

# 海缆业务领先优势持续巩固，受益国内海上风电景气向上

——东方电缆首次覆盖报告

公司深度

## ● 东方电缆是国内领先的海缆企业，持续受益全球海上风电行业增长

公司是国内陆地电缆、海底电缆系统核心供应商，深耕海缆行业多年，目前稳居国内海缆公司前列。公司2005年开始布局海缆业务，经过多年的发展，海缆业务已经成为公司利润的主要贡献来源，产能和生产研发技术水平均处于行业领先地位，稳居国内海缆公司第一梯队。得益于近几年国内海上风电行业的快速发展，公司营收规模和利润体量均大幅提高，未来将持续受益全球海上风电持续增长。

## ● 国内海上风电景气迎来拐点，中长期仍具有较大增长空间

短期来看，2021年抢装结束后，国内海上风电新增节奏有所放缓，一方面是抢装带来的需求透支，另一方面是行业处在海域、航道等审批制度完善之前的阵痛期，建设节奏受到影响。近期国内海上风电出现积极信号，建设节奏有望加快。中长期来看，大型化持续推动海上风电降本，海上风电靠近国内用电负荷的消纳优势明显，国内深远海海上风电资源开发潜力大，国内海上风电中长期仍具有较大增长空间。

## ● 海缆竞争格局相对稳定，抗大型化通缩能力较强，持续受益海风行业增长

国内的海缆行业呈现三强格局，东方电缆、中天科技、亨通光电为第一梯队，领先优势明显，竞争格局相对稳定。海缆行业处在海上风电产业链的中游，产业链位置与风机平行，不受风机大型化带来的价值量通缩影响。同时，国内海上风电项目逐渐走向深远海，离岸距离增加，海缆电压等级提升，有利于提升海上风电项目对海缆的需求量。

## ● 东方电缆充分受益全球海风行业景气上行

在手订单对公司2024、2025年业绩提供有力支撑。截至2024年10月18日，公司海缆系统在手订单29.5亿元，海洋工程14.0亿元。近期新中标海缆相关订单合计约40亿。公司依托东部和南部基地布局，在粤西及浙江地区的拿单优势明显，2025年广东、浙江两省海上风电项目储备丰富，项目建设节奏加快，东方电缆有望持续受益。此外，东方电缆积极开拓国际市场，欧洲订单持续突破。2022年以来，中标了5个欧洲海底电缆项目，1个海上油气田脐带缆项目，合计金额31亿元。公司有望持续受益欧洲海上风电的增长。

## ● 盈利预测、估值与评级

公司是国内陆地电缆、海底电缆系统核心供应商，有望持续受益全球海上风电行业快速发展。我们预计公司2024至2026年，公司分别实现营业收入93亿、126亿、138亿，同比增速分别约为27%、36%、10%，分别实现归母净利润12、20、22亿元，对应目前市值PE分别为32、19、17X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：海上风电项目建设周期长，审批、招标、建设过程中若进展不顺，可能对海缆交付产生影响，影响公司业绩；相关国家贸易政策具有不确定性，可能对公司出口业务产生影响；原材料价格快速上涨的风险；模型预测部分包含较多主观假设

## 财务摘要和估值指标（2024年12月16日）

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,009	7,310	9,257	12,585	13,834

## 强烈推荐（首次评级）

王子瑀（分析师）

wangzixun@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280524110001

范云浩（分析师）

fanyunhao@cctgsc.com.cn

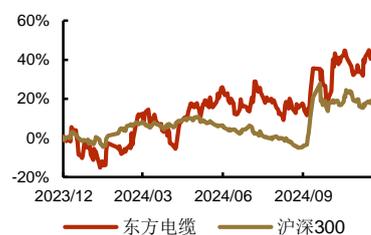
证书编号：S0280524010001

## 市场数据

时间 2024/12/16

收盘价(元):	54.89
一年最低/最高(元):	32.88/61.18
总股本(亿股):	6.88
总市值(亿元):	377.49
流通股本(亿股):	6.88
流通市值(亿元):	377.49
近3月换手率:	89.13%

## 股价一年走势



## 相关报告

增长率(%)	-11.6	4.3	26.6	36.0	9.9
净利润(百万元)	842	1,000	1,205	2,039	2,221
增长率(%)	-29.1	18.7	20.5	69.2	8.9
毛利率(%)	22.4	25.2	22.0	25.2	24.8
净利率(%)	12.0	13.7	13.0	16.2	16.1
ROE(%)	15.3	15.9	16.8	22.7	20.3
EPS(摊薄/元)	1.22	1.45	1.75	2.96	3.23
P/E	39.2	34.9	31.7	18.7	17.2
P/B	9.0	4.8	5.3	4.3	3.5

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2024 年 12 月 16 日

## 目 录

1、 国内海缆行业领先公司，充分受益海上风电行业发展.....	5
1.1、 公司深耕电缆行业多年，是国内领先的海缆企业.....	5
1.2、 股权结构稳定，各子公司布局分工明确.....	5
1.3、 海缆系统贡献了公司主要利润，公司充分受益国内海缆行业增长.....	6
1.4、 公司近年来业绩快速增长，期间费用率持续优化.....	7
2、 国内海风行业迎来景气拐点，海缆行业有望充分受益.....	9
2.1、 近期国内海上风电行业出现积极变化.....	9
2.2、 2025 年具备并网条件项目储备丰富，国内海风行业迎来景气拐点.....	10
2.3、 中长期国内海风行业仍具有较大增长空间.....	12
3、 海缆抗大型化通缩能力较强，受益项目离岸距离增加及持续技术迭代.....	16
3.1、 海缆行业下游直接客户是业主，受风机大型化通缩影响相对小.....	16
3.2、 海缆行业先发优势明显，企业梯队明显，格局较为稳定.....	18
3.3、 离岸距离增加，提升海缆行业的整体需求.....	18
4、 公司充分受益全球海风行业景气上行.....	19
4.1、 公司是国内领先的海缆生产商，海缆基地布局科学合理.....	19
4.2、 研发技术领先优势明显，更高等级电压及柔直技术产品持续突破.....	21
4.3、 2025 年业绩确定性较高，充分受益广东项目节奏加快.....	22
4.4、 海外布局进入收获期，欧洲海缆订单持续突破.....	24
4.5、 国内电网投资加速，陆缆业务有望持续稳定增长.....	25
5、 投资建议：充分受益全球海风行业增长，后市可期.....	26
5.1、 关键假设及盈利预测.....	26
5.2、 可比公司估值表.....	27
5.3、 投资建议.....	27
5.4、 风险提示.....	27
6、 附录：财务预测摘要.....	27
附：财务预测摘要.....	28

## 图表目录

图 1： 公司深耕电缆行业多年，技术创新实力处于行业前列.....	5
图 2： 公司第一大股东为宁波东方集团，公司实控人为夏崇耀（截至 24 年 3 季度末）.....	6
图 3： 公司业务主要分为海缆系统、陆缆系统、海洋工程 3 块业务板块.....	6
图 4： 2023 年营收主要来自陆缆系统，占比 52%.....	7
图 5： 2023 年毛利主要来自海缆系统，占比 74%.....	7
图 6： 海缆系统毛利率显著高于陆缆系统.....	7
图 7： 2018 至 2023 年营业收入 CAGR 达到 19.3%.....	7
图 8： 2018 至 2023 年归母净利润 CAGR 达到 42.4%.....	7
图 9： 公司近几年的业绩快速增长主要得益于国内海风行业的发展.....	8
图 10： 海缆系统业务发展提升了公司整体盈利能力.....	8
图 11： 近几年公司期间费用率保持稳定.....	8
图 12： 2022 年国内海上风电新增装机容量有所下滑（单位：GW）.....	9
图 13： 2022 年以后江苏省海上风电建设节奏明显放缓（单位：GW）.....	10
图 14： 广东省 2025 年潜在并网项目居前（MW）.....	12

图 15: 三峡集团 2025 年潜在并网项目居前 (MW) .....	12
图 16: 全球海上风电度电成本已低于传统化石能源 .....	12
图 17: 国内风机大型化进程加速 (MW) .....	13
图 18: 2023 年 8MW 以上风机成为海风主力机型 .....	13
图 19: 全球风机整机厂加快对超大型风机布局 (MW) .....	14
图 20: 沿海省区普遍存在用电缺口, 海上风电靠近用电负荷中心消纳优势明显 (亿千瓦时) .....	14
图 21: 我国沿海地区风能资源丰富, 技术可开发潜力大 .....	15
图 22: 海上风电场由风电机组、海缆系统、升压站/换流站、陆上集控中心等部分构成 .....	16
图 23: 电力经由阵列缆汇流后, 由送出缆传输至陆地主网 .....	17
图 24: 海缆位于风电产业链中游, 与风机位置平行, 直接下游客户是风电运营商 .....	17
图 25: 海缆敷设船在港口接缆 .....	18
图 26: 东方电缆北仑基地 VCV 立塔及港口情况 .....	18
图 27: 21 年及以前国内海风项目离岸距离在 50km 以内 .....	19
图 28: 21 年以后国内海风项目离岸距离明显增加 .....	19
图 29: 近几年国内主要海缆生产企业海缆相关业务收入情况 (亿元) .....	20
图 30: 公司海缆生产基地布局情况 .....	21
图 31: 公司海缆业务集中在浙江和广东两省 .....	23
图 32: 近几年公司中标项目金额省区分布情况 (亿元) .....	23
图 33: 未来几年欧洲海风建设加速 .....	24
图 34: 未来几年欧洲海风主要依靠英国、德国、荷兰 .....	24
图 35: 陆缆系统营收持续增长 .....	25
图 36: 陆缆系统毛利率保持相对稳定 .....	25
图 37: 2024 年国内电网投资实现较高增长 (单位: 亿元) .....	26
表 1: 2024 年已并网及 2025 年具备并网潜力的海上风电项目情况 .....	10
表 2: 国内风机整机厂纷纷布局超大型风电机组 .....	13
表 3: 各省区积极推进深远海海上风电规划 .....	15
表 4: 国内主要海缆生产企业的海缆产能情况 .....	20
表 5: 海缆产品创造了多项国内领先记录 .....	21
表 6: 2022 年以来东方电缆的海缆中标情况 .....	22
表 7: 广东、浙江两省 2025 年潜在并网项目情况 .....	24
表 8: 2022 年以来东方电缆在海外市场的海缆中标情况 .....	25
表 9: 可比公司的 PE 比较 .....	27

## 1、国内海缆行业领先公司，充分受益海上风电行业发展

### 1.1、公司深耕电缆行业多年，是国内领先的海缆企业

公司是国内陆地电缆、海底电缆系统核心供应商，深耕海缆行业多年，目前稳居国内海缆公司前列。公司前身是1998年成立的宁波东方电缆材料有限公司，1999年更名为宁波东方线缆有限公司。2005年公司开始布局海缆业务，2007年完成股份制改革，设立宁波东方电缆股份有限公司，2014年公司在上交所主板上市，股票代码603606.SH。2018年公司研制完成“±535kV柔性直流电缆系统”，并取得型式试验报告。2020年公司中标南苏格兰电网公司(SSEN) Skye-Harris 岛屿连接项目，欧洲海缆市场取得突破。2023年公司自主研发的全球首根500kV交流三芯海缆成功交付敷设。

图1：公司深耕电缆行业多年，技术创新实力处于行业前列

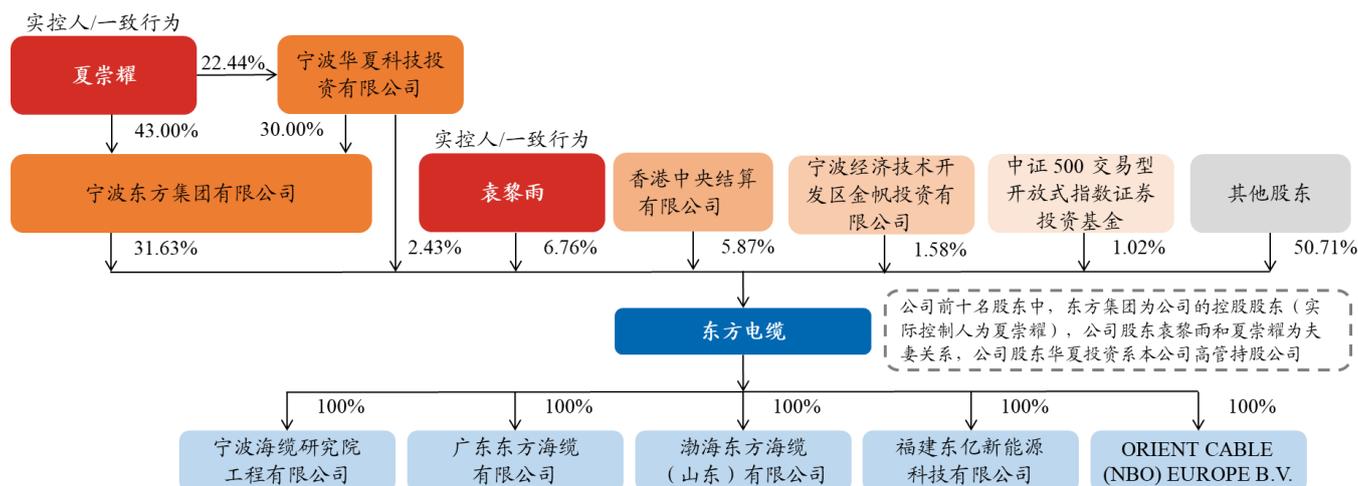


资料来源：Wind，诚通证券研究所

### 1.2、股权结构稳定，各子公司布局分工明确

截至24年3季度末，公司第一大股东为宁波东方集团，持有上市公司31.63%的股份，实控人为夏崇耀，与袁黎雨为一致行动人。公司设有5家全资子公司，分别为宁波海缆研究院、广东东方海缆、渤海东方海缆、福建东亿新能源、以及ORIENT CABLE (NBO) EUROPE B.V.，其中广东东方海缆、渤海东方海缆以及ORIENT CABLE (NBO) EUROPE B.V.分别对应公司对国内南方、国内北方以及欧洲海缆市场的布局，宁波海缆研究院工程有限公司主要负责海洋工程业务。

