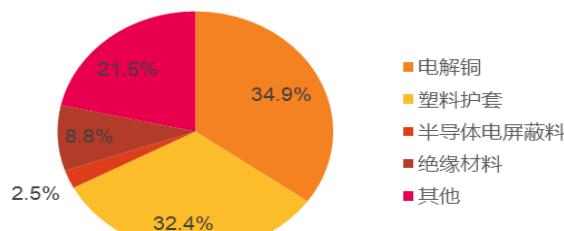
从技术发展趋势来看，海底电缆未来将向高压化和直流化方向发展，预计对绝缘材料和屏蔽材料的性能要求会进一步提升。根据头豹研究院预测，到 2025 年，中国新增海风装机将达到 19GW，海缆市场规模将从 2022 年的 168 亿元增长至 2025 年的 385 亿元，CAGR 为 32%。海缆成本中材料成本占比约 80%（取三家平均），其中的绝缘材料/半导体屏蔽材料各占材料成本 8.79%/2.48%，到 2025 年，我们预计高分子绝缘料和屏蔽料的需求将分别达到 27.1/7.6 亿元。（高分子材料需求=海缆市场规模*100%*材料成本占比*该材料占总材料比例；因为需要绝缘防水，假设所有海缆都需要用到高分子材料）。

图 15：2022 年海缆材料成本占比（%）



资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

图 16：2022 年海缆材料成本结构



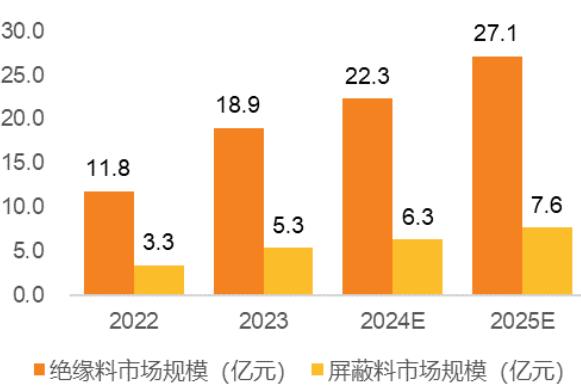
资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

图 17：海缆市场规模预测（亿元）



资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

图 18：绝缘料和屏蔽料市场规模预测（亿元）



资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

2.3.2. 上游原材料供应改善，高分子助剂的国产化趋势加强

石油及其化工产品价格波动或影响行业利润空间，万马在高端产品领域有望保持盈利空间。生产线缆用高分子材料的主要原材料包括聚乙烯树脂、PVC 树脂粉、EVA、增塑剂等化工原料。低烟无卤料的原材料主要是 EVA、镁铝粉和低密度聚乙烯，屏蔽料的原材料主要是 EVA 和炭黑，抗水树绝缘料的原材料主要是低密度聚乙烯、抗氧剂、交联剂，主要由原油提炼而来，属于石油化工产品。该类原材料价格的波动会对线缆材料的生产成本产生直接影响。

高分子助剂和供应状况是影响线缆用高分子材料行业发展的重要因素。随着原材料品质的不断提高，特别是洁净聚烯烃的不断开发和高效助剂的不断推出以及国外原材料生产厂家陆续在我国投资设厂，原材料质量和供应状况得到持续改善。同时，我国原材料生产企业的技术水平逐步提高，部分塑料基材和助剂在质量上已经接近国际水平，打破了国外竞争对手在原材料上的垄断地位，从而有力促进了国内线缆材料行业的发展。

2.3.3. 高端产品存在多种壁垒，有利头部企业保持优势

配方和工艺壁垒增加准入难度，放大头部企业技术优势。高端高压线缆料的细分领域存在较高的技术壁垒，主要是行业、各目标市场所需的生产许可和品质认证。**国家电网总公司明确规定，高压及超高压电缆需经过国家电网武汉高压研究院等技术部门的型式试验、产品预鉴定并挂网运行一年后才可以正式进入电网市场。**万马已经掌握了一系列对电缆料行业具有重要影响的核心技术，并形成了一批具有自主知识产权的关键技术。我们认为，这有利于提升国产品牌的竞争力，扩大高端高压产品绝缘料和屏蔽料的市场份额。

认证壁垒强化万马品牌优势，规模效应助推集团成本管理。电力电缆行业存在着一定的行业进入门槛，产品必须通过电力部门各种严格的检测、认证，而且周期较长，这在一定程度上阻碍了潜在竞争者的进入。万马则早已顺利取得了电力部门的质量和资格认证，“万马神”电缆是国家免检产品。同时公司经过多年经营，形成了遍布全国的“直销”网络，获得了较高的品牌认可度和稳定的客户来源。除了要求产品质量需满足认证要求外，线缆材料行业存在一定的规模壁垒，要求企业不但有符合条件的高端产品，更要求产品达到产业化、规模化要求。线缆材料企业上游原材料供应商对生产规模较大、需求稳定的客户有一定的偏好，在原材料价格上可以给予一定幅度的优惠，从而有利于线缆材料企业降低生产成本。

2.4. 市场规模预测及市场空间测算

我们预计 2025 年线缆用高分子材料的市场需求有望超 800 亿元。其中高压高分子料全球的需求有望从 2022 年的 15 亿美金提升至 2029 年的 23 亿美金，其中国内约占全球需求的 50%，对应国内当前的高压年需求预计超 8 亿美金，对应超 50 亿元。

表 5：线缆用高分子材料市场规模预测

年份	2021	2022	2023E	2024E	2025E
线缆市场规模（亿元）	11154	12166	12774	13413	14084
线缆用高分子材料需求量(亿元)	636.0	693.8	728.4	764.9	803.1

