

光通信稳步发展，海缆+电网业务具备较强成长性

2024年04月17日

► **老牌光通信龙头，股权兼并收购实现新业务拓展。**上市以来，公司组成光通信、智能电网、海上能源与海洋通信、智慧城市等产品与解决方案几大业务板块。设立之初，公司主营光纤光缆生产，后通过成立/定增收购/股权收购子公司进入海洋能源/智能电网/海洋通信领域，新业务拓展带来新的业绩增长点。同时，公司保持自身光通信领域优势，不仅在光纤光缆多项技术领域保持先发优势，并且2017年和英国洛克利公司成立亨通洛克利切入硅光光模块和光芯片领域，当前公司400G光模块产品已在国内外市场获得小批量应用，800G光模块产品已在领先交换机设备厂商通过测试。

► **光纤光缆行业平稳向好，海缆+特高压电网建设需求增速较强。**普通光纤光缆依旧是运营商2024年在光纤光缆板块集采的主力产品，预计三大运营商2024年集采需求规模与2023年基本持平。与此同时数据中心、400G骨干网建设带动特种光纤光缆以及光纤升级到G654.E产品采购需求。2024年国网电网投资总额预计同比增长10%，其中特高压电网依然是国家建设投资的重要领域，电缆线缆行业竞争格局分散，但是头部市占率提升叠加行业规模提升，仍将为上市企业带来较大增长确定性。2024年政策推动与前期积压海风项目需求释放共振，海缆板块预计迎来高速发展期，当前各地建设规划以及招标项目发布数量或表明2024年国内将迎来海风装机高峰，同时海外尤其是欧洲在海风装机需求大幅增长的背景下，供应链产能不足为国内海缆等风电设备龙头带来出海机遇。国内一线海缆企业在技术/服务/资产等相比二线均具备明显优势，在海风向深远海发展的趋势下，一线海缆企业将更加受益于当前行业发展方向。

► **公司保持光纤光缆领先优势，海缆+电网业务或迎加速发展。**公司稳坐光纤光缆前三强企业，同时积极布局海外产能，下游采购趋势的变化带来公司整体产品结构升级，同时在多年技术和制造经验积累下，规模效应显现，公司光通信产品毛利率提升。智能电网业务方面，根据公司披露2023年特高压和智能电网领衔各项业务增长。2024年国家电网两次输变电项目采购中，子公司已实现中标约3亿元，2024年中标进程加快。海缆业务方面，公司当前技术/资产/服务优势助力受益此轮海风建设增长，截至目前，公司公布2024年以来海缆和海工中标项目约11.86亿元，开年来规模行业领先。

► **投资建议：**公司整体业务发展稳健，其中光通信业务迎毛利率持续上升周期，海缆和智能电网板块迎增速发展期，我们预计2023/2024/2025年公司实现归母净利润21.49/26.26/31.04亿元，同比增长35.7%/22.2%/18.2%，同期EPS分别为0.87/1.06/1.26元，对应PE为15/12/10倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**国内海风发展具备限制性因素风险，国内海缆公司出海业务或受限，2024年运营商光纤光缆采购力度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	46,464	50,670	58,808	65,109
增长率(%)	12.6	9.1	16.1	10.7
归属母公司股东净利润(百万元)	1,584	2,149	2,626	3,104
增长率(%)	10.3	35.7	22.2	18.2
每股收益(元)	0.64	0.87	1.06	1.26
PE	20	15	12	10
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年4月17日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

13.14元


分析师 马天诣

执业证书: S0100521100003

邮箱: matianyi@mszq.com

分析师 杨东渝

执业证书: S0100523080001

邮箱: yangdongyu@mszq.com

相关研究

- 1.亨通光电(600487.SH)事件点评:亨通高压本轮继续引入战略投资者,看好海缆业务成长性-2024/04/01
- 2.亨通光电(600487.SH)事件点评:三月内两次回购股份,看好多项业务景气回升趋势-2024/01/16
- 3.亨通光电(600487.SH)2023年三季度点评:经营性现金流改善,Q4需求向上有望带动业绩-2023/11/02
- 4.亨通光电(600487.SH)2022年年报和2023年一季报点评:22年&23Q1业绩稳增,订单充足发展态势向上-2023/05/15
- 5.亨通光电(600487.SH)事件点评:拟分拆亨通海洋光上市,聚焦业务促长期发展-2023/03/18

目录

1 亨通光电：老牌光通信龙头，新业务或进入加速发展期	3
1.1 股权兼并收购实现新业务拓展	3
1.2 近期三月内两次回购股份，2024 年或继续进行股权激励计划	5
1.3 新业务发展带动收入增长和利润修复，毛利率进入改善周期	6
2 行业：海外数据中心建设加强光纤光缆需求，海缆和电网行业成长确定性较强	8
2.1 光纤光缆：国内供需结构或迎改善，海外数据中心带来需求回升	8
2.2 智能电网：2024 年板块投资力度预计稳步增长，头部企业市占率望持续提升	12
2.3 海缆：数据传输增长带动通信海缆需求，海风建设或迎政策与需求共振	14
3 公司：光通信稳健发展，海缆+特高压电网业务将受益于需求增长	19
4 盈利预测与投资建议	25
4.1 盈利预测假设与业务拆分	25
4.2 估值分析	27
4.3 投资建议	27
5 风险提示	28
插图目录	30
表格目录	30

1 亨通光电：老牌光通信龙头，新业务或进入加速发展期

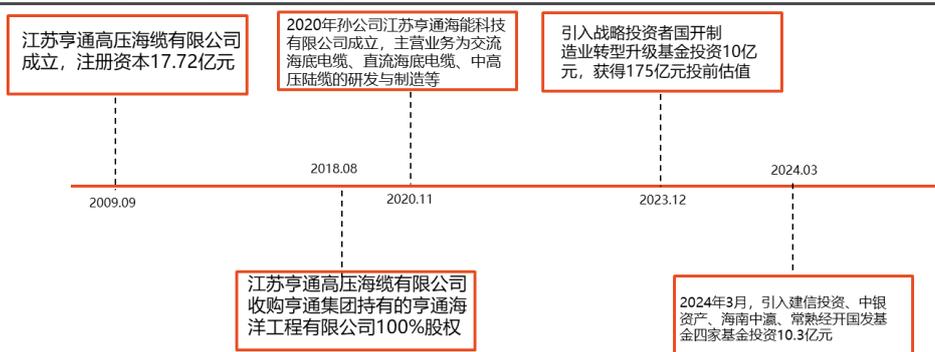
1.1 股权兼并收购实现新业务拓展

江苏亨通光电股份有限公司前身为吴江妙都光缆有限公司，后者是于 1993 年与日本株式会社妙香园共同出资成立的中日合资企业，1999 年经批复后，吴江妙都光缆有限公司整体变更为江苏亨通光电股份有限公司。2003 年，公司于上海证券交易所正式上市。上市以来，公司组成光通信、智能电网、海洋能源与海洋通信、智慧城市等产品与解决方案，秉持专注于在通信和能源两大领域为客户创造价值，公司致力于成为全球领先的信息与能源互联解决方案服务商。

设立之初，公司专注于光纤光棒光缆研发和生产制造。2003 年上市当年光缆产销量已位居国内第二，2006 年公司通过定向增发募集资金用于 G652D 光纤预制棒的研发工作，并且于 2010 年研发成功，突破海外光纤光缆技术壁垒。2010 年底，公司通过定增募资的方式并购亨通力缆和线缆进入智能电网领域。

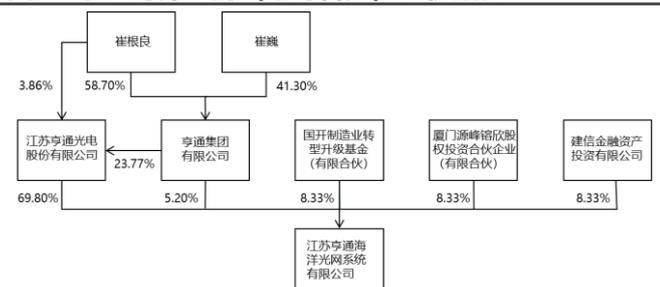
2009 年子公司亨通高压海缆有限公司成立，注册资本为 17.72 亿元。2014 年公司中标中国华电集团物资有限公司“110-220kV 超高压电缆标段”并签署《2014-2015 年度电缆采购框架协议》。2018 年，子公司亨通高压海缆收购亨通集团持有的亨通海洋工程有限公司 100% 股权，在海缆业务板块，公司实现海缆产品生产制造和海洋工程服务一体的机制。2020 年孙公司江苏亨通海能科技有限公司成立，主营业务为交流海底电缆、直流海底电缆、中高压陆缆的研发与制造，承接海缆敷设与维护、嵌岩桩基、风机安装以及风电场运维、能源互联网建设等工程业务。2023 年 12 月，亨通高压海缆正式引入战略投资者国开制造业转型升级基金 10 亿元资金，并获得 175 亿元投前估值。

2024 年 3 月亨通高压海缆再次以 175 亿元投前估值引入四家战略投资者，建信投资、中银资产、海南中瀛、常熟经开国发基金向亨通高压投资人民币 4.5 亿元、4 亿元、1 亿元、0.8 亿元，总计 10.3 亿元。增资后建信投资、中银资产、海南中瀛、常熟经开国发基金分别持有 2.30%、2.05%、0.51%、0.41% 股权，国开制造业转型升级基金持股 5.12%。本次投资与前次国开制造业基金的投资系同一轮投资，可能存在其他产业资本、专业投资机构等战略投资者拟参与亨通高压的本轮后续融资，公司海洋能源板块的本轮融资总额拟不超过人民币 30 亿元，公司仍拥有亨通高压的实际控制权。

