

球冠电缆 (834682.BJ)

2023年12月29日

投资评级：增持（首次）

电线电缆“小巨人”，装备技改、高压领域布局赋能“两网”业务

——北交所首次覆盖报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

万梫（联系人）

wanxiao@kysec.cn

证书编号：S0790122090009

日期	2023/12/28
当前股价(元)	8.87
一年最高最低(元)	9.80/4.92
总市值(亿元)	18.45
流通市值(亿元)	7.09
总股本(亿股)	2.08
流通股本(亿股)	0.80
近3个月换手率(%)	301.11

● 电线电缆“小巨人”企业，2023年前三季度归母净利润0.76亿元(+12%)

球冠电缆成立于2006年，专注电线电缆行业，产品包括电力电缆、电器装备用电线电缆、裸电线类，其中电力电缆营收占9成。国家电网为第一大客户，2022年销售收入占比达58.56%。2023年前三季度营收20.47亿元(+5.96%)，系南方电网所属区域以及山东、山西、湖北等地市场销售增长所致。2023年前三季度归母净利润0.76亿元(+12%)，毛利率、净利率分别为12.61%、3.72%。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.22/1.48/1.80亿元，对应EPS分别为0.59/0.71/0.87元/股，对应当前股价PE分别为14.3/11.8/9.7倍，我们看好“十四五”电网加大投资背景下公司业务持续壮大潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

● “十四五”电网投资额超2.9万亿元，助力产业向特高压和智能化转型

电线电缆行业上游为铜材等原材料，具有“重料轻工”特点，其中电力电缆为最大细分市场。近年来我国电线电缆行业稳步增长，2022年市场规模达1.17万亿元(+4.46%)，产量达5927万千米(+8.16%)；预计2023年市场规模达1.20万亿元，产量达6203万千米。电网建设是行业最主要的下游应用领域之一，国家电网及南方电网“十四五”电网规划累计投资额将超过2.9万亿元。

● 南方电网客户开拓顺利，募投项目投产保障未来业务扩张趋势

技术方面：拥有电线电缆相关发明专利12项，实用新型专利31项。公司用于生产220kV及以下电线电缆的技术在国内属于先进水平，而且是国内少数具备500kV超高压、大截面电力电缆生产能力的企业之一。**客户方面：**为少数具备国家电网、南方电网的投标资格企业。南方电网为重点开拓客户，公司于2023年8月中标“南方电网公司2023年配网材料第一批框架招标项目”及“南方电网公司2023年配网材料第一批框架招标项目”，中标金额分别为1.68亿元、0.43亿元，业务开拓已见成效。**募投项目：**“城市轨道交通及装备用环保型特种电缆建设项目”已建成投产，全部达产预计新增营收5.36亿元、利润超4000万元。

● 风险提示：铜价大幅波动风险、宏观经济下行超预期风险、市场竞争风险**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,688	2,656	2,927	3,201	3,567
YOY(%)	29.4	-1.2	10.2	9.4	11.5
归母净利润(百万元)	82	108	122	148	180
YOY(%)	0.5	31.8	13.1	20.9	21.8
毛利率(%)	11.1	12.6	13.0	13.3	13.5
净利率(%)	3.1	4.1	4.2	4.6	5.0
ROE(%)	8.5	10.7	11.5	12.8	14.2
EPS(摊薄/元)	0.39	0.52	0.59	0.71	0.87
P/E(倍)	21.3	16.2	14.3	11.8	9.7
P/B(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 电线电缆“小巨人”， 重点发展高压及特种电缆方向	4
1.1、 主营低、 中、 高压电力电缆业务， 电力电缆贡献约 90%的营收	5
1.2、 华东地区收入占比近 70%， 国家电网是第一大客户、 占比超 50%	9
1.3、 2023Q1-Q3 实现归母净利润 0.76 亿元 (+12%)， 毛利率持续回升	10
2、 “十四五”电网投资额超 2.9 万亿元， 助力产业智能化转型	12
2.1、 行业“重料轻工”， 电力电缆为电线电缆最大细分市场、 占比 39%	12
2.2、 2022 年我国电线电缆规模达 1.17 万亿元， 向特高压及智能化发展	14
2.3、 球冠电缆位于国内第二梯队， 规模尚小、 盈利能力处于平均水平	17
3、 南方电网业务开拓顺利， 募投项目投产保障未来版图扩张	20
3.1、 拥有电线电缆相关发明专利 12 项， 超高压领域技术突出	20
3.2、 具备国网、 南网核心客户招标资格， 南方电网开拓初见成效	21
3.3、 扩产项目已建成投产， 达产可新增营收超 5 亿元、 利润超 4000 万元	22
4、 盈利预测与投资建议	23
5、 风险提示	23
附： 财务预测摘要	24

图表目录

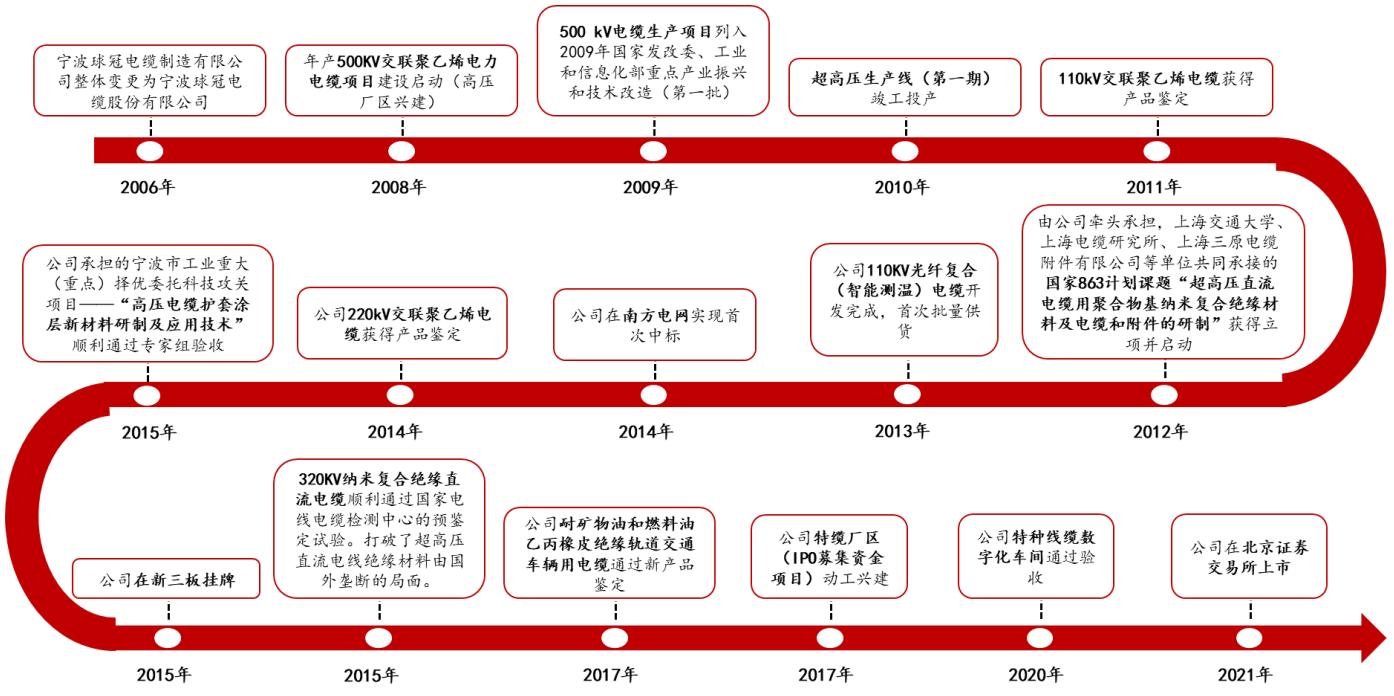
图 1： 成立于 2006 年， 主营 500kV 以下三大系列电线电缆的“小巨人”企业	4
图 2： 陈永明与陈立为公司实际控制人	4
图 3： 球冠电缆 220kV 交联聚乙烯绝缘电力电缆产品结构示意图（单品举例）	6
图 4： 球冠电缆 450/750V 塑料绝缘控制电缆产品结构示意图（单品举例）	7
图 5： 电力电缆产品中高压、 特种线缆为主要发展方向	8
图 6： 电力电缆为主要产品， 长期占据约 90%的收入	8
图 7： 2023H1 华东地区销售收入占比为 65.58%	9
图 8： 2023 年前三季度实现营收 20.47 亿元 (+5.96%)	10
图 9： 2022 年电力电缆创收 241430.35 万元（单位： 万元）	10
图 10： 2023 年前三季度毛利率已回升至 12.61%	10
图 11： 2023H1 三大产品类别毛利率均有所提升	10
图 12： 各项费用率整体维持较低水平	11
图 13： 2023Q1-Q3 净利率为 3.72%	11
图 14： 2023Q1-Q3 实现归母净利润 0.76 亿元 (+12.4%)	11
图 15： 电缆的主要结构为“导体 + 绝缘 + 护套”	12
图 16： 铜为电线电缆行业主要上游原材料	12
图 17： 电线电缆可细分为导体及裸电线、 电力电缆等共五大品类	13
图 18： 电力电缆为电线电缆最大的细分市场， 占比达 39%	13
图 19： 预计 2023 年我国电线电缆市场规模 1.20 万亿元	14
图 20： 预计 2023 年我国电线电缆产量 6203 万千米	14
图 21： 我国电线电缆行业以出口为主， 2021 年出口量达 234.32 万吨	14
图 22： 国家电网 2022 年电网实际投资额达 5094 亿元	15
图 23： 南方电网 2021 年电网实际投资额达 995 亿元	15
图 24： “十四五”期间全国电网投资总额预计近 3 万亿元， 投资额持续提升	16

