

无评级

北交所新股研究报告之晨光电缆（834639.BJ）

风险评级：中高风险

2022 年 6 月 27 日

投资要点：

分析师：黄秀瑜
SAC 执业证书编号：
S0340512090001
电话：0769-22119455
邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

分析师：刘兴文
SAC 执业证书编号：
S0340522050001
电话：0769-22119416
邮箱：liuxingwen@dgzq.com.cn

研究助理：苏治彬
SAC 执业证书编号：
S0340121070105
电话：0769-22110925
邮箱：suzhibin@dgzq.com.cn

- 公司是国网公司首要梯队供应商。浙江晨光电缆股份有限公司始创于1984年，经过30多年创新发展，成长为行业科技型企业，产品走进国家两大电网公司和一大批国家主要建设项目。公司注册资金1.4亿元，员工近600人，其中工程技术人员100多人，是一家集研发、制造、营销和服务为一体的线缆行业大型专业企业，获得工业产品生产许可证，3C认证，是国家高新技术企业，中国线缆行业具有竞争力100强企业，全国线缆行业首批132家AA级质量诚信企业，全国线缆产品价格定点检测单位，浙江省工业行业龙头骨干企业。
- 电线电缆是国民经济的“血管”与“神经”。电线电缆是输送电（磁）能、传递信息和制造各种电机、仪器、仪表，实现电磁能量转换所不可缺少的基础产品，广泛应用于国民经济各个领域，被喻为国民经济的“血管”与“神经”。作为国民经济中最大的配套行业，电线电缆行业是各产业的基础。电线电缆产品是电气化、信息化社会中必要的配套产品，广泛应用于发电（包括火力发电、水力发电以及其他新能源发电）、输配电（包括长距离输电、变电以及城市电网及农网配电）及终端用电（包括工业生产、城市服务、居民生活、通信、交通等）等电力生产、传输及应用的各个环节，与国民经济的发展及人们日常生活密切相关。
- 公司技术品控双一流，产品应用于国家重点建设项目。晨光电缆主营业务为电线电缆制造，高压、超高压电力电缆产品是公司的优势产品，在产品性能、应用领域、使用寿命等方面居行业领先水平。公司产品广泛应用于国家电网、南方电网以及北京奥运会、上海世博会、深圳大运会、上海迪士尼、北京 APEC、杭州 G20 峰会、北京大兴国际机场、北京冬奥会等一大批国家重点建设项目。
- 优化产品结构，营收稳步提升。2019年至2021年，公司电力电缆收入分别为17.28亿元、17.78亿元和17.49亿元，为公司主营业务收入主要来源。其中，公司110kV及以上高压及超高压电力电缆占电力电缆的比重分别为22.41%、26.12%及27.15%，呈逐年上升趋势。主要原因为随着国家电网对电缆产品质量要求越来越高，而国内具备超高压、大截面电力电缆生产能力的企业较少，公司凭借自身先进的技术优势和优良的产品质量，获取高压超高压订单增加，从而收入相应增长。
- 风险提示：行业需求萎缩风险；市场竞争风险；原材料价格波动风险；客户集中风险；税收优惠政策变化风险。

目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1.公司概况 | 3 |
| 1.1 公司是国网公司首要梯队供应商 | 3 |
| 1.2 主营产品构成 | 3 |
| 1.3 盈利主要来自电力电缆 | 5 |
| 2.行业前景 | 7 |
| 2.1 电线电缆是国民经济的“血管”与“神经” | 7 |
| 2.2 不断压缩过剩产能 | 7 |
| 2.3 电线电缆高端化赋能产品升级 | 7 |
| 3.公司竞争优势 | 7 |
| 3.1 公司拥有较强的研发能力 | 7 |
| 3.2 公司拥有先进的生产设备与技术 | 7 |
| 3.3 下游客户关系稳定 | 8 |
| 4.财务分析 | 8 |
| 5.风险提示 | 10 |

