

传统业务规模提升，机器人线缆创新拓展

核心观点

- 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。**2024 年，公司实现营业收入 177.61 亿元，同比增长 17.46%，实现归母净利润 3.41 亿元，同比下降 38.57%。2025 年一季度，公司实现营业收入 39.70 亿元，同比增长 4.43%，实现归母净利润 0.82 亿元，同比增长 23.05%。
- 传统业务收入规模逆势增长，高分子材料高端化发展。**2024 年电力电缆板块营收 117.47 亿元，同比增长 32.29%，发出量规模创历史新高，市场份额持续提升。公司北方基地顺利投产、临安基地技改新厂投入使用、越南工厂完成搬迁，国内外布局进一步优化。高分子电缆材料业务 2024 年营收 51.85 亿元，同比增长 6.42%，产品发出总量同比增长 9.31%，单月最高销量突破 5.55 万吨。万马高分子作为国内电缆材料龙头企业，自主研发的超高压电缆料已成功应用于国内外各类高压超高压项目中，发展成为细分行业内规模第一。2025 年随着超高压三期项目产能投放，公司有望加强在超高压电缆料领域的竞争优势。
- 机器人线缆积累深厚，技术能力国际领先。**公司早在 2016 年即设立机器人智能装备事业部，开始从事机器人电缆相关研发设计。万马柔性运动机器人电缆采用自研的特殊工艺和材料，产品在测试中的弯曲次数可超 3000 万次，达到国际领先水平。“万马机器人智连 CCa 系统”可提供从单一产品向强电加弱电、通信加能源、单一线缆到成套组件方向拓展的整体智能化解决方案，已成熟应用于工业机器人、具身智能设备如机械狗、人形机器人及专精特新领域等特种应用领域。公司作为国内少数具备国际先进生产能力的龙头企业，有望打破工业智能装备线缆的高端市场的国际垄断，为国内机器人产业的自主创新和发展贡献力量。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.54、0.69、0.86 元（原 2025-2026 年预测值为 0.81、0.97 元，调整原因主要系电线电缆行业整体承压，公司为保证市场份额毛利率有所受损），结合可比公司估值水平，给予公司 2025 年 32 倍市盈率，对应目标价为 17.28 元，维持买入评级。

风险提示

- 下游电缆需求不及预期；产能投放不及预期；行业竞争加剧导致产品价格下降；机器人业务发展不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,121	17,761	21,701	23,408	25,224
同比增长(%)	3.0%	17.5%	22.2%	7.9%	7.8%
营业利润(百万元)	608	379	602	772	960
同比增长(%)	33.3%	-37.7%	59.1%	28.2%	24.4%
归属母公司净利润(百万元)	555	341	544	700	874
同比增长(%)	35.0%	-38.6%	59.3%	28.8%	24.8%
每股收益(元)	0.55	0.34	0.54	0.69	0.86
毛利率(%)	14.2%	11.3%	11.6%	11.9%	12.1%
净利率(%)	3.7%	1.9%	2.5%	3.0%	3.5%
净资产收益率(%)	10.8%	6.2%	9.1%	10.7%	12.0%
市盈率	28.8	46.9	29.4	22.9	18.3
市净率	3.0	2.8	2.6	2.3	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

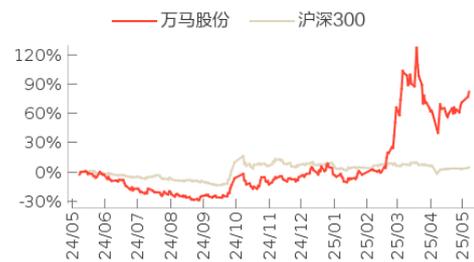
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年05月07日）	15.78元
目标价格	17.28元
52周最高价/最低价	21.21/6.13元
总股本/流通A股（万股）	101,429/100,508
A股市值（百万元）	16,005
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2025年05月09日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	6.55	26.75	79.32	82.05
相对表现%	4.93	20	80.89	77.33
沪深300%	1.62	6.75	-1.57	4.72



证券分析师

李梦强	limengqiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517100003
严东	yandong@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523050001
杨雨浓	yangyunong@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090005

相关报告

线缆高分子龙头，多业务协同加速发展	2024-08-05
持续发力新材料，高压电缆料逐步实现国产替代	2023-08-07

表 1：万马股份可比公司估值水平

公司	代码	最新价格 (元) 2025/5/7	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
东方电缆	603606	52.05	1.47	2.49	3.20	3.72	35.50	20.87	16.28	14.00
亨通光电	600487	15.77	1.12	1.35	1.56	1.77	14.05	11.70	10.09	8.89
金杯电工	002533	9.89	0.77	0.92	1.04	1.14	12.76	10.72	9.52	8.64
特锐德	300001	23.28	0.87	1.15	1.51	1.98	26.81	20.32	15.41	11.74
东材科技	601208	9.30	0.20	0.48	0.61	0.75	46.06	19.36	15.25	12.48
兆威机电	003021	128.05	0.94	1.10	1.40	1.77	136.64	115.89	91.39	72.17
长盛轴承	300718	80.96	0.77	0.90	1.06	1.24	105.58	90.23	76.74	65.48
	最大值						136.64	115.89	91.39	72.17
	最小值						12.76	10.72	9.52	8.64
	平均数						53.92	41.30	33.53	27.63
	调整后 平均						45.60	32.50	26.75	22.52