资料来源：国际能源网公众号，智研咨询，头豹研究院，中为咨询，华商情报网，公司年报（参考年报包含万马股份、太阳电缆、宝胜股份、远东股份），天风证券研究所

相关假设：

2021 年线缆用高分子材料需求量 = 2021 年线缆行业销售收入 × 使用高分子材料的线缆产品在线缆产品中所占的比重 × (1 - 毛利率) × 材料费占主营业务成本的比重 × 线缆用高分子材料占材料费的比重；

使用高分子材料的线缆产品在线缆产品中所占的比重：约为 72%（由 2021 年我国电力电缆细分行业市场除绕组线、裸电线外的产品占比得出）；

毛利率：综合万马股份、太阳电缆、宝胜股份、远东股份确定为 12%；

材料费用占主营业务成本的比重：结合万马股份、太阳电缆、宝胜股份、远东股份确定为 90%；

线缆用高分子材料占材料费的比重：根据海缆中的占比略微调低，我们估计为 10%。

2.5. 公司高分子材料业务

万马高分子材料集团为万马股份核心子公司，负责集团高分子材料板块的业务。1994 年，万马高分子材料厂成立并于 1996 年实现 10kV/35kV 化学交联电缆绝缘材料上市，打破国际垄断。2012 年，万马高分子 110kV 高压绝缘料上市成功并实现规模化生产。2015 年，万马高分子 110kV、220kV 超高压绝缘通过国家级鉴定，达到国际先进水平。2022 年，超高压二期建设完成，产品顺利投产。

公司高分子产业布局基本完成，产能亟待释放。万马已经完成临安、湖州、四川、清远四大生产基地的建设。截至 2021 年底，四大生产基地一期项目均实现全面投产。2021 年高分子材料总产量达到约 35 万吨，2022 年达到约 42 万吨，同比增长超 20%。同时，与万华化学共同投资的两期环保电缆料项目预计贡献生产规模约 60 万吨，为万马高分子的

未来发展提供了强劲动力。

图 19：杭州临安万马高分子本部



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 20：清远万马高分子公司



资料来源：清远国家高新区公众号、天风证券研究所

2.5.1. 特色产品性能卓越具备竞争优势，研发能力卓越加速国产化替代

万马高分子材料品种丰富，多年耕耘获得技术突破。万马高分子专业从事电线电缆用环保型高分子材料的研发、生产与销售近 30 年。主要产品涵盖了电线电缆制造所用的绝缘、护套、屏蔽等线缆用综合材料。特色产品有 220KV 超高压电缆用绝缘料、66KV-110KV 高压电缆用绝缘料、35KV 及以下中低压系列电缆用绝缘料、35KV 及以下水树长寿命电缆用绝缘料等。

表 6：万马高分子主要产品

产品	分类
化学交联聚乙烯料	220kV 及以下化学交联绝缘料、抗水树电缆绝缘料
硅烷交联聚乙烯料	硅烷交联（黑色）绝缘料、自然交联（黑色）绝缘料
半导电屏蔽料	110kV 及以下化学交联电缆用半导电屏蔽料、热塑性屏蔽料
低烟无卤阻燃聚烯烃料	热塑性低烟无卤阻燃聚烯烃电缆料、热固性低烟无卤阻燃聚烯烃电缆料
聚乙烯/聚氯乙烯电缆料	PVC 类高压电缆护套料、特殊标准电缆料、PE
热塑性弹性体	热塑性弹性体（TPETPU）、热塑性硫化橡胶（TPV）

资料来源：公司官网、天风证券研究所

产品入选省级新材料名单，质量出色打破国外垄断。2022 年万马高分子 220KV 超高压电缆用超净绝缘料成功入选浙江省首批次新材料名单。从 110KV 到 220KV 电压等级的提升，不是单纯的配方研发，更重要的是在基础理论研究、基础材料、工艺装备等方面的技术突破。为实现电压等级的提升，万马成立了专题项目组。首先在实验室条件下进行了 220kV 高压交流电缆用可交联聚乙烯绝缘料体系的研究，包括 LDPE 基础树脂、抗氧剂、交联剂的选型以及材料体系的设计。确定了材料体系后，进行了工艺和生产验证，通过采用“后吸法”工艺批量生产了多批次 220kV 高压交流电缆用的可交联聚乙烯绝缘料。经验证，材料无粉末状物质和杂质，颗粒色泽均匀，符合 220kV 高压交流电缆用绝缘料要求，且不同批次之间的产品一致性良好。最后，为研究绝缘料与电缆制造生产线的适应性和生产加工性能，在 4 家不同电缆企业试制了 220kV 高压电缆样品。按照相关产品标准，对 220kV 电缆绝缘线芯挤出过程进行全程跟踪和检验。经国家电线电缆质量监督检验中心的检测，电缆样品通过了型式试验。于 2021 年 7 月 7 日召开的新产品技术鉴定会上，由中国机械工业联合会组织，由行业专家组成的鉴定委员会一致认为该产品综合性能指标达到国际先进水平，打破了国外技术垄断。

图 21：国产绝缘料 220kV 电缆型式试验现场



资料来源：电线电缆网，天风证券研究所

图 22：示范工程验收



资料来源：电线电缆网，天风证券研究所

产品质量卓越，更受市场青睐。万马 110kV 聚丙烯绝缘材料及屏蔽材料，具有优异的绝缘和耐温性能，在可塑化循环再利用，简化加工工艺、降低生产成本、提升生产速率等方面有独到之处，更符合高输送容量环保电力电缆的需求。万马潜心研制出的聚丙烯绝缘材料 WMPP-J03 及屏蔽材料 WMPP-P03，在综合机械性能、电气性能和耐温性能上具有显著优势。万马新型光伏绝缘材料 101H 理化性能优异、加工性能卓越，且能够为客户端实现节能降耗，是一款出色的光伏绝缘材料。万马超高压电缆用(220kV)超净 XLPE 绝缘料、超高压电缆用(220kV)超光滑半导电屏蔽料通过国家级新产品鉴定，其中超高压电缆绝缘料性能达到国际先进水平；35kV 热塑性聚丙烯电缆料综合性能达到国内领先水平。