图 25: 2023 年 1-11 月全社会用电量累计 83,678 亿千瓦时.....	16
图 26: 2018 年至 2022 年我国城轨交通累计运营线路长度 CAGR 达 15.6%.....	17
图 27: 2022 年工程机械营业收入为 8500 亿元 (-6.23%)	17
图 28: 我国电线电缆行业市场集中度低	17
图 29: 公司营收较可比公司低 (单位: 亿元)	19
图 30: 公司毛利率位于可比公司平均水平 (单位: %)	19
图 31: 近年来研发费用率持续维持在 3-4% 的区间	20
图 32: 2022 年研发人员占比为 19.19% (单位: 人)	20
图 33: 除国家电网及南方电网用户外, 产品广泛应用于亚运会、轨道交通等工程	21
 表 1: 电线电缆可分为电力电缆、通信电缆、装备电缆、裸电线及绕组线	5
表 2: 电力电缆产品分为低压、中压、高压及超高压三种类别	6
表 3: 特种电器装备用电线电缆应用于轨道交通、航天、军工、新能源等领域	7
表 4: 国家电网为公第一大客户, 2022 年收入占比 58.56%	9
表 5: 电力电缆按不同产品类型可以分为低压、中压、高压、超高压四种	13
表 6: 一系列政策推动电线电缆行业健康快速发展	15
表 7: 我国电线电缆企业大致可以分为三个梯队, 球冠电缆处于国内第二梯队	18
表 8: 可比公司为东方电缆、汉缆股份、杭电股份、太阳电缆、中超控股、万马股份	18
表 9: 据 2022 年年报披露, 公司尚有 8 个项目属于实施或研究阶段	20
表 10: 国家电网业务稳固, 南方电网开拓初见成效 (2022-2023 年重大合同公告列示)	22
表 11: 募集资金用于环保型特种电缆建设项目、研发中心项目及补充流动资金	23
表 12: 可比公司 2023PE 均值为 15.6X	23

1、电线电缆“小巨人”，重点发展高压及特种电缆方向

球冠电缆成立于2006年，是一家专业从事电线电缆研发、生产、销售的国家级专精特新“小巨人”企业。主要产品为500kV以下级别三大系列电线电缆，已广泛应用于国家电网、南方电网所属的各省市、自治区、直辖市电网建设及改造工程。

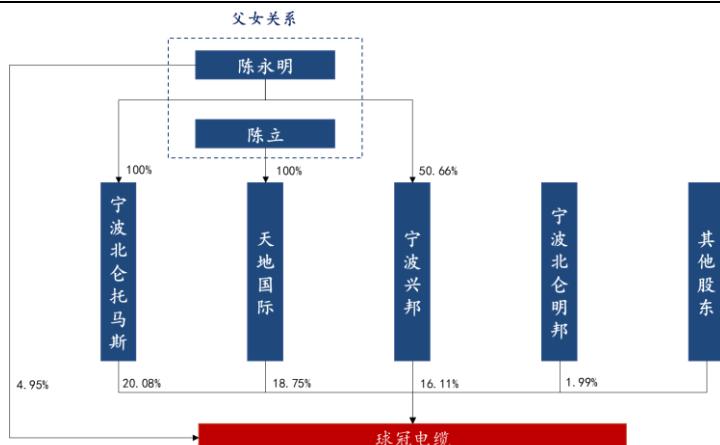
图1：成立于2006年，主营500kV以下三大系列电线电缆的“小巨人”企业



资料来源：球冠电缆官网、开源证券研究所

陈永明与陈立为公司实际控制人。截至2023年三季报，陈永明直接持有4.95%的股份，宁波北仑托马斯投资有限公司系陈永明的个人独资公司；股东天地国际控股有限公司为陈立的个人独资公司，陈永明与陈立为父女关系；公司股东宁波兴邦投资咨询有限公司由陈永明持有50.66%的股份，为宁波兴邦投资咨询有限公司的控股股东和实际控制人。

图2：陈永明与陈立为公司实际控制人



资料来源：球冠电缆2023年三季报、开源证券研究所

1.1、主营低、中、高压电力电缆业务，电力电缆贡献约 90%的营收

电线电缆按照用途划分可以分为五大类：电力电缆、通信电缆、电气装备用电线电缆、裸电线以及绕组线。公司主要产品为电力电缆系列、电器装备用电线电缆系列产品、裸电线类产品三个大类。

表1：电线电缆可分为电力电缆、通信电缆、装备电缆、裸电线及绕组线

类别	产品简介	产品示例	应用领域示例
电力电缆	在绞合的导体外用绝缘层包覆，并辅以屏蔽、护套、铠装等特殊结构使其具有良好的绝缘、机械、电气性能，主要应用于电力系统中输配电网电力传输，安装方式以地下(水下)敷设为主。		
裸导线	仅有导体而无绝缘层的产品，包括钢芯铝绞线、铝绞线、铜绞线等，主要应用于长距离、大跨越、超高压输电网建设，安装方式以高空架设为主。		
装备电缆	从电力系统的配电网点把电能直接传送到各种用电设备或在用电设备内部传输和分配电能的线缆，一般作为配套产品安装在电气设备上，具有传输电压较低、柔韧性较好等特点。		
绕组线	以绕组的形式在磁场中切割磁力线产生感应电流，或通以电流产生磁场的电线，包括漆包线、绕包线、无机绝缘线等，主要应用于电机、发电机、仪器仪表等领域。		
通信电缆、光缆	传输电信号或光信号的线缆，主要用于通信网络建设或作为通信、检测设备的配件。其中，通信电缆传输介质为金属材料(比如铜)，用于传输电信号；通信光缆传输介质为光纤，用于传输光信号。		

资料来源：中天海缆招股书、开源证券研究所

➤ 业务总览

(1) 电力电缆系列：电力电缆系列是目前的主要产品，可细分为低压电力电缆(1kV 及以下)、中压电力电缆(6~35kV)、高压及超高压电力电缆(66kV 以上)三种类别，每项类别又可根据用途划分为普通用途及特种用途两种类型。

表2：电力电缆产品分为低压、中压、高压及超高压三种类别

产品分类	用途分类	产品主要用途
低压电力电缆(1kV 及以下)	普通用途	①低压聚氯乙烯绝缘电缆、低压交联绝缘电缆：用于电力传输，可敷设于室内、隧道、电缆沟、管道中或直埋敷设
		②低压架空电缆、低压集束架空电缆：用于电力传输，一般用于低压架空线路
	特种用途	①轨道交通用低压交联电缆：用于轨道交通及安全性要求高的场所，可敷设于隧道、电缆沟、桥架、管道中或直埋敷设
		②轨道交通用 500V、750V 直流电缆：用于轨道交通地铁或轻轨或安全性、可靠性要求较高的直流用电区域
		③电气化铁道电缆：用于铁路沿线敷设输电
		④低压防火、防水、防虫、防鼠咬、防紫外线、高阻燃类电缆：用于具有消防要求及虫鼠害较严重地区的电力传输，可敷设于室内、隧道、电缆沟、管道中或直埋敷设
		⑤光电复合低压电缆：用于电力及信号传输，可敷设于智能小区或办公楼等配网分支，由管道、隧道或直埋等接入光-电分线箱
		⑥1kV 接地电缆(回流线)：用于输配电系统保护接地
	普通用途	①中压聚氯乙烯绝缘电缆、中压交联绝缘电缆：用于电力传输，可敷设于隧道、电缆沟、管道中或直埋敷设
		②中压架空电缆：用于电力传输，一般用于中压架空线路
中压电力电缆(6~35kV)	特种用途	①轨道交通用中压交联电缆：用于轨道交通及安全性要求高的场所，可敷设于隧道、电缆沟、桥架、管道中或直埋敷设
		②电气化铁道电缆：用于电气化铁道主网、环网的电力传输
		③中压防火、防水、防虫、防鼠咬、防紫外线、高阻燃类电缆：用于具有消防要求及虫鼠害较严重地区的电力传输
		④光电复合中压电缆：用于电力及信号传输，及对电缆运行情况在线监测
		⑤10kV 接地电缆(回流线)：用于 110kV 及 220kV 交联电缆线路保护及交叉互联箱接地连接使用
		⑥10kV 无感同轴电缆：用于 110kV 及 220kV 交联电缆及交叉互联箱接地连接使用
	普通用途	高压电缆、超高压电缆：广泛应用于智能电网、城市电网输电、城网改造、变电站、水电站及特大型工厂送电
		①光电复合高压电缆：用于电力及信号传输，及对电缆运行情况在线监测
		②高压防水、防虫、防鼠咬、高阻燃电缆：用于有防水要求及虫鼠害较严重地区的电力传输
		③320kV 及以下纳米复合绝缘直流电缆：用于长距离高电压直流输电

