



2025Q3 公司利润高增，盈利同比改善 ——万马股份点评报告

■ 核心观点

事件：

公司发布 2025 年三季度报告：2025Q1-3 公司实现营收 141.09 亿元，同比+8.36%；归母净利润 4.12 亿元，同比+61.57%；扣非归母净利润 3.71 亿元，同比+75.44%。2025Q1-3 公司毛利率 12.59%，同比+1.18pct；净利率 2.91%，同比+0.94pct。

2025Q3 公司归母净利润同比+228%。2025Q3 公司实现营收 48.37 亿元，同比+7.93%/环比-8.76%；归母净利润 1.61 亿元，同比+227.70%/环比-4.33%；扣非归母净利润 1.50 亿元，同比+315.91%/环比-6.30%。2025Q3 公司毛利率 12.80%，同比+2.50pct/环比-0.07pct；净利率 3.32%，同比+2.21pct/环比+0.15pct。

超高压领域持续突破。公司公告在超高压绝缘料领域的主要竞争对手包括国际知名企业美国陶氏、北欧化工等。公司自主研发的超高压电缆料打破国际垄断，已广泛应用于国内外多个高压、超高压项目。2025 年 9 月，公司与某特大型央企下属子公司达成战略合作，为中国和巴基斯坦合作建设的大型核电项目 C-5 项目建设提供 500kV 超高压电缆、电缆终端及其附件设备，成功实现公司在 500kV 超高压电缆上的首单突破。

推进超高压绝缘料三期项目产能建设，积极全球化布局。公司超高压三期项目持续推进中，达产后公司超高压年产能达到 6 万吨，公司的国内市场占有率有望进一步提升。同时，公司积极全球化布局，2025H1 公司新材料板块国际业务销售额同比增长 17.55%，业务已覆盖除北美外的全球主要市场，并与重点客户达成全品类战略合作。

机器人领域深化合作。公司已与行业内产品和技术领先的头部人形机器人机器人狗公司展开基于万马机器人智连 CCa 系统的服务和合作，有望打开公司成长空间。

■ 投资建议

万马股份是国内线缆高分子材料领域头部企业，新材料业务有望受益于出海加速和超高压产能进一步投放，提升规模和盈利空间。公司前瞻布局机器人线缆，市场竞争力领先。

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 201.44/221.47/236.82 亿元，同比分别+13.4%/+9.9%/+6.9%；归母净利润分别为 5.20/6.58/8.34 亿元，同比+52.5%/+26.6%/+26.7%。2025 年 10 月 31 日收盘价对应 PE 分别为 35.00/27.65/21.82 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业政策性风险、市场竞争加剧风险、原材料价格大幅波动风险、机器人行业发展不及预期风险。

买入(维持)

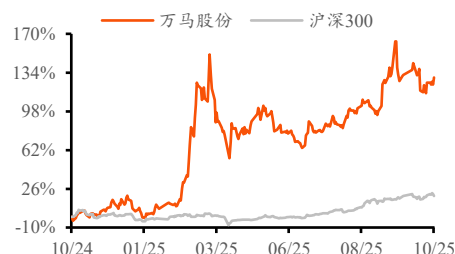
行业： 电力设备
日期： 2025年10月31日

分析师： 开文明
E-mail: kaiwenming@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760523070002
分析师： 赵莉莉
E-mail: zhaolili@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524090001

基本数据

10 月 31 日收盘价(元)	17.95
12mthA 股价格区间(元)	7.54-21.95
总股本(百万股)	1,014.29
无限售 A 股/总股本	99.31%
流通市值(亿元)	180.80

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《2025H1 盈利改善，机器人线缆竞争力领先》

——2025 年 08 月 29 日

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,761	20,144	22,147	23,682
年增长率 (%)	17.5%	13.4%	9.9%	6.9%
归属于母公司的净利润	341	520	658	834
年增长率 (%)	-38.6%	52.5%	26.6%	26.7%
每股收益 (元)	0.34	0.51	0.65	0.82
市盈率 (X)	24.96	35.00	27.65	21.82
净资产收益率 (%)	6.0%	8.4%	9.8%	11.2%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2025 年 10 月 31 日收盘价)