万马高分子材料研发能力卓越，助力实现国产替代。万马拥有高分子电缆绝缘材料省级研发中心、高分子新材料省级企业研究院、省级企业技术中心，CNAS 认证实验室，拥有一批专业从事新材料研发的专家团队。公司配备国际一流的专业实验检测设备，并同华东理工大学、浙江大学、四川大学等国内多所知名高校和研究机构开展合作。万马高分子通过 ISO9001、ISO14001、ISO45001 三体系认证、IATF16949 认证、ISO50001 源管理体系认证等。

图 23：万马高分子材料所获荣誉



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 24：万马高分子业务所获证书



资料来源：公司官网，天风证券研究所

产学研跨界合作，成为多项技术专利的行业引领者。万马高分子 220kV 超高压电缆用超净绝缘料经过多年技术沉淀，解决了卡脖子技术难题，打破了国外技术封锁，实现了超高压电缆用超净绝缘料国产化，提升了我国基础电工材料研发水平，推动了国产高端电力电缆技术开发及应用。万马通过产学研跨界合作，成功开发了一系列对行业具有长期重要影响的核心技术，并形成一批具有自主知识产权的关键技术，如“塑料改性技术”、“抗水树技术”、“炭黑分散技术”等，取得多项知识产权，如“电缆材料的后吸法工艺”等多项国家发明专利，已然成为电线电缆用高分子材料行业的技术引领者。

表 7：万马高分子部分专利

时间	专利名称
2022/11/15	耐候耐电痕硅烷交联聚乙烯绝缘材料及其制备方法
2021/11/19	低析出硅烷交联聚乙烯绝缘料及其制备方法
2021/11/19	低析出硅烷交联聚乙烯绝缘料及其制备方法
2020/12/29	半导电屏蔽料及其制备方法和应用
2020/12/31	耐电痕电缆料及其制备方法
2018/9/6	聚乙烯绝缘料及其制备方法和应用
2019/12/13	硅烷交联型半导电屏蔽材料及其制备方法和应用

资料来源：企查查，天风证券研究所

定增募资，加速推进线缆材料技术创新。万马股份拟定增募资不超 17 亿元，万马股份本次募集的资金将用于青岛万马高端装备产业项目（一期）、浙江万马专用线缆科技有限公司年产 16000 公里电线电缆建设项目、浙江万马高分子材料集团有限公司年产 4 万吨高压电缆超净 XLPE 绝缘料项目、浙江万马高分子材料集团有限公司上海新材料研究院建设项目以及补充流动资金。

2.5.2. 高分子材料业绩产能齐飞

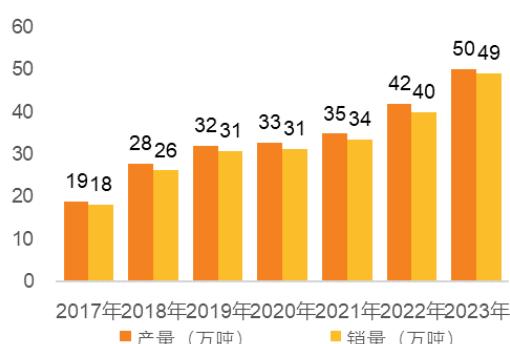
万马高分子业绩快速增长，产能加速扩张。万马高分子集团是国内电线电缆领域领先的新材料企业，产销规模多年位居行业前列。截止 2021 年，公司化学交联、硅烷交联绝缘料国内市占率稳居行业第一，屏蔽料、低烟无卤电缆料、PVC 电缆料在行业前三。万马高分子中低压电缆料在国内的市场份额为 30%左右，高压电缆料在国内的市场份额为 10%。2022 年，新材料板块收入规模持续增长，经营质量稳步提升，全年实现营业收入同比增长 23.55%。在销售策略上，深耕国内市场，巩固行业地位，提升市场占有率，国内线缆材料总量市场占有率稳居行业前列，单月最高销量突破 4 万吨；同时积极拓展国际市场，重点加大对中东、东南亚和北非等新兴经济体市场的培育和开拓，国际业务辐射全球几十个国家和地区，连续三年实现高速增长。

图 25：近三年高分子业务毛利率稳步提升



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 26：2017-2023 年公司高分子材料产量与销量



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.5.3. 销售网络覆盖国内龙头，国际认可度带来海外市场

销售网络覆盖广泛，主要为国内电缆行业的龙头企业提供服务。在国内，万马高分子与 500 多家客户建立了长期、良好的合作关系，其中包括国内各大型电缆企业；包括东方电缆、中天科技、远东电缆等。万马高分子的电缆材料覆盖了各个电压等级，提供品类全、规模大的综合性服务，形成了强大的竞争优势。