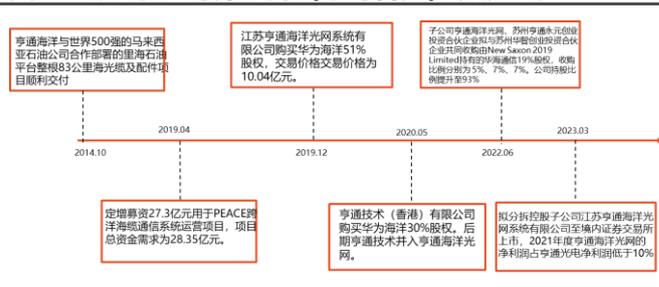
图1：亨通高压海缆发展历程


资料来源: wind, 公司公告, syzpw.com, 民生证券研究院

2019 年收购华为海洋扩充海洋通信领域业务。公司早期就在海洋通信业务布局: 2014 年 10 月, 亨通海洋与世界 500 强的马来西亚石油公司合作部署的里海石油平台整根 83 公里海光缆及配件项目顺利交付; 2019 年底亨通光电公告非公开发行 4764 万股股份及支付现金拟购买华为海洋股权, 华为海洋成为亨通海洋控股子公司并更名为华海通信; 2020 年亨通海洋光网/亨通技术完成收购华为海洋 51%/30%的股权 (后并入亨通海洋光网); 2023 年, 公司公告拟拆分控股子公司江苏亨通海洋光网系统上市, 其中 2021 年度亨通海洋光网的净利润占亨通光电净利润低于 10%, 本次分拆上市亨通海洋光网拟增发不低于 10%的股份; 本次分拆亨通海洋光网独立上市, 有利于拓宽亨通海洋光网融资渠道, 进一步提升企业核心竞争力及持续盈利能力。

图2：亨通海洋光网（华海科技）股权结构


资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

图3：公司亨通海洋光网（华海科技）发展历程


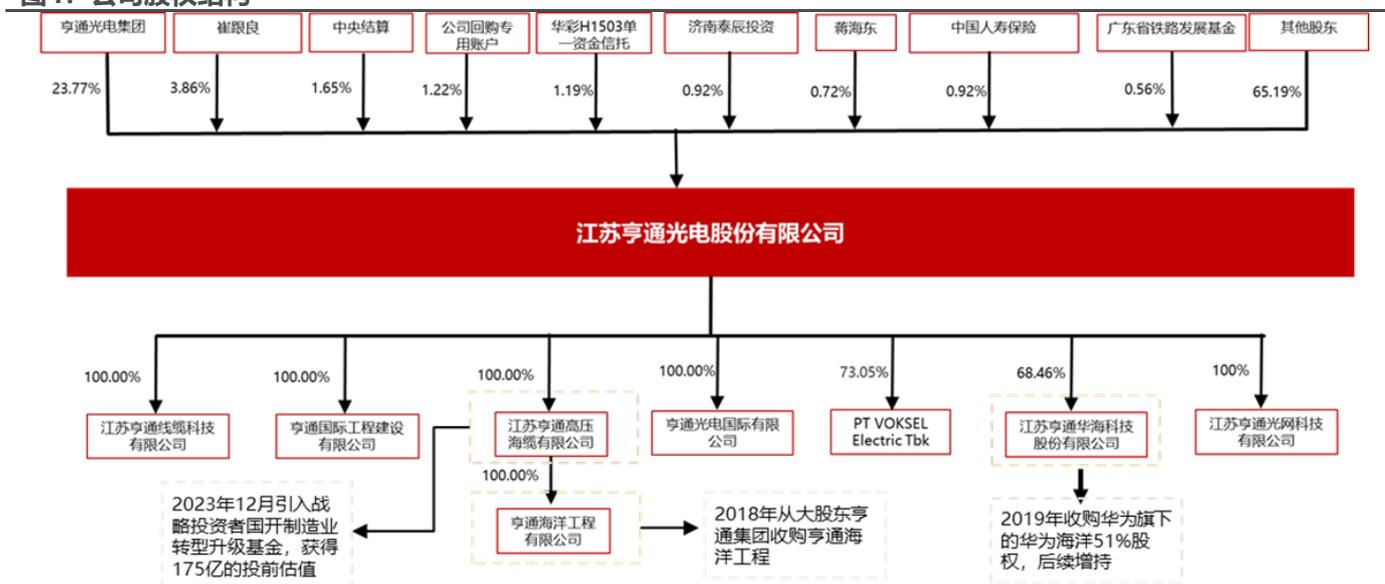
资料来源: wind, 公司公告, C114 通信网, 民生证券研究院

通过成立合资公司切入硅光模块领域。2017 年公司与英国洛克利硅光子共同出资, 设立江苏亨通洛克利科技有限公司, 亨通光电出资 1051.4 万美元, 占合资公司出资比例 75.1%, 设立之初公司从事 25G/100G 硅光模块的生产销售, 并于 2019 年英国洛克利向合资公司开放 400G 硅光子模块技术。2021 年, 公司推出了量产版的 400G 硅光模块, 并且曾在 2021 年成功推出 3.2T CPO 工作样机。

1.2 近期三月内两次回购股份，2024 年或继续进行股权激励计划

截至 2024 年 1 月，亨通集团持股 23.77%，亨通集团创始人兼实际控制人崔根良先生持股 3.86%，公司回购专用账户持股 1.22%。2023 年公司与印尼上市公司 PT Voksel Electric Tbk 自然人股东签署了《股份购买协议》，以折合人民币 1.86 亿元收购 PT Voksel 收购股权 42.97%，此次交易完成后取得已发行股份的 73.05%，并取得控制权。

图4：公司股权结构



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院（股权结构日期为 2024 年 1 月 15 日，参考关于回购事项前十大股东和前十大无限售条件股东持股情况公告）

近期回购股份将全部用于公司员工持股计划。1 月 15 日晚，公司发布股份回购公告，拟使用人民币 1 亿-2 亿元用于回购 A 股股票，回购股份将用于员工持股计划，股票回购价格不超过 17.64 元/股，截至 2024 年 3 月 31 日，公司已累计回购股份 14,168,695 股，占公司总股本的比例为 0.57%，已支付的总金额为 15,561.22 万元（不含交易费用）。

2023 年三季度股份回购计划已完成。2023 年 10 月，公司曾发布股份回购公告，拟使用人民币 5000 万-1 亿元用于回购 A 股股票用于员工持股计划。截至 2023 年 12 月 20 日，公司已完成回购方案，实际回购公司股份 8,436,800 股，占公司总股本的 0.34%，支付的总金额 9999.03 万元（不含交易费用）。

2022 年公司曾发布员工持股计划草案（修订稿），按照营业收入考核目标：以 2022 年为基数，2023/2024/2025 年公司收入增速分别不低于 15%/25%/35%；按照归母净利润的考核目标：以 2022 年为基数，2023/2024/2025 年公司归母净利润增速分别不低于 20%/30%/40%。本计划的解锁期分为三期，分别为自公司公告最后一笔标的股票过户至本期员工持股计划名下之日起满 60 个月、72 个月、84 个月。

表1：员工持股计划业绩考核和解锁情况

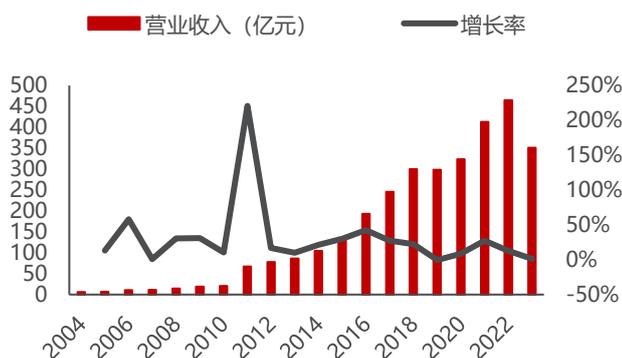
解锁期	对应考核年度	业绩考核目标	解锁时点	解锁股票占持股数量比例
第一个解锁期	2023 年度	2022 年为基数，2023 年收入/归母净利润增速分别不低于 15%/20%	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起满 60 个月	20%
第二个解锁期	2024 年度	2022 年为基数，2024 年收入/归母净利润增速分别不低于 25%/30%	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起满 72 个月	30%
第三个解锁期	2025 年度	2022 年为基数，2025 年收入/归母净利润增速分别不低于 35%/40%	自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起满 84 个月	50%

资料来源：wind，公司 2022 年员工持股计划草案（修订稿），民生证券研究院

1.3 新业务发展带动收入增长和利润修复,毛利率进入改善周期

2011-2022 年，公司营业收入 CAGR 实现 19.26% 增速。2016 年，在国内市场中，受益于“宽带中国”战略推进，国内加大信息基础设施建设，我国光纤光缆需求大幅提升，价格上升，公司的光通信业务营业收入与盈利能力实现大幅提升；通信和电力 EPC 总包、网络安全与大数据等业务快速增长。2018 年，在 5G 建设、一带一路、能源互联网、海上风电及海洋通信建设的驱动下，公司大力推进国际化产业布局，海外子公司盈利能力大幅增长，且受益于海上风力发电建设及国际通信光缆建设发展推动，公司海洋能源板块 2019-2022 年业务规模合计逾 100 亿元，现阶段非光通信业务进入高速发展期。