资产负债表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,682	11,544	12,712	14,042	15,336
货币资金	3,433	2,374	2,558	3,205	3,855
应收及预付	5,139	6,466	7,299	7,649	8,121
存货	1,203	1,335	1,359	1,576	1,659
其他流动资产	907	1,369	1,497	1,613	1,701
非流动资产	3,078	3,473	3,656	3,660	3,665
长期股权投资	98	92	102	102	102
固定资产	1,788	2,291	2,397	2,417	2,446
在建工程	356	170	159	143	124
无形资产	307	302	299	295	291
其他长期资产	530	618	700	703	702
资产总计	13,760	15,017	16,368	17,702	19,001
流动负债	7,075	8,251	9,041	9,799	10,371
短期借款	108	55	55	55	55
应付及预收	5,452	6,751	7,213	7,869	8,407
其他流动负债	1,514	1,445	1,773	1,876	1,909
非流动负债	1,262	1,099	1,131	1,141	1,151
长期借款	413	323	323	323	323
应付债券	610	527	527	527	527
其他非流动负债	240	249	281	291	301
负债合计	8,337	9,350	10,171	10,940	11,522
股本	1,035	1,014	1,014	1,014	1,014
资本公积	1,553	1,443	1,443	1,443	1,443
留存收益	2,965	3,251	3,696	4,256	4,966
归属母公司股东权益	5,401	5,645	6,170	6,731	7,441
少数股东权益	23	23	27	31	38
负债和股东权益	13,760	15,017	16,368	17,702	19,001

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,121	17,761	20,144	22,147	23,682
营业成本	12,971	15,749	17,664	19,271	20,449
营业税金及附加	56	60	71	78	83
销售费用	607	634	717	786	841
管理费用	368	400	451	496	530
研发费用	636	657	725	797	853
财务费用	88	81	53	29	17
资产减值损失	-36	-27	-30	-25	-23
公允价值变动收益	5	-7	0	0	0
投资净收益	9	-10	-10	-11	-12
营业利润	608	379	570	714	906
营业外收支	-3	-8	-5	0	0
利润总额	605	371	565	714	906
所得税	44	27	41	51	65
净利润	561	344	524	663	841
少数股东损益	5	3	4	5	6
归属母公司净利润	555	341	520	658	834
EBITDA	892	758	955	1,119	1,338
EPS (元)	0.55	0.34	0.51	0.65	0.82

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	445	201	490	1,152	1,221
净利润	561	344	524	663	841
折旧摊销	255	270	338	376	415
营运资金变动	-451	-561	-525	-4	-140
其它	80	148	154	117	106
投资活动现金流	-434	-501	-524	-387	-427
资本支出	-475	-406	-437	-373	-415
投资变动	-5	0	-10	0	0
其他	47	-95	-77	-14	-12
筹资活动现金流	127	-193	216	-118	-145
银行借款	-547	-143	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	674	-50	216	-118	-145
现金净增加额	137	-486	184	647	649
期初现金余额	1,669	1,806	1,320	1,504	2,151
期末现金余额	1,806	1,320	1,504	2,151	2,801

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	3.0%	17.5%	13.4%	9.9%	6.9%
营业利润增长	33.3%	-37.7%	50.5%	25.3%	26.9%
归母净利润增长	35.0%	-38.6%	52.5%	26.6%	26.7%
获利能力					
毛利率	14.2%	11.3%	12.3%	13.0%	13.7%
净利率	3.7%	1.9%	2.6%	3.0%	3.5%
ROE	10.3%	6.0%	8.4%	9.8%	11.2%
ROIC	8.4%	6.6%	7.5%	8.4%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	60.6%	62.3%	62.1%	61.8%	60.6%
净负债比率	-33.5%	-20.8%	-18.2%	-26.1%	-32.2%
流动比率	1.51	1.40	1.41	1.43	1.48
速动比率	1.25	1.15	1.17	1.19	1.24
营运能力					
总资产周转率	1.14	1.23	1.28	1.30	1.29
应收账款周转率	3.87	3.77	3.52	3.56	3.62
存货周转率	12.59	12.41	13.11	13.13	12.64
每股指标 (元)					
每股收益	0.55	0.34	0.51	0.65	0.82
每股经营现金流	0.43	0.20	0.48	1.14	1.20
每股净资产	5.22	5.57	6.08	6.64	7.34
估值比率					
P/E	18.49	24.96	35.00	27.65	21.82
P/B	1.96	1.52	2.95	2.70	2.45
EV/EBITDA	9.82	9.77	17.88	14.69	11.81

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。