图 27：万马高分子国内销售网络



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 28：万马高分子国内部分重点客户



资料来源：公司官网，天风证券研究所

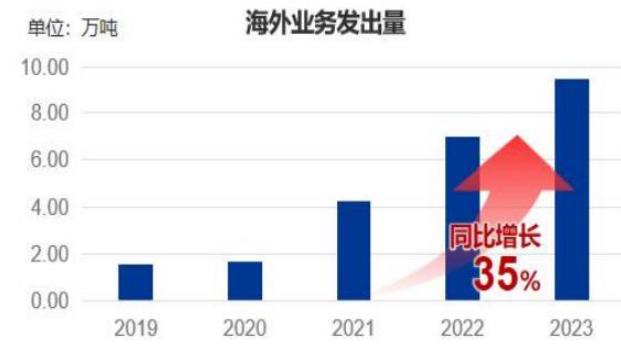
国际认可度提升，万马高分子材料海外市场热销红火。公司 2019 年开始制定国际化战略，深耕国际市场，五年内销售增长超 500%，2023 年海外销量接近 10 万吨，同比增长 35%。23 年公司高分子出货合计约 50 万吨，对应出海的销量占比接近 20%。万马高分子海外市场实现全品类销售，客户遍及亚、非、美、欧各大洲，产品走向世界，走出国际化发展之路。万马高分子的海外客户数量已达 443 家，与普睿司曼、耐克森等海外电缆巨头保持长期稳定合作关系。

图 29：万马高分子外销渠道



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 30：万马高分子海外业务发出量处于快速增长势头



资料来源：公司年报，天风证券研究所

万马高分子致力于上下游一体化推进，未来发展前景光明。万马高分子与万华化学，共同投资建设“万马万华上下游一体化项目”，旨在推动公司新材料板块产业向上延伸，实现线缆高分子材料上下游一体化生产，践行绿色、节能、低碳等国家战略。该项目总投资 10 亿元，分为两期建设。一期为环保型硅烷交联电缆料项目，实现上游线性低密度聚乙烯与下游硅烷交联电缆料的一体化生产，二期为环保型化学交联电缆料项目，实现上游低密度聚乙烯与下游环保化学交联电缆料的一体化生产。建成投产后，该项目将具备年产能 60 万吨环保新型电缆材料的生产能力，成为国内电缆料行业首个碳中和绿色环保电缆料产业基地。

万马股份同时寻求与中石化的战略合作。双方合作的内容包括 1) **商务合作：**LDPE、LLDPE、HDPE、EVA 等核心原材料在供应紧张时优先供应乙方需求，且结合行业特点制定梯度返利政策，有助于万马高分子降低原料成本；2) **技术合作，**联合开发 110kV 及以上超高压电缆基料等核心原材料；3) **合资合作，**探讨产业链上下游一体化合作的合资机会等。

2.6. 万马高分子材料未来发展趋势

公司正加快产能扩张。根据公司的公告，超高压第二期项目已于 2023 年顺利投产运营。规划中的三期项目年产能 2 万吨。

预计产值进一步提高。子公司湖州万马高分子材料有限公司目前月均产量超 1 万吨，产值

近 1 亿元，公司预计全年产值可达 10-13 亿元，预计 2023 年产值将达 20-25 亿元。

增加募投，新增产线。本次浙江万马高分子材料集团有限公司年产 4 万吨高压电缆超净 XLPE 绝缘料募投项目，拟在原有产线基础上新增，扩充高压电缆绝缘料产品产能 2 万吨。

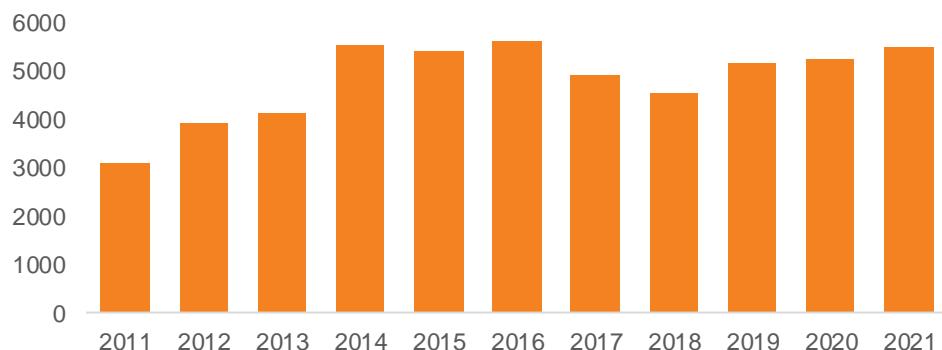
3. 线缆业务

3.1. 线缆行业现状

电网投资及电力需求稳步增长，推动电力电缆需求增加。2022 年，国家电网计划安排电网投资额为 5,012 亿元，同比增长 6%，国家电网董事长辛保安表示，预计 2023 年投资将超过 5,200 亿元。中国电力企业联合会《2023 年度全国电力供需形势分析预测报告》指出，2023 年我国经济运行有望总体回升，预计 2023 年全国全社会用电量 9.15 万亿千瓦时，比 2022 年增长 6% 左右。随着我国配电网建设的进一步完善、智能电网铺设及特高压电力投资的需求进一步提升，我们预计未来几年我国电力网络投资有望继续稳定增长，给电力电缆生产企业带来稳定需求。

疫情之后，电力电缆产量有所回升。国家统计局数据显示，2011 年以来，我国电力电缆总产量整体呈现震荡走势。在经历 2017-2018 年连续两年产量规模下滑之后，2019 年，我国电力电缆总产量规模有所回升，整体规模达到 5141 万千米，同比增长 13.44%。2021 年，随着疫情逐步好转，国内电力电缆产量达到 5480 万千米，同比增长 4.52%。

图 31：2011-2021 年国内电力电缆产量（万千米）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

我国电线电缆行业竞争激烈，主要集中在中低压电线电缆产品。2021 年，全国电线电缆行业销售收入为 11154 亿元。从整体上看，我国电线电缆行业市场集中度低下，行业内多数企业规模较小，产品单一且多集中在中低压电线电缆领域，因此中低压电线电缆产品同质化竞争严重。**国内大型电线电缆企业、外资企业和合资企业在**国内特高压、超高压电力电缆和高端特种电缆如核电、海缆等领域开展市场竞争，在某些细分市场已经形成几家电线电缆企业寡头垄断的竞争格局。

