

万马股份 (002276) \ 电力设备与新能源

产能持续落地，盈利能力显著增长

事件：

4月27日晚，公司发布2023年一季报，实现营业收入30.75亿元，同比-1.69%，实现归母净利润0.917亿元，同比+125.93%，扣非后0.504亿元，同比+77.86%。业绩超出市场预期。

► 一季度盈利再创新高，业绩走强趋势得到确认

2023Q1公司盈利0.5亿元大幅创下历史新高，一改2017年以来一季度常规性亏损的局面。其主要原因系公司近两年持续扩充产能，多年研发积累的高端产品持续落地扩产。营收减少预计主要系成本下降驱动高货值产品销售额有所下降。Q1公司清理应付票据和应付账款，应付款减少14.55亿元，资产负债率降低至55.96%，环比减少5.38pct，资产质量得到夯实。

► 高端产品矩阵不断丰富，盈利能力明显提升

公司在超高压电缆绝缘料、屏蔽料、抗水树绝缘料、其他特种绝缘材料及特种线缆、充电堆等领域不断取突破，持续扩产，部分品种供应紧缺。公司Q1毛利率提升至13.77%，同比提升1.29pct，销售净利率提升至3.02%，同比提升1.73%。三项费率合计为11.08%，环比还提升了0.24pct，主要是研发费率有所提升。因此，公司盈利能力改善主要受毛利率提升影响较大。

► 高端产能持续释放，未来增长潜力依旧

公司2022年底建成超高压二期2万吨产能，目前处于试生产状态，在业绩端尚未释放出增量，增长潜力可观。工业机器人线缆持续扩产，有望引入新增客户订单，贡献全年业绩。23年线下出行恢复明显，电动车保有量持续提升，公司充电桩与充电量双增，新能源板块有望减亏。万马万华一体化项目持续推进，贡献长期业绩增量。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年收入分别为163.15/180.90/207.08亿元，对应增速分别为11.18%/10.88%/14.47%，归母净利润分别为6.06/8.35/11.43亿元，对应增速分别为47.44%/37.82%/36.94%，EPS分别为0.58/0.81/1.10元/股，3年CAGR为40.63%。鉴于公司为线缆一体化龙头企业，我们给予公司2024年19倍PE，维持目标价15元，维持“买入”评级。

风险提示：1) 电缆料国产化不及预期；2) 需求放缓；3) 市场竞争加剧

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12767	14675	16315	18090	20708
增长率(%)	36.96%	14.94%	11.18%	10.88%	14.47%
EBITDA(百万元)	544	693	973	1255	1592
净利润(百万元)	271	411	606	835	1143
增长率(%)	21.59%	51.44%	47.44%	37.82%	36.94%
EPS(元/股)	0.26	0.40	0.58	0.81	1.10
市盈率(P/E)	37.4	24.7	16.7	12.1	8.9
市净率(P/B)	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	18.7	12.9	10.1	7.0	5.1

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月27日收盘价

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

电气设备

买入 (维持评级)

9.79元

15元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,035/1,035
流通A股市值(百万元)	10,136
每股净资产(元)	4.82
资产负债率(%)	55.96
一年内最高/最低(元)	12.22/6.02

股价相对走势



分析师：贺朝晖

执业证书编号：S0590521100002

邮箱：hezhang@glsc.com.cn

联系人：袁澎

邮箱：yuanp@glsc.com.cn

相关报告

- 《万马股份(002276)\电力设备与新能源行业业绩符合预期，产能持续释放推升业绩》
- 《万马股份(002276)\电力设备与新能源行业业绩符合预期，经营质量进一步夯实》2022.10.27
- 《万马股份(002276)\电力设备与新能源行业业绩符合预期，扩产叠加景气周期助力高增》