插图目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 图 1：2017-2021 年营收及同比 | 5 |
| 图 2：2017-2021 年归母净利润及同比 | 5 |
| 图 3：2021 年营收构成 | 6 |
| 图 4：2021 年毛利构成 | 6 |
| 图 5：2017-2021 年毛利率（%） | 6 |
| 图 6：2017-2021 年净利率（%） | 6 |
| 图 7：晨光电缆与可比公司营收对比（百万元） | 8 |
| 图 8：晨光电缆与可比公司营收同比增速对比（%） | 8 |
| 图 9：晨光电缆与可比公司归母净利润规模对比 | 9 |
| 图 10：晨光电缆与可比公司归母净利润同比增速对比 | 9 |
| 图 11：晨光电缆与可比公司毛利率对比（%） | 9 |
| 图 12：晨光电缆与可比公司净利率对比（%） | 9 |

表格目录

| | |
|------------------|---|
| 表 1：公司发展进程 | 3 |
| 表 2：公司主要产品 | 4 |

1.公司概况

1.1 公司是国网公司首要梯队供应商

浙江晨光电缆股份有限公司始创于 1984 年，经过 30 多年创新发展，成长为行业科技型企业，产品走进国家两大电网公司和一大批国家主要建设项目。公司注册资金 1.4 亿元，员工近 600 人，其中工程技术人员 100 多人，是一家集研发、制造、营销和服务为一体的线缆行业大型专业企业，获得工业产品生产许可证，3C 认证，是国家高新技术企业，中国线缆行业具有竞争力 100 强企业，全国线缆行业首批 132 家 AA 级质量诚信企业，全国线缆产品价格定点检测单位，浙江省工业行业龙头骨干企业。多年来，“晨光”牌线缆产品在国网公司保持良好销售业绩，年度中标量位列全国线缆生产企业前茅，其中组织研发的高压、超高压交联电缆产品具有较强市场竞争力，是国网公司首要梯队供应商。

表 1：公司发展进程






| 时间 | 事件 |
|-------------|--|
| 1984 年 | 创办平湖电线厂 |
| 1994 年 | 引进第一条交联电缆生产线，研发成功 35kV 及以下交联电力电缆产品 |
| 2000 年 | 组建浙江晨光电缆有限公司 |
| 2003 年 | 实施第二次交联电缆技改，研发成功 110kV 交联电缆产品 |
| 2003 年 | 成立省级企业技术中心 |
| 2005 年 | 实施 500kV 超高压交联电缆和特种电缆技改项目 |
| 2006 年 | 浙江晨光电缆股份有限公司成立 |
| 2006 年 | 晨光电缆中标北京 2008 奥运工程，成为鸟巢、水立方等 23 个比赛场馆电缆供应商 |
| 2009 年 | 实施第四次交联电缆技改，引进第二 500kV 超高压交联电缆生产线 |
| 2010 年 | “220kV 高压光电复合海底电缆研发及产业化”项目被列为省重大科技专项项目 |
| 2021 年 12 月 | 晨光电缆的北交所申报材料获受理 |

数据来源：公司官网，东莞证券研究所

1.2 主营产品构成

公司主营业务为电线电缆研发、生产及销售，主要产品为 500kV 及以下超高压与高压电力电缆、中低压电力电缆、架空绝缘电缆和装备用电线电缆等。公司产品主要分为电力电缆、架空绝缘电缆、装备用电线电缆三大类。

表 2：公司主要产品

| 产品类别 | 细分种类 | 主要应用领域 | 产品展示 |
|-----------|---------------|--|---|
| 电力 电缆 | 500kV 超高压电力电缆 | 城市电能传输、高压配电网、变电站、水电站及特大型企业内部供电等 |  |
| | 220kV 超高压电力电缆 | | |
| | 110kV 高压电力电缆 | | |
| | 66kV 高压电力电缆 | | |
| | 6-35kV 中压电力电缆 | 电力系统的配电传输网络或工业装置等 |  |
| | 1-3kV 低压电力电缆 | 直接埋地、电缆沟敷设、沿墙敷设及电缆隧道内等 |  |
| 架空绝缘电缆 | 架空固定敷设或者接户线 | |  |
| 电气装备用电线电缆 | 轨道交通电缆 | 轨道交通、阻燃、无卤低烟、防鼠、防白蚁及防水等安全性要求高的场所 |  |
| | 控制电缆 | 各种工矿企业、交通运输等重要经济部门的控制、监控和保护线路等场合，起着传递控制信号等作用 |  |