监管政策淘汰尾部企业，提高头部企业的市场份额。近年来，国家和市场监督部门对线缆行业持续加强监管和整顿，行业发展不断规范化。2022 年 4 月 6 日，为“保障电力系统安全稳定运行”，国家市场监督管理总局发布了《三部门关于全面加强电力设备产品质量安全治理工作的指导意见》，要求全面加强电力设备产品质量安全治理，切实规范电力设备市场秩序。行业内中小企业逐渐整合，落后产能逐渐出清，线缆上市公司及其他头部企业营收占全行业的比重逐年稳步提高。

3.2. 线缆业务增长稳定

公司业绩稳健增长，线缆收入稳定增长。2023 年电力电缆收入 88.79 亿，占比 59%。通信线缆板块，2023 年营业收入为 8.65 亿，占比 6%。公司持续调整产品结构，基本实现由同

轴电缆向安防数据缆转型的目标，2022 年销售发出突破 4.18 亿元。工业智能装备线缆业务增长迅猛，2022 年实现销售额同比增长 116%。

公司在电线电缆领域全面开花，是国内的“综合线缆供应商”。公司电力电缆产品大类主要包括 500kV 及以下的超高压交联聚乙烯绝缘电缆、6kV~35kV 的中压电缆、低压电缆、防火耐火电缆、特种电缆、民用建筑线缆等系列产品，是国内拥有成熟线缆产业链的“综合线缆供应商”。公司是国内规模较大的通信线缆制造企业，产品系列包括：同轴电缆、室内外光缆、安防数据缆、组件连接线等。公司工业智能装备线缆事业部重点从事高端工业智能装备用电缆及组件的国产化替代，是国内较早涉足该领域的公司之一。

毛利率稳健，受大宗(主要是铜价)影响较大。2023 年电力线缆的毛利率为毛利率 12.27%，通信线缆毛利率为 18.22%。电线电缆的主要原材料为铜材，公司与客户签订的销售合同通常为闭口合同，即在签订合同时便锁定销货价格，铜价格波动会直接影响到公司经营业绩。尽管公司通过定价机制、锁铜、套期保值、按订单生产等方式，有效地降低了铜价波动带来的经营风险，但是铜材价格大幅波动仍可能对本公司产生不利影响。2022 年，铜价年初冲高后又急剧回落，再度震荡上行，年度高低价格差值超过 2 万元/吨，原材料波动给经营带来挑战。

产能稳步增长，产销率保持高位。线缆板块化挑战为动力，经营持续发力，2023 年全年开工率充足，产销两旺，量利齐增，销售规模增幅明显。2023 年，公司电力线缆整体实现销量 11.47 万吨，同比增长 9.96%，产量 11.89 万吨，同比增长 13.45%，产销率超过 99%。通信线缆销量为 59 万公里，同比下降 18.39%，产量为 57.5 万公里，产销率大于 100%。销量的降低的主要原因是生产规模的缩减，通信线缆的产量同比缩减了 19.89%。

3.2.1. 工业运动线缆国内领先

工业机器人产业未来有望延续稳定增长，推动工业机器人线缆的市场需求。自 2016 年开始，中国市场的工业机器人累计销量位列世界第一。根据 GGII 数据，2023 年中国工业机器人市场销量 31.6 万台，同比增长 4.3%，市场整体延续微增态势。而工业机器人线缆作为连接机器人各个部件的重要组成部分，对机器人的性能和稳定性有着直接的影响，工业机器人线缆的市场需求有望随之增长。

国内工业机器人线缆主要依赖进口，万马率先打破国际垄断。截至 2022 年底，中高端工业机器人及系统集成商所使用的本体电缆 70%以上依然依赖进口，主要是日系及欧系本体电缆。万马顺利通过全球知名工业机器人头部企业台架分解测试和实机耐久性实验，成功实现了进口线缆品牌的国产化替代，也成为国内首家正式通过工业机器人本体动态应用线缆全过程测试的线缆制造企业。

工业运动线缆技术壁垒高，万马产品已通过产品认证。公司持续加大研发投入，研发生产的柔性线缆，解决了电缆长距离行程内反复运动造成应力扭曲及自身重力与拖链盒间反复摩擦导致寿命降低的行业难题，打破该领域进口产品的垄断。公司通过 UL、ETL、CE、CPR、泰尔认证等产品认证。工业机器人应用线缆逐步从互联集成线缆拓展至本体线缆和线束，并实现批量交付。2022 年 12 月 12 日，世界机器人四大家族之一的 KUKA 机器人项目组对双方联合的机器人本体线测试项目进行验收，这在国内目前是第一也是唯一一家通过测试的国产机器人电缆厂家，为推进国内机器人线缆“进口替代”之路迈出了坚实有力的第一步。

表 8：工业运动线缆技术难点

材料	技术难点
材料	外包的绝缘材料护套，需要在运动情况下长期使用，高柔性、耐磨损、耐拖拽、耐油污。
内部铜芯	大于 2000 万次的弯折寿命。 弯曲半径小，我们认为工序或比常规普通线缆更复杂。

资料来源：万马股份官网，天风证券研究所

工业运动线缆订单量持续增长，有望走向全球市场。截止至 2021 年，库卡机器人线缆与线束年采购容量近 1.5 亿元人民币，库卡线缆与线束的原料供应长期被国外品牌所垄断，