2019 年 5G 建设尚未大规模启动，三大运营商调整缩减了固网建设的资本开支，供需失衡下致使 2019 年光纤光缆市场价格出现了短期下滑，2020 年国内光通信网络行业供需进一步调整的影响下，光通信市场竞争加剧，致使公司 2019-2020 年通信网络板块收入出现下降。2021 年后，光通信收入回升，并且在“新基建”“碳达峰、碳中和”等背景下，得益于国家海洋战略加速推进、海上风电等海洋和新能源业务快速发展，以及国家电网建设的稳步推进，公司积极把握市场机遇，带动相关业务保持了较快增长，促使整体营收获得增长。

图5：2004-2023 前三季度收入趋势


资料来源：wind，公司年报，公司 2023 年三季度报，民生证券研究院

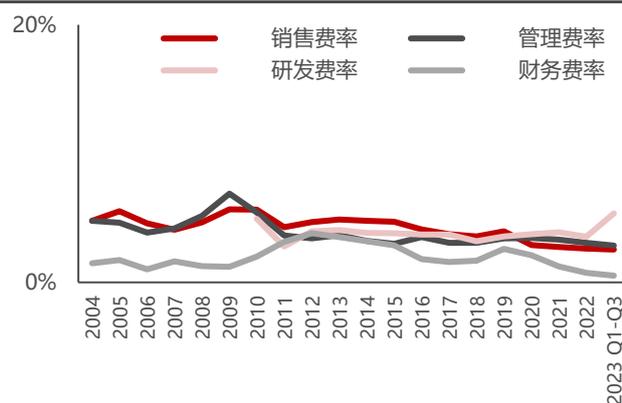
图6：2004-2023 前三季度净利润趋势


资料来源：wind，公司年报，公司 2023 年三季度报，民生证券研究院

受益于光纤量价提升，2014-2018 年公司归母净利润实现快速增长，后期行业供给增加，需求下降，2019-2020 年利润呈现下降趋势。2021 年在公司营业收入回升以及持续加强内部运营成本管控的影响下，费用率明显下降，因此公司的归母净利润开始回升。在公司持续降本增效的影响下，2022 年以来，公司毛利率呈现逐步提升趋势。

图7：2004-2023 前三季度公司销售毛利率


资料来源：wind，公司年报，公司 2023 年三季报，民生证券研究院

图8：2004-2023 前三季度公司期间费率 (%)


资料来源：wind，公司年报，公司 2023 年三季报，民生证券研究院

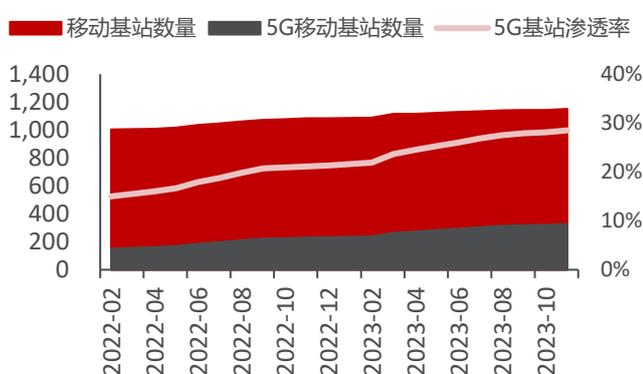
2 行业：海外数据中心建设加强光纤光缆需求，海缆和电网行业成长确定性较强

2.1 光纤光缆：国内供需结构或迎改善，海外数据中心带来需求回升

2.1.1 2024 年国内光纤光缆需求或改善，400G 骨干网建设带动 G.654E 出货

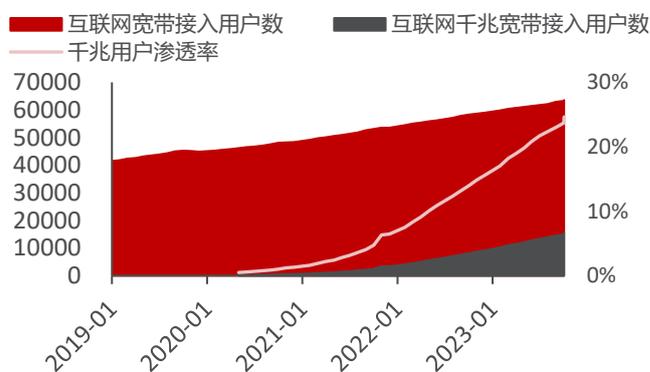
2023 年，三大运营商采购的光纤光缆规模达到 1.67 亿芯公里，从类别分类，普通光缆、室外光缆、蝶形光缆为主要采购项，集采量约为 1.6 亿芯公里，同比 2021 年下滑（2022 年采购规模较小）。2023 年末，运营商光纤光缆采购订单加速，预计 2024 年初，运营商陆续下放订单，但行业供需结构问题依然存在，因此市场价格不会明显增长，预计三大运营商 2024 年光纤光缆集采需求规模与 2023 年基本持平。

图9：国内基站数量（万座）平稳上升趋势



资料来源：wind，工信部，民生证券研究院

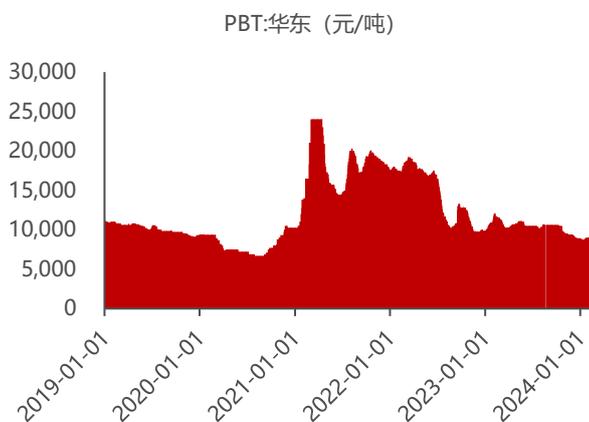
图10：国内宽带接入户数（万户）持续上升趋势



资料来源：wind，工信部，民生证券研究院

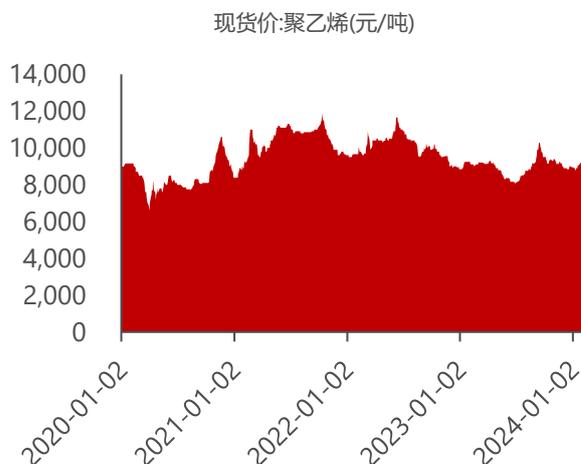
2024 年光纤光缆价格或回升。受到运营商集采实施进度延缓影响，厂商库存压力加大下，并且由于产业链整体面临产能过剩的问题，2023 年光纤光缆的价格下滑趋势影响到上游的供应商。光纤预制棒的重要原材料四氯化硅和高纯氯气价格同比下降；光缆价格原材料方面，2023 年整体呈下降趋势，PE、低烟无卤和 PBT 价格下滑受到需求疲软、产能过剩的双重影响（临近春节，PBT 原材料价格上涨同时备货推动价格提升）。随着企业持续消化库存，释放产能，2024 年光纤价格或缓慢上涨。

图11: 光纤原材料 PBT 变化趋势



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 光纤原材料聚乙烯变化趋势



资料来源: wind, 民生证券研究院

区域性通信网络建设升级带动光纤需求改善,但国内 5G 建设难现以往增长规模,进入平稳增长阶段,因此普通光纤光缆的增量需求较小,随着“东数西算”工程的推进,以及骨干网的建设,行业光纤光缆的需求重心将转移至 G.654.E、C+L 光纤等更高性能的产品。

图13: 工信部联合其它部门接连推出通信网络升级的政策

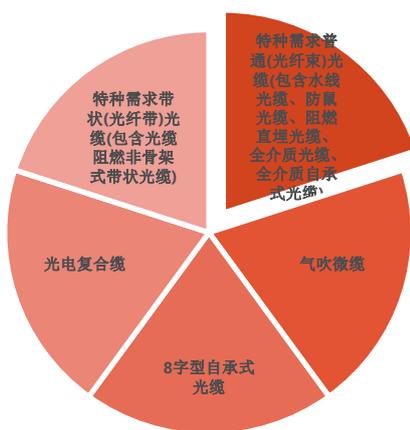
加快“宽带边疆”建设	开展“信号升格”专项行动
<ul style="list-style-type: none"> • 十一部门提出将实现移动网络信号显著增强,移动用户端到端感知明显提升; • 到2024年底,超过8万个重点场所实现移动网络深度覆盖,2.5万公里铁路和35万公里公路、150条地铁线路实现移动网络连续覆盖。移动网络下行均值接入速率不低于200Mbps,上行均值接入速率不低于40Mbps,移动网络达标速率占比不低于90%。 • 到2025年底,超过12万个重点场所实现移动网络深度覆盖,3万公里铁路和50万公里公路、200条地铁线路实现移动网络连续覆盖。5G网络覆盖深度和广度持续完善,5G流量占比显著提升。移动网络下行均值接入速率不低于220Mbps,上行均值接入速率不低于45Mbps,卡顿、时延等主要业务指标全面优化,移动网络达标速率占比不低于95%。 	<ul style="list-style-type: none"> • 到2025年底,边疆地区县城、乡镇驻地实现5G和千兆光网通达;行政村、20户以上农村人口聚居区、边境管理及贸易机构、有人居住海岛通宽带(含通光纤、通4G或通5G)比例达到100%;沿边国道和省道沿线基本实现移动网络覆盖;内海海域按需实现网络覆盖。 • 到2027年底,边疆地区行政村、边境管理及贸易机构通5G网络比例达到95%以上;20户以上农村人口聚居区、沿边国道和省道沿线基本实现5G网络覆盖;有人居住海岛通5G网络比例达到100%;内海、领海等海域基本实现5G网络覆盖。