资料来源：球冠电缆招股书、开源证券研究所

图3：球冠电缆 220kV 交联聚乙烯绝缘电力电缆产品结构示意图（单品举例）


资料来源：球冠电缆官网

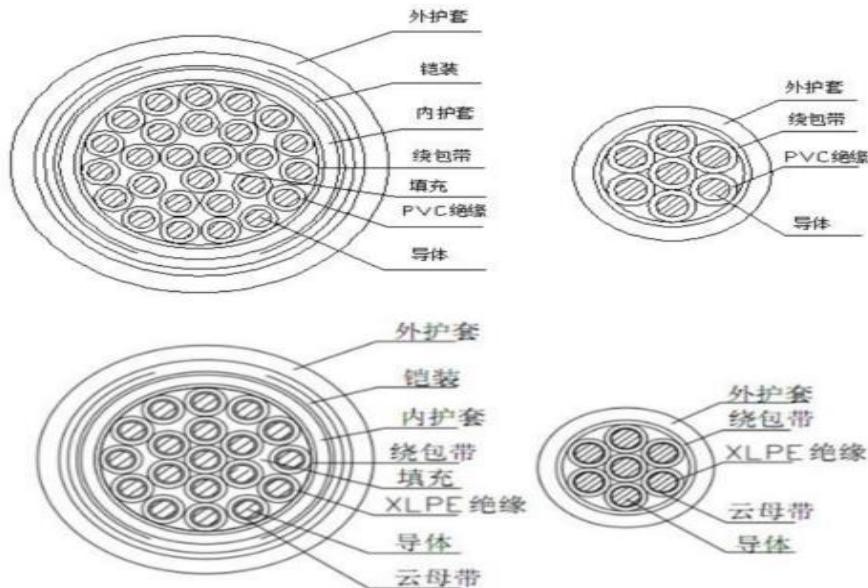
(2) 电气装备用电线电缆: 可分为普通用途及特种用途两大类别。其中普通用途电器装备用电线电缆主要用于布电线、控制电缆、计算机电缆、网格线等领域；特种用途电气装备用电线电缆可应用于轨道交通、航天、军工、海洋工程、高端装备及新能源等领域。

表3：特种电器装备用电线电缆应用于轨道交通、航天、军工、新能源等领域

产品分类	用途分类	产品主要用途
普通用	布电线	用于建筑物内布线，仪器设备间线路连接
途电气	控制电缆	用于仪器、设备的控制
装备用	计算机电缆	电厂、冶金、化工等集散系统及仪器仪表连接
电线电	网络线	用于以太网信号传输
缆	轨道交通	用于轨道交通及安全性要求高的场所
电气装备用电线电缆	①稳相电缆：用于雷达系统及军用装备	
	②航天、军工、海	②机场助航灯光回路用埋地电缆：适用于机场助航灯光输电系
	洋工程	统
	③石油平台用电缆：用于海洋石油平台等水上建筑物传输电能	
特种用	①机器人抗扭转电缆：用于工业机器人内部连接	
途电气	②电抗器电缆：用于水冷电抗器绕组	
装备用	③充电桩电缆：用于新能源汽车充电	
电线电	④变频电力电缆：用于变频器、变频电机	
缆	⑤核电电缆：用于核能发电站传输电能	
	⑥光伏、风电电缆：用于光伏发电站、风力发电站传输电能	
其他类	①特种用途布电线	
	②特种用途计算机电缆	
	③特种用途控制电缆	

资料来源：球冠电缆招股书、开源证券研究所

图4：球冠电缆 450/750V 塑料绝缘控制电缆产品结构示意图（单品举例）



资料来源：球冠电缆官网

(3) 裸电线：裸电线产品根据用途可分为两种，一是架空导线，用于架空线路、电力传输、农网改造等；二是裸绞线，用于电缆接地，保护电缆。

➤ 业务结构梳理

跟随政策及行业发展趋势，当前主要布局高压电缆及特种电缆。自公司2006年设立以来，国家产业政策和线缆行业发展趋势聚焦在鼓励高压超高压电缆、特种线缆、海洋工程用电缆的方向上，并从2013年开始限制6kV干法陆上用交联电缆项目。公司按照产业政策和行业发展趋势制定经营战略。当前电力电缆产品中，高压及特种电缆为公司的重点发展方向，产品包括：高阻燃性能（B1/B2级）电缆系列，防火、耐高温线缆系列，轨道交通特缆系列，铝合金电缆系列，高压、超高压高导电钢芯铝绞线系列，新能源线缆系列等（欧盟标准光伏线缆、新能源汽车线缆、充电桩电缆），110/220kV高压（平铝护套）电缆，320/500kV超高压（特种）交/直流电缆等等。

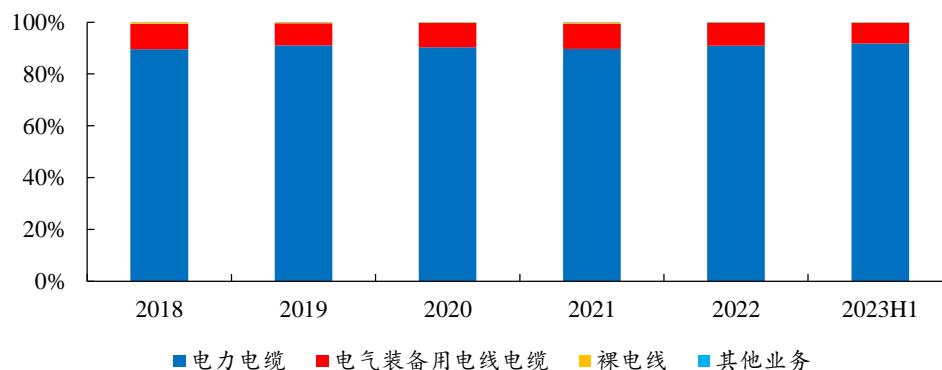
图5：电力电缆产品中高压、特种线缆为主要发展方向



资料来源：球冠电缆招股书、开源证券研究所

电力电缆为主导产品，贡献约90%的营收。从收入结构来看，电力电缆产品为最主要的收入来源，2018-2023H1收入占比均为90%左右，电气装备用电线电缆基本占据了近10%的营收份额，裸电线及其他业务收入占比较小。

图6：电力电缆为主要产品，长期占据约90%的收入

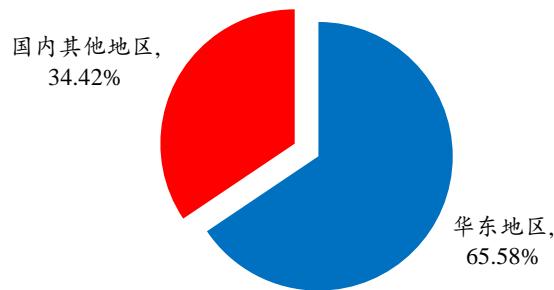


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、华东地区收入占比近 70%，国家电网是第一大客户、占比超 50%

华东地区为主要销售市场。从销售模式上来看，公司采取以直销为主，经销为辅的销售模式，直销模式开拓国内市场，直接面向各地电力公司、行业客户及其他工程用户，通过招投标及商务谈判的模式获取合同。从销售地域来看，华东区域一直以来是主要销售市场，2023年上半年销售收入占总销售收入的 65.58%。

图7：2023H1 华东地区销售收入占比为 65.58%



数据来源：球冠电缆 2023 年半年报、开源证券研究所

客户集中度高，2022 年前五大客户占比 76.75%。公司主要为国家电网和南方电网及其附属电力公司、工矿企业、各类用户建设工程及经销商提供优质高效的电线电缆产品及工程服务。其中国家电网为公司第一大客户，2021、2022 年对其销售收入占比分别达 62.94%、58.56%。

表4：国家电网为公第一大客户，2022 年收入占比 58.56%

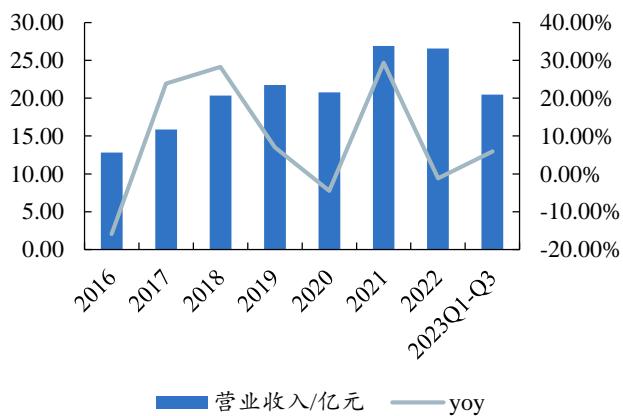
报告期	单位名称	销售金额(万元)	销售占比(%)
2022 年报	国家电网有限公司	155507.89	58.56
	客户二	22866.70	8.61
	客户三	12976.94	4.89
	客户四	8593.13	3.24
	客户五	3852.42	1.45
	合计	203797.07	76.75
2021 年报	国家电网有限公司	169109.31	62.94
	宁波东方电缆股份有限公司	13153.48	4.9
	宁波宝冠电缆有限公司	9852.27	3.67
	佛山市城市轨道交通三号线发展有限公司	4974.02	1.85
	宁波信能电缆有限公司	4232.18	1.58
2020 年报	合计	201321.25	74.94
	国家电网	139117.76	66.96
	宁波东方电缆股份有限公司	8149.50	3.92
	宁波宝冠电缆有限公司	5805.85	2.79
	宁波市轨道交通集团有限公司	4304.00	2.07
	宁波信能电缆有限公司	4006.86	1.93
合计			161383.97
77.67			

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、2023Q1-Q3 实现归母净利润 0.76 亿元 (+12%)，毛利率持续回升