并且这一数据还在随着 KUKA (中国) 销售提升而不断提高。随着 2022 年万马通过双方机器人本体线测试项目的验收,库卡有望继续放量,后续的采购计划有望进一步扩大。而 ABB 公司同为四大机器人家族之一,自 2022 年以来,万马逐渐加深与其的沟通和信任。ABB 公司于 2023 年 6 月 15 日组织人员到万马工业线缆生产车间等地进行了实地参观,详细了解了万马股份的发展历程、产品的原材料生产基地、核心业务、产品优势等情况,双方有望在将来展开深入合作。万马有望通过 ABB 公司将产品推向全球市场,

3.2.2. 通信线缆进军海外

全球 5G 市场规模持续扩大,推动通信线缆行业发展。根据旭日大数据公众号数据,2023 年全球 5G 市场规模将达到 145 亿美元。到 2026 年,全球 5G 市场规模将进一步扩大至 370 亿美元,预计 2023 年到 2026 年期间的复合年增长率将达到 11%。随着 5G 市场规模的不断扩大,通信线缆行业也随之发展。

万马通信成功转型,销售遍及全球。万马通信始创于 1992 年,注册资金 2.10 亿元,公司占地面积 15 万平方米,总资产 10 亿元,拥有员工 800 余人。2019 年成立越南公司,注册资本 500 万美金,员工 100 余人。公司是以生产同轴电缆、安防线缆、数据通信电缆、光缆、智能化综合布线等产品,并且从事有线电视网络系统集成和智能化综合布线设计、施工的国家大型企业。连续多年被中国电子行业协会评定为中国电子百强企业和中国电子元器件行业百强企业,被国家经贸委选定为“扩大机电产品出口基地”,拥有自营进出口权,销售范围包括欧洲、亚洲、美国、南美各国家。2022 年,万马通信基本实现由同轴电缆向安防数据缆转型的目标,数据缆成功进入两家国际一线品牌客户的供应商体系。

万马通信安防线缆迈入欧美高端市场。在安防线缆领域,万马通信是行业标准的起草单位之一。万马通信从 2018 年底开始布局安防线缆产品的市场,组建了专业的研发团队,重点研发和生产火警线、控制缆和恒温线等相关安防线产品。公司于 2021 年 4 月份立项决定,研发目前市场上阻燃等级最高的 CMP 级火警线。CMP 级火警线对线缆绝缘和护套材料及工艺都要求较高,公司发挥万马股份产业链上下游优势,由万马通信牵头,联合万马高分子成立专项团队,对 CMP 级火警线进行协同开发。2021 年,万马通信国际业务部通过 CMP 系列,已经带动了其他低级别阻燃系列产品的销售,且增长势头迅猛。目前正凭借 UL 认证与美国多家新客户进行洽谈、打样,预计将来在安防线市场上将会为公司带来更大的收获。

4. 充电桩业务

4.1. 万马集团充电桩发展

4.1.1. 万马集团充电桩业务在行业深耕多年,盈利有望回正

万马集团充电桩产品完善,为客户提供最智能便捷的服务,充电桩使用效率高,数量逐年增长有望提升市场规模,拉动盈利。作为国内最早进入充电桩领域的公司之一,2010 年建立万马新能源出击新能源业务,通过十余年持续的业务拓展和优化,已完成产业基础布局。

产品线覆盖广泛,有效解决充电桩产品面临问题。万马新能源的产品线涵盖了从 7 千瓦(kW)到 480 千瓦(kW)功率范围的多个型号,其中包括高功率一体式和分体式直流充电桩,壁挂式交流充电桩,以及智能交流充电桩等产品。公司的主力产品是全新系列的 60 千瓦(kW)、120 千瓦(kW)、180 千瓦(kW)、240 千瓦(kW)、360 千瓦(kW)的直流单桩产品,这些产品有效解决了当前充电桩产品所面临的三个主要问题:

- 首先采用“一芯一世界”六板合一的方案,提升产品可靠性,降低系统成本;万马集团将业界首创基于 RTLINUX 操作系统用在充电行业,保障了车桩交互的实时性;
- 其次,采用物联网技术+服务器 BMC 等跨界技术方案,实现故障远程自动自愈、远程故障定位、远程升级和故障预测等功能,实现了数字化智能运维;
- 最后,万马集团引入电容屏的方案以及 SOC 灯板实时显示 SOC 状态,提升人机交互体验;功率部分采用自研的高电压 1000V 恒功率灌胶模块,产品可靠性提升 60% 以上,

产品综合性价比处于业界领先水平。特别是公司充电设备群充系统使用了业界首创的基于“莫比乌斯环带”的功率智能分配算法，系统功率分配更高效，可以提升功率模块使用效率，为客户提供更大的经济价值。

公司拥有从7kW到480kW功率的产品线，包括大功率一体式/分体式直流充电桩、壁挂式交流充电桩、智能交流充电桩、智能柔性分配充电堆等。

4.1.2. 万马股份运营模式

万马集团独特的云平台系统，运营管理效率高，有望提高客户满意度，拉动盈利。万马爱充云平台自主研发运营管理系統，可与新能源生态中各合作伙伴互相打通，并开放能力，为不同类型的行业参与方提供专业的云平台解决方案。1) 汽车制造厂商：实现将车辆充电服务嵌入车机系统，或将充电流程嵌入厂商App，为车主提供更便捷的充电服务。2) 车辆运营平台：实现将车辆充电服务嵌入车机系统，为车主提供更便捷的充电服务。3) 加盟运营商：实现充电桩运营的多样、立体信息可视化，加盟用户可在线实时查看旗下所有桩站的动态数据。4) 互联网平台：为互联网平台提供电站(桩)信息和完善的充电服务，满足互联网平台用户的充电需求。5) 政府监管平台：为政府平台提供独立的后台系统，满足其业务管理和监管需求。