资料来源: 通信产业网, 民生证券研究院

2024 年迎骨干 400G OTN 全光网络规模商用元年, 带动 G.654.E 产品需求。测试数据表明, 对于速率将升级为 400G 的干线, G.654.E 光纤可望提升传输距离 60%—80%, 节省 20%的光中继站数量、50%的电中继站数量, 降低 30%的站点能耗。同时 G.654.E 光纤具备更大的有效面积, 可以提高入纤光功率, 降低非线性效应, 是 400G、800G 骨干网及未来 T 级别 bit/s 超高速传输技术的首选光纤。

2024年1月,中国移动启动2024年至2025年特种光缆产品集采项目,预估采购规模共计20.99万皮长公里,折合720万芯公里,最高投标限价为6.88亿元(不含税)。特种光纤光缆具备复杂环境下的海量数据传输能力,在数据中心内部和数据中心之间的连接中发挥着关键作用。除此外,特种光纤在激光、传感等领域的发展中扮演重要的角色,例如特殊孔径、大芯径光纤和光纤传感产品广泛应用于激光手术、激光成像以及医学传感。

图14: 中国移动采购特种电缆品种范围

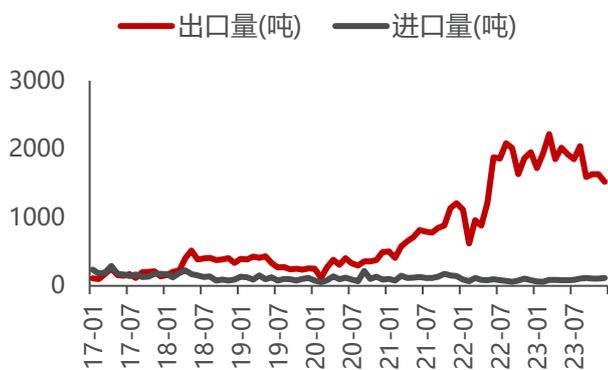


资料来源: 光电通信, 民生证券研究院

2.1.2 海外数据中心推动光纤升级增量, 国内企业布局高性能产品/海外产能

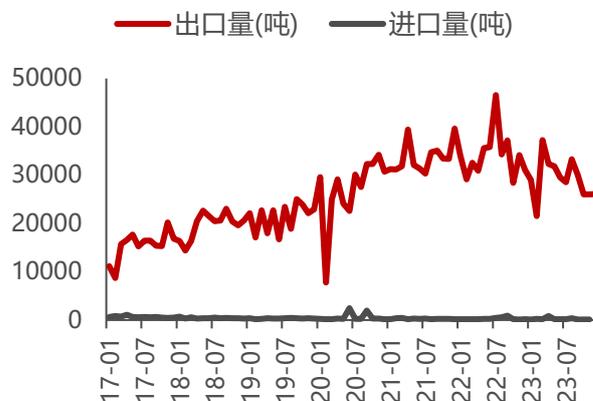
2023年光缆出口量下降, 光纤出口量增加。2023年国内海关光纤出口2.19万吨, 同比增长21.45%; 其中光缆出口35.68万吨, 同比减少12.82%; 光棒出口2205.3吨, 同比增加19.14%。

图15: 光纤海关进出口量趋势



资料来源: wind, 海关官网, 民生证券研究院

图16: 光缆海关进出口量趋势



资料来源: wind, 海关官网, 民生证券研究院

AI 带来海外数据中心设备增量，数据中心传输速率提升带来光纤升级需求：

Synergy Research Group 的数据显示，2023Q4，全球企业在云基础设施服务上的支出接近 740 亿美元，比 2022 年第四季度增长了 120 多亿美元，同比增长率为 20%。2023 年 11 月，微软宣布正式推出空芯光纤（HCF）技术，并且已经在英国数据中心中引用此技术，空芯光纤性能相比使用空分复用技术的光纤更加优越，被认为是下一代网络的新型光纤技术。空芯光纤在数据中心光网络持续提速演进，降低光传输时延，提升网络可靠性，满足算力服务器间互联新需求。

国内头部光纤厂商——如长飞光纤、亨通光电、中天科技也都在积极布局空芯光纤技术，而海外美/欧/印度等国（地区）对我国出口光纤光缆产品的加征关税和反倾销限制同样加速国内企业布局海外产能。

图17：海外针对中国光纤光缆反倾销/制裁政策梳理



资料来源：光电通信，民生证券研究院

图18：光纤光缆企业布局海外产能/高性能产品



资料来源：通信产业网，民生证券研究院

2.2 智能电网：2024 年板块投资力度预计稳步增长，头部企业市占率望持续提升

智能电网的细分市场电缆整体集中度较低，后续头部企业市占率有望持续提升。特高压电网产业链中，线缆和电缆大约分别占特高压电网直流/交流投资结构的 2%/3%，毛利率水平约为 10-15%。线缆电缆整体的行业竞争格局较为分散，青岛汉缆、中天科技、亨通光电等企业在电网电缆领域作为头部企业，市占率依然较低，2022 年国内行业前十名企业的市占率不足 20%。国内电缆企业有集中度提升趋势，头部企业的规模效应将逐步显现，而且随着输配电基础设施项目建设、长距离输电需求增加，近几年技术要求较高的高压电缆市场规模以 10%左右的速度稳定增长，同样利好具有先发优势的头部企业。

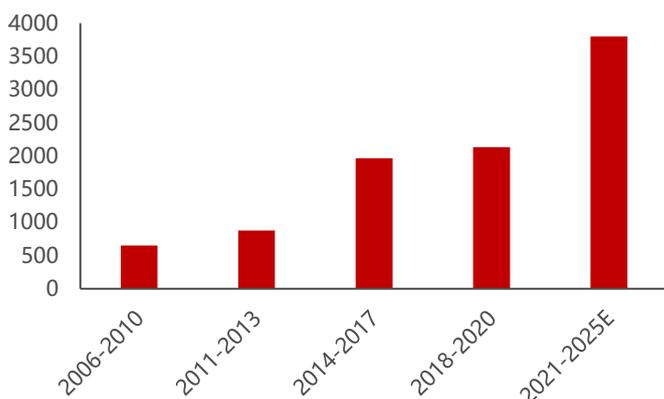
图19：特高压电网产业链



资料来源：华经情报网，民生证券研究院

2023 年国家电网计划电网投资金额达到 5200 亿元，2024 年国家电网建设投资总规模超 5000 亿元，电网投资 90%左右用于电网建设，若上述投资额未包括技改投资，预计 2024 年国网电网投资总额同比增长 10%。

图20：特高压投资规模（亿元）趋势



资料来源：中商情报网，民生证券研究院

特高压工程仍是 2024 年电网重点建设领域。2024 年武汉至南昌、川渝等 6 条特高压交流工程有望在年内建成投运。陕北至安徽、阿坝至成都东等 8 条特高压工程有望在年内开工。2024 年 2 月，国网公示了 2024 年度总部集中采购批次安排，2024 年共计划 97 个招标采购批次，今年特高压项目仍然是计划了 8 个批次，特高压依然是重点投资领域，对该领域企业仍然利好。

表2：2024 年国家电网和南方电网招标计划

项目名称	项目内容	招标形式	2024 年 1 月	2024 年 4 月	2024 年 6 月	2024 年 7 月	2024 年 9 月	2024 年 11 月
国网 2024 年度总部集中采购批次安排								
特高压	服务	批次招标	1 批	2 批/3 批	4 批	5 批	6 批/7 批	8 批
	设备	批次招标	1 批	2 批/3 批	4 批	5 批	6 批/7 批	8 批
	材料	批次招标	1 批	2 批	3 批	4 批	5 批	8 批
	服务前期	批次招标	1 批	2 批		3 批	4 批	
	总计		4	6	3	4	6	3
输变电	设备	单一来源	1 批	2 批	3 批	4 批	5 批	6 批
		批次招标	1 批	2 批	3 批	4 批	5 批	6 批
		协议库存		1 批				2 批
	材料	批次招标	1 批	2 批	3 批	4 批	5 批	6 批
		协议库存			1 批			2 批
总计		3	5	3	3	3	5	
南网 2024 年度总部集团物资采购安排								
	配网材料	框架招标		1 批			2 批	
	配网设备	框架招标		1 批			2 批	
	通信类设备材料	批次招标			1 批	2 批	3 批	
	信息类硬件	框架招标			1 批			2 批
	智能配电	框架招标	1 批			2 批		
	智能网关	框架招标			1 批			
	总计		1	2	3	2	3	1

资料来源：wind，国家电网，南方电网，data 电网，民生证券研究院

2.3 海缆：数据传输增长带动通信海缆需求，海风建设或迎政策与需求共振

2.3.1 通信海缆：海外互联网巨头数据传输增量带动整体需求

数字化时代，海缆是跨国数据传输的重要媒介。根据中国信通院预测，预计2023-2028年，全球还将新建153个海洋通信光网，长度约为77万公里，其中中国企业可以参与建设的项目77个，海缆长度约为34.5万公里。海缆制造企业较为分散，包括法国ASN、挪威Nexans、意大利Prysmian、日本NEC、亨通海洋、烽火通信、中天科技等。根据Coherent Market Insights，预计到2027年全球海缆市场将达到346亿美元。

海外互联网巨头参与投建海缆系统，海缆传输速率不断提升。根据SubTelForum数据，2022-2024年投产海缆中，大型互联网企业在跨大西洋海缆投资中占比89%，而5年前美国网络企业在北大西洋海缆中占比仅有5%。

表3：2024-2033年退役的海底光缆情况

序号	海缆路由方向	2024-2028年达到退役年限的海缆数量(条)	2029-2033年达到退役年限的海缆数量(条)
1	跨大西洋	41	19
2	跨太平洋	4	6
3	亚洲-欧洲	3	6
4	印度洋	8	11
5	国内海缆	23	27
总计		79	69

资料来源：中国信通院，民生证券研究所

2.3.2 海洋能源：国内海风建设限制因素逐步解除，24 年海风建设有望起量

2023Q3 以来，国内海风政策面逐步好转。2023 年 9 月份以来海风限制性因素逐步解除，江苏地区海风审批问题获解决，11 月初，中国海域引用《三峡阳江青洲五七 200 万千瓦海上风电项目海域使用论证报告书》，广东阳江项目获积极推动或作为后续推进用海预审、核准、建设等环节的风向标，前期项目推进受阻的海风建设有望逐步重启。

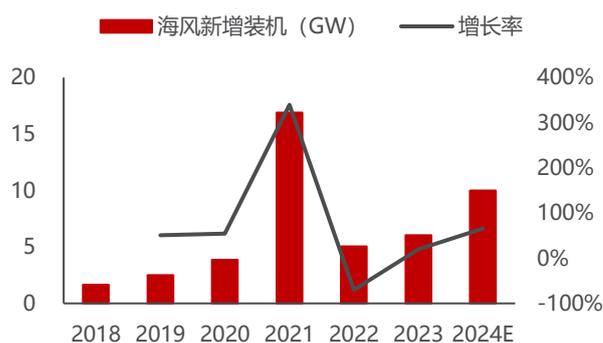
2023 年国内海上风电招标实现 8.6GW，较上年降低 27%，2023 年全国装机量为 6.04GW。2024 年海风项目招标在前期积压需求释放和政策推动下有望实现加速。根据中国能源报，从各大企业海上风电项目推进情况看，预计 2024 年全年装机量可达 10GW。

图21：2023 年国内海上风电招标规模



资料来源：风电之音，民生证券研究院

图22：2018-2024E 国内海上风电装机量



资料来源：wind，民生证券研究院

2024 年以来，各省加速海上风电项目规划和审批进程。2024 年 1 月 5 日，江苏省发改委率先发布《2024 年江苏省重大项目名单、2024 年江苏省民间投资重点产业项目名单》，其中包括 3 个海上风电项目，即盐城国信海上风电、盐城三峡海上风电、盐城龙源海上风电项目，涉及海风建设规模 2.65GW，随后 24 年第一季度，山东、浙江、福建、上海、海南、广东等地接连发布 2024 年海风建设项目规划。

表4：开年以来各地发布 2024 年海风建设规划

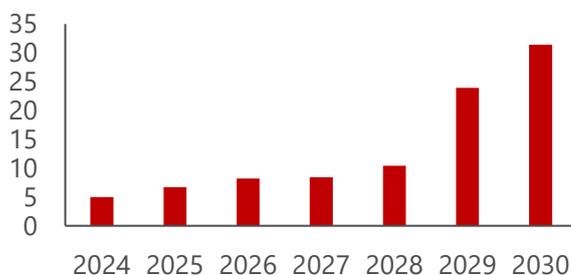
日期	项目	规模
2024 年 1 月	2024 年江苏省重大项目名单	2.65GW
2024 年 1 月	2024 年山东海风重点项目	3.36GW
2024 年 2 月	2024 年福建海风重点项目	4.85GW
2024 年 2 月	2024 年海南省海风重点项目	7.5GW
2024 年 2 月	2024 年上海海风重大工程项目	2GW
2024 年 2 月	2024 年广东省阳江市海风重点建设项目	8.6GW
2024 年 3 月	2024 年浙江海风重大建设项目	2.89GW
2024 年 3 月	2024 年广东省江门市海风重点建设项目	800MW

资料来源：北极星电力网，电气时代，洋浦规委办，海洋碳中和，龙船风电网，民生证券研究院

欧盟和英国能源结构转型带动海风建设热潮，美国风电建设成本为阻碍。此前受到供应链瓶颈、高通胀问题以及高利率等因素影响，2022年美国海上风电项目成本上涨了11%至30%。对比美国，英国和欧陆海风项目对于海风建设企业更具盈利性，海风建设成本相比美国更低，同时英国提高海风电价上限来吸引厂商参与竞标。

根据欧洲风电行业权威机构 Wind Europe 统计，欧洲境内海风建设规模在2023年实现4.2GW的装机，预计2024年将实现5GW规模以上装机。参考欧盟出台的《欧洲风电行动计划》，计划在2030年前安装超过500GW的风能，并实现可再生能源占总能源42.5%的目标，英国政府计划2030年以前海风装机量从14GW提升至50GW。

图23：2024-2030 欧洲（含英国）海风新建规模（GW）



资料来源：WindEurope，民生证券研究院

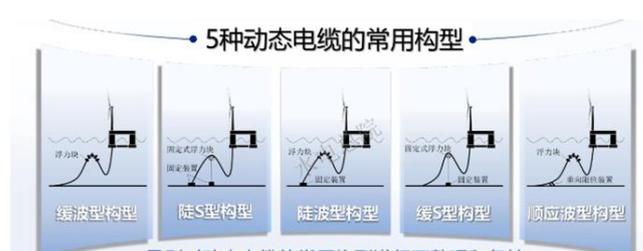
海内外海风建设向着远海风电+风机大型化方向发展。根据国家能源局，预计2030年，我国远海风电并网规模将超过1亿千瓦。动态海缆系统作为漂浮式风电输电的关键装备，主要用于连接风机之间及风机与集电外输的静态海缆。而柔性直流输电系统是指风机发出的电能经过海上交流升压站二次抬升后汇集接入海上柔直换流站，通过海底高压电缆输送到陆上换流站接入交流电网。深远海趋势下漂浮式风电机组需要使用动态电缆，90km 以外深远海柔性直流海缆具备性价比。

图24：深远海柔性直流输电系统



资料来源：国家电网，民生证券研究院

图25：漂浮式风电机组配备的动态海缆形态



资料来源：水电水利规划设计总院，北极星电力网，民生证券研究院

高增量需求下，欧洲海风设备供应商产能不足。欧洲各国需要在 2027-2030 年期间每年建造 24GW 的新增装机才能实现 2030 年的累计装机量目标,而目前,欧洲境内的海上风电设备供应链每年仅能生产约 7GW 容量的设备。

根据欧洲高压电缆制造商 NKT 年报,受到下游需求旺盛影响,其 2023 年高压电缆积压订单创历史新高,总价值量为 108 亿欧元(折合人民币约 844.35 亿元),海上风电项目占比 45%。同时 NKT 表示公司启动约 10 亿欧元的投资计划用于在瑞典新建一座海上电缆制造工厂,预计约 2027 年投产,建成后将成为全球最大的高压海缆生产制造基地。

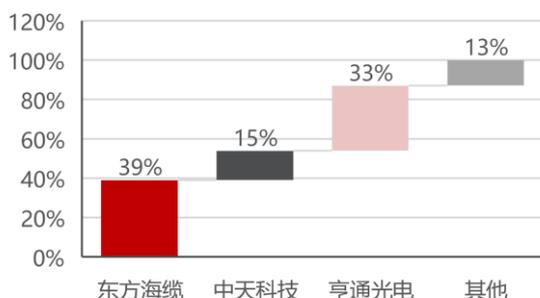
表5: 2023 年 NKT 部分海缆项目

项目名称	国家	项目公布时间	规模 (百万欧元)	项目类型
50Hertz HVDC Projects	德国	202309	~3500	海风/电网互联
Baltic Power	波兰	202306	>120	海风
East Anglia Three	英国	202306	>250	海风
Hornsea 3	英国	202303	~500	海风
IJmuiden Ver Beta, G&N 2	法国	202303	~2000	海风

资料来源: NKT 年报, 民生证券研究院

海外海缆企业产能紧张,带来国内海缆企业出海机会:在欧洲海风建设需求持续提升的趋势下,海外头部海缆企业在手订单规模较大,产能紧张,而国内海缆企业有望把握海外头部海缆厂商产能紧张的窗口期,拓展出海订单和市场份额。中天科技 2023 年中标欧洲 Baltica2 海上风电项目 275kV 高压交流海缆及附件,折合人民币约 12.09 亿元,2023 年海外项目持续增加,出货逻辑已初步印证;东方电缆此前中标德国海缆项目,并且已于荷兰成立子公司。

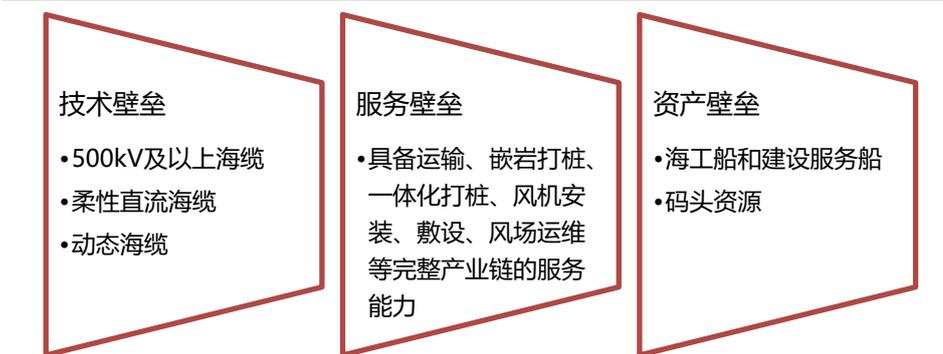
图26: 2022 年全国海缆市场分布格局



资料来源: 世纪能源网, 民生证券研究院

据世纪能源网统计,2022 年国内海缆市场,东方电缆市场占有率 39%,第二名亨通光电市占率 33%,中天科技 15%,CR3 市占率 87%。三家头部企业相较其他企业具备技术/服务/资产壁垒,技术壁垒包括 500kV 及以上海缆、柔性直流海缆、动态海缆生产制造能力等,服务壁垒包括运输、嵌岩打桩、一体化打桩、风机安装、敷设、风场运维等完整产业链的服务能力,资产壁垒包括海工船和建设服务船、码头资源等重资产。

图27：一线海缆企业竞争优势



资料来源：民生证券研究院

3 公司：光通信稳健发展，海缆+特高压电网业务将受益于需求增长

根据公司披露，2023 年特高压和智能电网领衔各项业务增长。“十四五”期间特高压电网投资高峰期内，“西电东送”的特高压输电工程解决方案中，亨通光电子公司参与从吉昌至古泉、蒙西至晋中、北京西至石家庄等路段。

2024 年智能电网行业有望受益于下游数智电网和特高压电网投资加速。此前国家电网 2024 年第一批采购（输变电项目第一次变电设备（含电缆）招标采购），国网 2024-1 共招 52 包（21.15 亿元），由 36 家供应商提供，其中江苏亨通高压海缆有限公司中 2 包 7514 万元，占总金额的 3.6%。国家电网 2024 年第三批采购（输变电项目第一次线路装置性材料招标采购）中，公司子公司共计中标约 2.3 亿元，公司智能电网业务中标有望受益于电网投资加速。

表6：国家电网 2024 年第三批采购（输变电项目第一次线路装置性材料招标采购）公司中标情况

标名称	包号	中标候选人	中标金额（万元）
导地线	包 2	江苏亨通电力电缆有限公司	4702.81
导地线	包 29	江苏亨通电力电缆有限公司	4053.39
导地线	包 30	江苏亨通电力电缆有限公司	4049.07
导地线	包 40	江苏亨通电力电缆有限公司	3980.34
导地线	包 79	江苏亨通电力电缆有限公司	3496.99
光缆	包 9	江苏亨通电力智网科技有限公司	1178.93
光缆	包 12	江苏亨通电力智网科技有限公司	1210.03
光缆	包 26	江苏亨通光电股份有限公司	506.84

资料来源：国家电网官网，民生证券研究院

国内市场，公司将进一步提升 G.654E 光纤在主干网应用。为了进一步提升光纤传输的容量，市场主要推进光纤光缆向高速率、大带宽、低时延、低损耗、高可靠等方向发展。2024 年公司将推动 G.654E 系列光纤在主干网络应用，2023 年公司通过将 G.654E 分为陆纤和海纤两大产线，区分成本和对应产品品质，产线辅助配套原材料产线，完成成本控制和生产模式优化。

在光通信产品系列上，公司将加大在激光、无源、多模光纤等细分领域的布局。同时特种光缆领域，公司依然具备较强竞争力，2 月底，中国移动公示了 2024 年至 2025 年特种光缆产品集采结果，预计采购规模为 20.99 万皮长公里，折合 720 万芯公里，最高总预算为 6.88 亿元，公司以 15.94% 份额排名第二。

表7：中国移动 2024 年至 2025 年特种光缆产品集采

中标候选人排序	公司	投标报价（亿元）	中标份额
第一	长飞光纤	5.95	18.85%
第二	亨通光电	5.94	15.94%
第三	烽火通信	5.95	14.49%
第四	中天科技	5.94	13.04%
第五	富通通信	5.96	11.59%

资料来源：中国移动公告，民生证券研究院

公司加快布局海外光纤光缆产能，或将受益于海外数据中心建设增量。2023年3月，公司与德国莱尼集团达成协议，完成对 J-fiber Group 的收购，J-fiber 拥有超过 30 年的光纤制造经验，是欧洲领先特种光纤供应商之一，标准化高性能 OM1-OM5 多模光纤，在欧洲、中东、北美和亚洲市场有着重要的品牌影响力。

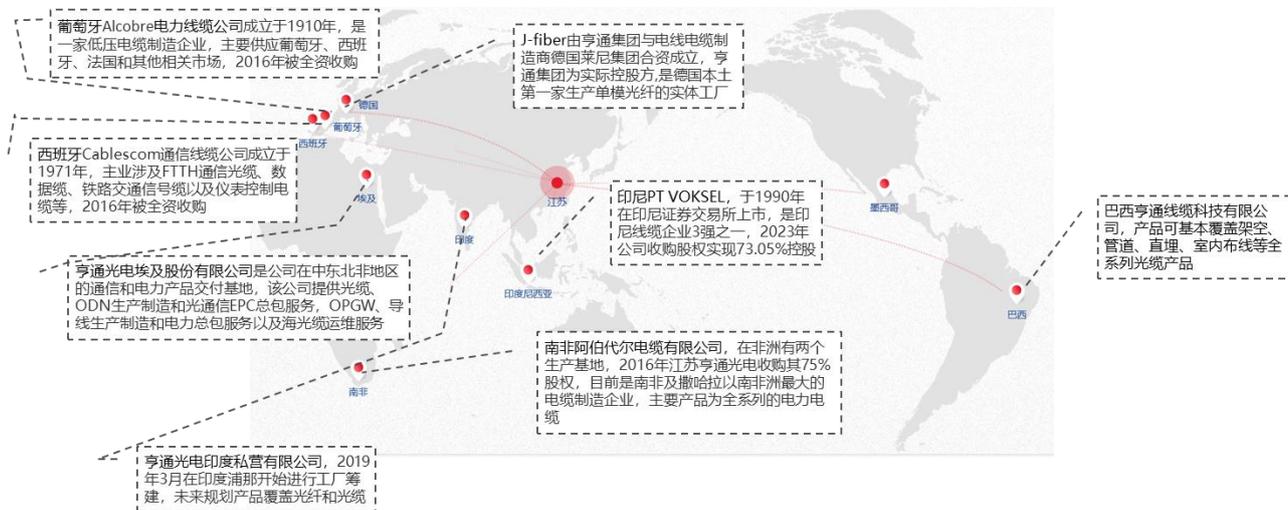
表8：多模光纤性能

光纤类型	核心直径	应用场景	特点和优势
OM1	62.5μm	较短距离通信、局域网	逐渐被更先进的光纤所替代，色散问题较严重
OM2	62.5μm	短距离通信、局域网	通过设计减轻了色散问题
OM3	50μm	数据中心、高速通信	高带宽，支持 10Gbps 至 40Gbps 数据传输
OM4	50μm	数据中心、高速通信	更大的带宽,优化的色散性能
OM5	51μm	数据中心互连、高带宽多波长传输	支持多波长传输，用于高带宽多波长应用

资料来源：鲜枣课堂，民生证券研究院

截至目前，公司实现全球布局 11 座海外产业基地，在 40 多个国家设立营销技术分公司，实现 150 多个国家和地区业务覆盖。

图28：公司加快布局海外光纤光缆产能



资料来源：wind，公司官网，民生证券研究院

在通信海缆海洋通信领域，公司技术和服务经验优势明显。公司是国内唯一具备海底光缆、海底接驳盒、中继器 Repeater、分支器 Branching Units 研发生产制造能力、跨洋通信网络系统解决方案提供能力以及跨洋通信网络系统建设能力的全产业链公司。

公司 PEACE 跨洋海缆通信系统的巴基斯坦-埃及-肯尼亚、埃及-法国段已于2022 年底顺利投产。基于亚太带宽市场需求快速增长及已有目标客户实际需求，公司调整 PEACE 跨洋海缆通信系统项目的南非段建设进程，2023 年优先建设

PEACE 跨洋海缆通信系统新加坡延伸段项目，从而将 PEACE 跨洋海缆通信系统拓展至新加坡，提升现有网络价值。

图29：PEACE 项目亚非线路



资料来源：华为海洋官网，民生证券研究院

图30：PEACE 项目延申至新加坡路线



资料来源：公司年报，民生证券研究院

2023 年公司发布全球首个 32 纤对海底通信中继器原型机和 32 纤对中继海底光缆，推动行业进入 Petabit 级超大容量系统传输时代；发布全球首个中继海缆系统 18kV 供电方案，引领海洋通信行业 SDM 技术变革；建设全球首个 16 纤对中继海底光缆系统。公司全球海洋通信光缆交付里程数已累计突破 90,000 公里，截至 23Q3，海洋通信业务相关在手订单累计 60 亿元。

公司是国内少数具备量子保密通信中超低损耗光纤技术的企业之一。2016 年 7 月，亨通光电与北京邮电大学签署协议共建量子光电子实验室。一个月后，亨通光电与中科大郭光灿院士的问天量子签署协议，共同投资设立江苏亨通问天量子信息研究院有限公司，亨通光电持股 70%。亨通光电已推出了量子密钥分配终端 QKD、量子保密通信组网设备、量子设备管理平台、量子通信科研设备、量子安全衍生产品等五大系列产品。量子保密通信需要的超低损耗光纤及大有效面积光纤，目前国内只有两家厂商能够提供，亨通光电就是其中之一。

子公司亨通高压海缆拓展码头资源和生产基地产能。除在产的亨通（常熟）高压海缆产业园外，公司加速推进江苏射阳和广东揭阳的生产基地建设。在产海底电缆生产基地位于苏州亨通（常熟）高压海缆产业园，毗邻长江，拥有码头资源。公司同步加快推进在江苏射阳布局的海洋能源生产基地建设，以及在广东揭阳布局的海洋能源生产基地的项目建设。

