



股票投资评级

增持 | 维持

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)	14.50
总股本/流通股本(亿股)	10.14 / 10.05
总市值/流通市值(亿元)	147 / 146
52周内最高/最低价	19.68 / 6.17
资产负债率(%)	62.3%
市盈率	42.79
第一大股东	青岛海控投资控股有限公司

研究所

分析师: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340524070002
Email: yangshuaibo@cnpsec.com

万马股份(002276)

业绩略低于预期，超高压 3 期投产逐步投产有望贡献业绩

● 投资要点

事件：2025 年 4 月 18 日和 4 月 24 日，公司分别发布 2024 年年报和 2025 年一季报。

2024 年公司营收 177.6 亿元，同比+17.5%；归母净利润+3.4 亿元，同比-38.6%；其中 2024Q4 公司营收 47.4 亿元，同环比分别+40.4%/+5.8%，归母净利润 0.9 亿，同环比分别+11.8%/+75.4%。2025Q1 公司营收 39.7 亿元，同比+4.4%；归母净利润 0.8 亿元，同比+23.0%。

分版块：线缆和高分子材料持续增长，盈利短期承压。2024 年公司电力产品、电缆材料、通信产品等三大板块营收分别为 117.5/51.9/5.0 亿元，同比分别为+32.3%/+6.4%/-42.4%；3 大板块毛利率分别为 9.9%、13.2%、12.3%，同比-2.4/-3.5/-5.9pcts。线缆和高分子销售量分别为 14.4、52.9 万吨，分别同比+25.9%/+9.3%，我们认为盈利承压的原因是原材料价格上涨。

利润端：费用率略有下降。2025Q1 公司毛利率、净利率分别 12.0%/2.0%，同比分别-0.6pct/+0.3pct，公司主要费用中，销售费用率（4.7%）和研发费用率（3.1%）有所下降，管理费用率（2.4%）和财务费用率（0.6%）有所上升，四项费用率总体下降 0.8pct，略提升公司的盈利能力。

高分子材料板块业务有望进一步提升。公司 2 期超高压绝缘料已经投产，而第 3 期将于 2025 年逐步投产，产能合计 6 万吨，将有效提升板块盈利能力；同时随着国际化战略深入推进，海外市场销量有望持续增加。

机器人线缆持续开拓。公司从 2016 年设立机器人智能装备事业部；2022 年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；2023 年公司与已长期紧密合作的另一国际机器人行业巨头美的 KUKA 进一步拓展了合作范围，产品销售从国内向其欧洲供应链体系进军；2024 年公司以“工业机器人本体柔性动态应用线缆”为主导产品，成功获得国家专精特新小巨人企业称号。

● 盈利预测与投资评级：

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 201.0/227.7/258.1 亿元，归母净利润分别为 4.7/6.4/8.1 亿元，（2025 年 5 月 29 日）对应 PE 分别为 31/23/18 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示：

产能建设不及预期的风险；原材料价格波动的风险；需求不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17761	20099	22769	25811
增长率(%)	17.46	13.17	13.28	13.36
EBITDA（百万元）	758.14	946.25	1182.28	1419.76
归属母公司净利润（百万元）	341.17	471.12	640.61	813.29
增长率(%)	-38.57	38.09	35.98	26.95
EPS（元/股）	0.34	0.46	0.63	0.80
市盈率（P/E）	43.11	31.22	22.96	18.08
市净率（P/B）	2.61	2.41	2.21	2.00
EV/EBITDA	9.77	13.74	10.77	8.62

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				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	17761	20099	22769	25811	营业收入	17.5%	13.2%	13.3%	13.4%
营业成本	15749	17745	20033	22651	营业利润	-37.7%	36.1%	35.8%	26.8%
税金及附加	60	68	78	88	归属于母公司净利润	-38.6%	38.1%	36.0%	27.0%
销售费用	634	714	797	890	获利能力				
管理费用	400	450	501	563	毛利率	11.3%	11.7%	12.0%	12.2%
研发费用	657	744	842	955	净利率	1.9%	2.3%	2.8%	3.2%
财务费用	81	83	90	99	ROE	6.0%	7.7%	9.6%	11.1%
资产减值损失	-27	-40	-40	-40	ROIC	6.6%	7.4%	8.9%	10.1%
营业利润	379	515	700	887	偿债能力				
营业外收入	7	7	7	7	资产负债率	62.3%	62.6%	63.4%	63.7%
营业外支出	15	10	10	10	流动比率	1.40	1.41	1.41	1.43
利润总额	371	512	697	884	营运能力				
所得税	27	37	51	65	应收账款周转率	3.77	3.66	3.80	3.80
净利润	344	475	646	820	存货周转率	12.41	12.69	12.91	13.11
归母净利润	341	471	641	813	总资产周转率	1.23	1.28	1.31	1.34
每股收益(元)	0.34	0.46	0.63	0.80	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.34	0.46	0.63	0.80
货币资金	2374	3029	3452	4089	每股净资产	5.57	6.02	6.56	7.24
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	6263	6662	7563	8540	PE	43.11	31.22	22.96	18.08
预付款项	204	267	300	332	PB	2.61	2.41	2.21	2.00
存货	1335	1461	1643	1813	现金流量表				
流动资产合计	11544	12776	14501	16503	净利润	344	475	646	820
固定资产	2291	2435	2556	2643	折旧和摊销	270	351	396	436
在建工程	170	222	253	272	营运资本变动	-561	100	-294	-267
无形资产	302	290	277	264	其他	148	128	132	144
非流动资产合计	3473	3650	3754	3818	经营活动现金流净额	201	1054	880	1132
资产总计	15017	16426	18255	20322	资本开支	-406	-476	-472	-475
短期借款	55	105	155	205	其他	-95	-21	1	0
应付票据及应付账款	6751	7439	8465	9569	投资活动现金流净额	-501	-497	-472	-475
其他流动负债	1445	1534	1636	1750	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	8251	9077	10256	11524	债务融资	-559	130	150	150
其他	1099	1213	1313	1413	其他	366	-35	-135	-170
非流动负债合计	1099	1213	1313	1413	筹资活动现金流净额	-193	95	15	-20
负债合计	9350	10291	11569	12937	现金及现金等价物净增加额	-486	655	423	638
股本	1014	1014	1014	1014					
资本公积金	1443	1443	1443	1443					
未分配利润	2840	3172	3622	4192					
少数股东权益	23	27	32	38					
其他	348	480	576	698					
所有者权益合计	5667	6135	6686	7385					
负债和所有者权益总计	15017	16426	18255	20322					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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