万马集团针对不同场景发展不同充电桩建设模式，帮助满足各色客户需求。

(1) 公交充电站：

新能源城市公交具有运行时间长、运营频次高、充电时间短的特点。公交充电站采用由万马爱充研发的360-450kW大功率充电桩，高效完成公交车充电，满足电动公交车的运营需求。

(2) 公共充电站：

随着新能源汽车渗透率提升以及出租车等运营车辆的电动化趋势，车辆快速性充电需求日益增多。万马爱充公共快充站采用40-360kW的直流快充桩，有效缩短充电时长，减少车主等候时间，提升充电桩使用率。

(3) 物流充电站：

新能源物流车具有长距离出行、跨城出行的充电需求，万马爱充物流车充电站采用40-360kW的直流快充桩，满足新能源物流车跨越省与省、城与城的长距离出行充电需求。

(4) 社区充电站：

社区充电站的新能源汽车充电特点主要体现在集中车位多、慢充需求大，且大规模的充电桩配建往往使住宅小区、娱乐、消费等场所的电网负荷承压。万马爱充以用户日常生活中的“充停一体化”为依托，覆盖其住宅小区、工作、娱乐等场所，通过交流充电堆、小功率直流充电桩合理利用现有电力容量满足车辆充电需求。

(5) 商业综合体：

大型商业综合体新能源充电特点主要体现在集中车位多、流动性大，同时对快充和慢充都有较大需求，且用户的充电时间段多分布于白天。万马爱充商业综合体充电站采用40-360kW的直流快充桩，满足不同用户的多样化充电需求。

公司充电桩业务涵盖全国，运营效率高，有望帮助公司盈利回到正轨。

公司的充电业务已覆盖全国50多个城市的需求，公共充电桩保有量超过2万台。针对公司在新能源领域的投资布局，重点核心区域包括北京、上海、广东、江苏、浙江、福建、海南等沿海省份，以及成都、西安、武汉、开封、太原等主要内陆城市。公司采用“迎着需求去建站”的策略，主要通过布置场站式充电桩，特别是注重布局高功率直流充电桩。重点建设充电站位于城市枢纽和用户频繁使用的热点区域，并通过提高充电站的单站集中充电效率，实现更经济有效的溢出效益。

5. 盈利预测

电力产品：我们假设 1) 电缆产品销售数量的增速在 5%; 2) 单价随铜价变化。我们预计 2024-2026 年公司该领域收入有望达 107/113/119.5 亿元。

高分子：我们假设：1) 35KV 低压线缆及对应的高分子材料需求远高于中高压的需求；2) 总的销量增速在 10-20%之间；3) 产品单价相对稳定。我们预计 2024-2026 年公司该领域收入有望达 60.76/64.65/71.78 亿元。

通信产品：我们假设：机器人线缆对应的业务增速高于传统非机器人线缆。我们预计 2024-2026 年公司该领域收入有望达 9/10/11 亿元。

充电桩运营等：我们假设：充电桩销售 2024-2026 年的销售/运营合计收入为 6.5/8/10 亿元。

预计 2024-2026 年公司的整体营业收入有望达 183/195/212 亿元，同比增速分别为 21%/6%/9%，对应归母净利润有望达 7.02/8.39/9.9 亿元，同比增速分别为 26%/19%/18%。

表 9：万马股份盈利预测

单元：亿元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	93.22	127.68	146.75	151.21	183.47	195.22	212.28
YoY		37%	15%	3%	21%	6%	9%
按产品拆分							
电力产品							
收入	54.70	77.11	85.03	88.79	107.21	112.57	119.50
YoY		41%	10%	4%	21%	5%	6%
高分子							
收入	28.92	37.67	46.54	48.72	60.76	64.65	71.78
YoY		30%	24%	5%	25%	6%	11%
通信产品（含机器人线）							
收入	6.32	8.68	10.62	8.65	9.00	10.00	11.00
YoY		37%	22%	-19%	4%	11%	10%
充电桩运营/销售							
收入	3.29	4.22	3.64	5.04	6.50	8.00	10.00
YoY		28%	-14%	38%	29%	23%	25%
毛利率	15.30%	12.93%	13.53%	14.27%	14.37%	14.78%	15.17%
归母净利润	2.23	2.71	4.11	5.55	7.02	8.39	9.90
YoY	1%	22%	52%	35%	26%	19%	18%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

基于公司目前国内电线电缆行业的龙头地位，核心产品电缆用高分子材料未来广阔的国产化替代空间以及良好的盈利能力，我们选取同为电线电缆赛道的【东方电缆】、【精达股份】、【金杯电工】作为可比公司。根据测算，可比公司 2024 年平均 PE 为 18X，综合考虑公司在电缆高压高分子材料领域的技术优势，第二成长曲线增速突出，我们给予公司 2024 年 18 倍，对应目标股价 12.21 元，给予“买入”评级。

表 10：可比公司对比分析（截至 5.6 日收盘，参考 wind 一致预期）

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603606.SH	东方电缆	312.02	13.45	18.58	22.12	23	17	14
600577.SH	精达股份	99.20	5.04	6.52	8.37	20	15	12
002533.SZ	金杯电工	74.20	6.10	7.19	8.55	12	10	9
平均值						18	14	12
002276.SZ	万马股份	91.12	7.02	8.39	9.90	13	11	9