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,433	2,374	3,255	3,511	3,784	营业收入	15,121	17,761	21,701	23,408	25,224
应收票据、账款及款项融资	5,251	6,852	8,246	8,895	9,585	营业成本	12,971	15,749	19,179	20,632	22,173
预付账款	246	204	347	375	404	销售费用	607	634	760	796	832
存货	1,203	1,335	1,822	1,960	2,106	管理费用	368	400	467	487	504
其他	548	779	783	825	871	研发费用	636	657	825	890	959
流动资产合计	10,682	11,544	14,453	15,566	16,750	财务费用	88	81	58	81	65
长期股权投资	98	92	100	100	100	资产、信用减值损失	66	102	72	31	33
固定资产	1,786	2,289	2,786	2,659	2,532	公允价值变动收益	5	(7)	0	0	0
在建工程	346	156	107	121	95	投资净收益	9	(10)	10	10	10
无形资产	307	302	287	272	257	其他	210	257	251	271	292
其他	541	634	483	476	469	营业利润	608	379	602	772	960
非流动资产合计	3,078	3,473	3,763	3,629	3,454	营业外收入	12	7	7	7	7
资产总计	13,760	15,017	18,217	19,195	20,203	营业外支出	15	15	15	15	15
短期借款	108	55	1,528	1,256	820	利润总额	605	371	594	764	952
应付票据及应付账款	5,452	6,751	7,672	8,253	8,869	所得税	44	27	45	57	71
其他	1,514	1,445	1,514	1,527	1,542	净利润	561	344	550	707	881
流动负债合计	7,075	8,251	10,714	11,036	11,231	少数股东损益	5	3	6	6	6
长期借款	413	323	323	323	323	归属于母公司净利润	555	341	544	700	874
应付债券	610	527	620	620	620	每股收益(元)	0.55	0.34	0.54	0.69	0.86
其他	240	249	280	283	287						
非流动负债合计	1,262	1,099	1,223	1,226	1,229	主要财务比率					
负债合计	8,337	9,350	11,937	12,262	12,461		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	23	23	29	35	41	成长能力					
实收资本(或股本)	1,035	1,014	1,014	1,014	1,014	营业收入	3.0%	17.5%	22.2%	7.9%	7.8%
资本公积	1,366	1,398	1,443	1,443	1,443	营业利润	33.3%	-37.7%	59.1%	28.2%	24.4%
留存收益	2,965	3,251	3,794	4,440	5,244	归属于母公司净利润	35.0%	-38.6%	59.3%	28.8%	24.8%
其他	34	(18)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,423	5,667	6,280	6,932	7,743	毛利率	14.2%	11.3%	11.6%	11.9%	12.1%
负债和股东权益总计	13,760	15,017	18,217	19,195	20,203	净利率	3.7%	1.9%	2.5%	3.0%	3.5%
						ROE	10.8%	6.2%	9.1%	10.7%	12.0%
						ROIC	9.5%	6.2%	7.7%	8.4%	9.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	60.6%	62.3%	65.5%	63.9%	61.7%
净利润	561	344	550	707	881	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	120	180	226	257	265	流动比率	1.51	1.40	1.35	1.41	1.49
财务费用	88	81	58	81	65	速动比率	1.34	1.24	1.18	1.23	1.30
投资损失	(9)	10	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(119)	(573)	(1,290)	(293)	(314)	应收账款周转率	3.7	3.6	3.5	3.3	3.3
其它	(196)	159	265	34	36	存货周转率	12.4	12.2	12.0	10.8	10.7
经营活动现金流	445	201	(202)	776	924	总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
资本支出	(470)	(474)	(651)	(122)	(90)	每股指标(元)					
长期投资	(7)	5	(7)	0	0	每股收益	0.55	0.34	0.54	0.69	0.86
其他	43	(31)	5	10	10	每股经营现金流	0.43	0.20	-0.20	0.76	0.91
投资活动现金流	(434)	(501)	(653)	(112)	(80)	每股净资产	5.32	5.57	6.16	6.80	7.59
债权融资	(280)	(368)	275	0	0	估值比率					
股权融资	8	10	45	0	0	市盈率	28.8	46.9	29.4	22.9	18.3
其他	399	165	1,416	(408)	(571)	市净率	3.0	2.8	2.6	2.3	2.1
筹资活动现金流	127	(193)	1,736	(408)	(571)	EV/EBITDA	19.0	24.3	17.6	14.0	12.0
汇率变动影响	(1)	7	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.3	33.8	23.6	18.2	15.2
现金净增加额	137	(486)	881	256	272						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。