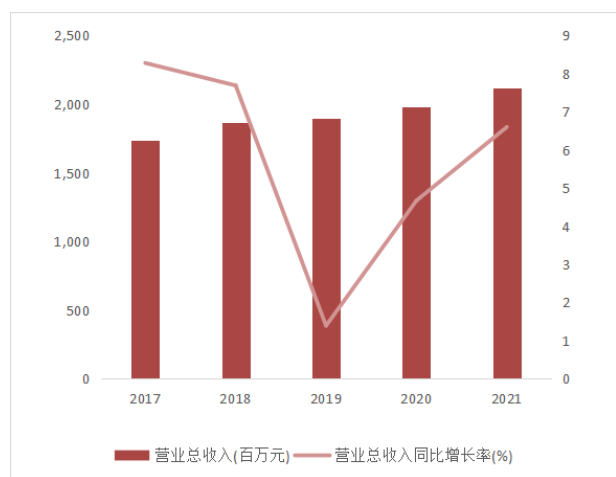
| | | | |
|--|--------|--|---|
| | 布电线 | 交流电压 450/750V 及以下动力装置、日用仪器、仪表及电信设备用的电缆电线 |  |
| | 计算机电缆 | 电厂、冶金、化工等集散系统及仪器仪表连接 |  |
| | 其他特种电缆 | 有耐火、耐寒、耐化学药品、防水、阻燃、光伏及辐照等多种系列,满足用户特殊场合的应用。 | |

数据来源：公司官网，东莞证券研究所

1.3 盈利主要来自电力电缆

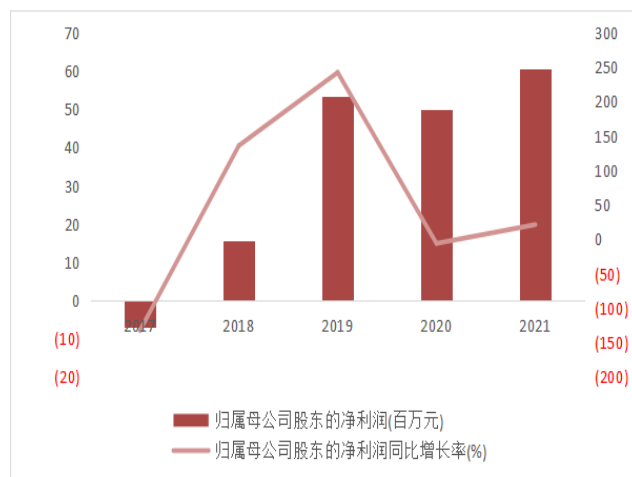
根据公司招股说明书，晨光电缆 2017 年至 2021 年营业收入分别为 17.36 亿元、18.7 亿元、18.96 亿元、19.84 亿元和 21.15 亿元，近五年年复合增长率为 5.1%。近五年归母净利润分别为-706 万元、1560 万元、5338 万元、5006 万元和 6057 万元，剔除业绩亏损的 2017 年，2018-2021 年年复合增长率为 57%，总体呈上升趋势。

图 1：2017-2021 年营收及同比



资料来源：iFind，东莞证券研究所

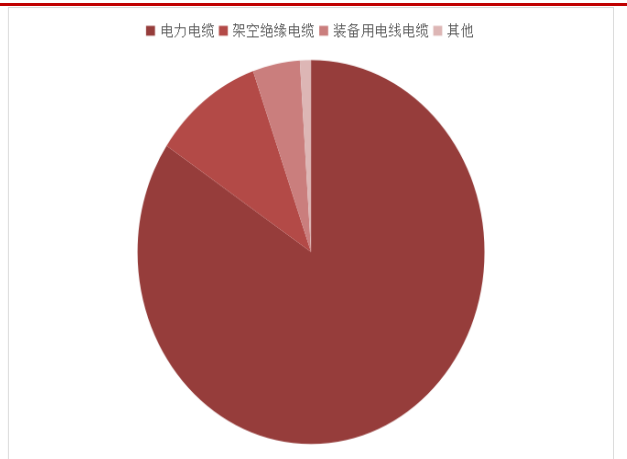
图 2：2017-2021 年归母净利润及同比



资料来源：iFind，东莞证券研究所

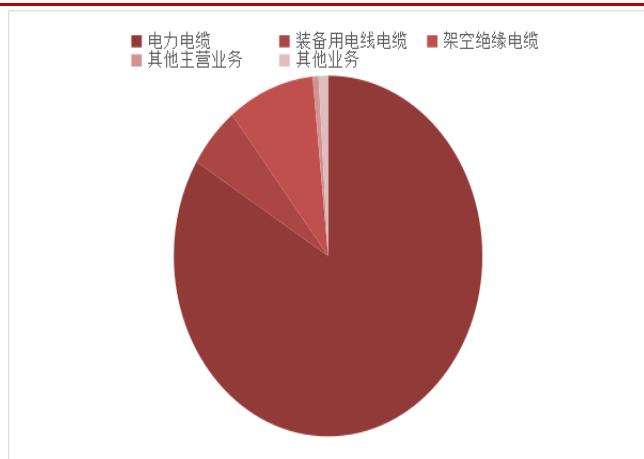
电力电缆营收和毛利占比均超八成。2019 年-2021 年，公司电力电缆收入分别为 17.28 亿元、17.77 亿元和 17.49 亿元，占主营业务收入比重分别为 92.08%、90.84%和 84.34%，为公司主营业务收入主要来源。其中，110kV 及以上电力电缆收入占比整体呈上升趋势，成为公司业务发展重点。

图 3：2021 年营收构成



资料来源：iFind，东莞证券研究所

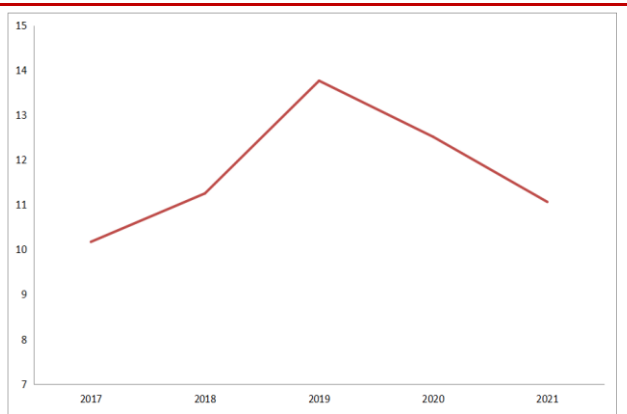
图 4：2021 年毛利构成



资料来源：iFind，东莞证券研究所

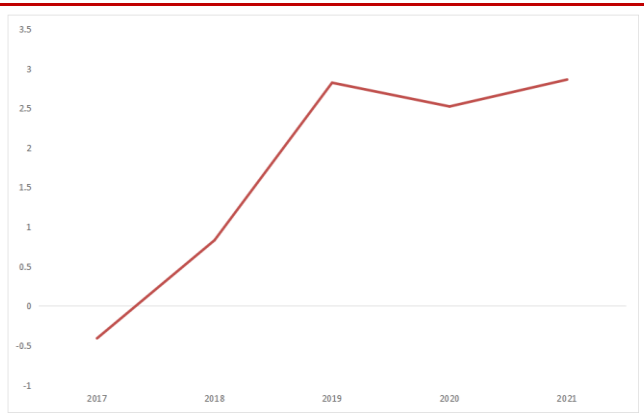
根据公司招股说明书，公司 2019-2021 年毛利率分别为 13.83%、12.59%、11.17%，连续两年下滑，主要原因是进入 2020 年以来铜材料价格大幅上涨，公司短时间内未能及时转移成本至下游客户。而净利率方面并未出现大幅波动，公司通过削减销售费用和坏账转回实现净利率保持相对稳定，2019-2021 年公司净利率分别为 2.82%、2.52%、2.86%、

图 5：2017-2021 年毛利率（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 6：2017-2021 年净利率（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

2.行业前景

2.1 电线电缆是国民经济的“血管”与“神经”

电线电缆是输送电（磁）能、传递信息和制造各种电机、仪器、仪表，实现电磁能量转换所不可缺少的基础产品，广泛应用于国民经济各个领域，被喻为国民经济的“血管”与“神经”。作为国民经济中最大的配套行业，电线电缆行业是各产业（包括基础性产业）的基础。电线电缆产品是电气化、信息化社会中必要的配套产品，广泛应用于发电（包括火力发电、水力发电以及其他新能源发电）、输配电（包括长距离输电、变电以及城市电网及农网配电）及终端用电（包括工业生产、城市服务、居民生活、通信、交通等）等电力生产、传输及应用的各个环节，与国民经济的发展及人们日常生活密切相关。

2.2 不断压缩过剩产能

一方面，电线电缆行业的资产整合兼并的趋势逐步加快，通过优化存量、做优增量，提升各专业领域的行业集中度。另一方面，充分发挥技术进步作用，增强绿色制造理念，降低制造成本、劳动成本，淘汰工艺落后、高能耗耗材，促进生产过程的自动化、数字化、网络化和智能化改造，提高生产运营的整体效率。

2.3 电线电缆高端化赋能产品升级

推动产业结构向中高端迈进，发展以高质量和高技术为特征的高端产品。一是立足用户行业需求，提高线缆产品在技术性能、质量稳定性、使用可靠性等方面的水平。二是重点研制各产业领域及国防建设配套急需的长期依赖进口的高端线缆产品，以及电缆制造所需的高端线缆材料、高端工艺装备等。

3.公司竞争优势

3.1 公司拥有较强的研发能力

晨光电缆是一家集研发、制造、销售和服务于一体的线缆企业，是国家高新技术企业，浙江省科技型中小企业，建有国家级技能大师工作室、全国示范院士专家工作站、省级企业技术中心，省级博士后工作站、省级企业研究院和省级重点企业技术创新团队等，并组织与西安交通大学、浙江大学、上海电缆研究所、国网电力科学研究院、哈尔滨理工大学等国内科研院校开展合作，形成了有效的产学研机制。目前公司共获得 18 项国家发明专利，21 项实用新型专利。

3.2 公司拥有先进的生产设备与技术

晨光电缆拥有先进的电缆生产和检测设备。其中包括德国 SKET 公司的盘绞成缆生产线、德国 TROESTER 公司两条 500kV VCV 生产线、奥地利 ROSENDAHL 公司的护套多层共挤复合平滑铝套生产线、英国 BWE 公司的连续包覆挤铝生产线和德国 HIGHVOLT 公司的

700kV 串联谐振试验系统等。公司用于生产 500kV 及以下电线电缆的技术在国内属于先进水平，产品具有工艺精良、安全稳定的优良品质；110kV 以上超高压交联电力电缆技术属于电力电缆行业中的高新技术领域，公司是目前国内少数具备超高压、大截面电力电缆生产能力的企业之一。高压、超高压电力电缆产品是公司的优势产品，在产品性能、应用领域、使用寿命等方面居行业领先水平。

3.3 下游客户关系稳定

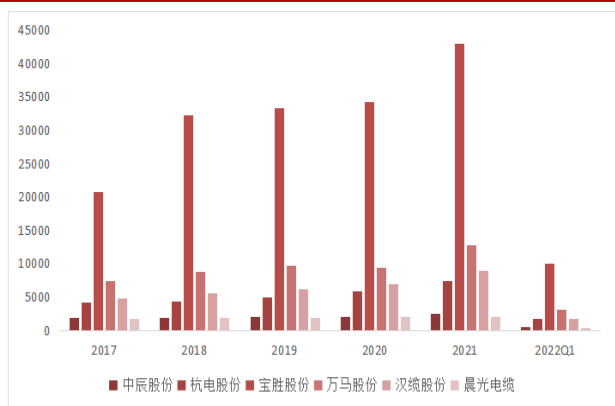
公司以大型企业为主要目标客户，通过多年经营，成为了国家电网和南方电网及其下属各省市电力公司、各地电力系统（发电、供电）为主要代表的优质供应商。公司电线电缆产品广泛应用于北京奥运会、北京 APEC 工程、北京大兴国际机场、北京 2022 年冬奥会、上海世博会、上海迪士尼、深圳大运会、沈阳全运会、杭州 G20 峰会等国内多个重大工程项目。随着公司生产规模的扩大和供货能力的提高，公司将致力于成为更多知名客户的战略供应商。

4. 财务分析

根据公司招股说明书，选取中辰股份、杭电股份、宝胜股份、万马股份、汉缆股份作为公司的可比公司进行财务对比。

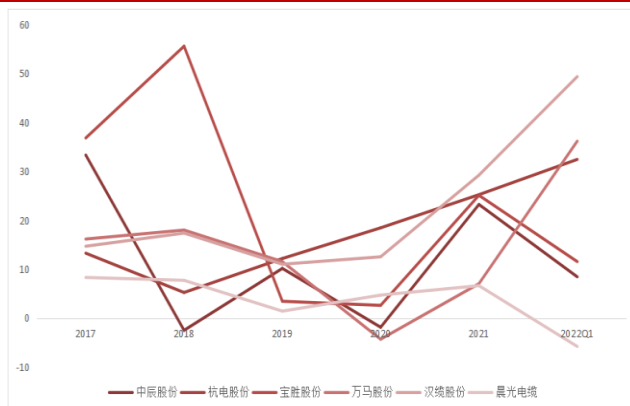
2021 年，晨光电缆实现营业总收入 21.15 亿元，同比增长 6.6%，营收规模在六家公司中排名第六，营收增速排名第六。2022 年第一季度营业总收入方面，中辰股份、杭电股份、宝胜股份、万马股份、汉缆股份、晨光电缆营业总收入分别为 5.03 亿元、17.36 亿元、99.85 亿元、17.29 亿元、3.05 亿元。营业收入增速方面，2017 年-2021 年，中辰股份、杭电股份、宝胜股份、万马股份、汉缆股份、晨光电缆的营业收入年复合增长率分别为 6.71%、15.65%、19.98%、14.58%、17.29%、5.06%。

图 7：晨光电缆与可比公司营收对比（百万元）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 8：晨光电缆与可比公司营收同比增速对比（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

归母净利润方面，2021 年晨光电缆实现归母净利润 6057 万元，同比增长 21%，归母净利润规模在六家公司中排名第四，归母净利润同比增速在六家公司中排名第四。

图 9：晨光电缆与可比公司归母净利润规模对比



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 10：晨光电缆与可比公司归母净利润同比增速对比

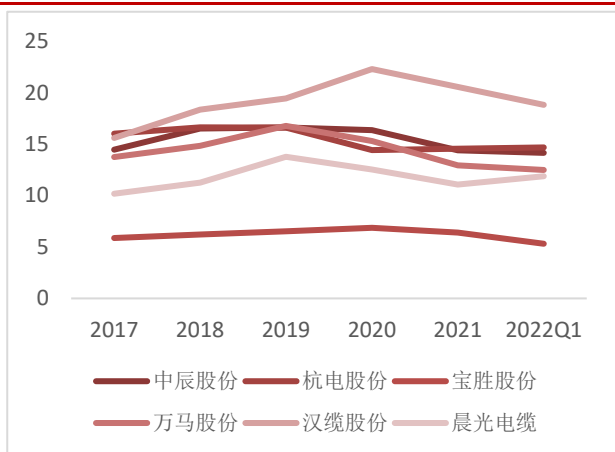


资料来源：iFind，东莞证券研究所

销售毛利率方面，2017 年至 2022 年第一季度晨光电缆销售毛利率分别为 10.17%、11.25%、13.76%、12.51%、11.06%、11.87%。总体来看，晨光电缆销售毛利率高于宝胜股份毛利率，但低于中辰股份、杭电股份、万马股份、汉缆股份。公司毛利率高于宝胜股份主要是由于宝胜股份裸导体及其制品占其营业收入比重较大，而这部分毛利率极低，从而拉低其整体毛利率。公司毛利率低于汉缆股份主要是因为汉缆股份主要产品为毛利率较高的高压和超高压电缆、海缆及附件；另外，作为电线电缆制造的龙头企业之一，其营业收入较大，规模效益显现，进一步推动其毛利率增长。公司毛利率较万马股份低，主要是由于万马股份除了电力产品外，还经营毛利率较高的通信产品、高分子材料等业务，从而拉高其整体毛利率。杭电股份毛利率高于公司主要受益于规模效应影响。公司毛利率低于中辰股份主要是由于客户结构差异所致。