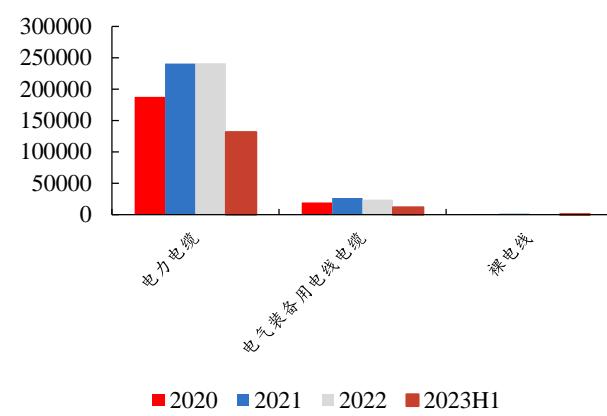
营收整体呈波动上涨态势。2015-2021 年公司营收整体呈现波动增长趋势，2022 年实现收入 26.56 亿元 (-1.18%)，主要受疫情对工程建设、招标及供应链冲击影响所致。2023 年前三季度实现营收 20.47 亿元 (+5.96%)，系南方电网所属区域以及山东、山西、湖北等地市场销售增长所致。

图8：2023 年前三季度实现营收 20.47 亿元 (+5.96%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

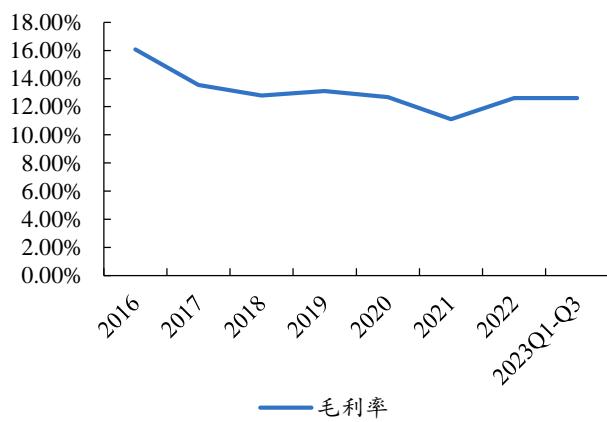
图9：2022 年电力电缆创收 241430.35 万元(单位:万元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

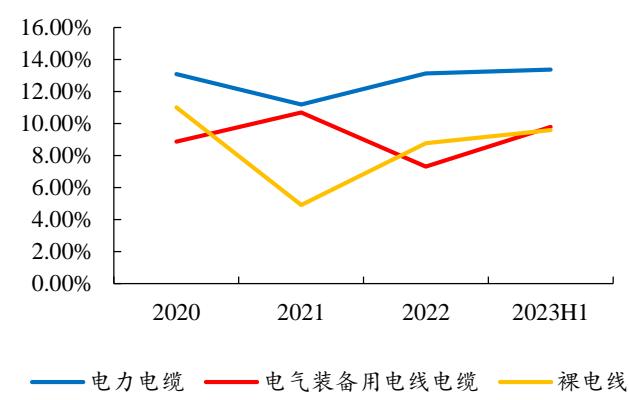
2022 年综合毛利率略有提升。从毛利率的变动趋势来看，公司 2016-2021 年毛利率呈现缓慢下降的趋势，但是从 2022 年开始逐渐回升，2023 年前三季度已回升至 12.61%。分业务来看，三大产品类别毛利率 2023H1 均有所提升，其中电力电缆、电器装备用电线电缆、裸电线的毛利率分别为 13.38%、9.79%、9.59%。

图10：2023 年前三季度毛利率已回升至 12.61%



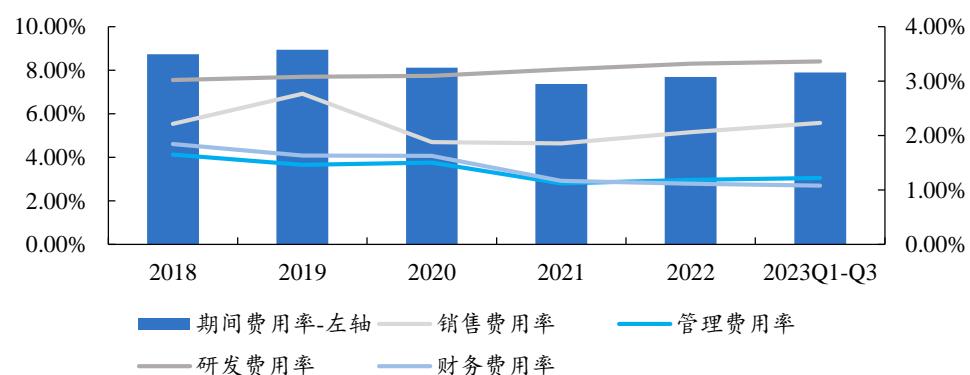
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023H1 三大产品类别毛利率均有所提升



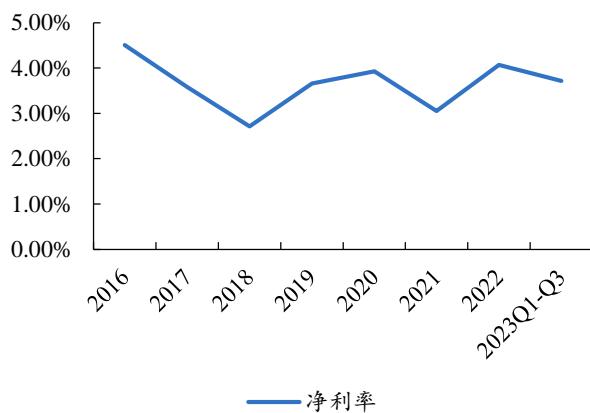
数据来源：Wind、开源证券研究所

各项费用率整体维持较低水平。2023Q1-Q3 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.23%、1.22%、3.36%、1.08%，加总期间费用率为 7.89%，费用率水平较 2022 年维持低位稳定。

图12：各项费用率整体维持较低水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022年归母净利润同比实现较大提升。公司2022年实现归母净利润1.08亿元，同比增长31.82%，主要由于一是核心原材料铜价格波动较2021年相对平稳，二是持续推进降本增效措施提升公司整体毛利率。从净利率来看，2022年实现净利率4.07%，较2021年提升1.02pcts。2023年前三季度实现归母净利润0.76亿元(+12.43%)，净利率达3.72%。

图13：2023Q1-Q3 净利率为 3.72%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2023Q1-Q3 实现归母净利润 0.76 亿元 (+12.4%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、“十四五”电网投资额超 2.9 万亿元，助力产业智能化转型

2.1、行业“重料轻工”，电力电缆为电线电缆最大细分市场、占比 39%

电线电缆，按国际有关规定其定义为“用以传输电(磁)能信息和实现电磁能转换的线材产品”。通常将结构简单无外护套、外径较小的产品称为电线，将结构复杂、有坚固密封外护套、外径较大的产品称为电缆。“电线”和“电缆”并没有严格的界限，通常将芯数少，产品直径小，结构简单的产品称为电线（没有绝缘的电线称为导线，绝缘的电线称为布电线），其他的称为电缆。电线的主要结构为“导体”（导线）或“导体+绝缘”（布电线），电缆的主要结构为“导体+绝缘+护套”。导体一般采用铜、铝或铝合金等金属材料，绝缘和护套一般采用橡胶、聚乙烯、交联聚乙烯和聚氯乙烯等材料。

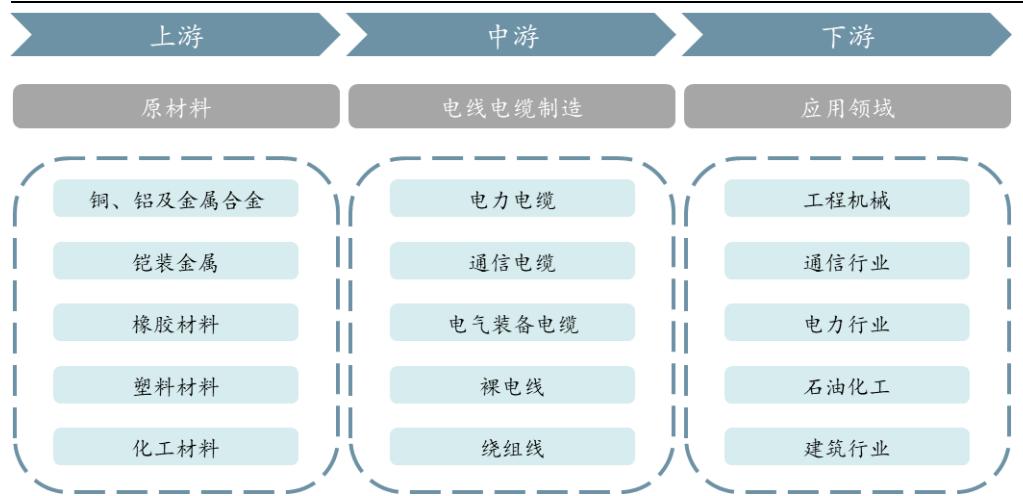
图15：电缆的主要结构为“导体+绝缘+护套”



资料来源：中辰股份招股书

上游主要为提供原材料的基础材料及橡胶行业，行业具有“重料轻工”特点，铜材为主要原材料。上游行业主要为提供制造电线电缆产品原材料的基础材料行业以及制造交联绝缘套及护套料的橡胶行业，如铜、铝及其合金、聚乙烯、聚氯乙烯化工行业等，其中铜材成本占比最高，就球冠电缆而言，铜材占据公司主营业务成本 80%以上，铜价价格变动对公司营收业绩均会造成较大影响；中游包括提供电力电缆、通信电缆、电气装备用电缆及裸电线、绕组线等其他类型电缆的电线电缆生产制造企业；下游主要为对电线电缆有需求的行业，如工程机械、通信行业、电力行业、石油化工及建筑行业等。

图16：铜为电线电缆行业主要上游原材料



资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

业内通常按照不同的专业及应用领域将电线电缆（含光纤光缆）产品分为五大类：导体及裸电线、电力电缆、电气装备用电线电缆、绕组线、通信电缆及光纤光缆。

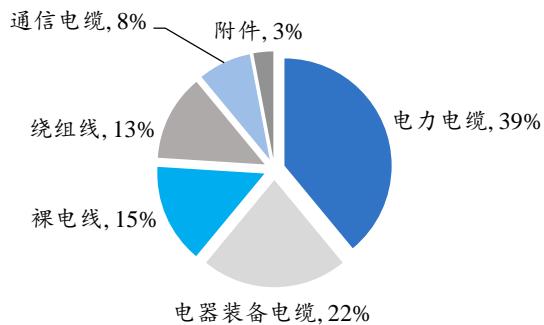
图17：电线电缆可细分为导体及裸电线、电力电缆等共五大品类

裸电线	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 产品：架空导线、裸铜铝绞线、铜铝母线、铜铝扁线、铜接触线、电工型材等。 ➤ 应用领域：输发配电、铁路及轨道交通等电力输送系统。
电力电缆	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 产品：低压/中压/高压/超高压电力电缆、海底电缆、超导电缆及其附件等。 ➤ 应用领域：电力配电网以及各种电厂、企业、建筑、交通、房地产等配供电系统。
电气装备用电线电缆	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 产品：控制/信号电缆、矿用/船用/机车车辆用电缆、汽车/航空/建筑用电线等。 ➤ 应用领域：各种机电装备及所有电气、控制系统、低压电源及控制信号输送系统等。
绕组线	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 产品：漆包圆线/扁线、绕包圆线/扁线、换位导线、组合导线、特种绕组线等。 ➤ 应用领域：所有发电机、电动机、继电器、电子线圈等的电磁转换系统等。
通信电缆及光纤光缆	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 产品：各种通信/数据/局用配线电缆、同轴/射频电缆、光纤光缆、电子线缆等。 ➤ 应用领域：通信。

资料来源：晨光电缆招股书、开源证券研究所

电力电缆为电线电缆最大细分市场。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、输配电及终端用电等电力生产、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。从细分市场看，电力电缆占比最高，根据中商产业研究院数据，电力电缆市场份额占据我国电线电缆市场的39%。

图18：电力电缆为电线电缆最大的细分市场，占比达39%



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

电力电缆是在电力系统的主干线路中用以传输和分配大功率电能的电缆产品，如交联聚乙烯绝缘电力电缆等。产品主要用在发、配、变、供电线路中的强电电能传输，如城市地下电网、发电站引出线路、工矿企业内部供电及过江海水下输电线等。根据不同的产品类型，可以分为低压、中压、高压及超高压电缆四种。

表5：电力电缆按不同产品类型可以分为低压、中压、高压、超高压四种

产品类型	产品特点	应用
低压电缆	3kV 及以下	用于电力、冶金、建筑、机械等行业
中压电缆	6~35kV	主要用于电力系统的配电网络，将电力从高压变电站送到城市和偏远地区；其余用于建筑行业、机械、冶金、化工以及石化企业等。
高压电缆	66~220kV	绝大部分应用于城市高压配电网络；部分用于大型企业内部供电，

产品类型	产品特点	应用
超高压电缆	220kV 及以上	如大型钢铁、石化企业等。 主要用于大型电站的引出线路。欧美等经济发达国家还将其用于超大城市等用电高负荷中心的输配电网。
		资料来源：QYResearch、开源证券研究所

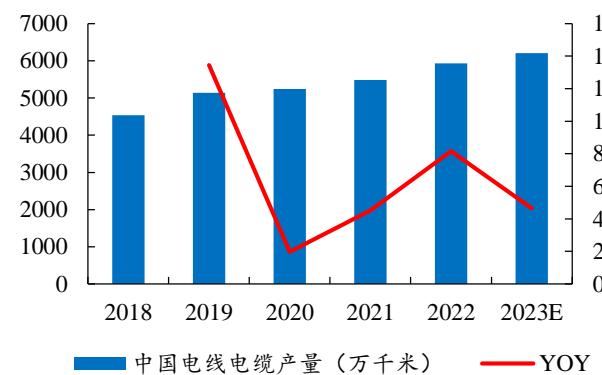
2.2、2022 年我国电线电缆规模达 1.17 万亿元，向特高压及智能化发展

我国电线电缆市场规模及产量稳步增长。随着国内经济稳步增长带动电力、石油、化工等下游发展，我国电线电缆行业规模稳步提升。根据中商产业研究院数据，2022 年我国电线电缆市场规模达 1.17 万亿元 (+4.46%)，产量达 5927 万千米 (+8.16%)；预计 2023 年我国电线电缆规模达 1.20 万亿元 (+2.6%)，产量 6203 万千米。

图19：预计 2023 年我国电线电缆市场规模 1.20 万亿元



图20：预计 2023 年我国电线电缆产量 6203 万千米

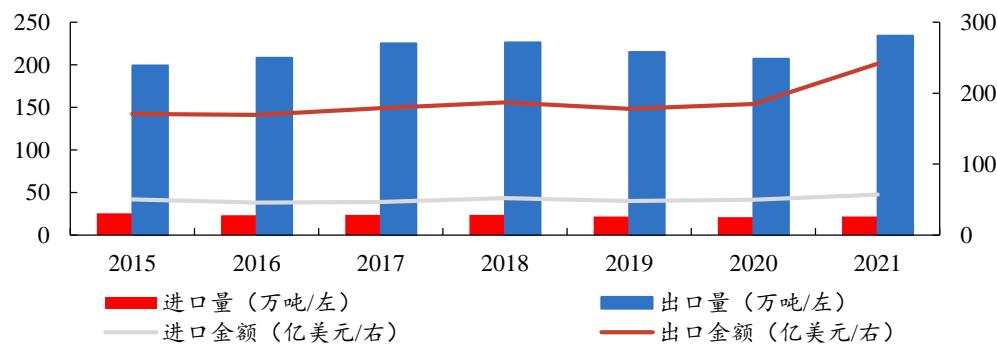


数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

从行业进出口贸易情况来看，我国电线电缆行业以出口为主。2021 年我国电线电缆出口量达 234.32 万吨 (+13%)，出口金额达 241.84 亿美元 (+30.8%)；电线电缆进口量达 21.75 万吨 (+2.7%)，进口金额达 57.03 亿美元 (+15%)。

图21：我国电线电缆行业以出口为主，2021 年出口量达 234.32 万吨



数据来源：中国海关总署、华经产业研究院、开源证券研究所

一系列政策推动电线电缆行业向特高压及智能化发展。近年来政府各部门出台了一系列政策，《电线电缆产品生产许可证实施细则》和《强制性产品认证实施规则-电线电缆》对产品生产许可及认证方面做出要求。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出要提高特高压输电通道利用率，加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，促进推动特高压及智能电网建设。

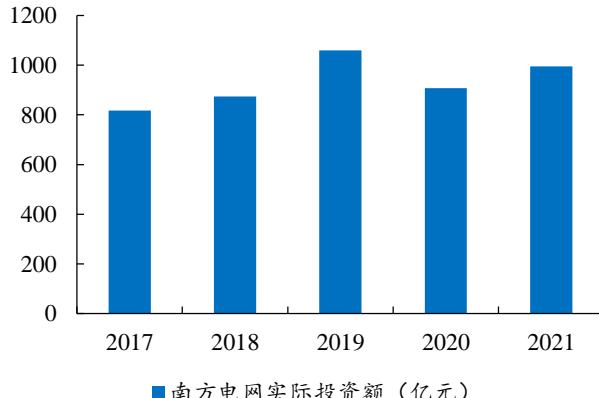
表6：一系列政策推动电线电缆行业健康快速发展

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容	政策类型
2022.8.24	工信部、财政部、商务部等5部门	《加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划》	重点研发海上风电柔性直流送出和低频送出、交直流混合配电网系统。开关电弧、设备长期带电可靠性评估等技术。突破换流变压器有载调压分接开关、套管、智能组件等基础零部件及元器件。开展高端电工钢低损耗变压器、热塑性环保电缆材料、新型低温室效应环保绝缘气体等相关装备研制。	指导类
2021.12.20	中国电器工业协会电线电缆分会	《中国电线电缆行业“十四五”发展指导意见》	对“十三五”电线电缆行业发展现状进行了回顾和总结，就“十四五”指导思想与发展目标、发展战略等作了论述，并对“十四五”期间需重点推进的创新任务提供了建议。制约电缆发展的技术瓶颈日显凸出。只有多方携手形成战略创新联盟，电线电缆技术才有可能实现真正的创新，为企业形成核心竞争力，合作达到共赢。	指导类
2021.7.1	国家认监委	《强制性产品认证实施规则-电线电缆》	对电线组件(0101)、额定电压450/750V及以下橡皮绝缘电线电缆(0104)、额定电压450/750V及以下聚氯乙烯绝缘电线电缆(0105)等3种电线电缆产品实施强制性产品认证。	规范类
2021.3.13	全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	大力提升风电、光伏发电规模；提高特高压输电通道利用率。加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电力系统互补互济和智能调节能力，加强源网荷储衔接，提升清洁能源消纳和存储能力，提升向边远地区输配电能力。	指导类
2018.11.27	国家市场监督管理总局	《电线电缆产品生产许可证实施细则》	实施工业产品生产许可证制度管理的电线电缆产品包括架空绞线、塑料绝缘控制电缆、挤包绝缘低压电力电缆、挤包绝缘中压电力电缆、架空绝缘电缆5个产品单元。在中华人民共和国境内生产该细则规定的电线电缆产品的，应当依法取得生产许可证，任何企业未取得生产许可证不得生产该细则规定的电线电缆产品。	规范类

资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

国家电网投资额突破历史新高。电网建设是电线电缆行业主要的下游应用领域之一，国家电网与南方电网为我国两大电网投资主体。国家电网2022年电网实际投资额达5094亿元，首次突破5000亿元，同比增长约4%，而根据国家电网近期公布2023年投资计划，其2023年投资额将超过5200亿元，再创历史新高。南方电网2021年电网实际投资额达995亿元。

图22：国家电网2022年电网实际投资额达5094亿元

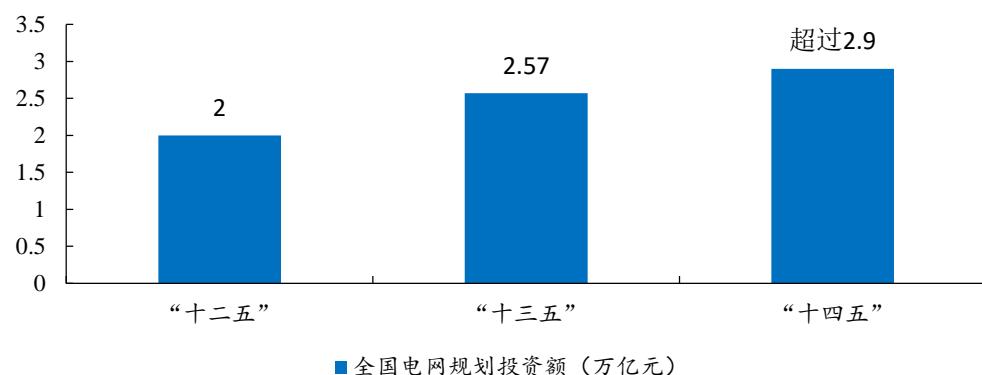
图23：南方电网2021年电网实际投资额达995亿元


数据来源：国家电网、观研报告网、开源证券研究所

数据来源：南方电网、观研报告网、开源证券研究所

“十四五”规划电网投资额将超过 2.9 万亿元。“十四五”期间，南方电网规划投资约 6700 亿元，以加快数字电网和现代化电网建设进程，推动以新能源为主体的新型电力系统构建；国家电网计划投入 3500 亿美元（约合人民币 2.23 万亿元），推进电网转型升级。国家电网及南方电网“十四五”电网规划累计投资额将超过 2.9 万亿元，全国电网总投资额接近 3 万亿元，高于“十三五”期间的 2.57 万亿元及“十二五”期间的 2 万亿元。

图24：“十四五”期间全国电网投资总额预计近 3 万亿元，投资额持续提升

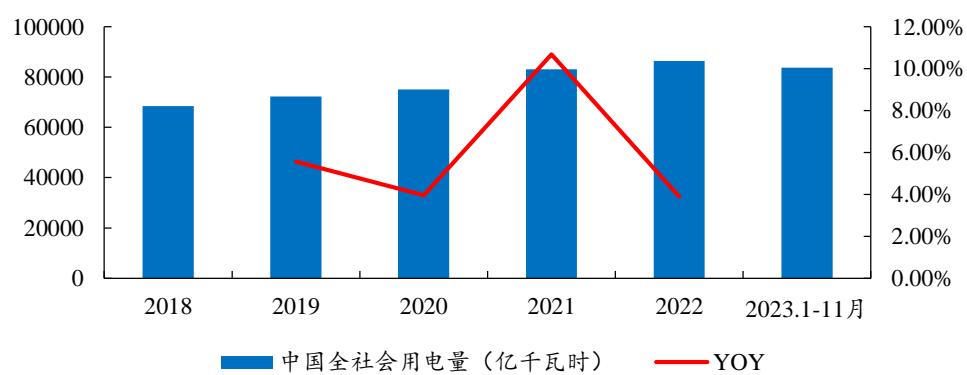


数据来源：中国电力网、开源证券研究所

➤ 下游需求

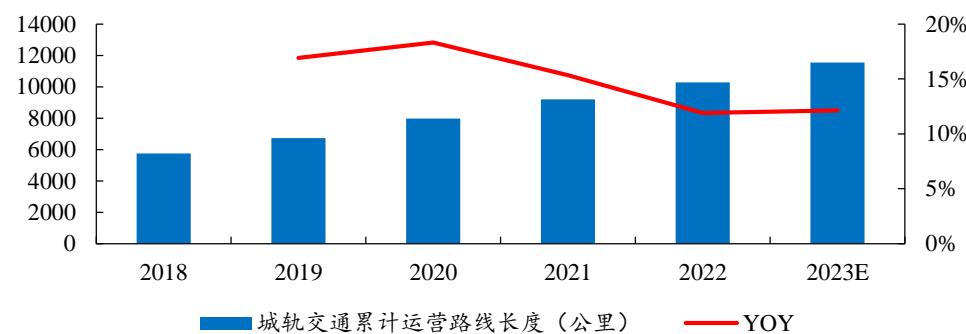
全社会用电量：由 2018 年的 68449 亿千瓦时增至 2022 年的 86372 亿千瓦时。2023 年上半年，全社会用电量累计 43076 亿千瓦时，同比增长 5%。分产业看，第一产业用电量 578 亿千瓦时，同比增长 12.1%；第二产业用电量 28670 亿千瓦时，同比增长 4.4%；第三产业用电量 7631 亿千瓦时，同比增长 9.9%。城乡居民生活用电量 6197 亿千瓦时，同比增长 1.3%。2023 年 1-11 月全社会用电量累计 83,678 亿千瓦时。

图25：2023 年 1-11 月全社会用电量累计 83,678 亿千瓦时



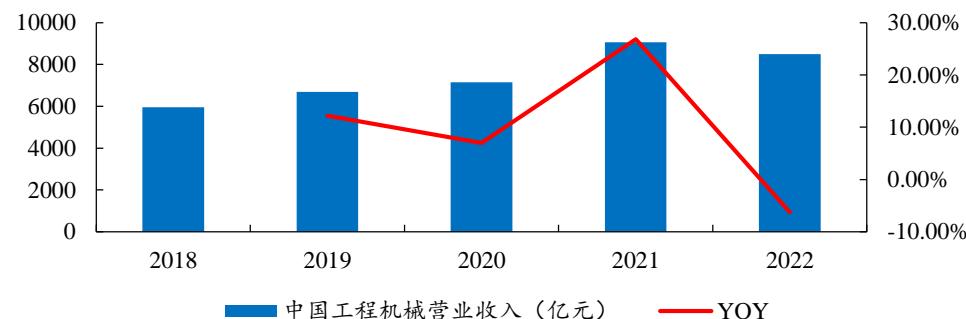
数据来源：国家能源局、中商产业研究院、Wind、开源证券研究所

城轨交通：近年来，由于城市轨道交通建设速度加快，我国城轨交通累计运营线路长度也不断增长。根据中国城市轨道交通协会数据，我国城轨交通累计运营线路长度由 2018 年的 5761.4 公里增至 2022 年的 10287.45 公里，CAGR 达 15.6%。预计 2023 年我国城轨交通累计运营线路长度将达 11535.6 公里，同比增长 12.1%。

图26：2018年至2022年我国城轨交通累计运营线路长度CAGR达15.6%


数据来源：中国城市轨道交通协会、中商产业研究院、开源证券研究所

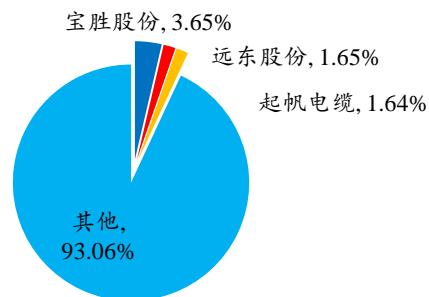
工程机械：2022年国内工程机械行业处于下行调整期，叠加宏观经济增速放缓、公共卫生事件、工程有效开工率不足等因素影响，国内工程机械市场需求大幅减少。根据中国工程机械工业协会数据，2022年工程机械营业收入为8500亿元。

图27：2022年工程机械营业收入为8500亿元(-6.23%)


数据来源：中国工程机械工业协会、中商产业研究院、开源证券研究所

2.3、球冠电缆位于国内第二梯队，规模尚小、盈利能力处于平均水平

中国电线电缆行业竞争激烈，市场集中度低，市场份额较分散。以2022年数据来看，宝胜股份市占率为3.65%，排名第一；远东股份和起帆电缆市占率分别为1.65%和1.64%；其他企业市场份额均低于1%。

图28：我国电线电缆行业市场集中度低


数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

球冠电缆处于国内第二梯队，位列 2022 年线缆行业竞争力百强榜单第 32 名。我国电线电缆行业竞争格局中，按照参与竞争企业的研发实力、产品竞争力和销售规模等因素，可以分为三个层级明显的竞争梯队，其中第一梯队和第二梯队为行业内的主要企业，球冠电缆作为区域性龙头处于第二梯队。此外，球冠电缆在“2022 年度中国线缆产业最具竞争力企业”百强榜单中位列第 32 名，较 2021 年前进一名，创历次排名新高。2022 年度，球冠电缆均入选“中国电力电缆十大品牌”榜单及“特种电缆十大品牌”榜单。

表7：我国电线电缆企业大致可以分为三个梯队，球冠电缆处于国内第二梯队

竞争梯队	分类标准及竞争力	代表企业
第一梯队	国内行业龙头企业、外资企业及其在国内设立的合资和独资企业；研发实力雄厚、技术和设备先进，在超高压、高端特种电缆领域竞争实力强，产品广泛应用于电力系统、重大工程等各领域。	亨通光电、中天科技、宝胜股份、智慧能源、江南集团、上上电缆等龙头企业；普睿司曼、耐克森等外资企业及其合资、独资企业
第二梯队	区域龙头企业；研发实力较强，在中高压电线电缆领域竞争力较强，普遍具有国家电网、南方电网的招标资质和供货记录，产品在电力系统和某些特种电缆应用领域大量应用。	汉缆股份、杭电股份、太阳电缆、东方电缆，球冠电缆等
第三梯队	其他电线电缆生产企业；主要产品为中低压电线电缆，产品同质化严重，竞争力较弱，基本不具备国家电网公司的招标资质，产品主要在某些特定区域和领域应用。	其他企业

资料来源：球冠电缆招股书、开源证券研究所

依照电线电缆相关业务销售收入接近 20 亿元至 50 亿元量级；研发实力较强，在中高压电线电缆领域竞争力较强，普遍具有国家电网、南方电网的招标资质和供货记录，产品在电力系统、重大工程以及其他特种电缆应用领域大量应用特征筛选，公司主要可比公司为东方电缆、汉缆股份、杭电股份、太阳电缆、中超控股、万马股份。

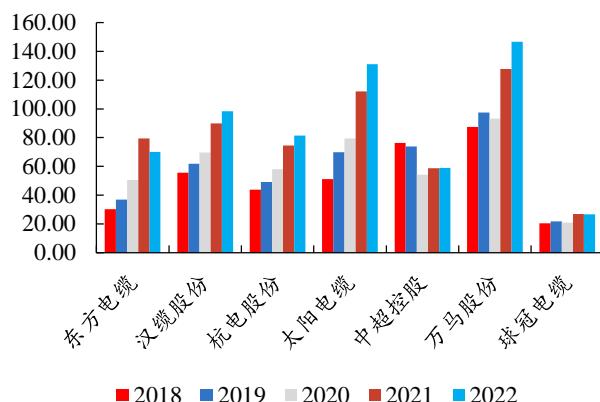
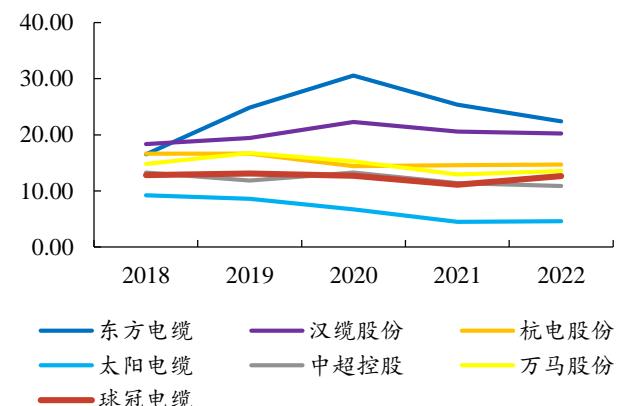
表8：可比公司为东方电缆、汉缆股份、杭电股份、太阳电缆、中超控股、万马股份

证券代码	证券简称	主要业务
603606.SH	东方电缆	陆缆系统、海缆系统、海洋工程三大产品领域
002498.SZ	汉缆股份	电缆及附件系统、状态检测系统、输变电工程总包三大板块
603618.SH	杭电股份	电力电缆与光通信两大业务
002300.SZ	太阳电缆	产品主要为电力电缆、特种电缆、建筑用线、装备用线、数据电缆、架空线等
002471.SZ	中超控股	主要产品涵盖从超高压到低压的各类电力电缆、导线及民用电缆
002276.SZ	万马股份	电线电缆、高分子材料、汽车充电设备等产品的研发、生产和销售

资料来源：球冠电缆招股书、开源证券研究所

公司营收尚小、盈利能力处于平均水平。公司经营规模较可比公司小，其中东方电缆、汉缆股份、杭电股份、太阳电缆、中超控股、万马股份、球冠电缆 2022 年营收分别为 70.09 亿元、98.42 亿元、81.41 亿元、131.03 亿元、58.91 亿元、146.75

亿元、26.56亿元。从毛利率看，东方电缆、汉缆股份、杭电股份、太阳电缆、中超控股、万马股份、球冠电缆2022年毛利率分别为22.38%、20.24%、14.69%、4.63%、10.85%、13.53%、12.62%。东方电缆及汉缆股份均拥有盈利能力较强的海缆业务板块，因此毛利率显著高于其余可比公司。

图29：公司营收较可比公司低（单位：亿元）

图30：公司毛利率位于可比公司平均水平（单位：%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、南方电网业务开拓顺利，募投项目投产保障未来版图扩张

3.1、拥有电线电缆相关发明专利 12 项，超高压领域技术突出

公司是国家级高新技术企业，截至 2023 年 6 月 30 日，拥有电线电缆相关发明专利 12 项，实用新型专利 31 项。技术中心被认定为“省级企业技术中心”，拥有省级“高压特种电缆研究院”。公司曾参与国家科技部 863 计划和宁波市重大技术攻关专项，完成多项市级新产品和国家火炬计划，曾获得宁波市科技进步奖，浙江省首台套产品证书。研发投入方面，2017 年至 2022 年呈现持续上涨趋势，2023Q1-Q3 研发费用为 6,873.34 万元。近年来研发费用率持续维持在 3-4% 的区间，并呈现出逐渐升高的态势。从研发人员来看，2022 年研发人数为 113 人，研发人员占比为 19.19%，研发人员占比水平较高。

图31：近年来研发费用率持续维持在 3-4% 的区间

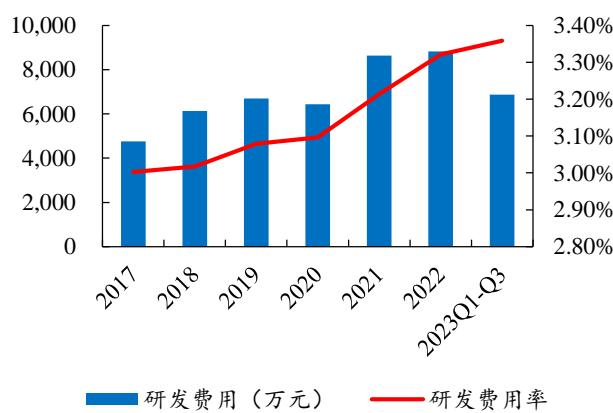
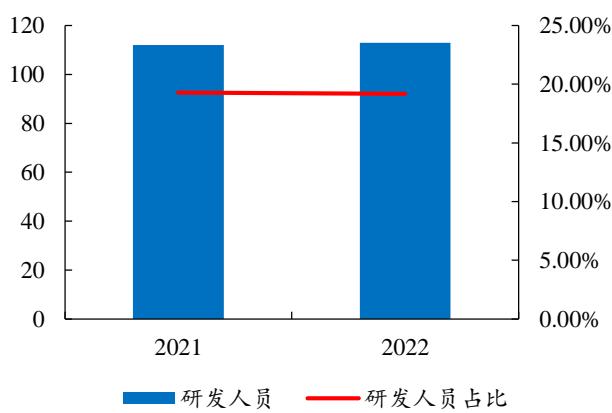


图32：2022 年研发人员占比为 19.19%（单位：人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：球冠电缆 2022 年年报、开源证券研究所

多项技术处于行业先进水平，超高压领域技术突出。公司用于生产 220kV 及以下电线电缆的技术在国内属于先进水平，是目前国内少数具备 500kV 超高压、大截面电力电缆生产能力的企业之一；公司参与承接的国家 863 计划项目“320kV 超高压直流电缆用聚合物基纳米复合绝缘材料及电缆和附件的研制”成功，是国内首次实现了超高压直流电缆制造领域完整的技术突破，实现了聚合物基超高压直流电缆的完全自主化生产。此外，公司在超高压光电复合电缆、新一代高阻燃 B1、B2 级电缆等高端电缆技术方面也处于行业前列。公司曾参与 28 项国家、行业或团体标准的制定，标志着公司在相关线缆产品技术领域处于行业优势地位。

表9：据 2022 年年报披露，公司尚有 8 个项目属于实施或研究阶段

研发项目名称	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的 影响
1.8/3kV 交联聚乙烯绝缘聚烯烃护套无卤低烟阻燃电力电缆	增加产品品类	实施中	耐开裂、耐腐蚀、抗蠕变性及其他综合性能行业领先	拓展装备用线缆市场，培育新的市场增长点
8.7/15kV 铝合金导体交联聚乙烯绝缘聚氯乙烯护套电力电缆	增加产品类型	实施中	耐腐蚀、抗蠕变、抗拉伸、柔韧性、连接性等性能行业先进	丰富产品种类，促进销售增长
8.7/15kV 铜芯交联聚乙烯绝缘聚烯烃护套无卤低烟阻燃 A 类电力电缆	提升产品性能	实施中	达到 A 类阻燃性能，其他综合性能行业领先	丰富产品种类，促进销售增长
0.6/1kV 铜芯交联聚乙烯绝缘聚烯烃护	提升产品性能	实施中	绝缘热收缩、绝缘热延伸、最小	巩固已有市场地位，促

研发项目名称	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
套无卤低烟阻燃 A 类电力电缆			透光率、电导率达到行业先进水平，阻燃性能达到 A 类	促进销售增长
节能环保型长使用寿命电线的研发	提升产品性能	实施中	抗老化、低烟无卤及阻燃性能行业领先	巩固市场地位，促进销售增长
低碳排放阻燃防蚁电缆的研发	提升产品性能	实施中	低烟无卤、阻燃性能及“五防”性能行业领先	巩固市场地位，提升品牌形象
环保型低热释放低热膨胀量电缆的研发	大幅提升产品性能	研究阶段	探索新一代环保电缆的研发，促进绿色循环	提升技术水平和品牌形象
节能型高导电钢芯铝绞线	提升产品性能	实施中	导电能力、输电损耗等指标行业领先	顺应技术趋势，促进市场销售