图31：通高压海缆的码头和生产基地



资料来源：wind，公司公告，百度地图，民生证券研究院

亨通高压海缆业务当前有 6 艘海风工程船和建设服务船，确保海缆敷设和运维服务顺利进行。公司重点推动新一代深远海大型风机安装船的建设，可实现在 70m 以内水深进行海上风电机组的吊装及风机基础施工作业，安装风电机组将可覆盖至 20 兆瓦，以满足国内外海上风电大容量、深远海施工需求并提升公司在海上风电领域的核心竞争力。

图32：公司海缆铺设船



资料来源：亨通集团官网，民生证券研究院

图33：公司缆 1 浅水铺缆船



资料来源：亨通集团官网，民生证券研究院

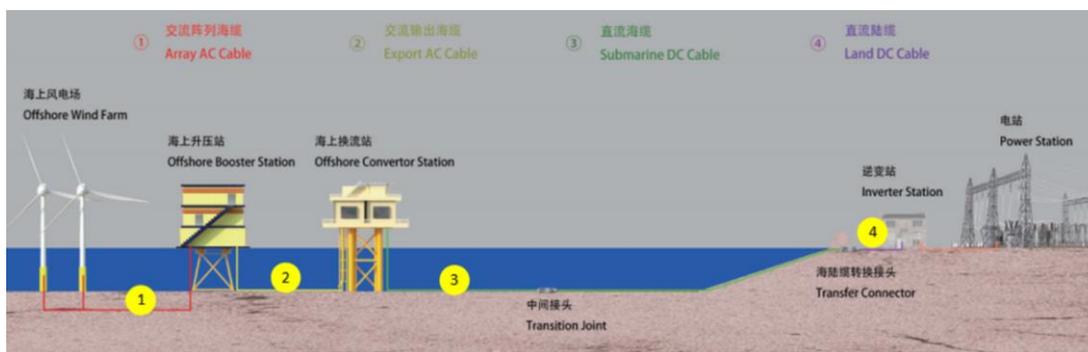
作为一线海缆企业，公司具备明显技术优势：

- **高压海缆**：公司通过自主研发和科研合作具备 500kV 交流海陆缆系统、±535kV 直流海陆缆系统、330kV/220kV/66kV 三芯大截面铜芯/铝芯海底电缆系统高端装备的设计、制造及工程服务能力，同时具备 500kV 及以下交直流海缆软接头技术。
- **动态海缆**：亨通高压承担的国家重点研发计划“深海关键技术与装备”专项“浮式海上风电用动态缆关键技术研发与示范应用”项目长期致力

于深远海动态缆技术开发，成功研制 35kV 与 66kV 动态海缆系统；该计划成果成功安装应用于国内首台深远海漂浮式风电机组“扶摇号”，亨通是该项目的唯一海底电缆供应商及敷设承建商。

- **柔性直流海缆：**2023 年公司自主研发的国内首台套“35kV 及以下柔性电缆转供设备暨供电抢修应急装置”于舟山顺利投运，该技术被认定为国际先进水平，填补了国内外技术空白，做到缆和设备的融合，在电网系统中具有较高的市场应用价值。

图34：亨通高压海缆深远海直流海缆生产图示



资料来源：wind，亨通集团官网，民生证券研究院

2024 年国内海缆项目中标加速。根据公司公告，截至 2024 年 3 月中旬，公司控股子公司收到项目《中标通知书》，确认中标了“申能海南 CZ2 海上风电示范项目 35kV 海缆、220kV 海缆与陆缆采购及敷设施工(标段 I)”、“盈和海风场 2023-2025 年 35kV 海缆抢修施工”等项目；签署了“山东能源渤中海上风电 G 场址工程（南区）EPC 总承包工程 66kV 海缆采购及敷设工程”“国家电投广东湛江徐闻海上风电场 300MW 增容项目海上工程 EPC 总承包项目 220kV 海缆登陆段定向钻工程”等海洋能源项目合同，中标总金额为 11.86 亿元（含税）。

表9：近期公司中标海缆建设/服务项目

项目名称	中标单位	中标内容	项目金额
申能海南 CZ2 海上风电示范项目 35kV 海缆、220kV 海缆与陆缆采购及敷设施工(标段 I)	亨通高压海缆	35kV 海缆、220kV 海缆与陆缆采购及施工	9.76 亿元
山东能源渤中海上风电 G 场址工程（南区）EPC 总承包工程 66kV 海缆采购及敷设工程	亨通高压海缆	66kV 海缆采购及敷设工程	1.76 亿元
盈和海风场 2023-2025 年 35kV 海缆抢修施工等工程	亨通海洋工程有限公司	35kV 海缆抢修施工、220kV 海缆登陆段定向钻工程	0.34 亿元

资料来源：公司公告，民生证券研究院

积极布局海外项目对接出海需求。亨通光电参与过葡萄牙半潜式浮动海上风力发电工程建设，WindFloat Atlantic 项目由葡萄牙电力新能源公司主导开发（EDPR），亨通承接的该段 150kV 送出海缆总包项目，公司在海外有较深的业务和渠道积累。此外，公司 2022 年曾多次参与中标海外海风项目，包括“越南金瓯海上风电项目”海缆及其附属设备的制造、运输与施工采购，“沙特红海海缆项目”33kV 海缆供货及敷设，“泰国 PEA 乌龟岛 33kV 海电缆项目”33kV 海缆供货等。

表10：2022 年公司中标部分海外海缆项目列示

项目名称	中标内容	金额 (亿元)
越南金瓯海上风电项目	海缆及其附属设备的制造、运输与施工采购	4.59
沙特红海海缆项目	33kV 海缆供货及敷设	2.1
泰国 PEA 乌龟岛 33kV 海电缆项目	33kV 海缆供货	0.68

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

- 1) 关于光通信业务, 随着“东数西算”工程持续推进, 国家对主干网络中应用光纤产品的要求大大提高, 今年公司将大力推进 G.654 系列光纤在主干网络应用, 同时在特种光纤光缆、海外光纤销售上不断开发新领域新产品。公司布局产业链上下游垂直领域, 在产品生产环节上形成闭环, 做到成本控制持续改善。我们预计 2023/2024/2025 年光通信板块公司实现营业收入 79.76/87.73/96.50 亿元, 毛利率同期为 23.0%/24.0%/25.0%。
- 2) 智能电网业务板块, 我们预计智能电网占公司整体业务比例将较为稳定。随着特高压和电网建设投资在“十四五”期间的稳定发展, 公司电缆线缆下游市场将持续稳定增长, 并且作为头部企业, 公司市占率有望逐步提高, 我们预计 2023/2024/2025 年公司该业务分别实现营业收入 223.40/259.14/285.05 亿元, 对应毛利率 13.3%/13.5%/13.6%。
- 3) 海洋能源与通信板块, 我们预计近几年主要增长性来源于公司海洋能源海缆板块, 随着 2024 年政策推动与前期积压海风项目需求释放共振, 海缆板块预计迎来高速发展期, 当前各地建设规划以及招标项目发布数量或表明 2024 年海上风电呈现发展提速之势, 根据公司公告, 公司 2024 年海风海缆和海工中标进程加速, 我们预计公司海洋通信和能源板块 2023/2024/2025 年实现营业收入 54.59/72.33/86.79 亿元, 毛利率为 31.0%/31.5%/32.0%。

我们主要预测公司主营业务中, 光通信、智能电网、海洋能源与通信等占比较高业务的收入和毛利率趋势。我们预计在公司降本增效、优化产品结构等系列措施下, 公司 2023-2025 年光通信板块继续呈现毛利率提升趋势, 其中 2023 年智能电网引领收入增长, 预计 2024 年海洋能源与通信板块增速较大。我们预计公司 2023/2024/2025 年公司实现营业收入 506.70/588.08/651.09 亿元, 同期毛利率分别为 14.5%/15.0%/ 15.5%。

表11：主营收入预测表

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
光通信	收入/百万元	6,252.0	7,559.7	7,975.5	8,773.1	9,650.4
	增长率	4.8%	20.9%	5.5%	10.0%	10.0%
	毛利率	15.21%	20.09%	23.0%	24.0%	25.0%
智能电网	收入/百万元	16,994.6	19,425.6	22,339.5	25,913.8	28,505.2
	增长率	30.1%	14.3%	15.0%	16.0%	10.0%
	毛利率	13.34%	13.30%	13.3%	13.5%	13.6%
海洋能源与通信	收入/百万元	5,752.3	5,054.4	5,458.8	7,232.9	8,679.4
	增长率	73.6%	-12.1%	8.0%	32.5%	20.0%
	毛利率	47.11%	33.36%	31.0%	31.5%	32.0%
工业智能	收入/百万元	3,022.5	2,985.2	3,134.5	3,620.3	3,910.0
	增长率	63.6%	-1.2%	5.0%	15.5%	8.0%
	毛利率	14.65%	13.68%	14.0%	14.0%	13.7%
铜导体	收入/百万元	6,846.1	8,093.1	8,335.9	9,377.9	9,940.6
	增长率	14.2%	18.2%	3.0%	12.5%	6.0%
	毛利率	1.05%	1.20%	1.2%	1.2%	1.2%
其他	收入/百万元	2,077.7	3,014.2	3,094.1	3,558.2	4,092.0
	增长率	38.5%	45.1%	2.7%	15.0%	15.0%
	毛利率	4.68%	7.91%	8.0%	8.0%	8.0%
其他业务	收入/百万元	326.0	331.6	331.6	331.6	331.6
	增长率	-53.5%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	13.69%	15.84%	16.0%	16.0%	16.0%
合计	收入/百万元	41,271.2	46,464.0	50,669.9	58,807.8	65,109.1
	增长率	27.4%	12.6%	9.1%	16.1%	10.7%
	毛利率	15.95%	14.17%	14.5%	15.0%	15.5%

资料来源：wind，公司公告，公司年报，民生证券研究院预测

我们预测公司 2024、2025 年公司销售费率和管理费率保持稳定水平，而研发费率随着公司在光纤光缆、海缆等产品技术投入小幅提升，因此我们预计公司 2023/2024/2025 年公司销售费率分别为 2.7%/2.7%/2.7%，管理费率分别为 2.9%/3.0%/3.0%，同期研发费率分别为 3.7%/3.9%/4.1%，财务费率分别为 0.5%/0.4%/0.4%。

表12：期间费率表

	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费率	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费率	3.1%	2.9%	3.0%	3.0%
研发费率	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%
财务费率	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%

资料来源：wind，公司公告，公司年报，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

我们选取经营海缆相关业务的东方电缆、经营光纤光缆业务的长飞光纤、以及同时涉及光通信、电网海缆业务的中天科技为可比公司，2023/2024/2025 年可比公司 PE 平均值分别为 19/16/12 倍，高于公司 2023/2024/2025 年 15/12/10 倍 PE 水平。

表13: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603606.SH	东方电缆	42.88	1.45	2.01	2.77	29	21	15
600522.SH	中天科技	13.38	1.04	1.25	1.49	13	11	9
601869.SH	长飞光纤	27.64	1.71	1.86	2.18	16	15	13
平均						19	16	12
600487.SH	亨通光电	13.14	0.87	1.06	1.26	15	12	10

资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 长飞光纤、东方电缆年报已经发布, 因此 2023 年 EPS/PE 为确定数据, 而非预测数据;
注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2024 年 4 月 17 日。

4.3 投资建议

公司整体业务发展稳健, 其中光通信业务迎毛利率持续上升周期, 海缆和智能电网板块迎增速发展期, 我们预计 2023/2024/2025 年公司实现归母净利润 21.49/26.26/31.04 亿元, 同比增长 35.7%/22.2%/18.2%, 同期 EPS 分别为 0.87/1.06/1.26 元, 对应 PE 为 15/12/10 倍, 维持“推荐”评级。

5 风险提示

- 1) **国内海风发展具备限制性因素风险:** 海风项目开发进程依然存在被限制可能性, 比如海风审批流程、中标到开工节奏较缓等因素;
- 2) **国内海缆公司出海业务或受影响:** 4月初, 欧盟启动对中国出口欧洲的风电涡轮机供应商展开“反补贴调查”, 国内风电产业链出口机会或受影响;
- 3) **2024年运营商光纤光缆采购力度不及预期:** 随着5G建设进入尾声, 国内运营商降低24年资本开支并且重点偏向算力投资, 因此2024年光纤光缆国内需求依然面临风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	46,464	50,670	58,808	65,109
营业成本	39,879	43,344	49,968	55,007
营业税金及附加	176	152	218	241
销售费用	1,220	1,368	1,588	1,758
管理费用	1,423	1,469	1,764	1,953
研发费用	1,648	1,875	2,294	2,669
EBIT	2,151	2,549	3,068	3,572
财务费用	346	253	258	247
资产减值损失	-113	-78	-90	-98
投资收益	83	81	88	91
营业利润	1,674	2,310	2,821	3,332
营业外收支	12	-12	-13	-13
利润总额	1,686	2,298	2,808	3,318
所得税	95	138	168	199
净利润	1,591	2,160	2,640	3,119
归属于母公司净利润	1,584	2,149	2,626	3,104
EBITDA	3,525	4,026	4,753	5,398

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,679	9,134	9,723	11,418
应收账款及票据	16,872	17,921	20,399	22,142
预付款项	1,626	1,755	1,999	2,173
存货	4,800	5,123	5,879	6,442
其他流动资产	4,857	4,786	5,243	5,555
流动资产合计	37,835	38,720	43,243	47,730
长期股权投资	1,840	1,921	2,009	2,101
固定资产	8,216	8,913	9,600	10,282
无形资产	2,127	2,137	2,072	1,999
非流动资产合计	17,842	17,969	17,848	17,799
资产合计	55,677	56,689	61,091	65,530
短期借款	7,491	5,491	5,491	5,491
应付账款及票据	10,307	11,127	12,732	13,910
其他流动负债	6,272	5,219	5,834	6,252
流动负债合计	24,071	21,837	24,057	25,654
长期借款	4,173	5,598	5,598	5,598
其他长期负债	529	531	495	542
非流动负债合计	4,702	6,129	6,093	6,140
负债合计	28,774	27,966	30,150	31,794
股本	2,467	2,458	2,444	2,444
少数股东权益	3,204	3,214	3,228	3,243
股东权益合计	26,903	28,723	30,941	33,736
负债和股东权益合计	55,677	56,689	61,091	65,530

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.58	9.05	16.06	10.72
EBIT 增长率	-8.00	18.51	20.37	16.43
净利润增长率	10.25	35.71	22.21	18.17
盈利能力 (%)				
毛利率	14.17	14.46	15.03	15.52
净利润率	3.41	4.24	4.47	4.77
总资产收益率 ROA	2.84	3.79	4.30	4.74
净资产收益率 ROE	6.68	8.42	9.48	10.18
偿债能力				
流动比率	1.57	1.77	1.80	1.86
速动比率	1.16	1.30	1.32	1.37
现金比率	0.40	0.42	0.40	0.45
资产负债率 (%)	51.68	49.33	49.35	48.52
经营效率				
应收账款周转天数	114.61	113.00	111.00	109.00
存货周转天数	43.93	43.80	43.60	43.40
总资产周转率	0.86	0.90	1.00	1.03
每股指标 (元)				
每股收益	0.64	0.87	1.06	1.26
每股净资产	9.61	10.34	11.23	12.36
每股经营现金流	0.35	1.34	1.20	1.66
每股股利	0.08	0.11	0.13	0.16
估值分析				
PE	20	15	12	10
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.43	10.01	8.48	7.46
股息收益率 (%)	0.62	0.84	1.03	1.21

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,591	2,160	2,640	3,119
折旧和摊销	1,374	1,477	1,685	1,825
营运资金变动	-2,791	-799	-1,947	-1,450
经营活动现金流	855	3,293	2,960	4,095
资本开支	-2,565	-1,288	-1,371	-1,543
投资	-238	46	0	0
投资活动现金流	-2,768	-1,326	-1,371	-1,543
股权募资	26	-100	-156	0
债务募资	2,872	-1,652	0	0
筹资活动现金流	1,789	-2,512	-1,001	-857
现金净流量	-58	-545	589	1,695

插图目录

图 1: 亨通高压海缆发展历程.....	4
图 2: 亨通海洋光网 (华海科技) 股权结构.....	4
图 3: 公司亨通海洋光网 (华海科技) 发展历程.....	4
图 4: 公司股权结构.....	5
图 5: 2004-2023 前三季度收入趋势.....	6
图 6: 2004-2023 前三季度净利润趋势.....	6
图 7: 2004-2023 前三季度公司销售毛利率.....	7
图 8: 2004-2023 前三季度公司期间费率 (%).....	7
图 9: 国内基站数量 (万座) 平稳上升趋势.....	8
图 10: 国内宽带接入户数 (万户) 持续上升趋势.....	8
图 11: 光纤原材料 PBT 变化趋势.....	9
图 12: 光纤原材料聚乙烯变化趋势.....	9
图 13: 工信部联合其它部门接连推出通信网络升级的政策.....	9
图 14: 中国移动采购特种电缆品种范围.....	10
图 15: 光纤海关进出口量趋势.....	10
图 16: 光缆海关进出口量趋势.....	10
图 17: 海外针对中国光纤光缆反倾销/制裁政策梳理.....	11
图 18: 光纤光缆企业布局海外产能/高性能产品.....	11
图 19: 特高压电网产业链.....	12
图 20: 特高压投资规模 (亿元) 趋势.....	12
图 21: 2023 年国内海上风电招标规模.....	15
图 22: 2018-2024E 国内海上风电装机量.....	15
图 23: 2024-2030 欧洲 (含英国) 海风新建规模 (GW).....	16
图 24: 深远海柔性直流输电系统.....	16
图 25: 漂浮式风电机组配备的动态海缆形态.....	16
图 26: 2022 年全国海缆市场分布格局.....	17
图 27: 一线海缆企业竞争优势.....	18
图 28: 公司加快布局海外光纤光缆产能.....	20
图 29: PEACE 项目亚非线路.....	21
图 30: PEACE 项目延申至新加坡路线.....	21
图 31: 通高压海缆的码头和生产基地.....	22
图 32: 公司海缆铺设船.....	22
图 33: 公司缆 1 浅水铺缆船.....	22
图 34: 亨通高压海缆深远海直流海缆生产图示.....	23

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 员工持股计划业绩考核和解锁情况.....	6
表 2: 2024 年国家电网和南方电网招标计划.....	13
表 3: 2024-2033 年退役的海底光缆情况.....	14
表 4: 开年以来各地发布 2024 年海风建设规划.....	15
表 5: 2023 年 NKT 部分海缆项目.....	17
表 6: 国家电网 2024 年第三批采购 (输变电项目第一次线路装置性材料招标采购) 公司中标情况.....	19
表 7: 中国移动 2024 年至 2025 年特种光缆产品集采.....	19
表 8: 多模光纤性能.....	20
表 9: 近期公司中标海缆建设/服务项目.....	23
表 10: 2022 年公司中标部分海外海缆项目列示.....	24
表 11: 主营收入预测表.....	26
表 12: 期间费率表.....	26

表 13: 可比公司 PE 数据对比	27
公司财务报表数据预测汇总	29

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026