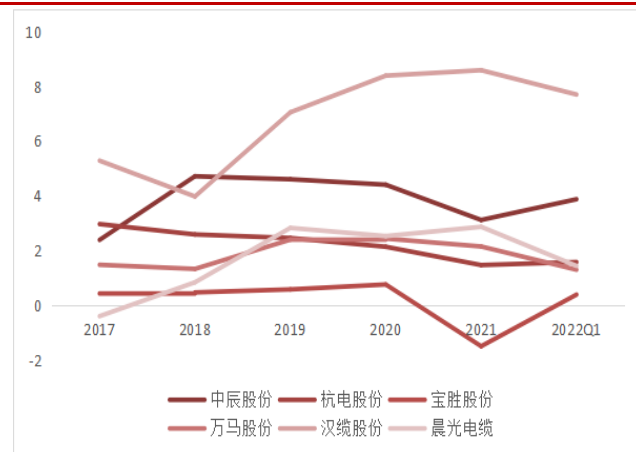
销售净利率方面，2017 年-2021 年晨光电缆的净利率分别为-0.41%、0.83%、2.82%、2.52%、2.86%。近五年晨光电缆销售净利率略低于行业可比公司平均水平，但公司近年来通过优化管理模式，使得销售净利率逐年上升。2021 年，晨光电缆销售净利率为 2.86%，高于行业可比公司平均水平 0.1pct，在六家行业可比公司中排名第三。

图 11：晨光电缆与可比公司毛利率对比 (%)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 12：晨光电缆与可比公司净利率对比 (%)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

5.风险提示

（1）行业需求萎缩风险。公司主营的电线电缆产品的市场需求与我国电力行业的发展紧密相关，其发展受宏观经济政策的影响较大，尤其受国家固定资产投资政策影响。若未来国内外宏观经济环境恶化，国家电力建设投资政策发生改变，电缆产品需求下降将直接影响公司产品的销售，公司可能面临因宏观经济环境变化而导致的行业需求萎缩风险。

（2）市场竞争风险。我国电线电缆行业企业数目众多，并以中小型企业为主，产业集中度低。技术附加值相对较低的中低压电线电缆产品供给过剩，高端产品供给不足。如果公司不能充分紧跟市场步伐，利用竞争优势开拓新市场，优化中低压产品结构向高附加值的新产品升级，快速实现新产品的产业化和规模化，公司的中低压电缆产品将面临较大的市场竞争风险。

（3）原材料价格波动风险。公司原材料成本占产品成本比重较高，主要原材料铜材占产品成本的比重达 70%以上，铜材的市场价格波动较大。铜材的价格波动将直接影响公司产品成本及产品价格，从而影响公司的产品毛利率水平和盈利情况；同时，铜材价格上涨将导致公司原材料采购占用较多的流动资金，从而加大公司的营运资金压力。

（4）客户集中风险。公司主要客户包括国家电网、南方电网等。2019-2021 年，公司来源于国家电网的销售收入分别为 15.29 亿元、15.73 亿元和 15.98 亿元，占营业收入比例分别为 80.67%、79.26%和 75.55%，客户集中度较高。如果未来主要客户需求下降，将会对公司的业务规模和经营业绩产生不利影响。

（5）税收优惠政策变化风险。1、残疾人税收优惠风险。2019 至 2021 年，公司享受安置残疾人员相关税收优惠金额分别为 1128.96 万元、1136.16 万元和 969.16 万元，占利润总额比例分别为 19.52%、22.62%和 15.39%，如果未来上述税收优惠政策发生变化或公司实际安置残疾人员人数发生大幅减少，将对公司盈利水平造成不利影响。2、高新技术企业税收优惠风险。公司于 2009 年被认定为高新技术企业，并于 2012、2015、2018、2021 年分别通过高新技术企业复审，有效期均为 3 年，2009 年至 2023 年按 15%的税率计缴企业所得税。如果未来公司不能满足持续享受高新技术企业 15%所得税税率优惠的条件或者其他税收优惠政策，将面临税费上升、利润水平下降的风险。

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|--|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| 行业投资评级 | |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |
| 风险等级评级 | |
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告 |
| 中高风险 | 科创板股票、北京证券交易所股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn