

海缆盈利能力优异，受益海风复苏起量在即

——东方电缆（603606.SH）2023 年年报点评

买入|首次推荐

事件：

2024年3月20日公司发布2023年年度报告。2023年公司实现营收73.1亿元，同比增长4.3%；归母10.0亿元，同比增长18.8%。其中2023Q4公司营收19.6亿元，同比增长45.9%；实现归母1.8亿元，同比增长68.6%。2023年公司经营活动现金流净额达11.9亿元，同比提升83.9%。

报告要点：

● 海缆业务量利齐增，盈利能力表现亮眼

2023年公司陆缆/海缆/海洋工程收入分别为38.3/27.7/7.1亿元，同比分别增长-3.8%/23.5%/-9.9%；海缆系统和海洋工程的收入占比达47.5%，同比提升4.3pct。2023年公司陆缆销量11.2万公里，同比下滑31.0%；海缆销量852.7公里，同比提升23.8%。受益于高毛利海缆的占比提升，2023年公司海缆毛利率达到49.14%，同比提升5.9pct。2023年公司综合毛利率达到25.2%，同比提升2.8pct。

● 受益于海风行业复苏，2024年公司有望实现订单高增

截止2024年3月15日，公司在手订单78.6亿元，其中陆缆/海缆/海洋工程分别为37.5/31.6/9.5亿元，同比分别增长+73.1%/-45.0%/-21.7%。受2023年海风行业低迷的影响，公司海缆在手订单有所下滑。2023年三季度以来，各地的海风项目陆续启动。我们认为伴随海风行业的逐步复苏，公司作为海缆头部企业，2024年有望实现订单高速增长。

● 投资境外公司，积极开拓海外市场

2024年1月，公司公告拟通过境外直接投资的方式认购英国Xlinks First公司/XLCC公司2.4%/8.5%的股权。Xlinks First公司计划从摩洛哥建造长达3,800公里的输电线路到英国；XLCC公司计划在英国建立一个以开发和运营高压直流电缆为主导的电缆制造工厂。公司通过境外投资的方式进一步打开海外市场。

● 投资建议与盈利预测

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为13.0/19.8/21.5亿元，同比分别增长30.0%/52.6%/8.6%；当前股价对应PE分别为24.3/15.9/14.7倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格波动风险，海风装机不及预期风险，市场竞争加剧风险，出海业务拓展不及预期风险，国际贸易政策风险，汇率波动风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7008.93	7310.04	8797.66	11578.01	12351.78
收入同比(%)	-11.64	4.30	20.35	31.60	6.68
归母净利润(百万元)	841.90	1000.04	1300.07	1983.40	2153.17
归母净利润同比(%)	-29.18	18.78	30.00	52.56	8.56
ROE(%)	15.33	15.90	17.82	22.99	22.00
每股收益(元)	1.22	1.45	1.89	2.88	3.13
市盈率(P/E)	37.53	31.60	24.31	15.93	14.68

资料来源：iFinD，国元证券研究所

当前价：45.95元

基本数据

52周最高/最低价(元)：54.18/32.61

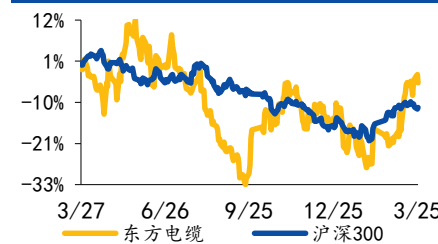
A股流通股(百万股)：687.72

A股总股本(百万股)：687.72

流通市值(百万元)：31600.52

总市值(百万元)：31600.52

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 龚斯闻

执业证书编号 S0020522110002

电话 021-51097188

邮箱 gongsiwen@gyzq.com.cn

联系人 赵莉莉

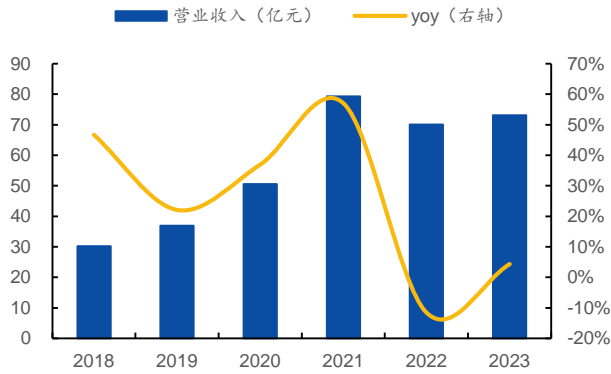
电话 021-51097188

邮箱 zhaolili@gyzq.com.cn

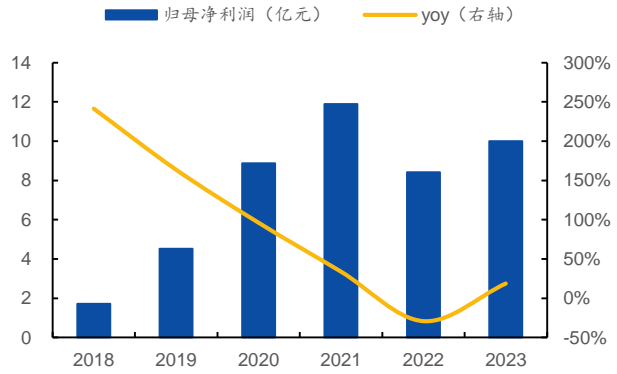
公司业绩稳步增长。2018-2023 年公司营收/归母 CAGR 分别为 19.3%/42.3%。2023 年公司实现营收 73.1 亿元，同比增长 4.3%；归母 10.0 亿元，同比增长 18.8%。其中 2023Q4 公司营收 19.6 亿元，同比增长 45.9%；2023Q4 公司归母 1.8 亿元，同比增长 68.6%。

图 1: 公司 2023 年营收 73.1 亿元, 同比增长 4.3%

图 2: 公司 2023 年归母净利润 10.0 亿元, 同比增长 18.7%



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

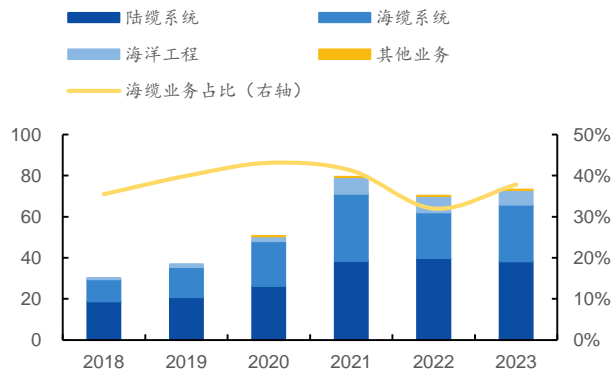


资料来源: iFinD, 国元证券研究所

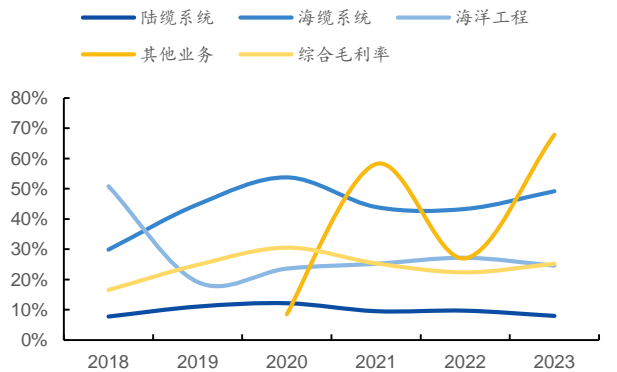
海缆业务占比提升。2023 年公司陆缆/海缆/海洋工程收入分别为 38.3/27.7/7.1 亿元，同比分别增长-3.8%/23.5%/-9.9%；海缆系统和海洋工程的收入占比达 47.5%，同比提升 4.3pct。

图 3: 2018-2023 年公司营收结构 (按产品拆分, 亿元)

图 4: 2023 年公司海缆系统毛利率 49.14%



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

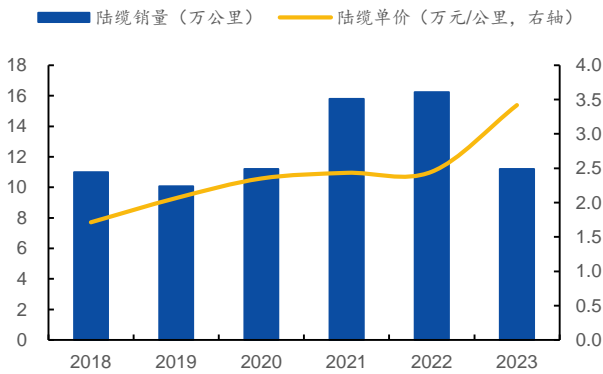


资料来源: iFinD, 国元证券研究所

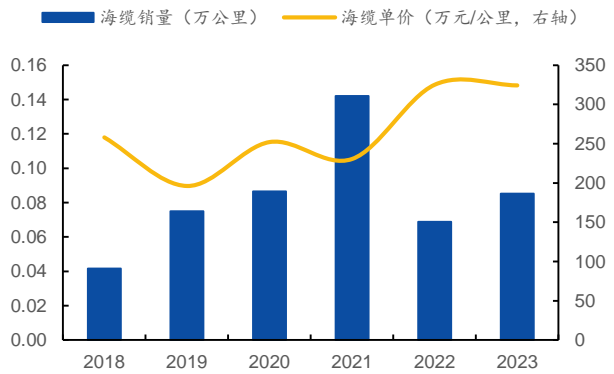
海缆业务实现量利齐增，盈利能力表现亮眼。2023 年公司陆缆销量 11.2 万公里，同比下滑 31.0%；海缆销量 852.7 公里，同比提升 23.8%。受益于高毛利海缆的占比提升，2023 年公司海缆毛利率达到 49.14%，同比提升 5.9pct。2023 年公司综合毛利率达到 25.2%，同比提升 2.8pct。

图 5: 2023 年公司陆缆销量 11.2 万公里, 同比下滑 31.0%

图 6: 2023 年公司海缆销量 852.7 公里, 同比提升 23.8%



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

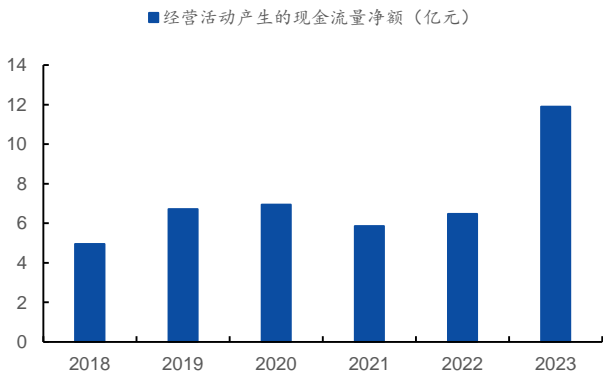


资料来源: iFinD, 国元证券研究所

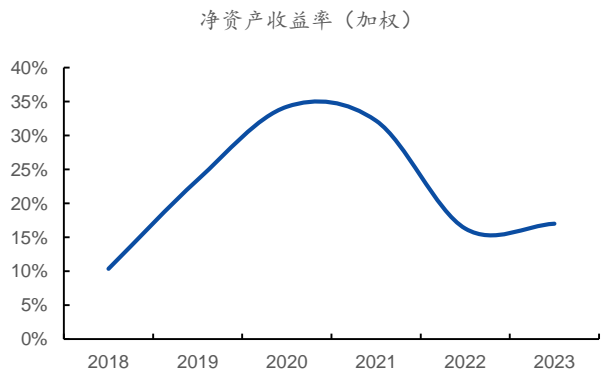
经营活动现金流大幅改善。公司经营性现金流持续改善, 2023 年公司经营活动现金流净额达 11.9 亿元, 同比提升 83.9%。