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2553	3631	4603	5841	7015	营业收入	12767	14675	16315	18090	20708
应收账款+票据	4864	4977	5006	5105	5333	营业成本	11117	12689	13948	15353	17458
预付账款	264	169	179	149	113	税金及附加	32	40	43	48	55
存货	996	858	841	841	861	营业费用	543	631	659	688	728
其他	291	361	400	442	505	管理费用	795	941	1025	1113	1243
流动资产合计	8967	9997	11029	12379	13826	财务费用	75	49	85	79	72
长期股权投资	13	92	92	92	92	资产减值损失	-19	-87	-33	-36	-41
固定资产	1508	1621	1668	1756	1657	公允价值变动收益	-7	6	0	0	0
在建工程	283	343	246	75	75	投资净收益	1	29	0	0	0
无形资产	261	249	238	227	216	其他	110	184	140	140	140
其他非流动资产	389	357	352	343	343	营业利润	291	456	662	913	1250
非流动资产合计	2454	2662	2596	2493	2382	营业外净收益	-3	-9	0	0	0
资产总计	11421	12658	13625	14871	16208	利润总额	288	447	662	913	1250
短期借款	261	26	0	0	0	所得税	15	34	51	70	96
应付账款+票据	4644	4929	5350	5763	5931	净利润	274	413	611	843	1154
其他	806	1104	1150	1266	1437	少数股东损益	3	2	6	8	11
流动负债合计	5711	6058	6500	7028	7369	归属于母公司净利润	271	411	606	835	1143
长期带息负债	983	1539	1512	1469	1425	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
其他	172	178	178	178	178	成长能力					
非流动负债合计	1155	1717	1690	1648	1603	营业收入	36.96%	14.94%	11.18%	10.88%	14.47%
负债合计	6866	7775	8190	8676	8971	EBIT	11.32%	36.55%	50.61%	32.61%	33.30%
少数股东权益	16	19	24	32	43	EBITDA	10.81%	27.32%	40.46%	28.95%	26.88%
股本	1035	1035	1035	1035	1035	归母净利润	21.59%	51.44%	47.44%	37.82%	36.94%
资本公积	1558	1558	1558	1558	1558	获利能力					
留存收益	1945	2271	2817	3569	4600	毛利率	12.93%	13.53%	14.51%	15.13%	15.69%
股东权益合计	4555	4883	5435	6195	7237	净利率	2.14%	2.82%	3.75%	4.66%	5.57%
负债和股东权益总计	11421	12658	13625	14871	16208	ROE	5.98%	8.44%	11.19%	13.54%	15.89%
						ROIC	7.26%	8.65%	13.07%	17.99%	25.06%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债	60.12%	61.42%	60.11%	58.34%	55.35%
净利润	274	413	611	843	1154	流动比率	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9
折旧摊销	181	196	226	264	271	速动比率	1.3	1.5	1.5	1.6	1.7
财务费用	75	49	85	79	72	营运能力					
存货减少	-212	138	17	-1	-20	应收账款周转率	3.4	3.5	3.8	4.1	4.3
营运资金变动	334	-82	407	417	66	存货周转率	11.2	14.8	16.6	18.3	20.3
其它	226	-61	-7	11	30	总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3
经营活动现金流	878	652	1340	1612	1573	每股指标(元)					
资本支出	-315	-308	-160	-160	-160	每股收益	0.3	0.4	0.6	0.8	1.1
长期投资	-24	-81	0	0	0	每股经营现金流	0.8	0.6	1.3	1.6	1.5
其他	-13	-4	-11	-11	-11	每股净资产	4.4	4.7	5.2	6.0	6.9
投资活动现金流	-352	-393	-171	-171	-171	估值比率					
债权融资	764	321	-53	-42	-45	市盈率	37.4	24.7	16.7	12.1	8.9
股权融资	0	0	0	0	0	市净率	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4
其他	-879	-534	-145	-161	-184	EV/EBITDA	18.7	12.9	10.1	7.0	5.1
筹资活动现金流	-115	-213	-198	-203	-229	EV/EBIT	28.0	18.0	13.1	8.9	6.1
现金净增加额	407	66	971	1239	1173						

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 27 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，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。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695