图2： 公司第一大股东为宁波东方集团，公司实控人为夏崇耀（截至 24 年 3 季度末）

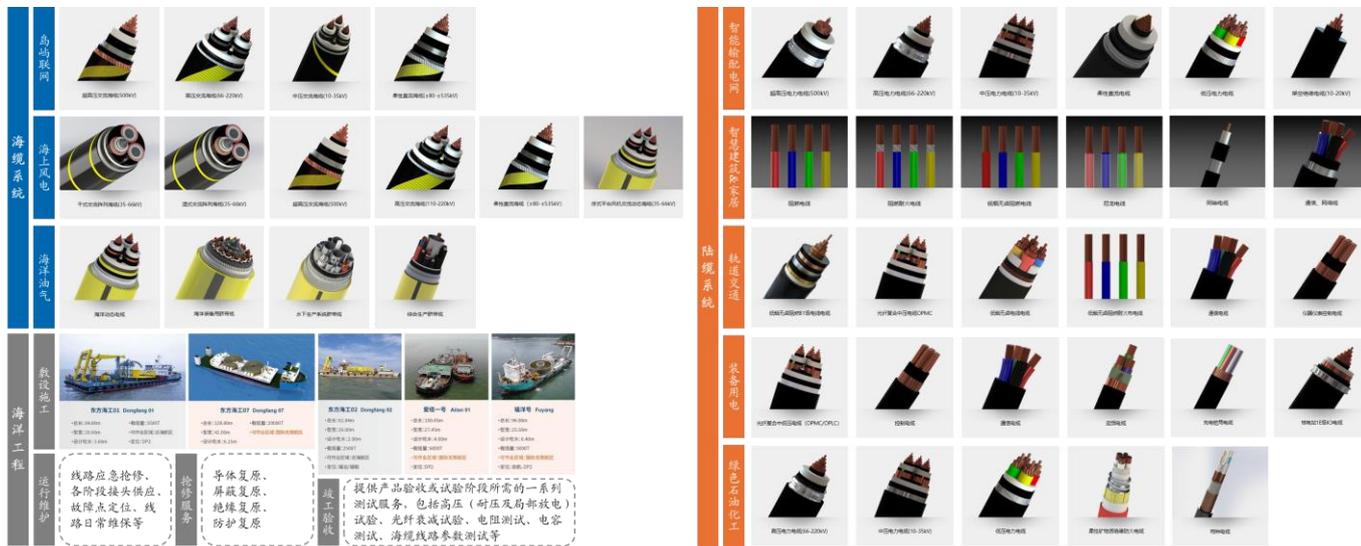


资料来源：Wind，诚通证券研究所

### 1.3、海缆系统贡献了公司主要利润，公司充分受益国内海缆行业增长

公司业务主要分3大板块：（1）海缆系统业务，主要包括海上风电、海洋油气和岛屿互联板块；（2）陆缆系统业务，包括智能输配电网、智慧建筑&家居、轨道交通、装备用电、绿色石油化工等板块；（3）海洋工程业务，主要包括海缆敷设施工、海陆缆运行维护、抢修服务以及竣工验收服务，与公司电缆制造业务互为协同。

图3： 公司业务主要分为海缆系统、陆缆系统、海洋工程3块业务板块

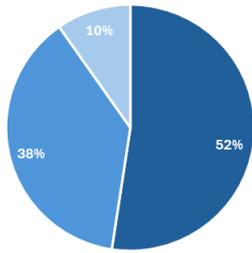


资料来源：公司官网，诚通证券研究所

公司海缆系统业务贡献了主要利润。公司收入结构方面，陆缆系统业务贡献了主要的营业收入，2023 年占比达到 52%；利润结构方面，海缆系统业务贡献了主要的毛利，2023 年占比达到 74%。收入与利润结构上的不同，是公司 3 块业务盈利能力的差异所致。由于海缆生产技术门槛高，竞争格局优秀，公司先发优势明显，海缆系统业务毛利率显著高于陆缆系统。2023 年海缆系统、海洋工程、陆缆系统业务毛利率分别为 49.1%、24.5%、8.0%。

图4： 2023 年营收主要来自陆缆系统，占比 52%

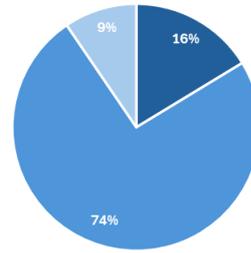
■ 陆缆系统 ■ 海缆系统 ■ 海洋工程



资料来源：Wind，诚通证券研究所

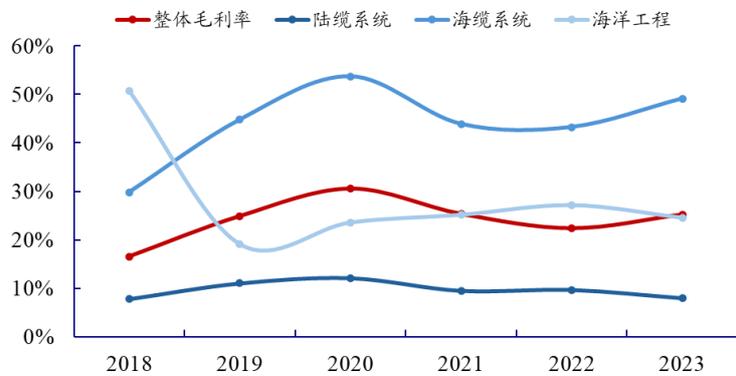
图5： 2023 年毛利主要来自海缆系统，占比 74%

■ 陆缆系统 ■ 海缆系统 ■ 海洋工程



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6： 海缆系统毛利率显著高于陆缆系统

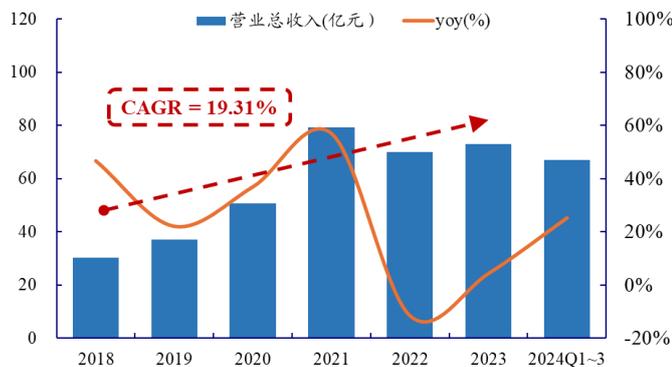


资料来源：Wind，诚通证券研究所

### 1.4、公司近年来业绩快速增长，期间费用率持续优化

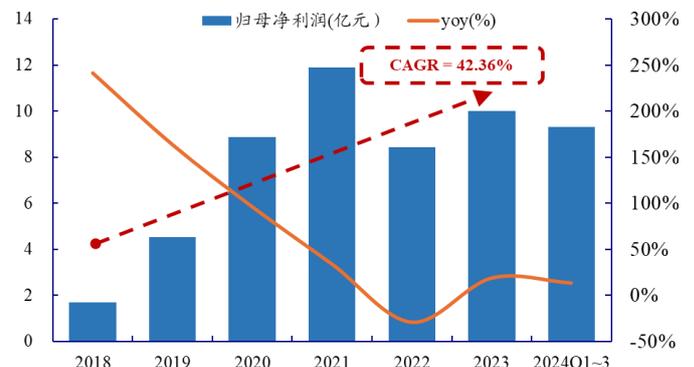
近年来公司业绩取得大幅增长。收入方面，2018 至 2023 年营业收入分别为 30.2、36.9、50.5、79.3、70.1、73.1 亿元，同比增速分别为 46.7%、22.0%、36.9%、57.0%、-11.6%、4.3%，2018-2023 年 CAGR 达到 19.3%。利润方面，2018 年至 2023 年归母净利润分别为 1.7、4.5、8.9、11.9、8.4、10.0 亿元，同比增速分别为 241.5%、163.7%、96.3%、34.0%、-29.1%、18.8%，2018-2023 年 CAGR 达到 42.4%。

图7： 2018 至 2023 年营业收入 CAGR 达到 19.3%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

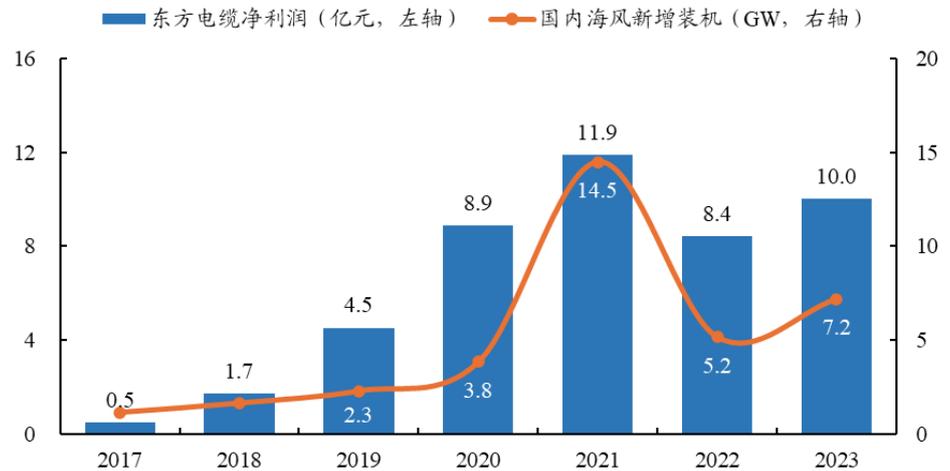
图8： 2018 至 2023 年归母净利润 CAGR 达到 42.4%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

公司近几年的业绩快速增长，主要得益于国内海风行业的发展带来公司海缆系统业务的快速增长。从图9中可以看到，公司利润增长的节奏基本与国内海风发展节奏一致。2021年国内海风抢装潮带来装机容量爆发，公司2021年利润也达到11.9亿元的近几年最好业绩。

图9：公司近几年的业绩快速增长主要得益于国内海风行业的发展

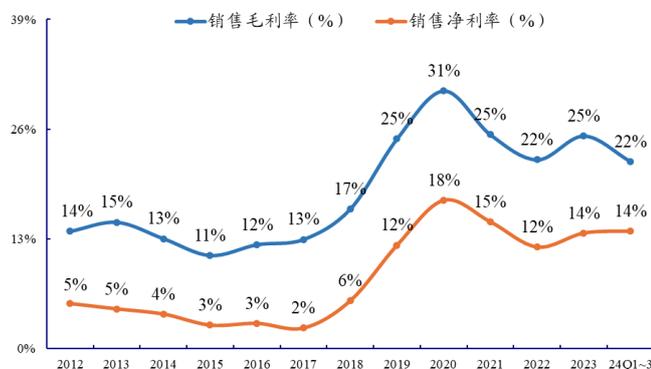


资料来源：Wind，风能协会 CWEA，诚通证券研究所

海缆系统业务的增长带动公司盈利能力的提升。2018年以来公司盈利水平从此前的10-15%的区间提升至20-25%区间，主要得益于海缆系统业务的占比提高。2018至2023年，公司毛利率分别为17%、25%、31%、25%、22%、25%，净利率分别为6%、12%、18%、15%、12%、14%。

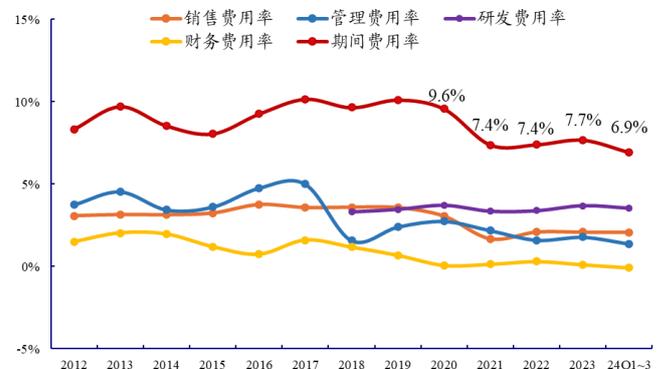
公司近几年期间费用率保持稳定。近几年公司费用率基本维持在7-8%区间，2018至2023年期间费用率分别为9.65%、10.12%、9.57%、7.37%、7.39%、7.67%。2021年公司期间费用率同比下降2.2pct，主要系会计准则调整后交通运输费直接计入成本所致。

图10：海缆系统业务发展提升了公司整体盈利能力



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11：近几年公司期间费用率保持稳定



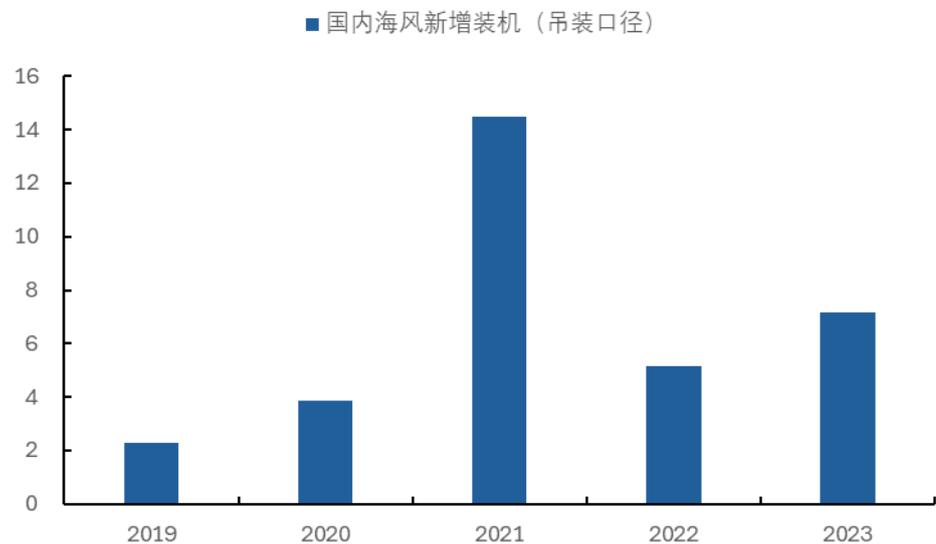
资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 2、国内海风行业迎来景气拐点，海缆行业有望充分受益

### 2.1、近期国内海上风电行业出现积极变化

国内海上风电行业的发展总体分为两个阶段：2021年以前的补贴时期、22年以后的平价时期。在补贴时期，国内海风技术日趋成熟，供应链逐步完善，财政补贴政策刺激下，行业新增装机规模快速增长，2021年达到峰值16.9GW。2022年国内海上风电新增装机容量出现下滑，一方面是由于财政补贴退坡引起的抢装行为，透支了部分海风装机需求。另一方面，海风项目的海域使用等审批流程趋于完善，阶段性造成部分项目的审批与开工节奏延后。

**图12：2022年国内海上风电新增装机容量有所下滑（单位：GW）**

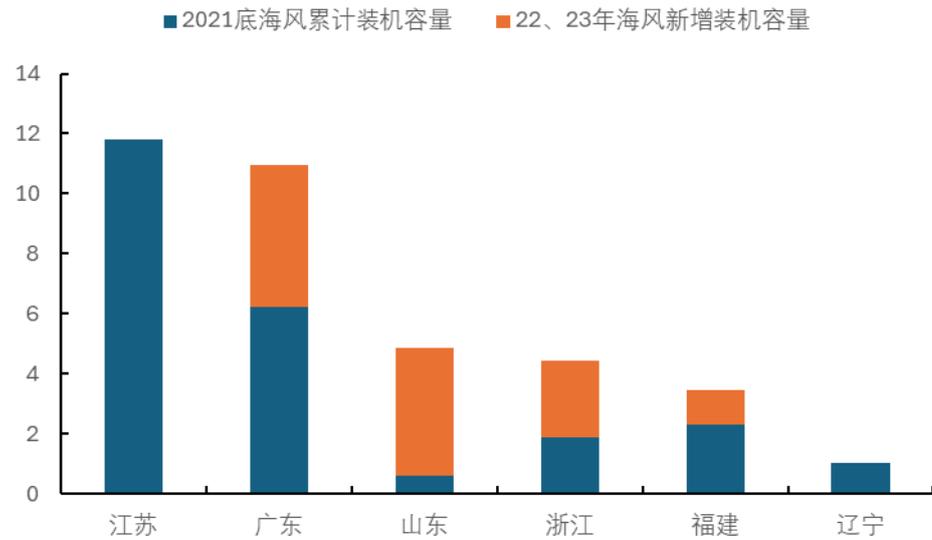


资料来源：风能专委会 CWEA，诚通证券研究所

2022年以后，国内海上风电项目建设明显放缓，其中江苏尤为明显。截至2021年底，江苏省累计海上风电装机容量为11.8GW，22、23年江苏省海风项目处于停滞状态。具体项目来看，2022年1月江苏省完成了一期海上风电竞配工作，包括3个项目合计2.65GW（国能龙源射阳1GW项目、国信大丰0.85GW项目、三峡大丰0.8GW项目），至今尚未并网。广东省方面，阳江青洲五七以及帆石一二项目涉及航道问题，推进进度同样有所放缓。

**近期，多个建设节奏受影响的项目出现积极变化：**24年3-4月，江苏国信大丰项目开展地质勘察钻探施工；24年7-9月，江苏三峡大丰项目开展补充地质勘察工作；24年8月，江苏国信大丰项目启动阵列缆招标工作；24年10月，广东帆石一项目完成送出缆招标；24年11月，广东阳江青洲五七项目完成送出缆招标，青洲五六七项目通航安全保障服务开标。我们认为，国内海风项目相关审批制度逐步完善，审批流程逐步理顺，前期建设节奏放缓的海风项目将逐步启动，将有力支撑2025年国内海风新增装机，同时为国内海风行业持续稳定发展打下基础。

图13： 2022年以后江苏省海上风电建设节奏明显放缓（单位：GW）



资料来源：风能专委会 CWEA，诚通证券研究所

## 2.2、2025年具备并网条件项目储备丰富，国内海风行业迎来景气拐点

2025年国内具备并网条件的海上风电项目装机容量有望达到13-20GW，2025年国内海上风电装机有望迎来景气向上拐点。截至2024年11月的不完全统计，2024、2025年具备并网条件的海上风电项目（已完成风机招标）共计28GW左右。假设2024年国内海风并网容量在7-8GW左右，2025年具备并网条件的海上风电项目约20GW左右。其中处于勘探设计等前期阶段的项目约7GW，剩余项目处在设备招标、施工阶段，在2025年并网的确定性更高，这部分项目合计规模约为13GW左右。

表1： 2024年已并网及2025年具备并网潜力的海上风电项目情况

项目业主	项目名称	规模 MW	项目所在地	预计并网时间	标题
华能	庄河海上风电场址IV-2项目	200	辽宁	已并网	已并网
国家电投	山东半岛南U1-2场址海上风电项目	450	山东	已并网	已并网
华电	玉环1号海上风电场项目（南区）	75	浙江	已并网	已并网
国家电投	湛江徐闻海上风电场300MW增容项目	300	广东	已并网	已并网
三峡	漳浦六鳌海上风电场二期项目	400	福建	已并网	已并网
华能	岱山1号海上风电项目	300	浙江	已并网	已并网
中国电建	防城港海上风电示范项目A场址	700	广西	部分并网	部分并网（共416.5MW）
华能	临高海上风电项目（CZ-1）	600	海南	2024	升压站吊装施工
三峡	青洲六海上风电场项目	1000	广东	2024	送出缆敷设施工
上海申能	海南CZ2-1海上风电示范项目	600	海南	2024	海上主体工程施工
上海申能	海南CZ2-2海上风电示范项目	600	海南	2024	海上主体工程施工
三峡	青洲五海上风电场项目	1000	广东	2025	通航安全保障服务项目开标
三峡	青洲七海上风电场项目	1000	广东	2025	通航安全保障服务项目开标
中广核	帆石一海上风电场项目	1000	广东	2025	送出缆招标
中广核	帆石二海上风电场项目	1000	广东	2025	勘测作业（可研阶段）
中广核	江门川岛一海上风电项目	400	广东	2025	海缆用海论证报告公示结束
国家能源	江门川岛二海上风电项目	400	广东	2025	海缆用海论证报告公示结束

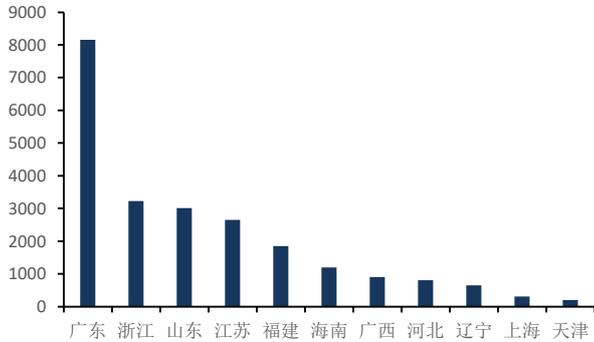
项目业主	项目名称	规模 MW	项目所在地	预计并网时间	标题
大唐	南澳勒门 I 海上风电扩建项目	354	广东	2025	风机、升压站基础施工
国家能源	高栏一海上风电项目	500	广东	2025	风机招标
中广核	红海湾三海上风电项目	500	广东	2025-2026	风机招标
明阳智能	红海湾四海上风电项目	500	广东	2025-2026	集中送出工程审批通过
中广核	阳江三山岛五海上风电项目	500	广东	2025-2026	风机招标
华电	阳江三山岛六海上风电项目	500	广东	2025-2026	风机试验桩施工
明阳智能	湛江徐闻东三海上风电示范项目	500	广东	2025-2026	勘探作业
金风科技	平阳 1#海上风电场	600	浙江	2025	勘探作业
华能	瑞安 1 号海上风电项目	300	浙江	2025	风机招标
运达风电	洞头 2#海上风电项目	210	浙江	2025	EPC 总包招标
运达风电	苍南 6#海上风电项目	200	浙江	2025	EPC 总包招标
华润	苍南 1 号海上风电二期扩建	200	浙江	2025	送出工程批前公示
华能	玉环 2 号海上风电项目	508	浙江	2025	基础、升压站、风机吊装施工
中国能建	嵊泗 3#、4#海上风电项目	408	浙江	2025	EPC 总包招标
远景能源	苍南 5#海上风电项目	800	浙江	2025-2026	海缆路由勘测
华能	山东半岛北 L 场址海上风电项目	500	山东	2025	基础安装及风机吊装招标
国家能源	渤中 I 场址海上风电项目	500	山东	2025	勘探作业
山东能源	渤中海上风电 G 场址工程项目（北区）	400	山东	2025	风机吊装施工
山东能源	渤中海上风电 G 场址工程项目（南区）	300	山东	2025	风机吊装施工
华能	山东半岛北 BW 场址海上风电项目	510	山东	2025	基础、风机吊装施工
国家能源	山东半岛南 U2-2 场址海上风电项目	300	山东	2025	海上主体工程施工
华能	山东半岛北 K 场址海上风电项目	500	山东	2025-2026	海缆预招标
江苏国信	大丰 85 万千瓦	850	江苏	2025	阵列缆招标
三峡	大丰 80 万千瓦	800	江苏	2025	勘探作业
国家能源	射阳 100 万千瓦海上风电项目	1000	江苏	2025	环评报告审批通过
华润	连江外海海上风电场	700	福建	2025	基础、风机吊装施工
国家能源	马祖岛外海上风电场	300	福建	2025	勘探作业
中国能建	平潭 A 区海上风电场项目	450	福建	2025-2026	风机基础施工
三峡	莆田平海湾海上风电场 DE 区项目	400	福建	2025-2026	风机招标
国家能源	东方 CZ8 场址 50 万千瓦海上风电项目	500	海南	2025	勘探作业
大唐	儋州 120 万千瓦海上风电项目一期	600	海南	2025	风机、升压站基础施工
中国电建	万宁漂浮式海上风电 I 期样机工程	100	海南	2025-2026	风机样机招标
国家电投	钦州海上风电示范项目	900	广西	2025	海缆招标
国家电投	乐亭月坨岛 304MW 海上风电场一期	304	河北	2025	海上升压站中标
新天绿能	山海关一期 500MW 平价示范项目	500	河北	2025	风机招标
三峡	庄河海上风电场址 V 项目	250	辽宁	2025	海缆敷设施工
国家电投	花园口 I 海上风电场项目-长海海域	220	辽宁	2025	风机招标
国家电投	花园口 II 海上风电场项目-庄河海域	180	辽宁	2025	风机招标
三峡	金山海上风电场一期项目	306	上海	2025	基础安装、风机吊装施工
三峡	天津南港海上风电示范项目	200	天津	2025	风机基础施工

资料来源：政府网站、央视网、浙江日报网站、湛江日报网站、中国海事局网站、电力招标网、龙船风电网、中国电力设备信息网、国能 e 招网站、电能 e 招采平台网站、华能集团电子商务平台、三峡集团电子商务平台等，诚通证券研究所

上述具备并网条件的项目中，分地区来看，广东（8.2GW）、浙江（3.2GW）、

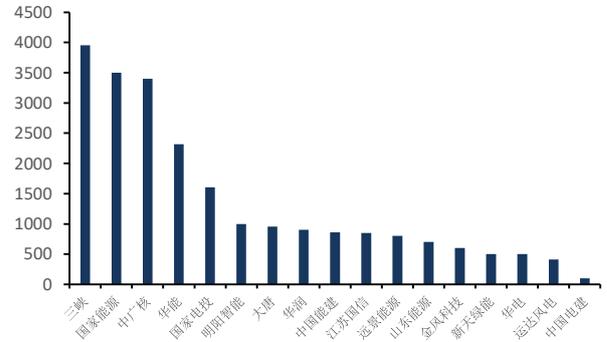
山东 (3GW)、江苏 (2.7GW)、福建 (1.9GW)、海南 (1.2GW) 的装机规模居前。分业主来看, 三峡 (5.4GW)、国家能源 (3.5GW)、华能 (3.4GW)、国电投 (2.4GW) 的装机规模居前。

图14: 广东省 2025 年潜在并网项目居前 (MW)



资料来源: 电力招标网、龙船风电网、中国电力设备信息网、国能 e 招网站、电能 e 招采平台网站、华能集团电子商务平台、三峡集团电子商务平台等, 诚通证券研究所

图15: 三峡集团 2025 年潜在并网项目居前 (MW)



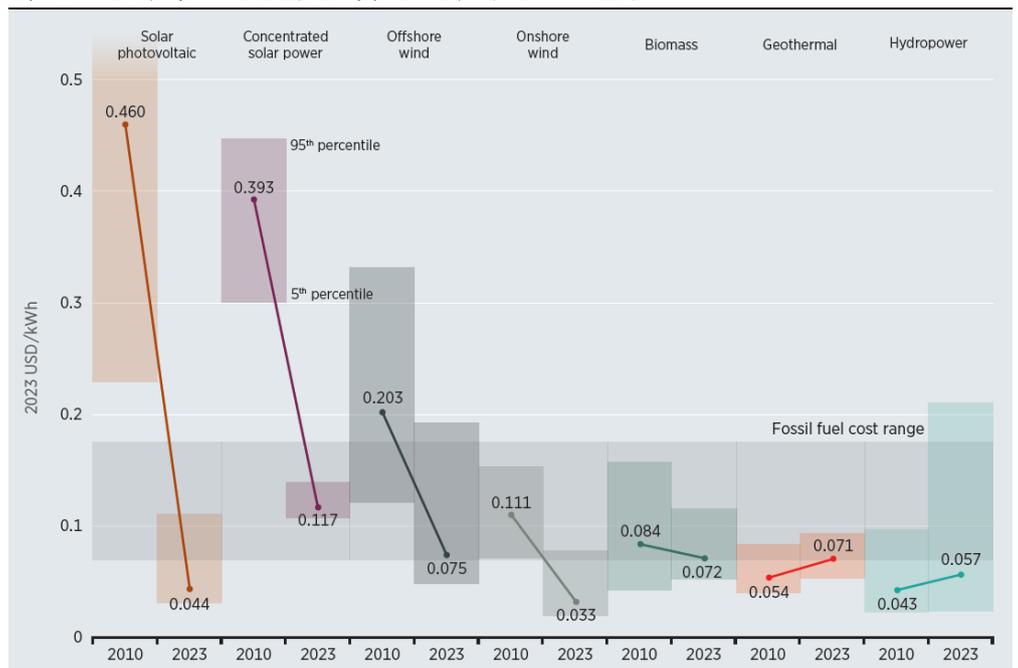
资料来源: 电力招标网、龙船风电网、中国电力设备信息网、国能 e 招网站、电能 e 招采平台网站、华能集团电子商务平台、三峡集团电子商务平台等, 诚通证券研究所

### 2.3、中长期国内海风行业仍具有较大增长空间

#### (1) 供给端方面, 风机大型化将持续推动降本

过去几年, 随着技术的持续进步以及供应链的发展, 全球海上风电的度电成本持续下降, 推动行业持续增长。根据 IRENA 的测算, 全球海上风电加权平均后的度电成本从 2010 年的 0.203 美元/度电, 下降至 2023 年的 0.075 美元/度电, 较传统化石能源加权平均度电成本便宜 25%。

图16: 全球海上风电度电成本已低于传统化石能源

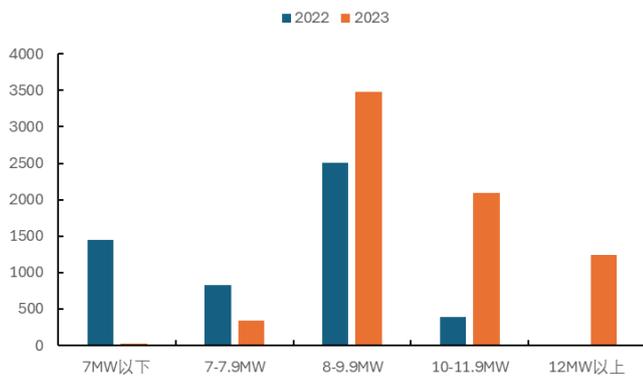


资料来源: IRENA, 诚通证券研究所

风机大型化是持续推动风电度电成本的主要因素, 目前风机大型化的产业趋势

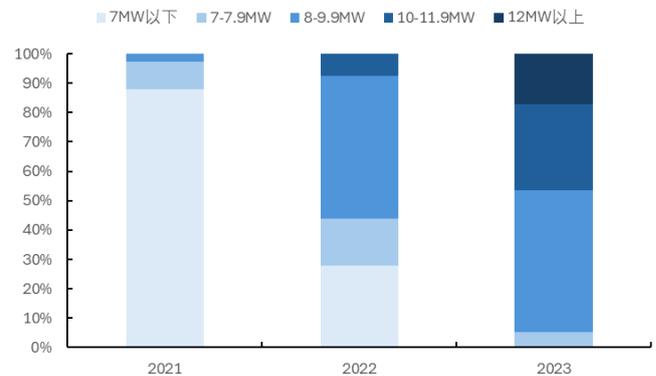
仍在继续。根据风能专委会（CWEA）的统计，2023年国内海上风电机组平均单机容量为9.6MW，较2022年提升2.2MW，同时海风风机单机容量领先陆风风机单机容量的幅度已有所扩大。从机型结构上来看，7MW以下机型占比大幅下降，从2022年的28%降至2023年的0.3%。10MW以上机型占比大幅提升，从2022年的7.5%提升至2023年的46.4%。新增吊装最大单机容量从2022年的11MW提升至2023年的16.3MW。

图17：国内风机大型化进程加速（MW）



资料来源：风能协会 CWEA，诚通证券研究所

图18：2023年8MW以上风机成为海风主力机型



资料来源：风能协会 CWEA，诚通证券研究所

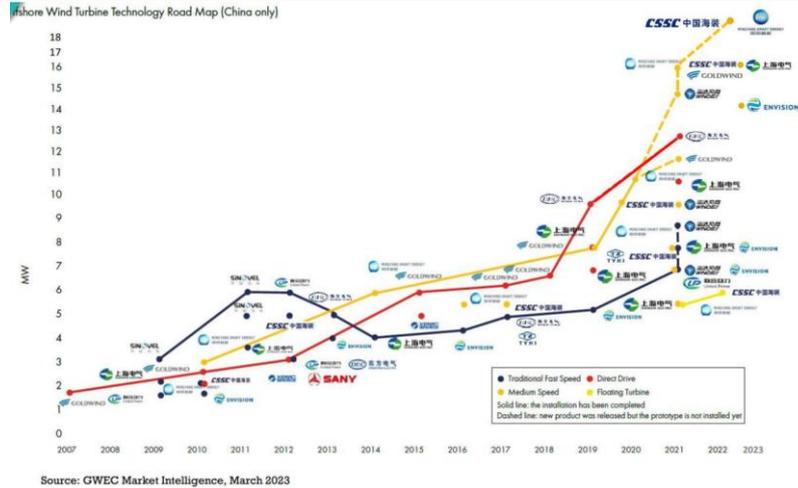
在研发布局方面，目前风电机组单机容量已提升至16MW以上，进一步打开海上风电降本空间。各家风机厂陆续完成新一代超大型风电机组的布局，单机容量集中在16-20MW的范围，其中以半直驱技术为主，部分机型已实现并网发电。

表2：国内风机整机厂纷纷布局超大型风电机组

整机制造商	单机容量 MW	依托项目工程	技术路线
金风科技	16	平潭外海海上风电项目等	半直驱
远景能源	16.7	江苏射阳	半直驱
明阳智能	18-20	明阳(临高)大型海上风电机组检测试验基地	半直驱
运达股份	16	中电建海南万宁漂浮式项目	半直驱
中船海装	18	华能营口仙人岛热电厂内分散式海风项目	半直驱
东方电气	18	华能玉环2号海上风电场	直驱永磁
电气风电	16	华能玉环2号海上风电场	半直驱
东方电气	18	汕头市风电临海试验基地	半直驱

资料来源：风能协会 CWEA，诚通证券研究所

图19：全球风机整机厂加快对超大型风机布局（MW）

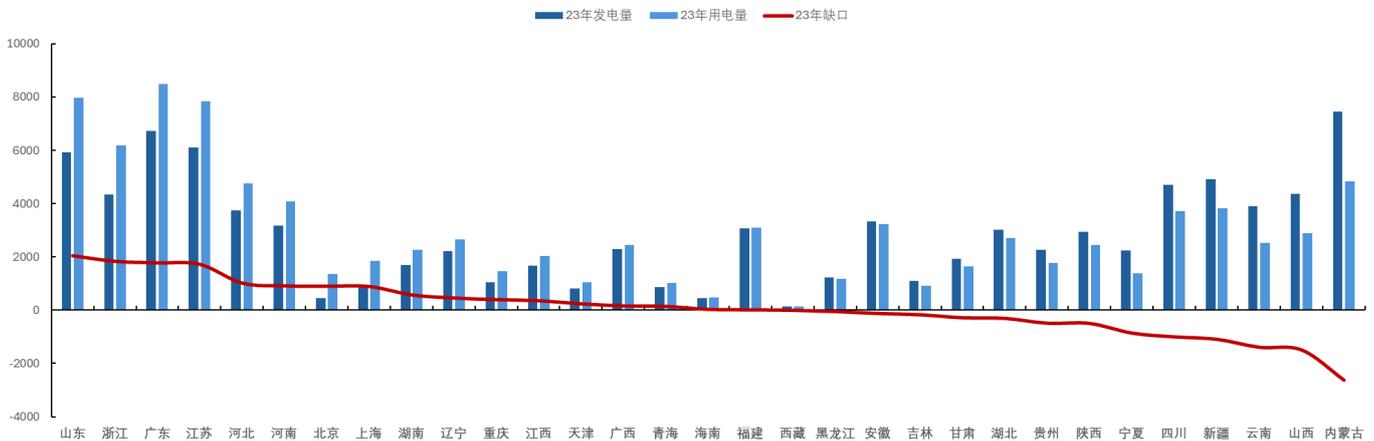


资料来源：全球风能协会 GWEC，诚通证券研究所

(2) 需求端方面，靠近用电负荷中心，海风消纳优势明显

海风项目所在的沿海地区是国内的用电负荷中心，相较于集中在三北地区的集中式光伏、陆风，海风具有更好的消纳条件，同时海风项目建设也是沿海省市实现双碳目标的重要途径。2023年各省区用电量缺口排名中，前五均为沿海省份，同时也是海风项目主要的装机省份，潜在消纳空间仍较大，按照23年用电缺口和3600小时的海风利用小时数计算，山东、浙江、广东、江苏、河北海风消纳空间分别为51、46、45、43、26GW，整体看国内沿海地区对海上风电发电量的消纳能力仍有很大空间。

图20：沿海省区普遍存在用电缺口，海上风电靠近用电负荷中心消纳优势明显（亿千瓦时）

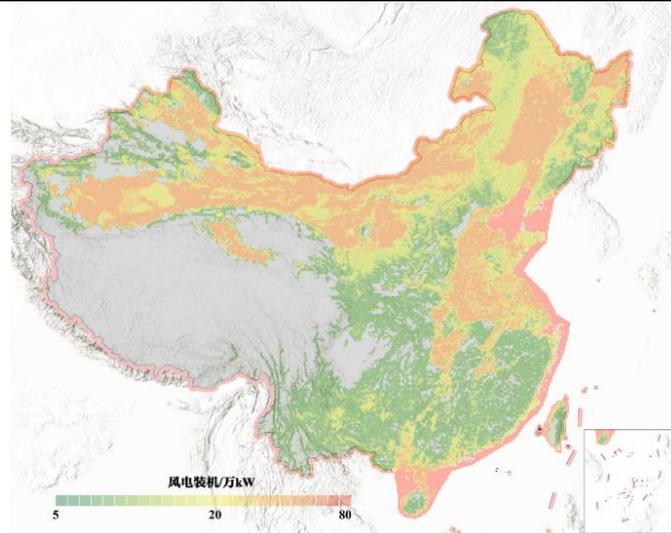


资料来源：Wind，诚通证券研究所

(3) 走向深远海，国内海风成长空间打开

国内深远海风能资源丰富。我国沿海地区风能资源丰富，技术可开发潜力具有较大空间。根据《中国风电和太阳能发电潜力评估（2024）》的数据，我国近海和深远海150米高度、离岸200公里以内且水深小于100米的海上风能资源技术可开发量为27.8亿千瓦（2780GW），未来开发潜力巨大。

图21: 我国沿海地区风能资源丰富, 技术可开发潜力大



资料来源:《中国风电和太阳能发电潜力评估(2024)》, 诚通证券研究所

**政策鼓励海上风电向深远海发展, 静待国管海风项目管理机制理顺。**中央层面,《“十四五”可再生能源发展规划》中指出, 要开展深远海海上风电规划, 完善深远海海上风电开发建设管理, 推动深远海海上风电技术创新和示范应用, 探索集中送出和集中运维模式, 积极推进深远海海上风电降本增效, 开展深远海海上风电平价示范。推动一批百万千瓦级深远海海上风电示范工程开工建设。地方层面, 沿海各省陆续推出深远海海上风电规划, 其中广东、江苏、山东、广西远期规划建设 10GW 级海上风电基地。

**国管海域海上风电项目管理办法落地在即, 有望加快国内深远海海上风电建设节奏。**近几年国内建设的海上风电项目基本均位于省管海域, 项目的规划、竞配、核准由省级及以下能源主管部门审批, 对于国管海域的深远海风电项目审批流程尚待完善<sup>6</sup>。根据产业链反馈, 国管海域风电项目的管理办法目前处于征求意见阶段, 管理办法正式下发后, 由国家能源局、自然资源部等多个部门推动示范项目的具体落地, 有望于 25、26 年进入核准阶段。

表3: 各省区积极推进深远海海上风电规划

省区	时间	文件	深远海海上风电相关内容
上海	2024 年 3 月	《上海市 2024 年度海上风电项目竞争配置工作方案》	国管深远海 I 场址、II 场址, 共计 <b>4.3GW</b>
广东	2023 年 10 月	《广东省 2023 年海上风电项目竞争配置工作方案》	粤东海上风电基地, 潜在规模 <b>16GW</b>
浙江	2024 年 11 月	《关于省政协十三届二次会议第 623 号提案的答复》	加快推进苍南 <b>200 万千瓦</b> 深远海示范项目建设, 全面推进国家批复的新一轮国管海域风电项目建设。加快建设华东深远海风电母港项目, 有效保障深远海项目规模化开发。
江苏	2022 年 1 月	《江苏沿海地区发展规划 (2021-2025 年)》	加快建设近海千万千瓦级海上风电基地, 规划研究深远海千万千瓦级海上风电基地。
	2023 年 9 月	江苏省深远海海上风电示范前期工作工程咨询项目招标	场址 Z1 (1.5GW)、Z10 (1.0GW)、Z25 (1.0GW)、Z26 (1.5GW)、Z28 (0.8GW)
福建	2024 年 4 月	《关于公示可再生能源发展试点示范项目的通知》	共 3 个深远海风电示范项目: 连江外海海上风电场 (0.7GW); 漳浦六鳌海上风电场二期项目 (0.4GW); 闽南海上风电基地 B-2 区项目 (1.6GW)
	2022 年 5 月	《福建省“十四五”能源发展专项规划》	稳妥推进深远海风电项目, “十四五”期间增加并网装

省区	时间	文件	深远海海上风电相关内容
			机 410 万千瓦，新增开发省管海域海上风电规模约 1030 万千瓦，力争推动深远海风电开工 480 万千瓦。
山东	2022 年 8 月	《国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见》	持山东大力发展可再生能源，打造千万千瓦级深远海海上风电基地
	2022 年 7 月	《山东省海上风电建设工程行动方案》	加快实施国管海域深远海场址开发。积极推动国家批准用海项目前期工作，争取纳入国家深远海海上风电示范，实现与省管海域项目接续开发。2023 年，启动国管海域重点项目；到 2025 年，累计开工 700 万千瓦左右，并网 300 万千瓦以上。
广西	2023 年 10 月	《广西深远海海上风电标段 I、标段 II 前期工作咨询服务项目中标候选人公示》	广西深远海海上风电规划 L 场址、M 场址、N 场址、P 场址 13.4GW。
天津	2021 年 12 月	《天津市可再生能源发展“十四五”规划》	加快推进远海 90 万千瓦海上风电项目前期工作
辽宁	2024 年 8 月	《关于支持在瓦房店国管区海域开发建设海上风电项目的提案》	辽宁省将在国管海域拟开发 3 个场址
河北	2023 年 7 月	金风科技与秦皇岛市人民政府签订《深远海海上风电产业投资协议》	风电总投资额 93 亿元。2024 年 7 月，金风秦皇岛 JD1-2（50 万千瓦）海上风电项目核准。
	2022 年 10 月	《唐山市海上风电发展规划(2022-2035 年)》	“十四五”时期，重点推进深远海海上风电冀东场址 1（JD1-1，1.5GW）、冀东场址 7（JD7，1.5GW）两个海上风电场址开发前期工作，力促尽早投入建设。

资料来源：各政府网站，诚通证券研究所

### 3、海缆抗大型化通缩能力较强，受益项目离岸距离增加及持续技术迭代

#### 3.1、海缆行业下游直接客户是业主，受风机大型化通缩影响相对小

海缆指的是海底电力电缆，是海上风电场电力送出系统的核心部件。海上风电场的电力传输分为 3 个节点：风机（机组通过变压器升压至 35/66kv）、海上升压站/换流站（将汇集的电流升压至 220kv 以上）、陆上集控中心（接入主网）。

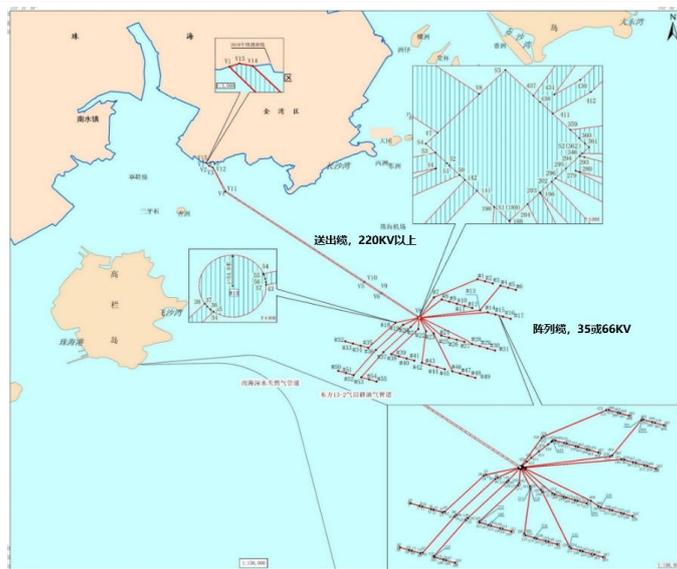
图22：海上风电场由风电机组、海缆系统、升压站/换流站、陆上集控中心等部分构成



资料来源：全球风能协会 GWEC，诚通证券研究所

海缆分为阵列缆、送出缆两种：1、阵列缆：负责风机与海上升压站/换流站的连接，将机组产生的电流汇集到海上升压站/换流站，通常电压等级是35kv，趋势是升至66kv电压等级；2、送出缆：负责海上升压站/换流站与陆上集控中心的连接，将海上升压站/换流站升压后的电流送出至陆上电网，通常电压等级是220kv以上，技术上分为交流、常规直流、柔性直流。

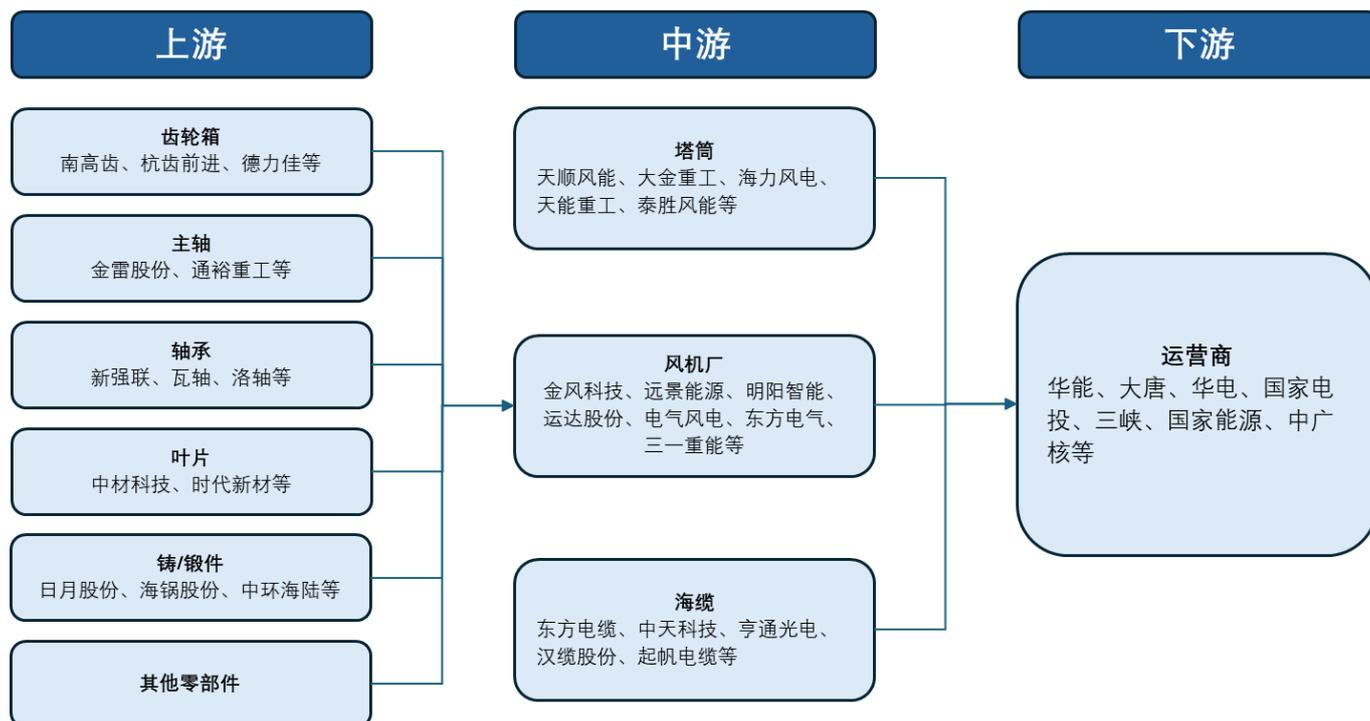
图23： 电力经由阵列缆汇流后，由送出缆传输至陆地主网



资料来源：珠海金湾海上风电场项目用海变更用海前公示材料，诚通证券研究所

海缆行业位于风电产业链的中游，下游客户是风电运营商，与风机、塔筒（塔筒独立招标的情况）平行。风机大型化使得风机上游零部件的单瓦使用量下降，从而实现风机价格的降本。由于海缆产业链位置与风机平行，通常由业主或EPC总包方招标，因此不受风机大型化的通缩压力。

图24： 海缆位于风电产业链中游，与风机位置平行，直接下游客户是风电运营商



资料来源：Wind，诚通证券研究所

### 3.2、海缆行业先发优势明显，企业梯队明显，格局较为稳定

相比于陆缆而言，海缆的技术要求更高，敷设和后期维护难度大、成本高，具有较高的行业壁垒：

1、生产技术方面的壁垒。由于海底环境复杂，水压大，腐蚀性强，海缆需要更佳的耐腐蚀性、抗拉耐压性、阻水防水等性能。从而提高了生产厂商对于材料选择、结构设计、生产工艺、质量管理、敷设安装、运行维护等方面的要求。此外，海缆产品技术迭代明显，海风项目的阵列缆电压等级从 35KV 提升至 66KV，送出缆则从 220KV 提升至 300-500KV 电压等级，传输技术从交流向超高电压直流以及柔性直流迭代。产品迭代需要强大的技术研发支持，并配合丰富的产品生产和工程应用经验，先发优势较为明显。

2、资质和过往项目经验的壁垒，除了常规的 CCC 强制认证外，由于海缆维修及更换成本高、难度大，对产品的质量要求提出更高要求，海缆产品需要取得其他相应的资质、鉴定或通过客户认证。国内需要提前完成型式试验和预鉴定试验，国外需要取得环球接头联盟（UJC）颁发的 UJ 认证。在实际招标中，具备过往产品交付经验是重要的平价标准。以上这些资质、鉴定、认证需要投入大量时间和成本，不确定性高，构成了行业的进入壁垒。

3、生产设备、敷设能力及配套码头的壁垒。海缆产品对生产设备有较高的要求，涉及到 VCV 立塔交联生产线、CCV 悬链交联生产线、盘框绞机等设备，并且部分核心零部件依赖海外进口（如挤出机头），需要企业具备较强的设备引进和生产转化能力。海缆需要通过专门的海缆敷设船进行运输，通常要求海缆企业靠近江河湖海等水域，但由于近年来环保力度不断加强，码头岸线资源日益稀缺，从而对新进入企业或行业内原有企业扩产形成一定的壁垒。

图25：海缆敷设船在港口接缆



资料来源：宝胜股份新闻报道，诚通证券研究所

图26：东方电缆北仑基地 VCV 立塔及港口情况



资料来源：公司新闻报道，诚通证券研究所

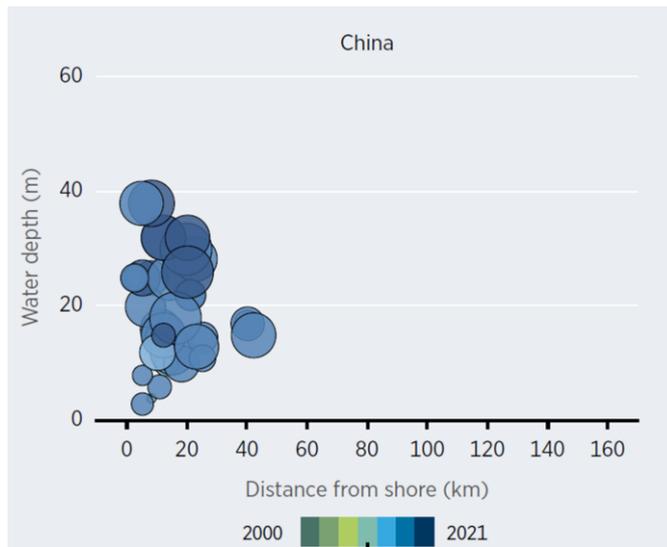
### 3.3、离岸距离增加，提升海缆行业的整体需求

近几年国内海风行业深远海化趋势明显，离岸距离显著增加，根据 IREAN 的数据，2017 年国内海上风电项目的平均离岸距离仅为 15 公里，2023 年提升至 27 公里。从下图也能看出，21 年及以前国内海风项目离岸距离在 50km 以内，22

年、23 年国内开始出现离岸距离超过 60 公里的项目。

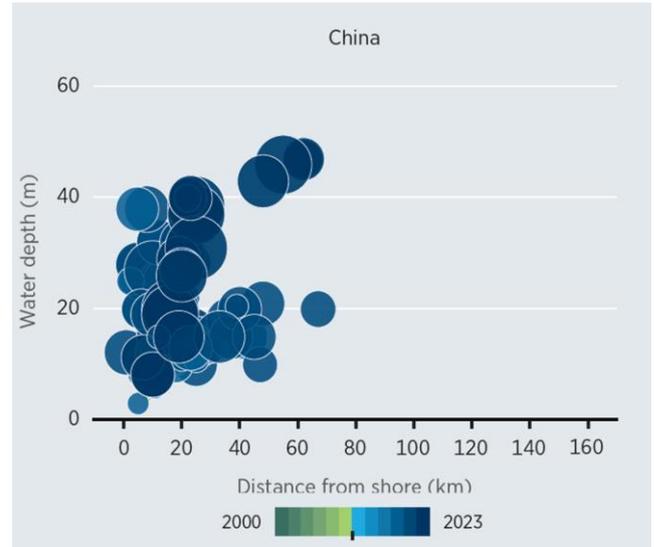
海上风电项目离岸距离的增加将提升海缆的市场空间。海缆的定价模式遵循生产成本+毛利的工业产品定价逻辑，其中海缆的生产成本中直接材料占到 90%，主要包括铜杆（电解铜）、铝杆等金属材料，以及绝缘料、护套料等化工原材料。毛利率则需要考虑产品的技术参数、生产难度及行业竞争程度等因素。因此海缆的长度很大程度上决定了海缆的价值量。

图27： 21 年及以前国内海风项目离岸距离在 50km 以内



资料来源：《IRENA: Renewable Power Generation Costs in 2021》，  
诚通证券研究所

图28： 21 年以后国内海风项目离岸距离明显增加



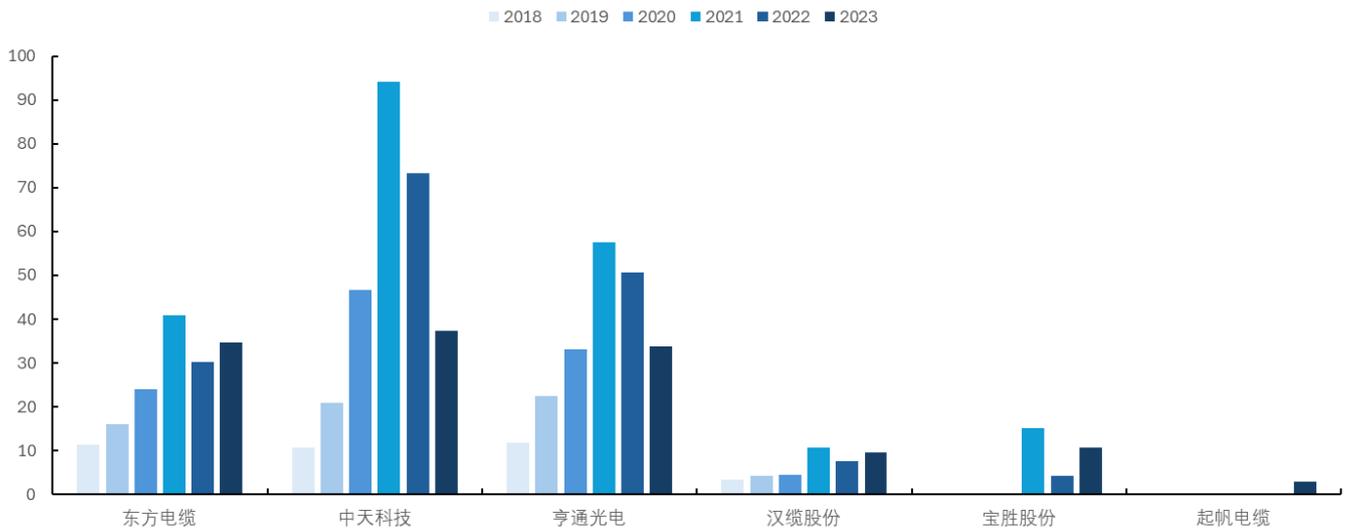
资料来源：《IRENA: Renewable Power Generation Costs in 2023》，  
诚通证券研究所

## 4、公司充分受益全球海风行业景气上行

### 4.1、公司是国内领先的海缆生产商，海缆基地布局科学合理

国内的海缆行业呈现三强格局，竞争梯队较为明显。其中东方电缆、中天科技、亨通光电为第一梯队，汉缆股份、宝胜股份、万达电缆、起帆电缆等为第二梯队。市场份额方面：第一梯队合计市场份额在 70% 左右，第二梯队各家份额在 5-10% 左右。2018 至 2023 年期间，东方电缆、中天科技、亨通光电海缆及海工业务收入分别达到 106 亿、205 亿、142 亿（选取范围见图 33 资料来源，各家统计口径存在差异，仅供参考），3 家海缆相关业务体量明显领先第二梯队；产能方面，第一梯队的东缆、中天、亨通目前的海缆产值分别为 90、95、55 亿元，3 家远期产值规划均接近百亿，第二梯队的各家产值基本在 10-30 亿元。

图29： 近几年国内主要海缆生产企业海缆相关业务收入情况（亿元）



资料来源：各公司年报，其中东方电缆选取“海缆系统”、“海洋工程”业务收入之和，中天科技选取“海洋系列”业务，亨通光电选取“海洋电力通讯与系统集成”业务，汉缆股份选取子公司青岛汉缆海洋工程装备公司的收入，宝胜股份选取“海上风电业务”收入，各家业务统计口径不一致，大体反映公司海缆业务规模。诚通证券研究所。

表4： 国内主要海缆生产企业的海缆产能情况

公司	基地布局	地点	目前预计产能（亿元）
东方电缆	东部未来工厂（北仑）	浙江北仑	90
	浙江戚家山工厂	浙江北仑	
	南部未来工厂	广东阳江	
中天科技	北方产业基地	山东莱州	95
	南通生产基地	江苏南通	
	盐城生产基地	江苏大丰	
	广东生产基地	广东汕尾	
	山东生产基地	山东乳山	
亨通光电	浙江生产基地	浙江温州	55
	常熟国际海洋产业园	江苏常熟	
	射阳海底电缆生产基地一期	江苏射阳	
	揭阳海洋能源生产基地	广东揭阳	
汉缆股份	海南海缆工厂	海南儋州	20
宝胜股份	青岛即墨海缆基地	山东青岛	20
起帆电缆	扬州海缆基地	江苏扬州	30
	湖北宜昌海缆基地	湖北宜昌	20
万达电缆	平潭海缆生产基地	福建平潭	10
	山东东营基地	山东东营	

资料来源：各公司年报，Wind，诚通证券研究所

公司持续开拓东部、南部、北部以及国际和高端的海缆市场。东部（北仑）基地是公司总部所在地，位于杭州湾大湾区，受益浙江海上风电发展。南部产业基地位于粤港澳大湾区，背靠广东粤西千万千瓦海上风电基地资源，充分受益阳江的海上风电项目建设。同时南部产业基地可辐射国际市场。2022年公司在荷兰鹿特丹设立欧洲全资子公司，将在欧洲逐步实现营销、技术研发、全球供应链开发和售后

服务平台的提升,更好地满足客户需求和提高客户满意度。此外,公司正积极谋划北部产业布局。2024年6月公司与山东省烟台莱州市人民政府签订《投资合作协议》,建设高端海缆系统北方产业基地,项目计划总投资约15亿元,8月全资子公司渤海东方海缆(山东)有限公司完成登记注册,10月完成土地摘牌,后续有望受益国内北部海上风电发展。

图30: 公司海缆生产基地布局情况



资料来源:公司2024年半年度报告,诚通证券研究所

#### 4.2、研发技术领先优势明显,更高等级电压及柔直技术产品持续突破

公司在研发技术方面的领先优势明显。公司牵头制订国内首个海缆标准,先后承担了国家科技支撑计划、国家863计划等国家级科研项目等多个国家级科研项目。截止2024年7月,公司授权专利169件,其中发明专利50件(含国际专利1件)。具体产品方面,公司具备10kV到35kV中压交流海缆、66kV到220kV高压交流海缆、500kV超高压交流海缆以及±80kV到±535kV柔性直流缆的生产交付能力,处于行业领先水平。

持续的技术研发和产品升级,有助于公司在国内海风向深远海发展的过程中保持领先优势。未来海上风电场单体容量扩大,离岸距离增加,对海缆的电压等级提出了更高的要求,柔性直流输电技术的经济性开始显现,同时漂浮式海上风电需要配套动态海缆。这些新技术新产品的应用,有利于行业领先企业保持竞争优势。

表5: 海缆产品创造了多项国内领先记录

时间	产品/技术研发	进展
2007	110kV海缆	生产并交付了110kV海缆。
2010	110kV海缆	生产并交付的110kV海缆单根无接头长度达到17公里以上。
2010	220kV海缆	生产并交付了220kV海缆并成功在舟山电力局本岛-秀山岱山输电线路工程上挂网运行。
2011	动态脐带缆	为中国CACT作业者集团制造的DHYJTF41 8.7/15kV 3×185mm <sup>2</sup> 动态脐带缆交付使用,为国内用户使用的首根国产脐带缆。
2013	±160kV、±200kV直流海缆	公司±200kV和±160kV直流海底电缆(含软接头)系统顺利通过国家电线

时间	产品/技术研发	进展
		电缆质量监督检验中心型式试验并取得检测报告，公司生产并交付了±160kV 直流海缆并成功在南网大型风电场柔性直流示范工程上挂网运行，公司±200kV 直流海缆和陆缆中标国网舟山多端柔性直流示范工程并于2014 年投入使用
2014	33kV 光纤复合海底缆（含工厂接头）	公司 33kV 光纤复合海底电力电缆（含工厂接头）通过荷兰 KEMA 检测机构的型式试验并取得检测报告
2016	参与制定相关国家标准	公司与上缆所等单位共同牵头制定的国家标准 GB/T 32346《额定电压 220kV（Um=252kV）交联聚乙烯绝缘大长度交联海底电缆及附件》正式发布。
2016	±320kV 及以下柔直海缆关键技术研究	公司子公司海缆研究院承担的国家 863 计划项目“±320kV 及以下柔性输电用直流海缆关键技术研究”通过国家科技部验收，项目技术成果已在重大项目上成功应用
2016	超高压 500kV 交联聚乙烯绝缘光电复合海缆系统（含工厂软接头、抢修接头、终端）	超高压 500kV 交联聚乙烯绝缘光电复合海缆系统（包含工厂软接头、抢修接头、终端）圆满通过了一系列严格试验，
2018	大长度海洋脐带缆	公司顺利完成自主研发、设计、制造的首根国产化大长度海洋脐带缆的生产与交付工作，标志着我国在深海油气勘探领域的核心装备上取得重大突破。
2018	500kV 海缆、500kV 软接头	顺利完成国家电网浙江舟山 500kV 联网输变电工程用首根 500kV（含软接头）光电复合海底电缆的生产与交付
2020	±535kV 柔性直流陆缆	公司参与的张北±535kV 柔性直流工程投产
2023	500kV 三芯交流海缆	公司自主研发制造的全球首根 500kV 交流三芯海底电缆成功交付敷设
2024	±500kV 柔性直流海缆	公司中标青洲五、七±500kV 直流海底电缆 EPC 项目

资料来源：公司公告，Wind，诚通证券研究所

### 4.3、2025 年业绩确定性较高，充分受益广东项目节奏加快

在手订单对公司 24、25 年业绩提供有力支撑。截至 24 年 10 月 18 日，公司海缆系统在手订单 29.5 亿元，海洋工程 14.0 亿元。近期海缆订单持续取得进展，24 年 11 月公司发布公告，中标青洲五七送出缆项目 15.亿元、帆石一送出缆项目 17.1 亿元、嵊泗 3#4#海上风电项目送出缆 5.5 亿元、连江外海海上风电场阵列缆 2.2 亿元，合计约 40 亿元。

表6：2022 年以来东方电缆的海缆中标情况

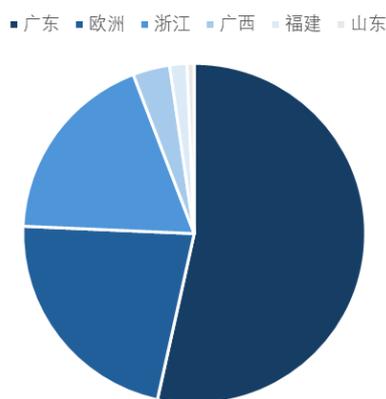
项目业主	项目名称	项目位置	中标日期	项目规模 MW	中标金额 亿元
<b>海上风电海缆</b>					
华润	苍南 1 号	浙江	2022 年 01 月	400	2.4
明阳	阳江青洲四	广东	2022 年 02 月	500	4.7
中广核	象山涂茨	浙江	2022 年 03 月	280	2.4
粤电	阳江青洲一、二	广东	2022 年 03 月	1000	17.0
TenneT	HKWB 海上风电项目	海外：荷兰	2022 年 03 月	700	5.3
粤电	阳江青洲一、二	广东	2022 年 04 月	1000	3.0
三峡	阳江青洲六：送出缆	广东	2022 年 07 月	1000	10.4
国电	象山 1 号二期	浙江	2022 年 07 月	500	4.9
华能	苍南 2 号	浙江	2022 年 09 月	300	1.7
浙能	台州 1 号	浙江	2022 年 10 月	300	2.5

项目业主	项目名称	项目位置	中标日期	项目规模 MW	中标金额 亿元
<b>海上风电海缆</b>					
Jan De Nul	苏格兰 Pentland Firth East 项目	海外: 英国	2022 年 11 月		1.0
三峡	牟平 1 期	山东	2023 年 04 月	300	0.9
广投	防城港示范项目 A	广西	2023 年 05 月	700	4.6
华能	岱山 1 号	浙江	2023 年 05 月	306	1.8
沃旭	Baltica 2 海上风电项目	海外: 波兰	2023 年 05 月	1498	3.5
三峡	阳江青洲六: 阵列缆	广东	2022 年 07 月	1000	3.2
华能	玉环 2 号	浙江	2024 年一季度	504	3.3
SSE	英国 SSE 公司岛屿互联项目	海外: 英国	2024 年 07 月		1.5
Inch Cape Offshore	Inch Cape 海上风电项目	海外: 英国	2024 年 07 月	1080	18.0
中广核	帆石一 (共 2 回)	广东	2024 年 11 月	1000	17.1
三峡	青洲五七	广东	2024 年 11 月	2000	15.1
中能建	嵊泗 3#、4#海上风电项目	浙江	2024 年 11 月	408	5.5
华润	连江外海海上风电场	福建	2024 年 11 月	700	2.2
<b>海上油气田海缆</b>					
中海油	渤中-垦利油田群岸电应用工程项目	山东	2022 年 03 月		1.8
中海油	蓬莱 19-3 油田 5/10 开发项目、渤中 19-6 凝析气田一期开发项目	山东	2022 年 07 月		0.5
卡塔尔油气公司	NFXP 脐带缆项目	海外: 中东	2023 年一季度		1.6
中海油	陵水 25-1 气田开发项目	海南	2022 年 03 月	56	5.2
中海油	陵水 17-2 气田 10d/11d 井区开发项目	海南	2023 年 08 月	18	1.6

资料来源: 公司公告, Wind, 诚通证券研究所

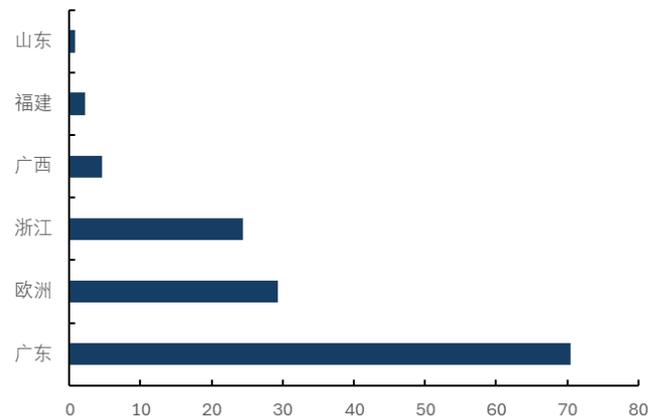
东方电缆依托东部和南部基地布局, 在粤西及浙江地区的拿单优势明显。近几年东方电缆中标的海上风电海缆订单中, 广东的项目中标金额占比在一半以上, 其次是欧洲的项目, 浙江省的项目合计中标金额约占 20%左右。

图31: 公司海缆业务集中在浙江和广东两省



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图32: 近几年公司中标项目金额省区分布情况 (亿元)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

2025 年广东、浙江两省海上风电项目储备丰富, 项目建设节奏加快, 东方电缆有望持续受益。目前已完成风机招标或 EPC 总包中明确并网时间的项目中, 浙江省项目共 5 个, 总规模 2.6GW, 广东省共 12 个 (三山岛共 6 个项目), 总规模 6.3GW, 广东项目中除红海湾三、四项目外, 其余均位于粤西地区, 公司有望充分受益。

表7： 广东、浙江两省 2025 年潜在并网项目情况

项目业主	项目名称	项目位置	项目规模-MW	预计确收年份
运达股份	洞头 2 号	浙江省	500	2025
运达风电	苍南 6 号	浙江省	200	2025
金风科技	平阳 1 号	浙江省	600	2025
华能集团	玉环 2 号	浙江省	504	2025
远景能源	苍南 5 号	浙江省	800	2025-2026
<b>浙江省合计</b>			<b>2604</b>	
中广核	帆石二	广东省	1000	2025
国家能源	高栏一	广东省	500	2025
中广核	徐闻东二	广东省	300	2025
明阳智能	徐闻东三	广东省	500	2025
华能等	三山岛一至六	广东省	3000	2025-2026
中广核	红海湾三	广东省	500	2025-2026
明阳智能	红海湾四	广东省	500	2025-2026
<b>广东省合计</b>			<b>6300</b>	

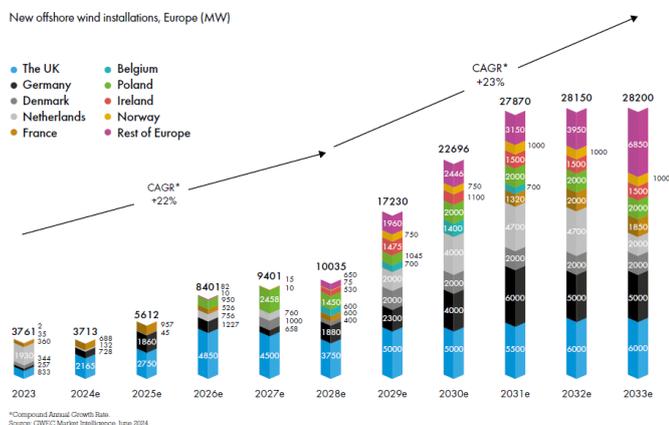
资料来源：电力招标网、龙船风电网、中国电力设备信息网、国能 e 招网站、电能 e 招采平台网站、华能集团电子商务平台、三峡集团电子商务平台等，诚通证券研究所

#### 4.4、 海外布局进入收获期，欧洲海缆订单持续突破

发展海上风电是欧洲实施能源安全战略 REPowerEU 和绿色能源转型的重要方式。整体发展目标上，欧盟 2030 年海上风电装机容量的目标由此前的 60GW，上调至 111GW，英国将 2030 年海上风电装机容量目标由此前的 40GW 提升至 50GW，总体来看，2024 年至 2033 年欧洲计划新增 161GW 的海上风电项目。

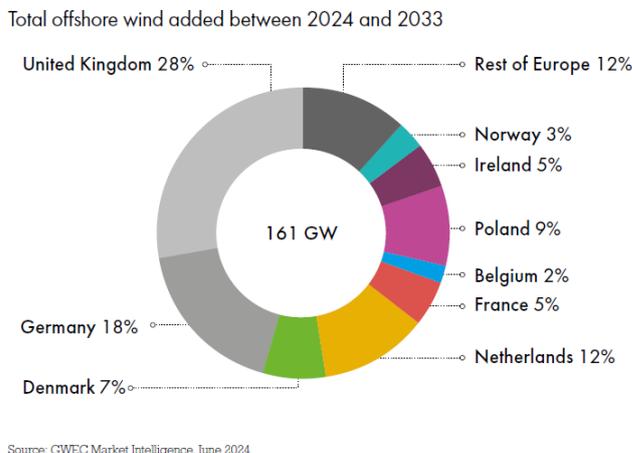
欧洲海缆产能紧张，国内一线海缆公司有望受益欧洲海上风电发展。根据国际风能理事会的预测，从 2026、2027 年开始，欧洲在多个海上风电关键组件方面可能面临供应链瓶颈，其中包括齿轮箱、发电机、叶片、换流器、铸件、塔筒、基础和电缆。

图33： 未来几年欧洲海风建设加速



资料来源：全球风能协会 GWEC，诚通证券研究所

图34： 未来几年欧洲海风主要依靠英国、德国、荷兰



资料来源：全球风能协会 GWEC，诚通证券研究所

东方电缆积极开拓国际市场，欧洲订单持续突破。公司 2022 年在荷兰鹿特丹

设立欧洲全资子公司，将在欧洲逐步实现营销、技术研发、全球供应链开发和售后服务平台的提升。完成对英国 XLCC、XLINKS 公司的投资，提升公司国际品牌效应。订单方面，自 2020 年中标南苏格兰电网公司(SSEN) Skye-Harris 岛屿连接项目开始，公司持续在海外市场取得突破。2022 年以来，中标了 5 个欧洲海底电缆项目，1 个海上油气田脐带缆项目，合计金额 31 亿元。公司有望持续受益欧洲海上风电的增长。

表8：2022 年以来东方电缆在海外市场的海缆中标情况

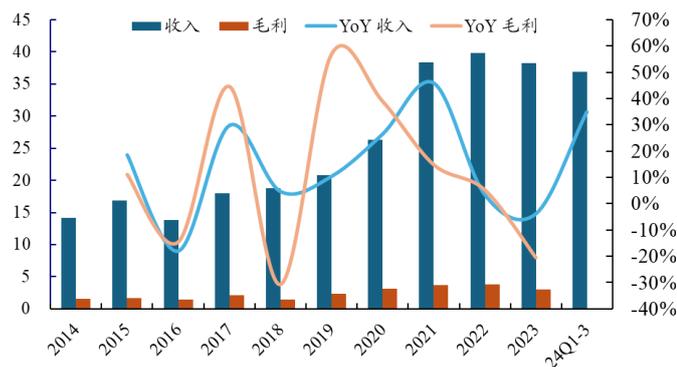
项目业主	项目名称	项目位置	中标日期	项目规模 MW	中标金额 亿元
<b>海上风电海缆</b>					
TenneT	HKWB 海上风电项目	荷兰	2022 年 03 月	700	5.3
Jan De Nul	苏格兰 Pentland Firth East 项目	英国	2022 年 11 月		1.0
沃旭	Baltica 2 海上风电项目	波兰	2023 年 05 月	1498	3.5
SSE	英国 SSE 公司岛屿互联项目	英国	2024 年 07 月		1.5
Inch Cape Offshore	Inch Cape 海上风电项目	英国	2024 年 07 月	1080	18.0
<b>海上油气田海缆</b>					
卡塔尔油气公司	NFXP 脐带缆项目	中东	2023 一季度		1.6