图 7: 2023 年公司经营活动现金流净额 11.9 亿元

图 8: 2018-2023 年公司加权 ROE



资料来源: iFinD, 国元证券研究所



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

受益于海风行业复苏, 2024 年公司有望实现订单高增。截止 2024 年 3 月 15 日, 公司在手订单 78.6 亿元, 其中陆缆/海缆/海洋工程分别为 37.5/31.6/9.5 亿元, 同比分别增长+73.1%/-45.0%/-21.7%。受 2023 年海风行业低迷的影响, 公司海缆在手订单有所下滑。2023 年三季度以来, 各地的海风项目陆续启动。我们认为伴随海风行业的逐步复苏, 公司作为海缆头部企业, 2024 年有望实现订单高速增长。

出海业务快速增长, 持续斩获海外订单。2023 年公司实现外销收入 1.3 亿元, 同比增长 130.6%; 外销业务毛利率达 37.49%, 同比提升 2.1pct。订单方面, 2023 年公司签署 Inch Cape 海上风电项目输出缆供应前期工程协议, 协议金额约 1400 万元; 公司与沃旭和 PGE 的合资公司签署《海上风电产品供货协议》, 将为 Baltica 2 海上风电项目提供 66kV 海缆及配套附件, 合同金额近 3.5 亿元。

投资境外公司, 积极开拓海外市场。2024 年 1 月, 公司公告拟通过境外直接投资的

方式认购英国 Xlinks First 公司/XLCC 公司 2.4%/8.5%的股权。Xlinks First 公司计划从摩洛哥建造长达 3,800 公里的输电线路到英国，实现新能源电力的跨境供应。项目建成后，预计到 2033 年将向英国提供 3.6GW 的电力供应。XLCC 公司计划在英国建立一个以开发和运营高压直流电缆为主导的电缆制造工厂。公司通过境外投资的方式进一步打开海外市场。

风险提示：

原材料价格波动风险，海风装机不及预期风险，市场竞争加剧风险，出海业务拓展不及预期风险，国际贸易政策风险，汇率波动风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6831.35	7916.50	8978.00	10021.46	11485.92
现金	2257.80	2141.82	2879.53	3323.55	4551.36
应收账款	2335.80	2684.26	2857.82	3120.44	3227.98
其他应收款	50.31	34.27	43.99	115.78	123.52
预付账款	153.17	79.08	95.76	130.11	160.80
存货	1320.82	2147.65	2237.06	2446.41	2521.31
其他流动资产	713.44	829.43	863.85	885.16	900.95
非流动资产	2356.46	2723.33	2837.37	3341.39	3206.02
长期投资	27.31	48.49	49.00	53.20	55.60
固定资产	1723.09	1925.50	2059.82	2487.93	2373.22
无形资产	323.83	364.21	383.55	404.40	427.31
其他非流动资产	282.23	385.14	345.00	395.86	349.89
资产总计	9187.81	10639.83	11815.36	13362.85	14691.95
流动负债	2440.17	3800.75	3987.89	4180.89	4342.55
短期借款	101.87	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	752.33	807.01	893.40	934.50	994.60
其他流动负债	1585.97	2993.74	3094.49	3246.39	3347.95
非流动负债	1254.22	548.53	531.02	554.10	561.64
长期借款	1060.90	353.27	363.27	363.27	363.27
其他非流动负债	193.32	195.26	167.75	190.83	198.37
负债合计	3694.40	4349.28	4518.91	4734.99	4904.19
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	687.72	687.72	687.72	687.72	687.72
资本公积	1304.46	1304.46	1304.46	1304.46	1304.46
留存收益	3446.87	4274.98	5265.58	6598.94	7760.41
归属母公司股东权益	5493.41	6290.55	7296.46	8627.86	9787.76
负债和股东权益	9187.81	10639.83	11815.36	13362.85	14691.95

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	647.24	1190.47	1310.93	1812.47	2302.01
净利润	841.94	1000.04	1300.07	1983.40	2153.17
折旧摊销	146.63	160.22	203.66	248.81	282.23
财务费用	20.88	8.26	4.39	-3.22	-33.42
投资损失	-14.17	-3.46	-5.00	-5.00	-5.00
营运资金变动	-491.56	-102.01	-122.53	-469.92	-125.09
其他经营现金流	143.51	127.43	-69.66	58.40	30.12
投资活动现金流	-435.60	-595.51	-294.22	-729.37	-129.06
资本支出	443.84	662.22	250.00	700.00	100.00
长期投资	16.35	-13.67	1.07	5.10	3.00
其他投资现金流	24.59	53.03	-43.15	-24.27	-26.06
筹资活动现金流	279.95	-561.48	-279.01	-639.07	-945.15
短期借款	-144.50	-101.87	0.00	0.00	0.00
长期借款	1060.90	-707.63	10.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-636.45	248.02	-289.01	-639.07	-945.15
现金净增加额	487.33	30.33	737.70	444.03	1227.80

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7008.93	7310.04	8797.66	11578.01	12351.78
营业成本	5440.35	5467.18	6617.10	8321.01	8844.24
营业税金及附加	23.38	49.27	35.19	52.10	55.58
营业费用	146.88	152.71	158.36	243.14	253.21
管理费用	111.97	130.23	140.76	191.04	209.98
研发费用	237.89	269.88	283.50	371.30	424.00
财务费用	20.88	8.26	4.39	-3.22	-33.42
资产减值损失	-42.63	-28.79	-15.00	-17.00	-15.00
公允价值变动收益	-35.77	8.81	5.00	5.00	5.00
投资净收益	14.17	3.46	5.00	5.00	5.00
营业利润	957.31	1150.52	1563.35	2385.63	2593.18
营业外收入	4.64	0.25	4.00	5.00	5.00
营业外支出	1.51	5.26	1.00	1.00	4.00
利润总额	960.43	1145.51	1566.35	2389.63	2594.18
所得税	118.49	145.47	266.28	406.24	441.01
净利润	841.94	1000.04	1300.07	1983.40	2153.17
少数股东损益	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	841.90	1000.04	1300.07	1983.40	2153.17
EBITDA	1124.82	1319.00	1771.40	2631.23	2841.99
EPS (元)	1.22	1.45	1.89	2.88	3.13

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-11.64	4.30	20.35	31.60	6.68
营业利润(%)	-30.25	20.18	35.88	52.60	8.70
归属母公司净利润(%)	-29.18	18.78	30.00	52.56	8.56
获利能力					
毛利率(%)	22.38	25.21	24.79	28.13	28.40
净利率(%)	12.01	13.68	14.78	17.13	17.43
ROE(%)	15.33	15.90	17.82	22.99	22.00
ROIC(%)	20.37	20.04	24.65	31.91	34.49
偿债能力					
资产负债率(%)	40.21	40.88	38.25	35.43	33.38
净负债比率(%)	31.67	18.86	18.63	18.01	17.69
流动比率	2.80	2.08	2.25	2.40	2.64
速动比率	2.26	1.51	1.69	1.81	2.06
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.74	0.78	0.92	0.88
应收账款周转率	2.73	2.66	2.88	3.54	3.55
应付账款周转率	7.32	7.01	7.78	9.10	9.17
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.22	1.45	1.89	2.88	3.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.73	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	7.99	9.15	10.61	12.55	14.23
估值比率					
P/E	37.53	31.60	24.31	15.93	14.68
P/B	5.75	5.02	4.33	3.66	3.23
EV/EBITDA	26.70	22.77	16.95	11.41	10.57

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188