资料来源：球冠电缆 2022 年年报、开源证券研究所

3.2、具备国网、南网核心客户招标资格，南方电网开拓初见成效

服务大型客户，产品应用广泛。公司以大型企业为主要目标客户，为国家电网、南方电网、各地电力系统的主要供应商，产品也广泛应用于广州亚运、轨道交通（宁波地铁、南宁地铁、东莞地铁、南京地铁、广州地铁、北京地铁、石家庄地铁，深圳地铁）、联合国部队建设工程等国内外多个重点工程项目。

图33：除国家电网及南方电网用户外，产品广泛应用于亚运会、轨道交通等工程



资料来源：球冠电缆官网

为少数具备国家电网、南方电网的投标资格企业。公司主要客户对产品的安全性、可靠性、耐用性要求高，电线电缆厂商不仅要有相应的资质证书，还需要行业内权威机构的预鉴定试验、型式试验以及电力专用设备进网许可证、铁路大中型建设项目建设后工程等物资设备供应投标资质。

国家电网业务稳固，南方电网开拓初见成效。根据公司公告，2022年6月公司中标国家电网相关电缆项目，合计金额约25,178.28万元人民币。南方电网为重点开拓客户，2021年取得收入3830万元，占比约1.5%。公司于2022年2月中标南方电网“2021年配网材料第二批框架招标项目”，中标金额为2.16亿元；于2023年8月中标“南方电网公司2023年配网材料第一批框架招标项目”及“南方电网公司2023年配网材料第一批框架招标项目”，中标金额分别为1.68亿元、0.43亿元。可见南方电网业务开拓初见成效。

表10：国家电网业务稳固，南方电网开拓初见成效（2022-2023年重大合同公告列示）

序号	时间	中标项目	中标产品	中标金额（万元）
1	2022年2月	南方电网2021年配网材料第二批框架招标项目	10kV铜芯交联聚乙烯绝缘电力电缆（防蚁阻燃型）	21581.50
		国网浙江省电力有限公司2022年第一次配网物资协议库存招标采购项目	1kV、10kV电力电缆；布电线	8971.22
		国家电网有限公司2022年第十四批采购输变电项目第二次变电设备（含电缆）招标采购项目	110kV电力电缆	5386.83
		国网山西省电力公司2022年第一次配网物资协议库存招标采购项目	1kV、10kV电力电缆	4764.86
2	2022年6月	国网江西省电力有限公司2022年第一次配网（省网）协议库存物资公开招标采购项目	10kV电力电缆、1kV-10kV架空绝缘导线	3344.51
		国网福建省电力有限公司2022年第一次配网物资协议库存公开招标采购项目招标（电子化单轨制）项目	1kV电力电缆	2069.25
		国网黑龙江省电力有限公司2022年第一次配网物资协议库存招标采购项目	10kV电力电缆	641.61
		合计	-	25178.28
		南方电网公司2023年配网材料第一批框架招标项目	10kV铜芯交联聚乙烯绝缘电力电缆（防蚁阻燃型）	16,803.61
		南方电网公司2023年配网材料第一批框架招标项目	低压交流电力电缆（阻燃型）	4,318.86
3	2023年8月	国家电网有限公司2023年第四十八批采购	110kV电力电缆	3,969.27
		国网河南省电力公司2023年第一次配网物资协议库存公开招标采购项目	低压电力电缆	1,697.32
		合计	-	26,789.06
4	2023年11月	国家电网、国网各省电力公司及隶属国家电网产业单位相关项目	-	47,234.87
5	2023年12月	国家电网、国网各省电力公司及隶属国家电网产业单位相关项目	-	47,399.36

资料来源：球冠电缆公告、开源证券研究所

3.3、扩产项目已建成投产，达产可新增营收超5亿元、利润超4000万元

公司为首批北交所上市公司，上市募投项目包括城市轨道交通及装备用环保型特种电缆建设项目、电线电缆研发中心建设项目、补充流动资金项目。

表11：募集资金用于环保型特种电缆建设项目、研发中心项目及补充流动资金

项目名称	投资总额/万元	拟投入募集资金/万元	备案	环评
城市轨道交通及装备用环保型特种电缆建设项目	23,628.90	13,261.37	宁开政备[2017]9号	仑环建[2017]23号
电线电缆研发中心建设项目	1,934.30	1,934.30	宁开政备[2017]10号	仑环建[2017]24号
补充流动资金项目	18,000.00	18,000.00		
合计	43,563.20	33,195.67		

资料来源：球冠电缆招股书、开源证券研究所

项目设计生产能力为轨道交通车辆用特种电缆 4,000km、轨道交通工程用特种电缆 2,500km 和数控机床用特种电缆 5,500km，达产后可新增总营收 5.36 亿元，预计新增利润超 4000 万元。根据公司 2023 年 12 月发布的投资者关系活动记录表显示，募投项目“城市轨道交通及装备用环保型特种电缆建设项目”已建成投产。

4、盈利预测与投资建议

公司秉承巩固提升中低压电缆，同时做精、做专特种电缆，稳步扩张高压电缆的总体发展战略。随着我国电线电缆行业整体向超高压以及智能化的方向发展，公司有望受益于技改项目从而持续提升生产效率和产品竞争力。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.22/1.48/1.80 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/0.71/0.87 元/股，对应当前股价 PE 分别为 14.3/11.8/9.7 倍，我们看好“十四五”电网加大投资背景下公司业务持续壮大潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

表12：可比公司 2023PE 均值为 15.6X

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
东方电缆	603606.SH	41.05	282.31	1.76	2.48	3.2	23.26	16.52	12.83
汉缆股份	002498.SZ	3.89	129.41	0.27	0.31	0.36	14.27	12.35	10.75
亨通光电	600487.SH	11.60	286.14	0.88	1.1	1.31	13.11	10.57	8.88
中天科技	600522.SH	11.68	398.63	1.07	1.3	1.55	10.87	9.00	7.51
万马股份	002276.SZ	9.86	102.10	0.59	0.77	1.00	16.68	12.73	9.84
均值				0.91	1.19	1.48	15.64	12.23	9.96
球冠电缆	834682.BJ	8.40	17.47	0.59	0.71	0.87	14.3	11.8	9.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

(注：数据截至 20231221，东方电缆、汉缆股份、亨通光电、中天科技、万马股份盈利预测均来自 Wind 一致预期)

5、风险提示

铜价大幅波动风险、宏观经济下行超预期风险、市场竞争风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1565	1409	1787	2037	2137	营业收入	2688	2656	2927	3201	3567
现金	263	102	312	463	425	营业成本	2389	2321	2545	2776	3086
应收票据及应收账款	839	857	934	1043	1098	营业税金及附加	8	10	10	11	13
其他应收款	4	4	5	5	6	营业费用	50	55	65	67	71
预付账款	37	18	27	31	48	管理费用	30	31	33	35	37
存货	333	342	385	397	415	研发费用	86	88	97	110	127
其他流动资产	90	85	124	98	145	财务费用	31	30	60	61	64
非流动资产	356	449	507	498	494	资产减值损失	-1	-4	-0	-2	-3
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	3	1	8	9	10
固定资产	252	241	356	380	394	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	78	75	71	66	61	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	25	133	80	52	40	资产处置收益	-0	1	0	0	0
资产总计	1921	1858	2294	2535	2631	营业利润	92	113	131	158	191
流动负债	956	828	1209	1368	1350	营业外收入	0	7	5	6	8
短期借款	613	633	1001	1132	1063	营业外支出	2	1	1	1	1
应付票据及应付账款	169	94	124	146	183	利润总额	90	119	134	162	198
其他流动负债	175	102	85	90	104	所得税	8	10	12	14	17
非流动负债	5	24	20	16	12	净利润	82	108	122	148	180
长期借款	0	20	16	12	8	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	4	4	4	4	归属母公司净利润	82	108	122	148	180
负债合计	961	852	1229	1384	1362	EBITDA	134	169	192	233	272
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.39	0.52	0.59	0.71	0.87
股本	208	208	208	208	208	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	300	300	300	300	300	成长能力					
留存收益	452	498	559	633	723	营业收入(%)	29.4	-1.2	10.2	9.4	11.5
归属母公司股东权益	960	1006	1066	1151	1269	营业利润(%)	-2.3	23.0	16.0	20.7	20.9
负债和股东权益	1921	1858	2294	2535	2631	归属于母公司净利润(%)	0.5	31.8	13.1	20.9	21.8
						盈利能力					
						毛利率(%)	11.1	12.6	13.0	13.3	13.5
						净利率(%)	3.1	4.1	4.2	4.6	5.0
						ROE(%)	8.5	10.7	11.5	12.8	14.2
						ROIC(%)	7.0	8.4	8.4	9.8	11.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	50.0	45.9	53.5	54.6	51.8
						净负债比率(%)	47.4	58.1	66.7	59.8	51.6
						流动比率	1.6	1.7	1.5	1.5	1.6
						速动比率	1.2	1.3	1.1	1.2	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.4
						应收账款周转率	3.7	3.3	3.4	3.4	3.5
						应付账款周转率	26.0	26.6	56.5	50.0	50.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.39	0.52	0.59	0.71	0.87
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.62	0.81	0.39	0.82	0.94
						每股净资产(最新摊薄)	4.62	4.84	5.12	5.53	6.10
						估值比率					
						P/E	21.3	16.2	14.3	11.8	9.7
						P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
						EV/EBITDA	16.4	13.8	12.8	10.5	8.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看高 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn