

2025年07月18日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

销售规模持续增长，前瞻布局机器人线缆

—万马股份（002276.SZ）公司动态研究报告

买入(首次)

投资要点

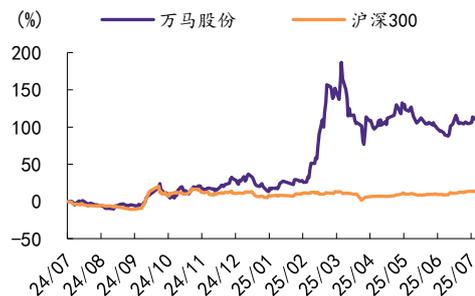
分析师：张涵 S1050521110008
zhanghan3@cfsc.com.cn
联系人：罗笛箫 S1050122110005
luodx@cfsc.com.cn

基本数据

2025-07-17

当前股价(元)	14.52
总市值(亿元)	147
总股本(百万股)	1014
流通股本(百万股)	1005
52周价格范围(元)	6.17-19.68
日均成交额(百万元)	898.72

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 专注电线电缆，销售规模持续增长

2024年公司实现营业收入177.61亿元，同比增长17.46%，其中，电力产品/高分子材料/通信产品三大板块的营收分别为117.5/51.9/5.0亿元，分别同比变动32.3%/6.4%/-42.4%，实现归母净利润3.41亿元，同比减少38.57%，主要是受市场竞争加剧及铜价上涨影响；2025Q1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%。

■ 高分子材料市场份额提升，产能继续扩张

2024年公司高分子超高压绝缘料业务产品发出量同比增长9.31%，单月最高销量突破5.55万吨，国内市占率已由2021年的约15%提升至目前的约20%，同时，随着国际化战略深入推进，公司海外市场销量持续增加。

公司高分子超高压绝缘料一期项目（年产能2万吨）+二期项目（年产能2万吨）均已投产，三期项目将于2025年逐步投产，满产后产能合计将达6万吨，板块收入规模和盈利能力有望再提升。

■ 前瞻布局机器人线缆，实现批量交付

公司2016年成立机器人智能装备事业部，2017年设立专项机器人电缆实验室，并于2018获得了德国莱茵TUV授权。2018年起，公司陆续与汇川技术、美的库卡、杭可科技、先导智能等企业展开合作，推动机器人线缆在工业机器人及智能装备中的应用；2021年，公司机器人电缆成功应用于国际机器人四大家族之一的KUKA，开始批量交货，进一步巩固了市场地位，2024年公司成为KUKA在中国地区最大的机器人电缆供应商，实现机器人电缆进口替代。

目前，公司机器人电缆不仅成熟应用于工业机器人领域，还成功进入新兴的人形机器人和机器狗等领域，产品也从互联集成线缆拓展至本体线缆和线束，并实现批量交付。

■ 盈利预测

预测公司2025-2027年收入分别为206.29、240.68、281.33亿元，EPS分别为0.53、0.65、0.81元，当前股价对应PE分别为27.6、22.3、17.8倍，公司传统业务规模提升，机器人线缆进展顺利，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

线缆需求不及预期风险、机器人业务进展不及预期风险、竞争加剧风险、原材料价格大幅上涨风险、大盘系统性风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入（百万元）	17,761	20,629	24,068	28,133
增长率（%）	17.5%	16.1%	16.7%	16.9%
归母净利润（百万元）	341	533	660	825
增长率（%）	-38.6%	56.3%	23.7%	25.1%
摊薄每股收益（元）	0.34	0.53	0.65	0.81
ROE（%）	6.0%	8.8%	10.2%	11.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,374	2,569	2,775	2,982
应收款	6,512	7,564	8,825	10,316
存货	1,335	1,538	1,789	2,084
其他流动资产	1,323	1,537	1,793	2,096
流动资产合计	11,544	13,208	15,182	17,477
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	2,289	2,060	1,854	1,669
在建工程	156	156	156	156
无形资产	302	287	272	258
长期股权投资	92	92	92	92
其他非流动资产	634	634	634	634
非流动资产合计	3,473	3,229	3,008	2,808
资产总计	15,017	16,437	18,190	20,286
流动负债:				
短期借款	55	55	55	55
应付账款、票据	6,751	7,779	9,047	10,539
其他流动负债	1,314	1,314	1,314	1,314
流动负债合计	8,251	9,299	10,593	12,115
非流动负债:				
长期借款	850	850	850	850
其他非流动负债	249	249	249	249
非流动负债合计	1,099	1,099	1,099	1,099
负债合计	9,350	10,399	11,692	13,214
所有者权益				
股本	1,014	1,014	1,014	1,014
股东权益	5,667	6,038	6,497	7,071
负债和所有者权益	15,017	16,437	18,190	20,286

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	344	537	665	831
少数股东权益	3	4	5	6
折旧摊销	228	244	220	199
公允价值变动	-7	1	1	1
营运资金变动	-367	-420	-474	-567
经营活动现金净流量	201	367	417	471
投资活动现金净流量	-501	229	206	185
筹资活动现金净流量	496	-166	-206	-257
现金流量净额	195	430	417	399

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,761	20,629	24,068	28,133
营业成本	15,749	18,077	21,025	24,491
营业税金及附加	60	70	81	95
销售费用	634	736	859	1,004
管理费用	400	464	542	633
财务费用	81	94	110	128
研发费用	657	763	890	1,040
费用合计	1,771	2,057	2,400	2,806
资产减值损失	-27	-50	-50	-50
公允价值变动	-7	1	1	1
投资收益	-10	9	9	9
营业利润	379	586	724	903
加: 营业外收入	7	9	9	9
减: 营业外支出	15	15	15	15
利润总额	371	580	717	897
所得税费用	27	42	52	65
净利润	344	537	665	831
少数股东损益	3	4	5	6
归母净利润	341	533	660	825

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	17.5%	16.1%	16.7%	16.9%
归母净利润增长率	-38.6%	56.3%	23.7%	25.1%
盈利能力				
毛利率	11.3%	12.4%	12.6%	12.9%
四项费用/营收	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利率	1.9%	2.6%	2.8%	3.0%
ROE	6.0%	8.8%	10.2%	11.7%
偿债能力				
资产负债率	62.3%	63.3%	64.3%	65.1%
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.4
应收账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
存货周转率	11.8	11.8	11.8	11.8
每股数据(元/股)				
EPS	0.34	0.53	0.65	0.81
P/E	43.2	27.6	22.3	17.8
P/S	0.8	0.7	0.6	0.5
P/B	2.6	2.4	2.3	2.1

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5年证券行业研究经验，曾获得2022年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM持证人。上海交通大学金融本科，4年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。