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

- (1) **原材料价格大幅波动**: 公司生产所需的主要原材料为铜和聚乙烯, 占生产成本的比重较高, 铜和聚乙烯均为大宗商品, 价格波动相对较大, 若原材料价格短期内大幅上涨或者下跌, 则可能会对公司的盈利能力造成短期影响。
- (2) **电缆高分子材料国产替代进度不及预期**: 尽管电缆高分子材料的国产化替代是未来趋势, 但是替代进度无法准确预测, 尚存不确定性, 若未来电缆料的替代进度缓慢, 则会对公司业务产生一定影响。
- (3) **市场竞争加剧风险**: 高压电缆料业务, 如绝缘料、屏蔽料等领域, 均存在部分竞争者, 同时无法排除有新进入者的情况, 竞争加剧将对公司盈利能力产生一定影响。
- (4) **公司新增产能投产进度不及预期**: 产能爬坡以及销量的快速提升是公司未来业绩增长的主要来源, 若公司产能增长不及预期, 则会影响公司未来的盈利能力。
- (5) **公司海外业务拓展风险**: 公司高分子材料业务积极拓展海外市场, 增速明显。然而国际政治形势多变, 公司海外市场的发展面临一定不确定性。
- (6) **测算具有一定的主观性**: 盈利预测中关于公司部分业务的增速预期有一定主观性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,631.14	3,432.80	5,359.93	5,199.25	6,662.90	营业收入	14,674.96	15,121.00	18,347.09	19,521.98	21,228.44
应收票据及应收账款	4,515.03	4,892.38	5,300.44	5,545.10	6,248.48	营业成本	12,688.89	12,962.50	15,709.88	16,637.37	18,008.01
预付账款	169.43	246.15	277.52	277.06	323.20	营业税金及附加	40.01	56.41	45.87	48.80	53.07
存货	858.02	1,203.32	542.22	1,306.38	694.51	销售费用	631.25	616.16	733.88	800.40	891.59
其他	614.59	676.51	554.66	624.95	756.01	管理费用	329.52	367.97	385.29	429.48	467.03
流动资产合计	9,788.21	10,451.16	12,034.76	12,952.74	14,685.11	研发费用	611.85	636.08	733.88	722.31	764.22
长期股权投资	91.50	98.40	98.40	98.40	98.40	财务费用	48.83	88.46	(0.05)	(0.19)	(0.21)
固定资产	1,493.72	1,787.57	1,687.04	1,552.04	1,392.62	资产/信用减值损失	(66.80)	(65.73)	0.00	0.00	0.00
在建工程	342.81	356.35	256.44	186.51	137.56	公允价值变动收益	6.06	4.58	0.00	0.00	0.00
无形资产	249.40	306.67	284.04	289.24	284.01	投资净收益	28.81	9.03	10.00	10.00	10.00
其他	455.75	529.51	499.98	501.21	492.70	其他	(99.77)	(162.52)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,633.18	3,078.49	2,825.90	2,627.40	2,405.29	营业利润	456.31	608.05	748.34	893.80	1,054.73
资产总计	12,629.82	13,760.22	14,860.67	15,580.14	17,090.40	营业外收入	7.43	11.93	10.00	10.00	10.00
短期借款	25.59	107.81	100.00	100.00	100.00	营业外支出	16.30	15.29	12.00	12.00	12.00
应付票据及应付账款	4,929.06	5,452.43	5,893.59	5,660.14	6,345.20	利润总额	447.45	604.68	746.34	891.80	1,052.73
其他	962.98	1,371.74	1,390.44	1,503.67	1,321.82	所得税	34.33	43.87	37.32	44.59	52.64
流动负债合计	5,917.64	6,931.97	7,384.04	7,263.81	7,767.02	净利润	413.12	560.81	709.02	847.21	1,000.09
长期借款	1,041.93	412.95	500.00	500.00	500.00	少数股东损益	2.39	5.41	6.84	8.17	9.64
应付债券	403.87	609.70	609.70	609.70	609.70	归属于母公司净利润	410.72	555.41	702.18	839.04	990.45
其他	243.47	239.52	240.84	240.40	240.54	每股收益(元)	0.40	0.54	0.68	0.81	0.96
非流动负债合计	1,689.26	1,262.17	1,350.53	1,350.10	1,350.24						
负债合计	7,747.56	8,336.88	8,734.57	8,613.90	9,117.26						
少数股东权益	18.72	22.61	29.45	37.62	47.26						
股本	1,035.49	1,035.49	1,035.49	1,035.49	1,035.49						
资本公积	1,558.27	1,552.85	1,552.85	1,552.85	1,552.85						
留存收益	2,456.42	2,965.30	3,667.48	4,506.52	5,496.97						
其他	(186.64)	(152.90)	(159.17)	(166.24)	(159.44)						
股东权益合计	4,882.26	5,423.35	6,126.10	6,966.24	7,973.13						
负债和股东权益总计	12,629.82	13,760.22	14,860.67	15,580.14	17,090.40						
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E						
净利润	413.12	560.81	702.18	839.04	990.45						
折旧摊销	196.47	219.45	236.79	242.75	246.86						
财务费用	40.54	78.53	(0.05)	(0.19)	(0.21)						
投资损失	9.30	2.79	(10.00)	(10.00)	(10.00)						
营运资金变动	(281.64)	(343.88)	922.07	(1,200.55)	243.15						
其它	311.93	(72.88)	6.84	8.17	9.64						
经营活动现金流	689.72	444.82	1,857.83	(120.78)	1,479.89						
资本支出	441.98	583.84	12.41	43.46	33.11						
长期投资	78.30	6.90	0.00	0.00	0.00						
其他	(913.41)	(1,024.71)	(16.14)	(76.48)	(56.37)						
投资活动现金流	(393.13)	(433.97)	(3.73)	(33.02)	(23.26)						
债权融资	488.36	(286.27)	79.29	0.19	0.21						
股权融资	(96.92)	28.32	(6.27)	(7.07)	6.80						
其他	(604.93)	385.06	0.00	0.00	0.00						
筹资活动现金流	(213.50)	127.11	73.02	(6.87)	7.01						
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
现金净增加额	83.09	137.96	1,927.13	(160.67)	1,463.65						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com