资料来源：公司公告，诚通证券研究所

#### 4.5、国内电网投资加速，陆缆业务有望持续稳定增长

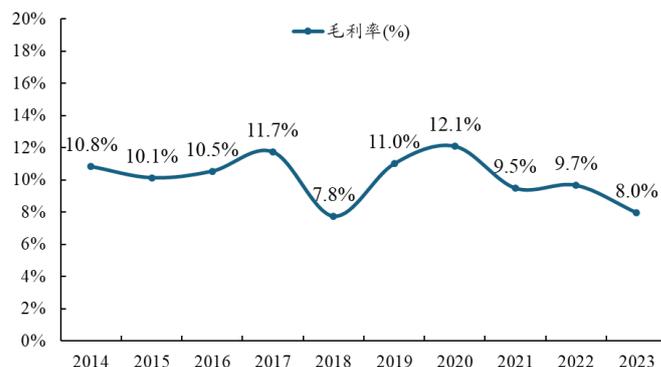
近几年，公司陆缆系统业务总体保持持续增长态势。2014 至 2023 年期间，陆缆系统业务收入从 14 亿元增长至 38 亿元，CAGR 达到 11.6%。2024 年前三季度，公司陆缆系统业务收入约为 37 亿元，接近 2023 年全年水平，同比增长 35%。盈利能力方面，剔除 2021 年由于会计准则变更交通运输费计入营业成本的影响，整体毛利率基本维持在 8-10% 的水平（变更后的准则）。

图35：陆缆系统营收持续增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图36：陆缆系统毛利率保持相对稳定



资料来源：Wind，诚通证券研究所

公司陆缆系统业务有望受益国内电网投资增长。电力线缆行业下游较为分散，涉及电网、电厂、通信、铁路等多个行业，公司陆缆系统业务大客户是国家电网、南方电网等企业。总量上，公司陆缆系统业务充分受益国内电网投资增长加速。随着国内风光发电量占比的不断提高，对电网消纳、调频调峰能力提出了新的要求，2024 年国内电网投资呈现加速态势，1-10 月电网基本建设投资完成额 4502 亿元，同比增长 20.7%，显著高于近几年 0-5% 的增长区间，全年投资完成额有望达到 6000 亿元以上。结构上，伴随着我国特高压线路建设的不断扩展，加之特种导线在高压

输电方面的突出性能，预计整个电网中特种导线的的使用比例将逐步提升，行业中拥有资金和技术实力的公司将更加受益。

图37： 2024年国内电网投资实现较高增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 5、投资建议：充分受益全球海风行业增长，后市可期

### 5.1、关键假设及盈利预测

东方电缆主营业务主要由海缆系统、海洋工程、陆缆系统构成，其中海缆系统是构成利润的核心业务。结合前文对公司已中标和潜在中标项目的梳理，我们对公司盈利预测做出以下假设：

#### （1）海缆系统业务：

收入确认节奏上，主要依据是项目的风机招标文件、EPC总包招标文件，对于早期阶段或刚启动EPC总包、风机机组招标的项目，出于谨慎原则，假设部分收入延后确认。盈利水平上，阵列缆20-25%毛利率，220kV送出缆30-35%毛利率，500kV送出缆40-45%毛利率；

#### （2）海洋工程业务：

业务收入假设主要考虑在手订单、海工业务营收/海缆系统业务营收比值两个因素。在手订单方面，截至24年10月18日，公司海工业务在手订单14亿元，同比23年3季度末增加约4亿元，比值方面，2021至2023年，海工业务营收与海缆系统业务营收比值分别为25%、35%、26%。我们假设24至26年海工业务营收增速为40%、10%、10%，毛利率为25%；

#### （3）陆缆系统业务：

业务收入增长主要参考在手订单情况，截至24年10月18日，公司陆缆在手订单约为49亿元，同比增长约24亿元。我们假设24至26年陆缆系统业务营收增速分别为38%、10%、10%。毛利率假设恢复到10%的水平。

## 5.2、可比公司估值表

东方电缆、中天科技、亨通光电是国内主要的海缆上市公司，业务结构上3家公司存在明显差异，东方电缆海缆以外业务以陆缆为主，中天科技和亨通光电以光通信等业务为主。海缆相关业务在营收和毛利的占比上，东方电缆明显高于中天科技和亨通光电，2023年东方电缆的海缆业务占营收和毛利的比重分别为47.6%、83.4%，中天科技和亨通光电平均值分别为8.0%、15.1%。东方电缆受益国内海风增长的程度更高，因此估值上相对中天科技、亨通光电有一定溢价。

表9：可比公司的PE比较

证券代码	公司简称	最新市值 -亿元	最新收盘价 -元/股	2023年海缆业务 占营收比重	2023年海缆业务 占毛利比重	PE		
						2023	2024E	2025E
600522.SH	中天科技	527.64	15.46	8.5%	14.2%	17	16	13
600487.SH	亨通光电	446.23	18.09	7.5%	16%	21	16	13
平均值		-	-	8.0%	15.1%	19	16	13
603606.SH	东方电缆	377.49	54.89	47.6%	83.4%	38	32	19

资料来源：wind一致预期，诚通证券研究所。数据截止至2024年12月16日

## 5.3、投资建议

公司是国内陆地电缆、海底电缆系统核心供应商，有望持续受益全球海上风电行业快速发展。我们预计公司2024至2026年，公司分别实现营业收入93亿、126亿、138亿，同比增速分别约为27%、36%、10%，分别实现归母净利润12、20、22亿元，对应目前市值PE分别为32、19、17X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 5.4、风险提示

(1) 海上风电项目建设周期长，审批、招标、建设过程中若进展不顺，可能对海缆交付产生影响，影响公司业绩；

(2) 相关国家贸易政策具有不确定性，可能对公司出口业务产生影响；

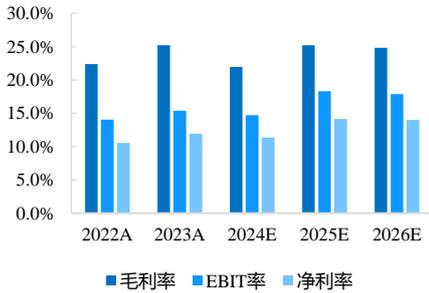
(3) 原材料价格快速上涨的风险：公司的生产成本中直接材料占到90%，主要包括铜杆（电解铜）、铝杆等金属材料，以及绝缘料、护套料等化工原材料。其中小部分订单具有原材料价格风险敞口；

(4) 模型预测部分包含较多主观假设：尽管我们尽力保持所有假设贴近真实情况，但由于公司核心业务海缆系统是典型的项目制业务，每个项目中标情况、价格情况、盈利情况均不同，使得模型预测部分仍然不可避免地包含了较多的主观假设，可能会影响模型预测的精度，从而低估/高估公司未来的业务表现。

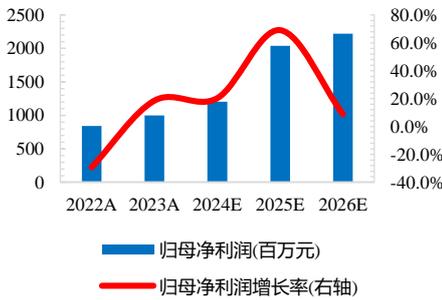
## 6、附录：财务预测摘要

## 附：财务预测摘要

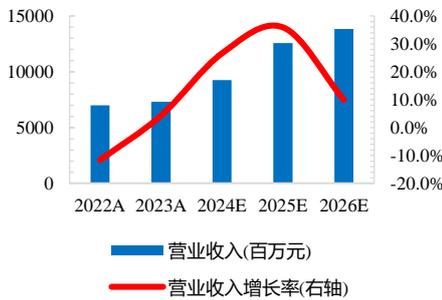
## 1、毛利率、EBIT率、净利率



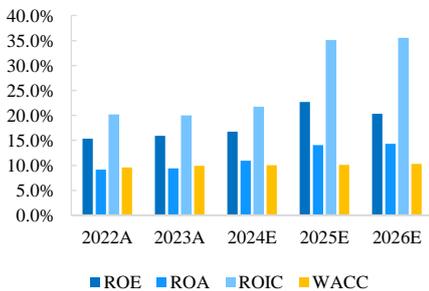
## 2、净利润及其年度增长率



## 3、营业收入及其年度增长率



## 4、资本回报率



利润表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7009	7310	9257	12585	13834
营业成本	5440	5467	7223	9412	10400
折旧和摊销	147	160	153	173	194
营业税费	23	49	48	68	77
销售费用	147	153	194	263	289
管理费用	112	130	148	189	208
财务费用	21	8	-1	-12	-36
公允价值变动损益	-36	9	-7	-6	-4
投资收益	14	3	6	7	6
营业利润	957	1151	1381	2335	2544
利润总额	960	1146	1379	2333	2542
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	842	1000	1205	2039	2221

资产负债表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产	9188	10640	11012	14493	15473
流动资产	6831	7917	7909	11416	12439
货币资金	2258	2142	2381	3945	5243
交易型金融资产	110	86	98	92	95
应收账款	2336	2684	3014	4830	4167
应收票据	28	0	37	14	44
其他应收款	50	34	274	145	316
存货	1321	2148	1464	1674	1793
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	27	48	62	77	94
固定资产	1723	1925	2003	2199	2245
无形资产	324	364	400	416	433
总负债	3694	4349	3827	5521	4538
无息负债	2383	3375	2933	4565	3872
有息负债	1311	974	894	956	666
股东权益	5494	6291	7186	8973	10935
股本	688	688	688	688	688
公积金	1304	1304	1304	1304	1304
未分配利润	3030	3858	4247	4865	5541
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	647	1190	1164	1884	1957
净利润	842	1000	1205	2039	2221
折旧摊销	147	160	153	173	194
净营运资金增加	438	223	190	314	417
其他	-779	-193	-384	-642	-874
投资活动产生现金流	-436	-596	-540	-139	-149
净资本支出	444	662	369	-41	-64
长期投资变化	-16	14	-13	-17	-17
其他资产变化	-8	80	-184	-197	-231
融资活动现金流	280	-561	-384	-180	-510
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	196	655	-523	1694	-983
无息负债变化	-448	992	-442	1632	-693
净现金流	487	30	239	1565	1298

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

关键指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-11.6	4.3	26.6	36.0	9.9
净利润增长率	-29.1	18.7	20.5	69.2	8.9
EBITDA 增长率	-20.7	13.5	17.9	63.6	7.8
EBIT 增长率	-27.1	14.1	21.1	69.3	7.5
<b>估值指标</b>					
PE	39.2	34.9	31.7	18.7	17.2
PB	9.0	4.8	5.3	4.3	3.5
EV/EBITDA	32.8	28.8	24.2	14.2	12.6
EV/EBIT	37.7	32.9	26.9	15.2	13.5
EV/NOPLAT	43.0	37.7	30.8	17.4	15.5
EV/Sales	5.3	5.1	4.0	2.8	2.4
EV/IC	5.5	5.1	4.5	3.5	2.9
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	22.4	25.2	22.0	25.2	24.8
EBITDA 率	16.1	17.6	16.4	19.7	19.3
EBIT 率	14.1	15.4	14.7	18.3	17.9
税前净利润率	13.7	15.7	14.9	18.6	18.4
税后净利润率 (归属母公司)	10.5	11.9	11.4	14.2	14.0
ROA	9.2	9.4	10.9	14.1	14.4
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.3	15.9	16.8	22.7	20.3
经营性 ROIC	20.2	20.0	21.8	35.1	35.5
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.8	2.1	2.6	2.4	3.1
速动比率	2.0	1.3	1.9	1.9	2.4
归属母公司权益/有息债务	4.2	6.5	8.0	9.4	16.4
有形资产/有息债务	6.5	10.1	11.1	14.2	22.0
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.22	1.45	1.75	2.96	3.23
每股红利	0.25	0.45	0.37	0.38	0.38
每股经营现金流	0.90	1.32	1.69	2.74	2.85
每股自由现金流(FCFF)	0.59	0.78	1.14	2.78	2.92
每股净资产	7.99	9.15	10.45	13.05	15.90
每股销售收入	10.19	10.63	13.46	18.30	20.12

资料来源: Wind, 诚通证券研究所预测

## 特别声明

根据《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）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），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 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均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。

## 投资评级说明

### 诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20% 以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5% 以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 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。

## 免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

## 联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>

